

2019年11月19日

2019・2020年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 外需の不振と消費増税の影響で当面弱い動きに ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2019・2020年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2019年度 +0.5%（前回+0.5%）、2020年度 +0.3%（前回+0.3%）

○ 7～9月期は外需の不振を堅調な内需が補い、小幅なプラス成長

2019年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.1%（年率+0.2%）と小幅ながら4四半期連続のプラス成長となった。海外経済の減速などから外需がマイナスに寄与する一方、内需が堅調に推移した。前回2014年の増税時より小規模ではあるが消費税率引き上げ前の駆け込み需要で個人消費が堅調な伸びとなったほか、住宅投資、公共投資も増加が続いた。また、設備投資も人手不足に対応した省力化・効率化需要を支えに増加傾向を維持した。

○ 外需の不振と消費増税の影響で当面弱い動きに

前回予測から先行きの見方について大きな変更はなく、2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.5%、2020年度は同+0.3%と前回予測を据え置いた。

2019年度後半は外需の不振と消費増税の影響で弱い動きになると予想される。個人消費は駆け込み需要の反動減や消費増税に伴う家計負担の増加に加え、台風の影響も重石となり、10～12月期は減少に転じると見込まれる。その後は政府による需要喚起策などを下支えに持ち直すものの、所得環境の改善も限られ力強さを欠く推移が続こう。世界経済は欧米の金融緩和が支えとなるものの、米中貿易摩擦の影響などで成長ペースの鈍化が続くなか、輸出は低調に推移し、設備投資は製造業を中心に増勢が弱まっていく可能性が高い。2020年度は、東京五輪・パラリンピック開催に伴う需要の増加が見込まれるほか、年度後半にかけて世界経済が緩やかに持ち直し外需の下押し圧力が和らぐとみられるものの、引き続き個人消費が力強さを欠くことなどから緩やかな成長ペースにとどまろう。

○ 世界経済の下振れリスクは残るも、上振れの可能性にも留意

米中貿易摩擦問題は両国の覇権争いの構図があるだけに対立が再び激化するリスクが残る一方、貿易交渉が進展し追加関税の段階的な撤廃に向かう可能性も出てきている。また、米国大統領選挙の予備選挙が2月以降実施されるため、今後の経済動向を左右する候補者が掲げる経済政策を注視する必要がある。その他、英国の合意なきEU離脱やイラン情勢などの不透明要因もあり、世界経済の下振れリスクは依然として大きいものの、上振れの可能性にも留意が必要である。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社 担当：財務企画部 大野 俊明

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576

<http://www.fukoku-life.co.jp>

toshiaki.oono@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2019・2020年度 経済見通し

(前年比、%)

	2018 年度 実績	2019年度予測				2020年度予測				
		上期		下期		前回 2019年8月 時点	上期		下期	
		(前期比)		(前期比)			(前期比)		(前期比)	
名目国内総生産(兆円)	550.4	557.4	557.6	556.9	557.5	561.6	558.6	564.4		
	0.5	1.3	1.0	▲0.1	1.3	0.8	0.3	1.0		
実質国内総生産(兆円)	535.6	538.2	540.6	535.8	538.0	539.9	538.6	541.3		
	0.8	0.5	0.7	▲0.9	0.5	0.3	0.5	0.5		
内 需	0.8	0.8	0.9	▲0.7	0.8	0.4	0.6	0.5		
民間需要	0.8	0.2	0.5	▲0.9	0.5	0.1	0.4	0.4		
民間最終消費	0.4	0.2	0.8	▲1.5	0.3	0.3	0.7	0.7		
民間住宅投資	▲4.3	1.0	1.7	▲3.3	▲1.1	▲2.1	▲0.3	▲0.4		
民間設備投資	3.5	1.3	0.9	▲0.5	2.3	0.6	0.7	0.2		
公的需	▲0.0	0.6	0.5	0.2	0.4	0.2	0.1	0.1		
政府最終消費	0.9	2.1	1.4	0.5	1.3	0.9	0.5	0.3		
公的固定資本形成	▲4.0	3.6	3.5	1.0	1.9	0.9	0.4	0.3		
財貨・サービスの純輸出	▲0.1	▲0.3	▲0.2	▲0.0	▲0.3	▲0.0	▲0.0	0.0		
財貨・サービスの輸出	1.6	▲1.8	▲0.9	▲1.1	▲2.1	0.3	0.1	1.5		
財貨・サービスの輸入	2.2	0.2	0.1	▲0.8	▲0.5	0.5	0.3	1.2		

注1. 実質値は2011暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	0.2	▲1.6	▲0.9	▲0.6	▲1.0	0.7	0.8	0.6
国内企業物価指数※	2.2	0.7	▲0.1	1.5	1.0	0.7	0.9	0.4
消費者物価指数※	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5
消費者物価(除く生鮮)※	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
(除く消費税・教育無償化の影響)	0.8	0.4	0.6	0.2	0.4	0.4	0.3	0.6
貿易収支(兆円)	0.7	▲0.2	▲0.0	▲0.1	0.5	▲0.4	▲0.4	▲0.0
経常収支(兆円)	19.4	19.1	10.3	8.8	18.7	19.3	9.9	9.4
名目賃金指数※	0.8	0.4	0.3	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6
完全失業率(%)	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5
住宅着工戸数(万戸)	95.3	89.6	90.8	88.4	91.7	87.6	88.5	86.8
為替レート(¥/\$)	110.9	108.3	108.6	108.2	107.2	108.0	108.0	108.0
原油価格(\$/b)	72.0	64.7	69.2	60.2	63.8	61.3	60.9	61.6
米国実質成長率(年率)	2.9	2.3	2.3	1.9	2.3	1.8	1.8	2.0
中国実質成長率※	6.6	6.1	6.3	5.9	6.2	5.8	5.8	5.8

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

◇日本経済の現状と見通し

○7～9月期の実質GDP

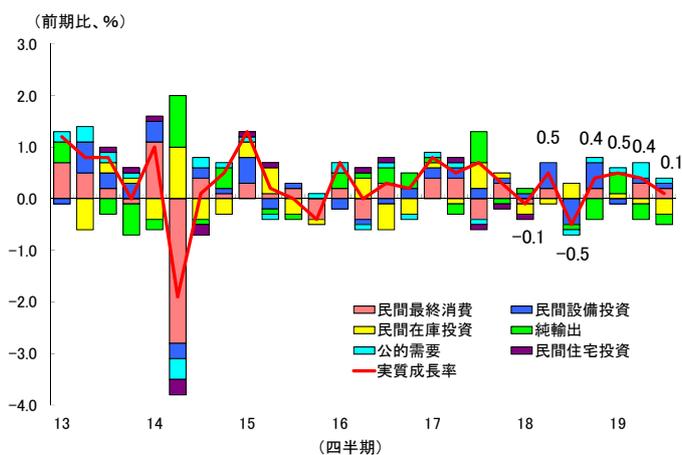
11月14日に発表された2019年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.1%（年率換算+0.2%）と4四半期連続のプラス成長となった（図表2）。需要項目別にみると、

外需の不振を堅調な内需が補う形となった。民間最終消費は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を主因として同0.4%増となり、住宅投資は、同1.4%増と5四半期連続の増加となった。設備投資は人手不足に対応した

省力化・効率化需要などを支えに同0.9%増と2四半期連続で増加した。一方、在庫投資は、駆け込み需要に対応した取り崩しのため同0.3ポイントのマイナス寄与となった。公的需要については、2018年度補正予算や2019年度当初予算が積み増されていることなどにより、公的固定資本形成が同0.8%増と3四半期連続で増加し、政府消費は同0.5%増となった。輸出は海外経済の減速などを背景として同0.7%減となる一方、輸入が同0.2%増となったことで、外需寄与度は同▲0.2ポイントとなった。

なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは同+0.2%となり、名目GDP成長率は同+0.3%（年率換算+1.2%）となった。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

○外需の不振と消費増税の影響から当面弱い動きに

前回予測から先行きの見方について大きな変更はなく、2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.5%、2020年度は同+0.3%と前回予測を据え置いた。

2019年度後半は外需の不振と消費増税の影響で弱い動きになると予想される。個人消費は駆け込み需要の反動減や消費増税に伴う家計負担の増加に加え、台風の影響も重石となり、10～12月期は減少に転じると見込まれる。その後は政府による需要喚起策などを下支えに持ち直すものの、所得環境の改善も限られ力強さを欠く推移が続こう。世界経済は欧米の金融緩和が支えとなるものの、米中貿易摩擦の影響などで成長ペースの鈍化が続くなか、輸出は低調に推移し、設備投資は製造業を中心に増勢が弱まっていく可能性が高い。四半期ごとの成長率については、10～12月期が前期比年率3%台後半のやや大きめのマイナス成長、1～3月期が0%台の小幅なプラス成長と予想する。

2020年度は、東京五輪・パラリンピック開催に伴う需要の増加が見込まれるほか、年度後半にかけて世界経済が緩やかに持ち直し外需の下押し圧力が和らぐとみられるものの、引き続き個人消費が力強さを欠くことなどから緩やかな成長ペースにとどまろう。四半期ごとの成長率については、年度前半は1%台、年度後半は0%台後半の成長を辿ると予想する。

○世界経済の下振れリスクは残るも、上振れの可能性にも留意

米中貿易摩擦問題については、両国に歩み寄りの動きもみられるが、問題の背景に

は両国の覇権争いという構図があるだけに予断を許すことはできず、問題が再び激化すれば、輸入物価の上昇や企業・家計のマインドの萎縮などを通じて、世界経済の下押し圧力が一段と強まる恐れがある。一方、貿易交渉が進展し追加関税の段階的な撤廃に向かう可能性も出てきている。また、米国大統領選挙の予備選挙が2月以降実施されるため、今後の経済動向を左右する候補者が掲げる経済政策を注視する必要がある。英国のEU離脱問題については、離脱期限が10月末から1月末へと延期されたが、12月12日の総選挙の結果次第では引き続き合意なき離脱のリスクは残り、企業活動に大きな支障が生じるリスクがある。米国との間で対立が続くイラン情勢が一段と緊迫化すれば、原油価格が高騰し、物価上昇などを通じて原油輸入国を中心に悪影響が広がる可能性もある。世界経済の下振れリスクは依然として大きいものの、上振れの可能性にも留意が必要である。

