

# 下振れリスクの高まる 2019年の日本経済

～不況は避けられるのか～

BNPパリバ証券株式会社  
経済調査本部長・チーフエコノミスト

このりゅうたろう  
河野 龍太郎



米国経済が好調なことや円安傾向が続いていることもあって、世界経済が順調に拡大を続けていると考える人も少なくない。しかし、実際のところは、トランプ減税の効果で米国経済だけが堅調なのであって、2018年の年明け以降、欧州も中国も成長ペースは鈍化している(図1)。

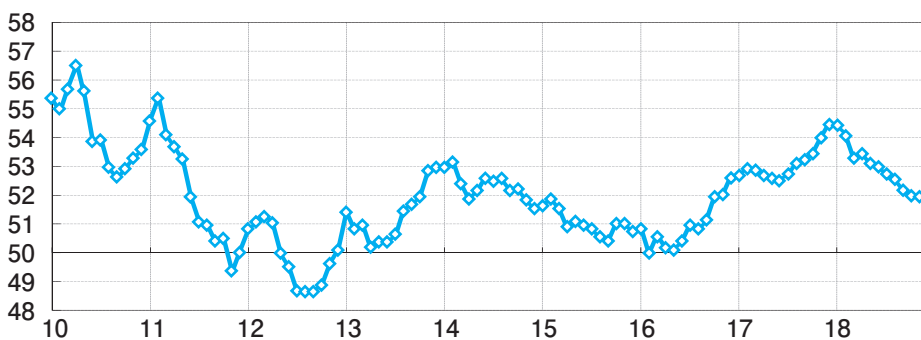
そうした海外経済の成長減速もあって、日本の実質輸出と生産は、2018年の前半から横ばい傾向にある。輸出の拡大が滞っても、日本経済がなお緩やかな拡大傾向にあるのは、好調な企業収益を背景に設備投資が拡大を続けているためだが、果たして2019年も景気拡大は持続するのか。

## 既に世界経済は減速局面

先に世界経済について、簡単に触れておく。2018年に入って、米国を除く多くの国で景気がペースダウンしている理由は幾つかある。

まず、景気拡大の長期化で、資源価格が上昇するなど、多くの資源輸入国で交易条件悪化の影響が現れている。また、米国を中心に市場金利が上昇してきたことも、総需要を抑制し始めている。ドル金利の上昇は、資金流出に直面する新興国経済の下押し圧力ともなっている(図2)。これらのこ

図1 グローバル製造業PMI※ (季節調整値)

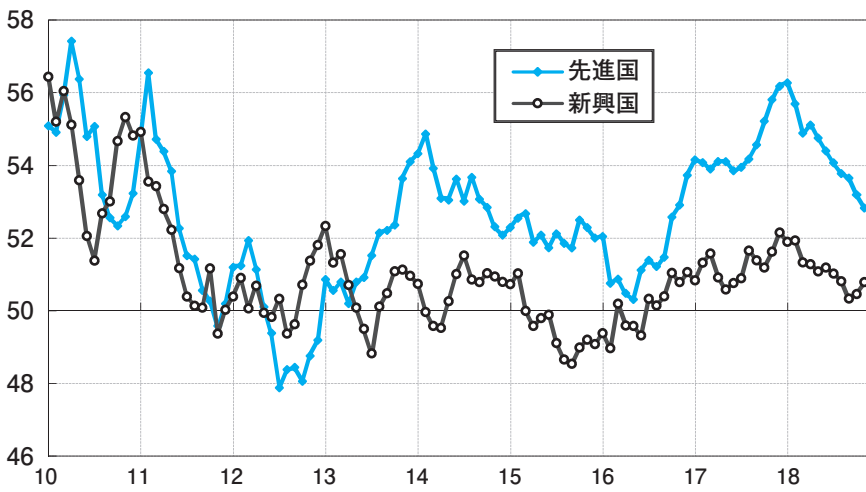


(出所) Markit、Macrobondより、BNPパリバ証券作成

※PMI (Purchasing Managers Index、購買担当者指数)  
各業種の購買担当者に対して生産高や受注状況、雇用などのアンケートを行い、数値化したもの。50であれば業況は変わらず、50未満ならば悪化、50より大きければ改善していると判断する。景気動向の先行指数の1つで、鉱工業生産指数やGDPなどの指標と連動して推移することから、投資家の間では重要な経済指標として注目されている。

