

平成30年8月15日

2018・2019年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 7～9月期以降は緩やかな回復が続くも、下振れリスクは高まる ～

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 +0.9%（前回+1.0%）、2019年度 +0.7%（前回+0.8%）

○ 4～6月期は2四半期ぶりのプラス成長

2018年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%、年率+1.9%と2四半期ぶりのプラス成長となった。個人消費が1～3月期の低迷から持ち直し高い伸びとなったことに加え、設備投資が高水準の企業収益を背景に引き続き堅調に推移するなど、内需の二本柱が成長率を押し上げた。一方、外需は、輸出がアジア向けを中心に小幅な伸びにとどまり、輸入の伸びを下回ったことから、同▲0.1ポイントと2四半期ぶりのマイナス寄与となった。

○ 7～9月期以降は緩やかな回復が続くも、下振れリスクは高まる

個人消費は所得環境の改善に限られるなかで成長のけん引役としては力不足の状況が続く。7～9月期については酷暑や豪雨などの天候不順も下押し要因となろう。一方、大型減税が押上げ要因となる米国を中心に世界経済は総じて堅調に推移するとみられることから、輸出、設備投資といった企業部門主導での回復が続くとの見方は変わらない。しかし、米中貿易摩擦の深刻化とそれに伴う企業マインドなどへの悪影響が次第に企業活動の下押しとなろう。そのため、2018年度の実質GDP成長率は前年比+0.9%と前回予測から0.1ポイント下方修正している。貿易摩擦問題については、米中間の関税引上げにとどまる限りは日本経済への直接的な影響は軽微にとどまるとみているが、米国が自動車関税の引上げに踏み切った場合、景気腰折れのリスクが大きく高まろう。

○ 2019年度後半は停滞感が強まる

2019年度は、世界経済の成長ペースが次第に鈍化するなか企業部門のけん引力が弱まっていくだろう。米国では、2019年後半頃から大型減税の押上げ効果が弱まることに加え、利上げによる金融引き締め効果も重石となる。中国は、政府が景気重視の政策へと方針転換しており景気急減速は避けられるものの、漸進的な構造改革の進展とともに成長ペースの緩やかな鈍化が続くだろう。こうしたなか、国内では消費税率10%への引上げが10月に予定されており、前回増税時より家計負担増が小さいことから個人消費の長期低迷は避けられるものの、年度後半は停滞感が強まるだろう。なお、2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%と前回予測から0.1ポイント下方修正している。

○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		
		555.4	上期	下期	前回	565.5	上期	下期
			(前期比)		2018年5月 時点		(前期比)	
名目国内総生産 (兆円)	548.7	555.4	552.7	558.0	555.7	565.5	562.7	567.9
	1.7	1.2	0.5	1.0	1.4	1.8	0.8	0.9
実質国内総生産 (兆円)	533.0	538.1	536.6	539.3	537.7	541.9	542.7	540.3
	1.6	0.9	0.5	0.5	1.0	0.7	0.6	▲ 0.4
内 需	1.2	0.9	0.6	0.6	0.8	0.7	0.8	▲ 0.8
民間需要	1.0	0.9	0.5	0.5	0.7	0.5	0.7	▲ 0.9
民間最終消費	0.8	0.8	0.7	0.5	0.8	0.6	0.9	▲ 1.2
民間住宅投資	▲ 0.3	▲ 3.1	▲ 2.4	3.4	▲ 2.1	1.6	3.0	▲ 6.1
民間設備投資	3.1	2.9	1.6	0.9	2.4	1.2	0.9	▲ 0.2
公的需	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府最終消費	0.7	0.6	0.3	0.4	0.5	0.8	0.4	0.4
公的固定資本形成	1.4	▲ 1.4	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1
財貨・サービスの純輸出	0.4	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	▲ 0.2	0.4
財貨・サービスの輸出	6.3	3.2	0.8	1.3	4.5	2.8	1.3	1.7
財貨・サービスの輸入	4.1	3.3	1.3	1.5	3.7	2.6	2.1	▲ 0.4

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	2.1	0.9	1.4	2.6	1.9	1.7	▲ 0.8
国内企業物価指数 ※	2.7	2.6	2.7	2.4	2.0	2.1	2.4	1.8
消費者物価指数 ※	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0	1.4	0.9	1.9
消費者物価 (除く生鮮) ※	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0	1.3	0.8	1.8
(除く消費税の影響)	-	-	-	-	-	0.8	0.8	0.8
貿易収支 (兆円)	4.6	2.9	1.9	1.0	4.6	3.7	1.9	1.8
経常収支 (兆円)	21.8	20.4	11.1	9.3	21.9	21.0	10.8	10.1
名目賃金指数 ※	0.7	1.3	1.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
完全失業率 (%)	2.7	2.4	2.4	2.3	2.5	2.4	2.3	2.4
住宅着工戸数 (万戸)	94.6	94.1	94.6	94.1	93.3	92.2	94.2	90.0
為替レート (¥/\$)	110.8	110.9	110.2	111.5	109.5	111.8	111.7	111.9
原油価格 (\$/b)	57.1	69.4	70.4	68.4	68.9	69.8	69.1	70.5
米国実質成長率 (年率)	2.2	2.8	2.7	3.1	2.7	2.5	2.4	2.1
中国実質成長率 ※	6.9	6.5	6.8	6.4	6.5	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

