

## 〈フォーカス〉 2018－2020年度経済見通し特集号

当社では、2018年7－9月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2018－2020年度経済見通し」を作成、11月19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。

<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: 2018年度 1.0%(1.1%) 2019年度 0.8%(0.8%) 2020年度 0.7%

名目GDP成長率: 2018年度 0.9%(1.3%) 2019年度 1.7%(1.8%) 2020年度 1.2%

### 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といった不透明要素が残るなかでも、米国を中心とした堅調な海外景気や、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、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が下支えするものの、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠ける展開が続くと予想する。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ものの、政府の諸対策により、影響は限定的とみる。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、人手不足を背景に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などが下支え役をはたすと予想。輸出は、米国を中心とした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、良好な雇用・所得環境や企業業績の増益基調等を背景に個人消費や設備投資の緩やかな増加が見込まれ、拡大傾向が続くとみる。しかしながら、大規模減税の効果が徐々に逓減することで、成長ペースは緩やかになると予想する。欧州景気は、緩和的な金融政策が継続すると見込まれるものの、内外の経済環境における不透明感の高まりにより、回復ペースは鈍化すると予想する。中国景気は、各種政策効果による景気押し上げ効果と貿易摩擦による景気下押し圧力の綱引きとなり、緩やかな減速に向かうと予想する。

(Matsushita wrote)

## 目 次

〈フォーカス〉2018－2020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	16
・2018－2020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、海外景気が腰折れするとは考えておらず、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、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が下支え、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、力強さには欠ける展開が続くと予想する。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。

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、底堅く推移すると見込む。

輸出は米国を中心とした堅調な海外景気などに支えられ、底堅く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、原油高による押し上げ効果が薄れる価格が高水準で推移していることで、消費税の引き上げまでは伸びが鈍化ししばらくは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+1.24%程度、2020年度は+1.5%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。ただ、今後は2018年の景気を押し上げた大規模減税の効果が徐々に逡減することで、成長ペースは緩やかにな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、所得税減税の効果逡減が見込まれるものの、雇用・所得環境の改善が続くとみられることなどから、緩やかながら回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、雇用環境の改善など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、低調な推移を予想する。

設備投資は、企業の増益基調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など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、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれることから増加基調の持続を予想する。ただし、米中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持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは9月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.75-2.00%から、2.00-2.25%へと引き上げた。12月に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、改善傾向が続くと予想する。ただ、消費マインドが悪化していることから、改善ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

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。輸出は、米国向けを中心に、持ち直しが続くと予想する。

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—2020 年度経済見通し（要約版）

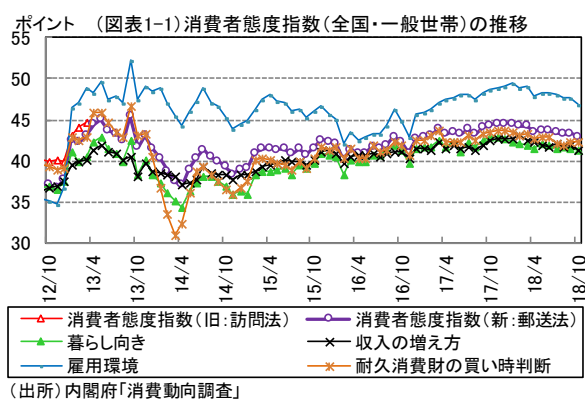
### 1. 日本経済見通し

#### 景気回復基調は維持するもモメンタムには陰り

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▲0.3%（年率換算：▲1.2%）と、2四半期ぶりのマイナス成長となったものの、自然災害などによる一時的な下押しが背景にある。今後については、米国発の貿易戦争への懸念や、不安定な欧米の政治情勢といった不透明要素が残るなかでも、米国を中心とした堅調な海外景気や、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。

#### 個人消費の伸びに力強さは見られず

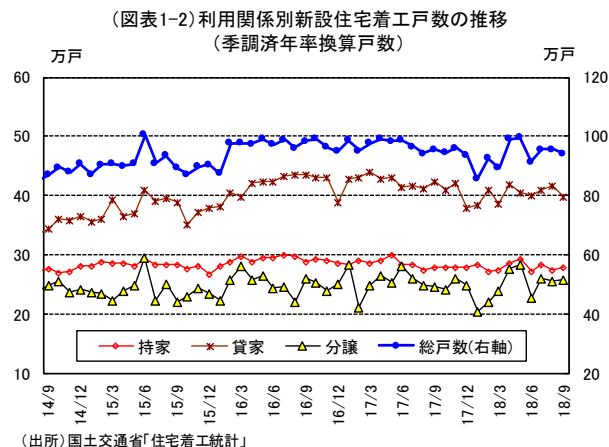
消費マインドは足踏みしている（図表1-1）。ただ、7月の西日本豪雨にはじまり、9月に入ってから北海道胆振東部地震や相次いだ台風被害など、自然災害が立て続けに発生したことを考えると、底堅い推移と言えなくもない。自動車、テレビなどの買い替えサイクル到来といった明るい材料もあり、加えて雇用環境も引き続き良好である。一方で、毎月勤労統計（共通事業所ベース）を見ると、賃金の伸びに加速感は見られない状態が続いており、多くの企業が景気への懸念を示すなか、賃金の伸びは引き続き力強さに欠けるとみている。



今後の個人消費は、賞与の増加や、耐久消費財の買い替えサイクル到来による需要押し上げ効果などから、引き続き緩やかな回復基調で推移するとみている。2019年10月の導入が予定されている消費増税についても、政府の対策により影響は限定的なものにとどまると見込む。ただ、企業の期待成長率が高まらないなかで、月例賃金の力強い回復が期待できないことから、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

新築住宅着工戸数を見ると、足元では5月にピークを付け、6月に落ち込んだ後、直近3ヵ月はその中間の水準での横ばい圏での動きとなっている（図表1-2）。10月のさくらレポートでは、ヒアリング先の企業から「消費増税前の駆け込み需要が徐々にみられている」といった声も出ているが、これは需要の先食いにすぎない。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、人手不足や大手マンションデベロッパーによる寡占化を背景とした住宅価格の高止まり、空室率の上昇などが下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。

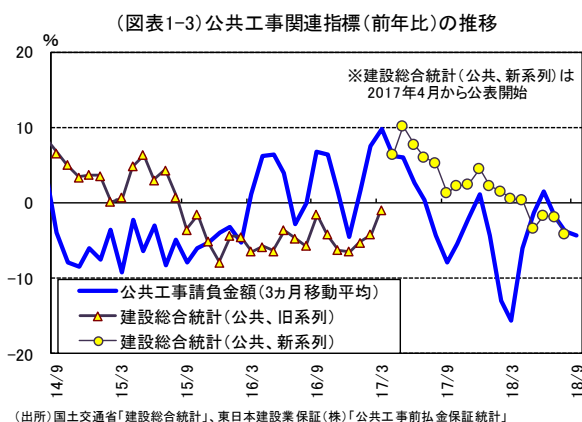


なお、2019年10月に予定されている消費増税の住宅投資への影響については、反動減まで含め

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検討されており、実際の影響は緩和されよう。2018年度の住宅着工戸数は93万戸、2019年度は90万戸前後、2020年度は87万戸前後にまで減少すると予想する。

### 公共投資は2020年にかけて底堅い推移を見込む

10月のさくらレポートにおける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、オリンピック関連需要が高水準で推移しているとの声が挙がっているほか、災害復興を目的とした補正予算の実施により、公共土木施設の復旧工事本格化を見込んでいる様子も窺える。ただ、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、足元では前年比▲4.1%と、4ヵ月連続のマイナスとなっている。出来高に先行する公共工事請負金額

