

明治安田生命
2018-2019年度経済見通しについて
 ～ 「ミニ踊り場」から脱却、景気の前向きなモメンタムを維持 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2018年4-6月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2018-2019年度の経済見通しを作成いたしました。

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

実質GDP成長率： 2018年度 1.1% 2019年度 0.8%

名目GDP成長率： 2018年度 1.3% 2019年度 1.8%

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。

〈主要計数表〉

	2017年度 実績	2018年度		2019年度	
			前回		前回
実質成長率	1.6%	1.1%	1.2%	0.8%	0.8%
成長率寄与度					
・内需	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%
・外需	0.4%	0.1%	0.3%	▲0.1%	▲0.0%
名目成長率	1.7%	1.3%	1.3%	1.8%	1.7%

※前回は2018年5月時点の予想

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)					→ 予測				→ 予測					
	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度		2019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	1.2%	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	1.2%	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%
前年同期比	1.2%	1.6%	1.1%	0.8%	2.0%	1.1%	1.0%	0.8%	0.9%	1.5%	1.4%	1.3%	0.4%	0.1%
民間最終消費支出	0.3%	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	6.2%	▲ 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	1.2%	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	0.5%	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	0.9%	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	3.6%	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	▲ 0.8%	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	1.0%	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)	▲ 0.2%	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%

(前期比寄与度)					→ 予測				→ 予測					
	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度		2019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	1.2%	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%
民間最終消費支出	0.2%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	▲ 0.1%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.6%	▲ 1.1%	0.0%
民間住宅投資	0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%
民間設備投資	0.2%	0.5%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%
政府最終消費支出	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	▲ 0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.2%	0.4%	▲ 0.0%
純輸出	0.8%	0.4%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.1%
財貨・サービスの輸出	0.6%	1.0%	0.7%	0.4%	0.4%	0.1%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	0.1%	▲ 0.6%	▲ 0.6%	▲ 0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	0.2%	▲ 0.2%

(兆円、2011年暦年連鎖価格)					→ 予測				→ 予測					
	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度		2019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	524.5	533.0	538.8	543.1	534.8	533.5	536.0	538.0	539.7	541.5	543.7	544.8	542.1	541.7
民間最終消費支出	297.1	299.6	302.4	304.2	299.8	299.2	301.3	301.6	302.9	303.6	304.8	307.8	301.9	302.1
民間住宅投資	16.1	16.1	15.6	15.8	15.9	15.5	15.1	15.7	15.7	15.8	16.0	16.0	15.8	15.6
民間設備投資	82.6	85.2	87.7	89.0	85.7	86.1	87.2	87.5	88.0	88.3	88.8	89.2	88.9	89.2
政府最終消費支出	105.7	106.5	106.9	107.2	106.6	106.6	106.8	106.8	106.9	107.0	107.1	107.2	107.3	107.4
公的固定資本形成	25.9	26.3	26.1	26.3	26.1	26.0	25.9	26.2	26.2	26.2	26.3	26.3	26.3	26.3
在庫品増加	▲ 0.2	0.3	1.0	2.0	1.5	0.4	0.6	0.8	1.0	1.6	2.0	0.7	2.7	2.5
純輸出	▲ 3.2	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 1.6	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 1.2	▲ 2.4	▲ 0.8	▲ 1.3
財貨・サービスの輸出	85.9	91.3	94.8	97.1	92.5	93.1	93.3	94.9	95.2	95.7	96.3	96.8	97.4	97.9
財貨・サービスの輸入	89.1	92.7	95.8	98.6	93.9	94.0	94.9	95.5	96.1	96.8	97.4	99.3	98.2	99.3

2. 主要指標予測

	← 予測				→ 予測									
	2016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
鉱工業生産(前年比)	1.0%	4.1%	1.9%	1.5%	4.6%	2.4%	1.8%	2.9%	0.5%	2.6%	4.8%	2.9%	▲0.4%	▲1.3%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	▲0.2%	0.7%	0.9%	1.4%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	0.7%	1.0%	2.0%	2.0%
除く消費税(前年比)	▲0.2%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	0.7%	1.0%	1.0%	0.9%
国内企業物価指数(前年比)	▲2.4%	2.7%	2.1%	1.9%	3.3%	2.5%	2.6%	2.2%	1.8%	1.6%	1.3%	1.9%	2.2%	2.3%
貿易収支(季調値、兆円)	4.0	2.4	3.2	3.2	0.8	0.3	0.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.6	1.0	0.8
経常収支(季調値、兆円)	21.0	21.8	21.5	20.8	5.9	4.7	5.5	5.4	5.3	5.3	5.3	4.9	5.4	5.2
完全失業率(季調値:平均)	3.0%	2.7%	2.3%	2.4%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%	2.5%
無担保コール翌日物(※)	▲0.06%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.07%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%
長期金利(10年債金利、※)	▲0.04%	0.05%	0.08%	0.10%	0.05%	0.04%	0.08%	0.09%	0.09%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
WTI原油価格(\$/バレル、※)	48	56	69	67	60	65	74	69	68	66	67	66	65	65

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

		← 予測				→ 予測								
		2016年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年				2019年			
							10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	1.6%	2.2%	2.9%	2.5%	2.3%	2.2%	4.1%	3.1%	2.9%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%
	個人消費支出	2.7%	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	6.5%	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	0.5%	5.3%	7.1%	4.3%	4.8%	11.5%	7.3%	6.3%	5.4%	3.9%	3.4%	2.5%	2.2%
	在庫(寄与度)	▲0.5%	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%	▲0.3%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.9%	▲0.0%	1.1%	▲0.4%	▲0.2%	▲0.2%	▲0.3%	▲0.3%	▲0.3%
	輸出	▲0.1%	3.0%	4.8%	3.1%	6.6%	3.6%	9.3%	0.5%	3.0%	3.2%	3.0%	2.8%	2.6%
	輸入	1.9%	4.6%	4.1%	3.5%	11.8%	3.0%	0.5%	3.0%	3.3%	3.8%	4.0%	4.2%	3.8%
	政府支出	1.4%	▲0.1%	1.4%	1.9%	2.4%	1.5%	2.1%	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%	2.2%	2.0%
	失業率(※)	4.9%	4.4%	3.9%	3.7%	4.1%	4.1%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.6%
	CPI(総合、※)	1.3%	2.1%	2.6%	2.2%	2.1%	2.4%	2.9%	2.7%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%
政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.75%	1.50%	2.25%	2.75%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.25%	2.50%	2.50%	2.75%	2.75%	
長期金利(米10年債金利、※)	1.83%	2.32%	2.85%	3.05%	2.43%	2.73%	2.85%	2.90%	2.90%	2.90%	3.00%	3.10%	3.20%	
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	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%
	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%	0.3%	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%
	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%
	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%
	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%
	輸入	4.0%	4.0%	3.6%	4.2%	1.4%	▲0.3%	1.4%	1.2%	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%
	失業率(※)	10.0%	9.1%	8.2%	7.7%	8.6%	8.5%	8.3%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%	7.6%	7.6%
	CPI(総合、※)	0.2%	1.5%	1.8%	1.5%	1.4%	1.3%	2.0%	2.1%	1.9%	1.9%	1.5%	1.4%	1.5%
	政策金利(期末値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.25%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.8%	1.7%	1.1%	1.4%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

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、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。

（1）4－6月期 GDP は景気の前向きなモメンタム維持を示す

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った。事前の市場予想（同＋0.3%、＋1.4%、当社予想は＋0.2%、＋1.0%）を上回る良好な結果で、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。輸出の伸びが鈍化したことで、外需（純輸出）の寄与度がマイナスに転じたものの、内需の寄与度が＋0.6%と高く、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となっている。景気の基調を示す実質最終需要（GDP－在庫変動）の推移を見ると、10－12月期が同＋0.0%、1－3月期が同▲0.0%とほぼゼロ近辺の伸びが続いたあと、4－6月期は同＋0.4%の伸びとなり、日本経済が半年程度続いた「ミニ踊り場」から脱却した印象を受ける結果である。所得概念の数字に目を向けると、実質GNI（国民総所得）は前期比＋0.7%と、3四半期ぶりにプラスとなっており、国民の厚生という意味でも、昨夏以来の回復が示されている。

今後の日本の景気は、米国発の貿易戦争への懸念や、不安定な欧米の政治情勢、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。日本経済もほぼ完全雇用下にあり、かつ潜在成長率は1%未満と考えられることを鑑みれば、高い伸びの持続は難しいが、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。

貿易摩擦の動向は引き続き注視が必要である。トランプ大統領の高関税政策は持続可能ではない。高関税の価格転嫁と、サプライチェーンの寸断が同時並行的に進めば、物価上昇と景気失速が同時に起こるスタグフレーションを招く可能性が高く、その兆しが出てくれば世論の風向きは変わる。NY株価も暴落しよう。中国政府としても政権批判の広がりや社会の不安定化は避けたいところで、米中双方に合意へのインセンティブがある。中間選挙前に米中間で何らかの合意が成立するというのを引き続きメインシナリオに据えているが先行きは予断を許さない。日本へのFTAのプレッシャーもさらに強まる可能性があるが、日本はこれを構造改革のテコにするすべを考えるべきだろう。

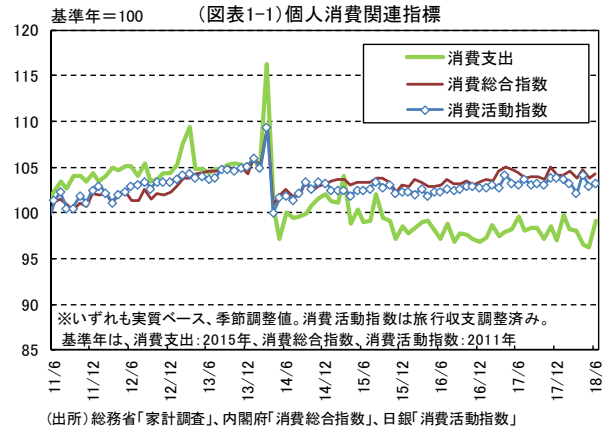
(2) 個人消費は底堅く推移も力強さには欠ける

6月の家計調査によると、2人以上世帯の実質消費支出は前月比+2.9%と、5ヵ月ぶりのプラスとなった(図表1-1)。6月は例年に比べ雨が少なく気温も高かったため、エアコンなどの生活家電や夏物衣料、飲料等が堅調だったことから、足元では持ち直しの動きが窺える。ただ、需要側の統計である家計調査に対し、需要側、供給側の総合的な統計である内閣府の「消費総合指数」や日銀の「消費活動指数」も含めて見ると、年明け以降の個人消費は均せば横ばい圏での推移となっている。

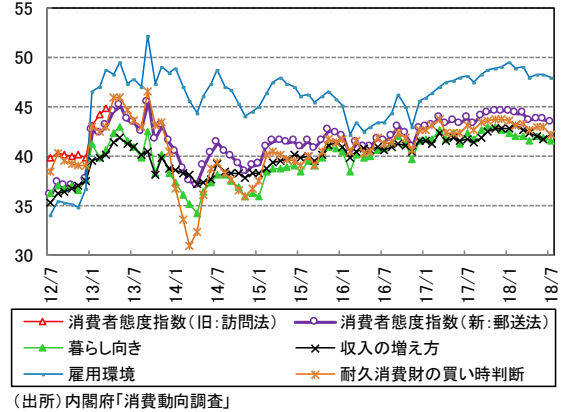
一方、消費マインドは足元で弱含んでいる。7月の消費者態度指数は43.5と、2ヵ月連続で悪化した(図表1-2)。「収入の増え方」が5ヵ月ぶりに改善を示したものの、「暮らし向き」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」がいずれも悪化し、全体を押し下げた。米中貿易摩擦懸念の高まりによる株価の落ち込みや、西日本を襲った豪雨が不透明感を増大させ、消費マインドの重しとなっているとみられる。また、7月の景気ウォッチャー調査でも、西日本の豪雨災害による影響に加え、記録的な猛暑による外出手控えや生鮮野菜の高騰などを懸念する声が多く、消費マインドを冷やしている。

先行きの個人消費を見通すうえで最も重要となるのが雇用・所得環境だが、まず、雇用環境を見ると、6月の完全失業率は2.4%と、前月から0.2%ポイント上昇したものの、それ以前との比較では1993年4月以来の低水準にある。有効求人倍率も1.62倍と、少子化や団塊の世代の労働市場からの退出を反映し、1974年1月以来の高水準で推移するなど、労働需給が一段と引き締まっている様子が示されている(図表1-3)。パートタイム労働者に対し、出遅れが目立っていた正社員の有効求人倍率も、6月は1.13倍と、昨年6月以降、節目の1倍を上回っている。

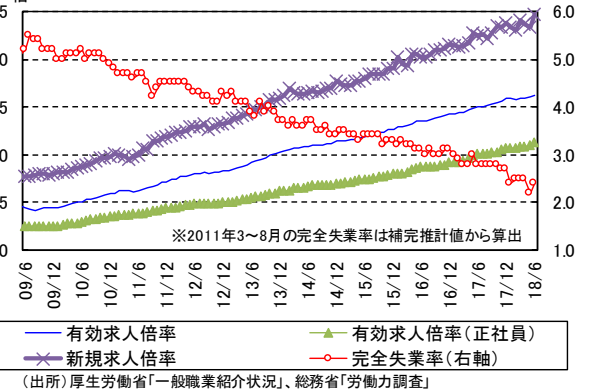
次に、所得環境を見ると、6月の現金給与総額(速報ベース)は前年比+3.6%と、特別給与(同+7.0%)が大きく伸びたことなどから、11ヵ月連続のプラスとなり、伸び幅も5月の同+2.1%から大幅に拡大した(図表1-4)。ただ、毎月勤労統計の調査事業所の入替え(旧サンプルベースの現金給与総額5月:同+0.3%→6月:+1.7%)の影響や、



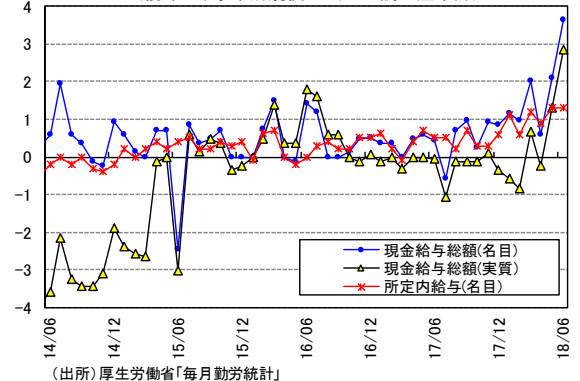
ポイント (図表1-2)消費者態度指数(全国・一般世帯)の推移



倍 (図表1-3)有効求人倍率と完全失業率の推移 %



(図表1-4)名目賃金指数と実質賃金指数の推移
(前年比、事業所規模5人以上:調査産業計)



速報段階でのパートタイム比率の歪みから嵩上げされている可能性は考慮する必要があるほか、特別給与を除いた定例給与の上昇ペースは引き続き緩やかな点は考慮する必要がある。

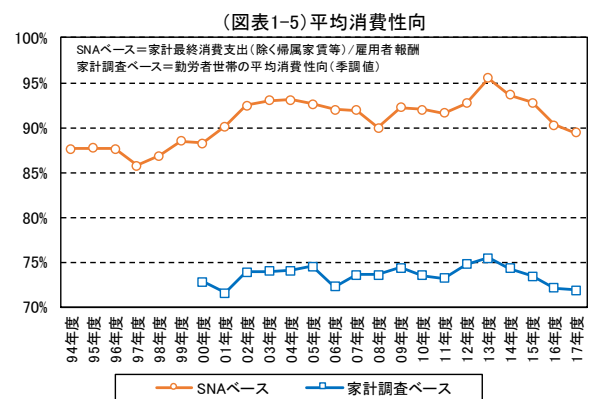
今年の春季労使交渉を巡っては、政府が経済界に対し、「3%の賃上げ」を要請していたが、連合が発表した2018年春闘の最終回答集計によると、企業の賃上げ率（定期昇給を含むベース）は前年比+2.07%と、前年（同+1.98%）をわずかに0.09%ポイント上回る水準にとどまった。賃上げ率は、年齢や勤続年数に応じて毎月の給与を増やす「定期昇給」と、基本給全体の水準を底上げする「ベースアップ（ベア）」に分けられるが、家計の景況感やインフレ期待に影響するのは、家計にとってサプライズ感の強い賃金水準の引き上げである後者と考えられる。2018年春闘におけるベアの結果は、前年比+0.54%（前年：同+0.48%）にとどまっており、内閣府の「働き方・教育訓練等に関する企業の意識調査」では、「企業がベースアップをしない主な理由」として、「賞与や一時金で対応」、「会社業績」、「将来の業績悪化時に賃下げが困難」といった回答が上位に挙げられている。少子高齢化の進展により、企業にとって中長期的な利益成長が見通しにくくなっていることなどから、特に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。

加えて、社会保険料（企業負担）など、賃金以外の雇用主負担が拡大していることも、賃上げの妨げとなっている可能性がある。2004年度以降、年金制度改正により厚生年金保険料率が段階的に引き上げられていることに加え、2016年の年金改革法により、非正規労働者の被用者保険の拡大などが決定されたことなどが影響している。

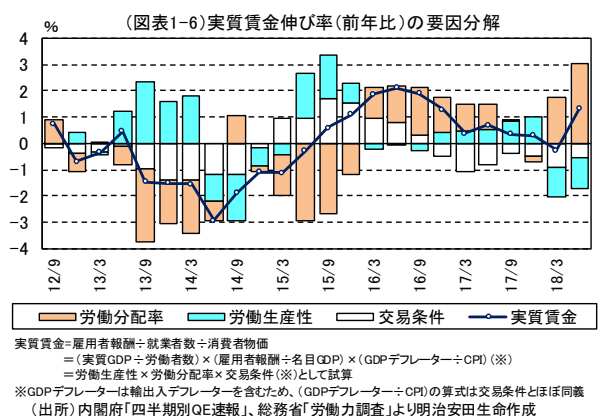
一方で、経団連が発表した大手企業の夏季賞与・一時金妥結結果を見ると、好業績を受けて全体で前年比+8.62%、とりわけ商業や建設業などが牽引した非製造業では、同+16.68%と高い伸びとなったことは、家計にとって明るい材料といえる。家電エコポイント制度から8年が経過し、家電の買い替えサイクルに入ってくること、東日本大震災後の2011年夏以降、回復に向かった新車販売がこの夏以降に7年目車検を迎え、買い替え需要も増えてくると相俟って、当面の耐久財消費の押し上げに寄与するとみている。

ただ、前述のように、月例賃金については力強い回復が期待できないことなどから、家計が再び選別消費の動きを強める可能性は残る。平均消費性向の動向を見ると、高齢化の進展に伴い、1998年度以降は上昇（貯蓄率の低下）トレンドで推移してきたが、足元では低下傾向に転じている（図表1-5）。要因として、若年層では予想生涯所得の低下に加え、モノの保有を必要最小限にする「ミニマリスト」的志向者の増加、40歳から50歳代では社会保険料など公的負担の増加、老後資金確保のための節約志向の高まりなどが挙げられ、個人消費の回復が力強さを持続できない要因になっていると考えられる。

また、実質賃金の伸びを、労働分配率、労働生産性、GDPデフレーター/CPI（定義式により交易



(出所) 内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査」



条件とほぼ同義)に寄与度分解すると、GDPデフレーター/CPIは2016年10-12月期以降、実質賃金の押し下げ要因となっている(図表1-6)。今後についても、2017年末からの原油高により、国内のエネルギー関連価格は電気代を中心に昨年度を上回る水準で推移するとみており、足元の円安もあって、輸入物価は上昇傾向で推移する可能性が高い。輸入品価格の上昇が家計の実質購買力の重しとなろう。

2019年10月に予定されている消費税率の10%への引き上げの影響についても考慮する必要がある。6月15日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2018」では、①子育て層支援としての幼児教育無償化、②飲食物品(酒類と外食を除く)等について8%の軽減税率を適用、③駆け込み・反動減の平準化策、④需要変動に対して機動的な対応、などが対応策として挙げられており(図表1-7)、2018年度から2019年度における消費増税の影響は前回の増税時に比べて限定的なものになると考えられる。