○4～6月期の実質GDP

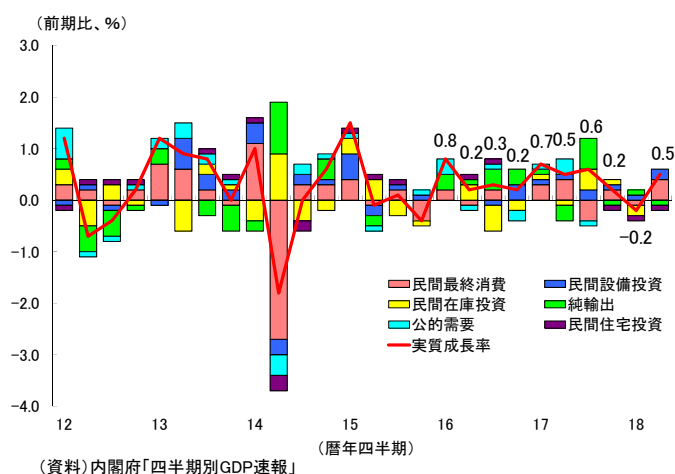
8月10日に発表された2018年4～6月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率換算+1.9%）と2四半期ぶりのプラス成長となった（図表2）。外需寄与度は同▲0.1ポイントとなった一方、個人消費や設備投資の増加により内需寄与度が同+0.6ポイントとなった。名目GDP成長率は同+0.4%（年率換算+1.7%）と、2四半期ぶりのプラス成長となった。

原油価格上昇によって名目の輸入金額

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▲0.0%となったことで小幅に押し下げられた。4～6月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は生鮮野菜の価格高騰など一時的な要因で低迷した1～3月期（同0.2%減）から持ち直し、同0.7%増と高い伸びとなった。一方、住宅投資は相続税対策等による貸家需要が弱含むなか同2.7%減と4四半期連続の減少となった。設備投資は高水準の企業収益を背景に同1.3%増と7四半期連続の増加となった。公的需要については、2016年度補正予算の効果が一巡して以降弱含んでいる公的固定資本形成が同0.1%減となり、政府消費は同0.2%増となった。外需については、輸出は同0.2%増と増加が続いたものの、引き続きアジア向けが伸び悩み低い伸びにとどまった。一方、輸入が同1.0%増となったことで、外需は2四半期ぶりにマイナス寄与となった。

今後の日本経済については、7～9月期以降は緩やかな回復が続くも、下振れリスクが強まっている。個人消費は所得環境の改善が限られるなかで成長のけん引役としては力不足の状況が続く。7～9月期については酷暑や豪雨などの天候不順も下押し要因となろう。一方、大型減税が押し上げ要因となる米国を中心に世界経済は総じて堅調に推移するとみられることから、輸出、設備投資といった企業部門主導での回復が続くとの見方は変わらない。しかし、米中貿易摩擦の深刻化とそれに伴う企業マインドなどへの悪影響が次第に企業活動の下押しとなろう。そのため、2018年度の実質GDP成長率は前年比+0.9%と前回予測から0.1ポイント下方修正している。貿易摩擦問題については、米中間の関税引上げにとどまる限りは日本経済への直接的な影響は軽微にとどまるとみているが、米国が自動車関税の引上げに踏み切った場合、景気腰折れのリスクが大きく高まろう。2019年度は、世界経済の成長ペースが次第に鈍化するなか企業部門のけん引力が弱まっていくだろう。米国では、2019年後半頃から大型減税の押し上げ効果が弱まることに加え、利上げによる金融引き締め効果も重石となる。中国は、政府が景気重視の政策へと方針転換しており景気急減速は避けられるものの、漸進的な構造改革の進展とともに成長ペースの緩やかな鈍化が続くだろう。こうしたなか、国内では消費税率10%への引上げが10月に予定されており、前回増税時より家計負担増が小さいことから個人消費の長期低迷は避けられるものの、年度後半は停滞感が強まるだろう。なお、2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%と前回予測から0.1ポイント下方修正している。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

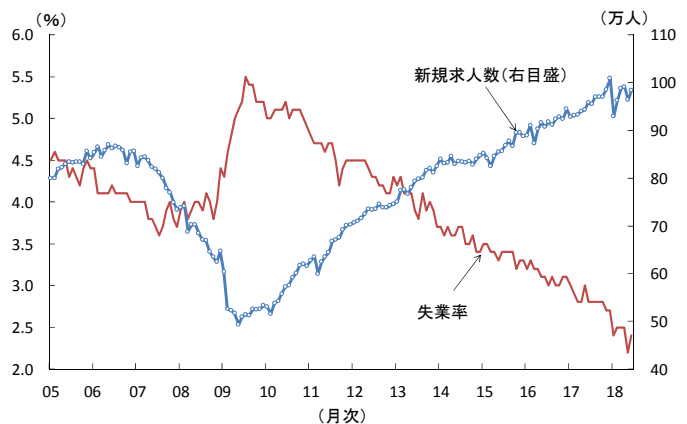
なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費は、夏場は天候不順が下押しとなるも、その後は底堅い推移に

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、4～6月平均の雇用者数（季節調整値）は前期比0.6%増の5,938万人と増加し、6月の失業率は2.4%と低水準を維持している（図表3）。また、6月の有効求人倍率は1.62倍と高

