

# 日本経済情報 2018年12月号

## Summary

### 【内容】

#### 1. 2018年の回顧

頻発する自然災害がデフレ脱却を阻む

戦後最長の景気拡大に並ぶ？

米中貿易摩擦はマインド悪化が先行

米国株に振り回された日本の株式市場

ドル円相場は円安基調を取り戻したが...

#### 2. 2019年の展望

海外景気は総じて減速

原油相場は需給軟化で軟調推移

貿易摩擦問題は日米でも具体化

調整局面を迎える設備投資

消費増税の実質負担はほぼゼロに

2019年の成長率は政策効果で一旦高まる

デフレ脱却は遠のく

伊藤忠経済研究所  
チーフエコノミスト  
武田淳  
(03-3497-3676)  
takeda-ats  
@itochu.co.jp

### 日本経済の2018年回顧と2019年展望

2018年の日本経済は、年初の予想に届かず、期待外れの成長率にとどまった模様である。主因は自然災害であり、輸出や個人消費の伸びが抑えられた。それでも景気は拡大基調を維持しているとみられ、12月時点で景気の拡大期間は戦後最長に並ぶことになる。

2018年は終盤にかけて先行きへの懸念が強まった年でもあった。その要因の第一は米中貿易戦争の激化である。ただ、現時点では実態経済に直接的な影響はなくマインド先行である。むしろ、米国株価の大幅下落につられる形で日本株も低迷している影響が懸念される。ドル円相場は米金利上昇を背景に円安基調を取り戻したが、足元では再び円高圧力が強まっている。

こうした状況下で迎える2019年は、米中貿易摩擦激化の影響が本格化し、両国とも成長ペースが鈍化することを主因に、海外経済は総じて減速すると予想する。ただ、原油価格は需給の軟化から引き続き軟調推移となり、一部の新興国にとっては追い風となる。

また、2019年に入ると、日米の貿易交渉も本格化する点に留意が必要。日本がTAG(物品貿易協定)と称する交渉内容が為替相場を含めたFTAの領域に広がる可能性や、この交渉の終了後に始まる予定の自動車対米輸出の協議は懸念材料。

国内については、設備投資が循環的な調整局面に入る可能性が高い一方で、懸案だった消費増税については政府の対策積み上げにより負担増が大きく抑制された。それでも個人消費は駆け込み需要とその反動によりある程度の変動は避けられないとみられるが、均してみれば底堅く推移することとなろう。

さらに、公共投資も大幅に積み増される予定につき、2019年の成長率は2018年よりやや高まると予想する。ただ、政策によって押し上げられた一時的なものであり、2020年は東京五輪関連需要の一巡もあって大きく減速することになる。そのため、物価上昇圧力は2020年まで高まらず、デフレ脱却は遠のく見通し。

## 1. 2018年の回顧

### 頻発する自然災害がデフレ脱却を阻む

2018年の日本経済は、多くの人にとって期待外れのパフォーマンスだったと思う。欧州調査会社の集計によれば、24機関による2018年（暦年）の成長率予想の平均は、1月時点で前年比+1.4%（当研究所は+1.1%）だったが、12月時点の同調査では平均値が+0.9%（当研究所も同じ）まで鈍化している。仮に同程度で着地するとすれば、年初の予想から0.5%Ptも下振れることになり、その結果、日本経済は2017年の+1.9%成長から大きく減速する格好となる。

大幅減速の内訳を見ると（当研究所の見通し）、輸出（2017年前年比+6.8%→2018年+3.6%）の伸びの鈍化が顕著であり、GDP成長率を0.5%Pt押し下げたほか、個人消費（+1.1%→+0.5%、GDP寄与▲0.4%Pt）も大きく減速、民間住宅投資（+2.1%→▲5.6%）や公共投資（+0.7%→▲1.5%）は減少に転じた。

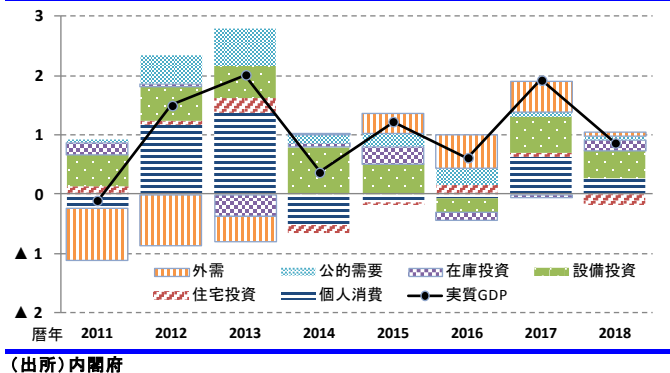
特に成長率を押し下げた輸出や個人消費のうち、輸出については半導体需要の一巡や台風被害による関西空港の一時閉鎖による影響が大きい。後者については、輸出が7～9月期に前期比▲1.8%と大きく落ち込んだ主因であり、貨物のみならずインバウンド需要へも悪影響を与えた。個人消費は、前年を上回る春闘賃上げ率や、比較的高い伸びとなった夏冬のボーナスなど、所得環境の改善が続くなか、1～3月期に前期比▲0.3%、7～9月期に▲0.2%といずれも小幅ながら落ち込んだ。ともに悪天候による影響を受けたことに加え、年初は株価の下落、夏場は地震や台風が消費活動を下押しした。

