

〈フォーカス〉 2019-2020年度経済見通し特集号

当社では、2018年10-12月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2019-2020年度経済見通し」を作成、2月19日(火)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。

<https://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: 2019年度 0.8%(0.8%) 2020年度 0.5%(0.7%)

名目GDP成長率: 2019年度 1.6%(1.7%) 2020年度 1.1%(1.2%)

2. 要 点

- ①日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。米国発の貿易戦争の広がりや、中国・欧州景気の減速、不安定な金融市場といった不透明要素が残るなかでも、基本的に堅調な米国景気や、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みる。
- ②個人消費は、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントが下支えとなり、底堅い推移を予想する。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、更新維持投資や省力化投資が下支えし、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等が下支えすることで、底堅く推移すると予想。輸出は、海外景気の減速で景気のけん引役になるほどの力強さは期待できないものの、やはり底堅い推移が続くとみる。
- ③米国景気は、良好な雇用・所得環境や企業収益の増益基調を背景に、個人消費や設備投資の緩やかな増加が見込まれ、拡大傾向が続くとみる。ただ、大規模減税の効果が徐々に逓減するため、成長ペースの鈍化は避けられない。欧州景気は、内外の経済環境における不透明感が、時間をかけながらも解消に向かうことにより、徐々に回復に向かうと予想する。中国景気は、各種政策効果による景気押し上げ効果と貿易摩擦による景気下押し圧力の綱引きとなるなか、緩やかな減速に向かうと予想する。

(Matsushita wrote)

目 次

〈フォーカス〉2019-2020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	16
・2019-2020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、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。

個人消費は、引き続き良好な雇用環境や、各種イベントが下支えとなり、底堅い推移を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が下支えするも、月例賃金の高い伸びが見込めないことから、力強さには欠ける展開が続くと予想する。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、更新維持投資や省力化・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。

輸出は海外景気の減速で景気のけん引役になるほどの力強さは期待できないものの米国を中心とした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、輸出の緩やかな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、原油高による押し上げ効果が薄れることで、消費税の引き上げまでは伸びが鈍化し、2019年度は+0.7%程度、2020年度は+1.0%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。ただ、今後は2018年の景気を押し上げた大規模減税の効果が徐々に逡減することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、所得税減税の効果逡減が見込まれるものの、雇用・所得環境の改善基調が続くとみられるものの、所得税減税の効果逡減ことなどから、緩やかながら回復傾向が続くとみ増勢鈍化を予想する。住宅投資は、先行指標が悪化しており、目先は冴えない動きが続くものの、住宅取得能力の持ち直しにより徐々に下げ止まりへ向かおう雇用環境の改善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、法人税減税の効果逡減で企業収益の伸び鈍化が見込まれるほか、米中摩擦やねじれ議会下の政策運営に対する不透明感企業の増益基調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ものの、資本ストックの積み上がりなど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、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれることから増加基調の持続を予想する。ただし、米中貿易摩擦の影響が徐々に顕在化してくることなどから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。

FRBは12月のFOMCで、FFレートの誘導目標レンジを2.00-2.25%から、2.25-2.50%へと引き上げたが、1月FOMCでは利上げ休止を示唆した。FRBは6月以降、1~2回程度の利上げを実施し、中立水準と想定される2.8%付近までFFレートを引き上げて今次利上げ局面を終了しよう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、主にマインド面の悪化を背景に、回復ペースが鈍化している。ただ、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、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12月の理事会で、これまで示してきたとおり資産買入れ策の年内終了と、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。ただ、インフレ率は鈍化しており、域内景気も減速していることから、政策金利の引き上げは、2020年2019年9月以降と予想する。

2019—2020 年度経済見通し（要約版）

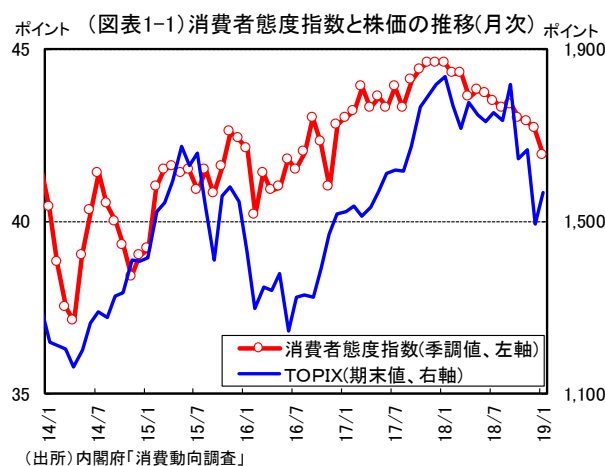
1. 日本経済見通し

回復モメンタムの鈍化が続く

日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。10—12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算：+1.4%）と、2四半期ぶりのプラスとなった。夏場の自然災害に伴う供給制約の影響が緩和したことによる反動増という側面が大きいですが、景気の回復基調自体は崩れていないとみる。今後については、米国発の貿易戦争の広がりや、中国・欧州景気の減速、不安定な金融市場といった不透明要素が残るなかでも、基本的に堅調な米国景気や、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みる。

個人消費は各種イベントが下支え

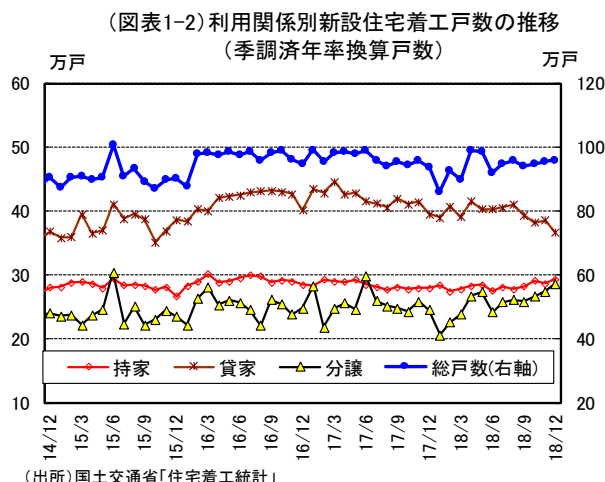
消費マインドは足元で大きく悪化している。1月の消費者態度指数は41.9と、前月から0.8ポイント低下した。2018年1月以降低下基調が続いており、7—9月に相次いだ自然災害や、昨年年初および年末にかけての株価急落などが下押し圧力になったと考える（図表1-1）。ただ、2018年末に広がった過度なリスクオフムードが後退したことで、足元の株価は落ち着きを取り戻しつつあることから、消費者マインドも今後徐々に持ち直すとみている。



依然として低い賃金の伸びを背景に、個人消費の基調は強くないが、新天皇陛下の即位とそれに伴う改元、10連休やラグビーワールドカップ日本大会に東京オリンピック等、各種イベントの経済波及効果が下支えとなり、今後の個人消費は底堅く推移するとみている。なお、消費増税については、政府の各対策効果により家計負担額の増加は相当軽減される見込みである。

住宅投資は鈍化傾向での推移を予想

1月のさくらレポート（日銀地域経済報告）を見ると、住宅投資の判断は、9地域中3地域で引き上げられ、足元の住宅投資が回復しつつある様子が見えてくる。消費増税を見据えた住宅供給業者等の動きが、分譲住宅を中心に住宅投資を押し上げている模様である。民間住宅投資に数ヵ月先行する新築住宅着工戸数を見ても、足元では、分譲の増加がけん引し、総戸数も緩やかな持ち直し傾向で推移している（図表1-2）。

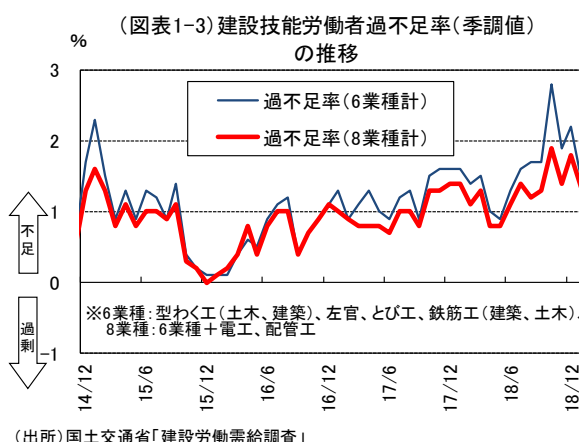


ただ、振れを均せば、駆け込みの反動、マンション価格の高止まり、節税対策としてのアパート経営需要の一巡などが重しとなり、住宅投資は減速傾向の推移となることが避けられないとみている。なお、消費増税後の対策として手厚い住宅取得支援策が

設けられており、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と考えられ、消費増税前後の駆け込み需要とその反動減といった振れは、前回の増税時よりも大きく抑制されるとみている。

公共投資は2020年度にかけて底堅い推移を見込む

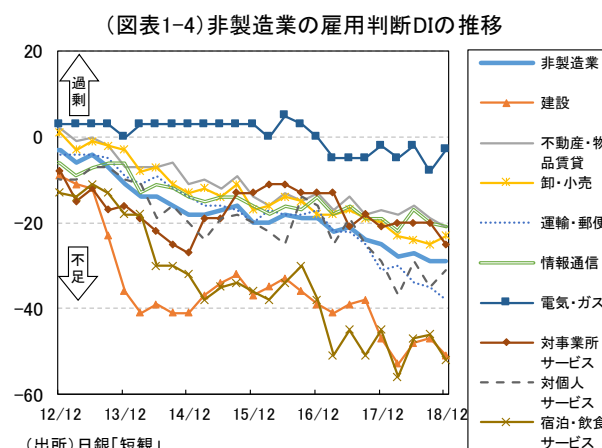
災害復興やオリンピック関連工事などが公共投資の増加要因となった一方で、人手不足が引き続き大きな下押し圧力となっている。ただ、建設技能労働者過不足率（季節調整値）を見ると、昨年9月ごろをピークに、人手不足感の高まりが一服している様子が見える（図表1-3）。2019年4月に施行される改正出入国管理法によって、政府は5年間で最大34.5万人の外国人労働者の受け入れを見込んでおり、建設業への受け入れもますます拡大が見込まれる。



2019年度本予算案では、公共事業関係費として前年度比+1.3%の6兆596億円が計上されており、2018年度補正予算とあわせて今後執行が進むことも、公共投資を下支えするとみる。今後の公共投資は、慢性的な人手不足の解消に時間がかかるため、高い伸びは見込みづらいものの、オリンピック関連工事や被災地復旧工事等が下支えすることで、2020年度にかけて底堅く推移すると予想する。

設備投資は非製造業中心に堅調に推移

12月調査の日銀短観を見ると、2018年度の全規模・全産業の設備投資計画は前年度比+10.4%と、12月調査としては、金融危機直前の2006年以来の高い伸びとなっている。製造業の設備投資は、世界景気の拡大ペース鈍化を受けた投資計画の慎重化に向けた動きが出ているものの、国内の設備老朽化に伴う維持・補修への投資や、合理化・省力化投資への需要の高まりが下支えすると見込まれ、今後も底堅く推移するとみている。また、非製造業の設備投資計画が順調に拡大している背景として、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が引き続き挙げられる。日銀短観で大企業・非製造業の業種別の雇用判断DIを見ると、非製造業全体ではほぼ一本調子で不足感が強まっており、特に建設や宿泊・飲食サービス等では大きく不足に偏っている（図表1-4）。



今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、中長期的な内需の拡大基調持続が見込みにくいことや、海外景気の不透明感等が下押し要因になるものの、非製造業を中心に、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、緩やかな回復傾向が続くと予想する。

今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、中長期的な内需の拡大基調持続が見込みにくいことや、海外景気の不透明感等が下押し要因になるものの、非製造業を中心に、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、緩やかな回復傾向が続くと予想する。

輸出は底堅く推移

財務省の貿易統計によると、1月の輸出金額は前年比▲8.4%と、2ヵ月連続のマイナスとなり、輸出のモメンタムには陰りが見られる（図表1-5）。相手国・地域別に動向を見ると、足元では米国向け、EU向けが堅調さを維持している一方で、アジア向けが大きく落ち込んでいる。特に中国向け輸出の低迷が顕著で、米中貿易摩擦を受けた製造業の生産鈍化や、経済成長ペース鈍化に伴う設備投資の減速も背景

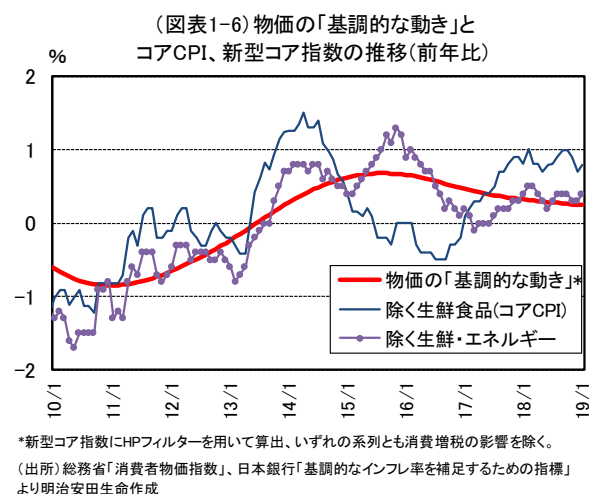
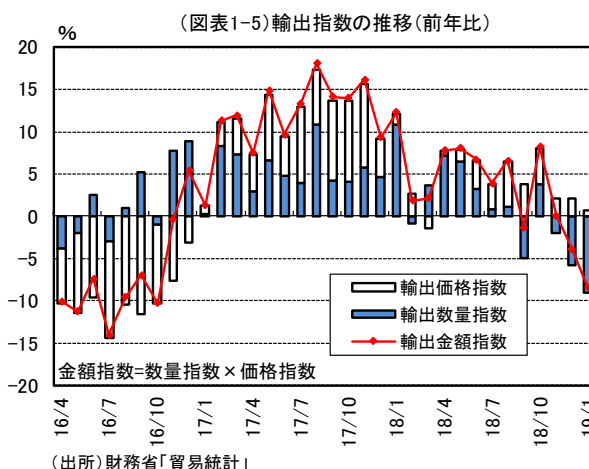
として考えられる。ただ、産業技術高度化政策である「中国製造2025」のもと、ハイテク産業への補助金交付や、米中貿易摩擦による悪影響を緩和するために、個人・法人向け減税など景気支援策を政府が打ち出していることから、中国向け輸出は緩やかながらも持ち直しに向かうと予想する。

世界景気の拡大ペースは徐々に鈍化するとみられるものの、総じて拡大基調を維持するとみており、輸出の緩やかな増加基調は持続するというのがメインシナリオである。ただ、米中貿易摩擦や、日米貿易協議の動向など、通商交渉を巡る不透明感も高く、今後は景気回復のけん引役を果たすほどの力強さは期待できない。

コアCPIの伸びは鈍化へ

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、原油価格の下落などから、足元では前年比+1.0%を下回る推移が続いている(図表1-6)。今後は、原油価格の変動にラグを伴う電気代・ガス代もプラス寄与幅を縮小する見込みであり、エネルギー価格のプラス寄与幅は、縮小傾向で推移するとみる。加えて、今後物価の下押し圧力になると見込まれるのが、2019年4月からの携帯電話料金の引き下げ、2019年10月からの幼児教育費無償化、2020年4月からの高等教育無償化である。

今後のコアCPIは、2018年10月以降の原油安の影響により、エネルギー価格のプラス寄与が縮小傾向で推移することで、消費増税までは鈍化傾向で推移するとみている。携帯電話料金の引き下げや教育費無償化による下押しにより、消費増税を踏まえた物価の上昇は限定的になると見込まれ、コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.7%(消費増税の影響:+0.5%を含む)、2020年度通年では同+1.0%(同+0.5%を含む)と予想する。(担当:小玉、松下、柳田)



(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)

	予測				予測									
	2017年度	2018年度	2019年度	2020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	1.9%	0.6%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	▲0.4%	▲0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
前期比年率	1.9%	0.6%	0.8%	0.5%	1.4%	1.3%	2.0%	1.6%	▲1.7%	▲0.2%	1.4%	0.8%	0.8%	1.4%
民間最終消費支出	1.1%	0.7%	0.7%	0.4%	0.6%	0.3%	0.3%	0.9%	▲1.5%	▲0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%
民間住宅投資	▲0.7%	▲4.5%	1.6%	▲1.5%	1.1%	0.3%	1.0%	0.8%	▲1.6%	▲0.5%	▲0.3%	▲0.4%	0.1%	0.2%
民間設備投資	4.6%	3.3%	1.5%	1.5%	2.4%	0.3%	0.4%	0.6%	▲0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
政府最終消費支出	0.4%	0.8%	0.5%	0.6%	0.8%	▲0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.5%	▲3.5%	2.0%	1.6%	▲1.2%	0.9%	1.2%	1.0%	0.8%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸出	6.4%	2.0%	2.1%	2.2%	0.9%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
財貨・サービスの輸入	4.0%	3.1%	3.0%	2.2%	2.7%	0.0%	0.4%	2.1%	▲0.9%	1.0%	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%
名目GDP	2.0%	0.4%	1.6%	1.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	0.1%	▲0.2%	0.7%	0.6%	▲0.3%	0.0%	0.1%	0.4%	1.1%	1.3%	1.2%	0.8%	0.2%	▲0.0%

