明治安田生命

2017-2019年度経済見通しについて

~ 堅調な海外景気を背景に、緩やかな回復が続く ~

明治安田生命保険相互会社(執行役社長 根岸 秋男)は、2017年7-9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2017-2019年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率:2017年度 1.5%2018年度 1.2%2019年度 0.7%名目GDP成長率:2017年度 1.6%2018年度 1.7%2019年度 1.4%

2. 要 点

- ①日本経済は、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。2018年度にかけては、官民をあげたオリンピック需要も本格化すると見込まれることから、通年の成長率は1%台の伸びを確保するとみている。ただし、2019年度は消費増税の影響などからやや減速を見込む。
- ②個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。2019年10月に予定されている消費増税については、駆け込み需要が個人消費と住宅投資の一時的な押し上げ要因となるものの、反動減まで含めれば負の影響がやや上回る。設備投資は、製造業の能力増強投資は期待できない一方、更新維持・省力化投資や、研究開発投資が下支えする。公共投資は、政府の経済対策の効果が一服することで、鈍化傾向の推移を見込む。輸出は、アジア諸国の需要拡大や欧米景気の回復などに支えられ、堅調に推移するとみている。
- ③米国景気は、雇用環境の改善が続くと見込まれることから、引き続き回復基調で推移するとみる。欧州景気は、緩和的な金融政策の継続や、緊縮的な財政運営の見直しなどを背景に、回復が続くと予想する。中国景気は、インフラ投資や不動産開発投資などの減速が見込まれるものの、消費の底堅い推移や輸出の回復により、景気減速ペースは緩やかなものにとどまる。

〈主要計数表〉

	2016年度	2 0 1	7年度	2 0 1	8年度	2019年度
	実績		前回		前回	
実質成長率	1. 3%	1. 5%	1. 7%	1. 2%	1. 1%	0.7%
成長率寄与度						
• 内需	0.5%	1. 1%	1. 7%	1. 1%	1. 1%	0.8%
• 外需	0.8%	0.4%	0.0%	0.1%	0.0%	▲ 0.1%
名目成長率	1. 1%	1. 6%	1. 6%	1. 7%	1. 5%	1. 4%

※前回は2017年8月時点の予想

GDP成長率·主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期日	L)			▶ 予測							予測				
	2016年度			017年度 2018年度 20		2016	2016年度		2017年度			2018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GDI	P	1.3%	1.5%	1.2%	0.7%	0.4%	0.3%	0.6%	0.3%	0.1%	0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%
	前期比年率	1.3%	1.5%	1.2%	0.7%	1.6%	1.0%	2.6%	1.4%	0.3%	2.3%	0.9%	1.3%	1.0%	1.5%
	前年同期比	1.3%	1.5%	1.2%	0.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.7%	1.3%	1.6%	1.2%	1.2%	1.4%	1.2%
民間最	終消費支出	0.7%	1.0%	1.0%	0.6%	0.1%	0.4%	0.7%	▲ 0.5%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%
民間住	宅投資	6.6%	2.6%	1.2%	0.5%	0.3%	0.9%	1.1%	▲ 0.9%	0.8%	0.7%	▲ 0.1%	0.5%	0.2%	0.4%
民間設	備投資	2.5%	2.5%	2.3%	1.2%	1.9%	0.5%	0.5%	0.2%	0.8%	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%
政府最	終消費支出	0.4%	0.9%	1.0%	0.7%	0.0%	▲ 0.0%	0.6%	▲ 0.1%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
公的固	定資本形成	▲ 3.2%	3.2%	2.7%	▲ 0.8%	▲ 2.7%	0.1%	5.8%	▲ 2.5%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.1%	0.3%
財貨·サ	ナービスの輸出	3.2%	5.6%	3.9%	2.4%	3.0%	1.9%	▲ 0.2%	1.5%	1.8%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
財貨・t	ナービスの輸入	▲ 1.3%	3.0%	3.4%	3.2%	1.2%	1.4%	1.4%	▲ 1.6%	1.7%	1.0%	1.0%	0.6%	1.0%	0.7%
名目GDI	P	1.1%	1.6%	1.7%	1.4%	0.5%	▲ 0.0%	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%
GDPデス	フレーター(前年比)	▲ 0.2%	0.1%	0.5%	0.7%	▲ 0.1%	▲ 0.8%	▲ 0.4%	0.1%	0.3%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.5%

(前期比寄与度)			· 予測						-	予測					
	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2016	年度	2017年度				2018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	1.3%	1.5%	1.2%	0.7%	0.4%	0.3%	0.6%	0.3%	0.1%	0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	
民間最終消費支出	0.4%	0.6%	0.6%	0.4%	0.1%	0.2%	0.4%	▲ 0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	
民間住宅投資	0.2%	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	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
政府最終消費支出	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
公的固定資本形成	▲ 0.2%	0.2%	0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.0%	0.3%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	
在庫品増加	▲ 0.4%	▲ 0.3%	▲ 0.1%	0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.0%	0.3%	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	
純輸出	0.8%	0.4%	0.1%	▲ 0.1%	0.3%	0.1%	▲ 0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	
財貨・サービスの輸出	0.5%	0.9%	0.7%	0.4%	0.6%	0.3%	▲ 0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
財貨・サービスの輸入	0.2%	▲ 0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.6%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	

(兆円、2011年暦年連鎖価格)			· 予測							予測				
	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2016	2016年度 2017		2017	年度		2018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	523.3	531.3	537.9	541.6	524.3	525.6	529.0	530.8	531.2	534.2	535.5	537.2	538.5	540.5
民間最終消費支出	297.3	300.3	303.4	305.3	297.6	298.7	300.8	299.4	300.0	301.1	302.0	303.0	303.7	304.8
民間住宅投資	16.1	16.5	16.7	16.8	16.2	16.3	16.5	16.3	16.5	16.6	16.6	16.7	16.7	16.8
民間設備投資	81.5	83.5	85.4	86.4	82.1	82.5	82.9	83.1	83.7	84.5	84.9	85.2	85.6	86.0
政府最終消費支出	105.7	106.7	107.8	108.5	105.9	105.8	106.5	106.3	106.8	107.3	107.5	107.7	107.9	108.1
公的固定資本形成	24.7	25.5	26.2	26.0	24.5	24.5	25.9	25.3	25.4	25.6	25.8	26.1	26.4	26.5
在庫品増加	0.6	▲ 1.0	▲ 1.7	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 1.2	▲ 1.2	0.2	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 1.6	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.7
純輸出	▲ 3.1	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 1.2	▲ 2.1	▲ 1.7	▲ 3.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.7
財貨・サービスの輸出	85.4	90.2	93.7	96.0	86.6	88.3	88.1	89.4	91.0	92.1	92.7	93.4	94.0	94.6
財貨・サービスの輸入	88.5	91.1	94.2	97.2	88.8	90.0	91.2	89.8	91.3	92.2	93.2	93.8	94.7	95.3

2. 主要指標予測

			・ 予測							予測				
	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2016	年度		2017	年度			2018	年度	
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	1.1%	4.0%	2.1%	1.3%	2.1%	3.8%	5.9%	4.1%	3.3%	2.7%	4.3%	2.1%	1.0%	0.9%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	▲ 0.3%	0.5%	0.7%	1.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
除く消費増税(前年比)	▲ 0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
国内企業物価指数(前年比)	▲ 4.9%	2.4%	1.0%	1.6%	▲ 2.1%	1.0%	2.1%	2.9%	2.5%	2.0%	1.1%	1.0%	1.3%	0.7%
貿易収支(季調値、兆円)	4.0	3.5	3.6	3.2	1.1	1.0	0.3	0.9	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
経常収支(季調値、兆円)	20.2	21.2	20.5	19.8	5.1	5.4	4.8	6.1	5.2	5.1	5.2	5.1	5.1	5.1
完全失業率(季調値:平均)	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	3.1%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
無担保コール翌日物(※)	▲0.06%	▲0.06%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.06%	▲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、※)	▲0.04%	0.05%	0.08%	0.10%	0.05%	0.05%	0.08%	0.05%	0.05%	0.05%	0.06%	0.07%	0.09%	0.10%
WTI原油価格(^ト ル/パレル、※)	48	52	55	56	54	50	46	51	55	56	54	56	55	55

[※]年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

			⊢	・予測						⊢	· 予測			
		2016年	2017年	2018年	2019年	2016年		201	7年	!		201	8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)	1.6%	2.4%	2.4%	2.1%	1.8%	1.2%	3.1%	3.0%	2.5%	2.6%	2.3%	2.4%	2.4%
	個人消費支出	2.7%	2.4%	2.6%	2.3%	2.9%	1.9%	3.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%	2.4%	2.6%
	住宅投資	4.9%	3.4%	4.8%	3.0%	7.1%	11.1%	▲ 7.3%	▲ 6.0%	5.0%	2.5%	3.5%	5.0%	4.6%
	設備投資	▲ 0.4%	5.0%	4.5%	3.8%	0.2%	7.2%	6.7%	3.9%	3.1%	4.9%	4.0%	2.8%	3.2%
	在庫(寄与度)	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	1.1%	▲ 1.5%	0.1%	0.7%	0.0%	0.1%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.1%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 1.6%	0.2%	0.2%	0.4%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	輸出	0.4%	2.8%	2.8%	3.0%	▲ 3.8%	7.3%	3.5%	2.3%	4.0%	3.0%	2.8%	3.1%	3.2%
	輸入	1.1%	4.0%	3.2%	3.4%	8.1%	4.3%	1.5%	▲ 0.8%	3.4%	4.0%	3.3%	3.0%	3.4%
	政府支出	0.9%	0.2%	0.5%	1.2%	0.2%	▲ 0.6%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
	失業率(※)	4.9%	4.4%	3.8%	3.7%	4.7%	4.5%	4.4%	4.4%	4.1%	4.0%	3.8%	3.7%	3.6%
	CPI(総合、※)	1.3%	2.0%	1.7%	2.0%	1.9%	2.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.8%	1.50%	2.00%	2.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.25%	1.50%	1.75%	1.75%	2.00%	2.00%
	長期金利(米10年債金利、※)	1.8%	2.37%	2.55%	2.75%	2.45%	2.39%	2.30%	2.33%	2.40%	2.50%	2.50%	2.60%	2.60%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.8%	2.5%	2.1%	1.9%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%
	家計消費	2.0%	1.8%	2.2%	1.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
	政府消費	1.8%	1.1%	1.3%	1.4%	0.4%	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
	固定投資	4.5%	4.8%	2.4%	3.3%	1.5%	▲ 0.2%	2.0%	2.0%	1.0%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.4%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	0.4%	▲ 0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%
	輸出	3.3%	2.6%	2.8%	4.2%	1.5%	1.3%	0.9%	1.1%	1.0%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%
	輸入	4.7%	3.0%	3.1%	4.4%	1.9%	0.4%	1.5%	1.9%	1.1%	0.6%	0.5%	0.8%	0.5%
	失業率(※)	10.0%	9.1%	8.4%	8.1%	9.7%	9.5%	9.2%	9.0%	8.7%	8.6%	8.5%	8.4%	8.3%
	CPI(総合、※)	0.2%	1.5%	1.3%	1.5%	1.1%	1.5%	1.5%	1.3%	1.4%	1.1%	1.3%	1.4%	1.5%
	政策金利(期末値)	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	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。7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%(年率換算:+1.4%)と、7四半期連続のプラスとなった。今後も堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。2018年度にかけては、官民をあげたオリンピック需要も本格化すると見込まれることから、通年の成長率は1%台の伸びを確保するとみている。ただし、2019年度は消費増税の影響などからやや減速を見込む。

個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。2019年10月に予定されている消費増税については、駆け込み需要が個人消費と住宅投資の一時的な押し上げ要因となるものの、反動減まで含めれば負の影響がやや上回る。設備投資は、製造業の能力増強投資は期待できない一方、更新維持・省力化投資や、研究開発投資が下支えする。公共投資は、政府の経済対策の効果が一服することで、鈍化傾向の推移を見込む。輸出は、アジア諸国の需要拡大や欧米景気の回復などに支えられ、堅調に推移するとみている。

