

Economic Trends

発表日: 2019年8月9日(金)

2019～2020年度日本経済見通し

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 新家 義貴 (TEL: 03-5221-4528)

<要旨>

日本・国内総生産（GDP）成長率予測値

2019年度予測	実質+0.9% (前回 +0.5%)
	名目+1.7% (前回 +1.4%)
2020年度予測	実質+0.2% (前回 +0.3%)
	名目+0.7% (前回 +0.9%)

※前回は2019年6月10日時点の弊社予測値

- 実質GDP成長率の見通しは、2019年度が+0.9%（19年6月時点予測：+0.5%）、2020年度が+0.2%（同+0.3%）である。19年前半の成長率が予想を大きく上振れたことを反映して19年度の成長率を0.4%Pt上方修正したが、景気の現状認識及び先行きの見方に大きな変更はない。
- 19年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%の高成長となったが、10連休効果によって押し上げられた面もあり、割り引いて見る必要がある。GDP以外の経済指標は低調な推移となっているものが多く、今回の結果をもって足元の景気が好調に推移していると判断することは避けるべきだろう。7-9月期については、4-6月期の高成長の反動が出ることもあり、駆け込み需要が生じるなかでも低い成長にとどまる見込みである（前期比年率+0.3%と予想）。
- 19年10月に実施される消費税率引き上げは、14年の引き上げ時と比べると家計負担増の度合いが小さいことや、政府による景気対策が実施されることから景気失速は避けられると予想しているが、それでも一定の悪影響は生じざるを得ない。個人消費が下押しされることで、19年10-12月期以降は成長率が弱まりやすい。
- 20年度についても、消費増税の悪影響が残存することに加え、海外経済の減速が重荷になる。貿易戦争の悪影響から中国経済は回復感に乏しい状況が続くことに加え、米国経済も緩やかに鈍化する。円高の進行が見込まれることも景気の抑制要因になるだろう。

日本経済予測総括表

日本経済	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
	実績	実績	予測	予測
実質GDP	1.9	0.7	0.9	0.2
(内需寄与度)	1.5	0.8	1.1	0.2
(うち民需)	1.3	0.8	0.8	▲ 0.0
(うち公需)	0.1	0.0	0.4	0.2
(外需寄与度)	0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1
民間最終消費支出	1.0	0.5	0.6	0.1
民間住宅	▲ 0.7	▲ 4.4	▲ 0.8	▲ 3.0
民間企業設備	4.6	3.5	3.3	0.8
民間在庫変動	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.4	0.9	1.3	0.8
公的固定資本形成	0.5	▲ 4.0	3.1	1.7
財貨・サービスの輸出	6.5	1.5	▲ 0.7	0.8
財貨・サービスの輸入	4.0	2.1	0.6	1.2
GDPデフレター	0.1	▲ 0.2	0.7	0.6
名目GDP	2.0	0.5	1.7	0.7
鉱工業生産	2.9	0.2	▲ 1.3	0.3
完全失業率	2.7	2.4	2.4	2.5
経常収支(兆円)	21.7	19.4	18.5	19.0
名目GDP比率	4.0	3.5	3.3	3.4
消費者物価(生鮮除く総合)	0.7	0.8	0.6	0.5
(消費税・教育無償化要因除く)	0.7	0.8	0.4	0.4
為替レート(円/ドル)	110.8	110.9	106.8	103.5
原油価格(ドル/バレル)	53.6	62.8	57.5	58.0

【前回予測値(19年6月10日公表)】

2019年度	2020年度
予測	予測
0.5	0.3
0.8	0.4
0.5	0.1
0.2	0.3
▲ 0.2	▲ 0.1
0.4	0.3
3.1	▲ 3.7
1.9	0.8
▲ 0.1	▲ 0.0
0.6	0.8
2.1	2.1
▲ 0.9	0.6
0.5	1.3
0.8	0.6
1.4	0.9
▲ 0.5	▲ 0.1
2.5	2.6
18.5	19.0
3.3	3.4
0.7	0.5
0.5	0.4
108.0	104.0
58.5	59.0

日本実質成長率(暦年)	1.9	0.8	1.1	0.1
米国実質成長率(暦年)	2.4	2.9	2.3	2.0
ユーロ圏実質成長率(暦年)	2.5	1.9	1.2	1.1
中国実質成長率(暦年)	6.9	6.6	6.2	6.0

