



農林中金総合研究所 2018～20年度経済見通し

景気の転換点が意識される日本経済

～2018年度：0.6%（据え置き※）、19年度：0.3%（据え置き※）、20年度：0.2%～

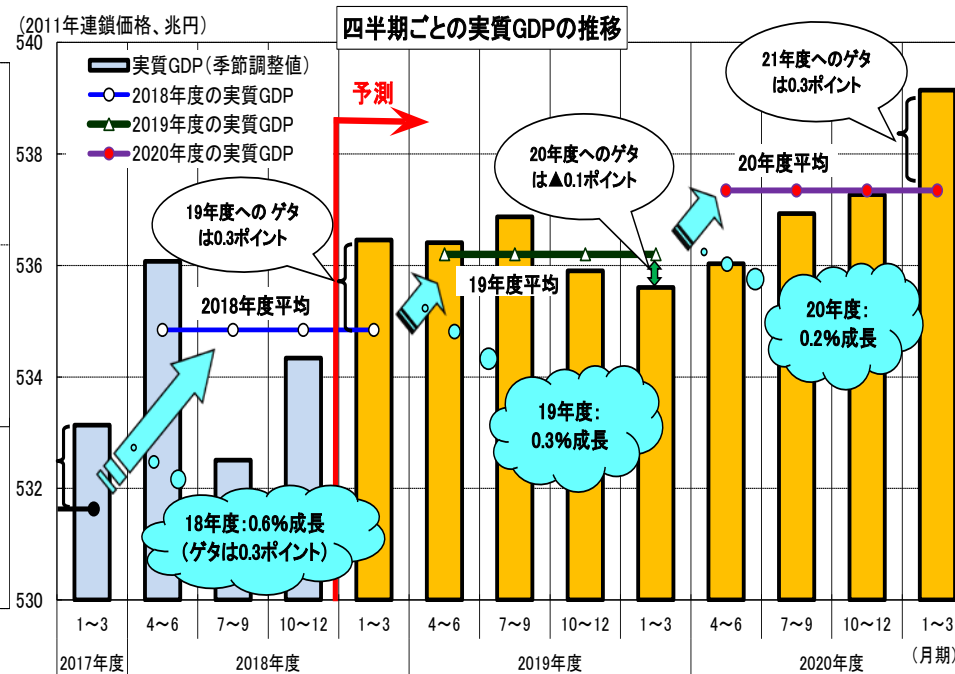
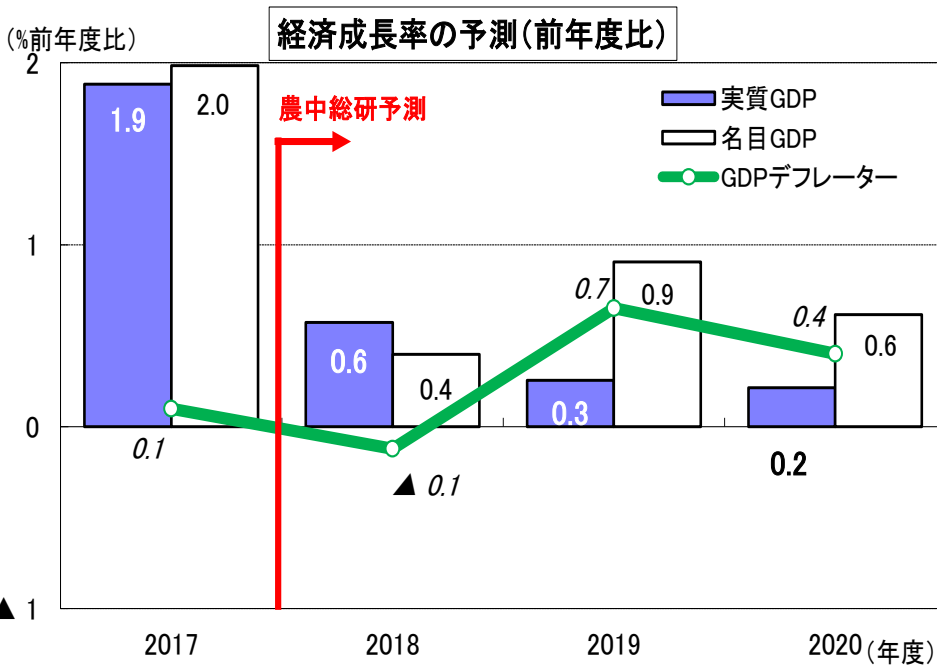
※いずれも18年12月時点の見通しとの比較

2019年2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10～12月期の実質GDPは、消費、設備投資、輸出の持ち直しが見られ、2四半期ぶりのプラス成長となった。ただし、世界経済、特に中国経済の減速の影響により、輸出の戻りは鈍く、先行き懸念を強める内容であった。こうした輸出の停滞は生産の足踏みを招いている。
- 先行きについては、1～3月期は復旧・復興に向けた公共事業が顕在化するほか、消費、企業設備投資も緩やかな増加が見込まれ、プラス成長が継続するが、世界貿易の伸び鈍化を受けた輸出減や労働需給逼迫といった供給制約に直面することで、その後の成長率は趨勢的な減速が見込まれる。国内景気は19年度上期中にもピークアウトする可能性がある。それでも、新天皇即位などの祝賀ムードや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まると予想する。この調整は20年度上期までは続くが、下期以降は再び持ち直しが再開するだろう。
- 日本銀行はフォワードガイダンスに示された通り、現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続けると思われるが、今後想定される景気悪化の際には対応に苦慮する場面も想定される。



目次

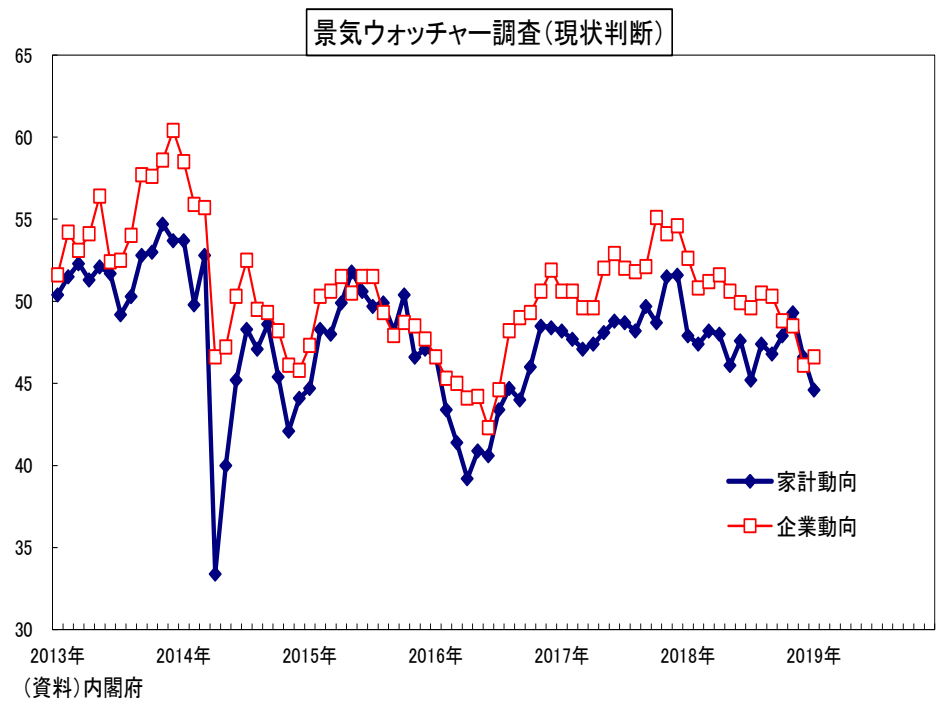
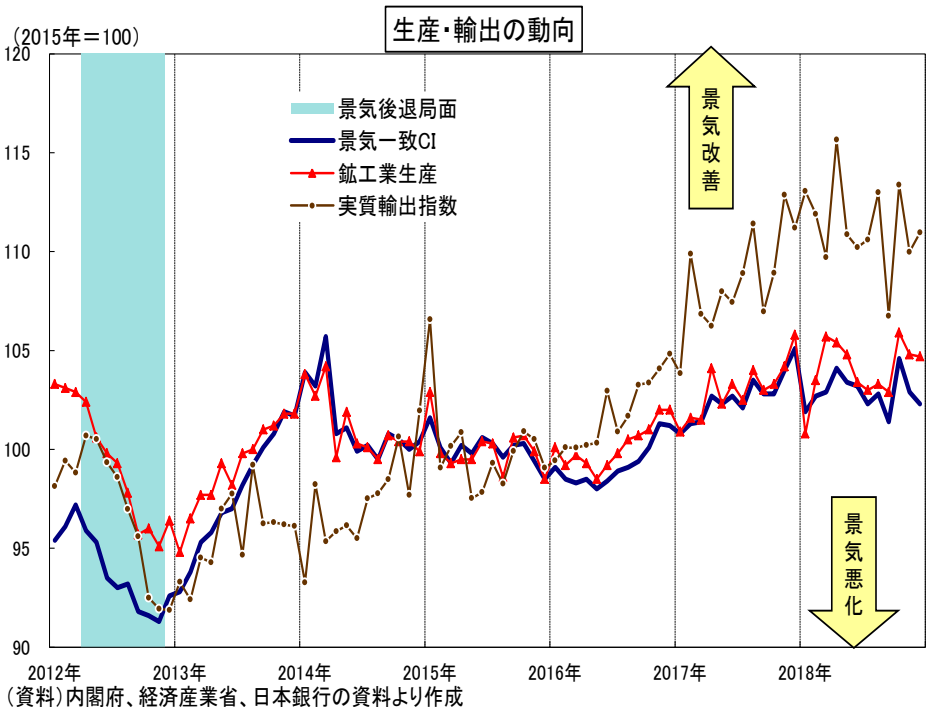
1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	19
4 日本経済・物価の見通し	22
5 金融政策の見通し	31
6 金融市場の見通し	33

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

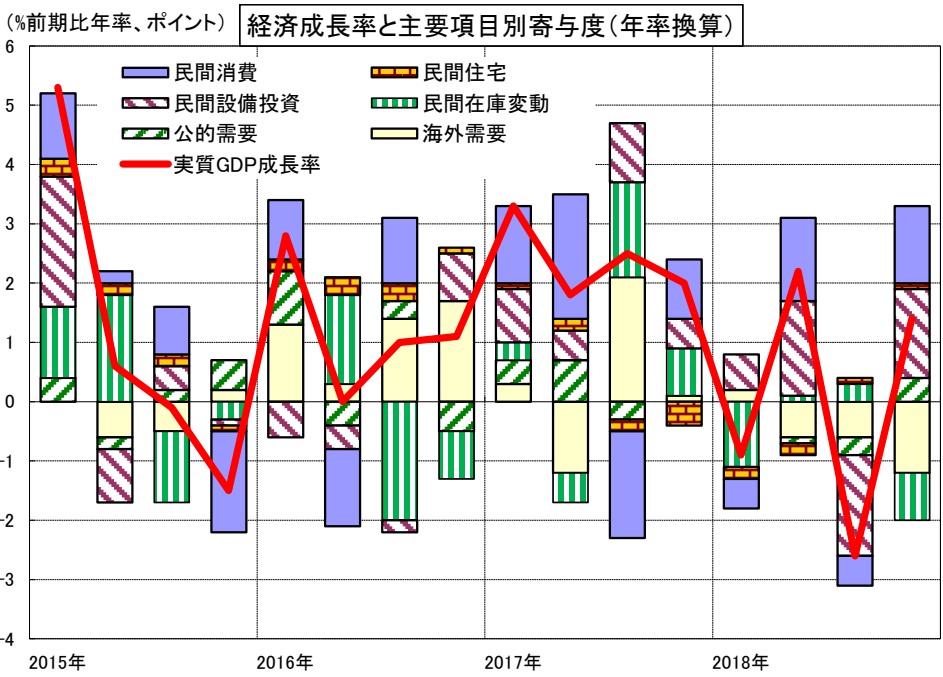
南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

1 景気の現状

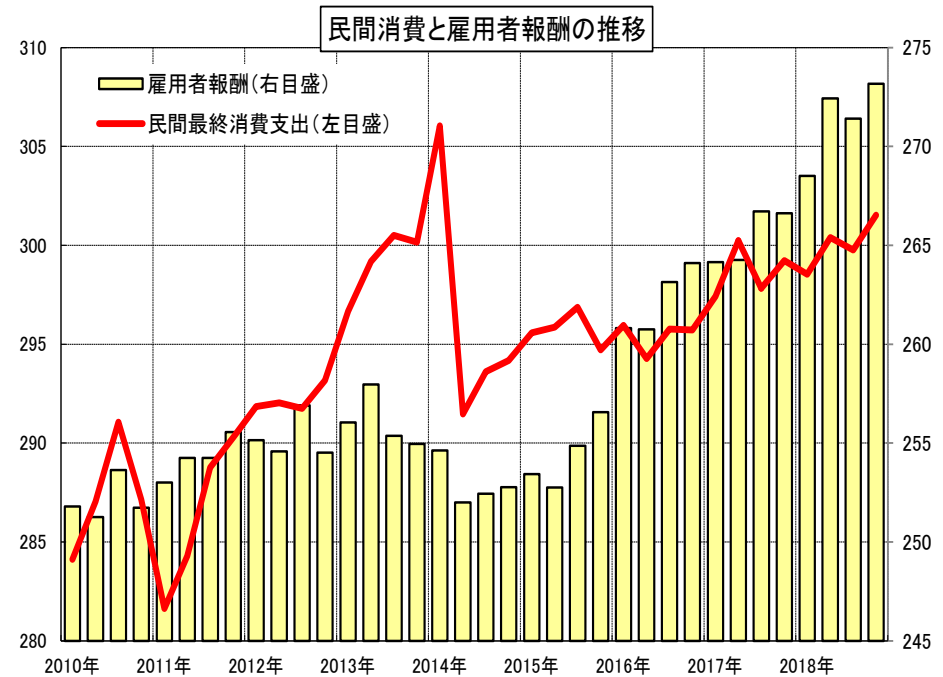
- 国内景気は足踏み状態
 - 2018年10～12月期の国内景気は、7～9月期に多発した自然災害による需要減退からの持ち直しが散見された
 - ただし、輸出は18年4月をピークに足踏み状態となっており、その影響で生産も伸び悩みが継続
 - 家計・企業の景況感もこのところ悪化傾向
 - 失業率は25年ぶりの2%台前半、有効求人倍率も1.6倍台と、労働需給は引き締まりの方向にあるが、企業サイドの人件費膨張への警戒が根強く、賃金上昇率は低調なまま
 - 全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は18年10月に7ヶ月ぶりに前年比1%を回復したものの、年末にかけて再び鈍化
 - 原油安によるエネルギー、円高に伴う輸入消費財の下落が進行



- 18年10～12月期は年率1.4%と再びプラスとなったが、輸出の戻りに鈍さも
 - 民間消費が前期比0.6%(:同▲0.2%)、民間企業設備投資も同2.4%とともに増加に転じる(7～9月期はそれぞれ同▲0.2%、▲2.7%)など、民間最終需要は一定のリバウンドが見られた
 - 実質雇用者報酬も同0.7%(7～9月期:同▲0.5%)と、消費を下支えした
 - 輸出も同0.9%(7～9月期は同▲1.4%)と増加したものの、戻りは鈍かった
 - この結果、10～12月期は前期比年率1.4%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▲0.04%と16四半期ぶりのマイナスで、かつ2四半期連続で潜在成長率(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3四半期連続の下落、国内需要デフレーターも同0.5%へ鈍化



