

〈フォーカス〉 2017-2019年度経済見通し特集号

当社では、2017年7-9月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2017-2019年度経済見通し」を作成、11月20日(月)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。

<http://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: 2017年度 1.5%(1.7%) 2018年度 1.2%(1.1%) 2019年度 0.7%
名目GDP成長率: 2017年度 1.6%(1.6%) 2018年度 1.7%(1.5%) 2019年度 1.4%

2. 要点

- ①日本経済は、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。2018年度にかけては、官民をあげたオリンピック需要も本格化すると見込まれることから、通年の成長率は1%台の伸びを確保するとみている。ただし、2019年度は消費増税の影響などからやや減速を見込む。
- ②個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。2019年10月に予定されている消費増税については、駆け込み需要が個人消費と住宅投資の一時的な押し上げ要因となるものの、反動減まで含めれば負の影響がやや上回る。設備投資は、製造業の能力増強投資は期待できない一方、更新維持・省力化投資や、研究開発投資が下支えする。公共投資は、政府の経済対策の効果が一服することで、鈍化傾向の推移を見込む。輸出は、アジア諸国の需要拡大や欧米景気の回復などに支えられ、堅調に推移するとみている。
- ③米国景気は、雇用環境の改善が続くと見込まれることから、引き続き回復基調で推移するとみる。欧州景気は、緩和的な金融政策の継続や、緊縮的な財政運営の見直しなどを背景に、回復が続くと予想する。中国景気は、インフラ投資や不動産開発投資などの減速が見込まれるものの、消費の底堅い推移や輸出の回復により、景気減速ペースは緩やかなものにとどまる。

(Matsushita wrote)

目次

〈フォーカス〉2017-2019年度経済見通し特集号	1	・主要経済指標レビュー	11
・経済情勢概況	2	・日米欧マーケットの動向	15
・2017-2019年度経済見通し(要約版)	3		

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、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、非製造業の投資需要の高まりなどが後押しし、内外需足並みの揃った緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。持ち直しの動きが続いている。今後は、賃金の伸び悩みが続くなか、社会保障関係負担の増加なども重しとなって、緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資は、回復が続いている。今後は、相続税対策としての貸家の節税需要が減衰するとみられるほか、所得環境の回復ペースの鈍さもあって、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、政府の経済対策の効果が一服することで、鈍化傾向の政府の経済対策の効果に加え、オリンピック開催に向けたインフラ整備なども後押しし、底堅い推移を見込む。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コアCPI）は、1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は当面はエネルギー価格の伸びは鈍化方向に転じるが押し上げ方向に寄与すると見込まれることやものの、賃金上昇が見込みづらい期待インフレ率が伸び悩んでいることなどから、2017年度のコアCPI上昇率は、前年比+0.5%程度にとどまると予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や、緩やかな金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは6月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを0.75-1.00%から、1.00-1.25%へと引き上げた。10月には再投資計画の一部変更が開始された。12月には、追加利上げ実施されると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩やかな金融政策が続くと見込まれるほか、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩やかな金融環境が下支えになるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

ECBは2017年10月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2018年9月末までとしたほか、1月からの買入れ額を月額600億ユーロから300億ユーロへ減額することなどを決定した。2018年7月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

2017—2019 年度経済見通し（要約版）

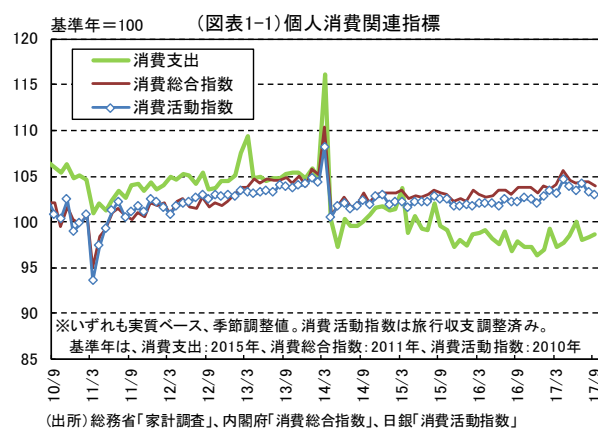
1. 日本経済見通し

堅調な海外景気を背景に、国内景気は緩やかな回復が続く

2017年7—9月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算：+1.4%）と、7四半期連続のプラスとなった。今後も堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。2018年度にかけては、官民をあげたオリンピック需要も本格化すると見込まれることから、通年の成長率は1%台の伸びを確保するとみている。ただし、2019年度は消費増税の影響などからやや減速を見込む。

個人消費は緩慢な回復にとどまる

日銀の消費活動指数を見ると、天候不順などを背景に9月は前月比▲0.3%と、2ヵ月連続のマイナスとなった（図表1-1）。そのなかで耐久財は、昨年度末を底に持ち直し、足元でも高水準の推移が続いている。2009年以降に打ち出されたエコカー減税や家電エコポイント制度に加え、2014年4月の消費増税前の駆け込み需要で需要が先食いされたが、耐久財の買い替えサイクルはおよそ5～10年程度のため、当時の買い替え需要の持続的な顕在化が今後も期待でき、個人消費を下支えするとみている。

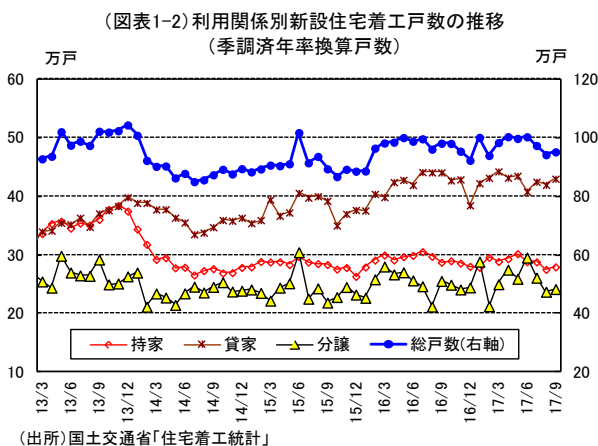


一方で、9月の現金給与総額は前年比+0.9%と、2ヵ月連続のプラスとなり、所定内給与も同+0.7%と、6ヵ月連続のプラスとなったものの、実質賃金指数は足元では対前年比でマイナスでの推移となっており、賃金の伸びは引き続き鈍い。また、2019年10月に予定されている消費増税は、駆け込み需要が一時的な押し上げ要因となるものの、反動減まで含めれば負の影響がやや上回ると見込まれ、個人消費は緩慢な回復にとどまると予想する。

住宅投資と公共投資は共に鈍化すると予想

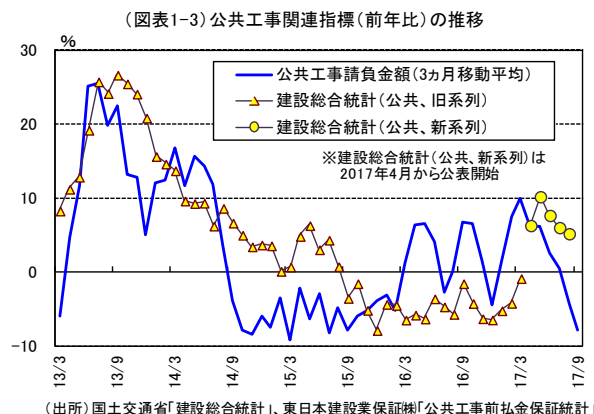
新設住宅着工戸数（季調値）は7月以降の総戸数は減速している（図表1-2）。利用関係別では、貸家着工や持家着工が横ばい圏での推移となっているほか、分譲着工戸数は減少傾向となっている。

今後の住宅投資は、各種住宅支援策などが下支え要因になる一方、空室率の上昇や、住宅価格の高止まりが下押し要因になることで、鈍化傾向の推移を見込む。一方、消費増税を前にした駆け込み需要は、2018年度の後半から持家や分譲を中心に住宅需要を押し上げよう。ただし前回の増税時は、今回の10%までの増税を見込んだ需要の先食いがあったとみられる一方で、今回の増税幅は2%にとどまることから、押し上げ効果とその反動は前回より小さいもの



となろう。以上から、2017年度の住宅着工戸数は93万戸程度、2018年度は95万戸、2019年度は93万戸と予想する。

10月のさくらレポート（日銀地域経済報告）で公共投資の判断を見ると、7地域で「増加している」または「高水準」となっており、多くの地域で公共投資が持ち直している様子が窺われる。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見ても、4月以降、前年比で+5~10%の高水準で推移している（図表1-3）。ただ、出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）は、足元でマイナスに転じており、目先、公共投資は減速傾向で推移する可能性が示唆されている。

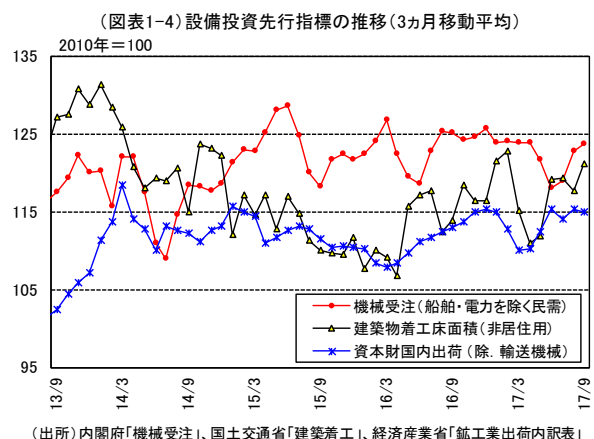


2017年度本予算では、一般会計で前年並みを確保しており、2017年度本予算の執行による公共投資の下支えが期待できる。ただ、2017年度の補正予算は2兆円程度と、16年度に比し相対的に小規模なものにとどまると見込まれ、内容も、日欧EPAを受けた農業用土地の改良費用や、災害対策の関連費用など、5,000億円程度にとどまるとみられ、GDPの下支え効果は+0.1%以下にとどまると予想する。

今後については、東京オリンピック開催に向けたスタジアムの建設や、道路網などのインフラ整備に係る工事が公共投資を下支えすると見込まれるものの、昨年秋以降、建設工事費デフレーターが普通鋼鋼材などの建設材料価格の高騰を背景に底打ちしており、実質ベースの公共投資を押し下げるとみられることから、公共投資は鈍化傾向で推移すると予想する。

設備投資は回復傾向が続く

設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）を見ると、資本財国内出荷（除、輸送機械）は昨春以降、改善傾向が継続しており、機械受注（船舶・電力を除く民需）と建築物着工床面積（非居住用）も持ち直しの動きがみられるなど、今後の設備投資が緩やかな回復傾向となる可能性を示唆している（図表1-4）。日銀短観の設備投資計画を見ると、2017年度の全規模・全産業の設備投資計画は前年度比+4.6%と、前回調査から+1.7%上方修正され、9月調査としてはリーマン・ショック以降、3番目に強い計画となっている。



人口の減少トレンドが続くなか、中期的に内需の堅調な拡大が見込みにくいことで、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるが、設備の更新維持投資や研究開発投資は、回復傾向で推移すると予想する。非製造業でも、好調な企業業績が下支えとなって、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、2018年にかけて設備投資は回復傾向が続くと予想する。

輸出はプラス圏の推移が続く

9月の輸出金額は前年比+14.1%と、10ヵ月連続のプラスとなった（図表1-5）。輸出の実勢を表わす輸出数量を見ると、9月は前年比+4.8%と、8月の同+10.4%からプラス幅が縮小し、増勢が鈍化しつつあるようにみえる。ただ、これはハリケーンの被害により、米国向け輸出が低迷したという特殊要

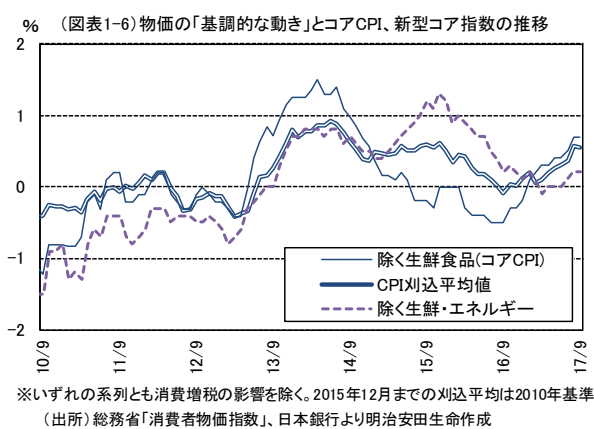
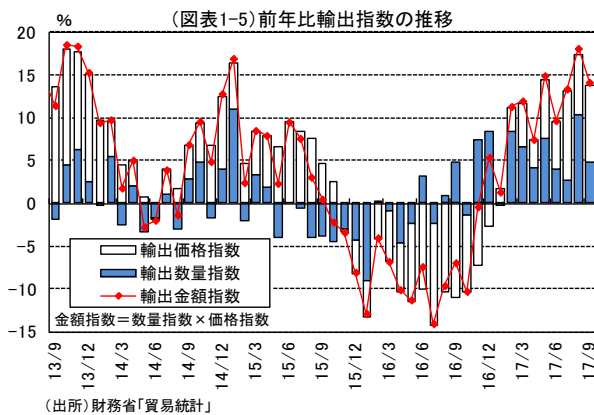
因が影響しており、10月以降、ハリケーン被害からの復興需要を背景に持ち直す可能性が高い。

輸出は引き続き堅調に推移すると予想する。日本の輸出の過半を占めるアジア向けについては、中国景気の底堅い推移が続くと見込まれることや、半導体の需要拡大などが引き続き下支えになるとみる。米国向けは、資本財輸出が底堅く推移することで、基調としては回復が続くとみる。EU向けについても、ドイツを中心に欧州の景況感が高水準を維持するとみられ、欧州向け輸出は拡大傾向で推移するとみている。

コアCPIの上昇余地は限定的

全国消費者物価指数（生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コアCPI）は年明け以降、プラス幅を拡大している（図表1-6）。もっとも、除く生鮮・エネルギー指数は低水準で推移しており、足元のコア指数はエネルギー価格に押し上げられている側面が大きい。ただ、国際原油価格がボックス圏の推移をたどるとみられることで、来年以降のエネルギー価格の伸びは再び鈍化方向に転じると予想する。

昨年秋口までに進んだ円高が、ラグを伴いつつ輸出物価の下押し圧力になっているほか、廉価なスマートフォンの普及や通信費の下落などが、コアCPIの押し下げ要因となっている。また、賃金上昇率の鈍さを背景に、サービス業の物価が低調に推移していることも、コアCPIの伸びを抑制している。賃金低迷の背景には、潜在成長率の低下などさまざまな構造的要因が考えられ、今後も賃金上昇が見込みづらくなか、2017年度通年のコアCPIの上昇率は前年比+0.5%、2018年度は同+0.7%、2019年度は+1.5%（消費増税の影響：+0.6%を含む）と予想する。（担当：小玉、柳田、磯部）



(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											
	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2016年度				2017年度				2018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	1.3%	1.5%	1.2%	0.7%	0.4%	0.3%	0.6%	0.3%	0.1%	0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%		
前期比年率	1.3%	1.5%	1.2%	0.7%	1.6%	1.0%	2.6%	1.4%	0.3%	2.3%	0.9%	1.3%	1.0%	1.5%		
民間最終消費支出	0.7%	1.0%	1.0%	0.6%	0.1%	0.4%	0.7%	▲0.5%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%		
民間住宅投資	6.6%	2.6%	1.2%	0.5%	0.3%	0.9%	1.1%	▲0.9%	0.8%	0.7%	▲0.1%	0.5%	0.2%	0.4%		
民間設備投資	2.5%	2.5%	2.3%	1.2%	1.9%	0.5%	0.5%	0.2%	0.8%	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%		
政府最終消費支出	0.4%	0.9%	1.0%	0.7%	0.0%	▲0.0%	0.6%	▲0.1%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%		
公的固定資本形成	▲3.2%	3.2%	2.7%	▲ 0.8%	▲2.7%	0.1%	5.8%	▲2.5%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.1%	0.3%		
財貨・サービスの輸出	3.2%	5.6%	3.9%	2.4%	3.0%	1.9%	▲0.2%	1.5%	1.8%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%		
財貨・サービスの輸入	▲1.3%	3.0%	3.4%	3.2%	1.2%	1.4%	1.4%	▲1.6%	1.7%	1.0%	1.0%	0.6%	1.0%	0.7%		
名目GDP	1.1%	1.6%	1.7%	1.4%	0.5%	▲0.0%	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%		
GDPデフレーター(前年比)	▲0.2%	0.1%	0.5%	0.7%	▲0.1%	▲0.8%	▲0.4%	0.1%	0.3%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.5%		

