



農林中金総合研究所 2018～19年度改訂経済見通し

成熟度が高まる国内景気

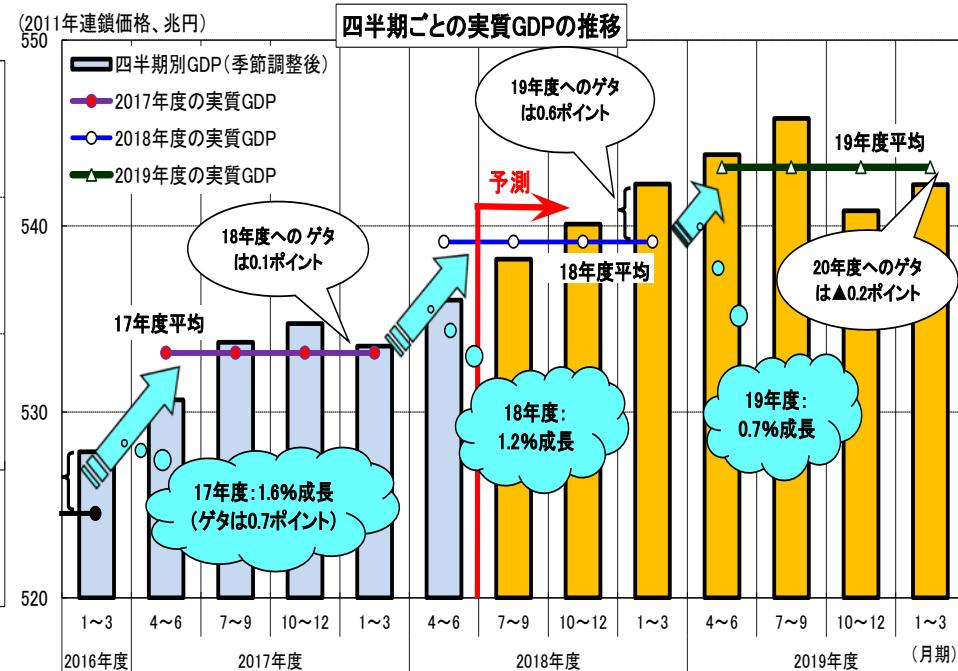
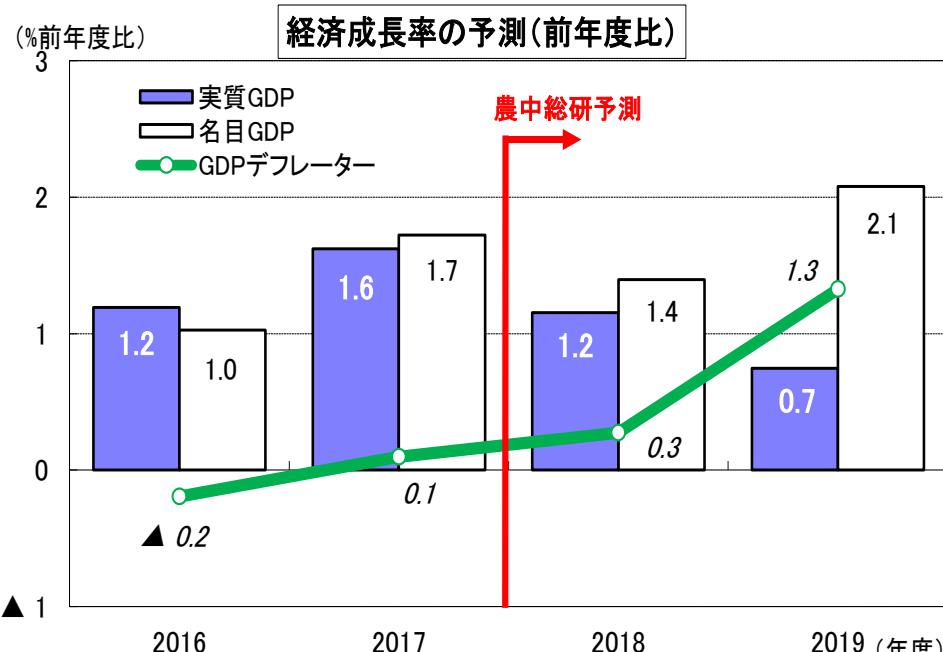
～2018年度:1.2%、19年度:0.7%（ともに6月時点の見通しから据え置き）～

2018年8月15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4～6月期の実質GDP成長率は民間需要が牽引する格好で年率1.9%と再びプラス成長に戻った。民間設備投資は自律的な拡大を続けているが、民間消費の持ち直しは依然鈍いと言え、これまでの牽引役であった輸出も力強さに欠けるなど、あくまで「緩やかな景気改善」にとどまっている。労働市場は需給が逼迫しつつあるが、物価上昇圧力は十分高まっていない。
- 先行きについては、民間設備投資の自律的な拡大基調も継続するほか、家計所得環境の好調さが消費の持ち直しを下支えするなど、民間需要が主導する格好で景気改善が継続することが見込まれる。ただし、長期にわたる拡張期を経て、景気の成熟度が高まっており、18年度下期以降はソフトランディングに向けた動きが始まるとみられる。また、保護主義色を高める米国の通商政策の影響が日本にも及ぶ可能性には注意が必要である。
- 日本銀行は7月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の運営の柔軟化を決定、長期金利の操作目標（10年ゼロ%）からの変動幅の拡大などを容認した。それを受け、長期金利は0.1%前後で推移しているが、需給改善を背景とした物価上昇が起きない限り、金利上昇には限度がある。



目 次

1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	20
4 日本経済・物価の見通し	22
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:

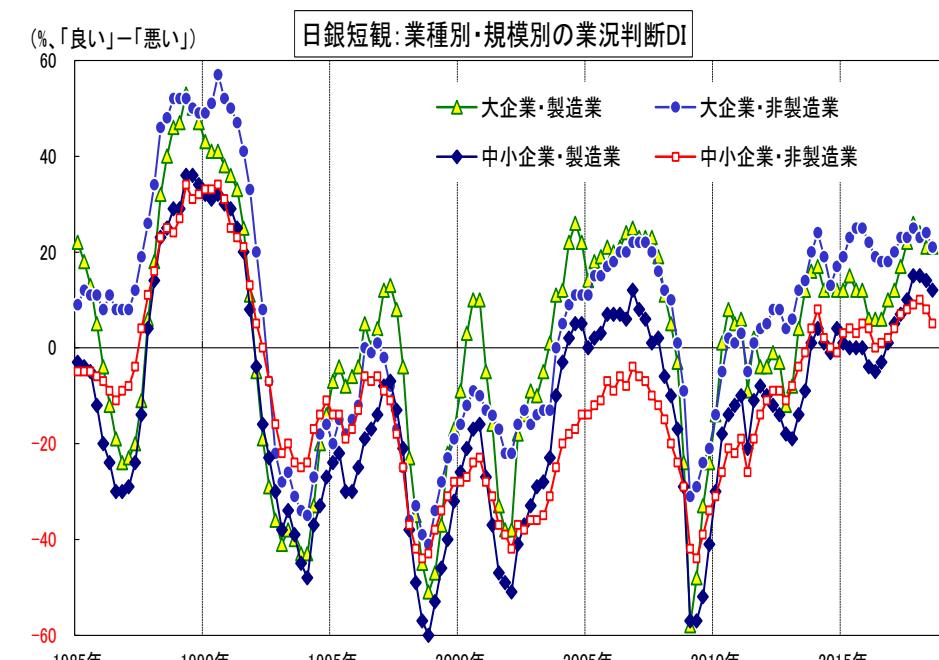
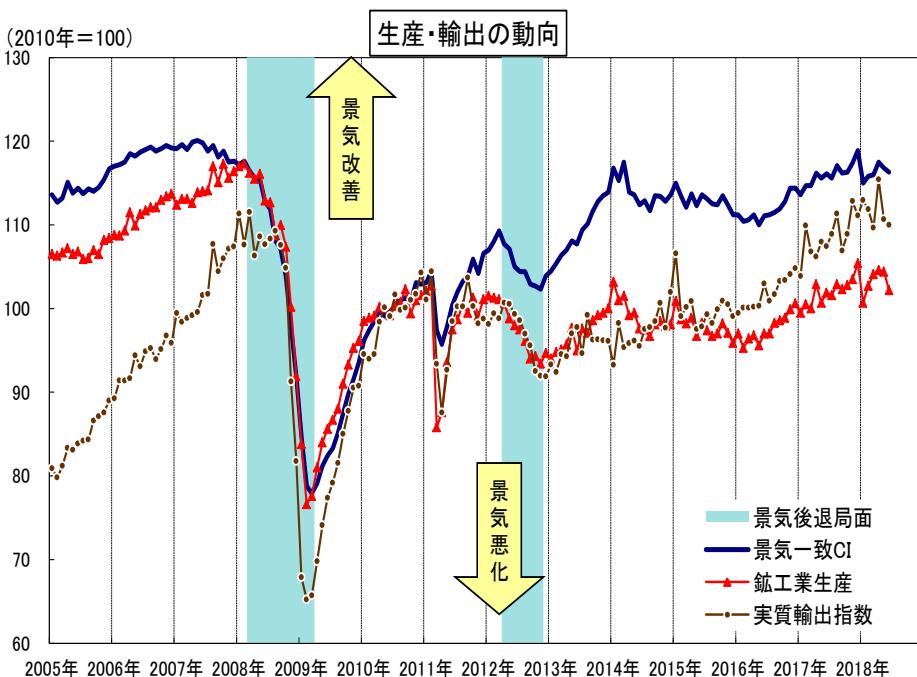
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
欧州経済・金融
中国経済・金融

南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

1 景気の現状

・ 国内景気の改善基調は維持、勢いは乏しい

- 2018年4~6月期の国内景気は、消費・設備投資を牽引役に、マイナス成長だった1~3月期からの持ち直しが散見されたが、17年下期までは景気牽引役だった輸出に勢いがなく、企業の景況感も2期連続で悪化
- 一方、失業率は25年ぶりに2%台前半まで低下するなど、労働需給は引き締まりの方向にあり、最近は賃金上昇率もようやく高まりつつある
 - 好業績を反映して、18年夏季賞与も高水準へ
- 18年2月には消費者物価は3年半ぶりの1%台を回復したが、その後は再び鈍化するなど、日本銀行が目標とする2%の物価上昇にはまだ相当の距離がある

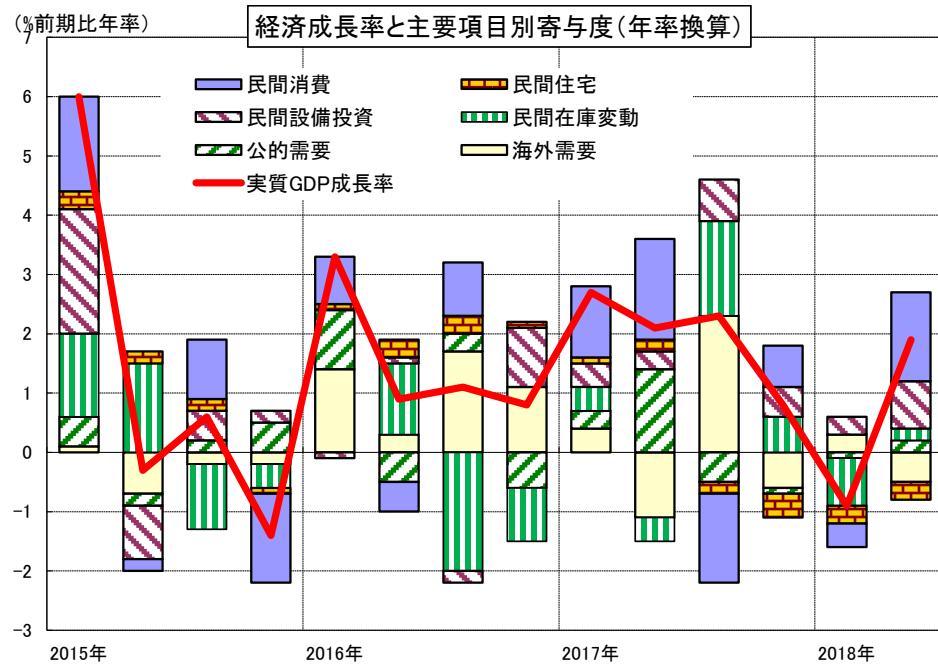


(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成

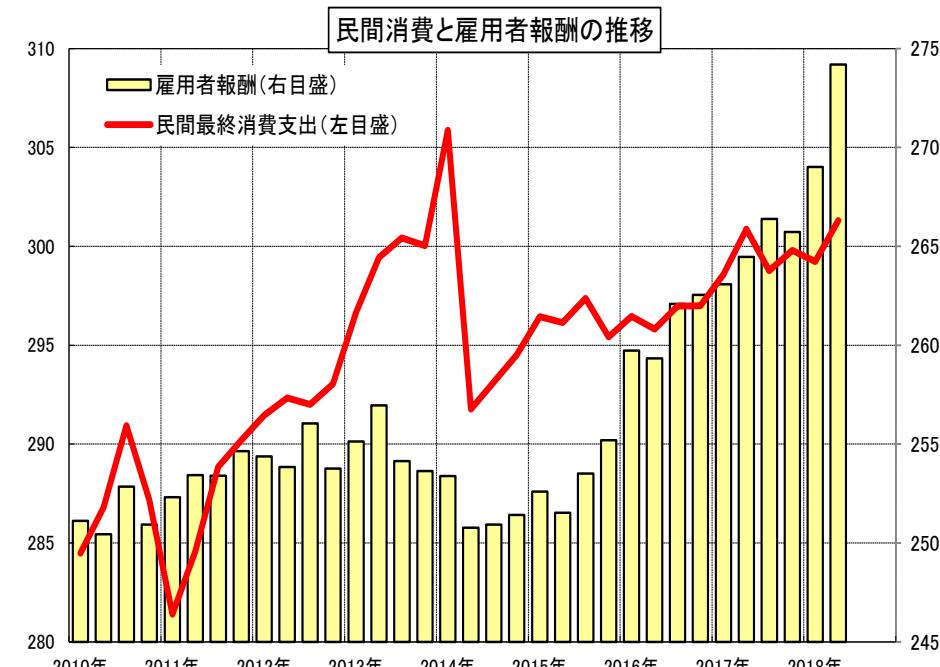
(資料)日本銀行 (注)各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

• 18年4～6月期は年率1.9%とプラス成長へ戻る

- 民間消費が前期比0.7%と増加に転じたほか、民間企業設備投資も同1.3%と7四半期連続で増加するなど、民間最終需要が堅調に推移
 - 実質雇用者報酬は同1.9%と15年ぶりの高い伸びとなり、民間消費を牽引した
- 輸出は8四半期連続の増加ながらも、同0.2%の微増にとどまるなど、17年後半の同2%増のペースからは鈍化
- この結果、4～6月期は前期比年率1.9%と2四半期ぶりのプラス成長となったが、前年比成長率は1.0%と潜在成長率(1%弱)を若干上回ったに過ぎず、かつ18年上期を通じては年率0.2%の成長にとどまった
- GDPデフレーターは前年比0.1%と4四半期連続の上昇ながらも、1～3月期(同0.5%)から鈍化



