



農林中金総合研究所 2018～19年度改訂経済見通し

成熟化が進んでいく国内景気

～2018年度：1.2%（下方修正※）、19年度：0.7%（据え置き）～

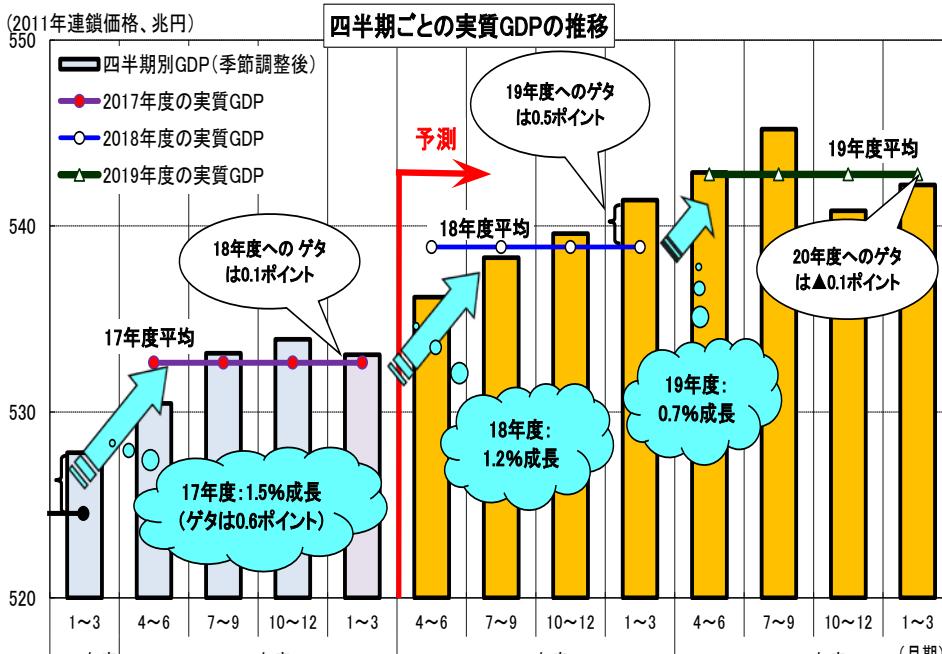
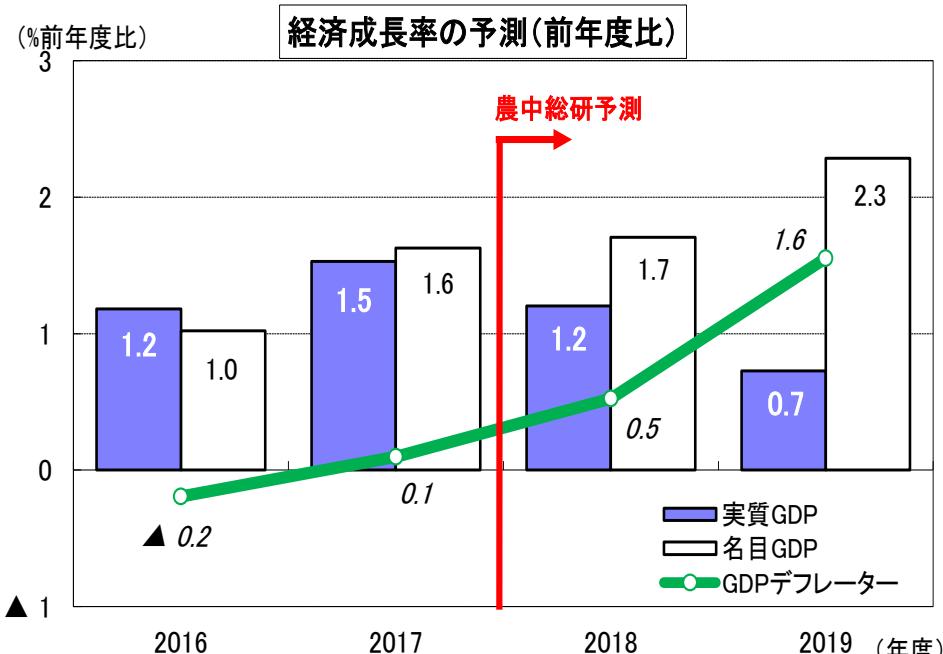
※3月時点の18年度予測は：1.3%成長

2018年5月21日

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所
調査第二部 マクロ経済班
内容について：03-6362-7758
その他(配達など)：03-6362-7757

《 サ マ リ ー 》

- 2018年入り後の日本経済は、悪天候などによって消費の停滞色が強まったほか、輸出の減速も見られたため、足踏み感が強まった。実際、1~3月期の実質GDP成長率は民間需要の悪化から年率▲0.6%と9四半期ぶりのマイナス成長となった。
- 先行きについては、世界経済の改善基調が維持されていることから輸出の増勢が強まるほか、民間設備投資の自律的な拡大基調も継続すると思われる。また、3年ぶりの高い伸びとなった春闘賃上げ率が消費の持ち直しを下支えすることが見込まれる。そのため、18年度の日本経済は堅調に推移すると予測する。ただし、18年度末にかけては景気の成熟化が進み、ソフトランディングに向けた動きが始まるとみられるが、19年10月に予定する消費税増税前の駆け込み需要がその動きを覆い隠す可能性がある。
- 2期目に入った黒田日銀であるが、2%の物価安定目標にはまだ遠いこともあり、しばらく現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するだろう。長期金利はしばらく「10年ゼロ%」という操作目標の近傍での推移が予想されるが、18年度下期以降、物価次第では日銀が緩和縮小の検討を始める可能性もある。



目 次

1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	7
3 国内の経済政策	21
4 日本経済・物価の見通し	23
5 金融政策の見通し	31
6 金融市場の見通し	33

見通し担当者:

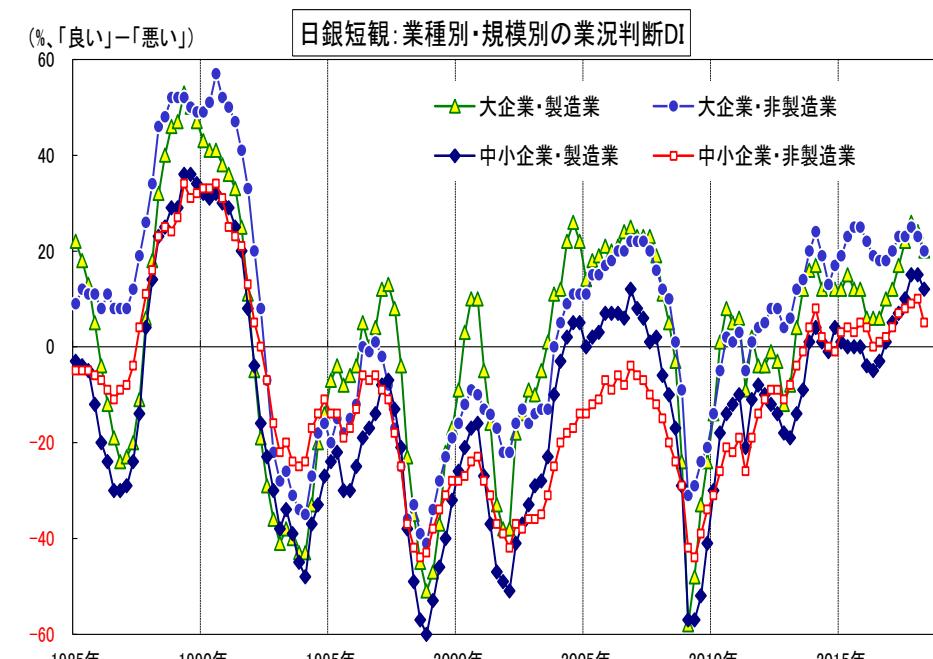
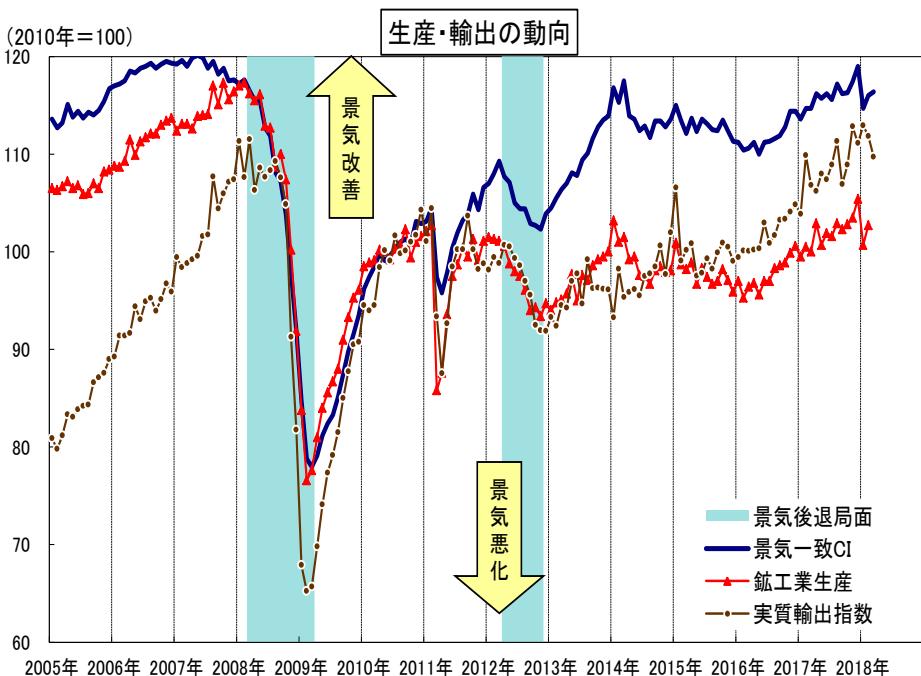
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
欧洲経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

1 景気の現状

・ 国内景気に一服感も、改善基調は維持

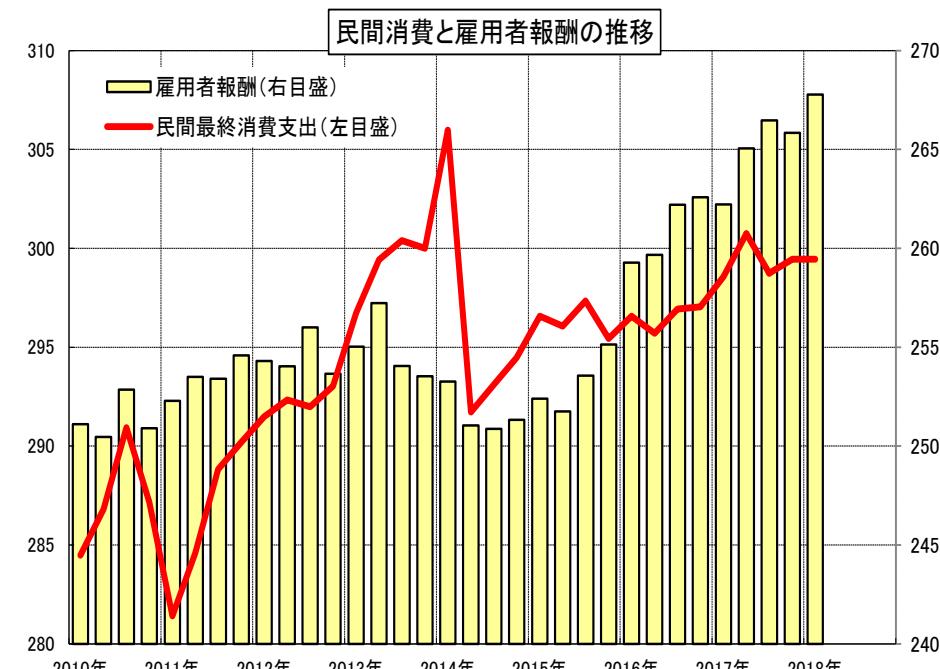
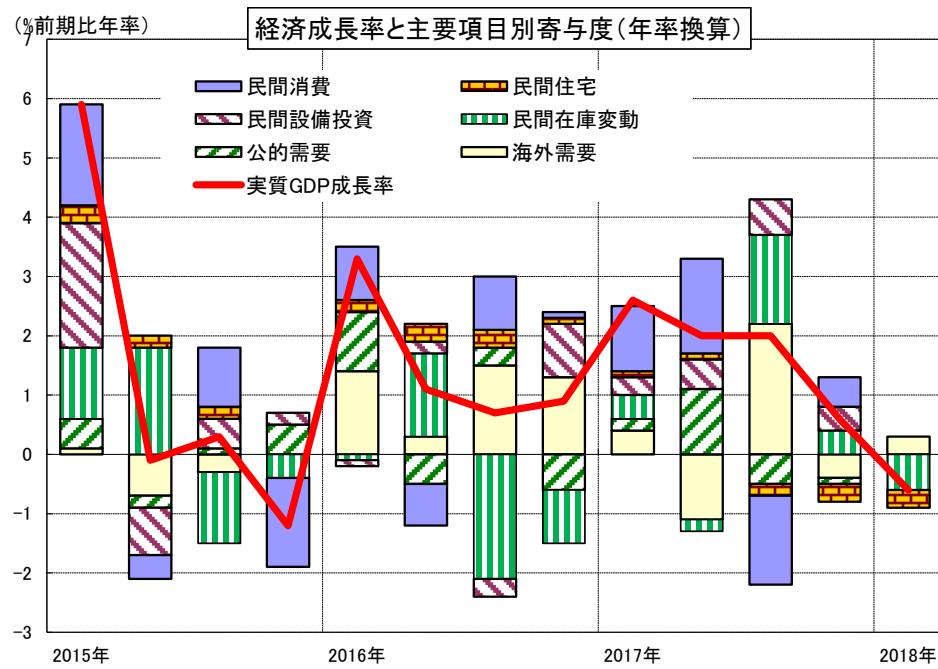
- 国内景気は5年以上にわたって改善を続けているが、18年に入ると輸出の増勢が弱まり、生産も調整
- また、天候不順の影響から企業、消費者ともマインドがやや悪化、消費、設備投資関連指標が足踏みした
- 一方、労働需給は引き締まりつつあり、失業率は25年ぶりに2%台前半まで低下したが、「企業から家計へ」の所得還流は鈍い状態が続いている
 - ただし、18年春闘では3年ぶりの高い賃上げ率で妥結したとみられる
- 17年入り後に前年比上昇に転じた物価は、その後も上昇率を徐々に高め、18年2月には一時3年半ぶりに1%台を回復したが、3、4月と鈍化、日本銀行が目標とする2%にはまだ距離がある



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

（資料）日本銀行 （注）各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

- 18年1～3月期は年率▲0.6%と9四半期ぶりのマイナス成長
 - 実質雇用者報酬は堅調に推移(前期比0.4%)したものの、天候不順に伴う生鮮食品価格の高騰などが消費行動を抑制し、民間消費は弱含んだ(同▲0.001%)
 - 増加傾向と見られていた民間設備投資も同▲0.1%と6四半期ぶりに減少
 - 民間在庫変動は前期比成長率に対して▲0.1ポイントと3四半期ぶりのマイナス寄与
 - 法人企業統計季報の結果は反映される2次QEでは、民間設備投資とともに修正される可能性も
 - 輸出は同0.6%と3四半期連続の増加ながらも、17年後半の同2%増のペースからは鈍化
 - GDPデフレーターは前年比0.5%と3四半期連続の上昇、民間需要デフレーターも同0.9%へ上昇率拡大