(出所) 内閣府等より、第一生命経済研究所作成(予測は第一生命経済研究所)

- (注) 1. 為替レートは円/ドルで年度平均
 2. 原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格
 3. 失業率、経常収支の名目GDP比以外の単位の無い項目は前年比
 4. 民間在庫変動は寄与度

○ 実質GDP成長率は19年度+0.9%、20年度+0.2%と予想

2019年4-6月期GDP統計の公表を受けて2019・2020年度の日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは、2019年度が+0.9% (19年6月時点予測：+0.5%)、2020年度が+0.2% (同+0.3%)である。暦年では、2019年が+1.1% (同+0.7%)、2020年が+0.1% (同+0.2%)となる。19年前半の成長率が予想を大きく上振れたことを反映して19年度の成長率を0.4Pt上方修正したが、景気の現状認識及び先行きの見方に大きな変更はない。景気は先行き、消費増税による個人消費の低迷や輸出の伸び悩み等を背景として停滞感が強い状態が続くと予想している。

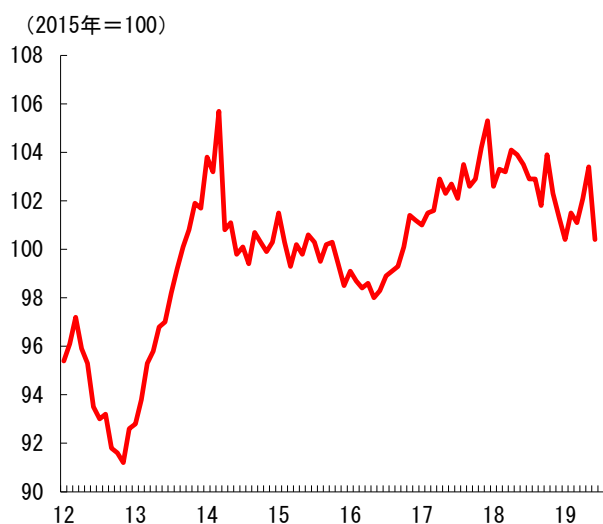
8月9日に公表された2019年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.8%となった。1-3月期の同+2.8%に続いて潜在成長率を明確に上回る高成長であり、事前の市場予想を大きく上回った。内訳では、輸出が弱い一方で個人消費や設備投資が好調であり、外需の低迷を内需が支える形で景気失速が回避されていることが改めて確認されている。

もっとも、今回の高成長を額面通り受け取ることも避けるべきで、ある程度割り引いてみる必要がある。成長の牽引役となった個人消費については、10連休効果や駆け込み需要による耐久財消費増と

いったイレギュラーな押し上げ要因が大きく、実力以上に上振れている可能性が高い。また、所得が伸び悩むなか、消費者マインドの悪化がこのところ顕著であるなど、消費を取り巻く環境は上向いていない。今回の高い伸びをもって個人消費の増勢が強まっているとは評価できず、基調としては個人消費は緩やかな増加にとどまっているとみるべきだろう。

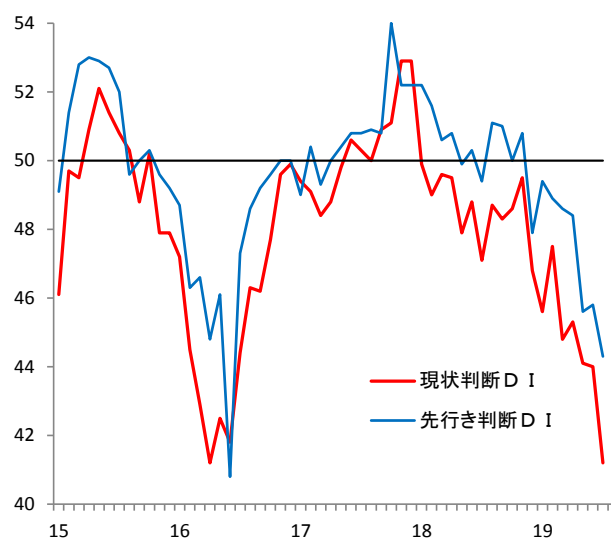
なお、19年前半はかなりの高成長となったが、他の経済指標との乖離が非常に大きく、違和感が残る。企業や家計の景況感等のソフトデータで下げ止まりがまだ見えていないほか、鉱工業生産や景気動向指数等でも低迷が続くなど、GDP以外の代表的な指標では、むしろ19年前半は景気の停滞度合いが強まっていることを示すものが多い。低調な製造業を好調な非製造業が支えることで景気が失速を回避していることは確かだが、かといって19年前半の景気が加速感を強めたとは思えない。他の経済指標も踏まえて総合的に判断すれば、景気は引き続き停滞感が強い状況にあると評価した方が良い。今回の高成長をもって、足元の景気が好調に推移していると評価するのは誤りである。

