

〈フォーカス〉 2018-2019年度経済見通し特集号

当社では、2017年10-12月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2018-2019年度経済見通し」を作成、2月19日(月)にプレス発表しました。全文は、当社ホームページ、「ニュースリリース」に掲載していますので、そちらをご参照ください。

<http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/news/release/index.html>

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 (カッコ内は11月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2018年度 1.4%(1.2%) 2019年度 0.8%(0.7%)

名目GDP成長率: 2018年度 1.8%(1.7%) 2019年度 1.7%(1.4%)

2. 要 点

- ①日本経済は、堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。すでにほぼ完全雇用下にあり、潜在成長率も1%未満とみられることを考えれば、高い伸びの持続は難しいが、2018年度と2019年度の実質成長率は均せば1%台の伸びが続くとみている。
- ②政府の促進策にもかかわらず、賃上げの裾野の拡大は限定的で、個人消費の回復テンポはなかなか上がらないと予想する。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。設備投資は、製造業の能力増強投資については慎重姿勢が続く一方、更新維持・省力化投資や、研究開発投資が下支え役をはたすと予想。公共投資は、オリンピック関連工事などが下支えし、当面底堅く推移すると見込む。輸出は、中国をはじめとしたアジア諸国の需要拡大や欧米景気の回復などに支えられ、堅調に推移するとみる。
- ③米国景気は、雇用環境の改善や消費マインドの回復を背景に、個人消費が堅調に推移するとみられることに加え、減税効果により企業の設備投資も上向くとみられることから、引き続き堅調に推移すると予想する。欧州景気は、緩和的な金融政策を背景に、雇用環境の改善や企業業績の持ち直しが続くことと見込まれることから、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。

(Matsushita wrote)

目 次

〈フォーカス〉2018-2019年度経済見通し特集号	1	・主要経済指標レビュー	11
・経済情勢概況	2	・日米欧マーケットの動向	15
・2018-2019年度経済見通し(要約版)	3		

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日 本

日本経済は、緩やかな回復傾向で推移している。今後も、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、賃金の上昇が引き続き鈍いことから、緩慢な回復にとどまる。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。

設備投資は、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるものの、更新・維持投資や、研究開発投資を中心に、回復傾向が続くと予想する。公共投資は、オリンピック関連工事などが下支えし、当面底堅く推移すると政府の経済対策の効果が一服することで、鈍化傾向の推移を見込む。

輸出は回復が続いている。今後も、堅調な海外景気などに支えられ、回復傾向で推移すると予想する。生産は、輸出の持ち直しや在庫調整の進展などから、均せば改善傾向が続くとみている。

消費者物価（コア CPI）は、2017年1月以降、前年比プラスの推移となっている。今後は、原油価格が予想以上の上昇を見せていることで、エネルギー関連品目がコア CPI の押し上げ要因となり、2017年度のコア CPI 上昇率は、前年比+0.7%程度、2018年度は+0.9%程度となると予想する。

米 国

米経済は、堅調に推移している。雇用環境の改善や消費マインドの回復に加え、税制改革も成立したことなどから、緩和的な金融環境に支えられ、今後も景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用・所得環境賃金の改善が続くとみられることなどから、回復傾向が続くとみる。

住宅投資は、人手不足などが回復の足かせとなっているものの、雇用者数の増加などに支えられ、持ち直しに向かうとみる。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和などを背景に、緩やかな回復基調が続くと予想する。なお、インフラ開発投資は、財政均衡派への配慮から、ある程度規模を縮小したうえで実現すると予想する。

輸出は、新興国やユーロ圏景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.00-1.25%から、1.25-1.50%へと引き上げた。3月には、追加利上げが実施されると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、回復傾向が続いている。ECBの緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や企業収益の増加を背景に、各国の緊縮的な財政運営が見直されていることもあって、今後も緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用者数の増加などを背景に、緩やかな改善傾向が続くと予想する。

固定投資は、緩和的な金融環境が下支えになるとみられるほか、企業の投資意欲が持ち直していることもあって、底堅く推移するとみている。

ECBは2017年10月の理事会で、資産買入れ策の実施期間を9ヵ月延長し、少なくとも2018年9月末までとしたほか、1月からの買入れ額を月額600億ユーロから300億ユーロへ減額することなどを決定した。2018年7月には、資産買入れ額の縮小と、買入れ期間の延長を再度決定すると予想する。

2018—2019 年度経済見通し（要約版）

1. 日本経済見通し

堅調な海外景気を背景に、国内景気は緩やかな回復が続く

2017年10—12月期の実質GDP成長率は前期比+0.1%（年率換算：+0.5%）と、8四半期連続のプラスとなった。今後も堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。すでにほぼ完全雇用下にあり、潜在成長率も1%未満とみられることを考えれば、高い伸びの持続は難しいが、2018年度と2019年度の実質成長率は均せば1%台の伸びが続くとみている。

個人消費の回復の足取りは鈍いと予想

内閣府の消費総合指数を見ると、足元で緩やかながら回復しており、個人消費は緩やかな持ち直し傾向をたどっている（図表1-1）。雇用環境は、少子高齢化の進展による労働力人口の減少の影響もあって、労働需給が一段と引き締まっている。

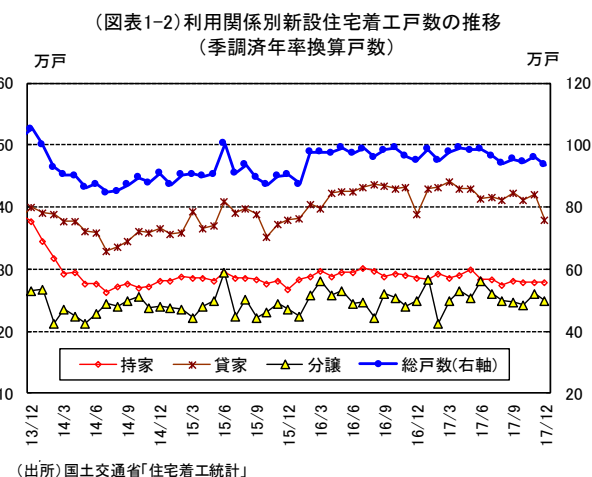
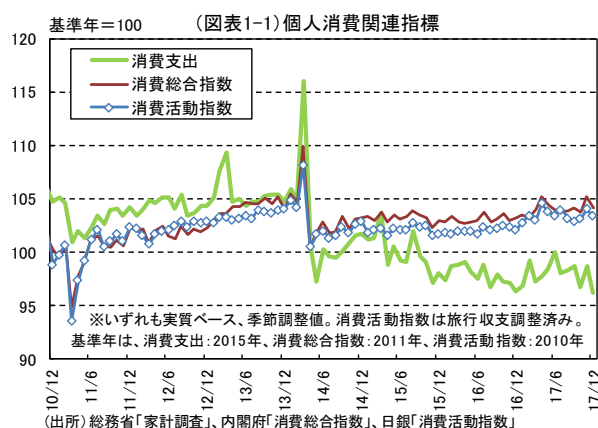
一方で、実質賃金が前年比ゼロ%近傍での推移が続くなど、賃金の上昇ペースは依然として鈍い。企業の社会保険料負担の増加なども、賃金の引き上げを妨げている要因として考えられる。家計総所得の約20%を占める年金・保険金受取について、2018

年度は、給付額がすえ置かれる見込みである。足元では、原油高などから消費者物価が前年比で+1%弱で推移しており、高齢者世帯の実質ベースでの購買力が抑制されることが懸念される。また、2019年10月に予定されている消費増税は、駆け込み需要が一時的な押し上げ要因となるものの、反動減まで含めれば負の影響がやや上回ると見込まれ、個人消費は緩やかな回復にとどまると予想する。

住宅投資は鈍化傾向で推移

新設住宅着工戸数見ると、昨年夏場以降、総戸数は減速傾向で推移している（図表 1-2）。利用関係別の内訳では、持家はほぼ横ばい、分譲は減少傾向の推移となっており、貸家は足元で大きく減少している。

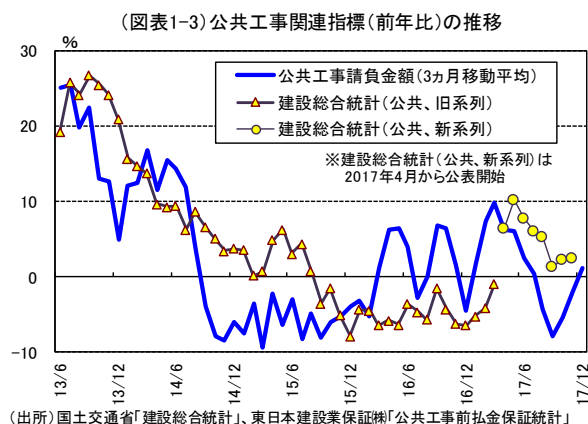
今後の住宅投資は、各種住宅支援策などが下支え要因になる一方、2016年末まで増加傾向であった貸家については、空室率の上昇や、金融機関の不動産関連貸出に対する慎重姿勢の継続が下押し要因になることで、鈍化傾向の推移を見込む。一方、消費増税前の駆け込み需要は、2018年度の後半から持家や分譲を中心に住宅需要を押し上げよう。ただし前回の増税時は、今回の10%までの増税を見込んだ需要の先食いがあったとみられる一方で、今回の増税幅は2%にとどまることから、押し上げ効果とその反動



は前回より小さいものとなる。以上から、2018年度の住宅着工戸数は95万戸、2019年度は93万戸と予想する。

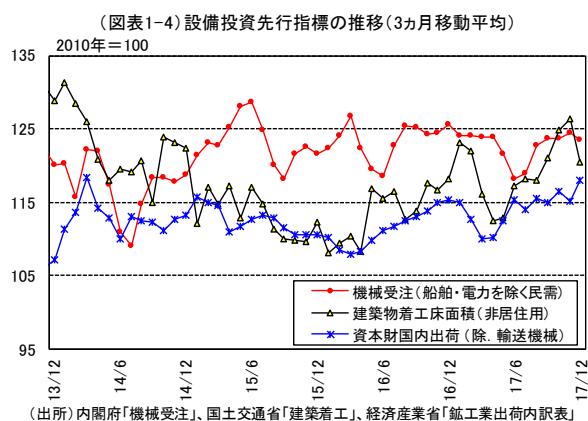
公共投資は当面底堅く推移

さくらレポートで公共投資の判断を見ると、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、台風被害に伴う復旧工事、オリンピック関連工事の発注に伴い、多くの地域で公共投資が持ち直している様子が窺われる。実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高を見ると、足元では+2%程度まで伸び幅が縮小しているが、出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）は、マイナスから小幅プラスに転じており、目先、公共投資は緩やかな増加基調で推移する可能性が示唆されている（図表1-3）。また、2017年度補正予算や2018年度本予算の執行による下支えが期待でき、東京オリンピック開催に向けたスタジアムの建設や、道路網などのインフラ整備に係る工事も下支え役をはたすと見込まれる。ただ、公共投資建設工事費デフレーターは、昨年秋以降底打ちしており、実質ベースの公共投資を押し下げるとみられる。加えて、建設技能労働者過不足率（季節調整値、8業種計）を見ると、依然として人手不足感は払拭されていない状況が続いており、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。以上から、今後の公共投資は、2018年は堅調さを維持するものの、2019年度にかけて鈍化傾向で推移すると予想する。



設備投資は回復傾向が続く

設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）を見ると、資本財国内出荷（除、輸送機械）は横ばい圏での推移が続いているものの、機械受注（船舶・電力を除く民需）や建築物着工床面積（非居住用）は、昨年以降、持ち直しの動きとなっており、今後の設備投資が緩やかな回復傾向となる可能性を示唆している（図表1-4）。日銀短観の設備投資計画を全規模ベースで見ると、2017年度の製造業・非製造業は共に、過去10年の傾向との比較で、稀に見る高水準となっている。



今後の製造業の設備投資については、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から、能力増強投資の停滞は避けられないとみられる。ただ、足元では海外景気が堅調に推移するなか、収益環境の改善などが引き続き設備投資の下支えにつながることが期待される。非製造業の労働代替投資については、特にソフトウェア投資がけん引役になっている。今後についても、景気の改善を背景に労働需給のひっ迫が続くなかで、労働代替的なソフトウェア投資が、非製造業の設備投資を押し上げると見込む。2018年度から2019年度にかけての設備投資は回復傾向が続くと予想する。

輸出は堅調に推移

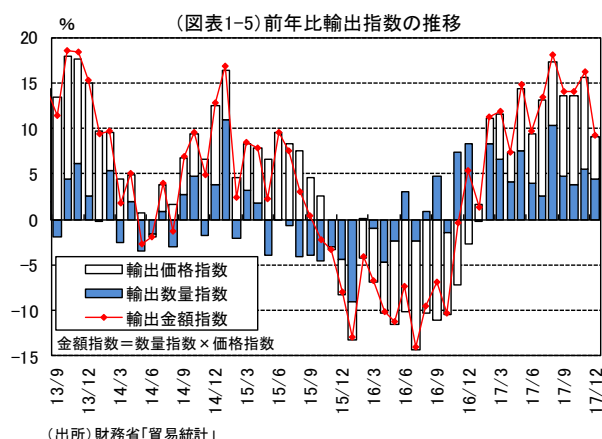
財務省の貿易統計によると、12月の輸出金額は前年比+9.3%と、13ヵ月連続のプラスとなった（図表1-5）。輸出の実勢を表わす輸出数量を見ると、12月は前年比+4.5%と、こちらも11ヵ月連続のプ

ラスとなっており、回復傾向が続いている。

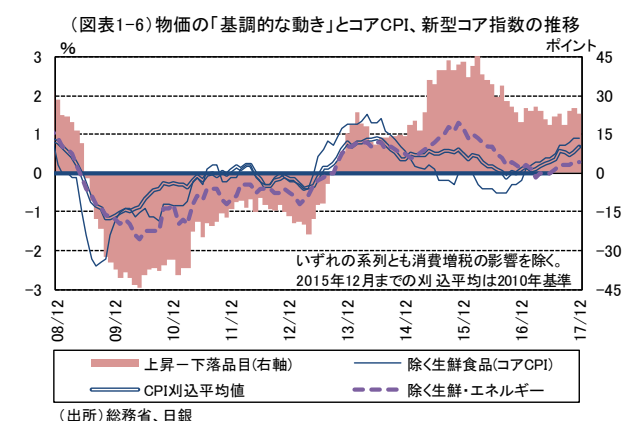
今後についても輸出は引き続き堅調に推移すると予想する。日本の輸出の過半を占めるアジア向けは、ハイテク産業育成政策を進めている中国が今後も先進国からの輸入を誘発するとみられ、NIEs などそのほかのアジア向けの輸出も、半導体を中心に堅調に推移するとみられることから、回復傾向が続くと予想する。米国向けは、2017年末の税制改革法案可決を受け、設備投資の活発化が見込まれることや、個人消費も好調さを維持することで、今後も底堅く推移するとみられる。EU向けについては、雇用環境の改善や低金利環境の継続などを背景に、個人消費や固定投資の緩やかな回復が見込まれることから、拡大傾向で推移するとみている。

コアCPIは緩やかに上昇

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、プラス幅を拡大している（図表1-6）。もっとも、エネルギーも除いた新型コアCPIは、12月の時点で前年比+0.3%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ことが分かる。「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。当社は原油価格の上昇は今後一服し、その後ボックス圏で推移するとみており、今後エネルギー価格の上昇はピークアウトの様相を強めるとみている。エネルギー以外の品目においては、エネルギー価格のピークアウトをカバーするほどの押し上げは期待できず、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+1.5%（消費増税の影響：+0.6%を含む）と予想する。（担当：小玉、柳田、磯部）



(出所)財務省「貿易統計」



(出所)総務省、日銀

(図表1-7) 日本のGDP成長率予測表(ことわり書きのない箇所は前期比)

	2016年度	予測				予測										
		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%	1.7%	1.4%	0.8%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	▲ 0.7%	0.0%		
前期比年率	1.2%	1.7%	1.4%	0.8%	0.5%	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.1%	▲ 2.7%	0.0%		
民間最終消費支出	0.3%	1.0%	0.7%	0.7%	0.5%	▲ 0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	1.5%	▲ 2.4%	0.2%		
民間住宅投資	6.2%	0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.7%	▲ 2.7%	0.6%	0.1%	0.1%	0.6%	0.9%	1.1%	▲ 1.6%	▲ 2.3%	▲ 1.6%		
民間設備投資	1.2%	3.3%	2.4%	1.3%	0.7%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%		
政府最終消費支出	0.5%	0.4%	0.9%	0.7%	▲ 0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%		
公的固定資本形成	0.9%	1.8%	1.3%	▲ 1.1%	▲ 0.5%	0.7%	0.5%	1.2%	0.5%	0.3%	▲ 0.2%	▲ 1.5%	▲ 0.8%	▲ 0.8%		
財貨・サービスの輸出	3.4%	6.3%	4.4%	2.4%	2.4%	0.5%	1.1%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%		
財貨・サービスの輸入	▲ 1.0%	4.1%	3.1%	3.2%	2.9%	▲ 0.1%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	2.1%	▲ 1.2%	0.9%		
名目GDP	1.0%	1.8%	1.8%	1.7%	▲ 0.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	▲ 0.2%	0.4%		
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.2%	0.1%	0.4%	0.9%	0.0%	0.5%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	1.1%	1.4%		

2. 米国経済見通し

米国景気は堅調に推移

10-12月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.6%と、7-9月期の同+3.2%から鈍化した（図表2-1）。ただ、個人消費、設備投資、住宅投資、輸出など各需要項目は軒並み堅調である。成長率の鈍化は、総需要の増加に応じて輸入も大きく伸びた結果、純輸出の寄与度がマイナスに転じたもので、10-12月期の米国景気は数値以上に力強い内容であったと評価できる。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に変化はないことに加え、税制改革も成立したこと

(図表2-1) 米国の実質GDP予測値（前期比年率） (%)

	暦年ベース				2017年	2018年				2019年			
	2016	2017	2018	2019	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	1.5	2.3	3.0	2.7	2.6	3.2	2.8	3.0	3.0	2.8	2.5	2.3	2.3
個人消費	2.7	2.7	3.0	2.7	3.8	3.0	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6
住宅投資	5.5	1.7	3.4	3.4	11.6	5.6	2.1	3.6	3.4	3.5	3.6	3.5	3.4
設備投資	-0.6	4.7	6.5	5.6	6.8	7.2	6.0	6.9	6.9	6.2	4.1	4.3	4.0
民間在庫 (寄与度)	-0.4	-0.1	0.1	0.1	-0.7	0.0	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
純輸出 (寄与度)	-0.2	-0.2	-0.1	-0.5	-1.1	0.0	-0.3	0.1	-0.1	-1.0	-0.3	-0.3	-0.3
政府支出	0.8	0.1	0.3	0.4	3.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4

→ 予測

などから、2018年、2019年ともに米国景気は潜在成長率を上回るペースで回復すると予想する。

内外需ともに堅調推移と予想

米国の個人消費は、回復傾向が続いている。ハリケーンによって水没した自動車など、耐久消費財を中心とした買い替え需要は一巡したとみられるものの、引き続き良好な雇用環境や歴史的な水準にまで改善した消費マインドを背景に、個人消費は今後とも堅調に推移するとみる。住宅投資は、ハリケーン被害からの復興需要が顕在化したことで、高い伸びとなった。今後は、人手不足が引き続き供給のボトルネックとなるものの、銀行の住宅ローン貸出態度が緩和的であることや、堅調な雇用環境を背景に、緩やかな回復が続くと予想する。設備投資は、企業業績の改善や銀行の貸出態度の緩和、原油価格の上昇などを背景に、回復が続くと予想する。なお、今後トランプ大統領は公約の一つであるインフラ開発投資の実現に注力するとみられ、2月12日に公表された予算教書では、インフラ投資計画は1.5兆ドルとされた。中間選挙を巡る駆け引きや長期金利動向との見合いなど、インフラ投資成立に向けた道のりは減税法案以上に複雑とみられるが、現時点では中間選挙を睨み超党派で合意がなされ、財政均衡派への配慮から、ある程度規模を縮小したうえでインフラ投資が実現すると予想する。輸出は、ITサイクルが上向いていることや、中国、ユーロ圏向けが持ち直すことにより、回復基調をたどるとみる。

FRBは漸次的利上げを継続

1月30-31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は1.25-1.50%ですえ置かれた。声明文中では、年内にインフレ率が2%に達すると予想され、追加利上げを窺わせる文言が追加された。元々、昨年3月に米国の大手通信会社が低廉な通話プランを発表したという背景を踏まえれば、そうした下押し圧力が1年を経過してはく落し、インフレ率が2%に回帰することは十分に考えられる。また、足元の原油価格の上昇も、一時的に物価の基調的な動きに上昇圧力をかける可能性がある。一方で、労働需給のひっ迫が賃金、ひいては物価上昇につながるというフィリップス曲線が機能していない「謎」については、依然明確な答えは出ていない。前述した通話プランや原油価格上昇などは、2018年には物価の押し上げに寄与するとみられるが、中期的に物価が2%で安定する根拠は依然弱いように感じられる。物価動向が弱いなか、労働需給のひっ迫が突然インフレの昂進に結び付かないよう、ゆっくりとした利上げが最適解であるという状態も何ら変わっていない。FRBは3月に追加利上げを行ない、その後も年2,3回程度のペースで利上げを行なうと予想する。（担当：久保）

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は回復傾向で推移

10-12月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.6%と、7-9月期の同+0.7%からはやや減速したものの、引き続き堅調な推移となった（図表 3-1）。国別の成長率を見ると、ドイツ（7-9月期：同+0.8%→10-12月期：+0.6%）、イタリア（同+0.4%→+0.3%）、スペイン（同+0.8%→+0.7%）は前期から伸び幅が縮小したものの、フランス（同+0.5%→+0.6%）は前期から伸び幅が拡大した。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、雇用環境の改善や企業収益の増加を背景に、ユーロ圏景気は回復が続くと予想する。

(図表3-1) 欧州の実質GDP予測値(前期比) (%)

		2017年				2018年				2019年				
		2016年	2017年	2018年	2019年	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
ユーロ圏	実質GDP	1.8	2.5	2.4	2.0	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
	家計消費	2.0	1.9	2.0	1.9	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
	政府消費	1.8	1.1	1.3	1.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
	固定投資	4.5	3.9	3.9	3.4	1.0	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7
	純輸出(寄与度)	-0.5	0.1	0.3	0.2	-0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
	輸出	3.3	4.8	5.0	4.5	1.0	1.5	1.2	1.1	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
	在庫投資(寄与度)	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0
	実質GDP	1.9	1.8	1.5	1.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
英国														

→ 予測

内外需揃った回復へ

個人消費は、ECBによる緩和的な金融政策や海外景気回復を背景に、雇用環境の改善が続くとみられることから、回復傾向をたどるとみる。固定投資は、銀行の貸出態度が緩和的になっていることや、企業業績の改善などを背景に、緩やかに回復するとみる。輸出は、米中を中心とする海外景気回復が押し上げ要因となるとみる。

金融市場では、ECBによる金融政策正常化が織り込まれはじめ、ドイツ債利回りを中心に長期金利は上昇、為替はユーロ高方向に推移している。1月25日に行なわれたECB理事会後の記者会見では、ドラギ総裁は「2018年内に政策金利を引き上げる可能性は、現状ではほぼゼロ」と述べるなど、市場に拡散した正常化観測の修正を図る発言も出ている。ECBが金融緩和の「手仕舞い」に本格的に着手するためのハードルは相応に高く、ECBは資産買入れ策を段階的に縮小しながらも実施期限の延長することで、「ECBはあくまでもハト派」との印象を当面市場に与え続ける必要があるとみられる。ECBによる資産買入れ策は、規模を縮小しつつ年末まで延長されるとみる。また、利上げは2019年後半と予想する。

英国景気は減速傾向で推移するとみる

英国の10-12月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.5%と、前期の同+0.4%から伸び幅が拡大した。物価の高止まりを背景に個人消費は低調な推移が続いたものの、ポンド安やユーロ圏の景気回復を背景に輸出が持ち直したことなどが、かろうじて押し上げに寄与したとみられる。EU離脱交渉については、3月以降に本丸である通商協定の交渉が始まる見通しである。英国が国際的に競争力を持つ金融サービスを巡り、今後はEUと英国の間で議論が難航することが予想される。

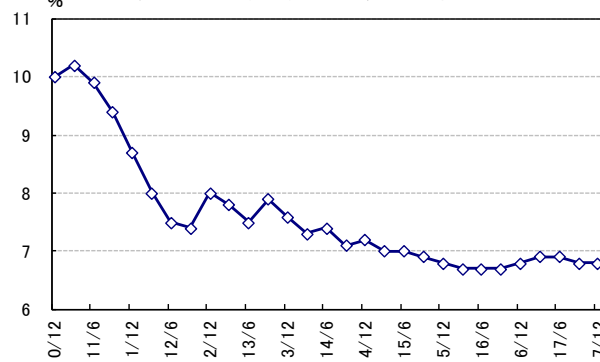
1月のCPIは前年比+3.0%と、前月と同じ伸び幅となり、コアCPIは同+2.5%→同+2.7%と伸び幅が拡大した。BOEは2月7日の金融政策委員会（MPC）で、政策金利を1.5%ですえ置いたものの、議事要旨では金融政策に関する文言が「想定より『幾分早い時期』に、『幾分大きな幅で』引き締める必要がある」との記載に変更され、追加利上げを視野に入れていることが示唆された。また、インフレ見通しでは世界景気の堅調は当面続き、労働需給の引き締まりが賃金上昇に結び付くとの考えが示されたことから、BOEは5月にも追加利上げを行ない、その後も年2回程度のペースで利上げを行なっていくと予想する。（担当：久保）

4. 中国経済見通し

中国景気は内外需揃った回復へ

中国の2017年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と、前期と同じ伸び幅となった(図表4-1)。固定資産投資は、内訳である不動産開発投資の減速が続いたものの、製造業投資が持ち直したことや、インフラ開発投資が底堅く推移したことにより、減速の程度は緩やかなものにとどまった。加えて、輸出や消費が堅調に推移したことが、景気を下支えしたとみられる。今後の中国景気については、政府によるインフラ開発投資などの景気対策は減速すると見込まれるものの、国内の消費は底堅く、ハイテク産業を中心に製造業投資も活発化が予想される。また、欧米など先進国景気も堅調に推移していることから、輸出も回復傾向が続くと見込まれ、2018年の成長率は+6.6%、2019年は+6.4%と、景気は底堅く推移すると予想する(図表4-2)。

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(出所) 中国国家统计局

(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

金融リスク抑制を強化

2017年11月に、金融規制当局はノンバンクの投資商品について、販売元に監視や情報開示を促すパブリック・コメントを発表した。特に、「剛性兑付」(事実上の損失補償)の慣例を罰則付きで禁止しており、これまで資産劣化の度合いが不明であったシャドー・バンキングに規制をかけ、金融リスクへの波及を防止する取組みがなされている。ただ、こうした金融リスク抑制の動きは、景気にブレーキをかける可能性もあり、中国の金融当局は景気支援と金融リスク防止という、アクセルとブレーキを巧みに踏み分ける難しい政策運営が求められる。

固定資産投資はやや減速、消費は堅調な推移、輸出は回復を見込む

固定資産投資はやや減速している。内訳では、インフラ投資は2017年初に地方政府が一斉に執行して以降、伸びが鈍化している。今後については、党大会でも強調された「脱貧困」プロジェクトが進行中であることなどから、減速ペースは緩やかなものにとどまるとみる。製造業投資は足元で持ち直しており、特にコンピュータ・通信機器関連での投資が顕著に増加している。今後についても、官民協調によるハイテク産業振興策を背景に、製造業投資は持ち直しに向かうと予想する。不動産開発投資については、住宅価格の伸びが鈍化していることに伴い、採算の合わない新規プロジェクトが停止していることとみられることから、今後とも減速傾向をたどると予想する。

個人消費は、所得の増加を背景に、堅調な推移が続いている。2017年末には小型車減税が完全に打ち切られたため、駆け込み需要とその後の反動減が発生し、消費の一時的な攪乱要因になるとみる。その後については、底堅い所得環境に支えられ、個人消費は堅調な推移が続くと見込む。

輸出は、米国向けやEU向けが堅調を維持したことに加え、アセアン向けや日本向けが加速したことから、伸び幅が拡大している。今後については、人民元の高止まりが一定の足枷となる可能性が残るものの、米国をはじめとする先進国の堅調な内需を取り込むかたちで、輸出金額は前年比+10%前後の回復が続くと予想する。(担当: 久保)

5. 韓国・台湾・豪州経済見通し

韓国経済は回復ペースが鈍化へ

(図表5-1)韓国・台湾・豪州の実質GDP成長率予測
(前年比) (%)

10-12月期の韓国実質GDP成長率は、前期比▲0.2%と、7-9月期の同+1.5%から落ち込み、2008年10-12月期以来のマイナス成長となった。

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

今後の韓国景気は、回復ペースは鈍化に向かう

と予想する。半導体需要の増勢が続くことで、輸出の改善傾向は続くと思込まれるものの、家計債務残高が重しとなることで、個人消費が伸び悩むとみる。固定投資も、平昌オリンピックに向けた建設投資がはく落することで、減速傾向が続くと予想する。

金融政策について、韓国中銀は昨年12月に、1.25%から1.50%へと政策金利を引き上げた。ただ、景気の先行きが鈍化すると予想されるのに加え、足元では韓国ウォンが対ドルで強含んでいることから、当面政策金利はすえ置かれるとみる。平昌オリンピック後には地政学リスクが再燃するリスクも燻っており、次回の利上げは2019年にずれこむと予想する。

台湾経済は回復傾向で推移

10-12月期の台湾実質GDP成長率(改定値)は、前年比+3.3%と、7-9月期の同+3.2%から伸び幅が小幅拡大した。個人消費が同+2.9%と、3四半期連続でプラス幅が拡大したほか、輸出が同+6.0%と、7四半期連続のプラスとなったことが全体を押し上げた。

足元では、世界の半導体市場の拡大などから、輸出受注額は増加傾向で推移している。今後についても、輸出は持ち直し傾向が続くと予想する。最低賃金の引き上げによる個人消費の拡大が期待できることや、大型の公共投資も予定されていることから、台湾景気は回復傾向が続くとみる。

足元のCPI(消費者物価指数)は、振れを伴いながらも均せば前年比+1%程度の推移となっているが、賃金上昇により、2018年にかけては物価上昇圧力がやや強まると見込まれる。台湾中銀は、2018年内に1回、2019年にも1回の利上げを実施すると予想する。

豪州景気は堅調さを維持する

豪州の7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と、4四半期連続のプラスとなった。個人消費は、前期からプラス幅が縮小したものの、2009年1-3月期以降、約9年にわたりプラス成長を維持している。民間固定投資は、インフラ関連投資の回復が押し上げた。輸出は、堅調な海外経済を受けて、2四半期連続のプラスとなった。

今後について、個人消費は、雇用環境が改善傾向で推移していることで、緩やかな回復が続くと予想する。ただ、家計債務残高の高まりが消費の重石となることが懸念される。設備投資は、主力の鉱業投資の伸び悩みが続くとみられるものの、IT化の進展を背景とした情報・通信業などの投資などが底堅く推移することで、均せば緩やかな回復が続くと予想する。輸出は、中国のLNG需要が増加に向かうとみられることなどから、底堅く推移するとみる。今後の豪州景気は、底堅さを維持すると見込む。

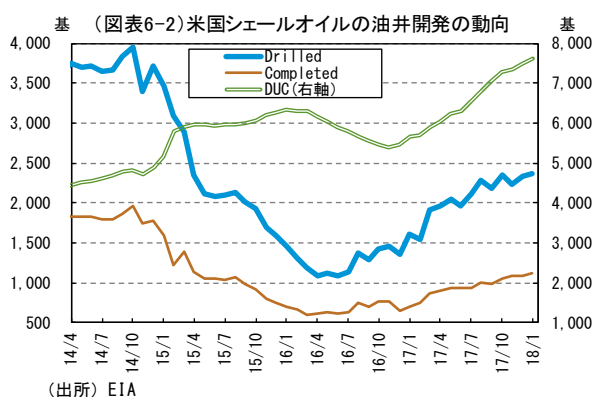
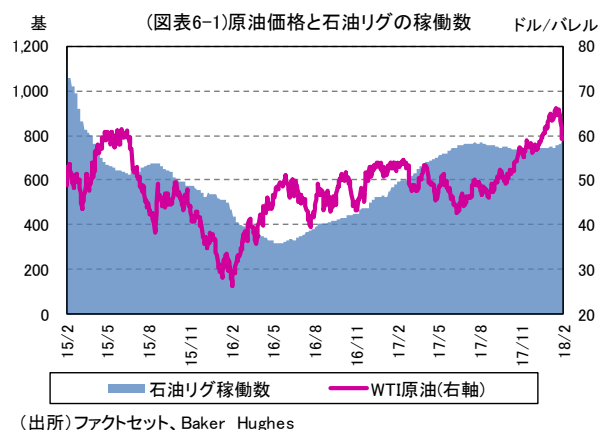
2月6日に行なわれたRBA(豪州中央銀行)理事会では、政策金利が1.5%にすえ置かれた。今後の豪州景気は堅調さを維持すると見込まれるものの、物価の上昇圧力は依然観察されず、家計債務残高も高止まりが続くとみられることから、政策金利は当面すえ置かれると見込む。ただ、雇用環境を中心に内需が堅調なことから、豪中銀は、2019年に利上げを行なうと予想する。(担当：磯部)

6. 商品相場見通し

原油価格は春先に向けて上昇傾向が一服

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 9 ヶ月延長）やイランの反政府デモ、リビアにおける原油パイプラインの爆発、トランプ政権の中東政策による混乱などから、昨年 12 月には 2015 年 6 月以来の 60 ドル/バレルを超え、年明け以降もドル安や北米寒波の影響などから高値圏で推移している（図表 6-1）。米国のシェールオイル生産に関して、油井開発動向を見ると、昨年 5 月以降の原油価格の伸び悩みや、ハリケーンの影響などを受けて、リグ稼働数は横ばい圏での推移となっている。ただ、EIA の 2 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おり、引き続きシェールオイル生産の再開や新規投資の動きが増える可能性が示唆されている（図表 6-2）。また、米国のシェールオイル生産見通しは 3 月も増加することが予想されているほか、リグ稼働数に頭打ち傾向がみられる地域での生産性が大幅に回復するなど、今後も生産量の回復が見込まれる。

今後の原油価格は、引き続き OPEC と非 OPEC 主要産油国との協調減産が下支えとなるものの、春先に向けては、徐々に米国のシェールオイル生産拡大が意識され、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振れを伴いながらも、55～65 ドル/バレルを中心レンジとする展開を予想する。（担当：松下）

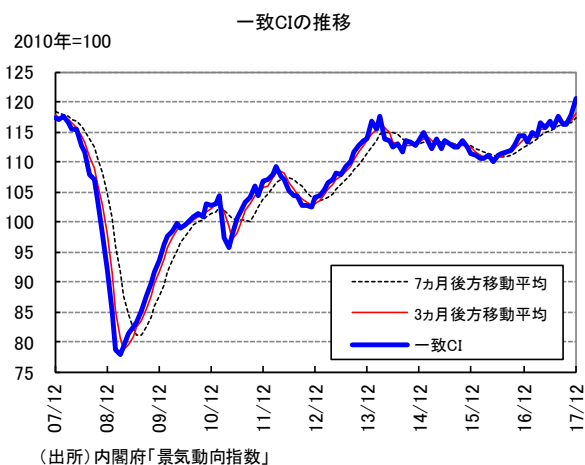


主要経済指標レビュー (2/5~2/16)

《日本》

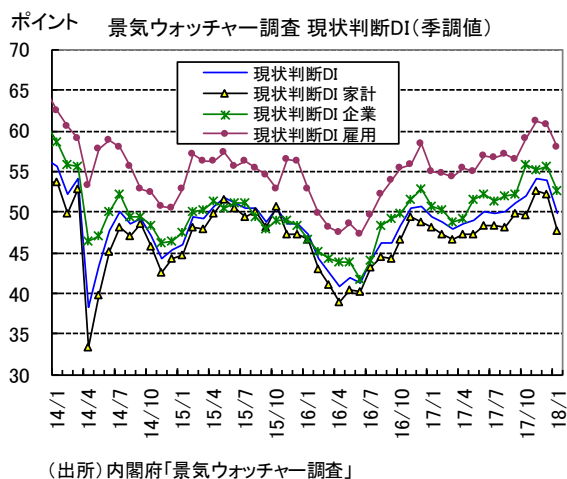
○ 12月景気動向指数 (2月7日)

12月の景気動向指数では、一致CIが120.7(前月差+2.8ポイント)と、3ヵ月連続で上昇した。内閣府の基調判断は、「改善を示している」が15ヵ月連続ですえ置かれた。一致指数の個別系列を見ると、7系列すべてが押し上げに寄与しており、特に投資財出荷指数(除輸送機械)、生産指数(鉱工業)、鉱工業用生産財出荷指数、耐久消費財出荷指数の押し上げが目立った。一方で、先行CIは107.9(前月差▲0.3ポイント)と、2ヵ月ぶりに小幅に低下した。今後の国内景気は、堅調な海外景気や、企業業績の改善を受けた設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



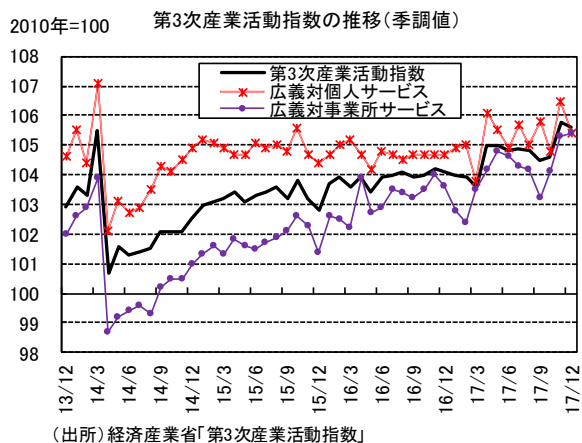
○ 1月景気ウォッチャー調査 (2月8日)

1月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が先月から▲4.0ポイントの49.9と大幅に低下し、節目の50を6ヵ月ぶりに下回った。大雪などの悪天候による外出の減少に加え、灯油・ガソリンや野菜価格の上昇が要因。基調判断は「緩やかに回復している」から「天候要因等により一服感がみられるものの、緩やかな回復基調が続いている」に引き下げられた。先行き判断指数は先月から▲0.3ポイントの52.4と3ヵ月連続で悪化したものの、節目の50は9ヵ月連続で上回った。今後の国内景気は、賃金の伸び悩みが続くなか、個人消費の回復ペースは緩やかとみられるものの、堅調な海外景気や、設備投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。



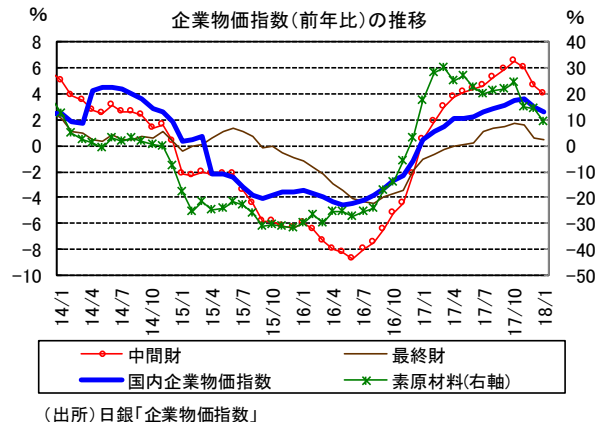
○ 12月第3次産業活動指数 (2月9日)

12月の第3次産業活動指数は前月比▲0.2%と、3ヵ月ぶりのマイナスで、基調判断は「持ち直しの動きがみられる」にすえ置かれた。全体では11業種のうち6業種が低下し、5業種が上昇した。内訳では、情報通信業が同▲3.1%と、高水準だった前月の反動から大きくマイナスに転じた。金融業・保険業も同▲2.1%と、高水準で推移してきた株式の売買が一服した影響が出た。一方、企業の生産活動が堅調に推移するなか、卸売業は同+2.5%とプラスに寄与した。今後については、政府の経済対策の効果などから、広義対事業所サービスの持ち直し傾向が続くとみており、第3次産業活動指数は緩やかな改善が続くとみる。



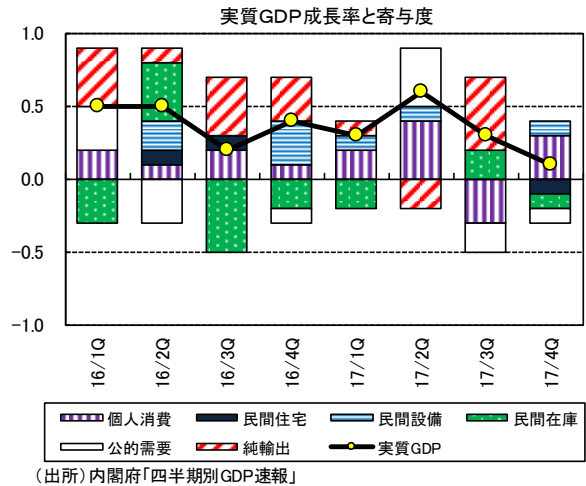
○ 1月企業物価指数（速報値、2月13日）

1月の国内企業物価指数は前年比+2.7%と、13ヵ月連続のプラスとなったが、12月の同+3.0%から伸び幅は縮小した。前月比では+0.3%となっており、押し上げに寄与した項目では、石油・石炭製品、化学製品、非鉄金属などが目立った。押し下げ方向に寄与した項目は、農林水産物。輸出入物価指数（円ベース）を見ると、輸出物価が前年比+2.3%→+1.8%、輸入物価は同+7.1%→+4.9%と、プラス幅は縮小したものの、いずれも13ヵ月連続のプラスとなり、交易条件は対前月で横ばいとなった。今後については、世界経済の回復や供給抑制を背景とした原油相場の上昇が一服することで、企業物価の上昇ペースは鈍化へ向かうと予想する。



○ 10-12月期 GDP 速報（2月14日）

10-12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.1%（年率換算：+0.5%）となった。輸出が堅調な伸びを維持したほか、個人消費の伸びも弱かった7-9月期の反動で高めとなったことが全体を牽引した。設備投資も小幅ながら5四半期連続のプラスを維持したが、一方で民間住宅や公的固定資本形成はマイナスとなった。今後の日本の景気は、依然としてくすぶり続ける地政学リスクに加え、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が残るものの、基本的に堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。



○ 12月機械受注（2月15日）

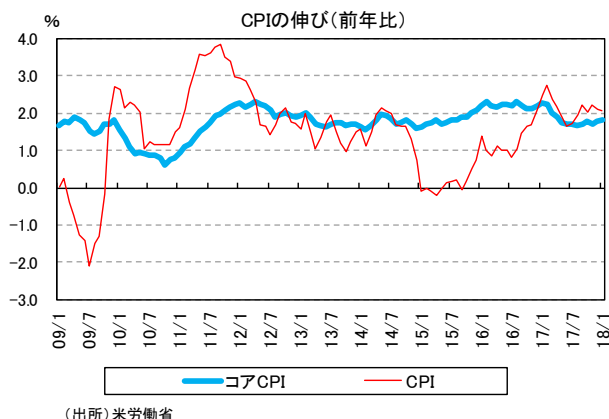
12月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比▲11.9%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。10月、11月に大きく伸びたが、2ヵ月累計の伸びを超える大幅減少となった。一方、1-3月期の見通し（船舶・電力を除く民需）は前期比+0.6%と2四半期ぶりのプラスで、製造業は増勢に一服感がみられるが、非製造業（除船・電）は、持ち直しの動きがみられる。今後の製造業の設備投資については、国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、能力増強投資の増加は見込みにくいものの、好業績のもと、維持・補修への投資や研究開発投資などが下支えになるとみられる。非製造業でも、人手不足に起因した合理化・省力化投資などが押し上げ要因になると見込まれる。



《米 国》

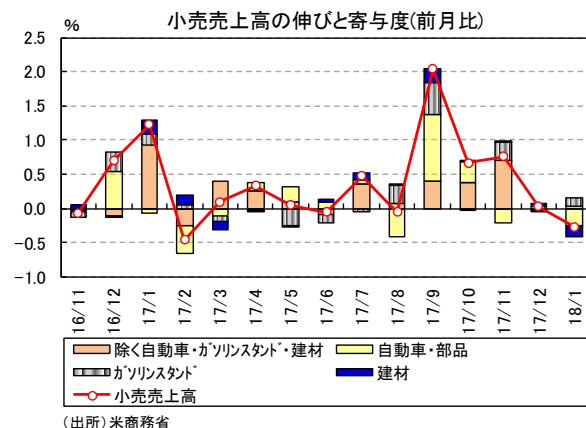
○ 1月CPI（消費者物価指数）（2月14日）

1月のCPIは前月比+0.5%と、8ヵ月連続で上昇した。エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.3%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した。前年比で見たCPIは+2.1%、コアCPIは+1.8%と、前月と同じ伸び幅となった。1月にインフレ率が前月比で加速した背景には、原油価格の上昇を背景とした燃料費上昇、寒波襲来による衣料品価格上昇、ドル安による輸入物価上昇などがあるとみられる。寒波による一時的な要因は今後はおく落するとみられるものの、ドル安による輸入物価の上昇は当面消費者物価に影響を与えるとみられる。また、労働市場では平均時給も加速する兆候もみられることから、コアCPIの伸び幅は、2018年には前年比+2%程度に上昇すると予想する。



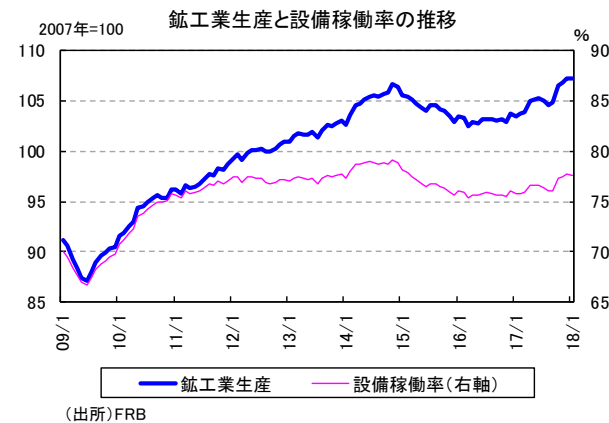
○ 1月小売売上高（2月14日）

1月の小売売上高は前月比▲0.3%と、5ヵ月ぶりに減少に転じた。内訳を見ると、寒波を背景に衣料品売上が同+1.2%のプラスとなったものの、豪雪を背景に建材売上が同▲2.4%とマイナスに寄与した。建材売上のマイナスは、寒波の影響がおく落するとみられる次月以降、緩やかに持ち直すとみられる。GDPの算出に使用される「除く自動車・部品、ガソリン、建材ベース」では同+0.0%と、前月の同▲0.0%から横ばいとなった。足元では米国株は調整しており、消費マインドに一時的な悪影響を及ぼす可能性があるものの、堅調な雇用環境を背景に、個人消費は回復傾向が続くと予想する。



○ 1月鉱工業生産（2月15日）

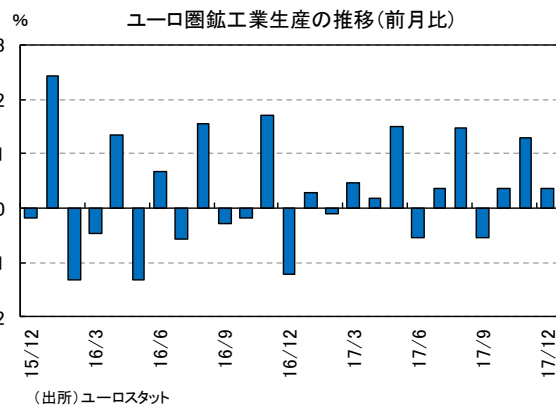
1月の鉱工業生産は前月比▲0.1%と、5ヵ月ぶりに減少した。産業別に見ると、公益事業が同+0.6%と伸びたものの、製造業が同+0.0%と前月から横ばいとなり、鉱業が同▲1.0%となったことで全体を押し下げた。ただ、製造業では、PC・電子部品が同+1.3%と6ヵ月連続で増産となっており、世界的なITサイクルの改善を背景に製造業を下支えしている様子が読み取れる。設備稼働率は77.5%と、前月の77.7%から小幅に低下した。1月の減産や稼働率の低下は、寒波による一時的な悪影響によるところも大きいとみられる。寒波による一時的な要因は今後はおく落するとみられ、個人消費は今後とも回復傾向が続くとみられることから、今後の鉱工業生産は回復に転じると予想する。



《 欧 州 》

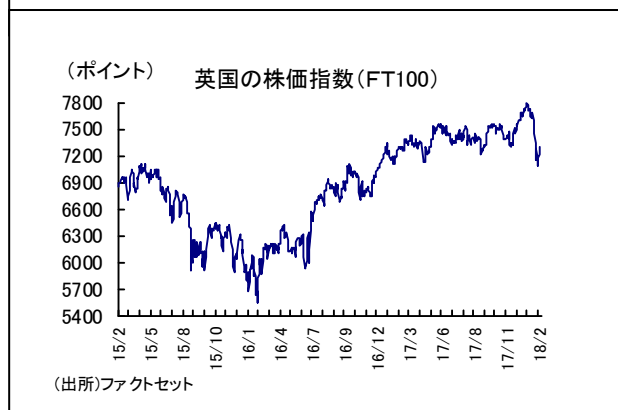
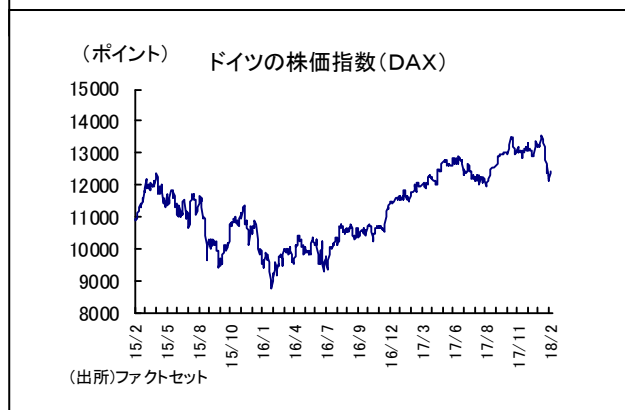
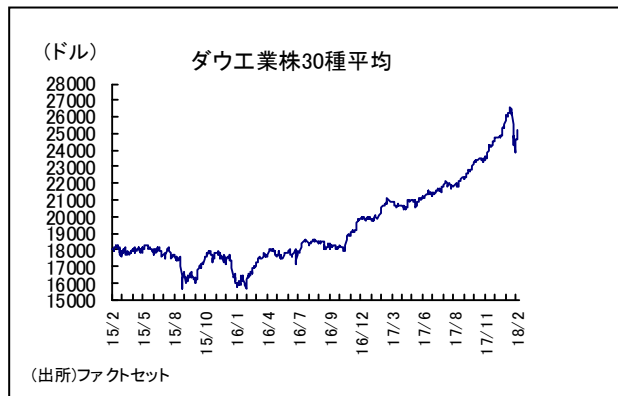
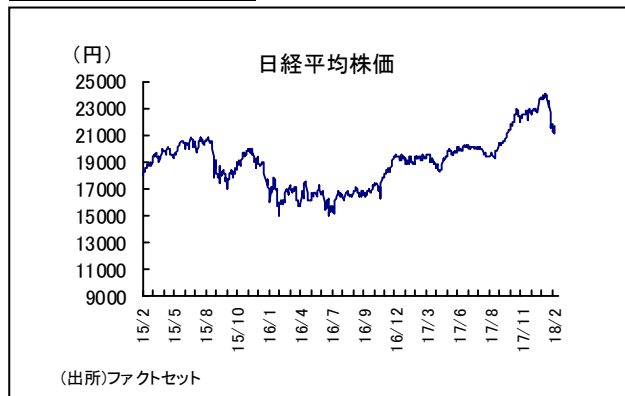
○ 12月ユーロ圏鉱工業生産（2月14日）

12月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.4%と、3ヵ月連続で増加した。内訳では、資本財が同+3.5%→▲1.1%と減少したものの、消費財が同+0.2%→+0.9%、中間財が同+1.1%→+1.4%、エネルギーが同+0.8%→+1.3%と増加した。主要国別では、ドイツが同+3.4%→▲0.5%と減少したものの、フランスが同▲0.4%→+0.6%、イタリアが同+0.2%→+1.6%、スペインが同+1.1%→+0.9%と増産傾向を維持した。ドイツの減産は、前月に資本財の大幅増産を行なったことの反動とみられる。緩和的な金融環境が企業の生産活動を下支えすると見込まれることから、今後のユーロ圏鉱工業生産は回復傾向を維持するとみる。

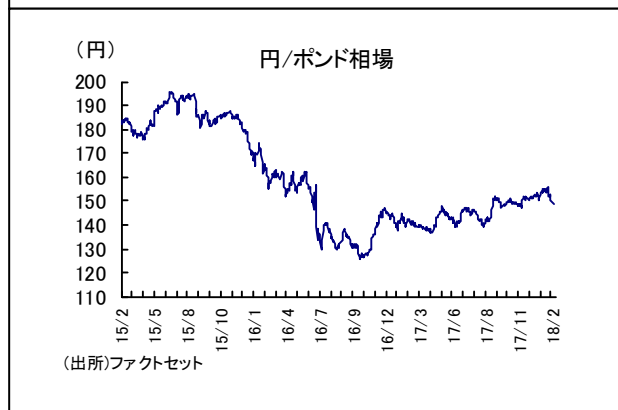
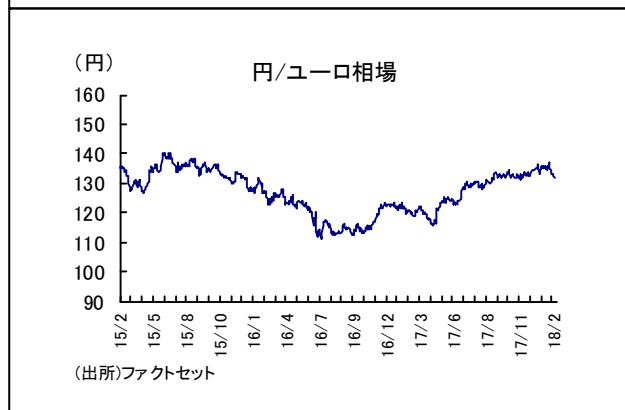
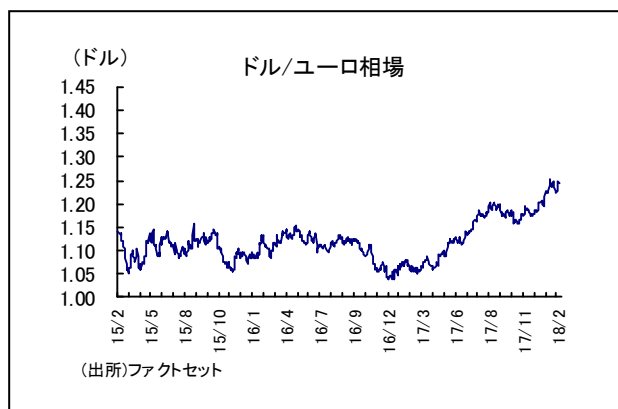
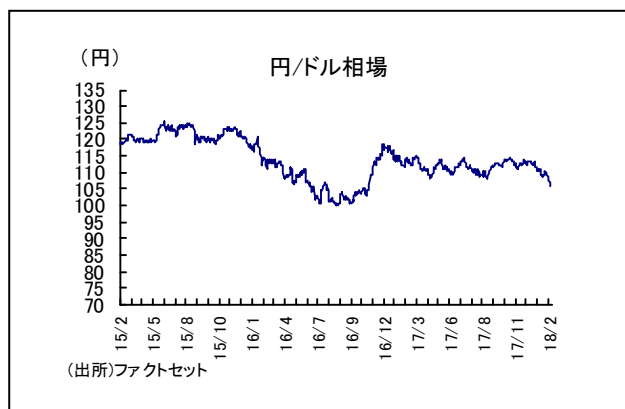


日米欧マーケットの動向 (2018年2月19日現在)

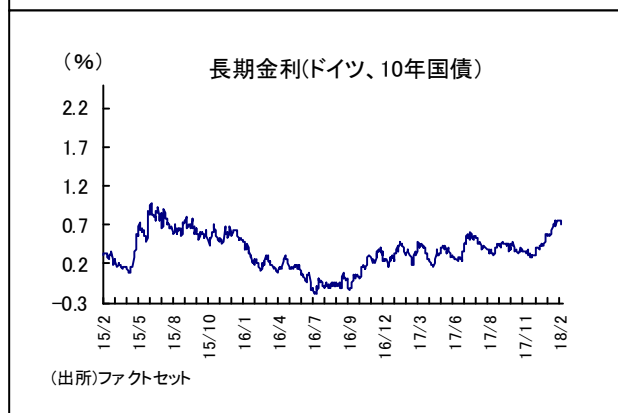
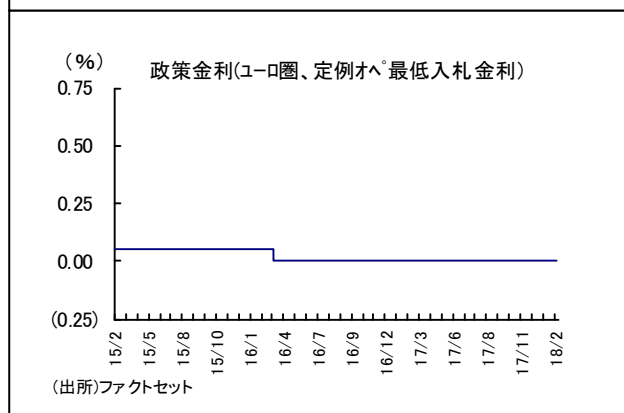
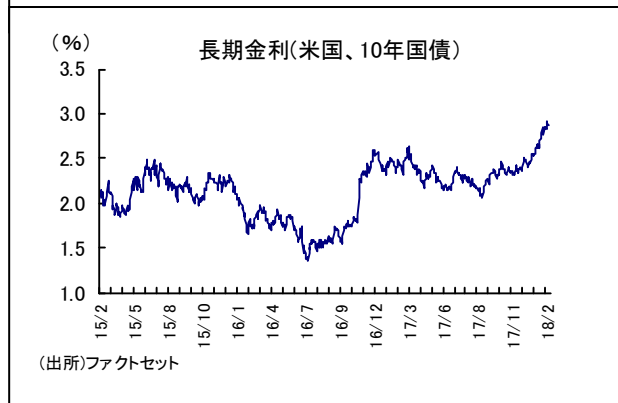
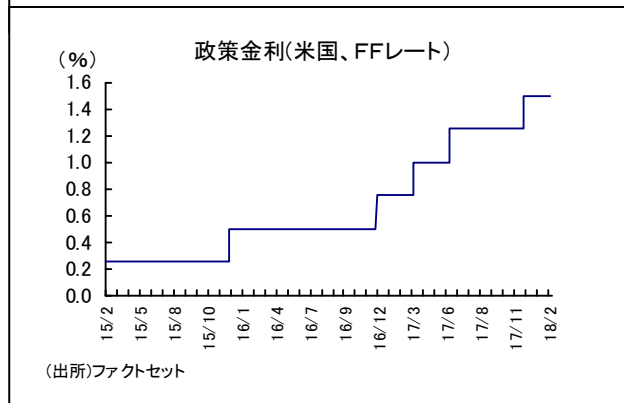
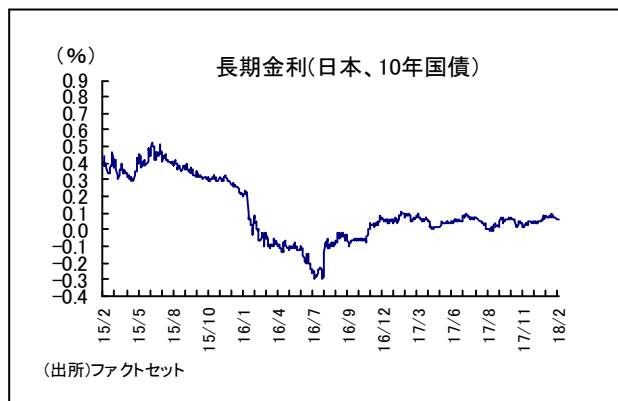
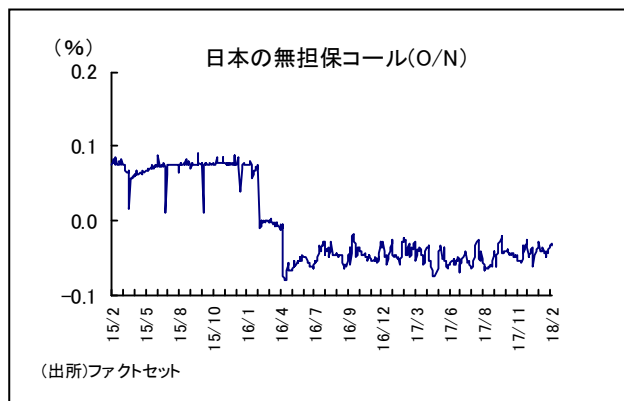
▽各国の株価動向



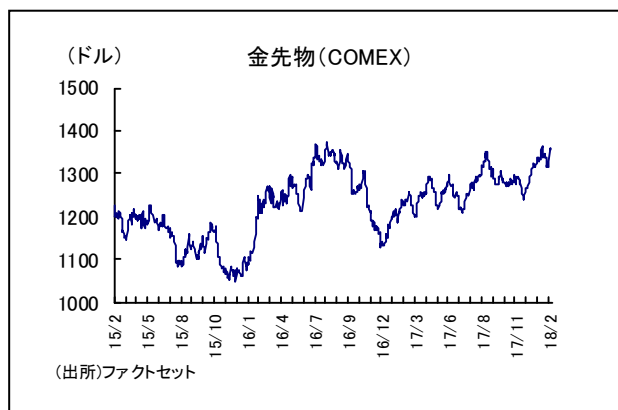
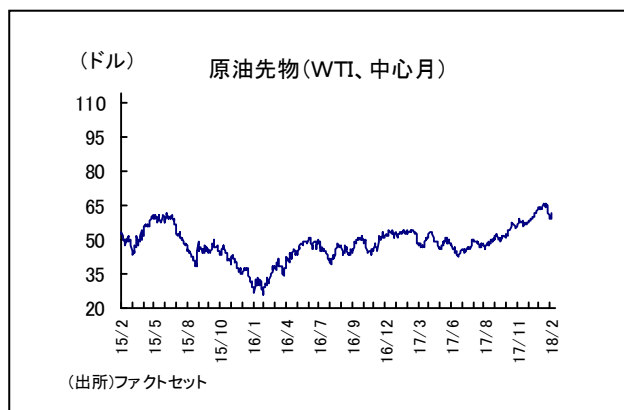
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、松下定泰、久保和貴、柳田亮、磯部雅人