(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

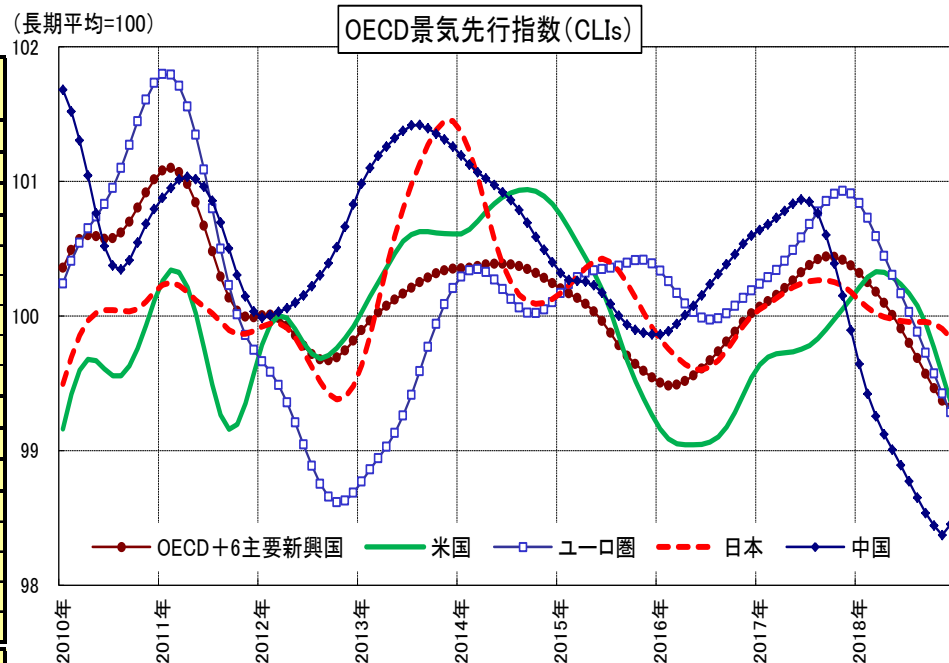
● 世界経済見通しは2回連続で下方修正

- 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し改訂版(19年1月発表)では、世界経済全体の成長率は前回10月に続き、下方修正された
 - 2018年(実績見込み)の世界経済全体の成長率は前年比3.7%(17年実績:3.8%)へ減速、19年も同3.5%へ鈍化傾向が続くとした
 - 世界貿易数量も18~20年にかけては前年比4.0%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(CLIs)からは、世界経済の先行き減速が示唆されている
 - 先進国・地域もさることながら、中国の下振れ幅が大きい

2019~20年 IMF世界経済見通し

	2017年	2018年	2019年	2020年
世界全体(実質経済成長率)	3.8	3.7	3.5	3.6
先進国	2.4	2.3	2.0	1.7
米国	2.2	2.9	2.5	1.8
ユーロ圏	2.4	1.8	1.6	1.7
ドイツ	2.5	1.5	1.3	1.6
フランス	2.3	1.5	1.5	1.6
イタリア	1.6	1.0	0.6	0.9
スペイン	3.0	2.5	2.2	1.9
英国	1.8	1.4	1.5	1.6
日本	1.9	0.9	1.1	0.5
新興国・発展途上国	4.7	4.6	4.5	4.9
中国	6.9	6.6	6.2	6.2
インド	6.7	7.3	7.5	7.7
ブラジル	1.1	1.3	2.5	2.2
ロシア	1.5	1.7	1.6	1.7
南アフリカ	1.3	0.8	1.4	1.7
ASEAN5	5.3	5.2	5.1	5.2
世界貿易数量(財・サービス)	5.2	4.0	4.0	4.0

(資料)IMF『World Economic Outlook Update(2019年1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

2 世界経済の動向 ②米国

景気動向

- 18年7～9月期のGDPは前期比年率3.4%成長(確報値)
- FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比2.0%で推移している
 - 賃金上昇率の高まりなどから先行きについてはPCEデフレーターの緩やかな上昇が予測される
- 見通しのポイントとしては、世界経済の減速懸念からFRBのハト派色が強まったこともあり、①19年に2回の利上げを想定(前回見通しの4回から下方修正)、②賃金上昇を背景とした消費の堅調さなどにより、19年の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、③19、20年にかけて、GDPギャップの需要超過状態が徐々に解消すること、が挙げられる
- 成長率見通し: 18年は2.8%に下方修正(前回は2.9%)、19年は2.4%(修正なし)、20年は1.8%

予測表(四半期)

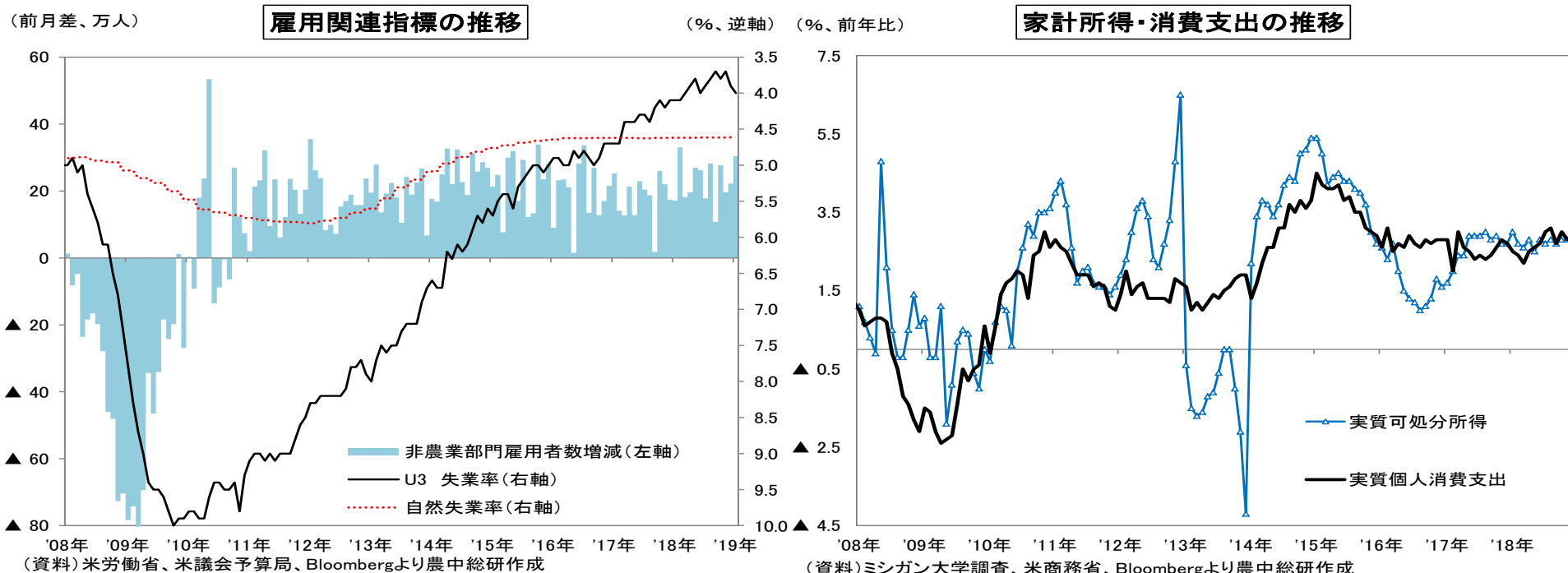
(予測→)

	単位	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
実質GDP成長率	%	2.2	4.2	3.4	1.6	1.6	2.2	2.0	1.9	1.5	2.0	1.9	1.3
個人消費支出	%	0.5	3.8	3.5	3.2	3.1	2.9	2.7	2.7	2.7	2.5	2.4	1.6
民間設備投資	%	11.5	5.7	2.5	6.5	2.9	4.4	2.1	1.4	0.7	1.4	3.5	1.8
民間住宅投資	%	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 3.6	1.5	0.0	0.3	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.7	0.0	▲ 0.7	0.0
輸出	%	3.6	9.3	▲ 4.9	2.8	3.2	4.7	4.7	4.0	2.1	6.1	3.0	4.5
輸入	%	3.0	▲ 0.6	9.3	▲ 1.4	4.7	5.8	4.6	4.5	4.5	4.4	3.9	3.9
政府支出	%	1.5	2.5	2.6	2.5	▲ 2.2	0.4	0.3	0.6	0.6	0.2	0.4	0.4
非農業部門雇用者数増減	万人	22.8	24.3	18.9	23.2	17.0	12.0	10.0	8.0	7.0	6.0	5.0	5.0
失業率	%	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.7	3.6	3.5	3.4	3.5	3.6	3.7
賃金上昇率	%	2.7	2.9	3.0	3.3	3.4	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7
コアPCEデフレーター	%	1.7	1.9	2.0	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2
FFレート誘導水準	%	1.50～1.75	1.75～2.00	2.00～2.25	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.50～2.75	2.75～3.00	2.75～3.00	2.75～3.00	3.00～3.25	3.00～3.25
10年物国債利回り	%	2.4	2.9	2.7	2.7	2.7	2.8	2.9	2.7	2.7	2.8	2.8	2.7

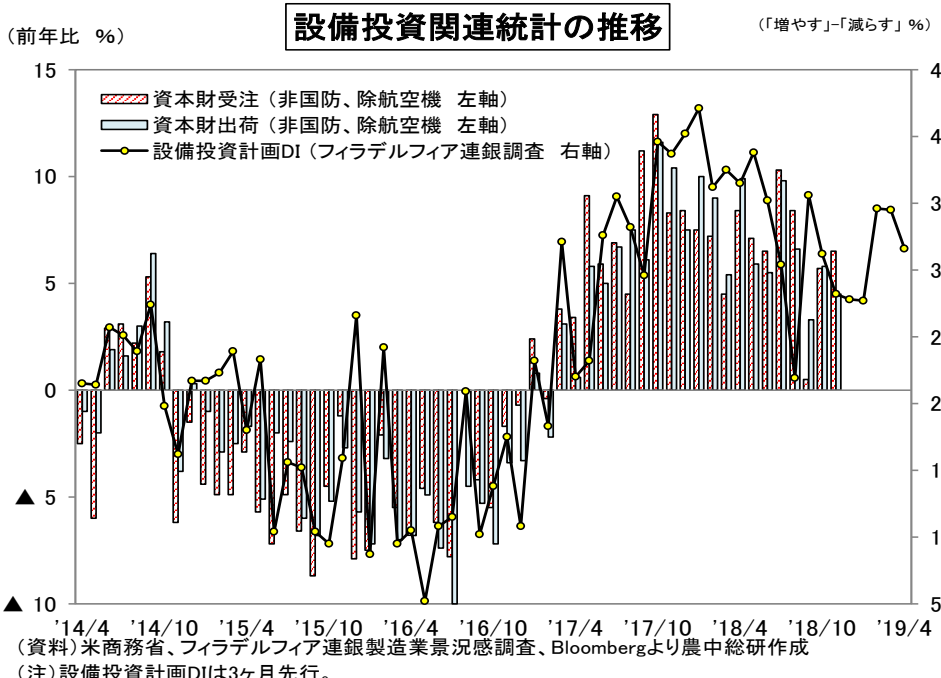
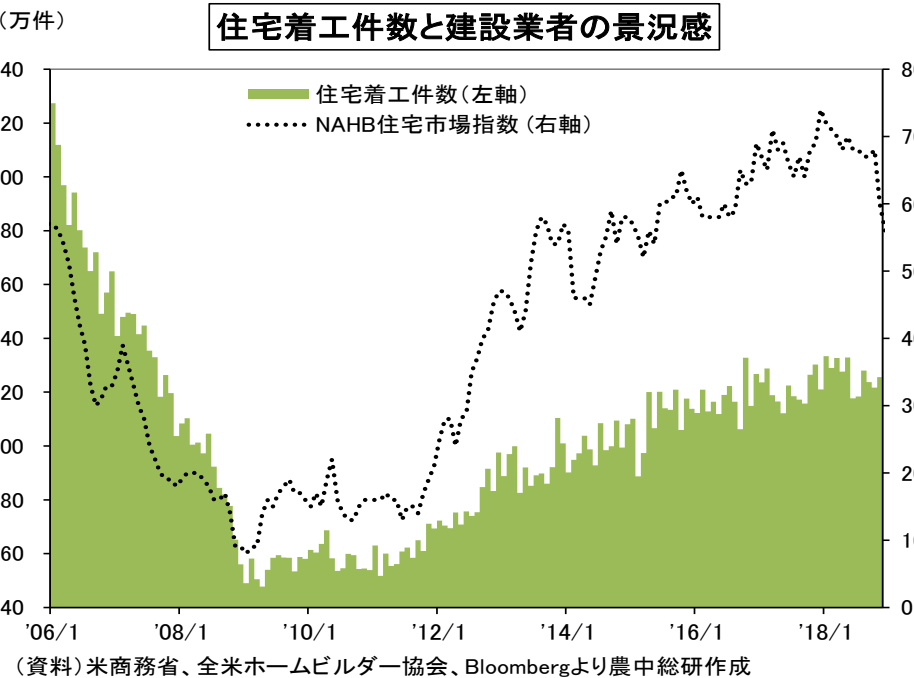
(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

(注意)GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

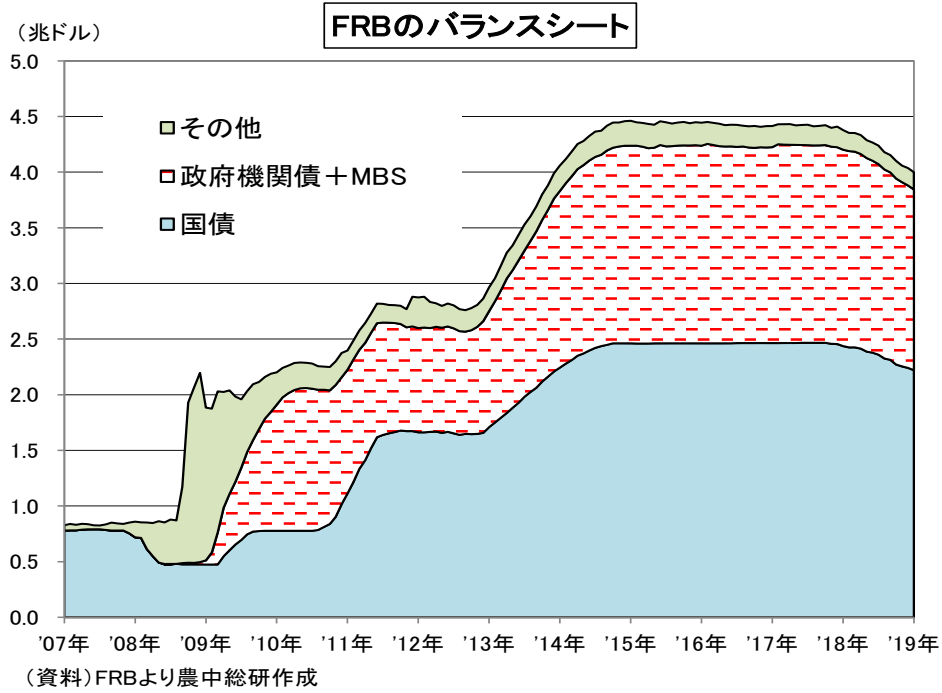
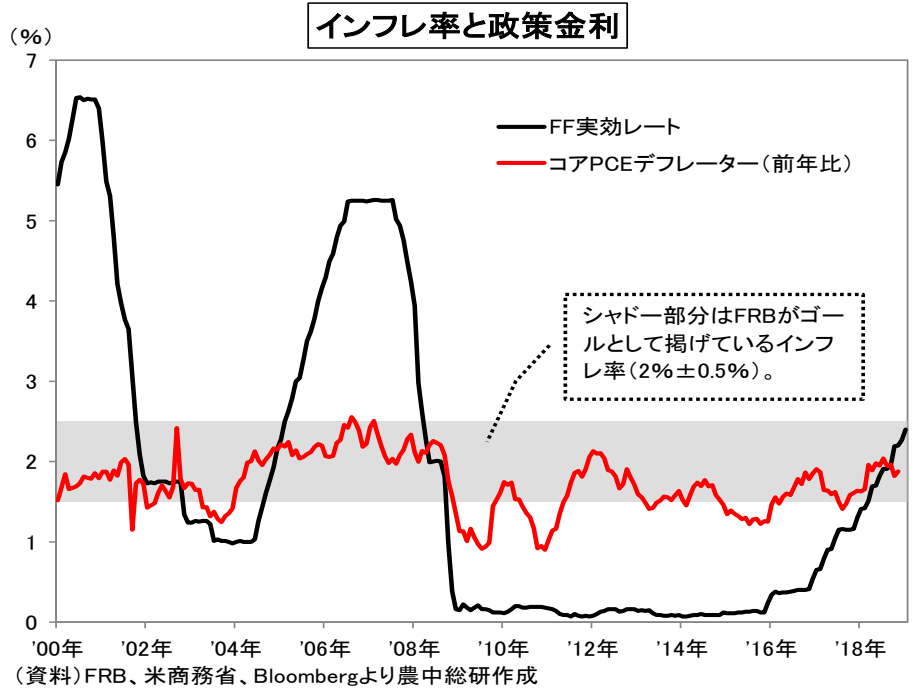
- **雇用: 労働市場はひっ迫が続く**
 - 18年の非農業部門雇用者数は月平均22.3万人のペースで増加、失業率は50年ぶりとなる3.7%まで11月に低下した後、労働参加率の上昇により12月に3.9%まで上昇
 - 18年3月以降、求人件数が失業者数を上回って推移
 - 賃金上昇率は18年下期にかけて前年比3.2~3.3%まで徐々に高まった
 - 労働市場のひっ迫を背景に今後も緩やかに高まる見通し
- **消費: 拡大が続く**
 - 雇用者数の伸び、賃金上昇率の高まりなどから消費は堅調に推移する見通し



