

2019年2月19日

## 2018・2019・2020年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 1～3月期以降も景気回復ペースは緩やかに ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2018・2019・2020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 +0.5%（前回+0.7%）、2019年度 +0.5%（前回+0.4%）、2020年度 +0.6%

#### ○ 10～12月期は自然災害の影響が解消し2四半期ぶりのプラス成長も、鈍い回復

2018年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比+0.3%、年率+1.4%と2四半期ぶりのプラス成長となった。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落ち込んだ前期から回復し、設備投資も自然災害の影響に伴う供給制約が解消し増加に転じた。一方、外需については、内需の持ち直しを映した輸入の増加に対して、輸出は中国経済の減速などを背景に鈍い伸びとなり、0.3ポイント成長率を押し下げた。

#### ○ 1～3月期以降も景気回復ペースは緩やかに

1～3月期以降も景気回復ペースは緩やかなものとなる。世界経済は、中国の景気刺激策やFRBの金融政策正常化に対する慎重な姿勢もあり世界的な景気後退には至らないが、成長ペースの鈍化傾向が続くと見込まれ、輸出は引き続き伸び悩むことが予想される。また、所得環境の改善が限られるなかで個人消費は力強さを欠き、設備投資は増加傾向が続くものの輸出の伸び悩みや世界経済の先行き不透明感などを背景に次第に増勢が弱まっていくとみている。自然災害からの復旧・復興需要は下支えとなるが、このように外需の弱さを補うほどの力強さを内需に期待することもできない。2019年10月の消費税率引上げの影響については、前回増税時より家計負担増が小さいうえ、政府による需要喚起策が下支えとなるほか、2020年度前半には東京五輪・パラリンピックの開催も控えていることもあって個人消費の長期低迷は避けられよう。しかしながら、これらの下支え要因がなくなる年度後半は、世界経済の減速が続くなかで国内景気は停滞感が強まろう。なお、2018年度の実質GDP成長率は過去実績の下方修正を受けて0.2ポイント引下げ前年比+0.5%での着地を見込み、2019年度は同+0.5%、2020年度も同+0.6%と低めの成長が続くと予想する。

#### ○ リスクは世界経済の想定以上の減速

米中をはじめとした貿易摩擦の一段の激化、英国のEU離脱問題などリスク要因は山積している。世界経済が想定以上に減速し、欧米の金融政策が緩和に追い込まれる事態となれば、円高進行も相俟って、日本経済への悪影響が大きくなる可能性があり留意が必要である。

○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・2020年度 経済見通し

(前年比、%)

	2017 年度 実績	2018年度見込み		2019年度予測			2020年度予測			
		上期	下期	上期	下期	上期	下期			
		(前期比)		(前期比)			(前期比)			
名目国内総生産 (兆円)	547.4	549.7	548.9	550.6	559.7	556.9	562.2	567.1	564.5	569.6
	2.0	0.4	▲ 0.0	0.3	1.6	1.1	0.9	1.3	0.4	0.9
実質国内総生産 (兆円)	531.8	534.5	534.3	534.7	537.2	537.7	536.1	540.4	539.1	541.0
	1.9	0.5	0.1	0.1	0.5	0.6	▲ 0.3	0.6	0.6	0.3
内 需	1.5	0.7	0.3	0.6	0.7	0.8	▲ 0.5	0.5	0.6	0.4
民間需要	1.4	0.7	0.3	0.5	0.5	0.7	▲ 0.6	0.3	0.5	0.3
民間最終消費	1.1	0.7	0.4	0.6	0.6	0.9	▲ 1.0	0.5	0.8	0.5
民間住宅投資	▲ 0.7	▲ 3.8	▲ 2.7	2.9	1.6	3.0	▲ 5.4	▲ 2.6	0.3	▲ 0.5
民間設備投資	4.6	3.4	1.6	1.2	1.8	1.3	▲ 0.3	0.3	0.4	0.1
公的需	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
政府最終消費	0.4	1.0	0.3	0.9	0.8	0.2	0.3	0.8	0.4	0.4
公的固定資本形成	0.5	▲ 3.8	▲ 2.0	▲ 2.1	0.7	1.2	0.7	0.3	0.1	▲ 0.1
財貨・サービスの純輸出	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	0.2	0.1	0.0	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	6.4	1.9	▲ 0.1	0.4	1.6	1.0	0.9	1.5	0.7	0.7
財貨・サービスの輸入	4.0	3.4	1.0	2.8	3.1	2.0	▲ 0.4	0.8	0.6	0.8

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	1.1	▲ 0.1	1.4	1.6	1.3	▲ 0.8	0.2	0.4	0.4
国内企業物価指数※	2.7	2.3	2.8	1.8	1.7	0.9	2.5	1.2	1.6	0.8
消費者物価指数※	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6	0.3	1.0	0.6	0.9	0.5
消費者物価(除く生鮮)※	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	0.3	0.9	0.6	0.9	0.5
(除く消費税、教育無償化の影響)	-	-	-	-	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5
貿易収支(兆円)	4.6	0.2	1.2	▲ 1.0	1.2	0.5	0.6	2.0	1.3	0.7
経常収支(兆円)	21.8	18.2	10.6	7.5	19.1	10.0	9.0	19.7	10.7	9.0
名目賃金指数※	0.4	1.4	1.5	1.2	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
完全失業率(%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
住宅着工戸数(万戸)	94.6	95.4	95.7	95.3	93.0	95.1	90.9	90.1	91.0	89.2
為替レート(¥/\$)	110.8	110.7	110.2	111.2	109.5	109.8	109.3	108.7	108.8	108.5
原油価格(\$/b)	57.1	70.9	73.5	68.4	61.2	60.8	61.5	62.6	62.2	63.0
米国実質成長率(年率)	2.2	2.9	2.7	3.3	2.4	2.2	2.0	1.9	1.8	2.0
中国実質成長率※	6.9	6.6	6.8	6.4	6.2	6.2	6.2	6.0	6.1	6.0

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. ※印がつけ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

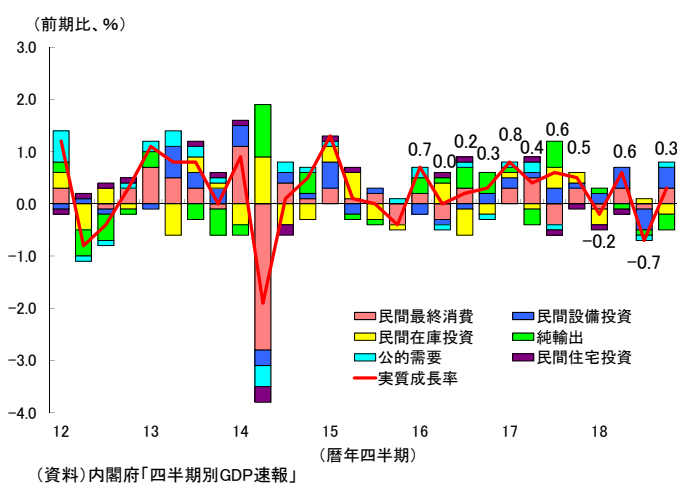
### ○10～12月期の実質GDP

2月14日に発表された2018年10～12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+1.4%）と2四半期ぶりのプラス成長となった（図表2）。輸出の伸び悩みにより外需寄与度が同▲0.3ポイントとなったものの、7～9月期に相次いだ自然災害の影響から落ち込んだ個人消費、設備投資が高い伸びとなり内需寄与度が同+0.6ポイントとなった。も

っとも、マイナス成長となった7～9月期の後としては物足りない結果となっており、景気回復ペースは緩やかになっている。10～12月期の実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は、同0.6%増となった。7～9月期は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落ち込んだが、これら下押し要因が剥落し持ち直した。一方、住宅投資は同1.1%増と2四半期連続の増加となった。設備投資は自然災害による供給制約の影響が解消し、同2.4%増と2四半期ぶりの増加となった。公的需要については、公的固定資本形成が同1.2%減と6四半期連続の減少となる一方、政府消費は同0.8%増と6四半期連続の増加となった。輸出は自然災害の影響による供給制約が解消したことなどで同0.9%増と2四半期ぶりに増加したが、中国経済の減速などを背景に同国向けを中心に持ち直しの動きが鈍くなった。一方、輸入は内需の持ち直しを映して同2.7%増となったことで、外需寄与度が3四半期続けてマイナス寄与となった。なお、物価の動きを総合的に示すGDPデフレーターは同▲0.1%となり、名目GDP成長率は同+0.3%（年率換算+1.1%）と2四半期ぶりのプラス成長となった。

今後の日本経済については、1～3月期以降も景気回復ペースは緩やかなものとなる。世界経済は、中国の景気刺激策やFRB（米連邦準備理事会）の金融政策正常化に対する慎重な姿勢もあり世界的な景気後退には至らないが、成長ペースの鈍化傾向が続くと見込まれ、輸出は引き続き伸び悩むことが予想される。また、所得環境の改善が限られるなかで個人消費は力強さを欠き、設備投資は増加傾向が続くものの輸出の伸び悩みや世界経済の先行き不透明感などを背景に次第に増勢が弱まっていくとみている。自然災害からの復旧・復興需要は下支えとなるが、このように外需の弱さを補うほどの力強さを内需に期待することもできない。2019年10月の消費税率引き上げの影響については、前回増税時より家計負担増が小さいうえ、政府による需要喚起策が下支えとなるほか、2020年度前半には東京五輪・パラリンピックの開催も控えていることもあって個人消費の長期低迷は避けられよう。しかしながら、これらの下支え要因がなくなる年度後半は、世界経済の減速が続くなかで国内景気は停滞感が強まろう。なお、2018年度の実質GDP成長率は過去実績の下方修正を受けて0.2ポイント引下げ前年比+0.5%での着地を見込み、2019年度は同+0.5%、2020年度も同+0.6%と低めの成長が続くと予想する。

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、緩やかな回復基調が続く

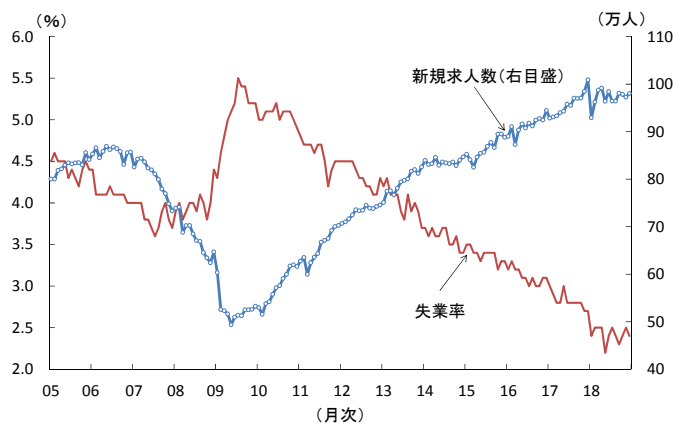
雇用環境は改善傾向となっている。女性を中心に労働参加率が高まるなか、10～12月平均の就業者数（季節調整値）は前期比0.6%増の6,861万人と増加傾向となっており、12月の失業率は2.4%と低水準で推移している（図表3）。また、12月の有効求人倍率は1.63倍と引き続き高水準となるなか、正社員に限った有効求人倍率をみても1.15倍と上昇傾向となるなど、労働需給は引き締まっている。

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加が継続するなか、就業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。10～12月期の名目の一人当たり現金給与総額は、前年比1.5%増と、好調な企業業績を反映した冬季賞与の増加で特別給与が高い伸びとなったことなどから7～9月期から伸び率が高まるなど、増加傾向となっている（図表4）。毎月勤労統計については、大規模事業所における調査不正の判明を受けて11月確報より再集計値へ切り替わっているが、この問題とは別に2018年1月からの調査サンプルの部分入替えの影響は残存していると考えられる。2018年通年（速報）の名目賃金の伸びは前年比1.4%増と2017年の同0.4%増から加速したが、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となっており、あくまで緩やかな増加傾向が続いているという評価が妥当だろう。

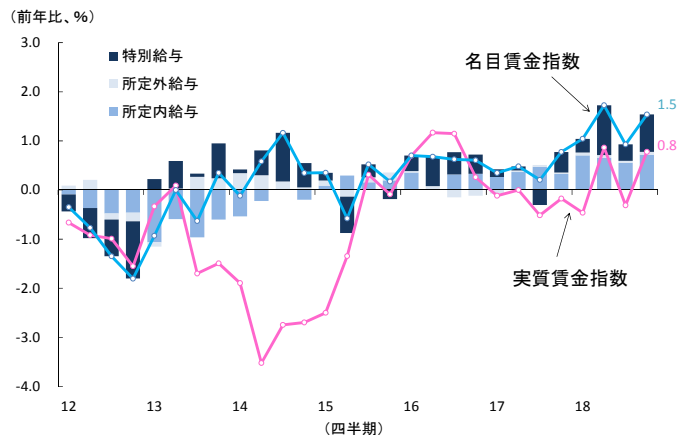
今後についても、現金給与総額は緩やかな増加傾向になると想定している。正社員の所定内給与は、引き続き緩やかな伸びにとどまるだろう。好調な企業業績などを受けて2018年春闘における企業の賃上げ率（厚生労働省：民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況）は、前年比+2.26%と3年ぶりに前年を上回ったが、2019年春闘については、2018年をやや下回る賃上げ率になると予想している。景気の先行き不透明感が強まるなかで企業は固定費増につながるベースアップには慎重になるとみられ、実際、経団連が公表する指針などもベースアップは選択肢の一つと位置づけ前年と比べトーンダ

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」

ウンしている感がある。また企業業績の鈍化を受けて 2019 年度の賞与についても伸び率が高まることは期待しにくい。そのため、2019 年度の名目賃金の伸び率は前年から低下すると予想され、2020 年度も同様に所得環境の改善は限られよう。

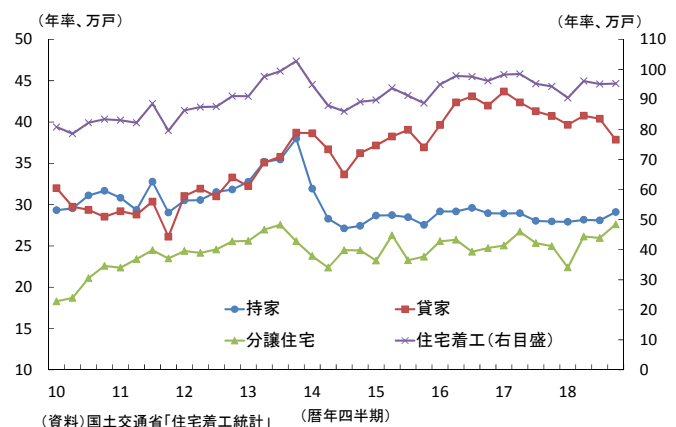
個人消費は、緩やかな回復基調となっている。10～12 月期の民間最終消費支出は前期比 0.6%増と 2 四半期ぶりに増加した。7～9 月期は天候不順の影響により外出が手控えられたことや、生鮮野菜やガソリンなどの価格高騰で家計の実質的な購買力が低下したことが下押し要因となり同 0.2%減となったが、こうした要因が剥落したことで持ち直した。家計最終消費支出の内訳をみると、サービスが同 1.0%増となったほか、耐久財は自動車の販売持ち直しにより同 3.3%増となった。

今後の個人消費については、緩やかな回復基調が続くとみられる。もともと、景気の先行き不透明感や昨年末にかけての株価下落の影響などから消費マインドは弱含んでいる。また、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、基調としては、個人消費の増加ペースは緩やかにとどまり、景気をけん引する役目は期待しにくい。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。もともと、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、プレミアム商品券の発行など、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、前回増税時のような長期にわたる消費低迷は回避できるだろう。2020 年度については、年度前半は増税後の反動減からのリバウンドに加えて東京五輪・パラリンピックに関連した宿泊費や飲食費といった需要が盛り上がることで期待されるが、年度後半以降は、増税後の需要喚起策の一巡もあって停滞感を強めよう。

### ○新設住宅着工戸数は、駆け込み需要が下支えに

住宅投資は、住宅着工が横ばいで推移している。10～12 月期の住宅投資は前期比 1.1%増と 2 四半期連続の増加となった。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数をみると、10～12 月期は前期比 0.5%増の年率 95.5 万戸と、このところ横ばいで推移している（図表 5）。利用関係別にみると、貸家が同 6.3%減と弱含みで推移する一方、分譲住宅が同 6.4%増、持家が同 3.6%増と持ち直しの動きとなっており、消費税率引上げに向けた駆け込み需要が顕在化しつつあるとみられる。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。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、投資用不動産を巡る社会問題な

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



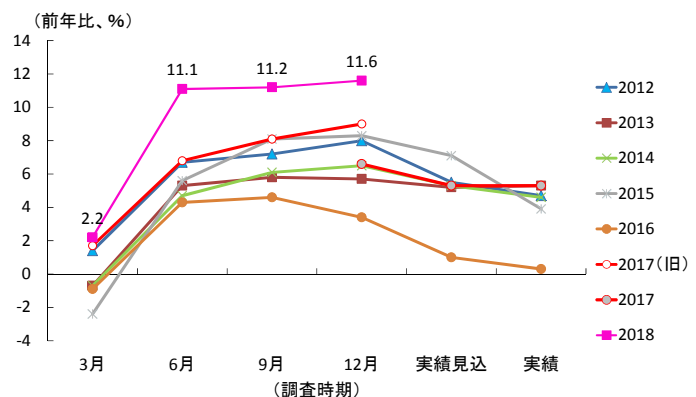
どから金融機関はアパートローンに対して慎重な姿勢を継続するとみられることから、弱含みで推移するだろう。分譲マンションについては、首都圏では依然として価格が高止まりするなか、契約率が好不調の目安とされる70%を下回る状況が続いており、デベロッパーはマンション供給に慎重な姿勢を続けると見込んでいる。一方、持家、分譲戸建て住宅については、消費税率引上げに向けた駆け込み需要により当面は増加傾向を辿るだろう。消費税率引き上げに際しては、新税率が施行される2019年10月の半年前までに請負契約を締結すれば旧税率が適用される経過措置がとられるため、2019年度初めにかけて着工戸数が増加しよう。その後は、反動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、住宅ローン減税の期間延長やすまい給付金の拡大など、増税後の住宅取得を支援する措置がとられることになっているため、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。

### ○設備投資は増加傾向が続くと見込むが、次第に増勢は鈍化

設備投資は、増加傾向となっている。10～12月期の実質設備投資は前期比2.4%増と2四半期ぶりの増加となった。7～9月期については同2.7%減と自然災害に伴う供給制約が重石となり8四半期ぶりにマイナスとなったものの、底堅い企業収益や人手不足に対応した省力化ニーズの高まりなどから増加傾向となっている。今後については、設備投資は増加傾向が続くと見込むものの、次第に増勢は鈍化するだろう。日銀短観

12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11.6%増と同時期調査としては非常に高い計画となっており、企業の投資に前向きな姿勢が窺える内容となっている（図表6）。製造業では維持・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

図表6. 設備投資計画（全規模・全産業）



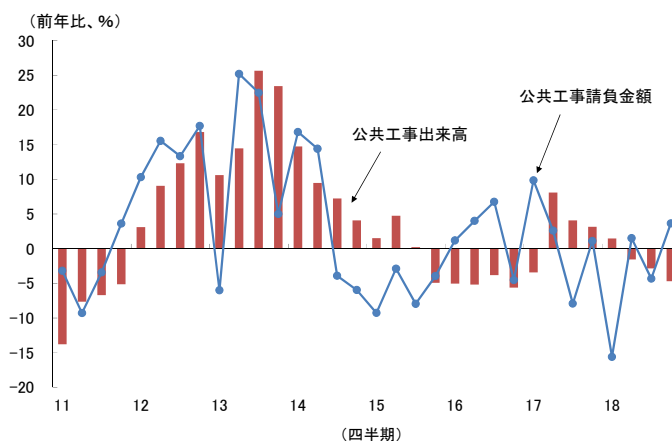
(資料)日本銀行「日銀短観」  
(備考)ソフトウェアを含む設備投資額(除く土地投資額)、  
2017年12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている

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。しかし、内需、外需ともに力強さを欠く状況が今後も続くともみられるなかで、米中を中心とした貿易摩擦の影響に伴う先行き不透明感もあって企業の投資に対する姿勢は慎重にならざるを得ないだろう。実際、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、10～12月期が前期比4.2%減と6四半期ぶりにマイナスとなり、1～3月期も同1.8%減の見通しとなるなど、これまでの増加基調から頭打ち感がでてきている。東京五輪・パラリンピックに関連した需要が2019年後半にはピークアウトしていくと見込まれるほか、循環的な調整圧力も高まりつつあることから、今後の設備投資の増勢は次第に弱まっていくとみている。

## ○公的固定資本形成は、自然災害からの復旧・復興需要が押し上げ要因に

公的固定資本形成は、減少傾向となっている。10～12月期の公的固定資本形成は前期比1.2%減となった。2017年4～6月期に同3.2%増と2016年度補正予算で組み込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6四半期連続の減少となっている。今後の公的固定資本形成は、自然災害からの復旧・復興需要が押し上げ要因となる。先行指標である公共工事請負金額をみると、10～12月期は前期比3.6%増と持ち直しの兆しがみられる(図表7)。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、今後は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ことが期待される。さらに第2次補正予算では防災などの国土強靱化に向けて公共事業関係費が積み増されている。一方で今後は東京五輪・パラリンピック関連需要が一巡していくため、公的固定資本形成が大きく成長率を押し上げるとまでは見込まないものの、景気の一定の下支えとなる。

図表7. 公共工事請負金額・出来高の推移

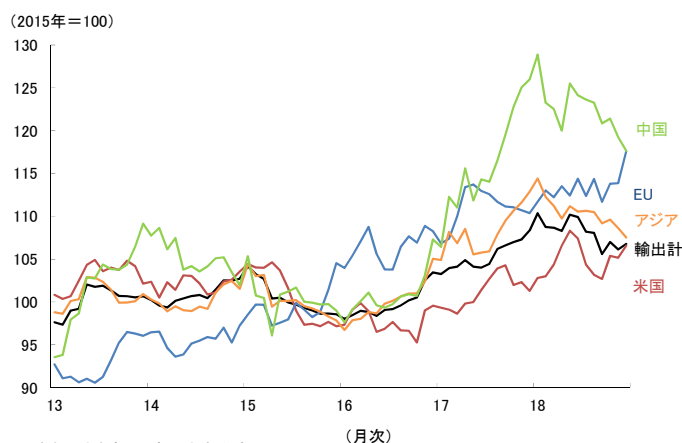


(資料)国土交通省、各信用保証会社  
(備考)公共工事出来高の2018年10～12月期データは10～11月平均

## ○輸出は世界経済の回復ペース鈍化を映して伸び悩み

輸出は、増勢が鈍化している。10～12月期の実質輸出は前期比0.9%増となった。7～9月期は同1.4%減と、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、また訪日外国人客の急減によるインバウンド消費を含むサービス輸出の減少により落ち込んだが、こうした下押し要因が解消し持ち直した。ただし、4～6月期の水準を下回っており輸出の勢いは弱い。輸出数量指数をみると、10～12月期は同+1.1%と7～9月期の同▲3.9%の後としては回復が鈍くなっている(図表8)。主要地域である米国、EU向けは持ち直しの動きとなったものの、中国をはじめとしたアジア向けが弱含みで推移している。世界経済の回復ペースの鈍化、とりわけ中国経済の減速の影響を強く受けており、全体として輸出の増勢は鈍化している。今後については、世界経済の回復ペース鈍化を映して伸び悩むだろう。世界経済の回復ペースは鈍化傾向が続く見込みである。製造業PMI(購買担当者景気指数)は先進国、新興国ともに低下傾向となり、新興国に至っては好不調の節目である50を下回っている。中国では実体経済の減速に加え、米中貿

図表8. 輸出数量指数の推移



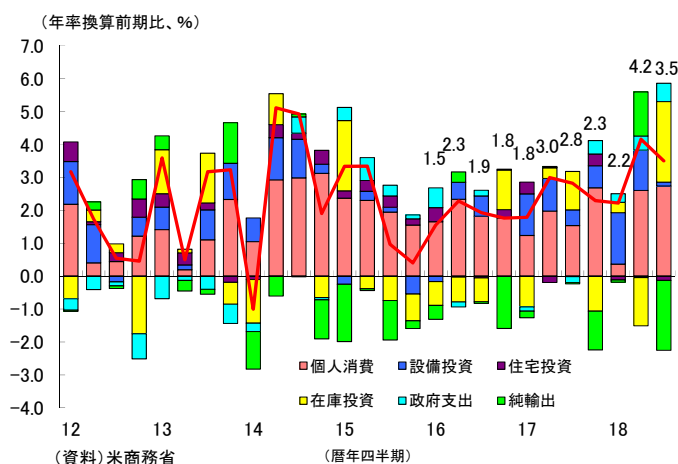
(資料)財務省より富国生命作成  
(備考)データは3ヵ月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

易摩擦問題に伴う先行き不透明感を背景に企業の設備投資に対する姿勢が慎重化しているとみられ、中国向けの工作機械受注は大きく落ち込んでいる。政府による減税などの景気刺激策は下支えになるものの、2020年にかけても緩やかな減速傾向が続くと見込んでいる。また、欧州経済も中国経済の弱さが波及し成長ペースは緩慢なものとなっている。米国経済は足元こそ堅調さを維持しているものの、2019年後半以降、減税効果の剥落とともに減速傾向となることが見込まれる。このように2020年にかけて世界経済は減速傾向が継続し、輸出環境は厳しい状況が続くとみている。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。政府機関の一部閉鎖の影響に伴う各種統計の公表延期により現時点で10～12月期の実質GDP成長率は公表されていないものの、内需を中心に底堅い伸びとなったとみられる（図表9）。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、個人消費は底堅く推移し、好調な企業収益などを背景に設備投資も増加傾向を維持した模様である。一方、住宅投資は金利上昇や住宅価格上昇が重石となるなか軟調な推移が続いたほか、輸出の伸び悩みにより外需はマイナスに寄与したとみられる。また、12月22日からの政府機関の一部閉鎖は政府支出の抑制要因になったとみられる。

図表9. 米国実質GDP成長率の推移



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。ただ、昨年末にかけての株価下落や政府機関の一部閉鎖を受けて消費マインドは足元で下向きの動きとなっている。金融資本市場は落ち着きをみせており、一段のマインド悪化は回避されるとみられるが先行きには注意が必要だろう。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、引き続き弱含みで推移するだろう。足元では長期金利の水準は低下しているものの、労働力不足などの供給面からの制約もあり住宅価格の調整には時間がかかるとみられる。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を背景に増加傾向を維持するとみている。ただし、関税引上げによる原材料コストの上昇や通商政策を巡る不確実性を背景に、企業が設備投資に慎重になるリスクには注意が必要である。また、輸出については、製造業の輸出受注指数は昨年後半に大きく低下しており、中国経済や欧州経済の鈍化を反映して伸び悩みが続くだろう。このように内需を中心に景気の回復基調は続くと思われるが、2019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から、成長



ペースは2%弱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、2019年の実質GDP成長率は前年比+2.4%、2020年は同+1.9%と予測している。1月のFOMC（米公開市場委員会）ではこれまで継続してきた段階的な利上げを休止することを示唆しており、3月の利上げは見送られる可能性が濃厚である。こうした背景には世界経済の先行き懸念と原油安などによるインフレ圧力の低下がある。もっとも前述の通り、米国経済は減速傾向とはいえ回復基調が続く見通しであり、景気後退など過度な先行き懸念が払拭されれば、6月に利上げを実施すると想定している。

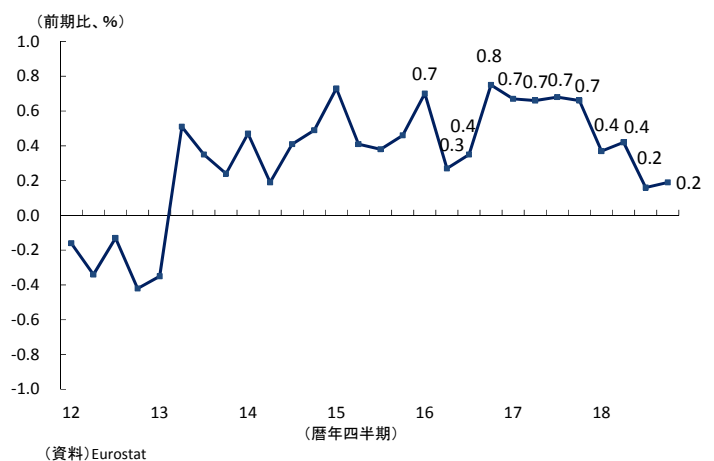
## 【欧州経済】

欧州経済は、緩やかな成長ペースにとどまっている。10～12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.2%（年率換算+0.8%）と前期（7～9月期）並みの低い成長率となった（図表10）。主要国の成長率をみると、ドイツが同+0.0%と前期の同▲0.2%からは持ち直したものの、中国経済の減速に伴う輸出減や9月導入の新排ガス試験への対応の遅れにより自動車部門の不振が続いたことで、低い成長率にとどまった。また、イタリアは同▲0.2%（前期：同▲0.1%）と2四半期連続のマイナス成長となった。主要輸出先であるドイツの成長鈍化が影響しているとみられるほか、財政規律への懸念を背景とした金利の高止まりも企業や家計の資金調達の重石となっているとみられる。フランスは、12月の反政府デモは経済活動の下押しになったとみられるが、同+0.3%と前期並みの成長となり、スペインは同+0.7%（前期：同+0.6%）と加速した。

今後については、緩慢なペースでの成長が続くと見込んでいる。個人消費については、雇用・所得環境の改善傾向が続くなか、回復傾向が続くだろう。ただし、消費者マインドは長期的にみれば高い水準を維持しているとはいえ、

景気の先行き不透明感から足元では弱含みの推移となっており、回復ペースは鈍いものとなろう。また、設備投資の増加も緩やかなもとどまると見込んでいる。欧州委員会公表の設備投資計画調査などをみると2019年は堅調な計画が示されているものの、貿易摩擦問題や英国のEU離脱問題などを背景とした先行き不透明感が企業マインドの重石になろう。また、主要輸出先である中国の景気減速は当面続くとみられることから、輸出は弱めの動きが続くとみている。金融政策については、ECBは資産買入れを昨年末で終了し、2019年夏までは政策金利を現行の水準に据え置くこと、また保有資産の償還再投資は利上げ開始から当分の間は継続するという方針を示した。ただし、インフレ率については、12月が前年比+1.4%、エネルギーや食料品などを除くコアインフレ率も同+1.1%とECBの目標を下回っている。ECBは金融政策正常化に慎重な姿勢で臨み利上げ開始は2019年末になると想定しているが、原油安の影響からインフレ加速の懸念が少ないうえ、景気の先行き不透明感も踏まえると年内の利上げを見送る可能性は高くなっている。

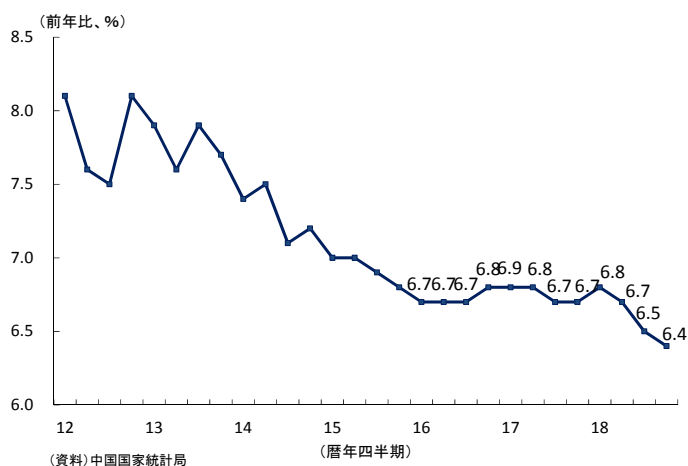
図表10. ユーロ圏実質GDP成長率の推移



## 【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。10～12月期の実質 GDP 成長率は前年比 +6.4%と3四半期連続で減速した(図表 11)。政府が推し進めてきたデレバレッジの影響が引き続き内需の下押し要因となったことに加えて、米中貿易摩擦の影響が重石となった。主要経済指標をみると、輸出は米国の関税引上げを控えた前倒し輸出の影響もあって7～9月期には同 11.7%増と高い伸びとなったものの、その後大きく減速し10～12月期は同 4.0%増となり、12月単月では同 4.4%減とマイナスに転じている。小売売上高については、10～12月期は8%台の伸びにとどまった。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などが重石となっている。1～12月期の固定資産投資は前年比 5.9%増と、1～9月期の同 5.4%増から伸び率がやや回復したものの低い伸びにとどまった。なお、2018年通年の成長率は前年比 +6.6%と政府目標である 6.5%前後を上回ったものの、1990年以来の低成長となった。

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



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。景気の減速傾向が鮮明となるなか、昨秋以降、緩和的な金融政策に加え、政府は減税やインフラ投資の拡大といった対策を打ち出している。景気刺激策の効果が浸透するには時間を要するとみられることから、その効果は 2019 年後半頃に顕在化すると見込んでいる。個人消費については次第に底堅さを取り戻していくとみられる。昨年 10 月から実施した個人所得税の課税最低限の引上げに加え、1 月からは各種控除の拡大などの減税措置が実施されている。また、自動車を中心とした高額商品の不振を打開するため、自動車や家電製品の購入に対する補助金導入も決定している。過去の景気対策と比較すると規模は見劣りし消費を大きく押し上げるほどの効果は期待できないものの、一定の下支えとなろう。固定資産投資については、低めの伸びが続くだろう。地方政府の債務急増への警戒もあって抑制されてきたインフラ投資は足元では下げ止まっている。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いるほか、地方政府債の発行を前倒しで実施するなどして挺入れを図っており、今後は緩やかに持ち直していくとみられる。一方、製造業の投資は先行き鈍化していくとみている。貿易摩擦問題の影響による輸出の低迷などにより、企業の投資姿勢は慎重なものとなろう。実際、日本の工作機械は中国からの受注が落ち込んでいる。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、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、当面は低迷が続くだろう。このように景気刺激策が下支えとなることで、景気減速ペースは次第に緩和され、2019 年の実質 GDP 成長率は前年比 +6.2%、2020 年は同 +6.0% と予測している。

## ○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+0.5%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7~9月期実績（一次速報値）が下方改定されたことが主因である。前回予測で見込んだとおり外需は引き続き弱い動きが続くとみられ、1~3月期の成長率は年率1%を下回る成長を見込んでいる。

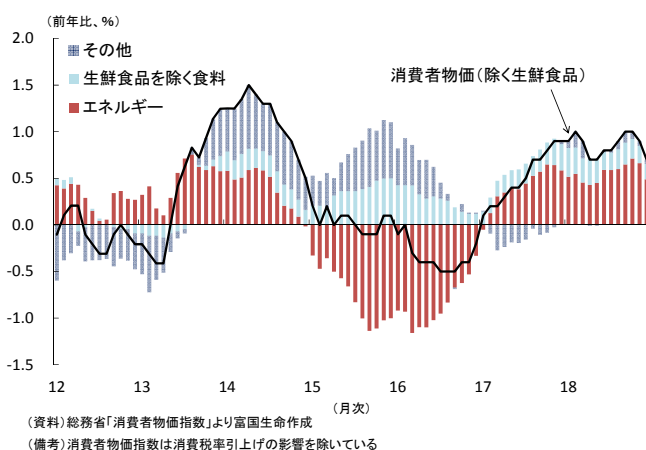
2019年度の実質GDP成長率は前年比+0.5%と前回予測から0.1ポイント上方修正した。 消費増税後の経済対策などを踏まえたことが上方修正の要因である。四半期毎の成長率は、2019年10月に予定されている消費税率引上げに向けた駆け込み需要と反動減、増税後の実質購買力の低下を背景とした個人消費の変動を主因として、4~6月期：年率+1%程度、7~9月期：+2%程度、10~12月期：▲3%程度、1~3月期：+1%程度と振れが大きくなる。

2020年度の実質GDP成長率は前年比+0.6%と予測した。 世界経済の減速傾向が続くことで外需に期待ができないなか、増税後の反動減からのリバウンドと東京五輪・パラリンピックの開催に伴う需要増加により年度前半は年率1%程度の成長率を見込むが、こうした下支え要因が剥落する年度後半の成長率は年率ゼロ%台半ばと低い成長率になると予測している。

## ○消費者物価と金融政策の見通し

2018年12月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価総合）は前年比+0.7%と伸び率が鈍化している（図表12）。 原油価格の急落を反映してエネルギーのプラス寄与度が縮小に転じていることが影響している。また、エネルギー以外の物価も引き続き伸び悩んでいる。生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数をみると、4月以降0%台前半で推移、12月も同+0.3%と低い伸びにとどまっている。内訳では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。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。今後については、伸び率の鈍化傾向が続き、当面は0%台前半での推移となろう。

図表 12. 消費者物価上昇率の推移



今後は、原油安の影響がタイムラグをもって価格に反映される電気代やガス代の下押しも加わって、エネルギーの寄与度は一段と縮小していくことが見込まれる。一方、エネルギー以外の物価についても引き続き低い伸びにとどまるとみられる。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は上昇圧力となる。しかし、2019年春闘にかかる動きをみても、企業の賃上げに対する慎重な姿勢が窺える。また個人消費が力強さを欠くなかでは、企業が強気の価格設定を行うことは困難だろう。エネルギー価格の鈍化をそれ以外の物価が補うことはできずコアCPIは弱含みでの推移が続く見込みである。なお、2019年度のコアCPIは前

年比+0.6%、2020年度は同+0.6%と予測している。2019年10月に消費税率が引き上げられると同時にこれを財源として、幼児教育・高等教育の無償化が実施されるが、それらの影響を除いたケースでは2019年度が前年比+0.4%、2020年度は同+0.5%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

引き続きリスク要因は山積している。日本経済は、外需の弱さを反映して回復ペースが緩やかなものとなるとの見方が当社のメインシナリオであるが、米中貿易交渉が不調に終わるなどして、米中をはじめとした貿易摩擦がさらに激化、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。今後、日米間では物品貿易協定（TAG）交渉が進められるが、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、英国では2019年3月末のEU離脱に向けた交渉が難航しており、「合意なき離脱」に陥る懸念がある。英国とEU間を含む通商手続きの復活、法規制の変更などにより企業活動に大きな支障が生じるリスクがある。こうしたリスクが顕在化することで世界経済が想定以上に減速し、欧米の金融政策が緩和に転じれば、円高進行も相俟って、日本経済への悪影響が大きくなる可能性があり留意が必要である。

以 上

図表13. デフレーター伸び率(2011暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
国内総支出	1.5	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	1.1	0.7
民間最終消費	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.4	0.9	0.8
民間住宅投資	▲ 0.1	▲ 0.3	1.8	1.5	1.3	0.9
民間設備投資	0.4	▲ 0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
政府最終消費	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	0.2	0.8	0.5
公的固定資本形成	0.5	▲ 0.2	1.8	1.6	1.2	0.9
財貨・サービスの輸出	▲ 1.4	▲ 6.5	3.8	1.6	0.6	0.5
財貨・サービスの輸入	▲ 9.2	▲ 8.5	7.4	5.0	▲ 1.9	0.5

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度
実質国内総支出	1.3	0.9	1.9	0.5	0.5	0.6
民間需要	1.0	▲ 0.1	1.3	0.7	0.5	0.3
民間最終消費	0.4	0.0	0.6	0.4	0.3	0.3
民間住宅投資	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1
民間設備投資	0.3	▲ 0.1	0.7	0.5	0.3	0.0
公的需要	0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	0.2	0.2
政府最終消費	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
公的固定資本形成	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.2	0.0	0.0
財貨・サービスの純輸出	0.1	0.8	0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	0.1
財貨・サービスの輸出	0.1	0.6	1.1	0.3	0.3	0.3
財貨・サービスの輸入	▲ 0.1	0.2	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.2

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