

<フォーカス>2019-2021年度経済見通し特集号

当社では、2019年7-9月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2019-2021年度経済見通し」を作成、11月19日(火)にプレス発表しました。全文は、当社ホームページ、「ニュースリリース」に掲載していますので、そちらをご参照ください。

<https://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/index.html>

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測 (カッコ内は8月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2019年度 0.8%(0.8%) 2020年度 0.4%(0.3%) 2021年度 0.6%
名目GDP成長率: 2019年度 1.5%(1.5%) 2020年度 0.9%(0.8%) 2021年度 0.7%

2. 要点

- ①日本の景気は、2021年度にかけて、底堅い米国景気や、省力化投資需要、シリコンサイクルの底打ちなどを背景に、緩やかな成長を維持すると予想する。
- ②個人消費は、政府による経済対策の実施が見込まれるものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になるとみている。住宅投資は、駆け込み需要の反動や人口減少を背景とした構造要因が下押し圧力となり、減速傾向での推移が避けられないとみる。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。設備投資は、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、維持・補修への投資や、非製造業での人手不足に起因した省力化投資等の下支えによって、緩やかながらも増加基調を維持するとみる。輸出は、半導体市場の持ち直しや底堅い米国景気によって、緩慢ながらも回復に向かうとみる。
- ③米国景気は、貿易摩擦への懸念が家計や企業マインドの重しとなるものの、雇用環境の改善や企業業績の増益基調が緩慢ながらも続くと思われるほか、FRBによる予防的利下げの効果もあり、内需がけん引する形で景気拡大が持続しよう。欧州景気は、緩和的な金融政策や、一部の国の減税策の効果がある程度下支えするとみるものの、政策効果を除けば好材料に欠ける状況が続くとみる。中国景気は、政策効果による下支えが見込まれるものの、米中貿易摩擦が長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみられ、減速基調での推移を予想する。

(Matsushita wrote)

目次

<フォーカス>2019-2021年度経済見通し特集号	1	・主要経済指標レビュー	12
・経済情勢概況	2	・日米欧マーケットの動向	18
・2019-2021年度経済見通し(要約版)	4		

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日本

日本経済は、2021年度にかけて緩やかな回復傾向で推移している。底堅い米国景気や、省力化投資需要、半導体市況の底打ちなどを背景に、緩やかな成長を維持するなどが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移が続くと予想する。

個人消費は、政府による経済対策の実施が見込まれるものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になる消費増税による悪影響が尾を引く可能性はあるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き緩慢な伸びを維持すると予想する。

設備投資は、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、維持・補修への投資や、非製造業での海外情勢の不透明感が強まっているものの、人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、緩やかながらも増加基調回復傾向を維持すると予想する。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される持ち直し傾向で推移すると見込む。輸出は半導体市場の持ち直しや底堅い米国景気によって、緩慢ながらも回復に向かう欧州向けが下押し圧力となり、回復が遅れるとみる。

消費者物価（コアCPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、エネルギー価格のマイナス寄与拡大によって原油高による押し上げ効果が薄れることで、消費増税を含めても物価上昇圧力は限定的とみている。

米国

米国経済は、米中貿易摩擦が長期化する可能性が高いほか、来年11月には大統領選を控えており、政策面での不確実性が家計や企業マインドの重しになり続けるとみられる。もっとも、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれるほか、FRBの予防的利下げの効果もありにより、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。ただ、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高く、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、家計のバランスシートが改善しているほか、緩慢ながら所得税減税の効果がみられた昨年ほどの力強さは見込めないものの、緩やかながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられることから、増加基調が続くとでの推移を予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低位推移が見込まれるものの、建設労働者不足等の供給制約が足枷となり、緩やかな増加にとどまろう下、新築価格の調整進展などにより徐々に下げ止まりへ向かおう。設備投資は、米中貿易摩擦への懸念や資本ストックの積み上がりなどにより、減少基調が続く法人税減税の効果剥落で企業利益の伸び鈍化が見込まれるほか、米中摩擦やねじれ議会下の政策運営に対する不透明感などから増勢は徐々に鈍化すると予想する。輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれるものの、貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

金融政策については、米国発の貿易摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燻るものの、予防的利下げの効果が米景気を下支えするとみられることから様子見姿勢を続けると予想する。

欧州

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に、これまでのところ雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、ECBによる金融緩和や、各国の減税策が景気を下支えするとみるものの、政策効果を除けば好材料に欠ける状況が続く、海外景気減速の影響を受け、景気回復ペースは緩慢なものにとどまるは減速傾向で推移すると予想する。

個人消費は、政策効果や原油安が下支えすると見込まれるものの、雇用環境の回復が一巡しつつあ

ることが押し下げ要因となる企業の採用意欲や家計の消費マインドが悪化していることにより、減速するとみる。固定投資は、景気の先行き不透明感が依然根強いことから中国景気の減速を背景に、停滞減少するとみる。輸出は、海外景気の減速に伴い、弱めの動きが続く緩やかな伸びにとどまるとみる。

ECBは9月の理事会で、階層化を伴った利下げや資産買い入れの再開などの金融緩和措置を発表した。実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力が今後一段と高まると見込まれ、ECBは来年春までに追加利下げに動くと予想する。

2019—2021 年度経済見通し（要約版）

1. 日本経済見通し

日本の景気は緩やかな成長を維持

日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%（年率換算：+0.2%）と、4四半期連続のプラスを維持した。個人消費、設備投資、住宅投資、公共投資といった国内最終需要の各項目は、いずれもプラス寄与となった。2021年度にかけては、底堅い米国景気や、省力化投資需要、半導体市況の底打ちなどを背景に、緩やかな成長を維持すると予想する。

個人消費は停滞気味の推移を予想

消費総合指数や、消費活動指数は、2016年ごろ以降回復トレンドが続いている。駆け込み需要があった分、実勢が見極めにくくなっているが、振れの大きい家計調査を含めても2018年央以降、個人消費は均せば回復傾向が続いている。

消費増税の影響については、いわゆる駆け込み需要とその反動減といった「異時点間の代替効果」と、増税分実質所得が減少する「所得効果」の二つがある。前者について、小売業販売額の推移をみると、前回増税時には、半年前から徐々に駆け込み需要がみられたが、今回は増税直前の1ヵ月間に駆け込みが集中したのが特徴である。とりわけ、冷蔵庫やエアコンなど家庭用耐久財が大幅なプラスとなった。

現時点で10月の状況が確認できる「SRI 一橋大学消費者購買指数」をみると、増税後の反動減は、前回増税時と比較すると小幅なものにとどまっている（図表1-1）。増税幅が小さいこと、平準化政策の効果が見込まれることなどが背景にあるとみている。

一方で、後者の負の所得効果については、ある程度長期にわたり尾を引くとみている。ただ、今回の増税においては、事業者が需要に応じて柔軟に価格を設定できるほか、急速に値上げが進んでいる様子が見られないこと等から、負の所得効果は前回に比べ緩和される可能性が高いとみている。

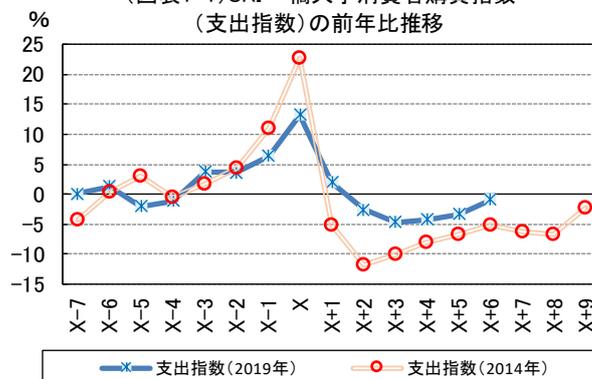
先行きの個人消費を見通すうえで重要な雇用・所得環境についてみると、まず、雇用環境は、先行指標である新規求人倍率が低下傾向となっていることなどから、弱含みの推移となる可能性が高い。所得環境については、企業の減益予想が示されているなか、米中貿易摩擦の長期化懸念等を背景とした海外景気の先行き不透明感も依然として残ることなどから、賃金の伸び幅は前年から縮小するとみている。

今後の個人消費については、政府による経済対策の実施が見込まれるものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になるとみている。

住宅投資は減速傾向の推移を予想

9月の新設住宅着工戸数（季調ベース）は、前月比+0.7%と小幅ながら3ヵ月ぶりに増加した（図表1-2）。ただ、四半期ベースでは、7-9月期が前期比▲2.0%（4-6月期：同▲2.6%）と、3四半

（図表1-1）SRI一橋大学消費者購買指数（支出指数）の前年比推移



（※）2014年4月と2019年10月の消費増税前後の支出指数（前年比）を比較。Xは2014年3月最終週と2019年9月最終週を示す。±1～8は3月最終週と9月最終週からの週数