◇主要な需要項目の動向

○個人消費は、駆け込み需要の反動減と消費増税に伴う家計負担の増加が重石に

雇用環境は改善傾向となっている。女性を中心に労働参加率が高まるなか、雇用者数は増加傾向にあり、9月の失業率は2.4%と低水準を維持している（図表3）。今後についても雇用環境は緩やかに改善すると見込んでいる。日銀短観の雇用人員判断DIによれば製造業、非製造業ともに人手不足感が強い状況が続いている。先行指標である新規求人数はこのところ製造業など一部で弱い動きもみられるものの依然として高水準にあり、高齢者や女性の労働参入が継続するも、雇用者数は緩やかな増加が続くと見込んでいる。

一方、名目賃金は緩慢な伸びにとどまると見込んでいる。賃金動向を左右する春闘について厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」によれば2019年の賃上げ率は2.18%と昨年の2.26%を下回り、ベースアップの流れが途絶えたわけではないが、その勢いは弱まっている。2020年春闘については、消費増税を受けた景気の停滞感の強い時期に交渉が行われることもあり、賃上げ率は前年から鈍化すると見込んでいる。また、賞与についても企業業績の鈍化を受けて伸び率は鈍化すると見込まれる。引き続き労働需給がひっ迫するなかでも賃金の伸びに加速感はみられず、所得環境の改善は限られよう。

個人消費は、緩やかな回復基調となっている。7～9月期の民間最終消費支出は前期比0.4%増と駆け込み需要もあって堅調な伸びとなった。もっとも、前回の増税前にあたる2014年1～3月期（前期比2.0%増）と比較するとかなり控えめな伸びにとどまったといえる。今回も一定程度の駆け込み需要が生じたとみられるが、消費税率引き上げ幅が小さいことや、食料などへの軽減税率の導入、キャッシュレス決済のポイント還元といった各種対策によって駆け込み需要は前回よりも小規模にとどまった。また、4～6月期が10連休効果で高い伸びとなった反動、天候不順で7月の消費が低

図表3. 失業率と新規求人数の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

迷したことも消費の伸びを抑制する要因となった。加えて、消費マインドを示す消費者態度指数が大きく低下していることが示唆しているとおり（図表4）、個人消費の基調がそもそも強くないことも影響しているとみられる。

今後の個人消費については、駆け込み需要の反動減などにより一旦減少し、その後の持ち直しは緩やかなものにとどまると想定している。10～12月期の個人消費は、駆け込み需要の反動減に加え、消費増税に伴う家計負担の増加

が重石となるほか、10月の台風の影響も一定の下押しになったとみられることから、減少に転じることが見込まれる。今回の消費増税にあたっては、幼児教育無償化に加え、キャッシュレス決済時のポイント還元、プレミアム付き商品券といった需要喚起策により、前回増税時と比較すると家計への悪影響は大きく軽減されており、1～3月期は持ち直しの動きが想定される。ただし、前述したとおり、所得環境の改善が限られるなか、消費増税の影響も残るため、個人消費の反発は小幅にとどまると予想する。2020年度については、年度前半は増税後の反動減からのリバウンドに加えて東京五輪・パラリンピックに関連した宿泊費や飲食費といった需要が盛り上がることで期待されるものの、年度後半は、増税後の需要喚起策の一巡が下押し要因になることが見込まれる。所得環境の改善が限られるなか消費マインドは抑制された状況が続くことで、個人消費の持ち直しの動きは緩やかなペースにとどまると見込んでいる。

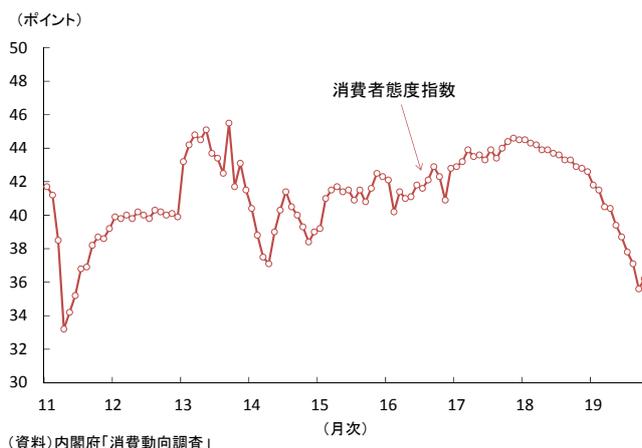
○新設住宅着工戸数は、緩やかな鈍化傾向を辿る

7～9月期の住宅投資は前期比1.4%増と、消費税率引上げ前の駆け込み需要などから5四半期連続の増加となった。もっとも、住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は既に鈍化している。7～9月期は前期比2.0%減の89.9万戸と3四半期連続で減少した（図表5）。貸家の減少傾向が続いていることに加え、持家は7～9月期が同9.3減と、それまでの駆け込み需要の反動減により減少に転じている。

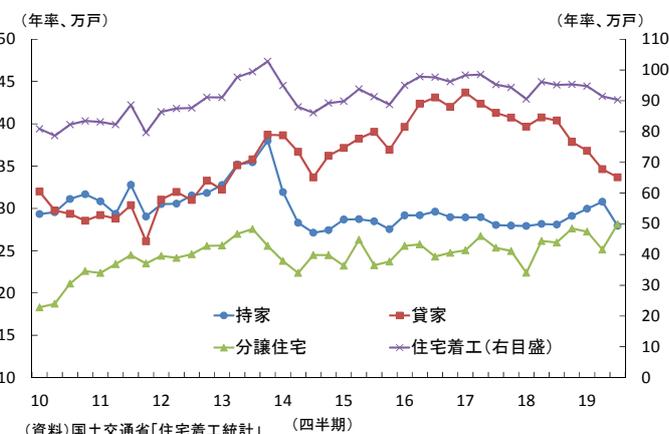
今後の新設住宅着工戸数は、緩やかな鈍化傾向を辿ると見込んでいる。消費増税にあたり、住宅ローン減税の控除期間延長、すまい給付金の拡充、次世代住宅ポイント制度の創設、住宅取得資金にかかる贈与税非課税枠の拡大

といった住宅取得支援策が需要の下支えとなるものの、駆け込み需要の反動減から、持家は緩やかな減少傾向となろう。また、貸家については投資用不動産を巡る社会問

図表4. 消費者態度指数の推移



図表5. 新設住宅着工戸数の推移



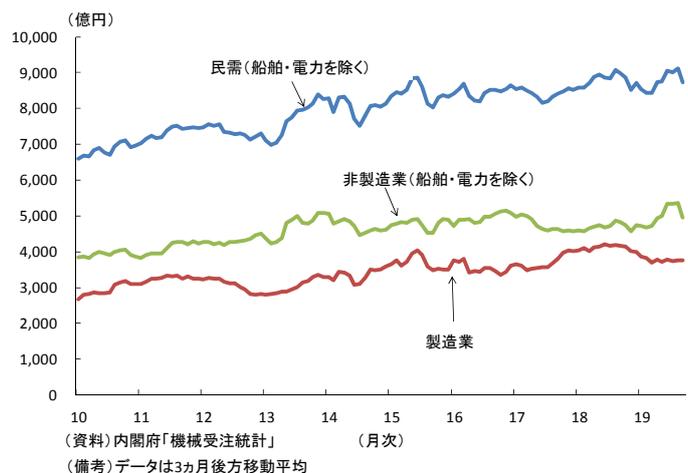
題などを背景に金融機関はアパートローンに対して慎重な姿勢を継続するとみられることから、引き続き弱含みで推移するだろう。分譲マンションについては、首都圏では依然として価格が高止まりするなか、契約率が好不調の目安とされる70%を下回る状況が続いており、デベロッパーはマンション供給に慎重な姿勢を続けると見込んでいる。総じて住宅着工を取り巻く環境は当面厳しい状況が続き、住宅着工戸数は鈍化傾向を辿ると見込んでいる。

○設備投資は増加傾向を見込むものの、製造業を中心に増勢は弱まっていく

設備投資は、増加傾向となっている。7～9月期の実質設備投資は前期比0.9%増と2四半期連続の増加となった。人手不足に対応した省力化・効率化投資などにより、増加傾向を維持している。

今後については、設備投資は増加傾向が続くと見込むものの、製造業を中心に増勢が弱まっていくだろう。日銀短観9月調査における全規模・全産業の2019年度設備投資計画（ソフトウェアを含む、土地投資を除く）は、前回6月調査から0.3ポイント下方修正されたものの、前年比6.0%増となり、底堅い伸びを維持している。景気動向に左右されにくい人手不足に対応した省力化・効率化投資の需要は底堅さを維持するとみられるほか、研究開発投資も底堅く推移するだろう。また、東京五輪・パラリンピックに関連した需要はピークアウトが見込まれるものの、都市再開発関連やインバウンド関連の建設投資は緩やかな増加が続くとみられる。一方、設備投資の先行指標となる機械受注をみると、製造業は冴えない推移が続いている（図表6）。製造業の投資は企業収益が鈍化するなか、輸出の不振や景気の先行き不透明感の強まりなどから伸びが鈍化すると見込んでいる。

