

2018 年 11 月 21 日 全 13 頁

日本経済見通し：2018 年 11 月

「日本経済減速・世界経済減速・米国一強」の本質と 2019 年の展望

経済調査部
エコノミスト 小林 俊介
研究員 廣野 洋太

[要約]

- 2018 年の世界経済の減速は「2017 年ボーナス（①米国を中心とした在庫循環の好転、②共産党大会を控えた中国経済の加速、③財政緊縮から拡張への移行に伴う欧州経済の回復）」の剥落によるものであり、このことは過去の日本経済見通しでも指摘してきた通りだ。これに加え、2018 年の世界経済のもう一つの特徴である「米国一強」の背景として、①減税効果、②米国財政・金融政策の結果としての世界的なファイナンスコストの上昇、③米中冷戦下での「取り分」調整、の三つの要因が挙げられる。
- これらを踏まえた上で今後を展望すると、世界経済の減速は続く可能性が高い。まず、循環的には世界経済は在庫調整局面を迎えている。また、国債需給の悪化を受けた米国債金利の高止まりは続きそうだ。加えて、2019 年以降は欧州でも同様の現象が発生する可能性が高い。米中間の関税引き上げに伴う悪影響は（現時点で公表されている規模から拡大しない限りにおいて）、足下の原油価格の下落が続くとすれば、その大部分が相殺される可能性が高い。しかし循環的な在庫調整の継続、および米欧を中心とするファイナンスコストの上昇を主因として、世界経済は緩やかな減速を続けるだろう。
- 世界経済と同様に日本経済も、「2017 年ボーナス」が剥落する格好で、踊り場に位置している。まず在庫循環は「積み増し」局面から「意図せざる在庫増」局面に突入しつつあり、いずれ「在庫調整」局面を迎える可能性が高い。また、輸出は世界経済の減速を反映する形で、ピークアウトの兆しを強く示している。日本経済は当面、潜在成長率を若干下回る低空飛行を続ける公算が大きい。
- 日本経済の成長に対する外需寄与の低下に伴い、内需が相対的に重要性を増してくるが、先行きの内需には好悪両方の材料が存在している。好材料は、原油価格の下落だ。他方、成長率の下押し要因となるのが 2019 年 10 月に予定されている消費増税だ。これらの効果は今後の原油価格および財政政策による対応によって変動するが、現時点では上述の低空飛行シナリオを変更するほどの変動を見込んではいない。当社では前年度比で 2018 年度+1.0%、2019 年度+0.8%の成長率をベースラインシナリオとしている。

経済見通しを改訂：2018 年度+1.0%、2019 年度+0.8%

2018 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.2%（前期比▲0.3%）と 2 四半期ぶりのマイナス成長に転換した。マイナス転換の背景として酷暑、豪雨、台風、地震といった自然災害要因が挙げられるが、一過性の要因を除いても基調は弱い。2017 年 10-12 月期以降、実質 GDP の水準は横ばい圏での推移が続いている。日本経済は踊り場局面にあるという当社従来の判断に変化はない。

今回の GDP 発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2018 年度が前年度比+1.0%、2019 年度が同+0.8%である。先行きの日本経済は、在庫循環および外需寄与が剥落する中、低空飛行を続ける公算が大きい。在庫循環は「積み増し」局面から「意図せざる在庫増」局面に突入しつつある。いずれ「在庫調整」局面を迎える可能性が高い。輸出は昨年度まで①米国を中心とした在庫循環上の回復、②共産党大会を控えた中国経済の加速、③財政緊縮から拡張への移行に伴う欧州経済の回復により加速してきたが、これらの効果は剥落している。減税効果が顕在化している米国経済は好調だが、いずれその効果も消える。そして今後は米中冷戦の効果も発現する。加えて国内に目を向けても、2019 年 10 月には消費増税が控えている。日本経済の成長率は当面、潜在成長率を下回るペースにとどまるだろう。

2018 年「世界経済減速」のシンプルな本質

2018 年の世界経済の成長率は、年初時点でのコンセンサスに対して「期待外れ」の実績値にとどまっている。例えば IMF の世界経済見通しでは、1 月時点で世界経済成長率が 2018 年+3.9%、2019 年+3.9%（17 年実績+3.7%）へと加速する見通しが提示されていた。しかし、10 月時点で 2018 年+3.7%、2019 年+3.7%まで見通しが引き下げられている。また、その後の経済統計を確認する限り、今後も下方修正が行われる可能性が高い。

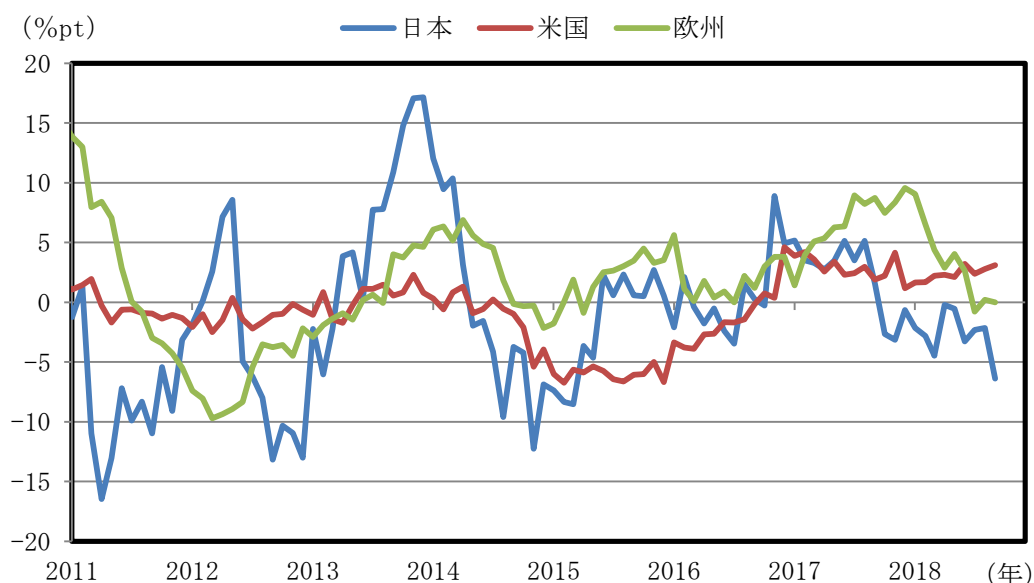
2018 年の世界経済は、なぜ年初のコンセンサスに対して「期待外れ」に終わってしまったのだろうか。一部には「米中通商戦争懸念」をその要因として挙げる声もあるようだが、現在の世界経済減速を説明する要因として、同問題はいささか力不足であるように見える。そもそも、米中間で実際に関税が発動され始めたのは 7 月 6 日以降のことだ。また、より広範な品目に対して追加関税が発動されたのは 9 月 24 日である。少なくとも関税の直接的な影響は、現時点で公表されている経済統計上で顕著には確認されていない。影響が出るのはむしろこれからだと考えるべきだろう。

