

明治安田生命
2019-2020年度経済見通しについて
～ 回復モメンタムの鈍化が続く ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2018年10-12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2019-2020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： 2019年度 0.8% 2020年度 0.5%

名目GDP成長率： 2019年度 1.6% 2020年度 1.1%

2. 要点

- ①日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。米国発の貿易戦争の広がりや、中国・欧州景気の減速、不安定な金融市場といった不透明要素が残るなかでも、基本的に堅調な米国景気や、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みる。
- ②個人消費は、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントが下支えとなり、底堅い推移を予想する。住宅投資は、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。設備投資は、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等が下支えすることで、底堅く推移すると予想。輸出は、海外景気の減速で景気のけん引役になるほどの力強さは期待できないものの、やはり底堅い推移が続くとみる。
- ③米国景気は、良好な雇用・所得環境や企業収益の増益基調を背景に、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。ただ、大規模減税の効果が徐々に逡減するため、成長ペースの鈍化は避けられない。欧州景気は、内外の経済環境における不透明感が、時間をかけながらも解消に向かうことにより、徐々に回復に向かうと予想する。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るなか、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		前回
実質成長率	1.9%	0.6%	1.0%	0.8%	0.8%	0.5%	0.7%
成長率寄与度							
・内需	1.5%	0.8%	1.1%	1.1%	1.0%	0.5%	0.7%
・外需	0.4%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.0%
名目成長率	2.0%	0.4%	0.9%	1.6%	1.7%	1.1%	1.2%

※前回は2018年11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				→ 予測					
	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2018年度		2019年度		2020年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.9%	0.6%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
前期比年率	1.9%	0.6%	0.8%	0.5%	1.4%	1.3%	2.0%	1.8%	▲ 1.7%	▲ 0.2%	1.4%	0.8%	0.8%	1.4%
前年同期比	1.9%	0.6%	0.8%	0.5%	▲ 0.0%	0.5%	0.5%	1.6%	0.8%	0.4%	0.3%	0.1%	0.7%	1.1%
民間最終消費支出	1.1%	0.7%	0.7%	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.9%	▲ 1.5%	▲ 0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%
民間住宅投資	▲ 0.7%	▲ 4.5%	1.6%	▲ 1.5%	1.1%	0.3%	1.0%	0.8%	▲ 1.6%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	0.1%	0.2%
民間設備投資	4.6%	3.3%	1.5%	1.5%	2.4%	0.3%	0.4%	0.6%	▲ 0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
政府最終消費支出	0.4%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	▲ 0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.5%	▲ 3.5%	2.0%	1.6%	▲ 1.2%	0.9%	1.2%	1.0%	0.8%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸出	6.4%	2.0%	2.1%	2.2%	0.9%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
財貨・サービスの輸入	4.0%	3.1%	3.0%	2.2%	2.7%	0.0%	0.4%	2.1%	▲ 0.9%	1.0%	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%
名目GDP	2.0%	0.4%	1.6%	1.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	0.1%	▲ 0.2%	0.7%	0.8%	▲ 0.3%	0.0%	0.1%	0.4%	1.1%	1.3%	1.2%	0.8%	0.2%	▲ 0.0%

(前期比寄与度)	→ 予測				→ 予測				→ 予測					
	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2018年度		2019年度		2020年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.9%	0.6%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
民間最終消費支出	0.6%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.5%	▲ 0.9%	▲ 0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	▲ 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%
民間設備投資	0.7%	0.5%	0.2%	0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	▲ 0.1%	0.0%							
公的固定資本形成	0.0%	▲ 0.2%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.0%						
在庫品増加	0.1%	0.0%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.2%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%
純輸出	0.4%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.3%	0.1%	0.1%	▲ 0.3%	0.2%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
財貨・サービスの輸出	1.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%								
財貨・サービスの輸入	▲ 0.6%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%

(兆円、2011年暦年連鎖価格)	→ 予測				→ 予測				→ 予測					
	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2018年度		2019年度		2020年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	531.8	534.7	539.1	541.9	534.3	536.0	538.7	540.9	538.6	538.2	540.1	541.1	542.3	544.1
民間最終消費支出	298.9	301.0	303.2	304.3	301.5	302.5	303.5	306.4	301.7	301.3	302.9	303.8	304.6	305.9
民間住宅投資	16.0	15.3	15.6	15.3	15.4	15.5	15.6	15.8	15.5	15.4	15.4	15.3	15.3	15.4
民間設備投資	84.4	87.2	88.5	89.9	87.6	87.8	88.2	88.7	88.4	88.8	89.3	89.7	90.1	90.4
政府最終消費支出	106.4	107.3	107.9	108.5	107.9	107.4	107.6	107.8	108.0	108.2	108.3	108.5	108.6	108.8
公的固定資本形成	26.0	25.1	25.6	26.0	24.7	24.9	25.2	25.5	25.7	25.8	25.9	26.0	26.0	26.0
在庫品増加	0.8	0.8	1.6	1.3	0.2	1.0	1.2	1.0	2.2	2.2	1.6	1.3	1.1	1.1
純輸出	▲ 1.3	▲ 2.4	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 3.6	▲ 3.0	▲ 2.6	▲ 4.2	▲ 2.9	▲ 3.5	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 3.5	▲ 3.5
財貨・サービスの輸出	91.4	93.2	95.2	97.2	93.1	93.8	94.5	94.9	95.4	95.8	96.4	96.9	97.5	98.1
財貨・サービスの輸入	92.7	95.6	98.5	100.6	96.7	96.8	97.1	99.2	98.3	99.3	99.6	100.3	100.9	101.6

2. 主要指標予測

	← 予測				→ 予測									
	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2018年度		2019年度				2020年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	2.9%	1.1%	1.0%	0.8%	1.2%	▲ 1.7%	2.6%	3.4%	▲ 3.0%	1.2%	0.6%	0.0%	0.9%	1.6%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.7%	0.9%	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%	0.3%	0.3%	1.2%	1.2%	1.4%	1.5%	0.6%	0.6%
除く消費税(前年比)	0.7%	0.9%	0.2%	0.5%	0.9%	0.9%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
国内企業物価指数(前年比)	2.7%	2.4%	0.7%	2.6%	2.3%	1.8%	0.6%	▲ 0.2%	0.4%	1.8%	2.9%	3.3%	2.8%	1.7%
貿易収支(季調値、兆円)	2.4	▲ 0.9	1.2	1.0	▲ 1.0	0.4	0.3	▲ 0.2	0.6	0.5	0.4	0.1	0.3	0.3
経常収支(季調値、兆円)	21.8	18.4	18.9	19.1	4.2	4.4	4.7	4.4	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8
完全失業率(季調値:平均)	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%
WTI原油価格(\$/バレル、※)	56	63	59	61	45	57	58	59	60	60	62	61	60	60

※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

	2017年	← 予測				→ 予測									
		2018年	2019年	2020年	2018年		2019年				2020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%	2.8%	2.4%	1.7%	2.0%	2.2%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	1.5%	1.5%	
	個人消費支出	2.5%	2.6%	2.5%	1.9%	2.7%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	
	住宅投資	3.3%	▲ 0.1%	▲ 0.8%	0.6%	▲ 0.8%	▲ 0.5%	▲ 0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	0.5%	1.0%	
	設備投資	5.3%	6.7%	2.6%	1.5%	2.5%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%	1.3%	1.1%	0.8%	
	在庫(寄与度)	0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 1.1%	▲ 0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	0.7%	0.2%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	
	輸出	3.0%	3.7%	▲ 0.7%	0.9%	▲ 2.0%	▲ 1.0%	▲ 0.5%	0.0%	1.0%	1.0%	1.3%	1.3%	1.5%	
	輸入	4.6%	4.1%	▲ 0.3%	1.5%	▲ 5.0%	▲ 2.0%	▲ 0.5%	0.5%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%	2.0%	
	政府支出	▲ 0.1%	1.6%	2.0%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.5%	1.3%	1.5%	
	失業率(※)	4.4%	3.9%	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	
CPI(総合、※)	2.1%	2.5%	1.7%	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%		
政策金利(誘導目標の上限、期末値)	1.50%	2.50%	3.00%	3.00%	2.50%	2.50%	2.75%	2.75%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%		
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	2.4%	1.8%	1.1%	1.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	
	家計消費	1.6%	1.3%	0.7%	1.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	
	政府消費	1.2%	1.3%	3.2%	3.0%	1.4%	1.0%	0.5%	0.8%	0.6%	0.9%	0.5%	1.0%	0.7%	
	固定投資	2.6%	3.3%	3.1%	2.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	
	純輸出(寄与度)	0.8%	▲ 0.0%	▲ 0.8%	▲ 0.2%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.2%	
	輸出	5.2%	3.0%	3.4%	3.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	1.2%	
	輸入	3.9%	3.3%	4.0%	4.1%	2.5%	1.2%	0.8%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.5%	
	失業率(※)	9.1%	8.2%	7.8%	7.7%	7.9%	7.9%	7.8%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	
	CPI(総合、※)	1.5%	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	
	政策金利(期末値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.13%	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%	1.4%	1.3%	1.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%		

※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。10－12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算：+1.4%）と、2四半期ぶりのプラスとなった。夏場の自然災害に伴う供給制約の影響が緩和したことによる反動増という側面が大きい。景気回復基調自体は崩れていないとみる。今後については、米国発の貿易戦争の広がりや、中国・欧州景気の減速、不安定な金融市場といった不透明要素が残るなかでも、基本的に堅調な米国景気や、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みる。

個人消費は、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントが下支えとなり、底堅い推移を予想する。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、政府の諸対策により、影響は限定的とみる。設備投資は、海外景気の不透明感等が下押し要因になるものの、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、慢性的な人手不足の解消にはなお時間を要するとみられるものの、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、底堅く推移すると予想。輸出は、中国をはじめとした海外景気の減速により、景気回復のけん引役を果たすほどの力強さはもはや期待できないものの、底堅い推移が続くとみる。

（1）プラス成長に戻るもモメンタムの鈍化は明白

10－12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算：+1.4%）と、2四半期ぶりのプラスとなった。これは事前の市場予想（同+0.4%、+1.4%、当社予想は+0.3%、+1.1%）の範囲内である。今期のプラスは、夏場の自然災害の影響一巡に伴う反動増という要因が大きい。ただ、プラス幅は7－9月のマイナス幅である同▲0.7%の半分以下である。前年比ベースでは▲0.0%と、2014年10－12月期以降、4年ぶりのマイナス成長となっており、均して見ればモメンタムの鈍化は明らかである。もっとも、景気回復基調自体は崩れていないと考える。日本の景気は、米国発の貿易戦争の広がりや、中国景気の減速、不安定な金融市場といった不透明要素が残るなかでも、基本的に堅調な米国景気や、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みている。2018年度から2020年度にかけては、0%台後半とみられる潜在成長率並みの成長率が続くと予想する。

安倍政権誕生の前月に当たる2012年11月から始まった今景気拡張局面は、この1月で74ヵ月に達し、戦後最長となった模様である。特徴は成長力の弱さで、この間の平均実質成長率は、90年のバブル崩壊以降の5回の景気拡張期のなかでは最も低い。にもかかわらず、多くの企業は人手不足にあえいでいる。これは低成長の要因が景気ではなく、潜在成長率の低さにあることを示している。

潜在成長率の引き上げは、労働力人口、および一人当たり生産性の増加等によって可能となる。労働力人口を増やすのは難しいが、高齢者と女性、外国人材の活用で減少を遅らせることはできる。生産性に関しては、徹底した構造改革以外に道はない。まず、働き方改革については、単なる時短運動ではなく、生産性の向上という本来の目的に近づける必要がある。また、海外戦略はアベノミクスが成果を挙げている分野であり、一段と強化したい。人口減少下で内需の先細りは避けられない流れだが、「アジア内需」のポテンシャルは大きく、これは観光に限らない。積年の課題である「岩盤規制」の改革も不十分である。官邸に力がなくては手掛けられない分野だが、安倍政権は11月には憲政史上最長の政権となる。それにふさわしいレガシーを経済分野で残してほしい。

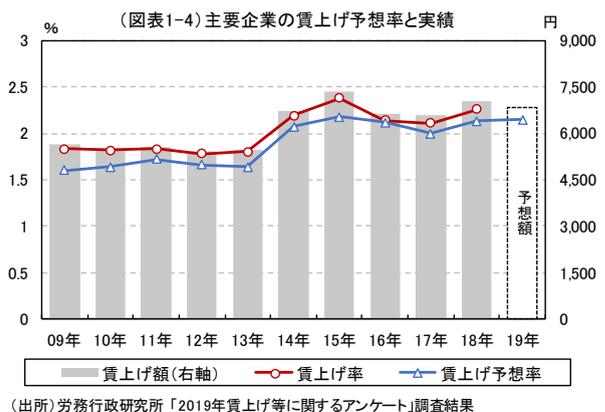
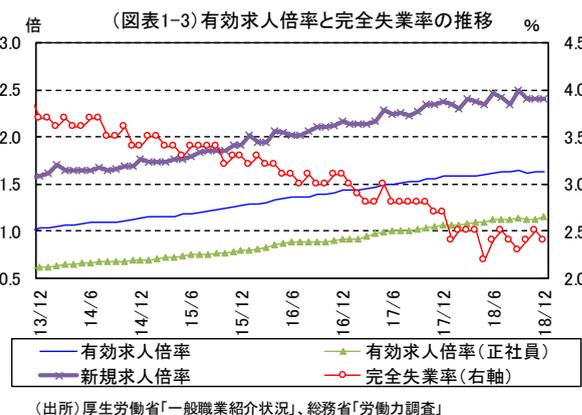
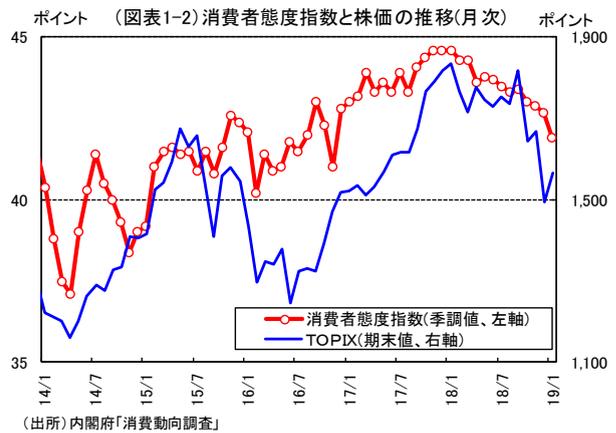
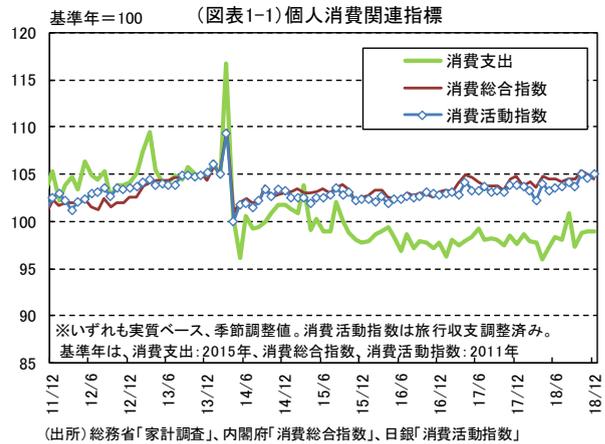
(2) 個人消費は各種イベントが下支え

12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+0.1%と、横ばい圏での動きが続いている(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、緩慢な回復にとどまっており、足元の個人消費には足踏み感が見て取れる。

消費マインドは足元で大きく悪化している。1月の消費者態度指数は41.9と、前月から0.8ポイント低下した。2018年1月以降低下基調が続いており、7-9月に相次いだ自然災害や、昨年の年初および年末にかけての株価急落などが下押し圧力になったと考える(図表1-2)。ただ、2018年末に広がった過度なリスクオフムードが後退したことで、足元の株価は落ち着きを取り戻しつつあることから、消費者マインドも今後徐々に持ち直すとみている。

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、12月の完全失業率は2.4%と、前月から0.1%ポイント低下(改善)した。有効求人倍率も1.63倍と、歴史的な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)。正社員の有効求人倍率も12月は1.15倍と、2017年6月以来、19ヵ月連続で節目の1倍以上となっている。日銀短観の雇用人員判断DI(「過剰」-「不足」)も歴史的な低水準で推移しているが、人口減少が続くなか、これまで労働力人口の増加を支えてきた女性、高齢者の労働参加にも限界があることから、雇用需給のひっ迫した状態は今後も続くと思込む。

一方、不正調査問題に揺れる毎月勤労統計について、2月に公表された現金給与総額の再集計値を見ると、12月単月では前年比+1.8%、2018年通年では同+1.4%(ともに速報ベース)という結果であった。サンプルバイアスを除いた共通事業所ベースでの再集計値の公表が待たれるところであるが、今後の見通しについて、労務行政研究所が実施している「賃上げ等に関するアンケート調査」の結果をみると、主要企業の2019年の



賃上げ予想率は前年比+2.15%（定期昇給を含むベース）と、2018年の予想率からわずかに+0.02%の上昇にとどまっている（図表1-4）。政府の要請のもと、企業業績が回復するなかで、主要企業は5年連続で2%を超える賃上げを実施してきたが、足元では景気の先行き不透明感が高まっており、昨年実績を大きく上回る賃上げを行なう企業は限られるという見方が大勢となっている。引き続き賃金の伸びに加速感の見られない状況は変わらないとみる。

依然として低い賃金の伸びを背景に、個人消費の基調も強くないが、2019年以降、個人消費の後押しが期待できるイベントが数多く到来する。まず、5月1日に予定される新天皇陛下の即位と、それに伴う改元である。昭和天皇崩御を受け、自粛ムードが広がった平成元年初めとは異なり、祝賀セールなどが消費の刺激要因となるだろう。また、5月1日を2019年限りの祝日とする法案が閣議決定され、4月27日からスタートする2019年のゴールデンウィークは10連休という超大型連休になるため、旅行業界やレジャー業界の盛り上がりが見込める（なお、同法により、即位を宣言する「即位礼正殿の儀」が行なわれる10月22日も2019年限りで祝日になる）。さらにスポーツ業界では、9月20日から11月2日にかけてラグビーワールドカップ日本大会が開催されることや、東京オリンピックの関連施設が続々完成に向かうことも、消費マインドの押し上げに寄与するだろう。景気ウォッチャー調査の景況判断理由を見ても、こういった期待が高まっている様子が見て取れ、先行き判断DIも1月は2ヵ月ぶりに上昇している（図表1-5、1-6）。

今後の個人消費については、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、基調自体は強くないものの、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントの経済波及効果が下支えとなり、底堅く推移するとみている。なお、10月に予定されている消費税率の引き上げについては、政府の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、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。

（3）住宅投資は鈍化傾向の推移を予想

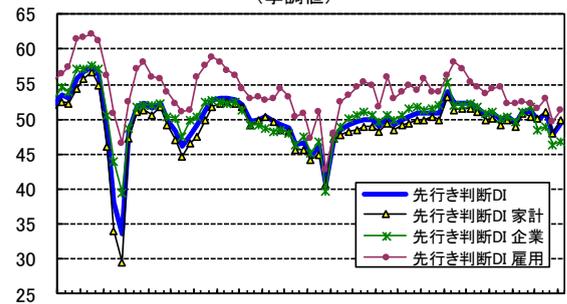
1月のさくらレポート（日銀地域経済報告）を見ると、住宅投資の判断は、9地域中3地域で引き上げられた。その結果、「高水準で推移」や「緩やかに増加」、「持ち直し」といった表現が用いられている地域は5地域に上っており、足元の住宅投資が回復しつつある様子がうかがわれる。ヒアリング先企業からは、「駆け込み需要に備え、分譲住宅の在庫を増やす計画」や「先々の駆け込み需要を取り込むため、用地取得の前倒しや販促を強化している」といった声が挙がっており、消費増税を見

（図表1-5）1月景気ウォッチャー調査
「景気の先行きに対する判断理由」家計動向から抜粋

スーパー	新元号が4月1日に発表されるほか、皇位継承、ゴールデンウィークの10連休など、明るい話題に事欠かない。この話題に即した仕掛けを企画することで、需要を喚起できる
その他専門店	昭和から平成と今回の改元とは違い、消費マインドは上昇するように思われる
一般レストラン	平成最後のイベントやゴールデンウィークの10連休、円安株高傾向など、今年の春は何かと人が動き、消費が活発になり、外食する機会が増えることを期待している
家電量販店	消費税の引上げ前の駆け込み購入や東京オリンピックに向けての買換えで、テレビとパソコンが今後も売れる
通信会社	高度BS4K放送の認知度の高まりとラグビーワールドカップや東京オリンピック、パラリンピックに向けてコンテンツの充実が進むことが予想される
都市型ホテル	春の新元号へのイベントがあり、年間スケジュールとしても、ラグビーワールドカップなど、インバウンド客を含めてにぎやかになるとみている。そのため、宿泊や一般宴会の利用頻度が増えたと見込んでいる
百貨店	改元もあり、ライフスタイルにも変化を求め、新しいことにチャレンジする気運が高まる 改元前後に当たり、平成最後、新元号最初の記念としてのモノコト消費が活性化すると予想している
旅行代理店	皇太子殿下の御即位に伴うゴールデンウィークの10連休が、そろそろ身近な話となる。駆け込み需要も含めて、この機会しか10連休はないといった雰囲気が出てくる

（出所）内閣府「景気ウォッチャー調査」

ポイント（図表1-6）景気ウォッチャー調査 先行き判断DI
（季調値）



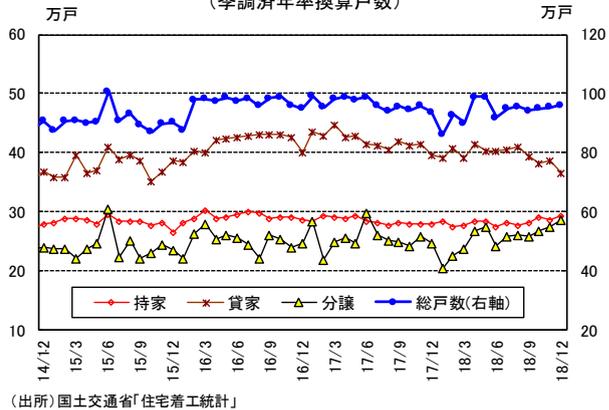
（出所）内閣府「景気ウォッチャー調査」

据えた住宅供給業者等の動きが、分譲住宅を中心に住宅投資を押し上げている模様である。民間住宅投資に数ヵ月先行する新築住宅着工戸数を見ても、足元では、分譲の増加がけん引し、総戸数も緩やかな持ち直し傾向で推移している（図表1-7）。

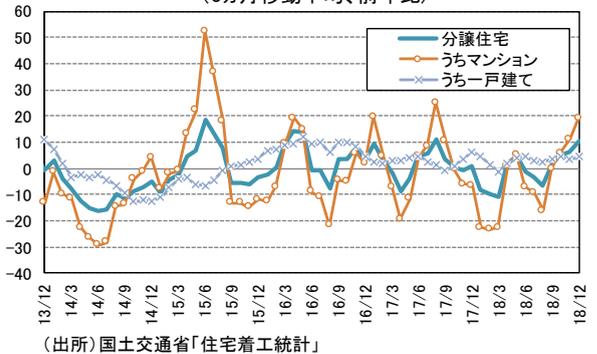
住宅着工の動きを利用関係別に見ると、まず、分譲住宅着工戸数は、昨秋以降、増加傾向で推移している。分譲住宅を建売住宅（一戸建て）とマンションに分けてみると、昨年12月の建売住宅（3ヵ月移動平均）は前年比+4.6%と、9ヵ月連続のプラスとなった（図表1-8）。国土交通省の「不動産価格指数」を見ると、2013年以降、マンション価格が上昇傾向で推移するなかでも、建売住宅が含まれる戸建住宅は、徹底した効率化による低価格物件の供給により、横ばい圏内の推移が続いている（図表1-9）。所得環境の回復ペースが鈍いなか、低価格物件などへの需要は根強いとみられ、建売住宅の着工は今後も安定した推移が続くとみている。

一方、マンション着工の動きを見ると、12月は同+19.4%（3ヵ月移動平均）の大幅な増加となるなど、昨秋以降、消費増税に伴う駆け込み需要に備えた動きがみられる。ただ、首都圏マンション市場の新規契約率を見ると、2018年は62.1%と、好不調の境目とされる70%のみならず、2017年の68.1%も大きく下回った。とりわけ、昨年12月は新規発売戸数を前年比+15.2%と大幅に増やしたこともあり、新規契約率は49.4%と、1991年8月以来の50%割れとなった。こうしたなか、12月末の在庫数は前年比+34.4%の9,552戸と大幅に積み上がっている（図表1-10）。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等から、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。しかし、資材コストや用地取得費用の上昇などにより、過年度との比較では依然として高水準で推移しており、これが購入意欲の減退につながっているとみられる。また、後述のように、政府は消費増税後の対策として、各種の手厚い住宅取得支援策を打ち出していることも、消費増税前にマンションを購

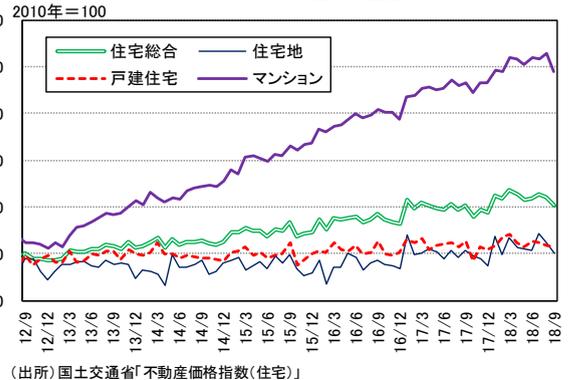
（図表1-7）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）



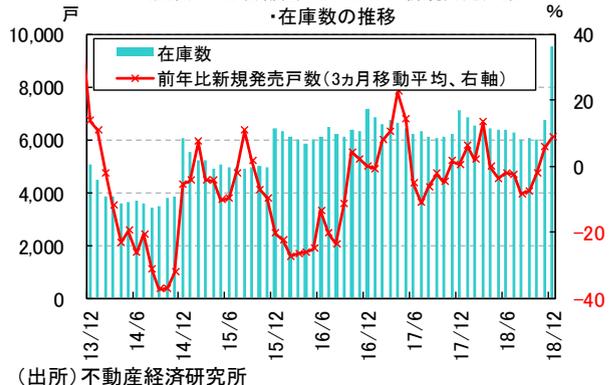
（図表1-8）分譲住宅着工戸数の推移
（3ヵ月移動平均、前年比）



（図表1-9）不動産価格指数（住宅）（全国）の推移



（図表1-10）首都圏マンションの新規発売戸数
・在庫数の推移



入するインセンティブを抑えている。今後のマンション着工は、販売低迷による在庫積み上がりがかかり重しとなるため、鈍化傾向の推移を予想する。

次に持家着工戸数を見ると、昨秋以降、均してみれば持ち直し傾向で推移している（前掲図表1-7）。住宅生産団体連合会の「経営者の住宅景況感調査」によると、昨年10-12月期の戸建注文住宅の景況判断指数（受注戸数の実績が前年同時期と比べて「良い」と回答した割合-「悪い」と回答した割合を指数化）は+20ポイントと、前期から横ばいながら、5四半期連続のプラスとなり、見通し指数も+47ポイント（前期は+30ポイント）と改善傾向で推移している。住宅建築業者からは「集客は前年同期比大幅増、検討水準も高い」などの明るい声が多く、すでに消費増税前の駆け込み需要が発現している可能性がある。今後についても、持家着工は持ち直し傾向で推移するとみられるが、消費増税後は、均せば鈍化傾向をたどるとみている。

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の一巡や、金融庁によるアパートローン監視強化を背景に、昨秋以降、減少傾向で推移している（前掲図表1-7）。首都圏の貸家空室率を見ると、東京都や埼玉県では上昇傾向に歯止めがかかりつつあるものの、依然として高水準となっており、先行き需要への警戒感が、着工数減少の背景と考えられる。引き続き金融機関のアパートローン等への慎重な貸出スタンスが続くとみられるほか、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られることから、今後の貸家着工は消費増税の影響を均せば減少傾向で推移するとみている。なお、貸家については、自己居住要件を満たさず、住宅ローン減税などの対象外となるため、今後消費増税前の駆け込み需要が発生するとみられるが、前述の市場環境などから限定的なものになるとみている。

今年10月の消費増税後の対策としては、住宅ローン減税の控除期間延長、すまい給付金の拡充、住宅取得資金の贈与税非課税枠拡大、次世代住宅ポイント制度の創設といった手厚い住宅取得支援策が設けられている（図表1-11）。なかでも、住宅ローン減税の控除期間延長は、引き続き住宅ローン年末残高の1%を10年間控除できることに加え、基本的に11~13年目の3年間で、住宅取得時の消費税負担増加分（建物購入価格の2%（8%→10%）分）を取り戻す制度設計となっている。そのほかの支援策も合わせると、消費増税後に住宅を取得した方がメリットの大きいケースも数多く発生すると考えられ、分譲、持家については、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大きく抑制されるとみている。各種支援策を適用期限どおりに停止するとすれば、停止後には反動減が発生する可能性があるが、消費増税前後の影響を繰り延べ（平準化）する効果はある。ただ、振れを均せば、駆け込みの反動、マンション価格の高止まり、節税対策としてのアパート経営需要の一巡などが重しとなり、住宅投資は減速傾向の推移となることが避けられないとみている。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96.2万戸と増加したのち、2019年度は91万戸前後、2020年度は87万戸まで減少すると予想する。

（図表1-11）住宅取得支援策の概要

○住宅ローン減税の控除期間3年延長（10年→13年）

- ・引き続き住宅ローン年末残高(※)の1%を10年間控除。
加えて11~13年目は以下の①②のいずれか小さい額を控除
- ①建物購入価格(※)×2%÷3
- ②住宅ローン年末残高(※)×1%
- ※いずれも上限4,000万円、長期優良住宅等は上限5,000万円
(消費税率10%適用、2020年12月末までの入居が対象)

○すまい給付金の拡充

変更前	変更後
最大30万円 (年収510万円以下)	最大50万円 (年収775万円以下)

(消費税率10%適用、2021年12月末までの引渡し、入居が対象)

○住宅取得資金の贈与税非課税枠拡大

変更前	変更後
最大1,200万円 (普通の住宅家屋は最大700万円)	最大3,000万円 (同2,500万円)

(消費税率10%適用、2020年3月末までの契約締結が対象)

○次世代住宅ポイント制度の創設

- ・一定の省エネ性、耐震性、バリアフリー性能を満たす住宅等の新築やリフォームに対し、商品と交換可能なポイントを付与。
新築最大35万円相当
(消費税率10%適用、2020年3月末の契約締結が対象)
(出所)国土交通省、財務省資料より明治安田生命作成

(4) 公共投資は2020年にかけて底堅い推移を見込む

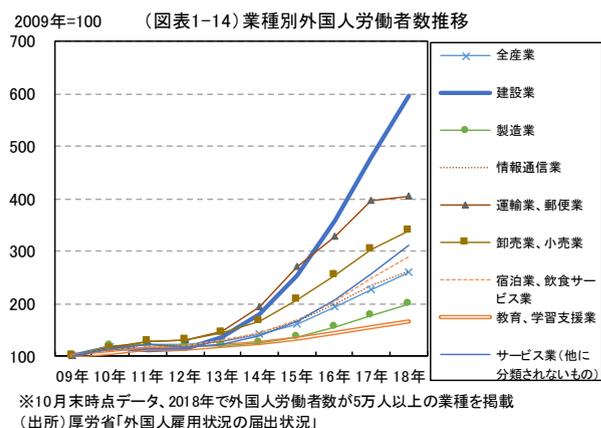
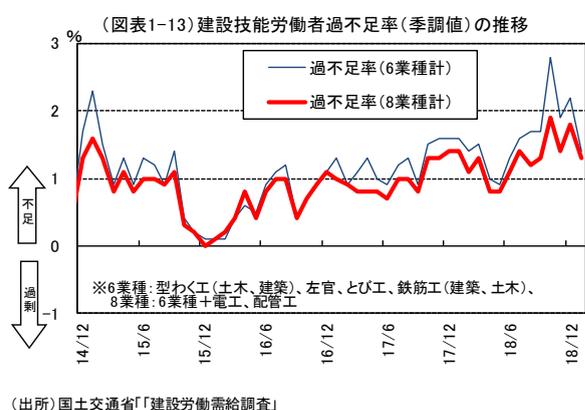
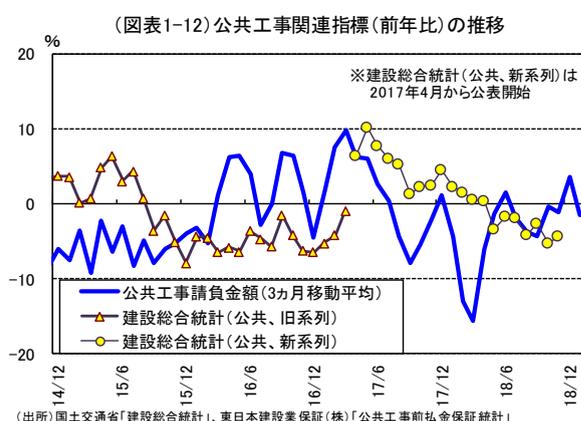
1月のさくらレポートにおける公共投資の判断を見ると、昨年10月から変更はなく、北海道の「減少している」、近畿の「下げ止まっている」を除いた7地域で「増加している」または「高水準」となっている。ヒアリング結果によると、災害復旧工事の本格化が見込まれている一方で、建設業者の人手不足により入札を見送っているとの動きもうかがえる。実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高を見ると、足元では前年比▲4.2%と7ヵ月連続のマイナスとなっている一方、出来高に先行する公共工事請負金額(3ヵ月移動平均)は、10月以降持ち直し傾向で推移しており、目先、公共投資が増加傾向で推移する可能性が示されている(図表1-12)。

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要因となった一方で、人手不足が引き続き大きな下押し圧力となっている。ただ、建設技能労働者過不足率(季節調整値)を見ると、昨年9月頃をピークに、人手不足感の高まりが一服している様子がわかる(図表1-13)。少子高齢化の進展で、女性や高齢者を除いた国内の労働力人口拡大はほとんど見込めないなか、外国人労働者の雇用拡大が人手不足の緩和に寄与している可能性がある。厚生労働省の統計によると、業種別に見た場合の外国人労働者数の増加幅は、建設業が圧倒的に大きい(図表1-14)。また、2019年4月に施行される改正出入国管理法によって、政府は5年間で最大34.5万人の外国人労働者の受け入れを見込んでおり、建設業への受け入れもますます拡大が見込まれる。

工事の進捗の遅れが目立つということは、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。また、2019年度予算案では、公共事業関係費として前年度比+1.3%の6兆596億円が計上されている。相次いだ自然災害への復旧対応のため成立した、2018年度補正予算とあわせて今後執行が進むことも、公共投資を下支えするとみる。今後の公共投資は、慢性的な人手不足の解消に時間がかかるため、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。

(5) 設備投資は非製造業中心に堅調に推移

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2018年夏以降緩やかな持ち直し基調で推移しているが、機械受注（船舶・電力を除く民需）は足元で大きく低下している（図表1-15）。落ち込みの背景には、夏以降に相次いだ自然災害による下押し圧力に加え、秋以降にかけて広がった、世界景気の拡大ペース鈍化への懸念があったとみられる。企業の投資に対する姿勢が慎重になっている可能性を示しているが、受注残高自体は高水準であり（図表1-16）、コア民需以外に目を向ければ、外需や官公需は引き続き好調さを維持している。

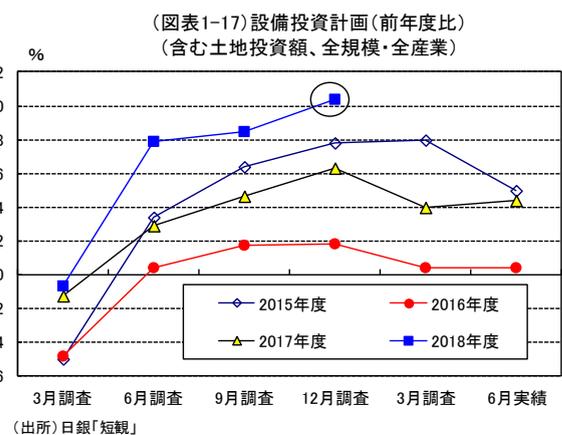
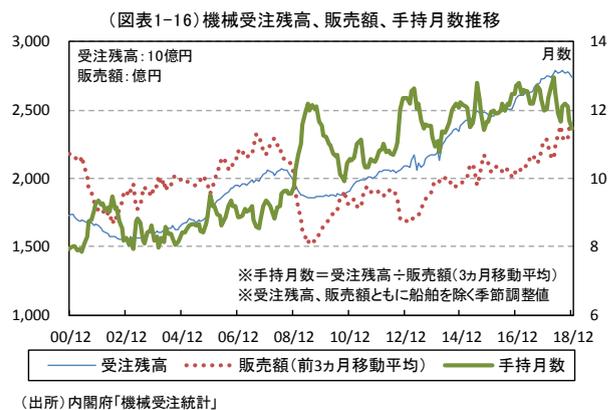
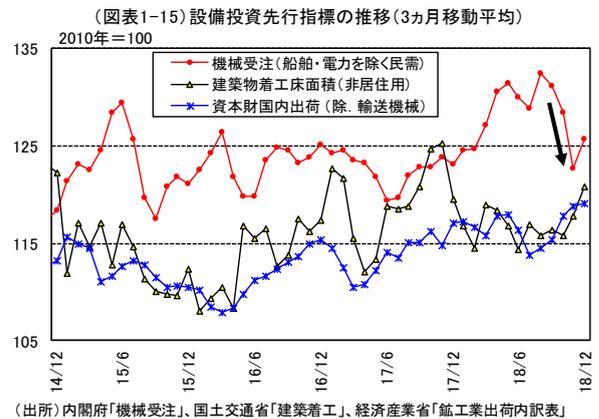
なお、受注残高と販売額の推移を見ると、ともに均せば上昇傾向であり、手持月数（受注残高÷販売額）は安定的な推移が続くなど（図表1-16）、人手不足や部材調達難などを受けた供給制約が懸念される状況にはないと考える。機械受注のモメンタムには陰りが見えるものの、今後は底堅く推移すると見込んでいる。

7-9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、売上が前年比+6.0%と8四半期連続の増収となったほか、経常利益は同+2.2%と9四半期連続の増益で、伸び率自体は4-6月期から鈍化したものの、調査開始以来過去最高の水準に達している。自然災害による供給制約や原油高によるコスト上昇といった下押し要因はく落することで、10-12月以降も引き続き企業業績は高水準を維持しているとみられ、今後の設備投資の下支えになるとみられる。また、12月調査の日銀短観を見ても、2018年度の全規模・全産業の設備投資計画は前年度比+10.4%と、12月調査としては、金融危機直前の2006年以來の高い伸びとなっている（図表1-17）。

製造業、非製造業別に投資計画を見ると、全規模・製造業は前年度比+15.4%と、前年12月調査の同+10.1%は上回ったものの、前回9月調査の同+16.5%は小幅下回った。一方で全規模・非製造業の12月調査は同+7.5%と、前年12月調査（同+4.3%）、前回9月調査（同+4.0%）をともに上回っている。

前述のように、世界景気の拡大ペース鈍化を受けた投資計画の慎重化に向けた動きが出ているものの、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下支えすると見込まれ、製造業の設備投資は、今後も底堅く推移するとみている。

一方で非製造業の設備投資計画が順調に拡大している背景として、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引き続き挙げられる。日銀短観で大企業・非製造業の業種別の雇用判断DIを見ると、非製造業全体ではほぼ一本調子で不足感が強まっており、特に建設や宿泊・飲



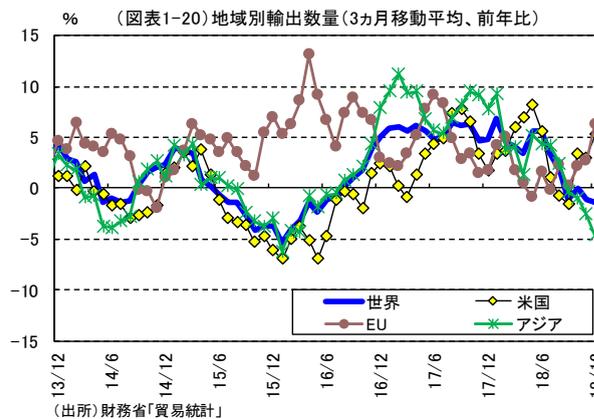
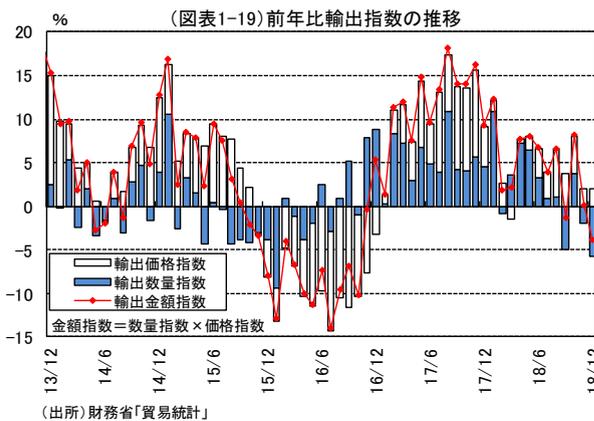
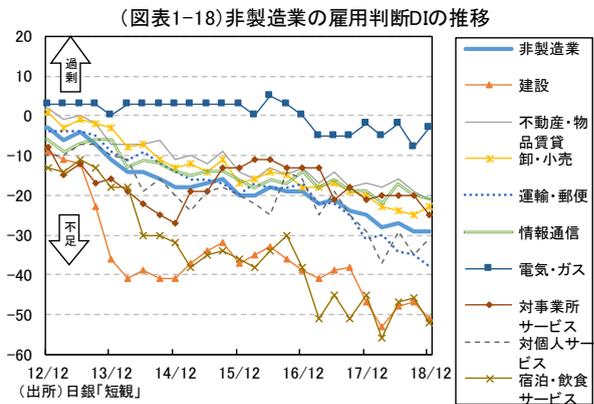
食サービス等では大きく不足に偏っている（図表1-18）。非製造業の設備判断DIでは、先行きも設備不足感が強まる見通しとなっており、人手不足が事業展開の足かせとなっている業種を中心に、労働代替的な投資・省力化投資の需要が強まっていくことで、引き続き非製造業の設備投資を押し上げるとみている。

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、海外景気の不透明感等が下押し要因になるものの、非製造業を中心に、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）輸出は底堅く推移

財務省の貿易統計によると、12月の輸出金額は前年比▲3.9%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表1-19）。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+2.1%と、9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▲5.8%と、2ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も拡大した。自然災害の影響で落ち込んだ9月からの戻りも限定的で、輸出のモメンタムには陰りが見られる。

相手国・地域別の輸出数量指数（3ヵ月移動平均）の動向を見ると、足元では米国向けが前年比+5.2%、EU向けが同+6.3%と堅調さを維持している一方で、アジア向けが同▲4.6%と大きく落ち込んでいる（図表1-20）。特に中国向け輸出の低迷が顕著で、中国向け輸出金額の財種別寄与度を見ると、資本財が11、12月とマイナス寄与に転じていることがわかる（図表1-21）。米中貿易摩擦を受けた製造業の生産鈍化や、経済成長ペース鈍化に伴う設備投資の減速も背景として考えられる。ただ、産業技術高度化政策である「中国製造2025」のもと、ハイテク産業への補助金交付や、米中貿易摩擦による悪影響を緩和するために、個人・法人向け減税など景気支援策を政府が打ち出していることから、中国向け輸出は緩やかながらも持ち直しに向かうと予想する。アジア向け輸出も、世界の半導体市場がペースは鈍化しつつも拡大傾向を維持すると見込まれるなか、今後も日本の輸出を下支えするとみている。



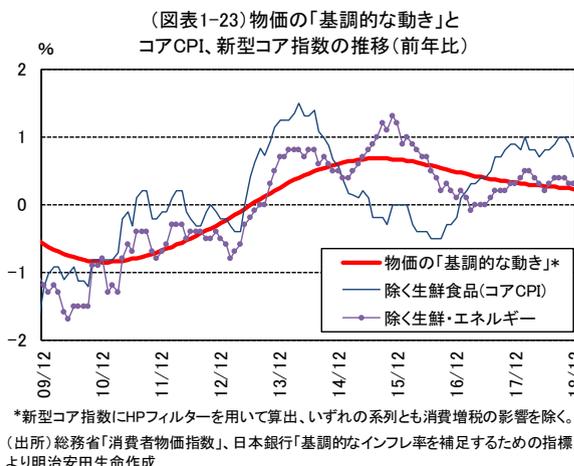
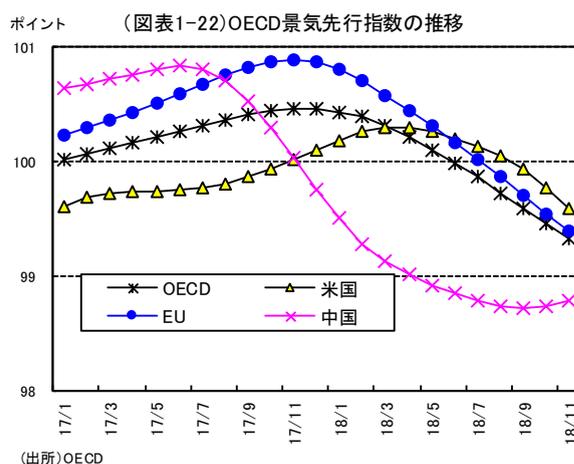
米国景気については、成長ペースの鈍化はあっても、回復基調自体は崩れないとみており、米国向け輸出は堅調さを維持するとみる。ただ、今後の日米通商協議において、自動車分野における数量規制など、一段の譲歩を余儀なくされる展開も想定されることから、交渉の行方には引き続き注視が必要である。米通商代表部（USTR）が昨年12月に提示した対日交渉の要求22項目を見ると、きわめて広範な内容で、事実上のFTA（自由貿易協定）であることは明らかであり、当交渉をTAG（物品貿易協定）としている日本の立場とのずれが鮮明になった。米国は対メキシコ・カナダとの交渉において、自動車に追加関税を課す可能性を掲げて数量規制の受け入れを勝ち取っている。米国の2018年通年における約6.5兆円の対日貿易赤字のうち、約4.4兆円を自動車が占める現状を考慮すると、関税賦課か輸出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。

EU向け輸出についても、自然災害による下押し後は反発し、持ち直し傾向での推移が続いている。EU景気は足元減速基調を強めているが（図表1-22）、背景には、米中貿易摩擦の影響で、中国を中心にアジア諸国向けの輸出が減少したことに加え、米国の保護主義政策や欧州の政情不安などが、家計や企業のマインド悪化を通じ、景気を下押ししたことがある。今後については、内外の政情不安が時間をかけながらも解決に向かうことで、家計や企業のマインド悪化に歯止めがかかることにより、景気は緩やかな回復に向かうとみており、EU向け輸出も均せば増加基調を維持するとみる。なお、日本とEUとのEPA（経済連携協定）が2019年2月1日に発効されたことで、今後双方の関税が広く撤廃・削減されるため、中長期的にもEU向け輸出は下支えされると予想される。

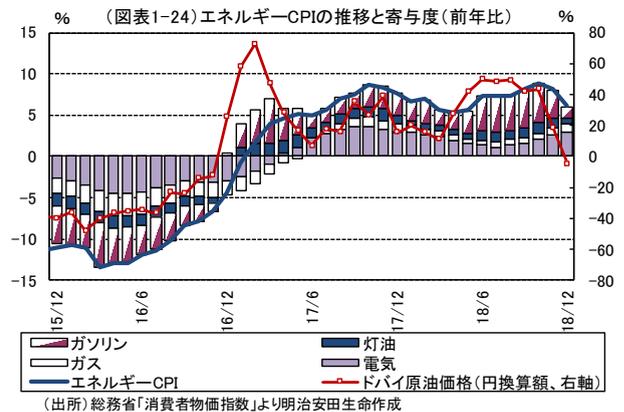
世界景気の拡大ペースは徐々に鈍化するとみるものの、総じて拡大基調を維持するとみており、輸出の緩やかな増加基調は持続するというのがメインシナリオである。ただ、米中貿易摩擦や、日米貿易協議の動向など、通商交渉を巡る不透明感も高く、今後は景気回復のけん引役を果たすほどの力強さは期待できない。

（7）コアCPIの伸びは鈍化へ

全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合物価指数、以下コアCPI）は、2017年1月にプラスに転じ、徐々にプラス幅を拡大、2018年9、10月には2ヵ月連続で前年比+1.0%に達したが、その後は原油価格の下落などから11、12月と続けて伸び幅を縮小させている（図表1-23）。日銀が公表しているコア指数（除く生鮮・エネルギー）の2018年の動きは、2、3月に同+0.5%とピークをつけ、以降同+0.2%～+0.4%での推移が続いている。コア指数から算出した「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。WTI原油価格は、2018年10月初めに76ドル/バレル台まで達したのち、原油の供給過剰懸念や世界景気の先行き不安を背景に、一時40ドル/バレル台まで急落した。足元では50ドル/バレル台で推移しており、この結果CPIにおけるガソリンのプラス寄与幅は大きく縮小した（図表1-24）。12月のOPEC総会では、供給過剰懸念を払拭すべく協調減産が決定されたものの、その後の世界景気減速懸念の広がりもあり、当面、WTI原油価格は50～60ドル/バレルを中心とした推移が続くとみる。CPIの前年比の伸び幅のうち、ガソリン・灯油の寄与度について、原油価格と為替相場が足元の水準で推移すると仮定して今後の推移を推計すると、年明け以降は前年比±0%付近でもみ合ったのち、2019年5月頃から同▲10%程度に落ち込む見込みである（図表1-25）。また、今後は、原油価格の変動にラグを伴う電気代・ガス代もプラス寄与幅を縮小する見込みであり、エネルギー価格のプラス寄与幅は、縮小傾向で推移するとみる。



加えて、今後物価の下押し圧力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。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。CPIにおける携帯電話通信料のウェイト（230/10,000）は、品目別に見ると「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。大手他社も追随し、同程度の値下げを実施した場合を試算すると、CPIの押し下げ効果は0.2%～0.6%ポイント程度に及ぶと見込む。総務省は1月17日に「モバイルサービス等の適正化に向けた緊急提言」を公表し、合理性を欠く料金プランの廃止等を求めており、各社が料金プランの見直しを迫られるのは確実とみられる。なお、NTTドコモが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り、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%ポイント程度押し下げることとどまるとみる。

2019年10月の消費増税対策のひとつとして、幼児教育費無償化が予定されており、こちらもコアCPIの押し下げにつながる見込みである。CPIの品目別で、「保育所保育料」および「幼稚園保育料（公立+私立）」を合わせたウェイトは83/10,000であり、仮にすべて無償化とした場合、2019年度通年のコアCPIを0.8%ポイント程度引き下げるとみられる。ただ、3～5歳児はすべて無償化の対象になるが、0～2歳児は住民税非課税世帯に限られていることや、認可外保育園の場合は一定額の補助にとどまることを踏まえると、実際の引き下げ効果は0.5%ポイント程度になると見込んでいる。

さらに、2020年4月から実施が予定されているのが高等教育無償化である。大学等を対象に、授業料等減免制度の創設と、給付型奨学金の支給の拡充が支援内容として検討されており、対象となる学生は住民税非課税世帯およびそれに準ずる世帯の学生とされ、大学の種類や世帯年収に応じて支

援金額が設定されている（図表1-26）。私立大学の授業料はウェイトが90/10,000と高く、一方で、各種アンケート調査等で年代別の年収分布を見てみると、40代は年収300万円未満が約10%、300万円超400万円未満が約20%と、無償化の対象となる世帯は限定されるものとみられる。高等教育費の削減割合が全体の2割程度になると仮定した場合、2020年度の消費者物価を0.2%ポイント程度押し下げるものとみる。

今後のコアCPIは、2018年10月以降の原油安の影響により、エネルギー価格のプラス寄与が縮小傾向で推移することで、消費増税までは鈍化傾向で推移するとみており、引き続き日銀の目標である2%の達成は困難な状況が続くだろう。2019年4月の携帯電話料金の引き下げや、10月の教育費無償化による下押しにより、消費増税を踏まえた物価の上昇は限定的になると見込まれ、コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.7%（消費増税の影響：+0.5%を含む）、2020年度通年では同+1.0%（同+0.5%を含む）と予想する。

（8）日銀の「マイナス金利貸出」は可能か

1月22,23日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）は、大方の予想どおりほぼ無風に終わった。パウエルFRB議長が年明けに、今後は金融政策をより柔軟に運営していくと表明したことが株式相場のムードを変えたこともあって、一部市場関係者の間では黒田総裁の株価フレンドリーな発言に期待する向きもあったが、空振りだった。どのみち、円高・株安トレンドはすでに一巡しつつある。効果的な追加緩和手段も見当たらないなかでは、会合前に下手に追加緩和期待が盛り上がる展開は日銀にとって避けたかったところで、12月の会合の後に大きく進んだ円高・株安が一巡した後に次の会合を迎えることができたのは幸運だったといえる。

2019年は、イールドカーブ・コントロール（YCC）の持続性が問題となりそうである。国債市場の機能不全が再び深刻化しているほか、地方銀行の収益構造にもボディーブローのようにダメージが蓄積されている。今後、主要国の株価が上昇基調を保ち、世界景気の腰折れも避けられた場合、遅くとも2020年末までには、なんらかの修正が行なわれるとみている。かといって、出口に向けた微修正を行なうたびに、他の政策を付け足して金融緩和の強化に見せかけたりする手法（2018年7月の方法）や、「総括検証」といった言い訳集を付ける手法は、そうそう何度でもできない。すでに、市場関係者の大半は、日銀の本音と建前の乖離を見抜いており、これからは自らの信任を削り取りながら行なう作業になる。従って、今回の修正は、マイナス金利の修正を含めた大きな枠組み変更にならざるをえないだろう。日銀としては、腹をくくって副作用の増大を政策変更の理由と認めるのか、あくまで緩和強化の建前を維持するのか、明確なアナウンスのないままなし崩し的な政策変更を図るのか、苦しい選択を迫られることになる。

逆に、世界経済の雲行きが怪しくなってきたことで、市場では次の一手は金融緩和ではないかとの声も出ている。しかし、手詰まり感は拭えない。副作用論が勢いを増すなかで、マイナス金利の深堀りはハードルが高く、国債買い取り額を増やすのも既視感が強すぎる。もと来た道を逆戻りするだけでは、黒田緩和の十八番であった「期待に働きかける効果」は皆無だろう。そこで、新たなアイデアとして取り沙汰されているのが、負債サイドの日銀当座預金ではなく、資産サイドの日銀信用供与面でマイナス金利を採用する可能性である。民間銀行にとって、日銀から借りれば借りる

（図表1-26）高等教育無償化支援内容

授業料減免の上限額（年額）				
	国公立		私立	
	入学金	授業料	入学金	授業料
大学	約28万円	約54万円	約26万円	約70万円
短期大学	約17万円	約39万円	約25万円	約62万円
高等専門学校	約8万円	約23万円	約13万円	約70万円
専門学校	約7万円	約17万円	約16万円	約59万円
給付型奨学金				
	国公立大学、短期大学、専門学校		私立大学、短期大学、専門学校	
自宅生	約35万円		約46万円	
自宅外生	約80万円		約91万円	

※年収270万円未満は全額、270万～300万は2/3、300万～380万は1/2
（出所）文部科学省

ほど利益が出るという奇策である。金融システムの機能不全という副作用を和らげつつ、緩和効果を発揮できるのがポイントとされる。

しかし、このスキームが機能するかは疑わしい。まず、すでに金利が設備投資の制約要因でなくなって久しいことを考えれば、限界的にいくばくか下がったところで、金利チャネルを通じた実体景気への効果はわずかなものにとどまりそうだ。これまでの追加緩和同様、インフレ期待も上がらないとみられ、実質金利の低下余地も限られよう。これで収益性の低い投資案件が増えるようなことになれば、逆に将来的な成長力の阻害要因にもなりうる。マイナス金利の際も、伸びたのはもっぱら不動産業界向けと個人の住宅ローンの借り換え需要だったことを考えれば、単に都市部の不動産バブルを深刻化させるだけに終わる可能性もある。

また、銀行にとって、負債の大宗は依然ゼロ金利が下限の預金である。従って、新政策で貸出金利や債券利回りの一段の低下が進んだ場合、逆に収益性に悪影響を与える可能性もある。この点、金融危機時から長く続いている「貸出支援基金」にしても、発足当初から有難迷惑との声が出されていた。10年債利回りの変動許容幅を拡大するなどの手法で、長短スプレッドの拡大を促せば、金融システムの機能維持との両立は図れるが、こうした政策では命綱である資産価格ルート、特に為替相場へ与える影響が不透明になる。別にマイナス金利導入時も円安が進んだわけではなく、為替相場がどう動くかは所詮そのときのムード次第と考えるが、追加緩和を余儀なくされる環境は、ただでさえ強い円買い圧力がかかっている場面であることが多い。日銀としては、火に油を注ぐ可能性を警戒せざるを得ないだろう。

そもそも、金融システムの機能回復のことだけ考えるのであれば、マイナス金利+イールドカーブコントロールを撤廃した方が早い。副作用と緩和効果を両立させるのは至難の業と言えそうである。目新しさと奇抜さという点で、市場も一刻好意的な反応を見せるかもしれないが、それ以上のものにはならない可能性が高いのではないか。(担当：小玉、松下、柳田)

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

10-12月期の米実質GDP成長率（速報値）は、2%弱とされる潜在成長率並みとなり、米国景気の成長ペースが鈍化している姿を示すと予想する。雇用・所得環境の改善や減税効果が続いたものの、政府機関閉鎖の影響や株価下落が重しとなり、個人消費の増勢が幾分弱まったほか、世界景気の減速懸念などにより設備投資の伸びも鈍化したとみている。

先行きについては、良好な雇用・所得環境や企業収益の増益基調を背景に、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逡減することで、成長ペースは引き続き緩やかになると予想する。

金融政策については、市場のリスクセンチメントの悪化などを考慮し、FRBがハト派姿勢を示したことで年内の利上げ観測が霧散した。しかしながら、米国のファンダメンタルズは良好であることから、今後、市場がそれを再認識し冷静さを取り戻すなかで、FRBは利上げ再開時期を模索する展開を予想する。今後の利上げは6月以降、1~2回程度の実施を見込み、FRBが中立水準と想定する2.8%付近までFFレートを引き上げて今次利上げ局面を終了すると予想する。

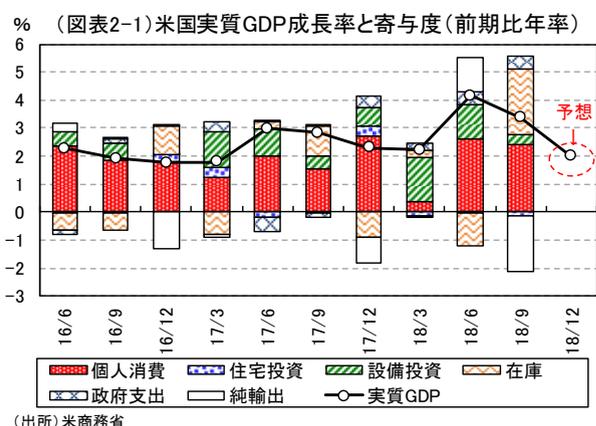
（1）景気は潜在成長率並みのペースで拡大

政府機関の一部閉鎖による影響で発表が2月28日に延期されている10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は、2%弱とされる潜在成長率並みとなり、4-6月期の前期比年率+4.2%、7-9月期の同+3.4%から伸びが鈍化した姿を示すと予想する。もっとも、グローバル景気の減速や金融市場の混乱などといった悪材料があったなかでも、潜在成長率並みのペースで拡大したとみられ、米国景気は引き続き堅調に推移していると考えられる（図表2-1）。

需要項目別に見ると、まず、個人消費は良好な雇用・所得環境や所得税減税の効果などを背景に増加したものの、政府機関閉鎖の影響や株価の下落が重しとなり、前期から伸びが幾分鈍化したとみる。住宅投資は横ばい圏での推移になったと予想する。ハリケーン被害からの復興需要がみられた反面、家計の住宅取得能力の低下などが押し下げ要因になったと考える。設備投資は、法人税減税の効果や堅調な企業収益が下支え要因となったものの、世界景気の減速懸念や米中貿易摩擦の影響などで伸びの鈍化傾向が続いたとみている。

純輸出の寄与度は、中国からの輸入品に対する関税引き上げ前の在庫積み増しで、前期に輸入が急増した反動減によりプラス寄与を見込む。反対に、前期に大幅なプラス寄与となっていた在庫投資の寄与度はマイナスに転じたとみている。

今後も、良好な雇用環境や企業収益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。



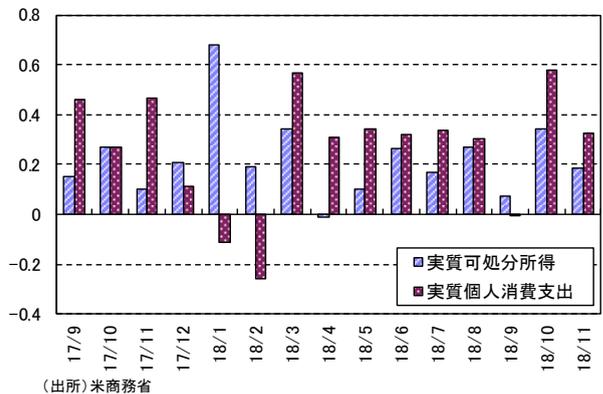
(2) 個人消費の増勢は弱まる見込み

個人消費は良好な雇用・所得環境や所得税減税の効果などにより、増加基調が続いている。足元では、可処分所得の伸びを上回って消費支出が拡大しており、家計の積極的な消費行動がうかがえる(図表2-2)。12月小売売上高は約9年ぶりの減少幅となったものの、良好な雇用・所得環境や、堅調だった週次の小売統計の動きからは大きく乖離している。単月の動きだけでは要因を特定しにくいもの、おそらく、月次統計については政府機関閉鎖や年末にかけての株価急落が一時的に影を落としており、個人消費の増加基調は持続していると考えられる。消費者信頼感指数を見ても、昨年末の株価下落に伴い足元では低下しているが、水準自体は高く、家計の消費意欲が依然旺盛な様子を示している。トランプ大統領が打ち出した税制改革法案が成立した2017年末を100とし、大統領選が行なわれた2016年11月以降の同指数を所得階層別に見ると、ペースに差こそあれ、どの階層も改善傾向で推移しており(図表2-3)、所得にかかわらず消費マインドが好転している様子がうかがえる。

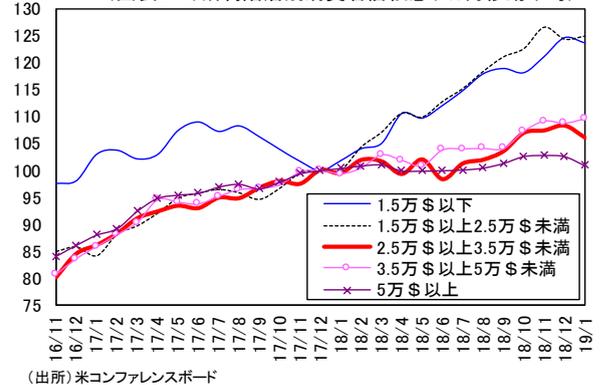
消費者信頼感指数で同時に調査している雇用関連データを見ると、「仕事が豊富にある」との回答から「あまり十分でない」との回答を差し引いた数値は約18年ぶりの高水準となっており、労働市場のひっ迫ぶりを示している(図表2-4)。米国のUV曲線を見ると、景気拡大が続くなかで雇用のミスマッチが強まっており、企業が欲しい人材を思うように獲得できない状況にあることが確認できる(図表2-5)。労働需給がひっ迫するなかでのミスマッチの拡大は、賃金の押し上げに繋がる要因となり得る。技術革新に伴い、資本による労働代替が進んでいることや、グローバル化により国際分業が進んでいることなどが賃金の伸びを抑制するものの、各種調査によれば、企業は引き続き雇用拡大に前向きであることや、賃金の伸びが失業率の動きに半年程度遅行する傾向があることも踏まえれば、少なくとも2019年前半にかけては緩やかなペースながら賃金の伸び幅が拡大することが予想される。

しかしながら、信頼感指数を現況指数と期待指数に分けてみると、信頼感指数の上昇は現況指数

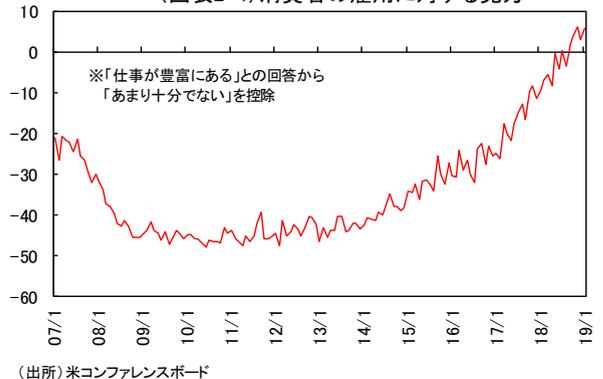
(図表2-2) 実質可処分所得と個人消費支出(前月比)



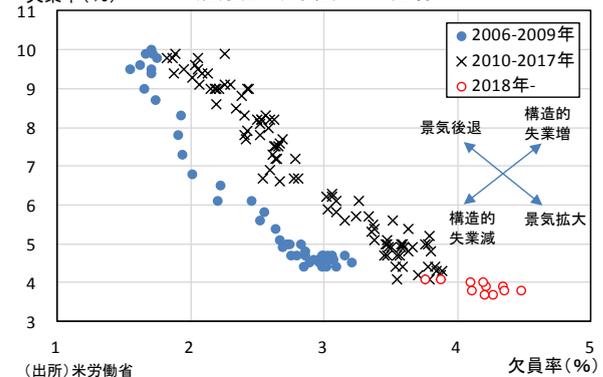
(図表2-3) 所得階層別消費者信頼感(6ヵ月移動平均)



(図表2-4) 消費者の雇用に対する見方



(図表2-5) 米国のUV曲線



による押し上げが大きく、今後の消費を占ううえでより重要な期待指数は足元で低下している。期待指数は6ヵ月先の景気、雇用機会、所得に対する見方によって構成されるが、「良い」という見方から「悪い」を引いた数値を見ると、いずれも低下している(図表2-6)。昨年末にかけての株価急落による影響が大きいと考えるが、減税効果の逓減や米中貿易摩擦の激化、ねじれ議会に対する景気への影響などが懸念されている可能性もある。

今後、減税効果の逓減により米景気の回復ペースが緩やかになり、企業収益の伸びも減速することが予想されるなか、さらなる失業率の低下は限られよう。このため、賃金の伸びも2019年後半には徐々に鈍化へ向かうことが予想され、個人消費の増加ペースも次第に緩やかになると予想する。

(3) 住宅投資は年後半以降、徐々に底打ちへ

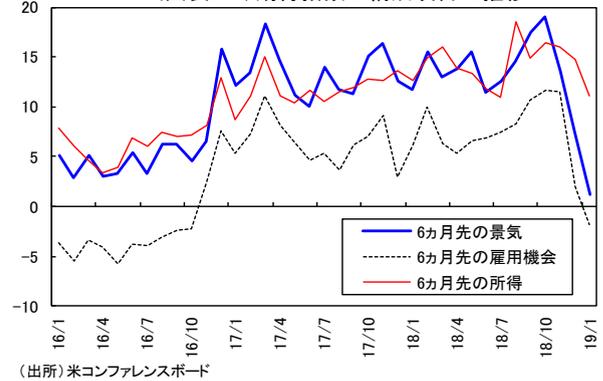
足元では住宅投資の減少に歯止めがかかりつつある。実質GDPベースの住宅投資は7-9月期まで3四半期連続のマイナスだったが、10,11月平均の住宅着工件数は7-9月期平均比で+0.2%と、小幅ながらプラスに転じている。昨年秋のハリケーン被害に伴う復興需要が徐々に顕在化している可能性があるほか、住宅ローン申請指数(購入目的)の急反発が示すとおり、昨年11月以降の長期金利低下に伴い、住宅ローン金利が約8年ぶりの高水準から低下したことが寄与している可能性が高い(図表2-7)。

住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数は昨年末に大きく低下しており、12月は2015年5月以来の低水準となったが、1月は3ヵ月ぶりに上昇した。発表元のNAHB(全米住宅建設業協会)によれば、同指数の上昇は住宅ローン金利の低下が一因であり、今年初めにかけて金利低下が住宅市場を支える要因になると指摘している。

ただ、復興需要は短期的な押し上げ要因に過ぎないほか、金利の低下についても、米景気の先行き懸念などを背景にFRBの利下げ観測が台頭するなど、過度に悲観的なムードが漂うなかでの行き過ぎた動きだった可能性が高い。

家計の住宅取得能力指数をみても、過去10年間で最も低い水準付近で推移している(図表2-8)。

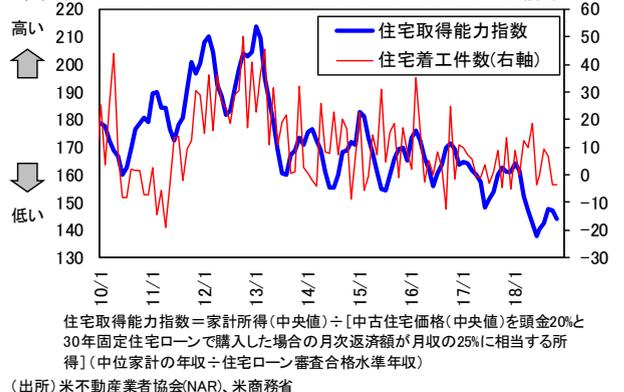
「良い」-「悪い」(図表2-6)期待指数の構成項目の推移



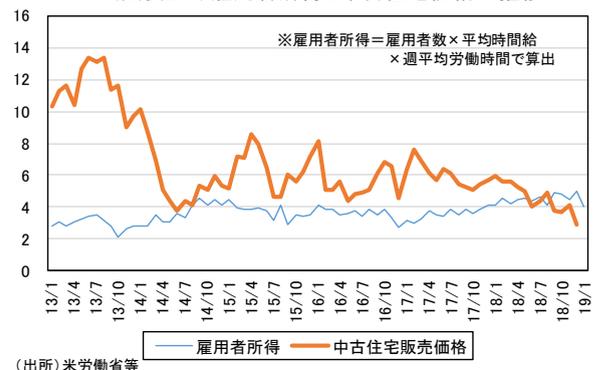
ポイント (図表2-7)住宅ローン申請指数と住宅ローン金利



ポイント (図表2-8)住宅取得能力指数と住宅着工件数 前年比(%)



前年比(%) (図表2-9)雇用者所得と中古住宅販売価格の推移



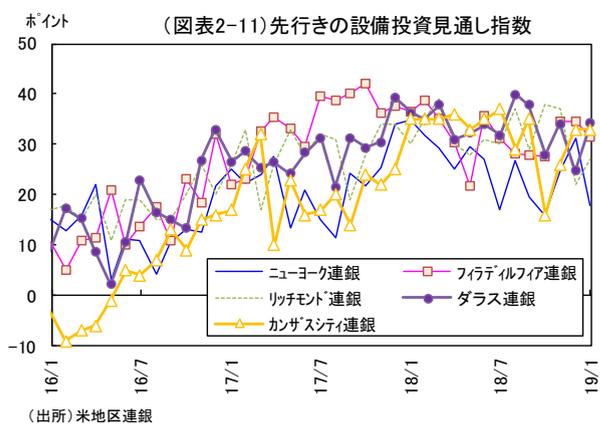
所得環境の改善に加え、住宅ローン金利の低下といった追い風があるものの、住宅購入に積極的になるためには住宅市場の割高感が緩和する必要がある。足元では、中古住宅販売価格の伸びが鈍化してきており、雇用者所得（雇用者数×平均時間給×週平均労働時間）の伸びを下回って推移していることなどから、今後は、住宅取得能力の上昇が期待される（図表 2-9）。コンファレンスボードが行なった調査によれば、6 ヶ月以内に新居を購入するとの回答が減少傾向をたどっているほか、住宅市場指数の6 ヶ月先の販売見通しが低下傾向で推移していることから（図表 2-10）、少なくとも今後半年程度は住宅市場の減少基調が続く可能性が高いとみるものの、その後は徐々に底打ちへ向かうと予想する。



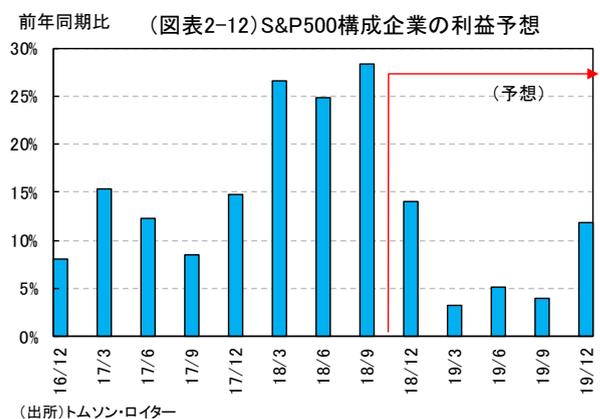
一方で、商務省の人口推計では緩やかながら人口の伸びの鈍化が予想されており、今後、世帯数の伸びの鈍化が見込まれることなどから、持ち直し後の住宅投資の増勢は緩やかなものにとどまろう。

（4）設備投資の増勢鈍化が続く

昨年12月から年始にかけて金融市場が混乱するなか、12月のISM製造業景況指数が大きく落ち込み、市場の不安を増大させた。ISM指数よりも前に発表されていた地区連銀の製造業景況指数も軒並み悪化していたが、先行きの設備投資見通しに関する指数については、総じて高水準で横ばい圏での推移となっており、企業マインドが萎縮するなかでも設備投資意欲の底堅さを示している（図表 2-11）。



一方で、足元では設備投資の伸びを抑制する複数の要因が存在する。ロイター調査の企業利益予想をみると、2019年の利益率が大きく減速する見通しとなっている（図表 2-12）。昨年的大幅増益は、米景気が絶好調だったことに加え、米連邦法人税率が2018年1月から35%→21%に引き下げられたことなどによるものであったが、今後はこうした要因が弱まることが見込まれ、2019年の増益予想が押し下げられている。



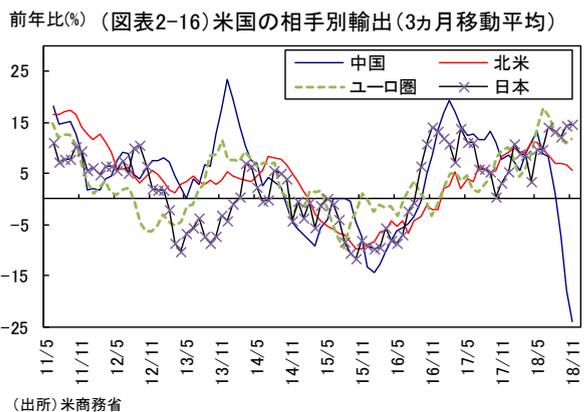
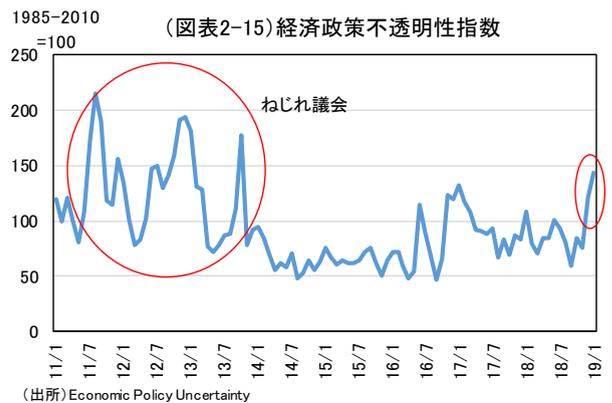
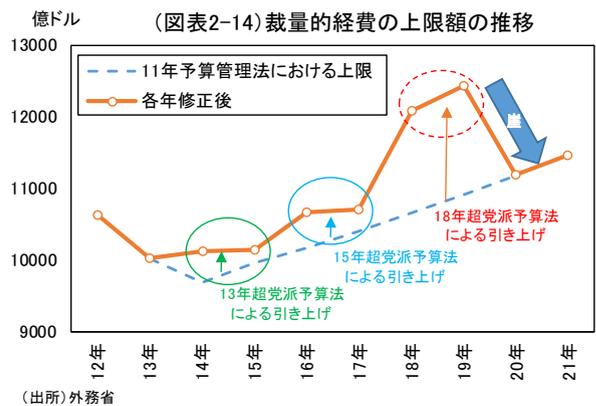
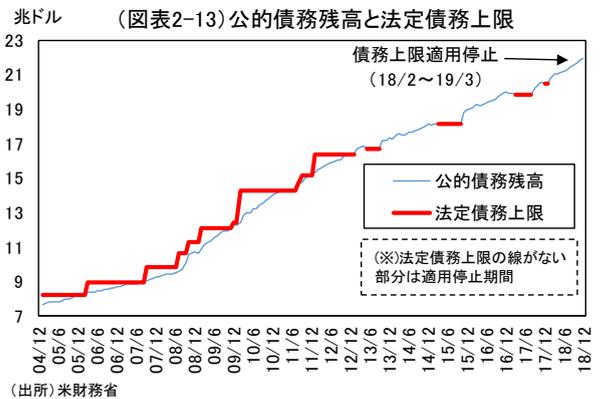
2019年からのねじれ議会によって政策運営が滞るリスクにも注意が必要である。メキシコとの国境の壁建設問題で議会が紛糾していたが、今後、債務上限問題や財政の崖問題に関する協議が控えている。まず、債務上限問題に関しては、現在、法定債務上限が3月1日まで適用停止となっており、それ以降については、上限の引き上げや適用停止期間の延長など、何らかの対応策を大統領と議会とで合意する必要がある（図表 2-13）。もっとも、

3月1日以降の財政運営については、手元資金のやりくりで数ヵ月程度は持続可能と言われているが、その期間に合意できない場合、政府は各種支払いに支障をきたし、政府機関の再開鎖や年金・給与の支払停止のほか、国債の新規発行や利払いが行なえず、デフォルトとなるリスクがある。

財政の崖問題も懸念材料である。金融危機後、米国では財政再建のため法律（2011年予算管理法）が制定され、各年度の裁量的経費に上限が設定されることとなったが（図表2-14）、その後、議会での協議を経て2019会計年度（2018/10～2019/9）分まで数度にわたって上限が引き上げられてきた。今のところ2020会計年度分の引き上げは行なわれておらず、このままいけば前年度対比で1割近いマイナスとなる。上限の引き上げが実現しなければ、歳出額が「崖」のように減少し、米景気を下押しする要因となる。

昨年11月の中間選挙（下院）で勝利した民主党は、2020年の大統領選に向けて対決姿勢を強める見込みであるほか、トランプ大統領も支持基盤からの信任を保持するため、壁建設などの選挙公約を果たすことに邁進するとみられる。今後予定される債務上限引き上げや財政の崖に関する協議も難航するリスクがあり、政策に対する不透明感の高まりが設備投資を抑制する可能性が高い（図表2-15）。

また、米中摩擦の行方にも注意が必要と考える。昨年の関税引き上げなどの影響により、米国からの対中輸出は減少している（図表2-16）。今後の通商政策に関しては、中国からの合計2,000億ドルにのぼる輸入品に対し、昨年9月に10%へと引き上げた関税を25%に引き上げるかどうか、両国間で3月1日を期限に協議中である。弊社の経済モデルによると、仮に25%に引き上げられれば、2019年の米国GDPを0.5～0.7%程度下押しすると試算される。今のところ、トランプ大統領からは、米中協議は上手くいっているとの楽観的な情報発信が目立っているが、たとえ関税引き上げが回避されたとしても、両国間の摩擦の本質が「次世代の覇権争い」にある以上、完全決着は考えられず、今後も長期にわたりさまざまな面で摩擦が続くことになる。こうした政治面からの不透明材料が企業の積極的な設



備投資を抑制する可能性が高く、設備投資の増勢は2020年にかけて鈍化傾向が続くと予想する。

(5) FRBは再び利上げへ

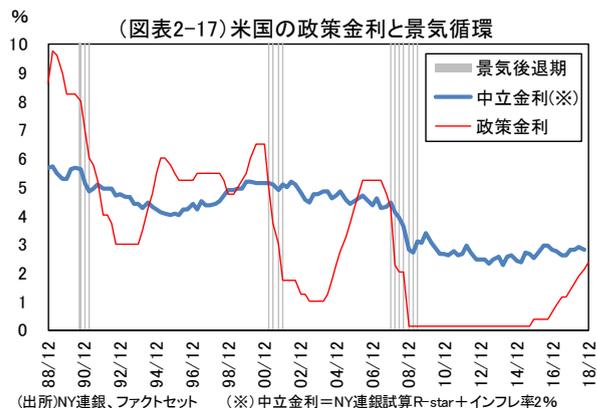
2018年に4回目となる利上げを決定した12月のFOMC以降、年始にかけては、株価が急落し長期金利も急低下、ドル円は一時104円台を記録するなど、金融市場は大荒れとなった。グローバル景気の先行きやFRBの金融政策を巡る不透明感、米中貿易摩擦や米政府機関閉鎖への懸念などといった悪材料を織り込み、景気後退を想定するような値動きとなった。クリスマスから年末年始の休暇シーズンで市場参加者が少なかったことも、相場変動を助長したとみられる。そうしたなか、パウエルFRB議長は1月4日の講演で、金融市場が発するメッセージに注意深く耳を傾け、景気の下振れリスクを考慮する姿勢を示したほか、景気拡大を持続する上で適切と判断した場合には、金融政策を迅速かつ柔軟に調整する考えを示した。

1月末の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2.25-2.50%にすえ置かれたが、同時に利上げの一時休止が示唆されたほか、資産縮小策についても状況に応じて柔軟に対応する意向が示され、全体的にマーケットフレンドリーな内容となった。

FF金利先物市場では、一時、年内の利上げ織り込みが解消し、利下げ織り込みが高まる場面がみられたが、さすがに景気の先行きに対し悲観に振れ過ぎた可能性が高い。確かに、12月ISM製造業景況指数が低下し、景気の先行き懸念を高めたものの、指数は依然として好不況の境目とされる50ポイントを上回っている。製造業と非製造業を合わせた総合ベースの企業マインドを把握できるマークイットPMIを見ても、相対的に安定的な推移が続いており、景気の基調に大きな変化を読み取ることはできない。

ニューヨーク連銀が発表するR-starにインフレ目標の2%を加えた値を名目ベースの中立金利とすると、足元の中立金利は2%台後半となる。1990年以降で振り返ると、景気後退局面が訪れるのは政策金利が中立金利を上回って引き上げられた数年後になる傾向がみられる(図表2-17)。現状では、政策金利は中立金利に近づきつつある段階とみられることから、景気後退局面に入るまでには時間的猶予があるとみることができる。もっとも、実際の中立金利は正確に把握することが困難であるため、ある程度幅を持ってみる必要がある。仮に中立金利が想定より低かった場合、すでに政策金利が引き締めの水準に転じている可能性もなくはない。今後の利上げについては、今まで以上に経済指標の動きをしっかりと確認しながら、ゆっくりとしたペースで慎重に実施していくことが必要となる。

2020年にかけての米景気は、これまで景気を押し上げてきた大規模減税の効果が逡減することで成長ペースの鈍化が見込まれるものの、個人消費を下支え役に緩やかながら回復基調を持続すると予想する。貿易摩擦や政治問題などのイベントリスクには注意が必要だが、市場が米国のファンダメンタルズの底堅さを再認識し冷静さを取り戻すなかで、FRBは次第に利上げの再開時期を模索すると考える。FRBは6月以降、1~2回程度の利上げを実施し、中立水準と想定される2.8%付近までFFレートを引き上げて今次利上げ局面を終了すると予想する。(担当:大広)



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.2%と、7-9月期と同じ低い伸びにとどまった。低成長の背景には、米中貿易摩擦の影響で、中国を中心にアジア諸国向けの輸出が減少したことに加え、米国の保護主義政策や欧州の政情不安などが、家計や企業のマインド悪化を通じ、景気を下押ししたことがある。今後については、内外の政情不安が時間をかけながらも解決に向かうことで、家計や企業のマインド悪化に歯止めがかかることにより、景気は緩やかな回復に向かうと予想する。個人消費は、消費マインドや採用意欲を冷え込ませている内外の政情不安が後退に向かうことで、緩やかな回復が続くと予想する。固定投資は、企業の期待成長率が低下していることから、減速に向かうとみる。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は景気下振れリスクを認識しており、利上げは2020年以降になると予想する。

英国は、政府間で合意されたEU離脱協定が下院議会で否決されるなど、ブレグジットの先行き不透明感は依然強い。ただ、期限延長も選択肢に入れながら、最終的に合意なき離脱は回避されるとみており、2020年にかけて緩やかな景気回復が続くと予想する。

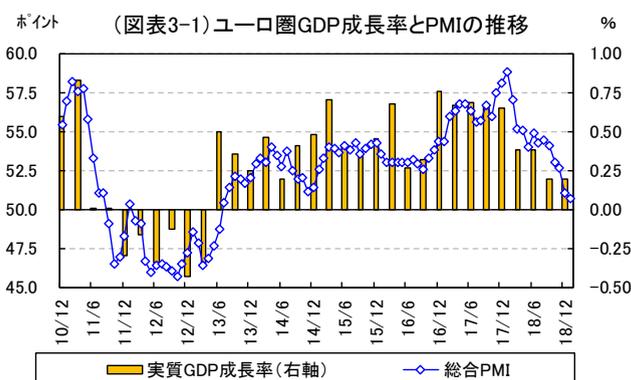
（1）ユーロ圏景気は一段と減速

10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.2%と、前期と同じ低い伸びにとどまった。国別の成長率を見ると、スペイン（7-9月期：同+0.6%→10-12月期：+0.7%）のみ前期から加速したものの、フランス（同+0.3%→+0.3%）は伸び幅横ばい、ドイツ（同▲0.2%→+0.0%）はゼロ成長、イタリア（同▲0.1%→▲0.2%）はマイナス成長となった。特にイタリアは二期連続のマイナス成長で、事実上の景気後退に陥っている。

年明け以降のユーロ圏景気は、一段と減速している。

GDP成長率と連動性が高いユーロ圏総合PMI（企業購買担当者景気指数）は、1月は51.0と、好不況の境とされる50目前にまで低下、2013年7月以来の水準に落ち込んだ（図表3-1）。PMI公表元のマークイット社によると、米中貿易摩擦、ブレグジット問題、自動車販売の減速など、さまざまな要因が企業の景気見通しを悪化させており、ユーロ圏景気は「失速寸前」と評価されている。

今後については、内外の政情不安が時間をかけながらも解決に向かうことにより、家計や企業のマインド悪化に歯止めがかかることで、景気は緩やかな回復に向かうと予想する。個人消費は、引き続き良好な雇用・所得環境が下支えとなり、回復が続くと予想する。固定投資は、企業の期待成長率が低下していることから、減速に向かうとみる。輸出は、米国を中心とする海外景気の回復を背景に、増加トレンドが継続するとみる。なお、米中貿易摩擦や英国のEU離脱問題は、時間をかけながらも協議を重ねることで、不透明感は緩やかながらも後退に向かうと予想する。ただ、逆に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) 輸出は米国向けが下支えに

輸出は、2018年夏以降、減速傾向をたどっている(図表3-2)。相手国別の動向を確認するため、ユーロ圏の輸出額(3ヵ月移動平均)を米国向け、中国向け、アジア(除く中国)向け、その他の4つに分類すると、2018年以降、米国向けの伸びが加速し、輸出全体を下支えしている。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。また、中国を除くアジア諸国への輸出に関しても、中国向けと同様に減速している。米国の対中関税引き上げにより、中国に生産拠点を置き、米国を最終消費地とするアジア各国の輸出が下押しされた結果とみられる。

輸出の先行きについては、当面減速傾向が続く可能性が高い。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3-3)。世界景気の減速、米中貿易摩擦、英国のEU離脱問題などを背景に、世界の貿易量が縮小している影響とみられる。

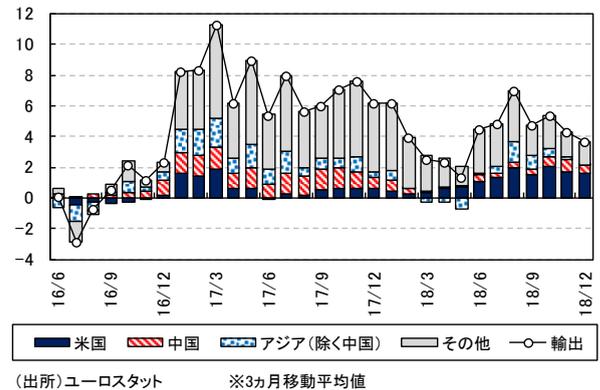
今後については、中国が米中貿易摩擦による景気への悪影響を緩和するために、個人・法人向け減税など各種景気支援策を打ち出していることから、中国・アジア向け輸出の減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する。米国向け輸出については、堅調な米景気を背景に、当面増加傾向が続くと予想される。総じて見れば、ユーロ圏の輸出は米国向けをけん引役に、緩やかな回復が続くことがメインシナリオである。ただ、米国の対中保護主義政策の背景には、経済分野にとどまらない米中間の覇権争いがあることから、3月1日を期限とする今回の協議で完全に決着するとは考えにくい。米国が中国に対して貿易面でさまざまな要求を突き付け、世界貿易をかく乱するリスクは今後も残る。

(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ユーロ圏の実質小売売上高は、10-12月平均では前年比+1.7%と、7-9月期の同+1.1%から上向いている。現時点では未発表の、GDPベースの10-12月期個人消費もやや持ち直したとみられる(図表3-4)。

足元の消費マインドには若干の改善がみられる。欧州委員会調査の消費者信頼感指数は、2019年1月時点で▲7.9と、前月の▲8.3から若干上向いた。消費者信頼感指数は株価との連動性が大きいですが、足元

(図表3-2) 相手国別輸出金額の伸び(前年比寄与度)



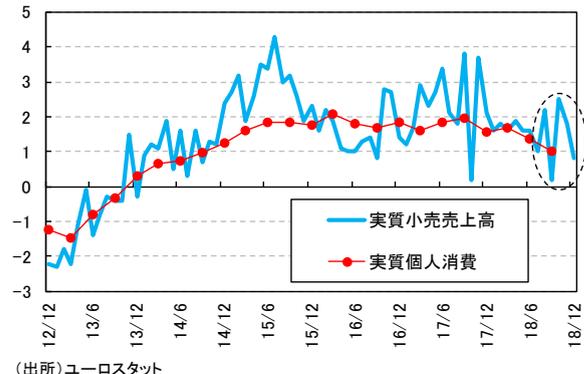
(出所)ユーロスタット ※3ヵ月移動平均値

(図表3-3) ユーロ圏輸出受注指数の推移



(出所)欧州委員会

(図表3-4) 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

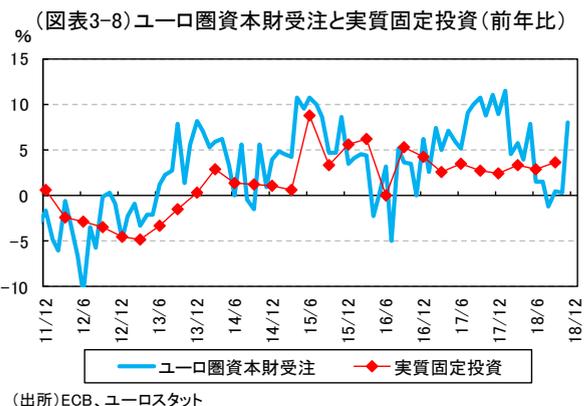
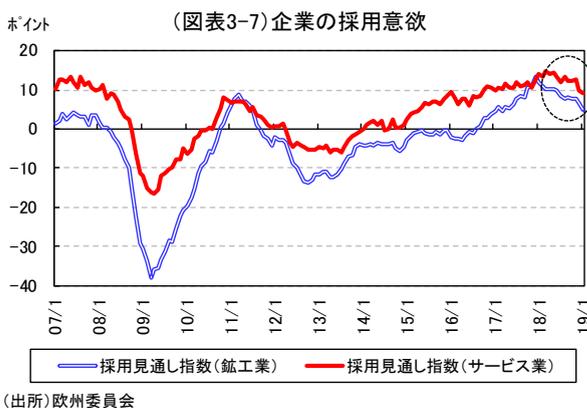
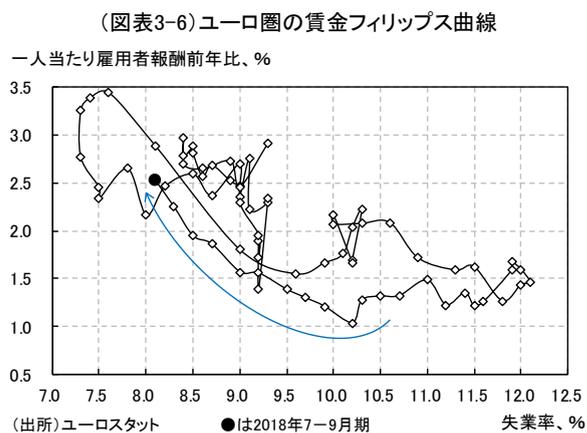
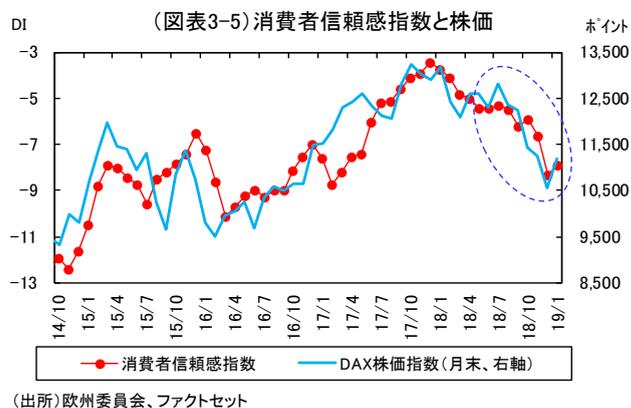
の株価が下げ止まっていることが、消費マインドの改善につながったとみられる（図表3-5）。また、フランスで行なわれている燃料税反対デモの拡大に、歯止めがかかりつつあることも、消費マインドの改善に一定程度寄与したとみられる。

個人消費の重要なサポート要因である雇用・所得環境については、足元まで改善傾向が続いている。ユーロ圏の賃金フィリップス曲線は、失業率が低下するにつれて賃金（一人当たり雇用者報酬）が増加している様子が窺える（図表3-6）。2018年12月の失業率は7.9%と、リーマン・ショック後の最低水準を更新しており、一人当たり雇用者報酬についても、2018年7-9月期は前年比+2.5%にまで伸び幅が拡大した。ただ、企業側の採用意欲はすでにピークアウトしている。欧州委員会調査の産業別採用見通し指数によると、鉱工業部門、サービス部門ともに低下に転じており、「今後3ヵ月以内に雇用を増やす」と答えた企業が依然過半を占めているものの、その数は減少している（図表3-7）。今後の雇用・所得環境は、引き続きECBによる緩和的な金融環境が下支えになるとみられるものの、米中貿易摩擦をはじめとする内外の先行き不透明感を背景に、企業の採用意欲は慎重化し、雇用・所得環境の改善傾向も一服感が高まるとみる。

今後の個人消費は、足元で消費マインドや採用意欲を冷え込ませている貿易摩擦問題やブレグジット問題が、時間をかけながらも協議を重ねることで不透明感が後退に向かうことで、緩やかな回復に向かうと予想する。ただ、逆にそうした協議が破談となった場合には、下振れ圧力が一段と高まることになる。

（4）企業の慎重姿勢から固定投資は減速へ

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、10-12月期は振れを伴いながらも前年比+2.5%程度で推移しており、GDPベースの固定投資も、10-12月期は前年比プラスが続いたとみられる（図表3-8）。ただ、ユーロ圏においては、①企業の期待成長率が低下していること、②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、の二点が固定投資の伸びを下押ししてい



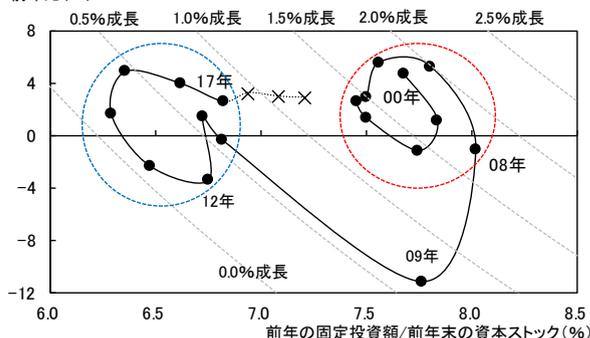
るとみられる。

企業の期待成長率について、ユーロ圏の資本ストック循環図を描くと、2009年を境に下方シフトしている様子が窺える。企業の期待成長率は、2008年頃まで1.5～2.0%程度であったところ、リーマン・ショックとそれに続く欧州債務危機を経験したことで、0.5%程度にまで低下している（図表3-9）。欧州委員会の見通しでは、今後の固定投資は期待成長率1.5%をめざす方向で推移するとの予測が示されているが、そうした見通しが実現する根拠は薄い。

むしろ、企業は景気の先行きに対して一段と慎重になっている可能性の方が高い。ドイツのIfo経済研究所が企業の先行き不透明感を指数化している「見通し不確実性指数」は、足元では2011～12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）。米国を中心とする貿易摩擦への懸念、英国のEU離脱に関する不透明感、中国の景気減速懸念など、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、企業の期待成長率の低下や先行き不透明感を背景に、減速に向かうと予想する。

固定投資額（図表3-9）ユーロ圏の資本ストック循環図
前年比(%)



(出所) 欧州委員会資料より明治安田生命作成 ※×印は欧州委員会予測値

ポイント（図表3-10）Ifo見通し不確実性指数



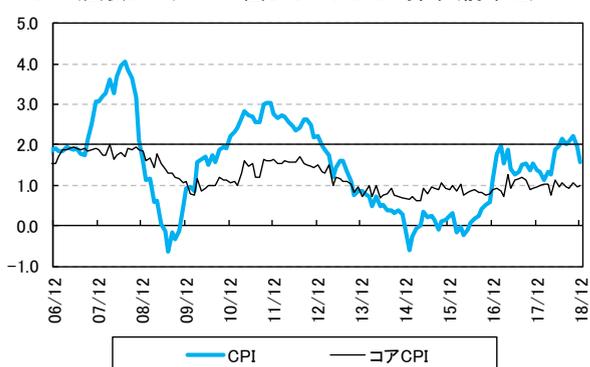
(出所) Ifo経済研究所

（5）ECBは金融緩和をきわめて緩やかに解除

12月のユーロ圏総合CPIは前年比+1.6%と、原油価格の下落を背景に伸びが鈍化している。食料・エネルギー・タバコを除いたコアCPIも同+1.0%と加速感に乏しい（図表3-11）。今後、原油価格が足元の水準で横ばい推移した場合、伸び幅はさらに縮小する。

1月のECB理事会では、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」とのフォワード・ガイダンスは維持された。ただ、米国景気の減税による押し上げ効果の剥落、米中貿易摩擦、英国

（図表3-11）ユーロ圏CPI・コアCPI上昇率（前年比）



(出所) ユーロスタット

のEU離脱問題などを背景に、ECBはユーロ圏景気のリスクは下方にシフトしていると認識している。2月7日に発表された欧州委員会の経済見通しも、2019年のユーロ圏の実質経済成長率は1.9%から1.3%に引き下げられており、ECBも同様に景気の先行きに対して弱気になっている可能性が高い。内外の経済環境に不確定要素が多いことから、金融政策正常化のペースはきわめて緩やかなものになると考えられる。そのため、ECBは3月、もしくは6月の理事会で政策金利に関するフォワード・ガイダンスを変更し、利上げは早くても2020年以降に行なわれると予想する。

(6) 英国はブレグジット交渉期限が迫る

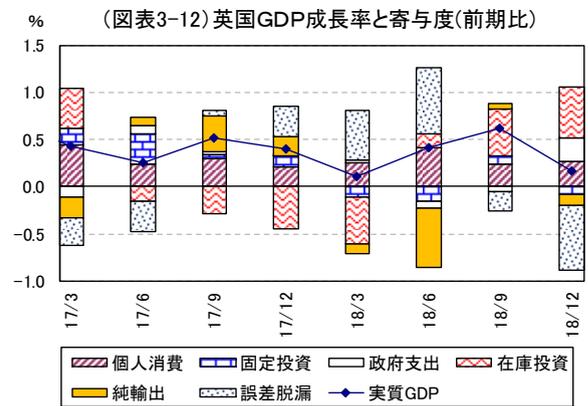
英国の10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.2%と、7-9月期の同+0.6%から減速した。個人消費が底堅く推移したほか、企業による在庫を積み増す動きも活発化した。固定投資の減少が全体の足を引っ張った(図表3-12)。

ブレグジットを巡る先行き不透明感の高まりを背景に、消費マインドは2018年秋頃から一段と低下している。2019年3月末に離脱期限が迫るなか、市民の間で、英国は「合意なき離脱」に突き進み、通関手続きや関税が復活する、と予想する層が増えているとみられる。ただ、消費マインドは低迷する一方で、足元の個人消費に大きな減速感は見られず、むしろ若干の加速感が窺える(図表3-13)。これについては、「合意なき離脱」による通関手続きや関税の復活に備え、医療用器具の買い溜め等が行なわれていることを反映している可能性がある。また、時計・宝飾品などのブランド品についても、関税復活前の駆け込み需要が発生しているとみられ、これらが個人消費の押し上げや企業在庫増に寄与しているとみられる(図表3-14)。

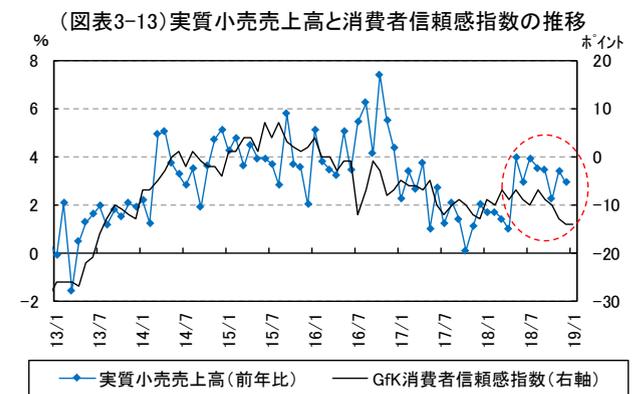
ブレグジット交渉は離脱期限間際まで行なわれる見込みで、期限を延長する可能性も考えられる。ただ、最終的に交渉はまとまるとみており、先行き不透明感は徐々に後退に向かうと予想する。個人消費の駆け込み増による反動減は避けられないが、失業率は43年ぶりの低水準にまで改善するなど、雇用環境は良好で、英国景気は緩やかながらも回復が続くと予想する。

ブレグジットを巡っては、2018年11月25日のEU臨時首脳会議で英国-EU間で離脱協定案の合意がなされた。しかし、英国国内では当初からその内容を巡る反対が強かった。英国下院議会での採決は12月に予定されていたが、承認を得るための過半数獲得は困難と判断され2019年1月15日に延期された。メイ首相は国内での説得に時間を割いたものの、結局採決は230票という大差で否決され(図表3-15)、メイ首相は再び国内外での意見調整に奔走せざるを得ない状況に回帰している。

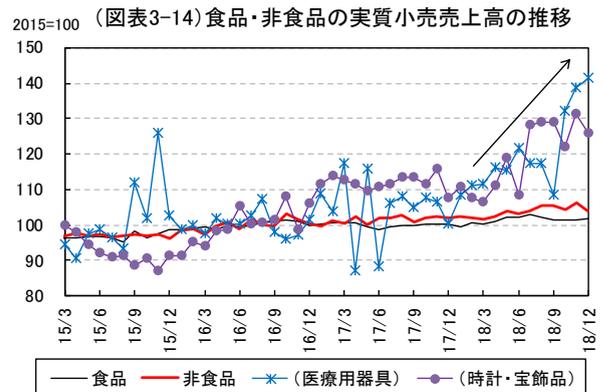
11月に合意された離脱協定案では、2019年3月末のEU離脱後も、英・EUは2020年末まで移行期間を



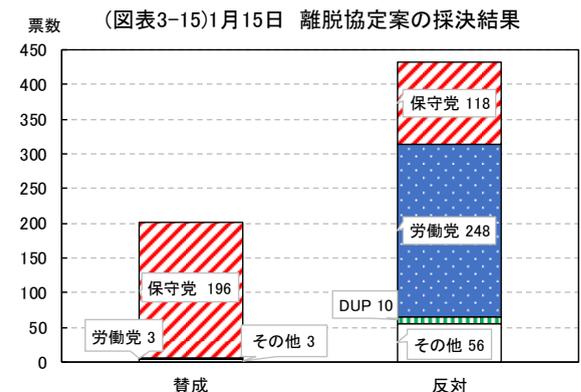
(出所)英国国家統計局(ONS)



(出所)英国国家統計局、GfK



(出所)英国国家統計局 ※医療用器具と時計・宝飾品は非食品の一部

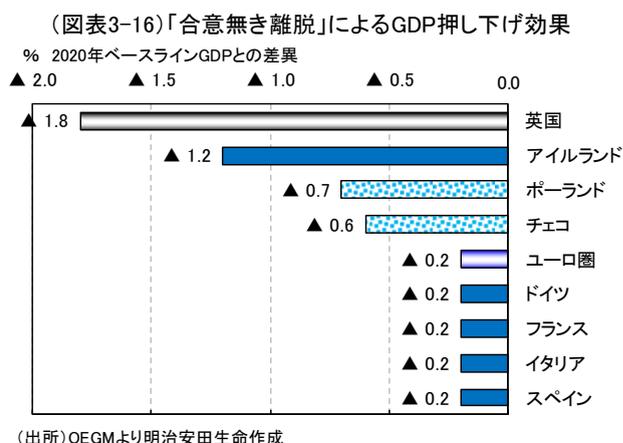


(出所)各種報道より明治安田生命作成

設けて現在の関係性を維持するとしている。この間に将来の通商協定等に関する細部を詰める予定だが、一番の懸案事項とされるアイルランド国境問題に関しては、解決策が期間内にまとまらない危険性を踏まえ、「バックストップ（安全策）」を設けることとした。この内容に関し、与党保守党の強硬離脱派や、保守党と閣外協力を行なう北アイルランド系政党DUP（民主統一党）が反発したことで、1月の採決は大差での否決となった。「バックストップ」発動の場合、英国は移行期間終了後もEUとの関税同盟に残留し、具体的な解決策が見つかるまでとどまり続けることとなる。保守党強硬派は、バックストップに期限がなく、英国から一方的に切り上げることも出来ないことから、EU関税同盟に永続的に縛られることを危惧している。またDUPは、EU加盟国アイルランド共和国と陸続きの英領北アイルランドが、より細かいEU側の規制が適用されることに対し、英国本土と切り離される懸念をもっている。

離脱協定案否決を受け、1月29日には下院議員らの提出する修正動議が採決され、①「バックストップ」修正をEUと再協議、②「合意なき離脱」の回避、の2案が可決された。①を踏まえ、メイ首相は「バックストップ」に期限を設ける形で協定案の再交渉をEUに求めている。EU側は法的拘束力のない政治宣言の変更には前向きだが、拘束力のある離脱協定そのものの修正には応じない姿勢を堅持していることから、意見の溝は埋まっていない。離脱期限が間近に迫るなか、議論が振り出しに戻ってしまったことは、「合意なき離脱」へのリスクが高まったことを示している。残り日数を考えると、3月中に協議をまとめ、承認作業を完了させることは困難を伴う。だが、英国はEUへ可能な限り妥協を引き出しつつ、場合によっては3～6ヵ月程度の離脱期限延長を行なうことで、最終的には移行期間にシフトすると予想する。

なお、仮に協議が破談となり「合意なき離脱」となった場合、英国・ユーロ圏経済には一定の下押し圧力がかかると予想している。離脱期限である2019年3月末をもって関税・非関税障壁が突如現れる場合、当社モデルによる試算では、2020年時点で英国のGDPは、ベースラインから1.8%程度の下押し圧力を受ける（図表3-16）。また、中東欧諸国や、唯一英国と国境を接するアイルランド共和国へも影響が大きくなる。ただ、ユーロ圏全体の押し下げ効果は0.2%程度で、英国と比較すれば影響は限定的なものにとどまるとみられる。



2月のBOE金融政策委員会（MPC）では、政策金利が0.75%ですえ置かれた。BOEは「スムーズなEU離脱」を想定しながらも、世界経済の減速等を考慮し、GDP成長率の見通しを2019年は前年比+1.2%、2020年は同+1.5%と、2018年11月時点（同+1.7%、同+1.7%）から引き下げた。次の利上げタイミングは、EU離脱の内容、時期に大きく左右されることとなるが、前述のように年内に手続きが決着する前提のもと、2019年11月頃に0.25%の利上げを行なうと予想する。その後もインフレ率の緩やかな伸びに合わせ、目標ラインの2%に沿うよう年1回ペースの緩やかな利上げを行なうとみる。なお、BOEはいかなるEU離脱形式に対しても、インフレ目標達成に向け柔軟な姿勢を取るとしており、金融政策は利上げ・利下げどちらもあり得るとしている。（担当：久保、木下）

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

10－12月期の中国実質GDP成長率は前年比＋6.4％と、前期の同＋6.5％から一段と減速した。主要需要項目のうち、固定資産投資は、インフラ開発投資が上向いたことで、伸び幅が拡大した。個人消費は、小型車減税実施後の反動減が響き、減速傾向が続いた。輸出は、米中貿易摩擦の影響により、伸びが鈍化した。

今後の中国景気は、減速傾向が続くものの、政府による金融緩和策や減税策などが一定の下支えになると予想する。固定資産投資は、次世代高速通信の設備投資需要の高まりを背景に、底堅く推移すると予想する。個人消費は、個人向け減税が減速ペースを緩やかなものにとどめるとみる。輸出は、米国による関税引き上げの影響で、減速を余儀なくされると予想する。なお、米中通商協議の先行きは依然見通しづらく、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が一段と高まるとみる。

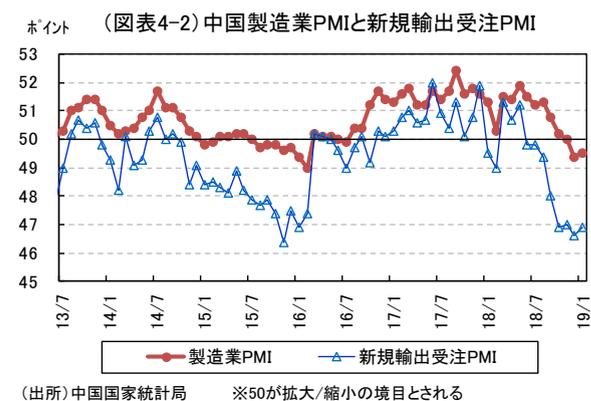
(1) 3四半期連続の減速

10－12月期の中国実質GDP成長率は前年比＋6.4％と、3四半期連続で減速した（図表4-1）。また、2018年通年での成長率は同＋6.6％と、およそ28年ぶりの低成長となった。米中貿易摩擦が激化するなか、輸出産業を中心に生産活動が減速した影響が大きい。

企業マインドは悪化している。1月の国家統計局版の製造業PMIは49.5と、好不況の境である50を2ヵ月連続で割り込んだ（図表4-2）。特に、新規輸出受注PMIが大きく低下しており、米国による対中関税引き上げや世界的な景気減速など、外部要因の悪化が生産活動を下押ししている影響とみられる。

景気の下振れリスクが高まるなか、当局は預金準備率引き下げによる流動性の放出や、個人向け・企業向け減税などを立て続けに打ち出し、景気の下支えを図っている。なお、シャドーバンキング・システムの規制を通じたデレバレッジは依然継続しており、当局はあくまで金融リスクを抑制しつつ、景気を下支えするというスタンスを続ける腹積もりとみられる。

今後の中国景気は、各種政策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、2019年から2020年にかけての成長率は、前年比＋6.4％、＋6.2％と緩やかな減速傾向が続くと見込む（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 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
実質GDP成長率	6.9	6.6	6.4	6.2

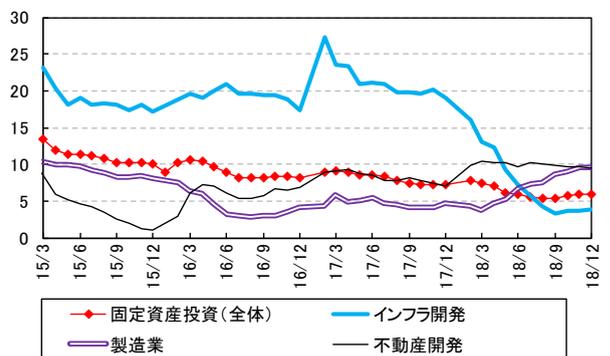
(2) 固定資産投資は緩慢な回復にとどまる

1-12月期の固定資産投資は前年比+5.9%と、1-9月期の同+5.4%から伸び幅が拡大した(図表4-4)。背景には、これまで減速が続いていたインフラ開発投資が同+3.8%と、1-9月期の同+3.3%から持ち直したことがある。インフラ開発投資については、12月の中央経済工作会議で、2019年も特別地方債発行により、地方政府のインフラ開発投資を促進させるとの方針が示された。インフラ開発投資は、今後緩やかに伸び幅が拡大すると予想する。

製造業投資については、2018年以降、伸び幅が拡大傾向で推移している。背景には、政府が打ち出した産業技術高度化政策である「中国製造2025」を受けて、ハイテク産業への補助金が交付されていることがあるとみられる。特に通信産業においては、2019年を「5G元年」と位置付けている中国政府、および大手通信会社が、5G通信に対応した通信基地局の建設に力を入れており、2018年半ば以降急増している(図表4-5)。1月10日、中国工業情報相は、2019年後半には5G通信に対応したスマートフォン・タブレット端末が市場に投入され、車の自動運転も実用化されるとの見通しを示した。5G基地局の需要は膨大なものになると見込まれ、今後とも5G基地局の建設が、製造業投資を下支えするとみる。

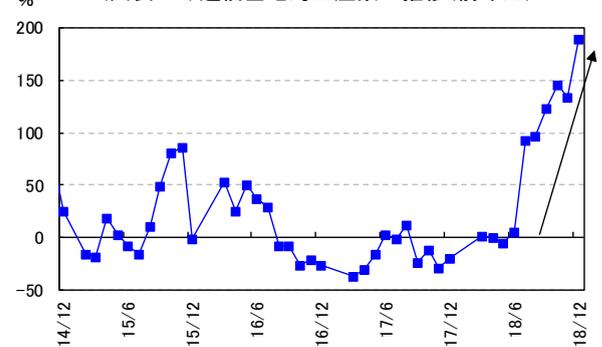
ただ、中国人投資家の間では、米中貿易摩擦の激化を背景に、経済政策に対する不透明感が歴史的な水準にまで高まっている(図表4-6)。特に、米国による「中国製造2025」関連製品をねらい撃ちにした関税引き上げや、米国を中心に「国家安全保障の理由」から中国製通信機器を排除する動きが出てきたことなども、投資家に中国での投資を躊躇させる要因となっている。こうした先行き不透明感の高まりもあって、中国人民銀行の金融緩和策を背景に銀行の貸出態度が緩和しているにもかかわらず、投資の誘発効果は限定的なものにとどまっている(図表4-7)。今後の固定資産投資は、地方政府によるインフラ開発投資や、5G基地局の設立が下支えになるとみるが、先行き不透明感の高まりから民間部門による投資は抑制され、全体としては緩慢な回復にとどまると予想する。

(図表4-4) 中国固定資産投資の推移(前年比)



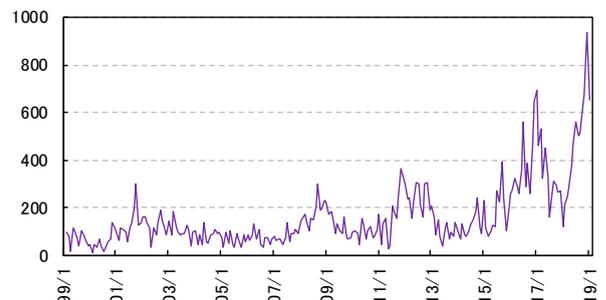
(出所) 中国国家统计局 ※年初来累計値の前年比

(図表4-5) 通信基地局生産数の推移(前年比)



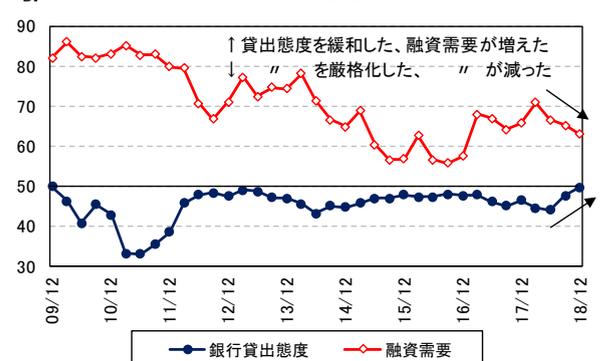
(出所) 中国国家统计局

(図表4-6) 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4-7) 銀行の貸出態度と融資需要DI



(出所) 中国人民銀行

(3) 個人消費の減速ペースは緩やかなものに

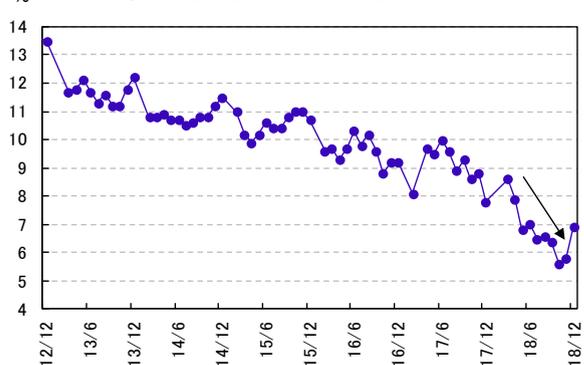
12月の実質小売売上高は前年比+6.9%、10-12月期平均では同+6.1%と、7-9月期平均の同+6.5%から減速した(図表4-8)。中国の個人消費を巡る、「農村から都市への移住により可処分所得が増加して消費が伸びる」という基礎的な下支え要因に大きな変化は無いと考えられる。ただ、足元では、2017年末で終了した自動車減税策による需要の先食いが、個人消費に大きな下押し圧力をかけている。中国の個人消費に占める自動車のウェイトは10%程度とみられ、自動車販売の動向が消費動向に及ぼす影響は大きい。自動車販売の推移を見ると、小型車減税に伴う需要の先食いの影響で、2018年半ば以降、反動減が顕在化している(図表4-9)。2018年の新車販売台数は2,808万台で、前年比▲2.8%と、28年ぶりのマイナスに転じた。

一方で、貿易摩擦の激化や株価の急落などを背景に悪化していた消費マインドは、昨冬から緩やかに持ち直しつつある(図表4-10)。背景には、昨年10月に中国が所得減税(基礎控除額の増額)を実施したことで、当局による政策対応期待が高まったことがあるとみられる。加えて、今年1月には追加的な個人向け減税(住宅ローン、家賃、医療費控除の導入)の実施が発表され、自動車買い換え支援策(旧排ガス規制車の買い替え支援)や家電買い換え支援策(省エネ家電への買い換え支援)など、消費振興策が立て続けに発表された。今後の個人消費は、自動車の需要先食いや株価下落の影響が残るものの、政府による減税などの各種政策効果により下支えされ、減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

(4) 輸出は減速が見込まれる

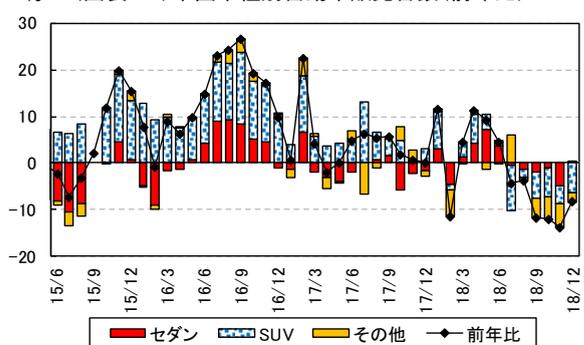
10-12月期の輸出額は前年比+4.6%と、7-9月期の同+11.7%から大きく減速した。12月単月では輸出入ともに前年比マイナスに落ち込むなど、下向きのモメンタムが強まっている(図表4-11)。輸出が急減速した背景には、トランプ米大統領が2019年から中国製品の関税引き上げを予定していたことで、対米輸出が駆け込みで増加、足元ではその反動減が顕在化していることがある。

(図表4-8) 実質小売売上高の推移(前年比)



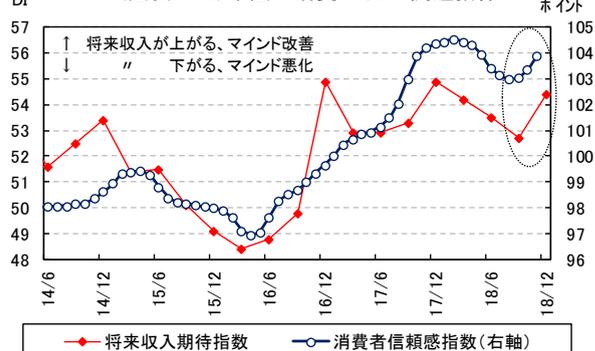
(出所) 中国国家统计局

(図表4-9) 中国車種別自動車販売台数(前年比)



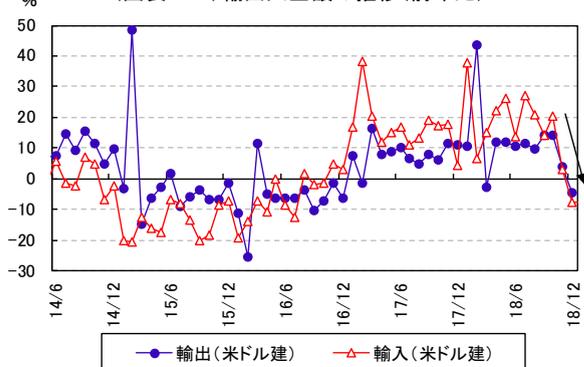
(出所) 中国汽车工业协会

(図表4-10) 中国の消費マインド関連指標



(出所) 中国人民銀行、OECD

(図表4-11) 輸出入金額の推移(前年比)



(出所) ファクトセット

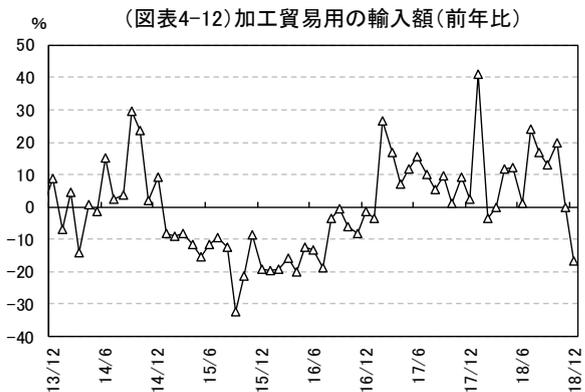
輸入については、中国が米国産大豆に高関税をかけたことで、米国からの輸入が急減した影響が大きい。また、前述した米国の対中関税引き上げを控え、加工貿易用の輸入に駆け込みと反動減が発生したことも影響したとみられる（図表4-12）。

今後は、米国の関税引き上げや世界景気の減速を背景に、輸出は減速傾向で推移するとみる。足元では3月1日を期限とした米中通商協議が継続中である。これまで米国からたびたび指摘されてきた「外国企業からの技術移転強要の禁止」を中国側で法制化する動きが出るなど、歩み寄りに向けた機運もみられるが、米国の対中保護主義政策の背景には、経済分野にとどまらない米中間の覇権争いがあることから、今回の協議で完全に決着する可能性はきわめて低い。米中貿易摩擦は今後とも中国、ひいては世界貿易のかく乱要因になり続けるとみる。

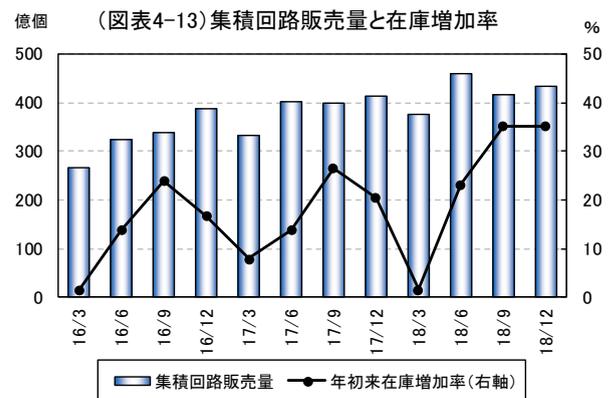
なお、中国の輸入額が急減した要因としては、原油価格下落による輸入物価の下落に加え、中国で集積回路の生産調整が行なわれたことが関係しているとみられる。2018年末時点で、中国の集積回路の在庫は前年比+35.2%に達している（図表4-13）。足元で集積回路の在庫が積み上がっていることから、中国企業は集積回路の生産を抑制し、在庫の取り崩しを進めている可能性がある。こうした在庫取り崩しの動きが、先進国からの半導体や半導体製造装置の輸入にブレーキをかけたとみられる。

中国における集積回路生産は、携帯電話生産に6ヵ月程度遅行して増産と減産を繰り返す傾向がみられる（図表4-14）。足元では、米アップル社の新型スマートフォンの販売不調などから、携帯電話生産は前年割れが続いており、中国における集積回路の生産は、2019年半ばまでは低迷を余儀なくされる可能性がある。一方、2019年後半には次世代通信5Gに対応した端末が市場に投入される見通しで、携帯電話生産も2019年後半には持ち直しに向かい、集積回路もやや遅れて増産に向かうことが期待される。日本など先進国からの半導体および半導体製造装置の輸入も回復に向かおう。

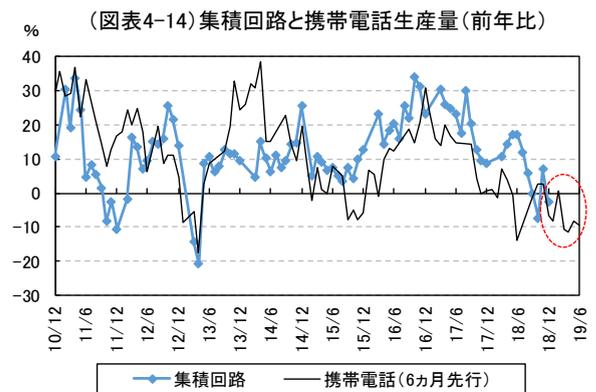
ただ、3月1日を期限に行なわれている米中通商協議の結果、米国が中国の主力輸出品であるスマートフォンやコンピュータなどデジタル製品の関税引



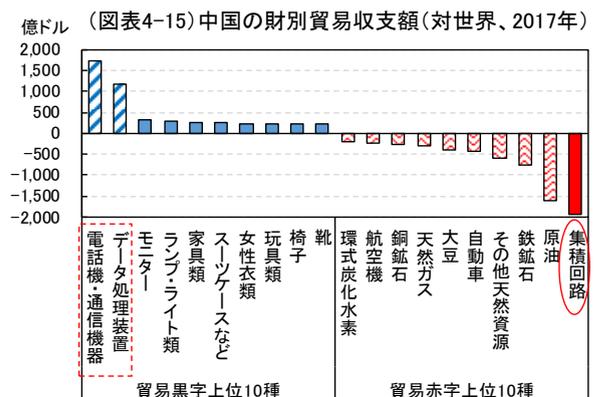
(出所)中国海関総署



(出所)中国国家統計局



(出所)中国国家統計局

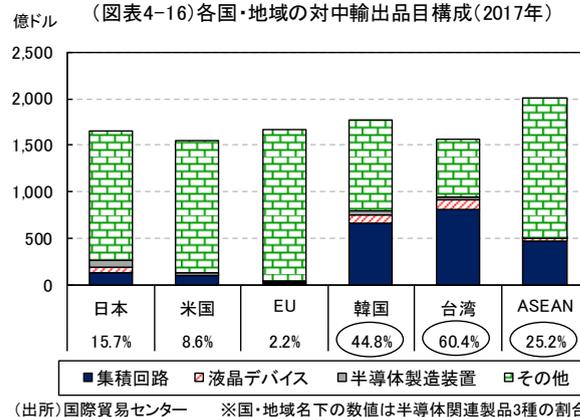


(出所)国際貿易センター ※HSコード4桁での分類

き上げに踏み切った場合（図表4-15）、中国の対米輸出のみならず、中国に半導体や液晶デバイス、半導体製造装置を供給している国にも悪影響が及ぶ可能性が高い。中国の全輸入額のうち、日本、米国、EU、韓国、台湾、ASEANの6カ国・地域が6割を占める。その内、韓国、台湾、ASEANの3カ国・地域は半導体関連の輸出割合が高い（図表4-16）。米中貿易摩擦がエスカレートした場合には、半導体を巡るサプライチェーンを通じて、これらの国々の対中輸出に悪影響が及ぶとみられる。なお、日本の対中輸出は電気機器、一般機械、建設機械、素材など、多種多様な財を幅広く輸出する構造になっている。米国は大豆、航空機、自動車が主力であり、EUは自動車（・部品）、医薬品、航空機の輸出が多い。

米中貿易摩擦がスマートフォンやコンピュータといったデジタル部門にまで拡大していった場合、景気の下押し圧力は中国のみならず、NIESや東南アジア各国に及ぶとみられる。そうしたアジアの国々との結びつきが強い日本にも、相応の景気下押し圧力がかかる可能性が高い。米中貿易摩擦は引き続き中国、ひいてはアジア景気の最大のリスク要因であり、今後とも注視が必要である。（担当：久保）

（図表4-16）各国・地域の対中輸出品目構成（2017年）



5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

〈要 約〉

韓国経済は、政府の財政支出が下支えになるものの、半導体需要の鈍化に伴う輸出の伸び悩みによって、徐々に減速に向かうと予想する。台湾経済は、最低賃金の引き上げにより個人消費が堅調に推移するものの、輸出の低迷が成長率を押し下げるとみる。シンガポール経済も、輸出の減速や住宅投資の鈍化が足かせとなろう。金融政策については、韓国、台湾ともに、2019年、2020年と金利をすえ置くと予想する。

ASEAN 諸国のうち、インドネシア、フィリピン、マレーシアは、インフレ率の低下や政府による景気対策などの効果で、内需をけん引役とする景気拡大が続くとみる。タイ経済は、外国人観光客の減速を背景に、緩やかな減速傾向をたどると予想する。インドは、モディ政権のバラマキ色の強い選挙対策を背景に、個人消費が景気回復を主導するとみる。

豪州は、雇用・所得環境の改善に伴う個人消費の回復が見込まれるが、住宅投資の減少や輸出の鈍化が下押しとなり、景気回復基調は緩やかなものにとどまると予想する。物価上昇は緩慢なものにとどまるとみられ、RBA（豪州準備銀行）

は2019年中政策金利をすえ置き、2020年後半に1度利上げを行なうと予想する。

(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測 (前年比) (%)

	2017年 (実績)	2018年 (実績/予測)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
韓国	3.1	2.7	2.6	2.5
台湾	2.9	2.6	2.5	2.3
シンガポール	2.4	3.2	2.5	2.7
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.2
タイ	3.9	4.2	3.9	3.7
マレーシア	5.9	4.7	4.6	4.8
フィリピン	6.7	6.2	6.6	6.6
インド	6.7	7.2	7.4	7.7
豪州	2.4	3.0	2.9	2.8

※インドは会計年度数値(4月～3月)

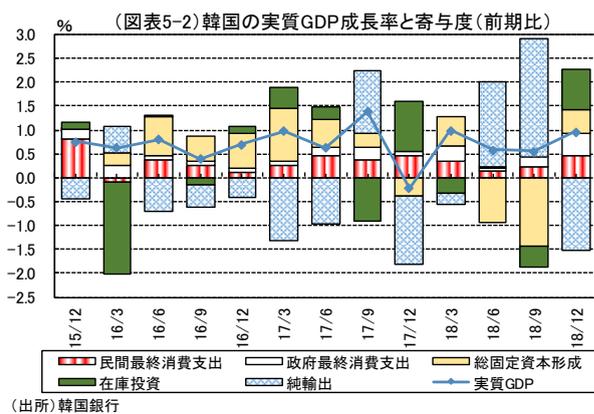
(1) アジア NIEs は輸出の鈍化が景気の足かせに

〈韓国〉

韓国の10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+1.0%と、7-9月期の同+0.6%から伸び幅が拡大した。需要項目別に見ると、まず、輸出は同▲2.2%と、前期の同+3.9%からマイナスに転じた。韓国は中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれており、米中貿易摩擦の影響を受けたほか、世界的な半導体需要の鈍化も響いた。一方、民間最終消費支出は同+1.0%と、前期の同+0.5%から伸び幅が拡大した。原油安を背景とした実質購買力の向上が背景とみられる。

固定資本形成は同+1.8%と、2018年6月の統一地方選の影響で進捗が遅れていた公共投資の執行再開に伴い、前期の同▲4.6%からプラスに転じた。政府最終消費支出は同+3.1%と、医療保険の拡大等の影響で、2010年1-3月期以来の高い伸びとなり、全体を押し上げた(図表5-2)。

今後について、まずGDPのおよそ5割を占める輸出は、最大の輸出相手国である中国が、国家戦略としてのハイテク産業への補助金交付の継続に加え、個人・法人向け減税などの景気支援策を次々に打ち出していることから、緩やかながらも持ち直しに向かうとみている。輸出金額の約2割を占め



る半導体については、世界半導体市場統計 (WSTS) による世界半導体市場予測を見ると、2019年は前年比+2.6%と拡大基調は維持する見通しとなっている。ただ、2017年の同+21.6%、2018年の同+15.9%に比べると大幅に鈍化しており、いままでのようなペースでの輸出増は望めない状況である (図表5-3)。

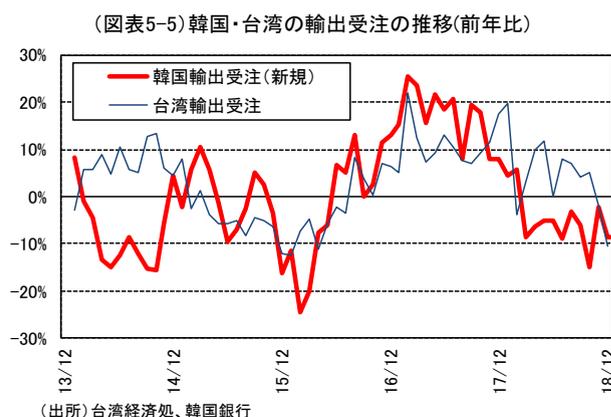
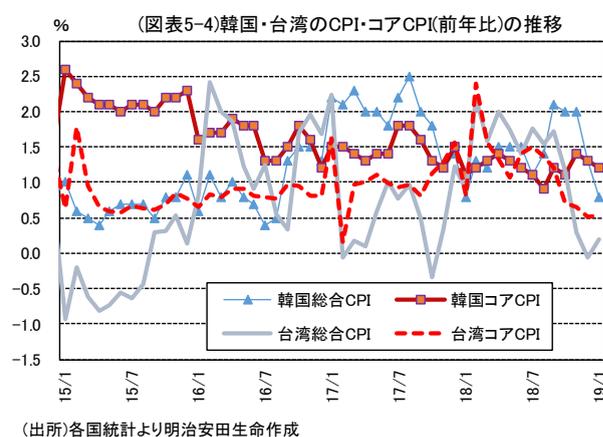
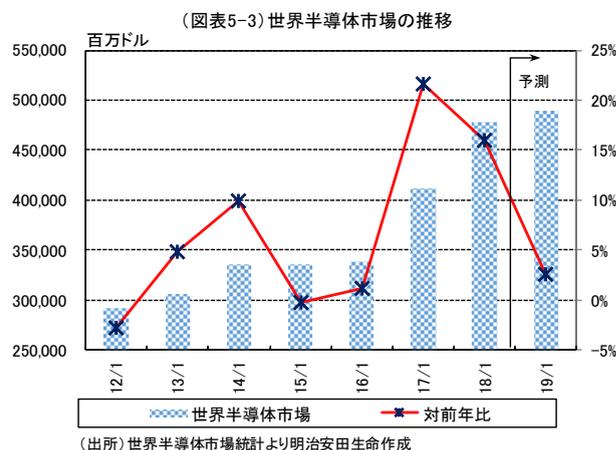
一方で、個人消費は、最低賃金を2年連続で10%超引き上げたことが下支えになるほか、勤労基準法改正による労働時間の短縮によって余暇消費が増えるとみられるため、今後も底堅く推移するとみる。また、10-12月期に大幅に増加した政府支出については、目先反動減が生じるとみるものの、2019年予算案における歳出をみても、雇用対策の充実等で前年比+9.7%と増加していることから、引き続き景気の押し上げに寄与するとみる。全体としては、輸出の伸び悩みの影響が大きく、韓国経済の成長ペースは鈍化すると予想する。

1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+0.8%、コアCPIは同+1.2%と、生鮮食品を中心とした食品の下落や、原油安を背景に、2018年11月以降伸び幅を縮小している (図表5-4)。韓国中銀は、ソウルを中心に高騰している不動産価格抑制に対応するため、2018年11月に利上げを実施したが、今後については、景気減速を背景に消費者物価の低位での推移が続くとみられるため、2019年、2020年は金利をすえ置くと予想する。

<台湾>

台湾の10-12月期の実質GDP成長率 (速報値) は前年比+1.8%と、7-9月期の同+2.3%から伸び幅が縮小し、2016年4-6月期以来の2%割れとなった。需要項目別に見ると、資本形成は、建設投資が増加したことで同+9.3%となったが、前期の同+16.8%からは伸び幅が縮小した。民間消費も、家電製品の販売不振等から同+1.6%と、前期の同+1.8%から伸び幅が小幅縮小した。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たことを背景に、同+1.2%と、直近2年間で最も低かった前期と同じ伸びとなった。

今後の輸出について、先行する輸出受注額を見ると、2017年は前年比で二桁前後の伸びを続けていたが、2018年に入ってから伸びは鈍化、足元ではマイナスに転じている (図表5-5)。また、中国の緩やかな景気減速が見込まれるほか、主力の半導体市場の拡大ペースも鈍化する見込みのため、輸出は停滞気味の推移が続くとみる。一方、個人消費は、失業率が低位で安定しているのに加え、2019年1月から最低賃金が引き上げられることから、堅調に推移しよう。ただ、輸出の低迷をカバー



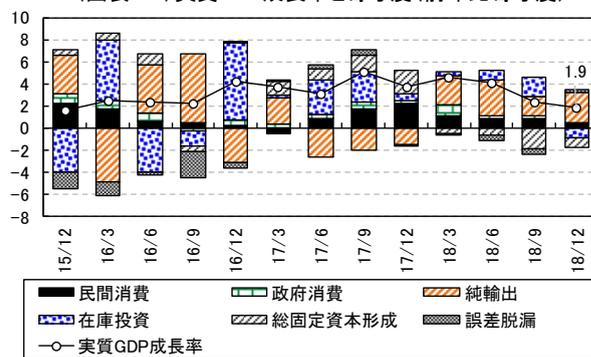
するまでには至らず、台湾景気の成長ペースは鈍化傾向をたどると予想する。

1月の総合CPI、コアCPI（生鮮食品やエネルギーを除く）を見ると、総合CPIは前年比+0.2%、コアCPIは同+0.5%と、2018年後半以降、ともに伸び幅が低下傾向で推移している（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、景気減速も予想されることから、台湾中銀は、2020年まで金利をすえ置くと予想する。

<シンガポール>

2018年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+1.9%と、7-9月期の同+2.4%から減速した（図表5-6）。シンガポール景気は、住宅建設の減少や輸出の減速などを背景に、鈍化傾向で推移している。住宅建設減少の背景には、不動産バブルを警戒した政府が、不動産価格抑制策（印紙税率引き上げ）を打ち出していることがある。輸出減速の主な要因は、世界的なスマートフォン需要の一巡や、中国における集積回路の在庫取り崩しの動きなどにより、シンガポールの電子機器・半導体関連の輸出が減少に転じたことである。今後については、低インフレが個人消費を下支えするとみられるものの、中国向けを中心に輸出の減速傾向が続くことで、シンガポール景気の成長ペースは鈍化すると予想する。

（図表5-6）実質GDP成長率と寄与度（前年比寄与度）



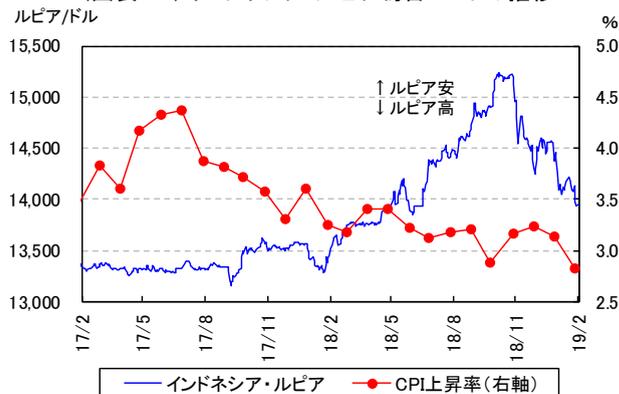
（出所）ファクトセット

（2）ASEAN景気は緩やかな回復

<インドネシア>

インドネシアの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.2%と、前期と同じ伸び幅となった。インドネシア中銀は、2018年夏のトルコリラ急落に端を発する通貨下落圧力を緩和するために、2018年5月から11月までに政策金利（7日物レポレート）を4.25%から6.00%まで引き上げた。そうした措置を受けて、為替市場ではルピア安に歯止めがかかり、国内のインフレ率も徐々に低下した（図表5-7）。今後のインドネシア景気は、家計の可処分所得増加に伴う消費の拡大を背景に、堅調なペースで拡大するとみる。金融政策については、エネルギー価格の下落がインフレ圧力の低下につながっていることや、米国の利上げ観測の後退でルピア安の懸念も低下していることから、2019年中にインドネシア中銀は利下げに転じると予想する。

（図表5-7）インドネシア・ルピア為替レートの推移

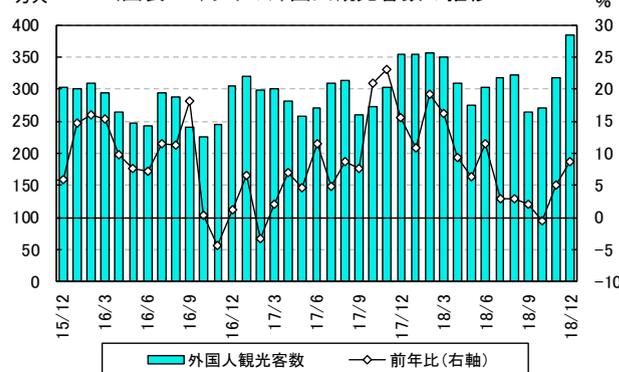


（出所）ファクトセット

<タイ>

タイの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+3.3%と、前期の同+4.6%から伸び幅が縮小した。個人消費や政府支出、固定資本形成など、内需は堅

（図表5-8）タイの外国人観光客数の推移



（出所）ファクトセット

調に伸びたものの、輸出が前年比▲0.1%と頭打ちになったことが全体の足を引っ張った。タイではサービス輸出の対GDP比が20%に達するなど（2017年時点、実質ベース）、観光業の動向がGDP成長率に与える影響が大きい。タイの外国人観光客数は、2018年以降徐々に伸び幅が縮小し、2018年10月にはいったん前年比マイナスに転じた後、年末にかけては若干持ち直している（図表5-9）。米中貿易摩擦の影響で人民元安が進んだことが、中国人観光客の減少につながったとみられる。今後については、中国人観光客の減少など、サービス輸出の減速が足枷となり、タイ景気は緩やかに減速するとみる。タイ中銀は、12月に0.25%ポイントの利上げを実施し、政策金利を1.75%とした。タイ中銀は、「今後ともタイ景気は内需を中心に堅調推移が続くとみており、低金利の長期化によるリスクを抑制し、今後の政策対応余地を拓けるために、利上げを実施した」と説明している。ただ、利上げはバーツ高を通じて外国人観光客の減少圧力となるため、今後の利上げペースは年1回程度の緩やかなものにとどまると予想する。

<マレーシア>

マレーシアの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+4.7%と、前期の同+4.4%から伸び幅が拡大した。米中貿易摩擦の影響で、中国・米国向け輸出が伸び悩むなか、個人消費の伸びが全体を下支えした。個人消費は、2018年6月にGST（物品税）が廃止になったことに伴い、堅調に拡大している。9月からは、新たな財源としてSST（サービス税）が導入されているものの、税率はGSTより低いことから、個人消費の勢いは衰えていない。ただ、現マハティール政権は、前政権の財政拡張路線を是正する意識が強いことから、公共事業については今後減速に向かうとみられる。マレーシア景気は、底堅い民需と減速する公需の綱引きとなり、緩やかな鈍化傾向を予想する。マレーシア中銀は、1月の金融政策委員会で、マレーシア景気は個人消費と民間投資がけん引役となり、持続的な経済成長が続くとして、政策金利をすえ置いた。当面の間、このまま政策金利をすえ置くと予想する。

<フィリピン>

フィリピンの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.1%と、前期の同+6.0%からプラス幅が小幅拡大した。GDPの7割を占める個人消費が、同+5.2%→+5.4%と加速したことが成長率の拡大に寄与したとみられる。今後については、ペソ安に伴う輸入インフレや台風被害による食品価格の値上がりなど、これまでインフレ率を押し上げてきた一時的要因が剥落することで、個人消費は回復に向かい、景気を下支えすると予想する。景気回復が続くと見込まれるが、インフレ率が安定するなか、フィリピン中銀は当面の間政策金利をすえ置くと予想する。

<インド>

インドの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+7.1%と、前期の同+8.2%から減速した。民間消費が同+7.0%と、前期の同+8.6%から減速した影響が大きい。農産品価格の下落に伴う農村部の所得の伸び悩みや、通貨防衛のためにインド準備銀行が行なった利上げ（6月と8月）が、自動車ローン金利の上昇などを通じ、個人消費に悪影響を及ぼしたとみられる。インドでは、今年4-5月頃に総選挙が実施される予定になっていることから、モディ政権は農村部や貧困層を対象に、バラマキ色の強い予算案（2019-20年度）を発表している。こうした政策は個人消費のサポート要因になるとみられるものの、一方で公共事業費などは財政健全化の観点から伸びが抑制されており、民間部門の投資マインドも惹起されにくい状態となっている。今後のインド景気は、個人消費をけん引役に、緩やかな回復が続くと予想する。インド準備銀行は当面の間政策金利をすえ置くと予想する。

（3）豪州景気は緩やかな回復にとどまる

豪州の7-9月期実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、前期の同+0.9%から減速した。今後も、個

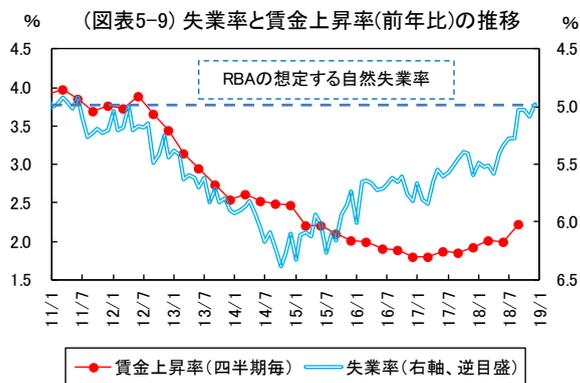
人消費の増加に支えられ、景気は回復基調を維持するとみるが、住宅投資の低迷や世界景気減速による外需の頭打ちを受け、ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

雇用環境に目を向けると、失業率はRBA（豪州準備銀行）が推計する自然失業率の水準である5%近辺で推移している（図表5-9）。労働需給はひっ迫しており、低水準で推移していた賃金上昇率もここへきて加速しつつある。労働需給の引き締めを受けた賃金上昇が、今後も個人消費を下支えすると予想する。一方で、銀行の融資規制や、海外投資家に対する投資規制による住宅価格の下落が、逆資産効果を通じた個人消費の下押し圧力となるため、総じてみれば個人消費の伸びは緩やかなものにとどまるとみている。

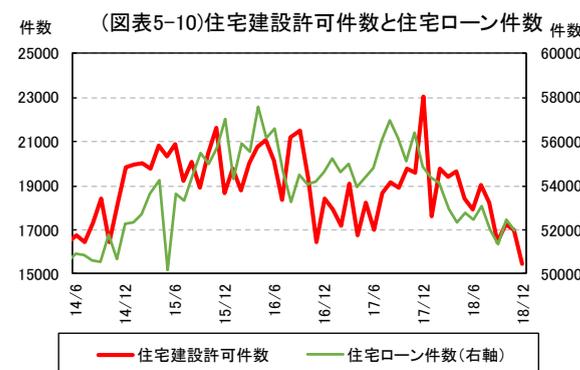
前述のように、住宅価格は2017年末をピークに下落に転じており、住宅投資の先行指標とされる住宅建設許可件数や住宅ローン件数はともに2018年を通じて右肩下がりな推移している（図表5-10）。2019年1月より、一部の住宅ローン規制が撤廃されたことが住宅市場にとって多少の下支え要因となるものの、今後住宅投資は減少傾向で推移しよう。

輸出は、豪ドル安に支えられ、足元で堅調に推移している。ただ、最大の貿易相手国であり、輸出拡大に寄与していた中国の景気が、米中摩擦等を背景に減速しており、今後の輸出の下押し圧力として働くことが予想される（図表5-11）。引き続き需要拡大が見込まれるLNG輸出等が下支えとなるものの、今後の輸出の伸びは緩やかなものにとどまると予想する。

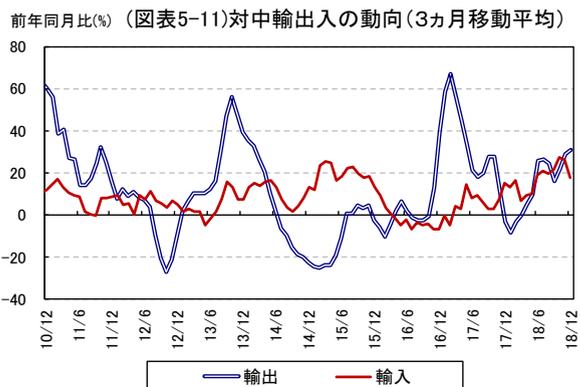
2月5日に行なわれたRBA理事会では、政策金利が1.5%ですえ置かれ、ロー総裁は講演で「今後の政策変更は利上げ、利下げ両方の可能性がある」と、これまでの引締め的スタンスから、中立的なスタンスに転じたことを明らかにした。10-12月期の対前年平均CPI上昇率は前年同期比+1.8%と、RBAが定める物価目標範囲+2~3%の下限に届かない状況が続いている（図表5-12）。今後のインフレ率は、賃金上昇が押し上げ要因となるものの、内外需の弱さを踏まえると、目標レンジ到達にはしばらく至らないと見込まれる。RBAは2019年中、政策金利をすえ置き、2020年後半に1度利上げを行なうと予想する。（担当：久保、西山、木下）



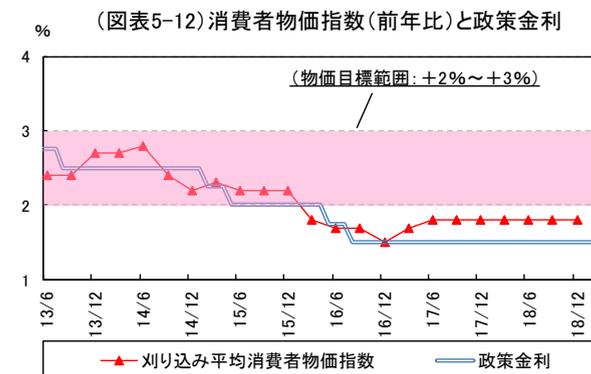
(出所)ファクトセット



(出所)豪州統計局



(出所)豪州統計局



(出所)豪州統計局、RBA

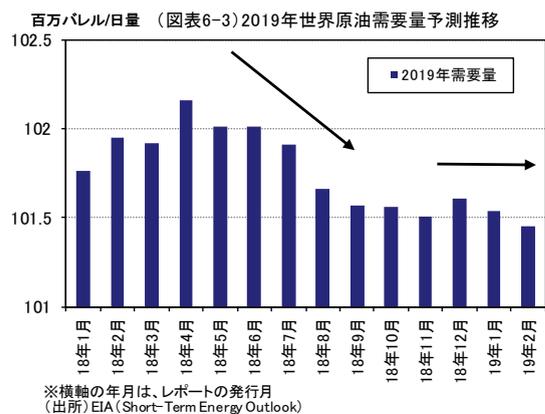
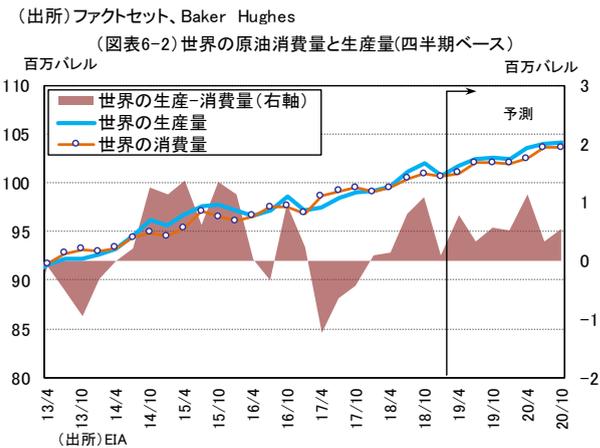
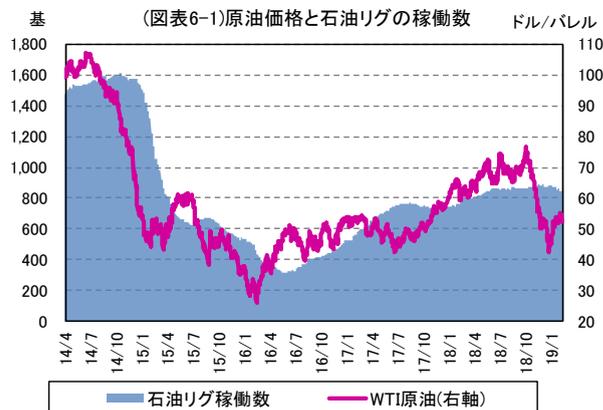
6. 原油相場見通し

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、サウジアラビアや米国の増産による供給過剰懸念や、世界経済の減速懸念を背景に、2018年10月初旬に付けた76ドル/バレルをピークに急落した。OPEC（石油輸出国機構）と非 OPEC 主要産油国は、供給過剰懸念を払拭すべく、12月の OPEC 総会にて、協調減産で合意したものの、実効性への不透明感等から、原油価格は下げ止まらなかった。ただ、昨年末以降、米中貿易摩擦の激化懸念後退や、サウジアラビアの減産への積極姿勢等を受け、40ドル/バレル台前半を底に上昇に転じ、足元では、55ドル/バレル前後で推移している（図表6-1）。

原油需要については、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、引き続き経済成長を続ける中国、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）。また、EIAの発行する月次レポートでは、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、2019年の需要見通しが引き下げられてきたが（図表6-3）、今後については、米中貿易摩擦の緩和期待や、中国の景気刺激策への期待等から、原油需要見通しは底堅いものになっていく可能性が高いとみる。

供給面については、2018年12月の OPEC 総会にて、2019年1月から6月までの間に、OPEC で日量80万バレル、ロシア、メキシコ、カザフスタン等の非 OPEC 主要産油国で日量40万バレルの協調減産が決定した。直近2月の OPEC 月報において、1月（協調減産開始）の OPEC 諸国全体の産油量を見ると、減産対象外であるリビア、イラン、ベネズエラの産油量の急減を背景に、OPEC 全体で想定以上に減産が進んでいることが確認できる（図表6-4）。今後については、まず、米国によるイランへの経済制裁の適用除外が再度延長されるかどうか不透明ななか、イランの増産は見込めないほか、米国がベネズエラ国営石油会社を2019年1月から経済制裁の対象にしたため、ベネズエラのさらなる減産が予想される。加えて、いままで産油量の調整役を担ってきたサウジアラビアも減産姿勢を明確に示していることから、今後の OPEC 諸国の産油量は減少傾向で推移すると予想する。現在の協調減産合意の期限となる2019年6月以降も、なんらかの形で合意延長が図られる可能性が高いとみている。

次に、米国のシェールオイルの開発動向について、EIAの1月の掘削レポートを見ると、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2016



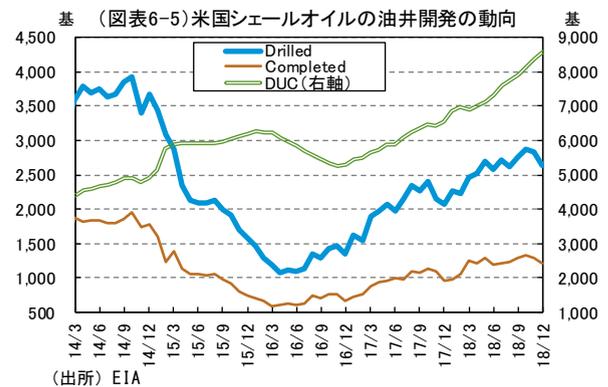
年初頭から増加傾向で推移しているのがわかる（図表6-5）。ただ、足元のリグ稼働数が減少傾向で推移しているほか（前掲図表6-1）、Drilled およびCompletedの件数には頭打ち感が見られる（図表6-5）。企業が新規投資よりも配当を優先する動きなどが、投資の拡大ペースの鈍化につながっている可能性がある。一方で、生産技術の向上により、既存の油井の産油効率が高まっていることから、ペースは鈍化しつつも、シェールオイルの生産拡大自体は続く可能性が高い。

今後については、米国のシェールオイルの緩やかな生産拡大が原油価格を押し下げる要因になるものの、世界景気の減速に伴う原油需要の鈍化懸念に一服感がみられることや、OPEC と非 OPEC 主要産油国による協調減産が押し上げ要因となることで、WTI 原油価格は緩やかな上昇傾向で推移するとみている。一方で、原油価格が過半のシェールオイルの採算ラインであると推定される50ドル/バレルを大きく超えて推移した場合、シェールオイルの新規投資や、生産拡大につながり、上値を抑える要因となる。2019年半ばにかけては、対イラン経済制裁や、協調減産の延長交渉の動向次第で大きく変動する可能性があるものの、2019年は基本的に50～60ドル/バレルのレンジ内での推移を予想する。（担当：西山）

（図表6-4）OPECの1月の原油生産状況

加盟国	2018年10月 参照生産水準	減産目標	19年1月 生産量	19年1月 減産実績	
アルジェリア	1,057	合計で -800	1,041	-16	
アンゴラ	1,515		1,416	-99	
コンゴ	322		310	-12	
エクアドル	521		515	-6	
赤道ギニア	124		117	-7	
ガボン	185		193	8	
イラク	4,654		4,669	15	
クウェート	2,753		2,710	-43	
ナイジェリア	1,760		1,792	32	
サウジアラビア	10,637		10,213	-424	
UAE	3,177		3,078	-99	
計	26,705		-	26,054	-651
リビア	1,118		適用除外	895	-223
イラン	3,330		適用除外	2,754	-576
ベネズエラ	1,206	適用除外	1,106	-100	
OPEC計	32,359	-800	30,809	-1,550	

（出所）OPECの2018年12月7日付プレス資料、
2018年12月・2019年2月月報より明治安田生命作成



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。