

経済レビュー

2019 年日本経済の展望

【要旨】

- ◇ 2018 年の日本経済を振り返ると、景況感は概ね高水準で推移したものの経済成長率は伸び悩み、特に年後半にかけては自然災害が相次ぐ中、米中通商摩擦の激化などから海外経済の不確実性が高まる中で株式市場の調整色が強まるなど、景気の下方リスクが強く意識される展開となった。
- ◇ 2019 年の日本経済は、海外経済が減速しつつも緩やかな拡大基調を維持する中で、堅調な企業収益が投資と消費の拡大を促す構図は崩れず、消費増税による下押しも手厚い政策対応により抑制されることで、景気は総じて底堅さを維持する見通しである。ただ、景気拡張が長期化する中、景気循環に起因する追加的な押し上げモメンタムは逡減する方向にあり、米中通商摩擦等による海外経済の変調や日米物品貿易協定交渉といったリスク事象の実体経済、金融市場への影響には、最大限の警戒が必要となる。
- ◇ 2019 年 5 月の改元により平成の時代が終わる。平成の 30 年間は、急速な少子高齢化の進展により人口減少社会へと転じ、経済が様々な構造調整に直面する中で、経済の成長カーブの鈍化や財政の悪化を余儀なくされた。ただ一方で、企業部門においてバランスシート調整を経て財務の健全性が高まり、海外進出の進展によりグローバルに稼ぐための事業基盤の構築が進むなど、前向きな変化があったことにも目を向けるべきであろう。また、最後の 5 年間だけを見れば、景気拡張が戦後最長を目指す展開となり、少子高齢化の下で就業者数が過去最高に達するなど、成長軌道を取り戻す期待感を覗わせる動きもみられた。
- ◇ この先の 30 年間は本格的な人口減少社会に突入するが、経済の成長力は労働力のみで決まるものではなく、生産性により決定付けられる面が大きい。足元では米中対立等のリスクが強く意識される通商面も、他方では TPP11 と日・EUEPA が相次いで発効するなど、将来の海外市場の成長力の取り込みや生産性の向上に繋がり得る大きな前進がみられる。消費増税を含めた“全世代型の社会保障制度への転換”も、財政の持続性確保にとって不可欠な取り組みである。2019 年は、海外発のリスク事象に機動的に対処すると同時に、平成の次の時代の成長の礎となるよう、構造的な課題に対して官民一体で着実に取り組んでいくことが重要な一年となろう。

1. 2018年の日本経済

2018年の日本経済は、景況感は概ね高水準で推移したものの経済成長率は伸び悩み、特に年後半にかけては自然災害が相次ぐ中、米中通商摩擦など海外経済の不確実性を背景に株式市場の調整色が強まるなど、景気の下方リスクが強く意識される展開となった。

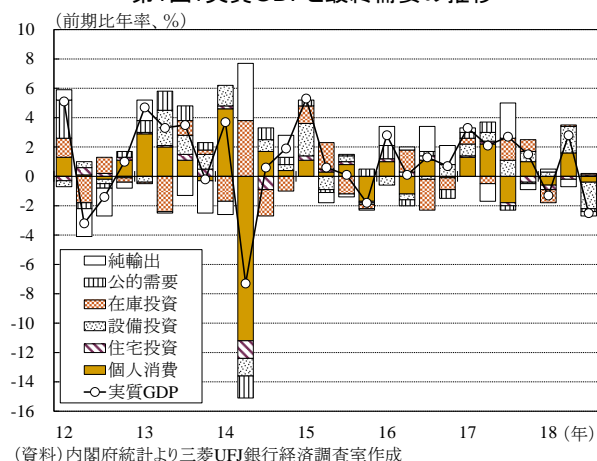
まず、実質 GDP の推移を確認すると、2018年 1-3 月期に前期比年率▲1.3%と 9 四半期ぶりに減少した後、4-6 月期に同+2.8%と持ち直したものの、7-9 月期には再び同▲2.5%と落ち込んだ（第 1 図）。直近 7-9 月期は、連日の酷暑に、西日本豪雨や相次ぐ台風上陸、北海道胆振東部地震といった自然災害が重なり、関西国際空港の閉鎖やインバウンドの停滞、生鮮食品価格の高騰等を通じて生産・消費活動が一時的に下押しされた影響が大きいとみられ、政府は 12 月の月例経済報告でも「景気は、緩やかに回復している」との基調判断を維持している。実際、設備投資や個人消費の土台となる企業・家計の所得面は依然底堅いため、緩やかな景気拡大基調は維持されていると考えられるが、前年比+1.9%の高い実質 GDP 成長率を達成した昨年と比べると、マイナス成長が 2 四半期も現出するなど、景気の勢いに陰りがみられることは否めない。

株式市場の動きをみても、日経平均株価は 1 月と 10 月に約 26 年ぶりの水準となる 24,000 円台に到達したが、いずれも直後に生じた世界同時株安を受けて上値を追う展開に至らず、年末にかけては軟化している（第 2 図）。1 年間を通じた動きは上下に振れつつも横這い圏といえ、日経平均株価が約 2 割上昇した 2017 年とは様相が大きく変わった。

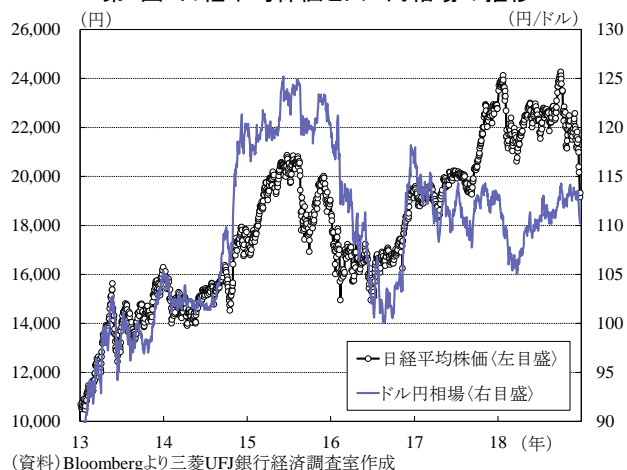
こうした実体経済や株式市場の頭打ち感、ひとつには、日本を含む世界経済が、10 年前の世界金融危機時に拡大した需給ギャップが概ね解消され、米国を先頭に金融正常化が進む中で、潜在成長率並みの緩やかな巡航速度へと回帰する景気循環上の動きとして解釈できる。ただ、同時に、米国の保護主義と米中貿易戦争の激化、英国の EU 離脱交渉の混迷など、海外発のリスク事象に起因する不透明感が、企業がグローバルに事業を展開するわが国において、マインド面等への下押し影響を及ぼしてきている可能性も指摘できる。

日本経済は、2012 年 12 月に始まった景気拡張期間が 2018 年末に 73 ヶ月に達し、いよいよ戦後最長の“いざなぎ景気”に並んだとみられるが、2019 年の更なる記録更新に向けては、10 月には消費増税も控える中、まさに正念場を迎えているといえる。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



第2図：日経平均株価とドル円相場の推移



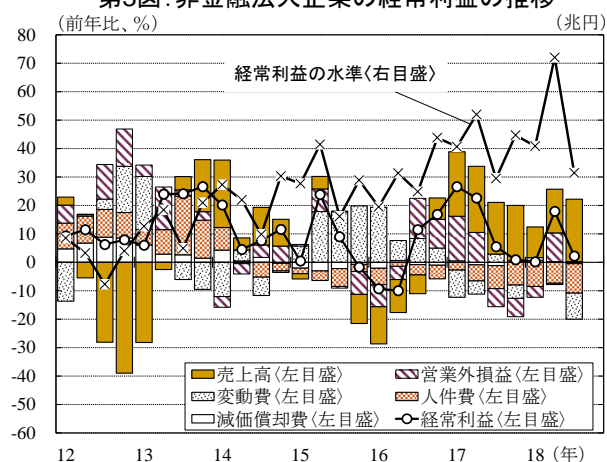
2. 2019年の日本経済

(1) 高水準の企業収益が景気拡大の土台となる構図は不変

2019年の日本経済を見通す上でのポイントは、高水準の企業・家計所得や循環要因により支えられてきた景気拡大のモメンタムが、海外経済の不確実性や消費増税といった逆風下においても維持されるかどうかである。

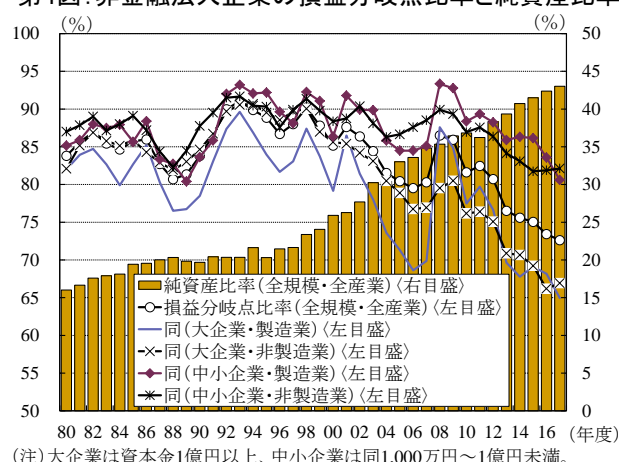
まず、今回の景気拡大局面の起点であり、家計所得を支える土台でもある企業収益の状況を確認すると、非金融法人企業の経常利益は伸びを鈍化させつつも、2018年7-9月期まで9四半期連続で前年比増益を確保している（第3図）。その内容も、堅調な内外経済に支えられた売上高の拡大により、国内の人手不足等を反映した人件費の増加や、秋口までの原油価格上昇に伴う原材料コストの増嵩を吸収する“成長型”の増益である。この高水準の企業収益を維持するためには、まずは売上高の増加基調が腰折れしないこと、特に外需が崩れないことが重要となる。この点、詳細は12月19日付の経済レビュー「2019年海外経済の展望」に譲るが、2019年の海外景気は米中通商摩擦等のリスク事象により後退に陥ることまでは想定されず、全体としてはやや減速しつつも底堅く推移する見通しであるため、売上高の緩やかな拡大は維持される可能性が高い。また、為替相場の面では、米国が金融政策の正常化を進める一方で日銀が大規模緩和を継続する構図の下、日米金利差の面で一方的な円高が生じ難く、年末にかけて大幅に下落した原油価格が先行きの変動費の押し下げ要因になるとみられることも勘案すれば、この先も高水準の企業収益が続く可能性が高い。加えて、売上高のダウンサイドリスクへの耐性という観点では、2017年度の企業の損益分岐点比率は全規模・全産業ベースで73%まで低下しており、減収により赤字に陥るまでの距離は過去と比べて改善している（第4図）。これらを踏まえれば、2019年も高水準の企業収益が景気を支える構図は簡単には崩れないと考えられる。

第3図：非金融法人企業の経常利益の推移



(資料)財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：非金融法人企業の損益分岐点比率と純資産比率



(注)大企業は資本金1億円以上、中小企業は同1,000万円～1億円未満。
(資料)財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

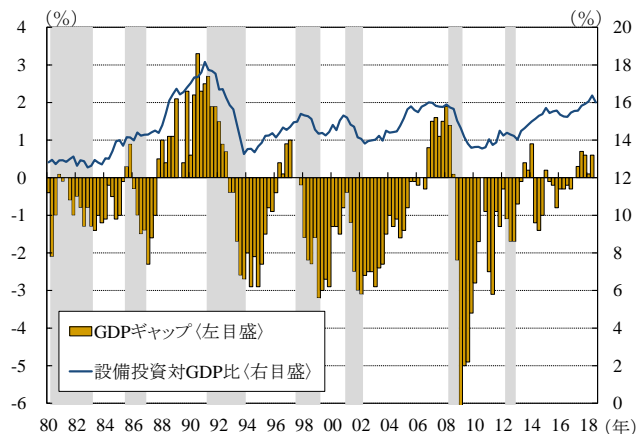
(2) 景気循環上の押し上げモメンタムは逡減方向

他方、景気循環の観点からみた景気押し上げのモメンタムは、来年にかけて逡減していく可能性が高い。ここでは、既に戦後最長に並んでいる景気拡張によってバブル等の不均衡が生じていないか、設備や在庫循環の面で押し上げのモメンタムを維持できるのかがポ

イントとなるが、前者については、内閣府の試算に基づく GDP ギャップは 2017 年からプラス傾向に転じているものの、その幅は依然として限定的である（第 5 図）。不動産を含めた資産価格や金融機関の貸出の動向などをみても、総じて実需からの上方乖離は限定的とみられ、景気の過熱による不均衡の蓄積が示唆される状況にはない。

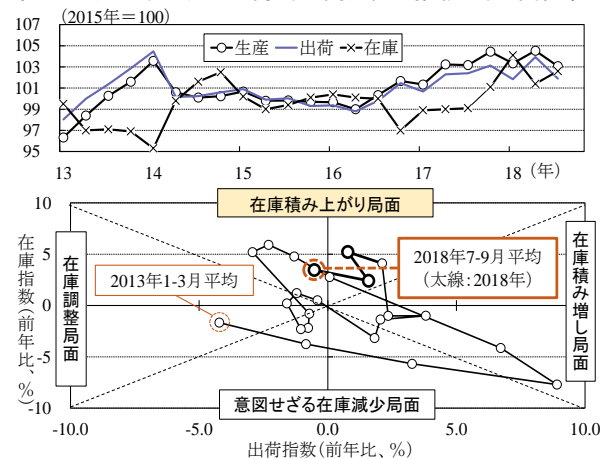
しかしながら、設備投資循環を捉える上で参考となる“実質設備投資対 GDP 比”の推移をみると、既に 7-9 月期の時点で 16.0%と世界金融危機前の景気拡大時のピークと肩を並べる水準に達している。当時の設備投資拡大基調の反転はリーマンショックが切っ掛けであるため、このこと自体が設備投資循環上の限界に達したことを意味するわけではないが、少なくとも経験則上のピークアウトの目安には近づいている。また、在庫循環の面でも、2017 年初からの能動的な“在庫積み増し”局面を抜け、足元は“在庫積み上がり”局面に移っていると判断され、在庫循環上の生産押し上げ効果は既にピークアウトしている可能性が高い（第 6 図）。これらを合わせて考えると、少なくとも景気循環上の下押し圧力が生じる状況にはないものの、これまで設備・在庫循環から生じてきた押し上げのモメンタムは逡減する方向にあり、2019 年にはニュートラルな状態に近づくと想定される。

第5図: GDPギャップと実質設備投資対GDP比の推移



(注) 網掛けは景気後退期間を示す。
(資料) 内閣府、財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移と在庫循環図



(資料) 経済産業省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(3) 消費増税起因の景気腰折れは回避も、海外リスクには最大限の警戒が必要

こうした中、特に注目されるリスク事象としては、10月の消費増税と、米国の通商政策に係る米中貿易摩擦および日米貿易協定 (TAG) 交渉の行方が挙げられる。

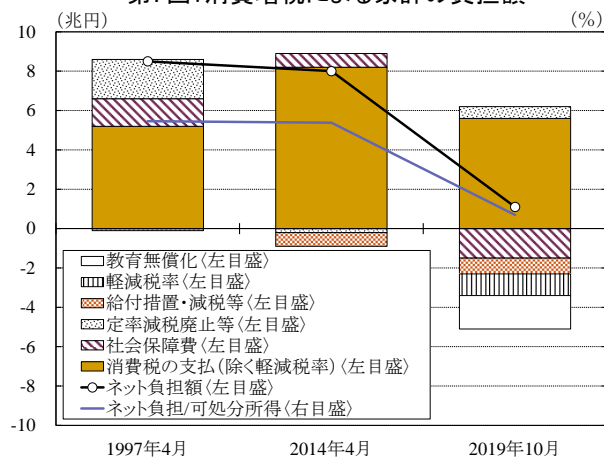
まず、消費増税の影響については、景気の腰折れを招くほどのインパクトには至らないとみられる（第 7 図）。消費税率の引き上げ幅が 2%と小さい上、食品を中心に 1 兆円規模の軽減税率が導入される。加えて、昨年末の「新しい経済政策パッケージ」で示された幼児教育の無償化が実施に移され、自動車や住宅ローンに係る減税措置、キャッシュレス決済時のポイント還元制度、プレミアム付商品券の発行など、様々な家計の負担軽減策が講じられる。結果、家計のネット負担増加額は、過去の増税時の 8 分の 1 程度（公共投資による景気対策を除く）に止まることが見込まれる。また、軽減税率の導入によって非耐久消費財の駆け込み需要が抑制されることで、反動減による景気の攪乱も限定的となろう。

他方、米中貿易摩擦の実体経済・金融市場への影響や、近いうちに交渉の開始が見込ま

れる日米貿易協定交渉の行方には、十分な警戒が必要である。日本の輸出に占める米中両国の割合は合わせて約 4 割、日系企業の海外現法売上高に占める割合は約 5 割に達する（第 8 図）。過去の関係からは、米中両国の実質 GDP 成長率▲1%は、日本の実質輸出をそれぞれ▲1.2%、▲0.4%押し下げると試算される。前述のように、当室は米中を含めた海外経済の緩やかな拡大継続をメインシナリオとしているが、貿易摩擦により両国の景気が失速するような局面に至れば、円高や株安といった金融市場の悪化と、輸出や海外現法売上高の減少といった実需減少の両面から、国内景気を下押しすることが避けられない。また、日米物品貿易交渉の最大の焦点となる自動車関連の貿易についても、米国向けの自動車・同部品の輸出金額は 5.6 兆円と、それだけで日本の輸出総額の約 7%を占める規模である。自動車は他産業への生産波及影響が大きく、仮に日米物品貿易協定が日本の自動車輸出の減少を通じて自動車の生産減少をもたらすような内容となった場合には、幅広い業種で企業の投資マインドを冷え込ませる可能性がある点に留意が必要である。

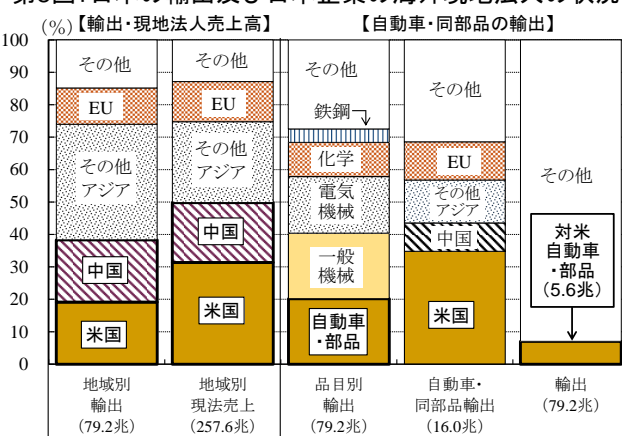
これらを総合的に勘案すると、2019 年の日本経済は、海外経済が減速しつつも緩やかな拡大基調を維持する中で、堅調な企業収益が投資と消費の拡大を促す構図は崩れず、消費増税による下押しも手厚い政策対応により抑制されることで、景気は総じて底堅さを維持する見通しであるが、景気循環に起因する追加的な押し上げモメンタムが期待できない中、米国の通商政策等に起因する海外発のリスク事象の動向と実体経済、金融市場への影響に対しては、最大限の警戒が必要な 1 年となるだろう。

第7図：消費増税による家計の負担額



(資料) 日本銀行、内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第8図：日本の輸出及び日本企業の海外現地法人の状況



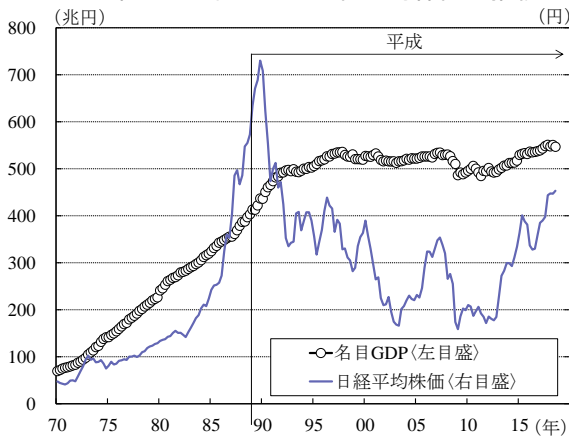
(注) 輸出は2017年度、海外現地法人売上は2016年度のデータ。
(資料) 財務省、経済産業省資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. 平成に続く新たな時代の成長に向けて

2019 年 5 月に改元を迎え、平成の時代が終わる。平成の 30 年間に振り返ると、急速な少子高齢化の進展により人口減少社会へと転じる中で、経済が様々な構造調整に直面した時代であった。景気の面では、戦後の右肩上がりの成長が終焉を迎えたバブルの崩壊と共に始まり、その後も、90 年代後半のバランスシート調整、2000 年前後の IT バブルの発生と崩壊、いざなぎ景気と 2008 年のリーマンショックなど好不況を繰り返したが、総じて見れば名目 GDP は伸び悩み、経済の成長曲線は大きく鈍化した（第 9 図）。また、財政

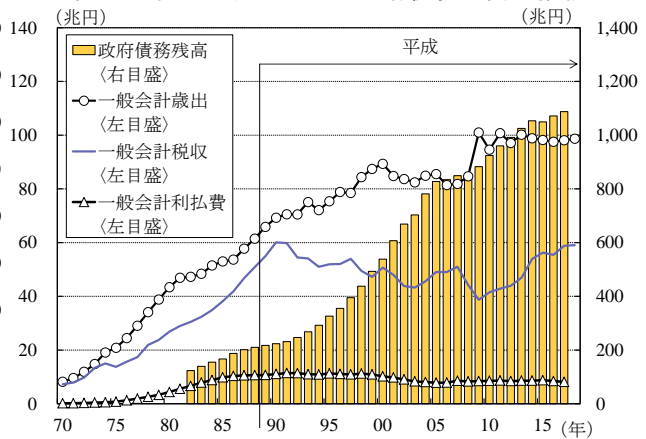
面では、税収が伸び悩む一方で、急速な高齢化に伴い医療・介護費や年金等の社会保障費が増加し、赤字国債の増発を余儀なくされた結果、政府債務残高が30年前の5倍を上回る1,000兆円を超える水準にまで膨らむこととなった（第10図）。

第9図：名目GDPと日経平均株価の推移



(注) 日経平均株価は四半期平均値。
 (資料) 内閣府統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第10図：国の一般会計及び政府債務残高の推移



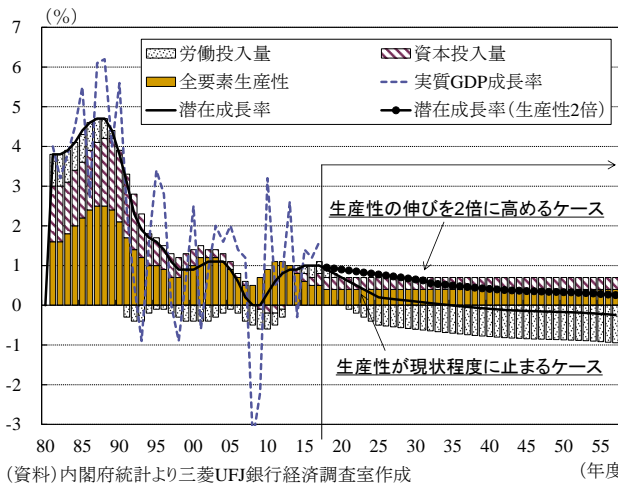
(注) 日経平均株価は四半期平均値。
 (資料) 内閣府統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

ただ一方では、企業部門においてバランスシート調整を終えて財務の健全性が格段に改善し（前掲第4図）、また、海外進出企業数が1988年の7,544社から2017年には24,959社へと3倍以上に増加して海外経済の成長力を取り込む事業基盤の構築が飛躍的に進むなど、単純なGDPの動きだけでは語れない前向きな変化があったことを忘れてはならないだろう。また、景気そのものについても、第2次安倍政権発足後の平成最後の約5年間だけを見れば、名目GDPが緩やかな拡大基調を辿り、株価も大幅に上昇するなど、再び成長軌道を取り戻す期待感を覗わせる動きもみられた。直近2018年10月の就業者数は6,688万人と、2012年12月から400万人以上増えて過去最多となったが、これは、少子高齢化という構造的な逆風を、官民一体で女性と高齢者の労働参加や外国人の採用を進めることで打ち返した成功体験といえる。

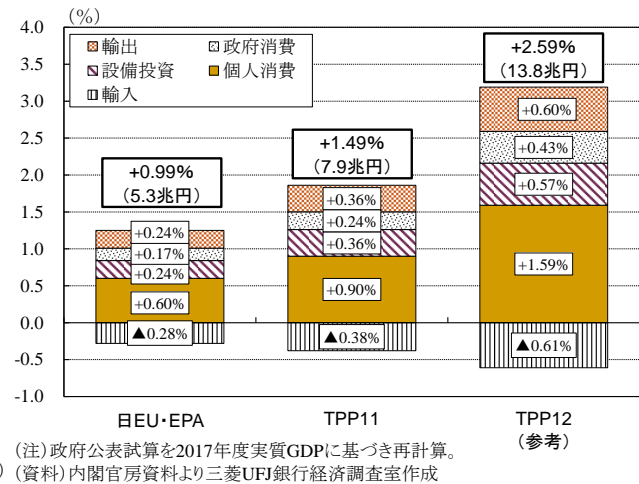
この先の30年の日本経済は、生産年齢人口が年平均で70万人ずつ減少する本格的な人口減少社会を迎えることになる。IMFが11月に公表したスタッフレポートでも示されたように、単純な人口動態だけで判断すれば、日本経済は縮小していくと考えるのが自然である。ただ、上述のように生産年齢人口減少の影響を軽減する方法に加え、日本の潜在成長率の要因別寄与度の推移からも明らかのように、経済の成長力は労働力だけでなく、むしろ生産性により決定付けられる面が大きい（第11図）。また、足元では、米中対立などのリスクが強く意識される通商面の動きも、他方では、2018年12月にはTPP11、2019年2月には日・EUEPAが発効を迎え、長らく停滞していたRCEPの交渉も進展をみせるなど、将来の海外市場の成長力の取り込みや生産性の向上に繋がり得る経済連携協定が大きな前進をみせている（第12図）。消費増税を含めた“全世代型の社会保障制度への転換”も、短期的な景気にとってはリスクとなるものの、中長期的な財政の持続性確保にとって不可欠な取り組みである。

2019年の干支は「己亥（つちのと・い）」である。十干の「己」は草木が繁栄して盛大になり、形が整然としている状態を表すと同時に、「紀」の略字であり、「糸のもつれを伸ばし、糸すじを正しく整理する」という意味も持つ。一方、十二支の「亥」は「植物が実をつけ、エネルギーを凝縮、蓄積している様子」を表している。したがって、「己亥」の字義に照らせば、2019年は、将来に向けて課題を整理して解決の筋道を立てるとともに、一層の成長に向けて力を蓄える年と解釈される。海外発のリスク事象に対して機動的に対処すると同時に、平成の次の時代の経済成長の礎となるよう、構造的な課題に対して官民一体で着実に取り組んでいくことが重要となろう。

第11図：日本の潜在成長率の推移と先行きのイメージ



第12図：TPP11と日EU・EPAの実質GDP押し上げ効果



（平成 30 年 12 月 27 日 宮道 貴之 takayuki_miyadou@mufg.jp）

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

【参考1】日本経済・金融の見通し

	暦年ベース(前年比、%)				年度ベース(前年度比、%)			
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2019年 (見通し)	2016年度 (実績)	2017年度 (見通し)	2018年度 (見通し)	2019年度 (見通し)
実質GDP	0.6	1.9	0.8	1.3	0.9	1.9	0.9	0.9
個人消費	▲ 0.1	1.1	0.4	0.9	0.0	1.0	0.7	0.5
住宅投資	5.9	2.1	▲ 5.8	1.4	6.3	▲ 0.7	▲ 4.4	0.3
設備投資	▲ 1.5	3.9	3.5	2.3	▲ 0.5	4.6	3.1	1.9
在庫投資(寄与度)	▲ 0.1	0.0	0.2	0.2	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1
公的需要	1.0	0.4	▲ 0.1	1.1	0.7	0.5	▲ 0.1	1.3
純輸出(寄与度)	0.6	0.6	0.0	▲ 0.1	0.8	0.4	▲ 0.0	▲ 0.1
輸出	1.7	6.8	2.9	1.0	3.6	6.4	1.6	1.5
輸入	▲ 1.6	3.4	2.6	1.6	▲ 0.9	4.1	1.8	2.0
名目GDP	0.9	1.7	0.9	2.3	0.7	2.0	1.1	2.0
GDPデフレーター	0.3	▲ 0.2	0.1	1.1	▲ 0.2	0.1	0.2	1.0
鉱工業生産	▲ 0.0	3.1	0.9	0.8	0.8	2.9	0.6	1.0
国内企業物価	▲ 3.5	2.3	2.6	2.5	▲ 2.4	2.7	2.5	2.9
消費者物価(除く生鮮食品)	▲ 0.3	0.5	0.9	1.2	▲ 0.2	0.7	1.0	1.4
経常収支(億円)	210,615	219,514	192,976	199,988	210,188	218,127	203,127	191,633
貿易収支(億円)	55,176	49,554	21,667	15,928	57,851	45,936	25,753	7,352
無担保コール翌日物金利	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
10年物国債利回り	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.2

(注)『10年物国債利回り』は暦年・年度平均値。『無担保コール翌日物金利』は誘導目標、暦年・年度末値。

(資料)内閣府統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

【参考 2】2018 年の日本経済・金融 10 大ニュース

日銀黒田総裁が再任(3月)、金融緩和政策の枠組みを変更(7月)

3月16日、日銀の人事案が衆参両院で可決、承認され、黒田総裁の再任と雨宮、若田部両副総裁の就任が決まった。日銀総裁を2期連続で務めるのは、1961年に再任した山際氏以来57年ぶり。また、7月には「強力な金融政策継続のための枠組み強化」を打ち出し、金融緩和の持続性を高めると同時に、マイナス金利政策に伴う副作用にも対応しようとした。

西日本豪雨(7月)

6月下旬から7月上旬にかけ、西日本を中心に集中豪雨が襲った。被害は全40道府県に及び、インフラ、産業等幅広い分野に影響がみられた。農水省のまとめによると、農林水産関係の被害額は3,300億円以上にのぼった。

台風21号により関西国際空港が閉鎖(9月)

9月4日、台風21号が四国から大阪湾にかけて進むルートで北上し、大きな被害をもたらした。特に、関西国際空港は、高潮による滑走路やターミナルビルの浸水、タンカー船衝突による本州連絡橋の損壊等で出入国や輸出入に大きな影響が出た。

北海道胆振中部地震により大規模停電が発生(9月)

9月6日未明、北海道胆振地方中東部を震源とするマグニチュード6.7の直下型地震が発生し、道内の約半分の電気を供給する苫東厚真火力発電所が機能停止に陥り、ブラックアウトと称される管内全域に及ぶ大規模停電が発生した。

自民党総裁選で安倍総裁が3選(9月)

9月20日、自民党総裁選が行なわれ、安倍氏が石破氏を破って3選を果たした。任期は2021年9月末までの3年間であり、2019年11月の憲政史上最長の在任期間到達が視野に入ってきた。

日米首脳会談で日米物品貿易協定(TAG)交渉開始を合意(9月)

9月26日、安倍首相は米国トランプ大統領とニューヨークで会談し、日米物品貿易協定の交渉開始を合意した。両国内での交渉開始の手続きを経て、年明けから具体的な交渉が開始される。

2019年10月の消費増税実施を表明(10月)

10月15日、安倍首相は臨時閣議で、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。食料品等への軽減税率に加え、キャッシュレス決済へのポイント還元、プレミアム付き商品券、次世代住宅ポイント、すまい給付金等次々と経済対策を打ち出しており、景気の落ち込み回避を狙う。

2025年万博開催地が大阪に決定(11月)

11月24日未明、ロシアやアゼルバイジャンを押さえ、大阪が2025年の万博開催地に決定した。大阪での開催は1970年以来、日本での開催は2005年の「愛・地球博」以来。テーマは「いのち輝く未来社会のデザイン」に決まり、2,800万人の来場を見込む。

景気拡張期間が戦後最長のいざなぎ景気に並ぶ予定(12月)

2012年12月に始まった景気の拡張期間が12月までで73ヵ月に達し、戦後最長の「いざなぎ景気(2002年2月～2008年2月)」に並ぶ見通し。

TPP11が発効(12月)

12月30日、環太平洋経済連携協定参加11カ国の協定TPP11が発効する。昨年11月に大筋合意に達した「包括的及び先進的な環太平洋パートナーシップ協定」に関し、発効に必要な6カ国の国内手続きが10月31日に完了、その60日後に発効する。

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おります。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。