

農林中金総合研究所 2019～20年度改訂経済見通し

新型肺炎リスクに身構える内外経済

～日本経済見通し：2019年度：0.3%（下方修正※）、20年度：0.2%（据え置き※）～

※19年12月時点の当総研見通しとの比較

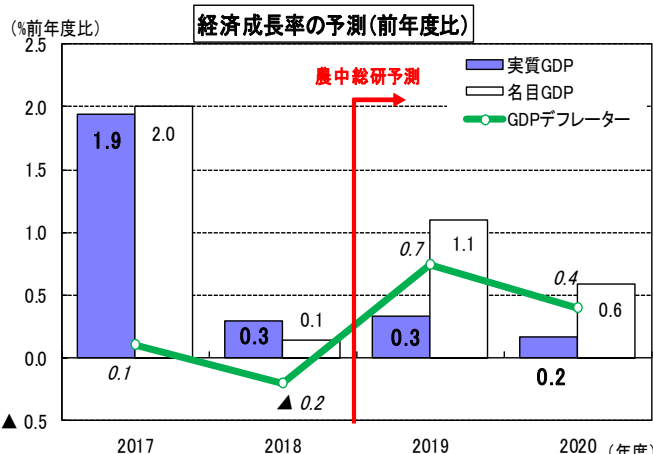
2020年2月20日

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

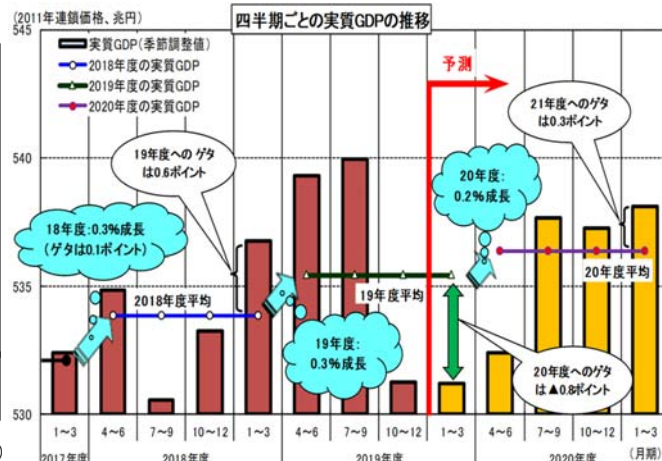
無断転載を禁ず。本資料は信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

《 サ マ リ ー 》

- 2019年10～12月期の実質GDPは消費税率引上げ、自然災害の発生、暖冬などの影響により、民間最終需要が大幅に減少したほか、世界経済の低調さを受けて輸出減も継続し、5四半期ぶりのマイナス成長となった。
- 足元1～3月期は、消費税増税で家計可処分所得が目減りした影響で消費の持ち直しは鈍いとみられるほか、新型コロナウイルス（COVID-19）の影響で、インバウンド需要や中国向け輸出に悪影響が出ていること、サプライチェーン障害で生産活動も停滞することなどから、公的需要による下支えはあるものの、ほぼゼロ成長になるとと思われる。なお、国内での新型コロナウイルスの感染拡大は4月にはピークアウトするとの前提の下、世界的な半導体需要の回復や中国の景気挺入れ策などの影響、さらには東京五輪・パラ開催などにより、20年度上期にかけて景気が一旦持ち直すことが想定される。しかし、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、再び停滞することになるだろう。
- 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、新型肺炎や五輪後の景気情勢次第では実際に追加緩和に踏み切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10～12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

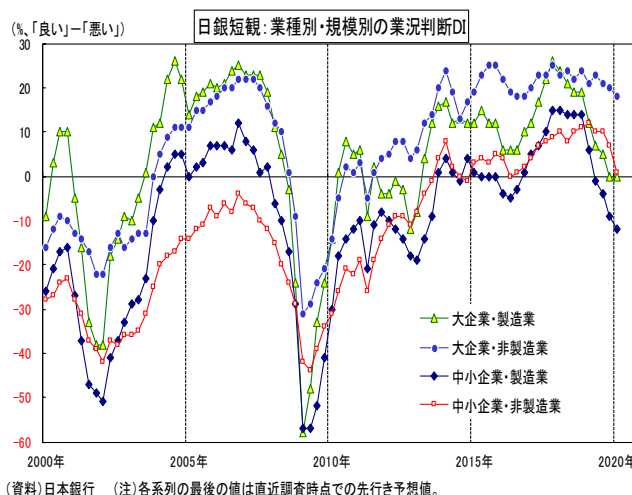
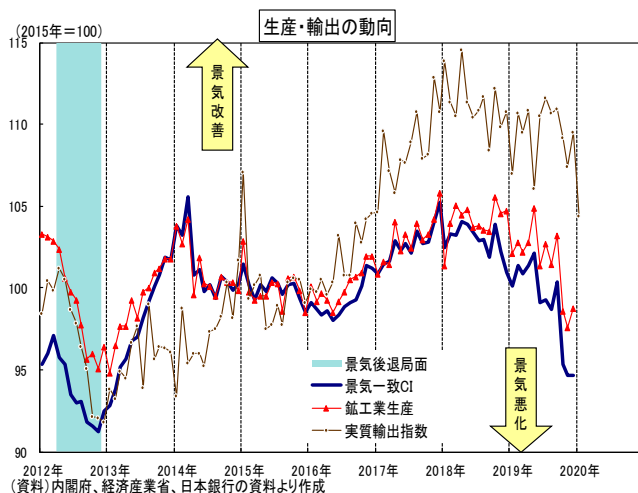
南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

農林中金総合研究所

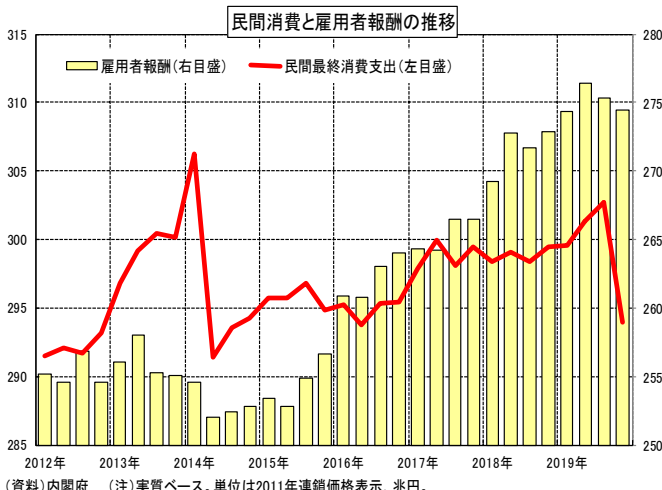
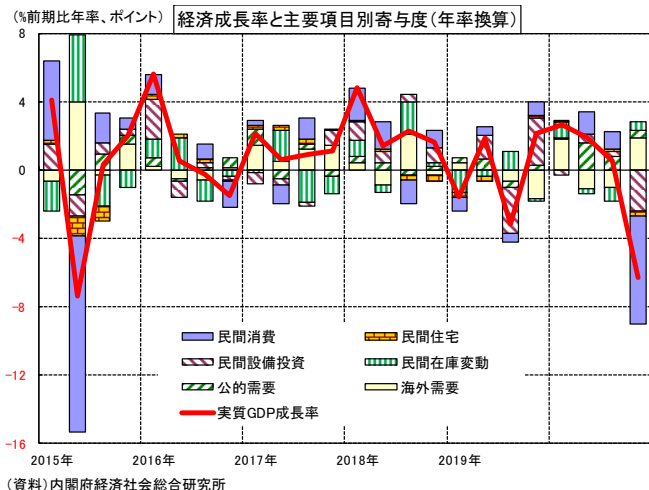
3

1 景気の現状

- 景気動向：消費税率引上げ後の消費回復テンポは鈍い
 - － 景気動向指数・CI一致指数による基調判断は19年8月から「悪化」が継続（19年内は延べ7ヶ月が「悪化」）
 - － 消費税率引上げ後に落ち込んだ消費水準は、その後徐々に戻りつつあるが、そのテンポは非常に緩慢で、消費平準化を狙った政府の消費税対策は効果を十分発揮できていない
 - － 企業の景況感は製造業を中心に悪化が継続、非製造業でも中小企業の見通しが大きく悪化
 - － 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
 - － 消費者物価も低調な推移
 - 人件費・原材料費の値上がり分を価格転嫁する動きは定着しつつある



