



17・18年度の経済見通し

～日本の実質成長率は17年度+1.5%、18年度+1.1%の見通し～

主任研究員 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. ユーロ圏経済	

1. 世界経済

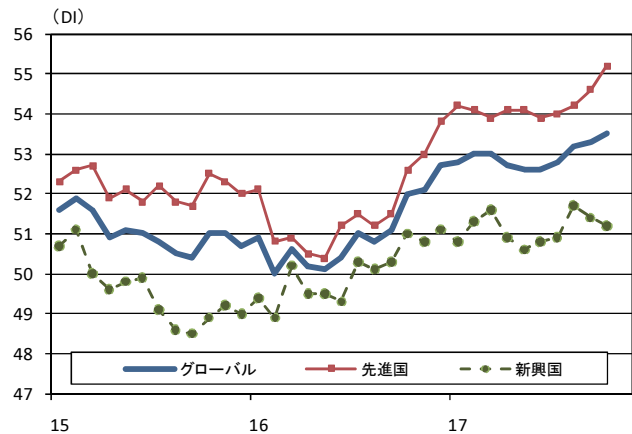
○世界経済の回復続く

今年秋口にかけても世界経済は回復の動きが続いたとみられる。世界の製造業の景況感指数をみると(図表1)、今年に入ってからやや頭打ち気味となっていたものの、直近では先進国を中心に持ち直しの動きとなっている。ここで、主要先進国の今年7～9月期の実質GDP成長率をみると、米国が前期比年率+3.0%と前期の同+3.1%に続き高めの伸びを示す一方、ユーロ圏も同+2.5%と堅調な結果となった。この間、日本についても同+1.4%と景気回復の動きが続いていることを示すものとなった。

一方、アジア主要国については、NIES諸国、ASEAN諸国いずれも成長率は上向いている(図表2)。中国の景気刺激策の効果が波及しているものとみられる。個別産業の動きとしては、世界的にIT関連需要の回復が指摘されており、韓国・台湾などでの生産活動の活発化というかたちでその影響が顕在化している。ただ、短期的な出荷・在庫バランスは悪化の動きをみせており(図表3)、この秋発売の新型スマートフォンの影響が目される。この間、BRICS諸国は総じて底堅い展開となっている(図表4)。

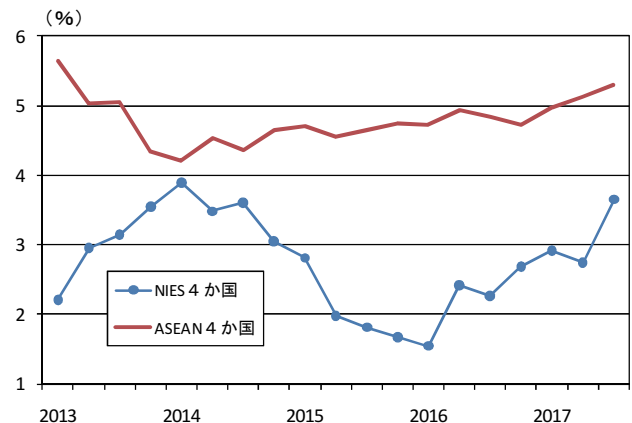
世界経済の先行きについては、全体として

(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) アジア主要国の実質GDP成長率の推移
(前年比)



(注1) 各国データの加重平均

(注2) データストリームのデータより作成



先進国・新興国ともに、18年にかけて緩やかに持ち直していくものとみている。10月10日に公表されたIMFの世界経済見通しでも、世界の成長率は16年の+3.2%から緩やかに加速して17年が+3.6%、18年が+3.7%と予測されている（図表5）。

もっとも、先行きについての不透明要因は多い。北朝鮮にからむ地政学リスク、米国の減税法案の行方、英国のEU離脱に向けた道筋、欧州でのポピュリスト政治勢力の台頭、共産党大会後の中国経済の行方などである。これらの点については引き続き警戒が必要であろう。

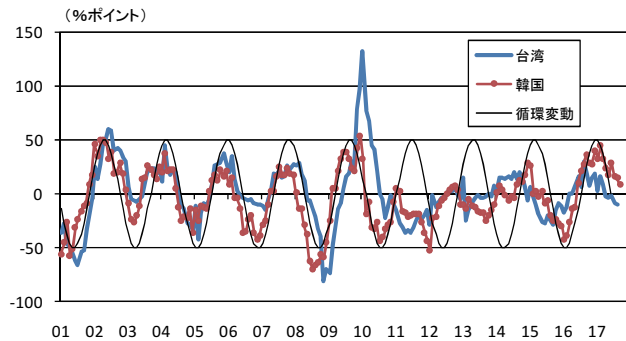
2. 米国経済

○減税法案の行方が焦点に

トランプ政権の経済政策については、今年夏場あたりまでは目立った成果をあげられずにきたが、秋以降は税制改革につき一定の進展がみられている。9月末に法人税率の20%までの引き下げを含む減税法案が公表された後、審議は比較的順調に進み、11月16日には下院本会議において同院減税法案が可決されるに至った。その間上院では、法人税率引き下げの1年先送りを含む独自案が11月9日に発表され、その後16日には同案は上院財政委員会でも可決された。今後は、上院本会議における可決を経て、両院案をすり合わせ、統一案として改めて可決する必要があるが、年末にかけては紆余曲折も予想される。

