

# 2019年の国内経済金融の展望

— 迫り来る景気後退の足音 —

主席研究員 南 武志

## 〔要 旨〕

金融危機からの持ち直しが一巡した後、世界経済はスロートレードに陥っていたが、2016年半ばから貿易量が拡大し始め、世界全体の成長率も加速に転じた。こうした状況下、米国の通商政策は保護主義色を強めており、過去70年近くにわたって世界経済の発展を促進してきた自由貿易体制が揺らいでいる。特に米国が脅威と見なす中国とは互いに高率関税を課し合うなど、貿易摩擦が激化している。なお、最近では世界貿易が再び減速しつつあるが、世界中が固唾を飲んで米中摩擦の行方を見守っている。

国内景気は18年入り後、総じて頭打ち気味の推移が続いている。雇用環境の良好さは維持されており、家計所得の改善も進んでいるが、景気全体をけん引するほどの力強さはまだ備わっていない。19年の国内景気を見通すと、輸出の伸び悩みが継続すると見られるほか、人手不足の強まりやそれに伴うコスト増などにより、ソフトランディングの動きが強まるだろう。ただし、19年10月の消費税率10%への引上げを前にした駆け込み需要の発生により、年度上期は底堅さが維持できると見られる。しかし、年度下期は増税後の反動減も加わり、調整色が強まるなど、景気は悪化することになるだろう。

日本銀行は18年7月に「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」として、現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を柔軟に運営できる措置を講じ、イールドカーブが上方シフトする場面もあった。しかし、来るべき景気悪化を前に、日銀は現行政策を粘り強く継続することになりそうだ。

## 目 次

### はじめに

#### — 保護主義の台頭 —

#### 1 世界経済の動向

- (1) 原油の協調減産体制を継続
- (2) 減速し始めた世界経済・貿易

#### 2 日米で相反した金融政策の方向性

- (1) 米国で進んだ金融政策の正常化
- (2) 緩和マネーの還流と新興国リスク
- (3) 金融緩和の持続性を高める方向に動いた日本銀行

#### 3 国内経済の現状と展望

- (1) 国内景気に変調の兆し
- (2) 手厚い消費税対策で予算規模は膨張
- (3) 国内経済は19年度下期にかけて悪化
- (4) 物価上昇圧力は鈍いまま
- (5) 長短金利目標は当面動かせず

おわりに

— 米中摩擦は長期化の様相 —

## はじめに ——保護主義の台頭——

2018年もまた、17年に続き、米国トランプ大統領の一挙一動に世界が振り回された1年であった。17年を通して国際的な非難を浴びるなかでかたくなに核・ミサイル開発を進めてきた北朝鮮と非難の応酬を繰り返したが、18年に入ると平昌冬季五輪の開催を機に高まった南北融和ムードを背景に、6月には金正恩・朝鮮労働党委員長と初の首脳会談を実現し、東アジア地域の緊張緩和に一役買うという出来事もあった。

その半面、米国の保護主義的な通商政策を巡って多くの主要国が反発するなど、自由貿易を志向してきた世界貿易体制が揺らいでいる。トランプ大統領は11月の中間選挙を意識してか、18年入り後に保護主義色の濃い通商政策に傾斜をかけ始めた。3月には国家安全保障を根拠に鉄鋼・アルミニウムへの追加関税を発表、さらに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3度にわたって中国製品への追加関税を課した（11月30日時点で、産業機械、電子部品、半導体、化学製品など500億ドル相当に25%、食料品、家電など2,000億ドル相当に10%の追加関税がそれぞれ付加された）。これに対して中国サイドも大豆、化学製品、自動車など500億ドルの米国製品に対して25%の追加関税を課すといった対抗措置を講じ、貿易摩擦の激化が懸念された。こうしたなか、12月初め

に開催された米中首脳会談では、前述した2,000億ドルの中国製品に対する10%の追加関税をさらに25%に引き上げる措置を90日間猶予することとなったが、この期間中に技術の強制移転、知財保護、サイバー攻撃などに関する協議を行い、一定の結論を得ることが追加措置回避の条件とされている。

また、同じく対米貿易黒字が続く日本にも矛先が向いており、17年に設置された日米経済対話を通じて、貿易・投資ルール、経済・構造政策、分野別協力の3分野に関する意見交換を幾度か行ってきた。しかし、トランプ大統領は輸入自動車・自動車部品に対する追加関税の検討を指示するなど、日本経済・産業に無視できない影響が及ぶリスクが高まった。それを受けて18年9月に開催した日米首脳会談では「日米物品貿易協定（TAG）」の交渉を開始することに合意し、その期間中の自動車関税の引上げは見送られることとなった。しかし、このTAGについては、これまで拒絶してきた日米自由貿易協定（FTA）に相当するものであるとの指摘も少なくない。