- 10～12月期GDP: 事前予想を大きく下振れる5四半期ぶりのマイナス成長(前期比年率▲6.3%)
 - 消費税率引き上げの影響(駆け込みの反動や実質家計可処分所得の目減り)、自然災害の発生、さらには暖冬などによって、民間消費は前期比▲2.9%(実質GDPの前期比成長率(▲1.6%)に対する寄与度: ▲1.6ポイント)と大きく落ち込んだ
 - 民間住宅投資(同▲2.7%、寄与度: ▲0.1ポイント)、民間企業設備投資(同▲3.7%、寄与度: ▲0.6ポイント)と、いずれも大きく減少、輸出等も財貨を中心に減少(前期比▲0.1%、寄与度: ▲0.0ポイント)
 - 一方、消費税対策の効果や災害復旧などにより公的需要は同0.4%(寄与度: 0.1ポイント)と増加傾向を維持
 - 民間最終需要の落ち込みから民間在庫が増加(寄与度: 0.1ポイント)したほか、輸入等も同▲2.6%(寄与度: 0.5ポイント)と減少したこと外需寄与度は0.5ポイントのプラス寄与
 - 消費税率引き上げの影響からGDPデフレーターは前年比1.3%と4四半期連続のプラスかつ上昇率拡大



農林中金総合研究所

5

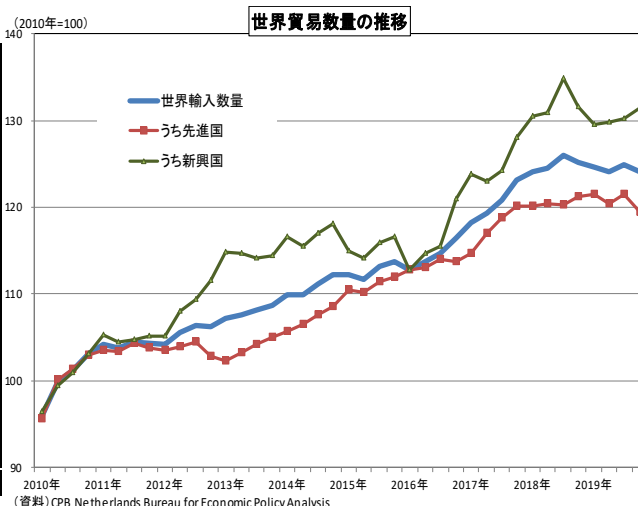
2 世界経済の動向 ①概況

- 国際機関による世界経済見通し: 概ね下方修正
 - IMF世界経済見通し(20年1月発表)は6回連続で下方修正
 - なお、20年の世界全体の成長率は前年比3.3%(19年実績見込み: 2.9%)、世界貿易数量の伸びも同2.9%(同: 1.0%)と、いずれも持ち直しを予想
 - 主に新興市場国・発展途上国での成長率回復を見込むが、下振れリスクはなお高いとの評価
- 新興国の貿易数量やOECD景気先行指数(CLIs)などの動きから、本来であれば20年は世界経済・貿易の回復が期待されていた
- しかし、1月下旬以降、新型コロナウイルス(COVID-19)の感染拡大が新たな下振れリスクとして急浮上

2020～21年 IMF世界経済見通し

	2018年	2019年	2020年	2021年
世界全体(実質経済成長率)	3.6	2.9	3.3	3.4
先進国	2.2	1.7	1.6	1.6
米国	2.9	2.3	2.0	1.7
ユーロ圏	1.9	1.2	1.3	1.4
ドイツ	1.5	0.5	1.1	1.4
フランス	1.7	1.3	1.3	1.3
イタリア	0.8	0.2	0.5	0.7
スペイン	2.4	2.0	1.6	1.6
英国	1.3	1.3	1.4	1.5
日本	0.3	1.0	0.7	0.5
新興国・発展途上国	4.5	3.7	4.4	4.6
中国	6.6	6.1	6.0	5.8
インド	6.8	4.8	5.8	6.5
ブラジル	1.3	1.2	2.2	2.3
ロシア	2.3	1.1	1.9	2.0
南アフリカ	0.8	0.4	0.8	1.0
ASEAN5	5.2	4.7	4.8	5.1
世界貿易数量(財・サービス)	3.7	1.0	2.9	3.7

(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2020年1月)』



農林中金総合研究所

6

2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向:ソフトランディングに向けた動き
- 19年10～12月期のGDPは前期比年率2.1%成長(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
 - 労働市場の緩みがあり、先行きについても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、① 新型肺炎の影響で世界経済の回復時期が後ずれする見込みから、米国経済も20年上期はやや弱めの成長となること、②20年下期に利下げを見込んでいること、③米中・米欧の通商摩擦から、設備投資の鈍化が予想されること、などが挙げられる
 - 成長率見通し:20年は1.8%(前回の1.7%から上方修正)、21年は1.9%

予測表(四半期)

	単位	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
実質GDP成長率	%	3.1	2.0	2.1	2.1	1.6	1.6	1.8	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9
個人消費支出	%	1.1	4.6	3.1	1.8	2.3	2.5	2.1	1.7	2.1	2.0	2.2	2.0
民間設備投資	%	4.4	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.5	▲ 0.4	0.1	▲ 0.9	3.7	1.2	2.0	2.2	2.5
民間住宅投資	%	▲ 1.0	▲ 2.9	4.6	5.8	4.0	▲ 2.0	▲ 0.7	4.0	2.0	0.0	0.7	1.3
輸出	%	4.1	▲ 5.7	0.9	1.4	▲ 0.4	0.8	1.6	0.8	0.8	1.1	1.3	0.9
輸入	%	▲ 1.5	▲ 0.0	1.8	▲ 8.7	4.8	1.7	2.3	2.3	1.1	2.3	2.3	2.3
政府支出	%	2.9	4.8	1.7	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
非農業部門雇用者数増減	万人	13.9	15.9	20.3	19.8	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0	16.0	15.0	15.0
失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3
賃金上昇率	%	3.4	3.3	3.4	3.2	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.5	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.6	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9
FFレート誘導水準	%	2.25～2.50	2.25～2.50	1.75～2.00	1.50～1.75	1.50～1.75	1.50～1.75	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50	1.25～1.50
10年物国債利回り	%	2.4	2.0	1.7	1.9	1.6	1.7	1.9	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7

(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。

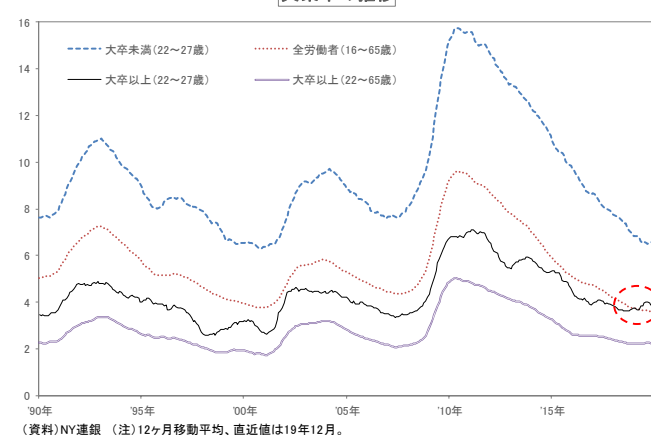
(注意)GDPと各需要項目は四半期年率、FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

農林中金総合研究所

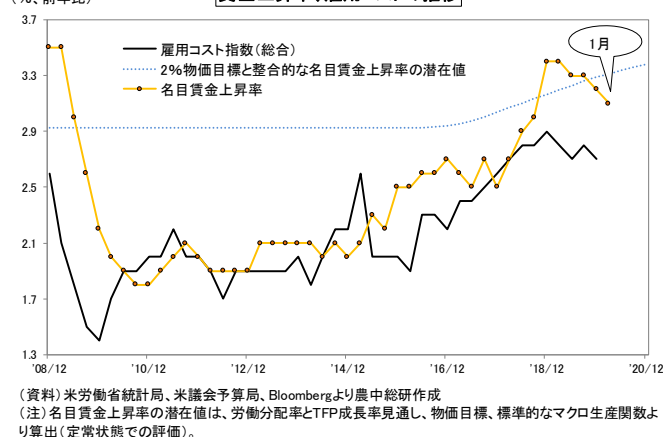
7

- 雇用:労働市場はひっ迫が続くものの、緩みも併存し、高めのGDP成長率を支える要因に
 - 19年の非農業部門雇用者数は月平均17.5万人のペースで増加
 - 失業率は50年ぶりとなる3.5%前後で推移
 - ただし、求人数は減少傾向が続いている
 - 大卒者の就労が悪化しており、失業率が相対的に高い
 - 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ことを示唆している
 - 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

