

日本経済見通し

調査部 副主任研究員 村瀬 拓人

目 次

1. 現 状

2. 予測のポイント

- (1) 外 需
- (2) 設備投資
- (3) 個人消費

3. 総 括

- (1) 景気は再び緩やかな回復軌道に復帰
- (2) 景気後退リスクが高まった場合の政策対応

要 約

1. 足許のわが国経済は、輸出の下振れに起因した製造業の弱さを背景に、停滞感の強い状況にある。もっとも、国内需要に牽引され非製造業の生産活動は拡大が続いており、景気後退には至っていない。
2. 輸出は、政府の景気対策を受けた中国の民間投資の下げ止まりや、世界的なIT需要の底入れを背景に、緩やかに持ち直す見込みである。ただし、米中の貿易摩擦の激化が、輸出を下押しするリスクには注意が必要である。
3. 海外経済の不透明感が強まるなかでも、企業は積極的な設備投資姿勢を維持している。とりわけ、海外経済の動向に左右されにくい非製造業の投資が活発化していることは、先行きの景気にプラス材料である。人手不足の深刻化と働き方改革を背景に、省力化・合理化投資を積み増す動きがみられる。製造業でも、老朽化した設備の更新ニーズから工場の建て替えが活発化している。潜在的な投資需要は強いことから、製造業の投資マインドが大きく下振れる可能性は小さい。
4. 個人消費も、10月に予定されている消費増税を乗り越え、緩やかな増加基調が続く見通しである。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無償化も、物価上昇による家計負担の増加を緩和する。さらに、家計の所得環境も2014年増税時に比べ改善している。消費増税が実施されても実質所得はプラスの伸びを維持できるため、前回増税時のような深刻な消費低迷は避けられる見通しである。ただし、教育無償化の恩恵を受けない単身世帯や年金世帯は、増税時の負担増が大きいと懸念もある。
5. 以上を踏まえると、外需の先行きには不透明感が残るものの、内需の拡大に支えられ、景気は再び緩やかな回復軌道に復帰する見込みである。2019年度および2020年度の成長率は、1%程度とみられる潜在成長率に近い緩やかな成長が続く見通しである。人手不足が深刻化するなか、成長につながる投資や従業員への分配に前向きな企業も少しずつ増加している。企業の経営姿勢の変化が、内需の強さにつながっており、海外経済がある程度下振れたとしても、景気回復が途切れにくい経済構造になってきたといえる。
6. ただし、米中対立や中東情勢の緊迫化、中国の債務バブル崩壊など、複数の景気下振れ要因が同時に顕在化した場合、景気後退に陥る可能性は否定できない。その場合は、追加金融緩和や消費増税の再延期ではなく、内需の強化につながる財政支出で対応する必要がある。

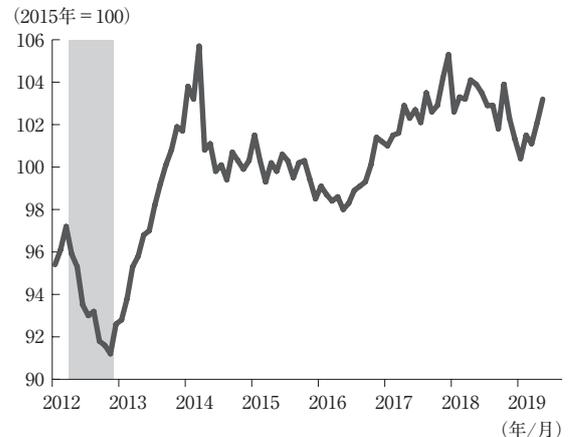
1. 現状

わが国経済は、停滞感の強い状況にある。景気循環と相関の高い景気動向指数（CI・一致指数）は、昨年春から本年初にかけて大きく低下した（図表1）。内閣府は、3月に指数の動きから機械的に判断する基調判断を、6年ぶりに「悪化」に引き下げた。景気後退の可能性が高いことを示す表現であり、これを受け、一部エコノミストの間では景気は後退局面にあるとの見方もでてきた。

景気の重石になっているのは製造業である。2016年度から2017年度にかけては、世界的に貿易活動が活発化するなか、輸出の増加を背景に製造業の生産活動は拡大基調が続いた。もっとも、2018年度に入り輸出の増勢が頭打ちになると、企業の減産が目立ち始めた。鉱工業生産指数は、2018年7～9月期、2019年1～3月期と過去3四半期で2度、前期比マイナスとなった。実質輸出を地域別にみると、米国向けが堅調な一方、中国を中心としたアジア向けが顕著に下振れている（図表2）。これら地域への輸出割合が大きい電子部品・デバイスや生産機械などで、生産活動の落ち込みが目立っている。4月、5月の生産指数は2カ月連続で上昇するなど、足許の生産活動はやや持ち直しているものの、在庫が高水準にあるなか、先行きの生産計画が5月に比べ減産となるなど、生産活動の力強い回復を見通しにくい状況にある（図表3）。

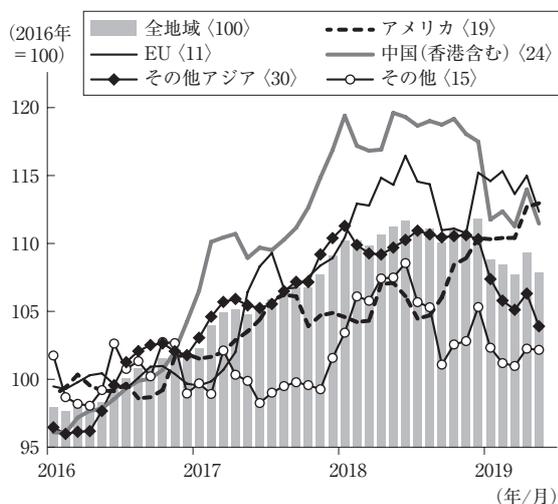
もっとも、国内需要に底堅さがみられるため、明確な景気後退には至っていない。高水準の企業収益を背景に、設備投資の増加基調は崩れていない。2019年1～3月期の法人企業統計をみると、企業の設