資料1 C I一致指数の推移（季節調整値）



(出所) 内閣府「景気動向指数」

資料2 景気ウォッチャー調査（季節調整値）



(出所) 内閣府「景気ウォッチャー調査」

○ 先行きも停滞感が残る

先行きの景気についても停滞感が残る可能性が高いとみられ、成長率は低下するだろう。19年7-9月期については消費増税前の駆け込み需要による高成長を予想する意見も多いが、僅かなプラス成長にとどまる可能性が高いと予想している。前述のとおり、個人消費では4-6月期に実力以上に押し上げられており、その反動が7-9月期には出易い。天候不順の影響で7月の個人消費が大きく減少する可能性が高い点も懸念材料だ。駆け込み需要が発生することで消費は大きく押し上げられるが、こうした下押し要因が足を引っ張ることで、全体としてみれば7-9月期の個人消費は前期比+0.4%と控えめな伸びにとどまると予想する。また、輸出についても、世界経済の減速傾向が続くなか引き続き低調に推移するとみられることもマイナス要因だ。これらの結果、7-9月期の成長率は伸び悩み、前期比年率+0.3%にとどまるだろう。前回14年の消費税率引き上げの直前である14年1-3月期の成長

率は前期比年率+3.9%であり、かなりの差が生じるとみられる。

19年10-12月期は前期比▲2.1%とマイナス成長を予想している。駆け込み需要の反動が生じることに加え、増税による家計負担の増加も重荷となることで、個人消費がいったん大幅に落ち込むことが主因である。なお、消費税率引き上げに伴う家計負担については、今回は軽減税率、幼児教育無償化、年金生活者への支援給付金の支給などの恒久措置による負担軽減が図られるほか、プレミアム付き商品券やキャッシュレスポイント等の時限的な対策も実施されることから、14年の増税時と比較すれば悪影響はかなり軽減される（19年度後半における最終的な家計負担増額は年換算で2.1兆円程度と試算される。14年増税時は年間8兆円程度）。これらの対策効果もあり消費の失速は回避できると予想するが、それでも負担増は負担増であり、一定の下押し圧力は受けざるを得ないだろう。そもそもの所得の伸びが鈍いなか、消費税率引き上げによる家計負担が加わることで、個人消費は弱い動きになることが予想される。

○ 20年度は成長率が鈍化

2020年度の景気についても強気にはなれない。所得の伸びが鈍いとみられるなか、消費税率引き上げの影響が残存することで、個人消費は均してみれば横ばい圏内の動きにとどまるだろう。2020年度前半までは、消費増税後の反動減からのリバウンドが期待できることや、オリンピック開催に伴う訪日外国人消費の増加や消費マインドの盛り上がりといった要因もあるが、年度後半にはそうした下支えもなくなる。加えて、消費増税対策として導入されるキャッシュレスポイント等の時限措置がこの時期に期限切れを迎えることも下押しになる見込みである。設備投資についても20年度は伸びが鈍化する見込みであり、内需の牽引力は徐々に弱まっていくだろう。

外需も景気の牽引役にはなれない。IT部門の調整が進むことで次第に輸出も下げ止まりから持ち直しに向かうことが予想されるが、海外経済の減速と円高が重荷となる。中国経済については、積極的な景気刺激策の効果が顕在化することで景気失速は回避可能であるとみているが、米中貿易戦争による下押し圧力が今後強まることが予想されるため、景気刺激策の効果が顕在化するもともども、回復感が強まるには至らない。また、貿易戦争の米国経済への悪影響は相対的に小さいが、今回の第4弾については消費財も多く含んでいる。これまでよりも影響が大きくなる可能性もあるため注意が必要である。

貿易戦争については、こうした直接的な下押しのほか、設備投資への悪影響も懸念される。先行き不透明感の強まりから、世界的に企業が設備投資を手控えるリスクがあるだろう。日本の輸出は資本財の占める割合が大きいいため、設備投資需要の減少が日本の輸出下振れに繋がる可能性がある。

