

平成30年5月21日

2018・2019年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 4～6月期以降は、年率1%程度のプラス成長に ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2018・2019年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2018年度 +1.0%（前回+1.1%）、2019年度 +0.8%（前回+0.8%）

○ 1～3月期は、9四半期ぶりのマイナス成長

2018年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%、年率▲0.6%と9四半期ぶりのマイナス成長となった。成長を主導してきた企業部門では、輸出がアジア向け電子部品などの増勢一服で伸び悩んだことに加え、設備投資も小幅ながら6四半期ぶりに減少に転じたほか、在庫投資も同▲0.1ポイント成長率を押し下げる要因となった。家計部門では、生鮮野菜の価格高騰や大雪の影響など一時的な下押し要因もあって個人消費が微減となり、住宅投資は相続税対策などの需要が一巡しており減少が続いた。

○ 4～6月期以降は、年率1%程度のプラス成長に

4～6月期以降は、年率1%程度のプラス成長を辿ろう。1～3月期の成長率低迷は天候不順など一時的な要因の影響が大きく、先行き緩やかな回復基調に戻っていくと見込んでいる。大型減税などが成長率の押し上げ要因となる米国を中心に海外経済は好調さを維持すると見込まれることから、輸出、設備投資といった企業部門主導での回復となろう。一方、個人消費は実質賃金の伸び悩みなどにより力強さを欠くものの、一時的な下押し要因が剥落するにつれ、良好な雇用環境を映して底堅く推移するだろう。なお、1～3月期実績の下振れと過去分の下方改定を受けて、2018年度の実質GDP成長率は前年比+1.0%と、前回から0.1ポイント下方修正した。また、2019年度は10月に予定される消費税率10%への引上げの影響で個人消費を中心に年度後半に減速が見込まれるものの、回復が続く海外需要などに支えられ、景気腰折れは回避できよう。

○ 強まる先行き不透明感

米国を中心に海外経済は好調さを維持すると見込んでいるが、米中貿易摩擦や、米金利上昇などを背景とした一部の新興国における資金流出などにより、先行き不透明感が一段と強まっている。米政権が保護主義的な政策を一段と推し進めるリスクや、米国のインフレ昂進による米長期金利の急騰、中東情勢の緊迫化による原油価格の一段の上昇などのリスク要因が顕在化すれば、外需や金融資本市場の混乱を通じてわが国経済の下押し要因となるため留意が必要である。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社 担当：財務企画部 大野 俊明

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576

<http://www.fukoku-life.co.jp>

toshiaki.oono@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2018・2019年度 経済見通し

(前年比、%)

	2017 年度 実績	2018年度予測				2019年度予測		
		555.7	553.8	557.2	556.3	565.8	564.2	566.7
名目国内総生産（兆円）	548.1 1.6	555.7 1.4	553.8 0.9	557.2 0.6	556.3 1.5	565.8 1.8	564.2 1.3	566.7 0.4
実質国内総生産（兆円）	532.5 1.5	537.7 1.0	535.9 0.5	539.1 0.6	539.0 1.1	541.8 0.8	542.7 0.7	540.2 ▲ 0.5
内 需	1.1	0.8	0.5	0.6	1.0	0.7	0.8	▲ 0.8
民間需要	1.0	0.7	0.4	0.5	0.9	0.5	0.8	▲ 0.9
民間最終消費	0.8	0.8	0.6	0.5	0.9	0.6	1.0	▲ 1.4
民間住宅投資	▲ 0.3	▲ 2.1	▲ 1.1	2.6	▲ 0.8	1.6	1.3	▲ 1.9
民間設備投資	3.0	2.4	1.1	1.3	2.5	1.9	1.5	▲ 0.3
公的需	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費	0.4	0.5	0.3	0.4	0.6	0.8	0.4	0.4
公的固定資本形成	1.5	▲ 0.8	0.0	▲ 0.1	▲ 1.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.4	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	▲ 0.2	0.4
財貨・サービスの輸出	6.2	4.5	1.8	1.8	4.6	3.2	1.6	1.4
財貨・サービスの輸入	4.0	3.7	1.5	1.9	3.8	3.0	2.5	▲ 0.7

注1. 実質値は2011暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	4.1	2.6	1.4	1.3	3.0	2.1	1.8	▲ 0.7
国内企業物価指数※	2.7	2.0	2.1	1.9	2.3	1.6	1.7	1.4
消費者物価指数※	0.7	1.0	0.9	1.0	1.0	1.5	1.0	2.0
消費者物価（除く生鮮）※	0.7	1.0	0.9	1.0	0.9	1.4	0.9	1.9
（除く消費税の影響）	-	-	-	-	-	0.9	0.9	0.9
貿易収支（兆円）	4.6	4.6	3.0	1.6	5.3	5.6	3.0	2.6
経常収支（兆円）	21.7	21.9	11.9	10.0	22.0	22.9	11.9	11.0
名目賃金指数※	0.7	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
完全失業率（%）	2.7	2.5	2.5	2.5	2.7	2.5	2.5	2.5
住宅着工戸数（万戸）	94.6	93.3	92.4	94.1	94.7	91.4	91.8	90.8
為替レート（¥/\$）	110.8	109.5	109.1	110.0	111.8	110.5	110.3	110.6
原油価格（\$/b）	57.1	68.9	69.4	68.3	62.1	69.7	69.1	70.4
米国実質成長率（年率）	2.3	2.7	2.6	2.6	2.7	2.3	2.3	2.2
中国実質成長率※	6.9	6.5	6.6	6.4	6.4	6.2	6.3	6.2

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート（月中平均、インターバンク中心相場）でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

