



18・19年度の経済見通し

～日本の実質成長率予測は18年度+1.0%、19年度+0.7%～

主席研究員 木下 茂

目 次

- | | |
|---------|---------|
| 1. 世界経済 | 4. 中国経済 |
| 2. 米国経済 | 5. 日本経済 |
| 3. 欧州経済 | |

1. 世界経済

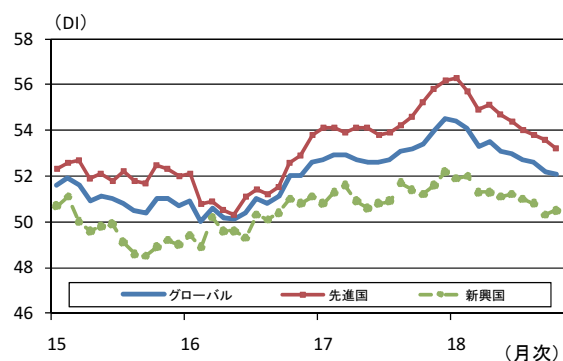
○減速続く世界経済

直近の世界経済は今年秋口にかけて減速が続いたとみられる。世界の製造業の景況感指数の動きをみると（図表1）、昨年末までの上向きの動きから今年に入り低下傾向で推移している。ここで、主要先進国の7～9月期のGDP成長率をみると、米国が前期比年率+3.5%と前期の同+4.2%から減速したもの、ユーロ圏は同+0.6%と前期の同+1.8%から大きく低下した。この間日本は前期に同+3.0%と高めの成長を達成していたが、7～9月期は自然災害の影響などから同-1.2%とマイナス成長に終わった。

アジア主要国については、中国が減速を続ける一方、NIES諸国、ASEAN諸国も成長率が鈍化している（図表2、3）。今後、米中貿易摩擦の影響がアジア主要国に及ぶ可能性があり、各国の貿易統計などの動向を見極めていく必要があろう（直近9月についてはASEAN諸国の輸出低迷が目立つ。図表4参照）。個別産業の動きとしては、この秋発売された新型スマートフォンの需要の盛り上がり、今後IT関連財の在庫調整圧力が高まる可能性がある。

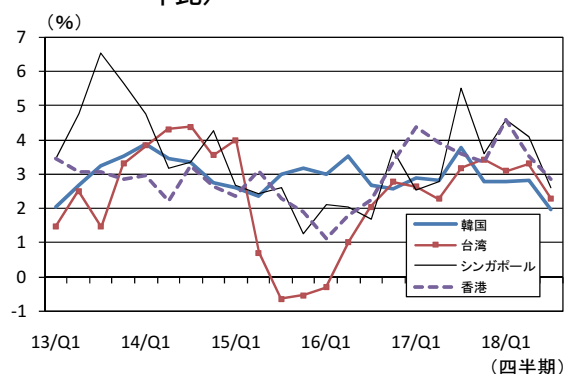
先行きについては、米国においてトランプ

（図表1）世界の企業景況感の推移（製造業 PMI、季調値）



（注）データストリームのデータより作成

（図表2）NIES 4 国の実質GDP成長率（前年比）



（注）データストリームのデータより作成

減税の効果が徐々に剥落していくこと、中国においても過剰債務削減が成長率の下押し要因になるとみられること、などから2019年にかけて先進国・新興国ともに世界の実質成長

率は鈍化していくことになるかとみている。なお、10月発表のIMF世界経済見通しでは、前回7月に比べて世界の成長率は18、19年とも0.2%ポイント下方修正されている(図表5)。

目先の不確定要因は多くなっている。米中貿易摩擦の行方とその影響、米国の利上げに伴うエマージング諸国から資金流出、中間選挙後の米国政治情勢、英国のEU離脱交渉の行方などである。これらの点については引き続き警戒が必要であろう。

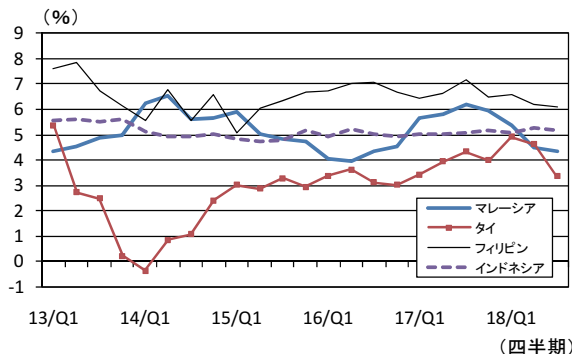
2. 米国経済

○中間選挙で民主党が下院の過半数を制し、「ねじれ議会」に

注目されていた米国中間選挙(11月6日投票)では、上院で共和党が過半数を維持する一方で下院を民主党が制し、事前予想どおりの結果となった。もともと中間選挙では政権党側が議席数を減らす傾向があるほか、トランプ大統領の政治スタンスに対する抵抗感が若者・女性有権者の間で強まっていたことなどから、当初から民主党の優位が伝えられていた。もっとも選挙戦終盤にかけては大統領側がトランプ減税などの成果をアピールしたことなどから共和党が盛り返していた。