(図表1-7)「経済財政運営と改革の基本方針2018」より抜粋

5 「経済・財政一体改革」の推進	
(1) 2019年10月の消費税率引上げと需要変動の平準化	
① 消費税率引上げ分の使途変更による教育負担の軽減	・ 子育て層支援としての幼児教育無償化等を2019年10月に実施し、消費税率引上げによる経済的な悪影響を緩和
② 軽減税率制度の円滑な実施	・ 低所得者に配慮する観点から、酒および外食を除く飲食物品と定期購読契約が締結された週2回以上発行される新聞について軽減税率制度を実施
③ 駆け込み・反動減の平準化策	・ 事業者による価格設定の在り方の検討 ・ 決済端末の導入やポイント制の促進、商店街対策といった中小企業・小規模事業者対策 ・ 自動車や住宅などの耐久消費財について税率引上げ後の税制等による購入支援を検討
④ 需要変動に対して機動的な対応	・ 消費税率引上げに伴う需要変動に対して機動的な対応を図る観点から、臨時・特別の措置を2019・2020年度当初予算において講ずる

(出所)内閣府公表資料から明治安田生命作成

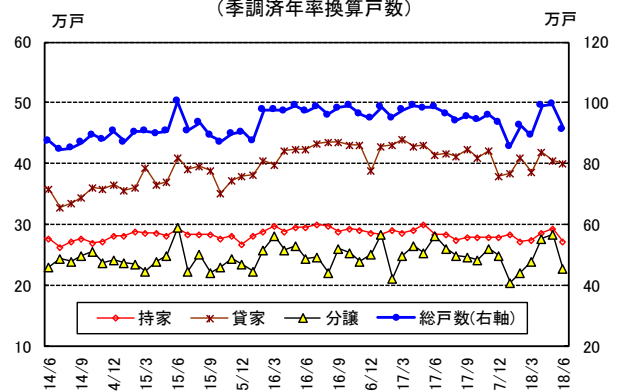
ただ、耐久消費財対策などの支援策の予算規模等の詳細は不明であり、現時点では、消費増税の影響について、2019年1-3月期および4-6月期の民間最終消費支出を前期比0.1~0.2%程度、増税直前の7-9月期を同0.5%程度押し上げ、反動で10-12月期を同1.0%程度押し下げるとみる。その結果、2019年度の実質GDP成長率を差し引き同0.2%程度押し下げると見込む。

今後の個人消費については、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、猛暑効果などから回復基調で推移するとみている。記録的な猛暑は、一部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が、夏場の個人消費を下支えしよう。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。

(3) 住宅投資は鈍化傾向での推移を予想

7月のさくらレポート(日銀地域経済報告)を見ると、住宅投資の判断は、9地域中2地域で引き下げられ、6地域で横ばい、1地域で引き上げられた。結果、「減少」や「弱めの動き」といった表現が用いられた地域は7地域に上り、足元の住宅投資が弱含んでいる様子が示されている。新築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たあとに一時持ち直す動きも見られたが、足元6月には再度減少に転じている(図表1-8)。利用関係別の内訳を見ると、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。

(図表1-8)利用関係別新設住宅着工戸数の推移
(季調済年率換算戸数)



(出所)国土交通省「住宅着工統計」

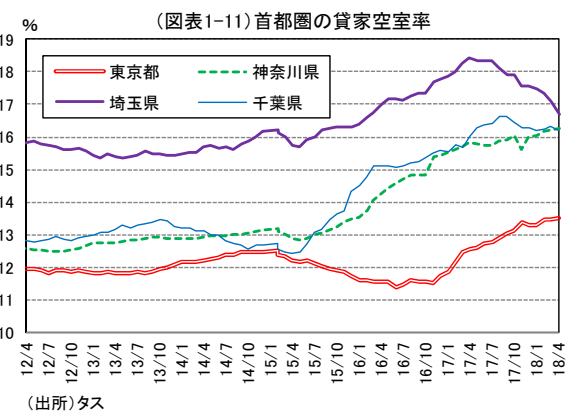
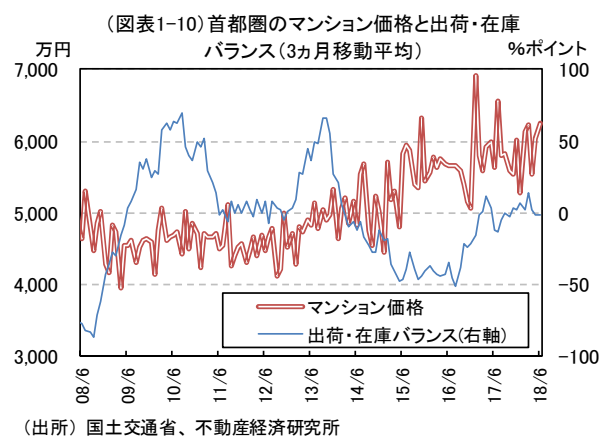
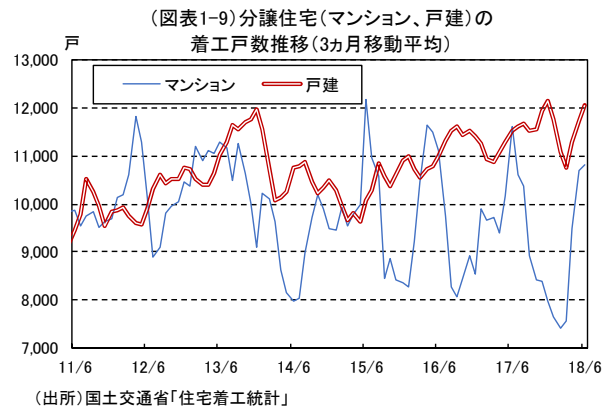
まず持家について、住宅生産団体連合会の「住宅業況調査報告」を見ると、持家に近い概念であ

戸建注文住宅の1-3月期の受注実績指数は+24ポイント(10-12月期調査:▲24ポイント)、総受注金額は+12ポイント(同▲1ポイント)と、マイナスだった前期からプラスに転じており、2017年度末の着工件数の持ち直しを裏付ける結果となった。一方、同調査の消費者購買意欲を見ると、「増加」の割合が11%と、10-12月期調査の18%から低下、逆に「減少」は13%から23%に上昇しており、10-12月期から2期連続で購買意欲の後退が示された。見学会、イベント等への来場者数を見ても、「減少」の割合が10-12月期の10%から20%に上昇、「増加」は同42%から26%に低下するなど、先行きの受注の減速を示唆している。

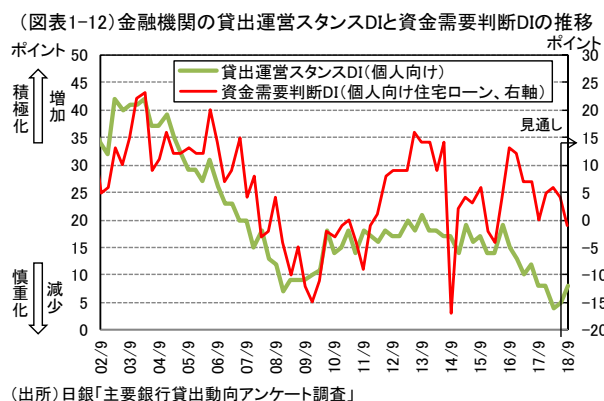
持家着工については、住宅ローン金利が引き続き低位で推移すると見込まれることや、住宅ローン減税制度(10年間で一般住宅が最大400万円)、戸建住宅向けのZEH(ゼロエネルギー住宅)補助金(1戸あたり70万円)、さらに省エネ性の高い住宅向けのZEH+補助金(1戸あたり115万円、共同住宅も対象)など、各種住宅支援策が持家着工を下支えするとみられる。ただ、適用基準の厳しさなどから、各種支援策の購買意欲の掘り起こし効果は限定的とみられる。建築コストの上昇もあり、今後の持家着工は、後述の消費増税による振れを均せば、鈍化傾向の推移をたどるとみる。

分譲住宅着工のうち、戸建住宅が引き続き底堅く推移している一方、2018年2月を底にマンションが持ち直し傾向で推移している(図表1-9)。ただ、6月の首都圏マンション契約率は66.0%と、3月の74.7%以降、3ヵ月連続で好不調の節目となる70%を下回っている。なかでも20階以上の超高層物件の契約率が3月の84.6%から6月では62.5%と、伸びが大きく鈍化しており、いわゆるタワーマンションなどの大型物件の需要が鈍化している様子を示している。マンションの出荷・在庫バランスを見ても、改善基調に一服感がみられ(図表1-10)、今後の需給のひっ迫化は見込みづらい。人手不足による建設コストの増加や、いわゆる「メジャーセブン」と呼ばれる大手マンションデベロッパーによるマンション市場の寡占化などを背景としたマンション価格の高止まりが続くと見込まれるなか、今後の分譲住宅着工は横ばい圏での推移が続くとみる。

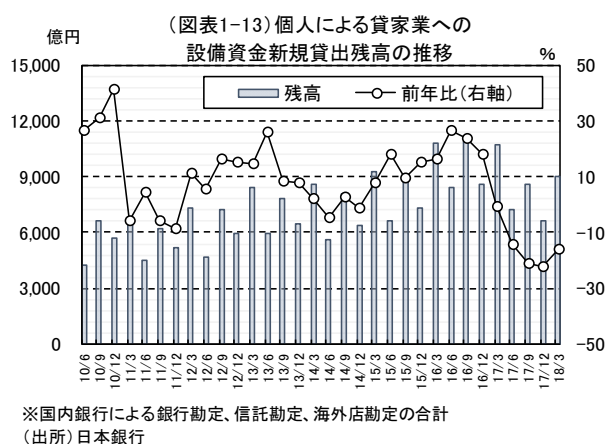
貸家着工戸数は、2015年1月の相続税改正(基礎控除引き下げ)に伴う節税対策としてのアパート経営需要が高まったことから増加傾向にあったが、足元では減少傾向に転じている。首都圏の貸家空室率を見ると、東京都、神奈川県では上昇傾向、埼玉県、千葉県でも依然として高い水準となっており(図表1-11)、先行きの需給への警戒感が、着工数減少の背景と考えられる。金融機関の個



人向け貸出運営スタンス DI (「増加」－「減少」) を見ても、慎重化の方向に振れているほか(図表 1-12)、日銀の「貸出先別貸出金」からも、個人による貸家業向けの設備資金新規貸出の伸び率の鈍化が確認でき(図表 1-13)、金融機関の貸家事業への警戒感が窺われる。今後も、賃貸住宅ローン等の不動産関連貸出に対する慎重なスタンスが続くとみられるのに加え、少子高齢化の進展に伴う中長期的な世帯数の減少見通しなどが投資意欲の減退につながるとみており、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。

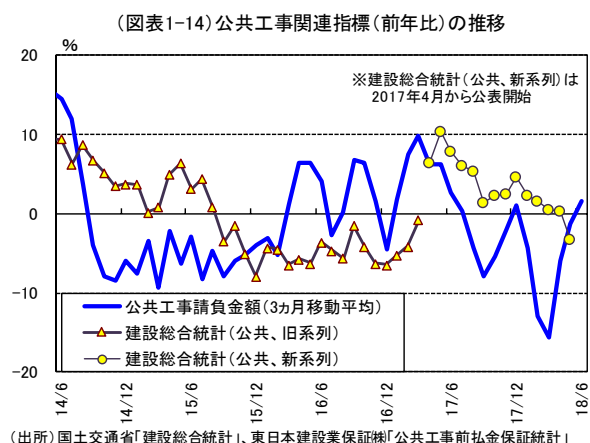


2019年10月に予定されている消費増税の影響について考えると、前回の消費増税時には増税の2四半期前から着工増の動きが強まったことから、今回も同様に2018年末ごろから駆け込み需要が一定程度発生するとみる。ただ、前回の増税ですでに需要の先食いが出ていたほか、増税幅も2%にとどまることから、駆け込みとその反動の規模は前回を下回ろう。また、政府は住宅購入者に対するなんらかの減税措置を講じる模様で、消費税前後の振れはさらに小さなものととどまる見通しである。現時点では減税の規模がわからないため、この影響を除いた場合、2017年度には94万6,396戸だった住宅着工戸数は、2018年度通年では94万戸と横ばい圏で推移したのち、2019年度は92万戸前後にまで減少すると予想する。

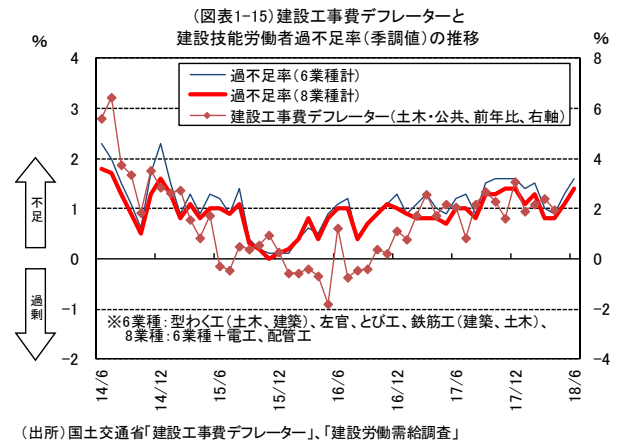


(4) 公共投資は底堅く推移

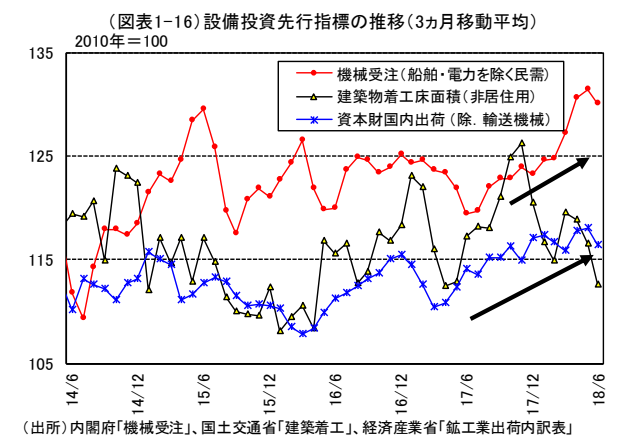
7月のさくらレポートによる公共投資の判断を見ると、北海道の「減少している」、近畿の「下げ止まりつつある」を除いた7地域で「増加している」または「高水準」となっている。ヒアリングによる企業の声からは、2017年度予算の執行や、オリンピックを見据えた空港、道路などインフラ整備の進捗など、多くの地域で公共投資が堅調に推移している様子が窺われる。2018年度の公共投資の予算は前年度を上回っており、2018年度分の発注が出始めたことで、一段と増加しているといった声もある。実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高を見ると、2017年7月以降、前年比で1桁台の伸びが続いたのち、足元では同▲3.3%とマイナスに転じた。一方、出来高に先行する公共工事請負金額(3ヵ月移動平均)は、2018年以降は前年比マイナスで推移していたが、足元で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1-14)。



建設技能労働者過不足率(季節調整値、8業種計)を見ると、2017年以降は+1.0%付近での推移が続いており、足元では上昇傾向となっているなど、依然として人手不足感は払拭されていない(図表1-15)。失業率が2%台前半まで低下するなど、マクロ的に雇用環境がひっ迫しているなかで、今後人手不足が大きく改善するとは見込みづらい。過去のオリンピック開催国では、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ったが、足元の公的資本形成には目立った増加は見られない。要因としてはまず、人手不足による工事の進捗の遅れが考えられる。公共投資建設工事費デフレーターも、昨年秋以降、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、均せば上昇傾向で推移しており、実質ベースの公共投資を押し下げる要因になっているとみる。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いうことでもある。実際、平成30年度年次経済財政報告によると、新規施設の工期見込みは概ね2019年や2020年までが予定されている。



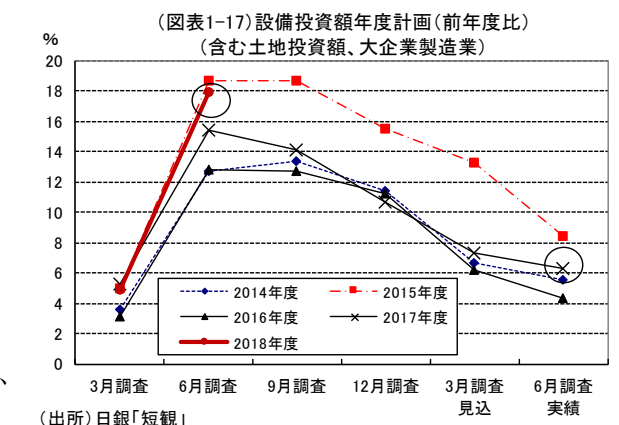
2017年度補正予算では、災害復旧等・防災・減災事業に1兆2,567億円が計上され、2018年度を中心に執行される見込みである。2018年度本予算では、公共事業関係費として前年度比+0.04%の5兆9,789億円が計上されており、こうした予算の執行が公共投資を下支えするとみる。また、2018年7月に西日本を直撃した豪雨の復旧対応のため、政府は、被災した中小企業への財政支援を柱とする「生活・生業再建支援パッケージ」をまとめ、2018年度予算の予備費から総額1,058億円を支出することを決定した。麻生財務相は「不足したら補正予算を考える」とも述べており、今後の被害の状況によっては、補正予算が編成される可能性もある。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。



(5) 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1-16)。

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、

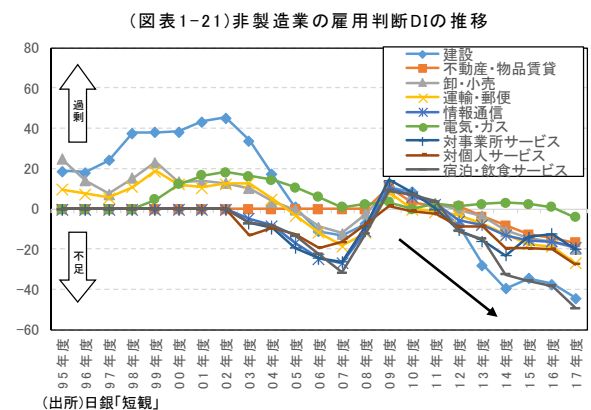
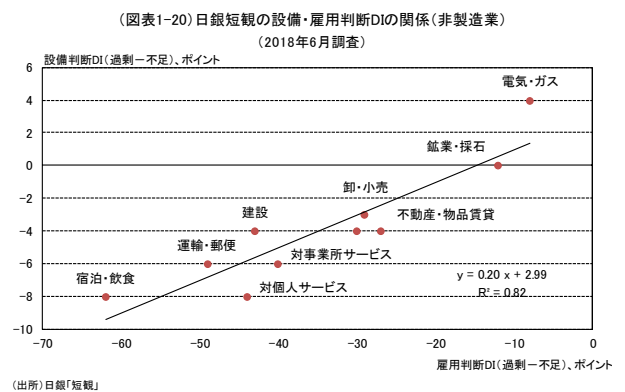
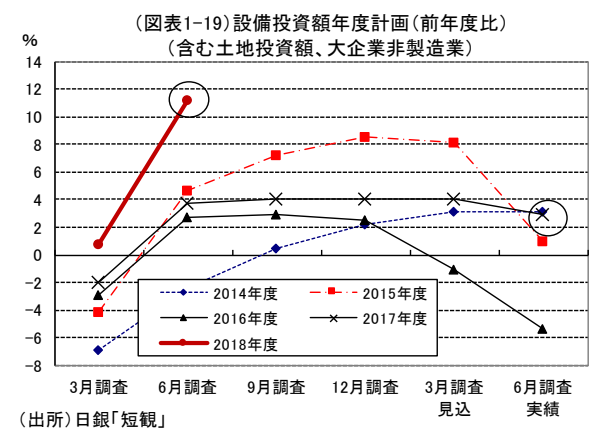
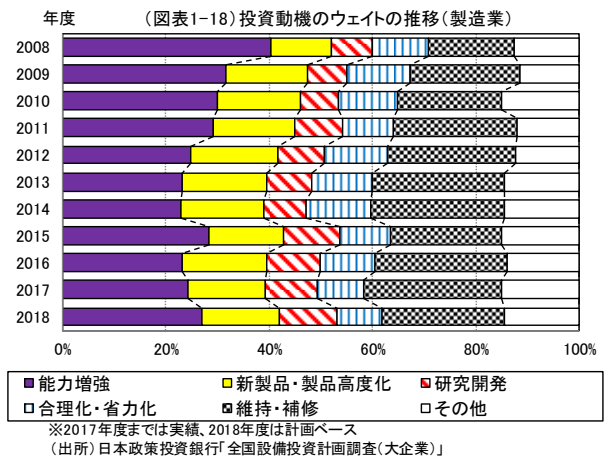