もちろん、今後の打撃を予期して、企業の設備投資を中心とした経済活動が阻害されている可能性は指摘されて然るべきだ。しかしこの場合、最も影響を受けるのは当該国の設備投資となるが、中国の民間設備投資の減速は、少なくとも中国の他の主要経済統計に比べると緩慢である。また、米国において企業部門における陰りは確認されない。むしろ 2018 年の世界経済の減速は米国以外（日本、欧州、新興国など）によってもたらされている。

世界経済減速の本質は、単純に「2017 年がそもそもでき過ぎだった」ことの裏返しだ。過去の**日本経済見通し**¹でも指摘してきた通り、2017 年には、①米国を中心とした在庫循環の好転、②共産党大会を控えた中国経済の加速、③財政緊縮から拡張への移行に伴う欧州経済の回復が重なっており、これらの要因が各地域経済および世界経済の成長率を加速させた。

もう少し時間軸を延ばすと、2017 年の世界経済加速の背景として重要な要素の一つに、2015-16 年の減速からの反動が存在する。ギリシャの財政問題が欧州資本市場に混乱をもたらしたのが 2015 年だ。また、中国からの資金逃避²に伴う中国および世界経済の成長鈍化も同じ 2015 年に発生している。その後遺症が 2016 年の世界的な在庫・生産調整につながっていく（**図表 1**）。

図表 1：日米欧の出荷在庫バランス



(注 1) 出荷在庫バランス＝出荷前年同月比－在庫前年同月比。

(注 2) 欧州はEU28。欧州のみ生産指数前年同月比－在庫DI前年同月差。

(出所) 各国統計より大和総研作成

¹ 詳細は下記レポートを参照。小林俊介「[日本経済見通し：2017 年 9 月 17 年度+1.7%、18 年度+1.3%/世界経済の拡大局面は何合目まで到達したのか](#)」（大和総研レポート、2017 年 9 月 20 日）

小林俊介「[日本経済見通し：2017 年 10 月 『政治の季節』の注目点 / 『いいとこ取り景気』の光と影](#)」（大和総研レポート、2017 年 10 月 20 日）

小林俊介「[日本経済見通し：2017 年 11 月 堅調な景気拡大が続くが、成長速度は 17 年度に一旦ピークアウト](#)」（大和総研レポート、2017 年 11 月 21 日）

小林俊介「[2018 年の日本経済見通し 成長の牽引役は『外需から内需』、そして『量より質』へ](#)」（大和総研レポート、2017 年 12 月 19 日）

小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2018 年 4 月 米中関税合戦で日本経済・企業業績はどうなる？/金融市場混乱の根底にあるもの](#)」（大和総研レポート、2018 年 4 月 16 日）

小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2018 年 5 月 日本経済は踊り場局面入り/原油価格高騰が日本経済・企業収益に与える影響試算](#)」（大和総研レポート、2018 年 5 月 22 日）

小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2018 年 8 月 I. 日本経済は踊り場局面、見通しに変更なし（18 年度+1.0%、19 年度+0.8%）II. 再推計：米中通商戦争の激化で世界経済はどうなる？III. 検証：なぜ賃金・所得が改善しても消費が回復しないのか？](#)」（大和総研レポート、2018 年 8 月 17 日）

² そしてこの資金逃避の背景にドル高・金利上昇が存在することを踏まえると、2014 年までの米国経済の回復・需給ギャップの引き締まりが発端にあるとの指摘も可能だろう。

しかし 2016 年 11 月の米国大統領選挙後、財政支出拡大への期待も高まり、株式市場に主導される形で景況感が世界的な改善に向かう。また、ECB による量的緩和などが奏功し、高水準に達していた南欧諸国の国債利回りも低下に向かう中、財政問題も沈静化していった。加えて、2017 年には共産党大会を控えた中国が財政拡張政策および緩和的金融政策を実施している。これらが 2017 年の企業行動・家計行動を活発化させ、世界経済を加速させたわけだが、前年に企業在庫が絞られたことで、在庫復元のための生産活動がより活発化された点も見逃せない。

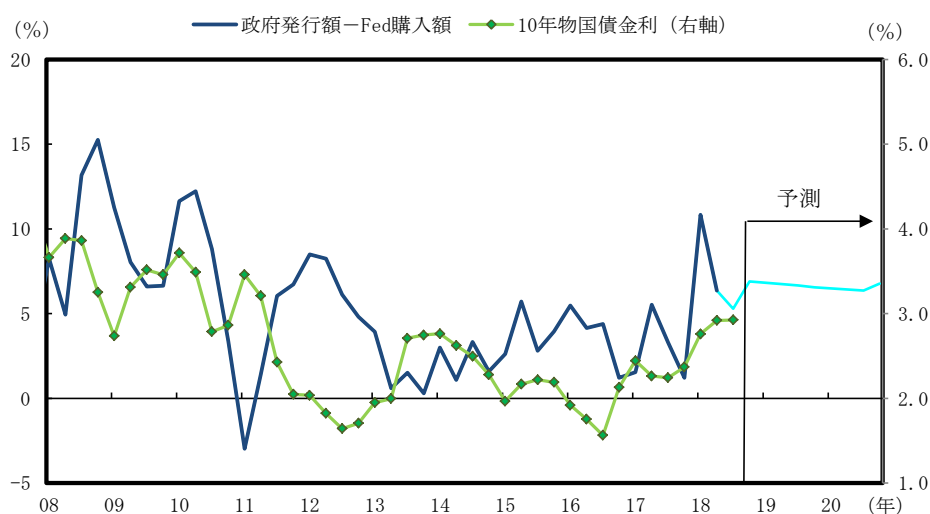
しかし翻って現在、もはや「2017 年ボーナス」は残されていない。残されたのは、再度積み上げられた在庫である。従って 2018 年、そして恐らく 2019 年は、再び循環的な調整局面に入るとみることが妥当なベースラインシナリオと言えるだろう。

