

明治安田生命
2019－2020年度経済見通しについて
～ 「関税第4弾」で正念場を迎える世界経済 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2019年4－6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 0.3%

名目GDP成長率： 2019年度 1.5% 2020年度 0.8%

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。底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移が続くと予想する。
- ②個人消費は、消費増税による悪影響が尾を引く可能性はあるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き緩慢な伸びを維持すると予想する。住宅投資は、駆け込み需要の反動や人口減少を背景とした構造要因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、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、持ち直し傾向で推移すると予想する。設備投資は、海外情勢の不透明感が強まっているものの、人手不足に起因した省力化投資等の下支えによって、緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。輸出は、欧州向けが下押し圧力となり、回復が遅れるとみる。
- ③米国景気は、労働需給の引き締めや企業の増益基調のほか、FRBの予防的利下げなどの効果で内需をけん引役に拡大基調が続くとみるが、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなる可能性が高く、成長ペースは緩やかなものとどまる。欧州景気は、緩和的な金融政策がある程度下支えするものの、米国の保護主義政策や中国景気の減速を背景に停滞感を強めるとみる。中国景気は、財政・金融政策の効果は期待できるものの、貿易摩擦による下押し圧力により、さらなる減速を見込む。

〈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	0.7%	0.8%	0.6%	0.3%	0.5%
成長率寄与度					
・ 内需	0.8%	1.0%	0.7%	0.1%	0.5%
・ 外需	▲0.1%	▲0.2%	▲0.1%	0.2%	0.1%
名目成長率	0.5%	1.5%	1.3%	0.8%	1.0%

※前回は2019年5月時点の予想

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)			→ 予測				→ 予測							
	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%	0.7%	0.8%	0.3%	0.4%	0.7%	0.4%	0.0%	▲ 0.6%	0.1%	0.4%	0.3%	▲ 0.3%	0.3%
前期比年率	1.9%	0.7%	0.8%	0.3%	1.6%	2.8%	1.8%	0.1%	▲ 2.2%	0.4%	1.5%	1.1%	▲ 1.3%	1.0%
前年同期比	1.9%	0.7%	0.8%	0.3%	0.3%	1.0%	1.1%	1.6%	0.6%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.2%	0.4%	0.6%
民間最終消費支出	1.0%	0.5%	1.2%	▲ 0.3%	0.4%	0.1%	0.6%	1.2%	▲ 1.0%	▲ 0.3%	0.5%	0.1%	▲ 0.7%	▲ 0.2%
民間住宅投資	▲ 0.7%	▲ 4.4%	0.2%	▲ 0.0%	1.3%	0.6%	0.2%	▲ 1.4%	▲ 0.5%	0.3%	0.7%	▲ 0.5%	▲ 0.0%	0.1%
民間設備投資	4.6%	3.5%	1.2%	0.9%	2.7%	0.4%	1.5%	▲ 1.0%	▲ 1.6%	1.1%	0.5%	0.8%	▲ 0.4%	0.9%
政府最終消費支出	0.4%	0.9%	0.9%	0.1%	0.7%	▲ 0.1%	0.9%	▲ 0.6%	▲ 0.0%	0.4%	▲ 0.7%	0.2%	1.2%	0.1%
公的固定資本形成	0.5%	▲ 4.0%	3.2%	1.7%	▲ 1.3%	1.4%	1.0%	1.3%	2.0%	0.4%	▲ 0.3%	0.2%	0.1%	0.8%
財貨・サービスの輸出	6.5%	1.5%	▲ 1.8%	2.9%	1.2%	▲ 2.0%	▲ 0.1%	▲ 0.7%	0.1%	0.5%	1.5%	1.4%	▲ 0.5%	1.4%
財貨・サービスの輸入	4.0%	2.1%	▲ 0.7%	1.7%	3.6%	▲ 4.3%	1.6%	0.3%	▲ 1.3%	▲ 0.3%	1.2%	1.1%	0.5%	0.9%
名目GDP	2.0%	0.5%	1.5%	0.8%	0.4%	1.0%	0.4%	0.2%	▲ 0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	▲ 0.3%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	0.1%	▲ 0.2%	0.7%	0.5%	▲ 0.3%	0.1%	0.4%	0.5%	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%	0.7%	0.8%	0.3%	0.4%	0.7%	0.4%	0.0%	▲ 0.6%	0.1%	0.4%	0.3%	▲ 0.3%	0.3%
民間最終消費支出	0.6%	0.3%	0.6%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.7%	▲ 0.6%	▲ 0.2%	0.3%	0.1%	▲ 0.4%	▲ 0.1%
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%	0.6%	0.2%	0.2%	0.4%	0.1%	0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.2%
政府最終消費支出	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	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%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間在庫品増加	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.2%	▲ 0.4%	0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.2%	0.1%
財貨・サービスの輸出	1.1%	0.3%	▲ 0.3%	0.5%	0.2%	▲ 0.4%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.2%	▲ 0.1%	0.3%
財貨・サービスの輸入	▲ 0.7%	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.6%	0.9%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 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	531.9	535.7	540.2	541.7	535.3	539.1	541.5	541.6	538.6	539.1	541.1	542.6	540.8	542.2	
民間最終消費支出	298.8	300.2	303.7	302.9	300.7	301.0	302.9	306.4	303.2	302.2	303.8	304.2	302.1	301.5	
民間住宅投資	16.0	15.3	15.4	15.4	15.5	15.5	15.6	15.4	15.3	15.3	15.4	15.4	15.4	15.4	
民間設備投資	84.4	87.4	88.5	89.3	87.9	88.3	89.6	88.7	87.3	88.2	88.7	89.4	89.1	89.9	
政府最終消費支出	106.4	107.4	108.4	108.5	107.9	107.8	108.8	108.2	108.1	108.5	107.7	107.9	109.2	109.3	
公的固定資本形成	26.0	24.9	25.7	26.2	24.6	25.0	25.2	25.5	26.0	26.1	26.1	26.1	26.2	26.4	
民間在庫品増加	0.8	1.6	1.2	1.1	1.9	2.2	1.8	1.2	1.2	0.6	0.9	1.0	1.2	1.4	
純輸出	▲ 1.2	▲ 1.8	▲ 2.8	▲ 1.7	▲ 3.7	▲ 1.4	▲ 2.9	▲ 3.8	▲ 2.6	▲ 1.9	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 2.2	▲ 1.7	
財貨・サービスの輸出	91.4	92.8	91.2	93.8	93.4	91.5	91.5	90.9	90.9	91.4	92.7	94.1	93.6	95.0	
財貨・サービスの輸入	92.6	94.6	94.0	95.6	97.0	92.9	94.4	94.7	93.5	93.2	94.3	95.4	95.8	96.7	

2. 主要指標予測

	2017年度	2018年度	予測		予測		予測		予測		予測		予測	
			2019年度	2020年度	2018年度		2019年度		2020年度		2020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%	0.7%	1.4%	1.3%	▲ 1.7%	▲ 2.4%	2.9%	▲ 0.7%	1.6%	2.6%	▲ 0.2%	1.1%	2.3%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.7%	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%	1.0%	1.6%	0.6%	0.6%
除く消費増税(前年比)	0.7%	0.8%	0.6%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.4%	0.3%	0.5%	1.1%	0.6%	0.6%
貿易収支(季調値、兆円)	2.4	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1
経常収支(季調値、兆円)	22.2	19.2	20.2	20.1	4.3	4.7	4.8	4.7	5.3	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0
完全失業率(季調値・平均)	2.7%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	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%	▲0.07%	▲ 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%	▲ 0.18%	▲ 0.17%	▲0.01%	▲0.09%	▲0.14%	▲ 0.20%	▲ 0.20%	▲ 0.20%	▲ 0.20%	▲ 0.15%	▲ 0.15%	▲ 0.15%
WTI原油価格(F_{W} /バレル、※)	54	63	59	61	45	60	58	53	52	51	52	52	51	51

※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		予測		予測		予測		予測	
			2019年	2020年	2018年		2019年		2020年		2020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)	2.4%	2.9%	2.2%	1.7%	1.1%	3.1%	2.1%	1.4%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%
	個人消費支出	2.6%	3.0%	2.4%	2.0%	1.4%	1.1%	4.3%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%
	住宅投資	3.5%	▲ 1.5%	▲ 2.1%	0.6%	▲ 4.7%	▲ 1.0%	▲ 1.5%	0.0%	0.3%	0.5%	0.9%	1.5%	2.0%
	設備投資	4.4%	6.4%	2.9%	1.5%	4.8%	4.4%	▲ 0.6%	1.2%	1.5%	1.8%	1.8%	1.7%	2.2%
	在庫(寄与度)	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.5%	▲ 0.9%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.4%	0.7%	▲ 0.7%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	輸出	3.5%	3.0%	0.1%	1.2%	1.5%	4.1%	▲ 5.2%	1.5%	1.3%	1.6%	1.8%	2.0%	2.1%
	輸入	4.7%	4.4%	1.6%	1.7%	3.5%	▲ 1.5%	0.1%	1.7%	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%	2.3%
	政府支出	0.7%	1.7%	2.1%	1.9%	▲ 0.4%	2.9%	5.0%	0.4%	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	2.2%
	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%
ユーロ圏	CPI(総合、※)	2.1%	2.4%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%	1.6%	1.8%	1.9%	2.1%	1.7%	1.8%	1.7%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	1.50%	2.50%	1.75%	1.75%	2.50%	2.50%	2.50%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
	実質GDP成長率(前期比)	2.4%	1.8%	1.1%	1.3%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
	家計消費	1.8%	1.3%	1.0%	1.0%	0.2%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
	政府消費	1.2%	1.1%	2.0%	3.0%	0.7%	0.1%	0.1%	0.5%	0.8%	0.6%	0.9%	0.5%	0.7%
	固定投資	2.9%	3.3%	0.0%	1.0%	1.3%	0.1%	▲ 0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%
	純輸出(寄与度)	0.8%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	輸出	5.5%	3.1%	1.6%	2.4%	1.2%	0.7%	▲ 0.1%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
	輸入	4.1%	3.1%	1.6%	2.9%	1.1%	0.3%	▲ 0.2%	0.8%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
	失業率(※)	9.1%	8.2%	7.6%	7.4%	7.9%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
英国	CPI(総合、※)	1.5%	1.7%	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%
	政策金利(期末値)	0.00%	0.00%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	▲ 0.10%	▲ 0.10%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.8%	1.4%	1.1%	1.1%	0.2%	0.5%	▲ 0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	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。4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋0.4％（年率換算：＋1.8％）と、3四半期連続のプラスを維持した。堅調な個人消費と設備投資に支えられ、内需の寄与が＋0.7％と全体をけん引した格好。今後については、底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移が続くと予想する。

個人消費は、消費増税による悪影響が尾を引く可能性はあるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き緩慢な伸びを維持すると予想する。住宅投資は、増税前の駆け込みの反動や人口減少を背景とした構造要因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、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、持ち直し傾向で推移すると予想する。設備投資は、海外情勢の不透明感が強まっているものの、人手不足に起因した省力化投資等の下支えによって、緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。輸出は、欧州向けが下押し圧力となり、回復が遅れるとみる。

（1）米中貿易摩擦が依然最大のリスク

4－6月期の実質GDP成長率は前期比＋0.4％（年率換算：＋1.8％）と、小幅増だった市場予想（同＋0.1％、年率換算：＋0.5％、当社予想は同＋0.1％、年率換算：＋0.4％）を上回った。堅調な個人消費と設備投資に支えられ、内需の寄与が＋0.7％と全体をけん引しており、中身も良い。今回の結果は、消費増税を目前に控えた政府にとっては、ほっとする結果と言えよう。

もっとも、先行きをみると、楽観的な材料よりも不安要素の方が多い。夏場の個人消費に関しては、夏季賞与の減少、10連休の反動、梅雨明けの遅れなどが下押し圧力となる。企業の設備投資計画にも、米中貿易摩擦の激化懸念が影を落とす。駆け込み需要の影響如何だが、7－9月期の景況感は悪化に向かう可能性が高い。ただ、景気後退はなんとか避けられ、来年度にかけても、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、潜在成長率並みか、やや下回るレベルの緩慢な成長を続けるというのがメインシナリオである。

こうした見通しは、米中貿易交渉の動向次第で大きく変わる。トランプ大統領の関税第4弾の発表は市場を驚かせた。トランプ氏が中国の引き延ばし戦術に業を煮やしていたのは事実だろう。中国にとっては、ここまですれば米大統領選の趨勢を見極めたい。逆にトランプ氏としては、大統領選前に自国有利な決着を得なければ意味がない。いずれはもう一度高関税を振りかざして、中国政府に早期の決断を迫る展開は十分に考えられたわけだが、大阪サミットでの首脳間合意から1ヵ月あまりでの政策転換は、予想を大きく上回る早さだった。

もちろん、高関税が長引くほど米国経済への影響も大きくなる。8月13日、トランプ大統領は年末商戦を考慮し、携帯電話など一部財の関税引き上げを12月15日に延期すると発表した。ただ、今後も中国政府との協議が難航するのは確実で、結局は引き上げざるを得なくなる可能性は低い。トランプ大統領が関税を上げ続け、かつ中国政府が最後まで妥協を拒めば、世界同時不況シナリオの到来であり、この先はトランプ大統領にとっても大きな賭けとなる。

(2) 消費増税の影響が尾を引く可能性も

日本の個人消費は、ここまで比較的底堅い推移が続いてきたが、夏場に入って気になる材料が増えてきている。まずは、夏季賞与の減少である。日本経済新聞社の調査では、全産業の平均支給額が7年ぶりのマイナスとなった(図表1-1)。経団連の調査でも2年ぶりに前年比マイナスとなっている。米中貿易摩擦への不透明感から、賞与の増額に慎重になる企業が増えたのが主因である。

7月の消費者態度指数は前月差▲0.7ポイントと、10ヵ月連続の低下となっている(図表1-2)。収入の伸び悩みは、消費マインドの下押し要素の一つである。実際、家計の節約意識は高まっているようだ。当社が7月に発表した、「夏に関するアンケート調査」によると、「夏休みに使うお金」が昨年から大きく減少、2006年の調査開始以来、最低額を記録している(図表1-3)。金額の変化についても、「減らす予定」と答えた人が14.2%で、「増やす予定」の9.7%を上回る。前者に対し、「減らす理由」を聞いてみると、「今後使う予定があるため」、「貯蓄に回すため」、「消費増税が控えているため」がそれぞれ3割前後に達しているほか(複数回答)、「5月のGW(10連休)に使ったため」とする意見が17%に達しているのも目を引く(図表1-4)。実際、10連休に旅行等でまとまった出費をした家計は、夏休みの消費を抑制するとみられ、7、8月の個人消費統計でそうした影響が見えてくる可能性もある。

「年金2,000万円問題」が話題になっていることで、中長期的な貯蓄への意識が高まっている可能性もある。これ自体、長い目で見れば良いことではあるが、目先の個人消費にとっては押し下げ要因となる。今年の夏に関しては、梅雨明けが去年より1ヵ月遅れたのも大きい。すでに、エアコン等の夏物商品の販売苦戦が伝えられており、8月からの挽回は容易ではない。

消費増税前の駆け込み需要の出足も、前回増税時よりはるかに鈍い。駆け込み需要が弱いということは、反動減も弱いということなので、これ自体悪いことではないが、足元の統計が個人消費の予想以上の基調の弱さを表している可能性も捨てきれない。

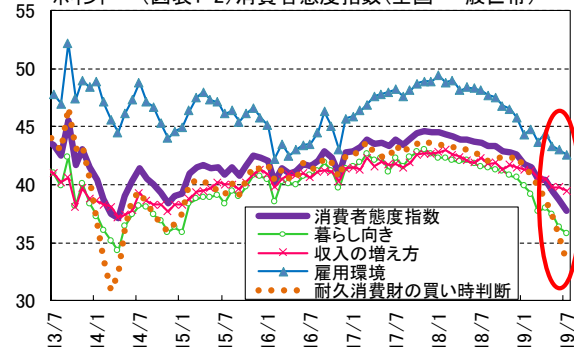
また、消費増税の影響は、駆け込みと反動減とい

(図表1-1)19年夏季賞与の伸び率(対前年夏)

全体	▲ 0.37	非製造業	▲ 0.63
製造業	▲ 0.28	水産	▲ 0.10
食品	▲ 2.79	建設	▲ 1.81
繊維	▲ 4.68	不動産・住宅	▲ 12.37
紙・パルプ	0.40	商社	▲ 2.47
化学	▲ 0.34	百貨店・スーパー	▲ 0.17
医薬品	▲ 0.16	その他小売業	1.70
石油	10.46	鉄道・バス	▲ 1.13
ゴム	▲ 1.10	陸運	1.11
蜜業	▲ 0.90	倉庫・運輸関連	1.32
鉄鋼	▲ 2.01	通信	2.97
非鉄・金属製品	4.13	ガス	▲ 0.72
機械	1.83	ホテル・旅行	▲ 9.09
電機	▲ 1.79	レジャー	▲ 2.21
造船	5.29	マスコミ・出版	▲ 9.09
自動車・部品	▲ 1.00	情報・ソフト	4.76
その他輸送機器	1.85	外食・その他サービス	▲ 1.57
精密機械	▲ 0.21		
印刷	9.26		
雑貨・その他製造	▲ 0.16		

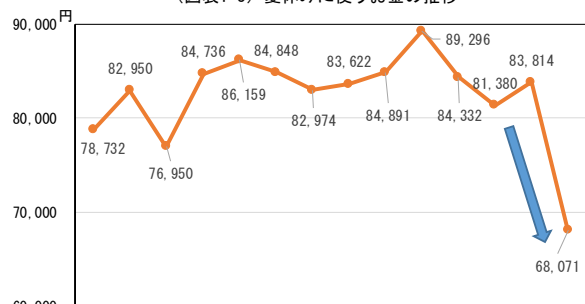
(出所)日経新聞

(図表1-2)消費者態度指数(全国・一般世帯)



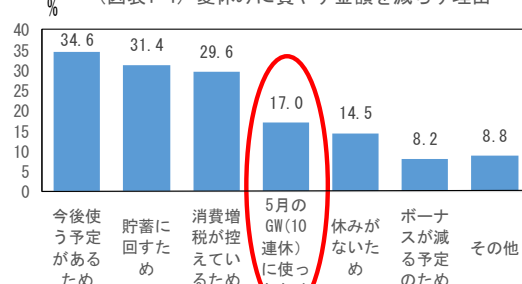
(出所)内閣府「消費動向調査」

(図表1-3)夏休みに使うお金の推移



(出所) 明治安田生命「夏に関するアンケート調査」

(図表1-4)夏休みに費やす金額を減らす理由



(出所) 明治安田生命「夏に関するアンケート調査」

う「異時点間の代替効果」のほか、増税分実質所得が減少するという、「所得効果」としても現れる。1997年の消費増税時に比し、2014年の増税後の低迷が予想以上に大きく、かつ長引いたのは、所得効果が予想以上に大きかったため、背景には急速な高齢化があるというのが当社の見方である。その点、今回も同様の影響が現れるリスクは残る。

現役世帯と退職世帯の家計を比較すると、現役世帯では、受取額の52%が勤め先収入であるのに対し、退職世帯では公的年金給付が受取額の33%を占める(図表1-5)。年金収入は勤め先収入ほど、名目支給額が物価変動に応じて柔軟に変化しない。2014年には、消費増税により消費者物価指数が押し上げられ、名目賃金もプラスとなる一方、老齢年金支給額は、特例水準の段階的な解消もあって逆に前年比でのマイナス幅が拡大していた(図表1-6)。また、人口動態をみると、1997年には総人口の15.7%だった65歳以上人口の占率は、2014年には26.0%まで上昇、すでに人口の1/4強が65歳以上という状況にあった。

高齢化と所得効果の関係を確認するため、ここでは家計調査の市レベルデータを用いて、固定効果モデルによるパネルデータ分析を行なった。具体的には、市レベルの個人消費を年・月次ダミーと、各市データの平均年齢の交絡項、およびコントロール変数である長期金利で回帰している。仮に、高齢化が所得効果を誘発しているとすれば、月次ダミーと年齢の交絡項の係数はマイナスとなる。

結果をみると、係数は2013年11月から2014年3月を除き有意にマイナスであり、高齢化が進んだ市ほど、所得効果が強く発現している様子が示されている

(図表1-7)。また、2014年4月前後で係数が大きく動いており、所得効果が増税アナウンス時よりも、実際の増税実施時より大きく現れている様子も見て取れる。今回の増税については、駆け込みとその反動減という代替効果が抑えられるため、短期的な景気下押し圧力は14年の増税時ほど大きくならないと考えられるが、所得効果の方は、前回同様、ある程度長期にわたり下押し圧力として残る可能性が高い。

ポイント還元やプレミアム商品券等の景気対策パッケージの効果が期待できること、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えること、年末以降新たな景気対策が打ち出される可能性が高いことから、個人消費の失速は避けられるとみるが、20年度にかけ、モメンタムはやや弱まる展開が予想される。

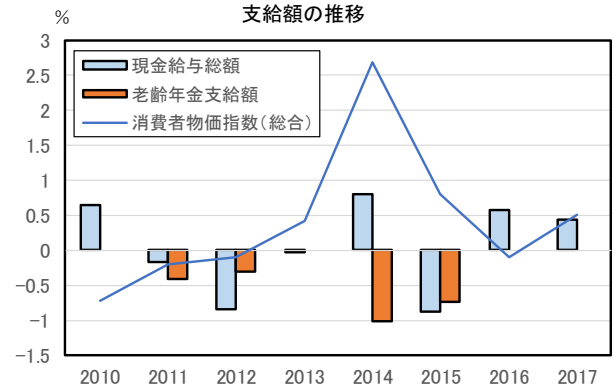
(図表1-5) 現役世帯と退職世帯の収入の比較

	勤め先収入		公的年金給付		預貯金引出	
	実額 (円)	占率 (%)	実額 (円)	占率 (%)	実額 (円)	占率 (%)
世帯主59歳以下、 勤労世帯	566,609	51.9	5,597	0.5	357,364	32.7
世帯主65歳以上、 無職世帯	17,461	3.0	191,872	32.7	239,659	40.9

*いずれも2人以上世帯の2018年平均、1ヵ月当たり。
占率は受取額に占める割合

(出所) 総務省「家計調査」

(図表1-6) 消費者物価指数と給与所得・老齢年金支給額の推移



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、同「年金額の推移」、
総務省「消費者物価指数」

(図表1-7) 固定効果モデルによるパネルデータ分析

回帰式：

$$E_{city,y,m} = B_y \times Age_{city,y,m} + T_{2013[Oct-]-2014[Dec]} \times Age_{city,y,m} + interest_rate_{y,m} + \epsilon_{city,y,m}$$

	係数	標準誤差	t値	p値
$B_{10} \times Age_{city}$	0.229	0.723	0.320	0.752
$B_{11} \times Age_{city}$	-1.426 **	0.703	-2.030	0.042
$B_{12} \times Age_{city}$	-1.057 *	0.633	-1.670	0.095
$B_{13} \times Age_{city}$	-0.633	0.631	-1.000	0.316
$B_{15} \times Age_{city}$	-3.663 ***	0.648	-5.650	0.000
$B_{16} \times Age_{city}$	-3.888 ***	0.792	-4.910	0.000
$B_{17} \times Age_{city}$	-4.180 ***	0.737	-5.670	0.000
$B_{18} \times Age_{city}$	-4.097 ***	0.730	-5.610	0.000
$T_{oct,2013} \times Age_{city}$	-1.968 **	0.856	-2.300	0.022
$T_{nov,2013} \times Age_{city}$	-1.271	0.855	-1.490	0.137
$T_{dec,2013} \times Age_{city}$	0.149	0.858	0.170	0.862
$T_{jan,2014} \times Age_{city}$	-0.592	0.854	-0.690	0.488
$T_{feb,2014} \times Age_{city}$	-0.989	0.857	-1.150	0.248
$T_{mar,2014} \times Age_{city}$	4.129 ***	0.855	4.830	0.000
$T_{apr,2014} \times Age_{city}$	-4.105 ***	0.853	-4.810	0.000
$T_{may,2014} \times Age_{city}$	-4.030 ***	0.855	-4.710	0.000
$T_{jun,2014} \times Age_{city}$	-3.284 ***	0.855	-3.840	0.000
$T_{jul,2014} \times Age_{city}$	-3.036 ***	0.857	-3.540	0.000
$T_{aug,2014} \times Age_{city}$	-3.483 ***	0.862	-4.040	0.000
$T_{sep,2014} \times Age_{city}$	-3.864 ***	0.858	-4.500	0.000
$T_{oct,2014} \times Age_{city}$	-2.538 ***	0.862	-2.940	0.003
$T_{nov,2014} \times Age_{city}$	-3.306 ***	0.867	-3.810	0.000
$T_{dec,2014} \times Age_{city}$	-2.719 ***	0.881	-3.090	0.002
長期金利	-65.375	40.711	-1.610	0.108
観測数		5472		
決定係数 (within)		0.0937		

係数のアスタリスクはそれぞれ、***がp<0.01、**がp<0.05、*がp<0.10を示す

(出所) 明治安田生命作成

(3) 住宅投資は減速傾向の推移を見込む

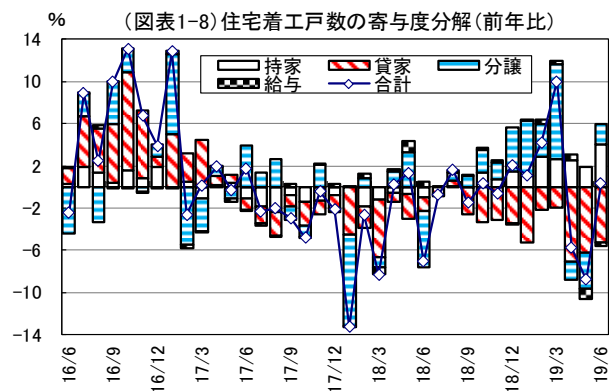
6月の新設住宅着工戸数は前年同月比+0.3%と小幅ながら3ヵ月ぶりの増加となった(図表1-8)。利用関係別には、貸家が同▲12.2%と10ヵ月連続で減少するなか、持家が同+12.9%と9ヵ月連続の増加となったほか、分譲が同+7.8%と、3ヵ月ぶりに増加に転じた。季調ベースでも前月比+2.4%と、3ヵ月ぶりの増加となり、足元では貸家が減少傾向で推移する一方で、持家が底堅く推移する様子が見えがえる。

貸家の減少傾向が続いている点については、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ためとみられる。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。

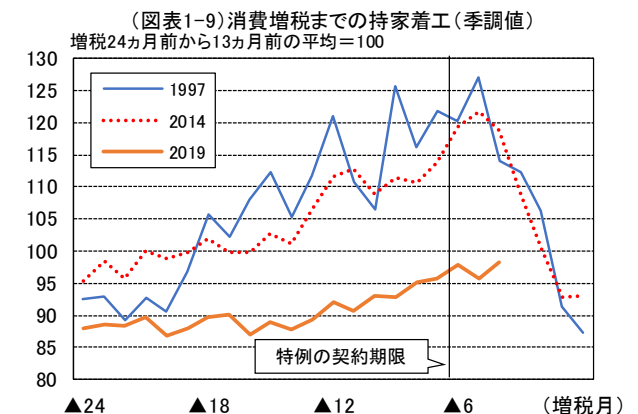
一方、持家については、10月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要の動きがみられる。消費税率に関しては、2019年9月30日までに引き渡しを完了することが、現状の消費税率8%が適用される条件となるが、持家の注文住宅については、3月31日までに請負契約が完了していれば、引き渡し時期にかかわらず、特例として現行の8%が適用される。ただ、過去の2回の消費増税のケースからも持家着工は今後ピークアウトに向かうとみられる(図表1-9)。

昨年末から今年3月にかけての着工増をけん引してきた分譲マンションについては、すでに消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減が顕在化している。分譲マンション等の売買契約でも、壁の色やドアの形状などを特注できる等の契約の場合、3月31日までに契約が完了することで現行税率適用の経過措置が認められるが、着工全体への影響は軽微とみている。マンション価格は、資材価格や用地取得費用の上昇などを背景に、高水準かつ上昇傾向が続いており、購入の難易度は上昇している(図表1-10)。足元ではマンション在庫が高止まりしていることもあり、今後の分譲マンションの着工は低調な推移となると予想する。

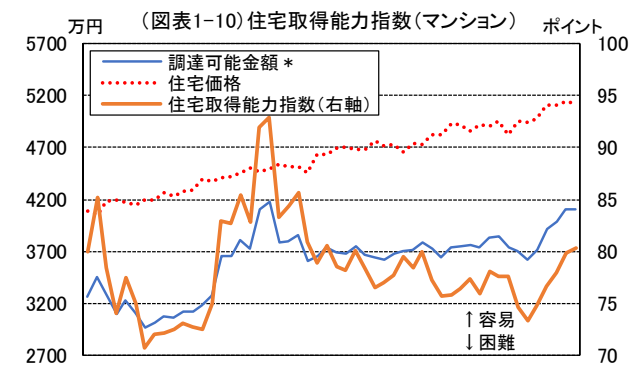
なお、増税前の駆け込み需要については、その影



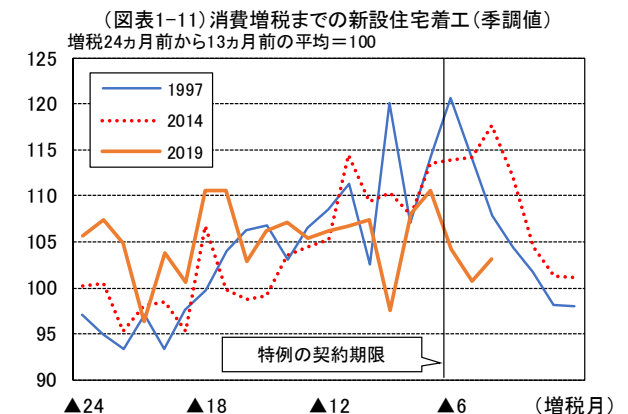
(出所) 国土交通省「住宅着工統計」



(出所) 国土交通省「住宅着工統計」より明治安田生命作成



* 調達可能金額=貯蓄額+住宅ローン借入可能額(35年ローンを前提)
(出所) 国土交通省「不動産価格指数」、総務省「家計調査」等より明治安田生命作成

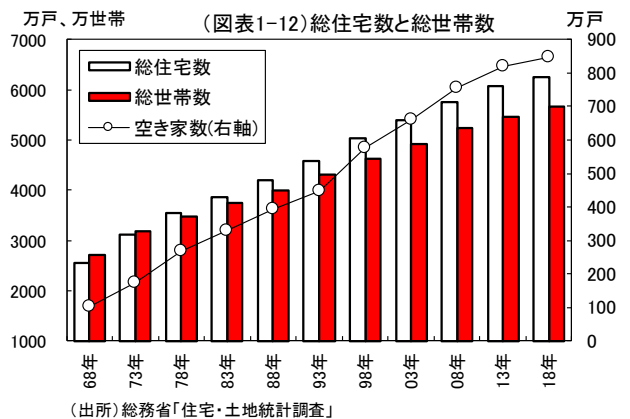


(出所) 国土交通省「住宅着工統計」より明治安田生命作成

響を緩和するための政府の各種対策（住宅ローン減税の控除期間 3 年延長、住まい給付金の拡充、住宅取得資金の贈与税非課税枠拡大など）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と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るとみられる（図表 1-11）。

4 月下旬に総務省が発表した 5 年に 1 度の住宅・土地統計調査（2018 年 10 月時点）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。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、住宅市場の余剰感が高まっている（図表 1-12）。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 年まで増加傾向を維持するものの、増加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、中長期的には人口動態が住宅投資を抑制する度合いが強まっていくと予想する。

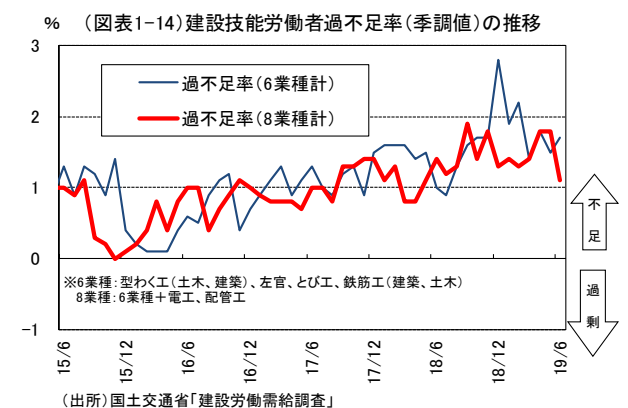
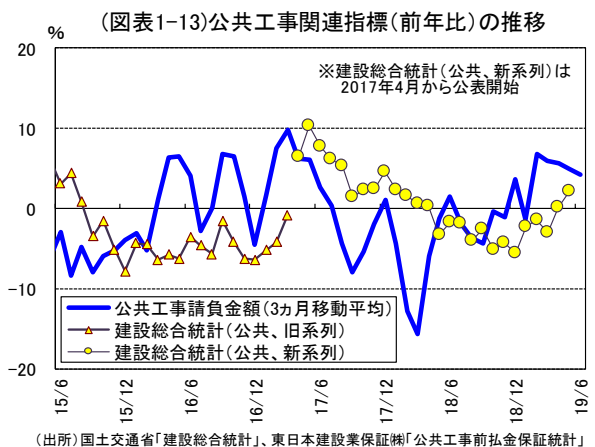
今後の住宅投資は、駆け込み需要の反動、マンション在庫の高止まり、節税対策としてのアパート経営需要の一巡、構造要因などが重しとなり、減速傾向の推移となることが避けられないとみる。2018 年度には約 95 万戸だった住宅着工戸数は、2019 年度は 91 万戸前後、2020 年度は 87 万戸程度まで減少すると予想する。



(4) 公共投資は持ち直し傾向で推移

4-6 月期の公的固定資本形成は、前期比+1.0%と、2 四半期連続のプラスとなった。2018 年度の補正予算、2019 年度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。7 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）では、北海道、近畿、中国、四国の 4 地域で 4 月から公共投資の判断が引き上げられ、「増加している」または「持ち直している」が 4 地域、「高水準」が 3 地域となった。ヒアリング結果によると、2018 年に発生した北海道胆振東部地震や、西日本豪雨などの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」を背景とした受注の増加を見込む声が目立っている。

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みると、4 月に 1 年ぶりに前年比プラスとなり、足元 5 月も 2 ヶ月連続の前年比プラスとなった。出来高に先行する公共工事請負金額（3 ヶ月移動平均）は 5 ヶ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 1-13）。



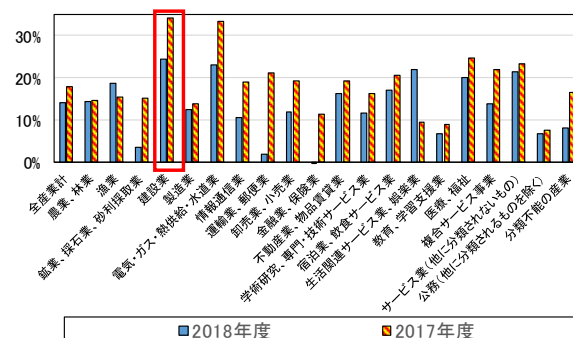
災害復興や国土強靱化のための対策などが公共投資の増加要因となった一方で、人手不足が引き続き下押し圧力となっている。ただ、建設技能労働者過不足率（季節調整値）をみると、昨年9月ごろをピークに、人手不足感の高まりが一服している様子がわかる（図表 1-14）。これについては、少子高齢化の進展で、女性や高齢者を除いた国内の労働人口拡大はほとんど見込めないなか、外国人労働者の雇用拡大が人手不足の解消に働いている可能性がある。業種別に見た場合の外国人労働者数の対前年比の増加幅は、建設業が他業種を上回り（図表 1-15）、外国人労働者数自体も約 6 万 8,000 人と全 20 業種中 6 位となっている。4 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。今後、建設業の人手不足のひっ迫感が緩和することで、公共投資の下押し圧力は弱まるとみる。

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 1-16）。また、内閣府の「経済財政運営と改革の基本方針 2019」に、「海外発の下方リスクに十分目配りし、経済・金融への影響を迅速に把握するとともに、リスクが顕在化する場合には、機動的なマクロ経済政策を躊躇なく実行する」と記載があるところを見ても、今後、大型の補正予算が編成される可能性は高まっている。今後の公共投資は、人手不足のひっ迫感が薄れるなか、政策効果が下支えとなることで、持ち直し傾向で推移すると予想する。

（５）設備投資は緩やかながらも回復傾向を維持

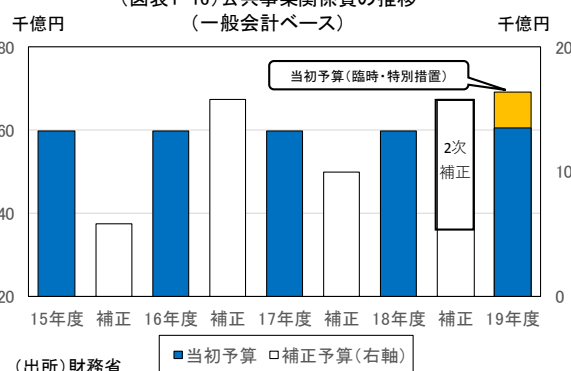
設備投資に先行する主要 3 指標（3 ヶ月移動平均）をみると、機械受注は高水準で推移しているものの、建築物着工床面積（非居住用）、資本財国内出荷（除、輸送機械）はともに足元で大きく落ち込んでいる（図

（図表 1-15）外国人労働者業種別推移（前年比）



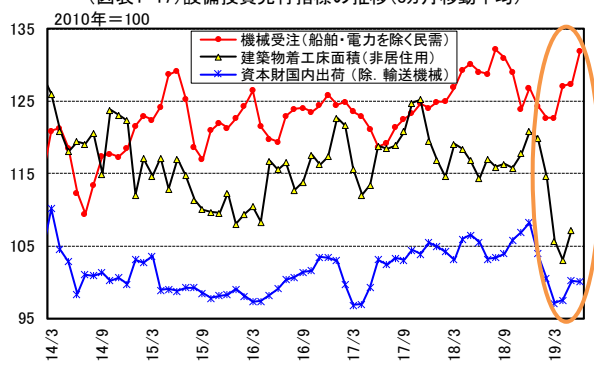
（出所）厚生労働省「外国人雇用状況」の届出状況まとめ

（図表 1-16）公共事業関係費の推移（一般会計ベース）



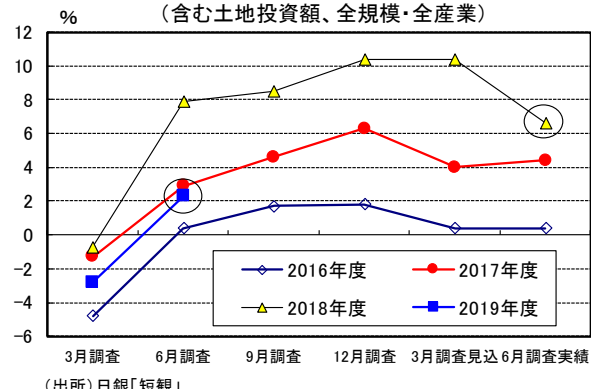
（出所）財務省

（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）設備投資計画（前年度比）（含む土地投資額、全規模・全産業）



（出所）日銀「短観」

表1-17)。背景には、米中貿易摩擦の激化に伴う海外景気減速懸念があるとみている。目先の設備投資は弱含みの推移となる可能性が示されている。

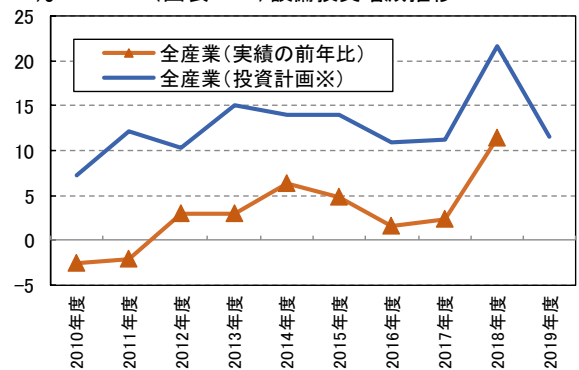
一方、6月調査の日銀短観の設備投資計画をみると、2019年度の全規模・全産業の設備投資計画は、過去最高水準であった2018年度と比べると見劣りするものの、前年度比+2.3%と、増加傾向が維持されている(図表1-18)。また、日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査でも、2019年度の設備投資計画は前年比+11.5%と、こちらからも設備投資計画の底堅さがうかがえる(図表1-19)。

今後については、まず、製造業の設備投資に大きな影響を与える海外情勢は不透明感が強まっている。足元では、8月1日に米国が対中追加関税(第4弾)を発表し、中国も報復措置を表明するなど、米中貿易摩擦は激化しつつある。前述の日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査でも、「米通商政策が企業業績や設備投資にマイナスの影響を与える」と回答した企業は、製造業で約5割にのぼっていることから、今後計画の下方修正につながるリスクがある。

また、国内の中長期的な低成長期待が定着していることも、このところ恒常的な設備投資の抑制要因となっている。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」の直近2018年度調査によれば、実質経済成長率見通し、業界需要の実質成長率見通しも今後5年間に渡り低迷が続く形となっており、上向く兆しは見られない(図表1-20)。前述の全国設備投資計画調査でも、製造業の能力増強投資の比率は、均せば低下傾向で推移しており、企業は今後も能力増強投資に対しては慎重なスタンスを維持する可能性が高い(図表1-21)。もっとも、設備投資計画の底堅さが示しているように、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資の需要は引き続き高いとみられる。また、前述の全国設備投資計画調査では、当年計画の前年計画に対する増減率から実績着地見込みを予測しており、製造業の2019年度の設備投資実績着地見込みも前年比+1.4%とプラス予想となっている。製造業の設備投資は、昨年度ほどの伸びは期待できないものの、均せば増加傾向を維持するとみる。

非製造業の設備投資は底堅く推移しているが、背景には同じく人手不足の高まりを受けた、労働代替的な投資への需要拡大がある。人手不足の度合いという点では製造業を上回る業種が多い。日銀短観で全規模・非製造業の業種別の雇用判断DIをみると、ほぼ一本調子で不足感が強まっており、特に建設や運輸・郵便、宿泊・飲食サービスなどの不足感が強まっている(図表1-22)。今後も人

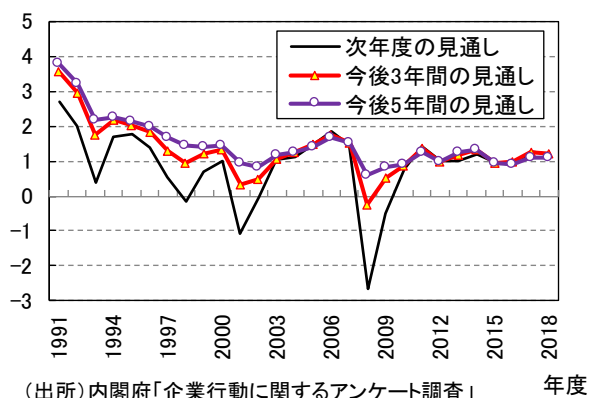
(図表1-19) 設備投資増減推移



※(今年度計画/昨年度実績)

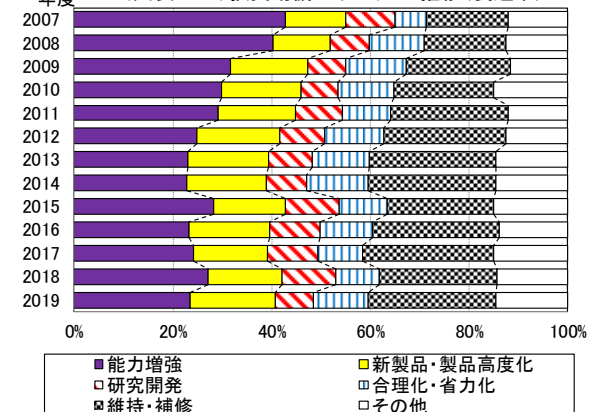
(出所) 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

(図表1-20) 業界需要の実質成長率見通しの推移 (全産業)



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

(図表1-21) 投資動機のウェイトの推移(製造業)



※2018年度までは実績、2019年度は計画ベース

(出所) 日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(大企業)」

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が、非製造業の設備投資を支えるとみている。

来年度にかけての設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、持続的な内需の拡大が見込みにくいことや、米中貿易摩擦の激化による海外景気の先行き不透明感の高まりが下押し要因になるものの、製造業では、設備老朽化に伴う維持・補修への投資などが、非製造業では、人手不足を受けた合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。

(6) 輸出は回復が遅れる

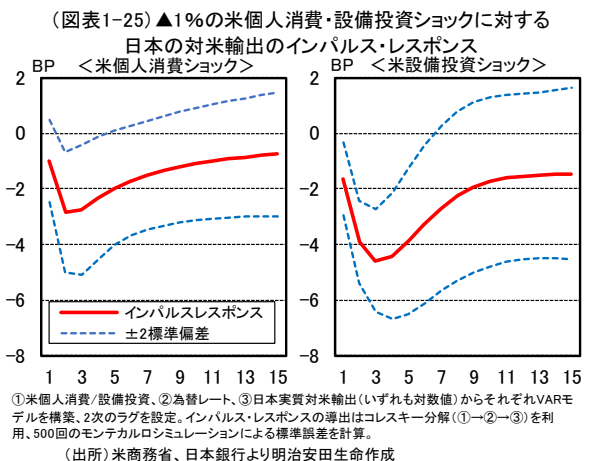
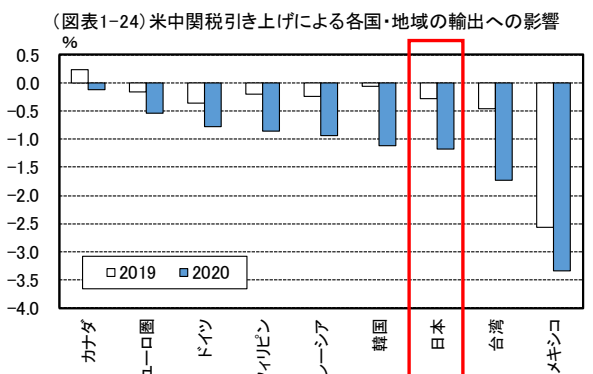
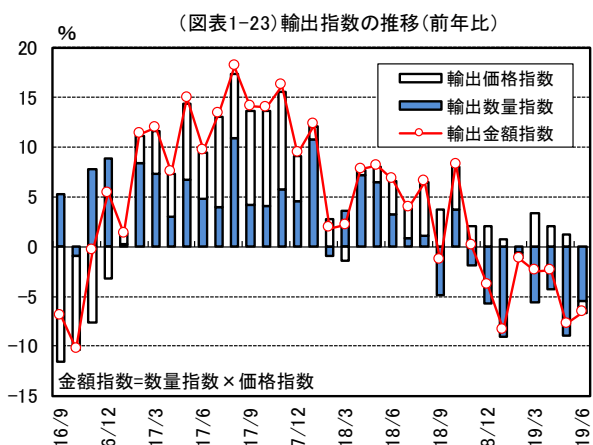
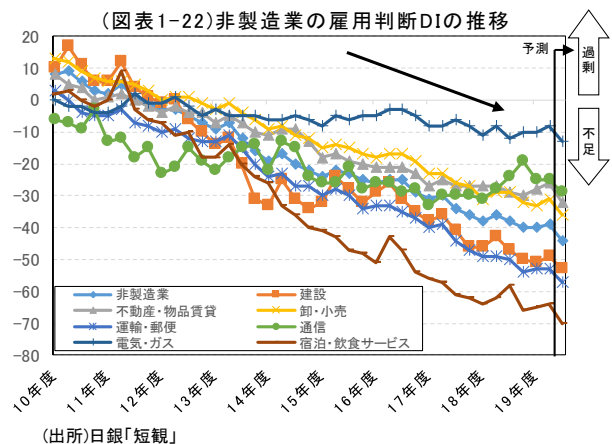
財務省の貿易統計によると、6月の輸出金額は前年比▲6.7%と、7ヵ月連続のマイナスとなった(図表1-23)。輸出の実勢を反映する輸出数量は同▲5.5%と、8ヵ月連続のマイナスとなっており、足元の輸出は弱含んでいる。

目先の世界貿易を取り巻くリスク要因として、米中貿易摩擦の激化の影響が挙げられる。当社経済モデルにより、米国がすべての品目を対象に対中関税を25%まで引き上げ、中国も対抗措置として対米関税を同様の25%まで引き上げた場合、日本の輸出には2019年で▲0.3%、2020年には▲1.2%の下押し圧力がかかる(図表1-24)。▲1.2%程度であれば、短期的な影響はきわめて大きいとは言えないが、モデルによる試算では、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や、消費者の不買運動といった定量化不能な事由は捨象されており、引き続きリスク要因は残る。

地域別輸出数量をみると、これまで堅調であった米国向けの伸び幅が縮小傾向で推移しているほか、EU向けやアジア向けでは前年比マイナスと、全体的に弱めの動きになっている。

対米輸出は、消費財よりも資本財のウェイトが高いため、米国の個人消費の動向よりも設備投資の影響を受けやすい。米国の個人消費と設備投資が対米輸出に与える影響について、ベクトル自己回帰

(VAR) モデルを用いて、それぞれ下振れた場合の輸出のインパルス・レスポンスを見ても、個人消費



については輸出の押し下げ幅が小さく、また、押し下げが有意な期間は消費の下振れから3ヵ月後までと、比較的影響が短期である一方、設備投資が下振れた場合には押し下げ幅が大きく、影響が有意に継続する期間もやや長い（図表1-25）。足元では、米法人税減税の効果逓減による米国設備投資の伸び悩みの影響が下押し圧力となっている可能性が高い。ただ、今後については、「5G（第5世代移动通信システム）」への取組みによる新規設備需要の増大が見込まれることに加え、FRBの予防的利下げも下支えとなるとみられ、米国向け輸出は再び回復傾向に転じると予想する。

アジア向け輸出については、半導体市況の世界的な冷え込みの影響に加え、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下押し圧力となっているとみられる。もっとも、今後については、中国での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の効果などから、中国向け輸出は持ち直すとみる。また、半導体市況についても、WSTS（世界半導体市場統計）によると、2020年の世界半導体市場規模は、データセンタ用設備投資の回復や、5G導入などから、前年比+5.4%と、2019年見通しの同▲12.1%からプラスに転じる予想となっており、世界的な半導体生産拠点であるアジアNIEs向け輸出も、年明け以降、持ち直しに転じると予想する。

一方、欧州向け輸出については、減速傾向が続く可能性が高い。欧州向け輸出のうち1/4程度を占めるドイツ向けについて、連動性の高い独Ifo景況感指数の推移をみると、足元では欧州債務危機当時の2012年以来の低水準にまで悪化しており、欧州景気の冷え込みが輸入需要の減退につながることが示唆される（図表1-26）。英国の「合意なきEU離脱」への警戒感などから欧州の輸入需要は停滞するとみられ、欧州向け輸出は弱い動きが続く可能性が高い。

輸出全体についても、欧州向けが下押し圧力となり、年内の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。ただ、年明け以降は、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善に加え、底堅い米景気に支えられる形で、次第に緩やかな持ち直しへ向かうとみる。

（7）コアCPIの伸びは限定的

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8月以降、前年比+1.0%弱での推移が続いていたが、足元6月では同+0.6%と伸び幅が縮小するなど、物価の上昇圧力は弱い状況が続いている（図表1-27）。

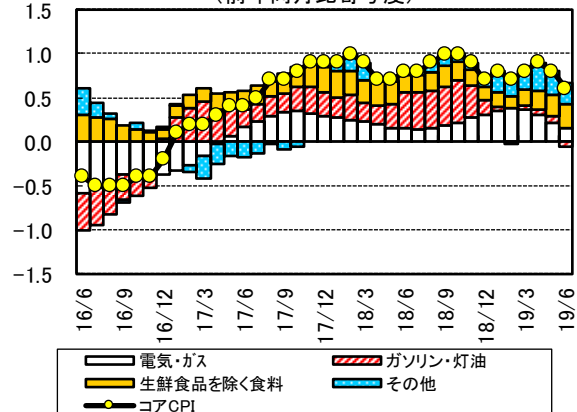
足元のコアCPIの伸び幅の縮小は、原油価格の下落

（図表1-26）対独輸出と独Ifo景況感指数の推移



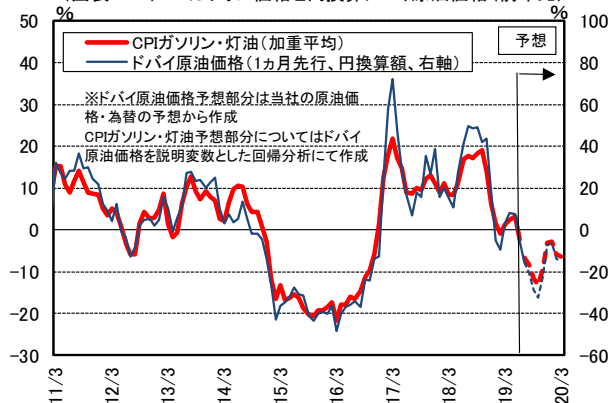
（出所）財務省「貿易統計」、独Ifo研究所

（図表1-27）全国コアCPIの推移
（前年同月比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」

（図表1-28）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

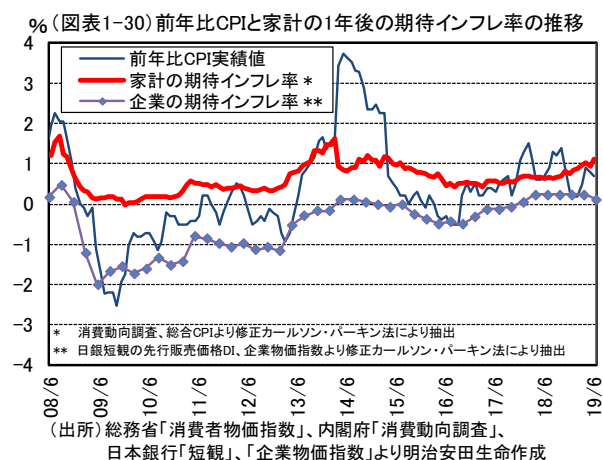
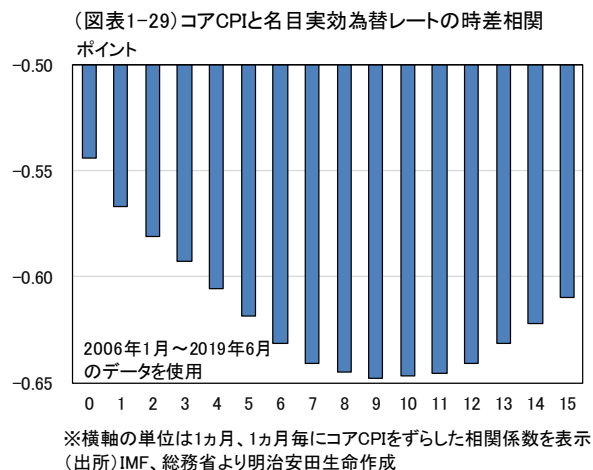
に伴うエネルギー価格のプラス寄与縮小の影響が大きい。原油価格は、2018年10月に、供給過剰懸念や、世界景気の先行き不安を背景に急落し、その後も前年同時期を大きく下回る水準で推移している。今後のガソリン・灯油について、原油価格と為替相場の当社予想（為替は107ドル/円、ドバイ原油価格は60ドル/バレルで固定）をもとに推計すると、目先は前年比マイナスとなる見込みである（図表1-28）。電気代、ガス代についても、原油価格の変動から7ヵ月～9ヵ月程度のラグを伴って推移するため、引き続きプラス寄与幅が縮小した後、秋ごろには、マイナス寄与となる見込みである。

為替相場は、米中貿易摩擦の激化懸念や、FRBの政策転換への思惑などを背景に、4月以降、円高傾向で推移している。為替レートの変化は、輸入物価を通じて、消費者物価に影響を与えるため、円高の効果がコアCPIに現われるまでには時間を要する。コアCPIと名目実効為替レートの時差相関をみると、ラグが9ヵ月のときに最も負の相関係数が高くなる結果となった（図表1-29）。足元の円高に伴う物価押し下げ圧力は、今後数ヵ月にわたって残るとみている。

また、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。通信大手2社が最大4割の値下げが可能としている6月から提供開始の新料金プランを発表した。CPIの算定対象となる携帯電話料金の押し下げ幅は限られたものであったことなどから、6月の携帯電話通信料のコアCPI押し下げは0.03%ポイントにとどまったものの、今後については、順次新料金プランへの切り換えが進むことで、徐々に押し下げ効果が拡大するとみており、携帯電話通信料の値下げによるコアCPIの押し下げ効果は0.1%ポイント程度に達すると見込む。

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。また、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。CPIへの影響については、それぞれコア指数を0.5%ポイント、0.2%ポイント程度押し下げるとみている。

中長期的な物価動向に影響を与える消費者の期待インフレも大きく高まっている様子は見られない。家計の1年後の期待インフレ率を推計すると、6月は前年比+1.1%と、小幅なプラスにとどまっている（図表1-30）。足元で、期待インフレがやや上昇している要因として、消費増税による物価の上昇を消費者が織り込みつつある可能性が挙げられる。従って、増税後は再び低迷するものとみられる。企業サイドでも、2018年以降プラスに転じていたものの、足元では再び低下しており、期待インフレが高まっているとはいえない状況である（再掲図表1-30）。背景には、長期にわたる低成長やデフレ経験、人口減少といった諸要因のもとで、中長期的な成長期待が低迷するなか、企業は値上げに踏み切ることが難しいことがあるとみられ、企業の期待インフレについても弱めの動



きが続く可能性が高い。

今後のコア CPI は、足元の円高の影響が顕在化することや、2019 年 6 月の携帯電話料金の引き下げ、10 月の教育費無償化による下押しにより、消費増税分を含めても上昇は限定的となる可能性が高い。期待インフレ率も高まらないなか、コア CPI は、2019 年度通年では前年比+0.8%（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）日銀が動くのは９月か

7月29, 30日に開催された金融政策決定会合では、金融政策に変更はなかった。今回はFOMC（米連邦公開市場委員会）より1日早い日程だったことで、市場の一部には、利下げが確実視されていたFOMCに先回りして動くのではないかと観測もあったが、結果はすえ置きだった。景気判断も、「基調としては緩やかに拡大している」が維持された。

今回、日銀が動かなかったことに違和感はない。翌日のFOMCで利下げが確実視される状況だったとは言え、会合の直前まで市場は落ち着いており、円買い圧力も抑制されていた。早めの利下げで米景気が下支えされるという市場の信頼が保たれ、「リスクオン」的ムードが続く限りは、日銀が先回りしてまで動く必要はなかった。いかにも慌てている印象を受けるということもあるし、打てる手がいくらでも残っているなら話は別だが、実際はそうではないためである。市場の一部で実施が囁かれていたフォワードガイダンスの射程延長にしても、4月に延長したばかりであり、わずか3ヵ月後に再延長というのでは、見通しの甘さを指摘されかねなかった。どのみち、FRBと日銀の市場に与える力関係を比べたら、9対1くらいでFRBである。FRB要因で相場が大きく動き始めたら日銀に對抗する術はないと言ってよく、先回りして小手先の手当を弄したところで「螳螂の斧」である。

しかし、これは今後も日銀が当面動かないことを意味するわけではない。今回の展望レポートでは、最後の金融政策運営のパートで、「特に、海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との一文が追加された。「モメンタムが損なわれる惧れが高まる場合」とは持って回った言い方だが、黒田総裁は会合後の定例会見で、まだモメンタムが損なわれていない段階でも追加緩和に動く可能性があるという意味だと説明している。時間的にすぐということを保ずしも意味してはいないとも述べたが、黒田総裁がこうしたコンセプトを導入した理由として挙げた、保護主義の高まり、英国のEU離脱の帰趨等は、いずれも差し迫ったリスクになりつつあることから、もはや事実上の緩和予告に近いものがある。

「保護主義の高まり」については、決定会合のわずか2日後に、トランプ大統領が「関税第4弾」を発表した。トランプ大統領が、再び大きく景気にブレーキを踏み込んだことで、FRB（米連邦準備制度理事会）は否応なしにアクセル役を強いられることになりそうである。9月には追加利下げに追い込まれることになるだろう。ECB（欧州中央銀行）も緩和に動く姿勢を見せていることを考えれば、日銀の尻にも火が付く相場展開となる可能性は低くない。10月末にはブレグジットの期限も迫る。おそらく、市場が現時点で織り込んでいるよりも、「合意なき離脱」の可能性ははるかに高い。日本の場合、10月に消費増税も控えている。政府は今後追加経済対策の具体化に着手するとみられ、日銀に協調を求める空気が醸成される可能性もある。次回9月の決定会合で「予防的」に動く可能性はかなり高まったとみている。

考えられるメニューはとりあえず、フォワードガイダンスの射程延長と、長期金利の変動許容幅の拡大である。すでに10年国債利回りは現状の変動許容幅の下限の▲0.2%を超えて推移しているが、日銀は円高容認と受け止められる買い入れ減額を積極的には進めにくい。市場の動きを追認する形

で、上下0.3～0.4%に拡大しよう。すでにマイナス圏に沈んでいる欧州諸国の金利動向次第では、上下0.5%もありうる。ここまで広げると、もはや0%というターゲットが有名無実化するとの声が出てきそうだが、副作用への配慮や、いずれ戻った時の対応方法を考えた場合、ターゲット自体をマイナスに引き下げる決断はしにくいだろう。いずれにせよ実効性という点では大きな期待はできないが、このタイミングで何もしないこと自体が円高要因になる。

より本格的な追加緩和が必要になった場合、とりうる手段が問題となる。日銀が常に気にするのは為替相場だが、すでにマイナス金利を採用しており、日銀サイドから日米金利差を動かす余地が限られているのが苦しい。黒田緩和が「衝撃と畏怖」と称された時代はとうにすぎ、今や、辛抱強く金融緩和を続けて、外部環境の好転を待つのが基本戦略になっている。待ち続ければいずれは米経済が好転し、FRBが利上げに動くことで円安が進行、景況感が好転する、そうなれば日銀も、「これは日銀の金融緩和の効果だ」と誇ることができるわけだが、残念ながら足元の相場環境はそうなっていない。

黒田総裁はこれまでの会見で、追加緩和の手段としては、短期政策金利の引き下げ、長期金利操作目標の引き下げ、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を挙げている。元来た道に戻るだけでは、マーケットインパクトはあまり期待できないが、画期的な新機軸はもはや残されていないのが現実と考えられる。従って、上記の手段をいくつか、あるいはすべて組み合わせたパッケージとして打ち出し、あとは規模で調節するといった手法が考えられる。どのみち、日本の場合、次の景気後退局面では財政が主役にならざるを得ないのが現実である。(担当：小玉、松下、山口、西山)

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

4－6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.1％と、貿易摩擦激化の懸念やグローバル景気の減速などといった悪材料があったなかでも2％弱とされる潜在成長率を小幅ながら上回り、米景気が底堅く推移している様子を示した。

2020年にかけては、雇用環境の改善や企業の増益基調が緩慢ながら続く見込まれるほか、FRBの予防的利下げにより、個人消費や設備投資が緩やかながら増加基調を持続しよう。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回復が続くと予想する。しかしながら、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高く、成長ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

金融政策については、米国発の貿易摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が煽るほか、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ることから、FRBは、2020年春先までに2回程度の利下げを行ない、その後様子見姿勢に移ると予想する。

（1）景気は個人消費をけん引役に底堅く推移

4－6月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率＋2.1％となった。貿易摩擦激化の懸念やグローバル景気の減速などといった悪材料があったなかでも2％弱とされる潜在成長率を小幅ながら上回り、米景気が底堅く推移している様子を示した（図表2-1）。

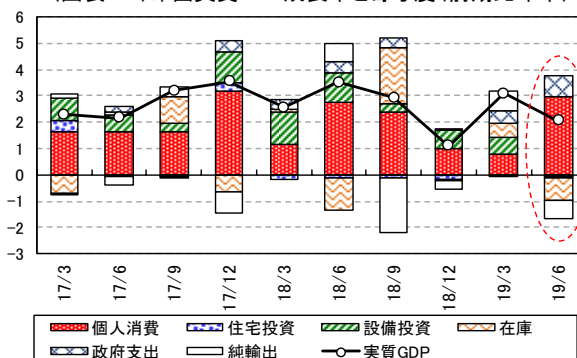
需要項目別にみると、個人消費は同＋1.1％→＋4.3％へと大幅に加速した。個人消費は、昨年末から年初にかけて、政府機関の一部閉鎖や株価

の急落などを背景に停滞した時期があったが、雇用・所得環境の改善が続くなか、株価反発も加わって消費者マインドが回復、堅調な推移に戻ってきた。住宅投資は同▲1.0％→▲1.5％と6四半期連続のマイナスとなった。人手不足や、人口密集地における開発規制などを背景とした魅力度の高い用地の減少といった供給制約に加え、住宅価格の高さなどが重しとなった。設備投資は同＋4.4％→▲0.6％と13四半期ぶりにマイナスに転じた。法人税減税の効果剥落や資本ストックの積み上がりに加えて、米中貿易摩擦やグローバル景気の減速懸念などが要因になったと考える。

純輸出の寄与度は、貿易摩擦や世界景気減速の影響で輸出が同＋4.1％→▲5.2％と3四半期ぶりにマイナスに転じたほか、輸入が同▲1.5％→＋0.1％とプラスに転じた結果、＋0.7％→▲0.7％と2四半期ぶりのマイナスとなった。在庫投資の成長率全体に対する寄与度も＋0.5％→▲0.9％と、4四半期ぶりのマイナスに転じた。

今後の米国景気は、雇用環境の改善や企業の増益基調が緩慢ながら続く見込まれることから、内需をけん引役に回復が続くとみる。しかしながら、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高く、成長ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

％（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) 個人消費は増勢鈍化も景気を下支え

6月の米実質個人消費支出は前月比+0.2%と4ヵ月連続の増加となり、足元の個人消費が底堅く推移している様子を示した。今後も個人消費は増加基調をたどる可能性が高いとみている。

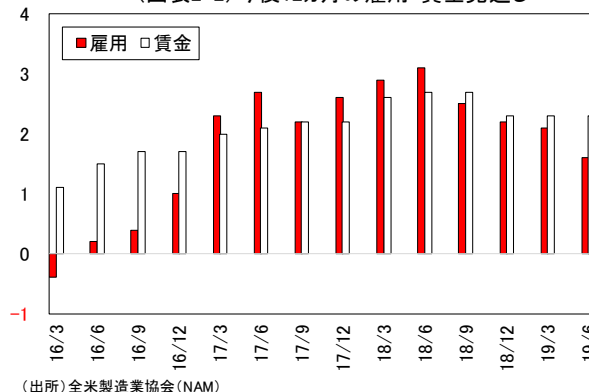
個人消費の先行きを占ううえで最も重要なのは雇用・所得環境の動向である。まず、雇用について、全米製造業協会（NAM）が行なった2019年第2四半期の製造業予測調査で今後12ヵ月の雇用見通しをみると、昨年夏場をピークに幾分鈍化しているものの、増加基調を維持する見方となっている（図表2-2）。ISM雇用指数をみると、昨年夏場以降、製造業に比べて非製造業の方が概ね高水準で推移しており、雇用に対してより楽観的である。ただ、非製造業に比べて、米国発の貿易摩擦による影響を相対的に受けやすい製造業でも雇用増が見込まれていることを踏まえれば、今後も雇用環境は緩やかながら改善基調が続く可能性が高いと考える。

所得については、今後も横ばい圏での推移が続くと予想する。企業の欠員率をみると、足元でピークアウトの兆しがうかがえるが（図表2-3）、過去の水準と比べれば依然として高く、企業の雇用不足感の強さを示している。図表2-4は、欠員率の直近ピークである昨年11月からの変化を業種別にみたものだが、建設業や専門・企業サービス業など、相対的に賃金水準が高めの業種で欠員率が上昇する傾向がみられることから、賃金は一定程度下支えされる可能性が高い。

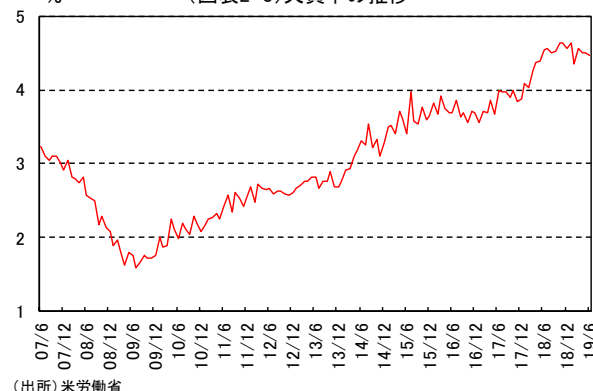
前述のNAMの調査によれば、回答企業が「現在直面している最大の課題」として「質の高い労働力の確保と維持」が1番に挙げられており、企業は必要な人材を思うように確保できない状況にあると考える（図表2-5）。労働需給がひっ迫しているなかでのミスマッチは、賃金の下支え要因となり得る。前掲図表2-2をみると、先行きの雇用見通しは増勢が鈍化する一方、賃金見通しは横ばい圏で推移しており、相対的な賃金の底堅さが示されている。

4-6月期GDP速報と同時に発表された年次改定値では、家計の貯蓄率が上方修正され、足元の

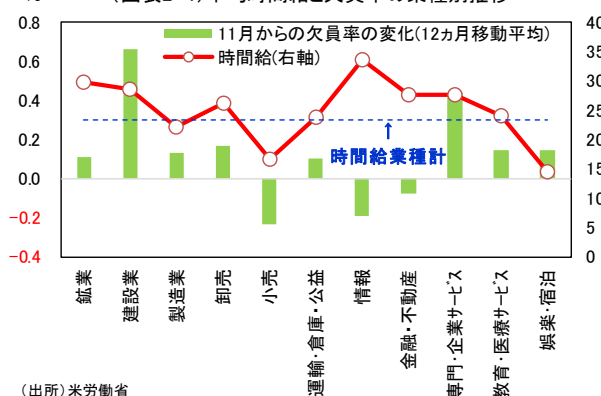
前年比(%) (図表2-2) 今後12ヵ月の雇用・賃金見通し



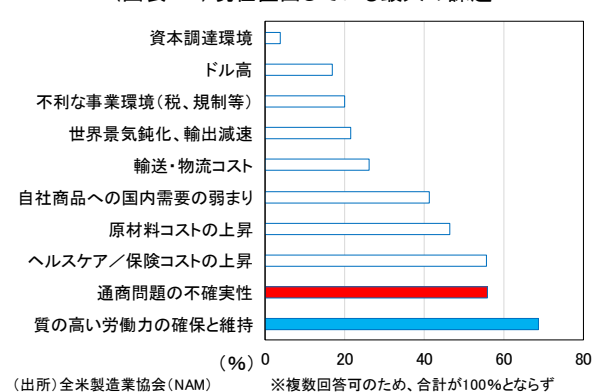
(図表2-3) 欠員率の推移



(図表2-4) 平均時間給と欠員率の業種別推移



(図表2-5) 現在直面している最大の課題



貯蓄率が過去と比べて高水準で推移している様子が示された（図表 2-6）。家計の消費余力がこれまで考えられていたほど小さくなかったことが明らかとなった点も、今後の個人消費にとってポジティブな材料と言える。

今後の個人消費は、昨年ほどの力強さは見込めないものの、引き続き増加基調で推移し、米景気を下支えすると予想する。

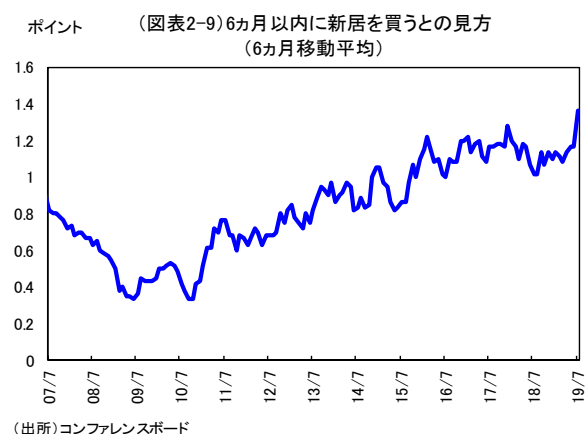
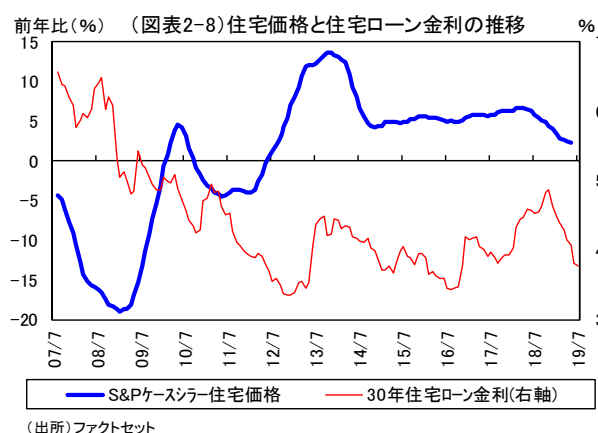
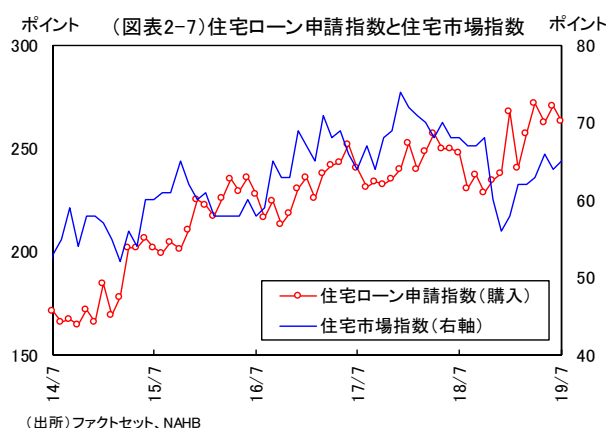
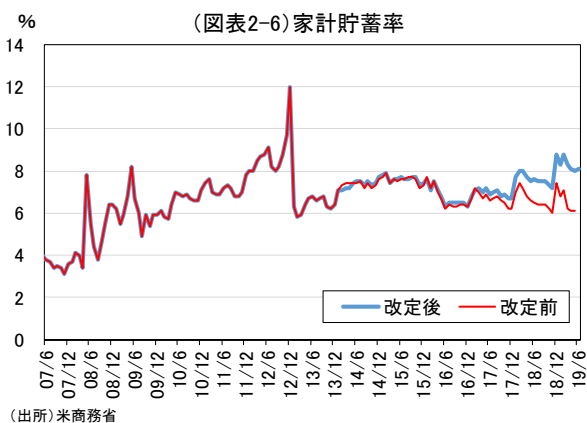
（３）住宅投資は底打ちへ

2018年1－3月期以降、実質住宅投資は減少傾向が続いてきた。しかしながら、足元では住宅関連指標に明るさがみられる。

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、緩やかながら着実に持ち直してきている。また、住宅ローン申請指数（購入目的）も上昇基調にある（図表2-7）。

この背景としてはまず、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（図表 2-8）。FRB が予防的利下げ姿勢を維持するなか、長期金利は当面低位で推移することが見込まれ住宅投資を下支えしよう。また、ここ数ヵ月、住宅価格の伸びが鈍化してきており、住宅取得能力指数が緩やかながら持ち直してきている点もプラス材料となる。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する家計が増加しており（図表 2-9）、住宅投資は次第に底入れに向かうと予想する。

ただ、住宅建設業界からは、住宅用地として魅力ある土地が不足しているとの声が聴かれるほか、引き続き人手不足も問題となっており、供給制約は解決していない。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。中長期的にも、住宅投資に力強い回復は期待しにくく、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。



(4) 設備投資は緩慢な伸びにとどまる見込み

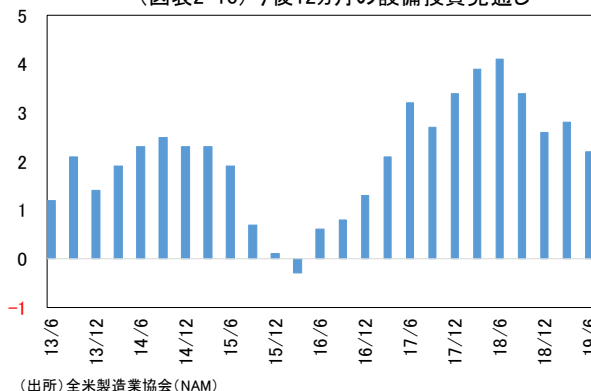
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は、昨年夏場以降、鈍化傾向で推移し、直近6月は前年比+0.1%までプラス幅が縮小した。昨年の法人税減税効果の剥落や、国際課税の変更を受けて膨らんだ海外子会社利益の国内還流額縮小といった税制要因のほか、米国発の貿易摩擦激化も投資マインドに影を落としている。

前述の製造業予測調査でも同様の傾向がみられる。回答企業に、「現在直面している最大の課題は何か」と聞いたところ、「質の高い労働力の確保と維持」との回答に次いで「通商問題の不確実性」が挙げられている（前掲図表2-5）。「世界景気鈍化、輸出減速」や「原材料コストの上昇」などといった、通商問題が間接的に影響を与えそうな項目も含めれば、企業経営にもたらす悪影響はより大きいということになる。発表元のNAMも、「世界景気の減速と貿易面での不確実性が需要の伸びを弱めている」と指摘している。同調査で今後12カ月の設備投資見通しをみると、2018年第2四半期をピークに緩やかながら減速基調をたどっており、2017年第1四半期以来の低水準にとどまった（図表2-10）。設備投資の増加を見込む向きが減少を見込む向きを上回っていることから（図表2-11）、今のところ設備投資の腰折れは避けられそうだが、貿易摩擦は来年の大統領選に向けて継続する見込みであり、今後も協議の行方に左右される展開が続くそうである。

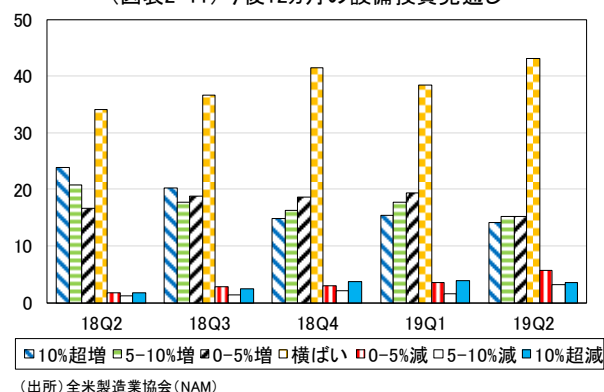
投下した資本から得られる果実が少なくなっている点も設備投資の重しとなっている。企業利益を資本ストックで除して求めた資本収益率は、設備投資の動きに1年程度先行する傾向がみられるが、ここ数年は資本ストックの積み上がりもあって緩やかな低下傾向で推移している（図表2-12）。資本収益率の低下は保有資産からのリターンが減少していることを示しており、企業が設備投資を増やそうとする意欲を低下させる結果に繋がる。2017、18年に多少上向いているのは、トランプ大統領の減税策を反映した面もあろう。ロイター調査によれば、2019年の企業業績は前年比で鈍化が見込まれているほか、Blue Chip調査でも2019、2020年の企業業績はともに2%近傍の低い伸びにとどまるとの見方となっており、設備投資の力強い増加は見通しにくくなっている。

一方、設備投資にとってポジティブな材料もある。7月FOMCでは、海外景気の減速や貿易摩擦に伴う先行き不透明感の高まり、インフレ圧力の弱さなどを背景に予防的に25bpの利下げが

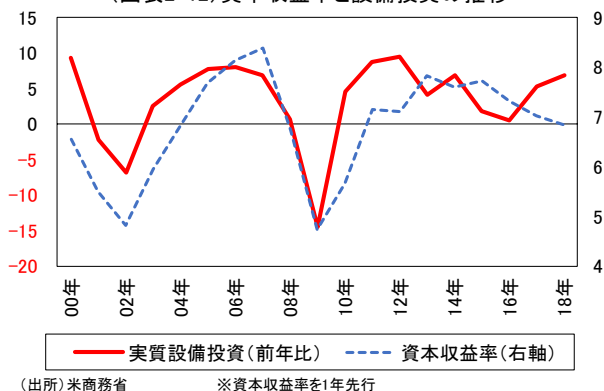
前年比(%) (図表2-10) 今後12カ月の設備投資見通し



前年比(%) (図表2-11) 今後12カ月の設備投資見通し



(図表2-12) 資本収益率と設備投資の推移



行なわれた。

また、7月22日、トランプ大統領と与野党の議会幹部は、連邦政府の債務上限を2021年7月まで停止することと、2020, 2021 財政年度の裁量的経費を2年間でおよそ3,200億ドル増やすことで合意した。仮に、前者について合意できなかった場合、米政府は各種支払いに支障をきたし、政府機関の再閉鎖や年金・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、デフォルトに陥るリスクがあった。後者についても、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可能性があった（図表2-13）。こうした政治面での不透明要因が払しょくされたことも設備投資を下押しする材料がなくなったという点で明るい材料と言える。

もっとも、先述のとおり、企業は貿易摩擦の動向を注視しており、先行き不透明感が燦る限り、積極的な投資に踏み出しにくいと考える。設備投資は緩慢な伸びにとどまると予想する。

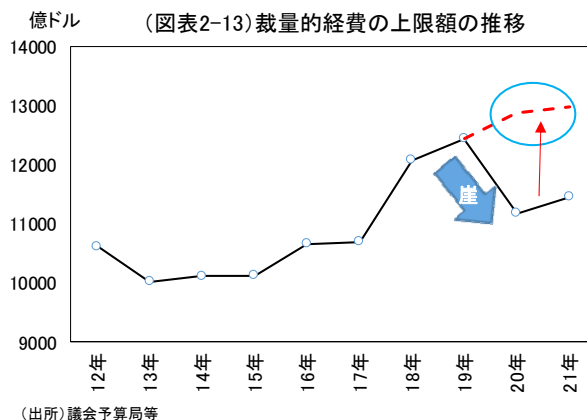
（5）純輸出はマイナス寄与継続へ

5月にトランプ米大統領は、対中輸入品およそ2,000億ドルに対する関税第3弾を強化すべく、これまで10%だった関税を25%へと引き上げたほか、9月から関税第4弾として対中輸入品の残り約3,000億ドルについても10%の関税を賦課する方針を示した（その後一部を12月15日に延期）。

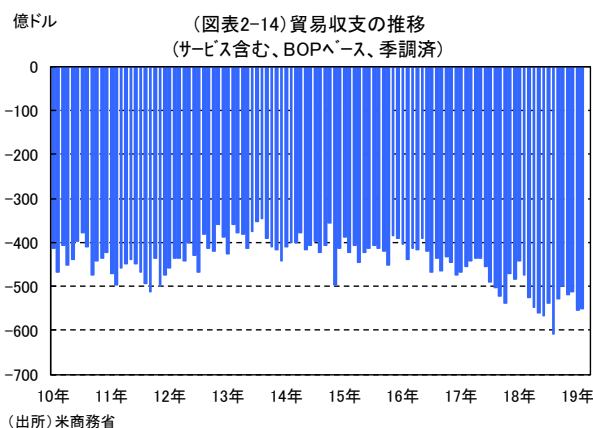
昨年7月に関税第1弾が実施されて以降、米中間で関税引き上げ合戦が繰り広げられてきたが、トランプ大統領がめざす貿易赤字の是正は実現していない。むしろ、赤字額は大統領に就任した2017年1月以降、拡大傾向で推移している（図表2-14）。足元では、世界景気の減速や自ら主導する貿易摩擦の影響などにより米国の輸出、輸入はともに増勢が鈍化しているが、輸入以上に輸出の伸びが弱まっている結果、赤字拡大に繋がっている。

最近の貿易赤字額の推移を国・地域別にみると、対中赤字は今年に入り縮小傾向にある一

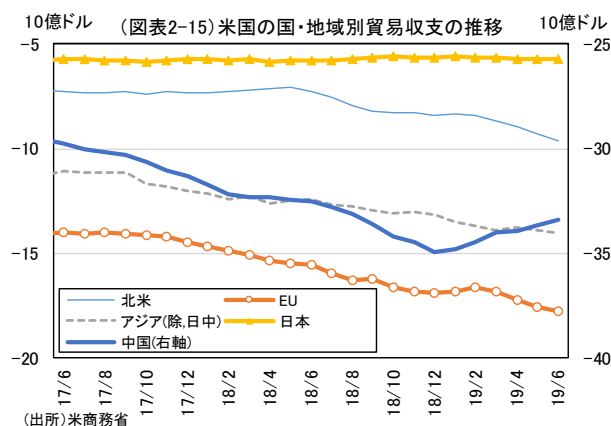
（図表2-13）裁量的経費の上限額の推移



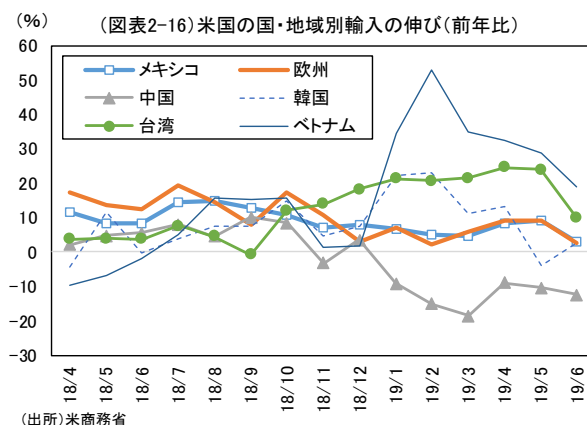
（図表2-14）貿易収支の推移
（サービス含む、BOPベース、季調済）



（図表2-15）米国の国・地域別貿易収支の推移



（図表2-16）米国の国・地域別輸入の伸び（前年比）

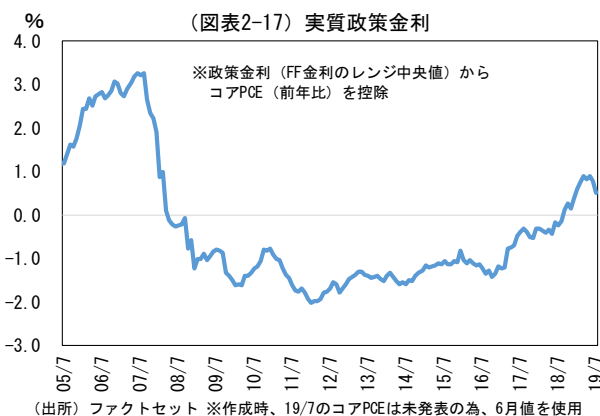


方、北米や EU、アジア向け（除く日中）が増加している（図表 2-15）。輸入については、対中国の減少が続く一方、NAFTA の再交渉が行なわれたメキシコや、通商交渉で為替条項の導入が求められた韓国、そのほかにも台湾やベトナムからの輸入が増加している（図表 2-16）。企業が部品や商品の調達先を中国から韓国や台湾などそのほかの国に切り替えているほか、ベトナムなどを経由した迂回輸出も増えているようだ。ベトナム商工省によれば「ベトナム製品と偽った貿易の不正行為が増えている」とのことであり、対米黒字拡大の一因となっている。トランプ大統領は、迂回輸出を取り締まらなければベトナムにも制裁関税を課す方針を示しているほか、5 月に公表された半期に一度の為替報告書では、監視対象国にベトナムが加えられるなど、米国発の貿易摩擦がアジア諸国にも飛び火しつつある。

そもそも、貿易収支（正確には経常収支）は一国の貯蓄投資構造に左右される面が大きい。米国では民間部門が貯蓄超過である一方、政府部門が投資超過であり、後者の貯蓄不足分を前者の貯蓄超過分で賄えない結果、海外部門に依存する状況が続いている。トランプ大統領は、大規模減税やインフラ投資の拡大を実施してきたが、米議会予算局（CBO）の試算では、それによって米国の今後の財政赤字は拡大傾向をたどる見通しである。インフラ投資については、トランプ大統領、民主党ともに前向きな姿勢を示していることから、今後財政赤字の規模が予算局の試算以上に拡大するリスクもある。FRB の予防的利下げによって個人消費や設備投資も下支えされる可能性が高く、輸入は増加基調を持続しよう。一方、世界景気の減速が見込まれるほか、貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから輸出は緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

（6）FRB は追加利下げへ

7 月 30, 31 日開催の FOMC では、政策金利である FF レートの誘導目標レンジを市場予想どおり 25bp 引き下げ、2.00–2.25%に変更することを決定した。バランスシートの縮小停止時期についても、これまで9月末としていたものを8月に変更し、金融緩和の効果を高めるべく、利下げと同時に前倒しで実施することを発表した。声明文では、「経済見通しに対する新たな情報の影響を注意深く監視し続け、適切に行動する」と前回声明の文言を踏襲することで、今後も予防的利下げを継続する姿勢を示した。パウエル議長は記者会見で、足元の米国景気の底堅さについて繰り返し言及しつつも、グローバル景気の減速、貿易摩擦問題、インフレが目標を下回る状況などに懸念を示した。今後については、下振れリスクが顕在化しないよう調整を行なう必要があり、データやリスクの状況を注視していくとしている。足元の米国景気は底堅く推移しているものの、景気の下振れリスクを注視した政策運営を行なうスタンスが改めて確認された形である。現状、実質ベースで見た FF レートはプラス圏で推移しており（図表 2-17）、金融政策は引き締め気味の状態にあるが、今後の追加利下げによって実質 FF レートをほぼニュートラルまで引き下げるとみている。今後は、2020 年春先までに 2 回程度の追加利下げを行ない、その後は様子見姿勢に移ると予想する。（担当：大広）



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

4－6月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.2％と、1－3月期の同＋0.4％から減速した。海外景気の減速を背景に輸出が鈍化したことに加え、米国を中心とする貿易摩擦の激化が景気の先行き不透明感を高め、企業の設備投資に下押し圧力を加えたとみられる。今後については、ECB（欧州中央銀行）による金融緩和が景気を下支えするとみるものの、米国の保護主義政策や中国景気の減速を背景に、景気は停滞感を強めるとみる。個人消費は、消費マインドの悪化を背景に、回復ペースが鈍化するとみる。固定投資は、引き続き貿易摩擦への警戒感が企業マインドの重しとなるほか、輸出の回復ペースが鈍いことが設備稼働率の低下につながり、減速するとみる。輸出は、海外景気の減速に伴い、緩やかな伸びにとどまると予想する。ECBは、9月の理事会でマイナス金利の深掘りと金利階層化を実施するとみる。また、年内には資産購入策が再開され、国債以外にETFなども購入対象になると予想する。

英国は、ボリス・ジョンソン新首相就任により、「合意なき離脱」に至るリスクが高まっている。家計や企業のマインドは悪化しており、景気も減速していることから、BOEは2020年にかけて、利下げを実施すると予想する。

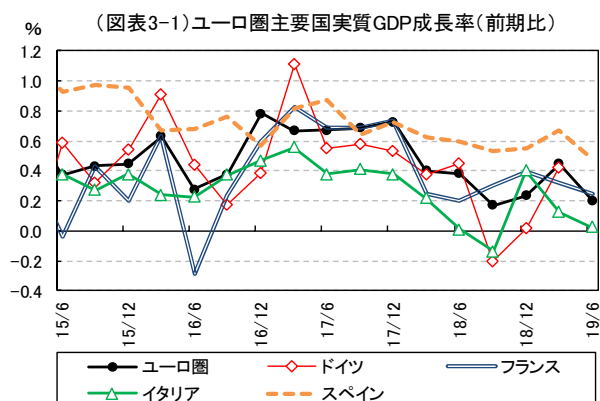
（１）ユーロ圏景気は停滞感を強めると予想

4－6月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比＋0.2％と、前期の同＋0.4％から減速した（図表3-1）。国別の成長率をみると、フランス（同＋0.3％→＋0.2％）、イタリア（同＋0.1％→＋0.0％）、スペイン（同＋0.7％→＋0.5％）と、主要国がいずれも減速した。執筆時点では未公表のドイツも、米中貿易摩擦の激化を背景に、成長率は鈍化した可能性が高い。

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）をみると、7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46.4と、6ヵ月連続で50を下回った。製造業景況感が悪化している背景には、米国を中心とする保護主義の動きや中国景気の減速など、海外景気の先行き不透明感が高まっていることがある。

ユーロ圏景気の先行きは、英国のEU離脱問題や、米中通商協議の行方に左右される状況が続くとみられる。英国のEU離脱については、ボリス・ジョンソン首相のもと、10月31日に合意なき離脱が実施される可能性が高まっている。米中貿易摩擦は、8月1日に米トランプ大統領が3,000億ドル相当の中国製品に10%の追加関税を宣言したことで、一段と激化している。今後のユーロ圏景気は、ECBによる金融緩和が一定の下支えとなるとみるも、米国の保護主義政策や中国景気の減速、ブレグジットの混迷などを背景に、停滞気味の推移が続くと予想する。



（出所）ユーロスタット

（２）個人消費は鈍化を予想

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、４－６月平均では前年比＋１.９％と、１－３月平均の同＋２.３％から減速した。現時点では未発表のGDPベースの４－６月期の実質個人消費も、同様に減速したとみられる（図表３-２）。

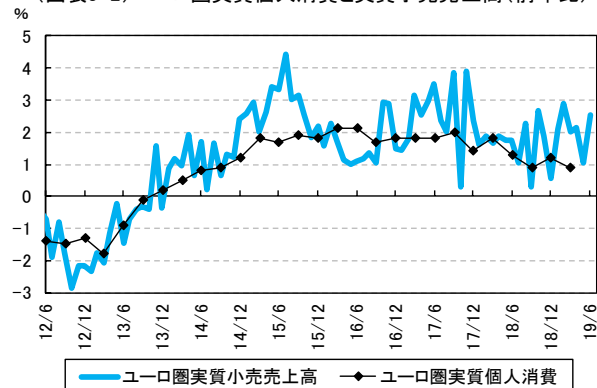
個人消費の重要な決定要因である雇用環境は、これまでの改善トレンドに頭打ち感が出ている。６月のユーロ圏失業率は７.５％と、２００８年７月以来の低水準となったものの、ユーロ圏のなかで最低水準を誇っていたドイツの失業率は、５月に４.９％→５.０％（ドイツ独自基準）と、２０１３年１１月以来の悪化に転じた。企業の採用意欲をみると、製造業を中心に２０１８年末以降、悪化が続いている（図表３-３）。製造業の採用意欲低下の背景には、英国のEU離脱問題や米国の保護主義政策などの政治的要因や、中国向け輸出の減少などが考えられ、特に製造業のウェイトが大きいドイツなどの国々で労働需給の緩和に繋がっているとみられる。

貯蓄率に目を向けると、家計貯蓄率は２０１８年１－３月期を底に一貫して上昇を続けており、２０１９年１－３月期には１２.６％と、２０１４年７－９月期以来の水準にまで上昇した（図表３-４）。貯蓄率が短期間で上昇した背景には、米トランプ政権が世界各国に向けて仕掛けている貿易摩擦の激化があるとみられる。米国は、EUなど同盟国に対しても保護主義的な態度を崩していない。また、米国の対中関税品目は、すべての中国製品に拡大することが発表されている。こうした米国の行動が、景気の先行き不透明感の高まりを通じ、家計の消費スタンスを慎重化させている可能性がある。

ECBのドラギ総裁は７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、近い将来の利下げを示唆した。また、量的緩和策の再開も理事会内で議論したと述べており、ECBは年内にマイナス金利の深掘りとともに、量的緩和策の再開に踏み切ると予想する。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、ECBの追加緩和措置は再び雇用環境を下支えするとみられる。

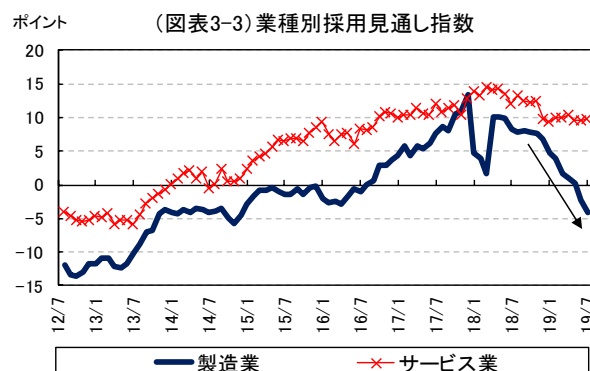
一方、企業の採用意欲については、米国の保護主義政策の高まりや中国の景気減速などを背景に、製造業を中心に悪化傾向が続くとみられる。家計の貯蓄性向についても、米国の保護主義政策を背景に、世界景気の先行き不透明感が漂うなか、低下する展開は見込みづらい。ECBによる追加緩和が雇用環境の下支えになるとみるものの、総じて見れば、個人消費の伸びは鈍化すると予想する。

（図表３-２）ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高（前年比）



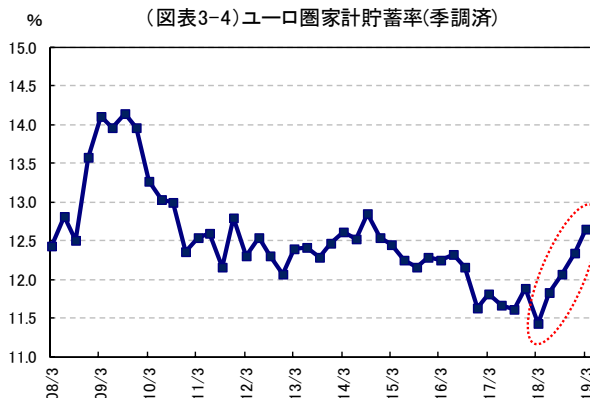
（出所）ユーロスタット

（図表３-３）業種別採用見通し指数



（出所）欧州委員会

（図表３-４）ユーロ圏家計貯蓄率（季調済）



（出所）ユーロスタット

(3) 固定投資は停滞を予想

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は、2018年後半から前年比マイナスの推移が続いている。現時点では未発表のGDPベースの固定投資も、4-6月期は前年比で減速したとみられる（図表3-5）。

米国による関税引き上げや中国景気の減速は、輸出の減速や海外売り上げの減少を通じ、企業収益の悪化につながっている。2018年時点で、ユーロ圏の輸出依存度は46%と、他の先進国・地域に比し高い（米国：12%、日本：18%）。営業余剰の伸びは、2018年以降、伸び幅が縮小傾向で推移している（図表3-6）。国別ではドイツの減速が著しく、外需の伸び鈍化が影響していると考えられる。

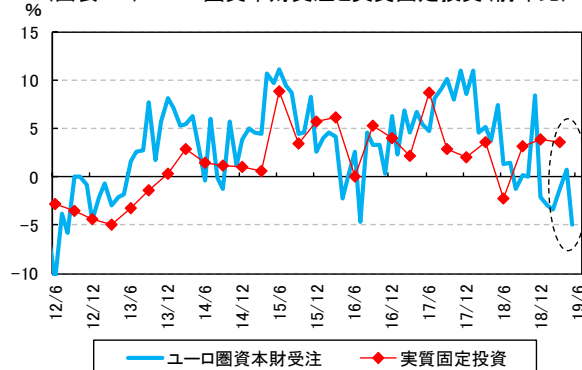
一方、銀行貸出は、ECBがこれまで実施してきた金融緩和策を背景に、増加傾向で推移している（図表3-7）。2019年9月からは、TLTRO3（標的型長期資金供給オペ第3弾）が始まり、期間内に企業向け融資を一定規模以上拡大した場合には、ECBからマイナス金利での借入れが可能になる。加えて、ECBは年内にマイナス金利の深掘りや量的緩和策の再開など、追加緩和策を打ち出すとみられ、金融政策の面から銀行貸出はサポートを受ける。

今後の設備投資については、金融政策が企業向け融資を下支えすることがサポート要因になるが、先が見えない米中貿易摩擦や減速感を強めつつある中国景気など、景気の先行き不透明感は依然根強く、ドイツなどを中心に停滞気味の推移が続くと予想する。

(4) 輸出は緩慢な回復にとどまる

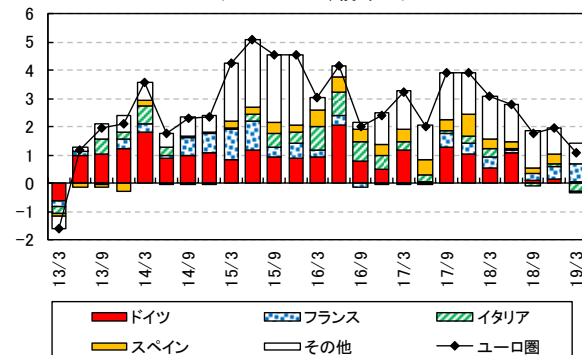
輸出数量は、米国向けは緩やかな伸びを保つ一方、英国向けや中国向けが減少、全体としては横ばいで推移している（図表3-8）。英国向けについては、元々のEU離脱期限であった2019年3月に関税復活前の駆け込みで大きく増加したが、その後は反動減が顕在化している。英国は、ジョンソン新首相のもと、合意なき離脱に至る可能性が高まっている。合意なき離脱に至った場合は、EUとの間に関税が復活し、EU-英国間の貿易は減少に転じるとみられる。10月末の合意なき離脱がいったんは回避されたとして

（図表3-5）ユーロ圏資本財受注と実質固定投資（前年比）



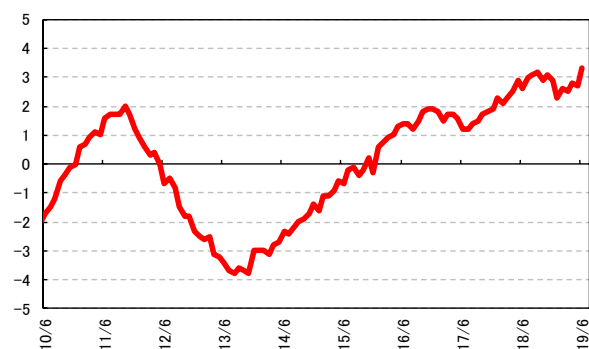
（出所）ECB、ユーロスタット

（図表3-6）ユーロ圏の営業余剰と主要国別寄与度（GDPベース、前年比）



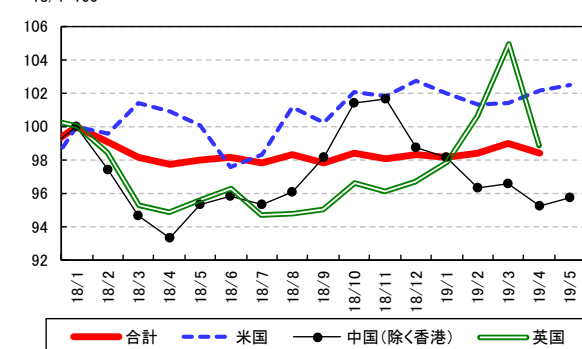
（出所）ファクトセット

（図表3-7）非金融企業向け貸出額の推移（前年比）



（出所）ECB

18/1=100（図表3-8）ユーロ圏輸出数量指数（3ヵ月平均）



（出所）ユーロスタット

も、EU離脱時期や条件の決定が先送りされるのみであり、先行き不透明感は払拭されず、輸出が回復に向かう可能性は低いとみられる。

中国向けは、2018年11月をピークに足元まで減少傾向が続いている。中国向け輸出が減少している背景には、中国景気の減速に加え、中国の自動車市場が減税効果の剥落により縮小していることなどがある。最近では、燃費の良い日本車が選好される傾向が強まるなど、欧州車は苦境に立たされている。中国の新車販売台数をみると、2019年1－6月累計で日本車は前年同期比＋4.4%と伸びた一方、ドイツ車は同▲5.0%と減少している。

今後、米国向け輸出は、米国景気が底堅く推移することに伴い、緩やかな伸びを保つとみられるものの、中国向けや英国向けは減速傾向で推移しよう。中国政府は景気対策を強化しているが、恩恵を受けるのはインフラ開発関連のいわゆる「オールド・エコノミー」関連業種が中心であり、欧州の輸出が得る恩恵は限定的なものにとどまる可能性が高い。米国向け輸出が堅調を保つ一方、英国向け、中国向け輸出が減速することにより、ユーロ圏の輸出は緩慢な回復にとどまると予想する。

（５）ECBは年内に追加緩和へ

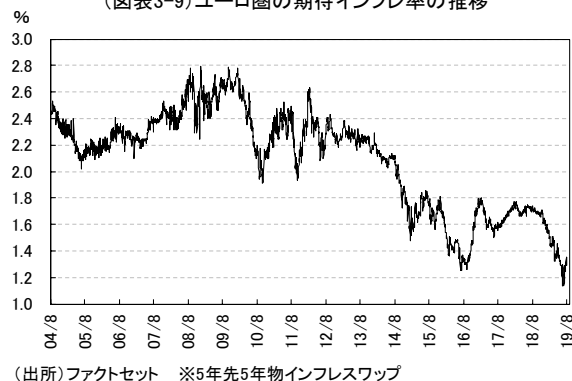
7月のユーロ圏総合CPIは前年比＋1.1%と、6月の同＋1.2%から伸び幅が縮小した。コアCPIも同＋0.9%と、6月の同＋1.1%から縮小している。ECBが参考に行っている5年先5年物インフレスワップから導かれる期待インフレ率も、2018年末から一貫して下がり続け、足元では歴史的な低水準となるなど、デシインフレの様相が強まっている（図表3-9）。

インフレ期待の低下に伴い、市場ではECBによる金融緩和期待が高まっている。7月25日のECB理事会で、ドラギ総裁は政策金利のフォワードガイダンスを「少なくとも2020年前半を通じて現状かそれ以下に保つ」と、「それ以下に」との文言を追加し、利下げの可能性を示唆した。また、マイナス金利の副作用を緩和するための「金利の階層化」や、量的緩和策の再開についても議論したとのことである。ECBは年内に追加緩和を行なうための地均しをしていると受け止められる。

ユーロ圏の実質金利（政策金利－期待インフレ率）はすでにマイナス圏と考えられ、金利の階層化とマイナス金利深掘りをセットで行なったとしても、追加的な緩和効果には疑問が残る。また、一部大手行の業績不振や南欧諸国の不良債権問題など、マイナス金利の深掘りは欧州系銀行の経営体力を奪う結果にもつながる。そのため、政策金利については、次回9月の理事会で「金利の階層化」を実施すると同時に10bp引き下げ、その後は2020年前半にもう1回の追加利下げを実施するにとどめると予想する。資産購入策の再開については、従前までの国債購入を続けることは、「イタリアなど財政赤字国の財政規律が緩むことを助長する」との批判が、ドイツを中心に強まることが予想される。そのため、購入する資産の範囲をETFや銀行債などに拡大したうえで、年内に再開すると予想する。

ECB総裁は、11月からラガルド現IMF専務理事が新たに就任する。同氏はかつてギリシャをはじめとする欧州債務問題に、EU・ECB・IMFのトロイカ体制で対処した経験を持つことから、金融政策に関してもハト派的とみられ、現行のドラギ総裁の政策路線を受け継ぐと予想する。

（図表3-9）ユーロ圏の期待インフレ率の推移



（６）英国は合意なき離脱のリスクが高まる

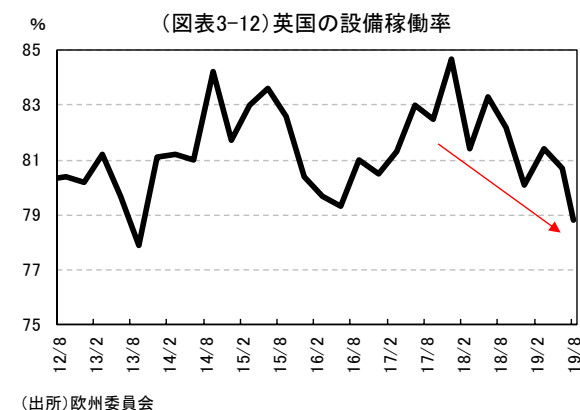
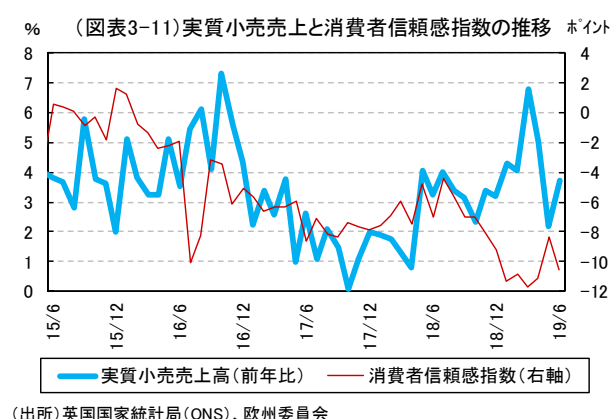
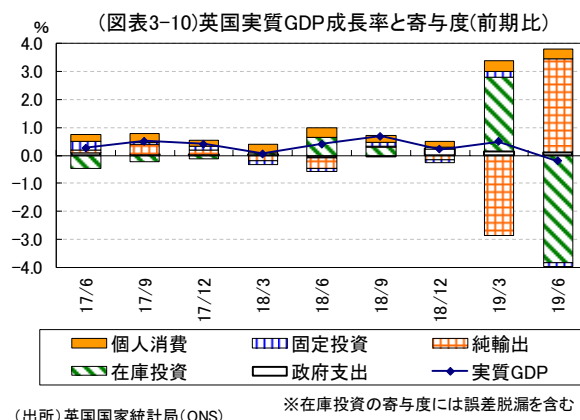
英国の4－6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比▲0.2％と、1－3月期の同＋0.5％から大きく減速し、2012年10－12月期以来のマイナス成長を記録した（図表3-10）。もっとも、1－3月期のプラス成長は、当初3月末に予定されていたEU離脱による関税復活に備えた在庫積み増しにより一時的に押し上げられた部分があり、4－6月期はその反動が出たとみられる。

実質小売売上は、3月の駆け込み需要やその後の反動で大きく振れているが、均せば前年比＋3％程度の伸びが続いている（図表3-11）。個人消費が堅調な背景には、足元の失業率が1974年12月以来の低水準となるなど、労働需給の引き締まりを背景に雇用・所得環境が改善していることがある。一方で、「合意なき離脱」への警戒感から、2018年央以降、消費者信頼感指数は悪化傾向が続いている。個人消費は、良好な雇用・所得環境に支えられ、当面は堅調を維持するとみるも、消費マインドが悪化していることから、回復ペースは鈍化に向かうと予想する。

設備投資は減少傾向で推移している。EU離脱時期は先送りされ、議会での議論も迷走が続くなか、関税・通関の復活や、離脱後の世界との通商関係など、経営環境の見通しが立たないことを理由に、企業は生産活動を縮小させている。また、一部外資系企業の中には、生産拠点を英国外に移転する動きも出ている。設備稼働率も低下傾向で推移しており、企業の設備過剰感は高まっているものと推察される（図表3-12）。英国の設備投資は、今後とも減少傾向で推移すると予想する。

EU離脱交渉は停滞しており、合意なき離脱に向かうリスクが高まっている。退陣した保守党メイ前首相のポストをかけて行なわれた党首選では、ボリス・ジョンソン前外相が他の候補者に大差で勝利し、新たに党首・首相に就任した。ジョンソン氏は強硬離脱派としてのスタンスを改めて表明し、バックストップ（アイルランド国境設置回避策）の廃止など、離脱協定の再交渉を求めている。これに対し、EU側は再交渉を認めない姿勢を堅持しており、10月末の離脱期限までに妥結点を見出せる見込みは限りなく低い。これまで離脱期限は2度延長されてきたが、ジョンソン氏は合意あり・なしを問わず期限内に離脱を実行すると宣言している。EU側でもかねてから先延ばしに否定的だった仏マクロン大統領が「（10月末が）最終期限だと思う」と述べるなど、英国－EU両者に「議論疲れ」の色が浮かぶなか、離脱期限の延期の繰り返しには限界が見え始めている。

10月末時点で起こりうるシナリオを考えると、①離脱協定が英国議会で承認され「合意ある離脱」

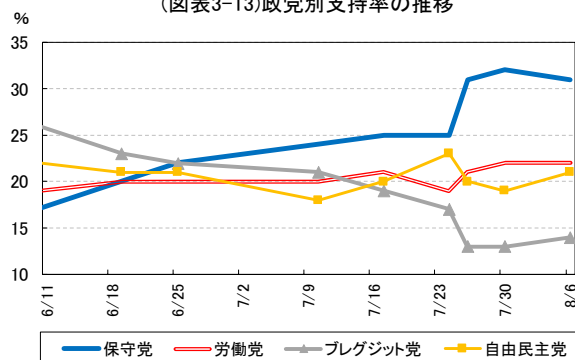


に至る、②10月末をもって「合意なき離脱」に突入する、③総選挙や国民投票再実施などを理由に離脱期限をさらに延期する、といったパターンがありうる。前述のとおり、①の「合意ある離脱」となる見込みは薄い。ただ、②の「合意なき離脱」については、これまで議会が「示唆的投票」により実施を否決してきた経緯がある。野党と一部与党が合意なき離脱の回避で結束した場合は、③の総選挙による離脱延期の可能性が浮上する。与党保守党は10議席を持つDUP（民族統一党）との閣外

協力で辛うじて過半数を確保している状況であるため、内閣不信任決議案が提出された場合、保守党議員数名の造反により総選挙実施となる。世論調査の動向をみると、現在は保守党が離脱支持者の票を取り返し首位に返り咲いたが、一方で労働党の支持も底堅い（図表3-13）。再び保守党が最大勢力となったとしても、議会の過半数を確保できない状況が継続する可能性は高い。その後も議論は尽くされるとみるが、議論の末になし崩し的に「合意なき離脱」に至る可能性もあり、総じて見れば、いずれかの時点で英国は「合意なき離脱」に至るのが現時点でのメインシナリオである。

8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8月のインフレレポートで、成長率見通しを2019年（1.5%→1.3%）、2020年（1.6%→1.3%）とも下方修正した。一方、今後の政策については従来の方針を変えず、円滑なEU離脱が実現するとの前提のもと、緩やかかつ限定的な範囲での利上げを行なうことが適切であるとの認識を示した。「合意なき離脱」となった場合の金融政策については、委員の間でも意見が分かれている模様であり、ポンド安による輸入インフレに対応するために利上げが望ましいとする意見と、景気悪化に対応するために利下げが望ましいとする意見の両方が出ている。ただ、おそらくは景気悪化がより深刻な問題となる可能性が高く、BOEは2020年にかけて、年1回程度のペースで利下げを行なうと予想する。（担当：久保、木下）

（図表3-13）政党別支持率の推移



（出所）yougov ※最新の調査は8/6

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

4－6月期の中国実質GDP成長率は前年比＋6.2％と、前期の同＋6.4％から減速した。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が下支えとなるも、米中貿易摩擦を背景とした消費マインドの悪化により減速した。固定資産投資は、製造業投資の不振を背景に、鈍い伸びにとどまった。輸出は、米中貿易摩擦の影響により減少した。

今後の個人消費は、消費マインドの悪化や労働需給の緩みから、減速すると予想する。固定資産投資は、新たな景気刺激策を背景に、持ち直しに向かうと予想する。輸出は米中貿易摩擦の影響により、前年比マイナス圏で推移すると予想する。なお、米中貿易摩擦は一段と激化しており、今後は一段の輸出の減速、ないし減少が見込まれる。中国政府は、景気失速回避のために、今年の秋ごろに追加の景気対策を発表すると予想する。

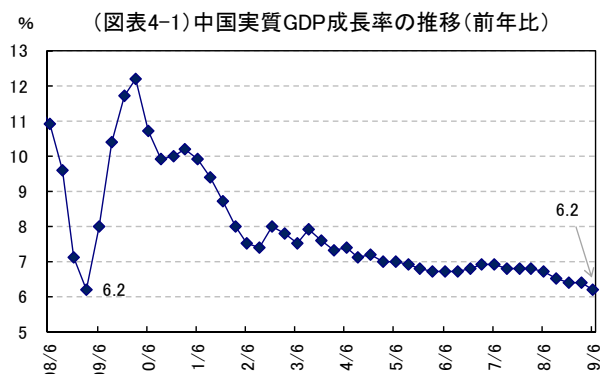
（１）景気対策で景気失速は回避と予想

4－6月期の中国実質GDP成長率は前年比＋6.2％と、1－3月期の同＋6.4％から減速、リーマン・ショック後の2009年1－3月期と同水準の低い伸びにとどまった（図表4-1）。米国による対中関税引き上げを背景に、米国向け輸出の減少が続いていることに加え、貿易摩擦に起因する先行き不透明感の高まりが、消費や設備投資の減速という形で、内需にも悪影響をもたらした結果とみられる。

企業マインドは低調に推移している。7月の国家統計局版製造業PMIは49.7と、好不況の境である50を3ヵ月連続で下回った（図表4-2）。内訳をみると、新規受注PMI、新規輸出受注PMIがともに50を下回っており、内外需ともに減速している様子が示唆されている。

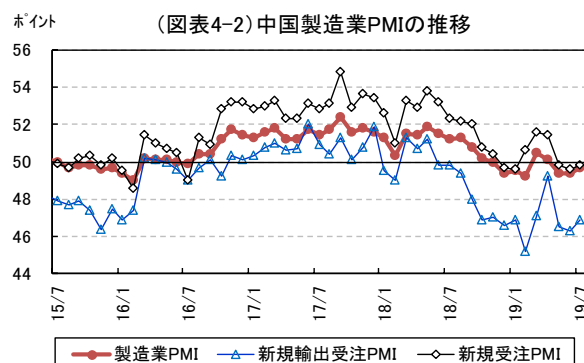
7月30日に開催された共産党中央政治局会議では、中国経済は下振れ圧力が大きくなっているとされ、貿易摩擦に対して「有効に」対処するとした。ただ、具体的な取組みのうち、財政政策については「（年頭に計画された）2兆元の減税政策を着実に実行する」としただけで、追加財政への言及はなかった。その後米国は、パソコン・携帯電話なども対象とする対中関税引き上げ「第4弾」（一部財は12月15日に関税引き上げを延期）を発表し、輸出の逆風は今後ますます強くなることが確実視される。中国政府は、貿易摩擦の影響を見定めつつ、追加の景気刺激策を打つと予想する。今後の中国景気は、政策効果により失速は回避するとみられるものの、貿易摩擦による下押し圧力は高まり、2019年の成長率は前年比＋6.3％、2020年は同＋6.1％と、減速ペースが早まると予想する（図表4-3）。

（図表4-1）中国実質GDP成長率の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

（図表4-2）中国製造業PMIの推移



（出所）中国国家統計局

（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	6.3	6.1

（２）個人消費は減速へ

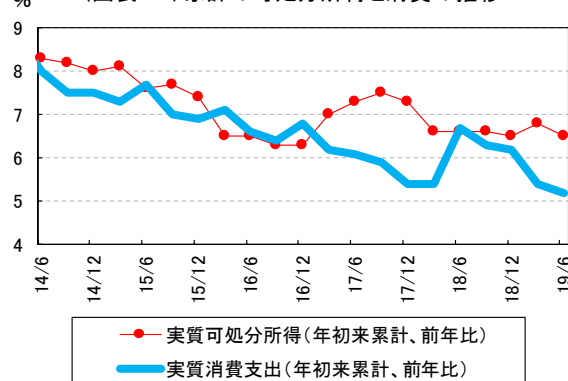
個人消費は、米中貿易摩擦の激化が、家計の消費マインドを悪化させたことで、減速傾向で推移している。家計の実質可処分所得はこのところ前年比＋6%台での伸びが続いているものの、実質消費支出の伸びは実質可処分所得の伸びを下回っている（図表4-4）。2018年10月、2019年1月に中国政府は所得減税（基礎控除引き上げ）を打ち出しているものの、米中貿易摩擦を背景に将来の景気や雇用に不安を感じた家計が、消費を手控えている可能性がある。

家計の消費性向は、2017年秋以降、均せば横ばい圏で推移している。中国人民銀行（中央銀行）が四半期ごとに2万人を対象に行なっているアンケートでは、次の四半期に増やす支出項目として、「消費」と答える層が伸び悩んでいる（図表4-5）。消費を増やすと答えた層の割合は、2017年までは右肩上がりで上昇していたが、2018年央にかけては米中貿易摩擦の勃発を背景に低下、2018年末は所得減税などを反映して一時的に上昇したが、2019年以降は上昇前の水準に戻った形である。

雇用環境に目を向けると、製造業・非製造業の雇用PMIは2018年秋をピークに低下が続いている。特に製造業では、リーマン・ショック後に景気が急激に悪化した2009年2月以来の水準まで低下している（図表4-6）。中国の労働需給は緩み始めており、家計の将来における雇用不安が、消費のブレーキになっている可能性が高い。消費が安定的に伸びるためには、家計の雇用期待が改善（≒企業の採用意欲が改善）する必要がある。この点、中国政府は6月に1,000億元の基金を創設し、3年間で5,000万人に職業訓練を受けさせる方針を示しているが、雇用環境の改善に即効性がある政策とは言い難い。

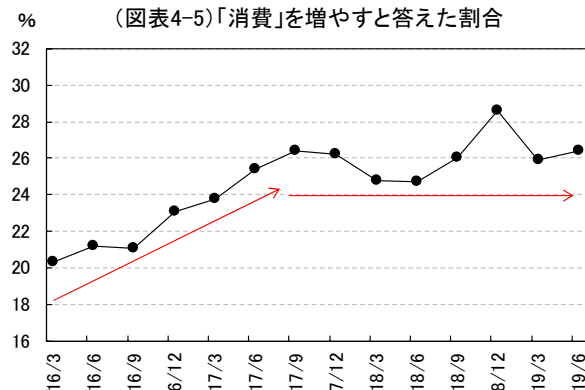
8月1日、米トランプ大統領はパソコン・スマホを含む3,000億ドル相当の中国製品に10%の追加関税をかけるという、「第4弾」を9月1日から開始すると宣言した。その後、パソコン・携帯電話・玩具などについては、関税賦課を12月15日から延期すると発表されたが、パソコン・通信機器産業は中国製造業のなかでも特に海外売上比率が高いセクターであり、米国向けは3割程度のシェアを持つことから、同部門での労働需給の緩みが懸念される。今後の個人消費は、政府による個人向け減税によりある程度下支えされるとみられるものの、米中貿易摩擦の激化が消費マインドの重しとなるほか、労働需給の緩みにもつながるとみられることから、減速傾向で推移すると予想する。

（図表4-4）家計の可処分所得と消費の推移



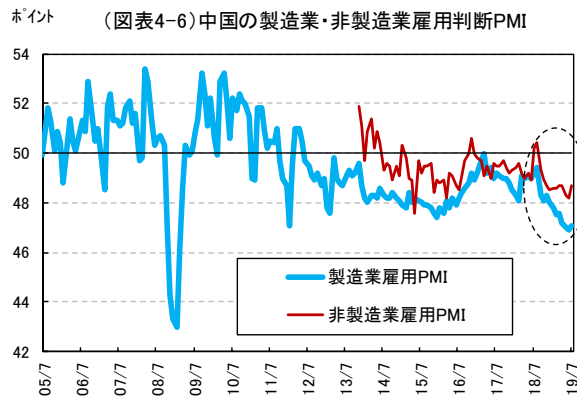
（出所）中国国家統計局

（図表4-5）「消費」を増やすと答えた割合



（出所）中国人民銀行 ※2万人アンケート、他の回答は「貯蓄」「投資」

（図表4-6）中国の製造業・非製造業雇用判断PMI



（出所）中国国家統計局

（３）固定資産投資は政策効果で持ち直しへ

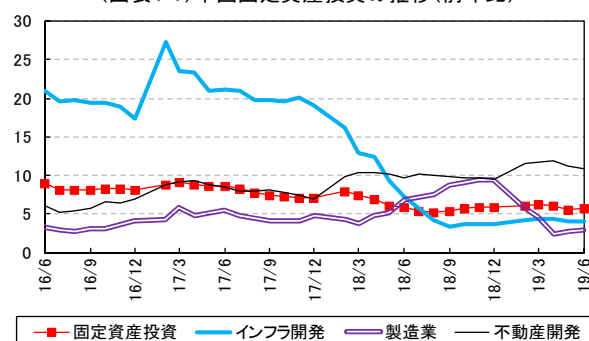
固定資産投資は、製造業投資の減速や、インフラ開発投資の伸びの鈍さなどを背景に、6%前後の伸びにとどまっている（図表4-7）。

固定資産投資の主体を出資者別に分類すると、国有系企業（政府出資100%、もしくは政府が筆頭株主の企業）や内資系企業は前年比+6%以上の伸びを保っているものの、香港や台湾を含めた海外企業の伸びは足元で+1%前後に低下している（図表4-8）。収まる気配のない米中貿易摩擦を嫌気して、海外資本が中国での投資計画を見直していると思われる。最近ではベトナムなどが中国に代わる新たな生産拠点として注目されており、中国本土における製造業投資の伸びが冴えない背景には、米国の対中関税を受けたグローバルサプライチェーン再構築の動きも影響している可能性がある。

業種別に見た固定資産投資は、米国の関税引き上げや、中国政府の景気対策など、強弱両方向の政策要因を背景に、まだら模様となっている。すでに米国から関税を引き上げられているはん用機械、電気機器などの設備投資は、前年比で横ばい、ないし減少傾向で推移している（図表4-9）。一方、鉄金属加工業は、国内のインフラ開発投資による旺盛な鉄鋼需要を反映し、前年比+40%と高い伸びになっている。コンピュータ・通信も、足元では前年比二桁近くまで回復してきた。半導体の国産化を目標としている産業技術高度化政策「中国製造2025」による補助金や、国内の5G 通信網構築のための半導体需要を反映した結果とみられる。

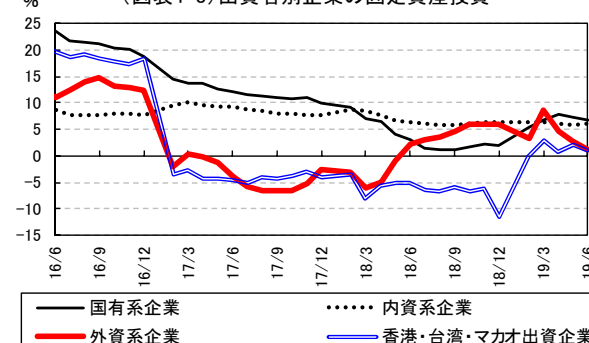
ただ、今後の固定資産投資は、トランプ大統領がいわゆる「第4弾」と呼ばれる追加関税を発表するなど、貿易摩擦が一段と激化していることが新たな下押し圧力となる。外資系企業も、中国における設備投資計画の一段の見直しを迫られる可能性が高い。パソコン・通信機器などは、米国向けを筆頭に海外売上比率が高いことから、米国による関税引き上げが設備投資の大きな下押し圧力になりうる。持ち直しが期待できるのは、政府主導によるインフラ開発投資とそれに付随する製鉄、セメントなどのいわゆる「オールド・エコノミー」関連業種であり、今後とも同産業の設備投資が製造業投資をけん引するとみる。貿易摩擦が一段と激化していることから、中国政府は追加で景気刺激策を打ち出すとみられ、前述のオールド・エコノミー関連の設備投資が一段と促される可能性がある。固定資産投資の回復ペースは、政策効果を背景に、徐々に持ち直すと予想する。

（図表4-7）中国固定資産投資の推移（前年比）



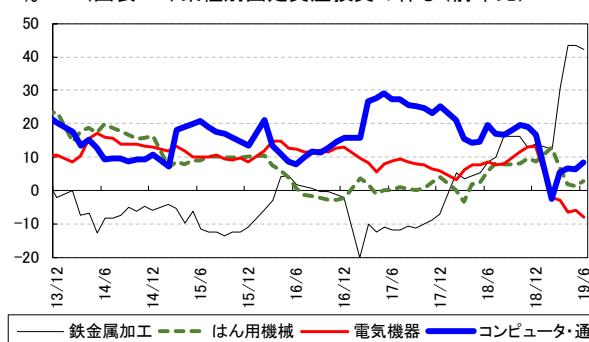
（出所）中国国家統計局 ※年初来累計値の前年比

（図表4-8）出資者別企業の固定資産投資



（出所）中国国家統計局 ※年初来累計値の前年比

（図表4-9）業種別固定資産投資の伸び（前年比）



（出所）中国国家統計局 ※年初来累計

(4) 輸出は一段の減少を予想

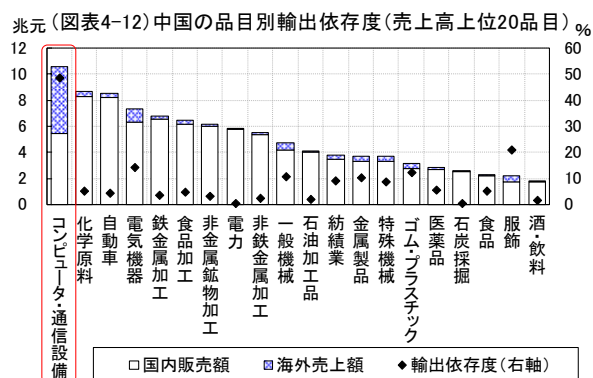
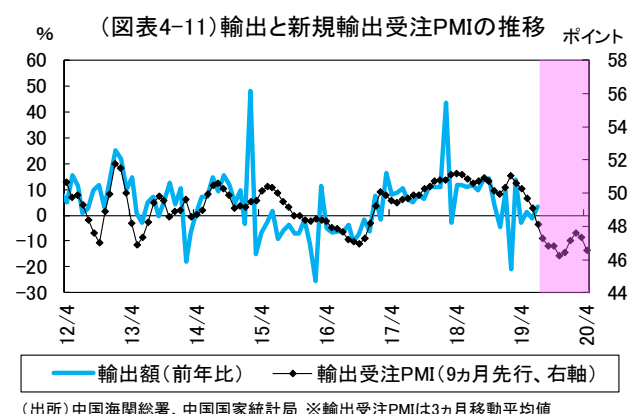
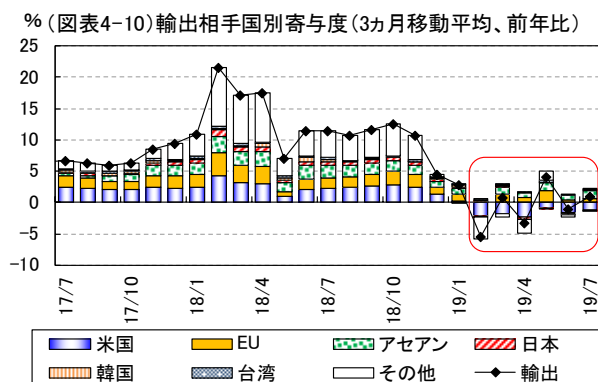
輸出は顕著に減速している。7月の輸出額（ドル建）は前年比+3.3%、変動を均した3ヵ月移動平均値では同+1.0%と、小幅増にとどまった。2018年末以降、米国向けの減少に伴い、均せば前年比ゼロ近傍での推移が続いている（図表4-10）。米国の対中関税については、すでに2,500億ドル相当の中国製品に25%の追加関税が課されているほか（第1弾～第3弾）、パソコンや携帯電話など消費財が主である3,000億ドル相当の中国製品（第4弾）にも、2019年9月1日（一部12月15日）から10%の追加関税が課されることになった。来年にかけて、悪影響が顕在化するとみられる。輸出額に数ヵ月先行する傾向がある輸出受注 PMI の動きからは、2019年末にかけて中国の輸出額のマイナス幅が拡大、前年比▲10～20%程度にまで落ち込む可能性が示唆される（図表4-11）。中国の輸出依存度（財のみ、2018年）は19%であり、中国の輸出が前年比で▲10%減少した場合、単純計算で GDP 成長率を▲1.9%ポイント押し下げる。

今後の輸出については、米国向けは関税引き上げの影響で減少が続く可能性が高く、欧州向けも、同地域の景気が奮わないとみられることから、減速に向かうとみる。総じて見れば、中国の輸出は、減少傾向での推移を余儀なくされると予想する。

(5) 中国政府は貿易摩擦の影響を見極めへ

今回の「第4弾」発表により、米国は対中輸入製品のすべてに追加関税を課したことになる。米国は年末商戦をにらみ、パソコンや携帯電話、玩具など一部財への関税引き上げは12月15日に延期するとのことであるが、中国の企業のなかで、コンピュータ・通信機器は海外売上高比率が高いことから（図表4-12）、第4弾はこれまでの第1弾～第3弾以上に企業業績に悪影響を及ぼすことが懸念される。単純な輸出減少だけでなく、株価下落による企業マインドの悪化や家計への逆資産効果なども含めれば、中国内需への下押し圧力はこれまでとは次元の異なるものとなろう。

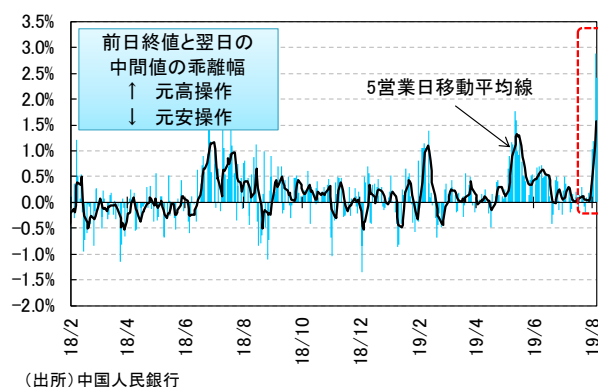
一方、中国側が米国の農産物輸入を再開することも、政治的には難しいとみられる。米国の関税引き上げにより、中国が米国の要求を呑んだと受け取られれば、今後米国に足元を見られることが確実なためである。米中両国とも、自国から譲歩を示すことが難しい状況に立っており、対中関税「第4弾」の税率も25%に引き上げられるリスクは今後とも燃り続けるとみる。



米国による対中関税第4弾の発表を受け、オフショア人民元は対ドルで下落し、1ドル＝7元を突破した。一方、中国人民銀行（中国外為管理局）はオンショア人民元の取引中間値を市場レートよりも元高方向に設定しており、一方的な元安進行を牽制する姿勢を取っている（図表4-13）。米トランプ大統領が直接的な為替操作を批判していることもあり、資本流出への懸念が熾るなかで、中国の金融当局は当面の間、人民元防衛を求められることになる。なお、中国から本格的な資本逃避が起きる場合は、かつて実施された資本規制が再度導入される可能性が高いとみる。

中国政府は、第十二次五ヵ年計画において、2020年の実質 GDP（および実質国民所得）を2010年比で2倍にするとの目標を打ち出している。2018年までの成長率実績を踏まえると、2019年・2020年は平均して+6.2%の成長が続くことが求められる。2020年の大統領選が近づくなか、米トランプ大統領は対中強硬路線を貫き、選挙民へのアピールを強化してくると予想され、中国景気は外需を中心に下振れ圧力が増すとみられる。中国政府は、輸出の下振れが顕在化する2019年秋にかけて、個人や企業向け減税幅の拡大、地方政府のインフラ投資促進など、新たな景気刺激策を打ち出し、景気失速の回避を図ると予想する。（担当：久保）

（図表4-13）オフショア元の前日終値と取引中間値の乖離幅



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。米中貿易摩擦を背景に、今後の景気回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。台湾経済は、生産拠点の台湾回帰が進み、緩やかな景気回復が続くと予想する。シンガポール経済は、内外需とも減速することで、今後の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。金融政策については、韓国が2019年、2020年を通じて、利下げを行なうと予想する。

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、各国ともに公共事業が景気を下支えすることが期待される。タイ経済は、中国向け輸出や中国人観光客の減少など、輸出の減少が足枷となり減速に向かうとみる。インドは、総選挙後の経済政策が景気を下支えするとみる。

豪州景気は、個人消費が緩慢な回復にとどまるものの、住宅投資が徐々に持ち直しに向かうほか、中国の景気刺激策を背景に輸出が増加基調をたどるとみられ、緩やかな回復が続くと予想する。RBA（豪州準備銀行）は経済成長とインフレ目標達成を下支えするため、年内に25bpの利下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）	2019年 （予測）	2020年 （予測）
韓国	3.2	2.7	2.0	2.2
台湾	3.1	2.6	2.5	2.5
シンガポール	3.7	3.1	2.3	2.4
インドネシア	5.1	5.2	5.2	5.2
タイ	4.0	4.1	3.5	3.5
マレーシア	5.7	4.7	4.7	4.8
フィリピン	6.7	6.2	6.5	6.6
インド	7.2	6.8	7.0	7.2
豪州	2.4	2.8	2.1	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

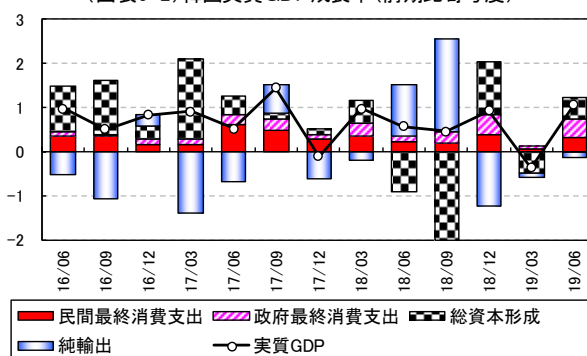
＜韓国＞

韓国の4－6月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比+1.1%と、2四半期ぶりにプラス成長に回帰した（図表5-2）。純輸出がマイナス寄与となる一方、民間消費、政府支出、総資本形成がそれぞれプラスに寄与した。

個人消費は、若年層を中心に失業率が上昇するなかでも、原油価格の下落を背景にインフレ圧力が後退したことで、増加に転じた。もっとも、輸出環境が改善するシナリオが描きづらく、雇用・所得環境が好転する期待も薄いことから、今後は減速に向かうと予想する。

総資本形成のなかでは、設備投資と建設投資が揃って前期比プラスに転じた。ただ、民間部門の設備投資は米中貿易摩擦を背景に力強さを欠く展開が続いている。建設投資は、政府による補正予算の執行を背景に大きく伸びたものの、政策頼みの面が強く、自律的な回復とは言い難い。米中の貿易摩擦はお互いに矛を収めることが難しい状態となっており、企業にとり景気の先行き不透明感は大々くなっている。設備投資は、今後とも力強さに欠ける展開が続くとみられ、建設投資は、政府による公共事業頼みの状態が続くとみる。

（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、4-6月期はやや持ち直したものの、力強い回復には至っていない（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ていることが要因とみられる。「第4弾」では、特に韓国経済とつながりの深いパソコン・携帯電話も対象となることから、来年にかけて、韓国の対中輸出にも悪影響が一段と及ぶことが懸念される。

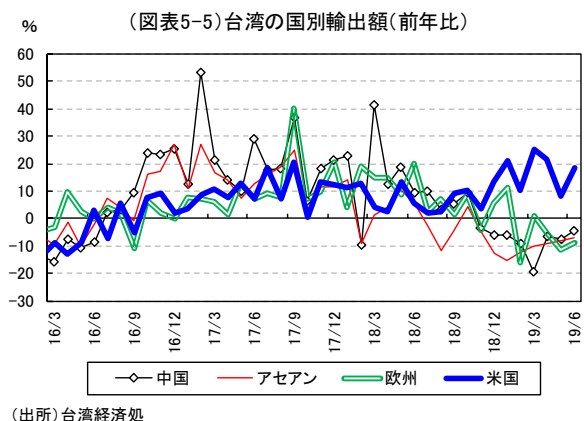
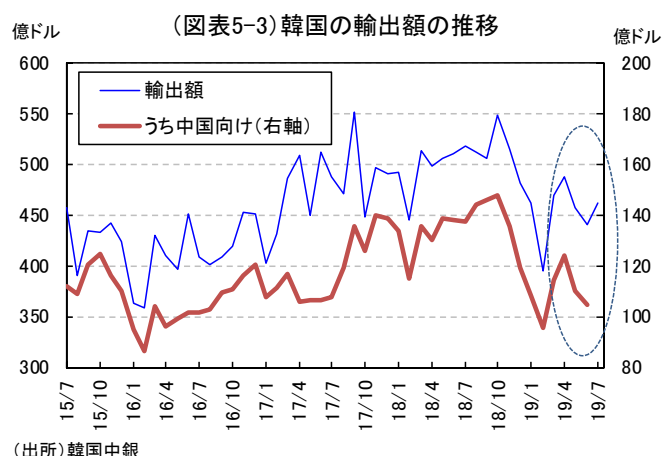
今後の韓国景気は、引き続き外需動向に左右される展開が続くとみられる。中国景気については、政府主導のインフラ開発投資が下支えしているものの、生産が拡大しているのは粗鋼やセメント、板ガラスなど、いわゆる「オールド・エコノミー」関連業種であり、集積回路や液晶デバイスが中国向け輸出の5割弱を占める韓国にとり、恩恵は小さいものにとどまるとみられる。米中貿易摩擦が引き続き韓国景気の足枷となる展開が続くとみられ、潜在成長率を下回る2%前後の成長が続くと予想する。

韓国中銀は7月18日の金融通貨委員会で、政策金利を3年ぶりに引き下げ、1.50%とした。FRB（米連邦準備制度理事会）が予防的利下げに動かなかで、ウォン高による景気への悪影響を緩和するための措置とみられる。なお、中銀は日本による半導体材料輸出規制強化について「韓国経済に大きな影響をもたらす見込み」と述べ、2019年の成長率見通しを2.5%から2.2%へと引き下げた。韓国銀行は、米中貿易摩擦や、FRBの予防的利下げを背景とするウォン高圧力といった景気への逆風を緩和すべく、2020年までに追加でもう1回の利下げを行なうと予想する。

<台湾>

台湾の4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+2.4%と、1-3月期の同+1.7%（同+1.8%から下方修正）から伸び幅は拡大した（図表5-4）。米中貿易摩擦を受け、中国をはじめとするアジア向け輸出は減少したものの、台湾の製造業が生産拠点を中国から台湾へと回帰する動きが加速しており、米国向け輸出と民間投資がGDPを押し上げた。輸出金額の推移をみると、中国をはじめとするアジア向けは減少しているものの、米国向けは、足元で前年比+20%程度と、伸び幅は拡大傾向にある（図表5-5）。

6月20日、台湾中銀は四半期毎の理事会で、12四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内需は回復が続き、年後半の回復ペースは前半に比べ早まるとの見方を示した。雇用者数も堅調に増えていることから、台湾中銀は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、米中貿易摩擦を背景とするアジア域内貿易の縮小を背景に低迷している。4－6月期の実質GDP成長率は前年比+0.1%と、2009年4－6月期の同▲1.7%以来の低成長となった（図表5-6）。内外需ともに減速しているが、まず、輸出は前年比▲4.5%と、1－3月期の同▲0.1%から減少幅が拡大した。国・地域別にみると、米国向けのみ同+12.9%と堅調な伸びを維持したものの、中国向けは同▲4.4%、日本向けは同▲9.0%、韓国向けは▲2.1%と落ち込んでおり、アジア向けが振るわなかったことが全体を押し下げた。

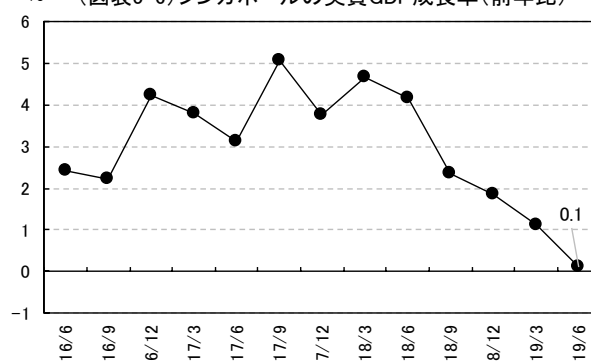
家計消費も落ち込んでいる。5月の小売売上高は前年比▲3.9%、変動が大きい自動車を除いたベースでも同▲2.9%と、減少傾向で推移している（図表5-7）。米国を中心とする保護主義の台頭や、中国景気の減速など、シンガポール経済を取り巻く外部環境が急速に悪化するなかで、家計は不要不急の消費を抑制しているとみられる。今後のシンガポール景気は、外部環境の好転が見込みづらいなか、内外需ともに減速傾向が続くと予想する。

（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4－6月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、前期の同+5.1%から伸びが小幅鈍化した（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ほか、4月に行なわれた大統領選・議会選に伴い政府支出も拡大する一方、米中貿易摩擦の影響で輸出が減速した。前述の選挙の投票から結果判明まで約1ヵ月かかったことから、選挙結果を様子見していた外資系企業を中心に設備投資が手控えられた面もある。今後は、外部環境に不透明感が漂うものの、内需の底堅さに支えられ、インドネシア景気は緩やかな回復が続くとみる。

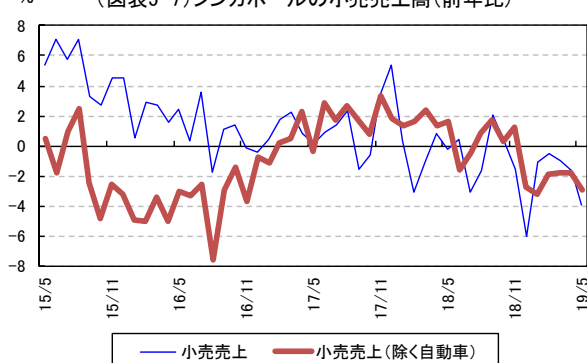
7月18日、インドネシア中央銀行は、2017年9月以来となる利下げに踏み切った。恒常的な経常赤字や、高い国債の外国人保有比率など、通貨急落のリスクにさらされやすいインドネシアは、FRBが7月のFOMCで利下げを行なう可能性が高まったことで、自らも利下げに踏み切ることが可能になったとみられる。

（図表5-6）シンガポールの実質GDP成長率（前年比）



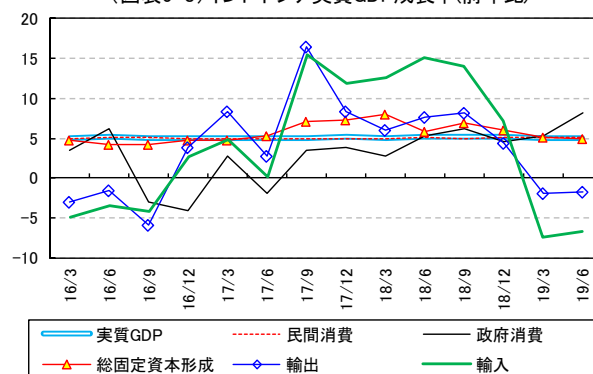
（出所）ファクトセット

（図表5-7）シンガポールの小売売上高（前年比）



（出所）シンガポール統計局

（図表5-8）インドネシア実質GDP成長率（前年比）



（出所）インドネシア中央統計局

（図表5-9）インドネシア・ルピアの対ドル相場



（出所）ファクトセット

インドネシア・ルピアは、利下げ後も対ドルで安定的に推移している（図表5-9）。ただ、米中貿易摩擦や中国景気減速など、世界景気の先行き不透明感が高い現状では、インドネシア中銀の利下げが資本流出の引き金を引くリスクは高まっている。インドネシア中銀も警戒しており、今後の利下げは年内に追加で1回と予想する。

<タイ>

タイの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+2.8%と、2014年10-12月期以来の低い伸びにとどまった。中国景気の減速を背景に輸出が減少したことや、中国人観光客が減少したことなどが響いたとみられる。4-6月期も外需の減速傾向が続いている。4-6月期の観光客数は前年比+1.1%と、1-3月期の同+1.7%から減速したほか、財輸出も同▲2.9%と、1-3月期の同▲2.4%から減少幅が拡大した（図表5-10）。

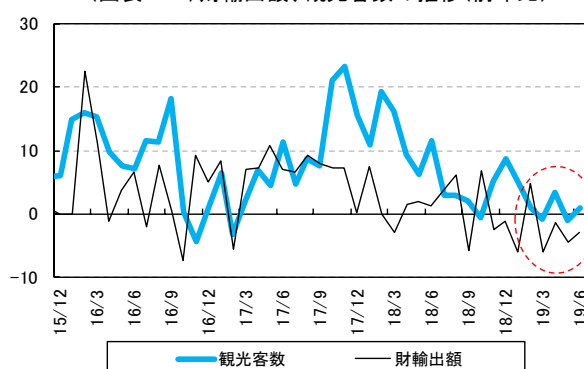
7月16日、3月に行なわれた総選挙を経て、プラユット新首相のもと新政権が発足した。民政移管に向けて行なわれた総選挙であったが、実質的には軍政が継続することとなった。ただ、選挙前に軍政府が行なったバラマキ政策にもかかわらず「親軍派」と呼ばれる連立政権は「反軍派」に僅差での勝利となったことから（254：246）、今後も支持を繋ぎとめるため、公約に掲げている最低賃金の引き上げ、子ども手当の支給、家計の債務返済の猶予など、バラマキ色の強い政策を継続せざるを得ないとみられる。こうした政策は、短期的には景気押し上げに働くものの、タイの家計債務は高止まりしており、金融リスクを高める側面があることには注意を要する（図表5-11）。

今後については、世界景気の先行き不透明感が増すなか、タイ景気も減速傾向で推移するとみる。タイ中銀は、8月の金融政策委員会で、政策金利を4年ぶりに引き下げ、1.50%とした。タイ中銀は、2020年にかけて追加利下げを行なうと予想する。

<マレーシア>

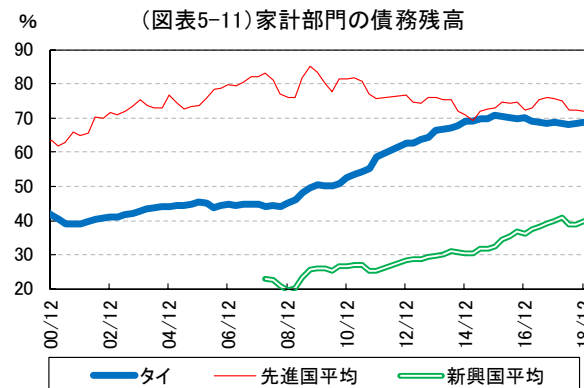
マレーシアの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+4.5%と、前期の同+4.7%から小幅減速した。米中貿易摩擦の影響で輸出は減速しているものの、堅調な内需が景気を下支えした。鉱工業生産は、外需向けが2018年以降足元まで前年比+4%前後での伸びにとどまっているものの、内需向けは変動を均せば外需向けよりも高い伸びを維持している（図表5-12）。ただ、貿易摩擦の影響から国内でも設備投資を抑える動きが出てきていることから、今後のマレーシア景気は減速感をやや強めるとみる。マレー

（図表5-10）財輸出額、観光客数の推移（前年比）



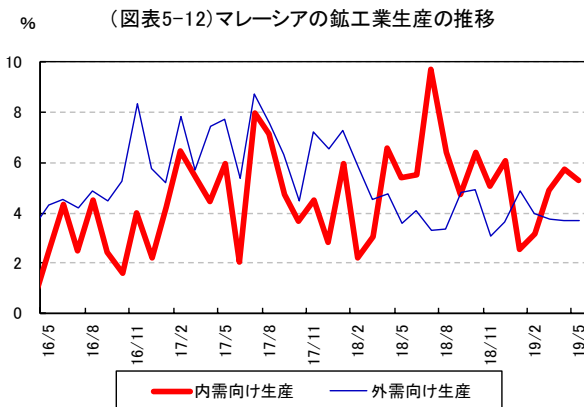
（出所）ファクトセット

（図表5-11）家計部門の債務残高



（出所）国際決済銀行 ※対GDP比、新興国平均は2008/3以降

（図表5-12）マレーシアの鉱工業生産の推移



（出所）マレーシア統計局

シア中銀は7月9日に、政策金利を3.00%ですえおいた。マレーシア中銀は、貿易摩擦や主要国の景気減速を景気下押し圧力として挙げたが、今後は引き続き大規模な公共投資が景気を下支えするとみられ、2020年にかけて政策金利をすえ置くと予想する。

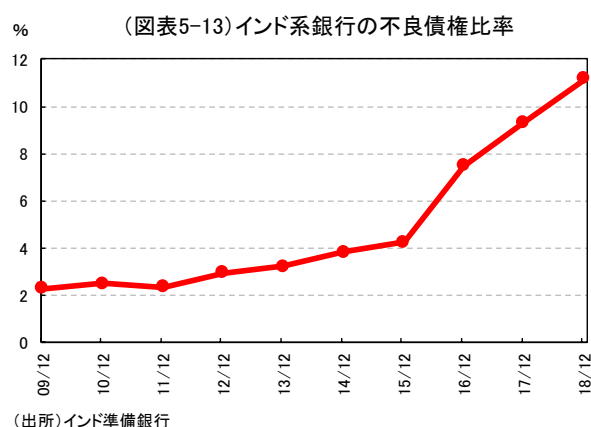
<フィリピン>

フィリピンの4-6月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.5%と、前期の同+5.6%から減速した。政府の予算成立の遅れによる公共事業執行の遅れや、エルニーニョ現象による水不足が農作物生産を抑制したことが背景にある。インフレ率は、2019年以降低下傾向で推移している。背景には、輸入の数量制限を撤廃する改正農業関税化法の施行があり、これにより食品輸入の拡大とともに食料品価格が下落し、全体のインフレ率を押し下げたことがある。消費者物価上昇率は2019年1-6月平均で前年比+3.4%と、2018年平均の同+5.2%から減速しており、フィリピン景気は個人消費を軸にした回復が続くと予想する。フィリピン中銀は、景気を支援するために8月8日に利下げを行なっており、年内にも追加利下げを行なうと予想する。

<インド>

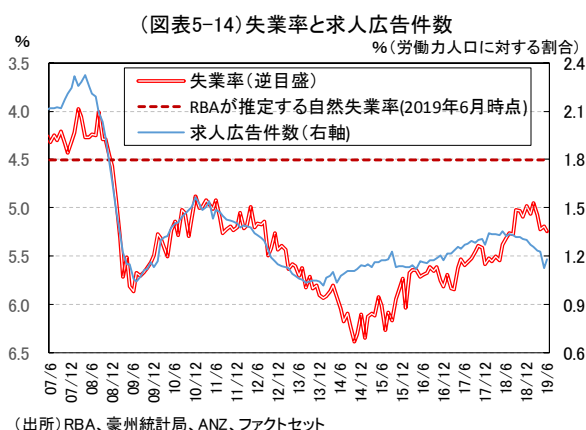
インドの1-3月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.8%と、4四半期連続で減速した。1-3月期は個人消費、特に自動車販売台数が前年比▲1.4%と悪化した。インド景気が減速している背景には、銀行の不良債権問題に起因する貸し渋りが拡大していることがある。不良債権は国営銀行を中心に大きく積み上がっており、前述の自動車ローンや、企業融資などにも悪影響が及んでいる（図表5-13）。

8月7日、インド準備銀行は4会合連続で政策金利を引き下げ、5.40%とした。会合後の記者会見で、ダス総裁は「経済成長の勢いが著しく弱まっている」との景気認識を示した。ただ、利下げの持続にもかかわらず、銀行の融資基準に緩和の動きは見られず、市中金利も高止まりしている。7月5日に発表されたインドの2019年度予算（2019年4月～2020年3月）では、歳出は前年比+13.4%と大きく拡大、社会保障の拡充や、銀行への資本注入などが盛り込まれた。今後は大型予算の執行に伴い、銀行の不良債権問題の悪影響も徐々に緩和に向かうことで、インド景気は個人消費を中心に持ち直すと予想する。インド準備銀行は、銀行の不良債権処理や景気下支えのため、年内に追加利下げを行なうと予想する。



(3) 豪州景気は緩やかながらも回復が続く

豪州では、2014年後半以降、失業率の改善が続いてきたが、先行する求人広告件数が減少しており、さらなる改善は見込みにくくなっている（図表5-14）。雇用の増加も、低賃金業種に偏る傾向があったことから（図表5-15）、平均賃金は緩やかな伸びにとどまっている。RBA（豪準備銀行）は、これまで5%程度としてきた自然失業率の水準を、非常勤雇用者の拡大などの構造変化を踏まえ、4.5%程度へと引き下げており、賃金の伸び加速に

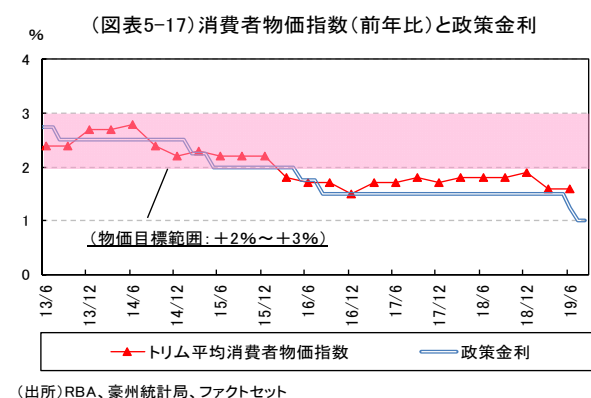
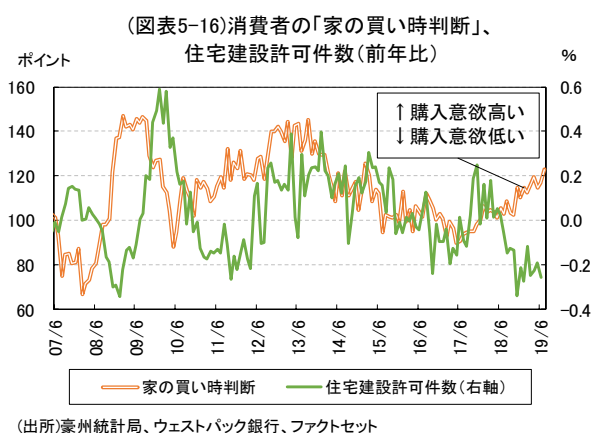
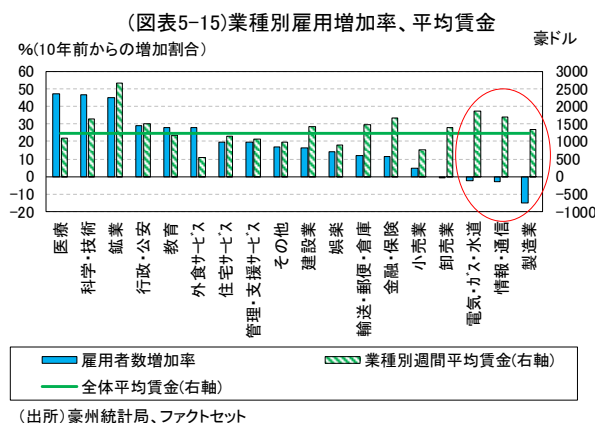


は従来考えられていたよりも時間がかかる可能性が高まっている。今後の個人消費は、低・中所得者層への所得税還付や、政策金利の引き下げが下支えとなるものの、緩慢な回復にとどまろう。

1-3月期の住宅投資は2四半期連続で前期比マイナスとなった。ただ、住宅市場の低迷を受けてAPRA（豪健全性規制庁）は7月にインタレストオンリーローン（ローン開始数年は金利支払いのみ負担する仕組み）の融資基準緩和に踏み切った。また、5月の総選挙で勝利したモリソン首相は、選挙公約として初回住宅購入者への住宅ローン優遇策を掲げている。こうした各種政策を消費者は好感しており、住宅の購入意欲は回復している（図表5-16）。住宅投資の先行指標とされる住宅建設許可件数が依然低調であることから、今暫くは住宅投資の低迷が続くとみられるものの、徐々に持ち直しへ向かうと予想する。

輸出は、当面世界景気の減速や米中貿易摩擦の影響などが下押し圧力となる。しかし、すでに強化されている中国の景気刺激策は、一次産品の輸入増を伴う内容となっており、年明けにかけて、鉄鉱石などを中心に持ち直しが期待される。

CPI は、緩慢な賃金の伸びや住宅価格の調整等を背景に鈍化している。トリム平均 CPI は、RBA の目標レンジを下回って推移しており、直近4-6月期は前年比+1.6%まで落ち込んだ（図表5-17）。8月の声明文では、「経済の持続的成長と長期的なインフレ目標の達成下支えのため、必要に応じてさらに金融政策を緩和する」と、追加利下げの可能性が示唆されている。RBA は、年内に25bp の追加利下げを行なうと予想する。（担当：久保、木下）



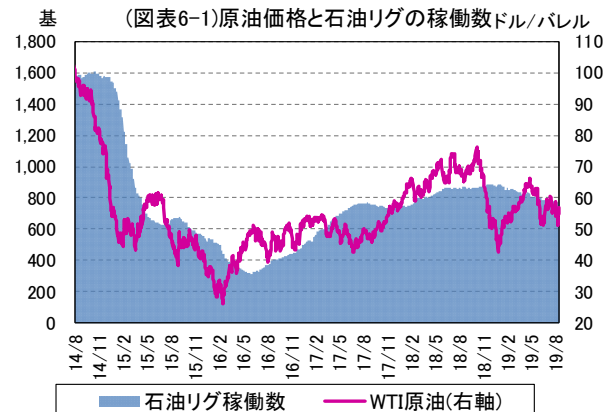
6. 原油相場見通し

WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、米国・イランの対立に起因する中東情勢不安が価格を押し上げる場面があった一方、米中貿易摩擦の激化に伴う世界経済の減速懸念が価格の下押し要因になり、5月下旬以降は概ね50～60ドル/バレルの範囲で推移している。（8月13日時点：57ドル/バレル、図表6-1）。

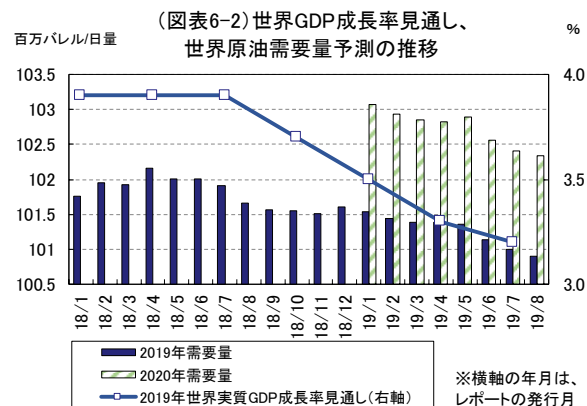
原油需要については、中国やインド等を中心とした内需拡大により、2020年にかけて増加が見込まれているが、米中貿易摩擦を背景に世界経済の成長率見通しは下方修正が続いており、原油需要の見通しも徐々に引き下げられている（図表6-2）。

供給面については、協調減産体制下の OPEC プラス（石油輸出国機構およびロシアなど非 OPEC 主要産油国）と、米国の増産動向が注目される。OPEC プラスは、7月初旬の総会および閣僚会合で、2019年6月末をもって失効していた協調減産を延長し、2020年3月まで継続することを決定した。6月の生産実績をみると、サウジアラビアの積極的な減産実施もあり、目標80万バレルを上回る減産を達成しているうえ、経済制裁や不安定な国内情勢を考慮し減産対象から外されているイラン、ベネズエラ、リビアも含めれば、その減産規模は250万バレルに上る（図表6-3）。

今後は、12月に開催される OPEC 総会のタイミングで、2020年4月以降の方針が発表されるとみられるが、おそらく現行の協調減産体制が継続されることとなろう。イランについては、米国の経済制裁により全面的な原油禁輸が課された結果、大幅な生産量減少を余儀なくされている。こうした事態打開を目指し、イランは核合意での取り決めに一部反故にしているほか、ホルムズ海峡付近ではイランの関与が疑われるタンカー襲撃事件が発生するなど、このところ米国に揺さぶりをかける動きが目立つ。ホルムズ海峡を通過する原油量は世界需要の約2割に相当するため、供給懸念の高まりが原油価格に影響を及ぼすリスクがある。欧州を中心としたイランとの協議は続行するとみられているが、その一方米国主導の有志連合により航行安全の確保をめざす動きもあり、緊張状態はしばらく継続すると見込まれる。



(出所) ファクトセット、Baker Hughes



(出所) EIA (Short-Term Energy Outlook)、IMF (World Economic Outlook)

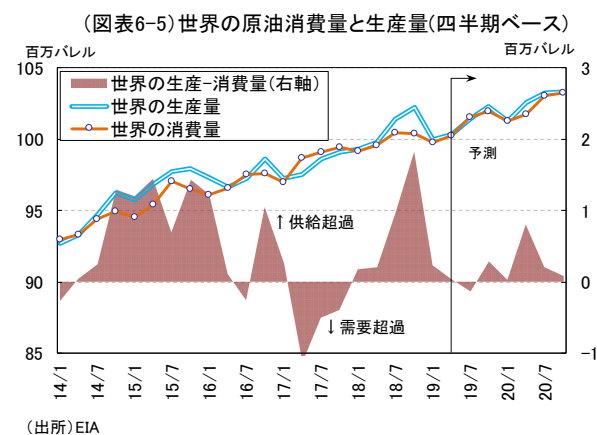
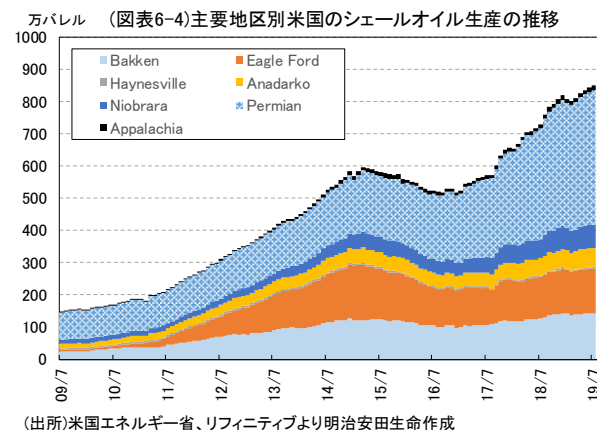
(図表6-3)OPECの原油生産状況

加盟国	2018年10月 参照生産水準	減産目標	19年6月 生産量	19年6月 減産実績
アルジェリア	1,057	合計で -800	1,005	-52
アンゴラ	1,515		1,418	-97
コンゴ	322		331	9
エクアドル	521		528	7
赤道ギニア	124		113	-11
ガボン	185		208	23
イラク	4,654		4,718	64
クウェート	2,753		2,690	-63
ナイジェリア	1,760		1,855	95
サウジアラビア	10,637		9,813	-824
UAE	3,177		3,083	-94
計	26,705	-	25,762	-943
リビア	1,118	適用除外	1,113	-5
イラン	3,330		2,225	-1,105
ベネズエラ	1,206		734	-472
OPEC計	32,359	-800	29,834	-2,525

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

米国については、2017年以降シェールオイル生産の拡大が続いている（図表6-4）。米国最大のシェールオイル生産地であるパーミアン地区では、パイプラインの輸送能力が限界近くに達したため、一時供給量が伸び悩んだものの、足元では再び増産している。新規のパイプライン建設が徐々に進捗していることが背景にあるとみられており、今後2020年にかけてさらに完成が進むことで、増産傾向は継続することが見込まれる。

今後の原油需給については、EIA によれば、需要の拡大が緩やかになるなか、米国の生産拡大が続くことで、小幅ながら生産量が消費量を上回ると見込まれている（図表6-5）。米中摩擦による世界経済の減速懸念は、需要量の減少を通じてさらなる供給過剰をもたらす可能性もある。ただ、原油価格が大きく下落した場合、OPEC プラスは協調減産の強化といった手段により価格の下支えを図ることが予想されるため、下値は底堅いとみている。中東情勢が悪化し、イランがホルムズ海峡の封鎖を実行するといった強硬手段に出るなど、供給網に支障が生じる場合には、価格が上振れる場面もあるとみるが、基本的には2020年にかけて45～60ドル/バレルの水準で推移すると予想する。（担当：木下）



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。