最高の水準となっている。なかでも、大企業・製造業の設備投資計画は前年度比+17.9%と、前年同期の同+15.4%を上回った(図表1-17)。背景には、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資への需要の高まりがあるとみる。製造業の設備投資は、足元の企業収益の改善と好調な海外景気を背景に今後も回復傾向が続く可能性が高い。

ただ、少子高齢化が進むなか、国内の中長期的な低成長期待が定着していることが、設備投資の下押し圧力になるとみられる。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」の直近2017年度調査では、今後5年間、実質経済成長率、業界需要の実質成長率とも低迷が続く見通しとなっており、企業の低成長期待には改善の兆しが見られない。日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査の投資動機のウェイト推移をみると、製造業では能力増強投資のウェイトが足元でわずかに増加しているものの、リーマン・ショック前の水準には達していない。低成長期待が定着していることもあり、企業は能力増強投資を慎重に進めていく可能性が高い(図表1-18)。

非製造業の設備投資計画を見ると、2018年度の大企業・非製造業は前年度比+11.2%と、前年同期の同+3.7%を大きく上回った(図表1-19)。背景には、人手不足感の強まりを受けた、労働代替的な投資への需要拡大があるとみられる。日銀短観で非製造業の業種別の設備判断DIと雇用判断DIの関係を見ると、2018年6月調査では、宿泊・飲食サービスや、運輸・郵便など、雇用が不足している業種ほど設備が不足しているという、正の相関関係が見られる(図表1-20)。加えて、日銀短観で全規模・非製造業の雇用判断DIを見ると、2011年10-12月期以降、人手不足感が次第に強まっているほか(図表1-21)、非製造業の設備判断DIでは、先行きも設備不足感が強まる見通しであり、人手不足が事業展開の足かせとなっている業種を中心に、労働代替的な投資・省力化投資の需要が強まっている様子が窺え、引き続き非製造業の設備投資を押し上げるとみている。

今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続く



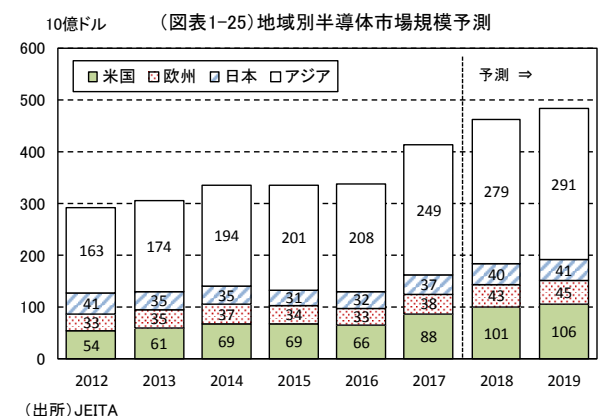
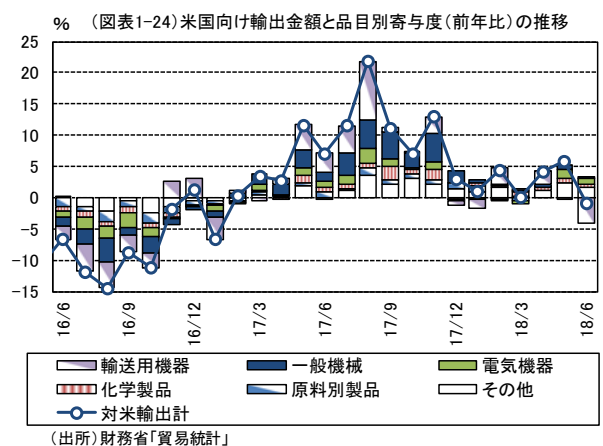
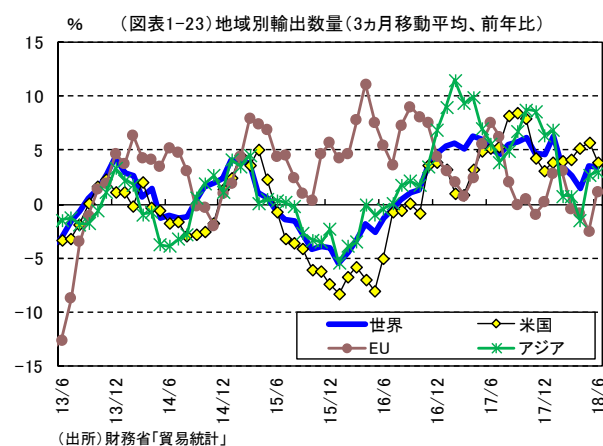
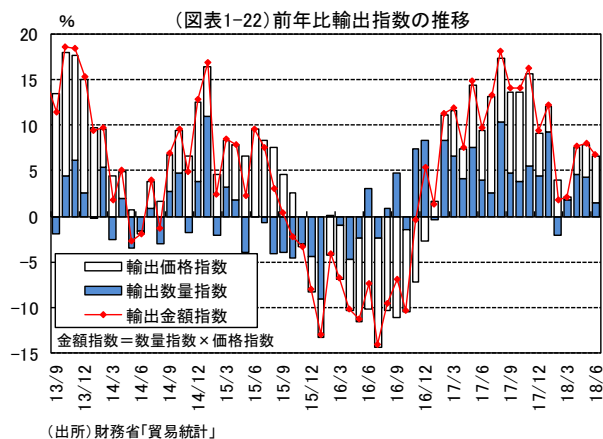
なか、中期的に内需の堅調な拡大が見込みにくいものの、海外景気が堅調に推移し、設備の更新維持投資を中心に回復傾向で推移すると予想する。非製造業でも、合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれ、設備投資は回復傾向が続くと予想する。

(6) 輸出は堅調さを維持

財務省の貿易統計によると、6月の輸出金額は前年比+6.7%と、19ヵ月連続のプラスとなった(図表1-22)。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+5.2%と、18ヵ月連続のプラスとなり、プラス幅は5月の同+3.7%から拡大した。輸出数量は同+1.5%と、4ヵ月連続のプラスとなるなど、輸出の底堅さが示された。

相手地域別の動向について、輸出数量指数の前年比の推移を見ると、米国向けが足元落ち込んでいるものの、EU向けやアジア向けが持ち直し、全体では前年比プラスで推移している(図表1-23)。米国向けについて、まず、鉄鋼・アルミニウムへの関税適用による影響は小さい。日本の米国向けの輸出価格における鉄鋼の構成比はわずか1.3%であり、6月の輸出数量は前年比▲32.3%と落ち込んではいないものの、全体へのマイナス寄与度はわずかである。もっとも、今後の日米通商協議によっては、2国間FTAによる農業分野の市場拡大など、貿易不均衡の是正に向けた動きにつながる可能性があることには留意が必要である。

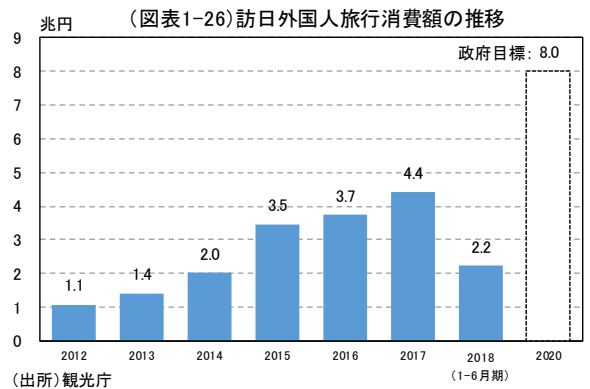
米国向け輸出の落ち込みの主な要因は輸送用機器である。前年比への寄与度をみると、2018年5月にマイナスに転じたのち、6月にはマイナス寄与幅を拡大している(図表1-24)。なかでも自動車の低迷が顕著だが、これは昨年の順調な米国景気回復や円安基調を背景として、5、6月に前年比でプラス10%前後の高い伸びを示していた裏が出た影響もある。SUV等をはじめ米国での自動車販売は堅調であるため、米国向け自動車輸出は今後持ち直すとみる。米国景気は、失業率が4%を割り込むなど、ほぼ自然失業率の水準に達しており、景気は絶好調といえる状態である。大規模減税策は、企業や家計にとって心理面で下支えともなっており、米国向け輸出



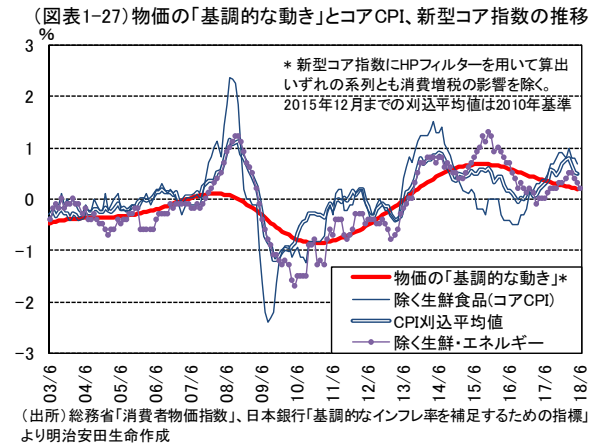
は好調さを維持するとみている。

アジア向けについては、中国において、自動車産業の市場開放に加え、「中国製造 2025」構想のもと、ハイテク産業中心に設備投資の拡大が見込まれることなどから、中国向け輸出が引き続きけん引役を果たすとみているが、米中貿易摩擦の影響には引き続き留意が必要である。WSTS（世界半導体市場統計）の2018年春季半導体市場予測によると、2018年の世界の半導体市場は前年比+12.4%、2019年も同+4.4%と、アジアを中心に規模拡大が続く見込みである（図表1-25）。こうした半導体需要の拡大を受け、アジア向け輸出は堅調に推移すると予想する。

サービス輸出に含まれるインバウンド消費も引き続き好調である。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2012年以降5年連続で過去最高額を更新、2017年には初めて4兆円を突破した（図表1-26）。2018年の1-3月期と4-6月期の合計は2兆2,354億円で、前年同期比+9.3%と、引き続き拡大傾向で推移している。政府は2020年の訪日外国人旅行消費額の目標として8兆円を掲げている。この数字自体はかなり野心的であり、中国人の一人当たり消費額に頭打ち感が出ていることを考えれば、達成はかなり微妙である。しかし、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。



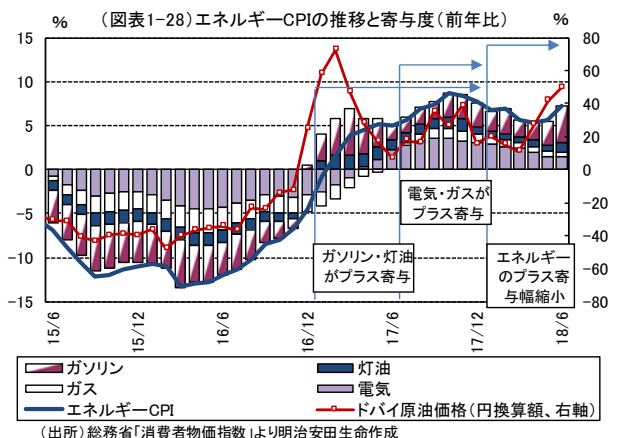
米国では税制改革法案施行を受けた設備投資の活発化、EUでは個人消費を中心とした緩やかな回復が見込まれ、堅調な世界景気を背景に、輸出は緩やかな増加基調で推移すると予想する。ただ、足元では米中貿易摩擦の報復合戦など、トランプ政権の通商政策に対する懸念は高まっており、日米貿易協定の動向などには、引き続き留意が必要である。



(7) 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1-27）。日銀が公表しているコア指数（除く生鮮・エネルギー）は、2017年4月以降は前年比プラスに転じたものの、2018年2、3月に同+0.5%とピークをつけ、足元では同+0.2%と、低水準での推移が続いており、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。

足元のコアCPI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。うち、電気代・ガス代に関しては、原油価格の上昇から数ヵ月のラグを伴って上昇する傾向があるが(図表1-28)、原油価格は2017年にいったん伸びが一服するも、2018年以降、再度上昇幅が拡大している。OPEC総会での協調減産維持の決定や、米国によるイランの原油輸入停止の各国への要請等を受け、WTI原油先物価格は7月には3年7ヵ月ぶりに75ドル/バレルに達するなど、高水準で推移しており、今後もしばらくはコアCPIの押し上げ要因として働くともみている。

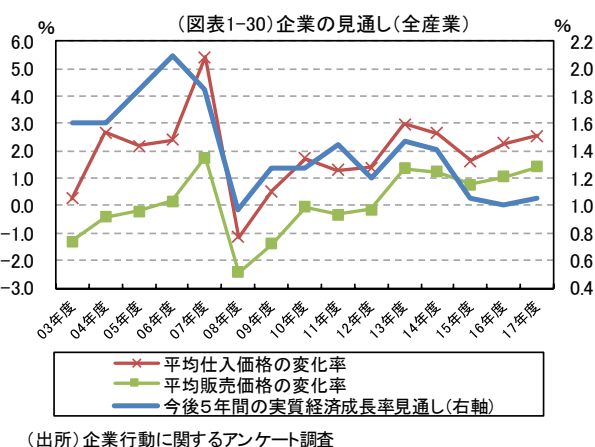
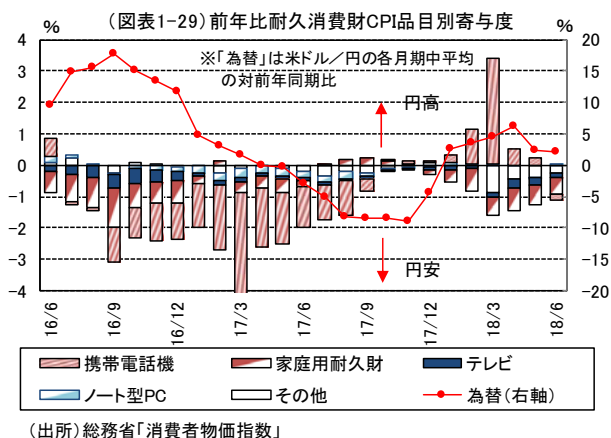
エネルギー以外の項目を見ると、耐久消費財は3月に一時的に伸び幅が拡大したが、4月以降はマイナスに沈んでいる(図表1-29)。これは、昨年3月に実施された携帯電話機の販売促進のための値下げキャンペーンの反動によるものであり、そうした個別要因を除けば、2016年半ば以降はほぼ前年比マイナスでの推移となっている。前年比で上昇している品目と下落している品目に分けると、6月の「上昇品目割合」-「下落品目割合」は17.0%(5月:18.7%)であり、物価上昇が幅広い品目に広がっている様子はみられない。

企業物価動向に目を向けてみると、企業物価指数は2017年1月以降、前年比+2.0%~+3.0%程度で推移している。背景には、原油価格の上昇があるが、需要段階別指数を見ると、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。最終財の伸び悩みの背景としては、根強いデフレマインドがあると考えられる。2017年度の企業行動に関するアンケート調査結果によると、企業が見込む1年後の販売価格の変化率が+1.4%であるのに対して、仕入れ価格は+2.4%と、同項目の調査を開始した2003年度以降、販売価格が仕入れ価格を1~3%程度下回る水準での推移が続いている(図表1-30)。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%、「賃金の伸び悩み」と回答した企業が37%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2018年初以降の原油高の影響により、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おり、引き続き日銀の目標である2%を下回って推移しよう。コアCPIは、2018年度通年で前年比+0.9%、2019年度通年で同+1.4%(消費増税の影響:+0.6%を含む)という予想を維持する。

(8) 日銀は長期金利の変動許容幅拡大を容認

日銀は、7月30,31日に開催された金融政策決定会合において、長期金利の変動許容幅を拡大することを決定した。金融政策の正常化に向け、また一歩踏み出した印象である。超低金利政策の長期



化に伴う副作用の蓄積に配慮し、市場予想よりも早めの政策修正に踏み切った点は評価できる。

日銀にとって難しいのは、物価目標の達成が見通せないなかでは、あくまで金融緩和強化の建前を維持しなければならないという点である。標題に、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と、わざわざ「強力な」をつけているところに、そうした意図がにじみ出ている。「当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持」という、先行きの政策を約束する文言（いわゆるフォワードガイダンス）が追加されたのも、その一環である。もっとも、今回のフォワードガイダンスは、具体的な基準や時期に一切言及しておらず、先行きの日銀の行動を強く縛るタイプのものではない。

16年9月に導入されたイールドカーブ・コントロール（YCC）が、前進の構えを維持しながら、事実上の撤退戦に舵を切った第一歩だとすれば、今回はその二歩目である。日銀にとっては、今更敗北宣言ができない点が苦しい。いきおい、退却を転進と言い張ることが許される範囲の微修正しかできない。そこから一步踏み出すためには「総括検証」のような言い訳集の作成が必要となるが、すでに一度やっている分、ハードルはぐんと上がる。同じ体制下で3度の総括検証というのは考えられず、許されるのはせいぜいあと1回である。

幸い、今回の修正で、金融調節の融通性は高まっており、日銀はしばらくこの政策を継続できる。黒田総裁は、長期金利の変動許容幅について、だいたい従来の倍くらいを念頭に置いているとしたが、具体的な水準は決定会合の決議事項ではないため、政策変更のアナウンスなく、さじ加減を調節することは可能である。国債買い入れの減額を続けられるのはもちろんのこと、今後はETFの買入れ額も縮小できる余地が出てきた。とはいえ、根本となるマイナス金利が残る以上、今回の修正とて応急処置にすぎない。物価見通しを下方修正した結果、日銀は20年度までかけても物価目標の実現が難しいことを自ら認めた形となっている。東京オリンピックまでには、マイナス金利の持続性も議論の俎上に上げざるをえなくなるだろう。（担当：小玉、松下、柳田、西山）

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

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、1－3月期の同＋2.2％から大きく加速した。住宅投資や在庫投資がマイナス寄与となる一方、個人消費、設備投資、純輸出がプラス寄与となった。特に、減税効果が顕在化したこと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。

先行きについては、貿易摩擦の影響が景気の抑制要因となるリスクはあるものの、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、今後も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年比で鈍化しよう。

金融政策については、物価が緩やかな伸びにとどまると見込まれるなか、政策金利はFRBが示唆する中立水準に近づいていることなどから、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。

（1）米国景気は足元で成長加速

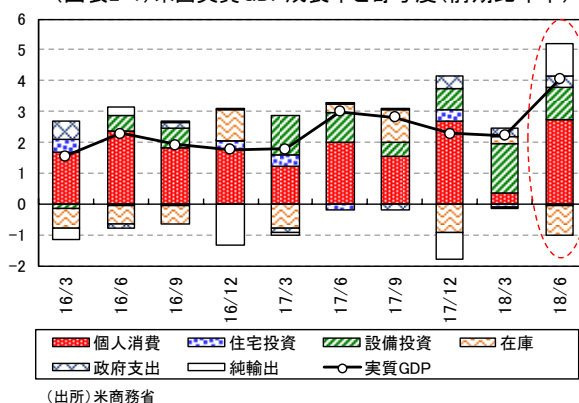
4－6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋4.1％と、1－3月期の同＋2.2％から大幅に加速し、2014年7－9月期以来となる高い伸びを記録した。もともと景気が堅調に推移していたところに、昨年末に成立した税制改革法による減税効果が加わり、米景気は足元で力強さを増した（図表2-1）。

需要項目別に見ると、個人消費は同＋0.5％→＋4.0％と伸びが加速した。雇用・所得環境の改善や株価上昇に伴う資産効果に加え、所得税減税の効果などを背景に拡大し、個人消費が4－6月期の成長をけん引した。一方、住宅投資は同▲3.4％→▲1.1％と2四半期連続のマイナスとなった。雇用・所得環境の改善などが押し上げ要因となったものの、人手不足や用地不足などの供給制約に加え、住宅ローン金利の上昇などが押し下げ要因となった。設備投資は同＋11.5％→＋7.3％と伸びが鈍化したものの、9四半期連続の増加となった。法人税減税や好調な企業業績を背景に堅調推移が続いている。

