

明治安田生命  
2018-2020年度経済見通しについて  
～ 景気回復基調は維持するもモメンタムには陰り ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2018年7-9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2018-2020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 1.0% 2019年度 0.8% 2020年度 0.7%  
 名目GDP成長率： 2018年度 0.9% 2019年度 1.7% 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逡減することで、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。

#### 〈主要計数表〉

	2017年度 実績	2018年度		2019年度		2020年度
			前回		前回	
実質成長率	1.6%	1.0%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%
成長率寄与度						
・内需	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%
・外需	0.4%	▲0.1%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.0%
名目成長率	1.7%	0.9%	1.3%	1.7%	1.8%	1.2%

※前回は2018年8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									
	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2017年度		2018年度				2019年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	0.2%	▲ 0.3%	0.8%	▲ 0.3%	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	▲ 0.6%	▲ 0.1%
前期比年率	1.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	0.8%	▲ 1.1%	3.0%	▲ 1.2%	<b>2.2%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.8%</b>	▲ 2.4%	▲ 0.4%
前年同期比	1.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	1.9%	1.1%	1.4%	0.3%	<b>0.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.1%</b>
民間最終消費支出	0.8%	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>	0.3%	▲ 0.2%	0.7%	▲ 0.1%	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.2%</b>	▲ 1.6%	▲ 0.0%
民間住宅投資	▲ 0.3%	▲ <b>4.8%</b>	<b>1.4%</b>	▲ <b>1.3%</b>	▲ 3.2%	▲ 2.1%	▲ 1.9%	0.6%	<b>0.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.7%</b>	▲ 1.6%	▲ 0.9%
民間設備投資	3.1%	<b>4.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.7%</b>	0.7%	0.7%	3.1%	▲ 0.2%	<b>1.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	▲ 0.3%	<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>	0.0%	0.0%	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>	▲ 0.8%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	▲ 1.9%	<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>	2.1%	0.5%	0.3%	▲ 1.8%	<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>	3.1%	0.1%	1.0%	▲ 1.4%	<b>2.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.1%</b>	▲ 1.0%	<b>0.6%</b>
名目GDP	1.7%	<b>0.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.2%</b>	0.2%	▲ 0.5%	0.6%	▲ 0.3%	<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>	0.1%	0.5%	▲ 0.0%	▲ 0.3%	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>

(前期比寄与度)	→ 予測				→ 予測									
	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2017年度		2018年度				2019年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	0.2%	▲ 0.3%	0.8%	▲ 0.3%	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	▲ 0.6%	▲ 0.1%
民間最終消費支出	0.5%	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	0.1%	▲ 0.1%	0.4%	▲ 0.1%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.7%</b>	▲ 0.9%	▲ 0.0%
民間住宅投資	▲ 0.0%	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	▲ <b>0.0%</b>	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	▲ 0.0%	▲ 0.0%
民間設備投資	0.5%	<b>0.8%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	0.1%	0.1%	0.5%	▲ 0.0%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	▲ 0.0%	<b>0.1%</b>
政府最終消費支出	0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
公的固定資本形成	0.1%	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
在庫品増加	0.1%	<b>0.1%</b>	▲ <b>0.2%</b>	▲ <b>0.3%</b>	0.1%	▲ 0.2%	0.0%	▲ 0.1%	<b>0.2%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	▲ <b>0.2%</b>
純輸出	0.4%	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.0%</b>	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	▲ <b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	▲ <b>0.0%</b>
財貨・サービスの輸出	1.0%	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	0.4%	0.1%	0.1%	▲ 0.3%	<b>0.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
財貨・サービスの輸入	▲ 0.6%	▲ <b>0.5%</b>	▲ <b>0.5%</b>	▲ <b>0.4%</b>	▲ 0.5%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	0.2%	▲ <b>0.5%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.0%</b>	▲ <b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	▲ <b>0.1%</b>

(兆円、2011年暦年連鎖価格)	→ 予測				→ 予測									
	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2017年度		2018年度				2019年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	533.0	<b>538.2</b>	<b>542.8</b>	<b>546.6</b>	535.0	533.5	537.5	535.9	<b>538.8</b>	<b>540.6</b>	<b>542.9</b>	<b>545.1</b>	<b>541.8</b>	<b>541.3</b>
民間最終消費支出	299.6	<b>301.6</b>	<b>304.6</b>	<b>308.0</b>	299.7	299.0	301.0	300.7	<b>301.8</b>	<b>303.0</b>	<b>304.4</b>	<b>308.1</b>	<b>303.1</b>	<b>303.0</b>
民間住宅投資	16.1	<b>15.3</b>	<b>15.5</b>	<b>15.3</b>	15.8	15.5	15.2	15.3	<b>15.3</b>	<b>15.4</b>	<b>15.6</b>	<b>15.7</b>	<b>15.5</b>	<b>15.3</b>
民間設備投資	85.2	<b>89.4</b>	<b>91.2</b>	<b>92.8</b>	85.6	86.3	88.9	88.7	<b>89.6</b>	<b>90.1</b>	<b>90.7</b>	<b>91.4</b>	<b>91.1</b>	<b>91.6</b>
政府最終消費支出	106.5	<b>107.0</b>	<b>107.6</b>	<b>108.1</b>	106.6	106.6	106.8	107.0	<b>107.0</b>	<b>107.2</b>	<b>107.3</b>	<b>107.5</b>	<b>107.8</b>	<b>107.9</b>
公的固定資本形成	26.3	<b>25.9</b>	<b>26.5</b>	<b>26.7</b>	26.1	26.0	25.9	25.4	<b>25.9</b>	<b>26.2</b>	<b>26.3</b>	<b>26.5</b>	<b>26.6</b>	<b>26.7</b>
在庫品増加	0.3	<b>0.7</b>	▲ <b>0.2</b>	▲ <b>1.7</b>	1.6	0.3	0.5	0.1	<b>1.4</b>	<b>0.9</b>	<b>0.5</b>	▲ <b>0.3</b>	<b>0.1</b>	▲ <b>0.9</b>
純輸出	▲ 1.4	▲ <b>2.0</b>	▲ <b>2.6</b>	▲ <b>2.7</b>	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 1.5	▲ 1.8	▲ <b>2.3</b>	▲ <b>2.3</b>	▲ <b>1.9</b>	▲ <b>3.9</b>	▲ <b>2.2</b>	▲ <b>2.3</b>
財貨・サービスの輸出	91.3	<b>93.4</b>	<b>95.7</b>	<b>97.7</b>	92.8	93.2	93.6	91.8	<b>93.9</b>	<b>94.5</b>	<b>95.2</b>	<b>95.3</b>	<b>95.9</b>	<b>96.4</b>
財貨・サービスの輸入	92.8	<b>95.4</b>	<b>98.3</b>	<b>100.4</b>	93.9	94.0	95.0	93.7	<b>96.1</b>	<b>96.8</b>	<b>97.1</b>	<b>99.1</b>	<b>98.1</b>	<b>98.7</b>

## 2. 主要指標予測

	← 予測				→ 予測									
	2017年度	2018年度	2019年度	2020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)	4.1%	<b>0.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.8%</b>	4.6%	2.4%	1.9%	▲ 0.2%	▲ <b>0.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.1%</b>	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.7%	<b>0.9%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.5%</b>	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.8%</b>
除く消費増税(前年比)	0.7%	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.0%</b>	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>
国内企業物価指数(前年比)	2.7%	<b>2.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.8%</b>	3.3%	2.4%	2.5%	3.0%	<b>2.4%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.4%</b>
貿易収支(季調値、兆円)	2.4	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>	<b>0.7</b>	0.8	0.3	0.2	▲ 0.5	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	▲ <b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>
経常収支(季調値、兆円)	21.8	<b>18.9</b>	<b>18.7</b>	<b>18.7</b>	5.9	4.7	5.5	4.2	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	<b>4.7</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.8</b>
完全失業率(季調値:平均)	2.7%	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>
WTI原油価格(\$/バレル、※)	56	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	60	65	74	73	<b>62</b>	<b>65</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>65</b>

※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									
	2017年	2018年	2019年	2020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	10-12月	
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.2%	<b>2.9%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.7%</b>	2.3%	2.2%	4.2%	3.5%	<b>2.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.9%</b>
	個人消費支出	2.5%	<b>2.7%</b>	<b>2.8%</b>	<b>1.9%</b>	3.9%	0.5%	3.8%	4.0%	<b>2.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>
	住宅投資	3.3%	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.6%</b>	<b>1.0%</b>	11.1%	▲ 3.4%	▲ 1.3%	▲ 4.0%	▲ <b>1.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.8%</b>
	設備投資	5.3%	<b>6.6%</b>	<b>2.9%</b>	<b>1.4%</b>	4.8%	11.5%	8.7%	0.8%	<b>3.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.1%</b>
	在庫(寄与度)	0.0%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	▲ 0.9%	0.3%	▲ 1.2%	2.1%	<b>0.1%</b>	▲ <b>0.5%</b>	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ <b>0.3%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.2%</b>	▲ 0.9%	▲ 0.0%	1.2%	▲ 1.8%	<b>0.1%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.0%</b>	▲ <b>0.1%</b>	▲ <b>0.1%</b>
	輸出	3.0%	<b>4.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.9%</b>	6.6%	3.6%	9.3%	▲ 3.5%	<b>2.2%</b>	▲ <b>1.5%</b>	▲ <b>0.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.0%</b>
	輸入	4.6%	<b>4.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.6%</b>	11.8%	3.0%	▲ 0.6%	9.1%	<b>1.2%</b>	▲ <b>3.5%</b>	▲ <b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.5%</b>
	政府支出	▲ 0.1%	<b>1.7%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.7%</b>	2.4%	1.5%	2.5%	3.3%	<b>1.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.8%</b>
	失業率(※)	4.4%	<b>3.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.7%</b>	4.1%	4.1%	4.0%	3.7%	<b>3.7%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.5%</b>
CPI(総合、※)	2.1%	<b>2.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.9%</b>	2.1%	2.4%	2.9%	2.3%	<b>2.3%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.0%</b>	
政策金利(誘導目標の上限、期末値)	1.50%	<b>2.50%</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.00%</b>	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	<b>2.50%</b>	<b>2.50%</b>	<b>2.75%</b>	<b>2.75%</b>	<b>3.00%</b>	
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	2.4%	<b>1.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	0.7%	0.4%	0.4%	0.2%	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>
	家計消費	1.6%	<b>1.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.5%</b>	0.2%	0.5%	0.2%	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>
	政府消費	1.2%	<b>1.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.3%</b>	0.2%	0.1%	0.4%	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>
	固定投資	2.6%	<b>3.2%</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.5%</b>	1.5%	0.1%	1.4%	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>
	純輸出(寄与度)	0.8%	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	0.4%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	▲ <b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>
	輸出	5.2%	<b>2.9%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.2%</b>	2.1%	▲ 0.7%	1.0%	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>
	輸入	3.9%	<b>3.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.6%</b>	1.5%	▲ 0.5%	1.2%	<b>1.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.9%</b>
	失業率(※)	9.1%	<b>8.0%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.4%</b>	8.6%	8.5%	8.2%	8.1%	<b>8.0%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.6%</b>
	CPI(総合、※)	1.5%	<b>1.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>	1.4%	1.3%	2.0%	2.1%	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>
政策金利(期末値)	0.00%	<b>0.00%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.50%</b>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.25%</b>	<b>0.25%</b>	
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.7%	<b>1.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.3%</b>	0.4%	0.1%	0.4%	0.6%	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>

※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。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が、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。

### （1）自然災害の影響で2四半期ぶりのマイナス成長に

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。これは事前の市場予想（同▲0.3%、▲1.0%、当社予想は▲0.4%、▲1.5%）の範囲内と言える結果。7－9月期に関しては、西日本豪雨や北海道胆振東部地震、台風21号等の自然災害の影響を考慮する必要があるとあり、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。景気の回復基調は崩れていないと考えるが、災害の影響が相対的に小さいと考えられる実質雇用者所得も前期比▲0.5%と3四半期ぶりにマイナスになったほか、国民の厚生を示す実質GNI（国民総所得）も前期比▲0.7%と、直近4四半期で3回目のマイナスを記録するなど、先行きに不安が残る結果には違いない。

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いうのがメインシナリオである。

気になるのは米国景気の「余命」である。米国景気が早期に腰折れに向かう兆しは依然として乏しいが、貿易戦争や新興国の通貨安等、リスク要因の顕在化を前提としない場合であっても、そろそろ循環的な景気の転換点を見極めなければならない時期になりつつある。FFレートはすでに多くのエコノミストが中立金利と想定する分布の下限に差し掛かっている。中立金利を上回る政策金利がいったん景気に引き締めの効き始めると、逆方向の加速度が働くため、減速を止めるのは難しくなる。すなわち、景気拡大局面は循環的な終焉を迎える。また、高関税でマクロベースの貿易赤字を縮小できる見込みはほとんどない。FRBにとって、短期的な需給ギャップの調整はできても、いずれ訪れるだろう構造的な財政赤字と経常赤字の拡大（双子の赤字）をマネジメントするのは不可能に近い。トランプ財政がもたらす「高圧経済」が供給サイドの強化を通じ、息の長い景気拡大局面をもたらす可能性もないわけではないが、サブシナリオの世界である。米国景気の拡大局面が終盤に差し掛かっている可能性は高い。

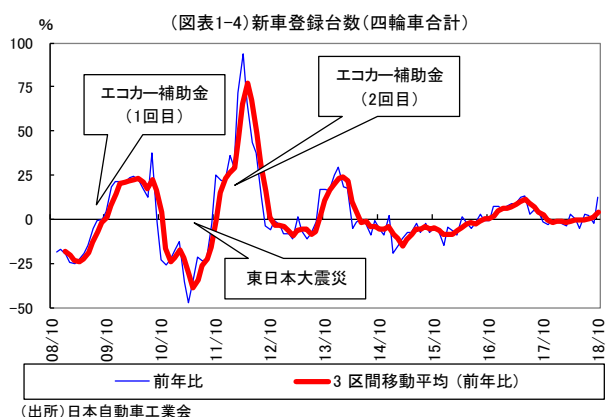
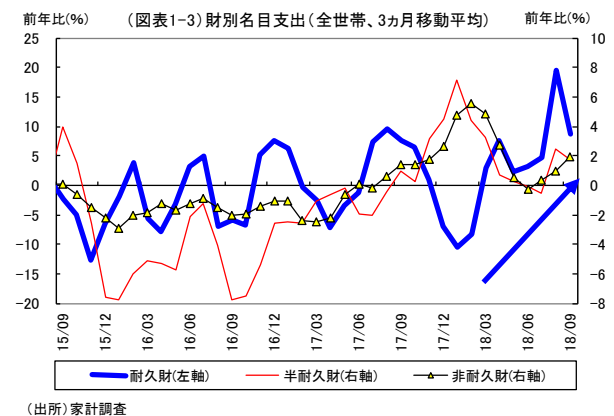
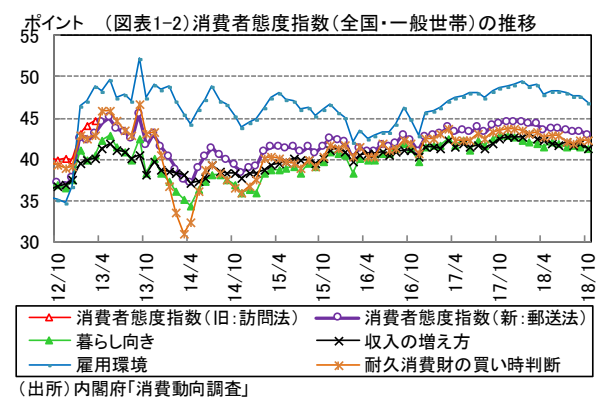
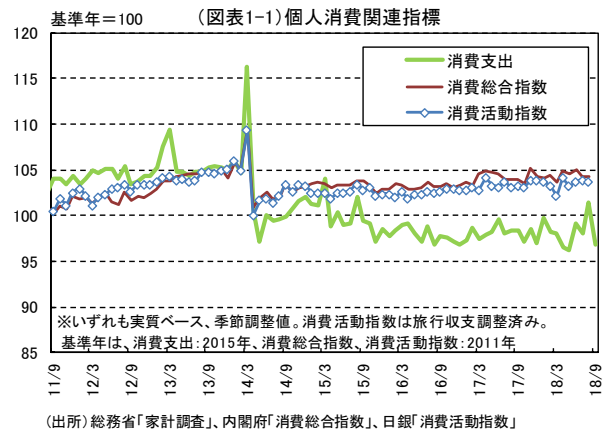
## (2) 個人消費の伸びに力強さは見られず

9月の家計調査によると、二人以上世帯の実質消費支出は前年比▲1.6%と、賞与の増加を背景に好調だった8月から一転して大きく落ち込んだ(図表1-1)。家計調査は需要側の統計だが、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」を見ても、年明け以降横ばい圏での推移が続いており、足元の個人消費の停滞が見て取れる。

消費マインドも足踏みしている。10月の消費者態度指数は43.0と、前月から0.4ポイント低下した(図表1-2)。株式相場の急落が主因と考えられる。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、他にも自然災害が立て続けに発生したなかでの小幅低下であることを考えると、底堅い推移と言えなくもない。

実際、自動車をはじめとして、足元では耐久消費財の支出が好調である(図表1-3)。背景としてはまず、買い替えサイクルの到来が考えられる。内閣府の消費動向調査によると、乗用車(新車)の平均使用年数は9.0年である。過去、エコカー補助金の1回目が2009年6月、2回目が2011年12月に開始されており、2011年には東日本大震災も発生している(図表1-4)。足元では、エコカー補助金1回目で販売が押し上げられた分の買い替えが開始した段階と考えられる。今後は、より押し上げ効果の大きかった東日本大震災後の販売分、および2回目のエコカー補助金の販売分の買い替え需要が顕在化してくることが期待できる。

また、その他の耐久消費財では、家電エコポイント制度が2009年5月に開始されたが、消費動向調査で平均使用年数を見ると、カラーテレビは9.3年、洗濯機が10.2年であり、自動車同様、今後買い替え需要の拡大が期待できる。特にカラーテレビについては、2018年12月からの4K放送開始、2020年には東京オリンピックを控えているほか、2011年7月から地上デジタル放送へ移行したことも、近々買い替え需要が顕在化する理由として挙げられる。以上のような耐久消費財の買い替え需要が目先の個人消費を下支えすると見込む。

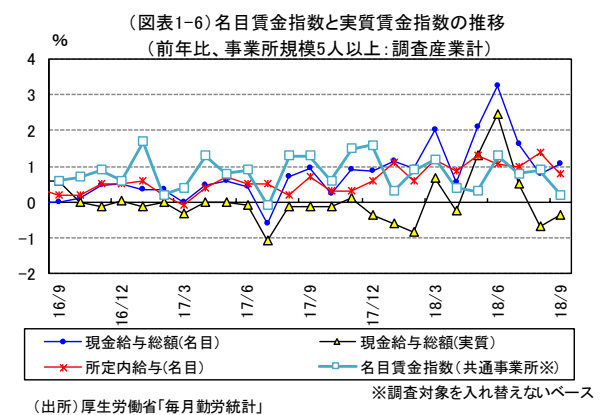
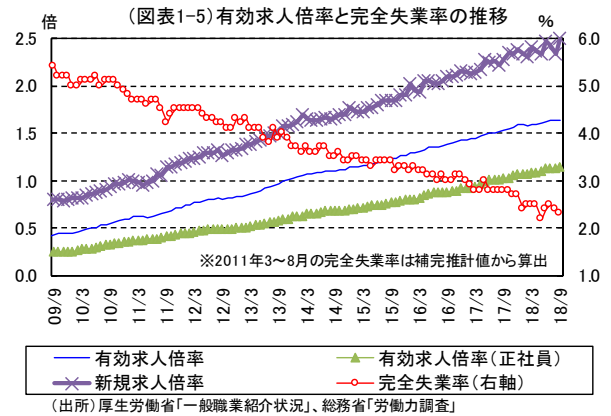


先行きの個人消費を見通すうえで重要な雇用・所得環境を見ると、まず、9月の完全失業率は2.3%と、前月から0.1%ポイント低下（改善）し、有効求人倍率も1.64倍と、1974年1月以来の高水準で推移するなど、労働需給が一段と引き締まっている様子が示されている（図表1-5）。正社員の有効求人倍率も9月は1.14倍と、昨年6月以降、節目の1倍を16ヵ月連続で上回っている。企業の人手不足感は今後も高まることが予想される。

一方、毎月勤労統計を見ると、8月の現金給与総額（確報ベース）は前年比+0.8%と、伸びは鈍化傾向である（図表1-6）。年明け以降の高い伸びは、調査対象の入替えによるサンプルバイアスが原因であると考えられており、厚生労働省が公表している共通事業所ベースで見ると、前年比+1%前後での推移が続くなど、賃金の伸びに加速感は見られない状態が続いている。

なお、内閣府が、上記のサンプル入替え要因を調整して雇用者報酬の伸びを暫定的に試算した結果、2018年1-3月期は前年比+2.7%程度、4-6月期は同+3.4%程度と、公表数値から低下するものの、依然として高い伸びとなっており（図表1-7）、企業の好業績を受けた一時金の増加が寄与している可能性が考えられる。共通事業所ベースの数値ではないが、毎月勤労統計の特別給与を見ると、2018年2月が前年比+25.7%、3月が同+13.7%、5月が同+18.2%、6月が同+6.3%と、高い伸びが続いている。また、経団連が発表している大手企業の2018年夏季賞与・一時金妥結結果も、同+8.62%と高い伸びを示している（2017年は同▲2.98%）。

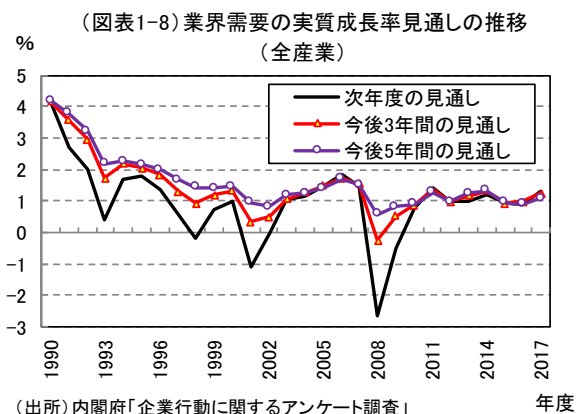
反面、連合が公表している2018年春闘の最終回答集計を見ると、企業の賃上げ率（定期昇給を含むベース）は前年比+2.07%（2017年は同+1.98%）と、上昇は限定的で、ベースアップは同+0.54%（2017年は同+0.48%）にとどまっている。日本商工会議所が実施している「賃上げに関するアンケート」の2018年度結果によると、賃上げを実施しない理由として、2位が「業績低迷」の33.9%であるのに対し、「景気の見通しが不透明であるため」が40.3%で1位となっており、およ



(図表1-7) 毎勤統計調整後の雇用者報酬試算結果(前年比)

	調整前	調整後
2017年4-6月期	2.2%	2.2%程度
7-9月期	2.2%	2%程度
10-12月期	1.9%	1.8%程度
2018年1-3月期	3.1%	2.7%程度
4-6月期	4.1%	3.4%程度

(出所) 内閣府 経済社会総合研究所 国民経済計算部





そ6年にわたる景気拡大基調の持続にもかかわらず、多くの企業が景気への懸念を示す結果となっている。実際、企業の中長期的な成長率見通しは、いまだリーマン・ショック以前の水準まで回復していない(図表1-8)。人口減に伴う潜在成長率の低迷に加え、米国で減税効果の剥落で成長ペースの鈍化が見込まれるなど、企業を取り巻く環境が今後さらに好転し、中長期的な見通しも大きく改善するという展開は予想しづらい。月例賃金の伸びは引き続き力強さに欠けるとみている。

安倍首相は10月15日の臨時閣議で、2019年10月に消費税率を10%に引き上げる方針を改めて表明した。GDPの約6割を占める個人消費への悪影響が懸念されるが、今回の増税は前回と比較して増税幅が小さいこと、前回の増税時に今回(もとは2016年)の再増税も見越したうえでの駆け込み需要とその反動減が発生していたと考えられることから、今回の増税による駆け込み需要とその反動減は前回よりも小さくなると考えられる。

政府は消費増税対策の検討を進めている。日銀の試算によると、各対策効果により家計負担額の増加は相当軽減される見込みで、2014年度の増税時には+8兆円だった家計負担額は、2019年度増税時は+2.2兆円にとどまるとされている(図表1-9)。諸対策が実施されない場合、消費増税は、2019年1-3月期および4-6月期の民間最終消費支出を0.1~0.2%程度、増税直前の7-9月期を0.5%程度押し上げる一方、反動で10-12月期を1.0%程度押し下げ、2019年度の実質GDP成長率を差し引き0.2%程度押し下げると見込む。諸対策の詳細については、まだ明らかになっていない部分もあるが、現時点で明らかになっている対策効果を考慮すると、2019年度実質GDP成長率への下押し効果は、0.1%程度に抑えられるものと予想する。

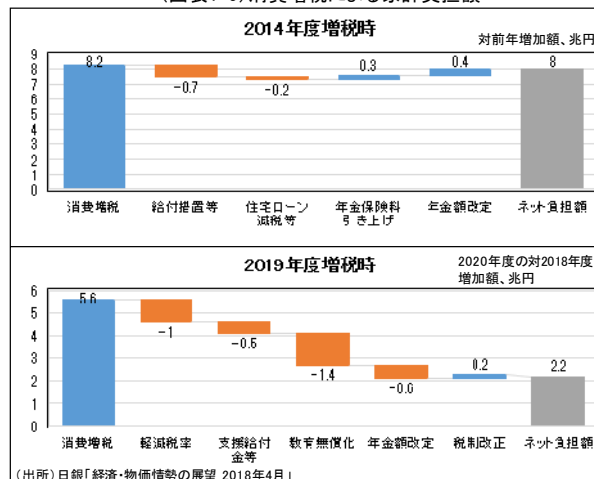
今後の個人消費については、賞与の増加や、耐久消費財の買い替えサイクル到来による需要押し上げ効果などから、引き続き緩やかな回復基調で推移するとみている。2019年10月の導入が予定されている消費増税についても、政府の対策により影響は限定的なものにとどまると見込む。ただ、企業の期待成長率が高まらないなかで、月例賃金の力強い回復が期待できないことから、個人消費の回復ペースは、引き続き緩慢なものにとどまると予想する。

### (3) 住宅投資は鈍化傾向での推移を予想

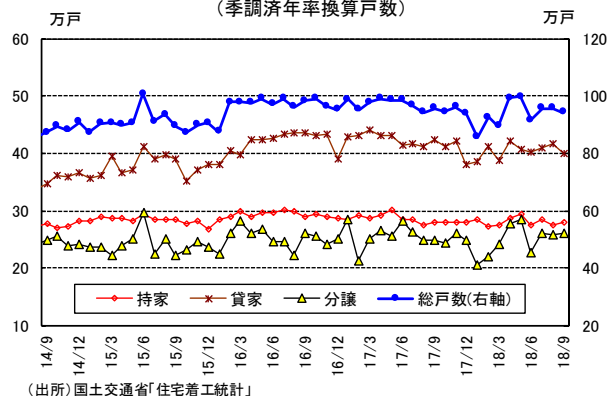
新築住宅着工戸数を見ると、足元では5月にピークを付け、6月に落ち込んだ後、直近3ヵ月はその中間の水準での横ばい圏での動きとなっている(図表1-10)。利用関係別の内訳を見ても、変動幅に差はあるものの、均せばほぼ横ばい圏での推移となっている。

まず、持家着工について、住宅生産団体連合会の「住宅業況調査報告」の持家に近い概念である戸建注文住宅の消費者購買意欲を見ると、7-9月期の「増加」の割合が4%と、4-6月期調査の11%か

(図表1-9)消費増税による家計負担額



(図表1-10)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)



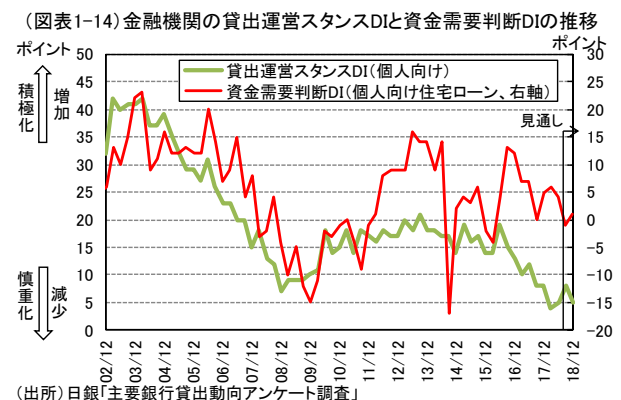
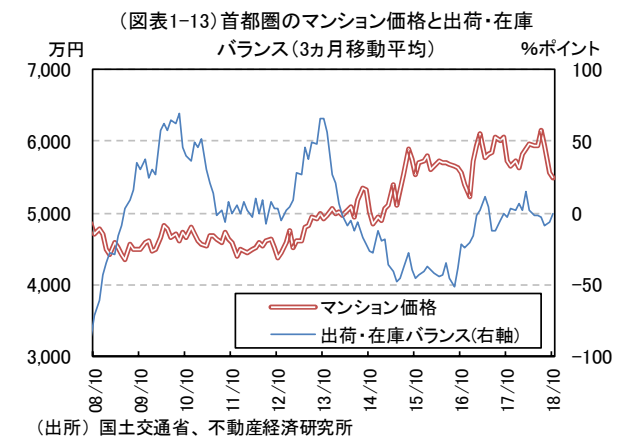
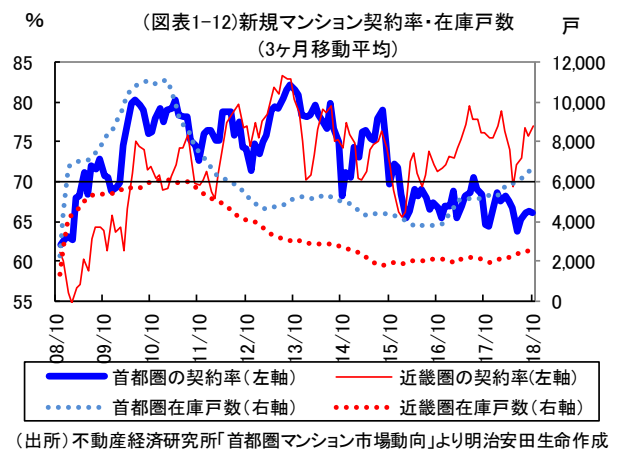
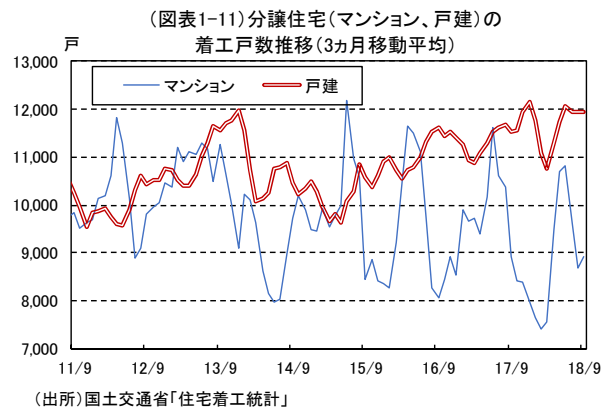
ら減少する一方、「減少」は24%から36%に上昇するなど、購買意欲は後退気味であり、先行きの受注が減速する可能性を示している。

今後の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、各種住宅支援策が下支えするとみられる。ただ、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影響を均せば、鈍化傾向をたどるとみる。

次に分譲住宅着工を見ると、戸建住宅は引き続き緩やかな増加傾向で推移している一方、マンションは均せば弱含んでいる（図表1-11）。10月の首都圏マンション契約率は67.5%と、2018年4月以降、7ヵ月連続で好不調の節目となる70%を下回っている。3ヵ月移動平均で見ると、2015年後半以降、ほぼ70%を下回る水準で推移している（図表1-12）。また、首都圏のマンション販売をけん引していた20階以上の超高層物件の契約率は、2018年3月の84.6%から、10月には65.0%まで低下しており、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可能性が示されている。足元では、都心でのマンション用地取得が困難になっている影響で、高価格帯の供給が減少傾向にあり、マンション価格はやや下落しているものの、資材コストの上昇と用地費の上昇により、平均価格自体はまだ高水準で推移しており（図表1-13）、購入意欲の減退につながっているとみられる。

マンションの出荷・在庫バランスの改善には一服感がみられ、今後も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に加え、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を背景に、マンション価格の高止まりが続くと見込まれるためである。今後の分譲住宅着工は緩やかに鈍化していくと予想する。

続いて、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



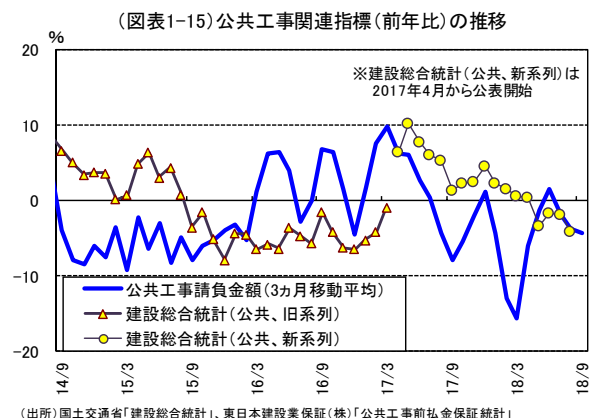


アパート経営需要が高まったことから増加傾向にあったが、足元では横ばいでの推移となっている（前掲図表 1-10）。首都圏の貸家空室率を見ると、東京都、神奈川県では上昇傾向、埼玉県、千葉県でも依然として高水準となっており、先行きの需要への警戒感が、着工数抑制の背景と考えられる。銀行の貸出態度の厳格化も、貸家着工の足枷となっている。金融機関の個人向け貸出運営スタンス DI（「増加」－「減少」）を見ると、慎重化の方向に振れており（図表 1-14）、今後も、賃貸住宅ローン等の不動産関連貸出に対する金融機関の慎重な貸出スタンスは続くと思われる。少子高齢化の進展に伴う、中長期的な世帯数の減少見通しなども投資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。

一方、10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6地域で横ばい、3地域で引き上げと、足元の住宅投資に持ち直しの兆しが示されており、ヒアリング先の企業からは「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。ただ、前回の増税ですでに需要の先食いが出ていたほか、今回の増税幅は2%にとどまる。また、政府は住宅購入者に対する減税措置として、具体的には、住宅ローン減税の拡充、住宅購入者への補助金、給付金の拡充などを検討しており、消費増税前後の駆け込み需要とその反動減といった振れは前回の増税時よりも小さなものにとどまる見通しである。2017年度には94.6万戸だった住宅着工戸数は、2018年度通年では93万戸と減少したのち、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。

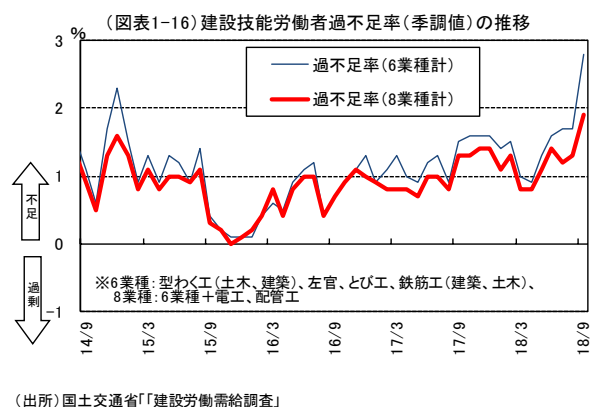
#### （4）公共投資は2020年にかけて底堅い推移を見込む

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月から特段変更はなく、北海道の「減少している」、近畿の「下げ止まっている」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。ヒアリング結果によると、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 1-15）。

さくらレポートでは、建設業者の人手不足から、順調に工事が進捗していくかを懸念する声も聞かれる。災害復興やオリンピック関連工事などが公共投資の増加を予想させる一方で、人手不足の影響は予想以上に深刻である。建設技能労働者過不足率（季節調整値）を見ると、足元では上昇トレンドに転じており、人手不足感が強まっている様子がわかる（図表 1-16）。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。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、工事の進捗が遅れているということは、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。

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、今後は予算の執行が進むことも公共投資を下支えするとみる。また、2018年7月の西日本豪雨や、9月の台風21号、北海道胆振東部地震など、相次いだ自然災害への復旧対応のため、複数の災害対策を計上した2018年度補正予算が11月7日に成立した(図表1-17)。今後の公共投資は、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工事等が下支えすることで、2020年度にかけて底堅く推移すると予想する。

(図表1-17)2018年度第1次補正予算案

(単位: 億円)	
<b>1. 災害からの復旧・復興</b>	<b>7,275</b>
<b>(1) 平成30年7月豪雨への対応</b>	<b>5,034</b>
①生活の再建	367
・災害廃棄物の処理/廃棄物処理施設の復旧	292
・被災者生活再建支援金	32
・災害公営住宅の整備	16
②生業の再建	1,985
・グループ補助金	314
・日本政策金融公庫等の被災中小企業者等への資金繰り支援	924
・農業用ハウス、農業用施設等の復旧やみかんの植替え等への支援	30
・農地・農業用水利施設の復旧等への支援	618
③災害応急復旧	2,319
・公共土木施設等の災害復旧	1,921
・学校施設等の災害復旧	101
・水道施設、医療施設、社会福祉施設等の災害復旧	144
④災害救助	363
・自衛隊の災害派遣活動等	347
<b>(2) 平成30年北海道胆振東部地震への対応</b>	<b>1,188</b>
・災害廃棄物の処理	5
・農業用ハウスの資材の共同購入等支援	5
・大規模な山腹崩壊等への対応	128
・公共土木施設等の災害復旧	766
・自衛隊の災害派遣活動等	186
<b>(3) 台風第21号、大阪北部地震等への対応</b>	<b>1,053</b>
・被災者生活再建支援金	67
・農業用ハウスの資材の共同購入等支援	10
・公共土木施設等の災害復旧	433
・関西国際空港連絡橋の復旧への支援	50
・学校施設等の災害復旧	139
・災害救助費等負担金等	48
<b>2. 学校の緊急重点安全確保対策</b>	<b>1,081</b>
<b>3. 予備費の追加</b>	<b>1,000</b>
<b>合計</b>	<b>9,356</b>

(出所)財務省

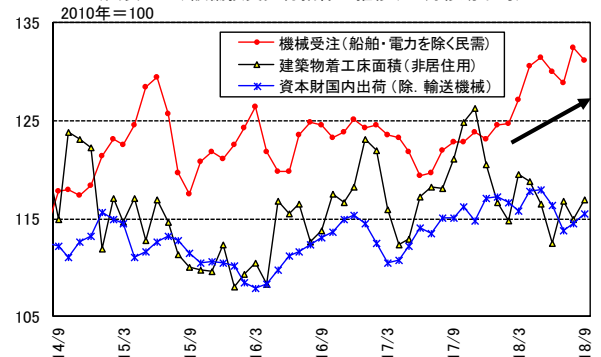
### (5) 設備投資は緩やかな回復傾向が続く

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)と資本財国内出荷(除. 輸送機械)はやや息切れ感が出ている。機械受注(船舶・電力を除く民需)は均せば堅調だが、ここへきて頭打ち感も出てきており、今後の設備投資の回復ペースが鈍化する可能性を示唆している(図表1-18)。

ただ、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、売上高が同+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1-19)。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(図表1-20)。

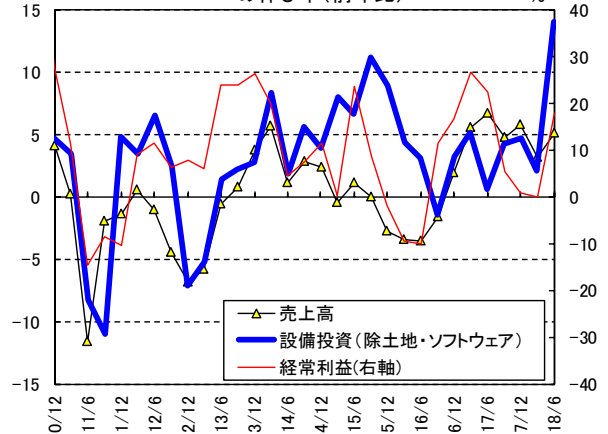
製造業、非製造業別に投資計画を見ると、まず、

(図表1-18)設備投資先行指標の推移(3ヵ月移動平均)



(出所)内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

(図表1-19)全産業の売上高・経常利益・設備投資の伸び率(前年比)



(出所)財務省「法人企業統計」

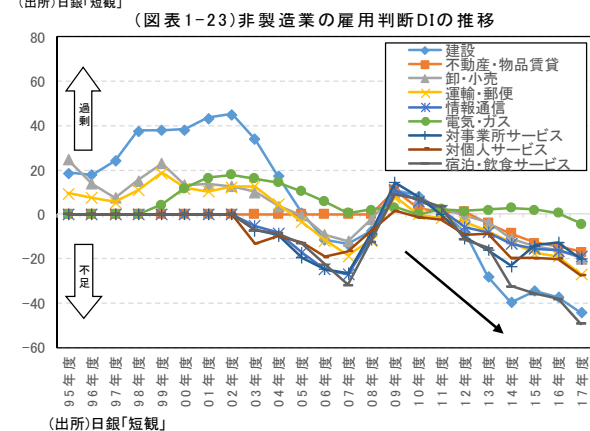
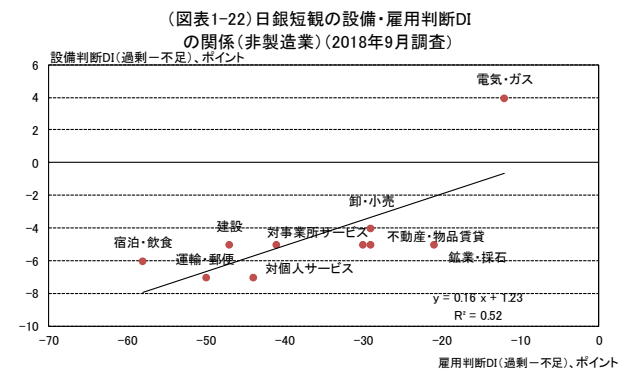
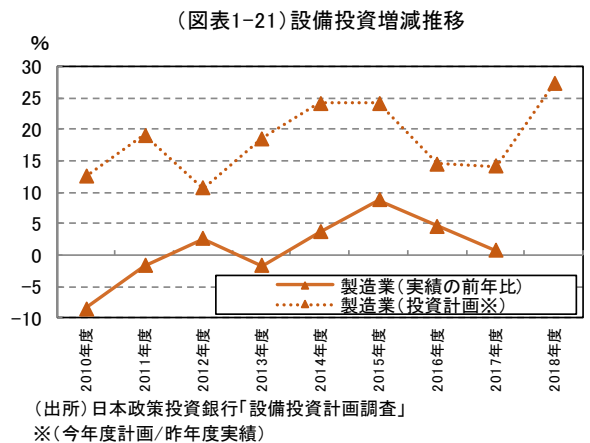
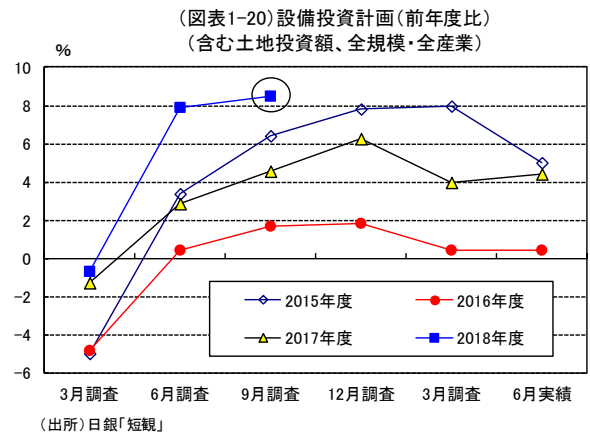
9月調査の日銀短観における大企業・製造業の設備投資計画は前年度比+17.5%と、前年9月調査の同+14.1%を上回った。また、日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査を見ても、2018年度の製造業の設備投資計画は、2017年度実績比で+27.2%と、金融危機以降最も高くなっている(図表1-21)。背景には、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資への需要の高まりがあるとみる。少子高齢化が進むなか、国内の中長期的な低成長期待が定着していることが(前掲図表1-8)、能力増強型投資の下押し圧力になるものの、製造業の設備投資は、今後も維持・補修、合理化・省力化投資を中心に回復傾向が続くとみる。

次に非製造業の設備投資計画(9月調査の日銀短観)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。背景には、人手不足の高まりを受けた、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、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1-22)。また、全規模・非製造業の雇用判断DIを見ると、2011年以降、人手不足感が次第に強まっているほか(図表1-23)、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となっている。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、設備の更新維持投資への根強い需要や、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。

### (6) 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1-24)。輸出金額の伸びを価格と数量に分解すると、輸出価格は同+3.7%と、6ヵ月連続のプ



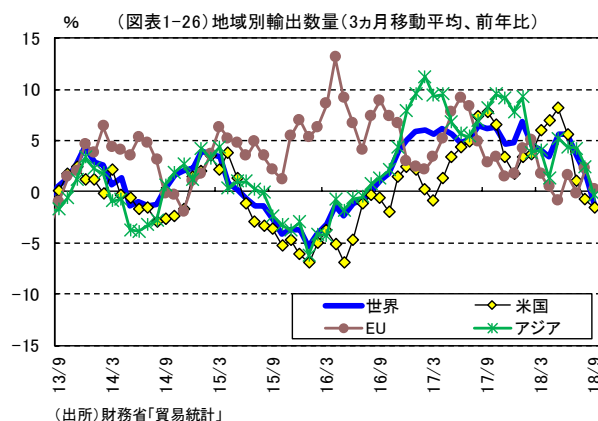
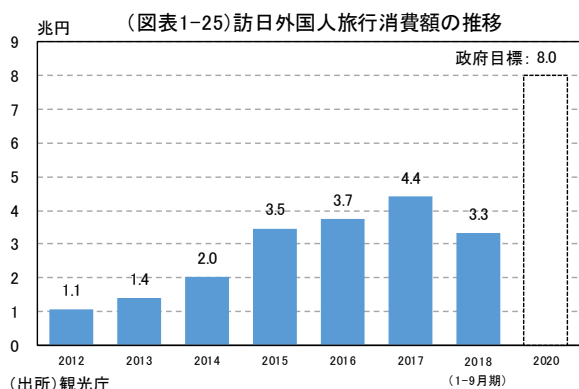
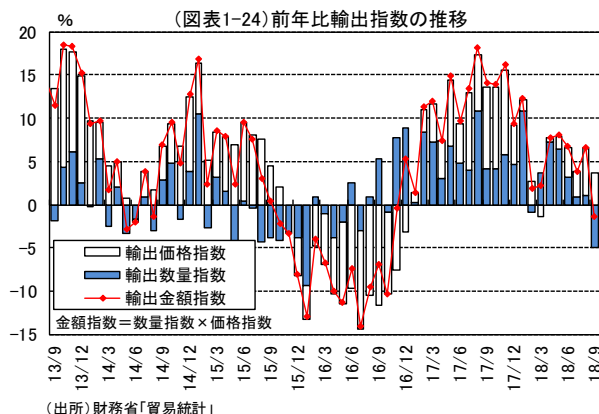
ラスとなったものの、実勢をみるうえでより重要な輸出数量は同▲4.8%と、7ヵ月ぶりのマイナスとなった。もっとも、足元の輸出の不調は、台風21号による関西国際空港の閉鎖等の一時的な影響によるところが大きく、輸出の増加基調は崩れていないとみている。

災害被害によるインバウンド消費の落ち込みも輸出の下押し要因となった。観光庁の「訪日外国人消費動向調査」によると、7-9月の訪日外国人旅行消費額（図表1-25）は1兆884億円で、前年同期比▲11.5%と大きくマイナスとなった。自然災害による空港封鎖の影響に加え、風評被害による旅行の手控えも影響した模様である。ただ、こうした影響は一時的なものである。2020年のオリンピックを控え、今後は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、インバウンド消費の堅調な拡大基調は続くともみている。

自然災害による一時的な下押しの影響は、主要な輸出先に広く及んでいる。相手国・地域別の輸出数量指数の動向を見ると、米国向けが前期比▲4.8%、EU向けが同▲2.5%、アジア向けが同▲1.2%となった（図表1-26）。

米国では今後、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。ただ、今後の日米通商協議において、自動車分野における数量規制など、一段の譲歩を余儀なくされる展開も想定されることから、交渉の行方には引き続き注視が必要である。12月にも米側は対日通商要求の詳細を公表するとの見通しを提示している。米国の2017年通年における約7兆円の対日貿易赤字のうち、約4.5兆円を自動車占める現状を考慮すると、関税賦課か輸血量削減かという議論は避けて通れず、厳しい結果になるリスクへの警戒も必要である。

9月のEU向け輸出金額は前年比▲4.4%と落ち込んでいるが、これは自動車の燃費規制強化という特殊要因が働いている。ただ、これは各社が8月に旧基準適合車の販促を行なった反動がでたことや、新試験のやり直しによる出荷の遅れが影響



(図表1-27) 日欧EPA概要

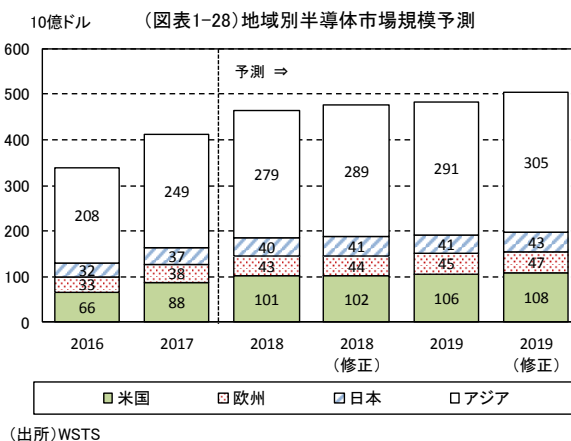
	日→欧	欧→日
工業製品	<ul style="list-style-type: none"> <li>○100%の関税撤廃</li> <li>○乗用車：8年目に撤廃（現行税率10%）</li> <li>○自動車部品：9割以上が即時撤廃</li> <li>○一般機械、化学工業製品、電気機器：約9割が即時撤廃</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○化学工業製品、繊維・繊維製品等：即時撤廃</li> <li>○皮革・履物（現行最高税率30%）：11年目または16年目に撤廃</li> </ul>
農林水産品等	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ほぼ全品目で関税撤廃</li> <li>○日本ワインの輸入規制の撤廃、酒類のすべての関税を即時撤廃</li> <li>○農産品・酒類に係る地理的表示(GI)の保護を確保</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○コメは、関税撤廃・削減対象から除外</li> <li>○麦・乳製品の国家貿易制度、砂糖の糖備調整制度、豚肉の差額関税制度は維持</li> <li>○ソフトチーズは関税割当てとし、枠内数量は国産の生産拡大と両立可能な範囲に留める</li> <li>○牛肉は15年の関税削減期間とセーフガードを確保</li> </ul>

(出所) 外務省公表資料より明治安田生命作成



したと考えられる。規制強化は数年前から決定していた事項であり、日本企業も各社対応を進めているため、影響は一時的とみる。緩和的な金融政策を背景に、雇用・所得環境の改善が続くことで、EU 景気は緩やかな回復が続くと見込まれ、EU 向け輸出も均せば増加基調を維持するとみる。なお、EU との経済連携協定（EPA）は、2019年2月発効の公算が高まっており、双方の関税が広く撤廃・削減されることになる（図表1-27）。政府は経済効果について、実質GDPを約1%（約5兆円）押し上げるとしている。自動車部品など、一部の関税即時撤廃の効果はすぐに顕在化が期待できるほか、乗用車など、年数経過とともに関税が引き下げられる品目についても、中長期的にEU向け輸出を下支えすることが期待できる。

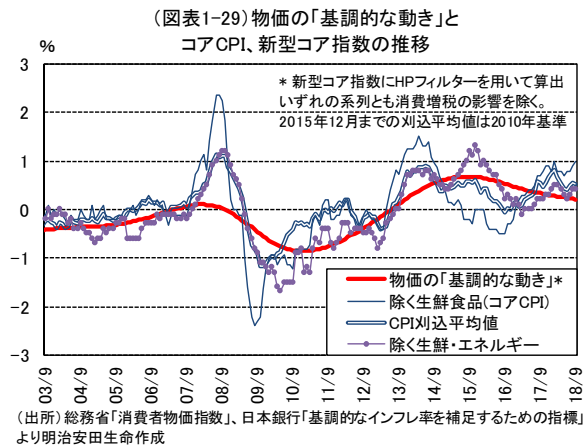
アジア向けも引き続き堅調に推移すると予想する。WSTS（世界半導体市場統計）は、2018年および2019年の半導体市場予測を引き上げた（図表1-28）。すべての地域、製品分野で売上予測が小幅に上方修正されるなど、増加基調は崩れていない。地域別予測値で最も伸びたのはアジアである。ただ、市場規模の前年比は、2018年は+15.7%、2019年は+5.2%と、増勢の鈍化が見込まれている点には留意が必要である。日本半導体製造装置協会が公表している、日本製半導体製造装置などの国内外向け売上高予測を見ても、2018年度は同+12.7%、2019年度、2020年度はともに同+5.0%と、増勢は鈍化する見通しとなっている。



アジア向けのうち、中国向けは、米国との貿易摩擦による懸念が燻るなか、2018年度上半期の輸出金額は前年比+9.5%と高い伸びとなった。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、7月には中央政府からインフラ開発投資の再加速が地方政府に向けて指示されたのをはじめ、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い。

### (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）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（図表1-29）。ただ、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。高水準で推移していた原油価格を背景に、エネルギーのCPIへの寄与度は足元で拡大している（図表1-30）。また、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+0.4%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

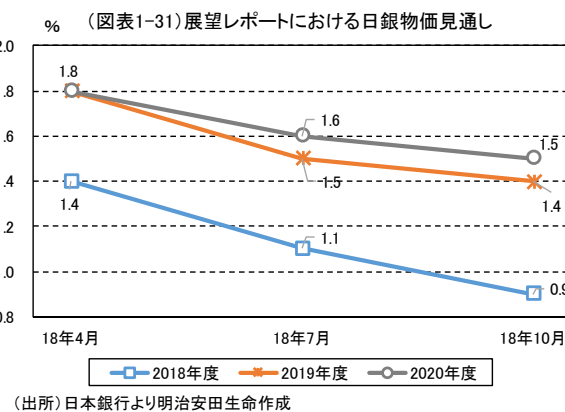
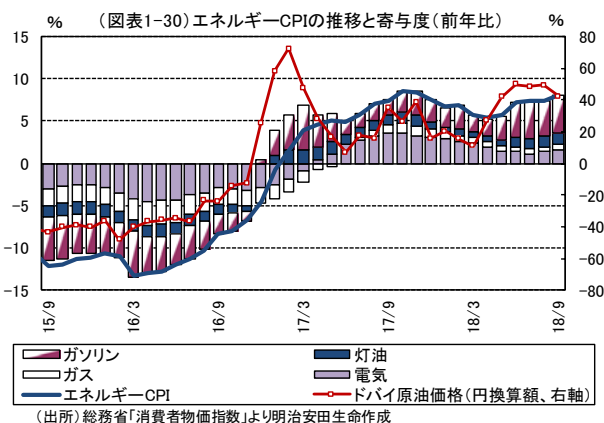


出した「物価の基調的な動き」は依然として弱い（前掲図表1-29）。

原油価格の上昇は10月以降一服感がみられ、11月には大きく値を下げたものの、OPECおよび非OPEC主要産油国による協調減産の継続や、経済制裁を背景としたイランの産油量減少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おり、ガソリンについては年末にかけて寄与度を縮小すると見込む。ただ、電気・ガス代がラグを伴って上昇することで、エネルギーは今後もしばらくコアCPIの押し上げ要因として働くとみている。

一方、物価上昇の逆風になると見込まれるのが、携帯電話料金の引き下げである。携帯電話業界最大手のNTTドコモは、2019年4～6月に携帯電話の通信料金を2～4割引き下げると発表した。全国消費者物価指数における携帯電話通信料のウェイト（230/10,000）は、品目別で見ると「持家の帰属家賃」、「電気代」、「民営家賃」に次ぐ第4位となっており、その影響度は大きい。総務省の公表資料によると、移動系通信（携帯電話・PHS等）の大手3社のシェアは89%（NTTドコモ：38.5%、KDDI：27.5%、ソフトバンク：23.0%）であり、NTTドコモの値下げを受けて大手他社も追随し、同じく2～4割程度の値下げを実施した場合を試算すると、全国消費者物価指数の押し下げ効果は0.2%～0.6%程度に及ぶと見込む。ただ、NTTドコモの発表によると、値下げの軸にするのは「分離プラン」と呼ばれる、携帯電話端末の購入代金と毎月の通信料金を区別した料金プランである。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、結果的に物価の押し下げを緩和し、2019年度通年のコアCPIを0.2%程度押し下げるととどまるとみる。

日銀は展望レポートに明記している物価見通しについて、7月に引き続き、10月にも引き下げを行なった（図表1-31）。ただ、前述のとおり携帯電話料金の引き下げが実施された場合は、2019年度見通しのさらなる引き下げを余儀なくされると思われる。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、携帯電話料金引き下げも踏まえ、2018年度通年で前年比+0.9%、2019年度通年では同+1.2%（消費増税の影響：+0.6%を含む）、2020年度通年では同+1.5%（消費増税の影響：+0.5%を含む）と予想する。



### （8）日銀は副作用への警戒感を強める

10月30、31日に開催された日銀金融政策決定会合では、景気の現状判断が「緩やかに拡大している」ですえ置かれた。昨年7月以降、11回連続で同じ表現が続いている。また、会合後に発表された四半期に1度の展望レポートでは、経済のリスクバランスについては、「海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい」とされ、前回7月の「2018年度はリスクは概ね上下にバランスしているが、



2019 年度以降は下振れリスクの方が大きい」から下方修正された。

低金利環境で金融システムが先行き不安定化するリスク、すなわちイールドカーブコントロールの副作用のリスクについては、引き続き「大きくないと判断している」とされたものの、今回は、「先行きの動向には注視していく必要がある」との一文が加わり、副作用が顕在化することへの警戒感を1段階上げた形となった。会合後の総裁定例会見では、この一文を加えた理由を問う質問が出されたが、黒田総裁は「信用仲介機能に影響が出て、実体経済に対する融資が十分にできないとか、逆に行き過ぎたリスクテイクが行われるとか、両方のリスクが潜在的にあり得るということです」と答える一方、現時点ではこれらのリスクは大きくないと繰り返した。すぐになんらかの行動を起こす可能性は否定した形だが、いずれ一段と出口に舵を切るためのコミュニケーションが徐々に始まった印象を受ける。

ただ、日銀が本格的な出口戦略に舵を切れるかどうかは、次第に時間との戦いといった様相を呈しつつある。全米エコノミスト協会が行なった調査では、6割以上のエコノミストが、20年までに米景気がリセッション入りすると予想している。利上げの進展といった循環的要因だけではない。拡張的なトランプ財政は、遅くとも次期大統領の任期中には、財政赤字と経常赤字、すなわち双子の赤字を深刻化させる可能性が高い。循環的要因に加え、こうした構造的要因も景気の下押し圧力として加わる。日銀がもし多少の金利引き上げに成功したとしても、そのまま出口政策を貫徹させるのはおそらく難しい。道半ばにして再び緩和路線への逆戻りを余儀なくされる可能性が高い。いったん不況が訪れれば、少々の利下げ余地はあつという間に使い果たすとみられ、金融政策は早々に行き詰まるだろう。

黒田総裁は、下振れリスクが顕在化した時に手立てはあるのかとの趣旨の質問に対し、「金利の引き下げ、マネタリーベースの拡大、資産買入れの拡大など色々な手段があり得ると思います」と答えたが、このラインナップを聞く限り、実態としてはほとんど打つ手がないとの印象を受ける。量的・質的緩和（QQE）とて、目立った効果は、「期待の抜本的な変化を通じた円安・株高」しかなかった。マイナス金利の深堀や国債買入れの増加など、同じ路線を踏襲したところで、市場には手詰まり感が漂うだけで、心理的効果はほとんど期待できないだろう。出口については、日銀としては運を天にまかせるしかないというのが実態で、先行きの見通しは明るくない。(担当：小玉、柳田、西山)

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

7-9月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+3.5%と、2%弱とされる潜在成長率を大きく上回り、米景気が力強く推移している姿を示した。雇用・所得環境の改善や減税効果により個人消費が増加し、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も陰りがみられた。

先行きについては、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、米景気は拡大傾向が続くとみる。しかしながら、2018年の米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。

金融政策については、物価が緩やかな伸びにとどまると予想されるなか、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、今後の利上げペースは減速しよう。2019年の利上げは2回程度にとどまり、今次利上げ局面は終焉を迎えたと予想する。

#### （1）潜在成長率を上回るペースで景気拡大

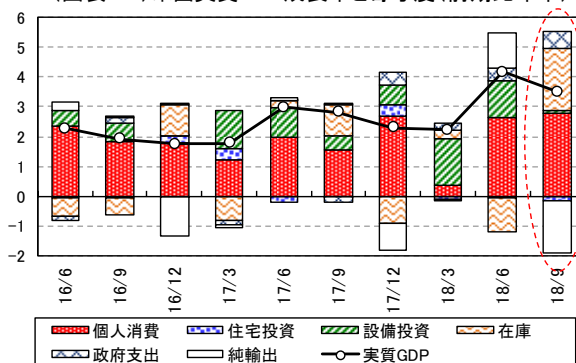
7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率+3.5%となった。2014年7-9月期以来の高い伸びだった4-6月期の同+4.2%からは鈍化したものの、2%弱とされる潜在成長率を大きく上回った。もともと景気が底堅く推移していたところに、大規模減税による景気浮揚効果が加わったことで、米景気は力強い推移が続いている（図表2-1）。

需要項目別に見ると、個人消費は同+3.8%→+4.0%と小幅加速した。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、個人消費が引き続き米景気のけん引役となっている。一方、住宅投資は同▲1.3%→▲4.0%と3四半期連続のマイナスとなった。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+8.7%→+0.8%と、10四半期連続の増加ながら、伸びは大きく鈍化した。設備投資はここまで、法人税減税の効果や好調な企業業績を背景に大きく伸びてきたが、その勢いに陰りがみられる。

輸出は同+9.3%→▲3.5%とマイナスに転じたほか、輸入は同▲0.6%→+9.1%とプラスに転じた結果、純輸出の寄与度は+1.2%→▲1.8%と大幅なマイナスに転じた。米中貿易摩擦が激化するなか、4-6月期には中国の関税引き上げを前に大豆輸出が増加するなど駆け込み需要が発生したが、7-9月期はその反動が出た形である。一方、輸入の急増は、9月24日の2,000億ドル相当の対中輸入品に対する関税賦課を前に、米企業が在庫積み増しを急いだ結果の可能性もある。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲1.2%→+2.1%と、大幅なプラスに転じている。

今後も、良好な雇用環境や企業業績の増益基調等を背景に米景気は拡大傾向が続くとみるものの、減税による景気浮揚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。

％（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

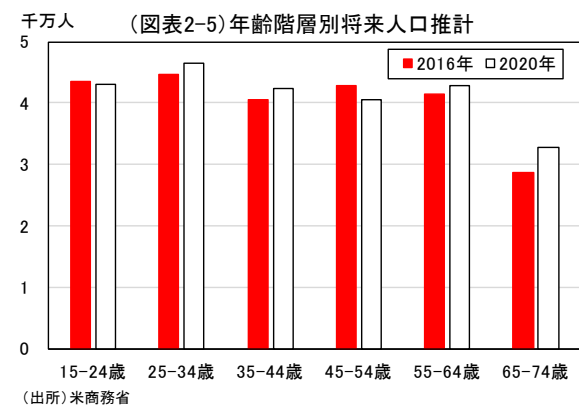
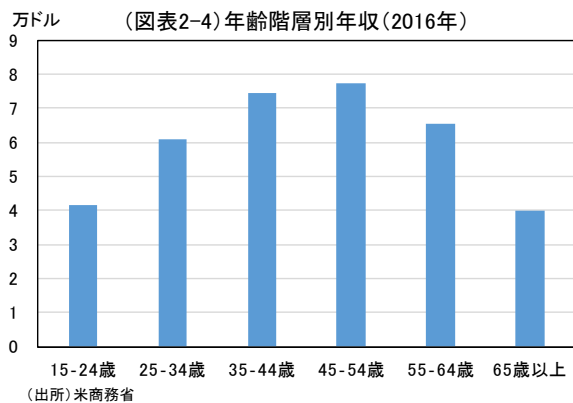
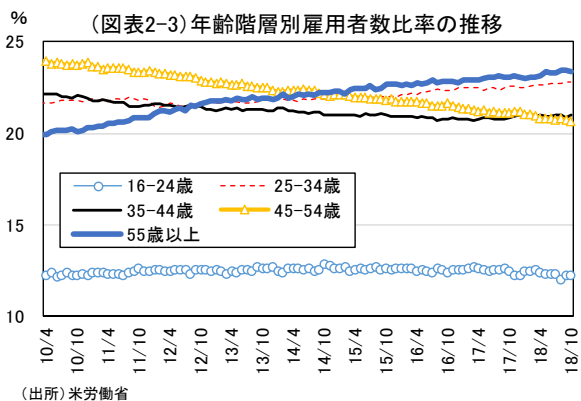
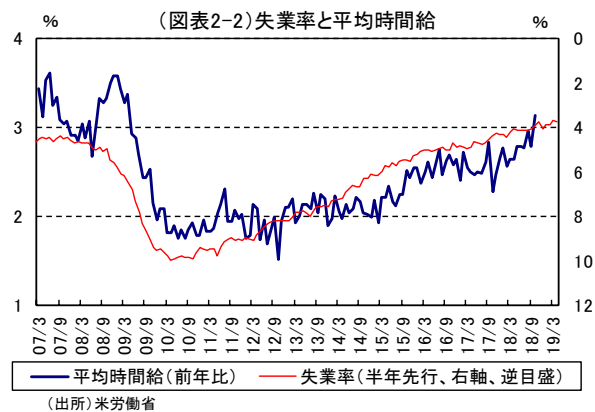
## (2) 個人消費は緩やかな増加が続く見込み

個人消費は雇用環境の改善や、株高を背景とした資産効果、所得税減税などにより、堅調な推移が続いている。

ただ、失業率が1969年以来の水準まで低下するなど、雇用環境が良好であるにもかかわらず、賃金の伸びはリーマン・ショック前の水準を下回って推移している(図表2-2)。技術革新に伴い、資本による労働代替が進んでいることや、グローバル化により国際分業が進んでいることに加え、米景気は大規模な財政政策によって実力以上に押し上げられている面があり、これが逆に先行きの不透明感につながって、企業が本格的な賃上げに踏み切れない状況にあることなどが要因と考える。また、人口構成の変化といった構造的な問題も影響している可能性が高い。雇用統計で年齢階層別に雇用者数の比率を見ると、25-34歳の若年層と55歳以上のベテラン層の比率が上昇傾向にあり、足元では後者の比率が最も高くなっている(図表2-3)。

背景には、2010年以降、ベビーブーマー世代(1946-1964年生まれ)が65歳に到達し始めるなど、高齢化が徐々に進展していること、ベビーブーマーの子供世代の人口が増えていること、企業が将来的なリタイアの増加を見越して若年層の採用を増やしていることがあると考えられる。一方で、年齢階層別の年収をみると、25-34歳と55歳以上の年収は相対的に低水準となっており(図表2-4)、当該年齢層の雇用比率の上昇が平均賃金の伸びを抑制する要因となっている。加えて、相対的に賃金水準の高い35-44歳、45-54歳といった中間年齢層の比率が低下傾向をたどっていることも、平均賃金の伸びを抑制する要因になっているとみられる。

ビジネスラウンドテーブル等が実施した各種アンケート調査によれば、今後も企業は雇用者を増やす意向を示している。賃金についても、失業率が平均賃金に先行する傾向がみられることを考えれば、上昇基調自体は続くことが見込まれる(前掲図表2-2)。ただ、米商務省の将来人口予測によれば、2020年にかけて25-34歳、55歳以上の人口が増加する一方、35-44歳、45-54歳はほぼ横ばい



いでの推移が予想されており（図表 2-5）、中期的に人口構成の変化が平均賃金の伸びを抑制する可能性が高い。

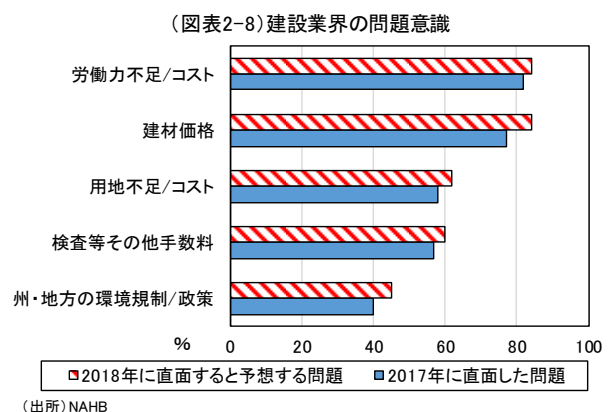
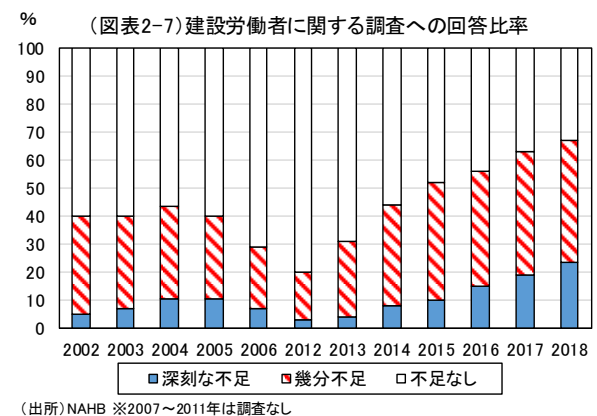
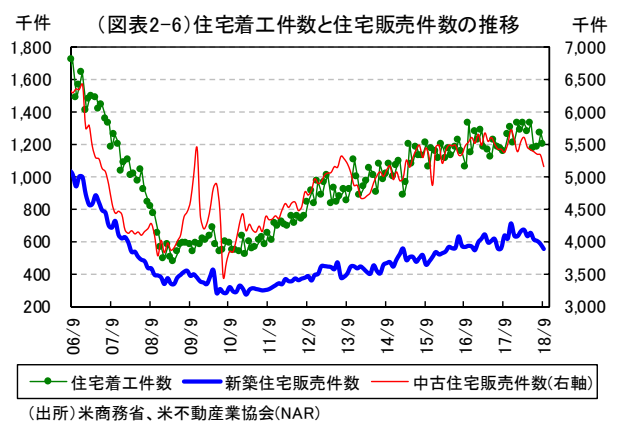
個人消費の予想にあたっては、米中貿易摩擦の動向にも引き続き注意が必要である。9月24日から関税引き上げが実施された2,000億ドル分については、対象品目リストに生活家電や日用品、食料品等、消費者に身近な品目が3割程度含まれている。年内の税率は10%だが、2019年からは25%に引き上げられる方針が示されており、関税の影響でこうした商品が値上がりすれば、家計の実質購買力の低下により、個人消費が抑制されるリスクがある。米政権は中国の対応次第で、中国からの輸入総額のうち、残り2,670億ドルにも追加関税を賦課することを検討している。トランプ米大統領は、2020年の大統領選を見据えて、強気の通商交渉を継続していく見込みであり、改善が続く消費者マインドは徐々に頭打ち感を強めると予想する。所得税減税の効果逓減も見込まれることから、今後の個人消費は緩やかな増加にとどまると予想する。

### （3）住宅投資は低調な推移を見込む

米住宅着工件数は今年1月をピークに減少基調をたどっているほか、昨年後半以降、新築、中古住宅ともに販売件数が減少するなど、足元の住宅投資は冴えない状況にある（図表2-6）。

要因を供給面からみると、建設労働者や住宅用地の確保が困難さを増している点が挙げられる。全米住宅建設業協会（NAHB）が会員に対して行なった調査によれば、労働力が「不足している」と回答した企業割合が年々上昇傾向をたどっており、直近では約7割に達しつつある（図表2-7）。住宅着工件数の推移をみると、足元の水準はサブプライム問題が顕在化する前の、住宅市場が最も好調だった時期に比べればまだ低いのに対し、企業の労働力不足感は当時よりも高くなっている。昨今の労働市場の改善により、思うように労働者の「量」を確保できないことに加え、住宅バブルの崩壊により、建設業界から他業界へ熟練労働者の転職が進んだ結果、「質」の面でも労働力不足を感じている可能性がある。

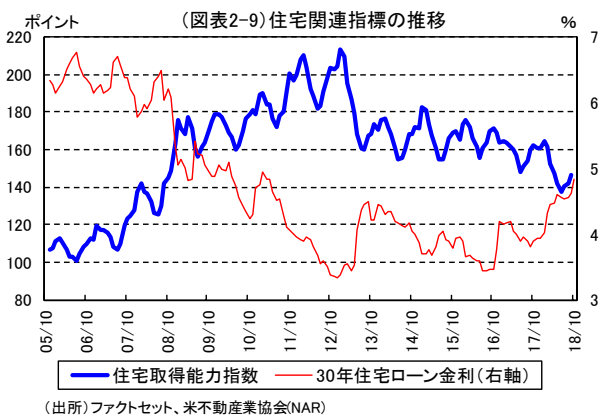
また、住宅用地に適した魅力ある土地が不足していることも住宅投資の制約となっている可能性が高い。2017年にNAHBが行なった調査によれば、会員企業の約64%が住宅用地の供給量が「少ない」と回答しており、1997年の調査開始以来、最も高い比率となった。2018年分の調査結果は発表されていないが、2017年末にNAHBが実施した別の調査によれば、「2018年に直面すると予想する重大問題」のトップ3に用地不足が選ばれており、



2017年以上に問題が深刻になるとの見方になっている（図表2-8）。

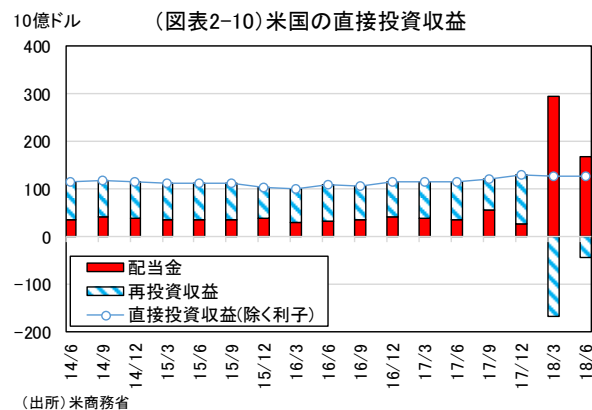
一方、需要面ではプラスの材料もある。9,10月とハリケーンが猛威を振るったことから、短期的には復興需要によって住宅投資が下支えされる可能性がある。また、一般的には25～34歳ごろが世帯を持つ時期とされるが、現在、ベビーブーマー世代（1946-1964年生まれ）の子供達はその年代に到達している。米商務省の将来人口予測によれば、2020年にかけて25-34歳の人口増加が見込まれており（前掲図表2-5）、中期的には世帯数の増加が住宅需要に結びつくことが期待される。

しかしながら、足元の30年住宅ローン金利が過去8年で最も高い水準付近まで上昇していることや、住宅価格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り、家計が積極的に住宅購入に踏み出せない状況にある（図表2-9）。ミシガン大学の調査によれば、6ヵ月以内に新居の購入を計画しているとする回答が低下しているほか、米抵当銀行協会の住宅ローン申請指数（購入用）もピークアウトしている。住宅投資の先行指標とされる住宅着工許可件数や住宅市場指数が低下傾向をたどっていることから、住宅投資は当面低調な推移が続くと予想する。



#### （4）設備投資の増勢も鈍化へ

法人税減税の実施により企業収益が押し上げられたほか、固定資産に対して5年間の時限立法で即時償却が認められたことなどを背景に、設備投資の増加基調が続いている。加えて、国際課税の変更も設備投資の押し上げに寄与していると考えられる。これまで、米国企業の海外子会社の内部留保は米国に還流した時点で課税され、本来、米国で支払うべき税金から子会社が所在する国ですでに支払った税金を差し引いた分が徴収される仕組みだった。ただ、この制度では、内部留保を米国内に還流させなければ米国での課税対象とならないため、海外子会社が内部留保を溜め込む要因となってきた。今回の税制改革により、海外子会社の内部留保に対して、現金などの流動性資産に15.5%、その他の資産に8%が一度限りで課税（8年間の分納が認められる）されることとなり、それ以降、海外子会社の所得は所在国のみで課税され、米国に還流させても課税されない制度に変更された。



海外子会社が内部留保を必要以上に溜め込む理由がなくなったことから、こうした資金の一部が米国に還流し始めている。国際収支統計で直接投資収益を見ると、海外子会社の内部留保を米国の親会社に送金したことを示す「配当金」が、2018年1-3月期に大幅に増加している（図表2-10）。還流した資金は自社株買いの原資として使われた部分もあり、すべてが設備投資に回ったわけではないものの、一部は設備投資の押し上げ要因として寄与している可能性が高い。

海外子会社が内部留保を必要以上に溜め込む理由がなくなったことから、こうした資金の一部が米国に還流し始めている。国際収支統計で直接投資収益を見ると、海外子会社の内部留保を米国の親会社に送金したことを示す「配当金」が、2018年1-3月期に大幅に増加している（図表2-10）。還流した資金は自社株買いの原資として使われた部分もあり、すべてが設備投資に回ったわけではないものの、一部は設備投資の押し上げ要因として寄与している可能性が高い。

過去に配当金の還流額が大きくなったのは、2005年にブッシュ大統領が実施した本国投資法施行時であり、それ以降、十数年にわたって多額の内部留保が海外子会社に積み上げられてきた。今後、内部留保を必要以上に溜め置くインセンティブは低いことから、1-3月期の配当金は、そうした資



金の大半が一気に還流し、規模が一時的に膨らんだ可能性が高いと考える。4-6月期の配当金額が1-3月期から縮小したように、今後、配当金の流入ペースは鈍化傾向で推移することが見込まれ、設備投資の浮揚効果は次第に弱まると予想する。

法人税減税による企業利益の押し上げ効果についても、来年以降逡減することが予想される。連邦法人税率が今年1月から35%→21%に引き下げられたことなどから、企業利益は今年に入り2割超の伸びとなっているが、2019年以降はこうした要因が剥落する結果、増勢の鈍化が見込まれている(図表2-11)。

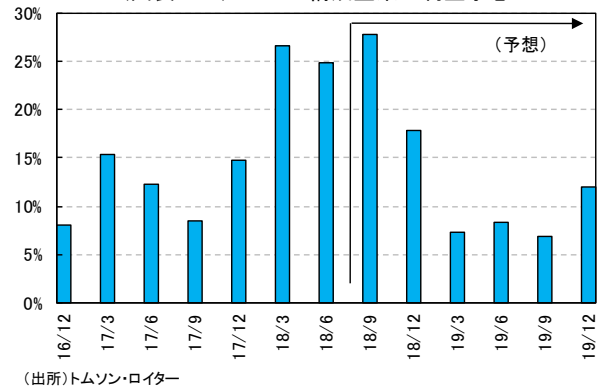
また、企業が設備投資をどの程度増やすかは、今後需要がどの程度伸びると予想するか、つまり期待成長率をどう見込むかに影響を受けるが、足元の米国景気の良い調子は大規模減税によって一時的に押し上げられた面があるほか、将来需要を先食いしている可能性もある。CBO(米議会予算局)の試算によれば、今後、財政赤字は拡大傾向が続き、対GDP比で5%を超える予測となっており(図表2-12)、将来的な財政の引き締めが予想される。こうした状況では、企業の期待成長率は上昇しにくい。ニューヨーク連銀やフィラデルフィア連銀が発表する6ヵ月先の設備投資見通しは、今年の春先以降、ともにピークアウトしており(図表2-13)、今後の設備投資の増勢は緩やかなものにとどまると予想する。

### (5) 懸念される貿易摩擦の影響

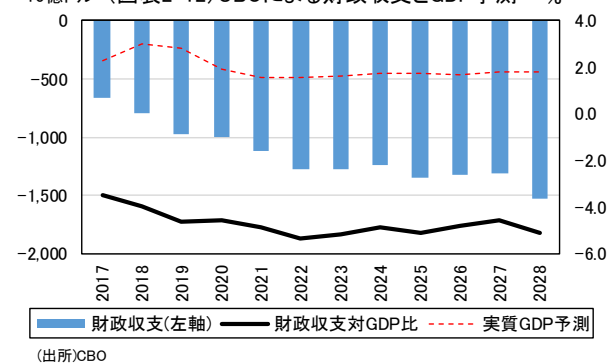
米国の通商政策に関しては、鉄鋼・アルミニウム関税に加え、合計2,500億ドルにのぼる中国からの輸入品に対して関税引き上げが実施されている。このうち、2,000億ドル分については、年内は10%の税率が課せられるが、2019年からは25%に引き上げられる方針が示されている。

夏場以降、中国発米国行きコンテナ船の貨物運賃が上昇傾向をたどっているが(図表2-14)、米国景気が内需をけん引役に絶好調だったことに加え、貿易摩擦の激化や今後の関税引き上げを前にした駆け込み需要により、米企業が前倒しで輸入を行なっている様子を表しているとみられ

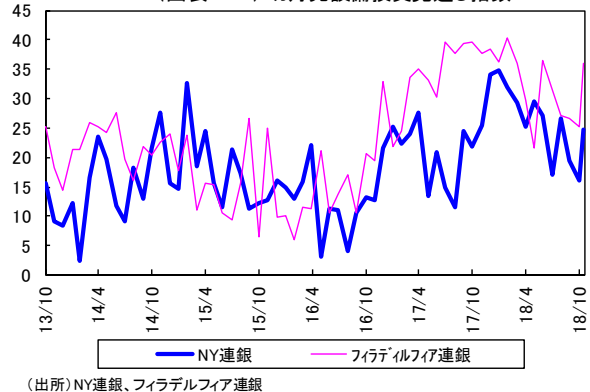
(図表2-11) S&P500構成企業の利益予想



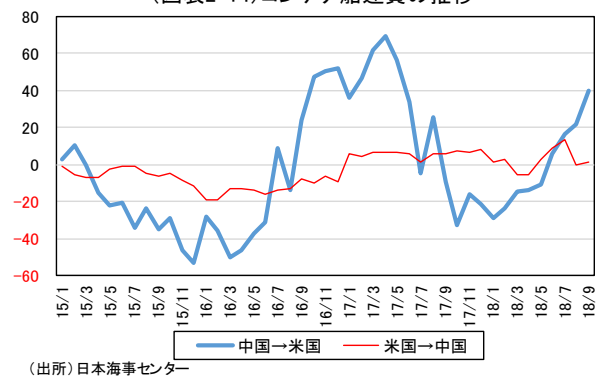
10億ドル (図表2-12) CBOによる財政収支とGDP予測 %



(図表2-13) 6ヵ月先設備投資見通し指数



前年比 (%) (図表2-14) コンテナ船運賃の推移

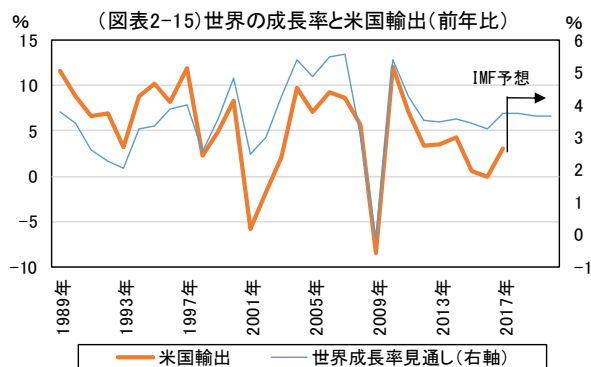




る。年明け以降、こうした動きは反動によって縮小することが見込まれ、輸入の増勢は弱まると予想する。

一方、米国発中国行きのコンテナ船運賃は相対的に小幅の動きにとどまっていることから、輸出は輸入ほど大きな振幅とはならないと考える。10月に発表されたIMFの世界経済見通しでは、世界の実質GDP成長率が、2019、2020年ともに前年比+3.7%と、緩やかながら回復基調が続く見通しが示されており（図表2-15）、輸出は増加基調を

たどる可能性が高い。しかしながら、IMFは主要国の一部はすでに成長率がピークに達した可能性があるとして指摘しており、世界成長の下振れリスクが上振れリスクを上回っていると判断している。米中貿易摩擦の影響は今のところ目立たないが、今後徐々に顕在化してくると見込まれ、輸出は緩やかな伸びにとどまると予想する。



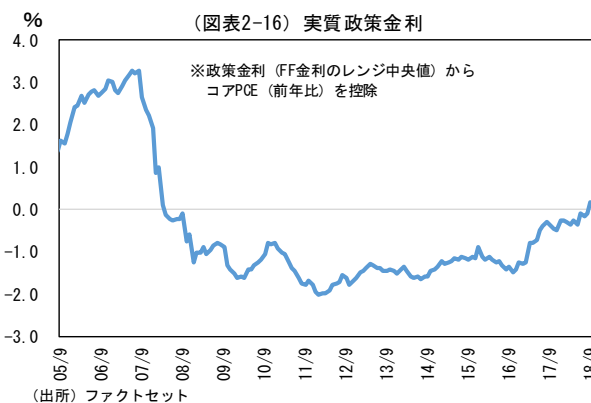
(出所) IMF

### (6) FRBは漸次的利上げを継続

11月7、8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2.00-2.25%ですえ置かれた。声明文では、米景気が力強く拡大するなか、経済指標を確認しながら段階的な利上げを継続していく姿勢が改めて示されており、12月18、19日開催のFOMCでは今年4回目となる追加利上げの実施を予想する。

ただ、2019年以降の利上げペースは減速を見込む。

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、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(図表2-16)。2018年の米国景気は大規模減税により力強くサポートされてきたが、今後はそうした効果が徐々に逡減することが見込まれる。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。米国では、雇用環境の改善が続いており、建設業や運送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、賃金は緩やかな伸びにとどまっている。先述のとおり、雇用者数の増加が相対的に賃金水準の低い年齢層中心となっていることなどが伸びを抑える要因となっている。また、足元の米景気の強さは大規模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、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。このため、今後も賃金の伸びは抑制される可能性が高く、インフレも緩やかな伸びが見込まれる。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2019年に2回程度の実施にとどまり、それで今次利上げ局面は終焉を迎えると予想する。(担当: 大広)



### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.2%と、4-6月期の同+0.4%から減速した。7-9月期の減速の背景には、自動車の新燃費基準導入という一時的な要因に加え、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、景気を下押ししたことがあるとみられる。今後については、内外の経済環境における不透明感の高まりにより、景気の回復ペースは鈍化すると予想する。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に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、米国を中心とする海外景気の回復を背景に、緩やかな回復が継続するとみる。ECBは2018年末に資産買入れの終了を予定している。利上げ開始は2019年9月頃と予想する。

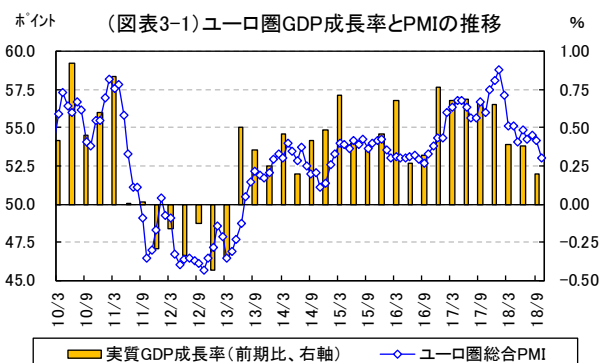
英国景気は、良好な雇用・所得環境を背景に、緩やかながらも回復が続いている。英-EU間のEU離脱交渉は、草案について合意がなされた。来年初までには英国議会において承認され、合意なき離脱（ハード・ブレグジット）は回避すると予想する。

#### （1）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、市場予想の同+0.4%も下回った。国別の成長率を見ると、フランス（4-6月期：同+0.2%→7-9月期：+0.4%）のみ前期から加速したものの、スペイン（同+0.6%→+0.6%）は伸び幅横ばい、ドイツ（同+0.5%→+▲0.2%）、イタリア（同+0.2%→+0.0%）は減速した。ドイツのマイナス成長は、2015年1-3月期以来三年半ぶりである。

10月のユーロ圏総合PMI（企業購買担当者景気指数）は53.1と、2016年9月以来の水準に落ち込んだ（図表3-1）。製造業PMIのうち、特に生産指数と新規受注指数の低下が続いている。PMI公表元のMarkit社によると、調査対象企業の多くが貿易摩擦問題に関係しており、それが景気見通しを悪化させているとのことである。足元のユーロ圏景気の回復ペースは減速している。

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、米国を中心とした海外景気の回復などが、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離脱問題、イタリアの財政問題など、内外の経済環境の先行き不透明感が高まっていることが、マインド面からの下押し圧力となっている。こうした不透明感は年末から来春にかけて、各種の協議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かと予想する。ただ、そうした協議が破談となった場合には、景気下振れ圧力が一段と高まることになろう。



（出所）ファクトセット

## (2) 輸出は米国向けがけん引役に

欧州委員会調査の景況感指数のうち、輸出業者による「輸出受注指数」を見ると、2018年初にピークアウトし、足元まで低下傾向が続いている(図表3-2)。輸出相手国別の動向を確認すると、2018年以降、景気が好調な米国向けの伸びが加速し、輸出全体の伸びをけん引している。一方、中国向けは2018年以降伸びが鈍化しており、けん引力は明らかに弱まっている(図表3-3)。

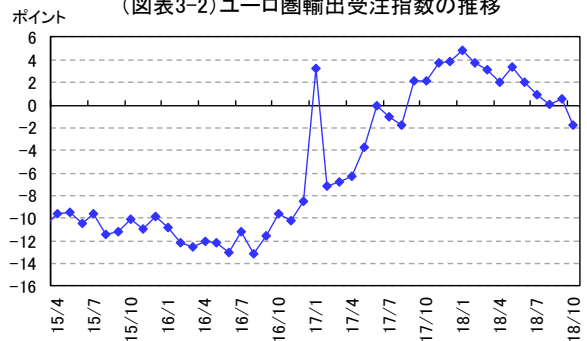
中国向け輸出が伸び悩んでいる背景には、同国景気が、2017年に実施された景気対策の反動により減速傾向をたどっていることがある。特に、2017年末に終了した小型車減税の反動減が顕在化していることが、ユーロ圏からの自動車輸出に大きな影響を与えている。10月の中国の新車販売台数は前年比▲11.9%と、9月の同▲11.6%から一段と落ち込み、減少傾向が続いている(図表3-4)。日本や米国などに比べ、対中輸出に占める自動車・部品のウェイトが大きいユーロ圏は、中国における自動車販売減少の影響を受けやすい(2017年の対中輸出に占める自動車・部品の割合は、ドイツ：24.4%、EU28カ国：17.6%、米国：9.9%、日本：9.3%)。また、米国が9月下旬から2,000億ドル分の中国製品に10%の関税をかけていることも、最終消費地が米国となる中国の加工貿易の縮小要因となっている。米国は、2019年以降関税率を25%へ引き上げることを予定しており、今後中国経由の加工貿易にさらなる悪影響が及ぶことが懸念材料である。

一方、2018年7月以降、中国は米国以外からの自動車関税を25%から15%に引き下げており、足元の反動減が一巡すれば、中国向けの自動車輸出は持ち直しに向かうことが期待される。2019年1月から中国が所得減税を行なう点も、ユーロ圏の輸出にとりプラスに働く。米国向け輸出も、好調な米景気を背景に、当面増加傾向が続くと予想される。総じて見れば、ユーロ圏の輸出は米国向けをけん引役に、緩やかな回復が続くと予想する。

## (3) 個人消費はマインド悪化を背景に減速

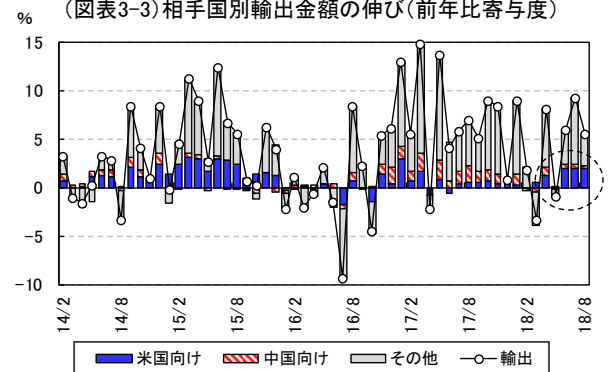
GDP統計上の個人消費と概ね似た動きをする実質小売売上高を見ると、7-9月平均では同+1.3%と、4-6月期の同+1.7%からはやや減速しており、GDP上の個人消費も7-9月期は減速したとみられる(図表3-5)。ただ、7-9月期の個人消費については、自動車販売の動向がかく乱要因となった面もある。9月に欧州で新燃費計測方法が導入されたことに伴い、各社が旧基準適合車の販促を行なった結果、8月の新車販売は前月比+19.7%と急増し、9月は逆に同▲37.4%と反動減が顕在化した。

(図表3-2) ユーロ圏輸出受注指数の推移



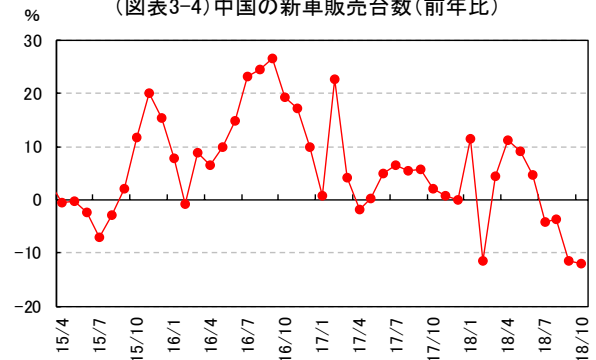
(出所) 欧州委員会

(図表3-3) 相手国別輸出金額の伸び(前年比寄与度)



(出所) ユーロスタット

(図表3-4) 中国の新車販売台数(前年比)



(出所) ファクトセット

8月に自動車購入が急増したことで、家計は貯蓄の取り崩しや借入を急いだとみられ、今後は貯蓄の復元や債務返済などの必要性から、個人消費は当面の間抑制される可能性がある。

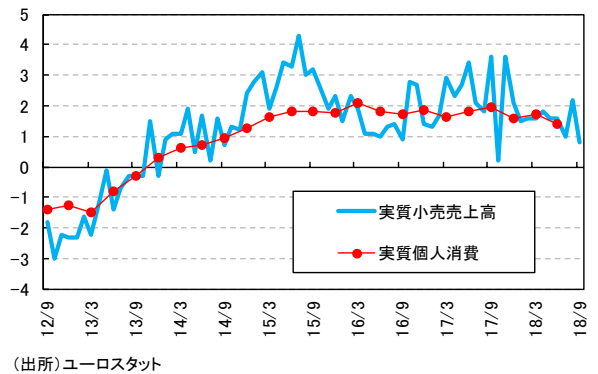
また、足元では消費マインドが悪化に転じていることも懸念材料である。欧州委員会調査の消費者信頼感指数は、2018年1月に1.4ポイントでピークを打った後、低下に転じ、その後はマイナス圏での推移が続いている。消費者信頼感指数は株価との連動性が強く、これが家計への逆資産効果や、景気の先行き不透明感の高まりなどを通じ、消費マインドを押し下げていると考えられる(図表3-6)。特に、米中貿易摩擦の激化に伴い、欧州車メーカー数社が業績見通しを引き下げたことが、自動車株にとり重石となっている。また、イタリア国債の利回りが、財政問題から上昇していることも、銀行株に下落圧力をかけている。

8月の自動車大量購入による消費性向の低下は、数ヵ月程度継続すると見込まれる。また、米中貿易摩擦やイタリアの財政問題は早晩解決する性質の問題ではないことを踏まえると、消費マインドが早期に改善基調に戻るとは考えにくい。

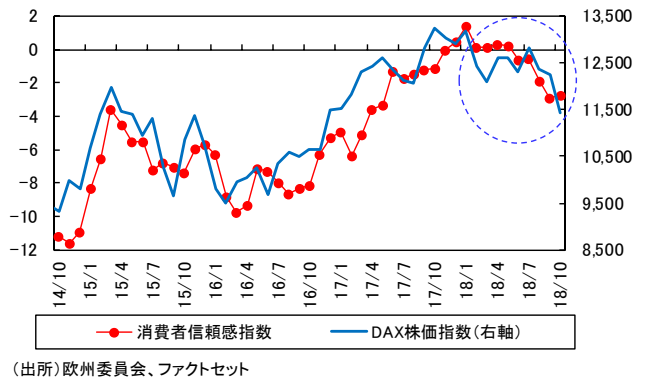
個人消費の重要なサポート要因である雇用者数については、足元に至るまで堅調な回復が続いている(図表3-7)。ただ、先行きに関しては不透明要素も出始めている。欧州委員会調査の産業別採用見通し指数を見ると、鉱工業部門については、中国向け輸出のピークアウトや貿易摩擦の懸念などからやや低下しており、内需関連のサービス部門についても、これまで続いてきた一本調子の改善に頭打ち感が出てきている(図表3-8)。企業の採用意欲については、引き続きECBによる緩和的な金融政策が下支えになるとみるが、これまで続いてきたような一本調子での回復は最終局面を迎えつつあるようだ。

今後の個人消費は、雇用者数が緩やかながらも増加基調を維持することで、回復傾向自体は続くと思われる。ただ、貿易摩擦問題やイタリアの財政問題などを背景に、消費マインドは良くて横ばい、ないし悪化が続くとみられ、消費の回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

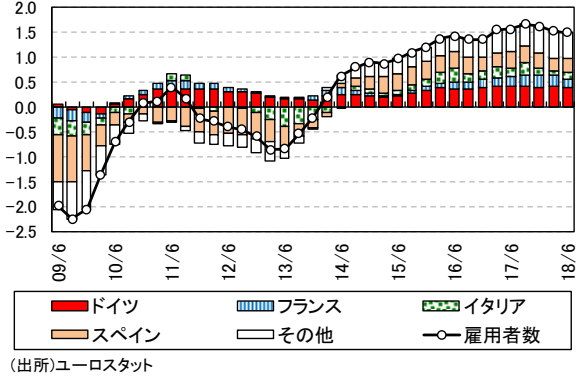
(図表3-5) ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高(前年比)



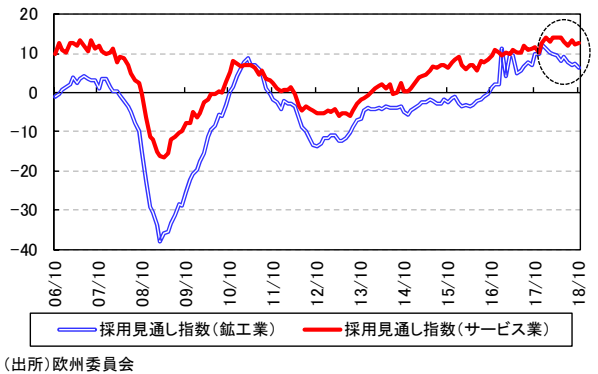
(図表3-6) 消費者信頼感指数と株価



(図表3-7) ユーロ圏雇用者の推移(前年比)



(図表3-8) 企業の採用意欲





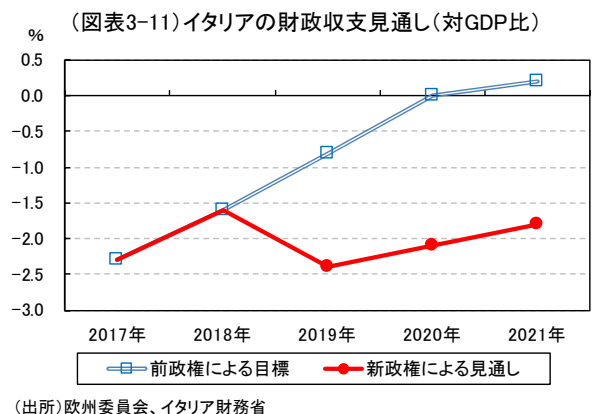
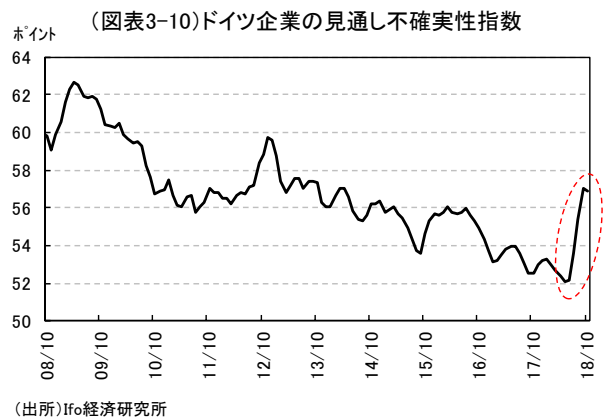
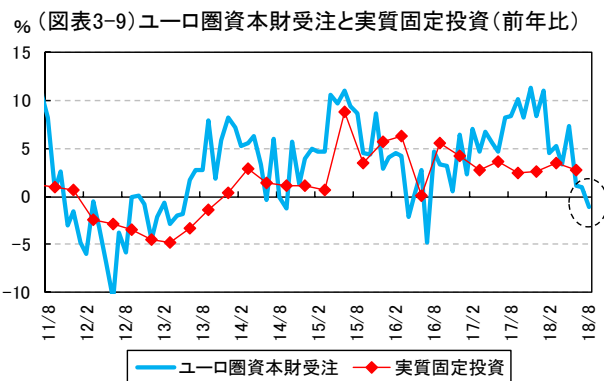
#### (4) 企業の慎重姿勢から固定投資は足踏みへ

GDP統計上の固定投資に数ヵ月先行するとされる資本財受注の動きを見ると、足元で前年比マイナス圏に落ち込んでおり、GDPベースの固定投資も7-9月期は減速、または減少に転じている可能性がある(図表3-9)。背景には、ユーロ圏の企業が景気の先行きに対して慎重姿勢を強めていることがありとみられる。ドイツのIfo経済研究所が企業に6ヵ月先の景気見通しを聞き、先行き不透明との回答を指数化している「見通し不確実性指数」をみると、2018年7月から上昇し、足元では2011~2012年に欧州債務問題が深刻化していた時期の水準に達している(図表3-10)。2018年7月以降、トルコをはじめとする新興国通貨の急落や、米国を中心とする貿易摩擦への懸念、英国のEU離脱後の貿易協定の不透明感、イタリアとEUの財政規律を巡る争い、世界的な株価の急落など、複合的な要因が企業の先行き不透明感を高めているとみられる。

今後のユーロ圏の固定投資は、引き続きECBによる緩和的な金融政策が下支えになるとみるも、前述した不透明要因がマインド面での重石となり、回復ペースは減速を余儀なくされると予想する。英国のEU離脱問題は、11月13日に英-EU間で離脱草案の合意に至ったものの、今後は英国国内での議決を行なう必要があり、「(離脱後の通商関係について)合意無き離脱」となるリスクは依然燻っている。イタリアとEUの財政規律を巡る対立も、現時点では解消のめどは立っていない。今年末から来春にかけて、EU離脱問題や財政規律遵守を巡る協議が設けられることになっており、そうした場で前向きな合意がなされた場合には、企業の先行き不透明感も後退し、設備投資は持ち直しに向かう可能性もある。一方、英国のEU離脱が「合意無き離脱」となる場合や、イタリアの財政規律の緩みが金融リスクなどにつながる場合(後述)には、企業景況感の冷え込みから、設備投資はいっそうの減速を余儀なくされるとみる。

#### (5) イタリアはEUとの対立を深める

イタリア新政権は10月16日、公約どおりベーシック・インカムを導入など、財政拡張を盛り込んだ予算案をEUに提出した。新政権の財政収支見通しでは、2019年から2021年にかけて財政赤字はそれぞれ対GDP比▲2.4%、▲2.1%、▲1.8%となる見込みであり、2020年に財政均衡を見込んでいた前政権の方針は破棄された(図表3-11)。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「プランBは無い」と、修正に応じる構えを見せていない。EUは「著しい財政規



「違反」があると判断される政府に課徴金を科すことが可能であるが、それとてイタリアの現政権にとっては、EUから「攻撃」を受けたと世論を煽り、政権の支持を高める道具に使われかねない。財政運営の主権は各国政府にある以上、EUがイタリア政府による放漫財政を抑止することは困難である。

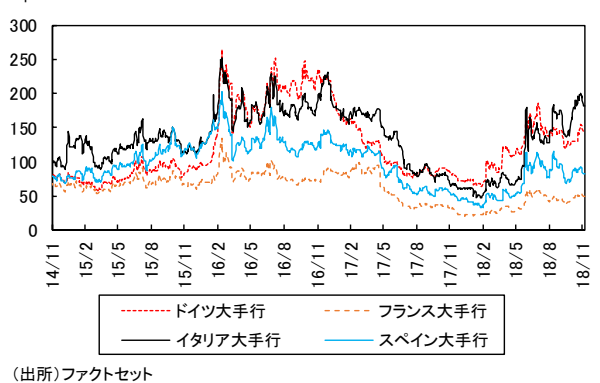
国債市場はイタリアの財政拡張路線に反応し、同国債の利回りは3～3.5%の間で推移している。また、大手格付会社数社も、イタリア国債を投資適格級の下限まで格下げ、もしくは見通しをネガティブに変更するなど、将来における債務返済能力の低下を警告している。同国債が保有資産の多くを占めるイタリア系銀行のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）スプレッドは上昇しており、金融市場はイタリア系銀行の財務体質の悪化を懸念している。こうした状況が長引けば、元来不良債権比率が高いイタリア系銀行を発端に、信用リスクが再燃する可能性がある（図表3-12、図表3-13）。足元では世界景気の減速懸念が煽るなか、中期的には楽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。

### （6）ECBは金融緩和をきわめて緩やかに解除

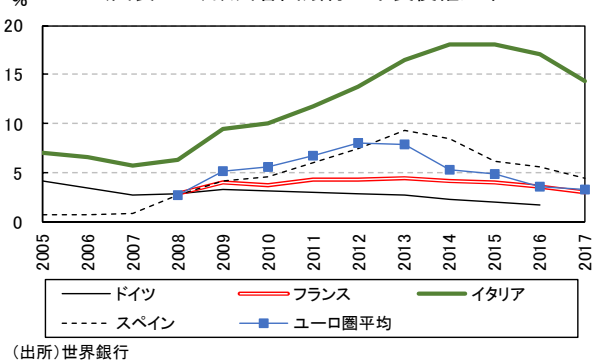
10月のユーロ圏総合CPIは前年比+2.2%と、ECBの中期的な目標である「2%弱」を超えて推移しているものの、食料・エネルギー・タバコを除いたコアCPIは同+1.1%と、加速感に乏しい状態が続いている（図表3-14）。ただ、緩和的な金融環境を背景に失業率は低下しており、賃金上昇率も高まっていることから、今後は徐々にコアCPIも上昇していくと予想される。

ECBは政策金利について、「少なくとも2019年夏中は現行の水準を保つ」とのガイダンスを維持している。また、再投資政策の継続期間も未決定であり、4.7兆ユーロに達するECBの資産は当面継続保有される。欧州委員会が推計しているユーロ圏の需給ギャップは2018年によりやく解消される見通しであるものの（図表3-15）、内外の経済環境に不確定要素は多く、ECBによる金融政策正常化は漸進的なものになると考えられる。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。

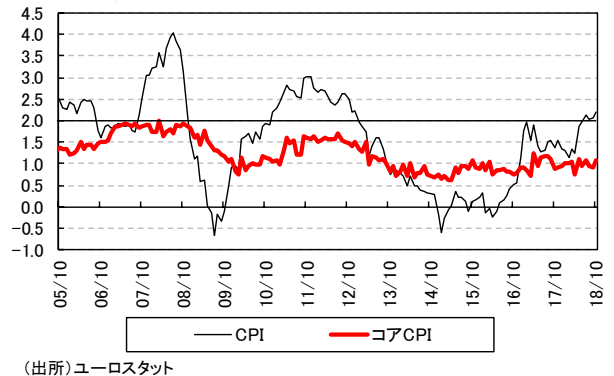
（図表3-12）欧州各国大手行のCDSスプレッド



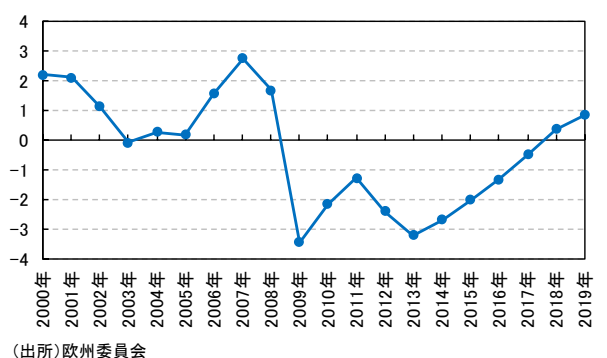
（図表3-13）欧州各国銀行の不良債権比率



（図表3-14）ユーロ圏CPI・コアCPI上昇率(前年比)



（図表3-15）ユーロ圏の需給ギャップ推計値





## (7) EU離脱交渉が難航する英国

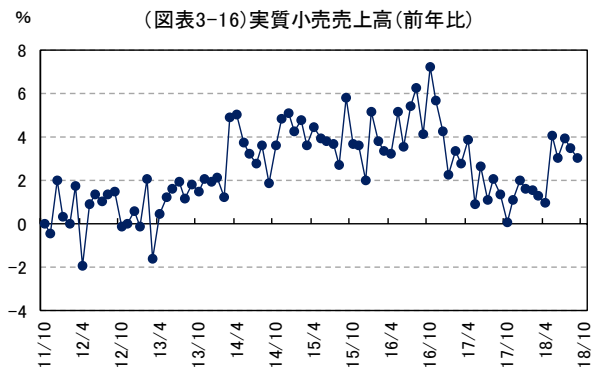
英国の7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.6%と、4-6月期の同+0.4%から拡大した。個人消費の伸びに加え、米国向け輸出が増加したことが主な要因である。

個人消費は足元で持ち直している。7-9月期の実質小売売上高は、前年比+3.5%と、好調だった4-6月期の同+2.7%を上回る高い伸びとなった（図表3-16）。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。10月の失業率（ILO基準）は4.1%と歴史的な水準にまで低下しており、労働需給のひっ迫が顕著になっている。これに伴い、9月の週平均賃金（除く賞与ベース）は前年比+3.2%と、8ヵ月連続でCPI上昇率を上回り、実質賃金にも上昇の兆しが見える（図表3-17）。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が、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、造反議員の存在を考えると、議決の可否は依然不透明と言わざるを得ない。こうした状況から、一部企業は景気の先行きに対して慎重な見方を高めている。特に輸出企業にとっては、英国会で議決に至らず「合意無き離脱」となった場合、関税や通関手続きが復活することで物資の輸送が滞り、大陸欧州との取引に有形無形のコストを強いられるおそれがある。鉱工業分野の採用見通し指数は、2018年初から低下が続いており、EU離脱後の通商関係が不透明である点が、輸出企業を中心に採用意欲を低下させている（図表3-18）。一方、関税復活の影響が比較的少ないとみられるサービス業に関しては、足元では鉱工業部門に比べ、採用意欲は底堅く推移している。今後については、EU離脱は円滑に行なわれるとの見通しのもと、鉱工業部門における採用意欲の大幅な悪化は回避され、企業の採用意欲はサービス業を中心に底堅く推移するとみる。ただ、合意無き離脱となった場合は、鉱工業部門を中心に企業景況感悪化し、採用の手控えが労働需給を緩ませ、個人消費の下押し要因になるとみる。

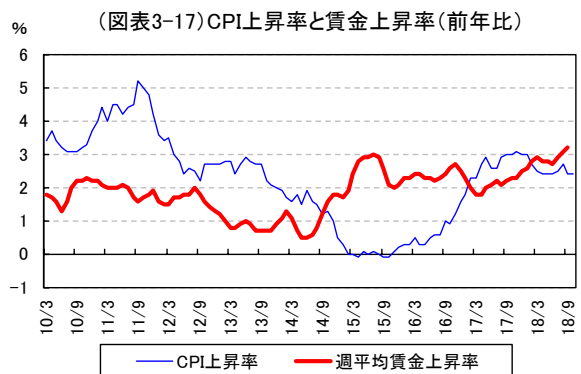
EU離脱問題について、長らく懸案事項であった英国と北アイルランドの国境管理問題については、2020年7月までに議論の期限を延長し、それでも結論が出なかった場合には、①さらに1年程度議論を延長する、②北アイルランドとブリテン島共々EUの関税同盟に残る、という選択肢が、今回の合意案のなかに盛り込まれた。従前からメイ首相が提案していた案が盛り込まれた形である。EU加盟

(図表3-16) 実質小売売上高(前年比)



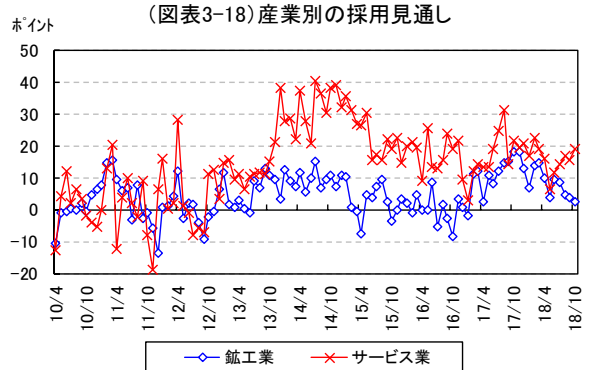
(出所) 英国国家統計局(ONS)

(図表3-17) CPI上昇率と賃金上昇率(前年比)



(出所) ONS, ILO

(図表3-18) 産業別の採用見通し



(出所) 欧州委員会

国であるアイルランド共和国と英領北アイルランドは陸続きだが、1998年に結ばれたベルファスト合意に基づき、物理的国境が存在しない。英国のEU離脱後も厳格な国境を設けないことに関しては英・EUともに見解が一致しているが、その具体的な解決方法については合意が無かった。アイルランドとの国境管理問題については、現在のところ、EU主席交渉官であるバルニエ氏が欧州議会の場で、①食品についてはブリテン島から北アイルランドの港に荷揚げされた時点で「簡便な」手続きを行なう、②その他の財については「市場内監査」を継続的に行なう、と述べており（BBCより）、これが雛形になるものとみられる。

ただ、今回の英-EU間の合意案でさえも、英国議会で承認されないリスクは依然残っている。英メイ首相は国内での支持基盤が弱く、このことも合意無き離脱へのリスクを高めている。与党保守党は2017年の総選挙で下院議席数を減らしており、北アイルランドの地域政党「民主統一党（DUP）」との閣外協力によりかろうじて過半数を確保している状況である。前外相ボリス・ジョンソンをはじめ、党内に一定数存在する強硬離脱派は、メイ首相の離脱案に賛同しない公算が高い。

英国議会でこのせめぎ合いは期限ぎりぎりまで行なわれると考えられる。議会承認は難航が予想されるが、合意無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。ただし、アイルランド国境管理問題については、移行期間中も協議は難航し、英国経済に影を差す展開が継続しよう。

11月のBOE金融政策委員会（MPC）では、市場予想通り政策金利が0.75%ですえ置かれた。10月のCPIは前年比+2.4%と、引き続きBOEのインフレ目標値2%を超えて推移しているが、今後のEUとの関係性が流動的である以上、政策変更は困難であったとみられる。今後は、EU離脱がスムーズに行なわれることを前提として、2019年6月ごろに0.25%の利上げを行なうと予想する。その後も年1回程度の緩やかな利上げを行なうとみる。なお、仮に離脱交渉が破談となった場合、英国は経済活動の混乱や急激なポンド安に見舞われると考えられ、物価への影響は見通し辛いことから、BOEは利上げ・利下げのどちらにも機動的に対応するとし、「合意無き離脱」となった場合の金融政策スタンスは現在のところ保留している。（担当：久保、木下）

## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

7－9月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.5%と、2四半期ぶりに減速し、2009年1－3月期以来の低成長となった。固定資産投資は、インフラ開発投資の減速が続いたことで、全体として鈍化傾向が続いた。個人消費は、米中貿易摩擦を背景とした消費マインドの悪化、対米関税の引き上げによる消費者物価の上昇などが下押し圧力となった。輸出は、米国による関税引き上げ前の駆け込みが発生したとみられ、米国向けを中心に伸び幅は拡大した。

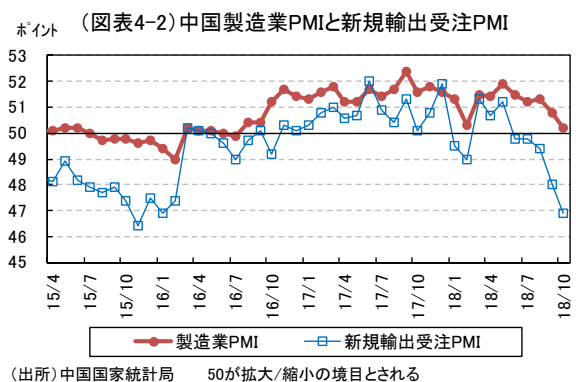
今後は、地方政府によるインフラ開発投資が回復することにより、固定資産投資は持ち直しに向かうと予想する。個人消費は、個人向け減税や、インフラ開発投資加速による労働需要の高まりにより、底堅く推移するとみる。輸出は、米国による関税引き上げの影響を受け、減速傾向での推移を余儀なくされると予想する。ただ、米国による関税引き上げ対象がさらに拡大した場合には、輸出の減速やマインド面の悪化を通じ、景気の下振れリスクは高まるとみる。

#### (1) 約9年ぶりの低成長

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。伸び率はリーマン・ショック直後の2009年1－3月期の同+6.4%以来の低い伸びである(図表4-1)。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。

国家統計局が発表する製造業PMIをみると、10月は50.2と、好不況の境とされる50を割り込む寸前となっている(図表4-2)。内訳では、新規輸出受注の落ち込みが激しく、これが生産活動の下押し圧力となっている。2019年からは米国が2,000億ドル分の中国製品について関税を10%から25%へと引き上げる方針を示していることから、今後は輸出、ひいては生産活動全体にさらなる下押し圧力が加わることが懸念される。

一方で、地方政府によるインフラ開発投資の推進に伴い、固定資産投資については持ち直す展開が期待できる。総じて見れば、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4-3)。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、景気下振れ圧力が一段と高まるとみる。



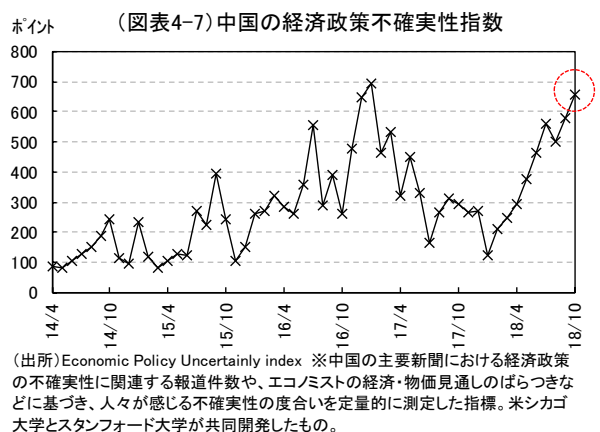
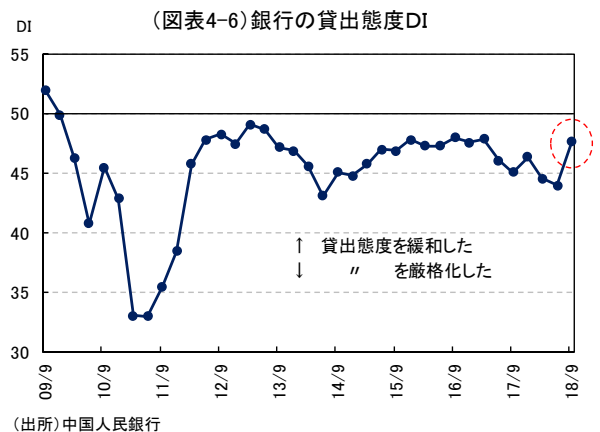
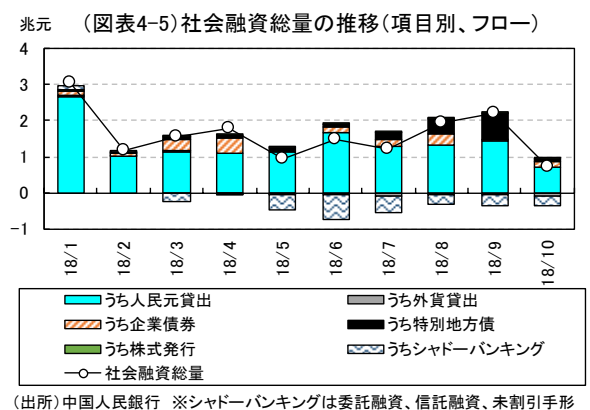
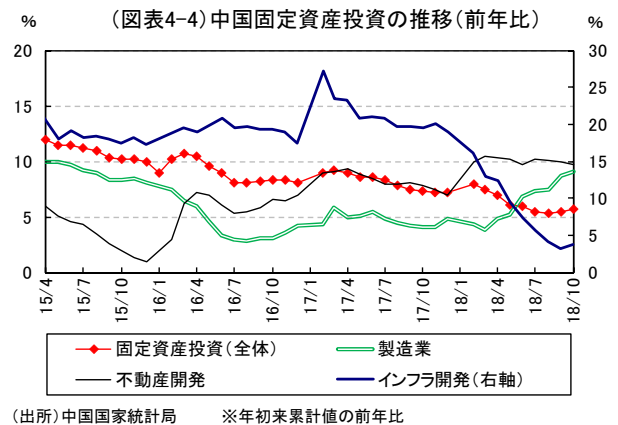
(図表4-3) 中国実質GDP成長率予測(前年比、%)

	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

## (2) インフラ開発投資の再加速に期待

1-9月期の固定資産投資は前年比+5.4%と、1-6月期の同+6.0%から減速した。特に、インフラ開発投資が同+3.3%と、1-6月期の同+7.3%、2017年の同+20%台から大きく伸び幅が縮小している。一方、製造業投資は同+8.7%、不動産開発投資は同+9.9%と安定した伸びが続いている（図表4-4）。製造業投資が上向いている背景には、産業技術高度化策である「中国製造2025」に基づき、ハイテク関連産業の生産に補助金が支給されていることなどがあるとみられる。一方、7月に中央政府から地方政府に対し、1.35兆元（約20兆円）の特別地方債発行による資金調達の許可と、インフラ開発投資の再加速が指示された。これに伴い、社会融資総量には「特別地方債」の項目が遡及して追加され、8-10月の3ヵ月で1.2兆元が調達されたことが明らかとなっている（図表4-5）。こうした資金を元手に、今後はインフラ開発投資が再加速することが期待される。すでに1-10月のインフラ開発投資は同+3.7%と、2017年11月以来はじめて前月から伸び幅が拡大した（前掲図表4-4）。また、銀行の貸出態度も緩和的になっている。中国人民銀行が四半期ごとに調査している銀行貸出態度DIを見ると、7-9月期は緩和方向に向かって推移している（図表4-6）。背景には、中国人民銀行の大量の流動性供給による金利の低め誘導などがあるとみられる。地方政府によるインフラ開発投資の再加速や、銀行の貸出態度の緩和により、固定資産投資の伸び幅は今後徐々に持ち直すと予想する。

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一段と高まっている（図表4-7）。そのため、今後地方政府がインフラ開発投資を再加速させたとしても、公共投資を呼び水に民間投資が惹起される、という状況にはなりにくい。先行き不透明感の高まりから、民間部門の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。なお、今後米中貿易摩擦が一段と激化し、米国が対中関税引き上げの対象を拡大する場合、中国からの最大の輸入品であるパソコン・携帯電話（含むスマートフォン）の関税も引き上げられる可能性が出てくる。中国のコンピュー



タ・通信設備産業は輸出依存度が約50%と高く、輸出額の30%程度、産業全体の売上高の15%程度が米国での売上と考えられるため、米国の関税引き上げによる負の波及効果は他の産業に比べ大きくなると考えられる（図表4-8）。その場合、足元で製造業投資をけん引しているコンピュータ・通信設備産業の設備投資にもブレーキがかかり、固定資産投資全体が減速に向かう可能性が高い。

### （3）個人消費は底堅く推移すると予想

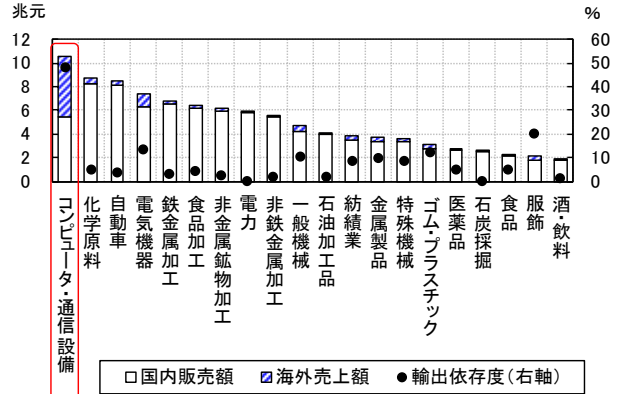
9月の実質小売売上高は前年比+6.4%、7-9月平均では同+6.5%と、4-6月平均の同+7.2%から減速した（図表4-9）。消費が減速している要因として、2017年末をもって終了した小型車減税の反動減が顕在化している点が指摘できる。9月の中国の新車販売台数（出荷ベース）は前年比▲11.8%と、2018年央から前年比マイナス圏で推移している（図表4-10）。米国のトランプ大統領が中国との貿易摩擦を激化させていることに伴い、米国系自動車の関税が引き上げられたことも、一時的に自動車販売を下押しした可能性がある。中国の1-10月累計の新車販売台数は、ドイツ車が前年比+4.7%、日本車が同+5.0%であるのに対し、米国車は同▲13.7%と大きく落ち込んでいる。また、貿易摩擦を背景とした消費マインドの悪化や、対米関税の引き上げによる消費者物価の上昇などが、個人消費に悪影響を与えているとみられる（図表4-11）。

ただ、依然として農村部から都市部への移住に伴う都市人口比率の上昇トレンドが続いていることもあって、国民の所得水準の趨勢的な増加が続いていることから、個人消費が早晚腰折れする事態は考えにくい。また、2019年1月から個人向け減税（所得税の控除額引き上げ）が開始されることも決まっている。加えて、地方政府によるインフラ開発投資の再開なども、労働需要の高まりを通じ、家計の所得にプラスに働こう。総じて見れば、中国の個人消費は底堅く推移すると予想する。

### （4）輸出は減速が見込まれる

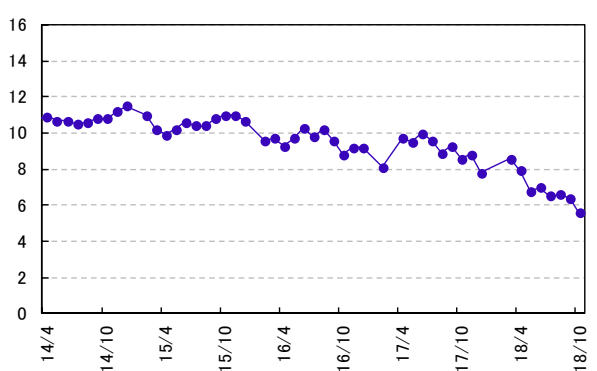
7-9月平均の輸出額は前年比+11.7%と、4-6月平均の同+11.5%から伸び幅が小幅拡大した（図表

（図表4-8）中国の品目別輸出依存度（売上高上位20品目）



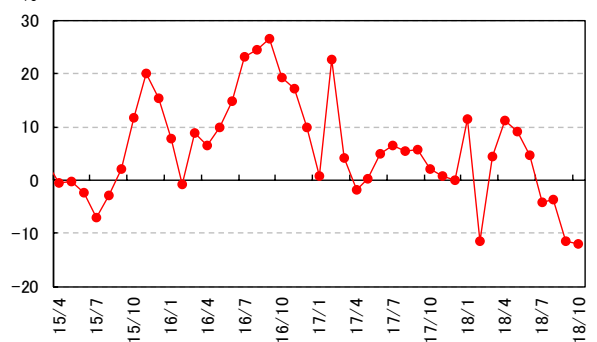
（出所）中国国家統計局  
 ※国内販売額は「主營業務収入」-「輸出入貨値」で計算、2017年

（図表4-9）実質小売売上高の推移（前年比）



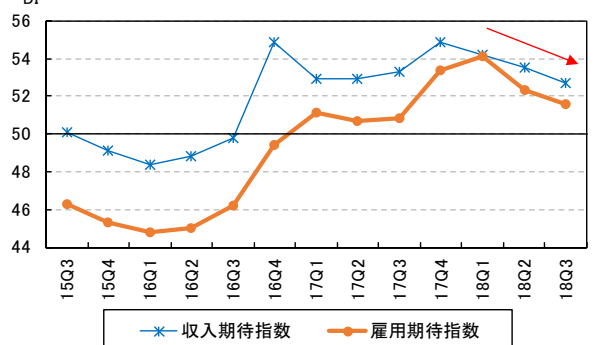
（出所）中国国家統計局

（図表4-10）中国の新車販売台数（前年比）



（出所）ファクトセット

（図表4-11）家計の収入・雇用期待DI



（出所）中国人民銀行



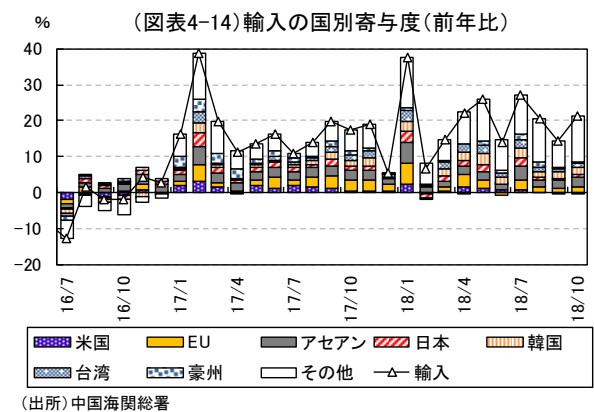
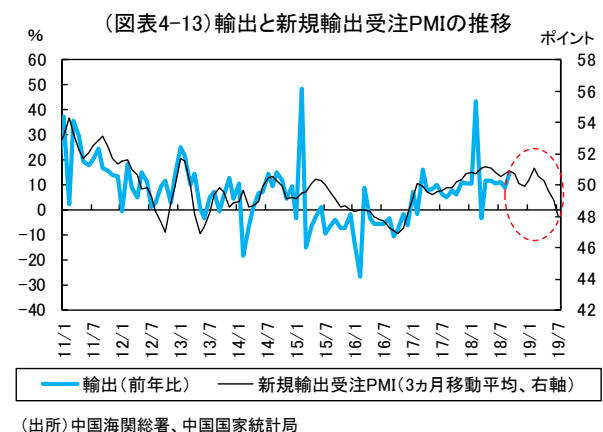
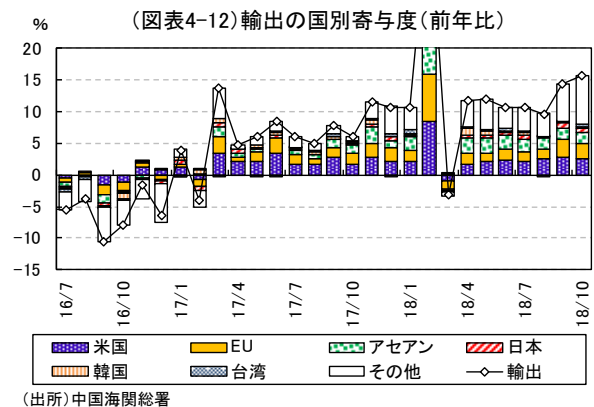
4-12)。輸出が二桁の伸びを続けている背景には、6月以降進行した元安が、中国の輸出競争力を一部改善させたほか、米国向け輸出の駆け込みが全体を押し上げたことがあるとみられる。足元では、米中が相互に関税を引き上げており、中国の対米輸出については、米国側が2,000億ドル分の輸入品について2019年より関税率を10%から25%に引き上げる方針となっていることが、駆け込み的な輸出増につながったとみられる。10-12月期についても、2019年からの税率引き上げを控えた駆け込み輸出が継続するとみられるが、その後は反動減が避けられない。中国の製造業PMIに含まれる新規輸出受注PMIの3ヵ月移動平均値は、輸出額前年比に半年ほど先行する性質があり、2019年の輸出の減速が示唆されている(図表4-13)。

一方、7-9月平均の輸入額は前年比+20.1%と、4-6月平均の同+20.5%と同水準の高い伸びが続いた(図表4-14)。中国は7月から、米国以外に対しては自動車や日用品など1,400品目以上の関税を引き下げており、関税率の引下げが輸入の堅調につながっている可能性がある。なお、米国からの輸入は、9月は同▲1.2%、10月は同▲1.8%と、日本やEUからの輸入は同時期に前年比で拡大しているのに対し、マイナスに転じている。

今後の輸出は、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。一方、輸入については、上述の米国以外への関税引き下げや、各種内需支援策により、高い伸びが続くとみられる。結果として、中国の貿易収支は徐々に縮小に向かうと予想する。なお、米国が問題視している中国の対米貿易黒字については、中国より米国の方が関税引き上げ対象が広いこともあって、黒字額は徐々に縮小に向かうとみる。ただ、そのペースに米トランプ大統領が満足できなかった場合には、パソコンや携帯電話を含めた形で、関税引き上げ対象のさらなる拡大を打ち出すリスクが高まるとみる。

### (5) 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、前月の為替予約契約総額の20%を準備金として預け入れる制度を復活させるなどの通貨防衛策をとっていることがある(同策は2015年10月に導入、2017年11月に撤廃された経緯がある)。これにより、金融機関は通貨先物の売買コストが上昇し、



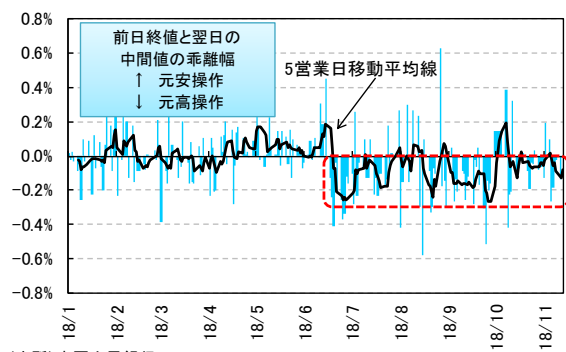


通貨先物契約（≒元売り予約）の縮小を余儀なくされたとみられる。また、オンショア市場についても、6月に人民元が急落して以降は、中国外為管理局が定める取引中間値を前日終値に対して意図的に元高方向に設定する「カウンター・シクリカル」制度が復活している（図表4-15）。オンショア市場での元/ドル取引は中間値の上下2%以内でしか値付けできないため、こうした手法も元高誘導に用いられる。

元安抑制のためにさまざまな政策が動員されているが、今のところ為替介入の本丸である外貨準備、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（図表4-16）。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、大規模な資本逃避に結び付かない限り、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、米国債売却による金融市場の混乱は、世界からの反発を買う可能性もある。そのため、中国はあえて外貨準備、特に米国債に手をつけない形での元安抑制策をとっているとみられる。

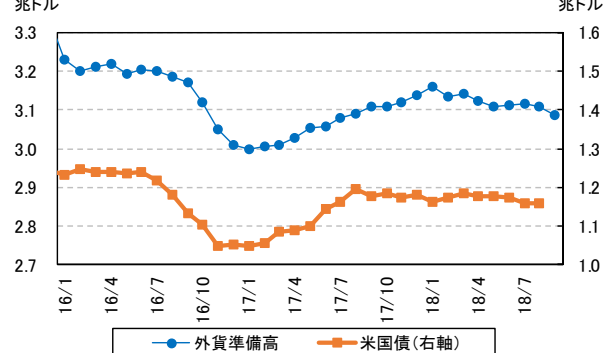
ただ、元相場において再度元安が進行するリスクは依然燻っている。6月に人民元は対ドルで急落したが、結局6月末時点の中国の対外債務は依然として満期1年未満の短期債務が中心であり、海外投資家がいつ人民元を手放してもおかしくはない状況が続いている（図表4-17）。特に今後は、輸出の減速を背景に中国景気の減速が金融市場からより注目を集めやすい地合いになる可能性があり、2015年同様、中国景気の減速懸念から短期資金が引き揚げられ、急速な元安が進むリスクは残っている。中国の経常収支もサービス赤字の急拡大（大半が旅行収支の赤字）により、赤字基調が定着する可能性がある（図表4-18）。加えて、米国向け輸出の減速により、貿易黒字は今後縮小に向かうとみられ、こちらも人民元の下落圧力となりえる。このように、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、人民元の急落が市場のセンチメントを悪化させる「人民元ショック」の再来には、引き続き注意を要するとみる。（担当：久保）

（図表4-15）人民元の前日終値と取引中間値の乖離幅



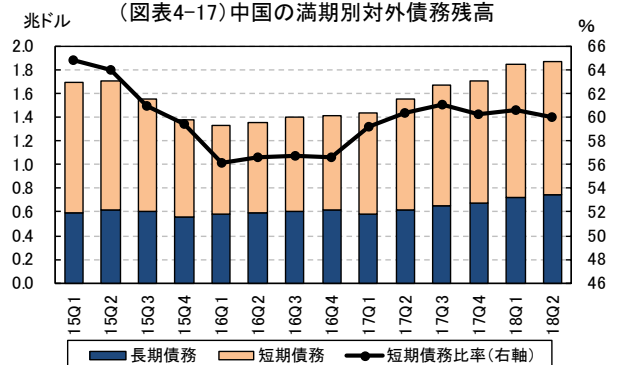
（出所）中国人民銀行

（図表4-16）中国の外貨準備高と保有米国債



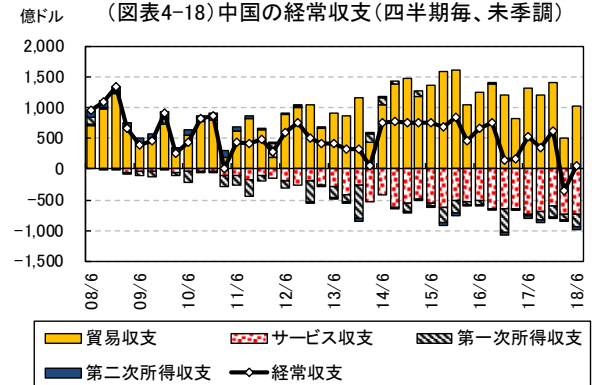
（出所）中国外為管理局、米財務省

（図表4-17）中国の満期別対外債務残高



（出所）世界銀行 ※長期は満期1年以上、短期は満期1年未満

（図表4-18）中国の経常収支（四半期毎、未季調）



（出所）中国国家外為管理局

## 5. 韓国・台湾・豪州経済見通し

### 〈要 約〉

韓国景気は、個人消費が伸び悩むものの、政府の景気刺激策に加え、半導体需要の拡大による輸出の増加が景気を下支えし、緩やかな回復が続くと予想する。台湾景気は、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、韓国は、2018年内に利上げを1回実施し、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。台湾は、2019年に利上げを1回実施し、その後2020年まですえ置くと予想する。

豪州景気は、雇用・所得環境の改善に伴う個人消費の回復や、公共投資の拡大等を受け、緩やかな回復傾向が続くと予想する。労働需給ひっ迫を背景に緩慢ながら物価上昇が見込まれることから、RBA（豪州準備銀行）は2019年以降年1回ペースで利上げを行なうと予想する。

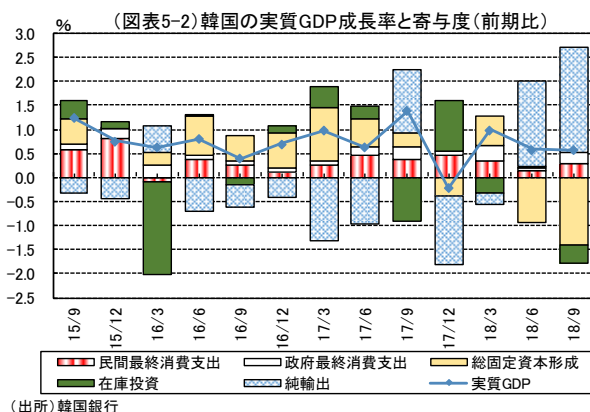
#### （1）韓国経済は緩やかな回復が続く

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。世界的な半導体需要の増加や、中韓関係の改善による中国人旅行客の回復により、7-9月期の輸出は同+3.9%と、4-6月期の同+0.4%から大きく増加したものの、ハイテクセクターでの大規模設備投資の一巡や、住宅建設の低迷などから、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）。

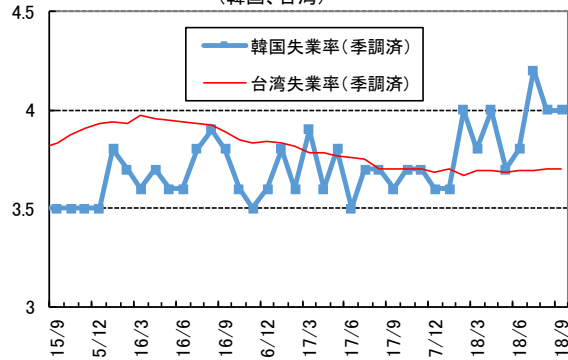
文政権は所得主導経済を掲げており、最低賃金を2年連続で10%超引き上げたほか、労働時間についても勤労基準法を改正し、週の労働時間上限を68時間から52時間へと短縮させた。最低賃金の引き上げは、個人消費の下支え要因として期待されたものの、ペースが急なためサービス業を中心に雇用の抑制を招いたほか、輸出低迷等の業績不振による自動車・造船を中心とした製造業でのリストラもあいまって、足元の失業率は逆に高まる結果となっている（図表5-3）。政府は、勤労基準法の改正で雇用の創出を企図していたが、営業時間の短縮、省人化投資、海外移転等の動きもあり、失業率の改善には繋がっていない。石油税の15%カットによるガソリン価格の引き下げを考慮にいれても、個人消費は伸び悩むと見込む。また、総固定資本形成は、低金利等を要因とした住宅価格の高騰に伴い、9月に融資規制の強化や、

（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



（図表5-3）失業率（季調済）の推移  
（韓国、台湾）



不動産税引き上げなどの規制強化を行なった影響から、住宅建設を中心に冴えない展開が続くとみる。

一方で輸出は、足元で伸びは鈍化しつつも（図表5-4）、堅調な半導体需要を背景に増加基調は継続している。今後、米中貿易摩擦が一段と激化した場合には、その余波を受ける懸念はあるものの、世界経済の回復に伴う半導体需要の拡大が2019年、2020年にかけても引き続き見込まれるため、増加基調で推移すると予想する。また、政府が10月に発表した前述のガソリン価格の引き下げや、中小・中堅企業の設備投資に対する金融支援策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。

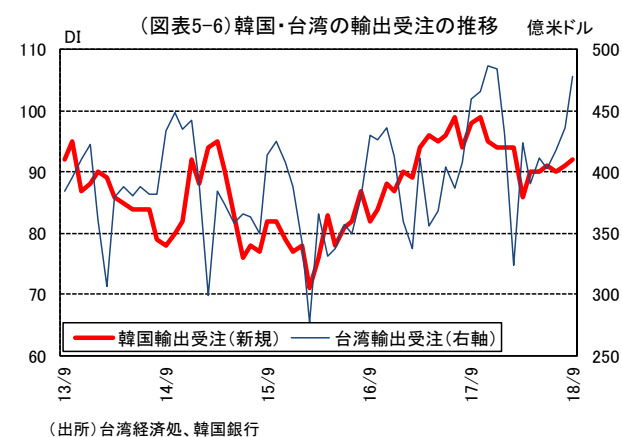
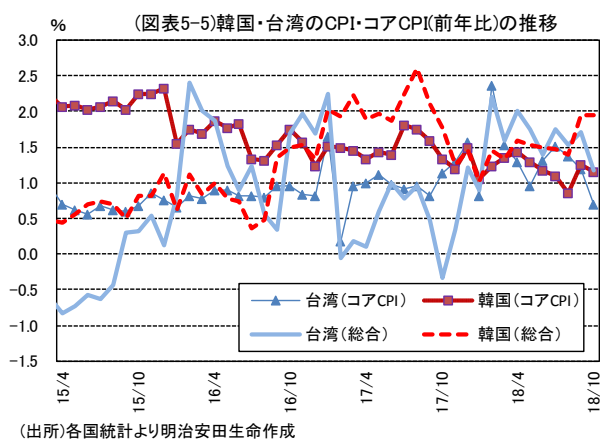
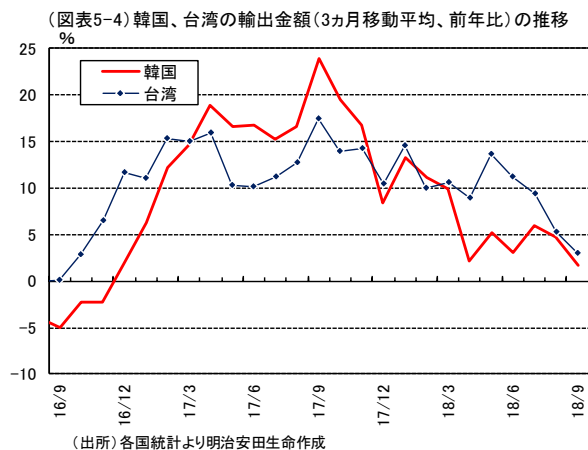
10月の総合CPI、コアCPI（食料とエネルギーを除く）を見ると、総合CPIは前年比+2.0%、コアCPIは同+1.1%と、猛暑による農産物の価格上昇と原油価格上昇を背景に、8月以降上昇している（図表5-5）。米国の利上げに伴うウォン安の進行が、輸入物価の上昇に繋がる可能性があることや、住宅価格高騰に対応するためにも、韓国中銀は2018年内に利上げを実施し、その後も年1回程度のペースで利上げを持続すると予想する。

## （2）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、4-6月期の同+3.3%から伸び幅が縮小し、5四半期ぶりの3%割れとなった。需要項目別に見ると、半導体関連の設備投資にけん引され、資本形成が同+17.5%と、4-6月期の同▲2.6%から大きく上昇したものの、輸出は新型スマートフォンの販売不振などの影響で中国、香港向けの伸びが鈍化し、同+1.4%と、4-6月期の同+6.3%から伸び幅が縮小した。堅調な推移を続けていた民間消費も、新車販売の落ち込みなどから、同+1.9%と、4-6月期の同+2.6%から伸び幅が縮小した。

輸出受注を見ると、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5-6）。今後については、米中貿易摩擦が一段と激化した場合には、その余波を受ける懸念はあるものの、2019年、2020年にかけても世界の半導体市場の拡大が引き続き見込まれるため、基本的には増加基調で推移すると予想する。失業率が低位で安定しており（前掲図表5-3）、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ることから、台湾景気は回復傾向を維持すると予想する。

10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+1.2%、コアCPIは同+0.7%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同+1.5%前後の推移となっている（前掲図表5-5）。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。

### (3) 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。今後も、緩やかな金融環境のもと、個人消費の増加や世界景気拡大による輸出の増加基調に支えられ、緩やかな回復基調をたどると予想する。

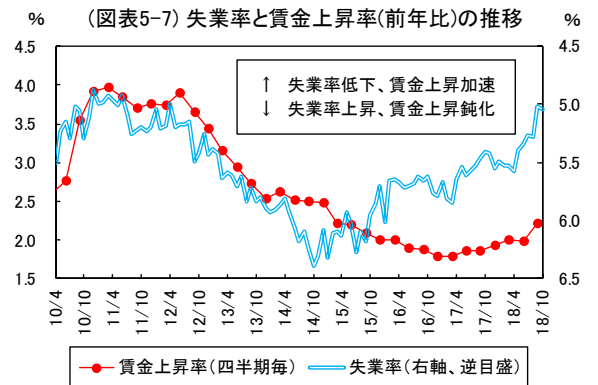
個人消費の動向を示す小売売上高は、回復傾向で推移している。失業率は足元で低下ペースを加速させており、10月は5.0%と、RBA（豪州準備銀行）が推計している自然失業率の水準まで低下した（図表5-7）。今後は、労働需給のひっ迫を背景に賃金の伸び幅も拡大に向かうとみられる。ただ、住宅ローン規制などを背景に2017年後半以降下落している住宅価格が、逆資産効果を通じて個人消費の下押し要因になると見込まれることから、個人消費の回復基調は緩やかなものにとどまると予想する（図表5-8）。

公共投資は今後も増加基調が続く見込みである。豪州では資源依存型経済からの脱却のため、10年間で総額750億豪ドルに及ぶ大規模な財政支出が2017年に決定された。足元では、メルボルン空港鉄道の建設をはじめ、総額245億豪ドルのインフラ投資計画が進められており、今後の豪州景気を下支えしよう。

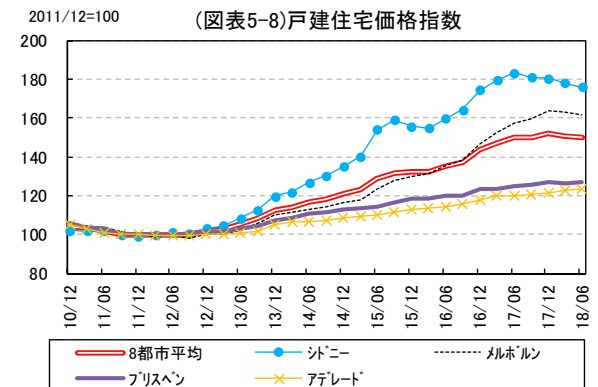
輸出は、最大の貿易相手国である中国向けを中心に増加傾向で推移している（図表5-9）。中国景気は今後緩やかな減速が見込まれ、輸出の増勢は弱まるとみられるものの、米国を中心に世界景気の成長自体は続くと思われるほか、市場拡大が見込まれるLNG輸出等が下支えとなり、輸出は緩やかな増加基調を維持すると予想する。

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（図表5-10）。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。

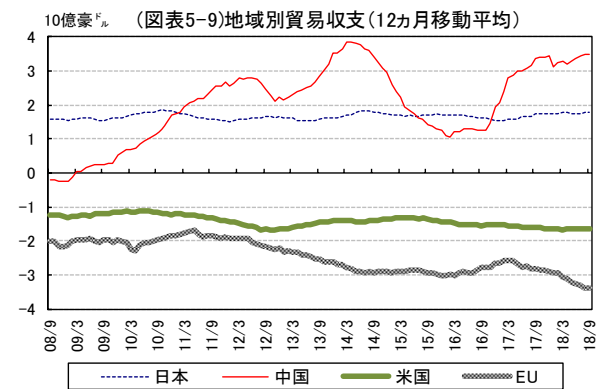
（担当：西山、木下）



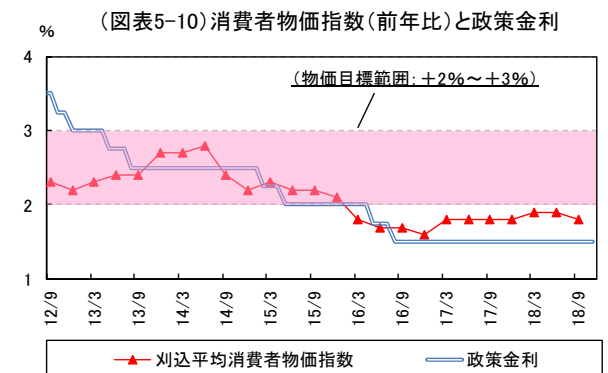
(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



(出所)豪州統計局



(出所)豪州統計局、RBA

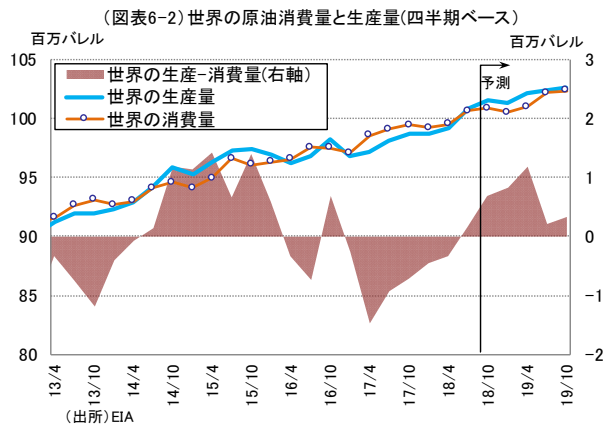
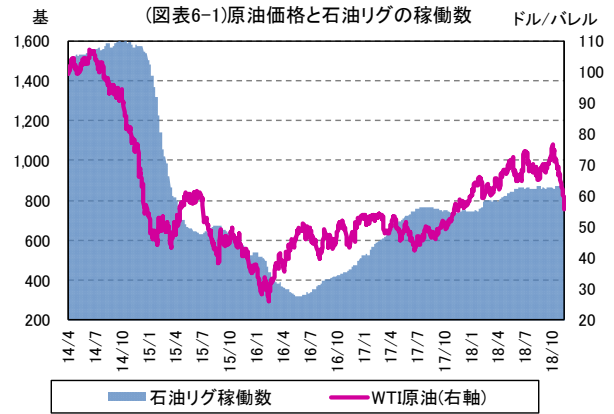


## 6. 原油相場見通し

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11月30日の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月ごろからイラン・ベネズエラによる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、供給不足懸念を拭いきれず、70ドル/バレルを超えた水準での推移が続いていた。ただ、10月初旬にサウジ記者殺害事件が発生し、20日にサウジアラビア政府の関与が明らかになって以降、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観測から、70ドル/バレルを割り込んで推移し、11月12日以降、供給過剰懸念から60ドル/バレルを割り込んで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、米エネルギー情報局(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)。ただ、IEA、OPECの10月月報では、米中貿易摩擦、世界景気の拡大ペースの鈍化などを理由に、小幅ながら需要見通しが引き下げられており、今後の世界情勢次第では、原油需要のいっそうの減少につながる可能性も残る。

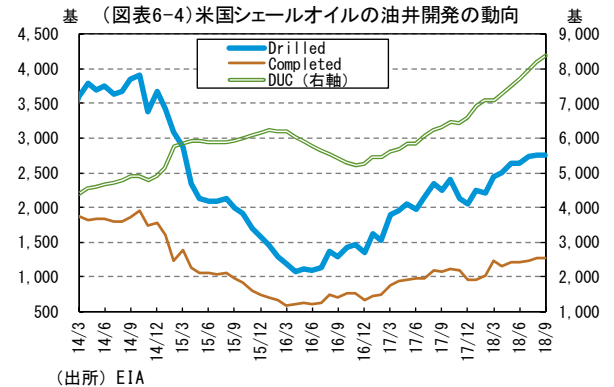
続いて供給面では、経済危機で産油量が急減しているベネズエラ、米国による経済制裁で原油輸出が難しくなるイラン等の減産量をカバーすべく、6月のOPEC総会にて協調減産緩和が決定された。OPECの11月の月報を見ても、サウジアラビアを中心に増産傾向である。10月初旬のサウジ記者殺害事件を巡り、国際的な批判の回避や、トランプ米大統領の心証を良くする目的もあって、サウジは今後も増産姿勢を続ける可能性が高い(図表6-3)。また、米国はイランへの本格制裁を開始したが、11月5日に8カ国・地域を最長180日間適用除外(輸入継続を一時的に認める)とする方針を発表した。ただ、あくまでインドのようなイラン産



(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10月 生産量	18年10月 減産実績
アルジェリア	1,089	-50	1,031	-58	1,054	-35
アンゴラ	1,751	-78	1,525	-226	1,533	-218
コンゴ*5	-	-	318	-	324	-
エクアドル	548	-26	519	-29	525	-23
赤道ギニア*4	-	-	130	-	131	-
ガボン	202	-9	189	-13	186	-16
イラン*2	3,707	90	3,829	122	3,296	-411
イラク	4,561	-210	4,455	-106	4,653	92
クウェート	2,838	-131	2,701	-137	2,764	-74
リビア*1	528	-	955	-	1,114	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1,711	-	1,751	-
カタール	648	-30	585	-63	609	-39
サウジアラビア	10,544	-486	9,987	-557	10,630	86
UAE	3,013	-139	2,865	-148	3,160	147
ベネズエラ	2,067	-95	1,392	-675	1,171	-896
計*3	33,124	-1,164	32,192	-1,890	32,901	-1,387

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

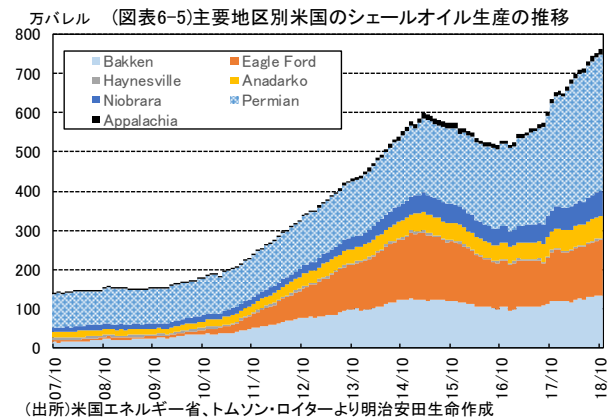




原油の調達をゼロにすることが困難な国への救済措置とみられ、イランの産油量を押し上げる効果は持たないとみる。一方で、イランに対し強硬姿勢をとるトランプ米大統領も、原油価格の高騰は望んでおらず、11月以降イラン産原油は2012年の経済制裁時のように急減するのではなく、適用除外期間終了までに10月の産油量からさらに約40万バレル程度減少するととどまると予想する。

米国のシェールオイルの開発動向について、EIAの10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、いずれも昨年年初から増加傾向で推移している(図表6-4)。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。米国のシェールオイルの生産動向を見ると、パーミアン地区を中心に拡大傾向で推移してきた(図表6-5)。ただ、パーミアン地区においては、パイプラインの輸送量がほぼ限界に達しつつある。新規の大型パイプラインは2019年4-6月中に増設されるが、2019年の半ばまで、シェールオイルの生産拡大は一時的に鈍化することが見込まれる。一方で、前述のようにシェールオイルの開発が良好なこと、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などから、パーミアン地区以外では増産基調を維持するとみられ、全体としては緩やかな生産拡大が続くと予想する。世界原油需給は、今後も、基本的に供給超過状態で推移するとみられており(前掲図表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)



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。