

## 寄稿

## わが国の当面の経済展望（2019年春）

# 景気は急降下、中国の減速が響く

### — 回復のカギ握る中国の経済政策 —

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



#### 《要 約》

わが国の景気は踊り場を迎えている。1－3月期の生産・輸出は減少する可能性が高い。これには中国経済の減速が響いている。中国の減速は、これまでのデレバレッジ政策と米中摩擦によるマインド悪化を主因としている。なかでも消費が減速しており、スマホや家電が減少している。これが世界的なハイテク部門の調整色を深めており、わが国のアジア向け輸出を急減させている。

中国政府は、今後、デレバレッジ政策を転換し、大規模な経済政策を実施する。仮に、米中摩擦が短期間で終息すれば、すでに生じた下押し圧力は緩和され、わが国の景気は持ち直しに向かうとみる。成長率見通しは2018年度+0.6%、19年度+0.6%とした。逆に米中摩擦が長期化する場合、追加的に関税が引き上げられるほか、ハイテク分野から中国企業を締め出す動きが強まりうる。この場合、景気は後退局面に転換する可能性がある。

### 1. 景気の現状

景気は踊り場を迎えている。1月に入って生産と輸出が大きく落ち込んでいる（図表1）。なかでも、アジア向けの電子部品や半導体製造装置が大きく減少した。輸送機械の生産も大きく減少しており、一部のメーカーが部品の不具合で稼働を停止したことが響いた。

1月の生産・輸出の減少には、中国の春節のタイミングが影響している可能性がある。今年の春節が2月上旬と例年よりも早く、1月終盤には休業に入る工場が多かったと指摘されている。

ただし、経済産業省の先行き試算値によると、

2月の生産は前月比+0.4%と反動増がみられない。実勢としての弱さを多分に含んでいるとみられる。

### 2. 景気の先行き

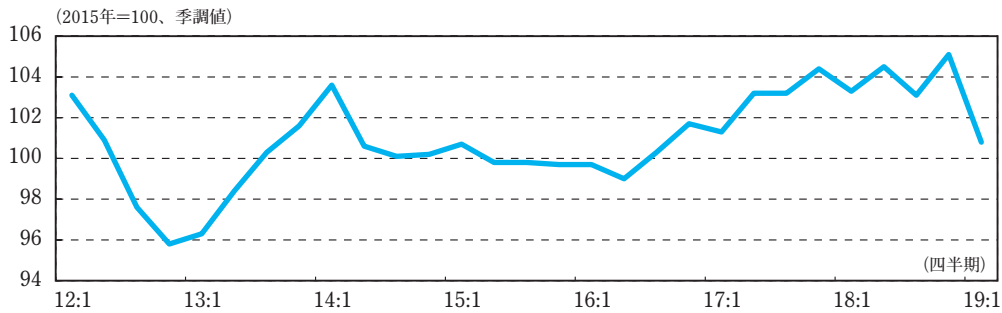
以下では、海外経済の先行き、国内経済の先行きの順に述べる。

#### (1) 海外経済の見通し

##### 【概観】

2016年後半から続いた「世界同時拡大」の勢いは、18年から循環的に弱まっている。これに加えて、米中の貿易摩擦の悪影響が中国経済の減速につながっており、世界経済の増勢鈍化に拍車をか

図表1 鉱工業生産指数



図表2 海外経済の見通し

(前年比、%)

	世界		米国		ユーロ圏		中国	
	前回	今回	前回	今回	前回	今回	前回	今回
2018年	3.9		2.9		1.8		6.6	
2019年	3.5	3.4	2.4	2.5	1.7	1.4	6.0	6.2
2020年	3.5	3.5	1.9	2.0	1.6	1.6	6.2	6.2

(注) 世界成長率は日本の輸出額で加重平均、値は暦年。前は18年12月時点見通し。今回は19年3月時点見通し。

けている。

こうした強い経済の下押し圧力は、米国の柔軟な金融政策や中国の大規模な経済対策で相応に緩和されると考える。世界経済は、回復ペースを鈍化させながらも、景気後退には至らず、過去平均並みの成長率を維持するとみる(図表2)。

