

寄稿

わが国の当面の経済展望（2019年夏）

景気は転換、「後退」局面へ

—米中摩擦が回復の重し—

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》

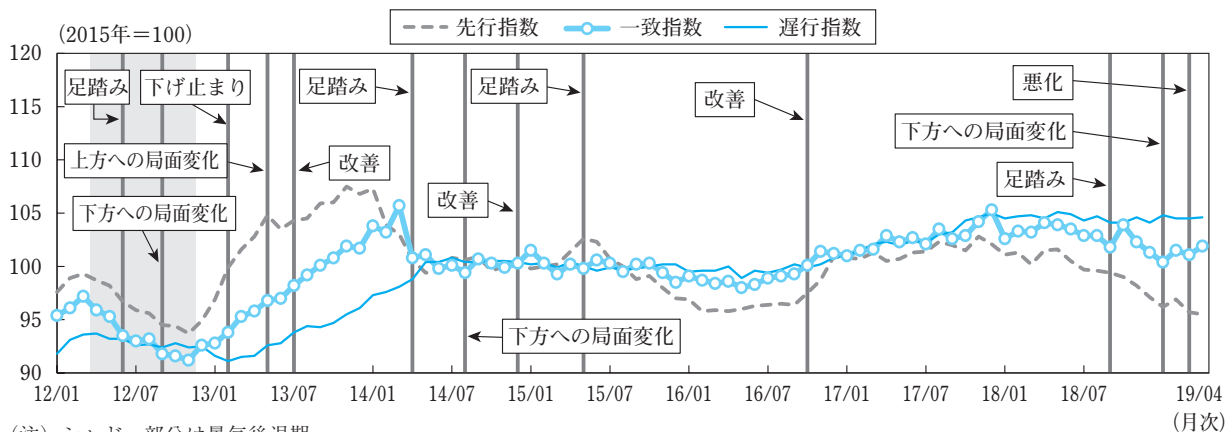
景気は、18年後半に「回復」局面を終え、「後退」局面に入った可能性が高い。米中摩擦の悪影響が、わが国を含め世界経済の減速につながっている。19年中は後退を続け、20年度には持ち直しに転じると予測する。人手不足やインバウンド需要に対応した設備投資が期待できるほか、大規模な公共投資が実施されるなど、外需の不振を内需がカバーするとみる。ただし、米中協議が不調に終わる場合、一段の追加関税がグローバルな製造業の雇用調整を招き、景気後退を長期化させるおそれもある。

1. 景気の現状

景気は、18年後半以降、「緩やかな回復」から「後退」局面に入った可能性が高い。18年3月の

景気動向指数（CI）は低下し、基調判断は「悪化」に転じた（図表1）。直近（19年1-3月期）の実質成長率は、プラス（前期比+0.5%）となるも、その内容は悪い。輸出が大きく減少し、設

図表1 景気動向指数



（注）シャドー部分は景気後退期。
（資料）内閣府『景気動向指数』

備投資の減速に及んだ。消費者マインドも悪化しており、個人消費の伸びもマイナスとなった。

世界経済の減速が日本の輸出を下押ししている。18年後半に米中摩擦が激化し、中国では、貿易取引の減少と企業・家計のマインド悪化を招いた。これが、デレバレッジ（債務圧縮）政策とあいまって、中国の民間投資や個人消費を悪化させた。とりわけ、スマートフォンやパソコンなどの耐久財消費の減速は、ハイテク分野の調整を深め、グローバルな製造業の生産・投資活動を慎重化させている。

米中交渉は難航しており、5月には両国政府が追加関税を決定した。米国政府は2,000億ドルの中国製品を対象に25%の追加関税を決定した。中国政府も600億ドルの米国製品に対して報復関税を決定した。矢根・西岡（2019）による応用一般均衡モデルの試算によれば、これまでの追加関税による貿易取引の減少で、米国と中国の成長率がそれぞれ0.1%、0.4%押し下げられている。これに、モデルで考慮されていないマインドの悪化や金融市場の動揺が加わり、世界全体の成長率を下押ししている。

