2018･2019 年度の経済見通し

～災害の影響は一時的も、徐々に高まる海外発の下振れリスク～

＜要旨＞

日本の 2018 年7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.2%と、2四半期ぶりにマイナスとなった。大雨、台風、地震等複数の自然災害が重なり、これまで日本経済の成長を支えてきた個人消費、設備投資、輸出がマイナスに陥ったことが要因である。

但し、良好な雇用･所得環境、企業の高い利益水準、世界経済の回復等、成長の前提となる経済条件に大きな変化はないため、来期は元の回復基調に復帰する可能性が高い。先行きの実質 GDP 成長率は 2018 年度＋1.0%、2019 年度＋0.8%と従来の見通し同様、プラスの成長を見込む。

一方、海外に目を向けると、米中間の貿易摩擦問題の深刻化、新興国の金融経済環境の悪化、英国における Brexit 交渉の不透明感やイタリアの財政問題等、国際金融市場がリスクオフに傾くリスクは更に高まった。海外経済の悪化に対して、日本経済は依然として脆い部分があるため、下振れリスクに対して、従来以上に神経質になる時期が続くことになる。

1. 自然災害でマイナスに落ち込んだ日本経済

日本の 2018 年7-9月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率▲1.2%と2四半期振りにマイナスとなった(図表1)。今回の実質 GDP のマイナスは、4-6月期の高い伸びに対する反動に加えて、7-9 月期に大雨、台風、地震等複数の自然災害が重なり、消費や生産･出荷等の経済活動の一時的な停滞を余儀なくされたことで、日本経済の成長を支えてきた個人消費、設備投資、輸出が軒並みマイナスに陥ったことが要因である。

図表1 実質 GDP 成長率

成長率　　(前期比年率、%)

	2017		2018		
	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ
実質GDP	＋ 2.9	＋ 0.8	▲ 1.1	＋ 3.0	▲ 1.2
個人消費	▲ 2.5	＋ 1.1	▲ 0.9	＋ 2.6	▲ 0.5
住宅投資	▲ 7.1	▲ 12.3	▲ 8.0	▲ 7.5	＋ 2.6
設備投資	＋ 6.1	＋ 2.7	＋ 3.0	＋ 13.0	▲ 0.9
公的需要	▲ 1.5	▲ 0.5	▲ 0.4	＋ 0.4	▲ 0.9
輸出	＋ 11.4	＋ 8.8	＋ 1.9	＋ 1.4	▲ 7.1
輸入	▲ 3.8	＋ 12.9	＋ 0.6	＋ 4.2	▲ 5.6

寄与度　　(前期比年率、%ポイント)

内需	＋ 0.4	＋ 1.2	▲ 1.3	＋ 3.5	▲ 0.8
個人消費	▲ 1.4	＋ 0.6	▲ 0.5	＋ 1.5	▲ 0.3
設備投資	＋ 0.9	＋ 0.4	＋ 0.5	＋ 2.0	▲ 0.1
その他	＋ 0.9	＋ 0.2	▲ 1.3	＋ 0.0	▲ 0.4
外需	＋ 2.4	▲ 0.4	＋ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.3

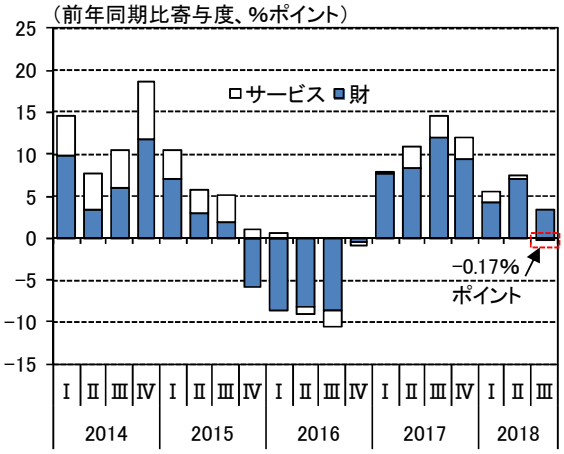
(資料)内閣府『国民経済計算』

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

2. 空港機能の低下による財･サービスの減速

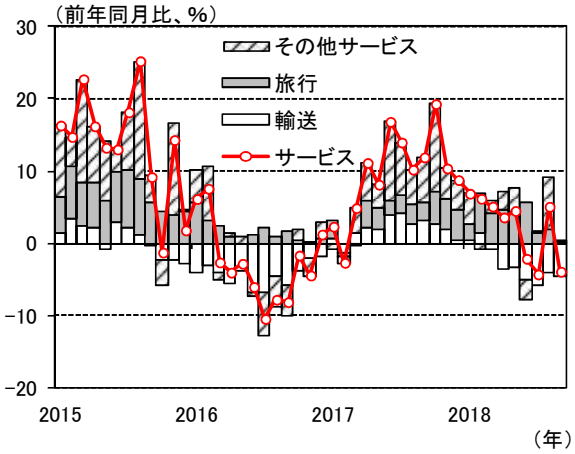
7-9月期の財･サービス輸出は、9月に発生した関西地区の台風や北海道胆振東部地震により関西空港と新千歳空港の機能が低下し、財とサービス共に大きく減速した(図表2)。特にこれまでインバウンド需要によってプラスに寄与してきたサービスがマイナスに落ち込んでいる(図表3)。サービスの中身を詳細にみると、「旅行」が寄与度を弱めており、訪日外国人の国内での消費減が影響しているとみられる。

図表2　輸出の財･サービス寄与度



(資料)財務省『国際収支統計』

図表3　サービスの寄与度分解



(資料)財務省『国際収支統計』

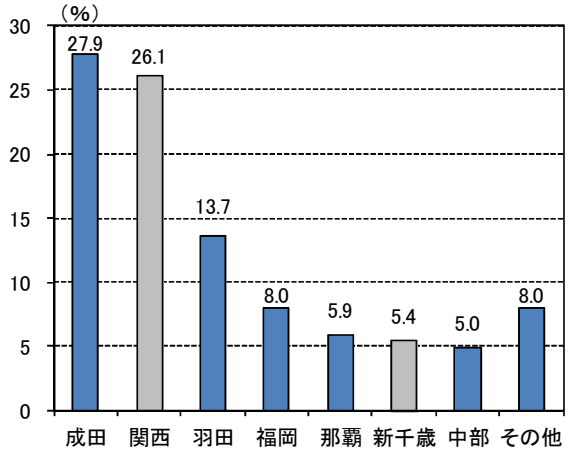
関西国際空港の輸出額をみると、日本の輸出全体の約 8%を占め、訪日外国人のシェアも26%に及ぶ(図表4、5)。同空港が 9 月初めに運行停止し、その後徐々に復旧したとはいえ完全復旧までに 2 週間以上を要したことは、日本全体の財･サービス輸出入に無視できない影響を及ぼしたと見るべきである。新千歳は輸出額、訪日外国人シェアとも関西には及ばないが、北海道は関西地区に比べて、新幹線等の代替となる移動手段が少なく、また停電が全道に及んだことによる風評被害等で、北海道への旅行を控えた外国人観光客は相応に多いとみられる。

図表4　空港からの輸出額とシェア(2017 年)

	金額(10億円)	シェア(%)
輸出額合計	77,505	100.0
空港からの輸出計	23,285	30.0
成田	13117	16.9
関西	6111	7.9
羽田	2100	2.7
福岡	946	1.2
中部	876	1.1
小松	96	0.1
新千歳	27	0.0

(資料)財務省『貿易統計』

図表5　港別の訪日外国人シェア(2017 年)