2018 年「米国一強」の三つの本質

もともと、世界経済の循環的な減速の中で、米国だけが成長加速を実現していることもまた、2018 年の特徴として挙げられる。もちろん「米国一強」の背景を「減税効果」と言ってしまうえばそれまでだ。しかし減税効果に加えて二つ、重要な側面が存在する。

一つの重要な側面は、米国が財政赤字を拡大するほど、当然のことながら米国債金利が上昇し、世界全体に対して金融引き締め効果を持つという事実だ。そもそも 2017 年 10 月以降、Fed は過去の量的緩和により膨張した保有資産の圧縮（保有債券の償還）を進めている。これはすなわち、市場における債券流通量の増加と、ドル通貨流通量の減少を意味する。そしてここに「減税」が加わる。減税に伴う財政赤字の拡大＝国債発行量の増加は、前述した Fed の保有資産圧縮と相俟って、米国債金利を上昇させ、世界中のドルファイナンスのコストを高めることになる。より単純化して言えば、米国の財政政策は、米国経済に対しては好材料となるが同時に、世界経済に対しては悪材料となり得る構図が存在するということだ（図表 2）。

図表 2：米国債の純発行額（GDP 比）と 10 年物国債金利の推移



(注) 2018年以降は、FRBとCBOの見通しより大和総研試算。
(出所) FRB、CBO、Haver Analytics より大和総研作成

もう一つの側面は、米中冷戦下における「同盟国間でのゼロサムゲームの取り分調整」だ。

日本経済見通し:2018年10月³でも指摘したように、米国による中国たたきに関税にとどまらない。続いて同盟国による言わば「中国包囲網」が着実に形成され始めている。日米欧は「知的財産の収奪、強制的技術移転、貿易歪曲的な産業補助金、国有企業によって創り出される歪曲化及び過剰生産を含む不公正な貿易慣行に対処するため」（日米共同声明 外務省仮訳より抜粋）、WTO改革を行うことで合意した⁴。NAFTAの続編であるUSMCAでも、非市場型経済国と貿易交渉を行う場合に他のUSMCA加盟国との協議を義務付ける条項が盛り込まれた⁵。中国が完全な市場化を進めるまで、中国封じ込め作戦を続ける準備が整い始めている。

そして冷戦は消耗戦である。消耗戦を優位に戦う上では兵糧補給が重要となる。それが同盟国からの、言わば徴税である。日本は米国内における自動車産業の投資を、EUは関税の引き下げを、USMCA加盟国は米国内生産比率の向上をそれぞれ容認した。すなわち、米中冷戦下の世界新秩序を単純化すれば、「米中はネガティブサムのゲームを、米国および同盟国はゼロサムゲームの中で米国が取り分を増やすゲームを」続けることになる。これは2018年の「米国一強」の背景ではないが、2019年以降も「米国一強」が続く可能性が高いことを示唆する一つの重要な要因となる。

図表3:「日米共同声明」全文（仮翻訳）⁶

1	2018年9月26日のニューヨークにおける日米首脳会談の機会に、我々、安倍晋三内閣総理大臣とドナルド・J・トランプ大統領は、両国経済が合わせて世界のGDPの約3割を占めることを認識しつつ、日米間の強力かつ安定的で互恵的な貿易・経済関係の重要性を確認した。大統領は、相互的な貿易の重要性、また、日本や他の国々との貿易赤字を削減することの重要性を強調した。総理大臣は、自由で公正なルールに基づく貿易の重要性を強調した。
2	この背景のもと、我々は、更なる具体的手段をとることも含め、日米間の貿易・投資を互恵的な形で更に拡大すること、また、世界経済の自由で公正かつ開かれた発展を実現することへの決意を再確認した。
3	日米両国は、 <u>所要の国内調整を経た後に、日米物品貿易協定(TAG)について、また、他の重要な分野(サービスを含む)で早期に結果を生じ得るものについても、交渉を開始する。</u>
4	日米両国はまた、 <u>上記の協定の議論の完了の後に、他の貿易・投資の事項についても交渉を行うこととする。</u>
5	上記協定は、双方の利益となることを目指すものであり、交渉を行うに当たっては、日米両国は以下の他方の政府の立場を尊重する。 — <u>日本としては農林水産品について、過去の経済連携協定で約束した市場アクセスの譲許内容が最大限であること。</u> — <u>米国としては自動車について、市場アクセスの交渉結果が米国の自動車産業の製造及び雇用の増加を目指すものであること。</u>
6	日米両国は、第三国の非市場志向型の政策や慣行から日米両国の企業と労働者をより良く守るための協力を強化する。したがって我々は、 <u>WTO改革、電子商取引の議論を促進するとともに、知的財産の収奪、強制的技術移転、貿易歪曲的な産業補助金、国有企業によって創り出される歪曲化及び過剰生産を含む不公正な貿易慣行に対処するため、日米、また日米欧三極の協力を通じて、緊密に作業していく。</u>
7	日米両国は上記について信頼関係に基づき議論を行うこととし、 <u>その協議が行われている間、本共同声明の精神に反する行動を取らない。</u> また、他の関税関連問題の早期解決に努める。

(出所) <https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/000402972.pdf> (着色、下線は筆者)

³ 詳細は下記レポートを参照。小林俊介・廣野洋太「日本経済見通し：2018年10月 米中貿易戦争の本質 - 「歴史の終わり」の終わり（もしくは始まり）-」（大和総研レポート、2018年10月23日）

⁴ より詳細な内容は、日米共同声明の前日（9月25日）に発表された「[三極貿易大臣会合共同声明](#)」を参照。

⁵ 詳細は下記資料の“Article 32.10: Non-Market Country FTA”を参照。

“USMCA CHAPTER 32 - EXCEPTIONS AND GENERAL PROVISIONS”

⁶ 正文は下記資料を参照。 “[Joint Statement of the United States and Japan](#)”

