

〈フォーカス〉 2018-2019年度経済見通し特集号

当社では、2018年4-6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、8月16日(木)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5月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2018年度 1.1%(1.2%) 2019年度 0.8%(0.8%)

名目GDP成長率: 2018年度 1.3%(1.3%) 2019年度 1.8%(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が残るなかでも、基本的に堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。
- ②個人消費は、夏季賞与の増加などから底堅く推移するも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠けると予想する。住宅投資は、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、更新維持投資や省力化投資が下支えし、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や被災地復旧工事などが下支え役をはたすと予想。輸出は、堅調な世界景気を背景に、底堅く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により個人消費が堅調に推移するほか、好調な企業業績などを背景に設備投資の増加が見込まれ、回復基調をたどると予想する。ただし、減税効果の逡減から2019年の成長率は幾分鈍化しよう。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、地方政府によるインフラ開発投資が持ち直すこととみられることから、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	・通貨危機に瀕するトルコ	11
・経済情勢概況	2	・主要経済指標レビュー	14
・2018-2019年度経済見通し(要約版)	3	・日米欧マーケットの動向	19

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、夏季賞与の増加などから底堅く推移するも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠けると予想する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。住宅投資はも、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、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や被災地復旧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、底堅く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、原油価格が高水準で推移していることで、しばらく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+1.43%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、低調な推移増勢の鈍化を予想する。

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ものの、資本ストックの積み上がりから増勢は徐々に鈍化すると予想する。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、世界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1.50-1.75%から、1.75-2.00%へと引き上げた。2018年内に残り1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。

ECBは6月の理事会で、資産買入れ策を規模を減額したうえで2018年末まで継続し、現行の政策金利の2019年夏中のすえ置きをアナウンスした。政策金利の引き上げは、2019年9月と予想する。

2018—2019 年度経済見通し（要約版）

1. 日本経済見通し

「ミニ踊り場」から脱却、景気の前向きなモメンタムを維持

日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率換算：+1.9%）と、2四半期ぶりのプラスとなり、景気の前向きなモメンタムが途切れていない様子が示された。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が残るなかでも、基本的に堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。

個人消費は底堅く推移も力強さには欠ける

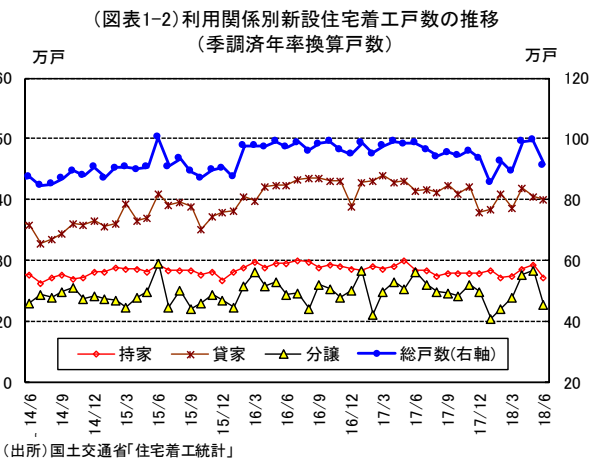
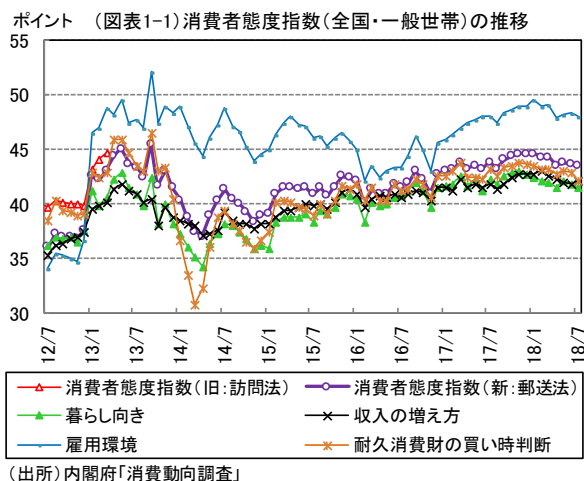
消費マインドは足元では弱含んでいる（図表1-1）。米中貿易摩擦懸念の高まりによる株価の落ち込みや、西日本を襲った豪雨が不透明感を増大させ、消費マインドの重しとなっているとみられる。一方、特別給与を主とした現金給与の伸びや、雇用環境が引き続き良好といった明るい材料もある。記録的な猛暑も、イベントの中止や外出の手控えというマイナスの影響もあるが、エアコンや夏物衣料、飲料や冷菓などの需要拡大のほか、エネルギー消費の増加などにより、夏場の個人消費を下支えするとみる。

今後の個人消費は、猛暑効果に加え、好業績を受けた夏季賞与の大幅増加や、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどを背景に、回復基調で推移するとみている。ただ、月例賃金については力強い回復が期待できないほか、原油価格の上昇による実質購買力の低下が抑制要因になる可能性が高いことから、個人消費の回復ペースは、引き続き緩慢なもの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、総戸数は一時持ち直す動きもあったが、足元では再度減少に転じている（図表1-2）。利用関係別の内訳では、持家は横ばい圏での推移、貸家は均せば減少傾向、分譲は2月以降持ち直しの動きを見せたあと、6月は大幅に落ち込んでいる。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、タワーマンション需要には一服感が見られるほか、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。

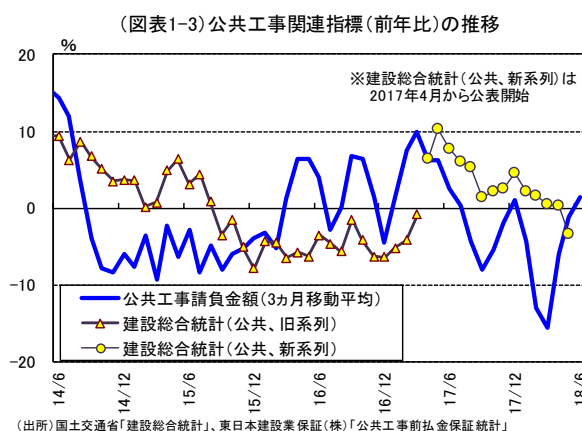
なお、2019年10月に予定されている消費増税の個人消費、住宅投資への影響については、反動減まで含めれば負の影響がやや上回るとみるが、減税制度や、



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92万戸前後と予想する。

公共投資は底堅く推移

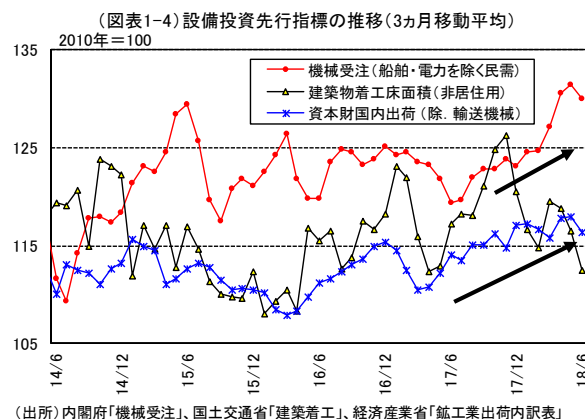
7月のさくらレポートで公共投資の判断を見ると、7地域で「増加している」または「高水準」となっており、2017年度予算の執行や、オリンピックを見据えたインフラ整備の進捗などに伴い、多くの地域で公共投資が堅調に推移している様子が窺われる。実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高を見ると、足元ではマイナスに転じているが、出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）はプラスに転じており、目先、公共投資が持ち直す可能性が示唆されている（図表1-3）。



過去のオリンピック開催国では、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ったが、人手不足による工事の進捗の遅れから、足元の公的資本形成には目立った増加は見られない。ただ、工事の進捗が遅れているということは、2019年以降も建設投資が底堅く推移する可能性が高いと考える。今後の公共投資は、建設工事費デフレーターの上昇といった下押し要因により、高い伸びは見込みづらいものの、オリンピック関連工事や被災地復旧工事等が下支えすることで、2019年度にかけて底堅く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、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）は堅調であるほか、資本財国内出荷（除. 輸送機械）も持ち直し傾向で推移しており、今後の設備投資は緩やかな回復傾向で推移する可能性が示されている（図表1-4）。日銀短観の設備投資計画を見ても、2018年度の全規模・全産業の設備投資計画は前年度比+7.9%と、6月調査としては、現行統計が遡れる2004年度以来、最高の水準となっている。



今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、中期的に内需の堅調な拡大が見込みにくいものの、海外景気が堅調に推移し、設備の更新維持投資を中心に回復傾向で推移すると予想する。非製造業でも、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、設備投資は回復傾向が続くと予想する。

輸出は堅調さを維持

財務省の貿易統計によると、7月の輸出金額は前年比+3.9%と、20ヵ月連続のプラスとなった。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格は同+3.0%と、4ヵ月連続のプラスとなった。輸出数量は同+0.8%と、5ヵ月連続のプラスとなるなど、輸出の底堅さが示された。また、インバウンド消費も引き続き好調で、観光庁の「訪日外国人消費動向調査」によると、訪日外国人旅行消費額は2017