2. 米国経済見通し

7-9月期の景気は堅調に推移

7-9月期は、米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.0%と、4-6月期の+3.1%とほぼ同水準の高い伸びとなった（図表2-1）。個人消費や設備投資が堅調に推移した一方、住宅投資は2-4半期連続で減少した。海外景気の持ち直しを背景に、輸出も回復が続いた。7-9月期のGDP統計には、ハリケーンによる一時的な要因が多く含まれているとみられるものの、雇用環境の改善や企業収益の増加といった米国経済の基礎的な力強さに変化は見られず、今後の景気は回復基調で推移すると予想。

（図表2-1）米国の実質GDP予測値（前期比年率）（%）

	暦年ベース				2016年				2017年				2018年			
	2016	2017	2018	2019	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12			
実質GDP	1.6	2.4	2.4	2.1	1.8	1.2	3.1	3.0	2.5	2.6	2.3	2.4	2.4			
個人消費	2.7	2.4	2.6	2.3	2.9	1.9	3.3	2.4	2.5	2.5	2.6	2.4	2.6			
住宅投資	4.9	3.4	4.8	3.0	7.1	11.1	-7.3	-6.0	5.0	2.5	3.5	5.0	4.6			
設備投資	-0.4	5.0	4.5	3.8	0.2	7.2	6.7	3.9	3.1	4.9	4.0	2.8	3.2			
民間在庫 （寄与度）	-0.4	0.1	-0.0	0.0	1.1	-1.5	0.1	0.7	0.0	0.1	0.0	-0.0	-0.0			
純輸出 （寄与度）	-0.1	-0.3	-0.2	-0.2	-1.6	0.2	0.2	0.4	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.1			
政府支出	0.9	0.2	0.5	1.2	0.2	-0.6	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.4			

→ 予測

内外需ともに堅調推移と予想

米国の個人消費は、回復傾向が続いている。特に耐久消費財が伸びており、ハリケーンによって水没した自動車などの買い替え需要が顕在化したとみられる。復興需要が一巡した後、個人消費は一時的に弱含むとみられるが、その後は堅調に推移するとみる。住宅投資は、ハリケーンによる施工の遅れなどを背景に一時的に弱含んだとみられ、今後については、堅調な雇用・所得環境や家計資産の増加などを背景に、住宅投資は持ち直しに向かうと予想する。設備投資は、企業業績の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、回復基調が続くと予想する。輸出は、中国や資源国、ユーロ圏向けが下支えとなり、緩やかな回復をたどるとみている。

減税法案可決は2018年にずれ込む。FRBは緩やかな利上げ路線へ

10月25日、米国議会下院は予算決議案を可決した。税制改革法案にかかわる財政調整措置の枠は1.5兆ドルとされ、その枠内であれば、上院での審議では100議席中51議席の過半数で可決が可能となった。ただ、共和党のなかにはトランプ大統領と意見を異にする議員も少なくなく、特に52議席しかない上院での法案可決がネックとなる。また、上院案と下院案の隔たりは大きく、両院協議会における調整は難航する可能性が高い。年内の審議日数が限られるなかで、共和党内や野党民主党を含めて政策協調できる可能性は低いとみられ、税制改革の実現は来年以降にずれ込むと予想する。

FRBは、10月30日-11月1日開催のFOMCで、市場予想どおり政策金利であるFFレート（フェデラル・ファンド・レート）の誘導目標レンジを1.00-1.25%ですえ置いたほか、9月のFOMCで決定されたとおり、再投資政策の一部停止を開始した。FRBは、今後の利上げについて2020年まで年3回程度と見込んでいるものの、物価動向が弱いことを背景に、市場の利上げ見通しとは乖離が生じている。イエレン議長は現在の労働需給の引き締まりを理由にフォワードルッキングな利上げ論を展開しているが、いずれ訪れる景気後退期に備え、利下げができる余地を確保する意図もあるとみる。その点、足元では新興国景気が上向き、米国から新興国への与信が増加に転じるなど、米国の利上げが新興国通貨安など、金融市場の混乱につながるリスクが小さいことが、FRBの前向きなスタンスにつながっているとみられる。ただ、イエレン議長が指摘した物価上昇が鈍い「謎」は依然解明されておらず、年3回というFRBが掲げる利上げペースは、物価上昇ペースとの見合いで今後は修正される可能性が高いとみる。FRBは2017年12月に追加利上げを行ない、その後は年2回程度の緩やかな利上げ路線を継続すると予想する。（担当：久保）

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は回復傾向で推移

7-9月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.6%と、4-6月期の同+0.7%からはやや減速したものの、引き続き堅調な推移となった（図表 3-1）。国別の成長率を見ると、ドイツ（4-6月期：同+0.6%→7-9月期：+0.8%）、イタリア（同+0.3%→+0.5%）は前期から伸び幅が拡大、フランス（同+0.6%→+0.5%）、スペイン（同+0.9%→+0.8%）は伸び幅が小幅に縮小したものの、総じて見れば各国とも堅調な結果であった。欧州委員会の秋季経済見通しでは、2017, 2018年ともに、各国の財政スタンスは緩和的になるとの予想が示された。また、海外景気も堅調に推移するとみられることや、ECBによる緩和的な金融政策は継続されるとみられることなどから、ユーロ圏景気は今後とも改善が続くと予想する。

(図表3-1) 欧州の実質GDP予測値(前期比) (%)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2016年				2017年				2018年			
					10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
ユーロ圏 実質GDP	1.8	2.5	2.1	1.9	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5
家計消費	2.0	1.8	2.2	1.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6	0.5	
政府消費	1.8	1.1	1.3	1.4	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3		
固定投資	4.5	4.8	2.4	3.3	1.5	-0.2	2.0	2.0	1.0	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6		
純輸出(寄与度)	-0.4	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.4	-0.2	-0.0	-0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.0		
輸出	3.3	2.6	2.8	4.2	1.5	1.3	0.9	1.1	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6			
在庫投資(寄与度)	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.1	-0.0	0.1	-0.0	0.0	-0.0	0.0			
英国 実質GDP	1.8	1.5	1.3	1.3	0.6	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3			

→ 予測

ECBは資産買入れ策の実施期間の延長と買入れ規模の縮小を決定

個人消費は、ECBによる緩和的な金融政策や海外景気回復を背景に、雇用環境の改善が続くとみられることから、回復傾向をたどるとみる。固定投資は、政治的な先行き不透明感が和らぐなか、緩和的な資金調達環境も下支えとなり、緩やかに回復するとみる。輸出は、米中を中心とする海外景気回復が押し上げ要因となろう。

10月26日に開催されたECB理事会では、現在行なわれている資産購入策の減額と、これまで2017年末までとしていた実施期限の2018年9月までの延長を決定した。資産購入額は現行の600億ユーロから300億ユーロへと減額される。物価については、目標である2%に達する目途が立っていないことから、ECBの次なる一手は、2018年7月の理事会で、2018年10月以降の資産買取り額を150億ユーロに減額するとともに、期限の延長を発表すると予想する。

英国景気は減速に向かう

英国の7-9月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.4%と、前期の同+0.3%から伸び幅が小幅に拡大した。ただ、EU離脱を巡る先行き不透明感が根強いなか、固定投資は停滞気味の推移になったとみられるほか、賃金の伸び悩みや高水準の物価を背景に、実質購買力の改善の遅れが個人消費を下押ししている状態が続いたとみられる。

BOEは11月2日の金融政策委員会(MPC)で政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げた。声明文では、昨年以來のポンド安やエネルギー価格上昇による物価押し上げ効果は今後はいく落に向かうとみられており、むしろ足元の労働需給の引き締まりを背景に、将来における賃金上昇圧力を注視するとの姿勢が示された。今後の利上げペースについては、前回9月の声明文にあった「現在の市場予想より、幾分強めの引締めが必要となる可能性がある」との文言が削除されており、BOEは市場のハト派的な利上げ見通しを言外に追認した。BOEは当面の間様子見姿勢を継続し、次回の利上げは、早くてもEU離脱交渉が終わる2019年春以降になるとみる。（担当：久保、陳）