2. 景気の先行き

(1) 海外経済の見通し

【概観】

今回の見通しでは、5月の追加関税による下押しを織り込み、19年の海外経済を前回予測（19年3月時点）から下方修正した（図表2）。ただし、

図表2 海外経済の見通し (前年比%)

| (暦年) | 2018 | | 19 | | 20 | |
|---------|------|-----|-----|-----|-----|--|
| | 今回 | 今回 | 前回 | 今回 | 前回 | |
| 海外計 | 3.9 | 3.3 | 3.4 | 3.5 | 3.5 | |
| 米国 | 2.9 | 2.4 | 2.5 | 2.0 | 2.0 | |
| ユーロ圏 | 1.9 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.6 | |
| 中国 | 6.6 | 6.2 | 6.2 | 6.2 | 6.2 | |
| N I E S | 2.8 | 1.7 | 2.1 | 2.4 | 2.4 | |
| ASEAN | 5.0 | 4.6 | 4.7 | 4.9 | 4.9 | |
| インド | 7.4 | 7.3 | 7.4 | 7.5 | 7.6 | |
| ブラジル | 1.1 | 1.8 | 1.9 | 2.2 | 2.2 | |
| ロシア | 2.3 | 1.4 | 1.3 | 1.7 | 1.7 | |

(注) 海外計は、各国の成長率を日本の輸出額で加重平均したもの。

(資料) 各国統計期間のデータをもとに日本経済研究センターが推計

深刻な景気後退には至らないと想定している。これには、次の前提がある。

- ① 米中協議は、年内に妥結すると想定した。これ以上の追加関税は、米中経済を一段と落としかねず、両国政府の政治的な立場を不利にすると考えた。妥結によって、5月に引き上げられた関税は撤回され、企業や家計のマインド悪化も限定的と見込んだ。
- ② 各国の経済政策が下押し圧力を相殺すると予想した。米国では、利下げに転じると想定した。これを受けて、新興国の通貨とインフレは安定し、利下げに転じる国が増加すると予想した。日本でも、追加緩和が実施されると予測した。中国では、大規模な財政政策がすでに実施されており、今後も景気を最優先した経済対策が実行されると想定した。

この前提のもとで、グローバルな製造業の生産調整は雇用調整には発展せず、各国の内需は大崩れしないと予測した。今のところ、非製造業の景況感的良好な状態を維持している。多くの国で個人消費が高めの伸びを維持している。これには、各国の雇用環境が改善が続いている点が背景にある。以下では、米中経済の見通しに触れる。

【米国】

米国経済は拡大を続けている。19年1-3月期の実質成長率（前期比年率）は+3.2%と潜在成長率（2%前後）を大きく上回る伸びとなった。ただし、在庫の増加や輸入の減少が成長率の押し上げに寄与しており、個人消費は減速している。実態として、米国景気は徐々に拡大ペースを落としていると評価できる。これには、大型減税の効果がはく落していることや、これまでの金融引き締めがラグを伴いつつ、住宅投資や耐久財消費などを抑制していることも影響しているとみられる。先行きは、潜在成長率へ減速する姿を想定した。

【中国】

中国経済は成長ペースが鈍化している。19年1-3月期の実質成長率は前年比+6.4%と前期並みとなった。大規模な経済対策が実行に移されており、インフラ投資や不動産投資が景気を押し上げた。一方、民間設備投資やスマートフォン、パソコンなどの生産は減速した。中国政府は3月の全国人民代表大会で、総額4兆元（約70兆元）

にのぼる財政政策を実施することを決定した。追加関税による悪影響はこうした政策で相応に相殺されると見込む。先行きは、19年、20年ともに+6.2%とした。

(2) 国内経済の見通し

【概観】

わが国の経済成長率は18年度+0.7%となった後、19年度+0.5%、20年度+0.7%と見込む。前回見通しとの比較では、世界経済の減速による悪影響で19年度を0.1%ポイント下振れとする。19年度中は潜在成長率（1%弱）を下回って減速し、20年度に持ち直すとする（図表3）。

ただし、海外経済と同様、深刻な景気後退には至らないと予想した。①良好な雇用環境や耐久財の買い替えサイクルに支えられた個人消費、②人手不足やインバウンド需要に対応した設備投資、③国土強靱化などの大規模な公共投資などの内需が、外需の不振をカバーすると考える。