さて、国内に目を転じると、12年12月の第2次安倍政権の発足とほぼ同時に底入れした今回の景気は、18年12月で戦後最長の拡張期間である「73か月」に並んだとされている。この息の長い好景気は成長志向の経済政策であるアベノミクスが促したと評価することができる。安倍首相の自由民主党総裁としての任期が3年延長されたことで、このアベノミクスも今後3年間は継続される公算となった。そうしたなか、安倍

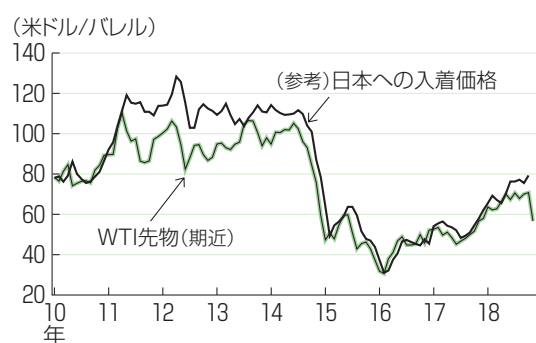
首相は働き方改革を通じた生産性向上に加え、社会保障制度を全世代型へ改革することに意欲を見せている。

## 1 世界経済の動向

### (1) 原油の協調減産体制を継続

「シェールガス革命」や世界経済の減速を受けて、原油価格は14年夏をピークに暴落、産油国経済の疲弊を招いたことから、石油輸出国機構（OPEC）とOPEC非加盟の主要10産油国は、17年1月以降、日量180万バレル（世界全体の産油量の2%程度）の協調減産を継続してきた。当初は減産に懐疑的な見方が多かったが、遵守率が100%を大きく上回って推移、かつ世界経済の回復で需要が持ち直したことで過剰在庫が大きく削減され、原油市況は回復傾向をたどった（第1図）。18年6月には減産量を本来の日量180万バレルへ戻すといった、実質的な減産の一部緩和が決定されたが、中東情勢の緊張が続いたこと、さらに米国によるイラン制裁再開に伴う供給懸念が高まったことで、10月初めまで原油高は続いた（WTI

第1図 国際原油市況の推移



資料 NYMEX、財務省

先物〔期近物〕は一時1バレル＝76.9ドルと4年ぶりの高値水準まで上昇）。

しかし、その後は米国発の世界同時株安でリスクオフが強まったほか、世界経済の先行き懸念が広がり、原油需要が伸び悩むとの見方が強まったことから、原油価格は急落し、11月末には一時50ドル割れとなった。

こうした状況もあり、12月上旬にはOPECとロシアなど非加盟国が協調減産体制を継続することで合意した。具体的内容は、19年1～6月の間、OPEC加盟国全体で約80万バレル（全体の2.5%に相当）、非加盟国全体で約40万バレル（同じく2%）、合わせて日量約120万バレル削減するというものである。これは18年10月時点の世界全体の産油量の約1.2%に当たる。原油価格は高すぎても、安すぎても、世界経済の不安を呼び起こすが、この新たな協調減産が原油価格を安定させるか、注目されている。

### (2) 減速し始めた世界経済・貿易

この数年は緩やかながらも着実に改善してきた世界経済であるが、最近に変調の兆しも散見されている。18年秋に公表された国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しでは、16年から始まった安定的な経済成長は持続しているものの、均衡ある成長が崩れてきているほか、いくつかの主要国でのピークアウトも散見されるとの見方が示され、世界経済全体の成長率や世界貿易数量の伸びも2年ぶりに下方修正された。具体的には、世界経済全体の成長率は18、19年とも

17年実績と変わらずの3.7%、世界貿易数量の伸びは18年（前年比4.2%）、19年（同4.0%）と、17年実績の同5.2%から減速するとの見通しである。

最近の世界貿易の動向を見ると、16年以降は新興国を中心に貿易量が拡大し始めたが、18年に入ると、先進国の貿易拡大テンポにブレーキがかかり、貿易量全体も減速しつつある（第2図）。ただ、これまでのところは米国の保護主義的な通商政策とそれに対する相手国の対抗措置による影響が明確に出ているわけではない。しかし、IMFでは世界的に貿易摩擦が一段と激化した場合の影響についての試算も示しており、仮に米国が自動車関税を導入して相手国がそれに報復措置をとった場合、将来的に世界経済の成長率は△0.4ポイント押し下げられるとしている。