4. 中国経済見通し

党大会後の中国景気は各種政策対応が下支え

中国の2017年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と、前期からやや減速したものの、政府目標の+6.5%は上回った(図表4-1)。輸出や消費が堅調に推移したことに加え、政府によるインフラ投資が景気を下支えた。今後の中国景気は、これまで景気を下支えてきたインフラ投資や不動産開発投資が減速すると見込まれるほか、過剰生産能力の解消による景気の下押し圧力が次第に顕在化すると見込まれるものの、消費の底堅い推移や輸出の回復により、景気減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する(図表4-2)。

10月に開催された共産党大会以降の景気減速懸念が熾るなかで、すでにいくつかの金融、財政政策が打ち出されている。中国工業情報化部は8月21日に、合計25のプロジェクトに対して合計100億元規模の支援資金を提供すると公表した。国家開発銀行も2020年までに、バイオ、IT、ロボットなどハイテク産業の育成を狙った「中国製造2025」の重点プロジェクトを中心に、3,000億元規模の融資を提供すると表明している。また、中国人民銀行は9月30日、一定の条件を満たした銀行に限り、2018年から預金準備率を引き下げると発表した。今後は製造強国に向けた取組みの推進やサービス近代化を中心とする、的を絞った政策対応が引き続き景気を下支えとみている。

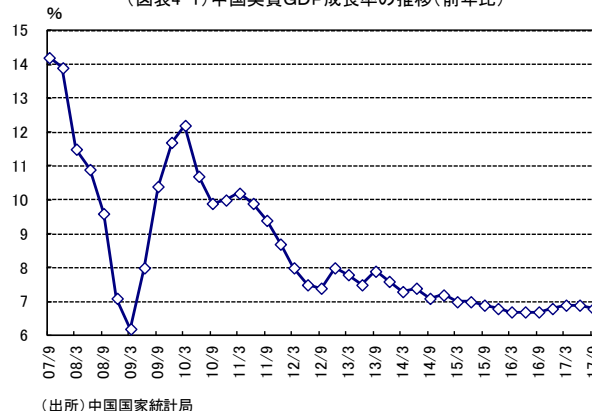
投資はやや減速、消費は底堅く推移、輸出は持ち直しを見込む

固定資産投資は減速傾向で推移している。インフラ投資については、年初に地方政府が一斉に執行して以降、高い伸びが続いている。今後の政府による投資は、党大会でも強調された「脱貧困」プロジェクトが昨秋以来進行中であることなどから、底堅いレベルを維持するとみる。製造業投資は、過剰生産能力の解消のほか、環境規制の強化などを背景に減速している。今後についても、鉄鋼業や石炭採掘業などの伝統的な重厚長大産業への投資は減速に向かうとみるが、党大会以降はイノベーションによる製造強国に向けた取組みを一段と強化することなどから、先端技術を有する企業を中心となって、製造業投資を下支えするとみる。不動産開発投資については、9月22-23日の2日間で、重慶、南昌、西安、南寧、長沙、貴陽、石家荘などの都市に対し、住宅購入時の頭金比率を20%から30%に引き上げるなど、政府による住宅価格抑制策を背景に、減速に向かうと予想する。

個人消費は、所得の増加を背景に、堅調な推移が続いている。2017年末には小型車減税が完全に打ち切られるため、駆け込み需要とその後の反動減が発生し、消費の一時的な攪乱要因になるとみる。その後については、底堅い所得環境に支えられ、個人消費は堅調な推移が続くと見込む。

輸出は、米国を中心とする先進国景気の回復を背景に、2017年以降回復傾向が続いている。今後の輸出は、新型スマートフォンの発売などが短期的な下支え要因になるとみられるほか、その後も米国をはじめとする先進国の堅調な内需を取り込むかたちで、持ち直し傾向が続くと予想する。(担当：陳)

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比)

(単位: %)

	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
実質GDP成長率	6.7	6.8	6.5	6.5

5. 韓国・台湾・豪州経済見通し

輸出が韓国経済をけん引

(図表5-1)韓国・台湾・豪州の実質GDP成長率予測
(前年比) (%)

7-9月期の韓国実質GDP成長率は、世界的な半導体需要の高まりなどから、輸出が大幅に増加し、前期比+1.4%と、前期からプラス幅が拡大した。

	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
韓国	2.8	3.1	3.0	2.9
台湾	1.5	2.5	2.5	2.4
豪州	2.5	2.5	2.9	2.8

今後の韓国景気は、全体として緩やかな回復傾向

での推移を予想する。輸出については、新規輸出受注が改善傾向で推移しているほか、堅調な世界半導体需要を背景に、改善傾向が続くとみる。個人消費は、若年層を中心に失業率が高止まりしているほか、対GDP比で約8割に達している家計債務残高が重しとなることで、伸び悩むと予想される。

金融政策については、家計の債務残高の拡大や地政学リスクへの懸念も残るものの、輸出が堅調に推移することに加え、最低賃金の引き上げなどが内需の下支えとなるとみられることから、韓国中銀は、2018年以降、年1回程度の利上げを行なうとみる。

台湾経済は回復傾向で推移

7-9月期の台湾実質GDP成長率は、半導体を中心に輸出の大幅な増加を受け底堅い推移となっている。

足元では、新型スマートフォン発売に伴う関連部品の需要拡大などを背景に、輸出受注額は増加傾向での推移となっている。今後の輸出は、世界の半導体市場の拡大などから、持ち直し傾向が続くと予想する。堅調な外需を受け、工業分野を中心に雇用環境の改善が見込まれることから、個人消費も底堅く推移するとみられ、今後の台湾景気は、回復傾向が続くと予想する。

CPI(消費者物価指数)は、3月以降、天候要因による生鮮食品の価格変動の影響を受けて上下しているものの、生鮮食品やエネルギーを除いたコアCPIは同+1%近傍の伸びにとどまるなど、基調的な物価上昇圧力は依然として弱い。台湾中銀による利上げは、2019年以降にずれ込むと予想する。

豪州景気は緩やかな回復が続く

豪州景気は緩やかな回復傾向で推移している。需要項目別の4-6月期の実質GDP成長率では、設備投資が2四半期ぶりのマイナスとなったものの、政府支出が大幅に拡大したことに加え、個人消費や、輸出が底堅く推移し、全体を押し上げた。

個人消費は、雇用環境が改善傾向で推移しているものの、家計債務残高の高まりなどが重しとなることで、緩やかな回復が続くと予想する。設備投資は、主力の鉄鉱石の需要先である中国景気が、かなりゆっくりなペースでの減速になるとみており、豪州の設備投資も、緩やかな減速傾向での推移を予想する。住宅投資は、住宅ローン規制が続くと見込まれることから、減速傾向で推移するとみる。輸出は、減速しつつも底堅い中国景気や好調な米国景気を受け、底堅い推移が続くとみる。今後の豪州景気は、住宅投資や設備投資は減速傾向での推移が続くとみる一方、個人消費や輸出が底堅い推移となることで、緩やかな回復を見込む。

豪州準備銀行(RBA)は、2016年8月の利下げ以降、政策金利をすえ置いている。RBAは、堅調な海外景気を受けた輸出の増加などから、来年にかけて景気が徐々に上向くと予想を示す一方、11月の金融政策決定会合(MPC)では、実質賃金の緩慢な伸びと高水準の家計債務への警戒感も示した。一方、CPI(刈り込み平均値)は、RBAの目標レンジ(+2~3%)を下回るなど、足元のインフレ圧力は弱い。今後は、家計債務の高止まりなどを受けて、しばらくは政策金利がすえ置かれるとみるが、堅調な雇用環境による緩やかな物価上昇を受け、2019年には利上げを行なうと予想する。(担当:磯部)