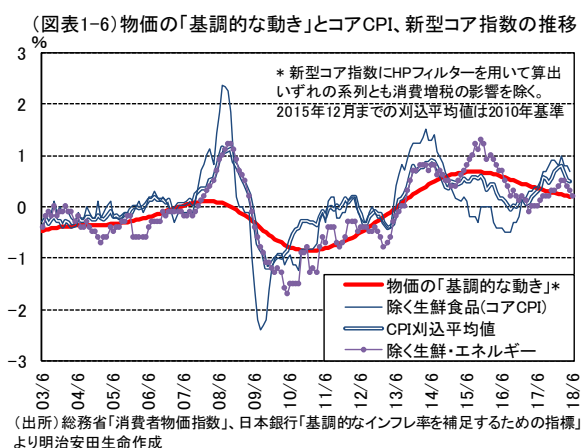
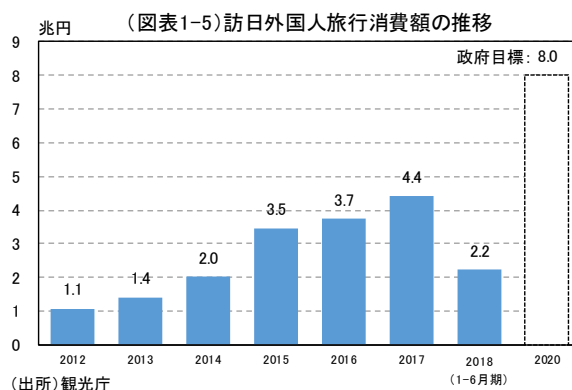
年に初めて4兆円を突破した(図表1-5)。政府は2020年の目標として8兆円を掲げていて、この数字自体はかなり野心的であり、達成はかなり微妙であるが、2020年のオリンピックを控え、インフラ整備の進捗や、サービス関連(コト)消費の活性化に向けた対策などが見込まれることで、今後もインバウンド消費の順調な拡大基調自体は続くともみている。

米国では税制改革法案施行を受けた設備投資の活発化、EUでは個人消費を中心とした緩やかな回復が見込まれ、堅調な世界景気を背景に、輸出は緩やかな増加基調で推移すると予想する。ただ、足元では米中貿易摩擦の報復合戦など、トランプ政権の通商政策に対する懸念は高まっており、日米貿易協議の動向などには、引き続き留意が必要である。

コアCPIの伸びは依然として鈍い

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年以降プラス幅を拡大し、2018年2月には前年比+1.0%に達したが、6月は同+0.8%と、足元の伸びは鈍化傾向にある(図表1-6)。除く生鮮・エネルギーから算出した「物価の基調的な動き」も依然として弱い。企業物価の動向を需要段階別に見ると、素原材料は前年比+21.4%、中間財は同+5.3%、最終財は同+0.4%となっており、消費者に近い「川下」に行くほど伸びが縮小している。7月のQUICK短観での「物価が上がりにくくなっている最も大きな要因は何か」という問いに対し、「消費者の根強いデフレ心理」と回答した企業が56%にのぼり、デフレマインドが払拭されないなかでの企業の慎重姿勢が、物価上昇サイクルの形成を妨げているのが現状である。

今後のコアCPIは、当面はエネルギー価格が押し上げ方向に寄与することで、2018年末ごろには前年比+1%程度でピークをつけるとみている。2018年度通年で前年比+0.9%、2019年度通年では同+1.4%(消費増税の影響:+0.6%を含む)と予想する。(担当:小玉、松下、柳田、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)

	2017年度			2018年度			2019年度						
	予測			予測			予測						
	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017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	1.6%	1.1%	0.8%	0.2%	▲0.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	▲0.5%	▲0.1%
前期比年率	1.6%	1.1%	0.8%	0.8%	▲0.9%	1.9%	1.5%	1.3%	1.3%	1.7%	0.8%	▲2.0%	▲0.3%
民間最終消費支出	0.8%	0.9%	0.6%	0.3%	▲0.2%	0.7%	0.1%	0.4%	0.2%	0.4%	1.0%	▲1.9%	0.0%
民間住宅投資	▲0.3%	▲3.3%	1.8%	▲3.0%	▲2.3%	▲2.7%	3.8%	▲0.2%	0.8%	1.2%	0.5%	▲1.8%	▲0.8%
民間設備投資	3.1%	3.0%	1.5%	0.8%	0.5%	1.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	▲0.3%	0.3%
政府最終消費支出	0.7%	0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	1.4%	▲0.5%	0.6%	▲0.6%	▲0.4%	▲0.1%	0.9%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸出	6.3%	3.8%	2.5%	2.1%	0.6%	0.2%	1.7%	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
財貨・サービスの輸入	4.1%	3.3%	2.9%	3.3%	0.2%	1.0%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	1.9%	▲1.1%	1.1%
名目GDP	1.7%	1.3%	1.8%	0.3%	▲0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.5%	▲0.2%	0.2%
GDPデフレーター(前年比)	0.1%	0.2%	1.0%	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%

2. 米国経済見通し

4-6月期の成長率は大きく加速

4-6月期の米国実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+4.1%と、前期の同+2.2%から大幅に加速した(図表2-1)。もともと景気が堅調に推移していたところに、昨年末に成立した税制改革法による減税効果が加わり、米景気は力強さを増した。雇用・所得環境の改善などから個人消費が主たるけん引役となったほか、好調な企業業績などを背景に設備投資も堅調に推移した。関税引き上げ前の駆け込み需要で輸出が増加するなど一時的要因も寄与した。

(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
実質GDP	2.2	2.9	2.5	2.3	2.2	4.1	3.1	2.9	2.3	2.1	2.0	1.9
個人消費	2.5	2.6	2.5	3.9	0.5	4.0	3.1	2.8	2.3	2.1	2.0	2.1
住宅投資	3.3	0.4	0.3	11.1	-3.4	-1.1	-0.5	0.0	0.5	0.5	1.0	1.5
設備投資	5.3	7.1	4.3	4.8	11.5	7.3	6.3	5.4	3.9	3.4	2.5	2.2
民間在庫(寄与度)	0.0	-0.1	0.0	-0.9	0.3	-1.0	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0
純輸出(寄与度)	-0.3	-0.1	-0.2	-0.9	-0.0	1.1	-0.4	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
政府支出	-0.1	1.4	1.9	2.4	1.5	2.1	1.5	1.7	1.8	2.0	2.2	2.0

→ 予測

景気回復持続も、減税効果逡減で2019年は幾分鈍化へ

ビジネスラウンドテーブルや全米独立企業連盟(NFIB)が実施した企業に対するアンケート調査によれば、大企業・中小企業ともに今後も雇用を増やす意向が示されており、企業規模を問わず、労働需要が強い様子が窺える。加えて賃上げについても前向きな姿勢が示されているほか、家計のバランスシートや消費者マインドが改善していることなどから、個人消費は引き続き増加基調をたどると予想する。住宅投資は、人手不足等の供給制約のほか、住宅価格や住宅ローン金利の上昇を受けて家計の住宅取得能力が低下していることから、低調な推移が見込まれる。設備投資は、好調な企業収益を背景に増加基調が続くとみるものの、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ていると考えられることから、増勢の鈍化を予想する。輸出については、各国との通商交渉の行方が懸念材料だが、基本的には世界景気の回復を背景に緩やかながら増加基調をたどると予想する。

今後は、貿易摩擦の影響が景気の抑制要因となるものの、雇用・所得環境の改善や好調な企業業績といった米国景気の基礎的な強さに変化はみられていないことから、2%弱とされる潜在成長率を上回るペースで回復が続くと予想する。ただし、減税効果の逡減により2019年の成長率は2018年に比べて幾分鈍化しよう。

FRBは漸次的利上げを継続

足元の米国景気は、拡張的な財政政策によって一時的に押し上げられている面があるほか、リーマン・ショックを経て米国の潜在成長率が低下するなか、企業経営者のスタンスが以前と比べて慎重化しており、本格的な賃上げに二の足を踏んでいる可能性がある。このため、今後の賃金も緩やかな伸びにとどまる可能性が高く、物価の伸びも緩慢と予想される。

これまでの利上げによって実質ベースで見た政策金利はほぼゼロまで上昇しており、物価の伸びが加速しなければ、さらなる利上げは実質政策金利を明確にプラス圏へと押し上げることとなる。今後の利上げはこれまでとは異なり、検討するごとにより慎重な対応が求められる領域に近づくといえる。政策金利はFRBが示唆する中立水準に近づいているほか、税制改革法による減税の効果が徐々に逡減し、2019年の成長率は2018年に比べて鈍化すると見込まれることなどから、今後の利上げはこれまでよりもゆっくりしたペースに変化すると予想する。2018年中の利上げは、9月にあと1回、2019年の追加利上げは2回にとどまるとみる。(担当: 大広)

3. 欧州経済見通し

景気は緩やかな回復が続く

4-6月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.4%と、1-3月期と同じ伸び幅となった（図表 3-1）。個人消費が堅調な推移を続けている一方で、米国の保護主義政策や欧州の政情不安などが、企業マインドの悪化を通じ、景気回復の足かせとなったとみられる。国別の成長率を見ると、ドイツ（1-3月期：同+0.4%→4-6月期：+0.5%）のみ加速、フランス（同+0.2%→+0.2%）は横ばい、イタリア（同+0.3%→+0.2%）、スペイン（同+0.7%→+0.6%）は減速した。今後は米国の保護主義政策や、イタリアの財政問題、英国の EU 離脱協議などが景気の下振れリスク要因となる。ただ、緩和的な金融環境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、景気は基本的に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	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	家計消費	2.0	1.6	1.4	1.6	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
	政府消費	1.8	1.1	1.3	1.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	固定投資	3.7	2.7	3.5	2.8	1.4	0.3	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	純輸出 (寄与度)	-0.3	0.7	0.3	0.2	0.5	-0.3	0.1	0.1	0.1	-0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
	輸出	3.0	5.2	4.0	3.7	2.4	-0.9	0.9	1.1	1.1	0.9	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	0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0
英国	実質GDP	1.8	1.7	1.1	1.4	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4

→ 予測

政治情勢が先行き不透明感を高める

個人消費は、依然として緩和的な金融環境を背景に企業の採用意欲が改善し、雇用者数の増加などを通じ、改善が続くと予想する。ただ、米国を中心とした貿易摩擦がいつそう深刻化した場合には、減速に転じるリスクも残る。固定投資は、米国を中心とする貿易摩擦や欧州の政情不安が企業マインドを冷え込ませ、回復ペースは鈍化するとみる。輸出は、海外景気回復が押し上げ要因となるとみる。

イタリアではポピュリズム政党「五つ星運動」と右派「同盟」の連立政権が樹立され、財政健全化を巡り EU と対立するリスクが高まっている。同国では移民・難民問題も絡み反 EU 感情が高く、今後は「財政健全化のスピードを遅らせる」といった主張を強硬に行なってくる可能性はあるとみている。