また、経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数からも、当面は世界経済全体として減速傾向となることが示唆されている。こうした状況は、輸出増を起因とする景気

拡大を続ける日本経済にとっては望ましいとはいえない。

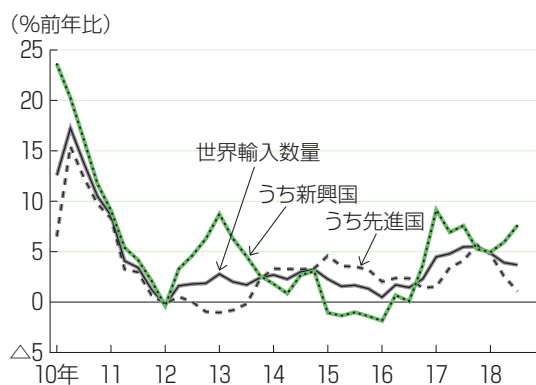
なお、主要国別に景気情勢を見ると、米国では失業率（18年11月）が3.7%と、自然失業率（米議会予算局では4.6%と推計）を大きく下回るなど、足元の実体経済はおおむね堅調といえるが、18年末には中短期ゾーンでの逆イールド発生を受けて、景気のピークアウトが意識され、利上げの打ち止め観測も出ている。欧州では、3月に交渉期限を迎える英国の欧州連合（EU）からの離脱交渉の行方やイタリア財政問題、そして量的緩和を終了した欧州中央銀行が夏までは維持するとした政策金利の行方が注目されている。中国では、18年半ばまでの成長鈍化や米中貿易摩擦への懸念により、政府が景気てこ入れに乗り出しているが、その効果や19年以降の輸出動向が今後の材料となる。

## 2 日米で相反した金融政策の方向性

### （1）米国で進んだ金融政策の正常化

先進国・地域の金融政策では、極めて緩和的な政策からの転換、もしくはそれに向けた準備が既に開始されている。07～08年の世界金融危機が深刻化するなか、主要国の政府・中央銀行は一致団結して政策対応に乗り出した。このうち金融政策については、①政策金利をほぼゼロ%まで引き下げたほか、②国債などの金融資産を大量に買い入れることで潤沢な資金供給を行う「量

第2図 鈍化する世界貿易の拡大テンポ



資料 CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



的緩和」、③リスク資産を買い入れる「質的緩和（信用緩和）」、④金融機関貸出を促すための「貸出支援策」、⑤現行緩和策を一定期間継続することに強力にコミットする「フォワード・ガイダンス」、といった非伝統的な手法にまで踏み込むこととなった。

金融危機の震源地であった米国でも、連邦準備制度（FRB）は政策金利（FFレート翌日物）の誘導目標を「0～0.25%」まで引き下げたほか、3度にわたる大規模資産購入プログラム（LSAP、いわゆるQE）による潤沢な資金供給を行ったが、それらが奏功して経済は持ち直し基調をたどり、物価もデフレ突入の危機を免れた。14年10月にはLSAPを終了したが、その後も償還期日が到来した金融商品の全額再投資を行い、バランスシート規模を維持し続けた。しかし、経済・物価情勢の改善を背景に、15年12月には政策金利の引上げに踏み切り、16年に1回、17年に3回、18年は11月までに3回、累計で200bpの利上げをした（第3図）。18年9月時点のFRB理事・地区連銀総裁の見通しでは、20年までに計125bpの追加利上げ

