

<フォーカス>2019-2020年度経済見通し特集号

当社では、2019年4-6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、8月15日(木)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5月時点の予測値)

実質GDP成長率: 2019年度 0.8%(0.6%) 2020年度 0.3%(0.5%)

名目GDP成長率: 2019年度 1.5%(1.3%) 2020年度 0.8%(1.0%)

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。底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移が続くと予想する。
- ②個人消費は、消費増税による悪影響が尾を引く可能性はあるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き緩やかな伸びを維持すると予想する。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、減速傾向で推移するとみる。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、持ち直し傾向で推移すると予想する。設備投資は、海外情勢の不透明感が強まっているものの、人手不足に起因した省力化投資等の下支えによって、緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。輸出は、欧州向けが下押し圧力となり、回復が遅れるとみる。
- ③米国景気は、労働需給の引き締めや企業の増益基調のほか、FRBの予防的利下げなどの効果で内需をけん引役に拡大基調が続くとみるが、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなる可能性が高く、成長ペースは緩やかなものとどまる。欧州景気は、緩和的な金融政策がある程度下支えするものの、米国の保護主義政策や中国景気の減速を背景に停滞感を強めるとみる。中国景気は、財政・金融政策の効果は期待できるものの、貿易摩擦による下押し圧力により、さらなる減速を見込む。

(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	12
・経済情勢概況	2	・日米欧マーケットの動向	17
・2019-2020年度経済見通し(要約版)	4		

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。底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移米国発の貿易摩擦や、中国・欧州景気の減速懸念、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、緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、消費増税による悪影響が尾を引く可能性はあるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き緩慢な伸びを維持すると予想する。引き続き良好な雇用環境や、オリンピックなどの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、駆け込みの反動や人口減少を背景とした構造要因などが下押し圧力となり、減速傾向で推移するとみる。

設備投資は、海外情勢の不透明感が強まっているものの、海外景気の持ち直しや、人手不足に起因した省力化・省人化投資が下支えし、緩やかながらも回復傾向を維持する底堅い推移が続くと予想する。公共投資は、災害復旧工事オリンピック関連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、持ち直し傾向で推移する等が下支えし、底堅く推移すると見込む。

輸出は欧州向けが下押し圧力となり、回復が遅れる米国発の保護主義的な政策には注意が必要なもの、海外景気の持ち直し等により、下げ止まるとみる。

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+0.8%程度、2020年度は+1.0%程度となると予想する。

金融政策については、米中貿易摩擦の激化による世界景気の減速懸念、FRB、ECBの緩和姿勢が強まったことなどを背景に、9月にフォワードガイダンスの強化や、長期金利変動許容幅拡大等の追加緩和を実施するとみる。

米国

米国経済は、緩慢ながらも雇用環境の改善や企業の増益基調が続くと見込まれるほか、FRBの予防的利下げにより、内需をけん引役に拡大基調を持続しよう。ただ、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高く今後は2018年の景気を押し上げた大規模減税の効果が剥落することで、成長ペースは緩やかになると予想する。

個人消費は、所得税減税の効果がみられた昨年ほどの力強さは見込めないものの、緩やかながら雇用・所得環境の改善基調が続くとみられるものの、失業率が約49年ぶりの水準に低下するなかでさらなる改善の余地は徐々に乏しくなるとみられ、緩慢な増加にとどまると、増加基調での推移を予想する。住宅投資は、先行指標が持ち直しているほか、住宅ローン金利の低下、新築価格の調整進展などにより徐々に下げ止まりへ向かおう。設備投資は、法人税減税の効果剥落で企業利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などから増勢は徐々に鈍化すると予想する。輸出は、緩慢ながら世界景気の拡大が見込まれるものの、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。

金融政策については、米国発の貿易摩擦や世界景気の減速などを背景とした不確実性が燻るほか、成長ペースが緩やかになるなかでインフレ圧力は限定的なものにとどまるとみられることから、FRBは、2020年春先までに2回程度の予防的利下げを行ない、その後様子見姿勢に移る7月FOMCでは、予防的利下げが実施された。FRBは、経済見通しに対する新たな情報の影響を注意深く監視し続け、適切に行動するとのスタンスを示し、予防的利下げを継続する姿勢を示していることから、年内に追加利下げが行なわれると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、主に英国のEU離脱問題や米中貿易摩擦による実体面、マインド面の悪化が景気の下押し要因となるなか、ECBによる緩和的な金融政策を背景に雇用環境が悪化を免れていることが、景気を下支えしている。今後については、米国を中心とする保護主義の高まりや、中国景気減速の影響を受け、景気は減速傾向で推移すると予想する。

個人消費は、企業の採用意欲や家計の消費マインドが悪化していることにより、減速するとみる。固定投資は、中国景気の減速を背景に、減少するとみる。輸出は、米国向けが下支えとなり、緩やかながらも回復するとみる。

ECBは7月の理事会で、フォワードガイダンスを変更し、利下げの可能性を示唆した。また、ドラギ総裁は景気や物価のリスクは下向きとしたうえで、見通しが一段と悪化するようであれば金融緩和も辞さないとの見方を表明している。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、ECBは2019年内に金利の階層化とともに利下げを行ない、量的緩和策再開に動くと予想する。

2019—2020年度経済見通し（要約版）

1. 日本経済見通し

日本の景気は停滞気味の推移が続く

日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。4—6月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%（年率換算：+1.8%）と、3四半期連続のプラスを維持した。堅調な個人消費と設備投資に支えられ、内需の寄与が+0.7%と全体をけん引した格好。今後については、底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移が続くと予想する。

消費増税の影響が尾を引く可能性も

個人消費は、ここまで比較的底堅い推移が続いてきたが、夏季賞与の減少など、夏場に入って気になる材料が増えてきている。また、当社が7月に発表した、「夏に関するアンケート調査」によると、「夏休みに使うお金」が昨年から大きく減少、2006年の調査開始以来、最低額を記録した（図表1-1）。使うお金を減らす主な理由としては、「消費増税が控えているため」、「5月のGW（10連休）に使ったため」等が挙げられている。10連休にまとまった出費をした家計は、夏休みの消費を抑制するとみられ、夏季賞与の減少も加わり、7、8月の個人消費統計でそうした影響がみえてくる可能性もある。

また、消費増税の影響は、駆け込みと反動減という「異時点間の代替効果」のほか、増税分実質所得が減少するという「所得効果」としても現れる。1997年の消費増税時に比し、2014年の増税後の低迷が予想以上に大きく、かつ長引いたのは、所得効果が予想以上に大きかったため、背景には急速な高齢化があるというのが当社の見方である。

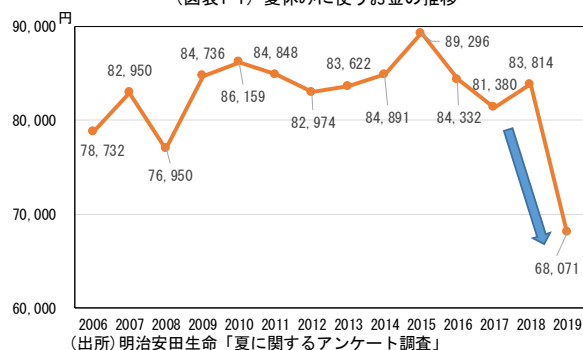
今回の増税については、駆け込みとその反動減という代替効果が抑えられるため、短期的な景気下押し圧力は14年の増税時ほど大きくならないと考えられるが、所得効果の方は、前回同様、ある程度長期にわたり下押し圧力として残る可能性が高い。

今後について、ポイント還元やプレミアム商品券等の景気対策パッケージの効果が期待できること、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えること、年末以降新たな景気対策が打ち出される可能性が高いことから、個人消費の失速は避けられるとみるが、20年度にかけ、モメンタムはやや弱まる展開が予想される。

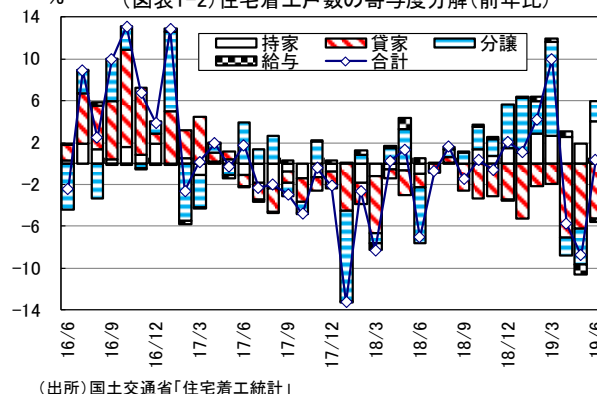
住宅投資は減速傾向の推移を見込む

6月の新設住宅着工戸数は前年同月比+0.3%と小幅ながら3ヵ月ぶりの増加となった（図表1-2）。利用関

（図表1-1）夏休みに使うお金の推移



（図表1-2）住宅着工戸数の寄与度分解（前年比）



係別には、貸家が同▲12.2%と10ヵ月連続で減少するなか、持家が消費増税前の駆け込み需要から、同+12.9%と9ヵ月連続の増加となったほか、分譲が同+7.8%と、3ヵ月ぶりに増加に転じた。