（出所）SRI一橋大学消費者購買指数

期連続のマイナスであり、2019年に入ってからの住宅着工は減少傾向にある。

今後の住宅投資は、駆け込み需要の反動、節税対策としてのアパート経営需要の一巡、マンション価格の高止まり、構造要因などが重しとなり、減速傾向の推移となることが避けられないとみる。2018年度には約95万戸だった住宅着工戸数は、2019年度は、91万戸前後、2020年度は87万戸程度、2021年度には85万戸程度まで減少すると予想する。

公共投資は重要な景気下支え役に

7-9月期の実質公的固定資本形成は、前期比+0.8%と、3四半期連続のプラスとなった。2018年度の補正予算、2019年度予算の執行が進んだことが押し上げに寄与したとみられる。

足元の公共工事は急増している。実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高をみると、4月に前年比プラスに転じた後、プラス幅の拡大傾向が続き、8月は7.7%と、2年2ヵ月ぶりの伸びに達した。出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）は、3ヵ月連続で二桁の伸びを記録し（図表1-3）、予算の進捗が寄与した形である。

建設業の人手不足は依然ボトルネックだが、さらに加速する状況ではない。政府は補正予算を編成し、切れ目なき対策を打っていく方針であり、今後も公共投資は景気の下支え役として機能し続ける展開を予想している。

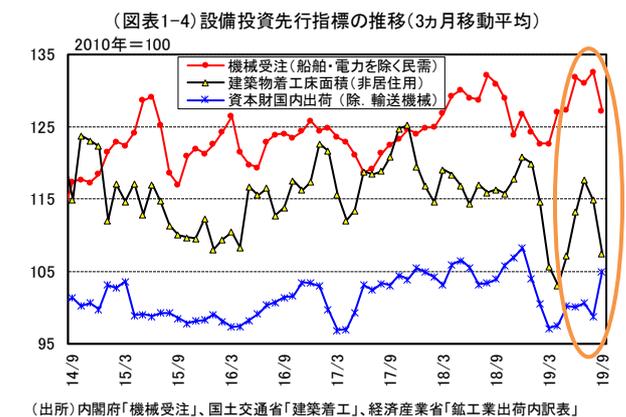
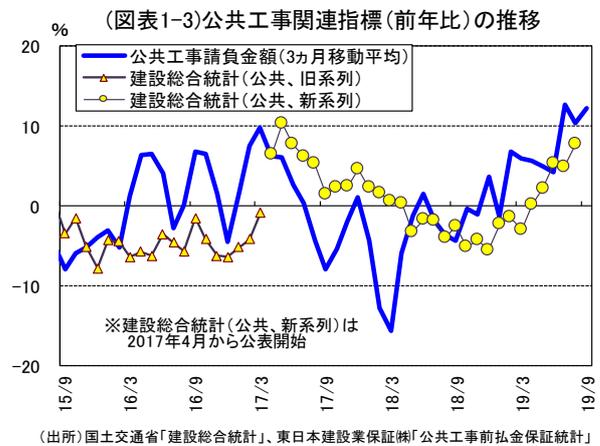
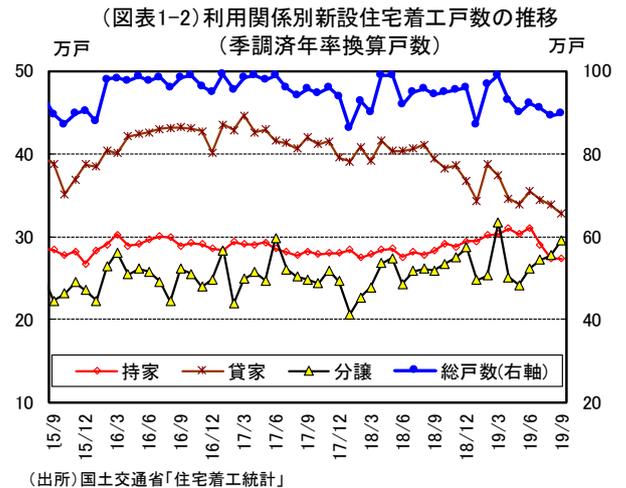
設備投資の増加基調は維持するも伸び鈍化

設備投資に先行する3指標の動きはまちまちだが、いずれも今年春先に底打ちしており、目先の設備投資が上向く可能性を示唆している（図表1-4）。反面、設備投資と連動性が高い売上高は、11四半期連続の増収となったものの、増勢は鈍化しており、伸びは高いものとならない可能性が示されている。

日銀短観の設備投資計画をみると、2019年度の全規模・全産業の設備投資計画は、前年度比+2.4%（9月調査の2018年度計画、同+8.5%）と、9月調査としては、最高の水準であった2018年度に比べ、大きく鈍化している。

今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、国内の中長期的な低成長期待が定着していることや、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、製造業では、設備老朽化に伴う維持・補修への投資などが、非製造業では、人手不足を受けた合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、緩やかながらも増加基調を維持すると予想する。

輸出は回復が遅れる



財務省の貿易統計によると、10月の輸出金額は前年比▲9.2%と、11ヵ月連続のマイナスとなり、輸出の実勢を反映する輸出数量も、3ヵ月連続のマイナスとなった(図表1-5)。輸出金額の過半を占める資本財の落ち込みが全体を大きく押し下げている。

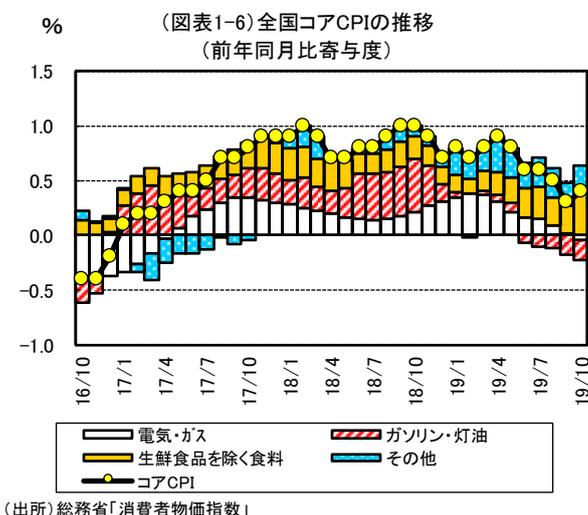
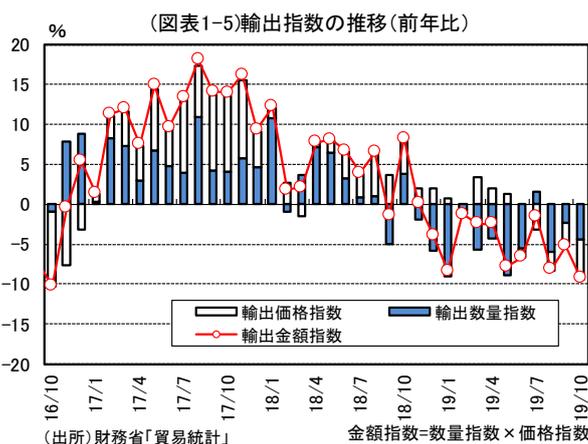
日本の輸出は、資本財の占率の高さから、世界の投資比率と連動する傾向がある。IMFによる予測では、2021年にかけて世界の投資比率は高まらないことが見込まれており、過去の傾向からは日本の輸出の伸びも小幅にとどまることが示唆される。今後については、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善、底堅い米景気が押し上げ材料となると見込まれる一方、欧州景気の弱さや、世界的な資本財需要の減衰などが引き続き下押し圧力となるとみられることから、輸出の回復ペースは緩慢と予想する。

コアCPIの伸びは限定的

全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合物価指数、以下コアCPI)は、2017年8月以降、前年比+1.0%を若干下回る推移が続いていたが、2019年4月以降伸びが鈍化し、足元10月では同+0.4%となるなど、物価の上昇圧力は弱まっている(図表1-6)。

消費増税と幼児教育無償化の効果について、総務省によると、消費増税が前年比+0.77%ポイント、幼児教育無償化が同▲0.57%ポイント、総合指数を9月から変動させたとしている。電気代、携帯電話通信料等については経過措置により、11月から増税分が反映されるため、消費増税によって、今後のコアCPIは同+1.0%ポイント程度押し上げられると見込んでいる。

今後のコアCPIは、エネルギー価格がマイナス寄与で推移することが見込まれるなか、幼児教育無償化、高等教育無償化による下押しにより、消費増税分を含めても物価上昇は鈍いものにとどまる可能性が高い。コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.6%(消費増税の影響:+0.5%を含む)、2020年度通年では同+0.6%(消費増税の影響:+0.5%を含む)、2021年度通年では同+0.7%と予想しており、消費税の影響が無ければ、ほぼ横ばい圏で推移するとみている。(担当:小玉、松下、山口、西山)



(図表1-7)日本のGDP成長率予測表(ことわり書きのない箇所は前期比)

	→ 予測				→ 予測											
	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2018年度		2019年度				2020年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月		
実質GDP	0.7%	0.8%	0.4%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.1%	▲0.5%	0.2%	0.1%	0.4%	▲0.2%	0.6%		
前期比年率	0.7%	0.8%	0.4%	0.6%	1.5%	2.0%	1.8%	0.2%	▲2.0%	0.7%	0.6%	1.8%	▲0.7%	2.5%		
民間最終消費支出	0.4%	0.6%	▲0.0%	0.4%	0.3%	▲0.0%	0.6%	0.4%	▲0.8%	0.1%	0.0%	0.3%	▲0.2%	0.3%		
民間住宅投資	▲4.3%	1.2%	▲2.4%	1.1%	1.1%	1.1%	0.5%	1.4%	▲2.9%	▲1.2%	▲0.6%	▲0.5%	1.0%	0.6%		
民間設備投資	3.5%	2.0%	1.3%	0.7%	3.2%	▲0.4%	0.7%	0.9%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.1%	1.2%		
政府最終消費支出	0.9%	1.8%	1.0%	0.5%	0.7%	▲0.0%	1.2%	0.5%	▲0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%		
公的固定資本形成	▲4.0%	3.6%	3.4%	0.8%	▲1.0%	1.8%	2.1%	0.8%	0.6%	0.6%	1.1%	0.8%	1.1%	0.7%		
財貨・サービスの輸出	1.6%	▲1.4%	0.5%	1.6%	1.1%	▲2.0%	0.5%	▲0.7%	▲0.0%	0.2%	▲0.5%	1.5%	▲0.4%	0.4%		
財貨・サービスの輸入	2.2%	0.4%	0.7%	0.9%	3.8%	▲4.1%	2.1%	0.2%	▲0.5%	0.2%	▲0.6%	1.5%	1.0%	▲0.8%		
名目GDP	0.5%	1.5%	0.9%	0.7%	0.4%	0.9%	0.4%	0.3%	▲0.1%	0.5%	0.1%	0.4%	▲0.2%	0.7%		
GDPデフレーター(前年比)	▲0.2%	0.7%	0.5%	0.1%	▲0.3%	0.1%	0.4%	0.6%	1.0%	0.9%	1.0%	0.7%	0.3%	0.1%		

2. 米国経済見通し

潜在成長率並みのペースで拡大が続く見込み

7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率+1.9%となった（図表2-1）。米中貿易摩擦の激化やグローバル景気の減速などといった悪材料があったなかでも2%弱とされる潜在成長率並みの伸びとなり、米景気が底堅く推移している様子を示した。

今後についても、米中貿易摩擦の長期化が見込まれるほか、来年11月には大統領選も控えており、政策面での不確実性が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高い。

もっとも、緩慢ながら雇用環境の改善や企業業績の増益基調が続くと予想するほか、FRBによる予防的利下げの効果も見込まれ、内需がけん引する形で景気拡大が持続しよう。

（図表2-1）米国の実質GDP予測値（前期比年率）（%）

	暦年ベース				2018年	2019年				2020年			
	2018	2019	2020	2021	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	2.9	2.3	1.8	1.9	1.1	3.1	2.0	1.9	1.7	1.6	1.7	1.8	2.0
個人消費	3.0	2.6	2.6	2.6	1.4	1.1	4.6	2.9	2.3	2.3	2.4	2.5	2.8
住宅投資	-1.5	-1.7	2.1	1.3	-4.7	-1.0	-3.0	5.1	2.0	2.5	2.0	1.7	1.5
設備投資	6.4	2.1	-1.0	0.8	4.8	4.4	-1.0	-3.0	-1.0	-1.3	-0.5	0.0	0.5
民間在庫(寄与度)	0.1	0.2	-0.1	-0.1	0.1	0.5	-0.9	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
純輸出(寄与度)	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	-0.4	0.7	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
政府支出	1.7	2.3	1.4	0.7	-0.4	2.9	4.8	2.0	1.5	0.9	0.8	1.0	0.8

→ 予測

個人消費と住宅投資が景気をけん引

個人消費は、バランスシートの改善により家計の消費余力が向上していること、FRBの予防的利下げの効果などが下支えしよう。雇用・所得環境については、このところ求人数がピークアウトしつつあり、改善ペースが幾分弱まるとみられるものの、企業に対するアンケート調査によれば、貿易摩擦等の悪材料があったなかでも足元の採用計画は底堅く推移しており、改善基調自体は続くことが見込まれる。今後の米中協議の動向には注意が必要であるが、個人消費は緩やかながら増加基調をたどると予想する。住宅投資は、先行指標の持ち直しが続いているほか、住宅ローン金利が低位で推移すると見込まれることから回復基調の持続を見込む。ただ、建設労働者不足などの供給制約が足枷となり、緩やかな増加にとどまろう。設備投資は、米中貿易摩擦等、政策面での不確実性が企業マインドの重しとなるほか、すでに期待成長率から見込まれる需要をカバーできる程度まで資本ストックが積み上がったと考えられることから、目先は減少基調が続くと予想する。輸出は、世界景気の減速や貿易摩擦の影響などから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。輸入はFRBの予防的利下げの効果もあって内需が下支えされることから増加基調を持続しよう。

FRBは様子見姿勢を継続

10月29,30日開催のFOMCでは、7,9月に続き3会合連続で予防的利下げが行なわれた。しかしながら、会合後に発表された声明文では、これまで予防的利下げの実施を示唆してきた「適切に行動する」との文言が削除され、予防的利下げの休止とその効果を見極める姿勢に転じる方針が示された。足元では、米国景気が堅調に推移するなか、米中対立にやや緩和の兆しがみられるほか、OECD景気先行指数やグローバル製造業PMIが反発しつつあるなど、景気循環面で一部明るさがみえつつあることから、市場が織り込む追加利下げは最終的に回避されよう。一方で、これまでFRBがインフレ水準目標等、物価の上昇を一定期間許容する枠組みを検討してきたことなどを踏まえると、過去の予防的利下げ局面後と比べ、緩やかな状況が長期にわたって維持される可能性が高い。米中協議の動向次第ではあるもの、FRBは当面政策金利をすえ置くと予想する。（担当：大広）

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は停滞気味の推移を予想

7-9月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比 +0.2%と、前期と同じ伸びにとどまった(図表3-1)。海外景気の減速を背景に輸出が鈍化したことに加え、米中貿易摩擦やブレグジットを巡る不透明感が景気の先行き不透明感を高め、企業の設備投資に下押し圧力を加えたとみられる。

今後については、ECB(欧州中央銀行)による緩和的な金融政策スタンスが下支えとなると見込まれるほか、減税などの景気刺激策の効果も発現するとみられることから、一段の冷え込みは避けられるとみている。一方で、依然としてブレグジットの不透明感や米国の保護主義政策への懸念がくすぶり、中国景気の減速が予想されるなか、政策効果を除けば好材料に欠く状況が続くことで、景気回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。

物価上昇圧力が鈍いなか、ECBは追加緩和へ

個人消費は、一部の国の減税策や原油安による実質購買力の改善が押し上げ材料となるものの、雇用環境の回復が一巡しつつあるなか、回復ペースは緩慢なものにとどまろう。固定投資は、引き続き貿易摩擦への警戒感が企業マインドの重しとなることで、停滞気味の推移を予想する。輸出は、海外景気の減速に伴い、弱めの動きが続くとみる。

ECBは、9月の理事会で、利下げや資産買い入れプログラムの再開などからなる金融緩和措置を発表した。9月の金融緩和を受け、預金ファシリティ金利は▲0.5%まで引き下げられており、金融政策は限界に近づいている可能性が高い。ただ、实体经济の弱さに起因するディスインフレ圧力が一段と高まると見込まれるなか、ECBは2020年春までに追加利下げを実施するとみる。

1月末離脱へ向けて動く英国

英国の7-9月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比+0.3%と、2四半期ぶりのプラスとなった。4-6月期には、本来のEU離脱期限であった2019年3月末に向けて積み上げられた在庫の取り崩しが成長率を大きく押し下げたが、7-9月期についてはその影響が緩和された形。

EU離脱交渉では、10月半ばにEUと英国の間で合意が成立し、英国議会においても同合意の一般原則が採決された。英国では12月12日の総選挙実施が決定しており、今後の動向は選挙結果に大きく左右される。メインシナリオとしては保守党を中心とした政権が継続され、1月末の離脱をめざすと見込まれるが、保守党が単独過半数を掌握できない場合は、再び他党の協力を仰ぐ必要が生じ、合意形成が困難となるリスクは残る。

11月のBOE金融政策委員会(MPC)では、政策金利が0.75%ですえ置かれた。BOEは11月の金融政策レポートで、2020年の成長率見通し、CPI見通しとも下方修正した。今後の政策については、従来の方針を変えず、円滑なEU離脱の前提のもと、緩やかかつ限定的な範囲での利上げを行なうことが適切との認識を維持している。もっとも、円滑な離脱が実施された場合でも、景気回復ペースはBOEの想定を下回るとみられ、BOEは景気下支えのため、政策金利のすえ置きを続けると予想する。(担当:山口)

(図表3-1) 欧州の実質GDP予測値(前期比) (%)