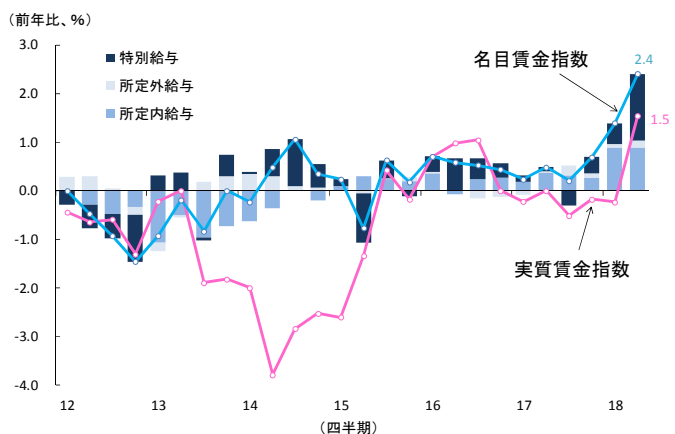
水準で推移し、正社員に限った有効求人倍率をみても1.13倍と上昇傾向となるなど、労働需給は引き締まっている。今後についても雇用環境は緩やかに改善すると見込んでいる。日銀短観の雇用人員判断DIによると、製造業、非製造業ともに人手不足感が一段と強まっている。先行指標である新規求人数は振れを伴いながらも増加傾向となっており、企業の採用意欲は依然として強いことが窺える。高齢者や女性の労働参入が継続するなか、雇用者数は緩やかな増加が続くだろう。こうした状況を映して、所得は緩やかな増加傾向となっている。4～6月期の名目の一人当たり現金給与総額は前年比2.4%増と今年に入り大きく伸び率が高まっている（図表4）。基本給にあたる所定内給与の伸び率が高まったことに加えて、4～6月期は昨年の好調な企業業績を反映して、夏季賞与が含まれる特別給与の伸びが全体を大きく押し上げた。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。厚生労働省が公表するサンプル要因の影響を受けない共通事業所ベースは、入替え後の公表値を下回る推移が続いており、あくまで緩やかな増加傾向にあるという評価が妥当だろう。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、緩やかな伸びが続くだろう。2018年春闘については、厚生労働省が公表した民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況によれば、企業の賃上げ率は前年比+2.26%と昨年の同+2.11%を上回った。3年ぶりに前年を上回る賃上げとなったものの、小幅な伸びにとどまっている。一方、冬季賞与についても昨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）の低下もあって、4～6月期が前年比1.5%増と7四半期ぶりにプラスに転じている。今後も、実質賃金は前年を上回って推移するとみられ、雇用者数の緩やかな増加も加わって、実質総賃金（実質賃金×雇用者数）

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「毎月勤労統計調査」

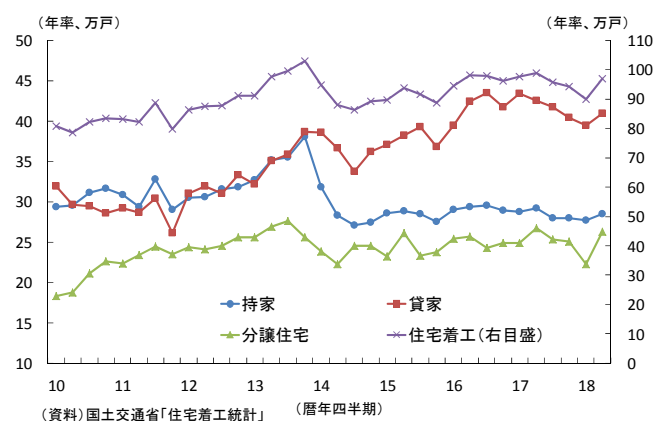
は増加傾向となろう。ただし、前述のとおりサンプル要因による上振れを勘案すると、所得環境が明確に好転したとはいえないだろう。

個人消費は、底堅く推移している。4～6月期の民間最終消費支出は前期比0.7%増と2四半期ぶりの増加となった。1～3月期は、生鮮野菜の価格高騰が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り同0.2%減と低迷したが、こうした要因が剥落したことで個人消費は持ち直しの動きとなった。家計最終消費支出の内訳をみると、自動車や家電といった耐久財が同2.6%増となったほか、サービスが同0.8%増となったことが押し上げ要因となった。今後の個人消費については、7～9月期は再び弱含むものの、その後は良好な雇用環境を背景に、底堅く推移するだろう。7～9月期については、例年になく酷暑や豪雨といった天候不順が下押し要因となろう。飲料やエアコンなど気温上昇の好影響を受けやすい消費は押し上げられると見込むものの、一方で、酷暑により外出が手控えられることでサービス消費は下押しされた可能性が高い。また、7月には西日本を中心とした豪雨、季節外れの台風被害にも見舞われた。一旦落ち着いていた生鮮野菜価格が再び上昇していることも、当面の個人消費の下押し要因となろう。実際、7月の景気ウォッチャー調査ではサービス関連を中心に家計関連DIで落ち込みがみられていることに加え、百貨店売上高も振るわなかった模様である。こうした天候不順の下押し要因が剥落する10～12月期以降は良好な雇用環境を背景に底堅く推移するだろう。もっとも、前述の通り、所得環境の改善が限られることに加え、景気回復の恩恵を受けにくい年金受給者の割合が高まっていることもあり、景気のけん引役としては力不足の状況が続くだろう。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、酒類と外食を除く食料品や新聞は軽減税率が適用されること、増税幅が2%と前回2014年4月の3%より小さいこと、さらに増税分が幼児教育の無償化などに充てられることなどから、前回増税時より家計の負担増は小さく、前回のような長期間の消費低迷は避けられると見込んでいる。