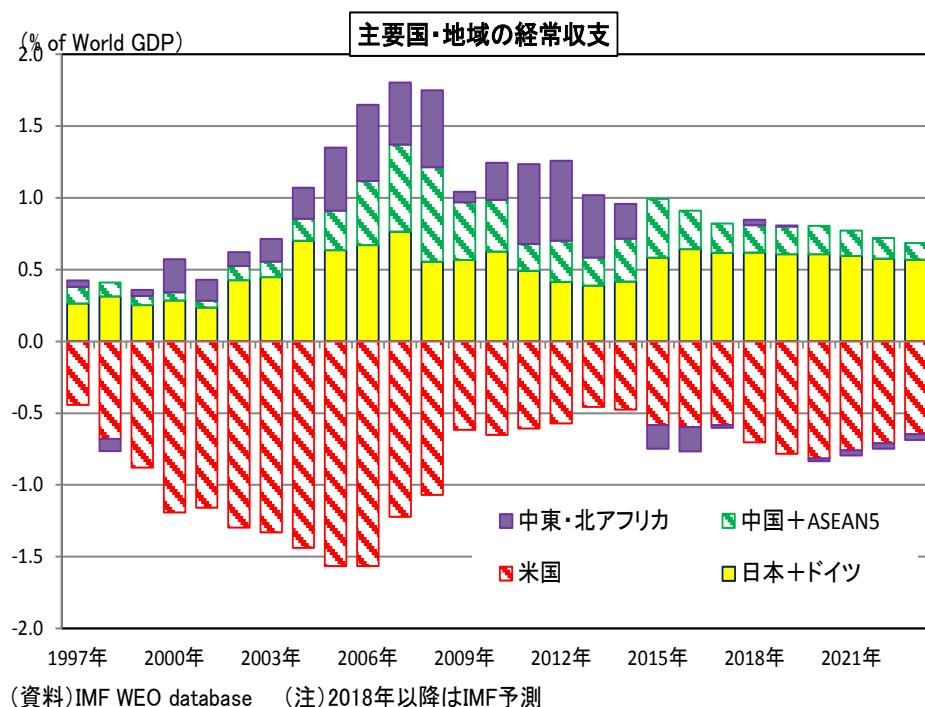
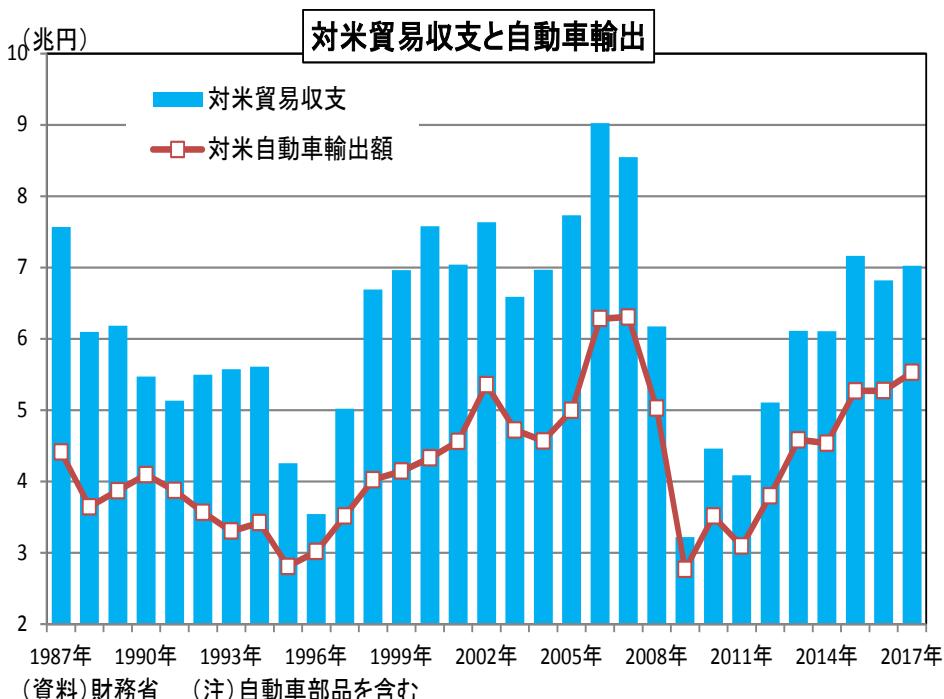
(資料)内閣府経済社会総合研究所

農林中金総合研究所

(資料)内閣府 (注)実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

• (参考)対米貿易の動向

- 今秋の米中間選挙を控えて、トランプ大統領は「貿易赤字によって米国の雇用機会が奪われている」との信念の下、保護主義的な姿勢を強めている
 - 既に導入済の鉄鋼、アルミニウムに加え、自動車への追加関税(現行2.5%→20%?)の可能性も示唆
- 日本の輸出全体に占める自動車・同部品は20.1%、対米輸出に占める自動車・同部品は36.6%、さらに自動車・同部品輸出のうち米国向けは35.2%(いずれも17年)と、いずれも大きな比率を占める
- 自動車製造業は生産波及効果が高く(全産業平均の1.5倍超)、追加関税が導入された場合の影響は無視できない
- IMFの世界経済見通しによれば、グローバル・インバランスは解消の方向にない



2 世界経済の動向 ①概況

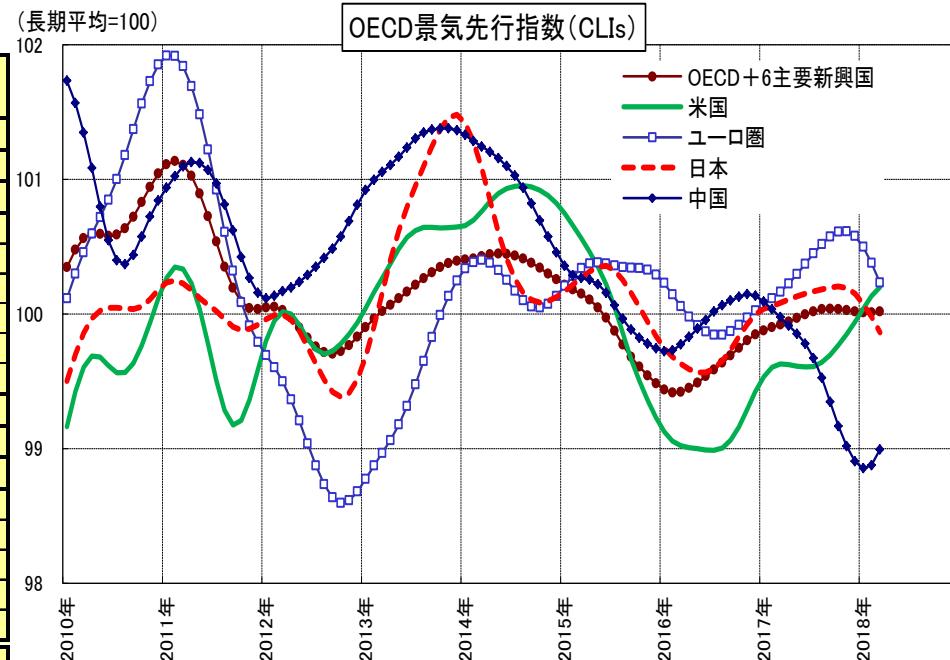
・ 世界経済の改善傾向はしばらく継続

- 國際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(WEO、18年4月発表)によると、16年半ばに始まった世界経済の回復基調は、その範囲が拡大するとともに、力強さも見せているとの現状認識を示す
- 17年の世界経済全体の成長率は3.8%と、11年以降では最も高い伸びとなつたが、18、19年と若干加速し、ともに3.9%成長になるとの見通し
 - 20年以降は成長ペースが若干低下していくと予測
- 一方、経済協力開発機構(OECD)の景気先行指数(CLIs)によれば、米国の景気改善が強まることが予想される半面、全般的には一旦足踏みするとの見通し

2018～19年 IMF世界経済見通し

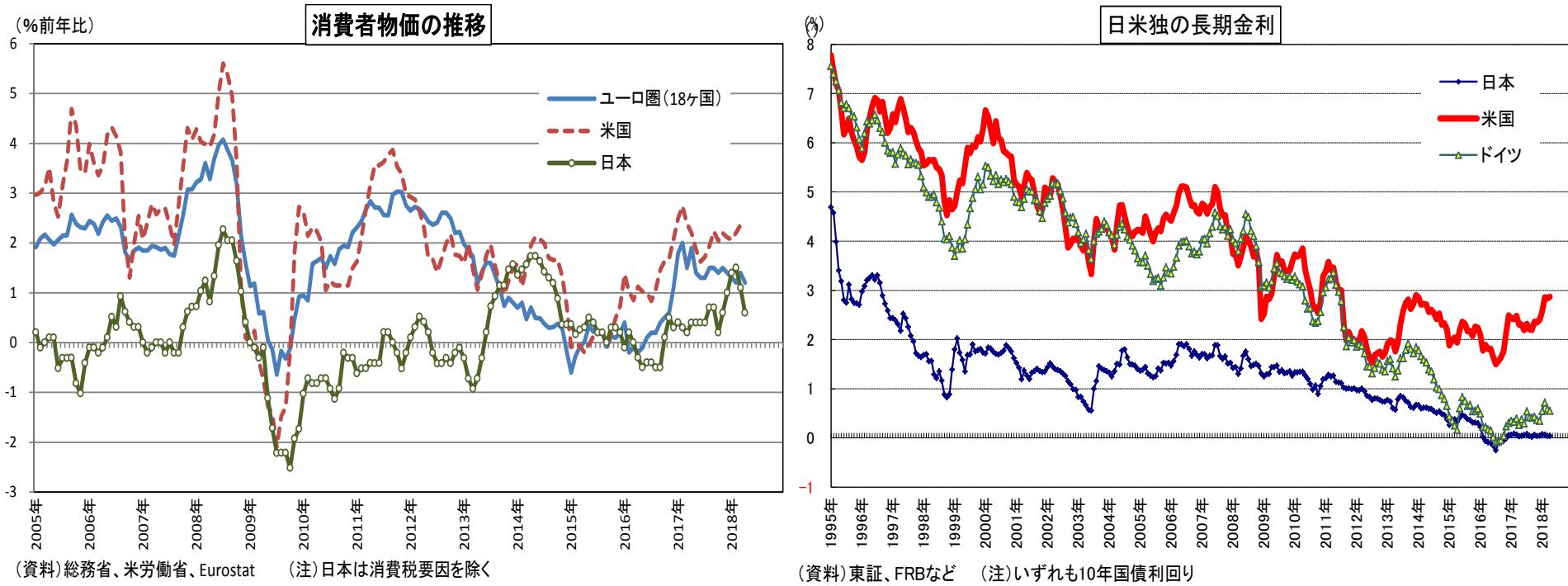
	2017年	2018年	2019年
世界全体(実質経済成長率)	3.8	3.9	3.9
先進国	2.3	2.5	2.2
米国	2.3	2.9	2.7
ユーロ圏	2.3	2.4	2.0
ドイツ	2.5	2.5	2.0
フランス	1.8	2.1	2.0
イタリア	1.5	1.5	1.1
スペイン	3.1	2.8	2.2
英國	1.8	1.6	1.5
日本	1.7	1.2	0.9
新興国・発展途上国	4.8	4.9	5.1
中国	6.9	6.6	6.4
インド	6.7	7.4	7.8
ブラジル	1.0	2.3	2.5
ロシア	1.5	1.7	1.5
南アフリカ	1.3	1.5	1.7
ASEAN5	5.3	5.3	5.4
世界貿易数量(財・サービス)	4.9	5.1	4.7

(資料)IMF『World Economic Outlook (2018年4月)』



(資料)OECD (注)6主要新興国: ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

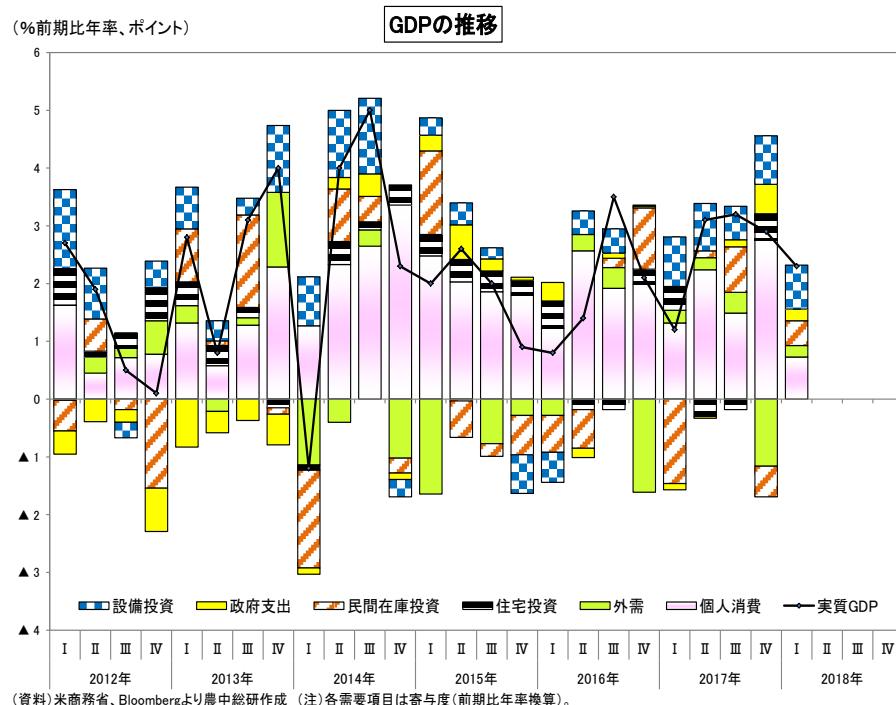
- 「低インフレ・低金利・低成長」が解消されつつある世界経済
 - 先進国の中銀が物価目標として掲げる「2%上昇」に向けた動きが続いている
 - 中銀の政策は「危機対応」から「平時」へ移行しつつある
 - 一方で、米国の金融政策正常化がドル還流を促し、新興国経済に悪影響が及ぶという「テーパー・タントラム2.0」が一部で顕在化
 - アルゼンチンでは通貨減価やその対抗措置として急激な利上げが実施されており、先行き、経済への悪影響が懸念される
 - ドル高による新興国の債務負担増も新たな懸念材料



2 世界経済の動向 ②米国

・ 景気動向

- 18年1～3月期のGDPは前期比年率2.3%成長(速報値)
 - 需要項目別では、個人消費の伸びが弱かった一方で、設備投資は堅調さを維持
 - FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.9%と、目標とする2%に迫った
 - 減税政策の実施や追加関税の導入、歳出拡大などから先行きのPCEデフレーターの上昇が予測される
 - 見通しのポイントは、①18年内に利上げは3回行われること、②減税政策の実施により、GDP成長率は2%程度とされる潜在成長率を上回って推移すること、③景気拡大の継続から、19年も3回の利上げを想定すること
 - 成長率見通しを18年は2.8%、19年は2.6%（前回見通しではそれぞれ2.4%、2.0%）に上方修正



2018～19年 米国経済見通し

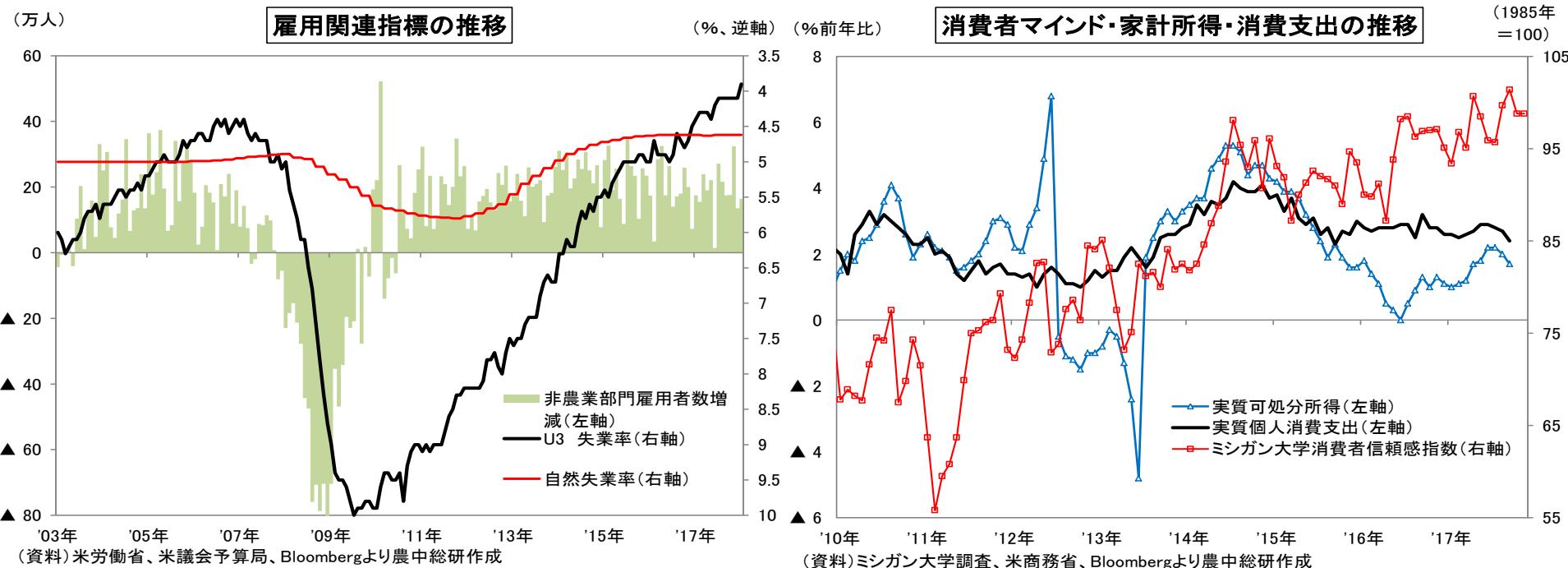
	2017年 通年 (実績)	2018年			2019年		
		上半期 (予測)	下半期 (予測)	通年 (予測)	上半期 (予測)	下半期 (予測)	通年 (予測)
実質GDP成長率	(%、前年比)	2.3	2.7	3.0	2.8	2.6	2.5
PCEデフレーター	(%、前年比)	1.5	1.8	2.0	2.0	2.1	2.0
失業率	(%、平均)	4.4	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6
FFレート誘導水準	(%)	1.25～1.50	1.75～2.00	2.00～2.25	2.00～2.25	2.50～2.75	2.75～3.00
10年国債利回り	(%)	2.4	3.0	3.1	3.1	3.3	3.2

(資料)米商務省、米勞働省、FRB

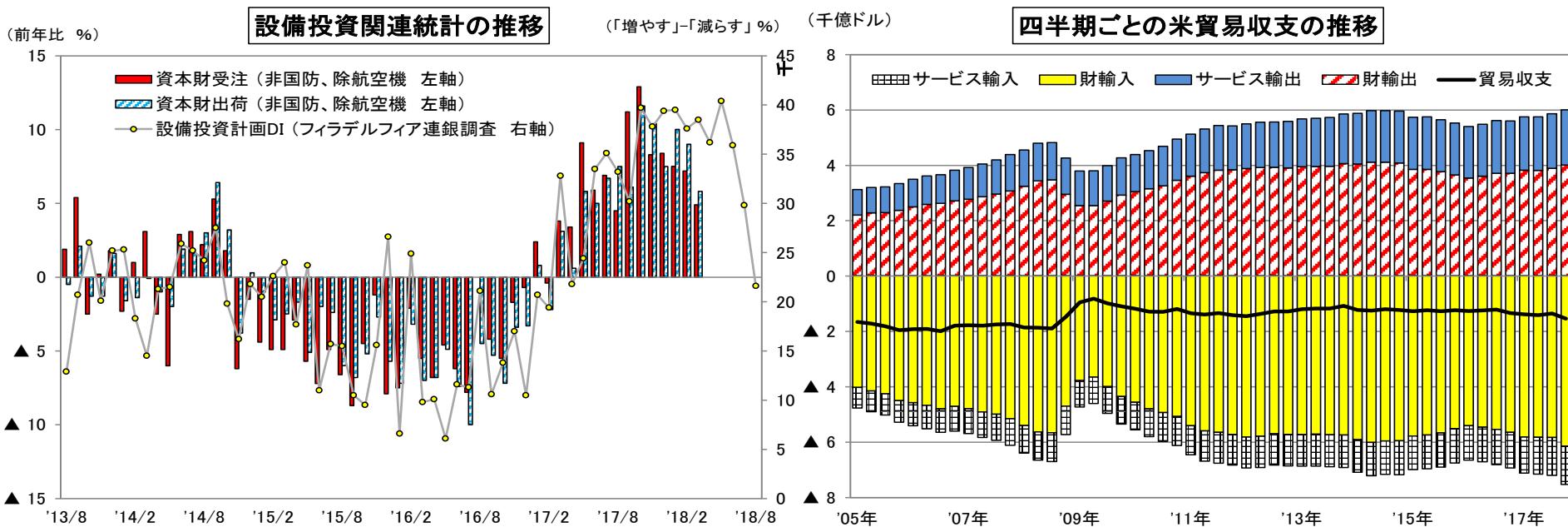
(注)見通しは農中総研作成。成長率、インフレ率、失業率は期間の平均値。

PCEデフレーターは食品・エネルギーを除くベース。政策金利、10年国債利回りは期末の値。

- **雇用**
 - 非農業部門雇用者数は月平均20万人のペースで増加、失業率は3.9%まで低下し、労働市場は堅調に推移
 - 期待インフレ率の上昇と相まって、賃金上昇率が高まり始めた
- **個人消費**
 - 税還付の遅れや貯蓄率の上昇に伴い、18年1~3月期の実質個人消費支出は前期比年率1.1%へ鈍化
 - マインドが堅調に推移するなか、今後は減税政策による可処分所得増によって消費支出の拡大が予想される



- ・ **設備投資**
 - 1~3月期の資本財受注・出荷(非国防除く航空機)は、それぞれ前年比で6.6%、8.9%と堅調に推移したが、フィラデルフィア連銀の設備投資計画DIがマイナスに転じたことから、先行きの増加ペースは鈍化する可能性も
- ・ **貿易動向**
 - 1~3月期の輸出は前年比6.8%増だったが、米国経済の拡大に伴い輸入も同9.1%増だった
 - 先行きも、輸入の伸びが高まり、貿易赤字の拡大が続く見通し
- ・ 最大600億ドル相当の中国製品に対する追加関税や、中国ZTEに対する制裁に代表される、米中経済摩擦の緩和に向けた経済協議がなされている

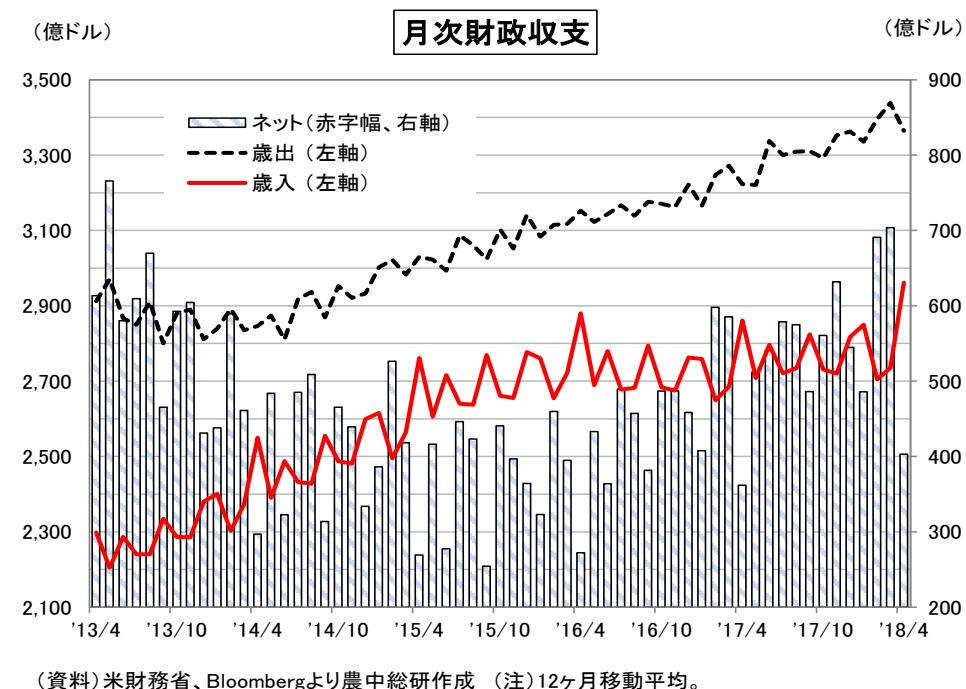
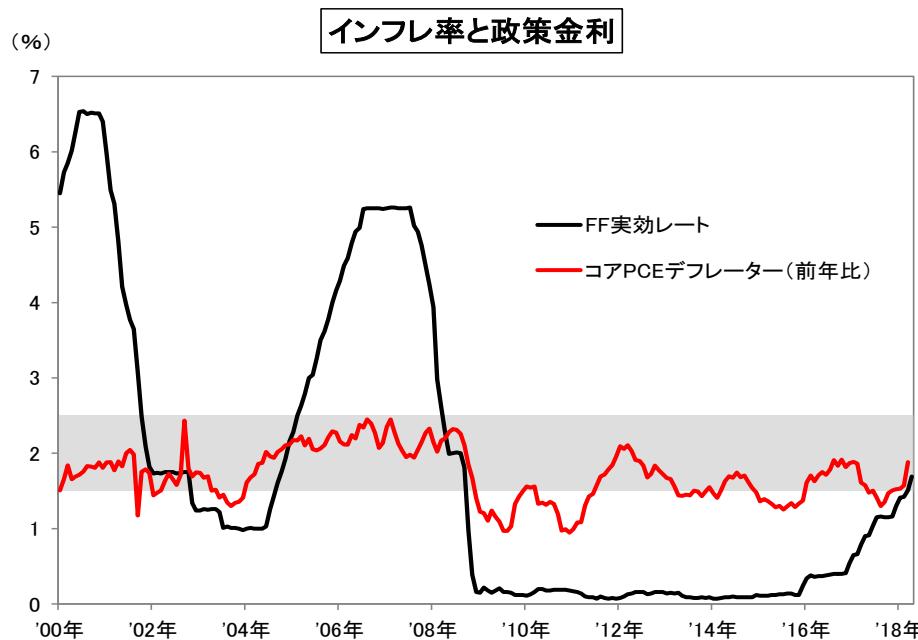


• 金融政策

- FRBは金融政策の正常化(バランスシート(B/S)の縮小と利上げ)を継続
- 2月に就任したパウエルFRB議長は、イエレン前議長下で「ゆっくりとしたペースでの利上げ」を継続すると予想
- マーケットは、6月開催のFOMCで利上げ(18年2回目)を織り込む
- 当総研では、18、19年の利上げ回数はともに3回と想定

• 財政政策

- 18、19会計年度において、裁量的経費の歳出上限を合計3,000億ドル引き上げ
- 10年で1.5兆ドル規模のインフラ投資を目指すが、財源の確保などから実現は困難視されている

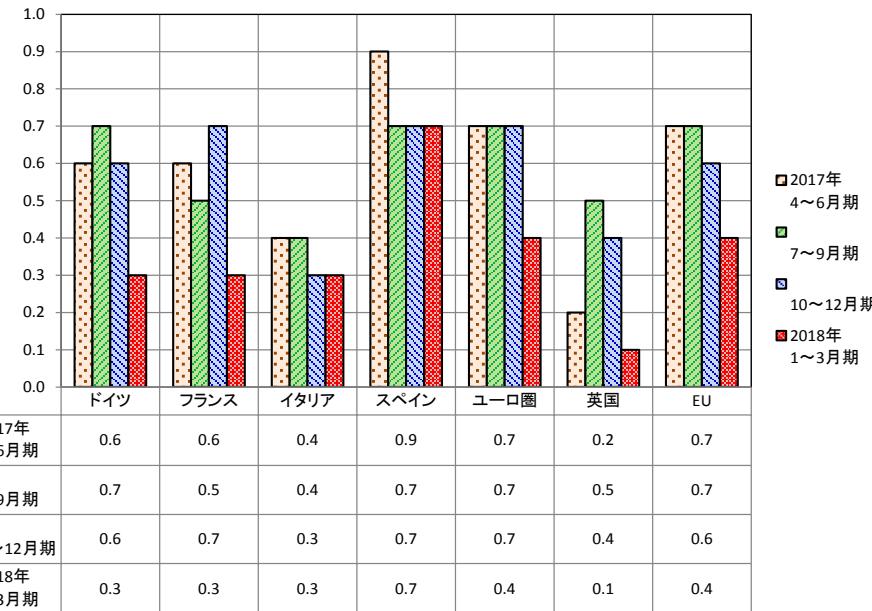


2 世界経済の動向 ③欧洲

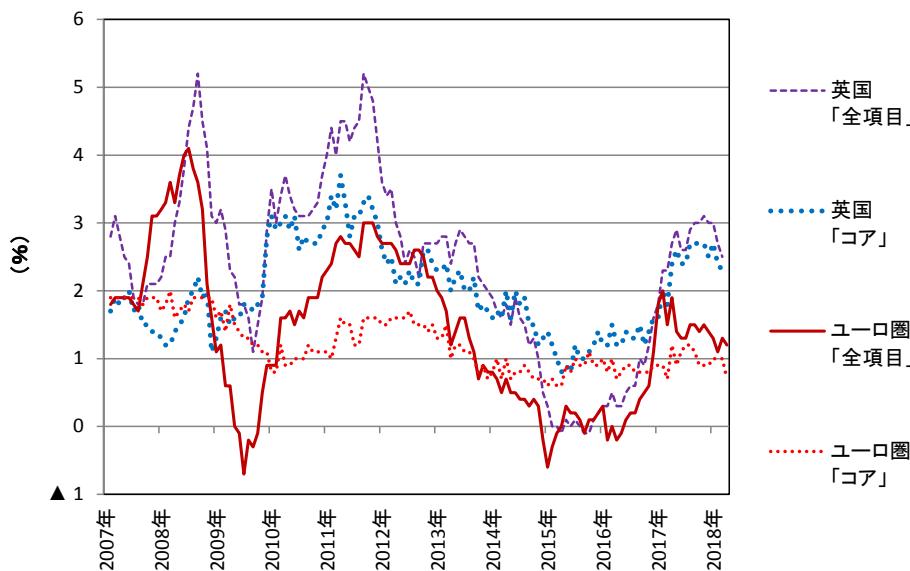
• 景気動向

- ヨーロッパ圏の18年1~3月期の実質GDP成長率(改定値)は、前期から減速
 - 前期比成長率は0.4% (前期の同成長率は0.7%)
 - 前年同期比成長率は2.5% (前期の同成長率は2.8%)
- 経済規模の大きい4ヶ国では、ドイツ、フランスの前期比成長率が低下
- イタリアは、前期比成長率で前期から横ばいながら、低い成長率が継続
- スペインのみが、高い成長率を維持
- 一方、英国は大幅に成長率が低下
- 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.4% (前期は0.6%)、前年同期比で2.4%の成長(前期は2.7%)

実質GDP成長率(前期比)



消費者物価上昇率(前年同期比)



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

- ヨーロッパ経済
 - ヨーロッパの経済は頭が打たれた形
 - 経済成長の主な主導役であった家計消費の頭打ちが継続
 - 3月の小売売上高は前月比で0.1%増加にとどまり、前年同月比では0.8%の増加にまで縮小
 - 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.5%の、また前年同月比では3.0%の上昇ながら、かつての勢いは鈍化
 - 一方、失業率は改善傾向が続いている、3月には8.5%
 - なお、今回の減速には18年第1四半期の寒波や17年後半の成長加速などに伴う一時的な要因も
- ドイツ経済
 - 全般に、17年末に比べ成長の勢いが鈍化
 - さらに3月以降の米中貿易摩擦などの国際間の緊張の高まりで、景況感が低下
 - 3月の製造業受注指数は前月比で0.9%低下し、前年同月比では3.1%の上昇ながら17年末からは減速
 - 同月の鉱工業生産指数は前月比で1.0%の上昇ながら、前年同月比では3.2%の上昇で17年末からは減速
 - 同月の輸出額は前月比で1.7%の増加ながら、前年同月比では4.0%の増加で17年末からは減速
 - 同月の小売売上高は前月比で0.6%減少、前年同月比では1.3%の減少で17年末からは減速
 - 一方、同月の失業率は、3.4%にまで低下
- 英国経済
 - 個人消費の頭打ちに加え生産も伸び悩み、18年第1四半期の成長は前期から減速

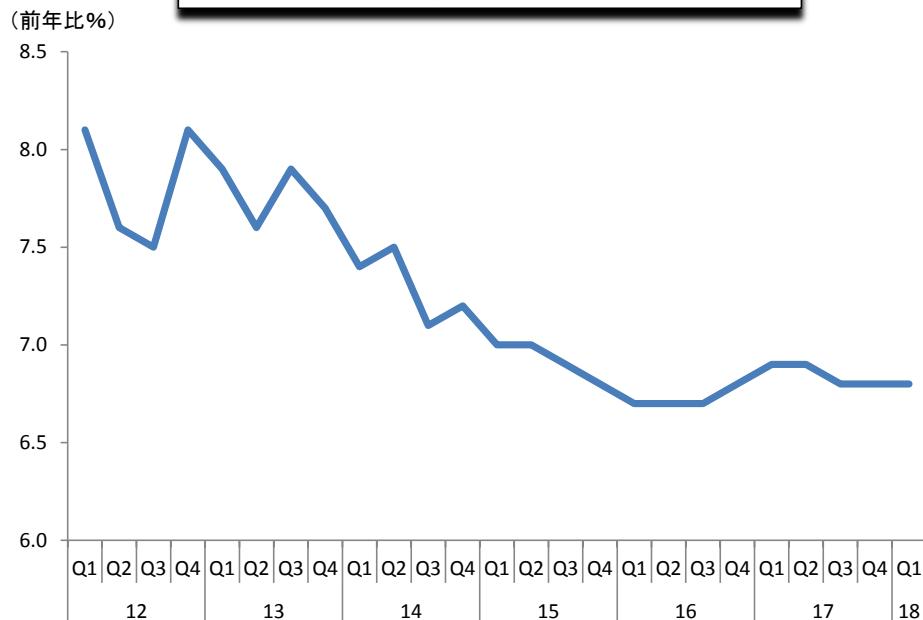
- 物価動向
 - ユーロ圏では、欧州中央銀行(ECB)の政策目標である「2%を下回るがこれに近い水準」には依然として距離
 - 英国では、17年後半には一時3%を超えた消費者物価上昇率は、3月には2.5%と落ち着き
- 金融政策
 - ECBは、債券買入れ(QE)を18年1月から9月までの間、月額600億ユーロから300億ユーロに縮小して継続
 - ECBは、6月または7月の理事会で10月以降の政策の方向性を示す見込み
 - ECBは、鈍い物価上昇率の回復や加盟各国間に残る経済格差などで、金融政策の正常化に向けては慎重で段階的な手順を踏む見通し
 - 一方、イングランド銀行(BOE)は17年11月の金融政策委員会で政策金利を0.25%から0.50%に引き上げ
 - 英国では消費者物価上昇率の落ち着きや成長減速で、BOEによる追加利上げの可能性が低下
- 景気見通し
 - ユーロ圏では、生産性の低迷や国際間の緊張、ユーロ高傾向の下で成長の反発力には限界
 - ユーロ圏の18年通年の実質GDP成長率は、17年の2.4%から2%近辺に向けて減速へ
 - 英国では、不透明感が続くなか、18年通年の実質GDP成長率は17年の1.8%から1%半ばに減速へ
 - しかも、ユーロ圏・英国とも、貿易摩擦などの国際間の緊張の高まりなどで、成長のダウンサイドリスクが拡大

2 世界経済の動向 ④中国

• 景気動向

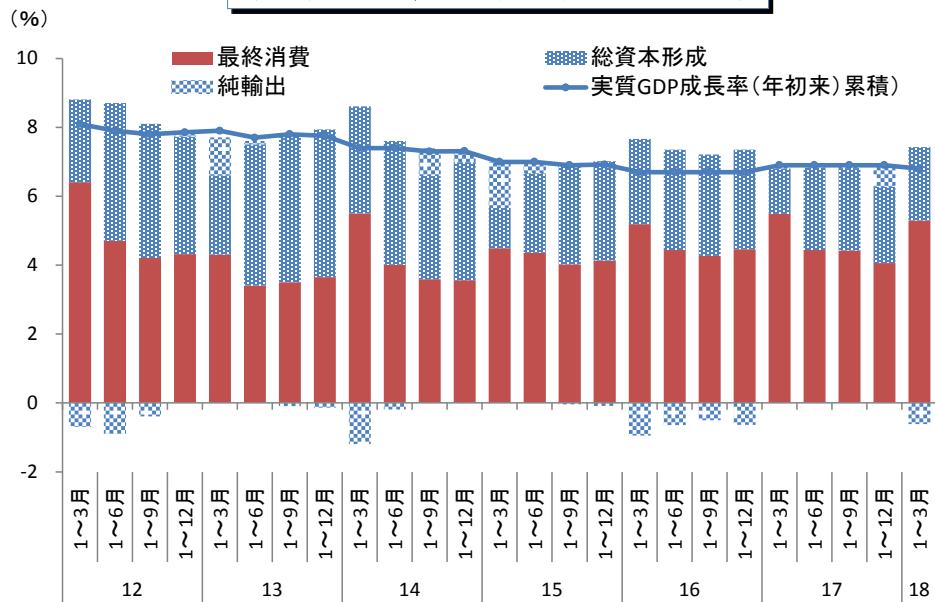
- 18年1~3月期の実質GDP成長率は3四半期連続で前年比6.8%となった
- この6.8%という伸び率は中国政府が掲げる18年の成長目標「6.5%前後」を上回っており、順調なスタートを切ったと評価できる
- 不動産開発投資が持ち直しの動きを見せたほか、自動車販売台数の持ち直しが見られるなど個人消費も堅調に推移した

中国の実質GDP成長率の推移(四半期ベース)



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



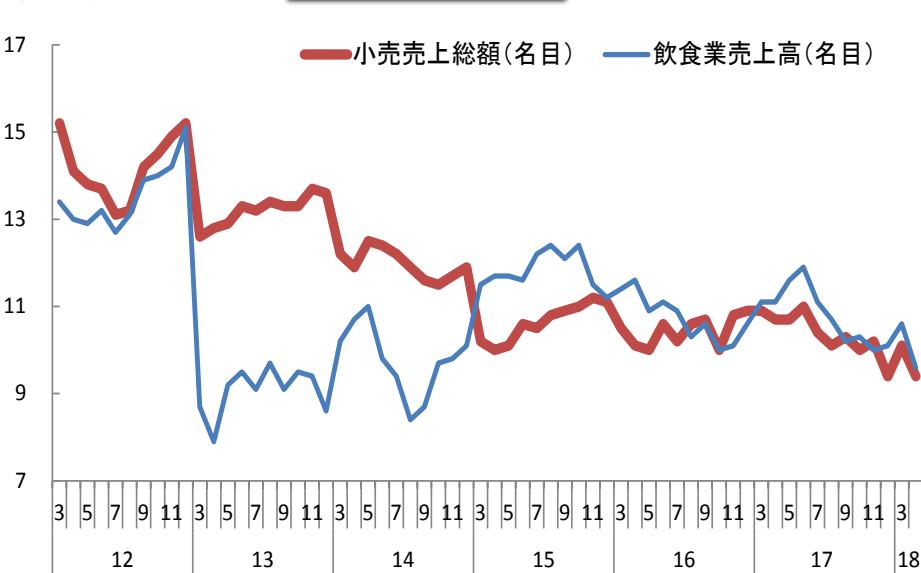
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

・個人消費

- 足元の個人消費はネット通販の伸びの鈍化を受けて、やや減速しているが、総じて堅調さは維持
- 1~3月期にかけて減少した自動車販売台数も足元では持ち直しの動きを見せており、個人消費全体を下支えしている
- 旺盛な消費意欲と所得増加基調を背景に、先行きについても、底堅さを維持すると見込まれる

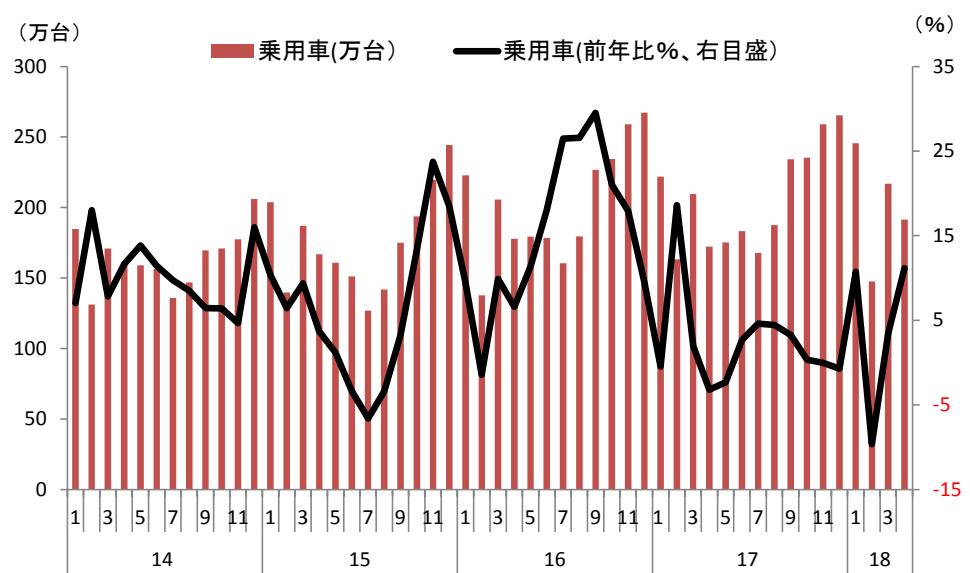
(前年比、%)

最近の消費動向



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

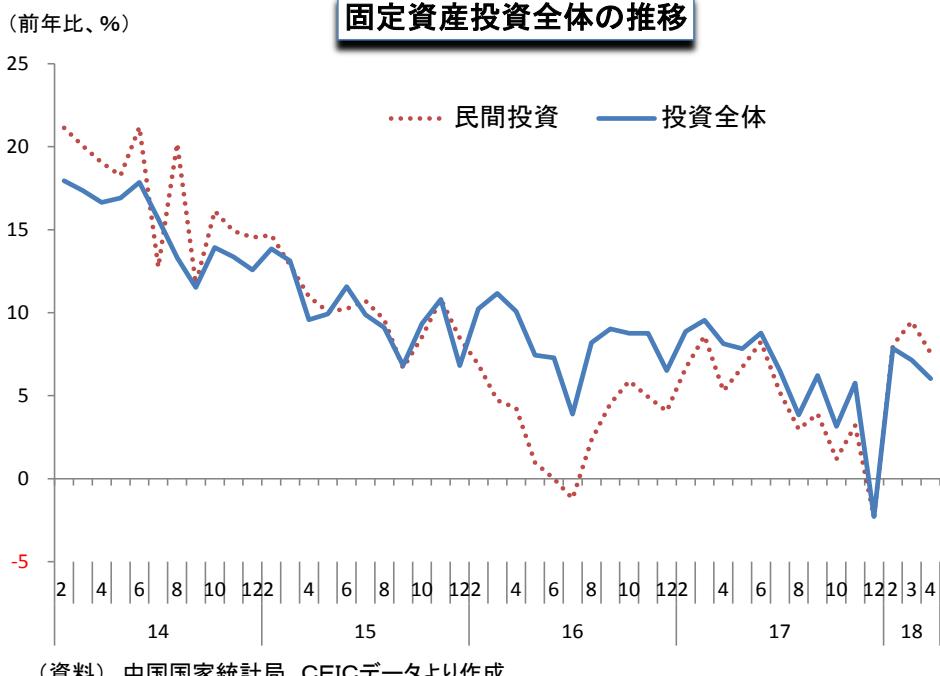
中国の自動車販売台数の推移



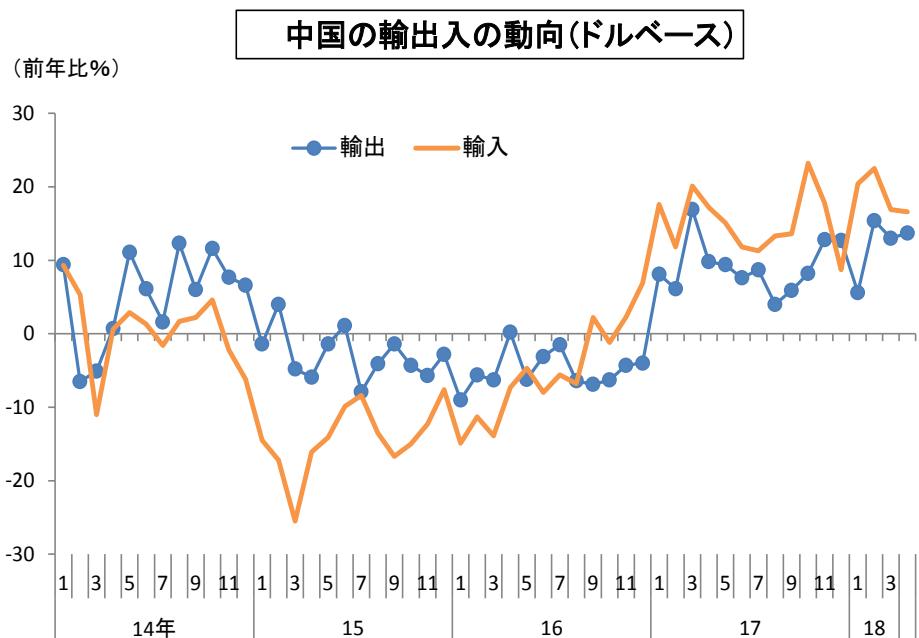
(資料) 中国汽車工業協会、CEICデータより作成

• 固定資産投資

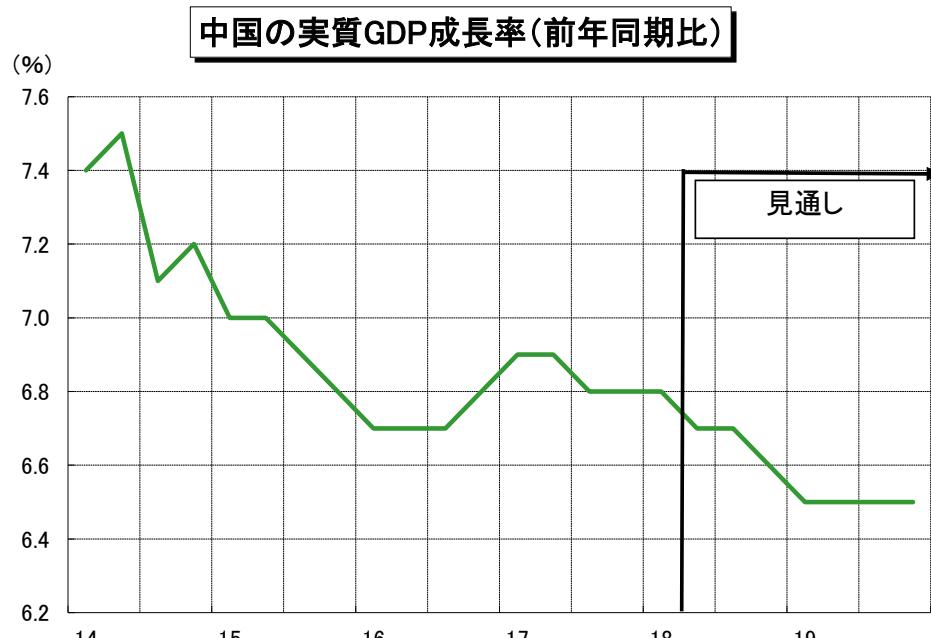
- 固定資産投資は年初には持ち直しの動きが見られたものの、足元では再び減速
 - その背景として、製造業全体の設備投資の軟調さに加え、インフラ整備向けの投資も低下傾向にあることが挙げられる
- ただし、中小都市の住宅在庫の調整が進んだこともあり、不動産開発投資は持ち直しの動きを見せている
- 先行きについては、「構造調整」を進めるが、「内需拡大」という経済政策も新たに打ち出されており、インフラ整備向けの投資を中心に徐々に持ち直してくると見込まれるもの、金融リスク防止策、企業や地方政府が抱える過剰な債務問題の解消が引き続き行われることから、大幅に改善する可能性は低い



- **輸出**
 - 輸出は世界経済の持ち直しなどを背景に堅調に推移している
 - 当面は世界経済が底堅く推移する可能性が高く、中国の輸出に好影響が及ぼすことが期待される
 - 米国との経済協議では、報復関税の応酬を互いに控えるほか、中国が米国産農産物・エネルギーの輸入をやすことで対米貿易黒字の縮小を目指すこと等で合意したが、今後も火種は燻る
- **成長率見通し**
 - 18年は6.7%、19年は6.5%と、小幅ながらも減速していくと予測
 - 18年の経済政策の方針が、「構造調整」から「構造調整+内需拡大」に変更されたことを受けて、引き締め気味的な金融政策がやや緩和されると見られるため、18年は若干上方修正(6.6%→6.7%)



(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想

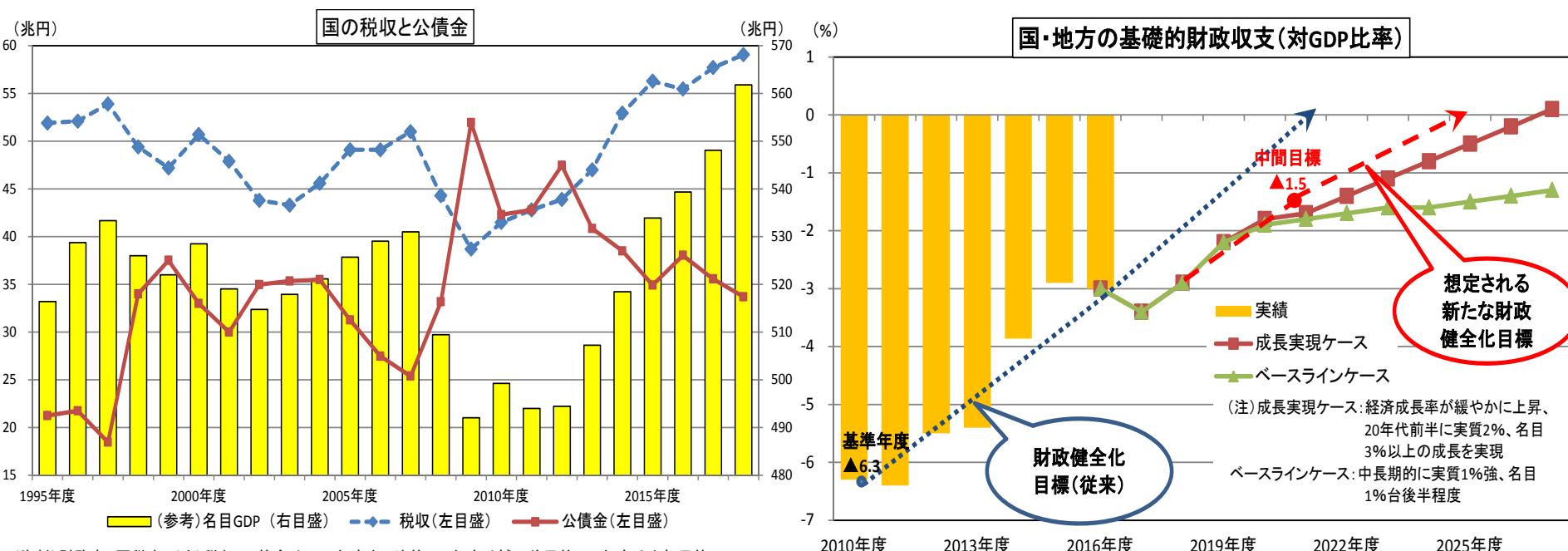
2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油在庫減と中東の地政学的リスクの高まりを背景に、原油価格は70ドル/バレル前後まで上昇
 - 17~18年にかけて、OPECやロシアなどの主要産油国は合計で日量180万バレル程度(世界の石油生産の約2%程度)の協調減産を実施、過剰在庫は大幅に削減された
 - 直近の原油価格は協調減産の遵守と中東地域の地政学的リスクなどが意識され、3年ぶりに70ドル台を回復
- 原油入着価格の見通し
 - 国際エネルギー機関(IEA)は、最近の原油高や一部新興国(非資源国)での燃料費補助の削減などの影響を考慮し、18年の原油需要の伸びを日量140万バレル増(それまでは同150万バレル増)へ下方修正
 - 一方、協調減産に参加しない米国などの産油国では増産継続
 - 国内への入着価格は18年度から19年度にかけて概ね70ドル/バレルで推移と想定



3 国内の経済政策

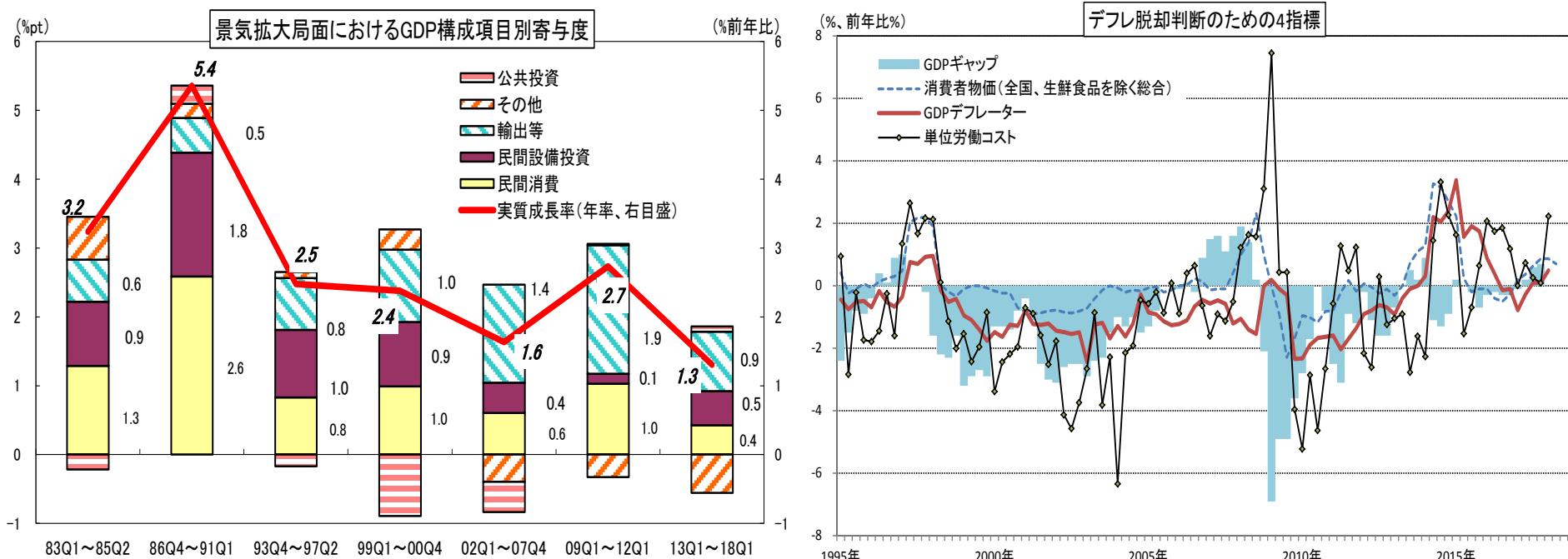
- 2019年10月に予定する次の消費税率引上げに伴う増収分の使途変更によって、20年度に国・地方の基礎的財政収支(PB)を黒字化するという当初の目標は先送りとなつたが、6月には新たな財政健全化目標を公表する方針
 - 18年度は対GDP比で2.9%が見込まれるPB赤字を25年度にはPBを黒字化する
 - 合わせて、中間目標として21年度に1.5%程度に圧縮する案が有力視
 - 次回消費税率引き上げ(軽減税率を含む)は19年10月に予定通り実施すると想定
 - 政府は増税に伴う悪影響を緩和する措置を検討
 - 同時にデフレ脱却宣言が出される可能性も



(資料)財務省、国税庁 (注)税収・公債金は2016年度まで決算、17年度は補正後予算、18年度は当初予算
18年度の名目GDPは政府見通し。

(資料)内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成

- 内閣支持率の低下もあり、18年秋以降のアベノミクス継続が不透明に
 - 政府は「働き方改革関連法案」を今国会の最重要法案として位置づけ、それによる生産性向上を目指している
 - アベノミクスは「実質2%、名目3%の経済成長、2%の物価上昇」を目標に掲げていたが、実際の経済成長は年率1.3%にとどまっているほか、物価2%も未達成
 - ただし、名目GDPは堅調に推移、5年間で55兆円増加した
 - 内閣支持率が不支持率を下回るなか、9月以降も安倍首相が続投できるか不透明感が強まっている
 - ポスト安倍に名を連ねる与党政治家は、成長最優先であるアベノミクスの副作用に対する対応や財政健全化を意識した発言が多い



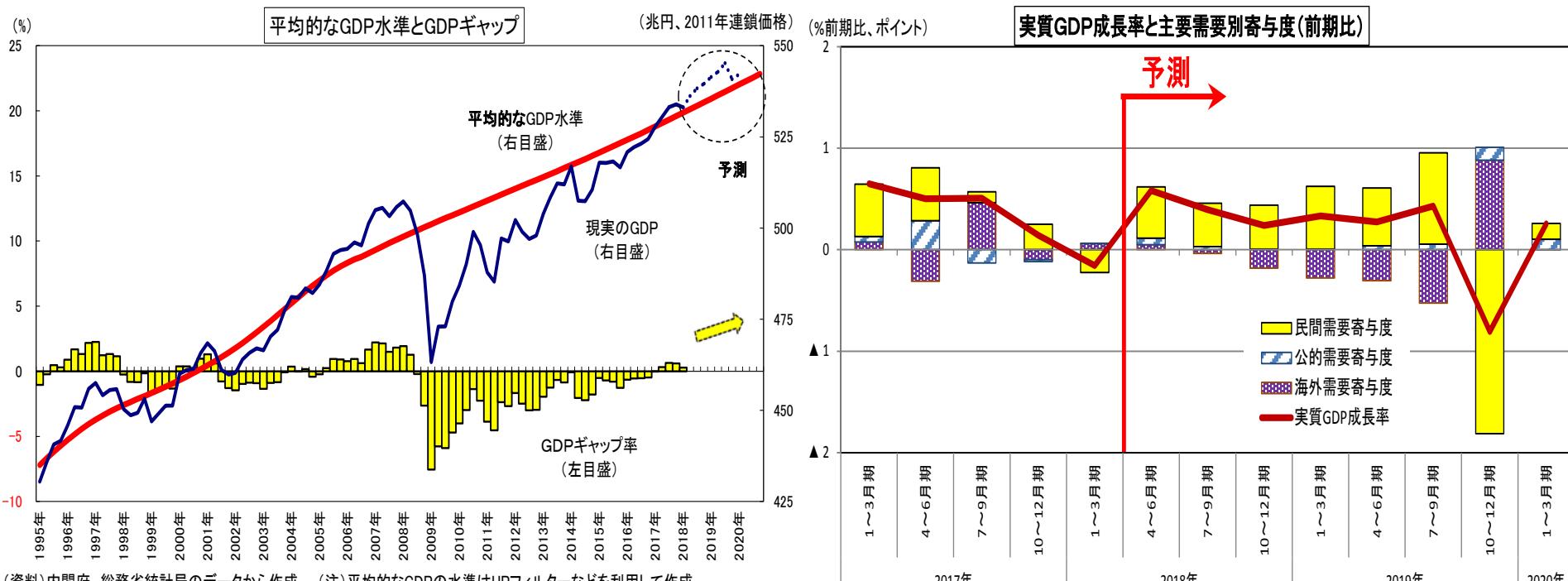
(資料)内閣府資料より農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