(1) 7-9 月期 GDP は失望的な結果

7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.3%(年率換算:+1.4%)となった。事前の市場予想(同+0.4%、+1.5%、当社予想は同+0.4%、+1.6%)を小幅下回った程度だが、内容は良くない。輸出は前期比プラスだったものの、個人消費をはじめ、民間住宅、政府最終消費支出、公的固定資本形成といった項目が軒並みマイナスとなった結果、内需の寄与度は▲0.2%、国内最終需要の寄与度は▲0.4%という、内需の弱さが際立つ内容となった。供給サイドでは主として輸入の減少に反映されたため、国内総生産の減速は小幅にとどまったが、失望的な結果と言える。

もっとも、先行きの見通しは悪くない。2000年代以降の日本の3回の景気拡張期は、実質 GDP 成長率に占める輸出の寄与率がいずれも半分を超えているが、米欧を始め、足元の世界景気はおしなべて堅調で、今のところピークアウトを感じさせる証拠は乏しい。相変わらずの外需頼みというのがいささか心もとないところだが、人手不足に対応した省力化投資や、オリンピック需要など、内需にも一定の押し上げ要因はある。地政学リスクや、不安定な米政権運営、都心部の地価高騰といったリスク要因はあるものの、2017年度、2018年度と、通年の実質成長率は1%台の伸びが続くというのがメインシナリオである。2019年度については、消費増税が予定どおり実施されることを前提に、1%を割り込むとみている(P2参照)。

物価が伸び悩む一方で、景気は順調に回復が続いていることを考えると、日銀が 2%の物価目標に 固執する意義はますます希薄になっている。失業率や有効求人倍率をみる限り、日本経済の需給ギャップはほぼないか、あってもごくわずかである。低成長ではあれども、「景気」には問題はなく、問題があるとすれば「成長」、すなわち潜在成長率の低下ということになる。デフレを脱却しても、低成長は脱却できないのでは意味がない。政府としてはいたずらに世論におもねり、不要な景気刺激策に踏み込むことなく、成長戦略にあらゆる資源を集中することが必要である。この点、総選挙における与党大勝で、安倍首相の権力基盤は強固なものとなっており、「岩盤規制」の改革にトップ

(2) 個人消費は緩慢な回復にとどまる

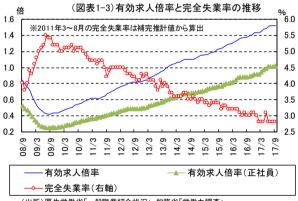
9月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出 は実質ベースで前月比+0.4%と、2ヵ月連続でプラ スとなったが、直近ピークの6月にはまだ届いていな い(図表1-1)。一方、販売・供給サイドを基礎統計 とする日銀の消費活動指数を見ると、9月は前月比 ▲0.3%と2ヵ月連続のマイナスで、夏場の天候不順 などを背景に弱含んでいる。もっとも、耐久財は昨 年度末を底に持ち直し、足元でも高水準の推移が続 いている (図表1-2)。 もともと耐久財は、2009年以 降に打ち出されたエコカー減税や家電エコポイント 制度に加え、2014年4月の消費増税前の駆け込み需要 で需要が先食いされたため、2014年以降は低調な推 移が続いていた。しかし、耐久財の買い替えサイク ルはおよそ5~10年程度のため、当時購入されたデジ タル家電や、自動車の買い替えが出始めている。今 後も買い替え需要の持続的な顕在化が期待でき、個 人消費を下支えするとみている。

先行きの個人消費を見通すうえで、常に重要とな るのが雇用・所得環境だが、まず、雇用環境を見る と、9月の完全失業率は2.8%と、年明け以降一段と 改善し、1994年6月以来の低水準となっている。少子 高齢化の進展による求職者数減少の影響もあって、 有効求人倍率も1.52倍と、1974年2月以来の高水準と なるなど、労働需給が一段と引き締まっている様子 が示されている(図表1-3)。パートタイム労働者に対 し、出遅れが目立っていた正社員の有効求人倍率も、9月 は1.02倍と、4ヵ月連続で節目の1倍を超えた。高齢者の再 雇用の拡大は、引き続きパートタイム労働者比率の押し上 げ要因だが、企業が正社員の採用を増やす動きも広がりつ つあることから、パートタイム労働者比率の上昇が平均賃 金を押し下げる構図は、今後一巡に向かうとみられる。

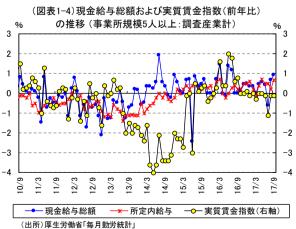
9月の現金給与総額は前年比+0.9%と、2ヵ月連続 のプラスとなった(図表1-4)。所定内給与は同 +0.7%と、6ヵ月連続のプラスとなったものの、低 水準での推移となっており、引き続き賃金の伸びは 鈍い。実質賃金指数も、足元では対前年比マイナス での推移となっている。平均賃金を押し下げている 要因の一つに、世代間の賃金格差が挙げられる。厚







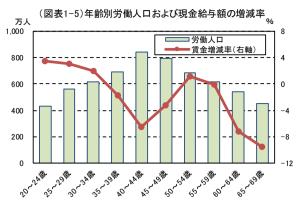
(出所)厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」



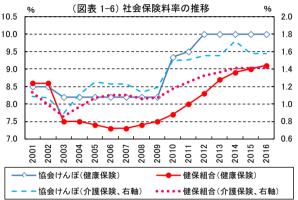
生労働省が公表している「賃金構造基本統計調査」から、2016年と2010年の年齢別現金給与額を比較すると、「35歳~39歳」で▲1.8%、「40歳~44歳」で▲6.6%、「45歳~49歳」で▲3.2%と、一部の年齢階級で6年前から給与額が減少していることがわかる(図表1-5)。これには二つの要因が考えらえる。

まず一つ目は、就職時期の問題である。現在30代後半から40代の世代は、いわゆる「就職氷河期世代」であり、不本意な就職による離職や非正規職への就職などを経験しているケースが多く、好況期に就職した世代と比較して、賃金に対して低下圧力がかかっている可能性がある。二つ目は年齢層のボリュームの問題である。総務省の「労働力調査」で年齢別労働人口を見ると、「40~44歳」の「就職氷河期世代」が一番多く、「45~49歳」世代が二番目に多い(図表1-5)。40代後半~50代前半はバブル期の就職世代であり、大企業を中心に大量採用され、その反動で「就職氷河期世代」は昇進、昇格の面で遅れをとっていると考えられる。

また、健康保険料や介護保険料といった、労使折



(出所)厚生労働省「賃金構造基本統計調査」、総務省「労働力調査」 ※数値は2016年調査、現金給与の比較は対2011年数値



(出所)全国健康保険協会、健康保険組合連合会より明治安田生命作成

半で負担する社会保険料率を見ると、2004年度以降、上昇傾向で推移しており、とりわけ2010年度 以降は上昇ペースが加速している(図表1-6)。厚生年金については、2017年9月から保険料率が18.3% となるなど、2004年時点から5%近くも上昇している。少子高齢化が進むなか、社会保障制度の維持 に向けて、今後も社会保険料率は段階的に引き上げられる可能性が高く、企業が積極的な賃上げに 踏み切りづらい状況が続くとみている。

今後の景気動向次第で政府の方針が変わる可能性もあるが、2019 年 10 月に予定されている消費税率の 10%への引き上げの影響についても考慮する必要がある。これまでの消費税引き上げ時同様、今回も駆け込み需要が発生することが予想される。ただし、2014 年の増税幅は 5%から 8%へと 3%であったのに対して、次回の増税幅は 2%である。また、前回は 1 年半後に再増税が予定されていたため、そこまで織り込んだ規模の駆け込み需要が生じていたとも考えられる。食品などに軽減税率が導入される予定であることも踏まえると、次回増税の駆け込み需要は 2014 年のものと比較して影響は小さくなることが想定される。

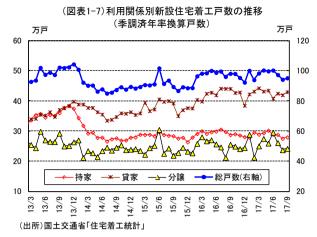
具体的に、消費増税が与える影響としては、2019年1-3月期および4-6月期の民間最終消費支出を0.1~0.2%程度、増税直前の7-9月期を0.5%程度押し上げ、反動で10-12月期を1.0%程度押し下げるとみる。その結果、2019年度の実質GDP成長率を差し引き0.2%程度押し下げると予想する。今後の個人消費については、所得環境の緩やかな改善が見込まれるほか、耐久財の買い替え需要が下支え要因になるものの、消費増税の影響は均せばマイナスに寄与するとみられることもあり、緩慢な回復にとどまると予想する。

(3) 住宅投資と公共投資は共に鈍化すると予想

10月のさくらレポート(日銀地域経済報告)を見ると、住宅投資の判断は、9地域中2地域で引き下げら

れ、6地域で横ばい、引き上げられたのは1地域のみと、足元の住宅投資が横ばい圏での推移となっている様子が示されている。新築住宅着工戸数を見ても、7月以降の総戸数は減速している(図表1-7)。利用関係別に内訳を見ると、貸家着工や持家着工が横ばい圏での推移となっているほか、分譲着工戸数は減少傾向となっている。

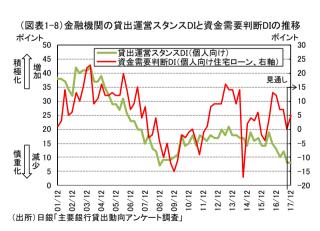
住宅生産団体連合会の「住宅業況調査報告」によると、持家に近い概念である戸建て注文住宅の7-9 月期は、受注実績指数が全国平均で+15ポイント、 総受注金額が+4ポイントと、前期のマイナスからプ



ラスに転じたものの、このところプラスマイナスを交互に繰り返す結果となっている。同調査の消費者の購買意欲を見ても、7-9月期は前期と比較して「増加」の割合が減少しており、購買意欲は盛り上がりにかけている。今後については、住宅ローン金利が引き続き低位で推移すると見込まれることや、住宅ローン減税制度(10年間で一般住宅が最大400万円)、戸建住宅向けのZEH(ゼロエネルギー住宅)補助金(1戸あたり75万円)などの各種住宅支援策が下支え要因になるとみられる。ただ、住宅ローン減税制度は適用から5年近く、ZEH補助金も1年あまり経過しているため、これ以上の消費者の購買意欲の掘り起しには限界があり、2018年度半ばにかけての持家着工は、横ばい圏での推移となるとみる。

分譲住宅着工について、内訳がわかる季節調整前の原数値を見ると、戸建住宅(建売住宅)は、日銀がマイナス金利を導入して以降、おおむねプラス圏での推移となっている。マンションについては、9月の着工が3ヵ月移動平均の前年比で+11%と伸びてはいるが、もともと振れのある統計で、プラス幅は直近2年間のレンジ内での推移となっている。首都圏マンション市場では、2014年以降、新規発売戸数が軟調な推移となるなか、新規契約率も2016年初以降、好不調の境目とされる70%を下回る水準で推移している。要因の一つとして、首都圏の新築マンション価格が29ヵ月連続で5,000万円を上回るなど、販売価格の高止まりが挙げられる。販売の伸び悩みにより在庫が高水準で推移することで、マンション業者はより慎重に物件供給を行なう見通しで、2018年度半ばにかけての分譲住宅着工は緩やかな減速傾向が続くとみる。

貸家着工戸数は、2015年1月の相続税改正(基礎控除引き下げ)に伴う節税対策としてのアパート経営需要が高まったことから、増加傾向にあったものの、足元では、空室率が上昇してきたこともあり、先行きへの警戒感から横ばい圏での推移となっている。金融機関の個人向け貸出運営スタンスDI(「増加」ー「減少」)は、慎重化の方向に振れているほか、日銀の「貸出先別貸出金」からも、個人による貸家業向け残高の頭打ちが確認でき、金融機関の貸家事業への警戒感が窺われる(図表1-8)。今後も、賃貸住宅ロ



ーン等の不動産関連貸出に対する慎重なスタンスが続くとみられるのに加え、少子高齢化の進展に伴う中長期的な世帯数の減少見通しなどが投資意欲の減退につながるとみており、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。

一方、消費増税を前にした駆け込み需要は、2018年度の後半から持家や分譲を中心に住宅需要を押し上げよう。前回2014年4月の増税時には、増税の1年程度前から徐々に住宅着工が伸びはじめた。今回も2018年度後半から徐々に駆け込み需要が発生し、2019年10月以降、反動減が発生すると見込む。ただ、前回の増税時に、今回の10%までの増税を見込んだ需要の先食いがあったとみられるほか、今回の増税幅は2%にとどまることから、押し上げ効果とその反動は前回より小さいものとなろう。消費増税による振れの影響を除けば、2018年末にかけての住宅投資は、各種住宅支援策などが下支え要因になる一方、空室率の上昇や、住宅価格の高止まりが下押し要因になることで、鈍化傾向の推移を見込む。2017年度の住宅着工戸数は93万戸程度、2018年度は95万戸、2019年度は93万戸と予想する。

さくらレポートで公共投資の判断を見ると、近畿の「減少している」、中国の「横ばい圏内の動き」を除いた7地域で「増加している」または「高水準」となっており、2016年度第2次補正予算の執行や、オリンピック関連工事の発注に伴い、多くの地域で公共投資が持ち直している様子が窺がわれる。実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高を見ても、4月以降、前年比で+5~10%の高水準で推移している(図表1-9)。ただ、出来高に先行する公共工事請負金額(3ヵ月移動平均)は、足元でマイナスに転じており、目先、公共投資は減速傾向で推移する可能性が示唆されている。

2017 年度本予算では、復興会計が 6,774 億円と、前年から約 25%減少したものの、一般会計の公共事業関係費は 5 兆 9,763 億円と、前年並みを確保しており、2017 年度本予算の執行による公共投資の下支えが期待できる。ただ、2017 年度の補正予算は 2 兆円程度と、最終的に 6 兆円程度まで膨らんだ 16 年度

(図表1-10)建設資材価格指数と建設工事費デフレー 10 25 (※)全国の指数が公表されている総合系列を除き、調査対象10都市の単純平均 20 15 10 0 -2 -5 -10 -15 12/4 12/7 12/10 12/10 13/10 13/10 14/10 15/1 15/1 16/10 16/1 建設資材総合 建設工事費デフレ 普诵錮錮材(右軸) (出所)一般財団法人経済調査会

に比し、相対的に小規模なものにとどまるとみられる。内容としても、子育て・教育関連が大半を 占め、公共投資関連では、日欧 EPA を受けた農業用土地の改良費用や、災害対策の関連費用など、 5,000 億円程度にとどまるとみられ、GDP の下支え効果は+0.1%以下にとどまると予想する。

実質ベースの公共投資を見るうえで重要となる公共投資建設工事費デフレーターは、昨年秋以降、普通鋼鋼材などの建設材料価格の高騰を背景に底打ちしている(図表 1-10)。東京オリンピック開催に向けたスタジアムの建設や、道路網などのインフラ整備に係る工事が公共投資を下支えると見込まれるものの、建設工事費デフレーターの底打ちは、実質ベースの公共投資を押し下げるとみられ、今後の公共投資は、鈍化傾向で推移すると予想する。

(4) 設備投資は回復傾向が続く

設備投資に先行する主要3指標(3ヵ月移動平均)を見ると、資本財国内出荷(除.輸送機械)は 昨春以降、改善傾向が継続しており、機械受注(船舶・電力を除く民需)と建築物着工床面積(非 居住用)も持ち直しの動きがみられるなど、今後の設備投資が緩やかな回復傾向となる可能性を示 唆している(図表1-11)。2017年4-6月期の法人企業統計では、売上高が対前年比で+6.7%と、3

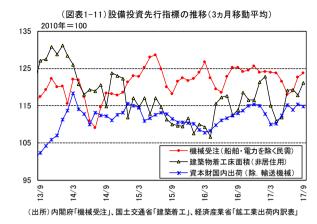
四半期連続の増収となったほか、経常利益は同 +22.6%と、4四半期連続の増益となっており、収益 環境の好転が設備投資の下支え要因になっていると みられる。日銀短観の設備投資計画を見ると、2017 年度の全規模・全産業の設備投資計画は前年度比 +4.6%と、前回調査から+1.7%上方修正され、9月 調査としてはリーマン・ショック以降、3番目に強い 計画となっている(図表1-12)。

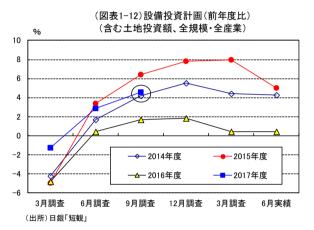
経済産業省による「海外現地法人四半期調査」の 業種別設備投資額実績を見ると、全業種計の海外で の設備投資額は昨年末以降減少傾向にある(図表 1-13)。海外設備DI(「増加」-「減少」)は、現状・ 先行ともプラスで推移しているものの、2017年10-12月期にかけての先行判断DIは3四半期ぶりに低下 している。また、内閣府が公表している「企業行動 に関するアンケート調査」では、「海外に拠点を置 く理由(製造業)」との問いに対して「労働力コス トが低い」は全体の二割にとどまっており、前年度 調査に引き続き低い水準であり、生産コストの引き 下げを企図した海外拠点拡大の動きは見られない。

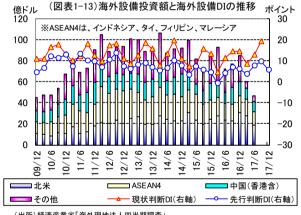
国内の中長期的な低成長期待が定着していること から、製造業の能力増強投資は今後も停滞が避けら れないものの、国内の老朽化した設備の維持・補修 への需要は蓄積しているとみられる。実際、2015年 度以降の企業の投資動機は、能力増強の割合が低下 する一方で、維持・補修の割合は高まる傾向が続い ている(図表1-14)。企業収益が改善に向かうなか、 国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、研 究開発投資などが今後も設備投資の下支えになると みている。

一方、非製造業の強めの設備投資計画の背景には、人 手不足感の強まりを受けた、労働代替的な投資への需要拡 大がある。日銀短観で、業種別の設備判断DIと雇用判断DI (ともに「過剰-不足」)の関係を見ると、2017年9月調 査では、宿泊・飲食サービスや、対個人サービス、運輸・ 郵便など、雇用が不足している業種ほど設備が不足してい るという、正の相関関係が見られる(図表1-15)。人手不 足の強い業種を中心に、省力化投資が引き続き非製造業の 設備投資を押し上げるとみている。

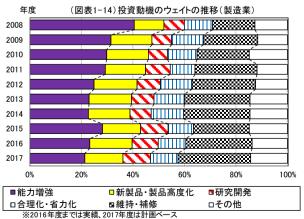
今後は、人口の減少トレンドが続くなか、中期的に内需 の堅調な拡大が見込みにくいことで、製造業の能力増強投







(出所)経済産業省「海外現地法人四半期調査」



(出所)日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(大企業)」

資は慎重姿勢が続くとみるが、設備の更新維持投資や研究 開発投資は、回復傾向で推移すると予想する。非製造業で も、好調な企業業績が下支えとなって、合理化・省力化投 資などが押し上げ要因になると見込まれ、2018年にかけて 設備投資は回復傾向が続くと予想する。

(5)輸出はプラス圏の推移が続く

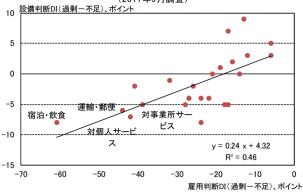
財務省の貿易統計によると、9月の輸出金額は前 年比+14.1%と、10ヵ月連続のプラスとなった(図 表 1-16)。輸出の実勢を表わす輸出数量を見ると、 9月は前年比+4.8%と、8月の同+10.4%からプラ ス幅が縮小し、増勢が鈍化しつつあるようにみえる。 ただ、これはハリケーンの被害により、米国向け輸 出が低迷したという特殊要因が影響しており、10月 以降、ハリケーン被害からの復興需要を背景に持ち 直す可能性が高い。

日本の輸出の過半を占めるアジア圏については、 輸出数量が堅調に推移している(図表 1-17)。今後、 中国景気は、投資需要が政府に下支えされるとみら れることや、雇用・所得環境の改善から個人消費も 底堅い推移が見込まれることで、底堅い推移が続く とみている。アジア向けの輸出も、NIEs 景気が世界 的な半導体需要の拡大傾向の持続に下支えされると みられることで、回復傾向が続くと予想する。

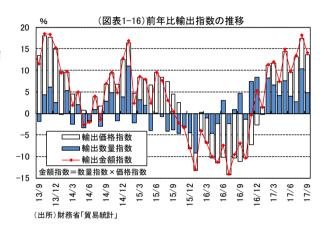
米国向けの輸出数量は、足元ではハリケーンの影 響などから、停滞気味の推移となっている(図表 1-17)。今後は、米国中古車市場の飽和を受け、自動 車を中心とした消費財の輸出が伸び悩む可能性があ る。ただ、資本財輸出については、米国企業の業績 回復や、環境規制の緩和などを背景に設備投資の活 発化が見込まれるほか、2018年度以降の減税策への 期待が下支え要因になるとみられ、日本からの米国 向け輸出は、基調としては回復が続くとみる。

EU向けの輸出数量は、底打ちの兆しがみえる。EU 向け輸出は、米国やアジア圏と比べるとウェイトは 小さいものの、当社の試算では、景気弾性値が米国 やアジアと比べて高い。今後についても、雇用環境 の改善や低金利環境の継続などを背景に、個人消費 や固定投資の緩やかな回復が見込まれることから、 ドイツを中心に欧州の景況感は高水準を維持すると みられ、欧州向け輸出は拡大傾向で推移するとみて

(図表1-15)日銀短観の設備・雇用判断DIの関係 (2017年9月調查)

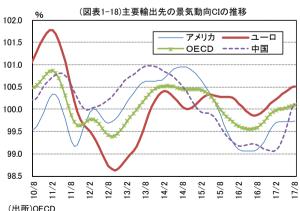


(出所)日銀「短観」



(図表1-17)地域別輸出数量指数の推移(季調値)





いる(図表1-18)。

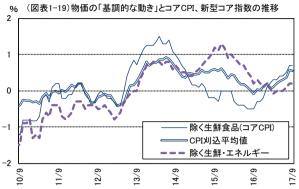
以上から、2018年にかけて、日本の輸出は堅調な推移が続くとみる。

(6) コア CPI の上昇余地は限定的

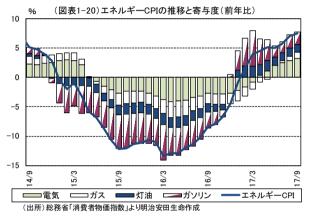
日本の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合物価指数、以下コア CPI)は、年明け以降、プラス幅を拡大している(図表 1-19)。もっとも、除く生鮮・エネルギー指数は、9月の時点で前年比+0.2%にとどまっており、足元のコア指数はエネルギー価格に押し上げられている側面が大きいことが分かる。

エネルギー価格の推移を見ると、2月以降、プラス幅を拡大しつつある(図表 1-20)。内訳をみると、年明け時点ではプラス寄与の大宗を占めていたガソリンに変わり、足元では電気・ガスのプラス寄与幅が拡大傾向にある。電気・ガスは、原油価格の上昇により遅れて反応する傾向があることを反映しているが、当社の予想どおり、今後の国際原油価格がボックス圏の推移をたどった場合、来年以降のエネルギー価格の伸びは再び鈍化方向に転じるとみている。

また、耐久消費財価格は、為替の影響を受けやす く、昨年秋口までに進んだ円高が、ラグを伴いつつ 輸入物価の下押し圧力になっているほか、廉価なス



※いずれの系列とも消費増税の影響を除く。2015年12月までの刈込平均は2010年基準 (出所)総務省「消費者物価指数」、日本銀行より明治安田生命作成



マートフォンの普及や、通信費の下落もコア CPI の押し下げ要因になっている。賃金上昇率の鈍さは、主に労働集約的産業であるサービス業の物価に影響している。毎月勤労統計で現金給与総額の推移を見ると、いまだに前年比+0%台の低い伸びが続いている。賃金の低迷の背景には、潜在成長率の低下など、さまざまな構造的要因が考えられ、今後も賃金上昇が見込みづらいなか、サービス価格が低調な推移をたどることが、コア CPI の伸びを抑制するとみる。

2017 年度通年のコア CPI の上昇率は前年比+0.5%、2018 年度は同+0.7%、2019 年度は+1.5% (消費増税の影響:+0.6%を含む)と予想する。

(7) 金融政策は来年度中に枠組み変更か

10月30,31日に開催された日銀金融政策決定会合後の総裁定例会見では、株高が続くなかでの、 ETF(上場投資信託)の買入れ継続の意義を問う質問が集中した。

たとえ ETF とはいえ、株の購入、すなわち経済資源の配分にかかわる政策を、選挙で選ばれたメンバーではない中央銀行が行なうこと自体、きわめて異例の措置である。継続にはおのずから限界があるとの認識は日銀も共有していよう。ただ、ETF 買入れの目的は株価下支えではなく、あくまで物価目標の達成と言う建前になっている以上、物価目標未達下で「金融緩和の後退」とみなされる政策変更を行なうのは大義名分が立ちにくい。国債の買入れペースが年間80兆円に遠く及ばなくても、「目途」の範囲内と言うのであれば、ETFの「約6兆円」の「約」も拡大解釈が可能で、明確な政策変更を宣言しないまま徐々に買入れペースを落とすこともできるが、その幅次第では不誠実と

の批判を浴びることになる。

どのみち、量的・質的緩和の事実上の延命策である現行のYCC(イールドカーブ・コントロール)とて永続可能な枠組みではない。遅くとも来年度中には、再度の枠組み変更がなされるとみており、その際、ETF もなんらかの形で買入れ額の縮小を図ることになるのではないか。黒田総裁自身は留任が濃厚だが、何か変えるとしたら人心一新の4月はやはりチャンスである。株価下落などの余計なリスクを負いたくない官邸は、9月の自民党総裁選直前の政策変更を喜ばないとも考えられ、4月を逃した場合、10月以降にずれ込む可能性も考えられる。

枠組み変更は、「量」から「金利」へのシフトの明確化と、長期金利の変動許容幅を拡大させるという二つが基本線になるとみる。まず、80 兆円という国債買入れの「目途」は撤廃されよう。あわせて、0%としている 10 年国債利回りの誘導水準もなんらかの形で変更されるとみる。考えられる手法としては、①10 年の誘導水準はそのままに、単に 20 年以上の買入れオペを減額する、②上下0.1%との暗黙の了解が成り立っている指値オペの発動基準を緩める、③誘導水準をレンジで示す形に変更する、④誘導水準を 0.2%以上の水準に引き上げる、⑤操作目標を 5 年国債に変更する、など、いくつか考えられる。①②は、日銀にとって政策変更を明言しなくとも実施できるのが利点と言えば利点だが、市場とのコミュニケーションという意味では問題がある。また、いずれの手法も、物価目標の達成を見ないまま、引き締め方向への変更とみなされる可能性が高い。

複数の高官が指摘しているように、インフレ期待が上がっていれば、名目金利は多少上がっても 実質金利は引き続き緩和的な水準という説明は可能だが、日銀が名目金利を引き上げるという行動 自体は引締めである。また、金融システムへの悪影響はおそらく政策変更の理由にはできない。物 価目標よりそちらを優先させるのかということで、政策の失敗を認めることになりかねない。

結局、そうした事態を避けるためには、YCC のように複雑な枠組み変更のなかに真意を紛れ込ませる、あるいは別途金融緩和(に見える)手段を追加するといった、市場を煙に巻くような手法をとる必要が出てくる。2%へこだわることで、日銀は自縄自縛に陥っていると言える。この点、緩和強化の建前を維持するために実施するかもしれないと考えているのが、マイナス金利の小幅深堀りである。奇論かもしれないが、昨年9月の総括検証における「短期金利を下げた方が長期金利を下げるより景気刺激効果が大きい」という分析との整合性はとれる。政策金利残高の調整や、イールドカーブのスティープ化の許容で、金融システムへの負担の軽減も可能と考えられる。

いずれにしても、日銀は次期体制下で、自らの正当性と政策の継続性に配慮しつつ、かつ緩和強 化の建前を維持しながら、実際は正常化への道を探るというナローパスを目指さざるを得なくなっ ていくだろう。(担当:小玉、柳田、磯部)

2. 米国経済見诵し

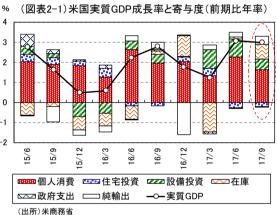
〈要 約〉

7-9月期の米実質GDP成長率は(速報値)は前期比年率+3.0%と、4-6月期の同+3.1% (改定値) とほぼ同水準の高い伸びとなった。個人消費や設備投資が堅調に推移した一方、住宅投資は2 四半期連続で減少した。海外景気の持ち直しを背景に、輸出も回復が続いた。今回の高い伸びの背景には、 企業在庫の増加や輸入の減少など、ハリケーンによる一時的な要因が多く含まれているとみられる。ただ、 雇用環境の改善や企業収益の増加といった米国経済の基礎的な力強さに変化は見られないことから、今後 の景気は回復基調で推移すると予想する。

FRBは6月に利上げを行ない、10月から再投資の一部停止に着手した。今後も景気回復は続くとみ られ、FRBは12月に追加利上げを行なった後、2019年末まで年2回程度のペースで利上げを行な うと予想する。

(1) 7-9月期の景気は堅調に推移

7-9月期の米国実質GDP成長率 (速報値) は前期比 年率+3.0%と、4-6月期の同+3.1%とほぼ同水準 の高い伸びとなった(図表2-1)。需要項目別に見る と、個人消費は同+3.3%→+2.4%と回復ペースが やや減速した。耐久財消費は同+7.6%→+8.3%と、 2四半期連続で増加したものの、非耐久財消費は同 +4.2%→+2.1%へと減速した。耐久財消費が伸び た背景には、自動車の水没などハリケーン被害から の復興需要が大きかったとみられる。住宅投資は同 ▲7.3%→▲6.0%と、2四半期連続で減少した。建設 業界における人手不足や在庫の少なさが、依然とし



て供給のボトルネックになっているのに加え、ハリケーンによる施工遅延なども影響した可能性が 高い。設備投資は同+6.7%→+3.9%と伸び幅が若干縮小した。内訳をみると、機械設備投資は同 +8.8%→+8.6%、知的財産投資は同+3.7%→+4.3%と回復が続いたものの、構築物投資が同+ 7.0%→▲5.2%と減少に転じたことが全体を押し下げた。背景には住宅投資同様、南部地域を襲っ たハリケーンにより、施工が滞った影響があるとみられる。在庫投資の成長率全体に対する寄与度 は同+0.1%→+0.7%と大きく拡大した。前述のハリケーン被害からの復興需要や、南部地域への 輸送が滞ったことなどを背景に、企業の在庫が積み上がったものとみられる。この結果、在庫を除 いた国内最終需要は同+2.7%→+1.8%と減速、輸出も同+3.5%→+2.3%と伸び幅が縮小してお り、7-9月期のGDPは、内容的には全体の伸びから受けるイメージほど芳しい結果ではない。ただ、 今回のGDP統計にはハリケーンによる一時的な要因が多く含まれている。雇用環境の改善や企業収益 の増加といった米国経済の基礎的な力強さに変化は見られず、今後の景気は回復基調で推移すると 予想する。

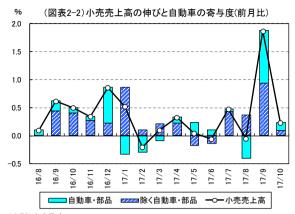
(2) 個人消費は回復が続く・住宅投資は持ち直しへ向かう

小売売上高の推移を見ると、9月に前月比+1.9%と大きく伸びた後、10月も同+0.2%と緩やかな増加が続いている(図表 2-2)。内訳では9月に自動車・部品が大きく伸びており、ハリケーンによって水没した自動車などの買い替え需要が顕在化したものとみられる。復興需要が一巡した後、個人消費は一時的に弱含むとみられるが、その後は堅調に推移するとみる。

家計の消費者マインドは高水準を維持している。 消費者信頼感指数は、すでに金融危機前の水準を上 回っている(図表 2-3)。消費者マインドが歴史的な 水準に達している背景としては、第一に、株高によ る資産効果が挙げられる。所得階層別の消費者信頼 感指数では、特に中高所得者層の改善が著しく、株 高によるマインド改善効果が大きいことが推察さ れる。

雇用環境の改善も、消費者マインドの底上げに寄 与しているとみられる。10月の失業率は4.1%、広 義の失業率(非自発的パートタイマーや求職断念者 などを失業者に含む)は7.9%と、いずれもリーマ ン・ショック前の水準にまで改善している。FRB(米 連邦準備制度理事会)のイエレン議長も、9月26日 に行なった講演で、労働市場における「スラック(未 活用の労働力)」はほぼ消滅したとの見方を示した。 ただ、10月の平均時給は前年比+2.4%と、加速感 に乏しい状況が継続している。この点については、 ハリケーン後に観光・レジャー産業など労働集約 的な産業で雇用者が増加したことが、賃金上昇率を 一時的に押し下げた可能性が指摘できる。一方で、 賃金の年功制が弱い米国では、労働者は転職によっ て賃金を上げていく傾向があり、労働省が公表して いる「自発的離職率 (Quits Rate)」は賃金上昇率 の先行指標として知られている。1年のラグを置い た自発的離職率を説明変数とし、平均時給上昇率を 被説明変数とした試算からは、平均時給上昇率は 2018 年には 3%程度に達する可能性が示唆される (図表 2-4)。賃金は今後とも緩やかに上昇すること で、今後の消費をサポートすると予想する。

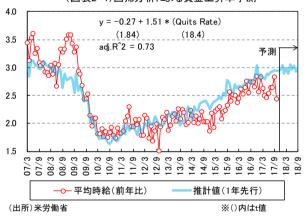
雇用・所得環境の改善は、住宅購入にも好影響を 与えるとみられる。9月の新築住宅販売件数は前月







(図表2-4)回帰分析による賃金上昇率予測



千件(図表2-5)新築・中古住宅販売件数と住宅着工件数の推移 千件 1,400 1,200 1,000 800 400 200 1,000 1,000 1,000 1,000 1,000

新築住宅販売件数

中古住宅販売件数(右軸)

(出所)米商務省、米不動産業協会(NAR)

-住宅着工件数

比+18.9%と大きく増加した(図表 2-5)。背景には、前述のハリケーン被害から復興需要があるとみられ、特に被害が集中した南部地域での販売増が目立つ。一方で、住宅着工件数は、軟調な推移が続いている。背景には、家計の持ち家志向の回復に伴い、集合住宅の空室率が上昇に転じていることや、銀行が空室率上昇などを背景に集合住宅建設業者への貸出態度を厳格化させていることなどがあるとみられる。また、サブプライムローン崩壊を経験した建設業者が住宅在庫を減少させ、住宅価格が上昇していることなども、住宅販売の逆風となっている。ただ、FRB が金融政策正常化路線を続けるなかでも、長期金利がさほど上昇していない。また、銀行の家計に対する住宅ローン貸出態度は緩和傾向が続いている。米国は依然として人口増加社会であり、雇用者数も増え続けていることなども、住宅需要にとってはプラスである。家計の購買力も改善していることなどから、今後の住宅投資は、一戸建てを中心に均せば緩やかな持ち直しに向かうと予想する。

(3) 設備投資は緩やかな回復へ・輸出は回復が継続

7-9月期の設備投資は減速した。背景には、ハリケーンによる構築物投資の施工遅延などの一時的な要因があり、早晚回復に向かうとみる。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)の推移を見ると、2016年央から回復傾向が続いている(図表 2-6)。また、銀行の貸出態度は、中小、中堅・大企業ともに、緩和方向に転じた銀行が増えている(図表 2-7)。S&P500の構成企業の業績予想が、2016年初を境に改善に転じていることも、銀行の貸出態度の緩和と相俟って、今後の設備投資をサポートするとみている。

7-9 月期の輸出は前期比年率+3.5%→+2.3% と、伸び幅が縮小したが、世界的な景気回復を背景に、今後も回復傾向が続くと予想する。9 月の国別輸出金額(3ヵ月移動平均)を見ると、アジア NIES 向けが減速しつつあるものの、カナダやメキシコ、中国向けが底堅く推移している(図表 2-8)。中国景気は、政府によるインフラ投資で底堅く推移しているほか、カナダやメキシコの景気も、資源価格の持ち直しや、世界的な生産サイクルの改善などを背景に上向いている。中国景気は、来年以降も的を絞った政策支援によって底堅く推移するとみられるほか、カナダやメキシコでも、資源価格の緩やかな回復を背景に景気は上向いてくるとみられ、米国の輸出は緩やかな回復を続けると予想する。

(4)減税法案可決は2018年にずれ込むと予想

10月25日、米国議会下院は賛成216、反対212の僅差で予算決議案を可決した。注目されていた財



10億ドル (図表2-6)非防衛資本財新規受注・出荷(除く航空機)

政調整措置の枠は「1.5兆ドル」とされ、今後の税制改革 法案の審議で上院民主党が議会進行遅延(フィリバスタ 一)を仕掛けてきても、1.5兆ドルの枠内であれば、100 議席中 51 議席の過半数で可決が可能となった。ただ、共 和党のなかにはトランプ大統領と意見を異にする議員も 少なくない。特に 52 議席しかない上院での法案可決が引 き続きネックとなる状況に変わりはない。7月にオバマケ ア改廃法案が上院で否決された時も、財政均衡を重んずる 共和党右派と、弱者保護を重んずる左派の両方から複数名 の反対が出た。

11月9日に下院歳入委員会が提出した税制改革案は、オバマケア改廃法案で捻出するはずだった財源を各種税控除の見直し(≒増税)で代替し、所得減税や法人減税などを盛り込み、今後10年間で財政赤字拡大を1.5兆以内ドルに抑えた内容となっている。一方、11月13日に上院財

(図表2-9)税制改革による今後10年間の 財政への影響の試算

(10億ドル)

個人	向け	上院案	下院案
	所得税改正	▲ 1,326	▲ 1,089
	代替ミニマム税廃止	▲ 707	▲ 696
	各種税控除見直し	1,414	1,418
	小計	▲ 619	▲ 367
法人	向け		
	法人減税	▲ 1,329	▲ 1,456
	パススルー減税	▲ 284	▲ 597
	その他	632	702
	小計	▲ 981	▲ 1,351
海ケ	\	104	278
その)他		3
合計		▲ 1,496	▲ 1,437
CB	0(議会予算局)試算	▲ 1,726	▲ 1,671

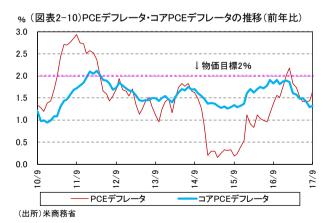
(出所)THE JOINT COMMITTEE ON TAXATION、CBO ※11月14日時点版

政委員会が示した税制改革案では、法人減税は2019年から実施と1年先送りしており、パススルー減税幅も小さいなど、法人への恩恵が少ない分、個人への恩恵が大きい内容となっている(図表2-9)。 上院案と下院案の隔たりは大きく、両院協議会における調整は難航する可能性が高い。また、CBO(議会予算局)は上下院両方の税制改革法案について、今後10年間で両案ともおよそ1.7兆ドルの赤字に達するとの見方を示し、議会側の見通しの甘さを指摘している。前回のオバマケア改廃法案で反対に回った財政均衡派の議員が、税制改革法案に賛成するかは不透明と言えよう。

こうした状況から、上院で野党民主党が議会進行遅延(フィリバスター)を仕掛けてきた場合、100 議席中 52 議席の上院共和党が財政調整法による可決で乗り切れるか、現時点では予断を許さない。また、12 月 8 日までには、9 月に民主党との合意で先送りした政府債務上限引き上げも再び審議が必要になる。年内の審議日数が限られるなかで、共和党内や野党民主党を含めて政策協調できる可能性は低いとみられ、税制改革の実現は来年以降にずれ込むと予想する。

(5)緩やかな利上げを進める FRB と国際金融環境

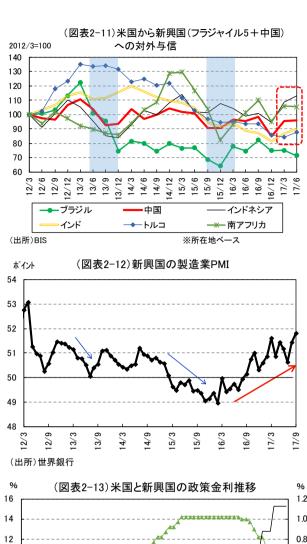
10月30日-11月1日開催のFOMCでは、市場予想どおり政策金利であるFFレート(フェデラル・ファンド・レート)の誘導目標レンジが1.00-1.25%ですえ置かれたほか、前回9月のFOMCで決定されたとおり、再投資政策の一部停止が開始された。市場の注目は、物価動向が弱いなか、FRBが現行の利上げ路線を続けるか否かに注がれている(図表2-10)。イエレン議長は9月FOMCでの会見で、「今年、インフレ率が2%を下回っているのは謎であり、我々もその原因を明確には理解していない。(中略)ただし、

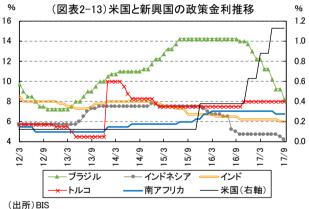


労働市場の逼迫は時間差を伴って賃金上昇やインフレを引き起こす傾向があり、(中略)後になって 急速な利上げに追い込まれ、(中略)労働市場への脅威となることのないように、注意していかなけ ればならない」と発言、フォワード・ルッキングな利上げ論を展開した。

FRB がこれほど利上げに前向きな背景には、将来 的な賃金・物価上昇への懸念もさることながら、い ずれ訪れる景気後退期に備え、利下げができる余地 を確保しておきたいとの思いが強いことがあるよう だ。幸い、海外の金融環境は、利上げの逆風とはな っていない。FRB には、2013 年のバーナンキ前 FRB 議長の QE 縮小発言で、「フラジャイル 5」に代表さ れる新興国通貨が急落したほか、2015年12月の利 上げが、その後の人民元急落や世界同時株安を招い たという苦い経験がある。ただ、BIS (国際決済銀行) が公表している国際与信統計をみると、新興国の通 貨安が起こった 2013 年央や 2015 年末は、米国から 新興国への与信残高が減少局面にあった時期と概ね 重なる (図表 2-11)。 逆に、2016年12月以降足元ま での利上げ局面では、米国から新興国への与信は総 じて増加に転じている。こうした資金の動きの背景 には、新興国自身の景気動向が関係している。世界 銀行が発表している新興国製造業 PMI を見ると、2 回の通貨急落当時の生産活動はいずれも減速局面に あった (図表 2-12)。新興国景気が軟調で、通貨が 売られやすい地合いのなか、FRB が金融政策正常化 の動きを見せたことが思わぬ結果を招いたとみられ る。しかし、足元の新興国 PMI は 2016 年初を底に改 善傾向が続いており、米国からの与信も増加してい る。新興国も、米国が利上げを進めるなか、追随せ ずに利下げ、ないしすえ置きを選択する国が増えて いる (図表 2-13)。

米国の利上げが新興国通貨安など、金融市場の混乱につながるリスクが小さいことが、FRB の前向きなスタンスにつながっている。ただ、イエレン議長





が指摘した物価上昇が鈍い「謎」は依然解明されておらず、年3回という FRB が掲げる利上げペースは、物価上昇ペースとの見合いで今後は修正される可能性が高いとみる。FRB は 2017 年12 月に追加利上げを行ない、その後は年2回程度の緩やかな利上げ路線を継続すると予想する。(担当: 久保)

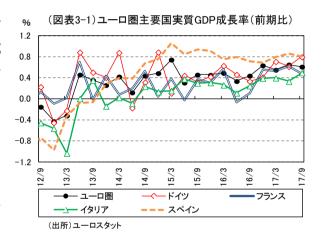
3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.6%と、4-6月期の同+0.7%(改定値)からはやや減速したものの、引き続き堅調で、18四半期連続のプラス成長となった。今後については、ECB(欧州中央銀行)による緩和的な金融環境が維持されると見込まれるほか、各国の緊縮財政の見直しもあって、景気は改善が続くと予想する。個人消費は、雇用者数の増加や消費者マインドの改善などを背景に、回復が続くとみる。固定投資は、企業の資金調達環境の改善や、政治的不透明感の払拭などから、緩やかな回復が続くとみる。輸出は、米国や中国を中心とする堅調な海外景気が下支えとなり、やはり緩やかな回復が続くとみる。ECBは10月に、2018年9月までの資産買入れ策の延長を決定した。2018年9月以降も資産買入れを継続する可能性が高い。英国景気は、EU離脱を巡る不透明感から、固定投資が停滞気味の推移に転じる可能性が高いほか、実質賃金の改善の遅れが個人消費の足かせになるとみられることから、減速傾向で推移するとみている。

(1) 7-9月期の景気は堅調に推移

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率 (速報値) は前期比+0.6%と、4-6月期の同+0.7%からはやや減速したものの、引き続き堅調な推移となった(図表3-1)。国別の成長率を見ると、ドイツ(4-6月期:同+0.6%→7-9月期:+0.8%)、イタリア(同+0.3%→+0.5%)は前期から伸び幅が拡大、フランス(同+0.6%→+0.5%)、スペイン(同+0.9%→+0.8%)は伸び幅が小幅に縮小したものの、総じて見れば各国とも堅調な結果であった。欧州委員会の秋季経済見通しでは、2017,2018年ともに、各国の

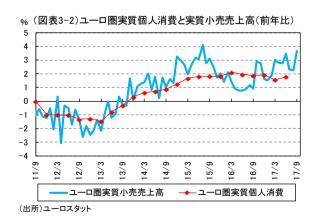


財政スタンスは緩和的になるとの予想が示された。また、海外景気も堅調に推移するとみられることや、ECBによる緩和的な金融政策は継続されるとみられることなどから、ユーロ圏景気は今後とも改善が続くと予想する。

(2) 個人消費は回復が続くと予想

個人消費は、2013年末以降、足掛け4年に渡り回復基調が続いている。ユーロ圏実質小売売上高を見ると、9月は前年比+3.7%、7-9月累計でも同+2.8%と、GDPベースの個人消費が7-9月期も堅調に推移した可能性を示唆している(図表3-2)。

消費者マインドも高水準で推移している。ユーロ 圏消費者信頼感指数は、10 月に▲1.0 ポイントと、 2001年4月以来、16年ぶりの高水準に達した(図表 3-3)。同指数を構成項目別に分解すると、2016年央



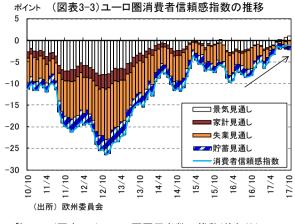
以降、景気見通しと失業見通しが大きく改善していることが同指数の上昇につながっている。景況感や失業不安の改善の背景には、ユーロ圏および各国の生産活動の活発化があると考えられる。10月のユーロ圏 PMI は、ドイツの60.6ポイントを筆頭に、フランス、イタリア、スペインでも改善傾向が続いている。ユーロ圏全体では、2017年1-10月平均で56.1ポイントに達し、2011年来の高水準となった。失業不安の後退は、ユーロ圏の雇用環境が大幅に改善していることの反映でもある。4-6月期の雇用者数は前年比+1.6%と、2014年以降、伸び幅を拡大させながら増加が続いている(図表3-4)。失業率を見ても、9月は8.9%と、こちらも金融危機後のピークである12.1%から、ほぼ一貫して改善傾向が続いており、雇用環境の改善には力強さが窺える。

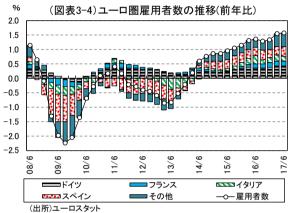
資産価格の動向も、消費に好影響を与えていると みられる。ドイツ DAX 株価指数は足元で史上最高値 を更新しており、フランスの CAC 株価指数もリーマ ン・ショック後の最高値を更新している。また、各 国の住宅価格の推移を見ると、イタリアは下げ止ま り、ドイツ、フランス、スペインは上昇傾向にあり、 ユーロ圏全体として見た場合、緩やかに上向いている (図表 3-5)。こうした資産価格の上昇も、家計の 消費意欲を高めている可能性がある。家計債務残高 に目を向けると、対 GDP 比で 58.5%と、全先進国平 均の 73.8%に比べても低く、バランスシート調整が 懸念される状況にもない。

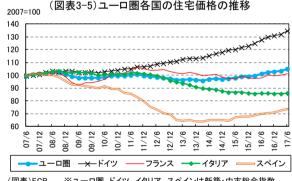
今後も、ECBによる緩和的な金融政策や海外景気の 回復を背景に、消費者マインドの改善や家計の購買 力上昇が続くことで、消費は回復傾向をたどるとみ る。

(3) 固定投資は緩やかに回復

固定投資は、2014年以降、回復傾向が続いている。 ユーロ圏実質資本財出荷(自国向け)は、8月が前年 比+3.8%、7-8月累計でも同+4.1%と、GDP ベースの固定投資が7-9月期も堅調に推移した可能性を 示している(図表 3-6)。固定投資回復の背景には、 生産活動の活発化に伴い、企業の設備過剰感が大き く和らいでいることが挙げられる。7-9月期の設備 稼働率は83.2%と、2008年4-6月期以来、約9年





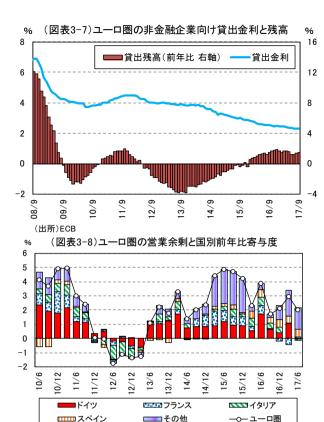


(図表)ECB ※ユーロ圏、ドイツ、イタリア、スペインは新築・中古総合指数。 フランスのみ中古住宅価格指数。



ぶりの高水準となった。また、非金融企業向けの貸 出金利(全年限、全金額平均)も、2014年央以降は ECB によるマイナス金利政策の導入などを受けて低 下傾向が続いており、企業向け貸出を後押ししてい る (図表 3-7)。10月26日のECB理事会では、資産 購入策の減額と期限の延長が決定されたが、市場で は ECB の金融緩和的なスタンスは当面継続するとの 観測が生まれ、長期金利はむしろ低下傾向で推移し ている。低金利環境が貸出をサポートする状況は、 当面継続する可能性が高い。企業業績の改善も固定 投資の回復を後押ししている。GDPベースの営業余剰 を見ると、4-6 月期は同+2.0%と、17 四半期連続 のプラスとなった(図表 3-8)。ユーロ圏の個人消費 の緩やかな改善に加え、低金利環境の継続や、米国 を中心とする世界景気の回復なども、引き続き企業 業績の改善につながるとみている。

ただ、企業の債務残高が高水準に達している状況は、依然継続している。2009年以降、ユーロ圏の企業の債務残高は対 GDP 比 100%近傍で高止まりして



おり、特にフランス (129.8%) やスペイン (101.7%) の企業を中心にバランスシート調整圧力が強いことが、引き続き固定投資の足かせになるとみられる。

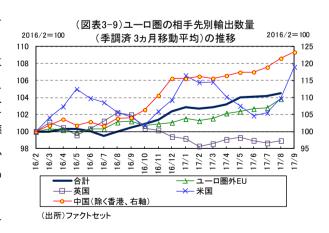
(出所)ファクトセット

今後の設備投資は、緩和的な資金調達環境や企業業績の改善がサポート材料になると見込まれる ものの、企業債務が重石となり、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

(4)輸出は緩やかに回復

輸出数量は、中国向けや米国向けを中心に、足元で持ち直しの動きが見られる(図表3-9)。特に中国向けは、2016年末に向けて大きく増加した後、2017年を通じて緩やかな増加傾向を保っている。背景には、10月の共産党大会に向け、地方政府を中心にインフラ整備などの景気対策が実施された

ことがあるとみられる。今後の中国景気は、政府による的を絞った景気支援策が引き続き実施されることで、底堅く推移すると見込まれ、中国向け輸出は持ち直し傾向を維持すると予想する。また、米国についても、雇用・所得環境の改善を背景に景気回復が続いており、特に家計の消費意欲が歴史的高水準に達していることなどから、今後も個人消費を中心に景気は堅調推移を保つとみる。ただ、輸出金額の13%を占める英国については、EU離脱を巡る先行き不透明感を背景に、すでにEU側でも英国との取引を



縮小させている企業が散見される。また、EU離脱によるポンド安はユーロ圏からの輸出の下押し圧力になると見込まれる。今後のユーロ圏輸出は、英国向けは軟調に推移するとみられるものの、中国向けや米国向けが中心となり、緩やかな回復傾向が持続すると予想する。

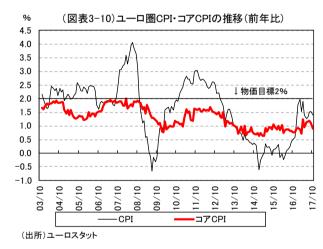
(5) ECBが資産購入策の減額を発表

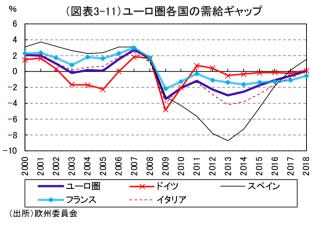
10月26日に開催されたECB理事会では、現在行なわれている資産購入策の減額と、これまで2017年末までとしていた実施期限の2018年9月までの延長を決定した。資産購入額は現行の600億ユーロから300億ユーロへと減額される。ただ、ドラギ総裁は記者会見で、資産購入策そのものは「オープンエンド」、つまり「政策目標の達成が視野に入るまで止めるつもりはない」、と述べており、ECBは従来からの金融緩和路線を継続し、あくまで今回の資産購入策の減額は微調整であるとの見解を示した。加えて、現在のマイナス金利政策についても、2016年3月の理事会で「現行の政策金利は資産購入策の期間を越えて継続する」と述べているため、最短でも2018年9月以降、少なくとも3ヵ月~6ヵ月程度はマイナス金利政策を継続すると事実上宣言しているに等しい。

ただ、金融緩和を背景にユーロ圏景気が好調を続ける限り、いずれかの時点で賃金が上昇に向かい、物価が上向くことが期待されている。10月10日にドイツの金属産業労働者組合(IGメタル)は、金属・電機セクターにおける労働者390万人のために6%の賃上げと時短の権利を求める方針を発表した。ただ、ユーロ圏全体としてみれば、労働市場には依然として「スラック(未活用の労働力)」

が残されているとみられ、賃金も伸び悩みが続いている。ユーロ圏の単位労働コストの伸びは、2017年第2四半期時点で前年比1.8%と、長らく1%台で推移しており、10月のユーロ圏コアCPIは前年比+0.9%と、ECBが目標としている前年比2%近傍には程遠い状態となっている(図表3-10)。欧州委員会が推計しているユーロ圏各国の需給ギャップを見ると、ユーロ圏全体では2018年にギャップが解消するとの推計結果になっている(図表3-11)。前掲図表3-10では、コアCPIがECBの目標である2%近傍で推移していたのは2003年と2007年前後であった。その時点での需給ギャップは0~3%程度であったことを踏まえると、ユーロ圏の物価が上向いていくのは、2018年以降になるとみられる。一方で、ECBが金融緩和の「手仕舞い」に本格的に

着手するためのハードルは相応に高いと考えられる。今回市場に与えた「ECBはハト派」との印象が剥がれた場合、ユーロ高を通じた輸出の下押し圧力や輸入物価低下によるデフレ圧力など、ECBとしては本意でない流れにつながるリスクがある。従って、ECBは今後も資産買入れ策を段階的に縮小しながらも、実施期限の延長を続けていくことで、「あくまでもハト派」との印象を当面市場に与え続ける必要があるとみられ



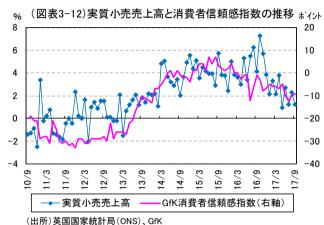


る。2018年はユーロ圏全体としても需給ギャップの解消が見込まれているが、物価については目標である2%に達する目途は立っていないことから、ECBの次なる一手は、2018年7月の理事会で、2018年10月以降の資産買取り額を150億ユーロに減額するとともに、期限の延長を発表すると予想する。

(6) 英国景気は減速に向かう

9月の実質小売売上高は前年比+1.2%と、2ヵ月ぶりに伸び幅が縮小し、7-9月期累計では同+1.6%と、およそ4年ぶりの低水準となっている(図表3-12)。調査会社GfKが発表する消費者信頼感指数は、EU離脱が決定した昨夏以降、悪化が続いている。ポンド安を背景とした物価上昇や、EU離脱を巡る先行き不透明感などが影響しているとみられる。

雇用環境に目を向けると、7-9月期の失業率は4.3%と、42年ぶりの低水準となっているものの、週平均賃金は前年比+2.2%と、加速感に欠ける展開が続いている。EU離脱に伴う企業の先行き不透明感が根強いことなどを背景に、賃金は今後も伸び悩むと予想する。一方、物価の推移を見ると、2016年半ば以降、原油価格の持ち直しや、EU離脱を巡る不透明感の高まりを受けたポンド安の進行などから上昇ペースが加速しており、10月は前年比+3.0%と、9ヵ月連続でBOEの物価目標(+2.0%)を超えている(図表3-13)。賃金の上昇ペースが物価の上昇ペースに追い付いておらず、実質賃金の改善が遅れていることが、個人消費の足かせになるとみている。





EU離脱については、英国側は早期の通商交渉開始を望んでいるものの、EU側が分担金問題の解決を優先しているため、交渉は難航している。そのため、英国は2019年3月のEU離脱後の激変緩和措置として2年程度の移行期間を設けることを想定し、EU側と交渉している模様である。移行期間中は、英国のEU単一市場へのアクセスが維持されるとしているが、EU側が激変緩和措置の交渉を進める意図を有しているかは不明であり、EU離脱プロセスを巡る不透明感は今後とも継続するとみられる。

BOEは11月2日の金融政策委員会 (MPC) で政策金利を0.25%から0.50%へ引き上げた。声明文では、昨年以来のポンド安やエネルギー価格上昇による物価押上げ効果は今後はく落に向かうとみられており、むしろ足元の労働需給の引き締まりを背景に、将来における賃金上昇圧力を注視するとの姿勢が示された。今後の利上げペースについては、前回9月の声明文にあった「現在の市場予想より、幾分強めの引締めが必要となる可能性がある」との文言が削除されており、BOEは市場のハト派的な利上げ見通しを言外に追認した。先物市場では2020年までに50bp程度の利上げが織り込まれており、今後の利上げペースは、年1回あるかないか、というきわめて緩慢なものにとどまるとみられる。また、経済見通しについては、当然ながら「相当のリスクがある」とされ、EU離脱が最大のリスク要因として挙げられている。今後の英国景気は、実質家計所得の弱含みなどを背景に停滞気味の推移をたどるとみられ、BOEは様子見姿勢を継続、次回の利上げは、早くてもEU離脱交渉が終わる2019年春以降になるとみる。(担当:久保、陳)

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

7-9月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.8%と、6四半期ぶりに減速したものの、政府目標の+6.5%を上回った。製造業、鉱業の投資は減速したが、政府によるインフラ開発が投資全体を下支えしたほか、個人消費も底堅い推移を維持した。世界景気の回復を受けて、輸出も持ち直し傾向で推移している。今後の中国経済は、これまで景気を下支えしてきたインフラ投資や不動産開発投資が減速すると見込まれるほか、過剰生産能力の解消による景気の下押し圧力が次第に顕在化すると見込まれるものの、消費の底堅い推移や輸出の回復により、景気減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

(1) 党大会後の中国景気は各種政策対応が下支え

中国の2017年7-9月期の実質 GDP 成長率は前年 比+6.8%と、前期からやや減速したものの、政府 目標の+6.5%は上回った(図表4-1)。輸出や消費 が堅調に推移したことに加え、政府によるインフ ラ投資が景気を下支えした。

10月18日から24日まで5年に1度の中国共産党大会が開催され、開幕式では習近平総書記が政治報告を行った。今回の政治報告のなかでは、「新時代中国の特色ある社会主義」をスローガンとして、

「経済大国」から「経済強国」への転換が強調された。「経済強国」に至るまでのロードマップは、① 2020年までに「全面的な小康社会(ゆとりのある社会)」の実現、②2035年までに「社会主義近代化」の基本的な実現、③2049年までに「社会主義近代化」



(図表4-2)中国実質GDP成長率予測(前年比)

(単位:%

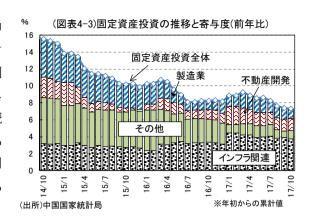
	2016年	2017年	2018年	2019年
	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP成長率	6.7	6.8	6.5	6.5

強国」の実現、といった三段階のシナリオが提示された。①の「全面的な小康社会」の実現とは、 具体的に2020年までに、2010年に比べて GDP 総額や一人当たり国民所得を倍増させることを指す。 この目標を実現するために、今後も年平均+6.5%の GDP 成長目標を維持するとみる(図表4-2)。

党大会以降の景気減速懸念が燻るなかで、すでにいくつかの金融、財政政策が打ち出されている。中国工業情報化部は8月21日に、合計25のプロジェクトに対して合計100億元規模の支援資金を提供すると公表した。国家開発銀行も2020年までに、バイオ、IT、ロボットなどハイテク産業の育成を狙った「中国製造2025」の重点プロジェクトを中心に、3,000億元規模の融資を提供すると表明している。また、中国人民銀行は9月30日、一定の条件を満たした銀行に限り、2018年から預金準備率を最大1.5%ポイント引き下げると発表した。2017年10月時点で準備預金は22.7兆元であり、大手銀行に適用されている17%の預金準備率が1.5%ポイント引き下げられ、およそ2兆元(約34兆円)の資金が市中に放出される見込みである。今後は製造強国に向けた取組みの推進やサービス近代化を中心とする、的を絞った政策対応が引き続き景気を下支えるとみている。

(2) 固定資産投資は緩やかな減速に向かう

1-10月累計の固定投資は前年比+7.3%と、伸び率は1-9月累計の同+7.5%から $\blacktriangle0.2\%$ ポイントの低下となった(図表4-3)。10月時点の寄与度別の内訳をみると、インフラ関連投資が1-9月累計:同 $+19.8\% \rightarrow 1-10$ 月累計:+19.6%と引き続き下支え役となった。不動産開発投資は同 $+8.1\% \rightarrow$ 同+7.8%とやや減速し、鉱業は同 $\blacktriangle9.2\% \rightarrow$ 同+4.1%と減速が続いた。

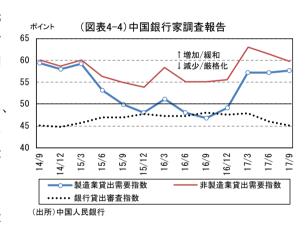


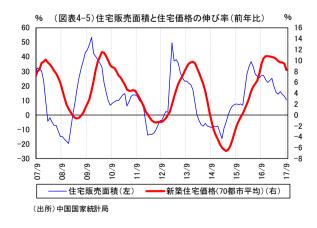
インフラ投資については、地方政府が共産党大会に向けた実績づくりのために、年初にインフラ投資を一斉に執行した反動で、春以降伸び悩んでいる。ただ、党大会でも強調した「脱貧困」プロジェクト(バラックの改修工事や貧困地区でのインフラ建設加速など)が昨秋以来進行中である。この計画は、2020年までに9,463億元(約14兆6,700億円)を投資する予定であることから、今後の政府による投資は、やや減速しつつも、底堅いレベルを維持するとみる。

製造業投資の減速は、鉄鋼業(同▲10.2%)の減少に拠るところが大きい。背景には、過剰生産能力の解消のほか、2013年9月に決定された「大気汚染防治行動計画」の数値目標達成期限(2017年末)が迫るなかで、環境規制を強化したことなどが挙げられる。今後についても、鉄鋼業や石炭採掘業などの伝統的な重厚長大産業への投資は減速に向かうとみるが、党大会以降はイノベーションによる製造強国に向けた取組みを一段と強化することなどから、先端技術を有する企業が中心となって、

製造業投資を下支えするとみる。また、中国人民銀行が四半期毎に実施している銀行家調査報告では、製造業の貸出需要指数 (DI) が17年以降は増加超に転じている (図表4-4)。こうした資金需要の高まりに対し、銀行の貸出審査指数は、年初以降、人民銀行による金融引締め策により厳格化傾向にあった。ただ、中国人民銀行は、2018年から預金準備率を条件付きで引き下げると発表しており、今後の貸出態度はやや緩和に向かうとみている。こうしたことも、製造業の設備投資のサポート要因になるとみる。

一方、不動産開発投資については、減速に向かうとみられる。1-9月期の住宅販売は、面積ベースで前年比+10.3%と、鈍化傾向が続いている(図表4-5)。住宅販売面積の動向は住宅価格の変動に数ヵ月先行する傾向があり、住宅価格の伸びは17年初にピークをつけた可能性が高い。住宅価格上昇ペースが鈍化し始めたことで、多額の債務を持つ一部の不動産開発業者の中には、今後新規の建設を控えるところも出てくるとみる。また、9月22





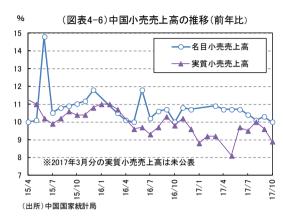
-23日の2日間で、中国の重慶、南昌、西安、南寧、長沙、貴陽、石家庄などの都市に対し、頭金

比率を20%から30%に引き上げるなど、不動産価格を抑制する新政策が発表された。今回の共産党 大会でも、習近平主席は不動産価格の高騰を抑制する姿勢を見せている。今後の不動産開発投資は 徐々に減速に向かうと見込む。

(3) 個人消費は底堅く推移すると予想

10月の実質ベースの小売売上高は前年比+8.6% と、2ヵ月連続で伸び幅が縮小したものの、均せば平均同+9.0%程度の伸びが続いている(図表4-6)。10月の新車販売台数(出荷ベース)は同+2.0%と、9月の同+5.7%から減速した。SUVなど大型車販売は好調である一方、小型車販売の不調が全体の伸びを抑えている。2017年末には小型車減税が完全に打ち切られるため、駆け込み需要とその後の反動減が発生し、消費の一時的な攪乱要因になるとみる。

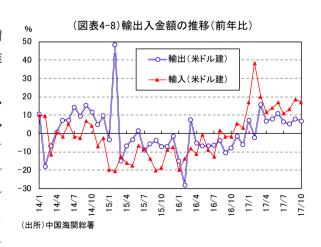
堅調な個人消費の背景には、所得の増加がある。 30,000 一人当たり可処分所得の増加率は、企業業績の回復 25,000 を背景に、2016年7-9月期以降持ち直し傾向で推移 20,000 しており、2017年7-9月期の伸びは前年比+7.5% 15,000 まで拡大している(図表4-7)。また、10月17日には、10,000 18の地方自治体が最低賃金の引き上げを発表した。 5,000 吉林省の前年比+16.9%、湖北省の同+11.4%などを筆頭に、高い引き上げ幅が続いている。今後についても、底堅い所得環境に支えられ、個人消費は堅 調な推移が続くと見込む。





(4)輸出は持ち直しが続く

10月の輸出額は前年比+6.9%と、2ヵ月ぶりに増加幅が縮小したものの、引き続き持ち直し傾向で推移している(図表4-8)。相手国・地域別に見ると、EU 向け(2016年シェア16.1%:前年比+10.4%→+11.4%)や日本向け(シェア6.2%:同+0.0%→+5.7%)は拡大したものの、米国向け(シェア18.6%:同+13.8%→+8.3%)、アセアン向け(シェア12.6%:同+10.7%→+10.1%)、韓国向け(シェア4.6%:同+12.4%→+4.8%)、台湾向け(シェア2.0%:同+24.5%→+6.5%)の伸び幅が縮小し



た。ただ、国家統計局 PMI の新規輸出受注指数をみると、10月は50.1と、12ヵ月連続で拡大を示す50を上回っている。今後の輸出は、新型スマートフォンの発売などが短期的な下支え要因になるとみられるほか、その後も米国をはじめとする先進国の堅調な内需を取り込むかたちで、持ち直し傾向が続くとみる。(担当:陳)

5. 韓国・台湾・豪州経済見通し

〈要 約〉

韓国景気は、家計債務残高の高まりなどが重しとなり、個人消費が伸び悩む一方、輸出の改善傾向が続くと見込まれることから、緩やかな回復傾向での推移を予想する。台湾は、輸出の持ち直しに加え、雇用環境の改善を受けて個人消費が底堅く推移するとみられることから、景気回復傾向が続くとみる。金融政策については、韓国は2018年以降、年1回程度の利上げを行なう一方、台湾の利上げは2019年以降にずれ込むと予想する。

豪州景気は、住宅投資や設備投資は減速傾向での推移が続くとみる一方、個人消費や輸出が底堅い推移となることで、緩やかな回復を見込む。豪州準備銀行(RBA)は、家計債務の高止まりなどを受け、しばらくは政策金利をすえ置くとみるが、堅調な雇用環境による緩やかな物価上昇を受け、2019年には利上げを行なうと予想する。

(1)輸出が韓国経済をけん引

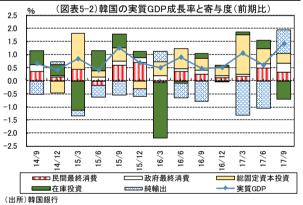
韓国の7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、 前期比+1.4%と、前期の同+0.6%からプラス幅が 拡大した(図表5-2)。世界的な半導体需要の高ま りなどを受けて、輸出が大幅に増加し、全体をけん 引した。民間消費や総固定資本形成は、前期からプ ラス幅が縮小したものの、底堅い推移が続いている。

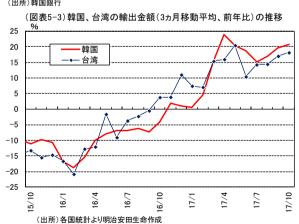
韓国景気は全体として緩やかな回復傾向での推移を予想する。まず、輸出については、米韓FTAの再交渉などがリスクとして残るものの、2016年2月以降、新規輸出受注が改善傾向で推移しているほか、世界半導体市場統計(WSTS)による世界半導体市場予測が2017年、2018年と上方修正されるなど、堅調な世界半導体需要を背景に、改善傾向が続くとみる(図表5-3,5-4)。総固定資本形成は、約半分を占める建設投資が、10月に発表された複数住宅所有者への融資規制強化策の影響を受けることで、弱めの推移が見込まれる。個人消費は、若年層を中心に失業率が高止まりしているほか、対GDP比で約8割に達している家計債務残高が重しとなることで、伸び悩むと予想される。

10月のCPI (消費者物価指数) について、食糧とエネルギーを除いたコアインフレ率を見ると、前年比+1.59%と、9月 (同+1.37%) から伸び幅が拡

(図表5-1)韓国・台湾・豪州の実質GDP成長率予測

(前年比) (%) 2016年 2017年 2018年 2019年 (予測) (予測) (実績) (予測) 韓国 28 3 1 30 29 台湾 1.5 25 25 2.4





大した(図表5-5)。家計の債務残高の拡大や地政学リスクへの懸念も残るものの、輸出が堅調に推移することに加え、最低賃金の引き上げや、政府職員の正規職員化などが内需の下支えとなるとみ

られることから、韓国中銀は、2018年以降、年1回 程度の利上げを行なうとみる。

(2) 台湾経済は回復傾向で推移

台湾の7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前年比+3.1%と、前期の同+2.1%から伸び幅が拡大した。前期比年率ベースでも+7.5%と、8四半期連続でプラス成長が続いている。需要項目別の伸びが確認できる前年比ベースで見ると、半導体関連の設備投資が調整したことで、総資本形成が減少したほか、個人消費も減速したものの、輸出が大幅に伸びたことが全体を押し上げた。

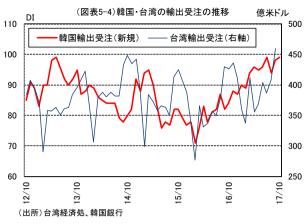
輸出受注指数(季調値)を見ると、2017年2月以降、増加傾向での推移となっている(再掲図表5-4)。背景には、新型スマートフォン発売に伴う関連部品の輸出拡大があり、今後も、世界の半導体市場の拡大を背景に、輸出は持ち直し傾向が続くと予想する(図表5-6)。堅調な外需を受け、工業分野を中心に雇用環境の改善が見込まれることから、個人消費も底堅く推移するとみられ、今後の台湾景気は、回復傾向が続くと予想する。

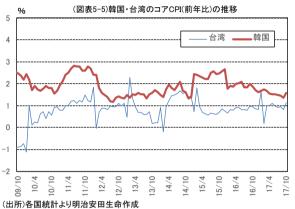
足元のCPIは、3月以降、天候要因による生鮮食品の価格変動の影響を受けて上下しているものの、生鮮食品やエネルギーを除いたコアCPIは同+1%近傍の伸びにとどまるなど、基調的な物価上昇圧力は依然として弱い(再掲図表5-5)。台湾中銀による利上げは、2019年以降にずれ込むと予想する。

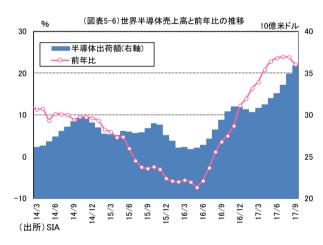
(3) 豪州景気は緩やかな回復が続く

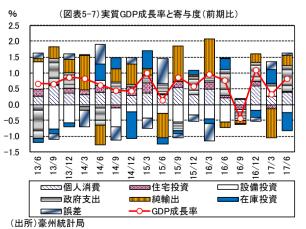
豪州景気は緩やかな回復傾向で推移している。4 -6月期の実質GDP成長率は前期比+0.8%と、1-3 月期の同+0.3%から伸びが拡大した。設備投資が2 四半期ぶりのマイナスとなったものの、政府支出が 大幅に拡大したことに加え、個人消費や、輸出が底 堅く推移し、全体を押し上げた(図表5-7)。

雇用環境に目を向けると、10月の失業率は5.4%と、春先以降、改善傾向で推移している。雇用者数(季調値)の推移を見ても、正規雇用者がけん引する形で、13ヵ月連続の増加となっている(図表5-8)。ただ、雇用者数の増加が小売業や医療・社会支援など、比較的賃金の低い職種に偏っていることや、住宅ロ









ーンの拡大による家計債務残高の高まりなどが重し となることで、今後の個人消費は、緩やかな回復が 続くと予想する(図表5-9)。

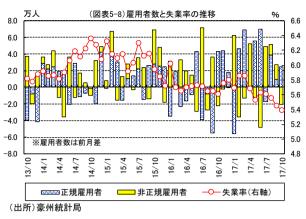
設備投資は、鉱業投資の減少などから、減速気味の推移となっている。主力の鉄鉱石の需要先である中国では、共産党大会を終えたことで、インフラ投資や不動産開発投資の減速が懸念される状況にある。ただ、「脱貧困」プロジェクトなど、形を変えた財政政策は継続されることで、景気減速のペースはかなりゆっくりとしたものになるとみており、豪州の設備投資も、緩やかな減速傾向での推移を予想する。

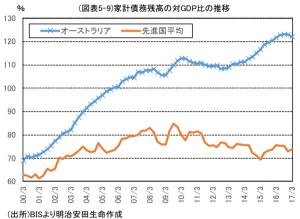
住宅投資は、4-6月期に2四半期ぶりの前期比プラスとなった。ただ、住宅ローン拡大による家計債務残高の高止まりが金融当局の懸念材料になっている。金融環境の安定化のため、2014年末以降、融資規制強化が実行されており、今年3月にも新たな規制が施行されるなど、今後とも住宅ローン規制が続くと見込まれることから、住宅投資は減速傾向で推移するとみる。

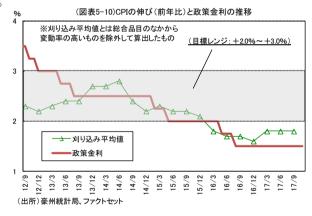
輸出は、4-6月期に2四半期ぶりのプラスとなった。 もっとも、前期はサイクロンの影響でマイナスとなった面が大きく、主要輸出先である中国向けや米国向けの持ち直し傾向は続いている。今後も、減速しつつも底堅い中国景気や、好調な米国景気を受け、輸出は底堅い推移が続くとみる。

今後の豪州景気は、住宅投資や設備投資は減速傾向での推移が続くとみる一方、個人消費や輸出が底堅い推移となることで、緩やかな回復を見込む。

豪州準備銀行 (RBA) は、2016年8月の利下げ以降、







政策決定会合における判断で、14回連続で政策金利をすえ置いている(図表5-10)。RBAは、堅調な海外景気を受けた輸出の増加や設備投資の底入れなどから、来年にかけて景気が徐々に上向くとの予想を示す一方、11月の金融政策決定会合(MPC)では、実質賃金の緩慢な伸びと高水準の家計債務への警戒感も示した。7-9月期のCPI(刈り込み平均値)は前年比+1.8%と、RBAの目標レンジの下限を7四半期連続で下回るなど、足元のインフレ圧力は弱い。今後は、家計債務の高止まりなどを受けて、しばらくは政策金利がすえ置かれるとみるが、堅調な雇用環境による緩やかな物価上昇を受け、2019年には利上げを行なうと予想する。(担当:磯部)

6. 原油相場見通し

原油価格は50~60ドルを中心レンジとする展開が続く

WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエート)原油価格は、9月下旬からイラクのクルド問題やサウジアラビア情勢の混迷、OPEC(石油輸出国機構)主要幹部の減産強化を示唆する発言などを受けて上昇傾向で推移している(図表6-1)。

OPECの11月月報によれば、10月のOPEC原油生産 量は日量3.258万バレルとなり、主要産油国は概ね 減産合意を守っている(図表6-2)。ただ、減産除外 国のリビア、ナイジェリアが生産を拡大したこと などから、10月の生産量は16年11月開催のOPEC総 会で合意した生産目標を2%程度上回っている。直 近では、OPEC加盟国の最大産油国サウジアラビア と、非加盟国の主要産油国であるロシアが今後の 減産継続に前向きな姿勢を示している。サウジア ラビアのファリハエネルギー産業鉱物資源相は、 2018年3月までの減産合意を数ヵ月延長する案を 示したほか、プーチン大統領も減産合意について、 「少なくとも2018年末まで延長される必要があ る」と述べるなど、11月30日の総会で、減産期間 の延長(2018年末まで)を中心とする減産強化策が 決定される可能性が高い。

米国の油井開発動向を見ると、5月以降の原油価格の伸び悩みや、ハリケーンの影響などを受けて、リグ稼働数の伸びは徐々に鈍っている。ただ、米エネルギー情報局(EIA)の11月の掘削レポートでは、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(DUC)」、「掘削段階にあたるリグ稼働数(Drilled)」がいずれも年初から増加傾向で推移しており、引き続きシェールオイル生産の再開や新規投資の動きが増える可能性が示唆されている(図表6-3)。

今後の世界石油需要については、中国やインド で増加トレンドが続くとみられるのに加えて、堅



(図表6-2)OPEC原油生産枠の10月の遵守状況

千バレル/日

加盟国	2016年10月参 照生産水準	減産目標	17年10月 生産量	17年10月 減産実績
アルジェリア	1,089	-50	1,012	-77
アンゴラ	1,751	-78	1,711	-40
エクアドル	548	-26	541	-7
赤道ギニア*4	_	-	135	-
ガボン	202	-9	203	1
イラン*2	3,707	90	3,823	116
イラク	4,561	-210	4,383	-178
クウェート	2,838	-131	2,708	-130
リビア*1	528	-	962	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1,738	-
カタール	648	-30	600	-48
サウジアラビア	10,544	-486	10,000	-544
UAE	3,013	-139	2,911	-102
ベネズエラ	2,067	-95	1,863	-204
計*3	33,124	-1,164	32,589	-1,213

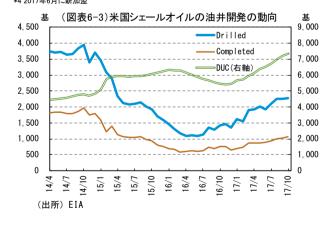
(出所) OPECの2016年11月30日付プレス資料、2017年11月月報より明治安田生命作成

*1ナイジェリアとリビアは適用除外。当該2国の数値は、プレス資料

に未記載のため、2016年10月生産量(OPEC月報、外部機関による調査数値)を記載

*2イランの2016年10月数値は外部報道機関による推計

*3 表中の各国数値を単純計算 *4 2017年6月に新加盟



調な景気などを背景に米欧でも増加すると見込まれる。原油需要の拡大とOPECの減産継続から、原油価格の下値は堅いとみる。ただ、現状の55ドル/バレル程度の価格水準が維持されれば、米国シェール地域での生産拡大が促されるため、今後の原油価格は50~60ドル/バレルを中心レンジとする展開が続くと予想する。(担当:陳)

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。