輸出は同＋3.6％→＋9.3％とプラス幅が拡大する一方、輸入は同＋3.0％→＋0.5％と縮小した結果、純輸出の成長率全体に対する寄与度は▲0.02％→＋1.1％とプラスに転じた。ただ、米中間で貿易摩擦懸念が高まる環境下、関税引き上げ前に大豆の輸出が増加するなど駆け込み需要が発生し、一時的に輸出が押し上げられた面があることには注意が必要である。

貿易摩擦が一段と深刻化するリスクはあるものの、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、2018年、2019年ともに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。

％（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



(2) 個人消費は増加基調を持続

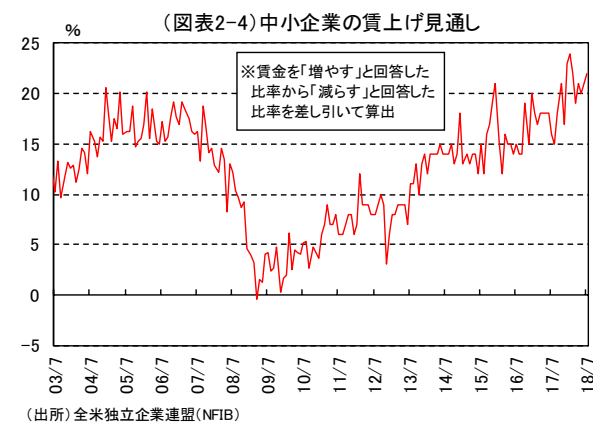
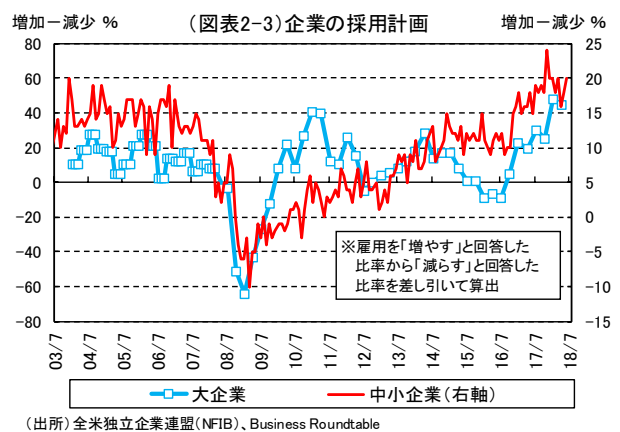
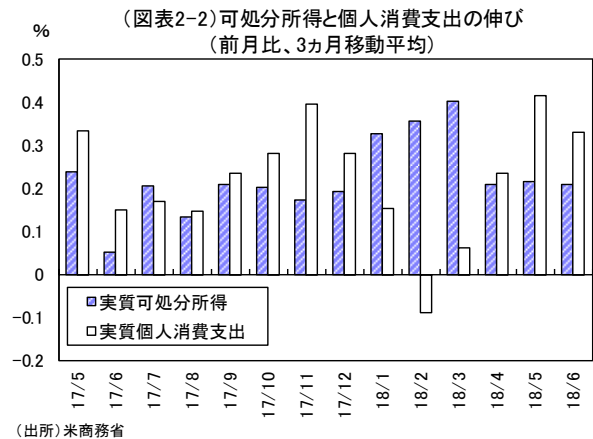
米国の個人消費は足元で堅調に推移している。実質個人消費支出は、好調だった昨年末の反動もあって、2、3月は停滞したが、その後は持ち直している(図表2-2)。

背景には、雇用・所得環境の改善が続いていることがある。年明け以降、実質可処分所得は増勢を強め、4月以降はやや伸びが鈍ったものの、足元まで堅調に推移している。好調な企業業績を背景に、緩やかながら賃金が伸びているほか、昨年末に成立した税制改革法で大規模な所得税減税が打ち出され、還付が実施されたことも実質可処分所得の押し上げ要因となっている。

雇用についても、7月の非農業部門雇用者数は前月比+15.7万人と、増加幅は6月の同+24.8万人から縮小したものの、3ヵ月移動平均で見れば同+22.4万人と、2ヵ月連続で20万人を上回った。また、失業率は3.9%と6月の4.0%から改善し、FRB(米連邦準備制度理事会)の長期見通しのレンジである4.1-4.7%を引き続き下回って推移している。非自発的パートタイマーや求職断念者などを失業者に含んだ「広義の失業率」も6月の7.8%から7.5%に改善し、2001年5月以来の水準にまで低下している。

景気回復や好調な企業業績を背景に、企業の採用意欲は引き続き強く、雇用環境の改善傾向は続く見込みである。企業経営者による経済団体であるビジネスラウンドテーブルが行なった調査によると、向こう6ヵ月の採用を「増やす」と回答した企業の比率から「減らす」と回答した企業の比率を差し引いた数値が上昇傾向にあるほか、過去と比較しても高水準で推移している(図表2-3)。また、中小企業の経済団体である全米独立企業連盟(NFIB)による調査でも、向こう3ヵ月の採用を「増やす」と回答した比率が「減らす」と回答した比率を上回って推移しており、企業規模を問わず、労働需要の強さがうかがえる。

賃金については、NFIBの調査によれば、向こう3ヵ月の賃金を「増やす」とした比率から「減らす」とした比率を差し引いた数値が上昇傾向にあるほか、過去と比較しても高水準で推移しており、上昇圧力が高まっている様子がうかがえる(図表2-4)。ただ、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、今後も賃金の伸びの大幅な加速は見込みにくいが増加基調自体は続くとみており、雇用の改善とともに個人消費の押し上げ要因として寄与しよう。



(3) 住宅投資は低調な推移を見込む

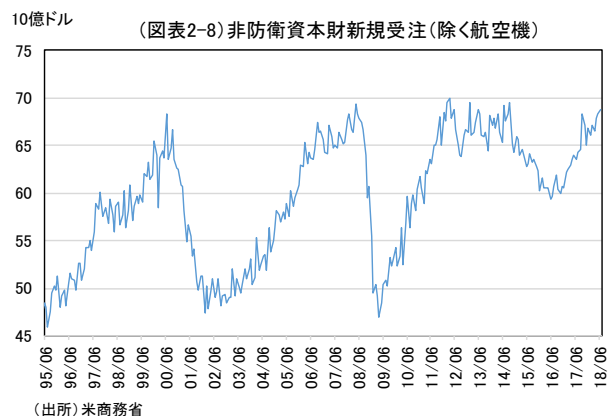
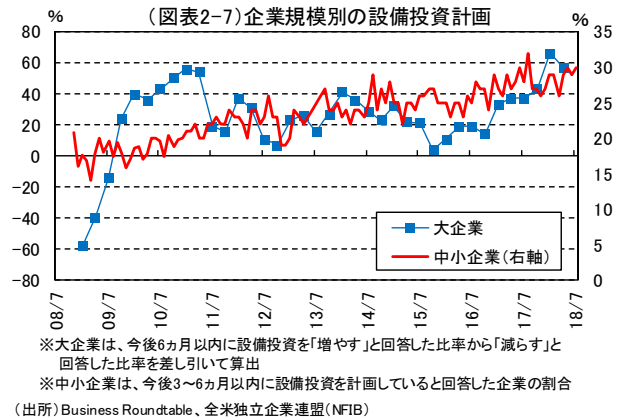
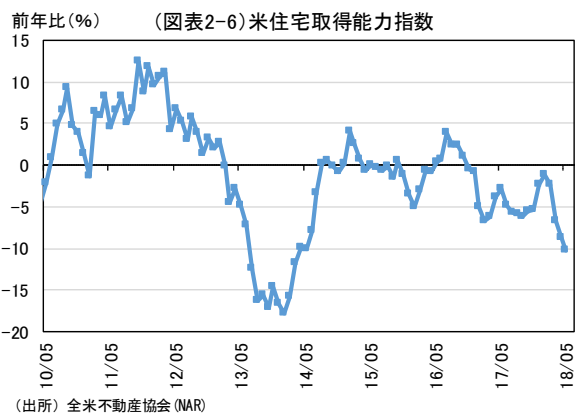
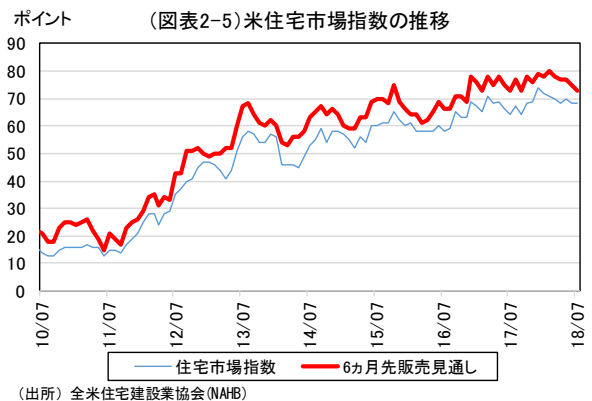
住宅投資の先行指標とされる住宅市場指数を見ると、足元で頭打ち感を強めていることから(図表2-5)、今後の住宅投資は低調な推移が見込まれる。半年先の販売見通しを示す指数も低下傾向で推移しており、直近7月には10ヵ月ぶりの低水準を記録したほか、住宅着工に先行する傾向のある住宅着工許可件数も4月以降、3ヵ月連続で減少している。住宅市場指数を発表する全米住宅建設業協会 (NAHB) は、足元の販売は堅調であるものの、供給面では建設労働者や住宅用地の確保が困難さを増していることや、制裁関税が適用されているカナダ産の木材をはじめとして建設資材コストが上昇していることなど、各種の制約が住宅建設の重しとなっている点を指摘している。

加えて、住宅価格や住宅ローン金利の上昇などを背景に家計の住宅取得能力指数が低下傾向にあるほか(図表2-6)、昨年末の税制改革法で、住宅ローン控除の対象となる借入額の上限が、現行の100万ドルから75万ドルに引き下げられたことなどもあり、今後の住宅投資は低調な推移が続くと予想する。

(4) 設備投資は2019年に鈍化へ

2018年の設備投資計画は強気な姿勢が示されている。米サプライマネジメント協会 (ISM) が発表した半期に1度の企業アンケート調査によれば、2018年は製造業、非製造業ともに設備投資の拡大を見込んでいる。製造業では、設備投資が前年比+10.1%増えるの見込まれており、昨年12月時点の予想値である同+2.7%から大きく上方修正されたほか、非製造業でも同+6.8%と、同+3.8%から上方修正されている。

ビジネスラウンドテーブルの調査を見ても、企業が設備投資に前向きな様子がうかがえる。貿易摩擦懸念が高まるなかでも、向こう6ヵ月の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を大きく上回っている(図表2-7)。また、NFIBによる調査でも、今後3~6ヵ月以内に設備投資を計画していると回答した企業の割合は、過去との比較で高い水準を維持している。



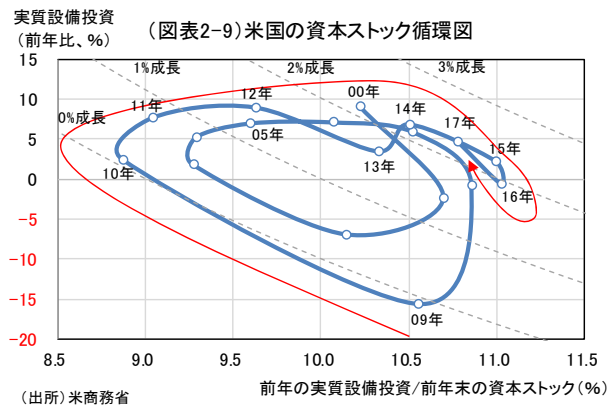
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、2016 年を底に増加基調をたどっている（図表 2-8）。ただ、同受注を金額面から見ると、過去と比べてすでに高い水準まで増加しており、今後頭打ち感が出てくる可能性がある。

資本ストックと生産量との間の技術的關係が短期的には大きく変わらないとすると、企業が資本ストックをどれだけ積み増すかは、需要がどのくらい伸びると予想するかにかかっている。図表 2-9 では、設備投資と資本ストックの比率が期待成長率（斜め破線）を示すラインを越えてくると、企業は資本ストックが充分積み上がったと判断し、フローの設備投資を徐々に抑えようとする傾向が読み取れる。このため、資本ストック循環図は各時期の期待成長率を中心に円を描く形となっている。

ブルーチップが行なった調査によれば、2020～2024 年、2025～2029 年における米国景気の長期成長率予測は前年比でもに+2.0%となっている（図表 2-10）。この数値が米国の期待成長率のコンセンサスに相当すると考えるなら、資本ストック循環図から判断する限り、2014～2016 年までの動きは、企業が、資本ストックはほぼ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積み上がったと判断したため、設備投資を抑えたと読み取れる。2017 年に関しては、2014～2016 年までの動きに逆行しているが、トランプ米大統領の拡張的な財政政策に支えられて一時的に押し上げられた可能性があり、先述の各種企業調査からは 2018 年もそうした動きが続くことが見込まれる。しかし、財政政策による効果が徐々に逓減するとみられる 2019 年には、設備投資の伸びは再び鈍化する可能性が高いと予想する。

（5）懸念される貿易摩擦の影響

今後懸念されるのが、貿易摩擦による影響である。春先以降、特に米中間での軋轢が目立っており、7 月 6 日には互いに 340 億ドル相当の関税賦課を実施したほか、米国は 160 億ドル相当の追加関税を 8 月 23 日に発動すると発表した。また、トランプ米大統領は、中国が 340 億ドルの対抗措置を行なったことを受け、新たに 2,000 億ドル相当の中国からの輸入品に対して関税を賦課する措置を発表し、品目リスト（図表 2-11）を公表したほか、最終的には 5,000 億ドル相当の中国製品に関税を適用する可能性についても言及している。一方、これに対抗して中国は、米国からの輸入に対して追加で 600 億ドルの報復関税を講じる方針を発表しており、貿易摩擦が深刻化するリスクが高まっている。

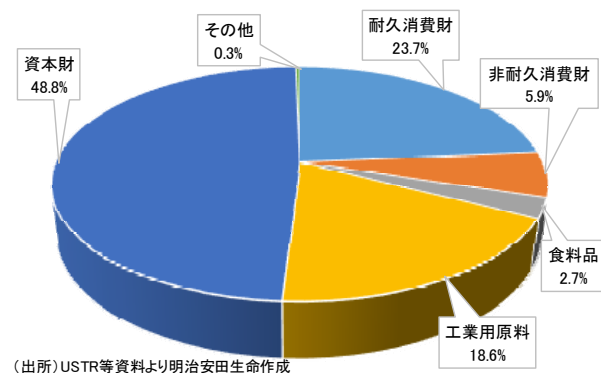


（図表2-10）米国景気長期成長率見通し

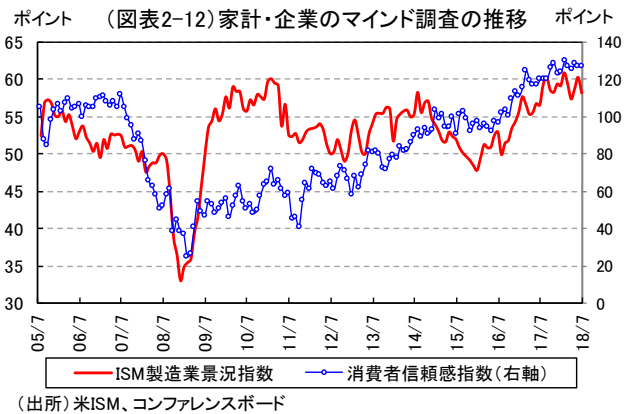
(単位: %)	実質GDP成長率(前年比)				
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
コンセンサス	1.9	1.9	2.1	2.1	2.1
上位10社平均	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5
下位10社平均	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7
(単位: %)	実質GDP成長率(前年比5年平均)				
	2020～24年	2025～29年			
コンセンサス	2.0	2.0			
上位10社平均	2.5	2.4			
下位10社平均	1.5	1.6			

(出所)BLUECHIP

（図表2-11）対中関税2,000億ドルリストの内訳



今のところ、企業や消費者マインドは改善傾向が続いており、米景気に大きな影響は及んでいない(図表2-12)。しかしながら、現在トランプ米大統領が検討中の2,000億ドルの追加措置では、これまでと異なり、食料品(野菜、魚、飲料等)に加えて、日用品(シャンプー、石鹸等)、家具(椅子や棚等)、家電(掃除機、冷蔵庫、ランプ等)、衣料(帽子、バッグ等)といった消費財など、消費者に身近なものが多く含まれている。全米小売業協会は、2,000億ドルの追加措置が実施された場合、日用品への値上げ圧力が高まる可能性を指摘しており、家計の実質購買力の低下により個人消費が抑制されるリスクが出てきている。加えて、米政権は、輸入車が同国の安全保障を脅かしているとの理由で、自動車や同部品の関税を引き上げ、輸入を制限する措置についても検討している。現在、米国は輸入乗用車に2.5%の関税をかけており、トランプ米大統領はこれを20%に引き上げる意向を示しているが、引き上げられた関税分を負担するのは、ほかならぬ米国企業であり、また家計である。



IMFの試算によれば、鉄鋼・アルミニウム関税と対中国で500億ドル+2,000億ドル相当の関税賦課(2,000億ドル分については税率10%が前提、試算公表後、トランプ米大統領は25%で検討することを表明)による米国景気への影響は、実質GDPを前年比で▲0.2%押し下げる程度にとどまるとのことだが、自動車関税も導入すれば同▲0.4%に、グローバルな信用ショックへと発展した場合は、リスクプレミアムの上昇により設備投資が抑制される結果、同▲0.8%まで影響が膨らむとのことである。

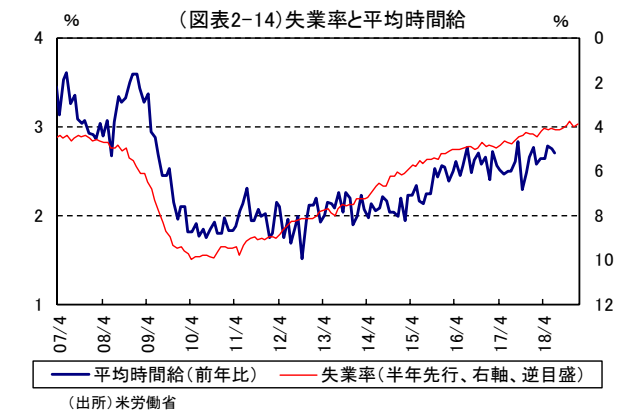
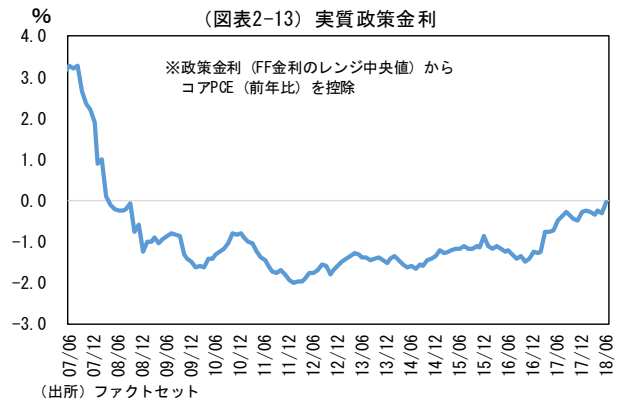
トランプ米大統領が通商交渉に強気の姿勢で臨むのは、米景気が絶好調であるほか、貿易赤字の削減が大統領選挙時の公約の一つであり、世論調査において有権者が対中貿易を不公正と判断している様子が示されていることから、国民からの支持を得やすいと考えているためであろう。このため、米政権は11月の中間選挙をターゲットとするだけでなく、2020年の大統領選も見据えて交渉を継続していくと見込まれる。ただ、あまりに苛烈な対中制裁は米国の企業や消費者に影響を及ぼすだけでなく、金融市場に伝播して米国にも悪影響を及ぼす可能性がある。そのため、米国側の態度はある程度先鋭化はするものの、基本的には世界貿易の縮小などに至る事態は回避されるとみる。今後は景気や株価動向に配慮しつつ、落としどころを模索しながら貿易赤字の削減を求めていくと予想する。

(6) FRBは漸次的利上げを継続

7月31日-8月1日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、市場予想どおり、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジが1.75-2.00%ですえ置かれた。声明文では、景気の現状判断が上方修正され、米景気が足元で力強く拡大している様子を示したものの、全体としては微修正にとどまり、前回6月FOMCの声明文が概ね踏襲された形となった。金融政策のスタンスについては「緩和的」との見方が維持されたほか、引き続き経済指標を確認しながら段階的に利上げを行なっていく姿勢が示されており、9月FOMCでの利上げが示唆された形となっている。

6月18日にニューヨーク連銀総裁に就任した、元サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁は、足元の自然利子率が約0.5%まで低下しており、FRBのインフレ目標である2%が達成されていると

すれば、中立的な政策金利は2.5%程度になるとの考えを示している。同総裁がニューヨーク連銀総裁に就任したことでFRB内での影響力が強まることが予想される。同総裁は、米景気が堅調に推移し、インフレ率が2%かそれを上回って推移する場合、政策金利が一定期間、中立水準を上回る可能性があるとも発言している。今後のFF金利は、FRBが示すLonger runの水準である3%程度まで引き上げられる可能性があるものの、まずは2.5%という水準が意識されることとなろう。2.5%は、あと2回の利上げを行えば到達する水準である。これまでの利上げによって、実質ベースで見たFF金利はほぼゼロとなっており、物価の伸びが加速しなければ、さらなる利上げは実質FF金利を明確にプラス圏へと押し上げることとなる(図表2-13)。今後はこれまでの利上げとは異なり、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近づくといえる。FOMC内で物価水準目標に関する議論が行われていることも、今後の利上げを小幅にとどめる理由づくりの可能性もある。



雇用環境の改善は続いており、製造業や建設業などでは労働力不足が深刻化しているとの声も聞かれるが、賃金にまだ加速の動きは見られていない。先述のとおり、賃金には上昇圧力が徐々に蓄積していると考えられるものの、企業経営者の慎重姿勢との綱引きとなり、今後も緩やかな伸びにとどまる可能性が高い(図表2-14)。物価の伸びも緩慢な推移が見込まれるなか、政策金利は

(図表2-15) 新興国の各種指標

単位: %	年始からの 変化率 (対ドル、注1)	経常収支 (対GDP比、 注2)	CPI (前年比、 注2)	短期対外債務 ÷外貨準備 (注3)
トルコ	▲ 45.2	▲ 5.4	11.4	139.8
アルゼンチン	▲ 37.1	▲ 5.1	22.7	102.1
ロシア	▲ 15.1	4.5	2.8	14.5
ブラジル	▲ 14.7	▲ 1.6	3.5	14.0
南アフリカ	▲ 13.5	▲ 2.9	5.3	72.3
インド	▲ 8.6	▲ 2.3	5.0	25.3
インドネシア	▲ 7.0	▲ 1.9	3.5	39.5
メキシコ	2.3	▲ 1.9	4.4	30.4

(出所) ファクトセット、IMF、世界銀行等から明治安田生命作成
注1: 8/13時点、注2: IMFの18年予測、注3: 17年末

ウィリアムズ総裁が示唆する中立的な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逓減し、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ゆっくりしたペースに変化することが予想される。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回にとどまると予想する。

なお、トルコリラ安を背景に、欧州の一部銀行のトルコ向け債権が焦げつくリスクをECBが懸念していると報じられたことなどから、8月中旬にリラが急落した。トルコは経常赤字を多く抱えているほか、短期債務が外貨準備を上回るなど新興国の中でもファンダメンタルズが劣る国である(図表2-15)。加えて、エルドアン大統領が中央銀行の独立性を脅かすなど、強権政治への懸念も強まっている。基本的には個別国の問題と考えるが、今後、資本流出の動きが新興国市場全体に伝播し、米国景気や金融市場にも影響が及ぶ場合には、FRBの利上げ決定にも影響を与えよう。(担当: 大広)

3. 欧州経済見通し

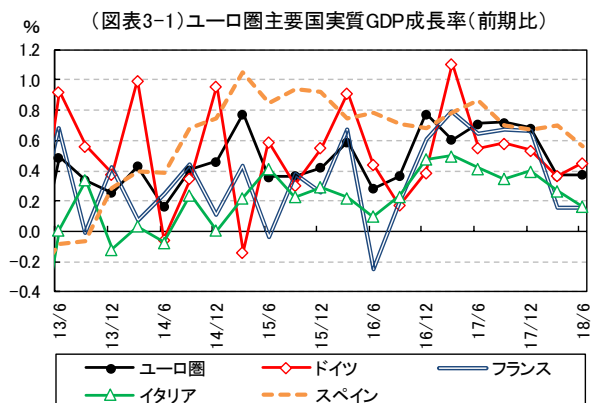
〈要 約〉

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月期の同＋0.4％と同じ伸び幅となった。4－6月期については、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。今後については、しばらくは低金利環境が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の回復もあって、景気は緩やかな回復が続くと予想する。個人消費は、雇用者数の増加を背景に、改善が続くとみる。固定投資は、米国発の貿易摩擦や欧州の政情不安への懸念から、回復ペースは鈍化するとみる。輸出は、米国の保護主義政策が先鋭化するリスクもあるが、基本的には海外景気回復を背景に持ち直すと予想する。リスク要因としては、米国の保護主義政策、イタリアの財政問題、英国のEU離脱協議などが挙げられる。ECBは2018年末には資産買入れの終了を予定しており、利上げは2019年9月ごろと予想する。

英国では、EU離脱交渉を巡り国内外で意見が折り合わず、「合意なき離脱」への警戒感が高まっている。労働需給のひっ迫は賃金上昇につながり、消費の下支えとなるが、長く残存するブレクジットの先行き不透明感がマインド面の重石となり、景気回復は緩やかなものにとどまるだろう。

（1）ユーロ圏景気は一段と減速

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％）のみ加速したものの、フランス（同＋0.2％→＋0.2％）は成長率が横ばい、イタリア（同＋0.3％→＋0.2％）、スペイン（同＋0.7％→＋0.6％）は減速した。今後については、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。

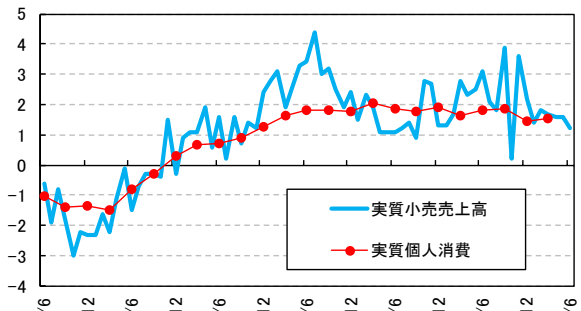


（出所）ユーロスタット

（2）個人消費は緩やかな回復が続く

個人消費は、2013年末以降、回復傾向が続いている。ユーロ圏実質小売売上高は、4－6月平均で前年比＋1.5％と、1－3月平均の同＋1.6％とほぼ同じ伸びとなっており、GDPベースの実質個人消費が4－6月期も緩やかな回復が続いた可能性を示唆している（図表3-2）。消費の回復は、雇用環境の改善に支えられている。6月のユーロ圏失業率は8.3％と、2013年7月以降、ほぼ

（図表3-2）ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高（前年比）



（出所）ユーロスタット

一貫して低下が続いている。(図表3-3)。なお、国別ではドイツやスペインにおいて失業率の改善が顕著である。特にスペインでは、2012年2月に労働市場改革法が施行され、労働市場の柔軟性が高まったことが奏功しているとみられる。

労働市場で需給が引き締まっていることを背景に、一人当たりの名目雇用者報酬も緩やかな増加傾向をたどっている。加えて、雇用者数が増加していることもあり、消費者物価指数上昇率で実質化した実質雇用者報酬は、前年比+2~3%程度の伸びが続いている

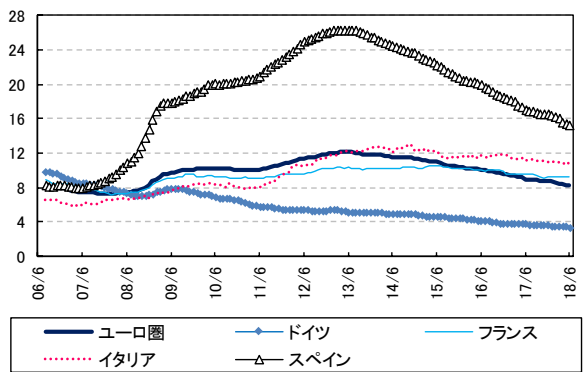
(図表3-4)。ECBによる緩和的な金融政策を背景に、家計の実質購買力は、改善が続いていると評価できる。

マインド面も底堅い。7月のユーロ圏消費者信頼感指数は▲0.6ポイントと、18年1月の+1.4ポイントからはやや低下したが、依然として高水準を維持している(図表3-5)。足元では、米国と各国の貿易摩擦問題や、イタリアや英国の政治情勢が不安視されているものの、消費マインドが目立って悪化する様子は今のところ窺えない。

企業の採用意欲も引き続き高水準である。欧州委員会調査の業種別雇用期待指数(今後数ヵ月で雇用を増やすか否かのDI)は、業種による差はあるものの、すべての業種で雇用を増やす方向である(図表3-6)。貿易摩擦による影響を最も受けやすいと考えられる鉱工業部門では、同指数はやや低下しているものの、総じて見れば、他の内需関連産業を中心に、企業の採用意欲は高いとみられる。

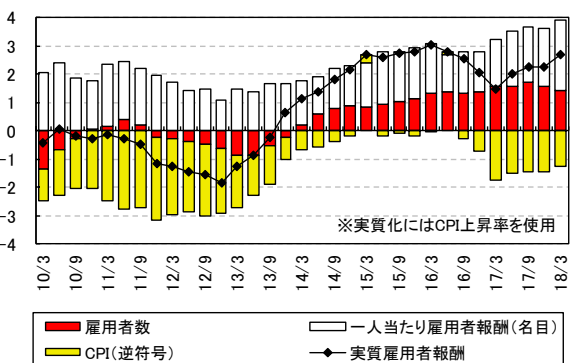
以上の状況を踏まえると、昨今の貿易摩擦や欧州の政情不安が個人消費に大きな悪影響を与える兆しは、今のところ窺えない。ただ、米国発の貿易摩擦問題は、米国のトランプ大統領の中間選挙に向けた選挙民向けアピールの側面もあるとみられ、11月の米中間選挙が近付くにつれ、米国側の態度が先鋭化するリスクは残っているとみる。7月25日、欧州委員会のユンケル委員長はトランプ大統領と会談し、EUが米国産LNGと大豆の輸入を拡大するほか、双方が自動車を除く工業製品の関税の引き下げを進めることで一応の合意に至った。ただ、米国は5月に中国との貿易に関する合意を取り付け、その1ヵ月後に追加関税を発動させた経緯があり、米欧間の休戦も短期間に終わるリスクは熾っているとみる。仮に米国が自動車や部品を含む輸

(図表3-3)ユーロ圏主要国失業率の推移



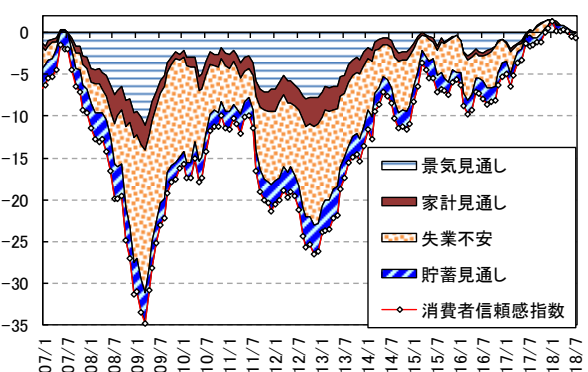
(出所)ファクトセット

(図表3-4)ユーロ圏実質雇用者報酬(前年比)



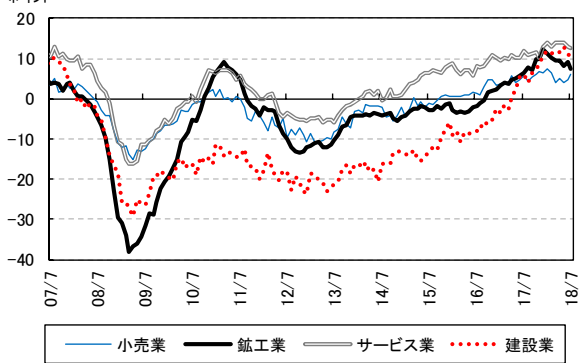
(出所)ファクトセットより明治安田生命作成

(図表3-5)ユーロ圏消費者信頼感指数の推移



(出所)欧州委員会

(図表3-6)業種別雇用期待指数



(出所)欧州委員会

入車関税を引き上げた場合には、自動車産業は裾野が広いだけに、消費マインドや企業の採用意欲にも悪影響を及ぼす可能性が高い。ただ、関税品目の拡大や税率の引き上げなど苛烈な保護主義政策を米国が実施した場合、米国企業や消費者が直面する物価が上がるだけでなく、金融市場を伝播して米国にも悪影響が及ぶ可能性がある。そうした保護主義政策の負の側面は、最終的にはトランプ政権の支持率低下として跳ね返ってくるおそれがあり、11月に中間選挙を控えるトランプ政権としては、最も回避したい事態であると考えられる。そのため、米国側の通商政策は今後さらに先鋭化する可能性はあるものの、基本的には世界貿易の縮小などに至るような、苛烈な政策が行なわれる事態は回避されるとみる。

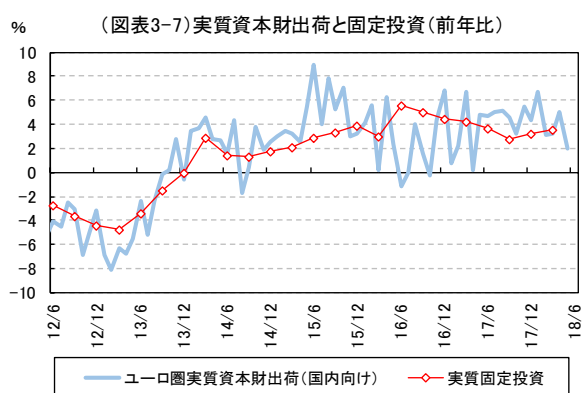
ユーロ圏の個人消費は、依然として緩和的な金融環境を背景に企業の採用意欲が改善し、雇用者数の増加などを通じ、今後も改善が続くと予想するが、米国を中心とした貿易摩擦がいつそう深刻化した場合には、雇用環境や消費マインドの悪化を通じ、減速に転じるリスクも残るとみる。

(3) 固定投資は目先鈍化か

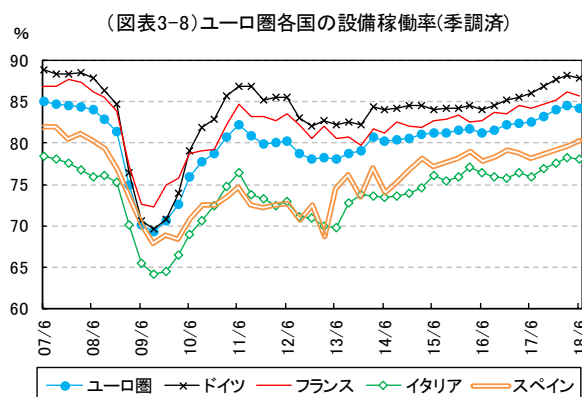
固定投資は、減速の兆しがみられる。ユーロ圏実質資本財出荷（国内向け）は、4-5月平均で前年比+3.5%と、1-3月平均の同+4.3%からやや伸びが鈍化しており、GDPベースの固定投資が4-6月期に減速した可能性を示唆している（図表3-7）。

ただ、各国の設備稼働率は上昇しており、企業の設備不足感が高まっている。6月時点で、ユーロ圏全体の設備稼働率は84.3%と、足元では若干のピークアウト感が見られるものの、依然高水準を維持している（図表3-8）。また、企業の営業余剰も増加が続いている。ユーロ圏の営業余剰は、2013年半ば以降、前年比プラス圏で推移している（図表3-9）。国別では、2013~15年半ばまではドイツ・フランスが中心であったが、2016年以降はイタリア・スペインなど、南欧諸国でも営業余剰が拡大しており、ユーロ圏の広い地域で企業活動が活発化していることが読み取れる。加えて、銀行の非金融企業向けの貸出態度も、ECBによる緩和的な金融政策を背景に、足元でも緩和的な状態を維持している（図表3-10）。銀行の貸出態度DIは貸出残高に先行して動く傾向があり、これまでの貸出態度DIの推移からは、企業向け貸出は目先前年比プラス圏で推移するとみられる。ECBによる緩和的な金融政策が続くことを鑑みれば、企業による資金調達環境は良好な状態が続くとみる。

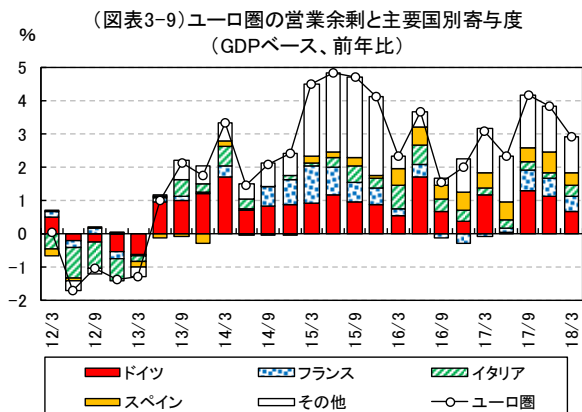
一方で、米国を中心とする貿易摩擦や、イタリアの財政問題、英国のEU離脱協議など、主に政治面での先行き不透明感が、企業マインドの悪化を通じて、設備投資の抑制要因になっているとみられる。6月1日、



(出所)ユーロスタット



(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット

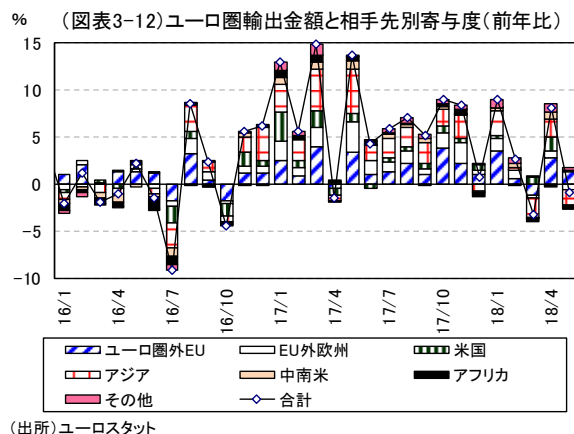
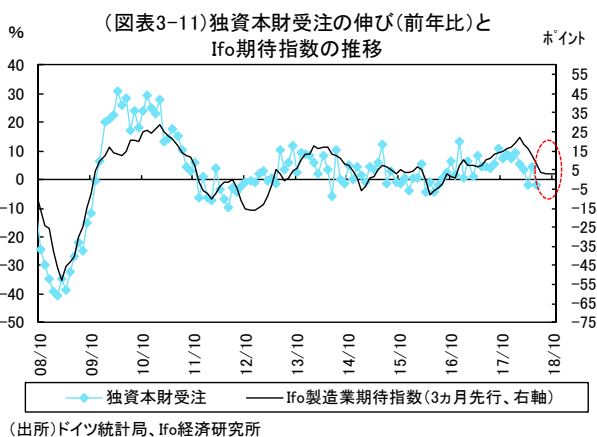
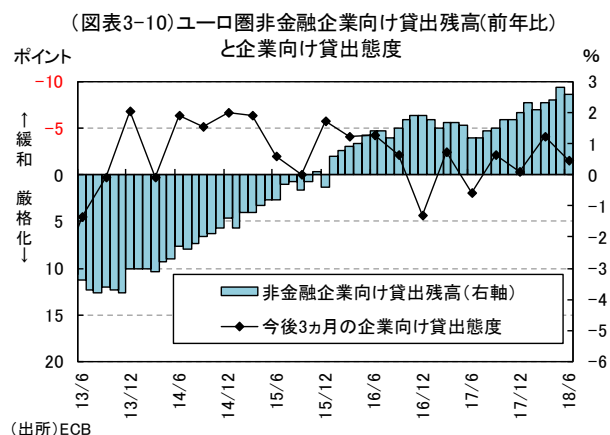
米国は同盟国である EU に対して、鉄鋼・アルミニウム関税の引き上げを実施した。アルセロール・ミッタールなど世界最大の鉄鋼メーカーを擁する EU は、米国の鉄鋼製品輸入額 306 億ドル（対世界、2017 年）のうち、約 2 割の 64 億ドルを占める。7 月 25 日、EU のユンケル欧州委員長はトランプ大統領と会談し、EU が米国産 LNG や大豆の輸入を増やし、自動車関税の議論は棚上げするというきわめて緩い合意に至ったが、貿易問題を巡り EU を「敵」と言ってはばからないトランプ大統領と EU との溝は深いとみられ、特に欧州の企業経営者は、猫の目のように変わる米国の通商政策を引き続き警戒しているとみられる。また、イタリアではポピュリズム政党である「五つ星運動」と右派政党である「同盟」が連立政権を立ち上げ、バラマキ色の強い政策を打ち出していることから、財政健全化を進める EU との対立が高まるリスクがある。英国の EU 離脱を巡っても、強硬離脱派の閣僚がメイ首相との対立の果てに辞職するなど、英国の EU 離脱条件は再び流動的な状況になりつつある。

企業景況感の悪化が設備投資に与える影響をみるために、ユーロ圏最大の経済大国であるドイツの Ifo 景気期待指数（製造業）と同国の実質資本財受注の伸びを比較すると、Ifo 景気期待指数は実質資本財受注の伸びに 3 ヶ月程度先行して動く傾向が窺える（図表 3-11）。輸出に強みを持つドイツでは、米中／米欧貿易摩擦の激化を背景に Ifo 景気期待指数は低下しており、年後半にかけて同国の実質資本財受注、ひいては設備投資の抑制要因となるとみられる。

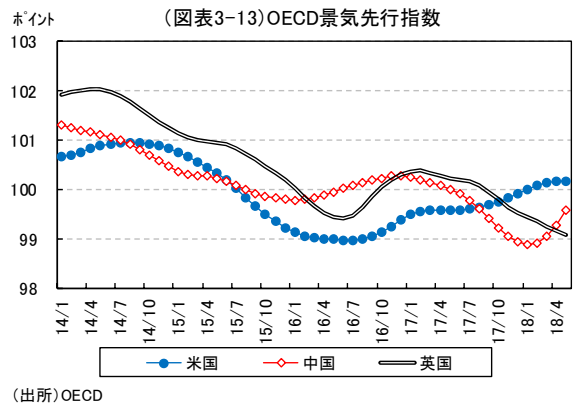
今後の固定投資は、ユーロ圏で個人消費の回復が続いていることに加え、ECB による緩和的な金融政策の継続、世界景気の回復などが、引き続きユーロ圏の企業業績を下支えすることで、基本的には回復が続くとみる。ただ、米国は保護主義的な言動を徐々に先鋭化させており、イタリアや英国での政情不安と相俟って企業マインドを一定程度冷え込ませており、ユーロ圏固定投資の回復ペースは減速を余儀なくされるとみる。

（４）輸出は持ち直すと予想

輸出は、足元で減速の動きが見られる。5 月のユーロ圏外向け輸出額は前年比 ▲0.9% と、前月の同 +8.2% から減速した（図表 3-12）。国別では、ユーロ圏外 EU と米国向けがプラスに寄与したものの、中国向けを中心としたアジア向けの減速が全体の伸びを抑制した。足元では、米国が保護主義的な政策を漸次的に打ち出しており、特に米中間での報復関税の掛け合いは、世界の貿易量を縮小させ、ユーロ圏の輸出にも悪影響を及ぼすリスクがある。ただ、米国の保護主義



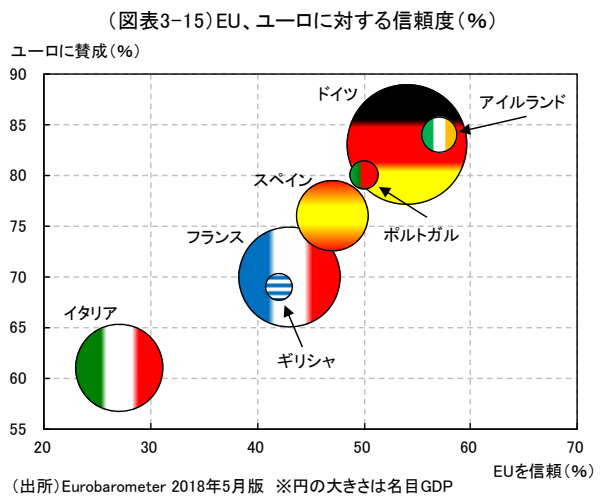
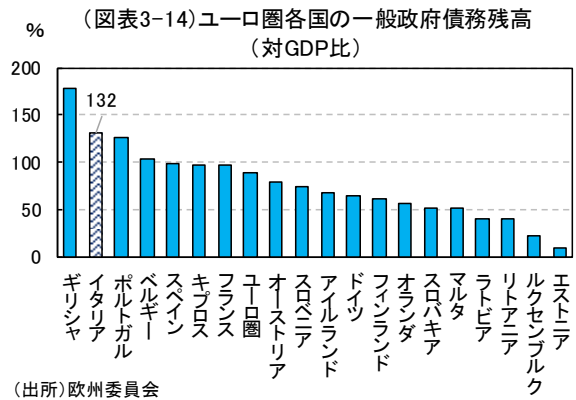
政策は、米国の消費者が直面する財の価格を引き上げる側面も持つことから、米中間で苛烈な報復関税の掛け合いに至るリスクは依然低いとみる。OECD 景気先行指数を見ると、米中景気は回復基調を維持しており、今後とも米中両国の景気回復を背景に、ユーロ圏の輸出は増加傾向が続くとみられる（図表 3-13）。特に、中国については7月下旬に財政・金融政策を緩和する方針を打ち出しており、これまで中国景気の主な減速要因であった地方政府によるインフラ開発投資についても、認可の面や資金調達面で規制が緩むとみられる。中国政府が掲げてきた金融リスクの抑制は先送りされることになるが、景気の観点からは中国は再度持ち直しに向かい、ユーロ圏からの輸出にも好影響を与えると予想する。



(5) イタリアの財政問題

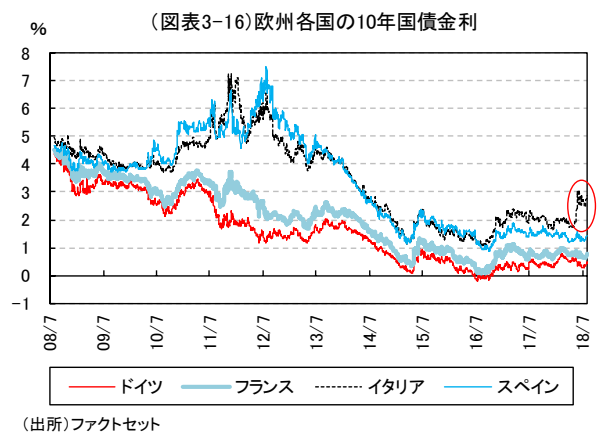
5月31日、イタリアのセルジオ・マッタレラ大統領は法学者ジュゼッペ・コンテ氏が提出した閣僚名簿を受任し、ポピュリズム政党「五つ星運動」と右派政党「同盟」の両党からなる連立政権が誕生した。昨年には独仏両国で選挙が行なわれ、反EUや反移民を謳う政党が大躍進するのではと懸念されていたが、蓋を開けてみれば両国ともにそのような事態は避けられた。イタリアについても、昨年10月に、ユーロ離脱の国民投票実施を公約に掲げる五つ星運動の政権獲得阻止を事実上の目的とした選挙法改正（ボーナス議席の廃止）が行なわれた。3月のイタリア総選挙の結果、五つ星運動は単独過半数に届かず、当初は五つ星運動以外の連立による組閣が予想されたが、最終的には五つ星運動が同盟と連立を結び、組閣するに至った。

今後は、イタリアが10月にEU（欧州委員会）に提出する2019年予算案に注目が集まる。政府債務残高を対GDP比で60%以下、財政赤字を同3%以内に抑えるという成長安定協定を掲げているEUは、政府債務残高がギリシャに次いで高いイタリアに、財政健全化を強く迫っている（図表3-14）。一方、五つ星運動と同盟はベーシック・インカム（最低所得保証）導入や減税をそれぞれ公約に掲げるなど、バラマキ色の強い政策を打ち出しており、イタリアの財政運営を巡り、イタリア政府とEUが対立するリスクが高まっている。イタリアはギリシャを筆頭に財政不安が台頭した国々と同様、財政健全化や構造改革に取り組んでいたものの、国民の間では「緊縮疲れ」が広がっていたほか、2015年以降の移民・難民問題が、特に地中海経由の移民が増加していたイタリアにとり、EUに対する不満を高める契機となっていた。欧州市民約2万人を対象とする半年毎の世論調査では、イタリア国民のEUやユーロに対する信頼度はユーロ圏中最低となっている（図表3-15）。



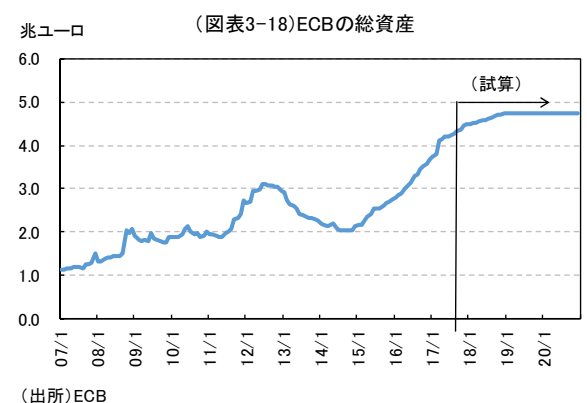
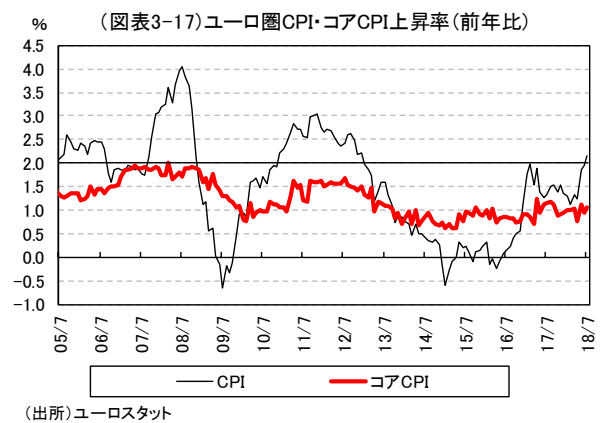
それでも、イタリア国民の6割はユーロに賛成していることから、今後10月にかけてイタリアとEUとの間で対立が高まっても、イタリアがユーロ離脱を選択する可能性は極小とみられる。ただ、反EU感情が高いだけに、「財政健全化のスピードを遅らせる」程度であれば、イタリア政府が国民の反EU感情を後ろ盾に強硬に主張する可能性はあるとみる。それをEUがどの程度許容するかが注目点となる。2015年には、ギリシャのシリザ政権がEU・IMF・ECBからの金融支援の条件である歳出削減策の是非を国民投票にかけた結果、「受け入れ拒否」が採択され、ギリシャのデフォルト観測が急速に高まる事態があった（当時のギリシャ国民のユーロに賛成している割合は69%、EUを信頼している割合は25%であった）。シリザ政権は瀬戸際外交を行ない金融支援の条件緩和を債権団に迫ったものの、EU側がドイツを中心に譲歩しなかったため、結局ギリシャは全面的に歳出削減策を受け入れた。

五つ星運動と同盟の連立以降、イタリアの国債利回りは上昇しており、市場ではイタリア財政を巡りEUとの対立が激化するリスクを早くも懸念する向きがある（図表3-16）。イタリアの国債発行残高や経済規模を踏まえれば、イタリアのデフォルトやユーロ離脱による経済的・政治的インパクトはギリシャの比ではないが、ポピュリズム政党は、大衆迎合的な政策を掲げることで、国際政治のなかで良くも悪くも注目を浴びることが自身の存在意義になっているだけに、現政権が「イタリアのためにEUと対決する」というパフォーマンスに走るリスクは一定程度存在するとみる。



(6) ECBは金融緩和をきわめて緩やかに解除

7月のユーロ圏総合CPIは前年比+2.1%と、ECBの中期的なインフレ目標である2%前後に達しているものの、食料・エネルギー・タバコを除いたコアCPIは同+1.1%と、加速感に乏しい状態が続いている（図表3-17）。総合CPIの伸びの背景にはエネルギー価格の上昇があるとみられ、ユーロ圏の物価トレンドが上向いたわけではない。6月14日開催のECB理事会では、2018年末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。政策金利については、「少なくとも2019年夏中は現行の水準を保つ」とのガイダンスが出された。ただ、再投資政策の継続期間は未決定であり、4.7兆ユーロに達するECBの資産は当面維持されることを踏まえれば、ストック効果による金融緩和効果は当面継続しよう（図表3-18）。米国FRB（連邦準備制度理事会）が再投資政策の変更におよそ3年程度要したことを踏まえると、ECBによる再投資政策の変更は2021年になると予想される。ECBは2019年9月に利上げを行ない、その後も年1回程度の緩やかな利上げ路線をたどると予想する。（担当：久保）



(7) EU離脱協議が難航する英国

英国の4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.4%と、1-3月期の同+0.2%から回復した。背景には、世界的な景気の回復に加え、1-3月期の悪天候の反動という一時的要因もあるとみられる。

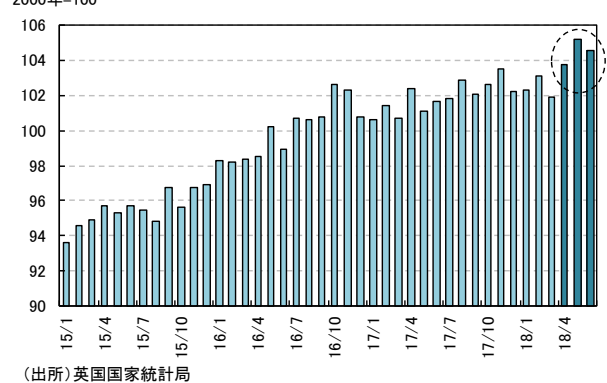
個人消費は回復している。4-6月の実質小売売上高は平均で前月比+0.9%と、1-3月平均の同▲0.1%から急回復した(図表3-19)。背景として、2-3月にかけて到来した寒波の悪影響が剥落したとみられるほか、5月のロイヤルウェディングや6月のサッカーワールドカップなども消費増加に寄与した模様である。

今後については、労働需給のひっ迫により雇用者数の増加と賃金の上昇が続くことが、消費を下支えするとみる(図表3-20)。ただ、上述した消費の一時的な嵩上げ効果は今後剥落するとみられるほか、足元では英国のEU離脱(Brexit)方式を巡り先行き不透明感が高まっている。これらが消費マインドの重石となると予想されることから、消費の回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

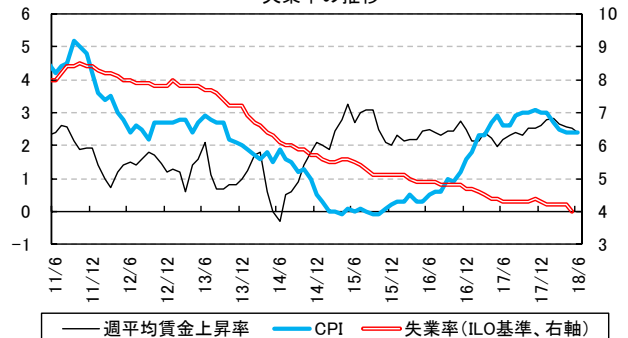
輸出は減速している。特に、中国向けや米国向けについては、前年比マイナスでの推移となっている(図表3-21)。背景には、ユーロ離脱決定後に続いていたポンド安が一巡し、通貨安による輸出競争力の改善効果が剥落したことがあるとみられる。ただ、欧州委員会が輸出企業の受注残を調査した「輸出受注指数」が再度向上するなど、英国の輸出受注には底堅さも感じられる(図表3-22)。世界景気は、米国を中心に回復が続くと見込まれることから、輸出は今後徐々に持ち直しに向かうと予想する。

7月12日、英政府はEU離脱方針をまとめた白書を公表した。最大の特徴として、「財の自由貿易圏の創出」を提案していることが挙げられる。これは、英国とEUの関係が、財の原産地証明や通関など、煩雑な諸手続きを求められるFTA(自由貿易協定)に「格下げ」されることに対し、IT技術を駆使した手続きの簡素化により、「あたかも同じ関税同盟内にいるような」状況を作り出すというものである。あとは税率を英-EU間でゼロにしてしまえば、少なくとも現在のサプライチェーンに悪影響は及ばないとメイ政権は踏んだとみられる。なお、金融サービスはEUが英国の規則をEUと同等と認めた場合のみ市場アクセスを容認する「同等性評価」を提案している。その場合、EU内での英国系

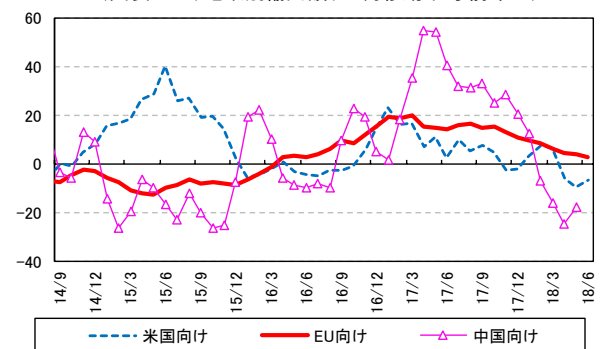
(図表3-19)実質小売売上高の推移



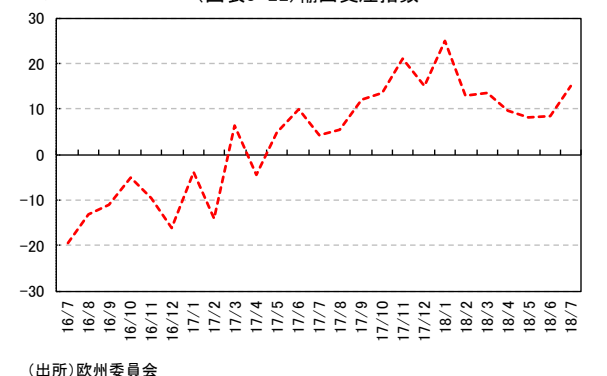
(図表3-20)英国の消費者物価と賃金の伸び率(前年比)、失業率の推移



(図表3-21)地域別輸出額(3ヵ月移動平均 前年比)



(図表3-22)輸出受注指数

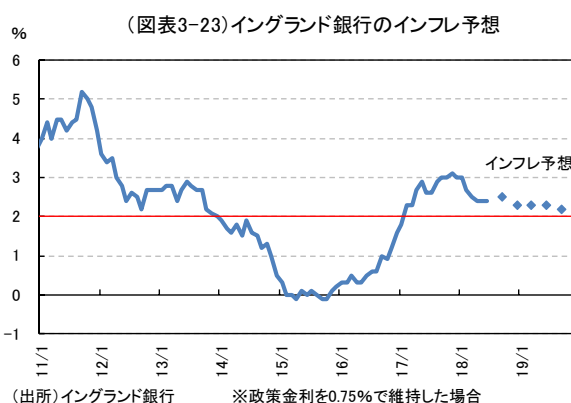


金融機関の許認可はEU政府に一任されることになり、いわばEU側に主導権を握られる状態になる。強硬離脱派であるデービス離脱相とジョンソン外相は、EUへの安易な妥協であるとして、白書公開に先立ち相次いで辞任した。

ただ、英国が提案した「財の自由貿易圏」構想は、7月26日に、EU側のバルニエ首席交渉官からアイルランドと北アイルランドの国境管理を厳格に管理できない、という理由などで拒否された。英国のEU離脱は2019年3月実施の予定であるが、英国・EU双方での立法作業を踏まえると、半年前の今年10月までには離脱後の関係について合意が必要との見方が一般的である。今回、英国側が提案した離脱白書がEUから拒否されたことにより、英国のEU離脱方法は流動的な状態になっている。しかも、メイ政権は強硬離脱派であった前述の2閣僚を失い、求心力も低下しており、存続が危うくなるリスクがある。8月3日、BOE（イングランド銀行）のカーニー総裁はBBCのインタビューで、「合意なき離脱の可能性は、現時点で不快なほどに高い」と述べた。

一方、穏健派のハント氏がジョンソン氏の後任に就いたことで、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。教条的な姿勢を堅持するEUとしても、経済的なデメリットを考えれば合意なき離脱は避けたい事態であるとみられる。離脱期日の2019年3月は、EU条約第50条（リスボン条約）に基づいて設定されているため、期日を動かすことが困難であると考えれば、最終的には英国がEUの主張を汲みとる形で、11月中には合意に至り、議会での承認作業を離脱までに急ピッチで行なうと予想する。ただ、このまま議論が期限まで平行線をたどり、合意なき離脱に突き進む可能性も一定程度みておく必要がある。このようなEU離脱方針の不透明感の高まりは、消費マインドや企業景況感を通じ、当面景気に対する下押し圧力をかけると予想する。

8月のBOE金融政策委員会（MPC）では、9対0の全会一致で政策金利を0.50%→0.75%へ引き上げることが決定した。景気回復はBOEの予想通りに進んでおり、目先2,3年（over the next few years）は緩やかなペースで利上げを行なうことが必要になるとみている、とのことである。BOEのインフレ予想では、現行（0.75%）の政策金利下ではインフレ率は2%を超えた状態が維持されるとみられていることから（図表3-23）、BOEは今後も年1回程度の緩やかな利上げを行なっていくと予想する。（担当：木下）



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

4－6月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.7%と、三四半期ぶりに減速した。固定資産投資は、内訳である製造業投資は上向いたものの、不動産開発投資の伸びが頭打ちとなり、かつインフラ開発投資の減速が続いたことで、全体としては伸び幅の縮小が続いた。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。今後の中国景気は、中央政府が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、固定資産投資はインフラ開発投資を牽引役に再加速するとみる。個人消費は底堅い推移が続くと予想する。足元では米中間の貿易摩擦が激化しているものの、トランプ大統領の中間選挙に向けたパフォーマンスの面もあるとみられ、本格的な報復関税の応酬による「貿易戦争」には至らず、輸出は世界景気の回復を背景に改善基調が続くとみる。

(1) 三四半期ぶりの減速

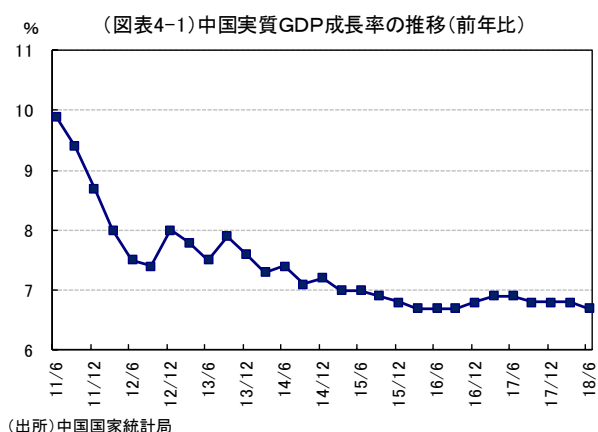
中国の2018年4－6月期の実質GDP成長率は前年比+6.7%と、三四半期ぶりに前期から減速した(図表4-1)。固定資産投資は、製造業投資が上向いたものの、不動産開発投資の伸びが頭打ちとなり、インフラ開発投資の減速が続いたことで、全体として伸び幅が縮小した。個人消費は都市人口比率の上昇などを背景に底堅く推移し、輸出は米国向けを中心に回復が続いた。

足元では、米中間の貿易摩擦が激化している。3月1日の鉄鋼・アルミニウム関税引き上げを皮切り

に、米国は事実上中国をねらい撃ちにする形で関税障壁を拡大している。5月19日に中国は対米輸入を拡大する方向で合意したが、6月15日には米国が500億ドル相当の中国製

品に対し25%の追加関税を課すと発表した。さらに7月11日には、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。2017年の米国の対中輸入額が約5,000億ドル、中国の対米輸入額が約1,300億ドル(いずれも米センサス局より)であることを踏まえると、課税ベースの拡大という点では、中国は米国に追従できない規模にまで摩擦はエスカレートしている。ただ、こうした対中関税の引き上げは、米政権による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ため、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。中央政府が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、固定資産投資全体の伸びは緩やかなものにとどまろう。個人消費は底堅い推移が続く、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)。



(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比、%)

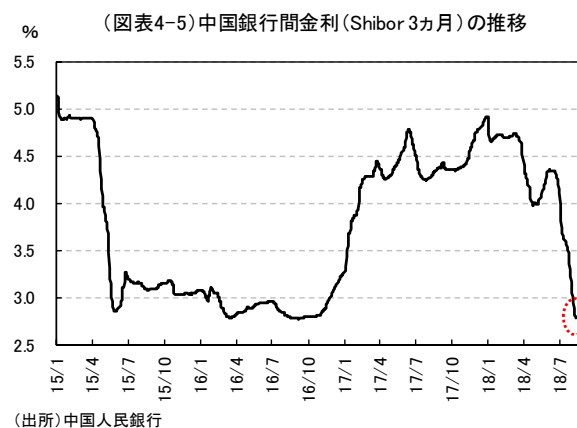
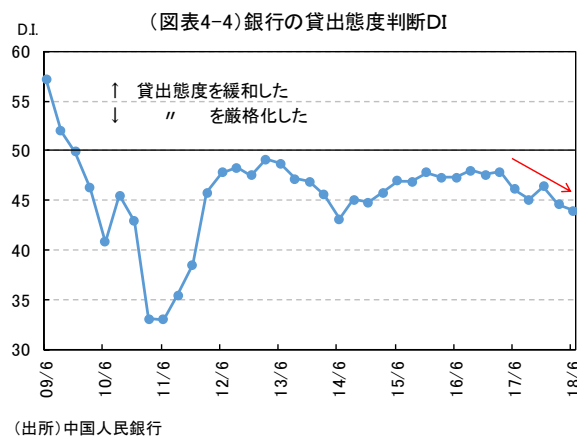
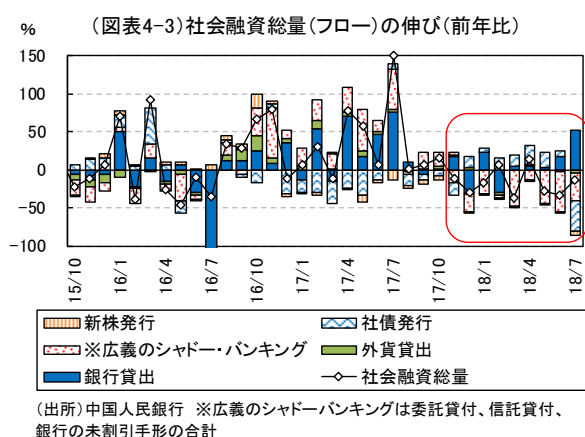
	2017年 (実績)	2018年 (予測)	2019年 (予測)
実質GDP成長率	6.9	6.6	6.4

(2) リスク含みの金融緩和

7月23日、李克強首相は国務院（日本の内閣に相当）の常務会議において、「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。声明文中では金融政策の運営は「穏健中立」から「穏健」へ変更され、引き締めめのトーンが薄められたことが窺える。昨年の共産党大会以降、中国政府は地方政府や国有企業の過剰債務削減（≒金融リスク抑制）の姿勢を強化し、①シャドー・バンキングを通じた融資の規制、②金利の高め誘導など、金融環境を引き締め気味に運営してきた。ただ、米国との貿易摩擦で景気の先行き不透明感が高まっていることに対し、中国当局は政策運営の軌道修正を図った形である。

政府がシャドー・バンキングを通じた融資を規制した影響は、一国全体の資金調達規模を現す「社会融資総量」のうち、広義のシャドー・バンキング・システムとされる融資が減少していたことから確認できる（図表4-3）。こうした融資の伸び鈍化、ないし減少は、主に地方政府の資金調達環境の悪化を通じ、インフラ開発投資の足枷になっていた。加えて、金融リスク抑制に向けた党の方針が、市中銀行の貸出態度を厳格化させていた可能性がある。中国人民銀行が四半期毎に行なっている貸出態度調査では、市中銀行が貸出態度を徐々に厳格化させている様子が窺える（図表4-4）。貸出態度の厳格化は、金融リスク抑制の観点からは当然の行動であるものの、リスクと同時に成長の芽も摘むおそれもある。そのため、中国人民銀行は2018年に入り、「中小企業支援」や「流動性供給」などの名目で預金準備率を1月、4月、7月に引き下げている。また、中長期のオペも増額するなど、中国人民銀行は流動性供給を増加させており、昨年10月の党大会以降高めに誘導していた銀行間金利は、大きく低下している（図表4-5）。

ただ、こうした金融緩和策は、不採算なプロジェクトへの融資やゾンビ企業（キョンシー企業）の延命など、将来的な金融リスクの増加につながるおそれがある。前述の声明文には、「政府はゾンビ企業の排除を決然と遂行し、非合法的金融機関の活動を断絶する」との文言が盛り込まれているが、そうした副作用が出ることを想定してのこととみられる。また、短期的な観点からは、金融緩和が元安圧力を高めるリスクが懸念される。足元の人民元は、米国との貿易摩擦激化の懸念から対ドルで急落しており、こうした状況下で金融緩和を行なえば、金融政策正常化を進めている米国との金利差縮小（米国金利上昇、中国金利低下）を通じ、元安の動きに拍車をかける可能性がある。2015～16年にかけて、



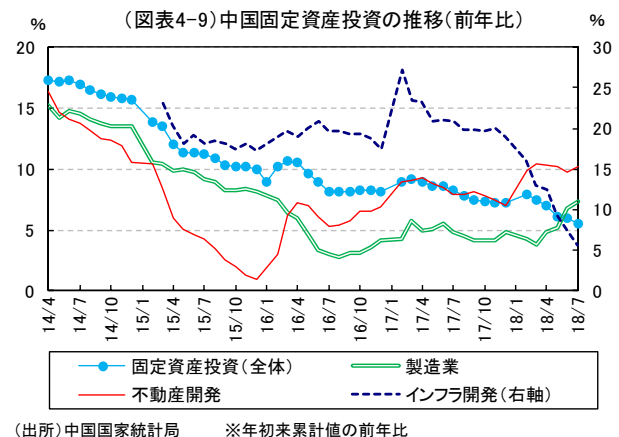
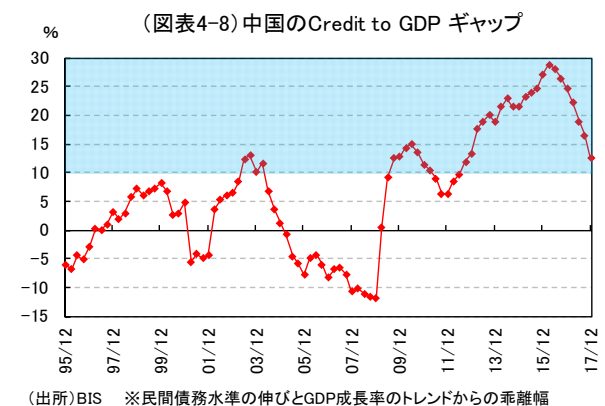
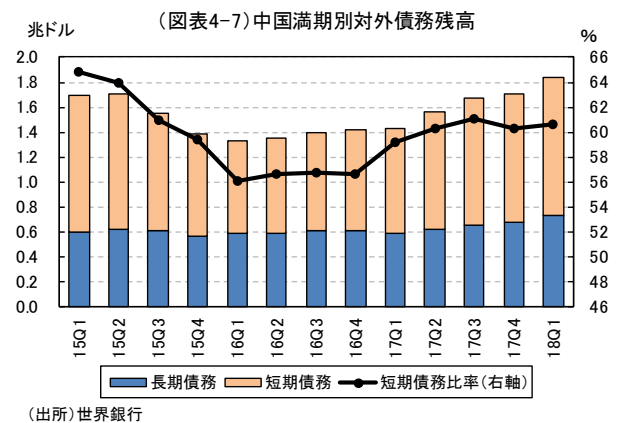
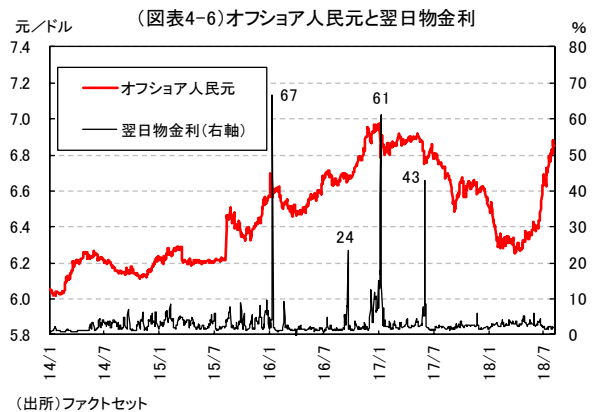
急激な元安（および元の先安観）が中国からの資本逃避につながり、国際金融市場を不安定化させた経緯がある。当時、中国当局は度重なる元高介入（短期金利急騰によるショート・スクイズ）を行なった結果（図表4-6）、2014年半ばには約4兆ドルあった外貨準備高は約3兆ドルまで減少した。足元の人民元は1ドル＝6.8元を超えて下落しており、過去の傾向からはいつ介入が行なわれても不思議ではないが、元高介入をすること自体が「現状の元安水準は耐えられない」と当局が自白をするに等しく、むしろ投機筋を呼び寄せるリスクがあるだけに、中国も簡単には動けないとみられる。また、中国の対外債務を満期別に見た場合、満期が1年未満の「足が速い資金」の割合が多いことにも注意を要する。2015年半ばから2016年初にかけて人民元が大きく下落した際には、その背後で短期資金が中国から流出していた（図表4-7）。その後、中国の対外債務は再び短期債務を中心に増加しており、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燐る。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（図表4-8）。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。

（3）固定資産投資はインフラ開発投資が再加速

1-7月累計の固定資産投資は前年比+5.5%と、1-3月累計の同+7.5%から鈍化した（図表4-9）。製造業投資が同+3.8%→+7.3%と伸び幅が拡大したものの、インフラ開発投資は同+13.0%→+5.7%、不動産開発投資は同+10.4%→+10.2%と減速したことが、全体の伸び鈍化につながった。

インフラ開発投資は、地方政府が行なっていた景気対策の反動減が続いていることや、上述した中国政府による金融リスク抑制に向けた諸施策が



抑制要因となっている。ただ、今後は政府によるインフラ開発投資の緩和策を受け、伸び幅は拡大に向かうと予想する。国務院は7月23日の常務会議で、地方政府に対して1.35兆元（約20兆円）の特別地方債の発行を認めており、こうした資金がインフラ開発投資を下支えすることが期待される。製造業投資は、これまで堅調であった自動車製造業での設備投資が、2017年末に小型車減税が完全終了したことに伴い減速している一方で、中国政府による「中国製造2025」に関連したハイテク関連での設備投資が全体を下支えするとみる。不動産開発投資は、今後とも政府による住宅供給策を背景に、前年比+10%程度の伸びを維持するとみる。

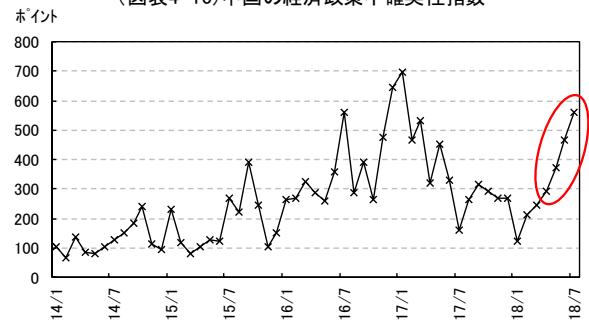
ただ、中国人投資家の間では、米中貿易摩擦の激化を背景に、経済政策に対する不透明感が高まっている（図表4-10）。トランプ政権という大きな不確定要素が存在する以上、2008年に打ち出された「4兆元の景気対策」のように、公共投資を呼び水に大量の民間投資が惹起される、という状況が再現されるとは考えにくい。民間部門での先行き不透明感の高まりを背景に、固定資産投資の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

（4）個人消費は底堅く推移すると予想

7月の実質小売売上高は前年比+6.5%の増加となったものの、同指標は長い目で見ると、伸び幅は緩やかな縮小傾向が続いている（図表4-11）。中国では、農村から都市へ移住し（都市人口比率が上昇し）、家計の所得が増加し、消費増に結び付く、というシステムが足元に至るまで機能している。中国の都市人口比率は依然上昇を続けているものの、その増加率は2002年をピークに徐々に低下している（図表4-12）。加えて、中国においては老齢年金や公的医療保障など、社会保障制度が未整備である点も、家計の貯蓄性向を高める一因となっている。中国の貯蓄率は2017年時点で45.8%と、韓国の36%、台湾の32%、日本の27%、ドイツの27%、米国の17%など、近隣諸国や先進国と比べて高い。

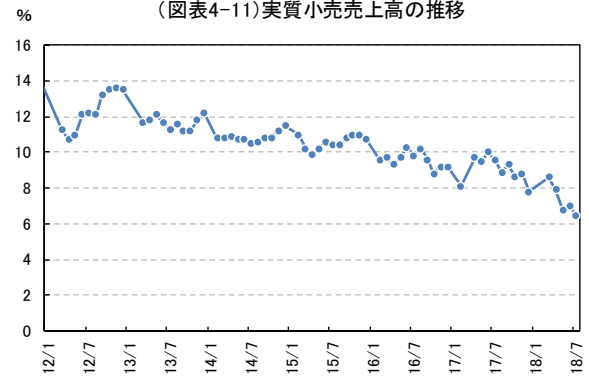
今後の中国の個人消費は、今後も当面の間は農村から都市への移住が進むことで家計の所得が増加し、消費が増加するというプロセスが継続するとみる。加えて、地方政府によるインフラ開発投資の再開なども、労働需要の高まりに通じ、家計の所得にプラスに働こう。ただ、長い目で見た場合には、都市人口比率の伸びが鈍ることにより、個人消費は緩やかな減速へ向かうと予想する。

（図表4-10）中国の経済政策不確実性指数



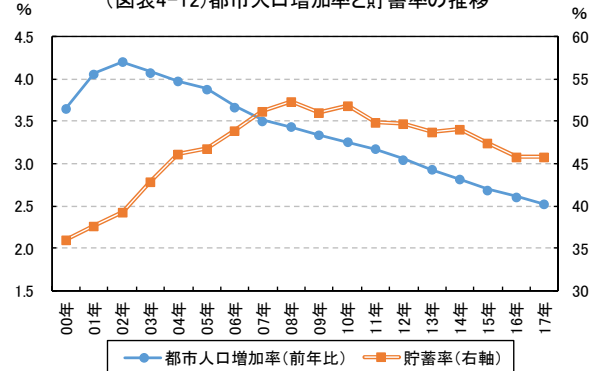
（出所）Economic Policy Uncertainty ※中国の主要新聞における経済政策の不確実性に関する報道件数や、エコノミストの経済・物価見通しのばらつきなどに基づき、人々が感じる不確実性の度合いを定量的に測定した指標。米シカゴ大学とスタンフォード大学が共同開発したもの。

（図表4-11）実質小売売上高の推移



（出所）中国国家統計局

（図表4-12）都市人口増加率と貯蓄率の推移



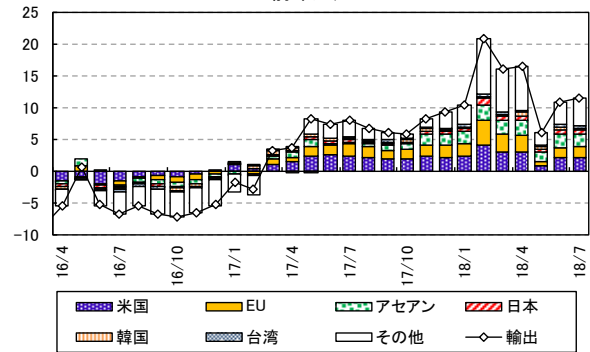
（出所）世界銀行、IMF

(5) 輸出は貿易摩擦を生むも回復継続を予想

7月の輸出額（米ドル建）は前年比+12.2%、5-7月平均で見ても同+11.5%と、高い伸びが続いている（図表4-13）。相手国・地域別では、米国向け、EU向け、アセアン向け輸出が堅調に推移している。足元では、米中間で相互に関税を引き上げるなど、貿易摩擦は激化しつつあるものの、現在のところ、輸出の減少など目立った影響は確認されない。ただ、先行きについては不透明感が漂いつつある。国家統計局調査の製造業PMIのうち、新規輸出受注PMIは7月は49.8と、前月から引き続き50を下回った（図表4-14）。米国は鉄鋼・アルミニウム関税引き上げに加え、7月には中国からの340億ドル相当の品目に追加関税を課している。そうした関税による悪影響が、今後は徐々に現れてくるとみられる。

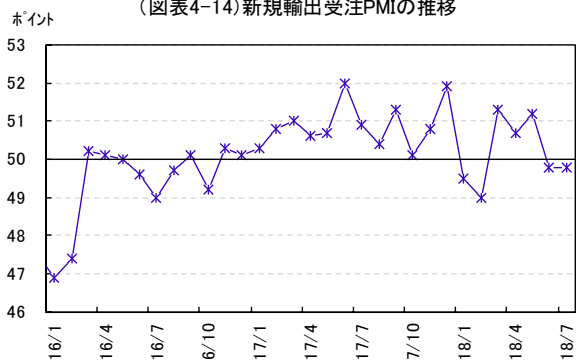
8月1日、米国のトランプ大統領は2,000億ドル相当の中国製品に課す関税について、税率を当初発表の10%から25%に引き上げることを検討していると明らかにした。市場ではやや唐突感をもって迎えられた提案だが、背景には、対ドルで人民元安が進んでおり、関税引き上げで狙っていた中国の輸出競争力低下が無効化される、と米国側が懸念を抱いた可能性が考えられる。現在のところ、人民元は国際金融市場を混乱させることなく下落しており、2018年3月の1ドル=6.3元から約10%下落した1ドル=7.0元の目前に迫っている（図表4-15）。これでは米国が10%関税を引き上げても、中国がドル建ての輸出物価を10%引き下げれば、中国側の輸出競争力は変化しない。ただ、追加関税を25%に引き上げた場合、相殺ラインはおよそ1ドル=7.8元と、2007年のレートにまで元が下落する必要がある。流石にここまで元安が進めば中国から資本流出が予想され、中国も米国に実のある譲歩をせざるを得ない、と踏んだのではないだろうか。結局のところ、税率引き上げの真意は不明であるが、11月の中間選挙を控え、米国側が選挙民向けのアピールのために、対中国の態度を先鋭化させるリスクは高まっている。ただ、あまりにも苛烈な対中制裁は米国の企業や消費者が直面する物価を上げるだけでなく、金融市場を伝播して米国にも悪影響が及ぶ可能性がある。そのため、米国側の態度はある程度先鋭化はするものの、基本的には世界貿易の縮小などに至る事態は回避されるとみる。世界景気は米国を中心に堅調を維持しており、世界貿易の回復を背景に、中国の輸出も緩やかな増加が続くと予想する（担当：久保）

(図表4-13)輸出相手国別寄与度(3ヵ月移動平均、前年比)



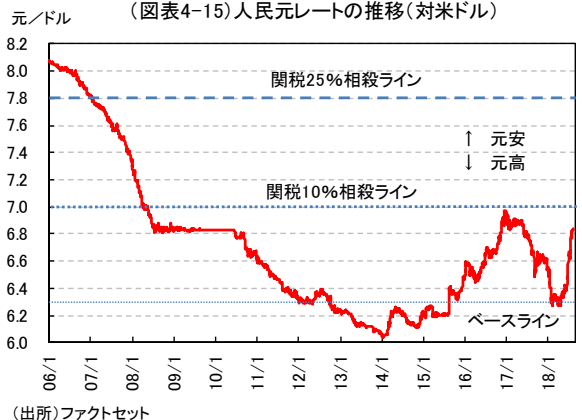
(出所) 中国海関総署

(図表4-14)新規輸出受注PMIの推移



(出所) 中国国家統計局

(図表4-15)人民元レートの推移(対米ドル)



(出所) ファクトセット

5. 韓国・台湾・豪州経済見通し

〈要 約〉

韓国は、個人消費が伸び悩むものの、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。台湾は、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。金融政策については、韓国・台湾ともに2019年に利上げを1回行なうと予想する。

豪州景気は、緩やかな賃金上昇を背景とする個人消費の回復や、公共投資・資源輸出の増加を受け、回復傾向が続くと予想する。RBA（豪州準備銀行）は2018年度中の政策金利をすえ置すが、堅調な雇用環境による物価上昇を受け、2019年以降年1回ペースで利上げを行なうと予想する。

（1）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。半導体需要の増加や、中国人旅行者の拡大により輸出は増加したものの、1-3月期に実施された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（図表5-2）。

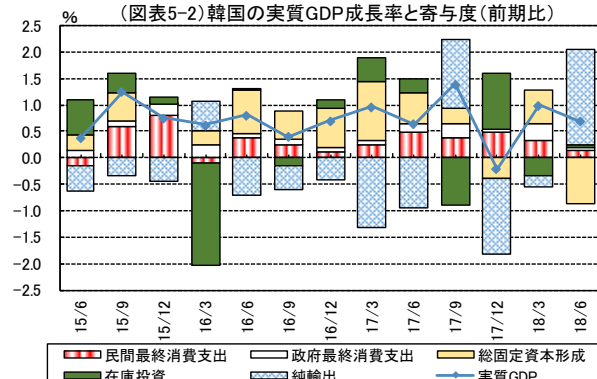
今後について、まず個人消費は、最低賃金の引き上げが下支え要因になるものの、引き続き高い家計債務残高や、勤労基準法の改正による労働時間の短縮が重石となり、伸び悩むと見込む。足元の輸出は伸びが鈍化しているが（図表5-3）、世界経済の回復に伴う半導体需要の拡大が2019年にかけても見込まれるため、今後も増加基調で推移すると予想する。ただ、最大の輸出相手国である中国向け輸出の7割程度を中間財が占めるが、これを使った最終財の一部は米国に輸出されているため、米中貿易摩擦激化が間接的に韓国の輸出下押しとなる可能性は残る。一方、政府が7月に、2018年末まで乗用車の消費税率を引き下げること（2018年末まで5%から3.5%）や、2018年の補正予算が年後半にも執行されることが景気の下支えになるとみており、韓国景気は緩やかな回復が続くと予想する。

6月のCPI・コアCPI（食料とエネルギーを除く）を見ると、CPIは前年比+1.5%、コアCPIは同+1.2%と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小した（図表5-4）。韓国中銀は2017年12月に、景気回復と米金利上昇を背景に政策金利を引き上げた。ただ、足元の米

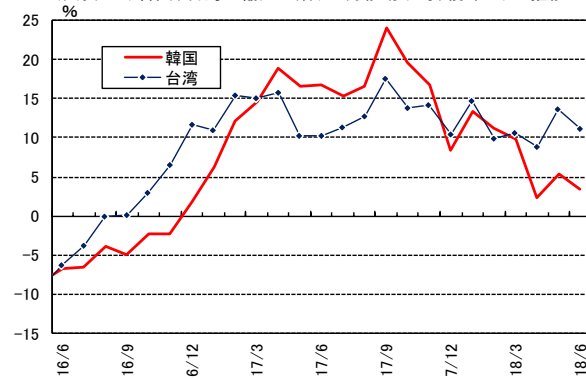
（図表5-1）韓国・台湾・豪州の実質GDP成長率予想
（前年比）（%）

	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

（図表5-2）韓国の実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（図表5-3）韓国、台湾の輸出金額（3ヵ月移動平均、前年比）の推移



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。ただ、米国の利上げに伴うウォン安の進行が、輸入物価の上昇に繋がる可能性が懸念されるため、2019年の早い段階で1回利上げを実施すると予想する。

(2) 台湾経済は回復傾向を維持する

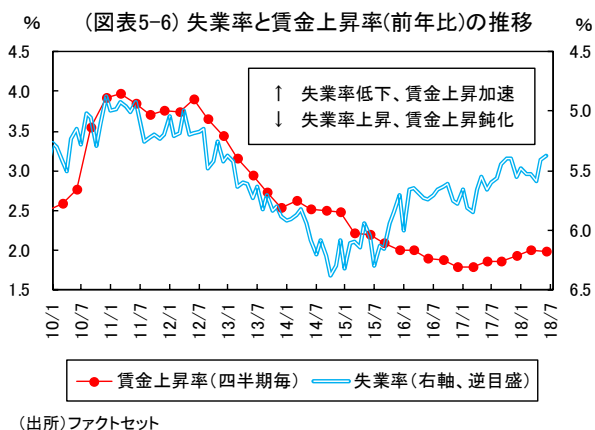
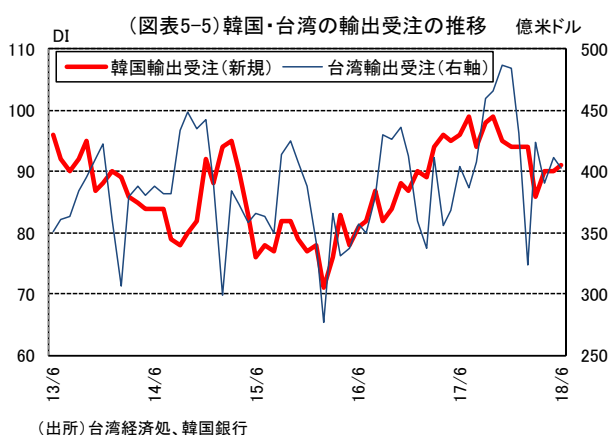
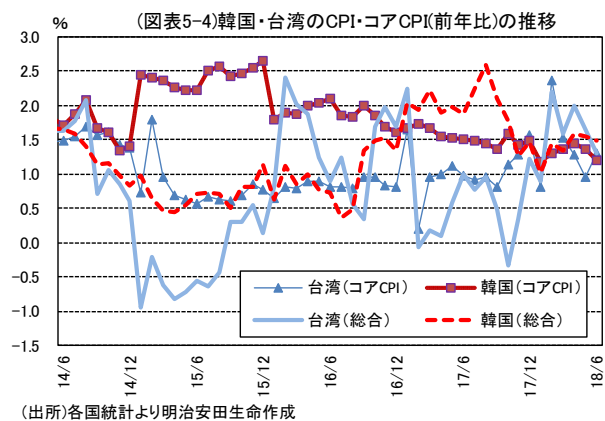
台湾の4-6月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前年比+3.3%と、1-3月期の同+3.0%から伸び幅が小幅拡大した。前期比年率ベースでも+3.1%と、11四半期連続でプラス成長となり、前期（同+0.8%）から伸び幅が拡大している。需要項目別の伸びが確認できる前年比ベースで見ると、資本形成が同▲2.4%と、1-3月期の同▲1.9%に続きマイナスとなったものの、賃金上昇を背景に民間消費が同+2.7%と堅調な推移を続けているほか、半導体需要拡大を背景に輸出も同+6.0%と、9四半期連続のプラスとなったことが全体を押し上げた。

輸出受注指数（季調値）を見ると、2016年以降、振れを伴いながらも均せば増加傾向での推移となっている（図表5-5）。2019年にかけても世界の半導体市場の拡大が見込まれるが、米国および中国・香港への輸出が5割程度を占めることから、米中貿易摩擦の影響で輸出は当面伸びが鈍化する可能性が高いとみる。ただ、3月に施行された労働基準法再改正による雇用環境の改善に加え、最低賃金の引き上げによる個人消費の拡大が引き続き期待でき、台湾景気は回復傾向を維持すると予想する。

6月のCPI・コアCPI（生鮮食品やエネルギーを除く）を見ると、CPIは前年比+1.3%、コアCPIは前年比+1.4%と、2018年以降、CPI・コアCPIともに春節による振れを伴いながらも均せば前年比+1.5%前後の推移となっている（前掲図表5-4）。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懸念リスクも残るため、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。（担当：西山）

(3) 豪州景気は緩やかな回復が続くと予想

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、6四半期連続のプラスとなった。個人消費（同+1.0%→+0.3%）が減速したものの、輸出（同▲1.5%→+2.4%）や設備投資（同▲2.1%→+1.3%）がプラスに転換し、成長率を押し上げた。今後は、緩和的な金融環境が下支え要因となるほか、インフラ開発投資や資源輸出の増加に支えられ、景気は緩やかな回復が続くと予想する。

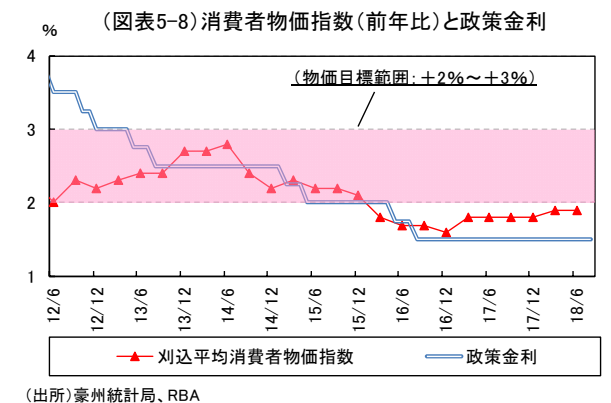
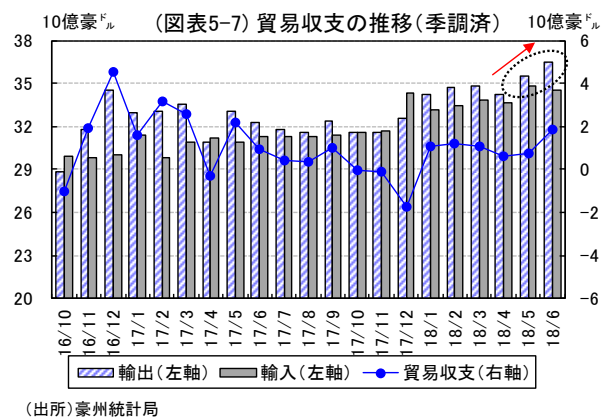


個人消費は、移民流入等による人口の増加や、労働需給の改善を背景に回復傾向が続くとみる。6月の雇用者数が4ヵ月連続で増加したほか、失業率が5.4%と低下傾向が続いており、RBA（豪州準備銀行）が推計している自然失業率の約5.0%に近づきつつある（図表5-6）。労働需給の改善に伴い、賃金の伸びも緩やかながら高まりつつあり、個人消費の下支え要因となろう。6月には、今後10年間で1,400億豪ドル規模の所得税減税法案が可決された。減税は3段階にわたって行なわれる。2018年度中の実施範囲は限定的であることから即効性は薄いだが、19年以降の個人消費の伸びに寄与するだろう。

公共投資は今後も増加基調が続く見込みである。連邦政府が5月に発表した予算案では、積極的なインフラ開発計画の継続が示された。2017年5月に決定された、10年総額で750億豪ドルに及ぶ大規模な財政支出により、資源依存の経済状況からの切り替えをめざすとしており、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（図表5-7）。足元では、4月こそ落ち込みを見せたものの、5、6月の輸出はそれぞれ前月比+3.7%、+2.6%と高い伸びを示した。最大の輸出先である中国（シェア3割強）では、2018年下半期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。今後も世界景気の回復が見込まれることから、LNG等の鉱物資源を中心に、輸出は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月期の対前平均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（図表5-8）。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：木下）



6. 原油相場見通し

WTI（ウエスト・テキサス・インターメディアエート）原油価格は、2017年10月の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）以降、基本的には上昇傾向で推移してきた。2018年5月ごろから後述の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68ドル/バレル前後で推移している（図表6-1）。

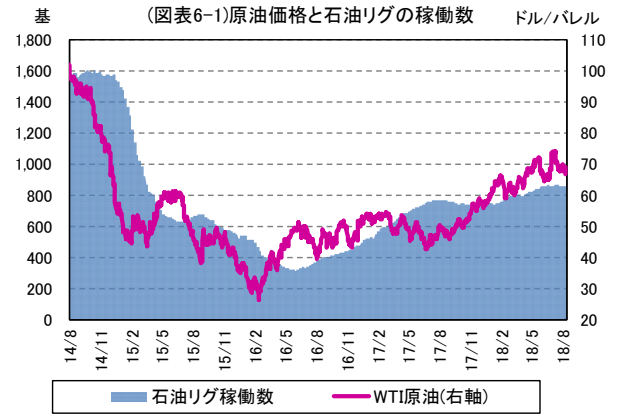
まず、今後の石油需要見通しについては、EIA、国際エネルギー機関（IEA）、OPECのいずれの予測でも、堅調な経済成長を続けることが予想される中国、インド、米国を中心に、需要拡大が続くと見込まれている（図表6-2）。

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、6月のOPEC総会にて減産順守率を100%に戻すという協調減産緩和が決定された。

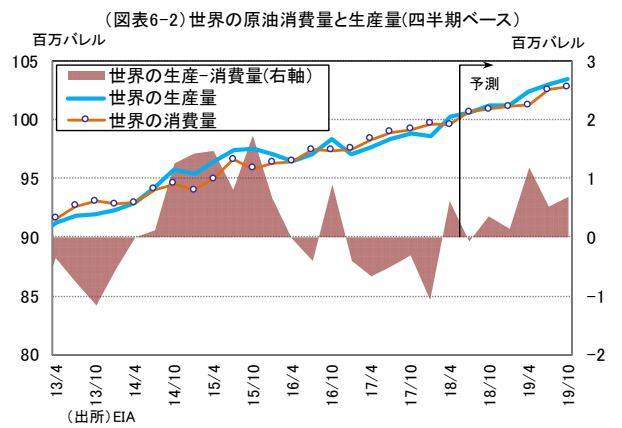
7月以降、増産余力の大きいサウジアラビアを中心にOPECと非OPEC主要産油国は増産に転じているとみられる。OPECの8月の月報からも、減産順守率は100%を大きく超えている一方で、節目の1,000万バレルを突破したサウジアラビアの増産傾向が見て取れ、今後も全体の減産分をカバーする増産が続くとみる（図表6-3）。

米国のシェールオイルの生産動向を見ると、足元でリグ稼働数の増加ペースはやや鈍化しているものの（前掲図表6-1）、生産技術の向上により、既存の油井の産油効率が高まっていることで、増産ペースは加速している。技術開発やコスト削減により、米シェールオイル企業の採算ラインは徐々に下がっており、引き続き投資が促されるとみられている。

米エネルギー情報局（EIA）の7月の掘削レポートによれば、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（Drilled but Uncompleted : DUC）」、「掘削段階にあたるリグ稼働数：Drilled」が、いずれも昨年初から増加傾向で推移している（図表6-4）。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7月の「Short-Term Energy Outlook」を見ると、世界原油需給は、2018年4月以降、基本的に供給超過状態で



(出所) ファクトセット、Baker Hughes



(図表6-3)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	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、

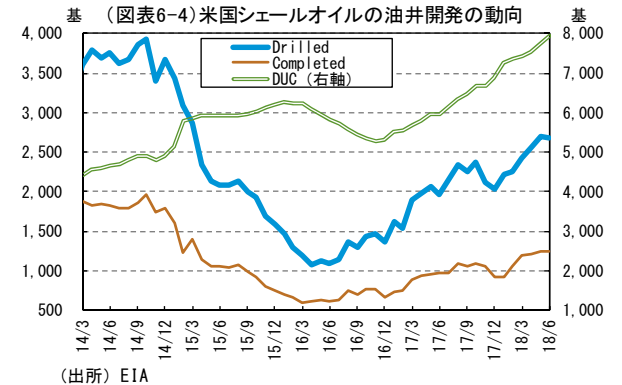
2016年10月生産量(OPEC月報、外部機関による調査数値)を記載

*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



推移するとみられている(前掲図表6-2)。

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るとみられる。イランのロウハニ大統領によるホルムズ海峡封鎖をほのめかす発言、イエメンのフーシ派によるサウジアラビアのタンカーへの攻撃、政情不安により原油輸出が一時停止したリビア等、中東情勢は不安定であり、今後の展開によっては、供給懸念の再燃に伴い原油価格は上下に振れる可能性があるものの、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)

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。