4 日本経済・物価の見通し

・ 総論 ~2018年度は1.2%成長(下方修正)、19年度は0.7%成長(据え置き)と予測~

- 足元18年4~6月期は、輸出の増勢が再び強まっていることに加え、家計所得の改善を背景に消費持ち直しの再開、さらには自律的拡大局面にある設備投資が牽引する形で、プラス成長を維持(年率2.3%成長と想定)
- 底堅い輸出環境の下、消費・設備投資といった民間最終需要が経済成長を牽引する役割を担っていくことが期待される
- しかし、長期的な景気拡大や人手不足の深刻化により、18年度下期にかけて「景気の天井」に接近していく
 - 19年度上期は、消費税増税を控えた駆け込み需要が発生し、景気は上振れる可能性が大きいが、逆に19年度下期以降は、反動減も加わり、景気調整色が強まる



予測表(年度、半期)

	単位	2016年度 (実績)	2017年度 (実績)	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)
名目GDP	%	1.0	1.6	1.7	2.3
実質GDP	%	1.2	1.5	1.2	0.7
民間需要	%	0.4	1.3	1.6	1.5
民間最終消費支出	%	0.3	0.8	1.0	1.3
民間住宅	%	6.2	▲ 0.3	▲ 2.3	▲ 0.5
民間企業設備	%	1.2	3.0	4.2	3.8
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	▲ 0.3	0.1	0.1	▲ 0.2
公的需要	%	0.5	0.7	0.3	0.7
政府最終消費支出	%	0.5	0.4	0.5	0.8
公的固定資本形成	%	0.9	1.5	▲ 0.7	0.6
輸出	%	3.6	6.2	5.8	3.5
輸入	%	▲ 0.8	4.0	5.9	6.6
国内需要寄与度	ポイント	0.4	1.1	1.4	1.4
民間需要寄与度	ポイント	0.3	1.0	1.3	1.2
公的需要寄与度	ポイント	0.1	0.2	0.1	0.2
海外需要寄与度	ポイント	0.8	0.4	▲ 0.0	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.2	0.1	0.5	1.6

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(前期比)	単位	2016年度 通期	2017年度 通期	2018年度			2019年度			
				通期	上半期		通期	上半期		
					上半期	下半期		上半期	下半期	
実質GDP	%	1.2	1.5	1.2	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	▲ 0.3
民間需要	%	0.4	1.3	1.6	1.1	1.1	1.3	1.8	1.8	▲ 1.1
民間最終消費支出	%	0.3	0.8	1.0	0.5	1.1	1.3	1.8	1.8	▲ 1.3
民間住宅	%	6.2	▲ 0.3	▲ 2.3	▲ 1.9	4.0	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 5.4
民間企業設備	%	1.2	3.0	4.2	2.2	3.6	3.8	2.9	2.9	▲ 0.6
公的需要	%	0.5	0.7	0.3	0.2	0.2	0.7	0.3	0.3	0.9
政府最終消費支出	%	0.5	0.4	0.5	0.3	0.4	0.8	0.3	0.3	0.8
公的固定資本形成	%	0.9	1.5	▲ 0.7	0.3	▲ 0.7	0.6	0.2	0.2	1.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.2	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 0.7	▲ 2.5	▲ 4.7	▲ 6.4	▲ 3.0	
輸出	%	3.6	6.2	5.8	2.9	3.0	3.5	1.8	1.8	1.6
輸入	%	▲ 0.8	4.0	5.9	2.5	5.0	6.6	5.6	5.6	▲ 0.4
内需寄与度(前期比)	%	0.4	1.1	1.4	0.8	1.0	1.4	1.6	1.6	▲ 1.1
民間需要(%)	%	0.3	1.0	1.3	0.7	1.0	1.2	1.5	1.5	▲ 1.3
公的需要(%)	%	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2
外需寄与度(%)	%	0.8	▲ 0.0	0.1	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.7	0.6	0.6	0.6
デフレーター(前年比)	%	▲ 0.2	0.1	0.5	0.3	0.7	1.6	1.2	1.2	1.9
完全失業率	%	3.0	2.7	2.4	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.4
鉱工業生産(前期比)	%	1.2	4.1	3.5	2.0	2.0	2.3	2.5	2.5	▲ 2.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	97.4	94.5	93.6	88.8	98.5	92.3	97.0	97.0	87.5
経常収支	兆円	20.7	21.3	18.3	9.8	8.5	16.1	5.8	10.3	
貿易収支	兆円	5.7	4.4	3.3	1.9	1.4	1.1	▲ 1.1	2.2	
外匯為替レート	円/ドル	108.4	110.8	111.3	111.3	111.3	107.5	107.5	107.5	107.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	47.3	57.1	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0

(前年同期比)	単位	2016年度 通期	2017年度 通期	2018年度			2019年度			
				通期	上半期		通期	上半期		
					上半期	下半期		上半期	下半期	
名目GDP	%	1.0	1.6	1.7	1.3	2.1	2.3	2.5	2.1	
実質GDP	%	1.2	1.5	1.2	1.0	1.3	0.7	1.3	1.3	0.2
民間需要	%	0.4	1.3	1.6	1.1	2.1	1.5	3.1	3.1	0.0
民間最終消費支出	%	0.3	0.8	1.0	0.4	1.4	1.3	2.8	2.8	▲ 0.2
民間住宅	%	6.2	▲ 0.3	▲ 2.3	▲ 6.3	1.8	▲ 0.5	3.7	4.5	
民間企業設備	%	1.2	3.0	4.2	3.4	5.2	3.8	5.9	5.9	1.7
公的需要	%	0.5	0.7	0.3	▲ 0.0	0.4	0.7	0.4	0.4	1.1
政府最終消費支出	%	0.5	0.4	0.5	0.4	0.6	0.8	0.6	0.6	1.0
公的固定資本形成	%	0.9	1.5	▲ 0.7	▲ 1.4	▲ 0.4	0.6	▲ 0.6	1.7	
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 3.2	▲ 1.5	▲ 1.6	▲ 0.7	▲ 2.5	▲ 4.7	▲ 6.4	▲ 3.0	
輸出	%	3.6	6.2	5.8	6.6	5.2	3.5	4.1	3.0	
輸入	%	▲ 0.8	4.0	5.9	5.1	6.8	6.6	10.0	3.4	

国内企業物価(前年比)	%	▲ 2.4	2.7	1.9	1.8	2.0	2.7	2.1	3.2
全国消費者物価(%)	%	▲ 0.3	0.7	1.0	0.9	1.1	2.1	1.6	2.6
完全失業率	%	3.0	2.7	2.4	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	1.2	4.1	3.5	2.3	3.8	3.8	4.5	4.5

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

予測表(四半期)

(→予測)

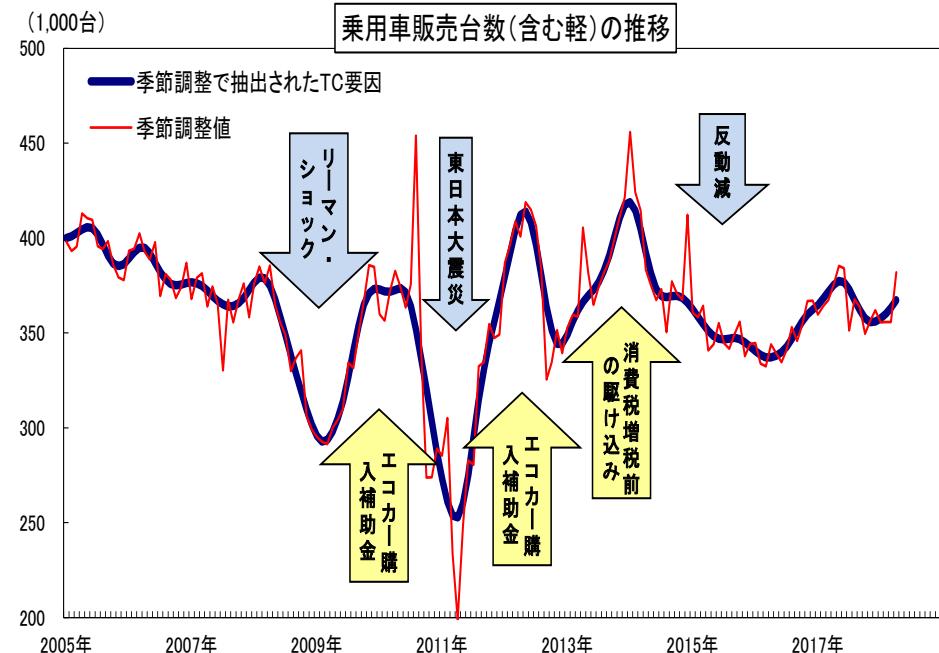
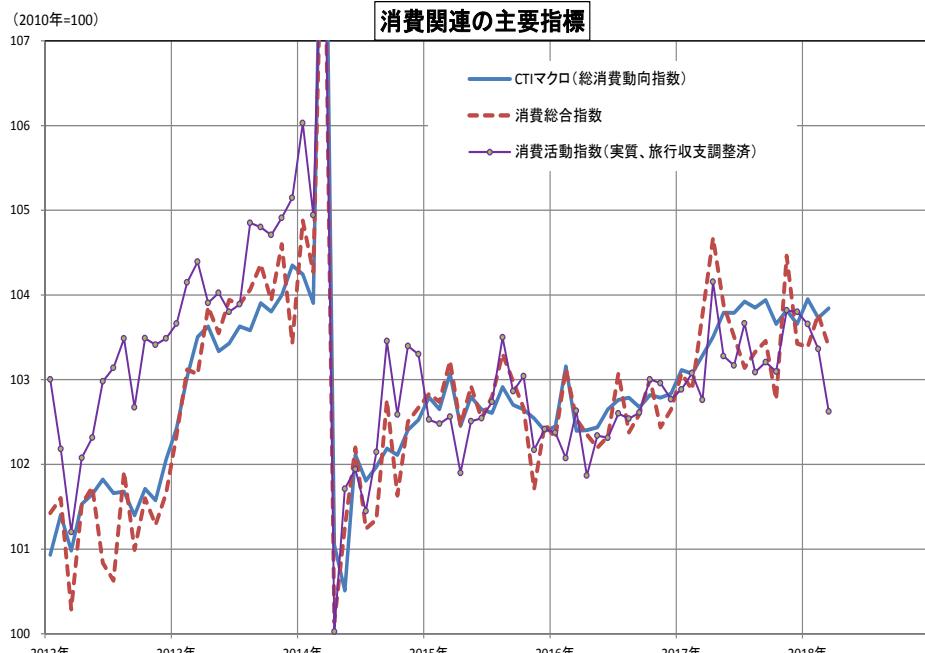
	単位	2017年				2018年				2019年				2020年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	0.1	0.9	0.8	0.1	▲0.4	0.9	0.6	0.4	0.6	0.7	0.9	0.1	0.3
実質GDP (年率換算)	%	0.7	0.5	0.5	0.1	▲0.2	0.6	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	▲0.8	0.3
民間需要	%	2.6	2.0	2.0	0.6	▲0.6	2.3	1.6	1.0	1.3	1.1	1.7	▲3.2	1.0
民間最終消費支出	%	0.7	0.7	0.1	0.3	▲0.3	0.7	0.6	0.6	0.8	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間住宅	%	1.2	0.9	▲1.6	▲2.7	▲2.1	▲1.1	0.5	1.5	4.0	▲1.0	▲2.0	▲3.0	▲1.0
民間企業設備	%	0.6	0.8	1.0	0.6	▲0.1	1.5	1.4	1.3	1.6	1.5	1.2	▲2.0	0.5
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.1	▲0.1	0.4	0.1	▲0.1	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.3	▲0.2
公的需要	%	0.2	1.1	▲0.5	▲0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.5	0.4
政府最終消費支出	%	0.2	0.2	0.0	▲0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲0.0	4.7	▲2.6	▲0.4	0.0	0.3	0.0	▲0.5	▲0.5	0.2	0.5	1.0	0.5
輸出	%	2.1	▲0.1	2.0	2.2	0.6	1.8	1.5	1.0	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5
輸入	%	1.6	1.8	▲1.3	3.1	0.3	1.5	1.7	2.0	2.5	2.5	3.5	▲4.0	0.5
国内需要寄与度	%pt	0.6	0.8	▲0.0	0.2	▲0.2	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6	1.0	▲1.7	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.5	0.1	0.3	▲0.2	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.9	▲1.8	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	▲0.1	▲0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲0.3	0.5	▲0.1	0.1	0.0	▲0.0	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.5	0.9	▲0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.8	▲0.3	0.1	0.1	0.5	0.3	0.3	0.5	0.9	1.1	1.3	2.0	1.8
国内企業物価(前年比)	%	0.9	2.1	2.8	3.3	2.5	1.9	1.8	2.0	2.0	2.0	2.1	3.3	3.2
全国消費者物価(〃) (消費税増税要因を除く)	%	0.2	0.4	0.6	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4	1.7	2.7	2.5
完全失業率	%	0.2	1.8	0.5	1.6	▲1.3	2.4	0.5	1.2	1.0	1.2	1.5	▲2.5	▲1.0
鉱工業生産(前期比)	%	0.2	2.9	2.8	2.7	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3	2.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.4	5.0	5.8	5.9	4.6	5.0	4.8	4.5	4.0	3.3	2.5	5.1	5.2
名目GDP比率	%	4.0	3.7	4.2	4.3	3.4	3.6	3.5	3.2	2.8	2.3	1.8	3.6	3.6
為替レート	円/ドル	113.6	111.1	111.0	113.0	108.2	110.0	112.5	112.5	110.0	107.5	107.5	107.5	107.5
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.04	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.07	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08	0.15	0.20	0.25	0.25	0.25
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.4	53.3	49.6	58.3	67.3	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

・ 民間消費

- 1~3月期の消費を抑制した天候要因はすでに解消、生鮮野菜価格の沈静化が観察されているほか、4月の乗用車販売台数も底入れするなど、消費持ち直しの動きが見られる
- 消費者マインドの底割れは回避されている
- 労働需給の逼迫によって賃金上昇率は着実に高まっており、先行きの消費を下支えしていくとみられる
- ただし、将来的な税・社会保障関連の負担増もあり、回復ペースは緩やかと予想
- 実質民間最終消費支出は、18年度：同1.0%、19年度：同1.3%と予測

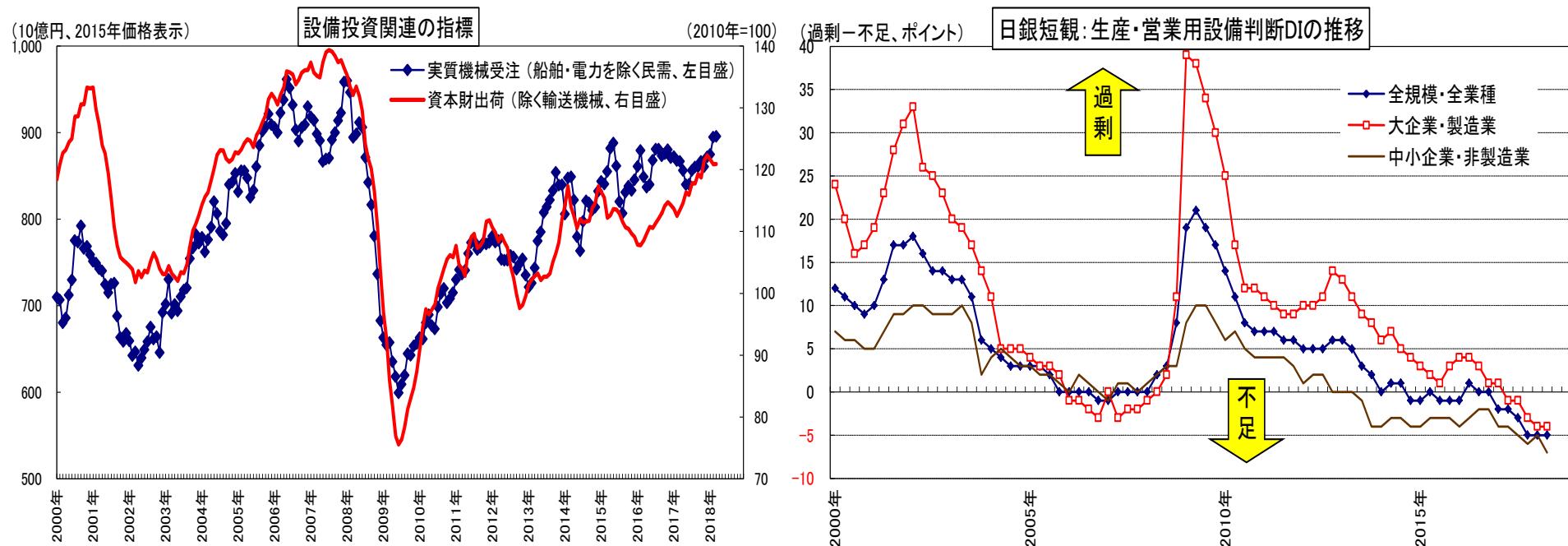


(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行

(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成 (備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

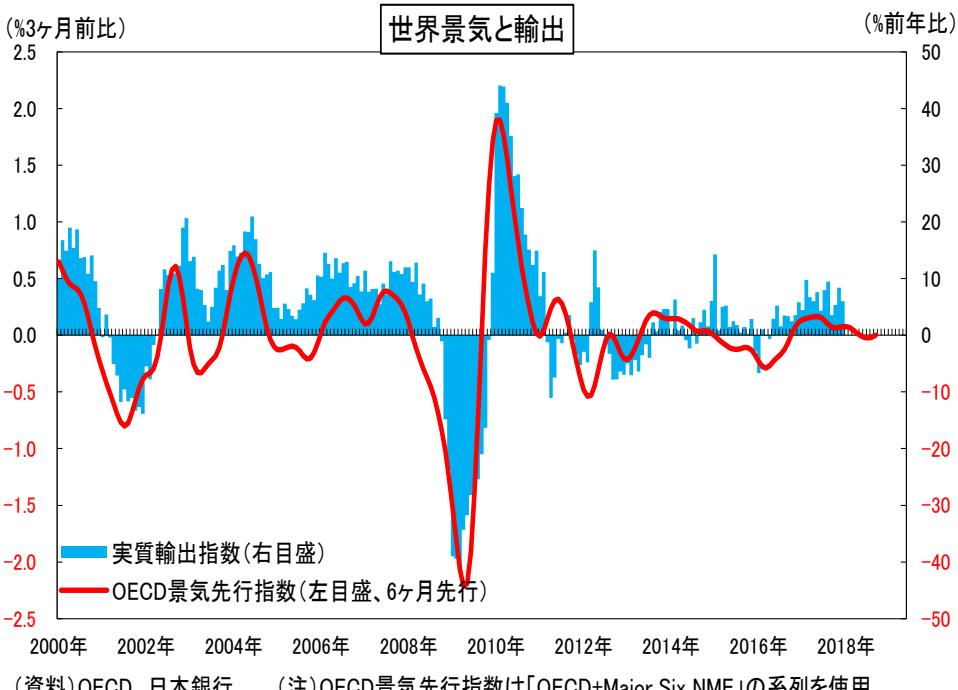
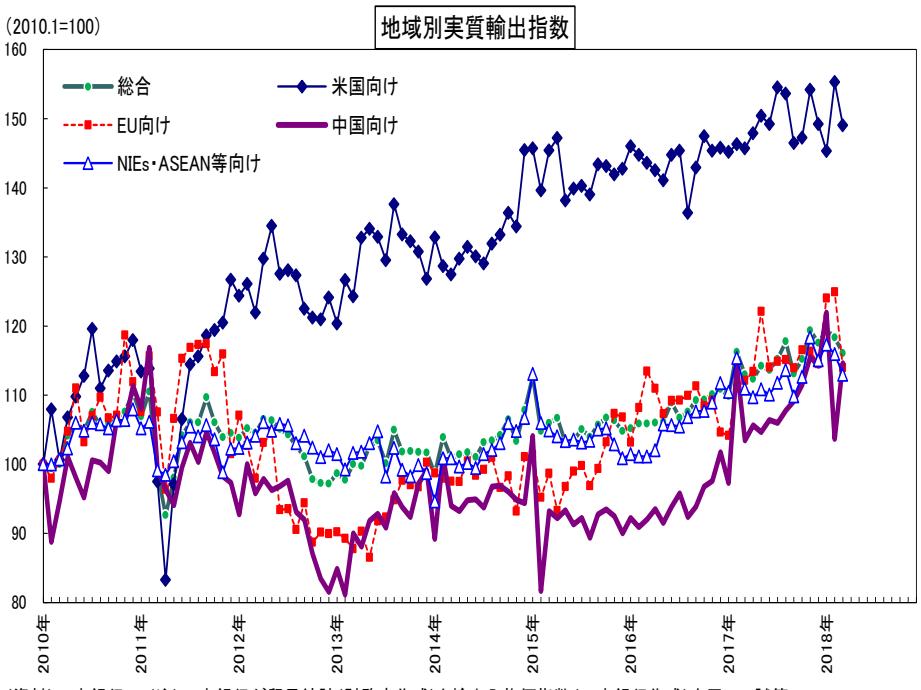
・ 民間設備投資

- 企業部門では人員不足に加え、資本設備の不足感も高い
- 総資産収益率(利払い後)は十分高く、かつ経営者マインドも高水準、設備投資環境は良好
- 18年度の設備投資計画(日銀短観、全産業+金融機関、含むソフトウェア・研究開発、除く土地投資額)は前年度比2.0%と、3月時点としては底堅い数字
- 堅調な企業業績を背景に、①老朽化に伴う更新需要積み上がり、②省力化・省人化投資ニーズの高まり、③20年の東京オリンピック向けの特需、④低金利環境による資金調達の容易さ、などにより、設備投資需要は今後とも堅調に推移すると予想
- 実質民間企業設備投資は、18年度:前年度比4.2%、19年度:同3.8%と予測



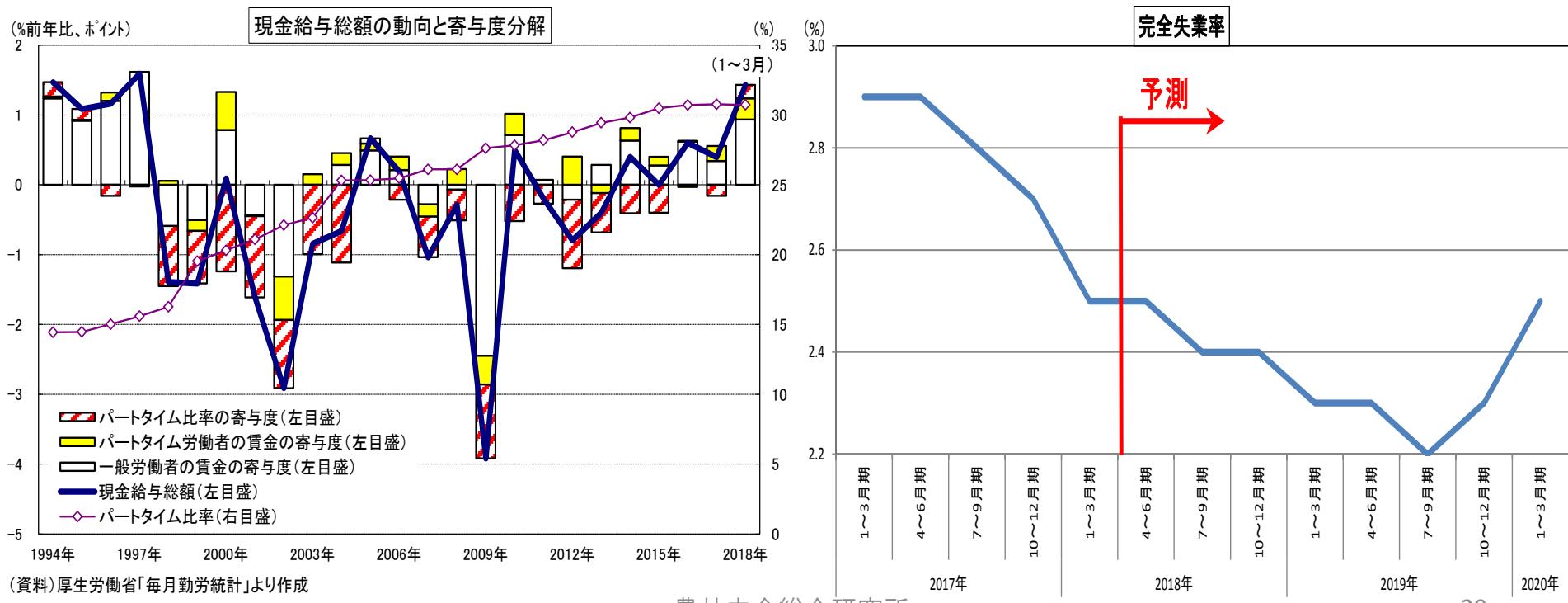
• 輸出入動向

- 世界経済は改善基調をたどると予想されることから、輸出も緩やかな増加ペースを継続するが、徐々に鈍化していく(18年度は前年度比5.8%、19年度は同3.5%)
- 国内需要は堅調さを取り戻すことから、輸入も増加傾向をたどる(18年度は前年度比5.9%、19年度は同6.6%)
 - 18年度下期以降は、次回の消費税増税を控えて増加ペースが徐々に強まる
- 14年度以降は拡大傾向にあった経常収支(17年度21.7兆円)は、18年度18.3兆円、19年度16.1兆円と黒字幅が縮小する見込み



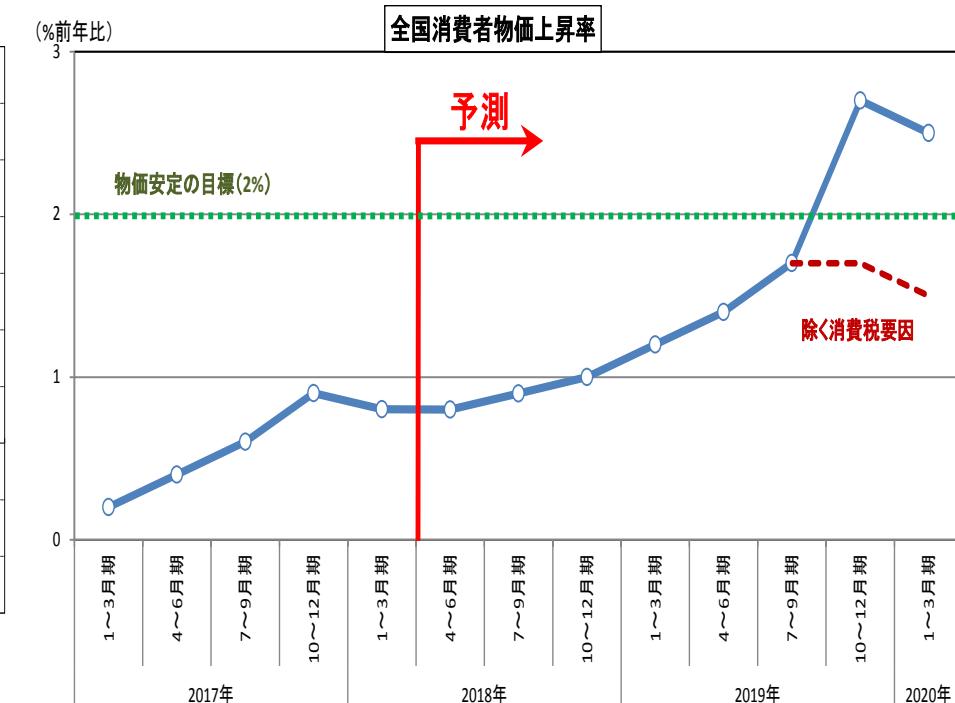
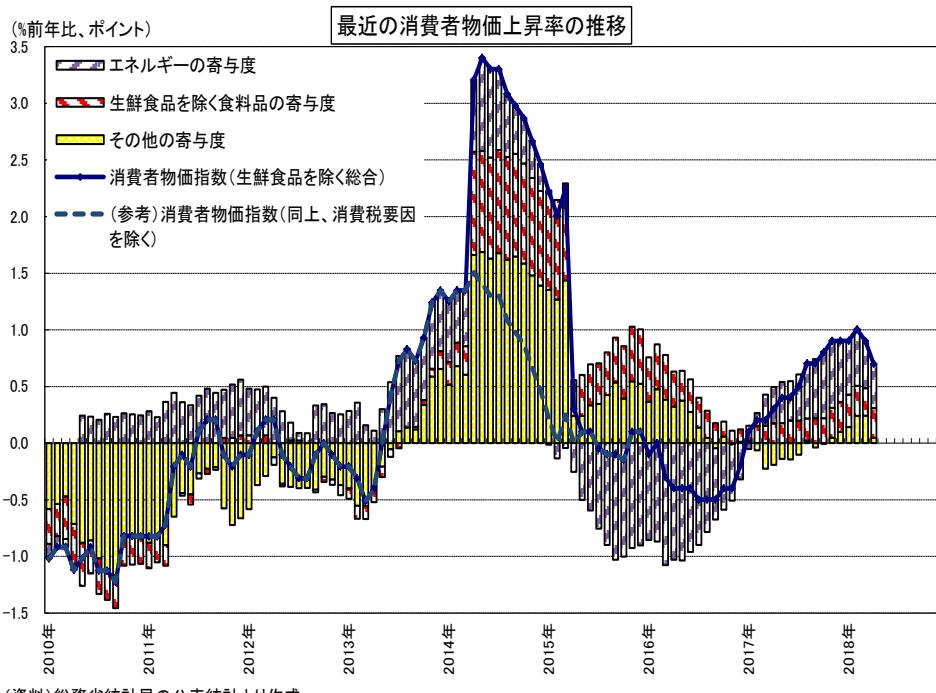
• 雇用情勢

- 景気改善を受けて労働需要が堅調に推移する中、生産年齢人口の減少が進行、労働供給の余力も乏しくなっており、今後とも労働需給は逼迫度が高まっていく
- 低調だった時間当たり賃金(実質)も、18年入り後は改善方向へ
- これまで賃上げ抑制要因だった「非正規化」の一服や団塊世代・ポスト団塊世代の労働市場からの退出などもあり、先行き賃上げ率は徐々に高まっていく
- 失業率は、18年度は2.4%、19年度は2.3%(下期に上昇)と、趨勢的に低下していくと予測



● 物価動向

- 全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は、18年2月に3年半ぶりとなる前年比1%(消費税要因を除く)を達成した後、3、4月と2ヶ月連続で鈍化(4月:同0.7%)するなど、上昇圧力は十分ではない
 - ・「エネルギー・生鮮食品を除く総合」は同0.4%
 - ・消費の鈍さが根底にある
- ただし、予想物価上昇率は再び高まりつつあること、賃上げ率も底堅くなっていること、さらに4月以降は消費も持ち直しており、今夏以降、物価上昇率は徐々に高まっていくと予想
- 18年の消費者物価(生鮮食品を除く総合、消費税要因を除く)は前年度比1.0%、19年度は同1.6%と予測、消費税率引上げ直前の19年7～9月期には同1.7%まで上昇率が高まるが、日銀が目標とする前年比2%には届かず、19年度下期は再び鈍化



5 金融政策の見通し

- 16年9月以降、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を実施
 - 金融仲介機能などに配慮し、イールドカーブをある程度立たせるため、16年2月に開始したマイナスの短期政策金利と、「10年ゼロ%」の長期金利誘導目標を組み合わせる(YCC)
 - 16年9月以降、操作目標は「量」から「金利」に変更されているが、日銀の国債保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は残っている
 - 最近は年間40～50兆円増の買入れペースとなっている
 - 将来的には出口政策前に緩和策を調整する可能性を示しつつも、黒田総裁は当面は現行政策を粘り強く継続する方針を表明

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

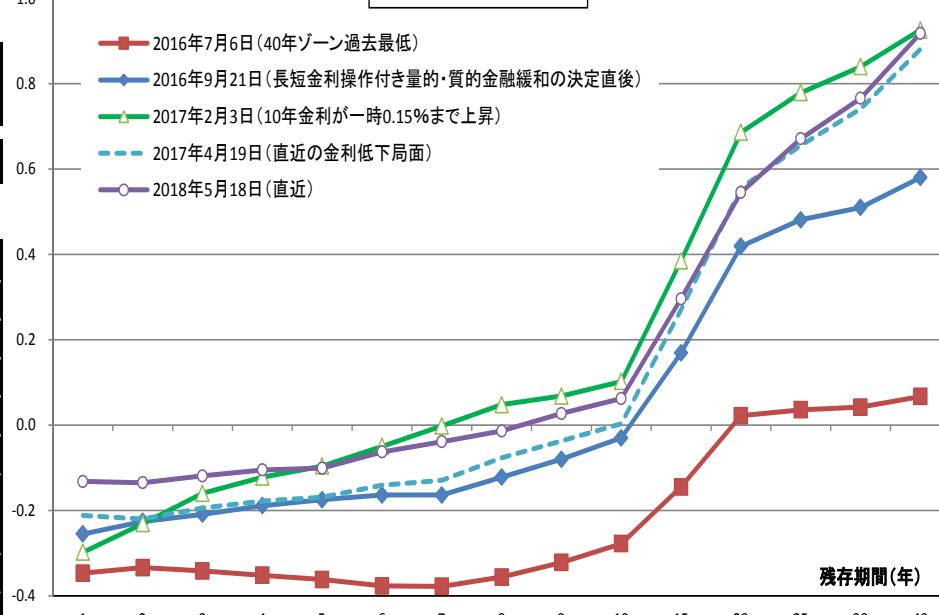
	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年4月末	今後の年間 増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	498	拡大方針

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	89	142	202	282	361	419	434	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.3	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	19.5	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.47	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	48	-
その他とも資産計	158	224	300	383	476	521	535	
銀行券	87	90	93	98	102	107	105	
当座預金	47	107	178	253	330	368	388	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	535	

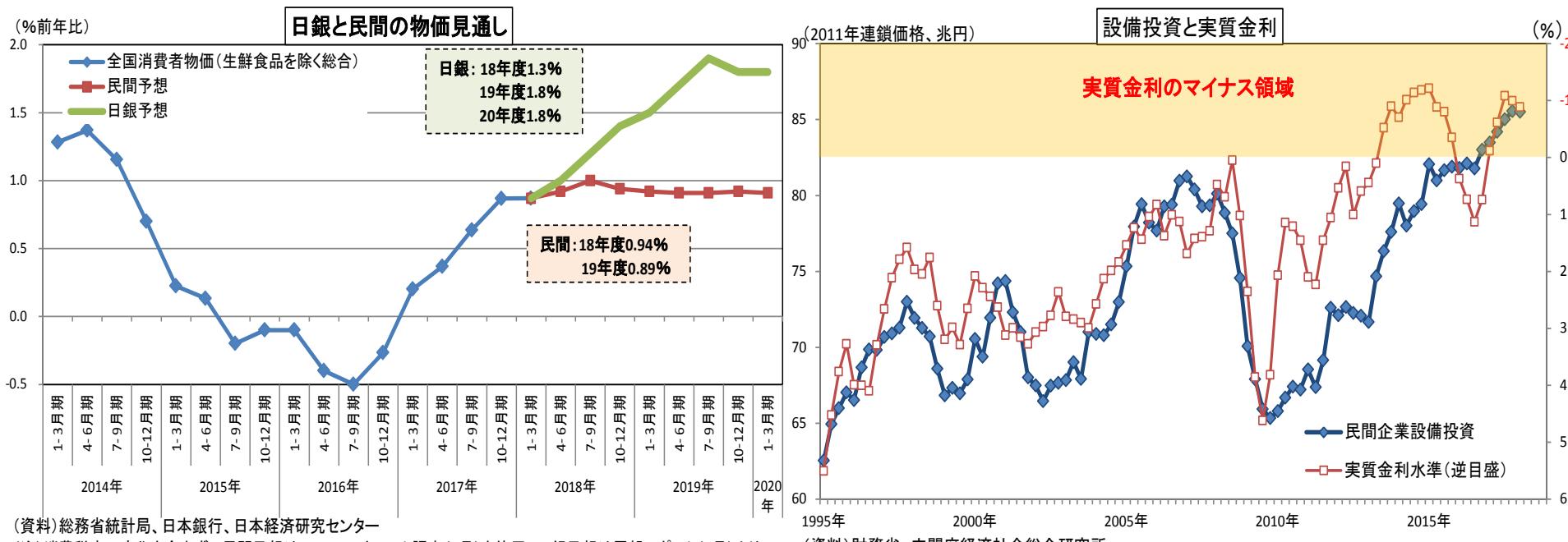
(資料)日本銀行 (注)18年4月末の長期国債保有額は17年4月末から48兆円の増加

イールドカーブの形状



(資料)財務省

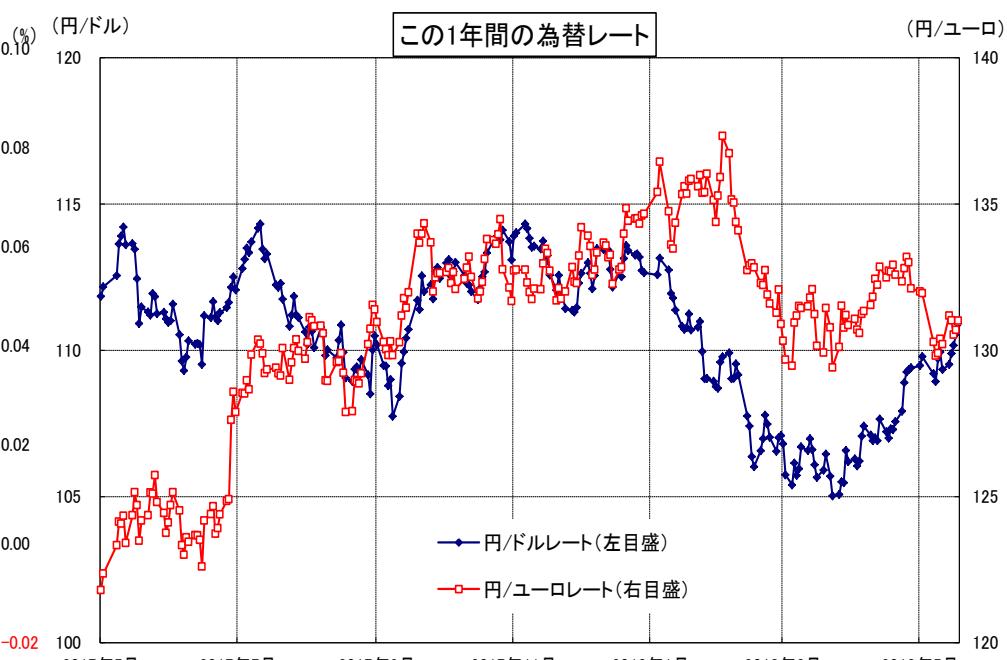
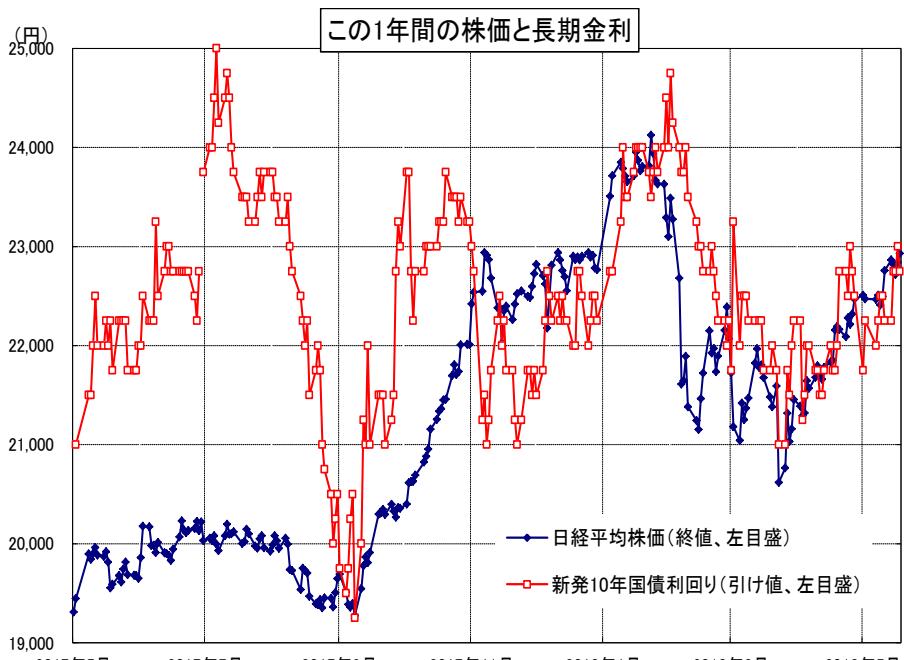
- 当面は現行政策を継続するものと予想
 - 物価安定目標までにまだ距離があるため、日銀は実質金利をマイナス状態に誘導することを通じて、経済・物価に好影響を波及させていくために当面は現行政策を継続するものと予想される
- 19年以降、緩和縮小の可能性も
 - 過度の低金利状態が長期化したことで経済・金融システムへ悪影響が出ることへの懸念も意識されているため、物価上昇率が一定水準まで高まれば、実質金利のマイナス状態を維持する範囲内で、長期金利の操作目標の引上げを検討する可能性も
 - ただし、長短金利差の確保のためにマイナス金利政策はしばらく継続か



6 金融市場の見通し

・ 市場概況

- 18年入り後、世界経済は当面底堅く推移するとの見方からリスクオンの流れが強まり、1月下旬に日経平均株価は一時26年ぶりとなる24,000円台を回復
- しかし、米雇用統計(1月)を契機に、これまでの世界的な株高を支えてきた「適温相場」の前提が崩れるとの懸念が強まり、2~3月にかけて株安・円高・金利低下が進行
- 3月中旬以降は、堅調な米経済指標を背景に、再びリスクオンへ
- 引き続き、中東地域や北朝鮮などの地政学的リスクや米中貿易摩擦の行方、さらにはドル高・米金利上昇の影響などに警戒は必要



（資料）Nikkei Financial Quest

（資料）Nikkei Financial Quest （注）ともに東京市場の17時時点のレート。

- **長期金利**
 - 米国発の金利上昇圧力もあり、時折、長期金利が操作目標(10年ゼロ%)を上振れる場面もあるが、これまでのところ、日銀は金利上昇を容認しない姿勢を示しており、概ね「0.0~0.1%」のレンジ内で推移
 - 一定の物価上昇率を達成した後、操作目標の引上げを検討・着手する可能性も
- **株価**
 - 2~3月の世界同時株安により一時21,000円割れとなつたが、3月中旬以降は米国経済の堅調さや北朝鮮リスクの後退などから持ち直しに転じ、直近は23,000円を窺う
 - 内外経済の改善傾向により、年初来高値の更新を目指す展開に
- **為替レート**
 - 日本と他の先進国・地域の金融政策の方向性は乖離しつつあり、米国の利上げペースが加速するとの思惑が高まると円安圧力が発生、直近は4ヶ月ぶりの1ドル=110円台へ
 - 一方、地政学的リスクは根強いほか、中間選挙を控えてトランプ米大統領が経常黒字国批判を強めており、円高に振れる場面も想定される

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2018年				2019年
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.064	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0970	0.08~0.11	0.08~0.11	0.08~0.13	0.10~0.15
国債利回り	10年債 (%)	0.055	0.00~0.15	0.00~0.15	0.00~0.25
	5年債 (%)	-0.100	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.10~0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	110.9	100~115	100~115	100~115
	対ユーロ (円/ユーロ)	131.0	120~140	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	22,930	23,000±1,500	23,500±1,500	24,000±1,500	24,000±1,500

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2018年5月18日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。