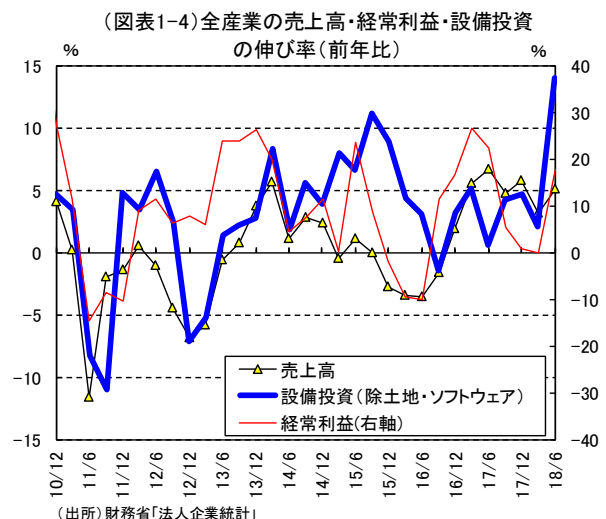


(3ヵ月移動平均)も3ヵ月連続の前年比マイナスとなっており、目先、公共投資が鈍化傾向で推移する可能性が示されている(図表1-3)。

足元でオリンピック関連工事が公共投資をけん引する様子が見られないのは、人手不足による工事進捗の遅れも影響している可能性がある。ただ、裏返せば2019年以降も公共投資が底堅く推移する可能性が高いということでもあり、慢性的な人手不足を背景に、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・復興工事等が下支えすることで、公共投資は2020年度にかけて底堅く推移すると予想する。

### 設備投資は緩やかな回復傾向が続く

4-6月期の法人企業統計から企業の売上、利益の動向を見ると、売上高が前年比+5.1%と7四半期連続の増収となったほか、経常利益は同+17.9%と8四半期連続の増益で、調査開始以来過去最高の水準に達するなど、企業業績はきわめて良好であり、今後の設備投資の下支えになるとみられる(図表1-4)。また、9月調査の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+8.5%と、9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、中長期的な内需の拡大基調持続が見込みにくいことや、通商交渉への不透明感等が下押し要因になるものの、製造業における設備の更新維持投資への根強い需要や、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、緩やかな回復傾向が続くと予想する。

### 輸出は均せば増加基調を維持

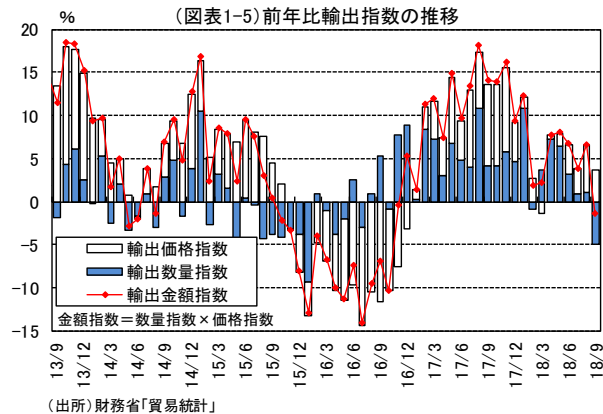
財務省の貿易統計によると、9月の輸出金額は前年比▲1.3%と、22ヵ月ぶりのマイナスとなった(図表1-5)。もっとも、足元の輸出の不調は、台風21号による関西国際空港の閉鎖等の一時的な影響によるところが大きく、輸出の増加基調は崩れていないとみている。

今後について、米国では減税効果が薄れることによる成長ペースの鈍化が見込まれるが、景気の回復基調は崩れないとみられ、米国向け輸出は堅調さを維持するとみる。中国では当局の金融リスク抑制策や、米国との貿易摩擦問題などにより、足元の景気は減速しつつあるものの、インフラ開発投資の再加速が指示されたことや、年明けには所得減税など、追加的な景気刺激策も予定されていることから、中国向け輸出も引き続き底堅く推移するとみる。世界景気の拡大ペースは徐々に鈍化するとみるものの、緩やかながら拡大基調を維持するとみており、輸出の緩やかな増加基調は持続するというのがメインシナリオである。ただ、米中貿易摩擦の報復合戦や、日米貿易協議の動向など、通商交渉を巡る不透明感が高く、引き続き留意が必要である。

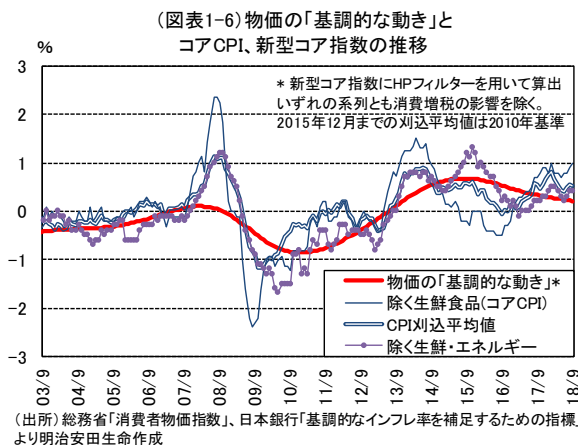
コアCPIの伸びは依然として鈍い

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)について、2018年9月は前年比+1.0%と、2018年2月ぶりの1%台となったが(図表1-6)、足元のプラス寄与の大部分は、エネルギー価格の上昇によるものである。原油価格は11月に下落したものの、OPECおよび非OPEC主要産油国による協調減産の継続などが供給制約となることで、今後はボックス圏内での推移が続くとみている。一方、NTTドコモは2019年4~6月に携帯電話の通信料金を2~4割引き下げる予定で、物価上昇の逆風になると見込まれる。ただ、利用料金を下げる代わりに端末代金の値引きをなくすなどの対応が見込まれることから、大手他社が追随した場合でも、2019年度通年のコアCPIを0.2%程度押し下げるにとどまるとみる。

今後のコアCPIは、当面は電気代・ガス代など、過去の原油高がラグを伴って波及する品目の影響により、前年比+1%前後で推移するものの、原油高による押し上げ効果が薄れることで、その後消費税の引き上げまでは伸びは逆に鈍化するだろう。コアCPIは2018年度通年で前年比+0.9%、2019年度通年では同+1.2%(消費税の影響:+0.6%を含む)、2020年度通年では同+1.5%(消費税の影響:+0.5%を含む)と予想する。(担当:小玉、柳田、西山)



(出所)財務省「貿易統計」



(出所)総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を補足するための指標」より明治安田生命作成

(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					
	実績				予測				予測					
	2017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	1.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.2%</b>	▲ <b>0.3%</b>	0.8%	▲ <b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	▲ <b>0.6%</b>	▲ <b>0.1%</b>
前期比年率	1.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	▲ <b>1.1%</b>	3.0%	▲ <b>1.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.6%</b>	▲ <b>2.4%</b>	▲ <b>0.4%</b>
民間最終消費支出	0.8%	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.3%</b>	▲ <b>0.2%</b>	0.7%	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.2%</b>	▲ <b>1.6%</b>	▲ <b>0.0%</b>
民間住宅投資	▲ <b>0.3%</b>	▲ <b>4.8%</b>	<b>1.4%</b>	▲ <b>1.3%</b>	▲ <b>3.2%</b>	▲ <b>2.1%</b>	▲ <b>1.9%</b>	0.6%	<b>0.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.7%</b>	▲ <b>1.6%</b>	▲ <b>0.9%</b>
民間設備投資	3.1%	<b>4.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>2.1%</b>	3.1%	▲ <b>0.2%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	▲ <b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>
政府最終消費支出	0.7%	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	0.2%	0.2%	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>
公的固定資本形成	1.5%	▲ <b>1.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.9%</b>	▲ <b>0.8%</b>	▲ <b>0.5%</b>	▲ <b>0.3%</b>	▲ <b>1.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>
財貨・サービスの輸出	6.3%	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.1%</b>	<b>0.5%</b>	0.3%	▲ <b>1.8%</b>	<b>2.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>
財貨・サービスの輸入	4.1%	<b>2.8%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.1%</b>	<b>0.1%</b>	1.0%	▲ <b>1.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.1%</b>	▲ <b>1.0%</b>	<b>0.6%</b>
名目GDP	1.7%	<b>0.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.2%</b>	▲ <b>0.5%</b>	0.6%	▲ <b>0.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>
GDPデフレーター(前年比)	0.1%	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.5%</b>	▲ <b>0.0%</b>	▲ <b>0.3%</b>	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>

## 2. 米国経済見通し

### 7-9月期の成長率は前期に続き力強い伸び

7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.5%と、大きく伸びた前期から鈍化したものの、2%弱とされる潜在成長率を大きく上回り、米国景気が力強く推移している姿を示した（図表2-1）。雇用・所得環境の改善や所得税減税の効果により個人消費が拡大し、全体をけん引した。一方で、金利上昇などに伴い住宅投資が弱含んだほか、設備投資の増加ペースに陰りがみられた。