- 設備投資:減速する見通し
 - 世界経済の減速に加え、原油価格の上昇鈍化とリグ稼働数の伸び悩みが減速要因
- 住宅投資:伸び悩む見通し
 - 建設労働者確保の困難化や住宅ローン金利の上昇、住宅価格の上昇による需要減少が背景
- 貿易:輸出の伸びは鈍く、輸入は堅調に推移する見通し
 - 世界経済の成長鈍化や米国製品への対抗関税などから、輸出の伸びは鈍化する見通し
 - 鉄鋼、アルミニウム、中国製品などへの追加関税が導入されたほか、自動車などへの追加関税も模索
 - 中国製品2,500億ドル相当に対する追加関税10%の適用期間は長期化する可能性も



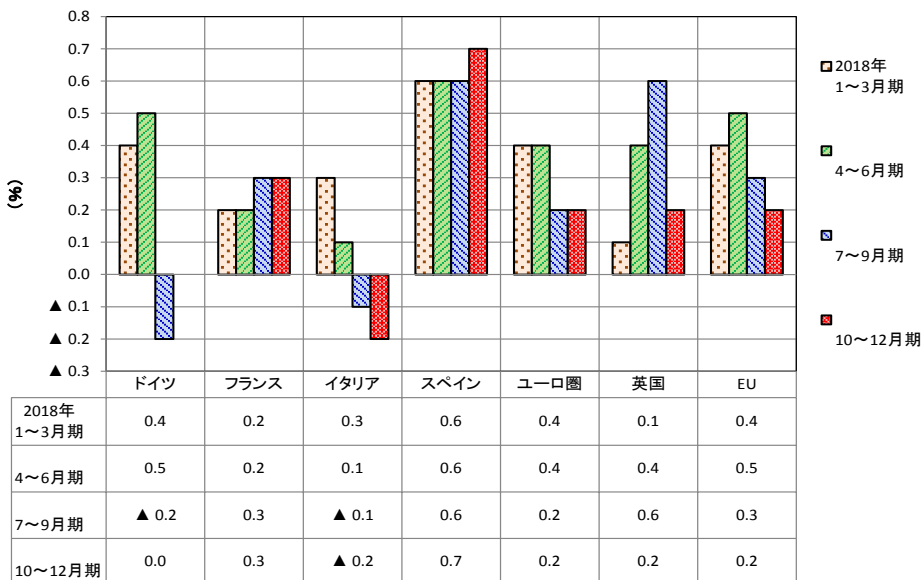
- **金融政策**: FRBは金融政策の正常化(バランスシート(B/S)の縮小と利上げ)を継続
 - 17年10月からB/S縮小を開始し、(米国債については、再投資停止額を月額最大300億ドル、住宅担保証券(MBS)については再投資停止額を月額最大200億ドルとする)を続けている
 - 世界経済減速懸念から、19年上半期は利上げが停止される見込みであり、合わせてB/S縮小を早期に停止する可能性も浮上している
- **財政政策**:
 - 議会予算局(CBO)によると、19会計年度(18年10月~19年9月)の政府支出は前会計年度比0.2%、20会計年度は同▲0.3%の見通し
 - インフラ投資など拡張的な財政政策が行われる可能性も



2 世界経済の動向 ③欧州

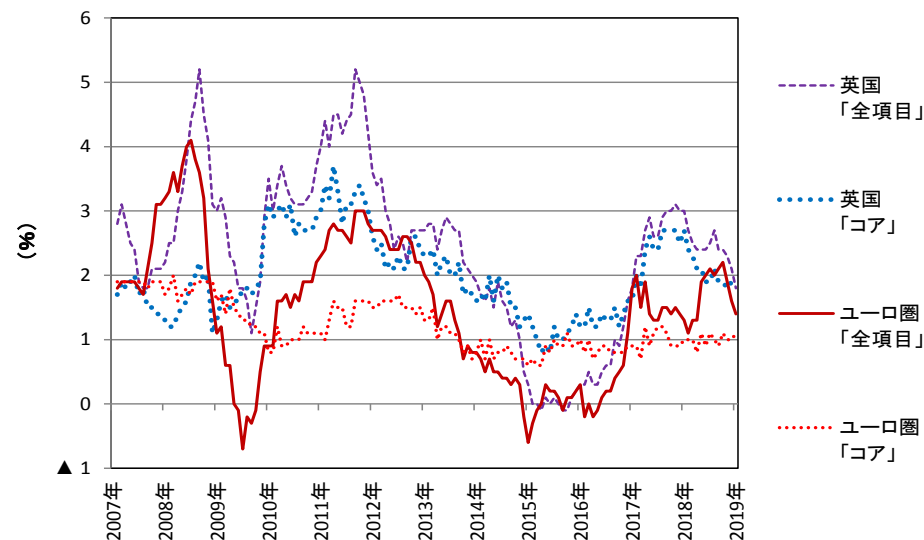
- 景気動向(18年10~12月期の実質GDP成長率)
 - 欧州では、全般に成長の減速傾向が継続
 - ユーロ圏では、前期比成長率は7~9月期から横ばい
 - 前期比成長率は、0.2%(7~9月期:0.2%)
 - 前年同期比成長率では、1.2%(7~9月期:1.6%)
 - 経済規模の大きい4ヶ国では、イタリアとドイツが低調、スペインは引き続き堅調
 - イタリアは、2四半期連続の前期比マイナス成長でリセッション入り
 - ドイツも7~9月期の前期比マイナス成長から回復したものの、前期比ゼロ%成長にとどまる
 - 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.2%(7~9月期:0.3%)、前年同期比で1.4%の成長(同:1.8%)
 - 英国では、前期比成長率は0.2%で、7~9月期の同0.6%から減速

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
 - 18年12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4.2%の低下
 - 同月の小売売上高は、前月比1.6%の減少となり、前年同月比でも0.8%の増加にまで縮小
 - 一方、失業率は改善傾向が続いており、12月は7.9%

- 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
- 18年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、18年9月からの国際的な燃費試験の導入への対応が遅れ、夏場以降生産が停滞
- 18年12月の製造業受注指数は、前月比で1.6%の低下、前年同月比で7.0%の低下
 - 海外からの受注は回復したものの、国内需要が低調
- 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.4%の低下、前年同月比で3.9%の低下
- 同月の輸出額は、前月比で1.5%の増加であるが、前年同月比では1.3%の増加にとどまる
- 同月の小売売上高は、前月比で4.3%の減少、前年同月比で2.2%の減少
- 一方、同月の失業率は、3.3%と低水準が継続

- 英国経済

- 18年10～12月期には、家計などの消費が比較的堅調な一方、企業などによる投資や純輸出が振るわず

- 物価動向

- ユーロ圏では、19年1月の消費者物価上昇率(前年同月比)は1.4%に低下
- 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは1.1%にとどまる
- 英国では、17年には一時3%を超えた消費者物価上昇率(同)は19年1月には1.8%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年末に終了
- イングランド銀行(BOE)は、18年8月に政策金利を0.50%から0.75%に引き上げた後、据え置きを継続
- ECBは、成長の鈍化、EUからの離脱に伴う影響などのなか、政策金利の引上げには慎重スタンスの見通し
- BOEは、EUからの離脱に伴う経済情勢に応じて、機動的に政策対応を行う見通し

- 経済見通し

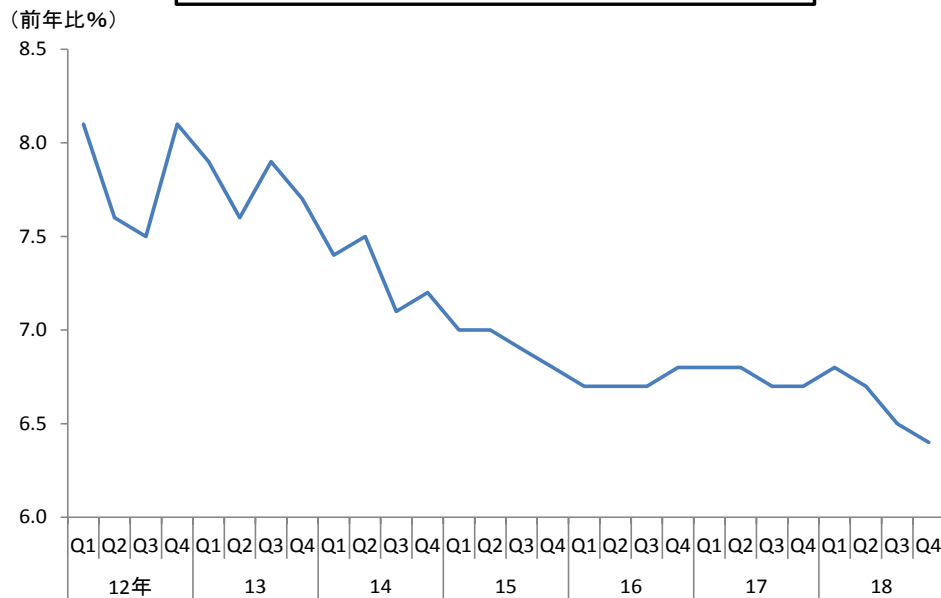
- ユーロ圏では、米中間を中心とした貿易摩擦が成長の重荷に
- ドイツによる成長の牽引力が大きく低下
- 改善が鈍い域内の生産性などの下で、成長の反発力には限界
- 貿易摩擦の激化のほか、イタリアの財政問題、英国のEU離脱などが、潜在的な波乱要因に
- ユーロ圏では成長の減速傾向が継続、19年の実質GDP成長率は18年の2%近辺から1%台半ばに低下
- ドイツでは、19年の実質GDP成長率は18年の1%台半ばから1%台前半に低下
- 英国ではEU離脱の不透明感が続くなか、19年の実質GDP成長率は18年の1%台半ばから1%台前半に低下

2 世界経済の動向 ④中国

● 景気動向

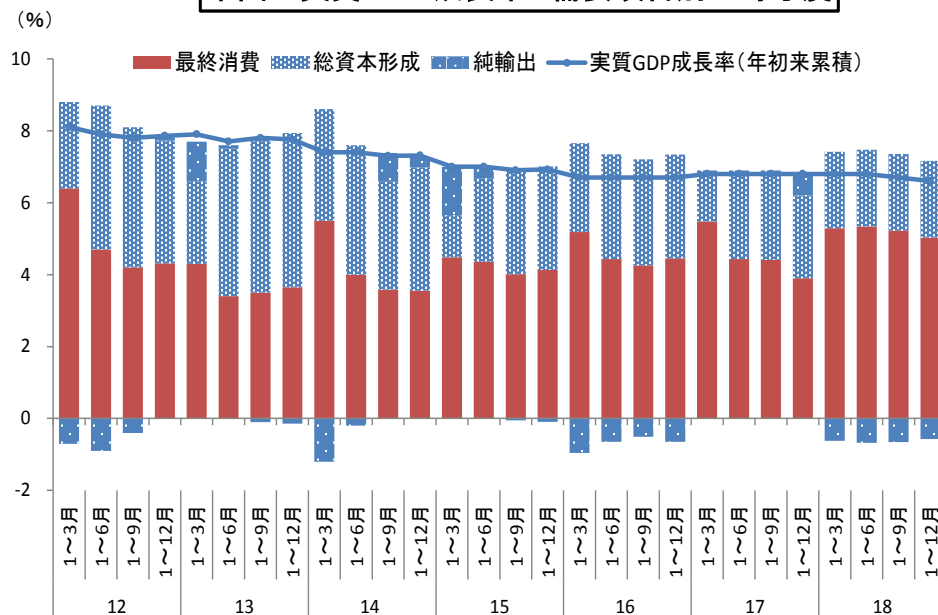
- 18年10～12月期の実質GDP成長率は前年比6.4%と、4～6月期(同6.7%)、7～9月期(同6.5%)から減速
 - 18年の実質成長率は6.6%と、2年ぶりの減速
- 18年のGDP需要項目別の寄与度をみると、最終消費、総資本形成、純輸出はそれぞれ5.0ポイント、2.1ポイント、▲0.6ポイントであり、国内需要(最終消費+総資本形成)が景気を支えている
- 再び減速に転じた主な背景には、公共事業向け投資の伸び鈍化が鮮明になったほか、個人消費も比較的弱い動きとなったことが挙げられる
- 製造業PMIが2ヶ月連続で50割れとなるなど、下振れ圧力が強い一方、地方債の前倒し発行や発行規模の拡大などを受けて、公共事業向け投資が押し上げられると見込まれるほか、個人所得税の減税や消費促進策の実施などを背景に個人消費も多少の改善が想定されることから、先行きは緩やかな減速に留まる

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

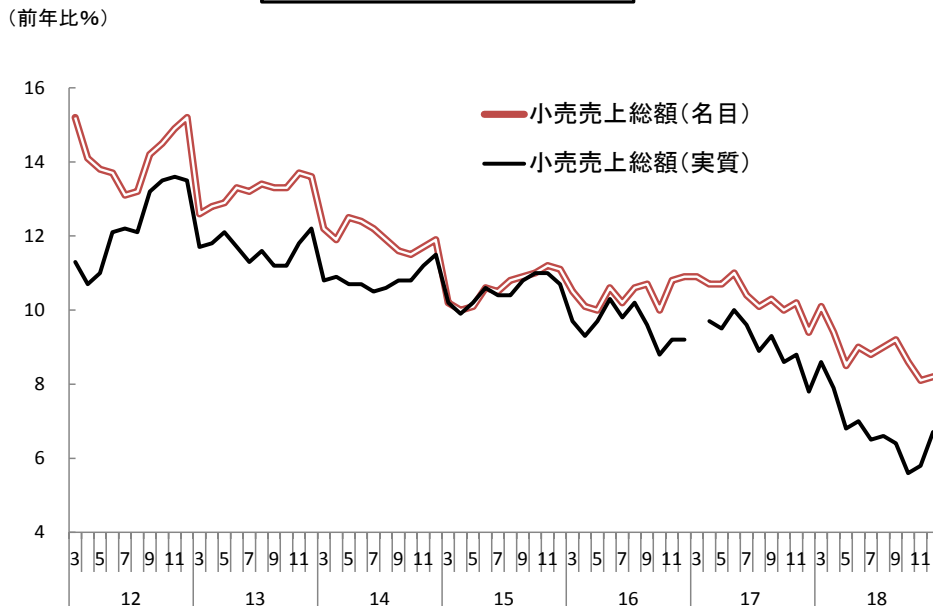


(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成

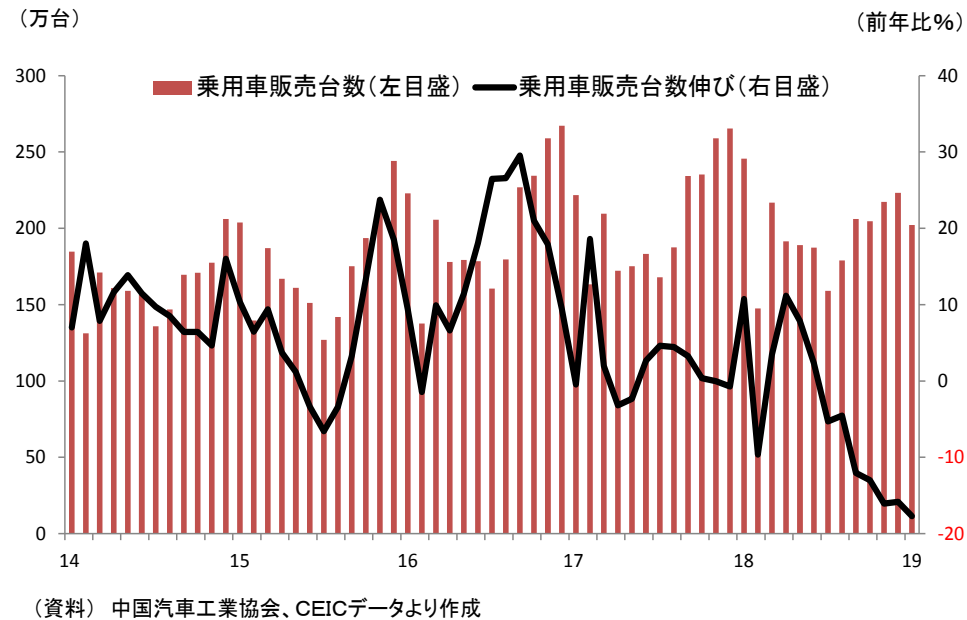
個人消費

- 個人消費は、スマートフォンなどの通信機器販売が落ち込んだほか、自動車販売台数も6ヶ月連続で前年割れとなるなど、弱い動きが続いた
- 商務部が発表した春節期間(2月4~10日)中の小売・飲食業の売上高が前年比8.5%まで減速するなど、改善の動きは見られない
- 個人消費が力強さを欠く展開となった背景として、一部の地域で企業経営の悪化もあり、失業者が増加したほか、米中通商交渉に伴う不確実性などを背景に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ことは期待できないが、個人所得税の減税効果のほか、家電製品買い替えや農村地域の自動車普及などの消費促進策の実施などにより個人消費は改善に向かうと見込まれる

中国の小売売上総額の推移



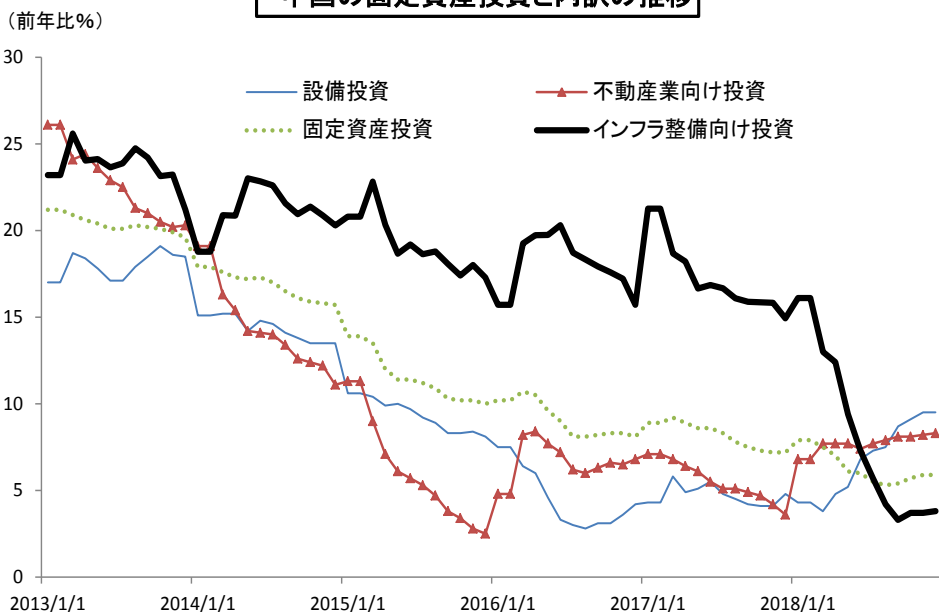
中国の乗用車販売台数の推移



● 固定資産投資

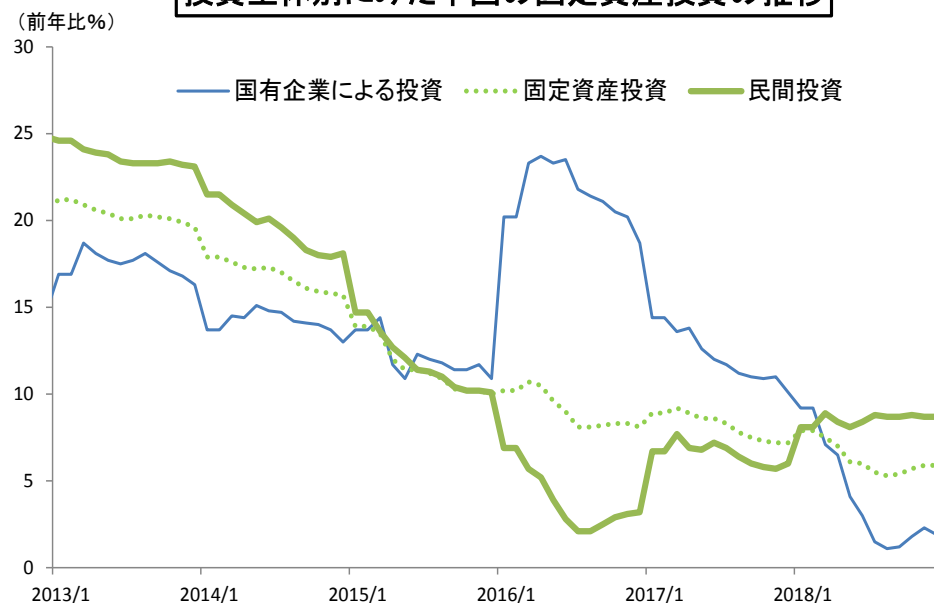
- 鈍化基調が続いた固定資産投資は18年の後半には下げ止まったものの、足踏み状態が続いている
- 投資分野別では、設備投資が持ち直し基調にあるほか、不動産業向け投資も底堅く推移した
- しかし、急速かつ大幅に鈍化してきたインフラ整備向け投資が一時底入れの兆しが見られたが、低い伸びにとどまっている
- 投資主体別でも、民間部門による投資が安定的に推移する一方、大きく鈍化してきた国有企業による投資が18年の後半には一時的に持ち直しの動きが見られたものの、低空飛行が続いた
- 先行きについては、企業向け減税や地方債の前倒し発行、発行規模の拡大が行われているほか、社債発行支援や借り換え金利の優遇措置などを通じて民間企業や中小企業への支援も強化していることなどから、足踏み状態が打開される可能性が高い

中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料）中国国家统计局、（注）年初来累積、直近は18年12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12月。

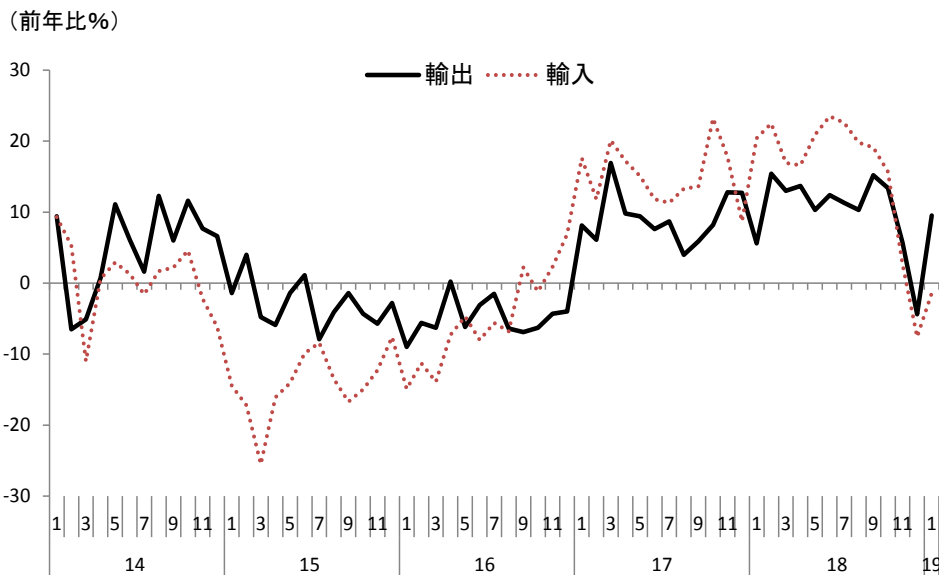
輸出

- 18年の輸出額(ドルベース)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ものの、年末には大幅な減少に転じた
 - 春節要因により、19年1月の輸出は伸び率を高めたものの、輸出環境が改善したわけではない
- 地域・国別では、欧州・アセアン向けが大きく伸びたものの、米国向けが2ヶ月連続で前年割れとなっており、米国による追加関税の影響が表面化している
- 先行きについては、世界経済の減速に加え、18年の駆け込み的な輸出の反動が続くと予想されることから、軟調に推移する可能性が高い

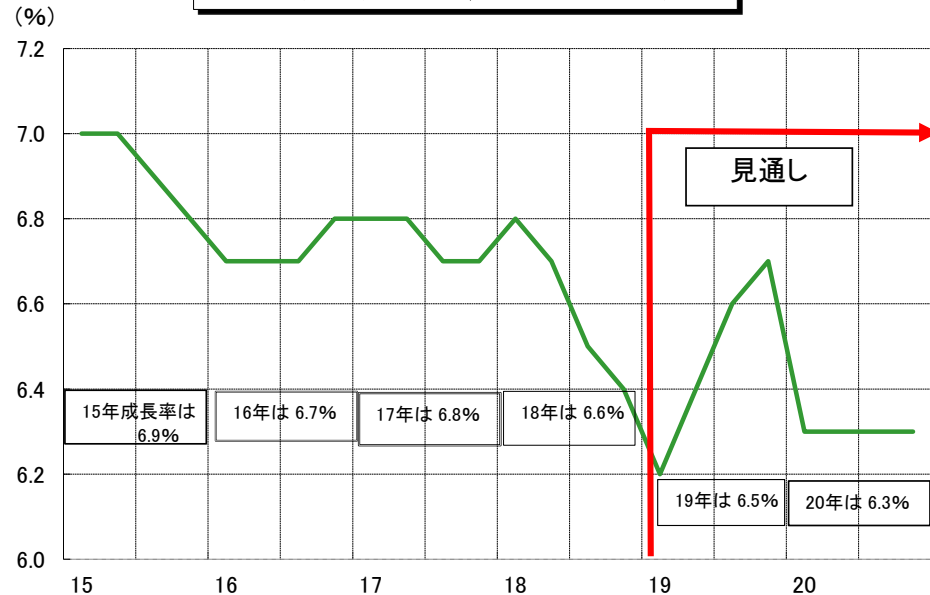
経済見通し

- 19年通年では前年比6.5%、20年は同6.3%と、緩やかに減速すると予測

中国の輸出入額の推移



中国の実質GDP成長率(前年同期比)

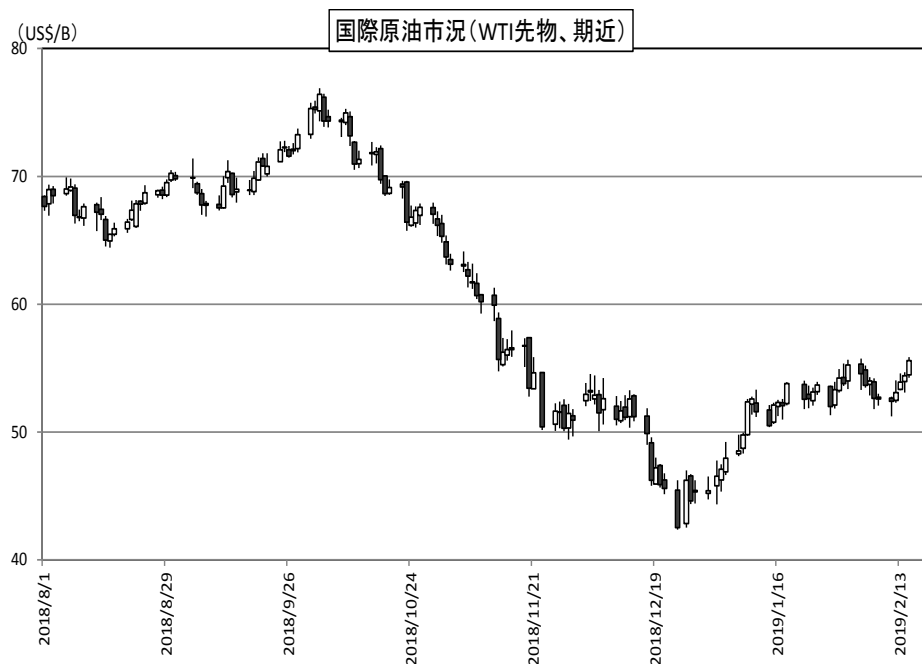


(資料) 中国海関総署、CEICデータより作成、(注)ドルベースで前年同月比。

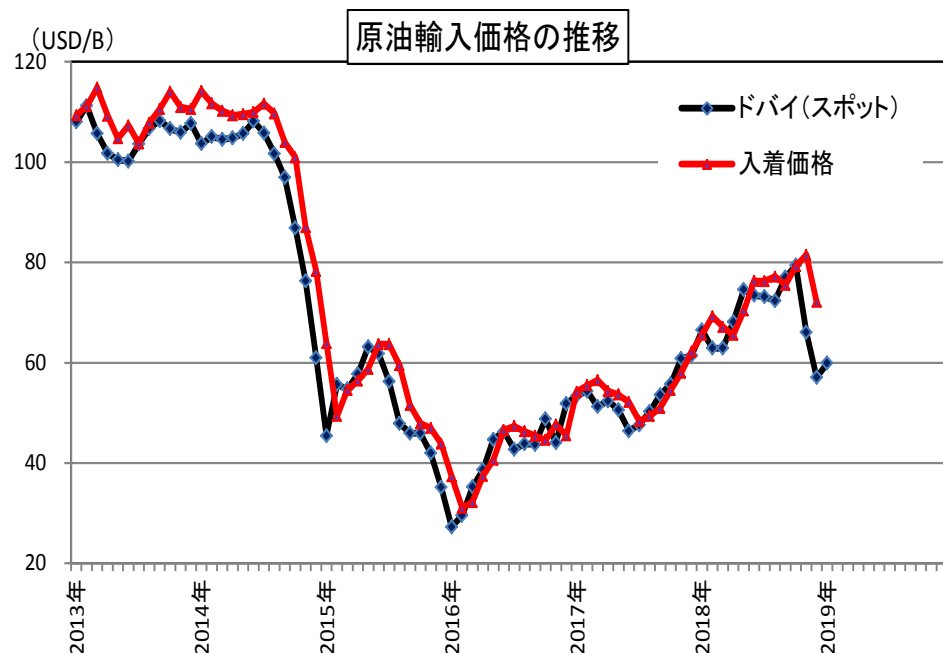
(資料) 中国国家统计局、CEICデータより作成、見通しは当社予想

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- OPECなど主要産油国の新たな協調減産がスタート、原油価格は50ドル/バレル台前半で推移
 - － 17年1月から開始されたOPECなどの主要産油国による協調減産(合計で日量180万バレル程度(世界の石油生産の約2%程度))により、過剰在庫は大幅に削減されたこともあり、18年秋にかけて原油価格(WTI先物)は一時70ドル/バレル台半ばまで上昇
 - － しかし、10月以降は米株価下落を契機にリスクオフが強まり、原油価格は一時40ドル台まで下落
 - － 主要産油国は19年1～6月に新たな協調減産(合計で日量120万バレル程度)を行うことで合意
- 原油入着価格の見通し
 - － 協調減産の一方で、世界景気の減速を受けた原油需要減、産油国の増産圧力などの要因もあり、原油価格は現状レベルでの推移が継続、国内への入着価格は60ドル/バレル台で推移と想定



(資料) Bloombergより作成



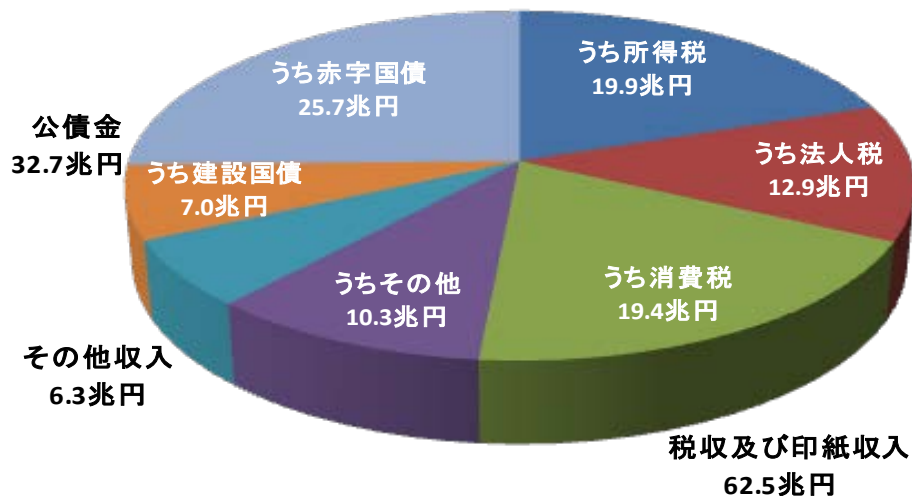
(資料) NYMEX、東京工業品取引所、財務省

3 国内の経済政策

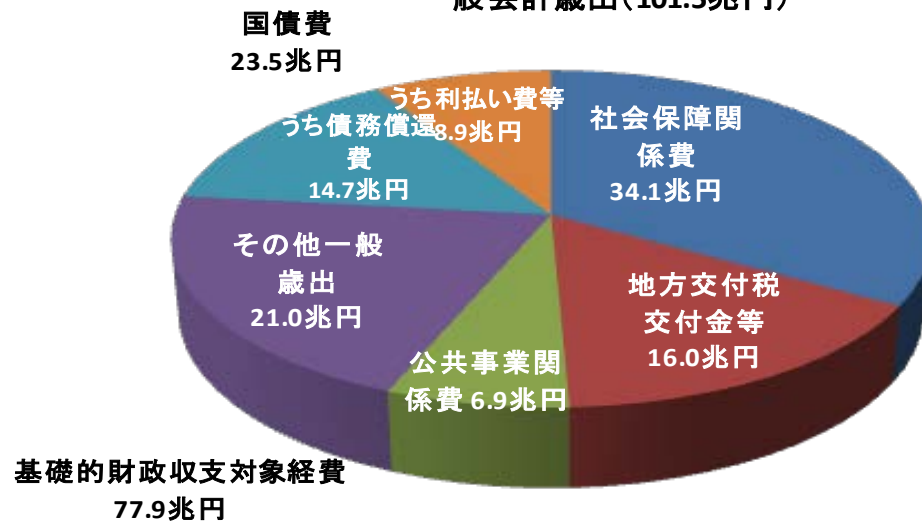
- 財政政策：消費税率引き上げに向けた手厚い対策で、予算規模は100兆円超へ
 - － 災害からの復旧・復興などを盛り込んだ18年度第1次補正予算(歳出の追加: 9,356億円)に続き、防災対策のインフラ整備を盛り込んだ第2次補正予算(同: 3兆351億円)が成立
 - － 19年度予算案は総額101兆4,571億円(前年度当初比で3兆7,443億円増)と過去最大を更新
 - 臨時・特別の措置を除いても、99兆4,291億円(同1兆7,163億円増)
 - 名目成長率をかなり高めに設定したことで、62兆4,950億円の税収を見込む
 - 社会保障関係費を34兆593億円とし、人口高齢化に伴う自然増を4,774億円に抑制する一方で、消費税率引き上げによる増収分を幼児教育・保育の無償化、介護人材の処遇改善、年金生活者支援給付金の支給、低所得高齢者の介護保険料の負担軽減強化などに振り向ける
 - 2兆円程度と想定する消費税率引き上げに伴うネット国民負担増に対して、2.3兆円規模の対策を講じる