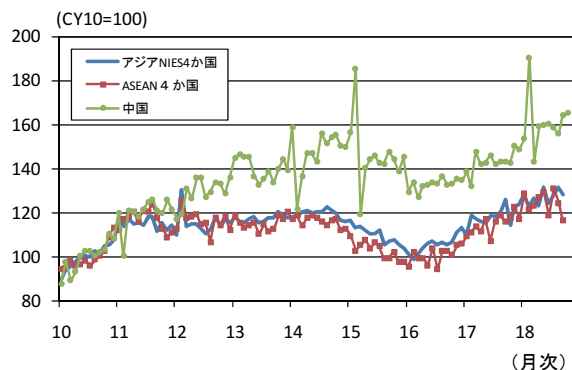
今後については、上院と下院で多数派が異なる「ねじれ議会」状態となったことから、トランプ政権の打ち出す政策が議会を通過しにくくなるとみられ、政権にとっては一定の足かせとなろう。一方、米中貿易摩擦については、そもそも今回の対立の背後には両大国の覇権争いという面があること、ハイテク産業に対する補助金などを通じた中国の露骨な「産業政策」については民主党側にも警戒感があること、などから容易には終息しないとみられる。なお、インフラ投資の充実などでは両党が折り合う余地があるとみられるが、

(図表3) ASEAN 4 各国の実質GDP成長率(前年比)



(注) データストリームのデータより作成

(図表4) アジア主要地域の輸出動向(ドルベース金額、季調値)



(注) 1. アジアNIES4 各国、ASEAN 4 各国については各国輸出額の単純合計
2. データストリームのデータより作成

(図表5) IMFによる世界経済成長率見通し

(%, %pt)

		2017	2018	2019
世界		3.7	3.7 (-0.2)	3.7 (-0.2)
先進国		2.3	2.4 (0.0)	2.1 (-0.1)
	米国	2.2	2.9 (0.0)	2.5 (-0.2)
	ユーロ圏	2.4	2.0 (-0.2)	1.9 (0.0)
	日本	1.7	1.1 (0.1)	0.9 (0.0)
	英国	1.7	1.4 (0.0)	1.5 (0.0)
発展途上国		4.7	4.7 (-0.2)	4.7 (-0.4)
	ロシア	1.5	1.7 (0.0)	1.8 (0.3)
	中国	6.9	6.6 (0.0)	6.2 (-0.2)
	インド	6.7	7.3 (0.0)	7.4 (-0.1)
	ASEAN	5.3	5.3 (0.0)	5.2 (-0.1)
	ブラジル	1.0	1.4 (-0.4)	2.4 (-0.1)
	南アフリカ	1.3	0.8 (-0.7)	1.4 (-0.3)

(注) 1. 2018、2019年のカッコ内は前回7月見通しからの修正幅
2. IMF “World Economic Outlook October 2018” のデータより作成



財政拡張的な政策の追加は財政赤字の一段の増加につながることから、金融市場としては警戒ポイントとなろう。

○足元の景気は堅調だが政策効果は今後剥落

米国の今年7～9月期のGDP成長率は前期比年率3.5%と前期(+4.2%)から減速したものの高めの成長率を維持した。個人消費が若干伸びを高める一方で、住宅投資と輸出が減少、設備投資も大きく減速した。

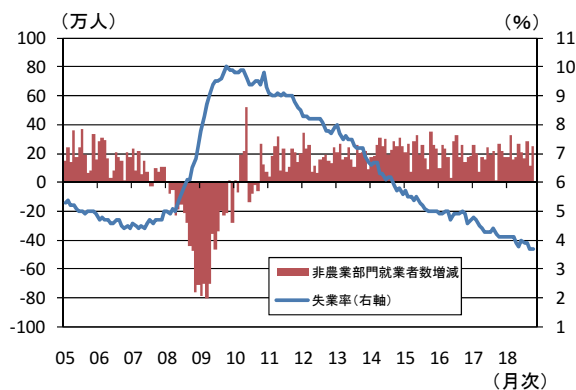
この間、雇用情勢をみると、基調としては順調な雇用回復の動きが続いているとみられる。直近10月の雇用統計において、非農業部門の就業者数は25.0万人増となった。均してみれば、年初以来月間平均20万人の雇用増加ペースを維持している。一方、失業率は4月に3%台に突入した後もじりじりと低下し、9、10月は3.7%となった(図表6)。なお、時間あたり賃金の前年比伸び率は昨年末あたりまで2.5%近辺で横ばい推移となっていたが、今年に入って徐々に上昇し、直近10月は3%台となった(図表7)。

今後については、米国経済は緩やかな回復過程を辿るとみられ、18年の実質成長率は+2.8%になると見込まれる。もっとも、来年に入ると減税などの政策効果が剥落することなどから成長率は鈍化し、19年の実質成長率は+2.5%になるものと予測している。以下、主な項目につき概観する。

○良好な雇用環境が消費を後押し

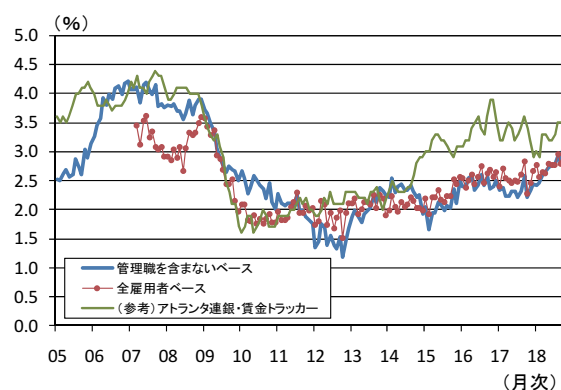
7～9月期の実質個人消費は前期の前期比年率+3.8%から若干伸びを高めて同+4.0%となった。良好な雇用環境に加え、資産価格の上昇が消費を後押ししているとみられる。消費関数を用いた分析によれば、所得・資産価格要因とも押し上げ要因として作用している

(図表6) 米国の雇用指標の推移(季調値)



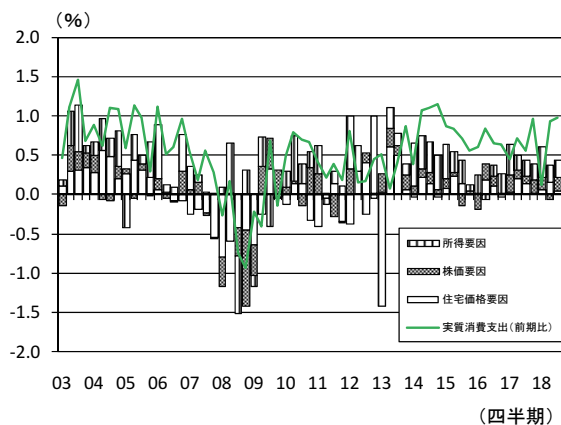
(注) 米国労働省のデータより作成

(図表7) 米国の賃金上昇率の推移(前年比)



(注) データストリームのデータより作成

(図表8) 消費関数による米国個人消費変動の要因分解



(注) データストリームのデータより作成

(図表8)。今後についても雇用環境の改善を前提に、引き続き消費は緩やかに増加していくとみている。

○住宅投資は頭打ちに

実質住宅投資は今年に入って3四半期連続で減少しているが、特に7～9月期は前期比年率-4.0%と前期の同-1.3%から減少幅を拡大した。住宅価格や住宅ローン金利の上昇が消費者の購入意欲を減退させているようである。月次の住宅販売統計も17年入り後、頭打ち気味の動きとなっている(図表9)。また、住宅産業における熟練労働者の不足など供給側の限界も指摘されている。今後については、賃金の増加など所得面の支えは期待できるものの、金利上昇の影響もあり、住宅投資は引き続き減速気味となる展開が予想される。

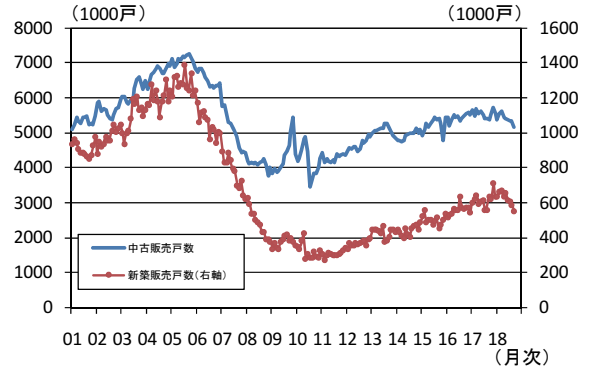
○設備投資は増加が続く

実質企業設備投資は今年1～3月期に前期比年率+11.5%、4～6月期に同+8.7%とこのところ伸びを高めていたが、7～9月期は同+0.8%と急減速した。トランプ政権による法人税減税の効果が一服した模様である。先行指標である非国防資本財受注も8、9月と2か月連続で小幅ながら減少するなどやや頭打ち感が出ており(図表10)、今年前半のようなペースでの増加は今後は期待しにくいだろう。もっとも、企業収益の回復持続を背景に設備投資の緩やかな増加傾向は持続していくものと予想する。

○輸出に米中貿易摩擦の影響が出始める

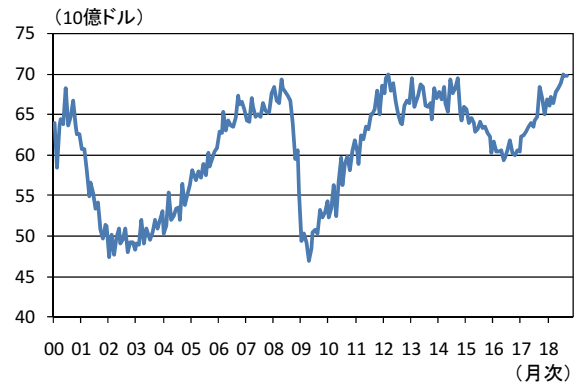
7～9月期の実質輸出は前期比年率で-3.5%と減少した。これは、関税の引き上げをにらんで大豆などで駆け込み輸出が発生し、前期に同+9.3%と高い伸びを記録した反

(図表9) 米住宅販売の動向(季節調整値)



(注) データストリームのデータより作成

(図表10) 米国耐久財受注の推移(季調値)



(注) 1. 航空機を除く非国防資本財
2. 米商務省資料より作成

(図表11) 米国の輸出推移(季調値、センサスベース)



(注) データストリームのデータより作成

動とみられる。ここで中国向け輸出の動きをみると（前頁図表11）、7～9月期は前期比－10.7%と大きく減少しており、米中貿易摩擦の影響が出始めているといえよう。また、米国輸出を取り巻く環境をみると、主要輸出相手国の成長率は緩やかに鈍化していることに加え、為替面では実効レートでドル高となっており（図表12）、需要・価格両面で輸出の下押し要因となろう。今後は米中の関税の掛け合いの影響が一段と顕在化してこよう。

○来年にかけてインフレ率は鈍化の見込み

足元のインフレ指標は10月上旬までの国際原油価格の上昇、昨年の通信料金の低下の反動もあり基調としては上向きの展開となっている（図表13）。また、失業率は完全雇用に近いところまで低下しているとみられ、賃金上昇率も緩やかながら伸びを高めていることも当面のインフレ押し上げ要因になると思われる。もっとも、19年にかけては、トランプ減税などの政策効果の剥落から成長率が鈍化していくとみられること、これに伴い需給ギャップの改善も一服するとみられることなどから、インフレ率は頭打ちになると見込まれる。CPI上昇率は18年に+2.5%となった後、19年は+2.3%に鈍化しよう。

○FRBは漸進的な利上げを継続する見込み

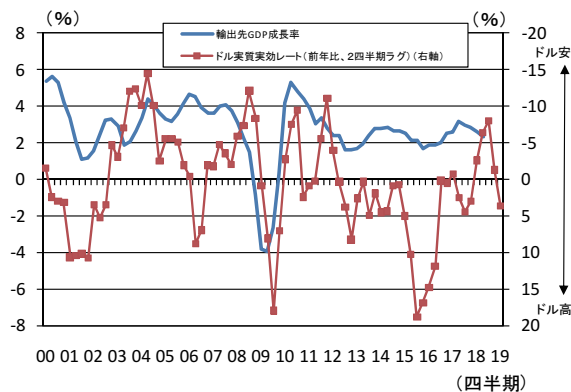
賃金などのコスト増加分を物価に転嫁する動きが徐々に強まるとみられることから、FRBは概ね3か月に0.25%程度のペースで利上げを進めていくとみられる。19年12月末のFF金利は3.25～3.5%になると予想する。

3. 欧州経済

○成長率が鈍化、景況感も冴えない動き

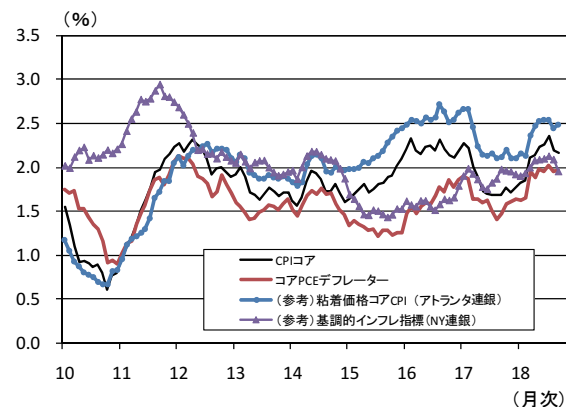
ユーロ圏の7～9月期の成長率は前期比+

（図表12）米国の輸出環境



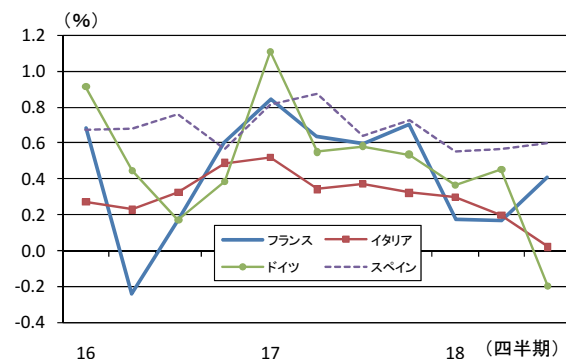
（注）データストリームのデータより作成

（図表13）米国の各種インフレ指標の推移（前年比）



（注）データストリームのデータにより作成

（図表14）ユーロ圏主要国の実質GDP成長率推移（前期比）



（注）データストリームのデータより作成

0.2%と前期の同+0.4%から低下した。現時点で判明している国別データをみると（図表14）、スペインが前期比+0.6%と前期と同水準の成長率を維持したほか、フランスが同+0.4%と前期の同+0.2%から加速した一方で、イタリアは同横這い（前期は同+0.2%）と低迷、ドイツは同-0.2%（前期は同+0.5%）とマイナスになった。この間、景況感指標の動きをみると、ユーロ圏、ドイツとも年明け以降悪化傾向が続いている（図表15）。

7～9月期のドイツのマイナス成長については、EUで9月1日より新たに導入された排ガス検査（国際調和排ガス・燃費試験法、WLTP）に対し、ドイツの一部メーカーにおいて対応が遅れたことから生産が大きく落ち込んだ（図表16）という要因も作用した模様である（これに対して登録台数においては旧基準の終了を前にして8月に駆け込みが発生）。こうした動きは一時的なものと考えられるため、10～12月期にはドイツ及びユーロ圏全体の成長率も持ち直すことが期待される。

19年にかけては、良好な雇用環境が家計所得の増加につながり、消費を支える構図が続くものの、世界経済の減速に伴い輸出の増勢が鈍化することから、成長率は低下するものと予想される。実質成長率は18年の+2.1%の後、19年は+1.9%となる見込みである。

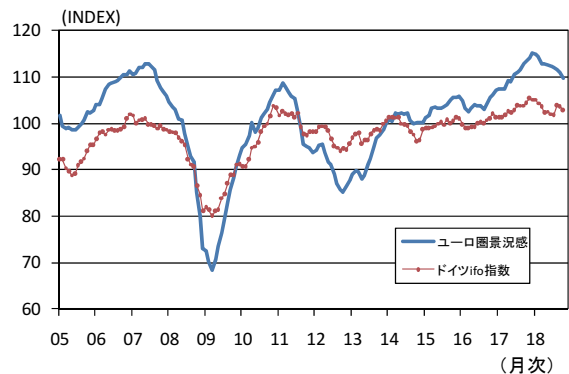
○ECBは金融政策の正常化を進める見通し

米国の後を追う形でECBも金融政策の正常化を進めていくものと予想される。債券購入を今年12月に終了した後、当面は残高を維持するとみられるものの、現在0%の政策金利（買いオペ金利）については、19年9月に0.25%、20年3月に0.5%へ引き上げるものと予想している。

○イタリア財政問題は長期化の様相

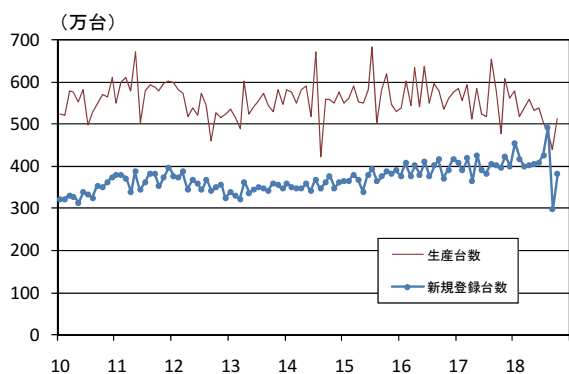
当面のリスク要因としてまずあげられるのはイタリアの財政問題だろう。イタリア政府が10月15日に閣議決定し、同日欧州委員会に提出した19年度予算案は最低所得保障、フラットタックス対象者拡大、付加価値税増税の取り止めなどを含み、拡張的な内容となった。前政権がEUに対して約束していた財政収支黒字化目標は大きく後退し、21年度の財政収支対GDP比率は-1.8%と当面財政赤字が続く計画となっている。

（図表15）ユーロ圏とドイツの景況感指標の推移



（注）データストリームのデータより作成

（図表16）ドイツの自動車生産台数、新規登録台数の推移（季調値、年率）



（注）データストリームのデータより作成



これに対して欧州委員会は深刻な財政ルール違反にあたるとして同予算案を差し戻し、修正を求めたものの、イタリア政府がこれを拒否したことから、欧州委員会は11月21日、「過剰財政赤字是正手続き」と呼ばれる制裁プロセスを開始することが適正との見解を示した。もっとも、この手続き自体一定の期間を要するため、制裁金を課すなどの最終決定に至るのは早くて来年春以降とみられ、イタリア政府とEUの対立は長期化する可能性が高まっている。

こうした状況を受けてイタリア10年国債の利回りは足元3%台半ばで推移しているが、今後も長期金利が高止まりすれば、イタリア国債を大量保有している国内銀行のバランスシートが毀損し、貸出が抑制されるなど景気の抑制要因になることが懸念される。

○英国のEU離脱交渉は暫定合意に至る

英国のEU離脱交渉の行方もユーロ圏経済にとってリスク要因であろう。英国がEUを離脱した後にEUとどのような関係性を保つかについて合意がないまま19年3月の離脱を迎えれば、関税・通関手続きが復活するため英国経済にとって打撃となるほか、英国が離脱した後のEU経済にとってもマイナスインパクトは小さくないからである。

こうした状況下、英国・EU間の協議は難航していたものの、11月13日に離脱協定について交渉官レベルでようやく暫定的な合意に達することとなった。同合意案では、懸案であったアイルランドとの国境問題につき2020年末の移行期間終了までに解決できない場合、21年以降も英国全土がEUとの関税同盟に残ることとされている。

英国・アイルランド間の国境については、厳格な管理を行った場合、国境地帯が不安定

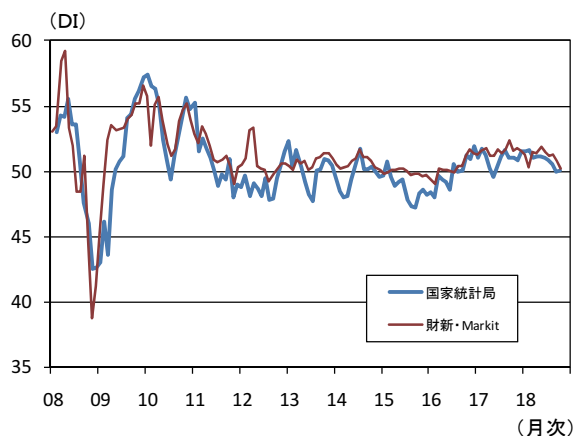
化する可能性もあることから、英領北アイルランドが関税同盟に残る案をEU側は示してきた。これに対して英国は、この案が国家分断につながるとして、英国全体が関税同盟にとどまることを提案してきたわけであるが、これは離脱の形骸化につながるとして英国内の強硬離脱派が反発している。以上を踏まえると、今回の暫定合意案について、今後メイ首相が英国内の強硬離脱派の説得に失敗する可能性も残っているとみられる。金融市場としても不透明感を払拭できない状況が続くことになるだろう。

4. 中国経済

○成長率の鈍化が続く

7～9月期の成長率は前年比+6.5%となり、前期の同+6.7%から鈍化した。月次統計をみても、企業の景況感は緩やかながら悪化している（図表17）ほか、個人消費も減速色を強めている。もっとも、ここにきては固定資産投資に反転の兆しも出ている（図表18）。また、米中貿易摩擦の悪影響が懸念されているが、少なくとも10月までの貿易統計をみる限り、輸出の増加ペースは衰えていないよう

（図表17）中国製造業のPMIの推移



（注）データストリームのデータより作成

(図表18) 中国主要経済指標の推移

(単位: 前年比%、銀行融資増加額と貿易収支のみ実額)

	2018年									
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
都市部固定資産投資(累計)	-	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7
鉱工業生産	-	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9
小売売上高	-	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6
消費者物価	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5
生産者物価	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3
マネーサプライ(M1)	15.0	8.5	7.1	7.2	6.0	6.6	5.1	3.9	4.0	2.7
マネーサプライ(M2)	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0
銀行融資残高	13.2	12.8	12.8	12.7	12.6	12.7	13.2	13.2	13.2	13.1
銀行融資増加額(億元)	29,000	8,393	11,200	11,800	11,500	18,400	14,500	12,800	13,800	6,970
輸出	10.6	43.5	-3.0	12.0	12.0	10.5	11.4	9.1	14.5	15.6
輸入	37.5	6.5	14.7	21.9	26.1	13.8	26.9	19.9	14.3	21.4
貿易収支(億ドル)	184.5	322.5	-56.9	269.6	236.2	403.7	270.7	266.5	317.0	340.2

(注) データストリームのデータより作成

である(前掲図表4)。

もともと習近平国家主席としては、昨年秋以降盤石の政治的地位を固めた後、債務削減やハイテク産業振興など中長期的課題に向けて邁進する意向であったと思われるが、ここにきては過剰債務削減の景気への悪影響が顕在化していること、米国との通商摩擦で厳しい立場に立たされていることなどから、目先の景気を重視する方針に転換したもようである。当面は景気の失速を避けるため、一定規模の財政政策の発動を小刻みに続けることになろう。以上を踏まえ、実質成長率については18年に+6.5%となった後、19年は+6.3%になるものと予想する。

5. 日本経済

○国内景気は足元停滞

国内景気は足元停滞している。11月14日に公表された7～9月期のGDP統計1次速報によれば、同期の成長率は前期比-0.3%となり、前期のプラス成長(同+0.8%)からマイナスに転じた。内訳をみると、個人消費が同-0.1%、設備投資が同-0.2%、公共投資が

同-1.9%、輸出が同-1.8%と主要な項目がマイナスとなったことが全体を押し下げた。一方、このところ減少が続いていた住宅投資は同+0.6%とやや持ち直した。

この間の企業の生産活動の動向をみると、直近9月の鉱工業生産(確報、11月14日公表)は前月比-0.4%と前月の同+0.3%から減少に転じた。9月は特に輸送機械(同-1.7%)、鉄鋼(同-3.6%)、電気・情報通信機械(同-2.8%)の減少が目立ったが、これは台風24号や北海道胆振東部地震など自然災害の影響により一部工場が操業停止となったことが影響したものと思われる。この結果、今年7～9月期は前期比で-1.4%と減産に終わった。

先行きについて、企業の生産計画を示す生産予測指数の動きをみると、10月は前月比+6.0%、11月は同-0.8%と均してみれば持ち直す見込みとなっている。7～9月期の減産が自然災害の影響によることからすれば、これを挽回するための増産が今後期待されるが、このところ計画の実現率が下振れする状況が常態化しており、上述の生産計画の達成は厳しいとみられる。

○実質成長率は18年度+1.0%、19年度+0.7%の見通し

当面の景気動向を展望すると、7～9月期は上述のとおりマイナス成長となったものの、これについては自然災害を背景とした一部工場の操業停止、消費手控え、インバウンド需要の減退などの影響が出たものであり、あくまで一時的な動きとみられる。基調としては企業の設備投資の増加が続くこと、雇用・所得環境の改善が個人消費の押し上げ要因になること、などから18年度の景気は緩やかな持ち直し局面が持続しよう。なお、ここでは差し当たり米中貿易摩擦が世界経済を大きく下押しする重石にはならないと想定している。実質成長率は+1.0%と予測する。

続く19年度については、10月に予定されている8%から10%への消費税率の引き上げが景気下押し要因となる。税率引き上げに伴う実質購買力の悪化が消費、住宅投資などに影響を及ぼすことになろう。もっとも、前回14年の引き上げ幅（3%分）に比べて今回の引き上げ幅は2%分にとどまること、軽減税率が適用されること、などから税率引き上げのマイナスインパクトは14年時ほどではないとみられる。また、20年の東京オリンピック・パラリンピックに向けて首都圏を中心にインフラ整備などの投資が増加するとみられることは、18・19年度を通じ一定の景気下支え要因となろう。以上を踏まえ、19年度の実質成長率は18年度から鈍化して+0.7%になるものと予測する（図表19）。

なお、今回の税率引き上げは年度途中に実施されることから、これに前後して駆け込み需要とその反動減が生じたとしても、その影響は年度内で収まるため、駆け込みに起因する年度ベースでの成長率の上下動はほとんど生じないと考えられる。

以下では主な項目ごとに7～9月期の動きを概観しつつ当面の見通しについて述べることにする。

○個人消費は自然災害の影響により停滞

実質個人消費は前期の+0.7%から同一0.1%とマイナスとなった。悪天候を背景とした生育不良により生鮮野菜が値上がりしていたことが消費者マインドを下押ししたほか、夏場の一連の自然災害（西日本豪雨、台風21号、北海道胆振東部地震）の影響も出たとみられる。先行きについては良好な雇用環境を背景とした賃金上昇の動きが消費を支えると

（図表19）日本経済見通し総括表

	17年度 (実績)	18年度 (予測)	19年度 (予測)
実 質 G D P	1.6	1.0	0.7
個 人 消 費	0.8	0.6	0.3
住 宅 投 資	-0.3	-3.7	0.0
設 備 投 資	3.1	5.0	1.3
政 府 消 費	0.7	0.5	0.7
公 共 投 資	1.5	-2.3	0.6
輸 出	6.3	1.8	3.0
輸 入	4.1	2.1	1.2
名 目 G D P	1.7	1.1	1.8
GDPデフレーター	0.1	0.1	1.1
生鮮除く消費者物価	0.7	0.9	1.3
国内企業物価	2.7	2.4	2.2
名目雇用者報酬	2.1	2.9	3.3
鉱工業生産	2.9	0.3	0.6
完全失業率	2.7	2.4	2.4
新設住宅着工戸数	95	101	99
経常収支	22	21	19
米 国 G D P	2.2	2.8	2.5
ユ ー ロ 圏 G D P	2.4	2.1	1.9
中 国 G D P	6.9	6.5	6.3
対ドル為替レート	111	111	115
原油輸入価格	57	75	74

- （注）1. 失業率は%、住宅着工は万戸、経常収支は兆円、為替レートは円/ドル、原油価格はドル/バレル、その他は前年比%で表示
2. 米国、ユーロ圏、中国のGDPは暦年
3. INDB、データストリーム、その他各種資料より作成

みている。実際、10月の乗用車販売は持ち直している（図表20）。

なお、賃金については、年明け以降厚生労働省「毎月勤労統計」ベースの賃金上昇率が高まっているが、調査対象事業所のサンプル入れ替えの影響が指摘されている。同省より「参考資料」として同時公表されている共通事業所ベースの数値は緩やかな伸びにとどまっており、この点を割り引いてみる必要がある（図表21）。

19年度については10月より消費税率が2%分引き上げられることが消費下押し要因となるが、上述のとおりそのインパクトは前回14年時ほどには大きくないとみている。

○住宅投資は底堅く推移

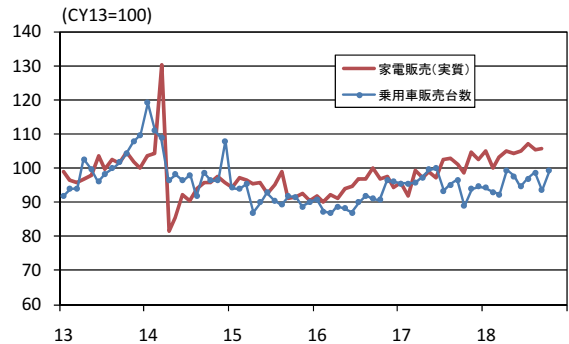
実質住宅投資は前期比+0.6%となり、このところ続いていた減少から若干持ち直した。相続税対策の貸家需要の一巡の影響が出ているものの、月次の着工統計は底堅く推移しており、一方的に減少していく状況ではないようだ（図表22）。今後は、早ければ年度後半にも来年度の消費税率引き上げをにらんだ駆け込み需要が出てくる可能性があり、一定の下支え要因となろう。

○設備投資は足元低迷

実質設備投資は前期の前期比+3.1%から一転して同-0.2%とマイナスになった。夏場の自然災害の影響が出たものとみられる。

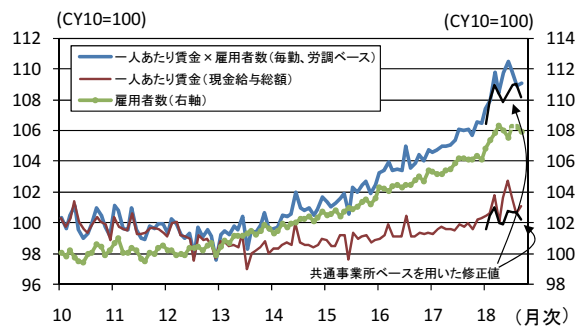
ここで、月次の関連指標の動きをみると、建築着工は足元増加一服だが、機械受注は引き続き増加基調にある（次頁図表23）。また、日銀短観ベースの設備投資計画をみても、年度前半の計画としては強めの数値となっている。今後調査回数が進むに従い伸びは鈍化してくると思われるが、それでも年度末の着地

（図表20）耐久財消費の推移（季調値）



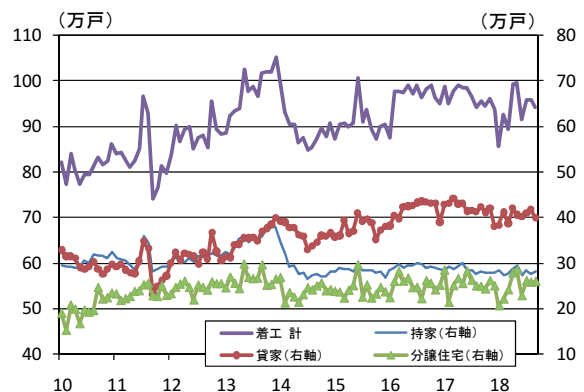
（注）経済産業省、総務省、日本自動車工業会のデータより作成

（図表21）所得指標の推移（季調値）



（注）厚生労働省、総務省のデータより作成

（図表22）住宅着工戸数の推移（季調済年率）



（注）国土交通省のデータより作成

は高水準になる可能性が高い（図表24）。

もっとも、設備投資／資本ストック比率については、足元既に過去の景気回復局面のピーク水準に達している。この点から、今後は徐々にストック調整圧力が強まる局面に入っていくとみておくべきだろう。

○公共投資は弱含み

実質公共投資は前期比－1.9%と減少した。足元の月次指標も弱めの動きとなっている（図表25）。もっとも、年度末にかけては災害復興関連の支出が執行されるほか、年末までに1兆円規模の平成30年度第2次補正予算が編成されると見込まれており、この部分の支出増加も下支え要因として期待できよう。

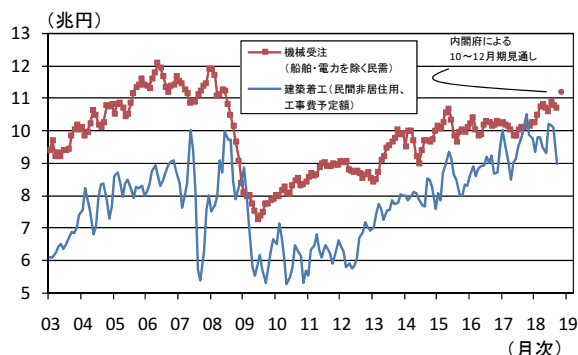
○輸出は足元打ちに

実質輸出は前期比－1.8%と前期比マイナスとなった。台風の影響で関空が一時ストップしていたこと、自然災害を背景に操業停止となった工場が多かったことなどが影響したとみられる。また、世界経済全体の減速も下押し要因になったと考えられる。

なお、対外収支面では、これまでインバウンド需要の高まりが経常収支改善要因となってきたが、今年に入って訪日外客数は伸び悩んでいる（図表26）。当面は一連の自然災害の影響から外国人旅行者数は低迷する可能性が高い。

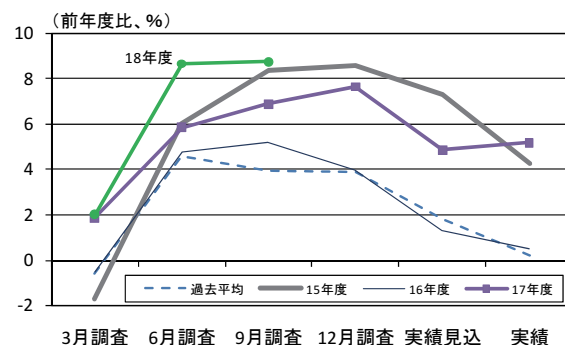
差し当たりの波乱要因はやはり米中貿易摩擦の行方であり、今後発表される統計でその影響を見極めていく必要があるだろう。トランプ政権は9月17日、対中国制裁関税の第3弾（課税対象約2,000億ドル）を24日に発動すると発表した。これまでの第1弾（同約340億ドル）、第2弾（同約160億ドル）と比べて今回は金額規模が大きいこと、内容としても消費

（図表23）設備投資関連指標の推移



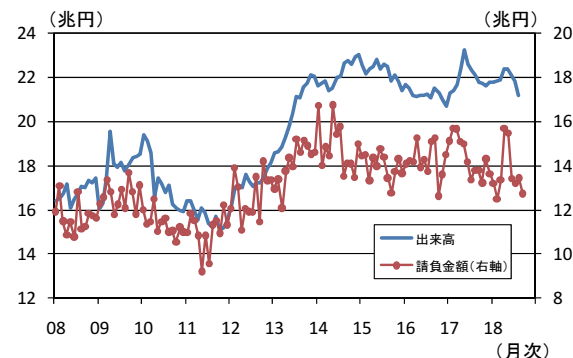
(注) 1. 季調済年率、3か月移動平均
2. 内閣府、国土交通省のデータより作成

（図表24）日銀短観における企業の設備投資計画（全国）



(注) 1. 全産業＋金融機関（全規模）
2. 「ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない」ベース。16年12月調査以前は研究開発投資額を含まない
3. 日銀短観のデータより作成

（図表25）公共工事関連指標の推移（名目、季調済年率）



(注) 国土交通省、東日本建設業保証株式会社のデータより作成

財の比率が上昇していることなどから、米中両国経済への悪影響が懸念される。

また、自動車・同部品に対する追加関税については、来年から開始される日米物品貿易協定（TAG）の交渉中は発動されないとされているものの、トランプ政権は対日貿易赤字を問題視する姿勢を崩していないとみられること、米議会がねじれ状態となったことを受けて内政が手詰まりになった場合、通商政策で成果を追及するスタンスをとる可能性が高いこと、などからいずれ自動車・同部品に対する追加関税の議論を交渉テーブルにのせてくるのではないかと懸念はくすぶり続けよう。

○インフレ率は年度末にかけ上昇の見込み

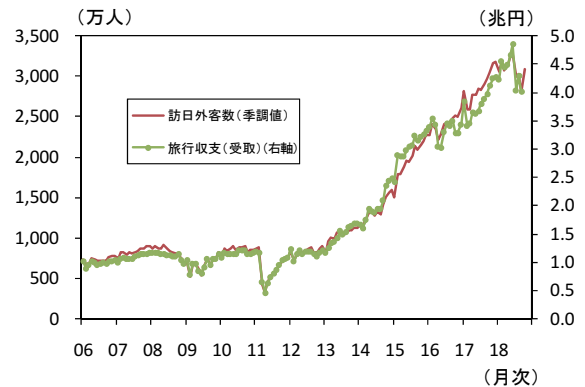
今年に入ってから全国コアCPI（除く生鮮食品）前年比上昇率は4・5月の+0.7%をボトムに基調としては上向きの動きとなっており、直近10月分（11月22日公表）は前月と同様の+1.0%となった（図表27）。もっとも、この伸び率上昇はエネルギー価格の上昇に牽引されたものであり、エネルギーを除くその他のコア指標はやや伸び悩んでいる。

目先的には、年明け以降進展した円高によるインフレ率下押し要因と、10月上旬までの原油価格上昇によるインフレ率押し上げ要因の綱引きになるとみられるが、基調としては、GDPギャップの改善が物価押し上げ要因として作用するとみている。また、足元の賃金の増加はサービス価格の上昇を通じてインフレ率を押し上げることになるだろう。コアCPI上昇率は18年度に+0.9%となった後、19年度は+1.3%（消費税率の引き上げを除くベースで+0.8%）になるものと予想される。

○日銀は現行の政策を維持する見込み

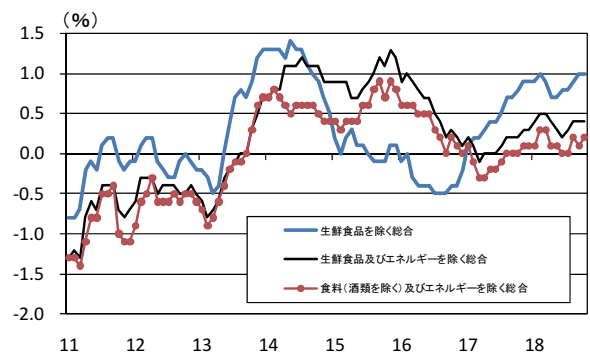
大規模緩和の長期化に伴い、地方銀行の収益悪化など副作用も強まっているものの、来年度にかけてもインフレ率の2%目標達成は見通せない状況にある。このため、日銀は18年7月の金融政策決定会合で導入されたフォワードガイダンスに基づき、「きわめて低い長短金利の水準を維持する」政策を続けるものと予想される。（11月22日 記）

（図表26）訪日外国人観光客数と旅行収支の推移（季調値、年率）



（注）データストリームのデータより作成

（図表27）全国CPIの推移（前年比）



（注）1. 消費税率引き上げの影響を除くベース
2. 総務省のデータより作成