【純輸出】

輸出は世界経済の動きに沿った動きを見込む。半導体やスマートフォンなど情報関連の生産調整が続いており、アジア向けの輸出が鈍化している（図表4）。こうした生産調整は当面続くほか、為替レートが円高方向で推移することから、前回見通し対比で19年度、20年度ともに下振れとした。

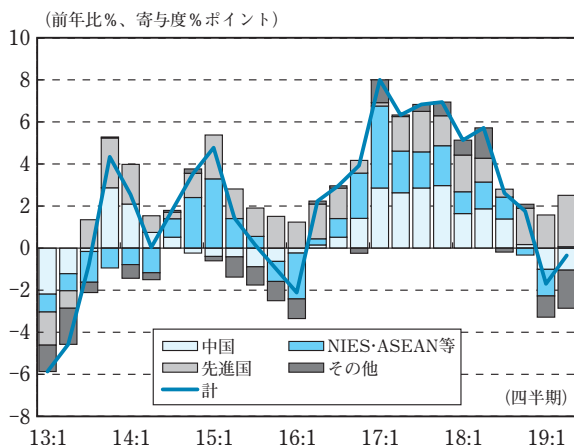
図表3 国内経済の見通し (前年比%、寄与度%ポイント)

| (年度) | 2018 | | 19 | | 20 | |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 今回 | 前回 | 今回 | 前回 | 今回 | 前回 |
| 実質国内総支出 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 国内需要 (寄与度) | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 0.7 |
| 民間最終消費支出 | 0.4 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 民間住宅投資 | ▲4.3 | ▲4.5 | ▲0.4 | 0.4 | ▲0.3 | ▲0.3 |
| 民間企業設備投資 | 3.5 | 3.3 | 1.7 | 1.3 | 1.0 | 1.2 |
| 公的固定資本形成 | ▲3.9 | ▲4.3 | 1.0 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 外需 (寄与度) | ▲0.1 | ▲0.3 | ▲0.3 | ▲0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 財貨・サービスの輸出 | 1.3 | 1.6 | ▲0.8 | 1.0 | 2.2 | 2.4 |
| 財貨・サービスの輸入 | 2.0 | 3.0 | 0.8 | 2.0 | 1.8 | 1.9 |
| 名目国内総支出 | 0.5 | 0.4 | 1.1 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| GDP デフレーター | ▲0.2 | ▲0.2 | 0.6 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| 消費者物価指数 (生鮮食品除く総合) | 0.8 | 0.8 | 0.3 | 0.2 | 0.6 | 0.8 |

(注) 消費者物価指数は消費税の影響を除くベース。前回は19年3月時点見通し。今回は19年6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』

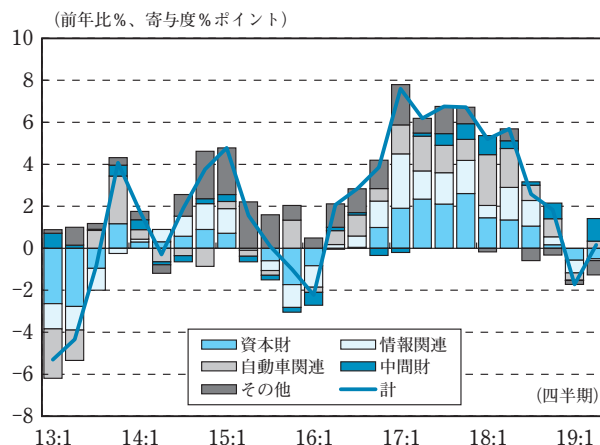
図表4 実質輸出

【実質輸出 (国・地域別)】



(注) 各項目のウエートは2018年の名目輸出額による。
 直近は19年2Q、データは19年4月まで。
 (資料) 日本銀行『実質輸出入の動向』

【実質輸出 (財別)】



(注) 各項目のウエートは2018年の名目輸出額による。
 直近は19年2Q、データは19年4月まで。
 (資料) 日本銀行『実質輸出入の動向』

【財政政策】

政府支出が景気を下支えすると見込む。一般会計予算は過去最高の101.5兆円となった。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。これにより、公的固定資本形成は、高めの伸びで推移すると想定した。

