

寄稿

わが国の当面の経済展望（2019年秋）

景気は減速、海外の不透明感強く

— 保護主義政策で経済成長の低下も —

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》

日本経済の減速感が強まっている。長引く米中対立が先行きの不透明感を高め、グローバルな製造業の調整色を深めている。この影響は日本の製造業にも及び、景気の足かせとなっている。先行きの日本経済は、20年度にかけて1%を割り込む低成長を予想する。米中対立をはじめ保護主義的な動きが強まると、貿易を停滞させうる。貿易停滞は、短期的な景気悪化にとどまらず、中長期的な成長力の低下にもつながる可能性に注意を要する。

1. 最近の経済情勢

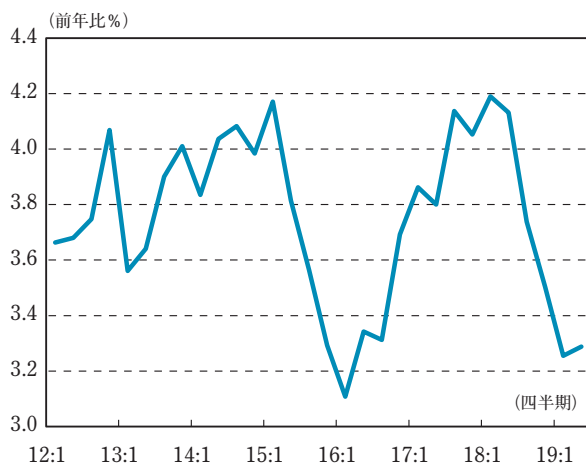
【米中対立が世界の製造業を下押し】

世界経済は減速している（図表1）。なかでも、グローバルな製造業の生産・投資活動が弱く、世界的に貿易取引が停滞している。激化する米中の貿易摩擦が、以下の経路を通じて世界経済に悪影響を及ぼしている。

第一に、関税引き上げの影響が挙げられる。18年夏場から段階的に実施された米中間の関税引き上げは、貿易取引の減少を通じて、世界経済を下押ししている。矢根・西岡（2019）の試算では、19年5月までに決定された米中の関税引き上げ（第1～3弾）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%押し下げられる。

第二に、米中協議を巡る先行き不透明感の強さが挙げられる。世界の経済政策不確実性指数は、

【図表1】 海外の実質 GDP 成長率

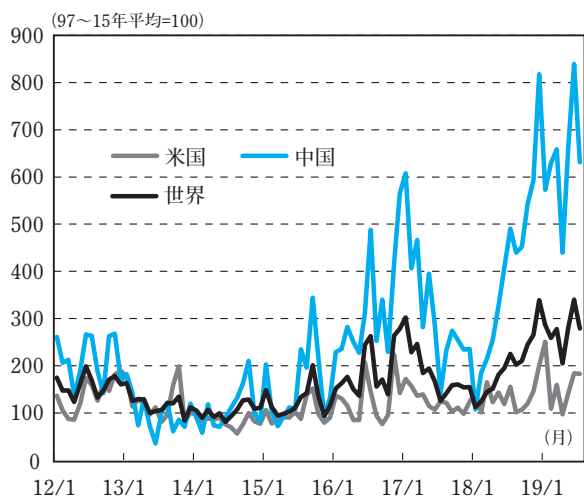


(注1) 各国の成長率を日本の輸出額で加重平均したもの。

(注2) 対象国は図表4を参照。

(資料) 各国統計機関のデータをもとに日経センターが推計

【図表2】 経済政策不確実性指数



(注) 直近は19年7月。

(資料) Economic Policy Uncertainty

1997年以降で最も高い水準にあり、とりわけ、中国は18年から急騰している（図表2）。不確実性の高まりは、企業の様子見姿勢を強め、生産や設備投資の延期を招くことが知られている。こうした不確実性は海外に伝播し、世界経済を悪化させるとの結果が報告されている（Fontain et al. (2018) など）。

