

## 太陽グラントソントン

## エグゼクティブ・ニュース

## テーマ：2019年（度）の内外経済見通し：景気拡大、勢いに陰り

執筆者：公益社団法人日本経済研究センター 主任研究員 西岡 慎一氏

## 要旨（以下の要旨は2分20秒でお読みいただけます。）

日本漢字能力検定協会が発表した昨年（2018年）の「今年の漢字」は「災」でした。これは夏の西日本豪雨等の自然災害の発生から、改めて災害大国日本を認識させられたことなどによるもので、やや後ろ向きの言葉になりました。翻って今上天皇のご退位で「平成」から新元号に移る2019年（度）の日本の先行きは、果たしてどうでしょうか？

今回は、トランプ大統領発の摩擦に揺れる米中貿易問題や英国のEU離脱問題など多くの海外不安定要因を含む内外経済の見通しについて、日経センターで短期経済予測を担当されている西岡慎一氏に解説して頂きます。

わが国の景気は、昨年夏の広島・岡山等の西日本豪雨や北海道地震などによる景気悪化から持ち直し、来年の東京五輪開催に向けたインバウンド対応投資など企業部門を中心とする需要増などから2018年度はGDPベースで+1.0%の成長が見込まれます。この結果、今年（2019年）1月には「いざなぎ景気」（2002年2月から73ヶ月）を抜いて戦後最長の景気拡大（74ヶ月）となった模様です。

もっとも、この先を窺うと海外貿易摩擦への懸念から（能力増強）投資スタンスが慎重であること、労働需給の逼迫にも拘らず正社員への賃上げに企業が抑制的であること等による個人消費の伸び悩みなどから、2019年度の成長率は前年度をやや下回り潜在成長率（+1%弱）付近の+0.8%に減速すると見込まれます。この間、今年10月に予定されている消費税率の引き上げ（8%→10%）の影響では、約6兆円に及ぶ経済対策や軽減税率の導入等から、前回（14/4月：5%→8%）に比べ消費の落ち込みは回避されそうです。

一方、海外関係に目を転ざると、トランプ大統領の対中国関税引き上げの動きが収まっておらず貿易摩擦問題が依然として燻っており、世界経済への影響が懸念されます。欧州では、今年3月に期限を迎える英国のEU離脱がアイルランドの国境問題を巡る意見の対立等から同離脱案が下院で否決されました（1月15日）。英国の「合意なきEU離脱」の可能性が高くなり、ユーロ経済の混乱が予想されます。以上から、世界の景気は緩やかに減速するものと見込まれます（海外経済の見通し<2018年→2019年>：世界3.9%→3.5%、米国2.9%→2.4%、ユーロ圏1.9%→1.7%、中国6.5%→6.0%）。

このように海外関係での不透明感が強いことから、わが国ではこうしたリスクへの備えとして内需を活性化し、将来不安を解消して行く必要があります。生産性向上への取り組みや雇用・社会保障改革を進めて行くことが重要だと言えるでしょう。

テーマ：2019年（度）の内外経済見通し：景気拡大、勢いに陰り

公益社団法人日本経済研究センター 主任研究員 西岡 慎一

1. はじめに

わが国の景気は緩やかに拡大しており、2019年1月には、戦後最長の景気拡大に達する可能性が高い。しかし、景気の勢いは次第に鈍化している。米中の貿易摩擦が企業や市場のマインドを冷やしており、今後の世界経済を下押しする方向に作用するとみられる。

海外発の下振れリスクも大きい。とりわけ、米国の経済政策を巡る不透明感が強い。引き締め方向の金融政策や財政支出の拡大が米国金利の上昇を招き、株式市場の調整や新興国市場の資金流出につながるおそれがある。通商政策の面でも、保護主義的な通商スタンスが一段と強まる可能性がある。