7月のユーロ圏総合 CPI は前年比+2.1%、コア CPI は同+1.1%と、物価の基調は加速感に乏しい状態が続いている。6月の ECB（欧州中央銀行）理事会では 2018 年末までの資産購入策終了、再投資政策の継続、政策金利のすえ置き、の三点が決定された。ECB は購入した資産の再投資を当面維持するとみられ、ストック効果による金融緩和効果は今後も継続されよう。利上げは 2019 年 9 月と予想する。

EU 離脱協議が難航する英国

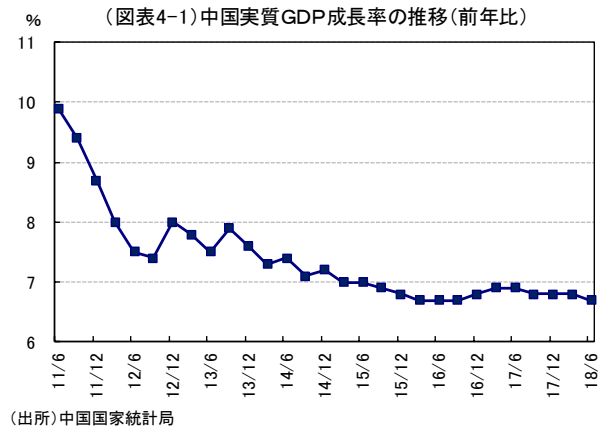
英国の 4-6 月期実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と、前期の同+0.2%から上向いた。GDP の大宗を占める個人消費は、悪天候からの反動増や 5 月のロイヤルウェディング、6 月のサッカーワールドカップなど一時的要因で押し上げられたとみられ、今後は EU 離脱を巡る先行き不透明感などを背景に、個人消費の回復ペースは鈍化するとみる。輸出は、ポンド安が一巡したことなどにより減速している。ただ、輸出企業の受注は底堅く推移しており、今後の輸出は持ち直しに向かうと予想する。英メイ政権は 7 月に、EU 離脱方針をまとめた「白書」を公表した。だが、EU 側はアイルランドの国境管理が明確でないなどの理由でこれを拒否した。国内でも保守党内強硬離脱派の反発が強く、閣僚の辞任が相次いだ。一方、強硬派の辞任は、メイ首相にとってはより穏健な離脱方法を探りやすくなった面もある。最終的には英国が EU の主張を汲み取る形で、11 月中には合意に至ると予想する。BOE（イングランド銀行）は 8 月に政策金利を 0.50%→0.75%に引き上げた。インフレ率は当面目標の 2%を上回る伸びになるとみられ、BOE は今後年 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3四半期ぶりに減速

中国の2018年4-6月期の実質GDP成長率は前年比+6.7%と、3四半期ぶりに前期から減速した(図表4-1)。固定資産投資は、製造業投資が上向いたものの、不動産開発投資の伸びが頭打ちとなり、インフラ開発投資の減速が続いたことで伸び幅が縮小した。個人消費は都市人口比率の上昇などを背景に底堅く推移し、輸出は米国向けを中心に回復が続いた。

足元では、米中間の貿易摩擦が激化している。7月11日、米国は追加で2,000億ドル相当の対中輸入関税を準備すると発表した。米国の対中輸入額が年間約5,000



億ドル、中国の対米輸入額が約1,300億ドルであることを踏まえると、課税ベースの拡大では、最早中国は米国に追

(図表4-2)中国実質GDP成長率予測(前年比、%)

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

随できない。ただ、こうした苛烈とも言える対中制裁は、米政権による11月の中間選挙に向けたパフォーマンスの側面もあるとみられる。また、関税引き上げは最終的には米国の企業や消費者に負担が及ぶだけでなく、金融市場を伝播して米国にも悪影響が及ぶおそれもあることから、米国が提唱している大規模な関税がそのまま実現する可能性は、依然高くないとみている。

今後の中国景気は、緩やかな減速にとどまるとみる。中国政府は地方政府によるインフラ開発投資を認可・資金調達の面で緩和する方針を定めたことから、インフラ開発投資は再加速するとみるものの、対米関係の先行き不透明感を背景に、インフラ開発投資が民間投資を誘発する力は弱まっているとみられ、固定資産投資全体の伸びは緩やかなものにとどまろう。個人消費は都市人口の増加を背景に底堅い推移が続き、輸出も米国を中心とする世界景気の回復を背景に堅調が続こう。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)。

リスク含みの金融緩和

7月23日、中国政府は「外部の不確実性」に対応するために、財政・金融政策について積極化するべきとの方針を打ち出した。それを受け、金融面ではシャドーバンキングの規制緩和や、金利の低め誘導などが行なわれている。ただ、こうした取組みは将来における金融リスクを残すだけではなく、短期的には元安の動きに拍車をかけるおそれもある。足元の人民元レートは、過去の傾向からは介入が行なわれても不思議ではないが、元高介入自体が「現状の元安水準は耐えられない」と当局が自白をするに等しく投機筋を呼び寄せるリスクもあるだけに、簡単には動けないとみられる。中国の対外債務は満期が1年未満の「足が速い資金」の割合が多く、今後米中貿易摩擦が激化するなかでは、こうした短期資金が再度流出し、人民元下落が加速するリスクが燻る。BIS(国際決済銀行)が公表している民間部門の債務の維持可能性を示すとされる「Credit to GDP ギャップ」は、危険水準とされる10%を6年近くに渡って超えている。同指標は足元2年間で改善していたものの、インフラ開発投資の容認による債務増大は、将来に向けた金融リスクを再度助長するおそれがある。今後の中国の金融政策は、金融緩和による国内景気の下支えに力点が置かれる一方で、元安による資金流出や不良債権など金融リスクにも対応するという、難しい舵取りを迫られる。(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)		(%)	
	2016年 (実績)	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
韓国	2.8	3.1	2.9	2.8
台湾	1.4	2.9	2.9	2.7
豪州	2.6	2.2	2.8	2.8

韓国経済は緩やかな回復が続く

韓国の4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+0.7%と、1-3月期の同+1.0%からプラス幅が縮小した。半導体需要の増加等により輸出は増加したものの、ハイテクセクターでの大規模設備投資の影響一巡などから、総固定資本形成がマイナス寄与に転じ、全体を押し下げた。

今後について、個人消費は、引き続き高い家計債務残高や、勤労基準法の改正による労働時間の短縮が重石となり、伸び悩むと見込むものの、政府支出の拡大に加え、半導体需要の拡大で輸出が増加基調を維持することが景気を支えると予想する。

足元の米中貿易摩擦激化による景気減速リスクに加え、CPIが中銀目標の前年比+2%を下回っていることなどから、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を維持する

台湾の4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前年比+3.3%と、1-3月期の同+3.0%から伸び幅が小幅拡大した。需要項目別の伸びが確認できる前年比ベースで見ると、資本形成が同▲2.4%と、1-3月期の同▲1.9%に続きマイナスとなったものの、賃金上昇を背景に民間消費が同+2.7%と堅調な推移を続けているほか、半導体需要拡大を背景に輸出も同+6.0%と、9四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、貿易摩擦の輸出への影響が懸念されるものの、最低賃金の引き上げにより個人消費が底堅く推移することで、回復傾向を維持するとみる。CPIが中銀目標の前年比+2%を下回っていることに加えて、米中貿易摩擦激化による景気減速リスクも残るため、台湾中銀は、2018年内は政策金利をすえ置き、2019年の早い段階で1回利上げを実施すると予想する。

豪州景気は緩やかな回復が続くと予想

豪州の2018年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+1.0%と、前四半期の同+0.5%から伸びが加速した。個人消費が減速したものの、輸出や設備投資がプラスに転換し、成長率を押し上げた。

個人消費は、移民流入等による人口の増加や、労働需給の改善を背景に回復傾向が続くとみる。7月の失業率は5.3%と低下傾向が続いており、RBA(豪州準備銀行)が推計している自然失業率の約5.0%に近づきつつある。労働需給の改善に伴い、賃金の伸びも緩やかながら高まりつつあり、個人消費の下支え要因となろう。公共投資は、政府が掲げる積極的インフラ計画の進展により、今後も増加基調が続く見込みであり、こうした動きも景気を下支えしよう。世界景気の回復を背景に、輸出は堅調に推移している。最大の輸出先である中国(シェア3割強)では、2018年下半年から積極的な財政政策で景気を下支えする方針が示されたほか、他の東アジア諸国の景気も回復基調が続くとみられる。LNG等の鉱物資源を中心に、輸出は今後も増加基調をたどると見込まれる。ただ、米中貿易摩擦への懸念は燻り続けており、その展開次第では回復の動きに水を差す可能性もある。

8月7日に行なわれたRBA理事会では、政策金利が1.5%ですえ置かれた。4-6月期の刈込平均CPI上昇率は前年同期比+1.9%と横ばい推移で、物価目標範囲である+2~3%には到達していない。雇用環境のさらなる改善とインフレ率の目標への回帰を見据えながら、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、木下)

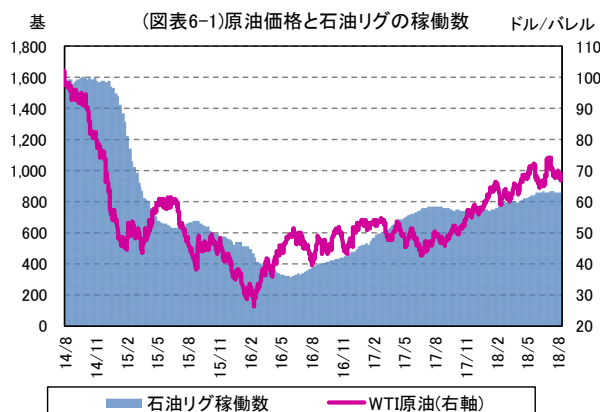
6. 商品相場見通し

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、供給不足懸念が台頭するなか、6月22日のOPEC総会で協調減産緩和が決定されたものの、減産幅・割当量が明示されず、不透明感から、一時70ドル/バレルを突破した。その後、サウジアラビアによる増産等から足元では65ドル/バレル前後で推移している（図表6-1）。

需要面では、EIA、国際エネルギー機関（IEA）、OPECのいずれの予測でも、堅調な経済成長を続けることが予想される中国、インド、米国を中心に、需要拡大が続くと見込まれる。

供給面では、経済危機で産油量が急減しているベネズエラ、米国による経済制裁で原油輸出が難しくなるイラン等の減産量をカバーすべく、増産余力の大きいサウジアラビアを中心にOPECと非OPEC主要産油国は増産に転じているとみられる。OPECの8月の月報からも、減産順守率は100%を大きく超えている一方で、節目の1,000万バレルを突破したサウジアラビアの増産傾向が見て取れ、今後も全体の減産分をカバーする増産が続くとみる（図表6-2）。世界原油需給は、2019年にかけて、基本的に供給超過状態で推移するとみられている。

今後のWTI原油価格については、OPECと非OPEC主要産油国の協調減産の継続と、イラン・ベネズエラの産油量の減少が下支えとなるものの、米国のシェールオイル生産拡大の動きと、サウジアラビアやロシアの増産の動きが徐々に意識され、2018年末にかけては、基本的に60～70ドル/バレルのボックス圏での推移に落ち着くと予想する。（担当：西山）



(出所) ファクトセット、Baker Hughes

(図表6-2) OPEC原油生産枠の遵守状況

加盟国	2016年10月 参照生産水準	減産目標	千バレル/日			
			18年5月 生産量	18年5月 減産実績	18年7月 生産量	18年7月 減産実績
アルジェリア	1,089	-50	1,031	-58	1,062	-27
アンゴラ	1,751	-78	1,525	-226	1,456	-295
コンゴ*5	-	-	318	-	313	-
エクアドル	548	-26	519	-29	525	-23
赤道ギニア*4	-	-	130	-	126	-
ガボン	202	-9	189	-13	188	-14
イラン*2	3,707	90	3,829	122	3,737	30
イラク	4,561	-210	4,455	-106	4,556	-5
クウェート	2,838	-131	2,701	-137	2,791	-47
リビア*1	528	-	955	-	664	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1,711	-	1,667	-
カタール	648	-30	585	-63	616	-32
サウジアラビア	10,544	-486	9,987	-557	10,387	-157
UAE	3,013	-139	2,865	-148	2,959	-54
ベネズエラ	2,067	-95	1,392	-675	1,278	-789
計*3	33,124	-1,164	32,192	-1,890	32,325	-1,413

(出所) OPECの2016年11月30日付プレス資料、2018年6月・8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
 *5 2018年6月に新加盟

通貨危機に瀕するトルコ

急落したトルコリラ

米国とトルコの対立は、本をただせば 2016 年 10 月の米国人牧師のトルコ当局による拘束に端を発したものである。ここへきて、トランプ大統領が強硬な姿勢に転じたことから深刻度を増しており、トルコリラが大きく下落する事態を招いている。リラは 8 月第 2 週だけで 20% 以上下落、年初からの下落幅は一時 45% に達した。これはアルゼンチンペソの年初来の下落幅である同 37% を上回る (図表 1)。

利上げを否定するエルドアン大統領

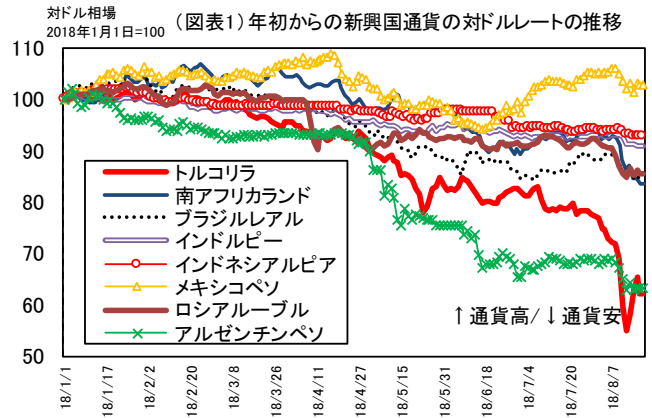
6 月の大統領選における再選後、エルドアン大統領は強権的手法をいっそう強めている。現状では中銀も事実上の管理下にあり、「自分が生きている限り、金利の罫には落ちない」と利上げを否定していることが、リラ売りに拍車をかける形になっている。

利上げ嫌いは、エルドアン大統領のみならず、ある意味政治家の本能のようなものだが、トルコほどの大国がここまで中央銀行に露骨な圧力をかけるケースはまれである。トルコの現状をみる限り、利上げは罫どころか、きわめて真っ当かつ正攻法の対処法である。通貨防衛の観点からも、インフレ抑制の観点からも、利上げは急務と言える。

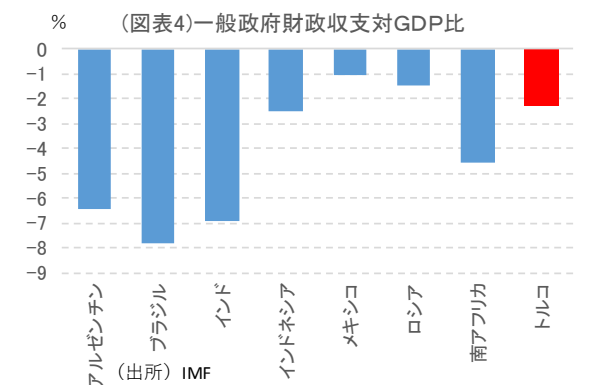
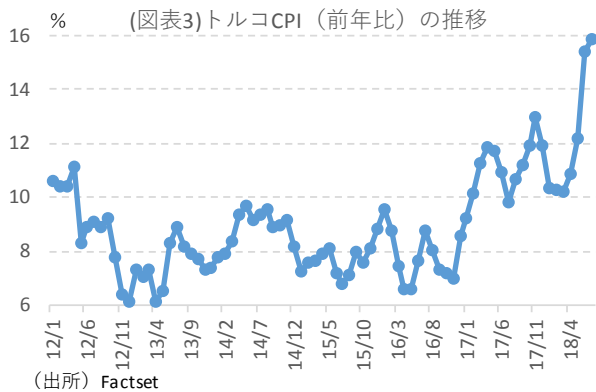
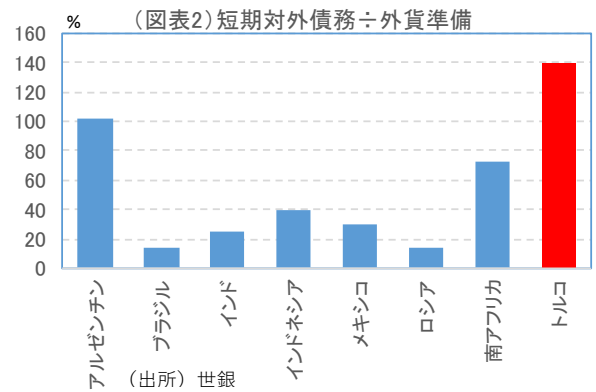
短期債務の大きさが弱点

トルコの短期対外債務の外貨準備比率は 140% と、このところ通貨が下落基調にある新興国のなかでも特に高い (図表 2)。これは、トルコリラが投機筋の攻撃に脆いことを意味する。また、消費者物価指数は、年初の前年比 10% 台から、7 月には同 15.9% にまで急加速している (図表 3)。通貨安とインフレがスパイラル的に進み始めたら、歯止めがかからなくなるリスクがある。

エルドアン大統領は「米ドルや金を持っているなら、銀行に行ってリラに替えるべき。これは国をあげた戦いだ」と言っているが、金融市場はそれほどお人よしではなく、愛国心に訴えかけても



(出所)ファクトセット



効果は期待できない。利上げを拒否するのであれば、いずれは資本規制等、より強権的な政策を打ち出さざるをえなくなり、金融市場の混乱に拍車がかかる可能性が高い。

通貨安とインフレのスパイラルのリスク

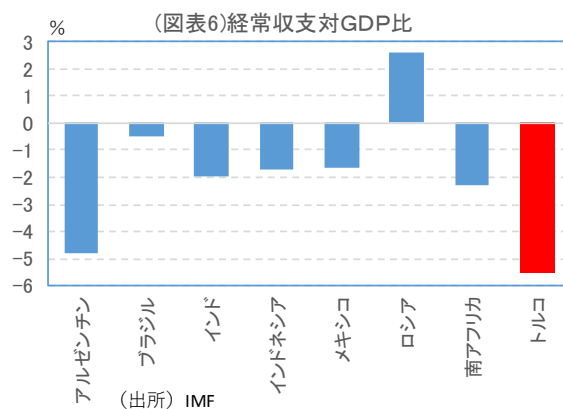
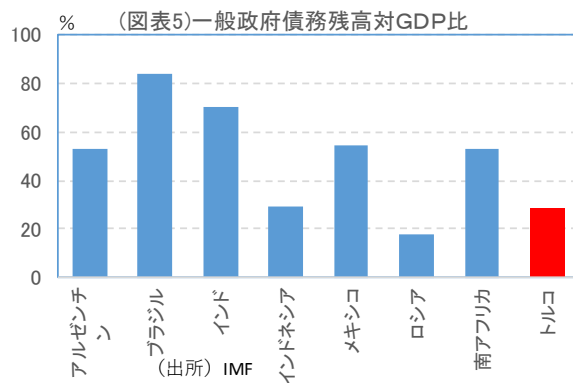
利上げは確かに景気を引き締める効果を持つが、実体経済の波及ルートには時間的猶予がある。企業や消費者が、金利変動に応じて投資計画や消費計画を毎日変更するわけではないためだ。これに対し、資産市場を介したルートは、きわめて短期の間に、暴力的な打撃を経済に与えることができる。早めの利上げで、為替市場における投機的な動きを鎮めることができれば、早期の利下げも可能になり、結果として経済への影響を最小限にとどめることができる。もっとも、トルコの場合、通貨安にインフレも加わっていることから、いったん利上げしたら早期に元の水準に戻すのは難しく、インフレ調整の過程で経済に痛みが及ぶのは避けられない。ただこれはもはや不可避である。

財政状態は良好

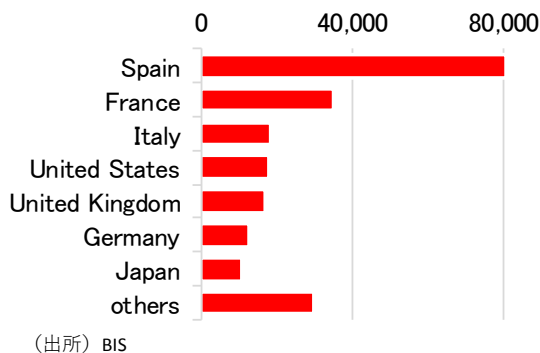
先週のトルコリラは反発し、市場を安堵させたが、トルコの長所は、財政が比較的健全である点である。17年のトルコの財政赤字の対GDP比は2.3%（図表4）、一般政府債務残高の対GDP比は28%（図表5）で、これだけみればEMUの加盟条件を十分満たしてなおお釣りがくる水準である。従って、通貨危機がソブリン危機に発展する可能性は限定的と言えそうである。一方、経常赤字の対GDP比は5%を超えており（図表6）、政府よりも民間企業の対外債務の支払い能力に疑問符が付く形になっている。

「トルコ発金融危機」のリスクは限定的だが

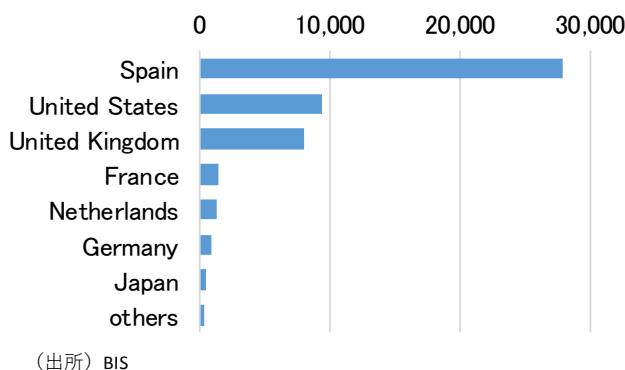
主要債権国別にみると、スペインの銀行部門の貸出額が8,090万ドルと突出しており、フランスの3,515万ドル、イタリアの1,849万ドルがこれに次ぐ（図表7）。金融市場では、イタリアのBBVA、ユニクレディト、フランスのBNPパリバの経営への影響が大との観測が流れ、株が売られる事態となった。



(図表7)対トルコ国別債権額(民間銀行、18Q1、千ドル)



(図表8)対アルゼンチン国別債権額(民間銀行、18Q1、千ドル)



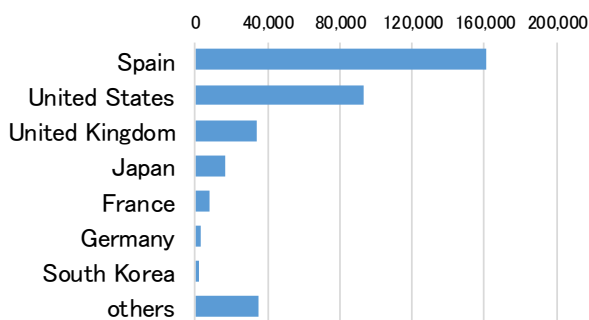
もっとも、債権国の銀行部門の総資産に占める対トルコ債権の比率という観点でみると、スペインが2.4%、フランスが0.3%、イタリアが0.4%で、特段大きなものではない。スペインの銀行の対トルコのエクスポージャーは大手行に集中しており、問題が長引いてデフォルトが頻発するような事態になれば、影響は侮れないが、今のところ、先進国を巻き込んだ金融危機に発展する可能性は限定的にみえる。

他通貨への「伝染」の有無が焦点

ただ、新興国通貨はいったん売りを浴びせられると、一時フラジャイル5という言葉が流行したとおり、脆弱とみられる通貨を中心に一斉に売られる傾向がある。したがって、通貨売りがどの程度他国に伝染するかが大きなポイントとなる。スペインの銀行の総資産に占める割合は、トルコに加え、アルゼンチン、メキシコ、ブラジルまで加えれば13.1%まで跳ね上がる（図表7～10）。

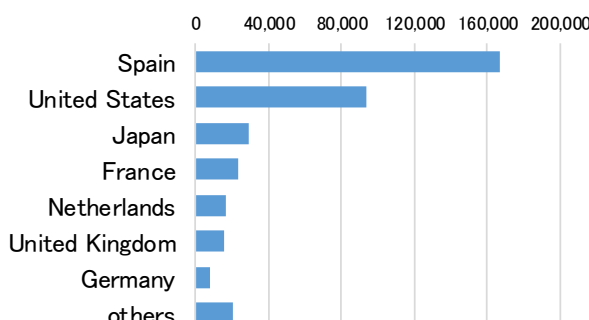
トルコにとって、問題の長期化が経済に壊滅的な打撃を与えかねないことを考えれば、今後は外交的解決を急ぐと考えるのが自然でもある。米中対立の勝敗は微妙だが、米土対立でトルコに勝ち目は乏しい。エルドアン大統領の心中は知る由もないが、いざとなれば、米国人牧師を開放すればよく、ぎりぎりまで突っ張る余地があると考えているのかもしれない。しかし、金融市場の動きを甘く見ていると、手痛いしっぺ返しを食らう公算が高く、危険な賭けと言える。（担当：小玉）

(図表9)対メキシコ国別債権額(民間銀行、18Q1、千ドル)



(出所) BIS

(図表10)対ブラジル国別債権額(民間銀行、18Q1、千ドル)



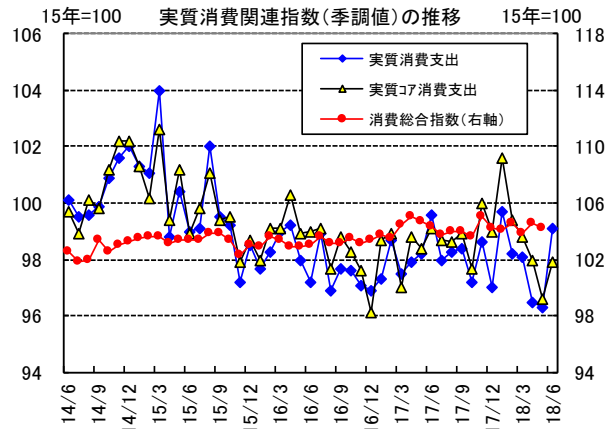
(出所) BIS

主要経済指標レビュー (8/6~8/17)

《日 本》

○ 6月家計調査 (8月7日)

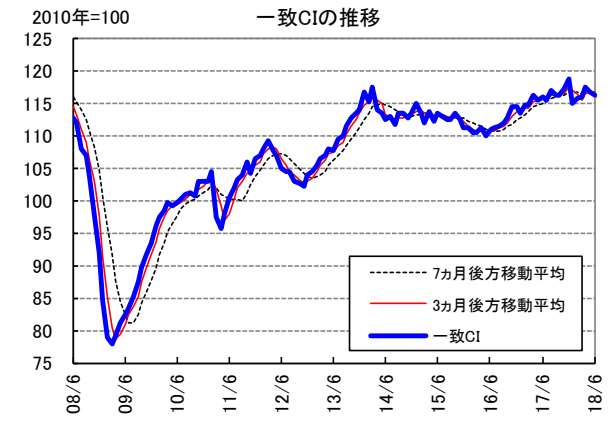
6月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比▲1.2%と、5ヵ月連続のマイナスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同+4.8と3ヵ月連続のプラス、実質消費支出は同▲3.0%と2ヵ月連続のマイナスとなった。平均消費性向は同▲5.3ポイントとマイナスになっており、消費者の根強い節約志向が、個人消費の足かせとなっている様子が示唆されている。今後については、夏季賞与の大幅増加に加え、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどから回復基調で推移するとみている。ただ、原油価格の上昇による実質購買力の低下などが抑制要因になり、回復ペースは、引き続き緩慢なものにとどまると予想する。



(出所)総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

○ 6月景気動向指数 (8月7日)

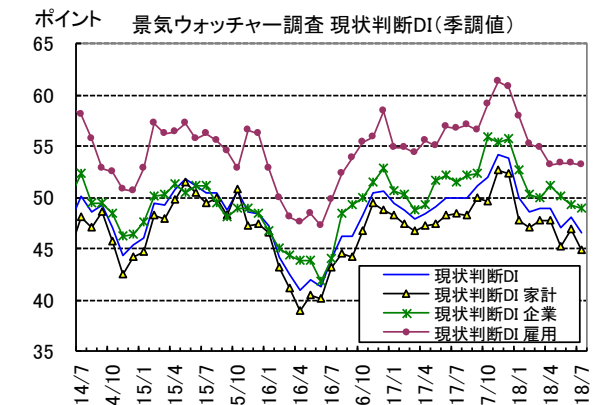
6月の景気動向指数では、一致CIが116.3(前月差▲0.5ポイント)と、2ヵ月連続で低下した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が21ヵ月連続ですえ置かれた。個別系列では、7系列中3系列が押し上げに寄与し、特に商業販売額(小売業)のプラス寄与が大きかった。一方、7系列中4系列が押し下げに寄与し、特に生産指数(鉱工業)のマイナス寄与が大きかった。先行CIは105.2(前月差▲1.7ポイント)と、3ヵ月ぶりに低下した。今後の国内景気は、米国発の貿易戦争懸念など不安要素は残るものの、堅調な海外景気や、人手不足を背景とした省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



(出所)内閣府「景気動向指数」

○ 7月景気ウォッチャー調査 (8月8日)

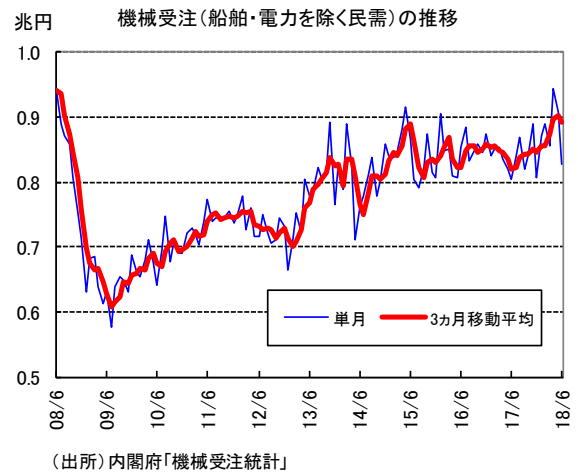
7月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が前月から▲1.5ポイントの46.6に低下し、節目の50を7ヵ月連続で下回った。家計、雇用、企業DIのすべての項目で悪化した。基調判断は「緩やかな回復基調が続いているものの、平成30年7月豪雨によるマインド面の下押しもあり、引き続き一服感がみられる」に修正された。先行き判断指数も前月から▲1.0ポイントの49.0と2ヵ月ぶりに悪化した。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「人手不足、コストの上昇、平成30年7月豪雨の影響等に対する懸念もある一方、引き続き受注、設備投資等への期待がみられる」とまとめられている。



(出所)内閣府「景気ウォッチャー調査」

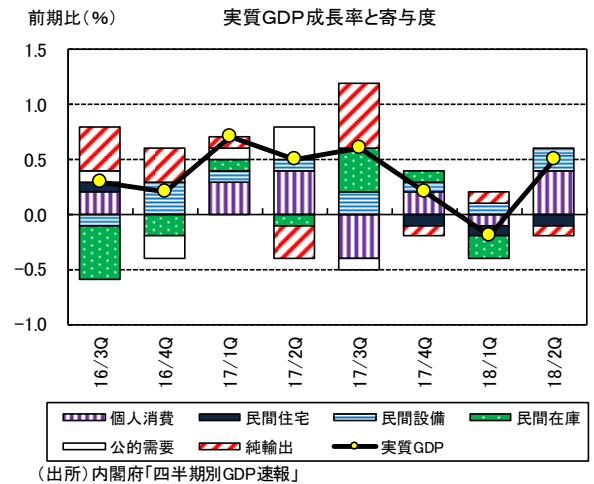
○ 6月機械受注 (8月9日)

6月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲8.8%と2ヵ月連続のマイナスとなった。4-6月期では前期比+2.2%と、4四半期連続のプラスを維持したものの、今回発表された7-9月期の見通しは同▲0.3%と、小幅のマイナス見込みであり、内閣府による基調判断は、「機械受注は、持ち直しの動きに足踏みがみられる」に下方修正された。目先は設備投資の回復に一服感が出る可能性を示している。ただ、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り、設備投資は均せば回復傾向が続くとみている。



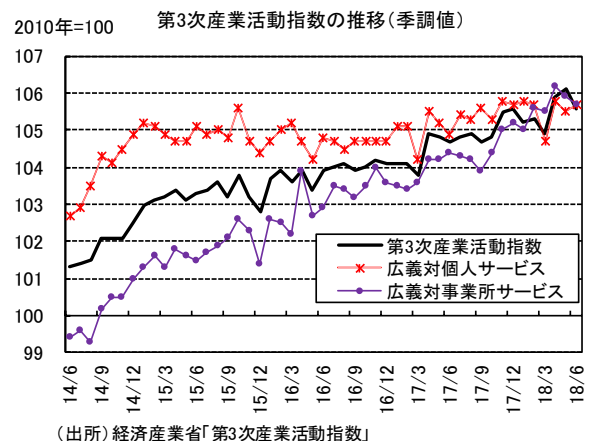
○ 4-6月期 GDP 速報 (8月10日)

4-6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%(年率換算:+1.9%)と、2四半期ぶりのプラスとなり、景気の前向きのモメンタムが途切れていない様子が示された。特に民需の両輪である個人消費と設備投資がけん引するという、内容的にも好ましい形。今後の日本の景気は、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、緩やかな回復が続くと予想する。2018年度と2019年度の成長率は平均すれば1%程度の伸びが続くとみている。もっとも、外需主導の成長構造は変わっていないことから、海外景気の動向、とりわけ通商摩擦の行方が最も大きなリスク要因となる。



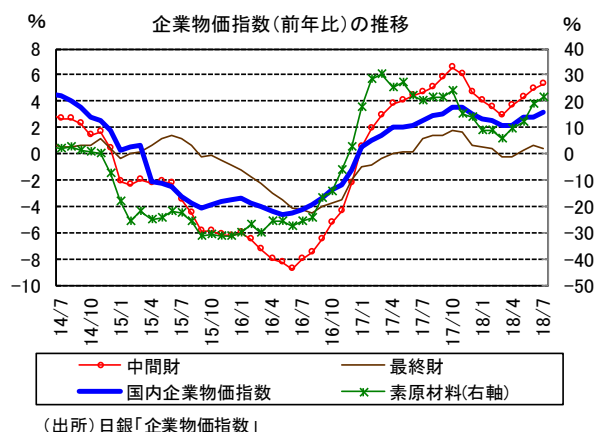
○ 6月第3次産業活動指数 (8月10日)

6月の第3次産業活動指数は前月比▲0.5%と、3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」が維持された。全11業種のうち6業種が上昇し、5業種が低下した。業種別内訳で最もプラス寄与が大きかったのは運輸業、郵便業で、同+0.5%と2ヵ月連続のプラスとなった。そのほかでは、電気・ガス・熱供給・水道業が同+1.7%と3ヵ月連続のプラスとなった。一方で、卸売業が同▲2.5%、金融業、保険業が同▲1.6%とマイナスに転じた。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いる。第3次産業活動指数は緩やかながら改善が続くとみる。



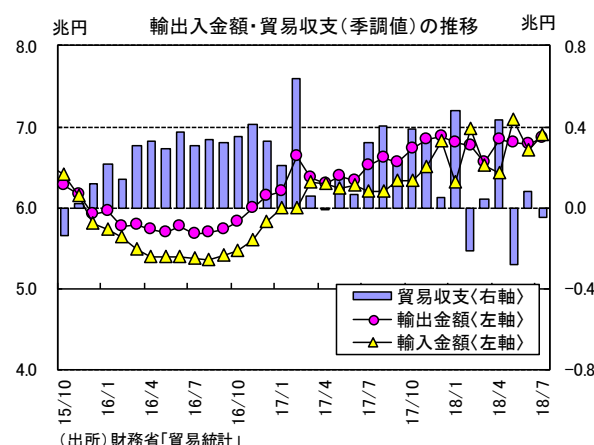
○ 7月企業物価指数（速報値、8月10日）

7月の国内企業物価指数は前年比+3.1%と、19ヵ月連続のプラスとなり、6月の同+2.8%から伸び幅が拡大した。押し上げに寄与した項目は、電力・都市ガス・水道、石油・石炭製品、化学製品、農林水産物など。輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価が前年比+3.4%→+2.8%、輸入物価は同+10.7%→+11.5%と、対前月比で輸出物価がプラス幅を縮小させた一方で、輸入物価は引き続き高い伸びとなっており、交易条件は悪化した。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、原油相場がボックス圏での推移に落ち着くことで、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。



○ 7月貿易統計（8月16日）

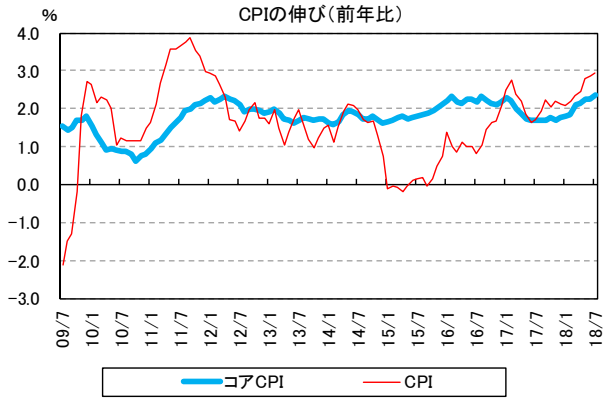
7月の貿易統計によると、輸出金額は前年比+3.9%と、20ヵ月連続のプラスとなった。地域別では米国向けが落ち込んだものの、中国を中心とするアジア向けやEU向けは、増加基調を維持した。今後については、中国の自動車産業の市場開放や、「中国製造2025」構想のもと、中国向けの輸出は引き続きけん引役をはたすとみている。また、米国では税制改革法案施行を受けた設備投資の活発化、EUでは個人消費を中心とした緩やかな回復が見込まれ、堅調な世界景気を背景に、輸出は緩やかな増加基調で推移すると予想する。ただ、足元での米中貿易摩擦の報復合戦や、日米貿易協定の動向などには、引き続き留意が必要である。



《米 国》

○ 7月CPI（消費者物価指数）（8月10日）

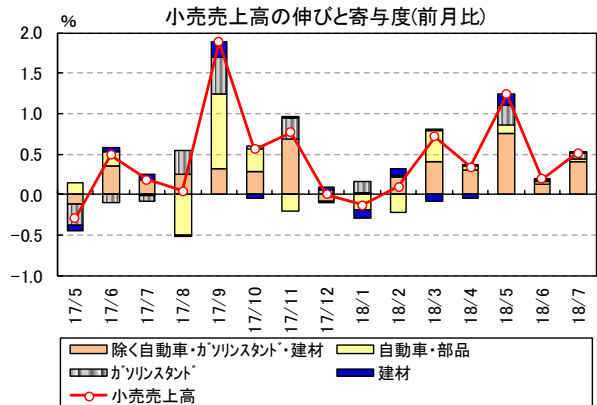
7月のCPIは前月比+0.2%と、4ヵ月連続で上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.2%と、緩やかながら16ヵ月連続の上昇となった。前年比では、CPIが+2.9%（6月:+2.9%）と伸びが一服したものの、コアCPIは+2.4%（6月:+2.3%）と伸び幅が拡大しており、物価は緩やかながら上昇基調をたどっている。ただ、米国の雇用環境が大きく改善しているにもかかわらず、賃金の伸びにまだまだ加速の兆しは見られていない。期待成長率の低下などを背景に本格的な賃上げに慎重となっている企業スタンスなどを考慮すれば、今後も賃金は緩やかな伸びにとどまる可能性が高く、CPIも緩やかな伸びが続くと予想する。



(出所)米労働省

○ 7月小売売上高（8月15日）

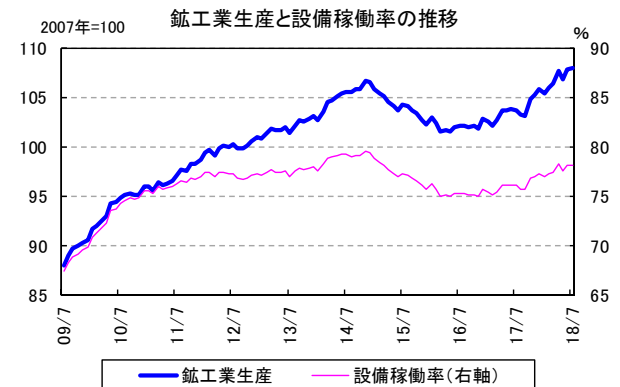
7月の小売売上高は前月比+0.5%と、6ヵ月連続の増加となり、足元で個人消費が堅調に推移している姿を示した。内訳を見ると、建材店が横ばいにとどまる一方、自動車・部品が同+0.2%と5ヵ月連続で増加したほか、原油価格の上昇基調を受けてガソリンスタンドが同+0.8%と12ヵ月連続の増加となった。飲食店や一般雑貨店などが伸びた結果、変動の激しい自動車・部品を除いたベースでも同+0.6%と14ヵ月連続の増加となった。今後についても、資産価格の上昇などを背景に家計のバランスシートが好転しているほか、良好な雇用・所得環境や所得税減税の効果などを背景に、個人消費は増加基調が続くと予想する。



(出所)米商務省

○ 7月鉱工業生産（8月15日）

7月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%と、2ヵ月連続で上昇した。産業別に見ると、鉱業が同▲0.3%と6ヵ月ぶりの低下、公益事業が同▲0.5%と3ヵ月連続の低下となる一方、製造業が同+0.3%と2ヵ月連続で上昇し全体を押し上げた。製造業では、自動車中心に輸送機器が同+0.4%と上昇したほか、PC・電子部品が同+1.3%と高い伸びを示しており、製造業を下支えしている。シェールオイルの採掘により、このところ堅調だったエネルギー生産は同0.0%と伸びが一服した。設備稼働率は78.1%と前月から横ばいだったが、依然高水準で推移している。堅調な企業業績を背景に設備投資の増加が続くほか、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。

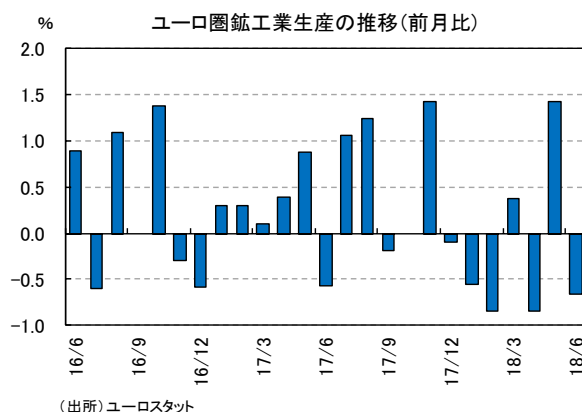


(出所)FRB

《 欧 州 》

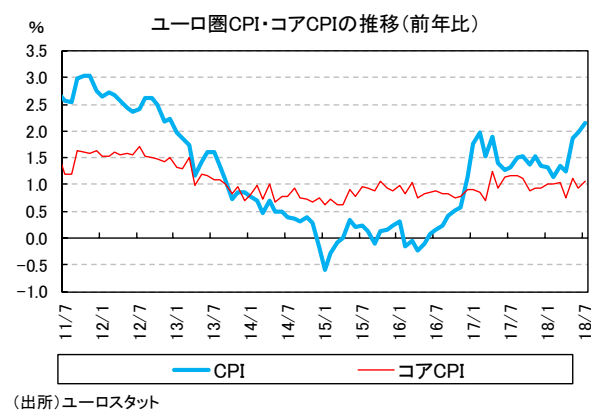
○ 6月ユーロ圏鉱工業生産 (8月14日)

6月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.7%と、2ヵ月ぶりに減少した。ただ、5月は同+1.3%→1.4%と上方修正されている。内訳では、エネルギーのみ同+0.4%→+0.5%とプラスが続いたものの、中間財が同+1.8%→▲0.5%、資本財が同+0.7%→▲2.9%、耐久消費財が同+2.0%→▲0.4%、非耐久消費財が同+2.7%→▲0.6%とマイナスに転じた。主要国別では、フランスが同▲0.2%→+0.6%、イタリアが同+0.8%→+0.5%とプラスとなったものの、ドイツが同+2.4%→▲0.6%、スペインが同+0.9%→▲0.7%とマイナスに転じた。世界景気は、基本的には米国を中心に回復が続くとみられ、ユーロ圏鉱工業生産も均せば回復基調が続くとみる。



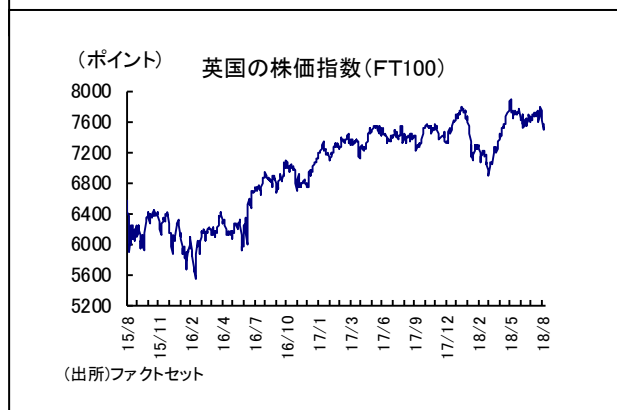
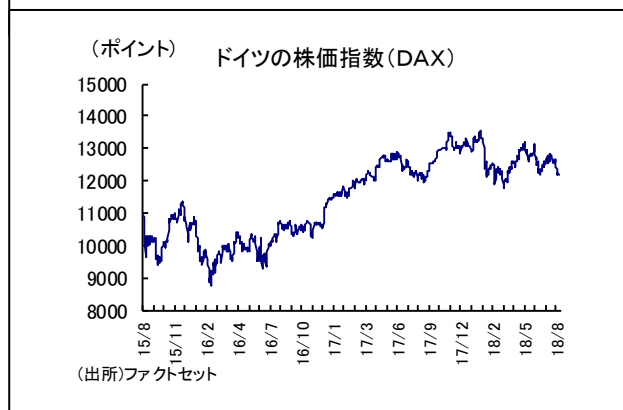
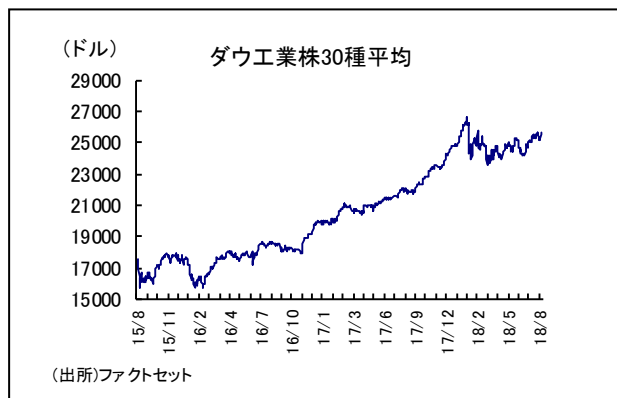
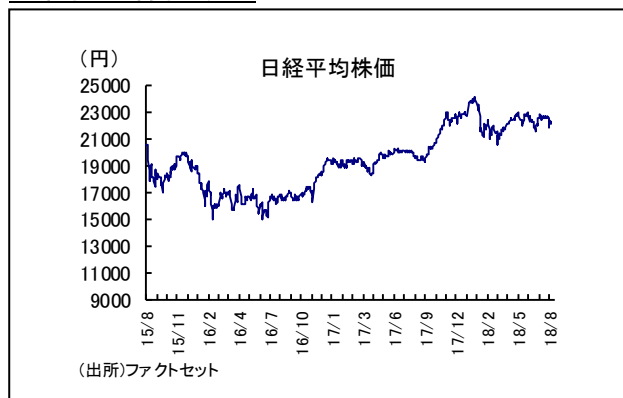
○ 7月ユーロ圏CPI (消費者物価指数) (8月17日)

7月のユーロ圏CPIは前年比+2.1%と、前月の同+2.0%から伸び幅が拡大した。財価格は同+2.5%→+2.8%と、エネルギー価格の上昇から5ヵ月連続で伸び幅が拡大した。サービス価格は同+1.3%→+1.4%と、伸び幅が小幅に拡大した。国別では、ドイツが同+2.1%、スペインが同+2.3%と前月と同じ伸びだったほかは、フランスが同+2.3%→+2.6%、イタリアが同+1.4%→+1.9%と伸び幅が拡大した。足元では原油価格の上昇がCPIを押し上げているものの、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。また、物価の基調的な動きも鈍いことから、ECBによる利上げは、2019年9月頃と予想する。

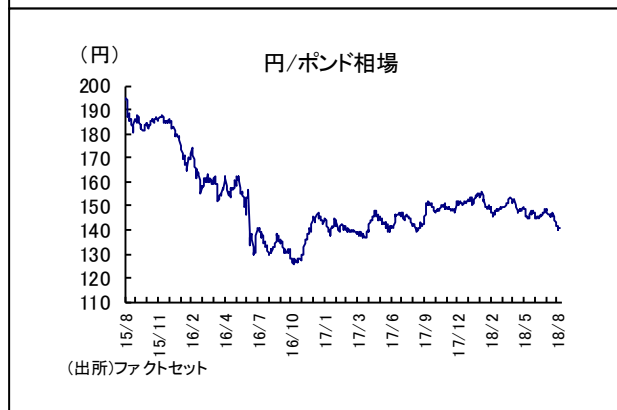
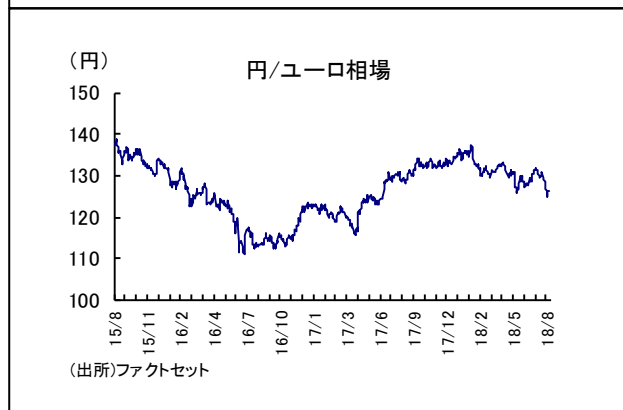
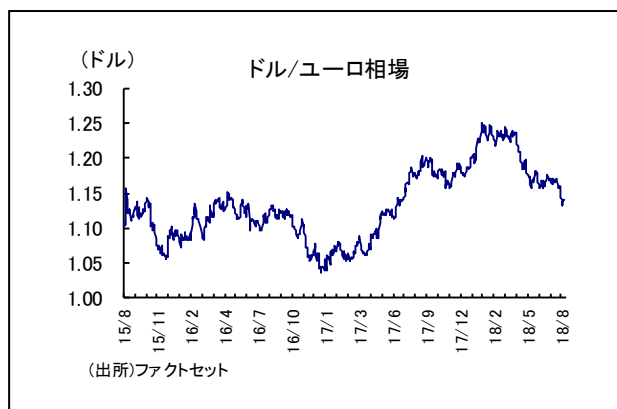
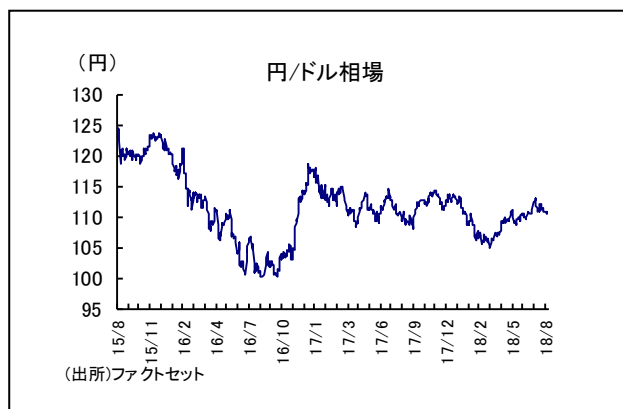


日米欧マーケットの動向 (2018年8月20日現在)

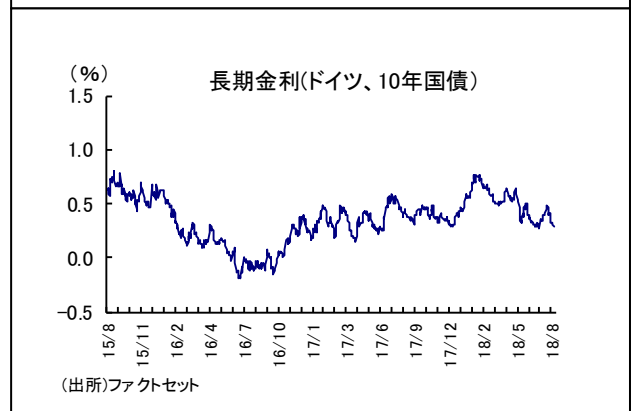
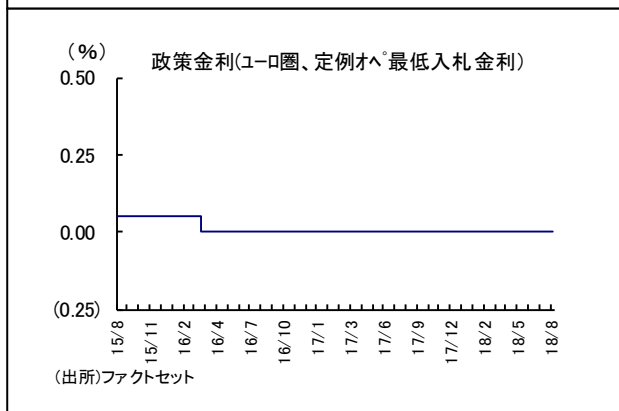
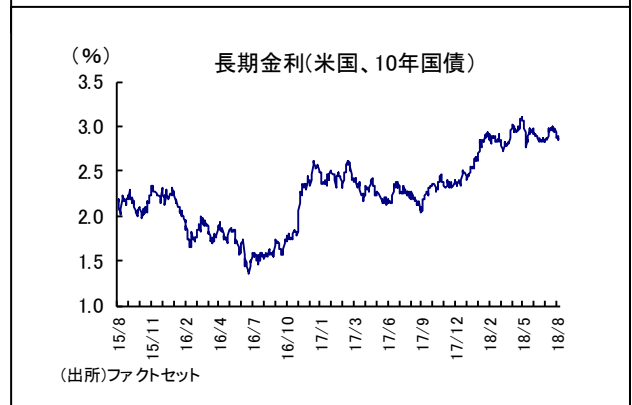
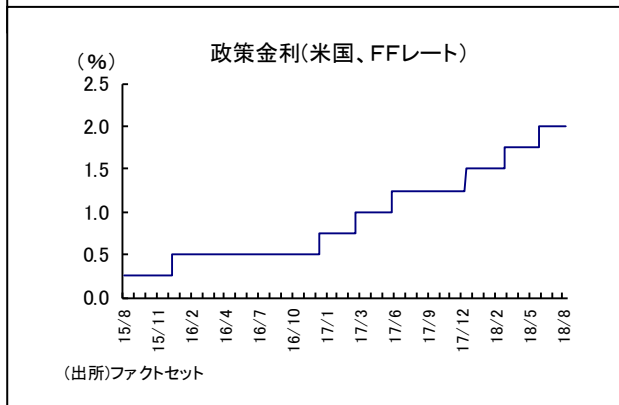
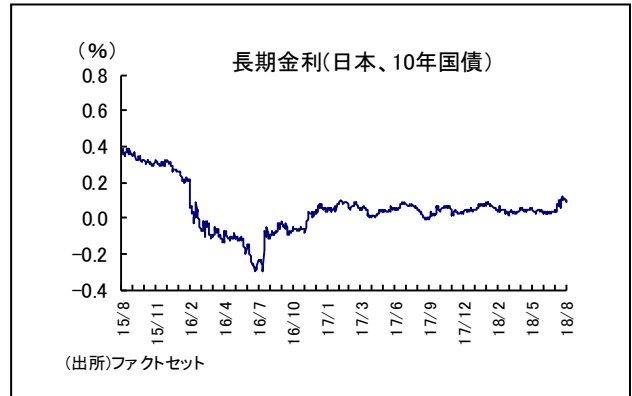
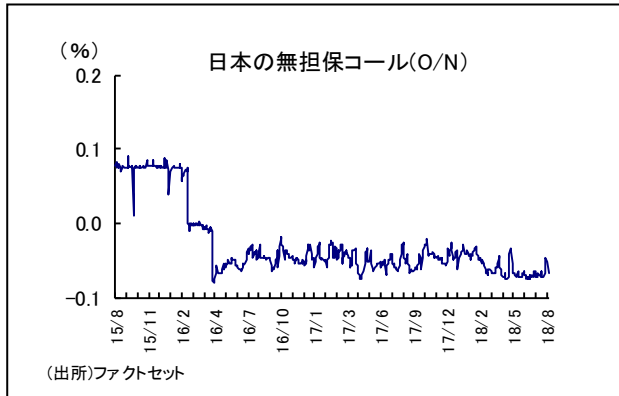
▽各国の株価動向



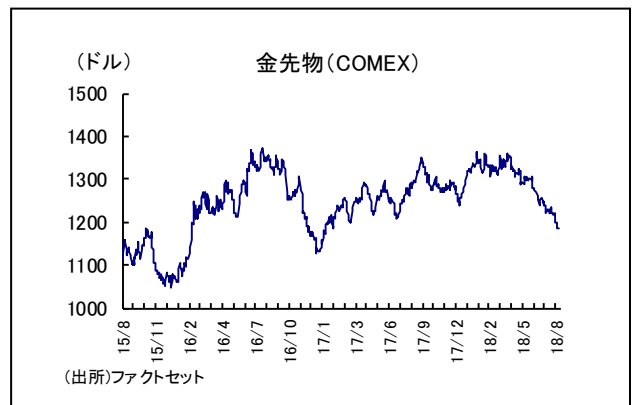
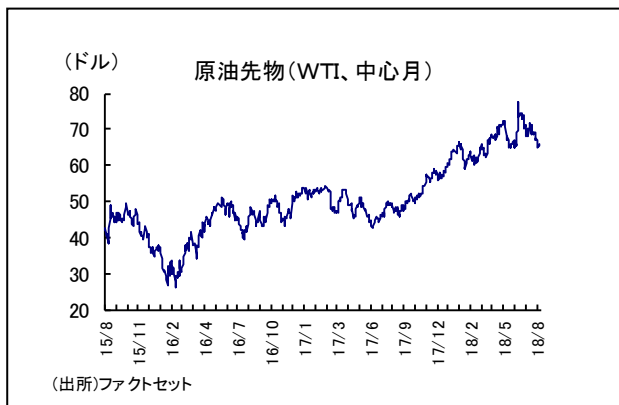
▽外為市場の動向



▽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、大広泰三、久保和貴、柳田亮、
西山周作、木下裕太郎