○新設住宅着工戸数は、当面は弱含みで推移も、年度後半以降は駆け込み需要が押し上げ

住宅投資は、減少傾向となっている。4～6月期の住宅投資は前期比2.7%減と4四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、住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は1～3月期にかけて3四半期連続で減少した(図表5)。4～6月期は同8.5%増の年率96.8万戸と持家、貸家、分譲住宅ともに増加したが、分譲住宅については4、5月に大型マンションの着工が重

図表5. 新設住宅着工戸数の推移

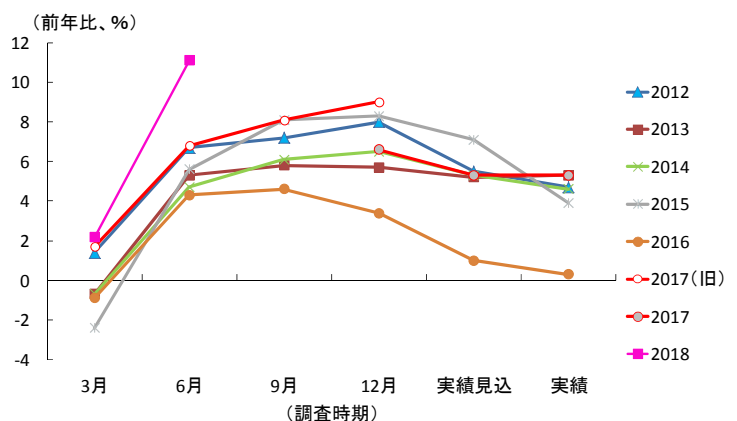


った一時的な増加とみており、実際6月には大幅な減少に転じている。今後の新設住宅着工戸数は、当面、緩やかな減少が続いた後、次第に駆け込み需要が押し上げ要因となろう。当面は、貸家を中心に住宅着工戸数は緩やかな減少傾向となろう。貸家については、相続税対策などを背景としたこれまでの旺盛な貸家建設によって、空室率上昇や家賃下落への懸念が燻ぶっていることに加え、金融当局の監視強化を受けて金融機関がアパートローンに対して慎重な姿勢をとっていることが影響し、引き続き需要が弱まっていくと見込んでいる。また、分譲住宅については、首都圏では依然としてマンション価格が高止まりするなか、契約率が好不調の70%を下回る状況が続いており、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いていることから現状程度の水準を維持するだろう。2018年度後半以降は、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と見込まれる一方、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。ただし、税率引上げ幅が前回2014年よりも小さいことなどから駆け込み需要は前回増税時より小さな規模にとどまるとみている。なお、政府は増税後の反動減対策を検討しており、その内容次第では駆け込み需要・反動減が抑制される可能性もあり留意する必要があるだろう。

○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、増加傾向となっている。4～6月期の実質設備投資は前期比1.3%増と堅調な伸びとなり、7四半期連続の増加となった。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傾向が続くと見込んでいる。日銀短観6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、2018年度

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

が前年比11.1%増と同時期調査としては非常に高い計画となっている(図表6)。また、日本政策投資銀行の設備投資計画調査をみても、大企業の2018年度計画は同21.6%増と38年ぶりの高い計画となり、製造業、非製造業ともに高い伸びとなっている。このように高水準の企業収益を背景に、企業の設備投資意欲は前向きさを維持していることが窺える。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、人手不足に対応し生産性向上を図るため、製造業、非製造業を問わず効率化・省力化投資も設備投資を押し上げる要因となろう。ただし、米中を中心とした貿易摩

擦の影響により先行き不透明感が強まっており、企業の投資姿勢を慎重化させるリスクが高まっている。実際、設備投資の先行指標となる機械受注（除く船舶・電力）をみると、4～6月期は前期比2.2%増と4四半期連続の増加となったものの、7～9月期は同0.3%減と慎重な見通しが示されている。今後の設備投資は増加傾向が続くものの、前回予測に比べると先行きの伸び率は緩やかにとどまると予測している。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。

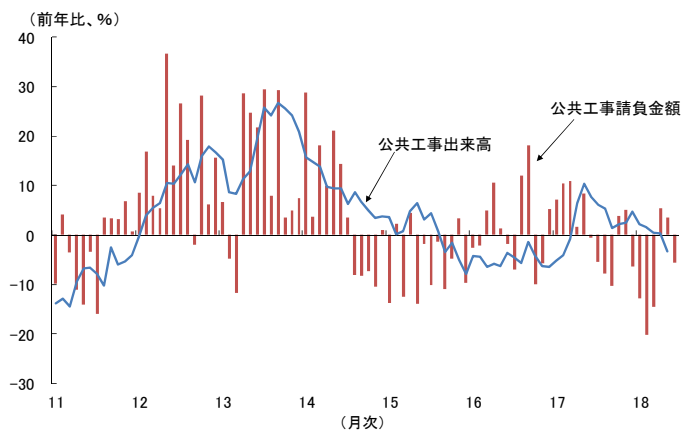
○公的固定資本形成は、高水準ながら緩やかな減少を見込む

公的固定資本形成は、横ばいで推移している。4～6月期の公的固定資本形成は前期比0.1%減と4四半期連続の減少となった。2017年4～6月期に同5.4%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が、その効果が一巡した後は弱めの動きが続いている。