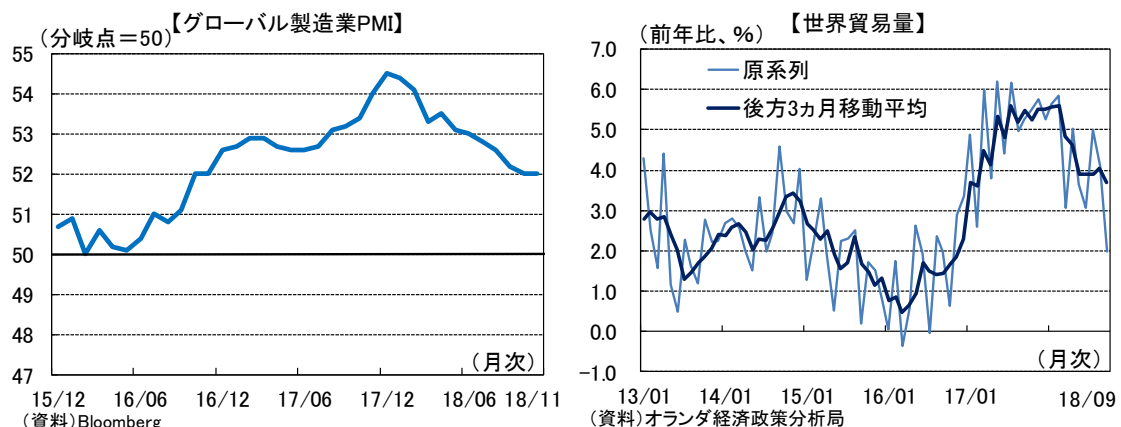
海外リスクへの備えとして、わが国経済は、将来不安を解消し、内需を活性化していく必要がある。生産性向上への取り組みや雇用・社会保障改革などを進めていくことが重要となる。以下では、海外経済と国内経済の現状と先行きを述べた後、今後のリスクについて触れる。

2. 海外経済の現状と先行き

【概観】

グローバルな製造業の景況感は一服し、世界貿易量は減速している（図表1）。2016年後半以降の「世界同時拡大」は終了し、各国間で経済の勢いにばらつきが目立つ。米国は拡張的な財政政策による景気刺激効果から高成長を続けている。一方、中国と欧州では景気減速が明確になっている。新興国も通貨安を受けたインフレや金利上昇などが経済の下押しに作用している。

図表1 グローバル製造業 PMI と世界貿易量



世界経済の GDP 成長率は 18 年に +3.9% と前年なみの成長となったあと、19 年は +3.5% へと減速すると予想した（図表 2）。これは米中の追加関税が世界経済の減速スピードを幾分速めると見込むためだ。国際的な産業連関を組み込んだ「GTAP<Global Trade Analysis Project>モデル」による試算によると、昨年（2018 年）9 月に実施された米国政府による対中関税引き上げ（2,000 億ドルの中国製品）と中国政府による報復（600 億ドルの米国製品への関税引き上げ）は、中国経済を  $\Delta 0.4\%$  ポイント、米国経済を  $\Delta 0.1\%$  ポイント引き下げる。この試算をベースに貿易摩擦の影響を織り込んだ。

図表 2 海外経済の見通し

	(前年比、%)			
	世界	米国	ユーロ圏	中国
2017年	3.9	2.2	2.4	6.9
2018年	3.9	2.9	1.9	6.5
2019年	3.5	2.4	1.7	6.0

(注)世界成長率は日本の輸出額で加重平均、値は暦年。

このモデルでは、関税引き上げによる価格変化の影響のみが捉えられており、金融市場やマインドの変化は捉えられていない。したがって、実際にはこの試算よりも悪化の度合いが大きくなる可能性には注意を要する。

以下では、主要 3 地域（米国、ユーロ圏、中国）の概要を述べる。

### 【米国】

米国経済は拡大している。米国の 18 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）は +3.5% と 4-6 月期（同 +4.2%）に続き高い伸びとなった。個人消費が同 +4.0% と全体をけん引し、前期（同 +3.8%）から加速した。

家計部門では、10-11 月の米民間調査機関コンファレンス・ボード発表に掛かる消費者信頼感指数が 7-9 月期から上昇するなど、消費者マインドは好調である。企業部門でも、10~11 月の ISM（米供給管理協会）製造業景況感指数が引き続き高めで推移するなど、企業の景況感も良好である。こうした好調な米国経済は大型減税に支えられている。

労働需給のタイト化も進んでおり、賃金は緩やかに伸びを高めている。このもとで消費者物価は米連邦準備制度理事会（FRB）の目標値（+2%）の近傍で推移している。FRB は金融政策の正常化を進めており、政策金利の引き上げやバランスシートの縮小を実施している。