そうした中でも、景気が大崩れせず緩やかな拡大基調を維持できたのは、設備投資（2017年前年比+3.9%→2018年+3.1%）が比較的堅調な拡大を維持したほか、好調な世界経済や前述の賃金上昇が輸出や個人消費を下支えたためである。とはいえ、2018年の成長率が前年比+0.9%にとどまるとすれば、潜在成長率を下回ることになり、需給面からの物価上昇圧力は高まらない。実際に、消費者物価上昇率は、10月時点でもコア（生鮮食品を除く総合）で前年同月比+1.0%、さらにエネルギーを除いたコアコアでは+0.4%にとどまっており、デフレ脱却に向けた歩みは極めて緩慢である。

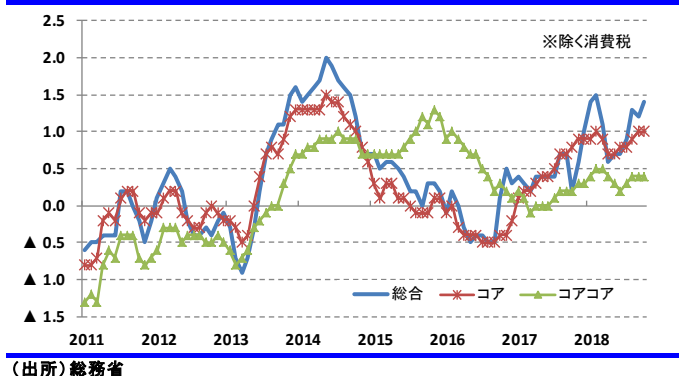
### 戦後最長の景気拡大に並ぶ？

それでも、緩やかながらも景気の拡大が続いているとすれば、2012年11月から始まったとされる今回の景気拡大局面は、2018年12月で73ヵ月に達し、戦後最長とされる通称「いざなぎ景気」の拡大局面（2002年1月～2008年2月）に並ぶことになる。

実質GDPの推移（前年比、%）



消費者物価上昇率の推移（前年同月比、%）



日本の戦後の景気循環

2018年12月現在

	通称	谷	山	谷	期間(月)		
					拡張	後退	全循環
第1循環			51年6月	51年10月		4	
第2循環		51年10月	54年1月	54年11月	27	10	37
第3循環	神武景気	54年11月	57年6月	58年6月	31	12	43
第4循環	岩戸景気	58年6月	61年12月	62年10月	42	10	52
第5循環	(ポスト岩戸景気)	62年10月	64年10月	65年10月	24	12	36
第6循環	いざなぎ景気	65年10月	70年7月	71年12月	57	17	74
第7循環		71年12月	73年11月	75年3月	23	16	39
第8循環		75年3月	77年1月	77年10月	22	9	31
第9循環		77年10月	80年2月	83年2月	28	36	64
第10循環	(ハイテク景気)	83年2月	85年6月	86年11月	28	17	45
第11循環	平成景気(バブル景気)	86年11月	91年2月	93年10月	51	32	83
第12循環		93年10月	97年5月	99年1月	43	20	63
第13循環	(IT景気)	99年1月	00年11月	02年1月	22	14	36
第14循環	(いざなぎ景気)	02年1月	08年2月	09年3月	73	13	86
第15循環		09年3月	12年3月	12年11月	36	8	44
第16循環		12年11月			73		
平均					36.2	16.1	52.4

(注) 通称の( )書きは俗称。平均は第2~15循環。(資料)内閣府ホームページ

ただ、今回の景気拡大局面は、2014年4月の消費増税(5%→8%)後、2016年前半にかけて2年程度にも及ぶ長期景気停滞を含んでいる。景気の水準感を示す指標の一つである「景気動向指数DI累積指数」を見る限り、この間の景気は明確な後退ではなかったにせよ、ほぼ横ばいの状態が続いていた。そうした期間を含んでの「73ヵ月」と、基本的には一本調子での拡大が続いた「いざなぎ景気」とを比較することに、少なくとも経済を見る上でどれだけの意味を見出すべきなのか、判断の分かれるところではある。



米中貿易摩擦はマインド悪化が先行

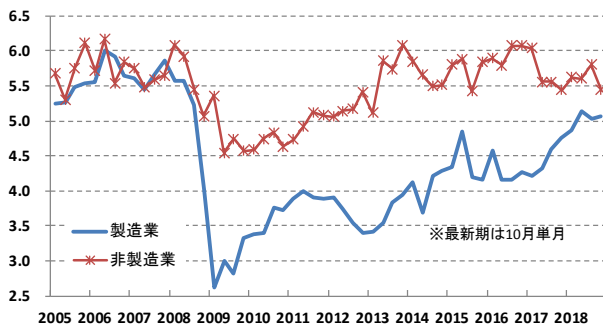
春頃から激しさを増してきた米中貿易摩擦は、7月6日に双方が互いの輸入品340億ドル相当に対して関税を25%引き上げ、8月7日には第二弾として双方160億ドル規模で25%引き上げた。さらに、9月24日には米国が2,000億ドル規模の中国からの輸入品に対する関税を10%、中国は600億ドル規模で5~10%、それぞれ引き上げており、関税合戦はエスカレートの一途を辿っている。

ただ、その影響については、今のところ米国で関税が引き上げられた品目の輸出減や国内価格の上昇が一部で確認されているものの、中国においては逆に2019年からの更なる関税引き上げを前に駆け込み輸出が増加しており、現時点では総じてみれば限定的である。

そのため、日本経済に与える影響も、直接的なものは軽微であり、企業の投資マインドや消費者マインドに若干の悪影響を与えている程度である。設備投資に関して言えば、先行指標である機械受注は最新10月までの動きを見る限り、頭打ち感はあるものの落ち込みには至っていない。さらに、12月調査の日銀短観では設備投資計画が非製造業を中心に一段と上方修正されており、人手不足を背景に企業の設備投資意欲は依然として根強いようである。米中貿易摩擦の影響が日本経済に及ぶとすれば、まずは当事者である

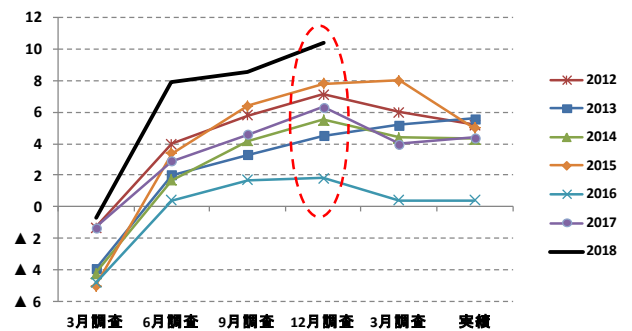
米中の経済に明確なダメージが生じてからということであろう。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)内閣府

設備投資計画の推移(前年比、%)



(出所)日本銀行

## 米国株に振り回された日本の株式市場

海外発ということでは、貿易摩擦よりも米国株価下落の影響の方が大きかった。NY ダウ平均株価は、1月下旬に26,600ドル台まで上昇した後、2月にかけて24,100ドル台まで下落、さらにドル円相場が1ドル=110円台まで円高が進み輸出企業の業績懸念も加わったため、日経平均株価は3月下旬に21,000円割れまで調整を強いられた。その後、10月初めにかけてNYダウは26,800ドル台まで、日経平均株価も24,000円を超えて上昇したが、年末にかけてNYダウは米中貿易摩擦のほか利上げなど金融正常化の影響などへの懸念から再び下落傾向となり、12月24日には2017年9月上旬以来となる22,000ドル割れまで下落した。この動きにつられる形で、日経平均株価も10月初めの24,000円台から12月25日には19,000円寸前まで下落した。すなわち、日本の株価は企業業績好調の下で1年を通じて米国株価の乱高下に付き合わされたわけである。

NYダウ平均株価の推移(ドル)



(出所)CEIG DATA

日経平均株価の推移(円)



(出所)CEIG DATA

日本の場合、家計の持ち株比率はさほど高いわけではなく、株価の下落が保有資産の目減りを通じて個人消費を委縮させる「逆資産効果」はあまりないと考えられる。しかしながら、株価は景気の代表的な指標として認識されているため、株価下落は消費者マインドの悪化を通じて個人消費に悪影響を与える恐れがある。また、企業にとっても保有株式の価値が大きく目減りすれば損失を計上する必要があり、体力の低下が投資判断を慎重化させる恐れもある。決算期が3月に集中していることを踏まえると、2018年3月末の日経平均株価21,454円という水準が2019年に向けて意識される場所である。

そうした観点からも米国株価の先行きは重要となる。下落のきっかけこそ米中貿易摩擦や利上げであったが、その根底にあるのは割高感が強まる中での先行きの企業業績に対する懸念であろう。そうであれば、

既に企業業績と比較する限り割高感は解消しているため、米国株は早晚下げ止まると考えられる。ただ、貿易摩擦は一段と激化する可能性を残しており今後も不透明感の強い状況が続く。そのため、株価の回復には時間がかかるとみておくべきだろう。2019年の日本株は、米国株のもたつきが足枷となり、さらには消費増税後の景気への懸念も残るため、一時的に回復はしても長続きせず、日本経済の重石となり続けるだろう。

## ドル円相場は円安基調を取り戻したが...

最後に、企業業績の観点からも、物価への影響という意味でも注目されるドル円相場の推移について振り返っておきたい。ドル円相場は、年初に1ドル=113円を付けた後、徐々に円高が加速、3月下旬には一時104円台まで円高が進行した。円高加速の主因は、トランプ大統領が強める保護主義的な通商政策への懸念であり、トランプ政権は3月8日、通商拡大法232条に基づいて「安全保障上の理由」から鉄鋼に25%、アルミニウムに10%の関税をかけることを決めた<sup>1</sup>。その対象は、同盟国であるはずの日本を含んでおり、そのことが日本側において危機感を強めることとなった。

ドル円相場の推移(円/ドル)



(出所) CEIC DATA

ドル実効相場の推移(名目、1997年1月=100)



(出所) Federal Reserve Board

ただ、その後は、米国の利上げ加速見通しを背景にドルが全通貨に対して上昇傾向となり、ドル円相場も円安方向に転じた。実際に、ドルの絶対的な水準を示す実効相場(名目)を見ると、4月中旬から12月にかけて約10%も上昇している。原油価格上昇を背景に日本の貿易収支が再び赤字に転じたことに加え、日米の通商交渉において、ひとまずTAG(物品貿易協定)の交渉を先行、その間は自動車関税引き上げ問題を凍結するとしたことも、円高圧力の緩和につながった。

しかしながら、これらの円安要因は、ここにきていずれも弱まっている。米国の中央銀行に当たるFRBは12月のFOMCにおいて今後の利上げペース鈍化を示唆、また、原油価格は急落し日本の貿易収支は黒字に戻る可能性が出てきている。さらに今月21日、米国は日本との貿易交渉において為替も対象とする姿勢を示した(詳細後述)。今後のドル円相場は、それでも日本の金融政策が引き締め方向に動く可能性が来年中においては皆無に等しいため、引き続き日米金利差の拡大を背景に円安ドル高基調となろうが、その勢いは弱く、一時的に円高が進む局面もあると覚悟しておくべきであろう。

<sup>1</sup> 当時の状況は、2018年3月29日付「日本経済情報 2018年3月号 トランプ・ショックで暗雲立ち込める日本経済(改定見直し)」を参照されたい。

[https://www.itochu.co.jp/ia/economic\\_monitor/report/2018/\\_icsFiles/afildfile/2018/04/02/20180329\\_J\\_1.pdf](https://www.itochu.co.jp/ia/economic_monitor/report/2018/_icsFiles/afildfile/2018/04/02/20180329_J_1.pdf)

## 2. 2019年の展望

### 海外景気は総じて減速

2019年の日本経済を展望するうえで、まずは海外主要国・地域の先行きをみておきたい。IMFの試算によると2017年の世界経済成長率は前年比+3.7%であったが、当研究所では、これに準じたベースで2018年も同じく+3.7%で着地すると予想している。ただ、中身はやや異なり、2018年は先進国経済が牽引役をユーロ圏から米国に移しつつ成長率を若干高め、新興国は中国の減速を主因に全体として伸び悩んだ模様である。なお、日本は名目GDPのウエイトで世界の6.1%（2017年）を占めるに過ぎず、2018年は2017年に比べ減速したが、世界経済全体に与える影響はさほど大きくない。

【 主要国・地域の実質GDP成長率（伊藤忠経済研究所予測） 】

	ウエイト 2017	2012年 実績	2013 実績	2014 実績	2015 実績	2016 実績	2017 実績	2018 予測	2019 予測	2020 予測
<b>世界</b>	<b>100.0</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>
<b>先進国</b>	<b>60.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>
米国	24.3	2.2	1.8	2.5	2.9	1.6	2.2	2.9	2.2	2.4
ユーロ圏	15.8	▲ 0.9	▲ 0.2	1.4	2.1	1.9	2.4	1.9	1.7	1.5
日本	6.1	0.4	0.4	0.4	1.2	0.6	1.9	0.9	1.2	0.4
<b>新興国</b>	<b>39.7</b>	<b>5.3</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>
アジア	21.9	7.0	6.9	6.8	6.8	6.5	6.5	6.4	6.3	6.3
中国	15.0	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.4	6.3
ASEAN5	2.9	6.2	5.1	4.6	4.9	4.9	5.3	5.3	5.2	5.2
インド	3.3	5.5	6.4	7.4	8.2	7.1	6.7	7.3	7.4	7.7
中東欧	2.4	2.5	4.9	3.9	4.7	3.3	6.0	3.8	2.0	2.8
ロシア	1.9	3.7	1.8	0.7	▲ 2.5	▲ 0.2	1.5	1.7	1.8	1.8
中南米	3.6	2.9	2.9	1.3	0.3	▲ 0.6	1.3	1.4	2.6	2.8
ブラジル	2.6	1.9	3.0	0.5	▲ 3.5	▲ 3.5	1.0	1.4	2.4	2.3

（出所）IMF（VECO201810） （注）各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。国別のシャド一部はIMFによる予測。

2019年は、先進国、新興国とも減速し、世界経済成長率は前年比+3.4%、最近では2016年の+3.3%に次ぐ低さへ鈍化すると予想する。2016年の世界経済を振り返ると、先進国では米国が悪天候で個人消費、原油安で設備投資、ドル高で輸出が下押しされ減速、新興国では中国の減速やロシア・ブラジルのマイナス成長が足を引っ張り、軽いスピード調整を強いられた<sup>2</sup>。2019年の世界経済も、やや乱暴な整理をすれば、概ね同様の構図と考えて良いだろう。

すなわち、2019年の米国経済は、米中貿易摩擦の影響に加え、減税効果の反動で個人消費が減速、原油価格下落も相まって設備投資は抑制され、ドル高もあって輸出も伸び悩み、潜在成長率程度まで減速しよう。ユーロ圏もBrexitの影響は限定的で好調さは維持するもやや減速するため、先進国全体では前年比+2.0%と2016年ほどではないが伸びが鈍化しよう。新興国については、中国が貿易摩擦の影響を政策総動員で和らげるものの小幅に減速する見通しである。なお、後述の通り原油価格の下落が見込まれ、新興国のうち産油国には当然マイナスであるが、高成長であるが故にインフレ圧力が高まり金融引き締めによる景気抑制を迫られていたインドやフィリピン、ベトナムといった成長盛んな新興国にとっては追い風となる。

<sup>2</sup> 2016年の世界経済については、2016年12月26日付「日本経済情報2016年12月号 2017年の世界経済見通し」参照。  
[https://www.itochu.co.jp/ia/economic\\_monitor/report/2016/\\_icsFiles/afieldfile/2017/01/05/20161226\\_JP.pdf](https://www.itochu.co.jp/ia/economic_monitor/report/2016/_icsFiles/afieldfile/2017/01/05/20161226_JP.pdf)

## 原油相場は需給軟化で軟調推移

原油価格は、需要面では世界経済の堅調な拡大、供給面では11月5日の米国によるイラン制裁の再開に伴う供給不足懸念が、いずれも押し上げ要因となり、10月にかけてWTI先物で1バレル=75ドル台まで上昇した。ところが、実際には米国は180日という期間限定ながらイラン原油輸出の約8割を制裁対象外としたこと、さらには米国でシェールオイルが大幅に増産されていることが確認されたこと、貿易摩擦の影響などから世界経済の先行きに対する懸念が強まったこと、など原油需給の軟化材料が続出し、年末にかけて42ドル台まで下落した。



この結果、原油価格は10月上旬のピークから年末にかけて約4割も下落したことになるが、日本経済にとっては原油輸入が金額の上で減少し貿易収支が改善(黒字転化)、ドル円相場に円高圧力がかかるほか、輸入品の価格下落を通して国内物価の上昇を抑制することになる。今後、3ヵ月から半年かけて、こうした影響が徐々に顕在化するとみられる。

2019年の原油相場を展望すると、OPECとロシアなどのOPEC非加盟国が合計で日量120万バレルの減産を決めたことに加え、上記の米国によるイラン制裁再開に伴い4月には原油輸出の大部分が制限される可能性があることが、供給面からの価格押し上げ要因となる。しかしながら、米国の原油生産はシェールオイルの増産により2019年も日量160万バレル程度の拡大が見込まれるなど、それでも全世界の原油供給は需要を上回ると予想されている。米EIAの推計によると、世界の原油需給は2018年に概ね均衡したとみられているため、こうした供給の拡大が実現すれば2019年の原油需給は供給過剰となり、原油相場は軟調な推移が続くと予想される<sup>3</sup>。つまり、原油価格の反発力は弱いと見込んでおくべきであろう。

## 貿易摩擦問題は日米でも具体化

これまでトランプ大統領発の貿易摩擦は、専ら米国と中国の関税合戦に集中し、その影響も先述の通り当事国である米中に限っても現時点で限定的であった。2019年には、双方にある程度の悪影響が現れ、日本にも米中経済の減速を通じて若干の影響が見込まれるが、逆に代替輸出の増加というプラス面もあり、関税合戦の激化により世界経済が後退局面を迎えるほどの事態に陥らない限り、影響は限定的とみて良いだろう。先の世界経済見通しは、その程度の減速にとどまることを想定している。

米国との貿易摩擦という点で日本にとって重要なのは、まず、2019年1月にも交渉開始が見込まれるTAG(物品貿易協定)である。12月21日、貿易摩擦問題の窓口である米国通商代表部(USTR)は、日本との貿易交渉に向けて22項目の交渉目的を発表したが、この中には、サービス貿易や為替なども含まれている。日本としては、物品中心の交渉に限定しFTAの領域にまで交渉範囲を広げない

<sup>3</sup> 原油相場の現状や見通しについては、2018年11月30日付Economic Monitor「原油相場：イランの供給懸念と3大産油国の増産」も参照されたい。

[https://www.itochu.co.jp/ja/economic\\_monitor/report/2018/\\_icsFiles/afieldfile/2018/11/30/20181130\\_2018-054\\_Global\\_1.pdf](https://www.itochu.co.jp/ja/economic_monitor/report/2018/_icsFiles/afieldfile/2018/11/30/20181130_2018-054_Global_1.pdf)

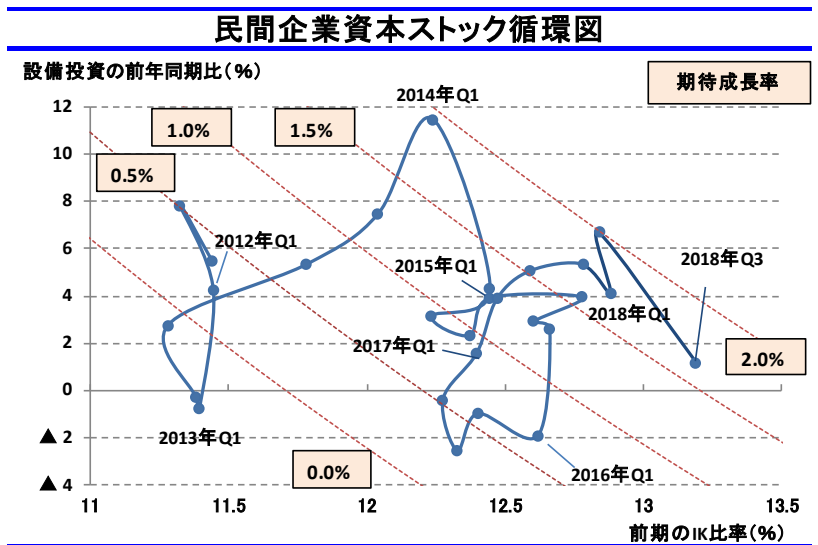
方針であるが、米国は幅広い交渉を望んでいることが示され、交渉の難航や為替相場への影響が懸念される状況にある。

日本側が最も懸念する、自動車の対米輸出に対する関税引き上げや数量規制については、この交渉期間中の凍結が約束されており、当面は日本の輸出に大きな影響はないとみられるが、米国の強硬な姿勢は、その後の自動車輸出に対する厳しい態度を懸念させるものである。今回の交渉は早ければ1年程度で終わるとみられるため、2020年初め頃には対米自動車輸出に何らかの制約が課せられる可能性に留意しておく必要がある。

調整局面を迎える設備投資

国内に目を転じると、2018年7~9月期に前期比▲2.8%と比較的大きな落ち込みを見せた設備投資をどうみるかが一つの重要なポイントとなる。

米中貿易摩擦の激化は、日本においても企業の投資に対する姿勢を慎重にさせる要因とはなるが、前章で見た通り、現時点では設備投資に対する明確な影響は確認できていない。むしろ、7~9月期の減少は、以下に示すようにストック循環というマクロ的な観点から設備投資がピークを迎えつつあるためとみた方が自然であろう。



(出所)内閣府公表資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

設備の残高に対する設備投資の比率 (IK 比率) と設備投資の増加率との関係によって設備の更新サイクルを測るストック循環図 (右上図) によると、設備投資は2018年4~6月期に期待成長率2%を前提とする状況に達しており、過大な設備投資が7~9月に調整を強いられたと考えると、極めて自然である。前回の調整局面では潜在成長率0.5%を前提とするところまで増加ペースを落とすため、設備投資は前年比でマイナスに転じている。そのため、今後も、一時的に反動増はあるかもしれないが、基本的には減少基調が続くことになろう。外部環境に関しても、貿易摩擦のほか、2019年は世界経済の減速が見込まれ、国内では消費増税を控えていることも併せて考えると、先行き不透明感の強まりから当面の設備投資に景気の牽引役を期待できそうもないと判断しておくべきであろう。

消費増税の実質負担はほぼゼロに

消費増税の家計に対するインパクトは、政府による対策の積み上げにより、マクロ的に見

消費増税に伴う負担増の比較

(単位:兆円)

前回(2014年4月)		今回(2019年10月)	
消費増税(5%→8%)	8.2	消費増税(8%→10%)	5.7
負担軽減策	▲0.2	軽減税率	▲1.1
		教育無償化・給付金等	▲2.8
		診療報酬等による補填	▲0.4
		プレミアム商品券	▲0.2
		自動車減税	▲0.2
		住宅ローン減税・給付金等	▲0.3
		キャッシュレス決済ポイント還元	▲0.3
実質負担額	8.0	実質負担額	0.4
雇業者報酬増	4.7	雇業者報酬増	4~5

(出所)経済財政諮問会議資料などから伊藤忠経済研究所により試算



る限り、相当程度抑制される見通しである。12月20日の経済財政諮問会議の資料などから試算すると、今回（2019年10月）の消費増税に伴う税収増は税率2%分で年間5.7兆円とみられるが、軽減税率導入で約1.1兆円、教育無償化や年金生活者への給付金で2.8兆円程度（年間ベース）、診療報酬等による補填などで0.4兆円程度、合計約4.3兆円軽減される。さらに、低所得者・子育て世帯（0～2歳児）向けプレミアム商品券に1,723億円、自動車税の引き下げに1,320億円、自動車の環境性能割の税率引き下げに500億円程度、住宅ローン減税の期間延長に1,140億円、すまい給付金・次世代住宅ポイント制度に2,085億円、中小・小規模事業者向けキャッシュレス決済ポイント還元で2,798億円の予算を計上、これらを合計すると1兆円近くとなるため、差し引きの負担増は0.4兆円程度まで縮小することになる。

前回（2014年4月）の増税規模は3%分で年間8.2兆円、負担軽減策などを考慮した実質的な負担増は8兆円であったことと比べるまでもなく、今回の税負担は総額ベースで見れば極めて小さいと言える。しかも、前回は給与所得（雇用者報酬）が年間（2014年度）で4.7兆円増加したが、負担増8兆円の半分強にとどまり増税分を十分にカバーできなかった。しかし今回は、ほぼ確実に所得増の範囲内に収まるため、個人消費に与える影響も年間を均してみれば限定的となる可能性が高い。

それでも消費増税前の駆け込み需要が多少は生じ、増税後は反動落ちが見込まれるものの、個人消費は一時停滞する程度にとどまり、増税による個人消費の腰折れ懸念は大きく後退したと考えられる。

## 2019年の成長率は政策効果で一旦高まる

さらに、政府は防災・減災および国土強靱化対策として、2018年度から2020年度までの3年間に事業規模7兆円程度、うち国費3兆円台半ば程度の予算を計上する方針を示しており、既に国の2018年度2次補正予算に1兆723億円、2019年度当初予算に1兆3,475億円、合わせて2兆4,198億円の関連予算が盛り込まれている。そのため、2019年の景気は公共投資が下支えすることとなる。

以上を整理すると、2019年の実質GDP成長率は、2018年の前年比+0.9%から+1.2%へ若干高まると予想される。世界経済の減速を受けて輸出の伸びがやや鈍化、設備投資は3年ぶりのマイナスに転じるものの、消費増税前の駆け込み需要と反動落ちの緩和策により個人消費が伸びを高めること、公共投資が政府の対策により2年ぶりのプラスに転じるためである。ただ、2019年の成長は政府の対策に多くを依存していることに留意が必要である。これらの効果が剥落する2020年は、東京五輪関連需要の落ち込みと相俟って、成長率は+0.4%程度まで減速すると予想される。

なお、年度ベースで見ると、実質GDP成長率は、2018年度に前年比+1.0%へ減速した後、2019年度+0.9%へ、2020年度+0.6%と減速が続き、内閣府が1.0%と試算する潜在成長率以下の状況が3年続くことになる。

日本経済の推移と予測（暦年）

前年比,%,%Pt	2016 実績	2017 実績	2018 予想	2019 予想	2020 予想
実質GDP	0.6	1.9	0.9	1.2	0.4
国内需要	0.0	1.3	0.8	1.1	0.1
民間需要	▲0.3	1.7	1.0	1.0	0.0
個人消費	▲0.1	1.1	0.5	1.3	0.3
住宅投資	5.9	2.1	▲5.6	▲1.8	▲3.9
設備投資	▲1.5	3.9	3.1	▲1.3	▲0.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.0)
政府消費	1.4	0.3	0.6	0.7	0.8
公共投資	▲0.3	0.7	▲1.5	3.3	▲1.1
純輸出(寄与度)	(0.6)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.3)
輸出	1.7	6.8	3.6	3.2	2.9
輸入	▲1.6	3.4	3.1	2.4	1.0
名目GDP	0.9	1.7	1.1	2.7	1.7
消費者物価(除く生鮮)	▲0.3	0.5	0.8	1.2	1.4

（出所）内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

## デフレ脱却は遠のく

こうした景気の状態を踏まえると、需給ギャップ（需要－供給力）は、今後、縮小傾向となり、物価上昇圧力は徐々に低下することになる。

足元の状況を見ると、2018年7～9月期はマイナス成長となったため需給ギャップはGDP比で▲0.2%（内閣府試算）と需要不足に転じたが、10～12月期以降はリバウンドもあって潜在成長率を超える成長が見込まれ、2019年10月の消費増税前にはGDP比0.8%程度まで需要超過幅が拡大する見込みである。

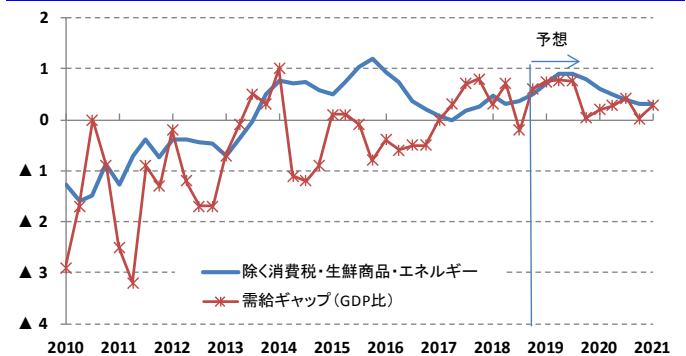
しかしながら、消費増税後は再びゼロ近くへ落ち込み、そうした状況が東京五輪を跨いで2020年度中続くと予想される。その結果、2019年のコア消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、原油価格の下落という下押し圧力もあり、消費増税直前でも前年同期比+1%弱にとどまり、消費増税後は徐々に伸びが鈍化しよう。すなわち、2019年から2020年にかけて、デフレ脱却はむしろ遠のく見通しとなる。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2016 実績	2017 実績	2018 予想	2019 予想	2020 予想
実質GDP	0.9	1.9	1.0	0.9	0.6
国内需要	0.1	1.5	0.9	0.7	0.3
民間需要	▲0.1	1.8	1.0	0.7	0.3
個人消費	0.0	1.0	0.8	0.9	0.7
住宅投資	6.3	▲0.7	▲4.4	▲3.0	▲3.5
設備投資	▲0.5	4.6	1.6	▲0.9	▲0.4
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(▲0.0)
政府消費	0.7	0.4	0.7	0.7	0.8
公共投資	0.6	0.5	0.2	0.6	▲0.9
純輸出(寄与度)	(0.7)	(0.4)	(0.0)	(0.3)	(0.2)
輸出	3.6	6.4	2.9	3.4	2.4
輸入	▲0.9	4.1	2.7	1.8	1.2
名目GDP	0.7	2.0	1.3	2.6	1.6
鉱工業生産	1.1	4.1	0.6	1.9	0.9
失業率(%、平均)	3.0	2.7	2.4	2.4	2.3
経常収支(兆円)	21.0	21.8	20.1	24.2	26.4
消費者物価(除く生鮮)	▲0.2	0.7	0.9	1.4	1.0

（出所）内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

消費者物価と需給ギャップの推移（前年同期比、GDP比、%）



（出所）内閣府、総務省の資料を基に伊藤忠経済研究所にて試算

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。