2019年度一般会計予算案

一般会計歳入(101.5兆円)



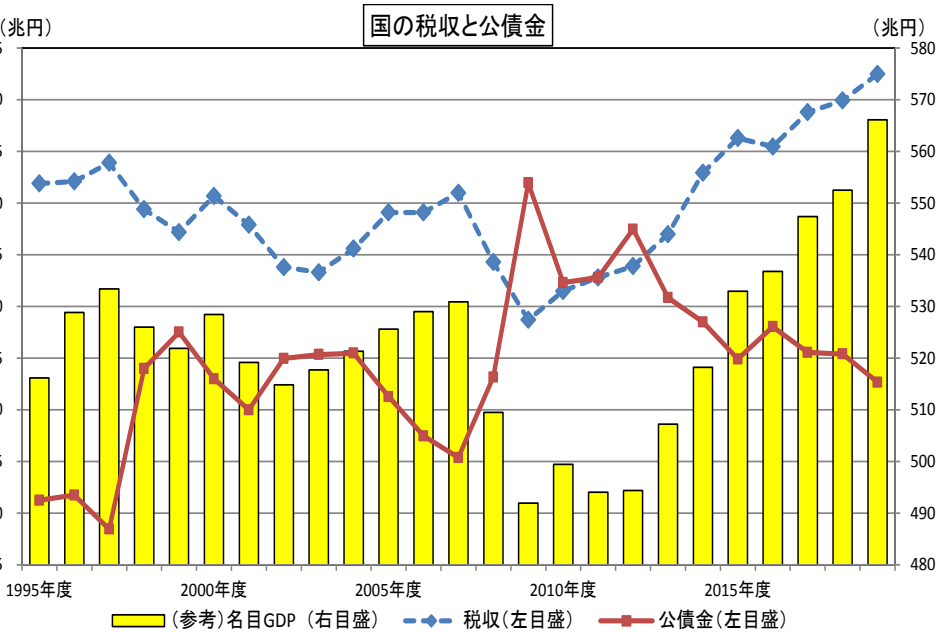
一般会計歳出(101.5兆円)



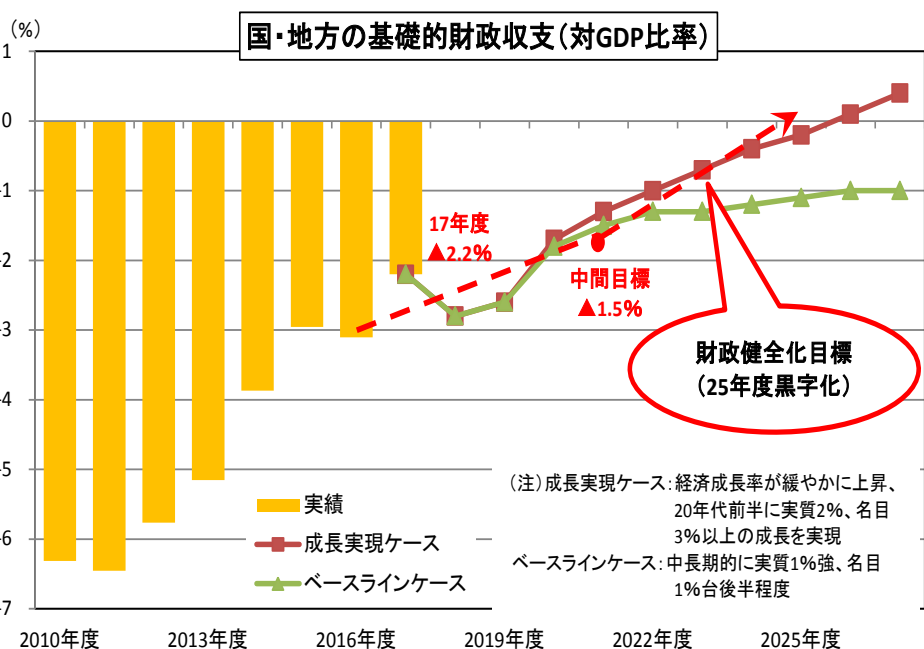
(資料)財務省 (注)通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

- 19年度予算案の財政健全化からの視点
 - 基礎的財政収支(PB)は▲9.2兆円(臨時・特別の措置を除くと▲8.4兆円)と、18年度当初ベース(▲10.4兆円)と比べて赤字幅縮小が見込まれている
 - ただし、税収見積もりが楽観的であり、景気次第ではPB赤字が膨らむ可能性も

- 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

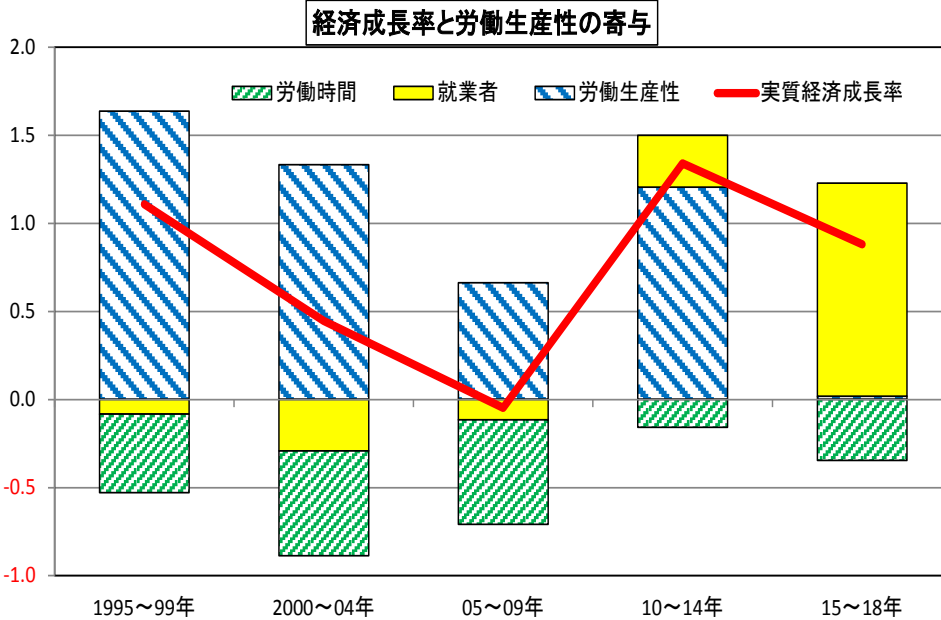
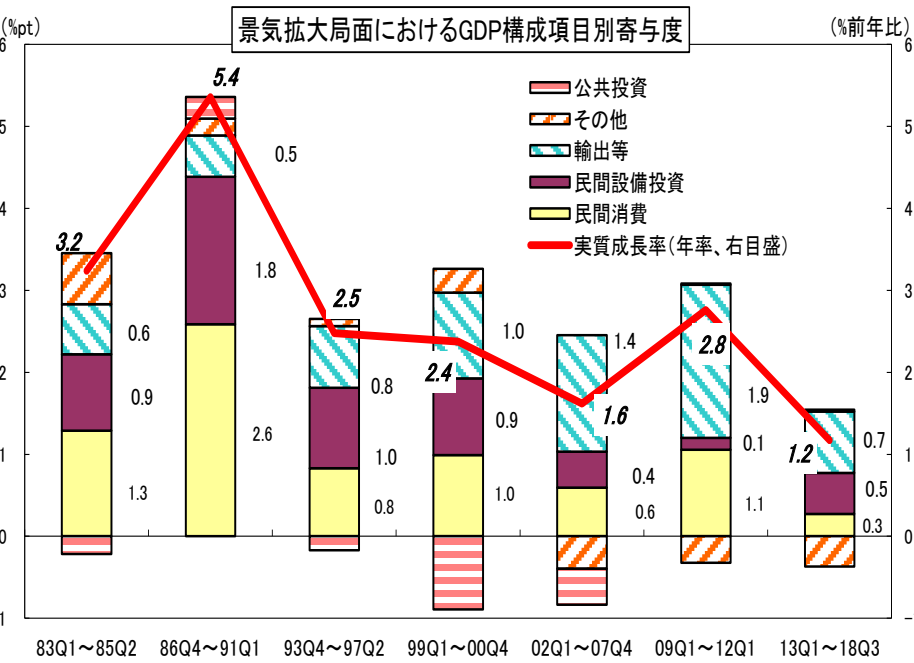


(資料)財務省、国税庁 (注)税収・公債金は2017年度まで決算、18年度は補正後予算、19年度は当初予算。18、19年度の名目GDPは政府見通し。



(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

- **アベノミクスの評価：平均成長率は年率1.2%**
 - 当初アベノミクスは「実質2%、名目3%」の経済成長を目標に掲げたが、実績は年率1.2%と物足りなさも
 - 今次景気拡大局面において、輸出等の成長率に対する寄与度は0.7ポイントと、相変わらず過半を占める
 - 一方、民間消費の寄与度は0.3ポイントと、異常な低さとなっている
- **労働生産性の伸び悩みが懸念材料**
 - 安倍首相が強調する通り、就業者数は大きく増加したが、経済成長率はそれに見劣りしており、肝心の労働生産性(マン・アワーベース)の上昇が停滞している可能性がある
 - 今後の展開次第では、企業のコスト負担が一気に高まるリスクも

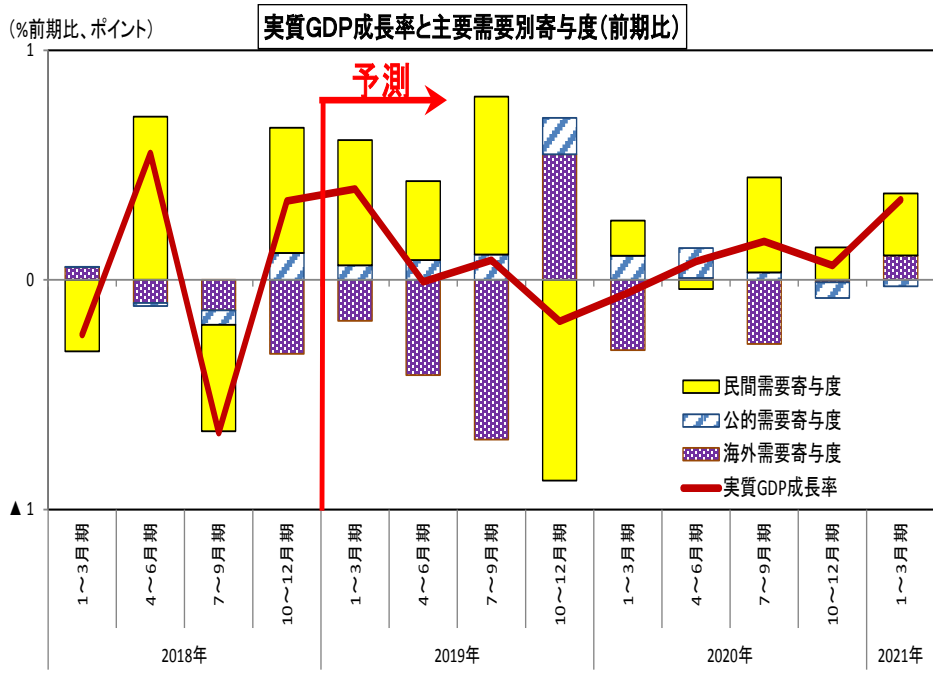
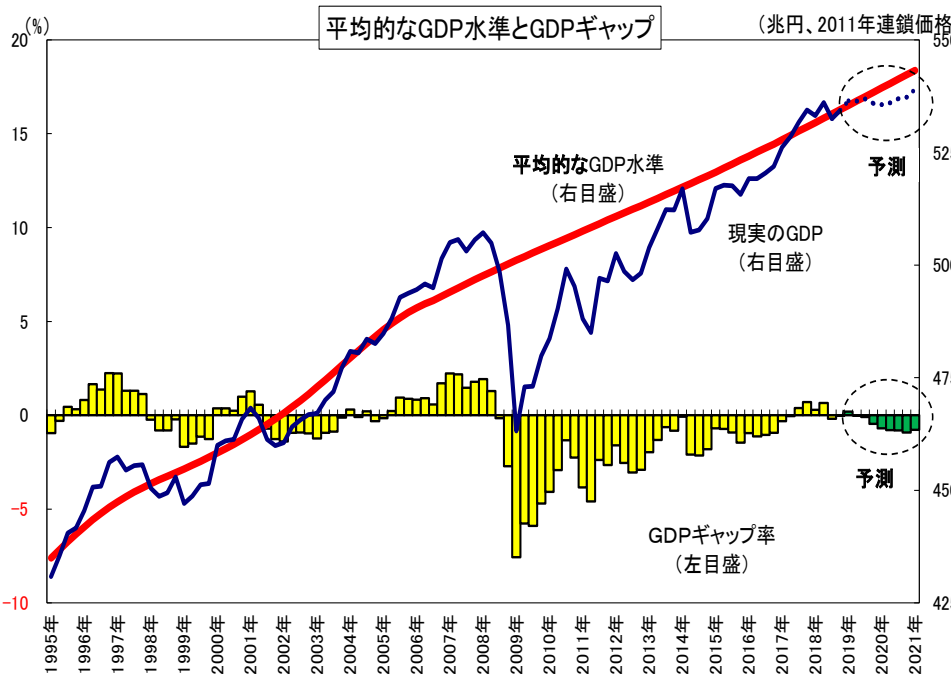


(資料)内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局、厚生労働省の統計資料より作成
 (注)労働生産性=実質GDP÷(就業者数×労働時間)を分解。

(資料)内閣府資料より農林中金総合研究所作成

4 日本経済・物価の見通し

- 総論 ～2018年度は0.6%、19年度は0.3%、20年度は0.2%と、経済成長率は低調に推移～
 - － 足元1～3月期は、予算措置が講じられた復旧・復興事業が顕在化してくるほか、民間消費や企業設備投資も底堅く推移することで、2四半期連続のプラス成長と予想（年率1.6%成長と想定）
 - － ただし、世界経済が減速傾向にあるため、輸出は先行き減少に転じるほか、それが19年度入り後の企業設備投資にも影響を及ぼしていくものと思われる
 - － また、人手不足感が強まっているが、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、景気のピークアウトが意識される展開に
 - 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年度下期以降は手厚い消費税対策にもかかわらず、反動減が発生、調整色が強まる
 - － その後、20年度半ばには減速傾向が続く世界経済の底入れから、輸出が増加に転じ、景気も底入れする
 - 加えて、7～9月期には東京五輪・パラの効果も期待される



(資料)内閣府、総務省統計局のデータから作成 (注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

(資料)内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

予測表(年度、半期)

	単位	2017年度 (実績)	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)	2020年度 (予測)
名目GDP	%	2.0	0.4	0.9	0.6
実質GDP	%	1.9	0.6	0.3	0.2
民間需要	%	1.8	1.1	1.4	0.3
民間最終消費支出	%	1.1	0.7	1.6	1.1
民間住宅	%	▲ 0.7	▲ 4.0	1.0	▲ 4.2
民間企業設備	%	4.6	3.6	1.2	▲ 1.5
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
公的需要	%	0.6	0.0	1.5	1.2
政府最終消費支出	%	0.4	1.0	1.3	1.3
公的固定資本形成	%	0.5	▲ 3.6	2.1	0.8
輸出	%	6.4	1.6	▲ 1.4	▲ 0.8
輸入	%	4.0	3.3	4.6	0.9
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.8	1.4	0.6
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.8	1.1	0.3
公的需要寄与度	ポイント	0.1	0.0	0.4	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲ 0.3	▲ 1.1	▲ 0.3
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	▲ 0.1	0.7	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	2.7	2.1	1.7	2.2
全国消費者物価 (") (消費税要因を除く)	%	0.7	0.8	0.9	1.0
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)				(0.4)	(0.5)
				(0.7)	(0.9)
完全失業率	%	2.7	2.4	2.3	2.6
鉱工業生産 (前年比)	%	2.9	1.0	0.4	▲ 0.7
経常収支	兆円	21.8	17.8	15.5	17.5
名目GDP比率	%	4.0	3.2	2.8	3.1
為替レート	円/ドル	110.8	110.8	110.0	105.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	0.06	0.00	0.04
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	72.4	60.0	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

