

## <フォーカス> 2018-2019年度経済見通し特集号

当社では、2018年1-3月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2018-2019年度経済見通し」を作成、5月21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2月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2018年度 1.2%(1.4%) 2019年度 0.8%(0.8%)

名目GDP成長率: 2018年度 1.3%(1.8%) 2019年度 1.7%(1.7%)

### 2. 要 点

- ①日本経済は、緩やかな景気回復が続いている。米国発の貿易戦争への懸念や、不安定な欧米の政治情勢、一部主要国の地価高騰といった不透明要素は残るものの、今後も外需主導で緩やかな回復が続くというのがメインシナリオである。
- ②個人消費は、賃金の高い伸びが見込めないことが引き続き制約要因になるとみられ、回復ペースは鈍いままにとどまると予想する。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の個人消費、住宅投資への影響については、反動減まで含めれば負の影響がやや上回るとみるが、減税制度や、値上げ時期を均すための対策が打ち出される見通しで、実際の影響は緩和されよう。設備投資は、省力化・省人化投資が下支えし、底堅い回復が続くと予想する。公共投資は、予算の執行がさらに進むことや、オリンピック関連工事などが下支え役をはたすと予想。輸出は、中国向け輸出の拡大などに支えられ、堅調に推移するとみている。
- ③米国景気は、雇用・所得環境の改善や所得税減税などを背景に、個人消費が増加基調をたどるほか、好調な企業業績や法人税減税などにより企業の設備投資も上向くとみられ、引き続き堅調な推移を予想する。欧州景気は、緩和的な金融政策が継続すると見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、緩やかな回復傾向が続くと予想する。中国景気は、固定資産投資の減速が見込まれるものの、消費の底堅さ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。

(Matsushita wrote)

## 目 次

<フォーカス>2018-2019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	18
・2018-2019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、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。

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、省力化・省人化投資が下支えし更新・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、オリンピック関連工事などが下支えし、当面底堅く推移すると見込む。

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、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、原油価格が予想以上の上昇を見せていることで、エネルギー関連品目がコアCPIの押し上げ要因となり、2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.35%程度となると予想する。

米 国

米国経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や消費マインドの回復に加え、拡張的な財政政策の効果税制改革も成立したことなどから、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の改善が続くとみられることや所得税減税の効果などから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善や住宅在庫の水準の低さが下支え要因となるものの、人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、増勢の鈍化を緩やかな伸びにとどまると予想する。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和、法人税減税などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。なお、インフラ開発投資は、財政均衡派への配慮から、ある程度規模を縮小したうえで実現すると予想する。

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3月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.25-1.50%から、1.50-1.75%へと引き上げた。2018年内に残り2回、2019年も2回程度の利上げ実施を予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加企業収益の増加を背景に、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、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。緩和的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。ECBは2018年9月に資産買入れ策を終了し、政策金利の引き上げは、2019年半ばと予想する。

## 2018—2019 年度経済見通し（要約版）

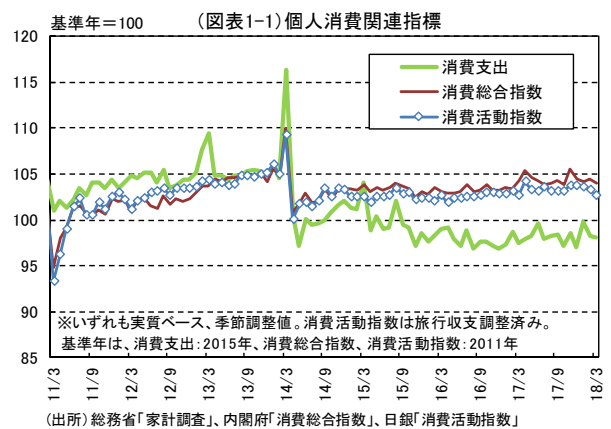
### 1. 日本経済見通し

#### 世界政治への不安残るも、外需主導の緩やかな成長が続く

日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。1—3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%（年率換算：▲0.6%）と、9四半期ぶりのマイナスとなったが、日本の景気が外需に大きく左右される構図は変わっていない。米国発の貿易戦争への懸念や、不安定な欧米の政治情勢、一部主要国の地価高騰といった不透明要素は残るものの、外需主導で緩やかな回復が続くというのがメインシナリオである。

#### 個人消費の回復の足取りは鈍いと予想

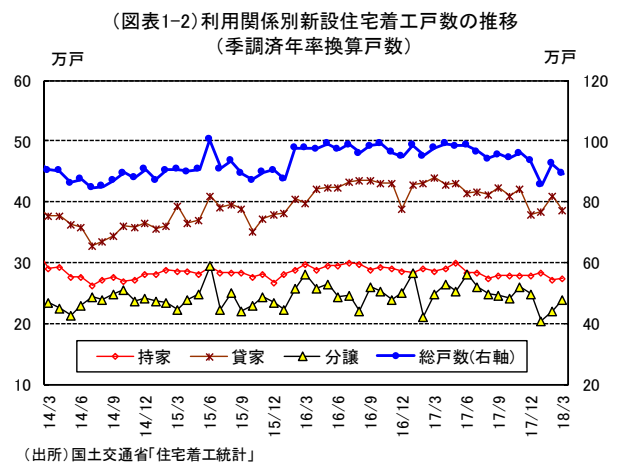
個人消費関連指標を見ると、個人消費の回復が鈍化している様子が窺がえ（図表1-1）、背景には賃上げが依然として鈍いことが挙げられる。企業の期待成長率はリーマン・ショック以前の水準まで回復しておらず、固定費の増加につながるベアに対する消極的な姿勢は、多くの企業で払拭されていないと考える。また、企業の社会保険料負担が増加していることなども、名目ベースでの賃金の引き上げを妨げている。



今後の個人消費については、賃金の高い伸びが見込めないことが引き続き制約要因になるとみられる。足元では原油価格が再び上昇に転じていることも、個人消費の抑制要因になる可能性が高い。2018年度の個人消費の回復ペースは、引き続き鈍いままにとどまると予想する。

#### 住宅投資は鈍化傾向での推移を予想

新設住宅着工戸数を見ると、昨年夏場以降、総戸数は減速傾向で推移している（図表 1-2）。利用関係別に内訳を見ると、持家はほぼ横ばい、貸家、分譲は均せば減少傾向の推移となっている。今後の住宅投資は、各種住宅支援策やタワーマンション需要などが下支え要因になる一方、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。



なお、2019年10月に予定されている消費増税の個人消費、住宅投資への影響については、反動減まで含めれば負の影響がやや上回るとみるが、減税制度や、値上げ時期を均すための対策が打ち出される見通しで、実際の影響は緩和されよう。2018年度の住宅着工戸数は94万戸、2019年度は92万戸と予想する。

#### 公共投資は横ばい圏で推移ののち鈍化

4月のさくらレポート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、2017年度予算の執行や、オリンピック関連工事の発注に伴い、多くの地域で公共投資が堅調に推移している様子が窺われる。一方、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ると、前年比で+2~5%程度まで伸び幅が縮小している。出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）は、2017年末に一度プラスに浮上したものの、その後は大きくマイナスに転じており、目先、公共投資は鈍化傾向で推移する可能性が示唆されている（図表1-3）。

ただ、過去のオリンピック開催国では、オリンピック開催に向けたスタジアムの建設、道路網などのインフラ整備に係る工事が、開催年の約2~3年前に大幅に増加する傾向があり、今回の東京でも2018年から2019年にかけて建設投資が大きく増加する可能性が高い。今後の公共投資は、建設工事費デフレターの上昇といった下押し要因により、目先弱含む可能性はあるものの、2018年度後半は堅調な推移をたどると見込む。ただ、オリンピック関連需要が徐々に減衰に向かう2019年度半ば以降は、再度鈍化に転じると予想する。

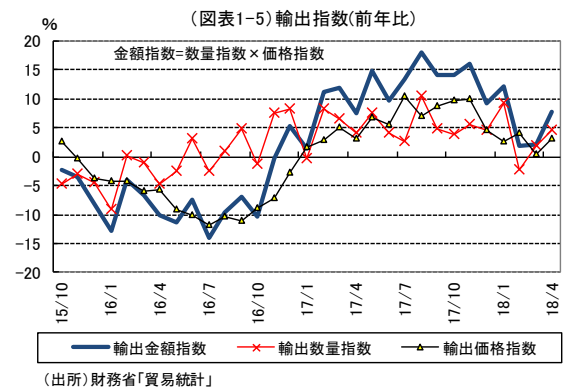
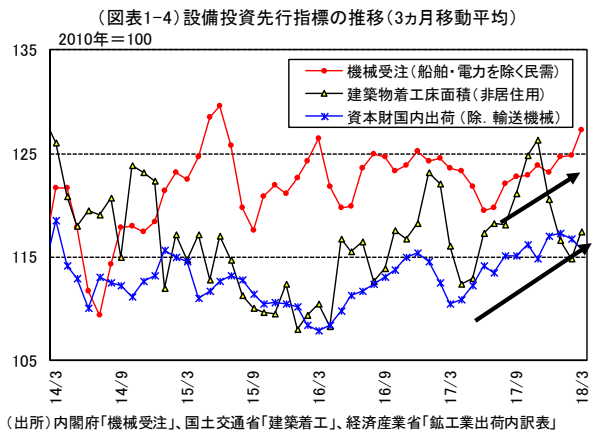
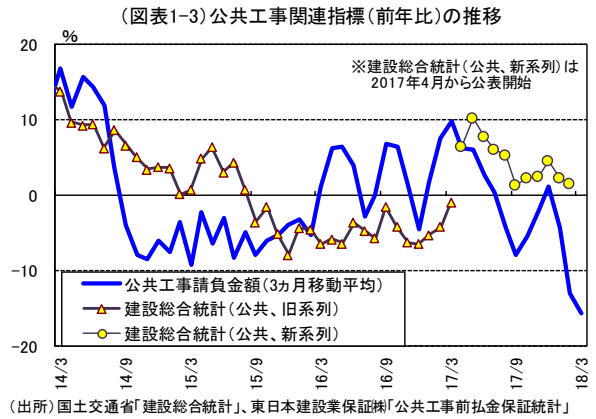
**省力化需要がけん引する設備投資**