また、米国では、景気の緩やかな減速傾向が続くなか、貿易戦争激化の悪影響を和らげるために追加的に利下げを複数回実施すると予想している。これによって円高圧力が強まる可能性が高い。円高の悪影響がラグをもって影響することで、2020年度も輸出は伸びにくい状況が続くとみられる。

このように、20年度は内外需ともに冴えない展開が続く見込みである。実質GDP成長率では+0.2%にとどまるとみられ、19年度の+0.9%から鈍化するだろう。景気後退局面入りこそ避けられると予想するが、景気の減速感は強まるとみられる。

○ 主要な需要項目別の動向

(1) 個人消費 ～所得の伸びが緩やかななか、増税による家計負担増が重荷に～

19年4-6月期の個人消費は前期比+0.6%と増加した。17年4-6月期以来の高い伸びだが、これは

10連休効果という一時的要因によって実力以上に押し上げられた面が大きい。消費を取り巻く環境に大きな変化があったわけではなく、消費の基調が強まっていることを示すものとは言い難い。基調としては個人消費は緩やかな増加にとどまるとの評価が妥当だろう。

消費に力強さが欠ける最大の要因は、所得の改善ペースが緩やかなものにとどまっていることである。日本経済団体連合会による今夏のボーナス調査では、平均妥結額は前年比▲3.44%と大幅に減少した。そのほか、日本経済新聞社調査でも▲0.37%と7年ぶりのマイナス、連合調査でも前年を下回っている。調査によって幅に違いはあるが、今年の夏のボーナスは減少した可能性が高いだろう。なお、6月の毎月勤労統計では特別給与がプラスとなっているが、これは確報で下方修正される、もしくは7月が大きくマイナスになる可能性が高く、最終的にはボーナスは減少となると予想している。

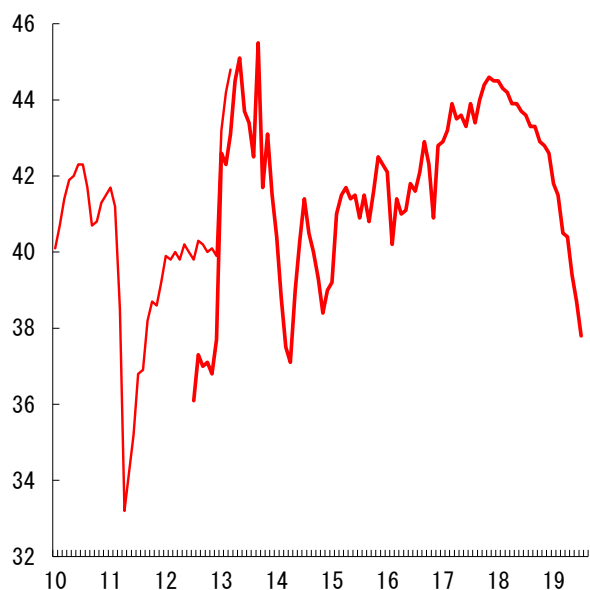
背景にあるのは企業業績の低迷だ。海外景気の減速に伴って輸出に頭打ち感が生じたことや原材料価格の上昇等を背景として、18年度下期の経常利益は前年比▲2.3%と減益に転じた（日銀短観ベース）。ボーナスは業績に連動する傾向が強いことから、こうした業績悪化が夏のボーナス抑制に直結した形である。また、多くの企業では春闘時にボーナス交渉を夏冬合わせて行っているため、冬のボーナスについても減少となる可能性が高い。所定内給与は昨年並みの緩やかな増加が続くものの、ボーナスの減少が足を引っ張ることで、今後も一人当たり賃金は僅かな伸びにとどまるだろう。物価の上昇を考慮した実質賃金でみればマイナスでの推移が続く見込みだ。

賃金が低迷する一方で、雇用は引き続き良好だ。完全失業率は2.3%と極めて低水準で推移しており、雇用者数も増加傾向にある。もっとも、先行きについては不安が残る。これまで増加傾向が続いていた有効求人数、新規求人数は、足元でともに4ヶ月連続で前年割れとなっており、企業の求人意欲に陰りが出始めていることが窺える。景気の減速感が強まっていることが影響しているのだろう。雇用者数はあくまで景気の遅行指標である。雇用者数に先行する傾向がある求人数が頭打ちとなっている以上、いずれ雇用者数も鈍化に向かうとみるのが自然だ。次第に雇用関連指標にも陰りが生じてくることになるだろう。

こうした所得の伸び悩みのなか、消費者マインドは相次ぐ食料品値上げや景気の先行き不透明感の強まり、消費増税への不安感等を背景としてこのところ顕著に悪化している。個人消費を取り巻く環境は良好なものとは言い難い。

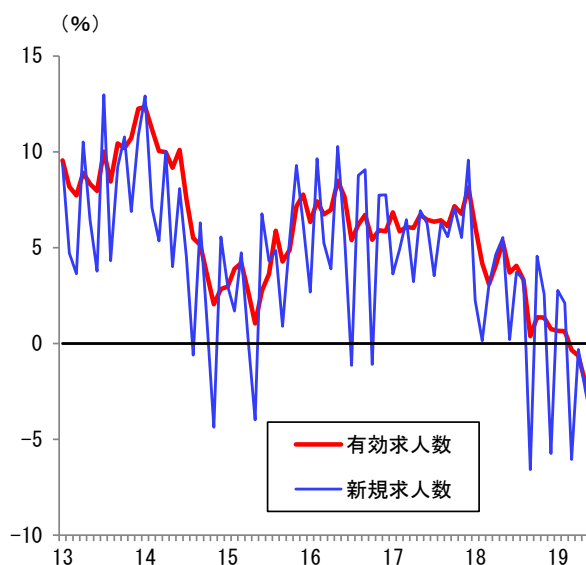
こうした状況下で迎える消費税率引き上げは、個人消費にとって重荷となるだろう。前述のとおり、消費増税に備えて様々な対策が実行に移されることから、14年の増税時と比較すれば悪影響はかなり小さくなるとみられ、消費増税発の景気失速は避けられるとみる。ただ、限定的とはいえ家計の負担が増えることは確かであり、個人消費も一定の下押し圧力は受けざるを得ないだろう。20年度の雇用・所得環境についても、19年度の景気停滞の影響が遅れて波及することにより雇用、賃金がともに伸び悩むことが予想されるため、増税による実質購買力の減少を跳ね返すことは難しい。個人消費は20年度に伸びを鈍化させ、横ばい圏内の推移になると予想している。年度の伸び率でみると、19年度が+0.6%、20年度が+0.1%と予想する。消費底割れには至らないが、伸びは鈍化する可能性が高い。

資料3 消費者態度指数の推移



(出所) 内閣府「消費動向調査」
(注) 12年7月以降は郵送調査

資料4 求人数の推移 (前年比)



(出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」

(2) 設備投資 ～増加傾向持続だが、伸びは鈍化へ～

19年4-6月期の設備投資は前期比+1.5%と、3四半期連続で増加した。増加幅も大きく、設備投資は増加傾向が持続していると判断される。

先行きについても、設備投資は増加傾向での推移を予想している。人手不足に対応した合理化・省力化投資の拡大、インバウンド対応等による建設投資需要の増加、根強い研究開発投資需要などが設備投資の下支え要因として存在する。日銀短観等の各種アンケート調査でも19年度の設備投資計画は底堅いものとなっており、設備投資が先行き減少基調に転じると見る必要はない。設備投資は今後も景気下支え要因として機能するだろう。

もっとも、19年度後半からは、増加ペースが次第に鈍化する可能性が高い。輸出の弱い動きが続いていることや、企業業績の伸びが鈍化していることが次第に設備投資にも影響を及ぼすだろう。前述の投資押し上げ要因のうち、人手不足対応や建設投資需要、研究開発投資などについては景気動向次第という面は小さい。これらは景気がある程度鈍化したとしても実行せざるを得ない性質のものであり、今後も堅調な増加が期待できる。一方、更新投資や能力増強投資については、製造業を中心として輸出や企業業績の影響を受けやすい。設備投資は個人消費と並んで内需の柱の一つではあるが、製造業の設備投資は輸出の影響を大きく受けるため、海外景気動向とも無縁ではいられない。実際足元では製造業からの機械受注で水準がやや切り下がりつつある。これらの影響が波及することで、設備投資は増加ペースが緩やかになる可能性が高い。

20年度もこうした流れが続くとみられる。加えて、これまで設備投資の押し上げ要因のひとつだったオリンピック関連需要についても19年度後半にはピークアウトするとみられ、20年度にはその動きが強まる可能性が高い。以上を踏まえ、19年度の設備投資は前年比+3.3%、20年度は+0.8%と予想

