

2018年11月19日

## 2018・2019年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 10～12月期以降は、緩やかな回復を見込むも、リスク要因は山積 ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2018・2019年度の経済見通しを改訂しました。

### 【実質GDP成長率予測】

2018年度 +0.7%（前回+0.9%）、2019年度 +0.4%（前回+0.7%）

#### ○ 7～9月期は自然災害の影響で2四半期ぶりのマイナス成長

2018年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%、年率▲1.2%と2四半期ぶりのマイナス成長となった。相次いだ自然災害の影響に伴う供給制約などにより輸出が5四半期ぶりに減少し、設備投資は小幅ながら8四半期ぶりの減少となった。また、個人消費は天候不順や猛暑の影響で外出が手控えられたことなどから減少した。

#### ○ 10～12月期以降は、自然災害の影響が解消し緩やかに回復

10～12月期以降は、自然災害の影響が徐々に解消し緩やかに回復すると見込んでいる。所得環境の改善が限られるなか個人消費はけん引役としては引き続き力強さを欠くものの、好調な企業収益を背景とした設備投資の増加が成長の下支えとなろう。一方、輸出については増加傾向を見込んでいるが、先行きは慎重にみることにした。中国では米中貿易摩擦問題の深刻化が悪影響を及ぼしつつあり、中国の輸出受注や中国向けの工作機械受注に弱さがあらわれている。世界的にみても企業マインドへの下押し圧力が強まっており、世界経済の成長ペースは鈍化していくと見込まれ、こうした懸念を払拭する材料は今のところ見当たらない。そのため2018年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%と前回予測から▲0.2ポイント、2019年度は同+0.4%と▲0.3ポイント下方修正した。2019年度は、10月の消費税率引上げの影響が懸念されるが、前回増税時より家計負担増が小さいほか、政府の需要喚起策も下支えとなり個人消費の長期低迷は避けられよう。一方、世界経済は米国で大型減税の効果が弱まることなどから成長ペースの鈍化が続き、企業部門のけん引力が一段と弱まっていくとみられることから、年度後半は停滞感が強まるだろう。

#### ○ リスク要因は山積

貿易摩擦問題がさらに激化、長期化すれば世界貿易の停滞を通じて世界経済の失速につながる可能性がある。とりわけ、米国が自動車関連の関税引上げなどに踏み切れば日本経済にとって影響が大きくなる。また、財政悪化やインフレへの懸念による米長期金利急騰、新興国からの資金流出、欧州政治不安などリスク要因は山積しており、金融資本市場の混乱を通じた悪影響にも留意する必要がある。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社 担当：財務企画部 大野 俊明

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-7576

<http://www.fukoku-life.co.jp>

[toshiaki.oono@fi.fukoku-life.co.jp](mailto:toshiaki.oono@fi.fukoku-life.co.jp)

図表1. 2018・2019年度 経済見通し

(前年比、%)

	2017 年度 実績	2018年度予測				2019年度予測		
		553.1	上期	下期	前回	561.0	上期	下期
			(前期比)		2018年8月 時点		(前期比)	
名目国内総生産(兆円)	548.6	553.1	551.0	555.0	555.4	561.0	556.9	564.6
	1.7	0.8	0.2	0.7	1.2	1.4	0.4	1.4
実質国内総生産(兆円)	533.0	536.9	536.7	537.1	538.1	539.0	539.7	537.6
	1.6	0.7	0.5	0.1	0.9	0.4	0.5	▲0.4
内 需	1.2	0.9	0.6	0.4	0.9	0.5	0.7	▲0.6
民間需要	1.0	0.8	0.6	0.2	0.9	0.3	0.6	▲0.7
民間最終消費	0.8	0.6	0.5	0.3	0.8	0.3	0.7	▲1.2
民間住宅投資	▲0.3	▲4.8	▲2.6	0.8	▲3.1	1.4	3.9	▲5.5
民間設備投資	3.1	4.4	3.4	0.3	2.9	1.2	1.1	▲0.2
公的需	0.2	0.0	▲0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	0.7	0.6	0.3	0.4	0.6	0.8	0.4	0.4
公的固定資本形成	1.5	▲1.8	▲1.5	0.9	▲1.4	0.3	▲0.0	▲0.2
財貨・サービスの純輸出	0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.0	▲0.2	▲0.2	0.2
財貨・サービスの輸出	6.3	1.4	▲0.3	▲0.0	3.2	1.3	0.9	0.9
財貨・サービスの輸入	4.1	2.2	0.4	1.0	3.3	2.4	2.0	▲0.3

注1. 実質値は2011暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	2.9	0.8	▲0.2	1.0	2.1	1.9	1.8	▲0.8
国内企業物価指数※	2.7	2.6	2.8	2.4	2.6	2.3	1.7	2.9
消費者物価指数※	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	1.3	0.7	1.8
消費者物価(除く生鮮)※	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9	1.2	0.6	1.8
(除く消費税の影響)	-	-	-	-	-	0.7	0.6	0.8
貿易収支(兆円)	4.6	1.2	1.2	0.0	2.9	0.5	0.3	0.3
経常収支(兆円)	21.8	19.5	10.6	8.8	20.4	18.8	9.9	8.9
名目賃金指数※	0.7	1.3	1.7	0.9	1.3	0.9	0.9	0.9
完全失業率(%)	2.7	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4	2.3	2.4
住宅着工戸数(万戸)	94.6	95.4	96.0	93.8	94.1	93.1	95.5	90.5
為替レート(¥/\$)	110.8	111.7	110.2	113.1	110.9	112.4	112.7	112.1
原油価格(\$/b)	57.1	72.8	73.5	72.1	69.4	69.2	68.9	69.5
米国実質成長率(年率)	2.2	2.9	3.5	2.6	2.8	2.5	2.2	2.0
中国実質成長率※	6.9	6.5	6.8	6.3	6.5	6.2	6.3	6.2

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半期は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

## ◇日本経済の現状と見通し

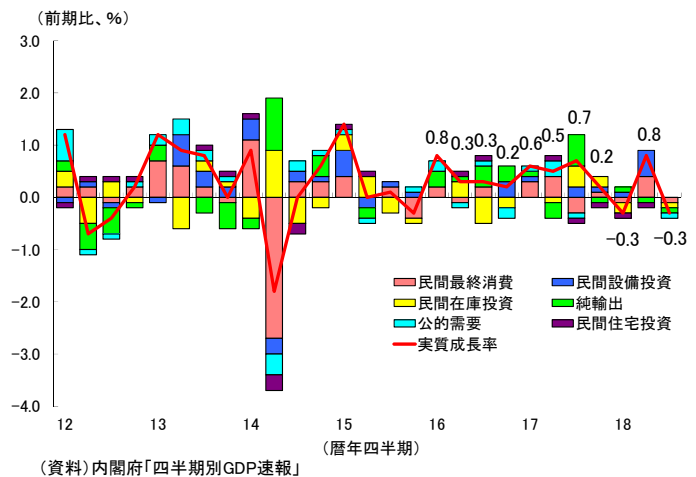
### ○7～9月期の実質GDP

11月14日に発表された2018年7～9月期の一次速報値によると、実質GDP成長率は前期比▲0.3%（年率換算▲1.2%）と2四半期ぶりのマイナス成長となった（図表2）。西日本豪雨、台風、北海道地震など相次いだ自然災害の影響もあり、4～6月期の高い伸びをけん引した個人消費、設備投資がいずれも減少に転じたことで内需寄与度は同▲0.2ポイントとなり、また、輸出の減少により外需寄与度は同▲0.1

ポイントとなった。物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターが同+0.0%となり、名目GDP成長率については同▲0.3%（年率換算▲1.1%）と、2四半期ぶりのマイナス成長となった。7～9月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は、同0.1%減となった。好天に恵まれ高い伸びとなった4～6月期（同0.7%増）からの反動に加え、天候不順により外出が手控えられたことや、生鮮野菜価格やガソリン価格などの上昇が家計を圧迫したことが下押しとなった。一方、住宅投資は同0.6%増と5四半期ぶりに増加した。設備投資は自然災害による供給制約の影響もあり同0.2%減と小幅ながら8四半期ぶりの減少となった。公的需要については、公的固定資本形成が同1.9%減と2016年度補正予算の効果が一巡して以降減少傾向が続く一方、政府消費は同0.2%増となった。外需については、輸出は自然災害の影響による供給制約などが下押しとなり同1.8%減と5四半期ぶりに減少し、輸入が同1.4%減となったことで、外需は2四半期続けてマイナス寄与となった。

今後の日本経済については、10～12月期以降は、自然災害の影響が徐々に解消し緩やかに回復すると見込んでいる。所得環境の改善が限られるなか個人消費はけん引役としては引き続き力強さを欠くものの、好調な企業収益を背景とした設備投資の増加が成長の下支えとなろう。一方、輸出については増加傾向を見込んでいるが、先行きは慎重にみることにした。中国では米中貿易摩擦問題の深刻化が悪影響を及ぼしつつあり、中国の輸出受注や中国向けの工作機械受注に弱さがあらわれている。世界的にみても企業マインドへの下押し圧力が強まっており、世界経済の成長ペースは鈍化していくと見込まれ、こうした懸念を払拭する材料は今のところ見当たらない。そのため2018年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%と前回予測から▲0.2ポイント、2019年度は同+0.4%と▲0.3ポイント下方修正した。2019年度は、10月の消費税率引上げの影響が懸念されるが、前回増税時より家計負担増が小さいほか、政府の需要喚起策も下支えとなり個人消費の長期低迷は避けられよう。一方、世界経済は米国で大型減税の効果が弱まることなどから成長ペースの鈍化が続き、企業部門のけん引力が一段と弱まっていくとみられることから、年度後半は停滞感が強まるだろう。

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



なお、主要な需要項目については以下の通り。

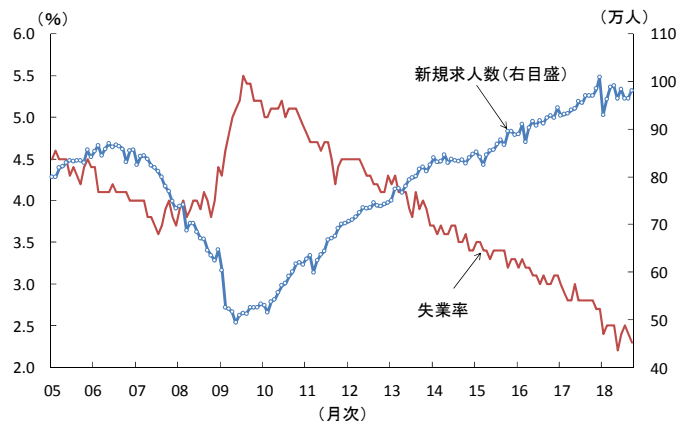
### ○個人消費は、底堅く推移すると見込む

雇用環境は改善傾向となっている。女性を中心に労働参加率が高まるなか、7～9月平均の雇用者数（季節調整値）は前期比0.2%増の5,948万人と増加し、9月の失業率は2.3%と低水準で推移している（図表3）。また、9月の有効求人倍率は1.64倍と引き続き高水準となるなか、正社員に限った有効求人倍率をみても1.14倍と上昇傾向となるなど、労働需給は引き締まっている。今後についても雇用環境は緩やかに改善すると見込んでいる。

日銀短観の雇用人員判断DIによれば製造業、非製造業ともに人手不足感が一段と強まっている。先行指標である新規求人数は増加が頭打ちとなっているものの高水準であり、企業の採用意欲は依然として強いことが窺える。高齢者や女性の労働参入が継続するなか、雇用者数は緩やかな増加が続くだろう。こうした状況を映して、所得は緩やかな増加傾向となっている。7～9月期の名目の一人当たり現金給与総額は、前年比1.2%増と、昨年の好調な企業業績を反映した夏季賞与の増加で特別給与が高い伸びとなった4～6月期からは鈍化したものの、増加傾向となっている（図表4）。2018年入り後の名目賃金は前年から伸び率が加速しているが、2018年1月からの調査サンプルの部分入替えが影響している面が大きい

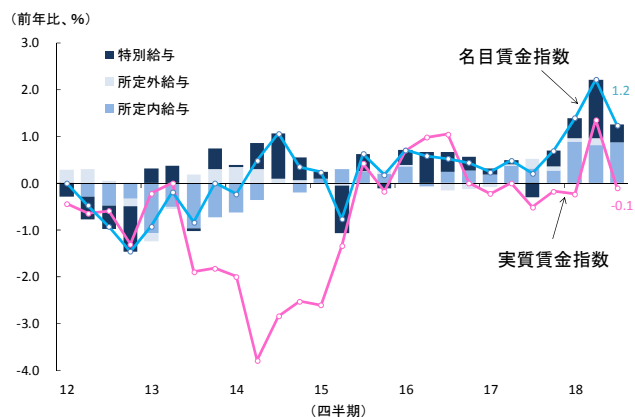
と考えられる。厚生労働省が公表するサンプル要因の影響を受けない共通事業所ベースは、入替え後の公表値を概ね下回る推移が続いており、あくまで緩やかな増加傾向にあるという評価が妥当だろう。今後についても、現金給与総額は緩やかな増加傾向になると想定している。正社員の所定内給与は、緩やかな伸びが続くだろう。2018年春闘における企業の賃上げ率（厚生労働省：民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況）は、前年比+2.26%と昨年の同+2.11%を上回ったが、2019年春闘については、2018年をやや下回る賃上げ率になると予想している。好調さを維持する企業業績を映して6年連続のベースアップが実現すると見込むものの、景気の先行き不透明感が強まるなかで企業は固定費増につながるベースアップには慎重となろう。また、同様に2019年度の賞与についても伸び率が一段と高まることは期待しにくい。2018年度の名目賃金の伸び率は前年から幾分高まるものの、2019年度はやや鈍化すると見込んでいる。実質賃金については、7～9月期が0.1%減と消費者物価（帰属家賃を除く総合）

図表3. 失業率と新規求人数の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

図表4. 名目・実質賃金指数の推移



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計調査」

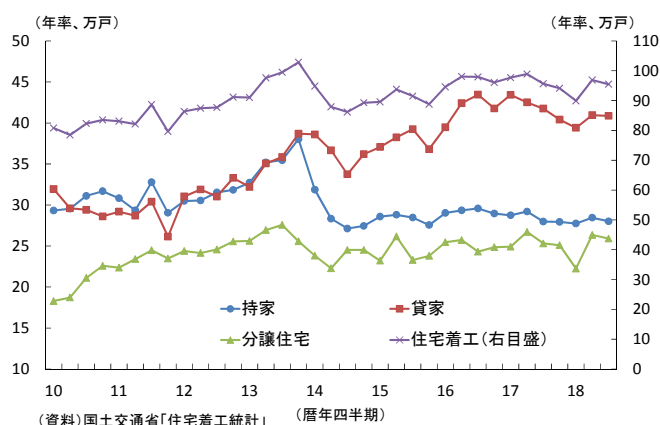
の上昇もあり再びマイナスに落ち込んでおり、今後も消費者物価は緩やかながら上昇が見込まれることから、実質賃金の改善は限られよう。

個人消費は、底堅く推移している。7～9月期の民間最終消費支出は前期比0.1%減と2四半期ぶりに減少した。好天に恵まれ高い伸びとなった4～6月期からの反動に加え、7～9月期は、豪雨や台風などの天候不順により外出が手控えられたことや、生鮮野菜やガソリンなどの価格高騰で家計の実質的な購買力が低下したことも下押し要因となった。また、例年になく猛暑は飲料やエアコンなど気温上昇の好影響を受けやすい消費の押し上げにつながる一方で、外出が手控えられた影響で相殺されたとみられる。家計最終消費支出の内訳をみると、耐久財、半耐久財、非耐久財が小幅ながら増加した一方、サービスは同0.7%減となった。今後の個人消費については、底堅い推移を見込むものの、景気のけん引役としては力強さを欠くだろう。天候不順などの下押し要因が剥落する10～12月期以降は良好な雇用環境のもとで個人消費は持ち直していくだろう。もっとも、前述の通り、所得環境の改善が限られることに加え、景気回復の恩恵を受けにくい年金受給者の割合が高まっていることもあり、増加ペースは緩やかなものにとどまると見込んでいる。2019年度前半については、10月に予定される消費税率引上げに向けて駆け込み需要が生じることで伸び率が高まるものの、年度後半はその反動減と増税による実質的な購買力の低下により大幅な減速が見込まれる。もっとも、酒類と外食を除く飲食料品や新聞は軽減税率が適用されること、増税幅が2%と前回2014年4月の3%より小さいこと、さらに増税分が幼児教育の無償化などに充てられることなどから、前回増税時より家計の負担増は小さくなる。また、キャッシュレス決済時のポイント還元や自動車購入支援策のほか、低所得者向けの対策としてプレミアム商品券発行などが検討されており、こうした増税後の需要喚起策も一定の下支えになることが見込まれることから、前回のような長期間の消費低迷は避けられると見込んでいる。

### ○新設住宅着工戸数は、駆け込み需要が押し上げ要因に

住宅投資は、減少傾向となっている。7～9月期の住宅投資は前期比0.6%増と小幅ながら5四半期ぶりの増加となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数をみると、4～6月期に分譲住宅を中心に同8.5%増と5四半期ぶりに増加しており、その工事の進捗が反映された形であるが、7～9月期の着工戸数は1.6%減の年率95.3万戸と持家、貸家、分譲住宅ともに減少に転じており、住宅着工戸数は均してみれば横ばいで推移している。(図表5)。今後の新設住宅着工戸数は、消費税率引上げに向けた駆け込み需要が押し上げ要因となろう。住宅市場を取り巻く環境は前回予測から大きな変化はみられていない。貸家については相続税対策需要が一巡していることに加え、金融当局の監視強化を受けたアパートローンに対する金融機関の慎重な姿勢の継続などを受けて弱含みで推移するだろう。分譲マンションについては、首都圏では

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



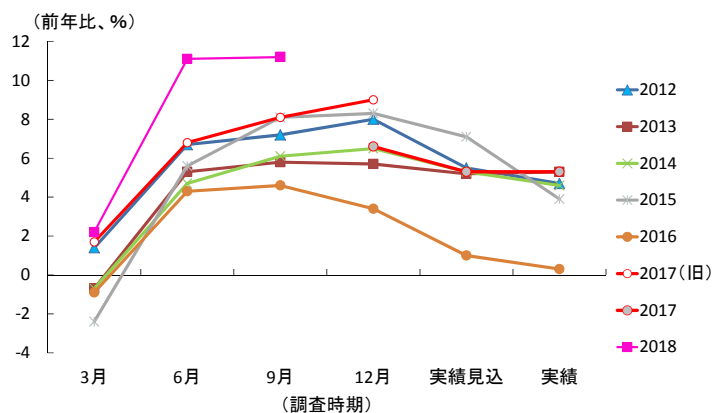


依然としてマンション価格が高止まりするなか、契約率が好不調の目安とされる70%を下回る状況が続いており、デベロッパーはマンション供給に慎重な姿勢を続けると見込んでいる。一方で今後は持家、分譲戸建て住宅を中心に消費税率引上げに向けた駆け込み需要で水準が押し上げられる。消費税率引き上げに際しては、新税率が施行される2019年10月の半年前までに請負契約を締結すれば旧税率が適用される経過措置がとられるため、2018年度末から2019年度初めにかけて一時的に着工戸数が増加しよう。その後は、その反動減の影響で落ち込むことが想定される。ただし、税率引上げ幅が前回2014年よりも小さいことに加え、政府により検討されている増税後の購入支援策もあり、駆け込み需要とその反動減は前回増税時より小さな規模にとどまるとみている。

### ○設備投資は良好な企業収益を背景に増加を見込む

設備投資は、増加傾向となっている。7～9月期の実質設備投資は前期比0.2%減と8四半期ぶりの減少となった。もっとも、4～6月期が同3.1%増と高い伸びとなった反動に加え、自然災害による供給制約が下押しとなった面もあるとみられることから、基調としては増加傾向が続いていると判断される。今後については、設備投資は、増加傾向が続くだろう。日銀短観9月調査における全規模・全産業のソフトウェアを含む設備投資計画（土地投資を除く）は、2018年度が前年比11.2%増と同時期調査としては非常に高い計画となっており、良好な企業収益を背景に、企業の設備投資意欲は前向きさを維持している（図表6）。

図表6. 設備投資計画（全規模・全産業）



(資料)日本銀行「日銀短観」  
(備考)ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)、  
2017年12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている

設備投資の先行指標となる機械受注（除く船舶・電力）をみると、9月単月では前月比18.3%減と大きく減少したものの、7～9月期は前期比0.9%増と5四半期連続の増加となり、10～12月期も同3.6%増と持ち直しが続く見通しが示されている。製造業においては、中期的には人口が減少するなか内需の拡大が見込みにくいことから、生産能力増強など積極的な投資は限られるとみられるが、設備の老朽化に対応した維持・更新投資を中心に引き続き増加が見込まれる。また、競争力確保のための新製品開発に向けた研究開発費も堅調に推移するだろう。非製造業では、東京五輪・パラリンピックを見据え、インバウンド需要を見込んだホテルなどの宿泊施設の建設、交通インフラ整備などの投資増加が続くだろう。また、人手不足に対応し生産性向上を図るため、製造業、非製造業を問わず効率化・省力化投資も設備投資を押し上げる要因となろう。ただし、米中を中心とした貿易摩擦の影響により先行き不透明感が一段と強まっており、企業の投資姿勢を慎重化させるリスクが高まっている。今後の設備投資は増加傾向が続くものの、高い設備投資計画が示すほどには先行きの伸び率が高まらないと予測している。2019年度も増加を見込むものの、東京五輪・パラリンピック関連需要が一巡することなどから伸び率は鈍化すると見込んでいる。

## ○公的固定資本形成は、補正予算の効果が下支えに

公的固定資本形成は、減少傾向となっている。7～9月期の公的固定資本形成は前期比1.9%減となった。2017年4～6月期に同5.0%増と2016年度補正予算で組まれた経済対策の効果によって大きく増加したが、その効果が一巡した後は5四半期連続の減少となっている。先行指標である公共工事請負金額をみても、昨年の7～9月期以降、前年比7.9%減、同1.1%増、同15.6%減、同1.5%増、同4.3%減と弱めの動きが続いている（図表7）。今後の公的固定資本形成は、補正予算の効果が下支えとなろう。11月に0.9兆円規模の2018年度第1次補正予算が成立しており、年度終盤にかけて自然災害からの復旧・復興事業が進捗することで公的固定資本形成を押し上げる要因になるだろう。さらに防災などの国土強靱化に向けて第2次補正予算の編成を予定しているが、東京五輪・パラリンピック関連需要の一巡により、2019年度も成長率の押し上げ効果は限定的にとどまると見込んでいる。

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移

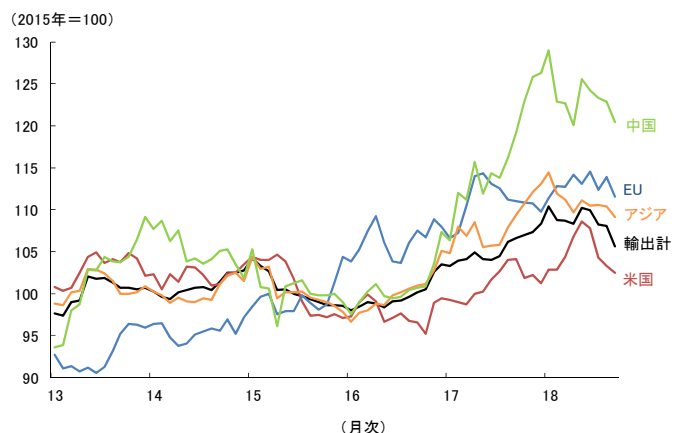


(資料)国土交通省、各信用保証会社

## ○輸出は増加が続くとみられるが、緩慢なペースにとどまろう。

輸出は、増加傾向にあるものの、増勢は鈍化している。7～9月期の実質輸出は前期比1.8%減と5四半期ぶりの減少となった。7～9月期の減少は豪雨や台風、地震など相次いだ自然災害による供給制約や関西国際空港の一時閉鎖などが影響した。また、訪日外国人客が急減したことでインバウンド消費を含むサービス輸出が同3.8%減となったことも下押しとなった。輸出数量指数をみると、7～9月期は、主要地域である米国、EU、アジア向けともに低下し、同▲3.9%と2四半期ぶりに低下した（図表8）。米国、EU向けの低下は供給制約による面が強いとみられるが、中国をはじめとしたアジア向けは2018年入り後から増勢が鈍化しており、全体として輸出の増勢は鈍化している。自然災害の影響が解消することで、今後については、輸出は増加が続くとみられるが、緩慢なペースにとどまろう。世界経済は総じて堅調と評価できるものの、後述のとおり、減税効果もあって米国経済が高成長を維持する一方で、中国経済は成長ペースが鈍化傾向にあるほか、ユーロ圏は一時的な下押し要因も含まれるとはいえ減速している。製造業PMI（購買担当者景気指数）は先進国、新興国ともに好不調の節目である50を上回っているものの水準を切り下げるなど、世界経済の回復ペースは鈍化している。中国では実

図表8. 輸出数量指数の推移



(資料)財務省より富国生命作成

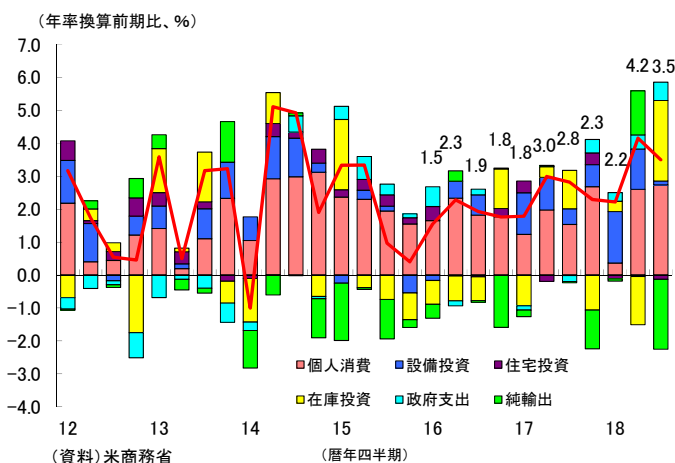
(備考)データは3ヵ月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

体経済の成長鈍化に加え、米中貿易摩擦問題の深刻化が悪影響を及ぼしつつあり、中国向けの工作機械受注などに弱さがみられるほか、足元好調な米国経済においても関税引上げに伴う企業のコスト上昇が警戒されている。世界的にみても企業マインドへの下押し圧力が強まっており、こうした懸念を払拭する材料は今のところ見当たらない。そのため、輸出の増加は緩やかなペースにとどまるだろう。なお、日本経済にとって最大のリスク要因である自動車関連の大幅な関税引上げについては日米物品貿易協定（TAG）の交渉入りによって猶予されたものの、米政権が自動車関連の関税引き上げや数量規制などの措置に踏み切れば大きな影響を及ぼすため、交渉の行方に留意する必要がある。

## 【米国経済】

米国経済は、回復が続いている。 7～9月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率+3.5%となった（図表 9）。4～6月期の同+4.2%からはやや鈍化したものの高成長が続いた。雇用・所得環境の改善が続くなか、税制改革による所得税減税も下支えとなり、個人消費が同 4.0 %増と高い伸びが継続し成長をけん引した。また、在庫投資が同+2.1 ポイントのプラス寄与となったほか、政府支出が同 3.3%増となった。一方、好調な企業収益などを背景にこれまで好調であった設備投資は同 0.8%増と伸び率が鈍化した。シエール関連を中心に高い伸びが続いていた構築物投資が減少に転じたことなどから低い伸びにとどまった。また、住宅投資は金利上昇や住宅価格上昇が重石となるなか同 4.0%減と 3 四半期連続の減少となった。外需については、輸出が同 3.5%減と 7 四半期ぶりに減少する一方、輸入が同 9.1%増と大幅

図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



に増加したことで、同▲1.8ポイントと大幅なマイナス寄与となった。輸出は4～6月期が同 9.3%増と、中国による対米関税引上げ発動を前に大豆など食料品が前倒しで輸出され高い伸びとなった反動もあるが、全般に弱めの動きとなった。このように引き続き高成長となったものの、外需のマイナスを在庫投資のプラスが補うなど、ややバランスの悪い成長となった。

今後についても、回復が続くと想定している。 雇用・所得環境の改善が続くなか、個人消費は堅調に推移するだろう。税制改革における個人向け減税の恩恵は富裕層に偏るため個人消費の押し上げ効果は限定的とみられるが、一定の支えとなるだろう。住宅投資については、良好な雇用・所得環境に鑑みると、需要の大幅な減退は見込みにくいものの、引き続き長期金利の上昇や住宅価格の上昇が重石となり、弱含みで推移するだろう。設備投資は、堅調な企業収益に加え、法人税率の引下げなどの税制改革により押し上げられることから、拡大が続くだろう。輸出は堅調な世界経済を背景に緩やかに増加すると見込んでいる。このように大型減税の効果もあって米国経済は好調な推移が続くとみているが、米中貿易摩擦の影響が懸念材料となっている。FRB（米連

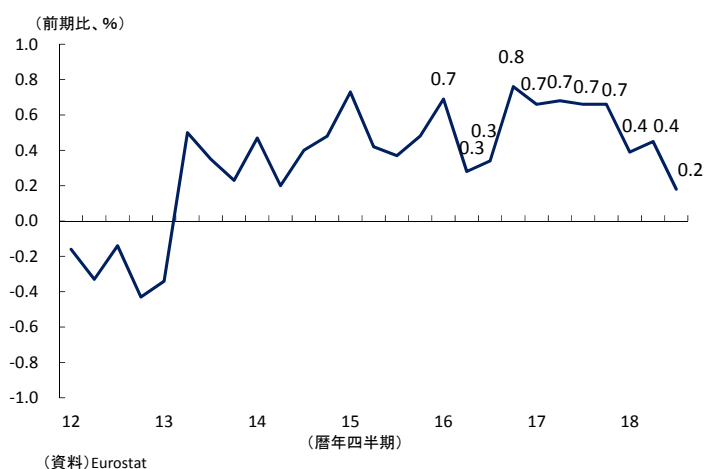


邦準備理事会) が発表する地区連銀経済報告 (ページブック) によれば、関税の導入による原材料コストの上昇や通商政策を巡る不確実性への警戒が強まっている模様であり、設備投資の先送りや見直し、輸入物価上昇を通じた内需の下押しが懸念される。現段階ではこうした悪影響を大型減税の効果が上回るとみているが、貿易摩擦の長期化により下押し圧力が大きくなる可能性もあり、米政権の政策動向を注視する必要がある。2019 年も景気の回復基調は続くと思込まれるが、年後半頃から大型減税などの効果が剥落していくとみられることに加え、利上げの進展による金融引き締め効果もあり、成長ペースは 2%程度とみられる潜在成長率に向けて徐々に減速していくだろう。なお、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比 +2.9%、2019 年は同 +2.5% と予測している。FRB の金融政策については、実体経済の回復基調が続くなか、労働市場の引き締めを受けインフレ加速のリスクへの配慮もあり、2019 年も段階的な利上げを継続すると見込んでいる。

## 【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな回復が続いている。7~9 月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比 +0.2% (年率換算 +0.7%) と前期 (4~6 月期) の同 +0.4% から減速した (図表 10)。主要国の成長率をみると、ドイツが同 ▲0.1% と前期の同 +0.5% からマイナス成長に転じた。新たに導入された排ガス試験への対応の遅れにより自動車関連の生産が一時的に落ち込んだことが主因とみられる。また、イタリアは、同 +0.0% (前期: 同 +0.2%) と減速した。一方、フランスは前期に低迷した個人消費が持ち直したことから同 +0.4% (前期: 同 +0.2%) と加速し、スペインは同 +0.6% と、前期並みの成長を維持した。

図表 10. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



7~9 月期の成長鈍化はドイツの一時的な要因によるマイナス成長が影響している面もあり、今後については、

緩やかな回復が続くと見込んでいる。雇用環境の緩やかな改善が続くなか、賃金上昇率の高まりもあって、個人消費は底堅く推移するだろう。消費者マインドの指標をみると、景気の先行き不透明感などにより下押しされているものの、長期的にみれば高い水準を維持している。また、総じて堅調な海外経済を背景に設備投資や輸出は増加を見込んでいる。ただし、主要な輸出先の一つである中国経済が鈍化傾向にあることに加え、貿易摩擦問題や英国の EU 離脱問題などへの懸念が企業マインドを下押ししており、その増加ペースは緩慢になろう。金融政策については、ECB は資産買入れを 12 月末で終了させる方針を示す一方、2019 年夏までは政策金利を現行の水準に据え置く方針を示している。ユーロ圏のインフレ率は 10 月が前年比 +2.2% と ECB の目標を上回っているものの、基調的な物価動向を示すコアインフレ率 (エネルギー・食料等を除く) は同 +1.1% と低い伸びにとどまっている。コアインフレ率は緩やかな伸びが続くと見込まれることから、ECB の金融政策正常化は緩やかなペースで進められ、

利上げ開始は 2019 年末になると想定している。

## 【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +6.5%と 2 四半期連続で減速した（図表 11）。減速の主因はインフラ投資を中心とした固定資産投資の鈍化であり、過剰債務問題が金融システミックリスクの顕在化につながる懸念から、政府がデレバレッジを進めてきたことなどが影響している。

固定資産投資は 1～6 月期の同 6.0% 増から 1～9 月期が同 5.4% 増と伸び率が低下した。このうち、インフラ投資は 1～6 月期の同 7.3% 増から 1～9 月期は同 3.3% 増へと引き続き伸び率が鈍化した。また、個人消費では、昨年末に減税が終了した自動車販売の低迷が続いていることも下押し要因となった。もっとも、それ以外の財やサービスについては概ね底堅く推移している。また、7～9 月期の輸出は人民元安が追い

風となるなか、同 11.7% 増と高い伸びを維持している。ただし、米国の関税引上げを前に同国向け輸出が前倒しされたことで押し上げられている面もあるとみられる。

今後については、成長ペースの鈍化傾向が続くとみられる。もっとも、デレバレッジの進展による内需への下押し圧力に加えて、米中貿易摩擦による影響への懸念が強まるなか、政府は内需の下支えを図り、減税やインフラ投資の拡大、緩和的な金融政策を打ち出していることから、大幅な景気減速は避けられるだろう。個人消費については、引き続き自動車販売の不振や住宅販売の減速が逆風になるほか、消費者物価の上昇も重石になるとみられるが、10 月から実施した個人所得税の課税最低限を月収 3,500 元から 5,000 元へ引き上げるなどの減税措置が下支えとなり、個人消費は概ね底堅く推移するだろう。固定資産投資については、次第に減速に歯止めがかかるものの低めの伸びにとどまろう。インフラ投資は、地方政府の債務急増への警戒もあって抑制されてきたが、中央政府は投資の安定拡大を維持していく方針を示しており、次第に下げ止まるとみられる。一方、製造業の投資は貿易摩擦問題の影響により輸出の増勢が鈍化すると見込まれることが企業の投資姿勢の慎重化につながるとみられる。また、政府が住宅購入規制など住宅バブル抑制に取り組んでいることを受けて、不動産投資の伸びも鈍化していくと見込んでいる。輸出については、引き続き人民元安は追い風となるものの、貿易摩擦問題の影響などを背景に製造業 PMI の輸出向け新規受注は好不調の節目である 50 を大きく下回っていることを踏まえれば、今後は増勢が鈍化していくことが見込まれる。一方、輸入については、米国からの輸入製品の関税を引き上げた影響を緩和すべく、その他の地域からの輸入関税を引き下げていることもあり、輸入は高めの伸びを維持しよう。なお、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比 +6.5%、2019 年は同 +6.2%と予測している。

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



## ○今後の伸び率などについて

日本経済の2018年度の実質GDP成長率は前年比+0.7%と前回予測から0.2ポイント下方修正した。 前回予測の前提となった4~6月期実績（一次速報値）は大幅に上方修正（前期比年率+1.9%→同+3.0%）されているものの、7~9月期は想定外の自然災害に見舞われマイナス成長となったことに加え、米中貿易摩擦問題の深刻化による世界経済の回復ペース鈍化を見込み、外需の見方を前回予測よりも弱めたことが下方修正の主因である。四半期毎の成長率は年率1%を下回る成長を見込んでいる。

2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.4%と前回予測から0.3ポイント下方修正した。 2018年度同様に外需の見方を弱めたことに加え、2018年度後半の見通しを引き下げたことで成長率のゲタが低下したことによる。2019年10月に予定されている消費税率引上げに向けた駆け込み需要と反動減、増税後の実質購買力の低下を背景とした個人消費の変動を主因として、四半期毎の成長率は4~6月期：年率+0%台後半、7~9月期：+2%程度、10~12月期：▲3%程度、1~3月期：+0%台前半と振れが大きくなる。

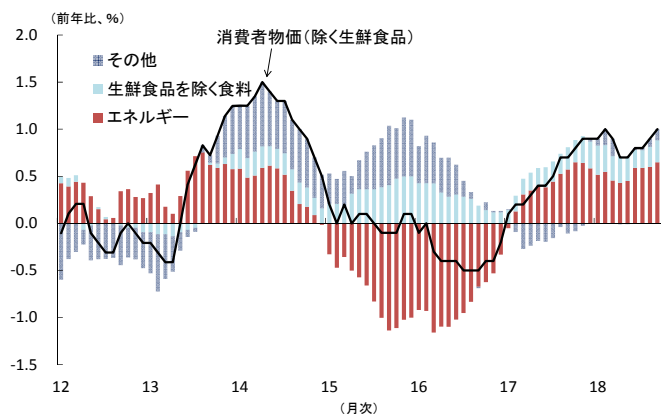
## ○消費者物価と金融政策の見通し

2018年9月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+1.0%と伸び率が持ち直している（図表12）。 もっとも、コアCPIが2月以来の1.0%となった主因は、エネルギー価格の上昇幅拡大である。原油価格の上昇を背景に、ガソリン・灯油の高い伸びが続くなか、春先にかけて鈍化傾向にあった電気代やガス代の伸びが持ち直している。一方、生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数については、4月以降0%台前半で推移し、9月も同+0.4%と低い伸びにとどまっている。携帯電話通信料や家賃、耐久消費財などが引き続き下押しとなっているほか、エネルギー・原材料費の上昇や人手不足に伴う人件費の増加などを受けて、

外食、食料（生鮮食品を除く）など一部ではコスト増加分を価格へ転嫁する動きもみられるがその動きは鈍い。上昇品目の割合などをみても、物価上昇の裾野の広がりは見られず、エネルギー以外の物価上昇は鈍いものとなっている。今後については、次第に伸び率が鈍化し1%を下回る推移となる。エネルギー以外の物価は、景気回復が続くことによる需給バランスの改善や、エネルギー・原材料費や人件費などコスト増加分を価格に転嫁する動きが徐々に広がっていくことが上昇圧力となる。しかし、2019年春闘は先行き不透明感から企業の賃上げに対する慎重な姿勢が継続すると見込むことや、家計の節約志向が残るなかで強気の価格設定は困難とみられることから、エネルギー以外の物価は引き続き緩やかな伸びにとどまろう。一方、これまで上昇基調にあった原油価格が足元で急落しており、その影響を受けてエネルギーのプラス寄与が次第に縮小していくことで、コアCPI全体の伸び率は徐々に弱まっていくだろう。

2018年度のコアCPIは前年比+0.9%、2019年度は同+0.7%（消

図表12. 消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省「消費者物価指数」より富国生命作成  
(備考)消費者物価指数は消費税率引上げの影響を除いている

費税率引上げの影響を除く)と予測している。2%の物価安定目標の達成は見通せる状況になく、日銀の金融政策が出口に向かうことは当面想定できない。

### ○リスク要因

日本経済は、緩やかに回復するとの見方が当社のメインシナリオであるが、リスク要因は山積している。貿易摩擦問題がさらに激化、長期化すれば世界貿易の停滞を通じて世界経済の失速につながる可能性がある。とりわけ、米国が自動車関連の関税引上げなどに踏み切れば日本経済にとって影響が大きくなる。また、トランプ政権は2017年末に成立した大規模な減税を含む税制改革に続き、中間所得層向けの減税実施の意向を示している。11月の中間選挙の結果ねじれ議会となったことで大規模な追加減税の実施は難航するとみられるが、実現すれば、財政悪化やインフレへの懸念などにより米長期金利が急騰し実体経済にも悪影響が広がる可能性がある。FRBが金融政策の正常化を進めるなか、インドネシアやフィリピンなど経常赤字を抱える新興国は資金流出圧力にさらされており、通貨防衛のための利上げにより内需が悪化する恐れがある。また、欧州においては、イタリア新政権が打ち出す拡張的な財政予算によりEUとの対立が深まっており財政危機が懸念されるなど、政治不安を抱える。このようにリスク要因は山積しており、金融資本市場の混乱を通じた悪影響にも留意する必要がある。

以 上



図表13. デフレーター伸び率(2011暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
国内総支出	2.5	1.5	▲ 0.2	0.1	0.1	1.0
民間最終消費	2.2	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.5	1.2
民間住宅投資	3.6	▲ 0.1	▲ 0.3	1.8	1.5	1.4
民間設備投資	1.3	0.4	▲ 0.7	0.8	0.7	0.9
政府最終消費	2.0	▲ 0.2	▲ 0.3	0.5	0.2	0.8
公的固定資本形成	2.9	0.5	▲ 0.3	1.7	1.4	1.2
財貨・サービスの輸出	2.6	▲ 1.4	▲ 6.5	3.8	1.8	1.0
財貨・サービスの輸入	0.3	▲ 9.2	▲ 8.6	7.3	4.7	0.8

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
実質国内総支出	▲ 0.3	1.4	1.2	1.6	0.7	0.4
民間需要	▲ 0.9	1.1	0.3	1.0	0.8	0.3
民間最終消費	▲ 1.5	0.5	0.1	0.5	0.3	0.2
民間住宅投資	▲ 0.3	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0
民間設備投資	0.5	0.4	0.2	0.5	0.7	0.2
公的需要	▲ 0.0	0.3	0.1	0.2	0.0	0.2
政府最終消費	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2
公的固定資本形成	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.1	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.6	0.1	0.8	0.4	▲ 0.1	▲ 0.2
財貨・サービスの輸出	1.4	0.1	0.6	1.0	0.2	0.2
財貨・サービスの輸入	▲ 0.8	▲ 0.1	0.1	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない