

# 経済マンスリー

## [日本]

### 消費増税前の駆け込みが波乱要因となり得るも、個人消費は底堅さを維持

#### 1. 実体経済の動向

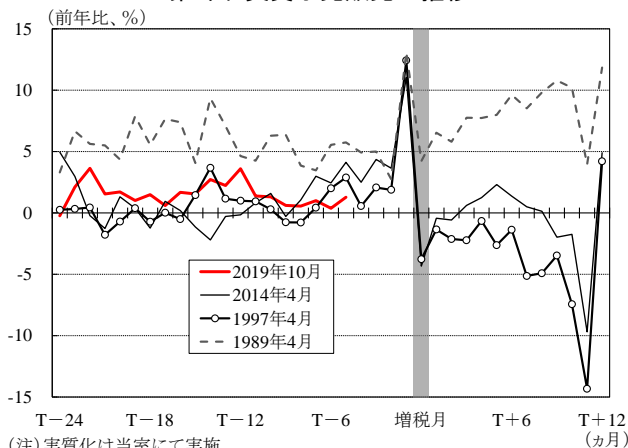
消費税率の10%への引き上げまで残り約2ヵ月となった。今回は税率の引き上げ幅が+2%ポイントと前回の+3%ポイントより小さいことに加え、政府の政策対応も手厚く、個人消費への影響は前回に比べて限定的に止まるとみられる。一方、過去増税時は消費の駆け込みと反動が生じており、今回も実際に起きれば一時的な景気攪乱要因となり得る。

駆け込み消費とその反動は、その場で消費されるサービスよりも、使用の効用が続き、買い置き・買い溜めも可能な財で集中的に発生すると考えられる。過去の局面の小売販売をみると、直前に大きく増加し、以降は反動と実質負担増加が下押し要因となり、弱めの伸びが続いた（第1図）。今回は食料品等への軽減税率導入やポイント還元策等により、駆け込みは前回比減少するとみられるが、今後増税前のセール実施や増税に合わせた本体価格値上げへの警戒感から、駆け込みはやはり一定程度生じると想定される。

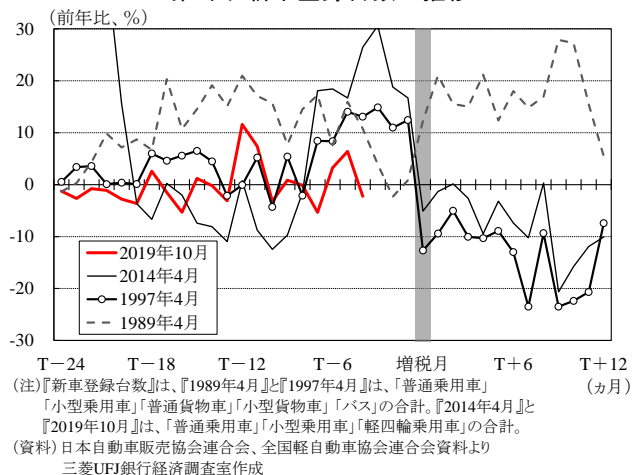
もっとも、単価の高い品目として自動車の動向を確認すると、前回増税時は増税後の購入に対する自動車取得税減税やエコカー減税拡充等の措置が講じられたにも関わらず、駆け込みと反動がみられた。一方、今回は、自動車税減税等の措置がある点は同様だが、前回駆け込み需要が確認された増税4~5ヵ月前の時点における需要増がみられない（第2図）。この差の背景として、前回は1年半後の2015年10月に10%への再引き上げが予定され需要が増えやすかったことや、今回は前回から約5年しか経過しておらず、買い替え需要が喚起されにくいこと等が考えられる。

足元の消費の環境をみると、タイトな雇用情勢を背景に所得の改善は継続しており、先行きも底堅い所得環境が個人消費を支える構図は維持されよう。自然災害、外発的ショック等が重なるリスクには留意が必要だが、今回の駆け込みが比較的小規模に止まりそうなことも勘案すると、消費増税に起因して消費が腰折れする可能性は低いとみて良いだろう。

第1図：実質小売販売の推移



第2図：新車登録台数の推移



## 2. 金融政策・市場の動向

### (1) 金融政策

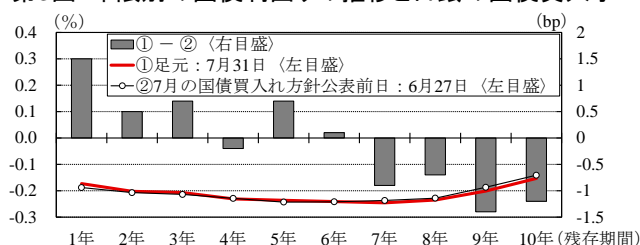
日銀は7月29-30日の決定会合で金融政策の現状維持を決定した。声明文には「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との一文が追加されたが、これにつき黒田総裁は「かなり金融緩和に向けて前向きになった」と述べた。ECBが追加緩和を示唆し、利下げが広く予想されたFOMCを翌日に控える中、緩和姿勢を鮮明化して市場を牽制する狙いがあったとみられる。

併せて黒田総裁は、イールドカーブがフラット化している状況につき、「もう少しステイプになった方が正常」との見解も示した。この点に関しては、先の6月10-11日に開催された債券市場参加者会合で、フラット化の原因として、①海外投資家にとっての日本国債の為替ヘッジコストを加味した投資妙味の高まり、②日銀の大規模緩和が続く中、特に中期ゾーンの国債需給の逼迫、③超長期債へのイールドハンティングの動き等が指摘されており、需給逼迫や流動性の低下が顕著な期間の国債について買入量の調整を求める声が上がっていたことも背景にあったとみられる。実際、日銀は6月28日公表の「当面の長期国債等の買入れの運営について」において、残存期間「1年超3年以下」の国債は一回あたりオファー金額のレンジを引き上げた一方、「3年超5年以下」と「10年超25年以下」を引き下げている（第3図）。買入れを増額した年限の国債利回りには低下圧力が、減額した年限には上昇圧力が夫々かかることになるため、これはフラット化の修正を念頭に置いた対応だったと考えられる。黒田総裁の発言も踏まえれば、先行きの緩和姿勢を示しつつ、買入量の調整等も続けることで、今後もフラット化の修正を図るものとみられる。

### (2) 為替

ドル円相場は、FRBのハト派化を受けて6月に一時1ドル107円を割り込んだものの、7月のFOMCでは継続的な利下げ観測が後退し、足元は同109円台まで戻している（第4図）。先行きも、米国の通商政策を背景としたリスク回避の動きや米国金利の低下等が円高圧力となるものの、一定の日米金利差が引き続き存在することや、米国景気の相対的な堅調さはドル買い要因と考えられることから、一方的な円高進行は回避できると予想する。

第3図：年限別の国債利回りの推移と日銀の国債買入オペ



残存期間	1回あたりオファー予定額(億円)		実際のオファー額(億円)		差額 (②-①)
	6月方針	7月方針	6月最終回①	7月の各回②	
1年超	2,500～	2,500～	3,500	3,800	300
3年以下	4,500程度	5,000程度			
3年超	3,000～	2,500～			
5年以下	5,500程度	5,000程度	4,000	3,800	▲200
10年超	1,000～	1,000～	2,000	1,800	▲200
25年以下	3,000程度	2,500程度			

(資料) Bloomberg、日本銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ドル円相場と日米2年物国債利回り差の推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)  
2019年7月31日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2017年度	2018年度	2018年		2019年	2019年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	2月	3月	4月	5月	6月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.9	0.7	▲2.6 (0.1)	1.8 (0.3)	2.2 (0.9)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	1.8	0.8	▲0.4 (0.4)	0.9 (1.4)	▲0.5 (0.3)	▲0.2 (0.3)	▲0.4 (▲0.5)	0.8 (0.7)	0.3 (0.0)	
鉱工業生産指数	2.9	0.3	▲0.7 (0.1)	1.4 (1.3)	▲2.5 (▲1.7)	0.7 (▲1.1)	▲0.6 (▲4.3)	0.6 (▲1.1)	2.0 (▲2.1)	▲3.6 (▲4.1)
鉱工業出荷指数	2.2	0.2	▲1.2 (▲0.3)	1.0 (1.1)	▲2.1 (▲1.6)	1.6 (▲0.3)	▲1.3 (▲4.0)	1.8 (▲1.4)	1.3 (▲1.8)	▲3.3 (▲4.2)
製品在庫指数	5.1	0.2	0.4 (3.5)	0.9 (1.7)	0.9 (0.2)	0.4 (1.4)	1.4 (0.2)	0.0 (1.2)	0.5 (1.5)	0.3 (2.9)
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	101.9	105.0	105.0 [99.6]	105.6 [102.6]	105.9 [104.3]	105.5 [103.4]	107.2 [104.9]	104.6 [102.8]	106.4 [104.9]	109.4 [104.2]
国内企業物価指数	2.7	2.2	0.9 (3.1)	0.1 (2.3)	▲0.8 (0.9)	0.3 (0.9)	0.3 (1.3)	0.3 (1.2)	▲0.1 (0.6)	▲0.5 (▲0.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.7	0.8	0.2 (0.9)	0.4 (0.9)	▲0.2 (0.8)	0.1 (0.7)	0.0 (0.8)	0.1 (0.9)	▲0.1 (0.8)	▲0.1 (0.6)
稼働率指数 (2015年=100)	102.7	102.5	101.9 [102.5]	104.7 [103.8]	100.5 [102.2]	101.0 [102.8]	100.6 [103.7]	102.2 [104.3]	103.9 [104.0]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲0.8	2.8	1.5 (4.8)	▲3.2 (2.0)	▲3.2 (▲2.5)	1.8 (▲5.5)	3.8 (▲0.7)	5.2 (2.5)	▲7.8 (▲3.7)	
製造業	9.2	3.8	▲1.0 (8.5)	▲4.1 (▲0.6)	▲7.7 (▲8.0)	3.5 (▲9.1)	▲11.4 (▲7.6)	16.3 (▲8.2)	▲7.4 (▲10.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲7.8	2.1	3.4 (2.0)	▲1.9 (4.5)	▲0.3 (1.8)	▲0.8 (▲2.0)	13.4 (4.1)	1.2 (12.6)	▲9.0 (3.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	7.0	▲0.3	▲1.4 (1.6)	1.6 (1.3)	▲7.4 (▲6.9)	3.8 (▲3.6)	▲1.5 (▲8.5)	0.7 (▲9.3)	5.0 (▲4.2)	▲5.0 (▲6.2)
建設受注	0.7	6.5	(▲2.2)	(▲9.8)	(36.9)	(▲3.4)	(66.1)	(▲19.9)	(▲16.9)	(▲4.2)
民需	0.6	14.5	(1.1)	(▲5.3)	(52.6)	(6.3)	(91.5)	(▲8.5)	(▲20.8)	(▲4.7)
官公庁	▲5.4	▲15.0	(▲17.7)	(▲22.6)	(4.3)	(▲13.5)	(7.7)	(▲48.2)	(▲18.1)	(23.0)
公共工事請負金額	▲4.3	1.1	(▲4.3)	(3.6)	(5.9)	(20.4)	(3.7)	(2.5)	(10.5)	(1.0)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	94.6 (▲2.8)	95.3 (0.7)	95.0 (▲0.2)	95.5 (0.6)	94.2 (5.1)	96.7 (4.2)	98.9 (10.0)	93.1 (▲5.7)	90.0 (▲8.7)	92.2 (0.3)
新設住宅床面積	(▲3.7)	(1.0)	(▲0.9)	(2.3)	(7.6)	(7.0)	(12.9)	(▲2.5)	(▲4.5)	(5.2)
小売業販売額	1.9	1.6	(2.2)	(2.0)	(0.7)	(0.6)	(1.0)	(0.4)	(1.3)	(0.5)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.3	0.0	1.5 (1.0)	0.2 (1.1)	▲0.2 (2.0)	▲2.0 (1.9)	0.1 (2.1)	▲1.4 (1.3)	5.5 (6.0)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	71.7	69.2	70.6 [70.6]	68.6 [71.6]	69.8 [71.0]	69.8 [69.3]	69.4 [70.6]	66.9 [69.9]	71.6 [70.6]	[66.1]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.5	▲1.6	▲2.6 (▲2.5)	▲0.1 (▲2.3)	▲0.7 (▲2.1)	2.5 (▲0.9)	▲2.6 (▲3.5)	1.3 (▲1.8)	1.1 (▲2.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.7	0.9	(0.9)	(1.5)	(▲0.8)	(▲0.7)	(▲1.3)	(▲0.3)	(▲0.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	99	1	▲34	▲40	96	96	93	88	82	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.54	1.62	1.62 [1.52]	1.62 [1.56]	1.63 [1.59]	1.63 [1.59]	1.63 [1.59]	1.63 [1.60]	1.62 [1.61]	1.61 [1.61]
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.5	2.4	2.4	2.3
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	50.5	47.8	48.0 [50.4]	48.3 [52.3]	46.0 [49.5]	47.5 [49.0]	44.8 [49.6]	45.3 [49.5]	44.1 [47.9]	44.0 [48.8]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,367 (▲0.2)	8,111 (▲3.1)	2,017 (▲0.7)	2,070 (▲1.7)	1,917 (▲6.1)	589 (▲4.5)	662 (▲16.1)	645 (▲0.8)	695 (▲9.4)	734 (6.4)

## 2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2017年度	2018年度	2018年		2019年	2019年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	2月	3月	4月	5月	6月
通関輸出	10.8	1.9	(2.9)	(1.3)	(▲3.9)	(▲1.2)	(▲2.4)	(▲2.4)	(▲7.8)	(▲6.6)
価格	5.5	2.5	(4.0)	(2.8)	(1.2)	(▲0.6)	(3.4)	(2.0)	(1.2)	(▲1.2)
数量	5.0	▲0.6	(▲1.1)	(▲1.4)	(▲5.0)	(▲0.6)	(▲5.6)	(▲4.3)	(▲8.9)	(▲5.5)
通関輸入	13.7	7.2	(12.4)	(11.2)	(▲2.0)	(▲6.5)	(1.2)	(6.5)	(▲1.4)	(▲5.2)
価格	8.9	5.7	(10.2)	(6.9)	(▲0.2)	(0.0)	(0.8)	(2.3)	(▲0.2)	(▲2.1)
数量	4.4	1.4	(2.0)	(4.0)	(▲1.8)	(▲6.5)	(0.4)	(4.1)	(▲1.2)	(▲3.2)
経常収支(億円)	221,749	192,434	56,944	26,018	59,541	25,928	27,871	17,074	15,948	
貿易収支(億円)	45,396	6,963	545	▲6,423	2,141	4,881	6,960	▲982	▲6,509	
サービス収支(億円)	▲4,567	▲7,123	▲1,658	▲3,066	3,561	1,789	3,269	▲3,127	1,372	
金融収支(億円)	206,805	212,310	44,864	27,016	88,169	23,473	37,742	▲12,667	32,451	
外貨準備高(百万ドル)	1,268,287	1,291,813	1,259,673	1,270,975	1,291,813	1,281,846	1,291,813	1,293,499	1,307,975	1,322,279
対ドル円レート(期中平均)	110.80	110.88	111.44	112.87	110.17	110.36	111.21	111.66	109.83	108.06

## 3. 金融

	2017年度	2018年度	2018年		2019年	2019年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	2月	3月	4月	5月	6月
無担保コール翌日物金利	▲0.050	▲0.062	▲0.063 [▲0.054]	▲0.066 [▲0.042]	▲0.054 [▲0.048]	▲0.055 [▲0.042]	▲0.044 [▲0.062]	▲0.068 [▲0.063]	▲0.050 [▲0.061]	▲0.063 [▲0.071]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.065	0.062	0.077 [0.062]	0.050 [0.063]	0.037 [0.078]	0.030 [0.068]	0.050 [0.097]	0.050 [0.097]	0.049 [0.078]	0.049 [0.078]
新築10年国債利回り	0.045	▲0.095	0.125 [0.060]	▲0.010 [0.045]	▲0.095 [0.045]	▲0.015 [0.045]	▲0.095 [0.045]	▲0.045 [0.050]	▲0.095 [0.030]	▲0.165 [0.030]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.817	0.751	0.775 (▲0.014)	0.759 (▲0.016)	0.751 (▲0.008)	0.758 (▲0.001)	0.751 (▲0.007)	0.751 (0.000)	0.753 (0.002)	0.749 (▲0.004)
日経平均株価 (225種、末値)	21,454	21,206	24,120 [20,356]	20,015 [22,765]	21,206 [21,454]	21,385 [22,068]	21,206 [21,454]	22,259 [22,468]	20,601 [22,202]	21,276 [22,305]
M2平残	(3.7)	(2.7)	(2.9)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.6)	(2.3)
広義流動性平残	(3.1)	(1.9)	(1.9)	(1.6)	(1.7)	(1.7)	(2.0)	(2.0)	(1.8)	(1.7)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.3)
	銀行計	(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(2.4)
	都銀等	(2.0)	(1.0)	(0.7)	(1.2)	(1.6)	(1.5)	(1.8)	(2.1)	(2.3)
	地銀	(3.6)	(4.3)	(4.5)	(4.3)	(4.1)	(4.1)	(4.0)	(5.9)	(4.9)
	地銀II	(3.0)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲8.6)	(▲5.6)
信金	(2.7)	(2.1)	(2.2)	(2.0)	(1.7)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(4.2)	(3.4)	(3.7)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(2.6)	(2.6)	(2.3)
	都銀	(5.9)	(4.9)	(5.3)	(4.6)	(4.7)	(4.7)	(4.6)	(3.6)	(3.1)
	地銀	(2.5)	(2.7)	(3.0)	(2.6)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(3.9)	(3.1)
地銀II	(2.1)	(▲1.3)	(▲1.3)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲2.0)	(▲1.9)	(▲8.1)	(▲5.2)	

(注) 新築10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料) 内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱UFJ銀行 経済調査室 横田 裕輔 [yuusuke\\_yokota@mufg.jp](mailto:yuusuke_yokota@mufg.jp)  
 芥子 和史 [kazufumi\\_keshi@mufg.jp](mailto:kazufumi_keshi@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。