する。減少には至らないものの、18年度の+3.5%と比べると伸びは明確に鈍化するだろう。

○ エネルギー価格を主因に物価は鈍化の可能性大。コアコアの加速も困難

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の見通しは、2019年度が前年度比+0.6%、2020年度が+0.5%である（前回見通し時点：19年度：+0.7%、20年度：+0.5%）。これは消費税及び教育無償化の影響を含んだ数値である。消費税率引き上げについては19年度、20年度とも+0.5%Ptの押し上げ、教育無償化については19年度が▲0.3%Pt、20年度が▲0.4%Ptの押し下げ要因になると想定している。消費税及び教育無償化の影響を除いた予測数値は19年度が+0.4%、20年度が+0.4%となる。物価の基調を把握する観点からは、この消費税及び教育無償化の影響を除いた数値を参照するのが適当と考えている。

19年6月の全国消費者物価指数（生鮮食品除く）は前年比+0.6%となっている。18年10月の+1.0%をピークに緩やかに鈍化しているが、先行きはさらに伸びを低下させる可能性が高い。鈍化の主因はエネルギー価格である。エネルギー価格のうち、電気代・ガス代は制度上、燃料価格の変動がかなり遅れて反映される。昨年末にかけて原油価格が大幅に下落したことの影響が遅れて顕在化することで、電気・ガス代は前月比でマイナスの状態が続く可能性が高い。昨年後半が高い伸びだったことの裏が出易いこともあり、前年比でのプラス寄与は縮小していく見込みだ。また、石油製品価格についても、原油価格下落の影響を受けて当面低下する可能性が高い。結果として、エネルギー価格は鈍化が続き、19年8月以降にはマイナス寄与が続くことが予想される。

こうしたなか、エネルギー以外の部分も伸び悩んでいる。19年6月の生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数（日銀版コアコア）は前年比+0.5%と、ゼロ%台半ばでの低空飛行を続けている。個人消費に力強さが欠けることから、値上げに対する企業の慎重姿勢は依然として強い状況には変化がないとみられることに加え、足元で景気が停滞し、先行き不透明感が強いことも懸念材料だ。コアコアは今後も低空飛行を続ける可能性が高い。エネルギー価格の鈍化を補えるだけの強さがコアコアにはないため、エネルギー価格に引っ張られる形で、C P I コア全体でも上昇率は鈍化するだろう。

20年度になれば、エネルギー価格の鈍化が一巡するため、エネルギー面からのC P I コアへの鈍化圧力は和らぐことが予想される。もっとも、コアコアについては引き続き改善が見込めない。景気低迷が続くことで需給ギャップのプラス幅が縮小する可能性があるほか、消費増税後の消費停滞を受けて企業は値上げに対して慎重姿勢を強めることも考えられる。円高による下押しも加わることで、コアコアは低空飛行から脱することができないだろう。結果として、20年度もC P I コアはゼロ%台半ばでの推移にとどまると予想している。物価の基調に力強さは見られず、+2%の実現は全く見通せない状況である。

日本銀行は7月30日に公表した展望レポートにおいて、消費者物価の見通しを19年度が前年比+1.0%、20年度が+1.3%とした（消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を含むケース）。いずれも民間予想（19年度：+0.82%、20年度+0.80%）と比較しても高いままである。この数字は、日銀版コアコアの上昇率が大きく高まらなければ実現できないものであり、達成の可能性は低い。日本銀行は、いずれ再度の下方修正を余儀なくされるだろう。

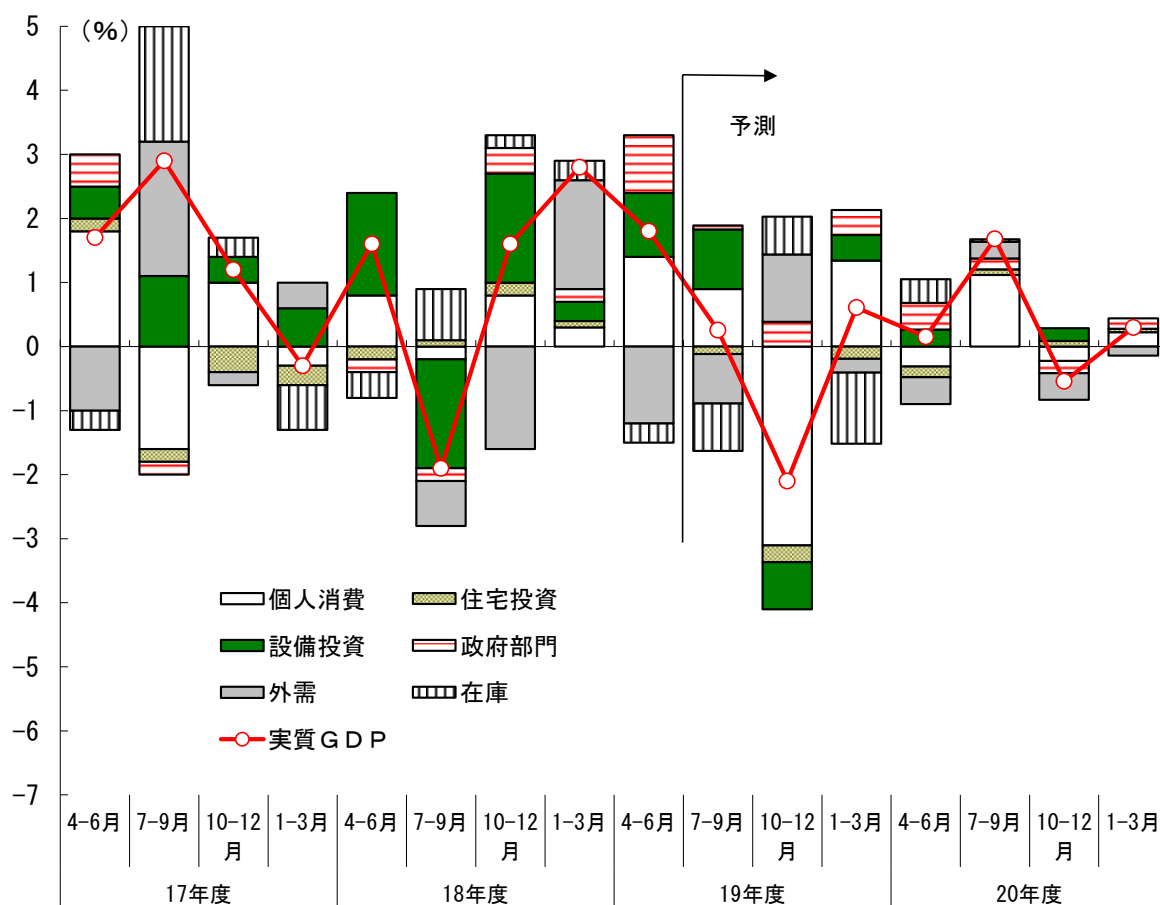
図表 実質GDPの見通し(四半期別推移)

	19年				20年				21年
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
実質GDP	0.7	0.4	0.1	▲ 0.5	0.2	0.0	0.4	▲ 0.1	0.1
(前期比年率)	2.8	1.8	0.3	▲ 2.1	0.6	0.2	1.7	▲ 0.5	0.3
内需寄与度	0.3	0.7	0.3	▲ 0.8	0.2	0.1	0.4	▲ 0.0	0.1
(うち民需)	0.2	0.5	0.2	▲ 0.9	0.1	0.0	0.3	0.0	0.1
(うち公需)	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0
外需寄与度	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
民間最終消費支出	0.1	0.6	0.4	▲ 1.4	0.6	▲ 0.1	0.5	▲ 0.1	0.1
民間住宅	0.6	0.2	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.7	▲ 1.5	0.8	0.8	0.5
民間企業設備	0.4	1.5	1.4	▲ 1.1	0.6	0.4	0.0	0.3	0.0
民間在庫変動(寄与度)	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	▲ 0.1	0.9	▲ 0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.0	0.2
公的固定資本形成	1.4	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3	▲ 0.8	▲ 1.0	0.0
財貨・サービスの輸出	▲ 2.0	▲ 0.1	0.5	0.5	0.3	▲ 0.1	0.8	▲ 0.5	0.0
財貨・サービスの輸入	▲ 4.3	1.6	1.6	▲ 1.0	0.6	0.5	0.4	0.1	0.2

(出所) 内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)。2019年7-9月期以降は第一生命経済研究所による予測値

【実質GDP成長率の予測(前期比年率、寄与度)】



(出所) 内閣府「国民経済計算」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。