(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		2020年度 通期		
			通期	上半期	下半期	通期		上半期	下半期
実質GDP	%	1.9	0.6	0.1	▲ 0.1	0.3	0.2	▲ 0.1	0.2
民間需要	%	1.8	1.1	0.4	0.5	1.4	1.3	▲ 0.1	0.3
民間最終消費支出	%	1.1	0.7	0.4	0.5	1.6	1.4	0.4	1.1
民間住宅	%	▲ 0.7	▲ 4.0	▲ 2.7	3.0	1.0	1.5	▲ 4.7	▲ 4.2
民間企業設備	%	4.6	3.6	1.6	0.4	1.2	1.7	▲ 2.4	▲ 1.5
公的需要	%	0.6	0.0	▲ 0.2	0.3	1.5	0.7	1.3	1.2
政府最終消費支出	%	0.4	1.0	0.3	1.1	1.3	0.4	0.9	1.3
公的固定資本形成	%	0.5	▲ 3.6	▲ 2.0	▲ 3.0	2.1	2.0	3.0	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.3	▲ 2.8	▲ 1.6	▲ 4.1	▲ 8.5	▲ 8.7	▲ 8.4	▲ 10.2
輸出	%	6.4	1.6	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 1.4	▲ 0.8	▲ 1.4	▲ 0.8
輸入	%	4.0	3.3	1.0	2.3	4.6	3.9	0.3	0.9
内需寄与度(前期比)	%	1.5	0.8	0.3	0.7	1.4	1.2	▲ 0.2	0.6
民間需要(")	%	1.3	0.8	0.4	0.6	1.1	1.1	▲ 0.5	0.3
公的需要(")	%	0.1	0.0	▲ 0.0	0.1	0.4	0.2	0.3	0.3
外需寄与度(")	%	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 1.1	▲ 0.9	0.0	▲ 0.3
デフレーター(前年比)	%	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.7	0.4	0.9	0.4
完全失業率	%	2.7	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6
鉱工業生産(前期比)	%	2.9	1.0	▲ 0.0	1.5	0.4	0.9	▲ 2.4	▲ 0.7
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	94.5	96.8	96.0	97.5	88.8	95.0	82.5	83.8
経常収支	兆円	21.8	17.8	9.8	8.0	15.5	5.9	9.6	17.5
貿易収支	兆円	4.6	0.3	1.0	▲ 0.6	0.2	▲ 2.0	2.2	4.7
外国為替レート	%/円	110.8	110.8	110.2	111.4	110.0	110.0	110.0	105.0
通関輸入原油価格	%/バレル	57.1	72.4	73.5	71.3	60.0	60.0	60.0	65.0

(前年同期比)

	単位	2017年度 通期	2018年度		2019年度		2020年度 通期		
			通期	上半期	下半期	通期		上半期	下半期
名目GDP	%	2.0	0.4	0.6	0.2	0.9	0.8	1.0	0.6
実質GDP	%	1.9	0.6	0.8	0.3	0.3	0.4	0.1	0.2
民間需要	%	1.8	1.1	1.0	1.2	1.4	2.1	0.7	0.3
民間最終消費支出	%	1.1	0.7	0.3	1.0	1.6	2.0	1.2	1.1
民間住宅	%	▲ 0.7	▲ 4.0	▲ 7.7	▲ 0.1	1.0	4.3	▲ 2.2	▲ 4.2
民間企業設備	%	4.6	3.6	3.8	3.4	1.2	3.4	▲ 1.0	▲ 1.5
公的需要	%	0.6	0.0	▲ 0.4	0.3	1.5	1.2	1.8	1.2
政府最終消費支出	%	0.4	1.0	0.6	1.3	1.3	1.4	1.2	1.3
公的固定資本形成	%	0.5	▲ 3.6	▲ 3.8	▲ 3.9	2.1	▲ 0.0	4.3	0.8
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.3	▲ 2.8	▲ 1.6	▲ 4.1	▲ 8.5	▲ 8.7	▲ 8.4	▲ 10.2
輸出	%	6.4	1.6	3.6	▲ 0.2	▲ 1.4	▲ 0.9	▲ 2.0	▲ 0.8
輸入	%	4.0	3.3	3.0	3.6	4.6	6.7	2.5	0.9

国内企業物価 (前年比)	%	2.7	2.1	2.7	1.4	1.7	0.7	2.8	2.2
全国消費者物価 (")	%	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	1.1	1.0
完全失業率	%	2.7	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	2.9	1.0	0.6	1.5	0.4	2.4	▲ 1.5	▲ 0.7

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当院による。

予測表(四半期)

(→予測)

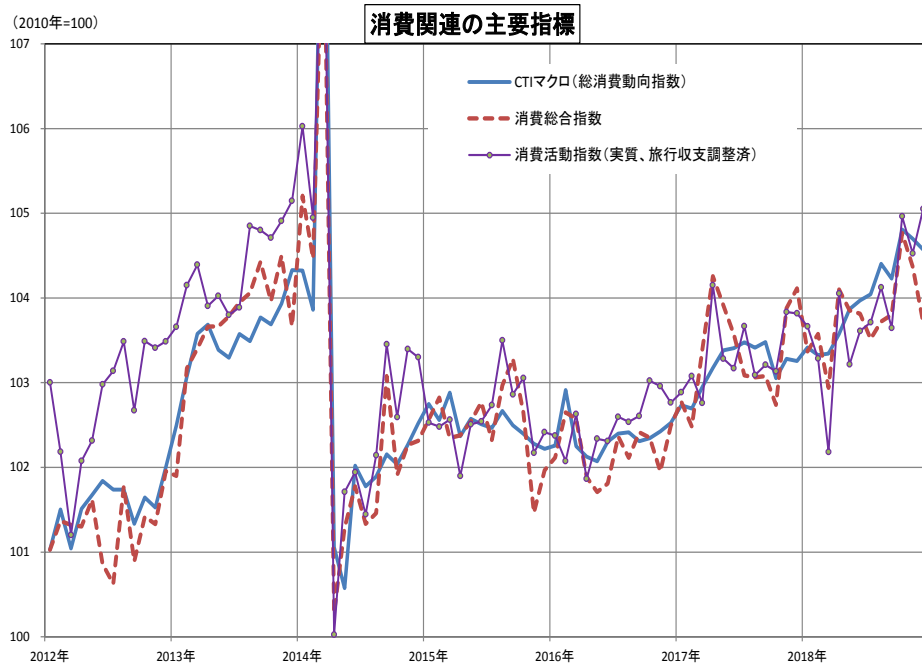
	単位	2018年				2019年				2020年				2021年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	▲ 0.4	0.5	▲ 0.6	0.3	0.6	0.1	0.4	0.3	▲ 0.1	0.0	0.3	0.2	0.4
実質GDP	%	▲ 0.2	0.6	▲ 0.7	0.3	0.4	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	0.2	0.1	0.3
(年率換算)	%	▲ 0.9	2.2	▲ 2.6	1.4	1.6	▲ 0.0	0.3	▲ 0.7	▲ 0.2	0.3	0.7	0.3	1.4
民間需要	%	▲ 0.4	0.9	▲ 0.6	0.7	0.7	1.0	1.3	▲ 2.0	▲ 0.2	1.0	1.3	▲ 2.0	▲ 0.2
民間最終消費支出	%	▲ 0.2	0.6	▲ 0.2	0.6	0.3	0.6	1.3	▲ 1.0	0.3	0.3	0.8	0.2	0.3
民間住宅	%	▲ 2.0	▲ 2.0	0.5	1.1	2.5	1.3	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	1.0	2.5	▲ 2.7	2.4	1.5	0.7	0.4	▲ 3.0	0.9	▲ 0.8	0.5	▲ 0.6	0.9
民間在庫変動(寄与度)	%pt	▲ 0.3	0.0	0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0
公的需要	%	0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.5	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	0.2	0.1	0.2	0.8	0.2	0.2	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4	▲ 0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 2.1	▲ 1.2	0.5	1.0	1.5	1.2	0.5	1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	0.4	0.4	▲ 1.4	0.9	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.5	1.2
輸入	%	0.0	1.3	▲ 0.7	2.7	0.5	2.0	3.3	▲ 3.5	1.2	▲ 0.5	1.5	0.5	0.5
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.3	0.7	▲ 0.5	0.6	0.6	0.4	0.8	▲ 0.7	0.3	0.1	0.4	0.1	0.2
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.3	0.7	▲ 0.5	0.5	0.5	0.3	0.7	▲ 0.9	0.2	▲ 0.0	0.4	0.1	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.7	0.5	▲ 0.3	0.0	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1
GDPデフレーター(前年比)	%	0.5	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.3	0.5	1.0	0.8	0.6	0.5	0.2	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.5	2.4	3.0	2.3	0.5	0.6	0.7	3.0	2.5	2.5	2.8	1.5	2.0
全国消費者物価 (")	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	1.0	1.2	1.3	1.4	0.6	0.8
(消費税要因を除く)									(0.0)	(0.2)	(0.3)	(0.4)		
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)									(0.6)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(0.7)	(0.9)
完全失業率	%	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7	2.6	2.5
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 1.1	1.2	▲ 1.3	1.9	0.5	0.8	▲ 0.3	▲ 2.0	▲ 0.5	0.2	▲ 0.3	1.0	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	4.7	5.5	4.3	4.2	3.8	3.4	2.5	5.1	4.5	4.0	4.0	4.5	5.0
名目GDP比率	%	3.4	4.0	3.1	3.1	2.8	2.5	1.8	3.7	3.2	2.9	2.9	3.2	3.6
為替レート	円/ドル	108.2	109.1	111.4	112.9	110.0	110.0	110.0	110.0	110.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.05	▲ 0.06	▲ 0.06	▲ 0.07	▲ 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	%	0.06	0.04	0.09	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.10
通関輸入原油価格	ドル/バレル	67.3	70.8	76.3	77.6	65.0	60.0	60.0	60.0	60.0	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)

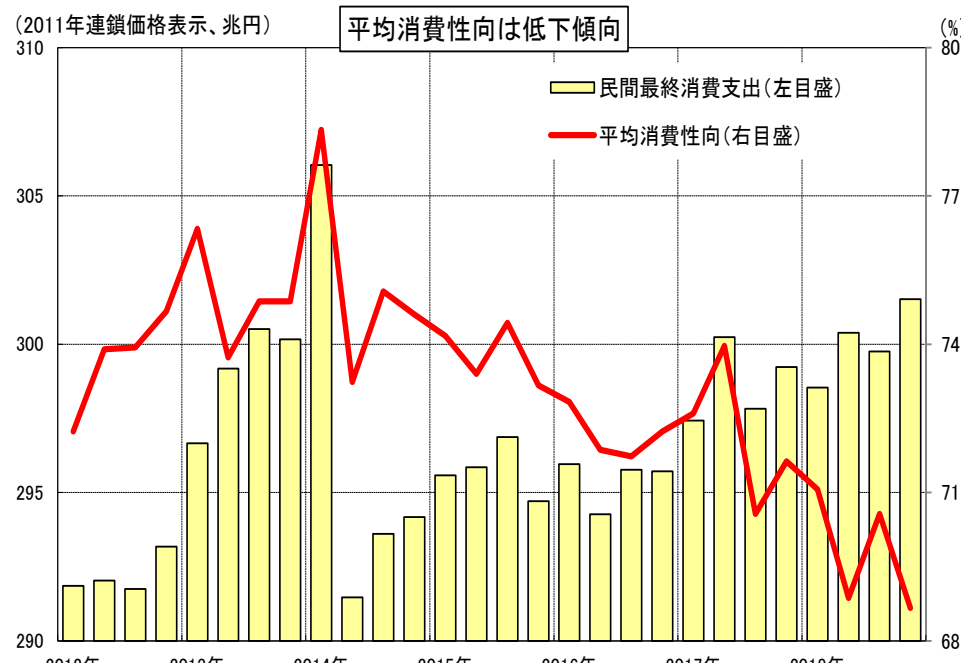
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

● 民間消費

- 豪雨・地震などの自然災害や酷暑などの影響で、7～9月期の民間消費は悪化したが、その後は復旧・復興の進展もあり、緩やかながらも持ち直しが再開
- 消費の低調さの背景としては、①「企業から家計へ」の所得還流が鈍い、②税・社会保障負担が高まり、可処分所得が伸びていない、③平均消費性向の低下基調が止まらない、などが挙げられる
- 手厚い消費税対策によって増税前後の消費行動の平滑化を目論むが、それでも19年度上期は消費税率引上げ前の駆け込みが発生、下期にその反動減が出ることは不可避と思われる
- 実質民間最終消費支出は、18年度：前年度比0.7%、19年度：同1.6%（うち、7～9月期：前期比1.3%、10～12月期：同▲1.0%）、20年度：同1.1%と予測



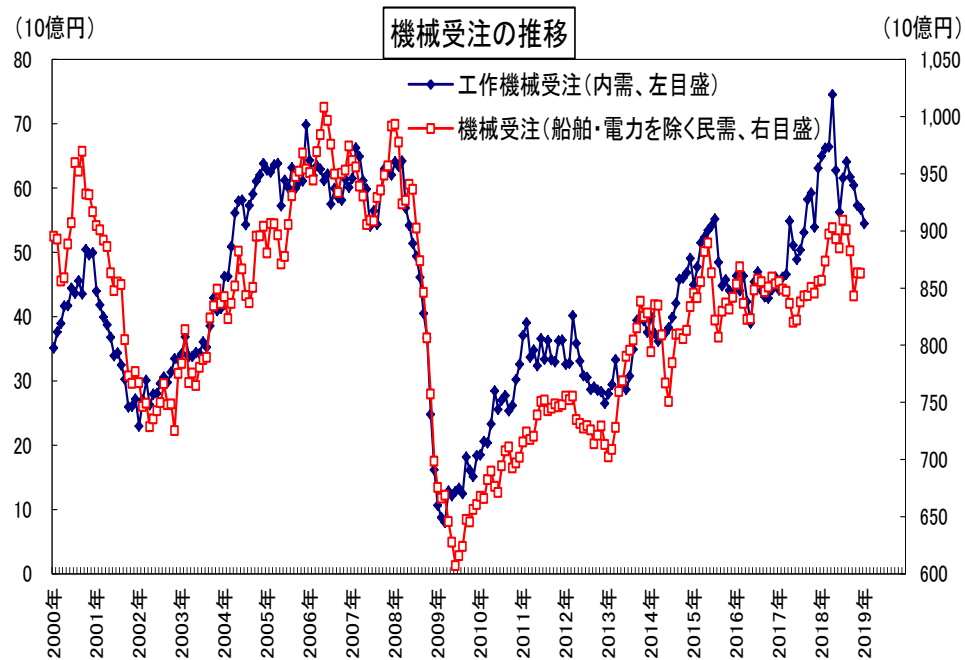
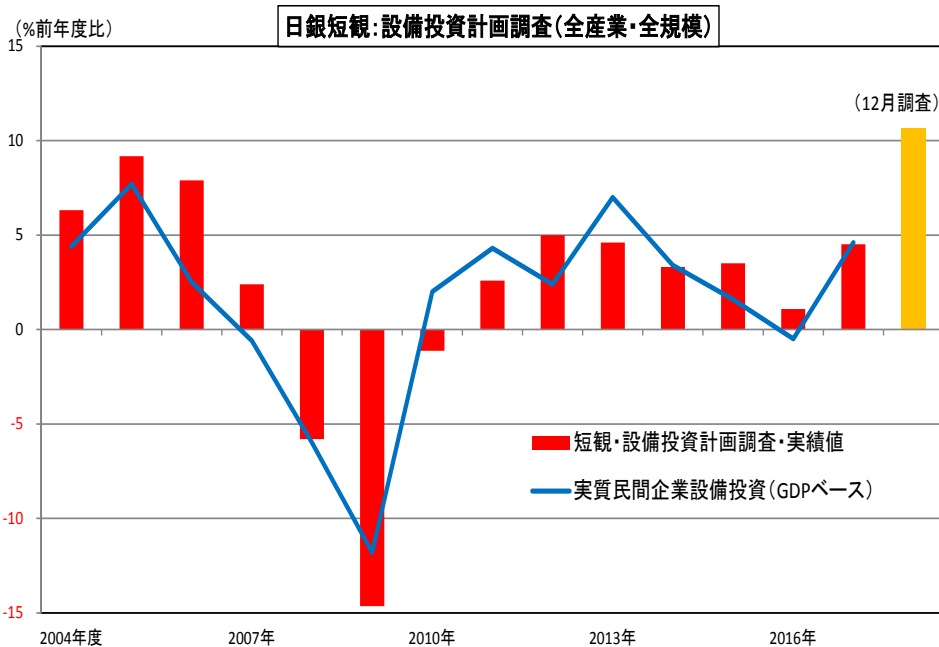
(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行



(資料)内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局 (注)消費性向は2人以上世帯(勤労者)

● 企業設備投資

- 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)も十分高く、企業業績も高水準で推移するなど、設備投資環境は総じて良好さが維持
- 18年度の設備投資計画(日銀短観12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年度以降は五輪特需の一服、世界経済・貿易の停滞などへの警戒の強まりから投資姿勢の慎重化が進み、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3.6%、19年度:同1.2%、20年度:同▲1.5%と予測

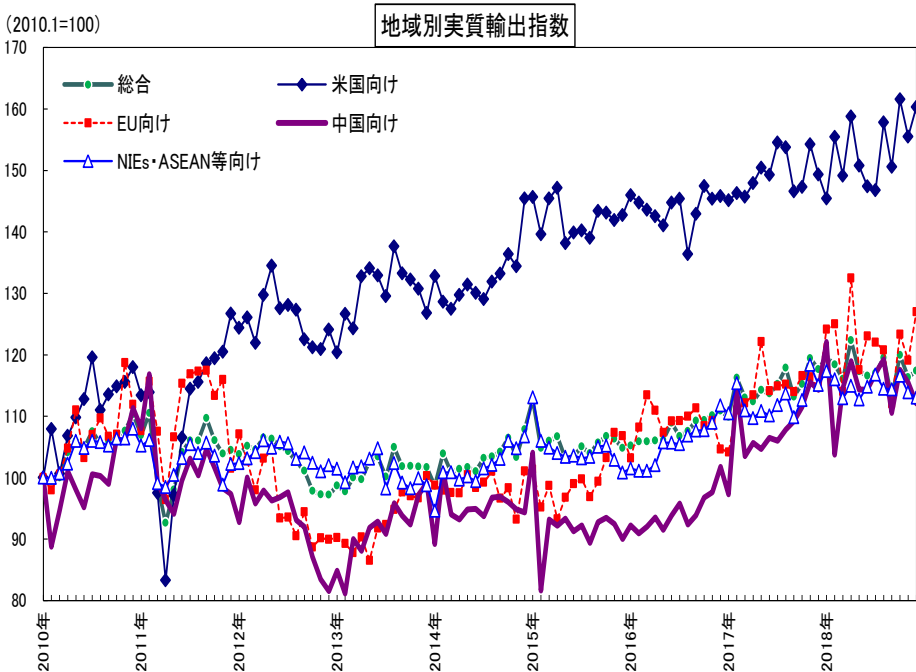


(資料)内閣府経済社会総合研究所、日本銀行資料を基に農林中金総合研究所が作成
(注)ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)を民間設備投資デフレーターで実質化

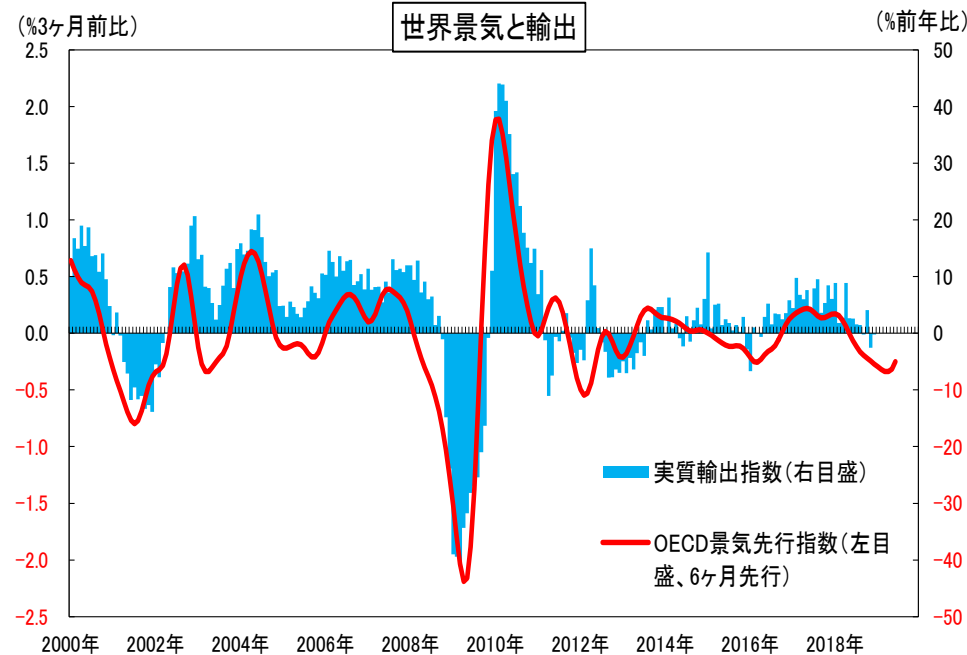
(資料)内閣府、日本工作機械工業会 (注)3ヶ月移動平均

輸出入動向

- 世界経済、特に中国の成長鈍化の影響で世界貿易の拡大テンポが鈍っているほか、米中貿易摩擦の影響が顕在化することが見込まれ、輸出は減少に転じる(18年度は前年度比1.6%、19年度は同▲1.4%、20年度は同▲0.8%)
- 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3.3%、19年度は同4.6%、20年度は0.9%)
 - ただし、19年度下期は消費税増税前の駆け込み需要の反動減で大きく減少
- 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(20年度は17.5兆円へ黒字再拡大)
- 大統領再選を目指して、米国トランプ政権が外交・通商政策面で強硬姿勢を強める可能性もあり、日米TAG交渉の行方には注意が必要



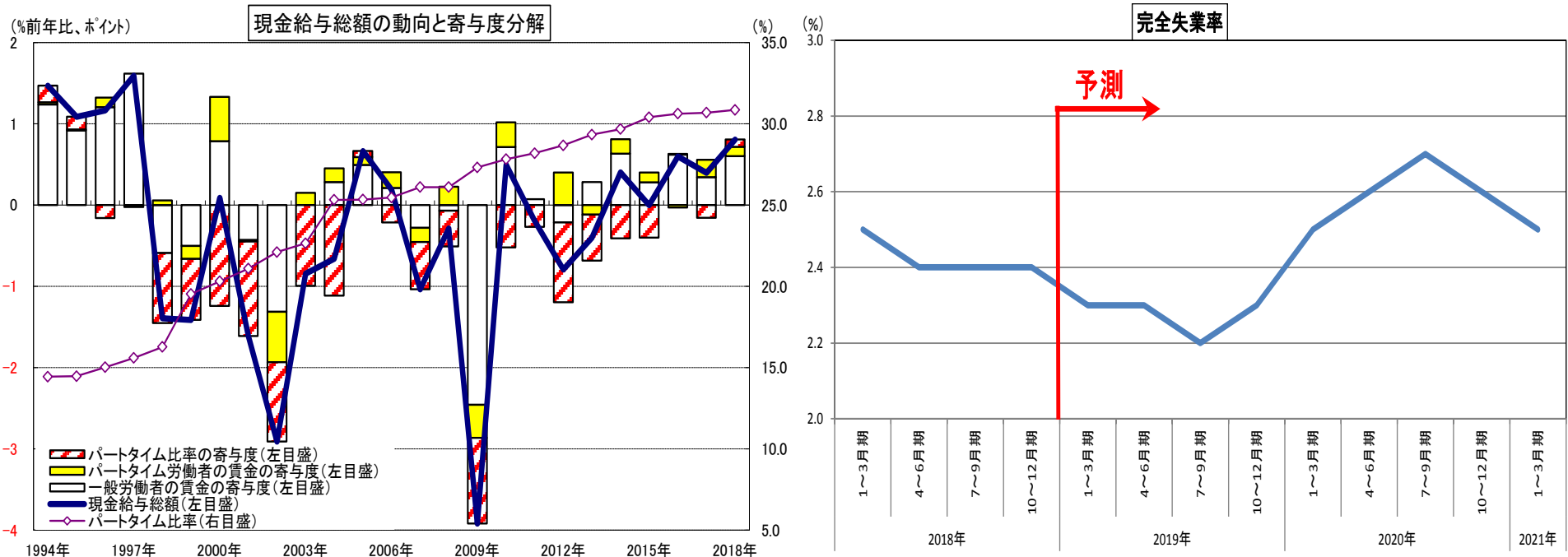
(資料)日本銀行 (注)日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算



(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
 - 今次景気拡大局面では女性・高齢者の労働参加率が上昇したが、供給余力は着実に乏しくなっており、需給の逼迫状態は継続するとみられる
- 一方で、「企業から家計へ」の所得還流はあまり進んでおらず、1人当たり賃金は緩やかな上昇にとどまる
 - 加えて、生鮮食品・エネルギーの値上がりなどで実質賃金も低調
- 失業率は18年度：2.4%、19年度：2.3%、20年度：2.6%と予測
 - 19年度は上期中に2%近くまで低下した後、下期から20年度上期にかけて上昇する

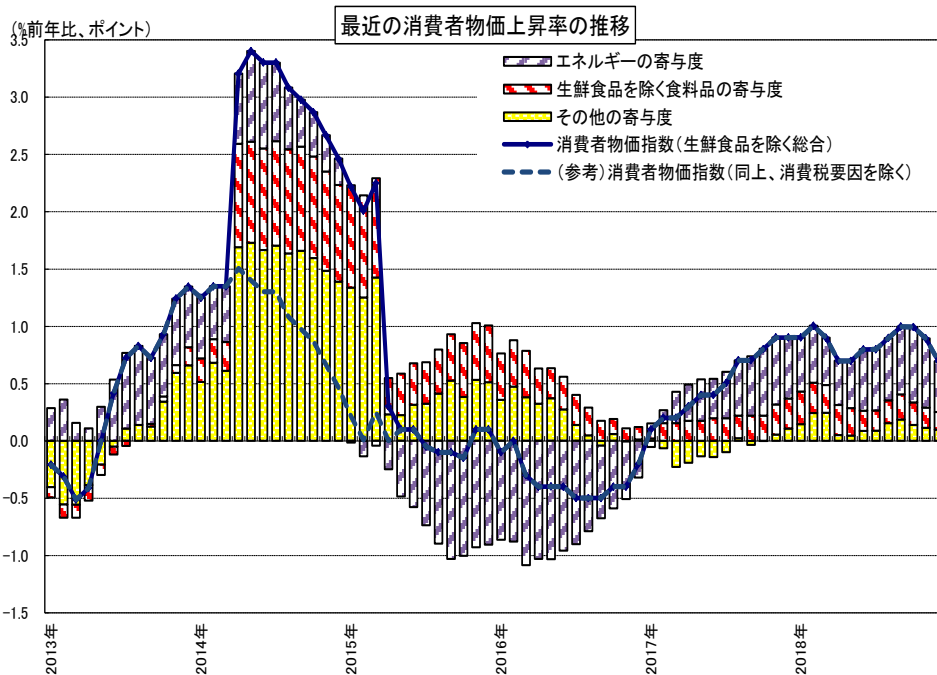


(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」より作成 (注)18年は共通事業所ベース(変動率は単純平均している)

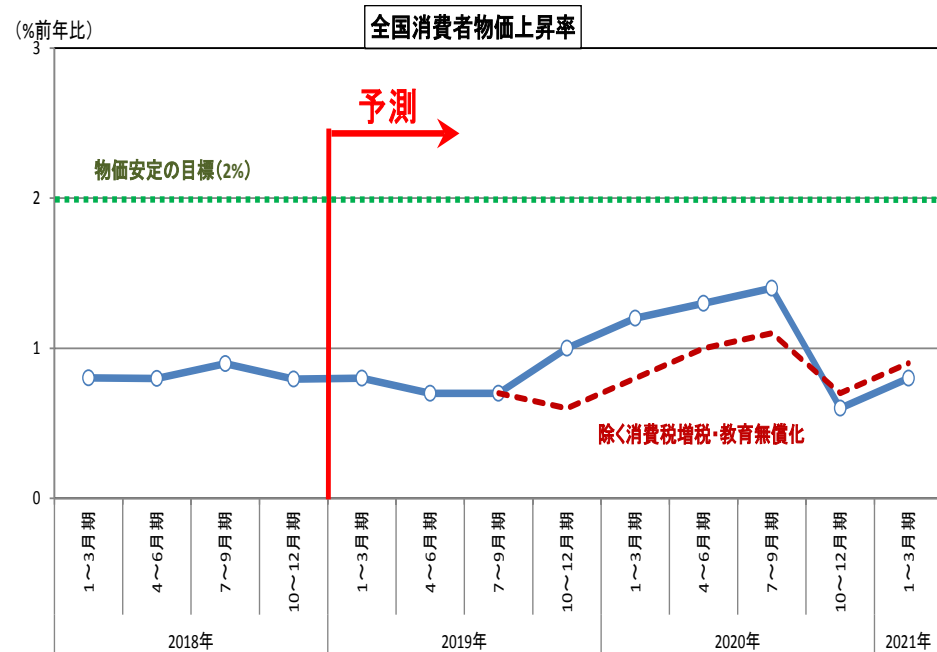
(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

● 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9、10月に前年比1%の上昇率を回復
 - エネルギー・食料品が主な押し上げ要因で、需給改善に伴う物価上昇圧力はまだ鈍い
- 原油安や円高等の影響を受けて、19年度上期にかけてエネルギーや輸入消費財は値下がりし、物価指数の押し下げに働くほか、教育無償化や携帯電話通話料の値下げも影響する可能性
- 18年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比0.8%、19年度は同0.9%(消費税増税・教育無償化要因を除くと同0.7%)、20年度は同1.0%(同じく同0.9%)と予測、日銀が目標とする前年比2%には届かず
 - 消費税増率10%への引上げ(軽減税率を考慮)は19年10月~20年9月の物価上昇率に対して+1.0ポイントと想定(19、20年度でそれぞれ+0.5ポイントずつ)



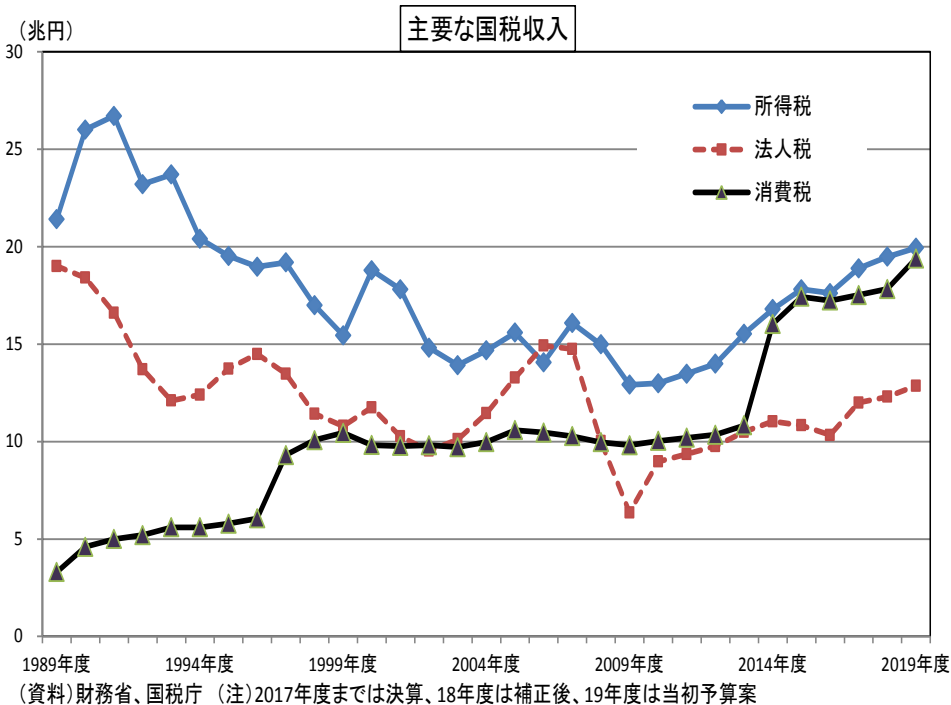
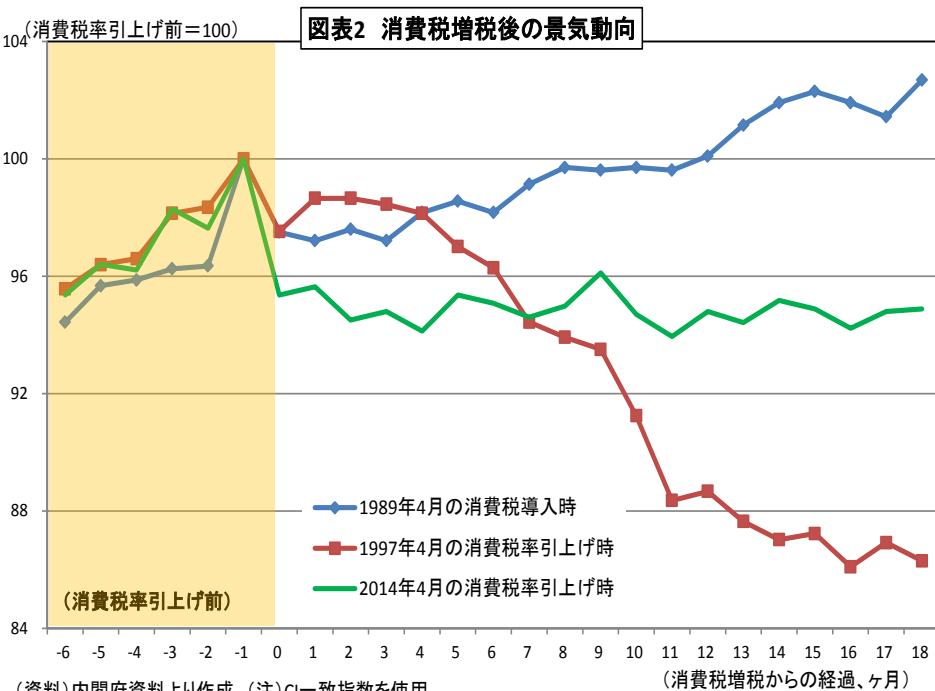
(資料)総務省統計局の公表統計より作成



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

（参考）過去の消費税導入・税率引き上げ時の経験

- 1989年4月（消費税導入時：3%）・・・直間比率の是正、赤字国債依存からの脱却に向けた安定財源の確保
 - バブル景気の真っ只中だったこと、ネットで減税だったことから、景気への影響は軽微（増税前の消費水準を1四半期後（7～9月期）には回復）
- 1997年4月（消費税率5%への引上げ）・・・増減税一体処理で、3年間の先行減税を実施
 - バブル崩壊後の経済疲弊、増税時に総額8兆円超の国民負担（増税に加え、減税停止や社会保険料引き上げなど）が一気に発生、景気への影響は大きかった（増税前の消費水準の回復まで3年かかった）
- 2014年4月（消費税率8%への引上げ）・・・社会保障・税一体改革に関する民自公3党合意に基づく増税措置
 - 景気への影響度は大で、4年半が経過しても増税前の消費水準の回復は実現できていない



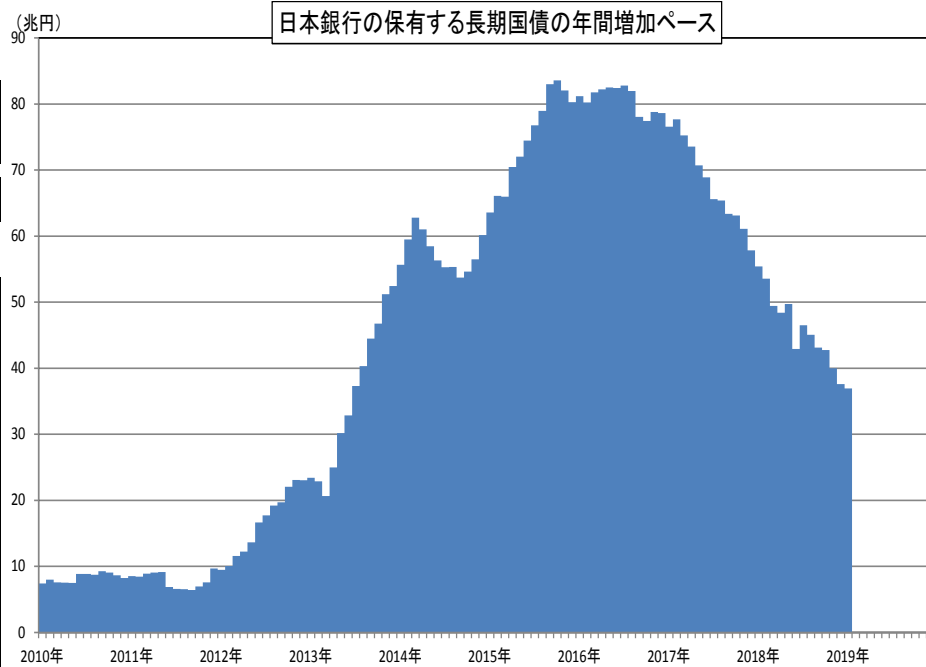
5 金融政策の見通し

- 「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18年7月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ており、その後もその枠組みを継続
 - 「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、最近はその半分以下のペース(年間40兆円割れ)まで鈍化

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

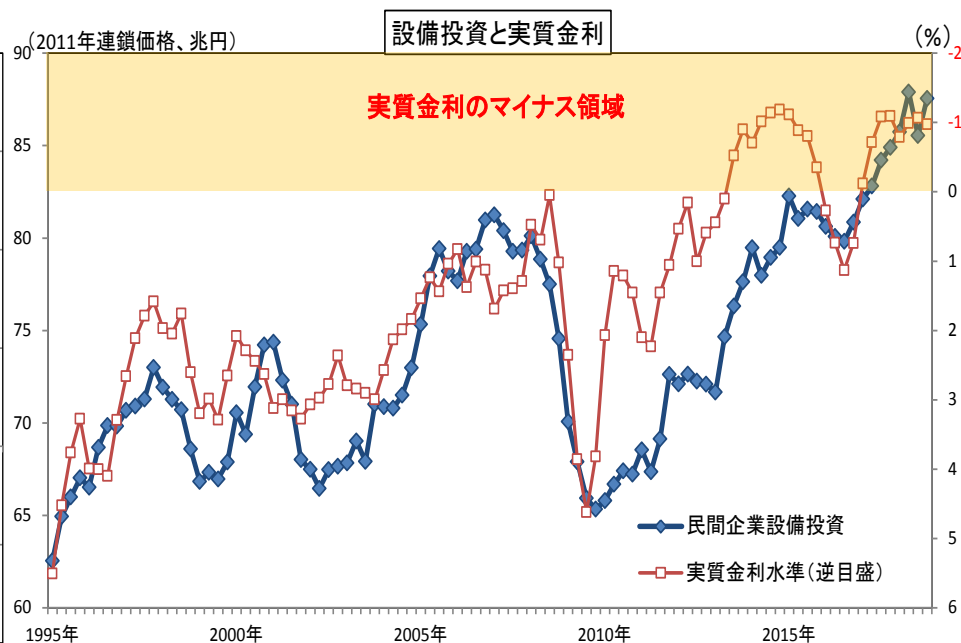
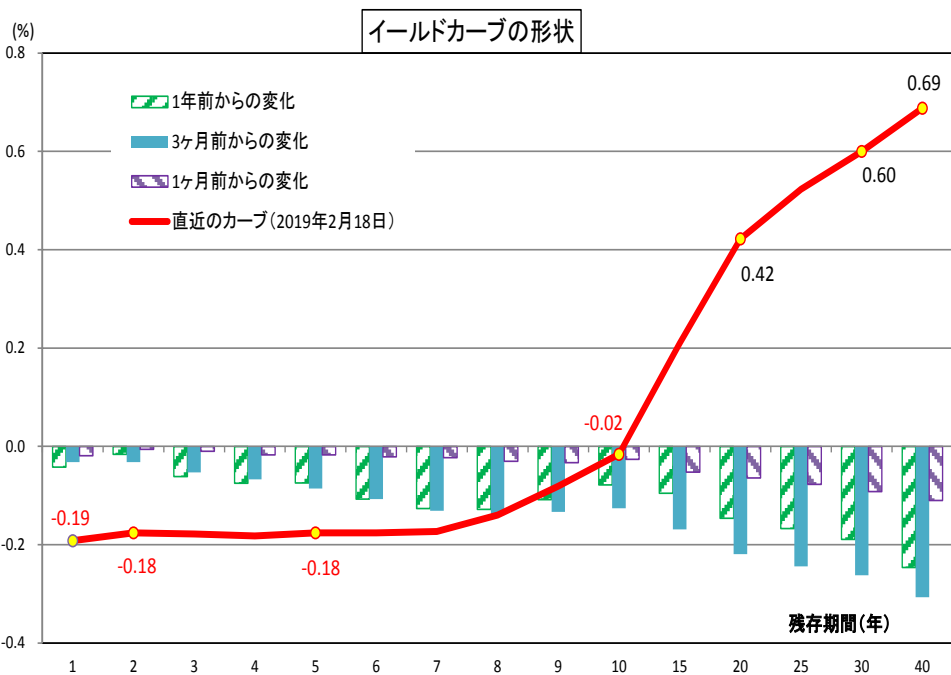
	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年1月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	500	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)									
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	461	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	24.1	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.50	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	47	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	552	557	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	107	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	389	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	557	

(資料)日本銀行 (注)18年末の長期国債、ETF、JREIT保有額は18年1月末からそれぞれ37兆円、6.4兆円、551億円の増加。



(注)日本銀行資料より作成

- 景気・物価の下振れリスクもあるが、当面は現行政策を粘り強く継続すると予想
 - － 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おり、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
- 今後想定される景気後退期の対応に苦慮する場面も
 - － フォワードガイダンスが導入されたことほか、内外景気の先行き不透明感が強まっていることから、利上げ（長短金利とも）は当面「凍結」、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は長期化する様相
 - － 先行き、景気・雇用面での悪化が明確になれば、金融政策にも相応の対応が求められる可能性も
 - とはいえ、海外からの「結果的な円安」への批判は根強いほか、即効性・実効性のある対策もあまりない



(資料)財務省資料より作成

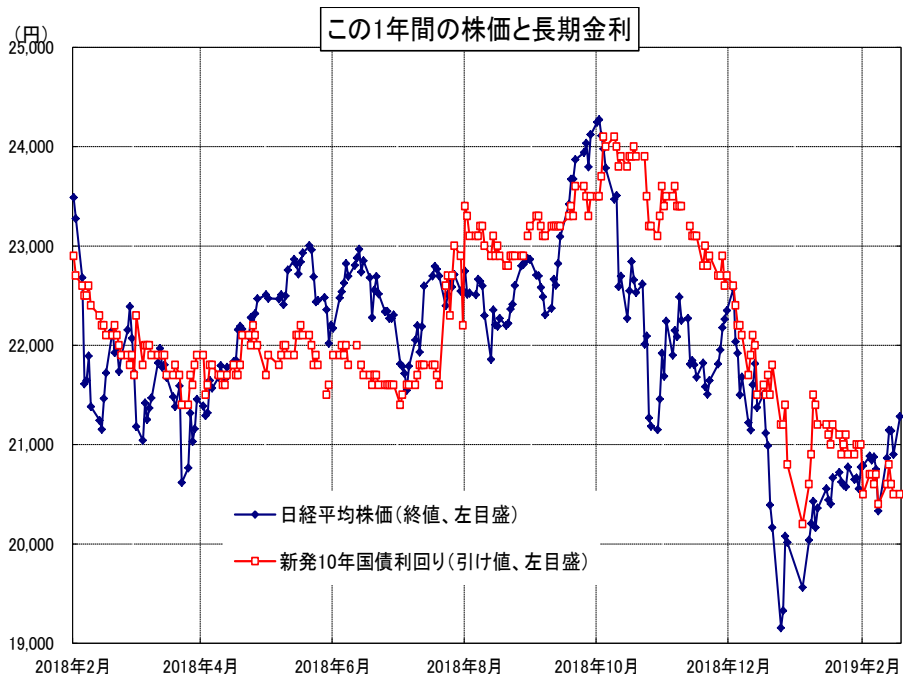
(資料)財務省、内閣府経済社会総合研究所

(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

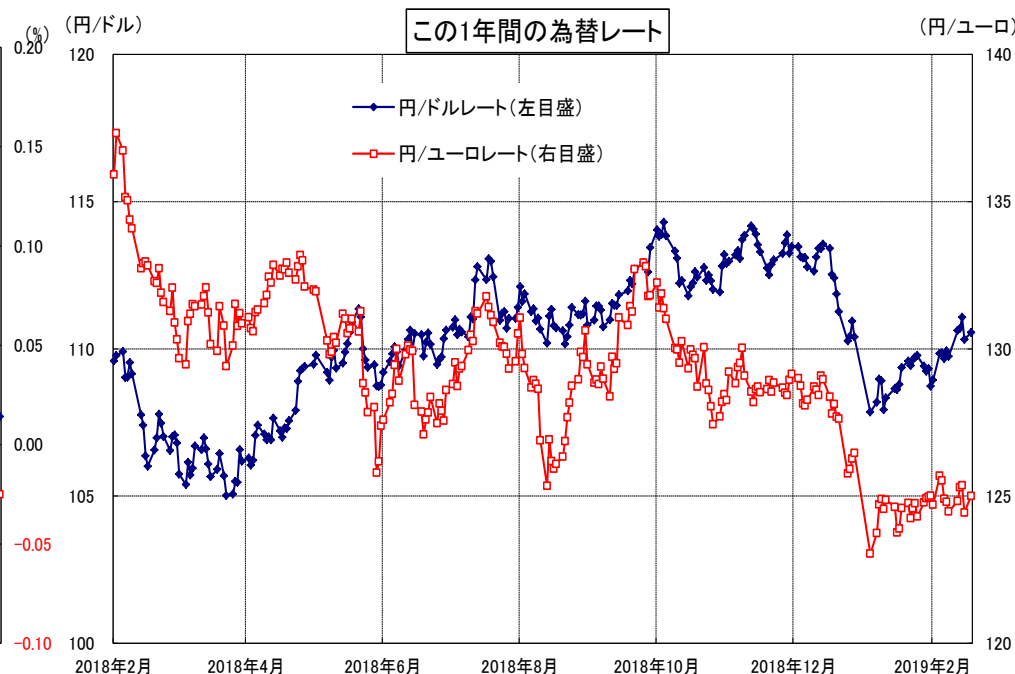
6 金融市場の見通し

市場概況

- 18年後半以降のリスクオフの流れを受け継ぎ、19年の内外金融市場は波乱の幕開けとなった
- 年末年始にかけて長期金利は水面下に沈んだほか、一時104円台と10ヶ月ぶりの円高が進む中、大発会としては戦後3番目の下げ幅を記録
 - その後、しばらく上値が重い展開が続いたが、直近は日経平均株価は2ヶ月ぶりに21,000円台を回復
- 債券市場では、18年7月以降、日銀が一定の金利変動を容認したことを受けて、概ね0.1%台へ上昇して推移したが、年末にかけて大きく低下、足元ではマイナス圏での展開
- 為替レートは、年末年始にかけて強まった内外経済の先行き悪化懸念に伴い、円高が進行、足元はドル安修正の動きが見られるが、政治リスクなどが意識され、ユーロ安は継続



(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。

● 当面の見通し

－ 長期金利

- 基本的に、日銀の設定した長期金利の操作目標(10年ゼロ%を中心に上下±0.2%程度の変動を容認)に沿った動き、当面は内外景気の減速懸念が強いため現行水準(ゼロから小幅マイナス)での展開を想定

－ 株価

- 18年10月初にバブル崩壊後の最高値を更新した後、日経平均は年末にかけて下落、5,000円超の調整となったが、19年入り後は過度な悲観論が後退、直近は持ち直しの動きも散見される
- しかし、内外景気や企業業績の先行き懸念は根強く、戻りは限定的、19年度半ば以降は調整局面入りも

－ 為替レート

- 市場の米利上げ休止観測にもかかわらず、労働需給の逼迫が進む米国であと数回の利上げは十分ありうるが、利上げ自体は最終局面でもあることから、しばらくは1ドル＝110円前後で推移

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2019年				
		2月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.063	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		0.0300	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06	0.00～0.06
国債利回り	20年債 (%)	0.415	0.45～0.65	0.45～0.65	0.45～0.70	0.45～0.65
	10年債 (%)	-0.025	-0.05～0.10	-0.05～0.12	-0.05～0.15	-0.05～0.12
	5年債 (%)	-0.175	-0.19～-0.08	-0.18～-0.05	-0.18～0.00	-0.20～-0.05
為替レート	対ドル	110.6	103～115	100～115	100～115	100～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	125.0	118～130	115～135	115～130	115～130
日経平均株価 (円)		21,281	21,500±1,500	21,750±1,500	21,000±1,500	20,000±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2019年2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。