

明治安田生命
2019－2020年度経済見通しについて
～ 米中交渉の行方が命運を握る世界経済 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2019年1－3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 0.6% 2020年度 0.5%

名目GDP成長率： 2019年度 1.3% 2020年度 1.0%

2. 要 点

- ①日本の景気は、緩やかな回復傾向を維持しているとみる。米国発の貿易戦争や、中国・欧州景気の減速懸念、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予想する。
- 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、緩慢な回復トレンドが持続するとみる。住宅投資は、駆け込みの反動や人口減少を背景とした構造要因などが下押し圧力となり、減速傾向で推移するとみる。公共投資は、オリンピック関連工事や国土強靱化のための緊急対策等が下支えすることで、持ち直し傾向で推移すると予想する。設備投資は、海外景気の持ち直しや、人手不足に起因した省力化投資の下支えによって、底堅い推移が続くと予想する。輸出は、米国発の保護主義的な政策には注意が必要なものの、中国をはじめとした世界景気の持ち直し等により、秋以降緩やかに持ち直すとみる。
- ③米国景気は、労働需給の引き締まりや企業の増益基調が続くことで、内需をけん引役に拡大が続くものの、減税による景気浮揚効果が剥落するため成長ペースは鈍化すると予想する。欧州景気は、緩和的な金融政策が継続すると見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、緩やかな回復傾向が続くと予想する。中国景気は、貿易摩擦の激化が景気の下押し圧力となるも、政府による景気対策の効果により、減速ペースは抑制されると予想する。

〈主要計数表〉

	2018年度 実績	2019年度		2020年度	
			前回		前回
実質成長率	0.6%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%
成長率寄与度					
・ 内需	0.7%	0.7%	1.1%	0.5%	0.5%
・ 外需	▲0.1%	▲0.1%	▲0.2%	0.1%	▲0.0%
名目成長率	0.5%	1.3%	1.6%	1.0%	1.1%

※前回は2019年2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	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%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	▲ 0.2%	1.0%	▲ 0.8%	0.4%	0.0%	0.5%	▲ 0.4%	0.8%
前期比年率	1.9%	0.6%	0.6%	0.5%	1.6%	2.1%	▲ 0.9%	3.9%	▲ 3.3%	1.4%	0.2%	1.8%	▲ 1.5%	3.1%
前年同期比	1.9%	0.6%	0.6%	0.5%	0.2%	0.8%	0.0%	1.6%	0.4%	0.2%	0.5%	0.0%	0.5%	0.9%
民間最終消費支出	1.1%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	▲ 0.1%	0.3%	1.5%	▲ 1.9%	0.4%	0.4%	0.6%	▲ 0.3%	0.5%
民間住宅投資	▲ 0.7%	▲ 4.2%	2.2%	▲ 2.2%	1.4%	1.1%	1.7%	1.0%	▲ 2.7%	▲ 2.5%	1.0%	▲ 0.4%	0.1%	0.2%
民間設備投資	4.5%	3.2%	1.3%	1.7%	2.5%	▲ 0.3%	0.2%	0.7%	▲ 0.1%	0.7%	0.5%	0.8%	▲ 0.4%	0.9%
政府最終消費支出	0.4%	0.8%	0.7%	0.5%	0.7%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	▲ 0.7%	0.2%	1.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.5%	▲ 3.8%	2.7%	1.9%	▲ 1.4%	1.5%	1.5%	0.6%	1.4%	▲ 0.1%	0.6%	0.3%	▲ 0.2%	1.2%
財貨・サービスの輸出	6.4%	1.3%	▲ 0.1%	2.3%	1.2%	▲ 2.4%	0.5%	0.9%	0.9%	0.4%	0.7%	1.1%	▲ 1.8%	2.5%
財貨・サービスの輸入	4.1%	2.0%	0.5%	1.6%	3.0%	▲ 4.6%	1.7%	2.2%	▲ 0.9%	0.2%	0.6%	0.7%	▲ 0.0%	0.8%
名目GDP	2.0%	0.5%	1.3%	1.0%	0.5%	0.8%	▲ 0.2%	1.2%	▲ 0.4%	0.7%	0.0%	0.5%	▲ 0.4%	0.9%
GDPデフレーター(前年比)	0.1%	▲ 0.2%	0.7%	0.5%	▲ 0.3%	0.1%	0.4%	0.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%	0.3%	0.1%

(前期比寄与度)				→ 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%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	▲ 0.2%	1.0%	▲ 0.8%	0.4%	0.0%	0.5%	▲ 0.4%	0.8%	
民間最終消費支出	0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.8%	▲ 1.1%	0.2%	0.2%	0.3%	▲ 0.2%	0.3%	
民間住宅投資	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	
民間設備投資	0.7%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.0%	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%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	
公的固定資本形成	0.0%	▲ 0.2%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	
民間在庫品増加	0.1%	0.2%	0.0%	▲ 0.3%	0.1%	0.1%	▲ 0.2%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	
純輸出	0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.3%	0.4%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.3%	0.3%	
財貨・サービスの輸出	1.1%	0.2%	▲ 0.0%	0.4%	0.2%	▲ 0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	▲ 0.3%	0.4%	
財貨・サービスの輸入	▲ 0.7%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.5%	0.9%	▲ 0.3%	▲ 0.4%	0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.2%	

(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	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	535.2	538.4	540.9	534.8	537.6	536.4	541.5	536.9	538.8	539.1	541.5	539.5	543.7
民間最終消費支出	298.9	300.0	301.5	302.8	300.3	300.0	300.8	305.2	299.4	300.6	301.6	303.4	302.4	303.7
民間住宅投資	16.0	15.4	15.7	15.4	15.5	15.6	15.9	16.1	15.6	15.2	15.4	15.3	15.4	15.4
民間設備投資	84.4	87.1	88.2	89.8	87.7	87.5	87.7	88.3	88.2	88.8	89.3	89.9	89.6	90.4
政府最終消費支出	106.4	107.3	108.0	108.5	107.8	107.6	107.6	107.7	108.2	108.6	107.8	107.9	109.2	109.3
公的固定資本形成	26.0	25.0	25.6	26.1	24.6	25.0	25.4	25.5	25.9	25.9	26.0	26.1	26.0	26.4
民間在庫品増加	0.8	1.7	1.9	0.3	1.8	2.5	1.6	2.4	1.8	1.7	0.8	0.2	0.0	0.1
純輸出	▲ 1.3	▲ 1.9	▲ 2.6	▲ 1.9	▲ 3.5	▲ 1.4	▲ 2.5	▲ 3.7	▲ 2.1	▲ 1.9	▲ 1.8	▲ 1.4	▲ 3.1	▲ 1.6
財貨・サービスの輸出	91.4	92.6	92.5	94.6	93.3	91.0	91.4	92.2	93.0	93.4	94.1	95.1	93.4	95.8
財貨・サービスの輸入	92.7	94.6	95.0	96.6	96.8	92.3	93.9	95.9	95.1	95.3	95.9	96.5	96.5	97.3

2. 主要指標予測

	2017年度	2018年度	予測		予測									
			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%	0.3%	▲ 0.3%	0.7%	1.3%	▲ 1.7%	▲ 0.6%	1.6%	▲ 2.2%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.6%	1.0%	2.3%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.7%	0.8%	0.7%	1.0%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.9%	0.9%	1.2%	1.5%	0.6%	0.6%
除く消費増税(前年比)	0.7%	0.8%	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.7%	1.0%	0.6%	0.6%
国内企業物価指数(前年比)	2.7%	2.2%	1.1%	2.4%	2.3%	0.9%	0.1%	▲ 0.2%	1.9%	2.6%	3.3%	3.3%	1.3%	1.7%
貿易収支(季調値、兆円)	2.4	▲ 1.6	▲ 1.9	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 1.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1
経常収支(季調値、兆円)	22.2	19.4	18.8	20.0	4.3	4.9	4.5	4.2	5.0	5.1	4.9	5.0	5.0	5.0
完全失業率(季調値:平均)	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%
無担保コール翌日物(※)	▲0.05%	▲0.06%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.06%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%
長期金利(10年債金利、※)	0.05%	0.05%	0.01%	0.05%	▲0.01%	▲0.09%	▲0.03%	▲0.01%	0.02%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
WTI原油価格(ドル/バレル、※)	54	63	64	61	45	60	64	66	64	63	62	62	61	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	2018年	予測		予測									
			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%	2.9%	2.5%	1.8%	2.2%	3.2%	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%
	個人消費支出	2.5%	2.6%	2.2%	1.9%	2.5%	1.2%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%
	住宅投資	3.3%	▲ 0.3%	▲ 2.1%	0.7%	▲ 4.7%	▲ 2.8%	0.0%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%
	設備投資	5.3%	6.9%	3.4%	2.1%	5.4%	2.7%	2.0%	2.5%	2.3%	2.1%	1.9%	1.7%	1.6%
	在庫(寄与度)	0.0%	0.1%	0.3%	▲ 0.1%	0.1%	0.7%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	1.0%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%
	輸出	3.0%	4.0%	1.5%	1.6%	1.8%	3.7%	0.5%	1.5%	1.3%	1.6%	1.8%	2.0%	2.0%
	輸入	4.6%	4.5%	1.4%	1.9%	2.0%	▲ 3.7%	3.2%	1.7%	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%
	政府支出	▲ 0.1%	1.5%	1.7%	1.7%	▲ 0.4%	2.4%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	1.5%	1.3%	1.5%
	失業率(※)	4.4%	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	4.0%
	GPI(総合、※)	2.1%	2.4%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	1.9%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	1.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	2.5%	1.8%	1.1%	1.5%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
	家計消費	1.8%	1.3%	1.0%	1.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
	政府消費	1.2%	1.1%	2.0%	3.0%	0.7%	1.0%	0.5%	0.8%	0.6%	0.9%	0.5%	1.0%	0.7%
	固定投資	2.9%	3.3%	3.0%	2.7%	1.3%	0.8%	0.8%	0.5%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
	純輸出(寄与度)	0.8%	0.1%	▲ 0.5%	▲ 0.2%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	▲ 0.2%
	輸出	5.5%	3.1%	3.4%	3.5%	1.2%	1.0%	1.2%	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	1.2%
	輸入	4.1%	3.1%	4.0%	4.1%	1.1%	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%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
	GPI(総合、※)	1.5%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	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%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	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。1－3月期の実質GDP成長率は前期比＋0.5%（年率換算：＋2.1%）と、2四半期連続のプラスを維持した。年率ベースでの2%超えは、成長率だけみれば良好な結果と言えるが、輸入が大きく減少した影響が大きい。内需は同＋0.1%の伸びにとどまるなど、力強さは感じられない。今後の日本の景気は、米国発の貿易戦争の広がりや、中国・欧州景気の減速懸念、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、緩慢な回復トレンドが持続するとみる。住宅投資は、増税前駆け込みの反動や人口減少を背景とした構造要因などが下押し圧力となり、減速傾向で推移するとみる。公共投資は、オリンピック関連工事や国土強靱化のための緊急対策等が下支えすることで、持ち直し傾向で推移すると予想する。設備投資は、世界景気の持ち直しや、人手不足に起因した省力化投資の下支えによって、底堅い推移が続くと予想する。輸出は、米国発の保護主義的な政策には注意が必要なものの、中国をはじめとした世界景気の持ち直し等により、秋以降緩やかに持ち直すとみる。

（1）当面の景気は米中貿易交渉の結果次第

1－3月期の実質GDP成長率は前期比＋0.5%（年率換算：＋2.1%ポイント）と、小幅マイナスだった市場予想に反し、2四半期連続のプラスを維持した。年率ベースでの2%超えは上出来だが、輸入が前期比▲4.6%と大きく減少した影響が大きく（寄与度：＋0.9%ポイント）、内需は同＋0.1%の伸びにとどまるなど、ヘッドラインほどの力強さはない。ただ、「足元の日本の景気はリーマン・ショック並み」と主張することが難しくなったのも確かで、消費増税先送りの可能性はとりあえず遠のいた。

今後の景気を予想するにあたっての一番のポイントは米中貿易戦争の行方である。米国が、まだ関税のかかっていない残りの3,000億ドルを含め、対中輸入品のすべてに25%の関税をかける事態となれば、世界景気の失速は避けられない。ただ、米中両国とも合意をまとめたインセンティブがあるのも確かである。当面のシナリオは下記のとおり。

＜メインシナリオ＞ 足元の関税率を持続し交渉継続 示現確率：60%

米中首脳で交渉継続を確認。米国による3,000億ドルへの新たな関税は回避されるが、5月10日に引き上げた2,000億ドルに対する25%の税率は当面維持する。貿易交渉への不透明感はいくすぶり続け、企業や家計のマインドへの重しとなるが、世界経済の緩やかな回復基調は維持。

＜サブシナリオ1＞ 交渉決裂、米国は対中全輸入品に25%の関税適用 示現確率：25%

中国は輸出の急減速で景気が失速。米国も消費財の価格上昇とサプライチェーンの寸断で景気後退に追い込まれる。日本を含め、世界的な景気後退へ向かうなか、主要国の株価は暴落。

＜サブシナリオ2＞ 米中首脳会談で貿易戦争は小休止へ 示現確率：15%

6月の大阪G20で米中首脳が直接会談し、一定の合意に至る。中国側が再度譲歩する形で、互いの輸入品に課していた関税はいったん解除に。先行き不透明感がやわらぎ、世界的な株高が実現。NY株は史上最高値を更新。日本株も昨年来の高値を更新する展開に。

（２）期待できない個人消費の加速

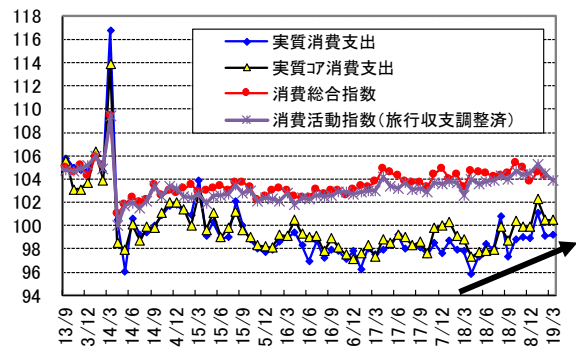
日本の個人消費は、緩慢な回復傾向が続いている。3月の家計調査によると、2人以上世帯の実質消費支出は前月比+0.1%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。14年4月の消費増税以降、停滞気味の推移を続けてきたが、18年の年央以降は均せば緩やかな回復に転じている（図表1-1）。内閣府が需要側と供給側の統計を合成して作成している消費総合指数や、日銀が財とサービスに関する各種の販売・供給統計を基礎統計として作成している消費活動指数については、やや振れを伴いつつも、中期的な回復トレンドを維持している。

消費活動指数の内訳をみると、16年以降は全体の約4割を占める非耐久財が横ばい圏内の動きを続ける一方、全体の1割を占める耐久財と約半分を占めるサービス消費がけん引役になってきた（図表1-2）。もっとも、耐久財は直近2ヵ月に関しては鈍化するなど、前回の消費増税前の同時期の動きと比べれば緩慢で、いまだ駆け込み需要が顕在化する兆しはない。これについては、前回より増税幅が小さいこと、前回すでに2回分の増税をにらんだ駆け込みが入っていた可能性が高いこと、前回購入した耐久財がまだ買い替え時期に達していないこと等の要因が考えられる。駆け込みとその反動減の規模は前回を大きく下回る可能性が濃厚である。

雇用需給は一段と引き締まっている。総務省の労働力調査によると、18年通年の就業者数は前年から134万人の増加で、17年の90万人を大きく上回った。これは、アベノミクス始動後の13年～17年の年平均の増加幅の50万人を2倍以上上回る。しかし、いまだに平均賃金の伸びは鈍い。理由のひとつは、増加した就業者の属性である。まず、年齢構成をみると、増加した134万人のうち、65歳以上が55万人で、全体の41%を占めるなど、高齢層に大きく偏っている（図表1-3）。男女別では、女性が87万人と、全体の66%を占める（図表1-4）。この傾向はアベノミクス始動後変わっていないが、18年は一段と拍車がかかった形である。

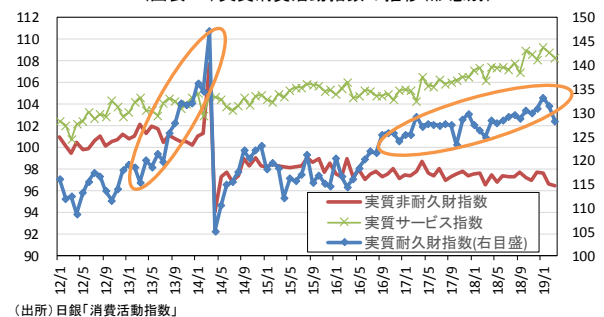
女性労働力の「M字カーブ」はすでに解消しつつあり、「1億総活躍社会」の実現という意味では、安倍政権の目論見通りといえるが、これは成長戦略のおかげというよりも、単に人口動態の変化に

（図表1-1）実質消費関連指数（季調値）の推移



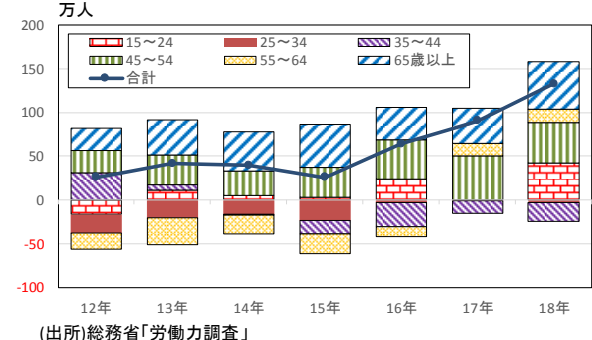
（出所）総務省「家計調査」、日銀「消費活動指数」、内閣府「消費総合指数」

2011=100 （図表1-2）実質消費活動指数の推移（形態別）



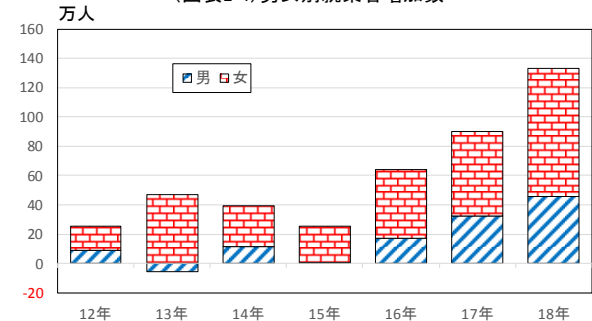
（出所）日銀「消費活動指数」

（図表1-3）年齢階級別就業者増加数



（出所）総務省「労働力調査」

（図表1-4）男女別就業者増加数



（出所）総務省「労働力調査」

伴う人手不足を反映しただけの可能性が濃厚である。また、こうして増加した高齢層、女性の労働力の多くは非正規雇用とみられ（図表 1-5）、相対的に賃金の低い層が中心になっていることが、平均賃金の伸び、ひいては個人消費の伸びの鈍さにつながっている。家計調査で確認すると、世帯主の年齢が 65 歳以上の二人以上世帯の平均消費支出は、55～64 歳のそれを 2 割程度下回る。

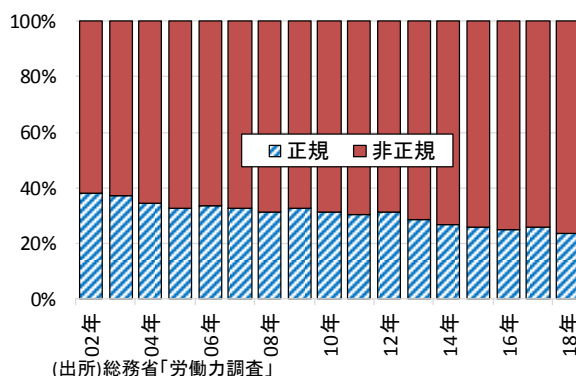
こうした属性要因を除いてもなお賃上げのペースは鈍い。連合が発表した 2019 年春闘の回答 5 次集計（5 月 10 日時点）によると、平均賃金方式で回答を引き出した 3,715 組合の平均の賃上げ率は+2.10%と、前年同時期をわずかに 0.01%ポイント上回るにとどまっている。個人消費の行方を占うにあたって重要なのはベアの水準だが、昨年のベアが 0.5%前後だったと推計されるのに対し、19 年はほぼ同水準か、若干下回る着地が有力な情勢である。

深刻な人手不足にもかかわらず、企業がいまだに正規雇用の採用や賃上げを抑制しようとする背景には、企業の中長期的な成長期待の低下があると考えられる。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」で、企業の業界需要の実質成長率見通し（5 年後）をみると、金融危機以降は 1%前後での低位推移が続いている（図表 1-6）。こうした企業の成長期待のトレンドは、潜在成長率のトレンドともほぼ一致している。足元の日本の潜在成長率は 1%を割り込んでいる可能性が有力である。従って、賃金が上がらないのは経営者がデフレイマインドに取りつかれているからだといった批判は正しくない。むしろ、経営者は目先の景気に左右されず、潜在成長率に則った正しい中長期見通しのもとで、妥当な賃上げ計画を練っているということである。こうなると、日本の潜在成長率が顕著に上昇し、それに伴って企業の成長期待も上昇しないことには、安定的な賃上げトレンドの実現は望めないということになるが、もちろんハードルは高い。

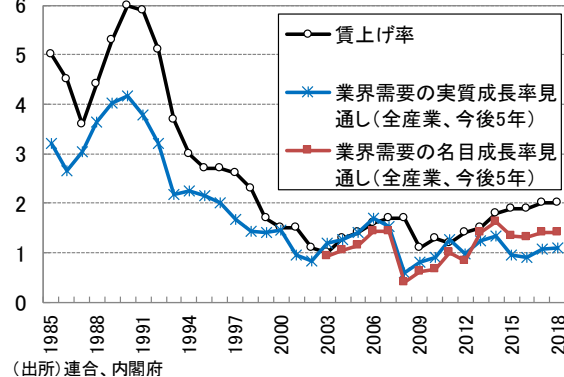
賃上げの鈍さに、株安や、海外経済の減速が加わったことで、消費マインドは低迷している。4 月の消費者態度指数は 40.5 と、7 ヶ月連続の悪化となった。既往ピークの 17 年 11 月からは、累計 4.2 ポイントの低下である（図表 1-7）。内訳をみると、「暮らし向き」と「耐久消費財の買い時判断」がいずれも 17 年 11 月から 5 ポイントの悪化、「雇用環境」も 4.5 ポイントの悪化となっている。

海外景気は今後の米中交渉次第だが、当社では今のところ世界経済の腰折れはメインシナリオとしていない。また、この 10 連休は、国内旅行需要を中心に、個人消費の押上げに繋がった可能性が高い。7 月には東京オリンピックまで 1 年を切ることで、関連報道が増え、小売店も販促に力を入れ

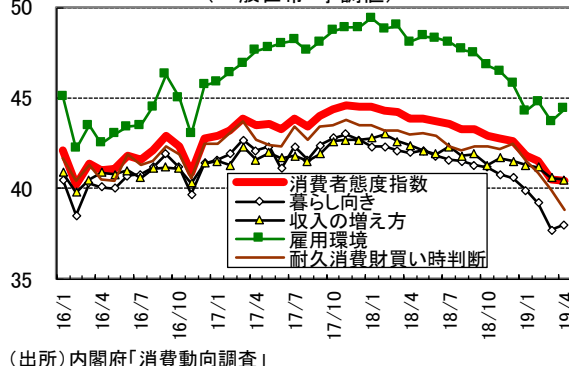
（図表1-5）65歳以上就業者に占める正規・非正規比率



（図表1-6）企業の成長期待率と賃上げ率



（図表1-7）消費者態度指数の推移（一般世帯・季調値）



ると予想される。9月から11月にかけて開催されるラグビーワールドカップや、年度後半の各種競技場の完成も、お祭りムードの醸成に一役買うだろう。賃金の力強い伸びが期待できない以上、おのずから限度があるにせよ、20年度までの個人消費は、これまでどおりの緩慢な回復トレンドが持続すると予想する。

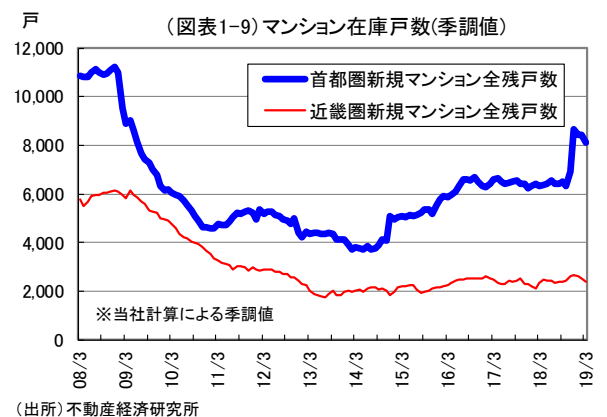
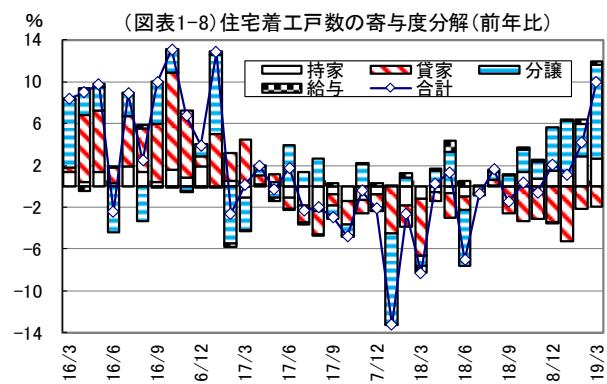
（３）国内住宅投資は低調な推移が続く見込み

3月の新設住宅着工戸数は前年同月比+10.0%と2017年1月以来の高い伸びを記録した（図表1-8）。前年3月に同▲8.3%と大きく落ち込んだ反動が出た側面があるものの、季調ベースでも前月比+2.3%と2ヵ月連続で増加し、昨年4月以来の高い着工水準となった。消費税率引き上げ前の駆け込み需要に関連した動きがようやく出始めた可能性がある。

利用関係別にみると、貸家が前年同月比▲4.5%と7ヵ月連続で減少するなか、持家が同+8.9%、分譲が同+33.0%と大きく伸びて全体をけん引した。貸家については、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が引き続き下押し圧力となっている。持家と分譲については、9月30日までに引き渡しを完了することが、消費税率8%が適用される条件になっているほか、分譲のうちマンション等の売買契約では、壁の色やドアの形状等を特注できる場合、3月31日までに契約が完了することでも旧税率が適用とされており、住宅業者が増税までの駆け込み需要に期待して着工を増やした可能性が高い。

今後も貸家については、アパートローンに対する金融機関の慎重な貸出スタンスが続くとみられることから、低調な推移が続くと予想する。最近の着工増をけん引してきた分譲マンションについても、着工、完成、引き渡しまでに必要な時間を考えると、駆け込み需要を見込んで新規に着工するリミットはすでに過ぎたと思われる。首都圏ではマンション在庫が高止まりしていることもあり（図表1-9）、今後はむしろ増勢鈍化が見込まれる。一方で持家と分譲一戸建てに関しては、工期と引き渡しまでの期間を考えれば、今後2、3ヵ月程度は着工を押し上げることが期待される。なお、注文住宅については、2019年3月31日までに請負契約が完了すれば、引き渡し時期にかかわらず消費税率8%が適用されるため、持家に関する駆け込み需要は相対的に長く続く可能性がある。もっとも、住宅生産団体連合会がまとめた住宅景況判断指数をみると、総受注戸数に関する4-6月期見通しが▲8ポイントと1-3月期見通しの+46から大きく低下していることから、着工戸数全体でみれば、今後は増勢の鈍化が見込まれる。

なお、増税前の駆け込み需要については、増税の影響を緩和するための政府の各種対策が実施されること、増税幅が2%と過去と比較して小幅なこと、2014年の前回増税時に今回の増税まで意識



して前倒しで駆け込み需要が発生していた可能性が高いことなどから、前回の消費税引き上げ時期に比べれば限られたものにとどまると予想する。このため、反動減も小幅なものにとどまろう。

2018年10月時点の住宅・土地統計調査によると、人口減少などを背景として地方を中心に空き家の増加傾向が続き、空き家率が調査開始以来で最高水準に上昇している様子が示された（図表1-10）。総住宅数が総世帯数を上回って推移する構図は変わっておらず、住宅市場の余剰感は高まっている（図表1-11）。国立社会保障・人口問題研究所の将来推計によれば、世帯数は2023年まで上昇傾向を維持するものの、上昇ペースは年々鈍化していくほか、2024年以降は減少基調に転じることが見込まれており、今後は人口動態が住宅投資を抑制する度合いが強まることが予想される（再掲図表1-11）。

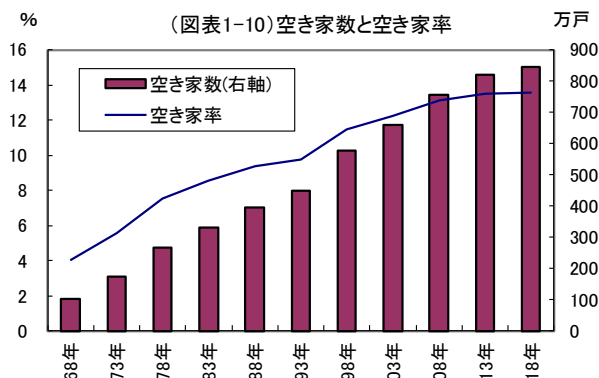
今後の住宅投資は、駆け込みの反動、マンション在庫の高止まり、節税対策としてのアパート経営需要の一巡、構造要因などが重しとなり、減速傾向の推移となることが避けられないとみている。2018年度には95.3万戸だった住宅着工戸数は、2019年度は91万戸前後、2020年度は87万戸まで減少すると予想する。

（４）公共投資は持ち直し傾向で推移

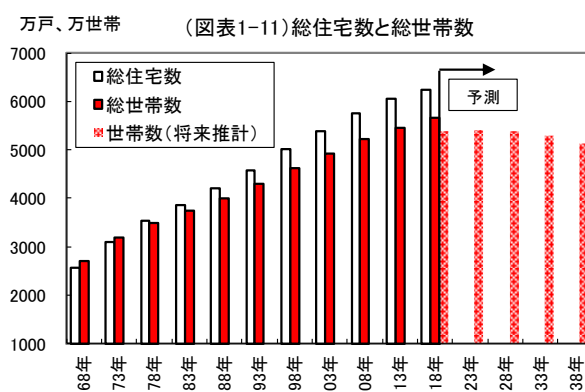
1－3月期の公的固定資本形成は、前期比＋1.5%と、5四半期ぶりのプラスとなった。2018年度の補正予算の執行が進んだことが押し上げに寄与したとみられる。4月のさくらレポート（日銀地域経済報告）を見ると、北海道、中国、四国の3地域で1月から公共投資の判断が引き上げられており、「増加している」または「持ち直している」が3地域、「高水準」が4地域、「下げ止まっている」が2地域となっている。ヒアリング結果によると、災害復旧工事の本格化が見込まれているほか、「国土強靱化のための緊急対策」を背景とした受注増を見込む声が目立つ。

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（公共）を見ると、公表されている2月まで10ヵ月連続の前年比マイナスとなっているものの、マイナス幅は縮小傾向で推移している。出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）は3ヵ月連続でプラスとなっており、目先の公共投資が持ち直し傾向で推移する可能性が示されている（図表1-12）。

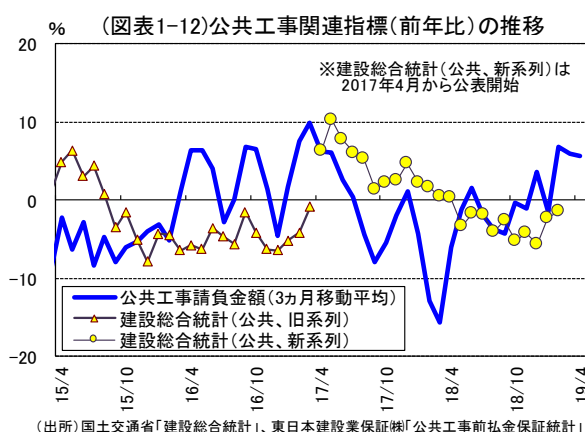
災害復興やオリンピック関連工事などが公共投資の増加要因となった一方で、人手不足が引き続き大きな下押し圧力となっている。ただ、建設技能労働者過不足率（季節調整値）を見ると、昨年



（出所）総務省「住宅・土地統計調査」



（出所）総務省「住宅・土地統計調査」、国立社会保障・人口問題研究所等



（出所）国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

9 月ごろをピークに、人手不足感の高まりが一般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解消に働いている可能性がある。4 月に施行された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。

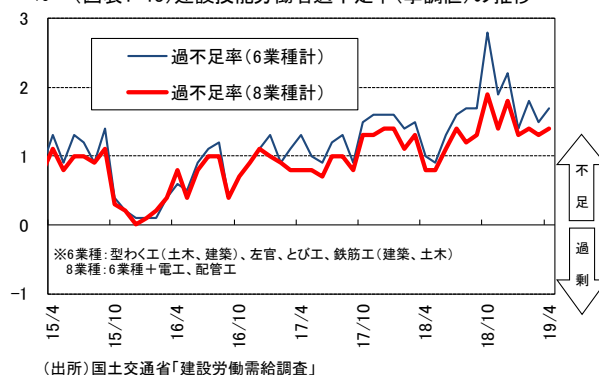
相次いだ自然災害を受けて、閣議決定された「防災・減災、国土強靱化のための 3 か年緊急対策」のうちの初年度の対策として、2 月 7 日に成立した 2018 年度第 2 次補正予算では、公共事業関係費として、1 兆 1,398 億円が計上されたほか、3 月 27 日に成立した 2019 年度本予算では、公共事業関係費が前年度比+1.3%の 6 兆 596 億円、臨時・特別措置 8,503 億円が計上された(図表 1-14)。今後の公共投資は、慢性的な人手不足の解消に時間がかかるため、高い伸びは見込みづらいものの、オリンピック関連工事に加え、これら予算の執行が進むことで、持ち直し傾向で推移すると予想する。

(5) 底堅い推移が予想される日本の設備投資

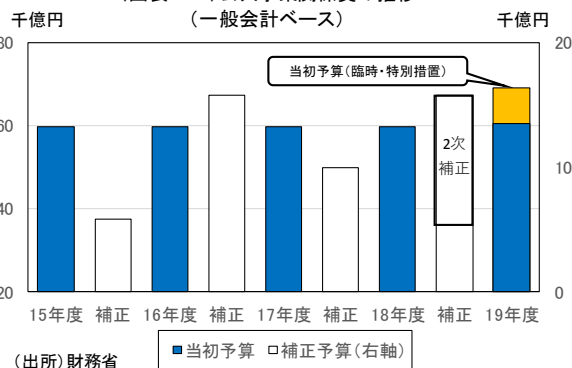
民間設備投資は、18 年度の日本経済のけん引役であった。18 年度の GDP への設備投資の寄与度は+0.5%ポイントと、個人消費や輸出(いずれも+0.2%ポイント)を上回る。3 月調査の日銀短観における、2018 年度の全規模・全産業の設備投資計画の実績見込み値は前年度比+10.4%で、この時期の調査としては、2006 年度以降最も高い伸びとなっている(図表 1-15)。主要業種別にみると、最も伸びが大きいのが化学で、次いで運輸・郵便である(図表 1-16)。化学業界は、石油化学製品の基礎原料であるエチレンの生産設備の稼働率が、好況の目安である 90%を 3 月まで 64 カ月連続で上回るなど、過去最長の好況に沸いている。3 月は 97%と、ほぼフル稼働の状態であり、能力増強型投資への需要は根強いものがある。運輸・郵便でも、ネット販売の普及などを背景に人手不足が加速、省力化投資への需要が増している。鉄道高速化への対応や安全対策投資に加え、主要ターミナルにおける再開発案件が目白押しとなっていることも押し上げ要因になっている。

もっとも、足元の設備投資は海外景気の不透明感の高まりに伴い弱含んでいる。1-3 月期の GDP 速報値における実質民間設備投資は前期比▲0.3%と、2 四半期ぶりのマイナスとなった。主要先行指標も目先は弱めの推移が続く可能性を示唆している(図表 1-17)。ただ、3 月短観で初めて示され

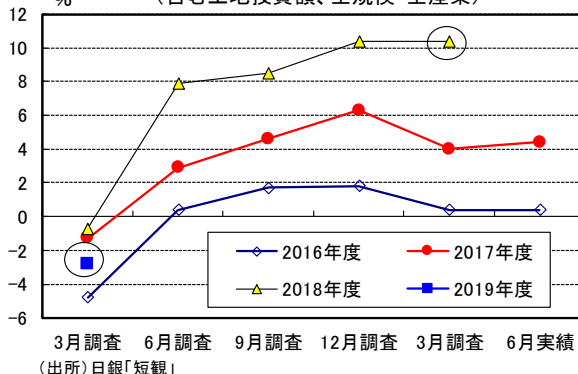
(図表 1-13)建設技能労働者過不足率(季調値)の推移



(図表 1-14)公共事業関係費の推移
(一般会計ベース)



(図表 1-15)設備投資計画(前年度比)
(含む土地投資額、全規模・全産業)

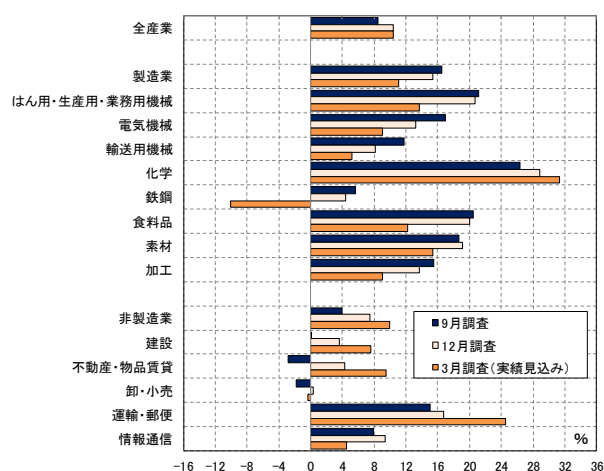


た 2019 年度の計画をみると、大企業製造業が前年度比+6.2%、全規模・全産業が同▲2.8%（再掲図表 1-15）で、ほぼ例年並みのスタートとなっており、3 月時点では、設備投資意欲に大きな陰りが見られる状況となっていない。

財務指標との相関を見た場合、設備投資はコスト要因等で短期的に大きく振れる利益関連項目よりも、売上高との連動性が高い。国際協力銀行（JBIC）の調査によれば、ここ数年、製造業の海外売上高比率は 40% 近辺の推移が続いており、今後の設備投資はやはり海外景気次第の面が大きいと言えそうである。この点、佳境を迎えている米中貿易交渉の動向は大きなリスクだが、トランプ大統領が経済を犠牲にしてまで高関税の継続にこだわる可能性は低いのではないかと。こうした通商交渉に代表されるトランプ大統領の政権運営や、一部主要国の債務拡大、ブレグジットの動向、欧州政治の不安定化、中国の不良債権問題、中東情勢の流動化等々、リスク要因は枚挙に暇がないが、これらのリスク要因はここ数年変わっておらず、こうしたなかでも世界経済は概ね堅調推移を保ってきた。米国景気は回復から 10 年が経過しており、そろそろ循環的なピークアウトに向かうのではないかととの観測も根強いが、米国経済に何か循環的な不均衡が蓄積している証拠は乏しく、米国景気の早期失速は、今のところリスクシナリオの範疇である。中国経済も政府の諸対策の効果で底打ちが明らかになりつつある。米中の通商交渉がなんとか落ち着き、このまま世界景気が持ち直せば、年明けに先送りの動きが顕著になった分、設備投資には逆に反動増的な動きが出てくる可能性もある。

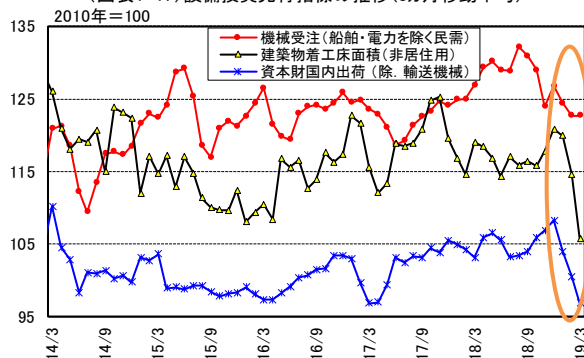
海外景気以外に、昨今の設備投資需要に大きな影響を与えていると考えられるのが、人手不足と、企業の成長期待である。最近は宿泊・飲食や建設など、労働需給のひっ迫が深刻化した業種が、省力化・省人化投資に力を入れる傾向が顕著になっている。また、いったん導入した生産設備は長期にわたり使用が想定されるものであることから、潜在成長率の持続的な低下に伴う企業の中長期的な成長期待の低下が、能力増強型投資の低迷に繋がっている傾向がみられる。

（図表 1-16）2018 年度設備投資計画（前年度比）の推移
（含む土地投資額、全規模）



（出所）日銀「短観」

（図表 1-17）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」

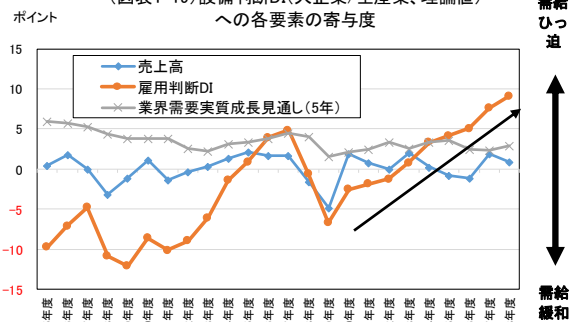
（図表 1-18）短観設備判断DIの決定要因（1995年度～2018年度、年次）

説明変数	大企業全産業		
	係数	大企業製造業	大企業非製造業
売上	-0.33 ***	-0.36 ***	-0.14 **
雇用判断DI	0.40 ***	0.64 ***	0.18 ***
業界需要の実質成長率 （今後5年の見通し）	-2.64 ***	-5.38 ***	-1.47 **
R^2	0.98	0.97	0.92

* : 5%基準で有意 ** : 1%基準で有意 *** : 0.1%基準で有意 (t値)

※設備・雇用判断DIは数値が下があればひっ迫、上があれば緩和なので、符号条件は売上と業界需要の実質成長率がマイナス、雇用判断DIがプラス

（図表 1-19）設備判断DI（大企業/全産業、理論値）
への各要素の寄与度



（出所）明治安田生命作成

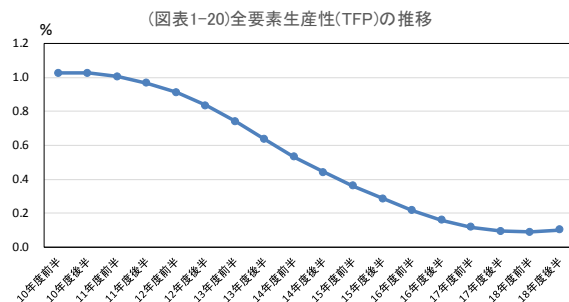
短観の設備判断 DI を被説明変数とし、説明変数として、同じく短観の売上実績（前年度比）と雇用判断 DI、および内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」における「業界需要の実質成長率見通し（今後 5 年の見通し）」の 3 変数をとると、図表 1-18 のような結果となる。これに基づき、各説明変数の設備判断 DI の理論値への寄与度を計算すると、ここ数年、人手不足が設備投資のドライバーになっている可能性が示唆される（図表 1-19）。労働需給のひっ迫が早期に緩和に向かう可能性は低いことを考えると、この傾向は今後も変わらない可能性が高い。

一方で、企業経営者の中長期的な低成長予想は容易に変わらないと考えられる。特に、人口減少が続くなかでは、内需型の企業、特に地方の中小企業を中心に、能力増強型投資に対する及び腰な姿勢はなかなか変わらないだろう。人口減少の流れが変えられない以上、企業の成長期待を押し上げるには徹底した構造改革しかないが、働き方改革をはじめとする、政府の各種改革に向けた動きは、スピード感を伴っているとは言い難い。日銀の試算では、アベノミクス始動後、日本の TFP（全要素生産性）は一貫して低下しており、直近ではわずか 0.10% しかない（図表 1-20）。第 4 次産業革命が自律的に大きく花開くような展開にならない限り、企業の低成長予想は今後もボディブローのように投資マインドに効き続けるとみられるが、向こう 1～2 年というスパンであれば、底堅い海外景気や省力化投資が下支えすることで、底堅い推移が続くとみている。

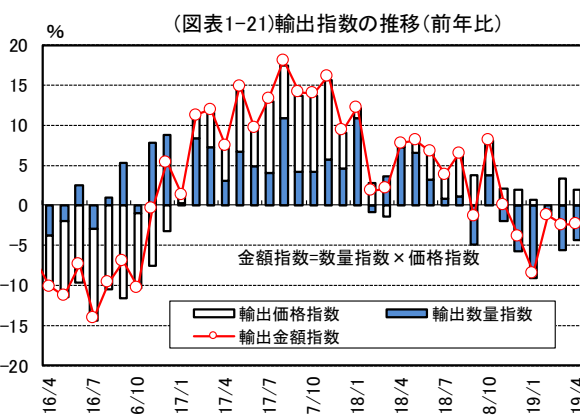
（6）秋以降、輸出は緩やかな持ち直しへ

財務省の貿易統計によると、4月の輸出金額は前年比▲2.4%と、5ヵ月連続のマイナスとなった（図表1-21）。実勢をみるうえでより重要な輸出数量も同▲4.3%と、6ヵ月連続のマイナスとなるなど、足元の輸出は弱含んでいる。

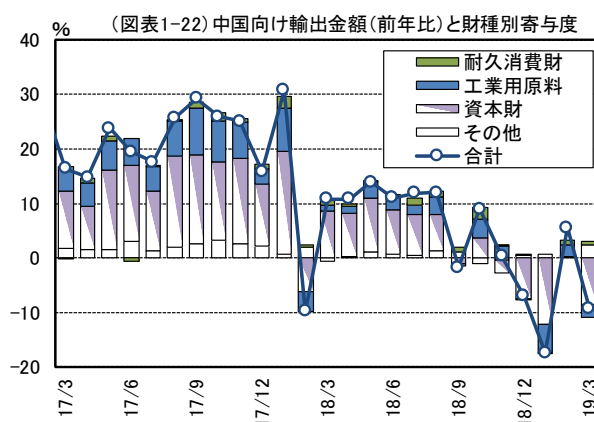
輸出数量を地域別に見ると、米国向け（10－12月期：前年比＋4.8%→1－3月期：同＋4.3%）やEU向け（同＋5.1%→＋2.6%）の伸び幅は縮小傾向であるものの、プラスを維持している。一方で、アジア向け（同▲0.8%→▲6.7%）のマイナス幅は拡大しており、特に中国向け（同＋0.5%→



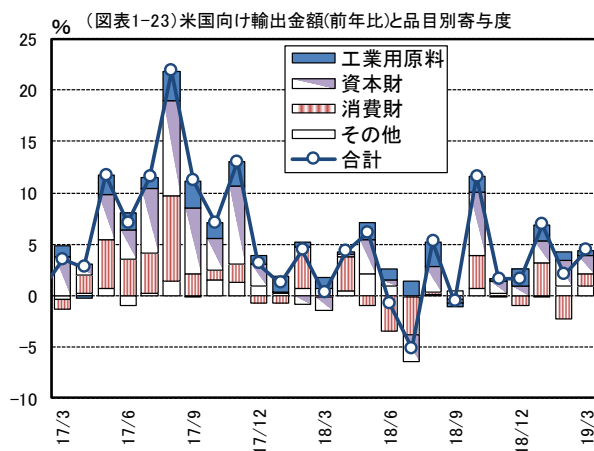
(出所)日銀



(出所)財務省「貿易統計」



(出所)財務省「貿易統計」



(出所)財務省「貿易統計」

▲7.5%)の不振が目立つ。

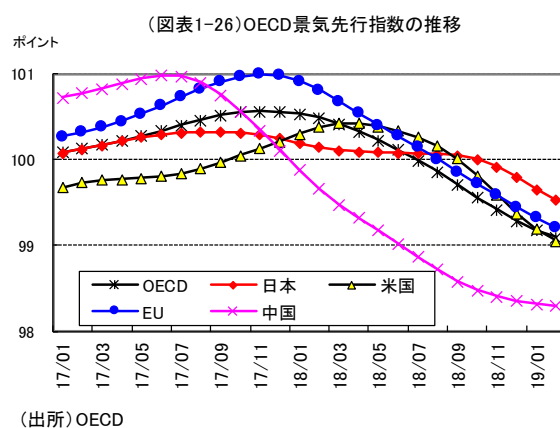
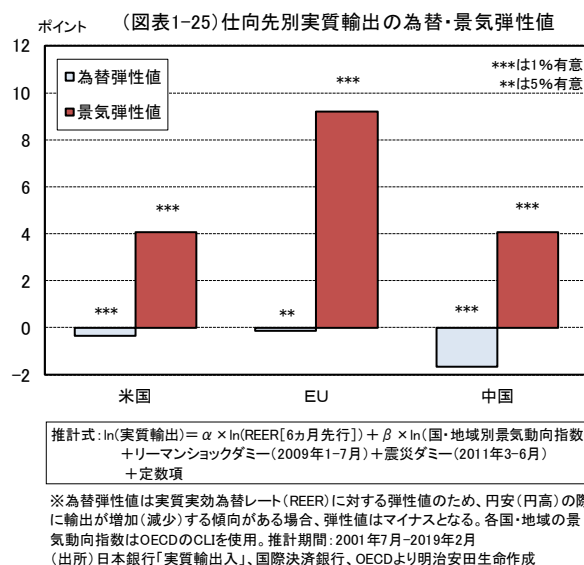
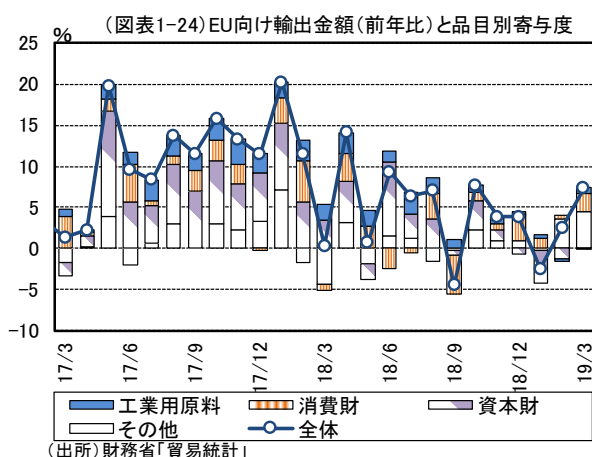
アジア向け輸出のうち、域内最大の需要国である中国向けの輸出の内訳を見ると、半導体等製造装置など、資本財の輸出減少が全体を押し下げている(図表1-22)。米中貿易摩擦に伴う中国の貿易量縮小や、中国における集積回路の在庫調整が日本からの輸出の減少につながっているとみられる。今後については、米中貿易摩擦の激化によるさらなる下振れリスクは残るものの、地方政府によるインフラ開発投資の促進や、個人向け減税等の景気刺激策により景気は下げ止まりつつあるのに加え、集積回路の在庫調整も進むとみられることから、中国向け輸出は2019年の秋以降回復に向かうとみている。

中国とならぶ主要輸出先である米国向けは、増加基調を維持している(図表1-23)。品目別に見ると、2018年度の輸出の約49%を占めた資本財が、企業の増益基調等を背景に底堅く推移したことが下支えとなった。今後については、法人税減税の効果剥落等により米国の企業業績の鈍化が見込まれるものの、堅調な個人消費を背景に増益基調自体は続くとみられており、米国向けは資本財輸出や工業用原料等が下支えする形で緩やかながら増加基調を維持するとみる。

ただ、現在協議が続いている日米通商交渉の動向には注意が必要である。日本の輸出を急減させるような内容の合意には至らないと見込むが、米国は、対日赤字削減を要求しており、自動車の数量規制や為替条項の導入等、何らかの譲歩は避けられないとみている。

EU向け輸出金額の推移を見ると、2月以降底打ちの兆しがみられる(図表1-24)。背景には、2月に日欧EPAが発行されたことなどがあるとみられる。財別では、自動車等の耐久消費財などが伸びている。

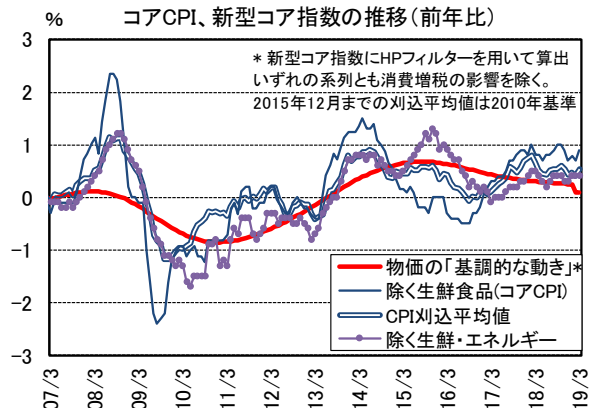
日本の主要輸出先である米国向け、中国向け、EU向けについて、為替弾性値と景気弾性値を試算すると、特にEU向けの景気弾性値の大きさが目立つ(図表1-25)。今後の欧州景気については、緩やかな金融政策の継続や、引き続き良好な雇用環境を背景に、腰折れは回避され、持ち直し傾向が続くと予想している。EPA発行も引き続き押し上げ要因になるとみられ、EU向け輸出は増加傾向が続くと予想する。



世界景気に6ヵ月程度先行するといわれるOECDの景気先行指数をみると、OECD加盟国全体では、低下傾向で推移しており（図表1-26）、少なくとも2019年前半までは、世界貿易は減速傾向で推移する可能性が高い。一方で、前述のとおり、底堅い米景気や中国の景気刺激策の効果で、2019年後半以降、世界景気は持ち直す可能性が高く、それに伴い、日本の輸出も緩やかに持ち直すとしている。

ただ、米国のトランプ政権による関税の引き上げ等の保護主義的な政策への懸念が今後も燃り続ける点には注意が必要である。5月10日に米国は、中国からの2,000億ドル相当の輸入品に対する関税を10%から25%に引き上げる決定をした。米中間の通商協議自体は継続するという一方で、交渉決裂という最悪の事態は避けられたものの、米国は新たに3,000億ドル相当の中国製品に追加関税を発動するとしているほか、中国もさらなる対抗措置を取る可能性があり、これで米中貿易摩擦が小康状態へ移行するわけではない。米中貿易摩擦は、経済分野にとどまらない米中間の覇権争いが背景にあることから、今後も長期にわたり世界貿易のかく乱要素になり続けることが予想される。現在も通商協議が続いている中国や欧州に対し、新たな高率関税の適用などが決定した場合、日本の輸出へのさらなる悪影響は避けられない。

（図表1-27）物価の「基調的な動き」とコアCPI、新型コア指数の推移（前年比）



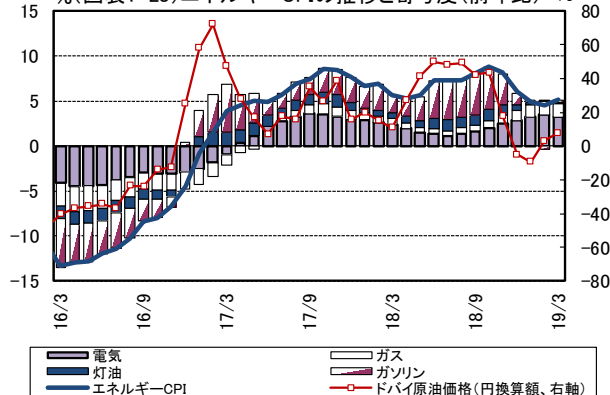
（出所）総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を補足するための指標」より明治安田生命作成

（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伸び幅を縮小させ、+0.7%～0.9%の範囲で推移している（図表1-27）。日銀が公表しているコア指数（除く生鮮・エネルギー）の動きは、2018年2、3月に同+0.5%とピークをつけ、以降同+0.2%～0.4%の範囲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。

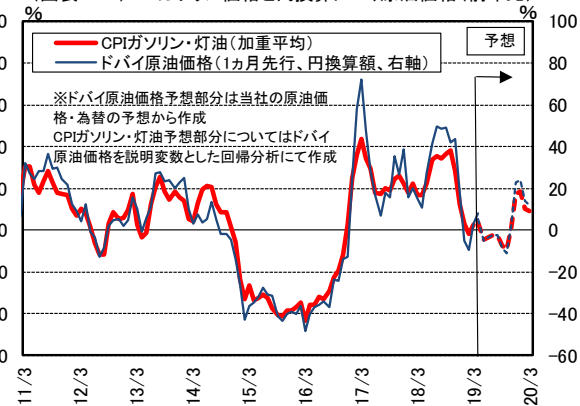
足元のコアCPIの推移を見ると、プラス寄与の大部分は、エネルギー価格の上昇によるものである。エネルギー価格の内訳をみると、昨年10月からの原油価格急落を受け、ガソリン・灯油は、プラス寄与幅を縮小させており、原油価格の変動にラグを伴う電気代、ガス代がプラス寄与の太宗を占めている（図表1-28）。ガソリン・灯油の前年比について、原油価格が当社予想（原油価格はP3参照、為替は110円/ドルで固定）どおりで推移すると仮定して推計すると、4月以降は前年比▲2%

％（図表1-28）エネルギーCPIの推移と寄与度（前年比）％



（出所）総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

（図表1-29）CPIガソリン価格と円換算ドバイ原油価格（前年比）



（出所）総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

付近でもみ合ったのち、秋以降前年比でプラスに転じる見込みである（図表1-29）。また、今後の電気代・ガス代も原油価格の変動から7ヵ月～9ヵ月程度ラグを伴って推移するとみられるため、秋までプラス寄与幅を縮小する見込みである。従って、エネルギー価格のプラス寄与幅は、秋まで縮小傾向で推移すると見込む。

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月に携帯電話の新料金プランを発表し、5月にKDDIが新料金プランを発表した。両社ともに、6月からの提供開始であり、新料金プランは現在の通信料金よりも最大4割の値下げが可能としている。ただし、CPIの携帯電話通信料の算定は、加入に制約条件のない割引サービスの中から選ばれるため、家族加入が条件となっているプランは対象外であり、CPIに算定される価格の値下げは1割～3割程度とみる。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。ソフトバンク等の他社も追随し、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%～0.4%ポイント程度に及ぶと見込む。

2019年10月の消費増税対策のひとつとして、2019年10月開始の幼児教育費無償化および2020年4月開始の高等教育無償化がある。前者については、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ため、後者は大学の種類や世帯年収に応じて支援金額が決められているため、完全に無償となるわけではない。影響については、それぞれCPIを0.5%ポイント、0.2%ポイント程度押し下げるとみている。

今後のコア CPI は、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 6 月の携帯電話通信料金の引き下げや、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）金融政策も米中交渉次第

4 月 24, 25 日に開催された金融政策決定会合では、17 年 7 月から 14 回連続で続いていた「緩やかに拡大している」との景気判断が、「基調としては緩やかに拡大している」へと小幅下方修正された。下方修正は、16 年 3 月に「緩やかな回復を続けている」から「基調としては緩やかな回復を続けている」に修正して以来、約 3 年ぶりとなる。

今後の金融政策は、米中貿易交渉の動向次第ということになる。情勢は微妙だが、堅調な米国景気を背景に、追加緩和に追い込まれる事態はなんとか免れるというのがメインシナリオである。ただ、もし緩和に追い込まれたところで、とりうる手段はいよいよ乏しくなっているのが現実である。黒田総裁は 12 月の会見で、「緩和の手段として短期政策金利の引き下げ、長期金利目標の引き下げ、資産買入れの拡大、マネタリーベースの拡大ペースの加速などのさまざまな対応が考えられます」と述べたが、もと来た道に戻るだけでは、市場の期待に働きかける効果は乏しいだろう。

副作用も問題となる。量から金利に操作目標を戻した現行の枠組みのもとでは、追加緩和手段としては、マイナス金利の深堀りが第一候補となる。ただ、これ以上のマイナス金利の深堀りはもちろんのこと、現状の政策を継続していくだけでも、銀行の体力は着実に失われていく。すでに、地方銀行の約半数で、本業の稼ぎを示す実質業務純益がマイナスに転じている。多くの地方銀行はここ数年、有価証券売却益で利益を確保してきたが、その捻出の余地も狭まりつつある。

市場では、負債サイドの日銀当座預金ではなく、資産サイドの日銀貸出でマイナス金利を採用す

る案も取りざたされている。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、このスキームとて機能するかどうかは疑わしい。民間銀行が日銀からマイナス金利で信用供与を受けることができるということになれば、事業会社から貸出金利の大幅ディスカウント要請に曝されるのは確実で、結局、収益環境は改善しない可能性が高い。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、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である。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捨てきれない。

国債買入れに関しては、日銀はここまで順調な正常化路線を歩んできたといえる。80兆円をめどとしてきた年間の積み増し額は、すでに3分の1程度のペースにまで鈍化している。しかし、これまでの買入れに伴うストック効果が金利低下圧力として効き続けていることもあって、長期金利は十分に低く、買い入れを復活してもこれ以上の低下余地は乏しい。国債市場の価格発見機能も失われて久しく、機能不全は深刻化しつつある。日銀は、国債発行残高の4割以上を保有しているが、年限別の保有シェアをみると、5年債では7割以上に達している。今のところ、日銀は国債市場をコントロール下においているが、今後も流動性の低下が続いた場合、市場にどのようなボラティリティが生じるかは予断を許さない。また、より長い目を見た場合、低金利で財政が麻痺状態に陥っている弊害も無視できない。

日銀がETF購入を始めたのは、白川前総裁時代の10年12月からで、足元では9年目に突入している。すでにETF市場における日銀のシェアは7割に達している。上場企業の4割で上位10位以内の大株主になっているほか、ファーストリテイリングの浮動株に占めるシェアは9割前後にまで達している模様で、市場に与える歪みがないとは言えない。償還期限がある国債とは異なり、ETFは売却しない限り日銀の資産として残る。すでに簿価ベースで自己資本の5倍に達しており、株価下落時には多額の含み損を計上する恐れもある。

こうみると、どの手段も問題が大きい。やるのであれば、フォワードガイダンスの強化を含め、複数の手法を組み合わせ（場合によっては新たな名前を付けて）、パッケージとして打ち出してくるのだろうが、どのような政策パッケージをとるにしても、次なる景気後退局面では、財政が主役とならざるをえない。日銀はその事実上の側面支援として国債を買い増していくというのが主たる役割になるのではないか。日銀は、黒田総裁が会見で否定した「現代金融理論 (Modern Monetary Theory、MMT)」の妥当性を試す役割の片棒を担がざるをえないのかもしれない。(担当：小玉、松下、大広、西山)

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

1－3月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋3.2％と、政府機関の一部閉鎖などの悪材料があったなかでも、10－12月期から成長ペースが加速した。2％弱とされる潜在成長率も上回った。もっとも、個人消費や設備投資の増勢が鈍化するなかで在庫投資が拡大するなど、数値が表すほど景気の実態は強くなかったと言える。

2020年にかけては、緩慢ながら雇用環境の改善や企業利益の増益基調が持続すると見込まれ、個人消費や設備投資は緩やかに増加しよう。低金利や価格調整の進展を背景に住宅投資の底入れも見込まれることから、内需を下支え役に景気拡大が続くと予想する。しかしながら、2018年の景気を押し上げた大規模減税の効果が剥落することや、貿易摩擦や他の政治問題への不透明感などが重しとなり、成長ペースは鈍化しよう。

金融政策については、成長ペースが緩やかになるなかでインフレ圧力は限定的なものにとどまるとみられ、少なくとも2020年末まで政策金利はすえ置かれると予想する。

（1）景気実態は成長率が示すほど強くない

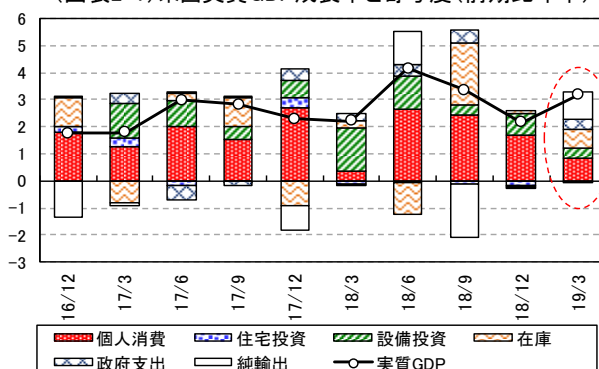
1－3月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率＋3.2％となった。政府機関の一部閉鎖などの悪材料があったなかでも、10－12月期の同＋2.2％から伸びが加速、2％弱とされる潜在成長率も上回った（図表2-1）。

もっとも、景気の実態は数値が表すほど強くない。需要項目別にみると、個人消費は同＋2.5％→＋1.2％に大きく減速した。良好な雇用・所得環境などを背景に増加基調を維持したものの、政府機関閉鎖の影響や消費者マインドの萎縮等が重しとなった。住宅投資は同▲4.7％→▲2.8％と、減少幅が縮小したものの5四半期連続のマイナスとなった。人手不足などの供給制約に加え、住宅取得能力の低下などが押し下げ要因となった。設備投資は同＋5.4％→＋2.7％と、12四半期連続の増加ながら伸びは鈍化した。法人税減税の効果通減に加えて、世界景気の減速懸念や米中貿易摩擦の影響などを受けて緩やかな伸びにとどまった。

輸出が同＋1.8％→＋3.7％と堅調に推移したほか、輸入が同＋2.0％→▲3.7％とマイナスに転じた結果、純輸出の寄与度は▲0.1％→＋1.0％とプラスに転じた。国内最終需要の伸びの鈍化や、対中関税引き上げを見込んで昨年後半に輸入が増加した反動減がみられたことなどが影響した格好。また、在庫投資がプラス寄与（寄与度：＋0.1％→＋0.7％）となっており、今後の生産の抑制要因になる可能性が懸念される。

今後の米国景気は、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業利益の増益基調が持続すると見込まれることから内需をけん引役に拡大が続くとみるが、減税による景気浮揚効果が剥落することで、成長ペースは次第に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）



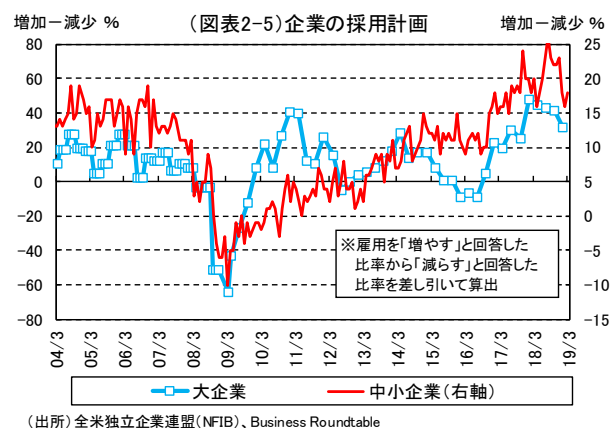
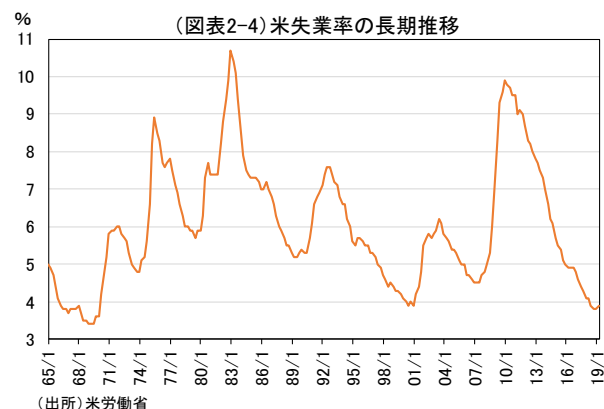
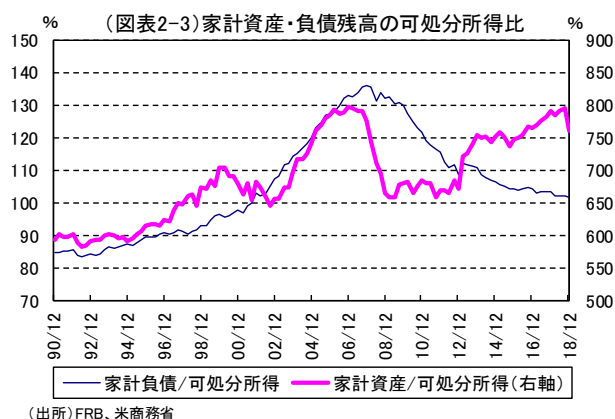
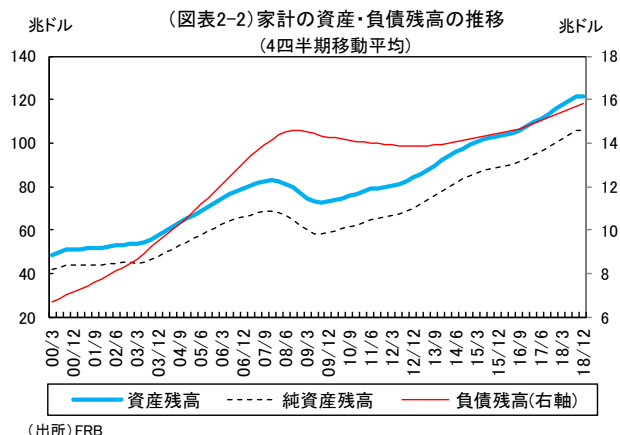
（出所）米商務省

（２）個人消費は緩慢な増加にとどまる

家計のバランスシートの改善が個人消費を下支えする構図が続いている。家計の資産残高は、住宅バブルの崩壊などにより 2007 年 7－9 月以降、減少に転じたものの、その後の資産価格の回復によって、2009 年以降は再度増加基調をたどっている（図表 2-2）。可処分所得に対する比率を見ても、金融危機前とほぼ等しい高水準で推移しており（図表 2-3）、今後も資産効果が家計の購買意欲を刺激する効果が期待できる。なお、昨年 10－12 月の同比率は株価急落に伴って低下したが、年明け以降、株価が反発し、昨年末対比で 10% 超値上がりしていることから、足元では再び上昇に転じている可能性が高いと考える。企業利益についても、法人税減税の効果が剥落することで伸びの鈍化が見込まれるが、増益基調自体は続くともっており、株価は緩やかながら上昇トレンドで推移すると予想する。

しかし、昨年の個人消費を押し上げてきた他の要因は変調をきたしつつある。まず、所得税減税の効果が剥落していくのに加えて、雇用・所得環境の改善にも歯止めがかかる可能性が高い。失業率はすでに約 49 年ぶりの水準まで低下しているほか、FOMC メンバーの Longer Run レンジである 4.0～4.6% を下回って推移しており、さらなる改善の余地は乏しくなっている（図表 2-4）。企業経営者による経済団体であるビジネスラウンドテーブルが行なった調査によると、向こう 6 カ月の採用を「増やす」と回答した企業の比率から「減らす」と回答した企業の比率を差し引いた数値は、ピークから低下してきている（図表 2-5）。企業利益の鈍化が見込まれることから所得の伸びも次第に頭打ちとなろう。雇用・所得環境の改善が個人消費を下支えする構図自体は続くともみるものの、支える力は徐々に弱まると予想する。

対中関税引き上げの影響や、後述の一部家計債務の動向も個人消費の抑制要因となりうる。足元で米中貿易摩擦は再び激化している。トランプ大統領は中国製品 2,000 億ドル相当に対する輸入関税を現行の 10% から 25% に引き上げたほか、残りの約 3,000 億ドルに対しても関税引き上げを示唆



した。2,000 億ドルの対象品目には 3 割程度、3,000 億ドル分についても 4 割程度の消費財が含まれており、関税引き上げに伴う物価上昇が進めば、家計の実質購買力を一段と押し下げる要因となる。

家計債務については、学生ローンや自動車ローンのウェイトが緩やかながら上昇するなか、前者の延滞率が高水準で推移、後者の延滞率も上昇傾向をたどっている（図表 2-6、2-7）。家計の可処分所得に対する利払い額の比率を見ると、サブプライムローン問題が世界を席巻した 2007 年ころに比べればまだ低いとはいえ、ここ数年は上昇基調をたどっている（図表 2-8）。FRB はすでに利上げサイクルを停止しており、同比率の一段の上昇は避けられるとみるが、個人消費の抑制要因として家計の金融環境には注意が必要である。今後の個人消費は緩やかな増加にとどまろう。

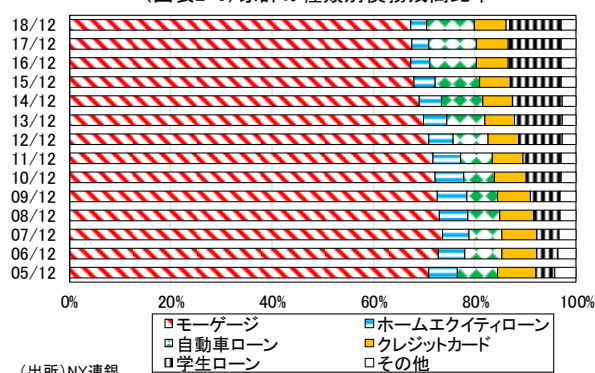
（３）住宅投資は底打ちへ

2018 年 1－3 月期以降の住宅投資（実質 GDP ベース）は減少傾向が続いている。住宅用として魅力度の高い土地の不足や人手不足などの供給制約に加え、住宅ローン金利や住宅価格の上昇が押し下げ要因になった模様である。足元では新築住宅在庫が上昇傾向にあり、住宅在庫の過剰感を示すとされる新築住宅在庫/販売比率も、昨年後半以降、悪化傾向で推移してきた（図表 2-9）。過去の経験からは、同比率がおおよそ 6 ヶ月を超えると住宅着工件数が下振れする傾向がみられるが、昨年後半以降、同比率は 6 ヶ月を上回って推移しており、在庫の増加も住宅投資の重しとなっている。

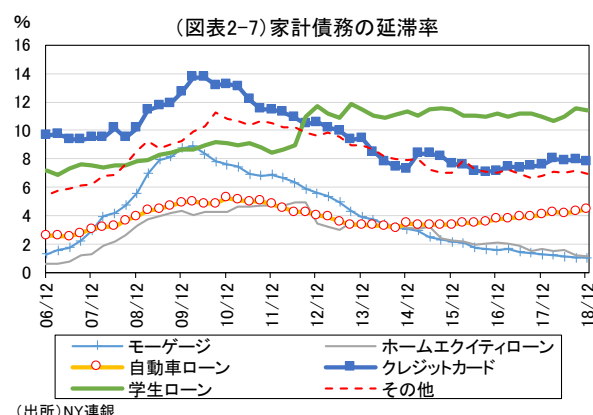
一方で明るい材料も散見される。住宅建設業者の景況感を示す住宅市場指数は、昨年末にかけて急落したものの、年明け以降、緩やかながら持ち直している。住宅ローン申請指数（購入目的）も上昇基調にある。

この要因としてはまず、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ていることが挙げられる。また、ここ数ヶ月、新築住宅価格が前年比マイナス圏で推移しており（図表 2-10）、価格面の調整も寄与しているようだ。新築住宅価格の可処分所得に対

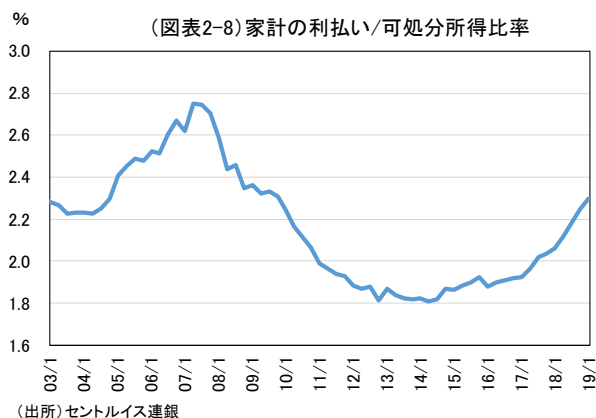
（図表 2-6）家計の種類別債務残高比率



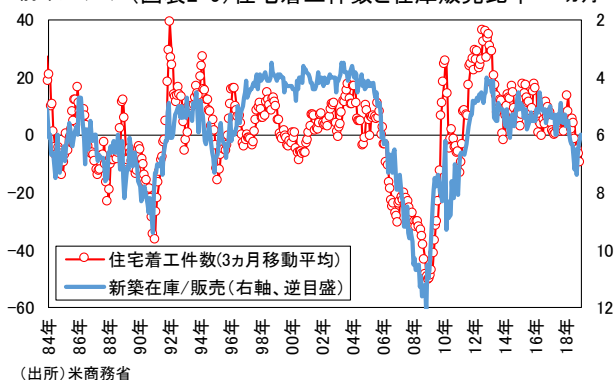
（図表 2-7）家計債務の延滞率



（図表 2-8）家計の利払い/可処分所得比率



前年比(%) (図表 2-9) 住宅着工件数と在庫販売比率 ヶ月

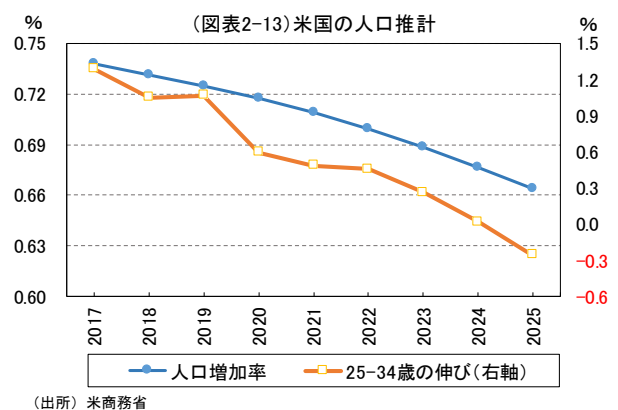
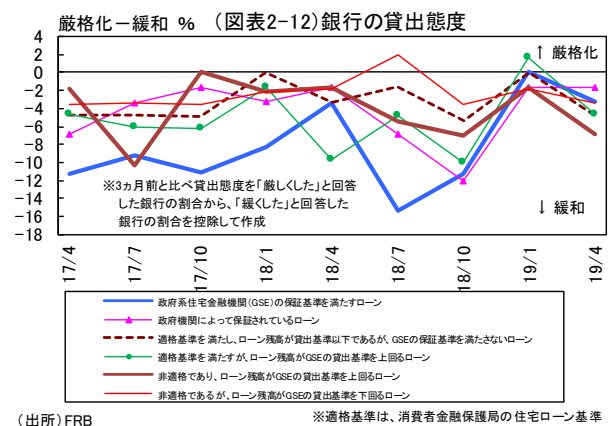
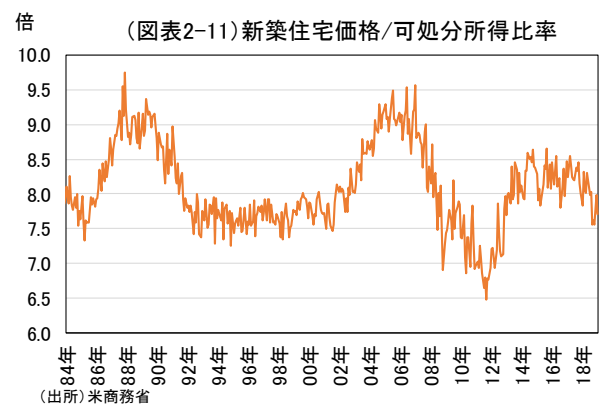
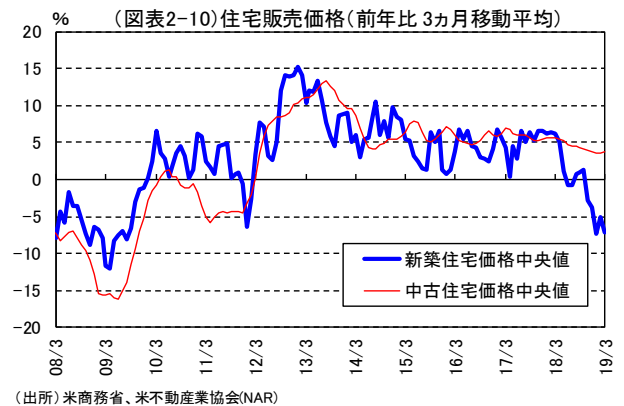


する比率をみると、足元では低下基調で推移しており、サブプライムローン問題やリーマン・ショックが生じた後の住宅市場の調整期を除けば、過去との比較でも低水準で推移している(図表 2-11)。これは、新築住宅価格に値ごろ感が出てきていることを示している。

金融機関の貸出態度も引き続き住宅投資にとって追い風となっている。FRB が公表した 4 月のシニアローンオフィサー・サーベイをみると、3 カ月前と比べて貸出態度を「厳しくした」との回答割合から「緩くした」との回答割合を差し引いた指数の多くが小幅ながらマイナス圏で推移しており、貸出態度が緩化的である様子を示している(図表 2-12)。今後、在庫の整理も徐々に進むと考えられ、住宅投資は次第に底入れに向かうと予想するが、人手・用地不足などの供給制約は解決していないことから、下げ止まった後の回復ペースは緩やかなものにとどまろう。また、商務省の人口推計によれば、人口の伸びは今後も鈍化が見込まれている。一般的に 25～34 歳ごろが世帯を持つ時期とされるが、この年齢層の人口も伸びの鈍化が予想されている(図表 2-13)。中長期的にも、住宅投資に力強い回復は期待しにくい。

(4) 設備投資は緩やかながら増加基調を持続

昨年の設備投資を押し上げた法人税減税の効果は剥落しつつあるほか、海外子会社利益の国内還流額も縮小傾向をたどっているが(図表 2-14)、今のところ企業の設備投資意欲は底堅く推移している(図表 2-15)。トランプ大統領と民主党の間で、総額約 2 兆ドルにのぼるインフラ投資計画の法案作成に向け、協議を進める方針が示されたことへの期待も高まっている模様である。「5G(第 5 世代移動通信システム)」の国際規格標準化をめぐり、米中間で激しい主導権争いが繰り広げられている点も設備投資を下支えしよう。「5G」の世界では、身の回りのあらゆるモノがネットワークにつながり(IoT)、人工知能(AI)技術を生かしたさまざまなサービスを楽しむようになる。標準化争いで主導権を握ることができれば、グローバルな「5G」通信システムに影響を及ぼすことが



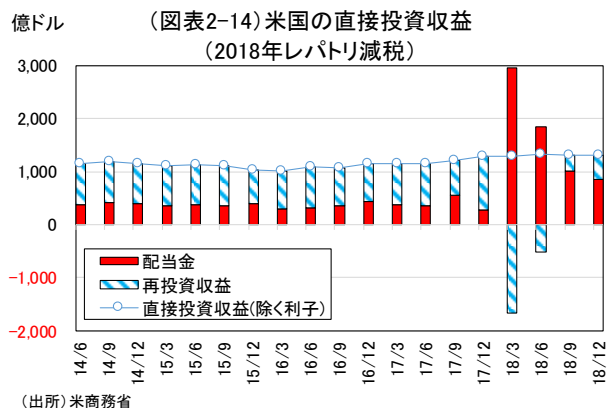
できるほか、あらゆるネットワークに繋がることによる国家安全保障上のリスクも制御できる可能性がある。米政府高官は、ビジネス面だけでなく国防上の理由でも「5G」技術が必要として、重要政策の一つに挙げている。こうした要因も下支えとなることで、設備投資は緩やかながらも増加基調を維持しよう。

ただし、米中貿易摩擦の影響には注意が必要である。ISM 製造業景況指数は昨年後半からピークアウトしており、世界景気の減速や米国発の貿易摩擦の影響を受けている。製造業の在庫循環は足元で「意図せざる在庫増」局面に突入しているが（図表 2-16）、こうした状況下での摩擦激化はさらなる需要の抑制に繋がるほか、企業の景況感に悪影響を及ぼす。弊社の経済モデル（OEGM）を使った試算によれば、米国で対中輸入額 2,000 億ドルに対しての関税を第 2 四半期以降 10% から 25% に引き上げ、中国でも対米輸入 600 億ドルに対する関税を 8% から 25% に引き上げた場合、米国実質 GDP 成長率を 2020 年に▲0.1% 押し下げることとなる（図表 2-17）。

トランプ大統領が景気や株価を犠牲にしてまで貿易摩擦を激化させる可能性は低いとみており、対中輸入の残り 3,000 億ドルに対する関税引き上げは回避されるというのがメインシナリオだが、仮に第 3 四半期から対中輸入の残り約 3,000 億ドルにも 25% が賦課され、対米輸入の残り 200 億ドルにも 25% の関税が賦課される場合は、米国実質 GDP 成長率を 2020 年にさらに▲0.3% ほど押し下げるとの結果が得られる。

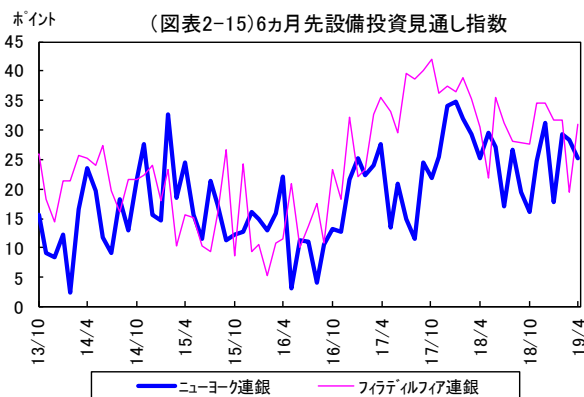
この程度の影響であれば、現在の米国景気のファンダメンタルズで吸収可能と考えるが、モデルの結果が反映しているのはあくまで関税引き上げによる影響であり、サプライチェーンの寸断や生産工程の混乱がもたらす供給ショックは十分考慮していない。また、米国側の圧力に対する中国側の対抗措置は関税の引き上げにとどまらず、米国製品の不買運動や米国債の売却等、多岐にわたる可能性がある。このため、試算結果については幅を持ってみる必要があり、摩擦が一段と拡大する場合には、設備投資を含めて米国景気に相応の下

（図表2-14）米国の直接投資収益
（2018年レパトリ減税）



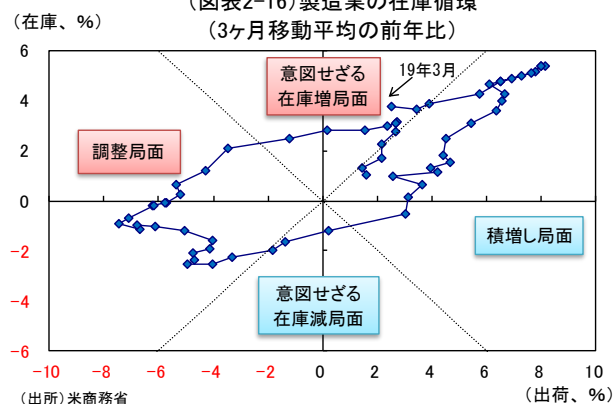
（出所）米商務省

（図表2-15）6ヵ月先設備投資見通し指数



（出所）NY連銀、フィラデルフィア連銀

（図表2-16）製造業の在庫循環
（3ヶ月移動平均の前年比）



（出所）米商務省

（出荷、%）

（図表2-17）米中関税引き上げによる米景気への影響

① 2019年2Qから、米国で対中輸入2,000億ドルに対して10%→25%に、中国で対米輸入600億ドルに対して8%→25%に関税引き上げ

	実質 GDP	実質 個人消費	実質 住宅投資	実質 設備投資	実質 輸出	実質 輸入	コア CPI
2019年	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.1	0.0
2020年	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.0

② ①の後、2019年3Qから、米国で対中輸入3,000億ドルに対して25%、中国で対米輸入200億ドルに対して25%の関税を賦課

	実質 GDP	実質 個人消費	実質 住宅投資	実質 設備投資	実質 輸出	実質 輸入	コア CPI
2019年	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.3	0.1
2020年	▲0.3	▲0.3	▲0.5	▲0.7	▲0.6	▲0.8	0.7

（出所）OEGMより明治安田生命作成

押し圧力がかかると予想する。

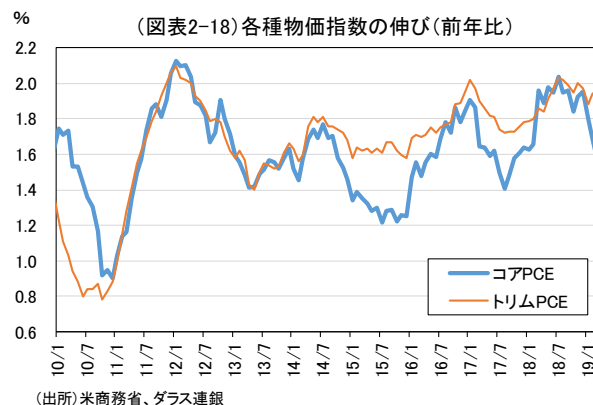
（５）FRB は当面様子見姿勢を堅持

4月30－5月1日開催のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、市場予想どおり、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジが2.25－2.50%ですえ置かれた。金融政策の先行き部分では、「世界景気や金融動向、インフレ圧力の低下を考慮すると」、

「FFレートの目標レンジに対する今後の調整に我慢強くなるだろう」との文言を踏襲し、当面の利上げ休止を引き続き示唆した。パウエル議長はFOMC後の記者会見で、物価の伸びは資産運用サー

ビスや衣料品価格の下落などにより一時的に鈍化している可能性があり、極端な変動を除いた刈り込み平均ベースのインフレ率はさほど鈍化していないことを指摘したほか（図表 2-18）、「現時点で金融政策スタンスは適切であり、利上げ、利下げのどちらかに動く必要性はないとみている」とコメントし、市場の利下げ観測をけん制している。

2020年にかけての米景気は、内需を下支え役に拡大基調が続くものの、これまで景気を押し上げてきた大規模減税の効果が剥落することで、成長ペースの鈍化が見込まれる。そうしたなかでインフレ圧力は限定的なものにとどまるとみられ、少なくとも2020年末までは政策金利はすえ置かれると予想する。（担当：大広）



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

1－3月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.4％と、10－12月期の同＋0.2％から伸びが拡大した。英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面での悪影響が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融環境を背景に雇用環境が大幅な悪化を免れていることが、景気を下支えしたとみられる。今後については、米国を中心とする保護主義政策への不透明感が残るものの、政府による景気対策を背景に中国景気が持ち直しに向かうことにより、欧州景気も緩やかに回復すると予想する。個人消費は、企業の採用意欲や家計の消費マインドの悪化に歯止めがかかることで、回復に向かうと予想する。固定投資は、中国景気の底入れを背景に、持ち直すとみる。輸出は、中国景気が政策効果で持ち直すとみられることから、回復に向かうとみる。ECBによる利上げは早くても2020年後半と予想する。

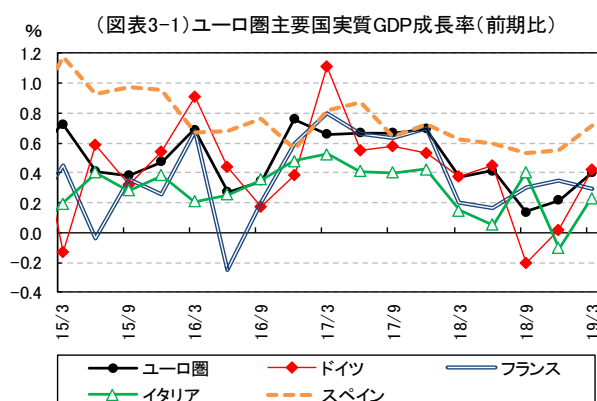
英国は、メイ首相の退陣が決定し、強硬離脱派が国民からの支持を集めるなか、ブレグジットの先行き不透明感依然強い。ただ、新たな期限である10月末が近づくにつれ離脱協定採択の動きが加速、最終的に合意なき離脱は回避されるとみている。英国景気は、2020年にかけて緩やかな景気回復が続くと予想する。

（1）ユーロ圏景気は内需が下支えに

1－3月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比＋0.4％と、前期の同＋0.2％から伸び幅が拡大した（図表3-1）。国別の成長率を見ると、ドイツ（10－12月期：同＋0.0％→1－3月期：＋0.4％）とスペイン（同＋0.6％→＋0.7％）が前期から加速、フランス（同＋0.3％→＋0.3％）は伸び幅横ばい、イタリア（同▲0.1％→＋0.2％）はプラス成長に回帰した。総じて見れば、イタリアをはじめ各国で市場予想を上回る伸びとなった。

ただ、足元のユーロ圏景気は、製造業の減速が足枷となっている。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）を見ると、4月は51.5と好不況の境とされる50を上回っているものの、製造業に限れば47.9と、3ヵ月連続で50を下回っている。製造業が悪化している背景には、英国のEU離脱交渉の難航や、米国を中心とする保護主義の動きが先行き不透明感につながっていることがあるとみられる。

ユーロ圏景気の先行きは、英国のEU離脱交渉や、米中通商協議の行方に左右されると考えられる。英国のEU離脱に関しては、新しい期限である10月31日までに、議論を重ねながらも離脱協定案が採択され、不透明感は後退すると予想する（英国の項参照）。米中貿易摩擦は、米国による全中国製品に対する関税引き上げは、流石に米景気や政権支持率への悪影響が大きいとみられ、両国の協議により棚上げされるというのがメインシナリオである。今後については、米国を中心とする保護主義政策に対するリスクは完全には払拭されないものの、基本的には米中両国の景気が底堅く推移することで、ユーロ圏景気も外需主導で持ち直しに向かうと予想する。



（２）個人消費は回復が続く

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、1－3月平均では前年比＋2.4％と、10－12月期の同＋1.8％から上向いている。現時点では未発表の、GDPベースの1－3月期個人消費もやや持ち直したとみられる（図表3-2）。品目別では、通信機器の販売増が小売売上全体を牽引した（図表3-3）。特に1－3月期については、中国大手通信機器メーカーのファーウェイの売上高が、欧州市場での販売好調などを背景に前年比＋39％と大きく伸びたと同社決算で伝えられている。2018年後半にかけて、同社製品が米国市場から排除されるなか、同社が欧州市場での安値攻勢をかけた結果、小売売上を一時的に押し上げた可能性がある。

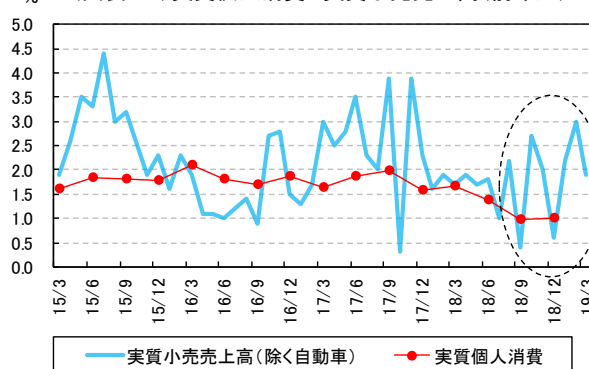
個人消費のサポート要因である雇用環境については、改善傾向が続いている。3月の失業率は7.8％と、2013年半ば以降足元まで低下傾向が継続している。ECBは3月の理事会で、利上げ時期の延期、長期資金供給オペの再開を宣言するなど、金融政策の舵を再度緩和方向に切った。これまでの雇用環境の改善がECBによる緩和的な金融政策に負うところが大きかったことを踏まえれば、今後とも緩和的な金融政策が雇用環境を下支えするとみられる。

企業の採用意欲を見ると、サービス業では悪化に歯止めがかかっている一方、製造業では悪化が続いている（図表3-4）。英国のEU離脱や米中貿易摩擦など、先行き不透明感が高まっていることが、輸出企業を中心に採用意欲を低下させているとみられる。今後の企業業績については、ECBによる緩和的な金融政策が雇用環境を下支えするなか、中国景気も政策効果によって持ち直すことが予想され、今冬から回復ペースが加速するとみる。企業の採用意欲も底堅く推移するとみており、個人消費は今後とも回復傾向が続くと予想する。

（３）固定投資は持ち直しへ

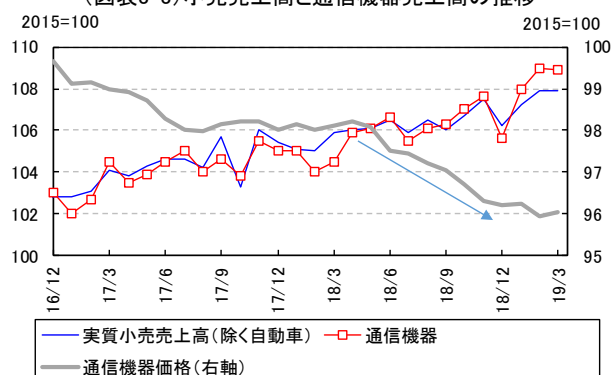
GDP統計上の固定投資に数ヵ月先行するとされる資本財受注の動きは、2018年後半から伸びが鈍化しており、足元ではマイナス圏で推移している。現時点では未発表の、GDPベースの固定投資も、1－3月期は前年比で減速、もしくは減少した可能性が高い

（図表3-2）実質個人消費と実質小売売上高（前年比）



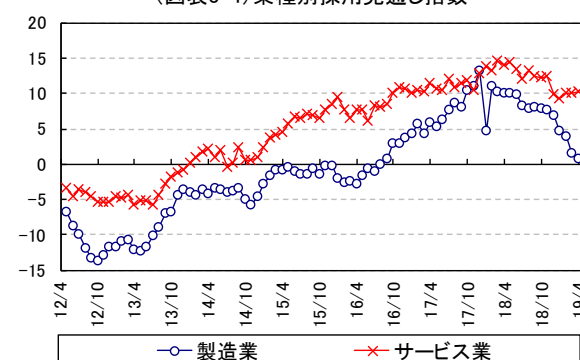
（出所）ユーロスタット

（図表3-3）小売売上高と通信機器売上高の推移



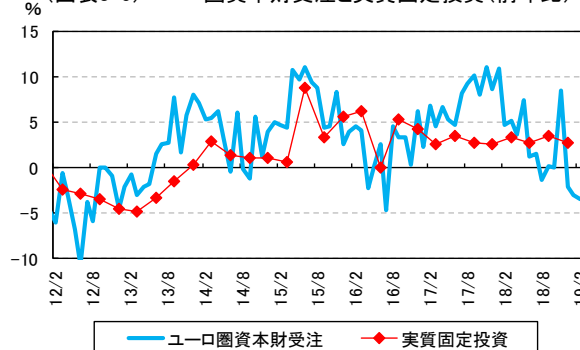
（出所）ユーロスタット

（図表3-4）業種別採用見通し指数



（出所）欧州委員会

（図表3-5）ユーロ圏資本財受注と実質固定投資（前年比）



（出所）ECB、ユーロスタット

(図表3-5)。英国のEU離脱問題や、米国を中心とする貿易摩擦問題などの先行き不透明感を背景に、企業は設備投資を手控えているとみられる。

ただ、欧州委員会が発表している企業の設備投資計画DIをみると、2019年春時点の水準は17年や18年に比べて特段大きく見劣りはしていない(図表3-6)。中国景気が春先から政策効果を背景に持ち直していることや、英国のEU離脱問題も10月31日までに何らかの決着がつくとみられることが、企業の設備投資計画を底堅いものにしてしているとみられる。

足元では、米国が対欧州との通商協議で自動車関税引き上げの判断を最大6ヵ月延期するなど、米国の欧州への態度はやや軟化しつつある。ユーロ圏の固定投資は、外部環境の改善により、持ち直しに向かうと予想する。

(4) 輸出は中国向けが回復と予想

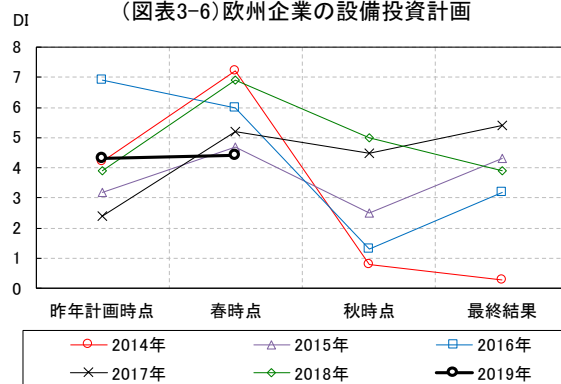
輸出は、2018年夏以降減速傾向をたどった後、2019年以降は持ち直している(図表3-7)。2019年以降の動きを米国向け、中国向け、アジア(除く中国)向け、その他の4つに分類すると、①米国向けは底堅く推移、②中国向けは2018年末以降、徐々にプラスの寄与幅が拡大、③中国を除くアジア向けはマイナスに寄与、という3つの傾向が窺える。中国向け輸出が持ち直している背景には、同国景気が政策効果により持ち直していることがある。中国を除くアジア向け輸出が減少している背景には、米国の対中関税引き上げにより、中国経由の加工貿易に減少圧力が加わっていることで、韓国や台湾、アセアン諸国など、アジア各国の景気に下押し圧力が加わっていることがあるとみられる。

今後については、輸出は中国向けを中心に持ち直しに向かうと予想する。前述のとおり、中国では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・法人向け減税やインフラ開発投資、銀行に対しては預金準備率の引き下げなど、数々の景気支援策が打ち出されており、今後景気は持ち直しに向かうと予想される。それに伴い、中国向け輸出は徐々に伸びが上向いていくと予想する。米国向け輸出についても、米景気が底堅く推移することを背景に、当面増加傾向が続くと予想される。総じて見れば、米国を中心に保護主義政策が強化されるリスクは残るものの、ユーロ圏の輸出は米中景気の回復を背景に、伸びが拡大に向かうと予想する。

(5) 利上げは早くても2020年後半と予想

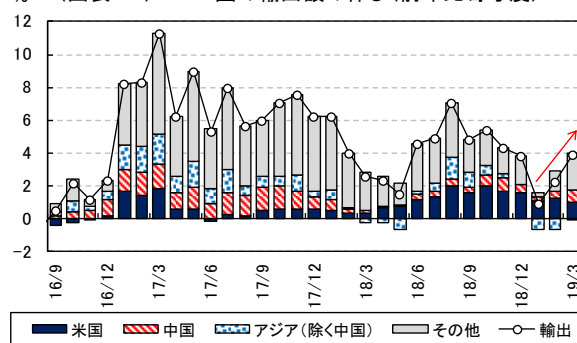
4月のユーロ圏総合CPIは前年比+1.7%と、3月の同+1.4%から伸び幅が拡大した。原油価格が上昇したことや、昨年は3月と4月に跨っていたイースター休暇が今年は4月に集中したことで、サービス価

(図表3-6) 欧州企業の設備投資計画



(出所) 欧州委員会

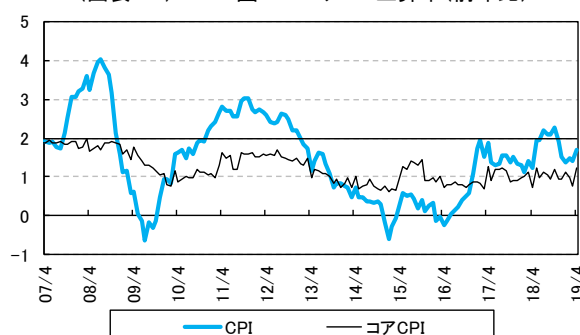
(図表3-7) ユーロ圏の輸出額の伸び(前年比寄与度)



(出所) ユーロスタット

※3ヵ月移動平均

(図表3-8) ユーロ圏CPI・コアCPI上昇率(前年比)

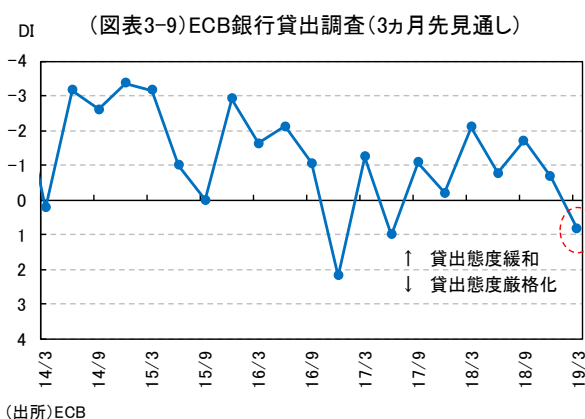


(出所) ユーロスタット

格が上昇したことが主因である（図表3-8）。ただ、コアCPIは前年比+1.2%と、加速感に乏しい状況が続いている。

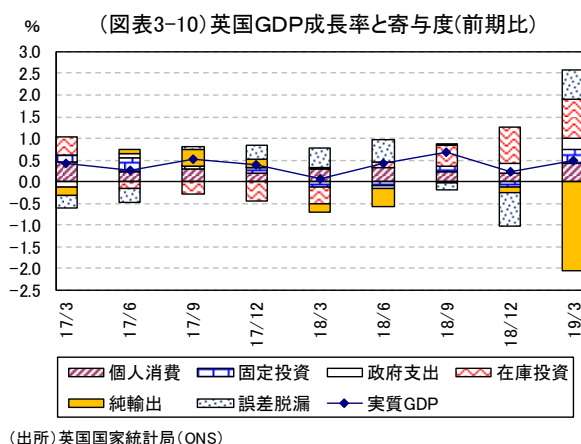
ECBは3月の理事会で、政策金利については、これまでは「少なくとも2019年夏の間を通じては変更しない」とのフォワード・ガイダンスを、「少なくとも2019年の終わりまでは変更しない」と、利上げを3～6ヵ月程度先送りにする形に変更した。背景には、ECBが景気見通しを大きく悪化させたことがある。2019年の成長率とインフレ率について、ECBは前回12月時点からそれぞれ+1.7%→+1.1%、+1.6%→+1.2%と下方修正を行なった。

また、2017年3月をもって終了していたTLTRO（条件付き長期資金供給オペ）を“TLTROⅢ”として復活させた。ポピュリズム政権樹立に伴うイタリア国債の金利上昇などを背景に、ユーロ圏の銀行が貸出態度を厳格化させていることが背景にあるとみられる（図表3-9）。イタリア経済のネックである不良債権処理が進まないなか、イタリア財政の維持可能性については依然疑問符がついており、今後ともECBは金融環境の安定という名目のもと、事実上のイタリア債利回り抑制策である流動性供給を迫られ続ける可能性が高い。政策金利についても、英国のEU離脱や米中貿易摩擦などの不透明感が残るなかでは、利上げに動きづらい状況が続く。ECBが利上げに動くのは、早くても2020年後半と予想する。



(6) 円滑なEU離脱は一段と困難に

英国の1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.5%と、10-12月期の同+0.2%から加速した（図表3-10）。特徴的な動きとしては、個人消費と在庫投資が大きく伸びた点が挙げられる。当初EU離脱が3月末に期限を控えていたため、「合意なき離脱」となった場合の通関手続きや関税の復活に備え、企業が輸入品の在庫を積み増したとみられる。また、時計・宝飾品などのブランド品、医薬品のような必需品についても、関税が復活する前の駆け込み需要が発生し、結果的に個人消費の押し上げに寄与した可能性がある。輸入の成長率への寄与度は同▲2.1%ポイントであり、輸入された財は在庫投資（同+1.6%ポイント）と個人消費（同+0.4%ポイント）に概ね振り向けられた形となっている。



今後については、ブレグジットを巡る諸問題は時間をかけながらも解決し、先行き不透明感は徐々に後退すると予想する。個人消費は、駆け込み増による反動減が顕在化するとみるも、堅調な雇用環境を背景に、緩慢ながらも回復基調をたどるとみられ、英国景気は緩やかな回復が続くと予想する。

EU離脱を巡っては、4月10日に開催された緊急EU首脳会議で、離脱期限を最長で10月31日まで延期することが決定した。それに伴い、英国も5月23日に開催されるEU議会選挙に議員を送ることとなっ

たが、世論調査では、EUからの早期かつ完全な離脱を掲げる新党ブレグジット党が首位となるなど、強硬離脱派が支持を集めつつある（図表3-11）。

5月17日、メイ首相と労働党が2ヵ月近くに渡り続けてきたEU離脱法案に関する与野党協議は、労働党のコービン党首から「合意は不可能」と伝えられた。これにより、6月初旬に予定されているEU離脱法案が採択される見込みはほぼ消えたとみられる。メイ首相は、6月第1週に後継党首の選出日程を明らかにするとしている。保守党は新たな党首を選出することになるが、足元のEU議会選挙では

（図表3-11）EU議会選での得票率予想と保守党支持者の動向

5月23日に行なわれるEU議会選
でどの党に投票するか

ブレグジット党	35
自由民主党	16
労働党	15
緑の党	10
保守党	9
チェンジUK	5
英国独立党	3
その他	7

（出所）yougovより明治安田生命作成

2017年の下院選挙で保守党
に投票した人が今回投票予定の政党

ブレグジット党	62
保守党	20
自由民主党	6
チェンジUK	4
英国独立党	3
緑の党	2
その他	2
労働党	1

保守党支持者の票がブレグジット党に集まっており（前掲図表3-11）、次期党首には強硬離脱派の票を取り戻すための候補が選出される可能性が高い。すでに出馬を表明している候補のなかでは、ボリス・ジョンソン元外相が有力視されている。保守党党首に強硬離脱派が選出される限り、EU離脱後も関税同盟への残留を望んでいる労働党との合意はいつそう困難になるとみられる。議会採決は難航が予想されるものの、最悪のシナリオである「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、離脱法案の採択に漕ぎつけると予想する。一方、議会採決ができないまま10月31日を迎える可能性も相応に高まっている。その場合、解散総選挙を行ない、EUから追加的に離脱期限の猶予をもらう展開が想定される。解散総選挙となれば、現時点では単独過半数を獲得するような強力な政党が出現するとは考えにくく、引き続き英国議会で協議が繰り返されると予想する。

5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。5月の物価レポートでは、実質経済成長率の見通しは、2019～2021年にかけて、前年比+1.6%→+1.5%→+2.1%と、前回2月の同+1.3%→+1.5%→+1.8%に比べて、2019年と2021年が上方修正された。景気見通しの上方修正は、他の主要国の金融政策対応によって英国内の金融環境が緩和したことや、（レポート作成時点で）貿易摩擦の不透明性がやや後退したこと、などを受けたものとしている。加えて、雇用や所得の拡大を背景に、個人消費が予想より力強いとの見方も示した。ブレグジットについては、「どのような形になるにせよ、2021年には不透明性の後退により企業の設備投資が本格回復する」との見方が背景にあると説明した。

BOEはEU離脱方法がいかなるものになろうとも、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。次の利上げタイミングは、EU離脱の内容や時期に大きく左右されるが、10月31日に手続きが決着するとの前提のもと、2019年後半に1回の利上げを行ない、その後も年1回のペースで緩やかに利上げを行なうと予想する。（担当：久保）

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

1－3月期の中国実質GDP成長率は前年比＋6.4％と、前期の同＋6.4％と同じ伸び幅を維持した。主要需要項目のうち、個人消費は、政府による所得減税や消費支援策を背景に、減速に歯止めがかかった。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。輸出は、米中貿易摩擦の影響により減少した。

今後の中国景気は、米中貿易摩擦の激化などから減速は避けられないものの、政府による景気支援策が一定程度下支えになると予想する。個人消費は、政府による各種消費支援策が追い風となり、回復ペースは徐々に持ち直すと予想する。固定資産投資は、インフラ開発投資やハイテク関連設備を中心に、底堅く推移すると予想する。輸出は米中貿易摩擦の影響で減速、輸入は景気支援策の影響で増加すると予想する。なお、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、景気の下振れリスクが一段と高まるとみる。

（１）各種政策が景気を下支え

1－3月期の中国実質GDP成長率は前年比＋6.4％と、減速を見込んだ市場予想に反し、10－12月期と同じ伸びとなった（図表4-1）。米中貿易摩擦や世界景気の減速など、外需を中心に景気の下押し圧力が増すなか、政府による減税策やインフラ開発投資などが下支えしたとみられる。

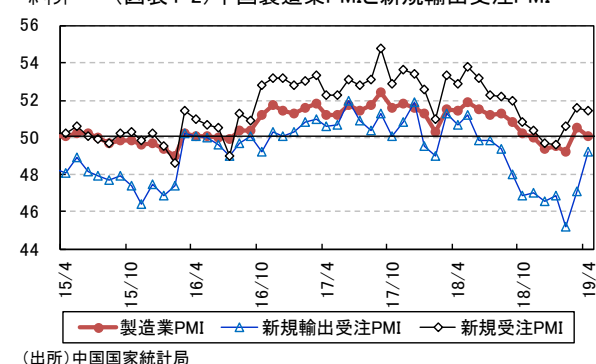
企業マインドも、足元でやや持ち直している。4月の国家統計局版製造業PMIは50.1と、前月から小幅低下したものの、好不況の境である50を2ヵ月連続で上回った（図表4-2）。内外の受注状況を反映した新規受注PMIは3ヵ月連続で50を上回っており、主に国内からの新規受注の回復を反映しているとみられる。

3月の全人代では、減税やインフラ開発投資など、各種の景気対策が発表されており、今後も景気を下支えすることが期待される。また、5月6日に中国人民银行は中堅・中小銀行対象の預金準備率の引き下げを発表、2,000億元の流動性を放出し、中小企業への貸出を促進するとした。現在進行中の第十三次五ヵ年計画では、2020年のGDPを2010年対比で倍増させることになっており、期限まで2年を切るなか、中国政府は安定成長の持続を指向していると考えられる。今後の中国景気は、米中貿易摩擦の激化などから、減速傾向の持続が見込まれるものの、政府による景気支援策を背景に、2019年の成長率は前年比＋6.4％、2020年は同＋6.2％と、小幅の鈍化にとどまると予想する（図表4-3）。

（図表4-1）中国実質GDP成長率の推移（前年比）



（図表4-2）中国製造業PMIと新規輸出受注PMI



（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）個人消費は持ち直しへ

4月の実質小売売上高は前年比+5.1%と、3月の同+6.9%から急減速した（図表4-4）。背景には、アフリカ豚コレラの影響で豚肉価格が急騰したことなどがある。小型車減税の終了後、自動車販売が弱めの推移を続けていることも、基調的な個人消費の弱さにつながっている。

製造業の雇用環境は悪化している。中国では公式の失業率統計における業種別のカバレッジが不明のため、PMI（企業購買担当者景気指数）に含まれる雇用指数を見ると、製造業については2018年8月以降低下傾向が続いている（図表4-5）。米国の対中関税引き上げの対象となった財を生産している企業や、足元で生産が落ち込んでいる自動車企業が、雇用の削減・抑制に動き、これが消費者の節約志向につながっている可能性がある。

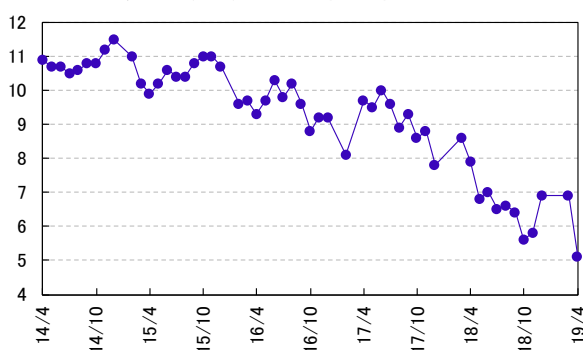
ただ、今後については、政府によるインフラ開発投資が新たな労働需要を生むことで、雇用環境の悪化には歯止めがかかるとみている。中国人民銀行が行なった中小銀行向け預金準備率引き下げも、中小企業への融資を促進し、雇用創出につながることを期待される。雇用環境の悪化に歯止めがかかるにつれ、家計の消費マインドも下げ止まろう。政府による個人向け減税や、新たな自動車・ハイテク家電の買い替え支援策など、数々の消費支援策が打ち出されていることもあり、今後の個人消費は徐々に持ち直す予と予想する。

（３）政策効果を追い風に固定資産投資は回復

1-4月期の固定資産投資は前年比+6.1%と、1-3月期の同+6.3%から伸び幅が縮小した（図表4-6）。内訳をみると、不動産開発投資が同+11.8%→+11.9%と加速したもの、インフラ開発投資は同+4.4%で横ばい、製造業投資は同+4.6%→2.5%と減速した。製造業投資が減速した背景には、米国による対中関税引き上げや、今後関税引き上げ品目に追加されかねないという不透明感が、外資系企業を中心に設備投資を手控えさせたことがあるとみられる。1-4月累計の外資系企業の固定資産投資は同+4.6%と、内資系企業の同+6.2%に比べ低い伸びにとどまっている。

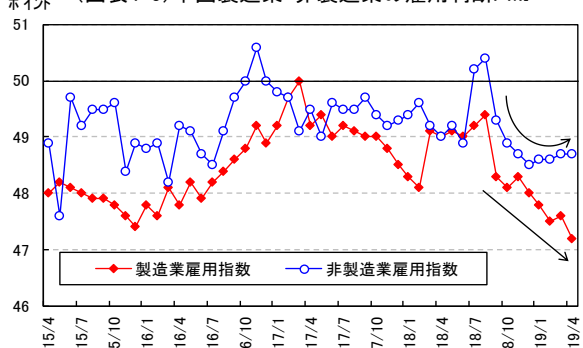
米中貿易摩擦が激化するなか、中国人民銀行による預金準備率の引下げや長期資金供給オペなどを背景に、企業の資金調達環境は改善している。固定資産投資の裏付けとなる企業の資金調達は、昨年末から一進一退ながらも増加傾向で推移している。4月の社会融資総量は前年比▲23.4%と減少したものの、1-4月平均では同+25.3%と、振れを伴いながらも増加している（図表4-7）。社会融

（図表4-4）実質小売売上高の推移（前年比）



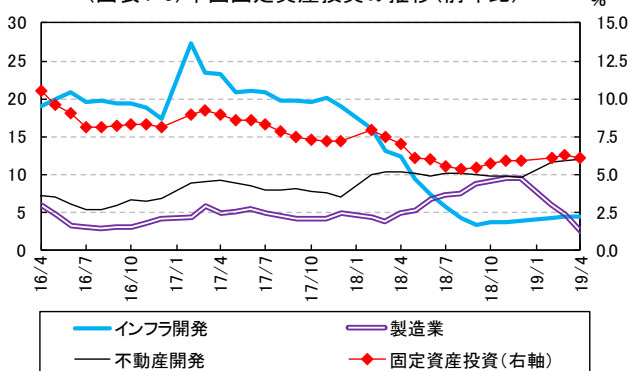
（出所）中国国家統計局

（図表4-5）中国製造業・非製造業の雇用判断PMI



（出所）中国国家統計局

（図表4-6）中国固定資産投資の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局 ※年初来累計値の前年比

資総量のうち、銀行貸出については、今後は増加していくことが期待される。中国人民銀行による貸出態度調査でも、市中銀行の貸出態度 DI が約10年ぶりに50を超えており、銀行が貸出に積極的になっている様子が窺える（図表4-8）。

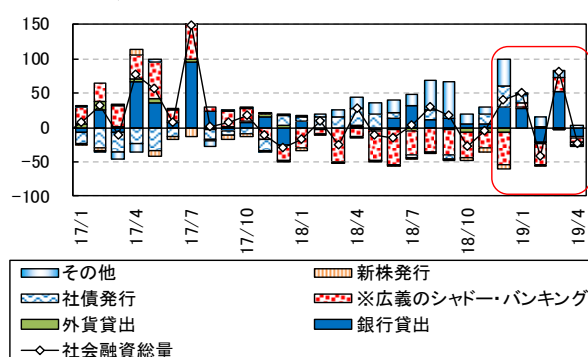
今後の固定資産投資は、緩和的な金融政策とインフラ開発投資の促進というポリシーミックスにより、回復傾向が続くとみる。外資系企業の設備投資についても、現在では中国自身が巨大な市場であることや、外資系企業も中国国内で地産地消を進めていることを踏まえれば、貿易摩擦による外資系企業の投資意欲低下は限定的なものにとどまると予想する。また、「中国製造2025」に代表される産業技術高度化政策も、引き続き製造業投資を下支えしよう。ただ、5月10日には米国による対中関税引き上げ品目が拡大され、さらにパソコンや携帯電話への関税引き上げの姿勢も見せるなど、米中貿易摩擦が再び激化しつつあるのは懸念材料である。交渉の行方にかかわらず、製造業を巡る先行き不透明感は容易に解消しないとみられ、固定資産投資の回復ペースは、緩やかなものにとどまると予想する。

（4）輸出は減速が見込まれる

4月単月の輸出額は前年比▲2.7%と2ヵ月ぶりのマイナスとなり、1-4月累計で見ても同+0.2%と辛うじて前年比プラス圏にとどまった（図表4-9）。輸出相手国別では、EU 向けやアセアン向けのプラス寄与が続いているものの、貿易摩擦の影響で米国向けが大幅なマイナスとなっている。今後については、米国が再度対中関税を引き上げたことを背景に、引き続き米国向けが輸出の足枷となる展開を予想する。

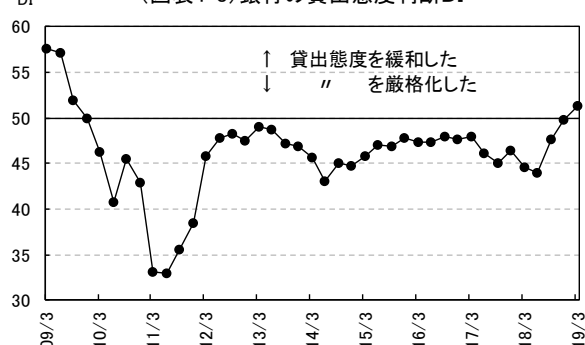
米中貿易摩擦は、5月10日に米国が2,000億ドル相当の中国製品（食料品、家具、家電など）の関税を25%に引き上げたことで、対立は一段と激化している。5月13日には、中国も対米報復関税引き上げ（LNG、航空機、木材など）を宣言し、米国も追加で約3,000億ドル相当の輸入品（パソコン、スマートフォン、服飾、玩具など）に対して関税引き上げを示唆するなど、報復の応酬となっている。米中通商協議については、4月時点では合意間近（≒2,000億ドルの対中関税引き上げは回避）との見方が市場では広がっていた。ただ、一部報道によると、米国は中国に対し、合意順守に向けて改正が必要な法律・規制の一覧表を通商合意に盛り込むことや、産業技術高度化計画「中国製造2025」で実施されている産業補助金の全面撤廃も要求したとのことであり、中国側がこれらの要求を内政

（図表4-7）社会融資総量（フロー）の伸び（前年比）



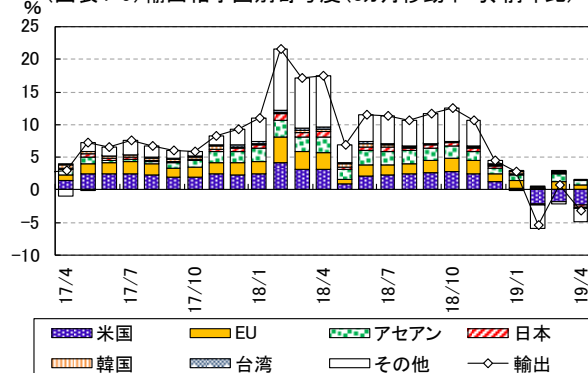
（出所）中国人民銀行 ※広義のシャドー・バンキングは委託貸付、信託貸付、銀行の未割引手形の合計

（図表4-8）銀行の貸出態度判断DI



（出所）中国人民銀行

（図表4-9）輸出相手国別寄与度（3ヵ月移動平均、前年比）



（出所）中国海関総署

干渉として反発したことが、今回の報復関税の再応酬に至った背景とみられる。

トランプ大統領による関税引き上げ表明後、人民元は元安方向に推移しており、足元では1ドル＝7.0元に接近している。一方で、オフショア元市場の短期金利は特段上昇しておらず、かつて2016～17年に行なわれたような大規模なドル売り・元買い介入は今のところ実施されていない（図表4-10）。

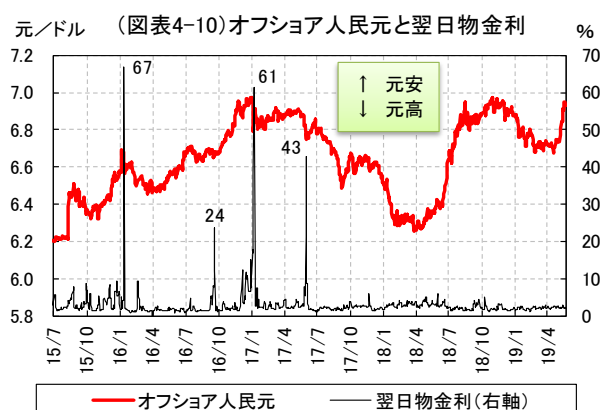
足元で中国は、オンショア元市場における取引中間値の元高設定により、元相場の安定を図っているとみられる。オンショア元市場では、中国当局が日々の為替取引直前に発表する「取引中間値」の上下2%以内でしかドル元取引ができないシステムとなっている。5月以降、当局が発表する取引中間値は前日終値よりも元高方向に設定される傾向が強くなっており、当局は取引システムの操作で一方的な元安が進むことを牽制しているとみられる（図表4-11）。外貨準備を取り崩しての人民元買い支えは、国内外の金融市場や経済への影響が大きいことから、中国当局は実施を控えているとみられる。ただ、今後の元相場の行方は、米中協議の結果次第である。

今後の米中協議の結果でありえる選択肢として、①米国の宣言どおり3,000億ドルの中国製品の関税が25%に引き上げられる、②3,000億ドルへの関税引き上げは保留され、両国間で協議が続く、③米中が互いにこれまで引き上げてきた関税を撤廃する、といったものが考えられる。

①のパターンでは、中国側は元安圧力が一段と高まり、国内からの資本逃避も本格化し、当局は外貨準備を取り崩して人民元防衛を行なう展開が考えられる。その場合、中国は保有している米国債をはじめとする米国証券を売却してドルを獲得するとみられ、金融市場は大きく混乱する可能性が高い。また、米国側もスマートフォン、パソコン、服や靴など消費財の価格が上昇し、関税による経済への悪影響が顕在化するとみられる。3,000億ドルへの関税引き上げは米中ともに経済的ダメージが大きく、協議により回避されると予想する。

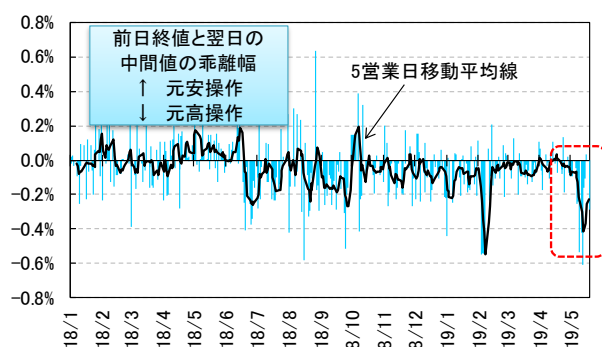
一方で、③のパターンになる可能性も低いとみる。中国への高関税と貿易赤字の削減はトランプ大統領の公約であっただけに、来年に大統領選挙を控えるトランプ大統領としては、今この時点で振り上げた拳を下ろすインセンティブは低い。また、仮に中国から米国製品の輸入を増加させるとの約束を取り付けても、現在の米中関係は経済以外の覇権争いの側面もあることから、貿易摩擦自体が早期に終わる見込みは低い。

結局、今後とも関税や技術の面で制裁を加えながらも譲歩を迫る米国と、譲歩を迫られながらも簡単には合意しない中国という構図が続くとみられる。今後開催が見込まれている米中協議では、2,000億ドルの中国製品への25%までの関税引き上げは撤回困難とみるが、消費財を多く含み、米国民の家計を直撃する3,000億ドル相当の財への関税引き上げは回避される、というのがメインシナリオである。（担当：久保）



(出所) ファクトセット

(図表4-11) 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

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

〈要 約〉

韓国経済は、中国向け輸出の減速が足枷となっている。景気が持ち直しに向かうのは、年後半以降と予想する。台湾経済は、個人消費が堅調なのに加え、年後半以降は輸出も持ち直すことで回復に向かうと予想する。シンガポール経済は、住宅投資の鈍化が足かせとなる中、輸出の回復を背景に持ち直しに向かうと予想する。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 諸国は、いずれも中国向け輸出の不振による景気下押し圧力を受けている。こうしたなか、インドネシア、フィリピン、マレーシアでは、公共事業の再開が景気を下支えすることが期待される。タイ経済は、中国人向け輸出や中国人観光客の減少など、輸出の減速が足枷となり、緩やかに減速するとみる。インドは、総選挙後の経済政策が、景気の先行きを左右するとみる。

豪州景気は、住宅投資の減少が下押し要因となるものの、個人消費が緩やかながら回復基調をたどるほか、輸出も持ち直すことで、緩やかに回復すると予想する。物価上昇圧力の鈍さを踏まえ、RBA（豪州準備銀行）は6月に25bp利下げを行なうとみられるものの、その後は景気回復の継続が徐々に物価へ波及することから、2020年を通じて政策金利をすえ置くと予想する。

（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）	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	4.1	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	2.8	2.3	2.6

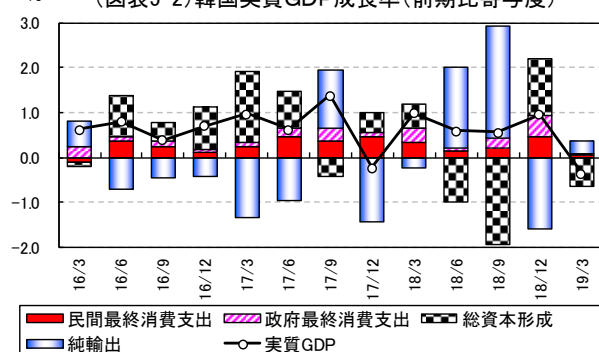
※インドは会計年度数値（4月～3月）

（1）アジア NIEs は輸出の鈍化が景気の足かせに ＜韓国＞

韓国の1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比▲0.3%と、5四半期ぶりのマイナス成長となった（図表5-2）。マイナス幅としては、2008年10-12月期の同▲3.3%に次ぐ大きさである。需要項目別では、総資本形成のうち設備投資が同▲10.8%と大きく減少したことが、マイナス成長の主因となった。輸出も中国、台湾向けを中心に不調が続き、同▲2.6%と2四半期連続で減少した。内需と輸出の合計である最終需要が減少したことに伴い、輸入も同▲3.3%と減少した。1-3月期のGDP統計は、内外需ともに弱まっている韓国経済の現状が浮き彫りとなる内容であった。

設備投資減少の背景には、米国による対中関税引き上げが中国製のパソコンやスマートフォンにも及ぶとの懸念や、世界的な半導体需要の鈍化を背景に、韓国の大手半導体メーカーが揃って設備投資を先送りしていることがある。特に半導体在庫については、昨年発売となったアップルやサムスンの新型スマートフォンの売れ行きが当初計画よりも低調なことが、増加につながったとみられる。

（図表5-2）韓国実質GDP成長率（前期比寄与度）



（出所）韓国銀行

輸出は、中国向けを中心に減少している（図表5-3）。米中貿易摩擦を背景に、中国経由の加工貿易が縮小したことが主因である。特に、中国において半導体在庫が積み上がっていることが、集積回路の対中輸出を下押ししている。

今後の韓国景気は、中国景気が減税策などを背景に持ち直しが期待されることで、徐々にその恩恵が波及する展開を予想する。ただ、足元で中国において生産が拡大しているのは、粗鋼やセメント、板ガラスなど、インフラ開発投資周辺のいわゆる「オールドエコノミー」関連業種であり、集積回路や液晶デバイス、半導体製造装置が中国向け輸出の5割弱を占める韓国にとり、目先の恩恵は小さいものにとどまるとみられる。韓国景気が上向いていくのは、中国において半導体在庫の取り崩しが一巡するとみられる年後半と予想する。

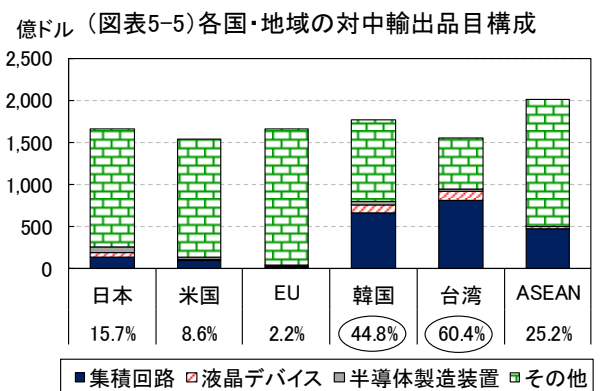
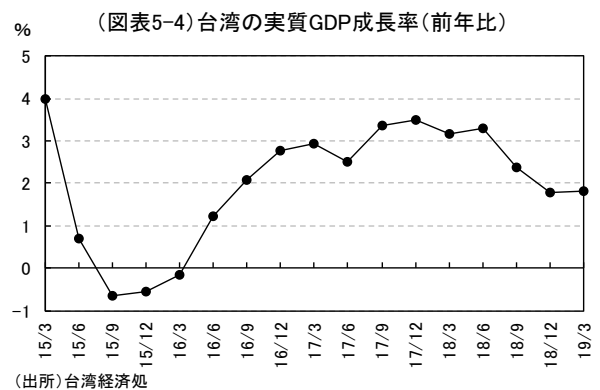
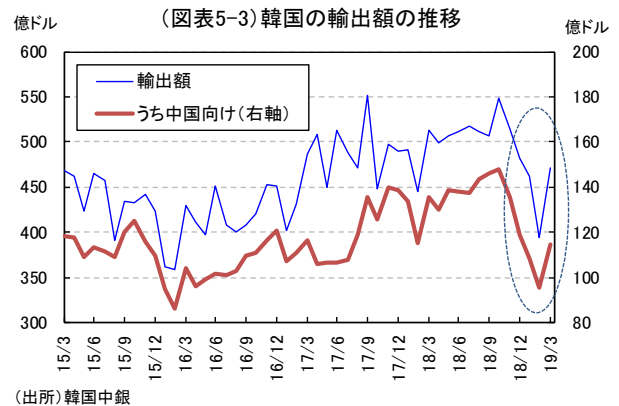
韓国中銀は4月18日の金融通貨委員会で、政策金利を1.75%ですえ置いた。インフレ率については、4月のコアインフレ率は前年比+0.4%と低い伸びとなっているものの、中国景気の持ち直しを背景に韓国景気も今後持ち直しに向かうとみられることから、韓国銀行は2020年まで政策金利をすえ置くと予想する。

<台湾>

台湾の1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+1.8%と、10-12月期の同+1.8%から伸び幅は横ばいとなった（図表5-4）。需要項目別では、2018年から施行された週休2日制により個人消費は底堅い推移が続いたものの、GDP比80%に達する輸出が中国向けを中心に減少したことや、半導体関連の設備投資が減少したことなどが足枷となった。

台湾も韓国同様中国向けの輸出比率が高い。両国の対中輸出における主力品は集積回路、液晶デバイス、半導体製造装置などであり、中国のスマートフォン生産や半導体生産の動向に影響を受けやすい（図表5-5）。中国では5G関連の設備投資が底堅く推移する一方、集積回路の在庫の積み上がりや、携帯電話の販売不調を背景に、情報通信関連の輸入が減少している。これが台湾の輸出、および設備投資に悪影響を及ぼしており、台湾景気が上向くのは、中国において半導体の在庫調整が一巡する年後半と予想する。

3月21日、台湾中銀は四半期毎の金融政策理事会で、11四半期連続で政策金利を1.375%ですえ置いた。台湾中銀は、米中貿易摩擦を背景とする景気の下振れリスクに警戒感を示す一方、緩和的な金融環境を背景に国内の失業率は緩やかな低下傾向を保っており、雇用環境の改善は継続するとの見通しを示した。台湾中銀は2019年のインフレ率を前年比+0.91%と見込んでおり、今後とも現行の

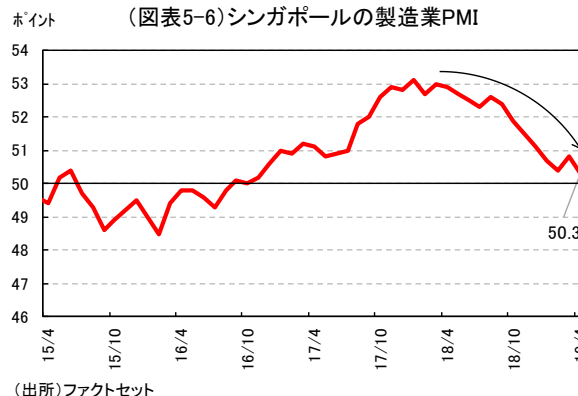


緩和的な金融政策を継続、2020年にかけて政策金利をすえ置くと予想する。

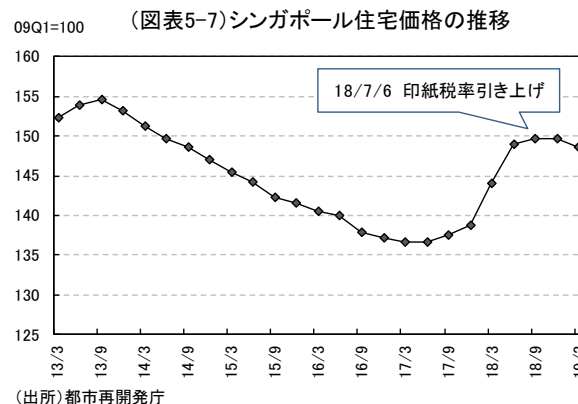
<シンガポール>

シンガポール景気は、住宅建設の減少や輸出の落ち込みなどを背景に、減速傾向で推移している。4月の製造業PMIは50.3と、2018年1月の53.1をピークに低下傾向が続いており、足元では好不況の境である50目前となっている（図表5-6）。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、18年7月に不動産価格抑制策（印紙税率引き上げ）を打ち出していることがある。印紙税率引き上げ以降、不動産価格は頭打ちとなっており、住宅供給の抑制要因となっている（図表5-7）。輸出減速の主因は、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、引き続き低インフレが個人消費を下支えするとみられることに加え、中国における半導体需要が、在庫調整を経て持ち直しに向かうとみられることから、シンガポール景気は内外需とも回復トレンドへと回帰すると予想する。

（図表5-6）シンガポールの製造業PMI



（図表5-7）シンガポール住宅価格の推移



（2）アジア新興国景気は底堅い内需が下支え

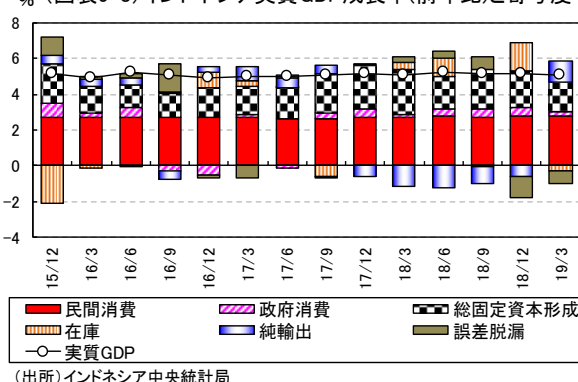
<インドネシア>

インドネシアの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.1%と、前期の同+5.2%から伸びが鈍化した（図表5-8）。低インフレを背景に個人消費が底堅く推移したものの、大統領選・議会選を控え外資系企業が設備投資を手控えたこと、米中貿易摩擦の影響で中国向け輸出が減速したこと、昨年末の火山の噴火により観光客が減少したことなどが景気に下押し圧力を加えた。

4月17日、インドネシア大統領・議会選挙が実施された。大統領選は現職のジョコ氏が再選を果たした。

議会では、ジョコ氏が所属する闘争民主党を中心とした連立政権が維持される見通しである。今後のインドネシア景気は、ジョコ政権が予算を削減したインフラ開発投資については減速が見込まれるものの、農村向けの補助金や燃料補助金の支給などを背景に、個人消費に牽引された成長が続くと予想する。金融政策については、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。

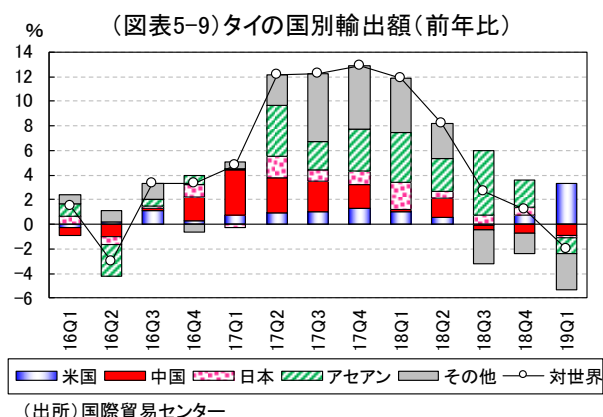
（図表5-8）インドネシア実質GDP成長率（前年比）と寄与度



<タイ>

タイの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+3.7%と、前期の同+3.2%から伸び幅が拡大した。輸出は同+2.3%と、前期の同+2.6%から伸び幅が縮小したものの、個人消費や固定資本形成など、

内需が堅調に推移したことが成長率を押し上げた。1－3月期のタイ景気は、中国・アセアン向け輸出の減少を背景に、成長率は減速した可能性が高い。1－3月期の輸出（財のみ）は前年比▲2.0%と2016年4－6月期以来のマイナスに転じている（図表5-9）。なお、米国向け輸出が拡大している点については、米中貿易摩擦が激化するなか、生産・輸出拠点を中国からタイに移転していることが影響している可能性がある。今後については、中国景気が各種政策効果により回復が期待できることから、中国向け輸出も持ち直しに向かうことで、タイ景気は回復に向かうと予想する。タイ中銀は、5月の金融政策委員会で、政策金利を1.75%ですえ置いた。タイ中銀は、2020年にかけて政策金利をすえ置くと予想する。



<マレーシア>

マレーシアの1－3月期の実質GDP成長率は前年比+4.5%と、前期の同+4.7%から小幅に減速した。個人消費の伸びが全体を下支えした一方、米中貿易摩擦の影響で輸出が伸び悩んだ。4月12日、マレーシア首相府は中国と共同で進めていた「マレーシア東海岸鉄道計画」について、コストを655億リンギットから440億リンギット（約1.2兆円）に抑えて再開することで中国側と合意したと発表した。また、3.7兆円規模の土地開発計画についても、前述の鉄道計画と同じく再開される見通しである。マレーシア中銀は5月7日に、政策金利を3.25から3.00%に引き下げた。利下げはおおよそ3年ぶりである。マレーシア中銀は貿易摩擦や主要国の景気減速をマレーシア景気の下押し圧力として挙げたが、今後は大規模な公共投資が牽引役になると考えられ、2020年にかけて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1－3月期の実質GDP成長率は前年比+5.6%と、前期の同+6.3%から減速した。2019年度予算の成立が遅れたことが、政府支出や公共投資の減少として表れ、全体の足を引っ張った。4月3日にADB（アジア開発銀行）は、2019年のフィリピンの実質GDP成長率予測を6.7%から6.4%へ下方修正した。世界景気の不透明感や、国内の農業生産の不調などが理由として挙げられている。ただ、ADBは米中貿易摩擦の影響について、中長期的には低賃金であるフィリピンが生産拠点の移転先として恩恵を受けるとみている。5月9日、フィリピン中銀は政策金利を4.75%から4.50%へと引き下げた。世界景気の不透明感を背景に、フィリピン中銀は景気を下支えするため、今後も年1回程度の緩やかなペースで利下げを行なうと予想する。

<インド>

インドの10－12月期の実質GDP成長率は前年比+6.6%と、前期の同+7.0%から減速した。1－3月期は個人消費、特に自動車販売台数が前年比▲1.4%と悪化した。背景には、自動車ローンに係る金融機関の貸し渋り、強制加入の自動車保険料の負担増などが挙げられる。

今後のインド景気は、足元で開票作業が行なわれている総選挙の結果に左右される面が大きいとみられる。2014年にモディ党首率いるインド人民党は議会において30年ぶりに単独過半数を確保し、国民からの支持を後ろ盾にGST（財・サービス税）の導入、破産倒産法の制定、不動産規制局の設置、高額紙幣の廃止など、いわゆるモディノミクスと呼ばれる、大胆な改革を行ってきた。ただ、こうした改革が短期的には景気への下押し圧力となった面も大きく、2018年末の複数の地方選ではイ

インド人民党が敗北するなど、有権者からは不満が出始めている。今回の選挙でモディ政権続投となれば、企業の先行き不透明感も後退し、設備投資などが持ち直しに向かうと予想する。ただ、連立政権樹立やインド人民党下野となれば、これまでの構造改革路線が停滞し、企業マインドの悪化が景気の下押し圧力になるとみる。4月4日、インド準備銀行は2会合連続で政策金利を引き下げており、今後も利下げ路線を継続すると予想する。

(3) 豪州景気は緩やかながらも回復が続く

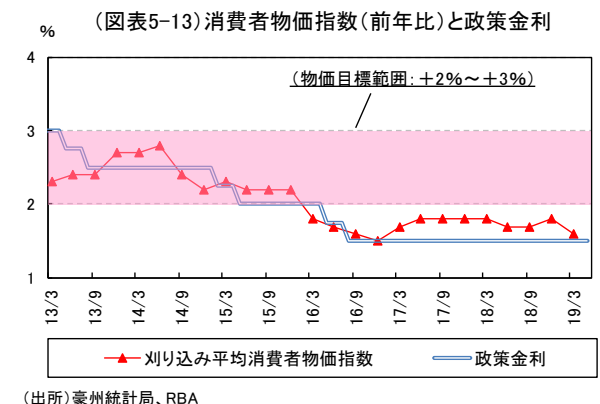
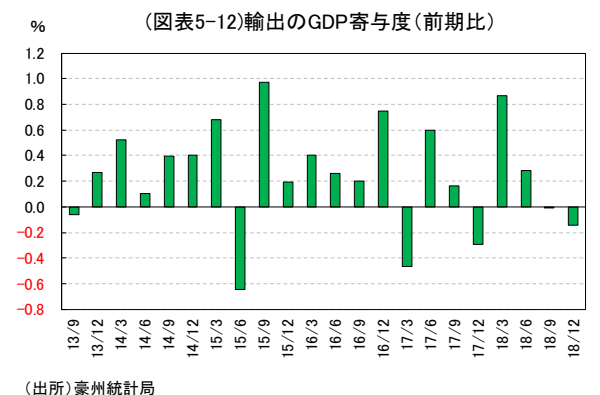
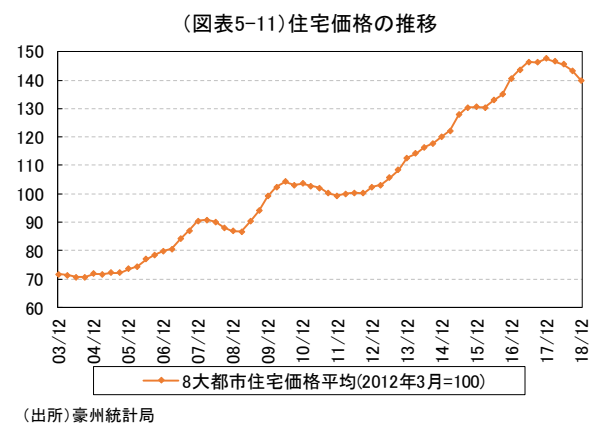
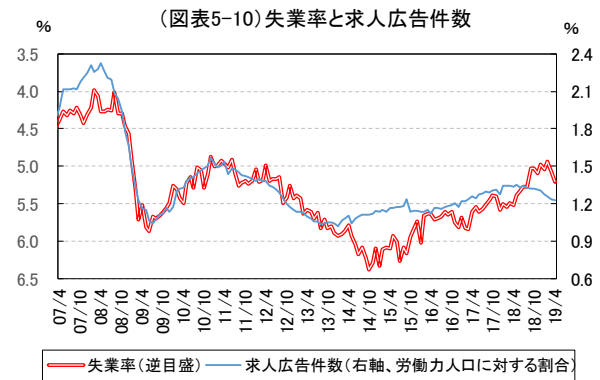
豪州の2018年10-12月期実質 GDP 成長率は、前期比+0.2%と、プラス成長は維持したものの、輸出や住宅投資が振るわず3期連続で減速した。今後の豪州景気については、住宅投資の減少が景気の下押し要因となるものの、個人消費が緩やかながら回復基調をたどるとみられるほか、輸出も持ち直すことで、緩やかに回復すると予想する。

雇用環境をみると、失業率は2014年後半から改善を続けていたが、5%近辺からは横ばいで推移している(図表5-10)。雇用者数の先行指標である求人広告件数はすでにピークアウトしていることから、失業率のさらなる改善は見込みづらく、賃金への波及は限定的と予想される。2017年末ごろから始まった住宅価格の下落が、逆資産効果として働くこともあり(図表5-11)、今後の個人消費の伸びは緩やかなものととどまるとみている。

10-12月期の住宅投資は、5期ぶりの前期比マイナスとなった。投資用住宅ローンの規制による住宅需要の低下が背景にある。一連の規制は、投機的な資金流入に伴う住宅価格の高騰を抑えるためのものであり、今後も継続が見込まれる。住宅価格の調整が続くことで、住宅投資は減少傾向の推移が続くと予想する。

輸出は、米中貿易摩擦等の影響もあり、2期連続でのマイナス寄与となった(図表5-12)。ただ、輸出の3割超を占める中国向けについては、中国の景気刺激策の恩恵を受け、鉄鉱石など資源関連を中心とした拡大が期待される。今後の輸出は緩やかな回復傾向での推移を予想する。

5月7日の RBA 理事会では、政策金利が1.50%で



すえ置かれた。1－3月期の対込平均 CPI 上昇率は前年同期比＋1.6％と伸び悩み、RBA が定める物価目標範囲＋2～3％の下限から乖離している（図表5-13）。ロウ総裁はその後の講演で「政策金利の引き下げが雇用の伸びを支え、インフレ目標達成時期を前倒しできる」と発言し、次回会合での利下げ検討を示唆した。RBA は6月に25bp 利下げを行なうとみられるものの、その後は景気回復の継続が徐々に物価へ波及することが予想されることから、2020年にかけて政策金利をすえ置くと予想する。

（担当：久保、木下）

6. 原油相場見通し

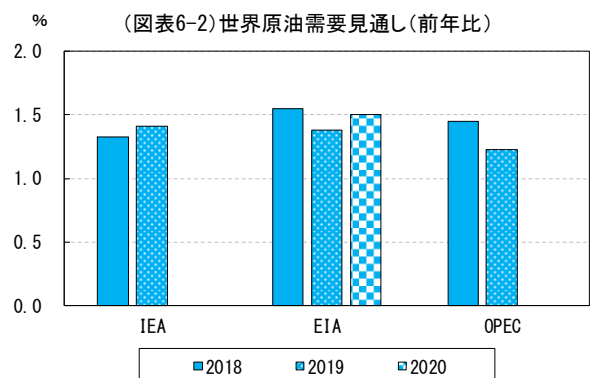
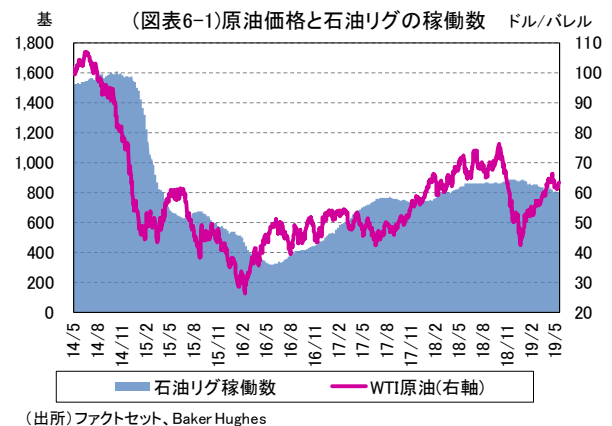
WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、世界経済減速懸念の緩和や OPEC プラス（石油輸出機構および非 OPEC 主要産油国）の協調減産などにより、2018年12月下旬に付けた 42ドル/バレルを底に切り返し、その後上昇傾向で推移、4月に入ってからイラン産原油禁輸の適用除外措置撤廃報道を受け、66ドル/バレルまで上昇した。足元では、OPEC プラスの今後の協調減産継続への不透明感、米中貿易摩擦の先行き懸念等で上値が抑えられ、60～65ドル/バレルの範囲内で推移している（図表6-1）。

今後の原油需要については、IEA（国際エネルギー機関）、EIA（米エネルギー情報局）、OPEC のいずれの予測においても、前年比+1%強の伸びが見込まれている（図表6-2）。米中貿易摩擦の激化による世界景気の減速懸念が下押し要因となっているものの、中国、インドを中心とした内需拡大により、原油需要の底堅い伸びは継続するとみられる。

供給面については、協調減産を実施している OPEC 諸国の生産状況をみると、サウジアラビアが生産量を大きく抑えたことに加え、減産目標を課されていないイラン、ベネズエラも経済制裁を背景に産油量が減少し、OPEC 全体では減産目標の日量80万バレルを上回る減産となっている（図表6-3）。イランに関しては、日本など8カ国を対象に石油禁輸措置の適用除外が認められていたが、5月2日の期限をもって撤廃されることとなった。これを受け、経済制裁復活以降減少している産油量は、今後もさらに落ち込むことが予想される。ただ、増産余地を有するサウジアラビアが中心となって対応することで、供給制約はある程度抑えられるとみられる。今後の協調減産体制については、OPEC プラスに属するロシアが協力に消極的な姿勢を見せるなど、一定の不透明感が存在する。

ただ、米中貿易摩擦による世界景気の減速リスクを考慮すると、6月25日に開かれる OPEC 総会においても、協調減産の基本的な枠組みは維持されると予想する。

次に、米国のシェールオイルの開発動向について、EIA の5月の掘削レポートをみると、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、拡大を続け



(図表6-3)OPECの原油生産状況

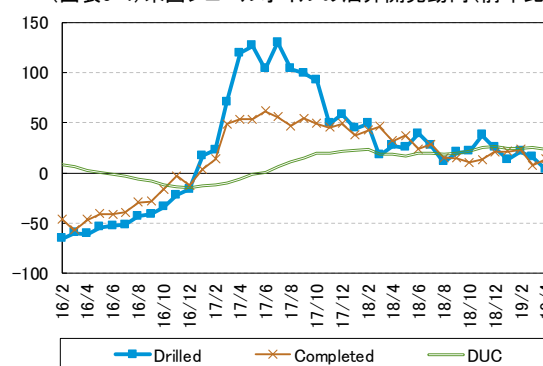
加盟国	2018年10月 参照生産水準	減産目標	19年4月 生産量	19年4月 減産実績
アルジェリア	1,057	合計で -800	1,013	-44
アンゴラ	1,515		1,413	-102
コンゴ	322		335	13
エクアドル	521		528	7
赤道ギニア	124		110	-14
ガボン	185		186	1
イラク	4,654		4,630	-24
クウェート	2,753		2,697	-56
ナイジェリア	1,760		1,819	59
サウジアラビア	10,637		9,742	-895
UAE	3,177		3,060	-117
計	26,705	-	25,533	-1,172
リビア	1,118	適用除外	1,176	58
イラン	3,330		2,554	-776
ベネズエラ	1,206		768	-438
OPEC計	32,359	-800	30,031	-2,328

(出所) OPECの2018年12月7日付プレス資料、
2018年12月・2019年5月月報より明治安田生命作成

ているものの、伸び幅を縮めている（図表6-4）。背景には、2018年末の原油価格下落によってシェール関連の設備投資が抑制されたほか、米国シェールオイル最大の産地であるパーミアン地区の輸送用パイプラインの不足による供給制約が考えられる。ただ、足元での原油価格持ち直しに加え、パイプライン増設計画の進展により、今後もシェールオイルの増産自体は維持されるとみる。

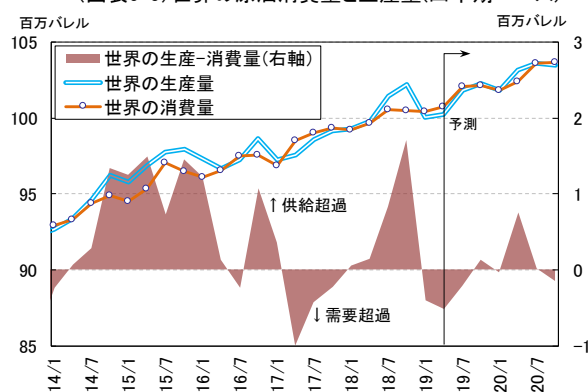
今後については、原油需要が増加するなか、イランの減産といった供給制約により、2019年半ばまでは消費量が生産量を超過するとみられ（図表6-5）、原油価格は上昇傾向で推移するとみる。ただ、米国の緩やかな増産や、サウジアラビアなどの減産緩和を背景に需給のひっ迫は徐々に解消に向かうとみられることから、上昇幅は限定的と予想する。米中貿易摩擦の動向や、OPEC 協調減産の方針次第で価格が大きく振れる可能性があるものの、2019年の原油価格は基本的に55～70ドル/バレルのボックス圏内での推移を予想する。（担当：木下）

％（図表6-4）米国シェールオイルの油井開発動向（前年比）



（出所）EIA

（図表6-5）世界の原油消費量と生産量（四半期ベース）



（出所）EIA

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。