先行きは、減税による景気刺激効果が減衰するほか、利上げが進行し、景気拡大ペースは徐々に低下すると見込む。この結果として成長率は、18 年に +2.9% の高成長となったあと、19 年は +2.4% を予想する。

### 【欧州】

ユーロ圏経済は、回復ペースが鈍化している。ユーロ圏の 18 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 +0.2% と 4-6 月期（同 +0.4%）から低下した。米国との貿易摩擦、英国の EU 離脱問題、イタリアの財政問題などが懸念され、企業・家計のマインドが悪化している。EU の排ガス規制が強化されている影響で自動車関連の生産や消費が落ち込んでいることも景気を下押ししている。

先行きのユーロ圏経済は緩やかに減速し、19年には1%台半ばとみられる潜在成長率付近まで低下すると予想する（18年+1.9%、19年+1.7%）。

### 【中国】

中国経済は成長ペースが鈍化している。18年7-9月期の実質GDP成長率は、前年比+6.5%と4-6月期（同+6.7%）から減速した。これには、公共投資が減速したことが背景にある。米中の貿易摩擦への懸念がマインドを悪化させていることも、消費の減速につながっている。

先述のとおり、昨年9月から実施されている米国による追加関税は、輸出や生産を相応に下押しするとみられる。これに対して、中国政府は18年夏場に、地方政府のインフラ投資を促進する政策を打ち出したほか、法人税や所得税などの減税も実施している。18年の減税規模は1,000億ドル超と米国による追加関税負担（625億ドル）を上回る規模となっている。金融政策の面でも、人民銀行が預金準備率を段階的に引き下げており（18年中に累計△2.5%の引き下げ）、緩和姿勢を示している。

追加関税による悪影響は、こうした政策である程度相殺されると見込む。成長率見通しは18年+6.5%、19年+6.0%とした。

## 3. 国内経済の現状と先行き

### (1) 現状

18年10-12月期の景気は、夏場の自然災害（西日本豪雨、大型台風、北海道地震など）による悪化を脱し、リバウンドしている。

7-9月期の実質GDP成長率（1次QE）は、前期比△0.6%（年率-△2.5%）とマイナス成長となった。7月は西日本豪雨による水害の影響で、中国地方の多くの工場が操業を停止した。9月には、大型台風による暴風雨の影響で近畿地方の工場が稼働を見送った。関西空港も閉鎖され、電子部品などの輸出が減少した。北海道でも大規模な地震が生じ、停電の影響で生産活動が停滞した。9月の訪日外国人客数が前月比△16%減少するなど、被害はインバウンド需要にも及んだ。

各地の災害復旧は、順調に進んでおり、10月以降は挽回生産が本格化している。10月の鉱工業生産は7-9月期対比で+2.7%と増加した。10月の実質輸出も、7-9月期対比で+3.0%へと増加した。7-9月期に落ち込んだ自動車関連や資本財関連が反発している。アジア向けの情報関連輸出も増加を続けている。

### (2) 先行き

わが国の経済成長率は18年度+1.0%、19年度+0.8%と、潜在成長率（1%弱）付近まで減速すると見込んだ（図表3<次頁>）。ここでは外需が徐々に弱まる下で、企業の慎重な投資スタンスと賃上げスタンスが継続し、内需の盛り上がりには欠ける展開を予想している。



図表3 実質 GDP 成長率見通し

(年度)	(前年比%、寄与度%ポイント)		
	2017	2018	2019
実質国内総支出	1.9	1.0	0.8
国内需要(寄与度)	1.4	1.1	0.8
民間最終消費支出	1.0	0.8	0.7
民間住宅投資	▲0.7	▲4.7	2.1
民間企業設備投資	4.6	3.8	2.1
公的固定資本形成	0.5	▲1.8	0.3
外需(寄与度)	0.4	▲0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	6.4	2.5	2.7
財貨・サービスの輸入	4.1	2.7	2.5
名目国内総支出	2.0	0.8	1.5
GDPデフレーター	0.1	▲0.2	0.7
消費者物価指数(生鮮食品除く総合)	0.7	0.9	1.0