とは、2009年6月に始まったグローバル経済の拡大が10年目を迎え、かなり成熟してきたことの現れとも言える。また、多少の金利上昇で総需要の拡大がペースダウンしているのは、自然利子率(総需要を潜在GDPに一致させる金利水準)が依然低いままであることを示唆しているのかもしれない。

図2 先進国と新興国の製造業PMI（季節調整値）



（出所）Markit、Macrobondより、BNPパリバ証券作成

もう一つ、2018年に入って世界経済の拡大がペースダウンしてきた理由がある。それは、2017年秋以降、中国がその宿痾である過剰ストックや過剰債務、バブル問題の解決を図るべく、構造改革（緊縮政策）を強化したことである。

米中貿易戦争が始まった直後の2018年3月頃から中国経済が減速していたのは、貿易戦争の影響ではなく構造改革の影響

である。経済規模の大きくなった中国が緊縮策を進めたため、多くの国に影響が波及した。米中貿易戦争の開始以降、緊縮政策が緩められているが、その一方、足元では米中貿易戦争の悪影響が中国経済に広がり始めている。9月までは関税引き上げ前の駆け込み輸出が見られたが、貿易戦争を巡る不確実性の高まりから、内外の企業が中国での設備投資に慎重になっている。

米中貿易戦争には、2020年の再選を目指すトランプ大統領がアンチ・グローバルイゼーションの旗を振っていること以外にも理由がある。それは、国家資本主義のまま急膨張を続ける中国を封じ込めるというワシントン・コンセンサスの存在である。

ついに米中で新冷戦が始まったのであり、仮に2020年の大統領選挙で自由貿易を重んじる新大統領が誕生する場合でも、米中貿易戦争は継続すると見られる。1990年代に始まった第二次グローバルイゼーションで最も恩恵を受けた中国経済に、今度は強い逆風が吹きつける。当面、中国経済は減速が続きと予想される。

反対に、米国経済が2018年に入って成長ペースを加速させているのは、トランプ減税の効果である。その結果、市場金利が上昇し、住宅販売や自動車販売が減少し

始めているが、現段階では、減税効果に加えて株高や不動産高による資産効果も総需を高め上げしている。低金利局面で、国外に流出していた資金が米国内に還流していることも、新興国の犠牲はあるが、米国の市場金利の急騰を抑え、景気拡大の長期化に役立っている。

ただ、それが何時までも続く訳ではない。まず、このまま景気拡大が続けば、景気過熱で市場金利が上昇し、資産市場のブームを終焉させる。金融的不均衡の蓄積を恐れるFRBは、インフレが落ち着いていても利上げを続けるスタンスを崩していない。

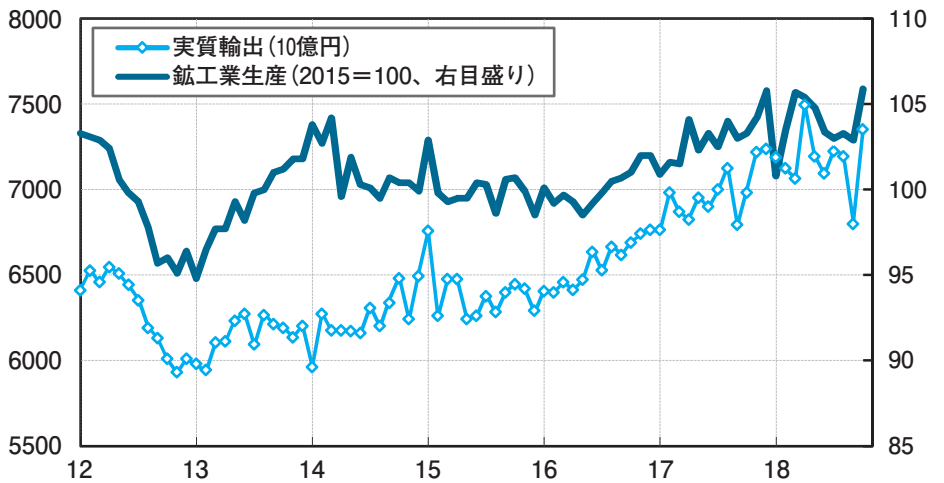
また、2019年の年明け以降は、減税の効果が徐々に剥落してくる。2019年後半には、効果は完全に剥落する。各国同様、米国経済も成熟局面にあり、減税の効果や資産効果が剥落すれば、景気減速は避けられない。

### 輸出回復が滞っても景気拡大を続ける理由

さて日本経済。前述した通り、海外経済の拡大ペースが鈍化していることもあって、日本の輸出と生産は2018年の年明け以降、横這い傾向にある（次頁図3）。

経済が好調なはずの米国向け輸出も、米

図3 実質輸出と鉱工業生産（季節調整値）



(出所) 財務省、日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

国自動車販売が金利上昇の影響で減少していることもあって、横這い傾向にある。欧州向け輸出は、船舶輸出が大きく落ち込んだということもあるが、欧州経済の成長ペースが滞っているため、減少している。最も景気が減速している中国向け輸出は、今のところは横這いである。中国国内で固定資産投資は落ち込んでいるが、米国からの経

済制裁を受け、中国国内でサプライチェーンを完結しようとする目論みでいるのか、日本からの資本財の購入が増えている。とは言え、固定資産投資そのものが大きく減速しているため、日本からの一般機械の輸出の拡大も長続きはしないと見られる。

輸出をセクター別に見ると、自動車は軟調で、一般機械が横這い、電機は相対的に好調である。ただ、生産サイドから見ると、電機輸出の一部に対応する電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは、ITデジタル・サイクルが下降局面に入ってきた可能性を示唆している。また、鉱工業全体でも、輸出の拡大が止まってきたことから、出荷・在庫バランスが軟化しているように見える。

2018年7-9月の日本経済は、大型台風や北海道胆振東部地震もたらした供給制約によって、財・サービスの生産が抑制され、落ち込んだ。2018年10-12月には、そのリバウンドも考えられるが、米中貿易戦争の影響も徐々に現れてくるため、第3、第4四半期を均してみると、成長ペースは鈍化が見込まれる。

一般に、輸出の回復が滞ってくれば、景気拡大にブレーキがかかった感覚が広がるのだが、近年、それが回避されている。理

由の一つは、実質輸出が横ばいでも、円安傾向が続いていることである。これが企業業績を下支えしているが、米経済の見通しが悪くなれば、FRBの金融政策の方向性が変わり、円安は続かなくなる。

もう一つの理由は、近年、国内の設備投資が好調を続けていることである。問題は、グローバル経済に陰りが出てきた中で、先行きの業績懸念が広がれば、企業は設備投資を先送りする可能性があることだろう。ただ、今回の景気拡大局面で大きく増えているのは建設投資で、必ずしもグローバル経済にリンクしている訳ではないという楽観的な見方もあるが、どうだろう。

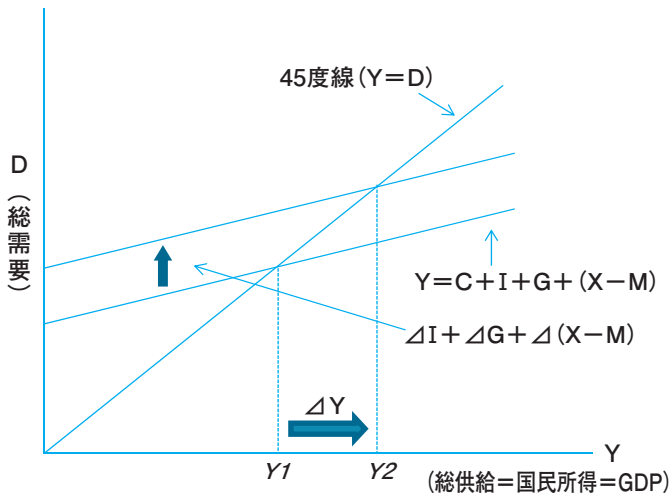
### 2019年の日本経済は設備投資次第

ここで日本の景気循環のメカニズムをシンプルにケインジアン・クロス(45度分析)で考える(※)。

長く個人消費の堅調な回復は観測されていないが、民間貯蓄を、①公的需要(財政赤字)、②外需(純輸出)、③設備投資のいずれかの手段でスムーズに吸収出来た時、景気回復が可能となる。