		2018年				2019年				2020年				
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12				
ユーロ圏	実質GDP	1.9	1.1	1.1	1.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	
	家計消費	1.4	1.2	1.3	1.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	
	政府消費	1.1	1.3	1.3	1.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
	固定投資	2.3	2.0	0.1	1.9	1.6	0.5	5.6	-0.4	-0.7	0.0	-0.0	1.1	0.3
	純輸出(寄与度)	0.4	0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.3	-1.2	0.2	-0.0	0.0	0.2	-0.2	-0.0
	輸出	3.3	2.1	1.4	2.1	0.9	1.1	0.2	-0.3	0.3	0.4	0.7	0.5	0.5
	輸入	2.7	1.8	1.2	2.6	1.1	0.4	2.8	-0.8	0.4	0.3	0.4	1.0	0.6
英国	実質GDP	1.4	1.3	1.1	1.9	0.3	0.6	-0.2	0.3	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5

→ 予測

4. 中国経済見通し

減速基調での推移が続く

7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.0%と、前期の同+6.2%から減速し、1992年の統計開始以来最低の伸び率となった(図表4-1)。米中貿易摩擦は、米国の対中関税引き上げを通じて輸出の減少をもたらしているほか、先行きに対する不透明感から、個人消費や設備投資など内需の抑制要因ともなっている。10月の米中貿易協議では、特定分野での部分的な合意に達した。ただ、米中摩擦は、経済分野にとどまらない可能性があることから、包括的な合意に至るまでには時間を要すると思われ、今後も長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみている。こうしたなか、中国景気は、基本的には減速気味の推移が継続すると考える。もっとも、インフラ投資、金融緩和(預金準備率、貸出金利の引き下げ)、消費刺激策といった政策効果が下支えすることで、減速ペースは緩やかなものにとどまろう。2019年から2021年にかけての3年間の成長率は、それぞれ前年比+6.1%、+5.9%、+5.7%となると予想する(図表4-2)。

個人消費は、排ガス規制強化による自動車販売の落ち込みのほか、米国の対中関税引き上げの影響で雇用が手控えられたことによる可処分所得の伸び悩みを背景に減速している。しかしながら、これまでの個人所得減税などを背景に、家計の雇用・所得に対する見通しは底堅く推移している。また、政府は消費刺激策やインフラ開発投資の活発化を打ち出しており、こうした景気対策を受け、今後の個人消費は徐々に下げ止まるとみる。

固定資産投資は、減速傾向が続いている。不動産開発投資は高い伸びを維持しているが、今年に入ってから伸び幅自体は縮小傾向にある。政府は不動産バブルの加速を警戒し、厳格な融資審査など、不動産市場安定化に向けた取組みを継続していることから、今後も減速傾向での推移が見込まれる。製造業投資は、米中貿易摩擦を受けて企業利益が落ち込んでいる影響から、低調な推移が続いている。ただ、今後はハイテク産業に対する政府の下支え策のほか、預金準備率引き下げといった中国人民銀行による金融緩和策に後押しされ、徐々に持ち直す予想する。インフラ開発投資は、緩やかながら前年比のプラス幅が拡大している。政府は地方特別債の発行枠を2018年から2019年にかけて拡大しているほか、2020年分の前倒し発行も認めており、今後は公共事業への資金投入が容易になることで、インフラ開発投資拡大に向けた動きの持続が見込まれる。リーマン・ショック以降に積み上がった過剰債務には引き続き注意が必要であるものの、今後の固定資産投資は緩やかに回復すると予想する。

輸出は減速している。米国向け輸出が、9月1日から新たに適用された約1,100億ドル分を含むおよそ3,600億ドル相当の追加関税の影響で、大きく減少していることが主因である。輸入についても、内需の減速と対米関税の引き上げが影響し、減少している。輸出への先行性がある新規輸出受注PMIをみると、2020年央にかけても輸出の低迷が継続する可能性が示されている。米中摩擦は今後も長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみており、輸出は当面減少基調が続くと予想する。(担当:木下)



(図表4-2)中国実質GDP成長率予測(前年比、%)

	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)	2021年 (予測)
実質GDP成長率	6.6	6.1	5.9	5.7

5. 豪州・その他アジア新興国経済見通し

(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP
成長率予測(前年比、%)

	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)	2021年 (予測)
韓国	2.7	1.8	2.3	2.5
台湾	2.6	2.3	2.4	2.6
シンガポール	3.1	0.5	1.4	1.8
インドネシア	5.2	5.0	5.1	5.2
タイ	4.1	2.9	3.0	3.5
マレーシア	4.7	4.5	4.2	4.1
フィリピン	6.2	5.8	6.2	6.6
インド	6.8	6.1	6.5	7.2
豪州	2.7	1.7	2.5	2.7

※インドは会計年度数値(4月～3月)

豪州景気は緩やかながら外需主導の回復へ

豪州の4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.5%(前期比年率+1.9%)と、2%台後半と言われる潜在成長率を下回る伸びにとどまった。個人消費は、所得の伸び悩みや、住宅価格下落による逆資産効果が下押し要因となり弱含んでいる。求人件数等の先行指標は、今後緩やかながら失業率の悪化を示唆していることから、賃金上昇圧力は弱い状況が続くとみる。今後の個人消費は、利下げによる緩和的な金融環境が下支えとなるものの、当面は弱めの推移を予想する。

輸出は、世界景気が米中貿易摩擦等を背景とした減速トレンドから反転上昇の兆しがみられることから、緩やかな回復傾向で推移するとみる。設備投資も、外部環境の改善を背景に緩やかながら増加基調に転じると予想する。公的支出は投資プロジェクトが一巡しつつあることから、今後は減少に転じる可能性が高いとみている。

RBA(豪州準備銀行)は10月に今年3度目の利下げを行ない、政策金利を過去最低水準の0.75%に引き下げた。依然インフレ率が長期間にわたり目標レンジを下回っていることから、RBAは春先に25bpの利下げを実行すると予想する。(担当:木下)

アジア NIEs は緩やかな回復へ

韓国の7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+0.4%と、2四半期連続のプラス成長となったものの、前期(同+1.0%)から伸びは鈍化した。純輸出が4四半期ぶりにプラス寄与となったほか、政府支出も押し上げに寄与したが、総固定資本形成の大幅マイナスが足を引っ張った。今後の韓国景気は、雇用関連政策の効果が民間消費を下支えするとみられるほか、世界的な半導体市況の底入れから、徐々に輸出が持ち直すことで、緩やかながら回復に向かうとみる(図表5-1)。金融政策については、2020年前半に、1回程度利下げを行なうと予想する。

台湾の7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前年比+2.9%と、4-6月期の同+2.4%から伸び幅が拡大した。米国向けが堅調だった輸出と、良好な雇用環境を背景とした民間消費が押し上げに寄与した。今後の台湾景気は、アジア向けの輸出が持ち直すことで、拡大基調を維持すると見込む。金融政策については、当面すえ置くとみる。

シンガポール景気は、米中貿易摩擦を背景とするアジア域内貿易の縮小を背景に低迷している。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+0.1%と、前期に引き続き低成長となった。今後のシンガポール景気は、外部環境の好転が見込みづらいななか、低成長が続くと予想する。

アジア新興国景気は鈍化

ASEAN諸国では、中国景気の減速など景気下押し圧力によって、成長率が鈍化した国が多い。こうしたなか、インドネシア、タイ、マレーシアについては、利下げが実施されるとみる。

インドでは、雇用環境の悪化、銀行の不良債権問題に起因する貸し渋りに伴う個人消費の落ち込みによって、5四半期連続で実質GDP成長率は減速した。今後について、インド政府は、法人税の減税、自動車購入支援策などの各種景気政策を実施しており、インド景気は内需を中心に持ち直すと予想する。

(担当:西山)

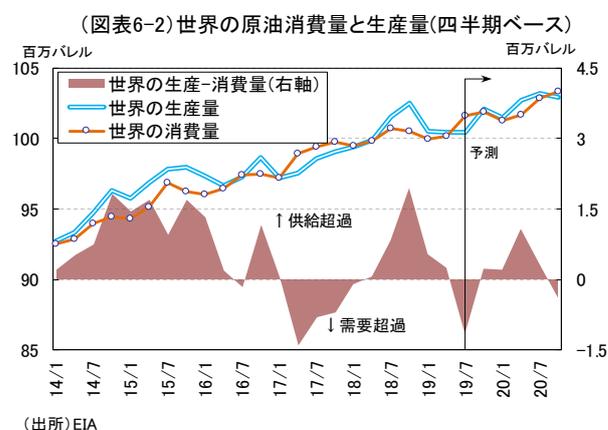
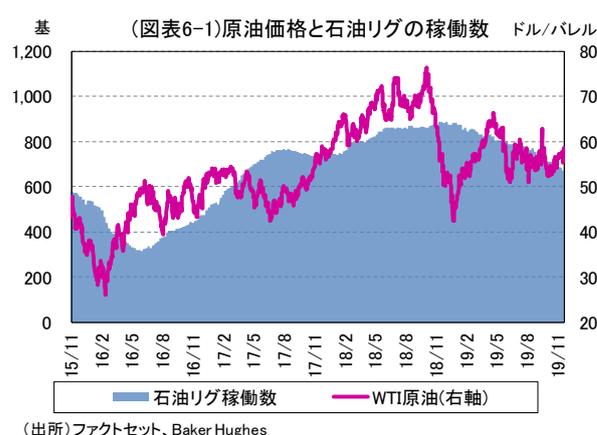
6. 原油相場見通し

