2019 年度までの経済見通し

～海外経済減速で下振れリスクに晒される日本経済～

＜要旨＞

2018 年 10-12 月期の GDP 成長率は、災害の影響でマイナス成長に陥った 7-9 月期からプラスに戻ったが、輸出の戻り方が弱かった点では、海外景気減速の影響が日本経済にも現れた結果だったと言える。この先も国内景気の拡大は続くが、海外景気減速の影響で輸出や設備投資の伸びは鈍化し、家計部門の慎重なスタンスから個人消費の伸びも高まらず、2019 年度は＋0.5%前後の低い成長率になるというのが基本的なシナリオである。ただし、英国の EU 離脱交渉が「合意なき離脱」に終わる可能性をはじめとして、海外での政治リスクが拡大している。このため、海外とともに国内景気も後退局面に入るリスクシナリオの蓋然性は、従来よりも高まっている。

1. 2018 年 10-12 月期 GDP ～ プラスには戻ったが拡大ペースは鈍化

日本の 2018 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率＋1.4%となり、7-9 月期の同▲2.6%からプラスに戻った。需要項目別の内訳を見ると、内需の柱である個人消費と設備投資に加えて、輸出も前期比マイナスからプラスに転じている(図表1)。前回の経済見通しで示した、「7-9 月期の成長率が前期比マイナスになった理由としては台風や地震といった自然災害の影響が大きく、景気の拡大基調は止まっていない」という当部見解を確認する結果であった。同時に、まだ政府の確定的な判断はなされていないものの、2012 年 11 月を谷とした日本の景気拡張期間が、2019 年1月に戦後最長を更新したという見方と整合的な結果である。

図表1　過去1年の GDP と需要項目別伸び率

(前期比年率、%ポイント)

	2017	2018				2018/4Q
	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	寄与度
実質GDP	＋ 2.0	▲ 0.9	＋ 2.2	▲ 2.6	＋ 1.4	＋ 1.4
個人消費	＋ 1.9	▲ 0.9	＋ 2.5	▲ 0.8	＋ 2.4	＋ 1.3
民間住宅投資	▲ 12.1	▲ 7.8	▲ 7.8	＋ 2.2	＋ 4.7	＋ 0.1
設備投資	＋ 3.3	＋ 4.1	＋ 10.4	▲ 10.3	＋ 9.8	＋ 1.5
民間在庫増減	－	－	－	－	－	▲ 0.8
政府消費	＋ 0.1	＋ 0.9	＋ 0.5	＋ 0.9	＋ 3.2	＋ 0.6
公共投資	▲ 1.3	▲ 2.6	▲ 2.4	▲ 8.3	▲ 4.6	▲ 0.2
輸出	＋ 9.1	＋ 1.4	＋ 1.8	▲ 5.6	＋ 3.7	＋ 0.7
(▲輸入)	＋ 9.4	＋ 0.2	＋ 5.3	▲ 2.6	＋ 11.3	▲ 1.9
内需	＋ 2.0	▲ 1.2	＋ 2.8	▲ 2.1	＋ 2.6	＋ 2.6
外需	－	－	－	－	－	▲ 1.2

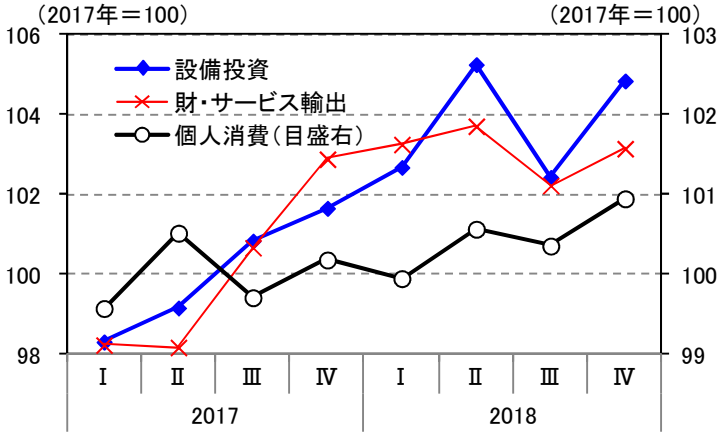
(資料)内閣府「国民経済計算速報」

但し、7-9 月期と 10-12 月期の前期比年率を比較して見ると、7-9 月期からの戻り方には、主な需要項目間で差が大きい(次頁図表2)。個人消費は▲0.8%→＋2.4%と回復して 7-9 月期の落込みを補い更に伸びたが、設備投資は▲10.3%→＋9.8%で 7-9 月期の落込みを辛うじて回復

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

した程度である。それでも寄与度の高い個人消費が伸びたので、内需全体では▲2.1%→＋2.6%とマイナス分をしっかり取り戻している。一方で輸出は▲5.6%→＋3.7%で落ち込みを十分には取り戻せず、輸入の伸び率が高かったこともあって、外需の寄与度は▲1.2%ポイントと回復の足枷となり、10-12 月期の GDP 成長率は 7-9 月期のマイナス幅▲2.6%をカバーできず＋1.4%の伸びに留まった。過去2年の輸出の動きを見ても、伸び率鈍化が明確である。今回の GDP は、外需の伸びが鈍化する中で、日本の景気拡大ペースも鈍化してきた現状を示している。

図表2　個人消費・設備投資・輸出の動き

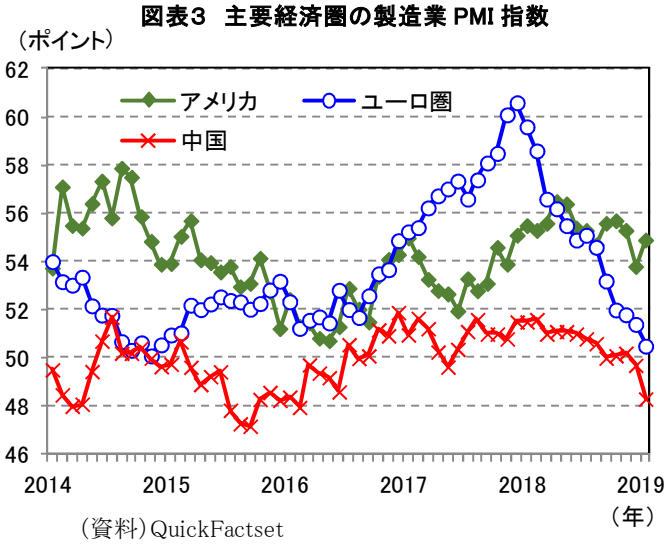


(資料)内閣府「国民経済計算速報」

2. 外需環境の現状と見通し

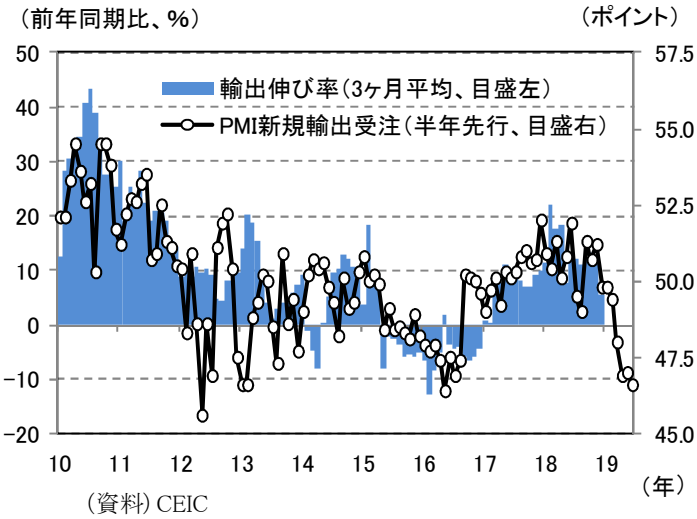
輸出の伸び率鈍化の背景を見る観点から海外経済に目を向けると、米国の製造業 PMI 指数はなお 50 を明確に上回っているものの、中国では 50 を下回った上に、2018 年 10-12 月期の実質経済成長率は前年同期比＋6.4%と、6%台前半に入った(図表3)。従来から、過剰設備や過剰債務を解消するとともに、成長の牽引役を固定資産投資から消費にシフトしていく構造改革路線を採っているため、成長率が低下するのは自然な動きだが、ここに米中貿易摩擦問題の拡大によって輸出が伸び悩み、企業マインドが悪化する等景況感の弱さに拍車がかかっている(図表4)。

図表3　主要経済圏の製造業 PMI 指数



(資料)QuickFactset

図表4　中国の新規輸出受注 PMI と輸出伸び率



(資料) CEIC

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

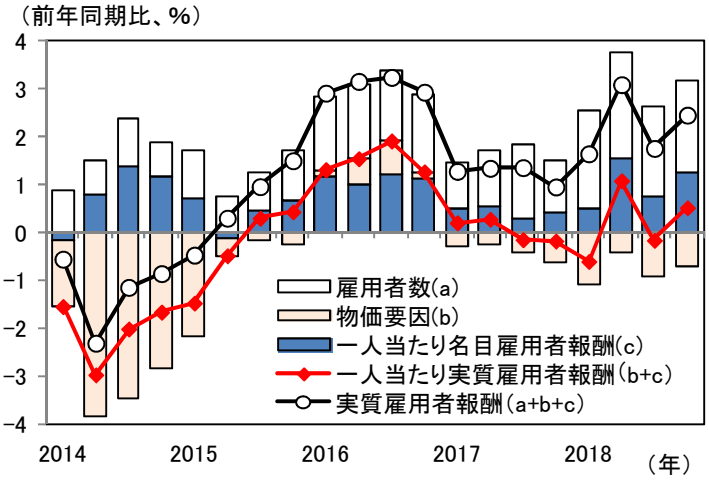
加えて、製造業 PMI 指数を見ると、ユーロ圏の景気減速も目立ってきた。その要因として、IMF はイタリアの財政問題や、ドイツでの自動車製造業における新しい環境規制への対応の遅れを挙げているが、ドイツの中国向け輸出依存度が比較的高いことを踏まえると、中国景気減速の影響が出始めたと見ている。

この先の海外経済環境については、中国政府が構造改革路線を完全に転換しない以上、中国の成長率は引き続き低下していく。今は堅調を維持している米国も、過去1年の成長率平均が3%と、潜在成長率とされる2%前後を大きく上回っている現状に鑑みれば、これまでの利上げの影響もあって成長率は低下していくと考えられる。米国景気が現状程度の堅調を維持することと、中国で景気が急速に悪化した場合には政府がある程度の規模の財政支出や政策金利引き下げといった下支え策を打ち出すことを想定し、2019 年度までの世界景気の後退局面入りは回避できると見るが、成長ペースの鈍化は不可避である。日本からの輸出も伸びにくくなり、2017 年度の前年比＋6.4%から 2018 年度は同＋1.9%まで低下し、2019 年度は同＋1.6%と更に低下すると見込んでいる。

3. 個人消費を巡る環境と見通し

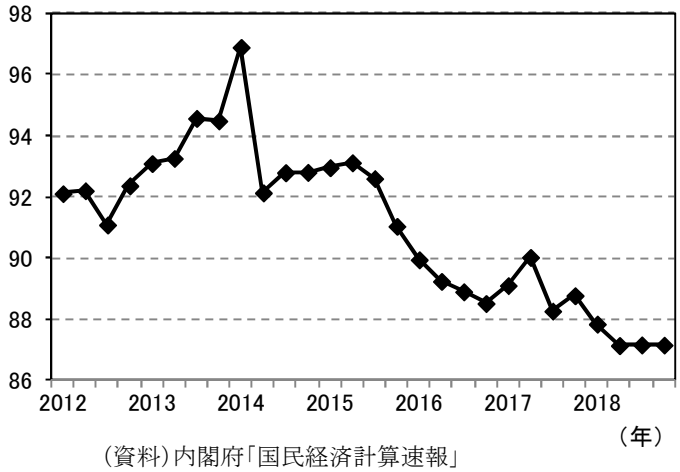
消費を巡る環境は、総じて良好である。家計所得環境を見る観点から、実質雇用者報酬の内訳を見ると(図表5)、2017 年以降は物価上昇が実質所得押し下げ要因になっている(図表5中のb)ために、一人当たり実質賃金の伸びは安定しない(b+c)が、雇用者数が伸びている(a)ために、実質雇用者報酬総額では前年比＋2～3%の安定した伸びが続いている。帰属家賃を除く家計消費と雇用者報酬の比率で見る消費性向は、水準は低いものの下げ止まっており、企業収益から家計所得、家計所得から消費へという前向きの循環が続いていることが窺える(図表6)。

図表5 実質雇用者報酬伸び率の内訳



(資料)内閣府、総務省

図表6 消費性向の推移
（帰属家賃除く消費額÷雇用者報酬）



(資料)内閣府「国民経済計算速報」

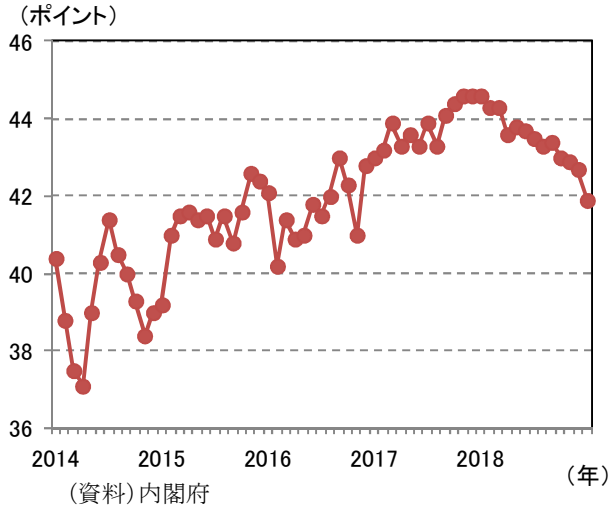
この先 2019 年度までの期間も、失業率が2%半ばで労働需給がタイトな状況は変わらず、家計所得が一人当たり賃金と雇用者数双方の要因で増加し、それが消費を増やす流れは続くと見ている。2019 年 10 月の消費税率引き上げを挟んで駆込み需要とその反動減は発生するが、2019 年度までの期間を通じて個人消費の増加基調は続くだろう。

但し、消費者マインドが慎重になっているため、伸び率は鈍化すると見る。消費者態度指数は、

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

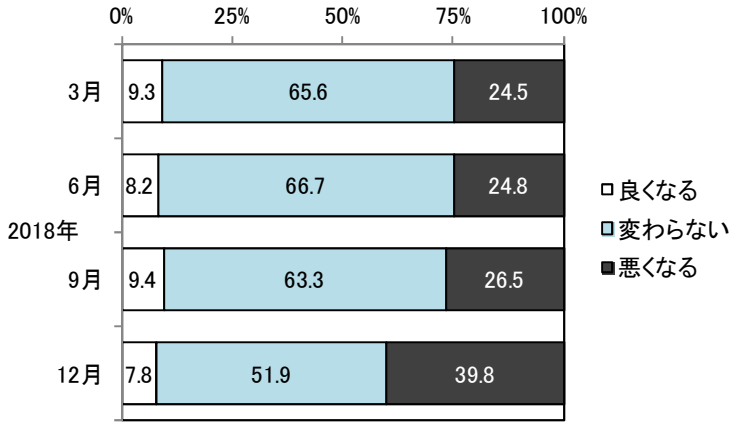
2018 年に入る頃から緩やかに低下している(図表7)。過去の当部経済見通しでは、労働需給が逼迫していて雇用情勢に懸念のない期間が続くにつれて消費者マインドも下げ止まると見ていたが、今なお下げ止まっていない。理由としては、米中貿易摩擦拡大など海外の政治情勢悪化に加えて、国内で相次いだ自然災害やそれに伴う生鮮食品の価格高騰、2018 年 11 月頃から国際金融市場が荒れて日本でも株価が下落ーといったイベントが続いたことが挙げられる。前掲図表5に示したように一人当たりの実質雇用者報酬伸び率が安定してプラスにならないことが影響している他、日銀の「生活意識に関するアンケート調査」で、1年後の景気悪化を見込む割合が 12 月に増えたことを見ると、2019 年 10 月の消費税率引き上げという将来の材料も視野に入れて、現状と先行きに対する認識を慎重にしている可能性もあろう(図表8)。

図表7　消費者態度指数



(資料)内閣府

図表8　消費者の1年後の景気に対する見方



(資料)日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

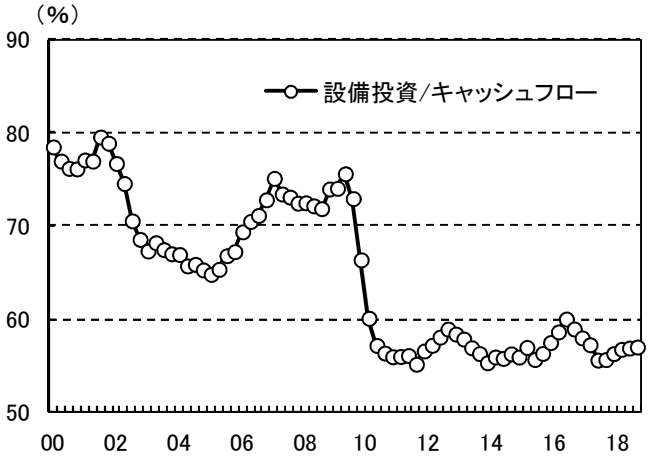
2019 年 10 月の消費税率引き上げは、さほど大きなマイナスインパクトをもたらさないと見ている。主な理由は、前回に比べると税率引き上げ幅が2%と小さいことや、税率引き上げの間隔が短いこと、軽減税率も導入される見通しであることである。加えて、2014 年4月の消費税率引き上げ時は、前年に始まった日銀の量的・質的金融緩和開始を挟んだ大幅な円安が輸入関連製品の価格を押し上げ、これが実質所得と消費の低迷を長期化させたが、今回はそういった追加のマイナス要因が少なくとも今の時点では見込めないためである。とはいえ、複合要因での消費者マインド慎重化は、家計消費の増加トレンドを減少に転じさせるほどのインパクトはなくても、伸び率を抑える要因になる。年度単位で見た個人消費伸び率は、2018 年度の＋0.7%に続いて、2019 年度も＋0.8%と同程度を見込むものの、2018 年度内の消費増加で 2019 年初めの水準が高くなることによる伸び率の押し上げ幅、いわゆる「ゲタ」を除けば、＋0.2～0.3%程度の弱い伸びに留まると見る。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

4. 設備投資を巡る環境と見通し

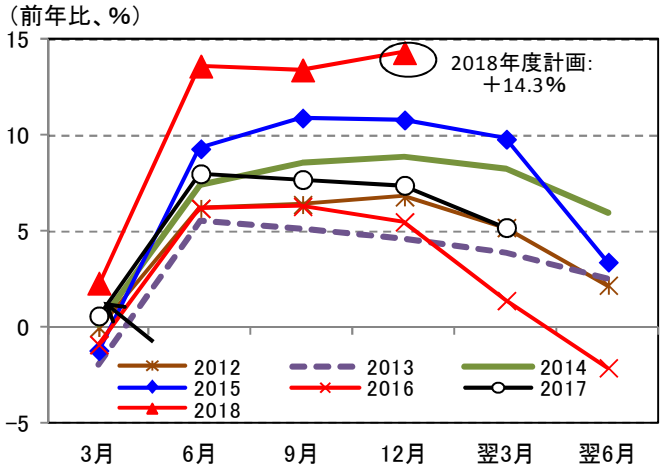
設備投資を巡る環境も、現時点では良好である。企業収益が高水準を維持する中で、キャッシュフローに占める設備投資の比率が低い点からは、国内企業が投資に対して慎重な姿勢を崩していないことが窺えるが、2018 年 12 月時点での日銀短観における大企業の設備投資計画は前年比＋14.3%と、ここ数年で最も高い伸び率になっている(図表9、10)。

図表9　キャッシュフローに占める設備投資の比率



(資料)財務省「法人企業統計」

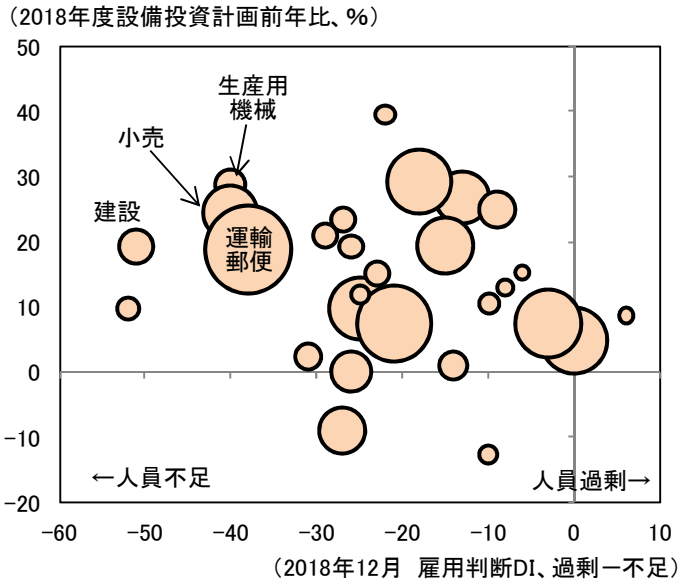
図表 10　日銀短観の設備投資計画(大企業)



(資料)日銀短観

大企業の設備投資計画を、業種別に、かつ雇用判断DIと合わせて見ると、運輸・郵便や小売などを筆頭に、人手不足の度合いが強い部門で設備投資を増やす動きが見られる(図表 11)。キャッシュフローが潤沢な中で、設備投資に対する慎重なスタンスは大きく変えてはいないものの人手不足への対応などで設備投資を増やしている姿が見て取れる。この先も労働需給のタイトな状態が変わらないことを前提として、設備投資の伸びも 2019 年度まで続くと見る。

図表 11　業種別に見た人手不足感と設備投資伸び率の関係(大企業)



(注)バブルの大きさは設備投資の額を示す。
(資料)日銀短観

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

但しそのペースは、徐々に鈍化していく。そのように考える理由は主に二つある。一つ目は、資本ストック循環に沿った伸び率の鈍化で、過去の設備投資伸び率を振り返ると、2017 年度は＋4.6%と高い伸び率になり、その後もプラス基調が続いており 2018 年度は＋3.2%になると見込んでいる。比較的高めの伸び率が続けば、資本ストック循環の観点からは伸び率を維持するのは難しくなる。

二つ目は、既に述べた海外経済の減速である。輸出の伸び鈍化は、主に製造業部門の稼働率低下を通じて設備投資のニーズを減退させる他、国際金融市場の緊張が高まった場合は、投資に対する姿勢を慎重にさせる。これら二つの理由によって、2019 年度の設備投資伸び率は＋1.7%と、2018 年度から更に低下していくと予想している。

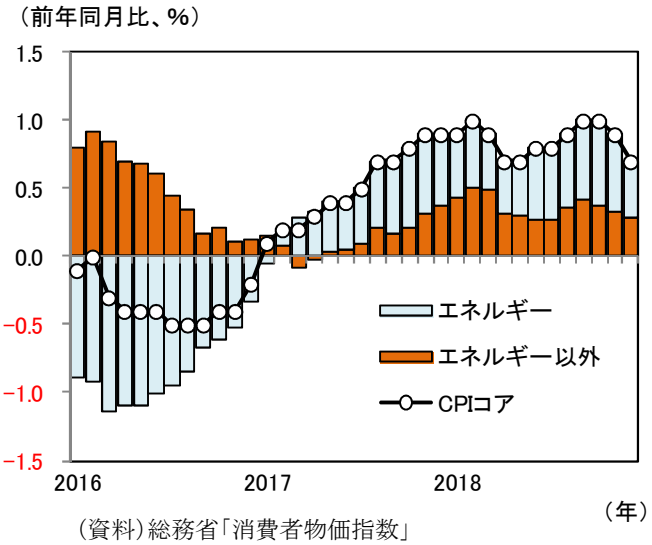
5. 経済見通しのまとめ、物価・金利の見通し

以上をまとめると、2019 年度までの国内景気は海外とともに後退局面入りは回避できるが、輸出の伸びが鈍化することに加えて、設備投資と個人消費の伸びも共に鈍化し、力強さを欠く状態になるだろう。経済全体の成長率は、2018 年度が＋0.5%、2019 年度は＋0.6%とプラスではあるものの潜在成長率とされる範囲の下限に近い低成長になると言うのが当部の基本的な見方である。

この経済情勢を前提にすると、物価上昇圧力は高まらない。足元の物価情勢を見ると、消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の前年比上昇率は＋1%を下回っており、エネルギーを除いたベースでは 0.5%にも満たない（図表 12）。更には、消費者物価指数を構成する品目のうち前年比プラスになっているものの割合は、多少の振れはあるものの基調として低下している（図表 13）。

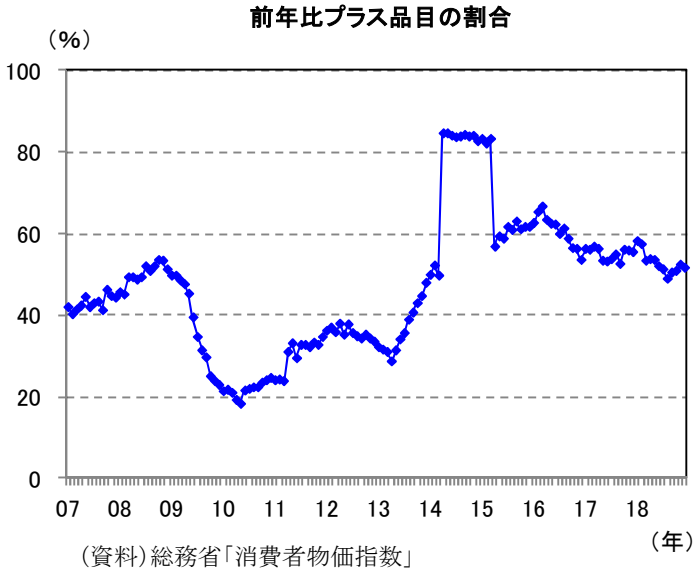
どちらの観点から見ても、足元の物価の動きは弱いままである。この先は、労働需給逼迫で賃金の伸び率が高まることは物価を下支える要因になるものの、そのインパクトはこれまでと同様に極めて弱いもので、生鮮食品を除く消費者物価の前年比上昇率は 2019 年まで＋1%を超えずに推移するだろう。

図表 12　消費者物価（生鮮食品除く総合）上昇率の内訳



（資料）総務省「消費者物価指数」

図表 13　消費者物価指数構成品目のうち前年比プラス品目の割合



（資料）総務省「消費者物価指数」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

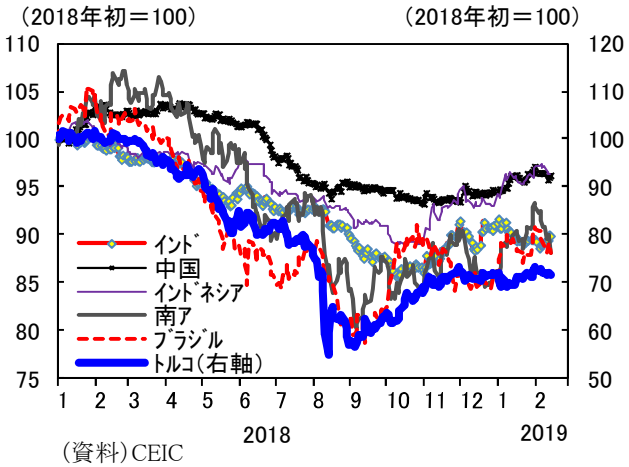
この物価情勢では日銀の金融政策が正常化の方向にシフトされることもなく、現状のマイナス金利政策は維持されよう。また、海外でも景気減速で金利上昇幅は限られるため、日本の長期金利に対する上昇圧力もさほど強まらない。結果として、10年国債利回りのゼロ%程度という誘導水準と、±0.2%という変動許容幅も2019年度末まで変わらないと予想する。

6. 基本的なシナリオから外れるリスク要因

以上、示してきた基本的なシナリオから外れるリスク要因として重要なのは、従来と同じく海外経済政治情勢の悪化である。

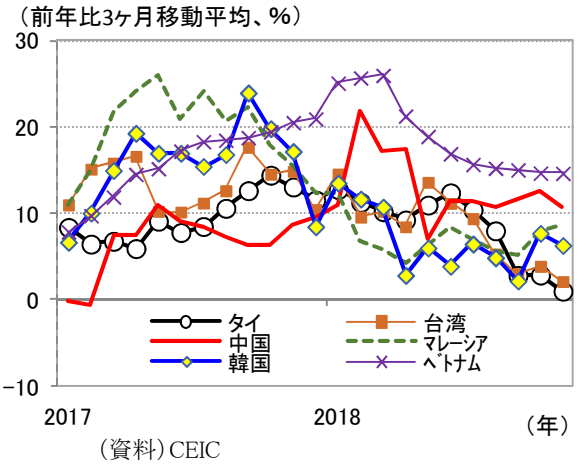
その筆頭が、中国の景気が急激に悪化するリスクである。既に述べたように、当部の基本的なシナリオは、中国で経済情勢の急激な悪化の兆しが見えた場合には、政府が財政金融政策で下支えし、成長率の急低下は回避されることを前提としている。これに反して中国政府が経済政策の発動タイミングや規模を読み誤った場合や、逆に大規模な経済政策を発動した際に、国際金融市場が中国の構造問題先送りを嫌気して中国株や人民元への売り圧力が強まった場合などは、景気の急激な悪化を防げなくなる。新興国の経済金融環境は、昨年半ばまでは米国の金利上昇による資金流出懸念や、原油価格上昇で厳しい目を向けられていたが、年末頃から、世界経済減速への懸念が高まったことなどで金融市場がリスクオフに傾き、米国金利や原油価格が下がったことで、通貨レートの下落に歯止めがかかっている(図表14)。言い換えれば、グローバル経済の減速が新興国経済に自動安定装置として働いた結果として安定しているともいうべき状況だが、中国景気の減速が急激なものになれば、輸出減少をはじめとするマイナスインパクトが大きくなってしまう(図表15)。

図表14　主要新興国通貨の対ドルレート



(資料)CEIC

図表15　アジア新興国の輸出伸び率



(資料)CEIC

英国のEU離脱交渉は3月末の交渉期限が迫る中でも英国内の合意が成立せず「合意なき離脱」に至るリスクは日増しに高まっている。そして米国では2018年末から2019年にかけて、トランプ大統領と民主党の対立が原因で政府機関閉鎖に至った。政府機関閉鎖そのものが米国経済に与えた影響は小さいが、昨年の中間選挙で下院の過半数を民主党に握られて国内政治を思うように動かせない中で、他国に通商・安全保障の両面で強硬姿勢をとる可能性を示唆した点で、やはりこの先の内外経済のリスク要因としては拡大したと考えざるを得ない。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

こうしたリスク要因が顕在化してグローバル景気が後退局面に入れば、日本には輸出減少とともに円高が生じて、国内企業の収益減少と行動萎縮が、日本における前向きの循環を逆転させることになる。成長率が低下するというモメンタムそのものが、国際金融市場の緊張を招きやすい。その中で、欧米を中心とする政治面でのリスクがあることで、常に内外経済の下振れリスクを意識させられる時期となろう。

（経済調査チーム　花田　普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp）

※ 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

総括表　2018・2019年度の経済見通し

（作成日：2019年2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	534.4	0.5	537.7	0.6	0.1	0.2	0.8	-0.6
					0.8	0.2	1.0	0.2
民間最終消費	301.0	0.7	303.4	0.8	0.4	0.7	1.4	-1.8
					0.4	1.0	2.1	-0.5
民間住宅投資	15.4	-4.3	15.7	2.4	-2.7	1.9	4.8	-6.4
					-7.6	-1.0	6.9	-1.9
民間設備投資	87.2	3.2	88.7	1.7	1.6	1.2	1.3	-0.3
					3.8	2.7	2.6	1.0
民間在庫品増加(実額)	0.6	寄与度 -0.0	0.5	寄与度 0.0	1.0	0.2	-0.7	1.4
政府最終消費	107.4	1.0	108.4	0.9	0.3	0.9	0.3	0.4
					0.6	1.3	1.2	0.7
公的固定資本形成	25.0	-3.9	25.0	0.3	-2.0	-2.1	0.7	1.1
					-3.4	-4.3	-1.0	1.4
財貨･サービス輸出	93.1	1.9	94.7	1.6	-0.1	0.5	1.0	0.8
					3.5	0.4	1.5	1.8
財貨･サービス輸入	95.8	3.3	98.7	3.1	1.0	2.6	1.8	0.0
					2.9	3.7	4.3	1.9
内需寄与度	0.7	民需 0.7	0.9	民需 0.7				
外需寄与度	-0.2	公需 -0.0	-0.3	公需 0.2				
＜名目＞								
国内総支出	549.2	0.3	558.3	1.6	0.0	0.2	1.8	-0.5
					0.6	0.1	2.0	1.3
ＧＤＰデフレーター	102.8	-0.2	103.8	1.0	-0.2	-0.1	0.9	1.1
企業物価 ＊(15年=100)	101.3	2.0	100.3	-1.0	2.7	1.2	-1.3	-0.8
輸出物価 ＊(15年=100)	96.3	0.7	94.4	-2.0	2.5	-1.0	-2.9	-1.0
輸入物価 ＊(15年=100)	99.3	6.1	93.2	-6.1	9.6	2.7	-7.3	-4.9
消費者物価 ＊(15年=100)	101.2	0.8	101.7	0.5	0.8	0.7	0.3	0.7
鉱工業生産 ＊(15年=100)	104.4	0.9	105.9	1.4	0.5	1.2	1.7	1.1
失業率 (%)	2.4	-0.3	2.4	0.0	2.4	2.4	2.4	2.5
雇用者数 ＊(万人)	5,956	1.9	6,023	1.1	2.0	1.7	1.2	1.0
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	1.1	―	0.7	―	1.2	1.0	0.7	0.7
新設住宅着工戸数 (万戸)	96.3	1.7	91.1	-5.4	95.8	97.1	95.8	86.5
貿易収支 (10億円)	70	―	2,430	―	1,128	-1,057	2,325	106
輸出 ＊(10億円)	80,805	3.2	81,134	0.4	6.5	0.1	0.7	0.1
輸入 ＊(10億円)	80,734	9.5	78,704	-2.5	11.6	7.6	-2.4	-2.6
第一次所得収支 (10億円)	21,177	―	21,852	―	11,312	9,865	11,559	10,294
経常収支 (10億円)	17,892	―	21,471	―	10,691	7,201	12,401	9,070
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	1008.3	2.7	1031.4	2.3	3.0	2.4	2.3	2.3
ドル/円レート (円、期中平均)	110.8	―	110.3	―	110.2	111.3	110.1	110.5
輸入原油価格 (ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ)	71.7	―	67.3	―	73.5	69.8	66.5	68.0
米国実質GDP(10億ドル)	18,570	2.9	19,017	2.4	2.7	3.3	2.1	2.0

(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。

（期間平均値）

	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	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	-0.05
10年国債利回り	0.05	0.09	0.10	0.00	0.03	0.07	0.09	0.11
ドル/円レート	109.1	111.4	112.9	109.8	110.0	110.2	110.4	110.6
				→予測				

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK