



農林中金総合研究所

2018～19年度改訂経済見通し

黄信号が点灯する日本経済

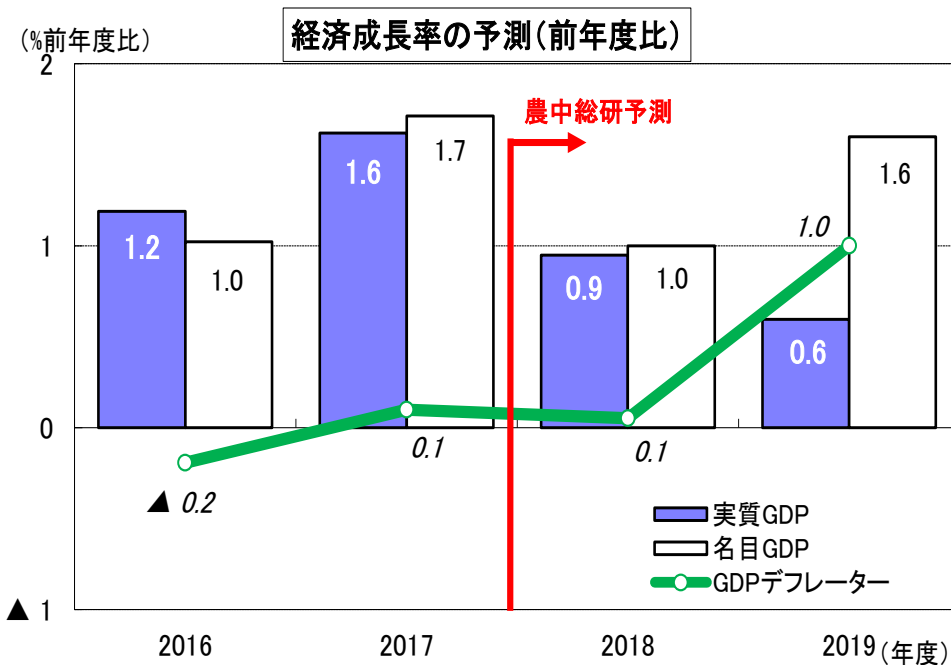
～2018年度:0.9%、19年度:0.6%(ともに9月時点の見通しから下方修正)～

2018年11月19日

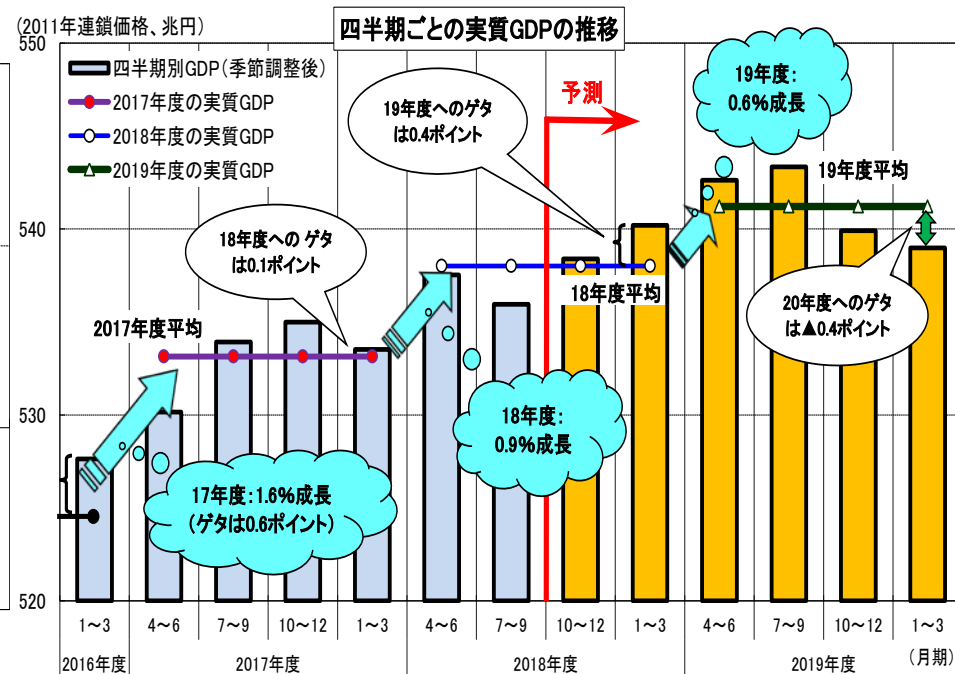
お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所
調査第二部 マクロ経済班
内容について:03-6362-7758
その他(配送など):03-6362-7757

《 サ マ リ ー 》

- 2018年7～9月期の実質GDP成長率は消費、設備投資、輸出の悪化から年率▲1.2%と、2四半期ぶりのマイナス成長となった。自然災害による一時的要因という側面もあるが、18年度に入ってからでは景気改善の起点となる輸出の頭打ち状態が続いており、先行き懸念を強める内容であった。実際、景気動向指数の基調判断が「足踏み」に下方修正されており、景気改善ペースが鈍っているのは否めない。
- 先行きについては、10～12月期は被災地の復旧・復興に伴うリバウンドもあり、プラス成長に戻るものの、世界貿易の伸び鈍化を受けた輸出停滞や労働需給逼迫といった供給制約に直面することで、成長率は趨勢的には減速していくと見込まれる。景気は19年度上期中にもピークアウトする可能性があるだろう。それでも、消費税増税を控えた駆け込み需要の発生などで、上期中は表面的には景気は底堅く推移するだろう。しかし、年度下期は反動減も加わって調整色が強い展開が予想される。
- 日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続けつつも、長期金利の変動をある程度容認するなど金融システムに配慮する姿勢を示したが、景気悪化の際には対応に苦慮することも想定される。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2018年7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

目 次

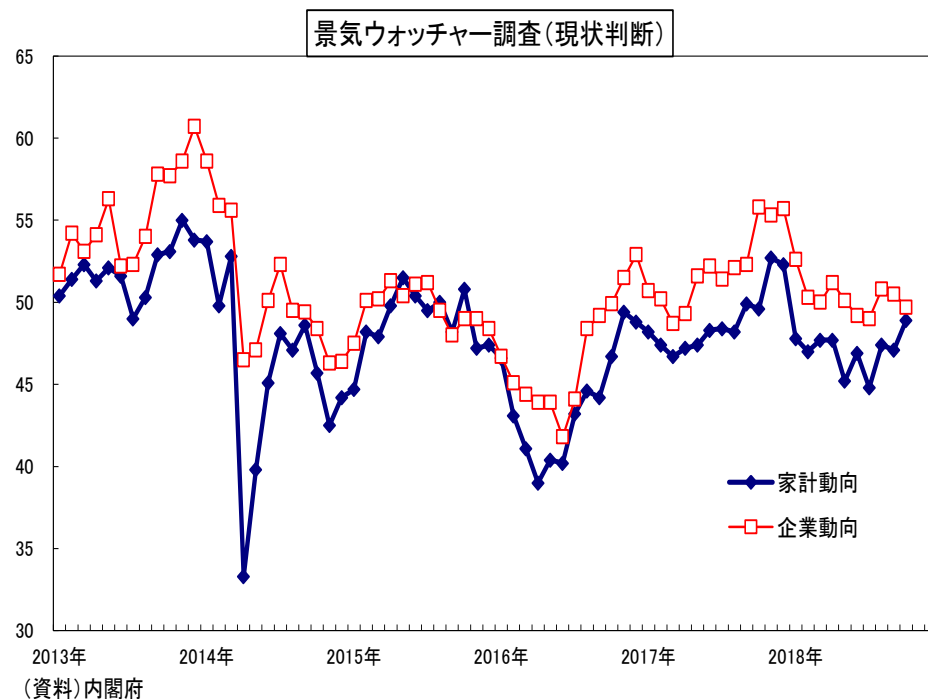
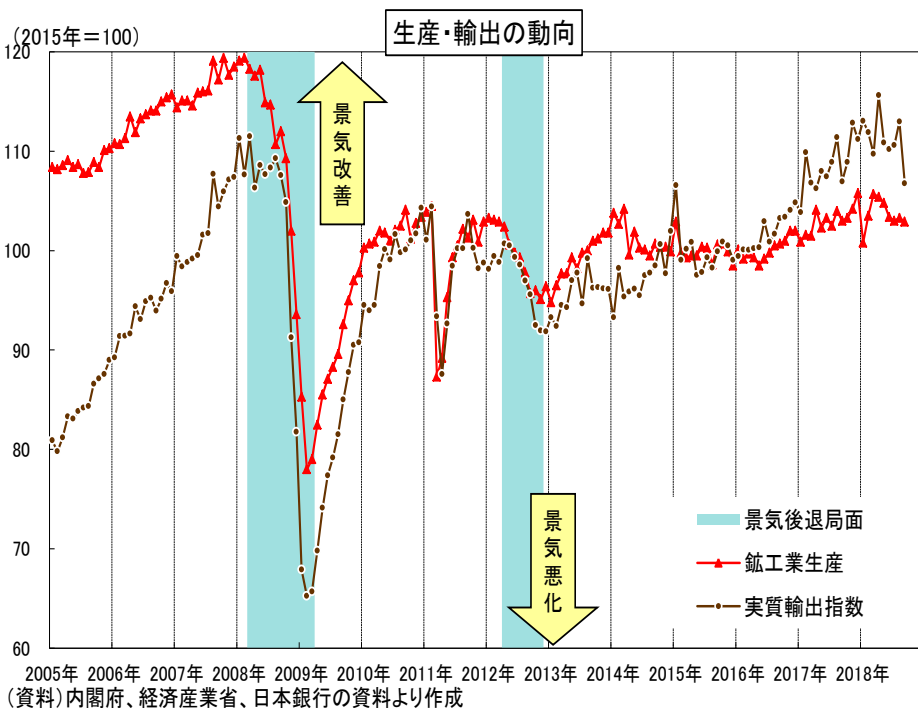
1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	20
4 日本経済・物価の見通し	22
5 金融政策の見通し	31
6 金融市場の見通し	33

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

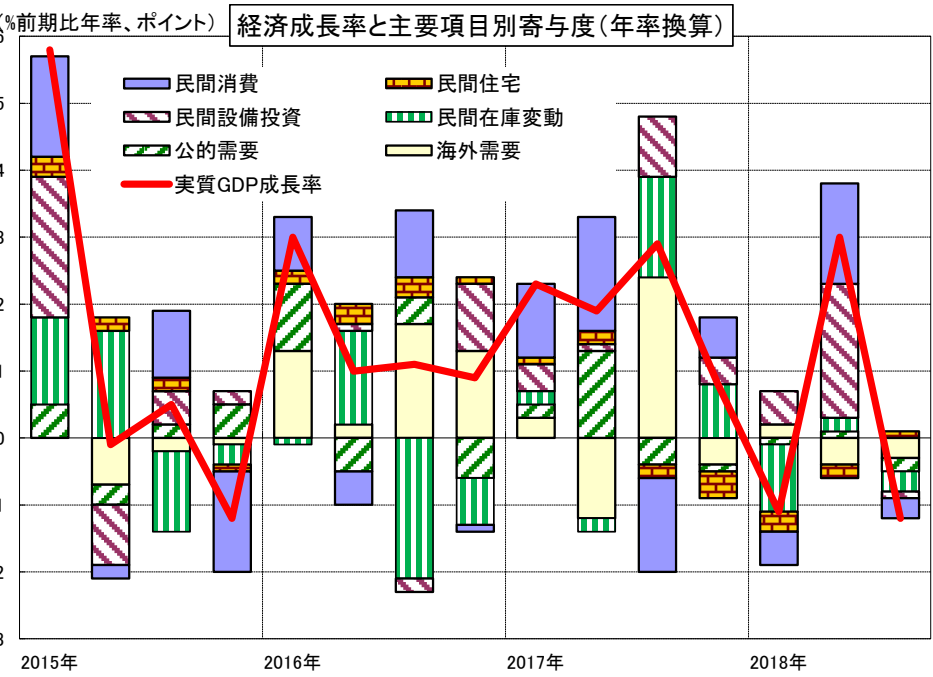
南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

1 景気の現状

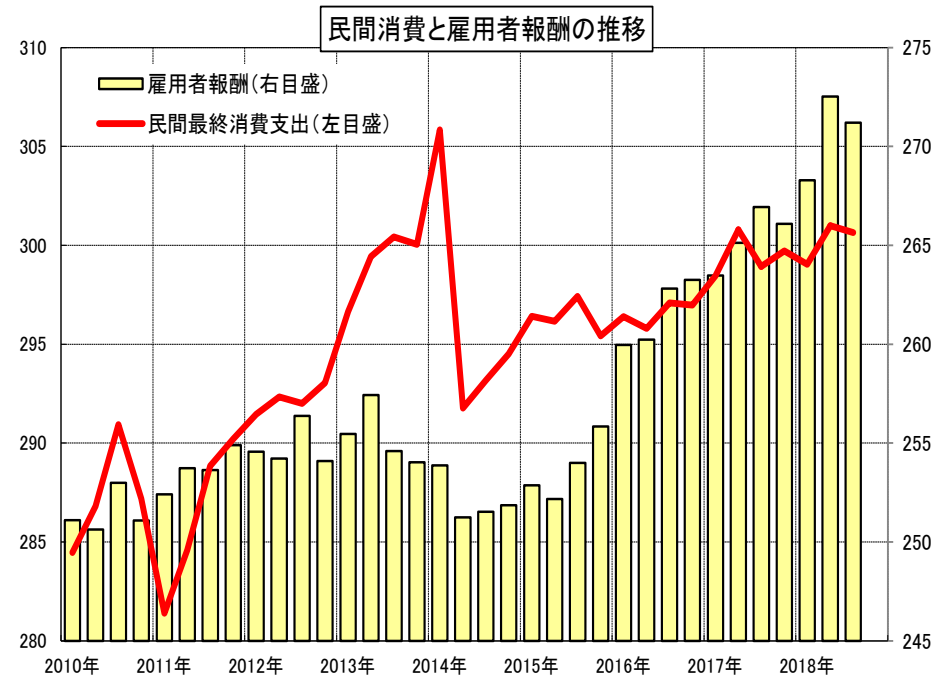
- 2018年度入り後の国内景気は足踏み状態
 - 7～9月期の国内景気は、豪雨・地震などの自然災害に加え、世界経済の減速に伴って輸出停滞も見られ、生産活動も抑制されている
 - 輸出は18年4月、生産は17年12月をそれぞれ直近のピークに、この数ヶ月は足踏み状態
 - 家計・企業の景況感もやや停滞気味に推移
 - 一方、失業率は25年ぶりに2%台前半まで低下、有効求人倍率も1.6倍台へ上昇するなど、労働需給は引き締まりの方向にあるほか、家計の所得環境は着実に改善
 - 18年9月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）は7ヶ月ぶりに前年比1%を回復したが、日本銀行が目標とする2%の物価上昇はまだ遠い



- 18年7～9月期は年率▲1.2%と、18年に入って2度目のマイナス成長
 - － 民間消費が前期比▲0.1%と2四半期ぶり、民間企業設備投資も同▲0.2%と8四半期ぶりに減少するなど、民間最終需要は再び弱含んだ
 - 実質雇用者報酬も同▲0.5%と3四半期ぶりに減少、天候要因とともに消費を抑制
 - － 輸出も同▲1.8%と5四半期ぶりに減少、17年7～9月期以降は伸びが鈍化傾向に
 - － この結果、7～9月期は前期比年率▲1.2%と2四半期ぶりのマイナス成長、前年比成長率も0.3%と潜在成長率(1%弱と想定)を割り込んだ
 - － GDPデフレーターは前年比▲0.3%と2四半期連続の下落となったが、国内需要デフレーターは同0.8%と伸び率を高めた