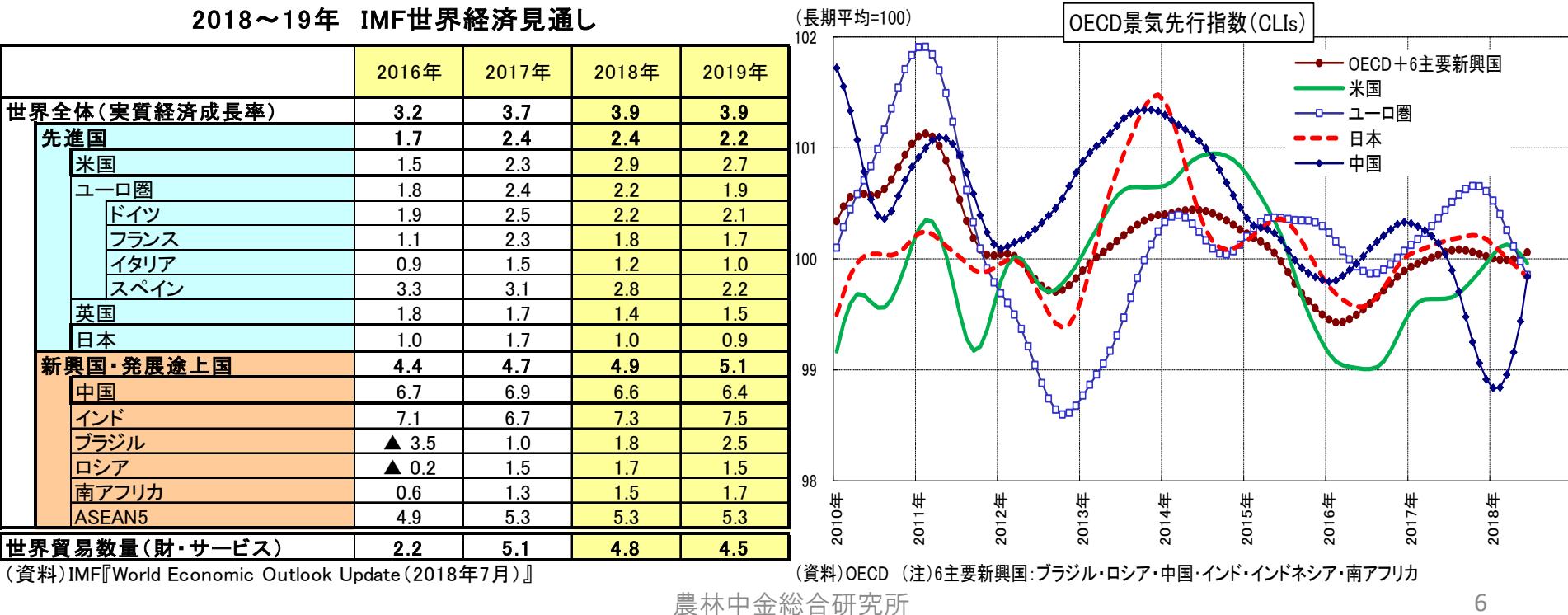
(資料)内閣府経済社会総合研究所



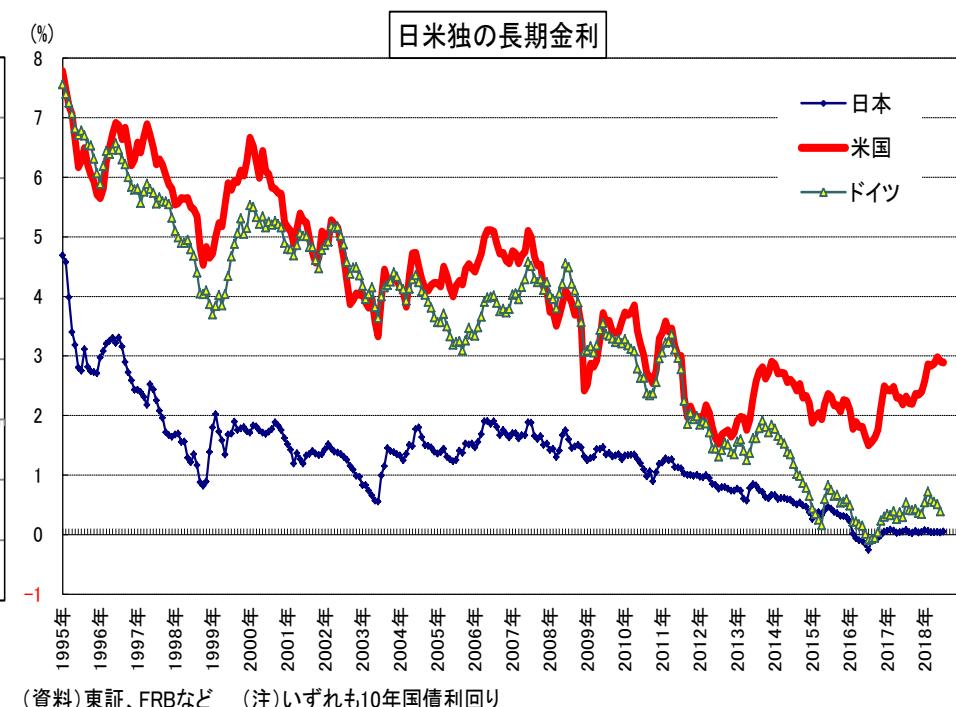
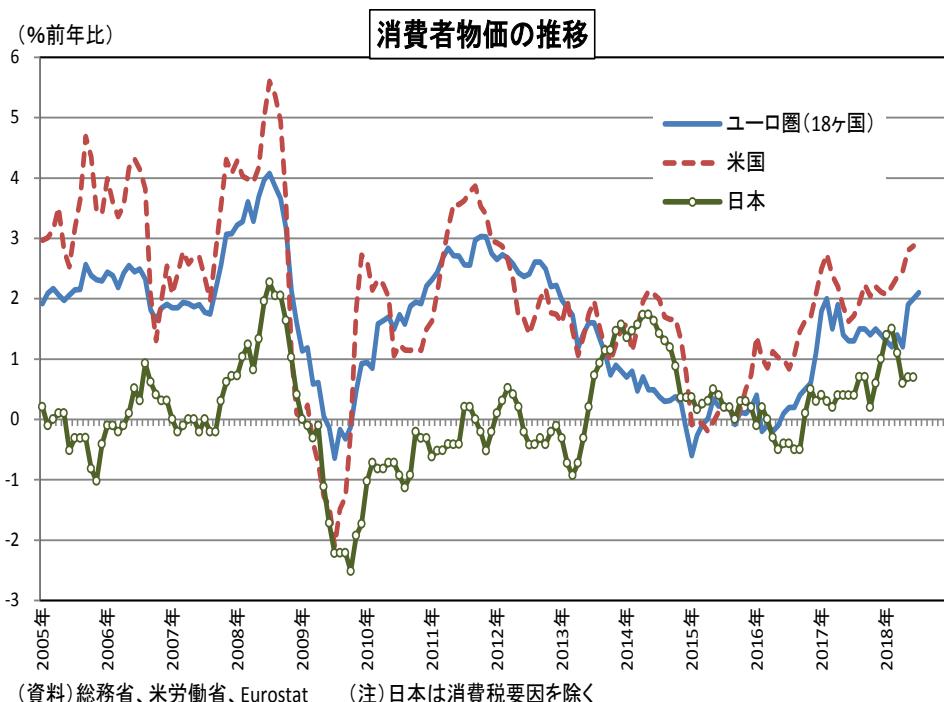
(資料)内閣府 (注)実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

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するが、通商摩擦への懸念も強い
 - 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(WEO、18年7月発表)では、世界経済は19年にかけて緩やかな成長が継続するとの従来の見通しを踏襲したものの、日本を含めた主要経済国はすでに成長率がピークに達し、成長の足並みが乱れ始めるなど、成長の同期性が薄れていく可能性を指摘
 - 18、19年の世界経済全体の成長率はともに3.9%と、17年(3.7%)から若干加速するものの、世界貿易数量は18年4.8%、19年4.5%(いずれも前年比)と、17年(同5.1%)から減速するとの見通し
 - 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、目先足踏みが予想される半面、先行きは若干持ち直すとの見通し



- 「低インフレ・低金利・低成長」から脱し、正常化を進める先進国・地域の中央銀行
 - 物価上昇率は先進国・地域の中央銀行が目標として掲げる「2%」に向けた動きが続いている、各中央銀行は政策正常化に向けて動き出している
 - ただし、長期金利の上昇テンポは鈍く、「逆イールド発生⇒景気ピークアウト」への懸念も
 - 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」も一部で顕在化
 - アルゼンチンなど一部の新興国では資本流出懸念が高まり、通貨安に見舞われている
 - 対抗措置として大幅利上げを余儀なくされており、実体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

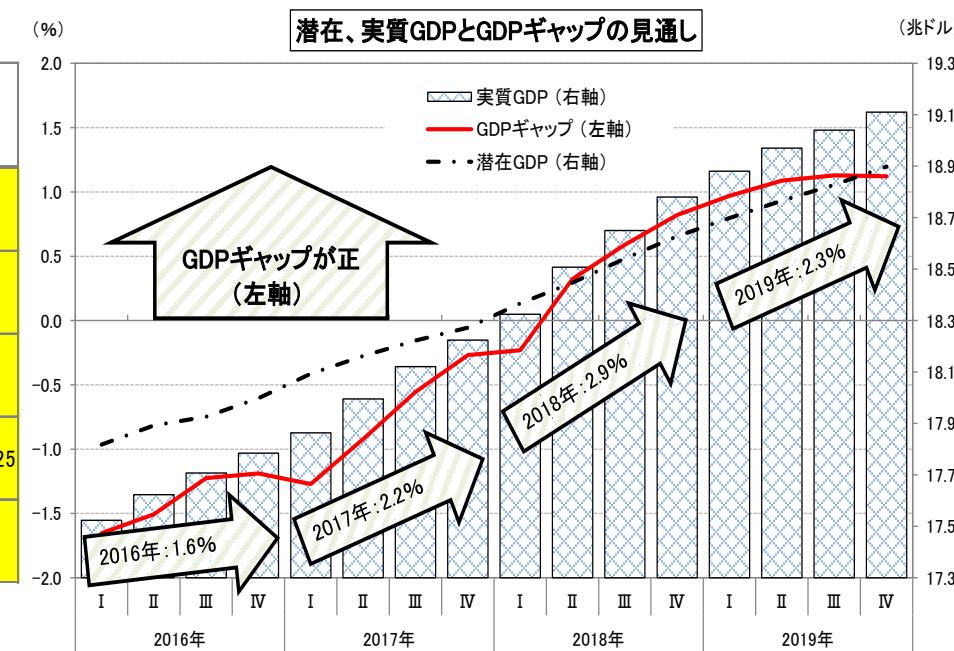
・ 景気動向

- 18年4～6月期のGDPは前期比年率4.1%成長(速報値)
- 需要項目別では、個人消費や設備投資、純輸出などが堅調に推移した
- 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
- 見通しのポイントとしては、①18年内に利上げ回数は従来の3回から4回に増加すること、②減税効果によって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景気の一段の拡大とインフレ率上昇から、19年に3回の利上げを想定すること、が挙げられる
- GDP改訂に伴い、成長率見通しを18年は2.9%に上方修正、利上げ回数の増加予想から19年は2.3%に下方修正(前回の見通しはそれぞれ2.8%、2.6%)

	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/実績)	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	3.2	2.6	2.9	2.4	2.2	2.3
PCEデフレーター	(%、前年比)	1.5	1.9	2.0	2.0	2.2	2.1	2.2
失業率	(%、平均)	4.4	4.0	3.8	3.9	3.7	3.6	3.7
FFレート誘導水準	(%)	1.25～1.50	1.75～2.00	2.25～2.50	2.25～2.50	2.75～3.00	3.00～3.25	3.00～3.25
10年国債利回り	(%)	2.4	2.9	3.1	3.1	3.3	3.2	3.2

(資料)米商務省、米労働省、FRB

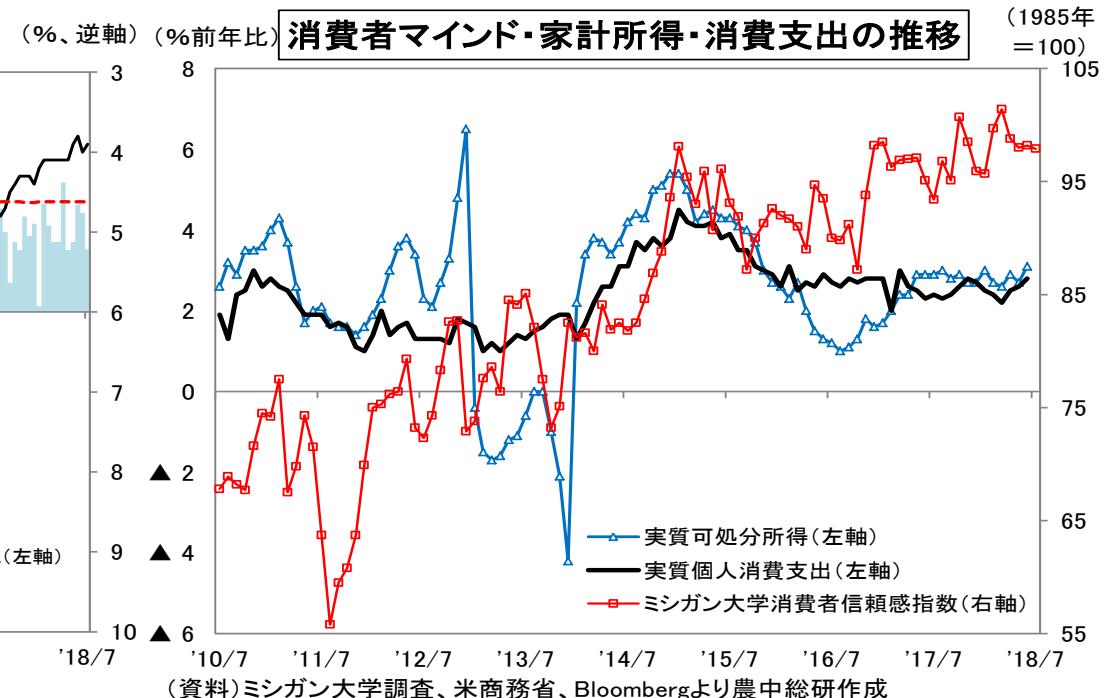
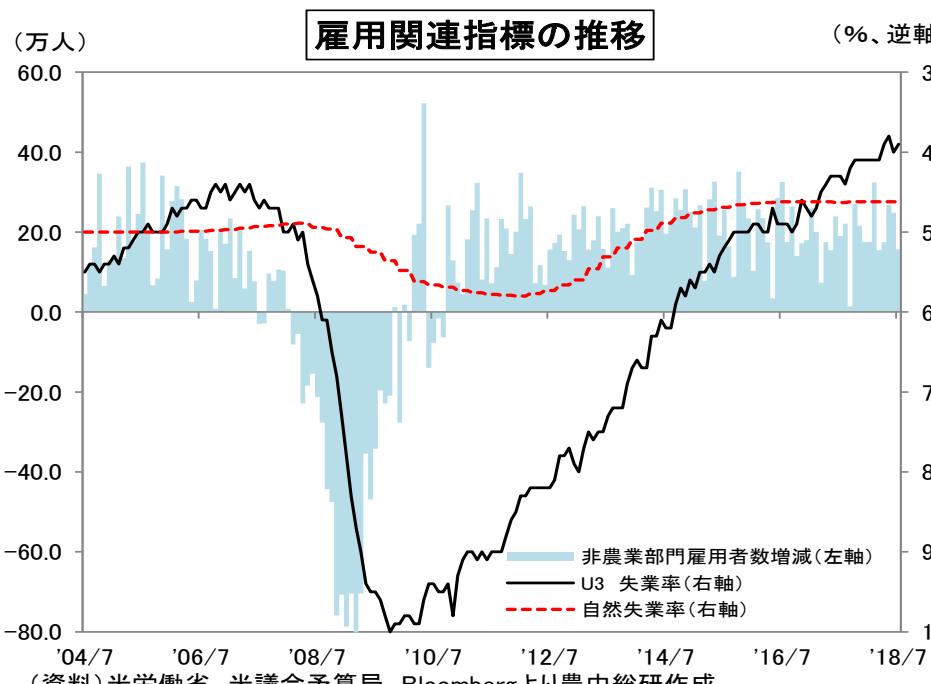
(注)見通しは農中総研作成。成長率、インフレ率、失業率は期間の平均値。