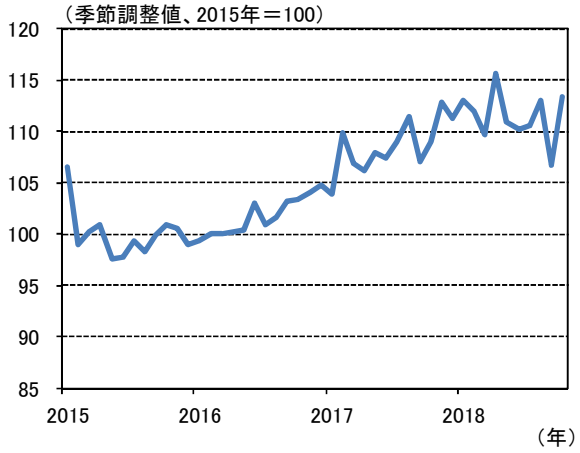


(資料)法務省『出入国管理統計』

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

輸出の先行きは、緩やかな回復基調に戻る可能性が高い。10 月の実質輸出は9月の落ち込みからは回復し、生産指数も 10 月の試算値によると回復の兆しを見せている（図表6、7）。景気は新興国を中心に減速しつつあるが、最大の経済規模を有する米国の景気が堅調である。この先も、米国を中心とする世界経済の回復が続くことを前提に、2018 年度の財・サービス輸出は前年度比＋2.0%、2019 年度は＋1.8%の伸びになると見込む。

図表6　実質輸出の推移



（資料）日本銀行『実質輸出入の動向』

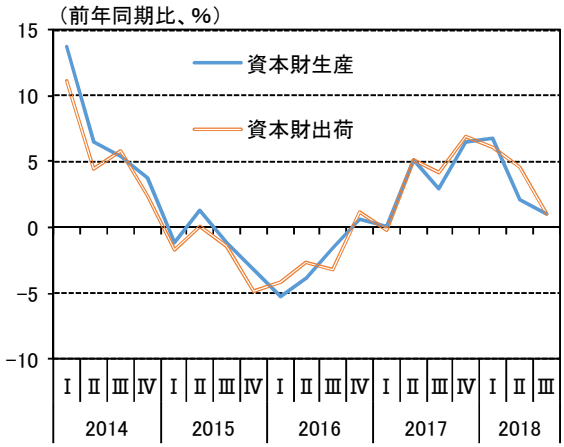
図表7　鉱工業生産指数の推移

（注）経済産業省による試算値を使用。
（資料）経済産業省『鉱工業指数』

3. 一部業種で設備投資積極化の動き

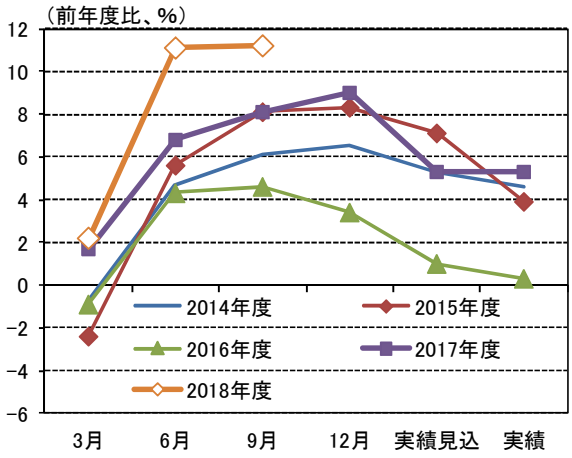
7-9月期の設備投資は前期比年率▲0.9%と8四半期振りにマイナス成長となった。尤も、落ち込んだ理由は、4-6 月期の高い伸びからの反動に加えて、自然災害による資本財の生産・出荷の停滞で、設備投資計画が予定通り進まなかったことによるものとみられ、実勢については数字程には弱くないとみている（図表8）。日銀短観による設備投資計画は、2014 年度以降で最も高い伸びで、高い利益水準を背景に今後も堅調に推移するとみられる（図表9）。

図表8　資本財の生産・出荷指数



（資料）経済産業省『鉱工業指数』

図表9　設備投資計画の推移

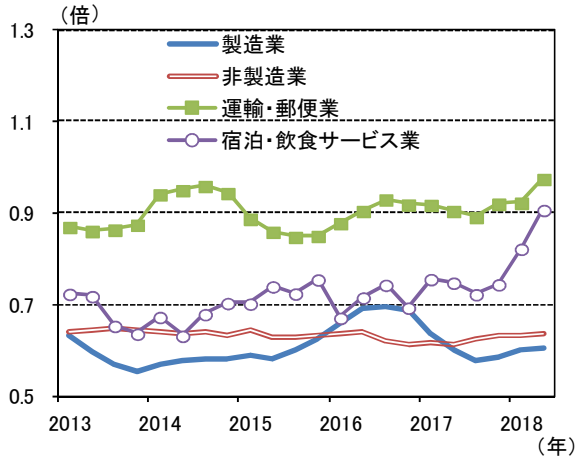


（資料）日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

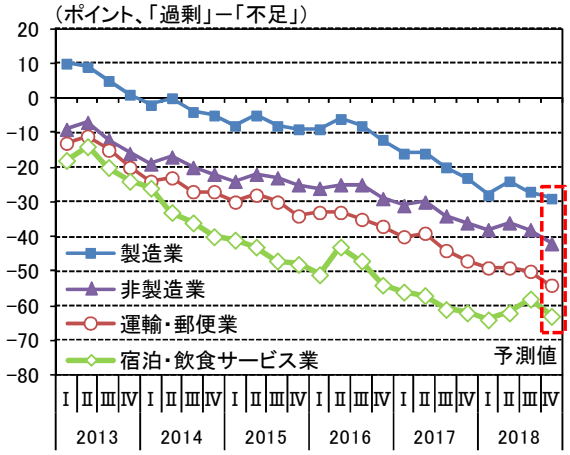
企業の投資姿勢を設備投資対キャッシュフロー倍率（定義：設備投資／CF、CF=減価償却費＋経常利益÷2）でみると、運輸・郵便業、宿泊・飲食サービス業等、一部の業種で投資姿勢の積極化がみられる（図表 10）。日銀短観の雇用判断DIをみると、運輸・郵便業と宿泊・飲食サービス業は非製造業全体より人手不足感は強く、省力化投資を推し進めている可能性が高い（図表 11）。加えて宿泊・飲食サービス業の急激な投資姿勢の強まりは、高まるインバウンド需要に対応するためにホテル建設・取得を強化している側面もあると考えられる。製造業・非製造業のどちらも人手不足感は一層深刻化していることから、今後も幅広い業種で省力化投資が進むとみられ、設備投資は底堅い動きを続けるとみられる。2018 年度は前年度比＋4.9%、2019 年度は消費増税のために減速するも同＋2.1%とプラスの伸びを見込む。

図表 10　業種別設備投資対キャッシュフロー倍率



（注）後方4四半期平均を使用。
（資料）財務省『法人企業統計』

図表 11　雇用判断 DI

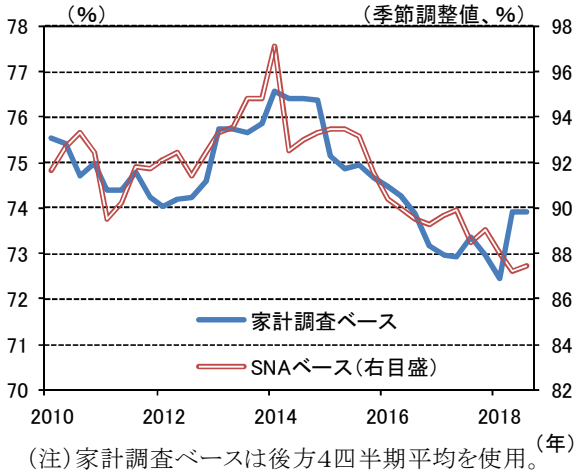


（資料）日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

4. 良好な雇用・所得環境が消費者マインドを下支え

2018 年 7-9 月期の個人消費は、輸出、設備投資同様、自然災害による影響を受けて、2四半期振りにマイナスとなった。災害による買い控えが生じたものとみられる。しかし足元の平均消費性向をみると、家計調査ベースでは既に回復しており、SNA ベースでも底打ちの動きを見せ、マインド悪化は長期化していない（図表 12）。その背景には、良好な雇用・所得環境があるとみている。