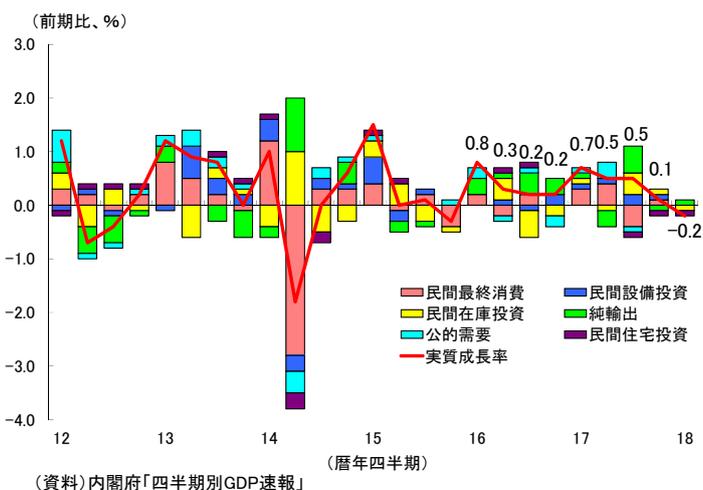
注3. ※印がついた指標の半期は原系列（前年比伸び率）、それ以外は季節調整値（前期比伸び率）

◇日本経済の現状と見通し

○1～3月期の実質GDP

5月16日に発表された2018年1～3月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.2%（年率換算▲0.6%）と9四半期ぶりのマイナス成長となった（図表2）。外需寄与度が同+0.1ポイントとなった一方、個人消費や設備投資の減少により内需の寄与度が同▲0.2ポイントとなった。名目GDP成長率は同▲0.4%（年率換算▲1.5%）と、6四半期ぶりのマイナス成長となった。原油価格上昇によって名

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



目の輸入金額が増加し、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターが同▲0.2%となったことで押し下げられた。1～3月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は昨年秋の台風などの天候不順による生鮮野菜の価格高騰が家計を圧迫したことや、1～2月の大雪の影響が下押し要因となり同0.0%減となった。また、住宅投資は相続税対策としての貸家建設需要の一巡などから同2.1%減と3四半期連続の減少となった。設備投資は同0.1%減と小幅ながら6四半期ぶりに減少し、在庫投資の寄与度は同▲0.1ポイントとなった。公的需要については、2016年度補正予算の効果が一巡し弱含んでいた公的固定資本形成が同0.0%増となり、政府消費も同0.0%増となった。外需については、輸出が同0.6%増と増加が続いたものの、これまで好調だったアジア向け電子部品などの増勢が一服したことで低い伸びにとどまった。一方、輸入は同0.3%増となったことで、外需寄与度はプラスとなった。

今後の日本経済については、4～6月期以降は、年率1%程度のプラス成長を辿ろう。1～3月期の成長率低迷は天候不順など一時的な要因の影響が大きく、先行き緩やかな回復基調に戻っていくと見込んでいる。大型減税などが成長率の押し上げ要因となる米国を中心に海外経済は好調さを維持すると見込まれることから、輸出、設備投資といった企業部門主導での回復となろう。一方、個人消費は実質賃金の伸び悩みなどにより力強さを欠くものの、一時的な下押し要因が剥落するにつれ、良好な雇用環境を映して底堅く推移するだろう。なお、1～3月期実績の下振れと過去分の下方改定を受けて、2018年度の実質GDP成長率は前年比+1.0%と、前回から0.1ポイント下方修正した。また、2019年度は10月に予定される消費税率10%への引上げの影響で個人消費を中心に年度後半に減速が見込まれるものの、回復が続く海外需要などに支えられ、景気腰折れは回避できよう。

日銀の金融政策を左右する消費者物価（除く生鮮）については、足元にかけての原油価格の上昇によって、夏場にかけてエネルギーの寄与は再び高まっていくとみられるものの、エネルギー以外の物価上昇が緩やかなものにとどまることで、1%近傍での推移が続くだろう。2018年度が前年比+1.0%、2019年度が同+0.9%と予測しており、見通し期間を通じて、日銀の物価安定の目標である2%達成は見通せる状況にはない。

なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費は、底堅く推移すると見込む

雇用環境は改善傾向となっている。女性を中心に労働参加率が高まるなか、1～3月平均の雇用者数（季節調整値）は前期比1.1%増の5,905万人と増加する一方、3月の失業率は2.5%と一段と低下し、低水準となっている（図表3）。また、3月の有効求人倍率は1.59倍と高水準で推移し、正社員に限った有効求人倍率をみても1.08倍と1倍を上回るなど、労働需給は引き締まっている。今後についても雇用環境は緩やかに改善すると見込んでいる。

日銀短観の雇用人員判断DIによると、製造業、非製造業ともに人手不足感が一段と強まっている。先行指標である新規求人数は振れを伴いながらも増加傾向となっており、企業の採用意欲は依然として強いことがうかがえる。高齢者や女性の労働参加が継続するなか、雇用者数は緩やかな増加が続くだろう。こうした状況を映して、所得は緩やかながらも増加傾向となっている。1～3月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比1.4%増と10～12月期の同0.7%増から伸び率が大きく高まった（図表4）。基本給にあたる所定内給与が同0.9%増と大幅に伸び率が高まったことが主因である。しかし、この伸び率加速は、2018年1月からの調査サンプルの部分入替えが影響している面が大きいと考えられるため、