を見据えている。

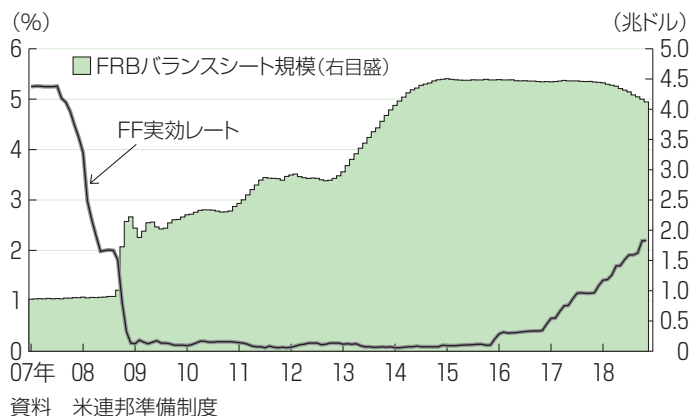
さらに、17年10月には4.5兆ドルまで膨らんでいたバランスシートの縮小に向けて、償還を迎えた金融資産の再投資の一部停止を開始した。12月5日時点で4.1兆ドルと、約1割の縮小が実現している。今後ともこうした縮小方針が続けば数年後には3兆ドル台になるとの試算もあるが、最近では連邦債務残高の増大に伴って、FRBはバランスシート縮小の一旦停止を余儀なくされるとの見方も浮上しており、今後の動向が注目される。

## （2）緩和マネーの還流と新興国リスク

米国以外の中央銀行でも政策正常化に向けた動きが散見されるなか、新興国経済に流れ込んだ緩和マネーの逆流が懸念された（いわゆる「テーパー・タントラム」）。特に、18年春には、米国の利上げペースが想定以上のものとなると思惑が広がり、一部の新興国で通貨安が強まった。なかでも、これまで幾度もデフォルトを経験したアルゼンチンの通貨ペソの下げがきつく、一時は年初から55%超も下落した。

さらに、8月に入ると、米国との関係が急激に悪化したトルコの通貨リラが急落、そのショックが世界中の金融市場に波及するなど、これまで意識されなかった新興国リスクへの警戒が一気に高まった。このトルコ・リラ急落は、トルコの政治事情が直接的に引き金を引いた格好であるが、底流には前述したテーパー・

第3図 正常化が進む米国金融政策



タントラム2.0への警戒があるほか、トルコ大統領が通貨防衛のための利上げを拒んだことなどがあるとされている。

その後、アルゼンチン中銀は大幅な利上げを断続的に実施したほか、IMFのコンディショナリティが課されている金融支援を受け入れ、緊縮財政やインフレ抑制に注力する方向が示されたこと、トルコも利上げに踏み切ったことなどから、年後半にかけて新興国リスクは沈静化に向かった。しかし、米国の利上げ姿勢は依然継続していること、通貨安に伴うインフレ加速や大幅な利上げは当該国の経済悪化につながることもあり、リスクは完全に払拭できたわけではない。

なお、IMFの国際金融安定性報告書（18年10月）では、米国などの利上げによって中国を除く新興国で対内債券投資が1年間で1,000億ドル（07～08年の世界金融危機時の資本流出に相当）以上引き上げられる可能性が5%程度あるとの見方も示されている。

### **(3) 金融緩和の持続性を高める方向に動いた日本銀行**

一方で、18年4月に2期目に入った黒田日銀は、大規模な緩和策を粘り強く続ける姿勢を見せている。13年4月に量的・質的金融緩和を導入した日銀は、16年1月にはマイナス金利政策を、同年9月にはさらに長期金利の操作目標を付加する格好で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を、それぞれ導入した。

しかし、大規模な緩和策を継続したこと

で、債券市場の流動性が失われ、市場機能が喪失しつつあったこと、そして物価安定目標の達成が見通せる状況になく、強力な緩和策を今後とも継続することが不可避となっていることから、18年7月には政策運営の柔軟化などを図った。具体的には、新たに政策金利のフォワード・ガイダンス（19年10月に予定されている消費税率引上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在の極めて低い長短金利の水準を維持することを想定）を導入することによって「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強める一方、経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度（±0.2%程度）許容するとともに、ETF・J-REITの年間買入額（それぞれ6兆円、900億円）の変動も容認した。その結果、イーールドカーブはスティープ化を伴いつつ、上方シフトする動きも見られた。

しかし、8月以降も現物債の業者間取引が成立しない日があるなど、債券市場の機能回復が図られたとはいえ、超低金利状態の長期化が地域金融機関経営や金融システムへ悪影響を及ぼすといった弊害を指摘する意見も少なくない。実際、18年10月に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では「低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある」「現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくない

と判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある」との記述がある。

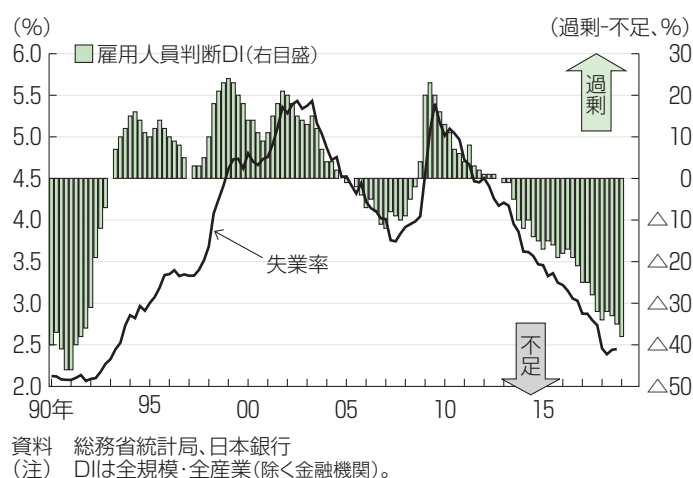
ただし、これらの問題は預金余剰といった、銀行セクターに資金が偏在しているという意味での「オーバー・バンキング」と表裏一体であり、イールドカーブを多少スティープ化させ、かつ上方シフトさせたところで解決できるものでもない。黒田総裁も記者会見で「地域の人口減少とか高齢化、さらにもっと大きいのは企業数が減っているということがあり、地域金融機関がそうしたことに合わせた体制を作ること重要」と述べるとともに、金融機関経営や金融システムのために長短金利水準を引き上げる考えはないことを示唆している。

### 3 国内経済の現状と展望

#### (1) 国内景気に変調の兆し

国内経済に目を転じると、雇用環境の改善基調は続いている。生産年齢人口が減少するなかで、景気の長期的な拡大が重なっていることがそうした状況を作り出している。18年に入ってから雇用者数の増加ペースは前年比2%へ加速、失業率も2%台前半と25年ぶりの低水準となっている（第4図）。こうした労働需給の引き締まりによって時間当たり賃金も緩やかではあるが、上昇傾向が強まってきた。ただし、景気全体をけん引するほどの力強さは今の消費に

第4図 ひっ迫する労働市場



は見られない。

一方で、18年入り後に足踏みしている主要経済指標は少なくない。例えば、景気動向指数・CI一致指数(15年=100)の18年10月分は104.5であるが、直近ピークは17年12月(105.1)で、18年入り後は総じて頭打ちでの推移が続いている。9月にはCI一致指数による基調判断も2年ぶりに「足踏み」へ下方修正された。それでも18年12月には景気拡大期間は戦後最長の73か月に到達したと思われるが、ピークアウトも近づきつつあるとの観測もまた強まっている。

景況感もまた芳しくはない。代表的なビジネスサーベイである日銀短観によれば、大企業・製造業の業況判断DI(「良い」-「悪い」%)は23期連続での「良い」超であったが、DIの値自体は17年12月調査(26)をピークに頭打ちでの推移が続いており、直近18年12月調査は19であった。消費者マインドも夏から秋にかけて多くの自然災害が日本列島を襲い、被災地で大きく悪化する場面もあるなど、全体として改善の動きは

一服している。

さらに、国内総生産（GDP）を見ても、7～9月期の実質経済成長率は前期比年率△2.5%と、2四半期ぶりのマイナス成長となった（第5図）。前年比も0.0%へ鈍化するなど、頭打ちを意識させる内容であった。期間中には多発した自然災害の影響でサプライチェーンが寸断されて輸出が一旦止まり、消費や設備投資など民間最終需要も抑制された。月次の経済指標を見ても、実質輸出は4月をピークに足踏み状態となっているほか、鉱工業生産も9月まで17年末の水準を下回って推移した。10月分は自然災害からの復旧効果により急上昇し、17年末を上回ったが、経済産業省が誤差補正を行った11月分の予測指数は前月比低下を示すなど、上昇は一時的と考えられている。

ちなみに、冒頭では堅調と紹介した雇用関連の指標にも、足踏みを示唆するものがないわけでもない。労働投入量（常用雇用者数×総労働時間）は18年に入ってから頭打

ちでの推移であり、紹介したGDP統計や景気動向指数、鉱工業生産の動きと整合的といえる。

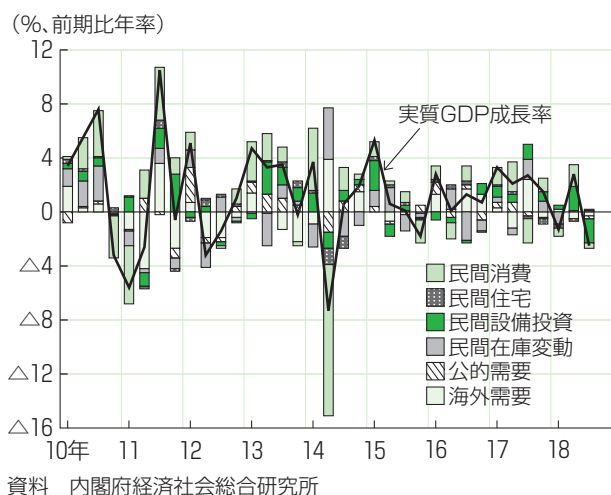
## （2）手厚い消費税対策で予算規模は膨張

安倍首相は19年10月に予定していた消費税率10%への引上げを実施に移す考えを表明したが、同時に増税による消費などへの影響を軽減するための対策を検討するよう求めている。これまでのところ、住宅・自動車減税、中小小売店でのキャッシュレス決済時のポイント還元、低所得層・子育て世帯へのプレミアム付き商品券などに加え、防災・減災のためのインフラ整備も盛り込む動きも浮上している。19年度当初予算には2兆円超の経済対策を計上する方針であると報じられている。これらにより、予算規模は初の100兆円台となる見込みである。

さらに、政府は消費税率引上げの際の価格設定のガイドラインを公表、これまでは増税前の便乗値上げを阻止するとともに増税後は増税分の価格転嫁を促してきたが、今回は販売サイドが増税前後の価格設定をある程度柔軟化することを容認して駆け込み需要とその反動減を平準化することも検討されている。

なお、日銀の展望レポート（18年4月）には、19年10月の税率引上げで発生する負担額は年間2.2兆円と、97年4月（同8.5兆円）、14年4月（同8.0兆円）と比べて大きく軽減されるとの試算が紹介されている。また、この増税措置によって、19年10月から20年

第5図 経済成長率と主要項目別寄与度（年率換算）





9月にかけての物価上昇率は1ポイントほど押し上げられるが、前回14年4月の税率引上げの際の2ポイントと比べて半分程度であると見込まれている。もちろん、増税によって家計の実質購買力は目減りすること自体は避けられないが、政府の手厚い対策や19年春闘の結果次第である程度の悪影響は相殺できる可能性がある。

当総研では18年度は0.6%成長、19年度は0.3%成長と、17年度（1.9%成長）から大きく鈍化、潜在成長率を割り込んで推移すると予測した（第1表）。19年度上期中にも景気がピークを迎える可能性があるが、新天皇即位・改元に伴う祝賀ムード、さらには消費税率引上げ前の駆け込み需要が発生し、表面的に景気は底堅く推移すると思われる。

### (3) 国内経済は19年度下期に

#### かけて悪化

前述のとおり、直近18年7～9月期のGDPは自然災害の影響などもあり、マイナス成長となったが、10～12月期はその悪影響などが解消して消費・設備投資・輸出が持ち直し、再びプラス成長に戻る可能性が高い。

ただし、世界貿易の拡大テンポが鈍りつつあることに加え、米中貿易摩擦の影響が徐々に出てくる可能性もあることから、国内景気改善の起点となる輸出を取り巻く環境は、今後は次第に厳しさを増していくと思われる。また、雇用流動化の進展が見られないなか、人手不足感がさらに強まれば供給制約が一段と意識されることになり、国内経済はソフトランディングに向けた動きが本格化することになるだろう。さらに、足元は堅調さを維持している民間設備投資も、20年の東京五輪開催などに向けた「特需」が一巡し始めることが見込まれる。

第1表 2019年度 日本経済見通し

	単位	17年度 (実績)	18 (実績見込)	19 (予測)
名目GDP	%	2.0	0.5	1.3
実質GDP	%	1.9	0.6	0.3
民間需要	%	1.8	0.9	0.8
民間最終消費支出	%	1.0	0.7	1.3
民間住宅	%	△0.7	△4.9	△2.2
民間企業設備	%	4.6	3.0	0.4
民間在庫品増加(寄与度)	ポイント	0.1	△0.0	△0.1
公的需要	%	0.5	0.1	1.4
政府最終消費支出	%	0.4	0.7	1.0
公的固定資本形成	%	0.5	△2.4	2.7
輸出	%	6.4	1.5	△0.5
輸入	%	4.1	2.1	3.1
国内需要寄与度	ポイント	1.4	0.7	1.0
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.7	0.7
公的需要寄与度	ポイント	0.1	0.0	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	△0.1	△0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	△0.1	1.0
国内企業物価 (前年比)	%	2.7	2.5	2.7
全国消費者物価( // ) (消費税増税要因を除く)	%	0.7	0.8	1.6 (1.0)
完全失業率	%	2.7	2.4	2.3
鉱工業生産(前年比)	%	2.9	0.8	0.2
経常収支	兆円	21.8	18.1	15.5
名目GDP比率	%	4.0	3.3	2.8
為替レート	円/ドル	110.8	112.1	113.1
無担保コールレート(O/N)	%	△0.05	△0.05	△0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	0.08	0.08
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	69.3	60.0

