

# 経済マンスリー

## [日本]

### 来年秋の消費増税は予定通り実施へ

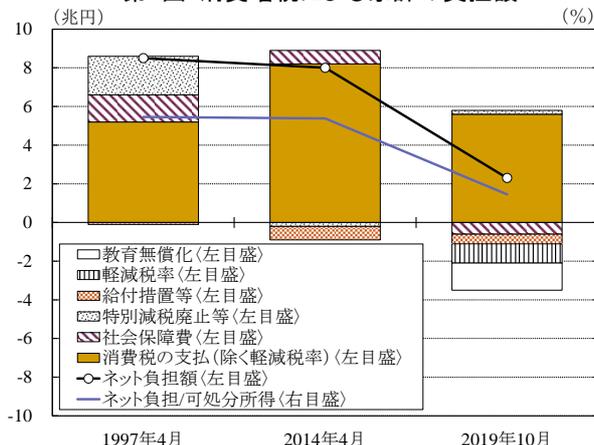
#### 1. 実体経済の動向

安倍首相は 10 月 15 日の臨時閣議で、全世代型の社会保障制度への転換と財政健全化を進めるべく、2019 年 10 月の消費増税を予定通り実施すると表明した。今後、景気への悪影響を軽減する経済対策を含め、円滑な増税実施に向けた準備が本格化することになる。

消費増税は主に、家計の負担増加、および消費の駆け込みと反動の二つ経路で景気に影響を与える。今回は、税率の引き上げ幅の小ささ、軽減税率や教育無償化等の政策対応により、過去と比べて悪影響が限定的となる公算が大きい。まず、家計の負担をみると、消費増税相当額と各種政策対応を勘案したネットの負担額は 2 兆円程度、対可処分所得比で 1%程度と、過去の増税時の 4 分の 1 程度に止まる見込みである（第 1 図）。また、消費の駆け込みと反動減の影響も限定的とみられる。この点では、自動車や家電などの耐久消費財の動向が着目されがちだが、2014 年のケースを含めてこれまでの増税時の個人消費の推移を財別にみると、実際には非耐久財の落ち込みが特に顕著であった（第 2 図）。これに対し、今回は酒類を除く食料品等への軽減税率が導入されることで、そもそも需要の先取りがほぼ生じない水道光熱費と合わせて非耐久消費財の 8 割近くで反動減が抑制される見通しである。企業、家計の堅調な所得環境も勘案すれば、消費増税だけを切っ掛けとする景気の腰折れは回避し得ると考えられる。

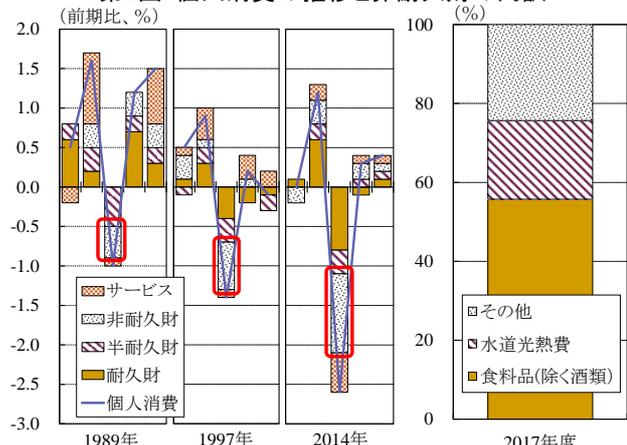
ただし、一時的にせよ消費へのマイナス影響が予想されるイベントであり、前後のタイミングでの外発的ショックには警戒が必要だろう。1997 年 4 月の増税時には、消費が回復に向かう最中の 7 月にアジア通貨危機が発生、個人消費を中心に内需が牽引力を弱めたタイミングで、好調であった輸出が減少に転じたことで景気が二段階で失速し、その後の構造調整を伴う後退局面に至った。政府には、海外等の動向にも留意しつつ、軽減税率に係る混乱のない制度運用を含め景気への悪影響を極小化するきめ細かい対応が求められる。

