

浜銀総研 News Release



横浜銀行グループ

2019年2月20日

2019年度・2020年度の景気予測（2019年2月改訂）

—景気は減速しつつも、消費増税や東京五輪の反動を乗り越え、緩やかな景気回復が持続—

要 旨

- 2018年10～12月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は、前期比+0.3%（同年率+1.4%）と、7～9月期（前期比-0.7%）から再びプラス成長に転じた。内訳をみると、個人消費（同+0.6%）や設備投資（同+2.4%）が、自然災害による悪影響が解消されたことなどから高い伸びとなった。一方で、輸出は同+0.9%と増加に転じたものの、海外経済減速の影響を受けて、前期（同-1.4%）の落ち込みを取り戻せていない。
- 2019年度の日本経済は、10月の消費税率の引き上げ（8%→10%）による影響が注目される。消費増税を受けて2019年10～12月期は、一時的にマイナス成長になるとみられる。ただ、前回2014年と比べ消費税率の引き上げ幅が小さいことや複数の負担軽減措置が予定されていることから、2019年度下期の景気の落ち込みは限定的なものにとどまろう。
- 2020年度については、7月に開催される東京五輪後に建設投資が剥落し、景気が失速するとの懸念がある。ただ、建設業における供給制約の問題から、現状においても建設投資に過度の過熱感はない。結果として、五輪前後の建設投資の山谷が小幅なものにとどまるとみられるため、五輪後の深刻な景気の落ち込みは回避されよう。
- 以上を踏まえて、今後の景気を展望すると、日本経済は前記2大イベントによって景気の振幅が大きくなるものの、引き続き緩やかな回復基調が続く見通しである。すなわち、海外経済の拡大ペースが減速する中で、先行き日本の輸出は減速感を強めるとみられる。ただ、2019年度後半以降は、電子部品・デバイスにおける在庫調整が一巡することで、輸出は下支えされよう。一方、設備投資は引き続き省力化投資などが増加するものの、資本ストックの調整圧力などから、全体としては徐々に減速していくとみられる。他方、家計部門では、良好な雇用環境が個人消費のプラス要因となる半面、所得情勢の改善が力強さに欠けることなどから、増加ペースは緩やかなものにとどまるだろう。政府部門では、2018年度補正予算や2019年度予算により公共事業関係費の増加が見込まれるものの、建設業の供給制約の問題などから公共投資は小幅な伸びに抑制されよう。こうした点を勘案し、2019年度の実質GDP成長率を+0.7%、2020年度を+0.6%と予測した。

予測の要約表

（前年比、%）

<前回18年12月予測>

	2017年度 実績	2018年度 見通し	2019年度 見通し	2020年度 見通し	2018年度 見通し	2019年度 見通し
実質GDP	1.9	0.6	0.7	0.6	0.8	0.7
民間需要*	1.3	0.8	0.6	0.4	0.8	0.6
公的需要*	0.1	▲0.0	0.3	0.2	0.0	0.2
輸出*	1.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
輸入*	▲0.6	▲0.6	▲0.5	▲0.2	▲0.4	▲0.4

（注）「*」は寄与度。輸入は控除項目。

【本件に関するお問い合わせ先】

（株）浜銀総合研究所 調査部 加茂健志朗 鹿庭雄介

E-mail k-kamo@yokohama-ri.co.jp TEL 045-225-2375

1. わが国の景気の現状

(10～12月期はプラス成長に復帰したものの、前期の落ち込みに比べて戻りは弱い)

- 2月14日に内閣府から発表されたGDP（国内総生産）速報によると、2018年10～12月期の実質GDP（季調値）は前期比+0.3%（同年率+1.4%）と7～9月期（前期比-0.7%）から再びプラス成長に転じた（図表1）。10～12月期は潜在成長率（年率+0.8%程度）を上回るプラス成長となったものの、自然災害により落ち込んだ7～9月期からの戻りは弱い。
- まず、家計部門では、個人消費が前期比+0.6%と自然災害の影響で落ち込んだ7～9月期（同-0.2%）の反動から大幅な増加に転じた。また、好調な冬のボーナスに加え、野菜価格や原油価格の下落などから実質雇用者報酬の増勢が強まったことも、個人消費の押し上げに寄与した。また、10～12月期の住宅投資は前期比+1.1%と2四半期連続の増加となった。先行指標の新設住宅着工戸数をみると、相続税対策の需要一巡から貸家は弱含みが続いているものの、持家や分譲住宅が持ち直している。2019年10月に予定されている消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が顕在化しつつあるものとみられる。
- 次に、企業部門をみると、設備投資は前期比+2.4%と増加に転じた。7～9月期の自然災害による供給制約が解消されたことに加え、省力化投資や老朽化した設備の更新投資といった根強い投資需要が増加に寄与した。一方、輸出は前期比+0.9%と、台風の影響による空港閉鎖などで落ち込んだ前期（同-1.4%）から増加に転じたものの、戻りは弱い。中国の景気減速を受けて同国向けの資本財輸出が弱含んでいることや、半導体の在庫調整の煽りでアジア向けの情報関連財輸出が低調となっていることが影響している。他方、サービス輸出に計上されるインバウンド需要は同+6.7%と、関西国際空港や新千歳空港が一時閉鎖された7～9月期（同-5.0%）の急減から大きく反発した。

図表1 主要経済指標

(前期比、%、季調済)

	2017年度			2018年度			
	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
名目GDP	1.1	0.3	-0.4	0.5	-0.6	0.3	
実質GDP	0.6	0.5	-0.2	0.6	-0.7	0.3	
個人消費	-0.8	0.5	-0.2	0.6	-0.2	0.6	
住宅投資	-1.9	-3.2	-2.0	-2.0	0.5	1.1	
設備投資	1.7	0.8	1.0	2.5	-2.7	2.4	
在庫投資（寄与度）	(0.4)	(0.2)	(-0.3)	(0.0)	(0.1)	(-0.2)	
公共投資	-2.4	-0.3	-0.7	-0.6	-2.1	-1.2	
輸出	2.5	2.2	0.4	0.4	-1.4	0.9	
輸入	-0.6	2.3	0.0	1.3	-0.7	2.7	
消費者物価（前年比、%）	0.6	0.9	0.9	0.7	0.9	0.9	
日経平均株価（円）	19,880	22,188	22,366	22,341	22,654	21,897	20,461
円ドル相場（円/ドル）	111.0	113.0	108.2	109.1	111.4	112.9	109.0
原油価格（ドル/バレル）	48.2	55.4	62.9	67.9	69.5	58.8	51.6

(注) 1. シェドローは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。GDP項目以外は平均値。

2. 原油価格はWTI先物（期近）、消費者物価は生鮮食品を除く総合指数。

3. 直近1～3月期の日経平均株価、円ドル相場、原油価格は1月の値。

(内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg)

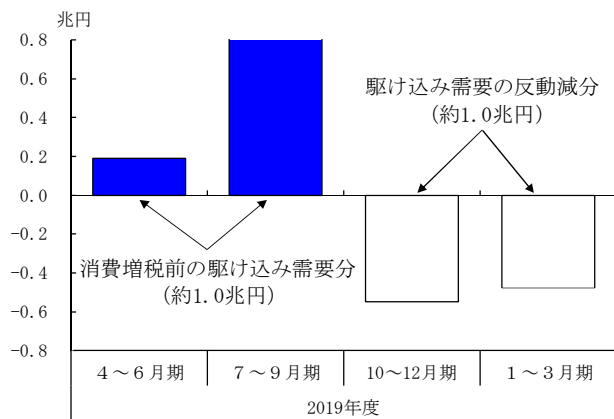
2. 日本経済を待ち受ける2大イベント

(消費税率引き上げ：複数の負担軽減策などで個人消費の腰折れは回避)

- 2019年度から2020年度にかけて、わが国では2つの大きな経済イベントが控えている。まず、2019年10月には消費税率の引き上げ（8%→10%）が予定されており、駆け込み需要とその反動による景気の振れや、家計における節約志向の高まりなどが個人消費の腰折れにつながるのではないかと懸念されている。
- 確かに、消費増税を受けて2019年10～12月期の国内景気は、個人消費の駆け込み需要の反動などから、一時的なマイナス成長が避けられないと見込まれる。ただ、個人消費の腰折れは以下の理由から回避できるとみている。まず過去の増税時と比べ、駆け込み需要とその反動が小さくなると見込まれることである。当社の試算では、駆け込み需要とその反動をそれぞれ1.0兆円程度（名目GDP比で0.2%程度）とみており、2014年4月の増税時（5%→8%）と比べれば半分以下の規模にとどまる（図表2）。これは、①2014年と比べて消費税率の引き上げ幅自体が小さいことに加え、②軽減税率の導入を始めとした政府による積極的な需要平準化策によって、駆け込み需要そのものが抑えられるとみていることが影響している。
- さらに、政府では消費増税後に心配される家計の節約志向の高まりを和らげるために、各種負担軽減策の導入も予定している。図表3は、消費増税にからむ家計のネット負担額を試算したものである。仮に政府が何も対策を取らなかった場合、消費増税によって家計のネット負担額は約5.6兆円（年換算）増加すると見込まれていた。しかし負担軽減策の導入により、これが約2.1兆円にまで抑えられることから、家計の節約志向の高まりは相当程度緩和されることになろう。

図表2 駆け込み需要と反動減は小さい

消費増税による実質個人消費の駆け込み需要と反動減



(注) 消費増税がなかった場合の水準との乖離幅を示した。
(内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成)

図表3 家計の負担増加も限定的

消費増税後における家計のネット負担額

		(単位：兆円、年換算)					
		2019年度		2020年度			
		10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月
負担総和措置	プレミアム付き商品券	0.3	0.3				
	次世代住宅ポイント	0.3	0.3				
	キャッシュレスポイント	0.4	0.4	0.4			
	自動車環境性能割軽減	0.0	0.0	0.0	0.0		
	すまい給付金拡充	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
	年金生活者支援給付金	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	幼児教育・保育無償化	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
	大学無償化			0.8	0.8	0.8	0.8
	低所得高齢者の介護保険料軽減	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	介護職員の待遇改善	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	軽減税率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	消費税率引き上げ	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
	給与所得控除見直し			0.1	0.1	0.1	0.1
	たばこ税増税	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
後期高齢者軽減特例廃止	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
ネット負担額	2.1	2.1	2.0	2.4	2.5	2.5	

(注1) たばこ税増税(2018年度税制改正大綱)は2019年10月以降の増税分。公表されている平年度ベースの増税額から試算した。

(注2) 日銀展望レポートでは年金額改定として0.6兆円の負担減となっているが、本試算では不確実性が大きいため試算から除いた。
(財務省予算資料などより当社作成)

(東京五輪：建設業における供給制約により、建設投資の山谷は小幅なものに)

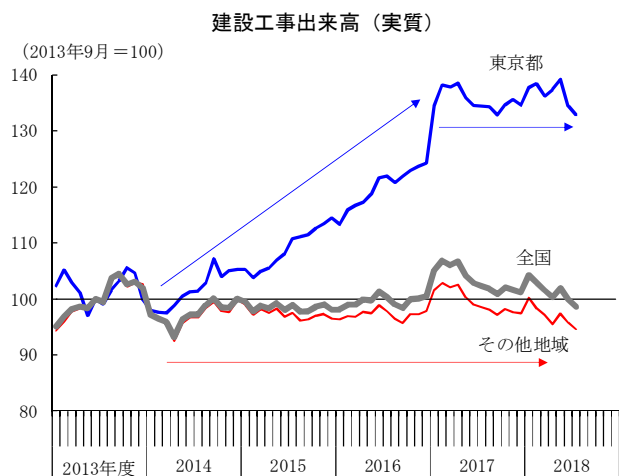
- 次に2020年度をみると、7月から8月にかけて開催される東京オリンピック・パラリンピック（以下、東京五輪）が日本経済の先行きを左右する可能性がある。一部の見方では、東京五輪後に景気が失速するとの懸念がある。実際、92年以降の夏季五輪大会をみると、2004年にアテネ五輪を開催したギリシャでは、建設ラッシュの反動で五輪後の実

¹ なお、1992年のバルセロナ五輪から2016年のリオデジャネイロ五輪の間で、五輪後に実質GDPが前期比でマイナスとなったのは、シドニー五輪とアテネ五輪だけであり、2四半期連続でマイナスとなったのはアテネ五輪のみである。

質GDP成長率が2四半期連続で前期比マイナスを記録した。このため、今回の東京五輪後となる2020年10～12月期においても、建設投資は一時的に前期から減少すると見込まれる。

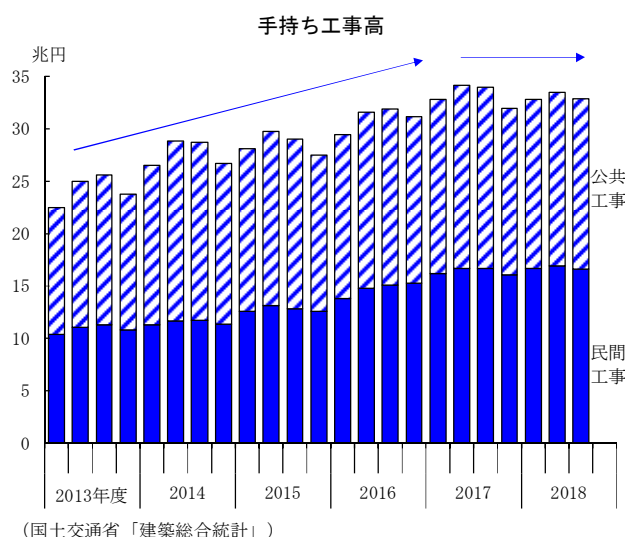
- しかし、こうした建設投資の落ち込みは短期的かつ限定的なものになるとみられ、景気を大幅に落ち込ませるものとはならないとみている。国土交通省が公表している建設工事出来高の推移をみると、東京五輪の開催が決定した2013年9月以降、開催地となる東京都で大幅に増加してきたことが確認できる（図表4）。しかしながら、2017年半ば以降は頭打ち感を強めており、五輪開催が近づきつつある足元でも、建設工事の増加ペースが加速しているわけではない。
- このように東京五輪が目前に迫っているにもかかわらず、建設工事のペースが加速しない要因の1つとして、建設業における人手不足の問題が挙げられる。日本銀行『短観』の雇用人員判断DIをみると、建設業では非製造業の中でも特に人手不足感が強まっており、供給制約から仕事があっても消化できない、もしくは五輪開催地である東京都での建設工事が優先されている可能性が考えられる。さらに、建設工事の発注サイドでは、建設費が高騰する足元の状況を踏まえ、収益確保のために東京五輪に関する工事以外の発注を先送りしている可能性も考えられる。実際、手持ち工事高をみると、2013年4～6月期の22.5兆円から2017年7～9月期の34.1兆円まで増加した後、足元2018年10～12月期も32.9兆円と、ほとんど減らずに高止まりしている（図表5）。
- 以上のように、東京の建設工事は盛り上がりつつも、建設ラッシュといえるほどの過熱感を生じていない。これらの点に鑑みると、建設投資は東京五輪後の2020年10～12月期に一時的に前期から減少に転じるとみられるものの、供給制約が幸いして、東京五輪前後の建設投資の山谷は小幅なものになる可能性が高く、五輪後の反動による深刻な景気の落ち込みは回避されよう。
- もっとも、東京五輪の終了と消費増税に伴う負担軽減策の期限切れによる家計負担の増加の時期が重なることには注意が必要である。プレミアム付き商品券やキャッシュレスポイント還元といった施策は、2020年4～6月期までに相次いで終了が見込まれており、翌期の7～9月期には、家計のネット負担額が約0.4兆円増加するとみられる（前頁図表3）。今回の予測では、7～9月期の家計負担の増加は、東京五輪開催による消費マインドの上昇で相殺されるとみている。また、10～12月期以降については、家計負担の増加幅が限定的なことから、個人消費の腰折れにつながることはないとみている。もっと

図表4 東京都の建設投資は頭打ち



(注) 実質化及び季節調整は当社にて施した。
(国土交通省「建設総合統計」、「建設工事費デフレーター」より当社作成)

図表5 手持ち工事高は高止まり



(国土交通省「建築総合統計」)

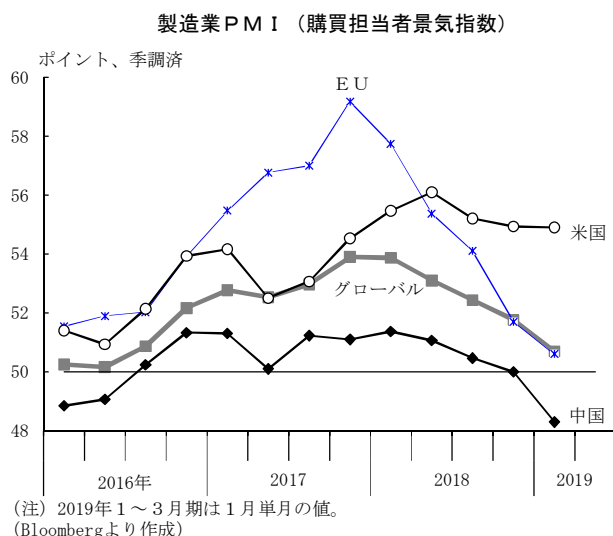
も、仮に東京五輪終了によって消費マインドが悪化した場合、個人消費にやや停滞色が強まる可能性があるだろう。

3. 主要な需要項目の今後の見通し

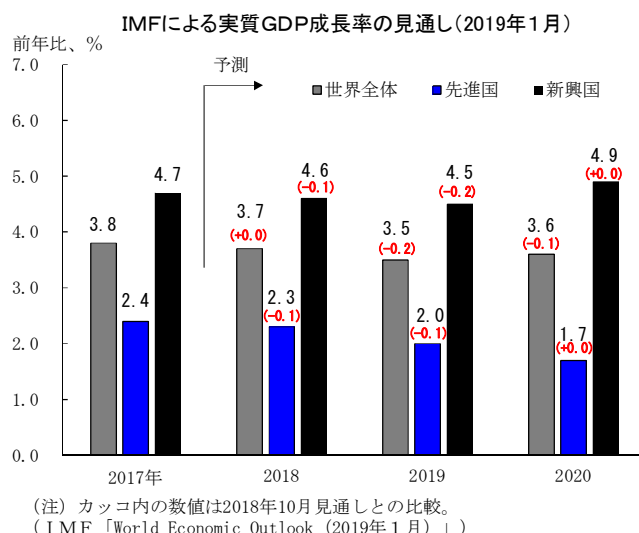
(企業部門①：海外経済の減速から輸出は増勢が鈍化するものの、失速はせず)

- ・以上みてきたように、日本経済は前記2大イベントによって景気に波が生じるものの、その方向性に大きな影響を与えるまでには至らないとみている。こうした中、企業部門では海外経済の拡大ペースが鈍化することを受けて、輸出が減速感を強めよう。主要国の製造業PMI（購買担当者景気指数）をみると、米中貿易摩擦の影響を色濃く受ける中国が好不調の分かれ目とされる50を足元で下回ったほか、EU（欧州連合）も2018年以降急低下するなど、企業景況感の悪化が急速に進んでいることが分かる（図表6）。またIMF（国際通貨基金）による最新の経済見通し（2019年1月調査）では、先行き2019年・2020年の世界全体の経済成長率が中国や欧州の景気減速などの影響を背景に、前回調査（2018年10月）から下方修正されている（図表7）。
- ・その一方で、自国の景気を支えようとする各国の政策対応もみられる。第一に、FRB（米連邦制度準備理事会）が利上げの見送りや保有資産圧縮の早期終了に言及し、金融政策をハト派寄りのスタンスに変更していることが挙げられる。これにより米景気に対する下押し圧力が弱まることに加え、新興国における通貨安圧力も幾分緩和されよう。第二に、景気の減速感が強まる中国において、矢継ぎ早に景気対策が打ち出されていることがある。この効果は年初から徐々に現れてくるとみられ、貿易面でつながりの深い欧州各国の経済にもプラスの影響を与えることとなろう。こうした各国政府による下支え策が功を奏し、世界経済は減速すれども、失速までには至らないとみている。この結果、日本の輸出もモメンタムは弱まるものの、小幅な増加基調が続くとみている。
- ・もっとも、こうした海外経済のメインシナリオが大きく崩れるリスクも存在する。米中貿易摩擦では、早晚、貿易面の衝突がいったん収束に向かう半面、ハイテク分野における覇権争いは長期化する可能性が高いとみている。2020年の米大統領選挙が近づく中で、トランプ大統領が外交面で再び攻勢に出てくる可能性もあり引き続き注意する必要がある。また英国のEU離脱も、交渉期限である3月末まで予断を許さない状況が続いている。今回の予測では「合意なき離脱」は回避されると想定しているが、仮に「合意なき離脱」となった場合、金融マーケットが大きく混乱する可能性も考えられる。

図表6 世界の製造業マインドは低下傾向

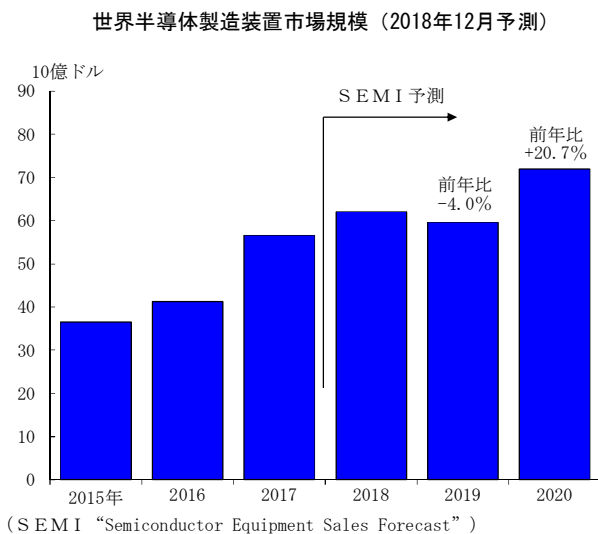


図表7 海外経済見通しは下方修正が続く

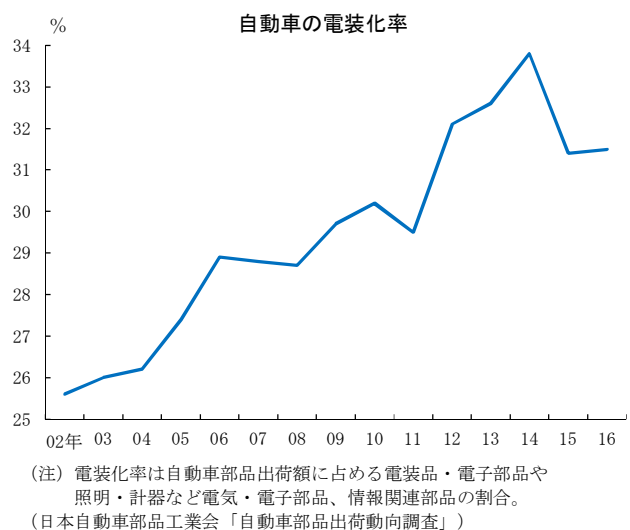


- ・輸出を下支えするもう1つの要因として、半導体・電子部品の在庫調整の一巡が考えられる。世界半導体製造装置市場規模（2018年12月予測）によると、半導体製造装置販売額は、2019年に前年比-4.0%と一時的に減少に転じる見込みである（図表8）。これは、中国や韓国などの半導体メーカーが相次いで設備投資を見送り、在庫調整を進めていることが影響しているとみられる。
- ・その一方で、在庫調整一巡後の2020年には、同販売額が前年比+20.7%と再び大幅に増加する見通しとなっている。この増加に特に寄与するとみられるのが、自動車における半導体等の利用増加である。2002年以降、安全性の向上や高機能化が進む中で自動車の電装化率（自動車部品出荷額に占める電気・電子部品等の割合）は、上昇トレンドを続けてきた（図表9）。先行きについても、自律的運転技術や環境性能に重点を置いた技術などが普及することで、自動車の電装化はさらに進む見通しである。このような点を踏まえると、電子部品・デバイスの在庫調整が一巡してくる2019年度後半には、再び半導体需要が大きく持ち直すと考えられ、日本の輸出の下支え役として期待できよう。
- ・なお、輸出に計上されるインバウンド（訪日外国人客）需要は、2018年10～12月期に前期比+6.7%と、自然災害の影響で落ち込んだ前期から大幅な増加に転じた。また、同期の訪日外客数も772万人（前期比+2.0%）と再び増加しており、2018年通年では3,000万人を超えるなど順調に増加している。先行きについても、東京五輪開催によってインバウンド需要が盛り上がることで、日本のサービス輸出を下支えすることが期待される。

図表8 半導体は2020年には盛り返し



図表9 自動車の電装化率は上昇傾向



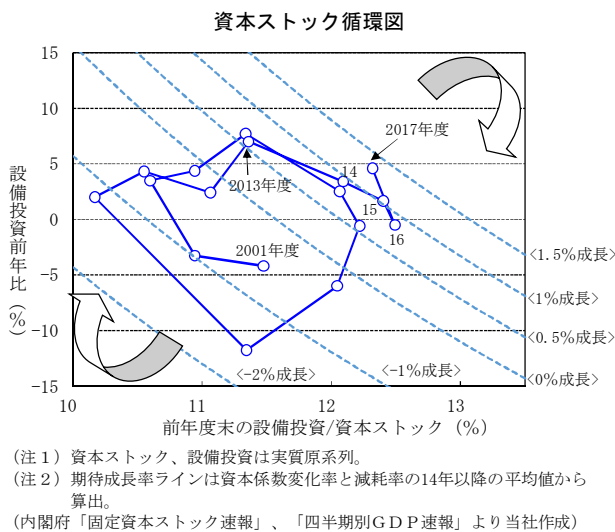
（企業部門②）：設備投資は循環面から徐々にストック調整圧力が強まる

- ・2018年10～12月期の設備投資は、自然災害の影響から落ち込んだ7～9月期の反動もあり、前期比+2.4%と増加に転じた。また、足元における企業の設備投資意欲も堅調に推移している。日銀『短観（2018年12月調査）』によれば、2018年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース、含むソフトウェア、除く土地投資額）は前年比+11.6%と、12月調査としては過去最高の伸びとなっている。この背景には、企業の人手不足感の強まりを受けた省力化投資需要があるとみられる。人口減少に端を発する人手不足の問題は容易には解決しないことから、今後もサービス業を中心に省力化投資が拡大しよう。
- ・一方で、2019年度には設備投資に循環面からの減速圧力が徐々にかけるとみている。ここ数年、設備投資が増加基調を維持してきたことで、資本ストックに占める設備投資の比率が過去と比べても高い水準に位置している（図表10）。このため、設備投資にはス

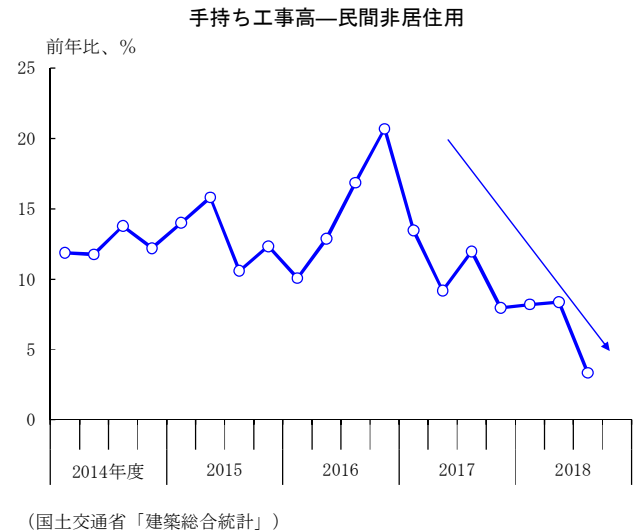
トック調整からの下押し圧力が強まりやすい状況下にある。

- また、非製造業の建設投資などについては、既に伸びの鈍化が鮮明となっている。建設総合統計の手持ち工事高（民間非居住用）をみると、引き続き前年比プラス圏で推移しているものの、その伸び率は2017年に入って鈍化傾向にある（図表11）。この背景には、東京五輪関連のインバウンド需要を狙ったホテル建設などが落ち着きをみせていることがあるとみられる。
- こうした点を踏まえると、企業の設備投資は省力化需要が下支えするも、徐々に循環面からの下押し圧力が強まり、東京五輪後には建設投資の減少から短期的な調整局面入りとなる。ただ、前述の通り、建設業における供給制約などから五輪後に先送りされている建設需要もあるため、建設投資の大幅な落ち込みは回避される見通しである。

図表10 循環面から設備投資に減速圧力



図表11 建設投資の伸びは鈍化傾向



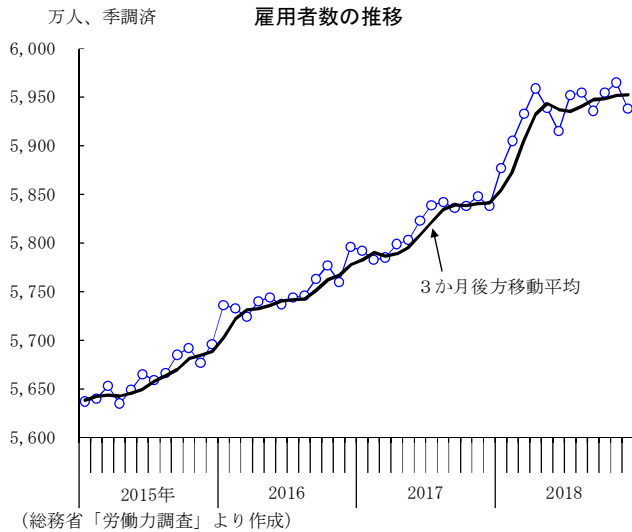
(家計部門：所定内給与に力強さはなく、個人消費は緩やかな増加にとどまる)

- 次に家計部門をみると、良好な雇用環境が個人消費の下支えとなる半面、所得情勢の改善が力強さに欠けることなどから、個人消費の増加ペースは緩やかなものにとどまるだろう。まず、雇用環境について労働力調査をみると、足元の雇用者数は女性の就業増などを受けて、前年比+2.0%程度のペースでの増加が続いており、6,000万人に達する勢いである（図表12）。その一方で、18年10～12月期の未活用労働指標4（LU4）²をみると、未活用の労働力が397万人（5.8%）も存在しており、特に女性で労働力の潜在的な拡大余地が相応にあることが分かる（図表13）。こうしたことから、今後も人手不足が深刻な状況下において、雇用環境の改善がより進む可能性が高いとみている。
- 他方、良好な雇用環境に比べ、1人当たり賃金の伸びは限定的である。毎月勤労統計において、物価変動の影響を除いた実質賃金（厚生労働省が再集計値として公表している所定内給与を当社にて実質化）をみると、恒常的な所得にあたる所定内給与の伸びは、物価上昇の伸びに吸収されてしまい、前年比ゼロ%近傍にとどまっている（図表14）。
- また賃金の伸びが限定的となる中で、家計の社会保険料負担は増加しており、これが1人当たり可処分所得の減少につながっている。賃金・俸給に占める社会保険料負担の割合をみても、1994年度には9.7%であったものが、2017年度には16.0%まで上昇している

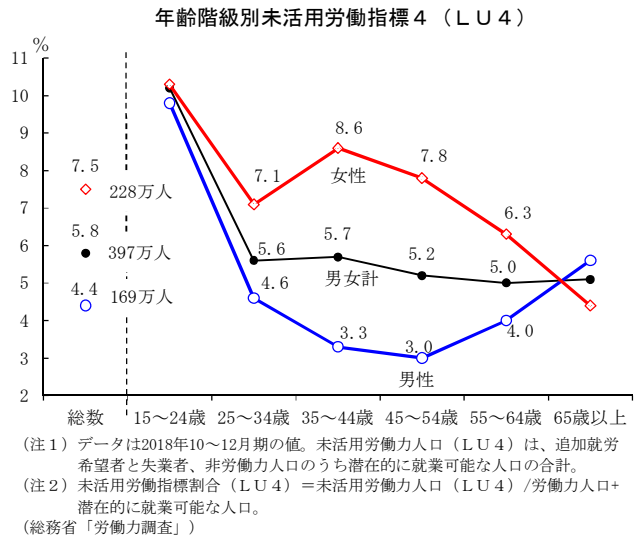
² 未活用労働指標4（LU4）とは、失業者に加え、パートタイム等の就業者の中で仕事を追加したい者や、非労働力人口の中で、仕事に就くことを希望しているが、今は仕事を探していない者等を含めたものである。

(図表15)。目下の政府の財政状況を考えれば、家計が負担する社会保険料は今後も増加が続くとみられ、家計の可処分所得はさらに減少することが予想される。

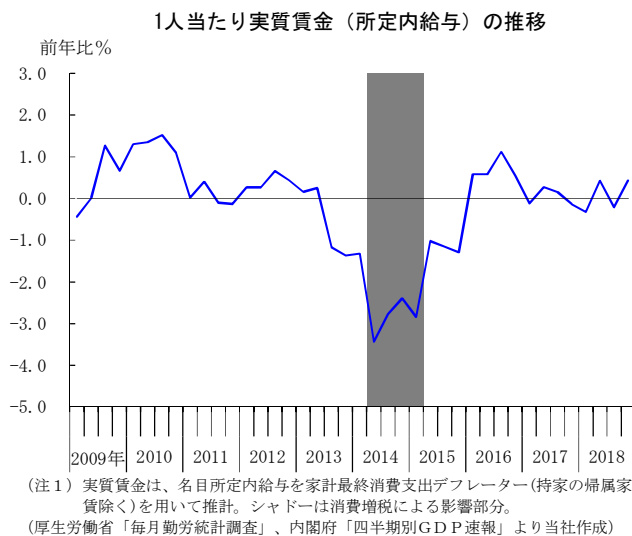
図表12 雇用者数は増加基調が続く



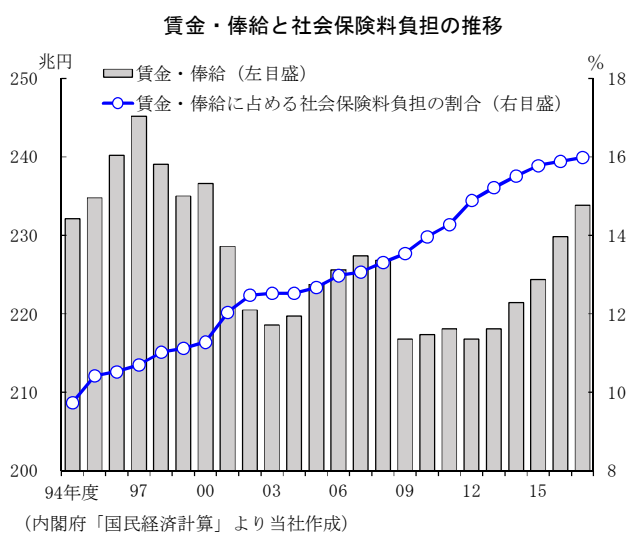
図表13 労働力には一定の増加余地



図表14 賃金の伸びに力強さはない



図表15 社会保険料の負担増加も重荷



(住宅部門: 政府の需要平準化策によって、消費増税に伴う住宅投資の山谷は小幅なものに)

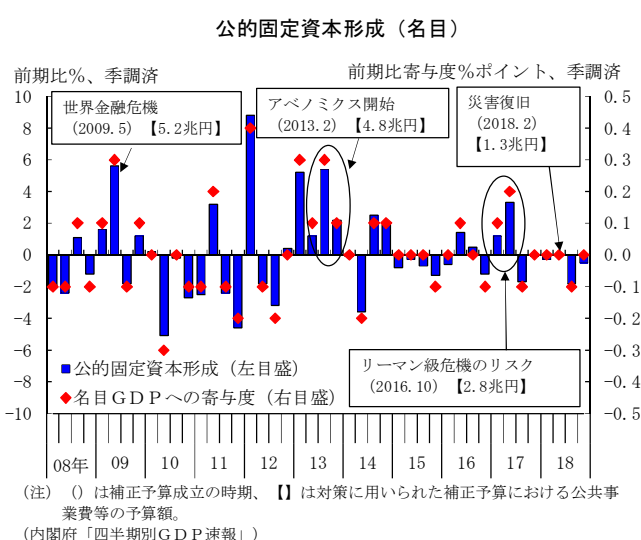
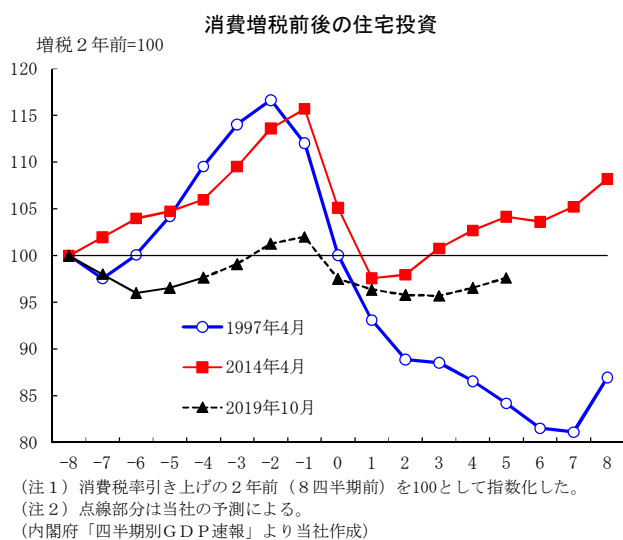
- 住宅投資においても、消費税率の引き上げに伴う駆け込み需要と反動が予想される。前回消費増税時(2014年4月増税)では、住宅投資の駆け込み需要が増税の3四半期前(2013年7～9月期)から本格化し、その後は反動から大きく減少に転じた(図表16)。この点を踏まえ、政府は消費税率の引き上げ前後の需要を平準化するための施策の導入を計画している。具体的には、住宅ローン減税が拡充され、消費増税分が購入後11～13年目に還元される仕組みとなる。さらに、ここに低中所得者向けの給付金やエコポイント制度も加わるため、増税後に住宅を購入した方が得になるケースも出てくると考えられ、平準化の効果は大きくなると見込んでいる。ただ、住宅ローン減税の適用を受けるためには「自己で居住する」必要があるため、他者への貸し出しを行う賃貸住宅などでは同制度の適用を受けられず、素直に駆け込み需要が発生するとみられる。これらの点を踏まえると、

住宅投資は消費増税に伴う駆け込み需要が賃貸住宅を中心に一定程度は発生し、その後、反動による落ち込みが予想されるものの、政府による対策の効果もあり、その山谷は前回増税時と比べ小さなものとなるだろう。

(政府部門：建設業における人手不足から、公共投資は小幅な伸びに抑制される)

- 最後に政府部門では、公共事業関係費の増加が見込まれるものの供給制約によって、公共投資は小幅な伸びに抑制されるだろう。2019年度予算における公共事業関係費は6.9兆円と前年度(同6.0兆円)から増加する見通しである。また、2018年度補正予算では、1次と2次合わせて2兆円規模の公共事業関係費が計上されており、これらを合計すると、公共事業関係費は全体で前年度と比べて約1.7兆円(本予算増加幅0.9兆円、補正予算増加幅0.8兆円)積み増しとなる。こうした公共事業関係費の増加は、消費増税後の景気を下支えすることが期待される。もっとも先述の通り、建設業における供給制約により景気の押し上げ効果は限定的となろう。2016年10月に成立した16年度第2次補正予算では、2.8兆円規模の公共事業関係費が計上され、公共投資(名目)は翌期の17年1～3月期に前期比+1.2%(名目GDP前期比寄与度+0.1%ポイント)、翌々期の4～6月期に同+3.3%(同寄与度:+0.2%ポイント)増加している(図表17)。しかし、2018年2月に成立した17年度補正予算では、1.3兆円規模の予算が計上されたにもかかわらず、18年4～6月期の公共投資(名目)は前期比+0.0%(同寄与度+0.0%ポイント)と小幅な増加にとどまった³。
- このように、公共事業予算の増加に反して公共投資の伸びが限定的となっている背景には、前述のとおり、建設業における供給制約があるとみられる。財務省の年度決算をみると、2017年度補正予算で計上された公共事業関係費(予算規模1.3兆円)は16年度補正予算(同2.8兆円)の半分程度にとどまった。一方で、2017年度決算における公共事業関係費の次年度繰越額は2.6兆円と、16年度とほぼ同額となった。これは、公共事業関係予算の執行が全般的に遅れていることを示唆し

図表16 住宅の増税前後の山谷は小さい **図表17 公共投資の押し上げ効果は限定的**



³なお、2018年7～9月期に公共投資(名目)が前期比-2.1%と減少しているが、これは同期の自然災害による悪影響が大きく出た結果とみられる。また、同年10～12月期については、前期比-1.2%と減少した。

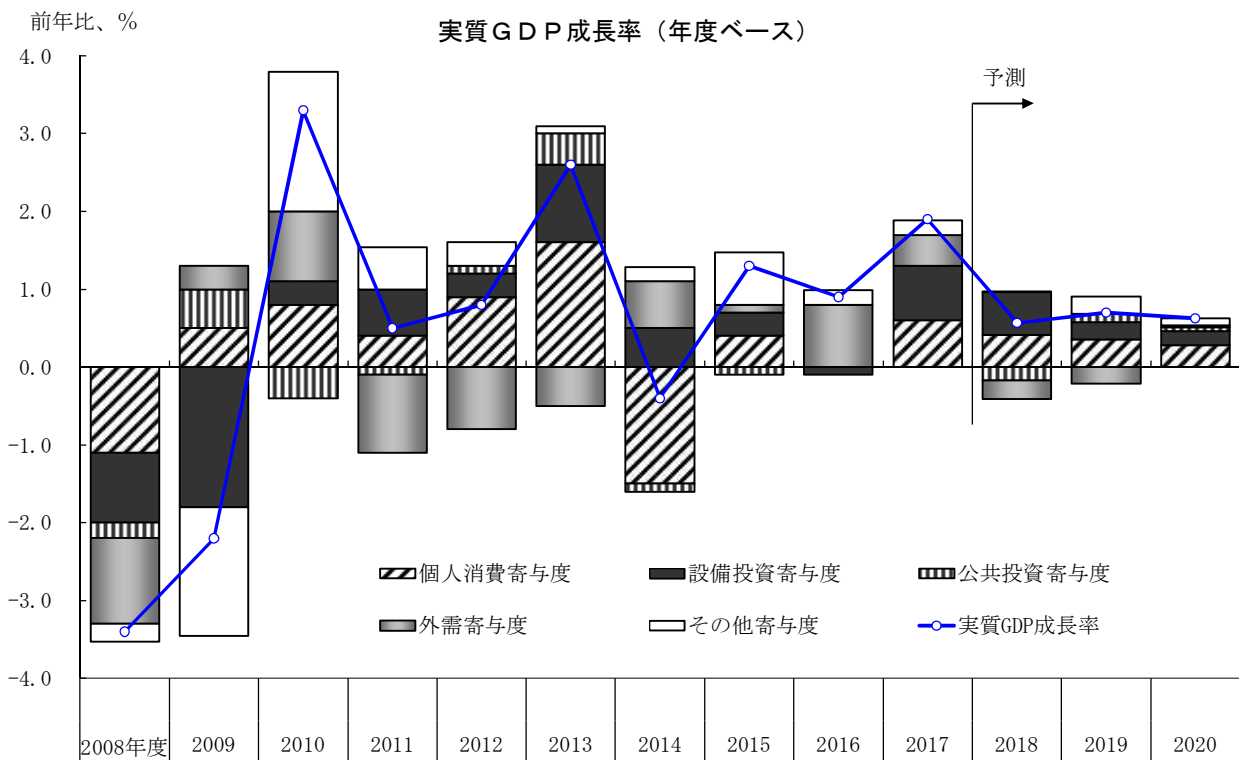
ている。この点を踏まえると、供給制約によって今後も公共投資は大幅増加とはならず、小幅な伸びに抑制されよう。

4. 今後の成長率見通し

(実質経済成長率は2019年度が+0.7%、2020年度が+0.6%と予測)

- 以上のような状況を踏まえて今後の景気を展望すると、日本経済は消費税率の引き上げや東京五輪開催によって景気の振幅が大きくなるものの、引き続き緩やかな回復基調が続く見通しである。すなわち、海外経済の拡大ペースが減速する中で、先行き日本の輸出は減速感を強めるとみられる。ただ、2019年度後半以降は、電子部品・デバイスにおける在庫調整が一巡することで、輸出は下支えされよう。一方、設備投資は引き続き省力化投資などが増加するものの、資本ストックの調整圧力などから、全体としては徐々に減速していくとみられる。他方、家計部門では、良好な雇用環境が個人消費のプラス要因となる半面、所得情勢の改善が力強さに欠けることなどから、増加ペースは緩やかなものにとどまるだろう。政府部門では、2018年度補正予算や2019年度予算により公共事業関係費の増加が見込まれるものの、建設業の供給制約の問題などから公共投資は小幅な伸びに抑制されよう。こうした点を勘案し、2019年度の実質GDP成長率を+0.7%、2020年度を+0.6%と予測した(図表18)。

図表18 国内景気は緩やかな回復基調が続く



(内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成)

図表19 2019年度・2020年度のわが国経済の見通し（2019年2月改訂）

予測の前提条件

(前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%)

	2017年度	2018年度			2019年度			2020年度		
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート(円/ドル)	110.8	110.8	110.2	111.3	110.6	110.8	110.5	108.5	109.5	107.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	129.7	128.3	129.8	126.8	125.8	125.5	126.0	125.3	125.5	125.0
米国実質GDP(暦年)	2.2	2.8	[2.7]	[3.2]	2.5	[2.4]	[2.3]	2.1	[2.1]	[1.8]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	2.4	1.8	[1.8]	[1.0]	1.1	[1.1]	[1.3]	1.2	[1.2]	[1.1]
中国実質GDP(暦年)	6.8	6.6	6.8	6.5	6.2	6.3	6.2	6.1	6.1	6.0

予測結果の総括表

(前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%)

	2017年度	2018年度			2019年度			2020年度		
	実績	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質GDP	1.9	0.6	[0.1]	[0.2]	0.7	[0.7]	[0.0]	0.6	[0.4]	[0.3]
個人消費	1.1	0.7	[0.4]	[0.6]	0.6	[1.0]	[▲1.1]	0.5	[0.7]	[0.6]
住宅投資	▲0.7	▲4.1	[▲2.7]	[2.2]	1.8	[3.3]	[▲4.6]	▲2.6	[▲1.2]	[1.4]
設備投資	4.6	3.5	[1.6]	[1.1]	1.4	[0.9]	[0.5]	1.1	[0.6]	[▲0.4]
政府消費	0.4	0.8	[0.3]	[0.7]	0.8	[0.2]	[0.4]	0.8	[0.4]	[0.4]
公共投資	0.5	▲3.6	[▲2.0]	[▲1.8]	2.2	[2.0]	[2.2]	1.0	[0.9]	[▲2.3]
輸出	6.4	1.9	[▲0.1]	[0.5]	1.6	[1.0]	[0.7]	1.5	[0.8]	[0.6]
輸入	4.0	3.3	[1.0]	[2.5]	2.7	[2.2]	[▲1.3]	1.3	[1.5]	[1.0]
寄与度										
国内需要	1.5	0.8	[0.3]	[0.5]	0.9	[0.9]	[▲0.4]	0.6	[0.5]	[0.3]
民間需要	1.3	0.8	[0.3]	[0.5]	0.6	[0.8]	[▲0.6]	0.4	[0.4]	[0.4]
公的需要	0.1	▲0.0	[▲0.0]	[0.1]	0.3	[0.1]	[0.2]	0.2	[0.1]	[▲0.0]
海外需要	0.4	▲0.2	[▲0.2]	[▲0.4]	▲0.2	[▲0.2]	[0.4]	0.0	[▲0.1]	[▲0.1]
名目GDP	2.0	0.4	[0.0]	[0.2]	1.6	[1.0]	[1.1]	1.3	[0.3]	[0.7]
新設住宅着工戸数(万戸)	94.6	95.8	49.1	46.7	94.4	49.9	44.5	92.2	47.0	45.1
(前年比、%)	▲2.8	1.3	▲1.1	3.9	▲1.5	1.6	▲4.8	▲2.3	▲5.8	1.5
鉱工業生産	2.9	1.2	[0.0]	[1.6]	1.1	[0.9]	[▲1.1]	0.9	[1.0]	[0.9]
国内企業物価	2.7	2.3	2.7	2.0	2.0	1.0	3.0	1.9	3.0	0.8
消費者物価	0.7	0.8	0.8	0.8	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3	1.1
完全失業率(%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3

(注) 民間需要=個人消費+住宅投資+設備投資+民間在庫投資、公的需要=政府消費+公共投資+公的在庫投資
 国内需要=民間需要+公的需要、海外需要=輸出-輸入
 消費者物価は消費増税の影響及び教育無償化の影響を含むベース(生鮮食品を除く総合)。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。