

2019年2月21日 全7頁

日本経済見通し：2019年2月

景気減速よりも憂慮すべき、成長天井の接近

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10-12月期の実質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+0.5%、2019年度が同+0.8%、2020年度が同+0.6%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、引き続き潜在成長率を下回る低空飛行を続ける公算が大きい。
- 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の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。2019年度にかけて内需は底堅い成長を持続するだろう。もっとも、こうした内需の好材料も2020年度に向けて剥落する。日本経済は当面、足踏みを続ける見通しである。
- 上述したような循環的な景気減速よりも憂慮すべき、より本質的な日本経済の問題は、供給サイドの成長制約だ。人手不足を背景として省力化投資の需要は増加しているが、人手不足がゆえに供給が追い付いていない。結果として輸入が増加する構造が顕在化し、成長の天井が見え始めている。このタイミングで、2019年4月からは罰則規定付きの残業規制が導入される。もちろん、外国人労働力の受け入れ拡大により、「国内総生産」の成長制約はある程度緩和されるのかもしれない。しかし同対策では「国民総所得」の成長制約を緩和することは望みがたい。

ゼロ成長で終わった2018年の日本経済

2018年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.4%（前期比+0.3%）と2四半期ぶりのプラス成長に転換し、ほぼ市場コンセンサスどおりの着地となった。もっとも、プラス転換したとは言え、その大部分は7-9月期の実績値が自然災害の影響を受けて弱かったことの反動とみられる。また、10-12月期の成長率は、医療費の大幅な拡大を主因とした政府最終消費支出の伸び（前期比+0.8%、前期比寄与度+0.2%pt）により押し上げられている。

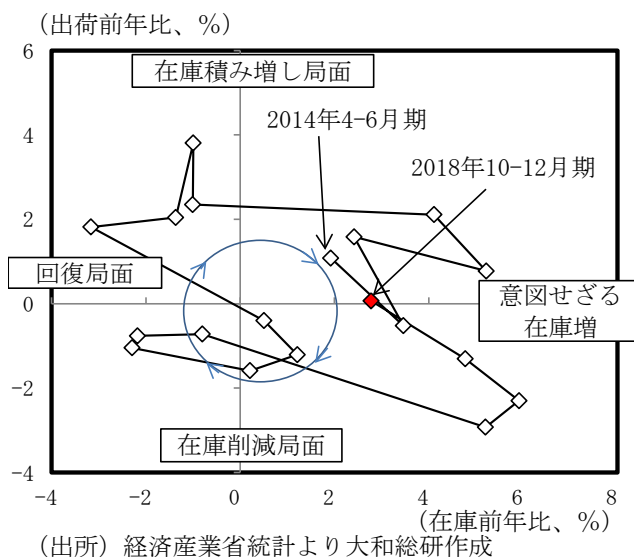
こうした一過性の要因を除いた基調は弱く、2017年10-12月期以降、実質GDPの水準は横ばい圏での推移が続いている。事実、2018年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比で見れば▲0.0%である。日本経済は踊り場局面にあるという当社従来の判断に変化はない。

経済見通しを改訂：18年度+0.5%、19年度+0.8%、20年度+0.6%

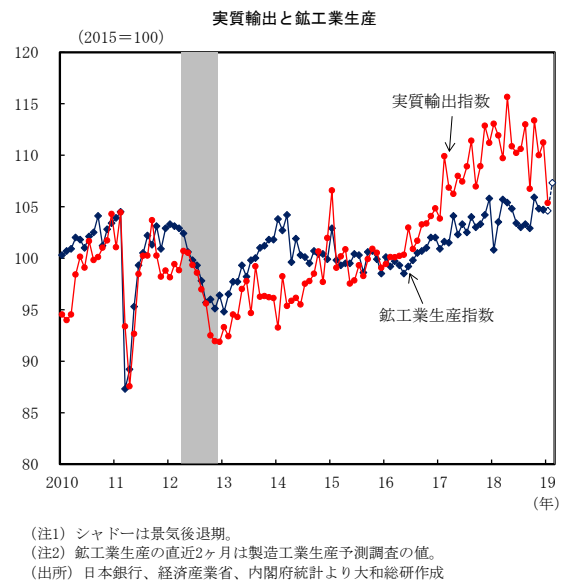
今回のGDP発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2018年度が前年度比+0.5%、2019年度が同+0.8%、2020年度が同+0.6%である。先行きの日本経済は、在庫循環および外需寄与が剥落する中、引き続き潜在成長率を下回る低空飛行を続ける公算が大きい。外需が振るわない中、内需の重要性が相対的に増してくるが、内需の先行きには好悪の両材料が存在している。好材料は、原油価格の下落だ。他方、悪材料は2019年10月に予定されている消費増税である。しかし、後者については増税額を上回る規模での歳出拡大が予定されている。2019年度にかけて内需は底堅い成長を持続するだろう。もっとも、こうした内需の好材料も2020年度に向けて剥落する。日本経済は当面、足踏みを続ける見通しである。

順を追って確認しよう。まず、足下で発生している日本経済減速の背景は二つ挙げられる。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、「在庫調整」局面を迎えつつある（**図表1**）。さらに、かつて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

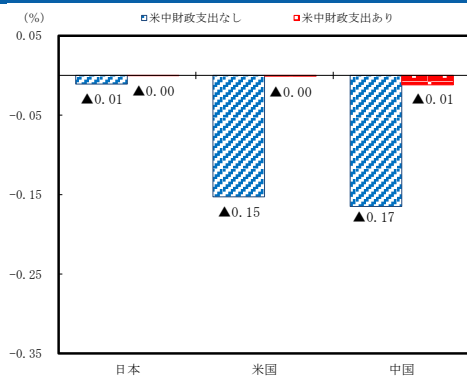


では何故、輸出（＝世界経済）は減速局面にあるのだろうか。こちらも日本経済と同様、背景はシンプルだ。伸びすぎた反動である。かつて2017年には、①世界的な在庫循環の好転、②共産党大会を控えた中国経済の加速、③財政緊縮から拡張への移行に伴う欧州経済の回復が重なっており、これらの要因が各地域経済および世界経済の成長率を加速させた。

こうした「2017年ボーナス」の反動が、2018年の世界経済減速の本質だ¹。では2019年以降はどうか。上記のうち、①在庫調整は引き続き世界経済成長率を下押しするだろう。一方、②③の反動は消失に向かうが、今度は減税効果により押し上げられた米国の成長鈍化が不可避な状況にある。加えて、「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3～6に示す通りだ。図表3～4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5～6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**²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3：関税の影響試算（総括版）



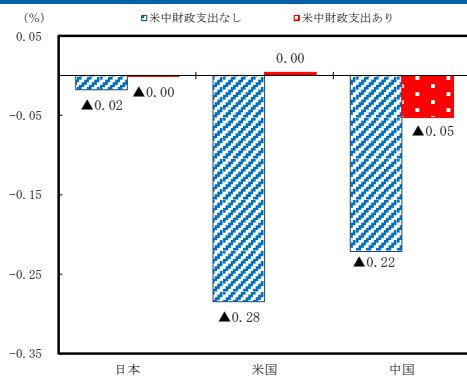
(注) 全て実質。実績値からの乖離率。
(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

図表4：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	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	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	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	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	▲0.00	▲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	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	▲0.22	▲0.34	▲0.08	0.00	▲0.57	▲0.36
	寄与度	▲0.13	▲0.03	0.00	▲0.12	0.06	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	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	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	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	▲0.00	▲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	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

¹ 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](#)」（大和総研レポート、2018年11月21日）

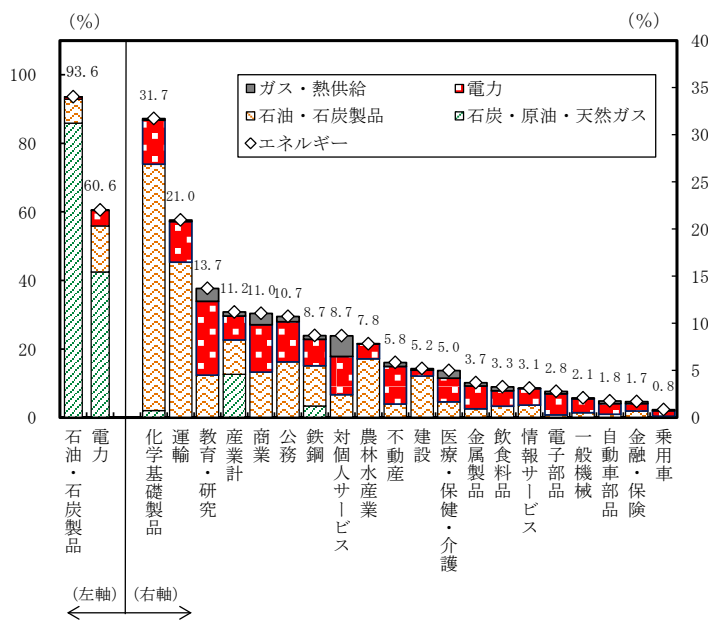
² 詳細は下記レポートを参照。小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2018年10月 米中貿易戦争の本質 - 『歴史の終わり』の終わり（もしくは始まり） -](#)」（大和総研レポート、2018年10月23日）

内需牽引型経済成長の持続性を左右す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。

前者について、産業連関表を用いて20ドル/bblの原油価格下落が企業部門に与える影響を検討すると(図表8)、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³。

図表7：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8：20%の原油価格下落が企業収益(営業余剰)に与える影響⁴

	金額 (10億円)	変化率 (%)
全産業	1,537	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
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
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	-14.1
水質・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	58	-
教育・研究	46	45.2
医療・保健・社会保険・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

図表9：20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 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 %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

³ 詳細は下記レポートを参照。小林俊介・廣野洋太「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」(大和総研レポート、2018年12月18日)

⁴ 試算の前提は「20%の原油価格変動」だが、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、2018年10月から足下にかけての下落幅と概ね合致する前提となっている。

マクロ経済モデルを用いて日本経済全体への影響を包括的に試算すると（図表 9）、内需項目を中心として実質 GDP を 0.22～0.26%pt 程度押し上げる効果が期待される。インフレ率低下による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。

原油価格下落は内需全体を、消費増税対策は公共投資を押し上げる見通し

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。

消費税率の引上げによる負担増は、国・地方で 5.7 兆円程度と試算されている。たばこ税や所得税の見直しなどによる財源確保に伴う負担増が 0.6 兆円程度。これらの負担は軽減税率制度の実施により 1.1 兆円程度軽減され、トータルの税負担額は 5.2 兆円程度となる見込みだ。これに対して、幼児教育の無償化および社会保障の充実により、3.2 兆円程度の受益増が見込まれる。総括すると、ネットベースの財政緊縮効果は 2.0 兆円程度と試算されている。

加えて、各種経済対策が実施される。経済対策の規模と内容を整理したのが図表 10 だ。全体としては 2.18 兆円程度となる見込みであり、増税半年分の歳入増加幅（2019 年 10 月～2020 年 3 月、約 1.0 兆円）よりも大きな額となりそうだ。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（1.35 兆円規模）である。従って、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。

以上を踏まえると、財政要因は 2019 年度の消費に対して若干のマイナス、公共投資に対して明確なプラス効果を持ち、内需全体を若干押し上げる効果を持つことになるだろう。もちろん、2020 年度以降はこうした各種消費増税対策の効果も剥落する。結果として内需牽引型の成長も一旦ストップすることになる。日本経済は当面、足踏みを続けるだろう。

図表 10：消費増税対策等の概要（報道ベース、2019 年度）

消費増税対策等	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家用車の税率を1%引下げ。	0.05
	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。	
	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。	
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。	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。年収の目安も510万円以下から、775万円以下に拡大。	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。	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2万円で販売。	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	インバウンドや観光といった新たな需要を効果的に取り込む商店街の取組を支援。	2019年度。	0.01
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。	1.35
計			2.18

（注1）予算措置は、2019年度予算案の計上額。税制措置は、平年度ベースの減税額。

（注2）「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）財務省、各種報道資料より大和総研作成

景気減速よりも憂慮すべき、成長天井の接近

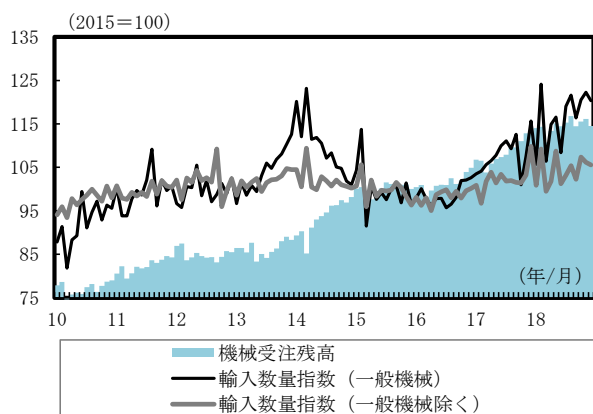
前頁まで整理してきた景気減速は、あくまで循環的な話にすぎない。見過ごされがちながら、より深刻な日本経済の問題が露呈しつつある。それが2017年に執筆した「**2018年の日本経済見通し**⁵」以降で継続的に指摘してきた、供給サイドの成長制約だ。

図表11に示す通り、機械受注の残高は未曾有の水準に到達している。すなわち、エンジニア不足に伴う供給側のボトルネックが発生していることにより、需要が強くても供給が追いついていないということだ。この現象と軌を一にして、輸出の停滞に対して輸入が底堅く、結果として外需が成長に対してマイナス寄与となっているのが日本経済の現状だ。実際、底堅い輸入の中身を品目別に確認すると、機械の輸入が顕著である。

機械の輸入に代表される供給天井が、人手不足を背景としたものであることは**図表12**からも読み取れる。そして人手不足に対応するための省力化投資が進むほど、国内生産で賄えない機械需要が輸入に向かう。結局、労働投入のボトルネックが解消されない限り、日本経済の成長率は一定の閾値を超えることができない構造に入りつつあることが示唆される。

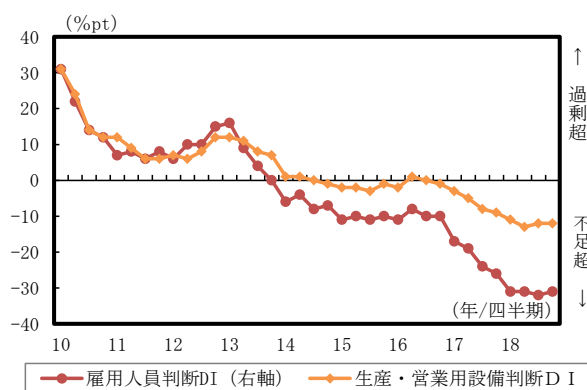
このタイミングで、2019年4月からは罰則規定付きの残業規制が導入されることになる⁶。外国人労働力の受け入れ拡大により、あるいは、「国内総生産」の成長制約はある程度緩和されるのかもしれない。しかし同対策では「国民総所得」の成長制約を緩和することは望みがたい。

図表11：一般機械輸入と機械受注残高



(注1) 機械受注残高は機種別。鉄道車両、道路車両、航空機、船舶除く。
(注2) 輸入数量指数は大和総研による季節調整値。
(出所) 財務省、内閣府より大和総研作成

図表12：人手と設備の過不足感（機械）



(注) はん用・生産用・業務用機械の全規模合計の数値。
(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

⁵ 詳細は下記レポート参照。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）

⁶ 詳細は下記レポート参照。小林俊介・廣野洋太「[大局的視座から探る労働市場展望 フィリップスカーブの有効性は本当に崩れてしまったのか？](#)」（大和総研レポート、2018年7月20日）

第200回日本経済予測（2019年2月21日）

	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)	2020年度 (予測)	2018暦年	2019暦年 (予測)	2020暦年 (予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	0.4	1.6	1.2	0.6	1.3	1.5
実質GDP成長率（2011暦年連鎖価格）	0.5	0.8	0.6	0.7	0.6	0.7
内需寄与度	0.7	0.8	0.5	0.7	1.0	0.5
外需寄与度	-0.3	-0.1	0.0	-0.0	-0.3	0.1
GDPデフレーター	-0.1	0.9	0.7	-0.1	0.7	0.8
全産業活動指数上昇率	0.7	0.7	0.6	0.9	0.6	0.7
鉱工業生産指数上昇率	0.6	1.1	1.0	1.0	0.8	1.2
第3次産業活動指数上昇率	0.9	0.6	0.5	1.0	0.6	0.6
国内企業物価上昇率	2.4	2.4	3.0	2.5	1.9	3.4
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.8	0.5	0.5	0.8	0.4	0.6
失業率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
10年物国債利回り	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	1.2	2.6	2.8	1.2	2.2	3.0
経常収支（億ドル）	1,687	1,825	1,856	1,729	1,778	1,871
経常収支（兆円）	19.0	20.3	20.6	19.1	19.4	20.4
対名目GDP比率	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6
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	0.7 (0.4)	0.5 (0.3)	0.5 (0.3)	0.4 (0.2)	0.8 (0.4)	0.4 (0.2)
民間住宅投資	-4.3 (-0.1)	2.0 (0.1)	-1.8 (-0.1)	-5.7 (-0.2)	2.5 (0.1)	-2.0 (-0.1)
民間設備投資	3.4 (0.5)	1.6 (0.3)	0.8 (0.1)	3.8 (0.6)	2.0 (0.3)	0.9 (0.1)
政府最終消費	0.9 (0.2)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	0.9 (0.2)	0.8 (0.2)
公共投資	-3.3 (-0.2)	2.7 (0.1)	0.7 (0.0)	-3.0 (-0.2)	1.3 (0.1)	1.7 (0.1)
財貨・サービスの輸出	1.8 (0.3)	1.3 (0.2)	1.2 (0.2)	3.1 (0.5)	0.8 (0.1)	1.4 (0.3)
財貨・サービスの輸入	3.3 (-0.6)	1.9 (-0.3)	1.0 (-0.2)	3.3 (-0.6)	2.7 (-0.5)	0.7 (-0.1)
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	3.8	3.5	3.4	3.9	3.5	3.5
原油価格（WTI、\$/bbl）	62.6	55.0	55.0	64.9	54.7	55.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	2.9	2.4	1.8	2.8	2.6	1.9
米国の消費者物価上昇率	2.3	2.1	2.4	2.4	1.9	2.5
(3) 日本経済						
名目公共投資	-1.6	4.1	1.3	-1.3	2.9	2.5
為替レート（円/ドル）	110.6	109.0	109.0	110.4	109.0	109.0
（円/ユーロ）	128.1	125.0	125.0	130.0	124.9	125.0

(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