

明治安田生命  
2019-2021年度経済見通しについて  
～ 不透明感残るも底打ちの兆しが見える世界経済 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2019年7-9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2019-2021年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

## 1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率： 2019年度 0.8% 2020年度 0.4% 2021年度 0.6%

名目GDP成長率： 2019年度 1.5% 2020年度 0.9% 2021年度 0.7%

## 2. 要点

- ①日本の景気は、2021年度にかけて、底堅い米国景気や、省力化投資需要、シリコンサイクルの底打ちなどを背景に、緩やかな成長を維持すると予想する。
- ②個人消費は、政府による経済対策の実施が見込まれるものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になるとみている。住宅投資は、駆け込み需要の反動や人口減少を背景とした構造要因が下押し圧力となり、減速傾向での推移が避けられないとみる。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。設備投資は、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、維持・補修への投資や、非製造業での人手不足に起因した省力化投資等の下支えによって、緩やかながらも増加基調を維持するとみる。輸出は、半導体市場の持ち直しや底堅い米国景気によって、緩慢ながらも回復に向かうとみる。
- ③米国景気は、貿易摩擦への懸念が家計や企業マインドの重しとなるものの、雇用環境の改善や企業業績の増益基調が緩慢ながらも続くと思われるほか、FRBによる予防的利下げの効果もあり、内需がけん引する形で景気拡大が持続しよう。欧州景気は、緩和的な金融政策や、一部の国の減税策の効果がある程度下支えするとみるものの、政策効果を除けば好材料に欠ける状況が続くとみる。中国景気は、政策効果による下支えが見込まれるものの、米中貿易摩擦が長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみられ、減速基調での推移を予想する。

### 〈主要計数表〉

	2018 年度 実績	2019 年度		2020 年度		2021 年度
			前回		前回	
実質成長率	0.7%	0.8%	0.8%	0.4%	0.3%	0.6%
成長率寄与度						
・内需	0.8%	1.1%	1.0%	0.4%	0.1%	0.5%
・外需	▲0.1%	▲0.3%	▲0.2%	▲0.0%	0.2%	0.1%
名目成長率	0.5%	1.5%	1.5%	0.9%	0.8%	0.7%

※前回は2019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

(前期比)	→ 予測				→ 予測									
	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2018年度		2019年度				2020年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.7%	<b>0.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	0.4%	0.5%	0.4%	0.1%	<b>▲ 0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.6%</b>
前期比年率	0.7%	<b>0.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	1.5%	2.0%	1.8%	0.2%	<b>▲ 2.0%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>▲ 0.7%</b>	<b>2.5%</b>
前年同期比	0.7%	<b>0.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	0.3%	0.9%	0.9%	1.3%	<b>0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.0%</b>
民間最終消費支出	0.4%	<b>0.6%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.4%</b>	0.3%	<b>▲ 0.0%</b>	0.6%	0.4%	<b>▲ 0.8%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.3%</b>
民間住宅投資	<b>▲ 4.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>▲ 2.4%</b>	<b>1.1%</b>	1.1%	1.1%	0.5%	1.4%	<b>▲ 2.9%</b>	<b>▲ 1.2%</b>	<b>▲ 0.6%</b>	<b>▲ 0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.6%</b>
民間設備投資	3.5%	<b>2.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.7%</b>	3.2%	<b>▲ 0.4%</b>	0.7%	0.9%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.2%</b>
政府最終消費支出	0.9%	<b>1.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.5%</b>	0.7%	<b>▲ 0.0%</b>	1.2%	0.5%	<b>▲ 0.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
公的固定資本形成	<b>▲ 4.0%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>▲ 1.0%</b>	1.8%	2.1%	0.8%	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.7%</b>
財貨・サービスの輸出	1.6%	<b>▲ 1.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.6%</b>	1.1%	<b>▲ 2.0%</b>	0.5%	<b>▲ 0.7%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>▲ 0.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>▲ 0.4%</b>	<b>0.4%</b>
財貨・サービスの輸入	2.2%	<b>0.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	3.8%	<b>▲ 4.1%</b>	2.1%	0.2%	<b>▲ 0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>▲ 0.6%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>▲ 0.8%</b>
名目GDP	0.5%	<b>1.5%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.7%</b>	0.4%	0.9%	0.4%	0.3%	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.7%</b>
GDPデフレーター(前年比)	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	0.1%	0.4%	0.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>

(前期比寄与度)	→ 予測				→ 予測									
	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2018年度		2019年度				2020年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	0.7%	<b>0.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	0.4%	0.5%	0.4%	0.1%	<b>▲ 0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.6%</b>
民間最終消費支出	0.2%	<b>0.3%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.2%</b>	0.2%	<b>▲ 0.0%</b>	0.3%	0.2%	<b>▲ 0.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.2%</b>
民間住宅投資	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.0%</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
民間設備投資	0.6%	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	0.5%	<b>▲ 0.1%</b>	0.1%	0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>
政府最終消費支出	0.2%	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	0.1%	<b>▲ 0.0%</b>	0.2%	0.1%	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
公的固定資本形成	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	0.1%	0.1%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>
在庫品増加	0.1%	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	0.1%	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.1%</b>
純輸出	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲ 0.4%</b>	0.4%	<b>▲ 0.3%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>0.2%</b>
財貨・サービスの輸出	0.3%	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	0.2%	<b>▲ 0.4%</b>	0.1%	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>0.1%</b>
財貨・サービスの輸入	<b>▲ 0.4%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.1%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>▲ 0.7%</b>	0.8%	<b>▲ 0.4%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲ 0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>0.1%</b>

(兆円、2011年暦年連鎖価格)	→ 予測				→ 予測									
	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2018年度		2019年度				2020年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	535.6	<b>539.6</b>	<b>541.9</b>	<b>545.3</b>	535.4	538.1	540.5	540.8	<b>538.1</b>	<b>539.0</b>	<b>539.8</b>	<b>542.2</b>	<b>541.2</b>	<b>544.5</b>
民間最終消費支出	300.1	<b>301.9</b>	<b>301.8</b>	<b>303.0</b>	300.6	300.6	302.3	303.4	<b>301.0</b>	<b>301.1</b>	<b>301.2</b>	<b>302.2</b>	<b>301.5</b>	<b>302.4</b>
民間住宅投資	15.4	<b>15.5</b>	<b>15.2</b>	<b>15.3</b>	15.4	15.6	15.7	15.9	<b>15.4</b>	<b>15.2</b>	<b>15.1</b>	<b>15.0</b>	<b>15.2</b>	<b>15.3</b>
民間設備投資	87.4	<b>89.1</b>	<b>90.2</b>	<b>90.8</b>	88.1	87.8	88.4	89.2	<b>89.3</b>	<b>89.5</b>	<b>89.7</b>	<b>90.0</b>	<b>90.1</b>	<b>91.1</b>
政府最終消費支出	107.4	<b>109.3</b>	<b>110.4</b>	<b>111.0</b>	107.9	107.8	109.1	109.7	<b>109.0</b>	<b>109.5</b>	<b>109.8</b>	<b>110.2</b>	<b>110.6</b>	<b>110.9</b>
公的固定資本形成	24.9	<b>25.8</b>	<b>26.7</b>	<b>26.9</b>	24.6	25.0	25.6	25.8	<b>25.9</b>	<b>26.1</b>	<b>26.4</b>	<b>26.6</b>	<b>26.9</b>	<b>27.1</b>
在庫品増加	1.6	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	1.8	2.2	1.9	0.2	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>
純輸出	<b>▲ 1.8</b>	<b>▲ 3.5</b>	<b>▲ 3.7</b>	<b>▲ 3.1</b>	<b>▲ 3.7</b>	<b>▲ 1.6</b>	<b>▲ 3.1</b>	<b>▲ 3.9</b>	<b>▲ 3.5</b>	<b>▲ 3.5</b>	<b>▲ 3.3</b>	<b>▲ 3.3</b>	<b>▲ 4.7</b>	<b>▲ 3.5</b>
財貨・サービスの輸出	92.9	<b>91.5</b>	<b>92.0</b>	<b>93.5</b>	93.4	91.5	92.0	91.4	<b>91.3</b>	<b>91.5</b>	<b>91.1</b>	<b>92.5</b>	<b>92.1</b>	<b>92.5</b>
財貨・サービスの輸入	94.6	<b>95.0</b>	<b>95.7</b>	<b>96.6</b>	97.1	93.1	95.1	95.3	<b>94.8</b>	<b>95.0</b>	<b>94.4</b>	<b>95.8</b>	<b>96.8</b>	<b>96.0</b>

## 2. 主要指標予測

	2018年度	→ 予測				→ 予測								
		2019年度	2020年度	2021年度	2018年度		2019年度				2020年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	0.3%	▲ 1.3%	0.8%	1.0%	1.3%	▲ 1.7%	▲ 2.3%	▲ 0.8%	▲ 2.8%	0.0%	▲ 0.3%	0.9%	1.5%	1.3%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.7%	0.5%
除く消費増税(前年比)	0.8%	0.1%	0.1%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	0.7%	0.5%
貿易収支(季調値、兆円)	▲ 1.6	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.3	0.1	0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3
経常収支(季調値、兆円)	19.2	19.3	19.5	19.5	4.3	4.7	4.9	4.9	4.8	4.8	4.9	4.9	4.8	4.8
完全失業率(季調値、平均)	2.4%	2.4%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.5%	2.4%
WTI原油価格(\$/バレル、※)	63	55	52	54	45	60	58	54	54	52	51	52	52	53

※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

	2018年	→ 予測				→ 予測								
		2019年	2020年	2021年	2018年	2019年				2020年				
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	2.9%	2.3%	1.8%	1.9%	1.1%	3.1%	2.0%	1.9%	1.7%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%
	個人消費支出	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	1.4%	1.1%	4.6%	2.9%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.8%
	住宅投資	▲ 1.5%	▲ 1.7%	2.1%	1.3%	▲ 4.7%	▲ 1.0%	▲ 3.0%	5.1%	2.0%	2.5%	2.0%	1.7%	1.5%
	設備投資	6.4%	2.1%	▲ 1.0%	0.8%	4.8%	4.4%	▲ 1.0%	▲ 3.0%	▲ 1.0%	▲ 1.3%	0.5%	0.0%	0.5%
	在庫(寄与度)	0.1%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.1%	0.5%	▲ 0.9%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.4%	0.7%	▲ 0.7%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	輸出	3.0%	▲ 0.1%	0.8%	2.1%	1.5%	4.1%	▲ 5.7%	0.7%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%	2.0%
	輸入	4.4%	1.5%	1.4%	2.3%	3.5%	▲ 1.5%	0.0%	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%	2.0%	2.2%
	政府支出	1.7%	2.3%	1.4%	0.7%	▲ 0.4%	2.9%	4.8%	2.0%	1.5%	0.9%	0.8%	1.0%	0.8%
	失業率(※)	3.9%	3.7%	3.7%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	3.7%	3.8%
CPI(総合、※)	2.4%	1.7%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	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)	2.50%	1.75%	1.75%	1.75%	2.50%	2.50%	2.50%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.9%	1.1%	1.1%	1.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	家計消費	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	政府消費	1.1%	1.3%	1.3%	1.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	固定投資	2.3%	2.0%	0.1%	1.9%	1.6%	0.5%	5.6%	▲ 0.4%	▲ 0.7%	0.0%	▲ 0.0%	1.1%	0.3%
	純輸出(寄与度)	0.4%	0.2%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	0.3%	▲ 1.2%	0.2%	▲ 0.0%	0.0%	0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.0%
	輸出	3.3%	2.1%	1.4%	2.1%	0.9%	1.1%	0.2%	▲ 0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%
	輸入	2.7%	1.8%	1.2%	2.6%	1.1%	0.4%	2.8%	▲ 0.8%	0.4%	0.3%	0.4%	1.0%	0.6%
	失業率(※)	8.2%	7.6%	7.4%	7.3%	7.9%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%	7.4%	7.3%	7.4%	7.4%
	CPI(総合、※)	1.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.5%	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%	1.3%	1.1%	1.3%	1.3%
	政策金利(預金ファンシティ金利、期末値)	▲ 0.4%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	▲ 0.4%	▲ 0.5%	▲ 0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.6%	▲ 0.6%	▲ 0.6%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.4%	1.3%	1.1%	1.9%	0.3%	0.6%	▲ 0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%

※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＋0.1％（年率換算：＋0.2％）と、4四半期連続のプラスを維持した。個人消費、設備投資、住宅投資、公共投資といった国内最終需要の各項目は、いずれも底堅い伸びを確保した。2021年度にかけては、堅調な米国景気や、省力化投資需要、シリコンサイクルの底打ちなどを背景に、緩やかな成長を維持すると予想する。

個人消費は、政府による経済対策の実施が見込まれるものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になるとみている。住宅投資は、駆け込み需要の反動や人口減少を背景とした構造要因が下押し圧力となり、減速傾向で推移となることが避けられないとみる。公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、大型の補正予算の編成が見込まれることから、景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。設備投資は、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、維持・補修への投資や、非製造業での人手不足に起因した省力化投資等の下支えによって、緩やかながらも増加基調を維持するとみる。輸出は、半導体市場の持ち直しや底堅い米国景気によって、緩慢ながらも回復に向かうとみる。

### （1）米中交渉やブレグジットへの懸念が緩和

7－9月期の実質GDP成長率は前期比＋0.1％（年率換算：＋0.2％）と、市場予想（同＋0.2％、年率換算：＋0.9％、当社予想は同＋0.2％、年率換算＋0.8％）を下回った。在庫のマイナス寄与が▲0.3％と比較的大きかったのが主因。多くの企業が駆け込み需要に備えてあらかじめ在庫を積み上げており、直前はその取り崩しで対応した分、GDPの伸びは抑制されたと考えられる。輸出が前期比▲0.7％（寄与度▲0.1％）と、2四半期ぶりのマイナスになったことも響いた。一方、個人消費、設備投資、住宅投資、公共投資といった国内最終需要の各項目は、いずれも底堅い伸びを確保した。景気の基調を見るうえでは、振れやすい在庫変動の影響を取り除いた最終需要の推移が重要である。GDP成長率もこれで4四半期連続のプラスであることを考えれば、足元の景気は力強さに欠けるものの、底堅いとの評価が可能である。

世界経済・金融市場の最も大きなリスク要因である米中交渉については、10月初旬に米中間で部分合意が成立するなど、両者に歩み寄りがみられる。高関税の対象が、「第4弾」では消費財を含む段階に入ったことで、トランプ大統領は米景気への影響を意識せざるを得ない。大統領選を前に、今後も合意優先の交渉スタイルを続ける可能性が高い。英国でも、解散総選挙が事態の打開につながる可能性が浮上するなど、ブレグジットへの悲観的なムードは後退しつつある。「強硬離脱派」のジョンソン首相の誕生で、当初は交渉決裂が不可避と思われていたが、最大の焦点だったバックストップ（安全策）の修正で、EUが折れたのは大きな驚きだった。

また、ここまで半導体関連産業における在庫調整が、世界経済の大きな下押し圧力となっていたが、ここへきて次世代通信5Gへの移行本格化の兆候が見えてきており、在庫調整も進展しつつある。こうした状況を受け、OECD景気先行指数やグローバル製造業PMIなど、世界経済の先行指標にも改善の兆しがみられる。今後の日本の景気は、海外の政治・経済情勢に対する不透明感は引き続き残るものの、基本的に底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まり、世界的な景気の底打ちなどを背景に、2021年度にかけて緩慢な回復基調を維持すると予想する。

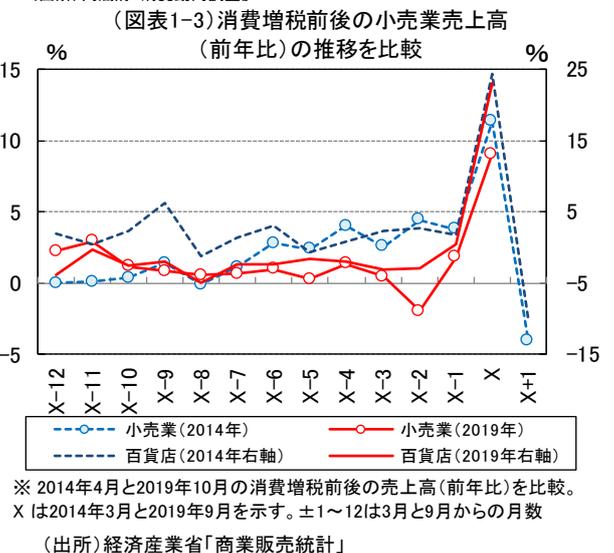
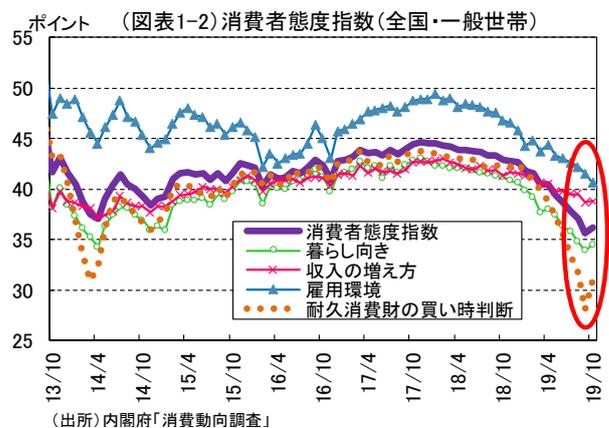
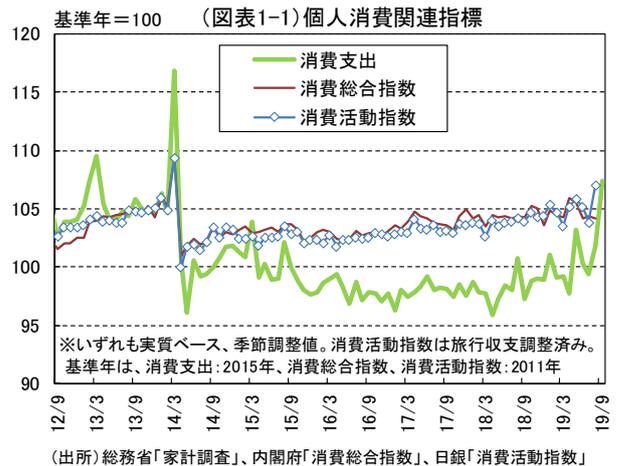
## (2) 個人消費は停滞気味の推移を予想

9月の家計調査によると、二人以上世帯の実質消費支出は前年比+9.5%と、10ヵ月連続のプラスとなった。増税前の駆け込み需要がみられたこと、前年9月は、自然災害の影響で消費が落ち込んでいたことなどから、前年比としては過去最大の伸びを記録した(図表1-1)。内閣府が需要側と供給側の統計を合成して作成している消費総合指数や、日銀が各種の販売・供給統計を基礎統計として作成している消費活動指数も、2016年頃以降回復トレンドが続いている。駆け込み需要がある分、足元の実勢が見極めにくくなっているが、2018年央以降の推移を見る限り、足元の個人消費は均せば回復傾向が続いている可能性が高い。これまで悪化が続いていた消費マインドにも底打ちの兆しがうかがえる。10月の消費者態度指数は36.2と、13ヵ月ぶりに前月から0.6ポイント上昇した(図表1-2)。

消費増税の影響については、いわゆる駆け込み需要とその反動減といった「異時点間の代替効果」と、増税分実質所得が減少する「所得効果」の二つがある。

前者について、供給側の統計である小売業販売額(前年比)の推移をみると(図表1-3)、前回は増税の半年前から徐々に伸びが上向いたが、今回は増税直前の1ヵ月間に駆け込みが集中したのが特徴である。需要側の統計である9月の家計調査をみると、電気冷蔵庫やエアコンなどの家具・家事用品の伸びが前年比+60.3%と大幅プラスとなったほか、コンタクトレンズや紙おむつなどの保健医療(同+26.3%)、自動車等関連用品や鉄道定期代などの交通・通信(同+15.4%)など、さまざまな品目で駆け込み消費が発生したことが確認できる。

現時点で10月の反動減の状況が確認できる「SRI一橋大学消費者購買指数(全国数千店舗のPOS(Point of Sales)データを活用した、週次で支出や販売数量等の前年比が取得できる指標)」をみると、反動減(10月28日の週まで)は、前回増税時と比較すると小幅なものにとどまっている(図表1-4)。同指数は、スーパーマーケット、コンビニ、ドラッグストア等のPOSデータを中心に構成されており、自動車等は対象外となっているなど、個人消費全体をカバーしているわけではないため、今後の各種消費関連指標の発表が待たれるところである。ただ、今回は、前回増税時より増税幅が小さいこと、前回購入した耐久財がまだ買い替え時期に達していないこと、ポイント還元やプレミアム商品券等の政府による平準化政策の効果が見込まれること、一部飲食料品に軽減税率が適用されることなどから、前回の増税時に比べ、駆け込



み需要の反動減は小幅なものにとどまるとみている。

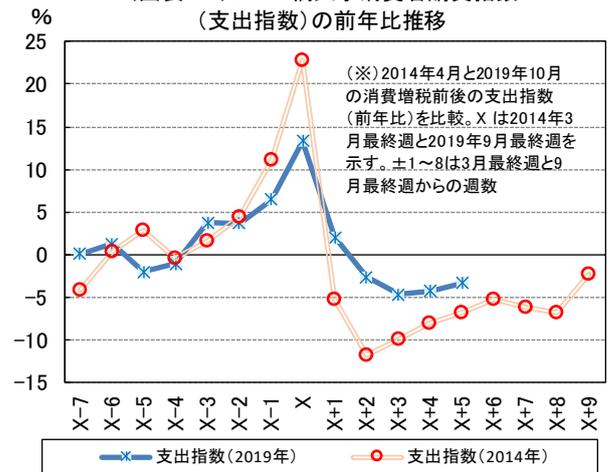
一方で、後者の負の所得効果については、ある程度長期にわたり尾を引くとみている。背景には急速な高齢化がある。図表 1-5 は、「市」ごとの平均年齢と、前回の増税前後の消費の伸びの関係を示したもののだが、当社が、家計調査の市レベルデータを用いて、固定効果モデルによるパネルデータ分析を実施したところ、平均年齢の高い市ほど、前回は消費増税による負の所得効果が大きかったとの結果が統計的にも有意であることが示された。高齢者は、収入の多くを物価と連動しにくい年金給付と貯蓄の取り崩しに依存しているためである。

ただ、今回の増税においては、「消費税率の引き上げに伴う価格設定（ガイドライン）」が策定されている。これによると、消費税と直接関連した形での値引き（消費税還元セール等）は禁止されているものの、事業者は需要に応じて柔軟に価格を設定（「10月1日以降〇%値下げ」は可能）できるようになった。実際に、10月の東京都区部の消費者物価指数総合の前年比の伸びは、9月から横ばいであり、急速に値上げが進んでいる様子はみられない（詳細はP.13を参照）。加えて、政府によるキャッシュレス決済のポイント還元制度の拡充等といった経済対策の実施が見込まれていることもあり、負の所得効果は前回の増税時に比べ緩和される可能性が高いとみている。

先行きの個人消費を見通すうえで重要な雇用所得環境についてみると、まず、雇用環境には頭打ち感が出てきている。9月の完全失業率は2.4%、有効求人倍率は1.57倍と、改善傾向は一服、労働需給の先行指標である新規求人倍率も低下傾向にある（図表 1-6）。10月の景気ウォッチャー調査の先行き雇用関連DI（季節調整値済）も40.1ポイントと、3ヵ月連続で低下している。同調査のコメントをみると、「製造業を中心に求人数が減少している」といった声も挙がっており、米中貿易摩擦に端を発する海外景況感の悪化が、ここにきて国内の製造業の雇用に影響を与えている可能性がある。当面、雇用環境は弱含みの推移となる可能性が高い。

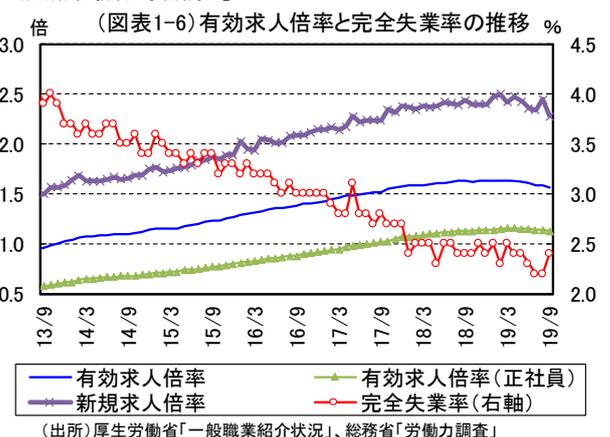
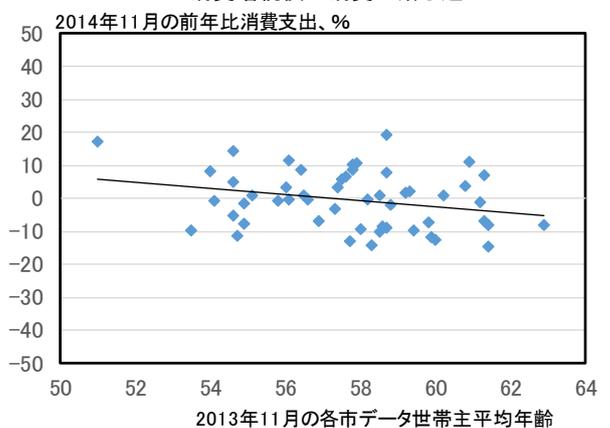
所得環境については、毎月勤労統計をみると、サンプルバイアスを除いた共通事業所ベースの現金給与総額（確報ベース）は2019年1月以降、所定外給与や特別給与が落ち込んだ7月を除き、前年比プラス圏内で推移している（図表 1-7）。振れの大きい残業代や、特別給与を除いた所定内給与

(図表1-4) SRI一橋大学消費者購買指数  
(支出指数)の前年比推移



(出所) SRI一橋大学消費者購買指数

(図表1-5)各市データの世帯主の平均年齢と消費増税後の消費の落ち込み



は前年比+0.6%前後で推移しており、所得環境は緩慢ながらも改善傾向を維持してきた。

連合は10月に発表した「2020年春季労使交渉に向けた基本構想」において、5年連続で「2%程度」のベースアップを要求する方針を決定している。消費増税による実質所得減少の補填といった大義名分などがあることから、ベースアップ自体は実施されよう。ただ、9月調査の日銀短観では、2019年度の経常利益計画が前年度比▲6.7%（全規模・全産業）と、減益予想が示されたほか、米中貿易摩擦の長期化懸念等を背景とした海外景気の先行き不透明感も依然として残ることなどから、賃金の伸び幅は前年から縮小するとみている。今後企業を取り巻く環境が大きく好転し、中長期的な見通しが大幅に改善するという展開も予想しづらく、月例賃金の伸びは中期的にも力強さに欠く展開が続くとみる。

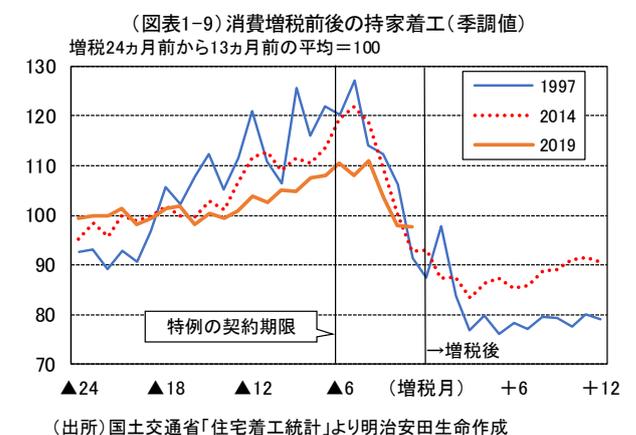
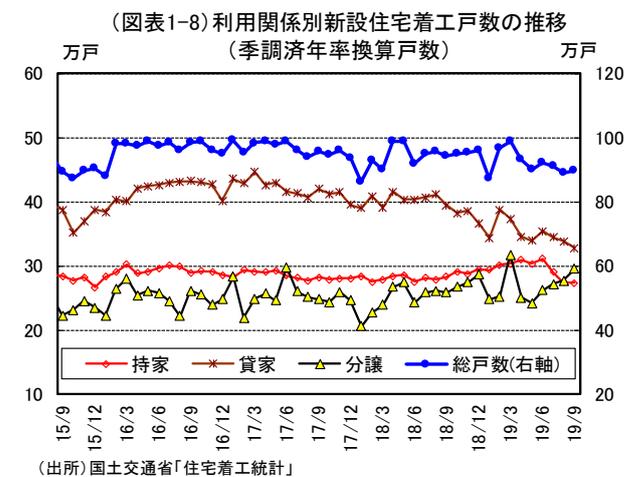
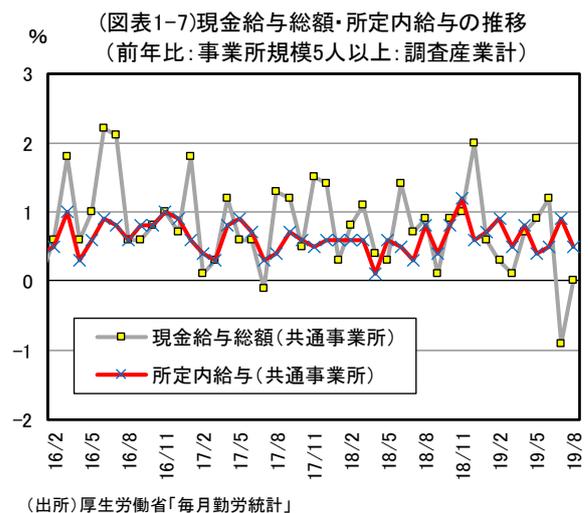
今後の個人消費については、政府による経済対策の実施が見込まれるものの、消費増税の負の所得効果に、雇用環境の改善一服が加わることで、停滞気味の推移になるとみている。

### （3）住宅投資は減速傾向の推移を予想

9月の新設住宅着工戸数（季調ベース）は、前月比+0.7%と小幅ながら3ヵ月ぶりに増加した（図表1-8）。ただ、四半期ベースでは、7-9月期が前期比▲2.0%（4-6月期：同▲2.6%）と、三四半期連続のマイナスであり、2019年に入ってからの住宅着工は減少傾向にある。利用関係別では、貸家が5四半期連続で減少しているほか、これまで増加傾向で推移していた持家が4四半期ぶりの減少となった。一方、分譲は、三四半期ぶりの増加と、足元では持ち直し傾向にある。

貸家の減少傾向が続いている点については、2015年1月の相続税改正（基礎控除引き下げ）に伴う節税対策としてのアパート経営需要の一巡や、金融庁によるアパートローン監視強化が引き続き下押し圧力となっているとみられる。10月24日公表の日銀の「金融システムレポート」においても、引き続き国内金融面の脆弱性として、不動産業向け貸出の多さが指摘されており、アパートローンに対する金融機関の慎重な貸出スタンスが続くとみられることから、貸家については、今後も低調な推移が続くと予想する。

持家については、消費増税前の駆け込み需要がすでに夏場にピークアウトしており、しばらくは



その反動減から弱めの動きが続くとみられる。もっとも、過去2回の消費増税時に比し、駆け込み需要の規模は限られていることから、反動減も小幅なものにとどまり、今年度内にはその影響が一巡するとみている（図表1-9）。

分譲については、振れを伴いながらも、分譲マンションの着工がけん引する形で、足元では持ち直し傾向にある。10月のさくらレポート（日銀地域経済報告）でも、「分譲マンションの底堅い需要」について、ヒアリング先企業からの指摘が目立つ一方、「販売価格の上昇に伴う売れ行き鈍化」を懸念する声も挙がっている。実際にマンション価格は、資材価格や用地取得費用の上昇を背景に、高止まりの状況にある（図表1-10）。

政府の各種対策（住宅ローン減税の控除期間3年延長、住まい給付金の拡充、住宅取得資金の贈与税非課税枠拡大など）では、消費増税後に住宅を取得した方がメリットの大きいケースも数多く発生するため、分譲住宅の販売を下支えするとみているが、マンション価格の高止まりは購入意欲の減退につながるとみられ、今後の分譲着工は均せば鈍化傾向の推移を予想する。なお、2020年3月以降2021年末にかけて、各種対策は適用期限を迎える。予定どおり適用終了となれば、緩やかながらもその都度駆け込み需要とその反動減が発生する可能性があり、注意が必要である（図表1-11）。

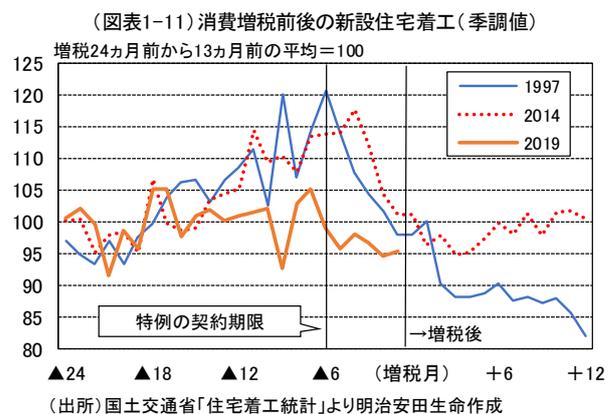
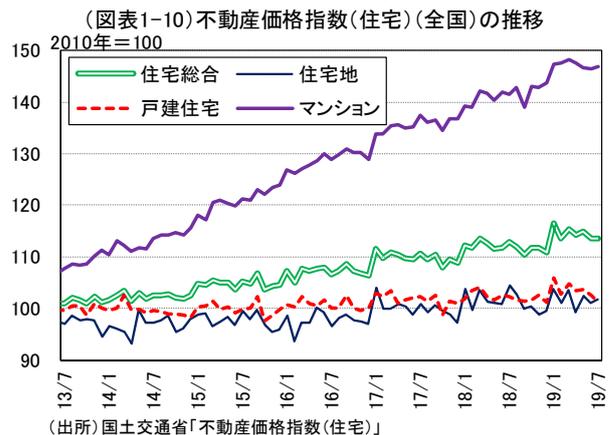
総務省が4月に発表した5年に1度の住宅・土地統計調査によると、人口減少などを背景として地方を中心に空き家の増加傾向が続いており、空き家率が調査開始以来で最高水準に上昇している。総住宅数が総世帯数を上回って推移する構図は変わっておらず、住宅市場の余剰感が高まっている。また、国立社会保障・人口問題研究所の将来推計によれば、世帯数は2023年まで増加傾向を維持するものの、増加ペースは年々鈍化していくほか、2024年以降は減少基調に転じることが見込まれており、中長期的には人口動態が住宅投資を抑制する度合いが強まると予想する。

今後の住宅投資は、駆け込み需要の反動、節税対策としてのアパート経営需要の一巡、マンション価格の高止まり、構造要因などが重しとなり、減速傾向の推移となることが避けられないとみる。2018年度には約95万戸だった住宅着工戸数は、2019年度は、91万戸前後、2020年度は87万戸程度、2021年度には85万戸程度まで減少すると予想する。

#### （4）公共投資は重要な景気下支え役に

7-9月期の実質公的固定資本形成は、前期比+0.8%と、3四半期連続のプラスとなった。2018年度の補正予算、2019年度予算の執行が進んだことが押し上げに寄与したとみられる。

10月のさくらレポートでは、北海道、近畿の2地域で7月から公共投資の判断が引き上げられ、「増加している」または「持ち直している」が5地域、「高水準」が3地域となった。ヒアリング結果によると、2018年に発生した北海道胆振東部地震や、西日本豪雨などの災害復旧工事の進捗が報



告されているほか、「国土強靱化のための緊急対策」を背景とした受注の増加を見込む声が目立つ。公共投資の増加を背景に、北海道は9地域のうち唯一景況判断が引き上げられた。

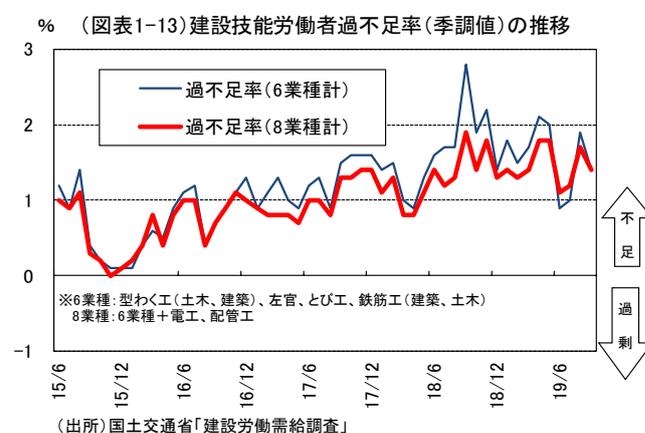
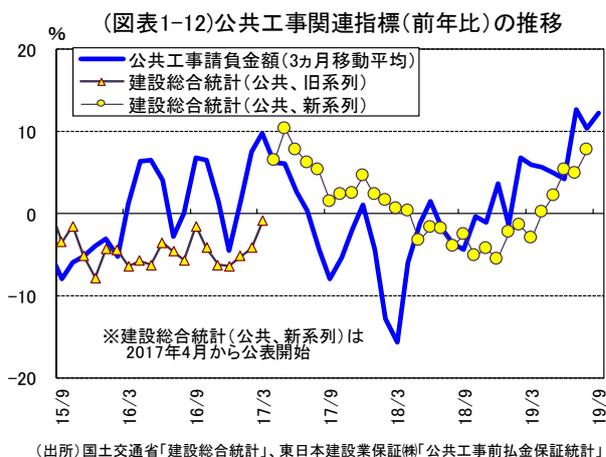
足元の公共工事は急増している。実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高をみると、4月に前年比プラスに転じた後、プラス幅の拡大傾向が続き、8月は7.7%と、2年2ヵ月ぶりの伸びに達した。出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）は、3ヵ月連続で二桁の伸びを記録している（図表1-12）。2018年度第2次補正予算では、公共事業関係費として、1兆1,398億円が計上されたほか、2019年度本予算では、公共事業関係費が前年度当初予算比+16%の6兆9,099億円（臨時・特別措置含む）が計上されており、その進捗が寄与した形である。

建設業の人手不足は依然ボトルネックだが、主要8業種の建設技能労働者過不足率（季節調整値）は、このところ均せば1%台半ばでの推移となっており、少なくとも人手不足感がどんどん高まる状況ではない（図表1-13）。引き続き外国人労働者の活用が進んでいるほか、先のさくらレポートでは、東京に出稼ぎに行っていた建設労働者が、オリンピック関連の工事一巡で戻ってきたため人手不足が緩和したとの声も寄せられている（北海道）。建設需要の地域別偏在の緩和が労働需給のミスマッチの解消に寄与している可能性がある。

安倍首相は、16年8月以来、3年ぶりに経済対策を打ち出す方針を明らかにしている。補正予算を編成し、今回も20年度予算と合わせた15ヵ月予算との建付けで、切れ目なき対策を打っていく方針である。大型台風が続けざまに日本列島を襲った経緯もあり、防災関連の公共投資の増額に反対する機運は乏しい。与党内には国の財政支出は5兆円程度になるとの見方があり、堤防のかさ上げなどの防災関連のほか、オリンピック後の景気下支え策などが中心になる見通しである。仮に、経済対策のうち2兆円が公共投資に充てられた場合、当社の経済モデルによれば、2020年度のGDPは0.3%、21年度は0.1%押し上げられる。また、20年度は、3年間で総事業費7兆円規模を見込む「防災・減災、国土強靱化のための3か年緊急対策」の最終年度に当たる。計画の延長はないようだが、21年度以降の強靱化策は改めて検討するとのことである。消費増税の影響で個人消費のモメンタムが衰える中、公共投資は引き続き景気の下支え役として機能し続ける展開が予想される。

## （5）設備投資の増加基調は維持するも伸び鈍化

設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）をみると、資本財国内出荷（除、輸送機械）、建築物着工床面積（非居住用）、機械受注（船舶・電力を除く民需）とも直近の動きはまちまちだが、いずれも今年春先に底打ちしており、目先の設備投資が上向き可能性を示唆している（図表1-14）。



反面、設備投資と連動性が高い企業売上高（法人企業統計、全産業）は、4-6月期に前年比+0.4%と11四半期連続の増収となったものの、増勢は鈍化しており、設備投資が上向いてもその伸びは高いものとならない可能性が示されている（図表1-15）。

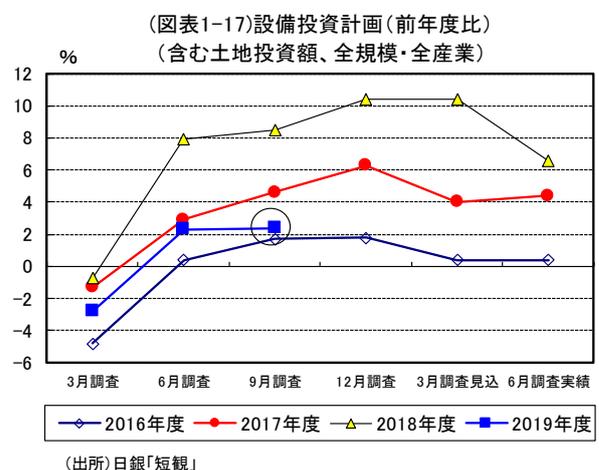
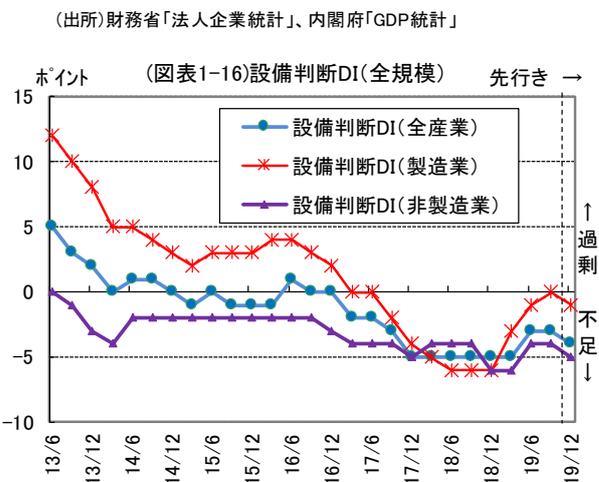
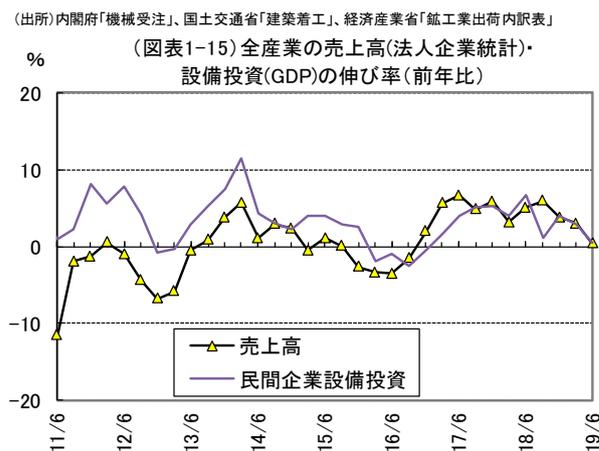
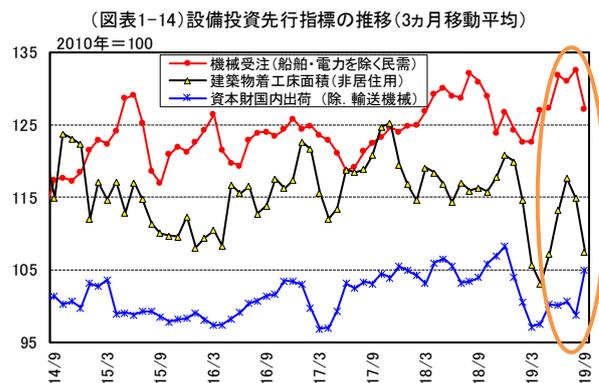
9月調査の日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース、「過剰」-「不足」）をみると、現状が▲3と、2018年度に比べて不足感はやや緩和しているが、12月の予測が▲4と、先行きは逆に強まる見込みである（図表1-16）。製造業・非製造業別にみると、製造業は、現状が±0で先行き12月の予測が▲1、非製造業は、現状が▲4で先行き12月の予測が▲5となっており、非製造業の方が設備の不足感が強く、先行きもいっそう強まるとの予想が示されている。

日銀短観の設備投資計画をみると、2019年度の全規模・全産業の設備投資計画は、前年度比+2.4%（9月調査の2018年度計画、同+8.5%）と、9月調査としては、最高の水準であった2018年度に比べ、大きく鈍化している（図表1-17）。

製造業と非製造業別にみると、製造業の設備投資に大きな影響を与える海外情勢は米中貿易摩擦等の影響で依然として先行き不透明である。日本政策投資銀行（以下政投銀）の調査では、「米通商政策が企業業績や設備投資にマイナスの影響を与える」と回答した企業が、製造業で約5割にのぼっており、設備投資の抑制要因になっている。足元では、10月の米中貿易協議によって、特定分野での部分的な合意に達したものの、米中摩擦は、経済分野にとどまらない可能性があることから、今後も包括的な合意に達するには時間を要すると思われ、長期にわたり海外景気の不透明要因として燻り続けるとみている。

もっとも、各種設備投資計画を業種別にみると、輸送用機械、電気機械、はん用・生産用・業務用機械、化学等、輸出と関連の深い業種でも前年比でプラスとなっており、設備投資意欲が大きく落ち込んでいない様子は見られない。

前述の政投銀の調査によれば、製造業の合理化・省力化投資、維持・補修投資の比率は引き続き

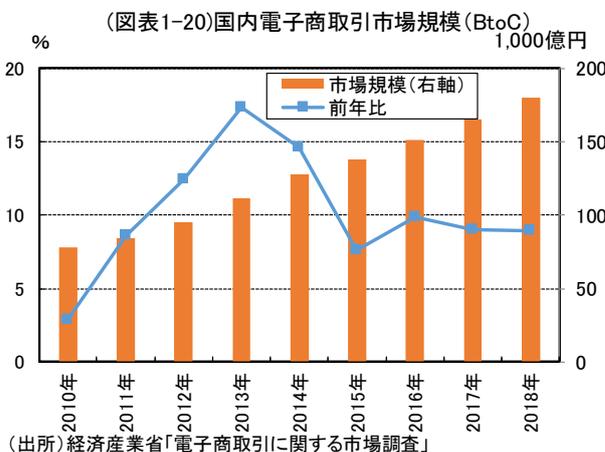
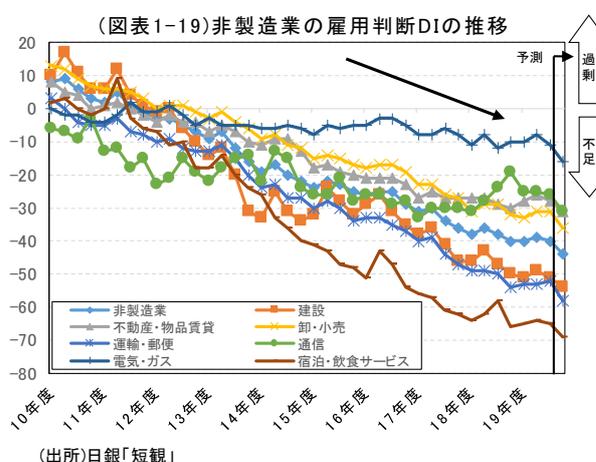
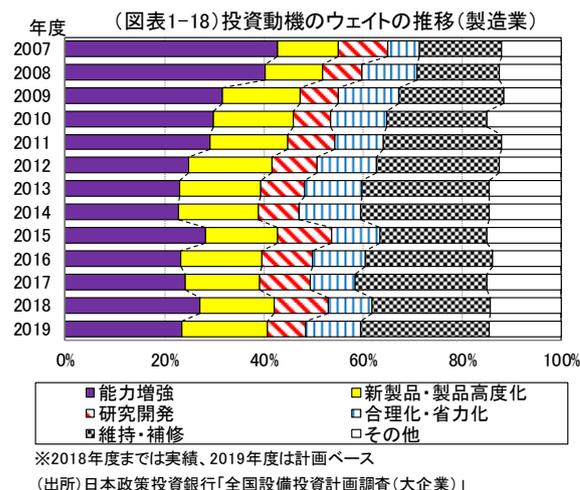


き高いほか（図表1-18）、帝国データバンクの「2019年度の設備投資に関する企業の意識調査」における、予定している設備投資内容（複数回答有）をみても、「設備の代替（45.5%）」、「既存設備の維持補修（33.3%）」、「省力化・合理化（28.7%）」が上位となっていることなどから、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資の需要は引き続き底堅く推移するとみられる。製造業の設備投資は、海外情勢の不透明感が残ることなどから昨年度ほどの伸びは期待できないものの、増加傾向を維持するとみる。

非製造業の2018年度の設備投資は、人手不足の高まりを受けた労働代替的な投資への需要拡大を背景に、底堅く推移してきた。日銀短観の全規模・非製造業の雇用判断DIをみると、非製造業全体ではほぼ一本調子で雇用の不足感が強まっており、とりわけ建設や宿泊・飲食サービスでの不足感が強い（図表1-19）。先行きも雇用の不足感は強く、人手不足が事業展開の足かせとなっている業種を中心に、労働代替的な投資・省力化投資需要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。

業種別にみると、運輸・郵便については、安全防災対策やリニア中央新幹線等の鉄道の高速度化関連の投資が、宿泊・飲食サービスでは底堅いインバウンド需要が、今後も設備投資の押し上げに寄与していくとみられる。通信・情報では、次世代の通信インフラになる5G（第5世代移動通信システム）関連投資の活発化が見込まれる。総務省の「第5世代移動通信システム（5G）の導入のための特定基地局の開設計画の認定」によると、新規参入企業も含めた大手通信4社で、本格商用化の始まる2020年を目途に約1兆6,600億円を特定基地局の設備投資に費やすとしている。追加的な電波の割り当てなど、今後も基地局・ネットワーク整備のための設備投資は順次実施されるとみている。また、日本経済が緩慢な成長に留まっているなかでも、EC（電子商取引）市場は右肩上がりの拡大基調を続けている（図表1-20）。5Gの普及に伴い、EC市場はさらに普及するとみられ、それに対応するための都市機能、物流機能の強化や、インフラ整備等の関連投資が引き続き増加すると見込む。

今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、国内の中長期的な低成長期待が定着していることや、米中貿易摩擦の長期化等が抑制要因となると見込まれるものの、製造業では、設備老朽



化に伴う維持・補修への投資などが、非製造業では、人手不足を受けた合理化・省力化投資などが押し上げ要因となることで、緩やかながらも増加基調を維持すると予想する。

### (6) 輸出は回復が遅れる

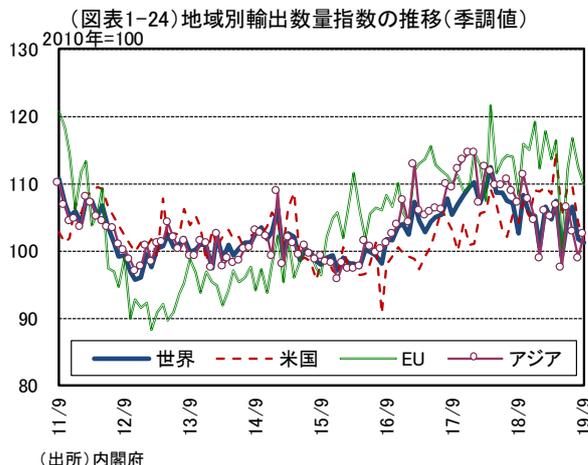
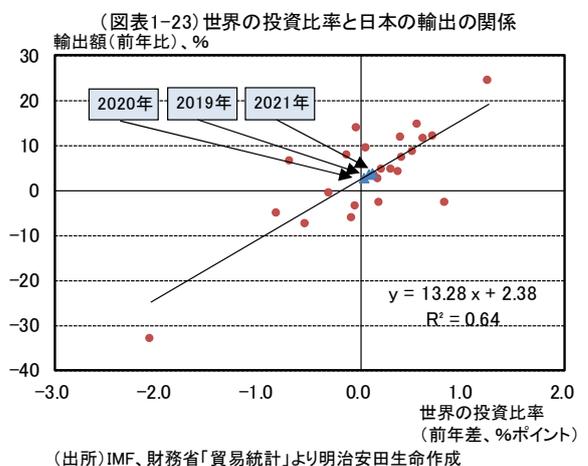
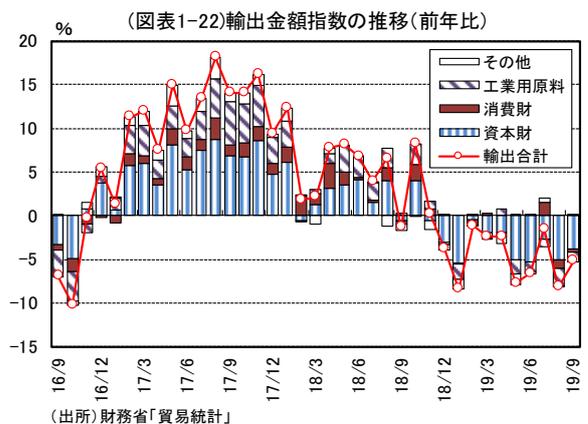
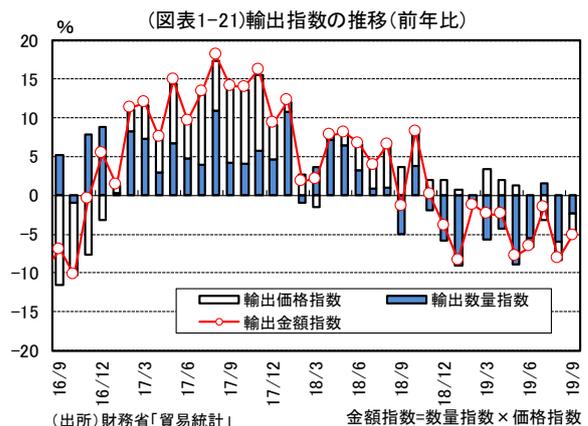
財務省の貿易統計によると、9月の輸出金額は前年比▲5.2%と、10ヵ月連続のマイナスとなった(図表1-21)。輸出の実勢を反映する輸出数量は同▲2.3%と、2ヵ月連続のマイナスとなっており、足元の輸出は弱めの動きが続いている。

輸出金額を財別にみると、消費財については、足元6ヵ月のうち3ヵ月はプラスとなるなど、比較的底堅い動きとなっている(図表1-22)。一方で、輸出金額の過半を占める資本財の輸出は11ヵ月連続で前年比マイナスとなり、全体を大きく押し下げている。

資本財輸出の落ち込みの背景としては、米中貿易摩擦の動向や、ブレクジットの顛末などを巡る不確実性が高まるなかで、世界的に設備投資を手控える動きが続いていることが挙げられる。日本の輸出は、資本財の占率の高さから、世界の投資比率と連動する傾向があり、世界的に設備投資が控えられる局面では、資本財輸出の低迷を通じ、輸出全体の伸び悩みにつながりやすい(図表1-23)。IMFによる予測では、2021年にかけて、世界の投資比率は高まらないことが見込まれており、過去の同比率と日本の輸出との間の関係からは、2021年にかけての日本の輸出の伸びが前年比+3%から4%程度にとどまることが示唆される。

地域別輸出数量を用いて仕向地別の動向を見ると、アジア向けが2018年初をピークとして減速傾向となっているほか、春先以降、米国向けや欧州向けについても弱い動きが続いている(図表1-24)。

アジア向け輸出については、半導体市況の世界的な冷え込みの影響に加え、米中貿易摩擦に伴う中国の貿易量縮小や、中国における集積回路の在庫調整が下押し圧力となっているとみられる。ただ、今後については、中国でのインフラ開発投資の促進や、個人向け減税等の景気刺激策の効果などから、中国向け輸出は持ち直しに転じるとみる。



また、世界半導体市場統計によると、データセンタ用設備投資の回復や、5G導入などから、世界半導体市場は2020年に持ち直すと見込まれており、世界的な半導体生産拠点であるアジアNIEs向け輸出も、年明け以降、持ち直しに転じると予想する。

対米輸出では、米国の設備投資（GDPベース）が4-6月期、7-9月期と2期連続で前期比マイナスとなるなかで、資本財輸出が減速しているほか、品目別では輸送用機器の落ち込みが大きくなっている。輸送用機器については、米景気が底堅く推移すると見込まれるほか、日米貿易交渉で自動車の追加関税や数量規制が回避されたことが好材料だが、ガソリン安により、SUV等の大型車に需要が移りつつあるなか、米国市場では日系メーカーの苦戦が今後も続くことが予想され、関連部品輸出を含めて今後も下押し圧力となることが懸念される。また、資本財についても、米中貿易摩擦の不透明感がくすぶるなか、米国の新規設備需要の急増は見込みがたく、米国向け輸出全体で見ても、持ち直しペースは鈍いものととらえらる。

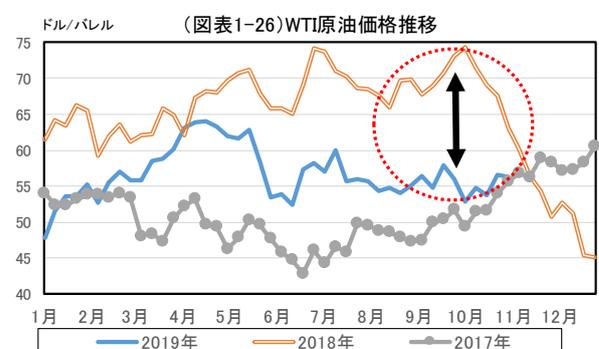
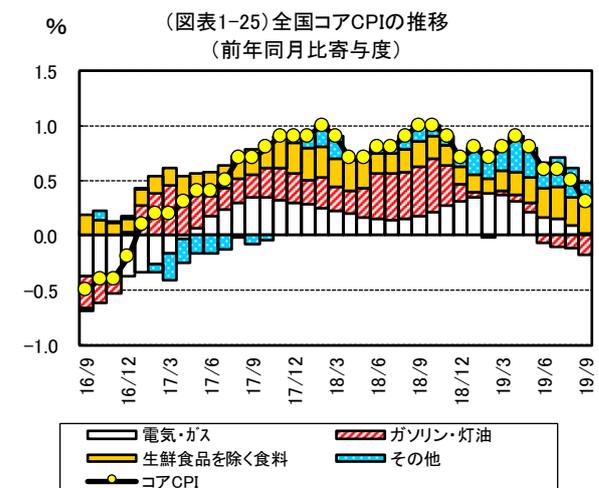
欧州向け輸出については、ドイツを中心とした欧州景気の冷え込みが輸入需要の減退につながっているとみられる。年明け以降も欧州景気は緩慢な回復にとどまる可能性が高いことから、欧州向け輸出は弱めの動きが続くとみる。輸出全体で見た場合、中国の景気刺激策の効果や半導体市況の改善、底堅い米景気が押し上げ材料となると見込まれる一方、欧州景気の弱さや、世界的な資本財需要の減衰などが引き続き下押し圧力となるとみられることから、回復ペースは緩慢と予想する。

### (7) コアCPIの伸びは鈍化

全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合物価指数、以下全国コアCPI）は、2017年8月以降、前年比+1.0%を若干下回る推移が続いていたが、2019年4月以降伸びが鈍化し、足元9月では同+0.3%となるなど、物価の上昇圧力は弱まっている（図表1-25）。

足元の全国コアCPIの伸び幅は、原油価格の下落に伴うエネルギー価格のマイナス寄与拡大の影響で縮小している。原油価格は、供給過剰懸念や、世界景気の先行き不安から昨年10月に急落、その後も前年同時期を大きく下回る水準で推移している（図表1-26）。原油価格が足元の水準で推移することを前提にした場合、原油価格の変動から7~9ヵ月程度のラグを伴って推移する電気代、ガス代のマイナス寄与が徐々に拡大することによって、エネルギー価格は少なくとも2019年度内はマイナス寄与で推移する見込みである。

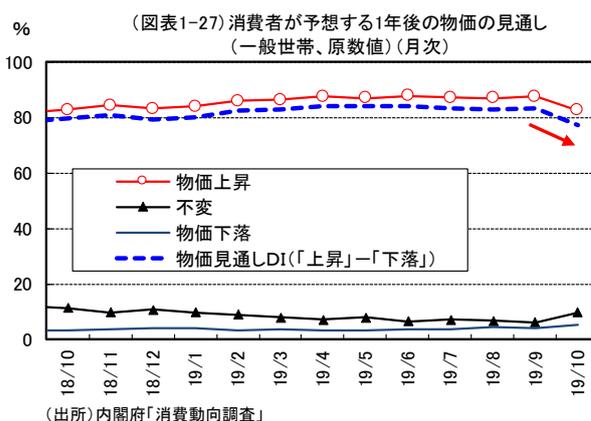
消費増税と幼児教育無償化の効果については、全国CPIより速く公表される東京都区部消費者物価指数（中旬速報値、以下東京CPI）から確認できる。10月の東京総合CPIは前年比+0.4%と、9月から横ばいとなった。総務省によると、消費増税が同+0.72%ポイント、幼児教育無償化が同▲0.55%ポイント、総合指数を9月から変動させたとして



いる。ただ、電気代、ガス代、水道代、携帯電話通信料等については経過措置により、11月から増税分が反映される。また、東京コアCPIは全国コアCPIに比べ、消費増税の影響を受けない家賃のウェイトが大きいことなどを考慮すると、消費増税が全国コアCPIに与える影響は東京コアCPIより大きくなると考えられる。従って、11月以降は、消費増税によって、全国コアCPIは同+1.0%ポイント程度押し上げられ、幼児教育無償化によって、同▲0.6%ポイント程度押し下げられると見込む。

2020年4月開始の高等教育無償化については、大学・短期大学・高等専門学校・専門学校の学生のうち、住民税非課税世帯およびそれに準ずる世帯の学生を対象に、大学の種類や世帯年収に応じて支援金額が設定されているため、支援対象となるのは一部世帯に限られており、全国コアCPIの押し下げ効果は、前年比▲0.1%ポイント程度にとどまると見込む。

中長期的な物価動向に影響を与える消費者の期待インフレについては、高まっている様子がみられない。消費動向調査における1年後の物価の見通しは、「物価上昇」と回答した割合が消費増税前までは上昇していたが、増税後は低下し、「不変」との回答が増加した(図表1-27)。また、「物価下落」と回答した割合もわずかではあるが、足元緩やかに上昇している。長期にわたる低成長やデフレ経験、人口減少といった諸要因のもとで、中長期的な成長期待が低迷するなか、今後の期待インフレについても弱い動きが続く可能性が高い。



今後のコアCPIは、エネルギー価格がマイナス寄与で推移することが見込まれるなか、10月の幼児教育無償化、2020年4月の高等教育無償化による下押しにより、消費増税分を含めても物価上昇は鈍いものにとどまる可能性が高い。期待インフレ率も高まらないなか、全国コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.6% (消費増税の影響: +0.5%を含む)、2020年度通年では同+0.6% (消費増税の影響: +0.5%を含む)、2021年度通年では同+0.7%と予想しており、消費税の影響が無ければ、ほぼ横ばい圏で推移するとみている。

### (8) 「予防的」には動かない日銀

10月30,31日に開催された日銀金融政策決定会合では、金融政策と景気判断はすえ置かれる一方、フォワードガイダンスについて、時間条件型から状態条件型への変更が行なわれた。新たなフォワードガイダンスの文言は、「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間」であり、今後の金融政策運営は日銀の裁量に左右される部分が非常に大きいなか、日銀の次なる動きに注目したい。

展望レポートにおける物価予想は大きく引き下げられており(図表1-28)、少なくとも日銀が「予防的」に動く可能性は低いことが、今回の決定から示唆される。

日銀は、為替相場を最重要視していると思われる。米中交渉については、今回の第一弾の小粒の合意内容を見る限り、トランプ氏は大統領選を控え、内容よりも合意重視のスタンスを続ける

(図表1-28) 展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	19年4月 展望レポート	19年7月 展望レポート	19年10月 展望レポート	19年10月 展望レポート (当社予想)
2019年度	実質GDP	0.8	0.7	0.6	0.6
	コアCPI	0.9	0.8	0.5	0.7
2020年度	実質GDP	0.9	0.9	0.7	0.9
	コアCPI	1.3	1.2	1.0	1.1
2021年度	実質GDP	1.2	1.1	1.0	1.1
	コアCPI	1.6	1.6	1.5	1.4

※コアCPIは消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除くケース

(出所)日本銀行より明治安田生命作成

可能性が高いように見受けられる。ブレグジットについても、来るべき総選挙の結果次第ではなお混迷が続く可能性は残るものの、EU との合意成立時点で大きな山は越えたように見える。金融市場の押し下げ要因となってきた二大交渉の重しが取れつつあるのは大きい。一方、世界景気に目を向けると、半導体の在庫調整が一巡しつつあることもあって、OECD 先行指数、グローバル PMI が底を打つなど、減速局面は最悪期を脱しつつあるようにも感じられる。このままであれば、日銀もしばらくはすえ置きを続けられるかもしれない。

一方、日本独自の懸念材料は残る。特に、消費増税後の個人消費の動向は予断を許さない。早ければ1月末の決定会合で、政府の補正予算と歩調を合わせる形で追加緩和が実施される可能性も消えたわけではないが、リスクオンの相場環境が維持される限りは、やはりすえ置かれるとみるのが妥当だろう。(担当：小玉、松下、山口、西山)

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

7－9月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.9％と、米中貿易摩擦の激化やグローバル景気の減速などといった悪材料があったなかでも2％弱とされる潜在成長率並みの伸びとなり、米景気が底堅く推移している様子を示した。

先行きについては、緩慢ながら雇用環境の改善や企業業績の増益基調が続くと見込まれるほか、FRB（米連邦準備制度理事会）による予防的利下げの効果もあり、個人消費や住宅投資を中心に内需がけん引する形で景気拡大が持続しよう。米中の覇権争いに伴う対立は長期化する可能性が高いほか、2020年11月には大統領選を控えていることで、政策面での不確実性が家計や企業マインドの重しになり続けるとみられるものの、景気の腰折れは回避され、潜在成長率並みのペースで拡大が続くと予想する。

FRBは10月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で予防的利下げを休止し、様子見に転じるスタンスを示した。これまで、FRBが物価の上昇を一定期間許容する枠組みを検討してきたことなどを踏まえると、今後は過去の予防的利下げ局面後に比し、長期にわたり緩和的な状況が維持される可能性が高い。米中協議の動向次第ではあるものの、FRBは当面政策金利をすえ置くと予想する。

#### （1）景気は個人消費をけん引役に底堅く推移

7－9月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率＋1.9％となった。米中貿易摩擦の激化やグローバル景気の減速などといった悪材料があったなかでも2％弱とされる潜在成長率並みの伸びとなり、米景気が底堅く推移している様子が示された（図表2-1）。

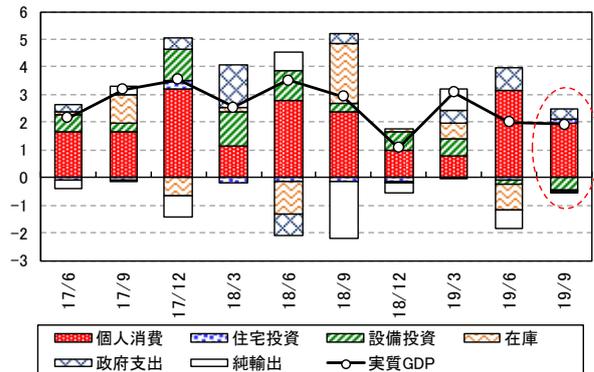
需要項目別にみると、個人消費は同＋4.6％→＋2.9％と、高い伸びだった前期からは鈍化したものの、好調を維持、引き続き米景気のけん引役となった。消費関連財が中心となる対中関税第4

弾を控え、駆け込み消費的な動きが含まれている可能性はあるものの、雇用・所得環境の改善に加え、株高による資産効果などが押し上げたとみられる。住宅投資は同▲3.0％→＋5.1％と7四半期ぶりにプラスに転じた。雇用・所得環境の改善が続くなか、住宅ローン金利の低下による押し上げ効果がようやく顕在化してきた形。設備投資は同▲1.0％→▲3.0％と2四半期連続でマイナスとなった。特に構築物投資の落ち込みが大きく、貿易摩擦に端を発した景気の先行き不透明感などから、企業が能力増強投資に二の足を踏んだ様子が見える。

純輸出の寄与度は、輸出が同▲5.7％→＋0.7％、輸入が同0.0％→＋1.2％とともに増加したものの、後者がより大きく伸びた結果、▲0.7％→▲0.1％と小幅ながら2四半期連続のマイナスとなった。在庫投資の寄与度も▲0.9％→▲0.1％と、小幅ながら2四半期連続のマイナスとなった。

米中間の覇権争いに伴う対立は長期化することが見込まれ、家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高い。しかしながら、米国景気は、底堅い内需や予防的な金融政策の効果が下支えとなり、腰折れは回避、潜在成長率並みのペースで拡大が続くと予想する。

％（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

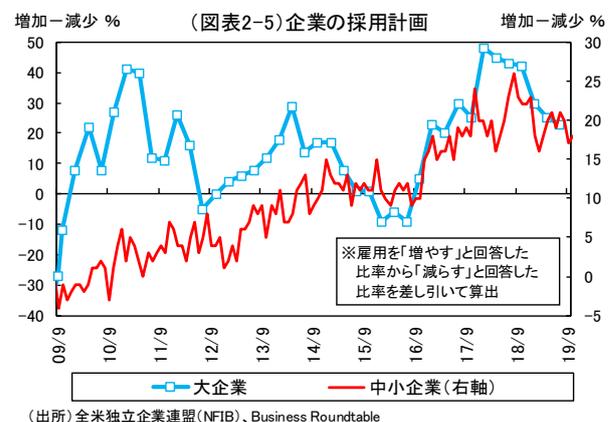
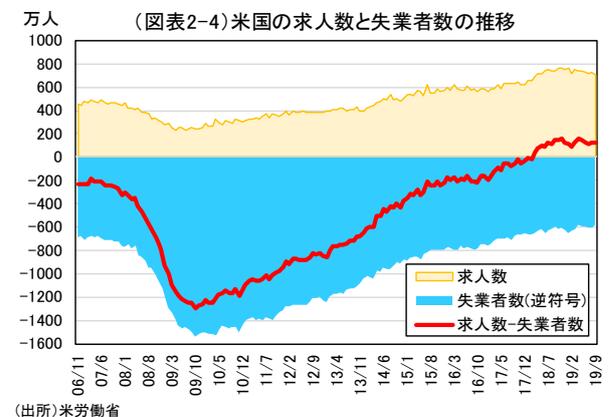
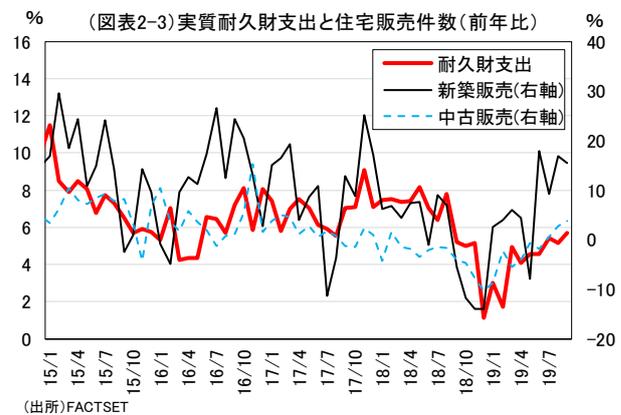
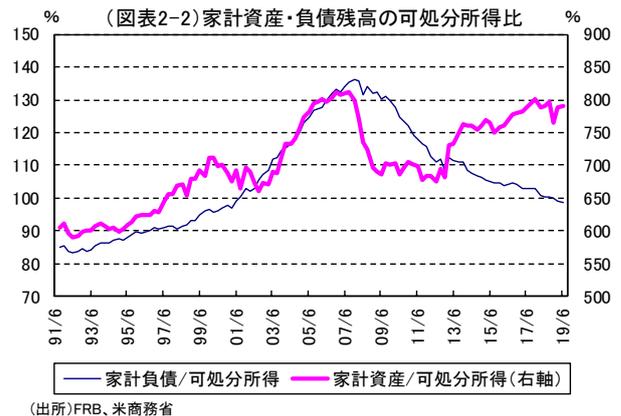
## (2) 個人消費は緩やかな増加を予想

家計の資産残高をみると、株高などを背景に可処分所得に対する比率が上昇傾向をたどっており、足元ではリーマン・ショック前の水準付近まで回復している（図表2-2）。一方、家計が負債残高の増加を所得の増加の範囲内にとどめてきた結果、負債残高の対可処分所得比は2000年代初頭の水準まで低下している。資産・負債両面から家計のバランスシートは改善しており、家計の消費余力は高まっている。

足元では、金利低下を受けて住宅販売件数が持ち直しており、それに伴い耐久財支出も増加基調をたどっている（図表2-3）。10月のFOMCでは予防的利下げの休止が示唆されたものの、今後の金融政策は当面様子見姿勢を続ける意向が示された。金利は大きく上昇しにくい状況がしばらく続くと考えられ、自動車ローンや住宅ローンの増加を通じ個人消費の下支え要因となろう。

一方、雇用の改善ペースは今後幾分弱まると予想する。米国の求人数と失業者数の差をみると、2018年春先以降、前者が後者を上回って推移しており、労働需給がひっ迫している様子を示してきた（図表2-4）。しかし、このところ求人数がピークアウトしつつある一方、失業者数の減少にも頭打ち感が広がりつつあり、両者の差は横ばい圏での推移に転じている。企業の半年先の採用計画をみても、依然として雇用増を計画している企業が多いものの、増勢が徐々に鈍化している様子が見える（図表2-5）。こうした状況を受けて、今後は所得の増加ペースも緩やかになることが見込まれる。

もっとも、雇用・所得環境が悪化に転じる事態は避けられよう。前掲図表2-5をみると、世界景気の減速や米中貿易摩擦への懸念が高まるなかでも、雇用を「増やす」とする見方が「減らす」とする見方を上回って推移するなど、企業の採用意欲は依然底堅い。REFINITIVの調査によれば、米S&P500指数採用企業の利益予想は2019年第3四半期を底に持ち直し、その後は増益基調が続くとの見通しとなっている。足元ではグローバル製造業PMIが好不調の境目となる50を下回って推



移しているものの、直近10月は3ヵ月連続で上昇するなど持ち直しの兆しを見せつつあるほか、OECD景気先行指数の伸びも底打ちしている。来年11月に米大統領選を控え、米中協議に歩み寄りの動きもみられる。今後の米中協議の動向には引き続き注意が必要であるものの、個人消費は緩やかながら増加基調をたどると予想する。

### (3) 住宅投資は増加基調継続

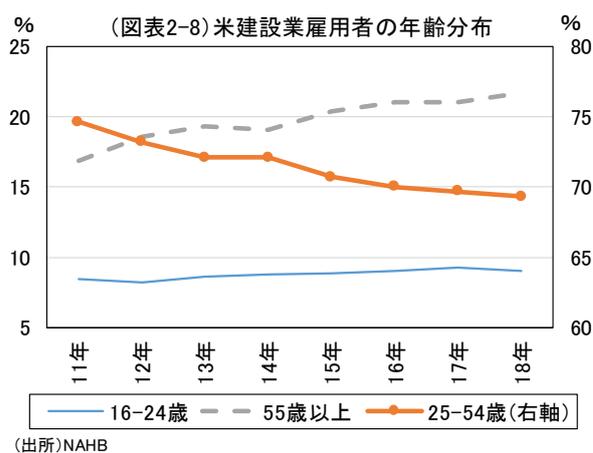
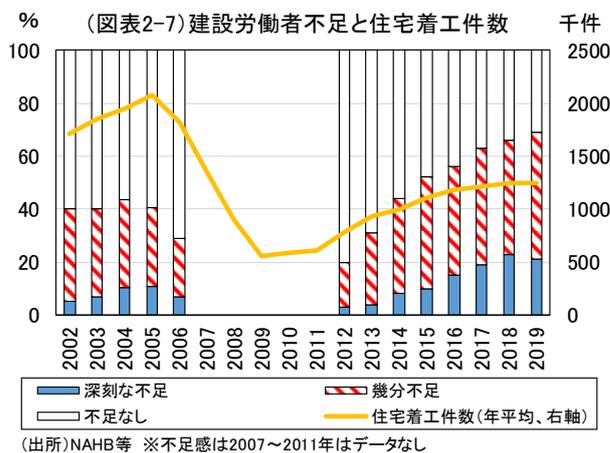
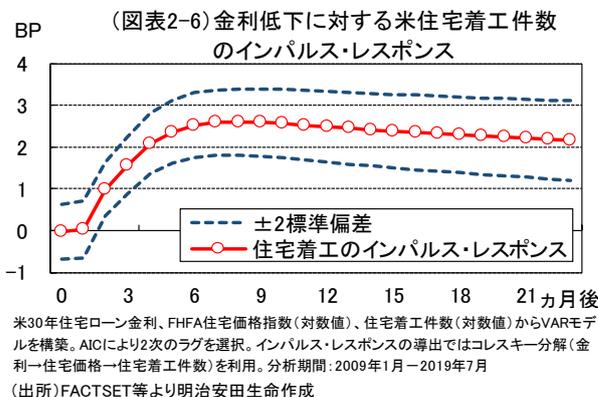
7-9月期の住宅投資は7四半期ぶりにプラスに転じたが、今後も低金利を背景に増加基調が続く可能性が高い。ベクトル自己回帰(VAR)モデルを用いて、住宅ローン金利が低下した場合の住宅着工へのインパルス・レスポンスをみると、およそ2ヵ月後に顕在化し始め、約7ヵ月後にピークを迎えることがわかる(図表2-6)。住宅ローン金利は昨年末ごろをピークに低下基調に転じたことを踏まえると、今年の春先ごろから住宅着工を押し上げ始め、夏場に押し上げのピークを迎えたことになる。住宅ローン金利は足元まで低下基調が続いていることから、住宅着工件数は少なくとも来年の春ごろまでは堅調に推移する可能性が高い。

一方、供給面の制約が住宅投資の重しとなろう。全米住宅建設業協会(NAHB)が会員に対して行なった調査によれば、建設労働者や住宅用地の確保が困難さを増している状況が浮き彫りとなっている。

まず、労働力については、「深刻な不足」もしくは「幾分不足」と回答した企業割合が年々上昇傾向をたどっており、直近では約7割に達しつつある(図表2-7)。足元の住宅着工件数は、サブプライム・ローン問題が顕在化する前の、住宅市場がきわめて好調だった時期に比べれば依然低水準で推移しているのに対し、企業の労働力不足感は当時よりも高くなっている。昨今の雇用環境の改善により、事業者が思うように労働者の量を確保できていない様子が見えてくる。

また、建設業界に従事する労働者の年齢構成をみると、25-54歳の働き盛りと考えられる層のウェイトが減少する一方、55歳以上のウェイトが増加している(図表2-8)。単に高齢化の影響が顕れているだけでも考えられるが、住宅バブル崩壊以後、経験を積んだ労働者が建設業界から他業界へ転職した結果、質の面でも労働力不足に直面している可能性がある。

用地不足も住宅投資の制約となっている可能性が高い。同じくNAHBが行なった調査によれば、会



員の約 65%が住宅用地の供給量が「非常に少ない」あるいは「少ない」と回答しており、2018年には 1997 年の調査開始以来、最も高い比率となっている。会員企業が「2019年に直面すると予想する重大問題」として、3番目に用地不足が選ばれており、2018年よりも問題意識が高まるとの見方になっている（図表 2-9）。

今後の住宅投資は低金利を背景に持ち直し傾向が続くものの、供給制約が重しとなり、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

#### （４）設備投資は減少基調が続く見込み

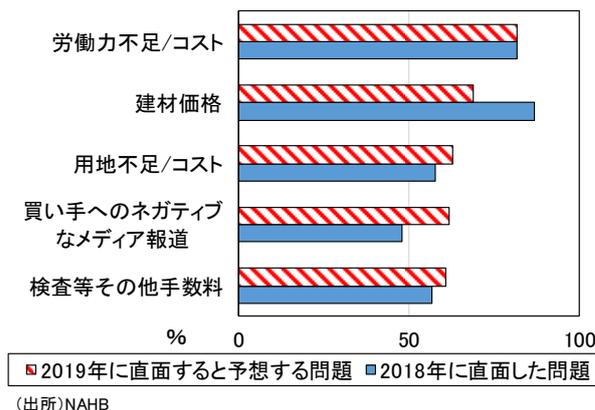
設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、昨年後半に過去 20 年間で最も高い水準まで上昇した後、頭打ちとなっている。

企業に対するアンケート調査の結果をみても、設備投資に対する姿勢が慎重化している様子がみてとれる。米国の大手企業経営者が所属する経済団体であるビジネス・ラウンドテーブルの調査では、向こう 6 カ月の設備投資を「増やす」と回答した企業から「減らす」と回答した企業数が、昨年のピークから大きく低下している（図表 2-10）。また、中小企業の経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）による調査でも、今後 3～6 カ月以内に設備投資を計画していると回答した企業の割合が、ピークアウトしている。後者のデータの方が相対的に底堅い印象を受けるが、世界景気の減速や米中貿易摩擦の影響が懸念されるなか、海外景気の動向に左右されやすい大企業の方が、影響を受けにくい中小企業に比し、設備投資への意欲が弱まっているものとみられる。

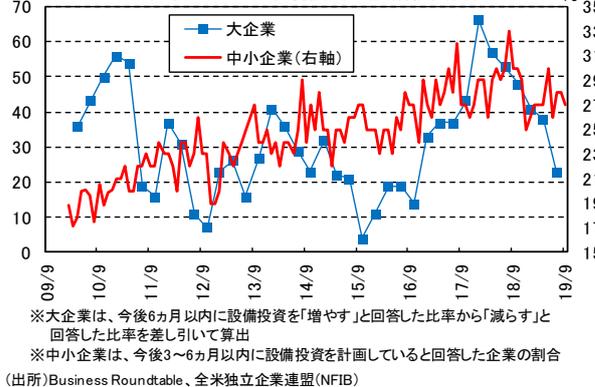
現在の設備投資が循環面から見てどのような局面にあるのかを示すのが、資本ストック循環図である（図表 2-11）。資本ストックと生産量との間の技術的關係が短期的には大きく変わらないとすると、企業が資本ストックをどれだけ積み増すかは、需要がどのくらい伸びると予想するかにかかっている。前掲図表 2-11 では、設備投資と資本ストックの比率が期待成長率（斜め破線）を示すラインを越えてくると、企業は資本ストックが充分積み上がったと判断し、設備投資を徐々に抑えようとする傾向が読み取れる。このため、資本ストック循環図は各時期の期待成長率を中心に円を描く形となっている。

ブルーチップの 10 月調査によれば、2021～2025 年、2026～2030 年における米国景気の長期成長率予測は前年比で+1.9～2.0%となっている（図表 2-12）。この数値が米国の期待成長率のコンセンサスに相当するとみなせるなら、資本ストック循環図における 2014～2016 年までの動きは、企業が、

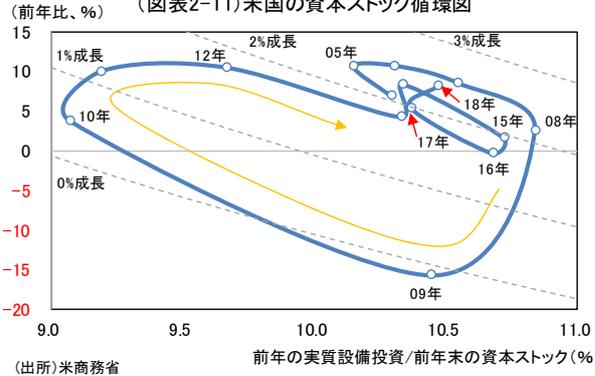
（図表2-9）建設業界の問題意識



（図表2-10）企業規模別の設備投資計画



（図表2-11）米国の資本ストック循環図



資本ストックは期待成長率から見込まれる需要を概ねカバーできる程度まで積み上がったと判断し、設備投資を抑えたと読み取ることができる。2017, 18年に関しては、2014～2016年までの動きに逆行しているが、これについてはトランプ大統領の拡張的な財政政策によって押し上げられた側面が大きいと考える。しかし、2018年時点では再び期待成長率2%のラインを上回っているほか、財政政策の効果剥落に加え、米中貿易摩擦を背景に景気の先行き不透明感が高まっていることなどから、2019年以降は、設備投資が減速する可能性が高いことが示されている。

足元では、OECD 景気先行指数やグローバル製造業 PMI など、世界景気の先行指標に改善の兆しがみられる。今後の米中協議の行方次第ではあるが、さらなる深刻化が回避されるなら、OECD 景気先行指数が設備投資の動きに1年程度先行する傾向があることを踏まえると（図表 2-13）、設備投資は2020年の春ごろまでは減速傾向をたどり、その後は徐々に持ち直しへ向かう可能性が高い。

(図表2-12)米国景気長期成長率見通し

(単位: %)	実質GDP成長率(前年比)				
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
コンセンサス	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0
上位10社平均	2.2	2.3	2.4	2.3	2.2
下位10社平均	1.3	1.6	1.6	1.6	1.7

(単位: %)	実質GDP成長率(前年比5年平均)	
	2021～25年	2026～30年
コンセンサス	1.9	2.0
上位10社平均	2.3	2.2
下位10社平均	1.6	1.7

(出所)BLUECHIP

(図表2-13)OECD景気先行指数と設備投資の推移(前年比)



(出所)OECD、米商務省

### (5) FRB は様子見を継続

10月29, 30日開催のFOMCでは、政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを市場予想どおり25bp引き下げ、1.50-1.75%に変更することを決定した。声明文からは、これまで予防的利下げの実施を示唆してきた「適切に行動する」との文言が削除され、3会合連続で実施してきた予防的利下げをいったん休止、その効果を見極める姿勢に転じる方針を示した。パウエル議長は記者会見で、これまでの利下げが景気を下支えするとしたほか、今後発表される経済データが想定に沿ったものとなるなら、現行の金融政策スタンスが適切であると述べ、追加利下げには経済見通しの再評価が必要になるとの考えを表明した。リスクについては、引き続きグローバル景気の減速、貿易摩擦問題、インフレが目標を下回る状況などに懸念を示したものの、米中貿易摩擦問題の部分合意に向けた動きや英国のEU離脱問題の足元の動きを踏まえて、前向きに推移していると評価した。

予防的利下げは、これまでパウエル議長らが言及してきた1995, 98年の事例にならい、結果的に3回、合計75bpで休止となった可能性が高い。声明文では、今後発表されるデータやリスクの動向が経済見通しに与える影響を注意深く監視し続ける方針が示されている。足元では、米中対立にやや緩和の兆しがみられるほか、OECD 景気先行指数やグローバル製造業 PMI が反発しつつあるなど、景気循環面で一部明るさがみえつつあることから、市場が織り込む追加利下げは最終的に回避されるとみている。一方、これまでFRBがインフレ水準目標等、物価の上昇を一定期間許容する枠組みを検討してきたことなどを踏まえると、過去の予防的利下げ局面後と比べ、緩和的な状況が長期にわたり維持される可能性が高い。米中協議の動向次第ではあるものの、FRBは当面政策金利をすえ置くと予想する。(担当: 大広)

### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.2%と、前期と同じ伸びにとどまった。海外景気の減速を背景に輸出が鈍化したことに加え、米中貿易摩擦やブレグジットを巡る不透明感が景気の先行き不透明感を高め、企業の設備投資に下押し圧力を加えたとみられる。今後については、ECB（欧州中央銀行）による金融緩和や、一部の国の減税策が景気を下支えするとみられるものの、政策効果を除けば好材料に欠く状況が続き、景気の底打ち後も回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。個人消費は、一部の国の減税策や原油安による実質購買力の改善が押し上げ材料となるものの、雇用環境の回復が一巡しつつあるなか、回復ペースは緩慢なものにとどまろう。固定投資は、引き続き貿易摩擦への警戒感が企業マインドの重しとなることで、停滞気味の推移を予想する。輸出は、海外景気の減速に伴い、弱めの動きが続くとみる。ECBは、実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力が一段と高まると見込まれるなか、2020年春までに追加利下げを実施するとみる。

英国は、離脱案がEU=英国間、および英国議会で承認されたことにより、1月末の離脱に向けて動いている。円滑な離脱が実施された場合でも、設備投資を手控える動きが続くとみられることなどから、景気の回復ペースはBOEの想定を下回るとみられ、BOEは現在の政策金利水準をすえ置くと予想する。

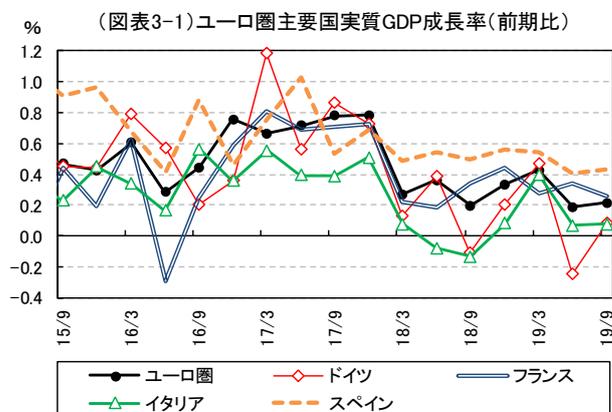
#### (1) ユーロ圏景気の回復ペースは緩慢と予想

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.2%と、前期と同じ伸びにとどまった(図表3-1)。国別の成長率をみると、ドイツ(同▲0.2%→+0.1%)は小幅ながら2四半期ぶりのプラス成長となったものの、フランス(同+0.3%→+0.3%)、イタリア(同0.0%→+0.1%)、スペイン(同+0.4%→+0.4%)では、いずれも前期とほぼ同じ伸びとなっている。

足元のユーロ圏景気は、4-6月期に引き続き、製造業の減速が足枷となっている。GDP成長率と連動

性が高いユーロ圏総合PMI(企業購買担当者景気指数)をみると、10月は50.6と、好不況の境とされる50を上回っているものの、製造業に限れば45.9と、9ヵ月連続で50を下回った。サービス業についても、8月の53.5から9月は51.6、10月は52.2と、50に近付きつつあり、製造業不況が他のセクターにも波及しつつある構図が見て取れる。国別に見ると、ドイツの製造業PMIは42.1と、2009年6月以来の低水準となった9月からほぼ横ばいとなり、全体を大きく押し下げている。

2020年以降のユーロ圏景気は、ECBによる緩和的な金融政策スタンスが下支えとなると見込まれるほか、減税などの拡張的な財政政策の効果も発現するとみられることから、一段の冷え込みは避けられるとみている。一方で、依然としてブレグジットの不透明感や米国の保護主義政策への懸念がくすぶり、中国景気の減速が予想されるなか、政策効果を除けば好材料に欠く状況が続くことで、景気回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。



(出所)ユーロスタット

## (2) 個人消費は緩慢な回復にとどまると予想

GDP統計上の個人消費と概ね似た動きをするユーロ圏の実質小売売上高は、7-9月平均では前年比+2.7%と、4-6月平均の同+2.1%からやや加速した。現時点では未発表のGDPベースの7-9月期の実質個人消費も、同様の動きとなったとみられる(図表3-2)。

ただ、個人消費の重要な決定要因である雇用環境は、これまでの改善トレンドに頭打ち感が出ている。9月のユーロ圏失業率は7.5%と、8月から横ばいとなったものの、雇用者数は、2018年夏をピークに伸びの鈍化傾向が続いている。企業の雇用見通しを見ても、足元では、製造業だけでなく、小売業やサービス業なども採用意欲が低下していることが分かる(図表3-3)。製造業不況が経済全体に波及しつつある段階にあるとみられ、先行きの雇用環境の一段の弱含みが懸念される。

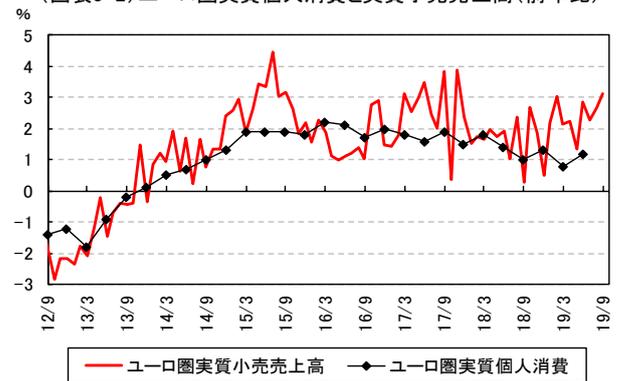
今後の個人消費の押し上げ要因としては、政策による下支えと、原油安による効果が挙げられる。ECBによる9月の利下げに加え、これまでにブレント原油価格が春先の75ドル/バレル付近から、63ドル/バレル(11月5日)まで下落している。当社経済モデルによる試算では、両者の効果を合わせると2020年の個人消費を0.11%ポイント(政策金利の引き下げが0.03%ポイント、原油安が0.08%ポイント)、2021年については0.27%ポイント(政策金利の引き下げが0.04%ポイント、原油安が0.23%ポイント)押し上げると見込まれる(図表3-4)。当社では、国際原油価格は上値の重い展開が続くと見込んでおり、原油安による実質購買力の改善が今後も個人消費を下支えするとみている。

また、2020年についてはフランスで計109億ユーロ規模の所得税・法人税減税が、オランダでも30億ユーロ規模の大規模な給与所得税減税が実施されることも、個人消費を下支えするとみる。こうした政策効果等を背景に、個人消費の大幅な減速は免れるとみるものの、雇用環境の回復が一巡しつつあるなか、回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

## (3) 固定投資は停滞を予想

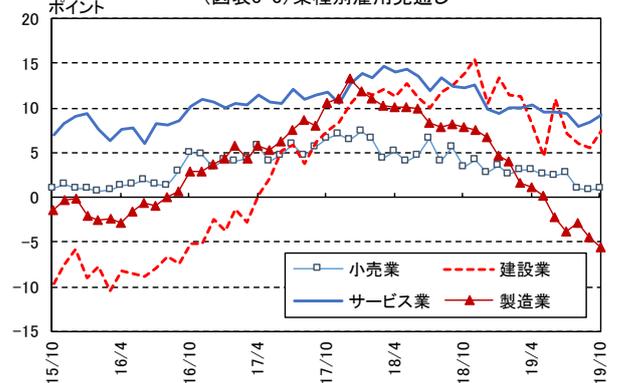
GDP統計ベースの固定投資は、4-6月期に前年比+8.7%と、4四半期連続のプラスとなり、1-3月期の同+4.2%から伸び幅が拡大した。ただ、先行指標である資本財受注は2018年11月をピークに減少傾向が続いており、目先の固定投資が減速へ向かう可能性が示唆されている(図表3-5)。

(図表3-2) ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高(前年比)



(出所)ユーロスタット

(図表3-3) 業種別雇用見通し



※3か月先の雇用を「増やす」との回答-「減らす」との回答  
(出所)欧州委員会

(図表3-4) 経済モデルによる試算結果

### ① 政策金利の引き下げによる押し上げ

(預金ファンダリティ金利の0.1%ポイントの引き下げ)

	個人消費			実質GDP		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
ユーロ圏	0.00	0.03	0.04	0.01	0.03	0.03
ドイツ	0.01	0.03	0.04	0.01	0.03	0.03
フランス	0.01	0.03	0.05	0.01	0.03	0.03
イタリア	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.02	0.00
スペイン	0.00	0.03	0.04	0.01	0.05	0.01

### ② 原油安による押し上げ(ブレント原油価格の10ドル/バレルの下落)

ユーロ圏	-0.01	0.08	0.23	-0.01	0.06	0.21
ドイツ	-0.02	0.00	0.15	-0.01	0.02	0.18
フランス	-0.01	0.01	0.16	0.00	0.05	0.20
イタリア	0.01	0.24	0.39	0.00	0.12	0.21
スペイン	0.00	0.15	0.44	0.01	0.16	0.35

### ③ 両者による押し上げ計

ユーロ圏	0.00	0.11	0.27	0.00	0.09	0.24
ドイツ	-0.02	0.03	0.20	-0.01	0.05	0.21
フランス	0.00	0.05	0.21	0.00	0.08	0.23
イタリア	0.01	0.24	0.36	0.00	0.13	0.21
スペイン	0.00	0.18	0.47	0.01	0.21	0.36

(出所)OEGMより明治安田生命作成

足元では、新興国景気の減速やブレグジットの動向などにより、景気の先行きが不透明化していることが、投資スタンスの慎重化につながっているとみられる。独Ifoが発表する不確実性指数は、9月には約10年ぶりの高水準となった(図表3-6)。同指数と固定投資の関係を実証的に検証するため、ベクトル自己回帰モデルを構築してインパルス・レスポンスを導出すると、不確実性の上昇に対し、かなりの長期にわたり固定投資が有意に押し下げられていることが分かる(図表3-7)。このため、今後についても引き続き不確実性の高まりが固定投資を抑制するとみられる。

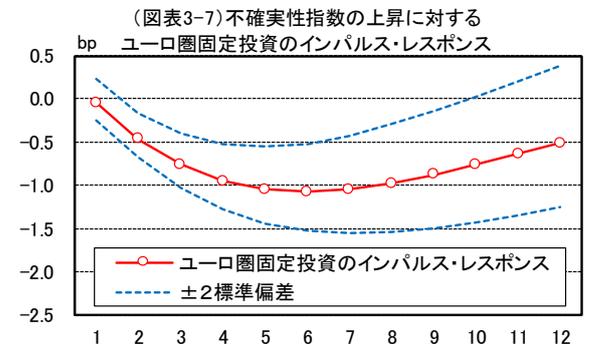
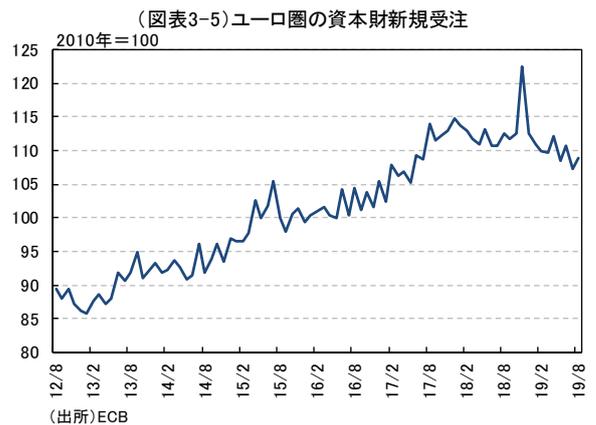
一方、銀行の貸出態度は、足元で緩和方向となっている。4-6月期については、夏場にイタリアで市場リスクが高まったことを受けて厳格化したものの、7-9月期には再び緩和に転じた。加えて、9月にはTLTROⅢ(標的型長期資金供給オペ第3弾)が始まり、次回12月の第2回以降は条件の緩和を受けて利用の拡大が期待できるため、金融環境は一段と緩和的となることが見込まれる。

今後の設備投資については、金融政策が企業向け融資を下支えすることが押し上げ要因になるものの、世界景気の持ち直しペースが鈍いなかで、景気の先行き不透明感は依然根強いことから、停滞気味の推移が続くと予想する。

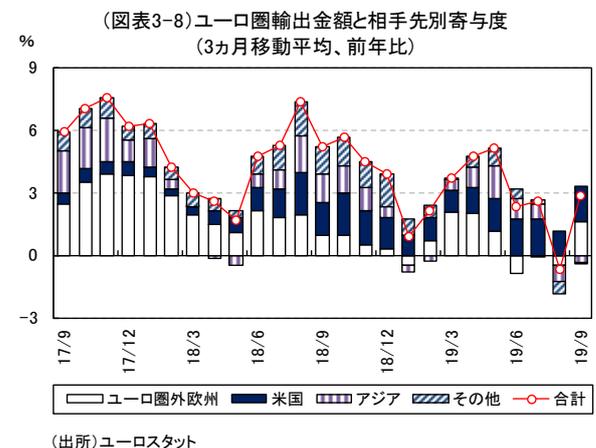
#### (4) 輸出は弱めの動きが続く

貿易統計ベースの輸出金額は、米国向けは底堅く推移している一方で、ユーロ圏外欧州向けやアジア向けの鈍化を受け、春先以降弱い動きが続いている(図表3-8)。ユーロ圏外欧州では英国向けが、アジア向けでは中国向けがそれぞれ押し下げに寄与している。

英国向けについては、元々のEU離脱期限であった2019年3月に関税復活前の駆け込みで大きく増加したが、その後は反動減が続いている。足元では、10月末の合意なき離脱は回避されたものの、英国景気自体が冴えないほか、ドイツをはじめとするユーロ圏企業がサプライチェーンから英国を外す動きも出てくると考えられ、構造的にもユーロ圏から英国への輸出が伸びにくい状況が続くとみられる。



独Ifo不確実性指数(対数値)、周辺国借入コストの代理変数(イタリア10年債利回りの対独スプレッド)、ユーロ圏GDPベース固定投資からVARモデルを構築。AICにより次のラグを選択。インパルス・レスポンスの導出ではコレスキー分解(金利スプレッド→不確実性指数→固定投資)を利用。分析期間:2005年1-3月期-2019年4-6月期



中国向けについても、春以降、伸びが鈍化傾向となっている。内訳では、中国向け輸出の過半を占める機械・輸送用機器の伸びが鈍化しているほか、化学製品などでも弱い動きとなっており、中国景気の減速の影響を大きく受けた形である（図表3-9）。今後については、中国政府が景気対策を強化していることがプラス材料となるものの、景気対策の恩恵を受けるのはインフラ開発関連業種が中心で、欧州の輸出が得る恩恵は限定的なものにとどまる可能性もあることから、中国向けの輸出の持ち直しペースは緩慢なものにとどまるとみる。米国景気が底堅く推移するなか、米国向け輸出は堅調を保つ一方、英国向け、中国向け輸出の伸び悩みにより、今後のユーロ圏の輸出は弱めの動きが続くと予想する。

（図表3-9）ユーロ圏対中輸出金額と品目別寄与度  
（3ヵ月移動平均、前年比）



（出所）ユーロスタット

### （5）限界が近づくECBの金融政策

ECB（欧州中央銀行）は、9月12日の理事会で、利下げや資産買い入れプログラムの再開などからなる金融緩和措置を発表した（図表3-10）。内訳を見るとまず、中銀預金金利（▲0.4%→▲0.5%）が3年半ぶりに引き下げられた。利下げに当たっては、準備預金の階層化を実施し、銀行収益に配慮している。また、資産買い入れプログラムについて、期限を時間軸で区切らない形で再開を宣言、TLTROⅢについてもペナルティ金利の撤廃などの条件の緩和を発表した。

9月の緩和は事前の市場予想を上回る規模との評価が可能だが、預金ファシリティ金利が▲0.5%まで引き下げられたことで、さらなる利下げを行っても副作用を上回る効果を得るのが難しくなっているほか、資産買い入れについても各銘柄の33%が保有上限とされている以上、一段の拡大には限界がある。米プリンストン大学のブルネルマイヤー教授らの推計によれば、銀行収益への悪影響により、それ以上の利下げが引き締め効果に転じてしまう「リバーサル・レート」の水準は、ユーロ圏では▲1.0%付近とのことであり、中銀預金の階層化やTLTROⅢといった銀行収益への配慮策を勘案しても、今後の利下げ幅は限られている。ドラギ総裁自身も、9月理事会後の記者会見で「今後は財政政策が中心となるべき」、「財政出動余力がある国については効果的に、速やかに行動すべき」と、財政出動の必要性について繰り返し述べている。

もっとも、実際に今回で金融緩和が打ち止めとなるとは考えにくい。足元では米中貿易摩擦やブレグジットを巡る不確実性がくすぶるなか、ドイツを中心に製造業の不振に歯止めがかからない状況が続いている。これまで堅調であった雇用への波及を含め、実体経済の悪化は今後一段と深刻化する可能性が高い。2020年については減税等の景気刺激策による景気下支え効果が期待されるが、政策効果が確認されるまでにはまだ時間を要する。実体経済の弱さに起因するディスインフレ圧力は一段と高まると見込まれ、来年春までに追加利下げが実施されると予想する。

（図表3-10）9月のECB理事会で発表された金融緩和措置

<p><b>①利下げ</b> 預金ファシリティ金利を▲0.4%から▲0.5%へ引き下げ、主要リファイナンス金利(0.0%)、限界貸出金利(0.25%)はすえ置き。コリドーの幅は65bpから75bpに拡大</p>
<p><b>②フォワードガイダンスの変更</b> 「少なくとも2020年前半を通じて政策金利を現状かそれ以下に保つ」から、「インフレ見通しが力強く目標に回帰するまで政策金利を現状かそれ以下に保つ」に変更</p>
<p><b>③準備預金の階層化</b> 中銀準備預金を2階層に分割し、超過準備部分に対してはマイナス金利を付加しない形に。銀行収益に配慮した形</p>
<p><b>④資産買い入れプログラムの再開</b> 11月より月200億ユーロのペースで再開。従来のように期間を時間軸で区切らず、「利上げ直前まで継続する」とした</p>
<p><b>⑤TLTROⅢの条件緩和</b> 金利のペナルティ分を廃止。貸出額が基準を上回った銀行については、最も低いケースで預金ファシリティ金利(現在: ▲0.5%)での借入れが可能に</p>

（出所）ECBより明治安田生命作成

## (6) 1月末離脱へ向けて動く英国

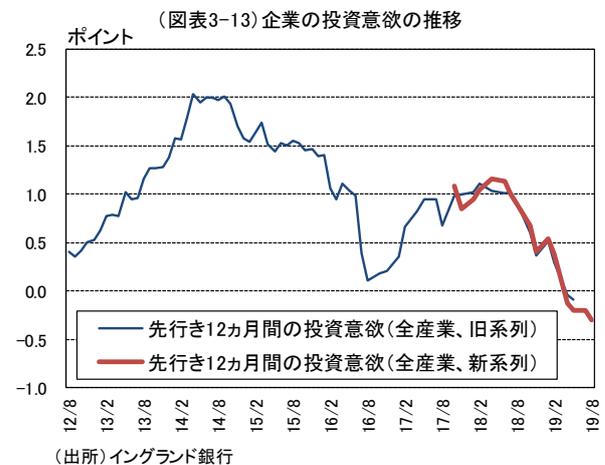
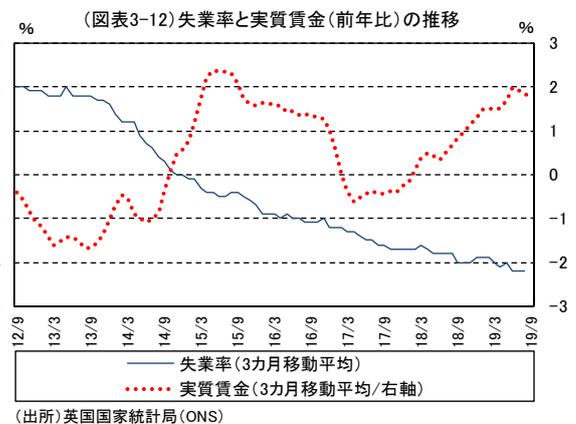
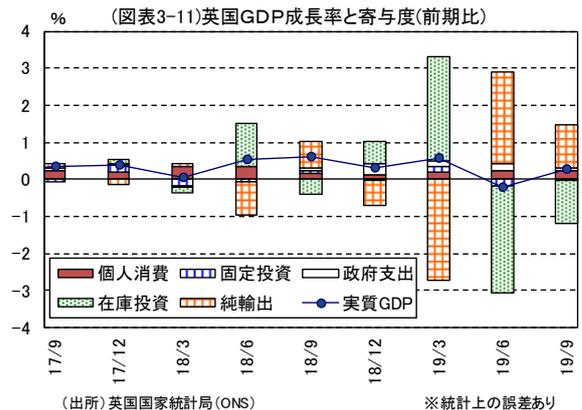
英国の7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.3%と、2四半期ぶりのプラスとなった(図表3-11)。4-6月期には、本来のEU離脱期限であった2019年3月末に向けて積み上げられた在庫の取り崩しが成長率を大きく押し下げたが、今期についてはその影響が緩和された形。内訳では、輸出(同▲6.6%→+5.2%)が2四半期ぶりのプラスとなったほか、個人消費(同+0.4%→+0.4%)の底堅い推移が続き、全体を押し上げた。

個人消費が堅調な背景には、家計の実質購買力の改善が挙げられる。原油安やポンド高を背景に輸入物価の伸びが鈍化するなか、足元の失業率が1974年以来の低水準となるなど、雇用の引き締めを受けて賃金は上昇傾向となっており、実質賃金は2015年秋以来の高水準となっている(図表3-12)。一方で、ブレグジットの不透明感が強まったことなどを背景に、2018年央以降、消費者信頼感悪化傾向が続いている。個人消費は、良好な雇用・所得環境に支えられ、当面は堅調を維持するとみるも、消費マインドが悪化していることから、回復ペースは鈍化に向かうと予想する。

設備投資は弱い動きが続いている。EU離脱時期が先送りされ、総選挙の実施も控えるなど、経営計画の見通しを立てることが困難であることから、企業は生産・投資活動を縮小させている。イングランド銀行によるサーベイ調査を見ても、企業の投資意欲は落ち込みが続いており、英国の設備投資は、今後とも減速傾向で推移すると予想する(図表3-13)。

EU離脱交渉では、10月半ばにEUと英国の間で合意が成立した。英国議会においても同合意の一般原則が採決されたものの、離脱延期法の期限までに関連法案の採決には間に合わなかったことから、同法に基づいてジョンソン首相はEUに1月末までの離脱延期を申請、EU側はこれを認めた。次いでジョンソン首相は解散総選挙を12月12日に実施する法案を提出、野党労働党の賛同を取り付けることに成功し、同日に総選挙が実施されることが決定した。このため、従前の懸念であった「10月31日の合意なき離脱」は回避された形だが、今後の動向は総選挙の結果に大きく左右される。

YouGovによる世論調査では、労働党の支持率が20ポイント強での横ばい圏で推移している一方、保守党の支持率はジョンソン首相が就任した7月末時点での25ポイントから、足元では36ポイントまで改善している。選挙実施まで間があるため、予断を許さない状況ではあるが、メインシナリオとしては保守党を中心とした政権が継続され、1月末の離脱をめざすと見込まれる。ただ、保守党が単



独過半数を掌握できない場合は、再び他党の協力を仰ぐ必要が生じ、合意形成が困難となるリスクは残る。また、可能性は高くはないが、労働党が政権を握った場合、同党はEU離脱を巡る国民投票を実施するとしており、再び不透明感が強まる展開が懸念される。

11月のBOE金融政策委員会（MPC）では、政策金利が0.75%ですえ置かれた。BOEは11月の金融政策レポート（インフレーションレポートから改称）で、2020年の成長率見通し（前年比+1.3%→+1.25%）、CPI見通し（同+2.1%→+1.5%）とも下方修正した。一方、今後の政策については従来の方針を変えず、円滑なEU離脱が実現するとの前提のもと、緩やかかつ限定的な範囲での利上げを行なうことが適切であるとの認識を維持している。もっとも、円滑な離脱が実施された場合でも、設備投資を手控える動きが続くとみられることなどから、景気の回復ペースはBOEの想定を下回るとみられ、BOEは景気下支えのため、政策金利のすえ置きを続けると予想する。（担当：山口）

## 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+6.0%と、前期の同+6.2%から減速し、1992年の統計開始以来最低の伸び率となった。主要需要項目のうち、個人消費は、自動車販売の不振や可処分所得の伸び悩みにより減速基調で推移した。固定資産投資は、これまでの対策による効果でインフラ開発投資が緩やかに伸びたものの、低調な製造業投資が足枷となり、鈍い伸びにとどまった。輸出は、米中貿易摩擦の影響により減少した。

今後の個人消費は、消費刺激策などの景気対策が下支えとなることで、徐々に下げ止まると予想する。固定資産投資は、インフラ開発投資の拡大が続くほか、法人減税や産業補助金を通じたハイテク産業の下支え策、中国人民銀行による金融緩和策などの後押しにより、製造業投資が徐々に持ち直すことが期待され、緩やかな回復を見込む。輸出は米中貿易摩擦の影響により、減少基調が継続すると予想する。米中貿易摩擦は長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみており、中国景気は、減速基調での推移が続くと予想する。

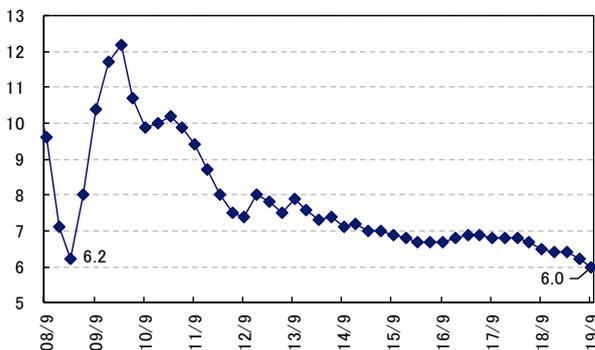
#### (1) 景気対策で緩やかな減速へ

7－9月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.0%と、前期の同+6.2%から減速し、1992年の統計開始以来最低の伸び率となった(図表4-1)。米中貿易摩擦は、米国の対中関税引き上げを通じて輸出の減少をもたらしているほか、先行きに対する不透明感から、個人消費や設備投資など内需の抑制要因ともなっている。中国政府は減税や金融緩和、インフラ投資の拡大により景気下支えに動いているものの、現時点で景気を強く押し上げるまでは至っていない。

足元の経済動向について、まず供給サイドをみると、10月の鉱工業生産は前年比+4.7%と前月(同+5.8%)の伸びを下回った。7－9月期平均(同+5.0%)でも4－6月期平均(同+5.6%)から減速しており、増勢が弱まっている。米中貿易摩擦の激化が足枷となっているほか、排ガス規制強化の影響で自動車生産が減少していることが要因として挙げられる。10月の自動車生産台数は前年比▲2.1%と、2018年7月以降、前年比マイナスが続いている。

一方、「中国製造2025」のもと、国を挙げて市場規模の拡大をめざす集積回路は、足元では前年比で二桁プラスとなっている(図表4-2)。携帯

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(出所) 中国国家統計局

(図表4-2) 集積回路と携帯電話の生産台数(前年比)



(出所) 中国国家統計局

(図表4-3) 中国実質GDP成長率予測(前年比、%)

	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)	2021年 (予測)
実質GDP成長率	6.6	6.1	5.9	5.7

電話も小幅ながらプラスに転じた。集積回路産業では、在庫調整に米中対立が加わったことで、昨年後半以降、生産に大きな下押し圧力がかかっていた。ここへきて、次世代通信5Gへの移行本格化の兆候が表れ始め、在庫調整も進展したことに伴い、足元の生産が上向いている可能性がある。

10月の米中貿易協議では、特定分野での部分的な合意に達した。ただ、米中摩擦は、経済分野にとどまらない可能性があることから、包括的な合意に至るまでには時間を要すると思われる。今後も長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみている。こうしたなか、中国景気は、基本的には減速気味の推移が継続すると考える。もっとも、インフラ投資、金融緩和（預金準備率、貸出金利の引き下げ）、消費刺激策といった政策効果が下支えすることで、減速ペースは緩やかなものにとどまろう。2019年から2021年にかけての3年間の成長率は、それぞれ前年比+6.1%、+5.9%、+5.7%となると予想する(図表4-3)。

## (2) 個人消費は下げ止まりへ

需要サイドのうち、まず個人消費関連をみると、実質小売売上高は減速基調で推移している(図表4-4)。ウェイトの大きい自動車販売が、7月から実施された排ガス規制強化前の駆け込み需要の反動減で、大きく落ち込んでいる影響が大きい。また、米国の対中関税引き上げの影響から雇用が手控えられ、可処分所得が伸び悩んでいることも個人消費を抑制している(図表4-5)。

ただ、中国政府はすでに個人所得減税(2018年10月、2019年1月の2回にわたり基礎控除額を引き上げ)を実施しているほか、8月には20項目にわたる消費促進のためのガイドラインを発表している。この中には、ナンバープレートの発給制限の緩和等が含まれており、今後は自動車販売を下支えすることが期待できる。また、消費者の潜在ニーズを把握するために人工知能やビッグデータを活用することが盛り込まれており、スマートフォンを活用したネット販売の拡大などが見込まれる。政府によるインフラ開発投資の活発化も、雇用の創出につながるとみている。

こうした消費刺激策や景気対策への期待感から、家計の雇用・所得に対する見通しは底堅く推移しており(図表4-6)、消費がこのまま腰折れすることは想定しづらい。今後の個人消費は徐々に下げ止まるとみる。ただし、その後安定的な回復に向かう姿もまた予想しにくい。

## (3) 固定資産投資はインフラ開発がけん引役に

1-10月期の固定資産投資は前年比+5.2%(年

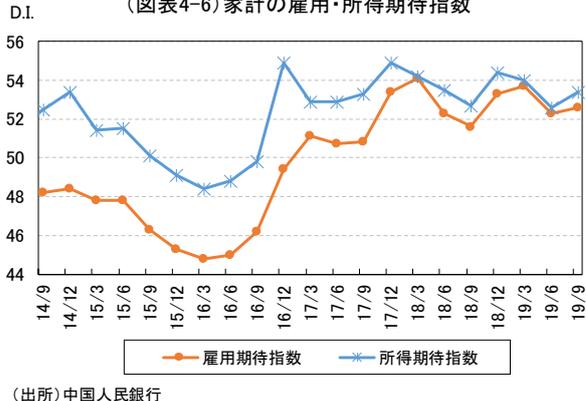
(図表4-4)実質小売売上高の推移(前年比)



(図表4-5)家計の実質可処分所得の推移



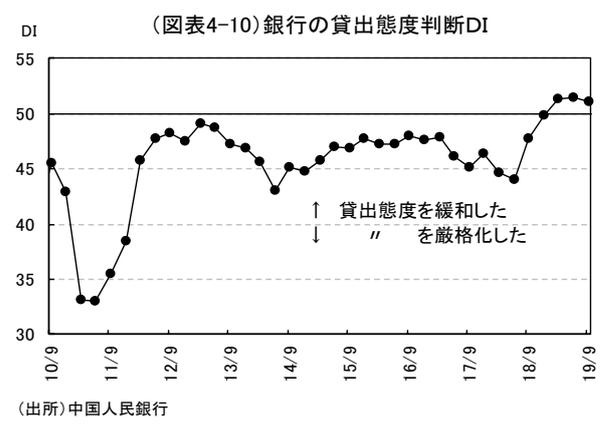
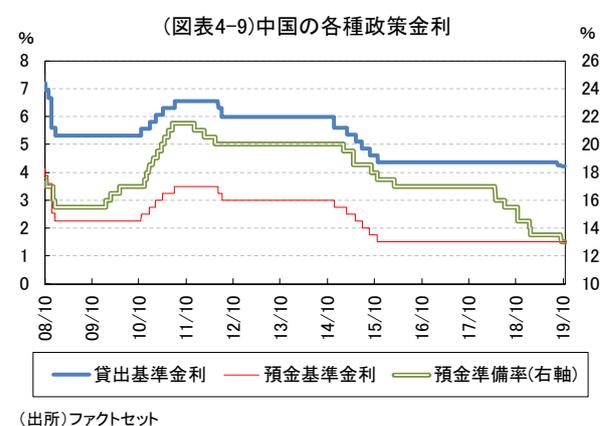
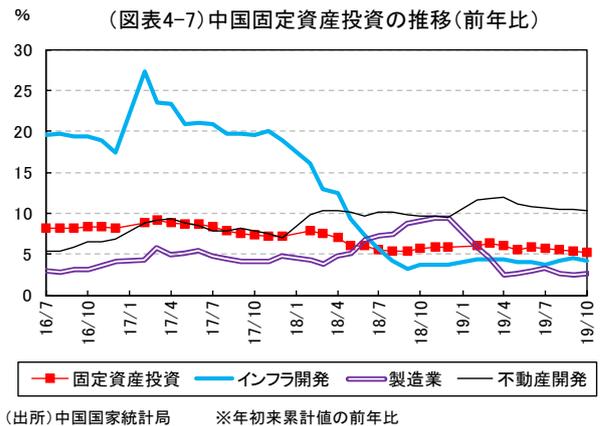
(図表4-6)家計の雇用・所得期待指数



初来累計値ベース)と、減速傾向が続いている(図表4-7)。内訳をみると、不動産開発投資は、緩和的な金融環境の下での住宅販売の伸びを背景に、1-10月期は+10.3%と高い伸びを維持している。ただ、今年に入ってから伸び幅自体は縮小傾向にある。政府は不動産バブルの加速を警戒し、厳格な融資審査など、不動産市場安定化に向けた取組みを継続している。こうした当局のスタンスもあって、住宅価格の伸びがピークアウトしつつあることから、今後も不動産開発投資は減速傾向での推移が見込まれる。

1-10月期の製造業投資は、同+2.6%と低調な推移が続いている。米中貿易摩擦の影響で企業利益が落ち込んでいる影響が大きく、10月の製造業PMIは49.3と、6ヵ月連続で50を下回っている(図表4-8)。ただ、今後は法人減税や産業補助金を通じたハイテク産業の下支え策のほか、中国人民銀行による金融緩和策が、製造業投資を後押しすることが期待される。2018年以降、人民銀行は計6回にわたり預金準備率の引き下げ(17.0%→13.0%)を行ってきた(図表4-9)。また、8月には銀行の貸出金利制度を変更し、新たに最優遇貸出金利(ローンプライムレート、LPR)を設定した。貸出金利を市中金利により連動させることで実質的な利下げを企図したもので、10月20日に発表されたLPRは4.20%と、これまで基準とされていた貸出基準金利(4.35%)を下回っている。こうした動きを受け、銀行の貸出態度も緩和的になっている。中国人民銀行が四半期ごとに調査している銀行貸出態度DIは、2019年以降緩和水準で推移している(図表4-10)。緩和的な金融環境のもと、民間企業向けを中心とした融資の拡大が見込まれることで、製造業投資は徐々に持ち直すと予想する。

インフラ開発投資に関しては、基調としては緩やかながら前年比のプラス幅が拡大しており、固定資産投資全体を下支えしている。政府は特別地方債の発行枠を2018年の1兆3,500億元から、2019年には2兆1,500億元まで拡大していたが、9月の閣議ではこれらの発行を9月中に完了し、10月末までにプロジェクトへの配分を実施するよう求



めた。2020年の地方債の前倒し発行も認められており、今後は公共事業への資金投入が容易になることで、インフラ投資拡大に向けた動きの持続が見込まれる。

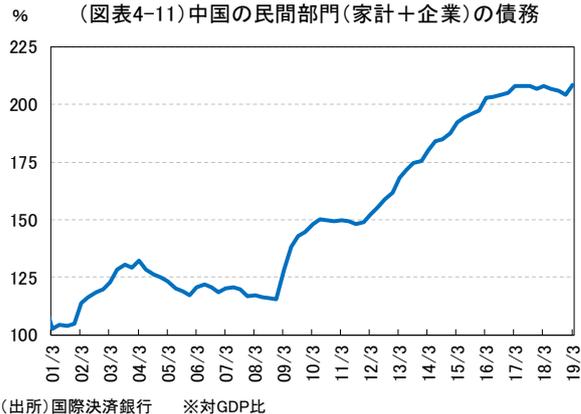
リーマン・ショック以降に積みあがった過剰債務問題には引き続き注意が必要であるものの（図表4-11）、今後の固定資産投資は緩やかに回復すると予想する。

#### （4）輸出は一段と減少へ

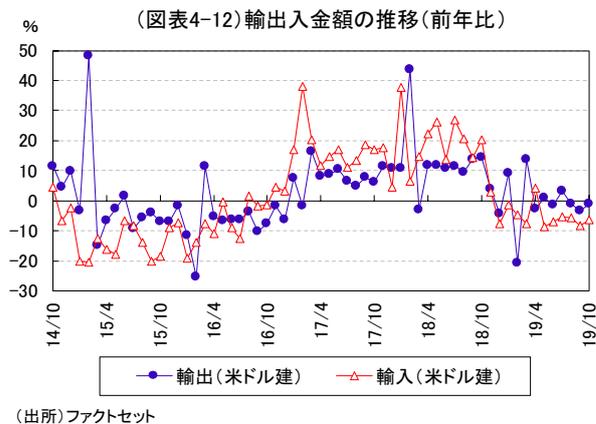
10月の輸出は前年比▲0.9%と、9月（同▲3.2%）から若干持ち直したものの、3ヵ月連続で前年比マイナスを記録した（図表4-12）。米国向け輸出が、9月1日から新たに適用された約1,100億ドル分を含むおおよそ3,600億ドル相当の追加関税の影響で、大きく減少（同▲16.2%）していることが主因である。一方でASEAN向けや台湾向けなどは堅調に推移している。本来であれば米国へ輸出されるはずだった商品の迂回輸出が行なわれているとみられるものの、輸出の落ち込みをすべてカバーするには至っていない。

輸入についても、10月は同▲6.4%と、6ヵ月連続で減少した。内需の減速と、対米関税の引き上げが影響しているとみられる。輸出への先行性がある新規輸出受注PMIをみると、2020年央にかけても輸出の低迷が継続する可能性が示されている（図表4-13）。米中摩擦は今後も長期にわたり不透明要因として燻り続けるとみており、輸出は当面減少基調が続くと予想する。（担当：木下）

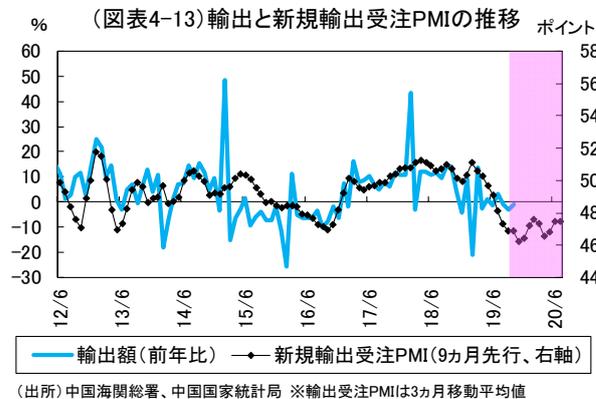
（図表4-11）中国の民間部門（家計+企業）の債務



（図表4-12）輸出入金額の推移（前年比）



（図表4-13）輸出と新規輸出受注PMIの推移



## 5. 豪州・その他アジア新興国経済見通し

### 〈要 約〉

豪州景気は、賃金上昇圧力の弱さを背景に個人消費が当面弱めに推移するものの、外部環境の改善が輸出や設備投資の増加につながることで、緩やかながら回復基調が続くと予想する。RBA（豪州準備銀行）はインフレ目標達成のため春先に25bpの利下げを行なうものの、その後は物価や雇用環境の改善度合いを注視しつつ、しばらく政策金利をすえ置くと予想する。

韓国経済は、米中摩擦が今後も長期にわたり不透明要因として燻り続けるものの、世界的な半導体市況の底入れから、徐々に輸出が持ち直すことで緩やかながら回復に向かうと予想する。台湾経済は、アジア向けの輸出が持ち直し、拡大基調を維持すると予想する。シンガポール経済は、内外需とも好転が見込みづらいなか、低成長が続くとみる。

ASEAN 諸国は、いずれも中国景気の減速による景気下押し圧力を受けている。こうしたなか、各国ともに政策金利を引き下げることによって景気を下支えすることが期待される。インドは、政策金利の引き下げや、各種景気政策によって景気は持ち直すともみる。

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

	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)	2021年 (予測)
韓国	2.7	1.8	2.3	2.5
台湾	2.6	2.3	2.4	2.6
シンガポール	3.1	0.5	1.4	1.8
インドネシア	5.2	5.0	5.1	5.2
タイ	4.1	2.9	3.0	3.5
マレーシア	4.7	4.5	4.2	4.1
フィリピン	6.2	5.8	6.2	6.6
インド	6.8	6.1	6.5	7.2
豪州	2.7	1.7	2.5	2.7

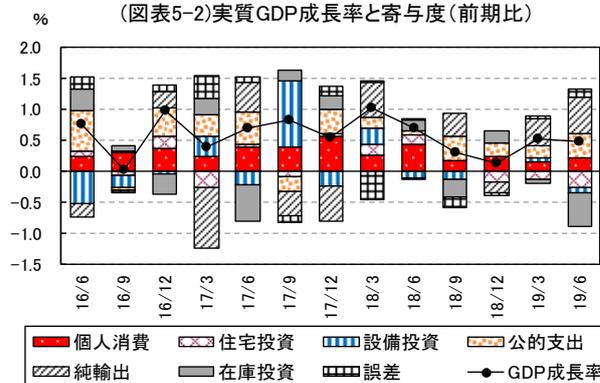
※インドは会計年度数値(4月～3月)

#### (1) 豪州は緩やかながら外需主導の景気回復へ

豪州の4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.5%（前期比年率+1.9%）と、2%台後半と言われる潜在成長率を下回る伸びにとどまった。資源輸出の増加に支えられ輸出が伸びたほか、公的支出も堅調に推移した一方、GDPの6割近くを占める個人消費が伸び悩み、住宅投資も3期連続で減少した(図表5-2)。

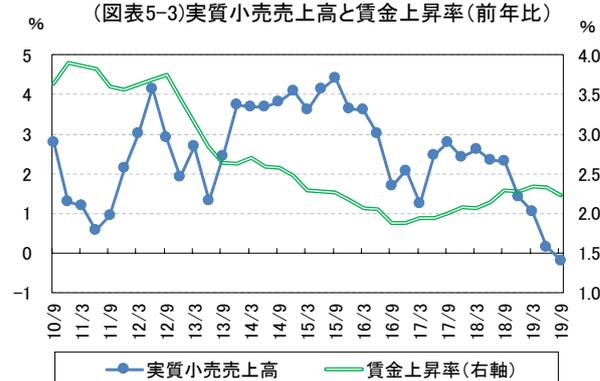
個人消費の動向について、近い動きをする実質小売売上高をみると、7-9月期は28年ぶりに前年比マイナスを記録した(図表5-3)。所得の伸び悩みや、住宅価格下落による逆資産効果の下押しした形。失業率は3月以降、5%台前半で横ばいとなっているが、求人件数等の先行指標は、今後緩やかながら失業率の悪化を示唆していることから、賃金上昇圧力は弱い状況が続くとみる。今後の個人消費は、利下げによる緩和的な金融環境が下支えとなるものの、当面は弱めの推移を予想する。

(図表5-2) 実質GDP成長率と寄与度(前期比)



(出所) 豪州統計局、ファクトセット

(図表5-3) 実質小売売上高と賃金上昇率(前年比)



(出所) 豪州統計局

輸出は、世界景気が米中貿易摩擦等を背景とした減速トレンドから反転上昇の兆しがみられることから(図表5-4)、緩やかな回復傾向で推移するとみる。とりわけ、アジア諸国はOECD加盟国全体に先行する形で回復が進んでおり、今後の豪州景気の押し上げ要因になると考えられる。

輸出の増加は、設備投資意欲の回復にも寄与するとみられる。実際、19年度の設備投資計画は、過去3年間のそれを上回っている(図表5-5)。とりわけ主要産品である鉄鉱石は、価格の持ち直し等を背景に大手企業による投資プロジェクトが予定されており、鉱業投資のけん引役となると予想する。非鉱業分野でも、風力発電等の再生可能エネルギー事業への投資増加が見込まれている。今後の設備投資は緩やかながら増加基調に転じると予想する。

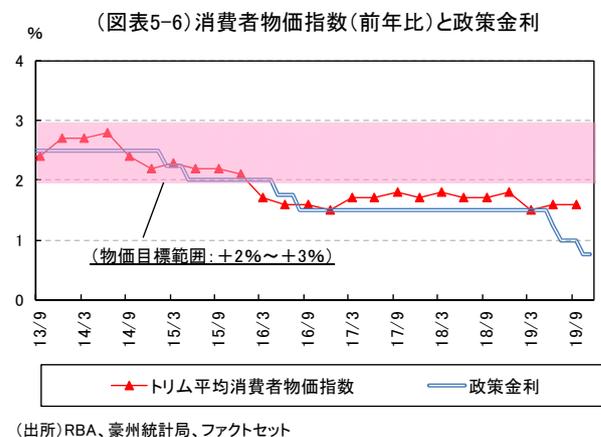
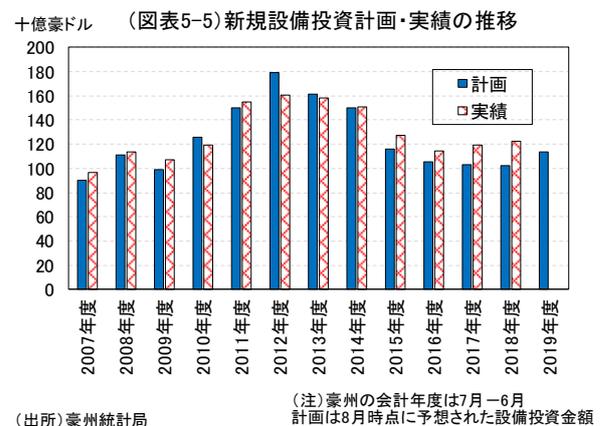
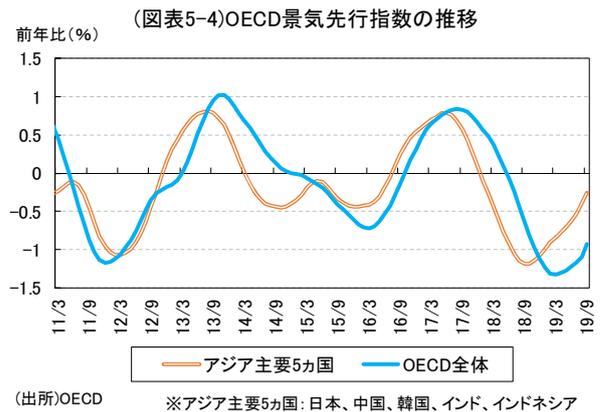
一方、公的支出は政府の各種対策効果でここまで増加基調をたどってきたが、通信インフラや道路への投資プロジェクトが一巡しつつあることから、今後は減少に転じる可能性が高いとみている。

RBA(豪州準備銀行)は10月に今年3度目の利下げを行ない、政策金利を過去最低水準の0.75%に引き下げた。声明文やロウ総裁の発言では、引き続き緩和バイアスを維持する一方、これまでの利下げ効果が雇用・所得の改善に寄与するとの考えから、マイナス金利導入までは至らないとの見解も示されている。インフレ率が長期間にわたり物価目標レンジ(前年比+2~3%)を下回っているほか(図表5-6)、失業率(10月5.3%)もRBAがめざす完全雇用状態(失業率4.5%程度と推定)から乖離していることから、RBAは春先に25bpの利下げを実行すると予想する。ただ、その後はインフレや雇用環境の改善度合いを注視しつつ、しばらく政策金利をすえ置くと予想する。(担当:木下)

## (2) アジア NIEs は緩やかな回復へ

### <韓国>

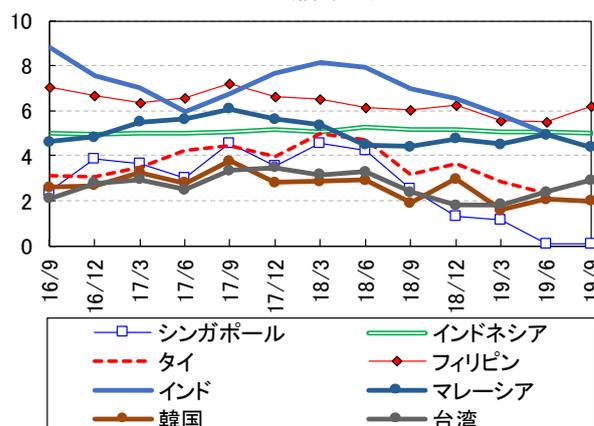
韓国の7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+0.4%と、2四半期連続のプラス成長となったものの、前期(同+1.0%)から伸びは鈍化した。純輸出が4四半期ぶりにプラス寄与となったほか、政府支出も押し上げに寄与したが、総固定資本形成の大幅マイナスが足を引っ張った。民間最終消費支出のプラス寄与幅も4-6月期から縮小した。



内需については、公共部門の雇用創出等を柱とした各種雇用関連政策の効果が発現することで、雇用環境は改善に向かうとみており、これが民間最終消費支出を下支えするとみる。外需については、米中摩擦は今後も長期にわたり不透明要因として燻り続けるものの、世界的な半導体市況の底入れから、徐々に持ち直すとみている。韓国景気は、緩やかながら回復に向かうと予想する。

韓国中銀は10月16日の金融通貨委員会で、7月に引き続き、政策金利を25bp引き下げ、1.25%とした。FRB（米連邦準備制度理事会）が予防的利下げに動かなかで、ウォン高による景気への悪影響を緩和するための措置とみられる。今後については、物価上昇圧力が弱いなか、2020年前半に1回程度の追加利下げを行なうと予想する。

(図表5-7) アジア各国の実質経済成長率 (前年比)



(出所)ファクトセット

### <台湾>

台湾の7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は、前年比+2.9%と、4-6月期の同+2.4%から伸び幅は拡大した。米国向けが堅調だった輸出と、良好な雇用環境を背景とした民間消費が押し上げに寄与した。輸出金額の推移をみると、米中貿易摩擦の影響から中国をはじめとするアジア向けは減少しているものの、米国向けは、1-10月の累計で前年同期比+17.6%と高い伸びを続けている。これについては、台湾の製造業が追加関税を回避するため米国への輸出拠点を中国から台湾へと移す動きが加速していることが背景にある。中国の半導体の在庫調整が進展し、次世代通信5Gへの移行本格化も期待できることから、今後はアジア向け輸出も徐々に回復すると予想しており、台湾景気は拡大基調を維持するとみている。

9月19日、台湾中銀は四半期毎の理事会で、13四半期連続で政策金利を1.375%ですえ置いた。景気も底堅く推移しており、雇用者数も堅調に増えていることから、台湾中銀は当面政策金利をすえ置くと予想する。

### <シンガポール>

シンガポール景気は、米中貿易摩擦を背景とするアジア域内貿易の縮小を背景に低迷している。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+0.1%と、前期に引き続き低成長となった。業種別では、電気機器や精密機器等の製造業の不振の影響が大きい。

需要項目別にみると、家計消費が落ち込んでいる。9月の小売売上高は前年比▲2.2%と8ヵ月連続のマイナス、変動が大きい自動車を除いたベースでも同▲0.3%と8ヵ月連続のマイナスになっている。米中貿易摩擦の長期化懸念など、シンガポール経済を取り巻く外需環境が依然として不透明ななかで、家計は不要不急の消費を抑制しているとみられる。今後のシンガポール景気は、内外需とも好転が見込みづらいなか、低成長が続くと予想する。

## (3) ASEAN諸国景気は内需に陰り

### <インドネシア>

インドネシアの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、前期の同+5.1%とほぼ同じ伸びとなった。4月に行なわれた大統領選・議会選に関連した財政支出による、内需の押し上げ効果は剥落しつつあるものの、輸出が3四半期ぶりにプラスになったことが全体の伸びを支えた形。

今後については、選挙結果への不透明感から先送りされていた民間投資の再開や、新体制による新規インフラ投資の実施、各種（不動産、自動車等）融資規制の緩和等が内需を下支えするとみている。ただ、国際商品市況の鈍化から、主要輸出品の価格は依然として低迷していることが重石となるため、輸出や民間投資の回復は鈍いものとなる。

10月24日、インドネシア中銀は、4会合連続となる利下げ（計1.0%）を行なった。ただ、昨年累計で1.75%の利上げを行なった引き締め効果が残っているとみられるほか、追加的な財政出動の規模には限界があるとみられることもあって、2020年前半にかけて1回程度の利下げを実施すると予想する。

### <タイ>

タイの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+2.3%と、1-3月期の同+2.8%から伸びが鈍化した。安定した雇用環境や、自動車の買い替え需要が下支えとなり、民間消費は底堅く推移したものの、中国景気の減速を背景に財輸出が減少したほか、通貨上昇によって観光客の伸びが鈍化したことで、サービス輸出も減少した。今後については、自動車の買い替え需要の一巡による民間消費の鈍化が見込まれるほか、世界景気の先行き不透明感が依然として残ることから、タイ景気も減速傾向で推移するとみる。

低インフレや、景気の減速に対応するため、タイ中銀は11月6日の金融政策委員会で、今年2回目となる政策金利の引き下げを決定した。景気下支えのため、タイ中銀は、2020年前半にかけて追加利下げを1回行なうと予想する。

### <マレーシア>

マレーシアの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.4%と、前期の同+4.9%から伸び幅が縮小した。堅調な個人消費が景気を下支えした一方、総固定資本形成のマイナスが足を引っ張った。今後については、大型インフラ投資が下支えすると見込んでいるものの、米中貿易摩擦の影響が残るのに加え、物品サービス税廃止による個人消費の押し上げ効果が剥落に向かうことから、今後のマレーシア景気は減速感をやや強めるとみる。

マレーシア中銀は11月5日の金融政策委員会で、政策金利を3.00%ですえ置いた。景気下支えのため、マレーシア中銀は、2020年前半にかけてさらに1回利下げを実施すると予想する。

### <フィリピン>

フィリピンの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.2%と、前期の同+5.5%から加速した。中間選挙等により遅れていた政府予算の執行が進み、政府支出が大きく増加したほか、食料品価格等の物価上昇の鎮静化や出稼ぎ労働者の送金拡大などを背景に、GDPの約7割を占める民間消費が持ち直したことが押し上げに寄与した。今後については、引き続き海外情勢の不透明感が残るものの、シリコンサイクルのボトムアウトから、主力の電子機器輸出の底入れが期待されるほか、インフラ事業の進展や利下げによる内需の下支えが見込まれることから、フィリピン景気は緩やかな回復基調を維持するとみている。

フィリピン中銀は、9月26日に今年3回目の利下げを行なったほか、12月には預金準備率をさらに1%引き下げることが決定している。中銀は当面政策金利をすえ置くとみている。

### <インド>

インドの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、5四半期連続で減速し、2013年1-3月期以来の低成長となった。選挙前に政府消費が拡大したことの反動減や、雇用環境の悪化、銀行の不良債権問題に起因する貸し渋りに伴う個人消費の落ち込みが影響した。

10月4日、インド準備銀行は5会合連続で政策金利を引き下げ、5.15%とした。ただ、利下げの持

続にもかかわらず、不良債権問題は進展しておらず、政府は、10国営銀行を4行に統合する案を公表している。ほかにも、政府は、法人税の減税、自動車購入支援策などの各種景気政策を実施しており、インド景気は内需を中心に持ち直すと予想する。インド準備銀行は、銀行の不良債権処理や景気下支えのため、年内に追加利下げを行なうと予想する。（担当：西山）

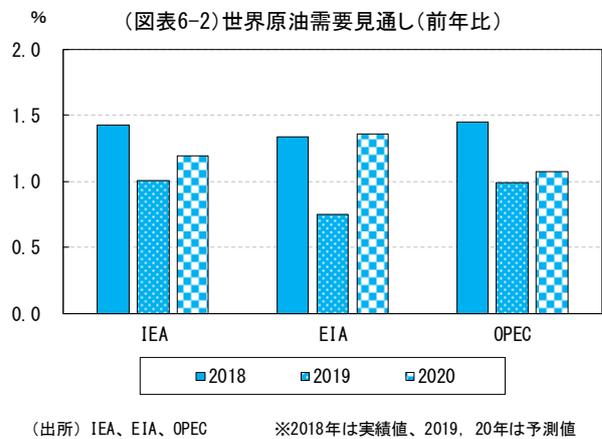
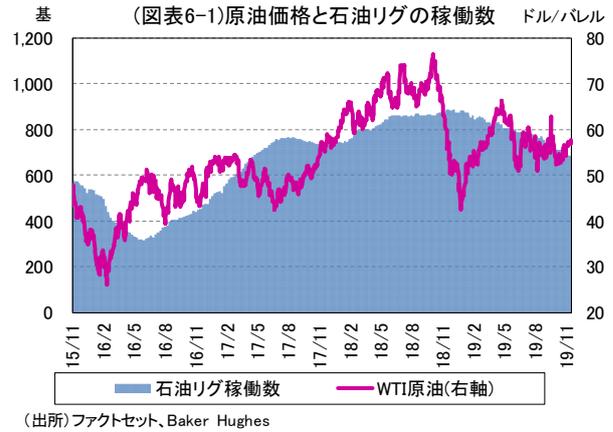
## 6. 原油相場見通し

WTI（ウエスト・テキサス・インターメディアエート）原油価格は、サウジアラビアの石油施設が攻撃されたことによる供給ひっ迫懸念を受けて、9月中旬に一時急騰する場面もみられたが、米中貿易摩擦の激化に伴う世界経済の減速懸念が需要面の重しとなり、足元では概ね50～60ドル/バレルの範囲で推移している。（11月15日時点：57.7ドル/バレル、図表6-1）。

原油需要については、中国、インドやその他アジア新興国を中心とした内需の拡大により、今後も増加基調が継続すると見込まれる。各機関の予測をみると、EIA（米国エネルギー情報局）、IEA（国際エネルギー機関）、OPEC（石油輸出機構）いずれも、2020年にかけて需要の拡大を予想している（図表6-2）。ただ、米中貿易摩擦を背景に世界経済の成長見通しが引き下げられるなか、2018年実績と比較すると伸び幅は鈍化するとの予想が多い。

供給面については、協調減産体制下のOPECプラス（石油輸出国機構およびロシアなど非OPEC主要産油国）と、米国の増産動向が注目される。OPECプラスは、7月初旬の総会および閣僚会合で協調減産を延長し、2020年3月まで継続することを決定した。10月のOPEC加盟国の生産実績をみると、サウジアラビアの積極的な減産もあり、OPEC減産目標の80万バレルを超過達成している（図表6-3）。また、政治情勢が不安定なベネズエラや、米国の制裁下で禁輸措置を受けているイランも生産の落ち込みが継続している。減産目標の適用を除外されたこれらの国々の実績も加えると、OPECプラス全体での減産目標である120万バレルを上回る減産が行なわれている。IMF（国際通貨基金）の試算によれば、サウジアラビアの財政収支均衡に要する原油価格（WTI、ブレント、ドバイ原油の平均）は86.5ドル（2019年度推計）とされており、現在の水準から大きく乖離している。今後は12月に開催されるOPEC総会のタイミングで、2020年4月以降の方針が決定されるとみられるが、現行の協調減産体制遵守を徹底することで、イラク、ナイジェリア、ロシアなど目標未達成の国々にも生産抑制圧力をかける可能性がある。

米国については、2017年以降、シェールオイルの生産拡大が続いている（図表6-4）。ただ、米国シ



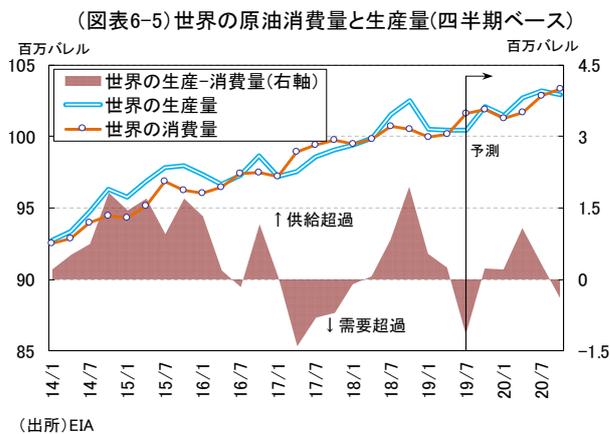
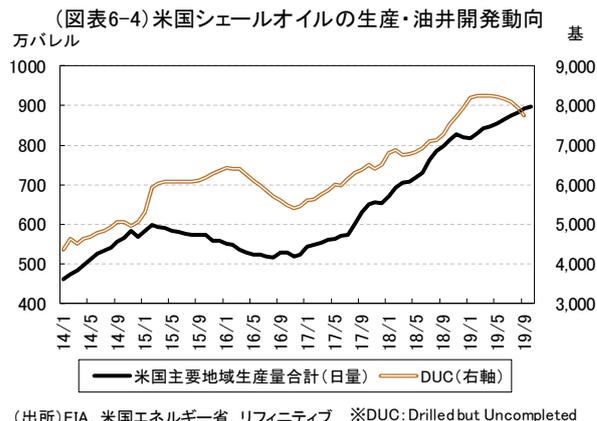
(図表6-3)OPECの原油生産状況

加盟国	2018年10月 参照生産水準	減産目標	19年10月 生産量	19年10月 減産実績	
アルジェリア	1,057	合計で -800	1,019	-38	
アンゴラ	1,515		1,356	-159	
コンゴ	322		325	3	
エクアドル	521		448	-73	
赤道ギニア	124		125	1	
ガボン	185		207	22	
イラク	4,654		4,690	36	
クウェート	2,753		2,674	-79	
ナイジェリア	1,760		1,811	51	
サウジアラビア	10,637		9,890	-747	
UAE	3,177		3,106	-71	
計	26,705		-	25,651	-1,054
リビア	1,118		適用除外	1,167	49
イラン	3,330			2,146	-1,184
ベネズエラ	1,206	687		-519	
OPEC計	32,359	-800	29,651	-2,708	

(出所)OPECの2018年12月7日付プレス資料、  
2018年12月・2019年11月月報より明治安田生命作成

シェールオイルの油井開発動向をみると、リグ稼働数（前掲図表6-1）や、掘削済みで完成までもなくの油井数（DUC）は足元で減少している。2018年末の原油価格急落や、直近の安値水準を受け、採算確保の観点から原油採掘が手控えられているとみられ、今後の原油生産量の伸び悩みにつながる可能性がある。ただ長期的にみれば、輸送用パイプラインの増設などにより、世界の需要増加に合わせシェールオイル生産も2020年代中盤までは拡大が続くと見込まれることから、米国の増産基調自体は継続すると予想する。

EIAの予測では、今後の原油需給について、需要の拡大が緩やかになるなか、米国の生産拡大が続くことで、基本的に供給超過状態で推移するとみられている（図表6-5）。足元では米中通商交渉に歩み寄りの動きがみられ、世界景気に底打ちの兆候もあるが、米中対立は長期にわたり継続するとの前提に立てば、原油需要量の大幅な回復は見込みづらい。OPECプラスの協調減産体制は価格の下支え要因となるものの、供給過剰を打ち消すほどの大幅な減産は実施できないとみる。ただ、原油価格が50ドルを大きく割り込む場合、採算の悪化から米国シェールオイルの生産拡大が鈍化する可能性が高いことから、下値は底堅いとみている。今後の原油価格は、45～60ドル/バレルの水準で推移すると予想する。（担当：木下）



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