基調が変化したとはみていない。今後についても、現金給与総額は緩やかな増加傾向になると想定している。正社員の所定内給与は、緩やかに伸び率が高まるだろう。2018年春闘については、連合の第5回回答集計結果によると、企業の賃上げ率は前年比+2.09%と昨年同時期（同+1.99%）を上回る伸びとなっており、3年ぶりに前年を上回る賃上げが見込まれる。また、特別給与についても、前年の好業績を反映して増加が期待できることから、2018年度の名目賃金は幾分伸び率が高まると見込んでいる。なお、実質賃金については、消費者物価（帰属家賃を除く総合）の上昇にともない、1～3月期が前年比0.1%減とマイナス圏での推移が続いている。先行きについても、消費者物価上昇率が前年比プラスでの推移が見込まれることで、実質賃金は前年をわずかに下回って推移すると想定している。そのため、雇用者数は緩やかな増加が続くものの、実質総賃金（実質賃金×雇用者数）は低い伸びにとどまるだろう。

個人消費は、底堅く推移している。1～3月期の民間最終消費支出は前期比0.0%減

図表3. 失業率と新規求人数の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

図表4. 名目・実質賃金指数の推移



(資料)厚生労働省「毎月労働統計調査」

と微減となった。もっとも、1～3月期は、昨年秋の台風の影響などで生鮮野菜の価格が高騰し家計を圧迫したことや、一部地域で大雪に見舞われたことなどが一時的な下押しとなったとみられる。家計最終消費支出の内訳をみると、サービスは携帯電話通信料の増加などで同0.3%増となった一方、耐久財は同0.3%減、半耐久財は同2.0%減、非耐久財は同0.3%減となった。生鮮野菜の価格高騰が家計を圧迫しその他の財やサービスへの消費が手控えられたとみられるほか、一部地域では大雪の影響により外出が制限されたことも下押しに繋がったとみられる。耐久財については自動車販売が振るわなかったことに加え、10～12月期にスマートフォンの販売が好調となった反動の面もあろう。今後の個人消費については、良好な雇用環境を背景に、底堅く推移するだろう。天候不順などの一時的な下押し要因が剥落することで、個人消費は4～6月期には増加に転じるだろう。耐久財については、エコカー補助金や家電エコポイントといった過去の需要喚起策から一定年数が経過し、買い替え期を迎えつつあることも下支えとなるだろう。ただし、家計の所得環境に目を向けると、年金受給世帯においては、2018年度の年金支給額は前年度から据え置きとなったが、今後の物価上昇を勘案すると実質的な受取額は大きく目減りすることになる。また、前述の通り、勤労者世帯においても見通し期間を通して、実質総賃金が増えにくい状況が続くと見込んでいる。4～6月期以降の個人消費は回復傾向になると見込むものの、こうした環境のもとで家計の節約志向は残り、力強さを欠く動きが続くだろう。2019年度前半については、10月に予定される消費税率引上げに向けて駆け込み需要が生じることで伸び率が高まるものの、年度後半はその反動減と増税による実質的な購買力の低下により大幅な減速が見込まれる。もっとも、酒類と外食を除く飲食料品や新聞は軽減税率が適用される見込みであることや、増税幅が2%と前回2014年4月の3%より小さいこともあり、前回のような長期間の消費低迷は避けられるだろう。

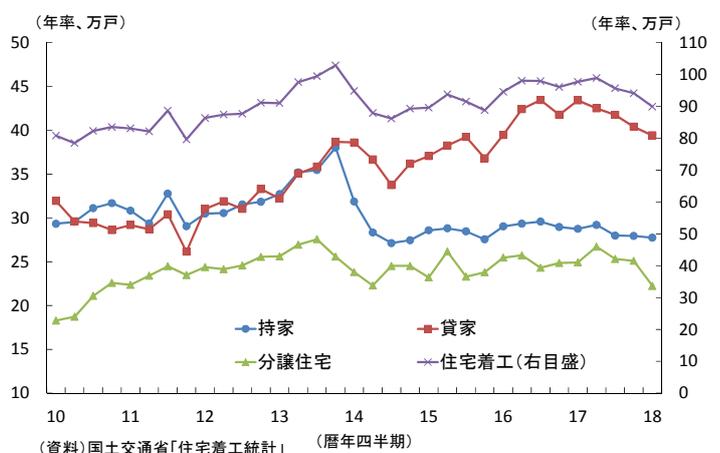
○新設住宅着工戸数は、当面、緩やかな減少が続くと見込む

住宅投資は、減少傾向となっている。1～3月期の住宅投資は前期比2.1%減と3四半期連続の減少となった。相続税対策需要の一巡、金融当局の監視強化を受けたアパ

ートローンに対する金融機関の慎重な姿勢の継続などを受けて貸家が弱含んでいることや、マンション価格の高止まりの影響などで分譲住宅の着工が振るわないことが影響している。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、1～3月期が同5.9%減の年率89.2万戸と3四半期連続の減少となった(図表5)。利用関係別にみると、貸家の減少傾向が続いたことに加えて販売が低迷するマンションを中心に分譲が大きく減少した。持家については小幅に減少したが、概ね横ばい推移となっている。

今後の新設住宅着工戸数は、当面、緩やかな減少が続くだろう。貸家については、相続税対策などを背景としたこれまでの旺盛な貸家建設によって、空室率上昇や家賃下落への懸念が燻ぶっていることに加え、金融

