

2019年3月19日 全13頁

日本経済見通し：2019年3月

日本経済を取り巻く5つの「通説」を疑う

経済調査部
エコノミスト 小林 俊介
研究員 廣野 洋太

[要約]

- 日本経済を巡り、さまざまな「通説」が存在する。本稿では、こうした「通説」の妥当性を再検討しつつ、コンセンサスが見落としている日本経済の現状を精査する。
- 「将来不安で消費が抑制されている」説は根拠薄弱だ。消費性向の動向は多くが人口動態で説明される。ラチェット効果により消費性向は前回増税前後に一時的に上昇したが、その後増税以前の水準に回帰したことで、「財政再建を進めれば消費性向が向上する」説も現実的に否定されている。
- 「消費増税の悪影響は、財政対応により相殺される」説は、2019年度に限れば妥当だ。2019年度の増税効果よりも、予定されている対策の規模は大きい。ただし対策の中身を確認すると、過半が公共投資だ。直接的な恩恵は家計よりも建設関連部門に偏重する。残り8,000億円程度の対策も、全てが増税後に発動するものではないし、持続するものでもない。消費増税の影響は2019年度後半から2020年度にかけて緩やかに発現する。
- 「省力化投資が経済成長を促進する」説は幻想だ。コスト対比での限界生産性は、ほぼ全ての産業において資本よりも労働の方が高い。本来であれば労働投入を増やすことが合理的な企業判断であるにもかかわらず、人手不足という制約により、非効率な設備投資に踏み切らざるをえないのが現状だ。また、人手不足ゆえに資本財の国内供給が追いつかず、輸入に代替されている。
- 「在庫循環における調整局面は終わりが近づいている」説は、本質的な議論ではないかもしれない。前年比でなく水準で見れば、2018年初に始まった在庫調整は道半ばだ。また、結局のところ、今後の生産活動を左右するのは出荷（需要）であり、こと日本においては外需（輸出）、とりわけ現在では中国向け輸出の動向が全ての鍵を握っている。
- なお、2018年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）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+0.6%、2019年度が同+0.7%、2020年度が同+0.6%である。先行きの日本経済は、在庫調整および外需の低空飛行が続く中、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。

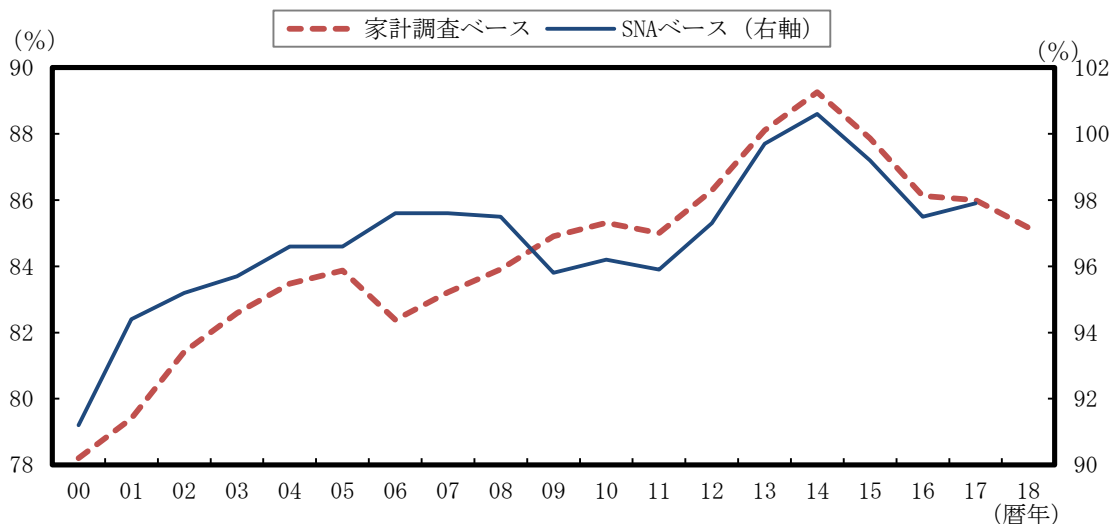
1. 日本経済を取り巻く5つの「通説」を疑う

日本経済を巡り、さまざまな「通説」が存在する。たとえば、「将来不安で消費が抑制されている」、「財政再建を進めれば消費性向が向上する」、「消費増税の悪影響は、財政対応により相殺される」、「省力化投資が経済成長を促進する」、「在庫循環における調整局面は終わりが近づいている」などがこれに当たるだろう。本稿では、こうした「通説」の妥当性を再検討しつつ、コンセンサスが見落としている日本経済の現状を精査したい。

「将来不安で消費が抑制されている」

まず、**図表1**が示す通り、消費性向（消費支出÷可処分所得）は、2014年まで上昇軌道を通ったのち、現在に至るまで低迷を続けている。トレンドとしての消費性向「上昇」は主として高齢化によってもたらされたものと推察される。そして高齢化というトレンド自体は、2014年以降も継続している。従って、人口動態という観点から考えれば、より高い消費性向が実現していてもおかしくない状況であるにもかかわらず、消費性向が低迷している。このことがパラドックスとなっているわけだ。このパラドックスに対する説明の一つとして「将来不安で消費が抑制されている」という説明が根強く存在するが、本当だろうか。この論点を精査する前段階として、**図表2**で消費性向の推移を「人口動態要因」と「その他要因」に分解した¹。

図表1：平均消費性向の推移



(注) 家計調査は、二人以上の世帯（無職と勤労者）で2018年調査票変更の影響を除いた変動調整値。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

¹ 具体的な手法は下記の通りである。まず、消費性向の変化を、構成比要因とその他の残差に分解する。計算の際には、2005年時点での各世帯属性の消費性向が変化しなかった場合、という前提を置いている。各世帯属性の消費性向を固定した上で、各属性が占める可処分所得のウェイトが変化した要因を計算した。たとえば、図表中の「無職：65歳以上（消費性向が平均より高い）」は、同属性のウェイトが上昇したことに伴う消費性向の上昇寄与を示している。また、「無職：65歳未満（消費性向が平均より高い）」は、同属性のウェイトが低下したことに伴う消費性向の低下寄与を、「勤労者：34歳以下（消費性向が平均より低い）」は同属性のウェイトが低下したことに伴う消費性向の上昇寄与を示している。

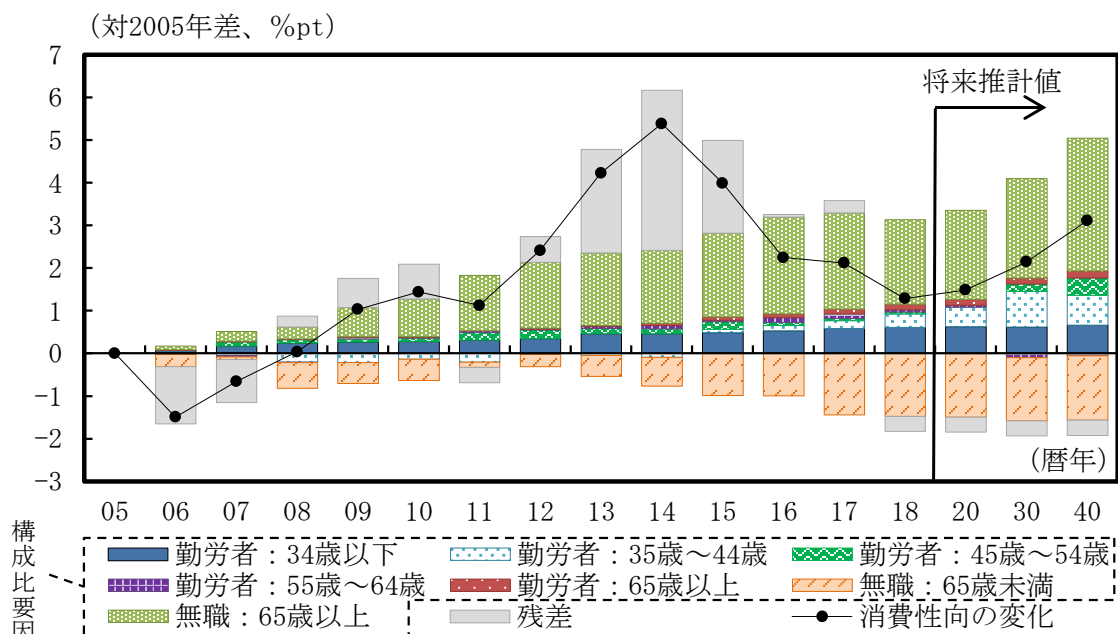
まず目を引くのは、2013-15年の消費性向が飛びぬけて高いということだ。消費増税を目前に控えた駆け込み需要の発生と、ラチェット効果（消費増税に伴う実質所得の低下を即時に消費に反映させず、一時的に消費性向が上昇する現象）の発現が、同時期の消費性向を過大に押し上げていたことは疑いの余地が少ない。

逆に2016-18年の消費性向は、人口動態で説明できる水準に回帰したというだけの話でもある。もちろん、厳密に言えば、2018年の消費性向は2017年より低下しているとの指摘もあろう。これは二つの要因で説明が可能だ。一つは「65歳以上の無職世帯」が減少したこと。これは分母の可処分所得が改善したことを意味しており、消費性向の低下を悲観視する理由にはならない。もう一つは、負の資産効果だろう。事実、人口動態で説明できない「残差」は、株価と連動して2016年から2017年にプラス寄与したのち、2018年にマイナスに転じている。