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。

ただし、下期は消費税増税の悪影響が加わることから、前述のように政府が手厚い消費税対策に乗り出すものの、調整色の強い景気展開となることは避けられないだろう。

#### (4) 物価上昇圧力は鈍いまま

景気改善が長期化して労働需給のひっ迫度が強まり、かつ賃上げや賞与増を通じた家計所得の改善が進んでいる割に物価上昇率は鈍い動きが続いている。この1年の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合〔コア〕）を振り返ると、18年2月に前年比1.0%まで上昇した後、春には再び鈍化したが、夏場には持ち直しの動きが始まり、9、10月と再び同1.0%に回復した（第6図）。しかし、こうした物価変動はエネルギー要因による影響がほとんどであり、消費の持ち直しに伴う需給改善に起因する物価上昇圧力は弱いままといわざるを得ない。

先行きについては、家計所得が改善傾向にあること自体は消費を下支えし、先々の

需給改善効果を高めることが期待される。また、人手不足で物流コストなどが高まっており、価格に転嫁する動きも散見されている。一方、18年とは逆に、原油下落に伴って19年前半のエネルギー価格は値下がりすることが想定される。この影響によってコア指数は19年入り後には鈍化すると思われるが、消費税率引上げ前の駆け込み需要が発生することが見込まれ、年度半ばにかけて物価上昇率は再度持ち直しの動きを見せるだろう。しかし、年度下期の物価は需要減退と販売サイドの値下げ圧力が高まり、弱含むものと見られる。

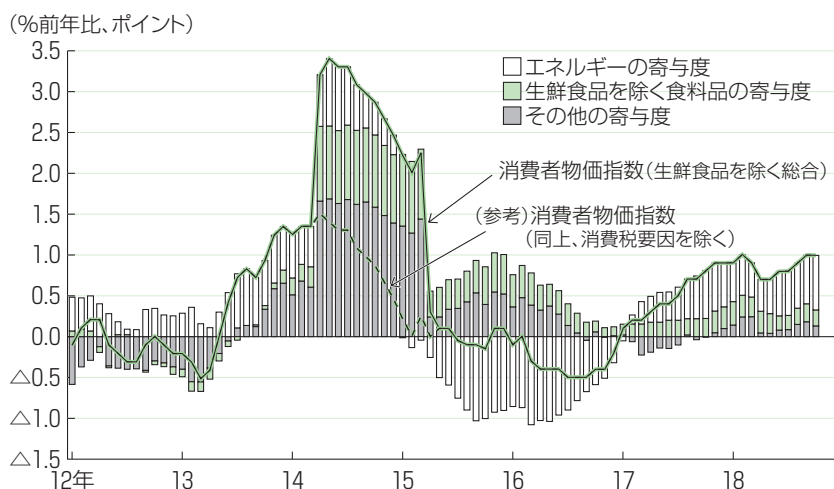
#### (5) 長短金利目標は当面動かさず

今後の政策運営については、物価安定目標を早期に実現することが引き続き最優先課題であることを踏まえると、物価上昇率が安定的に2%を上回るまでは現在の金融政策の枠組み（短期政策金利や長期金利の操作目標）は継続されるだろう。長期金利は

0%（操作目標） $\pm$ 0.2%（変動許容幅）の範囲内で推移するように誘導されているが、足元では内外景気の先行きに対する悲観論が浮上、0.0%台半ばまで低下している。ただし、19年度上期までは景気の底堅さは維持されると思われ、0.1%台に戻ることもありうるだろう。

しかし、今後の金融政

第6図 最近の消費者物価上昇率の推移



資料 総務省統計局の公表統計より作成

策については物価動向だけではなく、景気動向への配慮も必要となってくると思われる。展望レポート（18年10月）では今後とも景気の拡大基調が続くとの見通しが示されたが、物価見通しはさらに下方修正され、物価安定目標の到達時期が見通せる状況にない。米中の貿易摩擦の激化や新興国の資金流出懸念など海外リスクへの警戒感をにじませる内容であった。こうした状況下で、仮に国内景気がピークアウトした場合、金融政策にも何らかの対応、例えば、国債買入額を増やし、長期金利を低めに誘導することなどが求められる可能性は高いだろう。

### おわりに ——米中摩擦は長期化の様相——

19年も米中貿易摩擦が大きな注目を浴び続けることは想像に難くないが、これまでの日米経済摩擦を参考に今後の展開について示唆するところを考えながら締めくくりたい。

世界大恐慌後に金本位制が崩壊して平価切下げ競争に陥り（「失業の輸出」という近隣窮乏化政策とされる）、かつ列強諸国が経済のブロック化を進めて域外からの輸入品に高率関税を課したことで、植民地、石油資源などの「持てる国」と「持たざる国」との対立が深まったことが、悲惨な世界戦争を招いた一因であった。その反省から、第二次世界大戦の終結後、米国など戦勝国（ソ連などを除く連合国）は、国際通貨基金

（IMF）、関税及び貿易に関する一般協定（GATT）を設立し、世界経済の復興・発展を促進しようとした。このIMF体制は金・ドル本位制による安定的なドル資本供給を保証し、GATT体制は関税引下げによる自由貿易の推進を狙った。

しかし、敗戦国であった西独や日本の経済復興とその後の高成長に伴い、米国産業の競争力低下、米ドルの割高感、さらにはインフレ進行や高金利などが進むとともに経常収支の赤字傾向が強まることに対して、米国は不満を抱き始めた。その結果、71年8月、ニクソン大統領はドルの金交換を一方的に停止、輸入に対して一律10%の課徴金を課すなどの措置を発表するに至った（ニクソン・ショック）。

また、ニクソン政権以降、日米貿易摩擦が激化していくが、通商政策の基本方針も「自由貿易」から「公正貿易・相互主義」へ、つまりは米国内と同じ競争条件を貿易相手国に求める、という姿勢を強めていった。日米間の摩擦も繊維・鉄鋼・カラーテレビなど工業製品の日本からの輸出、牛肉・オレンジなどの日本への輸入といった個別分野の問題から、市場アクセス、経済・金融システムといった構造問題にまで拡大、米国は日本の構造的な閉鎖性を問題視するようになった。

一方、日本は、二国間の貿易収支尻を殊更問題視すべきではなく、また、投資・貯蓄（IS）バランス論からは、米国の過剰消費体質が問題の一端を担っている面も重視すべきなどと主張したが、結果的に米国の

要求の多くに応じることとなった。83年に設置された「日米円ドル委員会」では金融自由化や円の国際化の推進が決まり、85年7月には日本は関税引下げや撤廃、輸入規制の撤廃、政府調達手続きの改善などを盛り込んだ「アクションプログラム」を発表した。さらに86年4月には中曽根首相の私的諮問機関（国際協調のための経済構造調整研究会）が「前川レポート」を発表、内需拡大、市場開放などの必要性を提言した。また、89～90年の日米構造協議（Structural Impediments Initiative、SII）を受けて、日本は公共投資基本計画（当初は10年間で総額430兆円、94年には総額630兆円へと上方修正された）を策定している。

これら一連の日米交渉にもかかわらず、その後も日米間の貿易不均衡は一向に解消されなかった。しかし、その後の日本経済のパフォーマンス低下につながった可能性は否めない。日本の経常収支は人口動態的に黒字基調となっていた側面が強いが、人為的に黒字削減をするためだけに、身の丈

以上の内需拡大を行い、かつ危機発生を未然に防ぐ法規制整備が不完全な状態で金融自由化を進めたことは、80年代から90年代にかけてのバブル発生とその崩壊、その後の金融危機に見舞われたことの一因になったと思われる。

日米経済摩擦の帰結がそうであったように、米国経済の抱える構造問題を含めた対応をとらない限り、両国間の不均衡が是正に向かう可能性は低い。とはいえ、米国にとって中国が経済面のみならず安全保障政策上も脅威であり、一方の中国もまた従来の世界秩序を改変しようという野望を抱く以上、両国の対立が続くのは必然といえる。もはや貿易不均衡は政治問題であり、それゆえに米中摩擦は長期化が避けられず、世界はしばらくそれに振り回されることだろう。

（18年12月14日脱稿）

（みなみ たけし）