(注)消費者物価指数は消費税の影響を除くベース。

(資料)内閣府『四半期別GDP速報』、総務省『消費者物価指数』

### 【企業部門】

企業部門は好調を継続している。日銀の業況判断DIは、18年に入って既往の資源高の影響や貿易摩擦への懸念などから低下方向にあるが、水準は引き続き高い。この下で、18年度の設備投資計画は強気であり、実行に移されている。設備投資は、①次世代自動車やIoTなど新技術に対応した能力増強投資・研究開発投資、②東京五輪開催も見据えたインバウンド対応投資、③人手不足に対応した省力化投資を柱としている。

ただし、設備投資はキャッシュフローを大きく下回る水準にとどまっており、企業の投資スタンスは引き続き慎重である。19年度は、企業収益の伸びが落ち、設備投資の増加ペースも鈍化すると予想する。

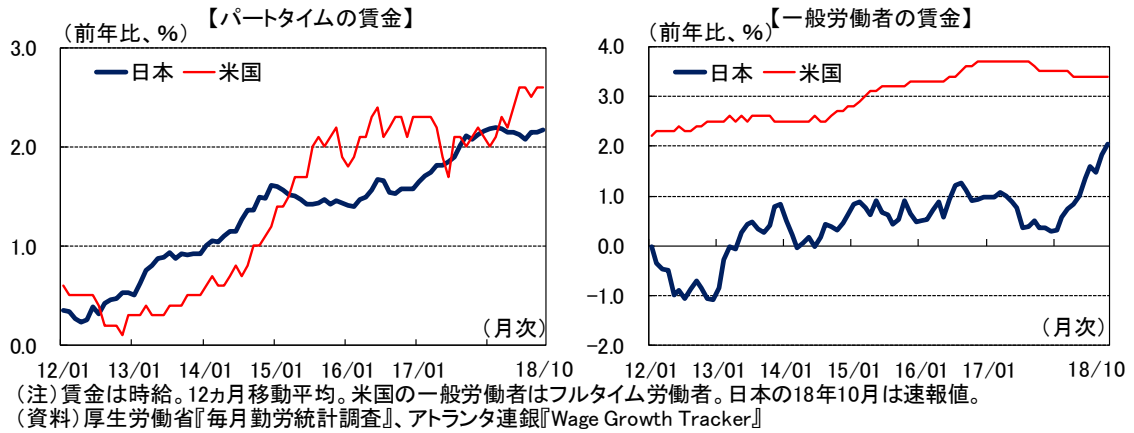
### 【家計部門】

家計部門は盛り上がり欠ける展開が続いている。これには、企業の慎重な賃上げスタンスが響き、賃金が伸び悩んでいることが背景にある。社会保障改革の遅れなどが将来不安を招いていることも一因である。

景気回復が長期に及ぶなかで、労働需給はかなり逼迫しており、この点はパートタイムの賃金上昇にしっかりと反映されている。実際、最近のパートタイム賃金の伸びは、賃金・物価が上昇し金融政策の正常化が進む米国と遜色ない(図表4<次頁>)。対照的に伸び悩んでいるのは、正社員の賃金である。企業は、経営の先行きが不透明な中で、正社員の長期雇用を確保する必要がある。このため、中長期的な成長期待が大きく改善しない限り、企業は正社員のベア引き上げに慎重とならざるを得ない。賃金の伸び悩みは、物価上昇を抑制し、金融政策の正常化を遅らせる主因ともなっている。