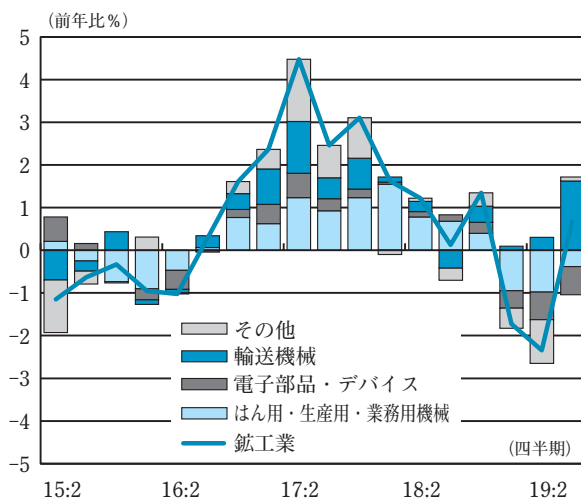
グローバルな製造業の不振は日本にも及んでおり、なかでも資本財（はん用・生産用・業務用機械）とIT関連財（電子部品・デバイス）の生産が大きく減少している（図表3）。世界的な設備投資の延期が、日本の資本財生産を押し下げ、その影響は、同セクターへの供給が多い電子部品・デバイスにも及んでいる可能性がある。

【製造業の不振を非製造業がカバー】

海外経済は減速しながらも、深刻な景気後退に至っていない。製造業が不振なわりには、非製造業が堅調を維持している。個人消費は、海外全体で高めの伸びを維持している。これには、世界的に良好な雇用環境が続いている点が挙げられる。

各国の経済政策も内需を下支えしている。米国では、連邦準備理事会（FRB）が7月に金融緩和に転じ、政策金利を0.25%引き下げた。米国の利下げ姿勢は、世界的に株価や通貨を押し上げ、新興国では追随して利下げを実施する国が増えている。中国では、総額4兆元（約70兆円）に上る財政政

【図表3】 鉱工業生産



(注) 19:3は19年7月の値。

(資料) 経済産業省『鉱工業生産』

策が打ち出され、減税による消費の浮揚やインフラ・不動産関連の投資が中国経済を支えている。

【日本でも内需は堅調】

日本でも、外需の不振は内需でカバーされている。4-6月期の実質成長率も前期比+1.3%（年率）と、内需主導で3四半期連続のプラス成長となった。雇用環境が改善を続けており、個人消費が底堅い。設備投資は、減速する海外経済の影響を受けつつも、省力化投資やインバウンド需要への対応投資に支えられ増加している。都市部の大型開発案件も旺盛である。公共投資も昨夏の自然災害による復興需要などで増加しており、建設業の生産を押し上げている。

2. 景気の先行き

(1) 海外経済の見通し

【深刻な後退は回避】

海外全体の経済成長率は、19年+3.2%、20年+3.4%を見込む（図表4）。19年中は減速を続け、持ち直しに転じるのは20年以降とみる。製造業の生産調整は雇用調整には発展せず、深刻な景気後退は回避するとみる。米中協議は、20年に合意に至ると仮定している。

【世界的な金融緩和を想定】

米中摩擦を巡る景気下押し圧力は、金融緩和で

【図表4】海外経済の見通し

(前年比%)

	実績	今回（9月時点）		前回（6月時点）	
	2018年	19年	20年	19年	20年
海外計	3.9	3.2	3.4	3.3	3.5
米 国	2.9	2.6	2.0	2.4	2.0
ユ ー ロ 圏	1.9	1.2	1.4	1.3	1.6
中 国	6.6	6.2	6.1	6.2	6.2
N I E S	2.8	1.7	2.3	1.7	2.4
A S E A N	5.0	4.6	4.8	4.6	4.9
イ ン ド	7.4	7.0	7.4	7.3	7.5
ブ ラ ジ ル	1.1	1.4	2.3	1.8	2.2
ロ シ ア	2.3	1.2	1.6	1.4	1.7
オーストラリア	2.7	2.2	2.5	2.4	2.6

(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。値は暦年。

(資料) 各国統計機関のデータをもとに日本経済研究センターが推計

ある程度相殺されるとみる。米国では、7月の利下げに加え、19年中にさらに1回、20年中に1回の利下げを想定する。日本では、①フォワード・ガイダンスの変更（政策金利の据え置き期間：20年春から20年末）、②貸出支援基金の貸出利率引き下げ（ゼロ%から-0.1%）、③長短金利の誘導目標引き下げ（0.1%引き下げ）を想定する。

【米国は景気拡大ペースが鈍化】

拡大を続ける米国経済は、20年に潜在成長率（2%程度）並みの成長へ収束すると予想する。企業部門はすでに減速しており、製造業の生産や設備投資は頭打ちとなっている。今後は、減税効果の減衰などで、個人消費が徐々に減速するとみる。

【欧州は弱めで推移】

ユーロ圏経済は19年の減速を予想する。外需の低迷に加えて、英国のEU離脱や米国との通商協議などを巡る不透明感が強いことも、経済の下押し要因となる。前回から下振れとなる。ECBによる金融緩和の余地は限られており、減速圧力を完全には相殺しきれないとみる。

【中国は企業活動が停滞】

中国経済は成長ペースの鈍化が続くと予想する。製造業の経済活動が停滞しており、輸出や民間投資が弱い。米国による追加関税も製造業の生産を一段と押し下げる。前回から20年を下振れとした。中国政府は、成長率目標（6～6.5%）の達成に

向け経済対策を実施すると想定する。ただし、企業の過剰債務や不動産市場への投機などへの配慮も求められている。これにつながる過剰な対策は手控えると考え、20年を下振れさせた。

【新興国も輸出・生産が減速】

NIES（アジア新興工業経済群）・ASEAN（東南アジア諸国連合）では、中国経済の弱さが波及し、輸出や生産の増勢が鈍化している。NIES全体の成長率は、19年に1%台後半に減速すると見込む。ASEAN（インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン）も18年の5%成長から19年に4%台半ばへ減速すると見込む。インドでは製造業の不振から成長率が鈍化している。ブラジルでは18年に通貨危機に瀕したアルゼンチン向け輸出の落ち込みで、19年は前回から下振れる。

(2) 日本経済の見通し

【先行きの成長率はゼロ%台後半】

日本の経済成長率は19年度+0.6%、20年度+0.8%と見込む（図表5）。海外経済と同様、深刻な景気後退に至らないとみる。これは、①海外経済が景気後退を回避するとの想定のもとで、②良好な雇用環境に支えられた個人消費、③人手不足やインバウンド需要に対応した設備投資、④国土強靱化などの大規模な公共投資といった内需が下支えするとの考えがベースにある。前回から、19、20年度とも成長率は上振れる。

【図表5】国内経済の見通し

(前年比%、寄与度%ポイント)

	実績	今回（9月時点）		前回（6月時点）	
	18年度	19年度	20年度	19年度	20年度
実質国内総支出	0.7	0.6	0.8	0.5	0.7
民需	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
消費	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
住宅投資	-0.1	-0.0	-0.1	-0.0	-0.0
設備投資	0.6	0.3	0.2	0.3	0.2
公需	-0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
外需	-0.1	-0.3	0.1	-0.3	0.1
輸出	0.3	-0.2	0.3	-0.1	0.4
輸入	-0.4	-0.2	-0.3	-0.1	-0.3
名目国内総支出	0.5	1.1	1.5	1.1	1.4
消費者物価指数	0.8	0.4	0.5	0.3	0.6

(注1) GDPの構成項目は寄与度。

(注2) 消費者物価指数は総合除く生鮮食品。消費税の影響を除くベース。

(資料) 内閣府『四半期別GDP速報』、総務省『消費者物価指数』

【公共投資は堅調】

政府支出が景気を下支えすると見込む。過去最高となった19年度の一般会計予算（101.5兆円）は、国土強靱化のための緊急対策が盛り込まれている。これにより、公的固定資本形成は、20年度にかけて高めの伸びで推移すると予想する。人手不足などによる工事の進捗の遅れはなく、順調に予算が執行されている。前回から19年度を上振れとした。

【輸出・設備投資は減速】

輸出は世界経済の動きに沿った動きを見込む。資本財やIT関連財の生産・在庫調整は長引き、回復は20年度と見込む。海外経済の下振れと円高への修正で、前回から19、20年度ともに下方修正した。

設備投資は、内需関連が予想よりも伸びており、投資計画も強気である。前回並みを維持した。日銀短観によると、6月時点の19年度計画は、3月から順調に上方修正された。製造業では、化学（化粧品の増産など）や輸送機械（自動車電装化の増産・開発など）で伸びが高い。非製造業では、人手不足感が強い宿泊・飲食・小売で省力化投資が計画されている。都市機能の拡充に向けて運輸や不動産などの投資も旺盛である。

【最低賃金上昇がパート賃金押し上げ】

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2%程度と、前年並みの伸びにとどまった。一方、パート労働者の賃金は上昇している。労働需給のひっ迫に加えて、最低賃金引き上げも影響している。企業の人件費は徐々に増加しており、収益を圧迫しつつある。生産性向上への取り組みが不可欠となる。

【消費は引き続き緩慢】

消費は前回と同様、緩慢な伸びを想定する。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見込む。増税による家計負担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。消費税対策には、公共投資に加えて、自動車や住宅への減税、キャッシュレス決済へのポイント還元などが骨子となる。

3. リスク

今回の見通しでは、米中協議が20年に妥結し、一段の強硬措置は実施されないと仮定した。しかし、米中協議の争点は、貿易赤字だけでなく、ハイテク産業の覇権争いに発展しており、互いに妥協しにくい。譲歩を引き出す過程で、米国が一段

の強硬措置を取る場合、製造業の生産調整が雇用調整に発展し、深刻な景気後退に陥るリスクがある。

米中摩擦にとどまらず、保護主義的な動きが世界的に強まっている。米国と欧州連合（EU）の貿易協定は難航している。英国では合意なきEU離脱で関税が早期に復活することが懸念される。日本と韓国の間でも、輸出管理の強化を巡って軋轢が強まる。このような保護主義的な動きは、貿易や直接投資の停滞を招き、世界的な生産性の低下につながる可能性がある。

【米中の追加関税】

米国政府は、第4弾の対中関税引き上げを実施する。9月から1,100億ドル、12月から1,600億ドルの中国製品に15%の追加関税を課す。第4弾の対象製品には、スマートフォンやパソコンなど中国以外の製品で代替しにくい消費財が多い。こうした製品では、需要の価格弾性値が一般に低く、追加関税は米国の物価を押し上げ、消費者負担を大きくする可能性がある。

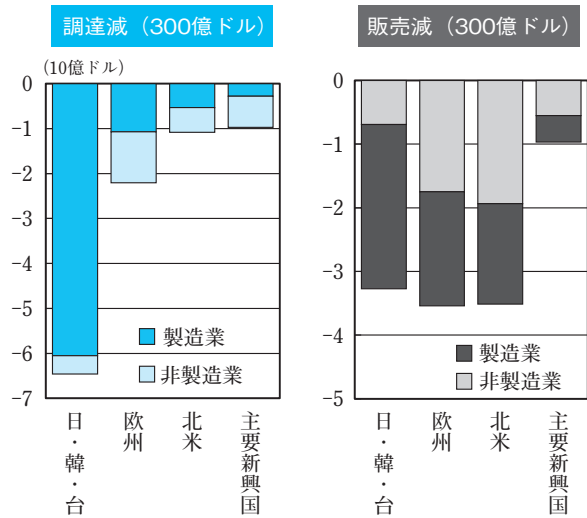
さらに、米国政府は第1～3弾の対象製品（2,500億ドル）に対しても、10月から30%の追加関税（これまでは25%）を課す予定である。米中間の貿易減少が世界経済に波及するリスクに警戒を要する。

【中国ハイテク企業への経済制裁】

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る。米国政府は、中国通信機器最大手の華為技術（ファーウェイ）に対する輸出を禁じたほか、米政府が同社など5社の製品を調達することを禁じた。ファーウェ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っている。販売と調達の両面の制約で、ファーウェイは売上高見通しを2割強（約300億ドル）下方修正した。

国際産業連関表（2014年）による試算では、仮に、中国のコンピューター産業が調達を300億ドル減少させた場合、川上産業として強くつながる日本・韓国・台湾に減産が集中する（図表6）。一方、同産業の販売が300億ドル減少すると、川下産業に位置する北米、欧州をはじめ幅広い地域

【図表6】中国コンピューター産業の取引減による減産額



（注1）北米は米・加・墨。主要新興国は伯・印・露・豪。
 （注2）調達減の影響は中国コンピューター産業の最終需要が300億ドル減少した場合の各国の生産減少額。販売減の影響は中国同産業の供給が300億ドル減少した場合の各国の生産減少額。
 （資料）国際産業連関表（WIOD）から当方試算

の生産が減少する。しかも生産の減少は、製造業だけでなく、非製造業にも波及する。これは、中国製品が、非製造業（通信業、情報サービス業、行政サービスなど）でも中間投入として多く使用されていることによる。

こうした悪影響が顕在化するかどうかは、中国製品が他国製品に円滑に代替されるかに依存する。中国は、次世代通信規格「5G」関連で先行するなど、低価格で高品質な製品を製造する力を高めている。代替がうまく進まない場合、製造業の不振を非製造業でカバーする現在の世界景気の構図を崩しかねない可能性がある。

参考文献

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。
 Fontaine, I., J. Razafindravaosolonirina, L. Didier（2018）, “Chinese policy uncertainty shocks and the world macroeconomy: Evidence from STVAR,” *China Economic Review*, vol.41, pp. 1-19.

（9月10日脱稿）