今後の住宅投資は、駆け込み需要の反動、マンション在庫の高止まり、節税対策としてのアパート経営需要の一巡、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87万戸程度まで減少すると予想する。

公共投資は持ち直し傾向で推移

4-6月期の公的固定資本形成は、前期比+1.0%と、2四半期連続のプラスとなった。7月のさくらレポート（日銀地域経済報告）のヒアリング結果によると、災害復旧工事の本格化が見込まれているほか、「国土強靱化のための緊急対策」を背景とした受注増を見込む声が目立っている。

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、足元5月は2ヵ月連続の前年比プラスとなった。出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）は5ヵ月連続でプラスとなっており、目先の公共投資が持ち直し傾向で推移する可能性が示されている（図表1-3）。また、これまで公共投資の下押しとなっていた人手不足については、改正出入国管理法によって、外国人労働者のさらなる雇用拡大が見込まれ、ひっ迫感が緩和することで、公共投資の下押し圧力は弱まるとみる。

今後の公共投資は、災害復旧工事や国土強靱化のための緊急対策のほか、「海外発の下方リスク（内閣府）」に対応するための大型の補正予算の編成が見込まれることもあり、持ち直し傾向で推移すると予想する。

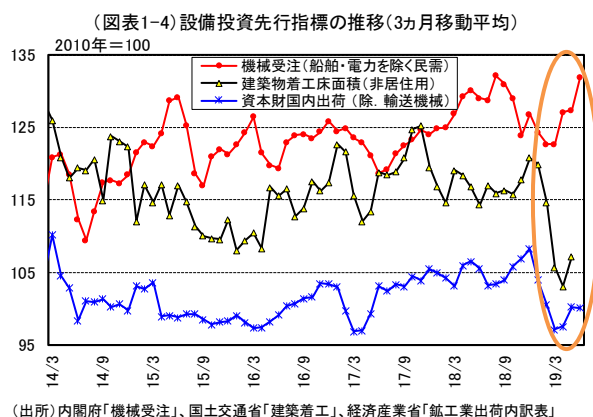
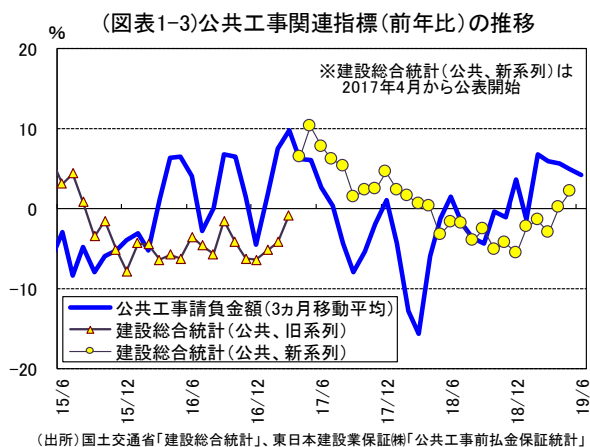
設備投資は緩やかながらも回復傾向を維持

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、機械受注は高水準で推移しているものの、建築物着工床面積（非居住用）、資本財国内出荷（除、輸送機械）はともに足元で大きく落ち込んでいる（図表1-4）。背景には、米中貿易摩擦の激化に伴う海外景気の減速懸念があるとみている。目先の設備投資は弱含みの推移となる可能性が示されている。

一方、6月調査の日銀短観をみると、2019年度の全規模・全産業の設備投資計画は、2018年度と比べると見劣りするものの、前年度比+2.3%と、増加傾向が維持されており、設備投資計画の底堅さがうかがえる。また、日本政策投資銀行の全国設備投資計画調査からは、製造業の維持・補修への投資や、合理化・省力化投資の需要は引き続き高いことがみてとれ、人手不足感が強まっているなか、労働代替的な投資・省力化投資の需要が今後強まっていくとみている。

今後の設備投資は、海外情勢の不透明感が強まっているものの、人手不足に起因した省力化投資等の下支えによって、緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。

輸出は回復が遅れる



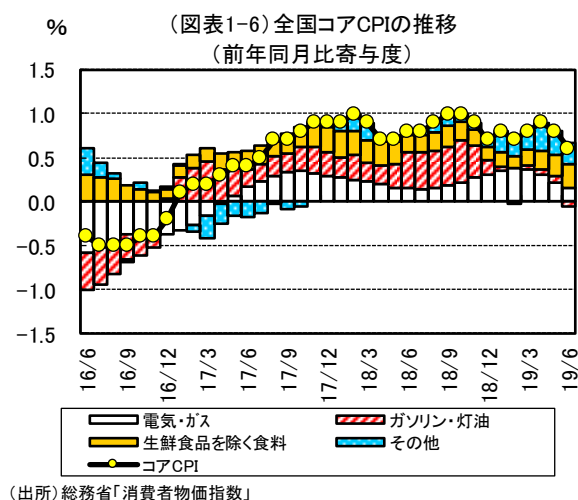
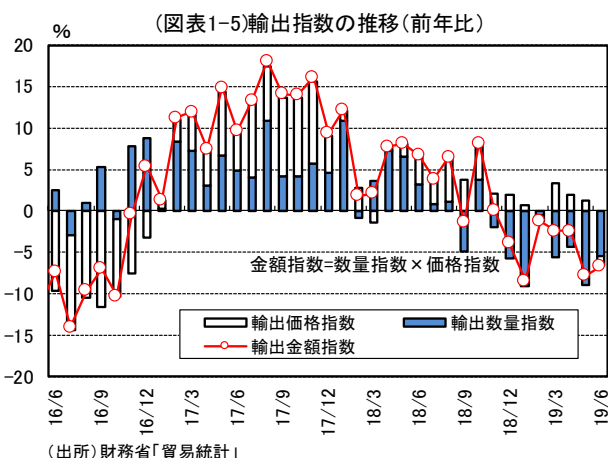
財務省の貿易統計によると、6月の輸出金額は前年比▲6.7%と、7ヵ月連続のマイナスとなった（図表1-5）。実勢をみるうえでより重要な輸出数量も同▲5.5%と、8ヵ月連続のマイナスとなっており、足元の輸出は弱含んでいる。

地域別輸出数量をみると、これまで堅調であった米国向けの伸び幅が縮小傾向で推移しているほか、EU向けやアジア向けでは前年比マイナスと、全体的に弱めの動きになっている。このうち、米国向けについては、「5G（第5世代移動通信システム）」への取組みによる新規設備需要の増大が見込まれることに加え、FRBの予防的利下げも下支えとなるとみられ、今後、再び回復傾向に転じると見込まれる。アジア向けについても、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に加え、半導体市況の改善などから、年明け以降持ち直すと予想する。一方、欧州向けについては欧州景気の冷え込みから弱い動きが続く可能性が高く、今後も輸出全体の下押し圧力となるとみる。

コアCPIの伸びは限定的

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8月以降、前年比+1.0%弱での推移が続いていたが、エネルギー価格のプラス寄与縮小によって、足元6月では同+0.6%と伸び幅が縮小するなど、物価の上昇圧力は弱い状況が続いている（図表1-6）。

今後のコアCPIは、足元の円高の影響が顕在化することや、2019年6月の携帯電話料金の引き下げ、10月の教育費無償化による下押しにより、消費増税分を含めても上昇は限定的となる可能性が高い。期待インフレ率も高まらないなか、コアCPIは、2019年度通年では前年比+0.8%（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、山口、西山）



(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)