（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	2020	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	1.7	2.3	2.2	4.2	3.5	2.6	2.3	2.2	2.0	1.9
個人消費	2.5	2.7	2.6	1.9	3.9	0.5	3.8	4.0	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0
住宅投資	3.3	-0.1	-0.6	1.0	11.1	-3.4	-1.3	-4.0	-1.0	0.0	0.3	0.5	0.8
設備投資	5.3	6.6	2.9	1.4	4.8	11.5	8.7	0.8	3.5	3.0	2.5	2.2	2.1
民間在庫(寄与度)	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.9	0.3	-1.2	2.1	0.1	-0.5	-0.0	0.1	0.1
純輸出(寄与度)	-0.3	-0.3	-0.1	-0.2	-0.9	-0.0	1.2	-1.8	0.1	0.5	0.0	-0.1	-0.1
政府支出	-0.1	1.7	2.1	1.7	2.4	1.5	2.5	3.3	1.8	2.0	2.0	1.9	1.8

### 減税効果の逡減で成長ペースは緩やかに

今後は、2018年の米国景気を押し上げた大規模減税の効果が徐々に逡減することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

雇用統計で年齢階層別に雇用者数の比率を見ると、相対的に賃金水準の低い年齢層（25-34歳、55歳以上）を中心に雇用が増加している。商務省の試算によれば、2020年にかけて当該層の人口増加が見込まれており、中期的に賃金の伸びが抑制される可能性が高い。また、対中関税の引き上げに伴う消費者物価の上昇や消費者マインドへの影響が徐々に顕在化することが見込まれるほか、所得税減税の効果逡減も予想されることから、個人消費は緩やかな伸びにとどまろう。住宅投資は、住宅価格や住宅ローン金利の上昇を受けた住宅取得能力の低下などを背景に、家計が積極的に住宅購入に踏み出しにくい状況にあるほか、人手・用地不足等の供給制約もあり、低調な推移を予想する。設備投資は、堅調な企業業績を背景に底堅い推移を見込むものの、今後はこれまで設備投資を支えてきた法人税減税の効果や海外子会社からの資金還流の動きが弱まるとみられ、増勢は鈍化しよう。輸出は、緩やかながら世界景気の拡大が見込まれることから増加基調の持続を予想する。ただし、米中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。足元で対中関税引き上げ前の駆け込みにより急増した輸入は、関税のさらなる引き上げが予定されている年明け以降、反動で鈍化しよう。

### FRBの利上げペースは減速

これまでの利上げによって、実質ベースで見たFF金利は約10年ぶりにプラス圏へ浮上しており、今後物価の伸びが加速しなければ、さらなる利上げは実質FF金利をより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、利上げを検討するごとに、より慎重な対応が求められる領域に踏み込むこととなる。

足元の米国景気の強さは大規模減税によって一時的に押し上げられている面があるほか、将来需要を先食いしている恐れもあり、企業側が本格的な賃上げに踏み出しにくい状況にあると考える。また、前述のとおり、人口構成の変化が今後も賃金の伸びを抑制する可能性が高く、インフレは緩やかな伸びが続くと見込まれる。政策金利がFRBメンバーの考える中立水準に近づくなか、今後の利上げは12月に実施した後、2019年中は2回程度にとどまり、今次利上げ局面はそれで終焉を迎えるかと予想する。（担当：大広）

### 3. 欧州経済見通し

#### ユーロ圏景気は一段と減速

7-9 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比 +0.2%と、前期の同+0.4%から減速した。国別では、フランスのみ前期から成長率が加速し、スペインは横ばい、ドイツ、イタリアは減速した。特にドイツは前期比▲0.2%と、3年半ぶりのマイナス成長となった。今後については、ECB による緩和的な金融政策の持続や、雇用環境の改善、米国を中心とした堅調な海外景気が、引き続きユーロ圏景気を下支えするとみられる。足元では、米国を中心とする貿易摩擦問題、英国の EU 離脱

(図表3-1) 欧州の実質GDP予測値(前期比) (%)

		2017年				2018年					2019年			
		年	年	年	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	2.4	1.9	1.7	1.6	0.7	0.4	0.4	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
	家計消費	1.6	1.4	1.6	1.5	0.2	0.5	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
	政府消費	1.2	1.1	1.4	1.3	0.2	0.1	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
	固定投資	2.6	3.2	3.1	2.5	1.5	0.1	1.4	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
	純輸出 (寄与度)	0.8	0.1	0.0	0.1	0.4	-0.2	-0.0	0.1	0.1	-0.0	0.1	0.0	0.1
	輸出	5.2	2.9	3.4	3.2	2.1	-0.7	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
	輸入	3.9	3.9	4.0	3.6	1.5	-0.5	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
	英国	実質GDP	1.7	1.4	1.3	1.3	0.4	0.1	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4

→ 予測

問題、イタリアの財政問題などがマインド面からの景気下押し圧力となっている。こうした不透明感はいくつかの場がもたれることで徐々に後退に向かい、景気回復のペースも緩やかながら持ち直すと予想する。ただ、協議が破綻となった場合には、景気下振れ圧力が一段と高まることになろう。

#### 政治情勢が先行き不透明感を高める

個人消費は、貿易摩擦や域内の政情不安を背景とした消費マインドの悪化により、回復ペースは鈍いものととどまると予想する。固定投資は、内外経済の不透明感を要因とする企業景況感の悪化に伴い、減速を見込む。輸出は、米国を中心とした堅調な海外景気を背景に、緩やかな回復が継続するとみる。

イタリア新政権は10月16日、財政拡張を盛り込んだ予算案をEUに提出した。EUはこれを財政規律違反と判断し、予算案の修正を要求しているものの、コンテ首相率いる新政権は修正に応じる構えを見せていない。中期的には楽観的な景気見通しを前提としたイタリア財政の悪化がイタリア国債の利回り急騰やさらなる格下げを招き、イタリア系銀行の信用リスクに「飛び火」するリスクには注意を要する。

10月のユーロ圏総合CPIは前年比+2.2%と、目標である「2%弱」を超えて推移しているものの、コアCPIは同+1.1%と、加速感に乏しい状態が続いている。ただ、緩和的な金融環境を背景に失業率は低下しており、賃金上昇率も高まっていることから、今後は徐々にコアCPIも上昇していくと予想する。ECBは2019年9月に利上げを行ない、その後は年1回程度の緩やかな利上げ路線をたどると予想する。

#### EU 離脱協議が難航する英国

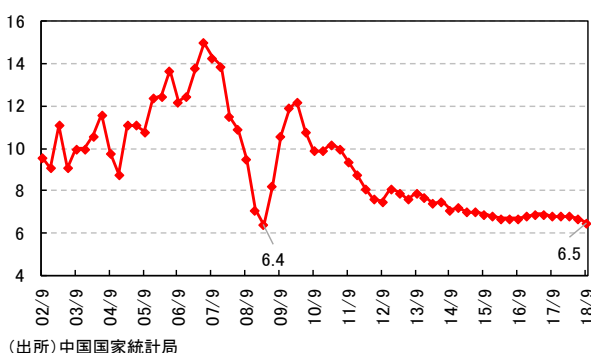
英国の7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.6%と、4-6月期の同+0.4%から伸び幅が拡大した。個人消費の回復に加え、米国向け輸出が増加したことが主な要因である。個人消費の伸びの背景には、猛暑による一時的な押し上げ効果のほか、雇用・所得環境の改善が寄与したとみられる。今後も、労働需給のひっ迫を背景に賃金上昇率の加速が期待され、個人消費は回復傾向が続くと見込まれる。11月13日から14日にかけて、英-EU間で離脱案について事務レベルでの合意がなされ、英国国内でも閣議決定がなされた。今後は、離脱案を英国議会が承認するかが焦点となる。連立与党で辛うじて過半数を維持しているメイ政権にとり、議会承認は難航が予想されるが、最終的には合意なき離脱を避けたい野党議員の票を取り込む等の根回しを経て法案は成立、激変緩和措置である2020年末までの移行期間に進むと予想する。BOEは2019年6月に利上げを行なうと予想するが、「合意なき離脱」となった場合の金融政策スタンスは、現在のところBOE自身保留している。(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

7-9月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.5%と、前期の同+6.7%から減速した。伸び率は2009年1-3月期の同+6.4%以来の低い伸びである(図表4-1)。減速の背景には、足元で米中貿易摩擦が激化するなか、家計、企業ともにマインドが悪化し、内需に下押し圧力が加わったことがあるとみられる。逆に、輸出については、米国の関税引き上げを前に駆け込みが発生した結果、伸びが加速した。

(図表4-1) 中国の実質GDP成長率(前年比)



固定資産投資は、インフラ開発投資の減速を背景に伸び幅縮小が続いた。今後は、地方政府により特別地方債発行を通じた資金調達が進んでいることから、インフラ開発投資が再加速し、固定資産投資の伸び幅は徐々に持ち直すと予想する。個人消費は、2017年末をもって終了した小型車減税の反動減が顕在化し、伸びが鈍化している。ただ、国民の所得水準は趨勢的な増加が続いていることや、2019年1月から個人向け減税が開始されることから、消費は底堅く推移すると予想する。輸出は、米国向けの一時的な駆け込みが過ぎた後は反動減が顕在化し、減速基調への転換を余儀なくされるとみる。

(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)	2020年 (予測)
実質GDP成長率	6.9	6.6	6.4	6.2

今後の中国景気は、各種政策効果による景気押し上げ効果と貿易摩擦による景気下押し圧力の綱引きとなり、2018年から2020年にかけての成長率は、前年比+6.6%、6.4%、6.2%と緩やかな減速にとどまると見込む(図表4-2)。ただ、米国が対中関税引き上げ対象を一段と拡大した場合には、景気下振れ圧力が高まるとみる。

### 懸念される元安圧力

人民元は6月に対ドルで急落して以降、1ドル=6.9元前後での推移が続いている。米中貿易摩擦が鎮静化する兆しが見られないなか、人民元の下落に一応の歯止めがかかっている背景には、中国の通貨当局が、通貨先物を扱う金融機関に対して通貨先物(≒元売り)の売買コストを上昇させていることがある。その他、オンショア市場についても通貨当局が定める取引中間値を前日終値に対して意図的に元高方向に設定する「カウンター・シクリカル」制度を復活させていることなどがある。

元安抑制のためにさまざまな政策が動員されているが、今のところ外貨準備、特に米国債を取り崩しての元買いが大規模に実施された様子は見られない。元安進行自体は、米国の関税引き上げによる輸出競争力低下の悪影響を一部緩和する面もあるため、中国はある程度の元安は許容している可能性がある。また、米金利の上昇が株安につながりやすい現在の金融環境を鑑みれば、米国債売却は世界からの反発を買う可能性もあり、中国はあえて外貨準備に手をつけない形で元安抑制策をとっているとみられる。

ただ、中国の対外債務は依然として満期1年未満の短期債務が中心であり、海外投資家がいつ人民元を手放してもおかしくはない状況が続いている。また、中国の経常収支もサービス赤字の急拡大(大半が旅行収支の赤字)により、赤字基調が定着する可能性がある。人民元相場は、依然として米中通商協議の行方や、米国の金利動向、中国景気の先行きなどに左右されやすい構造にあると考えられ、人民元の急落による「人民元ショック」の再来には、引き続き注意を要する。(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) (%)			
	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
韓国	3.1	2.6	2.6	2.5
台湾	2.9	2.9	2.7	2.7
豪州	2.2	3.2	3.1	3.0

### 韓国経済は緩やかな回復が続く

韓国の7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+0.6%と、4-6月期と同じ伸び幅となった。

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一巡、住宅建設の低迷等から、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、高い失業率等から伸び悩むと見込むものの、政府の景気刺激策に加え、半導体需要の拡大で輸出が増加基調を引き続き維持することが景気を下支えすると予想する。

米国の利上げに伴うウォン安進行が輸入物価の上昇につながる可能性があることや、住宅価格高騰への対応等で、韓国中銀は2018年内に1回利上げを実施し、その後も年1回程度のペースで利上げを持続すると予想する。

### 台湾経済は回復傾向を維持する

台湾の7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前年比+2.3%と、5四半期ぶりの3%割れとなった。需要項目別に見ると、資本形成が同+17.5%(4-6月期:▲2.6%)と、大幅プラスとなったものの、新型スマートフォンの販売不振を背景に輸出が同+1.4%(4-6月期:+6.3%)と伸び幅が鈍化したほか、堅調な推移を続けていた民間消費も同+1.9%(4-6月期:+2.6%)と、伸び幅が縮小した。

今後については、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年の前半で1回利上げを実施し、その後2020年まですえ置くと予想する。

### 豪州景気は緩やかな回復が続くと予想

豪州の4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.9%と、前期の同+1.1%からプラス幅が縮小したものの、引き続き高い伸びを示し、7四半期連続のプラスとなった。

個人消費は、雇用・所得環境の改善を背景に回復傾向が続くとみる。10月の失業率は5.0%と、RBA(豪州準備銀行)が推計している自然失業率の水準まで低下している。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。ただ、2017年後半以降下落している住宅価格が、逆資産効果を通じて個人消費の下押し要因になると見込まれることから、回復基調は緩やかなものにとどまると予想する。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。輸出は、最大の貿易相手国である中国向けを中心に増加傾向で推移している。中国景気は今後緩やかな減速が見込まれ、輸出の増勢は弱まるとみられるものの、米国を中心に世界景気の成長自体は続くとみられるほか、市場拡大が見込まれるLNG輸出等が下支えとなり、輸出は緩やかながら増加基調を維持すると予想する。

11月6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。7-9月期の刈込平均CPI上昇率は前年同期比+1.8%と、RBAが定める物価目標範囲+2~3%に届かない状況が続いている。今後、賃金の上昇に伴い、インフレ率は緩やかに加速し、目標レンジに到達すると見込まれる。RBAは2019年以降年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)

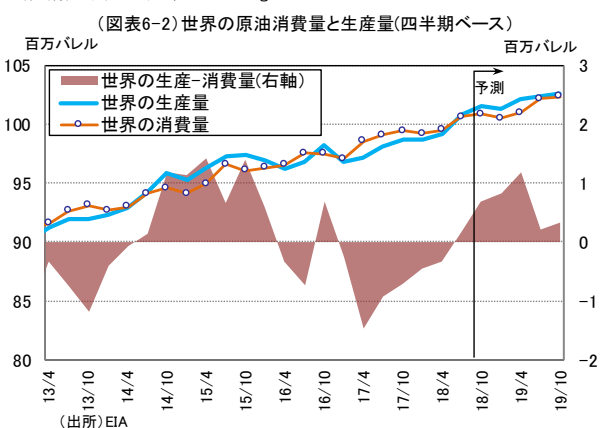
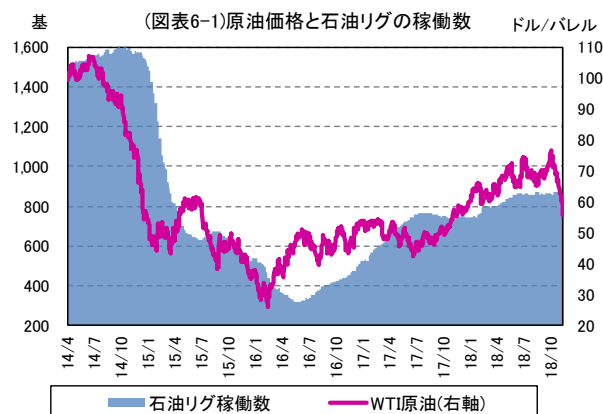
## 6. 商品相場見通し

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、イラン・ベネズエラによる供給不足懸念によって70ドル/バレルを超えた水準で推移が続いていたが、サウジ記者事件を巡り、サウジアラビアが原油の増産を国際交渉のカードに用いるのではないかとの観測から、足元では、60ドル/バレルを割り込んだの推移となっている（図表6-1）。

今後の石油需要見通しについては、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、需要拡大自体は続くと思込まれる。

一方、供給面では、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。また、米国のシェールオイルの生産については、パーミアン地区でパイプライン輸送量が限界に近づいているものの、生産技術の向上や、シェールオイルの開発が良好なことから、全体としては緩やかな生産拡大が続くとみる。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おり（図表6-2）、供給過剰懸念解消のためにも2018年12月のOPEC総会では、何らかの形で供給削減を実施する決定がなされると予想する。

今後については、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、および米国のシェールオイルの生産拡大の一時的な鈍化が供給制約になるものの、世界景気の拡大ペースの鈍化に伴う原油需要の低下と、サウジアラビアを中心とした特定国の増産が、原油価格の上昇を抑えるとみられ、当面は50～60ドル/バレルのレンジで推移すると予想する。2019年にかけては、OPEC総会で何らかの供給削減の合意がなされることで、振れを伴いながらも基本的には60～70ドル/バレルを中心レンジとした推移を予想する。（担当：西山）

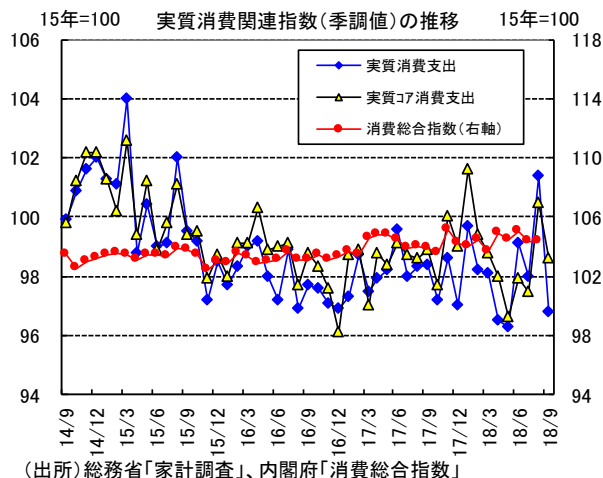


主要経済指標レビュー (11/5~11/16)

《日 本》

○ 9月家計調査 (11月6日)

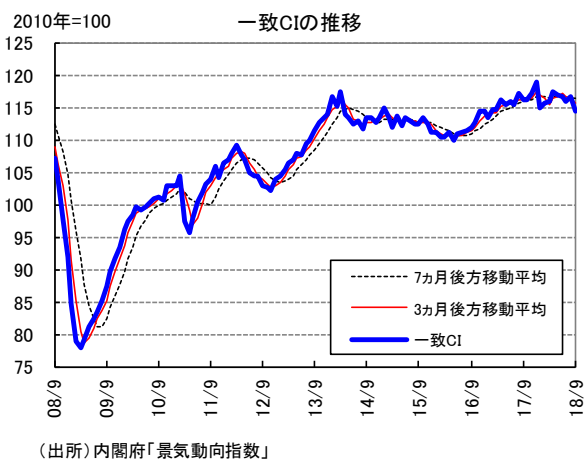
9月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出は実質ベースで前年比▲1.6%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は同▲1.8%と3ヵ月連続のマイナス、実質消費支出は同+0.1%と2ヵ月連続のプラスとなった。平均消費性向は69.9%と同▲0.8ポイント低下した。自然災害という一時的な下押し要因があったものの、所得環境の改善が引き続き鈍いなか、消費には足踏み感がみられる。今後の個人消費については、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどから回復基調で推移するとみている。ただ、月例賃金の力強い伸びが期待できないことから、回復ペースは引き続き緩慢なものにとどまると予想する。



(出所)総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

○ 9月景気動向指数 (11月7日)

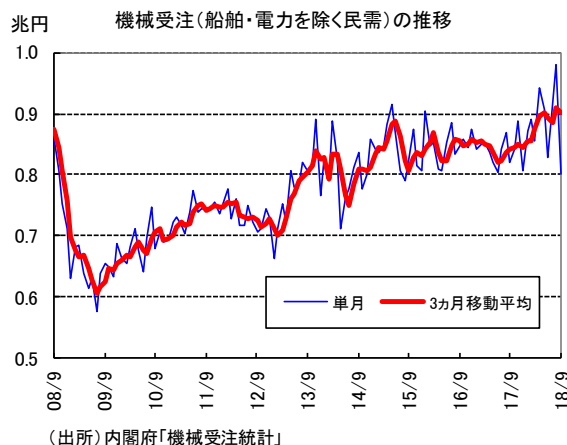
9月の景気動向指数では、一致CIが114.6(前月差▲2.1ポイント)と、2ヵ月ぶりに低下した。内閣府の基調判断は、「足踏みを示している」に下方修正された。基調判断の下方修正は3年4ヵ月ぶり、同表現が用いられるのは2年ぶり。個別系列では、7系列すべてが押し下げに寄与しており、鉱工業用生産財出荷指数、耐久消費財出荷指数、商業販売額(卸売業)などのマイナス寄与が大きかった。先行CIは103.9(前月差▲0.6ポイント)と、2ヵ月ぶりに低下した。今後の国内景気は、米国発の貿易戦争懸念など不安要素は残るものの、米国を中心とした堅調な海外景気や、人手不足を背景とした省力化・省人化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。



(出所)内閣府「景気動向指数」

○ 9月機械受注 (11月8日)

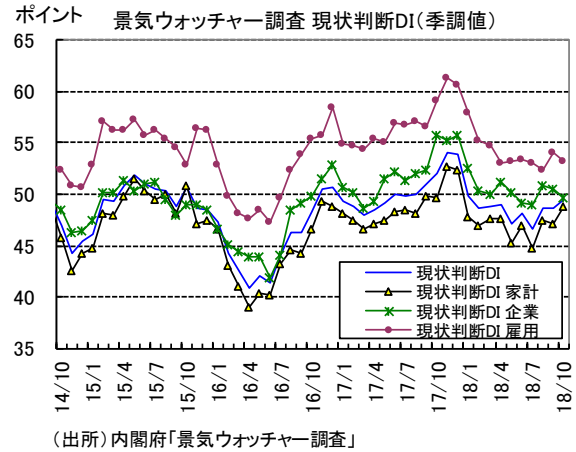
9月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲18.3%と3ヵ月ぶりのマイナスとなった。一方で、7-9月期では前期比+0.9%と、5四半期連続のプラスを維持し、今回発表された10-12月期の見通しは同+3.6%と、引き続きプラスの見込みである。今後については、引き続き貿易摩擦問題などが懸念材料となるが、2018年度の各種設備投資計画を見ると企業の投資意欲は旺盛であり、設備投資の緩やかな回復傾向は続くと見込まれる。製造業の設備投資については、好業績のもと、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられる。非製造業でも、人手不足に起因した合理化・省力化投資などが押し上げ要因になるとみている。



(出所)内閣府「機械受注統計」

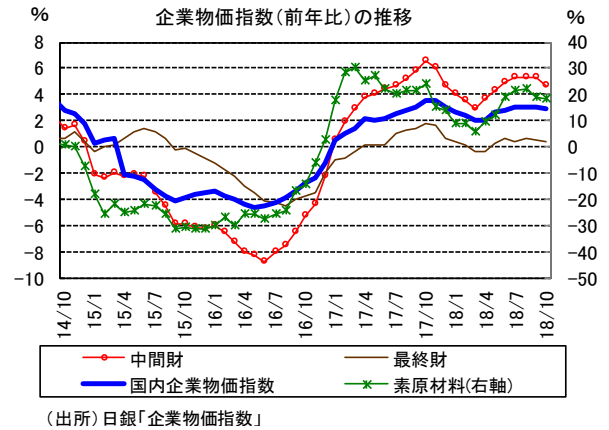
○ 10月景気ウォッチャー調査 (11月8日)

10月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が49.5と、先月から+0.9ポイントと2ヵ月ぶりに改善したものの、節目の50は10ヵ月連続で下回った。内訳を見ると、家計DIは改善し、企業DI、雇用DIは悪化した。自然災害の影響は和らぎつつある一方、企業部門における米中貿易摩擦やコスト増への懸念は根強い。基調判断は「緩やかな回復基調が続いている」がすえ置かれた。先行き判断指数は前月から▲0.7ポイントの50.6と2ヵ月連続の悪化となった。先行きについての景気ウォッチャーの見方は、「コストの上昇、通商問題の動向などに対する懸念もある一方、年末商戦などへの期待がみられる」とまとめられている。



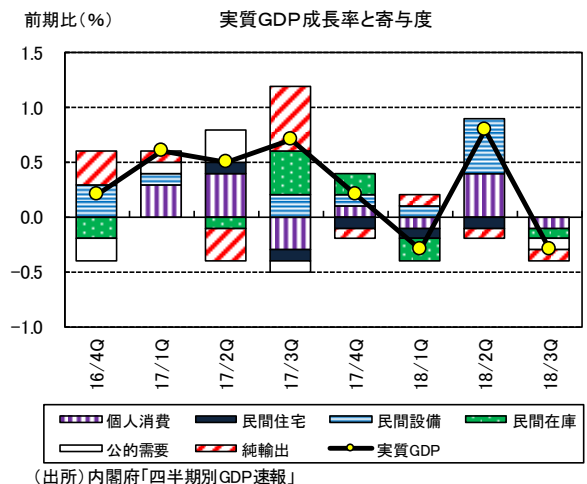
○ 10月企業物価指数 (速報値、11月12日)

10月の国内企業物価指数は前年比+2.9%と、22ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅は9月から縮小した。前月比で押し上げに寄与した項目は、石油・石炭製品の寄与度が大きく、ガソリン、軽油などが寄与した。そのほかでは、電気機器、非鉄金属、生産用機器などが小幅ながら上昇に寄与した。一方、押し下げに寄与した項目は、電力・都市ガス・水道、農林水産物。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出入物価が前年比+2.1%→+0.9%、輸入物価は同+10.8%→+9.5%と、9月からいずれも伸び幅が縮小し、交易条件は若干悪化した。今後については、足元の原油価格の下落を受け、企業物価の伸びは鈍化傾向で推移するものとみている。



○ 7-9月期 GDP 速報 (11月14日)

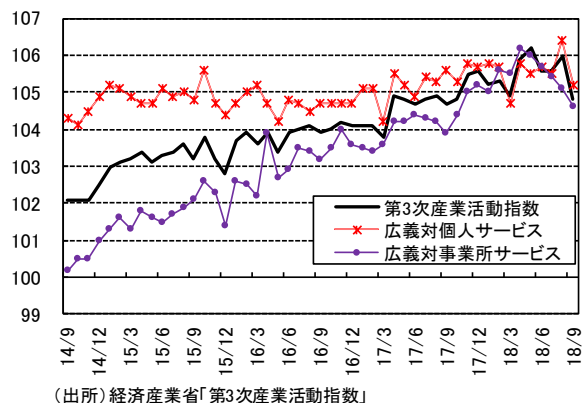
7-9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3% (年率換算：▲1.2%)と、2四半期ぶりのマイナスとなった。今期に関しては、夏場に相次いだ自然災害の影響を考慮する必要があり、反動増が予想される10-12月期の結果と均して見ないことにはトレンドがつかみにくい。ただ、景気の回復基調自体は崩れていない可能性が高い。米国発の貿易戦争への懸念や、不安定な欧米の政治情勢、一部主要国の地価高騰といった不透明要素が残るなかでも、基本的に堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。2018年度から2020年度にかけての成長率は平均すれば1%前後の伸びが続くとみている。



○ 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▲1.1%と、3ヵ月ぶりにマイナスとなり、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」から「足踏みがみられる」に下方修正された。全11業種のうち3業種が上昇し、8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金融業、保険業で、同+0.8%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。一方で、卸売業が同▲3.4%、生活娯楽関連サービスが同▲3.2%と、どちらも2ヵ月ぶりのマイナスとなった。もっとも、9月は自然災害による物流網の混乱や家計の外出手控えが影響しているとみられ、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。

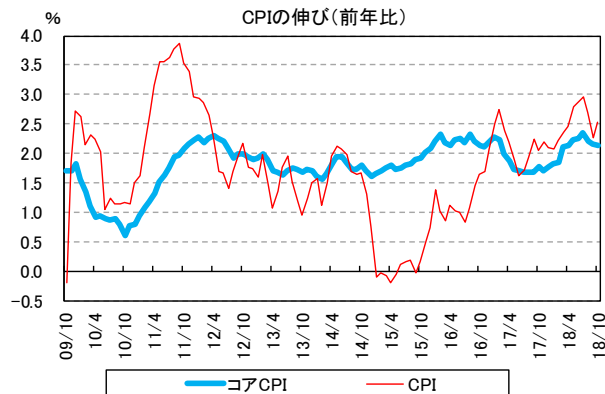
2010年=100 第3次産業活動指数の推移(季調値)



《米 国》

○ 10月CPI（消費者物価指数）（11月14日）

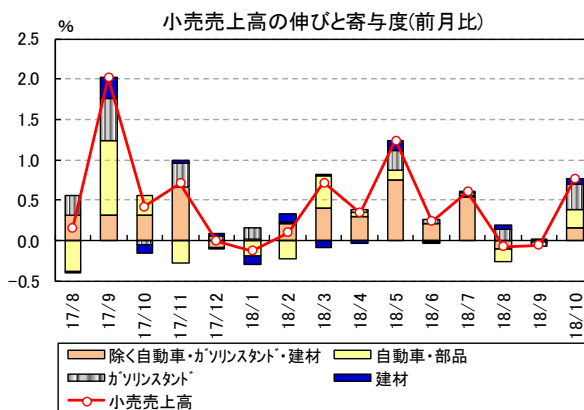
10月のCPIは前月比+0.3%と、7ヵ月連続で上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.2%と、緩やかながら19ヵ月連続の上昇となった。前年比でも、CPIは+2.5%（9月：+2.3%）と、エネルギー価格の伸びが加速したことなどから4ヵ月ぶりにプラス幅が拡大した。一方、コアCPIは同+2.1%と9月の同+2.2%から小幅ながらプラス幅が縮小した。教育・通信価格の鈍化などが響いた。今後原油価格が足元の水準で横ばい推移したとしても、前年比ではプラス幅が縮小することとなるため、CPIの前年比も鈍化しよう。一方、賃金が上昇基調にあることから、サービス価格は底堅い推移が見込まれ、コアCPIの前年比は横ばい圏での推移が続くと予想する。



(出所)米労働省

○ 10月小売売上高（11月15日）

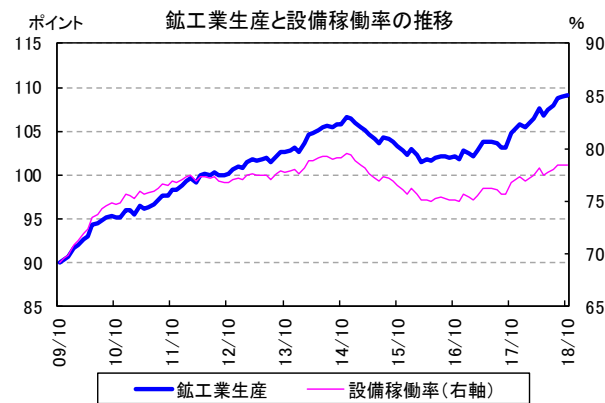
10月の小売売上高は前月比+0.8%と、3ヵ月ぶりに増加した。9月のハリケーン・フローレンスに続き、10月はマイケルが猛威を振ったが、小売売上高は底堅く推移した。内訳を見ると、建材店が同+1.0%と4ヵ月連続で増加したほか、自動車・部品が同+1.1%と3ヵ月ぶりに、ガソリンスタンドが同+3.5%と2ヵ月ぶりに増加した。これら変動の激しい3業態を除いたベースでも同+0.2%と小幅ながら3ヵ月ぶりの増加となった。今後の個人消費については、雇用・所得環境の改善が続くものの、所得税減税による効果の逡減が見込まれるほか、関税引き上げによる値上げやマインド面への影響などから緩やかな伸びにとどまると予想する。



(出所)米商務省

○ 10月鉱工業生産（11月16日）

10月の鉱工業生産指数は前月比+0.1%と、5ヵ月連続で上昇した。産業別に見ると、公益事業が同▲0.5%、鉱業が同▲0.3%とともに2ヵ月連続の低下となる一方、製造業が同+0.3%と5ヵ月連続で上昇し、全体をけん引した。製造業では、変動の激しい自動車中心に輸送機器が同▲0.9%と3ヵ月ぶりに低下したものの、一般機械が同+1.2%と5ヵ月連続で上昇したほか、PC・電子部品も同+0.2%と上昇し、下支え役となった。設備稼働率は78.4%と前月の78.5%から小幅低下したが、引き続き高水準で推移している。貿易摩擦による影響が懸念されるものの、企業の増益基調を背景に設備投資は緩やかながら増加基調が続くほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費も増加が見込まれ、鉱工業生産は増産傾向を持続しよう。

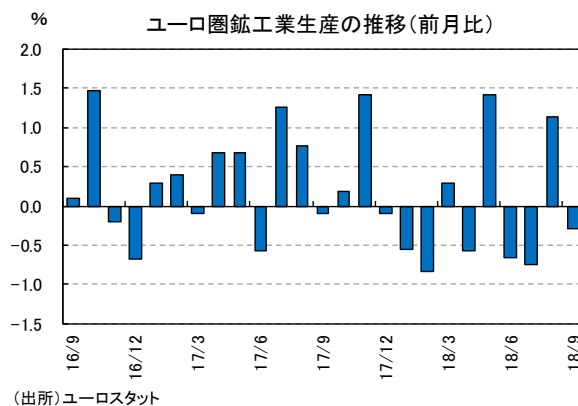


(出所)FRB

《 欧 州 》

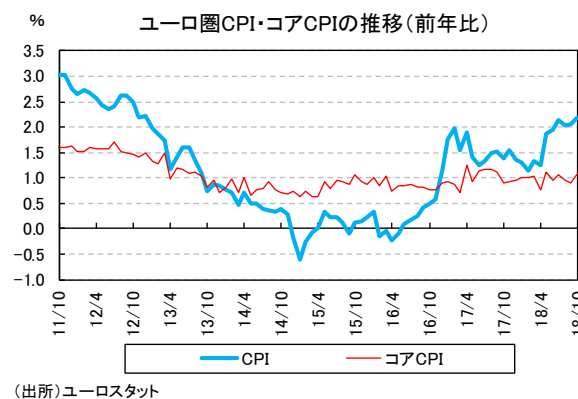
○ 9月ユーロ圏鉱工業生産（11月14日）

9月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.3%と、2ヵ月ぶりにマイナスとなった。内訳では、資本財のみ同+1.7%→+0.3%とプラスが続いたものの、消費財が同+2.0%→▲1.0%、中間財が同+0.5%→▲0.3%、エネルギーが同+1.8%→▲1.7%とマイナスに転じた。主要国別では、ドイツが同+0.4%→▲0.2%、フランスは同+0.2%→▲1.8%、イタリアは同+1.7%→▲0.2%、スペインが同+0.7%→▲0.8%と軒並みマイナスとなった。米中貿易摩擦の激化を背景に、米中間の貿易が縮小する兆しも見えつつあり、ユーロ圏の生産は当面の間、減速傾向で推移するとみる。



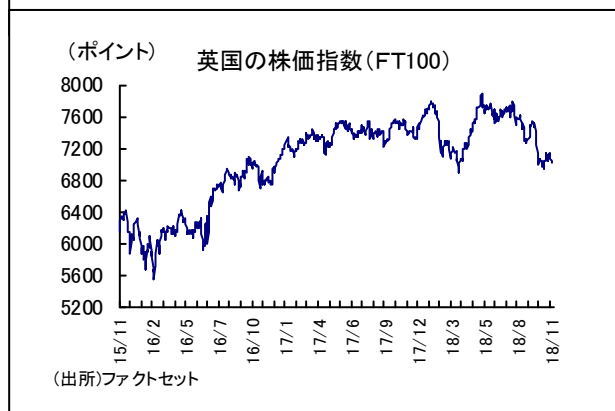
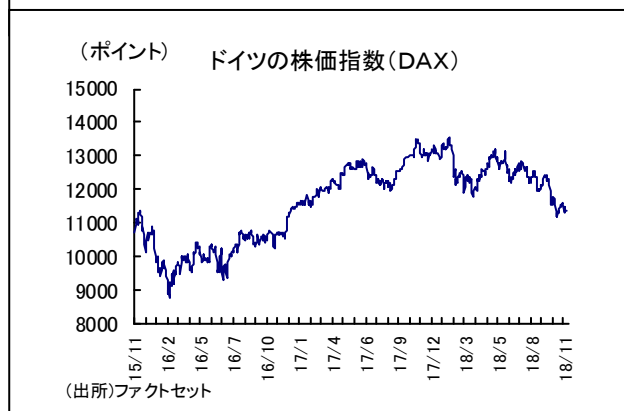
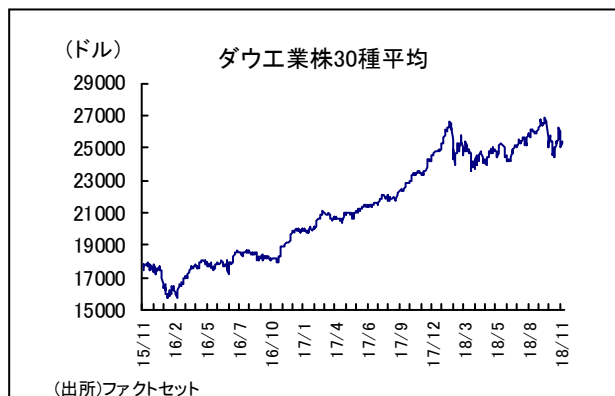
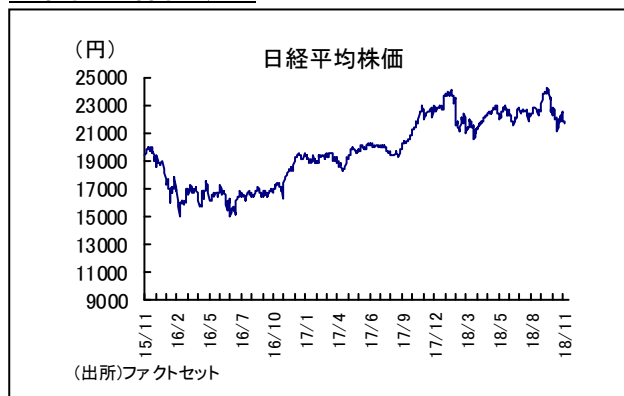
○10月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（11月16日）

10月のユーロ圏CPIは前年比+2.2%と、前月の同+2.1%から伸び幅が拡大した。財価格は、エネルギー価格の上昇を背景に、同+2.7%→+2.8%と伸び幅が拡大した。サービス価格も同+1.3%→+1.5%と伸び幅が拡大した。国別では、フランスが同+2.5%、スペインが同+2.3%と前月と同じ伸びとなったが、ドイツは同+2.2%→+2.4%、イタリアが同+1.5%→+1.7%と伸び幅が拡大した。コアCPIはサービス価格の伸びが鈍いことを背景に前年比+1%前後での推移が続いているものの、ユーロ圏全体として見れば失業率は低下し、賃金も上向いてきていることから、今後のユーロ圏コアCPIは徐々に上昇に向かうと予想する。

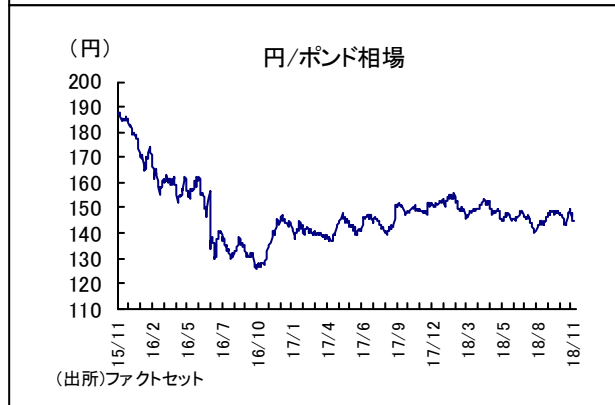
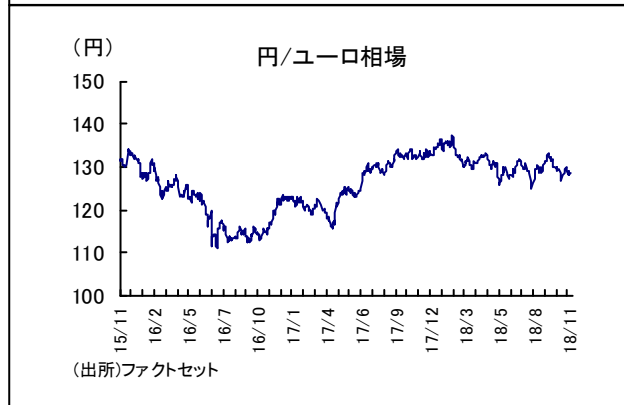
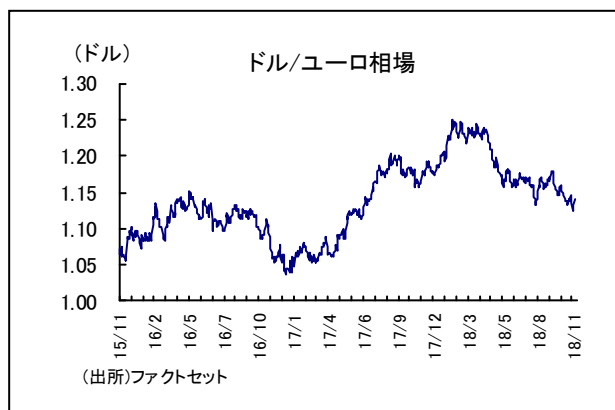
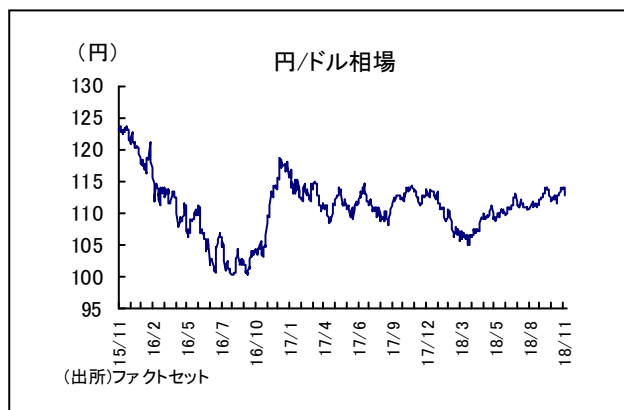


## 日米欧マーケットの動向 (2018年11月19日現在)

### ▽各国の株価動向

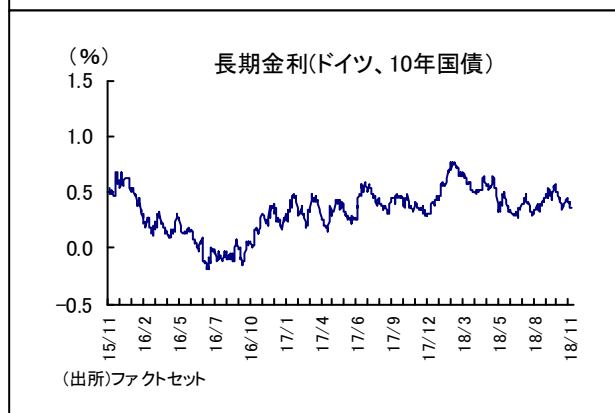
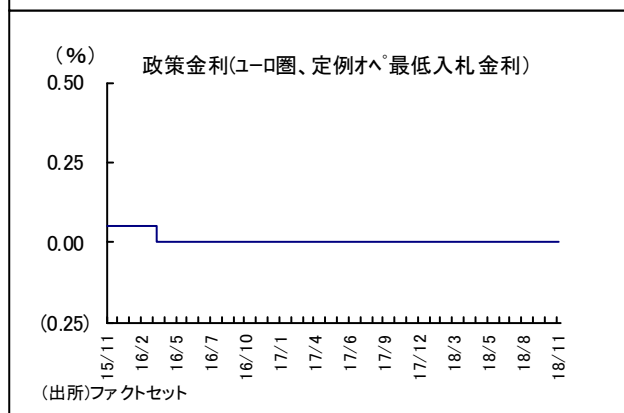
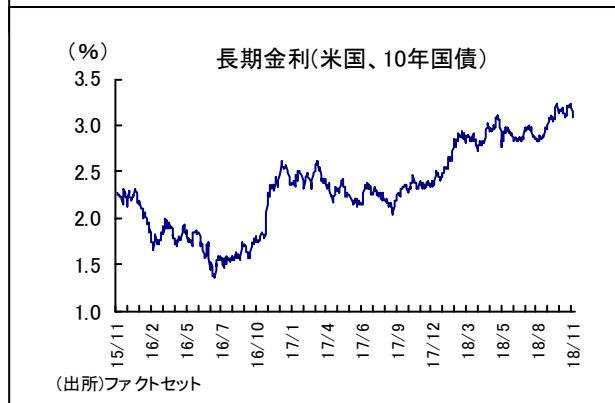
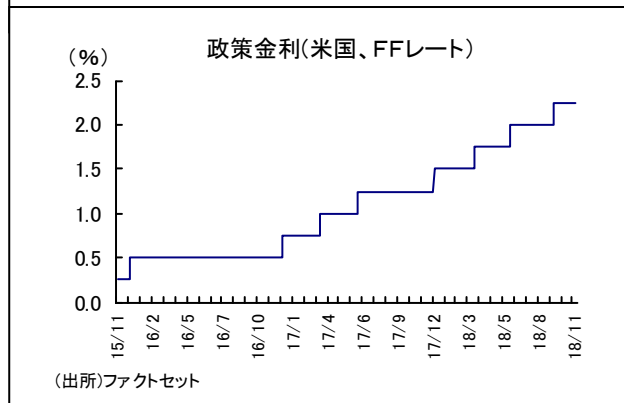
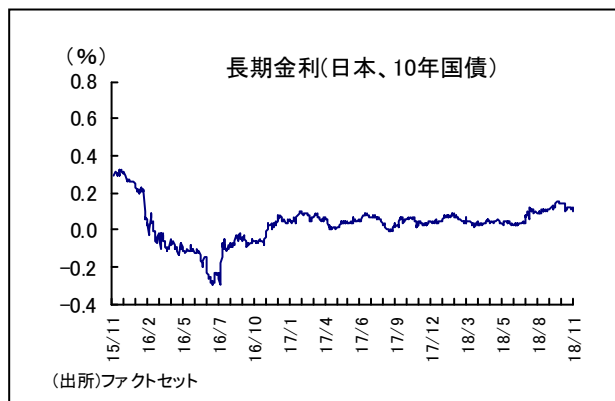
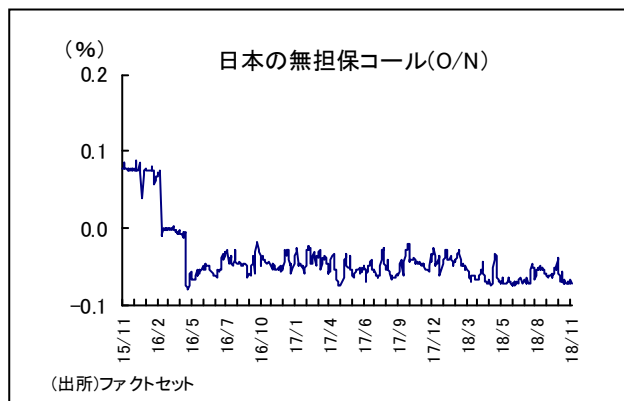


### ▽外為市場の動向

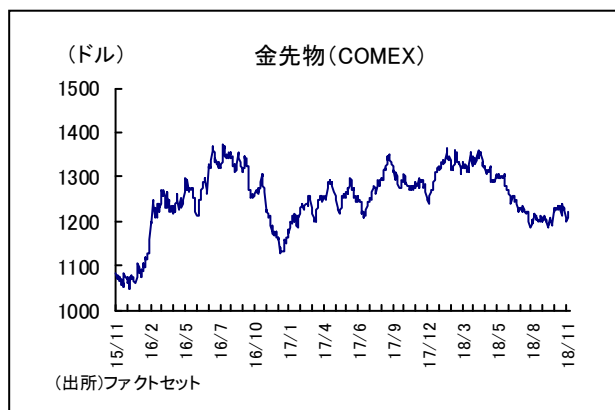
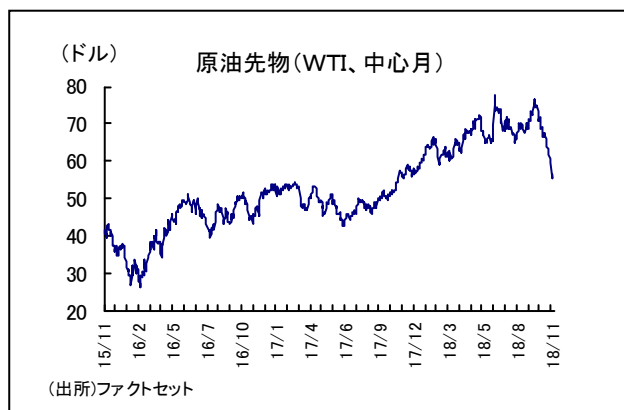




▽各国の金利動向



▽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