

2018年12月18日 全15頁

2019年の日本経済見通し

外需足踏み・在庫調整で減速/内需成長の鍵を握る原油価格と増税対策

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年の日本経済は、「2017年ボーナス」が剥落する格好で、踊り場に位置している。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、頭打ちの様相を呈している。
- 2018年の世界経済も、日本経済と同様に「2017年ボーナス（世界的な在庫循環の好転、共産党大会を控えた中国経済の加速、財政緊縮から拡張への移行に伴う欧州経済回復）」の剥落に伴い減速局面に位置している。米国の減税効果が、循環的な世界経済の減速を一部相殺する構図となっているが、同時に生じた米国債の増発とFedの保有資産圧縮を背景として発生した米国金利の上昇は、世界経済の重石でもあり続けた。
- これらを踏まえつつ2019年を展望すると、世界経済の足踏み傾向は続く可能性が高い。まず、米国の減税効果は剥落する。そして世界的な在庫調整は当面続く。ドル調達コストの上昇は一旦停止する可能性が高いが、ECBの量的緩和終了を受けユーロ圏で同様の現象が発生する可能性が高い。他方、原油価格下落は工業国を中心とした世界経済への朗報である。米中間での関税の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）、その大部分が相殺される公算が大きい。
- 外需の足踏みと在庫調整を主因として、日本経済の拡大ペースも当面は、潜在成長率を若干下回るだろう。当社では前年度比で2018年度+0.9%、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。外需が振るわない中、内需の重要性が相対的に増してくるが、内需の先行きには好悪両材料が存在している。好材料は、原油価格の下落だ。他方、悪材料は2019年10月に予定されている消費増税である。しかし後者については増税額を上回る規模での歳出拡大が予定されているもようだ。2019年の日本経済は、2018年以上に内需依存の色彩を強めるだろう。

経済見通しを改訂：2018年度+0.9%、2019年度+0.8%

2018年7-9月期 GDP 二次速報¹の発表を受けて、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+0.9%、2019年度が同+0.8%である。日本経済の成長率は2017年度の同+1.9%をピークとして、当面は足踏みを続ける見通しである。

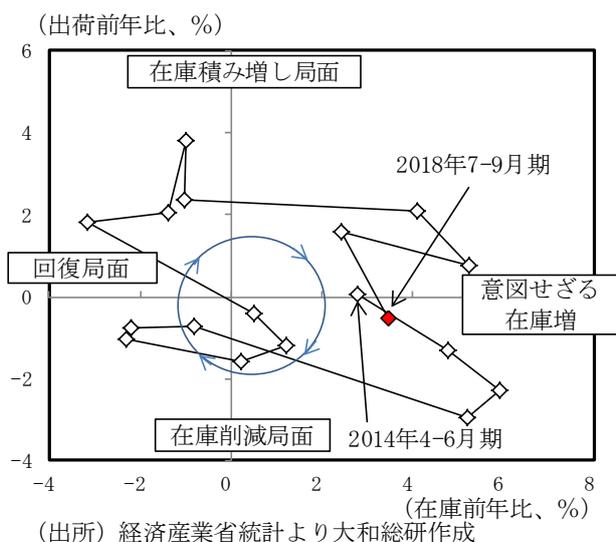
もともと、一部で懸念され始めているように、潜在成長率を大幅に下回る成長率が続くとか、景気後退に突入するといった懸念は今のところ少ない。あくまで現在確認されている日本経済の減速は、循環的な調整要因による部分が多い。そして、循環的な調整局面もまた、いずれ終わる。楽観も禁物だが、過度な悲観も無用だろう。

また、後述するように、2019年10月に予定されている消費増税の影響を相殺し得る規模での財政支出拡大が予定されている。加えて、エネルギー価格や生鮮食品価格高騰による消費抑制効果も一巡し、家計の実質可処分所得は改善傾向が続く見込みだ。通商問題の影響には細心の注意が必要であるが、景気の拡大自体は(2017年実績に比べれば大きく見劣りする速度ながら)継続するだろう。

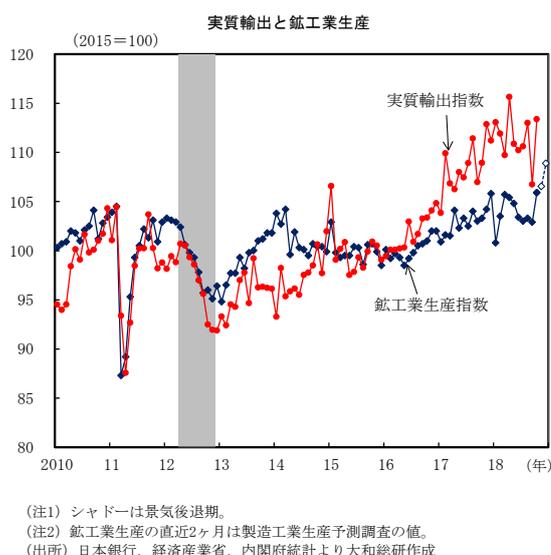
2018年、「日本経済減速」の本質：「外需の足踏み」と「在庫調整」

足下で発生している日本経済減速の背景はシンプルだ。2017年に揃っていた二つの好材料が剥落したにすぎない。まず、一つ目の好材料であった在庫循環は「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1)。いずれ「在庫調整」局面を迎える可能性が高い。加えて、もう一つの好材料であった輸出の増加は、世界経済の減速を反映する形で頭打ちの様相を呈している(図表2)。

図表1：在庫循環



図表2：日本の実質輸出、鉱工業生産



¹ 詳細は下記レポートを参照。小林俊介「[2018年7-9月期 GDP 二次速報 -踊り場継続。加速/減速の鍵を握る原油価格と消費増税対策-](#)」(大和総研レポート、2018年12月10日)

2018年、「世界経済減速」の本質：「在庫調整」と「欧州・中国の財政緊縮」

では何故、2017年の日本経済を牽引してきた輸出（＝世界経済）は減速局面にあるのだろうか。世界経済減速の主因として「米中通商戦争懸念」を挙げる声も一部にはあるようだが、この主張は説得力に欠ける。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、日本経済の減速と同様、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**²でも指摘してきた通り、2017年には、①世界的な在庫循環の好転、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³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3**）。

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。

² たとえば下記レポート参照。小林俊介「[日本経済見通し：2017年10月 『政治の季節』の注目点 / 『いいところ取り景気』の光と影](#)」（大和総研レポート、2017年10月20日）

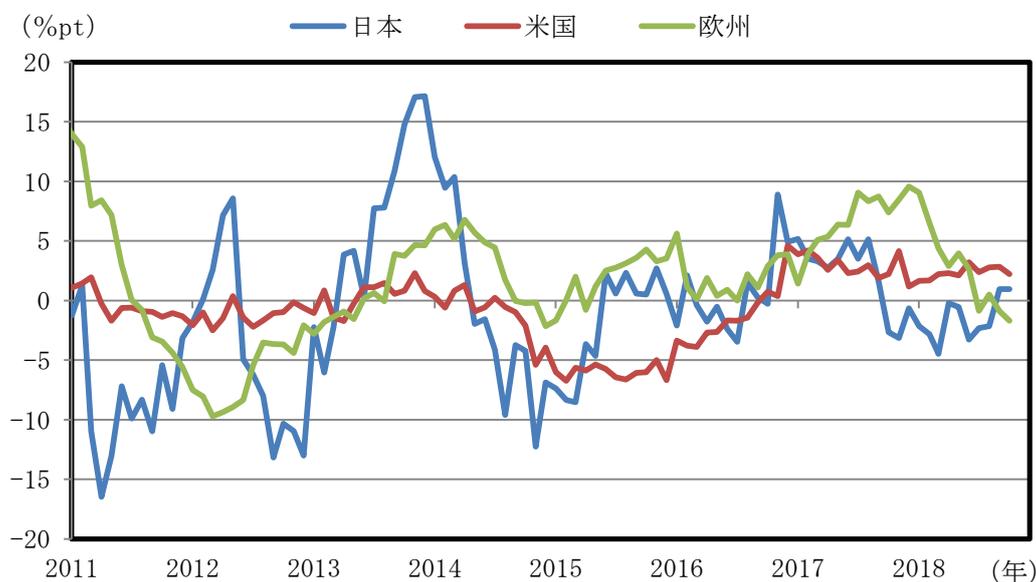
小林俊介「[日本経済見通し：2017年11月 堅調な景気拡大が続くが、成長速度は17年度に一旦ピークアウト](#)」（大和総研レポート、2017年11月21日）

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）

³ 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。

図表3：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) 災害要因を均すため、日本の2018年9-10月のデータは平均値を算出した。

(注3) 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

2018年、「米国一強」の本質：「減税効果」と「米国債需給」

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年の特徴であった。もちろん、「米国一強」の背景を「減税効果」と言ってしまうと、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4）。

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**⁴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⁵。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加盟国との協力を義務付ける条項が盛り込まれた⁶。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。

もちろん、これは2018年の「米国一強」の背景ではない。しかし米国の相対的な強さが2019年以降も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だろう。

図表4：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

⁴ 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）

⁵ 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。

⁶ 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](#)”

2019年の世界経済：「米中冷戦」の悪影響は「原油価格の下落」が相殺するものの… 「在庫調整」「金融緊縮」「米国の減税効果剥落」による減速は続く

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が続く公算が大きい。

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。

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5**）。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年に発生した金利上昇の問題は、震源地を米国（ドル）から欧州（ユーロ）に移して2019年にも再発する可能性に注意が必要だろう。

図表5：ユーロ圏国債の純発行額（GDP比）と10年物国債金利の推移



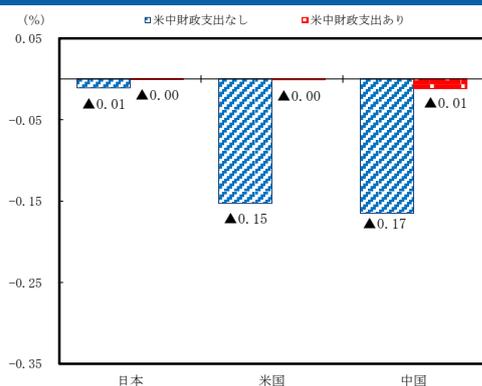
(注) 10年物国債金利はユーロ圏全体の加重平均値。
2018年以降の見通しはIMFおよびECBの見通しから大和総研作成。
(出所) ECB、EuroStat、IMF、Haver Analytics より大和総研作成

「米中冷戦」の経済的インパクト：壊滅的ではないが無視もできない

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 6-9** に示す通りだ。**図表 6-7** 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 8-9** 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。もともと、**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 6：関税の影響試算（総括版）



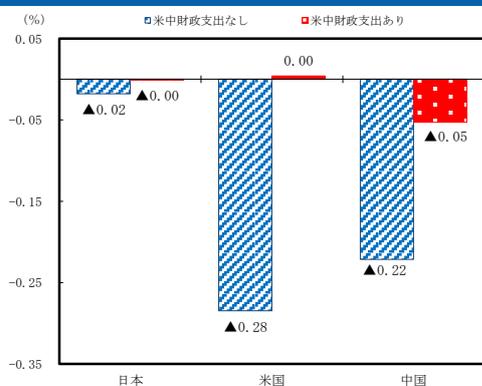
(注) 全て実質。実績値からの乖離率。
(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

図表 7：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 8：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 9：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 4 のレポートを参照。

「原油価格の下落」が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」は本当に世界経済を加速させるのか？

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、減税による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。これは恐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、世界経済は緩やかな減速を続けるだろう。

そして当然のことながら、輸出が日本経済の成長率を押し上げる効果も当面は限定的となる。

2019年の日本経済：加速／減速の鍵を握る原油価格と消費増税対策

以上の議論を踏まえて2019年の日本経済を見通すと、外需の足踏みと在庫調整を主因として、潜在成長率を若干下回るペースでの拡大が続く公算が大きい。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、先行きの内需について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、悪材料は2019年10月に予定されている消費増税である。

まず前者について考察すると、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。

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。

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。

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）

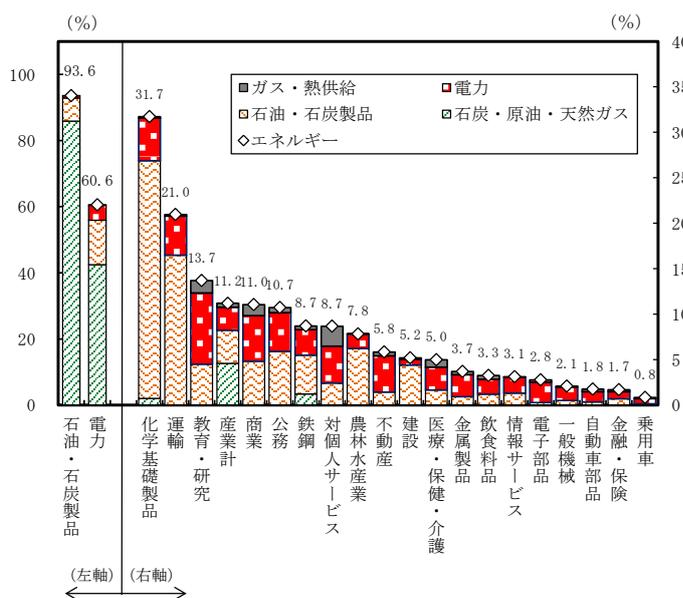
前者について、まず、産業連関表を用いて原油価格の変動が企業部門に与える影響を検討する。原油価格の変動は企業部門にとっても収益悪化要因となる。資源の大半を輸入に頼る日本では、多くの企業が原油価格の下落に伴うメリットを享受することになる。原油価格の下落で変動費率が押し下げられることで損益分岐点が低下し、収益性が改善するためだ。

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。業種毎に企業の間接投入に占めるエネルギーの割合を見たものが**図表 10**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、多くの業種は原油価格下落の影響を直ちに受けるのではなく、原油価格の下落が石油・石炭製品や電力料金に反映されて初めてメリットが生じることになる。

この投入産出構造を基に、20 ドル/bbl の原油価格変動が企業収益（営業余剰）に与える影響を試算すると（**図表 11**）、全産業ベースでは 1.6 兆円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%の原油価格変動」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。

図表 10：エネルギー投入が各産業の中間投入に占める割合



(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 11：20%の原油価格下落が企業収益（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
繊維・衣料	3	7.3
製材・木製品・家具	3	1.5
パルプ・紙・紙加工品	13	3.4
印刷・製版・製本	3	0.6
化学	205	14.5
石油・石炭製品	-39	-26.2
プラスチック製品	5	3.7
薬業・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
その他の製造工業製品	5	1.7
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
ガス・熱供給	173	-44.1
水道・廃棄物処理	19	2.8
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
公務	53	
教育・研究	40	45.2
医療・保健・社会福祉・介護	44	1.7

(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

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 12**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 変動すると実質 GDP の水準はそれぞれ 1 年目：0.22%、2 年目：0.26%、3 年目：0.24% 変動する。

需要項目別の内訳を見ると、原油価格が下落するケースでは、実質賃金の改善を背景に個人消費、住宅投資の増加が見込まれることに加えて、企業収益の改善が設備投資を押し上げる要因となる。また、企業収益の増加分の一部は賃金上昇という形で家計に波及することになり、企業所得の改善は家計需要の増加にも寄与することとなる。

物価については、輸入物価の下落に伴って、CGPI、コア CPI、ともに押し下げられる。結果として内需デフレーターは下落することとなるが、控除項目である輸入デフレーターがより強く下落するため、GDP デフレーターは上昇する。この結果、名目 GDP は実質 GDP 以上に押し上げられる。結果として、名目 GDP の水準はそれぞれ 1 年目：0.97%、2 年目：0.90%、3 年目：0.98% 押し上げられることになる。

以上の試算値を参考にすると、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、GDP の水準は実質で 0.22~0.26%、名目で 0.90~0.98%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 50 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。このことは、2019 年以降の日本経済、とりわけ内需を底支えする要因となる。

図表 12 : 20 ドルの原油価格下落が日本経済に与える影響

		実質GDP	実質	実質	実質	実質輸出	実質輸入	名目GDP	GDPデフ
		%	個人消費	住宅投資	設備投資	%	%	%	レーター
			%	%	%	%	%	%	%
原油価格20ドル/bbl下落	1年目	0.22	0.35	0.67	0.86	0.17	1.10	0.97	0.74
	2年目	0.26	0.45	1.02	0.96	0.18	1.32	0.90	0.64
	3年目	0.24	0.39	0.82	1.04	0.18	1.25	0.98	0.74

		経常収支/ 名目GDP	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
		%pt	%	%	%	%	%	%	%
原油価格20ドル/bbl下落	1年目	0.89	-7.52	-0.89	-1.19	-0.42	0.42	0.22	0.24
	2年目	0.87	-7.59	-0.89	-1.22	-0.62	0.50	0.26	0.29
	3年目	0.97	-7.60	-0.89	-1.25	-0.58	0.48	0.25	0.28

(出所) 大和総研作成

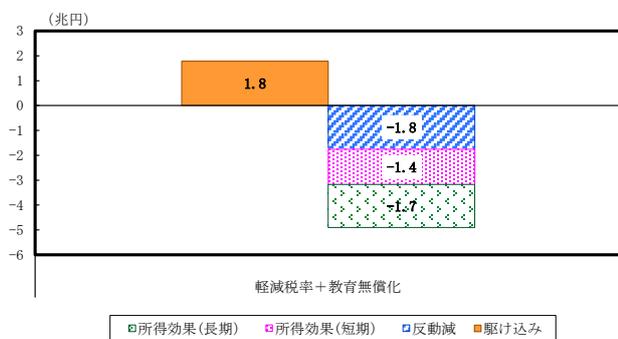
消費増税の影響：駆け込み反動の後、負の所得効果が2019年度後半～20年度前半にかけて発現

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13-14**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させるわけではない。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13：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。

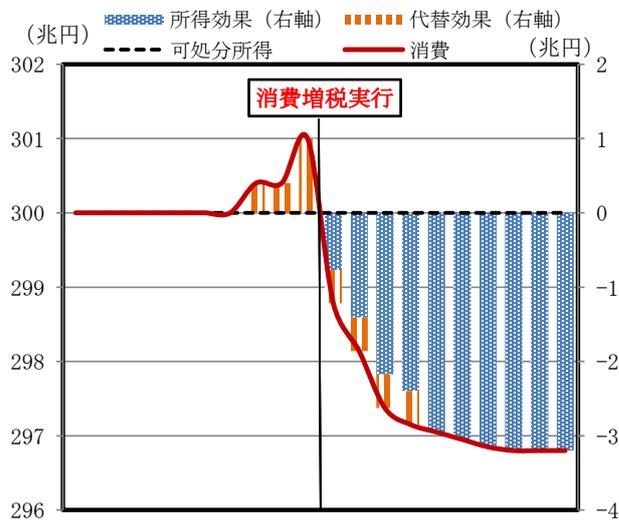
(注2)駆け込みは2019Q1～Q3、反動減は2019Q4～2020Q3と想定。

(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ってみる必要がある。

(出所)内閣府統計より大和総研作成

図表14：消費増税の影響（時系列のイメージ）



(出所)大和総研作成

増税対策の概要と経済効果：増税幅を上回る歳出拡大。支出拡大対象は公共投資に偏重

もともと、消費増税については経済への影響を抑制するために各種経済対策が実施される。具体的な対策は、主に 2019 年度当初予算案において盛り込まれる見込みであり、本稿執筆時点では正式公表されていないものの、報道等からその概要を類推することができる。報道資料等から経済対策の規模と内容を整理したのが、**図表 15** である。全体としては 2.18 兆円程度となる見込みであり、増税半年分（2019 年 10 月～2020 年 3 月）の歳入増加幅よりも大きな額となりそうだ。

経済対策が盛り込まれる 2019 年度予算全体を確認すると、一般会計の歳出総額が 101.5 兆円前後となる（18 年度当初予算である 97.7 兆円を 3.8 兆円程度上回る水準）という報道がなされている。中身を確認すると、社会保障の自然増（0.48 兆円）、教育無償化など社会保障の充実化（0.52 兆円）、地方交付税交付金の増加（幼児教育無償化目的、0.5 兆円）、国債費増加（0.2 兆円）などといった、既に広く知られているものに加えて、上述の消費増税対策が盛り込まれる見込みとなっている。

ただし消費増税対策の中身を確認すると、その過半が防災・減災、国土強靱化を目的とした公共投資（1.30 兆円規模）であり、その直接的な恩恵は家計よりも建設関連部門に偏重する見込みである。

一方、消費増税の影響を緩和（駆け込み需要・反動減を平準化）する直接的な政策として挙げられるのは、「自動車の購入支援策」、「住宅の購入支援策」、「キャッシュレス決済者へのポイント還元（ポイント還元策）」、「プレミアム付き商品券の発行・販売」などである。

図表 15：消費増税対策等の概要（報道ベース、2019 年度）

消費税対策等	内容	期間	規模 (兆円)	
自動車関連	環境性能割の税率引き下げ	期間中に購入された軽自動車を含む自家用車の税率を1%引下げ。	増税時から1年間 (～20年9月末)。	
	自動車税減税	期間中に購入された軽自動車を含まない自動車の税率を引下げ。	増税時から恒久的に引下げ。	
	エコカー減税の縮小(増税)	取得税の減税縮小。重量税の軽減割合を見直し、2回目車検時の免税対象について、電気自動車や高燃費のハイブリッド車に限定。	取得税の減税縮小：19年4～9月。 重量税の減税縮小： 19年5月～(恒久措置)。	0.05
住宅関連	住宅ローン減税	19年10月1日から20年12月末までに入居する住宅の控除期間を拡張。	現行の10年間から13年間に拡張。	0.11
	すまい給付金	給付の最高額が現行の30万円から50万円へと増加。 年取の目安も510万円以下から、775万円以下に拡大。	現行の期限であれば、増税時から 2年3ヶ月間(～21年12月末)。	0.08
	次世代住宅ポイント制度	省エネ性、耐震性、バリアフリー性能、家事・介護負担の軽減に資するリフォームに対するポイント付与。	報道資料等に記載がないため、開始時点は不明。申請期限は、2019年度中。	0.13
キャッシュレス決済者へのポイント還元	キャッシュレス決済を行った消費者に対して、中小小売店では5%、大手系列のフランチャイズチェーン店は2%のポイントを還元。	増税時から9ヶ月間 (～20年6月末)。	0.28	
プレミアム付き商品券	低所得の住民税非課税世帯と0～2歳児がいる家庭を対象に、最大25,000円分の買い物ができる商品券を2万円で購入。	商品券の有効期限は、増税時から半年間(～20年3月末)。	0.17	
商店街の活性化	商店街の活性化策の拡充。	報道資料等に記載がないため現時点では不明。	0.05	
公共投資	防災・減災、国土強靱化対策。	2018年度からの3年間に集中的に実施。	1.30	
計			2.18	

(注) 「自動車関連」の規模は、エコカー減税の縮小による増税分を差し引いたネットの減税額。

(出所) 各種報道資料より大和総研作成

以下では、個別の経済対策について概要を説明する。

まず、「自動車関連」では、購入時にかかる環境性能割¹¹（燃費に応じて取得価格の0～3%の課税）が消費増税時（2019年10月）から1年間引き下げられる。なお、引き下げ幅は1%分となっている。自動車保有によって毎年かかる自動車税に関しては、最大で年4,500円分、消費増税時から恒久的に引き下げられることとなった。

一方、消費増税前の駆け込みを抑制する観点から自動車取得税におけるエコカー減税の縮小（2019年4月～9月）が行われ、さらに自動車重量税のエコカー減税も2019年5月から恒久的に縮小される。そのため、景気への影響は中立的とみられ、ネットの減税額は0.05兆円程度にとどまる見込みだ。

次に、「住宅関連」でも、消費増税後の購入支援策が実施される予定である。対象は、増税時（2019年10月）から2020年12月末までに入居する住宅である。まず、現在実施されている住宅ローン減税については、適用期間が現行（購入時から10年）から3年延長され、13年間となる。なお、延長された3年間は建物価格の2%分を3で割った還付額か、毎年末のローン残高の1%分の還付額かどちらか少ない方が減税額となる。減税総額は、0.11兆円程度となるようだ。

住宅購入者への補助金である「すまい給付金」についても、対象となる所得階層や給付額が拡充される。具体的には、上限額が30万円から50万円、対象となる年収の目安が510万円以下から775万円以下に広げられる。拡充期間は、現時点では不明確であるが、現行制度の期限まで継続する場合、21年12月末まで拡充されることになる。全体では0.08兆円規模となる。さらに、一定の性能を持つエコ住宅の新築・リフォームに対してポイントが発行される次世代住宅ポイント制度も創設される。同制度の開始時期は現時点では不明だが、申請期限は2019年度中となる見込みである。規模は0.13兆円程度とみられている。

「ポイント還元策」については、キャッシュレス決済を行った消費者に対して、中小小売店では5%、大手系列のフランチャイズチェーン店では2%のポイントが還元される制度である。実施期間は消費増税時（2019年10月）から9ヶ月間（2020年7月まで）であり、予算ベースでは0.28兆円規模と見積もられているようだ。ただし、ポイント還元策の規模は、消費者がどの程度、中小小売業での消費へとシフトするか、またキャッシュレス決済比率がどこまで上昇するかによって変わってくるため、相当な幅を持ってみる必要があるだろう。

最後に、「プレミアム付き商品券」は、低所得者（住民税非課税世帯）と0～2歳の子育て世帯が対象となる。対象世帯は、最大25,000円分の買い物ができる商品券を2万円で購入することができ、対象となる子どもが複数いる場合は、人数分の金額まで購入が認められる。なお、同商品券の有効期限は、消費増税時（2019年10月）から半年間（2020年3月）となっている。

¹¹ 現在、購入時にかかっている自動車取得税は消費増税時に廃止される。

第199回日本経済予測 改訂版 (2018年12月10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	2.0	0.9	1.9	1.7	0.9	2.0
実質GDP成長率 (2011暦年連鎖価格)	1.9	0.9	0.8	1.9	0.8	1.1
内需寄与度	1.4	0.9	0.7	1.3	0.7	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	1.1	-0.2	0.1	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	0.8	1.8	3.1	0.8	1.9
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	2.2	2.5	2.3	2.4	1.8
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	2.6	4.7	5.0	2.3	3.9
経常収支 (億ドル)	1,968	1,780	1,953	1,957	1,745	1,871
経常収支 (兆円)	21.8	20.3	22.5	22.0	19.3	21.1
対名目GDP比率	3.9	3.7	4.0	4.0	3.5	3.8
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	1.0 (0.6)	0.6 (0.4)	0.4 (0.2)	1.1 (0.6)	0.4 (0.2)	0.9 (0.5)
民間住宅投資	-0.7 (-0.0)	-4.3 (-0.1)	1.5 (0.0)	2.1 (0.1)	-5.8 (-0.2)	2.8 (0.1)
民間設備投資	4.6 (0.7)	3.5 (0.6)	1.5 (0.2)	3.9 (0.6)	3.7 (0.6)	2.2 (0.4)
政府最終消費	0.4 (0.1)	0.6 (0.1)	0.7 (0.1)	0.3 (0.1)	0.6 (0.1)	0.7 (0.1)
公共投資	0.5 (0.0)	-2.4 (-0.1)	1.5 (0.1)	0.7 (0.0)	-2.2 (-0.1)	0.6 (0.0)
財貨・サービスの輸出	6.4 (1.1)	2.4 (0.4)	2.5 (0.4)	6.8 (1.1)	3.3 (0.6)	2.4 (0.4)
財貨・サービスの輸入	4.1 (-0.6)	2.4 (-0.4)	1.5 (-0.3)	3.4 (-0.5)	2.8 (-0.5)	2.5 (-0.4)
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	3.8	3.6	4.1	4.0	3.6
原油価格 (WTI、\$/bbl)	53.6	63.3	55.0	50.9	65.3	55.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率 (2012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	2.3	-0.7	3.0	2.4	-0.6	2.1
為替レート (円/ドル)	110.8	111.6	113.0	112.2	110.4	113.0
(円/ユーロ)	130.3	129.1	128.0	127.2	130.2	128.0

(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