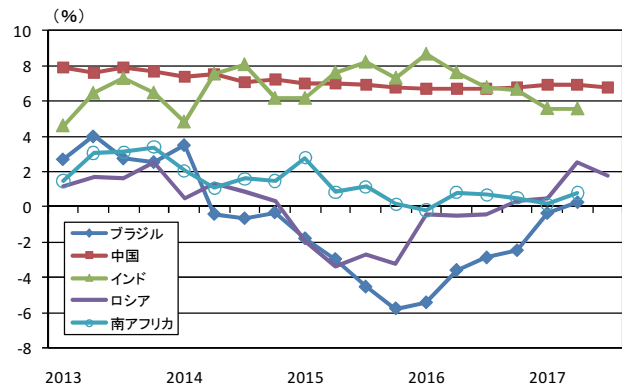
まず、現在のの上院案については地方税控除などにつき共和党議員の間でも意見が割れており、共和党の上院議席数が52と過半数をわずかさしか上回っていないことも合わせると、上院案の本会議可決がスムーズにいかない可能性もある。また、上院の減税法案が通過したとしても、上下両院案の隔たりは小さくなく（次頁図表6）、一本化には時間を要するとみ

（図表3）台湾・韓国の電子部品業種における出荷・在庫バランス推移



（注1）「循環変動」は周期11か月のサインカーブを機械的に当てはめたもの
（注2）データストリームのデータより作成

（図表4）BRICS諸国の実質GDP成長率推移（前年比）



（注）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

		2016		2017		2018	
		(%、%pt)		(%、%pt)		(%、%pt)	
世	界	3.2	3.6	(0.1)	3.7	(0.1)	
先	進	1.7	2.2	(0.2)	2.0	(0.1)	
	米	1.5	2.2	(0.1)	2.3	(0.2)	
	ユ	1.8	2.1	(0.2)	1.9	(0.2)	
	日	1.0	1.5	(0.2)	0.7	(0.1)	
	英	1.8	1.7	(0.0)	1.5	(0.0)	
発	展	4.3	4.6	(0.0)	4.9	(0.1)	
	ロ	-0.2	1.8	(0.4)	1.6	(0.2)	
	中	6.7	6.8	(0.1)	6.5	(0.1)	
	イ	7.1	6.7	(-0.5)	7.4	(-0.3)	
	ASEAN	4.9	5.2	(0.1)	5.2	(0.0)	
	ブラジル	-3.6	0.7	(0.4)	1.5	(0.2)	
南	0.3	0.7	(-0.3)	1.1	(-0.1)		

（注1）2017、2018年のカッコ内は前回7月見通しからの修正幅

（注2）IMF “World Economic Outlook October 2017” のデータより作成



られるが、議会は12月18日以降クリスマス休会に入ることから、審議日程は比較的タイトである。このため、減税法案の年内法制化の可否については慎重にみておく必要がある。

この間、イエレンFRB議長の任期切れ（18年2月3日）に伴い、次期議長人事の行方が注目を集めていたが、結局はジェローム・パウエル理事が次期議長に指名された。候補の一人とされたジョン・テイラー米スタンフォード大教授が議長に指名された場合、タカ派とみなされていることもあって、金融市場の攪乱要因となっていた可能性が高いが、パウエル氏の場合はイエレン議長の政策路線を踏襲するとみなされていることから、今回の議長人事を受けて市場では一定の安心感が広がった模様である。

○景気は足元堅調推移

米国の7～9月の実質GDP成長率は前期比年率+3.0%と前期（同+3.1%）とほぼ同水準の伸びを確保した。大型ハリケーンの影響が危惧されていたが、大幅な成長率鈍化には至らなかった。内訳をみると、個人消費が同+2.4%と底堅さをみせたほか、設備投資が同+3.9%、輸出が同+2.3%と増加した。一方、住宅投資は同-6.0%と2四半期連続で減少したほか、輸入も同-0.8%となった。また、在庫の増加寄与度が同+0.7%ポイントとやや高めであり、表面上の成長率ほどには内容が良好とは言い難いことを示している。

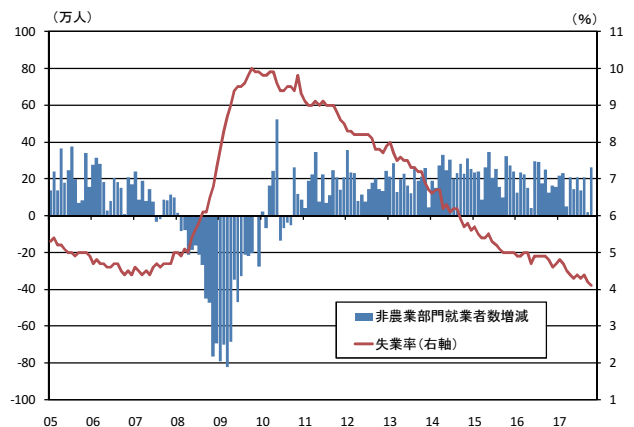
この間、雇用情勢をみると、基調としては順調な雇用回復の動きが続いているとみられる。直近10月の雇用統計においては、非農業部門の就業者数は26.1万人増となった（図表7）。これは、前月にハリケーンの影響から同1.8万人増と大きく鈍化した反動も含んでいるものの、均してみれば堅調な雇用増加が持続しているといえる。失業率も一段と低下し、

（図表6）米国税制改革案の比較（主な項目）

	現行	下院案	上院案
法人			
連邦法人税	最高税率 35%	最高税率を 20%に引き下げ	最高税率を 20%に引き下げ、ただし19年から適用
海外留保利益の還流	-	現金同等物:14% 非流動資産:7%	現金同等物:10% 非流動資産:5%
個人			
個人所得税	7段階 10～39.6%	4段階 12～39.6%	7段階 10～38.5%
標準控除	単身:6,350ドル 共働き:12,700ドル	単身:12,200ドル 共働き:24,400ドル	単身:12,000ドル 共働き:24,000ドル
地方税控除	資産税、所得税、売上税を連邦税から控除	部分廃止	全廃
住宅ローン金利控除	ローン額上限 100万ドル	ローン額上限 50万ドル	ローン額上限 100万ドル