	2017年度		2018年度		2019年度				2020年度					
					予測		予測		予測		予測			
	2017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%	0.7%	0.8%	0.3%	0.4%	0.7%	0.4%	0.0%	▲0.6%	0.1%	0.4%	0.3%	▲0.3%	0.3%
前期比年率	1.9%	0.7%	0.8%	0.3%	1.6%	2.8%	1.8%	0.1%	▲2.2%	0.4%	1.5%	1.1%	▲1.3%	1.0%
民間最終消費支出	1.0%	0.5%	1.2%	▲0.3%	0.4%	0.1%	0.6%	1.2%	▲1.0%	▲0.3%	0.5%	0.1%	▲0.7%	▲0.2%
民間住宅投資	▲0.7%	▲4.4%	0.2%	▲0.0%	1.3%	0.6%	0.2%	▲1.4%	▲0.5%	0.3%	0.7%	▲0.5%	▲0.0%	0.1%
民間設備投資	4.6%	3.5%	1.2%	0.9%	2.7%	0.4%	1.5%	▲1.0%	▲1.6%	1.1%	0.5%	0.8%	▲0.4%	0.9%
政府最終消費支出	0.4%	0.9%	0.9%	0.1%	0.7%	▲0.1%	0.9%	▲0.6%	▲0.0%	0.4%	▲0.7%	0.2%	1.2%	0.1%
公的固定資本形成	0.5%	▲4.0%	3.2%	1.7%	▲1.3%	1.4%	1.0%	1.3%	2.0%	0.4%	▲0.3%	0.2%	0.1%	0.8%
財貨・サービスの輸出	6.5%	1.5%	▲1.8%	2.9%	1.2%	▲2.0%	▲0.1%	▲0.7%	0.1%	0.5%	1.5%	1.4%	▲0.5%	1.4%
財貨・サービスの輸入	4.0%	2.1%	▲0.7%	1.7%	3.6%	▲4.3%	1.6%	0.3%	▲1.3%	▲0.3%	1.2%	1.1%	0.5%	0.9%
名目GDP	2.0%	0.5%	1.5%	0.8%	0.4%	1.0%	0.4%	0.2%	▲0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	▲0.3%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	0.1%	▲0.2%	0.7%	0.5%	▲0.3%	0.1%	0.4%	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%	0.3%	0.1%

2. 米国経済見通し

回復基調が続くも成長ペースは緩やかに

4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+2.1%となった(図表2-1)。貿易摩擦激化の懸念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を小幅ながら上回り、米景気が底堅く推移している様子を示した。

2020年にかけては、雇用環境の改善や企業の増益基調が緩慢ながら続くほか、FRBの予防的利下げが見込まれることから、内需をけん引役に回復基調が続くとみる。しかしながら、貿易摩擦が家計や企業マインドの重しとなり続ける可能性が高く、成長ペースは緩やかなものと予想する。

個人消費を中心に内需が景気を下支え

企業向けアンケート調査で雇用の先行き見通しをみると、昨年夏場をピークに増勢が幾分鈍化しているものの、増加基調自体は持続するとの見方となっている。所得面では、企業の欠員率にピークアウトの兆しがみられるが、過去と比べると依然高水準で推移しており、雇用不足感を背景に底堅い推移が見込まれる。欠員率の動きを詳細にみると、相対的に賃金水準が高めの業種で上昇する傾向がみられ、労働需給がひっ迫するなかでのミスマッチ拡大も所得を下支えしよう。個人消費は、所得税減税の効果がみられた昨年ほどの力強さは見込めないものの、増加基調での推移を予想する。住宅投資は、建設業者の景況感を表す住宅市場指数が持ち直していることや住宅ローン金利の低下などが下支えとなり、次第に底打ちへ向かおう。もっとも、人手不足等の供給制約が解決していないほか、人口の伸びが鈍化していることから、下げ止まった後の回復ペースは緩やかと予想する。設備投資は、上述の企業向けアンケート調査で先行きの増勢鈍化が示されており、緩慢な増加にとどまると予想する。FRBによる予防的利下げや債務上限引き上げ問題の与野党合意等、ポジティブな材料があるものの、資本ストックの積み上がりにより投下資本から得られる利益が鈍化しているほか、貿易摩擦に関する不透明感も燻っており、積極的な設備投資に踏み出しにくいと考える。輸出は、世界景気の減速や貿易摩擦の影響などから緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。輸入はFRBの予防的利下げもあって内需が下支えされることなどから増加基調を持続しよう。

FRBは予防的利下げを継続

7月30,31日開催のFOMCでは、2008年以来となる利下げが行なわれ、今後も予防的に利下げを継続していく姿勢が示された。パウエルFRB議長は記者会見で、足元の米景気の底堅さについて繰り返し言及しつつも、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、景気の下振れリスクを注視した政策運営を行なうスタンスを改めて表明した。現状、実質ベースで見たFFレートはプラス圏で推移しており、金融政策は引き締め気味の状態にあるが、今後の追加利下げによってほぼニュートラルまで引き下げるとみている。今後は、2020年春先までに2回程度の利下げを行ない、その後は様子見姿勢に移ると予想する(担当:大広)

(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	2.4	2.9	2.2	1.7	1.1	3.1	2.1	1.4	1.6	1.8	1.7	1.7	1.8
個人消費	2.6	3.0	2.4	2.0	1.4	1.1	4.3	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
住宅投資	3.5	-1.5	-2.1	0.6	-4.7	-1.0	-1.5	0.0	0.3	0.5	0.9	1.5	2.0
設備投資	4.4	6.4	2.9	1.5	4.8	4.4	-0.6	1.2	1.5	1.8	1.8	1.7	2.2
民間在庫(寄与度)	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.5	-0.9	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
純輸出(寄与度)	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.4	0.7	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
政府支出	0.7	1.7	2.1	1.9	-0.4	2.9	5.0	0.4	1.5	1.9	2.0	2.0	2.2

→ 予測

3. 欧州経済見通し

ユーロ圏景気は停滞気味の推移を予想

4-6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%から減速した(図表3-1)。足元のユーロ圏景気は、製造業の減速が足枷となっている。背景には、米国を中心とする保護主義の動きや中国景気の減速など、海外景気の先行き不透明感が高まっていることがある。

今後については、英国の EU 離脱問題や、米中通商協議の行方に景気が左右される状況が続くとみる。英国の EU 離脱については、ボリス・ジョンソン首相のもと、合意なき離脱が実施される

可能性が高まっている。米中貿易摩擦は、8月1日に米トランプ大統領が3,000億ドル相当の中国製品に10%の追加関税を宣言したことで、一段と激化している。ECB(欧州中央銀行)による金融緩和が一定の下支えとなるとみるも、米国の保護主義政策や中国景気の減速、ブレグジットの混迷などを背景に、景気は停滞気味の推移が続くと予想する。

景気減速を背景に、ECBは追加緩和へ

個人消費は、ECBによる追加緩和が雇用環境の下支えとなるとみるも、世界景気の先行き不透明感を背景とする企業の採用意欲の低下や家計の貯蓄性向の高まりなどにより、伸びが鈍化すると予想する。固定投資は、金融政策が企業向け融資をサポートするとみるが、海外景気の先行き不透明感は依然根強く、停滞気味の推移が続くと予想する。輸出は、米国向けが堅調を保つ一方、英国向け、中国向けが減速することにより、緩慢な回復にとどまると予想する。

7月のユーロ圏総合CPIは前年比+1.1%、コアCPIも同+0.9%と、伸びが鈍化している。ECBは9月の理事会で「金利の階層化」と同時に10bpの利下げを実施し、その後は2020年前半にもう1回の追加利下げを実施すると予想する。資産購入策については、購入する資産の範囲をETFや銀行債などに拡大したうえで、年内に再開するとみている。

英国は合意なき離脱のリスクが高まる

英国の4-6月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比▲0.2%と、1-3月期の同+0.5%から大きく減速した。今後についても、合意なき離脱のリスクの高まりなどを背景に、景気は減速気味の推移をたどるとみる。

英国では、強硬離脱を主張するボリス・ジョンソン氏が首相に就任したことで、合意なき離脱に向かうリスクが高まっている。離脱期限である10月末に向けては、合意なき離脱、国民投票再実施、解散総選挙などさまざまな可能性が考えられるが、英国とEU両方に「議論疲れ」の色が浮かぶなか、いずれかの時点で英国は「合意なき離脱」に至るとするのがメインシナリオである。BOE(イングランド銀行)委員の間では、「合意なき離脱」となった場合の金融政策について意見が分かれている。ポンド安による輸入インフレに対応するために利上げが望ましいとする意見と、景気悪化に対応するために利下げが望ましいとする意見の両方が出ているが、おそらくは景気悪化がより深刻な問題となる可能性が高く、BOEは2020年にかけて、年1回程度のペースで利下げを行なうと予想する。(担当:久保、木下)

(図表3-1) 欧州の実質GDP予測値(前期比) (%)

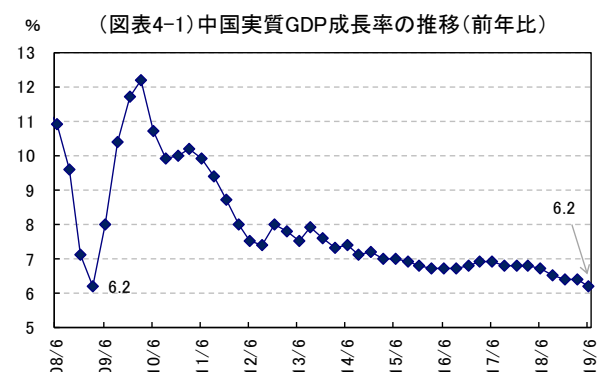
		2017年				2018年				2019年				2020年			
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
ユーロ圏	実質GDP	2.4	1.8	1.1	1.3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
	家計消費	1.8	1.3	1.0	1.0	0.2	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	政府消費	1.2	1.1	2.0	3.0	0.7	0.1	0.5	0.8	0.6	0.9	0.5	1.0	0.7			
	固定投資	2.9	3.3	0.0	1.0	1.3	0.1	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
	純輸出(寄与度)	0.8	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	輸出	5.5	3.1	1.6	2.4	1.2	0.7	-0.1	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	輸入	4.1	3.1	1.6	2.9	1.1	0.3	-0.2	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
英国	実質GDP	1.8	1.4	1.1	1.1	0.2	0.5	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	

→ 予測

4. 中国経済見通し

各種政策が景気を下支え

4-6月期の中国実質GDP成長率は前年比+6.2%と、1-3月期の同+6.4%から減速、リーマン・ショック後の2009年1-3月期と同水準の低い伸びにとどまった(図表4-1)。米国による対中関税引き上げを背景に、米国向け輸出の減少が続いていることに加え、貿易摩擦に起因する先行き不透明感の高まりが、消費や設備投資の減速という形で、内需にも悪影響をもたらした結果とみられる。8月1日、米国はパソコン・携帯電話なども対象とする対中関税引き上げ「第4弾」(一部財は12月15日に関税引き上げを延期)を発表し、中国の対米輸出への逆風は今後ますます強くなるのが確実視される。中国



(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、%)

	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	6.3	6.1

政府は、貿易摩擦の影響を見定めつつ、追加の景気刺激策を打つと予想する。今後の中国景気は、政策効果により失速は回避するとみられるものの、貿易摩擦による下押し圧力は高まり、2019年の成長率は前年比+6.3%、2020年は同+6.1%と、減速ペースが早まると予想する(図表4-2)。

個人消費は、米中貿易摩擦の激化が、家計の消費マインドを悪化させたことで、減速傾向で推移している。今後の個人消費は、政府による個人向け減税によりある程度下支えされるとみられるものの、米中貿易摩擦の激化が消費マインドの重しとなるほか、労働需給の緩みにもつながるとみられることから、減速傾向で推移すると予想する。

固定資産投資は、製造業投資の減速や、インフラ開発投資の伸びの鈍さを背景に、6%前後の伸びにとどまっている。製造業投資の伸びが冴えない背景には、米国の対中関税を受けたグローバルサプライチェーン再構築の動きも影響している可能性がある。貿易摩擦が一段と激化していることから、中国政府は追加で景気刺激策を打ち出すとみられ、インフラ開発投資やそれに付随する製鉄、セメントなどのいわゆる「オールド・エコノミー」関連業種での設備投資は高い伸びが続くとみる。固定資産投資の回復ペースは、政策効果を背景に、徐々に持ち直すと予想する。

輸出は顕著に減速している。輸出額に数ヵ月先行する傾向がある輸出受注PMIの動きからは、2019年末にかけて中国の輸出額のマイナス幅が拡大、前年比▲10~20%程度にまで落ち込む可能性が示唆される。中国の輸出依存度(財のみ、2018年)は19%であり、中国の輸出が前年比で▲10%減少した場合、単純計算でGDP成長率を▲1.9%ポイント押し下げる。今後の輸出については、米国向けは関税引き上げの影響で減少が続く可能性が高く、欧州向けも同地域の景気が奮わないとみられることから、減速に向かうとみられる。中国の輸出は、減少傾向での推移を余儀なくされると予想する。

対中関税「第4弾」発表により、米国は対中輸入製品のすべてに追加関税を課した。一部財への関税引き上げは12月15日に延期するとのことであるが、第4弾はこれまでの第1弾~第3弾に比べて、中国景気への下押し圧力は次元の異なるものとなろう。中国政府は、第十二次五ヵ年計画において、2020年の実質GDP(および実質国民所得)を2010年比で2倍にするとの目標を打ち出していることから、新たな景気刺激策を打ち出し、景気失速の回避を図ると予想する。(担当:久保)

5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

アジア NIEs は輸出の鈍化が景気の足かせに

韓国の4-6月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比+1.1%と、2四半期ぶりにプラス成長に回帰した。建設投資が、政府による補正予算の執行を背景に大きく伸びたものの、政策頼みの面が強く、自律的な回復とは言い難い。輸出は、4-6月期はやや持ち直したものの、力強い回復には至っていない。今後の韓国景気は、米中貿易摩擦が引き続き足枷となる展開が続くとみられ、潜在成長率を下回る2%前後の成長が続くと予想する。金融政策については、2019年、2020年を通じて、利下げを行なうと予想する。

(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、%)

	2017年 (実績)	2018年 (実績)	2019年 (予測)	2020年 (予測)
韓国	3.2	2.7	2.0	2.2
台湾	3.1	2.6	2.5	2.5
シンガポール	3.7	3.1	2.3	2.4
インドネシア	5.1	5.2	5.2	5.2
タイ	4.0	4.1	3.5	3.5
マレーシア	5.7	4.7	4.7	4.8
フィリピン	6.7	6.2	6.5	6.6
インド	7.2	6.8	7.0	7.2
豪州	2.4	2.8	2.1	2.6

※インドは会計年度数値(4月~3月)

台湾の4-6月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前年比+2.4%と、1-3月期の同+1.7%から伸び幅が拡大した。米中貿易摩擦を受け、中国をはじめとするアジア向け輸出は減少したものの、台湾の製造業が生産拠点を中国から回帰する動きが加速しており、米国向け輸出と民間投資が GDP を押し上げた。今後の台湾景気は、堅調な雇用環境と米国向け輸出を背景に、緩やかな回復が続くと予想する。

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。4-6月期の実質 GDP 成長率は前年比+0.1%と、2009年4-6月期の同▲1.7%以来の低成長となった。今後のシンガポール景気は、外部環境の好転が見込みづらいなか、内外需ともに減速傾向が続くと予想する。

アジア新興国景気は底堅い内需が下支え

ASEAN 諸国・インド景気は、米中貿易摩擦の余波が徐々に広がりを見せている。フィリピンでは、猛暑による一次産品の不作が景気を下押ししている。インドでは、銀行の不良債権問題が深刻化しており、自動車ローンを中心とする貸し渋りが景気の足枷となっている。タイでは中国人観光客の減少が、サービス輸出の減少を通じて景気に下押し圧力を加えている。今後については、総選挙を終えたタイやインドといった国々を筆頭に、利下げや財政出動など、各種景気対策が実施されると予想する。

豪州景気は緩やかながらも回復が続く

豪州では、失業率の改善が続いてきたが、先行する求人広告件数が減少しており、さらなる改善は見込みにくい。雇用の増加も、低賃金業種に偏る傾向がみられることから、平均賃金は緩やかな伸びにとどまろう。今後の個人消費は、低・中所得者層への所得税還付や、政策金利の引き下げが下支えとなるものの、緩慢な回復にとどまるとみる。

住宅投資は足元で減速しているものの、住宅融資基準の緩和や利下げなどにより、家計の住宅購入意欲は改善しており、今後は徐々に持ち直しに向かうと予想する。輸出は、米中貿易摩擦の影響などが下押し圧力となっているが、年明けにかけて、中国の景気刺激策を背景に、鉄鉱石などを中心に持ち直しが期待される。

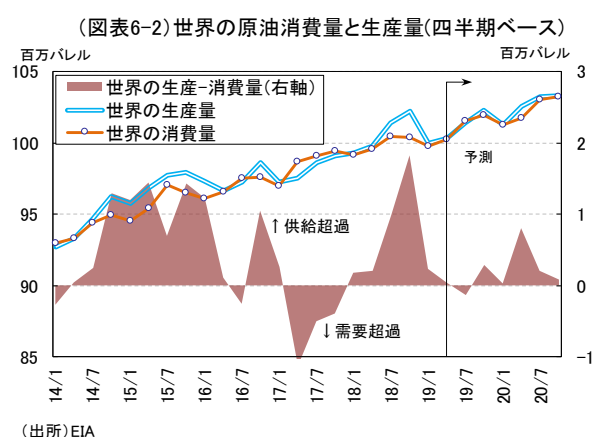
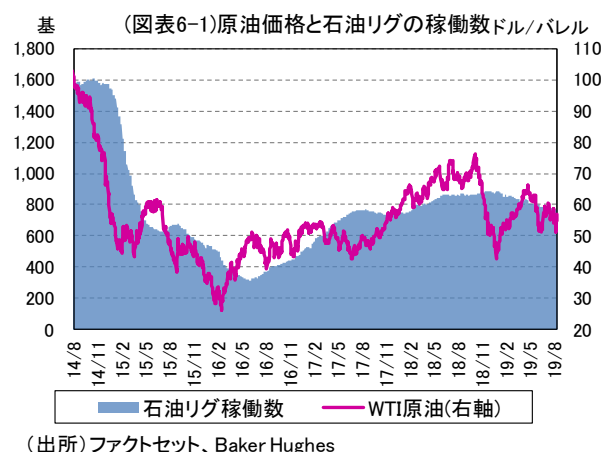
CPI は、緩慢な賃金の伸びや住宅価格の調整等を背景に鈍化している。RBA はこれまで6、7月に連続して政策金利を25bp ずつ引き下げ、8月の声明文では今後の追加利下げの可能性を示唆した。物価が目標値を下回るなか、RBA は年内に25bp の利下げを行なうと予想する。（担当：久保、木下）