WTI (ウエスト・テキサス・インターミディエート) 原油価格は、サウジアラビアの石油施設が攻撃されたことによる供給ひっ迫懸念を受けて、9月中旬に一時急騰する場面もみられたが、米中貿易摩擦の激化に伴う世界経済の減速懸念が需要面の重しとなり、足元では概ね50～60ドル/バレルの範囲で推移している。(図表6-1)。

原油需要については、中国やインド、その他アジア新興国の内需拡大により、今後も増加基調が続くと見込まれる。ただ、各機関の予測によれば、米中貿易摩擦を背景に世界経済の成長見通しが引き下げられるなか、2018年実績と比較すると伸び幅は鈍化するとの予想が多い。

供給面については、協調減産体制下のOPECプラス(石油輸出国機構およびロシアなど非OPEC主要産油国)と、米国の増産動向が注目される。OPECプラスは、7月初旬の総会および閣僚会合で協調減産を延長し、2020年3月まで継続することを決定した。これまで概ね減産目標は達成してきたが、現在の価格水準からの引き上げを図るべく、12月開催予定のOPEC総会にて、2020年4月以降も減産体制を継続する方針が決定されるとみる。米国では、足元でリグ稼働数が減少しており(前掲図表6-1)、今後一時的な原油生産量の伸び悩みにつながる可能性がある。しかしながら、輸送用パイプライン増設などによりシェールオイル供給も2020年代中盤までは拡大が続くと見込まれることから、中期的にみれば増産基調は継続すると予想する。

EIAの予測では、今後の原油需給について、需要の拡大が緩やかになるなか、米国の生産拡大が続くことで、基本的に供給超過状態で推移するとみられている(図表6-2)。米中対立は長期にわたり継続するとの前提に立てば、原油需要量の大幅な回復は見込みづらい。OPECプラスの協調減産体制は価格の下支え要因となるものの、供給過剰を打ち消すほどの大幅な減産は実施できないとみる。ただ、原油価格が50ドルを大きく割り込む場合、採算の悪化から米国シェールオイルの生産が鈍化する可能性が高いことから、下値は底堅いとみている。今後の原油価格は、基本的には45～60ドル/バレルの水準で推移すると予想する。(担当：木下)

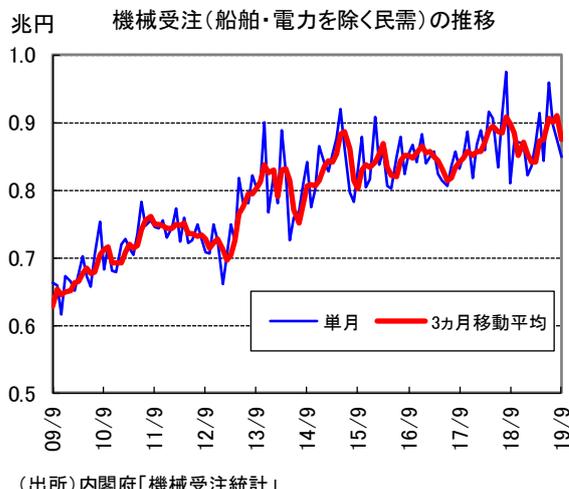


主要経済指標レビュー (11/11~11/22)

《日本》

〇9月機械受注 (11月11日)

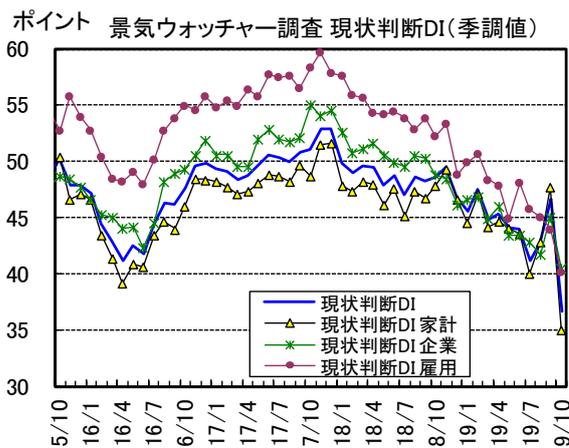
9月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲2.9%と3ヵ月連続のマイナスとなった。基調判断は、「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」から「持ち直しの動きに足踏みがみられる」に下方修正された。一方で10-12月期の見通しは同+3.5%と、プラスに転じる予想が示された。今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、国内の中長期的な低成長期待が定着していることや、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、製造業では、設備老朽化に伴う維持・補修への投資などが、非製造業では、人手不足を受けた合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、緩やかながらも増加基調を維持すると予想する。



(出所)内閣府「機械受注統計」

〇10月景気ウォッチャー調査 (11月11日)

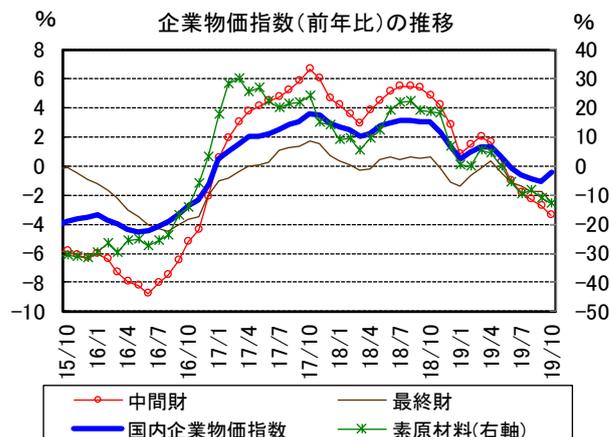
10月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が36.7と、3ヵ月ぶりに低下した。内訳をみると、家計DI、企業DI、雇用DIすべてが低下した。景気ウォッチャーの見方は、これまでの「このところ回復に弱い動きがみられる」に「消費税率引上げに伴う駆け込み需要の反動や台風19号等による影響が一部にみられる」が追記された。先行き判断DIは43.7と4ヵ月ぶりに上昇した。内訳をみると、家計DI、企業DIが上昇した一方で、雇用DIは低下した。先行きの見方については、「消費税率引上げや海外情勢等に対する懸念がみられる」から「海外情勢等に対する懸念もある一方、持ち直しへの期待がみられる」へ変更された。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

〇10月企業物価指数(速報値、11月13日)

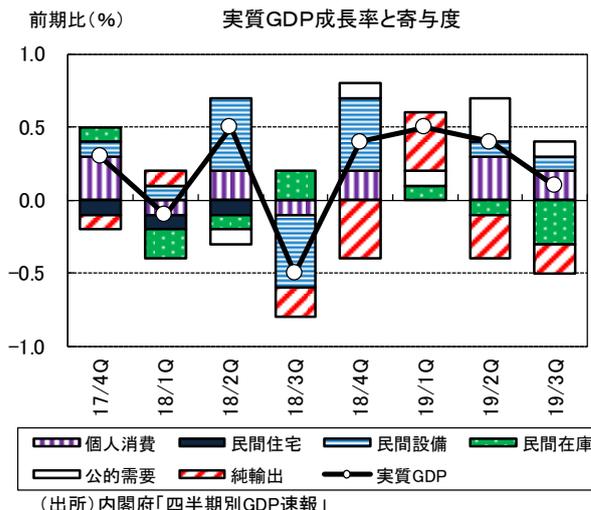
10月の国内企業物価指数は前年比▲0.4%と、5ヵ月連続のマイナスとなった。消費増税による押し上げ効果はあったものの、資源価格下落による影響で相殺された格好。輸出入物価指数(円ベース)をみると、輸物価が前年比▲6.1%→▲6.3%と6ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同▲9.6%→▲10.5%とこちらも6ヵ月連続のマイナスとなり、交易条件は改善した。今後について、消費増税が押し上げに寄与するものの、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格のマイナス寄与が拡大すると見込まれるため、目先の企業物価は前年比マイナス圏で推移するとみている。



(出所)日銀「企業物価指数」

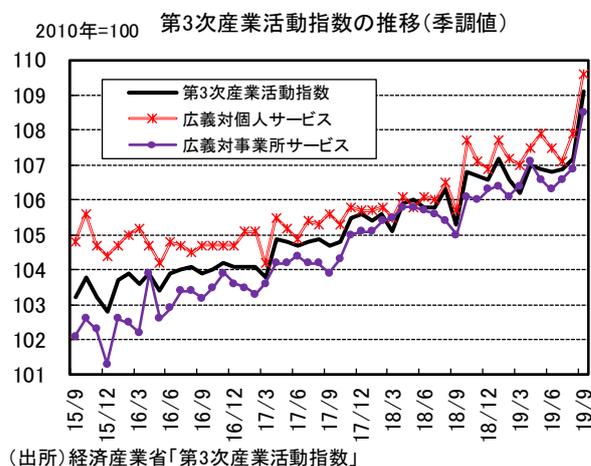
○ 7-9月期GDP速報 (11月14日)