図表6. 機械受注の推移

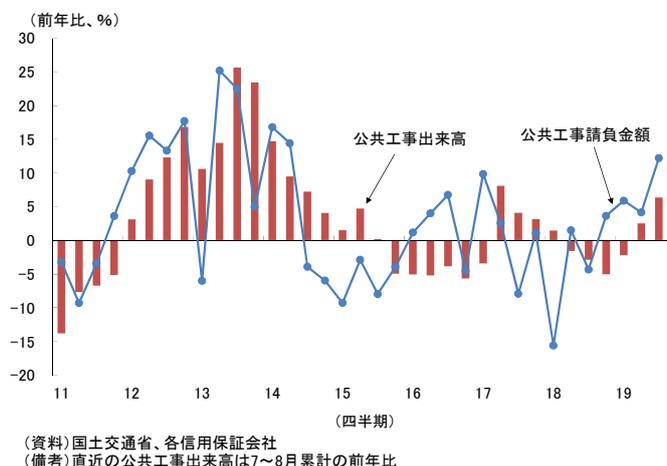


○公的固定資本形成は、底堅く推移

7～9月期の公的固定資本形成は前期比0.8%増と、2018年度補正予算や2019年度当初予算における公共工事関係費の増加を反映して3四半期連続で増加した。

今後も公的固定資本形成は、底堅く推移すると見込んでいる。先行指標である公共工事請負金額をみると、7～9月期は前年比12.2%増と伸び率が大きく拡大し、進捗ベースの公共工事出来高も足元にかけて前年比プラスで推

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移



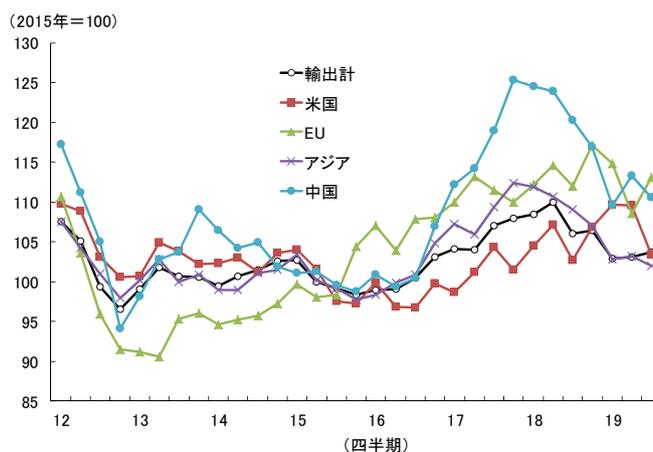
移している（図表 7）。引き続き防災などの国土強靱化に向けた公共工事の進捗が期待される。さらに安倍首相は経済対策の策定を指示しており、台風 19 号などの自然災害からの復旧・復興予算も計上される見込みである。2020 年度にかけて公的固定資本形成は底堅く推移し、景気の一定の下支えとなろう。

○輸出は世界経済の成長ペース鈍化を映して低調な推移を辿る

輸出は、弱い動きが続いている。 7～9 月期の実質輸出は前期比 0.7% 減となった。内訳をみると、財が同 0.3% 増と低い伸びにとどまり、サービスが 4.4% 減となった。サービス輸出に計上されるインバウンド消費が日韓関係の悪化に伴う訪日外国人客数の減少で落ち込んだことが影響した。財について輸出数量指数をみると、7～9 月期が同 +0.6% と引き続き低い伸び率にとどまった（図表 8）。EU 向けは 3 四半期ぶりに上昇したものの、これまで堅調だった米国向けが自動車を中心に低下したほか、アジア向けも低迷が続いた。

今後も、輸出は世界経済の成長ペース鈍化を映して低調な推移を辿るだろう。 これまで輸出の下押し要因となってきた IT 関連品目で下げ止まりつつあることは先行きの明るい材料といえるが、輸出の動向を左右する世界経済の動向については、米国経済は個人消費をけん引役として回復が続くとみられる一方、欧州経済は製造業の不振により緩慢なペースでの成長が続き、中国経済は米中貿易摩擦の影響などから鈍化が続くとみている。世界経済の成長ペースの鈍化が続き、当面輸出は弱い動きが続くだろう。2020 年度については、後半にかけて世界経済が緩やかに持ち直すなか、輸出は緩やかに回復していくとみている。