図表 12　平均消費性向の推移

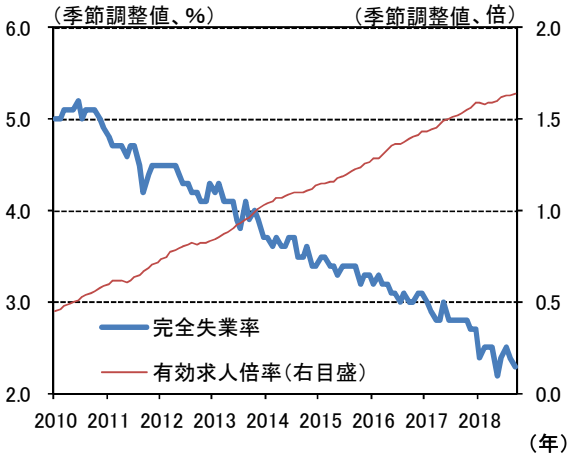


（注）家計調査ベースは後方4四半期平均を使用。
（資料）総務省『家計調査』、内閣府『国民経済計算』

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

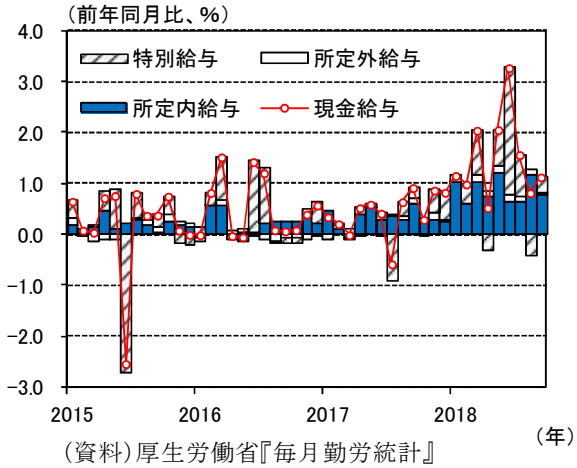
7-9月期の失業率は7月の 2.5%から9月の 2.3%へと継続的に低下し、有効求人倍率も改善、更に所定内賃金は前年同月比＋1%程度で安定して伸びている(図表 13、14)。名目雇用者報酬増加率は前年同期比＋2.5%と、4-6月期の同＋3.4%からは減速したものの、2017 年度平均の＋2.1%よりは高い水準にある。底堅い消費者マインドと良好な雇用･所得環境の下、来期以降の個人消費は緩やかな回復基調に復帰する可能性が高いとみる。2018 年度の個人消費は前年度比＋0.7%、2019 年度は同＋0.6%と、何れも一人当たり雇用者報酬とほぼ同ペースの成長を見込むが、2019 年度は消費増税の影響で後半の消費が減るため、年度を通じた伸び率は若干減速すると予測する。

図表 13　失業率と有効求人倍率



(資料)総務省『労働力調査』、
厚生労働省『一般職業紹介状況』

図表 14　現金給与総額の寄与度分解

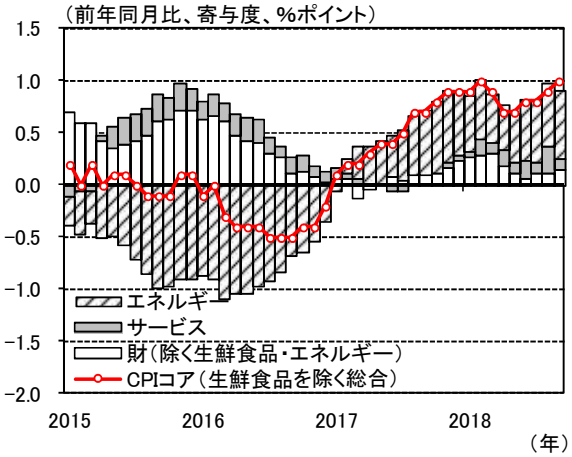


(資料)厚生労働省『毎月勤労統計』

5. 金融政策は現状程度の引締め継続

9月の CPI コアは前年同月比＋1.0%と、2 月以来の水準まで高まってきた(図表 15)。しかし、中身をみると足元の原油高を反映したエネルギーの寄与度が大半で、それ以外の寄与度は高まっていない。自然災害による消費者マインドの悪化を懸念した企業が、価格設定に慎重になっているとみられる。先行きは、エネルギー価格の上昇によって、年末にかけて同＋1.3%程度まで上昇するとみられるが、上昇ペースは徐々に弱まり同＋1%程度の上昇率が続くと見込まれる。

図表 15　CPI コアの寄与度分解



(資料)総務省『消費者物価指数』

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

7-9月期の金融政策に目を向けると、日銀は7月の金融政策決定会合で物価見通しを引き下げ、「これまで考えられていたよりも、現在の金融緩和を長く続ける必要がある」との認識を示した。これを受けて「経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定」とのフォワードガイダンスを導入した。加えて将来的な副作用発現を避けつつ現行緩和策を長く続けるための措置として、①長期金利変動幅拡大（±0.1%→±0.2%程度）、②日銀当座預金のうちマイナス金利適用分を半減（約10兆円→約5兆円）、③ETF買入額の柔軟化（現行年間6兆円）を採用した。

長期金利誘導水準については「ゼロ%程度」という中心値を維持し、「金融政策は現状維持」との形にし、7月下旬に立て続けに3回（23日,27日,30日）も長期金利を押さえ込むための指値オペを発動した。長期金利の変動幅が拡大されたことから、事実上の金利上昇容認と考えられる。前掲図表15でみられるように、物価の基調が高まらない中での事実上の金融引き締めは物価情勢に逆行する動きだが、金融緩和策の副作用に配慮して現実路線に転換しつつあるという評価も出来る。今後は、2019年10月の消費税率引き上げによる景気に対する不確実性もあって、当面は長期金利誘導水準の引き上げ等、更なる引き締め政策を進めることは難しいとみている。日銀当座預金の一部に課される▲0.1%というマイナス金利、および長期金利の誘導水準中心値である「ゼロ%」は、本稿の見通し期間である2020年初までは現状維持が続き、動きがあるとしても海外金利の上昇に合わせて長期金利の変動幅を僅かに拡げるに留まると見込む。

6. 高まり続ける海外要因による下振れリスク

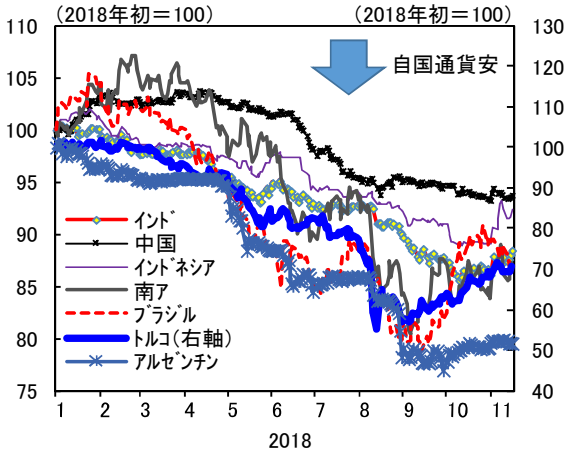
7-9月期に発生した災害の影響で実質GDPはマイナス成長に陥ったが、高水準の企業収益下で設備投資が増え、労働需給の改善により家計所得が増え、消費も伸びていくという、「緩やかながらも前向きの循環が続く」という基本的な見方は変えていない。先行きの実質GDP成長率は2018年度は前年度比＋1.0%、2019年度は消費税率が引き上げられることで2019年10-12月期がマイナス成長となるため、同＋0.8%と1%を下回るペースまで減速すると見込む。なお、2019年度下期における消費税率引き上げによる影響については、軽減税率が導入されることで2014年4月の反動減と比較して緩やかなものに留まるとみている。また、11月7日に成立した2018年度補正予算で計上されている7,000億円を超える災害からの復旧・復興対策も、2019年度の景気下支えの一要因になると考えられる。

但し、海外要因による下振れリスクの高まりには注意を要する。特に、米中間の貿易摩擦問題は、7-9月期に明らかに悪化した。米国は9月24日に、これまでの追加関税に加えて中国からの輸入2,000億ドルに対する追加関税を発動、当初10%の税率は2019年から25%に引き上げるとした。これに対して中国は、米国からの輸入600億ドルに対する追加関税を即日発動し、米国からの輸入ほぼ全てに追加関税をかけることになった。これらの動きは、事前に案として発表されていたものとはいえ、実現に至ったのは状況の悪化であり、トランプ大統領は「さらに2,670億ドル相当額の製品への追加関税を発動する用意がある」と発言している。これまで実現すれば、米国も中国同様に中国からの輸入全てに追加関税をかけることになる。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

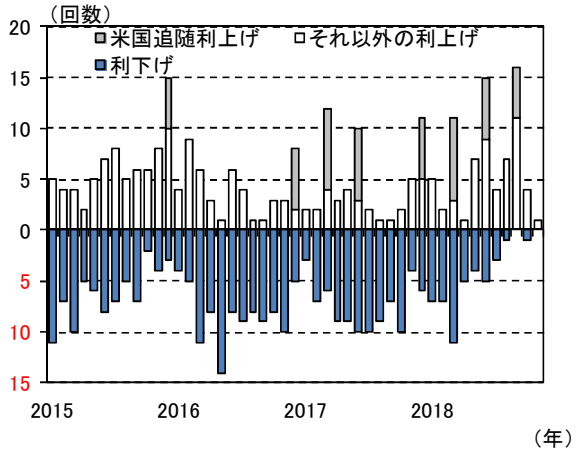
中国以外の新興国でも、8月初めに米国との関係悪化が懸念されたためにトルコの通貨が大幅に下落し、他の新興国にも波及するなど、国際金融市場をリスクオフに傾ける事態が生じた（図表16）。10 月半ば以降ここ1ヶ月ほどは、通貨レートを初めとする新興国周辺に急激かつ大幅な動きは出ていないが、多くの国で徐々にインフレが進行していることもあって、インフレおよび通貨下落を予防するための利上げを余儀なくされる状態が続いている（図表 17）。このため、利上げが景気を冷やし、それが通貨安とインフレを招いて更なる利上げを余儀なくされるという悪循環に陥る可能性は徐々に高まっている。加えて、原油価格上昇が更なるインフレ要因となる上に、米中貿易摩擦が拡大する中で進む人民元レートの下落も新興国に対する市場の見方を厳しくする要因となる。米国の金利が上がりやすくなっていることも含めると、新興国を巡る経済金融環境は厳しさを増しており、この先急速に悪化するリスクは徐々に高まっている。

図表 16　主要新興国通貨の対ドルレート



（資料）CEIC

図表 17　世界各国の利上げ･利下げ回数



（注）同じ国が同月内に2回利上げすれば2回にカウント。
（資料）各国中央銀行

欧州では、Brexit 交渉について英･EU 間での離脱条件をめぐる協定案が交渉官レベルで合意に達し、閣議で承認されるなど正式合意に向けた進捗がみられるが、英国議会での承認の目処は立っておらず、不透明感は拭い切れていない。また、イタリアでも財政問題が浮上したことで、金融市場が一時的に動揺した。これら海外経済の下振れリスクは3ヶ月前の環境と比較して明らかに高まっている。日本経済は依然として脆い部分があるため、景気の下振れリスクに対して、従来以上に神経質な時期が続く。

（経済調査チーム　加藤　秀忠：Kato_Hidetada@smtb.jp）

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

総括表　2019年度までの内外経済見通し

（作成日：2018年11月22日）

	2018年度		2019年度		2018上	2018下	2019上	2019下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
＜実質･2011年基準＞								
国内総支出	538.1	1.0	542.5	0.8	0.5	0.7	0.9	-0.7
					0.8	1.1	1.5	0.1
民間最終消費	301.7	0.7	303.3	0.6	0.5	0.6	1.1	-1.7
					0.3	1.1	1.7	-0.6
民間住宅投資	15.5	-3.8	16.0	3.3	-2.6	2.8	5.3	-6.4
					-7.5	0.0	8.3	-1.5
民間設備投資	89.4	4.9	91.3	2.1	3.4	1.2	1.6	-0.2
					5.3	4.6	2.9	1.3
民間在庫品増加(実額)	0.3	寄与度 -0.0	0.1	寄与度 0.0	0.3	0.3	-0.4	0.1
政府最終消費	107.1	0.5	107.7	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4
					0.4	0.7	0.6	0.6
公的固定資本形成	25.6	-2.7	25.9	1.3	-1.5	-0.3	0.7	1.4
					-3.4	-2.1	0.7	1.8
財貨･サービス輸出	93.2	2.0	94.9	1.8	-0.3	1.0	1.0	0.8
					3.4	0.7	2.0	1.7
財貨･サービス輸入	94.8	2.1	96.6	1.9	0.4	0.8	1.6	-0.3
					3.1	1.3	2.5	1.3
内需寄与度	1.0	民需 1.0	0.8	民需 0.6				
外需寄与度	0.0	公需 -0.0	0.0	公需 0.2				
＜名　目＞								
国内総支出	553.7	0.9	564.8	2.0	0.2	1.0	1.1	0.9
					0.7	1.1	2.1	1.9
ＧＤＰデフレーター	102.9	0.0	104.1	1.2	-0.1	0.1	0.5	1.8
企業物価　＊(15年=100)	102.2	2.9	104.8	2.5	2.7	3.0	2.0	3.1
輸出物価　＊(15年=100)	98.0	2.5	100.0	2.0	2.5	2.5	2.0	2.0
輸入物価　＊(15年=100)	101.5	8.5	105.1	3.5	9.5	7.5	4.5	2.5
消費者物価　＊(15年=100)	101.4	0.9	102.9	1.5	0.8	1.1	1.0	2.0
鉱工業生産　＊(10年=100)	104.0	1.4	105.8	1.7	0.8	2.0	5.0	-1.5
失業率　(%)	2.4	-0.3	2.4	0.0	2.4	2.4	2.3	2.5
雇用者数　＊(万人)	5,949	1.7	6,005	0.9	2.0	1.4	1.1	0.9
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	0.8	―	0.7	―	0.9	0.7	0.7	0.7
新設住宅着工戸数（万戸）	97.1	2.6	91.8	-5.5	96.0	98.5	96.0	87.9
貿易収支　(10億円)	717	―	2,028	―	1,169	-452	1,791	237
輸出　＊(10億円)	82,452	5.3	87,152	5.7	6.5	4.1	6.9	4.6
輸入　＊(10億円)	81,735	10.9	85,124	4.1	11.5	10.3	5.5	2.9
第一次所得収支　(10億円)	21,066	―	20,902	―	11,284	9,782	11,033	9,870
経常収支　(10億円)	18,861	―	20,356	―	10,648	8,214	11,385	8,971
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	1010.5	2.9	1039.0	2.8	3.0	2.9	2.8	2.8
ドル/円レート (円、期中平均)	111.9	―	114.1	―	110.2	113.6	113.9	114.3
輸入原油価格（ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ）	70.0	―	73.3	―	73.5	66.5	72.5	74.0
米国実質GDP(10億ドル)	18,572	2.9	19,052	2.6	2.7	3.4	2.3	2.3

（注）GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。
＊印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。2019年10月に消費増税を見込む。
米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	4-6	7-9	10-12	2019/1-3	4-6	7-9	10-12	2020/1-3
コールレート(無担保･翌日)	-0.06	-0.10	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.05	0.08	0.13	0.13	0.13	0.14	0.15	0.17
ドル/円レート	109.1	111.4	113.6	113.6	113.8	114.0	114.2	114.4
（期間平均値）			→予測					

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済･金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK