

2020年の国内経済金融の展望

—年度下期の景気に要警戒—

主席研究員 南 武志

〔要 旨〕

2018年4月以降、米中貿易摩擦が徐々に激化していくなか、世界経済・貿易も減速傾向をたどり、製造業を中心に経済活動の停滞が続いた。一方で、人手不足が強い非製造業では省力化・省人化に向けた設備投資が堅調で、19年度上期の国内経済は景気悪化をあまり実感せず推移した。しかし、10月の消費税率引上げは、消費平準化を促す政府の消費税対策にもかかわらず、駆け込み需要とその反動減を発生させている。世界的な半導体需要の持ち直しもあり、世界経済・貿易の悪化には徐々に歯止めがかかっていくとみられ、20年度上期には景気が一旦持ち直すと予想される。しかし、大イベントが終了する20年度下期以降の国内景気には注意が必要だ。

また、19年夏以降、欧米の中央銀行が予防的な金融緩和に踏み切るなか、日本銀行も追加緩和に前向きな姿勢をみせている。円高が進行する場面ではマイナス金利の深掘りに踏み切るとの見方が強いが、一方で長期金利の過度な低下は回避したい意向とみられるため、その動向に注目が集まる。

目 次

はじめに

—平成の経済を振り返る—

1 世界経済の動向

- (1) 下振れリスクを高めた米中貿易摩擦
- (2) 減速が続く世界経済・貿易

2 内外の金融財政政策

- (1) 中断された欧米中銀の政策正常化
- (2) 日本銀行は追加緩和に前向き
- (3) 内外で高まる財政政策への期待

(4) 3年ぶりの経済対策を策定した日本

3 国内経済の現状と展望

- (1) 2019年10月に消費税率引上げ
- (2) 国内景気にともる「赤信号」
- (3) 景気は2020年度半にかけて一旦持ち直し
- (4) 鈍い物価上昇圧力
- (5) 長短金利は一時的に低下する場面も

おわりに

—「税率10%」後の消費税の行方—

はじめに ——平成の経済を振り返る——

30年以上続いた「平成」は、202年ぶりとなった天皇の譲位によって4月30日で幕を閉じ、翌5月1日には皇太子だった徳仁親王が新しい天皇に即位されるとともに新元号「令和」へ改元されるなど、2019年は日本にとって新たな時代の幕開けとなる1年であった。元号は古代中国の前漢（紀元前206年～8年）の第7代皇帝の武帝（在位：

前141年～前87年）が定めた「建元」を発祥とする東アジア独特の紀年法であるが、今や日本にしかない、世界でも極めて貴重なものである。とはいえ、年の呼び方に元号（和暦）と西暦の2つあることに煩わしさを感じる日本人は少なくなく、非効率との指摘があることは否定できない。しかし、日本の歴史を振り返る際に和暦を使うことはそれなりの意味があると思われる。そういう意味で、まずは平成の日本経済について簡単に振り返っておきたい（第1表）。

平成の前の「昭和」は、恐慌や戦争が繰

第1表 平成期の内外経済の推移

	単位	89年 (平成元年)	99 (11)	09 (21)	19 (令和元)
世界GDP		100 (100.0)	164 (100.0)	302 (100.0)	433 (100.0)
先進国		100 (81.7)	161 (80.3)	254 (68.6)	317 (59.8)
うち日本	89年=100	100 (15.3)	149 (13.9)	171 (8.7)	169 (6.0)
米国		100 (28.2)	171 (29.4)	256 (23.9)	380 (24.8)
新興・資源国		100 (18.3)	176 (19.7)	518 (31.4)	953 (40.2)
うち中国		100 (2.3)	238 (3.3)	1,111 (8.5)	3,067 (16.3)
日本経済					
1人当たりGDP	89年=100	100	120	112	129
家計貯蓄率	%	14.1	10.5	4.4	3.3
物価水準	89年=100	100	113	110	116
失業率	%	2.3	4.7	5.1	2.4
人口	89年=100	100	103	104	102
合成特殊出生率	%	1.57	1.34	1.37	1.42
高齢化率	%	11.6	16.7	22.7	28.4
経常収支(GDP比)	%	2.1	2.5	2.8	3.3
一般政府財政収支(GDP比)	%	1.3	△6.9	△10.2	△3.0
日本銀行・総資産	89年=100	100	247	272	1,276
長期債務残高(国・地方計、GDP比、年度末)	%	61	118	167	198
無担保コールレート	%	5.12	0.06	0.11	△0.05
10年物国債利回り	%	5.24	1.74	1.34	△0.11
日経平均株価	円	38,915	18,934	10,546	23,430

資料 国際通貨基金、内閣府、財務省、厚生労働省、総務省統計局、日本経済新聞社の統計を基に、筆者作成

(注) 1 世界GDPは全体・地域・国すべてを米ドル建て、括弧内は世界全体に対するシェア。

2 19年の数値は直近データ、もしくはそれを基にした推計値。

3 高齢化率の直近データは18年。金利データは平均値、株価は末値(19年は直近データまで)。

り返された20年を経て、焼け野原からの復興を果たし、経済大国化していった時代であった。平成経済の初期には、順調にみえた昭和終盤に蓄積されたひずみが顕在化し、その対応に追われた。中盤にかけては金融危機に襲われ、経済が停滞するなど閉塞感にさいなまれたが、「右上がり」であることが当然だった時代からの転換が迫られたといえる。また、「100年に一度」と評された世界金融危機後に発足した民主党政権下では政策の空白などによって異常な円高状態となり、輸出製造業の空洞化や衰退を加速させるなど、「失われた20年」になってしまったが、終盤は安倍首相の再登板によるアベノミクスの始動で雇用の安定化などがようやく果たされ、15年度（平成27年度）には名目国内総生産（GDP）は8年ぶりに過去最高を更新するなど、ようやく経済の正常化に向けて動き始めた。

平成初期と平成末期で大きく変わったのは、世界経済に占める日本経済の大きさであろう。1989年には15.3%だった日本経済のシェアは、19年には6.0%まで低下する見込みである。経済停滞とデフレによって、日本のGDPは30年で1.7倍弱にしか膨らまなかったのに対し、世界のGDPは4.3倍となったことが背景にある。特に、平成においては中国経済の躍進が目覚ましく、GDP規模は30.7倍となり、89年に2.3%だった世界経済に占めるシェアは19年には16.3%（以上、米ドル換算ベースで比較）まで上昇した。もちろん、中国以外の新興・資源国経済も30年で9.5倍に、シェアも40%となるなど、も

はや新興・資源国経済の動向は軽視できなくなっている。

また、国内経済については少子高齢化が進行し、人口が減少し始めた。89年の「1.57ショック」を機に、将来的な人口減少が強く意識されたが、合計特殊出生率が人口置換水準である2強の水準を割った状態が続けば、いずれ人口が減少するのは自明であった。日本は74年以降、そうした状態となっていたが、15年間も放置されたうえ、その後も少子化対策、高齢化対策は後手に回り、成果もあまり上がっていない。

平成初頭にはバブル経済の最盛期を迎えたが、昭和終盤にかけての経済政策運営がその形成に一役買ったことは明白である。さらに、その後のバブル崩壊を遠因として金融危機が発生したが、「いずれ景気が回復すれば元に戻る」という根拠なき楽観が問題を拡大させたことは否めない。それに対処するために財政赤字が拡大、最近では不足する社会保障財源への国費投入もあり、政府債務は世界でも有数な水準となっている。また、金融政策は現在のアベノミクスによって大胆な緩和策がとられたことで、日本銀行の総資産規模は12.8倍に拡大、代表的な長短金利の指標は平成初頭には全く想像しなかったマイナス状態となっている。

当然ながら、現在のようなフルスロットル状態の金融財政政策はいつまでも続けることはできない。経済・物価の正常化が達成された暁には政策運営も元に戻す作業が必要であるが、果たしてそれはいつになるのだろうか。

1 世界経済の動向

(1) 下振れリスクを高めた米中貿易摩擦

就任前から米国第一主義を標榜し、“Buy American and Hire American（米国製品を買い、米国人を雇おう）”と主張してきたトランプ米大統領は18年以降、保護主義色の濃い通商政策に傾斜をかけ始めた。国家安全保障面への懸念から鉄鋼・アルミニウムへの追加関税を公表したのに続き、巨額な対米貿易黒字を発生させている中国に対して、知的財産権への侵害などを理由に中国製品への追加関税を課してきた。11月末時点で、産業機械、電子部品、プラスチック製品、集積回路、食料品、家具など2,500億ドル相当に25%の追加関税を課している。さらに、第4弾として携帯電話やノートパソコンなど残りの3,000億ドル相当に対して最大25%の追加関税を課す構えをみせてきた。

これに対して中国も大豆等の農産物や水産品、自動車、化学製品、医療設備、エネルギー製品など500億ドルの米国製品に対して25%の追加関税を課したほか、600億ドル相当の液化天然ガス、食料品・飲料、電気製品、自動車部品などに対しても5～25%の追加関税を課すなど、対抗措置を講じている。

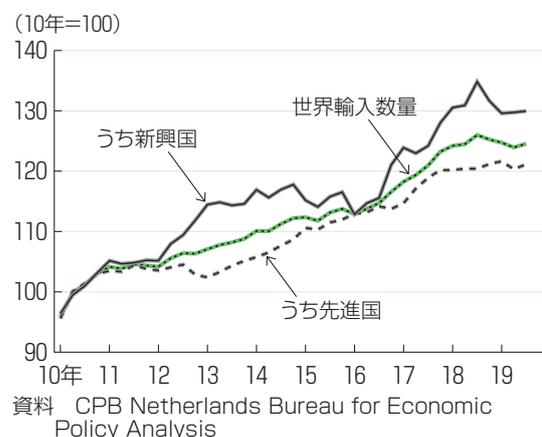
米中両国は19年秋以降、「第1段階」の部分合意に向けた通商協議を断続的に行っているが、農産物輸入の数値目標や知的財産権の保護などを巡り、依然隔たりがある模様で、交渉は難航している。しかし、20年

は4年ごとに行われる米大統領選の年でもあり、このまま中国との経済戦争を続ければ、底堅く推移してきた米国経済にも下押し圧力が高まり、再選が危うくなる事態も想定される。それゆえ、20年には一旦「停戦」することも考えられるが、覇権争いという側面もあるだけに、中長期的に楽観するのは禁物であろう。なお、国際通貨基金（IMF）では、米中貿易摩擦によって最も悪影響を受ける中国経済は20年のGDP水準を18年以降3年間の累積で2.0%、米国経済は同じく0.6%、世界全体では同じく0.8%それぞれ引き下げるとの推計結果を示している。

(2) 減速が続く世界経済・貿易

このように徐々に激しさを増す米中摩擦によって先行き不透明感が強まるなか、19年を通じて世界経済・貿易の減速が続いた（第1図）。19年10月に公表されたIMF世界経済見通しによれば、19年の世界経済の成長率見通しは3.0%であるが、18年10月から5回連続で下方修正されるなど、成長持ち直し時期は後ずれしてきた。この3.0%とい

第1図 世界貿易数量の推移



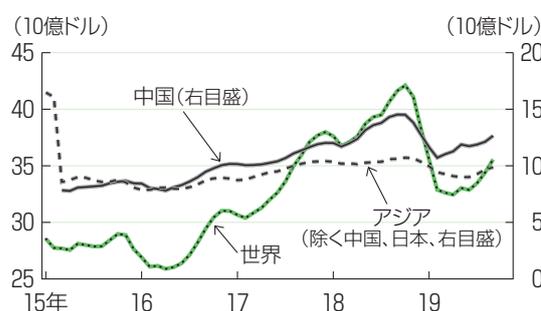
う数字は、リーマン・ショック後の世界金融危機以降では最低である。さらに、19年の世界貿易数量も前年比1.1%へ下方修正され、世界全体の成長率を下回るスロートレード現象が起きた16年の同2.3%を大きく下回る見込みである。なお、20年は3.4%成長と、新興国を中心に持ち直す見通しであるが、2大国の米中経済とも成長減速が見込まれることもあり、不透明感が強いことは否めない。

実際、世界貿易機関（WTO）が公表する財貿易バロメーターからは世界貿易数量の^{すうせい}趨勢に関する情報が確認できるが、10～12月期もまた過去のトレンドを下回るなど、持ち直しの動きが遅れている。加えて、経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数（CLIs）からも、先進国を中心に景気の勢いが乏しい状態がしばらく続く可能性が高いことが示唆される。

とはいえ、悲観的な材料ばかりというわけでもない。上述したように、20年は米中経済戦争が「一時停戦」する可能性があるほか、世界的な半導体サイクルの底入れもみられている（第2図）。5G（第5世代移動通信システム）の稼働が本格化していることもあり、アジア向けを中心に半導体など電子部品の売上げが底入れしており、日本からの輸出も既に増加に転じている。勢いは乏しいものにならざるを得ないだろうが、世界経済全体の底入れ、持ち直し自体はみられるものと思われる。

簡単に主要国・地域の景気動向をみると、米国では良好な雇用環境を背景に消費は増

第2図 世界半導体売上げの推移



資料 米半導体工業会(SIA)

加基調をたどっている。ただし、潜在GDPを上回った状態からのソフトランディングが続くなど、20年は成長鈍化が見込まれるが、これまでの3回の利下げ効果や財政支出の拡大などにより、小幅な減速にとどまるだろう。

一方、欧州経済は、世界経済の減速の影響を受けて、ドイツを中心に成長鈍化がみられた。それでも、雇用環境は底堅く、消費が下支えしていることから、20年は下げ止まりがみられると思われる。

最後に、中国経済は米中貿易摩擦の影響を受けて、輸出・設備投資が弱含んでいるほか、消費も鈍く、19年7～9月期の成長率は、四半期データが遡及可能な92年以降で最低となる6.0%へ鈍化した。景気下支えに向けて財政金融政策が発動されているが、力不足の感は否めず、20年も停滞感が残るだろう。

2 内外の金融財政政策

(1) 中断された欧米中銀の政策正常化

19年に入り、物価上昇圧力が再び鈍って

いるうえ、米中摩擦の激化など世界経済の下振れリスクが急速に高まっていることへの警戒から、これまで政策の正常化を進めてきた欧米の中央銀行では、19年央以降、再び金融緩和に方向転換した。

口火を切ったのは米連邦準備制度 (Fed) で、トランプ米大統領が再三にわたって口先介入するなか、7月に連邦公開市場委員会 (FOMC) で政策金利 (FFレート誘導目標) を08年12月以来、10年半ぶりに引き下げた。成長率や雇用をみる限り、足元の米国経済は依然しっかりしていると評価されるが、米中摩擦や世界経済の減速に伴う下振れリスクに対する予防的な措置と位置付けられた。さらに、17年10月から開始した保有資産の規模縮小も、予定よりも2か月前倒しで終了することも決定した。その後もFOMCは9月、10月と、連続で利下げを実施している (第3図)。さらに、10月からは月600億ドルのペースでの短期国債買入れを開始した。少なくとも20年4～6月期まで続ける方針で、Fedのバランスシート

は資産圧縮開始前の水準 (約4兆5,000億ドル) 近くまで戻る見込みである。

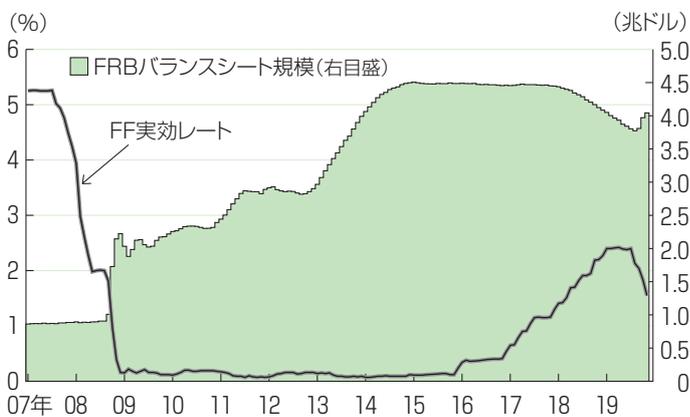
また、18年末で量的緩和を終了した欧州中央銀行 (ECB) でも、昨今のユーロ圏経済・物価の低調さを受け、9月の理事会において利下げ (3つある政策金利のうち、預金ファシリティ金利を $\Delta 0.4\%$ から $\Delta 0.5\%$ へ引下げ) や量的緩和の再開 (11月から月額200億ユーロの債券買入れを実施) など包括的な金融緩和策の導入を決定した。

なお、Fed、ECBとも、しばらくは政策浸透の効果を見極める見通しであり、当面は政策変更しないと思われる。ラガルド新総裁が就任したECBでは、ドラギ前総裁が半ば強行した資産買入れ再開などを巡り意見対立があったことから、透明性を高める新たな政策運営ルールの検討を行っていると報じられているほか、マイナス金利に対しても否定的な見解が浮上している。

一方、Fedでは理事会のクラリダ副議長を中心に、現行の「柔軟なインフレ目標政策」に代わる新たな政策運営の枠組みを検

討しており、20年前半にもその作業が終わる予定である。新たな枠組みとしては「インフレ埋め合わせ戦略」 (「物価水準目標」や「平均インフレ率目標」とほぼ同じ枠組み) と呼ばれるものが有力であり、例えば、期間中に目標とするインフレ率を達成できなかった場合、その後の一定期間は目標を上回ることを容認するものである。仮に枠組み変更が決定されると、現状の2%に届かない物価情勢

第3図 再び緩和に向かう米国金融政策



資料 米連邦準備制度

の下では2%超の上昇を促すべく、緩和的な金融政策が長期化する可能性が示唆される。

(2) 日本銀行は追加緩和に前向き

日銀は、16年9月の金融政策決定会合において、同年2月から導入したマイナス金利政策がもたらした過度の長期金利低下とイールドカーブのフラット化の副作用を緩和するため、長期金利の操作目標（10年金利で0%）を新たに付け加えて以降、現在に至るまで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を実施してきた（第2表）。

しかし、18年度下期以降、世界経済・貿易が減速に転じ、物価上昇率も徐々に鈍化し始めた。そのため、19年4月には政策金利のフォワード・ガイダンスを明確化（現在の極めて低い長短金利の水準を維持すると想定する期間を「少なくとも20年春頃まで」と修正）したほか、19年7月には高まる世界経済の下振れリスクに対して予防的な緩和強化の可能性を示唆するなど、最近に至る

まで追加緩和に対して前向きな姿勢を表明し続けている。さらに、19年10月の金融政策決定会合では、政策金利のフォワード・ガイダンスを「『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」に修正し、時限的な利下げの可能性を示唆した。実際に世界的にリスクオフが強まるなかで円高が進行し、景気悪化や物価下落圧力が高まることを見込まれる場面では、追加緩和に踏み切る可能性があるだろう。

問題は「次の一手」は何か、であるが、日銀はかねてから追加緩和のオプションとして、①短期政策金利の引下げ、②長期金利操作目標の引下げ、③資産買入れの拡大、④マネタリーベースの拡大ペースの加速、の4つの手段を挙げ、それらの組合せや応用などでいろいろな選択ができ、かつ緩和余地も十分あるとの考えを示してきた。一方、最近の日銀は長期金利の過度な低下を抑制すべく、国債買入れオペを調整（短期

第2表 日本銀行の資産買入れ方針とバランスシートの見通し

(単位 兆円)

		12年末	13	14	15	16	17	18	19年11月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース		138	202	276	356	437	480	504	517	拡大方針
バ ラ ン ス シ ー ト 項 目 の 内 訳	長期国債	89	142	202	282	361	419	456	479	+約80兆円をめど 残高維持 残高維持 +約6兆円 +約900億円 -
	CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	
	社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	
	ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	27.9	
	JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.54	
	貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	49	
その他とも資産計		158	224	300	383	476	521	552	579	
バ ラ ン ス シ ー ト 項 目 の 内 訳	銀行券	87	90	93	98	102	107	110	108	
	当座預金	47	107	178	253	330	368	389	405	
その他とも負債・純資産計		158	224	300	383	476	521	552	579	

資料 日本銀行
(注) 19年11月末の長期国債、ETF、JREIT保有額は18年11月末からそれぞれ20兆円、5.0兆円、427億円の増加。

ゾーンを増額、中～超長期ゾーンを減額)しているうえ、10月には長期国債保有残高の増加ペースを年間20兆円(めどは80兆円)まで鈍化させるなど、上記の②、④に対しては慎重な姿勢もみえなくもない。

それゆえ、「次の一手」はマイナス金利の深掘りが有力視されている。しかし、同時に地域金融機関の経営体力の一層の低下につながりかねず、将来的に金融システムを不安定化させかねないといった懸念も根強い。マイナス金利の深掘りを決断する際には、そうした副作用を軽減する施策も含めた対応も議論されると思われる。ちなみに、政府の経済対策の策定に伴い、国債が追加発行される可能性が高まっているが、それに歩調を合わせれば長期国債の買入れ額を多少増やすことも可能であろう。もちろん、その際にはあくまで経済・物価対策であって、財政ファイナンスではないことを丁寧に説明する必要もある。

(3) 内外で高まる財政政策への期待

前述のとおり、欧米での金融政策の正常化の動きは中断されており、目下の景気下振れリスクに対して、まずは金融政策が対応するという事となった。しかし、総じて低金利状態が長期化し、中央銀行のバランスシートも拡大したままという状態で、追加的に金融緩和をしたところで、おのずとその効果は限定的なものとならざるを得ないなど、金融政策の限界が意識されている。そのため、先進国・地域では財政政策への期待感が高まっている。特に、ECB内

からはドイツなど財政余力のある加盟国の財政出動を求める意見も出ている。

国内でも、経済財政諮問会議では財政政策の活用が指摘されている。低金利によって財政コストが抑えられていることから、従来の方針どおり、長期的な生産性向上に効果がある公共投資に加え、短期的な景気変動に効果がある、即効性の高い政策が必要であるほか、さらに、建設国債の使途の縛りを見直し、日本の供給能力を高める投資に向けるべきとの意見も出されている。

(4) 3年ぶりの経済対策を策定した日本

政府は、足元の景気情勢について「輸出を中心に弱さが長引いている」としつつも、「緩やかに回復している」(19年11月の月例経済報告)との基調判断を18年1月から続けている。しかし、多発した台風など自然災害からの復旧・復興、米中摩擦など海外発の下振れリスクへの対応、さらには2020年東京オリンピック・パラリンピック競技大会後の経済活力維持を目的に、19年12月に3年ぶりの経済対策を取りまとめた。事業規模は26.0兆円(うち財政措置13.2兆円)で、前回16年(事業規模28.0兆円、うち財政措置13.5兆円)に迫る大きさとなっている。このうち国・地方の歳出増は9.4兆円(うち国は7.6兆円)で、19年度補正予算案に4.3兆円、予備費に0.1兆円追加、20年度当初予算の臨時・特別の措置に1.8兆円、それぞれ計上する予定だ。また、財政投融资の追加も3.8兆円盛り込まれたが、地域経済の疲弊やマイナス金利政策などでただでさえ経営環境が厳

しい地方金融機関にとっては逆効果である。

なお、20年度予算案については概算要求・要望額が105兆円となっているが、消費税対策として臨時・特別の措置が加わることが既定路線である。また、経済対策を盛り込んだ補正予算とセットで「15か月予算」として一体運用される方針が示されるなど、19年度に続き、20年度も拡張的な財政運営になるとみられる。

3 国内経済の現状と展望

(1) 2019年10月に消費税率引上げ

消費税率10%への引上げは、15年10月、17年4月と2度の先送りと軽減税率の導入を経て、10月1日に予定どおり実施された。消費税率の引上げは家計可処分所得を目減りさせ、景気への下押し圧力が発生するほか、税率引上げ前後の景気変動が大きくなると考えられる。実際、前回14年4月の8%への税率引上げに際しては、同時に年金保険料の引上げ、年金給付額の改定も行われたため、全体で8兆円の国民負担が発生した。また、日銀の「量的・質的金融緩和」が奏功し、予想物価上昇率が徐々に高まるなか、税率引上げ直前には駆け込み需要が大掛かりに発生した。14年1～3月期の民間消費は前期比2.0%と大幅に増加したが、4～6月期には同△4.8%と大きな反動減が発生し、成長促進とデフレ脱却をめざすアベノミクスに冷や水を浴びせた。ちなみに、現在に至るまで民間消費は14年1～3月期の水準を割り込んだままである。

今回の税率10%への引上げ影響については、まだ十分なデータが出そろっていないが、政府が消費平準化を促していたにもかかわらず、消費関連統計からは9月に駆け込み需要が発生し、10月にその反動減が発生したことが確認できる。例えば、商業動態統計・小売業販売額指数は9月が前年比9.2%と2か月連続で上昇した後、10月は同△7.0%と大幅減となった（前月比では9月は7.2%、10月は△14.2%）。引き上げられた税率の違い（前は3ポイント、今回は2ポイントであるうえに、軽減税率も導入）、13年度末と現在とで消費者の物価観に違いがあること、さらに10月に襲来した台風19号の影響もあり、一概に比較はできないが、10月以降の消費が落ち込んでいることは確かである。

(2) 国内景気にともる「赤信号」

さて、国内経済全般に目を転じると、世界経済・貿易の減速により、日本の輸出は減少傾向が続いており、鉱工業生産も17年12月をピークに頭打ち状態が2年近くも続いている。また、財務省「法人企業統計季報」によると、全規模・全産業（除く金融業・保険業）の経常利益は18年4～6月期にピークを付け、その後は頭打ち気味に推移している。代表的なビジネスサーベイである日銀短観からも、大企業製造業の業況判断DI（「良い」－「悪い」、%）は統計開始以来最長となる26期連続での「良い」超であるが、DIの値自体は17年12月調査（26）をピークに低下傾向にあり、直近の19年9月

は5だったほか、中堅・中小企業を含めた製造業全体では△1と、24期ぶりの「悪い」超となっている。

過去の経験から、国内景気の循環的側面においては、輸出・生産など製造業の経済活動が重視されてきたことから、既に景気は後退しているとの見方も一部にみられる。実際、景気動向指数のCI一致指数をみると、鉱工業生産と同様、17年12月に直近ピーク（105.2）を付けた後は趨勢的に低下しており、19年10月は94.8と、アベノミクスが始動した直後の水準まで悪化している（第4図）。これに基づく基調判断は3か月連続での「悪化」であり、既に景気後退が始まっている可能性が示唆されている。

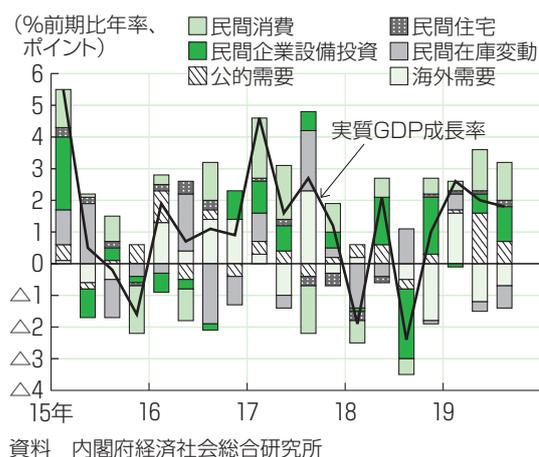
一方、政府・日銀の景気の現状判断は「緩やかな回復、もしくは拡大」であり、かれこれ7年近くにわたって景気拡張期が続いているとの立場を崩していない。この背景には、非製造業で人手不足状態が強いため、製造業の軟調さが全般的な雇用情勢の悪化に波及しにくくなっているほか、省人化・省力化ニーズの高まりによって設備投資も底堅く推移していることがある。なお、消費税引上げを控えた駆け込み需要が発生したこともあり、19年9月の第3次産業活動指数は前月比2.3%と大幅に上昇し、過去最高を更新した。

また、実質GDPをみると、19年7～9月期のGDP成長率は前期比年率1.8%と4四半期連続のプラスで、19年入り後は年率2%

第4図 生産・輸出の動向



第5図 経済成長率と主要項目別寄与度（年率換算）



前後の堅調な伸びを続けた（第5図）。世界経済の減速や貿易の収縮を受けて輸出の減少傾向が続いているほか、民間在庫の取り崩しがみられたものの、消費税引上げを控えて民間消費や民間企業設備投資が堅調だったほか、公的需要も増加したことが背景にある。

しかし、「経済の体温」ともいえる物価をみると、過去1年を通じて上昇率は鈍化傾向にある。18年度半ばに比べて円高や原油安となっており、エネルギーや輸入消費財

に下落圧力があるほか、消費も緩やかな増加ペースにとどまっていることがその背景にあると考えられる。

一方、雇用環境については総じて人手不足の状態が続いており、少子高齢化が進行するなか、女性や高齢者の労働参加率が高まっている。しかし、最近では景気鈍化を受けて求人数が減少に転じ、有効求人倍率が低下しつつあるなど、需給ひっ迫の度合いは緩和気味である。労働投入量（雇用者数と総労働時間の積）も減少気味に推移している。

(3) 景気は2020年度半にかけて一旦持ち直し

繰り返しになるが、既に半導体など一部に需要回復もみられるが、世界経済・貿易の回復時期は20年前半までずれ込み、輸出の減少傾向はしばらく続くと予想される。こうしたなか、民間最終需要も19年度下期に落ち込むことは避けられない。19年7～9月期にみられた消費税率引上げ前の駆け込み需要は、前回14年1～3月期ほどの盛り上がりはみられなかった。反動減は確実に出ているほか、幼児教育無償化の対象外世帯では実質購買力が目減りしており、今後の消費動向に少なからず影響が出ることは避けられない。そうなった場合、省人化・省力化ニーズが主導する非製造業の設備投資も調整は不可避と思われる。

当総研では19年度の経済成長率を1.0%と予測している（第3表）。年度上期のGDPは18年度を1.2%上回ったものの、下期は一転、公的部門を除いて不振に陥り、2四半期連続でマイナス成長となるとみられる。

しかし、20年入り後には新興国が主導する形で世界経済の持ち直しが始まり、輸出

第3表 日本経済見通し

	単位	18年度 (実績)	19 (実績見込)	20 (予測)
名目GDP	%	0.1	1.6	0.5
実質GDP	%	0.3	1.0	0.2
民間需要	%	0.2	1.0	0.4
民間最終消費支出	%	0.1	0.9	0.5
民間住宅	%	△4.9	1.6	△2.3
民間企業設備	%	1.7	1.5	0.4
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.0	△0.0	0.0
公的需要	%	0.8	2.6	1.3
政府最終消費支出	%	0.9	2.5	1.4
公的固定資本形成	%	0.6	3.3	1.0
輸出	%	1.6	△2.0	0.7
輸入	%	2.2	0.0	2.9
国内需要寄与度	ポイント	0.4	1.5	0.7
民間需要寄与度	ポイント	0.2	0.8	0.3
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.7	0.3
海外需要寄与度	ポイント	△0.1	△0.4	△0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	△0.2	0.6	0.4
国内企業物価(前年比)	%	2.2	△0.0	1.0
全国消費者物価(//) (消費税率を除く) (消費税率・教育無償化政策の影響を除く)	%	0.8	0.6 (0.2)	0.5 (0.1)
完全失業率	%	2.4	2.4	2.5
鉱工業生産(前年比)	%	0.2	△2.5	△0.7
経常収支	兆円	19.1	19.8	20.0
名目GDP比率	%	3.5	3.5	3.6
為替レート	円/ドル	110.9	108.3	106.1
無担保コールレート(O/N)	%	△0.05	△0.10	△0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	△0.10	△0.03
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	64.6	62.5

資料 内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
 (注) 1 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
 2 無担保コールレートは年度末の水準。
 3 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

が徐々に底入れするほか、消費税対策の6月終了を控えた駆け込み需要の発生も想定される。また、7～9月にかけては五輪・パラリンピックの開催などもあり、年度半ばにかけて景気の持ち直しが進むだろう。ただし、大きなイベントが終了する年度下期には回復は一服、景気の先行き不透明感が再び高まると予想する。以上を踏まえ、20年度は0.2%の低成長を見込んでいる。

(4) 鈍い物価上昇圧力

過去1年にわたり、物価上昇率は鈍化を続けてきた。消費税率が引き上げられた19年10月分の消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合」は前年比0.4%と、9月（同0.3%）から上昇率を高めたが、その幅は僅か0.1ポイントにとどまった（第6図）。消費税率の引上げそのものは物価全体に対して0.77ポイントの押し上げ効果があった半面、同時に開始された幼児教育無償化政策は物価全体を0.55ポイント押し下げ

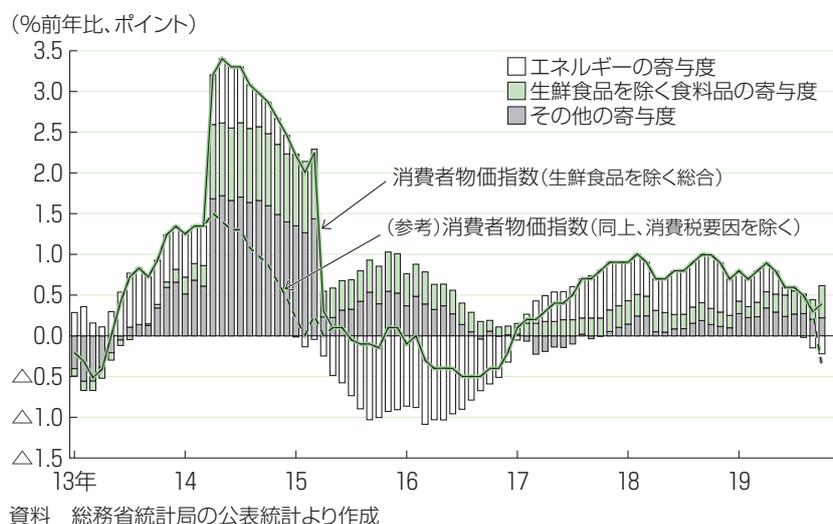
た。さらに、前年に比べて円高や資源安となっていたことで輸入品やエネルギー関連で下落傾向を強めていることも物価上昇率が高まらない理由の一つに挙げられるが、そもそも物価を押し上げるほどの勢いが消費に備わっていないことが主因といえる。

20年度にはエネルギーの下押し圧力は弱まるが、4月からは高等教育の無償化政策（低所得世帯向け）が始まるなど、新たな下押し圧力が加わる予定であり、消費者物価は低調な状態が続くだろう。

(5) 長短金利は一時的に低下する場面も

日銀はフォワード・ガイダンスに示すとおり、物価安定目標に向けての「物価の基調」が損なわれる恐れに必要な期間に限り、長短金利水準が低下することを容認する方針であるが、長期金利は、仮に現在△0.1%の短期政策金利が引き下げられた場合、操作目標（10年債利回り：0%〔目標〕±0.2%〔許容幅〕）の下限を再度割り込む可能

第6図 最近の消費者物価上昇率の推移



性もあるだろう。ただし、長期金利の過度に低下した状態は好ましくないと考えているとみられることから、国債買入れオペ額を調整し、△0.2%を割り込まない水準に誘導する動きが強まるだろう。

おわりに

—「税率10%」後の消費税の行方—

3度目の正直となった消費税率10%への引上げであったが、安倍首相は税率のさらなる引上げは当面必要ないと考えを示している。しかし、政府税制調査会や財政制度等審議会などでは税率10%はゴールではないと、さらなる引上げを模索している。また、IMFは消費税率を30年までに15%、50年までに20%へ、それぞれ段階的に引き上げる必要があるとしているほか、OECDも消費税率を20~26%に引き上げる必要性を指摘している。

既に長期債務残高（対GDP比率）は14年度に1,000兆円を超え、19年度末には200%近くまで拡大する見込みである。また、普通国債の発行残高は897兆円（当初予算ベース）にのぼる。財務省「日本の財政関係資料」によれば、普通国債残高は過去30年で725兆円増加したが、その内訳として歳出増によるものが438兆円分、税収減によるものが128兆円分と試算されている。特に、歳出増のうち社会保障関係費の寄与は315兆円で、国債残高増加分の4割以上が説明できることになる。

14年4月、19年10月の2度にわたる消費

税率の引上げは12年の民自公の3党合意に基づく社会保障・税一体改革で決められていたものであるが、当初、消費税の増収分（5%の税率引上げで14兆円の増収見込み）のうち7.3兆円は「後代への負担のつけ回しの軽減」として債務圧縮に充てられる予定であった。しかし、17年の総選挙で、与党は債務返済に回す分の一部（1.7兆円）を子育て支援、教育無償化などに用途変更することを公約に掲げ、実際にそれが政策として具体化されたことで財政健全化目標の修正を余儀なくされている。

一方、社会保障給付費と保険料収入の乖離は大きく、年々それが拡大してきた（国立社会保障・人口問題研究所「社会保障費用統計」より）。19年度については、給付費が123.7兆円、保険料は71.5兆円であり、その差額分を国が34.1兆円、地方が14.7兆円、それぞれ負担している。22年以降には団塊世代が後期高齢者入りし、医療費・介護費が増加傾向を強めるとみられるほか、40年には団塊ジュニア世代（第2次ベビーブーム世代）が65歳以上になり、現役世代が一段と減少するなど、保険料収入が伸び悩むことが懸念されている。ただでさえ自然増が見込まれる社会保障給付費の財源を今後どう確保していくのか、消費税に全く手を付けられないとすれば、かなりの難題となる。

社会保障制度は「右上がり」が当たり前だった時代に設計されたものを経済・社会の変化に合わせて修正してきたが、十分に対応しきれず、常に国民から不安感を抱かれている。一方、「高齢者は弱者」と

の固定観念が残っているためか、高齢者世代に配慮した政策が選好されやすく、次世代へのつけ回しは今なお続いている。しかし、こうした風潮（いわゆる「シルバー民主主義」）に政治家は加担すべきではない。国会は自民一強の状態が続いており、近い将来の政権交代が起きる可能性は小さいと思

われるが、社会保障制度とその財源問題については、有権者から一定の支持を受ける政党間で普段から十分な議論を行い、価値観を共有する努力も必要であろう。

（19年12月10日脱稿）

（みなみ たけし）