歳入の面では、19年10月に消費税率が8%から10%に予定通り引き上げられると想定する。増税による家計の負担5.7兆円は、①軽減税率（1.1兆円）、②社会保障の充実（3.2兆円）、③消費増税対策（2.3兆円）で相応に相殺されると見込む。消費増税対策には、先の国土強靱化投資に加えて、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の配布などがある。

【金融政策】

米国では、追加関税が決定した5月以降、市場参加者の中で、利下げを見込む向きが大勢となっている。今回の見通しでは、19年中1回の利下げ、20年中の据え置きを想定した。

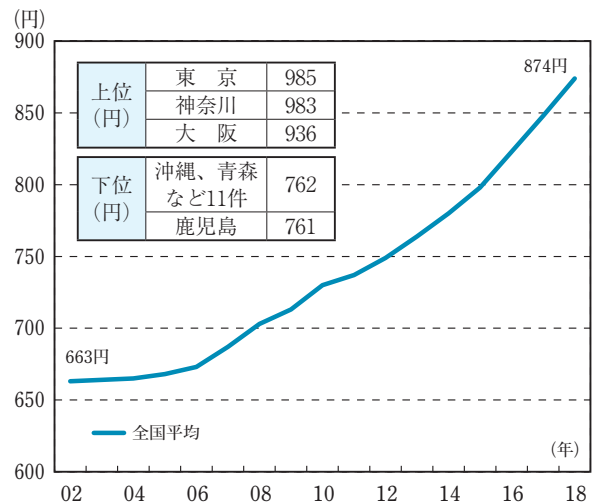
これに追随するかたちで、日本でも、追加緩和が実施されると想定した。今回の見通しでは、日本銀行は、①フォワード・ガイダンスを変更し、政策金利の据え置き期間を「20年末」に長期化するとともに、②貸出支援基金（成長基盤強化支援資金供給と貸出増加支援資金供給）による金融機関への貸出利率を引き下げる（ゼロ%から-0.1%）と想定した。

【企業部門】

企業部門は慎重化すると見込む。日銀の3月短観によると、19年度の設備投資は18年度から減速する計画となる。17~18年度の伸びが高かった分、19年度は調整局面に入る。ただし、大企業の製造業は強気である。なかでも資本財セクターの伸びが高く、これまでのグローバルな設備投資ブームで資本稼働率が上昇していることを反映している。海外経済の動向次第で、計画の延期や中止になりかねない点に要注意である。

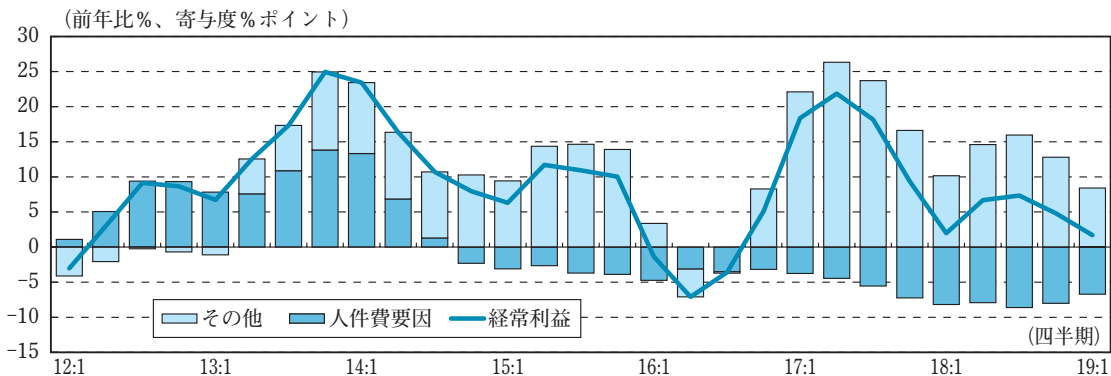
企業の賃上げスタンスは引き続き慎重である。日本労働組合総連合会（連合）が集計した19年度の春闘賃上げ率は、14年度以降の平均並みにとどまっている。これを踏まえると、一般労働者の所定内給与は伸び悩むとみる。一方、パート労働者