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、建築物着工床面積（非居住用）は息切れ感が出ているものの、機械受注（船舶・電力を除く民需）や資本財国内出荷（除. 輸送機械）は昨春以降、持ち直しの動きが続いており、建築関係を除けば設備投資は当面緩やかな回復傾向を続ける可能性を示唆している（図表1-4）。

人手不足が省力化・省人化投資の積極化に繋がる構図はしばらく続くと考えられる。セルフレジ、搬送ロボット、測量ドローン等、誰の目にも効果が見える形でインベーションの波が押し寄せている現状では、企業が賃上げよりも省人化・省力化投資を優先させようとするのは自然な流れである。一方、人口減少が続くなか、能力増強型投資に対する及び腰な姿勢はなかなか変わらないと考えられる。人口減少の流れが変えられない以上、企業の成長期待を押し上げるには徹底した構造改革しかないが、政府の各種改革に向けた動きは、スピード感を伴っているとは言い難い。第4次産業革命が自律的に大きく花開くような展開にならない限り、企業の低成長期待は今後もボディブローのように投資マインドに効き続ける展開が予想される。総じて、設備投資は来年度にかけて堅調な回復が続くと考えられるものの、景気のけん引役となるほどの力強さは期待できない。

**輸出は堅調だが貿易戦争が気がかり**

財務省の貿易統計によると、輸出金額は前年比でプラス幅の縮小傾向が続き（図表1-5）、季調済前月比でも3月は▲2.2%と、ここまで景気のけん引役だった輸





出のモメンタムには陰りが見える。ただ、4月の輸出金額は前年比+7.8%、季調済前月比は+4.6%と小幅に持ち直しており、世界経済は堅調な拡大が続いているなか、先行きの見通しに対し悲観的になるのは時期尚早である。当社が作成したベースラインシナリオでは、2018年の実質世界輸入は、2017年の前年比+5.1%から+4.7%までやや減速するものの、その後2019年末まで4%程度の伸びを維持する姿を想定している。

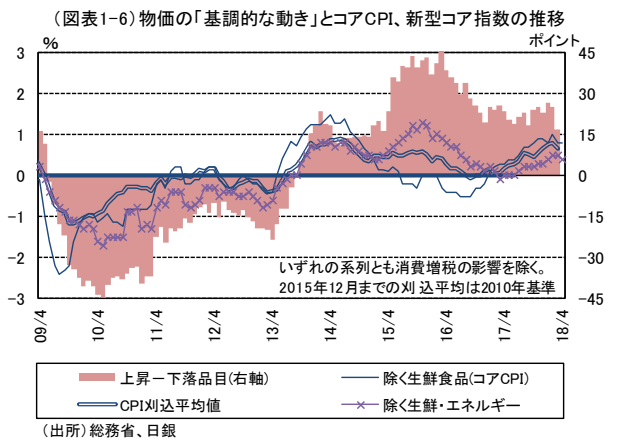
今後は中国向け輸出の拡大などを背景に、輸出は堅調に推移すると予想するが、米国の保護貿易政策の行く末は懸念事項である。中国政府が米国債の売却といった最終手段に訴えれば、リーマン・ショックの再来のようなより悲惨な結果を招く可能性もなくはない。確率的には2割までないとみるが、最悪のシナリオとして頭の片隅に置いておく必要はある。

**コアCPIは横ばい圏での推移を予想**

日本の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1月以降、プラス幅を拡大し、足元では1%付近で推移している（図表1-6）。もっとも、エネルギーも除いた新型コアCPIは、4月の時点で前年比+0.4%にとどまっております、足元のコアCPIはエネルギー価格に押し上げられている側面が大きい。

「上昇-下落品目」の比率も2015年末前後をピークに減少傾向で推移しており、価格上昇圧力が幅広い品目に広がっている様子は見られない。GDPギャップがプラスに転じ、新型コア指数は低水準ながらもプラスで推移しているなど、日本経済はもはや「デフレ的状况」ではなくなってきたのは確かである。

一方で、賃上げの裾野の拡大は限定的で、賃金が伸び悩むなか、需要面からの物価上昇圧力は強くないとみられ、個人消費の回復力は引き続き弱いと見込まれることなどから、今後コアCPIは緩やかな上昇にとどまるとみる。2018年度のコアCPIの上昇率は前年比+0.9%、2019年度は同+1.3%（消費増税の影響：+0.6%を含む）と予想する。（担当：小玉、柳田）



(出所)総務省、日銀

(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)

	2017年度	予測				予測				予測			
		2018年度	2019年度	2017年度		2018年度		2019年度		2018年度		2019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	1.5%	1.2%	0.8%	0.1%	▲0.2%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	▲0.5%	▲0.1%
前期比年率	1.5%	1.2%	0.8%	0.6%	▲0.6%	2.6%	1.0%	1.1%	1.5%	1.0%	1.7%	▲1.8%	▲0.3%
民間最終消費支出	0.8%	0.8%	0.5%	0.2%	▲0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.3%	▲0.0%	1.2%	▲1.9%	0.1%
民間住宅投資	▲0.3%	▲3.5%	▲0.3%	▲2.7%	▲2.1%	▲0.2%	▲0.3%	▲0.0%	0.9%	0.5%	0.3%	▲2.6%	▲1.1%
民間設備投資	3.0%	2.4%	1.6%	0.6%	▲0.1%	1.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.2%	0.5%
政府最終消費支出	0.4%	0.7%	0.7%	▲0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	1.5%	2.6%	▲2.0%	▲0.4%	0.0%	1.5%	1.6%	0.9%	0.4%	▲1.3%	▲1.4%	▲1.0%	▲0.8%
財貨・サービスの輸出	6.2%	4.8%	2.5%	2.2%	0.6%	1.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%
財貨・サービスの輸入	4.0%	2.7%	2.7%	3.1%	0.3%	0.2%	0.7%	0.7%	0.9%	0.6%	1.4%	▲1.0%	1.5%
名目GDP	1.6%	1.3%	1.7%	0.1%	▲0.4%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	▲0.2%	0.2%
GDPデフレーター(前年比)	0.1%	0.1%	1.0%	0.1%	0.5%	0.0%	▲0.1%	0.1%	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%

## 2. 米国経済見通し

### 米国景気は堅調に推移

1-3月期の米国実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率+2.3%と、10-12月期の同+2.9%から鈍化した（図表2-1）。ただ、昨年8、9月に米南部を襲ったハリケーン被害の復興需要で押し上げられた前期からの反動減が顕れた面もある。2%弱とされる潜在成長率を4四半期連続で上回ったことを考えれば、米景気は堅調に推移していると評価できる。雇用の改善や企業収益の拡大といった米国景気の基礎的な強さに変化はなく、拡張的な財政政策の効果も期待できる

ことから、米国景気は2018、2019年ともに潜在成長率を上回るペースでの回復を予想する。

### 今後も内需をけん引役に堅調推移を予想

個人消費は増加基調が続いている。1-3月期は増勢が鈍化した。前述の復興需要の反動減で自動車関連支出が大きく落ち込んだほか、税還付の遅れや悪天候など一時的要因が影響した可能性が高い。雇用環境は引き続き良好であるほか、家計のバランスシートや消費者マインドの改善に加えて、所得税減税が実施されていることなどから、個人消費は今後も増加基調をたどると予想する。住宅投資は、雇用・所得環境の改善や住宅在庫の少なさが下支え要因となるものの、用地・人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、増勢の鈍化を予想する。設備投資は、好調な企業業績や銀行の緩やかな貸出態度、法人税減税や時限立法の即時減価償却制度などを背景に、緩やかな増加を予想する。なお、トランプ大統領が進める大規模インフラ投資計画については、政府の拠出負担が2,000億ドルにとどまり、残りが州・地方政府や民間企業に依存する形となっている。政府拠出分に関しては、財政健全化の観点から、議会との議論の過程で規模が縮小するリスクがあるほか、州・地方政府についても財政に不安を抱えており、額面どおり拡大する可能性は低い。ある程度規模を縮小したうえで実現すると予想する。輸出は、海外景気の回復基調が続くと予想されることから、増加基調をたどるとみる。

### FRBは漸次的利上げを継続

5月1-2日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジが1.50-1.75%ですえ置かれた。FRBは、景気見通しに対するリスクは概ね安定しているとし、1-3月期GDP成長率の減速や、3月雇用統計の軟調な結果について重視しない姿勢を示した。物価の先行きについては、3月FOMC時にみられた「インフレ率は今後数ヶ月で上昇し」との文言を削除し、「中期的には委員会の対称的な目標である2%付近で推移する」に変更した。コアPCEデフレーターが2%付近まで上昇し、中期的な目標にほぼ到達したこと、3月の物価関連指標で携帯電話料金のベース効果が一巡し、前年比の伸びが高まった状況を反映したこと、などが背景と考える。