図表 8. 輸出数量指数の推移

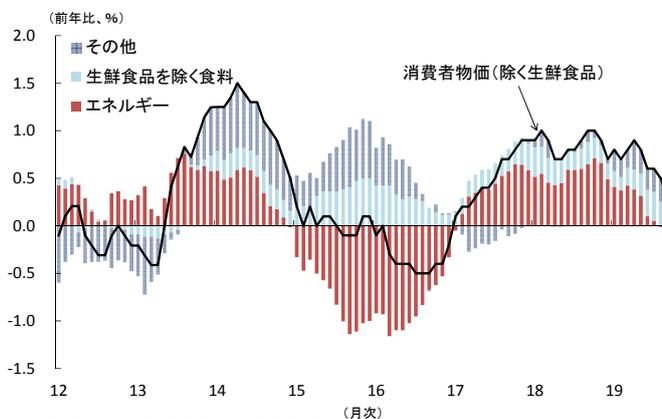


(資料) 財務省より富国生命作成
(備考) 各地域の季節調整は富国生命

○消費者物価と金融政策の見通し

2019 年 9 月のコア CPI(生鮮食品を除く消費者物価総合)は前年比 +0.3% と伸び率が鈍化している（図表 9）。原油価格の下落を反映したエネルギーの寄与度が縮小傾向にあることが影響している。原材料費の上昇や人手不足に伴う人件費の増加などを受けて、外食、食料（生鮮食品を除く）など一部ではコスト増加分を価格へ転嫁する動きもみられるが、携帯電話通信料が下押し要因となっていることもあり、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は、

図表 9. 消費者物価指数の推移



(資料) 総務省「消費者物価指数」より富国生命作成
(備考) 消費者物価指数は消費税率上げの影響を除いている

9月が同+0.5%と引き続き低い伸びにとどまっている。

今後についても、低い伸びにとどまるだろう。2019年10月以降の月次のコアCPIは、消費税率引上げによって1.0ポイント程度押し上げられる一方、同時に実施された幼児教育無償化により▲0.6ポイント程度押し下げられる見込みである。一方、エネルギー価格については、足元、原油価格は落ち着いた推移となっているものの、前年比でみると当面物価の下押し要因となる。また、エネルギー以外の物価については、原材料費や人件費などコスト増加分を価格に転嫁する動きもみられるが、今後の個人消費は消費税率引き上げの影響を受けるため、企業が強気の価格設定を行うことは困難だろう。そのため需給面からの物価上昇圧力は高まりにくい状況が当面続くだろう。そのため、2019年度のコアCPIは前年比+0.6%、2020年度は同+0.6%と前回予測を据え置いている。また、消費税率引上げと教育無償化の影響を除いたケースでは、2019年度が前年比+0.4%、2020年度は同+0.4%と予測している。

欧米が金融緩和に踏み切るなか、日銀は10月の会合において、政策金利のフォワード・ガイダンスを修正するなど追加的な金融緩和措置を講じる可能性を示唆しつつも、現行の政策を維持した。先行きについても、引き続き現行の政策を維持すると想定しているが、米中貿易摩擦の激化や急激な円高進行などで経済・物価見通しの下振れリスクが一段と強まれば、追加緩和に踏み切る可能性がある。

図表10. デフレーター伸び率(2011暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
国内総支出	1.5	▲ 0.2	0.1	▲ 0.2	0.8	0.4
民間最終消費	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.4	0.3	0.4
民間住宅投資	▲ 0.1	▲ 0.3	1.8	1.6	1.1	0.7
民間設備投資	0.4	▲ 0.7	0.8	0.8	0.6	0.6
政府最終消費	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	0.1	0.6	0.4
公的固定資本形成	0.5	▲ 0.2	1.8	1.8	1.5	0.9
財貨・サービスの輸出	▲ 1.4	▲ 6.5	3.8	0.7	▲ 2.3	0.1
財貨・サービスの輸入	▲ 9.2	▲ 8.5	7.5	4.4	▲ 3.6	0.3

予測

図表11. 需要項目別の寄与度

(%)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
実質国内総支出	1.3	0.9	1.9	0.7	0.5	0.3
民間需要	1.0	▲ 0.1	1.3	0.8	0.2	0.1
民間最終消費	0.4	0.0	0.6	0.2	0.1	0.1
民間住宅投資	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1
民間設備投資	0.3	▲ 0.1	0.7	0.6	0.2	0.1
公的需要	0.3	0.2	0.1	0.0	0.6	0.2
政府最終消費	0.4	0.1	0.1	0.2	0.4	0.2
公的固定資本形成	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.2	0.2	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.1	0.8	0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	0.1	0.6	1.1	0.3	▲ 0.3	0.1
財貨・サービスの輸入	▲ 0.1	0.2	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.1

予測

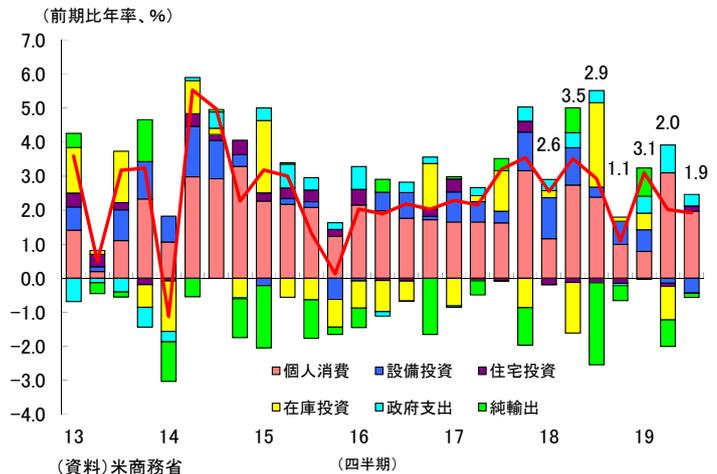
注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない

◇海外経済の現状と見通し

【米国経済】

米国経済は、回復が続いている。7～9月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率 +1.9%と4～6月期の同+2.0%からわずかに鈍化した(図表 12)。個人消費は同 2.9%増と高めの伸びとなり、住宅投資も同 5.1%増と住宅ローン金利の低下などを受けて7四半期ぶりに増加に転じており、家計部門が成長をけん引した。一方、企業部門については、米中貿易摩擦に伴う先行き不透明感などを背景に、設備投資は同 3.0%減と2四半期連続で減少した。また、輸出は 0.7%増となり、大きく落ち込んだ4～6月期(同 5.7%減)の後としては低い伸びにとどまった。このように製造業を中心とした企業部門の弱さを、堅調な家計部門が補う構図が続いている。

図表 12. 米国実質 GDP 成長率の推移



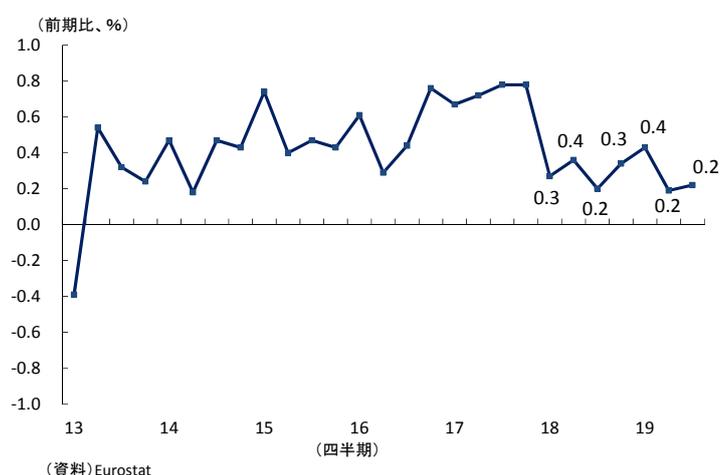
今後については、やや減速するものの、回復が続くだろう。米国企業を取り巻く環境は不透明感の強い状況が続く。米トランプ政権が9月から第4弾の追加関税の一部を発動した。足元では、部分的な合意に向けて両国に歩み寄りの動きがみられるが、12月15日のスマートフォンやPCなどが含まれる第4弾の残りの追加関税引き上げの予定は取り下げられてはいない。問題の背景には両国の覇権争いの構図があるだけに予断を許すことができず、更なる関税発動となれば小売価格引き上げや企業収益の圧迫による悪影響は避けられないだろう。こうした不透明な環境のもと、設備投資は、通商政策を巡る不確実性から企業の投資に対する慎重な姿勢が継続することで当面弱い動きが続くとみられる。また、輸出は中国向けの低迷などから伸び悩むとみられる。一方、良好な雇用・所得環境を背景に個人消費は堅調さを維持し、引き続き成長のけん引役となるだろう。ただし、輸入関税引き上げの影響が重石となり、その増勢はやや鈍化すると見込んでいる。住宅投資については、労働力不足などの供給面からの制約が重石となるものの、住宅ローン金利の低下が追い風となり、緩やかながら持ち直しの動きを続けるだろう。なお、2019年の実質 GDP 成長率は前年比+2.3%、2020年は同+1.8%と前回予測を据え置いている。

金融政策については、FRB(米連邦準備理事会)は米中貿易摩擦問題に伴い高まる景気の下振れリスクに対する予防的な措置として、7月、9月、10月と3回の利下げを実施した。10月のFOMC(米連邦公開市場員会)の声明文では、予防的利下げの一旦休止が示唆されている。今後は、一連の利下げの効果を見極めるため、現行の政策を据え置くと予想する。ただし、米中貿易摩擦が再び激化し、実体経済の下振れ懸念が一段と強まれば追加利下げに踏み切る可能もある。

【欧州経済】

欧州経済は、緩慢なペースでの成長が続いている。7～9月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%（年率換算+0.9%）と前期（4～6月期）並みの伸び率にとどまった（図表 13）。主要国の成長率をみると、ドイツは同+0.1%（前期：同▲0.2%）となり、機械・機器投資の弱さを底堅い個人消費の伸びが補ったことで2四半期連続のマイナス成長は回避されたものの、低成長にとどまった。フランスは純輸出のマイナスを堅調な内需が補い同+0.3%（前期：同+0.3%）となったほか、イタリアは同+0.1%（前期：同+0.1%）、スペインは同+0.4%（前期：同+0.4%）となった。総じて、ユーロ圏経済は個人消費が底堅さを維持しているものの、中国をはじめとした世界経済の成長ペース鈍化を背景として、ドイツを中心に製造業の低迷が長期化している。