不況からの立ち上がりは、拡張財政で財政赤字が拡大することによって、民間貯蓄が吸収される。また、世界経済が回復する





※国民所得 (Y) = 消費 (C) + 投資 (I) + 政府支出 (G) + 純輸出 (X - M)  
(純輸出 = 輸出 (X) - 輸入 (M))

と、外需（純輸出）で民間貯蓄が吸収される。外需主導の回復が続くと、業績の回復した企業が設備投資を増やすため、民間貯蓄が吸収され、景気拡大が加速する。

逆に、景気後退に陥るのは、急激な財政健全化によって公的需要が落ち込み、民間貯蓄が吸収できなくなるケース。或いは、

(※) ケインジアン・クロスとは、ケインズが唱えた「総需要が総供給および国民所得を決定する」という「有効需要の原理」に基づき45度線を用いて一国の経済を分析したもので、民間貯蓄が投資、政府支出（財政赤字）、純輸出に回り増加すれば、国民所得も増加するプロセスを単純化したモデルである。

世界経済が悪化し、外需によって民間貯蓄が吸収できなくなるケースであり、それらは設備投資の悪化を招くため、民間貯蓄を益々吸収できなくなり、景気はさらに悪化する。

ケインジアン・クロスを使って、2019年以降の日本経済を展望すると、消費増税が実施されるため、対策は打たれるものの、個人消費が堅調に拡大するというのは、まず期待できない。ただ、ネット増税が2兆円であること、それに対して2兆円規模の消費増税対策が打たれること、さらに災害対策など3兆円の公共投資を中心とする国土強靱化政策などの追加財政が取りまとめられるとすると、公的需要（財政赤字）は概ねニュートラルとなる（毎年、経済対策が繰り返されるため、追加財政を打たなければ「財政の崖（緊縮財政による経済の急激な落込み）」を迎えるが、今のところ避けられる見通しである）。

外需は、前述した通り、現段階で既に拡大が止まっており、2019年以降は、むしろ一段の減速が予想される。公的需要（財政赤字）が横這い、外需（純輸出）が減少だとすると、もし設備投資が増えなければ、民間貯蓄を十分吸収できなくなり、貯蓄投資バランスが崩れ、日本経済は後退局面に