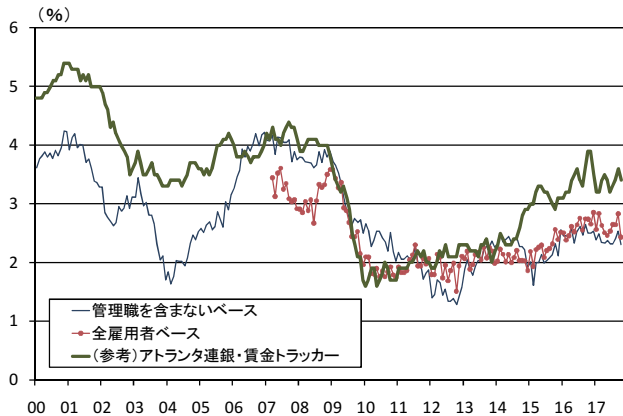
（注）各種資料、報道等より作成

（図表7）米国の雇用指標の推移（季節調整値）



（注）米労働省のデータより作成

（図表8）米国の賃金上昇率（前年比）の推移



（注）データストリームのデータより作成



4.1%となった。一方、賃金の動きをみると、時間あたり賃金の前年比伸び率は+2.4%と前月の同+2.9%からは鈍化した（図表8）。ただ、これについてもハリケーンの影響が出ているとみられ、賃金上昇の基調が頭打ちになっているわけではないとみている。

今後についても、米国経済は引き続き緩やかな回復過程を辿るものと見込んでいる。成長率は17年の+2.2%の後、18年は+2.3%とやや加速する。消費、設備投資、輸出などが回復の動きを支える展開を想定している。以下、主な項目について概観する。

○良好な雇用環境が消費を後押し

今年7～9月期の実質個人消費は前期に比べ減速したものの底堅い動きとなった。関数分析によれば、所得・資産価格要因とも押し上げ要因として効いている（図表9）。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。

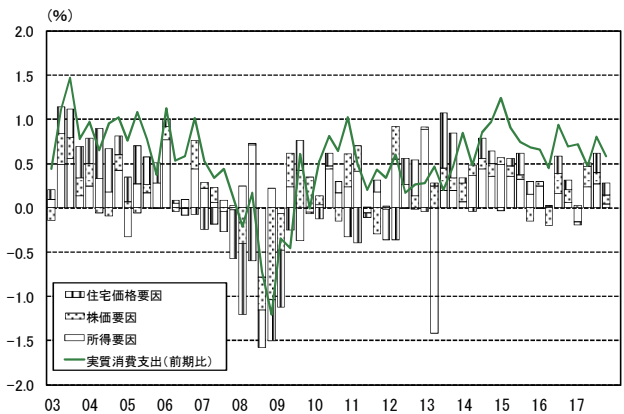
○住宅投資は頭打ちに

今年7～9月期の実質住宅投資は、前期に続いて減少した。月次の住宅販売統計をみてもここにきて頭打ちの兆しが出ている（図表10）。住宅価格の上昇に加え、住宅産業における熟練労働者の不足など供給限界も指摘されている。差し当たりは所得面の支えも期待できるものの、今後は金利上昇の影響もあり、やや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

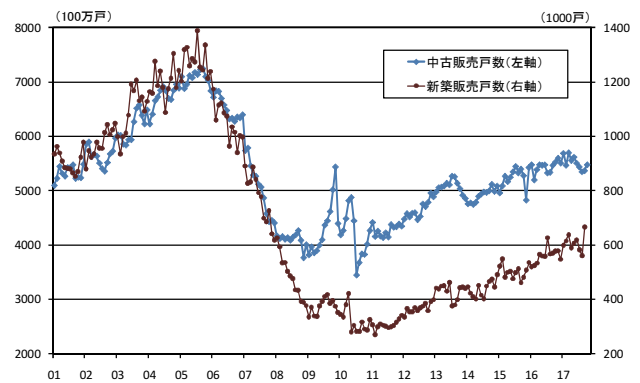
GDPベースの実質設備投資は6四半期連続で増加し、回復傾向が明確になってきている。15年以降押し下げ要因として作用してきた鉱業部門の構築物投資も反転・増加の動きをみせている（図表11）。先行指標である非国防資本財受注の増加傾向が明瞭になっており

（図表9）消費関数による個人消費の変動要因分解



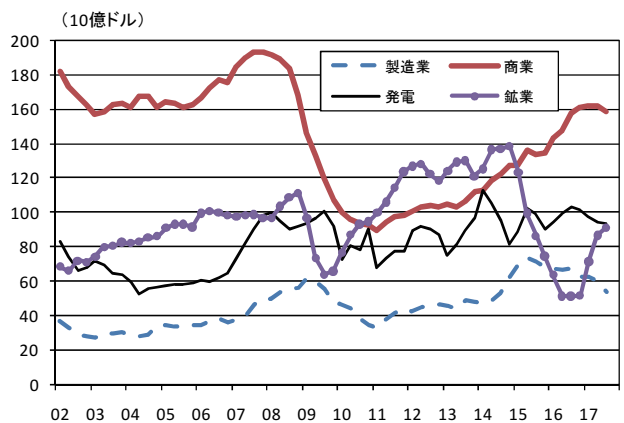
（注）データストリームのデータより作成

（図表10）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11）構築物投資の推移（実質、季調値）



（注）データストリームのデータより作成



(図表12)、企業収益の回復持続を背景に設備投資は今後も増加していくものと予想する。

○輸出も緩やかに持ち直し

今年7～9月期のGDPベースの輸出は前期比年率で2.3%の増加となった。今後についても基本的に主要輸出相手国の景気の持ち直しに歩調を合わせるかたちで緩やかな回復が続くとみている(図表13)。

○インフレ率は緩やかに上昇の見込み

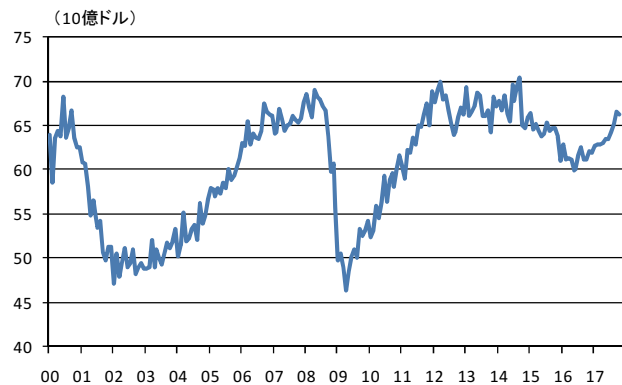
足元のインフレ指標はいずれもやや弱含みで推移しているが(図表14)、これについては秋口までの国際原油価格の頭打ち傾向に加え、通信料金が低下していることなどが寄与している。もっとも、失業率は直近の水準が完全雇用に近いところまで低下しており、この点今後のインフレ上向き要因として捉えられよう。以上を踏まえ、CPI総合上昇率は17年の+2.0%の後、18年は+2.3%まで高まるものと見込んでいる。

○FRBは緩やかなペースで利上げを実施していく見通し

10月31日、11月1日に開催されたFOMCにおいて、FRBは事前予想通りFFレートの誘導目標レンジを1.00～1.25%に据え置くことを決定した。もっとも、同時に発表された声明文では景気の現状認識を上方修正しており、次回12月12～13日のFOMCにおいて追加利上げが行われるとみられる。

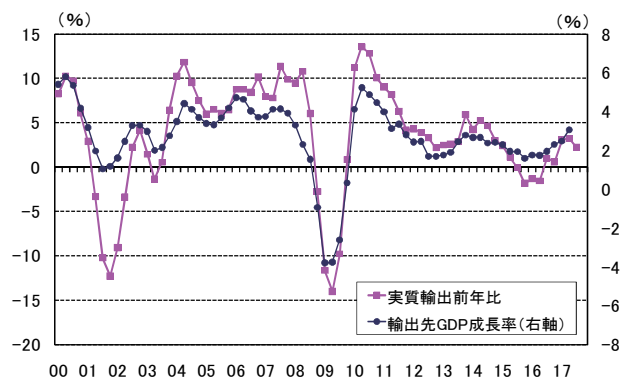
来年に入っても、労働需給逼迫に伴って賃金や物価の上昇率が徐々に高まることから、FRBは緩やかなペースで利上げを継続しよう。18年から19年3月末までの利上げ回数は3回程度で、19年3月末のFFレートの誘導目標レンジは2.0～2.25%(現在1.0～1.25%)となる見込みである。

(図表12) 米国耐久財受注の推移(季調値)



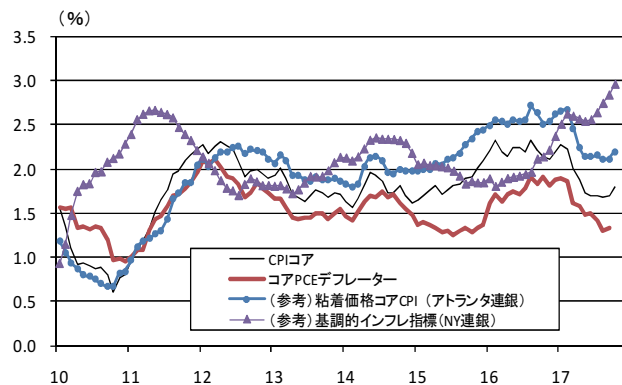
(注1) 航空機を除く非国防資本財
(注2) 米商務省資料より作成

(図表13) 米輸出と輸出先GDPの推移



(注) データストリームのデータより作成

(図表14) 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



3. ユーロ圏経済

○政治面の不透明感が強まる

もともと本年は独仏などで国政選挙が実施されるなど政治イベントが目白押しだったこともあり、ポピュリズム勢力の拡大などを警戒する姿勢が金融市場では強かったが、フランス大統領選で親EU路線のマクロン氏が大勝したことなどから、差し当たりの不透明感は後退したと受け止められていた。もっとも、9月のドイツ総選挙において与党CDU（キリスト教民主同盟）／CSU（キリスト教社会同盟）の得票率が予想外に伸び悩み、その後開始されたFDP（自由民主党）、緑の党との三党による連立協議も11月19日に決裂したことから、政治面の不透明感が足元で一気に強まった模様である。

そもそも先般のドイツ総選挙において与党の得票率が低下したのは、メルケル首相の寛容な移民政策に抵抗感を抱いた有権者が、極右政党AfD（ドイツのための選択）支持に回ったためとみられる。現状AfDが国政に参画することになるとは考えられず、今後メルケル首相はSPD（社会民主党）との大連立、もしくは再選挙を模索することになるとみられるが、同首相率いるドイツの「安定感」は従来ユーロ圏及びEUの求心力として作用していたとみられ、今後この部分が弱まることになれば、長い目でみたユーロ圏及びEUの将来に一定の悪影響が出る可能性もあろう。

○堅調さを増すユーロ圏経済

ユーロ圏の7～9月の実質GDP成長率は前期比+0.6%と前期（同+0.7%）からやや減速したものの、堅調な景気回復が続いていることを示す結果となった。需要項目別内訳は現時点では明らかではないが、発表済みの月次統計などの動きからみて、個人消費、企業設備投資、輸出などが成長率を押し上げる

要因になったとみられる。

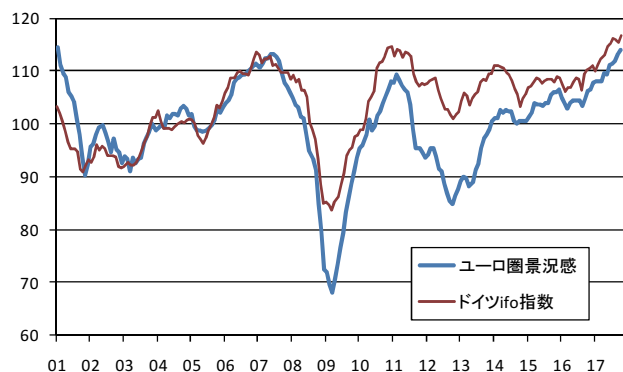
今後についても、輸出の増加が国内稼働率上昇につながり、設備投資を押し上げる一方、所得の増加を通じて消費にも好影響を与えるという好循環が続くとみられる。実質成長率については、17年の+2.0%の後、18年は+1.9%となる見込みである。なお、秋口までのユーロ高については景況感などにはまだ明確には影響が出ていない模様だが（図表15）、今後は警戒が必要になるだろう。

○ECBは量的緩和の縮小へ

この間の金融政策についてみると、10月26日に開催されたECBの政策理事会では、政策金利を据え置く一方、資産買入れプログラムの買入れ額減額と期限延長が決定された。具体的には現行の月600億ユーロの購入額を来年1月から300億ユーロに半減させる一方で、プログラム自体の期限を来年9月まで延長するというものである。

景気の堅調な回復などを背景にECBは量的緩和の縮小に一步踏み出すことになるが、一方で資産購入プログラムの期限を延長したことは、足元のインフレ率が低迷していることを意識したものと思われる（10月のユーロ圏総合CPI前年比上昇率は+1.4%）。

（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



4. 中国経済

○習近平総書記の「一強体制」が確立

10月18～24日に開催された第19回共産党大会は、習近平総書記の権力基盤・権威の一段の強まりを強く印象付けるものとなった。

まず、大会初日の3時間20分にも及ぶ政治報告において、「中国の特色ある社会主義は新時代に入った」と宣言し、2020年までに小康社会（ややゆとりのある社会）を全面的に完成させた上で、その後21世紀半ばまでの30年間で「社会主義現代化強国」を実現するとした。

また、党大会最終日には党規約の修正案が承認され、「習近平の新時代の中国の特色ある社会主義思想」が行動指針として盛り込まれた（個人名を冠した「思想」の明記は毛沢東氏以来）。

さらに、党大会終了後の10月25日に開催された第19期中央委員会第1回全体会議（1中全会）では、新しい最高指導部（政治局常務委員）が選出された（図表16）。新たに選出された5名は習氏に近い人物のみというわけではなく、バランスをとった人選という見方もあるものの、次世代を担う50歳代の有力候補とされていた陳敏爾氏（57歳、重慶市党委書記）や胡春華氏（54歳、広東省党委書記）の常務委入りが見送られたことは、習氏の3期目続投を視野に入れた人事ではないかと捉えられている模様である。なお、近年の反腐敗運動を指揮してきた王岐山氏が留任するかどうか一部で注目されていたが、結局は退任ということになった。

さて、こうして「一強体制」を作り上げた習総書記のもとでの中国の今後の経済運営の方向性が注目される場所であるが、基本的には過剰債務・過剰生産力の削減といった経済構造改革を引き続き推進していくとみられる。「一強体制」でなくては既得権益の打破も含めた構造改革の徹底は困難ということなのだろう。

こうした状況も踏まえ、今後中国は大幅な景気減速は回避するものの、構造改革の推進に軸足を移していくとみられることもあり、経済成長率は徐々に鈍化していくと予想している。17年の実質GDP成長率は+6.8%を達成するものの、18年は+6.5%まで低下するとみている。

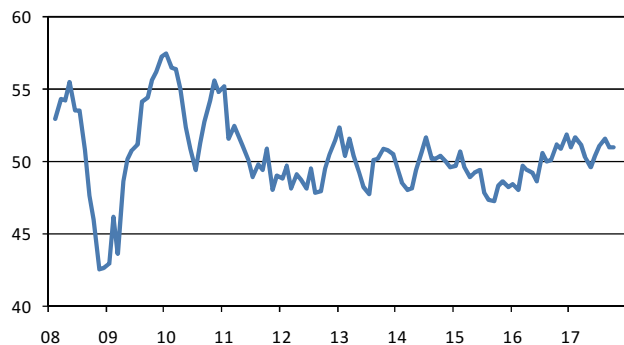
なお、当局は10月の党大会に向けてインフラ投資増額などにより景気下支えを図ってきたとみられるものの、党大会終了後はそのインセンティブが薄れることから、市場などでは秋以降の景気推移について警戒感が強まっているようである。実際、足元では企業景況感の改善が頭打ちとなっている（図表17）ほか、固定投資の伸び鈍化も観測されており（図表18）、目先の景気推移について注視する必要がある。

（図表16）新しい最高指導部メンバー（政治局常務委員）（序列順）

氏名	年齢	元の職位	新職位 (見込みを含む)
習近平	64	国家主席、総書記、中央軍事委員会主席	留任
李克強	62	首相	留任
栗戦書	67	中央弁公庁主任	全人代常務委員長
汪洋	62	副首相	政治協商会議主席
王滙寧	62	中央政策研究室主任	中央書記処書記
趙楽際	60	中央組織部長	中央規律検査委書記
韓正	63	上海市党委書記	筆頭副首相

（注）各種報道などにより作成

（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)

	2017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)	-	8.9	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3
鉱工業生産	6.1	6.6	7.6	6.5	6.5	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2
小売売上高	9.5	9.6	10.9	10.7	10.7	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0
消費者物価	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9
生産者物価	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9
マネーサプライ(M1)	14.5	21.4	18.8	18.5	17.0	15.0	15.3	14.0	14.0	13.0
マネーサプライ(M2)	11.3	11.1	10.6	10.5	9.6	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8
銀行融資残高	12.6	13.0	12.4	12.9	12.9	12.9	13.2	13.2	13.1	13.0
銀行融資増加額(億元)	20,300	11,700	10,200	11,000	11,100	15,400	8,255	10,900	12,700	6,632
輸出	7.2	-2.1	15.6	6.9	7.9	10.8	6.5	5.1	8.1	6.9
輸入	17.2	38.4	20.1	11.6	14.1	17.1	11.0	13.4	18.6	17.2
貿易収支(億ドル)	496.7	-103.5	228.6	366.7	401.8	418.7	454.3	412.1	286.1	381.7

(注) データストリームのデータより作成

5. 日本経済

○回復続く国内景気

国内景気は緩やかな回復の動きが続いている。今年7～9月期の実質GDP成長率(1次速報、11月15日公表)は前期比+0.3%(年率換算で+1.4%)となった(図表19)。内訳をみると、個人消費が前期比-0.5%、住宅投資が同-0.9%と減少した一方で、民間企業設備投資は同+0.2%となった。また、4～6月期に同+5.8%と大きく増加していた公共投資は同-2.5%と減少した。この間、輸出は同+1.5%、輸入は同-1.6%となり、外需の寄与度は+0.5%となった。全体的としては内需がやや振るわない中、外需に支えられた構図であったといえよう。

○年末にかけて鉱工業生産は増加の見込み

この間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15日公表)は前月比-1.0%と減少した(前月は同+2.0%)。もっとも、均してみれば、出荷とも16年初めからの回復トレンドが持続している(図表20)。企業の生産計画によれば、10月は前月比+4.7%、11月は同-0.9%となっており、やや振れは大きいものの、増加基調が続く見込みである。生産予測指数を用いた単純延長計算によれば10～11月の生産水準は7～

9月を4%強上回ることになる。なお、目的には大手自動車メーカーの国内出荷停止の影響が出てくる可能性が高く、この点注意を要しよう。

(図表19) 実質GDPの推移

(前期比、%)

	2016		2017		
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
実質GDP	0.2	0.4	0.3	0.6	0.3
[年率換算]	[0.9]	[1.6]	[1.2]	[2.5]	[1.4]
民間最終消費	0.4	0.1	0.4	0.7	-0.5
民間住宅	2.9	0.3	0.9	1.1	-0.9
民間企業設備	-0.1	1.9	0.5	0.5	0.2
民間在庫変動	(-0.5)	(-0.2)	(-0.2)	(0.0)	(0.2)
政府最終消費	0.3	0.0	0.0	0.6	-0.1
公共投資	-0.4	-2.7	0.1	5.8	-2.5
純輸出	(0.4)	(0.3)	(0.1)	(-0.2)	(0.5)
輸出	2.1	3.0	1.9	-0.2	1.5
輸入	0.1	1.2	1.4	1.4	-1.6

(注1) 民間在庫変動、純輸出は寄与度

(注2) 内閣府のデータより作成

(図表20) 鉱工業生産、出荷の推移(季調値)



(注1) 生産の直近2か月分は予測指数で延長

(注2) 経済産業省のデータより作成



○実質GDP成長率は17年度+1.5%、18年度+1.1%の見通し

当面の景気動向を展望すると、所得・雇用環境の改善を背景に個人消費の緩やかな持ち直しが続くことに加え、世界経済の回復を受けた輸出の増加などが見込まれることから、17年度の景気は着実な回復の動きが持続するとみられる。続く18年度も消費・設備投資中心に民間内需の回復基調は維持されるものの、公共投資が減少に転じることなどから成長率は鈍化するとみている。実質GDP成長率については、17年度+1.5%、18年度は+1.1%と予測する(図表21)。

なお、11月上旬にかけて株価の上昇が目立つ展開となったが、今後これを受けた資産効果が顕在化する場合には、消費中心に成長率上振れ要因になる可能性がある。

○個人消費は持ち直し

4～6月期は前期比+0.7%と堅調な増加ぶりを示した実質個人消費であったが、7～9月期は同-0.5%と減少した。これについては前期が天候要因などから実勢対比で強めであった反動という面が大きいと思われる。特に夏場は天候不順が続いたことから、7～9月期の消費の低迷はもともと予想されていた。このため、消費の基調をみるには4～6月期と7～9月期を均してみた方がいいように思われる。ただ、今年前半の消費を押し上げた一因である耐久財消費については、乗用車・家電ともこのところ頭打ち気味となっており、この点注視が必要であろう(図表22)。

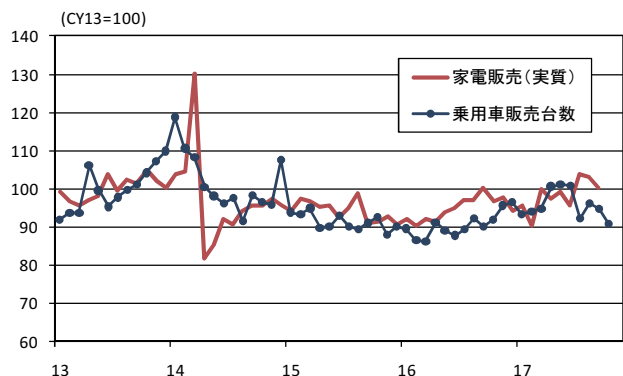
先行きについては、雇用・所得環境の改善が支えになるとみている。失業率は足元3%を割り込んできているほか、有効求人倍率もかつてのバブル期越えの水準まで改善している。また、正社員の求人倍率も全体に比べて出遅れてはいるものの、着実に上昇してきて

(図表21) 日本経済見通し総括表

	16年度 (実績)	17年度 (予測)	18年度 (予測)
実 質 G D P	1.3	1.5	1.1
個 人 消 費	0.7	1.0	0.9
住 宅 投 資	6.6	1.7	-1.3
設 備 投 資	2.5	2.6	1.8
在 庫 投 資 (寄 与 度)	(-0.4)	(-0.3)	(0.1)
政 府 消 費	0.4	0.6	0.8
公 共 投 資	-3.2	2.4	-2.8
純 輸 出 (寄 与 度)	(0.8)	(0.2)	(0.2)
輸 出	3.2	4.3	3.5
輸 入	-1.4	3.2	2.2
名 目 G D P	1.1	1.5	1.9
G D P デ フ レ ー タ ー	-0.2	0.0	0.8
生 鮮 除 く 消 費 者 物 価	-0.2	0.7	1.0
国 内 企 業 物 価	-2.3	2.3	1.8
名 目 雇 用 者 報 酬	2.0	2.3	2.6
鉱 工 業 生 産	1.1	4.1	1.2
完 全 失 業 率	3.0	2.8	2.6
新 設 住 宅 着 工 戸 数	97	96	93
経 常 収 支	20	21	25
米 国 G D P	1.5	2.2	2.3
ユ ー ロ 圏 G D P	1.8	2.0	1.9
中 国 G D P	6.7	6.8	6.5
対 ド ル 為 替 レ ー ト	108	110	110
原 油 輸 入 価 格	47	56	64

(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
 (注2) 米国、ユーロ圏、中国のGDPは暦年
 (注3) INDB、データストリーム、その他各種資料より作成

(図表22) 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



いる。直近ではシニア層・女性を中心とした短時間就労増加の影響もあり、一人あたりの名目賃金の伸びは依然緩やかなものにとどまっているものの、雇用者数の増加がマクロの雇用者報酬増加につながっており（図表23）、消費は緩やかな持ち直しが持続するものと予想している。

○住宅投資は頭打ちに

実質住宅投資は4～6月期に前期比+1.1%となった後、7～9月期は同-0.9%と減少した。月次の住宅着工統計をみると、従来の牽引役であった貸家にやや頭打ちの兆しが出ているほか、足元では持ち家・分譲とも減少している（図表24）。貸家については、アパートローンの増加が目立ってきたこと、これを受けて金融庁も監視体制を強化していることから銀行の融資姿勢も慎重化しているとみられる。住宅投資全体としても、今後はこれまでのような増加ペースが続くとは期待しにくいだろう。

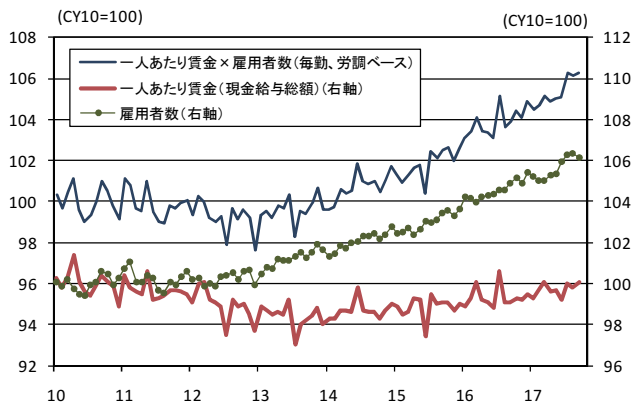
なお、19年10月に消費税率の8%から10%への引き上げが予定されており、早ければ18年の秋あたりから駆け込み需要が出てくるとみられる。この点は18年度の住宅投資について一定の押し上げ要因となろう。

○企業設備投資は緩やかな増加が続く

7～9月期の実質設備投資は前期比+0.2%と小幅増加となった。このところの設備投資の動きをみると、昨年10～12月期に前期比+1.9%となった後、今年1～3月期、4～6月期とも同+0.5%と緩やかな増加ペースが続いている。この間企業収益が好調に推移していることを考えれば、企業の設備投資スタンスの慎重さは際立っているといえよう。

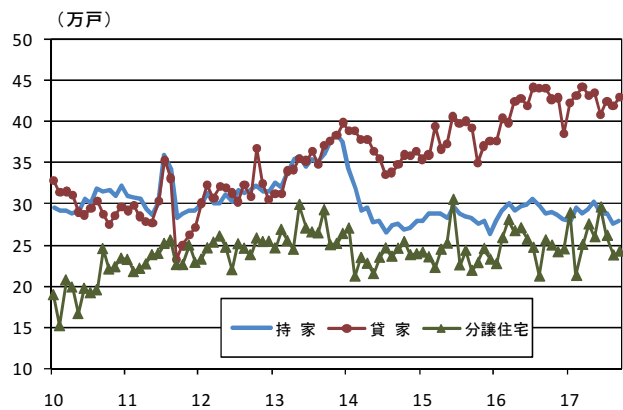
基本的には、将来の日本における人口減少などを背景として、企業の中長期的な期待成

（図表23）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24）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

（図表25）企業の17年度設備投資計画
（日本経済新聞調べ）

	社数	投資額 (10億円)	前年度比 (%)	当初計画比 増減率(%)
全産業	1,176	26,221	15.8	1.3
製造業	630	15,911	17.2	2.3
非製造業	546	10,310	13.8	-0.2
海外投資	729	4,097	26.7	0.1

（注1）10月末時点。対象は上場企業と資本金1億円以上の有力企業。銀行・証券・保険を含まない。「当初計画」は今年4月末時点

（注2）11月26日付日本経済新聞朝刊掲載データより作成



長率が低下しており、このことが企業の国内投資についての慎重なスタンスにつながっているとみられる。とはいえ、一方で企業は人手不足に対応した生産性の改善に迫られていることから、今後IT化・ロボット化関連の投資需要が一段と顕在化してくるとみられるほか、来年にかけてはオリンピック関連の投資も押し上げ要因になるとみられる。以上から、設備投資については目先楽観的にみておいてよいのではないと思われる。なお、直近の設備投資調査からは、企業の前向きな投資スタンスが窺われる（前頁図表25）。

○公共投資は減少に転じる

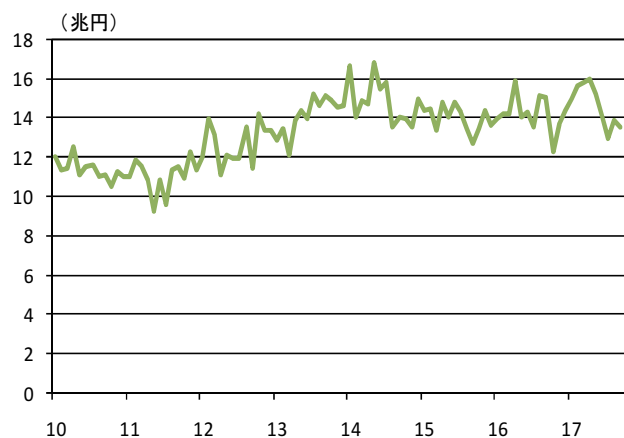
4～6月期に前期比+5.8%と大きく増加した実質公共投資であったが、7～9月期は同-2.5%と減少した。昨年策定された景気対策の効果がピークアウトしたものとみられる。月次の公共工事請負金額をみると足元減少気味の推移となっており（図表26）、目先公共投資は弱含みの動きとなる。

○輸出は世界経済の回復を受け増加トレンド

実質輸出は4～6月期こそ前期比微減となったが、7～9月期は同1.5%と増加した。月次統計をみると、9月の落ち込みが目立っているが、米国のハリケーンの影響が出た可能性があり（図表27）、一時的な動きとみられる。基本的には世界経済の持ち直しの動きは着実なものとなっており、これを受けて日本の輸出も増加基調を維持するとみている。

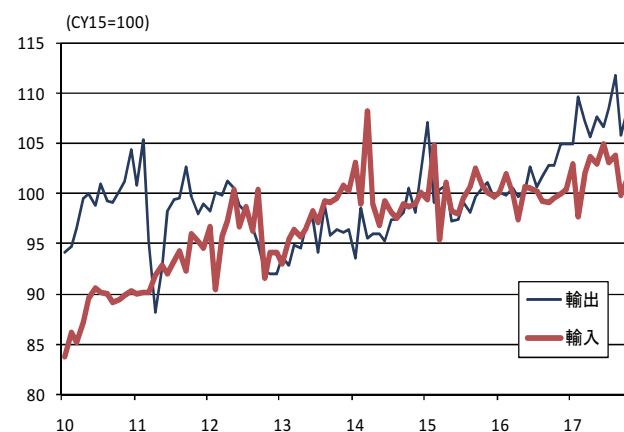
なお、近年の世界貿易停滞はしばしば「スロートレード」（00年代半ばとは対照的に、世界貿易の伸びが経済成長率を下回る状況）と呼ばれてきたが、直近のデータをみる限り、そうした局面を脱却しつつあるようにみえる（図表28）。この点は、日本の輸出にとって有利な環境変化といえよう。

（図表26）公共工事請負金額の推移
（季調値、年率）



（注）INDBのデータより作成

（図表27）実質輸出入の推移（季調値）



（注）日本銀行のデータより作成

（図表28）世界輸入、鉱工業生産の推移（前年比）



（注）オランダ経済分析局のデータより作成



○インフレ率は緩やかに上昇へ

このところのコアCPI前年比上昇率は上向きの動きが続いており、直近9月は前年比+0.7%となった(図表29)。これには、年前半の国際原油価格の持ち直しを受けたエネルギー価格の上昇が寄与している。

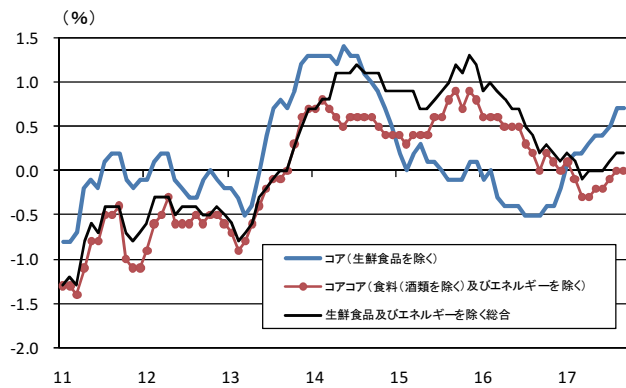
電気料金などのエネルギー価格の前年比上昇率はこの秋がピークとなる見込みであるが(図表30)、その後はGDPギャップの改善、賃金の緩やかな増加が物価押し上げ要因として作用するとみている。全国コアCPI上昇率は17年度が+0.7%、18年度は+1.0%になるものと予想している。なお、直近の国際原油価格水準が定着した場合には、一定のラグをもってCPI押し上げ要因となろう。

○日銀は現行の金融緩和スタンスを維持する見込み

日銀は16年9月の金融政策決定会合で決めたイールドカーブコントロールに基づき、10年物国債利回りをゼロ%程度で推移するよう、国債買入れを続けよう。日銀当座預金金利についてはマイナス0.1%のまま据え置かれよう。

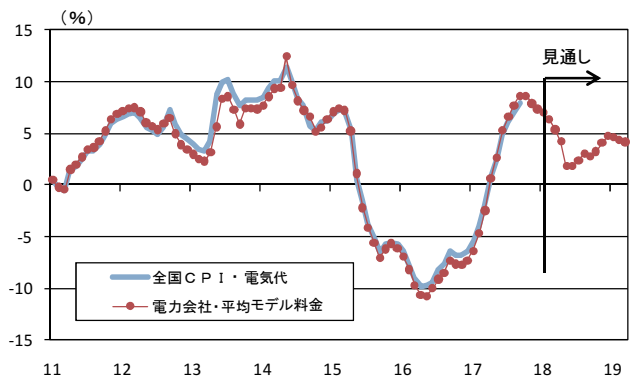
(11月27日 記)

(図表29) 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
(注2) 総務省のデータより作成

(図表30) 電気料金の推移 (前年比)



(注1) 電力会社・平均モデル料金は10社の加重平均
(注2) 平均モデル料金の公表値は今年12月まで。18年1月~19年3月はJA共済総研見通し
(注3) 総務省、電力10社プレスリリースのデータより作成