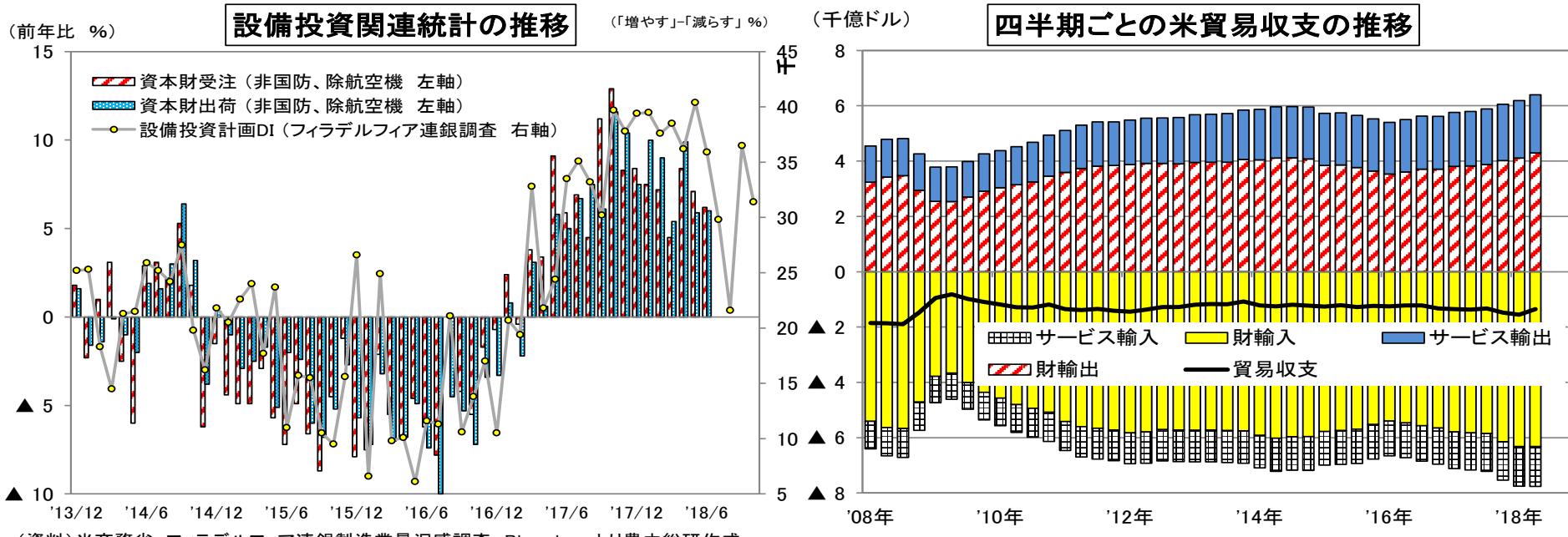
(資料)米議会予算局、経済分析局、Bloombergより農中総研作成

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。

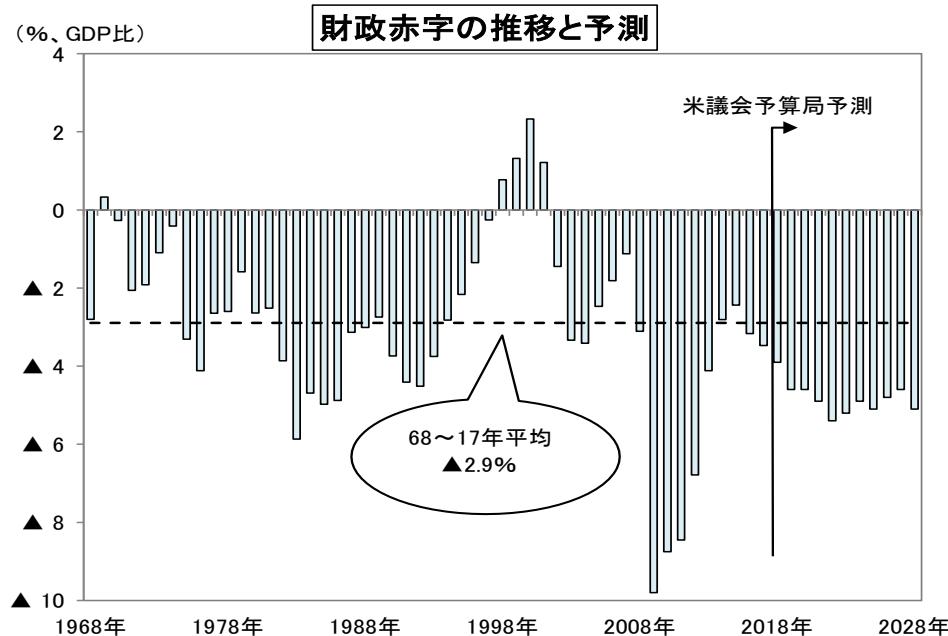
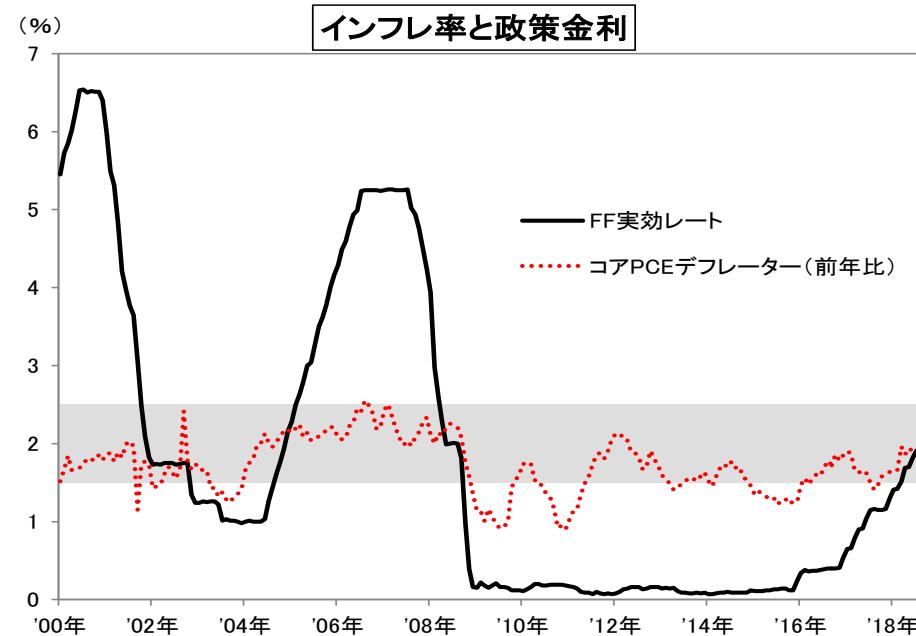
- 雇用:堅調に推移している
 - 18年の非農業部門雇用者数は月平均21.5万人のペースで増加、失業率(7月)は18年ぶりの水準である3.9%まで低下するなど、労働市場は堅調に推移
 - 賃金上昇率は前年比2.7%程度ながらも、加速感はない
- 消費:4~6月期は拡大が顕著
 - 減税効果によって家計可処分所得と消費支出は増加傾向を維持
 - 今後も雇用者数の伸び、賃金上昇率の緩やかな高まり、減税政策の効果などから消費支出の拡大が予想される



- ・ **設備投資: 堅調に推移している**
 - 4~6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7.2%、7.3%と堅調に推移、企業の設備投資意欲も強く、設備投資は増加基調を維持する見通し
- ・ **貿易: 4~6月期は輸出が一時的に拡大**
 - 4~6月期の輸出は、相手国からの追加関税回避に向けた駆け込み輸入が増えた影響で、前年比10.5%増となり、貿易赤字の縮小に寄与した
 - 先行きについては、米国経済の拡大と共に輸入の伸びが高まり、貿易赤字の拡大が続く見通し
 - 中国製品500億ドル相当に対して25%の追加関税を決定、中国製品2,000億ドル相当に対する25%の追加関税に加えて、自動車・自動車部品への追加関税も検討している



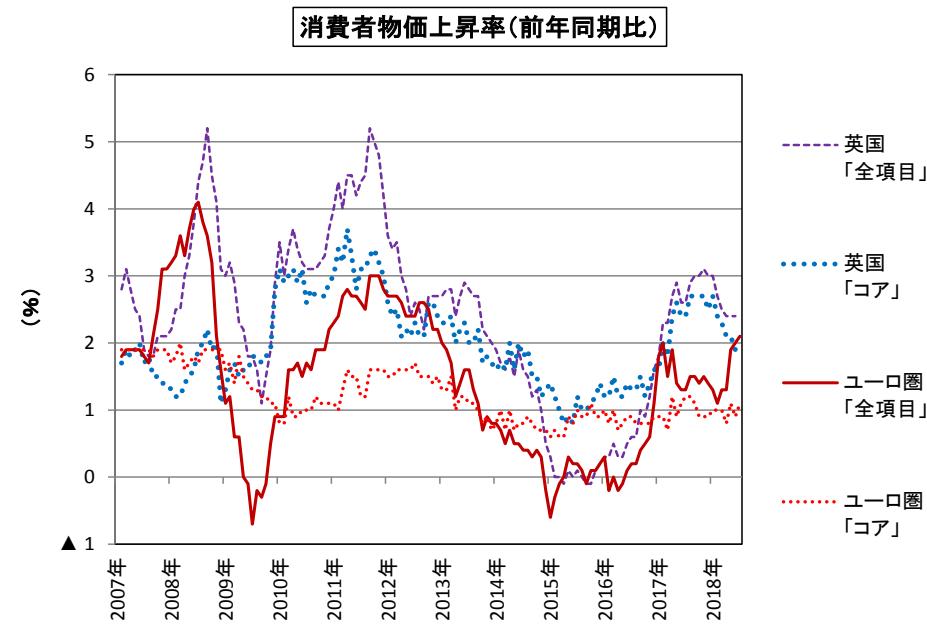
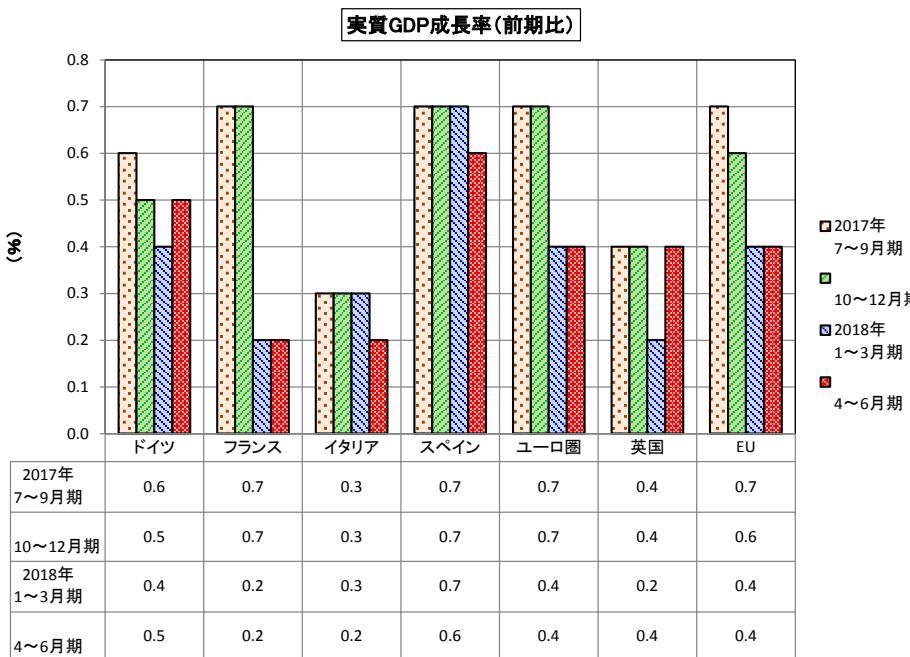
- 金融政策:FRBは金融政策の正常化(バランスシート(B/S)の縮小と利上げ)を継続
 - 17年10月からB/S縮小を開始した
 - マーケットは、9月FOMCでの利上げは確実視しており、12月利上げも65%程度織り込む
 - 当総研では、18年の利上げ回数は4回と予想(6月見通しの3回から修正)
- 財政政策:10年で1.5兆ドル規模の減税政策が実現、歳出上限を合計3,000億ドル引き上げ
 - 18、19会計年度において、裁量的経費の歳出上限を合計3,000億ドル引き上げ
 - 10月を目処に、税制改革第2弾として法人税率を現行21%から20%へ、個人減税の拡充などを目指しているが、現段階では成立する見込みは低い



2 世界経済の動向 ③欧洲

• 景気動向

- ユーロ圏の18年4~6月期の実質GDP前期比成長率(改定値)は1~3月期と変わらず
 - 前期比成長率は0.4%(1~3月期:0.4%)
 - なお、前年同期比成長率では2.2%(1~3月期:2.5%)
- 前期比成長率について、経済規模の大きい4ヶ国では、ドイツが1~3月期から改善
- スペインは、前期からやや減速ながら高い水準を維持
- これに対し、フランス、イタリアが低水準にとどまる
- 一方、英国では前期比成長率は0.4%となり、1~3月期の同0.2%から幾分回復
- 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.4%(1~3月期:同0.4%)、前年同期比で2.2%の成長(同:2.4%)