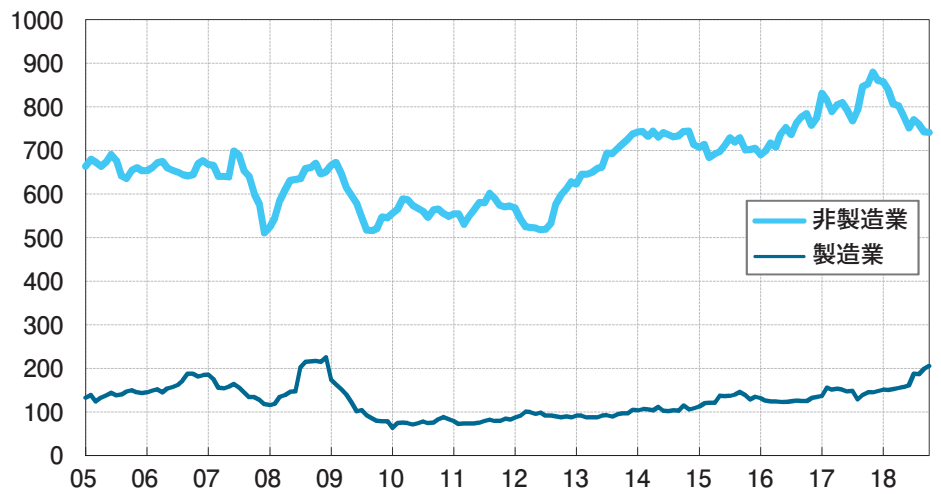
陥る。

楽観的な人は、オリンピック関連だけでなく、インバウンド関連、不動産関連などの建設投資の増加が続くため、民間貯蓄の吸収が可能で、2019年も景気後退局面は避けられると考えるかもしれない。実際、ここ数年、設備投資が堅調に推移してきたのは、非製造業部門の建設投資が拡大を続けたためであった。しかし、急増が続いた結果、非製造業の建築着工は、既にピークアウトしている。一方、ここに来て増えているのは、業績好調を受けた製造業の設備投資である。景気拡大が長期化したことで、企業の間で楽観が広がっているのか、日銀短観で示される通り、大企業・製造業の2018年度の設備投資計画は高い伸びを示している。建築着工でも製造業が増えており、工場建設の増加がうかがわれる（次頁図4）。

ただ、海外経済は変調を来しつつあり、製造業は計画通り、設備投資を進めるのだろうか。2018年度については、軌道修正できず、一部は設備投資を計画通り、実行するのかもしれない。しかし、海外経済の悪化が明確になれば、過剰ストックの積み上がり懸念されるようになり、設備投資に急ブレーキがかかる可能性がある。も

もちろん、一部には、ロボティクスなどデジタル革命を受けた国内の無人工場の増設もあるだろう。第三次グローバルゼーションでは、新興国から先進国への生産拠点の再シフトという新しい動きが加速する。ただ、2018年度の設備投資計画は、春先までの世界経済が絶好調な下で作られたバラ色の計画ではないのか。2019年は、設備

図4 建築着工 (季節調整値、10億円、6ヶ月移動平均)



(出所) 国土交通省資料より、BNPパリバ証券作成

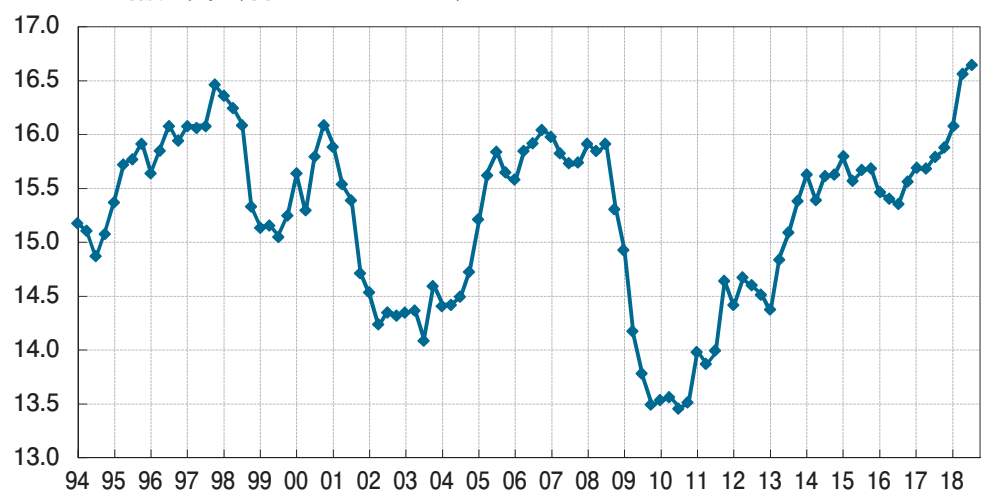
投資で民間貯蓄を吸収することが難しくなり、日本経済は景気後退を避けられないと考える。ひとつプラスの材料となり得るのは、昨年10月から始まった原油価格の下落だが、WTI (米原油先物価格) で1バレル50ドル程度に留まるのなら、景気下支えの効果も限定的であろう。

### 設備ストック調整が始まるリスク

実は、経済全体で見ると、既に現段階で、過大な設備投資が行われているとも言える。まず、設備投資比率 (名目設備投資÷名目GDP) を見ると、過去4度の景気循環に於けるピークに既に達している (図5)。生み出した付加価値の内、投資に回す比率が過去の景気循環のピークにあるというのは、バランスを欠いた、過大な投資が行われ始めた証拠ではないのか。

資本ストック循環を見ると、仮に資本係数が横這いのままだとすると、現在の設備投資や資本ストックの伸びは、1・5%の期待成長率に対応したものとなっている (図6)。筆者の推計するトレンド成長率の0・9%の2倍弱であり、持続可能とは言えない。資本係数の変化率が過去10年のトレンドで推移すると仮定すれば、現在の設備投資は2%もの高い期待成長率に対応し

図5 設備投資 (名目GDP比、%)

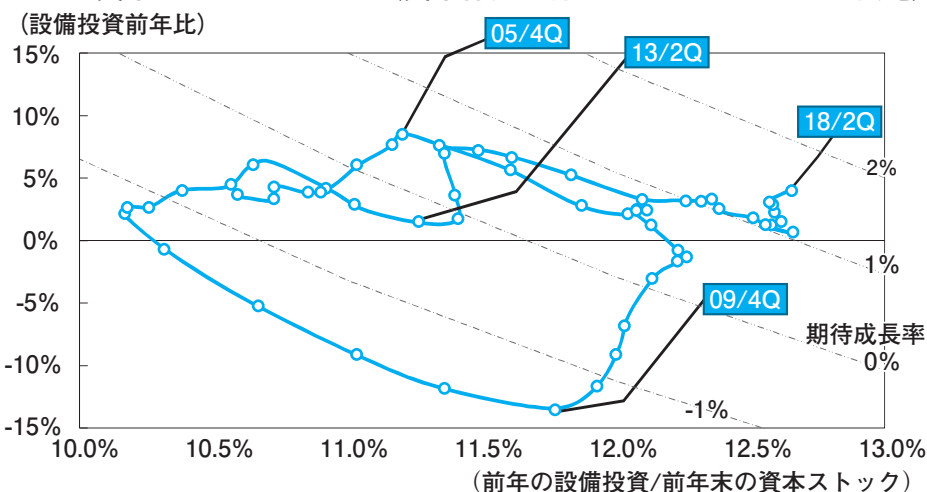


(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

性が高い。2012年の景気後退が軽微だったことを考えると、2009年から始まった長期の設備投資の拡大サイクルの調整が訪れるということなのだろう。

単なるITサイクルの調整や製造業サイクルの調整だけでなく、設備ストック調整が訪れるのなら、軽微な調整で終わらないのかもしれない。増えた設備投資の中には、

図6 資本ストックサイクル (資本係数の伸びのトレンドをゼロと仮定)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

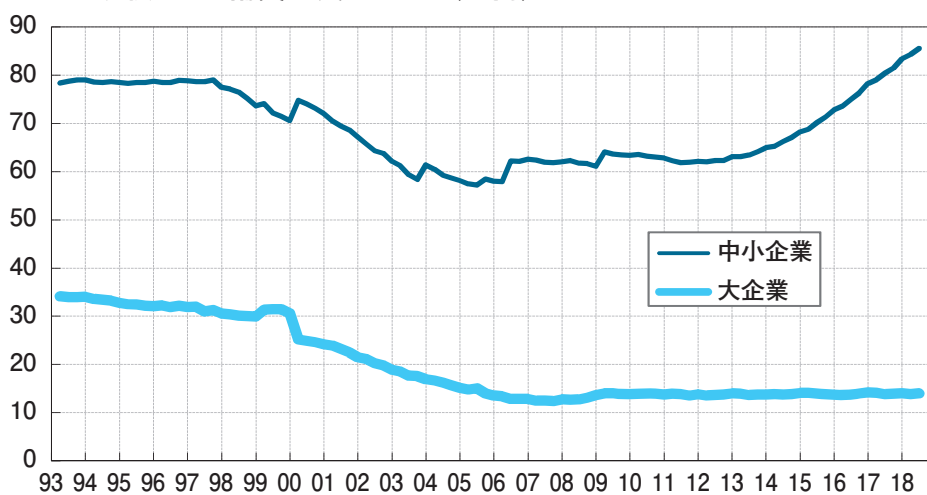
日銀の極端な金融緩和でファイナンスされた収益性の低いものも少なからず含まれている。不良債権化する融資も増えてくるのだろう (図7)。

もちろん、大幅な人手不足に対応して、日本の企業部門が資本集約化を進めているから、投資比率や資本ストックの伸びが高まっている、という解釈も可能かもしれない。人手不足を補うためのロボティクスやAIの装備がそれを後押ししているという主張も説得力があるだろう。第三次グローバルイノベーションのフェーズに入りつつあることも、そうした動きを後押しする。

とは言え、構造変化もあって、今回は違うとよく主張されるが、今回だけは違ったことがあっただろうか。仮に幸運が続いて、2019年は設備投資の拡大が続くとしても、それは、より大きな調整が2020年に訪れることを意味するのではないか。現段階では、2019年の半ばからの下降局面を想定しているが、前述したように、今後の統計次第では、ピークを既に過ぎ2018年後半から下降局面に入っていたというところもあり得る。

さて、景気の落ち込み具合は、政府の追加財政の規模に依存する。ケインジアン・クロスでの分析に不満なところは、経済対

図7 規模別 設備資金貸し出し (兆円)



(出所) 日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

策の規模が大きければ大きいほど、景気の落ち込みが避けられるという論理展開になるところである。確かに目先はそうなのだが、追加財政の効果の本質は、赤字国債の発行を通じた将来所得の先食いなのであって、将来、返済を逃れることができないことを肝に銘じておかなければならない。付加価値が新たに生み出される訳ではない。



無理に規模を追求すれば、返済で首が回らなくなり、必要な時に必要な政策が打てなくなる。

## 金融政策の見通しについて

最後に金融政策について論じる。米国経済が足踏みを始めれば、中央銀行であるFRBの利上げも止まるため、為替レートは、これまでのドル高からドル安に向かい、金利面での対抗措置を持たない日本銀行にとっては、苦しい局面が訪れる。黒田緩和が円安誘導に効果を持っていたのは、基本的にFRBが引き締め局面にあったためである。以下、メインシナリオと3つのリスクシナリオを考える。

### ◇メインシナリオ（生起確率60%）…次回 は金融緩和

世界経済の不確実性は徐々に増しており、今回の景気拡大局面では、結局、日銀は一度も政策金利の引き上げには踏み切れないと予想する。景気拡大局面でアクセルを踏み続けたにも関わらず、インフレ醸成はままならず、銀行業への悪影響が広がったことが明らかになることで、さすがに次の景気拡大局面では、さらなるリフレ政策を行うべきといった見方は台頭しないと

思われる。それが、大きな社会実験を通じた、我々の教訓ということになるのだろう。

問題は、その前に訪れる不況に際して、日銀には限られた政策オプションしか残されていないことである。

マイナス金利政策の深掘りや長期金利の誘導目標の引き下げは、預金での資金調達の多い日本の銀行業の経営にさらに悪影響をもたらすため、難しい。日銀に可能なのは、ETFなどリスク資産の買い入れ増額を通じたリスクプレミアム引き下げに留まる。実際、2016年7月にETFの6兆円への買い入れ倍増に踏み切ったのも、マイナス金利政策の深掘りが、むしろ銀行株の価格下落をもたらし、リスクプレミアムを上昇させる恐れがあったためである。マイナス金利での金融機関への資金供給に日銀が踏み出す可能性なども否定はできないが、次回不況時のマクロ安定化政策の主力は、追加財政となり、金融政策の役割は、YCC（イールドカーブコントロール）を通じた、追加財政がもたらす金利上昇圧力の吸収という消極的なものとなる。或いは、欧州中央銀行（ECB）のように、日本銀行が金融機関に対し、マイナス金利での資金供給を開始した上で、マイナス金利の深掘りを行うだろうか。

### ◇リスクシナリオ1（生起確率20%）…

2020年3-4月にマイナス金利撤廃

国内の設備投資の余熱が続き、景気拡大が2020年に入っても継続する場合、消費税の悪影響の解消が確認される2020年3-4月頃に、日銀は政策の微調整を行う可能性がある。

その際、新型コロナインフレ（生鮮食品、エネルギーを除いた消費者物価上昇率）が現状のようにゼロ近傍であっても、景気拡大が続いていれば、政策は微修正される。インフレが1%に届いていなければ、2018年7月末と同様、現状の超金融緩和の継続を表明するが、その際、金融機関への悪影響を少しでも緩和するため、一度限りの措置として異例のマイナス金利の撤廃を宣言する。

ただ、2016年9月のYCC導入、2018年7月末のフォワードガイダンス

（※）の導入と同様、出口の開始ではなくあくまで金融緩和の強化であることを、フォワードガイダンスの延長などにより強調する。この時、日銀はマイナス金利政策

（※）中央銀行が将来の金融政策の方向性を説明する指針をフォワードガイダンスといい、「市場との対話」を通じて金融政策の効果の浸透を図ることを目的としている。

を撤廃するだけでなく、10年金利の誘導目標をゼロから0・1%に引き上げる可能性がある。ただ、新型コアなどのインフレ率がゼロ近傍に留まる場合、シンボリックなマイナス金利政策の撤廃はボード内の過半の賛成を得られず、難しいかもしれない。

このため、例えば、現在5兆円程度まで減らしているマイナス金利の適用残高を、例えば1兆円程度まで減らし、事実上のマイナス金利政策の撤廃とする可能性もある。その際、10年金利も誘導目標の引き上げではなく、レンジ幅の拡大（プラスマイナス20BPからプラスマイナス30BPへ）とする可能性がある（注・1BP＝ベーシスポイントは0・01%）。

#### ◇リスクシナリオ2（生起確率15%）…

2019年前半にマイナス金利の事実上の撤廃  
銀行経営への悪影響を考慮し、景気拡大の続く2019年前半中にも、マイナス金利政策の事実上の撤廃と10年金利のレンジの拡大を行う。

本来、消費増税にリンクしたフォワードガイダンスを2018年7月末に打ち出しているため、早期の利上げは難しい。実際、黒田総裁は、昨年11月5日の講演において、ESP調査（民間エコノミストによる経済

見通し）の結果を取り上げ、昨年7月会合以降、2019年末まで長期金利操作目標の現状維持を見込むエコノミストが増加しているチャートを示しつつ、「フォワードガイダンスの導入を通じて、私どもの考え方は市場に明確に伝わっていると考えています」と述べ、当面の政策変更はないという市場の見方を是認している。

ただ、黒田総裁は、この講演において「かつてのように、デフレ克服のため、大規模な政策を思い切って実施することが最適な政策運営と判断された経済・物価情勢ではなくなっています」とも述べ、副作用にもこれまで以上に目配りする姿勢を示している。2019年度以降の景気については、貿易競争の悪影響や設備ストック循環という観点から、日銀内でも懸念が強まり始めていると見られ、金融引き締め方向の政策調整は容易ではないが、一度、不況に入ってしまったえば、銀行経営をサポートするための施策は至難となる。このため、不況に陥る前に、マイナス金利を適用する政策金利残高を1兆円程度まで引き下げ、事実上のマイナス金利政策の撤廃に踏み切る可能性がある。この場合、同時に、10年金利のレンジをプラスマイナス30BPまで拡大するかもしれない。

#### ◇リスクシナリオ3（生起確率5%）…

大幅円安阻止のため、事実上のマイナス金利撤廃  
大幅な円安進展で、内外から政治的反発が広がり、2019年前半中にも事実上のゼロ金利政策の撤廃と10年金利の誘導レンジの拡大を行う。

メインシナリオではないが、仮に1ドル＝120円を超える大幅円安が進む場合、まずホワイトハウスから反発が強まり、日米通商協議で日本は防戦を迫られるが、それだけに留まらない。国内では、輸入物価の上昇で、食品やエネルギーの価格が上昇し、実質購買力が悪化する高齢者世帯から強い反発が広がる。4月の統一地方選、7月の参議院選挙を前に、円安をもたらす日銀の超金融緩和への政治的反発が国内でも広がる可能性がある。

為替対応で金融政策の操作目標を変更する訳にはいかないが、超金融緩和の副作用の緩和として、リスクシナリオ2で論じたように、マイナス金利の適用残高を1兆円程度まで引き下げ、事実上のマイナス金利政策の撤廃を市場向けに発信すると同時に、長期金利の誘導レンジもプラスマイナス30BPに拡大する可能性がある。