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。18年10-12月期の実質GDP成長率(前期比年率)は+2.6%と高めの伸びとなった。個人消費の好調が続いており、景気全体をけん引している。これには大型減税の効果や良好な雇用・所得環境が背景にある。

さらに、米国では、利上げ路線が修正されており、景気を下支えする要因となっている。米連邦準備理事会(FRB)は、19年1月会合で、今後の利上げに慎重な姿勢を示した。バランスシート縮小策を19年中に停止する方針も打ち出した。

先行きは、減税による景気刺激効果が減衰するも、2%弱の潜在成長率を上回る成長を続けると想定した。

**【ユーロ圏】**

ユーロ圏経済は減速している。ユーロ圏の18年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%と、

7-9月期(同+0.2%)に続き低い伸びとなった。

世界経済の増勢鈍化から外需が伸び悩んでいる。内需の面でも、排ガス規制が強化されている影響でドイツの自動車関連の生産調整が長引いている。英国のEU離脱問題、フランスの大規模なデモなど政治情勢を巡る強い不透明感も景気の下押しにつながっている。こうした下押し圧力が響き、先行きのユーロ圏経済は19年に足踏みすると想定する。

**【中国】**

中国経済は成長ペースが鈍化している。18年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と、3四半期連続で減速した。

米中の貿易摩擦が、米国向け輸出を鈍化させているほか、企業・家計のマインドを悪化させている。18年から進めてきたデレバレッジ政策の一環で財政・金融政策を引き締めてきたことも、景気減速につながっている。なかでも、個人消費の伸びが一段と落ち込んでおり、スマートフォンや家電の増勢が鈍化している。これが、世界的な半導体分野の調整色を強めている。

中国政府は、デレバレッジ政策を転換し、財政・金融政策を緩和させる姿勢を示している。財政政策では、減税規模とインフラ投資がともに拡大する。3月の全国人民代表大会(全人代)では、

図表3 国内経済の見通し

(前年比%、寄与度%ポイント)

(年度)	2017	2018		2019		2020	
	実績	前回	今回	前回	今回	前回	今回
実質国内総支出	1.9	1.0	0.6	0.8	0.6	0.7	0.7
国内需要（寄与度）	1.5	1.1	0.8	0.8	0.8	0.6	0.7
民間最終消費支出	1.1	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
民間住宅投資	▲ 0.7	▲ 4.7	▲ 4.5	2.1	0.4	▲ 2.5	▲ 0.3
民間企業設備投資	4.6	3.8	3.3	2.1	1.3	1.2	1.2
公的固定資本形成	0.5	▲ 1.8	▲ 4.3	0.3	0.7	▲ 0.2	0.8
外需（寄与度）	0.4	▲ 0.0	▲ 0.3	0.0	▲ 0.2	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	6.4	2.5	1.6	2.7	1.0	2.7	2.4
財貨・サービスの輸入	4.0	2.7	3.0	2.5	2.0	2.0	1.9
名目国内総支出	2.0	0.8	0.4	1.5	1.5	1.2	1.4
GDP デフレーター	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.7	0.9	0.6	0.6
消費者物価指数(生鮮食品除く総合)	0.7	0.9	0.8	1.0	0.2	1.0	0.8

(注) 消費者物価指数は消費税の影響を除くベース。前は18年12月時点見通し。今回は19年3月時点見通し。

(資料) 内閣府『四半期別 GDP 速報』、総務省『消費者物価指数』

増値税（付加価値税）の引き下げと年金保険料の負担軽減が表明された。これらの規模は約2兆元（約33兆円）にのぼる。インフラ建設に向けた地方債の発行枠も2.2兆元（約37兆円）へと拡大する。総計で4兆元に達する大規模な財政政策となる。

