

《 2018～2020年度 日本経済見通し 》

2018年11月30日

No.2018-010

消費増税・五輪後の景気失速リスクをどうみるか

～ 内需にけん引される形で息の長い景気回復が実現 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《 要 点 》

- ◆ わが国景気は、2018年入り後、相次ぐ自然災害の影響で一進一退の動き。もっとも、企業の投資マインドは堅調なほか、家計所得の増加ペースも加速しており、自律的な景気回復メカニズムに大きな変調はみられず。秋以降は、災害の影響も一巡してきており、景気は再び回復軌道に。
- ◆ 一方、2020年度までを展望すると、わが国経済は様々な景気下振れリスクに直面。とりわけ、①海外経済の減速、②消費増税、③五輪後の建設需要の剥落、の3点。
- ◆ 海外要因については、中国経済の減速を主因に、輸出の増勢は鈍化する見込み。もっとも、米欧経済は内需に力強さがみられることから、輸出が大幅に減少する事態は回避。また、輸出の増勢鈍化が設備投資マインドを慎重化させるリスクも小。設備投資の中心が輸出に左右されにくい合理化・省力化投資や研究開発投資であること、設備の過剰感がみられないこと、の2点が背景。
- ◆ 2019年10月に予定されている消費増税が景気後退を引き起こすリスクも小。今回の増税は、税率の引き上げ幅が2%と小さいほか、軽減税率の導入や教育・保育の無償化が予定されており、家計の負担増は2014年増税時の半分程度。さらに、家計の所得環境も当時に比べて改善。2%の消費増税があっても実質可処分所得はプラスの伸びを維持可能。個人消費の大幅な下方シフトは避けられ、その後もスムーズにトレンド並みの成長率に復帰していく見通し。
- ◆ 五輪後の建設需要の減少リスクも小。今回の五輪では、国家的なインフラ整備事業は実施されておらず、五輪後の公共投資の下振れは、GDP比0.1%にとどまる見込み。さらに、宿泊施設や再開発を中心に民間建設投資が上向していることも建設需要を下支え。
- ◆ 以上を踏まえると、様々な下振れ圧力に晒されながらも、内需にけん引される形で、息の長い景気回復が実現する見込み。世界経済が不測の理由で大きく下振れしない限り、2018年度から2020年度にかけての成長率は+1%前後となる見込み。

< 目 次 >

| | |
|------------------------|------------|
| 1. 現状 | |
| 自然災害の影響が一巡し、景気は再び回復軌道に | ・・・・・・・・ 1 |
| 2. 3つの景気失速リスク | |
| (1) 海外経済の減速 | ・・・・・・・・ 2 |
| (2) 消費増税 | ・・・・・・・・ 3 |
| (3) 五輪後の建設需要 | ・・・・・・・・ 5 |
| 3. 見通し | |
| 内需にけん引される形で景気回復が持続 | ・・・・・・・・ 6 |

本件に関するご照会は、下記担当者宛にお願いいたします。

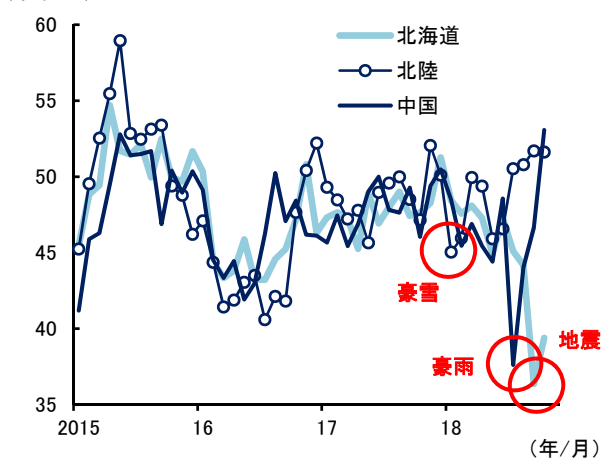
副主任研究員 村瀬 拓人 (Tel : 03-6833-6096 Mail : murase.takuto@jri.co.jp)

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

【現状】自然災害の影響が一巡し、景気は再び回復軌道に

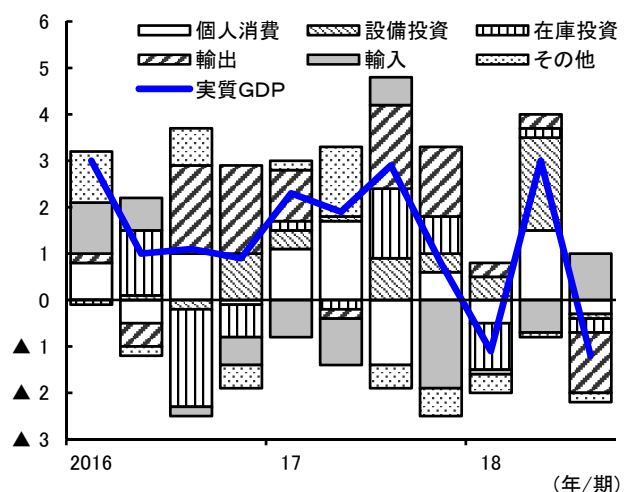
- (1) わが国景気は、2018年入り後、一進一退の動き。主因は、天候不順や自然災害。冬場にかけては日本海側で記録的な豪雪となったほか、夏場にかけては、西日本の豪雨や台風、北海道の震災など自然災害が相次いだことが、経済活動を下押し（図表1-1）。工場の操業停止や空港の一時閉鎖、訪日観光客の減少による輸出の下振れなどを受け、7～9月期の実質GDPは、今年に入り2度目のマイナス成長（図表1-2）。もっとも、自然災害の悪影響は足許で徐々に緩和。10月には訪日観光客や輸出が持ち直し。
- (2) 国内需要をみても、自律的な景気回復メカニズムは大きく崩れておらず。高水準の企業収益を背景に、企業の投資マインドが底堅く推移。実際、設備投資の先行指標である機械受注や建築着工は、振れを伴いながらも増加基調が持続（図表1-3）。家計部門をみても、名目所得の増加ペースが前年比3%前後と、昨年に比べ増勢が加速（図表1-4）。こうした状況を踏まえれば、景気は10～12月期から回復軌道に復帰し、2019年1月には戦後最長の景気回復期間を更新する見込み。2018年度下期は、災害からの挽回生産や復興需要も景気を押し上げることで、高めの成長に。
- (3) もっとも、2020年度までを展望すると、様々な景気下振れリスクに直面。とりわけ、景気後退の引き金として懸念されているのが、①海外経済の減速、②消費増税、③五輪後の建設需要の剥落、の3点。

(図表1-1) 景気ウォッチャー調査の現状
判断DI(家計動向関連、季調値)



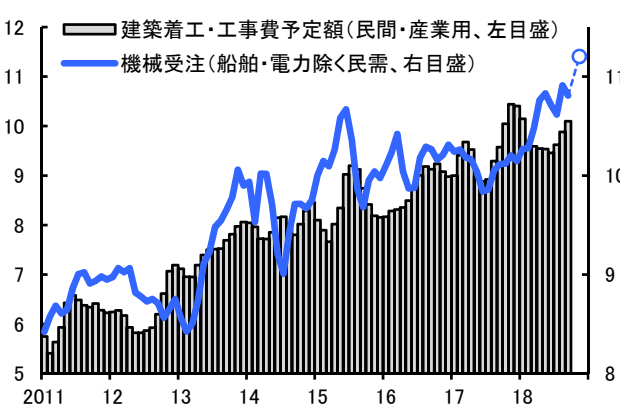
(資料)内閣府「景気ウォッチャー調査」を基に日本総研作成

(%) (図表1-2) 実質GDP成長率(前期比年率)



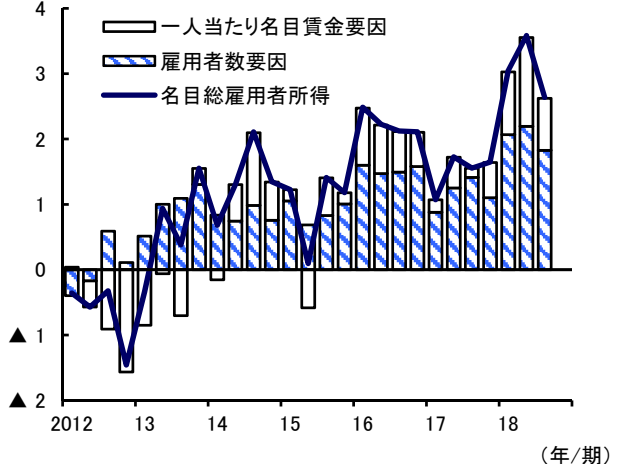
(資料)内閣府「国民経済計算」

(図表1-3) 機械受注と建築着工・工事費予定額
(年率、季調値、後方3カ月移動平均)



(資料)国土交通省、内閣府を基に日本総研作成
(注)機械受注の白抜きは、2018年10～12月期の受注見通し。

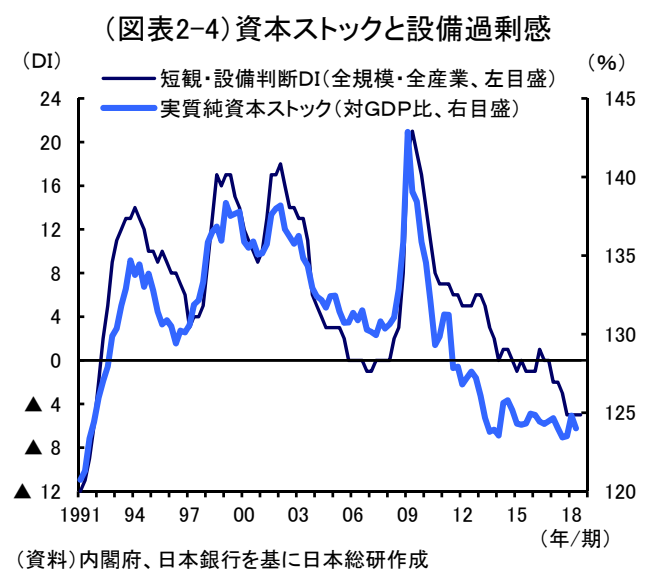
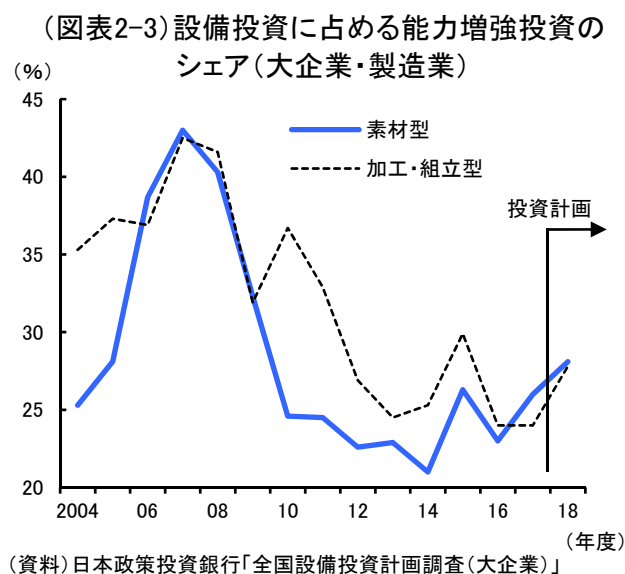
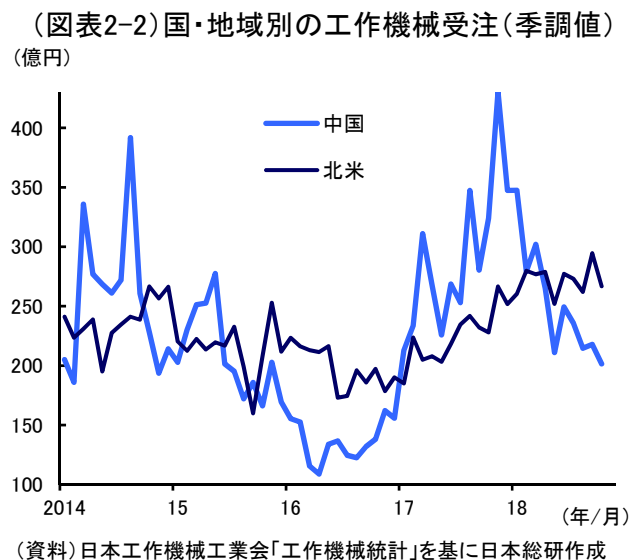
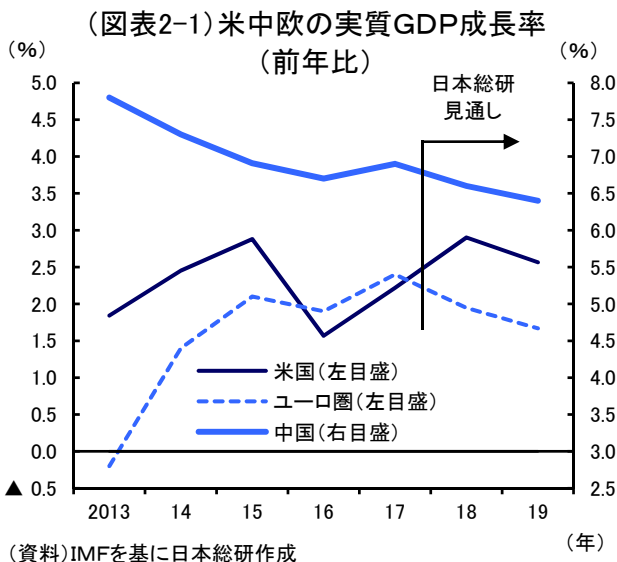
(図表1-4) 総雇用者所得の寄与度分解
(前年比)



(資料)内閣府、総務省を基に日本総研作成

【海外経済の減速】輸出のけん引力は低下も、設備投資は腰折れせず

- (1) 輸出の増勢は、先行き鈍化する見込み。主因は中国経済の減速（図表2-1）。デレバレッジ政策や米中貿易戦争に対する先行き不透明感などを背景に、民間投資の減速が鮮明。実際、わが国企業の工作機械の受注先を国別にみると、本年入り後、中国からの受注が大幅に減少（図表2-2）。
- (2) もっとも、米欧経済が堅調を維持するため、輸出が大幅に減少する事態は回避される見通し。とりわけ、米国では、賃金上昇ペースが高まるなか、個人消費が景気回復をけん引。今後は、トランプ政権による大規模減税の反動で成長ペースは減速するものの、引き続き潜在成長率を上回るペースを維持する見通し。一方、ユーロ圏も、景気のけん引役が外需から内需へとシフトしつつあり、底堅い成長が期待可能。
- (3) さらに、輸出の増勢鈍化が企業の設備投資マインドを慎重化させるリスクも小。近年のわが国企業の設備投資は、海外の需要動向に左右されにくいとみられる合理化・省力化投資や研究開発投資などが中心。生産能力の増強は需要動向を見極めながら比較的慎重に行われてきたため（図表2-3）、設備の過剰感はみられず。実際、資本ストックの水準は、GDP比でみればリーマン・ショック前を下回っており、日銀短観の設備判断DIも、90年代初以来の不足水準に（図表2-4）。このため、海外経済が深刻な落ち込みに陥らなければ、大規模な資本ストック調整は生じない見込み。



【消費増税】家計の負担増は2014年の半分程度

- (1) 2019年10月に予定されている消費増税が景気後退を引き起こす可能性も小。消費増税が景気に与えるインパクトは、家計負担と所得環境のバランスが鍵。そこで、前回（2014年4月）の消費増税時を振り返ると、物価上昇による購買力の低下に加え、所得税や社会保障関連でも大きな家計負担が発生（図表3-1）。
- (2) まず、2014年度には、消費増税により物価が大幅に上昇したことで6.6兆円の家計負担が生じたほか、所得税の増税や年金、健康保険の保険料率引き上げ、年金受給額の引き下げにより、さらに1.4兆円の負担増が発生（図表3-2）。家計負担の増加が名目所得の増加を大きく上回ったことで、実質ベースでみた可処分所得4.2兆円減少し、個人消費は過去のトレンドから大きく下方にシフト（図表3-3）。
- (3) 2015年度も、所得税、社会保障関連で引き続き1.3兆円の家計負担が発生。実質可処分所得の回復が1.4兆円にとどまり、前年の落ち込みの3分の1しか取り戻せなかった結果、個人消費の持ち直しは緩慢に。
- (4) 一方、2019年10月の消費増税時は、2014年に比べ税率の引き上げ幅が小さく、軽減税率も導入される予定。さらに、所得税や社会保障関連でも大きな負担増が見込まれていないほか、幼児教育・保育の無償化も消費増税と同時に実施されることから、家計負担は2014年の半分程度にとどまる見込み。

(図表3-1)消費増税前後に実施された
主な家計負担の増加措置

| 項目 | 実施時期等 |
|-----------------------------|---|
| 給与所得控除に上限を設定 | 2013年1月 (住民税は2014年度から) |
| 上場株式等に係る配当等の軽減税率廃止 | 2014年1月 |
| 所得税の最高税率の引き上げ | 2015年1月 |
| 相続税の基礎控除の縮小・ 高額相続の税率引き上げ | 2015年1月 |
| 厚生年金・公務員共済の 保険料率の引き上げ | 2013、14、15年度ともに 0.354%引き上げ |
| 国民年金の保険料の引き上げ | 2013、14、15年度 ともに引き上げ |
| 組合健保の保険料率の引き上げ | 2013、14、15年度に それぞれ、40%、27%、 22%の組合が実施 |
| 特例水準の解消を目的とした年金 受給額の引き下げ | 2013年10月、14年4月、 15年4月 |
| マクロ経済スライドによる年金受給額の抑制 | 2015年度 |

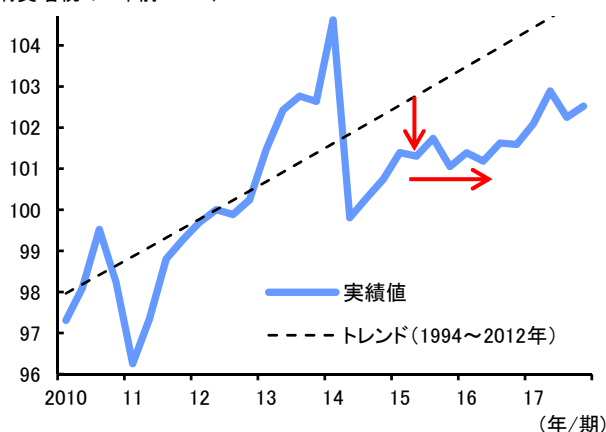
(資料)日本総研作成

(図表3-2)消費増税後の家計の
実質所得の変化

| | (兆円) | | |
|--------------------|-----------------|-----------------|----------------------------|
| | 2014年の消費増税時 | 2019年 | |
| | 2014年度 (前年差) | 2015年度 (前年差) | 2019年10月 から1年間 (前年差) |
| 名目所得 | +3.3 | +2.8 | +4.8 |
| 物価変動による負担増 | ▲ 6.6 | +0.2 | ▲ 4.3 |
| うち消費増税分 | ▲ 5.1 | ±0 | ▲ 2.9 |
| 所得税・社会保障 関連の負担増 | ▲ 1.4 | ▲ 1.3 | ▲ 0.3 |
| 消費税対策の給付金 | +0.4 | ▲ 0.2 | |
| 幼児教育・保育の無償化 | | | +0.8 |
| 合計 | ▲ 4.2 | +1.4 | +1.0 |

(図表3-3)実質個人消費とトレンド

(消費増税の2年前=100)



(資料)内閣府「国民経済計算」を基に日本総研作成

(注)トレンドは、1994~2012年の対数線形トレンドを水準調整し図示。

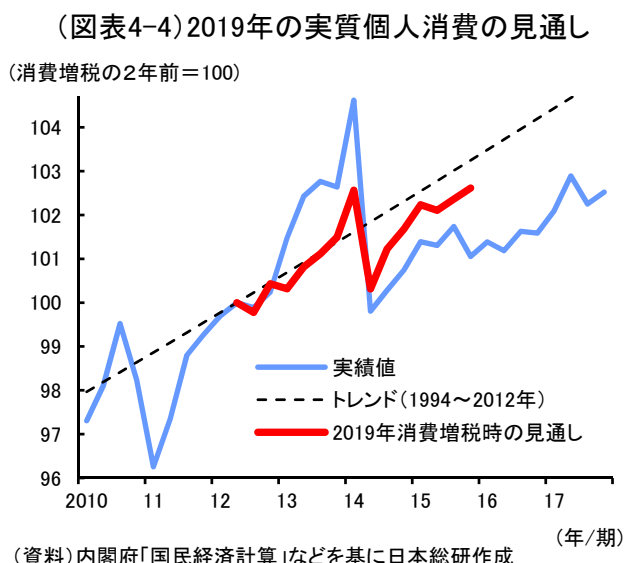
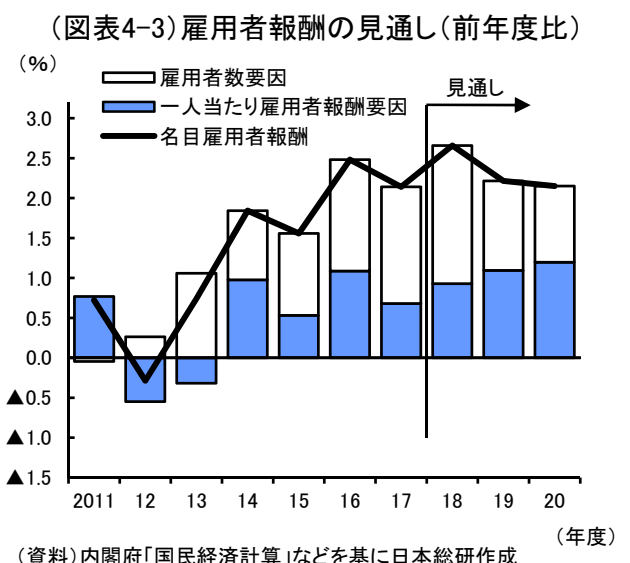
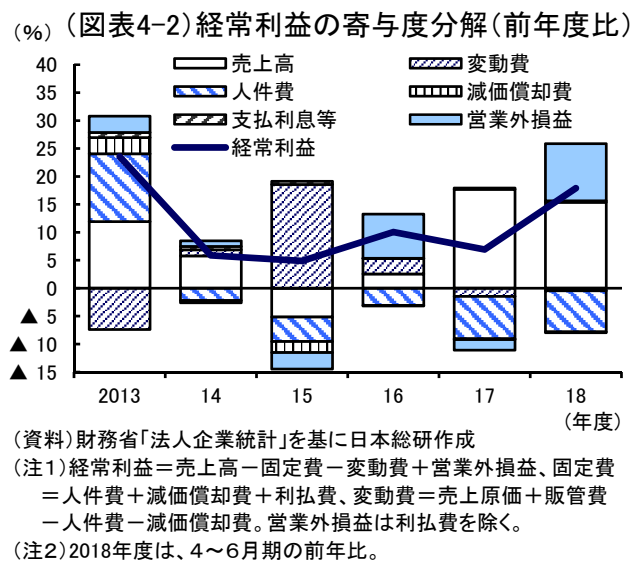
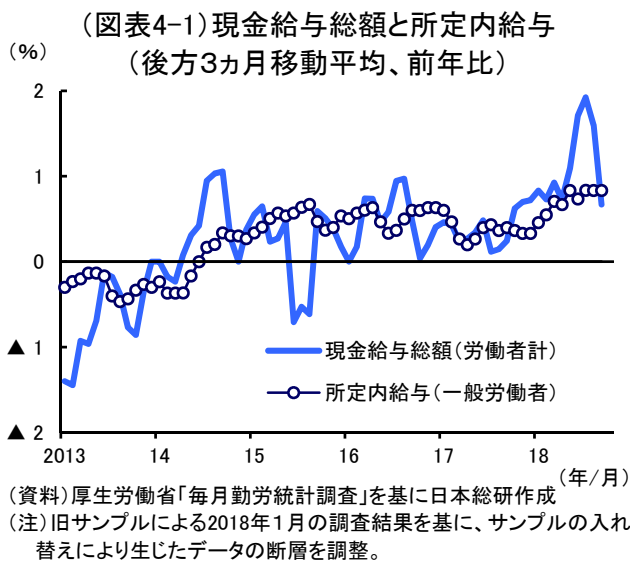
(資料)内閣府「国民経済計算」などを基に日本総研作成

(注1)名目所得は賃金・棒給。物価変動による負担増は、個人消費デフレーターの上昇幅と名目個人消費の金額を基に算出。うち消費増税分は、X-12ARIMAの異常値処理(レベルシフト)を用い、消費税率の引き上げが個人消費デフレーターに与えた影響を算出することで、家計負担を試算。所得税・社会保障関連の負担増は、図表3-1の施策が家計の可処分所得に与えた影響を試算。消費税対策の給付金は、簡素な給付措置と子育て世帯臨時給付金の合計(事業費ベース)。

(注2)2019年の消費増税時の名目所得は、日本総研の見通し。物価変動による負担増は、消費増税分については、2014年の負担額に、税率の上昇幅の違いと軽減税率の導入を加味。消費増税以外の物価上昇による負担は、2014年と同程度と想定。税・社会保障関連の負担増は、マクロ経済スライドによる年金給付の抑制額を試算。

【消費増税】前回よりも良好な所得環境の下で増税を迎える見込み

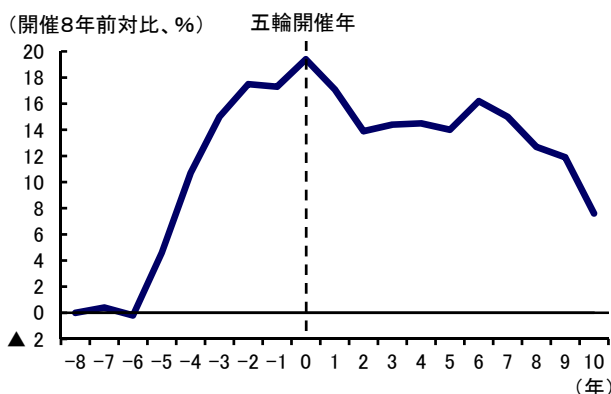
- (1) 一方、家計の所得環境も前回の増税時より良好。労働者一人当たりの現金給与総額は、本年入り後、賞与の増加などを背景に高めの伸びに。フルタイムで働く一般労働者の所定内給与も増勢が明確化しており、0%近傍で推移していた2014年とは対照的な動き（図表4-1）。
- (2) こうした賃金上昇は、売上の増加に自信を深めた企業が人件費の拡大に少しずつ前向きになってきたことを反映。企業の収益環境をみると、2017年度以降、売上高の増加を伴う収益の拡大が実現しており（図表4-2）、固定費の増加につながる所定内給与の引き上げに踏み切りやすい状況に。人手不足の強まりも、人材確保のための人件費の拡大を後押し。運輸業などを中心に、賃上げのための値上げが顧客に受け入れられた業種も。
- (3) 労働市場がほぼ完全雇用にならないうえ、雇用者数の増加ペースはやや鈍化するものの、賃金の上昇ペースが高まることで、2%の消費増税があっても可処分所得が減少に転じない程度の所得増加は展望可能（図表4-3）。個人消費は、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減は避けられないものの、実質ベースの可処分所得が増勢を維持することで、個人消費の大幅な下方シフトは避けられ、その後もスムーズにトレンド並みの成長率に復帰していく見通し（図表4-4）。



【五輪後の建設需要】投資が大幅に落ち込む可能性は小

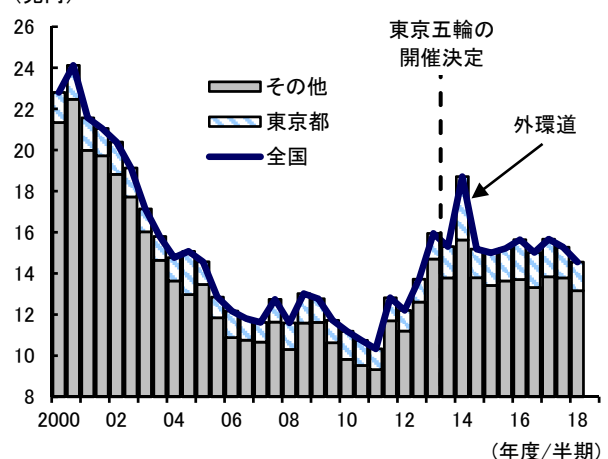
- (1) 五輪後の建設需要の減少リスクも小。過去の五輪開催国では、開催に合わせて社会インフラの整備が行われた反動で、五輪後に景気停滞を経験するというのが経験則。実際、1950～2009年までの五輪開催国を分析した研究をみると、固定資産投資は開催年をピークに減少（図表5-1）。
- (2) もっとも、東京五輪では建設投資の大幅な減少は生じない見通し。まず公共投資についてみると、前回（1964年）の東海道新幹線や首都高速道路の整備といった大規模なプロジェクトは実施されず。実際、公共工事の受注額をみると、全国レベルでは、五輪開催決定後、ほぼ横ばいで推移（図表5-2）。東京都の公共工事はやや上振れているものの（図表5-3）、五輪後の反動減は4,600億円（対GDP比0.1%）にとどまる見込み。
- (3) さらに、民間建設投資が上向きにあることも建設需要を下支え。けん引役は、訪日観光客の増加に伴う宿泊施設の新増設や都市部の再開発などを受けた事務所・店舗の建設（図表5-4）。こうした分野は、五輪後も中長期的な需要が期待可能。実際、宿泊施設の新増設は観光客の増加に追いついておらず、稼働率が高止まりするなど需給のひっ迫が持続。都市部の再開発も、国家戦略特区を利用した東京圏の都市再生プロジェクトや、リニア中央新幹線の開通が予定される名古屋駅周辺、万博の開催が決定した大阪など、五輪後に本格化が見込まれるプロジェクトが多数存在。
- (4) こうした点を踏まえれば、五輪後も建設投資は高水準の推移が続く見込み。

（図表5-1）五輪開催による固定資産投資の押し上げ（1950～2009年の五輪開催国）



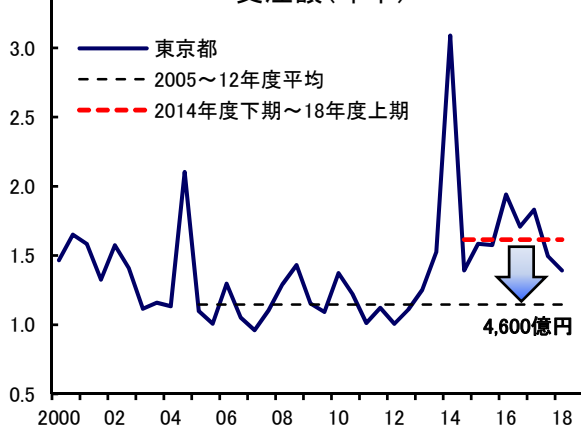
（資料）Brückner and Pappa (2015) “News Shocks in the Data: Olympic Games and Their Macroeconomic Effects” を基に 日本総研作成

（図表5-2）公共工事受注額（年率）



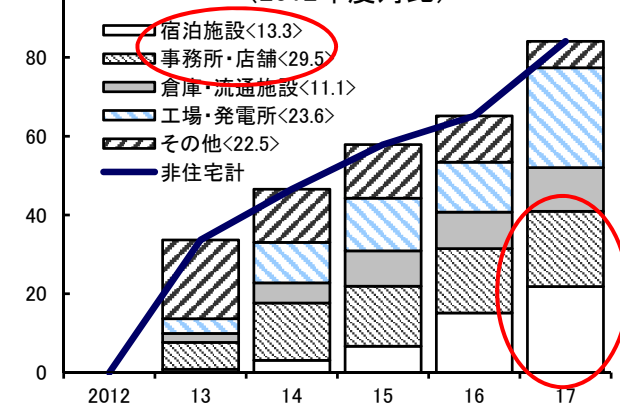
（資料）国土交通省「建設工事受注動態統計調査」を基に 日本総研作成

（図表5-3）東京都における公共工事受注額（年率）



（資料）国土交通省「建設工事受注動態統計調査」を基に 日本総研作成

（図表5-4）民間建設工事受注額（2012年度対比）



（資料）国土交通省「建設工事受注動態統計調査」を基に 日本総研作成
（注）◇内は2017年度のシェア。

【見通し】内需にけん引される形で景気回復が持続

- (1) 以上の分析を踏まえてわが国経済を展望すると、国内需要にけん引される形で景気回復基調が続く見込み。米中貿易戦争の長期化や、それに伴う中国経済の減速を背景に、外需の景気けん引力は低下するものの、高水準の企業収益や人手不足などを背景に、企業の投資マインドは底堅く推移。設備投資の中心が、海外の需要動向に左右されにくいとみられる合理化・省力化投資や研究開発投資であることもプラスに作用。資本ストックの水準をみると、企業設備の過剰感はみられないことから、大規模な資本ストック調整が生じる可能性も小さいと判断。
- (2) 一方、家計部門をみると、企業が人件費の拡大に前向きになってきており、賃金の上昇ペースはやや高まる方向。これまでのように雇用者数の増加が家計所得を押し上げるだけでなく、労働者一人一人の賃金が上昇するより実感の伴った所得拡大へとシフトするため、個人消費にも徐々に明るさがでてくる見込み。
- (3) 2019年度から2020年度にかけては、消費増税や東京五輪の開催により景気の振幅が大きくなる見込み。もっとも、消費増税については、前回2014年と比べ税率の引き上げ幅が小さいほか、軽減税率の導入や教育・保育の無償化が予定されており、家計の負担増が小さいことから、個人消費の大幅な落ち込みは回避される見込み。五輪後の建設需要の剥落も、景気への影響は軽微となる見通し。
- (4) 結果として、2019年度、および、2020年度は、1%程度の成長率を維持する見通し（図表6-1）。内需主導の自律回復メカニズムが強まっているため、消費増税が成長率を下押しするなかでも堅調な成長を維持できると予想。
- (5) もっとも、海外の政治・経済動向は不透明感が強く、外部環境の大幅な悪化による下振れリスクには留意が必要。米中の対立が一段と激化し、両国間の貿易活動が広範に滞る事態となれば、世界景気に大きな悪影響。また、米国のトランプ政権の関心が対日貿易赤字に向かい、円安是正要求を強めたり、わが国輸出企業に対し米国への生産移管を迫る可能性も否定できず。この場合、輸出の減少やマーケットの混乱が、家計・企業のマインドを下押しし、景気後退を招く事態に。

(図表6-1)わが国経済および物価などの見通し

| | 2018年 | | 2019年 | | | | 2020年 | | | | 2021年 | (前期比年率、%、%ポイント) | | |
|----------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|
| | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 2018年度 | 2019年度 | 2020年度 |
| | (実績) | (予測) | | | | | | | | | | (予測) | | |
| 実質GDP | ▲1.2 | 2.3 | 2.0 | 1.4 | 2.3 | ▲3.8 | 2.1 | 1.7 | 2.1 | ▲0.4 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 個人消費 | ▲0.5 | 2.0 | 1.2 | 1.5 | 4.3 | ▲8.5 | 3.7 | 1.8 | 2.2 | ▲0.5 | 1.0 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 住宅投資 | 2.6 | 3.0 | 6.7 | 0.0 | ▲1.0 | ▲4.5 | ▲4.1 | 1.0 | 1.5 | 1.8 | 2.0 | ▲4.3 | 0.7 | ▲0.5 |
| 設備投資 | ▲0.9 | 3.5 | 2.9 | 2.4 | 4.7 | ▲1.8 | 1.6 | 3.1 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 4.9 | 2.3 | 2.0 |
| 在庫投資 (寄与度) | (▲0.3) | () | (0.0) | (▲0.0) | (▲0.5) | () | (0.1) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (▲0.1) | (0.0) |
| 政府消費 | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 1.6 | ▲0.3 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 公共投資 | ▲7.5 | 0.5 | 6.9 | 1.3 | ▲2.7 | ▲0.8 | 0.3 | 0.0 | ▲2.0 | ▲1.2 | ▲0.8 | ▲2.4 | 0.6 | ▲0.8 |
| 公的在庫 (寄与度) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (0.0) | (▲0.0) | (0.0) | (0.0) |
| 輸出 | ▲7.1 | 4.9 | 2.8 | 2.4 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 3.1 | ▲0.6 | 2.2 | 1.8 | 2.1 | 1.9 |
| 輸入 | ▲5.6 | 3.6 | 2.0 | 2.4 | 4.4 | ▲4.0 | 3.6 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 1.9 | 1.6 | 1.7 |
| 国内民需 (寄与度) | (▲0.6) | (2.0) | (1.3) | (1.2) | (2.7) | (▲4.8) | (2.3) | (1.6) | (1.7) | (0.1) | (1.0) | (1.0) | (0.7) | (0.7) |
| 官公需 (寄与度) | (▲0.2) | (0.2) | (0.5) | (0.2) | (▲0.0) | (0.1) | (0.1) | (0.1) | (0.2) | (▲0.1) | (0.1) | (▲0.0) | (0.2) | (0.1) |
| 純輸出 (寄与度) | (▲0.3) | (0.2) | (0.1) | (0.0) | (▲0.4) | (1.1) | (▲0.3) | (0.0) | (0.2) | (▲0.5) | (0.1) | (▲0.0) | (0.1) | (0.1) |
| | (前年同期比、%) | | | | | | | | | | | | | |
| 名目GDP | 0.0 | 0.8 | 2.2 | 1.9 | 2.9 | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 2.1 | 1.9 | 1.1 | 2.0 | 2.0 |
| GDPデフレーター | ▲0.3 | 0.1 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 0.8 | 0.8 | 0.1 | 1.0 | 1.1 |
| 消費者物価指数 (除く生鮮) | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 2.0 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.5 | 1.4 |
| (除く生鮮、消費税) | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| 完全失業率(%) | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.4 | 2.2 | 2.1 |
| 円ドル相場(円/ドル) | 111 | 113 | 114 | 113 | 111 | 110 | 109 | 109 | 108 | 108 | 107 | 112 | 111 | 108 |
| 原油輸入価格(ドル/バレル) | 76 | 78 | 69 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 |

(資料)内閣府、総務省などを基に日本総研作成

(注)海外経済の見通し(CY18→CY19→CY20)は、米国: +2.9%→+2.6%→+2.0%、ユーロ圏: +1.9%→+1.7%→+1.6%、中国: +6.6%→+6.4%→+6.3%。