



## <フォーカス> 筋違いの消費税対策

安倍首相が、予定通り19年10月に、消費増税を引き上げることがを表明した。超高齢化社会の到来で、社会保障費のさらなる拡大が避けられないことを考えれば、当然の決断である。

ただ、ずらりと並んだ各種対策は、お世辞にも筋が良いとは言えないものばかりである。まず、軽減税率については、高所得者ほど食品をたくさん購入するため低所得者対策にはならない。事業者の事務負担や税務執行コスト、対象品目の線引きなど、制度の維持コストもきわめて高く、たびたび裁判沙汰となっている欧州諸国からも、導入を薦めないとする意見が多く寄せられていた。軽減税率の対象となった新聞は今や批判を封じられているが、今からでも遅くないので、「給付付き税額控除」の検討を急ぐべきだろう。低所得者に税金を還付する制度で、税制と社会保障制度を一体化した、より効率的な低所得者対策である。

ポイント還元サービスは、キャッシュレス化の推進という点では意味があるにせよ、限られた時間内での制度構築がきわめて困難である。対象となる中小企業をどう定義づけるかなど、さっそく線引きの問題が浮上している。カード会社も大規模なシステム改修が必要だが、事前の根回しは一切なかったとしており、政権内で制度設計のフィージビリティを十分吟味した形跡はない。食品は軽減税率とポイントで合計4%の値引きの可能性があるなど、過度な大盤振る舞いも懸念される。

また、こうした政策は結局需要の先食いすぎず、効き目が切れれば景気の下押し圧力になる。これは家電エコポイント制度等で経験済みである。それゆえ、やめるにやめられなくなるリスクが大きく、これも住宅ローン減税等で経験済みである。住宅ローン減税は今回も延長が予定されているが、住宅を2度も3度も買う人はいないことを考えれば、将来の潜在成長力を削りながら足元の成長を支える政策にすぎない。

幼児教育無償化については、無認可保育所は批判を受けて対象とされたものの、一定の条件が残る。また、認可保育施設は高所得者ほど入りやすく、しかも保育料は所得に応じて設定されていることを考えれば、こちらも明らかな高額所得者優遇である。しかも、保育施設の不足が真の問題にもかかわらず、需給をより逼迫させる政策という意味で、最初から方向性を誤っている。

ほかにも検討中の政策として、プレミアム商品券、自動車減税、住宅エコポイントなどバラマキ色が満載で、これではなんのための消費増税なのかわからない。国民の消費税アレルギー払拭のためには、ある程度の経済対策はやむを得ないにしても、もっと的を絞ったものにすべきである。そもそも消費増税自体、国民のために行なうものなのだが、この点、安倍首相から十分説明を尽くしたと言えるのだろうか。今回の増税はもとも民主党政権時代の三党合意で決まっていたものだが、野田前首相が確固たるビジョンと哲学、信念を持っていたのに対し、安倍首相からは特に何も感じられない。首相自身が「いやいや」取り組んでいるので、出てくる対策も筋違い or 不要なものが増えてくるのではないか。(Kodama wrote)

### 目次

<フォーカス>筋違いの消費税対策.....	1	・7-9月期のユーロ圏GDPについて ~マインド悪化が景気の重石に.....	16
・経済情勢概況.....	2	・2019年にかけての原油相場動向.....	20
・日銀は副作用への警戒レベルを引き上げる.....	3	・主要経済指標レビュー.....	23
・個人消費の伸びに力強さは見られず.....	10	・日米欧マーケットの動向.....	27
・低調な推移が見込まれる米住宅投資.....	14		

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、堅調な海外景気や海外景気が腰折れするとは考えておらず、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、夏季賞与の増加などから底堅く推移するも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠けると予想する。住宅投資は、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、省力化・省人化投資が下支えし、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や被災地復旧工事などが下支えし、底堅く推移すると見込む。

輸出は堅調な海外景気などに支えられ、底堅く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、原油価格が高水準で推移していることで、しばらくはエネルギー関連品目がコアCPIの押し上げ要因となり、2018年度は+0.9%程度、2019年度は+1.4%程度となると予想する。

米 国

米国経済は、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、拡張的な財政政策の効果などから、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、雇用環境の改善や在庫の水準の低さなどが下支え要因となるものの、人手不足といった供給制約や、住宅ローン金利の上昇などが抑制要因となり、低調な推移を予想する。

設備投資は、企業収益の改善や銀行の貸出態度の緩和、法人税減税などを背景に、緩やかな回復基調が続くものの、資本ストックの積み上がりから増勢は徐々に鈍化すると予想する。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、世界景気の持ち直しを背景に、回復に向かうと予想する。

FRBは9月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを1.75-2.00%から、2.00-2.25%へと引き上げた。12月に1回、2019年も2回程度の利上げ実施を予想する。

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、雇用環境の改善や輸出の増加を背景に、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、改善傾向が続くと予想する。ただ、消費マインドが悪化していることから、改善ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

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、米国向けを中心に、持ち直しが続くと予想する。

ECBは6月の理事会で、資産買入れ策を規模を減額したうえで2018年末まで継続し、現行の政策金利の2019年夏中のすえ置きをアナウンスした。政策金利の引き上げは、2019年9月と予想する。

日銀は副作用への警戒レベルを引き上げる

海外景気の先行きへの懸念を示す

10月30,31日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、景気の現状判断が「緩やかに拡大している」ですえ置かれた。昨年の7月以降、11回連続で同じ表現が続いている（図表1）。

（図表1）金融政策決定会合後の声明文における景気の現状判断の変化

声明文の発表日	現状判断	方向性	備考
15年7月15日	緩やかな回復を続けている	→	
15年8月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年9月15日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月7日	緩やかな回復を続けている	→	
15年10月30日	緩やかな回復を続けている	→	
15年11月19日	緩やかな回復を続けている	→	
15年12月18日	緩やかな回復を続けている	→	
16年1月29日	緩やかな回復を続けている	→	
16年3月15日	基調としては緩やかな回復を続けている	↓	小幅下方修正
16年4月28日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年6月16日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年7月29日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年9月21日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年11月1日	基調としては緩やかな回復を続けている	→	
16年12月20日	緩やかな回復を続けている	↑	小幅上方修正
17年1月31日	緩やかな回復を続けている	→	
17年3月16日	緩やかな回復を続けている	→	
17年4月27日	緩やかな拡大に転じつつある	↑	3ヵ月ぶりの上方修正
17年6月16日	緩やかな拡大に転じつつある	→	
17年7月20日	緩やかに拡大している	↑	
17年9月21日	緩やかに拡大している	→	
17年10月31日	緩やかに拡大している	→	
17年12月21日	緩やかに拡大している	→	
18年1月23日	緩やかに拡大している	→	
18年3月9日	緩やかに拡大している	→	
18年4月27日	緩やかに拡大している	→	
18年6月15日	緩やかに拡大している	→	
18年7月29日	緩やかに拡大している	→	
18年9月19日	緩やかに拡大している	→	
18年10月31日	緩やかに拡大している	→	

（出所）日銀

個別項目ごとの判断については、毎回設備投資の項目で触れられている企業の業況感の部分が、短観の3期連続の悪化を受けて、「業況感が改善基調」から「業況感も良好な水準を維持」へと下方修正された（図表2）。ただ、設備投資の見方自体は「増加傾向を続けている」で変わらなかった。

（図表2）個別項目の現状判断の推移（直近月の下線部は主たる変更箇所）

項目	開催月（媒体）	評価	方向感
海外経済	7月（展望レポート）	総じてみれば着実な成長が続いている	→
	9月（公表文）	総じてみれば着実な成長が続いている	→

	10月（展望レポート）	総じてみれば着実な成長が続いている	→
輸出	7月（展望レポート）	増加基調にある	→
	9月（公表文）	増加基調にある	→
	10月（展望レポート）	増加基調にある	→
設備投資	7月（展望レポート）	企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、増加傾向を続けている	↘
	9月（公表文）	企業収益や業況感が改善基調を維持するなかで、増加傾向を続けている	→
	10月（展望レポート）	企業収益が改善基調をたどり、業況感も良好な水準を維持するもとで、増加傾向を続けている	↘
個人消費	7月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	9月（公表文）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
	10月（展望レポート）	雇用・所得環境の着実な改善を背景に、振れを伴いながらも、緩やかに増加している	→
住宅投資	7月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	↑
	9月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
公共投資	7月（展望レポート）	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	9月（公表文）	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
	10月（展望レポート）	高めの水準を維持しつつ、横ばい圏内で推移している	→
鉱工業生産	7月（展望レポート）	増加基調にある	→
	9月（公表文）	増加基調にある	→
	10月（展望レポート）	増加基調にある	→
金融環境 (方向感緩和方向が↑)	7月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
	9月（公表文）	きわめて緩和した状態にある	→
	10月（展望レポート）	きわめて緩和した状態にある	→
予想物価上昇率	7月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→
	9月（公表文）	横ばい圏内で推移している	→
	10月（展望レポート）	横ばい圏内で推移している	→

(出所) 日銀

先行きの景気見通しについては「緩やかな拡大を続けるとみられる」で、こちらも変わらなかったが、拡大の前提とされている「海外景気の着実な成長」に、「総じてみれば」という一言が追加され、部分的には弱さが残るとの見通しを示した(図表3)。「総じてみれば」というただし書きは、海外経済の現状判断の部分ではこのところ毎回付いているが、見通し部分にも追加することで、日銀が海外経済への先行きへの警戒感を高めていることを強調した形。後述する展望レポートのリスクバランスの項目でも、海外景気要因で下振れリスクが増したとの認識を示している。

(図表3) 先行きの見通しの推移(直近月の下線部は主たる変更箇所)

項目	開催月(媒体)	評価	方向感
経済	7月(展望レポート)	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が着実な成長を続けるもとで、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在	→



		成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。	
	9月（公表文）	先行きのわが国経済は、緩やかな拡大を続けるとみられる。国内需要は、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、企業・家計の両部門において所得から支出への前向きの循環メカニズムが持続するもとの、増加基調をたどると考えられる。輸出も、海外経済の着実な成長を背景として、基調として緩やかな増加を続けるとみられる	→
	10月（展望レポート）	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとの、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる	→
物価	7月（展望レポート）	先行きの物価を展望すると、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとの、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まってくるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、これまでの想定よりは時間がかかるものの、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる	↓
	9月（公表文）	消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる	→
	10月（展望レポート）	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	→

（出所）日銀

### 引き続き原田委員と片岡委員が反対票

金融政策も事前の市場予想通り、すべてがすえ置きとなった。イールドカーブコントロールについては、前回同様、原田委員と片岡委員の二人が反対した。原田委員の反対理由は、「長期金利が上下にある程度変動しうるものとするのは、政策委員会の決定すべき金融市場調節方針として曖昧すぎる」というもので前回と同じである。一方、片岡委員の反対理由は、「先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中、10年以上の幅広い国債金利を一段と引き下げるよう、金融緩和を強化することが望ましい」というもので、提案している緩和内容は前回と同じだが、前段の理由を述べる部分が、前回の、「物価が伸び悩む現状や今後のリスク要因を考慮すると」から「先行きの経済・物価情勢に対する不確実性が強まる中」へと変更されている。9月時点に比し、先行きの不確実性がより高まったという認識のようだ。

今後の金融調節方針についても、引き続きこの二人が反対した。原田委員は、「政策金利については、物価目標との関係がより明確となるフォワードガイダンスを導入することが適当である」とのことで前回と同じ。「政策金利については」との一言が追加されているが、これだけなのでおそ

らく深い意味はないだろう。一方、片岡委員は、「2%の物価目標の早期達成のためには、財政・金融政策の更なる連携が重要であり、日本銀行としては、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが必要である」とした。片岡委員については、やはり、前回から提案理由が変わっている。前回の提案は、「2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に達成する観点から、長短金利維持のコミットメントではなく、中長期の予想物価上昇率に関する現状評価が下方修正された場合には追加緩和手段を講じるとのコミットメントが適当である」というものであった。細かい表現を除けば、提案理由に、「財政・金融政策の更なる連携が重要であり」との一言が追加されたのが大きな変更点である。

突然、財政への言及が出てきた背景は不明だが、足元で政府が消費増税対策を検討している点と関連づけたのかもしれない。ただ、何か深い意味を持たせたいのであれば、提案理由をこころろ変えるのは、政策委員の一挙手一投足から次なる政策変更のヒントを読み取ろうとする市場関係者にとって余計なノイズになる。片岡委員は今のところ非主流派で、発言への市場関係者の注目度は必ずしも高くないものの、提案内容が変わらない以上、その理由については、経済情勢の多少の変化に影響されない、ある程度「普遍的な」表現にしておくことが望ましいように思える。

**展望レポートでは物価見通しを下方修正**

展望レポートでは、18年度のコアCPI見通しが、7月の1.1%から0.9%に下方修正されたほか、19年度は1.5%から1.4%へ、20年度は1.6%から1.5%へとそれぞれ下方修正された。前回の展望レポートとの比較のパラグラフでも、「物価については、2018年度を中心に幾分下振れている」と記された。

(図表4)展望レポート、中間評価における見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	18年4月展望レポート	18年7月展望レポート	18年10月展望レポート	18年10月展望レポート(当社予想)
2018年度	実質GDP	1.4	1.5	1.4	1.4
	コアCPI	1.4	1.1	0.9	1.0
2019年度	実質GDP	0.7	0.8	0.8	0.9
	コアCPI	1.8	1.5	1.4	1.4
2020年度	実質GDP	0.8	0.8	0.8	0.8
	コアCPI	1.8	1.6	1.5	1.6

(出所)日本銀行より明治安田生命作成

当初示された高めの見通しが、時間の経過とともに下方修正されるのはもはや年中行事である。今回は、中期的な物価上昇のモメンタムが維持されていることを示す意味で、20年度だけでもすえ置くのではないかと見ていたが、実際には下方修正された。もっとも、長らく批判の対象となってきた物価目標の達成時期を、この4月に削除したこともあって、日銀にとってはある意味気楽に下方修正できるようになったという面はあるかもしれない。

**副作用への警戒感を1段階上げる**

経済のリスクバランスについては、前回7月の展望レポートでは、「2018年度はリスクは概ね上下にバランスしているが、2019年度以降は下振れリスクの方が大きい」とされていたが、今回は、「海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい」と、18年度を含め、下振れリスクが上回っているとの判断に下方修正された。

低金利環境で金融システムが先行き不安定化するリスク、すなわちYCCの副作用のリスクについては、引き続き「大きくないと判断している」とされたものの、今回は、「先行きの動向には注視していく必要がある」との1文が加わり、副作用が顕在化することへの警戒感を、1段階上げた形となった。これについて、会見で記者から文言を加えた理由と、現在地域金融機関の経営にどのような懸念があるのかという質問が出されたが、黒田総裁は「信用仲介機能に影響が出て、实体经济

に対する融資が十分にできないとか、逆に行き過ぎたリスクテイクが行われるとか、両方のリスクが潜在的にあり得るといことです」と答える一方、現時点ではこれらのリスクは大きくないと繰り返した。すぐになんらかの行動を起こす可能性は否定した形だが、個人的には、いずれ一段と出口に舵を切るためのコミュニケーションが徐々に始まったと受け止めたい。

### 為替条項は恐るるに足らずか

日米通商交渉で為替条項が課される可能性については「**為替政策は財務大臣の所管**」、「**日本銀行の金融緩和政策はあくまでも2%の物価安定の目標を実現するために行っています—中略—為替相場を目的とするものではありません**」と常識的な答えにとどめたものの、日銀の金融政策が、常に為替相場を横目で睨みながら行なわれてきたのは周知の事実である。ただ、書き方にもよるが、為替条項自体、さほど恐るるに値することではない。条項の有無にかかわらず、すでに為替介入が許される雰囲気ではなくなって久しい。トランプ大統領の矛先が日銀の低金利政策に向くとしたら、振り上げたこぶしを下ろせなくなっている政府・日銀にとっては逆にチャンスと言えなくもない。過去、日本の経済政策変更の原動力となってきたのは、良くも悪しくも「ガイアツ」であった。たとえ厳しめの文言になったとしても、足元の金融環境であれば、円高圧力はおそらく限定的である。FEDと日銀の力関係を考えても、為替相場への影響度は圧倒的にFEDが上回る。日銀にとっては、FEDが利上げを続けている今こそが、出口に一段と舵を切るチャンスとも言える。逆に、米景気がピークアウトし、FEDが利下げトレンドに転じたら最後、日銀の出口は絶望的になる。筆者は、米景気がこのまま堅調推移を維持することを前提に、20年末までには、マイナス金利の解除を含めた大きな政策変更があると予想している。

### 時間との勝負の出口戦略

ただ、日銀が本格的な出口戦略に舵を切れるかどうかは、次第に時間との戦いといった様相を呈しつつある。全米エコノミスト協会が行なった調査では、6割以上のエコノミストが、20年までに米景気がリセッション入りすると予想している。利上げの進展といった循環的要因だけではない。トランプ財政は、遅くとも20年以降の次期大統領の任期中には、財政赤字と経常赤字、すなわち双子の赤字をもたらす可能性が高い。循環的要因に加え、こうした構造的要因も、景気の下押し圧力として加わる。日銀がもし多少の金利引き上げに成功したとしても、そのまま出口政策を貫徹させるのはおそらく難しい。道半ばにして再び緩和路線への逆戻りを余儀なくされる可能性が高い。いったん不況が訪れれば、少々の利下げ余地はあつという間に使い果たすとみられ、金融政策は早々に行き詰まるだろう。

黒田総裁は、下振れリスクが顕在化した時に手立てはあるのかとの趣旨の質問に対し、「**金利の引き下げ、マネタリーベースの拡大、資産買入れの拡大など色々な手段があり得ると思います**」と答えたが、このラインナップを聞く限り、実態としてはほとんど打つ手がないとの印象を禁じ得ない。QQEとて、目立った効果は、「期待の抜本的な変化を通じた円安・株高」しかなかったわけで、マイナス金利の深堀や国債買入れの増加など、同じ路線を踏襲したところで、市場には手詰まり感が漂うだけで、心理的効果はほとんど期待できないだろう。出口については、日銀としては運を天にまかせるしかないというのが実態で、先行きの見通しは明るくない。（担当：小玉）

（図表5）展望レポートの概要（前回7月との比較、下線部は主たる変更箇所）

1. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済情勢

	前回 (2018/7/31)	今回 (2018/10/31)
現状判断	わが国の景気は、緩やかに拡大している	わが国の景気は、緩やかに拡大している
先行き見通し	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が着実な成長を続けるもとの、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。	日本経済の先行きを展望すると、2018年度は海外経済が総じてみれば着実な成長を続けるもとの、きわめて緩和的な金融環境や政府支出による下支えなどを背景に、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。2019年度から2020年度にかけては、設備投資の循環的な減速や消費税率引き上げの影響を背景に、成長ペースは鈍化するものの、外需にも支えられて、景気の拡大基調が続くと見込まれる。
前回の展望レポートとの比較	従来の見通しと比べると、成長率は概ね不変、物価については下振れている。	従来の見通しと比べると、成長率については、概ね不変である。物価については、 <u>2018年度</u> を中心に幾分下振れている。

(2) 物価情勢

	前回 (2018/7/31)	今回 (2018/10/31)
先行き見通し	先行きの物価を展望すると、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態が続くもとの、企業の賃金・価格設定スタンスは次第に積極化し、中長期的な予想物価上昇率も徐々に高まってくるとみられる。この結果、消費者物価の前年比は、これまでの想定よりは時間がかかるものの、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。	先行きの物価を展望すると、消費者物価の前年比は、マクロ的な需給ギャップがプラスの状態を続けることや中長期的な予想物価上昇率が高まることなどを背景に、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
物価見通しの背景	<p>①マクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景に、着実にプラス幅を拡大している。先行きについても、わが国経済が緩やかな拡大を続けるもとの、マクロ的な需給ギャップは2018年度にかけてプラス幅をさらに拡大し、2019年度から2020年度についても比較的大幅なプラスで推移するとみられる。</p> <p>②中長期的な予想物価上昇率は、「適切な期待形成」の面では、実際に価格引き上げの動きが広がっていけば、これが、現実の物価上昇率の伸びを通じて、予想物価上昇率を押し上げていく。「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を2%に向けて押し上げていく力になる。</p> <p>③輸入物価は、最近の原油価格の上昇は、2018年度の消費者物価の押し上げ要因として作用するが、その影響は緩やかに減衰していく。</p>	<p>①マクロ的な需給ギャップは、労働需給の着実な引き締めや資本稼働率の上昇を背景にプラス幅を拡大しており、先行きについても、比較的大幅なプラスで推移するとみられる。</p> <p>②中長期的な予想物価上昇率は、「適切な期待形成」の面では、現実の物価上昇率の高まりが予想物価上昇率を押し上げていく、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になる。</p> <p>③輸入物価についてみると、原油価格の上昇は、2018年度の消費者物価の押し上げ要因として作用するが、その影響は緩やかに減衰していく。</p>

2. 上振れ要因・下振れ要因

	前回 (2018/7/31)	今回 (2018/10/31)
経済の上振れ要因・下振れ要因	<p>①海外経済の動向</p> <p>②消費税率引き上げの影響</p> <p>③企業や家計の中長期的な成長期待</p>	<p>①海外経済の動向</p> <p>②消費税率引き上げの影響</p> <p>③企業や家計の中長期的な成長期待</p>



因	④財政の中長期的な持続可能性	④財政の中長期的な持続可能性
物価の上振れ要因・下振れ要因	①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度が低い品目がある ③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向	①企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向 ②マクロ的な需給バランスに対する価格の感応度 ③今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向

3. 金融政策運営

	前回 (2018/7/31)	今回 (2018/10/31)
第一の柱	消費者物価の前年比は、これまでの想定よりは時間がかかるものの、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。	消費者物価の前年比は、2%に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。経済・物価のリスク要因については注意深く点検していく必要があるが、2%の「物価安定の目標」に向けたモメンタムは維持されていると考えられる。
第二の柱	経済の見通しについては、2018年度はリスクは概ね上下にバランスしているが、2019年度以降は下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強化を示す動きは観察されていない。また、低金利環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがあるが、現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、そのリスクは大きくないと判断している。	経済の見通しについては、海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。物価の見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、これまでのところ、資産市場や金融機関行動において過度な期待の強化を示す動きは観察されていない。もっとも、低金利環境や金融機関間の厳しい競争環境が続くもとで、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある。現時点では、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向には注視していく必要がある。
金融政策運営	金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。	金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。政策金利については、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。今後とも、金融政策運営の観点から重視すべきリスクの点検を行うとともに、経済・物価・金融情勢を踏まえ、「物価安定の目標」に向けたモメンタムを維持するため、必要な政策の調整を行う。

(出所) 日銀

### 個人消費の伸びに力強さは見られず

#### 個人消費関連指標は緩やかな回復傾向

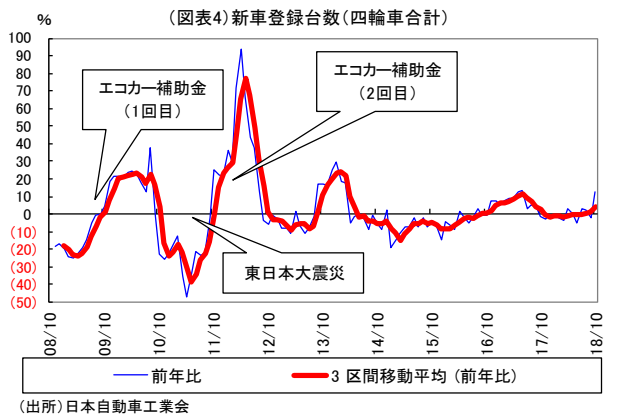
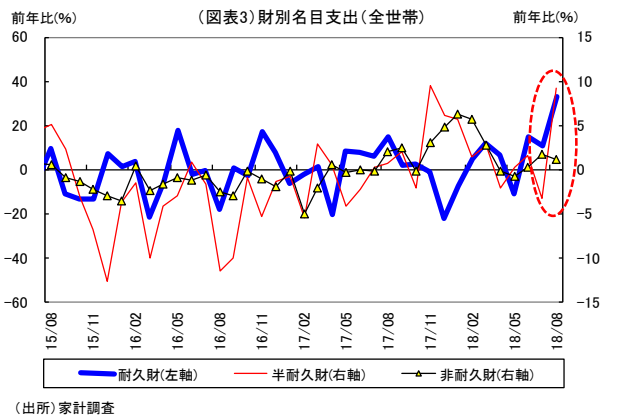
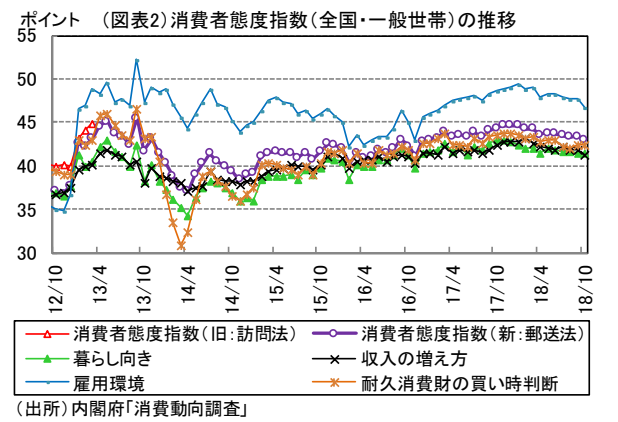
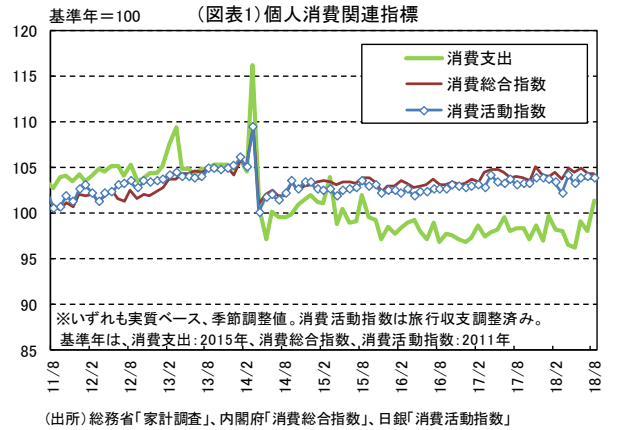
8月の家計調査によると、二人以上世帯の実質消費支出は前年比+2.8%と、2ヵ月連続のプラスとなり、2015年8月以来の高い伸びとなった(図表1)。記録的な猛暑や相次ぐ台風など、気候要因の下押しがあったものの、賞与の増加が押し上げに寄与したとみられ、特に自動車関連の販売が好調だった。ただ、需要側の統計である家計調査に対し、需要側、供給側の総合的な統計である内閣府の「消費総合指数」や日銀の「消費活動指数」も含めて見ると、年明け以降横ばい圏での推移が続いている。

一方、消費マインドには足踏み感が見られる。10月の消費者態度指数は43.0と2ヵ月連続の悪化で、前月から0.4ポイント低下した(図表2)。9月は北海道胆振東部地震や、相次いだ台風被害が下押し要因となり、10月は株式相場の急落が消費マインドを冷やしたものと考えられる。ただ、7月の西日本豪雨にはじまり、8月の相次ぐ台風上陸や地震など、消費マインドの下押し要因が立て続けに発生していたなかで、指数自体は大きく崩れていないことから、ある程度底堅さを示しているとも言える。

#### 耐久消費財の買い替えサイクルへ

自動車をはじめとして、足元では耐久消費財の支出が好調である(図表3)。背景には、耐久消費財の買い替えサイクルに入っている可能性が考えられる。内閣府の消費動向調査によると、乗用車(新車)の平均使用年数は9.0年である。過去の自動車販売の押し上げ要因としては、エコカー補助金の導入が考えられる2009年6月に1回目、2011年12月に2回目が始されており、さらに2011年には東日本大震災も発生している(図表4)。足元では、エコカー補助金1回目で販売が押し上げられた分の買い替え時期が到来していると考えられる。今後は、より押し上げ効果の大きかった東日本大震災および2回目のエコカー補助金の販売分の買い替え需要が顕在化してくることも期待できる。

また、その他の耐久消費財では、家電エコポイント



制度が2009年5月に開始されたが、消費動向調査によると、平均使用年数がカラーテレビは9.3年、洗濯機が10.2年と示されており、自動車と同様、今後買い替え需要の拡大が期待できる。特にカラーテレビについては、2020年に東京オリンピックを控えているほか、2011年7月からの地上デジタル放送への移行も、近々買い替え需要が顕在化する理由として挙げられる。以上のような耐久消費財の買い替え需要が、目先の個人消費を下支えすると見込む。

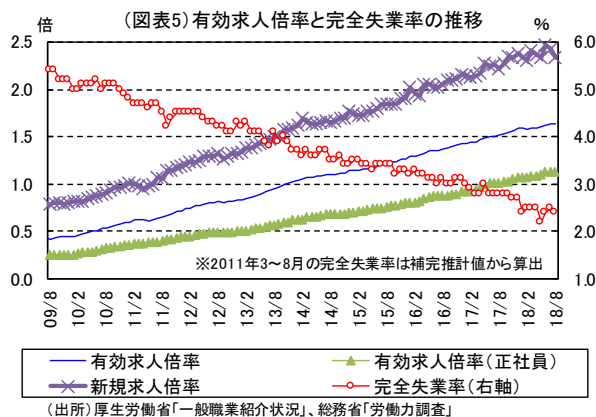
**雇用環境は引き続き堅調**

先行きの個人消費を見通すうえで重要な雇用環境・所得環境について、まず雇用環境を見ると、9月の完全失業率は2.3%と、前月から0.1%ポイント低下（改善）し、有効求人倍率も1.64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5）。正社員の有効求人倍率も9月は1.14倍と、前月から0.01ポイント上昇し、昨年6月以降、節目の1倍を16ヵ月連続で上回っている。企業の雇用不足感は今後も高まることが予想され、雇用の改善傾向は続くと考えられる。

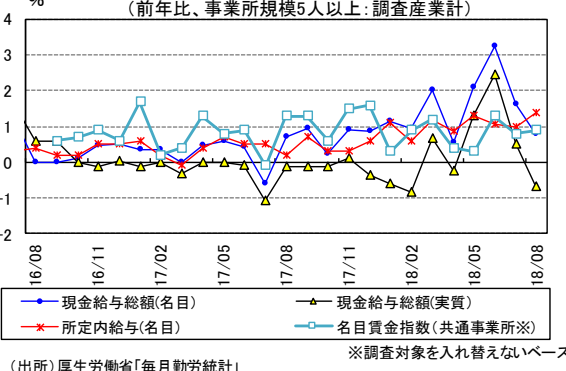
**月例賃金の上昇は限定的**

次に所得環境について、毎月勤労統計を見ると、8月の現金給与総額（確報ベース）は前年比+0.8%と、伸びは鈍化傾向である（図表6）。当該統計の年明け以降の高い伸びは、調査対象の入替えによるサンプルバイアスが原因であると考えられているが、厚労省が公表している共通事業所ベースで見ると、前年比+1%前後での推移が続いており、調査対象入替え後の水準を大きく下回る結果となっている。

なお、内閣府が、上記のサンプル入替え要因を調整して雇用者報酬を暫定的に試算した結果、2018年1-3月期は前年比+2.7%程度、4-6月期は同+3.4%程度と、公表数値から低下するものの、依然として高水準となっている（図表7）。共通事業所ベースの詳細なデータが公表されていないため、試算結果が高水準となる理由を検証することは困難だが、企業の好業績を受けた一時金の増加が寄与しているものと考えられる。共通事業所ベースではな



（図表5）有効求人倍率と完全失業率の推移

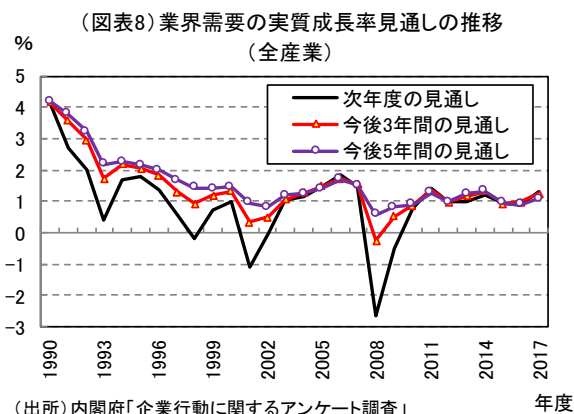


（図表6）名目賃金指数と実質賃金指数の推移

（図表7）毎勤統計調整後の雇用者報酬試算結果（前年比）

	調整前	調整後
2017年4-6月期	2.2%	2.2%程度
7-9月期	2.2%	2%程度
10-12月期	1.9%	1.8%程度
2018年1-3月期	3.1%	2.7%程度
4-6月期	4.1%	3.4%程度

（出所）内閣府 経済社会総合研究所 国民経済計算部



（図表8）業界需要の実質成長率見通しの推移

いが、毎月勤労統計の特別給与を見ると、2018年2月が前年比+25.7%、3月が同+13.7%、5月が同+18.2%、6月が同+6.3%と、実際高い伸びを示している。また、経団連が発表している大手企業の2018年夏季賞与・一時金妥結結果も、同+8.62%と高い伸びを示している（2017年は同▲2.98%）。

一方で、連合が公表している2018年春闘の最終回答集計を見ると、企業の賃上げ率（定期昇給を含むベース）は前年比+2.07%（2017年は同+1.98%）と、上昇は限定的で、ベースアップについては同+0.54%（2017年は同+0.48%）にとどまっている。日本商工会議所が実施している「賃上げに関するアンケート」の2018年度結果によると、賃上げを実施しない理由として、2位が「業績低迷」の33.9%なのに対し、「景気の見通しが不透明であるため」が40.3%で1位となっており、多くの企業が景気変動への懸念を示す結果となっている。企業が賃上げに踏み切れない背景には、いまだリーマンショック以前の水準まで回復していない期待成長率の低さがあると考えられる（図表8）。堅調な世界景気を背景に、絶好調といえる現在の景況を踏まえると、今後企業を取り巻く環境がさらに好転して中長期的な見通しも大きく改善する、という展開は予想しづらく、月例賃金の伸びは引き続き力強さに欠けるとみている。厚労省は共通事業所ベースの公表内容拡大を検討しており、「景気指標としての賃金変化率は共通事業所を重視していく」とも示している。賃金の明確な上昇トレンドを確認するためには、引き続き当該統計を含め注視していく必要がある。

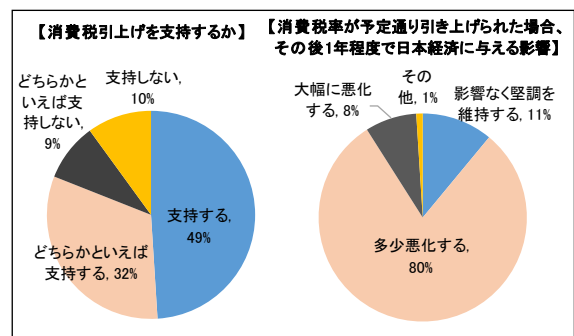
**消費増税の影響は政府の対策により限定的に**

安倍首相は10月15日の臨時閣議で、2019年10月に消費税率を10%に引き上げる方針を改めて表明した。10月のQUICK調査によると、消費税率引き上げの支持派は8割を超えている一方、日本経済への影響は約9割が悪化を見込んでおり、「導入はやむを得ないが、多少なりとも日本経済への悪影響は不可避」という見方が大勢を占めている（図表9）。GDPの約6割を占める個人消費への悪影響が懸念される場所であるが、今回の増税は前回と比較して増税幅が小さいこと、前回はその後の再増税も見越した駆け込みおよび反動減が生じていたことを踏まえると、今回の消費増税による下押し効果は前回よりも小さくなると考えられる。

政府が検討中の諸対策を考慮しない場合、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。

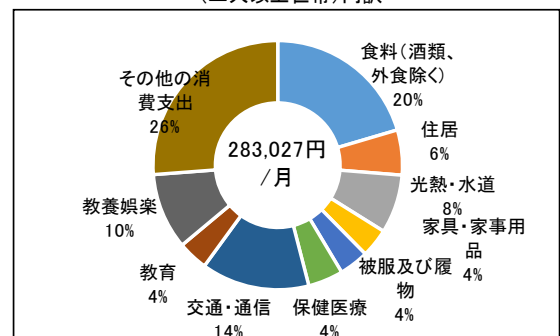
一方、政府は消費増税分をポイントで還元する制度や、低所得者層へのプレミアム商品券の発行など、対策の検討が進んでおり、特に飲食料品への軽減税率の導入の効果は大きいと考える。軽減税率の対象外となる酒類、外食を除いても、消費に対する食料の割合は全体の約20%を占めるためである（図表10）。政府の対策により、前述した消費増税を背景とした2019年度実質GDP成長率への下押し効果は、0.1%台に抑えられるものとする。

（図表9）消費税率引上げに関する調査



（出所）QUICK調査<債券>

（図表10）2017年度1ヵ月当たりの消費支出額（二人以上世帯）内訳



（出所）家計調査



**今後の個人消費の回復ペースは緩慢なものにとどまる**

今後の個人消費については、耐久消費財の買い替えサイクルによる需要押し上げなどから、引き続き緩やかな回復基調で推移するとみている。2019年10月の導入が予定されている消費増税についても、政府の対策により影響は限定的なものにとどまると見込む。ただ、企業の期待成長率が高まらないなかで、月例賃金の力強い回復が期待できないことから、個人消費の回復ペースは、引き続き緩慢なものにとどまると予想する。(担当:柳田)

## 低調な推移が見込まれる米住宅投資

### 年初から住宅着工は弱含み

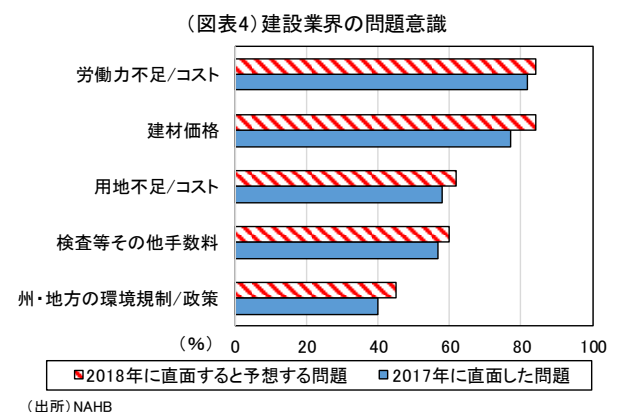
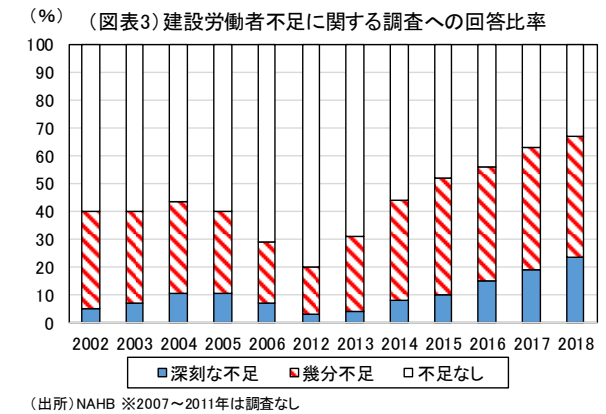
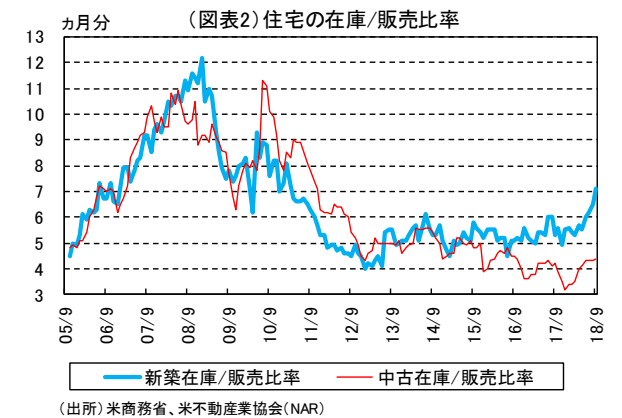
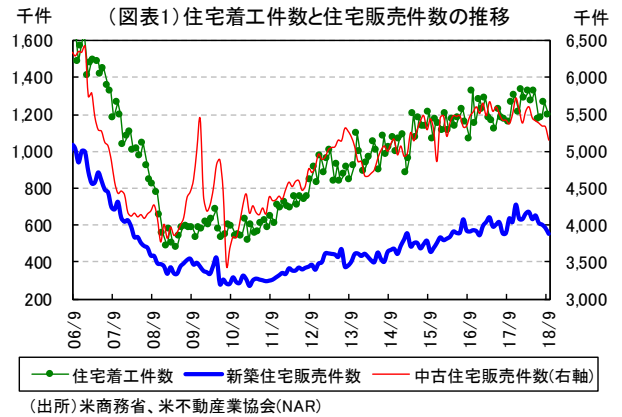
9月の米住宅着工件数は前月比▲5.3%と、3カ月ぶりに前月値を下回った(図表1)。地域別にみると、市場規模の大きい南部の落ち込みが目立っており、中旬にハリケーン・フローレンスが襲来したことが影響している。

ただ、同件数は今年1月をピークに減少基調をたどっているほか、実質GDPベースの住宅投資も7-9月期は前期比年率▲4.0%と3四半期連続のマイナスとなっている。昨年後半以降、新築、中古住宅ともに販売件数が減少しているほか、住宅在庫の過剰感を示すとされる在庫/販売比率も、いまだ水準は低いながら上昇トレンドに転換しつつあり(図表2)、住宅市場を取り巻く環境が次第に悪化している現状を示している。ハリケーンによる要因を除いても、足元の住宅投資は冴えないと判断できる。

### 複数要因が住宅投資を押し下げ

その要因を供給面から見てみると、建設労働者や住宅用地の確保が困難さを増している点が挙げられる。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、労働力が「深刻に不足している」もしくは「幾分不足している」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3)。前掲図表1で住宅着工件数の推移をみると、足元の水準はサブプライム・ローン問題が顕在化する前の、住宅市場が最も好調だった時期に比べると低いのに対し、企業の労働力不足感は当時よりも高くなっている。昨今の労働市場の改善により、思うように労働者の量を確保できないことに加え、住宅バブルの崩壊により、建設業界から他業界へ熟練労働者の転職が進んだ結果、質の面でも労働力不足を感じている可能性がある。

住宅用地に適した土地が不足していることも住宅投資の制約となっている可能性が高い。2017年にNAHBが行なった調査によれば、会員の約64%が住宅用地の供給量が「非常に少ない」あるいは「少な



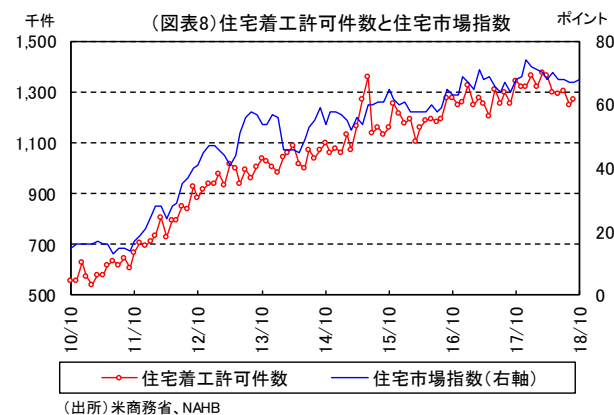
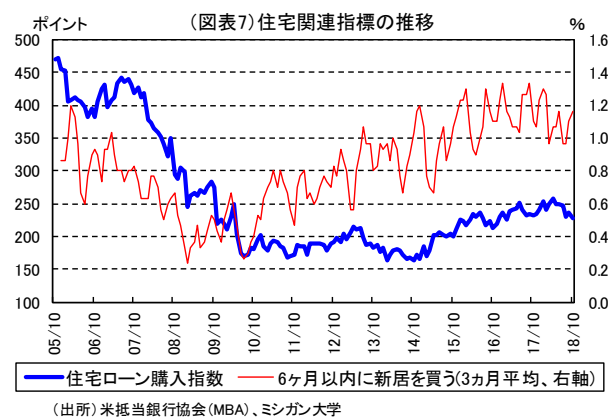
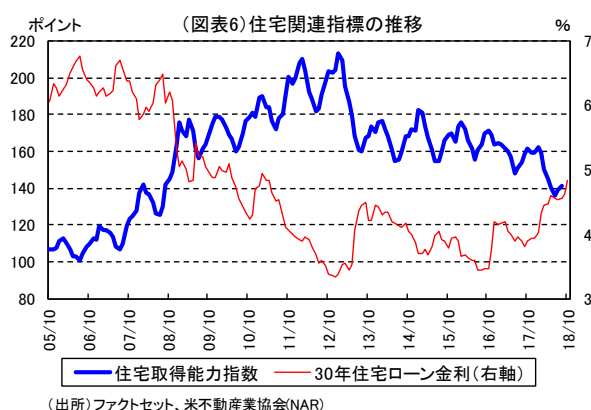
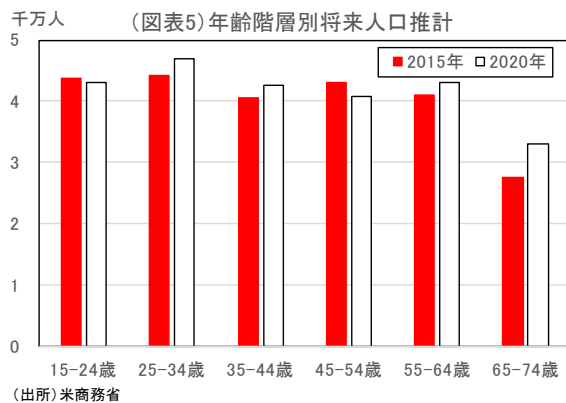
い」と回答しており、1997年の調査開始以来、最も高い比率となった。今のところ、2018年分の結果は発表されていないが、2017年末にNAHBが実施した別の調査によれば、会員企業が「2018年に直面すると予想する重大問題」のトップ3に用地不足が選ばれており、2017年よりも問題意識が高まるとの見方になっている（図表4）。

また、前述のNAHBの調査では労働力不足が最大の問題となっていることに加えて、2番目の懸念事項として建材価格の動向が意識されている。制裁関税が適用されているカナダ産の木材をはじめ、建設資材コストが上昇していることも、住宅投資の重石になっている。

**先行指標は低調な住宅投資を示唆**

一方、需要面ではプラスの材料もある。10月もハリケーン・マイケルが上陸し、猛威を振るったことから、短期的には復興需要によって住宅投資が下支えされる可能性がある。また、一般的には25～34歳ごろが世帯を持つ時期とされるが、現在、ベビーブーマー世代（1946-1964年生まれ）の子供達はその年代に差し掛かっている。米商務省の将来人口予測によれば、2020年にかけて25-34歳の人口増加が見込まれており（図表5）、中期的には世帯数の増加が住宅需要に結びつくことが期待される。

しかしながら、足元の30年住宅ローン金利が過去8年で最も高い水準付近まで上昇しているほか、住宅価格や住宅ローン金利の上昇などを背景に、家計の住宅取得能力指数が低下傾向にあり、家計が積極的に住宅購入に踏み出せない状況にあると考える（図表6）。ミシガン大学の月次調査によれば、6ヵ月以内に新居の購入を計画しているとする回答が低下しているほか、米抵当銀行協会の住宅ローン申請指数（購入用）もピークアウトしている（図表7）。住宅投資の先行指標とされる住宅着工許可件数や住宅市場指数が低下傾向をたどっていることなどから（図表8）、住宅投資は当面低調な推移が続くと予想する。（担当：大広）



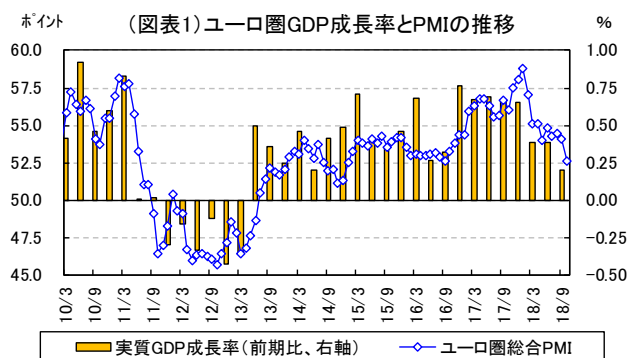
## 7-9月期のユーロ圏 GDP について ~マインド悪化が景気の重石に

### 7-9月期の景気は減速

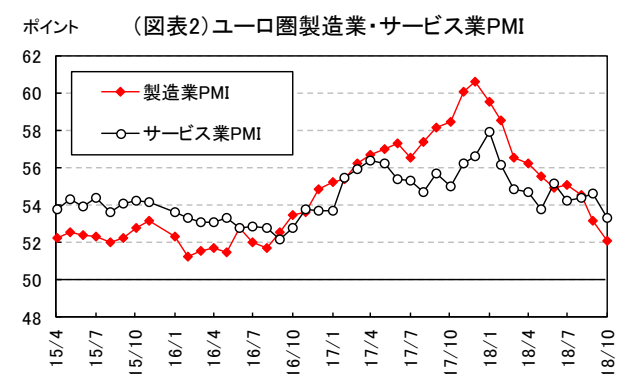
10月30日に発表された7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率は前期比+0.2%と、前期の同+0.4%から減速し、市場予想の同+0.4%も下回った。また、GDPに先んじて10月24日に発表されたユーロ圏総合PMI(企業購買担当者景気指数)は52.7と、2016年9月以来の水準に落ち込んだ(図表1)。PMIは50が景気拡大/縮小の境とされており、足元のユーロ圏景気は、回復トレンド自体は続いているとみられるものの、そのペースは減速している。ユーロ圏PMIのうち、特に製造業PMIは2017年末からほぼ一本調子で低下している(図表2)。公表元のMarkit社によると、足元の製造業PMIのうち、特に生産指数と新規受注指数の低下が続いており、調査対象企業の多くが貿易摩擦問題に関係していることで、そのことが企業の景気見通しを悪化させ、リスク回避姿勢を強める要因となっているとのことである。

### 輸出環境は好悪材料が混在

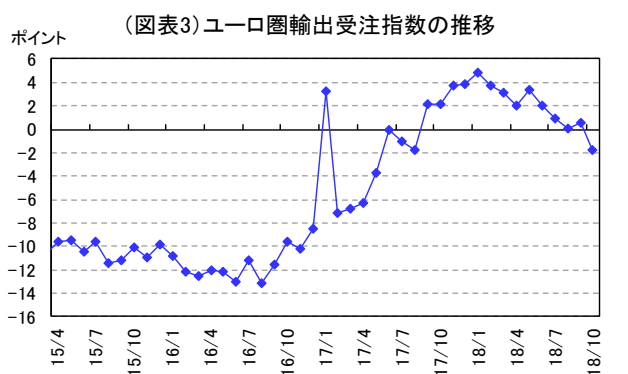
ただ、足元での米中貿易摩擦の激化が、ユーロ圏の輸出環境に直接的な悪影響を与え、ひいては景気に下押し圧力をかけているかという点、必ずしもそうとは言えない。欧州委員会調査の景況感指数のうち、「輸出受注指数」は、足元でピークアウト感は見られるものの、大幅に悪化しているわけではない(図表3)。ユーロ圏の輸出先上位3カ国の英国、米国、中国向け輸出の動向を確認すると、2018年以降、米国向けは増加傾向、中国向けは横ばい圏、英国向けは減少傾向で推移している(図表4)。米国向け輸出が堅調な背景には、同国景気が減税などの政策効果により、潜在成長率を上回るペースで拡大していることが挙げられる。英国向け輸出が減少している背景には、英国のEU離脱の期限が来年3月に迫るなか、離脱後の英国-EU間の貿易協定が依然不透明であることから、EU側の企業が英国との取引を手控えている可能性や、ポンドが対ユーロで下落していることなどがある



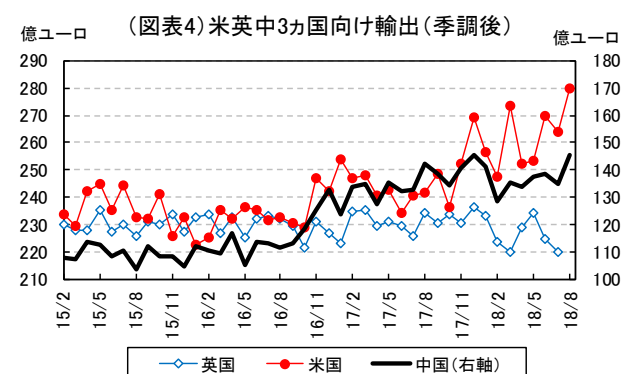
(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



(出所)欧州委員会



(出所)ユーロスタット



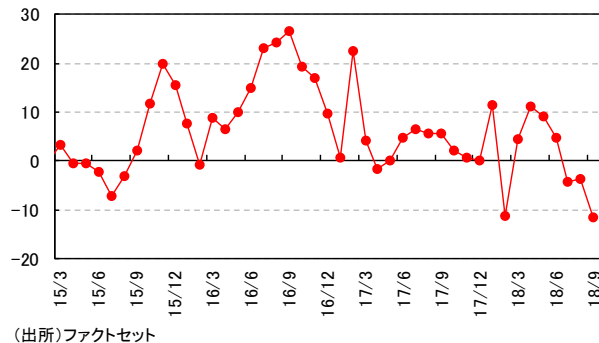
とみられる。中国向け輸出が伸び悩んでいる背景には、同国景気が2017年に実施された景気対策の反動減により減速していることがあるとみられる。特に、2017年末に同国で終了した小型車減税の反動減が顕在化している点が、ユーロ圏からの輸出に大きな影響を与えているとみられる。9月の中国の新車販売台数は前年比▲11.6%と、前月の同▲3.8%から一段と落ち込んでいる(図表5)。日本や米国などに比べ、自動車・部品が対中輸出の主力であるユーロ圏は、特に中国における自動車販売減少の影響を受けやすい構造であると考えられる。

今後の輸出については、米国が10月から2,000億ドル分の中国製品に10%の関税をかけており、2019年には25%への引き上げが予定されていることから、欧州発の中国を經由した加工貿易にも一定の悪影響が及ぶことが懸念される。ただ、中国自身もインフラ開発投資の再加速や個人向け減税など景気支援策を打ち出していることもあり、中国景気が底割れするとは考えにくく、ユーロ圏の対中輸出は底堅く推移すると予想する。加えて、米国向け輸出も、米国景気の堅調さを背景に増加傾向が続くと見込まれる。英国向けについては、英国とEU間の貿易協定を巡る先行き不透明感が晴れないことには、現在の減少トレンドが反転するとは考えにくい。総じて見れば、ユーロ圏の輸出は米国向けをけん引役に、緩やかながらも回復が続くと予想する。

**個人消費はマインド悪化を背景にやや減速**

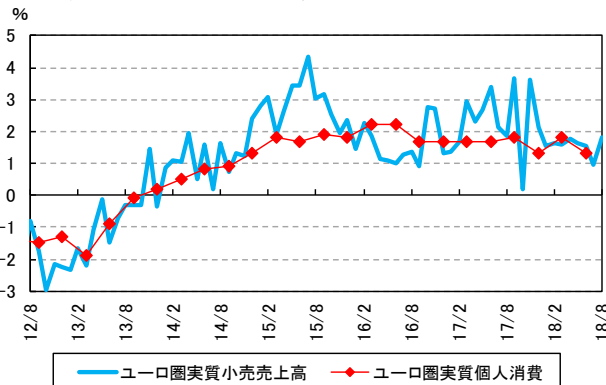
内需に目を向けると、GDP統計上の個人消費とおおむね似た動きをする実質小売売上高は、8月は前年比+1.8%、7-8月平均では同+1.4%と、4-6月期の同+1.7%からはやや減速しており、GDP上の個人消費も7-9月期は減速したことが確認できる(図表6)。ただ、7-9月期の個人消費については、自動車販売の動向がかく乱要因となった可能性がある。9月に欧州で新燃費計測方法が導入されたことに伴い、各社が旧基準適合車の販促を行っていた結果、8月の新車販売は前月比+19.7%と急増し、9月は同▲37.4%と反動減が顕在化した(図表7)。8月に自動車購入が急増したことで、家計は貯蓄の取り崩しや借入れを行なったとみられ、その後の家計の消費意欲が抑制された可能性がある。こうした影響は一過性のものにとどまるとみられるが、足元では、消費マインドがやや悪化しているのも懸念材料である。欧州委員会調査の消費者信頼感指数は、2018年春からマイナス圏での推移が続いている(図表8)。背景には、3月に米国のトランプ大統領が鉄鋼・アルミニウムの関税引き上げを宣

(図表5) 中国の新車販売台数(前年比)



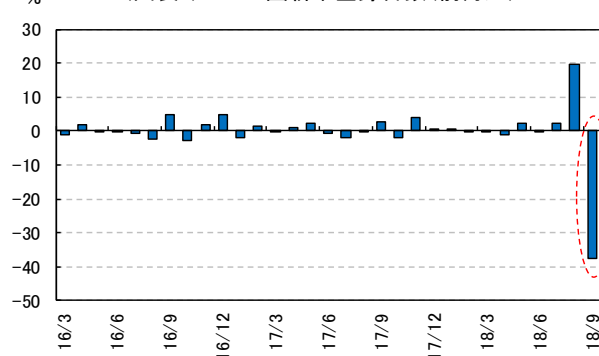
(出所)ファクトセット

(図表6) 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7) ユーロ圏新車登録台数(前月比)



(出所)ユーロスタット

言したほか、その後は欧州からの輸入車に対しても関税引き上げを示唆するなど、保護主義的な動きを強めたことなどがあるとみられる。ただ、7月25日には米国-EU間で新たな貿易の枠組みを交渉することで合意がなされた一方、交渉中は米国が自動車関税の引き上げを控えることも示唆された。これにより、消費マインドの冷え込みにはブレーキがかかりつつある状況と考えられる。

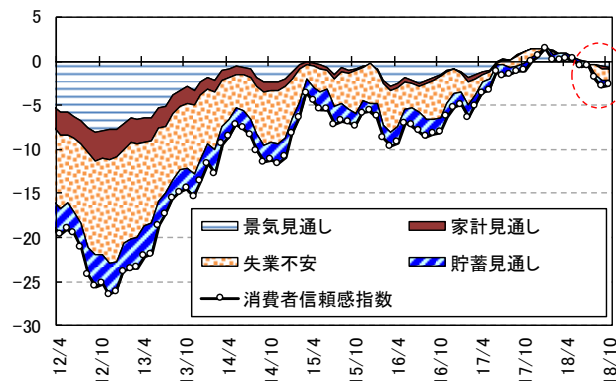
今後については、ユーロ圏では雇用・所得環境の改善が続いていることから、基本的には個人消費は回復が続くと予想する。ユーロ圏の賃金フィリップス曲線を描くと、8四半期程度前から、失業率の低下にあわせてひとり当たり雇用者報酬の上昇ペースが加速している様子が窺える(図表9)。ECBによる金融政策正常化に向けた動きは緩やかなものになると見込まれることから、緩和的な金融環境を背景に、雇用・所得環境の改善が続き、個人消費を下支えすると予想する。

**企業の慎重姿勢から固定投資は足踏みへ**

GDP統計上の固定投資に数ヵ月先行するとされる資本財受注の動きを見ると、足元で前年比マイナス圏に落ち込んでおり、固定投資についても足元で減速、または減少に転じている可能性がある(図表10)。資本財受注、ひいては固定投資が減速している背景には、ドイツをはじめユーロ圏の企業が景気の先行きに対して慎重姿勢を強めていることがあるとみられる。ドイツのIfo経済研究所が企業に6ヵ月先の景気見通しを聞き、先行き不透明との回答を指数化した「見通し不確実性指数」は、2018年7月から上昇に転じ、足元では2011~2012年に欧州債務問題が深刻化していた時点の水準に達している(図表11)。2018年7月以降、トルコをはじめとする新興国通貨の急落や、米中、米EU間の貿易摩擦への懸念、英国のEU離脱後の貿易協定の不透明感、イタリアとEUの財政規律を巡る争い、世界的な株価の急落など、複合的な要因が企業の先行き不透明感を高めているとみられる。

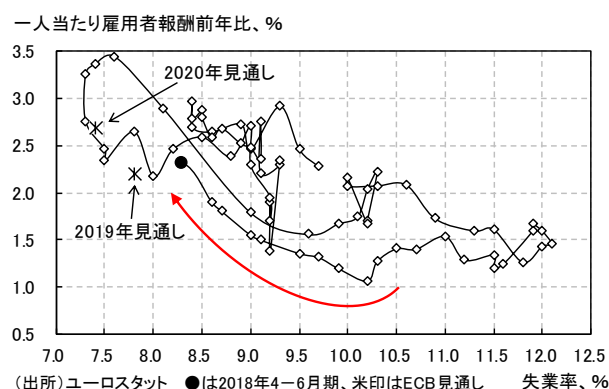
幸いにして、ECBによる緩和的な金融政策により、銀行の貸出態度は依然緩和的であり、借入れコスト

ポイント (図表8)ユーロ圏消費者信頼感指数の推移



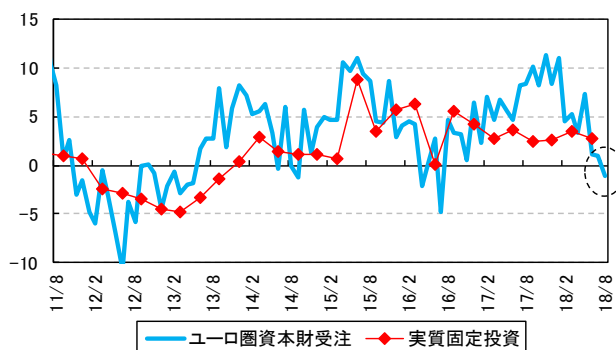
(出所) 欧州委員会

(図表9)ユーロ圏の賃金フィリップス曲線



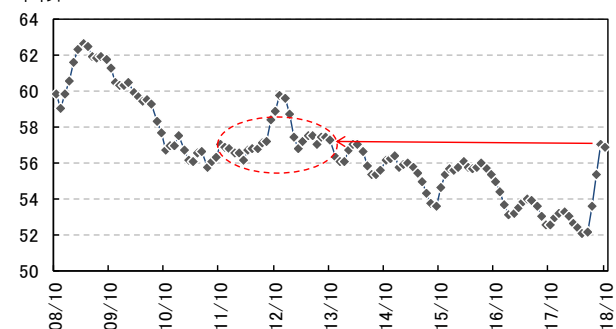
(出所) ユーロスタット ●は2018年4-6月期、米印はECB見通し 失業率、%

% (図表10)ユーロ圏資本財受注と実質固定投資(前年比)



(出所) ECB、ユーロスタット

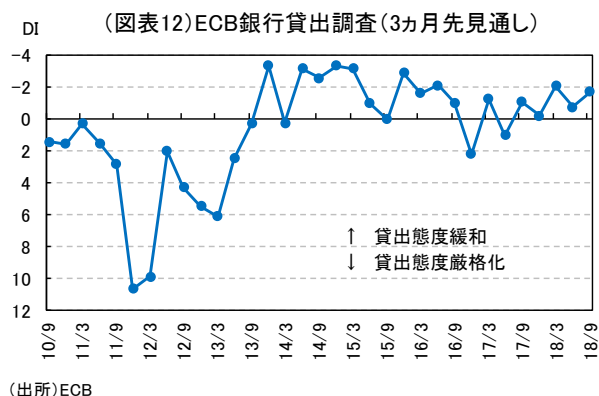
ポイント (図表11)ドイツ企業の見通し不確実性指数



(出所) Ifo経済研究所

が設備投資のネックとなる状況ではない(図表12)。そのため、企業の先行き不透明感が解消されれば、固定投資も持ち直しに向かうと考えられる。ただ、先行きという点では、米中貿易摩擦に加え、欧州でもイタリアーEU間の財政規律を巡る争いや、英国のEU離脱後の貿易協定を巡る不透明感など、いずれも政治的な対立を含むがゆえに解決の時期は見通しづらく、企業としても当面は慎重姿勢を取らざるを得ないとみられる。こうしたイベントは、今後年末から来春にかけて協議の場が設けられることになっており、そうした場で何らかの合意がなされ、今後の方針が明確になれば、企業の先行き不透明感も後退し、設備投資は徐々に持ち直しに向かうと予想する。

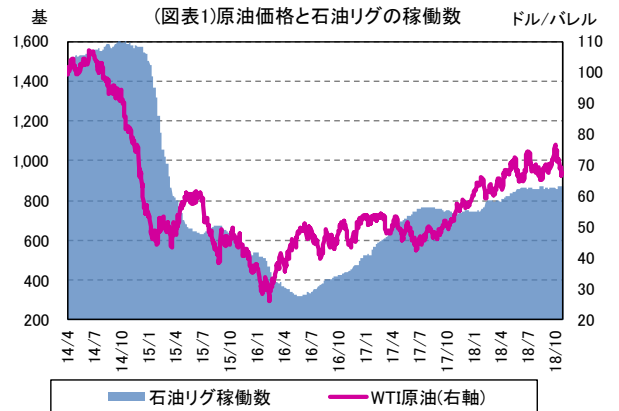
ユーロ圏景気は、基本的にはECBによる緩和的な金融政策を背景に、雇用・所得環境の改善が続いており、景気の腰折れには至らないと予想する。ただ、内外の経済環境はさまざまな要因から不透明感が高まっており、そのことがマインド面を通じて、景気に一定の下押し圧力をかけているとみられる。今後のユーロ圏景気は、先行き不透明感が漂う間は一定の下押し圧力を受けるとみられるが、年末から来春にかけて不透明感が徐々に後退に向かえば、景気回復のペースも緩やかに持ち直すと予想する。(担当:久保)



2019年にかけての原油相場動向

足元のWTI原油価格は再び70ドル/バレル割れへ

WTI（ウエスト・テキサス・インターメディアート）原油価格は、2017年11月30日の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）以降、基本的には上昇傾向で推移してきた。2018年5月ごろからベネズエラ・イランによる供給不足懸念が台頭するなか、6月22日のOPEC総会で協調減産緩和が決定されたものの、供給不足懸念を拭いきれず、70ドル/バレルを超えた水準での推移が続いていた。ただ、10月初旬にサウジ記者殺害事件が発生し、20日にサウジアラビア政府の関与が明らかになって以降、サウジアラビアが原油の増産を国際交渉のカードに用いるのではないかとの観測から、70ドル/バレルを割り込んで推移している（図表1）。



(出所) ファクトセット、Baker Hughes

(図表2) OPEC原油生産枠の遵守状況

加盟国	2016年10月 参照生産水準	減産目標	18年5月 生産量	18年5月 減産実績	18年9月 生産量	18年9月 減産実績
アルジェリア	1,089	-50	1,031	-58	1,049	-40
アンゴラ	1,751	-78	1,525	-226	1,519	-232
コンゴ*5	-	-	318	-	312	-
エクアドル	548	-26	519	-29	531	-17
赤道ギニア*4	-	-	130	-	124	-
ガボン	202	-9	189	-13	187	-15
イラン*2	3,707	90	3,829	122	3,447	-260
イラク	4,561	-210	4,455	-106	4,650	89
クウェート	2,838	-131	2,701	-137	2,812	-26
リビア*1	528	-	955	-	1,053	-
ナイジェリア*1	1,628	-	1,711	-	1,748	-
カタール	648	-30	585	-63	616	-32
サウジアラビア	10,544	-486	9,987	-557	10,512	-32
UAE	3,013	-139	2,865	-148	3,004	-9
ベネズエラ	2,067	-95	1,392	-675	1,197	-870
計*3	33,124	-1,164	32,192	-1,890	32,761	-1,444

(出所) OPECの2016年11月30日付プレス資料、2018年6月・10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

\*5 2018年6月に新加盟

OPECの産油量は増加傾向で推移

10月11日に発表されたOPEC月報によると、加盟国14カ国の9月の生産量は、2016年12月のOPEC総会で決めた減産目標（日量約▲120万バレル）を加味した水準を下回っている（図表2）。協調減産緩和の決定を受け、サウジアラビアなどは増産傾向であるものの、ベネズエラ・イランの産油量が大幅に減少していることが主因である。ベネズエラは、経済が危機的状況にあり、産油施設の整備もままならず、引き続き米国からの経済制裁を受けていることもあって、産油量の回復は見込めない。また、米国のイラン核合意からの離脱に伴って、対イラン経済制裁を再発動することを決めたことにより、イランと取引のある企業は米企業と取引が禁止されることになった。イラン原油の主な輸出先であるアジアや欧州諸国が、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たことで、イランの産油量は減少し続けている。猶予期間が終了する11月以降には、さらに産油量の減少が見込まれる。

なお、イラン・ベネズエラによる供給不足懸念がくすぶるなか、ガソリン価格の高騰を嫌気したトランプ大統領はOPECに対して増産を要求したものの、OPECと非OPEC主要産油国は、9月23日にアルジェリアで開かれた共同閣僚監視委員会において、非加盟国の将来増産量が世界の原油需要の伸びを上回ることが見込まれ、今後供給過剰になる可能性が高いことを理由に、協調減産緩和を超えるさらなる増産を見送っている。

風向きを変えたサウジ記者殺害事件

サウジアラビアの現体制を批判していたサウジアラビアの記者が、10月初旬にトルコのサウジアラビア領事館で殺害された事件が発生した。これを受け、サウジアラビア政府は、当初殺害を否定し、米国がサウジアラビアに制裁を科す場合、日量50万バレルの減産を行なうこともあり得ると発



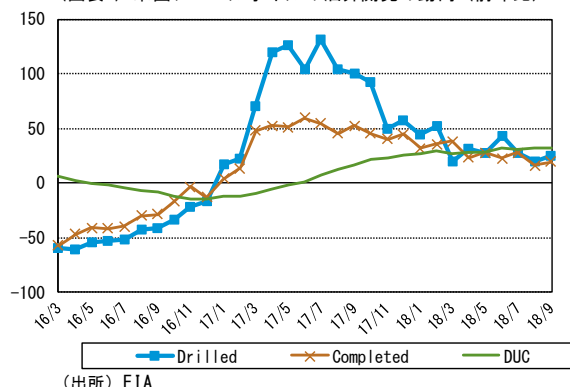
言するなど、強い姿勢で臨んでいた。しかし、サウジアラビア政府の関与が濃厚になると、10月20日には記者の死亡を認め、政府は、石油禁輸措置を発動する意向はなく、産油量を現行の日量1,070万バレルから1,100万バレルに引き上げる考えを示し、1,200万バレルまでの増産能力がある旨を発表するなど、態度を一変させた。当該事件を巡っては、サウジアラビアのムハンマド皇太子の関与の有無が今後の争点となる。明確な関与があると判明した場合、米国を中心とした欧米諸国がサウジアラビアに対し、何らかの制裁を科し、それに反発したサウジアラビアが産油量を減少させ、原油価格を高騰させるという対抗手段に出る可能性も考えられる。ただ、サウジアラビアと米国は対イラン政策等で良好な関係にあり、特にトランプ米大統領はたびたびサウジアラビアを擁護する発言をするなど、制裁に踏み切る可能性は現時点では低いと考える。

**米国シェールオイル生産は一時的に鈍化も拡大は続く**

シェールオイルの開発動向について、米エネルギー情報局（EIA）の10月の掘削レポートによれば、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）」は、2017年3月以降、対前年比+30%前後で推移しているほか、「完成間もなくの油井数（Drilled but Uncompleted : DUC）」も、足元で伸び幅はやや鈍化しつつあるものの、同+20%程度を維持している（図表3）。同様に、掘削段階に当たるリグ稼働数（Drilled）も、対前年比で2倍以上の伸びを示していた2017年前半からは大きく伸び幅を縮小させているものの、20%台の伸びを維持している。技術開発やコスト削減により、米シェールオイル企業の採算ラインは徐々に下がっており、引き続き投資が促されるとみている。米国のシェールオイルの生産動向を見ると、パーミアン地区を中心に拡大傾向で推移してきた（図表4）。ただ、パーミアン地区においては、パイプラインの輸送量がほぼ限界になりつつある。新規の大型パイプラインは2019年4-6月中に増設されるが、2019年の半ばまで、シェールオイルの生産拡大は一時的に鈍化することが見込まれる。一方で、前述のようにシェールオイルの開発が良好なこと、生産技術の向上により、既存の油井の産油効率が高まっていることなどから、パーミアン地区以外では増産基調を維持するとみられ、全体としては緩やかな生産拡大が続くと見る。

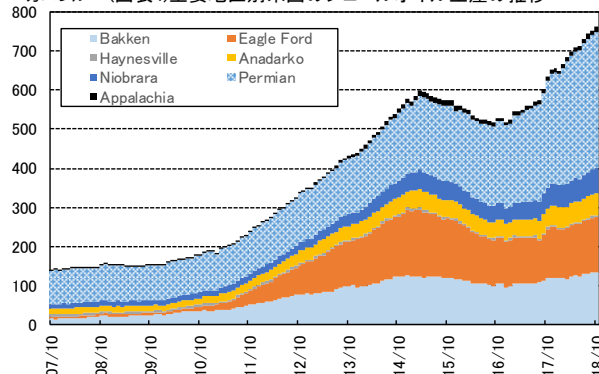
**原油価格は振れを伴いながらもボックス圏内で推移へ**

（図表3）米国シェールオイルの油井開発の動向（前年比）



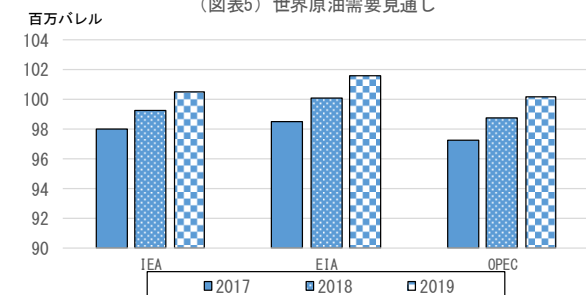
（出所）EIA

（図表4）主要地区別米国のシェールオイル生産の推移



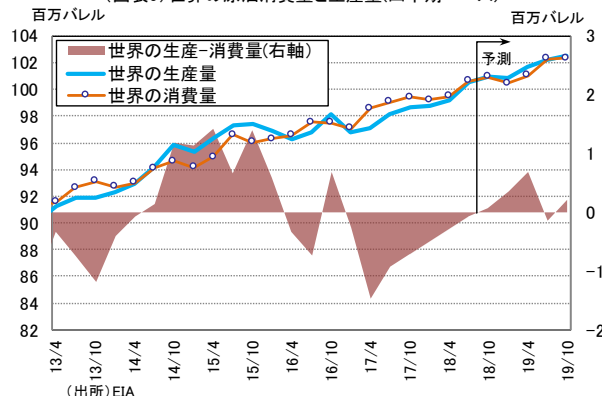
（出所）米国エネルギー省、トムソン・ロイターより明治安田生命作成

（図表5）世界原油需要見通し



（出所）IEA、EIA、OPEC

（図表6）世界の原油消費量と生産量（四半期ベース）



（出所）EIA

世界の原油需要見通しについては、EIA、国際エネルギー機関（IEA）、OPECのいずれの予測でも、経済成長を続けることが予想される中国、インド、米国を中心に需要拡大が続くと見込まれている（図表5）。ただ、IEA、OPECの10月月報では、米中貿易摩擦、世界景気の拡大ペースの鈍化などを理由に、需要見通しが引き下げられている。今後の世界情勢次第では、原油需要のいっそうの減少に繋がる可能性も残る。また、EIAの10月レポートを見ると、世界原油需給は、2018年10月以降は基本的に供給過剰状態で推移するとみられている（図表6）。

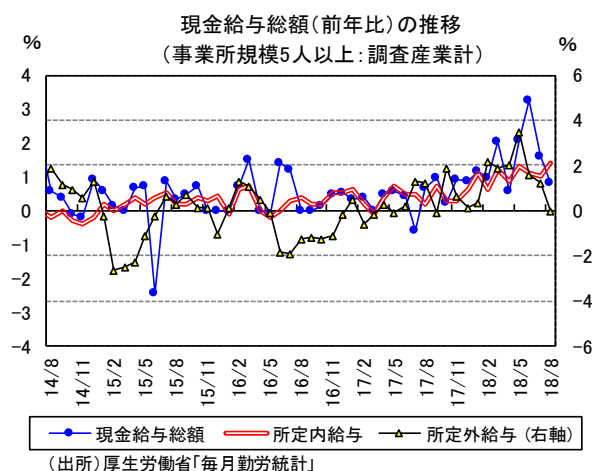
今後については、サウジアラビアを中心とした特定国の増産が、原油価格の上昇を抑えるとみられる一方、OPECと非OPEC主要産油国の協調減産の継続と、イラン・ベネズエラの産油量の減少、および米国のシェールオイルの生産拡大の一時的な鈍化が供給制約になることで、2019年にかけては、振れを伴いながらも基本的に65～75ドル/バレルのボックス圏での推移を予想する。（担当：西山）

主要経済指標レビュー (10/22~11/2)

《日本》

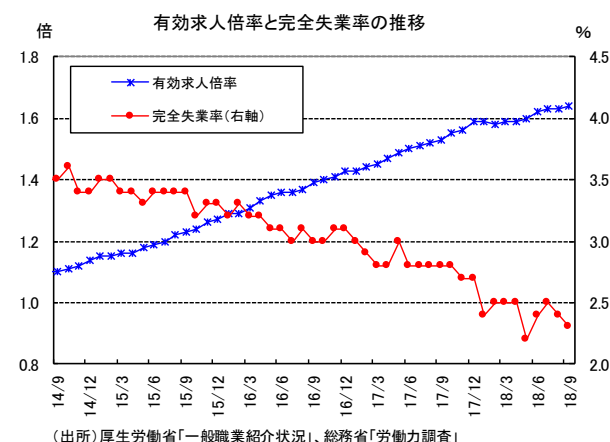
○ 8月毎月勤労統計 (確報、10月23日)

8月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年比+0.8%と、13ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、特別給与が同▲8.2%と4ヵ月ぶりのマイナスとなった。定期給与のうち、所定内給与は同+1.4%と、17ヵ月連続のプラス、所定外給与は同+1.3%と、10ヵ月連続のプラス。ただ、3月からの高い伸びは、調査サンプルの入替えの影響があり、割り引いて見る必要がある。今後についても、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、国内の低成長期待の定着や、企業の社会保障関係負担の拡大などにより、名目賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまるとみている。



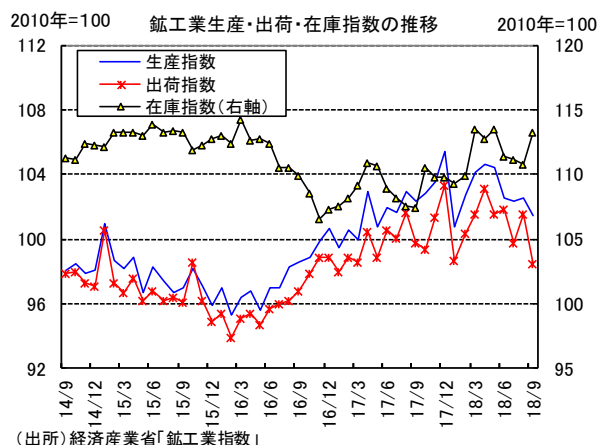
○ 9月雇用関連統計 (10月30日)

9月の雇用関連統計は、完全失業率（季調値）が2.3%と前月から0.1%低下（改善）した。有効求人倍率（季調値）は1.64倍と、前月から0.01ポイント上昇し、求人数が求職者数を上回る状態が続いている。ただ、日本の潜在成長率の低迷に伴う企業の成長期待の低下に加え、企業の社会保険料負担の増加など、賃金の伸び悩みには需給ギャップ以外の構造的抑制要因も働いていることから、正社員の賃金に関しては今後も安定的な上昇は考えにくい。依然として企業側の採用ニーズは、賃金や社会保険料などの人件費を削減でき、人員調整も容易な非正規や賃金等の待遇面で見劣りする職種に偏っていることから、全職種平均でみた賃金上昇ペースは緩やかなものにとどまると予想する。



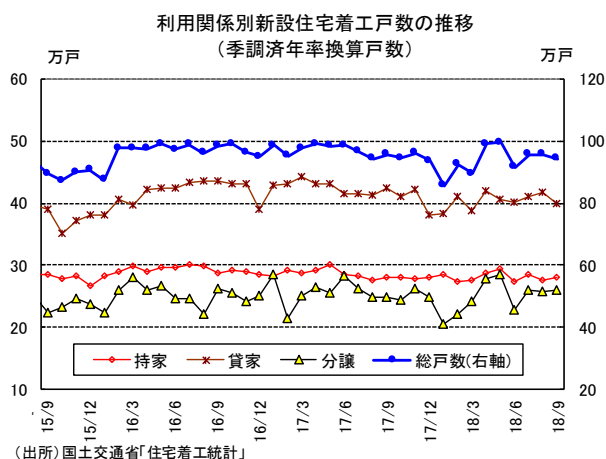
○ 9月鉱工業生産指数 (10月31日)

9月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比▲1.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。四半期ベースで見ると、7-9月期は前期比▲1.6%と、2期ぶりのマイナス。9月は、台風21号による影響（関西国際空港の閉鎖など）によって輸出が減少したことや、北海道胆振東部地震による一部工場の操業停止などによって生産が一時的に下振れした可能性がある。基本的には堅調な海外需要にけん引される形で、今後の鉱工業生産は均せば緩やかな回復が続くと予想する。内需に関しては、個人消費の力強い伸びは見込みづらいが、更新維持・省力化投資や研究開発投資を中心とする設備投資の回復が生産の伸びにある程度寄与するとみている。



○ 9月新設住宅着工戸数（10月31日）

9月の新設住宅着工戸数（季調値）は前月比▲1.6%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。利用関係別では、分譲は同+0.8%、持家は同+1.6%と、どちらも2ヵ月ぶりのプラス、貸家は同▲4.6%と3ヵ月ぶりのマイナスとなった。今後については、住宅支援策や低金利環境が引き続き下支えとなるものの、マンションなどの住宅価格の高止まりが続くなか、消費者は慎重に物件購入を進めるとみている。また、金融機関によるアパートローン向け融資への慎重なスタンスが続き、貸家着工は減少傾向で推移するとみられる。2019年10月実施予定の消費増税前に向けて駆け込み需要が見込まれるものの、住宅着工は均せば鈍化傾向で推移すると予想する。

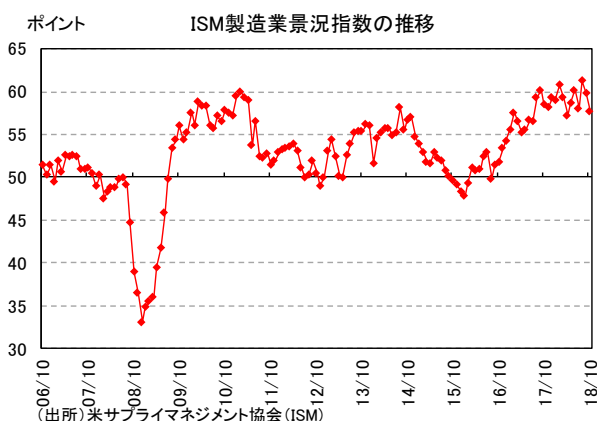




《米 国》

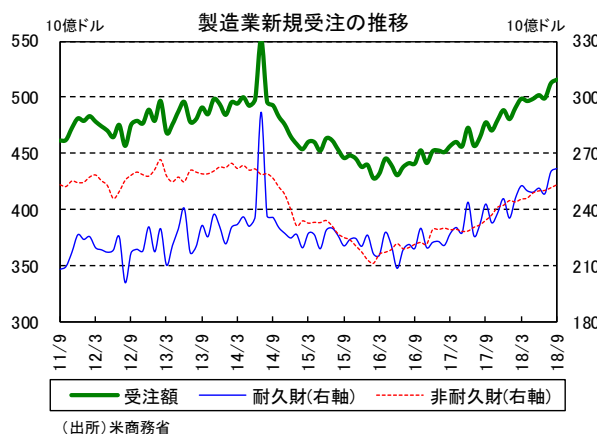
○ 10月ISM製造業景況指数 (11月1日)

10月のISM製造業景況指数は57.7と引き続き高水準で推移しているものの、2ヵ月連続で低下した。構成項目別に見ると、リードタイムが前月から上昇する一方、生産、新規受注、雇用、在庫が低下した。業種別に見ると、調査した18業種中13業種で拡大が報告され、幅広い業種で業況が改善している様子が示されたが、このところ縮小を報告する業種も徐々に増えてきている。公表資料で示された回答者のコメントを見ると、受注は堅調なもの、上半期からペースが落ちているとの意見や、関税引き上げによるコスト面での影響を懸念する意見がみられた。関税引き上げの影響は今後強まるとみられることから、企業マインドの改善は足踏みが続くと予想する。



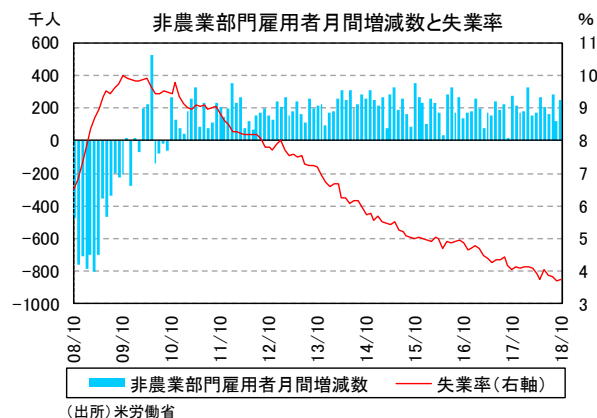
○ 9月製造業新規受注 (11月2日)

9月の製造業新規受注は前月比+0.7%と2ヵ月連続で増加した。変動の激しい輸送機器を除くベースでも同+0.4%と15ヵ月連続で増加しており、同受注は足元で堅調に推移している。財別に見ると、耐久財は同+0.7%と、輸送機器の増加などにより2ヵ月連続のプラスとなったほか、非耐久財は同+0.6%と7ヵ月連続で増加した。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）は同▲0.1%と2ヵ月連続で減少した。企業業績は増益基調を維持しているものの、大規模な財政政策により一時的に押し上げられている面も大きく、企業の期待成長率の上昇にはつながりにくい状況にあるほか、通商問題への懸念も燻っていることから、非防衛資本財受注（除く航空機）は、今後頭打ち感を強めよう。



○ 10月雇用統計 (11月2日)

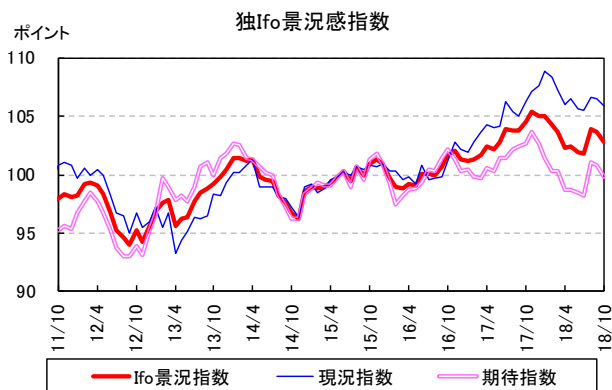
10月の非農業部門雇用者数は前月比+25.0万人と、市場予想の同+20.0万人を上回った。前月9月の伸びは同+11.8万人と、同+13.4万人から下方修正される一方、8月は同+28.6万人と、同+27.0万人から上方修正された。3ヵ月移動平均で見ても10月は同+21.8万人と堅調に推移している。労働参加率が前月から上昇（62.7%→62.9%）するなかで、失業率は前月から変わらずの3.7%と、1969年12月以来の水準で推移しており、雇用環境は良好な状態が続いている。注目の時間当たり賃金は前年比+3.1%と2009年4月以来の高い伸びを記録したが、前年10月がハリケーンの影響で鈍化していた反動が出た可能性がある。10月の雇用統計は、FRBの漸進的な利上げを後押しする内容だったと考える。



《欧 州》

○10月ドイツIfo景況感指数（10月25日）

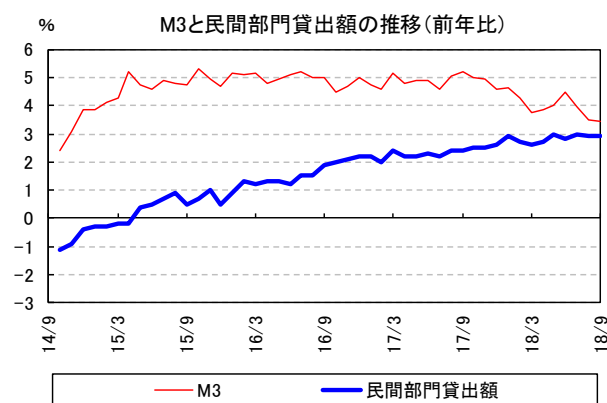
10月のドイツIfo景況感指数は102.8と2ヵ月連続で低下した。内訳を見ると、現況指数が106.6→105.9、期待指数が100.9→99.8とそれぞれ低下した。産業別では、建設業のみ31.8→32.7と改善したものの、製造業が23.3→19.2、サービス業が32.7→31.4、小売・卸売業が11.7→10.1と悪化した。公表元のIfo経済研究所によれば、「世界景気の先行き不透明感の高まりが、ドイツ景気に下押しの力を加えている」とのことである。足元では米中貿易摩擦が激化しており、世界的な株安が発生したことなどが、企業が先行きについて慎重な見方を高める一因となっているとみられる。ただ、ドイツでは堅調な雇用環境を背景に内需の回復が期待できることから、ドイツ景気は緩やかながらも回復傾向が続くと予想する。



(出所)Ifo経済研究所

○9月ユーロ圏マネーサプライ（10月24日）

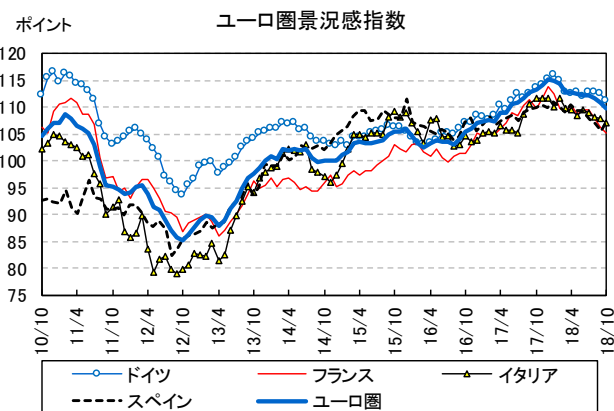
9月のユーロ圏マネーサプライ（M3）は前年比+3.5%と、前月と同じ伸び幅となった。民間向け貸出額も同+2.9%と、前月と同じ伸び幅となった。民間向け貸出額の内訳では、家計向けが同+3.1%と前月と同じ伸び幅だったが、非金融企業向けは同+3.0%→+3.1%と、伸び幅が小幅に拡大した。ECB（欧州中央銀行）は6月の理事会で、資産購入策を2018年末で終了することを決定したものの、現行の政策金利は少なくとも2019年夏の間まではすえ置き、当面の間緩和的な金融環境を維持するとみられる。貸出金利も低位での推移が続いていることなどから、今後のユーロ圏民間向け貸出額は、緩やかな回復傾向で推移するとみている。



(出所)ECB

○10月ユーロ圏景況感指数（10月30日）

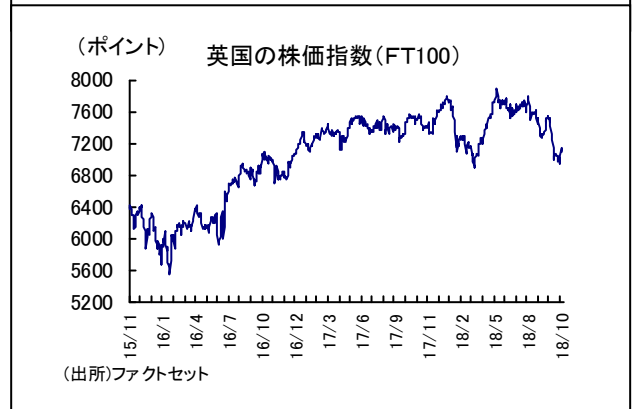
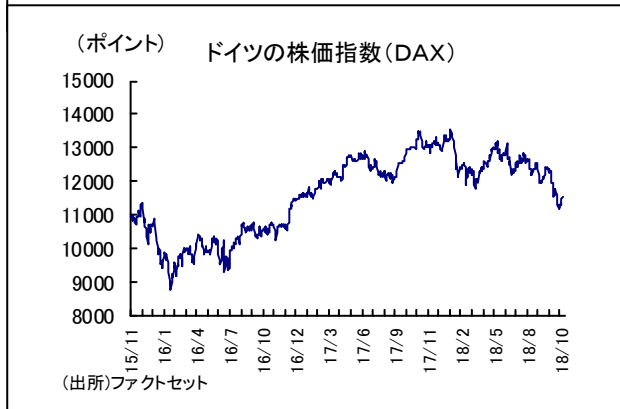
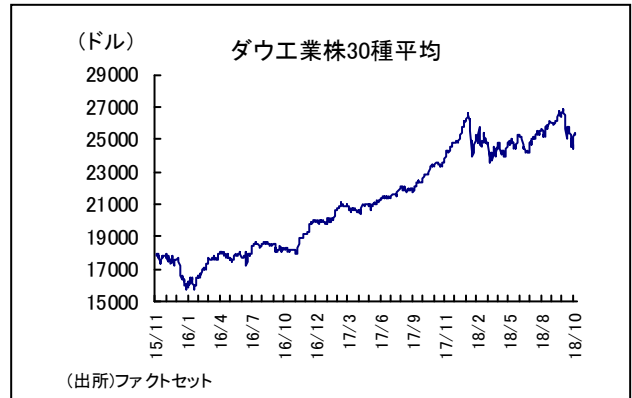
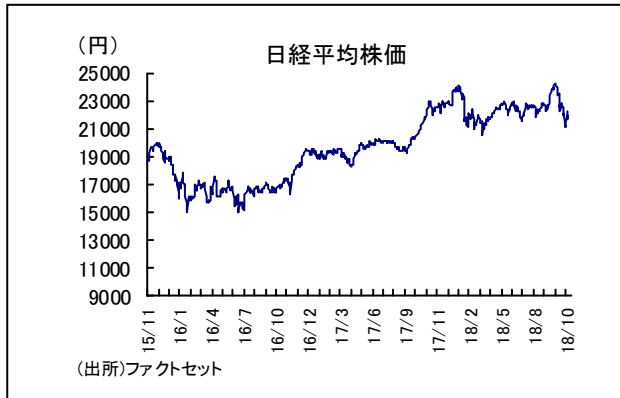
10月のユーロ圏景況感指数は109.8と、10ヵ月連続で前月から低下した。構成項目別では、消費者信頼感（▲2.9→▲2.7）のみ若干改善したものの、鉱工業景況感（4.7→3.0）、サービス業景況感（14.7→13.6）、建設業景況感（8.3→8.0）、小売業景況感（2.4→▲0.8）が悪化した。主要国別では、スペイン（105.5→107.4）のみ改善、ドイツ（112.5→111.2）、フランス（106.3→105.1）、イタリア（108.0→107.1）が悪化した。米国を中心とした貿易摩擦の影響で家計・企業のマインドは悪化しているものの、ドイツを中心に労働需給のひっ迫が続いていることなどから、ユーロ圏景気は緩やかながらも回復傾向が続くと予想する。



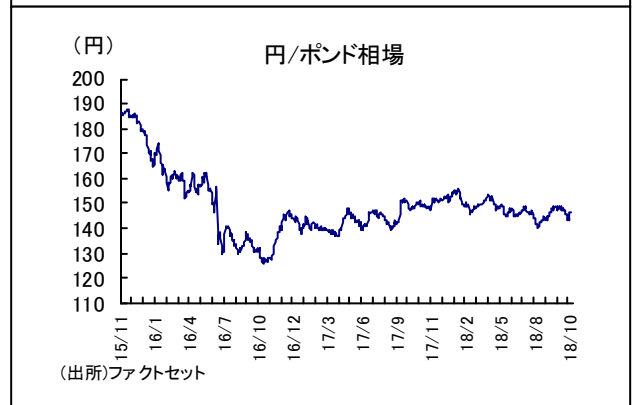
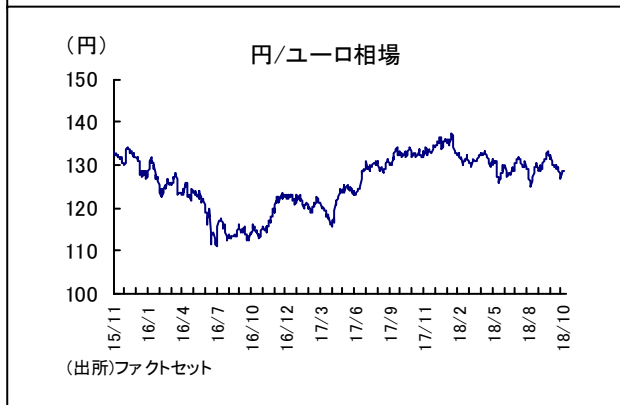
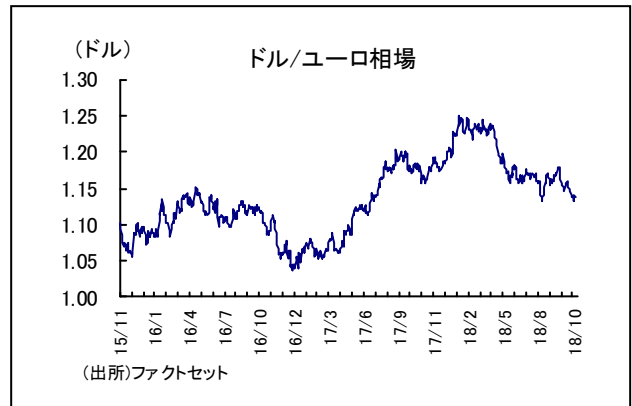
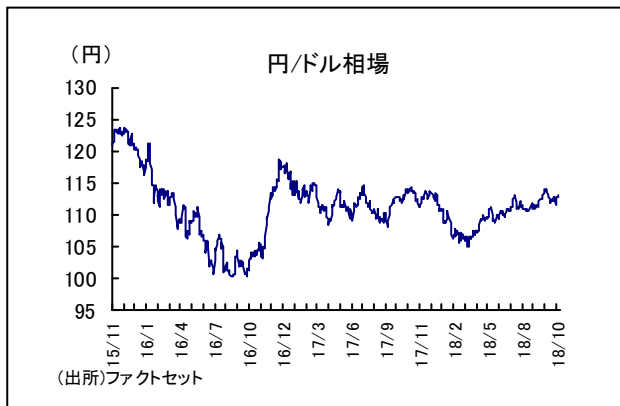
(出所) 欧州委員会

日米欧マーケットの動向 (2018年11月5日現在)

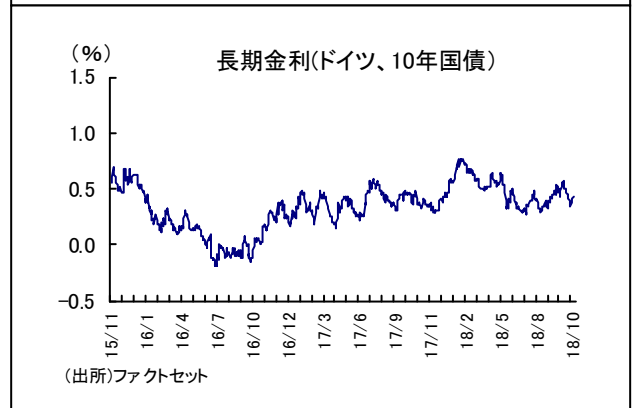
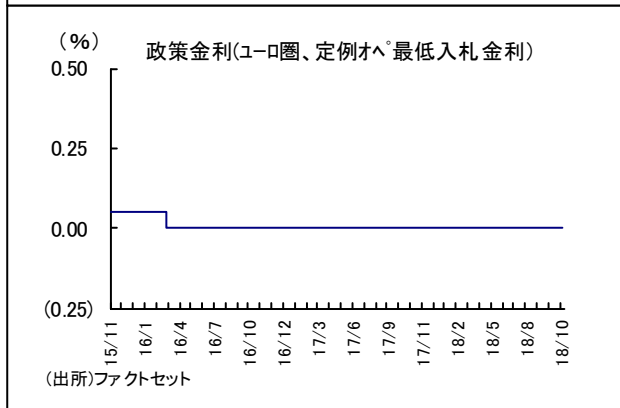
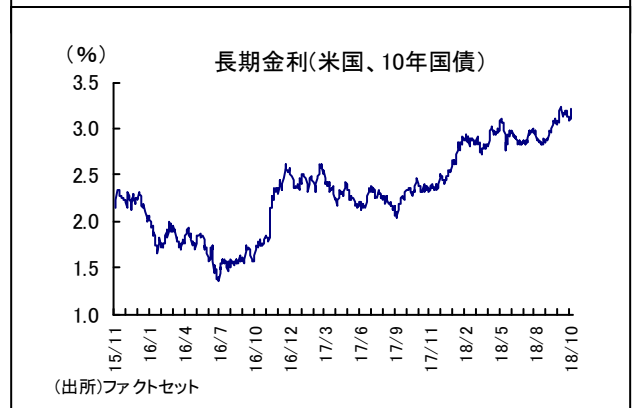
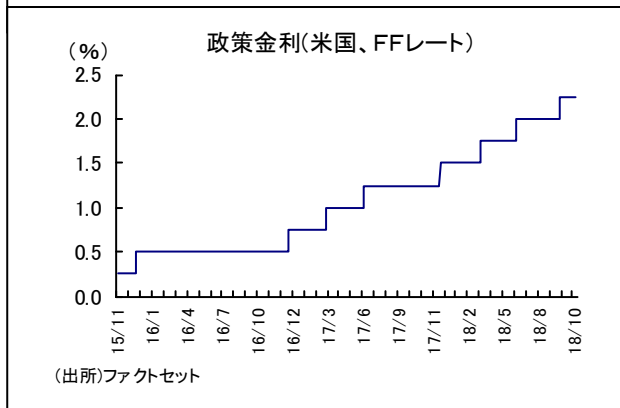
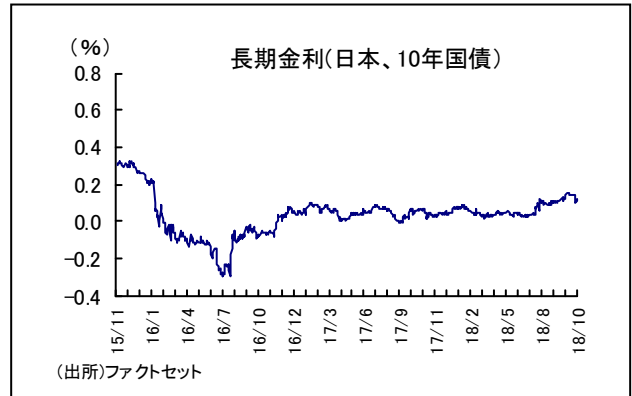
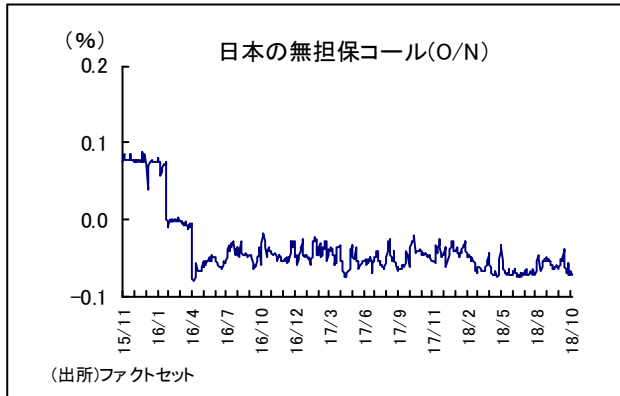
▽各国の株価動向



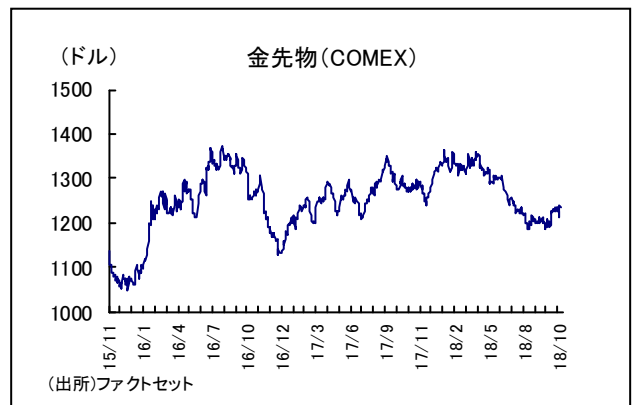
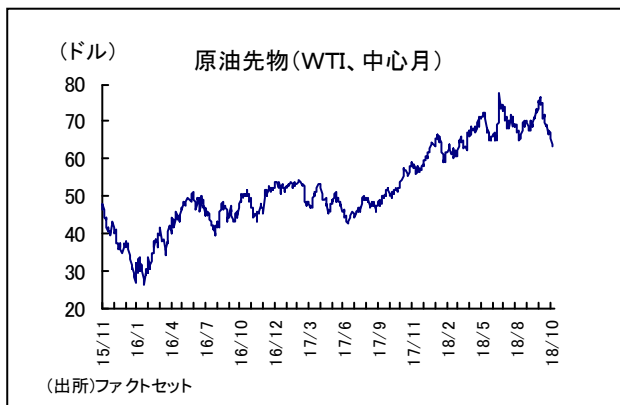
▽外為市場の動向



▽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、大広泰三、久保和貴、柳田亮、  
西山周作、木下裕太郎