図表 13. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



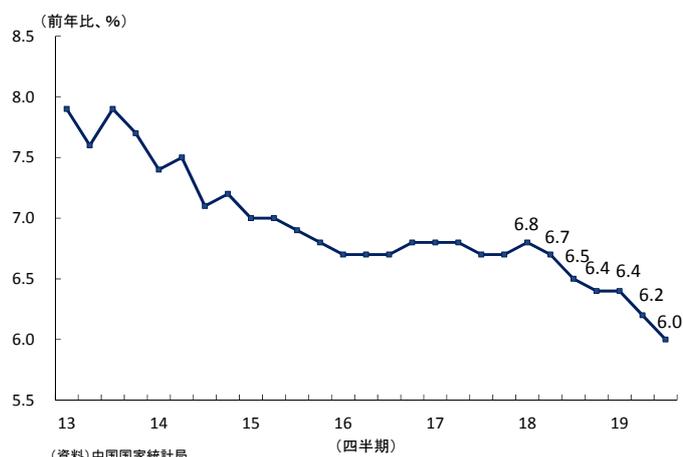
今後については、緩慢なペースでの成長が続くと見込んでいる。製造業 PMI は 10 月が 45.9 と好不調の節目である 50 を 9 ヶ月連続で下回るなど、企業の景況感は貿易摩擦問題や英国の EU 離脱問題などにより一段と下押しされている。こうした問題が当面くすぶり続けるなか、製造業の低迷が引き続きユーロ圏経済の重石となる見通しである。設備投資は、緩和的な金融環境が支えとなるものの、景気の先行き不透明感などから企業は投資に慎重な姿勢を崩さないとみられることから、伸び悩むだろう。また、主要輸出先である中国経済の減速などにより輸出は弱めの動きが続くだろう。一方、個人消費については、雇用・所得環境の改善傾向が続くなか、底堅さを維持し、景気の下支えになるとみている。

金融政策については、ECB（欧州中央銀行）がユーロ圏域内の景気減速と先行き不透明感の強まりを受けて、9月の理事会において、マイナス金利の深掘り（預金ファシリティ金利の引き下げ：▲0.4%→▲0.5%）や11月からの資産買入れ再開などの追加金融緩和を決定した。先行き不透明感は依然として強く、状況次第では更なる追加緩和の可能性もあるが、当面は金融緩和の効果を見極めるため様子見姿勢を継続すると想定している。

【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。7～9月期の実質GDP成長率は前年比+6.0%と、4～6月期の同+6.2%を0.2ポイント下回り、2四半期連続で減速した（図表14）。2019年の政府目標である6.0%～6.5%には収まっているものの、米中貿易摩擦の影響などにより、依然として景気減速に歯止めがかかっていない。主要経済指標をみると、7～9月期の小売売上高は前年比7.6%増となり、一部地域の環境規制強化に伴う駆け込み的な自動車販売の増加が押し上げ要因となった4～6月期（同8.6%増）から鈍化した。また、固定資産投資は1～9月期が同5.4%増と1～6月期の同5.8%増からやや減速した。内訳では、不動産開発投資は高い伸びを維持しつつもやや鈍化し、製造業の投資は先行き不透明感から伸び率が低迷している。また、地方政府債券の前倒し発行などによりインフラ投資は持ち直しの動きとなったものの、低めの伸びにとどまった。米中貿易摩擦の影響により、輸出は7～9月期は前年比0.4%減と2四半期連続で前年割れとなり、低迷している。

図表14. 中国実質GDP成長率の推移



(資料)中国国家统计局

今後については、鈍化傾向が続くとみられる。9月に米国が第4弾の追加関税の一部を発動するなど、引き続き輸出企業を中心に厳しい環境が続いており、製造業PMIは10月まで6ヵ月連続で好不況の節目である50を下回っている。米中貿易摩擦の影響などにより輸出は引き続き低調な推移となろう。また、固定資産投資について、製造業では先行き不透明感などから投資に対する慎重な姿勢が継続しよう。一方、インフラ投資は、地方政府債券の発行を前倒しで実施するなどして政府が挺入れを図っており、緩やかながら次第に持ち直すとみられるが、固定資産投資全体としては低い伸びが続くと見込んでいる。個人消費については、足元、豚肉の価格高騰に伴う物価上昇が家計の負担になるものの、減税などの景気刺激策により、底堅く推移するだろう。景気刺激策は過去のものとは比べると規模は見劣りし消費を大きく押し上げるほどの効果は期待できないものの、一定の下支えとなろう。政府は景気下支えを重視した政策スタンスを維持することが見込まれるが、過去に住宅バブルや過剰債務といった副作用に苦しんだ経験から大規模な経済対策によって必要以上に景気を押し上げることに慎重な姿勢が窺える。今後も米中貿易摩擦の影響などにより成長ペースの鈍化傾向が続くとみられる。なお、前回想定していたよりも景気刺激策の効果が現れてない点などを踏まえて、2019年の実質GDP成長率は前年比+6.1%と前回予測から0.1ポイント、2020年は同+5.8%と0.2ポイントそれぞれ下方修正した。

以上