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



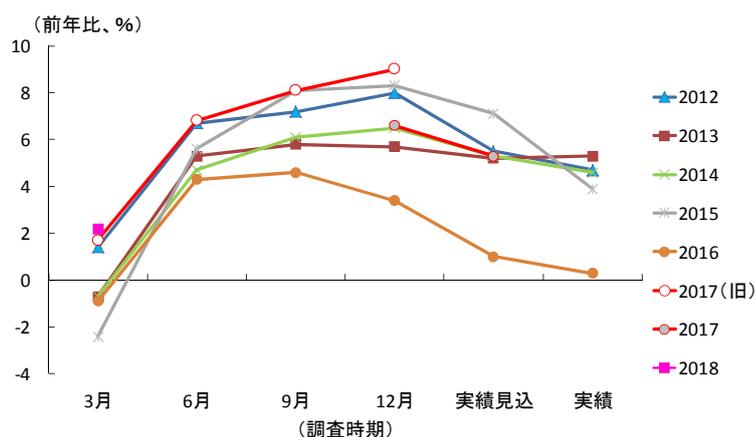
当局の監視強化を受けて金融機関がアパートローンに対して慎重な姿勢をとっていることが影響し、引き続き需要が弱まっていくと見込んでいる。また、分譲住宅については、首都圏ではマンション価格が高止まりするなか、契約率の低迷、在庫の積み上がりを受けてデベロッパーはマンション供給に慎重な姿勢を続けると見込んでいる。一方、持家は、雇用環境の改善に加え、住宅ローン金利も低水準での推移が見込まれるなど、良好な住宅取得環境が続くことから、当面は現状程度の水準を維持すると見込んでいる。そのため、2018年度前半にかけては、貸家を中心に住宅着工戸数は緩やかな減少傾向となろう。2018年度末にかけては、2019年10月の消費税率引上げに向けた駆け込み需要が持家、分譲住宅を中心に生じることで住宅着工の水準が押し上げられるものの、その後は、その反動減の影響で落ち込むことが想定される。

○設備投資は高水準の企業収益を背景に増加を見込む

設備投資は、基調としては増加傾向となっている。1～3月期の実質設備投資は前期比0.1%減と小幅ながら6四半期ぶりに減少したが、基調としては増加傾向となっている。今後については、設備投資は、高水準の企業収益を背景に増加すると見込んでいる。日銀短観3月調査における全規模・全産業のソフトウェアを含む設備投資計画（土地投資を除く）は、2017年度が前年比5.3%増と前年同時期の同1.0%増を上回り、また、2018年度計画は同2.2%増と同時期調査としては

2007年以来の高い計画となっている（図表6）。設備投資の先行指標となる機械受注（除く船舶・電力）をみても、1～3月期は前期比3.3%増と3四半期連続で増加し、4～6月期についても同7.1%増と製造業を中心に高い見通しとなるなど、高水準の企業収益や良好な資金借入環境などを背景に企業の設備投資意欲は前向きさを維持しているとみられる。製造業においては、中期的には人口が減少するなか内需の拡大が見込みにくいことから、生産能力増強など積極的な投資は限られるとみられるが、設備の老朽化に対応した維持・更新投資を中心に引き続き増加が見込まれる。また、競争力確保のための新製品開発に向けた研究開発費も堅調に推移するだろう。非製造業では、東京五輪・パラリンピックを見据え、インバウンド需要を見込んだホテルなどの宿泊施設の建設、交通インフラ整備などの投資増加が続くだろう。また、人手不足への懸念が強まるなか、製造業、非製造業を問わず効率化・省力化投資も増加すると見込んでいる。2019年度も緩やかな増加を見込むものの、東京五輪・パラリンピック関連需要が一巡することにより伸び率はやや鈍化すると見込まれる。

図表6. 設備投資計画（全規模・全産業）



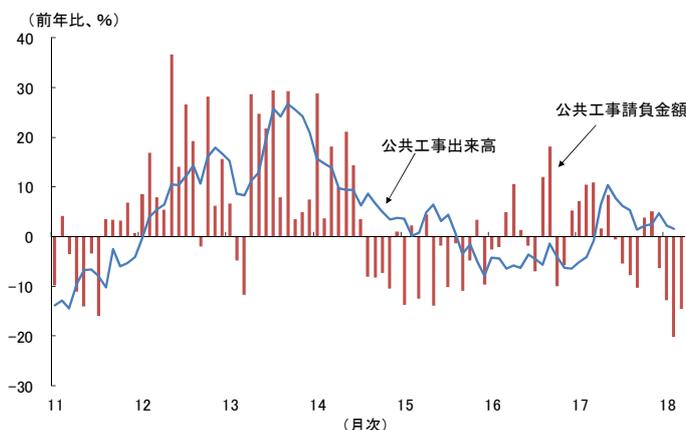
（資料）日本銀行「日銀短観」
（備考）ソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額）、
2017年12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている

○公的固定資本形成は、高水準ながら緩やかな減少を見込む

公的固定資本形成は、経済対策の効果が一巡した後、横ばい圏での推移となっている。1～3月期の公的固定資本形成は前期比0.0%増となった。4～6月期に同4.7%増

と 2016 年度補正予算で組まれた経済対策の効果によって大きく増加した後、その効果が一巡し 2 四半期連続で減少した後、横ばいとなった。今後の公的固定資本形成は、高水準ながら緩やかな減少傾向となる。先行指標である公共工事請負金額をみると、7～9 月期は同 7.9% 減となった後、10～12 月期は同 1.1% 増となったものの、1～3 月期は同 15.6% 減と大きく減少している（図表 7）。今後は東京五輪・パラリンピックに向けたスタジアムの建設や道路網などのインフラ整備に係る工事の進捗が下支えになるとみられるが、公共事業関係費は 2018 年度当初予算が前年並みとなる一方、補正予算については 2017 年度が 1.0 兆円と 2016 年度の 1.6 兆円を下回る規模にとどまる。そのため、2018 年度の公的固定資本形成は前年割れになると見込んでいる。また、2019 年度も、東京五輪・パラリンピック関連需要の一巡により、弱めの動きが続くと見込んでいる。

図表 7. 公共工事請負金額・出来高の推移

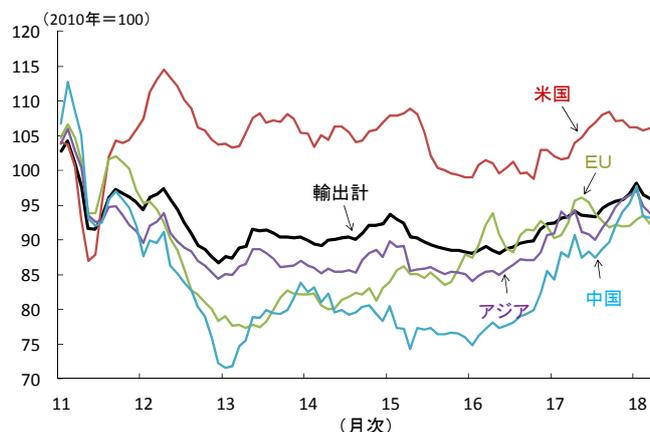


(資料)国土交通省、各信用保証会社

○輸出は、堅調な海外需要を映して増加傾向を維持する

輸出は、増加傾向となっている。1～3 月期の実質輸出は前期比 0.6% 増と 10～12 月期の同 2.2% 増から伸びが鈍化したものの、3 四半期連続の増加となった。輸出数量指数をみると、米国向けや EU 向けがほぼ横ばいとなるなか、アジア向けが落ち込んだことにより、1～3 月期は同 ▲0.7% となった（図表 8）。自動車は増加したものの、アジア向け中心にこれまで堅調だった電子部品の増勢一服が伸び悩みに繋がった。今後については、輸出は増加傾向となるだろう。海外経済については、米国は大型減税などにより成長率が押し上げられるほか、欧州も緩やかな景気回復が続く。中国は固定資産投資の減速により成長率こそ鈍化を見込むものの、底堅い個人消費を支えに安定した成長が続くと見込まれる。こうした堅調な海外需要を受けて輸出は増加傾向となるだろう。電子部品など IT 関連財については、スマートフォン向けに限らず、家電や自動車向けなどにも広がりを見せる半導体需要の高まりを映して増加するとみられるほか、世界的に設備投資の増加傾向が続くみられることが一般機械などの後押しとなろう。2019 年度については、世界経済の成長ペースはやや鈍化すると見込むものの回復基調は維持され、輸出は緩やかな増加が続くだろう。

図表 8. 輸出数量指数の推移



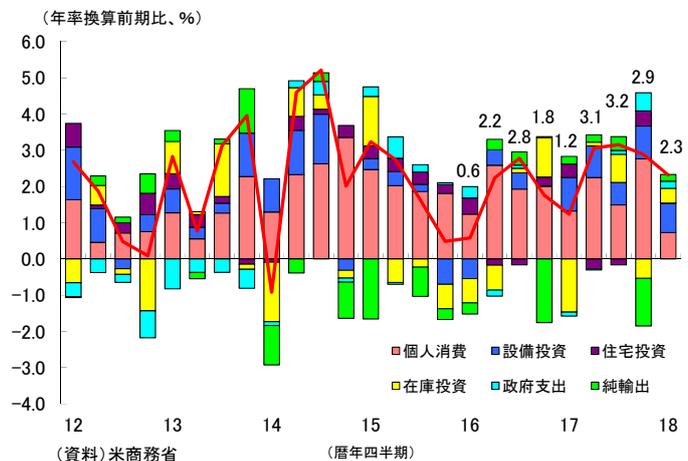
(資料)財務省「貿易統計」より富国生命作成

(備考)データは後方3ヵ月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

【米国経済】

米国経済は、回復が続いている。1～3月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率+2.3%となった（図表 9）。昨年末にかけて好調だった個人消費の伸びが鈍化したことで、10～12月期の同+2.9%からやや鈍化した。家計部門については、個人消費が同 1.1%増と 10～12月期の同 4.0%増から大きく鈍化し、とりわけ財の消費が同 1.1%減と 2011年 4～6月期以来の減少となった。昨年はハリケーン後に自動車などの買い替え需要で消費が押し上げられたことや年末商戦も好調であったため、その反動が生じたとみられる。住宅投資はハリケーン後の復興需要が一服し、同横ばいとなった。企業部門については、設備投資は同 6.1%増と引き続き堅調に推移し、在庫投資も同+0.4ポイントのプラス寄与となった。また、輸出は堅調な海外経済を映して同 4.8%増となる一方、輸入が同 2.6%増となったことで、外需の寄与度は同+0.2ポイントとなった。

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



今後についても、回復が続くと想定している。昨年末に成立した法人税率引下げなどを含む税制改革や、2月の歳出上限の引上げ合意など拡張的な財政政策が成長率を押し上げる要因となる。1～3月期の個人消費の低迷は、それまでの好調な推移の反動という面が強く、雇用・所得環境の改善が続くもとで先行きは堅調さを取り戻すだろう。雇用・所得環境をみると、失業率は4月が3.9%と低水準を維持し、非農業部門雇用者数の前月差は2～4月平均で20.8万人増と堅調な伸びが続くなど、改善基調が続いている。時間当たり賃金についても、労働需給の引き締まりを映して賃金上昇圧力が緩やかに高まっていくとみられる。また、税制改革における個人向け減税の恩恵は富裕層に偏るため個人消費の押し上げ効果は限定的とみられるが、一定の支えとなる。住宅投資については、2018年に入り長期金利の上昇が続いていることに加え、労働力の確保等の供給制約が引き続き重石となるとみられるが、消費者の購入意欲は旺盛なことから底堅く推移するだろう。設備投資は、堅調な企業収益に加え、法人税率の引下げなどの税制改革により押し上げられることから、拡大が続くだろう。輸出は好調な世界経済を背景に増加が続くとみられる。ただし、先行き不透明感は強い。特に対中国との貿易摩擦が激化すれば成長の大きな下押し要因となる可能性があり、米政権の政策動向を注視する必要があるだろう。なお、2018年の米国の実質 GDP 成長率の予測値は、前年比+2.7%と前回予測値を維持している。金融政策については、2018年3月に追加利上げを実施したが、年内あと2回の利上げ実施を見込んでいる。基調的な物価動向を示す PCE コアインフレ率（エネルギー・食料等を除く）は3月が前年比+1.9%まで伸び率が回復し、FRB（米連邦準備理事会）が目標とする2%に近づいている。労働需給が引き締まるなかでの景気刺激策はインフレ加速に繋がる可能性もあり、利上げペース加速の思惑が高まりやすい状況が続くだろう。

【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな回復が続いている。1～3月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%となり、前期（10～12月期）の同+0.7%から伸び率が鈍化した。（図表 10）。主要国の成長率をみると、ドイツは同+0.3%と前期の同+0.6%から成長率が鈍化した。投資が堅調となった一方、個人消費が小幅な増加にとどまったことに加え、政府消費が減少したとみられる。また、フランスも同+0.3%と前期（同+0.7%）から伸び率が低下した。個人消費が小幅な伸びにとどまるなか、投資がやや減速したことに加え、前期の押し上げ要因となった外需寄与が横ばいにとどまったことなどが影響した。イタリアについては同+0.3%、スペインは同+0.7%とそれぞれ前期並みの成長を維持した。このように、1～3月期はドイツ、フランスを中心に成長ペースが鈍化したものの、広範にわたった寒波が個人消費などの下押し要因になった面もあるとみられる。

図表 10. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



今後については、緩やかな回復が続くと見込んでいる。雇用環境の緩やかな改善が続くなか、消費者マインドは良好さを維持するとみられることから、個人消費は増加基調が続くだろう。また、固定資本形成については、持ち直しの動きが続くだろう。ECB（欧州中央銀行）の2018年第1四半期の銀行貸出調査によれば、企業向け貸出態度は緩和的な状況が続いており、資金需要も高まっている。また、ユーロ圏・製造業の2018年設備投資計画（欧州委員会、3～4月時点調査）が前年比7.0%増と昨年実績（同4.5%増）を上回るなど、設備投資に前向きな姿勢が窺える。輸出については、足元ではやや緩和されたとはいえユーロ高が引き続き重石となるが、堅調な海外需要を映して増加傾向を維持するだろう。ユーロ圏のインフレ動向については、基調的な物価動向を示すコアインフレ率（エネルギー・食料等を除く）は4月が前年比+0.7%と低い伸びにとどまっている。先行きについても、ユーロ高や賃金の伸び悩みが抑制要因となりコアインフレ率は緩やかな伸びが続くとみられる一方、景気回復が続くなか、足元にかけての原油価格の上昇もあって、デフレ的な傾向が強まる心配は大きくない。こうした環境のもと、ECBは金融政策の正常化を緩やかなペースで進めていくとみられる。資産買入れについては2018年9月の期限後も、買入れ額を再度減額し同年12月末の資産買入れ終了に向かうと想定している。また、資産買入れ終了後も政策金利の引き上げは急がず、2019年後半に開始するとみている。

【中国経済】

中国経済は、安定した成長が続いている。1～3月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.8%と、底堅い個人消費を下支えに3四半期続けて同じ伸び率を維持し、今年の政府目標である6.5%前後を上回る成長となった（図表 11）。主要経済指標をみると、小売売上高は、1～3月累計では前年比9.8%増と2017年通年の同10.2%増からは鈍化し

たものの底堅く推移している。また、ネット通販は好調を維持し 1～3 月累計では同 35.4%増となり、2017 年通年の同 32.2%増から伸び率が高まった。企業業績の回復を通じた家計所得の改善が消費マインドの良好さにつながっているものとみられる。

一方、1～3 月累計の固定資産投資は同 7.5%増と 2017 年通年の 7.2%増からはやや持ち直した。インフラ投資や製造業の投資は鈍化したものの、不動産開発投資が 1～3 月累計で同 10.4%増と伸び率が高まった。輸出については 1～3 月累計が 14.1%増と、堅調な海外経済を映して欧米や ASEAN 向けを中心に増加傾向となっている。

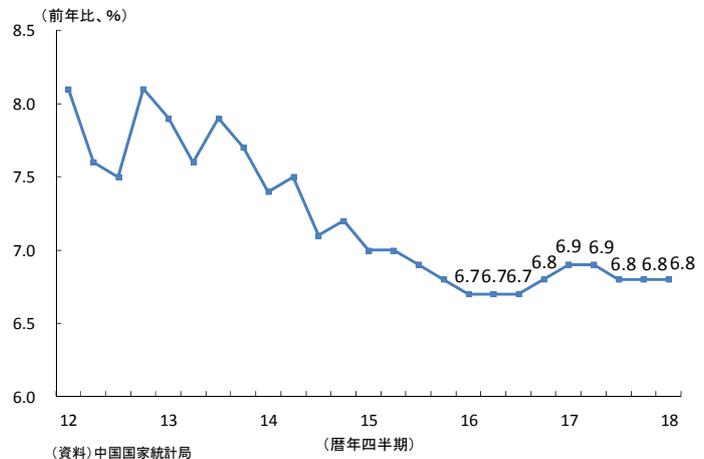
今後については、成長率は緩やかに低下するとみられるものの、安定した成長が続くと想定している。 個人消費については、自動車販売において減税