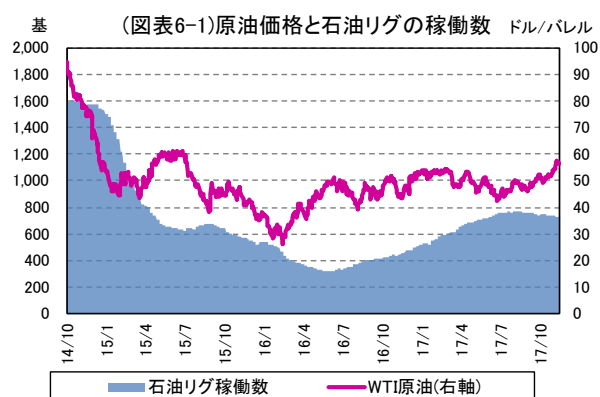
6. 商品相場見通し

原油価格は50～60ドルを中心レンジとする展開が続く

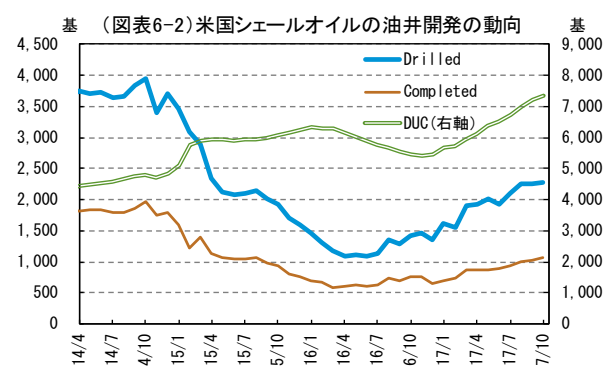
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、9月下旬からイラクのクルド問題やサウジアラビア情勢の混迷、OPEC（石油輸出国機構）主要幹部の減産強化を示唆する発言などを受けて上昇傾向で推移している（図表6-1）。

サウジアラビアのファリハエネルギー産業鉱物資源相は、2018年3月までの減産合意を数ヵ月延長する案を示したほか、プーチン大統領も減産合意について、「少なくとも2018年末まで延長される必要がある」と述べるなど、11月30日の総会で、減産期間の延長（2018年末まで）を中心とする減産強化策が決定される可能性が高い。

米国の油井開発動向を見ると、5月以降の原油価格の伸び悩みや、ハリケーンの影響などを受けて、リグ稼働数の伸びは徐々に鈍っている。ただ、米エネルギー情報局(EIA)の11月の掘削レポートでは、シェールオイルの主要生産地域の生産に直結する「完成した油井数（Completed）」、「完成間もなくの油井数(DUC)」、「掘削段階にあたるリグ稼働数(Drilled)」がいずれも年初から増加傾向で推移しており、引き続きシェールオイル生産の再開や新規投資の動きが増える可能性が示唆されている（図表6-2）。今後の世界石油需要については、中国やインドで増加トレンドが続くとみられるのに加えて、堅調な景気などを背景に米欧でも増加すると見込まれる。原油需要の拡大とOPECの減産継続から、原油価格の下値は堅いとみる。ただ、現状の55ドル/バレル程度の価格水準が維持されれば、米国シェール地域での生産拡大が促されるため、今後の原油価格は50～60ドル/バレルを中心レンジとする展開が続くと予想する。（担当：陳）



(出所)ファクトセット、Baker Hughes



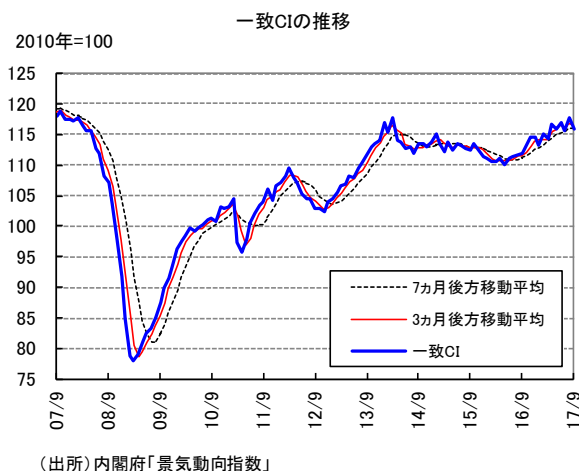
(出所) EIA

主要経済指標レビュー (11/6~11/17)

《 日 本 》

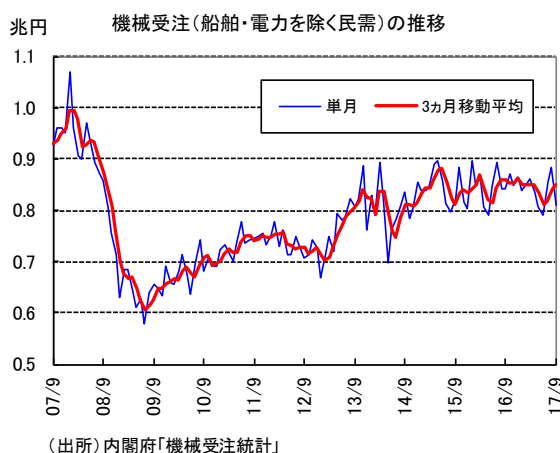
○ 9月景気動向指数 (11月8日)

9月の景気動向指数では、一致CIが115.8(前月差▲1.9ポイント)と、2ヵ月ぶりに低下した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が12ヵ月連続ですえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、全7系列中6系列が押し下げに寄与しており、特に投資財出荷、鉱工業用生産財出荷の押し下げが目立った。製造工業生産予測調査によると、10月は前月比+4.7%と、増産見通しであることなどから、一致CIは均せば緩やかな改善傾向が続くとみる。今後の国内景気は、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



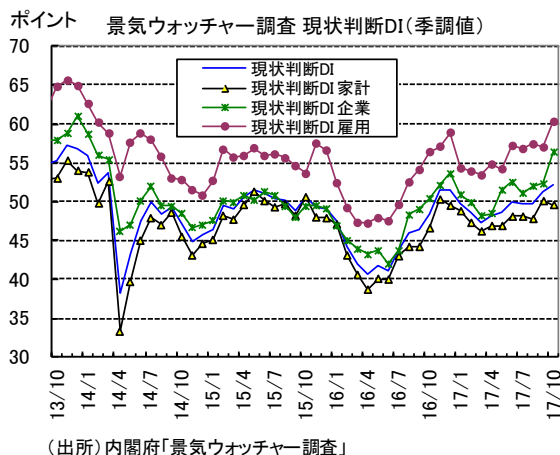
○ 9月機械受注 (11月9日)

9月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲8.1%と3ヵ月ぶりのマイナスとなった。ただ、7月、8月に大きく伸びた反動でもあり、7-9月期では、前期比+4.7%と3四半期ぶりのプラス。内閣府による基調判断は、「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」が維持された。今回発表された10-12月期の見通し(船舶・電力を除く民需)は前期比▲3.5%と2四半期ぶりのマイナスで、特に製造業が弱めの見通しとなっている。ただ、製造業は、好業績のもと、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、研究開発投資などが今後の設備投資を下支えするとみている。また、非製造業についても、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれる。



○ 10月景気ウォッチャー調査 (11月9日)

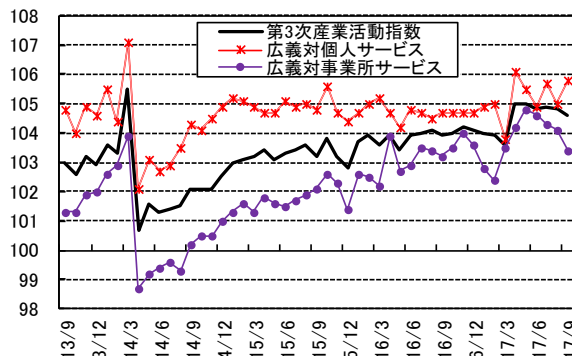
10月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が先月から+0.9ポイントの52.2と、節目の50を2ヵ月連続で上回った。先行き判断DI(季調値)は先月から+3.9ポイントの54.9と大幅に上昇し、4ヵ月連続で50を上回った。基調判断は、9月に上方修正した「着実に持ち直している」がすえ置かれた。台風等天候要因が家計動向関連DIを押し下げた一方で、足元の株高が景況感の改善に影響した可能性がある。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費の回復ペースは緩やかとみられるものの、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



○ 9月第3次産業活動指数 (11月10日)

9月の第3次産業活動指数は前月比▲0.2%と、2ヵ月連続のマイナスで、基調判断は、先月下方修正された「高い水準で横ばい」がすえ置かれた。内訳では、広義対個人サービスは同+0.8%と、2ヵ月ぶりのプラスとなり、広義対事業所サービスは同▲0.7%と、4ヵ月連続のマイナスとなった。業種別では、11業種中、5業種が上昇、6業種が低下という結果。上昇した業種では、金融・保険や不動産などのプラス寄与が大きかった。一方、低下した業種では、卸売や医療・福祉などのマイナス寄与が目立った。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。

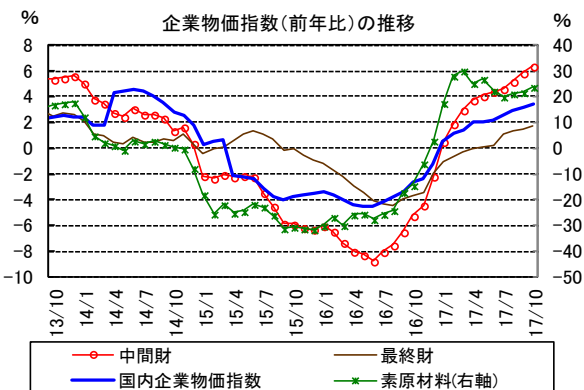
2010年=100 第3次産業活動指数の推移(季調値)



(出所) 経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 10月企業物価指数 (速報値、11月13日)

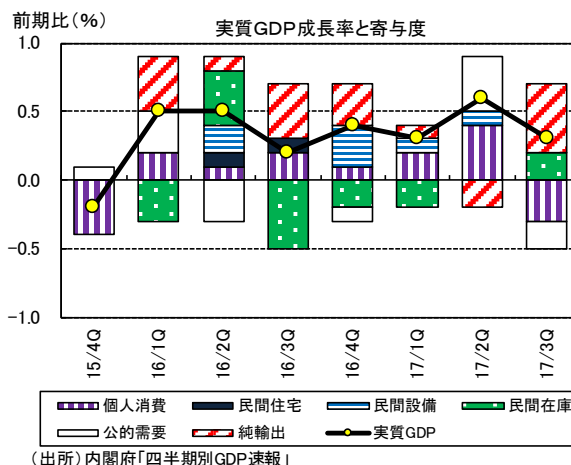
10月の国内企業物価指数は前年比+3.4%と、10ヵ月連続のプラスとなり、9月の同+3.1%から伸び幅が拡大した。押し上げに寄与した項目では、石油・石炭製品、農林水産物、化学製品などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、電力・都市ガス・水道。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比+9.4%→+9.7%、輸入物価は同+13.6%→+15.3%と、いずれも10ヵ月連続のプラスとなり、交易条件は悪化した。今後については、世界経済の回復や供給抑制を背景とした国際商品相場の上昇が一服することで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



(出所) 日銀「企業物価指数」

○ 7-9月期GDP速報 (11月15日)

7-9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3% (年率換算：+1.4%) と、7四半期連続のプラスとなった。需要項目別には、輸出が2四半期ぶりのプラスと、全体をけん引した一方、個人消費は夏場の天候不順の影響もあって大幅マイナスだったほか、内需の主要項目も軒並み弱めの結果。内需の減少が主として輸入の減少に反映された結果、国内総生産の減速は、相対的に小幅にとどまった形。ただ、先行きの見通しは悪くない。地政学リスクや、不安定な米政権運営、都心部の地価高騰といった不透明要素は残るものの、堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、2019年度にかけ、基本的に緩やかな景気回復が続くと予想する。

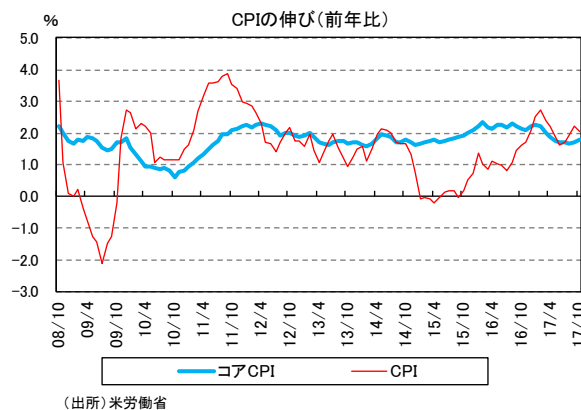


(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」

《米 国》

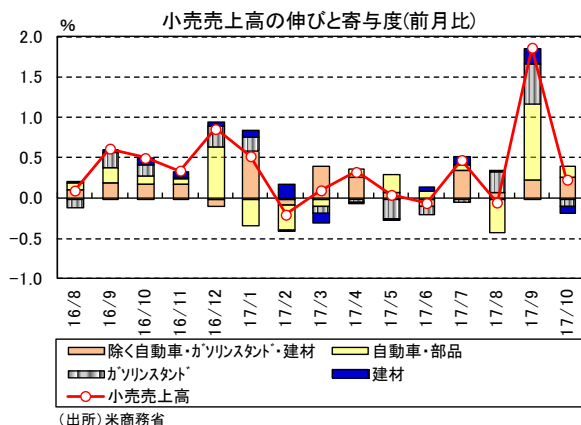
○ 10月CPI（消費者物価指数）（11/15）

10月のCPIは前月比+0.1%と、4ヵ月連続で上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.2%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した。前年比で見たCPIは+2.0%と、前月から伸び幅が縮小した。コアCPIは前年比+1.8%と、前月から伸び幅が拡大した。労働市場の需給は引き締まっているものの、賃金の伸びは加速感に欠ける状態が続いていることから、人件費の影響を受けやすいサービス価格の伸びも緩やかなものにとどまっている。ただ、より高い賃金を求めて自発的に離職する労働者の割合は徐々に高まっており、今後は賃金の伸び幅も徐々に上向くとみられ、コアCPIの伸び幅は2018年には前年比+2%台に上昇すると予想する。



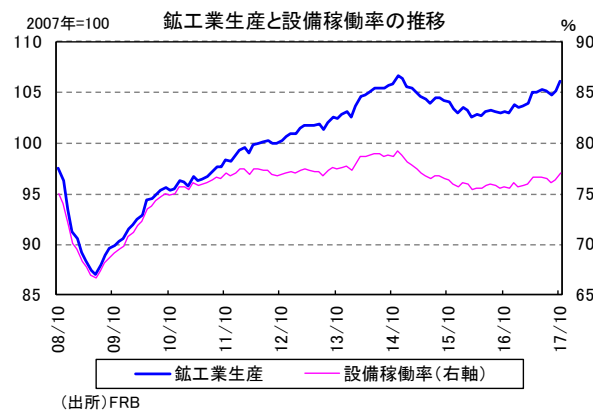
○ 10月小売売上高（11/15）

10月の小売売上高は前月比+0.2%と、2ヵ月連続で増加した。内訳を見ると、自動車・部品が同+4.6%→+0.7%と、9月に大幅増加した後、2ヵ月連続でプラスとなった。8月末から9月上旬にかけて米国南部を襲ったハリケーン被害からの復興需要が続いているものとみられる。GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では同+0.4%と、前月の同+0.4%から同じ伸び幅となった。ハリケーン被害からの復興需要は目先続くと見込まれ、雇用環境の改善も続いている。加えて、株高を背景とした消費者マインドの改善などを背景に、個人消費は回復傾向が続くと予想する。



○ 10月鉱工業生産（11/16）

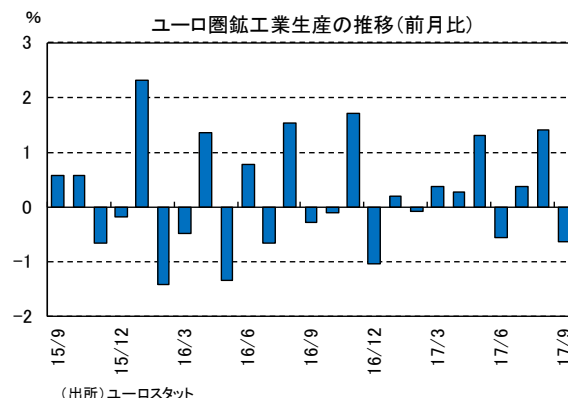
10月の鉱工業生産は前月比+0.9%と、2ヵ月連続で増加した。産業別に見ると、製造業が同+1.3%、鉱業が同▲1.3%、公益事業が+2.0%と、製造業の改善が全体を押し上げた。製造業では、特に化学が同+5.8%と、3ヵ月ぶりの増産に転じた。設備稼働率は77.0%と、前月の76.4%から大きく上昇した。10月の増産や稼働率の上昇は、ハリケーンによる一時的な悪影響からの反動によるところも大きいとみられ、目先はハリケーン被害からの復興需要が、増産に寄与するとみられる。また、個人消費は今後とも回復傾向が続くとみられることから、今後の鉱工業生産は持ち直し傾向が続くと予想する。



《 欧 州 》

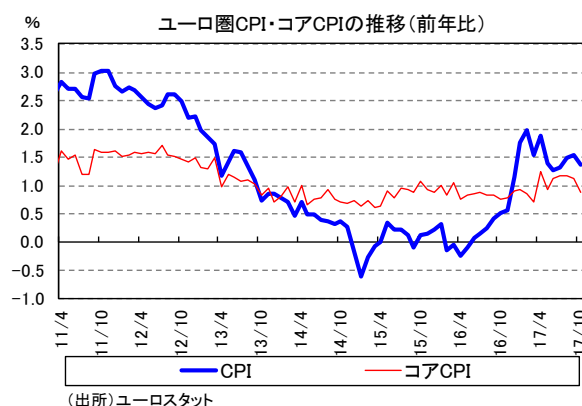
○ 9月ユーロ圏鉱工業生産（11月14日）

9月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.6%と、3ヵ月ぶりに減少した。内訳では、消費財が同+0.3%→▲0.1%、中間財が同+1.1%→▲0.6%、資本財が同+3.3%→▲1.6%、エネルギーが同+0.3%→▲0.9%と、いずれも減少した。主要国別では、ドイツが同+3.0%→▲1.8%、イタリアが同+1.2%→▲1.3%と減産、スペインが同+1.1%→+0.0%と横ばい、フランスのみ同▲0.3%→+0.6%と増産となった。緩やかな金融環境が企業の生産活動を下支えすると見込まれることなどから、今後のユーロ圏鉱工業生産は回復に向かうとみる。



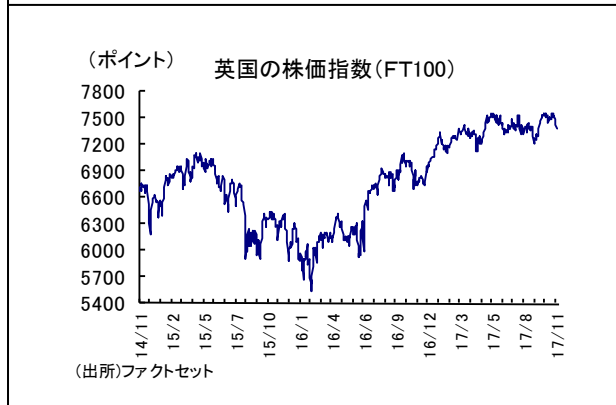
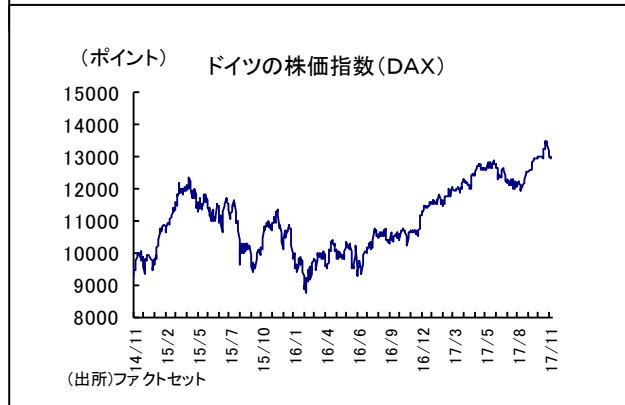
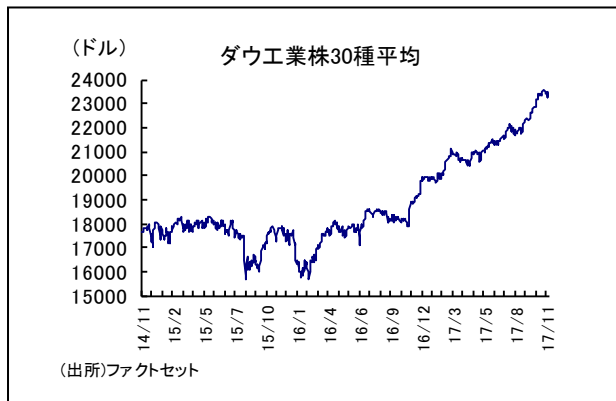
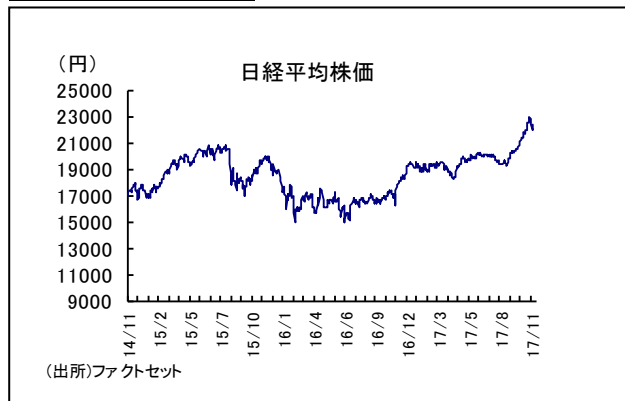
○10月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（11月16日）

10月のユーロ圏CPIは前年比+1.4%と、前月の同+1.5%から伸び幅が縮小した。財価格は同+1.6%→+1.5%と、エネルギー価格の伸び幅縮小などから、4ヵ月ぶりに伸び幅が縮小した。サービス価格も同+1.2%と、前月の同+1.5%から伸び幅が縮小した。国別では、フランスが同+1.1%→+1.2%と伸び幅が拡大したものの、ドイツは同+1.8%→+1.5%、イタリアは同+1.3%→+1.1%、スペインは同+1.8%→+1.7%と、いずれも鈍化した。原油価格上昇の影響が和らぎつつあるほか、賃金の上昇ペースも緩慢なものにとどまっていることなどから、今後のユーロ圏CPIは伸び悩む展開が続くと予想する。

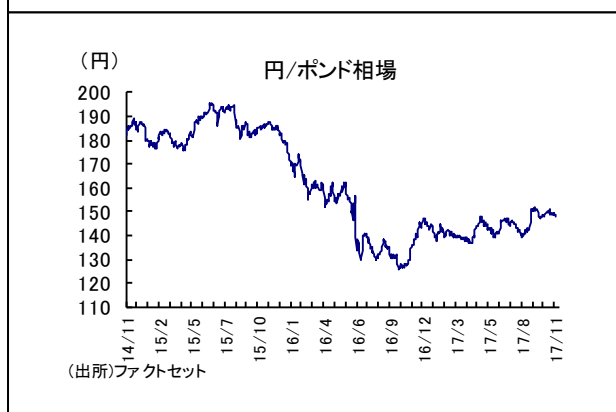
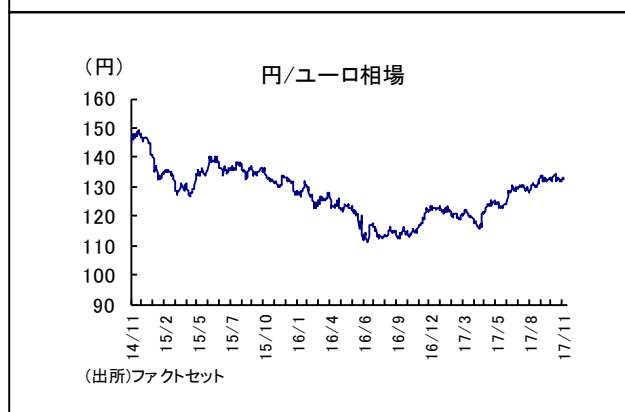
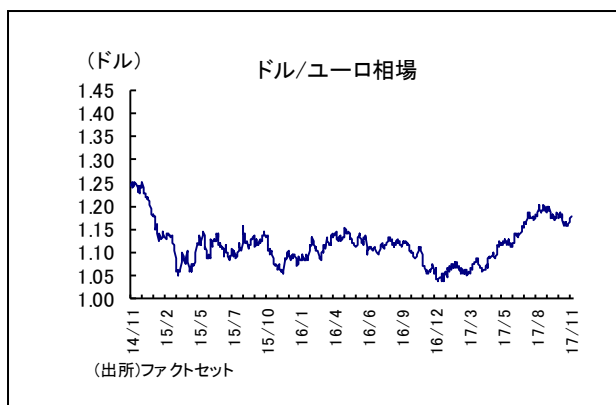
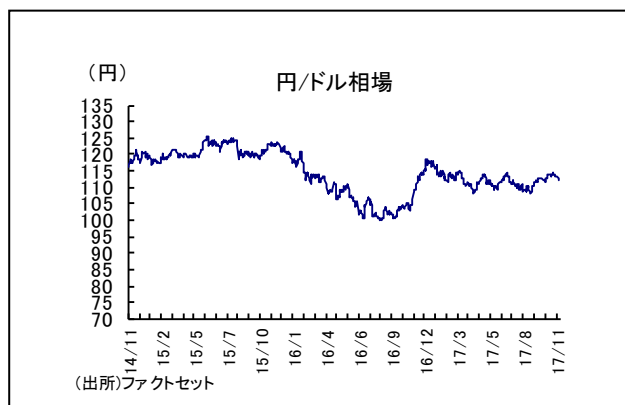


日米欧マーケットの動向 (2017年11月20日現在)

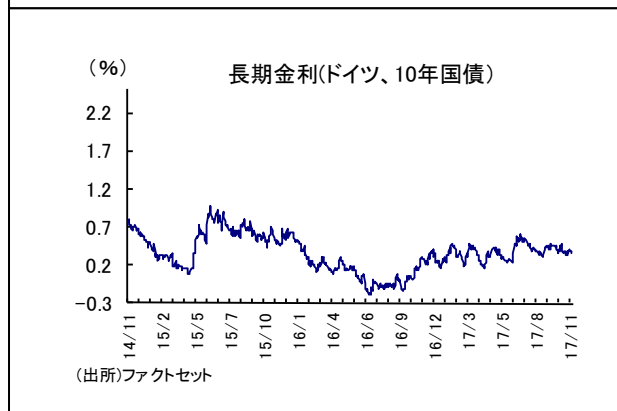
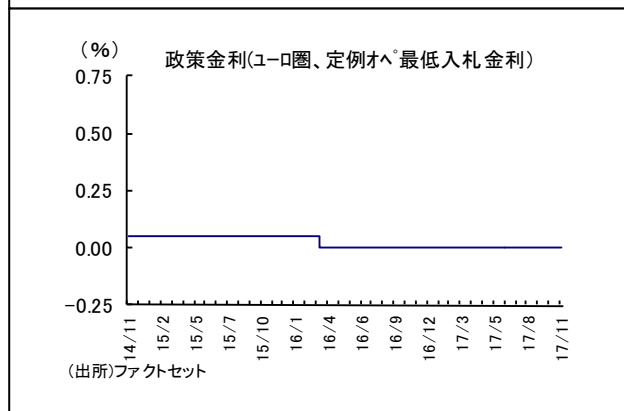
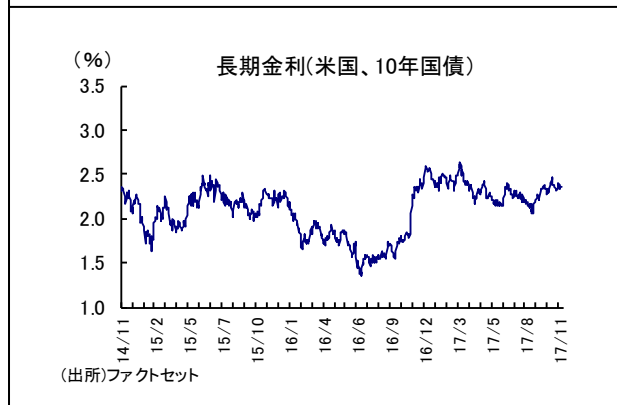
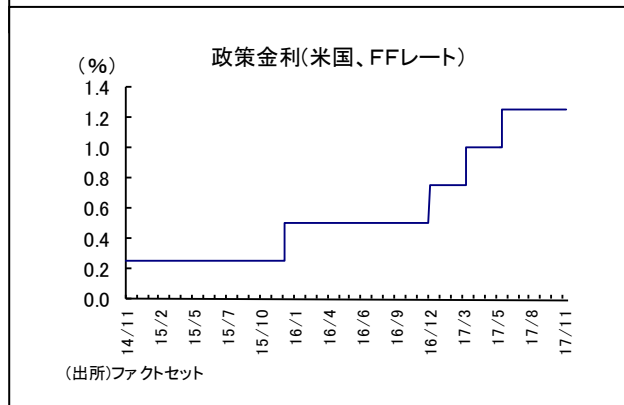
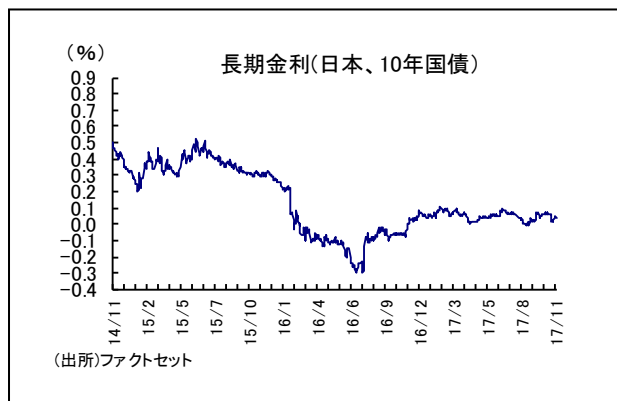
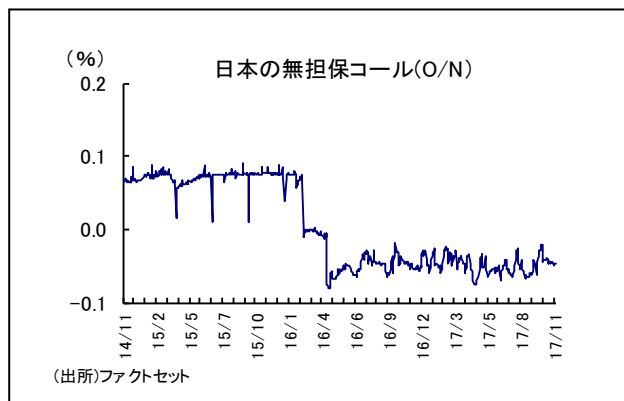
▽各国の株価動向



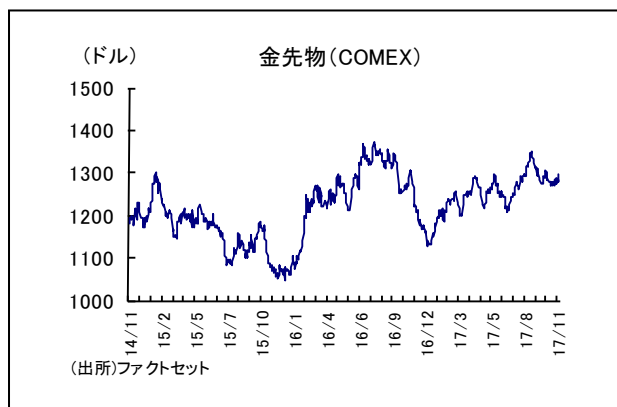
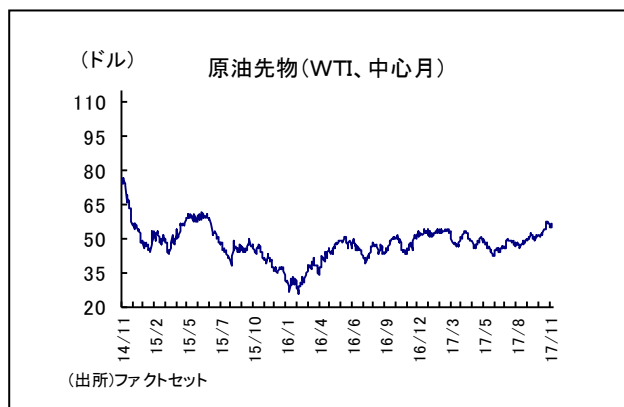
▽外為市場の動向



▽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、久保和貴、
柳田亮、磯部雅人、陳家斉