将来不安云々という議論の余地はここに存在しない。それでも敢えて付け加えるとすれば、内閣府が取りまとめている「国民生活に関する世論調査」を用いて事実を観察することは建設的な議論となる。確かに同調査における項目「今後の生活の力点」において「資産・貯蓄」の回答比率は高まっている。しかし同時に「去年と比べた生活の向上感」では、近年、顕著な低下は確認できない（むしろ1997年と2008年の金融危機を底として、改善が続いている）。

すなわち、所得への不安というよりは、デフレ（＝財に対して現金の価値が上昇する現象）が続き、貯蓄の効用が高まった、あるいは、経済が成熟化して財購入の効用が低下したと解釈する方が妥当だろう。

図表2：平均消費性向の変化（家計調査ベース）と人口動態の寄与



(注1) 二人以上の世帯（無職と勤労者）。2018年調査票変更の影響を除いた変動調整値。

(注2) 将来推計値は、消費性向と勤労者世帯比率が直近の値のまま、世帯数のみ変化した場合。

(注3) 世帯数の将来推計値は、家計調査の直近値を社人研の世帯数将来推計の伸び率で延長。

(注4) 白抜き部分は、5年ごとのデータを線形補間している。

(出所) 国立社会保障・人口問題研究所、総務省統計より大和総研作成

「財政再建を進めれば消費性向が向上する」

さて、「将来不安で消費が抑制されている」論と、しばしば密接に結び付くのが消費税に関連した議論だ。リカードの中立命題によれば、将来の年金・社会保障給付が改善されるのであれば、(個人の合理性や主観的割引率や期待投資収益率や寿命への期待などに一定の前提を置く)と、現在の増税は現在の消費に悪影響を与えない。逆もまた然りである。従って消費増税が経済に与える影響は限定的だという議論が一部で行われている。しかしこの主張は前回増税時の大幅な消費性向の上昇が持続しなかったことで、帰納的に反証されている。また、そもそも、今回の増税に伴う税収の大半は年金・社会保障給付補てん以外の分野に充てられる。「財政再建を進めれば消費性向が向上する」説を支持することは難しい状況だ。

「消費増税の悪影響は、財政対応により相殺される」

もっとも、今回の消費増税の影響は各種の対策によって相殺されるという主張は、2019年度に限れば妥当なものだろう。増税等に関連したネットベースの財政緊縮効果は2兆円程度と試算されている²。2019年度でみれば消費増税の対象となるのは10月以降の半年であるから、その期間の財政緊縮効果は1兆円程度となる。これに対して各種経済対策が実施されるわけだが、その規模は総額2.18兆円と見込まれている。すなわち、当面は財政緊縮効果よりも拡張効果が勝ることになる。

図表3：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

² 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。

ただし消費増税対策の中身を確認すると、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。また、残り8,000億円程度の対策も、全てが増税後に発動するものではないし、永続するものでもない。消費増税の影響は2019年度後半から2020年度にかけて緩やかに発現するだろう。

「省力化投資が経済成長を促進する」

消費増税の影響が一定程度残ることは避けがたい環境の下、内需の好循環を維持する上では家計所得と企業所得の継続的な拡大が前提となる。当然、これらは結局、大部分において外需次第である。しかし日本独自の要因として「人手不足」がもたらす影響が注目を増していることは周知の事実だろう。

まず家計所得に与える影響を考えると、「人手不足」は、働き手の減少というマイナスと、労働市場逼迫に伴う時給の改善というプラスの両方をもたらす。現時点では後者が進む中で非労働人口の労働参加が促され、前者もプラスの要因として奏功している。しかし従前より指摘してきたように³、労働市場の飽和は遠くない将来に訪れる。現在は「いいとこ取り」ができていますが、その期間は限られているとみるべきだろう。

もちろん、人手不足を奇貨として生産性の向上により時給の上昇が進むのであれば長期的な家計所得の拡大持続シナリオを描くことは可能だ。その中で省力化投資の拡大を期待する声は高い。しかしここに二つの誤解がある。一つは、コスト対比での限界生産性は、ほぼ全ての産業において資本よりも労働の方が高い⁴（このことは、たとえばJIPデータベースを用いて資本コスト、労働コスト、資本の限界生産性、労働の限界生産性を算出すると確認できる）。

すなわち、本来であれば労働投入を増やすことが合理的な企業判断であるにもかかわらず、人手不足という制約により、非効率な設備投資に踏み切らざるをえないのが現状だ。当然、生産性は改善しない。それどころか低下する。

³ 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）

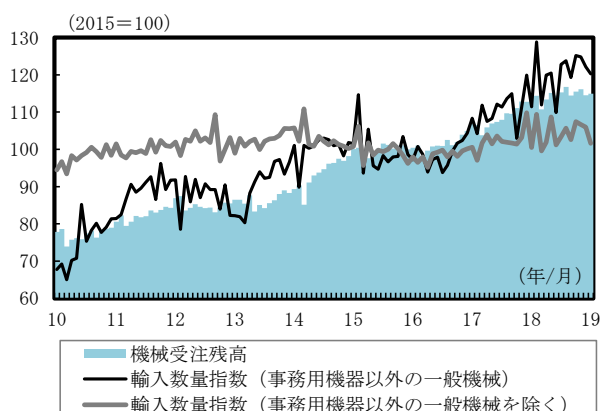
⁴ 詳細は下記レポート参照。小林俊介「[日本経済見通し：2017年7月 人手不足の恩恵と『しわ寄せ』はどこに？ / 設備投資の『不都合な真実』](#)」（大和総研レポート、2017年7月20日）

生産性という長期的な視野においてのみならず、短期的な視野においても省力化投資が経済成長を促進するシナリオの蓋然性は低い。図表4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。つまり、エンジニア不足に伴う供給側のボトルネックが発生し、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5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。

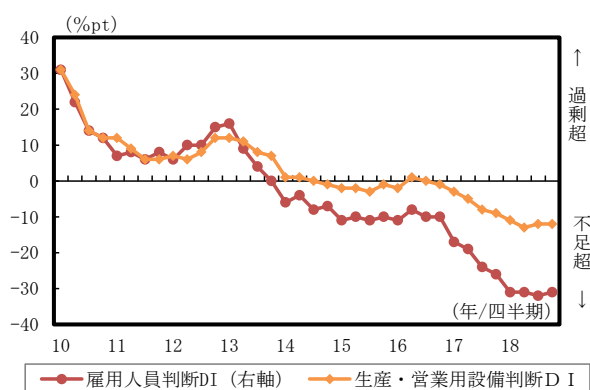
結局のところ、人手不足は歓迎すべきものではなく、この問題を梃子にした経済全体の成長加速は幻想にすぎないということだ。同問題の緩和・解決こそが日本経済の最大の課題と言っても過言ではない。しかし2019年4月から導入される罰則付きの残業規制⁵が例示するように、現在の政策の方針は必ずしも課題解決には向かっていない。

図表4：一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5：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

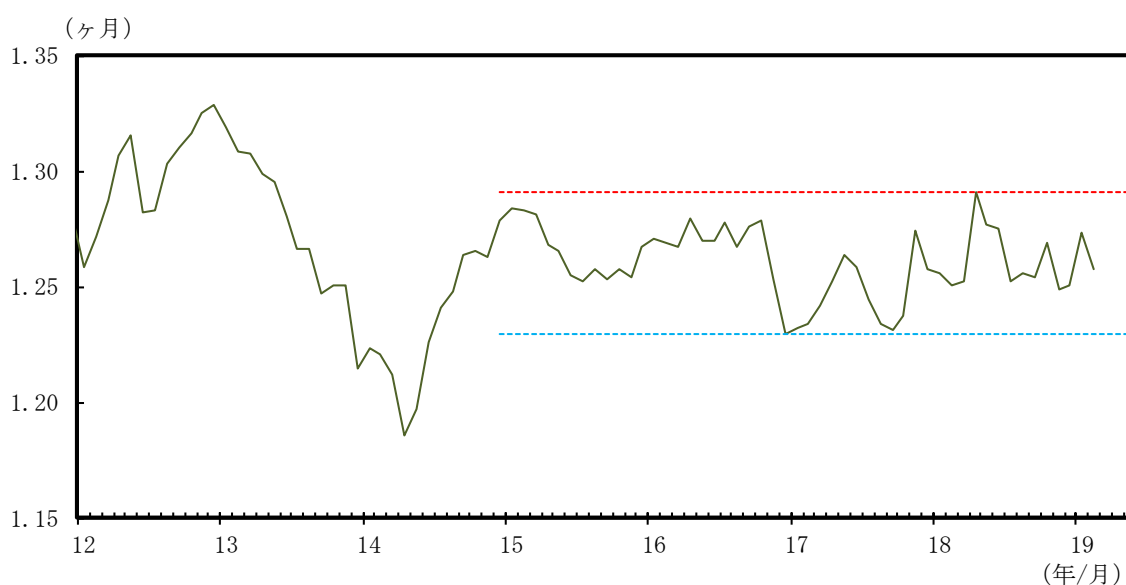
⁵ 詳細は脚注3のレポート参照。

「在庫循環における調整局面は終わりが近づいている」

最後に、循環的なテーマに議論を移したい。筆者はかねてより、「日本においても世界においても2017年は在庫循環の積み増し局面。2018年は調整局面」との主張を続けてきた⁶。翻って現在、「在庫循環図で確認する限り、2019年の早い段階で生産は回復に転じるのではないか」との見方も広がりつつあるようだ。しかしここにも一点、落とし穴がある。在庫循環図は通常、前年比の数値により描写される。従って在庫水準が大きく切り上がったのち、一年が経過してしまうと、在庫水準自体は高い状態が続いていても伸び率は低下する。現在においても、在庫循環図が同様の問題を孕んでいる可能性は否定できない。