6. 原油相場見通し

WTI (ウエスト・テキサス・インターミディエート) 原油価格は、米国・イランの対立に起因する中東情勢不安が価格を押し上げる場面があった一方、米中貿易摩擦の激化に伴う世界経済の減速懸念が価格の下押し要因になり、5月下旬以降は概ね 50~60 ドル/バレルの範囲で推移している(図表 6-1)。

EIA(米国エネルギー情報局)は今後の原油需要について、中国やインド等を中心とした内需拡大により、2020年にかけて増加を見込んでいるが、米中貿易摩擦等を背景に見通しを徐々に引き下げている。供給面については、パイプライン建設の進捗を背景とした米国でのシェールオイル増産などにより、総じてみれば生産量の拡大は継続すると見込んでおり、今後の需給は小幅ながら生産量が消費量を上回ると予測している(図表 6-2)。

そうしたなか、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)は、7月初旬の総会および閣僚会合で、2019年6月末をもって失効していた協調減産を延長し、2020年3月まで継続することを決定した。今後は、12月に開催される OPEC 総会のタイミングで、2020年4月以降の方針が発表されるとみられるが、おそらく現行の協調減産体制が継続されることとなろう。仮に原油価格が大きく下落する場合、OPEC プラスは協調減産の強化といった手段を取ることが予想されるため、下値は底堅いとみている。また、中東情勢については、経済制裁を発端に米国・イラン対立が続いており、緊張状態はしばらく継続すると見込まれる。イランがホルムズ海峡の封鎖を実行するといった強硬手段に出るなど、供給網に支障が生じる場合には、価格が上振れる場面もあるとみるが、基本的には2020年にかけて45~60ドル/バレルの水準で推移すると予想する。(担当：木下)

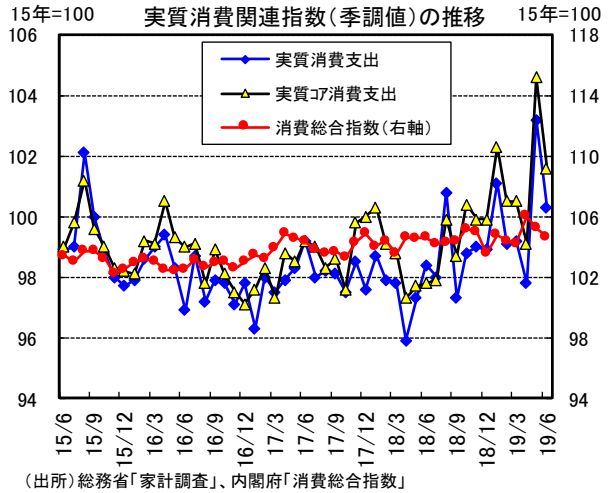


主要経済指標レビュー (8/5~8/16)

《日本》

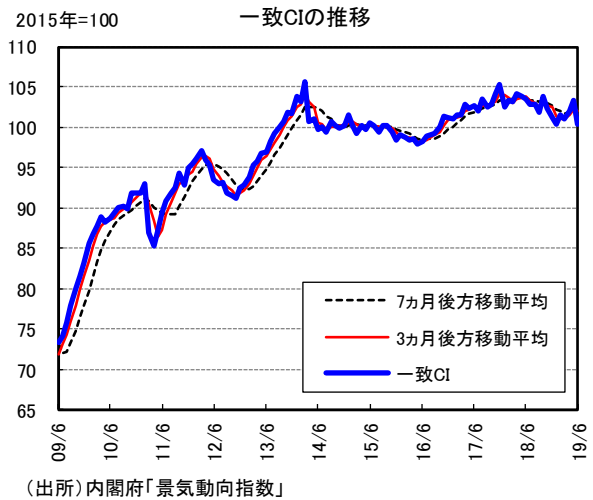
○ 6月家計調査 (8月6日)

6月の家計調査によると、2人以上世帯の消費支出(季調値)は実質ベースで前月比▲2.8%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなった。10連休中の支出増の反動減とみられる。費目別内訳のわかる前年比ベースでは、住居や教育が減少した。勤労者世帯(2人以上)の実質可処分所得は前年比+3.0%と2ヵ月ぶりのプラス、実質消費支出も同+4.8%と2ヵ月連続のプラス。平均消費性向は64.2%(季調値)となった。個人消費は、消費増税による悪影響が懸念されるものの、ポイント還元等の景気対策の効果に加え、労働需給のひっ迫が賃金の伸びを支えることから、引き続き均せば緩慢な伸びを維持すると予想する。



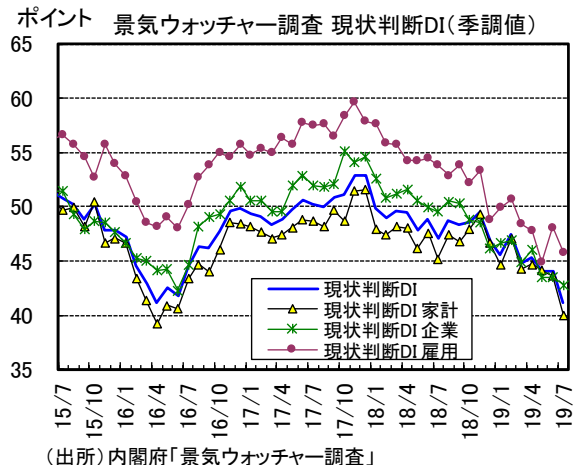
○ 6月景気動向指数 (8月6日)

6月の景気動向指数では、一致CIが100.4(前月差▲3.0ポイント)と、3ヵ月ぶりに下降した。内閣府の基調判断は、「下げ止まりを示している」にすえ置かれた。個別系列では、7系列すべて押し下げに寄与しており、耐久消費財出荷指数や生産指数(鉱工業)のマイナス寄与が大きかった。先行CIは93.3(同▲1.6ポイント)と、2ヵ月連続の下降となった。今後については、底堅い米景気、省力化・省人化投資需要の高まりなどが下支えになるとみているが、海外情勢の不透明感が高まるなか、下振れするリスクが高まっていることには留意が必要である。



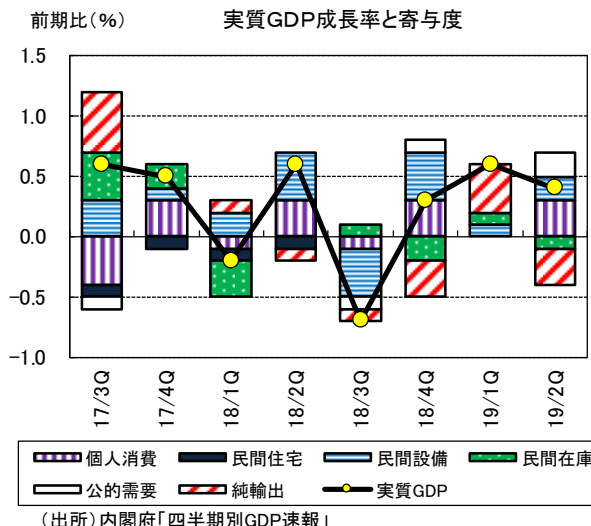
○ 7月景気ウォッチャー調査 (8月8日)

7月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DI(季調値)が41.2と、3ヵ月連続で低下した。内訳を見ると家計DI、企業DI、雇用DIすべて低下した。低下幅の大きい家計関連では、「消費増税前の買い控えて金を使わないマインドとなっている」などの声が挙がっている。景気ウォッチャーの見方は「天候など一時的な下押し要因もあり、このところ回復に弱い動きがみられる」に変更となった。先行き判断DIは44.3と2ヵ月ぶりに低下した。内訳を見ると、企業DIは上昇したものの、家計DI、雇用DIが低下した。先行きの見方については、「消費税率引上げや海外情勢等に対する懸念がみられる」に変更となった。(いずれも下線部は7月より追加)



