２０１８年５月２１日

明治安田生命

２０１８－２０１９年度経済見通しについて

～　世界政治への不安残るも、外需主導の緩やかな成長が続く　～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長　根岸 秋男）は、２０１８年１－３月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０１８－２０１９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：　２０１８年度　１．２％　２０１９年度　０．８％

名目ＧＤＰ成長率：　２０１８年度　１．３％　２０１９年度　１．７％

２．要　点

①日本経済は、緩やかな景気回復が続いている。米国発の貿易戦争への懸念や、不安定な欧米の政治情勢、一部主要国の地価高騰といった不透明要素は残るものの、今後も外需主導で緩やかな回復が続くというのがメインシナリオである。

②個人消費は、賃金の高い伸びが見込めないことが引き続き制約要因になるとみられ、回復ペースは鈍いままにとどまると予想する。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の個人消費、住宅投資への影響については、反動減まで含めれば負の影響がやや上回るとみるが、減税制度や、値上げ時期を均すための対策が打ち出される見通しで、実際の影響は緩和されよう。設備投資は、省力化・省人化投資が下支えし、底堅い回復が続くと予想する。公共投資は、予算の執行がさらに進むことや、オリンピック関連工事などが下支え役をはたすと予想。輸出は、中国向け輸出の拡大などに支えられ、堅調に推移するとみている。

③米国景気は、雇用・所得環境の改善や所得税減税などを背景に、個人消費が増加基調をたどるほか、好調な企業業績や法人税減税などにより企業の設備投資も上向くとみられ、引き続き堅調な推移を予想する。欧州景気は、緩和的な金融政策が継続すると見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、緩やかな回復傾向が続くと予想する。中国景気は、固定資産投資の減速が見込まれるものの、消費の底堅さ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。

〈主要計数表〉

	２０１７年度	２０１８年度		２０１９年度	
	実績		前回		前回
実質成長率	１．５％	１．２％	１．４％	０．８％	０．８％
成長率寄与度					
・内需	１．１％	０．９％	１．２％	０．８％	０．９％
・外需	０．４％	０．３％	０．２％	▲０．０％	▲０．１％
名目成長率	１．６％	１．３％	１．８％	１．７％	１．７％

※前回は２０１８年２月時点の予想

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

（前期比）

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度				2019年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.2%	1.5%	1.2%	0.8%	0.1%	▲ 0.2%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.1%
前期比年率	1.2%	1.5%	1.2%	0.8%	0.6%	▲ 0.6%	2.6%	1.0%	1.1%	1.5%	1.0%	1.7%	▲ 1.8%	▲ 0.3%
前年同期比	1.2%	1.5%	1.2%	0.8%	1.8%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	1.5%	1.1%	1.3%	0.6%	0.1%
民間最終消費支出	0.3%	0.8%	0.8%	0.5%	0.2%	▲ 0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.3%	▲ 0.0%	1.2%	▲ 1.9%	0.1%
民間住宅投資	6.2%	▲ 0.3%	▲ 3.5%	▲ 0.3%	▲ 2.7%	▲ 2.1%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.0%	0.9%	0.5%	0.3%	▲ 2.6%	▲ 1.1%
民間設備投資	1.2%	3.0%	2.4%	1.6%	0.6%	▲ 0.1%	1.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.2%	0.5%
政府最終消費支出	0.5%	0.4%	0.7%	0.7%	▲ 0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.9%	1.5%	2.6%	▲ 2.0%	▲ 0.4%	0.0%	1.5%	1.6%	0.9%	0.4%	▲ 1.3%	▲ 1.4%	▲ 1.0%	▲ 0.8%
財貨・サービスの輸出	3.6%	6.2%	4.8%	2.5%	2.2%	0.6%	1.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%
財貨・サービスの輸入	▲ 0.8%	4.0%	2.7%	2.7%	3.1%	0.3%	0.2%	0.7%	0.7%	0.9%	0.6%	1.4%	▲ 1.0%	1.5%
名目GDP	1.0%	1.6%	1.3%	1.7%	0.1%	▲ 0.4%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	▲ 0.2%	0.2%
GDPデフレーター（前年比）	▲ 0.2%	0.1%	0.1%	1.0%	0.1%	0.5%	0.0%	▲ 0.1%	0.1%	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	1.2%

（前期比寄与度）

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度				2019年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.2%	1.5%	1.2%	0.8%	0.1%	▲ 0.2%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.1%
民間最終消費支出	0.1%	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	▲ 0.0%	0.7%	▲ 1.1%	0.1%
民間住宅投資	0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%
民間設備投資	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%	▲ 0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
政府最終消費支出	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
在庫品増加	▲ 0.3%	0.1%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.1%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.2%	▲ 0.2%	0.4%	0.0%
純輸出	0.8%	0.4%	0.3%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.0%	▲ 0.2%	0.3%	▲ 0.2%
財貨・サービスの輸出	0.6%	1.0%	0.8%	0.4%	0.4%	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	0.1%	▲ 0.6%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	0.2%	▲ 0.3%

（兆円、2011年暦年連鎖価格）

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度				2019年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	524.4	532.5	538.8	543.0	533.9	533.1	536.5	537.9	539.3	541.3	542.6	544.9	542.4	542.0
民間最終消費支出	297.1	299.5	301.8	303.4	299.4	299.4	300.1	301.1	302.6	303.5	303.5	307.1	301.4	301.7
民間住宅投資	16.1	16.1	15.5	15.5	15.9	15.6	15.5	15.5	15.5	15.6	15.7	15.7	15.3	15.2
民間設備投資	82.6	85.1	87.1	88.6	85.6	85.5	86.7	87.0	87.2	87.5	88.0	88.5	88.7	89.1
政府最終消費支出	105.7	106.1	106.9	107.6	106.2	106.2	106.6	106.8	107.0	107.2	107.4	107.6	107.7	107.8
公的固定資本形成	25.9	26.3	27.0	26.4	26.1	26.1	26.5	26.9	27.2	27.3	26.9	26.5	26.3	26.0
在庫品増加	▲ 0.2	0.3	0.0	1.2	1.3	0.5	0.7	0.1	▲ 0.6	▲ 0.1	0.8	▲ 0.1	2.1	2.1
純輸出	▲ 3.2	▲ 1.5	0.4	0.2	▲ 1.2	▲ 0.9	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	▲ 0.5	0.9	0.1
財貨・サービスの輸出	85.9	91.2	95.6	98.0	92.5	93.1	94.5	95.3	96.0	96.6	97.2	97.7	98.2	98.8
財貨・サービスの輸入	89.1	92.7	95.3	97.8	93.7	94.0	94.2	94.9	95.5	96.4	96.9	98.3	97.3	98.7

2. 主要指標予測

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度				2019年度			
			→ 予測				→ 予測							
					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)	1.0%	4.1%	1.9%	1.0%	4.6%	2.4%	4.6%	2.1%	▲ 0.6%	1.5%	1.0%	2.7%	0.5%	▲ 0.3%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	▲ 0.2%	0.7%	0.9%	1.3%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	1.8%	1.7%
除く消費増税(前年比)	▲ 0.2%	0.7%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%
国内企業物価指数(前年比)	▲ 2.4%	2.7%	1.6%	1.6%	3.3%	2.5%	2.3%	2.0%	1.2%	0.8%	0.6%	0.8%	2.4%	2.6%
貿易収支(季調値、兆円)	4.0	2.5	5.3	3.9	0.7	0.3	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	0.7	1.1	1.0
経常収支(季調値、兆円)	21.0	21.7	22.6	21.4	5.9	4.6	5.7	5.7	5.6	5.5	5.5	5.1	5.5	5.4
完全失業率(季調値:平均)	3.0%	2.6%	2.7%	2.6%	2.7%	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
無担保コール翌日物(※)	▲0.06%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.07%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%
長期金利(10年債金利、※)	▲0.04%	0.05%	0.08%	0.10%	0.05%	0.04%	0.08%	0.08%	0.09%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※)	48	63	69	67	60	65	72	70	68	66	67	66	65	65

※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

		2016年	2017年	2018年	2019年	2017年		2018年				2019年		
				→ 予測				→ 予測						
						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)	1.5%	2.3%	2.8%	2.6%	2.9%	2.3%	3.2%	2.9%	2.9%	2.6%	2.4%	2.3%	2.2%
	個人消費支出	2.7%	2.8%	2.6%	2.5%	4.0%	1.1%	3.2%	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%
	住宅投資	5.5%	1.8%	2.4%	2.4%	12.8%	0.0%	3.5%	3.1%	2.8%	2.3%	2.0%	1.7%	1.5%
	設備投資	▲ 0.6%	4.7%	6.1%	5.0%	6.8%	6.1%	6.5%	6.1%	5.5%	5.0%	4.3%	4.0%	3.8%
	在庫(寄与度)	▲ 0.4%	▲ 0.1%	0.1%	0.0%	▲ 0.5%	0.4%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 1.2%	0.2%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.2%
	輸出	▲ 0.3%	3.4%	4.2%	3.2%	7.0%	4.8%	3.5%	3.3%	3.3%	3.2%	3.0%	3.1%	3.0%
	輸入	1.3%	4.0%	4.4%	3.7%	14.1%	2.6%	3.0%	3.2%	3.5%	3.8%	4.0%	4.2%	3.8%
	政府支出	0.8%	0.1%	1.3%	1.5%	3.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%	2.0%	1.8%
	失業率(※)	4.9%	4.4%	4.0%	3.7%	4.1%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%
	CPI(総合、※)	1.3%	2.1%	2.6%	2.1%	2.1%	2.4%	2.7%	2.7%	2.4%	2.2%	2.1%	2.1%	2.0%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.75%	1.50%	2.25%	2.75%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.25%	2.50%	2.50%	2.75%	2.75%
	長期金利(米10年債金利、※)	1.81%	2.35%	2.83%	3.05%	2.40%	2.73%	2.80%	2.90%	2.90%	2.90%	3.00%	3.10%	3.20%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.8%	2.4%	2.2%	1.8%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
	家計消費	2.0%	1.7%	1.4%	1.6%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
	政府消費	1.8%	1.2%	1.3%	1.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	固定投資	4.6%	2.9%	3.5%	2.8%	1.2%	0.7%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.5%	0.6%	0.3%	0.2%	0.4%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
	輸出	3.4%	5.1%	5.1%	3.7%	2.2%	0.7%	1.3%	1.1%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
	輸入	4.8%	4.3%	5.0%	4.5%	1.6%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%
	失業率(※)	10.0%	9.1%	8.2%	7.7%	8.6%	8.5%	8.3%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%	7.6%	7.6%
	CPI(総合、※)	0.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%
	政策金利(期末値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.25%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.9%	1.8%	1.1%	1.4%	0.5%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

１．日本経済見通し

〈要　　約〉

日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。１－３月期の実質ＧＤＰ成長率は前期比▲０．２％（年率換算：▲０．６％）と、９四半期ぶりのマイナスとなったが、日本の景気が外需に大きく左右される構図は変わっていない。米国発の貿易戦争への懸念や、不安定な欧米の政治情勢、一部主要国の地価高騰といった不透明要素は残るものの、外需主導で緩やかな回復が続くというのがメインシナリオである。

個人消費は、賃金の高い伸びが見込めないことが引き続き制約要因になるとみられ、回復ペースは鈍いままにとどまると予想する。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の個人消費、住宅投資への影響については、反動減まで含めれば負の影響がやや上回るとみるが、減税制度や、値上げ時期を均すための対策が打ち出される見通しで、実際の影響は緩和されよう。設備投資は、省力化・省人化投資が下支えし、底堅い回復が続くと予想する。公共投資は、予算の執行がさらに進むことや、オリンピック関連工事などが下支え役をはたすと予想。輸出は、中国向け輸出の拡大などに支えられ、堅調に推移するとみている。

（１）1－3 月期 GDP は 9 四半期ぶりのマイナスだが

1－3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比▲0.2%（年率換算：▲0.6%）と、9 四半期ぶりのマイナスとなった。民需の主要項目がすべてマイナス寄与となったほか、輸出も大幅に減速した。在庫を除いた実質最終需要の推移をみると、2017 年 7－9 月期が同＋0.1%、10－12 月期が同＋0.0%、今期が同▲0.0%とゼロ近辺の動きが続いており、日本経済は昨夏以降、実態として踊り場の状況にある。また、原油価格の上昇に伴う交易条件の悪化を反映し、実質 GNI（国民総所得）は同▲0.7%と、2 四半期連続のマイナスとなっており、国民の経済厚生という観点からは、悪化傾向を強めている。ただ、今のところ、海外経済に崩れる気配は乏しい。2017 年度は前年比＋1.5%の成長となったが、輸出の寄与度が同＋1.0%と約 7 割を占めており、日本の景気が外需に大きく左右される構図は変わっていない。米国発の貿易戦争への懸念や、不安定な欧米の政治情勢、一部主要国の地価高騰といった不透明要素は残るものの、外需主導で緩やかな回復が続くというのがメインシナリオである。

リスク要因のなかでも、米中貿易摩擦の動向は引き続き注視が必要である。両国とも表向き強硬な態度を取り合うなかで、水面下では落とし所をにらんだ交渉が進んでいる。トランプ大統領としても、貿易戦争への懸念が株価の重しとなる状況が中間選挙の直前まで続く事態は避けたいはずで、秋口までには、両国の顔が立つようななんらかの「ディール」が成立するのが自然に思える。もちろん、なし崩し的に貿易戦争に突入する不測のシナリオもありうる。一定の前提を置いて試算すると、トランプ大統領が強硬な手段に出た場合、2018～2020 年にかけ、日本の実質 GDP 成長率は▲0.3%～▲0.6%ポイント押し下げられる可能性が示されるが(P12 参照)、確率は 2 割以下とみている。

日本も、トランプ大統領から日米 FTA を強く要求されている。日本政府は断固拒否の構えだが、必ずしも日本経済に悪い影響のみもたらすとは限らない。過去、日本経済の構造改革が進んだのは、変動相場制への移行や、金融市場自由化要求など、良くも悪くも「ガイアツ」がかかった時であった。例えば、農業分野の市場開放は日本の農業の競争力を世界に示す足がかりになる可能性を秘めている。構造改革のテコにできるという意味では、奇禍を奇貨に変えることも可能なはずである。

（２）個人消費の回復の足取りは鈍いと予想

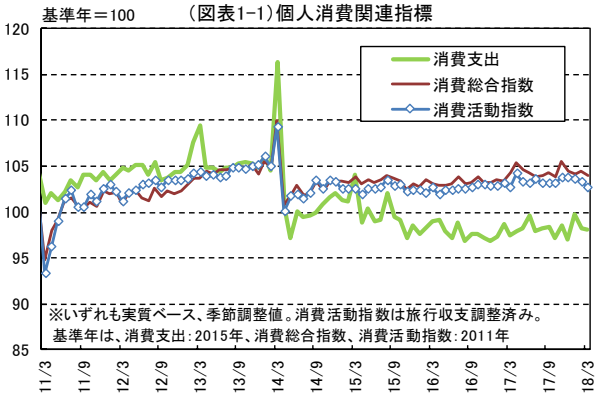
3 月の家計調査によると、2 人以上世帯の実質消費支出は前月比▲0.7%（2018 年 1 月の調査方法変更の影響による変動を調整した推計値）と、2 ヵ月連続のマイナスとなるなど、停滞気味の推移となっている（図表 1-1）。需要側の統計である家計調査に対し、需要側、供給側の総合的な統計である内閣府の「消費総合指数」や日銀の「消費活動指数」も、足元で横ばい圏での推移となっており、経済指標からは、個人消費の回復が鈍化している様子が窺がえる。

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、3 月の完全失業率は 2.5%と、1993 年 8 月以来の水準にまで改善している。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 1.59 倍と、1974 年 1 月以来の高水準で推移するなど、労働需給が一段と引き締まっている様子が示されている（図表 1-2）。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、3 月は 1.08 倍と、昨年 6 月以降節目の 1 倍を上回っている。

次に所得環境を見ると、政府が経済界に対し、今年の春季労使交渉を巡り、「3%の賃上げ」を要請していたなか、日本経済新聞社の賃金動向調査によると、今春の平均賃上げ率は 2.41%と、前年調査から 0.35%ポイント上昇し、20 年ぶりの高水準となった（図表 1-3）。経団連が公表した春闘の第 1 回集計結果を見ても、月給の賃上げ率は平均で 2.54%と、前年より 0.36%ポイント上昇している。ただ、今回の賃上げの動きは、労働需給のひっ迫により人手不足が続くという危機感から、陸運や小売りなどが非正規労働者の賃上げを急いだことが主因と考えられ、必ずしも安定的な利益成長を見通した動きとは言えない点には注意が必要である。米中貿易摩擦懸念や、北朝鮮、中東情勢を巡る地政学リスクがくすぶるなか、企業の期待成長率はリーマン・ショック以前の水準まで回復しておらず（図表 1-4）、固定費の増加につながるベアに対する消極的な姿勢は、多くの企業で払拭されていないと考える。

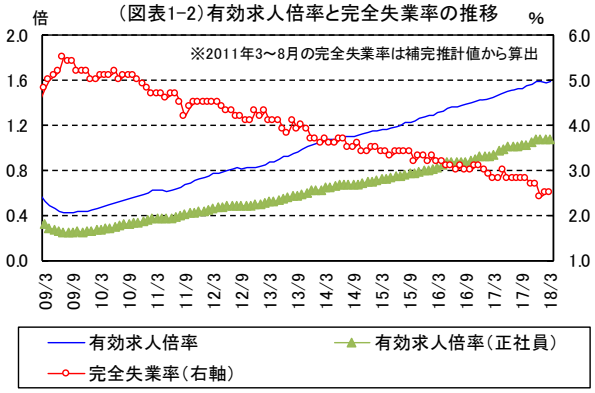
セルフレジ、搬送ロボット、測量ドローン等、誰

（図表1-1）個人消費関連指標



（出所）総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」、日銀「消費活動指数」

（図表1-2）有効求人倍率と完全失業率の推移



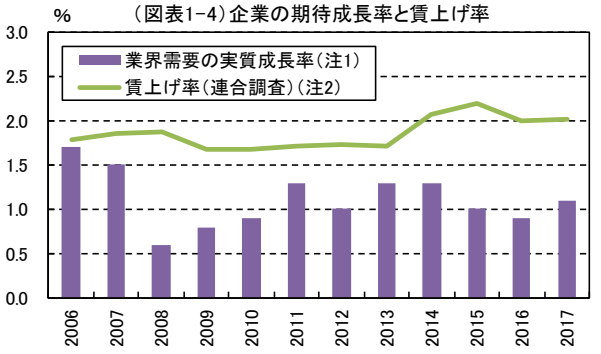
（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

（図表1-3）賃上げ率上位10業種

順位	業種	賃上げ率（%）	賃上げ額（円）	順位	業種	賃上げ率（%）	賃上げ額（円）
1	陸運	3.39	10,146	6	外食・その他ｻｰﾋﾞｽ	2.56	7,531
2	印刷	2.85	8,411	7	百貨店・スーパー	2.53	7,847
3	不動産・住宅	2.82	8,929	8	自動車・部品	2.5	7,689
4	水産	2.78	8,677	9	情報・ソフト	2.42	7,345
5	造船	2.73	8,755	10	食品	2.32	7,768
製造業平均		2.27	7,108	非製造業平均		2.79	8,677

（出所）日本経済新聞「2018年賃金動向調査」

（図表1-4）企業の期待成長率と賃上げ率

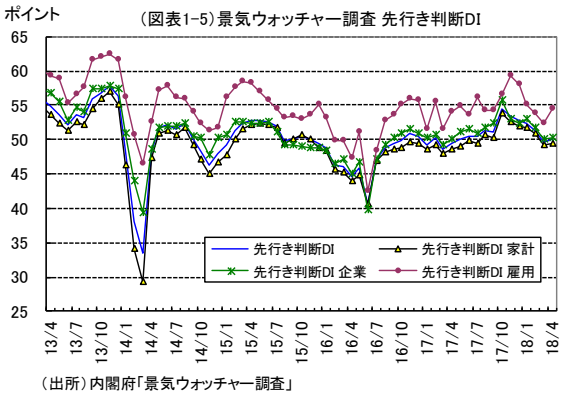


（注1）業界需要の実質成長率は、全産業の今後5年間の見通し
（注2）ベースアップを含む賃上げ率

（出所）連合「春闘集計結果」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

の目にも効果が見える形でイノベーションの波が押し寄せている環境下では、企業が賃上げよりも省人化・省力化投資を優先させようと考えるのは自然な流れでもある。また、雇用者報酬に含まれる社会保険料(企業負担)について、2004 年度以降、年金制度改正により厚生年金保険料率が段階的に引き上げられていることに加え、2016 年の年金改革法により、非正規労働者の被用者保険の拡大などが決定されたことで、企業の社会保険料負担が増加している。こうした動きも、名目ベースでの賃金の引き上げを妨げている。年金給付額についても、物価の伸び悩みから 2017 年度は給付額が引き下げられ、2018 年度はすえ置かれた。

供給サイドの景況感を指数化した景気ウォッチャー調査を見ても、先行き判断 DI は昨年 10 月をピークに低下傾向で推移している（図表 1-5)。4 月は 6 ヵ月ぶりに前月差プラスに転じ、企業動向関連も 3 ヵ月ぶりに前月差プラスとなったものの、「米国の保護主義経済の強行で、世界経済は身構える光景にある」、「米国と中国の貿易戦争を中心とした世界経済の不安要素などで、しばらくは株価も低迷し、景気は良くならない」といった、米中貿易戦争を不安視するコメントが散見され、今後も成長率見通しの下押し要因になるとみる。また、家計動向関連は判断 DI が現状、先行きともに好不況の分かれ目となる 50 を下回っており、そのなかでも小売関連は、現状判断 DI が 46.6、先行き判断 DI が 49.4 と、現状は 4 ヵ月、先行きは 2 ヵ月連続で 50 を下回っている。コメントでも、「生活防衛意識の高まりから、客の買物頻度が落ちている（スーパー)」、「来客数が減少していることに加えて、客単価も下がっている（衣料品専門店)」といった、個人消費の低迷を指摘する声が散見される。



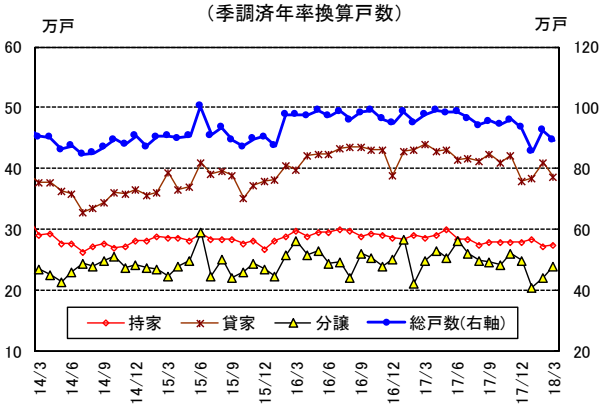
今後の景気動向次第で政府の方針が変わる可能性もあるが、2019 年 10 月に予定されている消費税率の 10%への引き上げの影響についても考慮する必要がある。もし、政府がなんら対策を打たない場合、消費増税は、2019 年 1－3 月期および 4－6 月期の民間最終消費支出を 0.1～0.2%程度、増税直前の 7－9 月期を 0.5%程度押し上げ、反動で 10－12 月期を 1.0%程度押し下げるとみる。その結果、2019 年度の実質 GDP 成長率を差し引き 0.2%程度押し下げると見込む。ただ、政府は、今年 2 月の経済財政諮問会議での安倍首相の指示にもとづき、2018 年 4 月に「消費税率引上げによる需要変動の平準化に関するタスクフォース」を設立し、駆け込み需要と反動減といった経済の振れをコントロールして需要変動を平準化するための検討を開始した。欧州諸国の事例等も参考に、2014 年の 8%への増税時には禁止していた消費税還元セールを解禁し、増税分を転嫁する値上げが増税直後に集中することを回避するといった案が浮上しているほか、減税制度の拡充や、住宅購入者への現金給付の拡充といった、税制面、予算面での対策も講じることが検討されており、6 月ごろにまとめる経済財政運営の基本方針（骨太の方針）に方向性が盛り込まれる予定である。こうした対策が講じられれば、2018 年度から 2019 年度における消費増税の影響は限定的なものになると考えられるが、その分、財政再建が遅れるのは避けられない。

今後の個人消費については、賃金の高い伸びが見込めないことが引き続き制約要因になるとみられる。足元では原油価格が再び上昇に転じていることも、個人消費の抑制要因になる可能性が高い。2018 年度の個人消費の回復ペースは、引き続き鈍いままにとどまると予想する。

（3）住宅投資は鈍化傾向での推移を予想

4 月のさくらレポート（日銀地域経済報告）を見ると、住宅投資の判断は、9 地域中 6 地域で引き下げられ、3 地域で横ばい、引き上げられた地域はゼロと、足元の住宅投資が弱含んでいる様子が示されている。結果、「減少」や「弱めの動き」といった表現が用いられた地域は 6 地域に上った。新築住宅着工戸数を見ても、昨年夏場以降、総戸数は減速傾向で推移している（図表 1-6）。利用関係別に内訳を見ると、持家はほぼ横ばい、貸家、分譲は均せば減少傾向の推移となっている。

（図表1-6）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）



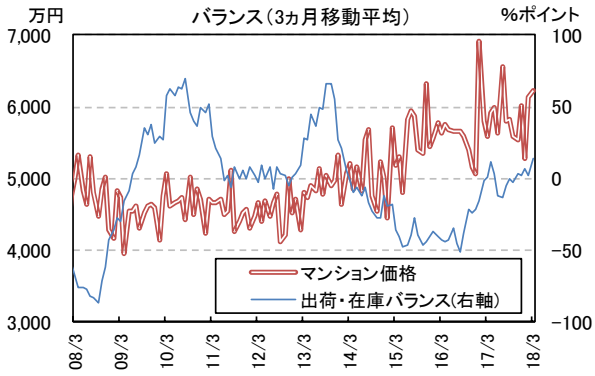
（出所）国土交通省「住宅着工統計」

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注文住宅の 10－12 月期の受注実績指数は▲24 ポイント（7－9 月期調査：＋10 ポイント）、総受注金額は▲1 ポイント（同＋4 ポイント）となり、プラスだった前期からマイナスに転じた。同調査の消費者購買意欲を見ても、「増加」の割合が 16%と、7－9 月期調査と同数だった一方で、「減少」は 9%から 13%に上昇しており、購買意欲の後退が示された。

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 70 万円）、さらに省エネ性の高い住宅向けの ZEH＋補助金（1 戸あたり 115 万円、共同住宅も対象）など、各種住宅支援策が持家着工を下支えするとみられる。ただ、新築件数に対する ZEH 補助金の交付決定件数は、例えば東京都では 1.7%、全国平均でも 4.8%にとどまっている。2018 年度から新たに適用開始となっている ZEH＋補助金の適用基準は、EV コンセントの設置など、ZEH よりも厳しい要件が求められるため、やはり取り扱い件数が伸び悩む可能性があることから、購買意欲の掘り起し効果は限定的とみられる。建築コストの上昇もあり、今後の持家着工は、鈍化傾向の推移をたどるとみる。

分譲住宅着工のうち、戸建住宅は 2017 年通年で前年比＋3.3%と 2 年連続の増加となっており、底堅く推移している一方、マンションが分譲住宅全体の足を引っ張っている。不動産経済研究所が公表しているマンション市場動向によれば、3 月の首都圏のマンション一戸当り平均価格は、前年比＋11.3%の 6,220 万円と、引き続き高水準となっている。一方で「出荷の伸び－在庫の伸び」で算出した出荷・在庫バランスの 3 ヵ月移動平均を見ると、足元ではプラスに転じており、需給環境にはやや好転の兆しも見られる（図表 1-7）。3 月の首都圏マンション契約率は 74.7%、前月比＋9.7 ポイントと大幅に上昇し、好不調の節目となる 70%を上回った。なかでも 20 階以上の超高層物件の契約率が 84.6%となっており、いわゆるタワーマンションなどの大型物件が寄与した結果とみられる。不動産経済研究所によれば、東京都心部や湾岸エリアを中心に超高層大規模開発や複合再開発プロジェクトなどが多く控えているなか、タワーマンションの完成予定戸数は 2020 年ごろにかけて増加するとみられ、引き続き需要も見込めることから、今後も需給を一定程度けん引すると考えられる。ただ、人

（図表1-7）首都圏のマンション価格と出荷・在庫バランス（3ヵ月移動平均）

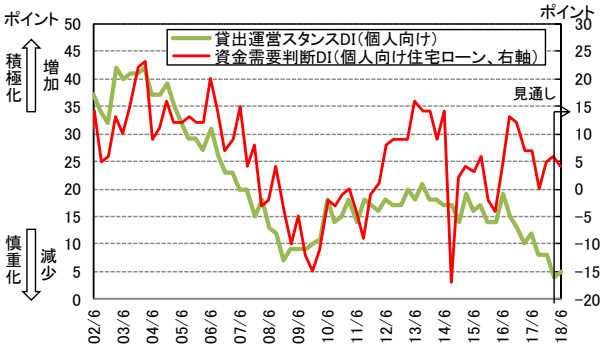


出所：国土交通省、不動産経済研究所

手不足による建設コストの増加や、いわゆる「メジャーセブン」と呼ばれる大手マンションデベロッパーによるマンション市場の寡占化などを背景としたマンション価格の高止まりが続くと見込まれるなか、今後の分譲住宅着工は横ばい圏での推移が続くとみる。

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が、足元では減少傾向に転じている。首都圏の貸家空室率を見ると、東京都、神奈川県では上昇傾向、埼玉県、千葉県でも依然として高い水準となっており、先行きの需給への警戒感が、着工数減少の背景と考えられる。金融機関の個人向け貸出運営スタンスDI（「増加」－「減少」）を見ても、慎重化の方向に振れているほか(図表 1-8)、日銀の「貸出先別貸出金」からも、個人による貸家業向けの設備資金新規貸出の減少が確認でき、金融機関の貸家事業への警戒感が窺われる。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。

（図表1-8）金融機関の貸出運営スタンスDIと資金需要判断DIの推移



（出所）日銀「主要銀行貸出動向アンケート調査」

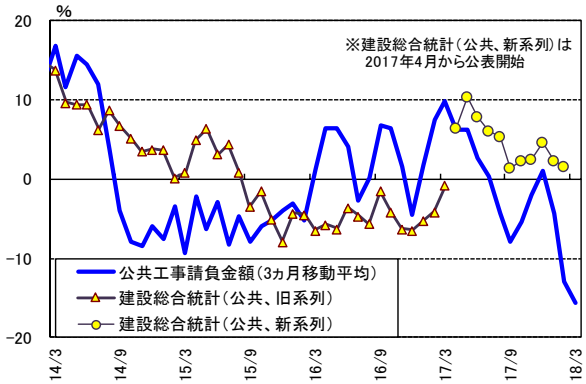
建築業界を取り巻く問題として、人手不足も挙げられる。総務省の労働力調査によると、就業者全体は 2013 年ごろから増加傾向にあるのに対して、建設業は横ばい圏での推移となっている。国土交通省が公表している「建設労働需給調査」でも、引き続き労働力不足との結果が示されているほか、今後の労働者の確保に関する見通しでも、「困難」との回答が前年同期比で増加している。人手不足が建築コストの増加や工期の長期化を引き起こしており、今後もこのような状況は続くと見込まれる。

前回の消費増税時には増税の 2 四半期前から着工増の動きが強まったことから、今回も同様に 2018 年度末にかけて駆け込み需要が一定程度発生するとみる。ただ、前回の増税ですでに需要の先食いが出ていたほか、増税幅も 2%にとどまることから、駆け込みとその反動の規模は前回を下回ろう。また、政府は住宅購入者に対するなんらかの減税措置を講じる模様で、消費税前後の振れはさらに小さなものにとどまる見通しである。現時点では減税の規模がわからないため、この影響を除いた場合、2017 年度には 94 万 6,396 戸だった住宅着工戸数は、2018 年度通年では 94 万戸、2019 年度は 92 万戸前後にまで減少すると予想する。

（４）公共投資は横ばい圏で推移ののち鈍化

4 月のさくらレポートで公共投資の判断を見ると、北海道の「減少に転じている」、近畿の「下げ止まりつつある」を除いた 7 地域で「増加している」または「高水準」となっており、2017 年度予算の執行や、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堅調に推移している様子が窺われる。2018 年度の公共投資の予算が前年度を上回り、発注が一段と増加する見通しといった声も聞かれる。一方、実際の工事の進行を反映する建設総合統

（図表1-9）公共工事関連指標（前年比）の推移

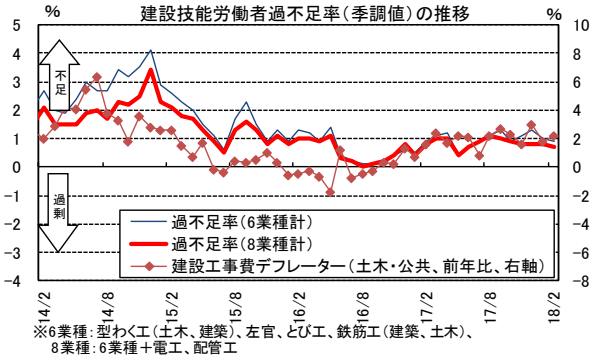


（出所）国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

計の建設工事出来高を見ると、4 月以降、前年比で＋5～10%の高水準で推移したのち、足元では＋2～5%程度まで伸び幅が縮小している。出来高に先行する公共工事請負金額（3 ヵ月移動平均）は、2017 年末に一度プラスに浮上したものの、その後は大きくマイナスに転じており、目先、公共投資は鈍化傾向で推移する可能性が示唆されている（図表 1-9）。

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、均せば上昇傾向で推移しており（図表 1-10）、実質ベースの公共投資を押し下げる要因になっているとみられる。また、建設技能労働者過不足率（季節調整値、8 業種計）を見ると、2014 年頃の水準からは緩和したものの、2017 年以降は＋1.0%付近での推移が続いており、依然として人手不足感は払拭されていない。マクロ的に雇用環境がひっ迫しているなかで、今後人手不足が大きく改善するとは見込みづらい。

（図表1-10）建設工事費デフレーターと建設技能労働者過不足率（季調値）の推移



※6業種：型わく工（土木、建築）、左官、とび工、鉄筋工（建築、土木）、
8業種：6業種＋電工、配管工

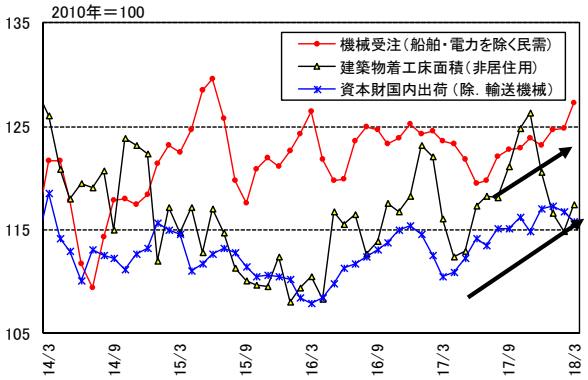
（出所）国土交通省「建設工事費デフレーター」、「建設労働需給調査」

2017 年度補正予算では、災害復旧等・防災・減災事業に 1 兆 2,567 億円が計上され、2018 年度を中心に執行される見込みである。2018 年度本予算では、公共事業関係費として前年度比＋0.04%の 5 兆 9,789 億円が計上されるなど、こうした予算の執行が公共投資を下支えするとみる。また、過去のオリンピック開催国では、オリンピック開催に向けたスタジアムの建設、道路網などのインフラ整備に係る工事が、開催年の約 2～3 年前に大幅に増加する傾向があり、今回の東京でも 2018 年から 2019 年にかけて建設投資が大きく増加する可能性が高い。今後の公共投資は、建設工事費デフレーターの上昇といった下押し要因により、目先弱含む可能性はあるものの、2018 年度後半は堅調な推移をたどると見込む。ただ、オリンピック関連需要が徐々に減衰に向かう 2019 年度半ば以降は、再度鈍化に転じると予想する。

（5）省力化需要がけん引する設備投資

設備投資に先行する主要 3 指標（3 ヵ月移動平均）を見ると、建築物着工床面積（非居住用）は息切れ感が出ているものの、機械受注（船舶・電力を除く民需）や資本財国内出荷（除．輸送機械）は昨春以降、持ち直しの動きが続いており、建築関係を除けば設備投資は当面緩やかな回復傾向を続ける可能性を示唆している（図表 1-11）。

（図表1-11）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」

財務指標との比較で見た場合、設備投資はコスト要因等で短期的に大きく振れる利益関連項目よりも、売上高との相関が高い。また、近年は宿泊・飲食や建設など、非製造業を中心に、労働需給のひっ迫が深刻化した業種が、省力化・省人化投資に力を入れる傾向が顕著になっている。一方、いったん導入した生産設備は長期にわたり使用が想定されるものであることから、足元では潜在成長率の低下に伴う企業の中長期的な成長期待の低下が、能力増強型投資の低迷に繋がっている可能性がある。

短観の設備判断 DI を被説明変数とし、同じく短観の売上実績（前年度比）と雇用判断 DI、および

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」における「業界需要の実質成長率見通し（今後 5 年の見通し）」の 3 変数を説明変数にとると、高い相関が確認できる（図表 1-12）。各説明変数の設備判断 DI の理論値への寄与度を計算すると、人手不足要因の寄与する部分が、2013 年度以降大きくプラス幅を拡大させる一方、成長期待要因は、長期にわたってじわじわとプラス寄与幅を縮小させている（図表 1-13）。

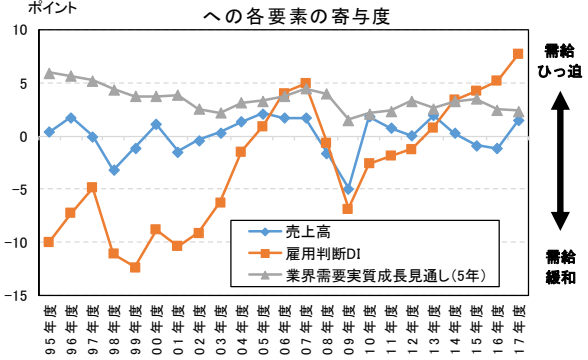
（図表1-12)短観設備判断DIの決定要因(1995年度～2017年度、年次)

	大企業全産業	大企業製造業	大企業非製造業
説明変数	係数	係数	係数
売上	−0.33 ***	−0.35 ***	−0.14 **
雇用判断DI	0.41 ***	0.64 ***	0.18 ***
業界需要の実質成長率（今後5年の見通し）	−2.62 ***	−5.32 ***	−1.48 ***
R^2	0.98	0.96	0.92

＊:5%基準で有意　＊＊:1%基準で有意　＊＊＊:0.1%基準で有意（t値）
※設備・雇用判断DIは数値が下がればひっ迫、上がれば緩和なので、符号条件は売上と業界需要の実質成長率がマイナス、雇用判断DIがプラス

この枠組みに従って今後の設備投資を展望すると、まず、人手不足が省力化・省人化投資の積極化に繋がる構図はしばらく続くと考えられる。セルフレジ、搬送ロボット、測量ドローン等、誰の目にも効果が見える形でイノベーションの波が押し寄せている現状では、企業が賃上げよりも省人化・省力化投資を優先させようと考えるのは自然な流れである。その分、賃金は上がりにくいということになるが、これが生産性の顕著な上昇につながれば、いずれは企業の成長見通しが改善して安定的な賃上げが実現する可能性もある。ただ、そこに至るまでにはまだかなりの時間がかかると考えられる。向こう数年間は、個人消費の弱さが設備投資の回復の勢いを削ぐ要因となる可能性のほうが高い。

（図表1-13)設備判断DI(大企業/全産業、理論値)への各要素の寄与度



(出所)明治安田生命作成

従って、売上動向に関しては、国内よりも海外景気頼みという構図が続くだろう。今のところ、けん引役の米国を中心に、欧州、中国も含め、海外景気が揺らぐ兆しは乏しい。確かに、トランプ大統領の政権運営や、一部主要国の不動産バブルと債務拡大、欧州政治の不安定化、中国の不良債権、中東情勢の流動化等々、リスク要因は枚挙に暇がない。すでに米国景気は回復から 9 年が経過しており、そろそろ循環的なピークアウトに向かうのではないかとの観測も根強いが、米国経済に何か循環的な不均衡が蓄積している証拠は乏しく、今のところはリスクシナリオの範疇である。減税効果で、短期的にはむしろ加速する可能性もあるが、輸出企業が国内投資より海外投資を優先させる流れにも大きな変化はないと考えられることから、この場合でも国内設備投資が加速度的に伸びていく展開に大きな期待はできない。

一方、人口減少が続くなか、企業経営者の将来の国内市場の拡大可能性への不安は根強く残ると考えられる。従って、内需型の企業、特に地方の中小企業を中心に、能力増強型投資に対する及び腰な姿勢はなかなか変わらないと考えられる。人口減少の流れが変えられない以上、企業の成長期待を押し上げるには徹底した構造改革しかないが、働き方改革をはじめとする、政府の各種改革に向けた動きは、スピード感を伴っているとは言い難い。第 4 次産業革命が自律的に大きく花開くような展開にならない限り、企業の低成長期待は今後もボディブローのように投資マインドに効き続ける展開が予想される。総じて、設備投資は来年度にかけて堅調な回復が続くと考えられるものの、景気のけん引役となるほどの力強さは期待できない。

（６）輸出は堅調だが貿易戦争が気がかり

財務省の貿易統計によると、3 月の輸出金額は前年比＋2.1%と、16 ヵ月連続のプラスとなった。

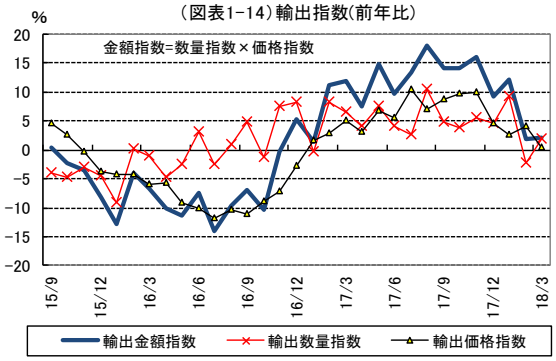
もっとも、同＋5.2%だった市場予想は下回ったほか、プラス幅も縮小傾向が続いている(図表 1-14)。季調済前月比でも▲2.2%と、3 ヵ月連続のマイナスとなっており、ここまで景気のけん引役だった輸出のモメンタムには陰りが見える。ただ、世界経済は堅調な拡大が続いており、先行きの見通しに対し悲観的になるのは時期尚早である。当社が作成したベースラインシナリオでは、2018 年の実質世界輸入は、2017 年の前年比＋5.1%から＋4.7%までやや減速するものの、その後 2019 年末まで 4%程度の伸びを維持する姿を想定している（図表 1-15)。

米国景気は、失業率が 4%を割り込むなど、ほぼ自然失業率の水準に達している可能性が高く、景気は絶好調といえる状態である。完全雇用下での大規模財政政策が、いずれはインフレや、貿易と財政の「双子の赤字」を拡大させる可能性は否定できない。ただ、足元では株式市場が不安定ななか、投資家や企業経営者にとって、大規模減税策の存在が景気減速懸念を緩和するという、心理面での下支え効果を発揮していることも重要である。

欧州については、ここへきて軟調な経済指標が目立つのは気がかりだが、冬場の寒さの他、貿易戦争への懸念など、やはり一時的な要因が大きいとみている。中国景気も、力強さには欠けるものの、多くの市場関係者が警戒していた、共産党大会後の急減速といった事態は起きていない。1－3 月期の GDP は前年比＋6.8%と、3 四期連続で同じ伸びを記録するなど、むしろ底堅い印象を受ける。

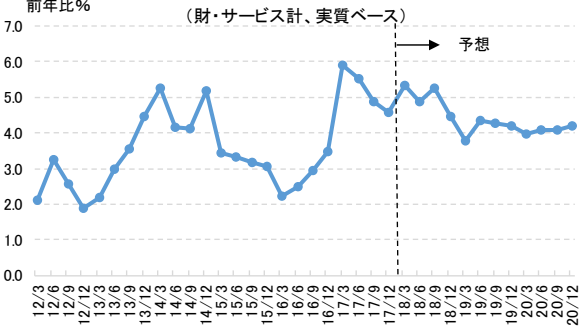
今後の日本の輸出を占うには、特に中国経済の動向の見極めが重要となる。中国向けの輸出金額は、2000 年以降約 4.5 倍に拡大、2017 年は 2 割の伸びを記録した（図表 1-16)。主要品目別ウェートを見ると、2000 年以降で最も大きく伸びているのは輸送機器である(図表 1-17)。所得水準の向上とともに、中国の自動車販売は今後も伸び続ける可能性が高い。その意味で、習近平氏が表明した自動車産業の市場開放は、日本の自動車メーカーにとって一段の商機拡大に繋がる可能性がある。自動車産業はすそ野が広く、今後は IT 機器化がいっそう進む可能性が高いことを考えれば、電子部品や電気機械、一般機械の輸出増にもつながっていくことも期待できる。また、中国政府は、「中国製造 2025」構想の

（図表1-14）輸出指数(前年比)



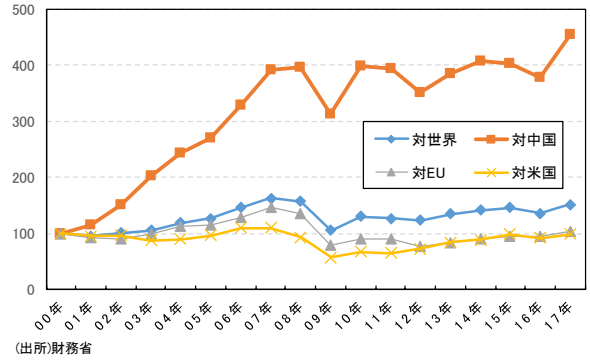
（出所）財務省「貿易統計」

（図表1-15）世界輸入の推移と予想
（財・サービス計、実質ベース）



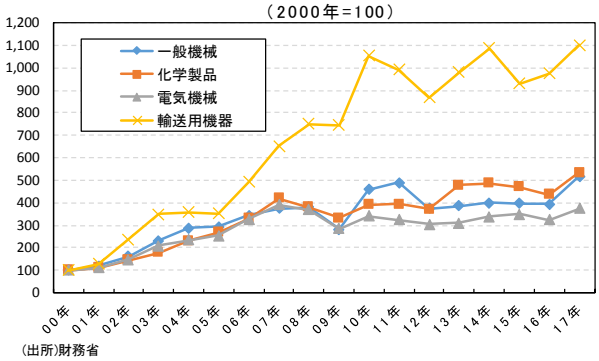
(出所)OEGMより明治安田生命作成

（図表1-16）通関輸出金額の推移（2000年=100）



(出所)財務省

（図表1-17）中国向け輸出の主要品目別推移
（2000年=100）



(出所)財務省

もと、ハイテク産業育成政策を進めており、このところ、コンピュータ・通信機器の設備投資が大きく拡大している。日本への輸出誘発効果も相応に大きいとみられ、今後も中国向け輸出は引き続き堅調に推移するとみている。

気になるのは、米国の保護貿易政策の行く末である。トランプ大統領が強硬な手段に訴えた場合の各国経済への影響を、当社の経済モデルで試算した結果が図表 1-18 である。具体的には、対中、対日赤字を輸出と輸入で半々ずつ対応する形で、3 年間で 8 割程度縮小させることを前提にしている。これにより、中国の実質 GDP 成長率は▲0.5%～▲0.7%ポイント、日本の実質 GDP 成長率は▲0.3%～▲0.6%ポイント押し下げられる。反面、米国の実質 GDP の押し上げ効果は、日中の景気減速の影響で、＋0.1%～＋0.2%ポイントと、さほど大きなものにはならない。

(図表1-18)貿易戦争勃発の場合の経済への影響

（ベースシナリオからのかい離幅）　(%ポイント)

		2018年	2019年	2020年
米国	GDP成長率	+0.1	+0.1	+0.2
	鉱工業生産	+1.9	+2.4	+2.2
	CPI	0.0	0.0	0.0
	経常収支(対GDP比)	+0.6	+0.7	+0.7
中国	GDP成長率	▲0.5	▲0.7	▲0.6
	鉱工業生産	▲1.0	▲1.3	▲0.7
	CPI	▲0.1	▲0.2	▲0.4
	経常収支(対GDP比)	▲0.1	0.0	▲0.1
日本	GDP成長率	▲0.5	▲0.6	▲0.3
	鉱工業生産	▲0.6	▲1.0	▲1.0
	CPI	0.0	▲0.1	▲0.4
	経常収支(対GDP比)	▲0.3	▲0.3	▲0.2

(出所)OEGMより明治安田生命作成

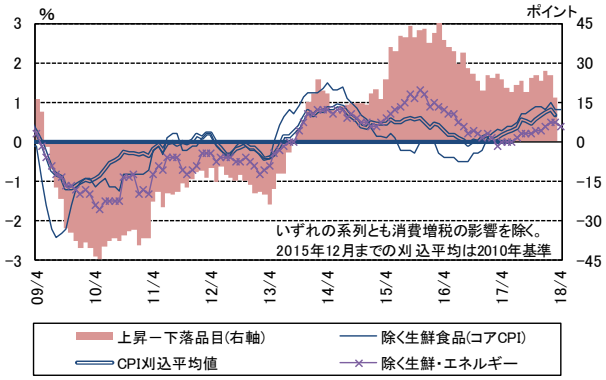
実際にはさまざまな要素が絡み合うため、影響はこれより小さくなる可能性も大きくなる可能性もある。まず、3 年間で対日中の貿易赤字を 8 割縮小させるというのは大胆な仮定である。強制的な縮小ではなく、内需拡大のような構造調整で対処した場合も、影響は小さくなるはずである。反面、試算では日中の対抗措置を想定していないので、現実には中国政府が強力な報復措置に出る結果、成長率がさらに大きく押し下げられるパターンもありうる。特に、中国政府が米国債の売却といった最終手段に訴えれば、リーマン・ショックの再来のようなより悲惨な結果を招く可能性もなくはない。確率的には 2 割までないとみるが、最悪のシナリオとして頭の片隅に置いておく必要はある。

（7）コア CPI は横ばい圏での推移を予想

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、2017 年 1 月以降、プラス幅を拡大し、足元では 1%付近で推移している（図表 1-19）。もっとも、エネルギーも除いた新型コア CPI は、4 月の時点で前年比＋0.4%にとどまっており、足元のコア CPI はエネルギー価格に押し上げられている側面が大きい。「上昇－下落品目」の比率も 2015 年末前後をピークに減少傾向で推移しており、価格上昇圧力が幅広い品目に広がっている様子は見られない。

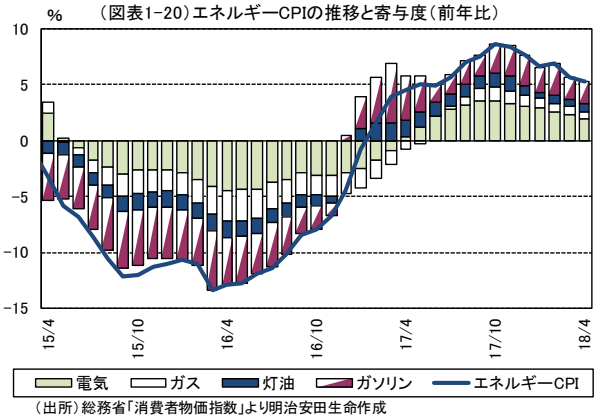
エネルギー価格の推移を見ると、2017 年 2 月以降、プラス幅を拡大していたが、11 月以降は電気代等を中心に縮小に転じている（図表 1-20）。ただ、米国の対イラン経済制裁の再開による原油輸出量の減少観測や、主要産油国の供給制限による需給改善期待などから、2017 年末以降、原油価格は再び上昇に転

(図表1-19)物価の「基調的な動き」とコアCPI、新型コア指数の推移



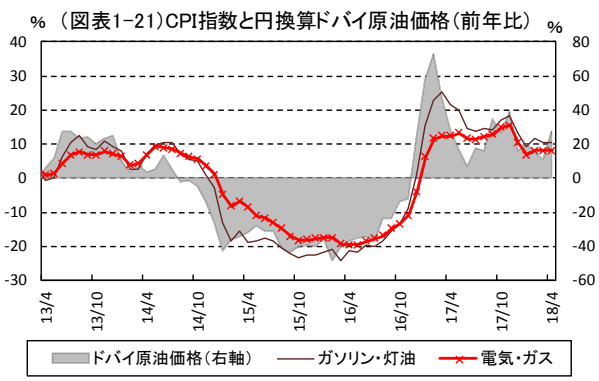
(出所)総務省、日銀

(図表1-20)エネルギーCPIの推移と寄与度(前年比)



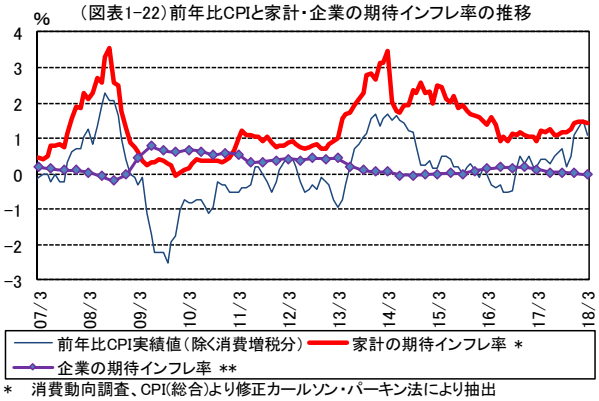
(出所)総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

じており、足元の WTI 原油先物価格は 1 バレル 70 ドルを超える水準に達している。原油価格の上昇は、ラグを伴ってガソリン・灯油、さらに間をおいて電気代・ガス代に波及するため（図表 1-21）、夏以降もエネルギー関連品目がしばらくコア CPI の押し上げ要因となる可能性があるが、当社は原油価格の上昇は今後一服し、ボックス圏での推移に転じるとみており、今後コア CPI は、2018 年 10－12 月頃にピークをつけ、その後は 1%程度で推移するとみている。



（出所）総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

家計や企業の期待インフレ率は伸び悩んでいる。内閣府の「消費動向調査」と日銀「短観（先行き販売価格 DI）」から修正カールソン・パーキン法を用いて推計すると、いずれも 2016 年末には量的質的金融緩和（QQE）導入前後の水準まで伸びが鈍化し、その後は横ばい圏での推移が続いている（図表 1-22）。日本では景気停滞が長期化してきたなかで、「物価や賃金はなかなか上がらない」というデフレマインドが染み付いており、期待インフレ率は伸びの鈍い状態が続くとみている。



＊　消費動向調査、CPI(総合)より修正カールソン・パーキン法により抽出
** 短観の先行販売価格DI、企業物価指数より修正カールソン・パーキン法により抽出
（出所）総務省、内閣府「消費動向調査」、日銀「短観」、日銀「企業物価指数」より明治安田生命作成

GDP ギャップがプラスに転じ、新型コア指数は低水準ながらもプラスで推移しているなど、日本経済はもはや「デフレ的状況」ではなくなってきているのは確かである。一方で、賃上げの裾野の拡大は限定的で、賃金が伸び悩むなか、需要面からの物価上昇圧力は強くないとみられ、個人消費の回復力は引き続き弱いと見込まれることなどから、今後コア CPI は緩やかな上昇にとどまるとみる。2018 年度のコア CPI の上昇率は前年比＋0.9%、2019 年度は同＋1.3%（消費増税の影響：＋0.6%を含む）と予想する。

（８）金融政策は来年前半に微修正か

日銀は、4 月 26、27 日に開催された日銀金融政策決定会合において、「2019 年度頃」としていた物価目標の達成時期を展望レポートから削除した。黒田総裁によれば、「見通しと政策とが直接的にリンクしているとの市場の誤解」が理由だが、これまで誤解を解く努力をしてきた形跡は乏しい。それよりも、先送りを繰り返すたびに、マスコミや市場関係者から批判や揶揄の対象にされることに耐えられなくなったという動機が大きいだろう。

日銀の予想が「政策と直接的にリンク」すると考えていた市場関係者はあまりいなかったと考えられるが、元々2 年で目標達成としていた以上、それとの対比で論評されるのはやむを得ない。そもそも、今回は片岡委員が、「金融緩和のコミットメントを維持する観点から、引き続き、2%程度に達する時期を明記すべき」として反対票を投じている。これは、審議委員のなかにも、達成時期が単なる見通しとは考えていない向きが存在することを示している。

元々、量的・質的金融緩和（QQE）の導入時は、達成時期の予想は目標とイコールだった。しかし、何度も時期の先送りを余儀なくされる過程で、位置づけが不明確なものになっていった。2 年を経過したあたりからは、市場関係者の間でも、日銀の物価目標は、「フレキシブルターゲット」にシフト

したとの見方が優勢になっていった。このころに、日銀自身が、位置づけ変更を自ら明言していたら、「誤解」は残らなかったはずである。しかし、実際はしばらくの間、「2 年とは、できるだけ早期と言う際に念頭に置いている期間なので、これを変える必要はない」との無理な説明を続けた。今でも中期目標に変わったことは認めていない。すべては、目標未達を認めないための言い回しであり、市場とのコミュニケーションに齟齬が生じているとしたら、日銀の責任である。

黒田総裁の否定にもかかわらず、今回の達成期限の削除によって、物価目標がフレキシブルターゲットであることがますます明らかになっている。こうした方向性自体は正しい。振り上げたこぶしは今さら下ろせないし、購買力平価上、円高容認と受け止められないようにするため、諸外国と同じ水準の目標を掲げ続ける点には意味がある。ただ、2%についてはあくまで中長期的な目標ということで「神棚に祭り上げ」、目先の金融政策運営のかじ取りとは徐々に切り離していく工夫が求められる。さすがに、2%達成前の「出口」は禁句にしろ、緩和強化の建前を維持しながら、正常化に向けた微修正を行なう程度であれば十分可能と考えられる。自民党総裁選までは動きにくいが、来年の早い時期に、長期金利の変動許容幅の拡大等の微修正が実施される可能性が高い（担当：小玉、柳田）

２．米国経済見通し

〈要　　約〉

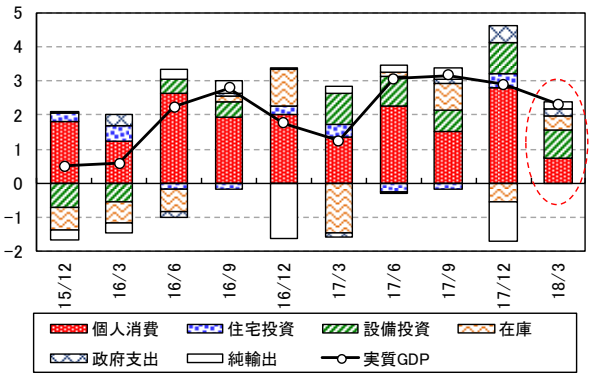
１－３月期の米実質ＧＤＰ成長率（速報値）は前期比年率＋２．３％と、１０－１２月期の同＋２．９％から減速した。純輸出や在庫投資の寄与度がプラスに転換する一方、個人消費、住宅投資、設備投資の寄与度が縮小した。特に、個人消費の減速が成長率の押し下げに寄与したが、昨年８、９月に米国南部を襲ったハリケーン被害からの復興需要による反動で自動車関連支出が落ち込むなど、一時的な要因も影響した。先行きについては、雇用・所得環境の改善や好調な企業業績といった米国景気の基礎的な力強さが続いていることに加え、減税やインフラ投資の効果も見込まれることから、２０１８年、２０１９年ともに２％弱とされる潜在成長率を上回るペースで景気回復が続くと予想する。

ＦＲＢ（米連邦準備制度理事会）は、雇用環境の改善が続き、物価が緩やかながら上昇基調をたどるとみられることなどから、２０１８年は追加で２回、２０１９年も２回程度の利上げを行なうと予想する。

（１）米国景気は堅調に推移

1－3月期の米実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋2.3％と、10－12月期の同＋2.9％から減速した（図表2-1）。ただ、昨年8、9月に米国南部を襲ったハリケーン被害の復興需要で押し上げられた10－12月期からの反動減が顕れたという面もある。2％弱とされる潜在成長率を4四半期連続で上回っていることを考えれば、米景気は堅調に推移していると言える。

（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

成長率鈍化の主因は個人消費である。内訳である耐久財消費が同＋13.7％→▲3.3％と4四半期ぶりのマイナスに転じたことが大きい。前述の復興需要の反動により、自動車関連支出が大きく落ち込んだことが響いたほか、税還付の遅れや悪天候も影響した可能性がある。住宅投資も、復興需要で大きく伸びた前期から横ばいにとどまった。

設備投資は、わずかに伸びが鈍化したものの、8四半期連続の前期比増となった。構築物投資が同＋12.3％と大きく増加したほか、機械設備投資が同＋4.7％、知的財産投資が同＋3.6％と、いずれも堅調に推移した。純輸出は、輸出以上に輸入の伸びが鈍化したことで成長率全体に対する寄与度がプラスに転じた。在庫投資の寄与度も同▲0.5％→＋0.4％とプラスに転じた。

在庫投資と純輸出を除いた国内最終需要は同＋4.5％→＋1.6％と大きく減速したが、ハリケーンが発生した昨年7－9月期からの3四半期平均では同＋2.7％となっており、均してみれば堅調に推移していると評価できる。雇用環境の改善や企業収益の増加といった米国景気の基礎的な力強さが続いていることに加え、減税やインフラ投資の効果も見込まれることから、米国景気は2018年、2019年ともに潜在成長率を上回るペースでの拡大が続くと予想する。

（２）個人消費は増加基調を持続

個人消費は、雇用・所得環境の改善のほか、住宅価格や株価の上昇に伴う資産効果などを背景に増加基調が続いている。

4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が前月比＋16.4万人と、市場予想（同＋19.3万人）を下回った。ただ、3ヵ月平均では同＋20.8万人と堅調さを維持しているほか、失業率が3.9％と、2000年12月以来となる3％台まで低下するなど、雇用環境は良好な状態が続いている。米企業の利益予想を見ると、元々堅調だったところに、昨年12月に成立した法人税減税の効果が加わり、年内の四半期ごとの増益率は前年比で2桁増が続くと予想されている（図表2-2）。良好な企業収益を背景に、雇用・所得環境は回復基調が続くとみられ、個人消費を下支えすることが見込まれる。

家計のバランスシートが改善していることも個人消費を後押ししよう。資産サイドを見ると、家計の資産残高の対可処分所得比は、住宅バブルの崩壊などにより、2006年10－12月をピークに大きく低下していたが、株式を含めたその後の資産価格の回復によって、2017年10－12月には初めて下落前の水準を上回った（図表2-3）。株価の動きに連動する傾向がみられる消費者マインドも改善が続いており、個人消費を取り巻く環境は良好と言える。

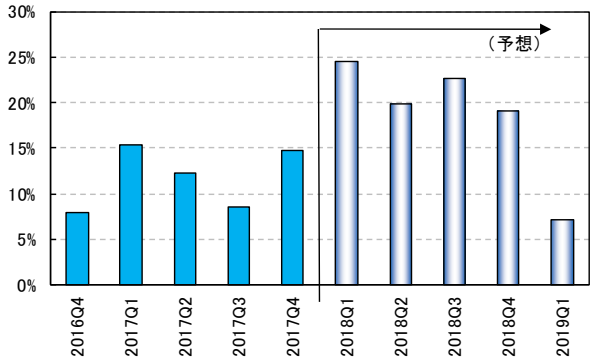
負債サイドを見ても、家計が負債削減を進めた結果、負債残高の対可処分所得比は過去の長期トレンドを下回る水準まで低下している（図表2-3）。バランスシート調整に目途がついた結果、同比率は足元で再び上昇基調に転じつつある。フロー面からは、家計が自動車ローンなどの消費者信用を拡大させるとともに、住宅ローンも増やしている様子がうかがえる（図表2-4）。

昨年12月に成立した税制改革法により、10年間で約1.5兆ドル規模の大型減税が実施されているが、その大半が個人税制の変更となっており、4－6月期からその効果が顕在化することが見込まれる。今後も個人消費は増加基調をたどると予想する。

（３）住宅投資は増勢鈍化へ

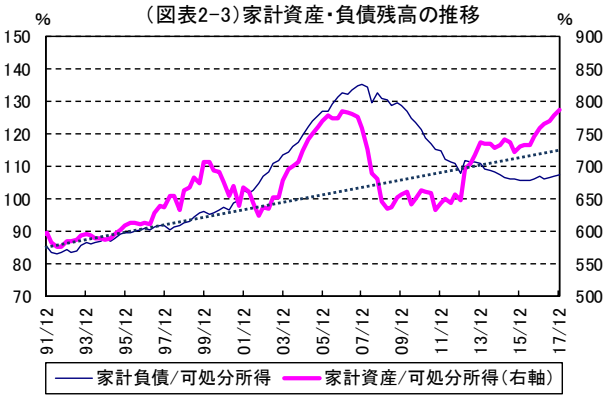
住宅投資についても雇用・所得環境の改善が続くなか、増加基調をたどる可能性が高い。3月の住宅販売件数は新築・中古ともに2ヵ月連続で前月比プラスとなった。住宅着工の先行指標とされる住宅着工許可件数を見ても増加基調にあり、足元の住宅

（図表2-2）S&P500構成企業の利益予想（前年比）



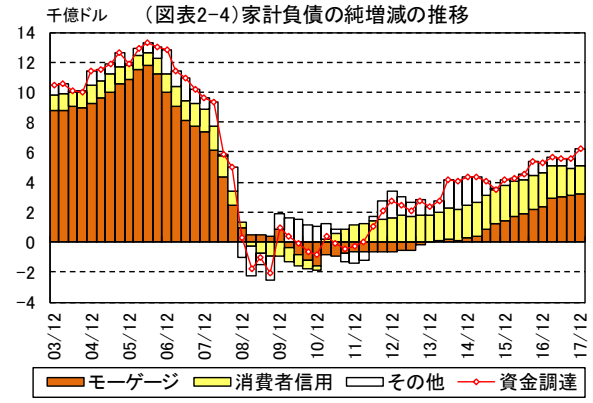
（出所）トムソン・ロイター

（図表2-3）家計資産・負債残高の推移



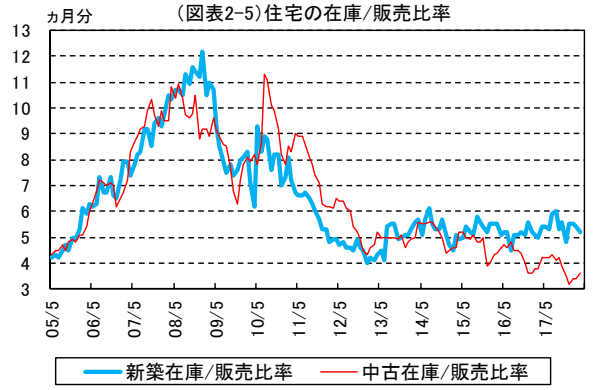
（出所）FRB、米商務省　※点線は過去の長期トレンド

（図表2-4）家計負債の純増減の推移



（出所）FRB　※4四半期移動平均

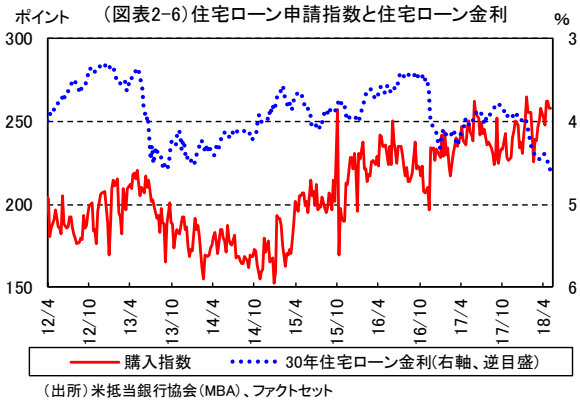
（図表2-5）住宅の在庫/販売比率



（出所）米商務省、米不動産業協会（NAR）

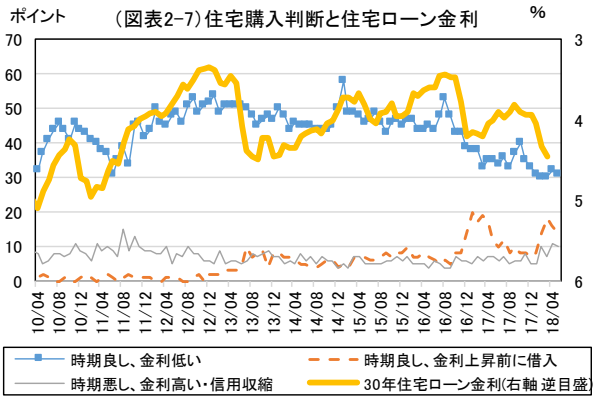
需要の堅調さがうかがえる。旺盛な需要を背景に、住宅在庫の水準が低位で推移している点も住宅着工のさらなる押し上げ要因となる（図表2-5）。

一方で、抑制要因も出てきている。全米住宅建設業協会（NAHB）は、「建設業者は住宅需要の強さから先行きを楽観している」、としながらも、建設労働者や住宅用地の確保が困難さを増していることや、制裁関税が適用されているカナダ産の木材をはじめとして資材コストが上昇していることなど、供給面からの制約が住宅建設の重しとなっている点を指摘している。



（図表2-6）住宅ローン申請指数と住宅ローン金利
（出所）米抵当銀行協会（MBA）、ファクトセット

また、住宅ローン金利が上昇していることも住宅投資にはマイナス材料である。足元の30年住宅ローン金利を見ると、過去5年で最も高い水準まで上昇している。住宅ローン申請指数（購入指数）は上昇傾向にあり、金利が大きく上がらないうちに住宅ローンを組もうとする家計が増加している可能性を示している（図表2-6、7）。現時点ではまだ、金利上昇の影響は明確に顕れてはいないものの、今後も金利上昇が続く場合は、住宅着工や住宅販売の下押し圧力として徐々に顕在化してくる可能性が高い。実際、ミシガン大学が実施した住宅購入に関する調査によれば、住宅ローン金利の上昇にあわせて「金利が低く時期が良い」とする見方が低下傾向をたどる一方、「金利の高さなどから時期が悪い」とする見方も増加しつつある（図表2-7）。

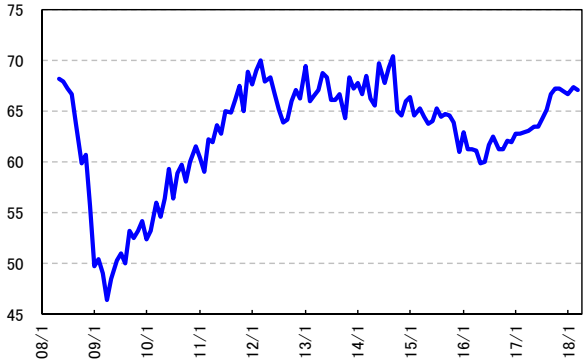


（図表2-7）住宅購入判断と住宅ローン金利
（出所）米ミシガン大

加えて、住宅価格の上昇などから家計の住宅取得能力指数が低下傾向にあるほか、先述の税制改革法で、住宅ローン控除の対象となる借入額の上限が、現行の100万ドルから75万ドルに引き下げられたことなどもあり、今後の住宅投資は増勢が鈍化すると予想する。

（４）設備投資は緩やかな増加を予想

設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、2016年初以降、増加基調をたどっているものの、足元ではやや頭打ち感が出てきている（図表2-8）。トランプ大統領が打ち出した税制改革により、昨年12月に所得・法人税減税の実施が決まったほか、10年間で1.5 兆ドルにのぼるインフラ投資計画への期待も高まり、昨年末にかけて企業マインドは改善した。しかしながら、年明け以降、米中貿易摩擦に対する懸念や地政学リスクの高まりなどから、企業が先行き不透明感を高めたことが影響しているとみられる。

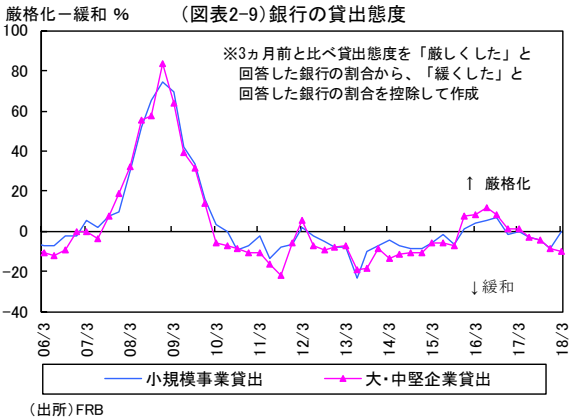


（図表2-8）非防衛資本財新規受注（除く航空機）
（出所）米商務省

トランプ大統領が進めるインフラ投資計画については、規模は大きいものの、政府の拠出負担が2,000億ドルにとどまり、残りが州・地方政府や民間企業に依存する形となっている。政府拠出分に関しては、財政健全化の観点から、議会との議論の過程で規模が縮小するリスクがあるほか、州・

地方政府についても財政に不安を抱えており、額面どおり拡大する可能性は低い。ある程度規模を縮小したうえで実現すると予想する。

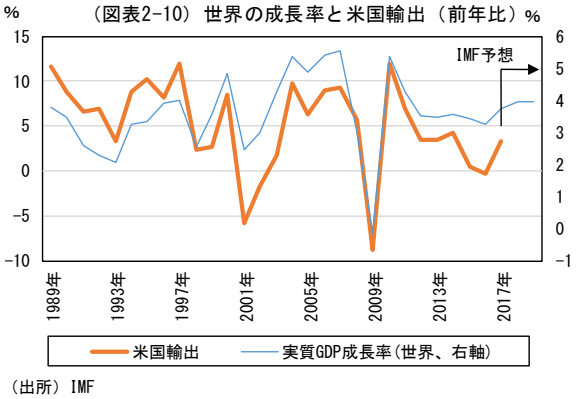
設備投資の原動力の一つである企業業績は堅調であるほか、設備稼働率も上昇している。加えて、原油価格の上昇がシェールオイル採掘関連の設備投資にプラスに働くことが期待されるほか、銀行の貸出態度も、良好な企業業績を背景に、大・中堅企業向け中心に緩和的な状態にある（図表2-9）。先述の税制改革により、固定資産に対して5年間の時限立法で即時償却が認められたこともあり、設備投資は緩やかながら増加基調をたどると予想する。

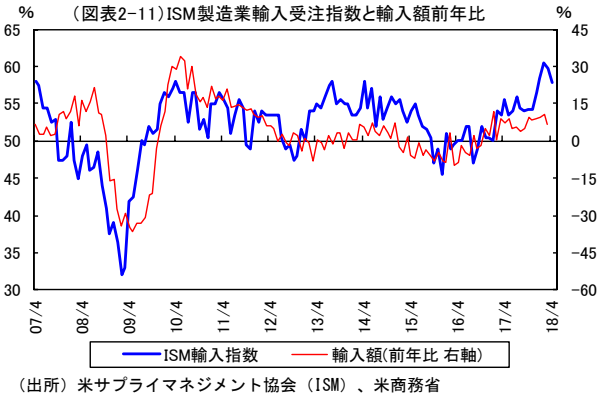


（５）純輸出の寄与はほぼ中立を予想

1－3月期の実質輸出は前期比年率＋4.8%となり、5四半期連続の増加となった。背景には、欧州や中国をはじめ、世界景気が回復基調をたどっていることがある。また、2016年末以降、ドル安が進行してきたことも押し上げ要因になったとみられる。

4月に発表された IMF の世界経済見通しでは、世界の実質 GDP 成長率が、2018年、2019年ともに前年比＋3.9%と、2017年の同＋3.8%からわずかながら上向くとの見方が示された。いまだ緩和的な金融環境が世界景気にプラスに働いており、先進国景気の底堅さに加え、商品価格の上昇などから資源国景気も回復基調を維持すると見込まれている。今後、各国中銀の政策変更により金融環境の緩和度合いが弱まることや、保護主義的政策の広がりなどがリスク要因になるものの、世界景気の回復に伴い、輸出は基本的に増加基調をたどると予想する（図表2-10）。





輸入に関しても、増加基調の持続を見込む。トランプ大統領が、中国をはじめ世界各国と通商交渉を行なっているが、11月の中間選挙を控えたアピールの側面も強いとみられ、目的の貿易赤字削減に繋がるかどうかは疑問符がつく。米国景気は雇用・所得環境の改善や拡張的な財政政策による効果などから、内需をけん引役に回復基調を持続する可能性が高い。輸入の動きに先行する傾向の見られる米 ISM 製造業輸入受注指数は上昇基調を維持しており、当面輸入は増加基調で推移すると見込まれる（図表2-11）。純輸出の寄与度は、概ね中立程度での推移を予想する。

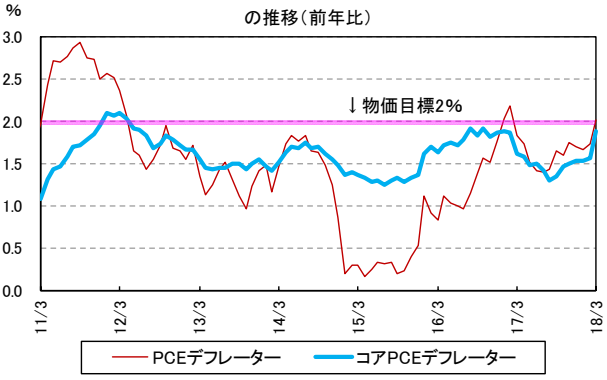
（６）物価は緩慢な上昇を予想

3月のコア PCE デフレーターは、前年に引き下げられた携帯電話料金の影響が一巡したことなどから、前年比＋1.9%と FRB が中期的な目標とする同＋2.0%に近づいた（図表2-12）。

ただ、携帯電話料金の変動分を除けば、同デフレーターは2016年央頃から前年比で概ね2%付近で推移している。同デフレーターが2%を安定的に超えていかない背景には、賃金の伸び悩みがある。企業収益は好調であるものの、緩和的な金融政策や拡張的な財政政策によって一時的に支えられている面があるほか、リーマン・ショックを経て、米国の潜在成長率が低下するなか、企業経営者のスタンスが以前に比べて慎重化しており、本格的な賃上げに二の足を踏んでいる可能性がある。

4月の失業率は3%台まで低下するなど雇用市場は改善しており（図表2-13）、製造業や建設業などでは労働力不足が深刻化しているとの声も聞かれる。このため、賃金への上昇圧力が徐々に蓄積していると考えられるものの、企業経営者の慎重姿勢との綱引きとなり、緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。物価の伸びも引き続き緩慢な状態が続くと予想する。

（図表2-12）PCEデフレーター・コアPCEデフレーターの推移（前年比）



（出所）米商務省

（図表2-13）失業率と平均時間給

（出所）米労働省

（７）FRB は漸次的利上げを継続

5月1－2日開催の FOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利である FF レートの誘導目標レンジが1.50－1.75%ですえ置かれた。

FRB は、景気の先行きについて、金融政策スタンスの緩やかな、さらなる調整によって、中期的に緩やかなペースで拡大し、労働市場については力強い状態が続くと予想している。また、景気見通しに対するリスクは概ね安定しているとし、1－3月期 GDP 成長率の減速や、3月雇用統計の軟調な結果について重視しない姿勢を示した。

物価の先行きについては、3月 FOMC での「インフレ率は今後数ヵ月で上昇し、中期的には委員会の目標である2%近辺で安定する」から、「インフレ率は今後数ヵ月で上昇し」との文言を削除し、「中期的には委員会の対称的な目標である2%付近で推移する」に変更した。上述のようにコア PCE デフレーターが2%付近まで上昇し、中期的な目標にほぼ到達したこと、3月の物価関連指標で携帯電話料金のベース効果が一巡し、前年比の伸びが高まった状況を反映したこと、そうした一時的要因を除けば、物価上昇圧力が足元で急速に高まっていないと判断したことなどが背景と考える。

こうした見方をもとに、金融政策に関しては、「経済状況が、FF レートの緩やかなさらなる引き上げを正当化する形で進むと予測している」、と3月 FOMC の見方を維持した。総じてみれば、5月 FOMC では、声明文でいくつかの文言変更が行なわれたものの、明確なスタンス変化は読み取れず、引き続き経済指標を確認しながら利上げを継続していく姿を示したものと考える。FRB は、2018年は追加で2回、2019年も2回程度の利上げを行なうと予想する。（担当：大広）

３．欧州経済見通し

〈要　　約〉

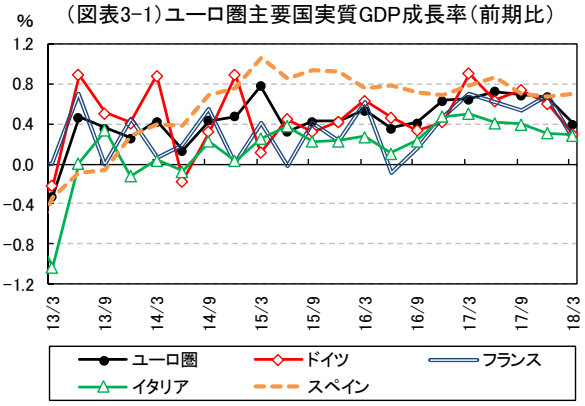
１－３月期のユーロ圏実質ＧＤＰ成長率（速報値）は前期比＋０．４％と、１０－１２月期の同＋０．７％から減速した。寒波やストライキなど、一時的な下押し要因が影響したとみられる。今後については、ＥＣＢ（欧州中央銀行）による依然として緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、景気は緩やかな回復が続くと予想する。個人消費は、雇用者数の増加や消費マインドの改善などを背景に、回復が続くとみる。固定投資は、貿易摩擦への懸念から、回復ペースの鈍化を見込む。輸出は、先進国を中心に海外景気が上向くことにより、改善に向かうとみる。ＥＣＢは２０１８年９月には資産買入れを終了し、２０１９年後半に利上げを実施すると予想する。

英国は、２０１９年３月にＥＵを離脱した後も、２０２０年末までは関税同盟に残留することが決まった。ポンド安は一服しており、インフレ率も徐々に低下していることから、個人消費は緩やかに回復するとみられ、今後の英国景気は持ち直しに向かうと予想する。

（１）ユーロ圏景気は一時的な要因で減速

1－3月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.4%と、10－12月期の同＋0.7%から減速した（図表3-1）。ドイツを襲った大寒波や、欧州主要国での物流業界のストライキなど、一時的な下押し要因が影響したものとみられる。国別の成長率を見ると、スペイン（10－12月期：同＋0.7%→1－3月期：＋0.7%）とイタリア（同＋0.3%→＋0.3%）は前期と同じ成長率となったものの、ドイツ（同＋0.6%→＋0.3%）、フランス（同＋0.7%→＋0.3%）は減速した。ただ、欧州委員会が見積もるユーロ圏の潜在成長率は1.5%程度であることを鑑みれば、2017年通年の成長率である2.3%は「出来すぎ」ともみられ、足元の成長率低下は、実力並みの水準への収斂とも考えられる。今後については、ECBによる依然として緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や海外景気の回復を背景に、ユーロ景気は緩やかな回復が続くと予想する。

（図表3-1）ユーロ圏主要国実質GDP成長率（前期比）

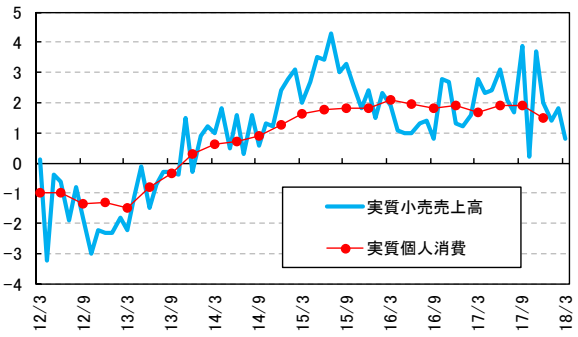


（出所）ユーロスタット

（２）個人消費は緩やかな回復が続く

個人消費は、2013 年末以降、前年比プラス圏で推移している。ユーロ圏実質小売売上高を見ると、3 月は前年比＋0.8%、1－3 月平均では同＋1.3%と、GDP ベースの実質個人消費が 1－3 月期も緩やかな回復が続いた可能性を示唆している（図表 3-2）。個人消費が回復を続けている背景には、雇用環境の改善が挙げられる。4 月のユーロ圏失業率は 8.5%と、2008 年 12 月以来の水準まで低下した。また、雇用者数も 2014

（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）



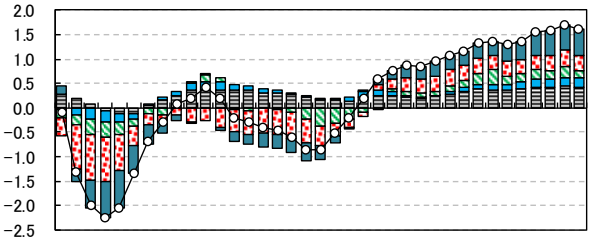
（出所）ユーロスタット

年以降、前年比で増加傾向が続いている。2017 年 10－12 月期の雇用者数は前年比＋1.6%と、ドイツやスペインでの雇用増が寄与し、堅調推移が続いている（図表 3-3）。マインド面を見ると、欧州委員会調査の消費者信頼感指数は依然高水準で推移している。4 月のユーロ圏消費者信頼感指数は 0.4 ポイントと、2000 年のユーロ統合以来の高水準を維持している（図表 3-4）。ただ、今後は米国発の保護主義の矛先が欧州にも向かっている点が下押し要因となる可能性がある。4 月末が期限とされていた米国の鉄鋼・アルミニウム関税引き上げの適用延長は、独仏両首脳が相次いで訪米したにもかかわらず、期限を 1 ヵ月延長するのみで終わった。トランプ大統領は、仮に EU が報復関税を行なった場合、欧州車の関税引き上げを示唆している。万一そのような事態になれば、自動車産業は裾野が広いだけに、企業の採用意欲や消費マインドに悪影響を及ぼし、消費の減速につながるおそれがある。

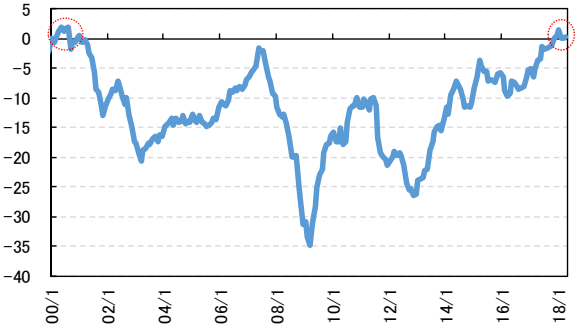
また、米国が中国に要求する貿易赤字の削減額は当初の 1,000 億ドルから 2,000 億ドルへ増額されるなど、トランプ流の「ディール」を仕掛ける動きは当分とどまる気配がない。中国から米国への輸出品のなかには、欧州から中国に輸出し、加工を施して米国に輸出しているものも相応に含まれるとみられ、米国の対中赤字削減の「流れ弾」を欧州系企業は警戒しているとみられる（図表 3-5）。

もっとも、今回の米国発の貿易摩擦問題は、特に同盟国でもある EU に対しては、基本的には米国のトランプ大統領の中間選挙に向けたパフォーマンスの性格が強いとみられ、最終的には米欧双方に大きな損失が出ない範囲で落としどころが見つかると予想する。今後の個人消費は、ECB による緩和的な金融政策や、海外景気の回復を背景に、消費マインドの改善や雇用者数の増加が続くことで、緩やかな回復が続くと予想する。ただ、米欧の通商協議の行方次第では、消費マインドや雇用環境の悪化を通じて、回復ペースが鈍化するリスクもあるとみる。

（図表3-3）ユーロ圏雇用者の推移(前年比)

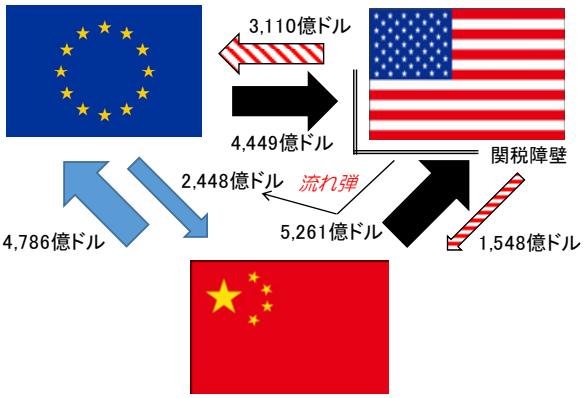


（図表3-4）ユーロ圏消費者信頼感指数



（出所）欧州委員会

（図表3-5）米欧中の輸入相関図（2017年）

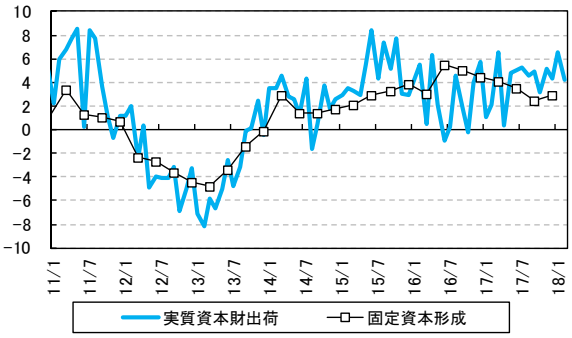


（出所）国際貿易センター（ITC）より明治安田生命作成　※矢印の向きは財輸入の動き

（３）設備投資は目先やや鈍化か

設備投資は、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（国内向け）は、2 月に前年比＋4.3%、1－2 月累計でも同＋5.4%と、GDP ベースの固定資本形成が 1－3 月期も堅調に推移した可能性を示唆している（図表 3-6）。設備投資が増加傾向で推移している背景には、企業の設備過剰感が和らいでいることがあるとみられる。5 月時点の設備稼働率は

（図表3-6）実質資本財出荷と固定資本形成（前年比）



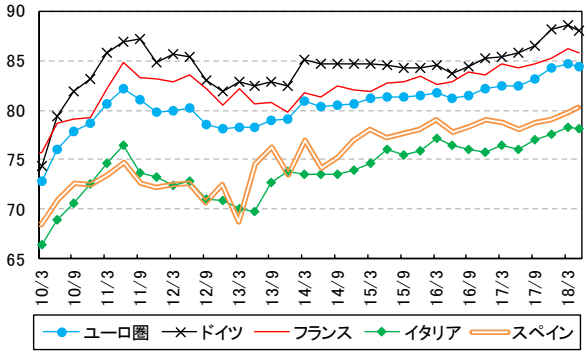
（出所）ユーロスタット

84.4%と、足元では若干のピークアウト感が見られるものの、依然高水準を維持している（図表 3-7）。

設備過剰感の後退を受けて、企業の設備投資の見通しも強気に転じている。欧州委員会が 3－4 月に実施したユーロ圏企業の設備投資計画に関するアンケートでは、2018 年の計画は過去 3 年を上回る水準にある（図表 3-8）。銀行の非金融企業向けの貸出態度を見ると、ECB による緩和的な金融政策の後押しを受け、足元でも緩和的な状態を維持している（図表 3-9）。銀行の貸出態度 DI は貸出残高に先行して動く傾向がある。これまでの貸出態度 DI の推移からは、企業向け貸出は当面前年比プラス圏で推移し、企業による資金調達環境は良好な状態が続くことを示唆している。

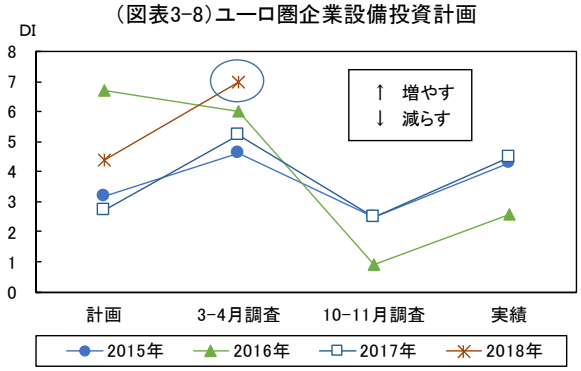
今後については、個人消費の回復に加え、低金利環境の継続、世界景気の回復などが、引き続き企業業績を下支えし、ユーロ圏の設備投資は、緩やかな回復基調で推移すると予想する。ただ、米欧間で貿易摩擦を巡る舌戦が続く限り、企業としてはどのタイミングで矛先がこちらに向かうか予見できず、これが企業マインドを冷え込ませる要因となる。少なくとも、米国で中間選挙が終わる 11 月までは、貿易摩擦を巡る議論は続く可能性が高く、目先の設備投資の回復ペースは速度調整を余儀なくされるとみる。

（図表3-7）ユーロ圏各国の設備稼働率(季調済)



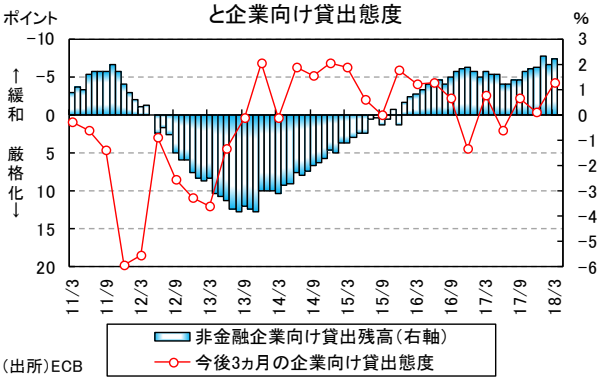
（出所）ファクトセット

（図表3-8）ユーロ圏企業設備投資計画



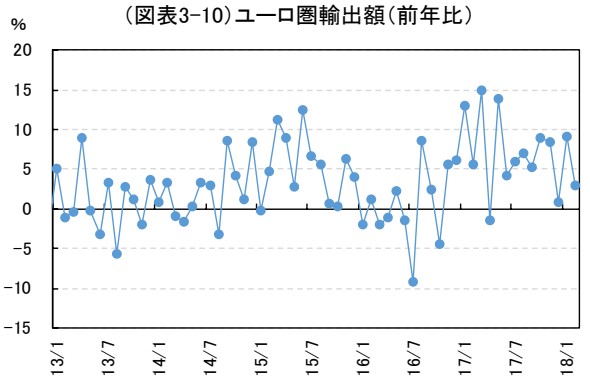
（出所）欧州委員会

（図表3-9）ユーロ圏非金融企業向け貸出残高(前年比)と企業向け貸出態度



（出所）ECB

（図表3-10）ユーロ圏輸出額(前年比)



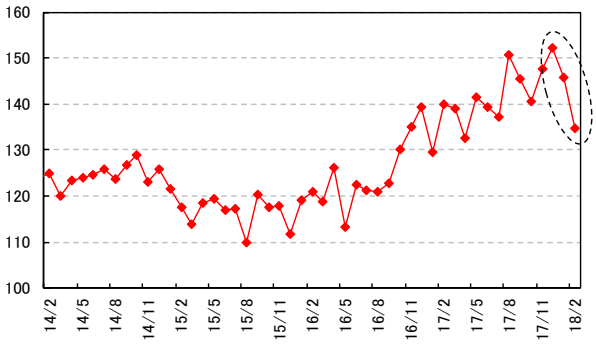
（出所）ユーロスタット

（4）輸出は改善すると予想

輸出は、足元で減速の動きが見られる。2 月のユーロ圏外向け輸出額（前年比）は前年比＋3.0%と、前月の同＋9.0%から減速した（図表 3-10）。数量ベースで見た場合は、減速傾向がいっそう鮮明になる。季節調整後の輸出数量指数をみると、中国向けは 2017 年 12 月をピークに 1 月、2 月と連続で落ち込み、2017 年通年の上昇分を帳消しにするほどの低下幅となった（図表 3-11）。もっとも、2 月の中国向け輸出の大幅減少は、①2 月の春節休暇、②欧州を襲った寒波による物流の混乱、③港湾・空港関係者のストライキ、といった複数の要因が重なった結果とみられる。この内、①の春節休暇については、中国側の輸入統計において、2017 年末から 2018 年 2 月の 2 ヵ月で、EU 以外の各国からの輸入も減少していたことが確認できる（図表 3-12）。しかし、その後 2 ヵ月で各国とも春節での下落分を概ね取り戻しており、中国側の春節要因は一巡しつつある。また、前述した寒波による物流の混乱も、4 月以降は気温が平年並みに戻っていることから、すでに正常な状態となっている。ストライキも徐々に鎮静化しており、

総じて見れば、2018 年初の輸出の減速は一時的なものにとどまり、今後は堅調な海外景気を背景に再度持ち直しに向かうと予想する。なお、前述のとおり、足元では米欧間で貿易摩擦の懸念が高まっている。米国が輸入する自動車のうち、上位 10 ヵ国中 5 ヵ国を欧州勢（ドイツ、英国、イタリア、スウェーデン、スロベニア）が占めており、万一自動車関税の引き上げが行なわれた場合には、欧州が最大の被害者になるとの見方もある。ただ、トランプ大統領の行動は、11 月に中間選挙を控えたパフォーマンスの側面もあるとみられ、特に自動車は産業の裾野が広いであるだけに、万一米国が関税をかけた場合、欧州側への影響が甚大なものになるおそれがある。一連の貿易摩擦騒動は、最終的には米欧双方に大きな損失が出ない範囲で、落としどころが見つかると予想する。

（図表3-11）中国向け輸出数量指数（季調済）



（出所）ユーロスタット

（図表3-12）2017年12月から2018年4月までの中国輸入額変化率（%）

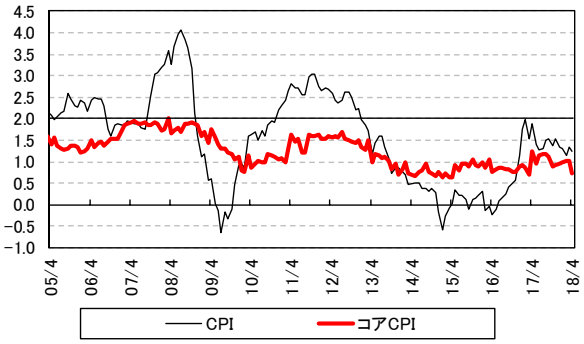
	対EU輸入	対日本輸入	対米国輸入	対ASEAN輸入	対韓国輸入	対台湾輸入
2017年12月～2018年2月の輸入額変化率	▲ 28.5	▲ 30.1	▲ 33.7	▲ 27.8	▲ 21.8	▲ 30.9
2018年2月～2018年4月の輸入額変化率	37.9	38.5	29.5	19.7	20.4	39.2

（出所）中国海関総署

（５）ECBの利上げは2019年後半と予想

4月のユーロ圏総合CPIは前年比＋1.2%、食料、エネルギーを除いたコアCPIは同＋0.7%と、いずれも前月から伸び幅が縮小した（図表3-13）。ただ、物価上昇率が鈍化した背景には、今年はイースターが4月1日と例年に比べて早く、それに先駆けたイースター休暇が3月にずれ込んだという一時的な要因が働いているとみられる。足元では、米国を中心とする貿易摩擦問題が企業景況感に悪影響を及ぼしているが、最終的には米欧双方に大きな損失が出ない範囲で落としどころを決定し、消費マインドや企業景況感への悪影響も一服すると予想する。今後のユーロ圏景気は、雇用環境の改善を背景に個人消費の回復が続くことや、堅調な海外景気を背景に輸出が持ち直すことで、引き続き潜在成長率を上回るペースで回復すると見込まれる。欧州委員会の試算でも、ユーロ圏の需給ギャップは2018年に解消する見込みであり、徐々に賃金・物価にも上昇圧力がかかり始めるとみる。ECBは2018年6月、ないし7月の理事会で現行の資産購入策の9月での終了を宣言すると予想する。また、利上げは2019年後半と予想する。（担当：久保）

（図表3-13）ユーロ圏CPI・コアCPI上昇率



（出所）ユーロスタット

（６）英国景気は持ち直しに向かうと予想

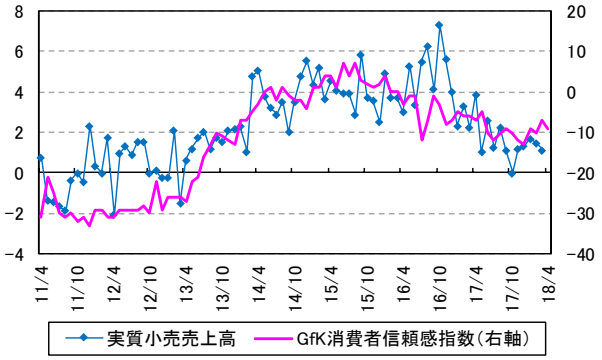
英国の1－3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.1％と、10－12月期の同＋0.4％から減速した。背景には、大寒波の到来により経済活動が停滞していたことに加え、主要な貿易相手国であるユーロ圏景気が減速したことなどがあるとみられる。

個人消費は、下げ止まりの兆しがみられる。3月の実質小売売上高は前年比＋1.1％と減速が続いているものの、背景には前述した寒波の影響があるとみられ、今後は持ち直しに向かうと予想する（図表3-14）。高いインフレ率も消費の抑制要因として働いていたが、ポンドの名目実効レートが上昇していることで、3月のCPI上昇率は前年比＋2.5％と、17年11月の同＋3.1％をピークに伸び幅が縮小に向かっている（図表3-15）。一方、ポンド安の一巡と、ユーロ圏景気の減速を背景に、輸出は減速している（図表3-16）。今後については、ポンド安の輸出押上げ効果は徐々に剥落に向かうとみるものの、主要な輸出先であるユーロ圏景気は回復が続くと見込まれることから、財、サービス輸出は持ち直しに向かうと予想する。

EU離脱協議については、激変緩和措置として、2019年3月末のEU離脱後も、2020年末までは英国は単一市場、関税同盟にとどまることで合意した。ただ、通商協議の期限が事実上先送りされたことで、企業・家計の先行き不透明感はより長く残存する。特に、英国にとって金融サービスは国際的な競争力を持つ数少ない「輸出品」であり、EUと英国の通商協定を巡る議論は難航が予想される。今後の英国景気は、インフレ率の鈍化により個人消費は緩やかに上向いていくとみられ、輸出も海外景気に牽引され回復傾向をたどると予想する。ただ、EU離脱交渉が長引いていることが消費者や企業のマインド面での重しになるとみられ、景気の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

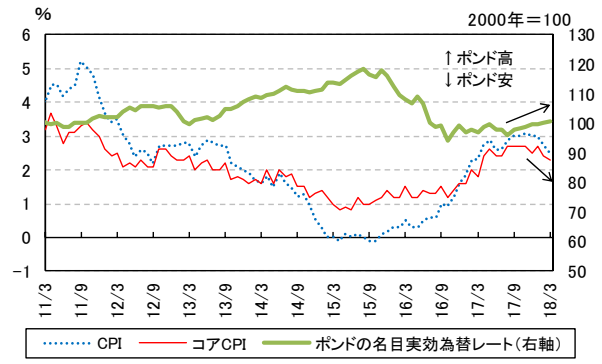
5 月の BOE の金融政策委員会（MPC）では、政策金利（0.5%）は 7 対 2 ですえ置きとなった。ポンド安の一服やインフレ率の鈍化、このところの景気減速など諸条件を踏まえ、多くの委員が利上げ判断を保留したとみられる。足元では、ポンド安に起因するインフレ圧力は収まりつつあるものの、緩和的な金融環境を背景に、労働需給は引き締まっており ILO 基準の失業率は 4.2%と、実に 1975 年以来の水準にまで改善している（図表 3-17）。BOE は 11 月に利上げを実施し、その後も年 1 回程度の緩やかなペースで利上げを行なうと予想する。（担当：木下）

（図表3-14）実質小売売上高と消費者信頼感指数の推移



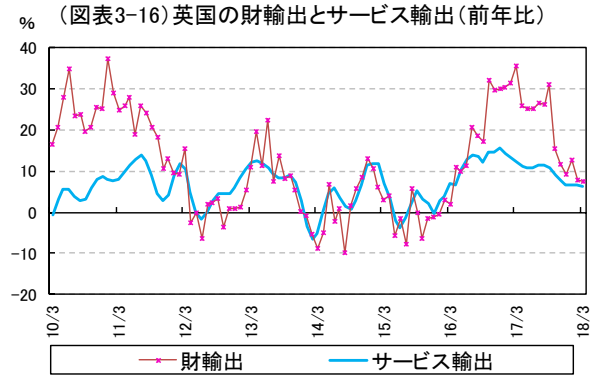
（出所）英国国家統計局（ONS）、GfK

（図表3-15）CPI・コアCPIと名目実効為替レートの推移



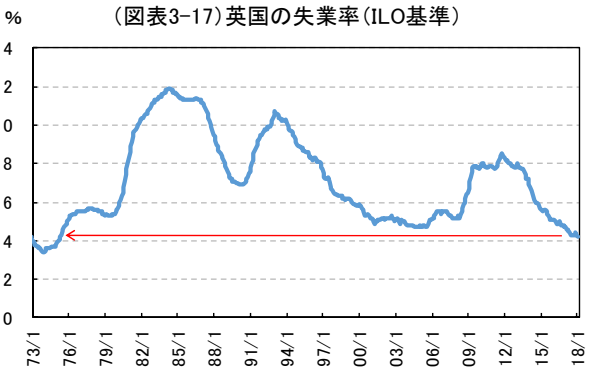
（出所）英国国家統計局（ONS）、BIS

（図表3-16）英国の財輸出とサービス輸出（前年比）



（出所）英国国家統計局（ONS）

（図表3-17）英国の失業率（ILO基準）



（出所）英国国家統計局（ONS）

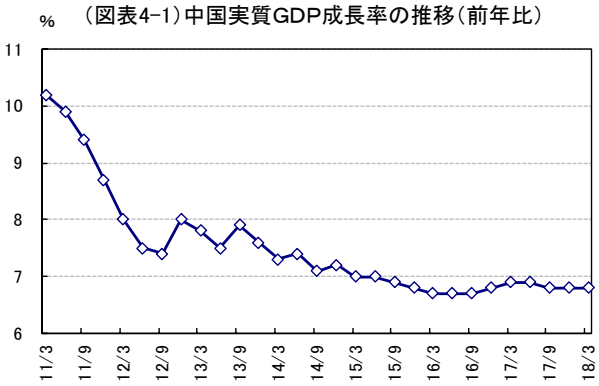
４．中国経済見通し

〈要　　約〉

１－３月期の中国実質ＧＤＰ成長率は前年比＋６．８％と、３四半期連続で同じ伸び幅となった。成長率の内訳をみると、固定資産投資は、政府によるインフラ開発投資は減速したものの、製造業投資は伸び幅横ばい、不動産開発投資は再加速したことにより、全体としては緩やかな減速にとどまった。個人消費は底堅く推移し、輸出は回復が続いた。今後の中国景気について、まず、固定資産投資は、引き続きインフラ開発投資の減速が続くと見込まれるものの、賃貸住宅建設の増加や、ハイテク産業育成政策を背景とした関連業種での投資増加が下支えとなろう。個人消費は、雇用・所得環境の改善を背景に、底堅く推移すると予想する。輸出は、米国による知的財産権保護を目的とした一部製品の関税引き上げが実施されるものの、貿易戦争への突入といった深刻な事態は回避されるとみており、均せば回復基調が続くとみる。

（１）内外需揃った回復が続く

中国の2018年1－3月期の実質 GDP 成長率は前年比＋6.8％と、3四半期連続で同じ伸び幅となった（図表4-1）。固定資産投資は、政府によるインフラ開発投資は減速したものの、製造業投資は伸び幅が横ばい、不動産開発投資は再加速したことにより、全体としては緩やかな減速にとどまった。個人消費は底堅く推移し、輸出は回復が続いた。



（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

3月5日、全人代（全国人民代表会議）が開催され、2018年の実質 GDP 成長率目標は昨年と同じく6.5％前後とされた。同報告書では引き続き「供給側改革」が謳われ、集積回路、第5世代移動通信（5G）、航空エンジンなどの開発・製造能力の向上による「製造強国」建設が掲げられた。また、2018年内に企業を対象とした8,000億元の減税を行なうことが発表されるなど、引き続き企業活動を後押しする姿勢が示された。一方、金融リスク、特に不動産バブルの発生と崩壊にも引き続き警戒感を示している。企業の財務体質に悪化の兆しがみられるなか、今後は中国人民銀行が中心となり、金融リスク抑制に向けた取組みをいっそう強化する姿勢を示した形である。

（図表4-2）中国実質GDP成長率予測（前年比）

（単位：％）

	2017年（実績）	2018年（予測）	2019年（予測）
実質GDP成長率	6.9	6.6	6.4

今後の中国景気は、緩やかな回復が続くとみている。まず、固定資産投資は引き続き回復傾向が続こう。地方政府による鉄道や道路敷設などのインフラ開発投資は減速が見込まれるものの、前述の全人代では2018年に580万件のスラム住宅改装計画が発表されている。昨年は約600万件の改装に1兆8,400億元が投じられたことを踏まえると、政府による住宅投資が固定資産投資を下支えする可能性が高い。ハイテク産業支援策を梃子に、関連業種での製造業投資の活発化も引き続き期待できる。個人消費は、政府による不動産開発投資を背景に雇用環境が改善することで、底堅く推移するとみる。輸出は、欧米など先進国景気の回復を背景に回復傾向が続くと見込まれる。中国の2018年の成長率は＋6.6％、2019年は＋6.4％と予想する（図表4-2）。

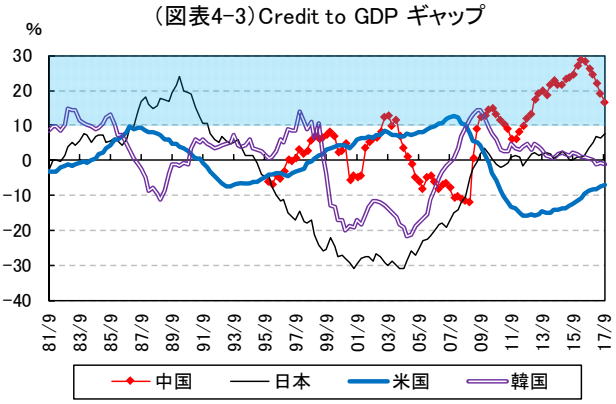
（２）金融政策は事実上の緩和に

中国の金融については、以前からシステミック・リスクの存在が指摘されてきた。一国の債務維持可能性を測る尺度として、BIS（国際決済銀行）が発表している Credit to GDP ギャップがあり、この数値が10％を超えると数年以内に金融リスクが示現する可能性が高いとされる（図表4-3）。中国の数値は、10％超の期間が6年近くに渡り続いており、国際比較の面でも中国の金融リスクは高いと言える。この点、現在に至るまで金融リスクがなんとか封じ込められている要因のひとつとして、2014年から始まった、中国人民銀行（中央銀行）による大規模な資金供給が挙げられる。中国人民銀行のバランスシートは、2014年半ばから大型かつ連続的なオペの実施に伴い、金融機関向け債権が増加しており、2018年3月末時点では10兆元（約170兆円）に達している（図表4-4）。銀行間での資金調達が困難になった市中銀行が、徐々に中央銀行からの低利なオペに切り替えている結果とみられる。

また、4月17日、中国人民銀行は市中銀行に対する預金準備率を1％引き下げ、16％に設定した。同日付で「中国人民銀行決定下調部分金融机构存款准备金率以置换中期借贷便利」との公告が出されている。これによると、「今回の措置で解放される資金は1兆3,000億元であり、これは4月25日に予定されている中期貸出オペ約9,000億元の返済や、中小企業への貸出強化、『供給側改革』の推進のためのものである。ただし、金融政策の『穏健中立』というスタンスは変わらない」とのことである。ただ、こうした中国人民銀行の政策は市場では「緩和寄り」とみなされ、足元の銀行間金利は低下している（図表4-5）。

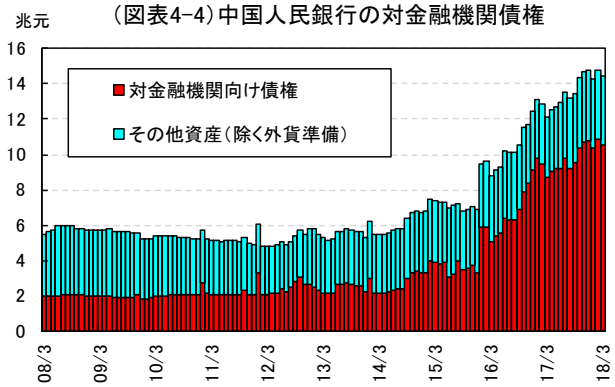
中国人民銀行が警戒感を高めている背景には、市中銀行の貸付先である企業の資金繰りに悪化の気配が出ていることがあるとみられる。工業企業（売上高500万元以上）の営業利益の伸びは、2017年11月の共産党大会前後でピークアウトしており、足元では前年比横ばい、ないしマイナスに落ち込んでいる。また、支払利息の増加や、税引き後利益で赤字に転落した企業数も増加している（図表4-6）。実勢より良好とみられている中国の「公式」不良債権

（図表4-3）Credit to GDP ギャップ



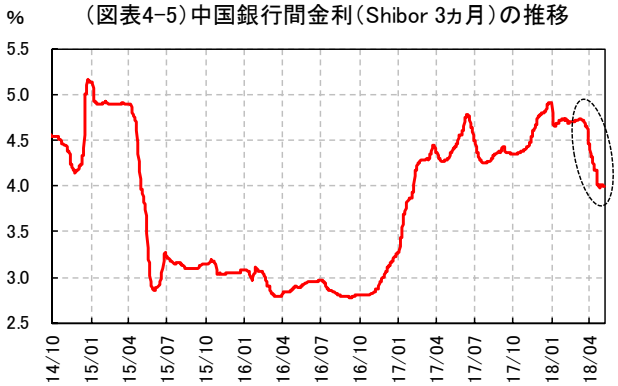
（出所）BIS　※民間債務水準の伸びとGDP成長率のトレンドからの乖離幅

（図表4-4）中国人民銀行の対金融機関債権



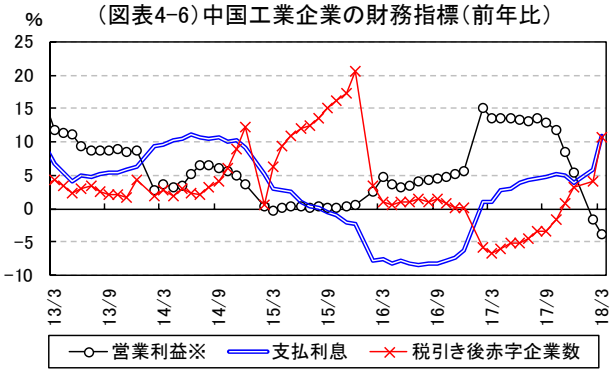
（出所）中国人民銀行

（図表4-5）中国銀行間金利（Shibor 3ヵ月）の推移



（出所）中国人民銀行

（図表4-6）中国工業企業の財務指標（前年比）



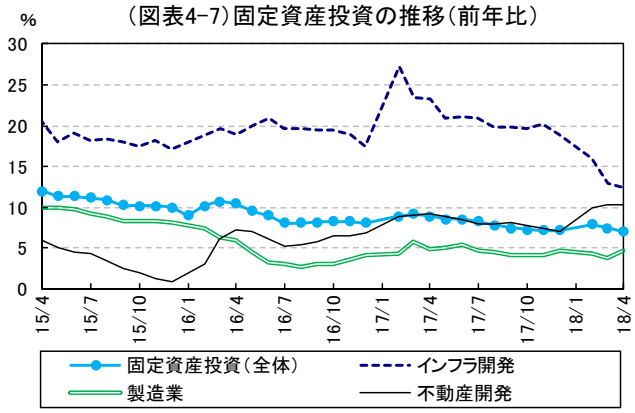
（出所）中国国家統計局　※営業利益は「売上高－売上原価」で算出
いずれも年初来累計値

比率も、2018年3月末時点で1.75％と、小幅ではあるが前期の1.74％から5四半期ぶりに上昇に転じた。今後とも、中国人民銀行は低利なオペのオファーや預金準備率の引下げなど、あらゆる手段を使って金融リスク封じ込めに注力するとみる。

（３）固定資産投資は不動産開発投資が再加速

1－4月累計の固定資産投資は前年比＋7.0％と、2017年累計の同＋7.2％から鈍化した（図表4-7）。内訳では、インフラ開発が同＋19.0％→＋12.4％と大幅に減速したものの、製造業投資は同＋4.8％と横ばい、不動産開発が同＋7.0％→＋10.3％と加速したことが、全体を下支えした。

（図表4-7）固定資産投資の推移（前年比）

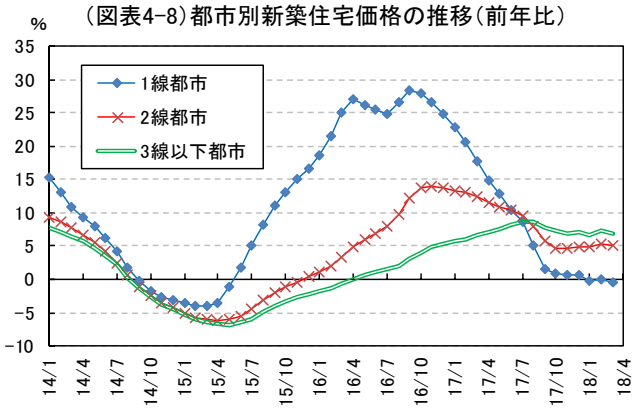


（出所）中国国家統計局　※年初来累計値の前年比

インフラ開発投資は、昨年11月の共産党大会を前に、地方政府が「実績作り」のために行なった景気支援策の反動が顕在化している。また、中央政府が地方政府に対し、財政リスクの抑制を要求する姿勢を強めていることも、インフラ開発投資の足枷になっているとみられる。インフラ開発投資の伸び幅は、今後も鈍化傾向をたどるとみる。製造業投資は、目下中国政府の半導体企業育成策に下支えされている。3月30日に中国財政部（財務省）は、半導体企業に対して5年間の法人税免除、さらに5年間は税率を現行の半分（25％→12.5％）にすると発表した。足元の米中貿易摩擦が貿易戦争にまで発展するようなことがなければ、政府の支援策のもと、独自技術開発に向けた半導体設備投資が製造業投資全体を下支えするとみる。

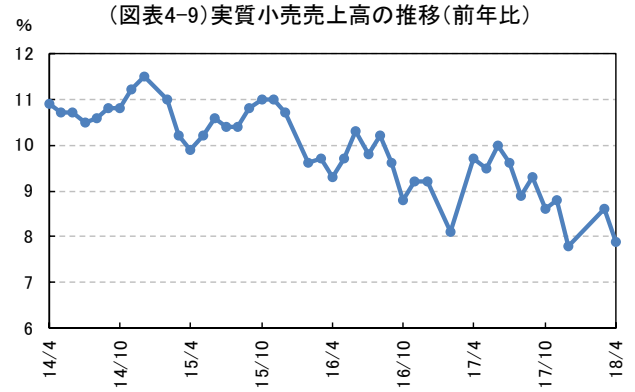
不動産開発投資が上向いた背景には、政府による「住宅バブル抑制策」に、賃貸住宅市場の育成という、住宅供給を強化する手法が追加されたことがあるとみられる。2017年7月には、借家人の権利保護を含めた「賃貸住宅市場の発展加速に関する通知」が政府から出されている。同通知を受け、沿岸部の大都市圏では賃貸住宅建設が促進されている模様である。政府としては、住宅の需要側だけではなく、供給側もコントロールすることで、住宅価格の「軟着陸」にむけた体制作りを意図したものとみられる（図表4-8）。今後の固定資産投資は、引き続きインフラ開発投資の減速が続くと見込まれるものの、賃貸住宅建設の増加や、ハイテク産業育成政策を背景とした関連業種での投資増加が下支えとなるとみる。

（図表4-8）都市別新築住宅価格の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局　1線～3線は都市の規模。数字が小さいほど大都市。

（図表4-9）実質小売売上高の推移（前年比）



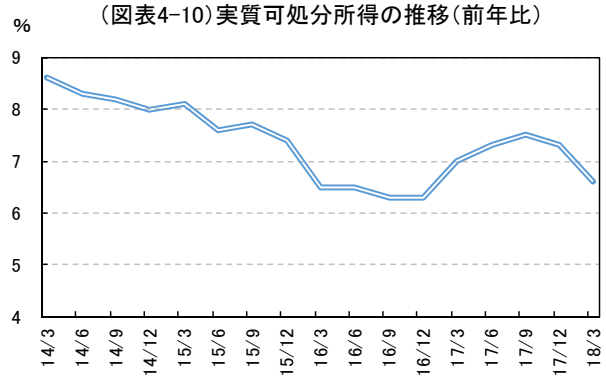
（出所）中国国家統計局

（４）個人消費は底堅く推移すると予想

4月の実質小売売上高は前年比＋7.9％と、2017年以降、同＋9.0％前後の伸びが続いている（図表4-9）。最近では、E コマースの普及により、農村

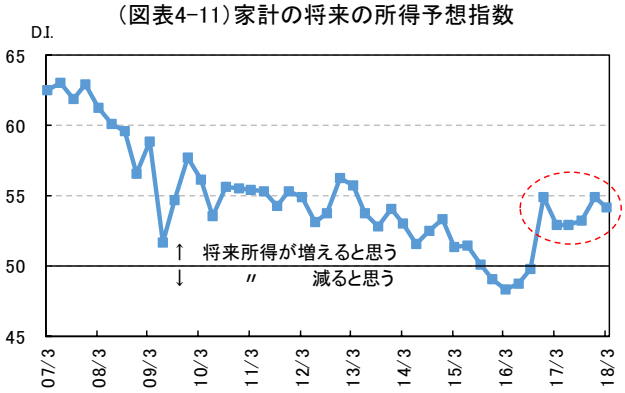
部での消費も伸びている。1－4月期のＥコマース売上高は同＋31.2％となり、小売売上高の16.1％を占めるにまで成長している。背景には、スマートフォンなどを用いたインターネットの普及が、農村部など実店舗へのアクセスが困難な地域における消費の掘り起こしに貢献していることがあるとみられる。また、家計所得の増加も消費を支えている。四半期毎に発表される家計の実質可処分所得をみると、2018年第1四半期は前年比＋6.6％と、増加傾向が続いている（図表4-10）。都市部の登録失業率は3月時点で3.89％と、2002年時点の水準にまで低下しており、政府による不動産開発投資の加速などを受けた労働需要の高まりが賃金上昇に結びつき、これが家計の購買力強化につながっているとみられる。また、中国人民銀行が四半期毎に実施している調査によると、2016年半ば以降、将来の所得増加を予想する家計が増えている（図表4-11）。中国経済の先行きについて「供給側改革」などで明確なビジョンが示されていることが、家計にとっては自らの所得の増加期待につながっている可能性もあろう。今後の個人消費は、雇用・所得環境の改善や生涯所得の増加期待を背景に、堅調に推移すると予想する。

（図表4-10）実質可処分所得の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

（図表4-11）家計の将来の所得予想指数

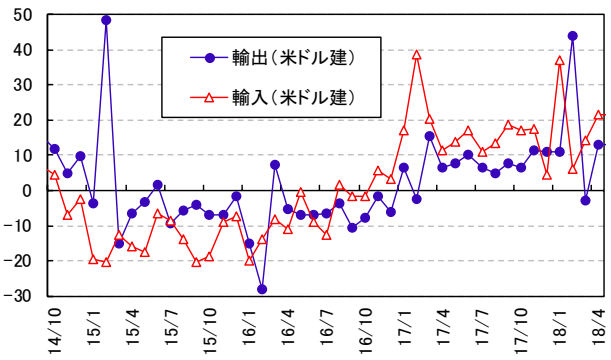


（出所）中国人民銀行

（５）輸出は貿易摩擦を生むも回復継続を予想

4月の輸出額（米ドル建）は前年比＋12.9％と、昨年3月以降、同＋10％前後の伸びが続いている（図表4-12）。相手国・地域別に見ると、米国向けや EU 向けが堅調を維持したことに加え、アセアン向けが加速したことが、全体の伸びにつながっている。公表元の中国海関総署（税関）は記者会見で、中国中西部の貿易量が全体よりも高い伸びを示したと述べた。これは、中国が推進している「一帯一路」戦略を通じて、中央アジア各国との貿易が拡大していることを示しているとみられる。米中貿易摩擦は懸念材料ではあるものの、基本的には中国側が米国からの輸入を増加させるためのロードマップを示すなどの形で、落としどころが決まるとみている。中国からの輸出は、依然堅調な先進国景気に牽引され、回復傾向が続くとみる。

（図表4-12）輸出入金額の推移（前年比）



（出所）中国海関総署

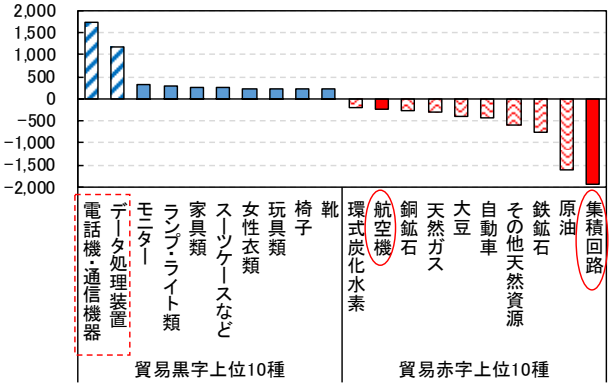
（６）米中貿易摩擦の見通し

3月1日、米国は鉄鋼・アルミニウム関税の引き上げを宣言、その後は中国をねらい撃ちにする形で矢継ぎ早に保護主義的措置を打ち出した。その後、1,500億ドル相当の対中輸入品の関税を引き上げる方針を打ち出したのに加え、4月16日には中国大手通信機器メーカーの ZTE（中興通訊）に対し、

米国製のマイクロチップ・ソフトウェアの供給停止を行なった。これにより、5月9日に同社は主要な営業活動を停止するまでに追い込まれた。

現在の中国は、米国企業の特許で製造されている集積回路やソフトウェアを輸入し、スマートフォンやコンピュータなどの製品を組み立て、これで4,300億ドルの貿易黒字の大半を稼ぐ構造になっている（図表4-13）。中国の技術進歩が著しいとはいえ、天然資源を除けば、集積回路や航空機などは依然輸入に依存しており、中国はこうした品目の国産化（輸入依存からの脱却）を安全保障上の問題と位置付け、「中国製造2025」を推進している。こうした行動は、米国から見れば、中国はこれまで知的財産を侵害してきたうえに、さらに国産化により対米貿易黒字を拡大させようとしており、米国に何重にもダメージを与えていると受けとめている。前述の ZTE への制裁（部品供給停止）は、ZTE 側にもイランや北朝鮮との不当な取引という瑕疵があったものの、米国政府の意向次第で、中国の情報産業は立ち行かなくなることを端的に示した一例と言える。また、USTR が4月3日に提出した対中関税リストに、産業用ロボット、金属加工機、射出成型機、金型などの資本財が対象とされている点も、中国の技術高度化政策の逆風になりうる。中国は、前述の高付加価値の資本財の多くについて、まずは海外からの受注獲得を目指しているとされる（国内向けには高価で普及に時間がかかると予想されるため）。仮にリストに沿って米国の関税引き上げが実施されれば、高付加価値の資本財について、米国という最大の潜在的顧客を失うことになる。

（図表4-13）中国の財別貿易収支額（対世界、2017年）



（出所）国際貿易センター　※HSコード4桁での分類

現在の米国は、技術と市場の二つの点で、中国に対し強い交渉力を有している。無論、中国も世界最大の自動車・半導体市場を有しているという交渉力があり、今まではそれが他国に対し有利に働いてきた。外資系企業が中国市場に参入するにあたり、合弁会社を設立することや、技術移転を契約に盛り込むことなどが最たる例である。中国製造2025に向けて必要な技術も、そうした強みを発揮して海外から習得するつもりだったとみられるが、ここにきて米国も、自国の優位性を最大限に活かし、中国に待ったをかけた形である。

その後、5月13日にトランプ大統領はZTEへの制裁を緩和する意向を表明する一方、14日に中国商務省は、米クアルコム社によるオランダ半導体大手の買収審査を再開した（両社とも多国籍企業であるため中国でも審査が必要）。中国企業は、両社の統合が実現した場合、米クアルコム社の特許事業がモバイル決済や自動運転などの分野で広がることを懸念している。米国企業にとっては逆に、中国で広がりを見せる新産業に深く関与することができるようになるとの期待がある。米国側は、前述の対中関税引き上げに関する公聴会を15～17日に実施し、15日には中国の劉鶴副首相が訪米した。公聴会には約120の企業と団体が証言しており、予想以上の数の多さに実施期限が延長されたとのことである。前述の中国の合併審査再開という「譲歩」を受け、対中関税の敷居も低くなる可能性がある。一連の米中貿易摩擦騒動は、11月に中間選挙を控えたトランプ政権のパフォーマンスとの見方が強いが、根底には今後とも経済成長が見込まれる中国といかに長期的かつ互恵的な関係を結べるか、という強い問題意識があるように思われる。中国としても、米国を抜きにして技術高度化は困難とみられ、今後は輸入の増加や契約上の優遇などの手段で、段階的に米国に対し譲歩を行なっていくものと考えられる。（担当：久保）

５．韓国・台湾・豪州経済見通し

〈要　　約〉

韓国は、政府支出の拡大が景気を押し上げるとみられるものの、輸出の鈍化や、個人消費の伸び悩みから、緩慢な回復にとどまると予想する。台湾は、輸出の持ち直しに加え、最低賃金の引き上げにより個人消費が底堅く推移することで、景気回復傾向が続くとみる。金融政策については、韓国の利上げは２０１９年に、台湾の利上げは２０１８年内に行なわれると予想する。

豪州は、雇用環境の改善を背景に、個人消費の緩やかな回復が続くとみる。設備投資は政府によるインフラ開発投資が下支えし、輸出も持ち直しに向かうことにより、景気は底堅く推移するとみる。豪州準備銀行（ＲＢＡ）は、堅調な雇用環境による緩やかな物価上昇を受け、今後は年１回程度のペースで利上げを行なうと予想する。

（１）韓国経済は緩慢な回復へ

韓国の1－3月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比＋1.1％と、10－12月期の同▲0.2％から2四半期ぶりのプラスに転じた。民間最終消費支出のプラス幅が縮小したものの、医療給付の増大により政府最終消費支出のプラス幅が拡大したほか、旺盛な世界の半導体需要などを背景に総固定資本形成がプラス寄与に転じ、全体を押し上げた（図表5-2）。

今後について、まず GDP のおよそ5割に達する輸出は、2018年も世界経済の回復に伴う半導体需要の拡大が見込まれるものの（図表5-3、5-5）、朝鮮半島の地政学リスク後退に伴うウォン高や、世界的な保護主義的圧力の高まりなどが下押し材料となり、鈍化に向かうと予想する。総固定資本形成は、昨年10月に発表された複数住宅所有者への融資規制強化や、平昌オリンピックに向けた建設投資のはく落を背景に、弱めの推移が続くと見込まれる。

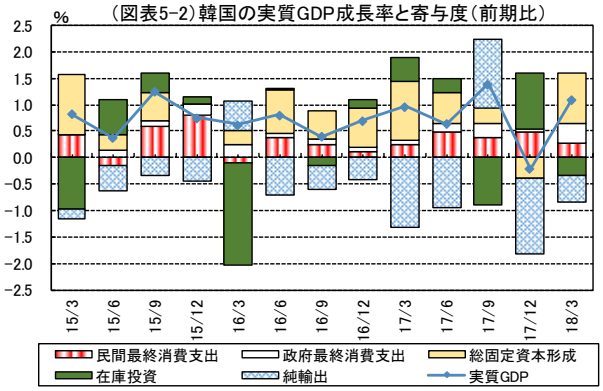
文政権は福祉政策を充実させる積極財政を掲げている。2018年の歳出は前年比で＋7.1％（2017年の歳出は同＋3.7％）と、2009年以来最大となることが見込まれており、景気の下支え要因となろう。個人消費は最低賃金の引き上げ等の政策が下支えになるものの、引き続き高い家計債務残高や、若年層の失業率の高止まりが重石となり、伸び悩むと予想する。総じて、韓国景気は緩慢な回復にとどまると予想する。

（図表5-1）韓国・台湾・豪州の実質GDP成長率予想

（前年比）　（%）

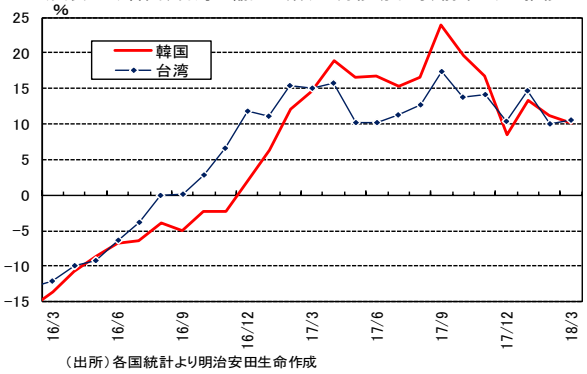
	2016年（実績）	2017年（実績）	2018年（予測）	2019年（予測）
韓国	2.8	3.1	2.7	2.7
台湾	1.4	2.9	2.7	2.8
豪州	2.5	2.3	2.8	2.8

（図表5-2）韓国の実質GDP成長率と寄与度（前期比）



（出所）韓国銀行

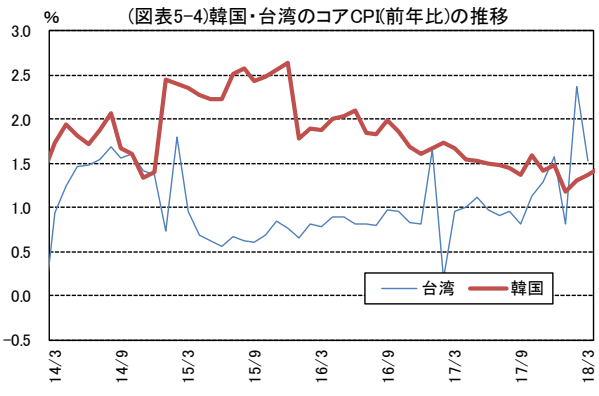
（図表5-3）韓国、台湾の輸出金額（3ヵ月移動平均、前年比）の推移



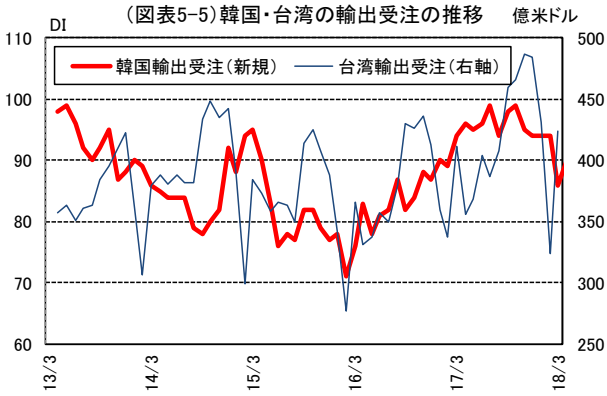
（出所）各国統計より明治安田生命作成

3月のコア CPI（食料とエネルギーを除く）を見ると、前年比＋1.37％と、2ヵ月連続で伸び幅が拡

大した（図表5-4）。韓国中銀は2017年12月に、景気回復と米金利上昇を背景に政策金利を引き上げた。ただ、足元では地政学リスクの後退等から韓国ウォンが対ドルで強含んでいることや、CPI が中銀目標の2%を下回っていることから、2018年内は政策金利をすえ置くと予想する。次回の利上げは、2019年の早い段階で１回実施すると予想する。



(出所)各国統計より明治安田生命作成



(出所)台湾経済処、韓国銀行

（２）台湾経済は緩やかな回復が続く

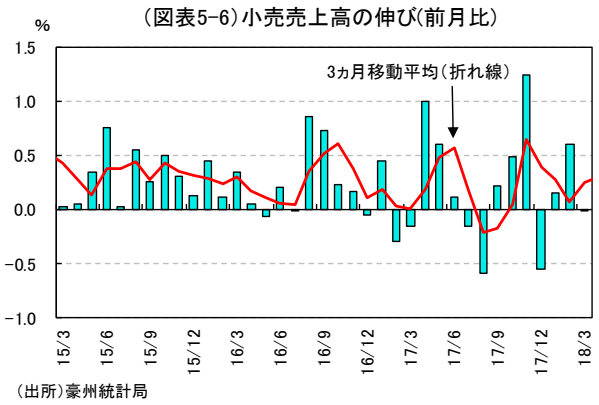
台湾の1－3月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前年比＋3.0%と、10－12月期の同＋3.3%から伸び幅が小幅縮小した。前期比年率ベースでは＋1.3%と、10四半期連続でプラス成長が続いているものの、前期（同＋4.3%）からはやはり減速している。需要項目別の伸びが確認できる前年比ベースで見ると、資本形成が前年比▲1.7%と、10－12月期の同▲4.7%に続きマイナスとなったものの、最低賃金引き上げなどによる賃金上昇を背景に民間消費が同＋3.0%と、4四半期連続でプラス幅が拡大、堅調な半導体輸出を背景に輸出も同＋6.0%と、8四半期連続のプラスとなり、全体を押し上げた。

輸出受注指数（季調値）を見ると、春節の時期のずれの影響で2018年2月に大きく落ち込んだものの、2016年以降、均せば増加傾向での推移となっている(再掲図表5-5)。米中貿易摩擦等、保護主義的な動きの広がりが世界貿易の下押し圧力となるリスクはあるものの、世界の半導体市場の拡大を背景に、輸出は今後も堅調な推移が続くと予想する。雇用環境の改善に加え、最低賃金の引き上げ、公営企業の賃金引き上げ、中小企業を対象とした賃金引き上げに関する税制優遇措置の延長による個人消費の拡大が期待でき、台湾景気は緩やかな回復が続くと予想する。

3月のコア CPI（生鮮食品やエネルギーを除く）を見ると、前年比＋1.5%と、2018年以降は、春節による振れを伴いながらも均せば前年比＋1.5%程度の推移となっている(再掲図表5-4)。ただ、今後は賃金上昇が物価上昇圧力として働くことが見込まれるため、台湾中銀は、2018年内に1回の利上げを実施すると予想する。

（３）豪州景気は緩やかな回復が続くと予想

豪州の2017年10－12月期の実質GDP成長率は前期比＋0.4%と、5四半期連続のプラスとなった。民間設備投資が弱含んだものの、個人消費の回復が続いたほか、インフラ関連を中心に公的資本形成も増加したことなどが、プラス成長につながった。今後は、個人消費や固定資本形成など、内需が主導する形で、景気は緩やかな回復が続くと予想する。実質小売売上高は、前月比プラス傾向で推移している

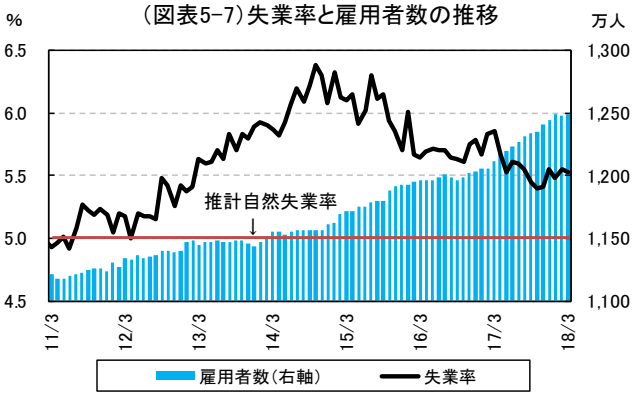


(出所)豪州統計局

（図表5-6）。豪州では、先進国のなかでも比較的高い出生率（1.8）や、移民流入による人口増加が構造的な個人消費の伸びにつながっている。3月の失業率は5.5%と、改善傾向が続いており、RBA（豪州中央銀行）が推計している自然失業率の約5.0%に接近しつつある（図表5-7）。個人消費は、人口の増加や、労働需給の改善が続くことで、回復傾向が続くと予想する。固定資本形成は、引き続き政府によるインフラ開発投資が牽引役となっている。2017年5月には、今後10年間で750億豪ドル（約6兆円）をインフラ整備に投じることが決定しており、公的固定資本形成を下支えするとみる（図表5-8）。また、足元では民間固定資本形成に持ち直しの動きがみられる。背景には、世界景気の回復に伴い資源需要が高まり、採掘系の設備投資が上向いていることがあるとみられる。1－3月期の輸出金額は前年比＋4.0%と、10－12月期の同▲0.5%からプラスに転じた。国別では、最大の輸出先である中国向けが減少に転じた一方、日本向け、韓国向け、アセアン向けなどが回復した。引き続き先進国景気が堅調に推移するとみられることから、豪州の民間固定資本形成も、採掘系の設備投資を中心に緩やかな持ち直しに向かうとみる。

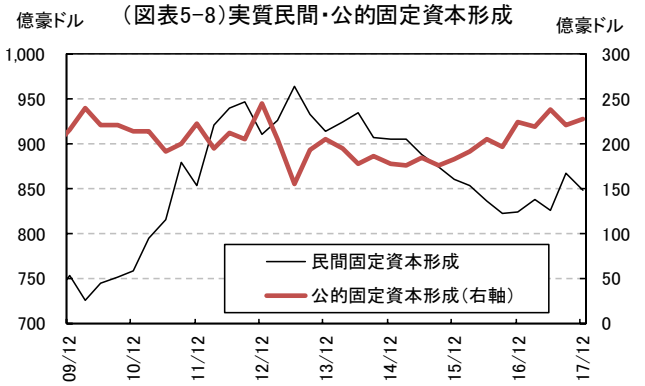
5月2日に行なわれたRBA理事会では、政策金利が1.5%ですえ置かれた（図表5-9）。3月の刈込平均CPI上昇率は前年比1.9%と、物価目標下限の目前まで接近している。緩和的な金融環境を背景に豪州景気は緩やかな回復が続くとみられ、労働需給の引き締まりとともに、賃金にも徐々に上昇圧力がかかっていくとみられる。RBAは今後年1回程度のペースで利上げを行なうと予想する。（担当：西山、久保）

（図表5-7）失業率と雇用者数の推移



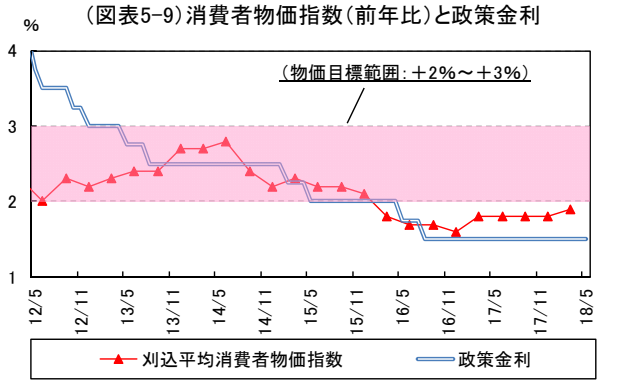
（出所）豪州統計局

（図表5-8）実質民間・公的固定資本形成



（出所）豪州統計局

（図表5-9）消費者物価指数（前年比）と政策金利



（出所）豪州統計局、RBA

６．原油相場見通し

原油価格は夏場以降上昇傾向が一服

WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、OPEC（石油輸出国機構）と非OPEC主要産油国との協調減産延長合意（2018年末まで）や、アサド政権の化学兵器使用疑惑によるシリア情勢の緊迫化、イエメン内戦、イラン核合意を巡る対立等、中東の地政学リスクの高まりから、5月には2014年11月以来の70ドル/バレル超えとなった（2018年5月9日：71.14ドル/バレル、図表6-1）。

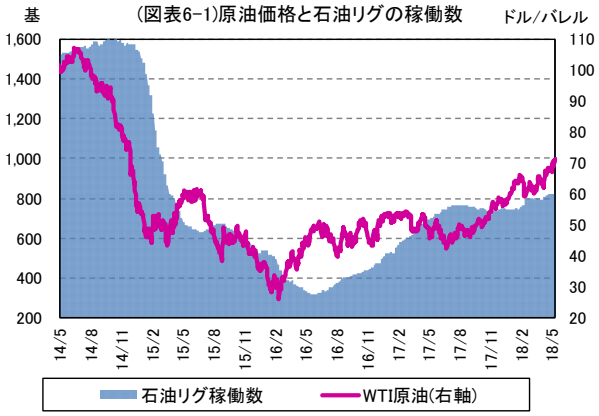
今後の世界石油需要については、米中貿易摩擦が悪化することによる需要の低下懸念は存在するものの、米エネルギー情報局（EIA）、OPECの両予測においても、中国、インド、米欧で増加トレンドが続くとみている。

供給面では、まず、OPEC等の協調減産は続くとみられる。OPECの5月の月報によれば、4月のOPEC原油生産量は日量2,903万バレルとなり、主要産油国は概ね減産合意を守っている（図表6-2）。一方で、現状の原油価格水準から、引き続き米国シェール地域の生産拡大が促されるとみられる。EIAの5月の「Short-Term Energy Outlook」を見ると、2017年の日量▲51万バレルの需要超過から、2018年は同＋17万バレルの供給超過に転じる見通しとなっており、2018年以降は需給の緩みが見込まれている（図表6-3）。

米国の油井開発動向を見ると、リグ稼働数は、2月以降再び増加傾向にあり、2018年5月11日には844基と、2015年3月末水準まで増加している（前掲図表6-1）。また、EIAの4月の「Drilling Productivity Report」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：Drilled but Uncompleted（DUC）」、「掘削段階にあたるリグ稼働数：Drilled」がいずれも昨年初から増加傾向で推移している（図表6-4）。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おり、シェールオイル拡大の影響が、OPECの減産による影響を次第に上回ってくると予想する。

5月8日にトランプ大統領が、イラン核合意からの離脱を表明し、イランへの経済制裁を復活させるよう指示した。米国を除く参加国は引き続き合意内容を順守することが見込まれているものの、

（図表6-1）原油価格と石油リグの稼働数



（出所）ファクトセット、Baker Hughes

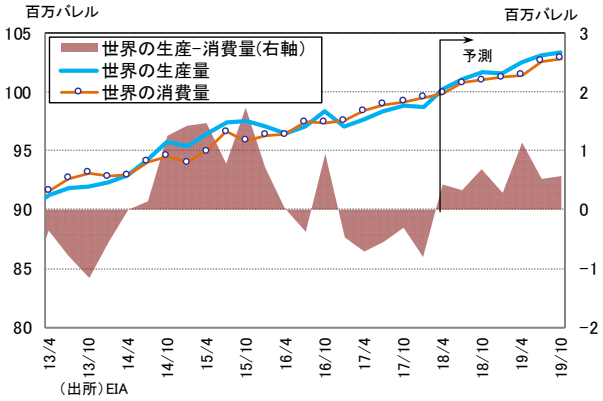
（図表6-2）OPEC原油生産枠の4月の遵守状況

千バレル／日

加盟国	2016年10月参照生産水準	減産目標	18年4月生産量	18年4月減産実績
アルジェリア	1,089	-50	997	-92
アンゴラ	1,751	-78	1,515	-236
エクアドル	548	-26	520	-28
赤道ギニア*4	-	-	127	-
ガボン	202	-9	183	-19
イラン*2	3,707	90	3,823	116
イラク	4,561	-210	4,429	-132
クウェート	2,838	-131	2,705	-133
リビア*1	528	-	982	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1,791	-
カタール	648	-30	590	-58
サウジアラビア	10,544	-486	9,959	-585
UAE	3,013	-139	2,872	-141
ベネズエラ	2,067	-95	1,436	-631
計*3	33,124	-1,164	29,029	-1,939

（出所）OPECの2016年11月30日付プレス資料、2018年5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

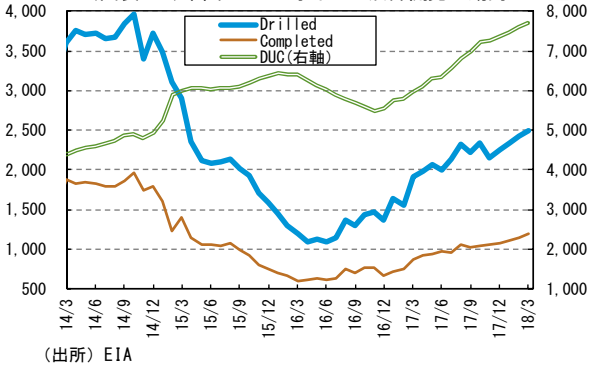
（図表6-3）世界の原油消費量と生産量(四半期ベース)



（出所）EIA

経済制裁にはイランと取引のある企業は米企業と取引が禁止されるといった内容も含まれており、アジアや欧州諸国は、制裁免除や適用除外がなければ、猶予期間（内容に応じ90日間、180日間）内でイラン産原油の輸入を漸減させていくと予想する。ただ、米離脱を支持するサウジアラビアは、イラン産原油の供給減による供給不足懸念に対し、「供給不足の影響を緩和するため、サウジはOPEC加盟および非加盟の主要産油国や消費国と協力するだろう」との声明も出しており、イランへの経済制裁に伴う原油価格急騰が長期間続く可能性は大きくないとみている。

（図表6-4）米国シェールオイルの油井開発の動向



（出所）EIA

今後の原油価格は、OPECと非OPEC主要産油国との協調減産、イランへの経済制裁による原油供給減、米国の需要期であるドライブシーズン到来が下支えとなるものの、徐々に米国のシェールオイル生産拡大が意識されることで、夏場以降上昇傾向は一服するとみている。2018年の原油価格は、中東情勢などの地政学リスクなどによって当面は70ドル/バレルを超えた高値圏での推移が続くとみているが、夏場以降は基本的に60～70ドル/バレルを中心レンジとする推移に戻ってくると予想する。（担当：西山）

本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。