2. 米国経済見通し

足元、潜在成長率並みの拡大ペースを予想

10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は、2%弱とされる潜在成長率並みとなり、4-6月期の前期比年率+4.2%、7-9月期の同+3.4%から伸びが鈍化した姿を示すと予想する。もっとも、グローバル景気の減速や金融市場の混乱などといった悪材料があったなかでも、潜在成長率並みのペースで拡大したとみられ、米景気は引き続き堅調と考える（図表2-1）。

（図表2-1）米国の実質GDP予測値（前期比年率）（%）

	暦年ベース				2018年	2019年				2020年			
	2017	2018	2019	2020	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	2.2	2.8	2.4	1.7	2.0	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5
個人消費	2.5	2.6	2.5	1.9	2.7	2.3	2.2	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
住宅投資	3.3	-0.1	-0.8	0.6	-0.8	-0.5	-0.2	0.3	0.5	0.8	1.0	0.5	1.0
設備投資	5.3	6.7	2.6	1.5	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1	0.8
民間在庫(寄与度)	0.0	0.1	-0.0	0.0	-1.1	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
純輸出(寄与度)	-0.3	-0.2	-0.0	-0.2	0.7	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
政府支出	-0.1	1.6	2.0	1.7	1.8	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3	1.5

減税効果の逡減で成長ペースは緩やかに

先行きについては、良好な雇用・所得環境や企業収益の増益基調を背景に、個人消費や設備投資の緩やかな増加が見込まれ、米景気は拡大が続くとみる。しかしながら、2018年の米景気を押し上げた大規模減税の効果が逡減することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は雇用・所得環境の改善を背景に増加基調が続こう。消費者の雇用に対する見方を示すデータは労働需給がひっ迫している様子を、米国のUV曲線は景気拡大が続くなかで雇用のミスマッチが拡大し賃金上昇圧力が高まっている様子を示している。しかしながら、今後は減税効果の逡減により米景気の拡大ペースが緩やかになり、企業収益の伸びの減速が予想されるなか、失業率のさらなる低下余地は限られよう。失業率の動きに遅行する賃金の伸びも、今年後半以降は徐々に鈍化へ向かうとみており、所得減税効果の逡減も加わることで個人消費の増加ペースは次第に緩やかになると予想する。住宅投資は、家計の住宅取得能力指数が過去10年間で最も低い水準で推移しており、積極的に住宅を購入するためには住宅市場の割高感が緩和する必要がある。6ヵ月以内に新居を購入するとの見方や6ヵ月先の住宅販売見通しが低下傾向で推移していることから、住宅投資は少なくとも今後半年程度は冴えない動きが続こう。ただ足元では、住宅価格の伸びが鈍化し雇用者所得の伸びを下回って推移しており、今後は住宅取得能力の上昇が期待されることから、その後は徐々に底打ちへ向かうと予想する。設備投資は、減税効果の逡減などにより企業収益の伸び率鈍化が見込まれること、米中摩擦の影響に加え、今後はねじれ議会下で債務上限問題や財政の崖に関する協議が控えており、政策運営に対する不透明感も重しとなることなどから、増勢の鈍化が続くと予想する。輸出は、米中摩擦の影響などから、緩やかな伸びにとどまろう。

FRBは2019年に1~2回の利上げへ

金融政策については、年末年始にかけての金融市場の混乱などに配慮し、年初にパウエルFRB議長が、金融市場の発するメッセージを注視し、景気の下振れリスクを考慮する姿勢を示したほか、1月FOMCでは、利上げの一時休止や資産縮小策柔軟化の可能性が示されたことで利上げ観測が霧散した。もっとも、米国のファンダメンタルズは良好であることから、今後、市場がそれを再認識し冷静さを取り戻すなかで、FRBは次第に利上げ再開を模索すると考える。貿易摩擦や政治問題などのイベントリスクには注意が必要だが、FRBは6月以降、1~2回程度の利上げを実施し、中立水準と想定される2.8%付近までFFレートを引き上げて今次利上げ局面を終了しよう。（担当：大広）

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は減速傾向で推移

10-12月期のユーロ圏実質 GDP 成長率は前期比 +0.2%と、前期と同じ低い伸びにとどまった(図表 3-1)。国別では、スペインのみ前期から加速したものの、フランスは伸び幅横ばい、ドイツはゼロ成長、イタリアは二期連続のマイナス成長で、事実上の景気後退に陥っている。今後については、内外の政情不安が時間をかけながらも解決に向かうことにより、家計や企業のマインド悪化に歯止めがかかることで、景気は緩やかな回復に向かうと予想する。ただ、逆にそうした協議が破談となった場合には、景気下振れ圧力が一段と高まることになる。

(図表3-1) 欧州の実質GDP予測値(前期比) (%)

		2018年				2019年				2020年				
		2017年	2018年	2019年	2020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	2.4	1.8	1.1	1.5	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3
	家計消費	1.6	1.3	0.7	1.0	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
	政府消費	1.2	1.3	3.2	3.0	1.4	1.0	0.5	0.8	0.6	0.9	0.5	1.0	0.7
	固定投資	2.6	3.3	3.1	2.7	0.7	0.8	0.8	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
	純輸出(寄与度)	0.8	-0.0	-0.8	-0.2	0.0	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.2
	輸出	5.2	3.0	3.4	3.5	0.8	1.0	1.2	1.0	1.2	0.8	0.8	0.8	1.2
	輸入	3.9	3.3	4.0	4.1	2.5	1.2	0.8	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	1.5
英国	実質GDP	1.8	1.4	1.3	1.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3

→ 予測 → 予測

政治情勢が先行き不透明感を高める

個人消費は、足元で消費マインドや採用意欲を冷え込ませている貿易摩擦問題やブレグジット問題が、時間をかけながらも協議を重ねることで不透明感が後退に向かうことで、緩やかな回復に向かうと予想する。固定投資は、引き続き ECB (欧州中央銀行) による緩和的な金融政策が下支えになるとみるも、企業の期待成長率の低下や先行き不透明感を背景に、減速に向かうと予想する。輸出は、米国を中心とした堅調な海外景気を背景に、緩やかな回復が継続するとみる。

12月のユーロ圏総合 CPI は前年比+1.6%と、原油価格の下落を背景に伸びが鈍化している。食料・エネルギー・タバコを除いたコア CPI も同+1.0%と加速感に乏しい。ECB は米国景気の減税による押し上げ効果の剥落、米中貿易摩擦、英国の EU 離脱問題などを背景に、ユーロ圏景気のリスクは下方にシフトしていると認識している。ECB による金融政策正常化のペースはきわめて緩やかなものになると考えられ、ECB は3月、もしくは6月の理事会で政策金利に関するフォワード・ガイダンスを変更し、利上げは早くても2020年以降になると予想する。

英国はブレグジット交渉期限が迫る

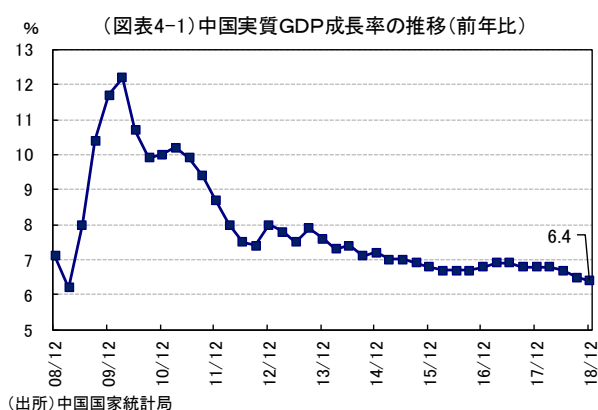
英国の10-12月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比+0.2%と、7-9月期の同+0.6%から減速した。個人消費が底堅く推移したほか、企業による在庫を積み増す動きも活発化したが、固定投資の減少が全体の足を引っ張った。EUからの「合意なき離脱」による通関・関税復活に備え、医療用器具や時計・宝飾品等の買い溜めが発生したとみられる。今後は、こうした駆け込み需要の反動減は避けられないものの、失業率は43年ぶりの低水準にまで改善するなど、雇用環境は良好である。今後の英国景気は、個人消費を軸に緩やかながら回復が続くと予想する。

3月末に英国の EU 離脱期日が迫るなか、英・EU間で合意された協定案は1月に英下院で大差により否決された。ただ、離脱協定案否決を受け、1月29日には①「バックストップ」修正をEUと再協議、②「合意なき離脱」の回避、の2案が同国下院で可決されている。①を踏まえ、英国とEUは再協議を行っており、場合によっては3~6ヵ月程度の離脱期限延長を行なうことで、最終的には「合意なき離脱」は回避されるとみる。BOE(イングランド銀行)は2019年11月ごろに一度利上げを行ない、その後も年1回のペースの緩やかな利上げを行なうと予想する。(担当:久保、木下)

4. 中国経済見通し

中国景気は3四半期連続の減速

10-12月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.4%と、3四半期連続で減速した(図表4-1)。また、2018年通年での成長率は同+6.6%と、およそ28年ぶりの低成長となった。米中貿易摩擦が激化するなか、輸出産業を中心に生産活動が減速した影響が大きい。景気の下振れリスクが高まるなか、当局は預金準備率引き下げによる流動性の放出や、個人向け・企業向け減税などを立て続けに打ち出し、景気の下支えを図っている。なお、シャドーバンキング・システムの規制を通じたデレバレッジは依然継続しており、当局はあくまで金融リスクを抑制しつつ、景気を下支えするというスタンスを続ける腹積もりとみられる。



(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測(前年比、%)

	2017年 (実績)	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
実質GDP成長率	6.9	6.6	6.4	6.2

今後の中国景気は、各種政策による景気押し上げ効果と、貿易摩擦による景気下押し圧力の綱引きとなり、2019年から2020年にかけての成長率は、前年比+6.4%、+6.2%と緩やかな減速傾向が続くと見込む(図表4-2)。ただ、米国が対中関税引き上げ対象を一段と拡大した場合には、景気下振れ圧力が一段と高まるとみる。

固定資産投資は、これまで減速が続いていたインフラ開発投資が持ち直したことを背景に、伸び幅が拡大に転じた。インフラ開発投資は、12月の中央経済工作会議で、2019年も特別地方債発行による資金調達を促進させるとの方針が示されており、今後も緩やかに伸び幅が拡大すると予想する。また、通信産業においては、2019年中に5G通信に対応した端末の市場投入を計画していることから、5G通信対応の基地局建設が急増している。今後とも5G基地局の建設が、製造業投資を下支えするとみる。ただ、米中貿易摩擦を筆頭に景気の先行き不透明感が高まっており、総じて見れば固定資産投資の伸びは緩やかなものにとどまると予想する。

個人消費は、2017年末をもって終了した小型車減税の反動減が顕在化し、伸びが鈍化している。中国の個人消費に占める自動車のウェイトは10%程度とみられ、自動車販売の動向が消費動向に及ぼす影響は大きい。ただ、貿易摩擦の激化や株価の急落などを背景に悪化していた消費マインドは、政府による度重なる個人向け減税や消費振興策を梃子に、昨冬から緩やかに持ち直しつつある。今後の個人消費は、自動車の需要先食いや株価下落の影響が残るものの、政府による減税などの各種政策効果により下支えされ、減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

輸出は、下向きのモメンタムが強まっている。今後とも、米国の関税引き上げや世界景気の減速を背景に、輸出は減速傾向で推移するとみる。なお、足元で行なわれている米中通商協議の結果、米国の対中関税引き上げがスマートフォンやコンピュータといったデジタル部門にまで拡大していった場合、景気の下押し圧力は中国のみならず、中国に集積回路を供給しているNIESや東南アジア各国に及ぶとみられる。そうしたアジアの国々との結びつきが強い日本にも、相応の景気下押し圧力がかかる可能性が高いとみられ、米中貿易摩擦は引き続き中国、ひいてはアジア景気の最大のリスク要因であり、今後とも注視が必要である。(担当: 久保)

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

(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) (%)

	2017年 (実績)	2018年 (実績/予測)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
韓国	3.1	2.7	2.6	2.5
台湾	2.9	2.6	2.5	2.3
シンガポール	2.4	3.2	2.5	2.7
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.2
タイ	3.9	4.2	3.9	3.7
マレーシア	5.9	4.7	4.6	4.8
フィリピン	6.7	6.2	6.6	6.6
インド	6.7	7.2	7.4	7.7
豪州	2.4	3.0	2.9	2.8

※インドは会計年度数値(4月~3月)

アジア NIEs は輸出の鈍化が景気の足かせに

韓国の10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+1.0%と、7-9月期の同+0.6%から伸び幅が拡大した。半導体需要の鈍化により輸出がマイナスに転じたものの、原油安による民間消費の増加や医療保険の拡大による政府支出の増加が、全体を押し上げた。

今後の韓国景気については、個人消費や政府の財政支出が下支えになるものの、輸出の伸び悩みによって徐々に減速に向かうと予想する。景気減速を背景に消費者物価は低位での推移が続くとみられるため、韓国中銀は2020年まで金利をすえ置くと予想する。

台湾の10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は前年比+1.8%と、7-9月期の同+2.3%から伸び幅が縮小し、2016年4-6月期以来の2%割れとなった。需要項目別に見ると、民間消費は、家電製品の販売不振等によって、前期から伸び幅が小幅縮小した。輸出は、新型スマートフォンの販売不振などの影響で中国、香港向けの伸びが鈍化したことを背景に、直近2年間で最も低かった前期と同じ伸びとなった。

今後の台湾景気については、最低賃金の引き上げにより個人消費が堅調に推移するものの、輸出の低迷が成長率を押し下げるとみる。消費者物価の伸び幅が低下傾向で推移していることに加え、景気減速も予想されることから、台湾中銀は2020年まで金利をすえ置くと予想する。

シンガポールの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+1.9%と、7-9月期の同+2.4%から減速した。シンガポール景気は、住宅建設の減少や輸出の減速などを背景に、鈍化傾向で推移している。今後については、低インフレが個人消費を下支えするとみられるものの、中国向けを中心に輸出の減速傾向が続くことで、シンガポール景気の成長ペースは鈍化すると予想する。

その他アジア諸国の景気は緩やかな回復

ASEAN諸国・インド景気は、米中貿易摩擦の余波を受けて減速している国々と(シンガポール、マレーシア、タイ)、内需を中心に堅調を保っている国々(インドネシア、フィリピン、インド)とに二分化しつつある。今後は、引き続き米中貿易摩擦を背景に輸出は冴えない動きとなるも、財政出動や利下げなどの政策対応により、アジア各国の景気は内需を中心に底堅く推移するとみる。

豪州景気は緩やかな回復にとどまる

豪州の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.3%と、前期の同+0.9%から減速した。純輸出の伸びや、公共投資の進捗による固定資本投資の拡大が押し上げに寄与した一方、個人消費の鈍化や民間設備投資の減速が低成長の要因となった。

個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられ、回復傾向が続くとみている。ただ、住宅価格の下落が逆資産効果を通じて下押し要因となることで、伸びは緩やかなものにとどまるとみる。住宅投資は、先行指標とされる住宅建設許可件数や住宅ローン件数が2018年を通じて右肩下がりであること等から、今後減少傾向で推移すると予想する。輸出は、中国景気の減速を背景に緩やかなものにとどまろう。

2月のRBA理事会では、政策金利がすえ置かれた。内外需の弱さを踏まえると、インフレ率がRBAの目標レンジの2~3%に届くまでには時間がかかるとみられることから、利上げは2020年後半に1度と予想する。(担当:久保、西山、木下)

6. 商品相場見通し

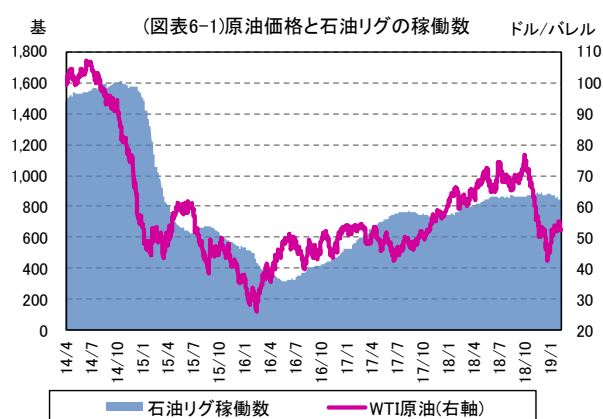
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、供給過剰懸念や、世界経済の減速懸念を背景に、2018年10月初旬に付けた76ドル/バレルをピークに急落した。昨年末以降、米中貿易摩擦の激化懸念後退等を受け、40ドル/バレル台前半を底に上昇に転じ、足元では、55ドル/バレル前後で推移している（図表6-1）。

今後の石油需要見通しについては、堅調な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、需要拡大自体は続くと見込まれる。

一方、供給面では、2018年12月のOPEC（石油輸出国機構）総会にて、2019年1月から6月までの間に、OPECで日量80万バレル、非OPEC主要産油国で日量40万バレルの協調減産が決定した。直近2月のOPEC月報において、1月（協調減産開始）のOPEC諸国全体の産油量を見ると、減産対象外であるリビア、イラン、ベネズエラの産油量の急減を背景に、OPEC全体で想定以上に減産が進んでいることが確認できる（図表6-2）。

今後については、OPECと非OPEC主要産油国による協調減産が押し上げ要因となることで、WTI原油価格は緩やかな上昇傾向で推移するとみている。一方で、原油価格が過半のシェールオイルの採算ラインであると推定される

50ドル/バレルを大きく超えて推移した場合、シェールオイルの新規投資や、生産拡大につながり、上値を抑える要因となる。2019年半ばにかけては、対イラン経済制裁や、協調減産の延長交渉の動向次第で大きく変動する可能性があるものの、2019年は基本的に50～60ドル/バレルのレンジ内での推移を予想する。（担当：西山）



(出所)ファクトセット、Baker Hughes

(図表6-2)OPECの1月の原油生産状況

加盟国	2018年10月 参照生産水準	減産目標	19年1月 生産量	19年1月 減産実績
アルジェリア	1,057	合計で -800	1,041	-16
アンゴラ	1,515		1,416	-99
コンゴ	322		310	-12
エクアドル	521		515	-6
赤道ギニア	124		117	-7
ガボン	185		193	8
イラク	4,654		4,669	15
クウェート	2,753		2,710	-43
ナイジェリア	1,760		1,792	32
サウジアラビア	10,637		10,213	-424
UAE	3,177		3,078	-99
計	26,705		-	26,054
リビア	1,118	適用除外	895	-223
イラン	3,330		2,754	-576
ベネズエラ	1,206		1,106	-100
OPEC計	32,359	-800	30,809	-1,550

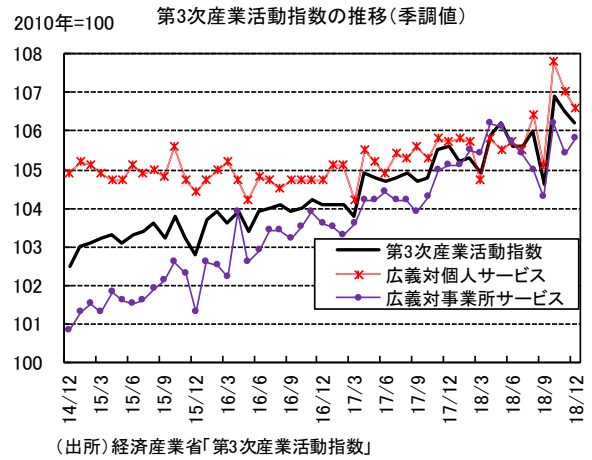
(出所)OPECの2018年12月7日付プレス資料、
2018年12月・2019年2月月報より明治安田生命作成

主要経済指標レビュー (2/12~2/22)

《日本》

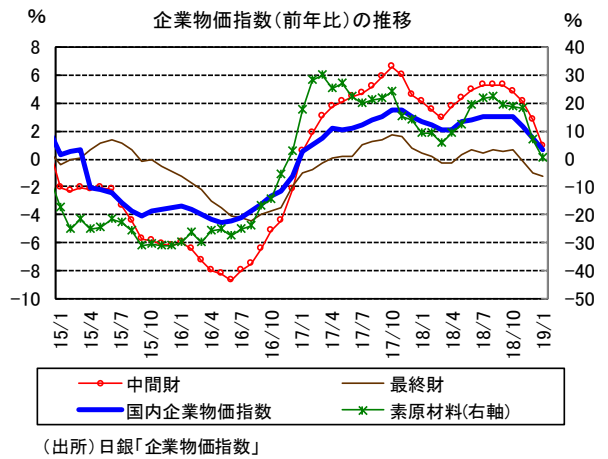
○ 12月第3次産業活動指数 (2月12日)

12月の第3次産業活動指数は前月比▲0.3%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。基調判断は「持ち直しの動きがみられる」が維持された。全11業種のうち4業種が上昇し、6業種が低下、1業種が横ばい。業種別内訳で最もプラス寄与が大きかったのは電気・ガス・熱供給・水道業で、同+3.8%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。一方で、生活娯楽関連サービスが同▲1.2%と3ヵ月ぶりのマイナス、卸売業が同▲0.9%と2ヵ月連続のマイナス、事業者向け関連サービスが同▲1.6%と2ヵ月ぶりのマイナスだった。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がら改善が続くとみる。



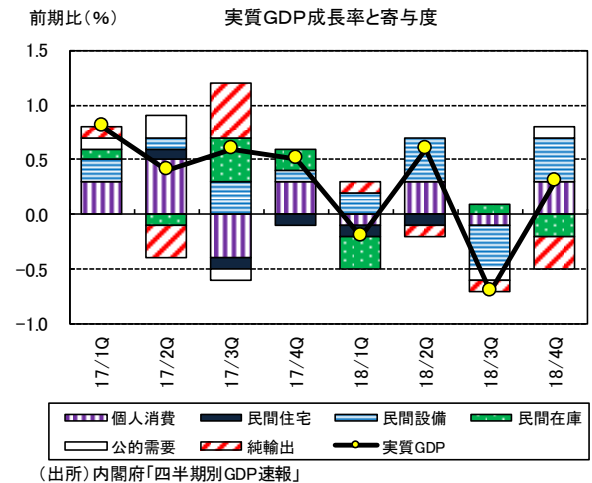
○ 1月企業物価指数 (速報値、2月13日)

1月の国内企業物価指数は前年比+0.6%と、25ヵ月連続のプラスとなったが、伸び幅は12月の同+1.5%から縮小した。前月比で押し上げに寄与した項目は、電力・都市ガス・水道、パルプ・紙・同製品など。一方、押し下げに寄与した項目は、石油・石炭製品や化学製品などで、引き続き原油安が影響している。輸出入物価指数(円ベース)を見ると、輸出物価が前年比▲1.4%→▲3.3%と2ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同+3.2%→▲1.6%と25ヵ月ぶりのマイナスとなり、交易条件は改善した。今後については、10月以降の原油価格の下落を受け、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格の伸びも鈍化するとみられ、企業物価の伸びは鈍化傾向で推移するものとみている。



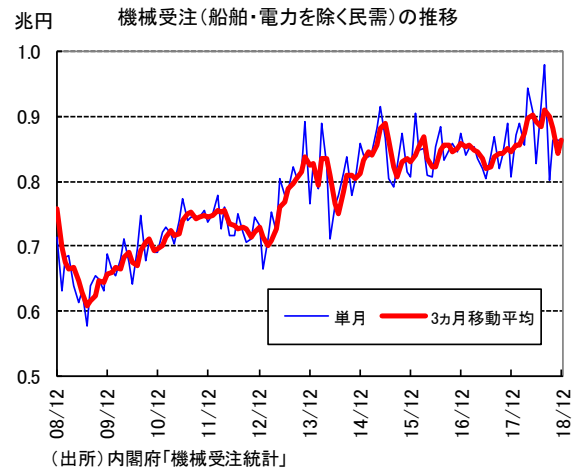
○ 10-12月期GDP速報 (2月14日)

10-12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%(年率換算:+1.4%)と、2四半期ぶりのプラスとなった。今期のプラスに関しては、夏場の自然災害に伴う供給制約の影響が緩和したことによる反動増という側面が大きい。プラス幅は7-9月のマイナス幅である▲0.7%の半分以下で、均して見ればモメンタム鈍化は明らかだが、景気の回復基調自体は崩れていない可能性が高い。今後の日本の景気は、米国発の貿易戦争の広がりや、中国・欧州景気の減速、不安定な金融市場といった不透明要素が残るなかでも、基本的に堅調な米国景気や、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みる。



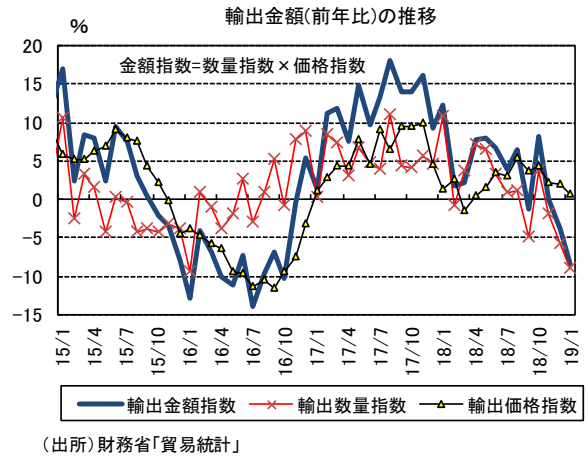
○12月機械受注(2月18日)

12月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は、前月比▲0.1%と2ヵ月連続のマイナスとなった。基調判断は、「機械受注は、足踏みがみられる」へと下方修正された。10-12月期では前期比▲4.2%と、6四半期ぶりのマイナスとなり、1-3月期の見通しは、同▲1.8%と、目先も弱い。2018年度の各種設備投資計画を見ると、企業の投資意欲は旺盛であるなど、今のところ過度に悲観視していないものの、世界景気の減速懸念が広がっているなか、モメンタムに陰りが出ているのには注意が必要である。ただ、今後の設備投資は、非製造業を中心とした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り、緩やかな回復傾向が続くと予想する。



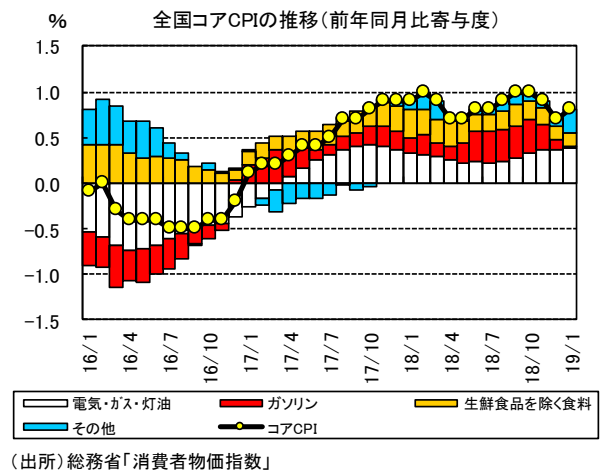
○1月貿易統計(2月20日)

1月の貿易統計によると、輸出金額は前年比▲8.4%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。輸出金額の季調済前月比は▲6.6%、輸出金額から価格変動要因を除いた輸出数量の伸びは前年比▲9.1%と、いずれも3ヵ月連続のマイナスとなった。中国向けが2ヵ月連続のマイナスとなり、マイナス幅も大きく拡大するなど足を引っ張った。春節による振れ等も考慮する必要があるが、中国の景気減速を受け、輸出のモメンタムは明らかに弱含んでいる。今後については、世界景気の拡大ペースは徐々に鈍化するとみるものの、輸出の緩やかな増加基調は持続するというのがメインシナリオだが、通商交渉を巡る不透明感も高く、景気回復のけん引役を果たすほどの力強さは期待できない。



○1月全国消費者物価指数(2月22日)

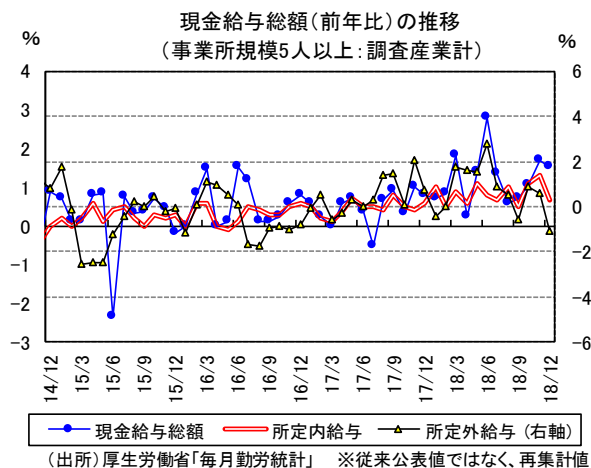
1月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数、以下コアCPI)は前年比+0.8%と、伸び幅は12月から0.1%ポイント拡大した。エネルギーの寄与度が縮小したものの、宿泊料や自動車保険料(任意)などが押し上げに寄与した。新型コア指数は同+0.4%と、こちらも伸び幅が12月から0.1%ポイント拡大した。総合指数は同+0.2%と、生鮮野菜価格の下落などにより、伸び幅は12月から0.1%ポイント縮小した。今後のコアCPIは、2018年10月以降の原油安の影響により、エネルギー価格のプラス寄与が縮小傾向で推移することで、消費増税までは鈍化傾向で推移するとみており、引き続き日銀の目標である2%の達成は困難な状況が続くだろう。



○ 12月毎月勤労統計（確報再集計値、2月22日）

12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+1.5%と、17ヵ月連続のプラスとなった。内訳項目を見ると、定期給与のうち、所定内給与は同+0.7%と、31ヵ月連続のプラス、所定外給与は同▲1.1%と、3ヵ月ぶりのマイナス。また、特別給与は同+2.4%と4ヵ月連続のプラスとなった。今後については、雇用環境は改善傾向が続くと見込まれるものの、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。

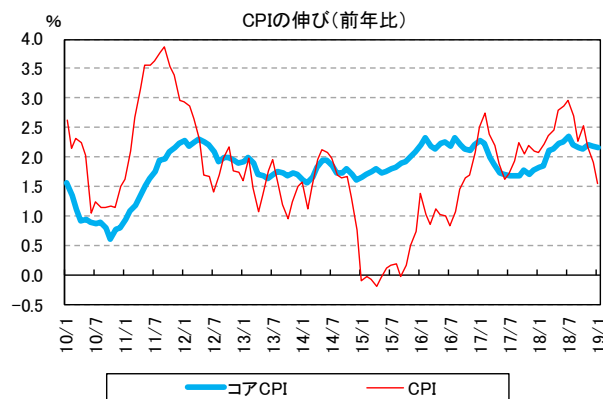
※なお、不適切な調査方法発覚を受けて公表された再集計値に基づいて記載



《米 国》

○ 1月CPI（消費者物価指数）（2月13日）

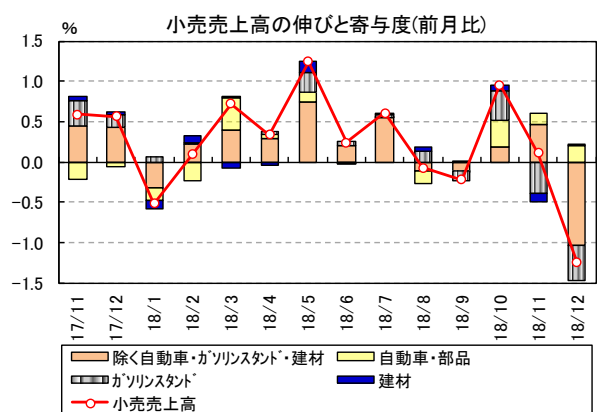
1月のCPIは前月比0.0%と、3ヵ月連続で横ばいにとどまった。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは同+0.2%と、緩やかながら22ヵ月連続で上昇した。前年比を見ると、CPIは+1.6%（12月：+1.9%）と、エネルギー価格の下落などから3ヵ月連続でプラス幅が縮小した。一方、コアCPIは3ヵ月連続で同+2.2%となった。通信価格の下落基調が続く一方、アパレルや娯楽価格の持ち直しなどが下支えとなった。今後原油価格が足元の水準で横ばい推移した場合、秋ごろまでは前年比の押し下げ要因として寄与することから、CPIの前年比は低位で推移しよう。一方、賃金が上昇基調にあることなどから、サービス価格は底堅い推移が見込まれ、コアCPIの前年比は横ばい圏での推移が続くと予想する。



(出所)米労働省

○ 12月小売売上高（2月14日）

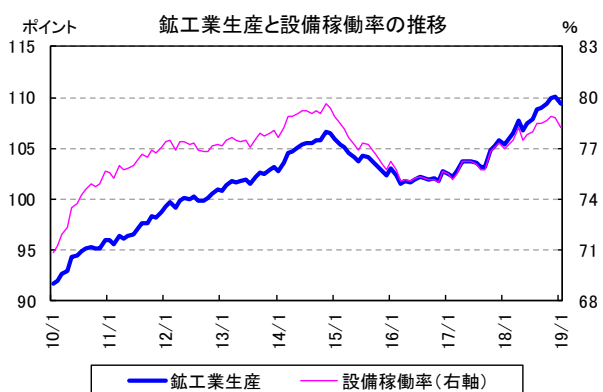
12月の小売売上高は前月比▲1.2%と、約9年ぶりの減少幅を記録した。変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除くベースでも同▲1.6%と大幅に減少した。内訳を見ると、自動車・部品や建材店が増加したものの、ガソリンスタンドが同▲5.1%と原油価格の下落等により大幅減となったほか、家具店、一般雑貨店、飲食店など多くの業態で売上が減少した。政府機関一部閉鎖の影響や株価下落等を受けて、消費者マインドが萎縮したことなどが背景と考える。もっとも、雇用・所得環境の改善が続いているほか、ミシガン大学調査では、株価反発に伴い消費者マインドも足元で持ち直していることから、小売売上高の落ち込みは一時的なものにとどまり、緩やかながら増加基調を持続すると予想する。



(出所)米商務省

○ 1月鉱工業生産（2月15日）

1月の鉱工業生産指数は前月比▲0.6%と、8ヵ月ぶりに低下した。産業別に見ると、公益事業が同+0.4%と2ヵ月ぶりに上昇したほか、鉱業が同+0.1%と小幅ながら12ヵ月連続で上昇したものの、製造業が同▲0.9%と3ヵ月ぶりに低下し、全体の足を引っ張った。製造業では、自動車などの輸送機器やPC・電子部品などといった耐久財（同▲1.7%）の落ち込みが目立った。設備稼働率は78.2%と、依然高水準ながら2ヵ月連続で低下した。貿易摩擦による影響が懸念されるものの、企業の増益基調を背景に設備投資は緩やかながら増加基調が続くほか、雇用・所得環境の改善などから個人消費も増加が見込まれ、鉱工業生産は増産傾向を持続しよう。

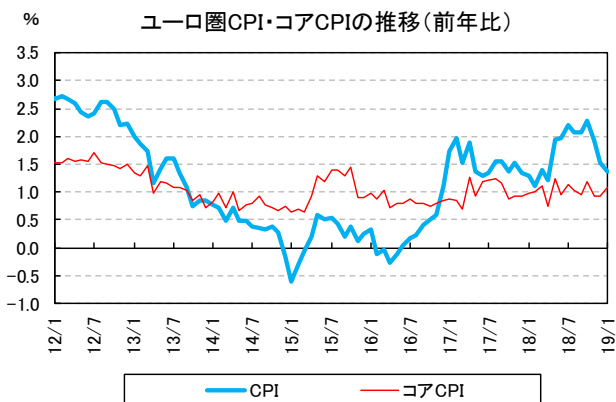


(出所)FRB

《 欧 州 》

○1月ユーロ圏CPI（消費者物価指数）（2月22日）

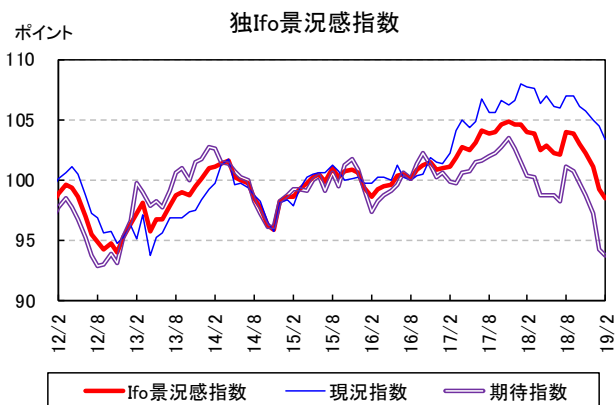
1月のユーロ圏CPIは前年比+1.4%と、前月の同+1.5%から伸び幅が縮小した。サービス価格は同+1.3%→+1.6%と伸び幅が拡大したものの、財価格はエネルギー価格の下落を背景に、同+1.7%→+1.2%と、伸び幅が一段と縮小した。国別では、ドイツのみ同+1.7%と伸び幅横ばい、フランスは同+1.9%→+1.4%、イタリアは同+1.2%→+0.9%、スペインは同+1.2%→+1.0%と、それぞれ伸び幅が縮小した。今後原油価格が足元の水準で横ばい推移したとしても、前年比では伸び幅が縮小するため、ユーロ圏CPIの伸び幅も縮小するとみる。



(出所)ユーロスタット

○2月ドイツIfo景況感指数（2月22日）

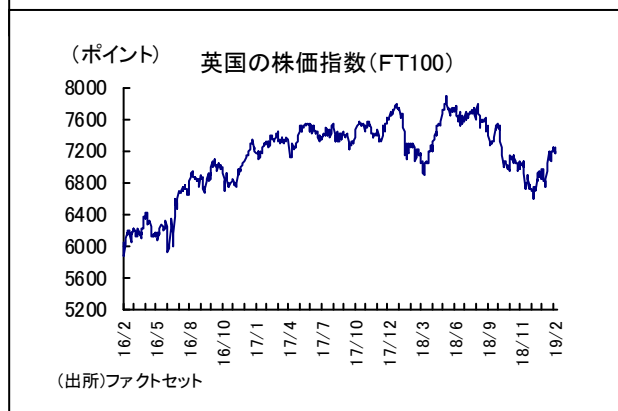
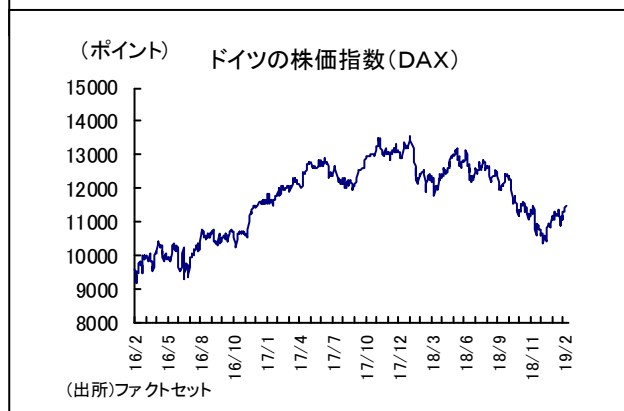
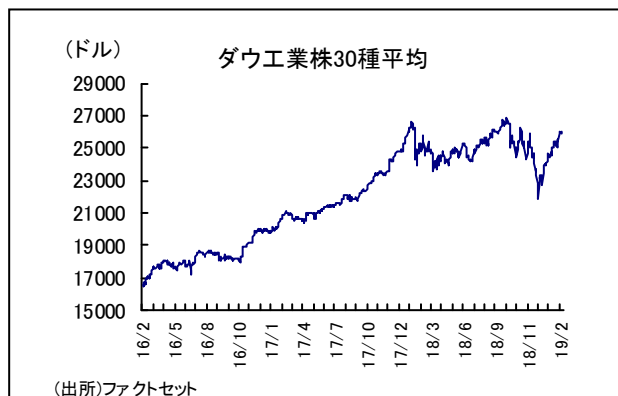
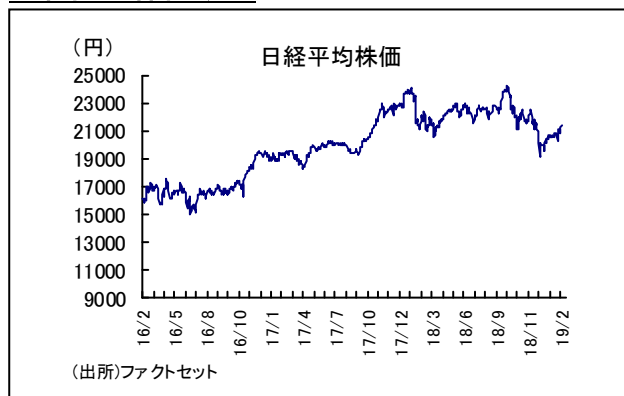
2月のドイツIfo景況感指数は98.5と6ヵ月連続で低下した。内訳では、現況指数が104.5→103.4、期待指数が94.3→93.8とそれぞれ低下した。Ifo景況感指数は2014年12月以来の低水準となった。産業別では、小売・卸売業のみ4.7→4.9と改善したものの、製造業は11.3→9.0、サービス業は24.8→21.1、建設業は19.9→18.1とそれぞれ悪化した。同時に公表される「Ifo不確実性指数」は高水準での推移が続いており、中国景気の減速懸念などを背景に、ドイツの企業は先行き慎重な見方を強めている。今後については、中国を含むアジア新興国向けの輸出は減速しているものの、堅調な雇用環境を背景に内需は底堅く推移するとみられることから、ドイツ景気は緩慢ながらも回復に向かうと予想する。