7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.1% (4-6月期：同+0.4%)と、伸び幅が鈍化した。在庫のマイナス寄与度が▲0.3%と比較的大きかったことが主因。輸出が前期比▲0.7%と2四半期ぶりのマイナスになったことも響いた。一方、個人消費、設備投資、住宅投資、公的固定資本形成といった国内最終需要の各項目はいずれもプラス寄与となった。史上最長の景気拡張期は途切れていない可能性が高いことが示されたとみられる。今後の日本の景気は、底堅い米国景気や、省力化投資需要、半導体市況の改善に伴う世界的な景気の底打ちなどを背景に、2021年度にかけて緩慢な回復基調を維持すると予想する。



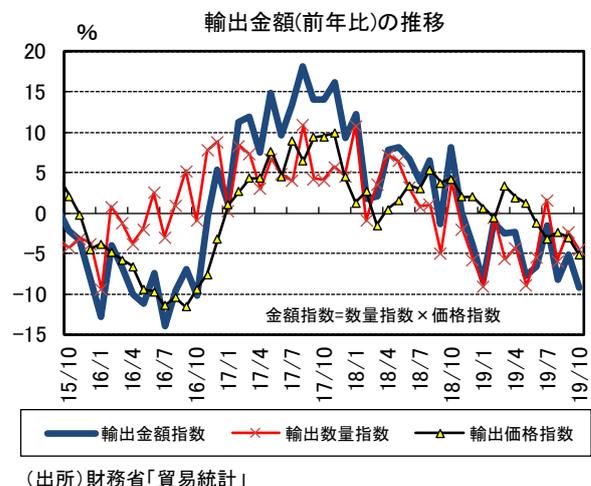
○ 9月第3次産業活動指数 (11月14日)

9月の第3次産業活動指数は前月比+1.8%と、3ヵ月連続のプラスとなった。前月に引き続き2008年1月以来の過去最高を更新した。基調判断は「持ち直しの動き」がすえ置かれた。全11業種のうち9業種が上昇、2業種が低下となった。プラス寄与が大きかった業種は、小売業(同+8.4%)、卸売業(同+3.3%)などであり、消費増税による駆け込み需要の影響が現れたとみている。一方で、マイナス寄与となった業種は不動産業(同▲1.4%)、運輸業、郵便業(同▲1.6%)。今後について、目先は消費増税による反動減で落ち込むことが見込まれる。ただ、世界経済に底打ちの兆しもみられることから、国内景気は緩慢な回復基調を維持するとみており、第3次産業活動指数も均せば緩やかながらも改善傾向で推移するとみる。



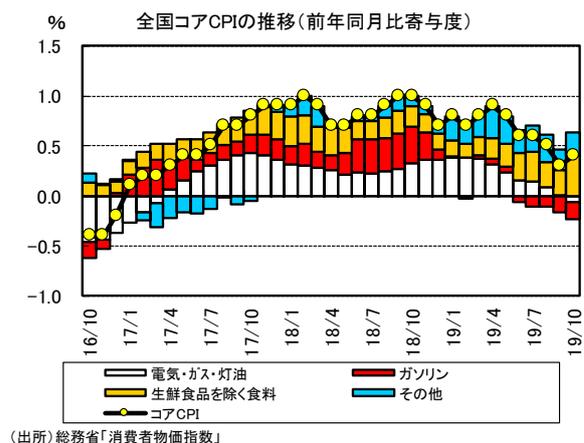
○ 10月貿易統計 (11月20日)

10月の貿易統計によると、輸出数量指数は前年比▲4.4%と3ヵ月連続のマイナスとなった。米国向け、EU向け、アジア(中国含む)向けすべてマイナスとなっており、輸出は減少基調が続いている。米中貿易摩擦については、10月の閣僚級協議で部分合意に至ったが、米中摩擦は、経済分野にとどまらない可能性があることから、今後も包括的な合意に達するには時間を要し、世界景気のかく乱要素になり続けることが予想される。今後について、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善、底堅い米景気が押し上げ材料となると見込まれる一方、欧州景気の弱さや、世界的な資本財需要の減衰などが引き続き下押し圧力となるとみられることから、回復ペースは緩慢と予想する。



○ 10月全国消費者物価指数（11月22日）

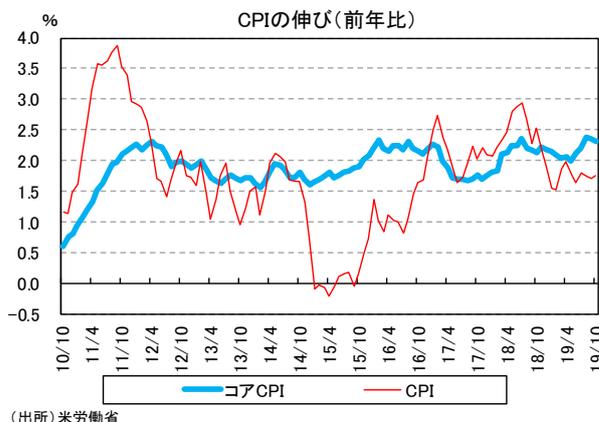
10月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI）は、前年比+0.4%と、9月から伸び幅が0.1%ポイント拡大した。総合指数は同+0.2%と、伸び幅は9月から変わらず、新型コア指数（生鮮食品およびエネルギーを除く総合）は同+0.7%と、伸び幅は9月から0.2%ポイント拡大した。総務省によると、消費税率引き上げおよび幼児教育・保育無償化が、総合指数、コアCPIを9月から+0.2%ポイント変動させたとしている。今後についても、エネルギー価格が当面マイナス寄与で推移することが見込まれるほか、2020年4月の高等教育無償化による下押しもあり、物価上昇は鈍いものとどまる可能性が高い。



《米 国》

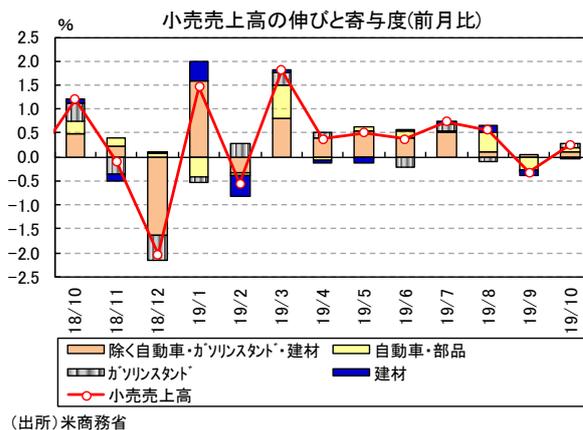
○ 10月CPI（消費者物価指数）（11月13日）

10月のCPIは前月比+0.4%となったほか、エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.2%のプラスとなった。前年比をみると、CPIは+1.8%と食料品価格の上昇などによりプラス幅が拡大した一方、コアCPIは同+2.3%と小幅ながらプラス幅が縮小した。医療や娯楽などで価格が上昇し、コアサービス価格の伸びが加速した反面、アパレル価格等の下落でコア財価格の伸びが鈍化した。9月1日に対中関税第4弾の一部が発動され、消費者に直結する品目の関税引き上げが実施されたが、今のところCPIへの影響は限定的なようだ。今後も貿易摩擦の影響が景気の重しになるとみられるほか、生産者物価等、川上段階での価格上昇圧力は依然として鈍いことから、CPIの基調は緩慢な伸びが続くと予想する。



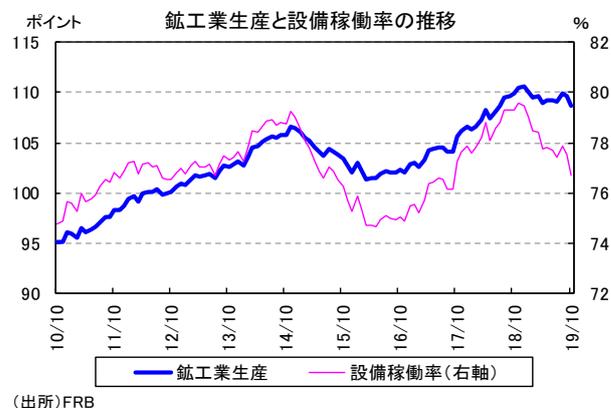
○ 10月小売売上高（11月15日）

10月の小売売上高は前月比+0.3%と2ヵ月ぶりに増加した。変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除くベースでは同+0.1%と、小幅ながら8ヵ月連続で増加しており、個人消費は底堅さを維持していると言える。業態別に内訳をみると、建材店のほか、衣料品や家具店などで減少する一方、自動車・部品やガソリンスタンド、一般雑貨店などが増加した。今後の個人消費は、米中対立を背景に消費関連財の一部で関税が引き上げられたことによる影響が懸念されるものの、緩やかながら雇用・所得環境の改善が続いていることや、家計のバランスシートが改善していることなどから増加基調が続くと予想する。



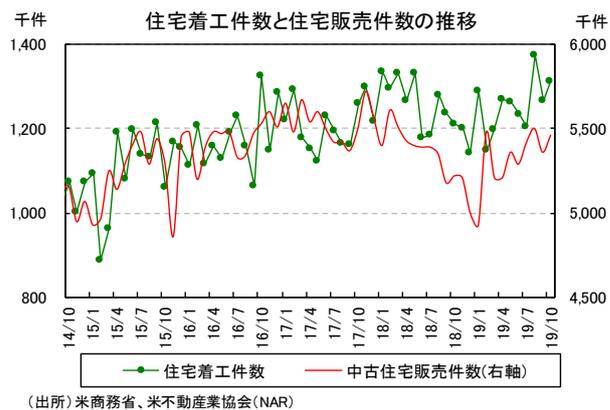
○ 10月鉱工業生産指数（11月15日）

10月の鉱工業生産指数は前月比▲0.8%と、2ヵ月連続で低下した。産業別にみると、大手自動車会社のストライキによる影響で輸送機器が低下したことなどから製造業が同▲0.6%となったほか、鉱業が同▲0.7%、公益事業が電力の低下で同▲2.6%となり、いずれも低調な結果に終わった。設備稼働率は76.7%と、昨年11月をピークに低下傾向が続いている。在庫循環をみると、足元では意図せざる在庫増局面に突入しているほか、米中貿易摩擦が激化するなか、10月のISM製造業景況指数は好不調の境目とされる50ポイントを3ヵ月連続で下回った。10月下旬に上記ストライキが終わったため、11月生産ではそうした要因が剥落するものの、均してみれば鉱工業生産は軟調な推移が続くと予想する



○ 10月住宅着工・販売件数（11月19, 21日）

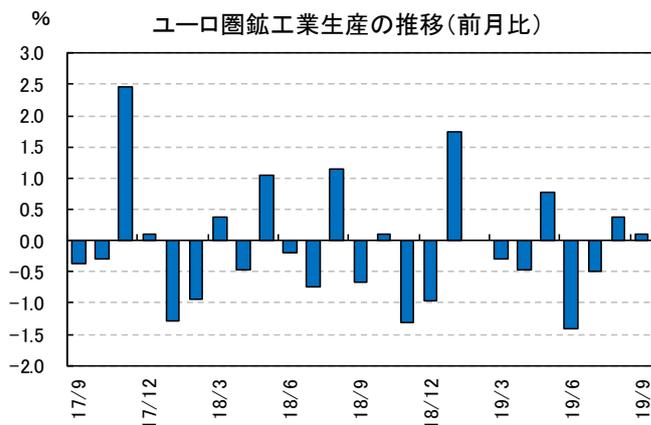
10月の住宅着工件数は、年率換算で131.4万戸、前月比+3.8%と2ヵ月ぶりに増加した。内訳をみると、戸建が同+2.0%と5ヵ月連続で増加したほか、振れの激しい集合住宅も同+8.6%と2ヵ月ぶりに増加に転じた。10月の中古住宅販売件数も、年率換算で546万戸、前月比+1.9%と2ヵ月ぶりに増加した。住宅着工件数に先行するとされる住宅着工許可件数は同+5.0%と、右肩上がりのトレンドを維持している。また、建設業者の景況感を表す住宅市場指数や6ヵ月以内に住宅を購入するとする家計は増加傾向をたどっており、住宅投資は低金利を背景に回復基調が続くと予想する。



《 欧 州 》

○ 9月ユーロ圏鉱工業生産 (11月13日)

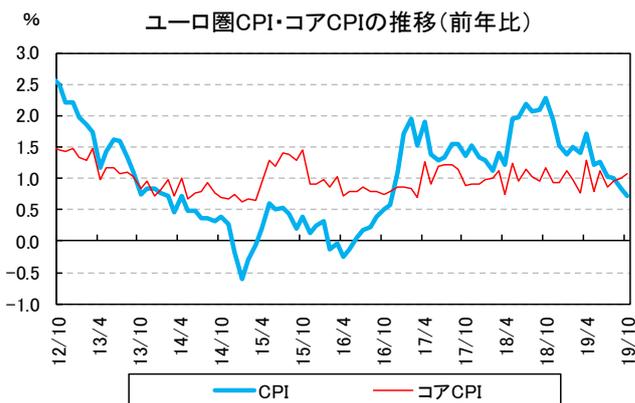
9月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.1%と、2ヵ月連続のプラスとなった。中間財(同+0.1%→▲0.9%)がマイナスになったほか、資本財(同+1.1%→+0.6%)のプラス幅が縮小したものの、消費財(同+0.4%→+0.6%)のプラス幅が拡大し、全体を押し上げた。もっとも、今月の持ち直しはアイルランド(同+1.1%→+8.8%)の寄与が大きく、主要国別では、フランス(同▲0.9%→+0.3%)を除き、ドイツ(同+0.7%→▲1.0%)、イタリア(同+0.4%→▲0.4%)、スペイン(同+0.8%→▲0.9%)と、軒並みマイナスとなった。今後についても、世界的な景気の先行き不透明感が残るなか、ユーロ圏の鉱工業生産は一進一退の推移にとどまるとみる。



(出所)ユーロスタット

○ 10月ユーロ圏CPI (11月15日)

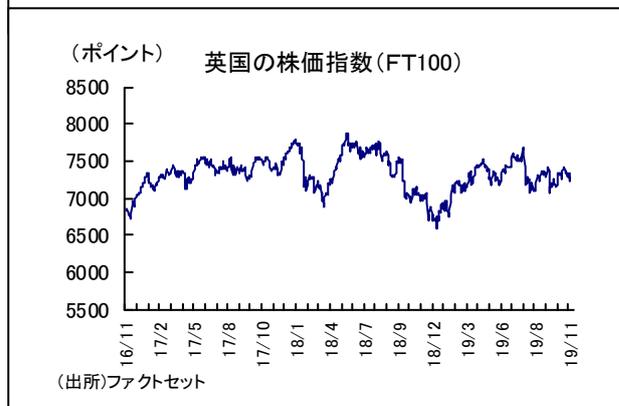
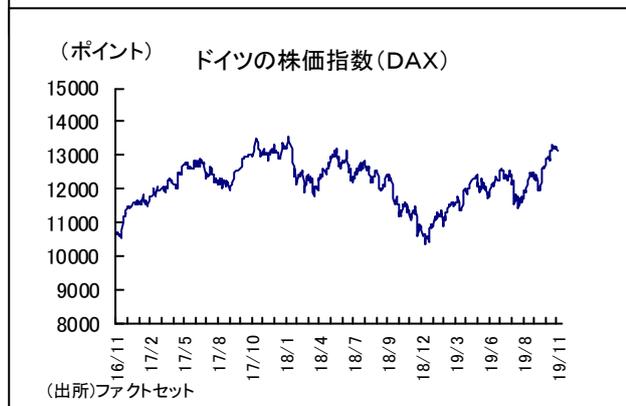
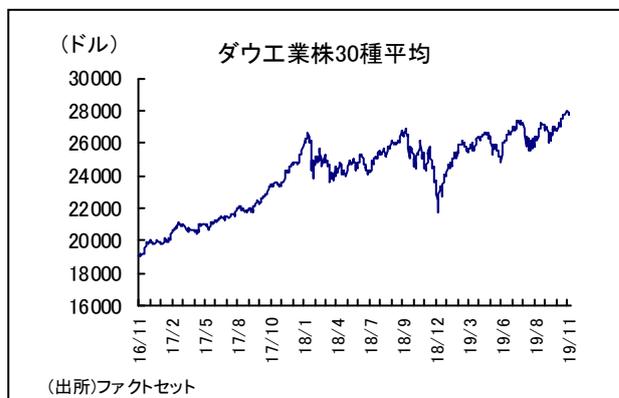
10月のユーロ圏CPI(消費者物価指数)は前年比+0.7%と、前月(同+0.8%)から伸び幅が縮小した。コアCPIは同+1.1%と、前月(同+1.0%)から伸び幅が拡大。主要国別では、フランス(同+1.1%→+0.9%)の伸びが縮小したほか、ドイツ(同+0.9%→+0.9%)、イタリア(同+0.2%→+0.2%)、スペイン(同+0.2%→+0.2%)といずれも低い伸びが続いている。エネルギー価格下落の影響に加え、ユーロ圏景気の回復ペースが緩慢なものにとどまるなか、需要が価格を引き上げる力は弱いものにとどまるとみられ、今後も物価はECBの中期的な目標(前年比+2.0%程度)を下回る推移が続くと予想する。



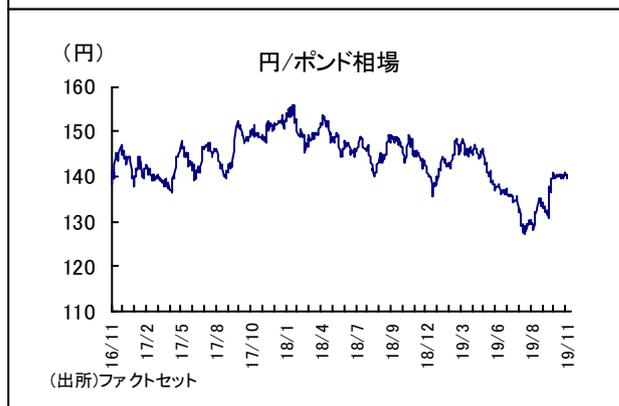
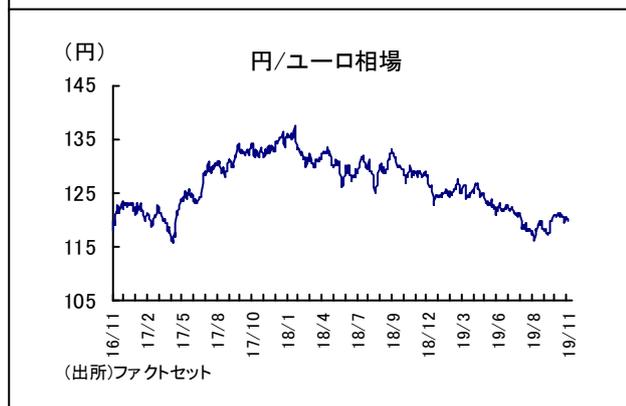
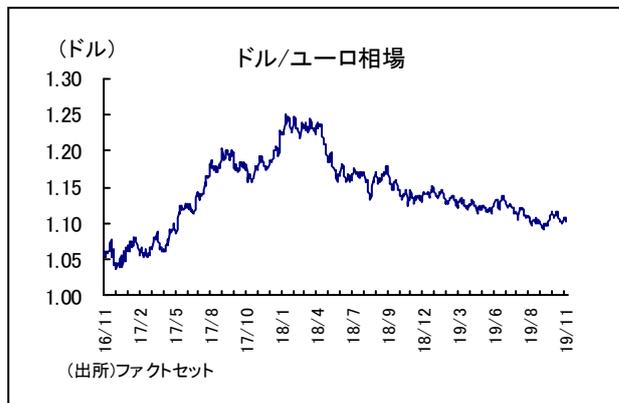
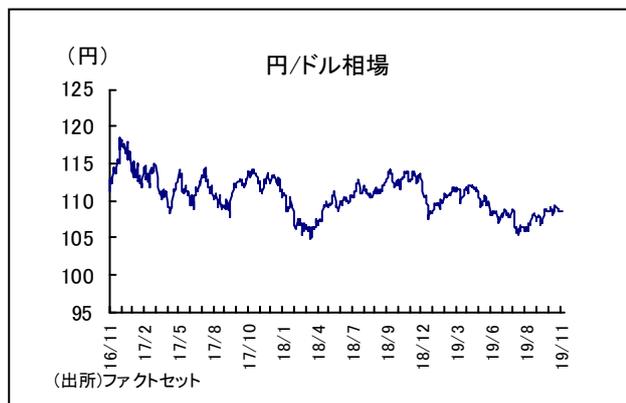
(出所)ユーロスタット

日米欧マーケットの動向 (2019年11月25日現在)

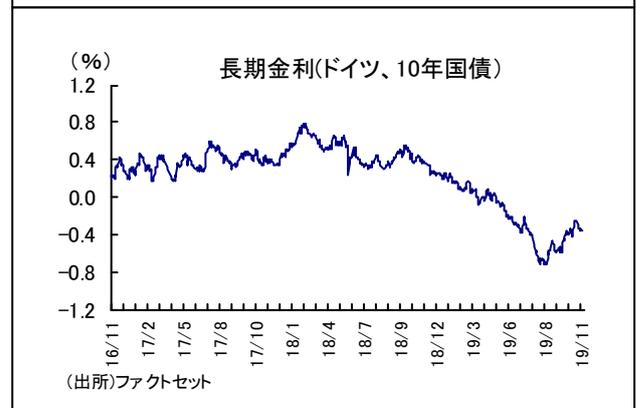
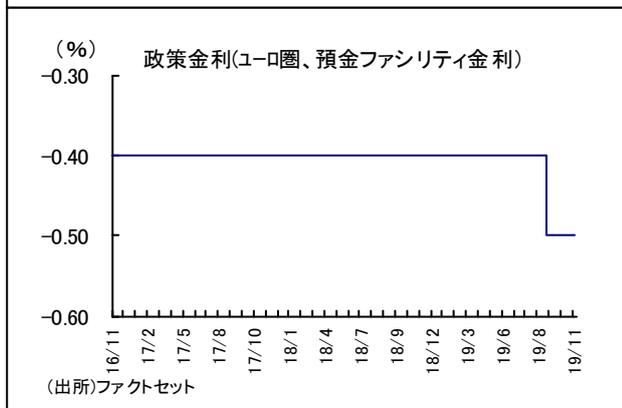
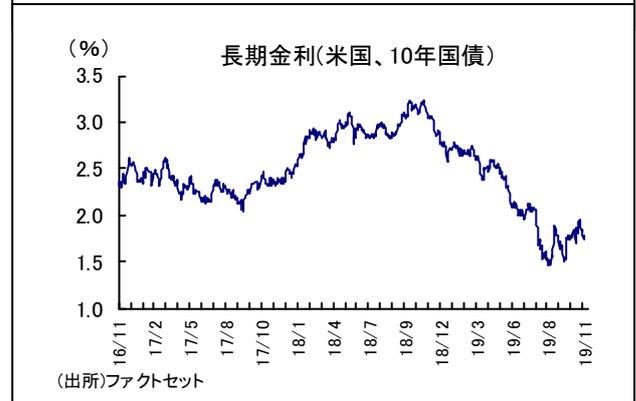
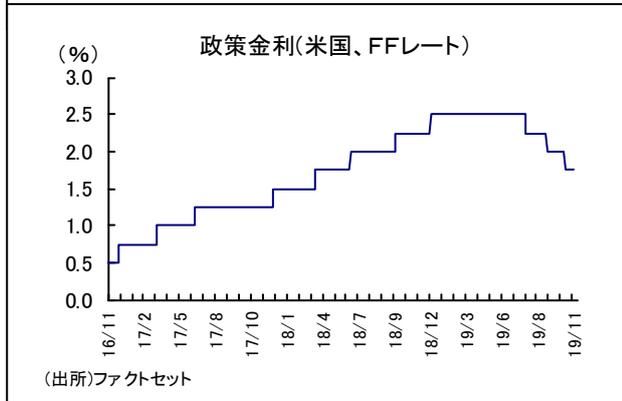
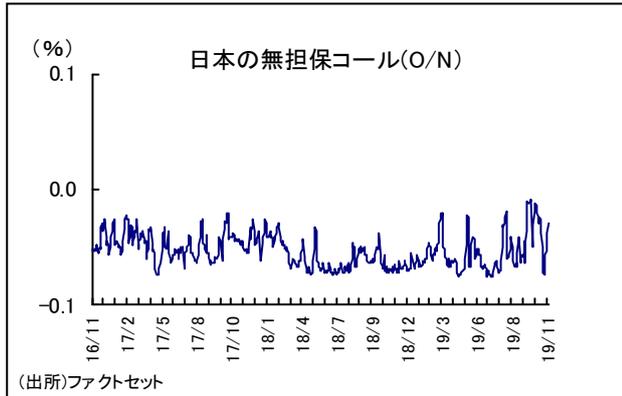
▽各国の株価動向



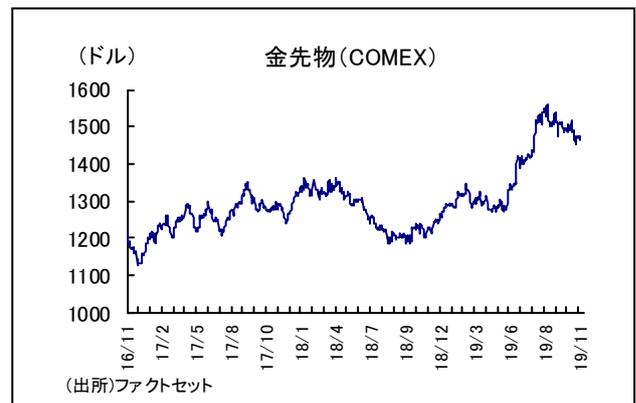
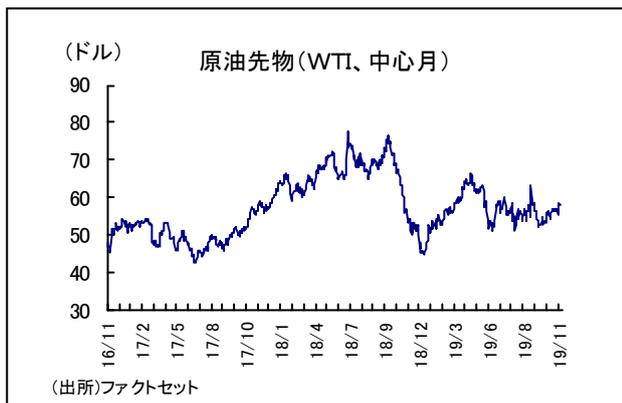
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、大広泰三、山口範大、
西山周作、木下裕太郎