第1図：消費増税による家計の負担額



(資料) 日本銀行資料、内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：個人消費の推移と非耐久財の内訳



(資料) 内閣府、総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 金融政策・市場の動向

### (1) 金融政策

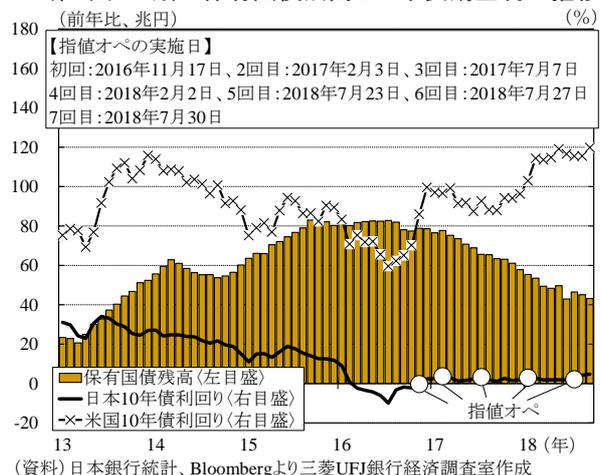
日銀はこれまで、保有残高の年間増加額約 80 兆円を目途とする国債の買入れペースを徐々に減速させてきたが、7 月公表の「強力な金融緩和を持続するための枠組み強化」では、国債の「弾力的な買入れを実施」するとの文言を追加した。そして、8 月 31 日公表の「当面の長期国債等の買入れの運営について」では、残存期間「1 年超 5 年以下」と「5 年超 10 年以下」の国債の月間買入日数を 6 回から 5 回に減らした。その上で、9 月 28 日には、残存期間「25 年超」の 1 回当たりオファー金額のレンジを狭めつつ上限を引き下げた（下限:500 億円⇒100 億円、上限:1,500 億円⇒1,000 億円）。結果として、9 月の実績は前年比+約 40 兆円と目途の半分程度となっている（第 3 図）。

こうしたなか、日銀が 10 月 1 日に公表したワーキングペーパーが注目を集めている。分析では、「日銀の長期国債買入れは、ターム・プレミアムの押し下げを通じて、経済・物価へ緩和効果をもたらした」が、「押し下げ効果のうち 9 割以上がストック効果によるものであり、フロー効果の寄与は限定的」とされ、「押し下げ効果を議論する際には、各期買入れるフローの大きさよりも、保有するストックの大きさの方が重要度が高いことを示唆する」と結論付けた。すなわち、長期国債残高に占める日銀の保有割合は 6 月に既に 44.6%と国内民間主体を上回っているが（第 4 図）、今後もこうした膨大な国債のストックの存在が、フローの買入れ額に関わらず強力な緩和効果をもたらし続けるということになる。今回の分析は買入れ額の減少を許容する日銀の姿勢を理論の面から支える試みと読み取ることができ、今後も基本的には国債買入れ額の減少が続くと考えられる。

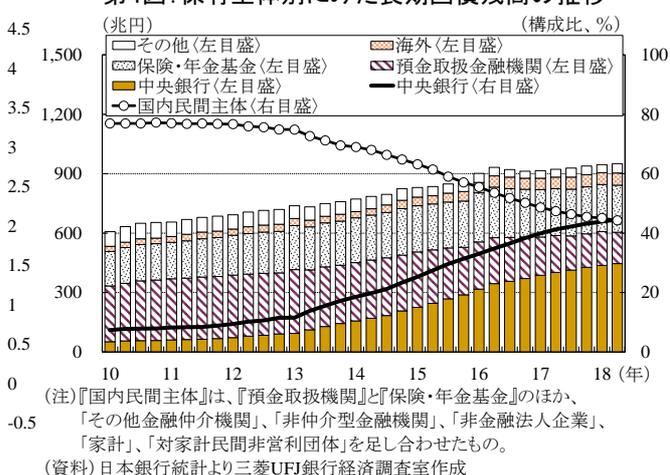
### (2) 為替

ドル円相場は、米国景気の堅調等を受けて米国金利が急騰するなか、10 月 3 日には 1 ドル 114 円台半ばまで上昇したものの、その後の米中貿易摩擦への懸念の高まりや株式市場の世界的な動揺によるリスク回避の動き等を受け、足元は 1 ドル 112 円程度で推移している。先行きも、海外情勢の変化等を受けて一時的に円高に振れることはあっても、日米金融政策の方向性の違いから基調としては現状程度の円安水準が続くと予想する。

第3図：日銀の保有国債残高と日米長期金利の推移



第4図：保有主体別にみた長期国債残高の推移



主要経済金融指標(日本)  
2018年10月23日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2016年度	2017年度	2017年		2018年		2018年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月	
実質GDP成長率(前期比年率)	1.2	1.6	0.9 (2.0)	▲ 0.9 (1.0)	3.0 (1.3)	***	***	***	***	***	
全産業活動指数	0.6	1.8	0.7 (1.8)	▲ 0.5 (1.3)	0.9 (1.1)	0.2 (1.7)	▲ 0.9 (0.2)	▲ 0.2 (0.9)	0.5 (0.9)		
鉱工業生産指数	1.0	4.1	1.6 (4.6)	▲ 1.3 (2.4)	1.3 (1.9)	▲ 0.2 (4.2)	▲ 1.8 (▲ 0.9)	▲ 0.2 (2.2)	0.2 (0.2)		
鉱工業出荷指数	0.8	3.3	0.8 (3.1)	▲ 1.1 (1.5)	1.9 (2.2)	▲ 1.6 (3.3)	0.3 (▲ 0.2)	▲ 2.0 (1.2)	1.7 (0.5)		
製品在庫指数	▲ 4.0	3.9	2.2 (1.9)	3.4 (3.9)	▲ 1.9 (2.4)	0.6 (2.5)	▲ 1.9 (2.4)	▲ 0.2 (2.8)	▲ 0.4 (3.0)		
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.9	112.4	112.1 [109.7]	114.9 [111.1]	114.7 [111.8]	113.9 [111.7]	116.5 [110.7]	117.0 [112.4]	114.6 [110.1]	[110.7]	
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.9 (3.3)	0.6 (2.5)	0.6 (2.4)	0.5 (2.6)	0.3 (2.8)	0.4 (3.0)	0.0 (3.0)	0.3 (3.0)	
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.2	0.7	0.4 (0.9)	▲ 0.1 (0.9)	0.4 (0.7)	0.0 (0.7)	0.1 (0.8)	0.1 (0.8)	0.3 (0.9)	0.1 (1.0)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.6	101.7	102.7 [100.1]	101.0 [100.1]	102.0 [101.8]	102.0 [100.3]	99.8 [101.7]	99.2 [100.6]	101.4 [102.5]	[101.6]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.5	▲ 0.8	0.3 (0.0)	3.3 (0.2)	2.2 (8.0)	▲ 3.7 (16.5)	▲ 8.8 (0.3)	11.0 (13.9)	6.8 (12.6)		
製造業	▲ 4.6	9.2	3.5 (13.3)	2.5 (10.6)	5.5 (17.8)	1.3 (26.2)	▲ 15.9 (6.6)	11.8 (21.2)	6.6 (13.9)		
非製造業 (除く船舶、電力)	4.3	▲ 7.8	▲ 2.1 (▲ 9.7)	3.4 (▲ 6.9)	▲ 0.4 (0.3)	0.2 (8.4)	▲ 7.0 (▲ 4.6)	10.9 (7.7)	6.0 (11.6)		
資本財出荷 (除く輸送機械)	1.4	6.2	3.1 (7.2)	▲ 0.5 (7.0)	0.5 (4.2)	▲ 4.6 (3.8)	▲ 1.1 (0.0)	▲ 0.7 (5.4)	4.7 (2.0)		
建設受注	4.0	0.7	(4.0)	(2.6)	(▲ 7.4)	(▲ 18.7)	(▲ 6.5)	(▲ 9.3)	(0.5)		
民需	5.1	0.6	(3.5)	(1.0)	(1.3)	(▲ 8.0)	(3.6)	(▲ 9.7)	(▲ 0.1)		
官公庁	8.4	▲ 5.4	(6.3)	(▲ 0.4)	(▲ 29.9)	(▲ 36.9)	(▲ 44.4)	(▲ 41.5)	(0.8)		
公共工事請負金額	4.1	▲ 4.3	(1.1)	(▲ 15.6)	(1.5)	(3.5)	(▲ 5.6)	(▲ 2.9)	(▲ 2.2)	(▲ 7.6)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	97.4 (5.8)	94.6 (▲ 2.8)	94.8 (▲ 2.4)	89.2 (▲ 8.0)	96.8 (▲ 1.8)	99.6 (1.3)	91.5 (▲ 7.1)	95.8 (▲ 0.7)	95.7 (1.6)		
新設住宅床面積	(4.1)	(▲ 3.7)	(▲ 3.2)	(▲ 9.2)	(▲ 3.6)	(0.1)	(▲ 8.9)	(▲ 1.6)	(0.5)		
小売業販売額	▲ 0.2	1.9	(1.9)	(1.4)	(1.3)	(0.6)	(1.7)	(1.5)	(2.7)		
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.6	0.2	▲ 0.6 (0.5)	1.1 (0.6)	▲ 1.4 (▲ 1.3)	▲ 0.2 (▲ 1.4)	2.9 (▲ 1.2)	▲ 1.1 (0.4)	3.5 (2.8)		
平均消費性向 (実数、季調済、%)	72.1	71.7	71.3 [71.8]	71.4 [73.0]	69.4 [74.6]	72.3 [77.0]	66.1 [73.8]	69.9 [70.3]	70.7 [70.3]	[70.3]	
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.4	0.3 (1.2)	▲ 1.1 (▲ 1.2)	1.6 (0.6)	1.3 (0.9)	▲ 0.3 (0.9)	▲ 3.1 (▲ 1.8)	▲ 0.1 (▲ 1.9)		
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.4	0.7	(0.7)	(1.4)	(2.2)	(2.1)	(3.3)	(1.6)	(0.8)		
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	103	105	133	25	6	7	0	▲ 11	▲ 5		
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.39	1.54	1.57 [1.41]	1.59 [1.44]	1.60 [1.49]	1.60 [1.49]	1.62 [1.50]	1.63 [1.51]	1.63 [1.52]	[1.53]	
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.7	2.5	2.4	2.2	2.4	2.5	2.4		
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	46.4	50.5	53.3 [49.8]	49.1 [48.7]	48.1 [49.2]	47.1 [49.1]	48.1 [50.0]	46.6 [49.9]	48.7 [50.0]	48.6 [51.1]	
企業倒産件数 (実数、件数)	8,381 (▲ 3.5)	8,367 (▲ 0.2)	2,106 (1.0)	2,041 (▲ 1.8)	2,107 (▲ 3.7)	767 (▲ 4.4)	690 (▲ 2.3)	702 (▲ 1.7)	694 (8.6)	621 (▲ 8.5)	

## 2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2016年度	2017年度	2017年		2018年		2018年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月	
通関輸出	▲3.5	10.8	(13.0)	(4.9)	(7.5)	(8.1)	(6.7)	(3.9)	(6.6)	(▲1.2)	
価格	▲6.0	5.5	(7.9)	(0.8)	(1.8)	(1.5)	(3.4)	(3.0)	(5.4)	(3.7)	
数量	2.7	5.0	(4.8)	(4.1)	(5.6)	(6.4)	(3.2)	(0.9)	(1.1)	(▲4.8)	
通関輸入	▲10.2	13.7	(17.0)	(7.5)	(7.5)	(14.1)	(2.6)	(14.7)	(15.3)	(7.0)	
価格	▲10.0	8.8	(10.9)	(3.6)	(6.1)	(7.0)	(7.5)	(10.2)	(10.5)	(10.0)	
数量	▲0.2	4.4	(5.5)	(3.7)	(1.4)	(6.6)	(▲4.5)	(4.0)	(4.4)	(▲2.7)	
経常収支(億円)	210,188	218,127	43,257	58,821	49,775	18,873	11,989	20,097	18,384		
貿易収支(億円)	57,851	45,936	11,527	7,246	10,661	▲3,165	8,227	▲10	▲2,193		
サービス収支(億円)	▲13,813	▲5,378	▲1,975	2,127	▲6,118	63	▲1,729	▲1,744	▲61		
金融収支(億円)	247,407	196,174	30,753	75,622	53,095	32,690	6,698	▲8,319	19,128		
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,264,283	1,268,287	1,258,748	1,254,477	1,258,748	1,256,276	1,259,305	1,259,673	
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	112.95	108.20	109.05	109.69	110.03	111.37	111.06	111.89	

## 3. 金融

	2016年度	2017年度	2017年		2018年		2018年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月	
無担保コール翌日物金利	▲0.045	▲0.050	▲0.042 [▲0.043]	▲0.048 [▲0.042]	▲0.065 [▲0.054]	▲0.061 [▲0.053]	▲0.071 [▲0.056]	▲0.070 [▲0.054]	▲0.059 [▲0.049]	▲0.059 [▲0.058]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.057	0.065	0.063 [0.056]	0.078 [0.056]	0.084 [0.056]	0.078 [0.056]	0.078 [0.056]	0.091 [0.075]	0.091 [0.056]	0.050 [0.056]	
新築10年国債利回り	0.065	0.045	0.045 [0.040]	0.045 [0.065]	0.030 [0.075]	0.030 [0.040]	0.030 [0.075]	0.060 [0.075]	0.110 [0.010]	0.125 [0.060]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.847	0.817	0.828 (▲0.003)	0.817 (▲0.011)	0.789 (▲0.028)	0.794 (0.001)	0.789 (▲0.005)	0.788 (▲0.001)	0.786 (▲0.002)		
日経平均株価 (225種、末値)	18,909	21,454	22,765 [19,114]	21,454 [18,909]	22,305 [20,033]	22,202 [19,651]	22,305 [20,033]	22,554 [19,925]	22,865 [19,646]	24,120 [20,356]	
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.9)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(2.9)	(2.8)	
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(3.3)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.4)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.8)	(2.6)	(2.1)	(2.0)	(1.9)	(2.1)	(2.0)	(2.3)	
	銀行計	(2.4)	(2.8)	(2.6)	(2.1)	(2.0)	(1.9)	(2.1)	(2.0)	(2.3)	
	都銀等	(1.2)	(2.0)	(1.7)	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.6)	(0.3)	(1.1)	
	地銀	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.5)	(4.1)	(4.4)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	
	地銀II	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(2.8)	(0.6)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.6)	
信金	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.2)		
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.8)	(4.2)	(4.3)	(3.5)	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.7)	(3.6)	
	都銀	(5.5)	(5.9)	(6.1)	(4.9)	(5.2)	(5.1)	(5.3)	(5.2)	(5.2)	
	地銀	(2.3)	(2.5)	(2.5)	(2.2)	(2.8)	(3.2)	(3.0)	(3.0)	(2.9)	
	地銀II	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(1.6)	(▲0.2)	(▲1.1)	(▲1.1)	(▲1.2)	(▲1.4)	

(注) 新築10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料) 内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱UFJ銀行 経済調査室 横田 裕輔 [yuusuke\\_yokota@mufg.jp](mailto:yuusuke_yokota@mufg.jp)  
 芥子 和史 [kazufumi\\_keshi@mufg.jp](mailto:kazufumi_keshi@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。