



農林中金総合研究所

# 2019～20年度改訂経済見通し

## 2019年度下期は2期連続のマイナス成長へ

～日本経済見通し：2019年度：0.6%、20年度：0.4%（ともに据え置き※）～

※19年9月時点の当総研見通しとの比較

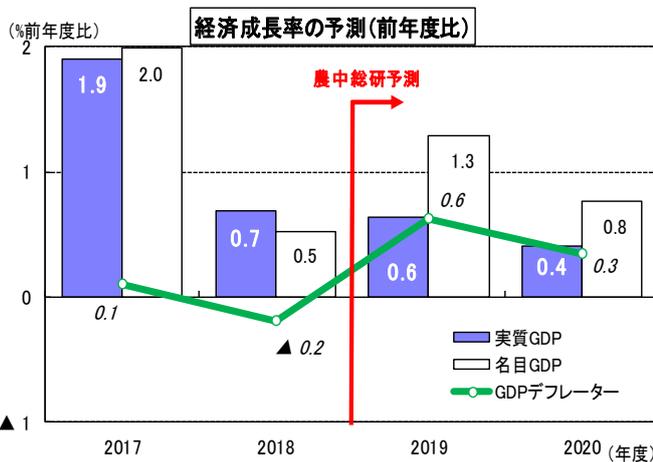
2019年11月19日

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所  
調査第二部 マクロ経済班  
内容について：03-6362-7758  
その他（配送など）：03-6362-7757

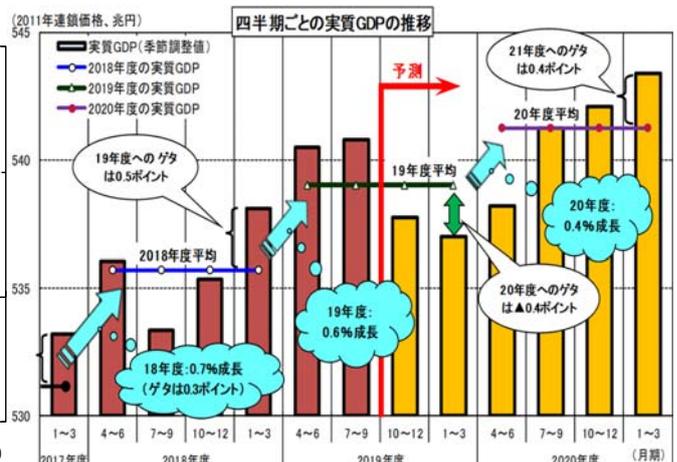
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

### 《 サ マ リ ー 》

- 2019年7～9月期の実質GDPは、消費、企業設備投資など民間最終需要に加え、公的需要が底堅く推移した半面、輸出や民間在庫の減少によってそれらが相殺され、ほぼゼロ成長にとどまった。
- 消費税率引上げ後となる足元10～12月期は、駆け込み需要の反動減が出てくるほか、輸出の減少傾向が残ることからマイナス成長に転じ、続く1～3月期もマイナス成長が続くことが見込まれる。一方、米中通商協定で一部合意に向けた動きが出ているほか、世界的な半導体関連需要の持ち直しが進むことで、20年前半にかけて世界経済・貿易の底入れが見られ、輸出の回復が期待される。また、東京五輪・パラ開催などで景気が盛り上がる場面も想定されるが、年後半にかけては消費税対策の終了に伴う反動減や一大イベント終了に伴う需要一服も見込まれ、全般的に緩やかな持ち直しにとどまる。
- 経済・物価の下振れリスクが高い中、日本銀行は現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続ける方針であるが、19年度下期には追加緩和を迫られる場面も想定される。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2019年7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

# 目次

1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	19
4 日本経済・物価の見通し	21

見通し担当者：  
 総括、日本経済・金融  
 米国経済・金融  
 欧州経済・金融  
 中国経済・金融

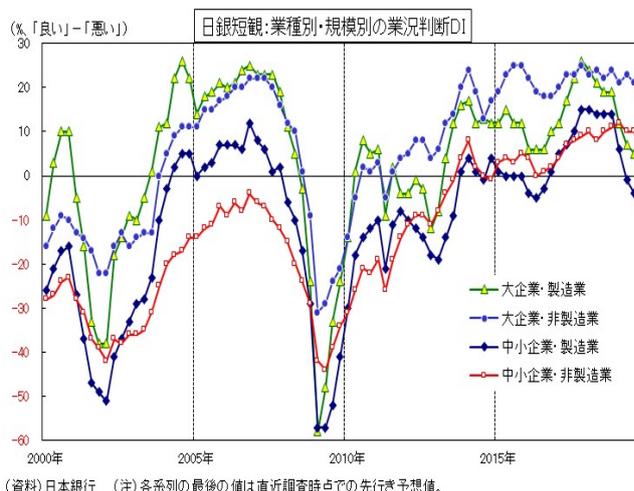
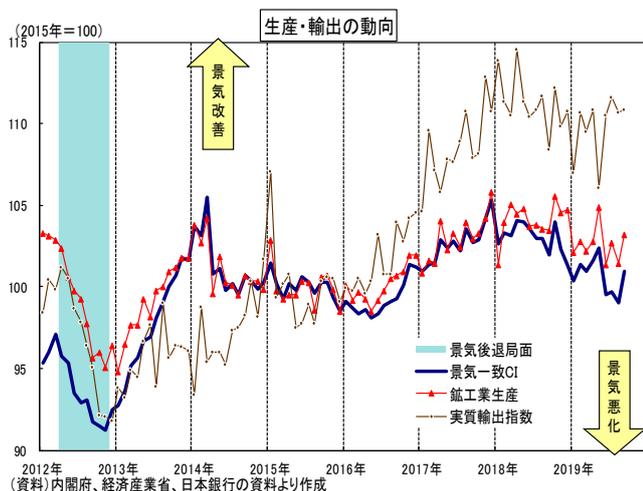
南 武志  
 佐古佳史  
 山口勝義  
 王 雷軒

農林中金総合研究所

3

## 1 景気の現状

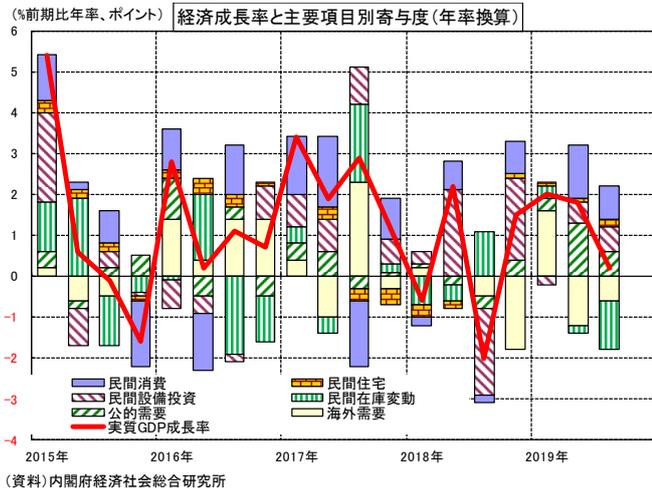
- 景気動向：再び点灯した「赤信号」
  - － 景気動向指数・CI一致指数による基調判断は8月に再び「悪化」へ（9月も判断据え置き）
  - － 政府は10月の消費税率引上げに伴う消費の不必要な変動を抑制する対策を打ったが、実際には駆け込み需要が発生、反動減が出るのは避けられない状況
  - － 企業の景況感では製造業は悪化しているが、非製造業は依然底堅い
  - － 求人数は前年割れで推移、労働投入量も頭打ちとなっている
  - － この1年を通じて消費者物価は鈍化傾向
    - エネルギー安が主因だが、これまでの人件費・原材料費の値上がり分を価格転嫁する動きも弱まる



農林中金総合研究所

4

- 7～9月期GDP: 4四半期連続のプラス成長だが、年率0.2%へ失速
  - 消費税率引上げを控えた駆け込み需要から民間消費は前期比0.4% (実質GDPの前期比成長率(0.1%)に対する寄与度: 0.2ポイント)、企業設備投資も非製造業を中心に同0.9% (寄与度: 0.1ポイント)と、いずれも増加
  - また、18年度補正予算や19年度予算の執行本格化により公的需要も同0.6% (寄与度: 0.1ポイント)と増加
  - 一方、民間在庫が大きく減少 (寄与度: ▲0.3ポイント)したほか、最終需要の堅調さ (前期比0.4%)から輸入等も同0.2% (寄与度: ▲0.0ポイント)と増加、さらに世界経済・貿易の減速から輸出等は前期比▲0.7% (寄与度: ▲0.1ポイント)と2四半期ぶりに減少し、成長率はほぼゼロへ失速
  - 国内需要デフレーターは前年比0.2%へ鈍化したが、GDPデフレーターは前年比0.6%と3四半期連続のプラスかつ上昇率拡大