2019 年の世界経済展望

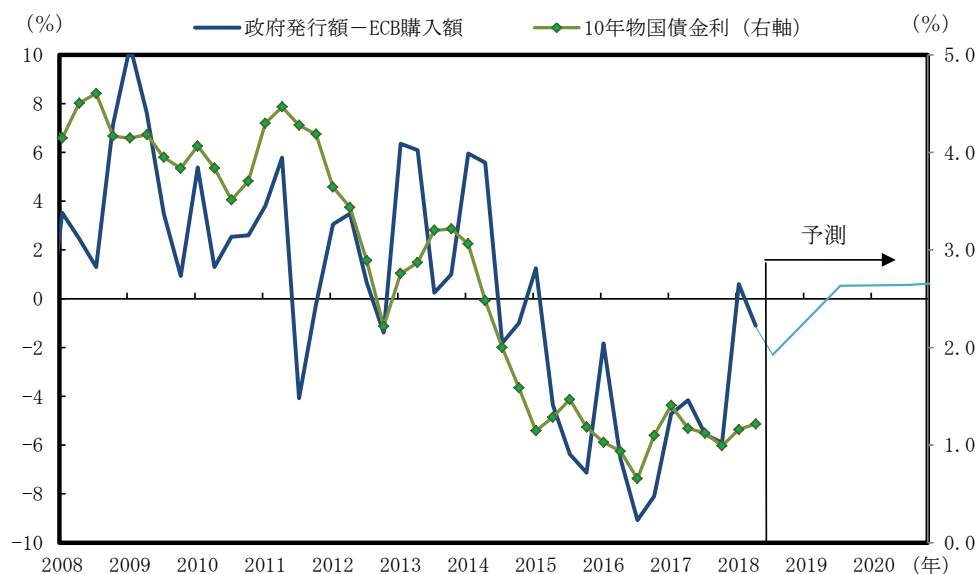
さて、これまでの議論を踏まえた上で再度、2019 年の世界経済を展望すると、どのような姿が浮かび上がってくるだろうか。まず、循環的には世界的な在庫調整局面を迎えることがベースラインとなりそうだ。

加えて、前述した国債需給の悪化を受けた米国債金利の高止まりは続きそうだ。Fed による保有資産の圧縮ペースは、2017 年 10 月の開始時点では月額 100 億ドルが最大値として設定されてきたが、以降、3 ヶ月おきに月額 100 億ドルずつ加速し、2018 年 10 月以降は最大月額 500 億ドルの資産圧縮が続く。従って Fed が資産圧縮を停止するまで、現行のドル供給量の減少は維持されることになる。もっとも、そのペースは一旦ピークに達しつつあるとも言える（**前掲図表 2**）。

しかし注意が必要なのは、米国に続いて欧州でも同様の現象が発生する可能性が高い事実だ（**図表 4**）。ECB は 2017 年末まで月額 600 億ユーロの量的緩和政策を実施してきたが、2018 年 1 月からは月額 300 億ユーロ、同年 10 月からは月額 150 億ユーロへの減額を行っている。そして 2019 年 1 月からは量的緩和が停止され、同年夏以降の利上げも検討されているところだ。そこに加えて、政治的な不確実性が入り混じる。

イタリア出身のドラギ氏は 2011 年から ECB 総裁を務め、南欧を中心とした債務危機の処理に金融政策面からサポートを与えてきたが、その任期は 2019 年に切れる。後任として名前が挙がっている候補者はいずれもフランス以北、すなわちドラギ総裁が導入したマイナス金利政策により金融機関が苦境に喘いでいる国々の出身だ。2018 年に発生した世界的なファイナンスコスト上昇の問題は、米国（ドル）から欧州（ユーロ）へと震源地が移る可能性にも注意が必要だろう。

図表 4：ユーロ圏国債の純発行額（GDP 比）と 10 年物国債金利の推移



（注）10年物国債金利はユーロ圏全体の加重平均値。

2018年以降の見通しはIMFおよびECBの見通しから大和総研作成。

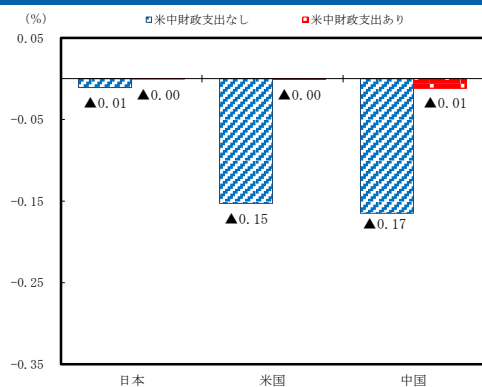
（出所）ECB、EuroStat、IMF、Haver Analytics より大和総研作成

「米中冷戦」の経済的インパクト

加えて、前述したように、「米中冷戦」の悪影響はこれから本格的に顕在化する。当社のモデル試算による「米中冷戦」の経済効果は図表 5-8 に示す通りだ。図表 5-6 は、米国が中国からの 2,000 億ドル相当の輸入品目に対する追加関税率を 10% で据え置いた場合の影響を試算している。他方、図表 7-8 は、同関税率が 25% に引き上げられた場合の試算を示している。

いずれの前提条件が実現するかは流動的な状況にある。米国は 25% への関税率引き上げを表明している。しかし 11 月末の G20 首脳会合前後で米中首脳会談が調整されていることもまた、取り沙汰されているところだ。米中首脳会談が行われるということは、双方にとって会談を行うメリットがあるということであり、中国側にとっての要望の一つとして想像に難くないのが、米国による追加関税率引き上げの停止である。従って米中首脳会談の実施そのものは短期的な好材料（悪材料の縮小）として受け止められることになるだろう。もっとも、日本経済見通し：2018 年 10 月⁷でも指摘したように、中長期的には米中冷戦の構造が続く公算が大きい。

図表 5：関税の影響試算（総括版）



(注) 全て実質。実績値からの乖離率。
(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

図表 6：日米中経済に与える影響（詳細版）

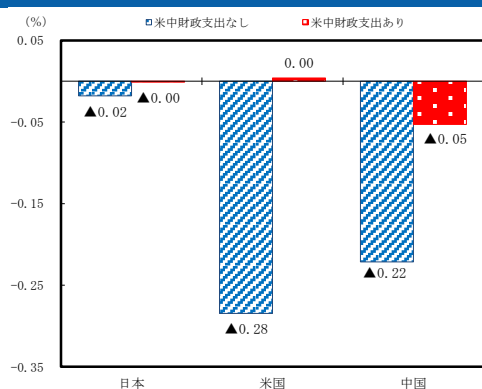
中国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.17	▲0.34	▲0.06	0.00	▲0.30	▲0.32
	寄与度		▲0.13	▲0.03	0.00	▲0.06	0.06
米中財政支出あり	乖離率	▲0.01	▲0.34	▲0.00	0.93	▲0.22	▲0.20
	寄与度		▲0.13	▲0.00	0.13	▲0.04	0.03
米国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.15	▲0.26	▲0.20	0.00	▲0.09	▲0.47
	寄与度		▲0.18	▲0.03	0.00	▲0.01	0.08
米中財政支出あり	乖離率	▲0.00	▲0.26	▲0.00	1.08	▲0.07	▲0.05
	寄与度		▲0.18	▲0.00	0.18	▲0.01	0.01
日本経済に与える影響		実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.01	▲0.00	▲0.00	▲0.08	▲0.12	▲0.11
	寄与度		▲0.00	▲0.00	▲0.01	▲0.02	0.02
米中財政支出あり	乖離率	▲0.00	▲0.00	▲0.00	▲0.00	▲0.00	▲0.00
	寄与度		▲0.00	▲0.00	▲0.00	▲0.00	0.00

(注1) 米国が中国からの輸入500億ドルに25%、2,000億ドルに10%課税。
中国が米国からの輸入500億ドルに25%、600億ドルに7.4%課税した場合の影響試算。

(注2) 全て実質。実績値からの乖離率 (%) とその寄与度 (%pt)。

(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

図表 7：関税の影響試算（総括版）



(注) 全て実質。実績値からの乖離率。
(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

図表 8：日米中経済に与える影響（詳細版）

中国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.22	▲0.34	▲0.08	0.00	▲0.57	▲0.36
	寄与度		▲0.13	▲0.03	0.00	▲0.12	0.06
米中財政支出あり	乖離率	▲0.05	▲0.34	▲0.02	0.93	▲0.41	▲0.24
	寄与度		▲0.13	▲0.01	0.13	▲0.09	0.04
米国経済に与える影響		実質GDP	個人消費	設備投資	政府支出	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.28	▲0.50	▲0.38	0.00	▲0.10	▲0.87
	寄与度		▲0.35	▲0.06	0.00	▲0.01	0.14
米中財政支出あり	乖離率	0.00	▲0.50	0.01	2.07	▲0.08	▲0.08
	寄与度		▲0.35	0.00	0.35	▲0.01	0.01
日本経済に与える影響		実質GDP	個人消費	住宅投資	設備投資	輸出	輸入
米中財政支出なし	乖離率	▲0.02	▲0.01	▲0.00	▲0.13	▲0.19	▲0.18
	寄与度		▲0.00	▲0.00	▲0.02	▲0.03	0.03
米中財政支出あり	乖離率	▲0.00	▲0.00	▲0.00	▲0.01	▲0.01	▲0.01
	寄与度		▲0.00	▲0.00	▲0.00	▲0.00	0.00

(注1) 米国が中国からの輸入2,500億ドルに25%課税。
中国が米国からの輸入500億ドルに25%、600億ドルに7.4%課税した場合の影響試算。

(注2) 全て実質。実績値からの乖離率 (%) とその寄与度 (%pt)。

(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

⁷ 詳細は脚注 3 のレポートを参照。

原油価格がピークから 20 ドル/bbl 低下し続けば、米中関税の悪影響を相殺

逆に 2019 年以降における世界経済の好材料を挙げるとすれば、足下で進んでいるエネルギー価格の下落は、主に先進工業国に対して朗報となろう。2016 年以降上昇を続けてきた WTI 原油先物価格は 2018 年 4 月に 70 ドル台中盤/bbl に達したが、現時点では 50 ドル台中盤/bbl まで、20 ドル/bbl 近い下落が進んでいる。

IMF の過去の試算⁸を援用すると、原油価格が 10 ドル/bbl 下落すると、世界経済を累積で最大約 0.2%pt（単年では約 0.1%pt）押し上げることが見込まれる。従って、原油価格が 2018 年 4 月対比で 20 ドル/bbl 程度低下した状態が続くとすれば、前頁で紹介した米中関税の悪影響を、ほぼ相殺できる計算となる。

「米国財政政策第二弾」が世界経済を加速させる？

もう一つ、一部で期待されているのが米国による財政政策第二弾だ。しかしこの点については、多くの理由から慎重に議論されるべきだろう。確かに、中間選挙の結果、民主党が下院議会の奪取したことにより、これまで共和党の反対を受けてきたインフラ投資が進捗する確度は高まっている。しかしこのことが顕著に世界経済の成長率を押し上げるかは疑わしい。

第一に、頻繁に指摘されることだが、財源の問題がある。インフラ投資をする分、他の歳出を削減する、ないしは歳入を増やすということになれば、一義的には財政政策による刺激効果は全く発現しない。

第二に、既に発現している「減税効果」は遠からぬ先に剥落する。これを相殺できる規模での財政支出の拡大が実施されない限り、米国経済の減速は避けられない。もっとも、CBO（米国議会予算局）の試算によれば⁹、減税により成長率の押し上げ効果は、2019 年にも 2018 年とほぼ同規模で発現する見込みとなっている。これはおそらくリードタイムを反映したものだだろう。とりわけ設備投資は、減税が決定した後、企業が意思決定を行い、発注し、受注業者が選定され、据え付けられて初めて GDP にカウントされるため、「GDP の押し上げ効果」という意味では 2019 年まで減税効果が残るという論理に違和感は少ない。ただし実際のデータを確認すると、ISM 新規受注指数は 2017 年末をピークに低下が続いている。上述のリードタイムを加味しても、減税効果は 2018 年に比べて 2019 年に低下する可能性が高い。

第三に、仮に減税効果の剥落を相殺し得る以上の追加財政支出が実行されたとすれば、大幅な財政赤字の拡大＝国債発行量の増加が発生する。このことは、前述したドルファイナンスのコスト上昇問題をさらに深刻化させる。米国経済の成長率鈍化が免れたとしても、米国「以外」の経済に対しては下押し圧力がかかり、必ずしも世界経済全体を押し上げる効果が顕著に残らない公算が大きい。

⁸ IMF, “[World Economic Outlook \(WEO\) April 2016 -Too Slow for Too Long-](#)”

⁹ CBO, “[The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028](#)”

以上を踏まえると、2019 年にかけて世界経済の成長率が減速を続ける蓋然性は高い。米中間の関税引き上げに伴う悪影響は、現時点で公表されている規模から拡大しない限りにおいて、原油価格の下落が続くことで相殺される可能性が高い。しかし循環的な「在庫調整」の継続と米欧を中心とする「金融緊縮」を主因に、世界経済は構造的に緩やかな減速を続けるだろう。

