

寄稿

景気見通し（2018年秋）

景気拡大続くも、高まる海外発リスク

—米国の貿易政策、新興国通貨が焦点—

西岡 慎一（にしおか しんいち）

公益社団法人 日本経済研究センター
主任研究員

今回より、公益社団法人日本経済研究センター主任研究員の西岡慎一氏に、景気見通しについて解説いただきます（文末の「西岡慎一氏プロフィール」をご覧ください）。

《要 約》

18年4－6月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と、2期ぶりにプラス成長に復帰した。企業部門が景気を主導する構図に大きな変化はない。先行きの実質成長率は18年度+1.2%、19年度+0.9%とし、緩やかな景気拡大が続くと見込む。前回（18年6月時点）の見通しから不変である。賃金の伸び悩みなどから、家計部門の盛り上がりには欠けるが、企業部門の好調が続く展開を予想する。

高まる海外発のリスクを乗り越えれば、戦後最長の景気拡大が見えてくる。リスクとして、①米国政府が一段の保護貿易政策を実施する可能性、②米国の金利上昇が新興国市場の資金流出を招く可能性、③欧州の政治情勢が不安定化する可能性などが挙げられる。海外発のリスクは、金融市場や貿易取引を通じて、わが国にも悪影響が及びうる。わが国経済は、内需の盛り上がりには欠けるほか、財政・金融政策の対応余地が小さく、海外からの悪影響が国内経済を下押ししやすい点には注意を要する。

1. 景気の現状

18年4－6月期の実質GDPは、前期比+0.7%（年率+3.0%）と2期ぶりにプラス成長に復帰した。

需要項目別にみると、内需が0.9%ポイントのプラス寄与と、悪天候の影響でマイナスとなった1－3月期からしっかりと反発した。個人消費は、耐久財消費が増加に転じたほか、サービス消費も伸びを高めた。設備投資も伸びを高めており、機械投資などが増加に寄与した。住宅投資は、貸家

や分譲が弱く、4期連続で減少した。

一方、外需は0.1%ポイントのマイナス寄与となった。これには、サービス輸出が減少したことが響いた。

足もとの景気動向指数（CI）の一致指数は高めの水準にあり、内閣府の基調判断も「改善」で据え置かれている。日本経済研究センターが算出する景気後退確率も18年7月は27.7%と、景気後退入りの目安となる67%を下回る。

2. 景気の先行き

(1) 見通しの概要

海外経済が堅調に推移するも、わが国は緩やかな景気拡大を続けると見込む（図表1）。18年度の実質成長率は+1.2%、19年度は+0.9%と、1%弱とみられる潜在成長率を上回る。景気回復期間は、19年1月に戦後最長を更新するとみる。なお、9月の近畿地方での台風被害や北海道の震災の影響は、現段階では全容が明らかでなく、成長率見通しに織り込んでいない。

以下では、金融市場の想定、海外経済の先行き、国内経済の先行きについて述べる。

(2) 金融市場の想定

米国では、利上げペースがやや加速した。連邦準備理事会（FRB）は6月、年内2回の利上げ（18年合計で4回）を実施するとの見方を示し、これまでの利上げ回数（18年合計で3回）を増加させた。

欧州と日本では、緩和的な金融政策が続くと見込む。欧州中央銀行（ECB）は6月、資産買い入れプログラムを12月末に終了する一方、政策金利を19年夏まで据え置くことを決定した。日本銀行は、7月、政策金利のフォワードガイダンスを導入し、長短金利を当分の間、現在の水準で維持することを決定した。

図表1 実質 GDP 成長率見通し

（前年比%、寄与度%ポイント）

	2017年度 実績	2018年度 予測	2019年度 予測
国内総支出	1.6	1.2	0.9
国内需要（寄与度）	1.2	1.3	0.9
民間最終消費支出	0.8	0.9	0.8
民間住宅投資	▲ 0.4	▲ 5.0	2.8
民間企業設備投資	3.1	4.9	1.7
民間在庫変動（寄与度）	0.1	0.1	▲ 0.0
公的固定資本形成	1.4	▲ 1.1	▲ 0.1
外需（寄与度）	0.4	▲ 0.1	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	6.3	3.4	2.9
財貨・サービスの輸入	4.1	3.7	2.9
国民総所得	1.3	0.9	1.0

（注）実質値。

（資料）内閣府『四半期別 GDP 速報』、予測は日本経済研究センター

為替レートは、日米の金融政策の想定により、日米金利差が幾分拡大することから、円安方向で推移すると想定した（18年度：111.1円、19年度：112.4円）。原油価格（WTI）は、OPECが協調減産の緩和で合意するほか、米国の原油生産量がさらに増加することを見込み下落を想定した（18年度：66.6ドル、19年度：63.4ドル）。

(3) 海外経済の見通し

世界経済の成長率は18年+3.9%、19年+3.6%と徐々に減速すると予想した。前回見通しから不変である。すでに実施された米国政府による関税引き上げ（鉄鋼・アルミニウム、500億ドルの中国製品）は、世界全体に大きな影響を及ぼさないと見込む。以下では、主要3地域（米国、ユーロ圏、中国）の概要を述べる。

<米国>

米国経済は拡大している。米国の18年4-6月期の実質 GDP 成長率（前期比年率）は+4.2%と2014年7-9月期（同+4.9%）以来の高い伸びとなった。大型減税に支えられ、企業・家計の両部門ともに好調である。賃金も緩やかに伸びを高めており、インフレ率はFRBの目標値（+2%）に到達した。

先行きは、拡張的な財政政策の効果から、景気拡大が続くと見込む。成長率は、18年+2.8%、19年+2.5%と2%程度とみられる潜在成長率を上回ると予想する。成長率見通しは、前回から不変である。

<ユーロ圏>

ユーロ圏経済は、緩やかに回復している。ユーロ圏の18年4-6月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.4%と前期（同+0.4%）なみとなった。高成長を記録した17年からは明確に減速し、安定成長に復している。ユーロ圏経済の減速は、ユーロ高の影響で輸出の増勢が鈍化していることが影響している。

先行きのユーロ圏経済は緩やかに減速しつつも、緩和的な金融環境に支えられて、1%台半ばとみられる潜在成長率を上回ると想定する（18年+2.1%、19年+1.9%）。18年の成長率見通しを0.1%ポ

イント下方修正した。

<中国>

中国経済は安定成長を続けている。18年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+6.7%と1-3月期(同+6.8%)から伸びが鈍化した。これには、公共投資が減速したことが背景にある。ただし、中国政府は7月、地方政府のインフラ投資を促進する政策を打ち出したほか、金融政策を緩和方向に変更した。通商摩擦による悪影響に柔軟に対応する姿勢を示したものと捉えられる。

これらを勘案して、先行きの成長率見通しを18年+6.5%、19年+6.2%とし、前回見通しを維持した。

(4) 国内経済の見通し

わが国の実質成長率は18年+1.2%、19年+0.9%と、潜在成長率(1%弱)を上回ると見込む。成長率見通しは前回から不変である。

<外需>

輸出は、18年度+3.4%、19年度+2.9%と、徐々に減速すると見込む。海外の設備投資は好調を続けると予想され、資本財輸出の増加を見込む。情報関連は、スマートフォン需要が一巡しながらも、データセンターや車載向けの半導体需要に支えられ、増加を維持するとみる。

<政府部門>

政府部門では、7月の西日本豪雨の災害復旧に向けた支援が実施される方針であり、被害総額の見積もり3,000億円程度に相当する政府支出を織り込んだ。ただし、既往の経済対策の影響はくろし、今後は弱めの動きが見込まれる。公的固定資本形成は、18年度-1.1%、19年度-0.1%とした。

この間、政府は、6月公表の「経済財政運営と改革の基本方針」で、基礎的財政収支を黒字化する時期を2025年度とし、これまでの目標を5年先延ばしにした(図表2)。基礎的財政収支の赤字額は、GDP対比で3%(16年度)にのぼり、なかでも社会保障費が収支改善の重石である。

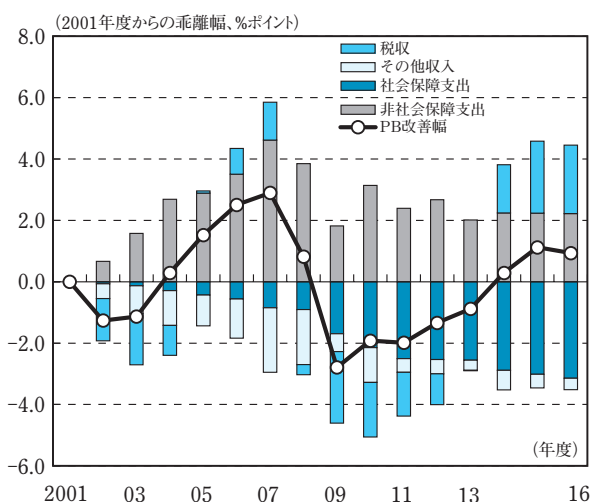
社会保障改革の遅れは、景気悪化時の財政出動の余地を狭めるほか、家計の将来不安の解消を妨げ、個人消費を抑制する一因となっている可能性

もある。

<企業部門>

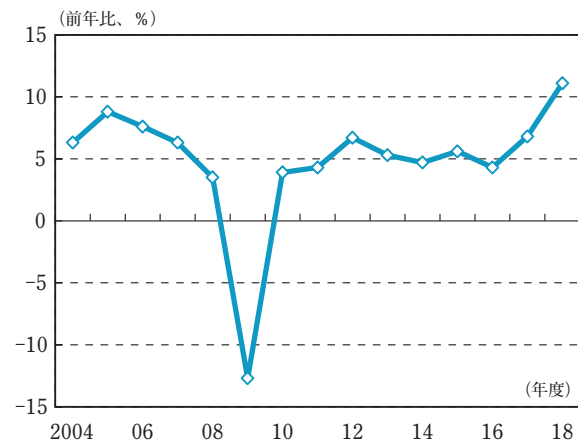
企業部門は好調を続けるとみる。良好な景況感が続くもとで、設備投資は堅調な増加を見込む。日銀の6月短観の業況判断DIは幾分低下しているが、水準は引き続き高い。6月短観の設備投資計画(除く土地投資、含むソフトウェア)は、2004年の統計開始以来の最高の伸びとなった(図表3)。

図表2 基礎的財政収支・GDP比の変動要因



(資料) 内閣府『国民経済計算』、土居文朗(2017)『基礎的財政収支黒字化目標はいつ達成するか:「中長期試算」を解剖する』より作成。

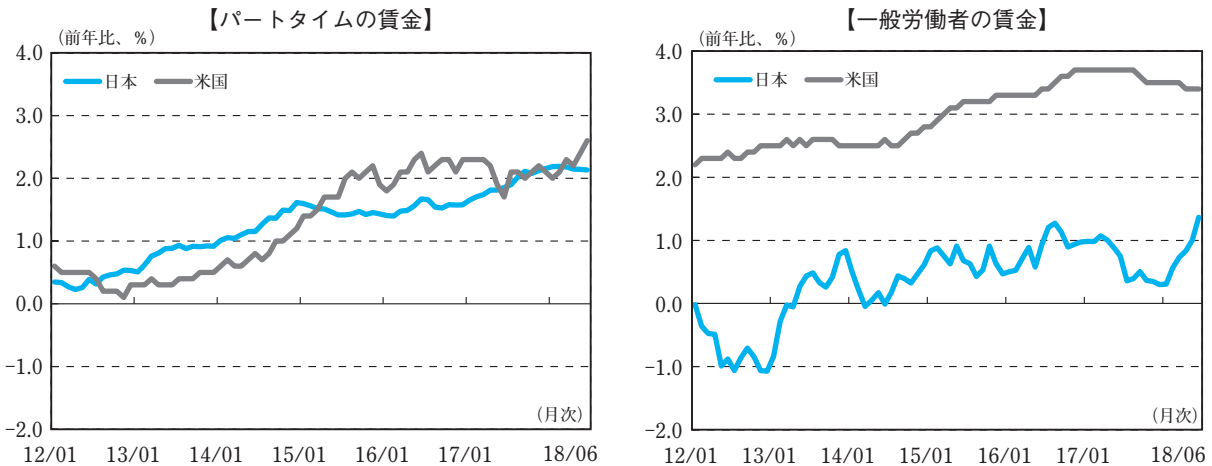
図表3 設備投資計画(全規模)



(注) 設備投資額はソフトウェア含む(除く土地投資)。各年度6月調査の計画。

(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

図表4 賃金の伸び率



(注) 賃金は時給。12ヵ月移動平均。米国の一般労働者はフルタイム労働者。日本の18年6月は速報値。
 (資料) 厚生労働省『毎月勤労統計調査』、アトランタ連銀『Wage Growth Tracker』

東京五輪開催を見据えた建設投資のほか、次世代自動車やIoTなど新技術に対応した能力増強投資の増加が見込まれる。人手不足に対応した省力化投資も一段と活発化するとみられる。19年度に入ると、五輪関連の一巡などから、増加ペースは次第に鈍化するとみる。設備投資は18年度+4.9%、19年度+1.7%を見込む。

<家計部門>

家計部門は盛り上がり欠ける展開を見込む。これには、先述の社会保障改革の遅れなどが将来不安を招いているほか、賃金が伸び悩んでいることが一因である。賃金の伸び悩みは、正社員のベアが本格化しないことが背景にある。これは、米国なみに上昇しているパートタイム賃金とは対照的である(図表4)。

企業は、経営の先行きが不透明なかで、正社員の長期雇用を確保する必要がある。このため、中長期的な成長期待が大きく改善しない限り、企業はベアの引き上げには慎重である。この点、3月に公表された内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によると、今後3年間の経済成長率見通しは雇用者数の増加率見通しを下回っており、企業は、労働生産性の先行きに慎重である(図表5)。

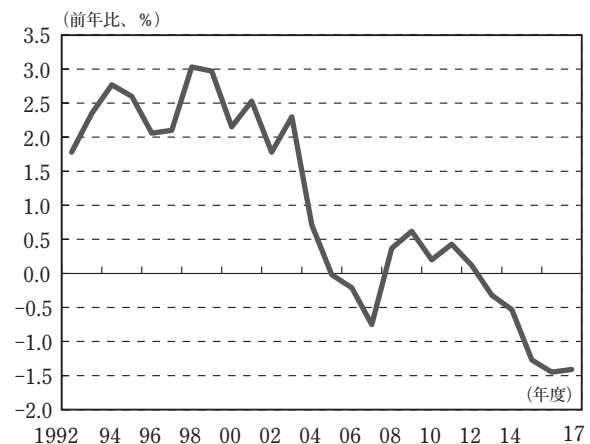
先行きの家計所得は緩やかな伸びにとどまり、個人消費の増加は限定的と見込む。18年度+0.9%、19年度+0.8%と予想する。住宅投資は、18年度

-5.0%、19年度+2.8%を見込む。相続税を巡る節税需要が一巡したあと、19年度は消費税増税を前にした駆け込み需要で押し上げられると予想する。

<物価>

消費者物価は伸び悩むとみる。資源高やパート・アルバイトの人件費上昇を価格に転嫁する動きは限られ、多くの企業が業務改善などを通じてコスト増を吸収している。正社員の本格的な賃金上昇は見込みがたく、CPIコア(消費税率引き上げの影響を除く)の上昇率は、18年度+0.9%、19年度+1.1%にとどまるとみる。

図表5 企業の今後3年間の労働生産性見通し



(注) 企業の今後3年間の実質経済成長率の見通しから雇用者数の増減率の見通しを控除することで算出。
 (資料) 内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

賃金の伸び悩みは、内需主導の成長を妨げるほか、物価上昇を抑制し、金融政策の正常化を遅らせる主因となっている。

(5) リスク

海外発のリスクが高まっている。現在のわが国では、①個人消費を中心とした内需の盛り上がり欠ける点、②財政・金融政策の対応余地が小さい点で、海外からの悪影響が景気を下押ししやすい。海外発のリスクとして3点挙げる。

<米国の通商政策>

第一に、米国政府の通商政策である。米国政府は、中国製品への一段の関税引き上げと自動車関税の引き上げを検討している。

現在検討されている政策の影響は大きいとみられる。国際的な産業連関を組み込んだ「GTAPモデル」を用いた試算では、米国による25%の自動車関税引き上げとこれに相当する各国の報復措置が実施された場合、自動車や関連産業の生産が大きく下押しされる（図表6）。この悪影響は国内全体の生産を0.5%程度下押す。

モデルでは、関税引き上げによる価格変化の影響のみを捉えており、為替レートや株価など金融市場を通じた影響は捉えていない。実際には、この試算よりもさらに悪化する可能性がある。

日本の自動車産業はカナダとメキシコに次いで

大きな打撃を受ける。日本は世界各国に部品を供給している。米国への輸出の直接的な影響だけでなく、他国への輸出を通じた間接的な影響も自動車産業の業績に響く。

<米国の金融上昇>

第二に、米国の金融上昇である。米国では、今年に入ってインフレ率が2%に達し、市場が織り込む利上げペースも加速している。とりわけ、新興国市場では、米国の金利上昇により投資資金が流出し、通貨や株価が下落しやすい地合いに転換している。

すでにアルゼンチンやトルコなど対外収支の面で不安を抱える新興国で通貨や株価が大幅に下落した。アジア諸国でも通貨が下落しており、利上げを余儀なくされる国が増えている。こうした悪影響が市場全般に広がるリスクが度々意識されている。

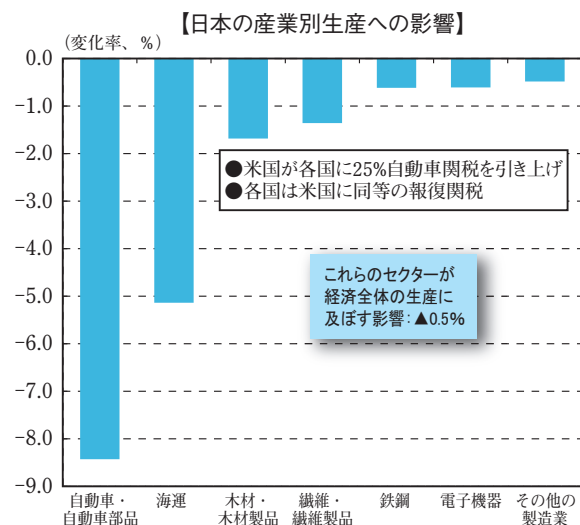
<欧州の政治情勢>

第三に、欧州の政治情勢である。英国では、19年3月末のEU離脱が円滑に進まない可能性が浮上している。20年末までの移行期間を設け、円滑な離脱を実現するには、英国は、アイルランドの国境管理など多くの点でEUから合意を得る必要がある。仮に合意がないまま離脱が実施された場合、19年3月末からEUと英国の間で税関手続きなどが生じ、欧州経済が大きく混乱することが予想される。

イタリアでは、EU懐疑派による政権が、今年に入って誕生した。新政権は拡張的な財政政策を打ち出しており、その実施過程で一定の財政規律を求めるEUとの間であつれきが生じる不安がくすぶる。

(9月11日脱稿)

図表6 自動車関税引き上げの影響



(資料) 日本経済研究センターの試算

<西岡 慎一 氏 プロフィール>

1999年3月 大阪大学大学院経済学研究科博士前期課程修了
1999年4月 日本銀行入行
2009年7月 日本銀行調査統計局企画役
2018年6月 日本経済研究センター研究本部主任研究員