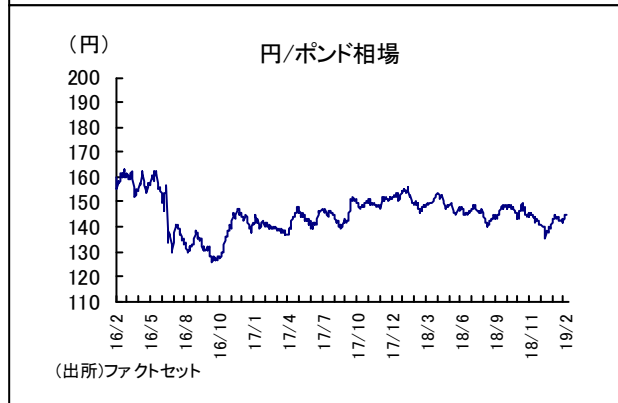
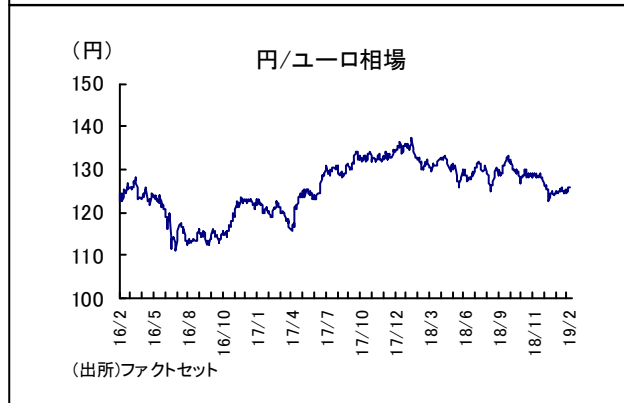
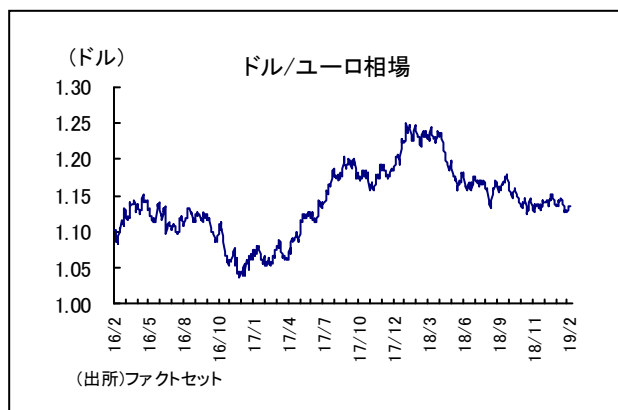
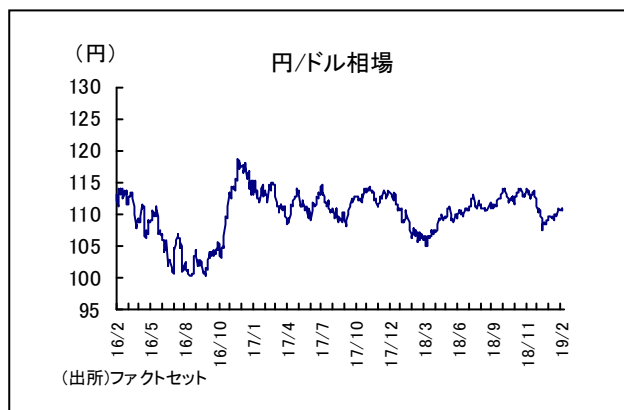
(出所)Ifo経済研究所

日米欧マーケットの動向 (2019年2月25日現在)

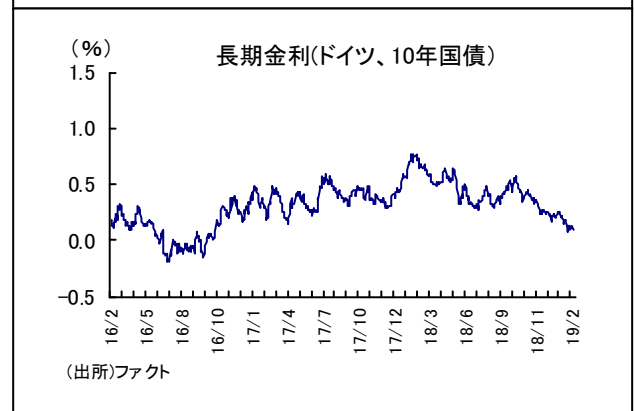
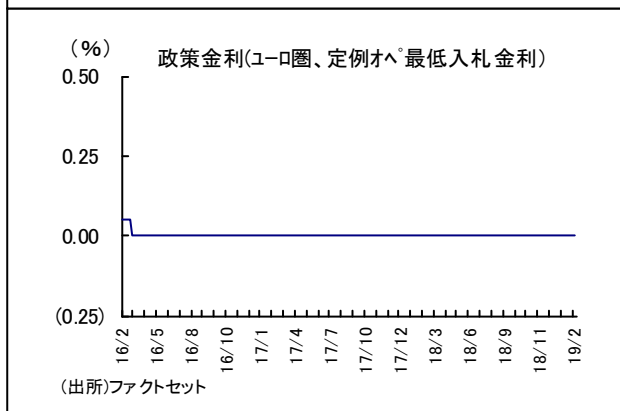
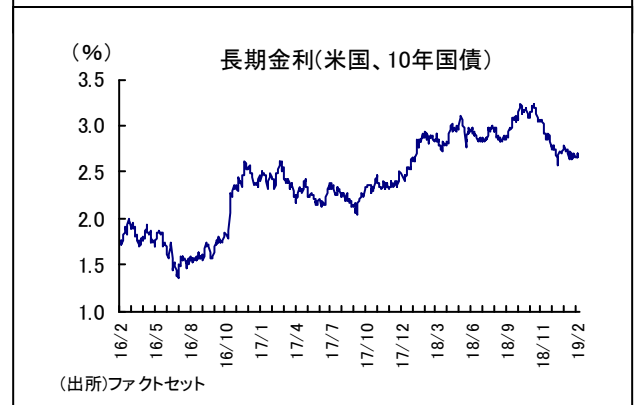
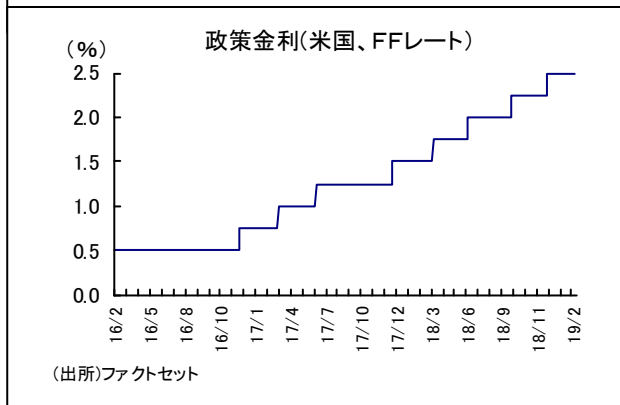
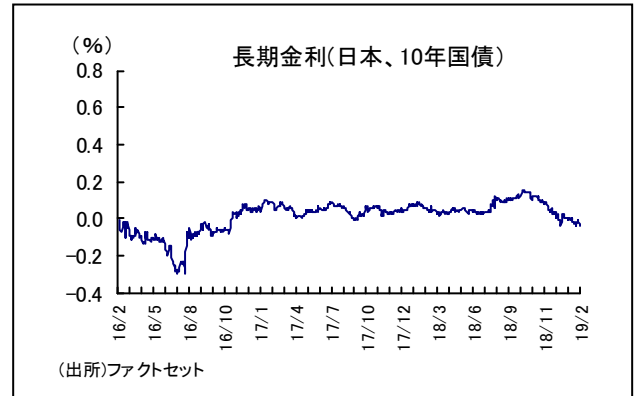
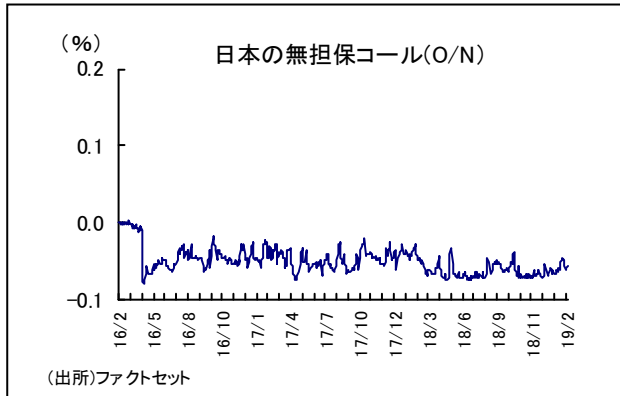
▽各国の株価動向



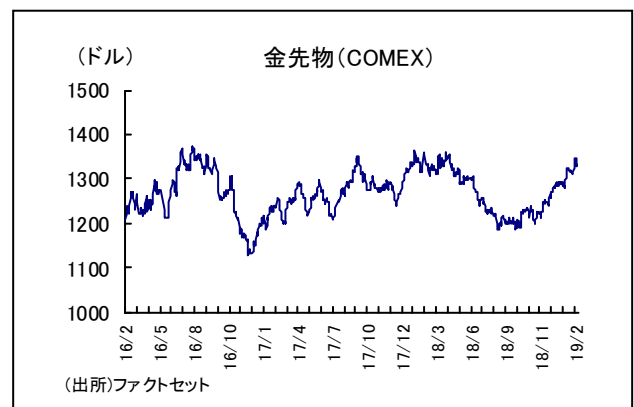
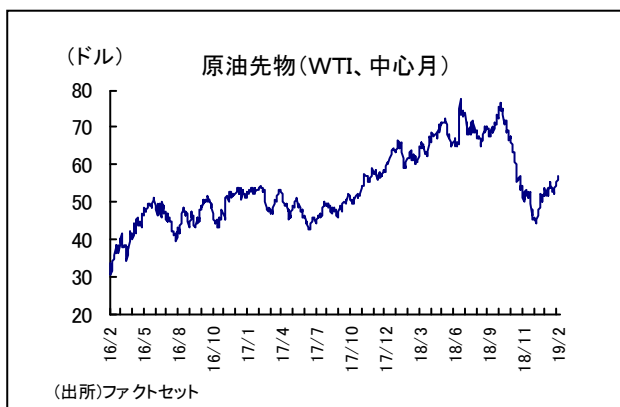
▽外為市場の動向



▽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