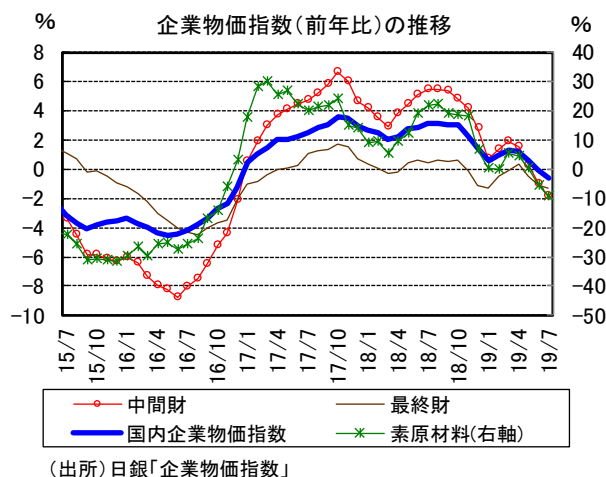
○ 4-6月期 GDP 速報 (8月9日)

4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4% (年率換算：+1.8%) となった。堅調な個人消費と設備投資に支えられ、内需の寄与が+0.7%と全体をけん引した。ただ、夏場の個人消費に関しては、夏季賞与の減少、10連休の反動、梅雨明けの遅れなどが下押し圧力となる。企業の設備投資計画にも、米中貿易摩擦の激化懸念が影を落とす。今後について、底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになり、景気後退は避けられるというのがメインシナリオだが、米中貿易摩擦の激化懸念や、中国、欧州景気の減速などが下押し圧力になり、2020年度にかけて、停滞気味の推移が続くと予想する。



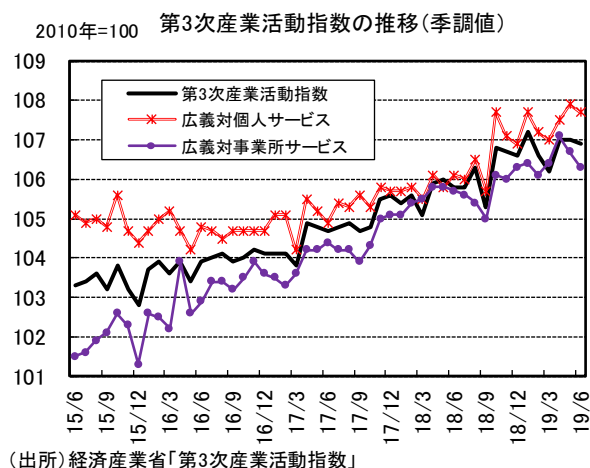
○ 7月企業物価指数 (速報値、8月13日)

7月の国内企業物価指数は前年比▲0.6%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。前月比で押し下げに寄与した項目は、石油・石炭製品、スクラップ類などで、資源価格下落による影響が大きい。輸出入物価指数(円ベース)をみると、輸出物価が前年比▲4.0%→▲4.7%と3ヵ月連続のマイナス、輸入物価は同▲5.6%→▲8.1%とこちらも3ヵ月連続のマイナスとなり、交易条件は改善した。今後について、過去の燃料価格が遅れて反映される電力価格は伸びが鈍化すると見込まれるほか、足元の原油価格も均せば下落しており、目先の企業物価はマイナス圏で推移するとみている。



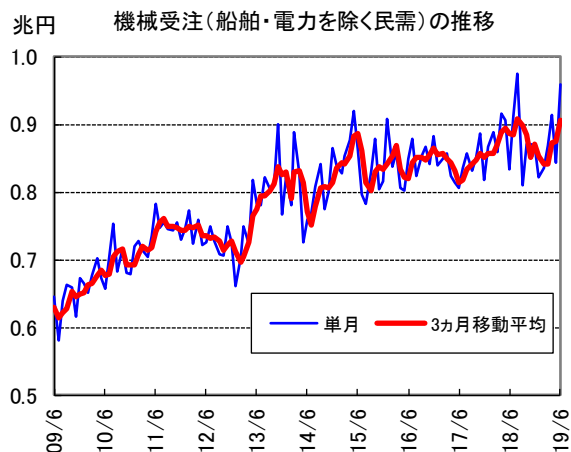
○ 6月第3次産業活動指数 (8月13日)

6月の第3次産業活動指数は前月比▲0.1%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。基調判断は「持ち直しの動きにあるが、一部に弱さがみられる」にすえ置かれた。全11業種のうち7業種が低下し、4業種が上昇した。マイナス寄与となった業種は、金融業、保険業(同▲2.0%)、運輸業、郵便業(同▲1.1%)、小売業(同▲0.7%)など。金融業、保険業は5月に大きく上昇した反動減とみられる。一方で、プラス寄与となった業種は卸売業(同+1.3%)、医療、福祉(同+0.7%)など。底堅い米国景気や、省力化投資需要の高まりなどが下支えになるため、今後の第3次産業活動指数は緩やかながらも改善傾向で推移するとみる。



〇6月機械受注（8月14日）

6月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比+13.9%と2ヵ月ぶりのプラスとなった。内閣府による基調判断は、「持ち直しの動きがみられる」にすえ置かれた。一方、7-9月期の見通しはマイナス見込みとなっており、先行きには警戒感も残る。今後の設備投資は、人口の減少トレンドが続くなか、持続的な内需の拡大が見込みにくいことや、海外景気の先行き不透明感の高まりが下押し要因になるものの、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、緩やかながらも回復傾向を維持すると予想する。

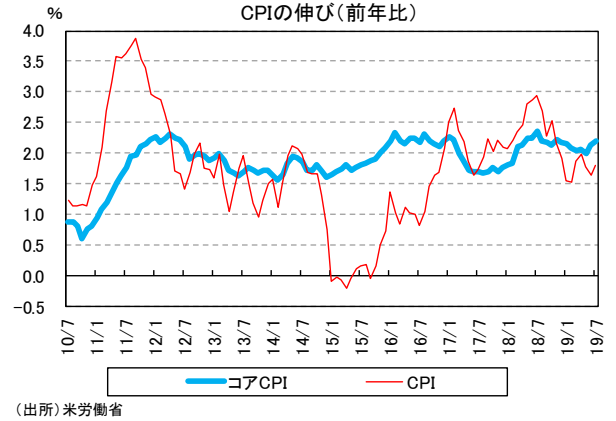


(出所)内閣府「機械受注統計」

《米 国》

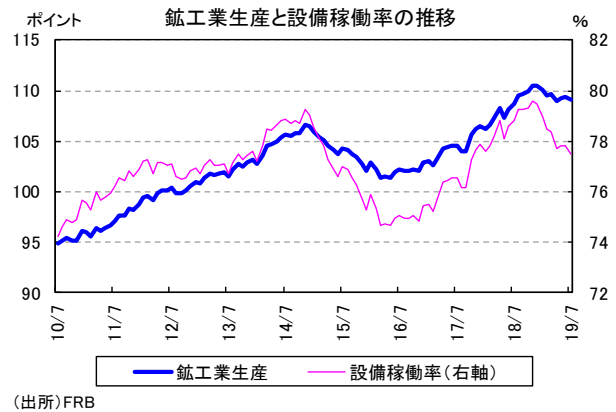
○ 7月CPI（消費者物価指数）（8月13日）

7月のCPIは前月比+0.3%と、6ヵ月連続でプラスとなったほか、エネルギーと食料品を除いたコアCPIも同+0.3%と、28ヵ月連続でプラスとなった。前年比を見ると、CPIは+1.8%と、エネルギー価格の持ち直しなどから3ヵ月ぶりにプラス幅が拡大したほか、コアCPIも同+2.2%と、医療価格の上昇やアパレル価格の下落幅縮小などを背景に2ヵ月連続でプラス幅が拡大した。今後の米国景気は、労働需給の引き締めや企業の増益基調が緩慢ながら続くほか、FRBの予防的利下げによって拡大基調が続くと見込まれる。しかしながら、貿易摩擦の影響で成長ペースは緩やかなものにとどまるとみられるほか、生産者物価等、川上段階での価格上昇圧力は依然として鈍いことから、CPIは緩慢な伸びが続くと予想する。



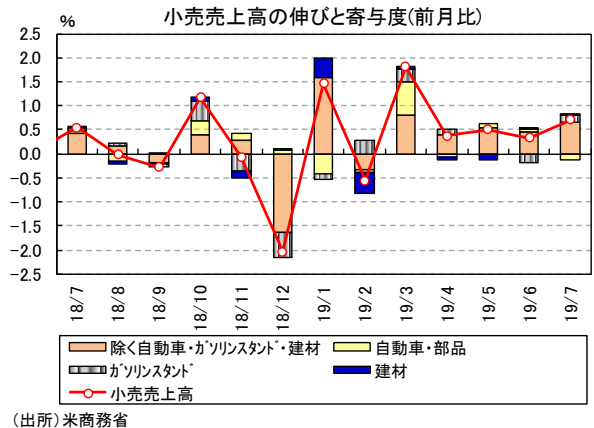
○ 7月鉱工業生産指数（8月15日）

7月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%と、3ヵ月ぶりに低下した。産業別にみると、公益事業が同+3.1%と上昇したものの、グローバル景気の減速や貿易摩擦の影響などから製造業が同▲0.4%、ハリケーンの襲来で鉱業が同▲1.8%と低下した。より詳細にみると、製造業では一般機械や加工金属製品が、鉱業では掘削事業が低迷した。設備稼働率は77.5%と、昨年11月をピークに低下傾向が続いており、生産の基調の鈍さを示している。在庫循環をみると、足元では意図せざる在庫増局面に突入している。ISM製造業景況指数は好不調の境目とされる50ポイントを上回っているものの、低下トレンドで推移しており、鉱工業生産は当面低調な推移が続くと予想する。



○ 7月小売売上高（8月15日）

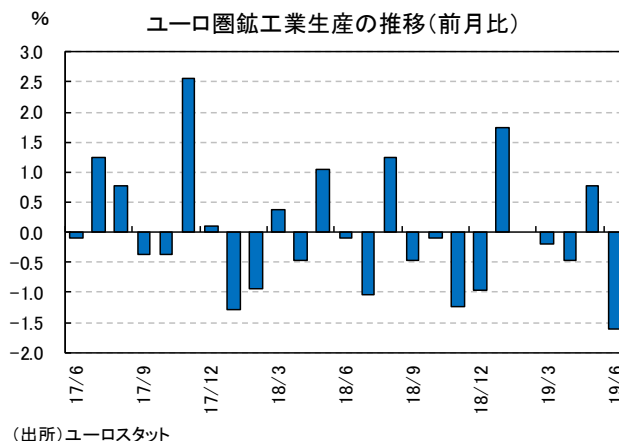
7月の小売売上高は前月比+0.7%と5ヵ月連続で増加したほか、変動の激しい自動車・部品、ガソリンスタンド、建材店を除くベースでも5ヵ月連続で増加し、足元の個人消費が堅調に推移している様子を示した。業態別に内訳を見ると、自動車・部品は減少したものの、ガソリンスタンドや建材が増加したほか、飲食店や電器店に加え、大手ネット販売のセールが好調だったことで無店舗小売店が押し上げ要因となった。今後の個人消費は、所得税減税の効果がみられた昨年ほどの力強さは見込めないものの、良好な雇用・所得環境が続いているほか、家計のバランスシートが改善していることなどから緩やかな増加基調が続くと予想する。



《 欧 州 》

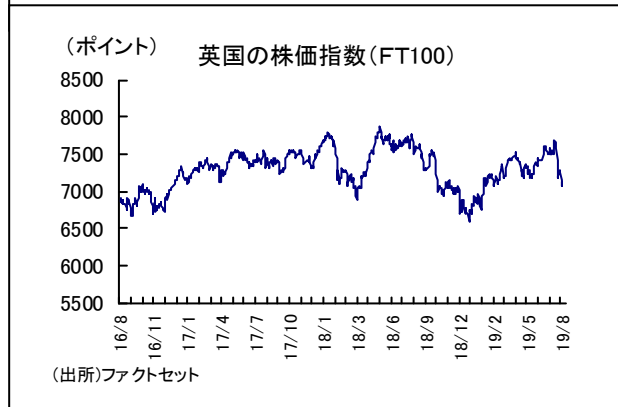
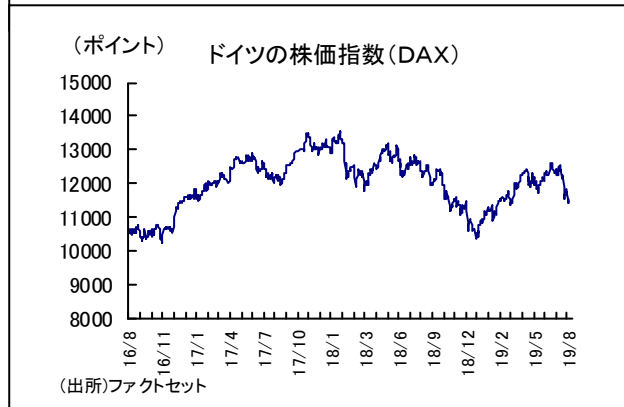
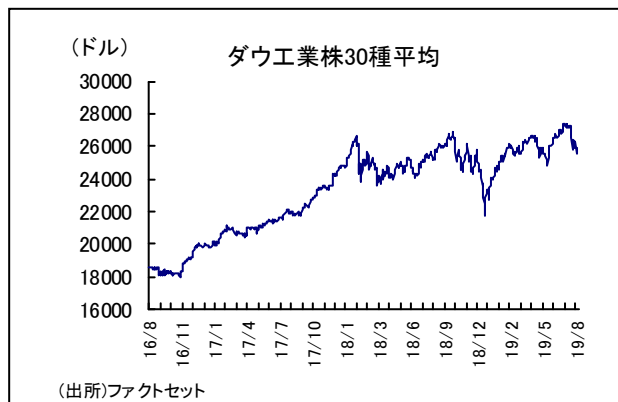
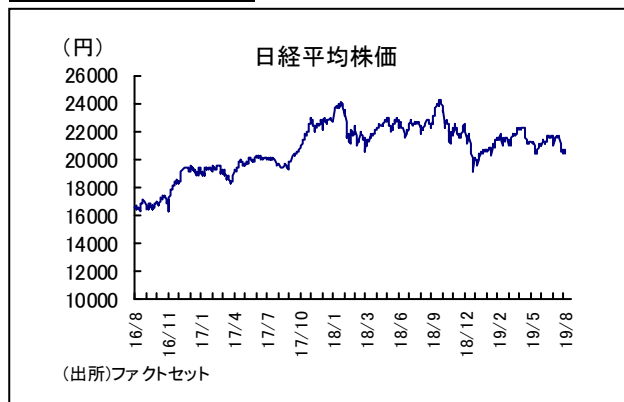
○6月ユーロ圏鉱工業生産（8月14日）

6月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲1.6%と、2ヵ月ぶりにマイナスに転じた。財別では、中間財（同▲0.2%→▲0.8%）のマイナスが続いたほか、消費財（同+2.5%→▲2.6%）、資本財（同0.9%→▲4.0%）、エネルギー（同+0.5%→▲0.2%）がいずれもマイナスに転じ、全体を押し下げた。主要国別では、ドイツ（同+0.7%→▲1.8%）、フランス（同+2.0%→▲2.3%）、イタリア（同+1.0%→▲0.2%）、スペイン（同+0.4%→▲0.2%）と、軒並みマイナス。今後についても、米中貿易摩擦を筆頭に世界的な景気の先行き不透明感が高まっていることから、ユーロ圏の鉱工業生産は停滞気味の推移が続くとみる。

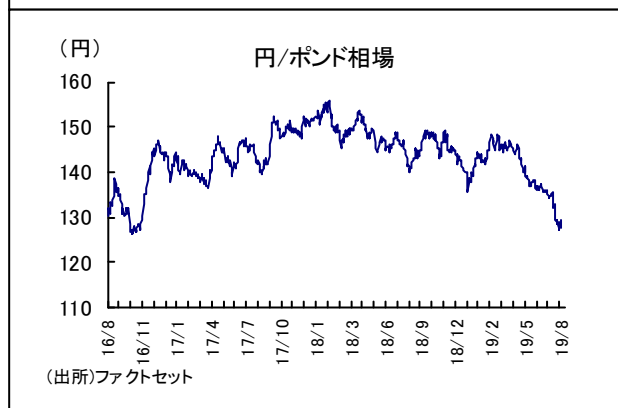
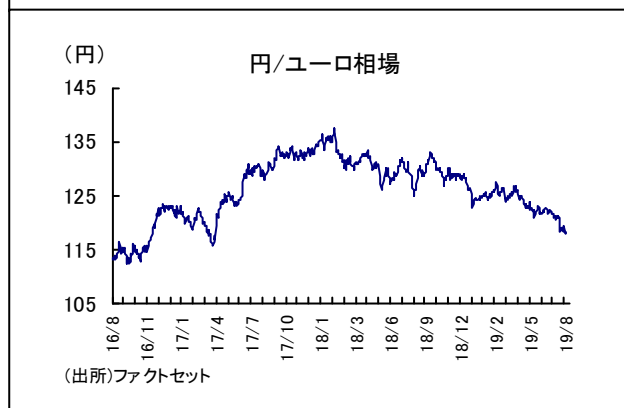
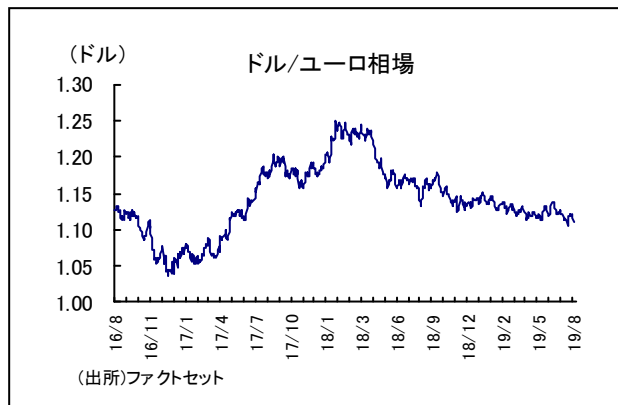
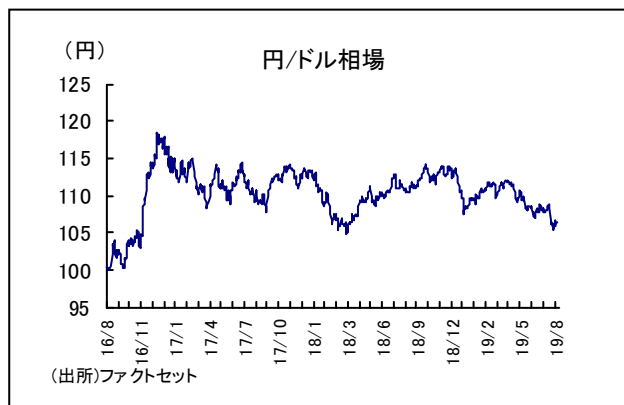