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ろう。先行指標

である公共工事請負金額をみると、昨年の7～9月期以降、前年比7.9%減、同1.1%増、同15.6%減、同1.5%増と弱めの動きが続いている（図表7）。引き続き東京五輪・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ほか、西日本豪雨を受けた災害復旧費の増加も見込まれるが、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となろう。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

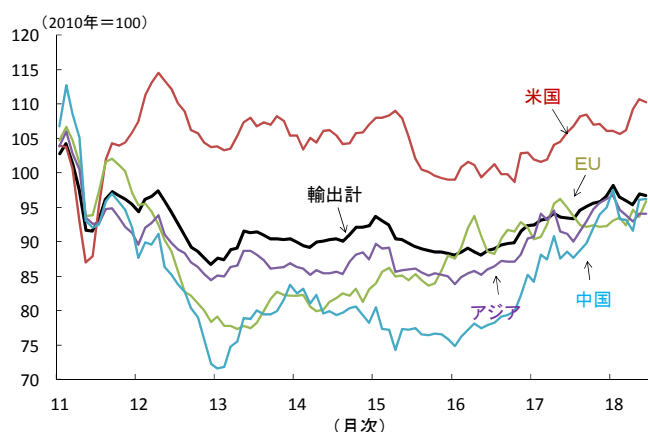


(資料)国土交通省、各信用保証会社

○輸出は、総じて堅調な海外需要を映して緩やかな増加傾向となろう

輸出は、増加傾向にあるものの、増勢がやや鈍化している。4～6月期の実質輸出は前期比0.2%増と8四半期連続の増加となったものの、1～3月期の同0.6%増から伸び率が鈍化した。鈍化の主因はサービス輸出の減少であり、財輸出に限ってみれば1～3月期が同1.2%増、4～6月期も同1.1%増と底堅いと伸びとなっているが、世界経済の回復とともに輸出が急増した昨年と比べると増加ペースは緩やかになっている。輸出数量指数をみると、4～6月期

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

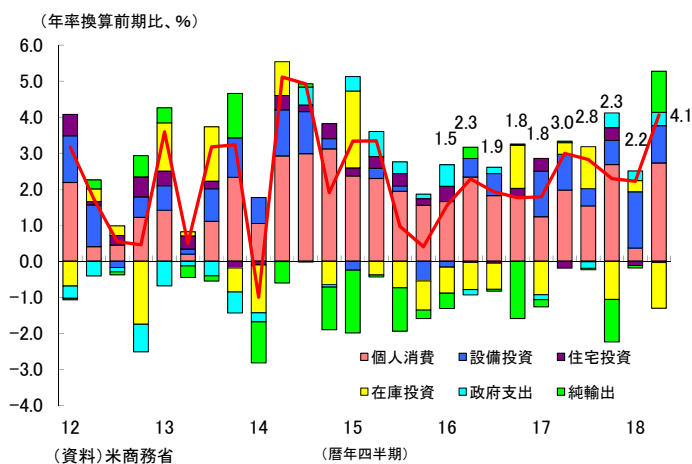
は同+0.8%と2四半期ぶりの上昇となった(図表8)。もっとも、米国向けやEU向けが上昇したものの、アジア向けがほぼ横ばいにとどまり力強さを欠く推移となっている。アジア向けでは昨年堅調だった電子部品の増勢一服が伸び悩みに繋がっている。今後については、輸出は緩やかな増加傾向となるだろう。米国経済は大型減税などにより成長率が押し上げられており、今後も回復基調が続くとみられるほか、足元で成長ペースが鈍化する中国経済についても、景気重視の政策スタンスにシフトしており、急減速は回避できるとみられる。ただし、製造業PMI(購買担当者景気指数)は先進国、新興国ともに好不調の節目である50を上回っているものの水準を切り下げるなど、世界経済の拡大ペースは鈍化している。輸出は増加が続くものの、緩やかな増加ペースにとどまるだろう。先行きの懸念材料である米中貿易摩擦問題については、関税引上げの応酬が米中間にとどまる限りは、日本経済への悪影響は軽微にとどまるとみている。ただし、米国による自動車関税の大幅な引上げは今回予測では想定していないが、実際に関税引上げに踏み切った場合は、自動車関連輸出のウェイトが大きい日本経済にとって景気下振れは避けられない。今後も米政権の動向に注意する必要がある。

【米国経済】

米国経済は、回復が続いている。4~6月期の実質GDP成長率(速報)は、前期比年率+4.1%と、1~3月期の同+2.2%から大幅に加速した(図表9)。個人消費が堅調な伸びとなったほか、外需も成長率の押し上げに寄与した。家計部門については、1~3月期に同0.5%増と低い伸びにとどまっていた個人消費が同4.0%増と高い伸びとなった。雇用・所得環境の改善が続くなか、税制改革による所得税減税も下支えになったとみられる。一方、住宅投資は同1.1%減と2四半期続けて減少した。企業部門については、設備投資は企業収益が改善するなか、原油高を背景としたシェール関連投資の増加もあって同7.3%増と引き続き堅調に推移した。また、輸出は、同9.3%増と高い伸びとなり、6四半期連続の増加となった。輸出の伸びの半分程度は食料品・飲料であり、中国による対米関税引上げ発動を前に大豆など食料品の輸出が前倒しされたことも押し上げ要因になったとみられる。一方、輸入が同0.5%増と低い伸びにとどまり、外需の寄与度は同+1.1ポイントとなった。一方、在庫投資は同▲1.0ポイントのマイナス寄与となった。

今後についても、回復が続くと想定している。雇用・所得環境の改善が続くなか、個人消費は堅調に推移するだろう。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、一定の支えとなろう。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

図表9. 米国実質GDP成長率の推移

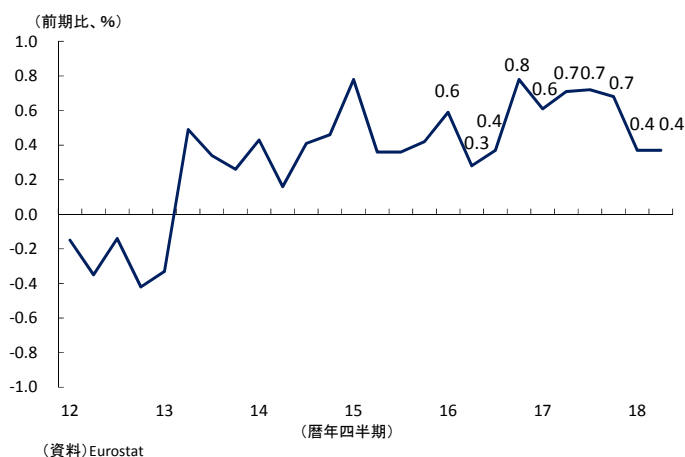


ら底堅く推移するだろう。設備投資は、堅調な企業収益に加え、法人税率の引下げなどの税制改革により押し上げられることから、拡大が続くだろう。輸出は堅調な世界経済を背景に増加が続くとみられる。このように大型減税の効果もあって米国経済は好調な推移が続くとみているが、先行きの懸念材料は米中貿易摩擦の影響である。FRB（米連邦準備理事会）が発表する地区連銀経済報告（ベージュブック）では「全地区の製造業者が関税への懸念を表明した」と指摘されるなど、貿易摩擦による影響への懸念が広がっている。通商政策の先行き不透明感が設備投資の先送りや見直しに繋がる可能性がある。また、関税引上げ措置は輸入物価上昇を通じて内需の下押し要因となる。現段階ではこうした悪影響を大型減税の効果が上回るとみているが、さらに対中国との貿易摩擦が深刻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。なお、4～6月期実績の上振れを踏まえて、2018年の米国の実質GDP成長率の予測値は、前年比+2.8%と前回予測から0.1ポイント上方修正している。FRBの金融政策については、貿易摩擦の影響が懸念される一方で、ほぼ完全雇用という状況にあること、インフレ率が目標の2%前後で推移していることから、引き続き3ヵ月に1回のペースで利上げを継続していくと見込んでいる。2019年についても、景気の回復基調は途切れないと見込んでいるが、大型減税の効果は2019年後半以降剥落していくとみられることや利上げによる金融引き締め効果もあり成長ペースは次第に緩やかになっていくだろう。

【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな回復が続いている。4～6月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.4%（年率換算+1.5%）と前期並みの成長率となった（図表10）。好調であった昨年と比較すると成長ペースは鈍化しているものの、緩やかな回復が続いている。主要国の成長率をみると、ドイツは同+0.5%と前期の同+0.4%から加速した。消費が堅調に推移したことに加え、設備投資や建設投資が増加するなど内需が成長に寄与したとみられる。フランスは同+0.2%と前期並みの成長を維持した。投資が加速した一方、個人消費が減速したほか、輸入の増加によって外需寄与度がマイナスとなった。イタリアについては同+0.2%、スペインは同+0.6%と、前期から0.1ポイント成長率が鈍化した。

図表10. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



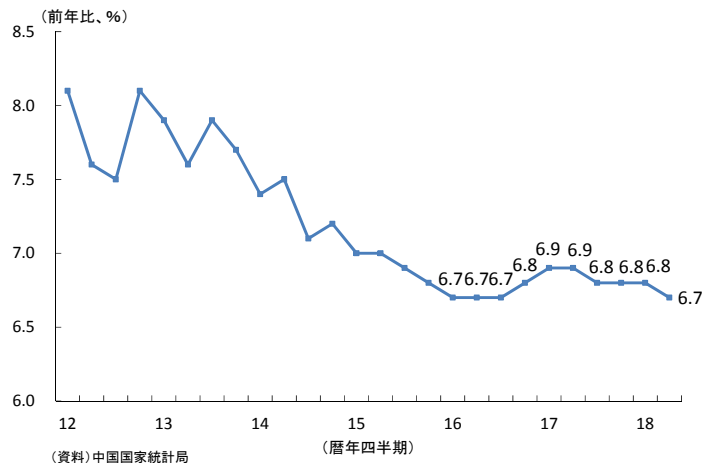
今後については、緩やかな回復が続くと見込んでいる。雇用環境の緩やかな改善が続くなか、消費者マインドは良好さを維持するとみられることから、個人消費は増加基調が続くだろう。また、固定資本形成については、持ち直しの動きが続くだろう。ECB（欧州中央銀行）の2018年第2四半期の銀行貸出調査によれば、企業向け貸出態度は緩和的な状況が続いており、資金需要も底堅い状況が続いている。輸出についても堅調な世界経済を受けて増加傾向になると見込んでいる。もっとも、米中および米EU間の貿易摩擦問題により先行き不透明感は強まっており、製造業の景況感の下

押しされている。ユーロ圏経済は輸出への依存度が高いほか、輸出先として中国のウエイトが高いことも影響しているとみられる。米国との貿易問題については、7月下旬の米 EU 首脳会談において、自動車分野を除く工業製品への関税撤廃など、通商関係の強化に向けた交渉を開始することで合意し、交渉中は関税の引上げを控える旨が示されたことで懸念はひとまず後退している。しかし、ユーロ圏にとって重要産業である自動車分野の関税引上げは撤回されておらず、貿易交渉の取引材料として再び取り沙汰される可能性がある。また、米中間の貿易摩擦が激化し中国経済が急減速すれば、中国向け輸出の落ち込みを通じてユーロ圏経済が下押しされる懸念もあり注意が必要である。金融政策については、ECBは6月の理事会で、資産買入れについて2018年9月の期限後も買入れ額を再度減額した上で継続し、同年12月末で終了させることを決定した。併せて、2019年夏までは政策金利を現行の水準に据え置くことと表明した。ユーロ圏のインフレ率は7月が前年比+2.1%とECBの目標を上回っているものの、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）は同+1.1%と低い伸びにとどまっている。先行きも賃金の伸び悩みなど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見込まれることから、ECBの金融政策正常化は緩やかなペースで進められ、利上げ開始は2019年末になると想定している。

【中国経済】

中国経済は、成長ペースがやや鈍化している。4~6月期の実質GDP成長率は前年比+6.7%と2018年の政府目標である6.5%前後こそ上回ったものの、1~3月期の同+6.8%から伸び率は低下した（図表11）。産業別にみると、第3次産業は同+7.8%と1~3月期の同+7.5%から加速したものの、第2次産業が同+6.0%と1~3月期の同+6.3%から鈍化した。成長ペース鈍化の主因はインフラ投資を中心とした固定資産投資の減速である。固定資産投資は1~3月期の同7.5%増から1~6月期は同6.0%増へと伸び率が鈍化している。昨年のインフラ投資は前年比20%程度の高い伸びが続いていたが、今年に入ると急減速し1~6月期の伸びは同

図表 11. 中国実質GDP成長率の推移



7.3%増にとどまっている。中央政府が膨張する地方政府債務を抑制するため、一段と地方政府債務を急増させかねない官民連携プロジェクトの一部停止や見直しを行ったことが影響している。他方、製造業の投資は足元にかけて伸び率が持ち直しているほか、個人消費についても昨年末に減税が終了した自動車販売に一時的な停滞がみられるものの、それ以外の財やサービスについては概ね底堅く推移している。また、4~6月期の輸出は同11.8%増と高い伸びを維持し増加傾向となっている。

今後については、成長ペースは緩やかに鈍化するものの、安定した成長が続くと想定している。これまで中国政府は、過去の過剰投資に起因する過剰債務問題が金融システムリスクの顕在化につながる懸念があり、デレバレッジを進める動きを強め

てきた。しかし、デレバレッジの進展による内需への下押し圧力に加えて、米中貿易摩擦による影響への懸念が強まるなか、景気重視へと政策スタンスを変化させ、内需の下支えを図っている。こうした政府の方針転換を背景に、固定資産投資の減速ペースは次第に緩やかになろう。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てきたが、今後は再び中央政府の後押しにより下支えされよう。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しの動きが続くだろう。一方、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、不動産投資は徐々に減速傾向を強めていくと見込んでいる。個人消費については、引き続き自動車販売における減税措置の撤廃や、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、輸出については、米国向けは米国による関税引上げの影響が重石になるとみられるが、人民元安による下支えもあって増加傾向を維持するだろう。このように、中国政府による景気重視の政策への方針転換により、目先の景気急減速は回避され、安定した成長を辿ろう。ただし、米中貿易摩擦問題は解決の道筋が全くみえておらず、今後、一層問題が深刻化していく可能性もある。米中貿易摩擦問題は外需から内需への好循環を負の循環へと転じさせ得る点に留意する必要がある。2018年の実質 GDP 成長率は前年比+6.5%と前回予測を据え置いている。

○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+0.9%と前回予測から 0.1 ポイント下方修正した。4~6 月期実績は前回予測を上回る結果となったものの、例年にない酷暑や豪雨といった天候不順の影響が個人消費の下押しになるとみられることや、米中貿易摩擦の深刻化が次第に企業の生産活動の下押しに働くと想定したことが下方修正の要因である。もっとも、引き続き企業部門主導の回復が続く見通しは変わらず、四半期毎の成長率は年率 1%前後の成長を辿ると見込んでいる。

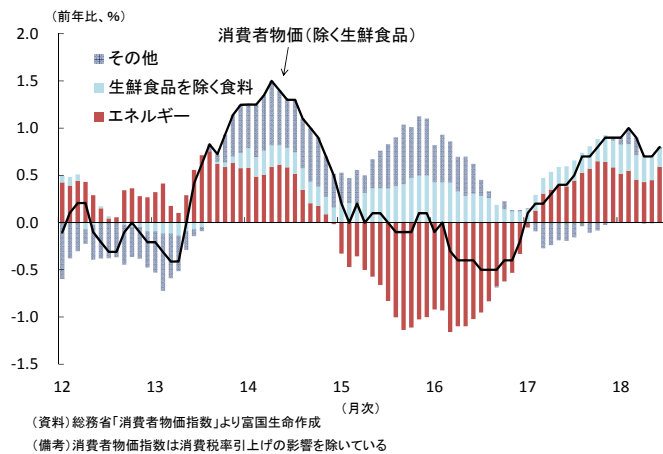
2019 年度の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%と前回予測から 0.1 ポイント下方修正した。米中貿易摩擦が深刻化するなか、けん引役の企業部門の先行きをやや慎重にみたことが下方修正の主因である。2019 年 10 月に予定されている消費税率引上げに向けた駆け込み需要と反動減、増税後の実質購買力の低下を背景とした個人消費の変動を主因として、4~6 月期：年率+1%程度、7~9 月期：+2%程度、10~12 月期：▲3%程度、1~3 月期：+0%台前半と、四半期毎の成長率は振れが大きくなる。消費増税による家計負担増は前回増税時よりも小さいことから個人消費の長期低迷は避けられ、景気腰折れは回避できるとみているものの、2019 年度後半は停滞感が強まろう。

○消費者物価と金融政策の見通し

2018 年 6 月のコア CPI (生鮮食品を除く消費者物価総合) は前年比+0.8%となった (図表 12)。前月から伸び率が持ち直したものの、原油価格上昇を背景としたエネルギー価格上昇による押上げが主因であり、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数は、同+0.2%と 4 ヶ月連続で伸び率が縮小するなど、エネルギー以外の物価については依然として低い伸びにとどまっている。携帯電話通信料や家賃が引き続き下押しとなるなか、既往の円安効果が一巡したこともあり、耐久消費財が再び下押しに作用し

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、外食、食料（生鮮食品を除く）など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が、上昇品目の割合などをみても、物価上昇の裾野の広がりはみられず、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、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。一方で、原油価格上昇の影響を受けて当面エネルギーのプラス寄与度は高めの状況が続くことがコア CPI 全体の伸びの下支えとなるろう。エネルギー以外の物価上昇圧力は想定以上に弱く、2018年度のコア CPI は前年比+0.9%、2019年度は同+0.8%（消費税率引上げの影響を除く）とそれぞれ前回予測から0.1ポイント下方修正している。

図表 12. 消費者物価上昇率の推移



なお、7月の金融政策決定会合では、政策委員のコア CPI の見通し（中央値）は、2018年度が+1.1%、2019年度が+1.5%（消費税率引上げの影響を除く）と4月から下方修正したうえ、イールドカーブ・コントロールのレンジを柔軟化するなどの「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を発表した。前述のとおり、2%の物価安定目標の達成は見通せる状況になく、日銀の金融政策が出口に向かうことは当面想定できない。

○リスク要因

日本経済は、総じて堅調な世界経済を背景に企業部門主導の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、下振れリスクは高まっている。最大のリスクは米国の保護主義的な通商政策である。米中貿易摩擦の激化による日本経済への直接的な悪影響は現時点では軽微にとどまると考えているが、米国が自動車関税の引上げに踏み切った場合には、自動車産業への依存度の高い日本経済は景気腰折れのリスクが大きく高まろう。また、米国の関税引上げと中国やEUなどにおける報復措置の応酬に歯止めがかからず貿易摩擦が一段と広がる事態となれば、世界的な貿易活動の停滞やリスク回避に伴う円高進行・株価急落などを通じて日本経済を下押しする可能性もある。FRBの金融政策に起因した新興国からの資金流出もリスク要因の一つである。米国の利上げの進展とともに、経常赤字や財政赤字などを抱える新興国においては、資金流出や通貨安・株安となりやすい地合いとなっている。既にアジア諸国でも通貨安に見舞われ、利上げを余儀なくされている国もあり注意が必要である。また、欧州における政治情勢もリスク要因である。英国は2019年3月にEU離脱を控えるが、離脱後の通商関係を巡る交渉は進展しておらず、合意なき離脱に陥る可能性があるほか、イタリア新政権は拡張的な財政政策を打ち出しており、EU政治情勢の攪乱

要因になり得る。その他にも、イランなど中東情勢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	0.3	1.1
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	1.9	1.3	1.4
民間設備投資	1.3	0.4	▲ 0.7	0.8	0.5	0.9
政府最終消費	2.0	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	0.3	0.8
公的固定資本形成	2.9	0.5	▲ 0.3	1.7	1.3	1.2
財貨・サービスの輸出	2.6	▲ 1.4	▲ 6.5	3.8	1.9	1.0
財貨・サービスの輸入	0.3	▲ 9.2	▲ 8.6	7.3	4.0	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	1.6	0.9	0.7
民間需要	▲ 0.9	1.1	0.3	1.0	0.9	0.5
民間最終消費	▲ 1.5	0.5	0.2	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	0.5	0.5	0.2
公的需要	▲ 0.0	0.3	0.1	0.2	0.0	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	▲ 0.1	▲ 0.0
財貨・サービスの純輸出	0.6	0.1	0.8	0.4	▲ 0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	1.4	0.1	0.6	1.0	0.5	0.5
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