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

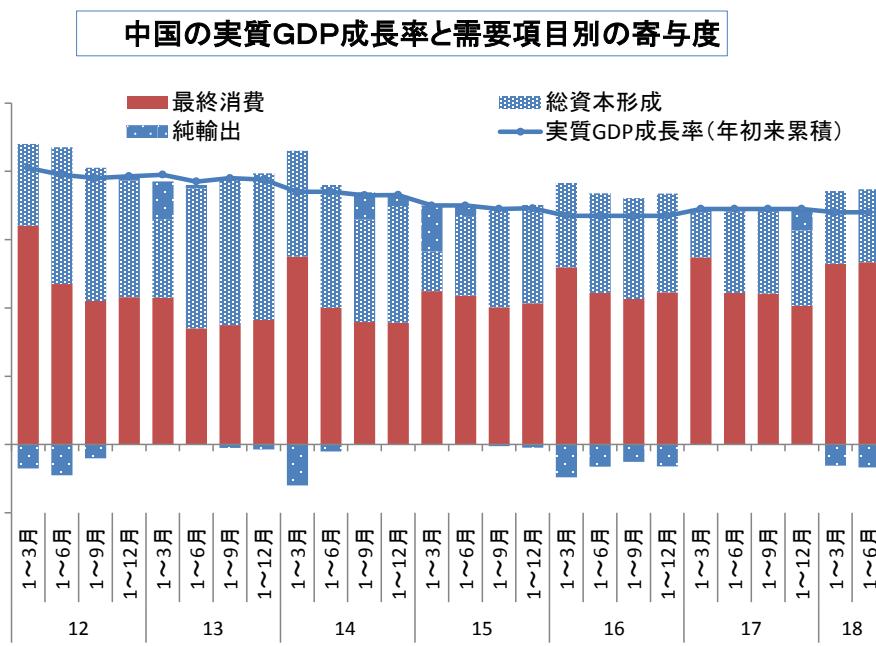
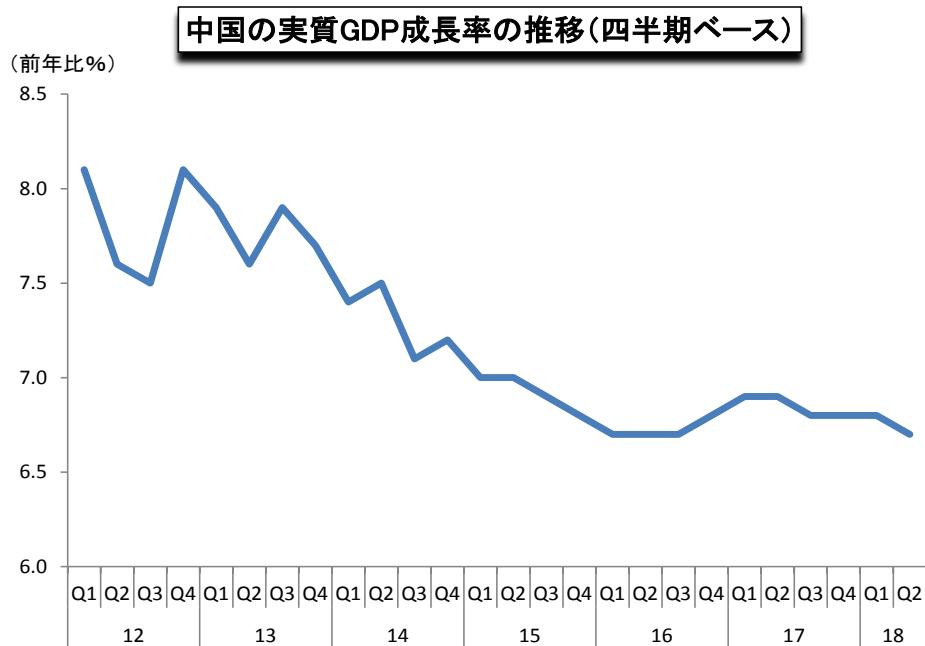
- ヨーロッパ経済
 - ヨーロッパの経済成長は、17年末をピークに頭が打たれた形
 - 6月の小売売上高は前月比で0.3%の増加を維持したが、前年同月比では1.2%の増加にまで縮小
 - 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.7%の低下(前年同月比では2.5%の上昇ながら、勢いは鈍化)
 - 一方、失業率は改善傾向が続いている6月には8.3%
- ドイツ経済
 - 3月以降の米中貿易摩擦などの国際間の緊張の高まりで、景況感が低下
 - 全般に、17年末をピークに成長の勢いの鈍化が継続
 - 6月の製造業受注指数は前月比で4.0%の大幅低下(前年同月比では0.8%の低下)
 - 特に、ヨーロッパ圏域外からの受注の減少が大
 - 同月の鉱工業生産指数は前月比で0.9%の低下(前年同月比では2.5%の上昇ながら、勢いは鈍化傾向)
 - 同月の輸出額は前月比で変わらず(前年同月比では5.7%の増加ながら、昨年末の勢いからは鈍化)
 - 一方、同月の失業率は3.4%にまで低下
 - 同月の小売売上高は前月比で1.2%の増加(前年同月比では1.1%の増加で、昨年末の勢いからは鈍化)
- 英国経済
 - 前期比成長率(0.4%)は1~3月期(0.2%)から幾分回復したが、1~3月期が寒波などの一次的な要因で落ち込んだことの反動
 - 減速トレンドを脱するものとは考えられず
 - 1~3月期に比べ、家計消費が力強さを欠いた一方で、企業投資は回復

- 物価動向
 - ユーロ圏では、7月の消費者物価上昇率(前年同月比)は2.1%まで回復
 - ただし、エネルギー価格の上昇の影響が大きく、これらを除いたコアでは1.1%にとどまる
 - 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(同)は6月には2.4%まで低下(コアは1.9%)
- 金融政策
 - ECBは、量的緩和(QE)を18年1月から9月までの間は月額300億ユーロで継続
 - ECBは、6月の理事会で18年10月以降は月額150億ユーロに縮小し、年内に終了する方針を決定
 - これは、異例な金融緩和の「出口」に向けての大きな一歩
 - ECBは、物価上昇率の回復状況を確認しつつ、金融政策の正常化に向けて慎重な手順を踏む見通し
 - 一方、イングランド銀行(BOE)は、17年11月に続き18年8月に政策金利を引き上げ、0.50%から0.75%に
 - BOEは、労働需給の改善が見られるなか、今後も緩やかに利上げを進める方針
- 景気見通し
 - ユーロ圏では、改善が鈍い域内の生産性などの下で、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2.5%から2%近辺に向けて減速へ
 - 英国では、EU離脱の不透明感が強まり、18年通年の実質GDP成長率は17年の1.8%から1%台前半に減速へ
 - しかも、ユーロ圏・英国とも、貿易摩擦の激化、合意のない「無秩序なEU離脱」など、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

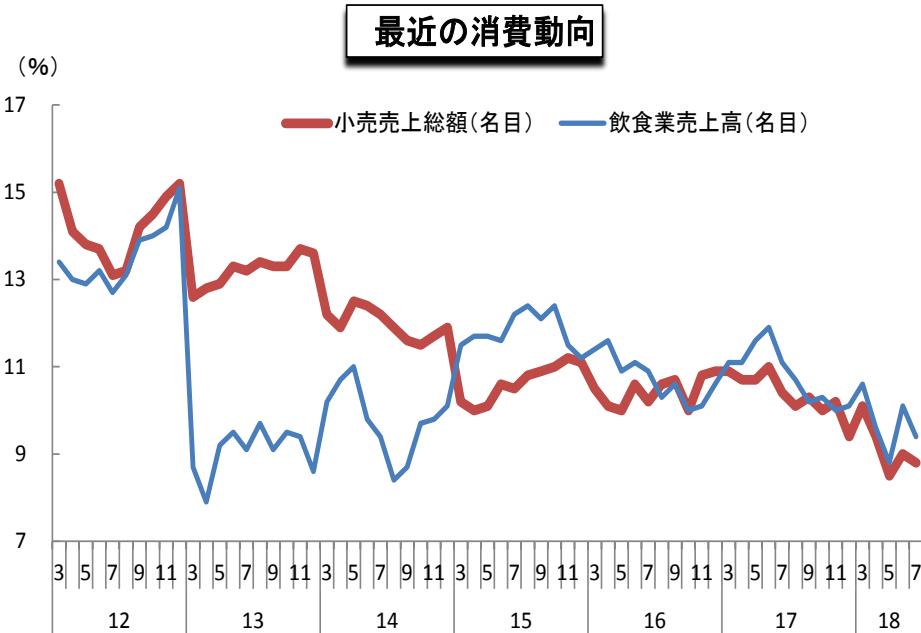
- 18年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と、1～3月期(同6.8%)から小幅減速した
 - この背景には、総資本形成にあたる固定資産投資の伸びが鈍化したことが挙げられる
 - 国内需要(最終消費+総資本形成)が景気を下支えしているが、14年以降、最終消費は成長を牽引する最大のエンジンとなり、総資本形成の寄与度低下をある程度カバーしている
 - 予想範囲内の緩やかな減速に留まり、かつ18年の政府目標である「6.5%前後」を上回ったことから、堅調に推移したと評価できる



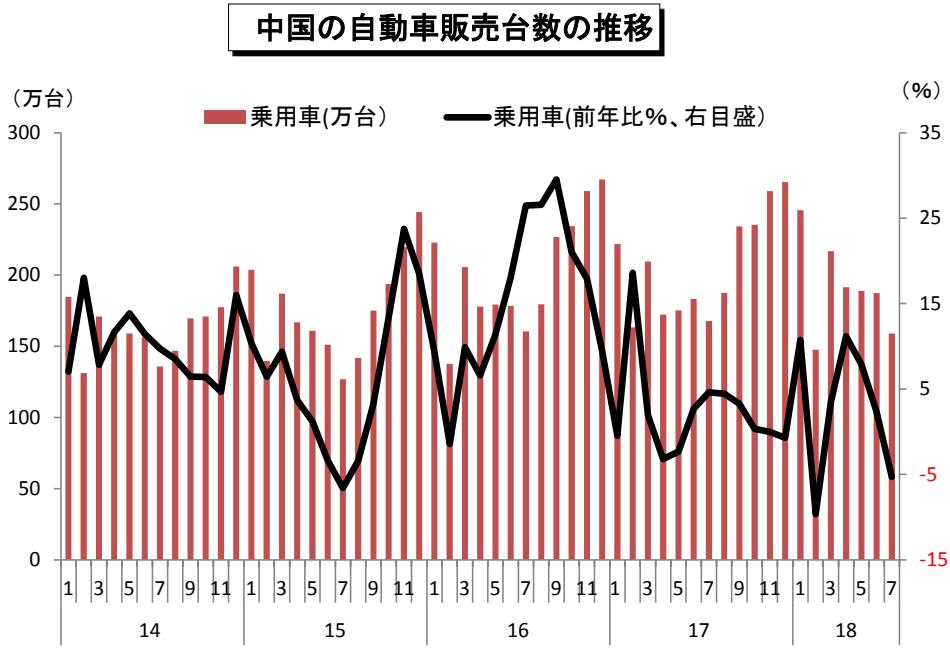
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

・個人消費

- 個人消費は、頭打ちとなっている自動車販売などを受けて緩やかに減速しているが、総じて堅調さは維持
 - ・ネット通販が引き続き好調であるほか、サービス消費も増加傾向
 - ・近年は消費の「質」を追求する動きも
- 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、比較的底堅さを維持すると見込まれる



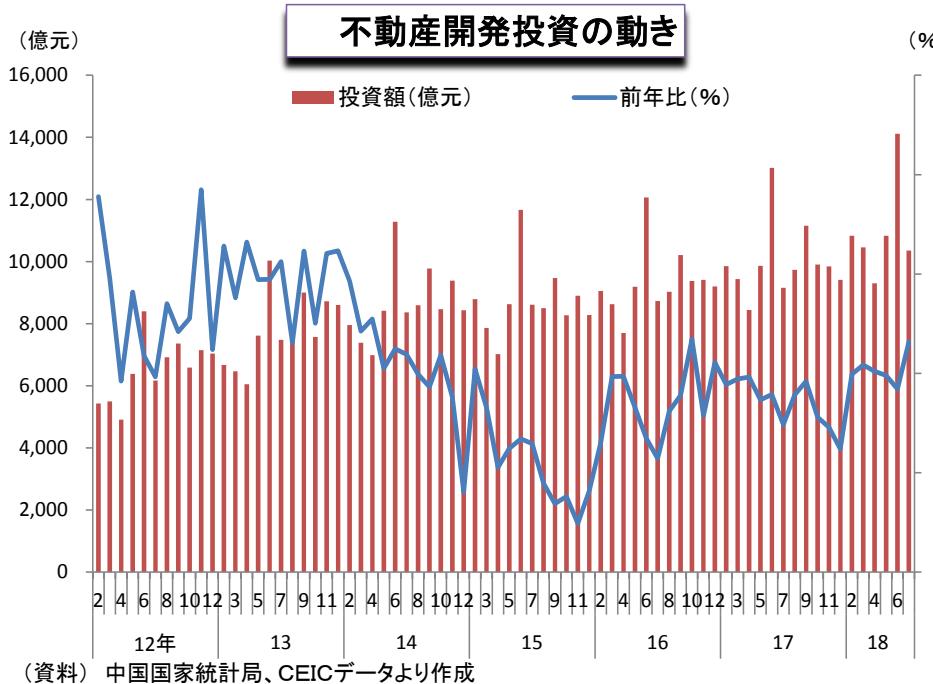
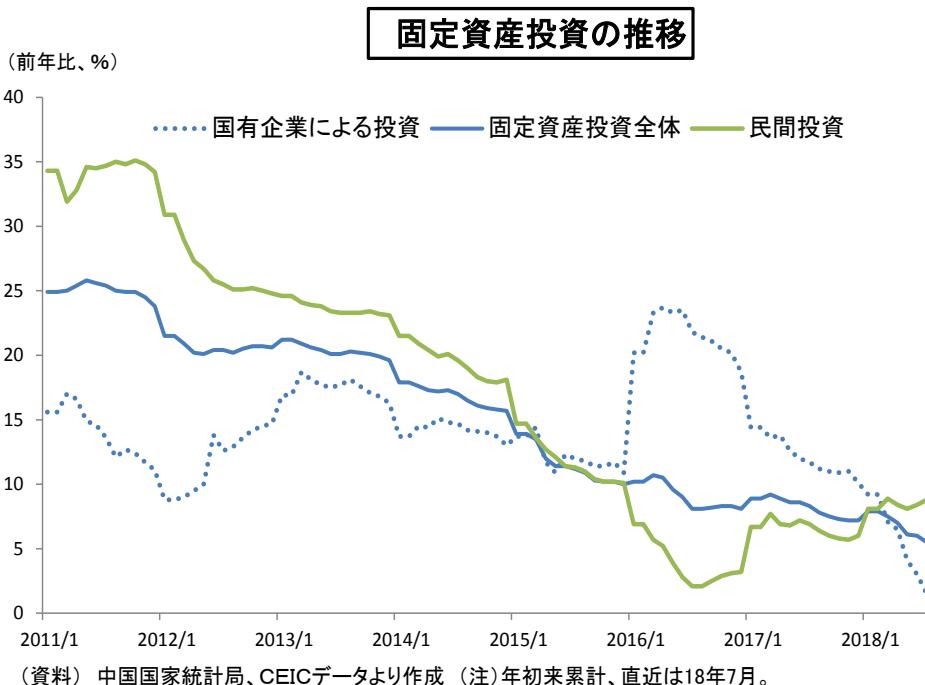
(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成