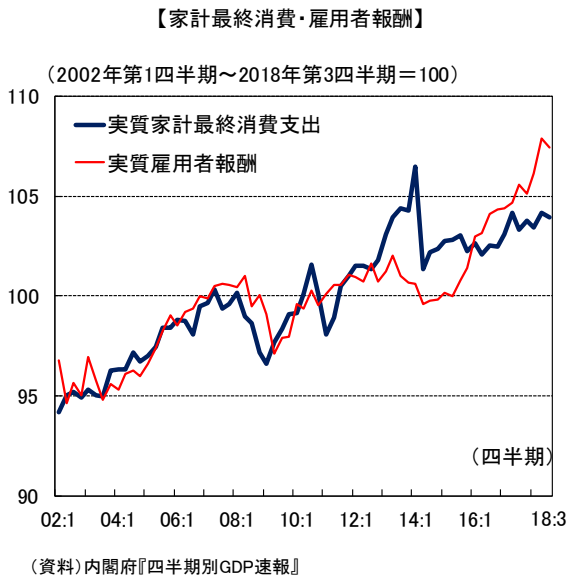


図表4 賃金の伸び率

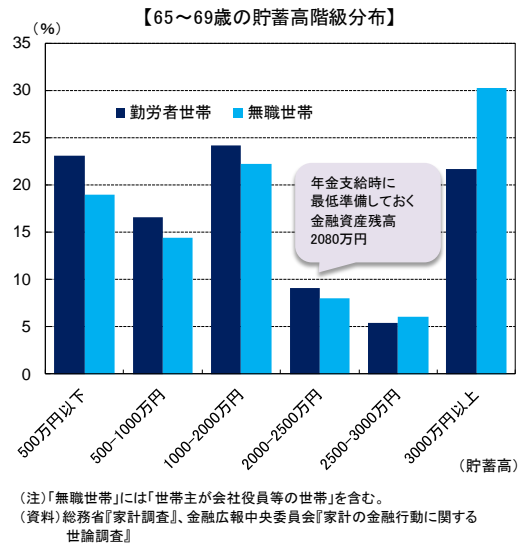


将来不安が大きいことも個人消費の伸びを抑制している。今回の回復局面では、女性や高齢者の労働参加の高まりが雇用者報酬を押し上げている。しかし、これが消費の伸びにつながっていない(図表5)。女性の労働参加は、配偶者の賃金が伸び悩む中で、将来資金を確保したい動機が働いている可能性がある。働く高齢者は貯蓄を十分に蓄えてこなかった傾向にあり、高齢者の労働参加は消費ではなく貯蓄に回っている可能性がある(図表6)。

図表5 家計消費・雇用者報酬



図表6 65～69歳の貯蓄高階級分布



女性や高齢者の労働参加はアベノミクス期における最大の成果の一つである。しかし、労働参加の高まりが消費の盛り上がり結びついていない。このためには、正社員の賃金上昇や将来不安の払拭が不可欠である。

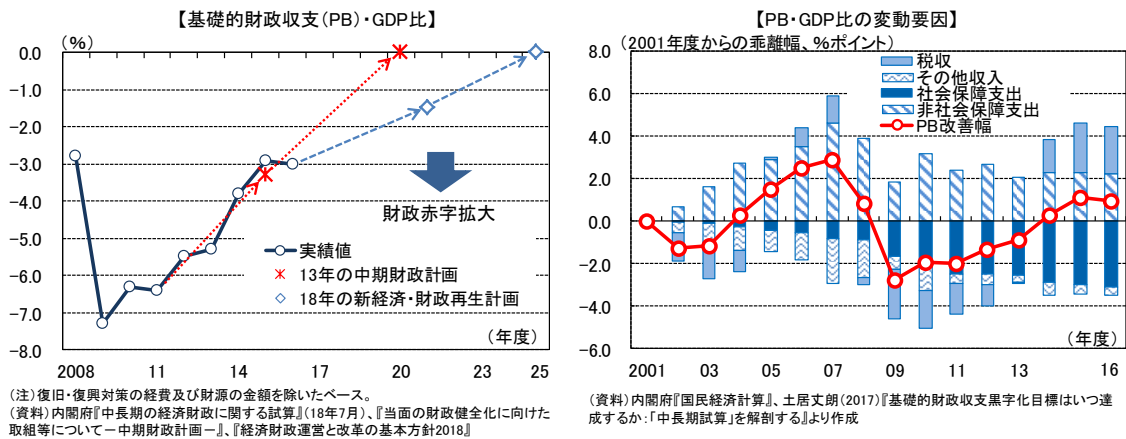
個人消費では、今年10月の消費税率引き上げ(8%→10%)の影響が懸念されるが、総額約5.7兆円の大型経済対策や軽減税率の導入から前回(14/4:5%→8%)の時のような落ち込みは回避されると考えられる。

【政府部門】

政府部門では、西日本豪雨や北海道地震の災害復旧などを盛り込んだ18年度第1次補正予算が成立した。総額は9,356億円であり、政府支出に織り込んだ。これにより、公的固定資本形成は19年度+0.3%と増加を見込んだ。

政府は、18年6月に公表した「経済財政運営と改革の基本方針」で、基礎的財政収支を黒字化する時期を2025年度とし、これまでの目標を5年先延ばしにした(図表7)。基礎的財政収支の赤字額は、GDP対比で3%(16年度)にのぼり、拡大を続ける社会保障費が収支改善の重石となっている。

図表7 基礎的財政収支・GDP比



社会保障改革の遅れは、景気悪化時の財政出動の余地を狭めている。さらに、家計の将来不安の解消を妨げ、個人消費を抑制する一因となっている可能性もある。この点、政府は、10月に「全世代型社会保障改革」を打ち出し、高齢者の雇用推進や社会保障費の抑制に向けて新たな工程表を作成することを表明した。今後の動きが注目される。

【物価】

消費者物価は伸び悩むと見込む。18年10月のCPIコア(生鮮食品除く総合)は前年比+1.0%と、7-9月期(同+0.9%)から伸びが幾分拡大した。ただし、これは既往の資源高によるエネルギー価格上昇を反映したものであり、エネルギー価格以外の多くの品目は引き続き伸びが緩慢である。物価の基調を示す「刈込平均値(物価変動率が大きい品目を除外した指数)」は10月で+0.6%と7-9月なみの低位にとどまっている。

資源高やパート・アルバイトの人件費上昇を価格に転嫁する動きは限られており、多くの企業が業務改善などを通じてコスト増加を吸収している。今後も、正社員を含めた本格的な賃金上昇は見込みがたく、物価上昇は緩慢と考えられる。CPIコア(消費税率引き上げの影響を除く)の上昇率は、18年度+0.9%、19年度+1.0%、20年度+1.0%と予想する。

今後の下振れ要因も多い。格安スマートフォンの普及などにより携帯電話料金の値下げ競争が激しくなっており、最近では一部の大手キャリア(ドコモ、ソフトバンクなど)が19年より2~4割の通信料値下げを打ち出した。仮に、他のキャリアが追随した場合、CPIを最大で0.8%ポイント下押しする可能性がある。また、19年度から20年度にかけて幼児教育や高等教育の無償化が計画されており、相応の下振れが生じ

る可能性がある。これらの詳細はまだ明らかでなく、今回の見通しには織り込んでいない。

#### 4. リスク

海外発のリスクが高まっている。特に、米国の経済政策を巡るリスクが高まっている。欧州の政治情勢も引き続き混乱している。わが国では、内需の盛り上がり欠けるうえに、財政・金融政策の対応余地が小さく、海外発のリスクには注意が必要である。

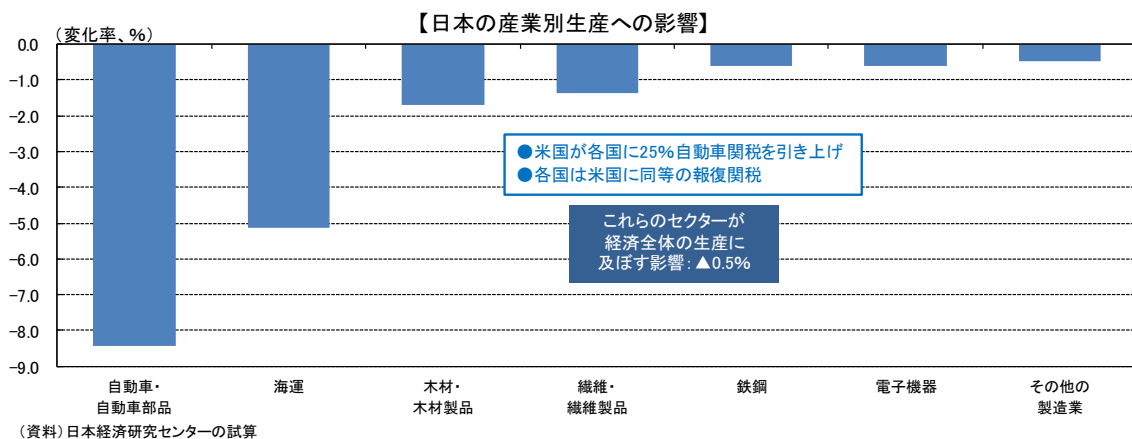
##### 【米国の通商政策】

米国政府による保護主義的な通商スタンスが強まるおそれがある。好調な米国経済と減速気味の世界経済は、米国の貿易赤字拡大につながりやすい。支持率回復を目論む大統領が通商交渉スタンスを一段と硬化させる可能性がある。

12月の米中首脳会談で米国による関税引き上げはいったん棚上げされ、米国政府は19年1月から予定されていた2,000億ドルの中国製品に対する25%への関税引き上げ（現在は10%）を90日間猶予することを中国政府との間で合意した。一方、知的財産権の保護や米企業への技術移転の強要などの問題を巡って協議が継続された。ただし、ここで合意できなければ関税引き上げが実施されることになり、依然として不透明感が強い。さらに、米国政府は中国製品2,670億ドルの追加関税も検討しており、これが実現した場合の世界経済への影響は大きい。

わが国でも、19年1月には、日米物品貿易交渉（TAG<Trade Agreement on Goods>）が開始される予定である。自動車関税の引き上げが大きな焦点となる。先述の「GTAPモデル」による試算では、米国による全貿易相手国への25%の自動車関税引き上げとこれに相当する各国の報復措置が実施された場合、わが国では、自動車のほか関連産業の生産が大きく下押しされる（図表8）。この悪影響は日本全体の生産を0.5%程度下押し計算となる。このほか、農産物の取り扱いが争点となるほか、為替介入による円安誘導を禁止する「為替条項」が議論の対象となるかどうか注目される。

図表8 自動車関税引き上げの影響



##### 【米国の長期金利上昇】

FRBの要人は、世界経済の減速を懸念する向きを示しており、これが19年の利上げペースが鈍化するとの思惑を生んでいる。パウエル議長は、現在の政策金利は中立金



利に近い旨の発言を行っている。これを受けて市場参加者の間では、19年の利上げ回数はいずれもこれまでの2回から1回に減るとの見方が多くなっている。

もっとも、米国の長期金利が上昇するリスクは引き続き大きい。労働需給が逼迫するも、インフレ圧力は強く、長期金利は上がりやすい状況にある。また、FRBは、過去に買い入れた資産を圧縮しており、これまでの金利抑制効果が減じている。さらに、大統領や共和党は一段の減税や公共投資を打ち出しており、民主党との協議次第では財政拡大が実施される可能性もある。財政赤字の拡大は、財政リスクプレミアム（財政悪化に対する利回りの上乗せ分）の上昇を通じて、長期金利を押し上げる可能性がある。

新興国市場では、投資資金が流出し、通貨や株価が下落しやすい状況にある。通貨安はドル建て債務の返済負担を増大させ、ひいては、先進国を含む金融機関の資産を毀損する恐れがある。今後の新興国の債務返済能力と金融機関のバランスシートの状況にも注意が必要である。米国金利の上昇は、米国経済が下押しされるだけではなく、国際金融市場の不安定化などを通じてわが国経済にも波及しうる。

### 【欧州の政治情勢】

英国では、19年3月末のEU離脱が円滑に進まない可能性が高まっている。20年末までの移行期間を設け、円滑な離脱を実現するには、英国政府とEUが合意した離脱条件案を英国とEUそれぞれの議会が承認する必要がある。ただし、英国議会では、アイルランドの国境問題などを巡って、野党や与党内の離脱強硬派が合意案に反対するおそれがある（注：19年1月15日、英国下院でEU離脱協定案を否決＜本稿は以下を含め、この情報を含んでいない＞）。

仮に英国議会で承認が得られなかった場合、「合意なき離脱」に陥り、19年3月末から英国とEU間で関税を含む通商手続きが復活するほか、規制や法制も変更となり、企業活動が停滞する可能性がある。

イタリアでは、減税や歳出増などを盛り込んだ拡張的な予算案にEUが難色を示している。財政悪化やEUとのあつれきへの懸念から、イタリアの長期金利が上昇する場面がみられている。イタリアの反EU姿勢が強まること大きなリスクとなる。

(2018年12月14日脱稿)

以 上





#### 執筆者紹介

---

**西岡 慎一(にしおか しんいち) 1974年 大阪府生まれ**  
公益社団法人日本経済研究センター 主任研究員

#### <学歴・職歴>

1999年 大阪大学大学院経済学研究科博士前期課程修了  
1999年 日本銀行入行  
2009年 日本銀行調査統計局企画役  
2018年 日本経済研究センター研究本部主任研究員