



浜銀総研 News Release



横浜銀行グループ

2019年11月26日

2019～2021年度の景気予測（2019年11月改訂）

— 成長率は19年度が+0.7%、20年度が+0.4%、21年度が+0.6%と、緩慢な景気回復が続く —

要 旨

- 2019年7～9月期の実質GDP（国内総生産、1次速報）は、前期比+0.1%と4四半期連続のプラス成長となったものの、4～6月期の同+0.4%から大きく減速した。輸出（同-0.7%）が成長率を押し下げる一方で、個人消費（同+0.4%）や設備投資（同+0.9%）などの内需は底堅く推移した。ただし、個人消費については、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により2四半期連続の増加となったものの、前回2014年の増税時に比べると小幅な伸びにとどまった。
- 先行きを展望すると、2019年10～12月期は駆け込み需要の反動などを受けて、実質GDPが5四半期ぶりのマイナス成長となろう。ただ、雇用情勢の改善が続く中で、各種消費税対策が実施されることもあり、個人消費の腰折れは回避されると見込まれる。駆け込み需要の反動減が一巡するにつれて、個人消費は再び緩やかな増加基調に復帰しよう。一方、企業部門では、海外経済の減速を受けて輸出は当面弱い動きが続くと見込まれる。ただ、設備投資については、総じて底堅く推移すると見込む。米中貿易摩擦の長期化などを背景とする製造業のマインド慎重化が投資の抑制要因となるものの、企業収益の水準が高い中で引き続き人手不足に伴う省力化投資などが下支え役となろう。公共投資については自然災害からの復旧や3か年緊急対策の効果などによって増加基調が続き、2019年度後半の景気を押上げるとみられる。2019年度の実質GDP成長率を+0.7%と予測した。
- 2020年度には、各国の政策対応に伴う海外経済の底打ちやIT関連需要の持ち直しを受けて、輸出が増加に転じると見込まれる。東京オリンピックの開催に向けて消費マインドやインバウンド需要が徐々に盛り上がり、年度前半には実質GDP成長率がやや高まろう。ただ年度後半には、オリンピック関連需要の反動や消費増税対策の効果一巡などによって、景気が減速する可能性が高い。2021年度については、5Gの本格的な普及が進むことが輸出の支えとなろう。輸出や生産の緩やかな増加を背景に、企業の設備投資も底堅く推移すると見込まれる。2020年度の実質GDP成長率を+0.4%、2021年度を+0.6%と予測した。

予測の要約表

（前年比、%）

	2018年度 実績	2019年度 見通し	2020年度 見通し	2021年度 見通し
実質GDP	0.7	0.7 (+0.0)	0.4 (▲0.1)	0.6 (—)
民間需要*	0.8	0.3 (▲0.1)	0.1 (+0.0)	0.6 (—)
公的需要*	▲0.0	0.6 (+0.0)	0.2 (▲0.1)	0.1 (—)
輸 出*	0.3	▲0.2 (+0.0)	0.1 (▲0.1)	0.2 (—)
輸 入*	▲0.4	0.0 (+0.1)	▲0.1 (+0.1)	▲0.2 (—)

（注）「*」は寄与度。輸入は控除項目。カッコ内の数値は前回9月予測との比較。

【本件に関するお問い合わせ先】 ㈱浜銀総合研究所 調査部 北田英治

E-mail kitada@yokohama-ri.co.jp

TEL 045-225-2375

浜銀総合研究所

1. わが国の景気の現状

(19年7～9月期は消費税率引き上げ前の駆け込み需要などで4期連続のプラス成長)

- 11月14日に内閣府から発表されたGDP（国内総生産）1次速報によると、2019年7～9月期の実質GDP（季調値）は前期比+0.1%と、4四半期連続のプラス成長となった（図表1）。消費増税前の駆け込み需要がGDP全体を押し上げたものの、海外経済の減速による輸出への下押し圧力などから、GDPの伸び率は2014年の増税時に比べて小幅なものとなった（2014年1～3月期の実質GDPは前期比+1.0%）。
- 家計部門では、個人消費が前期比+0.4%と、消費増税前の駆け込み需要を追い風に堅調に推移した。ただ、各種負担軽減策の導入に加え、そもそも消費税率の引き上げ幅自体が前回2014年と比べ小さかったこと、さらに4～6月期の10連休特需の反動や、7月の低温・長雨などが影響したため、7～9月期の個人消費の伸び率は前回2014年の増税時に比べて小幅な伸びにとどまった（14年1～3月期の個人消費は前期比+2.0%）。
- 企業部門では、輸出が前期比-0.7%と再び減少した。米中貿易摩擦などの影響を受けた世界貿易量の弱含みが引き続き日本の輸出を下押ししている。他方、設備投資は同+0.9%と2四半期連続で増加した。海外経済の減速が製造業を中心とする企業マインドに悪影響を及ぼし、積極的な投資の足かせとなっているものの、人手不足に伴う省力化投資のニーズは根強く、投資を下支えしている。なお、公共投資（同+0.8%）は、2018年度補正予算や2019年度当初予算の執行が本格化したことで、3四半期連続での増加となった。