そこで在庫水準そのものを推計したものが**図表6**だ。同図を確認すると、2015年後半から2016年秋頃にかけて在庫水準のピーク（景気のボトム）をつけたのち、2017年に在庫水準のボトム（景気のピーク）をつけ、再び2018年以降、在庫調整の局面に入っていることが明瞭である。では今回の循環においてどの程度、在庫水準が調整されたか。これは「道半ば」という判断が妥当だろう。現在の在庫水準はまさに、直近のピークとボトムの中間に位置している。

図表6：製造工業の在庫月数



(注1) 在庫月数 = 実質在庫額（月末残高） / 実質出荷額（月額、12ヶ月後方移動平均）

(注2) 実質在庫額と実質出荷額は、工業統計調査（2015年）の値を鉱工業指数で延長して計算。

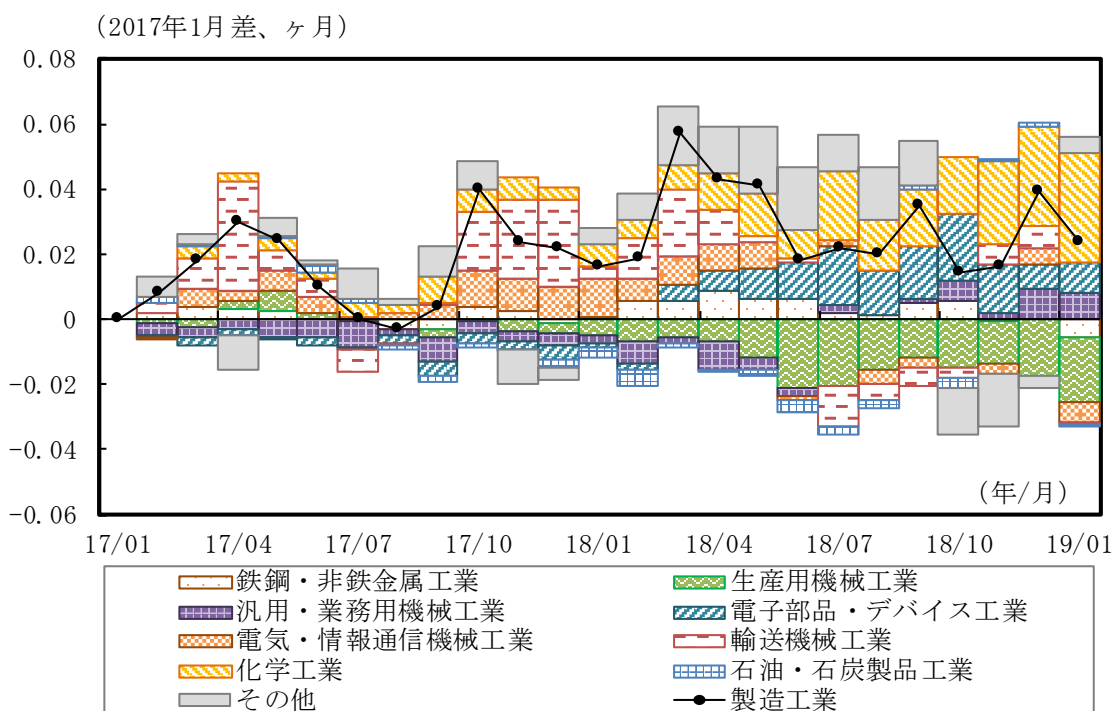
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成。

⁶ たとえば下記レポート参照。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）

業種別に動向を確認したものが**図表 7**だ。足下で明確に在庫が積み上がり続けているのが、化粧品等に代表される化学工業である。同産業における在庫調整はこれから厳しくなる可能性が高い。電子部品・デバイス工業は2018年の中頃にかけて在庫水準が高まっていたが、2018年後半以降は調整が進められている模様である。他方、2018年前半、既に在庫水準が高まっていた輸送機械工業や電気・情報通信機械工業においては過剰在庫の調整は既に概ね終了している可能性が高そうだ。

もちろん、在庫循環は所詮、在庫循環にすぎない。結局のところ、今後の生産活動を左右するのは出荷（需要）であり、こと日本においては外需（輸出）、とりわけ現在では2018年後半からフリーフォールの様相を呈してきた中国向け輸出にいつ歯止めがかかるか、が全ての鍵を握っている。従って、「在庫循環図で確認する限り、2019年の早い段階で生産は回復に転じるのではないか」との見方は、あまり本質的な意味を持たないかもしれない。

図表 7：在庫月数の産業別分解



(注1) 在庫月数 = 実質在庫額（月末残高）/実質出荷額（月額、12ヶ月後方移動平均）

(注2) 実質在庫額と実質出荷額は、工業統計調査（2015年）の値を鉱工業指数で延長して計算。

(出所) 経済産業省統計より大和総研作成。

2. GDP 二次速報を受け、見通し修正（19年度+0.7%、20年度+0.6%）

2018年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）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+0.6%、2019年度が同+0.7%、2020年度が同+0.6%である。先行きの日本経済は、在庫調整および外需の低空飛行が剥落する中、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。

2018年10-12月期は在庫要因で上方修正。自然災害で落ち込んだ7-9月期からの反動

2018年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率+1.9%（前期比+0.5%）と、一次速報（前期比年率+1.4%、前期比+0.3%）から小幅に上方修正された。市場コンセンサス（前期比年率+1.7%、前期比+0.4%）対比でも若干上振れして着地している。

ただし、上方修正の主因は、法人企業統計の結果を受けた民間在庫変動の上方修正（前期比寄与度▲0.2%pt→同+0.0%pt）であり、景気実態の改善を示すものとは言いがたい。民間企業設備は若干上方修正（前期比+2.4%→同+2.7%）されたが、他方で民間最終消費は、基礎統計の直近値の反映により下方修正（同+0.6%→同+0.4%）されている。

図表8：2018年10-12月期GDP（二次速報）

		2017	2018				
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	0.4	▲ 0.1	0.5	▲ 0.6	0.3	0.5
	前期比年率%	1.6	▲ 0.4	1.9	▲ 2.4	1.4	1.9
民間最終消費支出	前期比%	0.5	▲ 0.2	0.6	▲ 0.2	0.6	0.4
民間住宅	前期比%	▲ 3.2	▲ 2.0	▲ 2.0	0.6	1.1	1.1
民間企業設備	前期比%	0.7	1.0	2.5	▲ 2.6	2.4	2.7
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.0
政府最終消費支出	前期比%	0.0	0.2	0.1	0.2	0.8	0.7
公的固定資本形成	前期比%	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 2.3	▲ 1.2	▲ 1.7
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.2	0.4	0.4	▲ 1.4	0.9	1.0
財貨・サービスの輸入	前期比%	2.3	0.0	1.3	▲ 0.7	2.7	2.7
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.4	▲ 0.2	0.6	▲ 0.5	0.6	0.8
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3
名目GDP	前期比%	0.2	▲ 0.3	0.4	▲ 0.5	0.3	0.4
	前期比年率%	0.9	▲ 1.2	1.6	▲ 2.1	1.1	1.6
GDPデフレーター	前期比%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
	前年比%	0.1	0.5	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3

(注1) 寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

10-12月期成長率のプラス転換は、自然災害の影響を受けてマイナス成長に落ち込んだ7-9月期からの反動という色合いが強い。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。加えて、既に発表されている1月分の輸出・生産（出荷）は軒並み減少が確認されている。当面の日本経済は低空飛行を続ける公算が大きい。

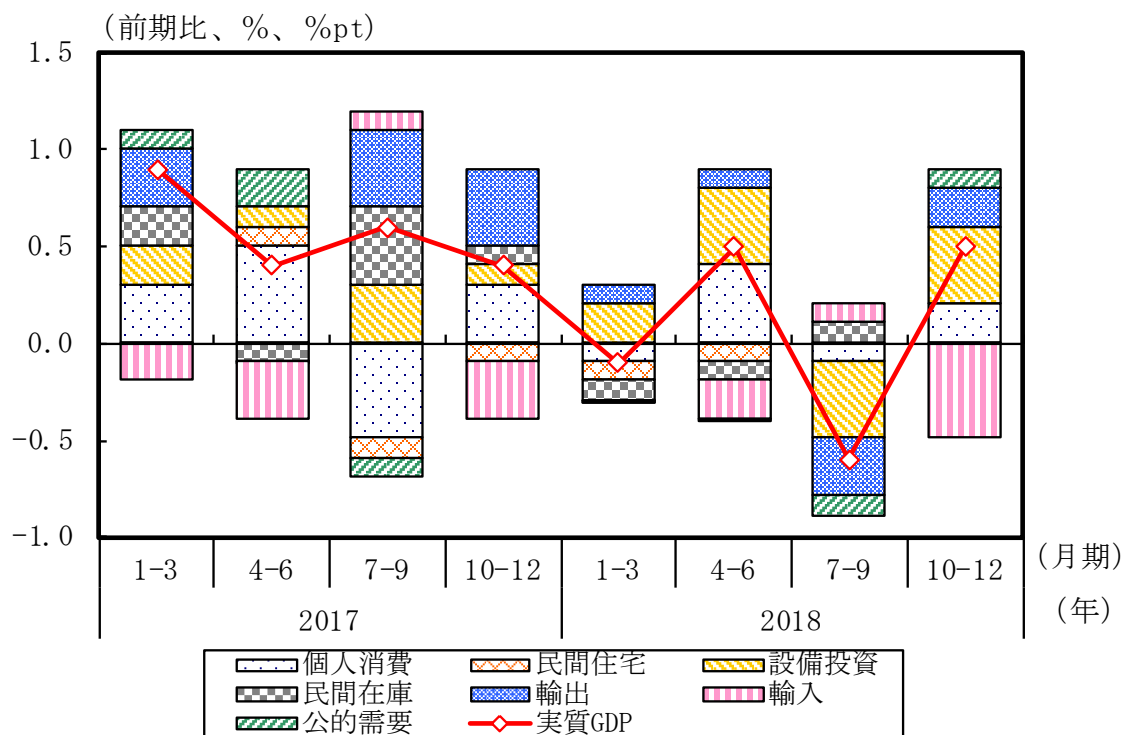
今回の上方修正の主因となった民間在庫変動について細分項目を確認すると、GDP一次速報段階で仮置きされていた原材料在庫が前期比寄与度▲0.0%pt→同+0.0%pt、仕掛品在庫が同▲0.1%pt→同+0.0%ptと上方修正されている。また、製品在庫も基礎統計を反映して同▲0.2%pt→同▲0.1%ptへと上方修正されている。流通品在庫は変わらず同+0.1%ptであった。

民間企業設備についても、形態別総固定資本形成の推移を確認すると、「輸送用機械（前期比+6.9%）」、「その他の機械設備等（同+7.4%）」など、7-9月期に自然災害などの影響を受け大きく落ち込んだ項目については反動もあり、とりわけプラス幅が大きくなった。

内需成長の寄与を一部相殺する外需のマイナス

需要項目別に確認すると、内需のプラス（前期比寄与度+0.8%pt）を、外需のマイナス（同▲0.3%pt）が一部相殺する格好となった。まず、自然災害の影響が一巡したことや、生鮮食品およびエネルギー関連の物価が落ち着きを取り戻したことなどを背景として、内需は反発している。

図表9：実質GDPと需要項目別寄与度の推移（季節調整済前期比）



(出所) 内閣府統計より大和総研作成

民間最終消費支出は前期比+0.4%と、2四半期ぶりに増加した。上述した物価の落ち着きを一因として、実質雇用者報酬も同+0.6%と2四半期ぶりにプラス転換している。財別に消費動向を確認すると、耐久財が同+3.0%、半耐久財が同+2.2%、非耐久財が同▲1.6%、サービスが同+0.9%となった。

民間住宅は前期比+1.1%と2四半期連続で増加し、加速が続いている。相続税対策を見込んだ貸家需要等が一服して以降、住宅投資は減少が続いていたものの、一旦持ち直しとなった。足下で、2019年10月の消費増税に向けた駆け込み需要が徐々に顕在化している可能性が考えられる。

民間企業設備は前期比+2.7%と、2四半期ぶりに増加に転じた。前述の通り、今回の増加は災害要因に伴う7-9月期の落ち込みからの回復という色合いが強い。民間在庫変動も前述の通り上方修正され、前期比寄与度+0.0%ptとなった。

公的固定資本形成は前期比▲1.7%と6四半期連続で減少した。公共投資は2017年7-9月期以降、足踏みが続いている。10-12月期は2017年度補正予算執行による押し上げが期待されていたものの、2017年度の補正予算は2016年度より規模が小さかったこともあり（公共事業関係費：16年度1.6兆円⇒17年度1.0兆円）、減少に歯止めがかからない。また、人手不足に伴う供給制約も影響している可能性が考えられる。

政府最終消費支出は、医療費の大幅な拡大を主因として、前期比+0.7%へと加速した。

他方、輸出は前期比+1.0%と2四半期ぶりに増加したが、自然災害の影響からの反動を踏まえると、弱い結果である。なお、10-12月期の基礎統計を確認すると、財、サービスともに弱さが見られる。財の実質輸出（日本銀行試算）は、米国向け、EU向け、その他向けは増加しているものの、中国向け、NIEs・ASEAN等向けでは減少している。また、サービス輸出に関しては、7-9月期に自然災害により減少していた訪日外客の消費（旅行サービス輸出）は持ち直したものの、その他サービスが落ち込んだことで、全体では前期から減少した。

相対的にみて、輸入は前期比+2.7%と強い。結果として、外需は前期比寄与度▲0.3%ptと、3四半期連続でマイナスとなった。

なお、GDPデフレーターは、酷暑に伴う国内物価の上昇が一巡したことから、前期比▲0.1%と2四半期ぶりにマイナスに転じた。結果として名目GDPは前期比年率+1.6%（前期比+0.4%）となった。

先行きの日本経済は、引き続き内需依存かつ低空飛行

先行きの日本経済は、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。当面、鍵を握るのはエネルギー価格の動向と、消費増税を巡る各種の対策となりそうだ。

まず、個人消費は一進一退が続くと見込んでいる。労働需給の一段のタイト化に伴う雇用者報酬の増加が個人消費の下支え要因となろう。11月以降原油価格が大きく下落したことで、足

下では実質賃金も改善している。ただし、人手不足に伴う賃金上昇を賃金カーブのフラット化や残業削減によって企業が相殺することにより、雇用者報酬の増加および消費拡大のペースが鈍る可能性には注意を払っておく必要がある。また、改正労働契約法への対応もあり非正規から正規への雇用形態の切り替えが2017年に進展し、所得環境が改善したとみられるが、足下でこうした動きが一服しつつある。

なお、2019年10月に予定されている消費増税に関しては、各種経済対策の実施により駆け込み需要・反動減はいくらか緩和される見込みである。ただし、前述した通り、施策の一つであるポイント還元策（案）が、制度終了（2020年6月末）前後に駆け込み需要・反動減を生じさせる点には留意しておく必要がある。また、より本質的な論点として、対策の内容は公共投資の比重が高く、消費増税に伴う負の所得効果を全て相殺できるような内容ではないことは留意しておくべきだ。

住宅投資は、消費増税を見据えた駆け込み需要が徐々に顕在化することで一旦持ち直した後、減少が続くとみている。住宅エコポイントの再導入や住宅ローン減税・すまい給付金の拡充は、駆け込み需要・反動減を緩和し、住宅投資を下支えするだろう。しかし、そうした特殊要因を除けば、実質住宅投資は緩やかな減少が続くことが見込まれる。相続税対策等の影響による押し上げ効果が剥落したことに加え、住宅価格の高止まりや建設産業における人手不足の深刻化も住宅投資の下押し要因となるだろう。

他方、設備投資は緩やかな増加が続くと予想している。潤沢な企業のフリーキャッシュフローは設備投資の下支え要因となるだろう。また、人手不足に対応した合理化・省人化投資や、収益性の向上を目的とした研究開発投資は息の長い拡大基調を維持する公算が大きい。ただし、前述した通り、機械受注残高等で確認されるように設備投資関連製品のサプライヤーが供給制約の天井に直面しつつあり、設備投資の増加スピードは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

公共投資については、緩やかな増加を見込んでいる。2018年度補正予算執行の影響が顕在化することが押し上げ要因となろう。加えて、2019年度当初予算の公共事業関係費は、2018年度当初予算から0.9兆円程度上乗せされており、公共投資は高水準での推移が見込まれる。ただし、人手不足に伴う供給制約には留意しておく必要がある。

輸出の減速は続く公算が大きい。世界経済は、在庫循環などの2017年の好材料が剥落したことで減速しているが、今後も減速傾向は継続する可能性が高い。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。加えて、今後は米中貿易戦争の影響が顕在化することも輸出の下押し要因となることが考えられる。ただし、2020年に行われる東京オリンピック・パラリンピックで訪日外客の消費が増えることは、サービス輸出の一時的な押し上げ要因となるだろう。

第200回日本経済予測 改訂版 (2019年3月8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	1.5	1.3	0.7	1.2	1.5
実質GDP成長率 (2011暦年連鎖価格)	0.6	0.7	0.6	0.8	0.5	0.7
内需寄与度	0.8	0.7	0.5	0.8	0.9	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	0.8	0.8	0.6
鉱工業生産指数上昇率	0.3	0.3	1.0	1.0	-0.3	1.2
第3次産業活動指数上昇率	1.2	0.9	0.5	1.0	1.4	0.4
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	0.4	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)	1.1	2.8	3.0	1.2	2.4	3.2
経常収支 (億ドル)	1,703	1,832	1,861	1,729	1,786	1,876
経常収支 (兆円)	19.0	20.5	20.9	19.1	20.0	21.0
対名目GDP比率	3.5	3.7	3.7	3.5	3.6	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	0.6 (0.3)	0.4 (0.2)	0.5 (0.3)	0.4 (0.2)	0.6 (0.4)	0.4 (0.2)
民間住宅投資	-4.2 (-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	3.6 (0.6)	1.7 (0.3)	0.8 (0.1)	3.9 (0.6)	2.3 (0.4)	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)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)
公共投資	-3.6 (-0.2)	3.0 (0.1)	0.7 (0.0)	-3.2 (-0.2)	1.6 (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 (0.6)	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	3.7	3.5	3.4	3.9	3.5	3.5
原油価格 (WTI、\$/bbl)	63.2	55.0	55.0	64.9	55.3	55.0
(2) 米国経済						
米国の実質GDP成長率 (2012暦年連鎖価格)	3.0	2.4	1.8	2.9	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	-1.9	4.4	1.3	-1.6	3.2	2.5
為替レート (円/ドル)	111.3	111.9	111.9	110.4	111.9	111.9
(円/ユーロ)	128.8	127.3	127.3	130.0	127.3	127.3

(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