こうした見方をもとに、金融政策に関しては、「経済状況が、FFレートの緩やかなさらなる引き上げを正当化する形で進むと予測している」と3月FOMCの見方を維持した。総じてみれば、5月FOMCでは、明確なスタンス変化は読み取れず、経済指標を確認しながら利上げを継続していく姿を示したものと考えられる。FRBは、2018年は追加で2回、2019年も2回程度の利上げを行なうと予想する。（担当：大広）

（図表2-1）米国の実質GDP予測値（前期比年率）（%）

	暦年ベース			2017年	2018年				2019年			
	2017	2018	2019	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
				10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	2.3	2.8	2.6	2.9	2.3	3.2	2.9	2.9	2.6	2.4	2.3	2.2
個人消費	2.8	2.6	2.5	4.0	1.1	3.2	2.9	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
住宅投資	1.8	2.4	2.4	12.8	0.0	3.5	3.1	2.8	2.3	2.0	1.7	1.5
設備投資	4.7	6.1	5.0	6.8	6.1	6.5	6.1	5.5	5.0	4.3	4.0	3.8
民間在庫（寄与度）	-0.1	0.1	0.0	-0.5	0.4	-0.2	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
純輸出（寄与度）	-0.2	-0.2	-0.2	-1.2	0.2	-0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2
政府支出	0.1	1.3	1.5	3.0	1.2	1.0	1.0	1.2	1.5	1.8	2.0	1.8

→ 予測

### 3. 欧州経済見通し

#### 景気は一時的な要因で減速

1-3月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.4%と、10-12月期の同+0.7%から減速した（図表 3-1）。ドイツを襲った大寒波や、欧州主要国での物流業界のストライキなど、一時的な下押し要因が影響したものとみられる。国別の成長率を見ると、スペイン（10-12月期：同+0.7%→1-3月期：+0.7%）とイタリア（同+0.3%→+0.3%）は前期と同じ成長率となったものの、ドイツ（同+0.6%→+0.3%）、フランス（同+0.7%→+0.3%）は減速した。ただ、足元の成長率低下は、実力並みの水準への収斂とも考えられる。今後については、ECBによる依然として緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や海外景気の回復を背景に、ユーロ圏景気は緩やかな回復が続くと予想する。

(図表3-1) 欧州の実質GDP予測値(前期比) (%)

		2016年				2017年				2018年				2019年				
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	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	1.8	2.4	2.2	1.8	0.7	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	家計消費	2.0	1.7	1.4	1.6	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
	政府消費	1.8	1.2	1.3	1.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	固定投資	4.6	2.9	3.5	2.8	1.2	0.7	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	純輸出(寄与度)	-0.5	0.6	0.3	0.2	0.4	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
	輸出	3.4	5.1	5.1	3.7	2.2	0.7	1.3	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
	在庫投資(寄与度)	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0
	英国	実質GDP	1.9	1.8	1.1	1.4	0.4	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

予測

#### 内外需揃った回復へ

個人消費は、ECBによる緩和的な金融政策や、海外景気の回復を背景に、消費マインドの改善や雇用者数の増加が続くことで、緩やかな回復が続くと予想する。固定投資は、米欧間での貿易摩擦が企業マインドを冷え込ませる要因となり、回復ペースは鈍化するとみる。輸出は、海外景気の回復が押し上げ要因となるとみる。

4月のユーロ圏総合CPIは前年比+1.2%、コアCPIは同+0.7%と、いずれも前月から伸び幅が縮小した。ただ、物価上昇率が鈍化した背景には、今年はイースター休暇が3月にずれ込んだという一時的な要因が大きいとみられる。今後のユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景に個人消費の回復が続くことや、堅調な海外景気を背景に輸出が持ち直すことで、引き続き潜在成長率を上回るペースで回復すると見込まれる。欧州委員会の試算では、ユーロ圏の需給ギャップは2018年に解消する見込みであり、徐々に賃金・物価にも上昇圧力がかかり始めるとみる。ECBは2018年6月、ないし7月の理事会で現行の資産購入策の9月での終了を宣言すると予想する。また、利上げは2019年後半と予想する。

#### 英国景気は持ち直しに向かうと予想

英国の1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.1%と、10-12月期の同+0.4%から減速した。背景には、大寒波の到来により経済活動が停滞していたことに加え、主要な貿易相手国であるユーロ圏景気が減速したことなどがあるとみられる。今後の英国景気は、個人消費や輸出の持ち直しを背景に回復に向かうと予想する。ただ、EU離脱交渉が長引いていることが消費者や企業のマインド面での重しになるとみられ、景気回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

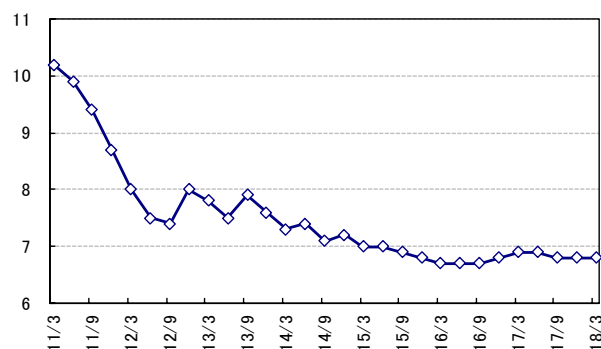
5月のBOEの金融政策委員会（MPC）では、政策金利（0.5%）は7対2ですえ置きとなった。ポンド安の一服やインフレ率の鈍化、このところの景気減速など諸条件を踏まえ、多くの委員が利上げ判断を保留したとみられる。足元では、ポンド安に起因するインフレ圧力は収まりつつあるものの、緩和的な金融環境を背景に、労働需給は引き締まっておりILO基準の失業率は4.2%と、実に1975年以来の水準にまで改善している。BOEは11月に利上げを実施し、その後も年1回程度の緩やかなペースで利上げを行なうと予想する。（担当：久保、木下）

## 4. 中国経済見通し

### 中国景気は内外需揃った回復が続く

中国の2018年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と、3四半期連続で同じ伸び幅となった(図表4-1)。固定資産投資は、政府によるインフラ開発投資は減速したものの、製造業投資は伸び幅が横ばい、不動産開発投資は再加速したことにより、全体としては緩やかな減速にとどまった。個人消費は底堅く推移し、輸出は回復が続いた。今後の中国景気については、政府によるインフラ開発投資は減速が見込まれるものの、政府による住宅投資が固定資産投資を下支えするとみる。ハイテク産業支援策を梃子に、関連業種での製造業投資の活発化も引き続き期待できる。個人消費は、雇用環境の改善を背景に底堅く推移するとみる。輸出は、欧米など先進国景気回復を背景に回復傾向が続くと見込まれる。中国の2018年の成長率は+6.6%、2019年は+6.4%と予想する(図表4-2)

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(出所) 中国国家统计局

(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比)

	(単位: %)		
	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
実質GDP成長率	6.9	6.6	6.4

### 金融政策は事実上の緩和に

中国人民銀行のバランスシートは、2014年半ばから大型かつ連続的なオペの実施に伴い、金融機関向け債権が約10兆元(約170兆円)に達している。銀行間での資金調達困難になった市中銀行が、徐々に中央銀行からの低利なオペに切り替えている結果とみられる。足元では企業の収益性や財務体質に悪化の兆しが見られており、今後とも、中国人民銀行は低利なオペのオファーや預金準備率の引き下げなど、あらゆる手段を使って金融リスク封じ込めに注力するとみる。

### 固定資産投資はやや減速、消費は堅調な推移、輸出は回復を見込む

固定資産投資はやや減速している。インフラ開発投資は、昨年11月の共産党大会を前に、地方政府が「実績作り」のために行なった景気支援策の反動が顕在化している。製造業投資は、中国政府の半導体企業育成策に下支えされている。不動産開発投資は、政府による賃貸住宅を中心とした住宅供給強化策を背景に、再加速している。今後の固定資産投資は、引き続きインフラ開発投資の減速が続くと見込まれるものの、賃貸住宅建設の増加や、ハイテク産業育成策を背景とした関連業種での投資増加が下支えするとみる。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。実質可処分所得は2018年第1四半期に前年比+6.6%と増加傾向が続いている。また、家計の所得予想も、今後は増加するとの見方が多くなっており、今後の個人消費は、雇用・所得環境の改善や所得の増加期待を背景に、堅調に推移すると予想する。輸出は、米中貿易摩擦は懸念材料ではあるものの、基本的には中国側が米国からの輸入を増加させるためのロードマップを示すなどの形で、落としどころが決まるとみている。中国からの輸出は、依然堅調な先進国景気に牽引され、回復傾向が続くとみる。なお、米中貿易摩擦は、11月に中間選挙を控えたトランプ政権のパフォーマンスとの見方が強いが、根底には今後とも経済成長が見込まれる中国といかに長期的かつ互恵的な関係を結べるか、という強い問題意識があるように思われる。中国としても、米国を抜きにして技術高度化は困難とみられ、今後は輸入の増加や契約上の優遇などの手段で、段階的に米国に対し譲歩を行なっていくものと予想する。(担当: 久保)



## 5. 韓国・台湾・豪州経済見通し

(図表5-1)韓国・台湾・豪州の実質GDP成長率予想  
(前年比) (%)

### 韓国経済は回復ペースが鈍化へ

韓国の1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+1.1%と、医療給付の増大による政府最終消費支出の拡大や旺盛な世界の半導体需要などを背景に総固定資本形成がプラス寄与となり全体を押し上げ、10-12月期の同▲0.2%から2四半期ぶりのプラスに転じた。

	2016年 (実績)	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
韓国	2.8	3.1	2.7	2.7
台湾	1.4	2.9	2.7	2.8
豪州	2.5	2.3	2.8	2.8

今後について、まず輸出は、半導体需要の拡大が見込まれるものの、ウォン高や、保護主義的圧力の高まりなどが下押し材料となり、鈍化に向かうと予想する。政府支出の拡大が景気を押し上げるとみられるものの、高い家計債務残高、若年層の失業率の高止まりが重石となり、個人消費は伸び悩み、韓国景気は、緩慢な回復にとどまると予想する。

韓国ウォンが対ドルで強含んでいることやCPIが中銀目標の2%を下回っていることから、2018年内は政策金利をすえ置くと予想する。次回の利上げは、2019年の早い段階で1回実施すると予想する。

### 台湾経済は回復傾向で推移

台湾の1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は前年比+3.0%と、10-12月期の同+3.3%から伸び幅が小幅縮小した。最低賃金引き上げなどによる賃金上昇を背景に民間消費が同+3.0%と、4四半期連続でプラス幅が拡大したほか、輸出が同+6.0%と、8四半期連続のプラスとなったことが全体を押し上げた。

今後についても、世界の半導体市場の拡大を背景に、輸出は堅調な推移が続くと予想する。また、雇用環境の改善、最低賃金の引き上げ等による個人消費の拡大が期待でき、台湾景気は緩やかな回復が続くと予想する。足元のコアCPI(消費者物価指数)は、振れを伴いながらも均せば前年比+1.5%程度の推移となっているが、賃金上昇が物価上昇圧力として働くことが見込まれるため、台湾中銀は、2018年内に1回の利上げを実施すると予想する。

### 豪州景気は堅調さを維持する

豪州の2017年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と、5四半期連続のプラスとなった。民間設備投資が弱含んだものの、個人消費の回復が続いたほか、インフラ関連を中心に公的資本形成も増加したことなどが、プラス成長につながった。

豪州は先進国のなかでも比較的高い出生率(1.8)や、移民流入による人口増加が構造的に個人消費を押し上げている。3月の失業率は5.5%と改善傾向が続いており、今後の個人消費は、人口の増加や労働需給の改善が続くことで、回復傾向が続くと予想する。固定資本形成は、引き続き政府によるインフラ開発投資が牽引役となるとみる。2017年5月には、今後10年間で750億豪ドル(約6兆円)をインフラ整備に投じることが決定された。また、足元では民間固定資本形成にも持ち直しの動きがみられ、今後は世界景気の回復に伴い資源需要が高まり、採掘系の民間設備投資も緩やかに持ち直すとみている。

5月2日に行なわれたRBA理事会では、政策金利が1.5%にすえ置かれた。3月の刈込平均CPIは前年比+1.9%と、物価目標下限の目前まで接近している。緩和的な金融環境を背景に豪州景気は緩やかな回復が続くとみられ、労働需給の引き締めりとともに、賃金にも徐々に上昇圧力が加かっていくとみられる。RBAは今後年1回程度のペースで利上げを行なうと予想する。(担当:西山、久保)

## 6. 商品相場見通し

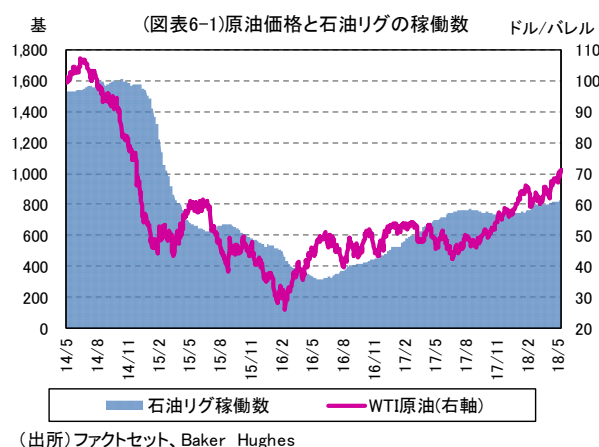
### 原油価格は上昇傾向が一服

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、OPEC（石油輸出国機構）と非 OPEC 主要産油国との協調減産延長合意（2018 年末まで）や、シリア情勢の緊迫化、イラン核合意を巡る対立等、中東の地政学リスクの高まりから、5 月には 2014 年 11 月以来の 70 ドル/バレルを超えとなった（図表 6-1）。

今後の世界石油供給面については、まず、OPEC 等の協調減産は続くと思われる。OPEC の 5 月の月報によれば、4 月の OPEC 原油生産量は日量 2,903 万バレルとなり、主要産油国は概ね減産合意を守っている（図表 6-2）。一方で、現状の原油価格水準から、引き続き米国シェール地域の生産拡大が促されるとみられる。EIA の 5 月の「Short-Term Energy Outlook」を見ると、2017 年の日量▲51 万バレルの需要超過から、2018 年は同+17 万バレルの供給超過に転じる見通しとなっており、2018 年以降は需給の緩みが見込まれている。

今後の原油価格は、OPEC と非 OPEC 主要産油国との協調減産、イランへの経済制裁による原油供給減、米国の需要期であるドライブシーズン到来が下支えとなるものの、徐々に米国のシェールオイル生産拡大が意識されることで、上昇傾向は一服するとみている。

2018 年の原油価格は、中東情勢などの地政学リスクなどによって当面は 70 ドル/バレルを超えた高値圏での推移となる可能性があるが、夏場以降は基本的に 60～70 ドル/バレルを中心レンジとする推移に戻ってくると予想する。（担当：西山）



(図表6-2) OPEC原油生産枠の4月の遵守状況

加盟国	千バレル/日			
	2016年10月 参照生産水準	減産目標	18年4月 生産量	18年4月 減産実績
アルジェリア	1,089	-50	997	-92
アンゴラ	1,751	-78	1,515	-236
エクアドル	548	-26	520	-28
赤道ギニア*4	-	-	127	-
ガボン	202	-9	183	-19
イラン*2	3,707	90	3,823	116
イラク	4,561	-210	4,429	-132
クウェート	2,838	-131	2,705	-133
リビア*1	528	-	982	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1,791	-
カタール	648	-30	590	-58
サウジアラビア	10,544	-486	9,959	-585
UAE	3,013	-139	2,872	-141
ベネズエラ	2,067	-95	1,436	-631
計*3	33,124	-1,164	29,029	-1,939

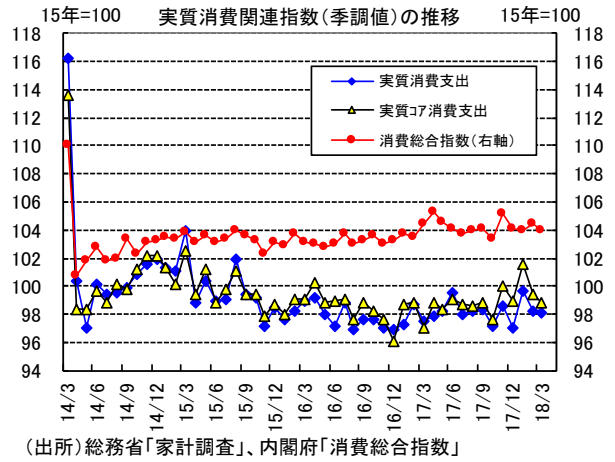
(出所) OPECの2016年11月30日付プレス資料、2018年5月月報より明治安田生命作成  
 \*1 ナイジェリアとリビアは適用除外。当該2国の数値は、プレス資料  
 に未記載のため、2016年10月生産量(OPEC月報、外部機関による調査数値)を記載  
 \*2 イランの2016年10月数値は外部報道機関による推計  
 \*3 表中の各国数値を単純計算  
 \*4 2017年6月に新加盟

主要経済指標レビュー (5/7~5/25)

《日 本》

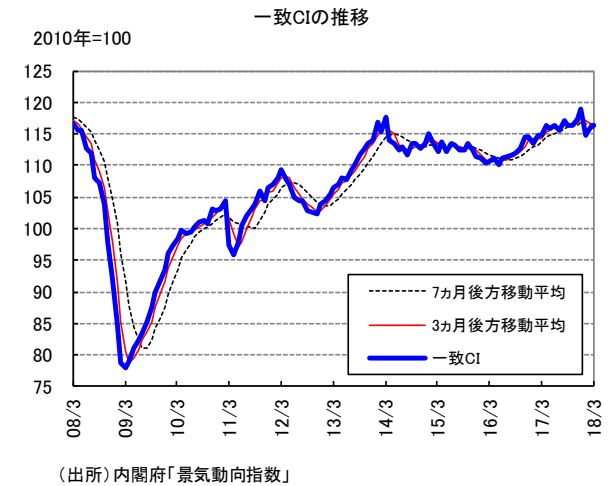
○ 3月家計調査 (5月8日)

3月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比▲0.2%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同+1.5%と、2ヵ月連続のプラス。一方、実質消費支出は同▲1.9%と2ヵ月連続のマイナス、平均消費性向も同▲3.2ポイントとマイナスになっており、消費者の根強い節約志向が、個人消費の足かせとなっている様子が見込まれている。今後については、賃金の高い伸びが見込めないことが引き続き制約要因になるとみられる。足元では原油価格が再び上昇に転じていることも、個人消費の抑制要因になる可能性が高く、個人消費は引き続き緩やかな回復にとどまると予想する。



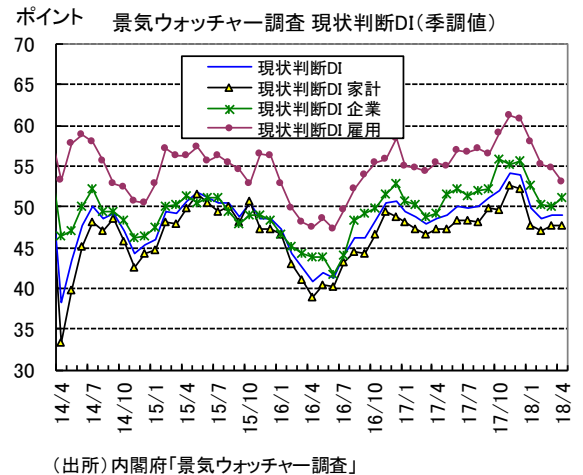
○ 3月景気動向指数 (5月9日)

3月の景気動向指数では、一致CIが116.4(前月差+0.4ポイント)と、2ヵ月連続で上昇した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が18ヵ月連続ですえ置かれた。一致指数の個別系列では、7系列中3系列が押し上げに寄与しており、特に投資財出荷指数(除輸送機械)、生産指数(鉱工業)の押し上げが目立った。一方で、商業販売額(卸売業)のマイナス寄与幅が比較の大きかった。先行CIは105.0(前月差▲0.9ポイント)と、2ヵ月ぶりに下降した。今後の国内景気は、堅調な海外景気や、人手不足を背景とした省力化・省人化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。



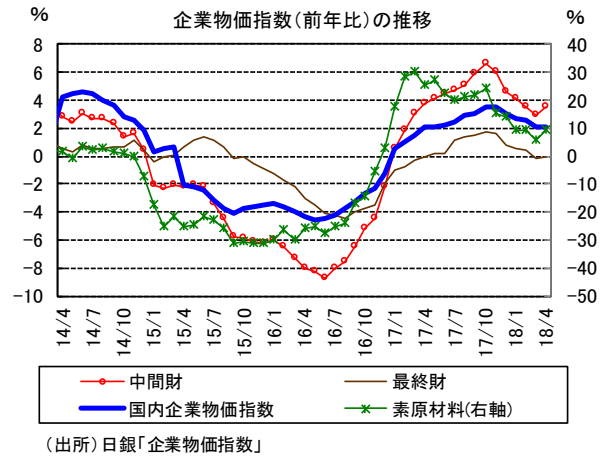
○ 4月景気ウォッチャー調査 (5月10日)

4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+0.1ポイントの49.0に上昇したものの、節目の50は4ヵ月連続で下回った。1月以降悪化が続いていた企業DIが、5ヵ月ぶりに改善した一方で、雇用DIは低下が続いている。基調判断は「緩やかな回復基調が続いている」が2ヵ月連続ですえ置かれた。先行き判断指数は先月から+0.5ポイントの50.1と6ヵ月ぶりに改善し、節目の50も2ヵ月ぶりに上回った。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、設備投資需要の高まりなども背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



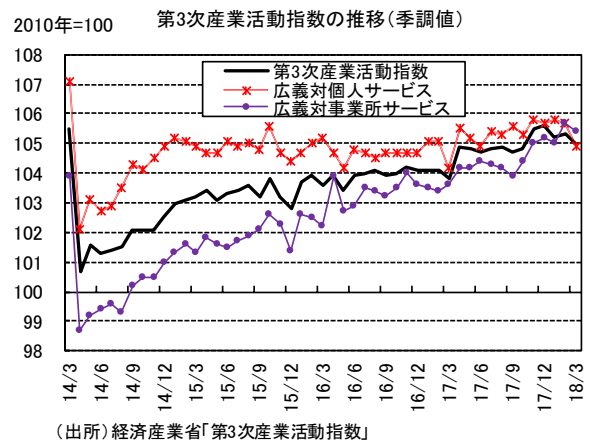
○ 4月企業物価指数（速報値、5月14日）

4月の国内企業物価指数は前年比+2.0%と、16ヵ月連続のプラスとなったが、3月の同+2.1%から伸び幅は縮小し、前月比では+0.1%と、3ヵ月連続で0%付近の推移が続いている。押し上げに寄与した項目は、石油・石炭製品、電力・都市ガス・水道などで、押し下げに寄与した項目は化学製品など。輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価が前年比▲0.4%→+2.2%、輸入物価は同+1.7%→+5.0%と、輸出物価が2ヵ月ぶりにプラスとなった一方で、輸入物価のプラス幅も拡大しており、交易条件は対前月で悪化した。今後については、米国のシェールオイルの増産拡大などを背景に、原油相場の上昇が一服することで、石油・石炭製品を中心に企業物価の上昇ペースは鈍化傾向で推移すると予想する。



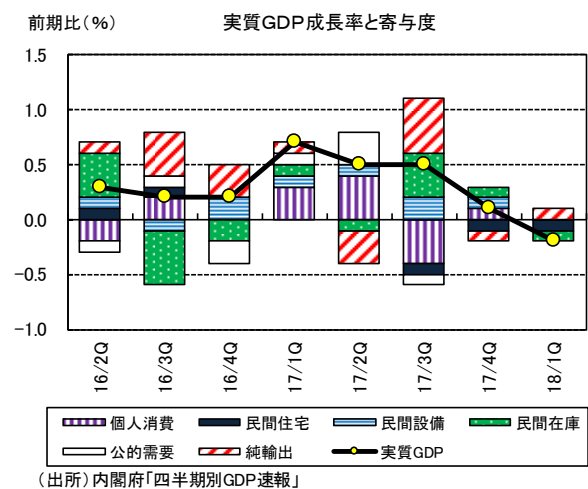
○ 3月第3次産業活動指数（5月15日）

3月の第3次産業活動指数は前月比▲0.3%と、2ヵ月ぶりにマイナスとなった。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」から「一部に弱さがみられる」に引き下げられた。全体では11業種のうち7業種が低下し、4業種が上昇した。内訳では、指数が最も低下したのは電気・ガス・熱供給・水道業で、同▲4.7%と、2ヵ月ぶりのマイナス。そのほかでは、金融業、保険業が同▲3.2%、情報通信が同▲1.3%となった。一方で、事業者向け関連サービスが同+2.7%となったほか、卸売業が同+0.8%となった。足元調整しているものの、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がら改善が続くとみる。



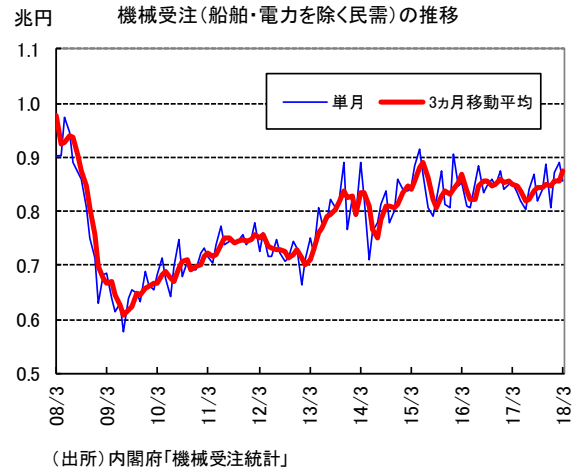
○ 1-3月期 GDP 速報（5月16日）

1-3月期の実質 GDP 成長率は、前期比▲0.2%（年率換算：▲0.6%）と、9四半期ぶりのマイナスとなった。民需の主要項目がすべてマイナス寄与となったほか、輸出も大幅に減速した。ただ、今のところ、海外経済に崩れる心配が乏しいことから、輸出主導の景気回復トレンドは崩れていないと考えられる。17年度は前年比+1.5%の成長となったが、輸出の寄与度が同+1.0%と約7割を占めており、日本の景気が外需に大きく左右される構図は変わっていない。米国発の貿易戦争への懸念や、不安定な欧米の政治情勢、一部主要国の地価高騰といった不透明要素は残るものの、外需主導で緩やかな回復が続くというのがメインシナリオである。



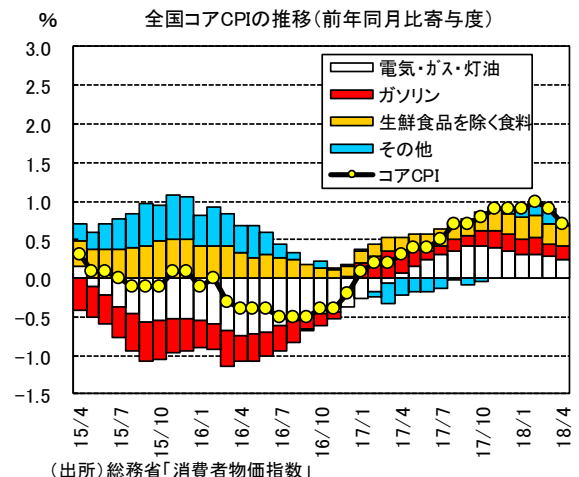
○ 3月機械受注 (5月17日)

3月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲3.9%と3ヵ月ぶりのマイナスとなった。ただ、1-3月期では前期比+3.3%と、3四半期連続のプラスを維持しており、内閣府による基調判断は、1月に修正された「機械受注は、持ち直しの動きがみられる」が2ヵ月連続すえ置かれた。今回発表された4-6月期の見通し(船舶・電力を除く民需)は、同+7.1%と、1-3月期を大きく上回る見込みであり、今後の設備投資が回復に向かう可能性を示している。製造業の設備投資については、好業績のもと、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられ、非製造業でも、人手不足に起因した合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれる。



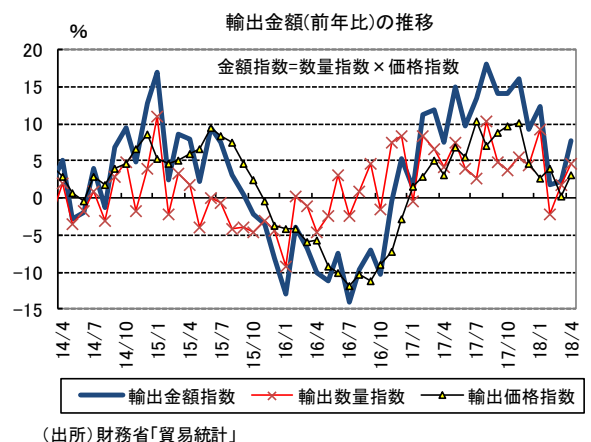
○ 4月全国消費者物価指数 (5月18日)

4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+0.7%と、16ヵ月連続のプラスとなった。ただ、伸び幅は3月から0.2%ポイント縮小した。電気代などの上昇幅が縮小したことが影響しており、エネルギーの寄与度はこのところ縮小傾向で推移している。総合指数は同+0.6%と、3月の同+1.1%から伸び幅が0.5%ポイント縮小。生鮮食品のプラス寄与度が縮小した影響が大きい。今後については、原油価格が予想以上の上昇を見せていることで、エネルギー関連品目がしばらくコアCPIの押し上げ要因となる可能性がある。コアCPIは、夏場以降に前年比1%程度まで上昇する見込みであるが、日銀が掲げる2%という目標のハードルは依然として高いと予想する。



○ 4月貿易統計 (5月21日)

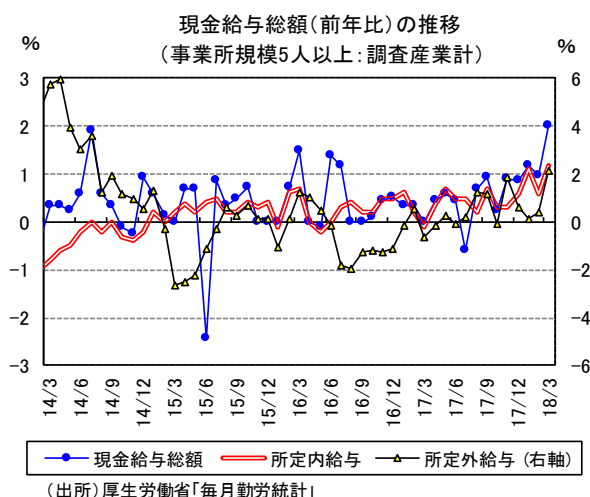
4月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+7.8%と、17ヵ月連続のプラスとなった。輸出金額の季調済前月比は+4.6%と、4ヵ月ぶりのプラスとなり、輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは前年比+4.6%と、2ヵ月連続のプラスとなった。地域別ではEU向けが持ち直し、品目別では半導体等製造装置、自動車の輸出等が引き続き堅調だった。今後については、トランプ政権の保護主義的な政策の継続や、地政学リスクによる円高進行などが、輸出を押し下げるリスクとして残るものの、中国をはじめとしたアジア向けの輸出は引き続きけん引役をはたすとみる。米国、欧州経済も引き続き堅調さを維持するとみられ、輸出は増加基調で推移すると予想する。





○ 3月毎月勤労統計（確報、5月23日）

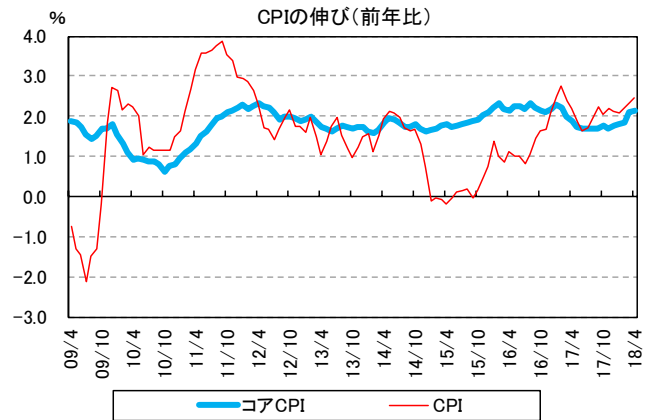
3月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比+2.0%と、8ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、特別給与が同+13.7%と8ヵ月連続のプラスとなり、全体を押し上げた。定期給与のうち、所定内給与は同+1.2%と、12ヵ月連続のプラス、所定外給与は同+2.2%と、5ヵ月連続のプラスとなった。ただ、3月の高い伸びは、調査サンプルの入替への影響や、好決算を背景とした一時金の上昇も考慮する必要があり、上昇トレンドが明確に形成されたとは判断し難い。今後は、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



《米 国》

○ 4月CPI（消費者物価指数）（5月10日）

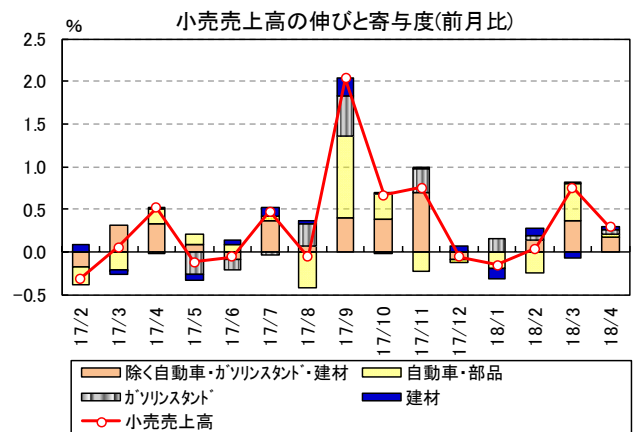
4月のCPIは前月比+0.2%と、2ヵ月ぶりに上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.1%と、緩やかながら13ヵ月連続で上昇した。前年比では、CPIが+2.5%（3月:+2.4%）と伸び幅が拡大したが、コアCPIは+2.1%（3月:+2.1%）と横ばいにとどまった。CPIの前年比が加速した背景には、食品価格や燃料価格が上昇したことがある。コアCPIは、自動車をはじめとしたコア財価格が下落し、伸びを抑制した。CPIに大きな影響を与える賃金は、期待成長率の低下などを背景に本格的な賃上げに慎重となっている企業スタンスなどを考慮すれば、緩やかな伸びにとどまる見込みであり、CPIも緩やかな伸びにとどまると予想する。



(出所)米労働省

○ 4月小売売上高（5月15日）

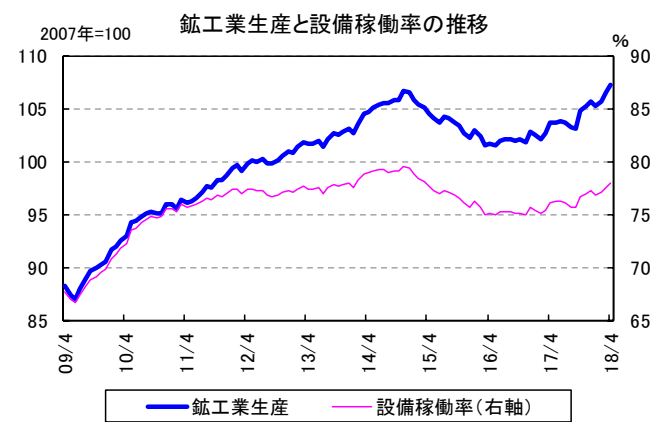
4月の小売売上高は前月比+0.3%と、3ヵ月連続の増加となった。内訳を見ると、衣料品・装飾品店が同+1.4%と2ヵ月ぶりに増加したほか、原油価格の上昇を受けてガソリンスタンドも同+0.8%と9ヵ月連続の増加となった。変動の激しい自動車・部品を除いたベースでも同+0.3%と4ヵ月連続の増加となっており、個人消費は堅調に推移している。今後についても、資産価格の上昇などを背景に家計のバランスシートが好転しているほか、消費者マインドも改善が続いていること、良好な雇用・所得環境や所属税減税の効果の顕在化が見込まれることなどから、個人消費は増加基調が続くと予想する。



(出所)米商務省

○ 4月鉱工業生産（5月16日）

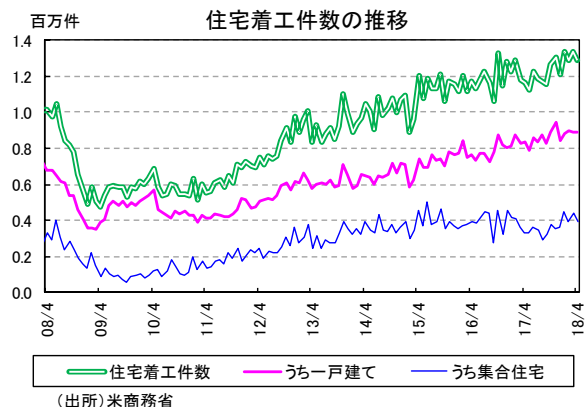
4月の鉱工業生産は前月比+0.7%と、3ヵ月連続で増加した。産業別に見ると、製造業が同+0.5%、鉱業が同+1.1%、公益事業が同+1.9%といずれも増加した。製造業では、ここ2ヵ月好調だった反動もあり自動車中心に輸送機器が同▲0.2%と減少する一方、PC・電子部品は同+1.2%と増加基調を維持し、世界的なITサイクルの改善を背景に製造業を下支えしている様子がうかがえる。また、原油価格の上昇により、シェールオイルの採掘活動も活発化していると思われる。設備稼働率は78.0%と、前月の77.6%から上昇した。設備過剰感の後退に加え、堅調な企業業績を背景に設備投資の増加が続くと見込まれるほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費も堅調推移が見込まれ、鉱工業生産は回復傾向が続くと予想する。



(出所)FRB

○ 4月住宅販売・着工件数 (5月16, 23, 24日)

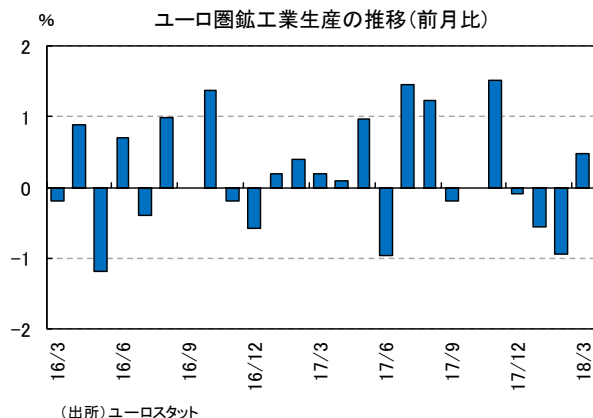
4月の米新築住宅販売は年率換算で66.2万戸、前月比▲1.5%と、3ヵ月ぶりに減少した。中古住宅販売も年率換算で546万戸、同▲2.5%と、3ヵ月ぶりの減少となった。また、住宅着工件数も年率換算で128.7万戸、同▲3.7%と減少したほか、先行指標とされる住宅着工許可件数も年率換算で136.4万戸、同▲0.9%となった。4月の住宅関連統計は冴えない結果だったと言える。今後の住宅投資についても、雇用・所得環境の改善や住宅在庫水準の低さが下支え要因とはなるものの、用地・人手不足といった供給制約や住宅ローン控除の対象縮小、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、増勢の鈍化を予想する。



《 欧 州 》

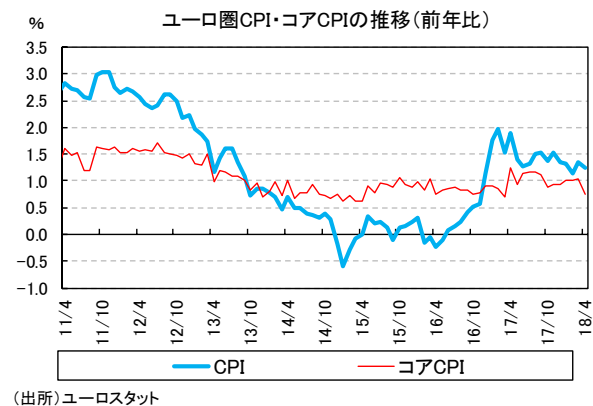
○ 3月ユーロ圏鉱工業生産 (5月15日)

3月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.5%と、4ヵ月ぶりに増加した。内訳では、中間財が同▲0.9%→▲0.1%、資本財が同▲3.5%→▲0.6%とマイナスが続いたものの、耐久消費財が同▲1.6%→+1.5%、非耐久消費財が同▲1.0%→+1.1%とプラスに転じ、エネルギーが同+6.7%→+0.8%とプラスが続いた。主要国別では、フランスが同+1.2%→▲0.4%とマイナスに転じたものの、ドイツが同▲1.4%→+1.1%、イタリアが同▲0.5%→+1.2%とプラスに転じ、スペインが同+1.3%→+1.4%とプラスが続いた。2~3月には寒波が到来したことが生産活動を抑制していたとみられ、今後はそうした一時的な要因が剥落し、生産は持ち直しに向かうとみる。



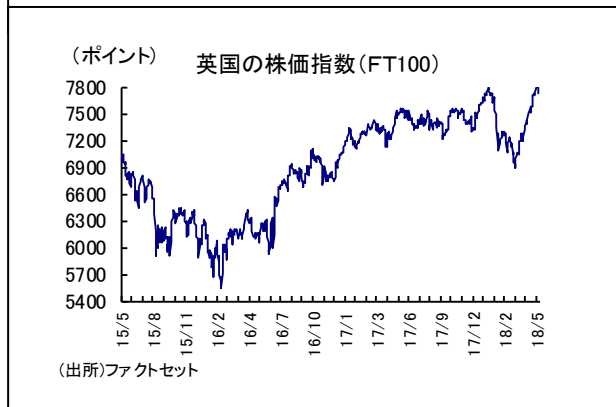
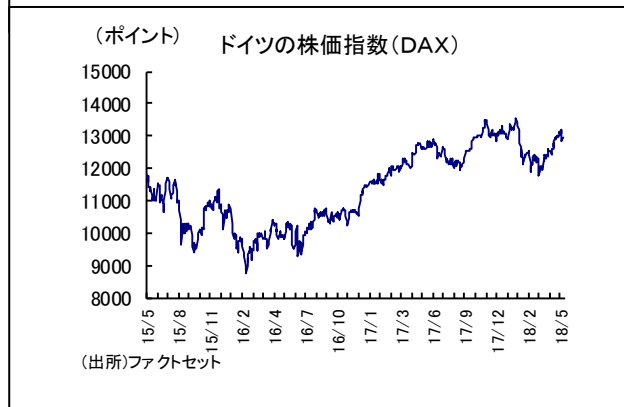
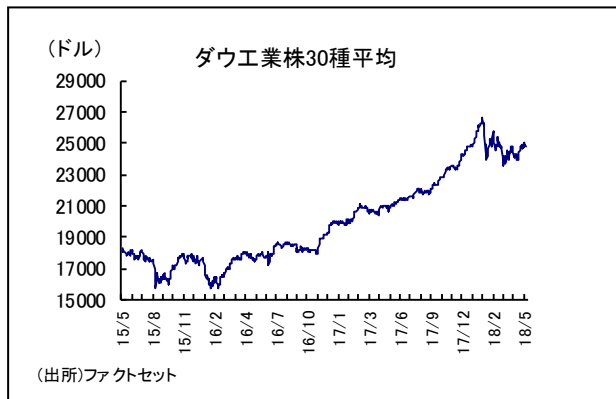
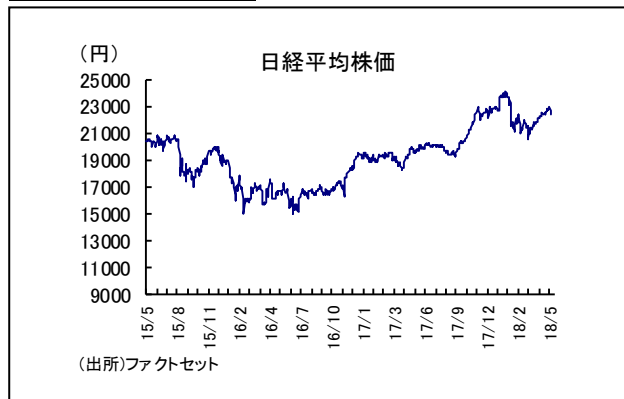
○ 4月ユーロ圏CPI (消費者物価指数) (5月16日)

4月のユーロ圏CPIは前年比+1.2%と、前月の同+1.3%から伸び幅が縮小した。財価格は同+1.2%→+1.4%と、エネルギー・食品価格の伸び幅拡大などから、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した。一方、サービス価格は同+1.5%→+1.0%と伸び幅が縮小した。国別では、フランスが同+1.7%→+1.8%と伸び幅が拡大したものの、ドイツは同+1.5%→+1.4%、イタリアは同+0.9%→+0.6%、スペインは同+1.3%→+1.1%と伸び幅が縮小した。今年はいースター休暇が3月にずれ込んだ影響でインフレ率が鈍化したとみられるが、イタリアやスペインなどの国々では、高い失業率を背景に賃金が伸び悩んでいることから、今後のユーロ圏CPIは伸び悩む展開が続くと予想する。

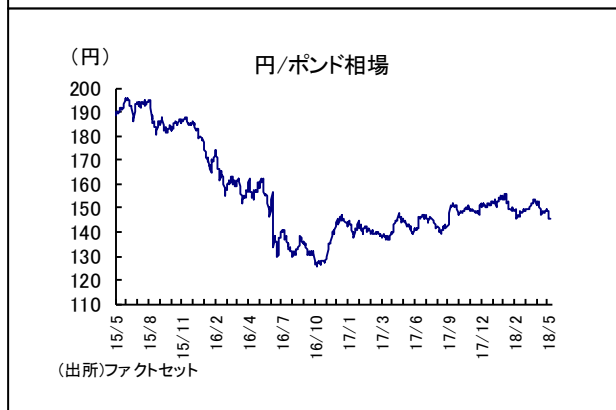
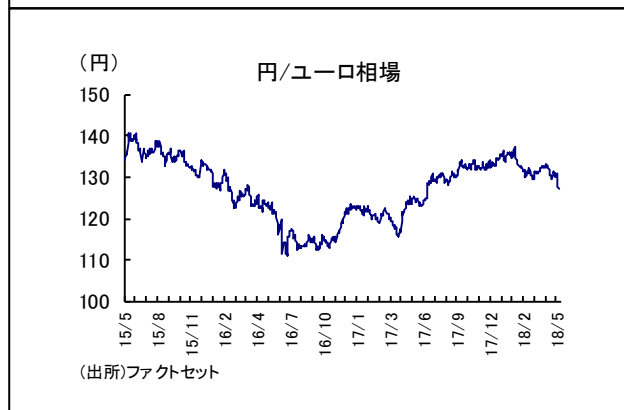
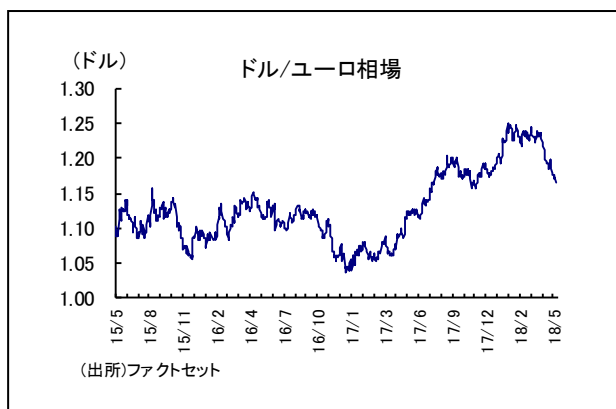
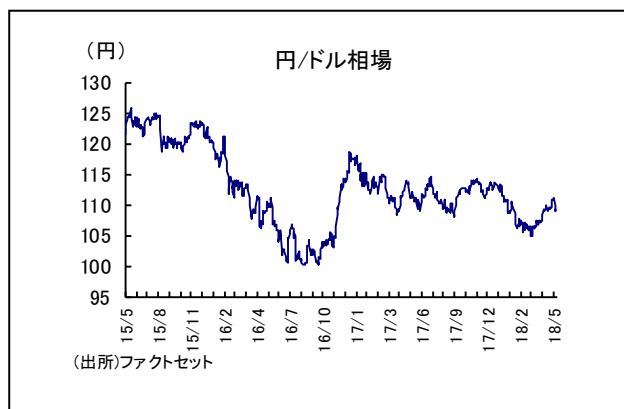


## 日米欧マーケットの動向 (2018年5月25日現在)

### ▽各国の株価動向

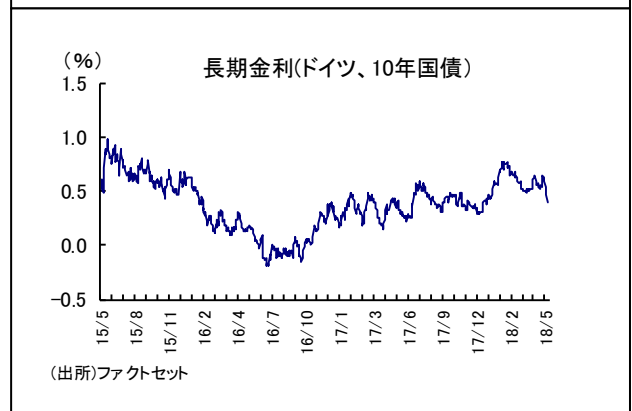
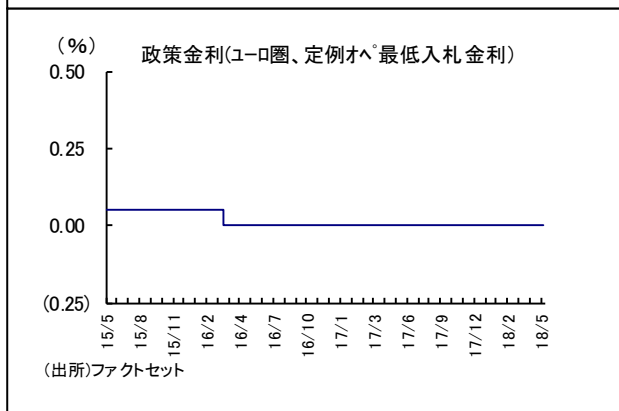
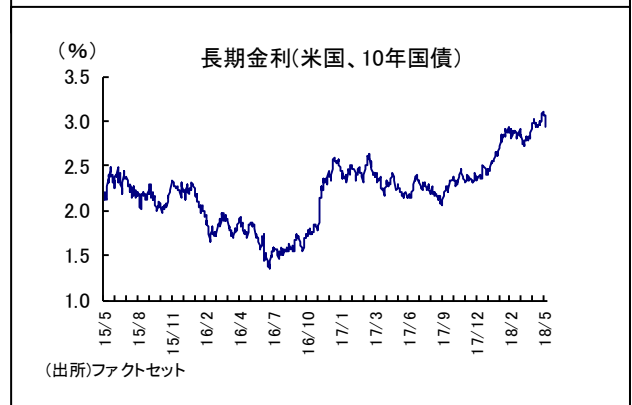
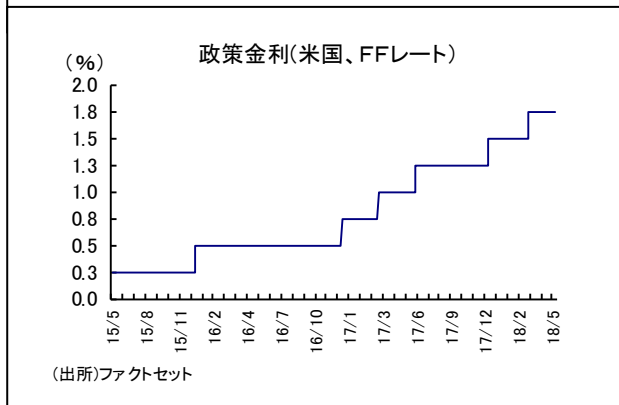
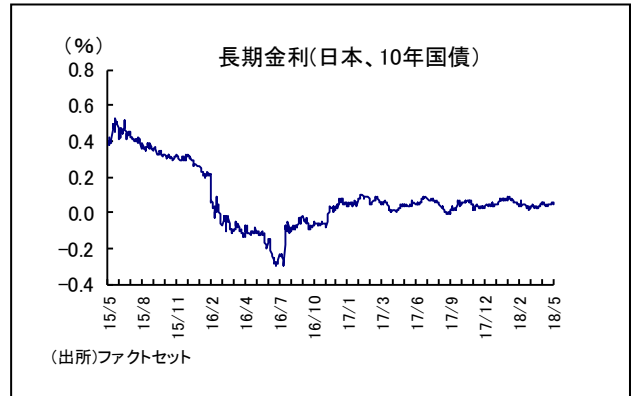
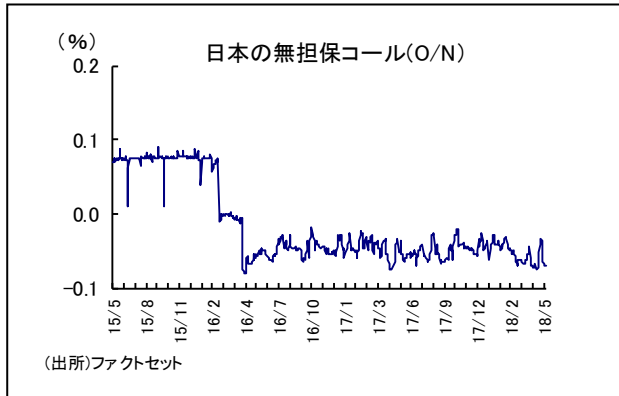


### ▽外為市場の動向

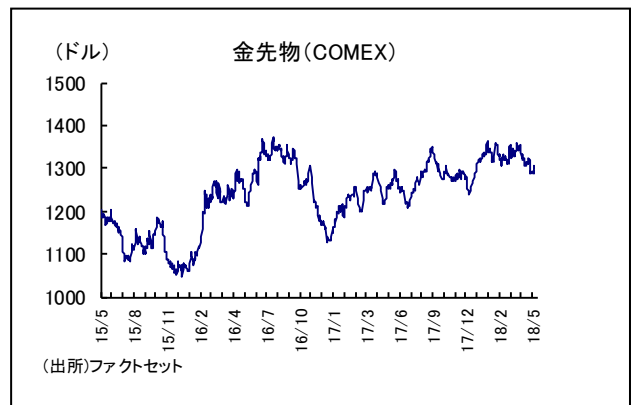
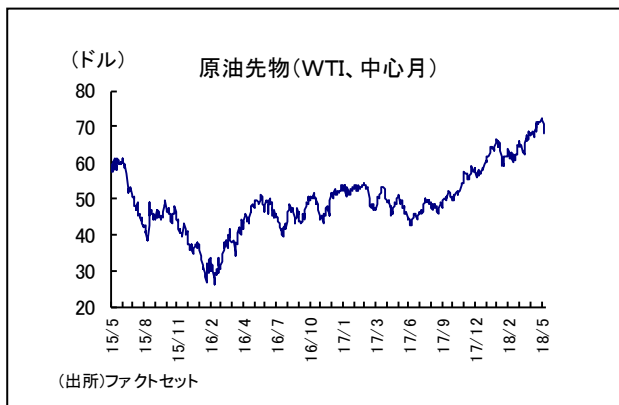




▽各国の金利動向



▽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、久保和貴、柳田亮、  
西山周作、木下裕太郎