措置が撤廃されたことや、住宅販売の減速が逆風になるとみられるものの、企業業績の回復を通じた家計所得の改善を映して底堅く推移すると見込んでいる。また、輸出は、世界経済が好調さを維持するなかで増加傾向を維持するだろう。一方、固定資産投資の伸び鈍化は続くだろう。インフラ投資は、地方政府の債務急増への警戒もあって抑制され、減速が続くだろう。1～4 月累計のインフラ投資をみても、同 12.4%増と依然伸び率自体は高いものの、2017 年通年の同 19.0%増を大きく下回っている。また、政府が住宅購入規制など住宅バブル抑制に取り組んでいることを受けて、不動産投資も徐々に減速傾向を強めていくと見込んでいる。製造業の投資については金利上昇の影響が重石となるものの、企業収益の回復を背景に緩やかながら持ち直すとみられる。このように、固定資産投資の減速などにより今後の成長ペースは鈍化するとみられるが、底堅い個人消費と輸出の増加に支えられ、安定した成長が続こう。なお、足元までの実績などを踏まえて 2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+6.5%と前回予測から 0.1 ポイント上方修正している。ただし、中国経済の先行き懸念材料としては、米中貿易問題があげられる。3 月以降激化した米中間の貿易摩擦については、両国による摩擦解消に向けた協議が進められているものの、米政権としては 11 月の中間選挙を控えて一段と強硬姿勢を強める可能性もあり、互いの妥協点を見出すには時間がかかりそうである。問題がエスカレートすれば、足元の外需から内需への好循環が途切れる可能性もあるため、動向を注視する必要がある。

○今後の伸び率などについて

日本経済の 2018 年度の実質 GDP 成長率は前年比+1.1%と前回予測から 0.1 ポイント下方修正した。 予測の下方修正は、過去の実績値の下方改定の影響で 2018 年度にかけての成長率のゲタが低下したことが主因である。1～3 月期は前回予測対比で下振れとなったものの、天候不順など一時的な下押しが大きく、そうした要因が剥落するなかで、先行きについては企業部門主導の回復が続く見通しであり、年率 1%程度の成長を辿ると見込んでいる。

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



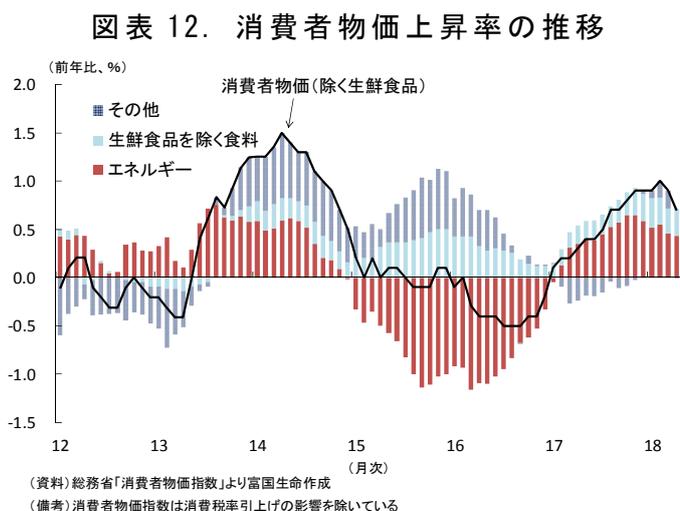
2019年度の実質 GDP 成長率は前年比+0.8%と前回予測を維持した。2019年10月に予定されている消費税率引上げに向けた駆け込み需要と反動減、増税後の実質購買力の低下を背景とした個人消費の変動を主因として、4～6月期：年率+1%程度、7～9月期：+2%台前半、10～12月期：▲3%程度、1～3月期：+0%台前半と、四半期毎の成長率は振れが大きくなる。増税後の個人消費の減速は避けられないものの、回復が続く海外需要に支えられ、景気腰折れは回避できよう。

○消費者物価と金融政策の見通し

2018年4月のコア CPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+0.7%と2月に同+1.0%まで高まった後、2ヵ月連続で鈍化した（図表12）。全体の押し上げ要因となっているエネルギーの上昇率が昨年10月の同+8.6%をピークに鈍化する一方、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は、昨年3月の同▲0.1%を底に上向いているものの、4月が同+0.4%と依然低い伸びにとどまっている。エネルギー・原材料費の上昇や人手不足に伴う人件費の増加などを受けて価格を引き上げる動きにより、外食、食料（生鮮食品を除く）などでは上昇がみられる一方、耐久消費財については、携帯電話機が昨年、販売促進のための値下げが実施されていた影響で2月、3月はプラス圏に押し上げられたものの、4月には再びマイナスに転じている。一部ではコスト増加分を価格へ転嫁する動きもみられるものの、上昇品目の割合などをみても、物価上昇の裾野の広がりもみられず、エネルギー以外の物価上昇は鈍いものとなっている。

今後については、1%近傍の推移が続くだろう。エネルギーの動向に大きな影響を与える原油価格は産油国の協調減産の動きや中東情勢などを受けて足元にかけて上昇しており、先行きも高止まりすると想定している。そのため、エネルギーについては、原油価格の動向を反映して夏場にかけて再びプラス寄与が高まっていくとみられる。一方、エネルギー以外の物価は、景気回復が続くことによる需給バランスの改善や、エネルギー・原材料費や人件費などコスト増加分を価格に転嫁する動きが徐々に広がっていくことなどから、次第に上昇していくと見込んでいるが、2017年末以降の円高進行が下押し要因となることに加え、家計の節約志向が残るなかで強気の価格設定は困難とみられ、緩やかな伸びにとどまろう。原油価格の前提を引き上げたことが押し上げ要因となる一方、エネルギー以外の物価の先行きの見方をやや弱めたことから、2018年度のコア CPIは前年比+1.0%、2019年度は同+0.9%（消費税率引上げの影響を除く）と想定している。

なお、日銀が4月に発表した展望レポートでは、政策委員のコア CPI の見通し（中央値）は、2018年度が+1.3%、2019年度が+1.8%（消費税率引上げの影響を除く）となっている。しかし、前述のとおり、2019年度までに日銀が目標とする2%の物価安定の目標を達成することは困難だろう。そのため、先行きの金融政策については、



今後については、1%近傍の推移が続くだろう。エネルギーの動向に大きな影響を与える原油価格は産油国の協調減産の動きや中東情勢などを受けて足元にかけて上昇しており、先行きも高止まりすると想定している。そのため、エネルギーについては、原油価格の動向を反映して夏場にかけて再びプラス寄与が高まっていくとみられる。一方、エネルギー以外の物価は、景気回復が続くことによる需給バランスの改善や、エネルギー・原材料費や人件費などコスト増加分を価格に転嫁する動きが徐々に広がっていくことなどから、次第に上昇していくと見込んでいるが、2017年末以降の円高進行が下押し要因となることに加え、家計の節約志向が残るなかで強気の価格設定は困難とみられ、緩やかな伸びにとどまろう。原油価格の前提を引き上げたことが押し上げ要因となる一方、エネルギー以外の物価の先行きの見方をやや弱めたことから、2018年度のコア CPIは前年比+1.0%、2019年度は同+0.9%（消費税率引上げの影響を除く）と想定している。

なお、日銀が4月に発表した展望レポートでは、政策委員のコア CPI の見通し（中央値）は、2018年度が+1.3%、2019年度が+1.8%（消費税率引上げの影響を除く）となっている。しかし、前述のとおり、2019年度までに日銀が目標とする2%の物価安定の目標を達成することは困難だろう。そのため、先行きの金融政策については、

当面、現状の政策が維持されると見込んでいるが、一部では 2%に拘らず金融政策の正常化に舵をきるとの見方もあり、政策変更の可能性には注意が必要である。

○リスク要因

日本経済は、好調な海外経済を背景に緩やかな回復が続くとの見方が当社のメインシナリオであるが、先行き不透明感は強まっている。3月以降、米国による鉄鋼、アルミニウムの関税引上げに対して中国が報復措置を実施し、さらに、互いに追加の関税引上げ案を表明するなど、貿易摩擦が激化する懸念が強まった。5月に入り、米中間の貿易摩擦解消に向けた協議が実施されているが、11月の中間選挙を控えて、米政権が保護主義的な政策を一段と推し進めるリスクもあり、注意が必要である。また、米金利上昇を背景に、経常赤字や財政赤字を抱えるアルゼンチン、トルコにおいて大幅に通貨安が進行するなど、新興国からの資金流出リスクが高まった。FRBが金融政策の正常化を進めるなか、経常赤字や財政赤字などを抱える新興国において、資金流出や通貨安の動きが一段と広がる可能性もあろう。米国の好調な経済環境下における減税などの景気刺激策もリスク要因である。米国の財政悪化や利上げペース加速への懸念などにより米長期金利が一段と上昇すると、株価は大幅に下落し、投資家のリスク回避姿勢の強まりによる円高進行と相俟って、消費マインドや企業業績などへの悪影響が拡大する可能性がある。その他にも、産油国による協調減産の動きに加え中東情勢の緊迫化もあって原油価格は 70 ドル程度まで上昇しているが、今後、イランやシリアなどの混迷が一層深まる事態となれば、原油価格が一段と上昇し、物価上昇などを通じて原油輸入国を中心に悪影響を及ぼす可能性にも留意が必要である。

以 上

図表13. デフレーター伸び率(2011暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
国内総支出	2.5	1.5	▲ 0.2	0.1	0.4	1.0
民間最終消費	2.2	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.6	1.2
民間住宅投資	3.6	▲ 0.1	▲ 0.3	1.8	0.7	1.1
民間設備投資	1.3	0.4	▲ 0.7	0.8	0.3	0.9
政府最終消費	2.0	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	0.4	0.8
公的固定資本形成	2.9	0.5	▲ 0.3	1.7	0.5	0.9
財貨・サービスの輸出	2.6	▲ 1.4	▲ 6.5	3.8	1.7	1.2
財貨・サービスの輸入	0.3	▲ 9.2	▲ 8.6	7.3	2.5	0.8

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
実質国内総支出	▲ 0.3	1.4	1.2	1.5	1.0	0.8
民間需要	▲ 0.9	1.1	0.3	1.0	0.7	0.5
民間最終消費	▲ 1.5	0.5	0.1	0.5	0.5	0.3
民間住宅投資	▲ 0.3	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
民間設備投資	0.5	0.4	0.2	0.4	0.4	0.3
公的需要	▲ 0.0	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2
公的固定資本形成	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	0.6	0.1	0.8	0.4	0.1	0.0
財貨・サービスの輸出	1.4	0.1	0.6	1.0	0.8	0.6
財貨・サービスの輸入	▲ 0.8	▲ 0.1	0.1	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない