

Economic Trends

発表日: 2020年2月17日(月)

日本経済見通し(2019~2021年度)

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+0.2% (前回 +0.8%)
	名目+1.0% (前回 +1.6%)
2020年度予測	実質+0.1% (前回 +0.4%)
	名目+0.8% (前回 +0.9%)
2021年度予測	実質+1.1%
	名目+1.7%

※前回は2019年12月9日時点の弊社予測値

- 実質GDP成長率の見通しは、2019年度が+0.2% (19年12月時点予測: +0.8%)、2020年度が+0.1% (同+0.4%)、2021年度が+1.1%である。
- 19年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲6.3%の大幅マイナス成長となり、消費増税後の景気の落ち込みが大きいことが示された。18年10月を山として、景気は後退局面が続いている可能性が高い。
- 20年1-3月期もマイナス成長が予想される。新型肺炎の影響によるインバウンド需要の落ち込みに加え、工場の操業停止に伴う中国の生産活動の落ち込みやサプライチェーンを通じた悪影響、移動規制や外出の手控え等による中国内需の悪化等により、日本の輸出・生産活動は大きな打撃を受ける。
- もっとも、落ち込みが長期化する可能性は低く、新型肺炎の感染拡大が落ち着くにつれ、景気は次第に回復に向かう。仮に新型肺炎の問題が短期的のうちに収束するのであれば、経済への影響も一時的なショックにとどまるとみられ、これによる中期的な世界経済の回復トレンドが腰折れすることはないだろう。20年後半には、年前半の下振れ分を取り戻す動きが顕在化することで高い成長が予想される。
- 21年度については、世界経済の回復に伴って輸出が増加することに加え、雇用・所得環境の改善や企業業績の回復を受けて個人消費と設備投資も改善が見込まれ、景気は緩やかな回復が予想される。

日本経済予測総括表

日本経済	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
	実績	予測	予測	予測
実質GDP	0.3	0.2	0.1	1.1
(内需寄与度)	0.4	0.5	▲ 0.1	1.0
(うち民需)	0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	0.8
(うち公需)	0.2	0.7	0.4	0.2
(外需寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	0.2
民間最終消費支出	0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	1.0
民間住宅	▲ 4.9	0.7	▲ 4.2	1.1
民間企業設備	1.7	0.2	0.1	1.9
民間在庫変動	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	0.9	2.4	1.0	0.7
公的固定資本形成	0.6	3.9	3.5	0.3
財貨・サービスの輸出	1.6	▲ 2.4	1.3	3.3
財貨・サービスの輸入	2.2	▲ 0.8	0.4	2.3
GDPデフレーター	▲ 0.2	0.7	0.7	0.6
名目GDP	0.1	1.0	0.8	1.7
鉱工業生産	0.3	▲ 3.7	0.5	2.4
完全失業率	2.4	2.3	2.4	2.3
経常収支(兆円)	19.2	19.1	19.7	20.4
名目GDP比率	3.5	3.4	3.5	3.6
消費者物価(生鮮除く総合)	0.8	0.6	0.5	0.6
(消費税・教育無償化要因除く)	0.8	0.4	0.4	0.6
為替レート(円/ドル)	110.9	108.7	109.0	108.0
原油価格(ドル/バレル)	62.8	56.7	56.0	60.0

【前回予測値(19年12月9日公表)】

2019年度	2020年度
予測	予測
0.8	0.4
1.1	0.4
0.5	▲ 0.0
0.6	0.4
▲ 0.3	▲ 0.0
0.2	▲ 0.1
2.3	▲ 2.2
2.3	0.9
▲ 0.1	▲ 0.0
2.4	0.9
3.2	4.4
▲ 1.0	1.9
0.7	2.0
0.7	0.6
1.6	0.9
▲ 2.9	1.0
2.4	2.4
19.5	19.8
3.5	3.5
0.6	0.6
0.4	0.5
108.5	107.0
57.5	58.0

日本実質成長率(暦年)	0.3	0.7	▲ 0.7	1.3
米国実質成長率(暦年)	2.9	2.3	1.8	1.9
ユーロ圏実質成長率(暦年)	1.9	1.2	0.8	1.4
中国実質成長率(暦年)	6.6	6.1	5.6	6.0

1.0	0.1
2.3	1.9
1.2	1.1
6.1	5.8

(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20年度+0.1%、21年度+1.1%と予想

2019年10-12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い、新たに2021年度の見通しを作成した。実質GDP成長率の見通しは、2019年度が+0.2% (19年12月時点予測: +0.8%)、2020年度が+0.1% (同+0.4%)、2021年度が+1.1%である。暦年では2020年が▲0.7% (同+0.1%)、2021年が+1.3%となる。19年10-12月期の落ち込みが前回の想定以上に大きかったことに加え、新型コロナウイルスの感染拡大による悪影響が20年前半に生じるとみられることを受けて、19年度と20年度について下方修正を行った。21年度については、世界経済の回復に伴う輸出の増加や個人消費、設備投資の持ち直しを受けて、景気は緩やかに回復すると予想する。

○ 消費増税後の景気の落ち込みは大きなものに

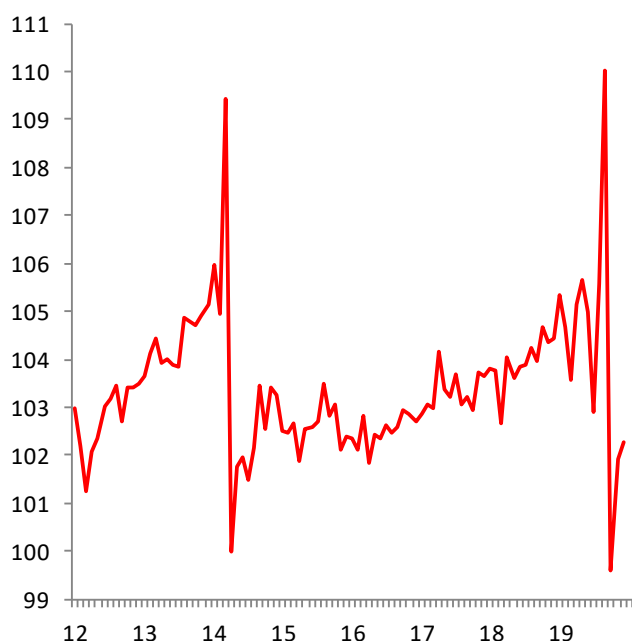
2月17日に公表された2019年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲6.3%と大幅マイナス成長となった。落ち込みの主因となった個人消費については、19年7-9月期に前期比+0.5%と控えめな伸びにとどまったにもかかわらず、10-12月期の減少幅が前期比▲2.9%と非常に大きい。これは駆

け込み需要の反動だけでは説明できず、増税による負担増が大きく下押しに効いたものと思われる。消費者の節約志向は引き続き強いため、負担の増加が消費減につながりやすい状況にあるようだ。

今回の消費増税では、そもそもの税率引き上げ幅が2%Ptと、14年の3%Pt引き上げと比べて小さいことに加え、軽減税率やキャッシュレスポイントの導入、幼児教育無償化等、多くの対策が実施されたことから、①需要平準化策の効果で駆け込み需要や反動減は相当程度抑制される、②負担増が限定的であるため、実質購買力減少に伴う消費の減少は小さなものにとどまる、との見方が当初は多かった。だが実際には、駆け込み需要も反動減も意外に大きく、負担増による下押しも予想以上に大きかった印象だ。今回の落ち込みについては、「前回の増税時よりも落ち込みは小さかった」と評価するよりも、「引き上げ幅が前回よりも小さい上、これだけの対策を実施したにもかかわらず想定以上の落ち込みとなった」と見る方が妥当と考える。個人消費の基調は弱いと判断すべきだろう。

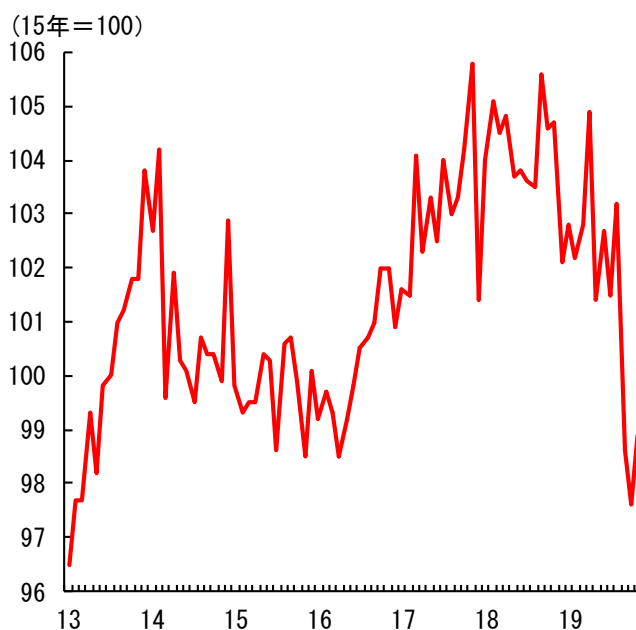
GDP以外の経済指標も軒並み低調であり、19年10-12月期の鉱工業生産は前期比▲4.1%もの落ち込みとなった。輸出が低迷しているところに消費増税の悪影響が加わったことで、大幅な悪化となっている。前回増税直後の14年4-6月期は前期比▲2.9%であり、今回はその落ち込み幅を明確に上回る。前回は駆け込み需要対応の増産で増税直前の14年1-3月期が前期比+2.0%と高い伸びになっていたのに対して、今回は19年7-9月期が減産だったことも考慮すると、今回の増税前後の生産の動きは前回対比でかなり弱いものになっていると判断される。景気動向指数のC I一致指数も明確な悪化を示しており、景気が弱い状況にあることがみてとれる。

資料1 消費活動指数（季節調整値）



(出所) 日本銀行「消費活動指数」
(注) 旅行収支調整済

資料2 鉱工業指数（季節調整値）



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

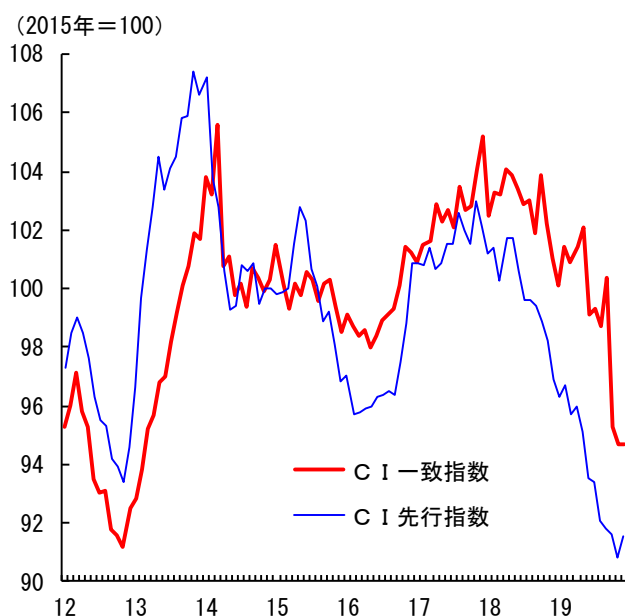
○ 景気は既に後退局面。戦後最長景気は幻に

こうした状況を受けて、19年の景気は後退局面にあったのではないかという議論が再浮上している。実際、景気の山谷の判定において重視されるヒストリカルDIを簡易的に計算すると、18年10月

が山であった可能性が示唆される。18年10月から19年12月までのC Iの累積的な低下幅は9.2ポイントであり、前回景気後退局面である12年3月～11月の5.9ポイントや、前回消費増税期である14年3月～16年5月の7.6ポイントを明確に上回る。これらを踏まえると、18年11月以降は景気後退局面だったと事後的に認定される可能性が高いだろう。

ここで問題になるのは「戦後最長景気」の行方である。12年12月に始まった景気拡張局面は19年1月で74ヶ月に達し、景気拡張期間が戦後最長となったと当時大きく報道された。だが、仮に18年11月以降が後退局面ということになれば、この判断は覆される。ギリギリのところまで戦後最長景気は達成できず、幻に終わった可能性が高いと思われる。

資料3 C Iの推移（季節調整値）



（出所）内閣府「景気動向指数」

○ 新型肺炎による悪影響もあり、1-3月期もマイナス成長の公算大

一方、一部で明るい話題もある。これまで生産の足を引っ張ってきたIT部門については在庫調整が終了し、足元で持ち直しに転じている。グローバルな製造業循環も上向きつつあり、製造業の景況感世界的に回復に向かっている。これまで輸出の悪化が景気を下押し構図が続いていたが、日本からの輸出が先行き持ち直せば、ようやくこうした状況が反転することになる。実際、製造業工業生産予測指数は1、2月と高い伸びとなっており、調査が実施された時点（1月10日）では企業は20年1-3月期の増産を見込んでいたことが示唆されている。こうした状況を踏まえると、景気後退局面は19年10-12月で終了し、20年1-3月期には緩やかながらも回復局面に移行するという展望が描けていたはずだった。

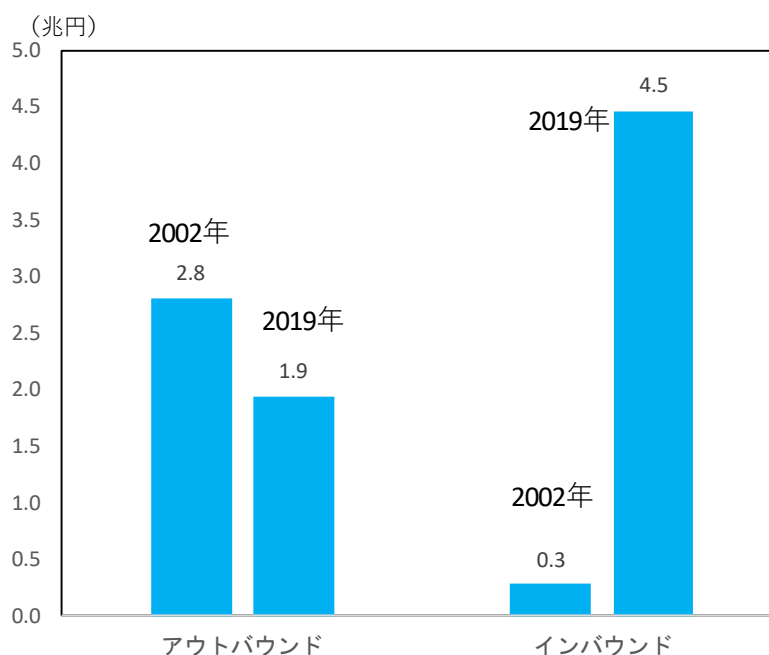
しかし、ここに来て新型肺炎という新たな下押し要因が登場した。既に20年1-3月期の経済活動への打撃は避けられない情勢であり、状況次第では影響がさらに拡大・長期化する可能性もある。結果として、景気持ち直しのタイミングも後ずれを余儀なくされるだろう。

新型肺炎が日本経済に悪影響を与えるルートとしては、①インバウンド需要への影響、②供給面へ

の影響、③中国内需への影響、④世界経済への影響、⑤日本内需への影響などが考えられる。

まず、①のインバウンド需要については、既に中国人観光客の激減という形で影響が生じつつある。インバウンド需要は、GDPにおいては非居住者家計の国内での直接購入として輸出にカウントされる。このインバウンド需要の規模は、SARSの感染拡大が深刻化する前の2002年が0.3兆円であるのに対し、2019年は4.5兆円と16倍に達しており、影響の大きさは当時を遥かに上回る。ここで仮にSARSによるインバウンド需要の落ち込み（2003年4-6月期：実質前期比▲25.4%）と同程度になった場合、20年1-3月期の輸出は前期比で▲1.1%Pt、実質GDPは前期比年率で▲0.8%Pt押し下げられる。一方、日本からの海外旅行需要（居住者家計の海外での直接購入）も減少することで国内での支出が増える面もあるが、現在ではインバウンドの規模がアウトバウンドの倍以上あるため、インバウンドの落ち込みの影響の方が大きく出る。仮に20年1-3月期にアウトバウンドもインバウンドと同様に前期比▲25%落ち込んだとしても、GDPには差し引きで前期比年率▲0.5%Ptの悪影響が生じることになる。実際にはインバウンドの落ち込みの方が大きくなる可能性が高く、悪影響もその分大きくなるだろう。

資料4 インバウンド需要の規模



(出所) 内閣府「国民経済計算」

(注) 非居住者家計の国内での直接購入をインバウンド、国内家計の海外での直接購入をアウトバウンドとした。

②の供給面への影響も深刻だ。中国政府は元々1月30日までだった春節休暇を2月2日まで延長、その後も多くの都市で企業の休暇を2月9日まで延ばした。10日以降についても職場復帰の遅れによる労働者不足やモノ不足、感染拡大への警戒等から操業再開を延期する企業もあるほか、再開できた企業でもフル稼働にはほど遠い状況にあることが多いようだ。生産活動の正常化にはまだ時間がかかるだろう。1-3月期の営業日が60日程度であることを踏まえると、単純計算で1割以上の生産が失われたことになり、今後の稼働状況次第ではさらに影響が大きくなる可能性もある。少なくとも短期的

には極めて大きな影響が生じるだろう。また、中国からの部品供給が滞ることで、中国以外の国でも生産活動に支障をきたすケースも生じている。こうしたサプライチェーンの混乱を通じた下押しも懸念される。

③について特に懸念されるのが中国の個人消費への悪影響だ。店舗の休業やイベントの中止等に加え、移動規制や外出制限を課す都市もあることなどを考えると、大きな悪影響が生じることは避けられない。外食やレジャー等のサービス消費への下押しは特に大きくなるだろう。製造業が経済の中心だった以前とは異なり、中国においても個人消費が経済に占める割合が高まっているだけに、影響は大きい。②の供給面からの下押しに、この需要面への悪影響も加わることで、中国の1-3月期GDP成長率が+5%を大きく下回るとの声も多い。日本の輸出に占める中国向けのウエイトは19%と、米国(20%)と並んで日本にとって最大の輸出相手先の一つであるだけに、中国経済の悪化は日本の輸出抑制に直結する。②、③の影響により、日本からの中国向け輸出は大幅減少が必至の情勢だ。

④の世界経済への悪影響も無視できない。中国のGDPが世界のGDPに占める割合は2003年が4%程度だったのに対して現在は16%程度となるなど、中国経済のプレゼンスがかつてに比べて格段に高まっていることが問題になる。特に中国経済への依存度が高く、サプライチェーンにも深く組み込まれているアジア諸国への影響が懸念される。前述の②、③ともアジア経済に大きな悪影響を及ぼすとみられ、少なくとも短期的にはかなりの打撃を受けるだろう。日本の輸出に占める割合は、NIEs向けが20%、ASEAN向けが15%あり、中国向けと合わせたアジア向けは5割を超える。中国以外のアジア向け輸出についても下振れが濃厚な情勢である。

⑤についても、仮に日本国内でも感染が拡大するようであれば、外出の手控えやイベントの中止、消費マインドの悪化等によって個人消費への悪影響が生じる可能性があり、内需の下押しが懸念される。消費増税後の個人消費は予想以上に悪化した。1-3月期以降にはその落ち込みからの持ち直しが期待されていたが、想定よりも戻りが鈍くなる可能性がある。また、これから本格化する春闘への影響にも注意が必要だ。もともと今回の春闘では、19年度の企業業績悪化や強い先行き不透明感等を背景に、賃上げ率が昨年対比で鈍化することが予想されていた。今回の新型コロナウイルスによってこの不透明感はさらに強まっている。こうした先の見えない情勢では、企業も固定費の最たるものである給与の引き上げに対して慎重になる可能性がある。20年の春闘賃上げ率やボーナスが想定よりも下押しされる可能性も意識しておく必要があるだろう。

以上のとおり、経済への悪影響は少なくとも短期的には輸出を中心に大きくなるとみられる。前回予測時点では、20年1-3月期の実質GDP成長率はプラス成長と予想していたが、今回は前期比年率▲1.3%と、2四半期連続のマイナス成長になると予想する。1-3月期の鉱工業生産も減産となる可能性が高く、景気動向指数も低下が続くことになるだろう。景気持ち直しのタイミングもその分後ずれする可能性が高い。

○ 年後半のリバウンドを見込む

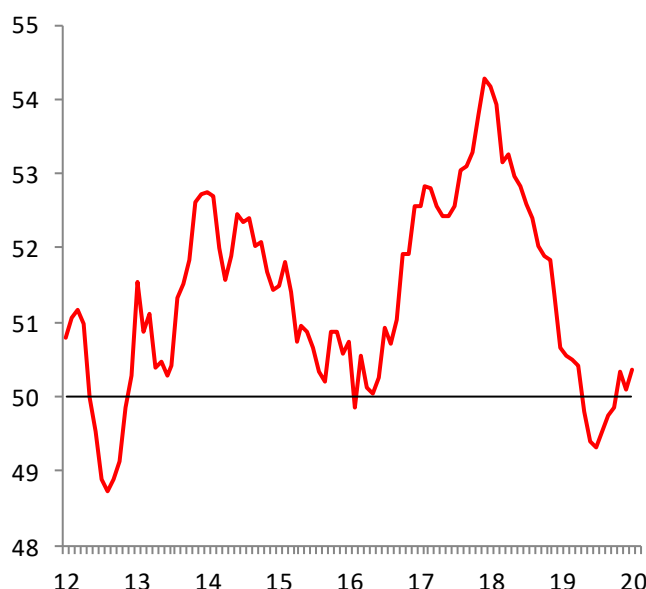
もっとも、こうした落ち込みが長期化するとはみていない。今回の予測では新型コロナウイルスは4~5月頃に落ち着きを見せると想定している。仮にこうした早期収束が実現すれば、中国における企業活動も徐々に正常化に向かうとみられ、日本からの輸出も次第に持ち直しに転じるだろう。4-6月期については、まだ新型コロナウイルスの悪影響が残ることから、それまでの落ち込みと比べれば戻りは鈍いものにとどまる(前期比年率+1.1%と予想)とみているが、7-9月期以降には、これまでの落ち込みからのリ

バウンドが生じることで比較的高い成長が実現する可能性が高い。

仮に今回の新型コロナウイルスの感染拡大問題が短期間のうちに収束するのであれば、経済への影響もあくまで一時的なショックにとどまるだろう。もちろん、問題が長期化するようであれば話は変わり、景気への負のインパクトが雇用・所得環境の悪化や設備投資需要の下振れ等を通じて他部門へと波及し、さらなる落ち込みをもたらすことも考えられるが、それはあくまでリスクシナリオの域を出ない。

もともと19年末以降、グローバルな製造業循環が上向きつつあり、製造業の景況感は世界的に回復に転じていた。新型コロナウイルスはこの動きに対して一時的に下押し圧力をかけるが、これによって中期的な世界経済の回復トレンドが腰折れするとみる必要はないだろう。世界経済の中心である米国では、地理的な距離の遠さもあって新型コロナウイルスの影響をほとんど受けないとみられることも重要だ。製造業主導で世界的に景況感は改善に向かうという大きな流れには変化がないだろう。日本についても、海外経済の持ち直しを受けて輸出主導で持ち直しが予想される。7-9月期以降には、年前半の下振れ分を取り戻す動きが顕在化することで高い成長になるだろう。実質GDP成長率は7-9月期が前期比年率+2.7%、10-12月期が+2.0%と予想する。2020年は、年前半と後半でかなり振幅が大きくなるだろう。

資料5 製造業PMI（世界）の推移



(出所) Markit

なお、年後半のリバウンドはある程度大きなものになるとみられるが、年前半の落ち込み分をすべて取り戻すことは難しい。前述の①～⑤の悪影響のうち、②の供給面からの下押し分についてはある程度挽回生産によって埋め合わせることが可能である。需要の落ち込み以上に減産された部分については、年後半に上乘せされて顕在化する可能性が高い。一方、①、③、⑤といった需要そのものの下振れについては性質が異なる。サービス等の消費については後に顕在化するとは限らず、いったん失われた需要がそのままになるケースが多いだろう。新型コロナウイルス問題の収束に伴って需要水準は元に戻るとみられるが、それ以上の上乘せは難しい。結果として、年間を均してみても悪影響は一部生じることになる。こうしたことから、2020年度の実質GDP成長率見通しを+0.1%と、前回見通し時点の+

0.4%から下方修正している。

需要項目別にみると、個人消費や設備投資といった民間内需は低い伸びにとどまるとみている。所得の伸びが鈍いなか、消費税率引き上げの影響が残存することで、個人消費の持ち直しペースは緩やかなものにとどまるだろう。設備投資も19年度の企業業績悪化の影響から伸びが鈍化する見込みであり、内需の伸びは限定的なものにとどまる。一方、外需については、世界経済の回復に加えて、前半の落ち込みからのリバウンドも加わることで、年後半には高い伸びが予想される。

なお、20年度の成長率は、内需の弱さや新型コロナウイルスの影響、ゲタの低さによって、年度を通じてみれば+0.1%の低い伸びにとどまるが、四半期で見れば年度後半にかけて徐々に成長率が高まる形になる。輸出主導で次第に回復感が強まるとみている。

○ 21年度の景気は回復

21年度については、20年後半からの持ち直しの流れが続くことで、緩やかな景気回復が実現すると予想する。20年後半にみられるリバウンドの動きが一巡することで回復ペースは落ち着くが、海外経済の回復を受けた輸出の増加や、個人消費や設備投資の緩やかな持ち直しを受けて景気は回復が見込まれる。21年度の実質GDP成長率は+1.1%と、+1%弱とされる潜在成長率をやや上回るだろう。

19年末以降に生じたグローバルな製造業循環の回復傾向は21年も継続することが見込まれる。世界経済も米国を中心として回復傾向が持続するとみられ、日本からの輸出も増加傾向が続くだろう。加えて、21年度には個人消費や設備投資といった民間内需も20年度と比べて持ち直し可能性が高い。20年度については、19年度の企業業績悪化の影響が遅れて波及する形で内需は停滞が見込まれるが、この状況は21年度には変化するだろう。

20年後半以降の景気持ち直しを受けて企業業績は底打ち・改善が見込まれる。この業績改善が遅れて波及する形で、21年度の雇用・所得環境は緩やかに持ち直すだろう。21年の春闘賃上げ率は伸びが高まり、ボーナスも改善することが見込まれる。消費増税の悪影響も解消され、個人消費の伸びは緩やかに高まるだろう。設備投資も企業業績の改善を背景として持ち直しが予想され、20年度から伸びが高まるとみられる。このように、21年度には景気回復の内需への波及が徐々に進む。外需と内需の改善のバランスも良化が見込まれる。

○ 主要な需要項目別の動向

(1) 個人消費

消費増税後に大きく落ち込んだ個人消費だが、20年度についても状況は厳しい。背景にあるのは所得の伸びの鈍さである。19年の春闘賃上げ率は2.18%と、18年の2.26%から伸びを低下させた（厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」ベース）が、20年についても2年連続で鈍化する可能性が高い。賃上げの原資となる企業業績が悪化していることに加え、物価上昇率が緩やかなものにとどまることや、先行き不透明感が強く、賃上げムードが高まりづらいこと等が背景にある。また、春闘では月例給与に加えてボーナスについても交渉が行われることが多いが、19年度の企業業績悪化を受けて、20年のボーナスも減少する形で妥結する可能性が高い。結果として、20年度も一人当たり賃金は上昇が見込まれるが、19年度と比べると伸びは低下するとみられる。

さらに、ここにきてさらなる下振れ要因として浮上してきたのが新型コロナウイルスの影響である。中国における新型コロナウイルスの感染拡大を受けて中国景気の減速や日本からの輸出減少が見込まれるなど、先行き不透明感が急速に強まっている。こうした先の見えない情勢では、企業も固定費の最たるものである給

与の引き上げに対して慎重になる可能性がある。20年の春闘賃上げ率が想定よりもさらに下押しされる可能性もあるだろう。消費増税による下押しからの持ち直しが期待される20年度の個人消費だが、所得面からの後押しは期待薄で、停滞が続く可能性が高い。

もっとも、21年度には状況がやや改善することが見込まれる。20年後半以降に景気が持ち直すことを受けて企業業績は底打ち・改善が見込まれる。この業績改善が遅れて波及する形で、21年度の雇用・所得環境は緩やかに持ち直すだろう。21年の春闘賃上げ率は20年と比べて伸びが高まり、ボーナスも増加に転じることが見込まれる。消費増税の悪影響も解消され、個人消費の伸びは緩やかに高まるだろう。

以上より、個人消費を年度の伸び率で見ると19年度が▲0.3%、20年度が▲0.4%と弱い動きが続いた後、21年度は+1.0%へ改善すると予想している。

(2) 設備投資

19年10-12月期の設備投資は前期比▲3.7%と3四半期ぶりに減少した。19年4-6月期、7-9月期は増加していたが、これは一時的な要因によって押し上げられていた面が大きかったとみられる。10-12月期はその反動が出たことで大幅な減少となっている。設備投資では本来増税前の駆け込み需要は生じにくいはずだが、簡易課税制度を選択する事業者や免税事業者といった一部の中小・零細企業においては駆け込み需要が発生していた可能性がある。そのほか、軽減税率・キャッシュレス決済対応需要や、OSのサポート終了前のPC買い替え需要といった押し上げ要因も加わったことで、設備投資が増税前に一時的に押し上げられた面があるとみられる。こうした押し上げ分の剥落・反動が生じたことで、10-12月期の落ち込みが大きくなったものと思われる。

この落ち込みは反動要因も大きいため、10-12月期のような落ち込みが先行きも続くことは考えにくい。1-3月期には増加に転じるだろう。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寄与することもあり、設備投資が先行き減少基調に転じると見る必要はない。

もっとも、増加ペースは次第に鈍化する可能性が高い。18年度下期以降、企業業績が悪化を続け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、企業業績の影響を受けやすい。その分、設備投資は抑制されやすくなる。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ピークアウトしており、今後はその動きが強まるだろう。結果として、20年度の設備投資は伸びが鈍化する可能性が高い。

一方、21年度には設備投資も再び伸びを高めるとみている。20年後半以降に企業業績が改善することが追い風になるだろう。合理化・省力化投資や研究開発投資などが引き続き好調に推移するなか、20年度とは逆に企業業績改善がプラスに働く形で更新投資や能力増強投資の増加が見込まれる。設備投資全体でも緩やかに伸びが高まるだろう。以上を踏まえ、19年度の設備投資は前年比+0.2%、20年度は+0.1%、21年度は+1.9%と予想する。

○ 物価は低空飛行が続く

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%（前回見通し時点：

+0.6%)、2020年度が+0.5%（前回見通し時点：+0.6%）、2021年度が+0.6%である。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の押し下げ要因であるため、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%、21年度が+0.6%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12月の全国消費者物価指数（生鮮食品除く）は前年比+0.7%となった。消費税率引き上げ要因と幼児教育無償化要因を除けば前年比+0.4%と、依然としてゼロ%台前半での低空飛行が続いている。消費税率引き上げに際しては、税率引き上げのタイミングで増税分以上の値上げを実施した企業がある一方、増税分を転嫁しない、あるいは逆に値下げを行う企業も存在するなど、企業によって対応は分かれており、全体としてみれば目立った影響は出ていない。

先行きについては、エネルギー価格主導でいったん伸びは鈍化するとみている。新型肺炎の感染拡大による原油需要減退懸念から足元で原油価格は大きく下落している。2月以降、ガソリン、灯油等の石油製品価格は下落する可能性が高く、エネルギー価格のマイナス寄与は拡大する見込みである。エネルギー以外のコアコア部分も引き続き低迷が続くとみられ、エネルギー価格の下押しを補うことはできないだろう。コアコアについては、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可能性があり、基調として伸びが高まっていく姿は想定し難い。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、CPIコアは目先伸びを鈍化させる可能性が高い。消費税及び教育無償化の影響を除けば、前年比でゼロ%に近づく局面もあるだろう。

20年後半以降には、新型肺炎の感染拡大の落ち着きに伴って原油価格も水準を戻していく展開が想定され、エネルギー価格のマイナス寄与も縮小、CPIコアも伸びがやや高まるとみている。もっとも、コアコアは引き続き力強さに欠けるとみられ、CPIコアの伸びが加速するには至らない。20年後半から21年にかけては景気の持ち直しを予想しているが、需給ギャップの改善ペースは緩やかなものにとどまる。個人消費も緩やかな増加を見込むが、物価上昇をもたらすまでには至らない。結果として、21年度もCPIコアはゼロ%台半ば～後半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1月21日に公表した展望レポートにおいて、20年度の消費者物価の見通しを前年比+1.0%、21年度を+1.4%としている（消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を含む）。20年度についてやや見通しを引き下げているが、それでも民間予想（20年度+0.57%、21年度+0.59%）と比較して高いままである。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。

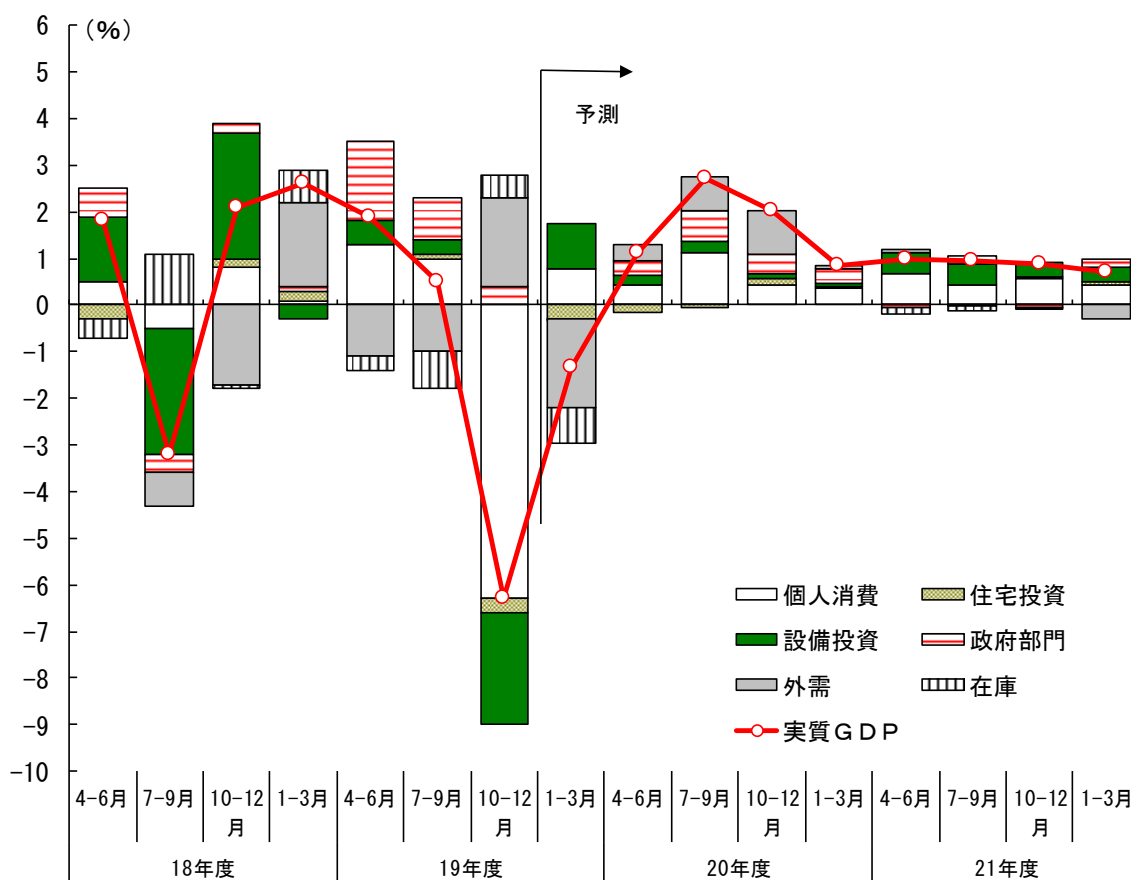
図表 実質GDPの見通し(四半期別推移)

	19年	20年				21年				22年
	10-12月期	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	▲ 1.6	▲ 0.3	0.3	0.7	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(前期比年率)	▲ 6.3	▲ 1.3	1.1	2.7	2.0	0.8	1.0	0.9	0.9	0.7
内需寄与度	▲ 2.1	0.2	0.2	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(うち民需)	▲ 2.2	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
(うち公需)	0.1	▲ 0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0
外需寄与度	0.5	▲ 0.5	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1
民間最終消費支出	▲ 2.9	0.4	0.2	0.5	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2
民間住宅	▲ 2.7	▲ 2.5	▲ 1.5	▲ 0.5	1.0	0.5	0.0	0.0	0.5	0.5
民間企業設備	▲ 3.7	1.5	0.3	0.4	0.2	0.1	0.7	0.7	0.5	0.5
民間在庫変動(寄与度)	0.1	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.2	0.1	0.2	0.5	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	1.1	▲ 0.5	0.7	1.2	2.0	1.0	▲ 1.0	0.0	▲ 1.0	0.0
財貨・サービスの輸出	▲ 0.1	▲ 4.3	2.0	2.6	1.5	0.5	0.7	0.5	0.7	0.3
財貨・サービスの輸入	▲ 2.6	▲ 1.5	1.4	1.5	0.2	0.4	0.6	0.5	0.7	0.7

(出所) 内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)。2020年1-3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。