中国政府は、経済対策を通じて、成長率目標を6～6.5%に設定し、6%割れを防ぐとした。こうした政府の姿勢は、市場で好感されており、上海株価指数はこのところ反発している。2月の製造業PMI（購買担当者景気指数、財新ベース）が上昇するなど、企業マインドの悪化にも歯止めがかかりつつある。

すでに生じた経済の下方圧力は強いが、大規模な経済対策の効果を見込み、成長率6%割れは回避されると予想する。成長率見通しは19年、20年ともに+6.2%とした。

## (2) 国内経済の見通し

わが国の経済成長率は18年度+0.6%となったあと、19年度+0.6%、20年度+0.7%と潜在成長率（1%弱）付近で推移すると見込んだ（図表3）。18年度と19年度を下方修正した。

すでに生じた中国発の下押し圧力が重しとなるも、中国経済が持ち直すにつれて、わが国でも潜在成長率並みの成長ペースを取り戻すとみる。19年10月に予定されている消費税増税による経済への負の影響は、政府による消費税対策などにより、緩和されると見込む。

## 【純輸出】

輸出は、世界経済の動きに沿って、19年前半に減速したあと、徐々に持ち直すとする。半導体関連の生産調整は当面続き、19年度を下振れとした。ただし、中国の大規模な経済対策の効果などで世界経済の底割れは回避され、20年度にかけて輸出の伸びは2%台を維持するとみる。

## 【政府部門】

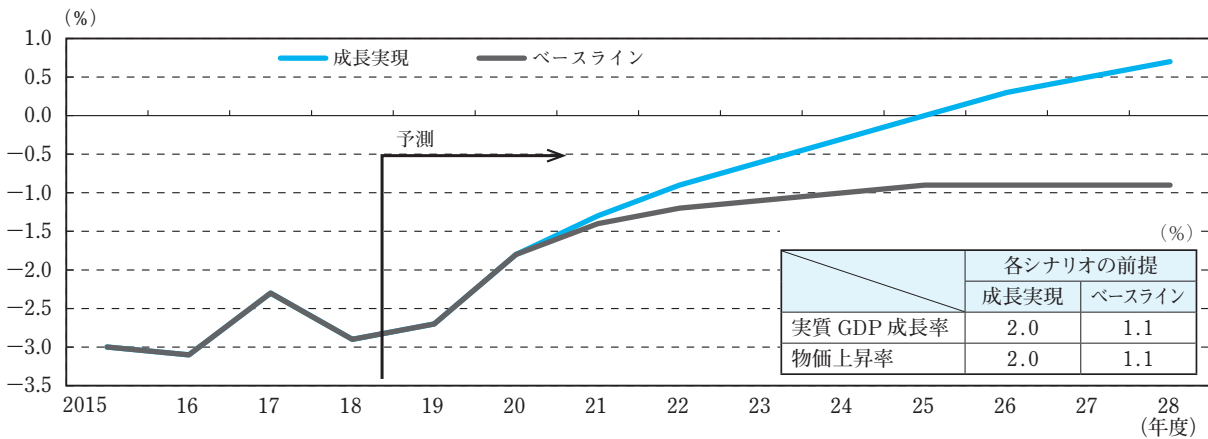
政府は、18年度第2次補正予算案と19年度予算案を閣議決定した。予算案には、重要インフラの緊急点検などを含む「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」が盛り込まれた。総額は2.4兆円である。

歳入の面では、19年10月に消費税率が8%から10%に引き上げられる予定である。政府の試算によれば、消費税率の引き上げによる家計の負担は5.7兆円にのぼる。

これによる経済への悪影響を緩和するために、政府は「消費増税対策」として2.3兆円の予算・税制措置を打ち出している。これは、先の国土強靱化に関連した公共投資に加えて、①自動車や住宅への減税、②キャッシュレス決済へのポイント還元、③プレミアム付商品券などを骨子としている。消費増税による歳入増は社会保障の充実（3.2兆円）に充てられるほか、食料品などへの軽減税率（1.1兆円）も実施される。増税による家計負担はかなり軽減される。

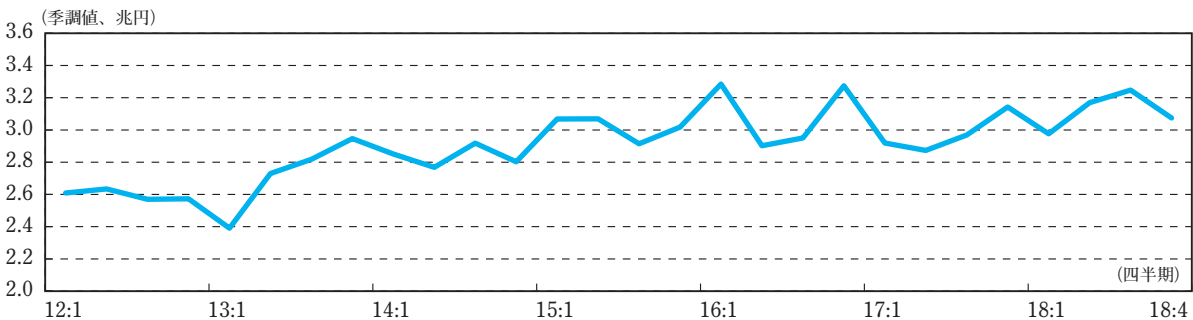
家計負担が軽減される分、財政再建が遅れる点

図表4 基礎的財政収支・GDP比率



(注) 各シナリオの前提は2023～2028年度の平均値。  
 (資料) 内閣府『中長期の経済財政に関する試算(2019年1月)』

図表5 機械受注(民需除く船舶)



(資料) 内閣府『機械受注統計調査報告』

には注意が必要である。1月に公表された政府の「中長期の経済財政に関する試算」では、より現実的な想定「ベースライン」ケースで財政赤字が解消されない見通しである(図表4)。政府目標である25年度までの赤字解消に向けて、一段の歳出・社会保障改革が不可欠となる。

**【企業部門】**

設備投資は、増加ペースが鈍化すると予想する。17年度、18年度の設備投資の伸びが高かった分、今後は調整局面に入る。これに加えて、外需の減速が設備投資の下押し圧力となる。10-12月期の機械受注は減少に転じており、投資を延期する動きがみられている(図表5)。新技術・省力化に向けた投資やインバウンド対応投資でどこまで下支えできるかがポイントとなる。

企業の賃上げスタンスは引き続き慎重である。景気の不透明感が強まっていることを踏まえると、今年のベア引き上げ率は昨年並みにとどまる可能性が高い。日本経済団体連合会(経団連)は、

ベースアップ(ベア)にとらわれずに処遇改善を行うべきとの立場を示した。労働者サイドでは、日本労働組合総連合会(連合)のベア要求水準が昨年並みにとどまっている。

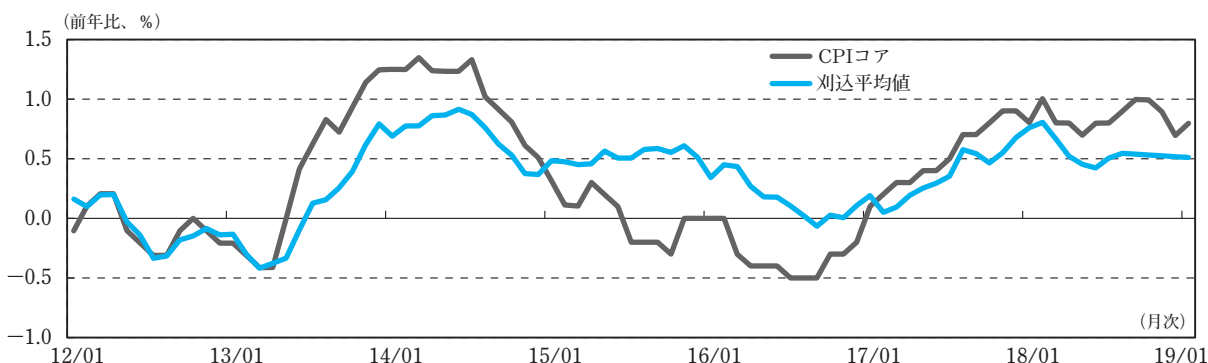
**【家計部門】**

家計部門は盛り上がり欠ける展開が続く。これには、賃金が伸び悩んでいることが背景にある。将来不安も消費意欲を阻害している。

今回の回復局面では、女性や高齢者の労働参加の高まりが所得を押し上げている。こうした所得は消費には回っておらず、貯蓄率が上昇している。共働き世帯は、配偶者の賃金が伸び悩むなかで、将来資金を確保したい動機が働いている。就労を延長する高齢者も、長寿化が進むもとの、今後の生活資金を目的に貯蓄している。

労働参加の高まりはアベノミクスの最大の成果のひとつであるが、これだけでは内需が盛り上がりえないことが重要な教訓となっている。供給力の向上を需要の高まりに結びつけるためにも、将来

図表6 消費者物価指数（コアと刈込平均値）



(注) CPI コアは消費増税の影響を除く。刈込平均値は品目別価格変動分布の両端の一定割合（上下各10%）を控除した値。

(資料) 総務省『消費者物価指数』、日本銀行

不安の払拭が重要である。

10月からの消費増税による消費の下押しは、手厚い対策が功を奏して、前回増税時（14年）よりも、小さくなると見込まれる。

#### 【物価】

物価は伸び悩んでおり、インフレ率は金融政策の目標値（2%）を下回り続けている。19年1月の消費者物価（コア：生鮮食品除く総合）は前年比+0.8%と、10-12月期並みの伸びにとどまった（図表6）。消費者物価の基調的な動きを捉えた「刈込平均値」も0.5%程度と低位で推移している。

先行きの物価も伸び悩むと見込む。今後も、正社員を含めた本格的な賃金上昇は見込みがたく、物価上昇は緩慢と考えられる。これに加えて、原油価格の下落が19年度を中心に消費者物価を下押しする。一部の大手キャリアが19年4-6月期よりスマートフォンの通信料金を2~4割値下げする。19年10月には、幼児教育の無償化も予定されている。

この結果、消費者物価（生鮮食品を除く総合、消費税を除く）の前年比は、19年度にゼロ%近傍まで低下する見込みである（18年度+0.8%、19年度+0.2%、20年度+0.8%）。

#### (3) リスク

海外発のリスクは引き続き高い。当面は米中貿易協議の行方が世界経済を大きく左右するとみる。仮に、米中摩擦が長期化する場合、景気は後退局面に転換する可能性がある。

米中両政府は、貿易不均衡の緩和や中国経済の構造問題を巡って協議している。協議が進展すれば3月下旬の首脳会談で正式な合意が結ばれる可能性がある。ただし、中国の産業政策の見直しや知的財産権の侵害などを巡って主張の隔たりが大きい。円滑に妥結するかどうか予断を許さない。仮に、協議が不調に終わった場合、米国は2,000億ドル分の中国製品に対し、関税率を10%から25%に引き上げるとしている。

さらに、ハイテク分野の関連取引から中国企業を締め出す動きも強まっている。米国政府は19年8月から華為技術（ファーウェイ）など中国5社製の通信機器を調達しないことを決定したほか、20年8月から、こうした製品を扱う企業とも取引しないことを決定した。

米国政府が取引を禁じる中国5社の年間売上高は1,100億ドルあまり（約12兆円）にのぼる。このうち、欧州向けの売上高が2割を超えるとみられる。国際産業連関表による試算では、米国に加えて、欧州の売上高も消失すると、中国の生産を0.3%押し下げるほか、供給網を通じて韓国・台湾の生産も0.1%~0.2%下押しする。中国排除の動きが欧州をはじめ世界的に広がると、東アジアの生産に悪影響が生じうる。

また、中国製の通信基地局は他国製に比べて価格が安いことで知られており、5G敷設といった新しい技術の導入に高いコストがかかりうる。これが世界経済の生産性向上を妨げうる点にも注意が必要である。

（3月11日脱稿）