図表5 最低賃金



(資料) 厚生労働省『地域別最低賃金の全国一覧』

図表6 経常利益



(注) 後方3期移動平均。直近は19年1-3月期。
(資料) 財務省『法人企業統計季報』

の賃金は上昇を続けている。これには、労働需給がひっ迫していることに加えて、最低賃金が引き上げられていることも影響している（図表5）。企業の人件費も徐々に増加しており、収益を圧迫しつつある（図表6）。今後は、企業による生産性の向上や価格への転嫁といった対応が注目される。

【家計部門】

家計部門は盛り上がり欠ける展開を見込む。雇用者数の増加やパート賃金の上昇から雇用者報酬の伸びは相応に強いが、消費の伸びは今後もこれを下回るとみる。根強い将来不安がこの根底にある。10月からの消費増税による実質所得の下押しも影響する。

ただし、手厚い消費税対策が取られることから、前回増税時（14年）よりも、消費の下押し幅は小さくなると見込まれる。前回見通しとの対比では、雇用・賃金や株価の下振れを受けて19年度の個人消費と住宅投資はともに下振れると見込んだ。

3. リスク

今回の見通しでは、米中貿易協議が年内に妥結すると想定している。しかし、協議が決裂した場合、製造業の生産調整が雇用調整に発展する可能性がある。これが、各国の内需を冷え込ませ、世界的な景気後退に陥るリスクがある。

【米国による追加関税】

米中協議が不調に終わった場合、米国は約3,000億ドル分の中国製品に対し、第4弾となる追加関税を実施するとしている。先の矢根・西岡（2019）の試算では、第4弾の追加関税は、中国の成長率を0.4%押し下げる計算となる。対象となる中国製品には、スマートフォンやパソコンなど他国製品で代替しにくい消費財が多く含まれる。追加関税は、米国の消費者物価を押し上げ、米国経済をも下押しする。

【ハイテク分野からの中国企業締め出し】

貿易協議が進められるなかで、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。5月に、米国政府は、輸出管理法と大統領令に基づき、ファーウェイに対して米国製品を売買することを禁止した。これにより、ファーウエ

イは米国への販路が断たれるほか、米国製のハイテク部品を調達することも困難となる。

猿山（2019）による試算では、ファーウェイなどハイテク5社の先進国向け売上高が消失すると、中国全体の生産を0.3%押し下げるほか、供給網を通じて韓国と台湾の生産も0.1%~0.2%下押しする。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。世界的な生産性向上にも悪影響が生じうる。

【直接投資の減少による中国の技術力低下】

米中摩擦の激化が、サプライチェーンの再構築を加速させ、多くの外資系企業の生産拠点が他国に移管する可能性がある。中国経済は、これまで外資系企業を積極的に誘致し、海外の技術を取り入れることで成長を実現してきた。

仮に、サプライチェーンの見直しが進み、他国へ生産拠点を移す動きが加速すると、①設備投資の低迷を通じた需要面の悪影響に加え、②技術移転の停滞を通じた供給面の悪影響も懸念される。Du et al.（2014）や Lin et al.（2019）は、外資系企業の直接投資が中国企業に技術をスピルオーバーさせたと主張している。中国経済の停滞が懸念される。

参考文献

猿山純夫（2019）「ファーウェイ排除、世界経済への震度、欧州同調なら影響大きく：供給網組み換えへ「脱中国」も」、日本経済研究センター、研究員報告。

矢根遥佳・西岡慎一（2019）「貿易戦争のCGEモデル分析」、日本経済研究センター、研究員報告。

Du, L., A. Harrison, A., and G. Jefferson（2014）, “FDI spillovers and industrial policy: The role at tariffs and tax holidays,” *World Development*, 64, pp.366-383.

Lin, P., Z. Liu, and Y. Zhang（2009）, “Do Chinese domestic firms benefit from FDI inflow?: Evidence of horizontal and vertical spillovers,” *China Economic Review*, 20(4), 677-691.

（6月11日脱稿）