(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。

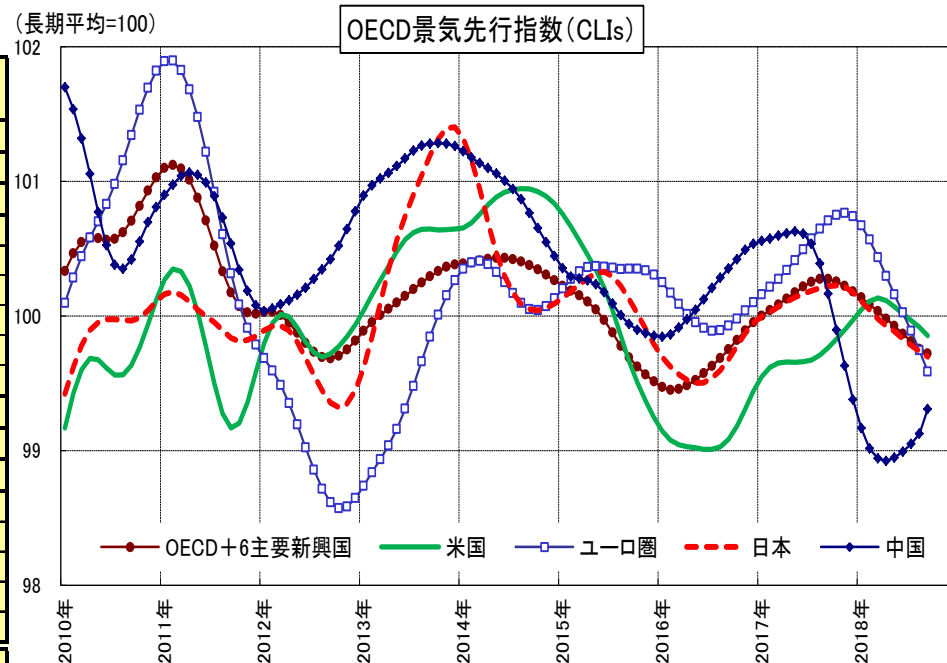
2 世界経済の動向 ①概況

- 世界経済見通しは2年ぶりに下方修正
 - 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(WEO、18年10月発表)では、16年半ばから続く安定した回復基調は今後も継続するとの見方は踏襲されたものの、見通しの数値は前回7月時点から下方修正
 - 18、19年の世界経済全体の成長率はそれぞれ3.733%、3.654%と、17年(3.738%)から僅かとはいえ減速、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5.2%)から鈍化するとの見通し
 - 経済協力開発機構(OECD)の景気先行指数(CLIIs)によれば、多くの国・地域で先行きの景気減速が予測されている
 - 先進国・地域はいずれも下向きの動きとなっている

2018～19年 IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年	2019年
世界全体(実質経済成長率)	3.3	3.7	3.7	3.7
先進国	1.7	2.3	2.4	2.1
米国	1.6	2.2	2.9	2.5
ユーロ圏	1.9	2.4	2.0	1.9
ドイツ	2.2	2.5	1.9	1.9
フランス	1.1	2.3	1.6	1.6
イタリア	0.9	1.5	1.2	1.0
スペイン	3.2	3.0	2.7	2.2
英国	1.8	1.7	1.4	1.5
日本	1.0	1.7	1.1	0.9
新興国・発展途上国	4.4	4.7	4.7	4.7
中国	6.7	6.9	6.6	6.2
インド	7.1	6.7	7.3	7.4
ブラジル	▲ 3.5	1.0	1.4	2.4
ロシア	▲ 0.2	1.5	1.7	1.8
南アフリカ	0.6	1.3	0.8	1.4
ASEAN5	4.9	5.3	5.3	5.2
世界貿易数量(財・サービス)	2.2	5.2	4.2	4.0

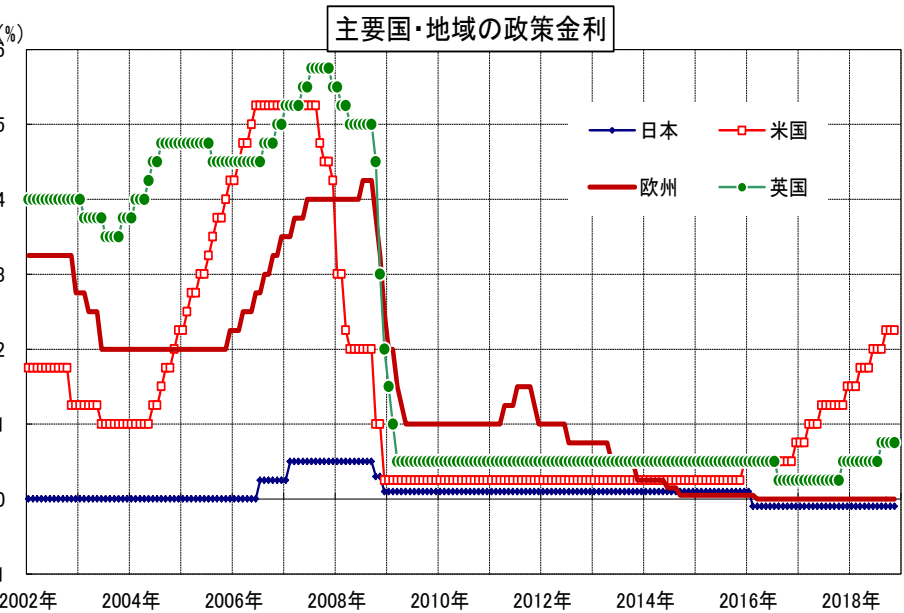
(資料)IMF『World Economic Outlook(2018年10月)』



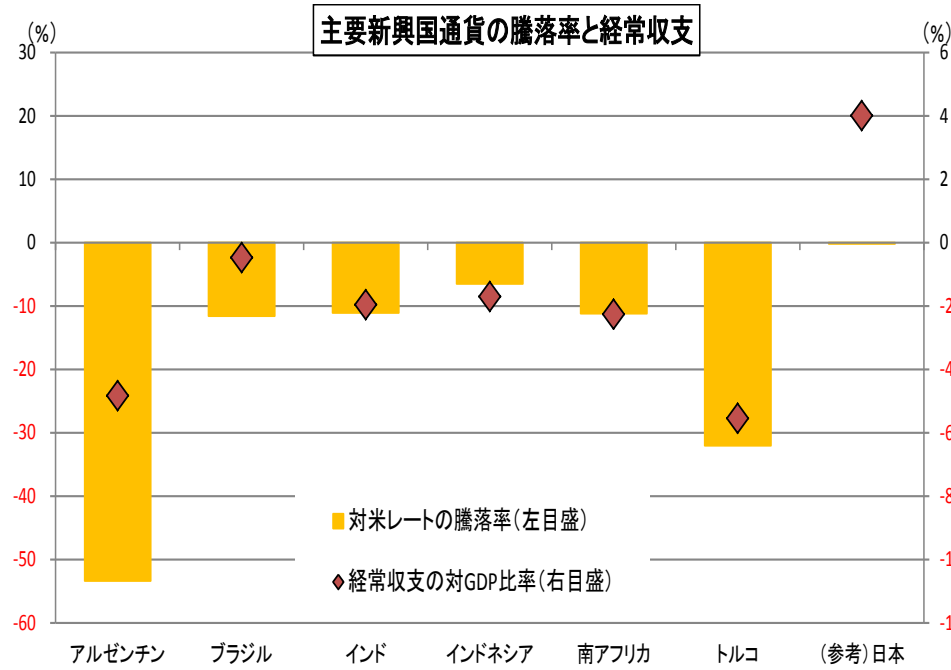
(資料)OECD (注)6主要新興国:ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ

● 先進国の金融政策の正常化と新興国リスクの顕在化

- 先進国の物価上昇率は各中央銀行が目標として掲げる「2%」に近づきつつあり、金融政策の正常化、もしくはそれに向けた動きが開始されている
- 一方、米国の金利上昇がドル還流やドル高を促しており、それがファンダメンタルズに不安を抱える一部の新興国経済に悪影響を及ぼしている
 - 資金流出・通貨安に見舞われた国では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ている
 - 10月のIMF国際金融安定性報告書では、中国を除く新興国で対内債券投資が1年間で1,000億ドル(国際金融危機時の資本流出に相当)以上引き揚げられる可能性が5%程度あるとの見方も示された
 - ドル高による新興国の債務膨張・負担増も新たな懸念材料に



(資料) 各中央銀行の資料より作成
(注) 米国の政策金利は「2.00～2.25%」の誘導目標となっている。日本は16年2月15日までは無担保コールレート翌日物、16日からは一部の日銀当座預金残高への適用利率を政策金利としている。



(資料) Bloomberg、国際通貨基金 (注) 通貨の騰落率は2017年末から直近データを比較。経常収支は17年のデータ。

2 世界経済の動向 ②米国

● 景気動向・見通し

- 18年7～9月期のGDPは前期比年率3.5%成長(速報値)
- 需要項目別では、個人消費や設備投資、政府支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2.0%と、目標に到達
 - 減税政策や追加関税、賃金上昇率の高まりなどから先行きの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年内にもう1回の利上げすること、②減税政策の効果により、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インフレ圧力の高まりから19年内に4回の利上げを想定すること(前回の見通しでは3回と想定)、が挙げられる
- 成長率見通しを18年は2.9%に据え置いたが、減税政策の効果がしばらく持続することを考慮し、19年は2.4%に上方修正(前回の見通しは2.3%)

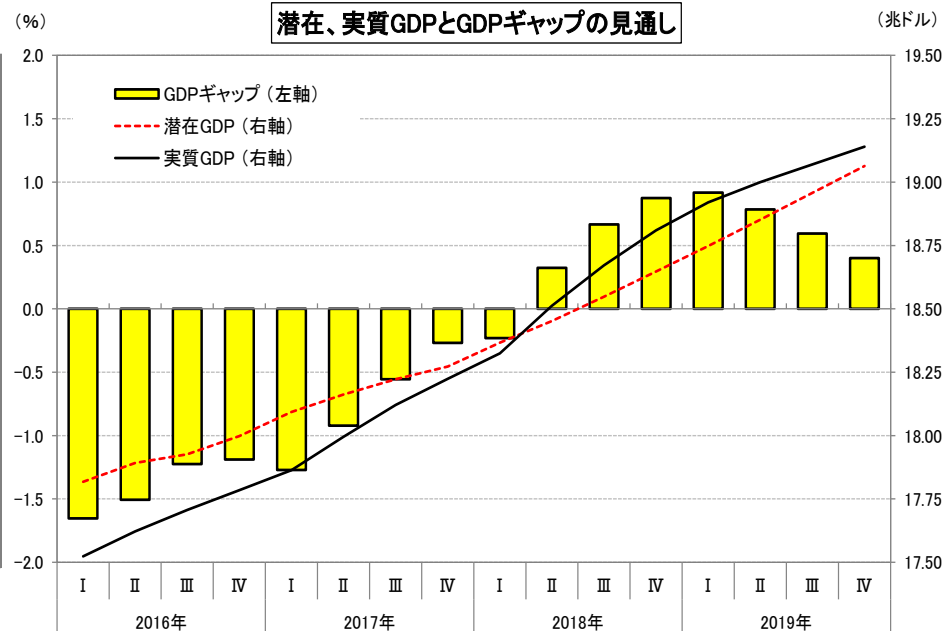
2018～19年 米国経済見通し

	2017年 通年 (実績)	2018年			2019年		
		上半期 (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	2.7	3.1	2.9	2.9	1.9	2.4
PCEデフレーター (%, 前年比)	1.5	1.9	2.0	2.0	2.2	2.3	2.3
失業率 (%, 平均)	4.4	4.0	3.6	3.8	3.6	3.5	3.6
FPL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	3.25～3.50	3.25～3.50
10年国債利回り (%)	2.4	2.9	3.1	3.1	3.3	3.3	3.3

(資料)米商務省、米労働省、FRB

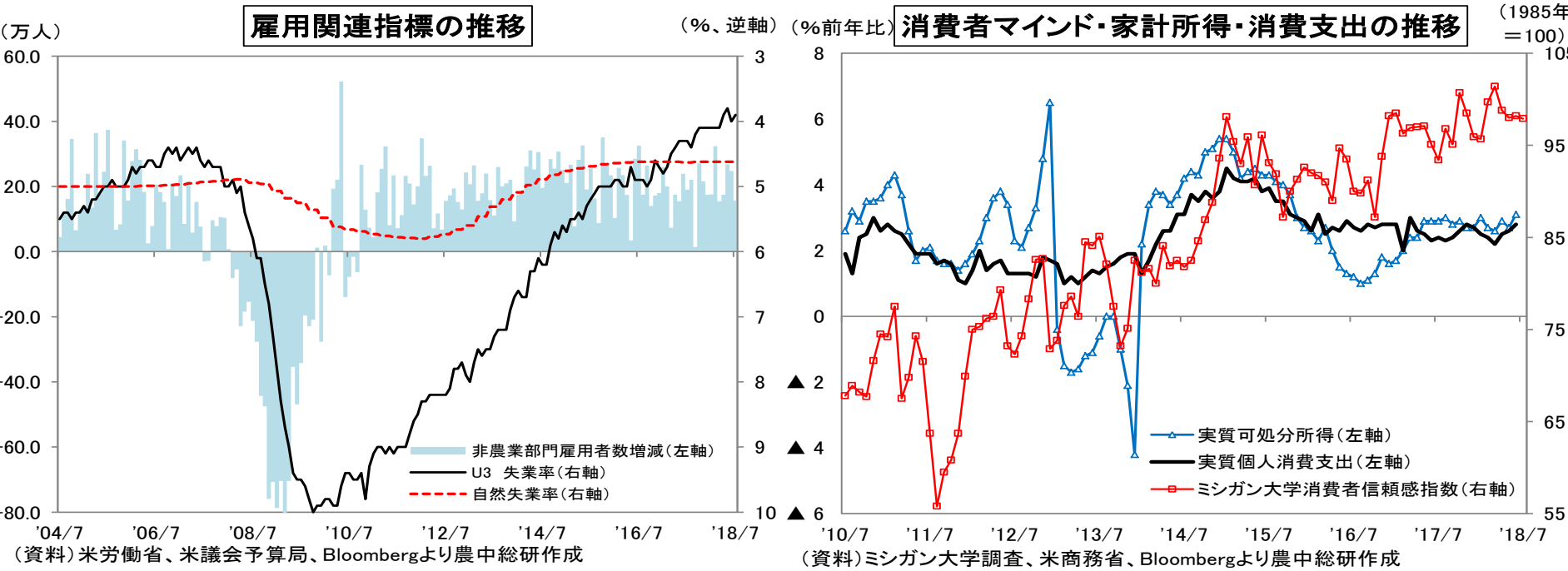
(注)見通しは農中総研作成。成長率、インフレ率、失業率は期間の平均値。

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。



(資料)米議会予算局、経済分析局、Bloombergより農中総研作成

- 雇用
 - － 18年入り後、非農業部門雇用者数は毎月21.3万人のペースで増加、失業率は50年ぶりとなる3.7%に低下するなど、労働需給は逼迫方向
 - － 18年3月以降、求人件数は失業者数を上回って推移
 - － 10月の賃金上昇率は前年比3.1%と、09年以来の伸びとなった
- 消費
 - － 7～9月期は消費の伸びが前年比3.0%、前期比年率2.69%と加速した
 - － 減税政策の効果で可処分所得と消費支出が拡大傾向
 - － 今後も雇用者数の伸び、賃金上昇率の高まり、減税政策の効果継続などで消費拡大が予想される

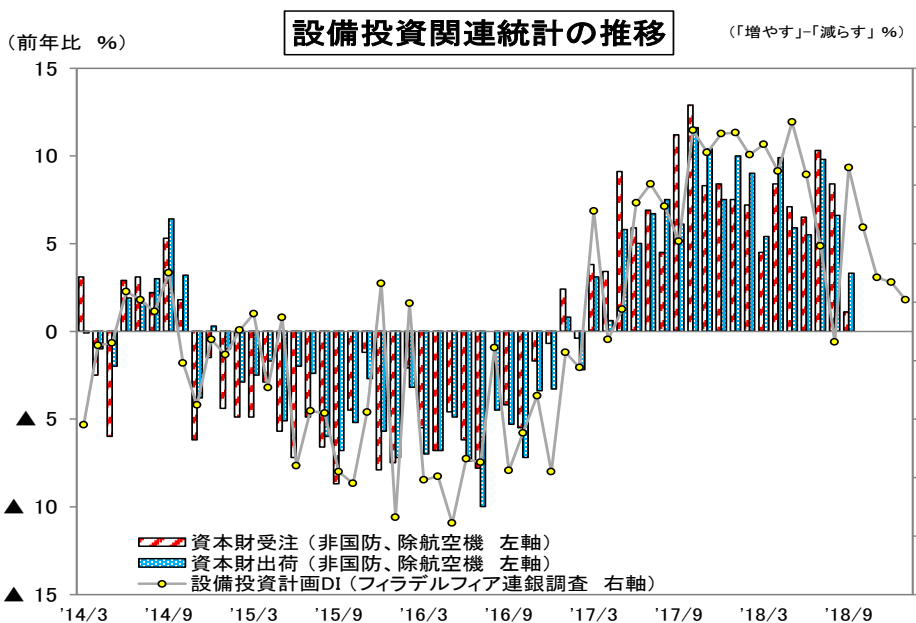


- 設備投資

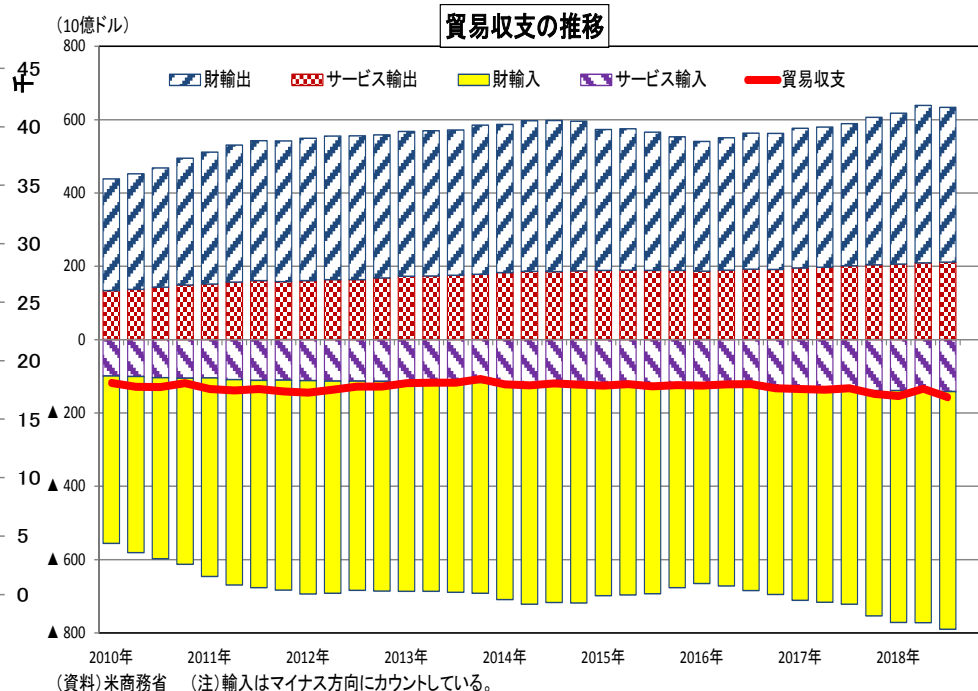
- 7～9月期の民間設備投資は前期比年率2.0%と堅調に推移した
- 一方で、9月の資本財受注(非国防、除く航空機)や、フィラデルフィア連銀の設備投資計画DIが軟調に推移し始め、設備投資の鈍化が予想される

● 貿易

- 7～9月期は貿易赤字が拡大した
- 鉄鋼、アルミニウム、中国製品などに追加関税が導入されているが、堅調な米国経済を背景に輸入が拡大しており、先行きについても同様の傾向が続くと考えられる
- 19年1月以降は、9月24日から10%の追加関税が課せられている中国製品2,000億ドル相当に対し、25%の追加関税に引き上げられる方針(⇒2,500億ドル相当の中国製品に25%の追加関税が課せられる公算)



(資料)米商務省、フィラデルフィア連銀製造業景況感調査、Bloombergより農中総研作成
(注)設備投資計画DIは3ヶ月先行。

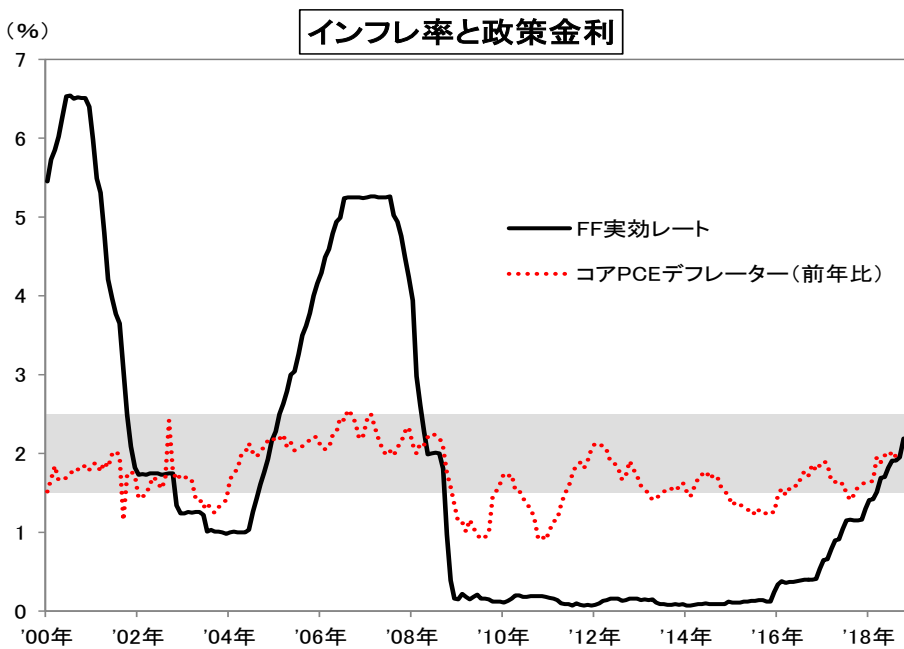


● 金融政策

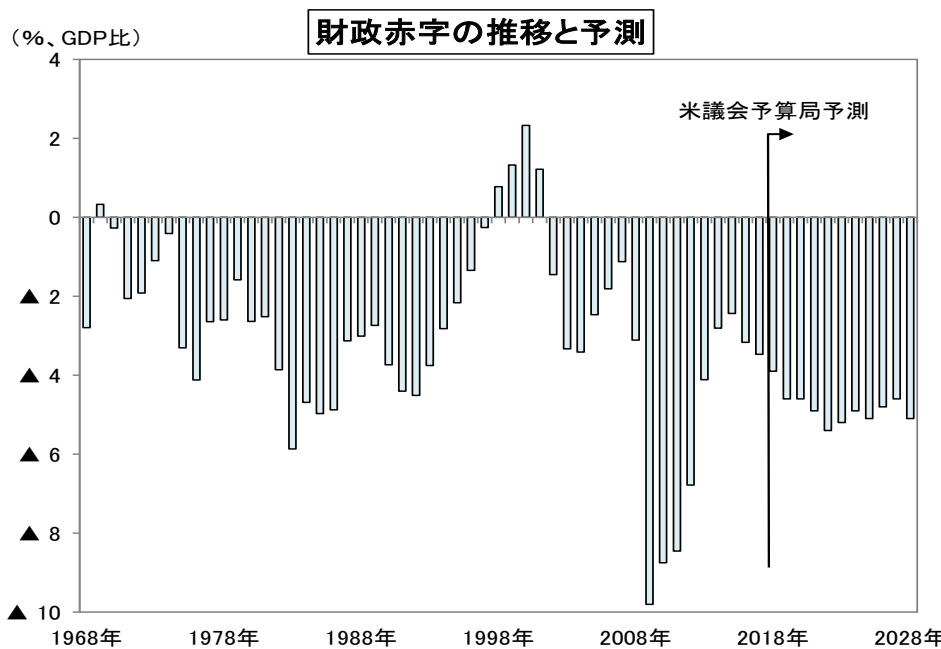
- FRBは金融政策の正常化(バランスシート(B/S)の縮小と利上げ)を継続
- マーケットは、12月FOMCでの利上げを70%程度織り込む
- 9月FOMCで公表されたドットチャートからは、19年は3回の利上げが大勢見通しとして示されているものの、インフレ率の高まりなどを背景に、当総研では年間4回の利上げを予想

● 財政政策

- 10年で1.5兆ドル規模の減税政策が実現、18、19会計年度において、歳出上限を合計3,000億ドル引き上げ
- 18会計年度(17年10月～18年9月)における財政赤字は、前年度比17%増の7,790億ドル



(資料)FRB、米商務省、Bloombergより農中総研作成
(注)シャドー部分はFRBがゴールとして掲げているインフレ率(2%±0.5%)。



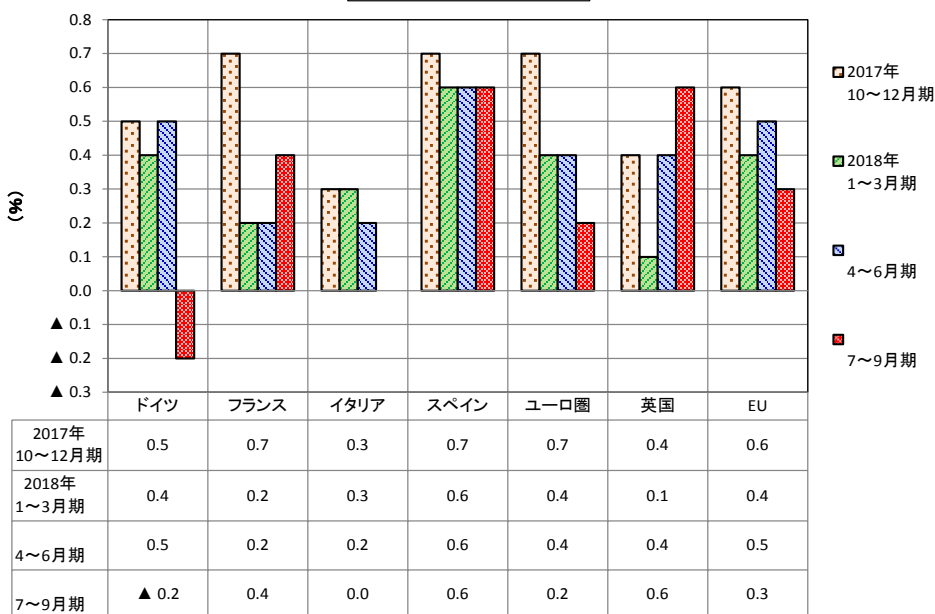
(資料)米議会予算局

2 世界経済の動向 ③欧州

● 景気動向

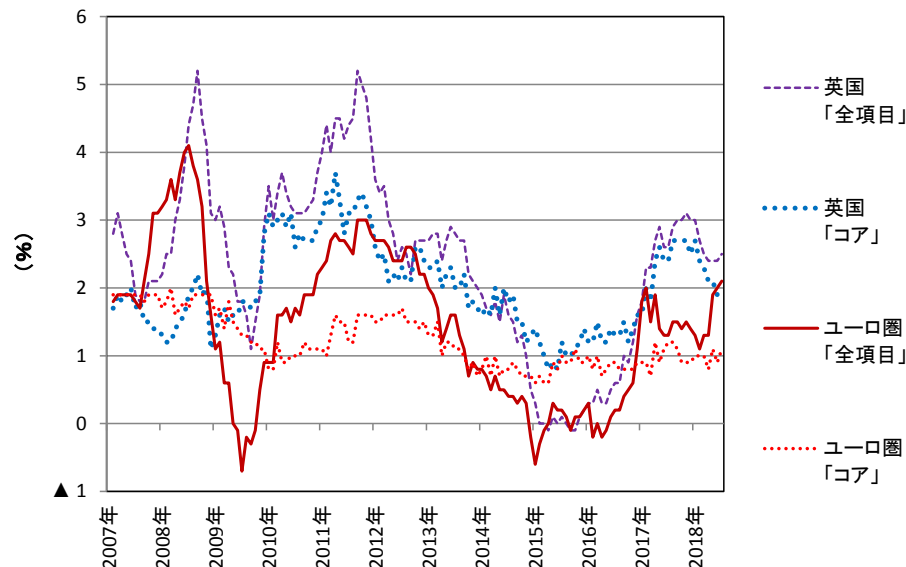
- ユーロ圏の18年7～9月期の実質GDP成長率(改定値)は、4～6月期に比べて減速
 - 前期比成長率は、0.2%(4～6月期:0.4%)
 - 前年同期比成長率では、1.7%(4～6月期:2.2%)
- 前期比成長率について、経済規模の大きい4ヶ国では、ドイツが15年1～3月期以来のマイナス成長に
 - イタリアも、今回ゼロ成長に
 - これに対し、フランスが回復、スペインも高い水準を維持
- 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.3%(4～6月期:0.5%)、前年同期比で1.9%の成長(同:2.1%)
 - 英国では、前期比成長率は0.6%となり、4～6月期の同0.4%から幾分回復

実質GDP成長率(前期比)



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

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

- ユーロ圏経済
 - － ユーロ圏の経済成長は、17年末をピークに頭が打たれた形
 - 9月の小売売上高は前月比横ばい、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0.3%の低下、前年同月比でも0.9%の上昇まで鈍化
 - 一方、失業率は改善傾向が続いており、9月は8.1%
- ドイツ経済
 - － 17年末をピークに、製造業を中心に成長の勢いが鈍化
 - － 3月以降の米中間を中心とする貿易摩擦の強まりのなか、景況感が低下
 - － 自動車業界では、9月からの国際的な燃費試験の導入への対応が遅れ、夏場に生産が停滞
 - 9月の製造業受注指数は、前月比で0.3%の上昇ながら、前年同月比では2.2%の低下
 - 概して堅調な国内およびユーロ圏内からの受注に対し、ユーロ圏域外からの受注が減少
 - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.2%の低下であり、前年同月比でも0.3%の上昇にとどまる
 - 同月の輸出額は、前月比で0.8%の減少、前年同月比では1.8%の増加ながら昨年末からは鈍化
 - 一方、同月の失業率は、3.4%と低水準が継続
 - 同月の小売売上高は、前月比で0.1%の増加、前年同月比でも0.3%の増加にとどまる
- 英国経済
 - － 成長率は4～6月期から幾分回復したが、全体として、減速トレンドを脱するものとは考えられず
 - 7月の家計消費の好調が主因で、その後は息切れ感も
 - 4～6月期に比較して、特に企業投資が低迷

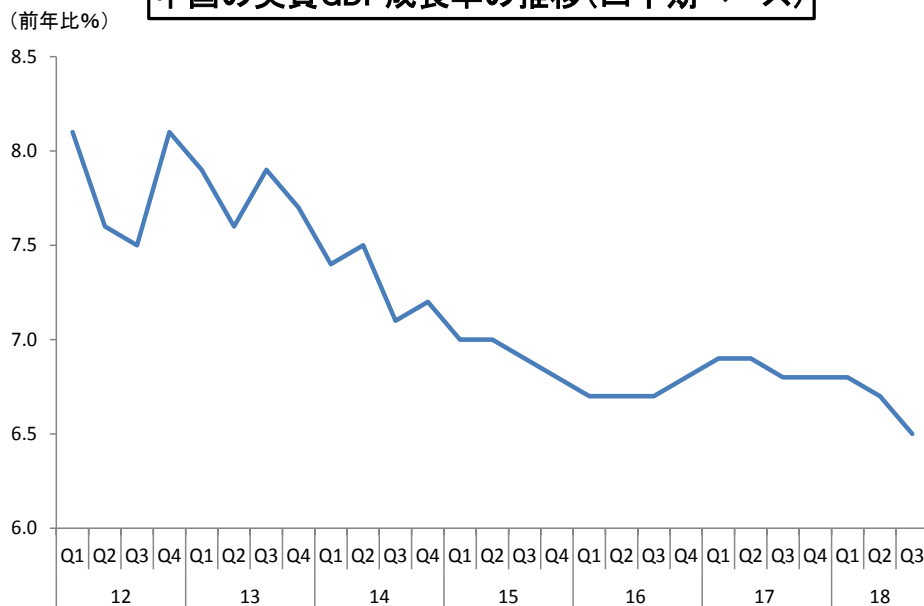
- 物価動向
 - － ユーロ圏では、10月の消費者物価上昇率(前年同月比)(速報値)は2.2%まで回復
 - ただし、エネルギー価格の上昇の影響が大きく、これらを除いたコアでは1.1%にとどまる
 - － 英国では、17年後半には一時3%を超えた消費者物価上昇率(同)は9月には2.4%にまで低下(コアは1.9%)
- 金融政策
 - － 欧州中央銀行(ECB)は、量的緩和(QE)を18年10月以降は月額150億ユーロに縮小し、年内に終了する方針
 - ECBは、物価上昇率の回復状況を確認しつつ、金融政策の正常化に向けて慎重な手順を踏む見通し
 - － 一方、イングランド銀行(BOE)は、17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、EUからの離脱交渉が大詰めを迎えるなか、離脱に伴う影響を慎重に見極める方針
- 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
 - － 米中間を中心とした貿易摩擦が成長の重荷に
 - － 貿易摩擦の激化、イタリアの財政問題、英国のEU離脱などが、潜在的な波乱要因に
 - － 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
 - － 英国では、EU離脱の不透明感が続くなか、18年通年の実質GDP成長率は17年の1.7%から1%台前半に減速

2 世界経済の動向 ④中国

● 景気動向

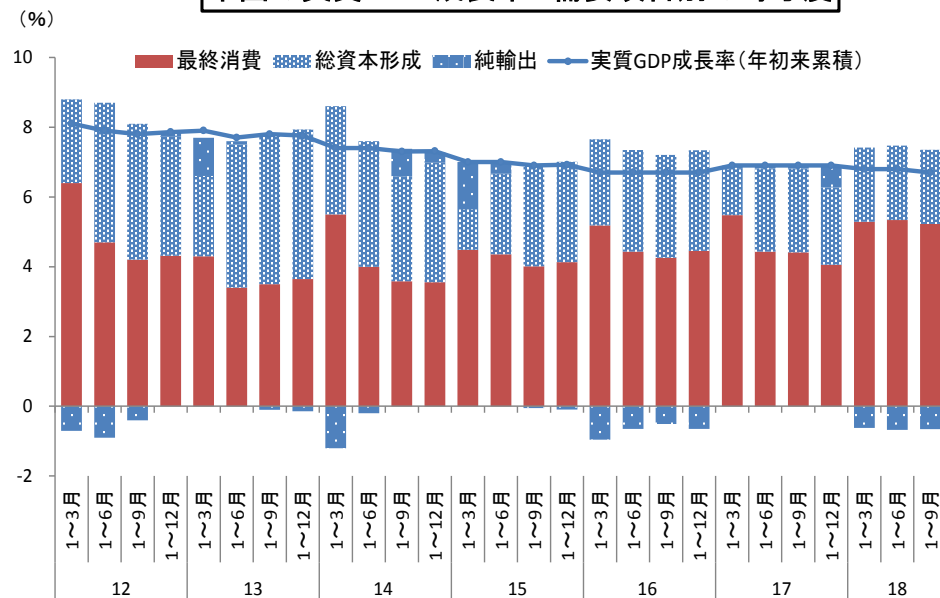
- 18年7～9月期の実質GDP成長率は前年比6.5%と、1～3月期(同6.8%)、4～6月期(同6.7%)から減速が続き、09年1～3月期以来9年半ぶりの低い伸びとなった
- 需要項目別の寄与度をみると、最終消費、総資本形成、純輸出はそれぞれ5.2ポイント、2.1ポイント、▲0.7ポイントであり、国内需要(最終消費+総資本形成)が景気を支えている
- 減速が続いた主な背景には、公共事業向け投資の伸びが鮮明に鈍化したほか、個人消費も比較的弱い動きとなったことが挙げられる
- 足元でも下振れ圧力があるものの、18年1～9月期の実質GDP成長率は前年比6.7%と、想定の範囲内の緩やかな減速で、18年の政府の成長目標である「6.5%前後」を上回ったことから、過度な懸念は不要とみられる

中国の実質GDP成長率の推移(四半期ベース)



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

中国の実質GDP成長率と需要項目別の寄与度

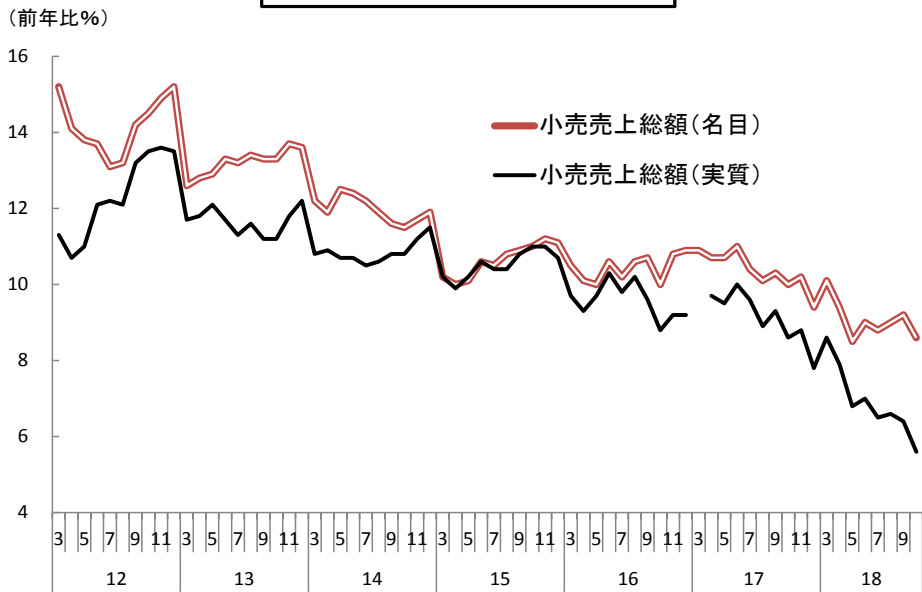


(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

● 個人消費

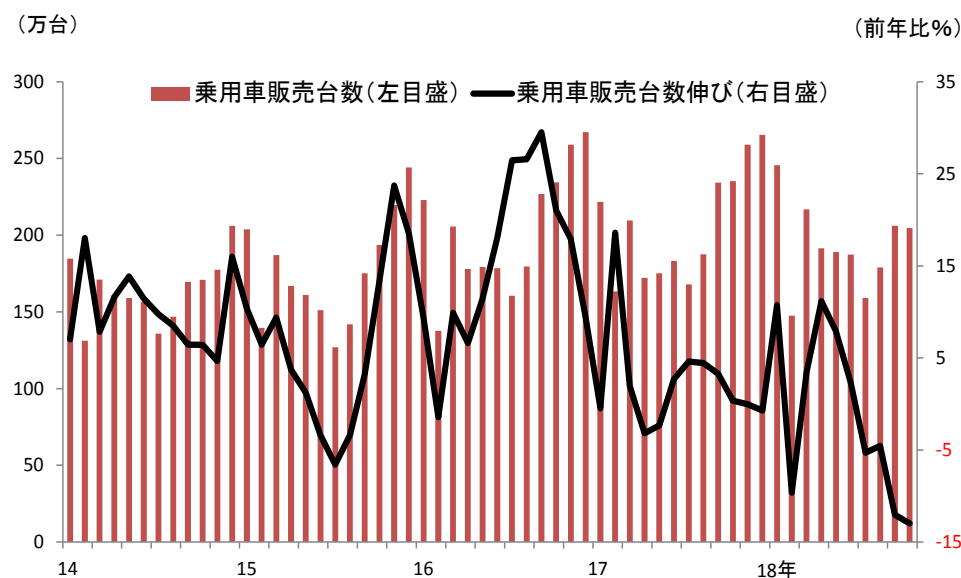
- 個人消費は、中秋節要因(17年10月、18年9月)およびダブルイレブン(11月11日)を控えた買い控えがあったほか、自動車販売台数が4ヶ月連続で前年割れとなるなど、落ち込みが一段と鮮明に
- 個人消費が力強さを欠く展開となった背景として、家計所得の伸び悩み、米中経済摩擦に伴う不確実性の高まりによる消費マインドの悪化や住宅ローン金利の上昇などによる家計負担の増加が挙げられる
- 先行き、消費マインドが大きく改善するのは容易ではないが、個人所得税法の改正による減税の実施(10月1日)や、ネット通販が引き続き好調さを維持していることなどから、減速に歯止めがかかると見込まれる

中国の小売売上総額の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成、(注) 17年3月の実質伸びが発表されず。

中国の乗用車販売台数の推移

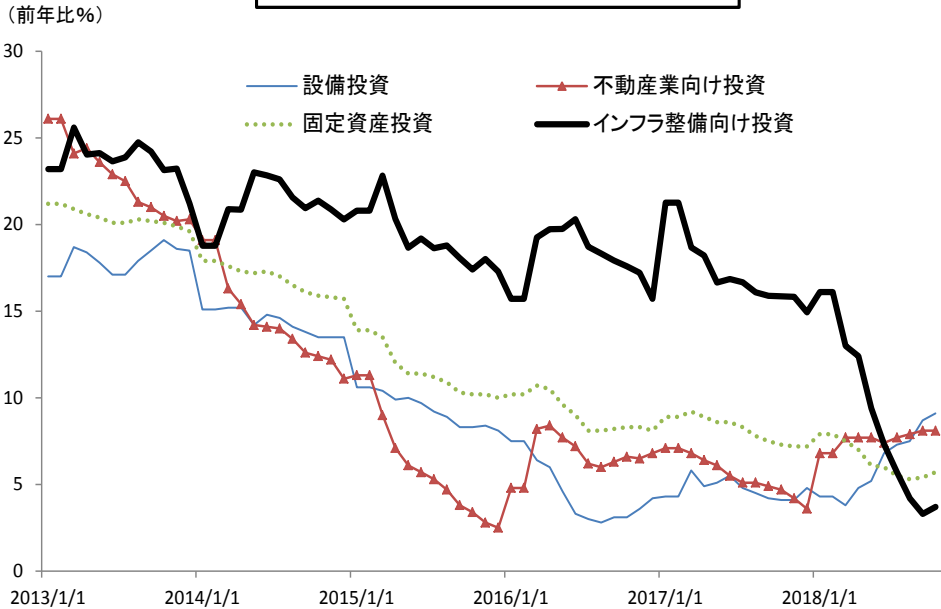


(資料) 中国汽车工业协会、CEICデータより作成

● 固定資産投資

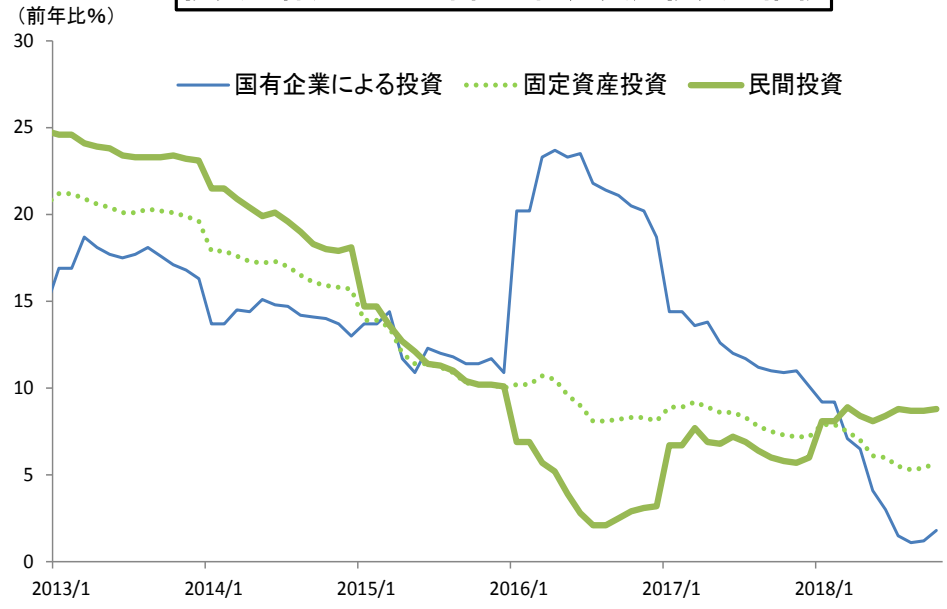
- 固定資産投資は緩やかに鈍化してきたが、足元ではようやく下げ止まりの動きが出始めている
- 設備投資と不動産業向け投資が持ち直しているほか、これまで急速かつ大幅に鈍化してきたインフラ整備向け投資も底入れの兆しが見られる
- 投資主体別でも、民間部門による投資が引き続き持ち直しているほか、大きく鈍化してきた国有企業による投資も下げ止まっている
- 先行きについては、地方債発行による財源を確保することができた地方政府のほか、相次いで認可された公共事業プロジェクトを請負う国有企業による投資も下支えになると見込まれる

中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成、(注) 年初来累積、直近は18年10月。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移



(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成 (注) 年初来累計、直近は18年10月。

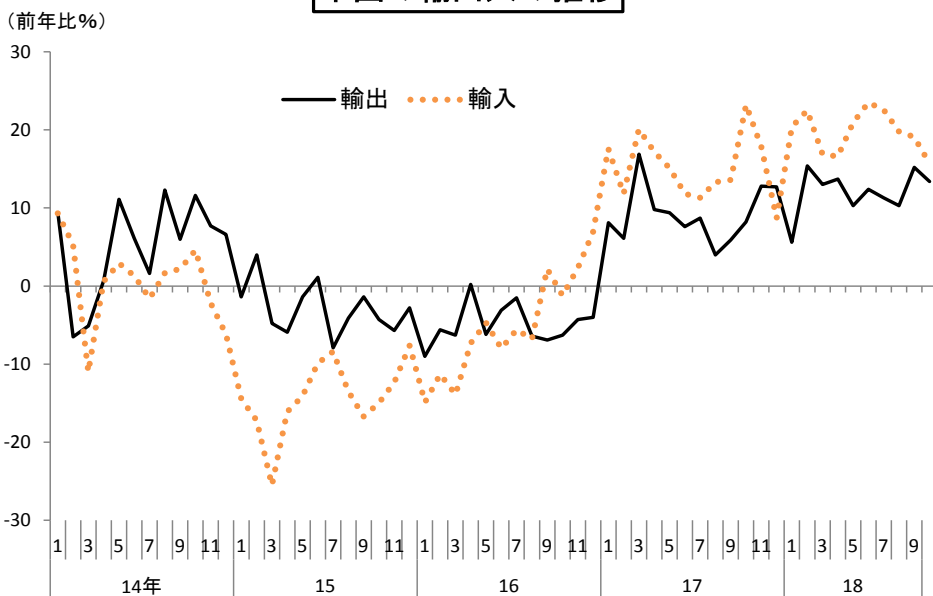
● 輸出

- － 輸出は米中経済摩擦への懸念で前倒し輸出が強まったなどを背景に堅調に推移した
- － 米国への輸出は6ヶ月連続で前年同月比10%以上の伸びを続けており、今のところは米国の追加関税による輸出の悪影響が顕在化していない
- － 先行きについては、19年入り後には駆け込み的な輸出増の反動減が予想されるほか、米中経済摩擦が再燃するおそれもあることから、減速する可能性は高い

- 景気見通し

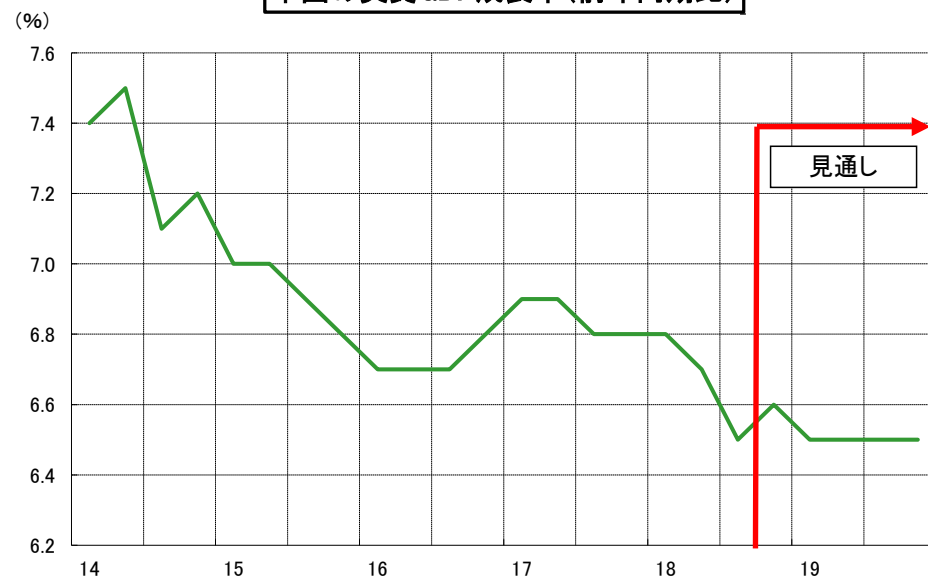
- － 18年10～12月期の成長率は前年比6.6%と持ち直しを想定、18年通年では同6.7%、19年は同6.5%と、緩やかにながらも減速していくと予測

中国の輸出入の推移



(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月比。

中国の実質GDP成長率(前年同期比)



(資料) 中国国家统计局、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

- 世界経済の減速懸念もあり、足元の原油価格は50ドル/バレル台へ下落
 - 17年1月から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)の協調減産を開始、18年6月には協調減産の一部緩和が決定されたが、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
 - 10月以降は米株値下落を契機にリスクオフが強まり、11月中旬には50ドル台半ばまで下落
 - 12月に開催する「OPECプラス」会合では、19年の需給悪化見通しを踏まえ協調減産(日量100～140万バレル)を継続する方向で検討される見込みだが、イラン制裁を再開した米トランプ政権はこれに不満を表明
- 原油入着価格の見通し
 - 19年5月にはイラン原油の禁輸措置に対する猶予期間が切れるが、協調減産に参加しない産油国の増産や世界的な需要減の可能性を踏まえ、国内への入着価格は60ドル/バレル台半ばで推移と想定



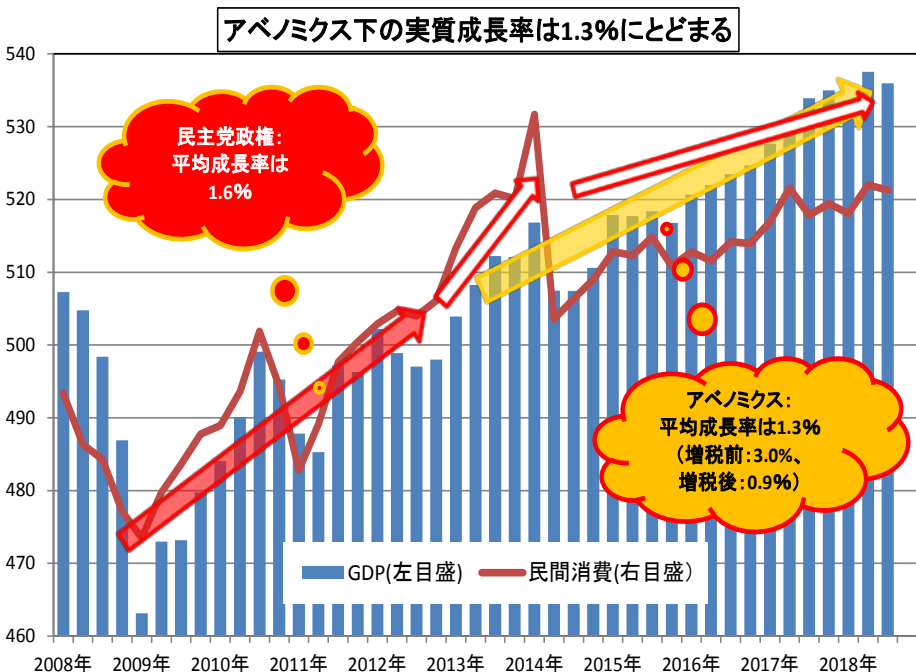
(資料) Bloombergより作成



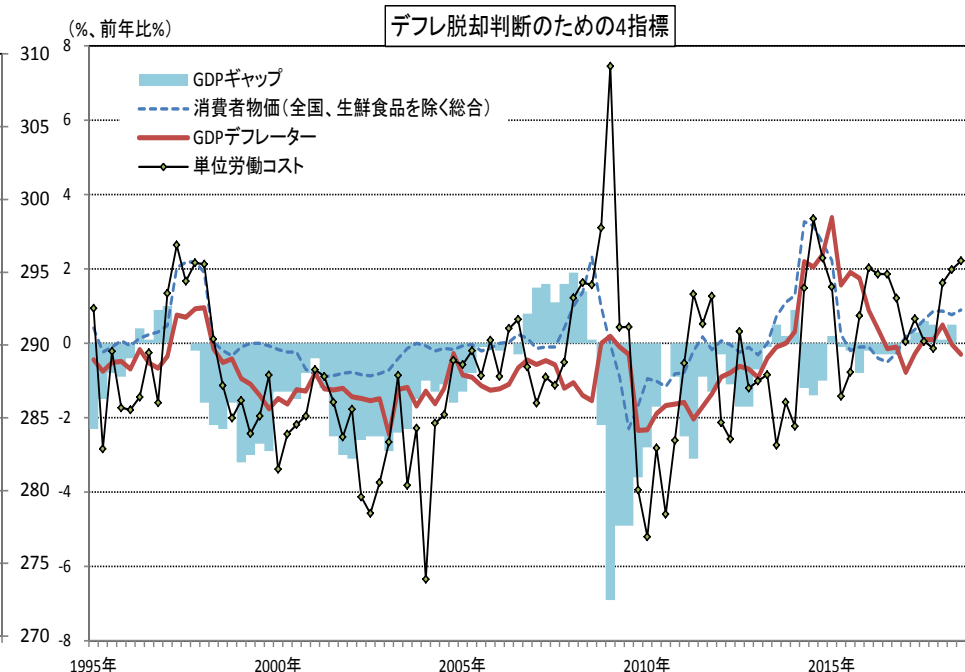
(資料) NYMEX、東京工業品取引所、財務省

3 国内の経済政策

- アベノミクス: 生産性向上、人手不足への対応に加え、国土強靱化に注力
 - 秋の臨時国会の目玉は「入管法」改正で、今後人手不足が一層深刻になることが見込まれるなか、新たな在留資格を創設し、介護、農業、漁業、建設など14分野に限定して外国人労働者の受け入れを拡大することが目的
 - 政府は19年度からの5年間で最大345,150人を受入れる見込みと公表
 - 災害からの復旧・復興などを盛り込んだ18年度第1次補正予算(歳出の追加: 9,356億円)が成立
 - さらに防災対策のインフラ整備を盛り込んだ第2次補正予算案を19年1月の通常国会に提出する方針
 - 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
 - なお、概算要求額は102.8兆円と、18年度当初比で5.0兆円多い

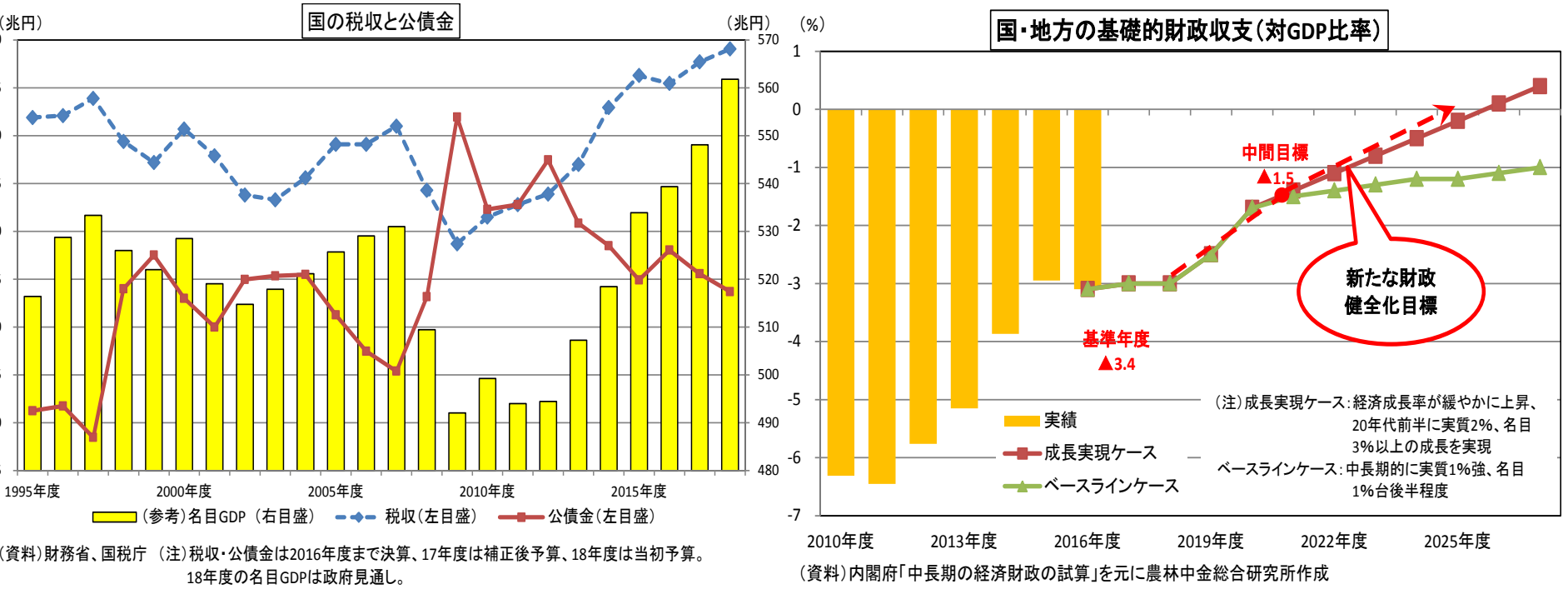


(資料)内閣府経済社会総合研究所 (注)単位は2011年連鎖価格表示、兆円。



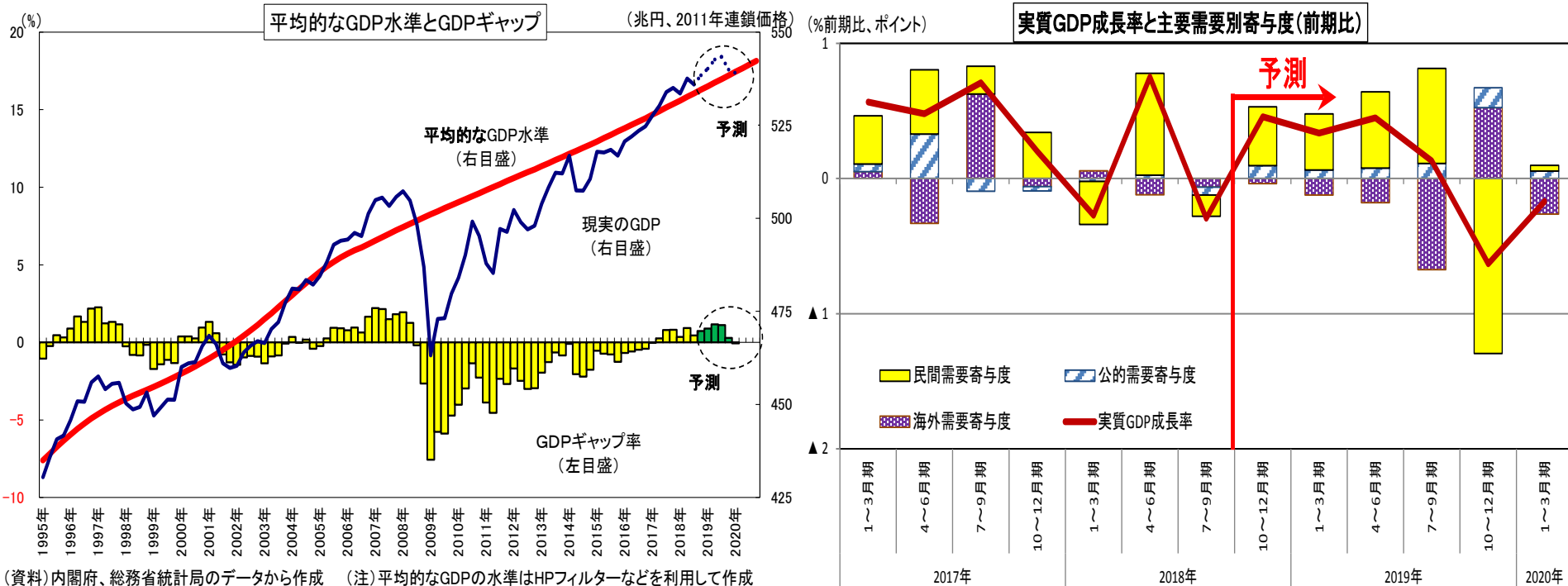
(資料)内閣府、総務省統計局 (注)消費税率を含む

- 19年10月には予定通り、消費税率10%への引き上げ(軽減税率を含む)を実施する方向
 - 政府は増税に伴う悪影響を軽減する措置を検討
 - 住宅・自動車減税に加え、中小商店でキャッシュレスにて代金を支払う顧客に2%分のポイントを還元する制度の創設などを検討中
- 財政健全化目標:25年度のプライマリーバランス黒字化
 - 「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

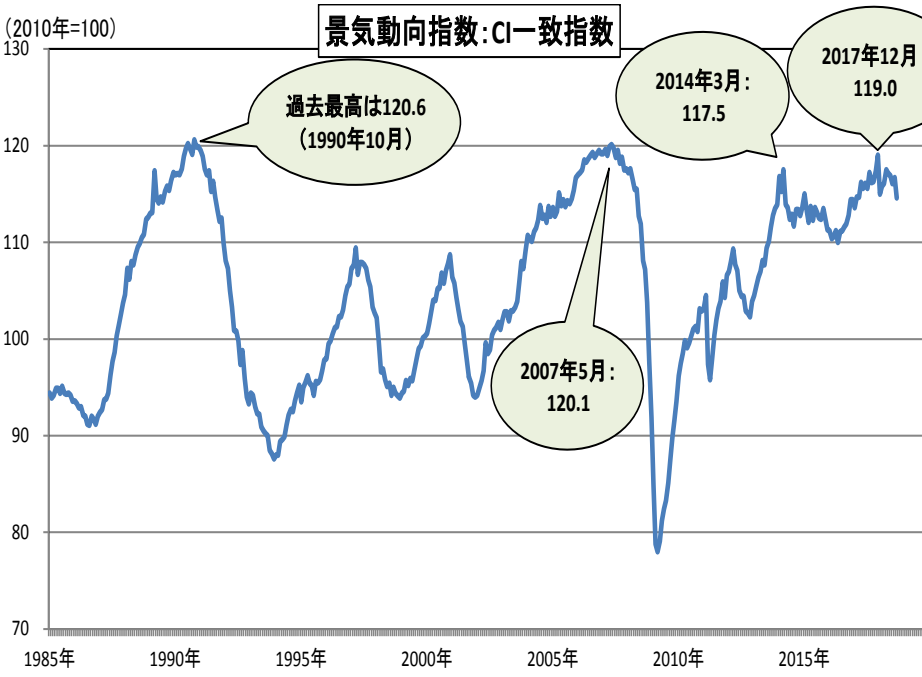


4 日本経済・物価の見通し

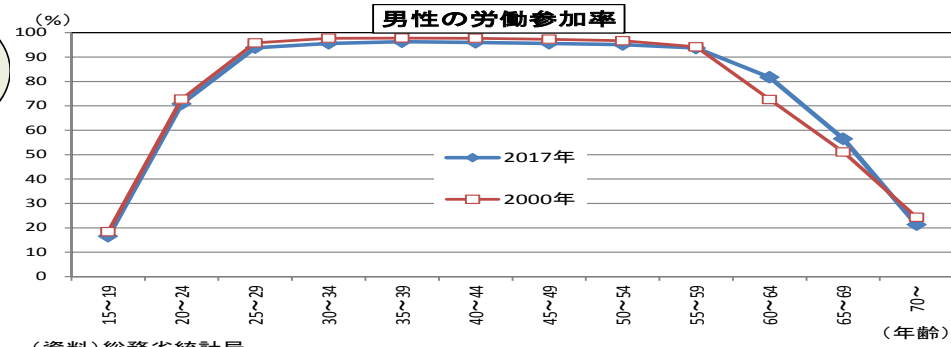
- 総論 ～2018年度は0.9%成長、19年度は0.6%成長と、見通しを下方修正～
 - － 足元10～12月期は、自然災害からの復旧・復興に伴い、7～9月期に落ち込んだ消費・設備投資・輸出の持ち直しが見込まれ、プラス成長に戻ると予想（年率1.8%成長と想定）
 - － ただし、世界経済の減速によって貿易数量も鈍化しつつあること、米中貿易摩擦の悪影響が19年入り後には顕在化する可能性があること、さらに雇用流動化が十分でないことから19年度上期には供給制約に直面し、成長テンポは減速傾向となり、景気のピークアウトが意識される展開に
 - ただし、19年度上期は消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するため景気は表面上は底堅く推移するが、19年度下期以降は反動減も加わり、調整色が強まる



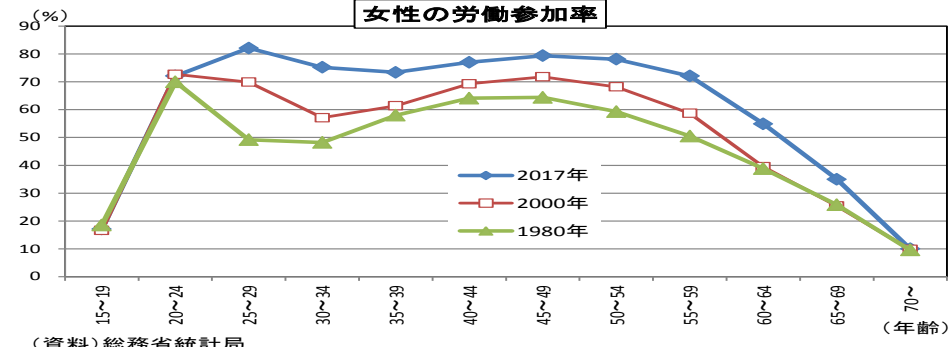
- 順調に景気拡大が続けば、19年1月には景気拡張期間は戦後最長を更新する見込み
 - ただし、景気動向指数・CI一致指数に基づく景気判断は9月に「足踏み」へ下方修正
 - 14年4月の消費税増税後の景気悪化時は雇用の増加傾向が維持されたこともあり、「後退」との判断見送り
- 景気拡大の長期化の条件は？
 - 生産年齢人口が減少する中、女性・高齢者の労働参加率上昇が労働供給の減少を補ってきたが、それも限界に近づきつつある
 - こうした中、生産性の低い分野(≡低賃金)から高い分野(≡高賃金)へ労働力がシフトし、かつ家計所得の改善が一段と進むことが景気拡大を長期化させるための必要条件
 - 同時に、需給逼迫下でも制度的に賃金が抑制される医療・介護・福祉職などに対する待遇改善も課題



(資料)内閣府



(資料)総務省統計局



(資料)総務省統計局

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	1.0	1.6
実質GDP	%	1.6	0.9	0.6
民間需要	%	1.3	1.4	1.2
民間最終消費支出	%	0.8	0.7	1.3
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 5.2	▲ 3.3
民間企業設備	%	3.1	5.0	2.1
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
公的需要	%	0.9	0.0	1.3
政府最終消費支出	%	0.7	0.6	1.0
公的固定資本形成	%	1.5	▲ 2.2	2.7
輸出	%	6.3	1.5	▲ 0.5
輸入	%	4.1	2.0	3.1
国内需要寄与度	ポイント	1.2	1.1	1.3
民間需要寄与度	ポイント	1.0	1.1	1.0
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.0	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲ 0.1	▲ 0.6
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	0.1	1.0

国内企業物価 (前年比)	%	2.7	2.7	2.8
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	0.7	0.9	1.6 (1.1)
完全失業率	%	2.7	2.3	2.3
鉱工業生産 (前年比)	%	2.9	0.8	0.8
経常収支	兆円	21.8	18.1	15.5
名目GDP比率	%	4.0	3.3	2.8
為替レート	円/ドル	110.8	112.1	113.1
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	0.09	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	70.5	65.0

(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 通期	2018年度 上半期	2018年度 下半期	2019年度 通期	2019年度 上半期	2019年度 下半期
実質GDP	%	1.6	0.9	0.5	0.3	0.6	0.7	▲ 0.6
民間需要	%	1.3	1.4	0.8	0.6	1.2	1.5	▲ 0.8
民間最終消費支出	%	0.8	0.7	0.5	0.5	1.3	1.5	▲ 0.2
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 5.2	▲ 2.6	0.3	▲ 3.3	0.4	▲ 9.2
民間企業設備	%	3.1	5.0	3.4	1.4	2.1	2.5	▲ 1.8
公的需要	%	0.9	0.0	▲ 0.1	0.3	1.3	0.7	1.2
政府最終消費支出	%	0.7	0.6	0.3	0.5	1.0	0.4	0.9
公的固定資本形成	%	1.5	▲ 2.2	▲ 1.5	▲ 0.7	2.7	1.8	2.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 2.3	▲ 5.3	▲ 5.5	▲ 5.2
輸出	%	6.3	1.5	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 0.5	0.1	▲ 1.4
輸入	%	4.1	2.0	0.4	▲ 0.0	3.1	3.4	0.2
内需寄与度(前期比)	%	1.2	1.1	0.7	0.7	1.3	1.4	▲ 0.7
民間需要(")	%	1.0	1.1	0.7	0.6	1.0	1.3	▲ 0.9
公的需要(")	%	0.2	0.0	▲ 0.0	0.1	0.3	0.2	0.2
外需寄与度(")	%	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.6	0.1
デフレーター(前年比)	%	0.1	0.1	▲ 0.1	0.2	1.0	0.8	1.2
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)	%	2.9	0.8	▲ 0.0	1.0	0.8	1.3	▲ 1.8
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	94.5	98.0	96.0	100.0	88.8	95.0	82.5
経常収支	兆円	21.8	18.1	9.8	8.3	15.5	5.9	9.6
貿易収支	兆円	4.6	1.0	1.0	0.0	0.2	▲ 2.0	2.2
外国為替レート	円/円	110.8	112.1	110.2	114.0	113.1	115.0	111.3
通関輸入原油価格	円/バレル	57.1	70.5	73.5	67.5	65.0	65.0	65.0

(前年同期比)

	単位	2017年度 通期	2018年度 通期	2018年度 上半期	2018年度 下半期	2019年度 通期	2019年度 上半期	2019年度 下半期
名目GDP	%	1.7	1.0	0.7	1.1	1.6	2.0	1.2
実質GDP	%	1.6	0.9	0.9	0.9	0.6	1.2	0.0
民間需要	%	1.3	1.4	1.2	1.6	1.2	2.2	0.3
民間最終消費支出	%	0.8	0.7	0.3	1.1	1.3	2.1	0.5
民間住宅	%	▲ 0.3	▲ 5.2	▲ 7.6	▲ 2.7	▲ 3.3	0.4	▲ 7.0
民間企業設備	%	3.1	5.0	5.2	4.9	2.1	4.0	0.2
公的需要	%	0.9	0.0	▲ 0.4	0.3	1.3	1.1	1.6
政府最終消費支出	%	0.7	0.6	0.4	0.7	1.0	0.8	1.2
公的固定資本形成	%	1.5	▲ 2.2	▲ 3.6	▲ 1.3	2.7	2.1	3.3
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.4	▲ 2.0	▲ 1.6	▲ 2.3	▲ 5.3	▲ 5.5	▲ 5.2
輸出	%	6.3	1.5	3.4	▲ 0.4	▲ 0.5	0.1	▲ 1.0
輸入	%	4.1	2.0	3.0	1.1	3.1	4.2	1.9

国内企業物価 (前年比)	%	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.3	3.1
全国消費者物価 (")	%	0.7	0.9	0.8	0.9	1.6	1.2	2.1
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)	%	2.9	0.8	0.6	0.9	0.8	2.2	▲ 0.5

(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)

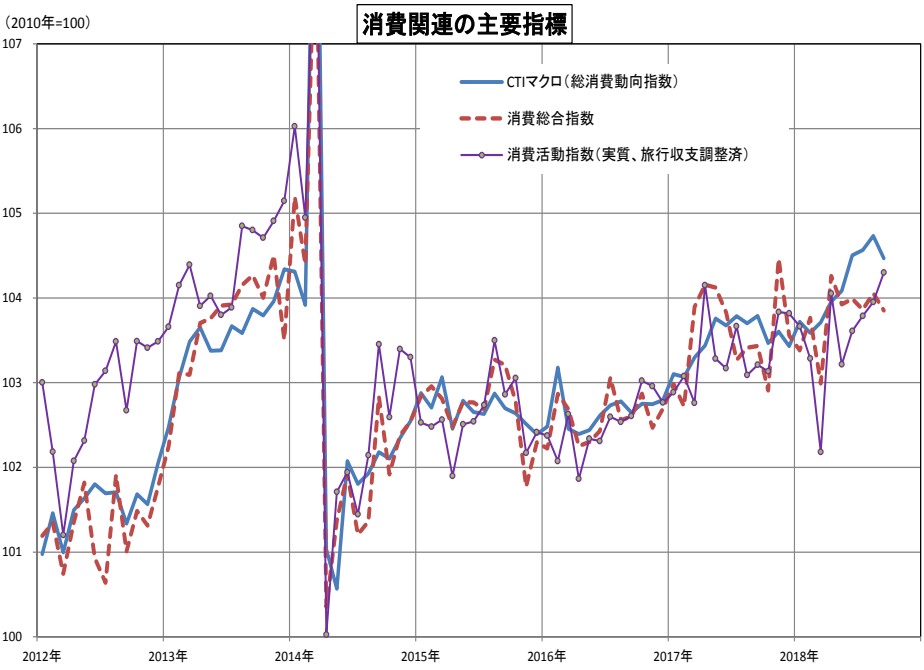
	単位	2017年				2018年				2019年				2020年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.1	0.7	1.1	0.2	▲ 0.5	0.6	▲ 0.3	0.9	0.3	0.6	0.4	0.2	▲ 0.4
実質GDP	%	0.6	0.5	0.7	0.2	▲ 0.3	0.8	▲ 0.3	0.5	0.3	0.4	0.1	▲ 0.6	▲ 0.2
(年率換算)	%	2.3	1.9	2.9	0.8	▲ 1.1	3.0	▲ 1.2	1.8	1.4	1.8	0.5	▲ 2.5	▲ 0.7
民間需要	%	0.6	0.6	0.3	0.5	▲ 0.4	1.1	▲ 0.2	0.6	0.5	1.0	1.3	▲ 2.0	▲ 0.2
民間最終消費支出	%	0.5	0.8	▲ 0.6	0.3	▲ 0.2	0.7	▲ 0.1	0.5	0.3	0.6	1.4	▲ 1.7	0.2
民間住宅	%	1.1	1.6	▲ 1.8	▲ 3.2	▲ 2.1	▲ 1.9	0.6	▲ 1.5	2.3	1.3	▲ 4.0	▲ 4.0	▲ 3.0
民間企業設備	%	0.6	0.2	1.5	0.7	0.7	3.1	▲ 0.2	1.0	1.2	1.4	1.0	▲ 3.0	0.9
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.0	▲ 0.1	0.4	0.2	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1
公的需要	%	0.2	1.3	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6	0.2
政府最終消費支出	%	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 0.4	5.0	▲ 2.2	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 1.9	1.0	0.5	0.8	1.5	1.0	▲ 0.5
輸出	%	1.7	▲ 0.2	2.7	2.1	0.5	0.3	▲ 1.8	1.0	▲ 0.2	0.5	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.5
輸入	%	1.4	1.7	▲ 1.0	3.1	0.1	1.0	▲ 1.4	1.2	0.5	1.5	3.3	▲ 3.5	1.0
国内需要寄与度	%pt	0.5	0.8	0.1	0.3	▲ 0.3	0.9	▲ 0.2	0.5	0.5	0.6	0.8	▲ 1.1	0.1
民間需要寄与度	%pt	0.4	0.5	0.2	0.3	▲ 0.3	0.8	▲ 0.2	0.4	0.4	0.6	0.7	▲ 1.3	0.0
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	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	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.7	0.5	▲ 0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.8	▲ 0.3	0.1	0.1	0.5	0.0	▲ 0.3	0.1	0.3	0.7	0.9	1.3	1.1
国内企業物価 (前年比)	%	0.9	2.2	2.8	3.3	2.5	2.4	3.0	2.8	2.6	2.5	2.2	3.3	3.0
全国消費者物価 (")	%	0.2	0.4	0.6	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3	2.1	2.0
(消費税増税要因を除く)													(1.1)	(1.0)
完全失業率	%	2.9	2.9	2.8	2.7	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.3	2.5
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 0.4	1.9	0.0	1.2	▲ 1.1	1.2	▲ 1.3	1.4	0.5	0.5	1.0	▲ 2.0	▲ 0.5
経常収支(季節調整値)	兆円	5.4	5.0	5.8	5.9	4.7	5.5	4.2	4.5	3.8	3.4	2.5	5.1	4.5
名目GDP比率	%	4.0	3.7	4.2	4.3	3.4	4.0	3.1	3.2	2.7	2.4	1.8	3.6	3.2
為替レート	円/ドル	113.6	111.1	111.0	113.0	108.2	109.1	111.4	113.0	115.0	115.0	115.0	112.5	110.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.06	▲ 0.06	▲ 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	0.09	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
通関輸入原油価格	ドル/バレル	55.4	53.3	49.6	58.3	67.3	70.8	76.3	70.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0

(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)

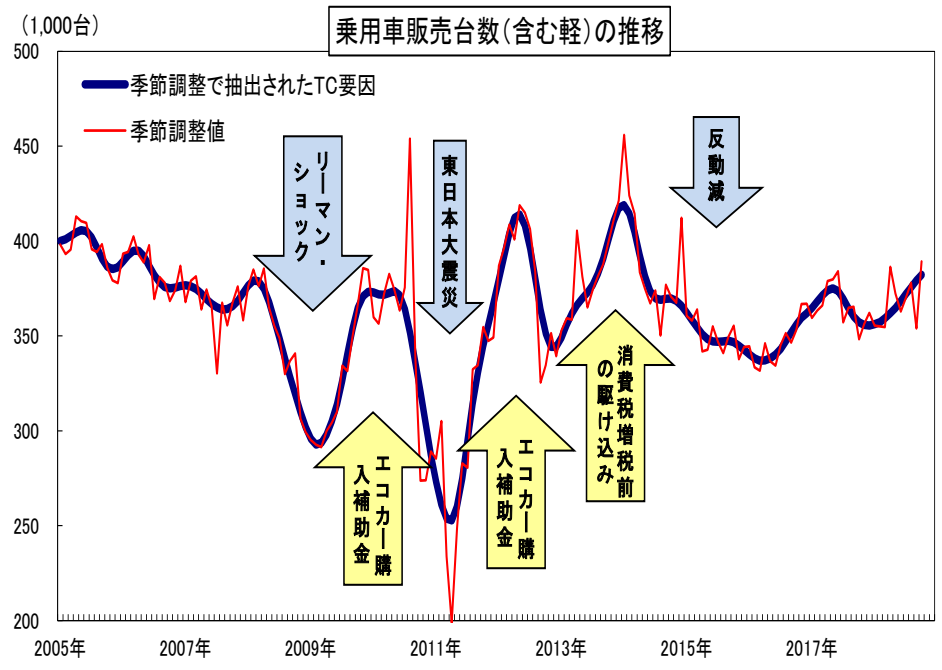
(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

● 民間消費

- 豪雨・地震などの自然災害や酷暑などの影響で、被災地域のマインドが悪化したほか、娯楽・レジャーなどサービス消費が不調となり、消費持ち直しの機運は一服
 - 一方で、エアコンなどの耐久財、季節商材は底堅く推移
- 被災地の復旧・復興とともにマインド回復が期待されるほか、堅調な企業業績などを背景に18年夏季賞与は前年比4.7%増と27年ぶりの伸びを記録するなど家計の所得環境は改善が継続、当面は消費を下支えしていくものと予想される
- 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0.7%、19年度：同1.3%（うち、上期：前期比1.5%、下期：同▲0.2%）と予測



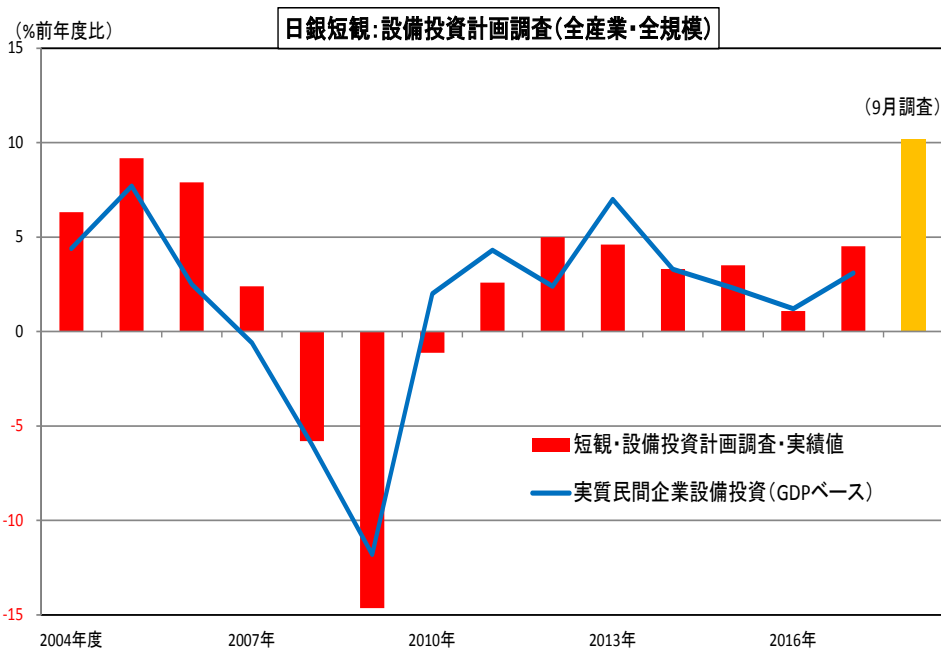
(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行



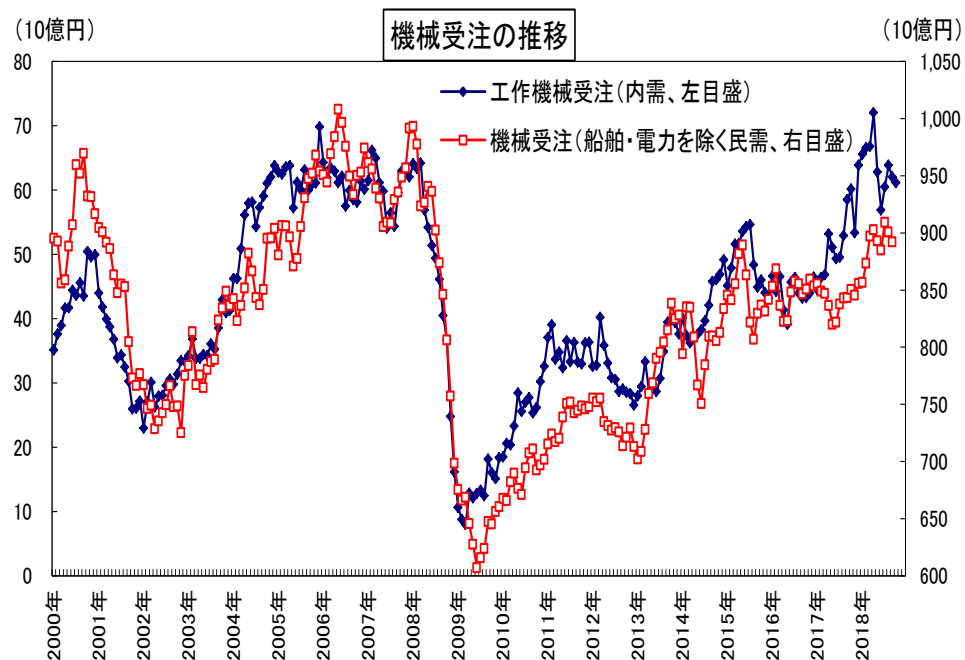
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成 (備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

● 民間設備投資

- 7～9月期の設備投資は減少したが、4～6月期の高すぎる伸び(前期比3.1%)からの調整という側面も
- 企業部門では人員・資本設備の不足感が高めに推移しているほか、総資産収益率(利払い後)は十分高く、企業業績も高水準で推移するなど、設備投資環境は良好
- 18年度の設備投資計画(日銀短観9月調査、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%へ上方修正されるなど、投資意欲は堅調なまま
- ただし、19年度は五輪特需の一服、世界経済・貿易の停滞などへの警戒から鈍化が見込まれる
- 実質民間企業設備投資は、18年度：前年度比5.0%、19年度：同2.1%と予測



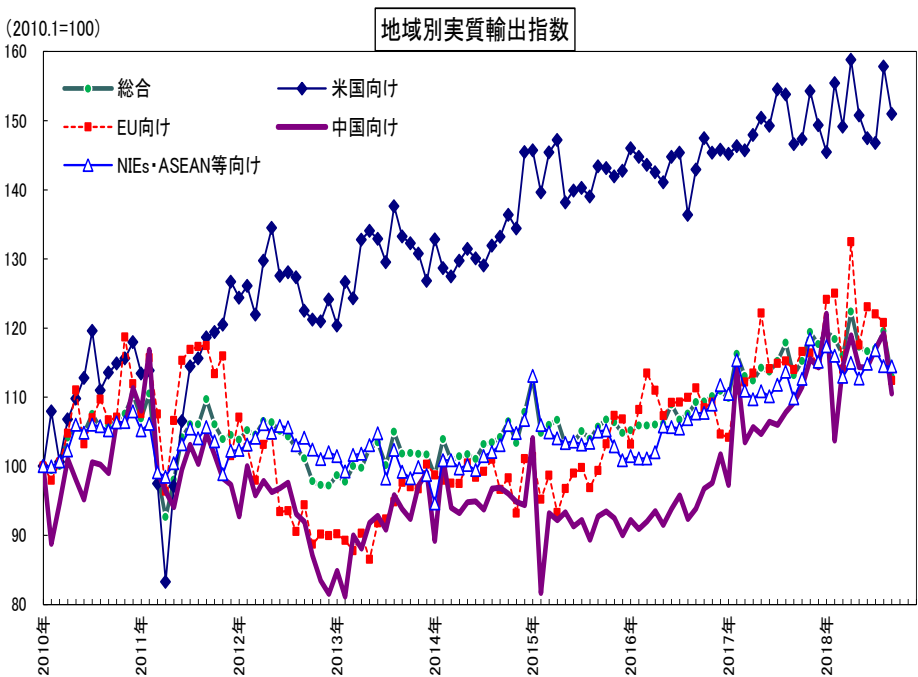
(資料)内閣府経済社会総合研究所、日本銀行資料を基に農林中金総合研究所が作成
(注)ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)を民間設備投資デフレーターで実質化



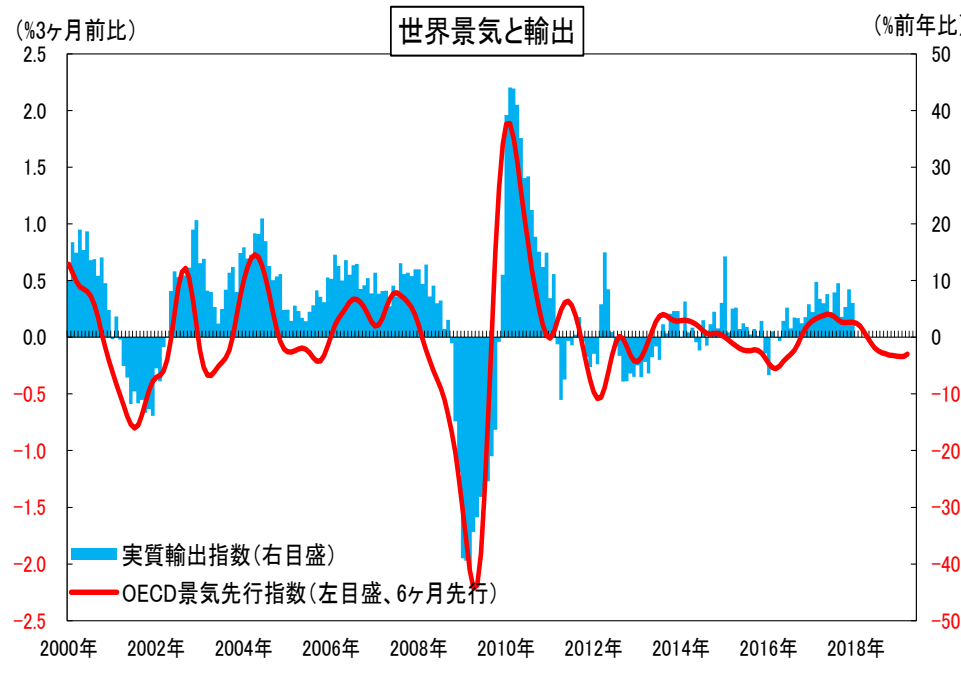
(資料)内閣府、日本工作機械工業会 (注)3ヶ月移動平均

● 輸出入動向

- 世界経済は先行き不透明感が漂っており、改善傾向が弱まっていくことから、輸出の増勢は弱り、減少に転じる（18年度は前年度比1.5%、19年度は同▲0.5%）
- 一方、19年度半ばまでは国内需要は比較的底堅く推移することから、輸入は増加傾向を維持（18年度は前年度比2.0%、19年度は同3.1%）
 - ただし、19年度下期は消費税増税の影響で大きく減少
- 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18.1兆円、19年度15.5兆円と黒字幅が縮小していく見込み
- 米中間選挙の結果、外交・通商政策面でより強硬になる可能性もあり、19年に始まる日米TAG交渉の行方には注意が必要



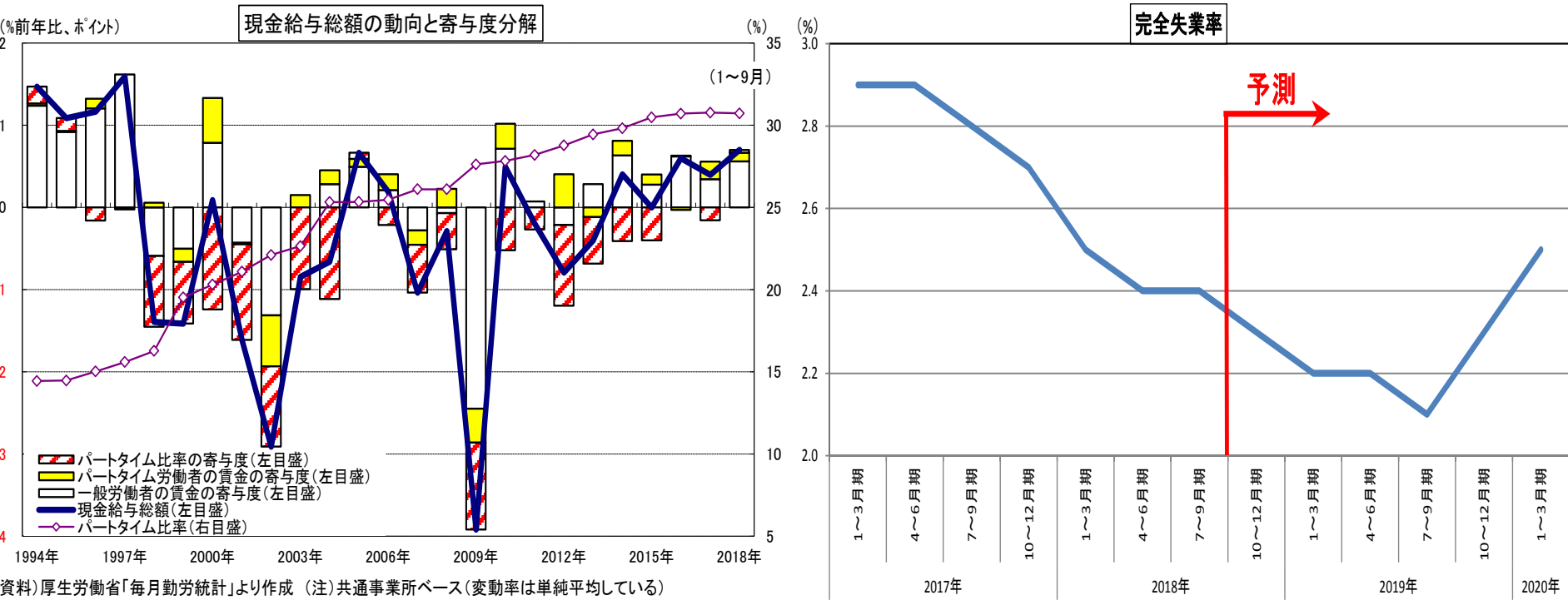
(資料)日本銀行 (注)日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算



(資料)OECD、日本銀行 (注)OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

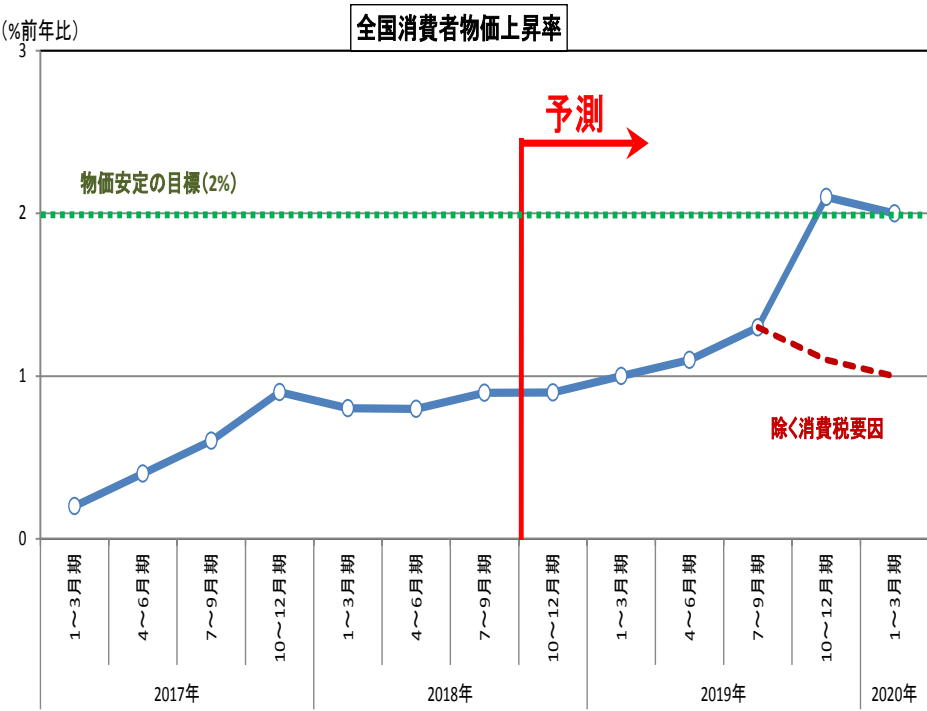
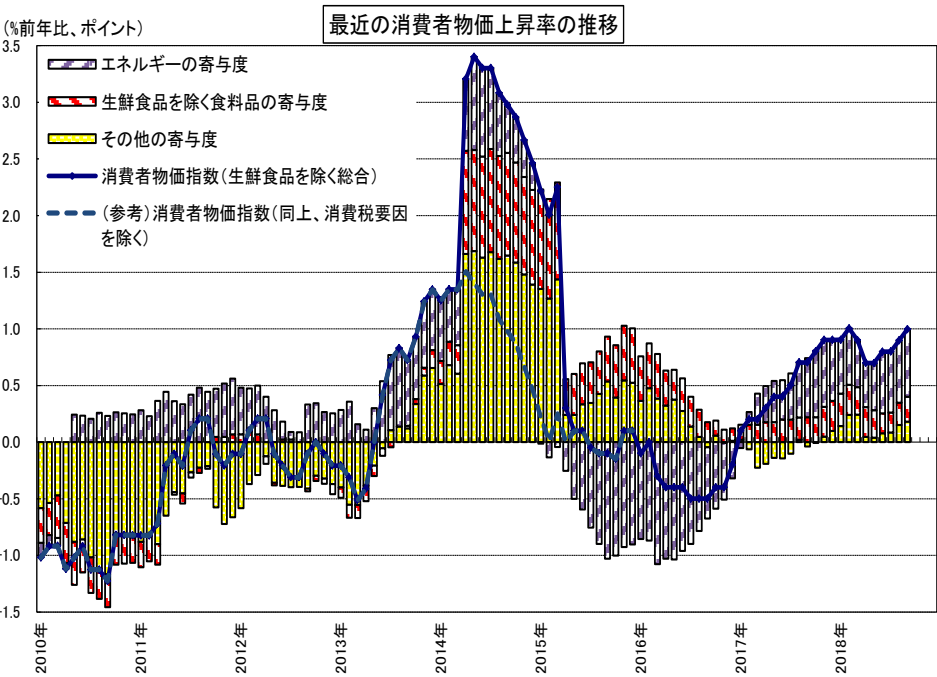
● 雇用情勢

- 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ており、労働需給は引き締まり傾向にある
 - 労働供給の余力は着実に乏しくなっており、今後さらに需給が逼迫するのは必然
- 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、賃金上昇率は徐々に高まる可能性も
- 18、19年度の失業率はともに2.3%（うち、19年度は7～9月期にかけて2%に迫った後、下期は上昇）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年半ぶりとなる前年比1%(消費税要因を除く)を達成した後、一旦は弱含んだが、再び上昇率を高め、9月には再び1%を回復
 - エネルギー・食料品が主な押上げ要因で、需給改善に伴う物価上昇圧力はまだ鈍い
- 最近の原油価格下落は物価上昇圧力を弱める方向に働くが、予想物価上昇率は高まりつつあること、賃上げ率も高まりつつあること、さらに消費も持ち直し傾向にあることから、19年度半にかけて物価上昇率は緩やかに高まっていくと予想
- 18年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合は前年度比0.9%、19年度は同1.1%(消費税要因を除く)と予測、消費税率引上げ直前には同1%半ば近く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%程度まで鈍化



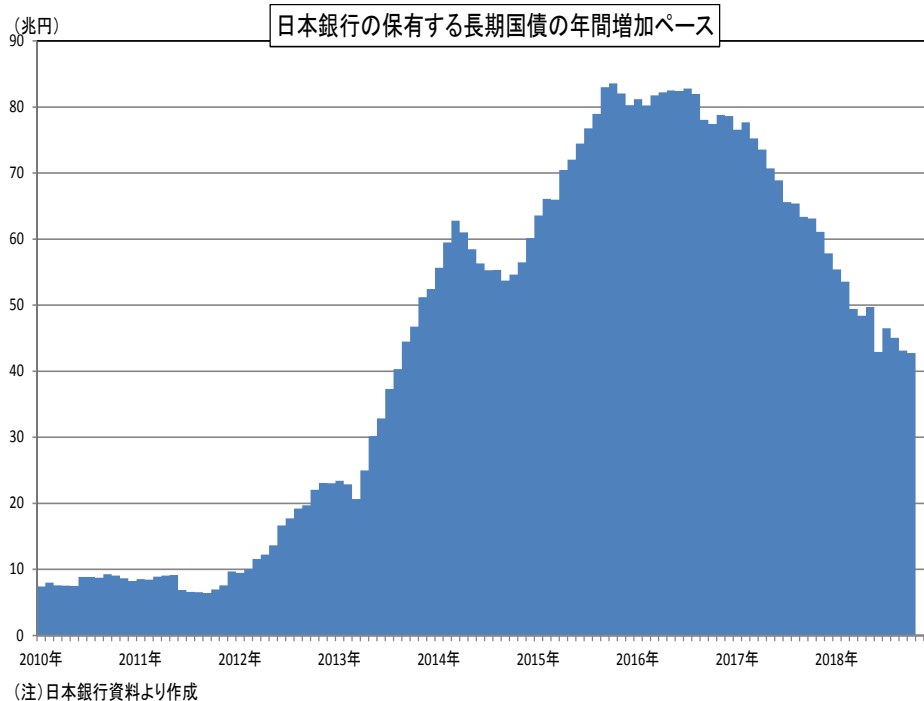
5 金融政策の見通し

- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化
 - 日本銀行は7月30～31日開催の金融政策決定会合で「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続可能性を強化するための措置を講じたが、9、10月会合でもその継続を決定
 - 「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」として、新たに政策金利のフォワードガイダンス(19年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定)を導入することによって「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強める一方、経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度(±0.2%程度)許容するとともに、ETF・J-REITの年間買入れ額の変動も容認した
 - 既に操作目標は「量」から「金利」に変更されているが、日銀の長期国債保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は残っており、最近では年間40兆円台の増加ペース

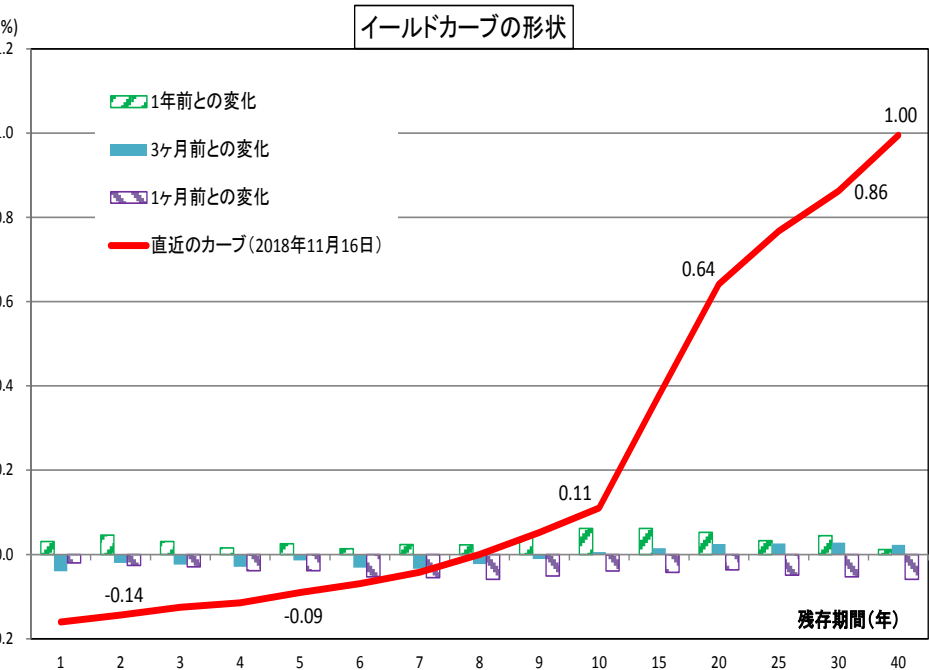
資産買入れ方針とバランスシートの見通し

		(兆円)							
		2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年10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	507	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	454	+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	22.3	+約6兆円
	JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	+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	552	
	銀行券	87	90	93	98	102	107	105	
	当座預金	47	107	178	253	330	368	397	
その他とも負債・純資産計		158	224	300	383	476	521	552	

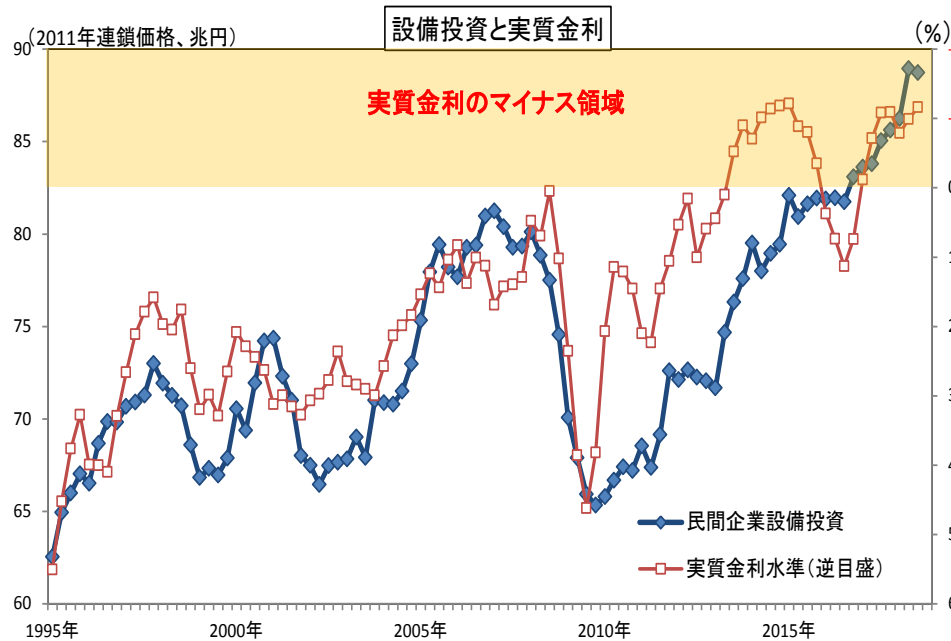
(資料)日本銀行 (注)18年10月末の長期国債、ETF、J-REIT保有額は17年10月末からそれぞれ43兆円、6.2兆円、534億円の増加。



- 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考えを表明し続けていることから、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
- 相反する金融システムへの配慮と景気悪化時の対応
 - － フォワードガイダンスが導入されたことで、政策金利や長期金利の目標引上げはしばらく「凍結」されたとみられるが、金融機関経営や金融システムには大きな負荷がかかった状況が続く
 - － 一方で、景気・雇用面での悪化が明確になれば、金融政策も相応の対応が求められる可能性も



（資料）財務省資料より作成

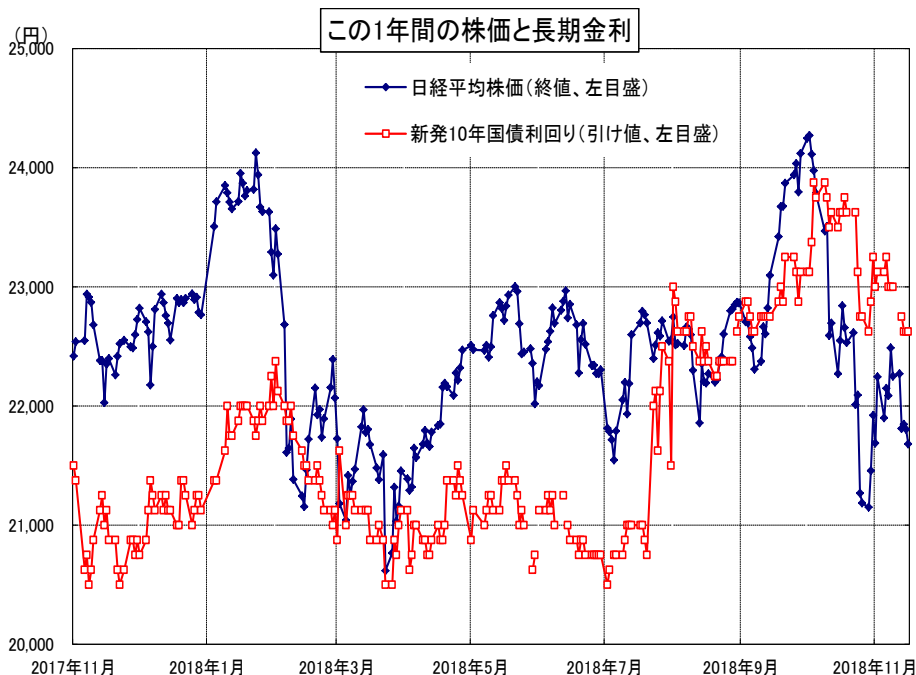


（資料）財務省、内閣府経済社会総合研究所
 （注）実質金利水準は残存5年の国債利回りから民間設備投資デフレーターの前年比上昇率を差し引いて作成

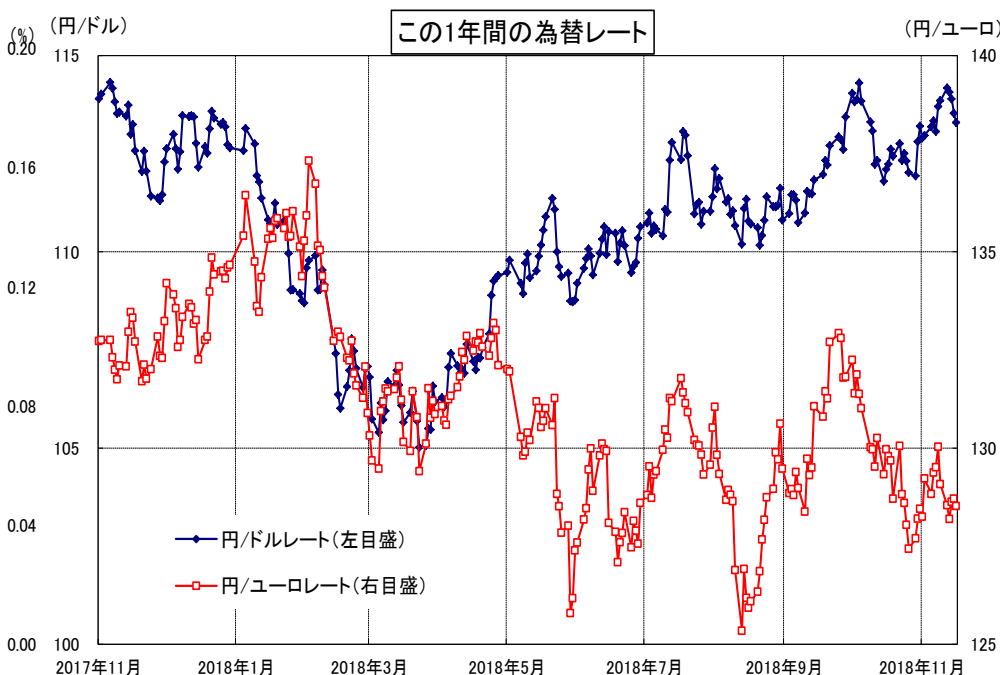
6 金融市場の見通し

市場概況

- 米国の通商政策が保護主義速を強める中、堅調な企業業績を背景に、株式市場は18年2～3月にかけての下落局面から持ち直してきたが、10月には上昇傾向を強める米国長期金利に対する警戒から再び世界同時株安が発生、足元の株価は上値の重い展開
- 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後は概ね0.1%台で推移
 - イールドカーブは多少スティープ化したが、市場機能の回復は限定的
- 為替レートは、米国経済・物価の改善を背景に、米金利が上昇、ドル高傾向が続く一方、ユーロはイタリアとEUの予算協議やBrexitの行方に130円/ユーロを挟む展開



(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
 - － 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から、7月下旬以降の長期金利は概ね0.1%台で推移
 - － 物価上昇率がまだ1%前後であり、かつ内外景気の減速懸念も浮上しており、当面は現行水準での展開を想定
- 株価
 - － バブル崩壊後の最高値を更新後、米国発の世界同時株安が発生、日経平均は3,500円ほど調整した
 - － 内外景気や企業業績の先行き、さらには米中貿易摩擦への懸念も強く、しばら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市場の想定よりも速まり、1ドル＝110円台半ば近くまで円安が進んだ
 - － 米国の拡張的な財政政策、引き締め方向の金融政策はドル高につながりやすいが、リスクオフが強まる場面では引き続き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		
		11月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.072	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0500	0.05～0.10	0.05～0.10	0.05～0.12	0.05～0.12
国債利回り	20年債 (%)	0.630	0.55～0.75	0.55～0.75	0.60～0.80	0.60～0.80
	10年債 (%)	0.105	0.05～0.16	0.05～0.20	0.05～0.20	0.05～0.20
	5年債 (%)	-0.090	-0.12～-0.05	-0.12～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.0
為替レート	対ドル	113.3	105～118	105～120	100～120	100～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.5	115～135	115～135	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		21,680	22,250±1,500	23,000±1,500	22,500±1,500	21,750±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11月16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。