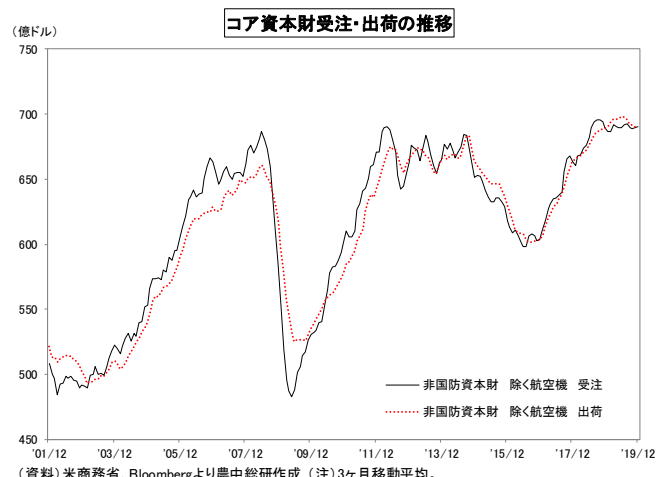
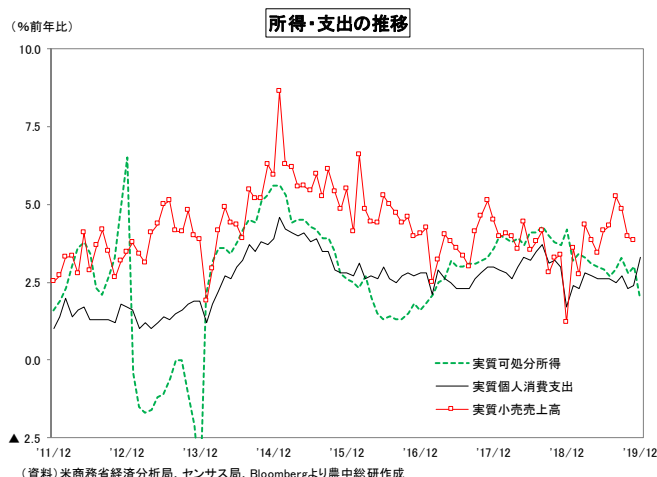
(%) 失業率の推移



(%、前年比) 賃金上昇率、雇用コストの推移



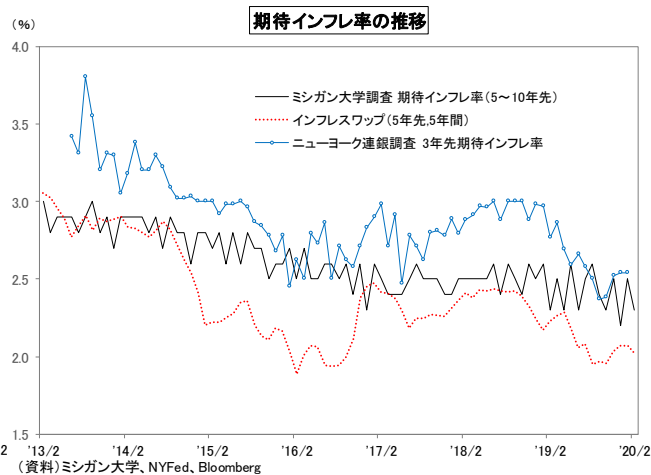
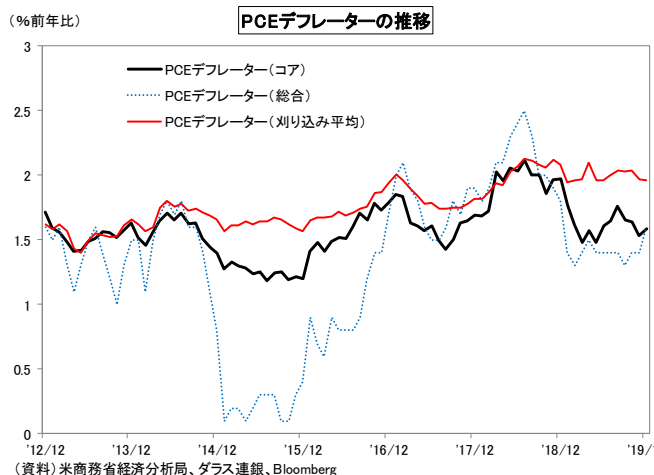
- 消費：底堅い推移を見込む
 - 雇用者数の伸びはゆるやかな鈍化が見込まれ、消費の拡大ペースが加速するとは考えづらい
 - 一方、これまでの賃金上昇率の高まりや、米国家計の純資産の増加は消費の下支え要因
 - 可能性は低いものの、中間層への減税が実施されれば消費は上振れする見込み
- 設備投資：弱含みが継続
 - 米中・米欧の通商摩擦、世界貿易の低迷などが下押し材料となり、軟調に推移すると思われる
- 住宅投資：20年半ばにかけて軟調な推移を予想
 - 利下げが下支えとなり、19年は住宅投資が回復
 - 効果が剥落する20年半ばにかけて軟調な推移を予想、追加利下げを受け年後半には持ち直しへ



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1.6%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回利下げを実施した後、様子見姿勢を続けているが、20年下期にも再利下げへ
 - 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



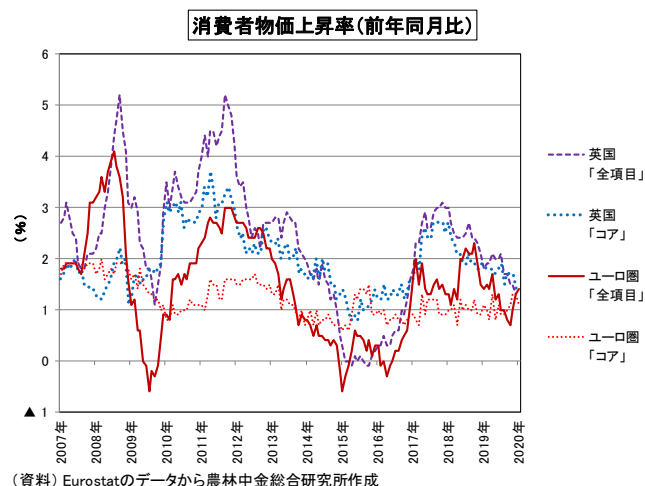
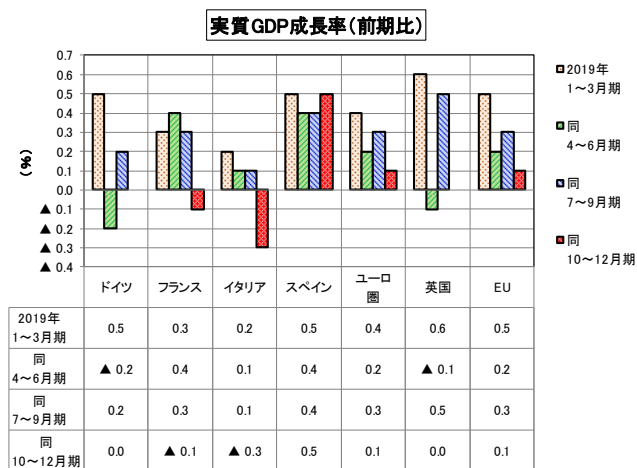
農林中金総合研究所

10

2 世界経済の動向 ③欧州

・ 景気動向(19年10～12月期の実質GDP成長率)

- ユーロ圏では、前期比成長率は0.1%(7～9月期:0.3%)、前年同期比成長率は0.9%(同:1.2%)
経済規模の大きい4ヶ国では、
 - フランスとイタリアが前期比マイナス成長に、ドイツも同ゼロ成長に減速
 - 輸出の鈍化、個人消費の頭打ちが主因
 - スペインは安定的な成長を維持
- 欧州連合(EU)では、前期比成長率は0.1%(7～9月期:0.3%)、前年同期比成長率は1.1%(同:1.4%)
 - 英国では、前期比成長率は0.0%(7～9月期:0.5%)、前年同期比成長率は1.1%(同:1.2%)
 - 英国の減速は、企業投資の不振が主因



農林中金総合研究所

11

・ ユーロ圏経済

- 輸出や生産の不調、個人消費にも頭打ちの動き
 - 19年12月の鉱工業生産指数は、前月比で2.1%の、前年同月比では4.1%の大幅な低下
 - 同月の失業率は7.4%と、低水準を維持
 - 同月の小売売上高は、前月比で1.6%の低下ながら、前年同月比では1.3%の増加
小売売上高の前年同月比は、プラスを維持しながらも縮小傾向

・ ドイツ経済

- 輸出や生産の不調、個人消費にも頭打ちの動き
- 貿易摩擦の影響や自動車生産の停滞が重荷に
 - 19年12月の製造業受注指数は、前月比で2.1%の、前年同月比では8.7%の大幅な低下
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で3.5%の、前年同月比では6.8%の大幅な低下
 - 同月の輸出額は、前月比で0.1%の増加ながら、前年同月比では0.9%の低下
 - 同月の失業率は、3.2%と低水準を維持
 - 同月の小売売上高は、前月比で3.3%の低下、前年同月比では0.8%の増加
小売売上高の前年同月比は、プラスを維持しながらも縮小傾向

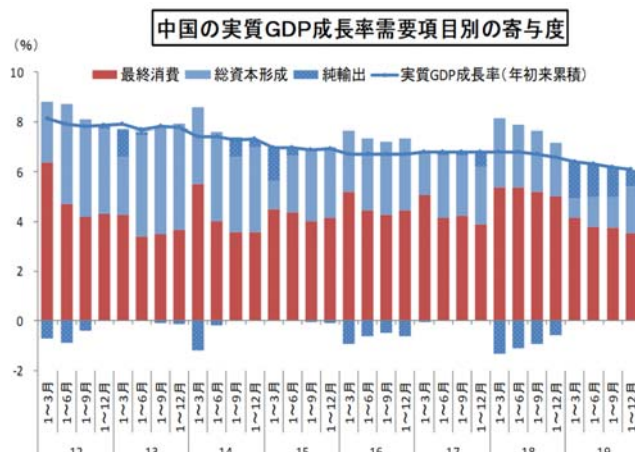
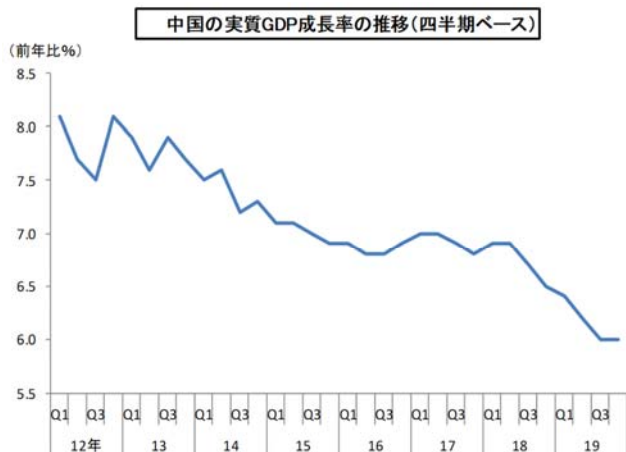
・ 英国経済

- 12月の総選挙などを巡りEUからの離脱が引き続き大きな不透明材料に
- 個人消費の伸びが鈍化し、企業投資が落ち込み

- 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
 - 20年1月の消費者物価上昇率は、前月の1.3%から1.4%に小幅上昇
 - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.3%から1.1%に低下
 - 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12月の消費者物価上昇率は、前月の1.5%から1.3%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1.4%に低下
- 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
 - 19年9月に政策金利を引き下げ、長期資金供給オペ(TLTRO)の第3弾を開始、19年11月に資産買い入れ(QE)を再開
 - ラガルド新総裁の下で、20年に政策の枠組みの「戦略的見直し」を実施
 - 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
 - カーニー総裁に代わり、20年3月16日にベイリー氏(英FCA長官、BOE元副総裁)が新総裁に就任予定
- 景気見通し
 - 世界貿易の停滞が引き続き成長の重荷に、なかでもドイツ経済の不振がユーロ圏全体の成長を押し下げ
 - 循環的な要因により下支えされリセッション入りはないとみられるが、20年も19年並みの低成長が継続
 - 19年見通し(欧州委員会による)は、ドイツ0.6%、フランス1.2%、イタリア0.2%、ユーロ圏1.2%、EU1.5%
 - 潜在的リスクは、英国の通商交渉の混乱、米欧間での貿易摩擦の表面化、米中間の貿易摩擦の再燃、新型肺炎の拡大など

2 世界経済の動向 ④中国

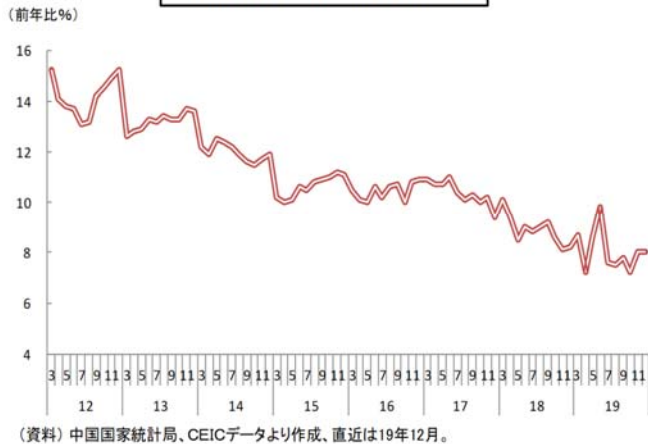
- 景気動向
 - 19年10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.0%と、7～9月期(同6.0%)と変わらず
 - 19年の実質成長率は6.1%と18年(6.7%)から減速、29年ぶりの低い伸びへ
 - 成長率に対する需要項目別の寄与度は、最終消費:3.5ポイント、総資本形成:1.9ポイント、外需(純輸出):0.7ポイント
 - 成長鈍化の背景として、米国の追加関税等を受けた輸出の伸び悩み、それによる製造業の設備投資の弱さ、地方政府によるインフラ整備向け投資の低迷、個人消費の軟調さ、が挙げられる
 - とはいえ、19年通年の政府の成長目標である「6.0～6.5%」のレンジには収まった
 - しかし、足元の景気は、新型肺炎の広がりを受けて、外食産業・輸送・観光業等のみならず、一部の企業活動の再開遅れや操業停止による影響も甚大で、大幅な悪化へ



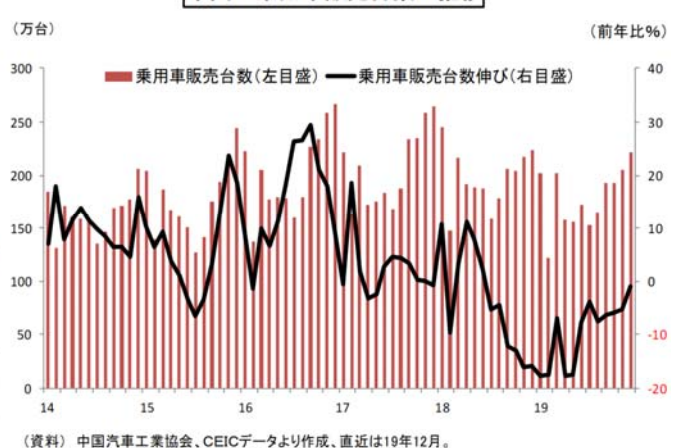
個人消費

- 自動車販売台数の減少幅が縮小したことなどから、個人消費は下げ止まりの動きが見られたものの、足元では再び大幅な鈍化に転じたと思われる
- 個人消費が力強さを欠く理由として、新型肺炎による影響のほか、所得の伸び鈍化による消費マインドの悪化や家計の債務負担増が挙げられる
- 1～3月期の消費落ち込みは避けられないが、新たな消費を創出するとの方針を受けて自動車販売促進等の需要刺激策の実施が期待されることなどから、先行きは徐々に戻る見込み
- ただし、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

中国の小売売上総額(名目)の推移



中国の乗用車販売台数の推移



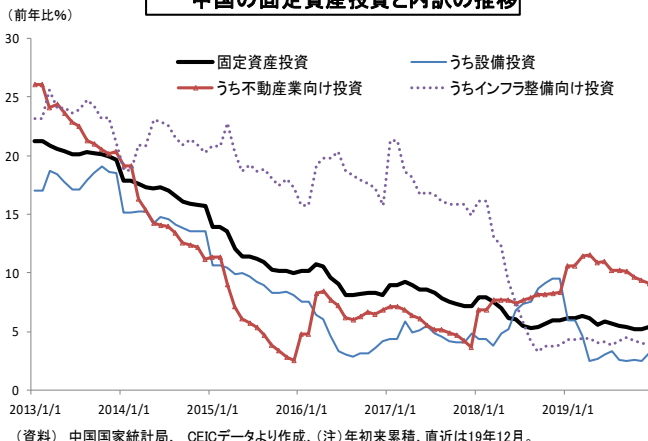
農林中金総合研究所

15

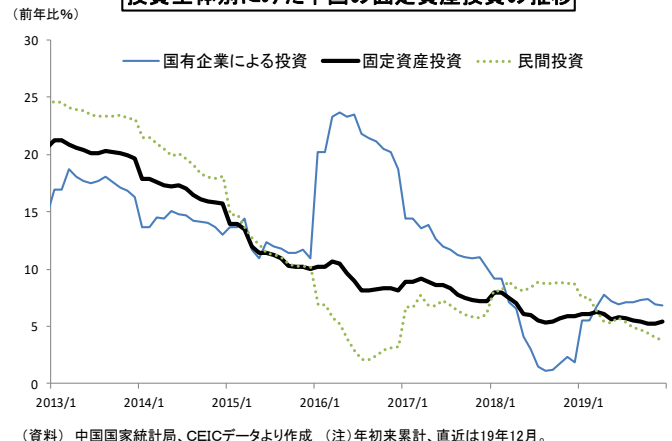
固定資産投資

- 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、インフラ整備向けも軟調である半面、設備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
- 20年度の地方政府債務限度額は今後開催予定の全人代で決定されるが、新型肺炎に係る経済対策に使うため、0.85兆元(約13.3兆円)規模の地方政府債務限度額が既に決定しており、前倒しで資金調達が可能
 - 20年の限度額は19年(3.08兆元)より増加される可能性が高いほか、発行速度の面においても大幅に引き上げられるとみられる
- 先行きについては、しばらく低空飛行が続くものの、地方債の発行とその調達資金の利用加速を受けてインフラ整備向けの投資は加速するほか、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と見込まれる

中国の固定資産投資と内訳の推移



投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移



農林中金総合研究所

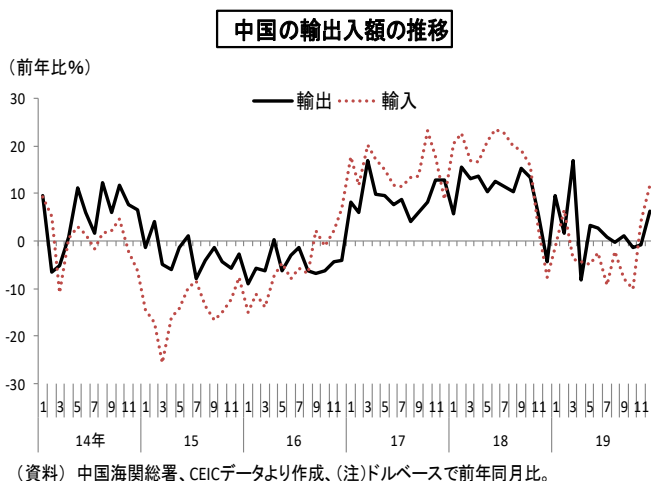
16

輸出

- 春節要因による輸出前倒し等を受けて、12月の輸出の伸び率が高まった
- 新型コロナウイルスの影響で2月7日に予定されていた1月分の貿易統計の発表は見送られているが、世界経済の減速が続くなか、一部の輸出企業の操業開始遅れや停止もあり、足元の輸出は軟調に推移していると見られる
- 先行きについては、しばらくは軟調さが続くものの、米中通商協議をめぐる不透明感が幾分和らいだほか、政府の輸出促進策の実施の効果が期待されることなどから、その後は一定程度持ち直すと予想

経済見通し

- 3月までに中国国内で新型コロナウイルスの感染拡大が収束することを前提に、1～3月期の実質成長率は前年比4.6%まで落ち込んだ後、4～6月期以降は経済対策の効果によって持ち直し、20年を通して前年比5.8%と19年(同6.1%)から減速を予測
- 21年は同5.6%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: 年初に中東情勢の緊迫化で一旦上昇したが、足元で下落圧力高まる

- OPEC加盟国やロシアなど主要産油国で構成するOPECプラスでは、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)してきたが、20年1月以降は追加的に日量50万バレル減産
- 新型コロナウイルスの感染拡大による原油需要減少懸念が浮上、原油価格(WTI先物)は50ドル/バレル前後で推移

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、OPECプラスが需給改善に向けてさらなる減産を踏み切る可能性があり、大きく下落する可能性は大きくないと思われる
- 20年度にかけて国内への入着価格は60ドル/バレル前後で推移すると予想



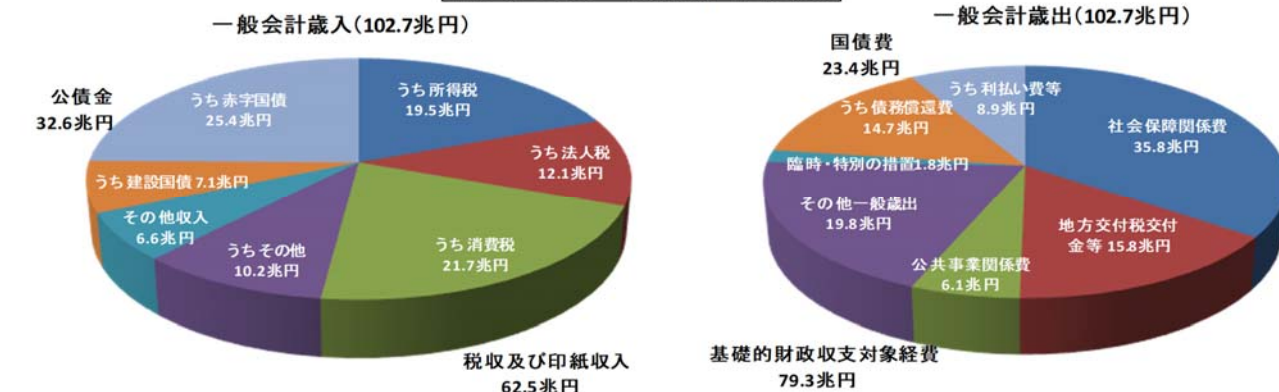
農林中金総合研究所

18

3 国内の経済政策

- 財政政策：20年度の政府予算規模は2年連続の100兆円超へ
 - 復旧・復興、海外発の下振れリスクへの対応、東京オリンピック・パラリンピック後の経済活力維持を名目に、政府は事業規模26.0兆円（うち財政措置13.2兆円）の経済対策を取りまとめた
 - 20年度予算案は総額102兆6,580億円（前年度当初比で1兆2,009億円増）と過去最大を更新
 - 名目成長率を2.1%とかなり高めに設定、63兆5,130億円（同1兆180億円増）の税収を見込む
 - 社会保障関係費を35兆8,121億円とし、人口高齢化に伴う自然増を4,111億円に抑制する一方で、消費税率引上げによる増収分を幼児教育・保育の無償化、高等教育の無償化、年金生活者支援給付金の支給、医療情報化支援基金の拡充などに振り向ける措置を継続
 - 「臨時・特別の措置」として1兆7,788億円を計上、19年度から継続する消費税対策に加え、『防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策』の着実な実行、キャッシュレス・ポイント還元事業、マイナンバーカードを活用した消費活性化策などを盛り込む

2020年度一般会計予算案

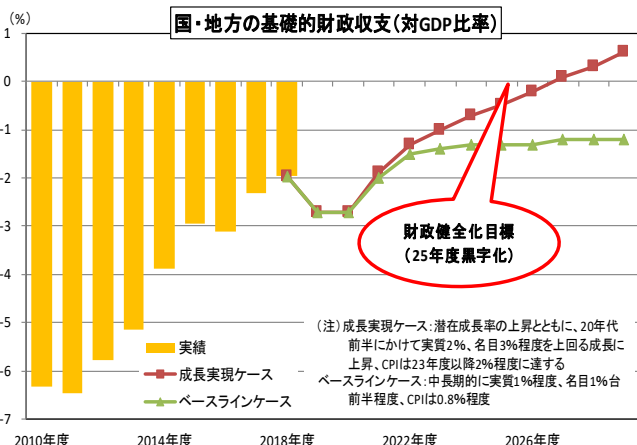


(資料)財務省 (注)通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

農林中金総合研究所

19

- 経済財政運営の基本方針
 - 基本方針2019には、人口減少・少子高齢化の進行を中心とした様々な課題に対し、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の両立を目指すべく、新たな時代への挑戦として「Society5.0」実現を加速していくことが掲げられている
 - 「経済再生なくして財政健全化なし」の方針の下、600兆円経済と25年度の財政健全化目標(PB黒字化)の達成を目指している
 - ただし、2019年の名目GDPは554兆円であり、20年前後に600兆円経済を達成するのは厳しい
 - 財政健全化についても、内閣府「中長期の経済財政に関する試算(20年1月)」によれば、実質2%成長を前提にしてもPB黒字化は27年度にずれ込むほか、1%成長(最近の潜在成長率並み)では均衡化すら見通せない



(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

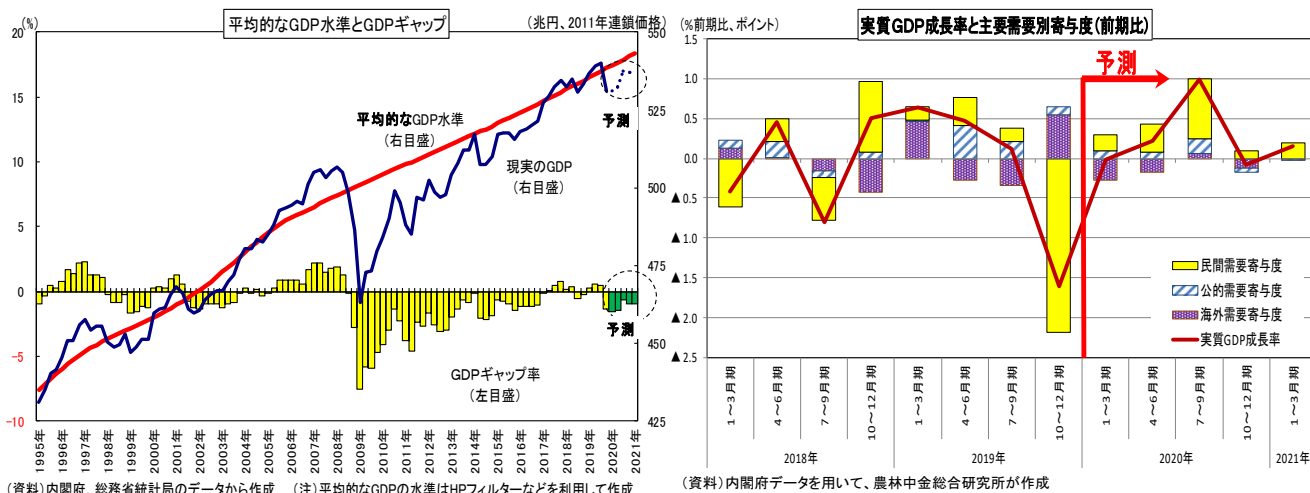


農林中金総合研究所

20

4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2019年度は0.3%、20年度は0.2%と、3年連続で潜在成長率を下回る低成長
 - 世界的に半導体関連の需要が回復しているほか、新興国中心に貿易量の回復も始まっているが、新型コロナウイルスによる成長下押し効果を考慮せざるを得ない状況
 - 足元1～3月期は、10～12月期に落ち込んだ民間最終需要の持ち直しが期待されるが、新型コロナウイルスの感染拡大に伴うインバウンド需要や中国向け輸出の減少、サプライチェーン障害の発生などで、前期比▲0.0%にとどまる
 - 20年度については、国内の新型コロナウイルス感染拡大は4月までに峠を越すと前提の下、夏場にかけての中国経済持ち直しとともに一時的に輸出増が強まり、7月の東京五輪・パラによって一定の需要創出効果が出るものの、家計可処分所得の増加ペースは緩慢なままで、かつ米中両国の成長鈍化による輸出伸び悩みなどから、「五輪後」の景気停滞は避けられず、年度を通じても低成長が継続
 - 21年度も、世界経済・貿易の拡大ペースが加速せず、輸出の景気牽引力が大きいこと、賃金上昇も限定的であり、消費の回復力も乏しいことなどから、小幅のプラス成長(0.5%前後)にとどまるとみられる



農林中金総合研究所

21

予測表(年度、半期)

	単位	2018年度 (実績)	2019年度 (予測)	2020年度 (予測)
名目GDP	%	0.1	1.1	0.6
実質GDP	%	0.3	0.3	0.2
民間需要	%	0.2	▲0.2	0.2
民間最終消費支出	%	0.1	▲0.3	0.2
民間住宅	%	▲4.9	1.4	▲1.0
民間企業設備	%	1.7	0.2	0.0
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.0	▲0.0	0.0
公的需要	%	0.8	2.8	1.4
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	1.4
公的固定資本形成	%	0.6	4.1	1.4
輸出	%	1.6	▲1.6	0.5
輸入	%	2.2	▲0.3	1.8
国内需要寄与度	ポイント	0.4	0.6	0.5
民間需要寄与度	ポイント	0.2	▲0.1	0.2
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.7	0.4
海外需要寄与度	ポイント	▲0.1	▲0.2	▲0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.7	0.4
国内企業物価(前年比)	%	2.2	0.4	1.4
全国消費者物価(〃)	%	0.8	0.6	0.6
(消費税率を除く)			(0.2)	(0.2)
(消費税率・教育無償化政策の影響を除く)			(0.5)	(0.6)
完全失業率	%	2.4	2.4	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	0.2	▲3.0	▲0.9
経常収支	兆円	19.1	19.3	19.5
名目GDP比率	%	3.5	3.5	3.5
為替レート	円/ドル	110.9	108.5	107.1
無担保コールレート(0/N)	%	▲0.05	▲0.05	▲0.10
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲0.11	▲0.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	67.2	60.0

(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 通期	2019年度 通期	2019年度 上期	2019年度 下期	2020年度 通期	2020年度 上期	2020年度 下期
実質GDP	%	0.3	0.3	0.9	▲1.5	0.2	0.7	1.0
民間需要	%	0.2	▲0.2	0.7	▲2.5	0.2	1.1	1.3
民間最終消費支出	%	0.1	▲0.3	0.8	▲2.3	0.2	1.2	1.0
民間住宅	%	▲4.9	1.4	1.1	▲1.3	▲1.0	▲0.1	0.0
民間企業設備	%	1.7	0.2	0.8	▲2.9	0.0	1.1	1.4
公的需要	%	0.8	2.8	2.1	1.4	1.4	0.8	0.5
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	1.8	1.1	1.4	0.9	0.5
公的固定資本形成	%	0.6	4.1	3.5	2.7	1.4	0.3	0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.7	▲2.9	▲3.5	▲2.4	▲4.2	▲4.0	▲4.5
輸出	%	1.6	▲1.8	▲0.9	▲1.4	0.5	0.7	1.3
輸入	%	2.2	▲0.3	0.1	▲1.7	1.8	2.4	1.7
内需寄与度(前期比)	%	0.4	0.6	1.1	▲1.7	0.5	1.1	0.6
民間需要(〃)	%	0.2	▲0.1	0.6	▲2.0	0.2	0.9	0.6
公的需要(〃)	%	0.2	0.7	0.5	0.3	0.4	0.2	0.0
外需寄与度(〃)	%	▲0.1	▲0.2	0.2	0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.1
デフレーター(前年比)	%	▲0.2	0.7	0.5	1.1	0.4	0.7	0.2
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	0.2	▲3.0	▲0.9	▲4.0	▲0.9	1.1	0.2
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	95.3	87.9	91.6	84.3	78.8	77.5	80.0
経常収支	兆円	19.1	19.3	9.8	9.5	19.5	9.8	9.7
貿易収支	兆円	0.8	▲0.1	▲0.4	0.3	1.0	0.1	0.9
外国為替レート	円/ドル	110.9	108.5	108.6	108.4	107.1	108.0	106.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	67.2	69.2	65.3	60.0	60.0	60.0

	単位	2018年度 通期	2019年度 通期	2019年度 上期	2019年度 下期	2020年度 通期	2020年度 上期	2020年度 下期
名目GDP	%	0.1	1.1	1.8	0.4	0.6	▲0.2	1.4
実質GDP	%	0.3	0.3	1.3	▲0.7	0.2	▲0.8	1.2
民間需要	%	0.2	▲0.2	1.6	▲2.0	0.2	▲1.6	1.9
民間最終消費支出	%	0.1	▲0.3	1.1	▲1.7	0.2	▲1.3	1.7
民間住宅	%	▲4.9	1.4	3.6	▲0.8	▲1.0	▲2.0	▲0.1
民間企業設備	%	1.7	0.2	2.6	▲2.3	0.0	▲2.0	2.1
公的需要	%	0.8	2.8	2.3	3.1	1.4	1.8	0.9
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	2.4	2.6	1.4	1.7	1.0
公的固定資本形成	%	0.6	4.1	2.1	5.6	1.4	2.4	0.5
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲1.7	▲2.9	▲3.5	▲2.4	▲4.2	▲4.0	▲4.5
輸出	%	1.6	▲1.8	▲1.4	▲1.9	0.5	▲0.3	1.3
輸入	%	2.2	▲0.3	1.4	▲2.0	1.8	0.3	3.4
国内企業物価(前年比)	%	2.2	0.4	▲0.1	1.0	1.4	2.2	0.5
全国消費者物価(〃)	%	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6	0.8	0.5
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	0.2	▲3.0	▲1.2	▲4.9	▲0.9	▲3.0	1.3

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合、予測値は当財研による。

農林中金総合研究所

22

予測表(四半期)

	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	%	▲ 0.5	0.2	▲ 0.6	0.1	1.2	0.5	0.5	▲ 1.2	0.1	0.2	1.2	▲ 0.1	0.1
実質GDP	%	▲ 0.4	0.5	▲ 0.8	0.5	0.6	0.5	0.1	▲ 1.6	▲ 0.0	0.2	1.0	▲ 0.1	0.2
(年率換算)	%	▲ 1.6	1.8	▲ 3.2	2.1	2.6	1.9	0.5	▲ 6.3	▲ 0.0	0.9	4.0	▲ 0.3	0.6
民間需要	%	▲ 0.8	0.4	▲ 0.7	1.2	0.2	0.5	0.2	▲ 2.9	0.3	1.0	1.3	0.1	0.3
民間最終消費支出	%	▲ 0.4	0.2	▲ 0.2	0.4	0.0	0.6	0.5	▲ 2.9	0.4	0.5	1.1	▲ 0.2	0.2
民間住宅	%	▲ 2.5	▲ 2.4	0.2	1.7	1.5	▲ 0.2	1.2	▲ 2.7	0.4	▲ 0.3	0.0	0.0	0.1
民間企業設備	%	0.0	2.1	▲ 4.2	4.3	▲ 0.5	0.8	0.5	▲ 3.7	0.9	0.3	0.7	0.4	0.9
民間在庫変動(寄与度)	%pt	▲ 0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.0	0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	0.1	▲ 0.0
公的需要	%	0.4	0.6	▲ 0.3	0.3	0.1	1.6	0.8	0.4	0.4	0.3	0.7	▲ 0.2	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	0.4	0.1	0.2	0.7	▲ 0.4	1.6	0.7	0.2	0.3	0.4	0.7	▲ 0.2	▲ 0.1
公的固定資本形成	%	0.3	2.7	▲ 2.2	▲ 1.3	2.1	1.8	1.2	1.1	0.6	▲ 0.2	0.5	▲ 0.1	0.0
輸出	%	1.0	0.7	▲ 2.3	1.6	▲ 1.9	0.4	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 1.1	0.5	1.6	▲ 0.5	0.5
輸入	%	0.5	0.7	▲ 1.4	4.3	▲ 4.3	2.0	0.7	▲ 2.6	0.5	1.5	1.2	0.2	0.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.5	0.4	▲ 0.6	1.0	0.2	0.8	0.4	▲ 2.1	0.3	0.4	0.9	0.1	0.2
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.6	0.3	▲ 0.5	0.9	0.2	0.4	0.2	▲ 2.2	0.2	0.4	0.8	0.1	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.2	▲ 0.1	0.1	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	0.4	0.1	▲ 0.3	▲ 0.6	0.1	0.4	0.6	1.3	0.9	0.8	0.6	0.2	0.1
国内企業物価 (前年比)	%	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲ 0.9	0.2	1.8	2.0	2.4	0.6	0.5
全国消費者物価 (")	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8	0.5	0.5
(消費税要因を除く)									(▲ 0.3)	(▲ 0.2)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)		
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)									(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.6)
完全失業率	%	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.9	0.8	▲ 0.7	1.4	▲ 2.5	0.6	▲ 0.5	▲ 4.0	0.5	0.3	1.0	▲ 0.5	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	5.4	4.7	4.3	4.7	4.9	4.8	5.2	4.3	4.5	5.3	4.8	4.9
名目GDP比率	%	3.6	4.0	3.4	3.1	3.4	3.5	3.5	3.8	3.1	3.3	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	108.7	108.0	108.0	108.0	107.5	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	▲ 0.03	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.10	▲ 0.10
新築10年物国債利回り	%	0.06	0.04	0.09	0.09	▲ 0.02	▲ 0.08	▲ 0.20	▲ 0.09	▲ 0.05	▲ 0.05	0.00	▲ 0.05	▲ 0.10
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	65.6	65.0	60.0	60.0	60.0	60.0

(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)

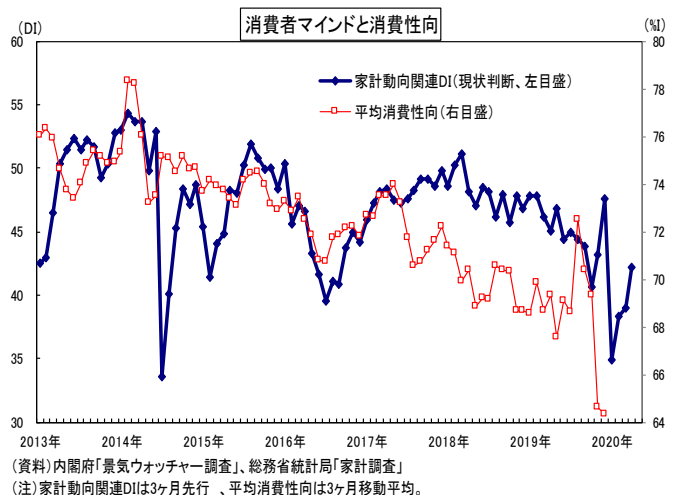
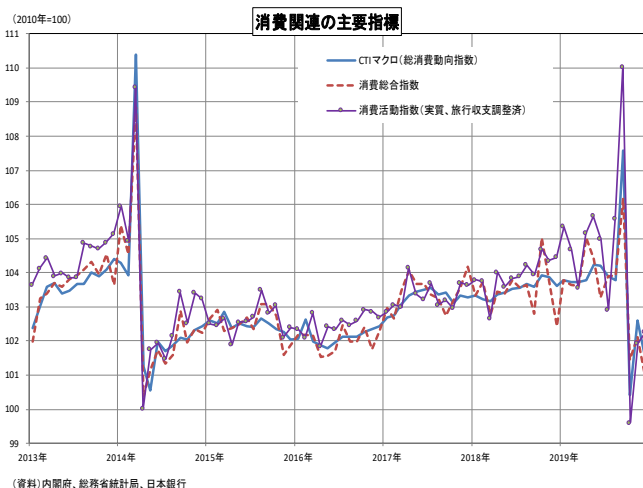
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

23

民間消費

- 消費税率引上げや自然災害の発生、さらには暖冬の影響もあり、政府の手厚い消費平準化策にもかかわらず、10～12月期の民間消費は大幅に減少
- 実質雇用者報酬も前期比▲0.3%と2四半期連続の減少、10月まで悪化が続いた消費マインドも元の水準まで戻り切れず、消費性向も低迷
- また、1月の乗用車販売も低調であり、消費意欲そのものが減退している可能性が高い
- 新型肺炎の感染拡大など当面の下振れリスクが強いこともあり、20年春闘は前年並みとの見通しが多く、所得の伸びは加速が見込めないほか、五輪効果も限定的と見られる
- 民間最終消費支出は、19年度:前年度比▲0.3%(1～3月期:同0.4%)、20年度:同0.2%と予測

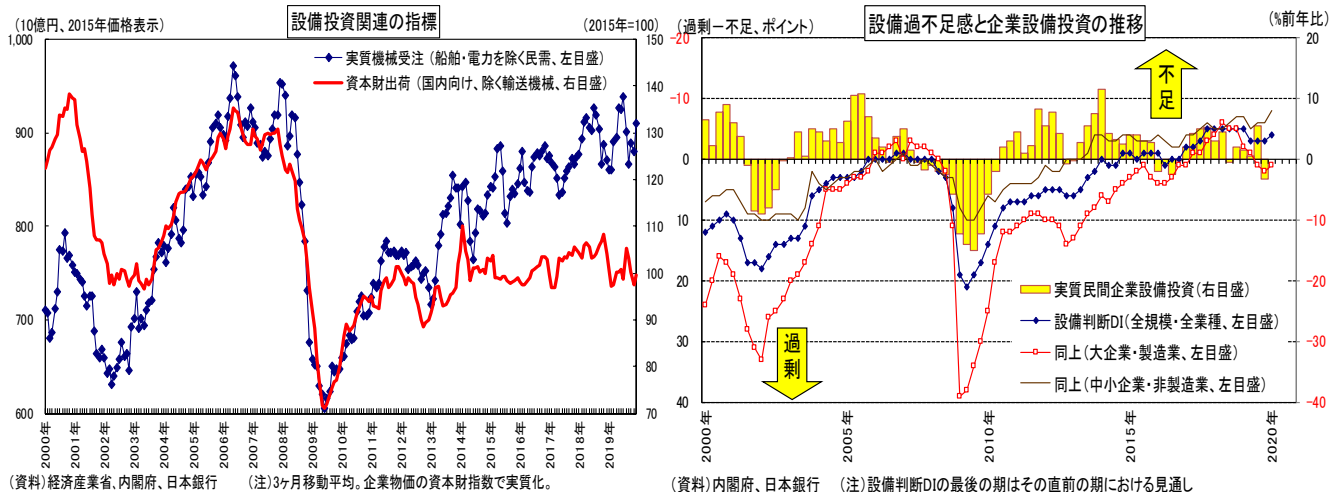


農林中金総合研究所

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徐々に下方修正されつつある
 - 日銀短観12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5.5%（9月調査時は同5.8%）
- ただし、20年前半にかけて民間最終需要は低調で、かつ新型肺炎に伴う先行き不透明感が高いことから、企業の設備投資意欲もやや慎重化している可能性がある
- とはいえ、人員・資本設備の不足感が高い非製造業での省力化・省人化ニーズが根強いことから、先行きの民間企業設備投資は徐々に持ち直していくものの、19年度：前年度比0.2%、20年度：同0.0%と、低調な推移を予測

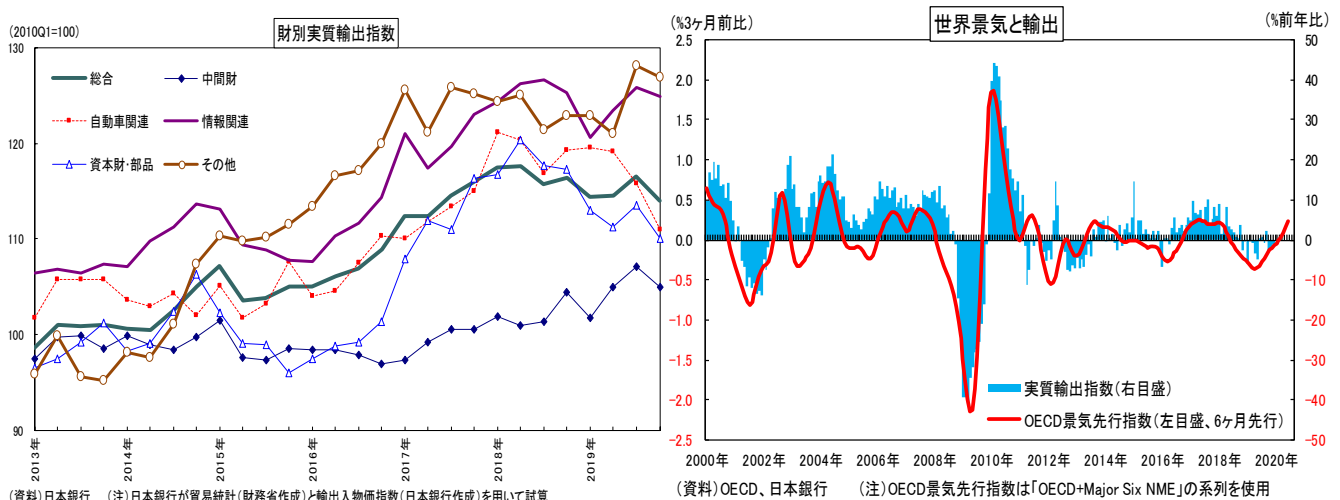


農林中金総合研究所

25

輸出入動向

- 世界貿易の減速に伴い、日本の輸出も減少傾向を続けている
 - ただし、財別の輸出動向をみると、自動車関連は弱いものの、足元では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
- 20年前半にかけて新型肺炎の影響が出ることから、19年度の輸出は前年度比▲1.6%と減少、20年度は夏場にかけて持ち直すが、年度を通じては同0.5%にとどまる
- 国内需要の低調さなどから、19年度の輸入は同▲0.3%と減少に転じた後、20年度は1.8%へ回復
- 19年度の経常収支は19.3兆円へ2年ぶりに黒字幅が拡大、20年度も19.5兆円の黒字と予測



農林中金総合研究所

26

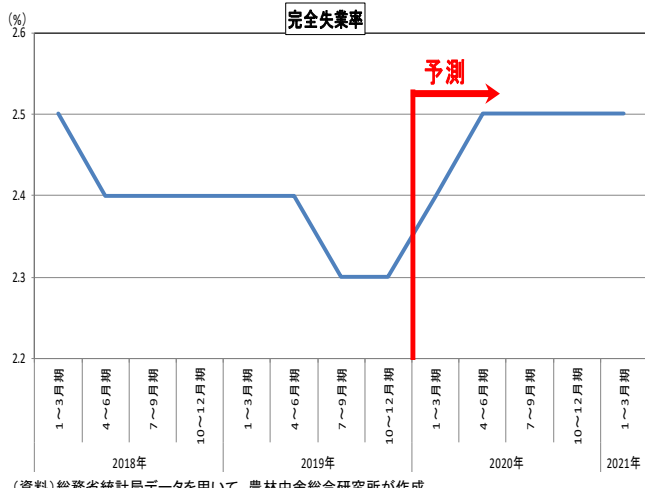
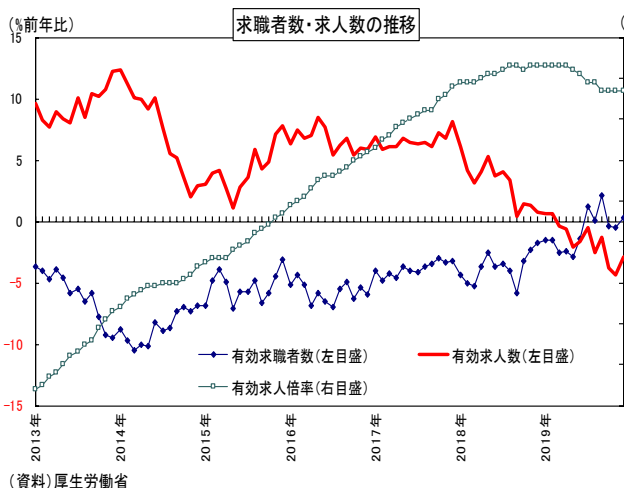
金融市場2020年3月号

40

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp

雇用情勢

- 労働需給は基本的にタイトであるが、代表的な雇用関連指標の改善は止まっている
 - 有効求人数は前年割れが続いているほか、労働投入量（＝総労働時間×常用雇用者数）も頭打ち状態であり、労働需要はやや減退気味
- 「企業から家計へ」の所得還流に強まりが見えない
 - 時間当たり賃金は上昇傾向にあるものの、「働き方改革」による労働時間の削減によって労働者が受け取る給与総額はほとんど増加していない
- 失業率は19年度:2.4%、20年度:2.5%と予測
 - 20年入り後は緩やかに上昇、20年度は2.5%前後で推移

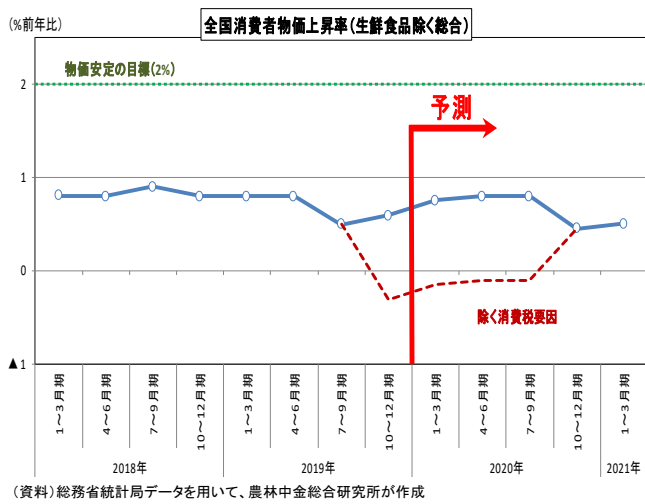
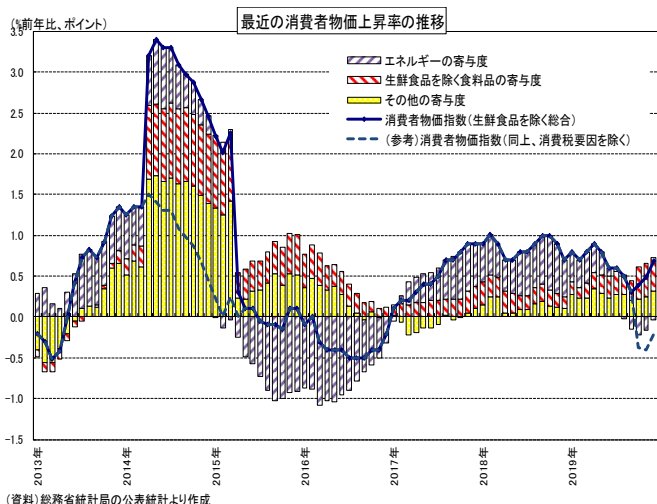


農林中金総合研究所

27

物価動向

- 19年12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0.7%であったが、消費税要因を除けば同▲0.2%と下落している可能性が高い
 - 消費税率10%への引上げは19年10月～20年9月の物価上昇率を0.9ポイント押し上げる一方、幼児教育無償化は同期間の物価上昇率を0.6ポイント、高等教育無償化は20年度を通じて0.1ポイント、それぞれ押し下げると想定
 - 20年1月の東京都区部消費者物価は同0.7%へ鈍化、電気・ガスの値下がりや宿泊料の下落が背景
- 19年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年度比0.6%（消費税要因を除くと同0.2%）、20年度もエネルギー安や消費の低調さが残り、同0.6%（同じく同0.2%）と予測、日銀が目標とする前年比2%には届かず



農林中金総合研究所

28