農林中金総合研究所

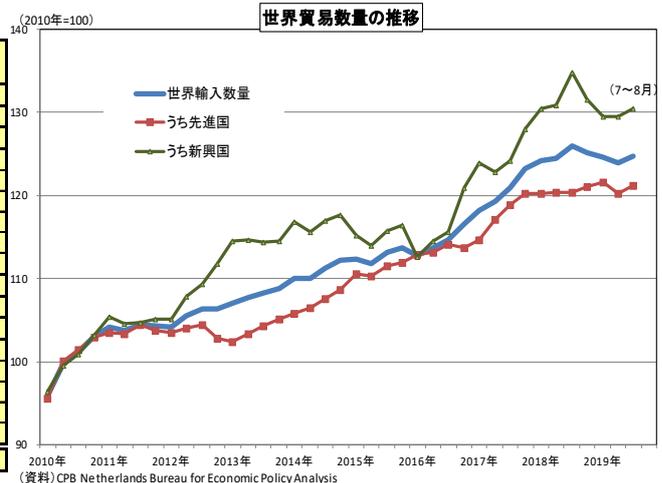
## 2 世界経済の動向 ①概況

- 国際機関による世界経済見通し: 相次ぐ下方修正
  - IMF世界経済見通し(19年10月発表)は5回連続で下方修正
    - 19年の世界全体の成長率は前年比3.0% (18年実績: 3.6%)へ減速、世界貿易数量の伸びも同1.1% (同: 3.6%)と、いずれもスロートレード懸念が高まった16年実績 (同3.4%、同2.3%)を下回るとの見通し
    - 20年の成長率は新興市場国・発展途上国の回復を主因に好転するとの見通しであるが、不透明感は根強く、下振れリスクは極めて高い
  - 18年半ば以降、世界貿易は停滞しているが、足元では持ち直しの兆しも
- OECD景気先行指数(CLIs)も先進国・地域を中心に弱い動きが続く

2019～20年 IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
世界全体(実質経済成長率)	3.4	3.8	3.6	3.0	3.4
先進国	1.7	2.5	2.3	1.7	1.7
米国	1.6	2.4	2.9	2.4	2.1
ユーロ圏	1.9	2.5	1.9	1.2	1.4
ドイツ	2.2	2.5	1.5	0.5	1.2
フランス	1.1	2.3	1.7	1.2	1.3
イタリア	1.1	1.7	0.9	0.0	0.5
スペイン	3.2	3.0	2.6	2.2	1.8
英国	1.8	1.8	1.4	1.2	1.4
日本	0.6	1.9	0.8	0.9	0.5
新興国・発展途上国	4.6	4.8	4.5	3.9	4.6
中国	6.7	6.8	6.6	6.1	5.8
インド	8.2	7.2	6.8	6.1	7.0
ブラジル	▲3.3	1.1	1.1	0.9	2.0
ロシア	0.3	1.6	2.3	1.1	1.9
南アフリカ	0.4	1.4	0.8	0.7	1.1
ASEAN5	5.0	5.3	5.2	4.8	4.9
世界貿易数量(財・サービス)	2.3	5.7	3.6	1.1	3.2

(資料)IMF『World Economic Outlook(2019年10月)』



農林中金総合研究所

## 2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向: 経済政策による下支えを受けつつ、ソフトランディングに向けた動き
  - 19年7~9月期のGDPは前期比年率1.9%(速報)
  - FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比2%をやや下回って推移
    - 期待インフレ率の低下によって、先行きも2%をやや下回って推移する見通し
  - 見通しのポイントとしては、①20年に上半期までは現在の政策金利が据え置かれること、②裁量的経費の歳出上限が引き上げられ、20~21年度にかけて政府支出が緩やかに増加すること、③世界経済の鈍化、通商摩擦などから19年末~20年初にかけて、ソフトランディングが見込まれること、が挙げられる
  - 成長率見通し: 19年は2.3%、20年は1.7%(19年は前回予測の2.4%から下方修正、20年は修正なし)

### 予測表(四半期)

(予測→)

	単位	2018年				2019年				2020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	4~6月期	7~9月期	10~12月期
実質GDP成長率	%	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	1.9	1.7	1.6	1.6	1.7	2.4
個人消費支出	%	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.6	2.9	2.6	2.3	2.1	2.1	2.1
民間設備投資	%	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲1.0	▲3.0	1.8	1.5	2.2	3.7	3.8
民間住宅投資	%	▲5.3	▲3.7	▲4.0	▲4.6	▲1.1	▲2.9	5.1	1.8	0.3	0.7	1.0	1.3
輸出	%	0.8	5.8	▲6.2	1.5	4.2	▲5.7	0.7	1.2	0.8	1.6	2.4	3.2
輸入	%	0.6	0.3	8.6	3.5	▲1.5	▲0.0	1.2	0.7	1.7	2.3	3.4	4.5
政府支出	%	1.9	2.6	2.1	▲0.4	2.9	4.8	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
非農業部門雇用者数増減	万人	22.8	24.3	18.9	23.2	16.9	15.7	18.8	14.0	13.0	14.0	15.0	17.0
失業率	%	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5	3.6
賃金上昇率	%	2.7	2.9	3.0	3.3	3.3	3.1	3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.7	1.9	2.0	1.8	1.7	1.5	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0
FFレート誘導水準	%	1.50~1.75	1.75~2.00	2.00~2.25	2.25~2.50	2.25~2.50	2.25~2.50	1.50~1.75	1.50~1.75	1.50~1.75	1.50~1.75	1.25~1.50	1.25~1.50
10年物国債利回り	%	2.4	2.9	2.7	2.7	2.4	2.0	1.9	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0

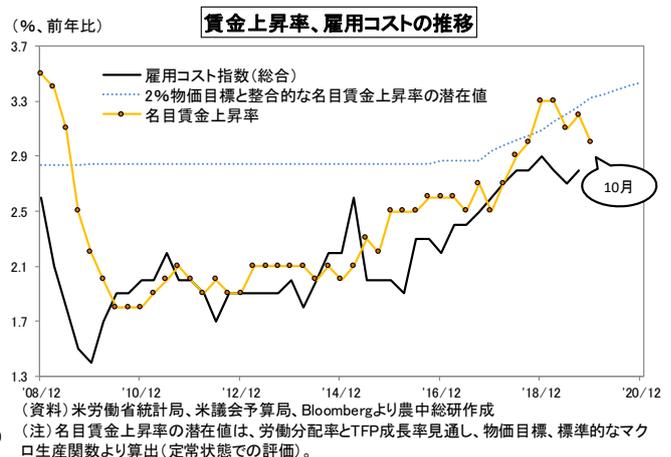
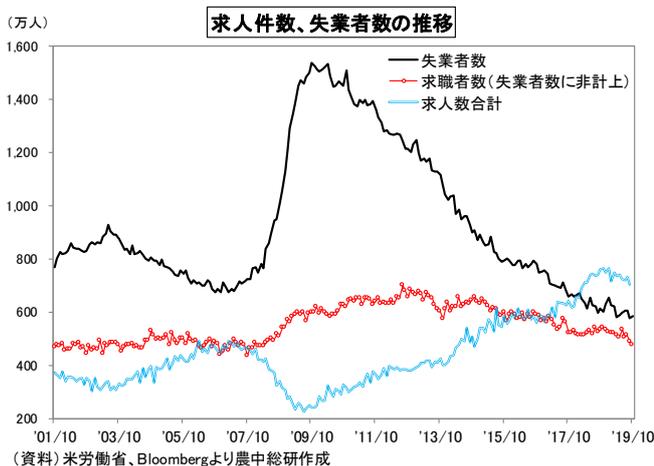
(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

(注意)GDPと各需要項目は四半期年率、FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

農林中金総合研究所

7

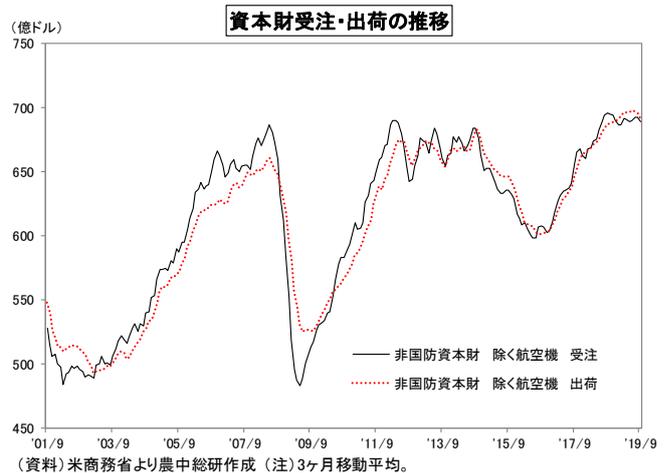
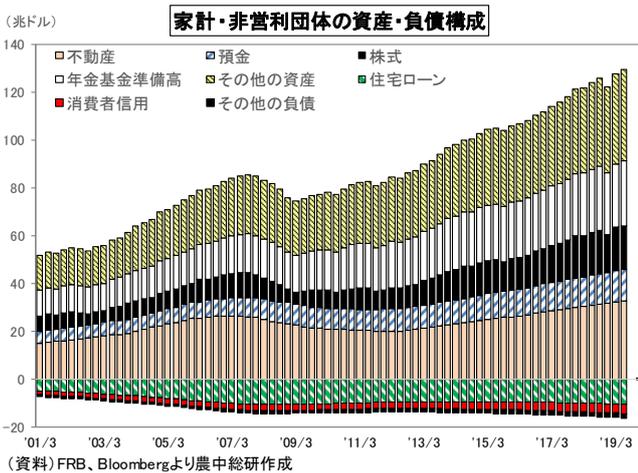
- 雇用: 労働市場はひっ迫が続くものの、「緩み」も併存
  - 19年入り後の非農業部門雇用者数は月平均15.1万人のペースで増加
  - 失業率は約50年ぶりとなる3.6%前後で推移
  - 労働参加率が再び上昇傾向で推移
    - 全体: 63.3%、25~54歳: 82.8%(いずれも19年10月)
  - ただし、求人数は減少傾向が続いている
  - 賃金上昇率は前年比3%台前半での推移
    - 鈍い賃金上昇率は、労働市場に「緩み」が残っている可能性を示唆
    - インフレ率を押し上げるにはもう一段の賃金上昇が必要



農林中金総合研究所

8

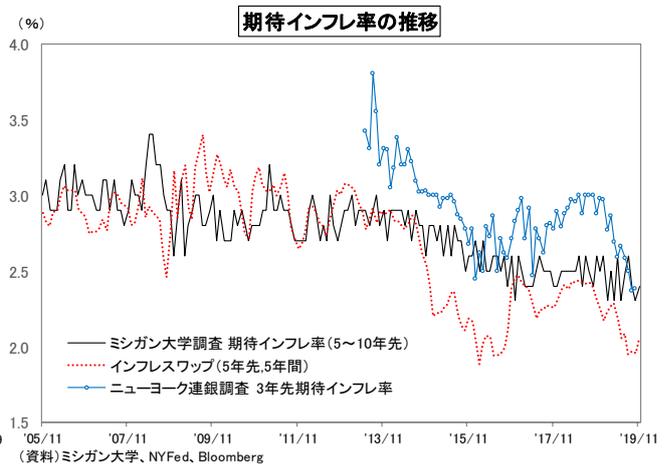
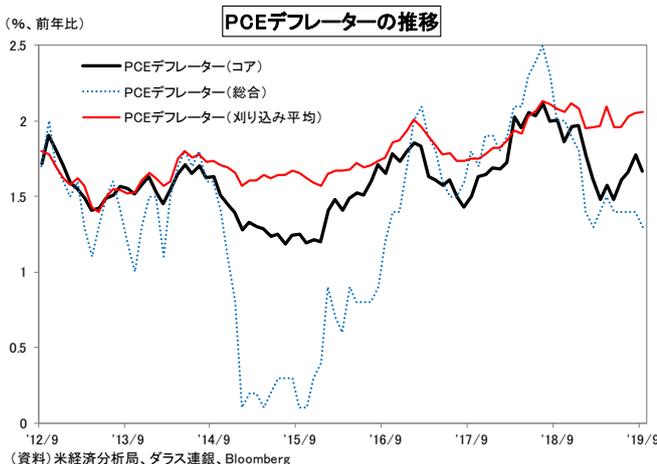
- 消費:底堅い推移を見込む
  - 雇用者数の伸びはゆるやかな鈍化が見込まれ、消費の拡大ペースが加速するとは考えづらい
  - 一方、これまでの賃金上昇率の高まりや、米国家計の純資産の増加は消費の下支え要因
- 設備投資:弱含んだ推移が継続
  - 米中通商摩擦、世界貿易の低迷などが下押し材料となり弱含んだ推移が継続すると思われる
- 住宅投資:緩やかな持ち直しを予想
  - 19年7~9月期は、利下げの効果もあり7四半期ぶりに増加に転じた
  - 先行きについても、緩やかな持ち直しを予想



農林中金総合研究所

9

- インフレ率:
  - FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.7%で推移
  - 変動の激しい項目を除いた、ダラス連銀の刈り込み平均PCEデフレーターは、同2%前後で推移しており、基調としてはFRBのインフレ目標と整合的に推移していると考えられる
  - 期待インフレ率の低下が確認され、将来のインフレ率の下押し圧力になるとFRB参加者からは警戒されている
- 金融政策:
  - 世界経済減速懸念や期待インフレ率の低下などから、19年は3回の利下げを実施し、今後は様子見ムードへ
  - FRBは金融政策枠組みの見直し作業(インフレ埋め合わせ戦略の評価)を進めており、20年半ばまでに何らかの発表が予定されている

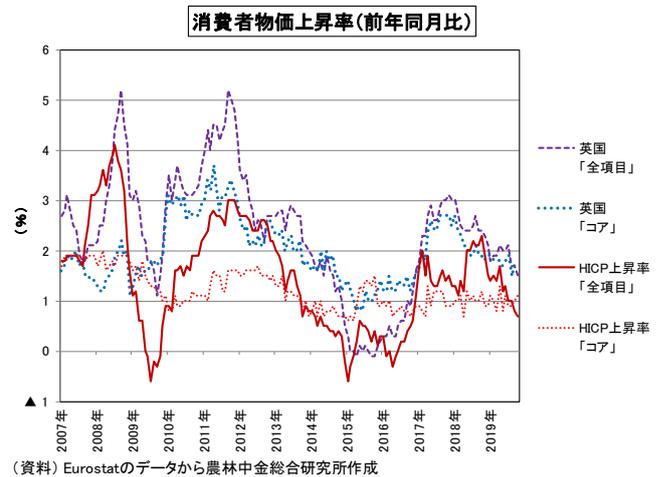
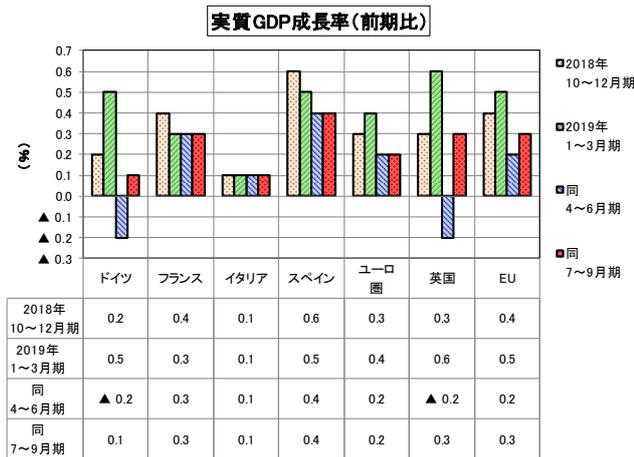


農林中金総合研究所

10

## 2 世界経済の動向 ③欧州

- 景気動向(19年7~9月期の実質GDP成長率)
  - ユーロ圏では、前期比成長率は0.2%(4~6月期:0.2%)、前年同期比成長率は1.2%(同:1.2%)
  - 経済規模の大きい4ヶ国では、
    - ドイツは消費や政府支出などに支えられリセッション入りを回避
    - イタリアでは低水準の成長が継続
    - スペイン、フランスは相対的に安定成長を維持
  - 欧州連合(EU)全体では、前期比成長率は0.3%(4~6月期:0.2%)、前年同期比成長率は1.3%(同:1.4%)
    - 英国では、前期比成長率は0.3%(4~6月期:▲0.2%)、前年同期比成長率は1.0%(同:1.3%)
    - 英国はリセッション入りを回避、ただし投資は低迷



農林中金総合研究所

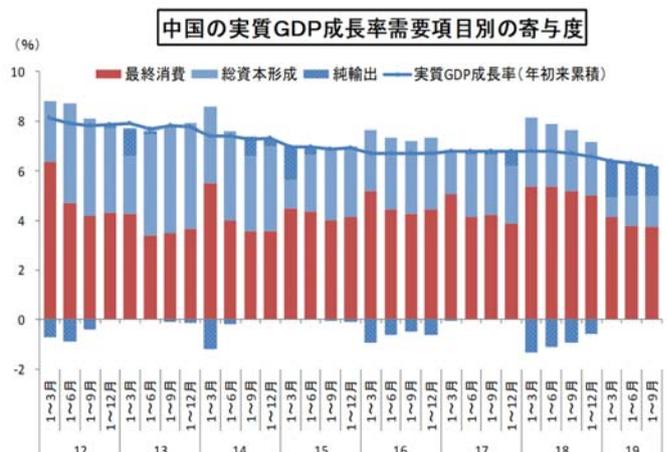
11

- ユーロ圏経済
  - 輸出や生産の不調を家計消費が支える形が継続
    - 19年9月の鉱工業生産指数は、前月比で0.1%の上昇ながら、前年同月比では1.7%の低下
    - 同月の失業率は7.5%と、低水準を維持
    - 同月の小売売上高は、前月比で0.1%、前年同月比で3.1%の各増加
- ドイツ経済
  - 輸出や生産の不調を家計消費が支える形が継続
  - 米中間を中心とする貿易摩擦の強まりや、自動車生産の停滞が重荷に
    - 19年9月の製造業受注指数は、前月比で1.3%の上昇ながら、前年同月比では5.4%の低下
    - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.0%の、前年同月比では5.3%の各低下
    - 同月の輸出額は、前月比で1.5%の、前年同月比では1.6%の各増加ながら、回復感に乏しい
    - 同月の失業率は、3.1%と低水準を維持
    - 同月の小売売上高は、前月比で0.1%の、前年同月比で3.4%の各増加
- 英国経済
  - EUからの離脱が引き続き大きな不透明材料

- 物価動向
  - ユーロ圏では、消費者物価上昇率(前年同月比)は引き続き2%を下回る水準
    - 19年10月の消費者物価上昇率は、前月の0.8%から0.7%に低下
    - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.0%から1.1%に小幅上昇
  - 英国では、消費者物価上昇率(前年同月比)は一時の3%台から落ち着き
    - 19年10月の消費者物価上昇率は、前月の1.7%から1.5%に低下
    - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.7%から横ばい
- 金融政策
  - 欧州中央銀行(ECB)は、リスクは下方方向に傾いているとし、先行きの経済情勢に慎重姿勢
    - 基調的なインフレは全般的に抑制され続けており、インフレ期待は低水準にあるとの判断
    - 9月に長期資金供給オペ(TLTRO)の第3弾を開始、11月に資産買い入れ(QE)を再開
  - イングランド銀行(BOE)は、18年8月に政策金利を0.50%から0.75%に引き上げた後、据え置きを継続
    - 世界的な景気減速やEU離脱を巡る向かい風が継続する場合は、利下げを検討するスタンス
- 景気見通し
  - 米中間の貿易摩擦が引き続き成長の重荷に、なかでもドイツの減速がユーロ圏全体の成長を押し下げ
  - 長引く米中貿易摩擦の下で、当面、低成長が継続
    - ユーロ圏では、19年の実質GDP成長率は、18年の1.8%から1.1%程度に低下の見通し
    - ドイツでは、19年の実質GDP成長率は、18年の1.5%から0.5%程度に低下の見通し
    - 英国では、19年の実質GDP成長率は、18年の1.4%から1.2%程度に低下の見通し
    - 20年も、それぞれ19年と同程度の成長率にとどまる見通し
  - 潜在的リスクは、米中間の貿易摩擦の長期化、英国のEU離脱に伴う混乱、米欧間での貿易摩擦の表面化など

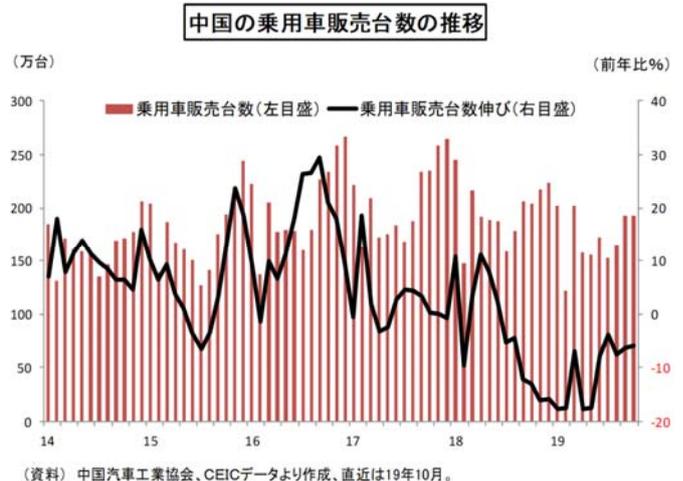
## 2 世界経済の動向 ④中国

- 景気動向
  - 19年7~9月期の実質GDP成長率は前年比6.0%と、1~3月期(同6.4%)、4~6月期(同6.2%)からさらに鈍化
    - 1~9月期の前年比成長率(6.2%)に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:3.75ポイント、総資本形成:1.23ポイント、外需(純輸出):1.22ポイント
  - 成長率が鈍化した背景として、米国の追加関税等を受けて輸出の伸び悩みによる製造業の設備投資の弱さ、個人消費の軟調が挙げられる
  - とはいえ、19年通年の政府の成長目標である「6.0~6.5%」のレンジには収まっている



● 個人消費

- 6月には自動車販売台数が大きく伸びたことなどから、個人消費の伸び率が一旦高まったが、その後は再び減速基調
- 個人消費が力強さを欠く理由として、一部の地域で失業者が増加したことなどを背景に消費マインドが悪化したことや家計負担増が挙げられる
- 先行き、レストランの深夜営業など「夜経済」の活性化、家電などの買い替え需要刺激策の効果が期待されるが、住宅ローンなど家計の債務負担は依然として重く、全体としては低調な状態が続く可能性が高い

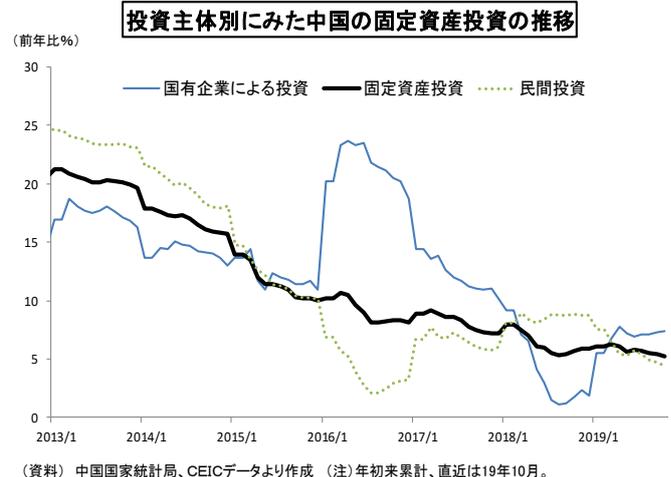
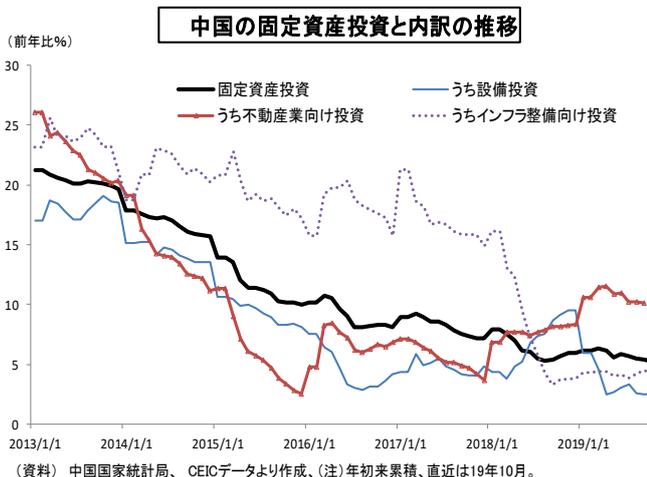


農林中金総合研究所

15

● 固定資産投資

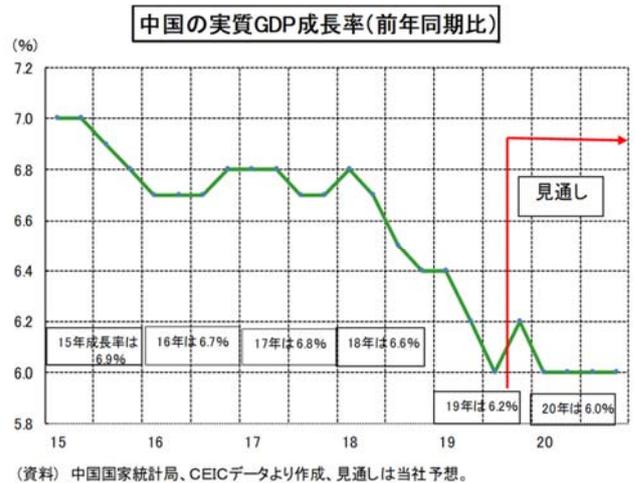
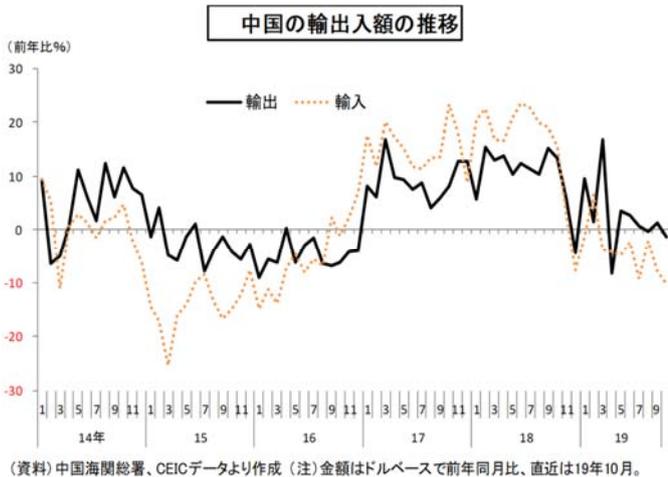
- 総資本形成に当たる固定資産投資は低空飛行が続いている
  - 投資分野別では、不動産業向け投資の伸びが鈍化、設備投資も軟調である半面、インフラ整備向け投資は下げ止まりの兆しも
  - 投資主体別では、民間投資の低調さが続いているが、国有企業による投資は下支え役となっている
- 先行きについては、米中摩擦に対する慎重な見方から、設備投資の低調さは続くと思われるものの、地方債の発行とその調達資金の利用加速に加えて、国による地方財政への支援によりインフラ整備向けの投資は加速すると見込まれるほか、国有企業による投資も固定資産投資を一定程度下支えするだろう



農林中金総合研究所

16

- 輸出
  - 世界経済の減速が続くなか、輸出は軟調に推移
  - 地域・国別では、欧州・アセアン向けが伸びたものの、追加関税の影響で米国向けは減少
  - 先行きについては、世界経済の減速に加え、米中通商協議をめぐる不透明感もあり、輸出の軟調さは継続
- 経済見通し
  - 経済対策の効果によって足元10~12月期の成長率は一旦持ち直すものの、19年を通しては前年比6.2%（前回8月時点から0.1ポイントの下方修正）と2年連続の減速を予測
  - 20年も同6.0%（同じく0.2ポイントの下方修正）へさらに減速することが見込まれる

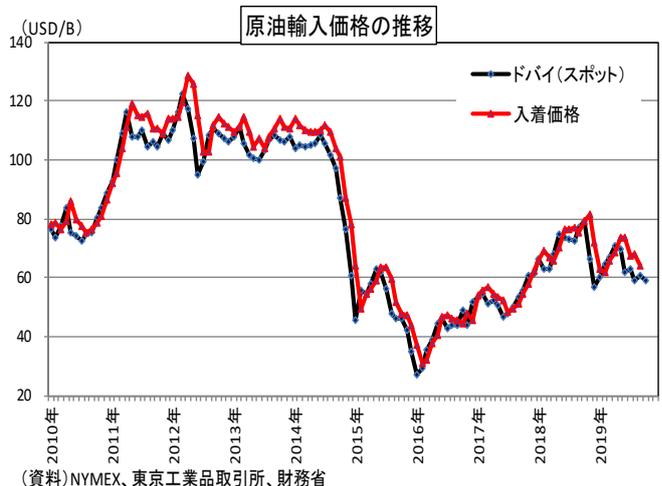
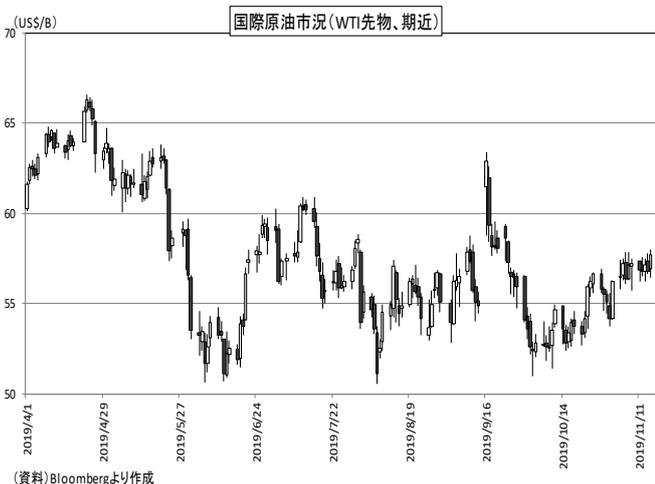


農林中金総合研究所

17

## 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格：過去6ヶ月にわたりWTI先物は概ね50ドル台で推移
  - OPEC加盟国やロシアなど主要産油国で構成する「OPECプラス」は、17年1月から協調減産を実施（20年3月までは合計で日量120万バレル程度の減産実施）、4月以降も同規模減産での延長が濃厚
  - 中東地域の地政学的リスクは依然として高いが、原油需給が緩和気味であることから、直近の原油価格（WTI先物）は50ドル/バレル台で推移
- 原油入着価格の見通し
  - 低調な世界経済を背景に原油需要は伸び悩む一方、米国・ブラジル・ノルウェーなど減産に参加しない産油国の増産圧力もあり、原油需給は緩和気味の展開が想定される
  - 20年度にかけて国内への入着価格は60ドル/バレル台前半で推移すると予想



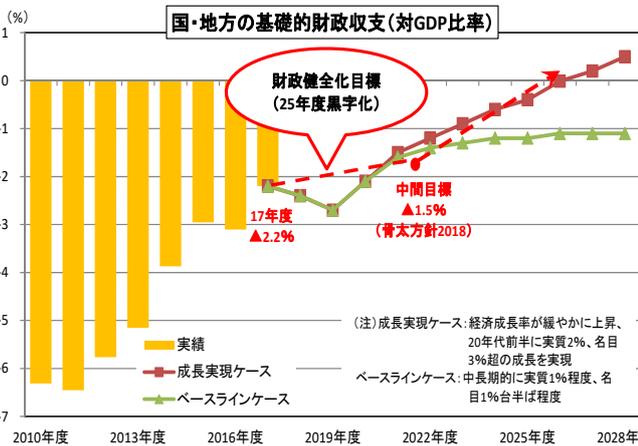
農林中金総合研究所

18

### 3 国内の経済政策

#### ● 経済財政運営の基本方針

- 最重要目標は、経済の好循環をさらに持続・拡大させ、直面する様々な課題を克服し、持続的かつ包摂的な経済成長の実現と財政健全化の達成を両立させていくこと
- 「経済再生なくして財政健全化なし」の基本方針の下、経済再生と財政健全化に一体的に取り組み、20年頃の名目GDP600兆円と25年度の財政健全化目標(PB黒字化)の達成を目指す
  - 潜在成長率の引上げによる成長力の強化
  - 成長と分配の好循環の拡大
  - 誰もが活躍でき、安心して暮らせる社会づくり
- 19年7~9月期の名目GDPは558兆円(季節調整済・年率換算値)、20年頃の600兆円経済の達成は困難に



(資料)内閣府「中長期的経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

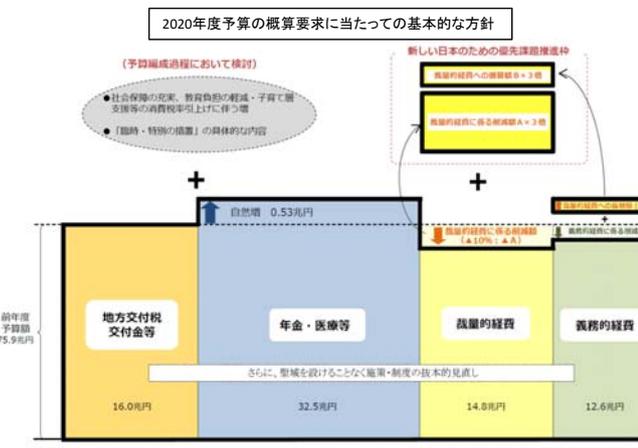


農林中金総合研究所

19

#### ● 政府は3年ぶりに経済対策を策定へ

- 20年度予算の編成方針
  - 需要拡大の推進、生産性向上、社会保障改革等の歳出改革の推進などに重点的に取り組み、民需主導の持続的成長を確実なものとする一方、景気や金融資本市場の動向、海外発の下方リスク等に一層注意し、リスクが顕在化する場合には、機動的なマクロ経済政策を躊躇なく実行
  - 概算要求基準は、①年金・医療等は19年度当初予算額(32.5兆円)に自然増(0.53兆円)を加算した範囲内、②義務的経費は19年度当初予算のうち通常分(「臨時・特別の措置」を除いた12.6兆円)と同額、③裁量的経費は19年度当初予算の通常分(14.8兆円)から1割減、④「新しい日本のための優先課題推進枠」として義務的経費・裁量的経費の削減額の3倍まで要求を認める、等
- 安倍首相は新たな経済対策の取りまとめとともに補正予算案の編成を指示、20年度一般会計予算と合わせ「15ヶ月予算」として運営する方針



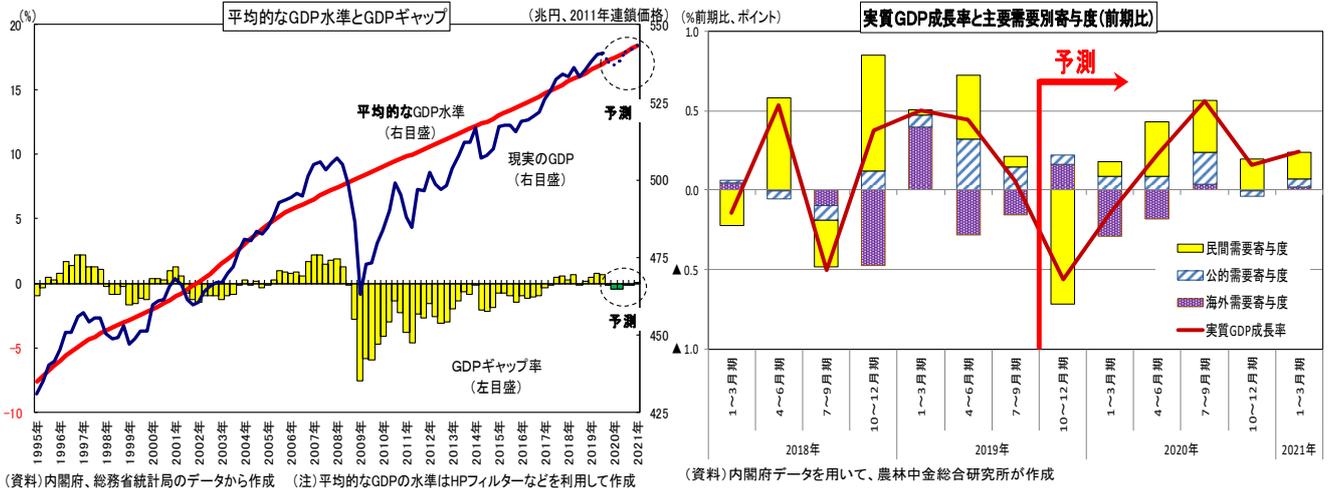
(資料)財務省ウェブサイトより抜粋

農林中金総合研究所

20

# 4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2019年度は0.6%、20年度は0.4%と、潜在成長率を割り込んで推移
  - 足元10~12月期は、消費税率引上げ前の駆け込み需要からの反動減が想定され、民間最終需要は大きく減少するとみられるほか、輸出の不振も継続することから、マイナス成長に転じると予想(上期の成長率:前期比0.7%に対し、下期は同▲0.6%へ)
  - 一方、世界的に半導体関連の需要持ち直しが散見されるほか、予断を許さぬとはいえ、20年の米大統領選を控えて米中摩擦が一段と激化することは回避されるとみられることから、世界経済・貿易は20年前半にかけて底入れを探る展開になり、輸出は徐々に持ち直していくものと予想
  - 20年夏には東京五輪・パラの効果も期待されるが、消費税対策が6月で終了が見込まれる消費税対策の反動もあるほか、米国・中国経済は成長鈍化が見込まれ、景気回復テンポは鈍いと思われる(上期:前期比0.4%、下期:同0.8%)



農林中金総合研究所

## 予測表(年度、半期)

	単位	2017年度 (実績)	2018年度 (実績)	2019年度 (予測)	2020年度 (予測)
名目GDP	%	2.0	0.5	1.3	0.8
実質GDP	%	1.9	0.7	0.6	0.4
民間需要	%	1.8	1.1	0.6	0.6
民間最終消費支出	%	1.0	0.4	0.7	0.6
民間住宅	%	▲0.7	▲4.3	0.2	▲3.5
民間企業設備	%	4.6	3.5	1.0	0.8
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	0.1	▲0.1	0.1
公的需要	%	0.6	▲0.1	2.5	1.4
政府最終消費支出	%	0.4	0.9	2.3	1.5
公的固定資本形成	%	0.5	▲4.0	2.9	1.1
輸出	%	6.5	1.6	▲2.2	1.0
輸入	%	4.0	2.2	▲0.1	2.8
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.8	1.1	0.9
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.8	0.5	0.5
公的需要寄与度	ポイント	0.1	▲0.0	0.6	0.4
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲0.1	▲0.4	▲0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	▲0.2	0.6	0.3
国内企業物価(前年比)	%	2.7	2.2	▲0.0	0.8
全国消費者物価(＃) (消費税率を除く)	%	0.7	0.8	0.8	0.9
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)				(0.4)	(0.4)
完全失業率	%	2.7	2.4	2.4	2.5
竣工生産(前年比)	%	3.0	0.2	▲1.1	1.6
経常収支	兆円	21.8	19.1	19.8	20.0
為替レート	円/ドル	110.8	110.9	108.0	105.6
無担保コールレート(0/N)	%	▲0.05	▲0.05	▲0.10	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	0.05	▲0.15	▲0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	72.0	64.6	61.9

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合、断り書きのない場合、前年度比。  
 無担保コールレートは年度末の水準。  
 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

	単位	2018年度		2019年度		2020年度		
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	0.7	0.6	0.7	▲0.6	0.4	0.4	0.8
民間需要	%	1.1	0.6	0.6	▲0.8	0.6	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	0.4	0.7	0.8	▲0.3	0.6	0.9	0.1
民間住宅	%	▲4.3	0.2	1.7	▲4.1	▲3.5	▲1.3	0.5
民間企業設備	%	3.5	1.0	0.9	▲0.7	0.8	0.6	1.8
公的需要	%	▲0.1	2.5	1.8	1.0	1.4	0.9	0.7
政府最終消費支出	%	0.9	2.3	1.4	1.1	1.5	0.8	0.9
公的固定資本形成	%	▲4.0	2.9	3.5	0.3	1.1	1.3	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.8	▲3.7	▲3.5	▲3.8	▲5.4	▲5.5	▲5.3
輸出	%	1.6	▲2.2	▲0.9	▲2.1	1.0	1.0	2.6
輸入	%	2.2	▲0.1	0.1	▲1.3	2.8	2.7	2.2
内需寄与度(前期比)	%	0.8	1.1	0.9	▲0.5	0.9	0.8	0.5
民間需要(＃)	%	0.8	0.5	0.5	▲0.6	0.5	0.6	0.4
公的需要(＃)	%	▲0.0	0.8	0.4	0.2	0.4	0.2	0.1
外需寄与度(＃)	%	▲0.1	▲0.4	▲0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.3	0.0
デフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.6	0.5	0.8	0.3	0.7	0.1
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.5
竣工生産(前年比)	%	0.2	▲1.1	▲0.9	▲0.2	1.6	0.9	1.5
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	95.3	88.2	90.8	81.5	81.5	80.0	83.0
経常収支	兆円	19.1	19.8	9.8	10.0	20.0	10.3	9.7
貿易収支	兆円	0.8	0.4	▲0.4	0.8	1.3	0.4	0.9
外国為替レート	円/円	110.9	108.0	108.6	107.5	105.6	106.3	105.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	64.8	69.2	60.0	61.9	61.3	62.5

	単位	2018年度		2019年度		2020年度		
		通期	通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.5	1.3	1.6	0.9	0.8	0.5	1.0
実質GDP	%	0.7	0.6	1.1	0.1	0.4	▲0.2	1.0
民間需要	%	1.1	0.6	1.4	▲0.3	0.6	▲0.1	1.3
民間最終消費支出	%	0.4	0.7	1.0	0.3	0.6	0.4	0.9
民間住宅	%	▲4.3	0.2	3.6	▲3.2	▲3.5	▲6.0	▲0.9
民間企業設備	%	3.5	1.0	2.2	▲0.2	0.8	▲0.6	2.2
公的需要	%	▲0.1	2.5	2.3	2.5	1.4	1.6	1.3
政府最終消費支出	%	0.9	2.3	2.3	2.3	1.5	1.6	1.3
公的固定資本形成	%	▲4.0	2.9	2.1	3.4	1.1	1.2	1.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.8	▲3.7	▲3.5	▲3.8	▲5.4	▲5.5	▲5.3
輸出	%	1.6	▲2.2	▲1.7	▲2.6	1.0	▲0.8	2.9
輸入	%	2.2	▲0.1	1.1	▲1.3	2.8	1.3	4.4
国内企業物価(前年比)	%	2.2	▲0.0	▲0.1	0.1	0.8	1.2	0.4
全国消費者物価(＃)	%	0.8	0.8	0.6	0.9	0.9	1.1	0.6
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.5
竣工生産(前年比)	%	0.2	▲1.1	▲1.2	▲1.1	1.6	0.7	2.4

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合、予測値は当総研による。

農林中金総合研究所

# 予測表(四半期)

(→予測)

項目	単位	2018年				2019年				2020年				2021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	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	▲0.2	0.2	▲0.4	0.4	0.9	0.4	0.3	▲0.2	▲0.0	0.3	0.6	0.1	0.3
実質GDP	%	▲0.1	0.5	▲0.5	0.4	0.5	0.4	0.1	▲0.6	▲0.1	0.2	0.6	0.2	0.2
(年率換算)	%	▲0.6	2.2	▲2.0	1.5	2.0	1.8	0.2	▲2.2	▲0.6	0.9	2.3	0.6	1.0
民間需要	%	▲0.3	0.8	▲0.4	1.0	0.0	0.5	0.1	▲1.0	0.1	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間最終消費支出	%	▲0.1	0.3	▲0.1	0.3	▲0.0	0.6	0.4	▲0.7	0.2	0.7	0.2	▲0.2	0.2
民間住宅	%	▲2.4	▲1.5	0.4	1.1	1.1	0.5	1.4	▲4.5	▲2.0	▲0.3	0.0	0.2	0.5
民間企業設備	%	0.5	3.3	▲3.2	3.2	▲0.4	0.7	0.9	▲1.5	▲0.3	0.5	0.5	0.8	0.9
民間在庫変動(寄与度)	%pt	▲0.2	▲0.1	0.3	▲0.0	0.1	▲0.1	▲0.3	0.1	0.1	▲0.1	0.1	0.1	▲0.1
公的需要	%	0.1	▲0.2	▲0.4	0.5	0.3	1.3	0.6	0.2	0.4	0.3	0.8	▲0.1	0.2
政府最終消費支出	%	0.3	0.0	0.2	0.7	▲0.0	1.2	0.5	0.5	0.2	0.3	0.7	▲0.1	0.3
公的固定資本形成	%	▲0.7	▲1.1	▲2.5	▲1.0	1.8	2.1	0.8	▲1.0	1.0	0.3	1.0	▲0.5	▲0.5
輸出	%	0.9	0.7	▲1.8	1.1	▲2.0	0.5	▲0.7	▲1.2	▲0.5	0.5	1.5	0.5	1.2
輸入	%	0.6	0.8	▲1.2	3.8	▲4.1	2.1	0.2	▲2.1	1.2	1.5	1.2	0.5	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲0.2	0.5	▲0.4	0.8	0.1	0.7	0.2	▲0.7	0.2	0.4	0.5	0.2	0.2
民間需要寄与度	%pt	▲0.2	0.6	▲0.3	0.7	0.0	0.4	0.1	▲0.7	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.0	▲0.0	▲0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	▲0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.4	0.4	▲0.3	▲0.2	0.2	▲0.3	▲0.2	0.0	▲0.0	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.1	0.4	0.6	1.0	0.7	0.8	0.6	0.1	0.0
国内企業物価(前年比)	%	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲0.9	▲0.5	0.8	0.8	1.6	0.3	0.5
全国消費者物価(〃)	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.5	0.8	1.0	1.1	1.3	0.6	0.7
(消費税率を除外)									(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.4)		
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)									(0.6)	(0.8)	(0.9)	(1.1)	(0.6)	(0.8)
完全失業率	%	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5	2.4
鉱工業生産(前期比)	%	▲0.9	0.8	▲0.7	1.4	▲2.5	0.6	▲0.5	▲0.1	0.3	1.0	▲0.5	1.5	0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	5.4	4.7	4.3	4.7	4.9	4.9	5.2	4.8	4.9	5.4	4.8	4.9
名目GDP比率	%	3.6	4.0	3.4	3.1	3.4	3.5	3.5	3.7	3.4	3.5	3.8	3.4	3.5
為替レート	円/ドル	108.2	109.1	111.4	112.9	110.2	109.9	107.3	107.5	107.5	107.5	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.05	▲0.06	▲0.06	▲0.07	▲0.05	▲0.06	▲0.06	▲0.10	▲0.10	▲0.07	▲0.05	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.06	0.04	0.09	0.09	▲0.02	▲0.08	▲0.20	▲0.15	▲0.15	▲0.15	▲0.10	▲0.10	▲0.05
通関輸入原油価格	\$/バレル	67.3	70.8	76.3	77.5	63.5	72.0	66.3	60.0	60.0	60.0	62.5	62.5	62.5

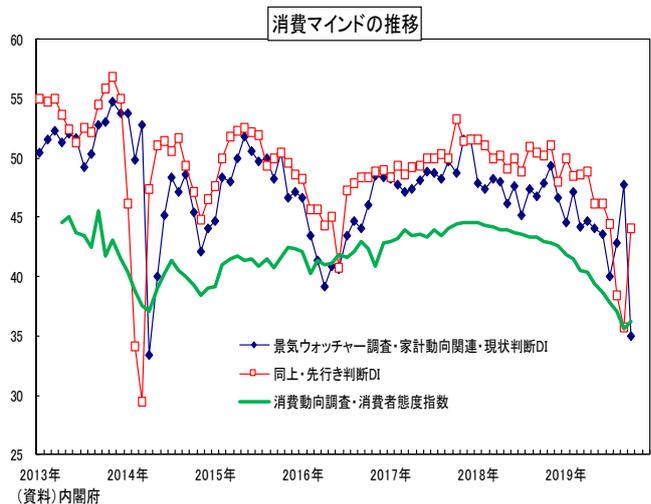
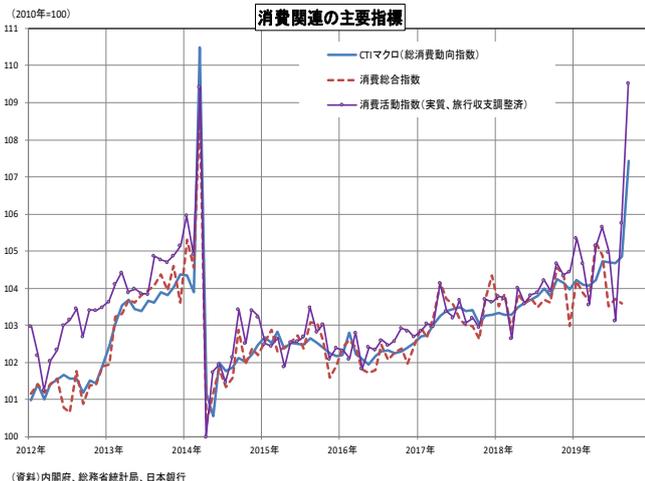
(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)  
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

23

## 民間消費

- 政府による消費平準化策にもかかわらず、消費税率引上げ前には小ぶりとはいえ、宝飾品など奢侈品、耐久財、酒類、化粧品などに駆け込み需要が発生しており、10月以降に反動減が出るのは避けられない状況
  - ・ 9月は前年比23.1%だった全国百貨店売上高だが、10月は同▲20%前後の減少が見込まれている
- また、台風19号などの特殊要因もあり、10月の乗用車販売は極めて悪く、消費意欲は大きく減退している可能性が高い
- 7~9月期の実質雇用者報酬は前期比▲0.03%と低調だったほか、過去1年は消費マインドは悪化傾向をたどってきた
- 民間最終消費支出は、19年度:前年度比0.7%(うち、10~12月期:前期比▲0.7%、1~3月期:同0.2%)、20年度:同0.6%と予測

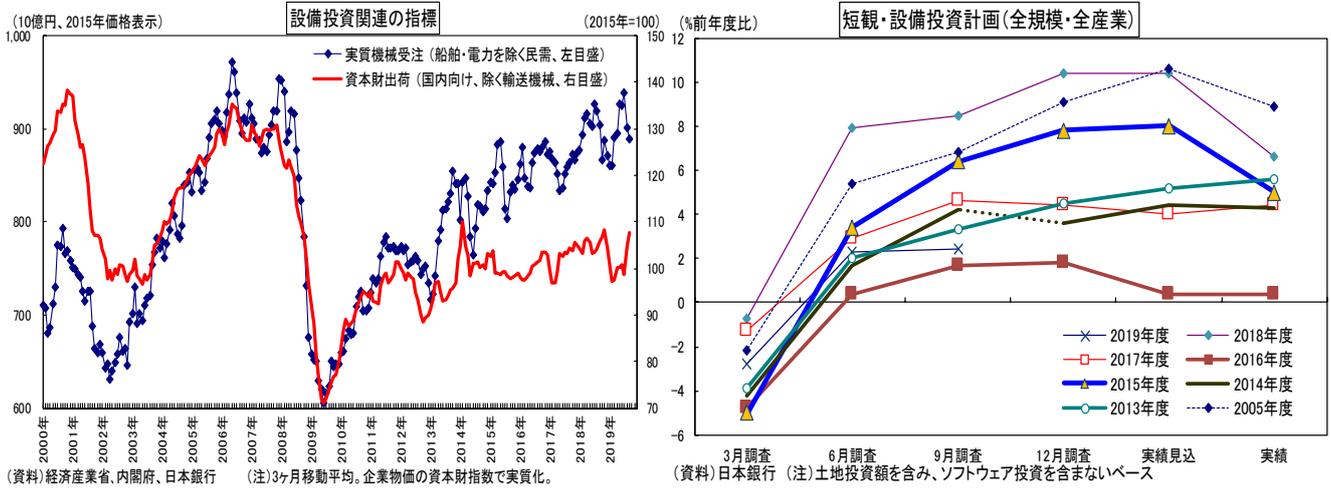


農林中金総合研究所

24

● 企業設備投資

- 19年度の設備投資計画は増加見通しながらも慎重姿勢も見て取れる
  - 日銀短観9月調査、全産業＋金融機関、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース：前年度比5.8%へ下方修正(6月調査時は同6.1%)
- 総資産収益率(利払い後)が高水準で、キャッシュフローも潤沢であり、人員・資本設備の不足感が特に高い非製造業にとって設備投資環境は決して悪くはない
- ただし、19年度下期は消費税率引上げに伴って民間消費の落ち込みが予想されており、非製造業の設備投資も一旦沈静化すると思われる
- 民間企業設備投資は、19年度：前年度比1.0%、20年度：同0.8%と予測

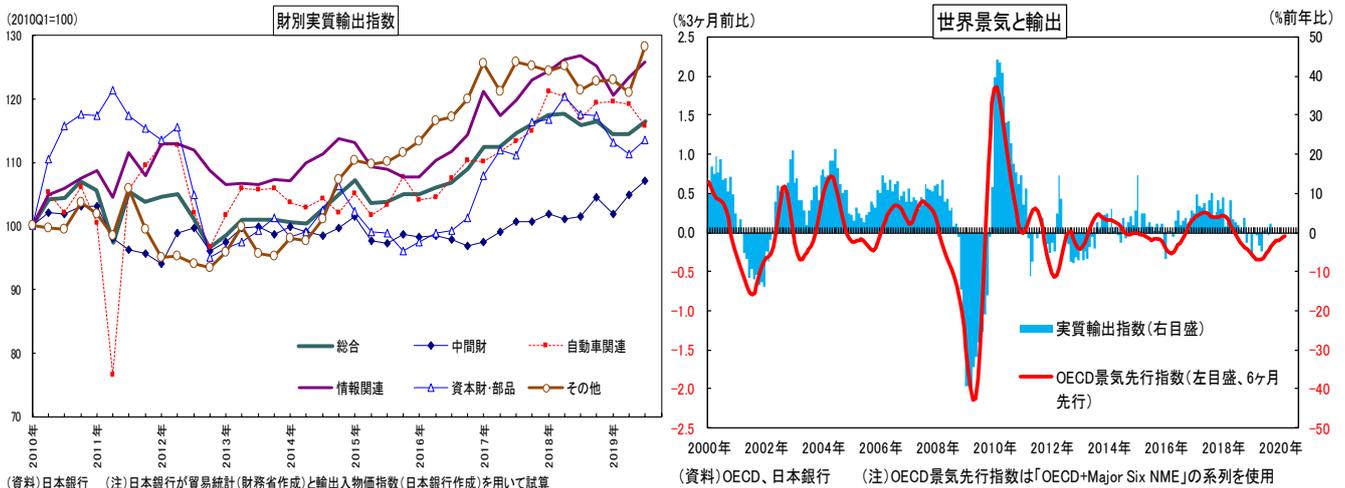


農林中金総合研究所

25

● 輸出入動向

- 米中摩擦、英国のEU離脱など不透明要因が多く、世界貿易の回復時期は後ずれしてきた
  - ただし、財別の輸出入動向をみると、自動車関連は弱いのが、情報関連などが持ち直しつつあり、世界的な半導体需要の持ち直しと整合的な動きを見せている
- しばらくは世界経済・貿易の低調さが残ると想定され、19年度の輸出は前年度比▲2.2%と減少に転じる(20年度は同1.0%へ回復)
- また、19年度下期の国内需要の落ち込みを受けて、19年度の輸入は同▲0.1%と小幅ながらも減少すると予想(20年度は2.8%へ回復)
- 19年度の経常収支は19.8兆円へ2年ぶりに黒字幅が拡大する見込み(20年度は3年ぶりの20兆円台の黒字へ)

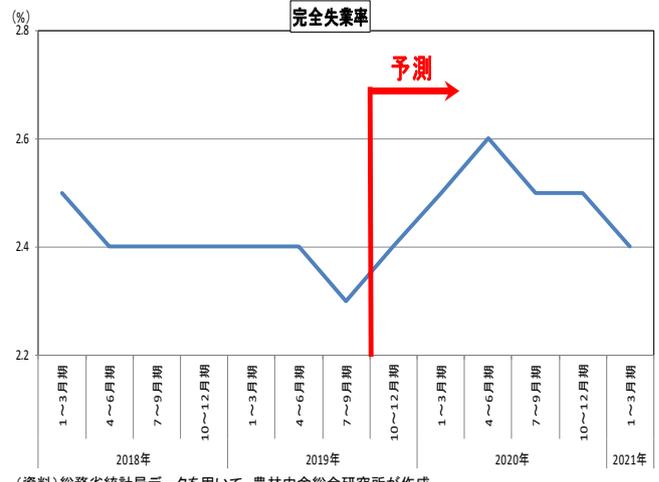
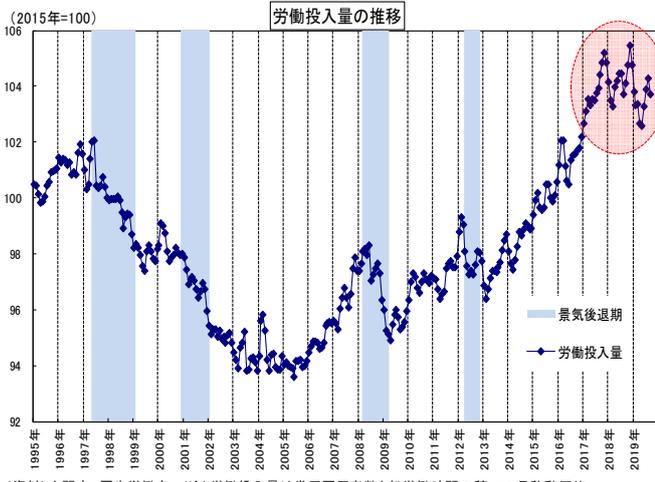


農林中金総合研究所

26

• 雇用情勢

- 労働需給は逼迫が続いているが、代表的な雇用関連指標の改善は止まっている
  - 求人数(新規・有効とも)は前年割れとなっているほか、求職者数は増加に転じる
  - 労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)も頭打ち状態で、労働需要は減退気味
- 「企業から家計へ」の所得還流に強まりが見えない
  - 19年冬季賞与(経団連、第1回集計、大手企業)は前年比1.49%であるが、足元の業績と連動させる企業が追加される最終集計の結果は不透明
- 失業率は19年度:2.4%、20年度:2.5%と予測
  - 19年度下期以降は緩やかに上昇、20年度上期には一時2.6%まで上昇

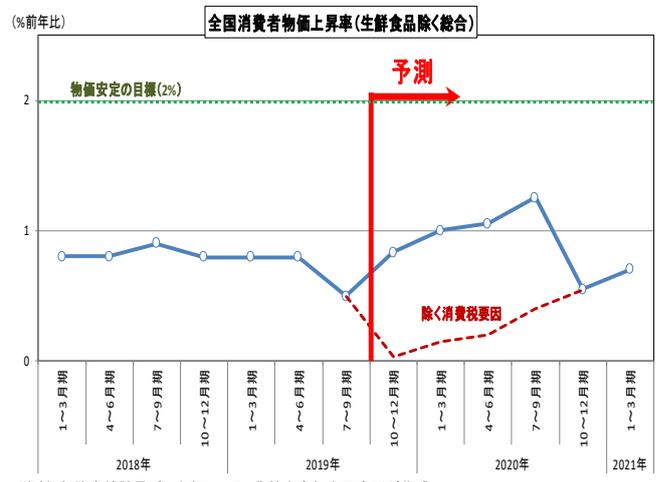
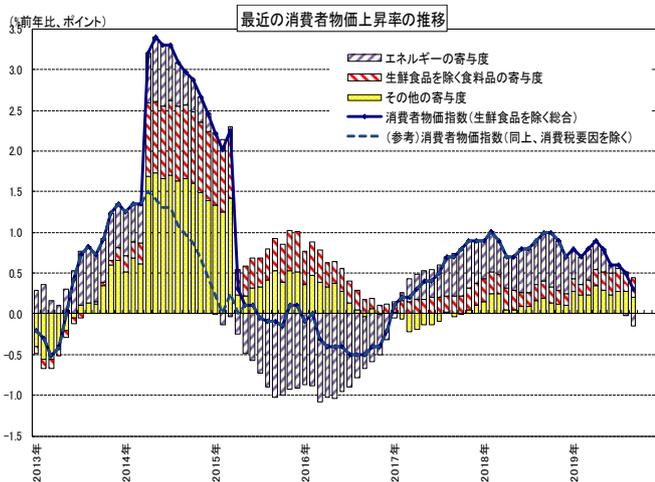


(資料)内閣府、厚生労働省 (注)労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3ヶ月移動平均。

(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

• 物価動向

- 19年9月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比0.3%と、過去1年は鈍化傾向
  - これまでの原油安・円高の影響によりエネルギーや輸入品が物価上昇を抑制
  - 10月の東京都都区消費者物価は同0.5%と、消費税率引上げにもかかわらず上昇率は高まらず
    - 教育無償化政策に加え、消費そのものに勢いが失われている可能性
- 19年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比0.8%(消費税率引上げを除くと同0.4%)、20年度も同0.9%(同く同0.4%)と予測、日銀が目標とする前年比2%には届かず
  - 消費税率10%への引上げによって19年10月~20年9月の物価上昇率は0.7ポイント押し上げられると想定(年度を通じては19、20年度とも0.4ポイント弱の押し上げ効果)



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成