（図表1）景気動向指数（CI・一致指数）



（資料）内閣府「景気動向指数」、「景気基準日付」
（注）シャドローは景気後退期。

（図表2）地域別実質輸出（季調値）



（資料）財務省、日本銀行を基に日本総合研究所作成
（注）後方3カ月移動平均。〈 〉は2018年の名目輸出シェア。

（図表3）鉱工業生産指数と第3次産業活動指数（季調値）



（資料）経済産業省「鉱工業生産指数」、「第3次産業活動指数」
（注）鉱工業生産指数の白抜きは、予測指数による先延ばし。

備投資は、10四半期連続で前年比増加となった。個人消費も、地震や台風といった自然災害や、豪雨など天候不順の影響を受け、下振れる場面がみられたものの、基調としては緩やかに回復している（図表4）。失業率が四半世紀ぶりの水準まで低下するなど、良好な雇用環境が消費を下支えている。内需の底堅さを反映し、非製造業の生産活動を表す第3次産業活動指数は上昇基調が続いており、低迷する製造業とは対照的である。

こうした現状を踏まえると、今後のわが国景気を見通すうえでは、まず、製造業の弱さの原因である「外需の動向」が重要である。外需の下振れを理由に景気の一段の悪化を予想するエコノミストも多い。次に、国内需要に目を向けると、「外需の弱さが設備投資に波及するか」が焦点となる。設備投資が失速すれば、わが国経済はけん引役を失い、景気回復が腰折れする可能性が高まる。さらに、10月には消費増税が控えており、「個人消費の回復の持続性」もエコノミストの間で見方が分かれるポイントである。そこで以下では、外需、設備投資、個人消費について、それぞれ先行きの動向を展望する。

2. 予測のポイント

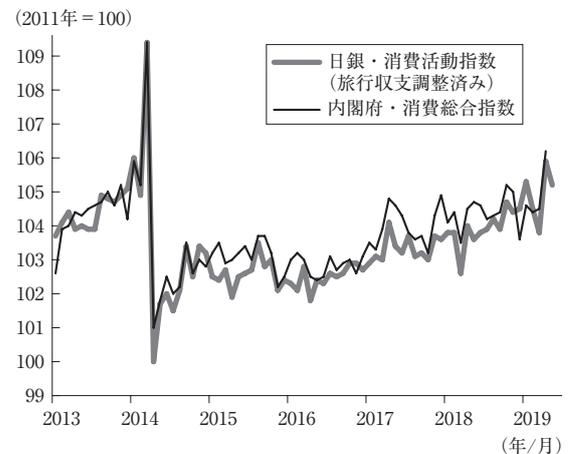
(1) 外需

足許の輸出の落ち込みは、生産機械などの資本財と電子部品・デバイスに起因する。実際、2019年1～5月の実質輸出は前年比▲2.4%減少したが、資本財の寄与度が同▲1.7%ポイント、電子部品・デバイスが同▲0.7%ポイントと、これら二つの品目で輸出減少分のすべてが説明できる。したがって、輸出の先行きを見通すうえでは、これら二つの品目に大きな影響を与える、①中国の民間投資と、②世界的なIT需要の動向がカギとなる。

資本財輸出を地域別にみると、堅調な成長が続くアメリカ向けは増加傾向が続く一方、アジア向けの減少が目立つ（図表5）。とりわけ、資本財輸出全体の4分の1を占める中国向けが、前年比▲13.6%（2019年1～5月）と大幅に減少した。昨年半ば以降、政府のデレバレッジ政策や米中貿易摩擦の先行き不透明感などを背景に、中国の民間投資が急減速しており、わが国からも工作機械や産業用ロボットなどの輸出が減少している。

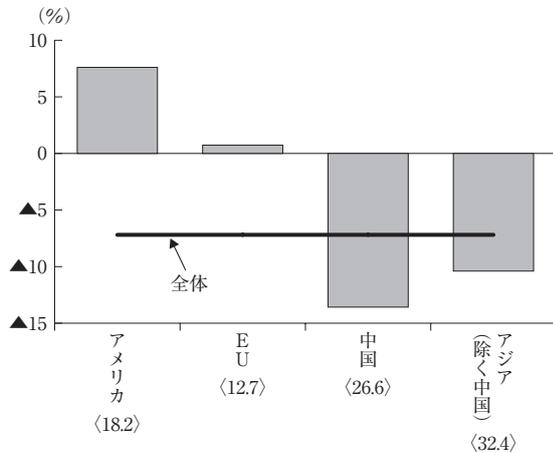
一方、電子部品・デバイス輸出の減少は、世界的なIT需要の減少を反映している。とりわけ、アジアにおける携帯電話販売の不振が、わが国の輸出を下押ししている。実際、電子部品・デバイス類の実質輸出を品目別にみると、通信機（部品）や液晶デバイスなど携帯電話と関連の強い品目の減少が目立っている（図表6）。2019年1～3月期のアジアの携帯電話販売台数は、前年比▲15%の減少となった。特にアップルの新型iPhoneなど、わが国メーカーが電子部品を供給するハイエンドに属するスマート

（図表4）消費活動指数と消費総合指数



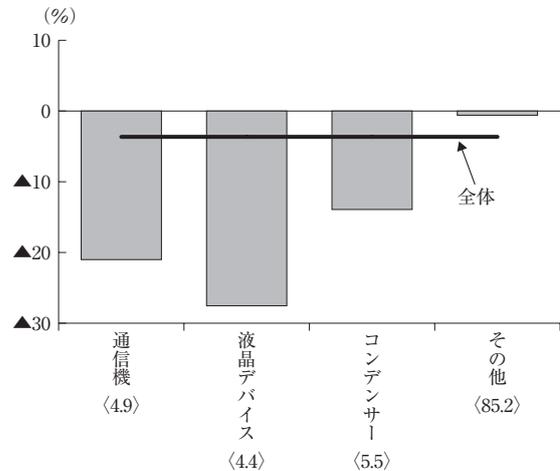
（資料）内閣府「月例経済報告」、日本銀行「消費活動指数」

(図表5) 地域別実質資本財輸出
(2019年1～5月、前年比)



(資料) 財務省、日本銀行を基に日本総合研究所作成
(注1) 〈 〉は2018年の資本財輸出における各国シェア。
(注2) 中国は香港を含む。

(図表6) 電子部品・デバイス類実質輸出
(2019年1～5月、前年比)



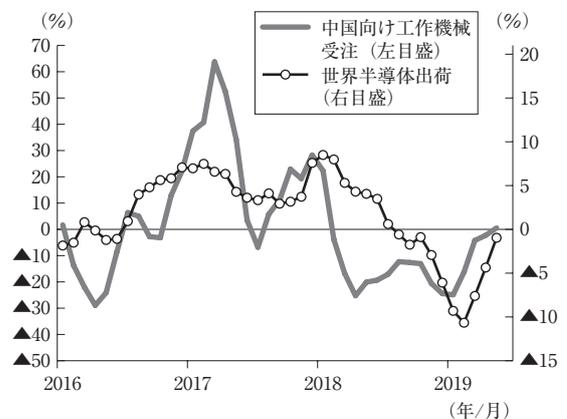
(資料) 財務省、日本銀行を基に日本総合研究所作成
(注) 〈 〉は2018年の電子部品・デバイス輸出に占める各品目のシェア。

フォンの販売が低迷しており、わが国輸出への影響が大きくなっている。

もともと、足許では、政府の景気対策を受け中国の民間投資に下げ止まりの動きがみられるほか、世界的なIT需要にも底入れの兆しがでてきている。このため、わが国からの輸出も、先行き、やや持ち直す見込みである。中国政府は、景気の底割れを回避するため、引き締め気味の財政・金融政策スタンスを大幅に転換した。景気減速が明確化して以降、大手金融機関の預金準備率が段階的に引き下げられたほか、個人向け・法人向けの所得減税やインフラ投資の拡大などが矢継ぎ早に打ち出された。こうした景気刺激策を受け、中国企業の設備投資マインドもやや持ち直しており、わが国工作機械メーカーの中国向けの受注は、本年入り後、減少幅が大きく縮小している(図表7)。一方、世界的なIT需要についても、IT需要の代用的な国際指標であるWSIS(世界半導体市場統計)の世界半導体出荷額をみると、大幅な減少に歯止めがかかりつつある。こうした動きは、アジアにおける携帯電話の最大市場である中国で、販売台数が持ち直しに転じたことや、AI、IoT、車載関連など新分野での需要拡大を反映している。足許の在庫調整が一巡すれば、IT需要は再び増加に転じる見込みである。

ただし、中国企業が過剰債務・過剰設備を抱えていることや、アジアにおける携帯電話の普及率が高水準に達していることなどを踏まえると、中国の民間投資、世界的なIT需要ともに、力強い拡大を見込みにくい状況にある。このため、わが国輸出の回復ペースも、当面、緩やかにとどまる見通しである。

(図表7) 中国向け工作機械受注と世界半導体出荷



(資料) 日本工作機械工業会、世界半導体市場統計を基に日本総合研究所作成
(注) 季調値の後方3カ月移動平均3カ月前比。

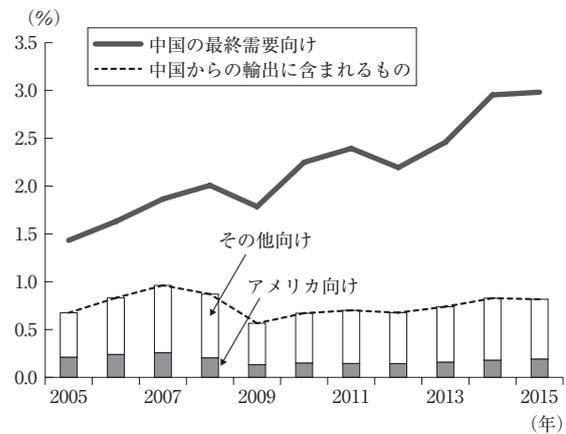
さらに、米中の貿易摩擦の激化が、輸出を下押しするリスクにも注意が必要である。アメリカの対中関税の引き上げがわが国の輸出に与える影響を分析するため付加価値ベースの輸出をみると、わが国にとっての中国の位置づけが、過去10年間に輸出拠点から最終需要地へと変化している姿がみてとれる。これに伴い、わが国へのマイナス影響の現れ方も変化している。

まず、中国の対米輸出減少がサプライチェーンを経由してわが国に及ぼす影響は限定的である。これは、中国の対米輸出に含まれるわが国の付加価値が、GDP比で0.2%程度と小さいためである(図表8)。一方、中国を最終需要地とする付加価値輸出は、GDP比3%程度まで拡大している。このため、むしろ、中国の国内需要を通じた影響を注視する必要がある。

対中付加価値輸出の最終需要先業種別シェアをみると、電子・電気機械と一般機械、輸送機械が半分近くを占める(図表9)。これは、対中付加価値輸出の大半が、投資財や耐久消費財に対する需要に誘発されていることを意味する。中国の個人消費や民間投資が下振れれば、わが国景気にも大きなマイナス影響が現れる。

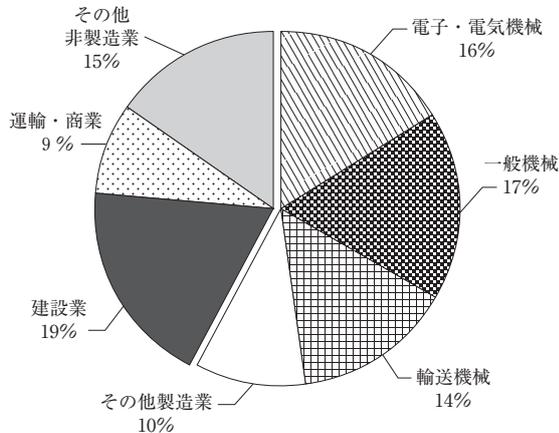
米中間の対立が一段と深刻化し、アメリカが対中輸入全品目に25%の制裁関税を課す事態となれば、中国政府がインフラ投資の拡大で景気を下支えしても、個人消費や民間投資は一定の下振れが避けられない。その場合、わが国の輸出も再び減少に転じる見込みである。対中付加価値輸出の半分弱は、運輸・商業などの非製造業が付加価値の源泉であり(図表10)、製造業のみならず広範囲の産業に悪影響

(図表8) わが国の付加価値輸出 (GDP比)



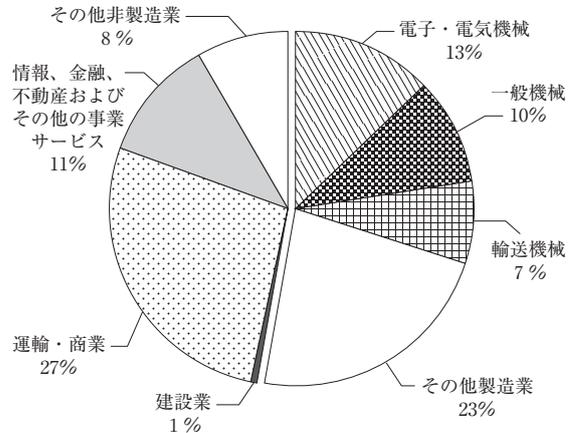
(資料) OECD「Trade in Value Added」を基に日本総合研究所作成

(図表9) わが国の対中付加価値輸出の最終需要先業種別シェア (2015年)



(資料) OECD「Trade in Value Added」を基に日本総合研究所作成

(図表10) わが国の対中付加価値輸出の産出元業種別シェア (2015年)



(資料) OECD「Trade in Value Added」を基に日本総合研究所作成

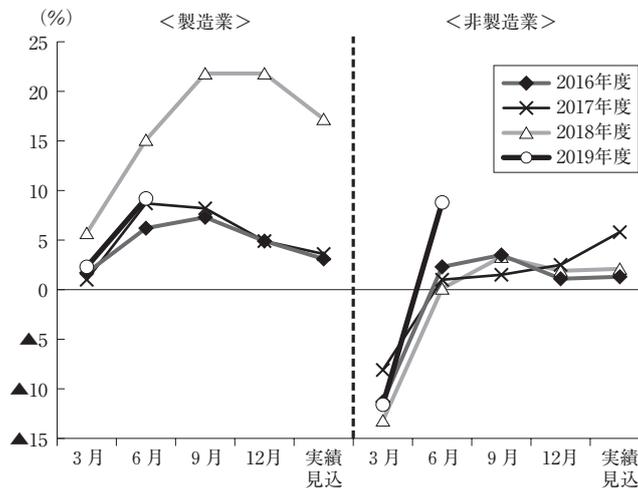
が生じる見通しである。

(2) 設備投資

このように外需の先行きに不透明感が残るものの、企業の設備投資が減少傾向に転じる可能性は小さい。これは、省力化・合理化投資や更新投資が設備投資を下支えるためである。

企業は、2019年度に入っても、総じて積極的な設備投資姿勢を維持している。とりわけ、非製造業が投資を一段と活発化している。4～6月期の法人企業景気予測調査をみると、非製造業の2019年度の設備投資計画は前年度比+8.8%と、過去3年の同時期調査（2016年度：同+2.3%、2017年度：同+1.0%、2018年度：同+0.1%）を大きく上回った（図表11）。

(図表11) 設備投資計画の足取り
(法人企業景気予測調査、全規模、前年度比)

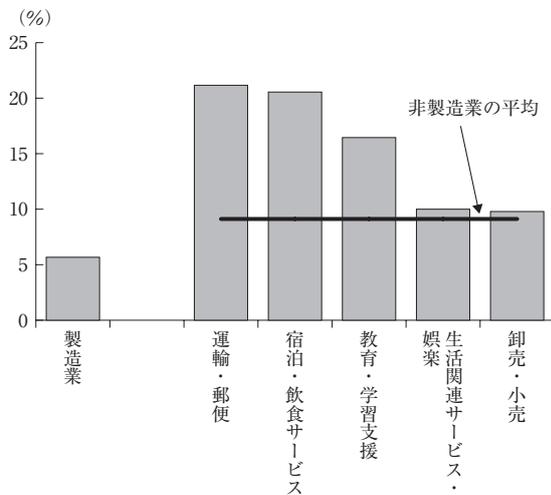


(資料) 財務省、内閣府「法人企業景気予測調査」
(注1) ソフトウェアを含み、土地・研究開発投資を含まない。
(注2) 横軸は調査公表月。実績見込は1～3月期調査の当年度見込。

非製造業が設備投資を積極化する背景には、人手不足の深刻化と働き方改革がある。非製造業の雇用人員判断DIは1992年以来の雇用不足水準にあるなど、人手不足感はバブル期に迫る強さである。さらに、4月には働き方改革関連法が施行されたことで、企業は人手不足対応だけでなく長時間労働の是正にも取り組むことが必要になった。非製造業の長時間労働者比率は、製造業の約2倍に上り、運輸・郵便や宿泊・飲食サービスなど、長時間労働者比率が2割に達する業種もある（図表12）。こうしたなか、企業は省力化・合理化投資を積極化しており、特に、省力化につながるソフトウェア投資を大幅に積み増している。実際、非製造業の2019年度の設備投資計画を形態別にみると、ソフトウェア投資が前年度比+26.1%と、機械・建設投資の伸び（同+6.8%）を大きく上回っている（図表13）。

米中の貿易摩擦や中東情勢など、海外経済の不透明感は強まる方向にあり、今後、こうした強めの設備投資計画が下方修正されるとの見方もある。もっとも、非製造業の投資動向は、海外経済の不透明感に左右されにくいことから、今後、設備投資計画が大きく下方修正される可能性は小さい。実際、計量

(図表12) 長時間労働者の割合 (2018年)



(資料) 総務省「労働力調査」を基に日本総合研究所作成
 (注) 正規のうち無期契約の職員・従業員(休業者を除く)に占める月間就業時間241時間以上の職員・従業員の割合。

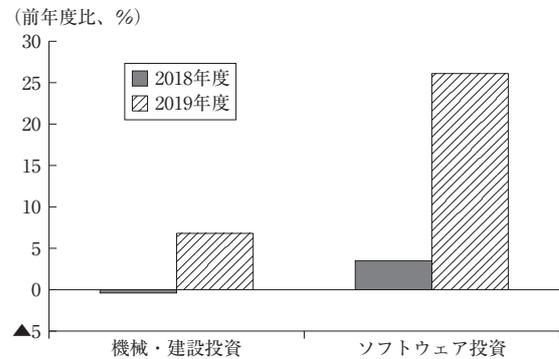
モデルを用いて世界の経済政策の不確実性の高まりが設備投資に与える影響を分析すると、非製造業の投資へのマイナス影響は、製造業の半分程度との試算結果が得られる(図表14)。

一方、製造業は、海外経済の不透明感の強まりが重石となるため、設備投資を先送りする動きが出てくる可能性がある。もっとも、老朽化した設備の更新や人手不足に対応するための生産設備の効率化といった潜在的な投資需要は強いことから、製造業の投資マインドが大幅に慎重化する可能性も小さい。

老朽化や効率化の観点から投資が伸びているのが工場の建て替えである。ここ数年、製造業の建設投資は、機械投資を大幅に上回るペースで増加している(図表15)。2018年の製造業からの建設工事受注額は、リーマン・ショック前のピークである2008年の水準を上回った。バブル崩壊以降の建設投資の抑制で工場の老朽化が進行したため、古い工場を最新の工場に更新する動きが広がっている。実際、内閣府の「民間企業投資・除却調査」によると、各年度中に取り壊された工場の新設時からの平均使用期間が、2010年代入り後、急速に上昇している(図表16)。これは、使用期間が長い工場が近年多く取り壊されていることを意味する。製造業の建設工事受注額が同時期にかけて増加していることを踏まえると、建て替えを目的に古い工場の取り壊しが活発化した可能性が高い。

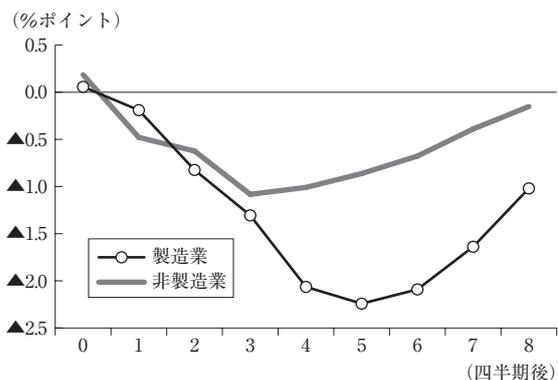
企業は、老朽化した工場を建て替えるにあたり、分散していた生産ラインや開発機能、物流機能を新工場に統合するなど、工場の大規模化を進めることで、生産効率を高めている。実際、新設される工場1

(図表13) 非製造業の設備投資計画 (4～6月期調査、全規模)



(資料) 財務省、内閣府「法人企業景気予測調査」

(図表14) 経済政策の不確実性が設備投資に与えるインパクト

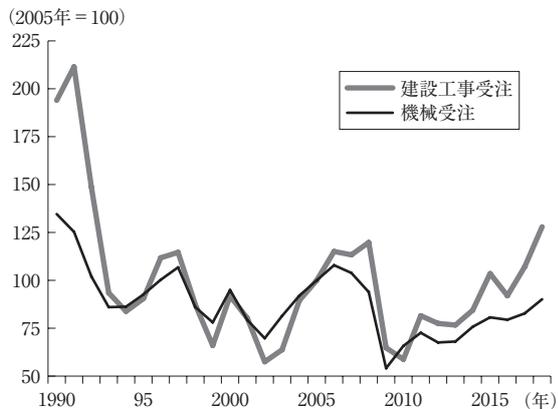


(資料) Economic Policy Uncertainty, 財務省などを基に日本総合研究所作成

(注1) 世界の経済政策不確実性指数、法人企業統計の設備投資、生産指数(製造業は鉱工業生産、非製造業は第3次産業活動指数)の3変数(対数をとってHPフィルタでトレンドを除去)を用いた構造VARを推計。

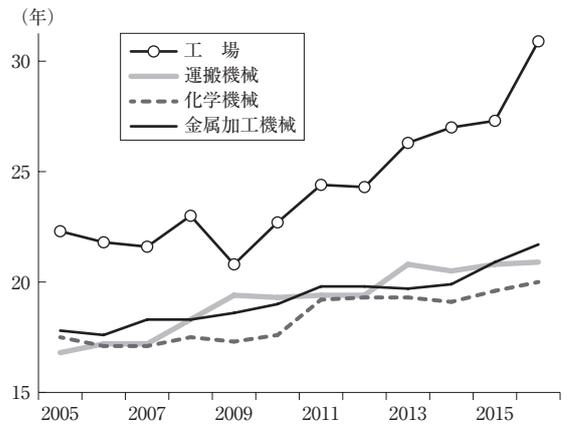
(注2) グラフは、経済政策不確実性指数を10%上昇させるショックを与えた場合のインパルス・レスポンス。

(図表15) 製造業の建設工事受注と機械受注



(資料) 国土交通省「建設工事受注動態統計」、内閣府「機械受注統計」

(図表16) 除却資産の平均使用期間

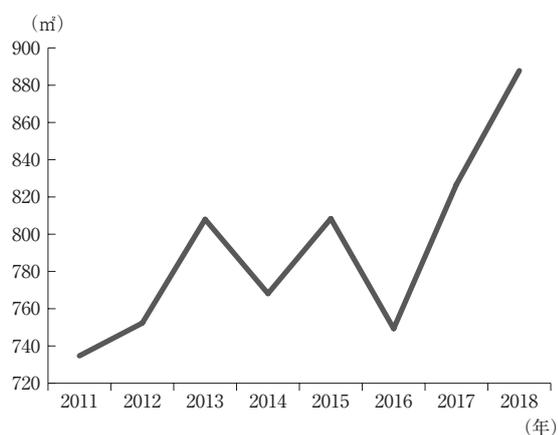


(資料) 内閣府「民間企業投資・除却調査」

棟当たりの平均床面積をみると、2012年から2016年にかけて750~800平方メートルで推移していたが、2017年は830平方メートル、2018年は890平方メートルと、過去2年で急速に拡大している（図表17）。

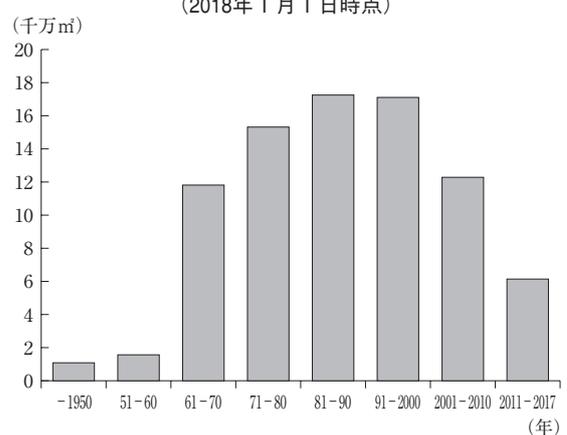
このように、足許では工場の新設が活発化しているものの、全体としてみれば、既存工場のごく一部が建て替えられたに過ぎない。工場の建築時期別床面積をみると、現存する工場のうち6割強が1990年以前に建てられた古い工場であり（図表18）、潜在的な建て替えニーズは非常に大きい。今後、これらの工場が順次建て替え時期を迎えることで、製造業の設備投資を中期的にけん引すると期待される。

(図表17) 製造業用着工建築物の1棟当たり平均床面積



(資料) 国土交通省「建築物着工統計」

(図表18) 工場・倉庫の建築時期別床面積 (2018年1月1日時点)



(資料) 国土交通省「建築物ストック統計」

(3) 個人消費

最後に、消費増税が個人消費の腰折れを招く可能性も小さい。これは、名目所得の増加が、消費増税に伴う物価上昇を上回るためである。

増税が景気に与える影響は、物価上昇に伴う家計負担と所得環境のバランスが鍵を握る。前回（2014年）の消費増税時を振り返ると、増税に伴い消費者物価が前年比+3.0%上昇した（図表19）。一方、家

計所得は、内閣府の総雇用者所得ベースで同+1.5%の伸びにとどまった。子育て世帯給付金などの増税対策による所得押し上げ効果も+0.3%ポイントと小さかった。結果として、物価上昇が所得の伸びを1.2%ポイント上回ったため、家計の実質購買力が大きく低下し、個人消費の低迷が長引くこととなった。

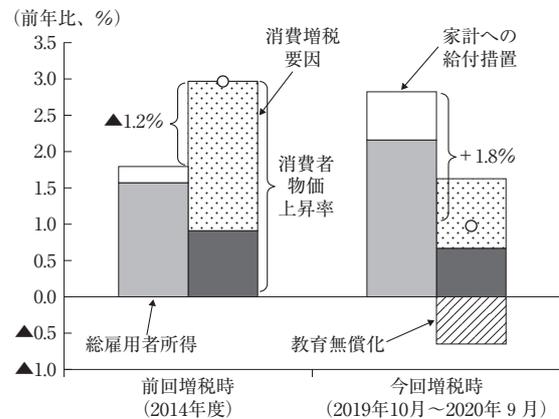
一方、2019年10月の消費増税時は、2014年に比べ税率の引き上げ幅が小さい（2014年：5%→8%、2019年：8%→10%）ほか、軽減税率の導入が予定されている。さらに、幼児教育・保育の無償化も物価の押し下げに作用する。このため、消費者物価の前年比上昇率は+1.0%と、前回増税時の3分の1にとどまる見込みである。

家計の所得環境も、前回より良好な下で増税を迎えられそうである。労働需給のひっ迫を背景に、賃金上昇圧力は緩やかながらも高まっている。フルタイム労働者の所定内給与をみても、前年比+1%近い増加ペースが定着しており、0%近傍で推移していた2014年とは対照的な動きである（図表20）。加えて、低所得・子育て世帯向けプレミアム商品券や住宅購入者への住まい給付金といった政府の家計支援策も、所得を押し上げる見込みである。

結果として、名目所得の伸びは同+2.8%と、物価上昇（同+1.0%）を上回る見込みである。増税下でも、実質所得がプラス基調を維持するため、個人消費の大幅な下方シフトは避けられ、総じてみれば緩やかな回復基調が続く見通しである。

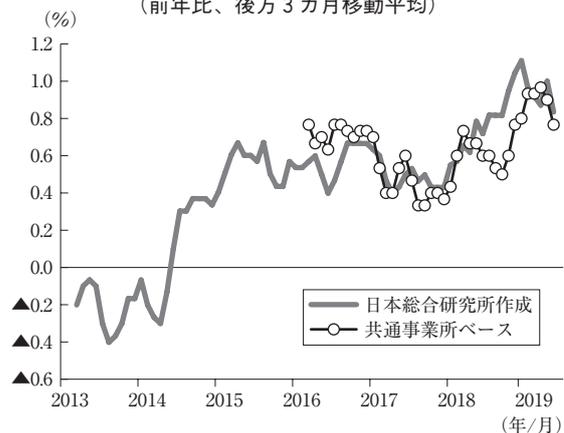
ただし、四半期ベースで見ると、個人消費は振れが大きくなる見込みである（図表21）。今回の増税時には、家計負担の軽減策として、中小企業でのキャッシュレス決済時に消費者にポイントを還元する措置（2019年10月から20年6月まで）が実施されるため、増税時だけでなく、ポイント還元制度の終了時にも駆け込み需要が発生すると予

（図表19）消費増税時の名目所得と消費者物価



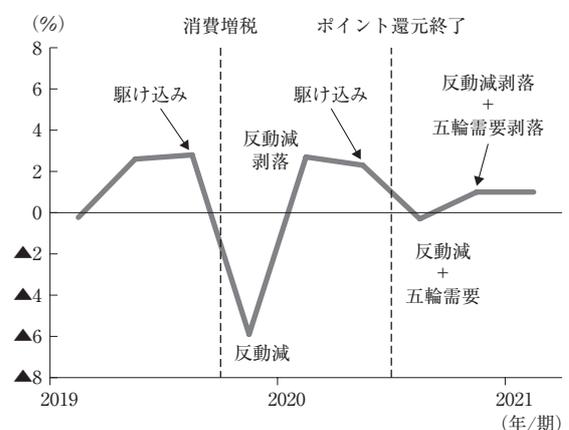
（資料）内閣府、総務省を基に日本総合研究所作成
（注）今回増税時は、日本総合研究所の見通し。

（図表20）一般労働者の所定内給与（前年比、後方3カ月移動平均）



（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」を基に日本総合研究所作成
（注）日本総合研究所作成系列は、2018年1月、2019年1月に実施された調査対象企業の入替えにより生じたデータの断層を調整。

（図表21）個人消費の見通し（前期比年率）



（資料）内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

想される。さらに、2020年7～8月に開催される東京五輪も、個人消費を一時的に押し上げるため、消費の基調が読みにくい状況が続く見込みである。

ミクロでみた消費動向にばらつきが出てくることにも注意が必要である。これは、増税時の家計支援策の負担軽減効果が、世帯間で大きく異なるためである。

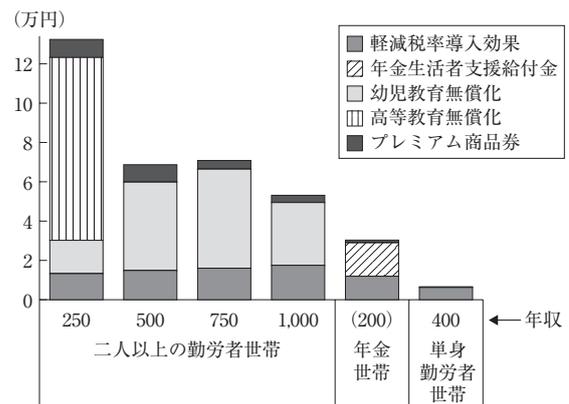
家計支援策による負担軽減額を整理すると、最も軽減額が大きいのは、教育無償化の恩恵を受ける世帯を含む「二人以上の勤労者世帯」である(図表22)。例えば、年収750万円の世帯では、3～5歳児を持つ世帯で幼稚園・保育園の利用料が補助されるため、平均すると年5万円、負担が軽減される。軽減税率やプレミアム付き商品券など他の家計支援策を合わせると、負担軽減額は年7.4万円となる。年収250万円以下の世帯では、高等教育の無償化(低所得世帯を対象に授業料と給付型奨学金を支給)の恩恵も受けるため、平均的な負担軽減額は年13万円となる。

これに対して、負担軽減額が小さいのが年金世帯と単身世帯である。低年金の世帯には、一人当たり年6万円の給付金が支給される。もっとも、支給対象者は年金受給者の2割程度であるため、年金世帯全体の平均で見ると、他の家計支援策を含めても負担軽減額が年3万円にとどまる。単身勤労者世帯では、軽減税率しか負担軽減の対象にならないため、負担軽減額は年1万円に過ぎない。

消費増税額を加味したネットの負担増減も、世帯間でバラツキが現れる(図表23)。年収1,000万円未満の2人以上勤労者世帯では、負担軽減額が消費増税額を上回るため、ネットで受け取り超となる。可処分所得比で見ると、年収750万円世帯では0.1%、年収500万世帯では0.3%、年収250万円世帯では3.6%、それぞれ可処分所得が押し上げられる。これとは対照的に、年金世帯や単身勤労者世帯では、消費増税額が負担軽減額を上回るため、可処分所得がそれぞれ0.6%、1.0%押し下げられる。今回の消費増税では、負担増の大半が年金世帯や単身世帯に集中することがわかる。

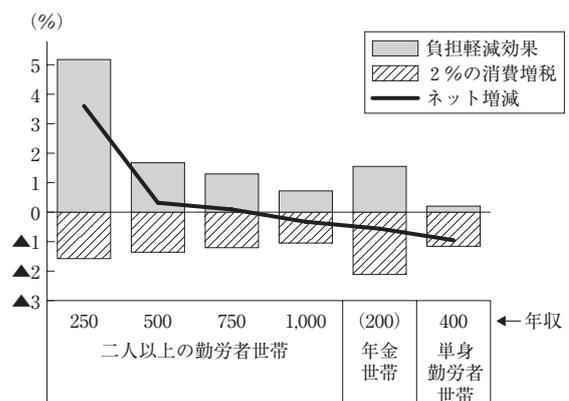
可処分所得が増加する2人以上の勤労者世帯では、増税後の消費拡大が期待される一方、可処分所得が減少する年金世帯と単身世帯は、消費が下押しされる見込みである。医療・健康関連など年金世帯や

(図表22) 世帯タイプ別の負担軽減額(年額)



(資料) 総務省、財務省などを基に日本総合研究所作成
 (注1) プレミアム商品券は6カ月限定の総額。
 (注2) 年金世帯は、世帯主が65歳以上無職の世帯。年収は推定。
 (注3) 教育無償化は、各世帯の年齢別・在学者別世帯員分布を基に1世帯当たりの平均対象者数を算出。

(図表23) 世帯タイプ別の負担増減(可処分所得比)



(資料) 総務省、財務省などを基に日本総合研究所作成
 (注1) 消費増税負担は軽減税率導入効果除く。
 (注2) 年金世帯は、世帯主が65歳以上無職の世帯。年収は推定。

単身世帯の消費シェアが大きい市場では、消費支出の下振れが大きく現れる可能性がある。

3. 総括

(1) 景気は再び緩やかな回復軌道に復帰

以上の分析を踏まえわが国経済の先行きを展望すると、外需の行方に不透明感が残るものの、内需の拡大に支えられ、景気は再び緩やかな回復軌道に復帰する見込みである。

輸出は、世界経済の成長ペースが緩やかにとどまるなか、力強い回復は期待し難いものの、中国の民間投資や世界的なIT需要の底入れを背景に、やや持ち直す見込みである。企業の設備投資も、底堅く推移する。人手不足の深刻化や働き方改革を背景に省力化・合理化投資が活発化するほか、工場の建て替えニーズが、今後、一段と拡大する見通しである。

個人消費は、消費増税やキャッシュレス決済時のポイント還元措置の終了に伴う駆け込み需要と反動減、東京五輪の開催に伴う個人消費の一時的な増加の影響で、振れが大きくなる見通しである。もっとも、今回の消費増税は、2014年と比べて税率の引き上げ幅が小さいほか、軽減税率の導入や教育無償化などの家計負担の軽減策が実施されるため、増税後の個人消費の大幅な下方シフトは回避される。所得環境の改善に支えられ、総じてみれば緩やかな消費回復が続く見込みである。

結果として、2019年度のおよび2020年度の成長率は+0.8%と、消費増税下でも1%程度とみられる潜在成長率に近い緩やかな成長が続く見通しである（図表24）。

(図表24) わが国経済および物価などの見通し

(前期比年率、%、%ポイント)

	2019年				2020年				2021年	2018年度	2019年度	2020年度
	1～3 (実績)	4～6 (予測)	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
実質GDP	2.2	0.8	1.9	▲2.5	1.7	1.6	1.0	0.4	1.1	0.7	0.8	0.8
個人消費	▲0.2	2.6	2.8	▲5.9	2.7	2.3	▲0.3	1.0	1.0	0.4	0.6	0.6
住宅投資	2.5	3.2	0.0	▲4.5	▲3.1	0.8	1.6	2.3	1.5	▲4.3	1.4	▲0.3
設備投資	1.4	1.5	3.6	▲1.4	2.3	2.1	2.0	2.0	1.8	3.5	1.9	1.8
在庫投資 (寄与度)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.4)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)
政府消費	▲0.4	0.8	0.7	0.7	0.9	1.0	2.2	▲0.6	1.0	0.9	0.8	0.9
公共投資	4.7	6.2	1.9	0.8	▲1.8	▲1.6	0.7	1.5	1.9	▲3.9	1.6	▲0.1
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)
輸出	▲9.3	0.2	4.1	2.6	1.4	1.5	2.7	▲1.3	1.6	1.3	▲0.5	1.6
輸入	▲17.2	8.0	4.6	▲2.7	2.4	2.2	0.8	1.6	1.8	2.0	0.3	1.4
国内民需 (寄与度)	(0.4)	(1.6)	(1.8)	(▲3.5)	(1.8)	(1.6)	(0.2)	(0.9)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.6)
官公需 (寄与度)	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.5)	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.0)	(0.2)	(0.2)
純輸出 (寄与度)	(1.6)	(▲1.3)	(▲0.1)	(0.9)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.3)	(▲0.5)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)

(前年同期比、%)

名目GDP	1.0	1.0	2.3	1.7	1.4	1.7	1.3	1.7	1.5	0.5	1.6	1.6
GDPデフレーター	0.1	0.3	0.6	1.1	1.1	1.0	0.9	0.5	0.5	▲0.2	0.8	0.7
消費者物価指数 (除く生鮮)	0.8	0.8	0.4	0.8	0.9	0.9	1.1	0.8	0.8	0.8	0.7	0.9
(除く生鮮、消費税、教育無償化)	0.8	0.8	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9	0.8	0.5	0.8
完全失業率 (%)	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.3
円ドル相場 (円/ドル)	110	109	107	106	106	106	106	106	106	111	107	106
原油輸入価格 (ドル/バレル)	63	72	67	68	68	68	68	68	68	72	69	68

(資料) 内閣府、総務省などを基に日本総合研究所作成

(注) 海外経済の見通し (CY19→CY20) は、アメリカ：+2.6%→+1.9%、ユーロ圏：+1.2%→+1.5%、中国：+6.3%→+6.3%。

消費者物価（除く生鮮食品）は、エネルギー価格の騰勢が鈍化する一方、賃金の緩やかな上昇が物価の押し上げに作用する。消費増税と教育無償化の影響を除いたベースで見ると、2019年度が前年比+0.6%、2020年度が同+0.8%と、日銀の2%の物価目標には届かないものの、安定したプラス基調が定着する見通しである。

海外経済の成長が加速しにくいなかでも、緩やかな景気回復が続く背景として、内需の景気けん引力の強まりを指摘できる。深刻な人手不足に直面するなか、企業の後ろ向きの経営スタンスが少しずつ変化してきている。これまでのように投資や人件費の抑制により増益を実現するのではなく、一時的な減益要因となったとしても、生産効率の向上や新たな市場の開拓につながる技術への投資、従業員の就業意欲を高めるための賃上げやワークライフバランスの向上に積極的に取り組む企業が増加している。こうした企業行動が内需の強さにつながっており、海外経済がある程度下振れたとしても、景気回復が途切れにくい経済構造になってきたといえる。

(2) 景気後退リスクが高まった場合の政策対応

ただし、米中間の対立や中東情勢の緊迫化、中国の過剰債務問題など、海外経済の先行き不透明感は強い。複数の景気下振れリスクが同時に顕在化し、世界経済が大幅に失速すれば、わが国も景気後退に陥る可能性を否定できない。6月上旬に行われたG20財務相・中央銀行総裁会議の声明では、リスク顕在時には「さらなる行動をとる用意がある」と明記されており、海外経済が大きく下振れた場合、政府は何らかの政策対応を検討するだろう。

では、景気後退リスクに直面したとき、わが国はどのような行動をとるべきか。マーケットでは、日銀による追加緩和への期待が高い。もっとも、大幅な金融緩和が常態化するなか金融政策による追加的な景気押し上げ効果は減衰しているとみられるほか、さらなる金融緩和がわが国経済に及ぼす副作用も無視できない。追加緩和の有力手段とみられているマイナス金利の一段の拡大や長期金利の誘導目標の引き下げは、金融機関の収益悪化につながるほか、マーケットの期待が大きいETFの買い入れ拡大も、株価形成やコーポレートガバナンスを一段と歪める懸念がある。量的緩和の拡大も、金融緩和から引き締めへ転換する際に、多額の損失が生じる潜在リスクを増大させる結果になる。

消費増税の再延期も避けるべきである。企業は、すでに軽減税率やポイント還元といった増税対策への対応を進めているため、増税が延期されれば大きな混乱を招く可能性がある。さらに、3度目の延期となれば、政府の財政健全化に対する信認も大きく低下する。

したがって、景気対策としては、拡張的な財政政策が妥当な手段といえる。ただし、従来通りのバラマキ型の支出では、景気押し上げ効果が一時的にとどまり、わが国の厳しい財政状況を一段と悪化させる結果になる。バラマキ型の景気対策に陥らないためには、予算規模を積み上げることにとらわれず、わが国の長期的な成長力を高めるといった観点から、内需の強化につながる支出に重点的に配分することが必要である。

内需の強化に向けては、企業・政府のデジタルイノベーションがカギを握る。前頁までの分析でみてきたように、企業は、省力化など生産性の向上につながる投資に積極的になっており、こうした前向きな投資マインドを腰折れさせないことが必要である。特に、企業の付加価値生産性の向上につながるIoT

やAIなどのデジタル投資を促進するため、投資減税の拡大といった直接的な施策だけでなく、デジタル技術の社会実装やデータ活用のための基盤整備などにも思い切った予算をつける必要がある。一方、民間企業に比べて遅れているのが、政府・自治体の生産性向上である。景気対策が必要な時期に、行政の電子化や業務標準化のためのシステム整備などを通じ、行政事務の効率化を一気に加速させることも一案である。

インバウンド需要の拡大につながる空港・港湾の整備など、わが国の長期的な成長力を高めるインフラ整備も重要である。いずれにしろ、公共投資は予算規模を膨らませることに使われやすいことから、費用対効果を十分に検討する必要がある。

一方、家計部門においては、単身世帯や高齢者など増税時の負担が大きい世帯への支援を通じ、個人消費を腰折れさせないことが重要である。これらの世帯は、非正規雇用で働く労働者も多いことから、最低賃金の引き上げ幅の拡大や、職業訓練などの施策が、所得環境の改善につながると期待される。ただし、最低賃金の引き上げは、企業の負担増加につながるため、投資減税や一時的な負担軽減措置などを組み合わせることで、景気への悪影響を緩和する必要がある。

(2019. 7. 12)