日米欧マーケットの動向 (2019年8月19日現在)

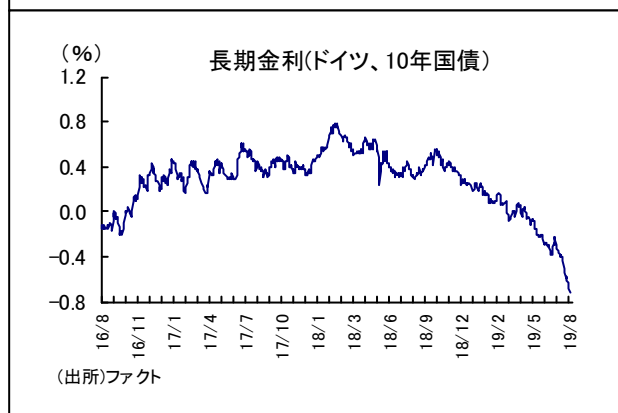
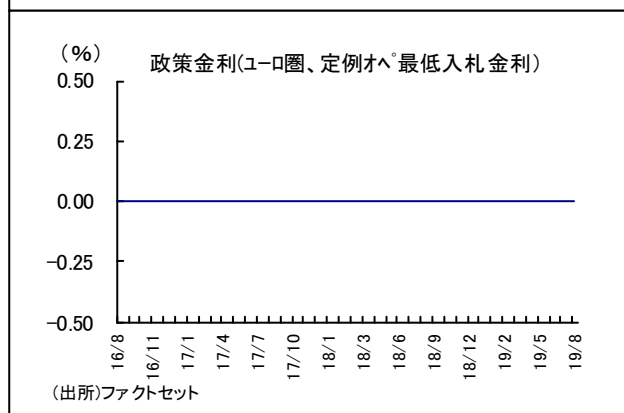
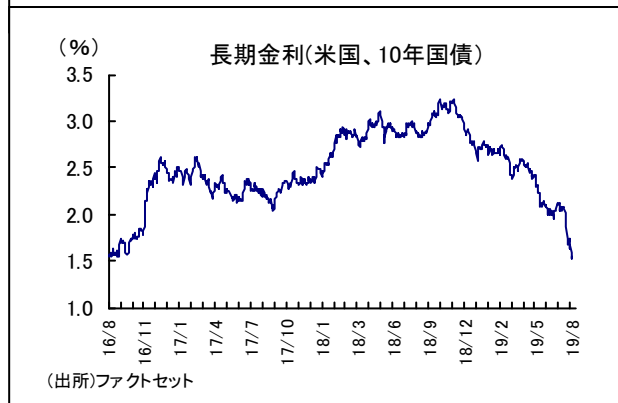
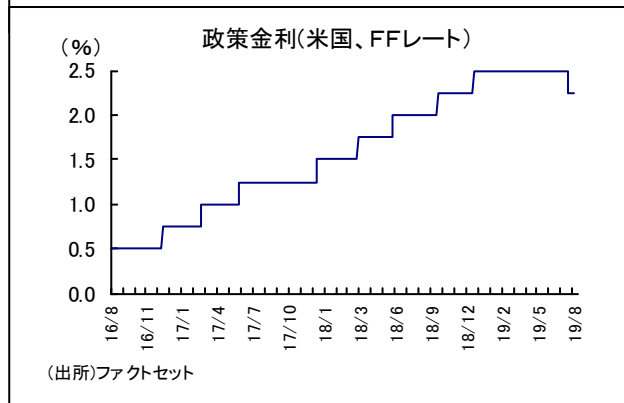
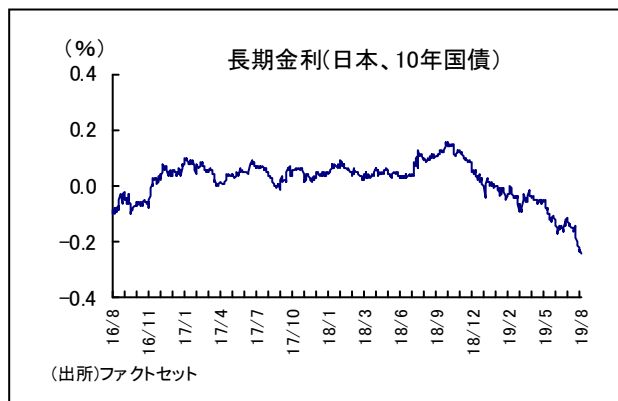
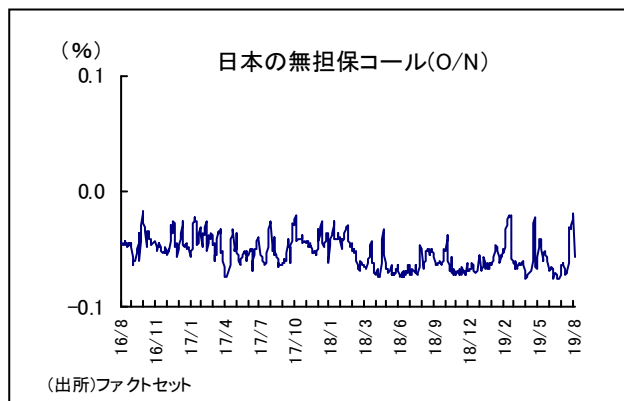
▽各国の株価動向



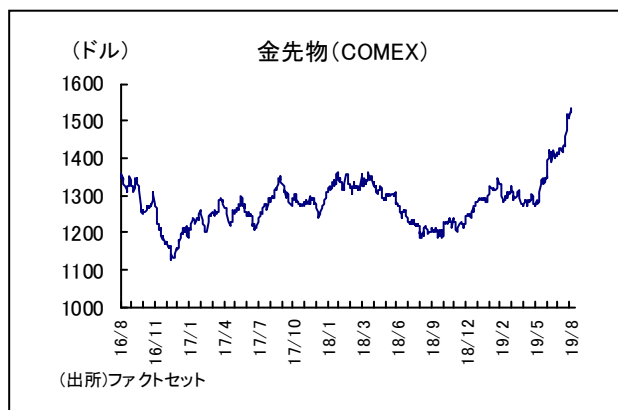
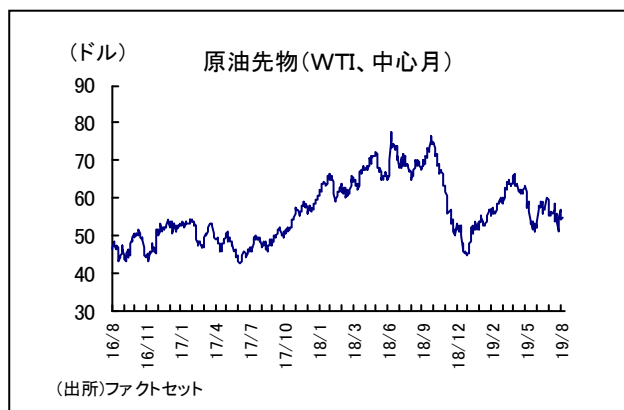
▽外為市場の動向



▽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、大広泰三、久保和貴、山口範大、
西山周作、木下裕太郎