(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
- その背景には、国有企業を中心に債務削減への取り組みが行われており、国有企業による投資が減速してい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、不動産開発投資は比較的堅調に推移
- 先行きについては、「構造調整」を進めていくものの、「内需拡大」という経済政策も新たに打ち出されており、国有企業による投資も徐々に持ち直していくと見込まれる

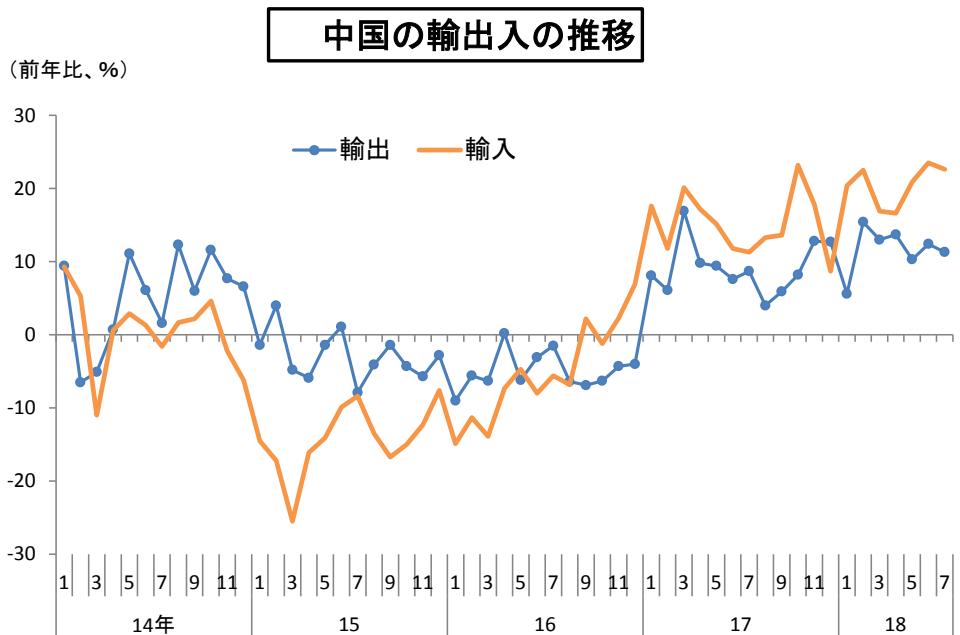


• 輸出

- 輸出は世界経済の緩やかな成長が継続する中、米中経済摩擦激化への懸念で前倒し輸出が強まつたことなどを背景に堅調に推移
- 先行きについては、駆け込み的な輸出増の反動減が予想されるほか、米中経済摩擦がさらに激化するおそれもあることから、減速すると見込まれる

• 成長率見通し

- 18年は6.7%、19年は6.5%と、緩やかに減速していくと予測



(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成
(注) 金額はドルベースで前年同期比。



(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

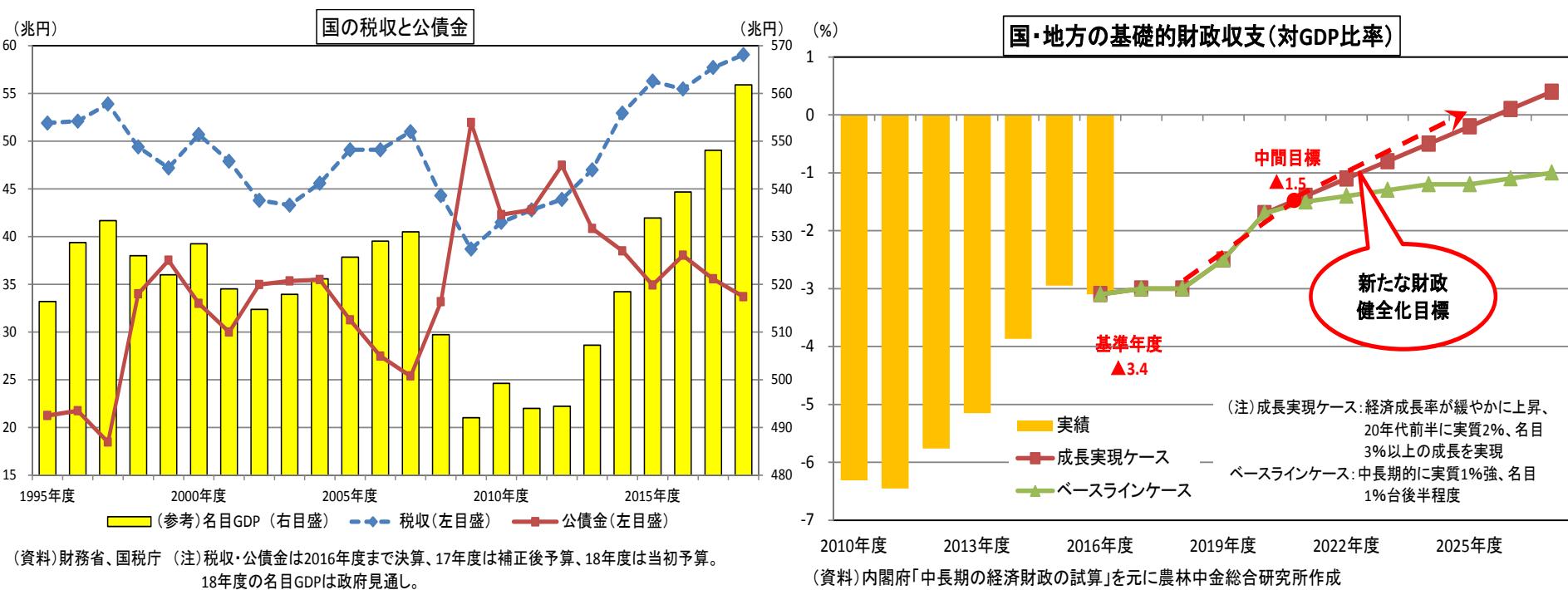
2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 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/バレル前後へ
 - 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
 - 6月には減産体制の緩和を決定したが、中東地域の地政学的リスク、米国のイラン核合意からの離脱などを受けて原油価格(WTI先物)は一時70ドル/バレル台半ばまで上昇(足元は70ドル/バレル前後)
- 原油入着価格の見通し
 - 一部産油国の生産障害、イラン原油輸入への制裁発動の可能性もある一方で、減産緩和で実質的な増産となるほか、それ以外の産油国での増産圧力も強く、一方的な上昇は想定しがたい
 - 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



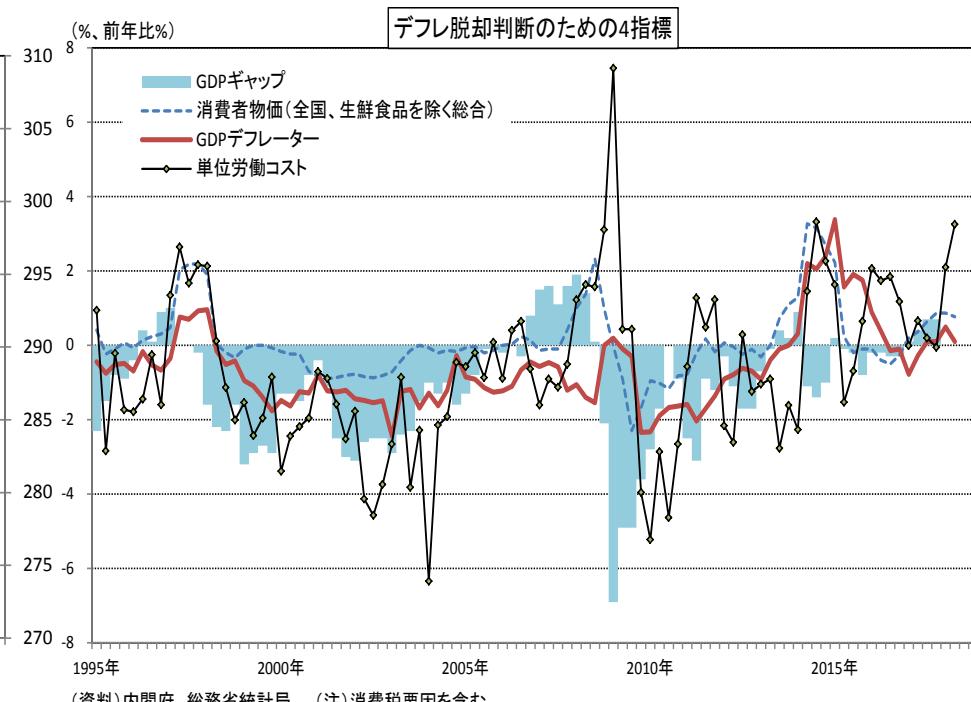
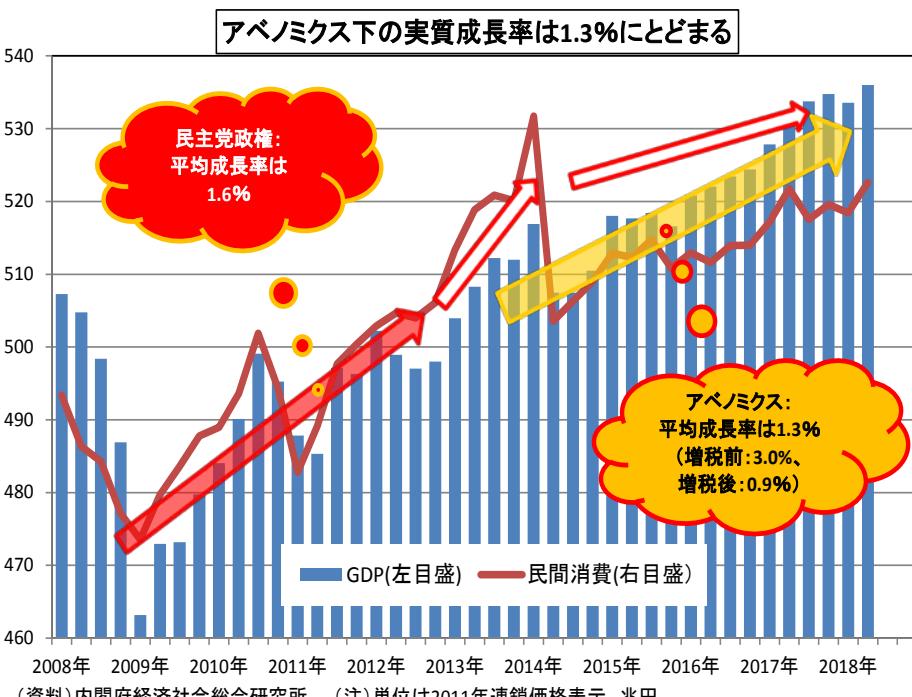
3 国内の経済政策

- 骨太方針2018で示された財政健全化目標では、PB黒字化時期を5年先送り
 - 「25年度のPB黒字化を目指すと同時に債務残高対GDP比の安定的な引下げを目指す」という目標を設定
 - この達成に向けた取組の進捗状況を確認するため、21年度に中間指標(①PB赤字の対GDP比率は17年度から半減(1.5%程度)、②債務残高の対GDP比は180%台前半、財政収支赤字の対GDP比は3%以下)を設定し、進捗管理をすることになった
 - 未達成の「名目3%、実質2%」の経済成長と楽観的な前提であり、また社会保障関係費など歳出抑制姿勢も不明瞭との批判も
- 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軽減する措置の検討を開始



• 18年秋以降もアベノミクス継続の可能性高まる

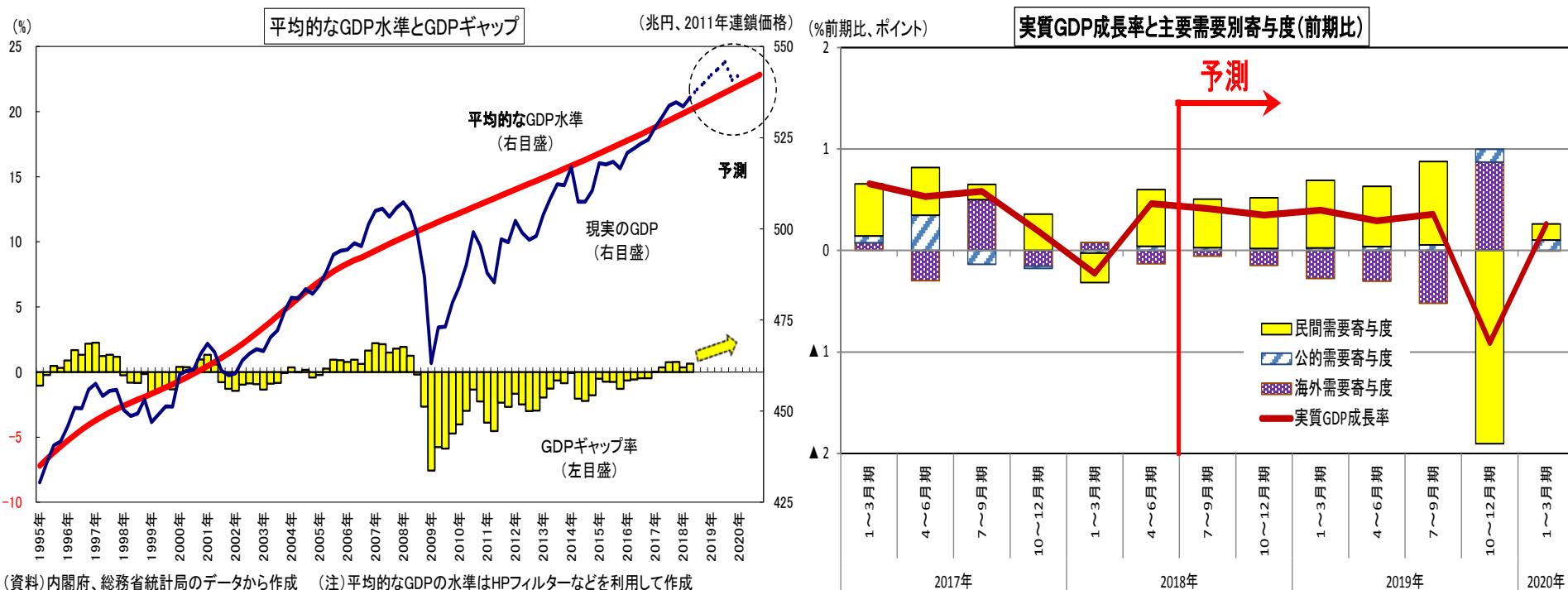
- 「国難」と位置付けた少子高齢化の克服に向けて、今後は「人づくり革命」(人材への投資)に注力する方針
 - 幼児教育の無償化に加え、高等教育無償化、全世代型の社会保障制度への転換なども
- アベノミクスは「実質2%、名目3%の経済成長、2%の物価上昇」を目標に掲げているが、実際の経済成長は年率1.3%にとどまっているほか、物価2%も未達成
- 今秋には19年10月に予定する消費税率引上げの最終判断を迫られるが、仮に増税を決断した際、その判断理由にデフレ脱却を挙げる可能性も
- 19年度予算の概算要求基準は、①年金・医療等は18年度当初予算額(31.5兆円)に自然増(6,000億円)を加算した範囲内、②義務的経費は18年度と同額(12.7兆円)、③裁量的経費は18年度(14.7兆円)から1割減、④「新しい日本のための優先課題推進枠」として義務的経費・裁量的経費の削減額の3倍まで要求を認める、等



4 日本経済・物価の見通し

・ 総論 ~2018年度は1.2%成長、19年度は0.7%成長(いずれも据え置き)と予測~

- 足元18年7~9月期は、西日本豪雨や記録的な猛暑による悪影響が懸念される半面、家計所得の改善の強まりが消費持ち直しを牽引していること、エアコンなど季節需要の強まり、自律的拡大局面にある設備投資の増加傾向などで、プラス成長を維持(年率1.7%成長と想定)
- 18年度下期以降については、輸出環境は決して良好とは言えず、外需は小幅のマイナス寄与が続く可能性もあるが、民間需要が牽引する格好で景気拡大が継続
- ただし、人手不足の深刻化、それによる人件費高などで、徐々に「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、景気は堅調な推移を続ける可能性が大きいが、19年度下期以降は反動減も加わり、調整色が強まる



予測表(年度、半期)

	単位	2017年度 (実績)	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)
名目GDP	%	1.7	1.4	2.1
実質GDP	%	1.6	1.2	0.7
民間需要	%	1.4	1.8	1.5
民間最終消費支出	%	0.8	1.2	1.1
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 4.7	▲ 2.1
民間企業設備	%	3.1	4.8	4.3
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	0.1	▲ 0.1
公的需要	%	0.9	0.1	0.8
政府最終消費支出	%	0.7	0.5	0.7
公的固定資本形成	%	1.4	▲ 1.4	1.2
輸出	%	6.3	3.8	3.5
輸入	%	4.1	5.0	6.5
国内需要寄与度	ポイント	1.2	1.5	1.5
民間需要寄与度	ポイント	1.0	1.4	1.2
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.1	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲ 0.2	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	0.3	1.3
国内企業物価(前年比)	%	2.7	2.9	3.4
全国消費者物価(〃)	%	0.7	1.0	2.0
(消費税増税要因を除く)				(1.5)
完全失業率	%	2.7	2.3	2.3
鉱工業生産(前年比)	%	4.1	2.8	2.4
経常収支	兆円	21.8	18.8	16.1
名目GDP比率	%	4.0	3.4	2.8
為替レート	円/ドル	110.8	111.0	107.5
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	0.10	0.19
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	70.2	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

(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	2017年度 通期	2018年度			2019年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
				上半期	下半期		上半期	下半期
実質GDP	%	1.6	1.2	0.6	1.0	0.7	0.7	▲ 0.4
民間需要	%	1.4	1.8	0.9	1.7	1.5	1.8	▲ 1.3
民間最終消費支出	%	0.8	1.2	0.8	1.0	1.1	1.7	▲ 1.3
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 4.7	▲ 3.6	2.8	▲ 2.1	▲ 0.3	▲ 8.3
民間企業設備	%	3.1	4.8	2.3	4.3	4.3	3.1	▲ 0.6
公的需要	%	0.9	0.1	0.2	0.2	0.8	0.3	0.9
政府最終消費支出	%	0.7	0.5	0.3	0.4	0.7	0.3	0.8
公的固定資本形成	%	1.4	▲ 1.4	▲ 0.5	▲ 0.3	1.2	0.5	1.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.6	▲ 1.7	▲ 3.4	▲ 5.6	▲ 7.2	▲ 3.9
輸出	%	6.3	3.8	1.0	2.6	3.5	1.8	1.6
輸入	%	4.1	5.0	1.6	4.5	6.5	5.6	▲ 0.4
内需寄与度(前期比)	%	1.2	1.5	0.8	1.1	1.5	1.6	▲ 1.2
民間需要(〃)	%	1.0	1.4	0.7	1.1	1.2	1.5	▲ 1.4
公的需要(〃)	%	0.2	0.1	0.0	0.0	0.3	0.1	0.2
外需寄与度(〃)	%	0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.6	▲ 0.7	0.6
デフレーター(前年比)	%	0.1	0.3	0.1	0.4	1.3	1.0	1.7
完全失業率	%	2.7	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	2.4
鉱工業生産(前期比)	%	4.1	2.8	1.1	2.2	2.4	2.5	▲ 2.3
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	94.5	97.9	95.9	100.0	89.5	94.0	85.0
経常収支	兆円	21.8	18.8	10.3	8.5	16.1	5.8	10.3
貿易収支	兆円	4.6	3.3	1.9	1.4	1.1	▲ 1.1	2.2
外國為替レート	円/ドル	110.8	111.0	110.8	111.3	107.5	107.5	107.5
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	70.2	70.4	70.0	70.0	70.0	70.0

(前年同期比)	単位	2017年度 通期	2018年度			2019年度		
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
				上半期	下半期		上半期	下半期
名目GDP	%	1.7	1.4	1.0	1.8	2.1	2.4	1.7
実質GDP	%	1.6	1.2	0.9	1.3	0.7	1.4	0.1
民間需要	%	1.4	1.8	1.3	2.3	1.5	3.2	▲ 0.1
民間最終消費支出	%	0.8	1.2	0.7	1.6	1.1	2.6	▲ 0.3
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 4.7	▲ 8.2	▲ 1.1	▲ 2.1	2.2	▲ 6.3
民間企業設備	%	3.1	4.8	3.9	5.8	4.3	6.7	1.9
公的需要	%	0.9	0.1	▲ 0.2	0.4	0.8	0.5	1.2
政府最終消費支出	%	0.7	0.5	0.4	0.6	0.7	0.5	1.0
公的固定資本形成	%	1.4	▲ 1.4	▲ 2.8	▲ 0.6	1.2	0.4	2.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.6	▲ 1.7	▲ 3.4	▲ 5.6	▲ 7.2	▲ 3.9
輸出	%	6.3	3.8	4.5	3.2	3.5	4.0	3.0
輸入	%	4.1	5.0	4.3	5.6	6.5	9.7	3.4
国内企業物価(前年比)	%	2.7	2.9	2.9	2.9	3.4	2.9	3.8
全国消費者物価(〃)	%	0.7	1.0	0.8	1.1	2.0	1.5	2.6
完全失業率	%	2.7	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	4.1	2.8	2.2	3.3	2.4	4.7	0.1

国内企業物価(前年比)	%	2.7	2.9	2.9	2.9	3.4	2.9	3.8
全国消費者物価(〃)	%	0.7	1.0	0.8	1.1	2.0	1.5	2.6
完全失業率	%	2.7	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	2.4
鉱工業生産(前年比)	%	4.1	2.8	2.2	3.3	2.4	4.7	0.1

(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)

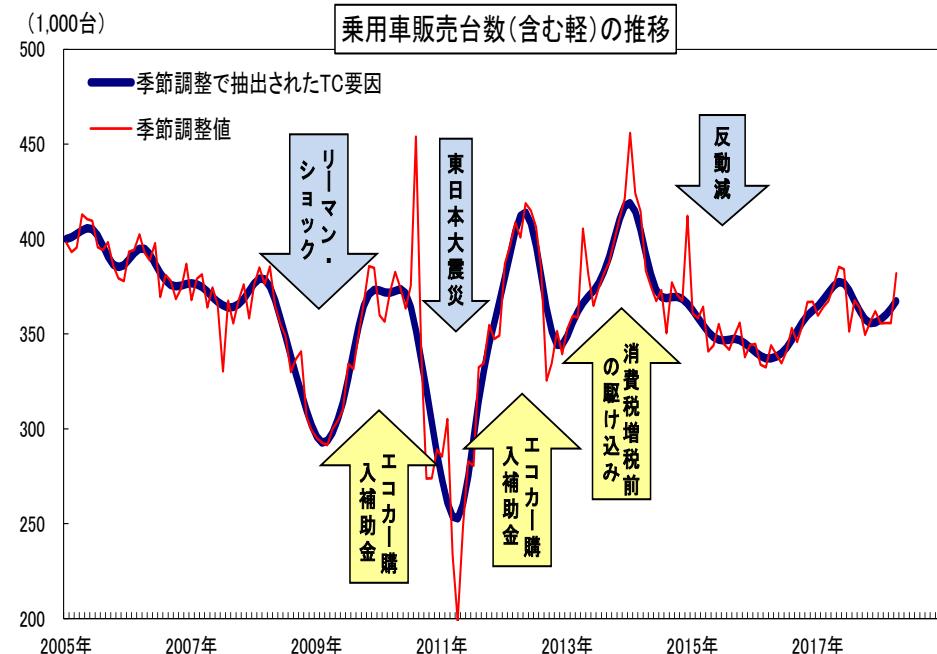
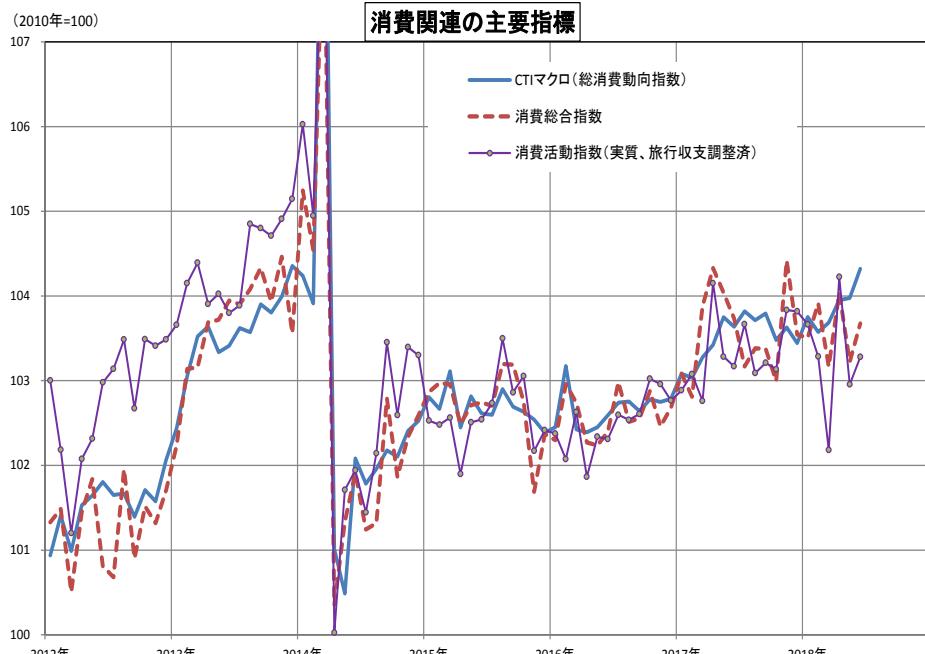
	単位	2017年				2018年				2019年				2020年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	0.2	0.8	0.8	0.3	▲0.4	0.4	0.6	0.6	0.5	0.6	0.8	▲0.0	0.3
実質GDP (年率換算)	%	0.7	0.5	0.6	0.2	▲0.2	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4	▲0.9	0.3
民間需要	%	2.7	2.1	2.3	0.8	▲0.9	1.9	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	▲3.6	1.0
民間最終消費支出	%	0.7	0.6	0.2	0.5	▲0.4	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間住宅	%	0.8	1.3	▲1.3	▲3.0	▲2.3	▲2.7	0.5	1.0	2.5	1.0	▲5.0	▲3.0	▲1.0
民間企業設備	%	0.6	0.5	1.2	0.8	0.5	1.3	1.5	1.7	2.0	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	▲0.2	0.0	0.0	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.2	▲0.2
公的需要	%	0.3	1.4	▲0.5	▲0.1	▲0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.5	0.4
政府最終消費支出	%	0.3	0.4	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.4
公的固定資本形成	%	▲0.2	5.4	▲2.9	▲0.6	▲0.4	▲0.1	▲0.3	0.0	0.1	0.2	0.5	1.0	0.5
輸出	%	1.9	0.2	2.1	2.1	0.6	0.2	0.9	1.2	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5
輸入	%	1.4	1.9	▲1.5	3.3	0.2	1.0	1.2	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	0.3	▲0.3	0.6	0.5	0.5	0.7	0.6	0.9	▲1.8	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.5	0.1	0.4	▲0.3	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6	0.8	▲1.9	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	▲0.1	▲0.0	▲0.0	0.0	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	0.6	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲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	0.1	0.1	0.3	0.5	0.9	1.1	1.7	1.6
国内企業物価(前年比)	%	0.9	2.1	2.8	3.3	2.5	2.6	3.2	3.0	2.8	2.8	3.0	4.0	3.6
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	1.3	1.6	2.6	2.5
完全失業率	%	0.2	1.8	0.5	1.6	▲1.3	1.3	1.0	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	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.3	2.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.4	5.0	5.8	5.9	4.7	5.5	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	4.0	3.5	3.2	2.9	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	109.1	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	▲0.04	▲0.05	▲0.06	▲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	0.04	0.10	0.12	0.15	0.18	0.18	0.18	0.20
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.4	53.3	49.6	58.3	67.3	70.7	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。

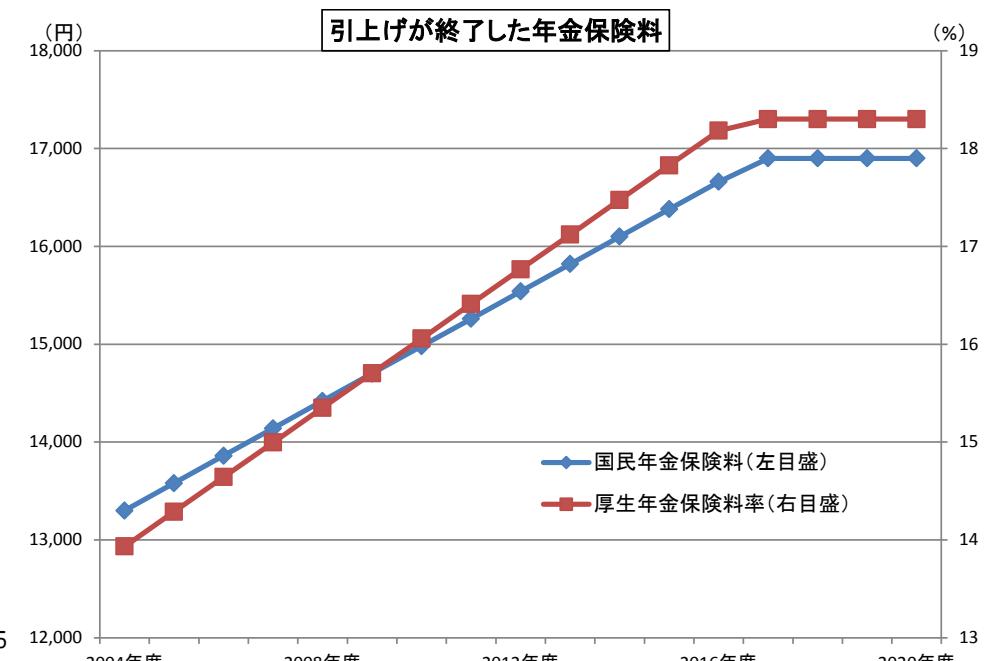
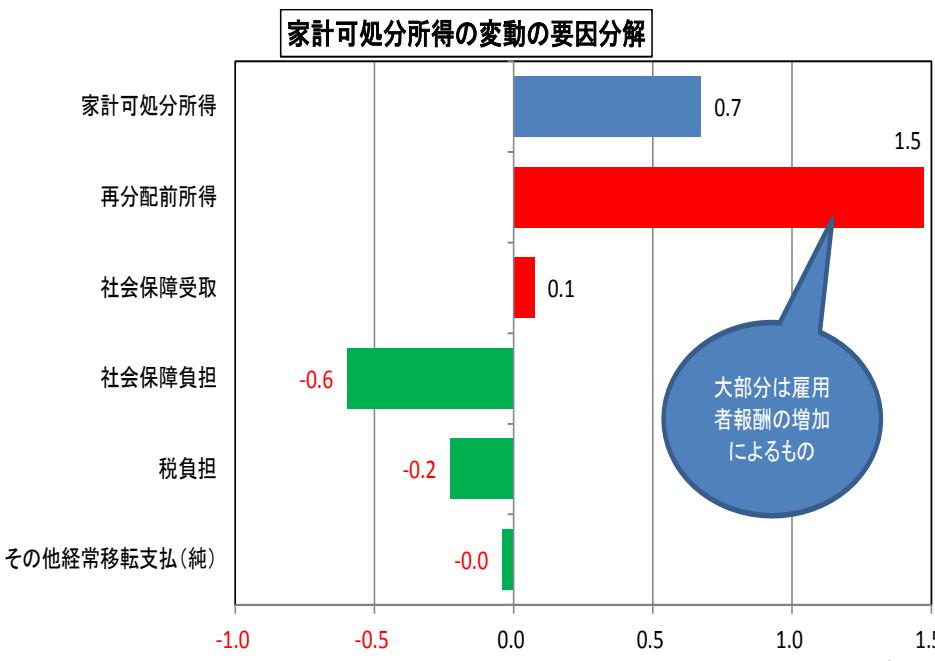
・ 民間消費

- 西日本豪雨や酷暑などの影響で、消費者マインドが悪化していることに加え、生鮮野菜価格が再び高騰するなど、足元の消費への悪影響が懸念されている
 - 一方で、エアコンなど季節需要は堅調に推移
- 労働需給の逼迫によって18年度入り後に賃金上昇率は高まりを見せており、先行きの消費を下支えしていくものと期待される
- 19年度上期は消費税率引上げ前の駆け込みが発生するが、下期にはその反動が想定される
- 実質民間最終消費支出は、18年度：同1.2%、19年度：同1.1%（うち、上期：前期比1.7%、下期：同▲1.3%）と予測



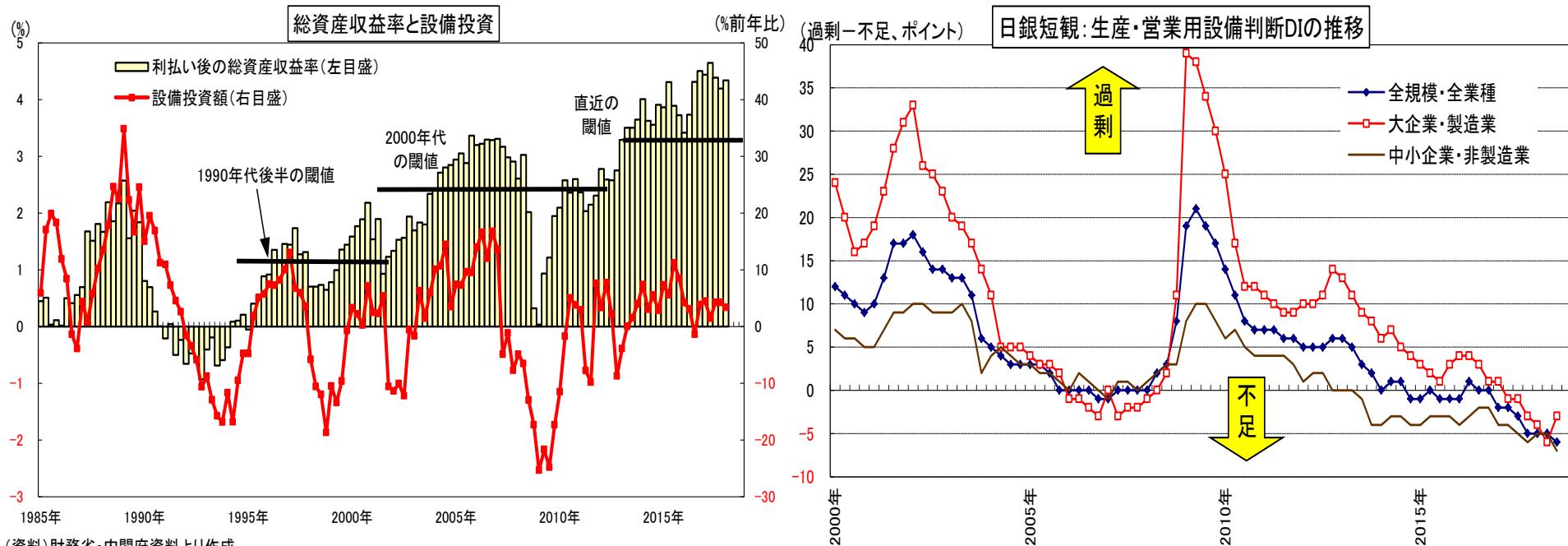
• (参考)家計所得と消費との乖離

- アベノミクス開始後、雇用者数が大幅に増加した結果、雇用者報酬も堅調に推移してきた
- 一方で、社会保障負担、税負担も増加したため、家計可処分所得の伸びは抑制され、民間消費は低調だった（特に、14年度以降は顕著）
- 「100年安心」を掲げた2004年の年金制度改革に伴い、年金保険料は毎年引上げられてきたが、17年4月に国民年金の保険料は上限に達したほか、同年9月には厚生年金の保険料率も引上げが終了し、以降はそれぞれ月額16,900円、18.3%で固定されることになる
- 先行き消費税率や介護保険料などの引上げが予定されるが、今後は賃上げが可処分所得の改善に貢献する割合が高まるものと期待される



・ 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めの推移
- 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8.7%と、6月時点としてはかなりしっかりした数字
- 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4.8%、19年度:同4.3%と予測



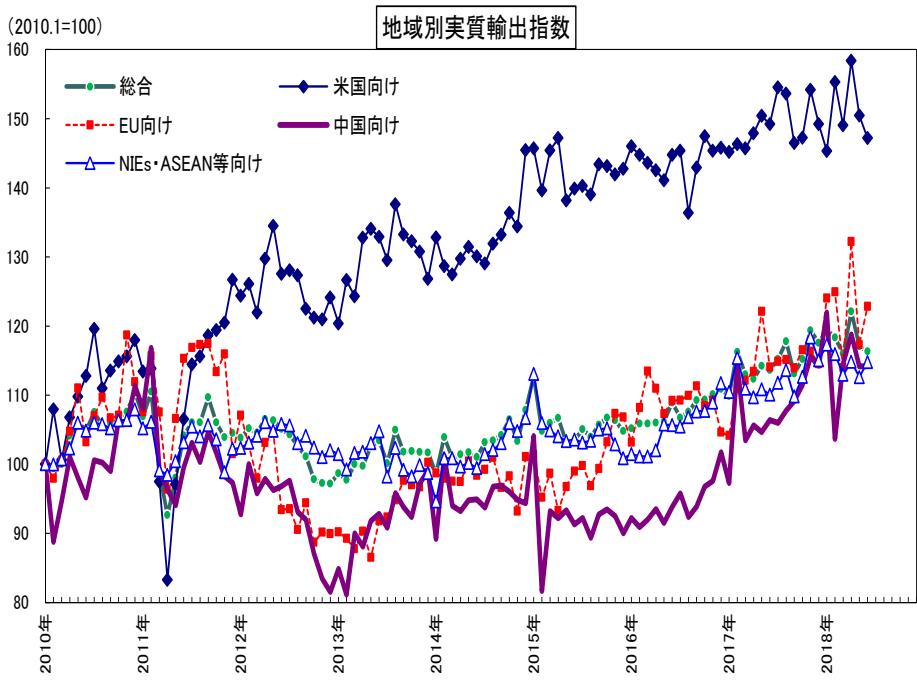
(資料)財務省・内閣府資料より作成

(注)利払い後の総資産収益率=(経常利益+支払利息等)/総資産-借入金利

(資料)日本銀行 (注)最後の期はその直前の期における見通し

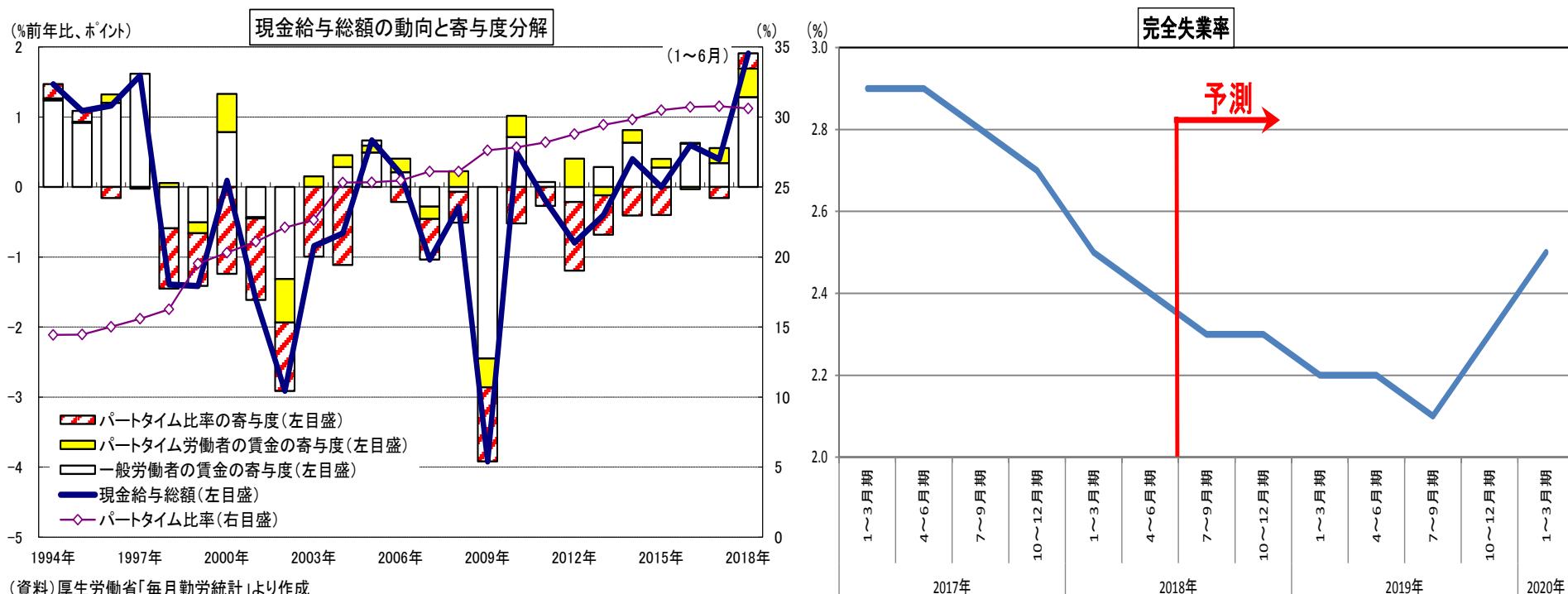
・輸出入動向

- 世界経済はしばらく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とみられるが、徐々に鈍化していく(18年度は前年度比3.8%、19年度は同3.5%)
- 一方、国内需要は底堅く推移することから、輸入も増加傾向をたどる(18年度は前年度比5.0%、19年度は同6.5%)
 - 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21.8兆円)は、18年度18.8兆円、19年度16.1兆円と黒字幅が縮小していく見込み
- 米国の輸入自動車・同部品への追加関税導入の可能性に注意が必要



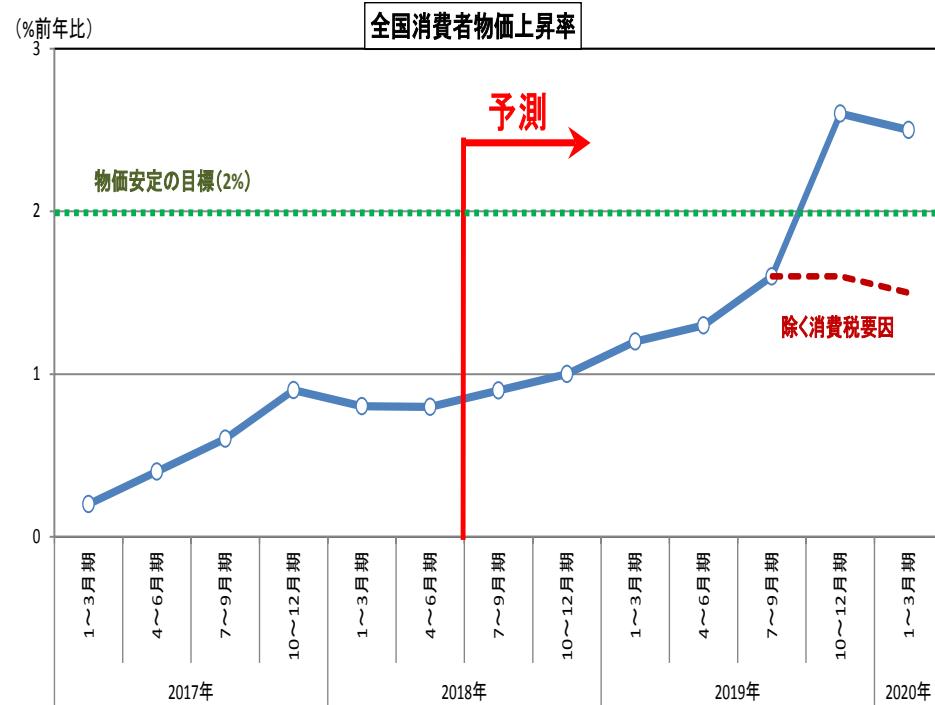
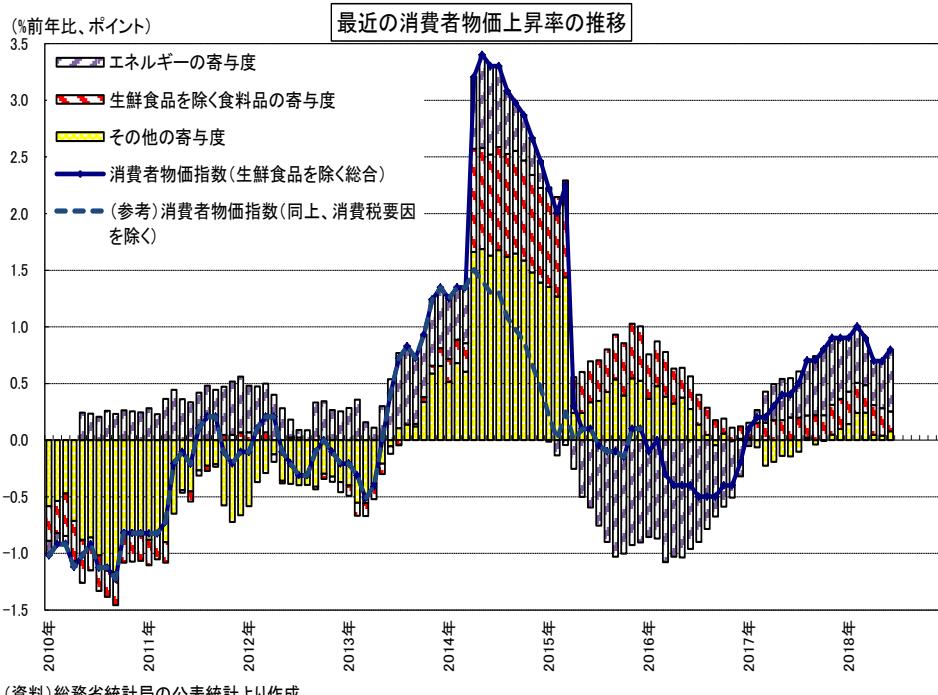
雇用情勢

- 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し、労働需給は引き締まり傾向にある
 - これまで女性、高齢者の労働参加率の上昇で補ってきたが、労働供給の余力は乏しくなっており、今後はさらに需給が逼迫していく
 - こうした中、3年ぶりに前年を上回った春闘などを受けて、18年度入り後の現金給与総額は伸び率を加速させつつある
 - 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、賃金上昇率は先行き高まっていく
 - 18、19年度の失業率はともに2.3%（うち、19年度は7～9月期に2.1%まで低下した後、下期に上昇）と低い水準が継続と予測



・ 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月と鈍化するなど、上昇圧力は十分ではない（6月は同0.8%）
 - 最近はエネルギー要因で持ち直しているが、需給改善に伴う物価上昇圧力はまだ鈍い
- ただし、予想物価上昇率は高まりつつあること、賃上げ率も底堅くなっていること、さらに消費も持ち直し傾向にあり、年度下期以降、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1.5%と予測、消費税率引上げ直前の19年7～9月期には同1.6%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1%台半ばで足踏み



5 金融政策の見通し

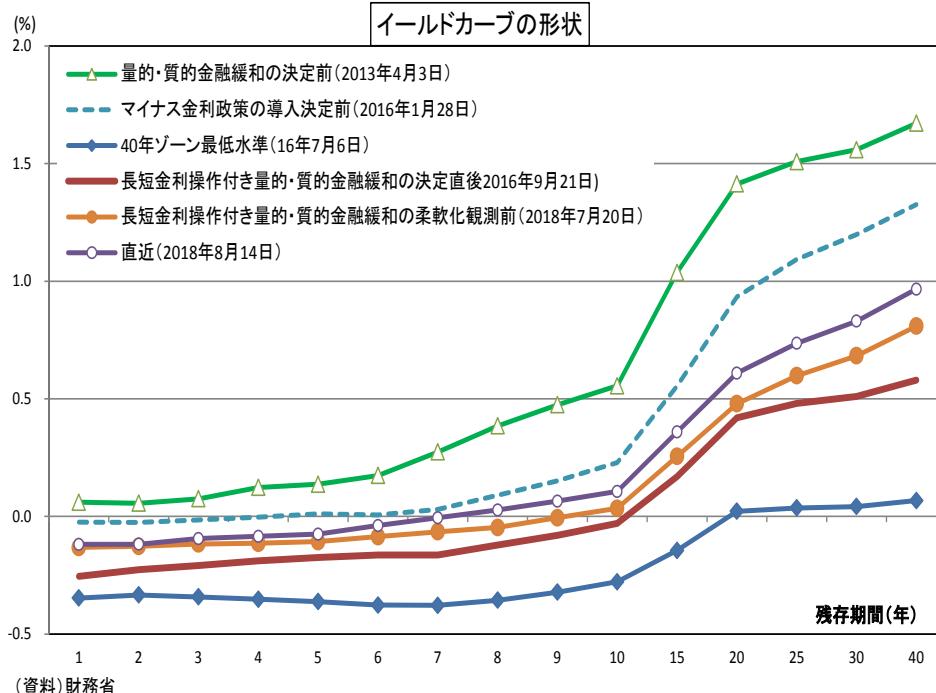
・ 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化

- 過度の金利低下、長短金利差の縮小をもたらした「マイナス金利政策」に対し、金融仲介機能などに配慮してイールドカーブをある程度立たせるため、▲0.1%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たイールドカーブコントロール政策を16年9月から継続実施中
- 16年9月以降、操作目標は「量」から「金利」に変更されたが、日銀の国債保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は残り、最近は年間40～50兆円増の買入れペース
- 7月30～31日開催の金融政策決定会合では現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は継続したものとの、経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度許容(±0.2%程度)するとともに、19年10月に予定される消費税率引上げなど不確実性を踏まえ、当面は現在の極めて低い長短金利の水準を維持するとのフォワードガイダンスを新たに付加

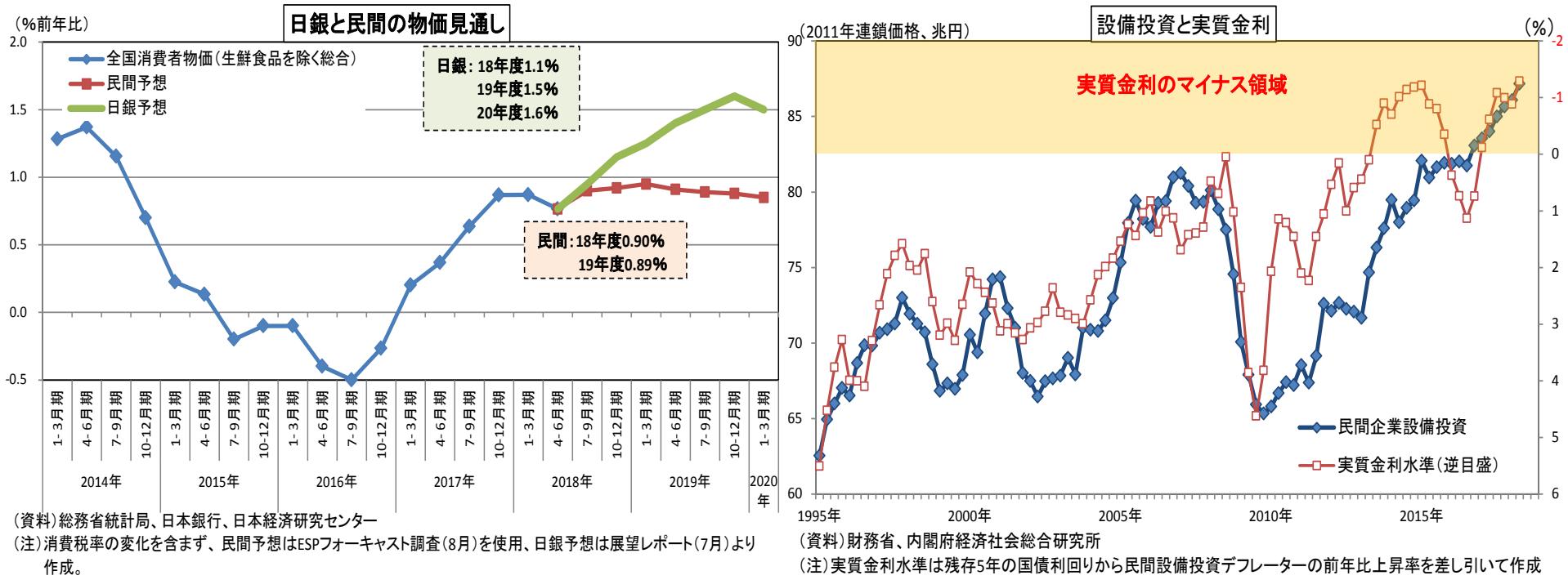
資産買入れ方針とバランスシートの見通し

	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年7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	503	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	444	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2	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	21.1	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.49	+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	546	
銀行券	87	90	93	98	102	107	105	
当座預金	47	107	178	253	330	368	394	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	546	

(資料)日本銀行 (注)18年7月末の長期国債保有額は17年7月末から47兆円の増加



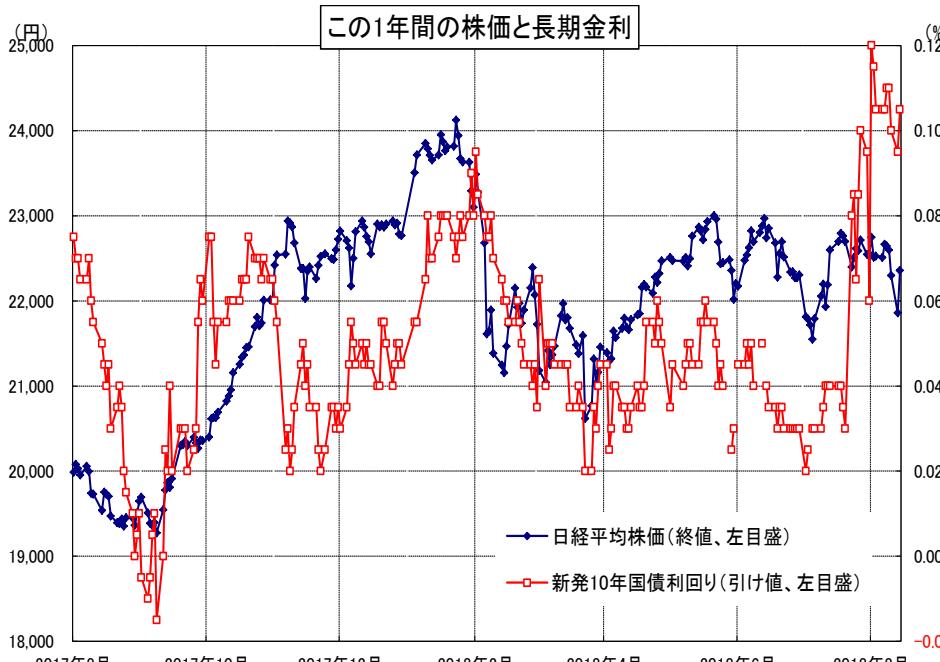
- 当面は現行政策の枠組みを継続するものと予想
 - 2%に設定された物価安定目標までにまだ距離があるため、日銀は実質金利をマイナス状態に誘導することを通じて、経済・物価に好影響を波及させるべく、当面は現行政策の枠組みを粘り強く継続するものと予想される
- 長期金利の操作目標の引上げなどは20年以降か
 - フォワードガイダンスが導入されたことによって、政策金利の引上げは2年ほど「凍結」されたとみられるが、経済・物価情勢に明確な改善が見られれば、徐々に長期金利の高め誘導をはかり、かつ変動容認幅を拡大する可能性も



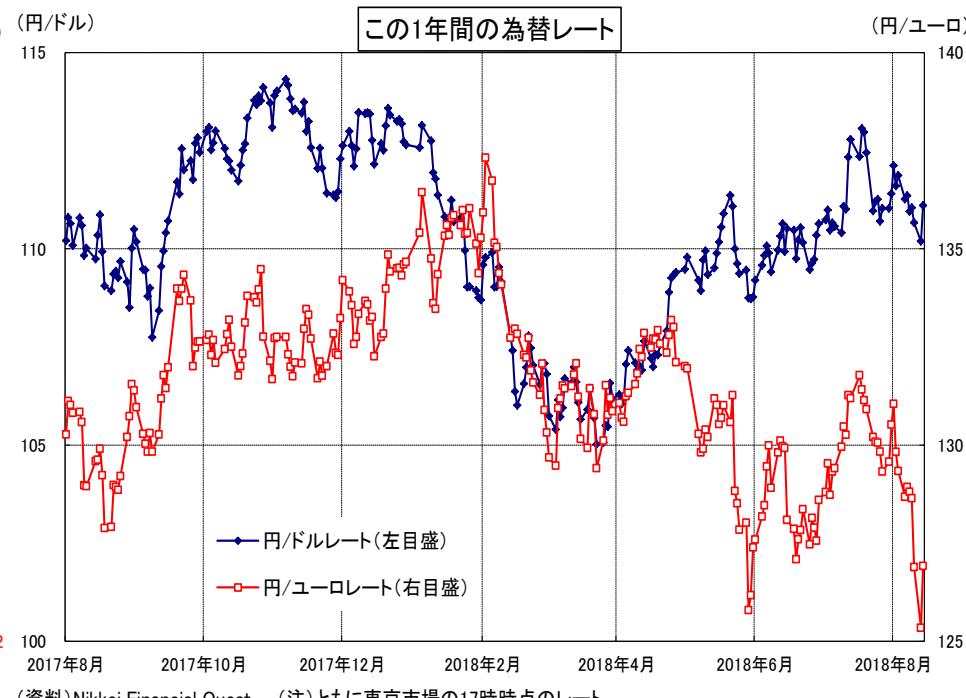
6 金融市場の見通し

• 市場概況

- 18年初、日経平均株価は一時26年ぶりとなる24,000円台まで上昇したが、その後は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、株価は一時的に大きく調整
 - 3月中旬以降は内外景気の改善継続や堅調な企業業績を受けて持ち直しに転じたが、5月以降は23,000円を目前に上値が重い展開
 - 債券市場は、大規模な金融緩和策が長期化していることもあり、流動性が枯渇するなど、機能不全への警戒が高まっていたが、一定の金利変動を容認したこともあり、足元は0.1%前後で推移
 - 為替レートは、米国の利上げペースが予想よりも速まったことからドル高傾向が強まる一方、欧州政治不安への警戒からユーロは減価方向での推移
 - 直近は、トルコ・リラの急落が波及する形で、世界的にリスクオフが強まった



(資料) 10月 10月



(資料)NHK「1月 11月 12月」 (注)1月に吉高由里子の13時時点の1人

- **長期金利**
 - 日銀は長期金利を操作目標(10年ゼロ%)から一定の変動(±0.2%程度)を容認することを決定したことで、足元の長期金利は0.1%程度で推移
 - 需給改善を伴った物価上昇が続ければ、操作目標を維持した上で更なる金利上昇を容認する可能性も
- **株価**
 - 内外経済・企業業績の堅調さの一方で、米国の保護主義的な通商政策への警戒も強く、23,000円を目前に足踏みが続く
 - 企業業績は堅調ながらも、貿易摩擦への懸念も強く、上値が重い展開が継続
- **為替レート**
 - 米国の利上げペースが想定よりも速まったこともあり、直近は1ドル=110円台前半まで円安が進んだ
 - 中間選挙を控えてトランプ米大統領が中国を筆頭とする対米貿易黒字国批判を強めているが、それによって世界経済の悪化懸念を強まれば、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	
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.051	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.0910	0.07～0.10	0.08～0.11	0.08～0.13	0.10～0.15
国債利回り	10年債 (%)	0.105	0.00～0.20	0.00～0.20	0.00～0.25
	5年債 (%)	-0.080	-0.15～0.00	-0.15～0.00	-0.10～0.10
為替レート	対ドル (円/ドル)	111.1	105～115	100～118	100～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	126.9	115～135	115～135	120～140
日経平均株価 (円)	22,356	22,750±1,000	23,250±1,500	23,500±1,500	23,500±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8月14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。