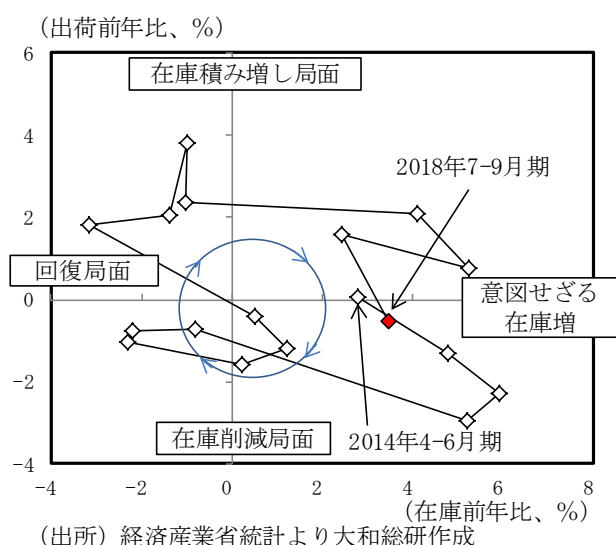
2019 年の日本経済展望

世界経済と同様に日本経済も、2017 年度に揃っていた好材料が剥落する格好で、踊り場局面に位置している。まず、在庫循環は「積み増し」局面から「意図せざる在庫増」局面に突入しつつある（図表 9）。いずれ「在庫調整」局面を迎える可能性が高い。加えて、輸出は上述した世界経済の減速を反映する形で、ピークアウトの兆しを強く示している（図表 10）。日本経済は当面、潜在成長率を若干下回る低空飛行を続ける公算が大きい。

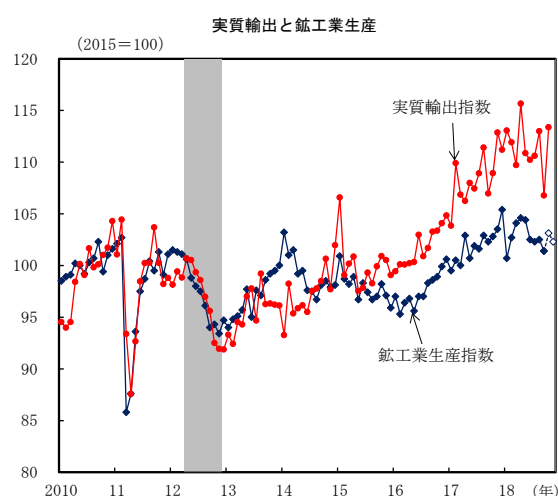
その中で内需が相対的に重要性を増してくるが、先行きの内需には好悪両方の材料が存在している。好材料は、先述した原油価格の下落だ。日本の原油及び粗油の輸入金額は 2017 年実績ベースで 7.2 兆円であった。2017 年の WTI 原油先物価格は平均約 50 ドル/bbl であったから、単純計算で輸入価格が 40%上昇すると約 2.9 兆円の輸入金額増加、および同額の名目 GDP 押し下げ効果が見込まれることになる。この効果は、一時 WTI 原油先物価格が 70 ドル台中盤/bbl に達していた 2018 年中は日本経済の成長を下押しする材料として懸念されてきたが、原油先物価格が現状の 50 ドル台中盤/bbl で低位安定すれば、このマイナス効果が剥落することになる。

他方、成長率の下押し要因となるのが 2019 年 10 月に予定されている消費増税だ。今回の増税は、2%pt の税率引き上げに伴い約 5.6 兆円の歳入増加（家計負担増加）が見込まれる一方で、軽減税率導入による約 1.0 兆円の歳入減少（家計負担減少）と教育費無償化による約 1.4 兆円の歳入減少（家計負担減少）が見込まれており、トータルでの歳入増加（家計負担増加）総額は 3.2 兆円程度と見込まれている。

図表 9：在庫循環



図表 10：日本の実質輸出、鉱工業生産



（注1）シャドーは景気後退期。
 （注2）鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。
 （出所）日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

従って大雑把な言い方をすれば、原油価格の下落効果と消費増税に伴う家計負担の増加効果は、ほぼ同規模となる¹⁰。両要因が相殺し合うとすれば、結局のところ、日本経済の先行きには在庫調整と外需寄与の縮小だけが残り、潜在成長率を若干下回る成長率に落ち着くという見通しの妥当性が高まることになる。

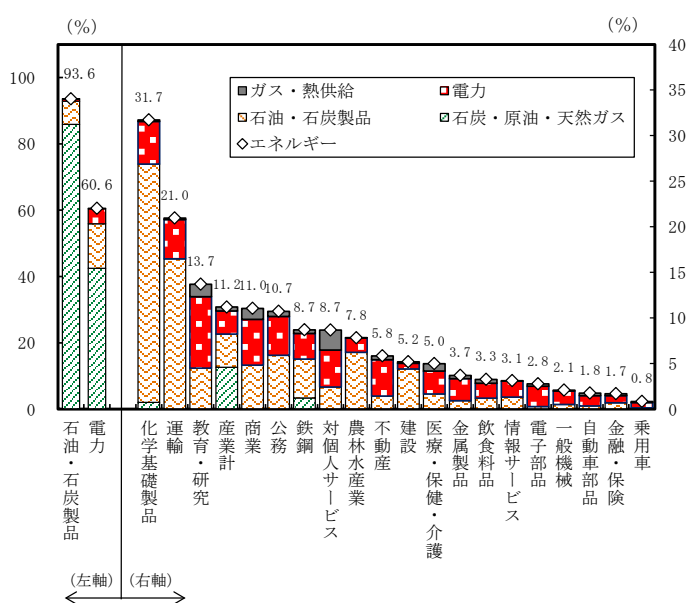
もちろん、上述した原油価格変動の効果および消費増税の影響は直接的な影響にすぎない。以下では、残された紙幅を利用して、両要因が日本経済に与える影響をより詳細に描写する。

WTI 20 ドル変動で、企業収益に 1.6 兆円の影響（製造業 0.4 兆円、非製造業 1.1 兆円）

前者について、まず、産業連関表を用いて原油高が企業部門に与える影響を検討する。原油高は企業部門にとっても収益悪化要因となる。資源の大半を輸入に頼る日本では、原油高がメリットとなる企業は一部に限られ、多くの企業はマイナスの影響を受ける。原油高で変動費率が押し上げられることで多くの企業の損益分岐点が上昇し、収益性が悪化する。

もちろん、こうした効果は産業・企業のコスト構造に大きく依存しており、その影響度は一様ではない。業種毎に企業の間投投入に占めるエネルギーの割合を見たものが**図表 11**である。これを見ると、「石油・石炭製品」と「電力」の2業種では原油が投入されている一方で、大半の業種では原油が直接的に投入されるわけではなく、加工された石油・石炭製品、および電力として投入されている。すなわち、多くの業種は原油高の影響を直ちに受けるのではなく、原油価格が石油・石炭製品や電力料金に転嫁されて初めてデメリットが生じることになる。

図表 11：エネルギー投入が各産業の間投投入に占める割合



(注) 2011年の投入産出構造を基にした試算値。
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

図表 12：20%の原油価格上昇が企業収益（営業余剰）に与える影響

	金額 (10億円)	変化率 (%)
全産業	-1,557	-1.9
製造業	-422	-3.9
飲食料品	-22	-0.6
パルプ・紙・紙加工品	-13	-3.4
化学	-205	-14.5
石油・石炭製品	39	26.2
窯業・土石製品	-21	-5.2
鉄鋼	-122	-25.8
非鉄金属	-7	-6.2
金属製品	-7	-2.2
一般機械	-11	-1.0
電気機械	-5	-1.6
情報通信機械	-2	-1.5
電子部品	-6	-7.1
輸送機械	-18	-2.3
精密機械	-1	-1.0
非製造業	-1,135	-1.5
農林水産業	-31	-0.9
鉱業	-6	-22.8
石炭・原油・天然ガス	13	125.0
再生资源回収・加工処理	-1	-5.7
建設	-93	-20.7
電力	-203	-24.8
卸売・小売	-140	-0.9
金融・保険	-8	-0.1
不動産	-8	-0.1
運輸	-212	-10.1
情報通信業	-21	-0.5

(注) 2011年の投入産出構造を基にした試算値。
(出所) 経済産業省、日本銀行統計より大和総研作成

¹⁰ もっとも、エネルギー資源の輸入に当たっては長期契約が締結されていることが多く、スポット価格の変動が日本経済に与える影響は短期的・直接的には大きなものにならないことには注意が必要だ。

この投入産出構造を基に、原油価格高騰が企業収益（営業余剰）に与える影響を試算すると（図表 12）、全産業ベースでは 1.6 兆円の影響が発生するとの結果が得られた。業種別の内訳を見ると、製造業では 0.4 兆円、非製造業では 1.1 兆円、収益が変動する試算結果となっている。

なお、試算の前提として「20%の原油価格上昇（下落）」を設定しているが、2011 年の平均 WTI 価格が約 95 ドル/bbl であったことから、実額としては、年初から 10 月にかけての原油価格の上昇幅、および足下での下落幅と概ね合致する前提となっている。ただし同試算は 2011 年時点の投入産出構造を基にした試算であり、価格転嫁率についても過去の平均的な値を用いていることから、試算結果にはある程度の幅を持つてみる必要があることには留意が必要である。

WTI 20 ドル変動で、実質 GDP 0.22%、名目 GDP 0.97%変動

上で紹介した企業部門への影響に加え、原油価格の変動は実質所得の変動を通じて家計部門にも影響を与える。そこで日本経済全体への影響を包括的に分析すべく、マクロ経済モデルを用いて試算を行った結果が図表 13 である。シミュレーション結果によれば、原油価格が 20 ドル/bbl 変動すると 2018～20 年の実質 GDP の水準はそれぞれ 2018 年：0.22%、2019 年：0.26% pt、2020 年：0.24%変動する。

需要項目別の内訳を見ると、原油価格が上昇するケースでは、実質賃金の減少を背景に個人消費、住宅投資の減少が見込まれることに加えて、企業収益の減少が設備投資を押し下げる要因となる。また、企業収益の減少分の一部は賃金減少という形で家計が負担することになり、企業所得の減少は家計需要の減少にも寄与することとなる。なお、原油価格上昇による物価の押し上げによって、実質金利が低下し、住宅投資や設備投資を促進する要因となるが、そのプラス効果は所得減少によるマイナス効果を下回る。

物価については、輸入物価の上昇によって CGPI、コア CPI、ともに押し上げられ、内需デフレーターが上昇することとなるが、控除項目である輸入デフレーターがより強く上昇するため、GDP デフレーターは低下する。この結果、名目 GDP は実質 GDP 以上に押し下げられる。結果として、2018～20 年の名目 GDP の水準はそれぞれ 2018 年：0.97%、2019 年：0.90%、2020 年：0.98%押し下げられることになる。

図表 13：20 ドルの原油価格上昇が日本経済に与える影響

		実質GDP %	実質 個人消費 %	実質 住宅投資 %	実質 設備投資 %	実質輸出 %	実質輸入 %	名目GDP %	GDPデフ レーター %
原油価格20ドル/bbl上昇	2018年	-0.22	-0.35	-0.67	-0.86	-0.17	-1.10	-0.97	-0.74
	2019年	-0.26	-0.45	-1.02	-0.96	-0.18	-1.32	-0.90	-0.64
	2020年	-0.24	-0.39	-0.82	-1.04	-0.18	-1.25	-0.98	-0.74
		経常収支/ 名目GDP %pt	輸入物価 %	輸出物価 %	CGPI %	コアCPI %	鉱工業生産 %	第三次産業 活動指数 %	全産業活 動指数 %
原油価格20ドル/bbl上昇	2018年	-0.89	7.52	0.89	1.19	0.42	-0.42	-0.22	-0.24
	2019年	-0.87	7.59	0.89	1.22	0.62	-0.50	-0.26	-0.29
	2020年	-0.97	7.60	0.89	1.25	0.58	-0.48	-0.25	-0.28

（出所）大和総研作成

従って、仮に WTI 原油先物価格が 70 ドル台中盤/bbl で高止まりしていた場合、2019 年の GDP 水準は実質で 0.22～0.26%、名目で 0.87～0.89%押し下げられていた可能性がある。しかし足下の原油価格の調整が続き、再び 70 ドル台中盤/bbl で WTI 原油先物価格が低位安定すれば、同じ幅だけ、悪影響が緩和されることが期待される。

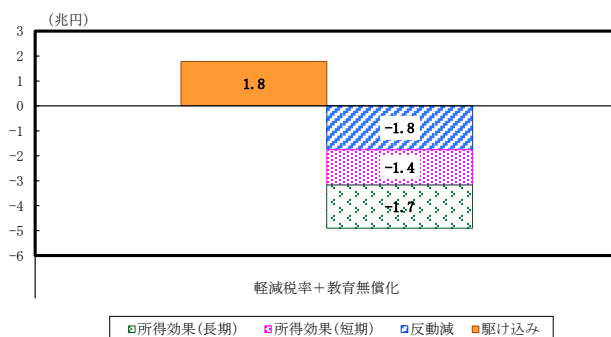
消費増税の影響：駆け込み反動の後、負の所得効果が 2019 年度後半～20 年度前半にかけて発現

次に 2019 年 10 月に予定されている消費増税が実質個人消費に与える影響について確認する。マクロモデルを用いて試算を行った結果が図表 14-15 である。このマクロモデルでは、2014 年 4 月の消費増税も含めた過去の消費動向から推計された消費関数を利用している。

試算結果を確認すると、前提次第で影響の多寡が異なるが、現時点で最も蓋然性の高い「軽減税率あり＋教育無償化」のケースで「代替効果」は±1.8 兆円となる見込みだ。そして、より重要な所得効果は▲3.2 兆円である。

無論、ラチェット効果が働くため、家計は負の実質所得効果を直ちに消費に反映するわけではない。増税直後に発生するマイナス効果は▲1.4 兆円程度とみられる。このことは、2019 年度の消費抑制効果が全幅では発現しないことを意味すると同時に、2020 年度以降まで消費抑制効果が尾を引くことを意味している。

図表 14：消費増税の影響



(注1) 今回推計した所得効果は、限界消費性向に基づく短期的な影響であるが、長期的には「税負担×平均消費性向＝所得効果(短期)」に相当する負の所得効果が生じる可能性がある。そのため、本図表にその影響も併記した。また、長期の所得効果は、増税時点(2019Q4)における物価の予測値により実質化している。

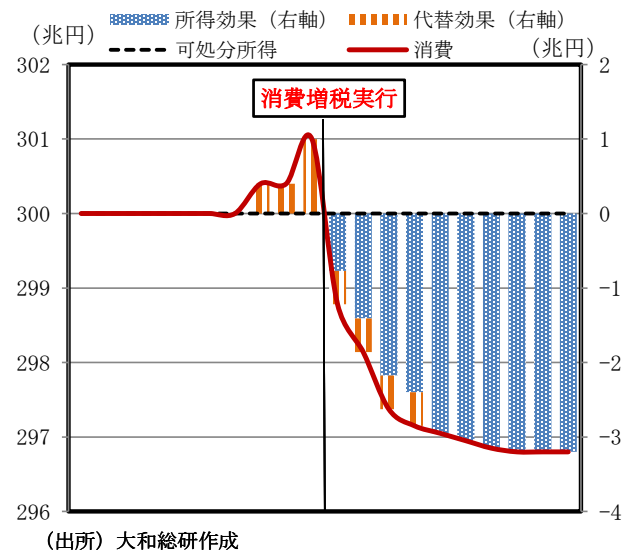
(注2) 駆け込みは2019Q1～Q3、反動減は2019Q4～2020Q3と想定。

(注3) 幼児教育無償化は、3～5歳で完全無償化、0～2歳で住民税非課税世帯のみの所得制限が入るケースを想定している。高等教育においても、住民税非課税世帯を対象とした授業料免除を想定。金額については、日本銀行「経済・物価情勢の展望 2018年4月」を参考にした。

(注4) 試算結果は一定の前提を置いたものであり、数値については相当の幅を持つ必要がある。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

図表 15：消費増税の影響（時系列のイメージ）



第199回日本経済予測（2018年11月21日）

	2017年度	2018年度	2019年度	2017暦年	2018暦年	2019暦年
		(予測)	(予測)		(予測)	(予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	1.7	1.0	1.9	1.5	0.9	1.9
実質GDP成長率（2011暦年連鎖価格）	1.6	1.0	0.8	1.7	0.9	1.1
内需寄与度	1.2	1.0	0.7	1.2	0.8	1.1
外需寄与度	0.4	-0.0	0.2	0.6	0.1	-0.0
GDPデフレーター	0.1	0.0	1.0	-0.2	0.0	0.9
全産業活動指数上昇率	1.8	0.8	1.1	1.6	0.8	1.2
鉱工業生産指数上昇率	2.9	0.6	1.7	3.1	0.7	1.8
第3次産業活動指数上昇率	1.0	0.9	0.9	0.7	0.9	1.1
国内企業物価上昇率	2.7	2.3	2.6	2.3	2.5	1.9
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.7	0.9	1.0	0.5	0.9	0.9
失業率	2.7	2.4	2.5	2.8	2.4	2.4
10年物国債利回り	0.05	0.08	0.10	0.05	0.07	0.10
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	4.6	2.5	4.5	5.0	2.3	3.8
経常収支（億ドル）	1,968	1,772	1,928	1,957	1,742	1,847
経常収支（兆円）	21.8	20.2	22.3	22.0	19.2	21.0
対名目GDP比率	3.9	3.6	4.0	4.0	3.5	3.7
2. 実質GDP成長率の内訳 (括弧内は寄与度、2011暦年連鎖価格)						
民間消費	0.8 (0.5)	0.6 (0.3)	0.3 (0.2)	1.0 (0.6)	0.3 (0.2)	0.9 (0.5)
民間住宅投資	-0.3 (-0.0)	-4.2 (-0.1)	1.6 (0.0)	2.7 (0.1)	-5.8 (-0.2)	2.8 (0.1)
民間設備投資	3.1 (0.5)	4.6 (0.7)	1.1 (0.2)	2.8 (0.4)	4.4 (0.7)	2.0 (0.3)
政府最終消費	0.7 (0.1)	0.6 (0.1)	0.7 (0.1)	0.4 (0.1)	0.5 (0.1)	0.7 (0.1)
公共投資	1.5 (0.1)	-2.4 (-0.1)	1.6 (0.1)	1.2 (0.1)	-1.7 (-0.1)	0.6 (0.0)
財貨・サービスの輸出	6.3 (1.0)	2.4 (0.4)	2.6 (0.4)	6.7 (1.1)	3.3 (0.6)	2.5 (0.5)
財貨・サービスの輸入	4.1 (-0.6)	2.4 (-0.4)	1.5 (-0.3)	3.5 (-0.5)	2.8 (-0.5)	2.5 (-0.5)
3. 主な前提条件						
(1) 世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	4.2	4.0	3.6	4.1	4.1	3.7
原油価格（WTI、\$/bbl）	53.6	65.2	60.0	50.9	66.0	60.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2009暦年連鎖価格）	2.4	3.0	2.2	2.2	2.9	2.5
米国の消費者物価上昇率	2.1	2.4	2.3	2.1	2.5	2.2
(3) 日本経済						
名目公共投資	3.2	-0.7	2.9	2.8	-0.1	1.9
為替レート（円/ドル）	110.8	111.8	113.5	112.2	110.5	113.5
（円/ユーロ）	130.3	129.4	129.0	127.2	130.3	129.0

(注1) 特に断りのない場合は前年比変化率。

(注2) 四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

(出所) 大和総研