図表1 主要経済指標

	2018年度				2019年度		
	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
名目GDP	0.2	-0.4	0.4	0.9	0.4	0.3	
実質GDP	0.5	-0.5	0.4	0.5	0.4	0.1	
個人消費	0.3	-0.1	0.3	-0.0	0.6	0.4	
住宅投資	-1.5	0.4	1.1	1.1	0.5	1.4	
設備投資	3.3	-3.2	3.2	-0.4	0.7	0.9	
在庫投資（寄与度）	(-0.1)	(0.3)	(-0.0)	(0.1)	(-0.1)	(-0.3)	
公共投資	-1.1	-2.5	-1.0	1.8	2.1	0.8	
輸出	0.7	-1.8	1.1	-2.0	0.5	-0.7	
輸入	0.8	-1.2	3.8	-4.1	2.1	0.2	
消費者物価（前年比、%）	0.7	1.1	0.8	0.3	0.8	0.3	
日経平均株価（円）	22,341	22,654	21,897	21,000	21,414	21,270	22,742
円ドル相場（円/ドル）	109.2	111.5	112.8	110.2	109.9	107.3	108.5
原油価格（ドル/バレル）	67.9	69.5	58.8	54.9	59.8	56.5	55.5

注1：シャド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。

注2：原油価格はWTI先物（期近）、消費者物価は総合指数。

注3：足元10～12月期の日経平均株価と円ドル相場、原油価格は直近までの平均値。

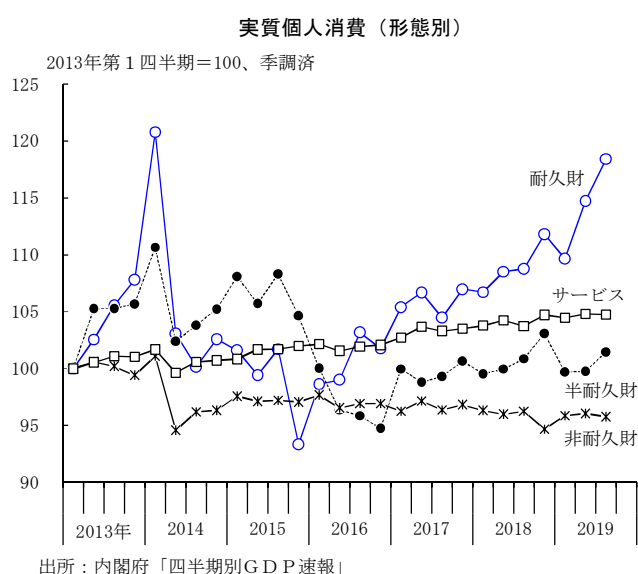
出所：内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg

2. 主要な需要項目の今後の見通し

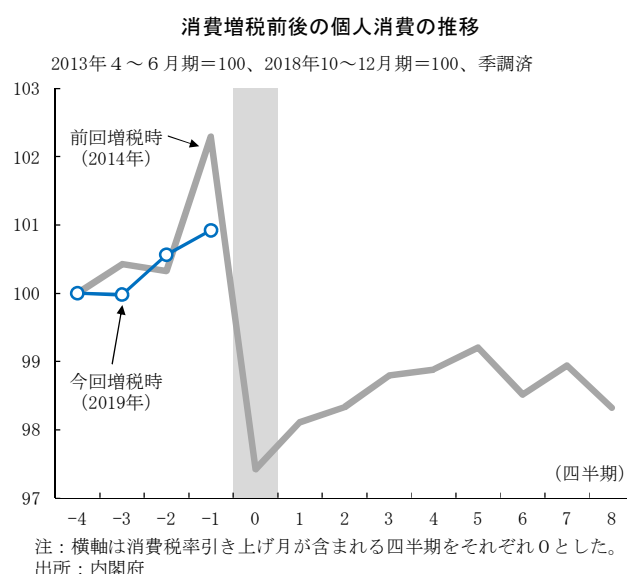
（個人消費：雇用情勢の改善に支えられて今後も緩やかな増加が続く）

- ・2019年7～9月期の個人消費は前期比+0.4%と、4～6期の同+0.6%に続き堅調に推移した。個人消費を形態別にみると、耐久財（7～9月期：前期比+3.2%）や半耐久財（同+1.7%）が大きく伸びており、消費増税を前にした駆け込み需要が消費全体の押し上げに寄与したことがうかがえる（図表2）。
- ・ただ、前回の消費税率引き上げ時と比べると、個人消費の勢いは明らかに弱い。消費税率引き上げの1年前の個人消費の水準を100として計算すると、前回増税前の2014年1～3月期には102.3まで上昇したが、今回2019年7～9月期は100.9にとどまっている（図表3）。このことは、今回の消費増税前の駆け込み需要が前回に比べて小規模にとどまったことを示唆している。

図表2 耐久財を中心に駆け込み需要が発生



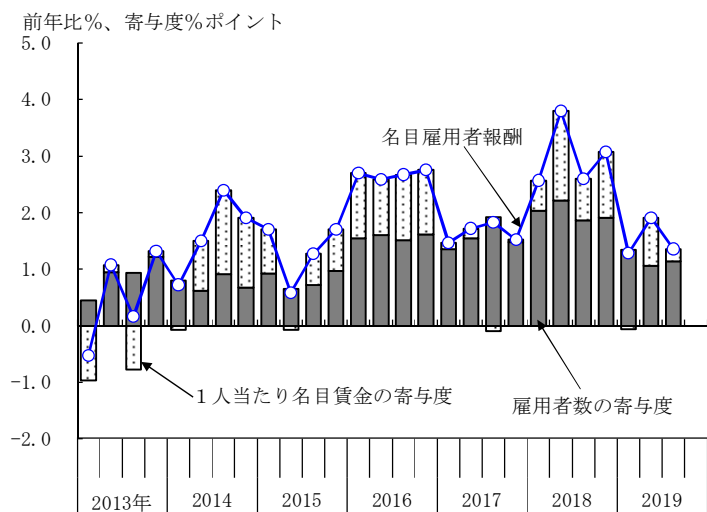
図表3 前回に比べて駆け込みは小規模



- ・一方、個人消費の原資となる家計所得をみると、2019年7～9月期の名目雇用者報酬（雇用者数×1人当たり賃金）は前年比+1.4%と、26四半期連続の増加となった（図表4）。残業手当や賞与の減少により1人当たり賃金の伸びが鈍化する一方で、企業の人手不足を背景とする雇用者数の堅調な伸びが雇用者報酬の増加を支えている。今後も1人当たり賃金は伸び悩みが予想されるが、雇用者数の増加によって雇用者報酬が増加基調を維持し、個人消費を支えると見込まれる。
- ・先行きの個人消費を展望すると、2019年10～12月期は駆け込み需要の反動減が発生することに加えて、台風19号などの自然災害の影響もあり、前期比で大幅なマイナスとなろう。実際、小売など消費関連企業の景況感を示す景気ウォッチャー調査（家計動向関連）をみると、10月の現状判断DIは35.0と9月の47.7から大幅に低下（悪化）している（図表5）。ただ、前述のように雇用者報酬の増加基調が続く中で、キャッシュレス決済に対するポイント還元など各種負担軽減策が実施されることもあり、個人消費の腰折れは回避されると見込まれる。駆け込み需要の反動減が一巡するにつれて、個人消費は再び緩やかな増加基調に復帰しよう。2020年度には、前半に東京オリンピック・パラリンピックの開催に伴う消費マインドの盛り上がり期待できるものの、後半には消費増税対策の効果が剥落することなどから、個人消費の伸びは限定的になると見込まれる。

図表4 雇用者報酬は増加基調が続く

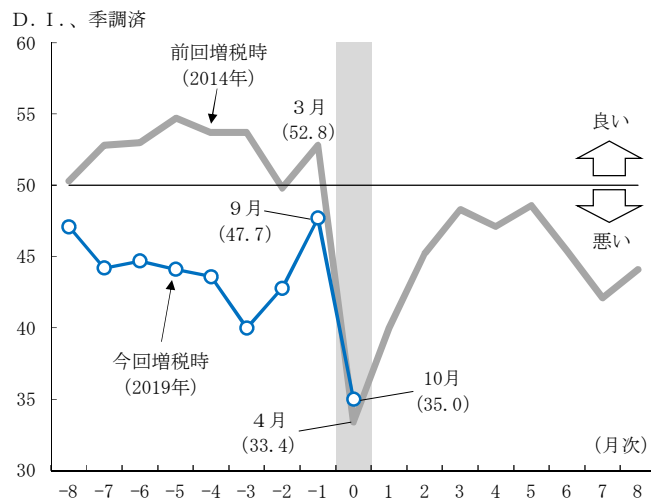
雇用者報酬（名目）の推移



出所：内閣府「四半期別GDP速報」、総務省「労働力調査」より
当社作成

図表5 街角の景況感は10月に大幅悪化

現状判断DI（家計動向関連）



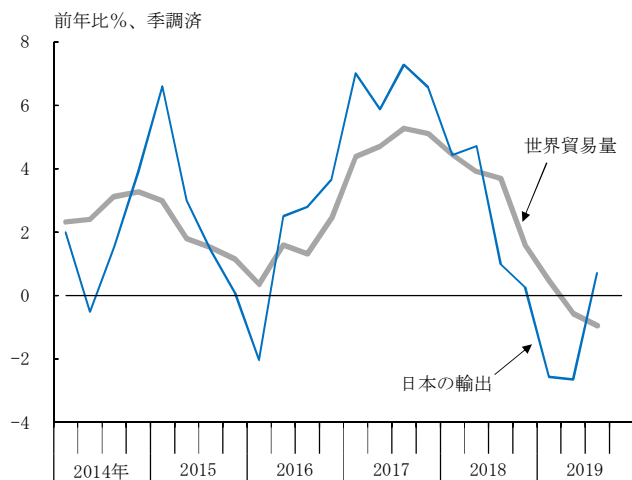
注：横軸は消費税率引き上げ月をそれぞれ0とした。
出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」

（輸出①：米中貿易摩擦の影響が当面残る一方で、2020年度にはIT関連需要が上向きに）

- ・輸出は2019年7～9月期に前期比-0.7%と再び減少した。米中貿易摩擦の影響などをを受けて世界貿易量が弱含んでいることが引き続き日本の輸出を下押していると考えられる（図表6）。輸出数量指数（当社による季調値）を用いてわが国の輸出の動向を仕向け地別にみると、7～9月期にはEU（欧州連合）向けがやや持ち直した一方で、米中貿易摩擦の当事国である米中両国向けの輸出が減少したことが確認できる（図表7）。
- ・足元では米中貿易交渉が進展するとの観測が強まっているものの、目先はこれまでの関税引き上げの影響が顕在化することから、世界貿易量の回復は当面見込みにくく、日本の輸出も弱い動きが続くと見込まれる。ただ、米国やユーロ圏では既に利下げが実施され、また中国では景気下支え策が強化されるなど、各国・地

図表6 世界貿易量の前年比マイナスが続く

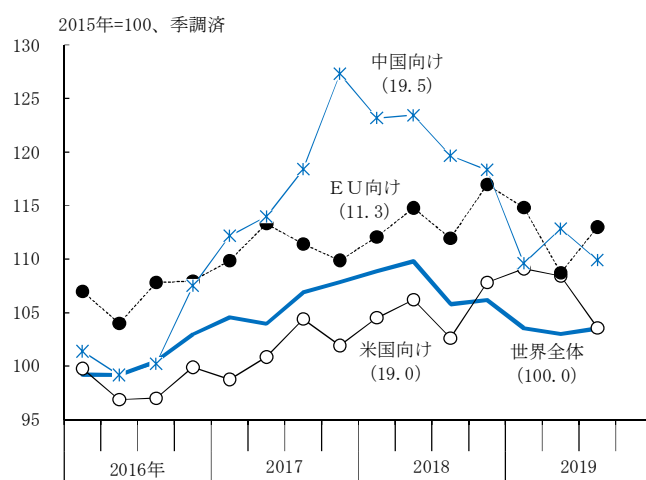
世界貿易量と日本の輸出



注：直近7～9月期は7月と8月の平均。
出所：CPB（オランダ経済政策分析局）「World Trade Monitor」

図表7 米国・中国向け輸出が足元減少

輸出数量指数



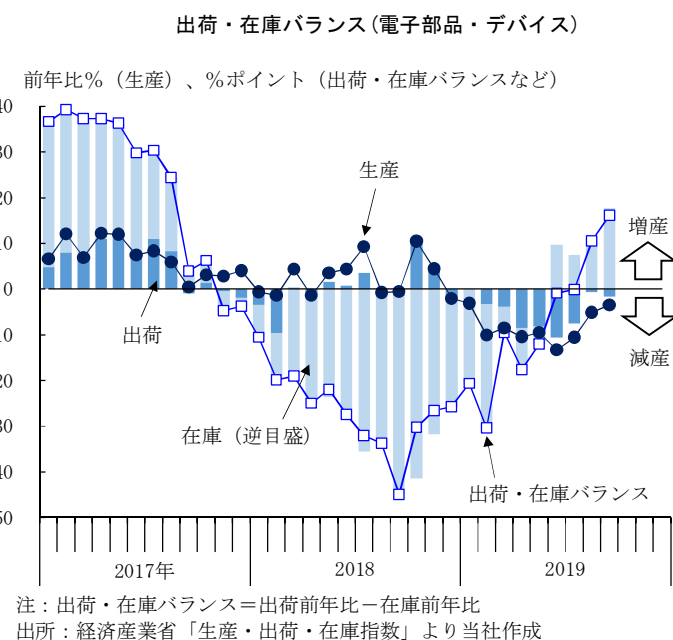
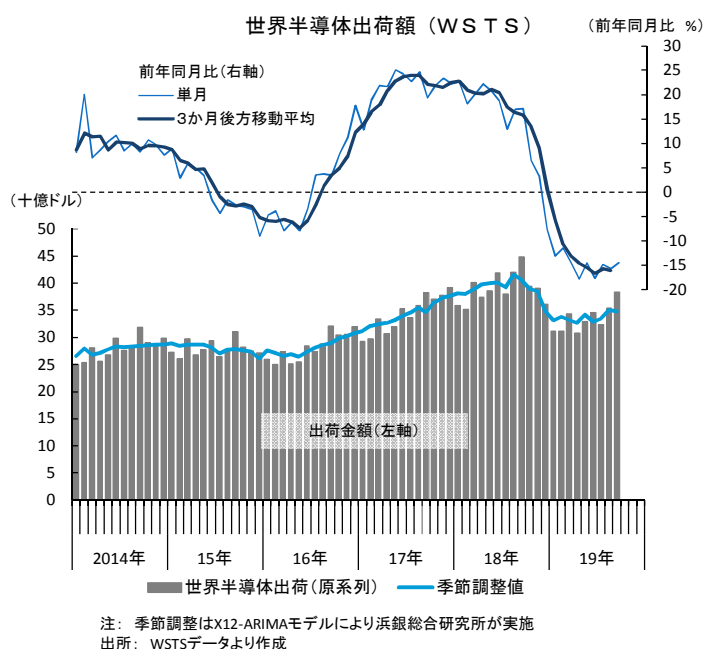
注：カッコ内の数値は18年通関輸出額に占める各国・地域のウェイト。
出所：財務省「貿易統計」より当社作成

域において景気減速を食い止めるための政策対応が進んでいる。2020年度には海外経済が底入れするとみられ、この点は日本の輸出の支援材料となろう。

- ・加えて、グローバルなIT関連財の調整が進展していることも、日本の輸出にとって朗報といえよう。WSTS（世界半導体市場統計）で世界の半導体出荷額をみると、足元では前年比の減少率が下げ止まり、底打ちの兆しが現れている（図表8）。また、日本においてはIT関連財の在庫調整がほぼ終了している。経済産業省発表の「生産・出荷・在庫統計」を用いて、国内の電子部品・デバイスのお荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）を計算すると、2019年8月には大幅なプラス（改善）に転じ、9月はプラス幅が拡大している（図表9）。2020年以降、5G端末や5G基地局向けのグローバルな半導体需要が拡大する可能性が高い点を踏まえると、日本からのIT関連財輸出が増加し、日本の電子部品・デバイスの生産も持ち直すと見込まれる。

図表8 世界の半導体市場に底打ちの兆し

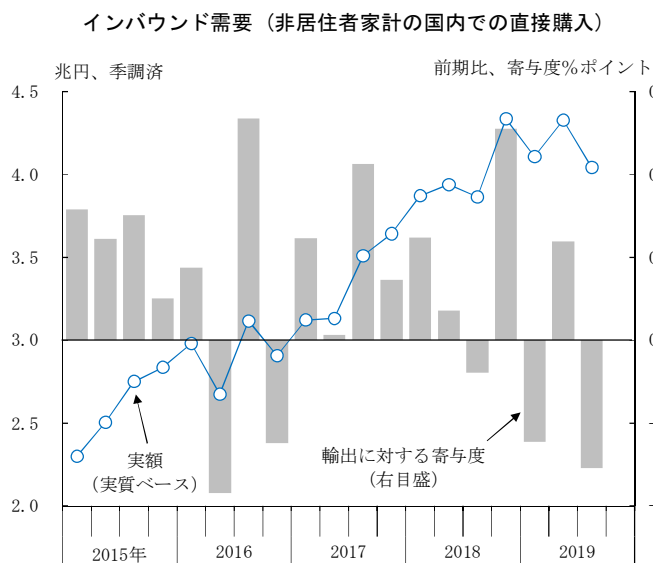
図表9 IT関連財の在庫調整はほぼ終了



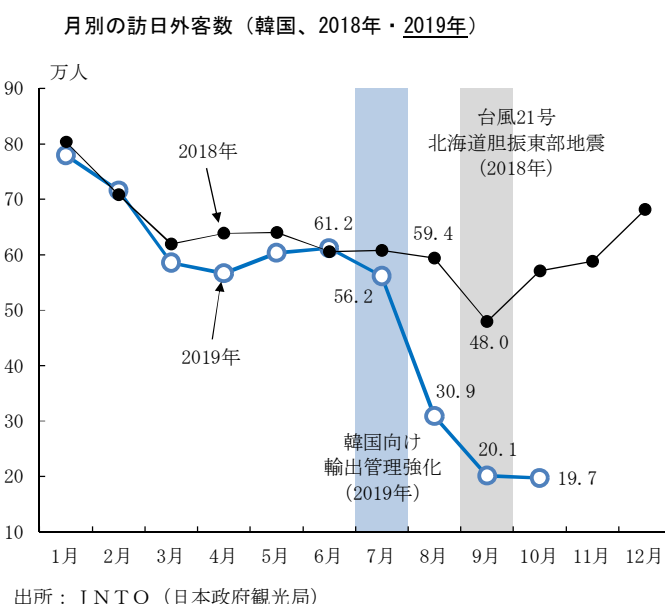
(輸出②: 日韓関係の悪化でインバウンド需要が減少)

- ・一方、2019年7～9月期にはインバウンド(訪日外国人)需要が落ち込んだ。GDP統計においてサービス輸出に計上されるインバウンド需要は、前期比-6.5%（輸出に対する寄与度：前期比-0.3%ポイント）と再び減少した（図表10）。日韓関係の悪化を背景に、韓国からの訪日外国人客数が急減していることが主因である。
- ・2018年の訪日韓国人数は754万人と中国（同838万人）に次いで多く、全体の約4分の1を占める。韓国向けの輸出管理が強化された2019年7月よりも前は、韓国から月60万人程度の訪日客があったが、9月には20.1万人に急減している（図表11）。日韓関係については未だ改善の兆しが見られず、韓国からの訪日客の回復も当面見込みにくい。ただ、2020年には東京オリンピック・パラリンピックが開催されることから、訪日外国人客数全体としては今後持ち直していく可能性が高いと見込まれる。

図表10 インバウンド需要は再び減少



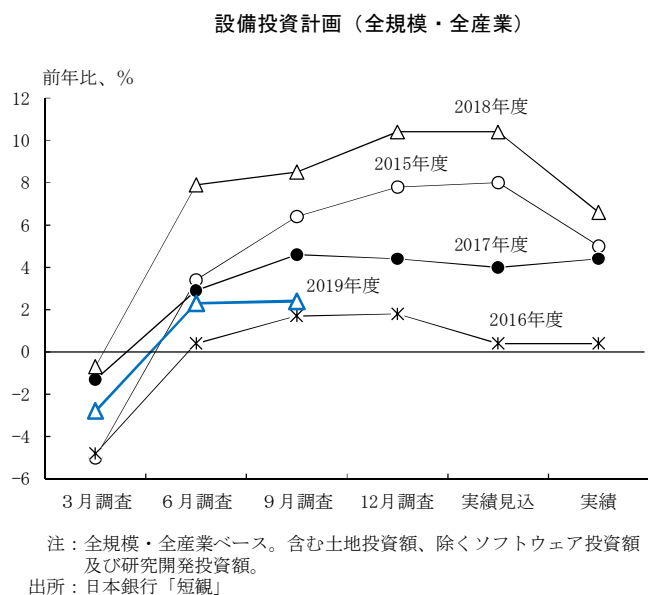
図表11 韓国からの訪日客が急減



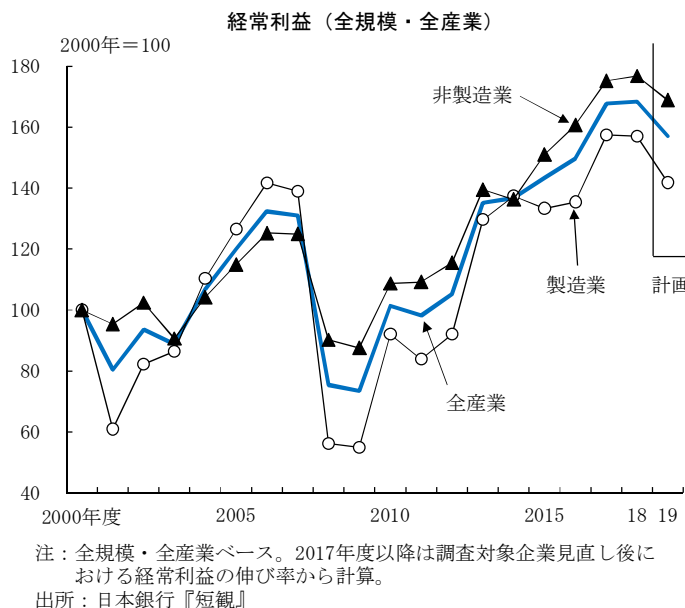
（設備投資：海外要因など逆風が強まる中においても、省力化投資を中心に堅調維持）

- 2019年7～9月期の設備投資は前期比+0.9%と2四半期連続で増加した。景気変動の影響を受けにくい省力化投資が、人手不足を追い風に、引き続き設備投資全体の下支え役を担っている。しかしここに来て企業の設備投資マインドが変化してきている点には注意が必要である。日銀短観（2019年9月調査）によると、2019年度の設備投資計画は前年比+2.4%とプラス圏で推移しているものの、前回6月調査（同+2.3%）とほぼ同じ伸び率にとどまった（図表12）。例年のパターンでは、調査回数を重ねる毎に設備投資計画は上方修正されることが多い。それにもかかわらず、今回ほぼ横ばいであったという結果を踏まえると、企業の設備投資マインドがここに来て慎重化した可能性が高い。米中貿易摩擦の長期化を主因に企業の収益環境が製造業を中心に悪化していることが、設備投資マインドの慎重化に繋がっていると考えられる。
- もっとも、日銀短観（19年9月調査）で企業の経常利益をみると、2019年度（計画）は全規模・全産業ベースで前年比-6.7%と減益予想となっているものの、その水準は依然として高い（図表13）。また、日銀短観の雇用人員判断D I（「過剰」マイナス「不足」）をみると、全規模・全産業ベースで前回6月調査比横ばいの-32となっており、引き続き人手不足感がかなり強い状況にあることがわかる（図表14）。特に非製造業において雇用人員判断D Iのマイナス幅の大きさが顕著である。
- このように経常利益が高水準で推移していることから、企業の設備投資は今後も底堅く推移し、増加基調を維持する可能性が高いと見込まれる。米中貿易摩擦の長期化などを背景とする製造業のマインド慎重化が投資の抑制要因となるものの、深刻な人手不足を背景とする省力化投資が設備投資全体を下支えしよう。

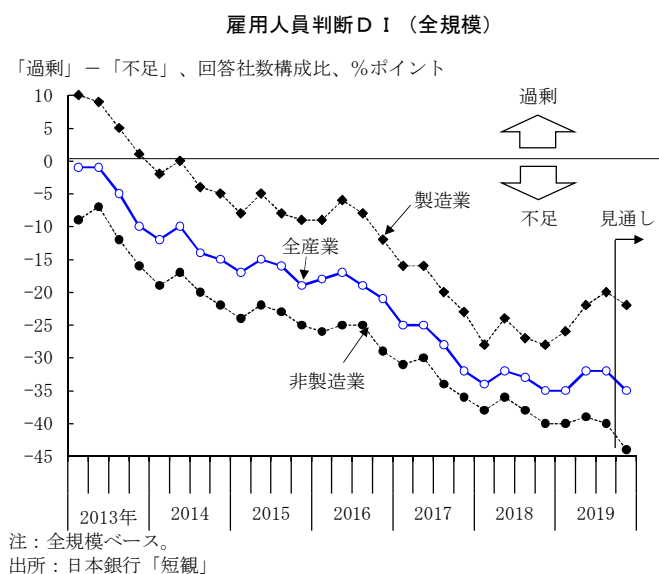
図表12 19年度の投資計画は僅かな上方修正



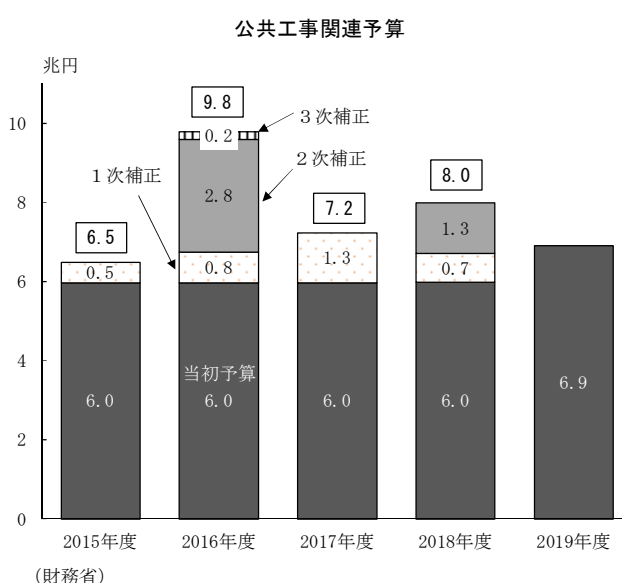
図表13 企業収益は高水準で推移



図表14 人手不足感は依然として強い



図表15 19年度当初予算等が公共投資増に貢献



（公共投資：自然災害からの復旧費や3か年緊急対策の効果でしばらくは増加基調）

- 公共投資は今後もしばらく増加基調で推移すると見込まれる。2019年7～9月期の公共投資は前期比+0.8%と3四半期連続で増加した。西日本豪雨（2018年7月）や北海道胆振東部地震（2018年9月）といった自然災害からの復旧費、「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」（2018年12月14日閣議決定）などが盛り込まれた2018年度第2次補正予算（2019年2月7日成立）に加えて、2019年度当初予算（2019年3月27日成立）の執行による効果が現れているとみられる（図表15）。当面、これらの効果が公共事業の増加基調を支えていくことになろう^{（注）}。
- （注）なお、今回の景気予測では、現在、政府で検討されている新たな経済対策（台風19号などの被害を踏まえたインフラの防災対策や、個人消費を支える景気対策などが盛り込まれる予定）は織り込んでいない。新たな経済対策が実行された場合には、2020年度以降の公共投資などが押し上げられよう。

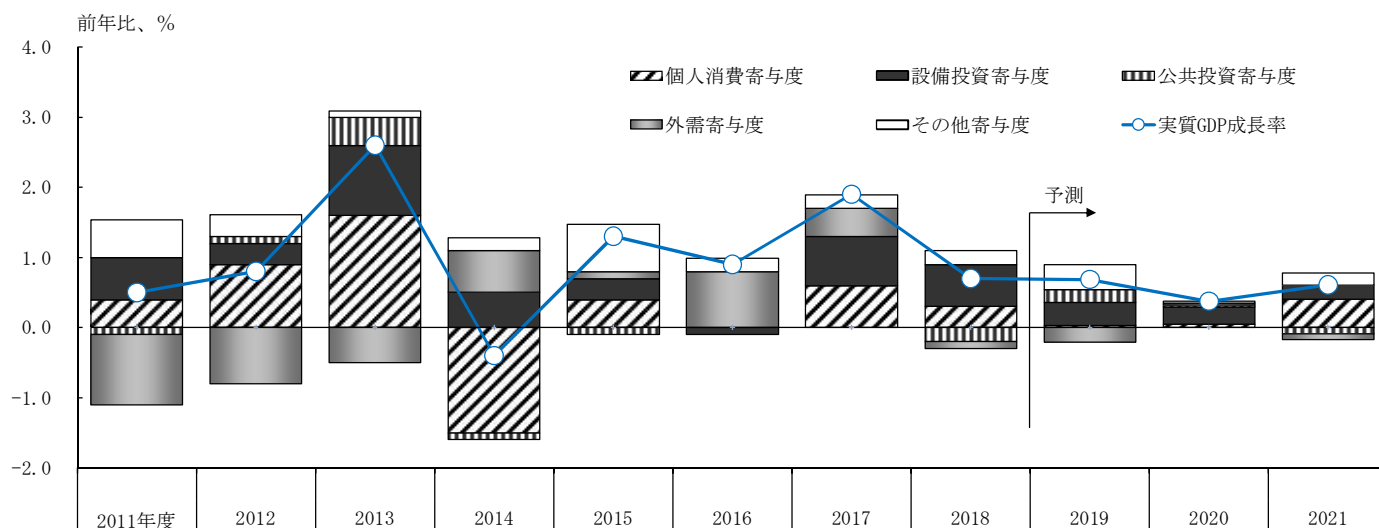
3. 今後の成長率見通し

(実質経済成長率は2019年度が+0.7%、20年度が+0.4%、21年度が+0.6%と予測)

- 以上のような状況を踏まえて先行きを展望すると、2019年10～12月期は駆け込み需要の反動などを受けて、実質GDPが5四半期ぶりのマイナス成長となろう。ただ、雇用情勢の改善が続く中で、各種消費税対策が実施されることもあり、個人消費の腰折れは回避されると見込まれる。駆け込み需要の反動減が一巡するにつれて、個人消費は再び緩やかな増加基調に復帰しよう。一方、企業部門では、海外経済の減速を受けて、輸出は当面弱い動きが続くと見込まれる。ただ、設備投資については、総じて底堅く推移すると見込む。米中貿易摩擦の長期化などを背景とする製造業のマインド慎重化が投資の抑制要因となるものの、企業収益の水準が高い中で引き続き人手不足に伴う省力化投資などが下支え役となろう。公共投資については自然災害からの復旧や3か年緊急対策の効果などによって増加基調が続く、2019年度後半の景気を押し上げるとみられる。2019年度の実質GDP成長率を+0.7%と予測した(図表16、図表17)。
- 2020年度には、各国の政策対応に伴う海外経済の底打ちやIT関連需要の持ち直しを受けて、輸出が増加に転じると見込まれる。東京オリンピックの開催に向けて消費マインドやインバウンド需要が徐々に盛り上がり、年度前半には実質GDP成長率がやや高まろう。ただ年度後半には、オリンピック関連需要の反動や消費増税対策の効果一巡などによって、景気が減速する可能性が高い。2021年度については、5Gの本格的な普及が進むことが輸出の支えとなろう。輸出や生産の緩やかな増加を背景に、企業の設備投資も底堅く推移すると見込まれる。2020年度の実質GDP成長率を+0.4%、2021年度を+0.6%と予測した。

図表16 緩慢な景気回復が続く

実質GDP成長率(年度ベース)



(内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成)

図表17 2019～21年度のわが国経済の見通し（2019年11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%）

	2018年度	2019年度			2020年度			2021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)	110.9	108.6	108.6	108.5	109.6	109.3	110.0	111.5	111.0	112.0
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	128.4	120.9	121.4	120.5	121.8	121.5	122.0	123.5	123.0	124.0
米国実質GDP（暦年）	2.9	2.3	[2.3]	[2.0]	1.9	[2.0]	[1.9]	1.9	[1.9]	[1.9]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	1.9	1.2	[1.4]	[0.7]	0.9	[0.9]	[1.1]	0.9	[0.9]	[1.0]
中国実質GDP（暦年）	6.6	6.2	6.3	6.0	5.9	6.0	5.9	5.8	5.8	5.7

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%）

	2018年度	2019年度			2020年度			2021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 G D P	0.7	0.7	[0.7]	[▲0.5]	0.4	[0.5]	[0.3]	0.6	[0.3]	[0.3]
個人消費	0.4	0.1	[0.8]	[▲1.7]	0.1	[0.7]	[0.5]	0.7	[0.4]	[0.3]
住宅投資	▲4.3	1.1	[1.7]	[▲3.1]	▲2.5	[▲1.2]	[0.5]	0.9	[0.4]	[0.6]
設備投資	3.5	2.0	[0.9]	[0.9]	1.5	[0.8]	[0.6]	1.2	[0.6]	[0.6]
政府消費	0.9	2.3	[1.4]	[0.7]	1.0	[0.5]	[0.4]	0.8	[0.4]	[0.4]
公共投資	▲4.0	3.9	[3.5]	[1.9]	0.6	[0.8]	[▲2.2]	▲1.8	[▲0.9]	[0.4]
輸 出	1.6	▲1.3	[▲0.9]	[0.1]	0.8	[0.6]	[0.5]	0.9	[0.4]	[0.6]
輸 入	2.2	▲0.1	[0.1]	[▲1.3]	0.7	[1.0]	[0.6]	1.3	[0.6]	[0.8]
寄 与 度										
国内需要	0.8	0.9	[0.9]	[▲0.7]	0.3	[0.6]	[0.3]	0.7	[0.4]	[0.3]
民間需要	0.8	0.3	[0.4]	[▲0.9]	0.1	[0.4]	[0.3]	0.6	[0.3]	[0.2]
公的需要	▲0.0	0.6	[0.4]	[0.2]	0.2	[0.1]	[▲0.0]	0.1	[0.0]	[0.1]
海外需要	▲0.1	▲0.2	[▲0.2]	[0.2]	0.0	[▲0.1]	[▲0.0]	▲0.1	[▲0.0]	[▲0.0]
名 目 G D P	0.5	1.4	[1.0]	[0.2]	1.0	[0.7]	[0.4]	0.9	[0.5]	[0.4]
新設住宅着工戸数（万戸）	95.3	87.8	90.8	84.7	86.4	86.1	86.7	87.3	87.0	87.5
（前 期 比 、 % ）	0.7	▲7.9	▲4.2	▲6.7	▲1.6	1.6	0.7	1.0	0.4	0.6
鉱 工 業 生 産	0.3	▲1.8	[▲1.0]	[▲1.6]	0.5	[1.1]	[0.6]	1.6	[1.0]	[0.6]
国 内 企 業 物 価	2.2	0.2	▲0.2	0.4	0.6	0.7	0.4	0.6	0.7	0.4
消 費 者 物 価	0.8	0.7	0.6	0.8	0.7	0.9	0.4	0.7	0.6	0.7
完 全 失 業 率 （ % ）	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2

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政策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。