２０１８年2月１９日

明治安田生命

２０１８－２０１９年度経済見通しについて

～　堅調な海外景気を背景に、企業部門主導の成長が続く　～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長　根岸 秋男）は、２０１７年１０－１２月期のＧＤＰ速報値の発表を踏まえ、２０１８－２０１９年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

１．日本のＧＤＰ成長率予測

実質ＧＤＰ成長率：　２０１８年度　１．４％　２０１９年度　０．８％

名目ＧＤＰ成長率：　２０１８年度　１．８％　２０１９年度　１．７％

２．要　点

①日本経済は、堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。すでにほぼ完全雇用下にあり、潜在成長率も１％未満とみられることを考えれば、高い伸びの持続は難しいが、２０１８年度と２０１９年度の実質成長率は均せば１％台の伸びが続くとみている。

②政府の促進策にも関わらず、賃上げの裾野の拡大は限定的で、個人消費の回復テンポはなかなか上がらないと予想する。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。設備投資は、製造業の能力増強投資については慎重姿勢が続く一方、更新維持・省力化投資や、研究開発投資が下支え役をはたすと予想。公共投資は、オリンピック関連工事などが下支えし、当面底堅く推移すると見込む。輸出は、中国をはじめとしたアジア諸国の需要拡大や欧米景気の回復などに支えられ、堅調に推移するとみる。

③米国景気は、雇用環境の改善や消費マインドの回復を背景に、個人消費が堅調に推移するとみられることに加え、減税効果により企業の設備投資も上向くとみられることから、引き続き堅調に推移すると予想する。欧州景気は、緩和的な金融政策を背景に、雇用環境の改善や企業業績の持ち直しが続くと見込まれることから、回復傾向が続くと予想する。中国景気は、固定資産投資の減速が見込まれるものの、消費の底堅さや輸出の回復により、景気減速ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

〈主要計数表〉

	２０１６年度	２０１７年度		２０１８年度		２０１９年度	
	実績		前回		前回		前回
実質成長率	１．２％	１．７％	１．５％	１．４％	１．２％	０．８％	０．７％
成長率寄与度							
・内需	０．４％	１．３％	１．１％	１．２％	１．１％	０．９％	０．８％
・外需	０．８％	０．３％	０．４％	０．２％	０．１％	▲０．１％	▲０．１％
名目成長率	１．０％	１．８％	１．６％	１．８％	１．７％	１．７％	１．４％

※前回は２０１７年１１月時点の予想

GDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

（前期比）

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度				2019年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.2%	1.7%	1.4%	0.8%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	▲ 0.7%	0.0%
前期比年率	1.2%	1.7%	1.4%	0.8%	0.5%	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.1%	▲ 2.7%	0.0%
前年同期比	1.2%	1.7%	1.4%	0.8%	1.5%	1.7%	1.5%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	0.3%	▲ 0.0%
民間最終消費支出	0.3%	1.0%	0.7%	0.7%	0.5%	▲ 0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	1.5%	▲ 2.4%	0.2%
民間住宅投資	6.2%	0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.7%	▲ 2.7%	0.6%	0.1%	0.1%	0.6%	0.9%	1.1%	▲ 1.6%	▲ 2.3%	▲ 1.6%
民間設備投資	1.2%	3.3%	2.4%	1.3%	0.7%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
政府最終消費支出	0.5%	0.4%	0.9%	0.7%	▲ 0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	0.9%	1.8%	1.3%	▲ 1.1%	▲ 0.5%	0.7%	0.5%	1.2%	0.5%	0.3%	▲ 0.2%	▲ 1.5%	▲ 0.8%	▲ 0.8%
財貨・サービスの輸出	3.4%	6.3%	4.4%	2.4%	2.4%	0.5%	1.1%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
財貨・サービスの輸入	▲ 1.0%	4.1%	3.1%	3.2%	2.9%	▲ 0.1%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	2.1%	▲ 1.2%	0.9%
名目GDP	1.0%	1.8%	1.8%	1.7%	▲ 0.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	▲ 0.2%	0.4%
GDPデフレーター（前年比）	▲ 0.2%	0.1%	0.4%	0.9%	0.0%	0.5%	0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	1.1%	1.4%

（前期比寄与度）

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度				2019年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.2%	1.7%	1.4%	0.8%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	▲ 0.7%	0.0%
民間最終消費支出	0.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	▲ 0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.9%	▲ 1.3%	0.1%
民間住宅投資	0.2%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%
民間設備投資	0.2%	0.5%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
政府最終消費支出	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	▲ 0.0%
在庫品増加	▲ 0.3%	0.0%	0.2%	0.2%	▲ 0.1%	0.2%	0.0%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	▲ 0.3%	0.4%	▲ 0.0%
純輸出	0.8%	0.3%	0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	▲ 0.0%	▲ 0.1%	▲ 0.3%	0.3%	▲ 0.1%
財貨・サービスの輸出	0.6%	1.0%	0.8%	0.4%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	0.2%	▲ 0.7%	▲ 0.5%	▲ 0.6%	▲ 0.4%	0.0%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.1%	▲ 0.2%	▲ 0.4%	0.2%	▲ 0.2%

（兆円、2011年暦年連鎖価格）

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度				2019年度			
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	524.3	533.2	540.9	545.1	533.7	535.9	538.1	540.0	541.8	543.7	545.8	547.3	543.6	543.6
民間最終消費支出	297.1	300.1	302.3	304.5	300.4	300.1	301.0	302.0	302.7	303.5	304.5	309.2	301.9	302.5
民間住宅投資	16.1	16.2	16.1	16.0	15.9	16.0	16.0	16.0	16.1	16.3	16.5	16.2	15.8	15.6
民間設備投資	82.6	85.3	87.4	88.5	85.7	86.4	86.9	87.3	87.6	87.8	88.1	88.4	88.6	89.0
政府最終消費支出	105.7	106.1	107.1	107.8	106.0	106.2	106.6	107.0	107.2	107.4	107.6	107.8	107.9	108.0
公的固定資本形成	25.9	26.3	26.7	26.4	26.1	26.2	26.4	26.7	26.8	26.9	26.9	26.5	26.2	26.0
在庫品増加	▲ 0.2	▲ 0.0	1.0	2.2	0.0	1.0	1.1	0.7	0.9	1.5	2.3	0.9	2.8	2.6
純輸出	▲ 3.3	▲ 1.5	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 2.2	▲ 0.4	▲ 0.7
財貨・サービスの輸出	85.6	91.0	95.0	97.3	92.5	92.9	93.9	94.7	95.6	96.0	96.5	97.0	97.6	98.2
財貨・サービスの輸入	88.9	92.5	95.3	98.4	93.5	93.4	94.3	95.0	95.7	96.4	97.2	99.3	98.0	98.9

2. 主要指標予測

	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2017年度		2018年度				2019年度			
		→ 予測				→ 予測								
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	1.1%	4.2%	2.1%	0.9%	4.6%	2.4%	4.4%	2.2%	0.3%	1.6%	1.3%	2.5%	0.3%	▲ 0.2%
消費者物価指数(除く生鮮食品、前年比)	▲ 0.2%	0.8%	1.0%	1.5%	0.9%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%	1.9%	1.9%
除く消費増税(前年比)	▲ 0.2%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%	0.9%	0.9%
国内企業物価指数(前年比)	▲ 2.3%	2.4%	0.7%	2.0%	3.3%	1.2%	0.9%	0.7%	0.1%	1.0%	1.2%	1.2%	2.8%	2.8%
貿易収支(季調値、兆円)	4.0	3.3	6.1	5.2	0.7	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5	1.4	1.0	1.5	1.4
経常収支(季調値、兆円)	20.4	22.0	22.4	21.6	5.6	5.5	5.5	5.6	5.7	5.6	5.5	5.1	5.6	5.5
完全失業率(季調値:平均)	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
無担保コール翌日物(※)	▲0.06%	▲0.06%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%	▲0.05%
長期金利(10年債金利、※)	▲0.04%	0.05%	0.08%	0.10%	0.05%	0.05%	0.06%	0.07%	0.09%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
WTI原油価格(ﾄﾞﾙ/バレル、※)	48	54	59	59	60	60	58	59	59	58	58	59	60	60

※年度は平均値、四半期は期末値を記載

3. 海外経済指標予測総括表

		2016年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年				2019年			
				→ 予測			→ 予測							
						10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
米国	実質GDP成長率(前期比年率)	1.5%	2.3%	3.0%	2.7%	2.6%	3.2%	2.8%	3.0%	3.0%	2.8%	2.5%	2.3%	2.3%
	個人消費支出	2.7%	2.7%	3.0%	2.7%	3.8%	3.0%	3.0%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
	住宅投資	5.5%	1.7%	3.4%	3.4%	11.6%	5.6%	2.1%	3.6%	3.4%	3.5%	3.6%	3.5%	3.4%
	設備投資	▲ 0.6%	4.7%	6.5%	5.6%	6.8%	7.2%	6.0%	6.9%	6.9%	6.2%	4.1%	4.3%	4.0%
	在庫(寄与度)	▲ 0.4%	▲ 0.1%	0.1%	0.1%	▲ 0.7%	0.0%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.2%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	▲ 0.5%	▲ 1.1%	0.0%	▲ 0.3%	0.1%	▲ 0.1%	▲ 1.0%	▲ 0.3%	▲ 0.3%	▲ 0.3%
	輸出	▲ 0.3%	3.4%	3.8%	3.0%	6.9%	3.4%	3.1%	3.5%	3.1%	3.2%	2.8%	2.7%	2.8%
	輸入	1.3%	3.9%	4.7%	3.6%	13.9%	3.4%	3.9%	3.2%	3.2%	3.6%	3.8%	3.8%	3.7%
	政府支出	0.8%	0.1%	0.3%	0.4%	3.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
	失業率(※)	4.9%	4.4%	3.9%	3.7%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%
	CPI(総合、※)	1.3%	2.1%	2.1%	1.8%	2.1%	1.9%	2.4%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
	政策金利(誘導目標の上限、期末値)	0.75%	1.50%	2.00%	2.50%	1.50%	1.75%	1.75%	2.00%	2.00%	2.25%	2.25%	2.50%	2.50%
	長期金利(米10年債金利、※)	1.83%	2.37%	2.70%	2.80%	2.50%	2.60%	2.60%	2.70%	2.70%	2.75%	2.75%	2.80%	2.80%
ユーロ圏	実質GDP成長率(前期比)	1.8%	2.5%	2.4%	2.0%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
	家計消費	2.0%	1.9%	2.0%	1.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
	政府消費	1.8%	1.1%	1.3%	1.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
	固定投資	4.5%	3.9%	3.9%	3.4%	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%
	純輸出(寄与度)	▲ 0.5%	0.1%	0.3%	0.2%	▲ 0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
	輸出	3.3%	4.8%	5.0%	4.5%	1.0%	1.5%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%
	輸入	4.7%	4.6%	5.0%	4.5%	1.1%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%
	失業率(※)	10.0%	9.1%	8.4%	8.0%	8.7%	8.6%	8.5%	8.3%	8.2%	8.1%	8.0%	7.9%	7.9%
	CPI(総合、※)	0.2%	1.5%	1.4%	1.7%	1.4%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%
	政策金利(期末値)	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.25%	0.25%
英国	実質GDP成長率(前期比)	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%

※暦年は平均値、四半期は期末値を記載

１．日本経済見通し

〈要　　約〉

日本の景気は、緩やかな回復傾向で推移している。１０－１２月期の実質ＧＤＰ成長率は前期比＋０．１％（年率換算：＋０．５％）と、８四半期連続のプラスとなった。今後も堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな景気回復が続くと予想する。すでにほぼ完全雇用下にあり、潜在成長率も１％未満とみられることを考えれば、高い伸びの持続は難しいが、２０１８年度と２０１９年度の実質成長率は均せば１％台の伸びが続くとみている。

政府の促進策にも関わらず、賃上げの裾野の拡大は限定的で、個人消費の回復テンポはなかなか上がらないと予想する。住宅投資も、住宅価格の高止まりや空室率の上昇が下押し圧力となり、鈍化傾向で推移するとみる。設備投資は、製造業の能力増強投資については慎重姿勢が続く一方、更新維持・省力化投資や、研究開発投資が下支え役をはたすと予想。公共投資は、オリンピック関連工事などが下支えし、当面底堅く推移すると見込む。輸出は、中国をはじめとしたアジア諸国の需要拡大や欧米景気の回復などに支えられ、堅調に推移するとみる。

（１）10－12 月期 GDP は予想を小幅に下回る

10－12月期の実質 GDP 成長率は、前期比＋0.1％（年率換算：＋0.5％）となり、事前の市場予想（同＋0.2％、＋1.0％）を小幅に下回った。輸出が堅調な伸びを維持したほか、個人消費の伸びも弱かった7－9月期の反動で高めとなったことが全体を牽引した。設備投資も小幅ながら5四半期連続のプラスを維持したが、一方で民間住宅投資や公的固定資本形成はマイナスとなった。

原油価格の上昇等に伴う交易条件の悪化を反映し、実質 GNI（国民総所得）は前期比▲0.3％と、5四半期ぶりのマイナスとなった。国民の経済厚生という観点からは、10－12月期は前期より悪化している。2017年暦年の実質 GDP 成長率は前年比＋1.6％で、2013年の同＋2.0％以来の高い伸び。輸出の寄与度が同＋1.1％と約7割を占め、引き続き輸出主導の成長だった様子が改めて明らかとなっている。

今後の日本の景気は、依然としてくすぶり続ける地政学リスクに加え、不安定な欧米の政治情勢、一部主要国の地価高騰といった不透明要素が残るものの、基本的に堅調な海外景気や、省力化投資需要の高まりなどを背景に、緩やかな回復が続くと予想する。日本経済はほぼ完全雇用下にあり、潜在成長率も1％未満とみられることを考えれば、高い伸びの持続は難しいが、2018年度と2019年度の成長率は均せば1％台の伸びが続くとみている。

不安定な推移が続く株式市場が懸念材料だが、景気や企業業績といったファンダメンタルズが揺らいでいるわけではないことから、これで上昇相場が終わったと考えるのは時期尚早である。今後市場が本格的にインフレ期待を織り込むのであれば、株式市場と債券市場の同時バブル崩壊的な相場の具現化が現実味を帯びるが、そこまではまだかなりの距離がある。1％台に沈んでいたコア消費者物価指数が安定的に2％台に戻ってくるだけであれば、イエレン前 FRB（米連邦準備制度理事会）議長がミステリーと称していた状況が解決しただけで、悪いことは何もない。米国の自然利子率は、足元でマイナス圏にあるかどうかはともかく、中長期的な低下傾向にあること自体は確かである。こうしたいわば、「低体温経済」が定着した環境下で醸成された低インフレ期待は予想以上に強固とも考えられる。米国の長期金利が3％の節目を超えてなお上昇を続ける可能性は低く、春先までには株価の乱高下も落ち着くとみている。

（２）個人消費の回復の足取りは鈍いと予想

12月の家計調査によると、2人以上世帯の実質消費支出は前月比▲0.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスとなるなど、停滞気味の推移となっている（図表1-1）。ただ、需要側の統計である家計調査に対し、需要側、供給側の総合的な統計である内閣府の「消費総合指数」や、「消費活動指数」は、足元で緩やかながら回復しており、経済指標からは、個人消費は緩やかながら持ち直し傾向をたどっているといえる。

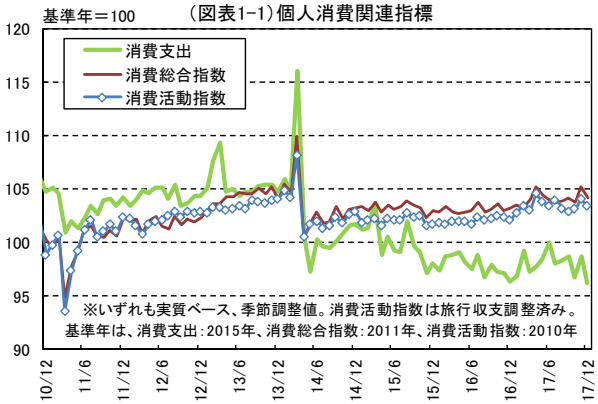
雇用環境を見ると、12月の完全失業率は2.8%と、昨年2月以降、一段と改善している。少子高齢化の進展による求職者数減少の影響もあって、有効求人倍率も1.59倍と、1974年1月以来の高水準となるなど、労働需給は一段と引き締まっている（図表1-2）。パートタイム労働者に対し、出遅れが目立っていた正社員の有効求人倍率も、12月は1.07倍と、昨年6月以降節目の1倍を上回っている。

所得環境について、まず、11月の現金給与総額（名目、確報値）は前年比＋0.9%と、4ヵ月連続のプラスとなったものの、上昇ペースは依然として鈍い（図表1-3）。実質賃金も同＋0.1%とゼロ%近傍での推移が続いている。

法人企業統計のデータを用いて、企業収益と雇用者の賃金の関係を見ると、資本金が1千万円以上1億円未満、および1億円以上10億円未満の企業において、利益（売上から人件費を控除する前の売上総利益を使用）と賃金の関係が有意に表れた一方、10億円以上の企業においては相関が低かった（図表1-4）。また、生産能力の利用度と相関の高い売上高と設備投資の関係を見ると、中小企業は売上高と設備投資の相関は低いが、大企業は高いという結果となった。また、雇用者報酬の増減を、人数要因と賃金要因に分解すると、中小企業では、大企業よりも人数要因が雇用者報酬の増減に大きな影響を与えていることがわかる（図表1-5）。

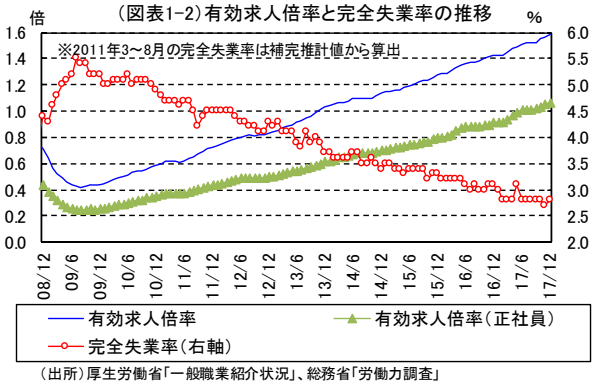
景気と雇用者報酬の相関が、比較的規模の小さい企業の方で大きくなっていることについては、複数の要因が考えられる。まず、パートタイム労働者の全雇用者に占める割合を見ると、規模の小さい企業において割合が高くなっている。正社員よりも機動的な雇用調整が可能なパートタイム労働者の比率が

（図表1-1）個人消費関連指標



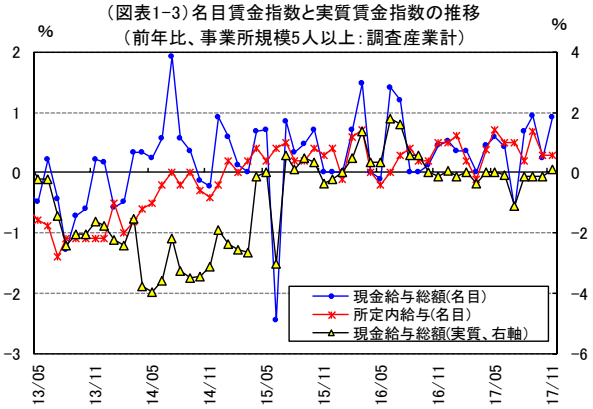
（出所）総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」、日銀「消費活動指数」

（図表1-2）有効求人倍率と完全失業率の推移



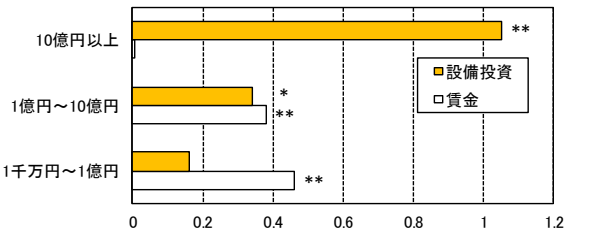
（出所）厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」

（図表1-3）名目賃金指数と実質賃金指数の推移
（前年比、事業所規模5人以上：調査産業計）



（出所）厚生労働省「毎月勤労統計」

（図表1-4）企業規模別の収益(売上高、利益)に対する弾性値



※推定期間は1990年1－3月期から2017年7－9月期
利益は売上総利益(売上高-売上原価)を使用、賃金は人件費から福利厚生費を除いたものを使用、設備投資はソフトウェアを含む新設額を使用
推計式：賃金(t)＝α×企業利益(t-1)＋β(定数項)
ln(設備投資)(t)＝α×ln(売上高)(t)＋β(定数項)
*は5%、**は1%の有意水準を示す

（出所）財務省「法人企業統計」

高いことが、中小企業の景気に対する雇用の弾力性が高い要因となっている可能性がある(図表1-6)。

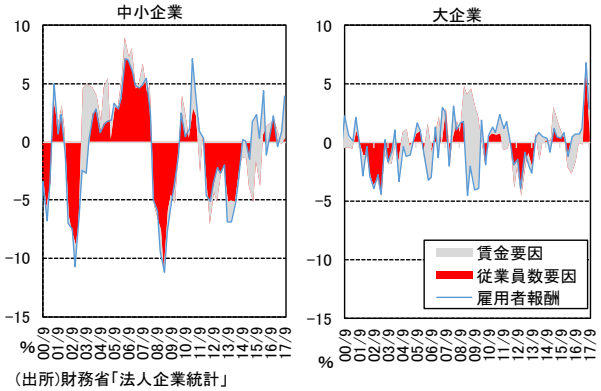
このほか、労働組合の組織率が高い大企業において、組合の保守化(雇用を重視し賃上げを求めない)が進んでいることや、中小企業は大企業と比較して資金繰り面で機動的な設備投資が難しいこと、また、相対的に中小企業の調達金利が高水準のため、資本の労働代替弾力性が大企業と比較して低いこと、などが考えられる。これらのことが複合的に影響することで、マクロで見た賃金全体の上昇を抑制してきたとみている。

政府は経済界に対し、今年の春季労使交渉を巡り、「3%の賃上げ」を要請している。平成30年度税制改革では、賃上げを行なった企業を対象に、給与など支給増加額に対する税額控除を定める優遇税制も導入する。ただ、固定費となりやすい賃上げに踏み切るためには、企業の中長期的な成長見通しの改善が不可欠だが、上記の税額控除は3年間の時限措置である。労務行政研究所のアンケート調査による賃上げ見通しをみても、2018年は前年比＋2.13%と、2017年賃上げ見通しの同＋2.00%と大差なく、3%の賃上げへのハードルは高いとみられる。

家計総所得に占める割合が賃金の次に大きいのが、年金・保険金受取であり、家計総所得の約20%を占める(図表1-7)。そのうち年金給付額については、2018年度は、物価の伸び悩みから給付額が引き下げられた2017年度からすえ置かれる見込みである。また、雇用者報酬に含まれる社会保険料(企業負担)については、2004年度以降、年金制度改正により厚生年金保険料率が段階的に引き上げられていることに加え、2016年の年金改革法により、非正規労働者の被用者保険の拡大などが決定されたことで、企業の社会保険料負担が増加している。こうした動きも、名目ベースでの賃金の引き上げを妨げている。足元では、原油高などから電気代、ガス代など光熱費の値上がりを通じて、消費者物価が前年比で＋1%弱で推移しており、高齢者世帯などでは実質ベースでの購買力が抑制されることで、今後の消費マインドが冷え込むことも懸念される。

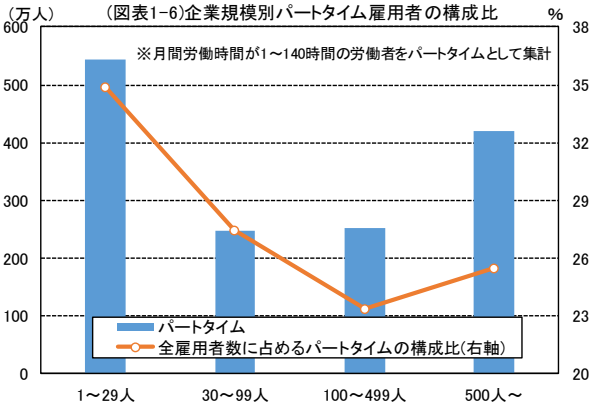
2019年10月に予定されている消費税率の10%への引き上げの影響についても考慮する必要がある。具体的に、消費増税が与える影響としては、2019年1－3月期および4－6月期の民間最終消費支出を＋0.1～0.2%程度、増税直前の7－9月期を＋0.5%程度押し上げ、反動で10－12月期を▲1.0%程度押し下げるとみる。その結果、2019年度の実質GDP成長率を差し引き▲0.2%程度押し下げると予想する。以上より、2018年度にかけての個人消費は、引き続き回復の足取りが鈍いと予想する。

(図表1-5)雇用者報酬(前年比)の増加要因



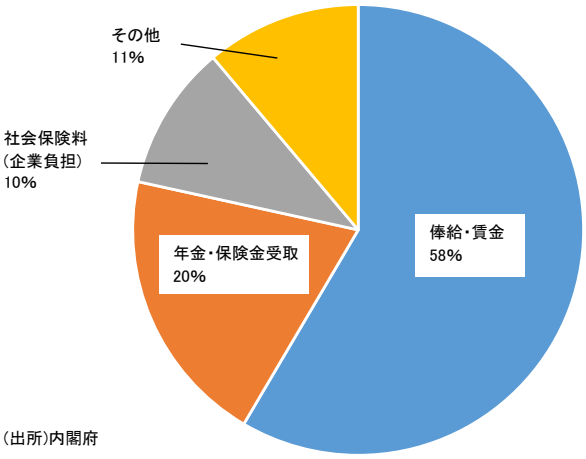
(出所)財務省「法人企業統計」

(図表1-6)企業規模別パートタイム雇用者の構成比



(出所)総務省「労働力調査」

(図表1-7)家計総所得に占める年金・保険金受取の割合(2016年度)

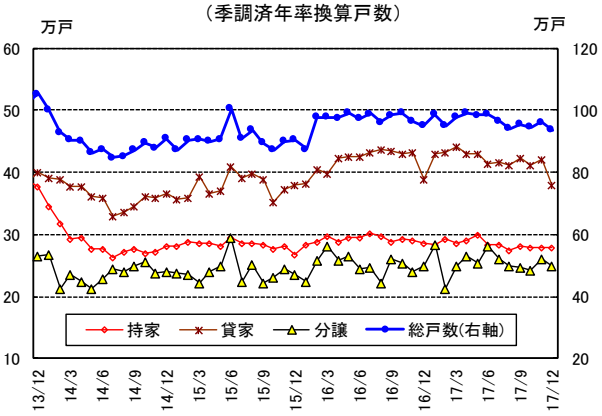


(出所)内閣府

（３）住宅投資は鈍化傾向で推移

12月のさくらレポート（日銀地域経済報告）を見ると、住宅投資の判断は、9地域中3地域で引き下げられ、6地域で横ばい、引き上げられた地域はゼロと、足元の住宅投資が弱含んでいる様子が示されている。新設住宅着工戸数を見ても、昨年夏場以降、総戸数は減速傾向で推移している（図表1-8）。利用関係別に内訳を見ると、持家はほぼ横ばい、分譲は減少傾向の推移となっており、貸家は足元で大きく減少している。

（図表1-8）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）



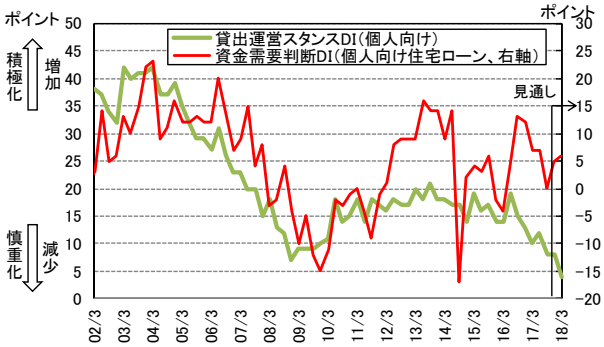
（出所）国土交通省「住宅着工統計」

持家着工については、住宅ローン金利が引き続き低位で推移すると見込まれることや、住宅ローン減税制度（10年間で一般住宅が最大400万円）、戸建住宅向けの ZEH（ゼロエネルギー住宅）補助金（1戸あたり70万円、2018年度より75万円から引き下げ）、さらに省エネ性の高い住宅向けの ZEH＋補助金（1戸あたり115万円、共同住宅も対象）など、各種住宅支援策が一定程度下支えするとみられる。ただ、2018年度から新たに適用される ZEH＋補助金の適用基準は厳しく、取扱い件数が絞り込まれる可能性もあることから、購買意欲の掘り起し効果は限定的とみられ、今後の持家着工は、横ばい圏での推移となるとみる。

分譲住宅着工が減少傾向となっている背景として、マンション価格の高止まりが挙げられる。不動産経済研究所が公表しているマンション市場動向によると、首都圏のマンション一戸当り平均価格は、昨年12月では前年比＋18.5％の6,019万円、2017年通年でも＋7.6％の5,908万円と、1990年以来の高水準となっており、新規契約率も2017年通年では68.1％と、好不調の境目とされる70％を下回った。首都圏のマンション価格高騰の原因としては、市場の寡占化が考えられる。リーマン・ショックによって中堅マンションデベロッパーが撤退することで、いわゆる「メジャーセブン」と呼ばれる大手7社の供給シェアは、リーマン・ショック前の20％台から足元では50％付近まで上昇している。財務内容が良好な大手マンションデベロッパーがシェアを拡大し、資金回収を優先し在庫を安値で売り出す中堅以下の販売業者が減ることで、価格競争が起きにくくなっており、販売サイドにとって適温の価格水準が保たれていると考えられる。引き続き大手を中心としたマンション販売業者は、販売が堅調でない場合でも、早急に価格を下げることはせず、物件供給を絞ることで対応すると見込まれ、今後の分譲住宅着工は緩やかな減速傾向が続くとみる。

貸家着工戸数は、2015年1月の相続税改正（基礎控除引き下げ）に伴う節税対策としてのアパート経営需要が高まったことから、増加傾向にあったものの、足元では、空室率が上昇してきたこともあり、先行きへの警戒感から減少傾向で推移している。金融機関の個人向け貸出運営スタンス DI（「増加」－「減少」）は、慎重化の方向に振れているほか、日銀の「貸出先別貸出金」からも、個人による貸家業向け残高の頭打ちが確認できるなど、金融機関の貸家事業への警戒感が窺われる（図表1-9）。今後も、賃貸住宅ロ

（図表1-9）金融機関の貸出運営スタンスDIと資金需要判断DIの推移



（出所）日銀「主要銀行貸出動向アンケート調査」

ーン等の不動産関連貸出に対する慎重なスタンスが続くとみられるのに加え、少子高齢化の進展に伴う中長期的な世帯数の減少見通しなどが投資意欲の減退につながるとみており、貸家着工は減少傾向で推移するとみている。

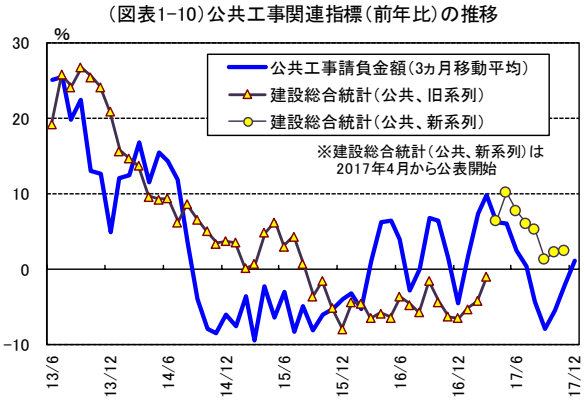
一方、消費増税を前にした駆け込み需要は、2018年度の後半から持家や分譲を中心に住宅需要を押し上げよう。前回2014年4月の増税時には、増税の1年程度前から徐々に住宅着工が伸びはじめた。今回も2018年度後半から徐々に駆け込み需要が発生し、2019年10月以降、反動減が発生すると見込む。ただ、前回の増税時に、今回の10%までの増税を見込んだ需要の先食いがあったとみられるほか、今回の増税幅は2%にとどまることから、押し上げ効果とその反動は前回より小さいものとなろう。消費増税による振れの影響を除けば、2018年末にかけての住宅投資は、各種住宅支援策などが下支え要因になる一方、空室率の上昇や、住宅価格の高止まりが下押し要因になることで、鈍化傾向の推移を見込む。2018年度の住宅着工戸数は95万戸、2019年度は93万戸と予想する。

（４）公共投資は当面底堅く推移

さくらレポートで公共投資の判断を見ると、近畿の「減少している」、中国の「横ばい圏内の動き」を除いた7地域で「増加している」または「高水準」となっており、2017年度予算の執行や、台風被害に伴う復旧工事、オリンピック関連工事の発注に伴い、多くの地域で公共投資が持ち直している様子が窺がわれる。実際の工事の進行を反映する建設総合統計の建設工事出来高を見ると、4月以降、前年比で＋5～10%の高水準で推移したのち、足元では＋2%程度まで伸び幅が縮小している。ただ、出来高に先行する公共工事請負金額（3ヵ月移動平均）は、マイナスから小幅プラスに転じており、目先、公共投資は緩やかな増加基調で推移する可能性が示唆されている（図表1-10）。2017年度補正予算における公共事業関係費は、災害復旧等・防災・減災事業に1兆2,567億円が充てられるなど、予想以上の規模となった（図表1-11）。また、2018年度本予算では、一般会計の公共事業関係費は5兆9,789億円と、前年から＋0.04%微増しており、予算執行による公共投資の下支えが期待できる。

実質ベースの公共投資を見るうえで重要となる公共投資建設工事費デフレーターは、昨年秋以降、普通鋼鋼材などの建設材料価格の高騰を背景に底打ちしている（図表1-12）。東京オリンピック開催に向けたスタジアムの建設や、道路網などのインフラ整備に係る工事が公共投資を下支えると見込まれるものの、建設工事費デフレーターの底打ちは、実質ベー

（図表1-10）公共工事関連指標（前年比）の推移



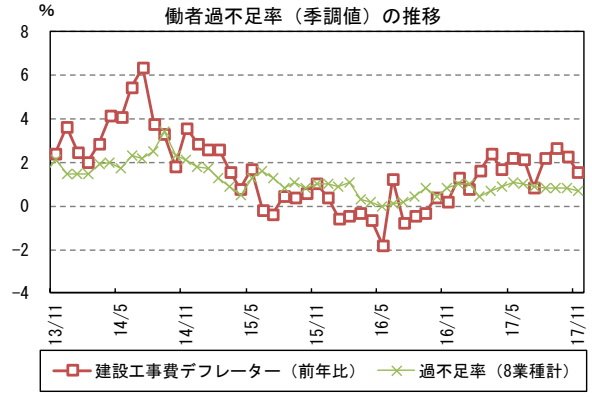
（出所）国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

（図表1-11）2017年度補正予算（2017年12月22日閣議決定）（単位：億円）

1．歳出の追加		27,073
	生産性革命・人づくり革命	4,822
	災害復旧等・防災・減災事業	**12,567**
	災害復旧等	3,436
	うち公共土木施設等の災害復旧等	2,907
	うち災害救助費等負担金	168
	うち被災者生活再建に向けた支援金の支給	143
	防災・減災事業	9,131
	うち災害救助費等負担金	4,822
	うち被災者生活再建に向けた支援金の支給	862
	総合的なＴＰＰ等関連政策大綱実現に向けた施策	3,465
	その他喫緊の課題等への対応	6,219
2．国債整理基金特別会計へ繰入		1,891
3．既定経費の減額		▲12,416
	国債費	▲10,098
	その他	▲2,318
合計		16,548

（出所）財務省

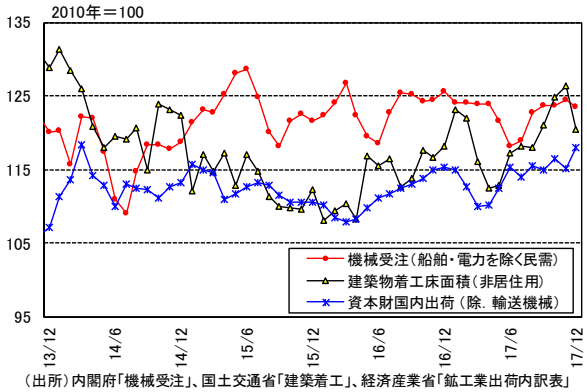
（図表1-12）建設工事費デフレーターと建設技能労働者過不足率（季調値）の推移



（出所）国土交通省

スの公共投資を押し下げるとみられる。また、建設技能労働者過不足率（季節調整値、8業種計）を見ると、2014年ごろの水準からは緩和したものの、2017年以降は＋1.0%付近での推移が続いており、依然として人手不足感は払拭されていない状況が続いている。雇用環境がひっ迫しているなかで、今後人手不足が大きく改善するとは見込みづらい。以上から、今後の公共投資は、2018年は堅調さを維持するものの、2019年度にかけて鈍化傾向で推移すると予想する。

（図表1-13）設備投資先行指標の推移（3ヵ月移動平均）



（出所）内閣府「機械受注」、国土交通省「建築着工」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

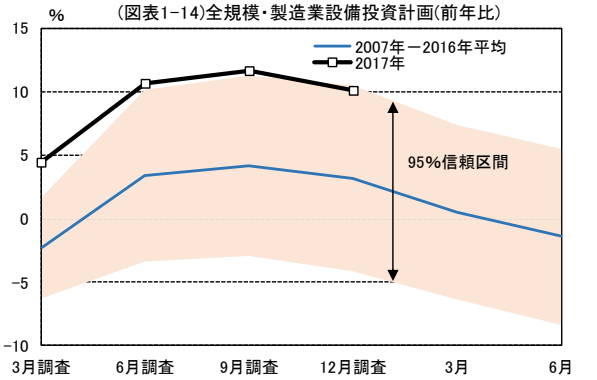
（５）設備投資は回復傾向が続く

設備投資に先行する主要3指標（3ヵ月移動平均）を見ると、資本財国内出荷（除. 輸送機械）は横ばい圏での推移が続いているものの、機械受注（船舶・電力を除く民需）や建築物着工床面積（非居住用）は、昨春以降、持ち直しの動きとなっており、今後の設備投資が緩やかな回復傾向となる可能性を示唆している（図表1-13）。

12月調査の日銀短観で製造業の設備投資計画を見ると、2017年度の計画は、過去10年の傾向との比較でも、稀に見る高水準となっている（図表1-14）。2017年7－9月期の法人企業統計を見ると、製造業の売上高は対前年比で＋3.9%と3四半期連続の増収となったほか、営業利益は同＋44.7%と4四半期連続のプラス、経常利益は同＋44.0%と4四半期連続の増益、設備投資は同＋1.8%と2四半期ぶりのプラスとなっており、収益環境の好転が設備投資の下支え要因になっているとみられる。営業利益率の設備投資押し上げ効果について、ベクトル自己回帰（VAR）モデルによる試算を行なうと、営業利益上昇ショック発生から6四半期後にかけて押し上げのピークを迎え、その効果は4年程度持続する（図表1-15）。

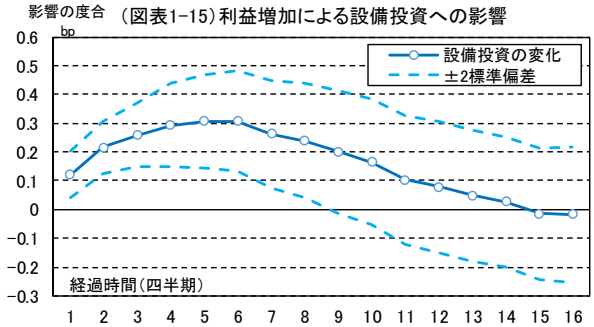
国内の中長期的な低成長期待が定着していることから、長期的な製造業の能力増強投資は停滞が避けられないとみられる。ただ、国内の老朽化した設備の維持・補修への需要が設備投資を押し上げるとみられるほか、足元では海外景気が堅調に推移するなか、予測期間にわたって収益環境の改善が設備投資を下支えするとみられる。

（図表1-14）全規模・製造業設備投資計画（前年比）



（出所）日銀「短観」

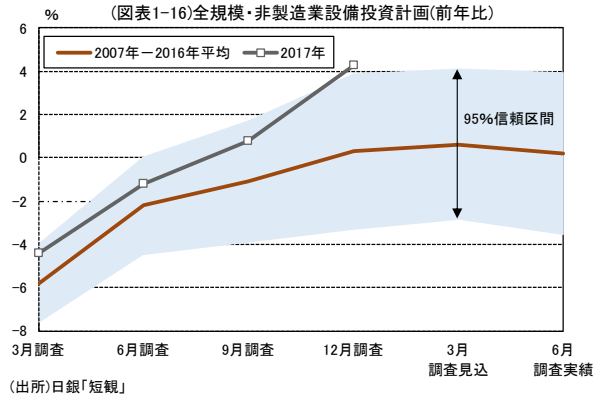
（図表1-15）利益増加による設備投資への影響



営業利益率（対売上高比率）、設備投資率（対有形固定資産比率）、ネット現預金（現預金−短期借入金）を変数にVARモデルで試算（いずれも大企業）。インパルス・レスポンスでは、コレスキー分解を利用し、500回のモンテカルロ・シミュレーションにより標準偏差を算出。期間1985年1-3月～2017年7-9月、ラグは5次と設定

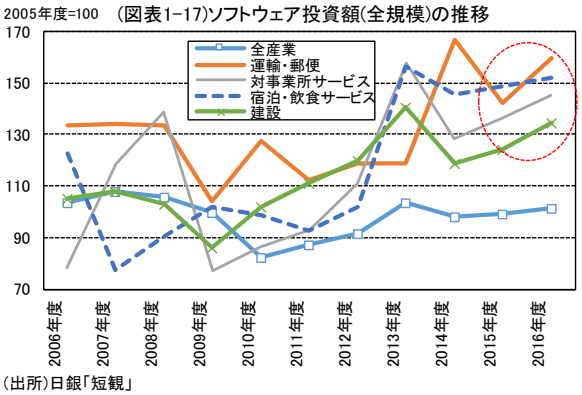
（出所）ファクトセット、財務省、総務省より明治安田生命作成

（図表1-16）全規模・非製造業設備投資計画（前年比）



（出所）日銀「短観」

一方、12月調査の日銀短観における非製造業の設備投資計画は、中小企業の大幅な上方修正を受けて、大きく拡大した(図表1-16)。中小企業の設備投資計画は、年度後半に行くに従い上方修正される傾向があるが、2017年度計画の中小企業の12月の上方修正幅は、過去10年間で2番目の大きさとなっている。元来中堅、中小企業は好景気時に残業時間の増加などを通じて労働力を増加させることで、労働需要の増加に対応してきた。ただ、労働需給が歴史的な水準までひっ迫していることで、多くの中堅、中小企業が、ここへきて労働代替的な設備投資を増やし始めた可能性がある。

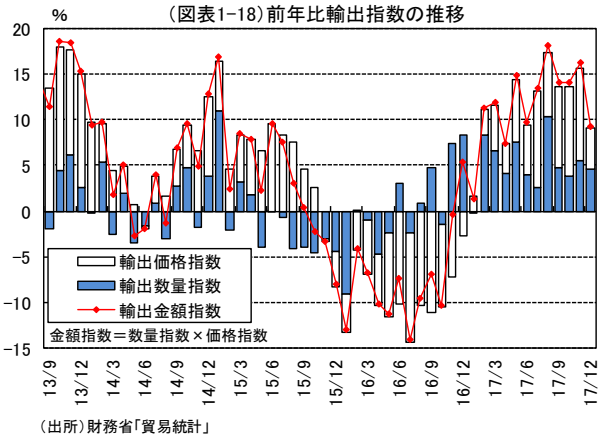


非製造業の労働代替投資については、特にソフトウェア投資がけん引役になっている。とりわけ、人手不足が著しい運輸・郵便や宿泊・飲食サービスなどの業種のソフトウェア投資額は、全産業平均を大きく上回っている(図表1-17)。今後についても、景気の改善を背景に労働需給のひっ迫が続くなかで、労働代替的なソフトウェア投資が、非製造業の設備投資を押し上げると見込む。

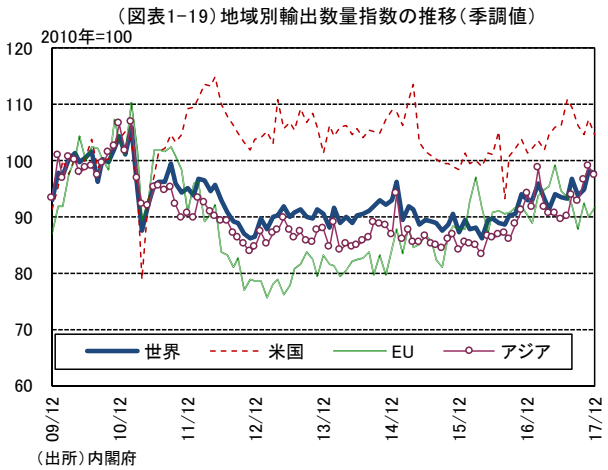
今後は、人口の減少トレンドが続くなか、中期的に内需の堅調な拡大が見込みにくいことで、製造業の能力増強投資は慎重姿勢が続くとみるが、海外景気が堅調に推移するなか、設備の更新維持投資や研究開発投資は、回復傾向で推移すると予想する。非製造業でも、雇用者不足を受けたソフトウェア投資が堅調に推移すると見込まれることで、設備投資は回復傾向が続くと予想する。

（６）輸出は堅調に推移

財務省の貿易統計によると、12月の輸出金額は前年比＋9.3%と、13ヵ月連続のプラスとなった（図表1-18)。輸出の実勢を表わす輸出数量を見ると、12月は前年比＋4.5%と、こちらも11ヵ月連続のプラスとなっており、回復傾向が続いている。



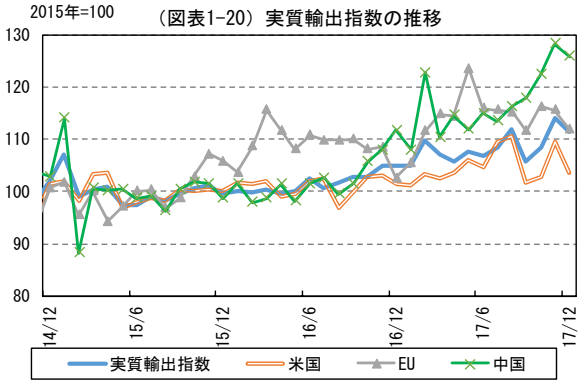
日本の輸出の過半を占めるアジア圏については、輸出数量が2016年末以降、堅調に推移している(図表1-19)。なかでも中国向け輸出は堅調で、実質輸出指数を見ても足元で非常に高い伸びを示している（図表1-20)。中国では「中国製造2025」構想のもと、ハイテク産業育成政策が進められており、コンピュータ・通信機器の設備投資が顕著に拡大している。今後も、先進国からの輸入を誘発するとみられ、中国向け輸出は引き続き堅調に推移するとみている。NIEs などそのほかのアジア向けの輸出も、半導体を中心に堅調に推移するとみる。世界半導体市場統計（WSTS）によれば、2018年の世界の半導体市場は前年比＋7.0%増と、拡大傾向の維持が見込まれている。スマートフォンの大容量化やデータセンター需要の高まりを背景とした、世界的な半導体需要の



拡大が NIEs 景気を下支えするとみており、アジア向け輸出は回復傾向が続くと予想する。

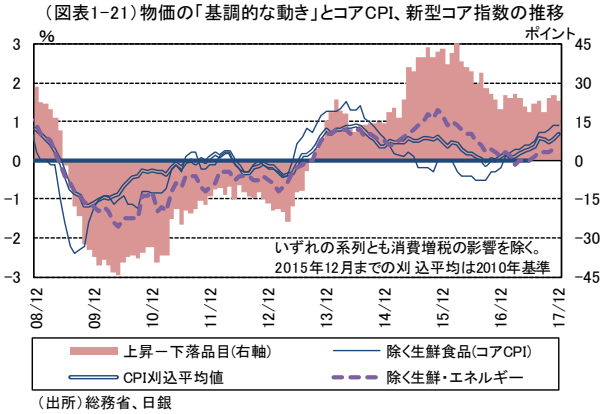
米国向けの輸出数量は、昨年夏以降、ハリケーンによる振れ(復興需要とその反動)を伴ったものの、足元ではその影響は一服している(前掲図表1-19)。米国景気は、2017年末の税制改革法案可決を受け、設備投資の活発化が見込まれることや、個人消費も良好な雇用環境などを背景に好調さを維持することで、今後も底堅く推移するとみられ、一般機械などの資本財を中心に、米国向け輸出は回復が続くとみる。

EU 向けの輸出も、高水準で推移している（前掲図表1-20)。EU 向け輸出は、米国やアジア圏と比べるとウェイトは小さいものの、当社の試算では、景気弾性値が米国やアジアと比べて高い。今後の EU 景気については、雇用環境の改善や低金利環境の継続などを背景に、個人消費や固定投資の緩やかな回復が見込まれることから、ドイツを中心に欧州の景況感は高水準を維持するとみられ、欧州向け輸出は拡大傾向で推移するとみている。2018年にかけて、日本の輸出は堅調な推移が続くとみる。



（図表1-20）実質輸出指数の推移

（出所）日銀



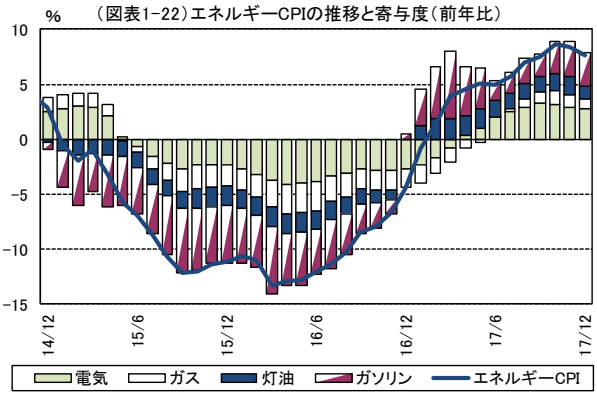
（図表1-21）物価の「基調的な動き」とコアCPI、新型コア指数の推移

（出所）総務省、日銀

（7）コア CPI は緩やかに上昇

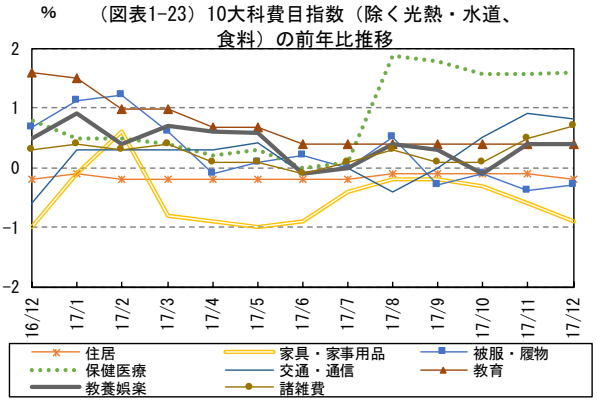
日本の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合物価指数、以下コア CPI）は、2017年1月以降、プラス幅を拡大している（図表1-21)。もっとも、エネルギーも除いた新型コア CPI は、12月の時点で前年比＋0.3%にとどまっており、足元のコア CPI はエネルギー価格に押し上げられている側面が大きいことが分かる。「上昇－下落品目」の比率も2015年末前後をピークに減少傾向で推移しており、価格上昇圧力が幅広い品目に広がっている様子は見られない。

エネルギー価格の推移を見ると、2017年2月以降、プラス幅を拡大していたが、11月以降は縮小に転じている(図表1-22)。ただ、主要産油国の供給制限による需給改善期待などから、2017年末以降、原油価格は予想以上の伸びを見せ、WTI 原油先物価格は約3年ぶりの高水準に達した。原油価格の上昇は、ラグを伴って電気代やガス代にも波及するため、2018年の春以降も、エネルギー関連品目がしばらくコア CPI の押し上げ要因となる可能性があるが、当社は原油



（図表1-22）エネルギーCPIの推移と寄与度（前年比）

（出所）総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成



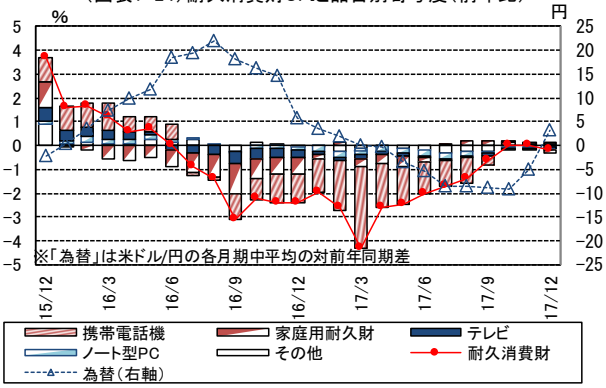
（図表1-23）10大科費目指数（除く光熱・水道、食料）の前年比推移

（出所）総務省「消費者物価指数」

価格の上昇は今後一服し、その後ボックス圏で推移するとみており、今後エネルギー価格の上昇はピークアウトの様相を強めるとみている。

科費目別に見てみると、前年比で大きくマイナスで推移していた「交通・通信」が、足元ではプラスに転じているのが目立つ（図表1-23）。これは、「交通・通信」に含まれる「携帯電話機」が、為替相場の円安基調も背景に、マイナス寄与幅を大きく縮小したことが理由である（図表1-24）。もっとも、足元では横ばい圏での推移となっており、持続的な上昇トレンドを形成するような兆候は見られない。一方、「家具・家事用品」は足元前年比でマイナスの推移が続いている。「家具・家事用品」に含まれる「家庭用耐久財」は、2016年から2017年にかけてマイナス寄与幅を縮小したものの、足元では前年比±0%前後で推移しており、こちらも上昇トレンドは確認できない。以上のように、科費目別に見ても、エネルギー価格のピークアウトをカバーするほどの押し上げは期待できず、今後コア CPI は緩やかな上昇にとどまるとみる。2018年度のコア CPI の上昇率は前年比＋0.9%、2019年度は＋1.5%（消費増税の影響：＋0.6%を含む）と予想する。

（図表1-24）耐久消費財CPIと品目別寄与度（前年比）



（出所）総務省「消費者物価指数」

（８）日銀の政策変更は近いか

1 月 23 日に発表された日銀展望レポートでは、実質 GDP、消費者物価とも、前回 10 月から見通しの数字の変更はなかった。ただ、物価見通しの背景の 3 項目のひとつであるマクロ的な需給ギャップについては、前回 10 月の「着実に改善している」から、「労働需給の着実な引き締まりや資本稼働率の上昇を背景に、着実にプラス幅を拡大している」へと上方修正された。先行きについても、「2018 年度にかけてプラス幅をさらに拡大」とし、今後の景気・物価見通しについての日銀の強気の姿勢がにじみ出る形となった。しかし、同日の黒田総裁の定例会見では、出口政策への移行の可能性を問う質問が集中し、これを黒田総裁が強く否定したこともあって、総じてハト派色の強い内容となった。

黒田総裁が会見の中で、「いわゆる出口のタイミングやその際の対応を検討する局面には至っていないと思います」と述べているのはそのとおりで、物価目標未達下では「出口政策」という言葉は禁句である。「物価目標未達下で引締め方向に舵を切るのか」という質問に対する合理的な回答が難しいためである。したがって、単に 10 年国債利回りの誘導目標を引き上げるといった変更はおそらくできない。しかし、金融緩和強化の建前を維持しながら、現行の枠組みを一部手直しするのはありうる選択肢である。その場合、現行の大きな枠組みは維持する中で、いくつかの変更を組み合わせる手法をとるだろう。たとえば、短中期ゾーンは一段と押し下げる一方、長期、超長期ゾーンの上昇は容認する手法が考えられる。こうした変更であれば、昨年 9 月の総括検証における「短期金利を下げた方が長期金利を下げるより景気刺激効果が大きい」という分析との整合性もとれ、緩和強化の建前も維持できる。いずれにしても、方向性はイールドカーブのスティープ化を容認する方向になると考えられる。

イールドカーブ・コントロール（YCC）を持続することによる追加的なコストは、すでに追加的なメリットを上回りつつあるのが現状であり、物価目標の達成が見通せない以上、いたずらに先送りしていいことは何もない。誰の目にも金融システムへの弊害が明らかになってからの変更では、日

銀の敗北宣言と受け止められるリスクが高くなる。もっとも、政策変更の時期は執行部の後任人事にも左右される。今のところ、総裁に関しては黒田総裁の留任が有力な情勢とされているが、ここまで黒田体制下である程度方向転換を図ってきたことを考えれば、YCC の手直しの時期が市場予想より早い可能性も十分である。副総裁の一人に「真正リフレ派」的な人物が選ばれるようなことがなければ、人心一新で迎える 4 月末の次回展望レポート時に動く可能性も否定できない。4 月のタイミングを逃した場合、株価下落などの余計なリスクを負いたくない首相周辺が 9 月の自民党総裁選直前の政策変更を喜ばないと考えられることから、一気に 10 月以降にずれ込む可能性が高くなる。(担当：小玉、柳田、磯部)

２．米国経済見通し

〈要　　約〉

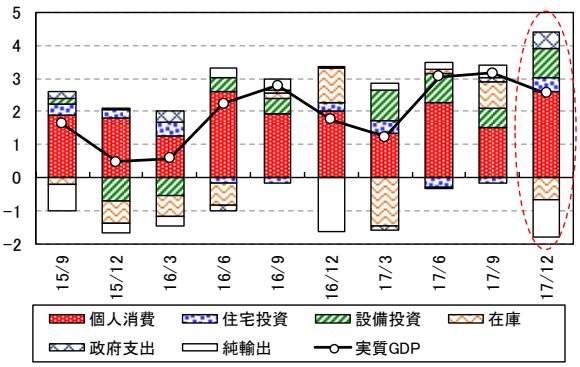
１０－１２月期の米実質ＧＤＰ成長率（速報値）は前期比年率＋２．６％と、７－９月期の同＋３．２％（改定値）から減速した。ただ、個人消費、設備投資、住宅投資、輸出など各需要項目は軒並み堅調である。成長率の鈍化は、総需要の増加に応じて輸入も大きく伸びた結果、純輸出の成長率全体に対する寄与度が同＋０．４％→▲１．１％とマイナスに転じたことによるもので、数値以上に力強い内容であった。雇用環境の改善や企業収益の増加といった米国景気の基礎的な力強さに変化はないことに加え、税制改革も成立したことなどから、２０１８年、２０１９年ともに米国景気は潜在成長率を上回るペースで回復すると予想する。

ＦＲＢ（米連邦準備制度理事会）は昨年１０月から再投資の一部停止に着手し、１２月には追加利上げを行なった。今後も米国景気の回復は続くとみられるものの、企業の価格決定力の低下など、構造的な要因は残るとみられ、ＦＲＢは２０１９年末まで年２，３回程度のペースで利上げを行なうと予想する。

（１）10－12月期の景気は堅調に推移

10－12月期の米国実質 GDP 成長率（速報値）は前期比年率＋2.6％と、7－9月期の同＋3.2％を下回った（図表2-1）。需要項目別に見ると、個人消費は同＋2.2％→＋3.8％と伸び幅が拡大した。耐久財消費は同＋8.6％→＋14.2％と3四半期連続で伸び幅が拡大、非耐久財消費も同＋2.3％→＋5.2％と2四半期ぶりに伸び幅が拡大した。消費が堅調に推移した背景には、新型スマートフォン発売といった一時的要因のほか、雇用環境が依然として改善を続けていることや、株高を背景とした消費マインドの回復などが挙げられる。住宅投資は同▲4.7％→＋11.6％と、3四半期ぶりにプラスとなった。8～9月に米国南部を襲ったハリケーン被害からの復興需要が本格化した影響とみられる。設備投資は同＋4.7％→＋6.8％と伸び幅が拡大した。うち、知的財産投資は同＋5.2％→＋4.5％と伸び幅が小幅に縮小したものの、構築物投資は同▲7.0％→＋1.4％とプラスに転じ、機械設備投資は同＋10.8％→＋11.4％と高い伸びが続いた。構築物投資がプラスに転じた背景には住宅投資同様、ハリケーンにより施工が滞っていた新規投資が再開されたことがあるとみられる。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は同＋0.8％→▲0.7％とマイナスに転じた。輸出は同＋2.1％→＋6.9％と伸び幅が拡大し、輸入も同▲0.7％→＋13.9％と大幅なプラスとなった結果、純輸出の成長率全体に対する寄与度は同＋0.4％→▲1.1％とマイナス寄与となった。在庫変動を除いた国内最終需要は同＋1.9％→＋4.3％と大きく加速しており、10－12月期の GDP は、全体の伸びから受けるイメージより良好な結果と評価できる。雇用環境の改善や企業収益の増加といった米国景気の基礎的な力強さに変化はないことに加え、減税効果も加わることにより、2018年、2019年ともに米国景気は潜在成長率を上回るペースで回復すると予想する。なお、今後トランプ大統領は公約の一つであるインフラ開発投資の実現に注力するとみられるが、財源の問題などがあり、実現にあたっては規模縮小を余儀なくされるとみる。

（図表2-1）米国実質GDP成長率と寄与度（前期比年率）



（出所）米商務省

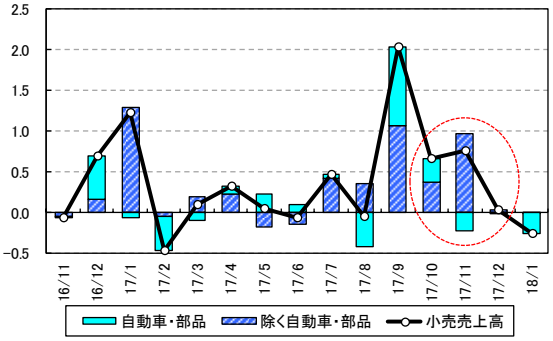
（２）個人消費は回復が続く・住宅投資は持ち直しが続く

小売売上高の推移を見ると、1 月は寒波の影響で前月比▲0.3%と落ち込んだものの、10－12 月期では月平均同＋0.5%と増加傾向が続いた（図表 2-2）。内訳では、自動車・部品はハリケーンによって水没した自動車の買い替え需要が 9～10 月に発現し、11 月はその反動減が顕在化したとみられる。一方、その他の財が堅調な伸びを維持した。力強い個人消費の背景として、家計の消費マインドが高まり続けていることが挙げられる。カンファレンスボードの消費者信頼感指数は、すでに金融危機前の水準を上回り、上昇を続けている（図表 2-3）。10－12 月期にかけては、株価が一段と上昇したことや、米国議会において個人減税も含めた税制改革が進展したことなどが、消費マインドに影響したとみられる。

雇用環境の改善も、引き続き家計購買力の強化に寄与している。1 月の失業率は 4.1%、広義の失業率（非自発的パートタイマーや求職断念者などを失業者に含む）は 8.2%と、いずれもリーマン・ショック前の水準にまで改善している。なお、平均時給は 1 月に前年比＋2.9%と、12 月の同＋2.7%から一段と加速したものの、これについては寒波により一時的に労働需給がひっ迫した影響も含まれているとみられ、上昇ペースの持続性には注意が必要である。米国の失業率と賃金の関係について、過去 30 年間の推移を見ると、2008 年頃までは失業率（U3）が 4～5%程度、広義失業率（U6）が 8%程度まで低下すると、賃金が前年比 4%前後に上昇する傾向が窺える（図表 2-4）。足元の失業率、広義失業率を参照すると、過去の経験からは賃金上昇率は 4%台に達することが想定されるものの、2008 年のリーマン・ショックなど「需要の蒸発」を経験し、企業の期待成長率も低下しているとみられる現状では、企業も本格的な賃上げに二の足を踏んでいるとみられ、今後の賃金上昇ペースは、前年比＋2～3%程度の緩やかなものにとどまると予想する。ただ、雇用者数は引き続き増加傾向をたどるとみられ、今後は減税策の効果も見込まれることから、個人消費は堅調に推移すると予想する。

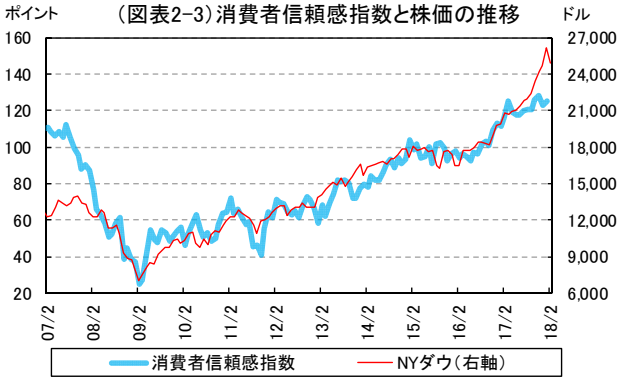
雇用・所得環境の改善は、住宅購入にも好影響を与えるとみられる。12 月の新築住宅販売件数は 62.5

（図表2-2）小売売上高の伸び(前月比)



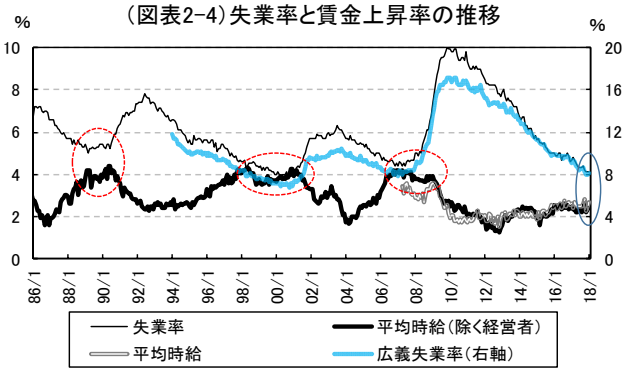
（出所）米商務省

（図表2-3）消費者信頼感指数と株価の推移



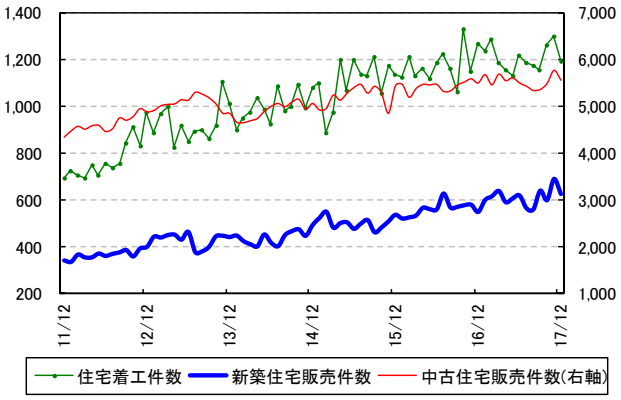
（出所）カンファレンスボード、ファクトセット　※NYダウは月末値。2月は14日時点。

（図表2-4）失業率と賃金上昇率の推移



（出所）米労働省

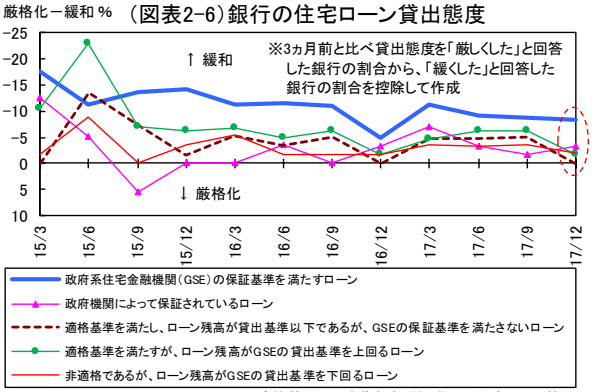
（図表2-5）新築・中古住宅販売件数と住宅着工件数の推移



（出所）米商務省、米不動産業協会(NAR)

万件、中古住宅販売件数は 557 万件と、緩やかな増加傾向を維持している（図表 2-5）。背景には、8～9 月に米国南部を襲ったハリケーン被害からの復興需要が顕在化したことがあるとみられる。銀行の住宅ローン貸出態度は依然緩和的な状況が続いている（図表 2-6）。背景には、FRB が金融政策正常化路線を続けるなかでも長期金利が上昇してこなかったことなどがあるとみられる。足元で金利はやや上昇しているものの、米国は依然として人口増加社会であり、雇用者数も増え続けていることも、住宅需要にとってはプラスである。今後は、引き続き人手不足が住宅建設のボトルネックとして残るものの、家計の持家志向の高まりなどを背景に、住宅投資は均せば緩やかな持ち直しが続くと予想する。

（図表2-6）銀行の住宅ローン貸出態度

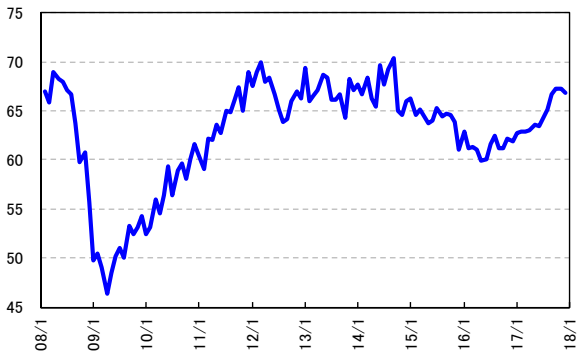


（出所）FRBより明治安田生命作成　※適格基準は、消費者金融保護局の住宅ローン基準

（３）設備投資は緩やかな回復へ・輸出は回復が継続

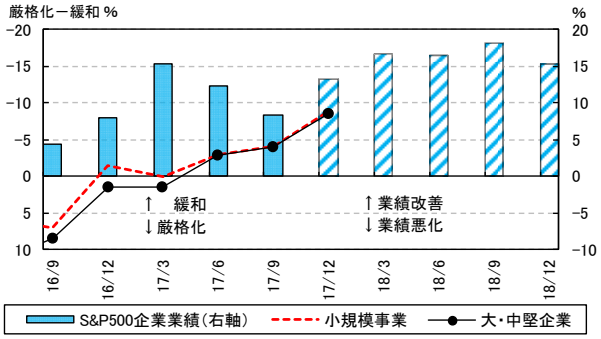
設備投資は 10－12 月期にかけて加速した。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財新規受注（除く航空機）の推移を見ると、2016 年初以降、回復傾向が続いている（図表 2-7）。10－12 月期に設備投資が増加した背景には、ハリケーンにより施工が遅れていた一部構築物投資の再開など、一時的な要因があったとみられる。ただ、そうした一時的要因を除いても、企業業績の回復という設備投資の原動力に変化は見られない。S&P500 構成企業の税引き後利益予測は、元々企業業績が堅調だったところに加え、トランプ大統領が 2017 年 12 月に法人減税を成立させたことでいっそう押し上げられ、2018 年を通じて前年比＋15％前後の高い伸びで推移する見込みである（図表 2-8）。また、原油価格が上昇してきたことも、シェール・オイル採掘関連の設備投資にプラスに働くことが期待される。銀行の貸出態度も、企業業績の回復が見込まれることから、小規模事業者向け、大・中堅企業向けともに緩和傾向を強めている。企業業績が回復していることや、銀行の貸出態度が緩和傾向にあることにより、設備投資は回復基調をたどると予想する。なお、今後トランプ大統領は公約の一つであるインフラ開発投資の実現に注力するとみられ、2 月 12 日に公表された予算教書では、インフラ投資計画は 1.5 兆ドルとされた。インフラ投資の規模については、従来からトランプ大統領は 1 兆ドル、うち政府拠出を 2,000 億ドル、官民パートナーシップ（PPP）による民間拠出を 8,000 億ドルと提言してきた経緯があり、ここにきて規模を 1.5 倍にしてきたことには、11 月に控えた中間選挙を睨み国民にアピールするねらいがあるとみられる。インフラ投資そのものの実現可能性という観点では、これまでインフラ投資政策は民主党が提言してきた経緯があり、民主党からの賛成は一定程度得やすいとみられる。一方で、財政健全化の観点からは共和党の一部議

（図表2-7）非防衛資本財新規受注（除く航空機）



（出所）米商務省

（図表2-8）銀行の貸出態度と企業業績（前年比）

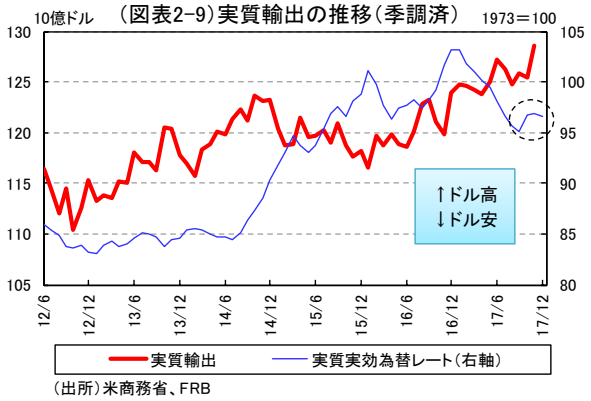


（出所）FRB、トムソンロイター ※業績は17/9まで実績。17/12以降アナリスト予測
企業業績は税引き後利益。

員からの強い反対が見込まれるが、2017 年にそうした一部議員の反対を受けつつも、10 年間で 1.5 兆ドルの財政赤字拡大を容認する減税法案が通過したことを踏まえれば、政府負担の程度によってはインフラ投資計画が議会を通過する可能性はゼロではないとみられる。ただ、足元では米国債利回りが上昇していることもあり、インフラ投資を通じて金利に一段の上昇圧力がかかり、実体経済や政府財政に悪影響を与える懸念が燻る。中間選挙を巡る駆け引きや金利水準との見合いなど、インフラ投資成立に向けた道のりは減税法案以上に複雑とみられるが、現時点では中間選挙を睨み超党派で合意がなされ、財政均衡派への配慮から、ある程度規模を縮小したうえでインフラ投資が実現すると予想する。

米国の実質輸出は、2015 年末から足元に至るまで、緩やかな増加傾向を保っている（図表 2-9）。背景には、欧州景気が堅調に推移していることや、中国景気が底堅く推移していること、世界的な IT サイクルの改善などがあるとみられる。また、足元ではドル安が進行していることも、目先の輸出にはプラスに働くことが期待される。今後については、中国は 2018 年以降も的を絞った政策支援によって景気は底堅く推移するとみられるほか、メキシコやカナダといった資源国景気も、原油価格の回復を背景に上向いてくるとみられ、米国の輸出は回復基調をたどると予想する。

（図表2-9）実質輸出の推移（季調済）

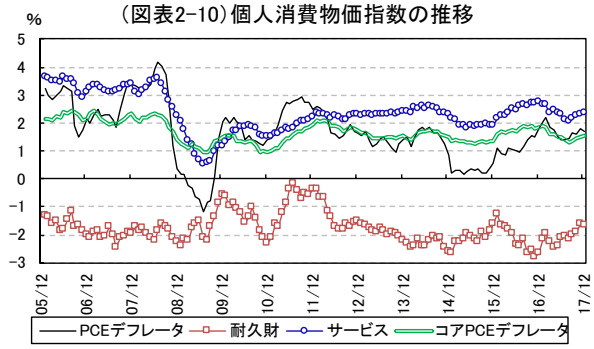


（出所）米商務省、FRB

（4）E コマースの普及と物価への影響

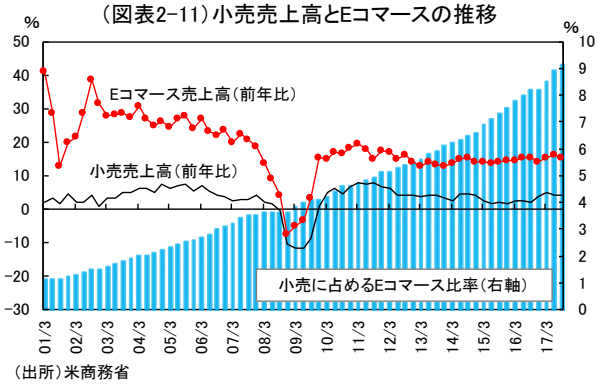
12 月の米国コア PCE デフレータは前年比＋1.5%と、2012 年 4 月以来、前年比 2%を下回って推移している（図表 2-10）。PCE デフレータを耐久財とサービスに分解すると、耐久財価格の伸びについてはマイナス圏での推移が定着しており、ドル安が進行した 2010 年～2012 年前後の期間を除き、およそ前年比▲2%程度での推移が続いている。また、サービス価格についても、リーマン・ショック以前は＋3～4%で推移していたところ、2010 年以降は＋2～3%程度の伸びが続いている。こうした低インフレの要因について、「技術進歩による企業の価格決定力の低下」に注目が集まっている。米国では四半期毎に E コマースの売上高が商務省から公表されており、2017 年第 3 四半期の E コマース売上高は前年比＋15.5%と、小売売上高全体の同＋4.3%を大きく上回り、小売売上高に占めるシェアは 9.1%に達するまでほぼ一貫してシェア拡大が続いている（図表 2-11）。E コマース普及の影響が家計のインフレ期待に低下圧力をかけている場合には、その影響は長期に及ぶ可能性が高まる。ミシガン大学調査による家計の 1 年後予想インフレ率は、2011 年以降足元まで低下傾向が続いている（図表 2-12）。原油価格の変動も含んだ輸入物価指数と予想インフ

（図表2-10）個人消費物価指数の推移



（出所）米商務省

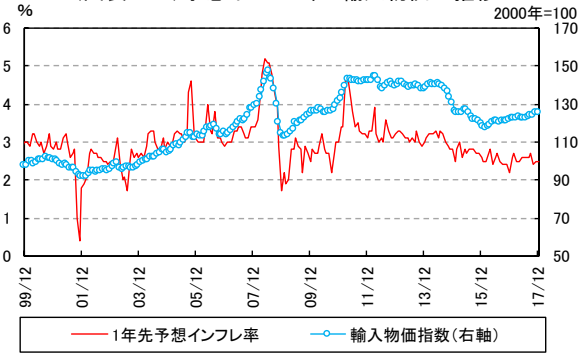
（図表2-11）小売売上高とEコマースの推移



（出所）米商務省

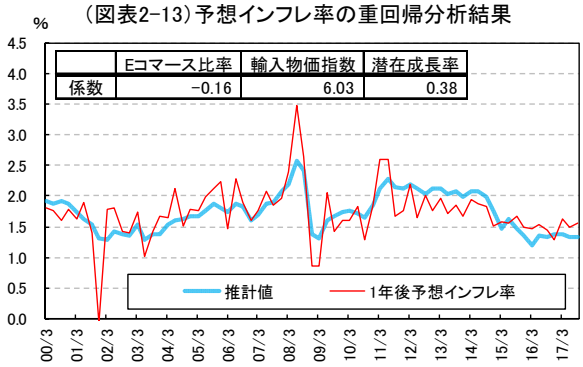
レ率を比較すると、リーマン・ショック以前までは高い連動性が確認されるものの、その後は FRB による金融政策の変更を背景としたドル安/ドル高や資源価格の乱高下など、輸入物価が大きく変動する一方で、予想インフレ率は趨勢的に低下している。予想インフレ率を被説明変数、小売売上高に占める E コマース比率、輸入物価指数、潜在成長率を説明変数とした重回帰分析を行なった結果、E コマース比率が 1%ポイント上昇すると、予想インフレ率に 0.16%ポイントの低下圧力がかかるとの推計結果が得られた（図表 2-13）。2017 年第 3 四半期の E コマース比率は 9.1%なので、家計の 1 年後予想インフレ率には▲1.5%ポイント程度の低下圧力がかかっていると推計される。また、米国のインターネット普及率は 78%であり、今後も漸次的に「スマホ世代」が増加していくことを鑑みれば、インターネットの普及とともに E コマース比率も緩やかな上昇傾向が続き、家計のインフレ期待には中期的に低下圧力がかかるとみる。

（図表2-12）予想インフレ率と輸入物価の推移



（出所）ミシガン大、米労働省

（図表2-13）予想インフレ率の重回帰分析結果



	Eコマース比率	輸入物価指数	潜在成長率
係数	-0.16	6.03	0.38

（出所）米労働省、ミシガン大より明治安田生命作成
※Eコマース比率、潜在成長率が四半期毎データであることに合わせ、1年後予想インフレ率、輸入物価指数は3ヵ月移動平均値を使用。また、輸入物価指数は対数変換している。全変数のt値、P値は1%有意。なお、推計に際してはコクラン・オーカット法により誤差項の系列相関を処理。処理後のDW比は1.81。

（５）FRB は漸次的利上げを継続

1 月 30－31 日開催の FOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利である FF レートの誘導目標レンジは 1.25－1.50%ですえ置かれた。景気と物価の先行きについては、「金融政策スタンスの緩やかな『さらなる』調整によって、経済活動は緩やかなペースで拡大し、労働市場の状況は力強い状態が続くと予想している。前年比ベースのインフレ率は『今年中に』上昇し、中期的に委員会の目標である 2%付近で安定すると予想している」と、年内のインフレ率上昇を予想し、利上げ路線の継続を窺わせる文言が追加された。

2018 年中にインフレ率が前年比で 2%に達するという見通しについては、元々昨年 3 月に米国の大手通信会社が低廉な通話プランを発表したという背景を踏まえれば、そうした下押し圧力が 1 年を経過してはく落することにより、インフレ率全体として 2%に回帰することは十分に考えられる。また、足元の原油価格の上昇も、輸送費の上昇などさまざまな経路を通じ、一時的に物価の基調的な動きに上昇圧力をかける可能性がある。一方で、労働需給のひっ迫が賃金、ひいては物価上昇につながるというフィリップス曲線が機能していない「謎」については、依然明確な答えは出ていない。前述した通話プランや原油価格上昇などは、2018 年には物価の押上げに寄与するとみられるが、中期的に物価が 2%で安定する根拠は依然弱いように感じられる。総じてみれば、いくつかの文言変更はあったものの、今回の FOMC では明確なスタンス変化は読み取れない。声明文中にある「2018 年中にインフレ率は 2%に達する」という見方も、前述した技術的要因や原油価格を加味してのことと考えられ、物価動向が弱いなか、労働需給のひっ迫が突然インフレの昂進に結び付かないよう、ゆっくりとした利上げが最適解であるという状態も何ら変わっていない。FRB は 3 月に追加利上げを行ない、その後も年 2,3 回程度のペースで利上げを行なうと予想する。（担当：久保）

３．欧州経済見通し

〈要　　約〉

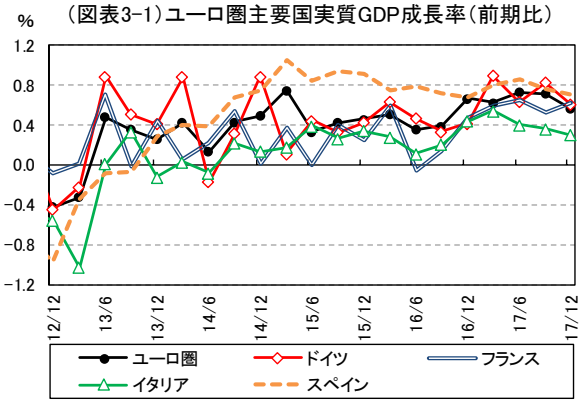
１０－１２月期のユーロ圏実質ＧＤＰ成長率（速報値）は前期比＋０．６％と、７－９月期の同＋０．７％（改定値）からはやや減速したものの、引き続き堅調な推移となった。今後については、ＥＣＢ（欧州中央銀行）による依然として緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や輸出の回復を背景に、景気は堅調な推移が続くと予想する。個人消費は、雇用者数の増加や消費マインドの改善などを背景に、改善が続くとみる。固定投資は、企業の資金調達環境の改善などから、緩やかな回復が続くとみる。輸出は、米国や中国を中心とする海外景気の回復が下支えとなり、増加が続くとみる。ＥＣＢは２０１８年中は資産買入れを継続、利上げは２０１９年後半と予想する。

英国は、ＥＵ離脱を巡る不透明感から消費マインドは低迷が続くとみられることや、物価の高止まりを背景とした実質賃金の改善の遅れが個人消費を下押しするとみられ、今後の景気は減速傾向で推移するとみる。

（１）10－12月期の景気は堅調に推移

10－12月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.6%と、7－9月期の同＋0.7%からはやや減速したものの、引き続き堅調な推移となった（図表3-1）。国別の成長率を見ると、ドイツ（7－9月期：同＋0.8%→10－12月期：＋0.6%）、イタリア（同＋0.4%→＋0.3%）、スペイン（同＋0.8%→＋0.7%）は前期から伸び幅が縮小したものの、フランス（同＋0.5%→＋0.6%）は前期から伸び幅が拡大した。今後については、ECBによる依然として緩和的な金融政策が続くと見込まれるほか、雇用環境の改善や企業収益の増加を背景に、景気は回復が続くと予想する。

（図表3-1）ユーロ圏主要国実質GDP成長率（前期比）

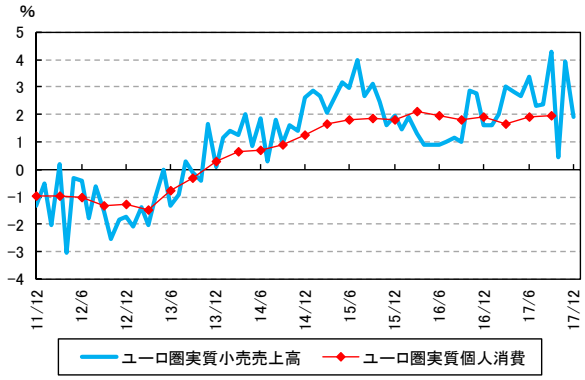


（出所）ユーロスタット

（２）個人消費は堅調が続くと予想

個人消費は、2013 年末以降、回復傾向が続いている。ユーロ圏実質小売売上高を見ると、12 月は前年比＋1.9%、10－12 月累計でも同＋2.1%と、GDP ベースの実質個人消費が 10－12 月期も堅調に推移した可能性を示唆している（図表 3-2）。消費マインドも高水準で推移している。ユーロ圏消費者信頼感指数は、1 月が 1.3 ポイントと、2000 年 8 月以来、およそ 18 年ぶりの高水準に達している（図表 3-3）。消費者信頼感指数を構成項目別に見ると、家計の景気見通しや失業不安が大きく改善している。ユーロ圏各国の生産活動が活発化していることが、景気見通しや失業不安

（図表3-2）ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高（前年比）



（出所）ユーロスタット

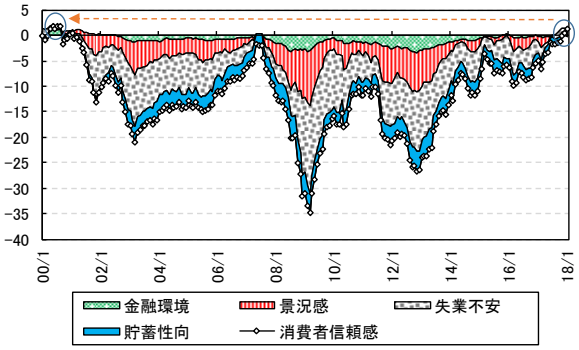
の改善に寄与したとみられる。1月のユーロ圏総合PMIは58.8と、ドイツの59.0、フランスの59.6など、主要国を中心に空前の好況とも呼べる水準に改善している。業種別では、製造業PMIが59.6、サービス業PMIが58.0と、製造業がユーロ圏景気の牽引役になっていることが窺える。失業不安の後退については、ユーロ圏の雇用環境が大幅に改善していることが影響しているとみられる。7－9月期の雇用者数は前年比＋1.7%と、2014年以降伸び幅を拡大させながら増加が続いている（図表3-4）。失業率も12月は8.7%と、こちらも金融危機後のピークである12.1%からほぼ一貫して改善傾向が続くなど、雇用環境の改善には力強さが窺える。

ドイツDAX株価指数は高値圏で推移しており、資産価格の動向も、消費に好影響を与えているとみられる。2017年第2四半期のユーロ圏の家計債務残高は対GDP比で58.1%と、全先進国平均の75.4%に比べても低く、バランスシート調整が懸念される状況にもない。今後については、ECBによる緩和的な金融政策や海外景気の回復を背景に、消費マインドの改善や雇用者数の増加が続くことで、消費は堅調な推移をたどるとみる。

（３）設備投資は緩やかに回復

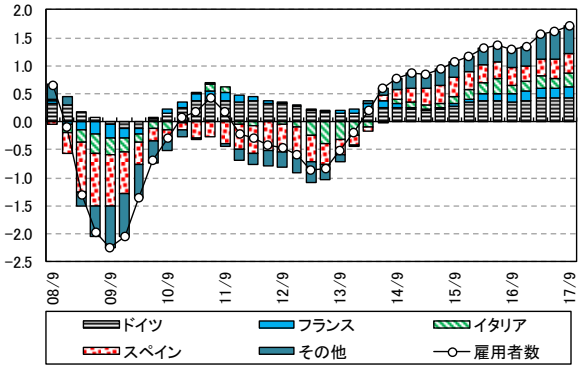
設備投資は、2014年以降、回復傾向が続いている。ユーロ圏実質資本財出荷（ユーロ圏向け）は、11月に前年比＋4.2%、10－11月累計でも同＋3.3%と、GDPベースの固定資本形成が10－12月期も堅調に推移した可能性を示唆している（図表3-5）。設備投資が回復している背景には、まず、生産活動の活発化に伴い、企業の設備過剰感が大きく和らいでいることが挙げられる。10－12月期の設備稼働率は83.8%と、約9年ぶりの水準まで上昇している。また、銀行の非金融企業向けの貸出態度は、足元で緩和に傾いている（図表3-6）。銀行の貸出態度DIは貸出残高前年比に先行して動く傾向があり、これまでの貸出態度DIの推移からは、企業向け貸出は当面前年比プラス圏で推移することが予想される。こうした銀行の貸出態度の緩和や貸出増加の背景には、ECBによる強力な金融緩和策がある。非金融企業向けの貸出金利（全年限、全金額平均）は、2014年央以降にECBによるマイナ

（図表3-3）ユーロ圏消費者信頼感指数



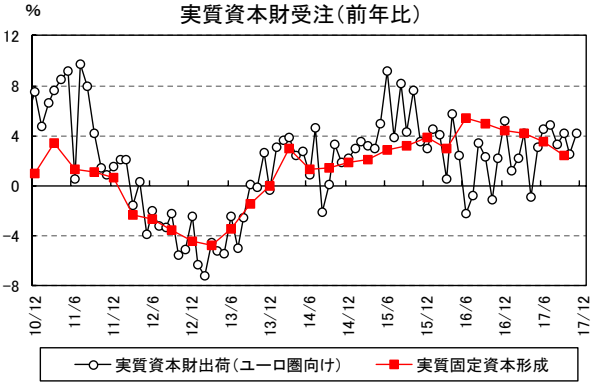
（出所）欧州委員会

（図表3-4）ユーロ圏雇用者の推移（前年比）



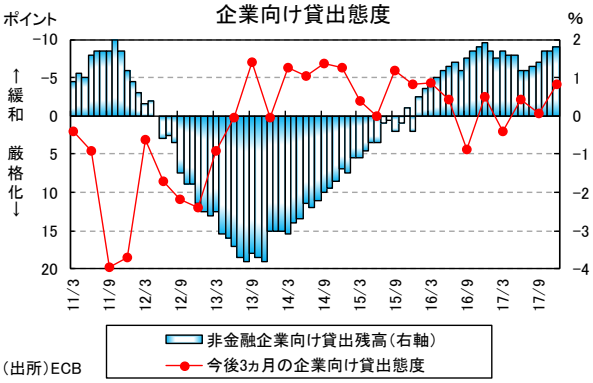
（出所）ユーロスタット

（図表3-5）ユーロ圏実質固定資本形成と実質資本財受注（前年比）



（出所）ユーロスタット

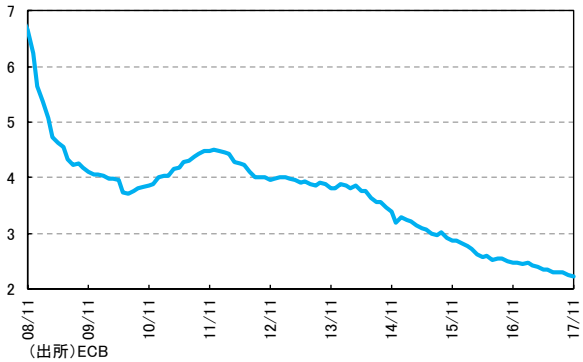
（図表3-6）ユーロ圏非金融企業向け貸出残高（前年比）と企業向け貸出態度



（出所）ECB

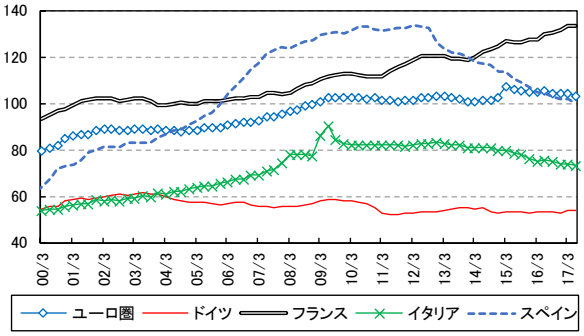
ス金利政策の導入などを受けて低下傾向が続いており、銀行による企業向け貸出を後押ししている（図表3-7）。企業業績も改善している。GDP ベースの営業余剰は、7－9 月期は同＋4.0％と、18 四半期連続のプラスとなった。今後については、足元で進んでいるユーロ高が輸出企業を中心に今後の企業業績の下押し圧力になる可能性があるものの、個人消費の回復に加え、低金利環境の継続、世界景気の回復などが、引き続き企業業績を下支えするとみている。ただ、ユーロ圏では企業の債務残高が依然高水準で推移している。企業の債務残高対 GDP 比は 100％近傍で高止まりしており、特にフランス（133.7％）では依然増加傾向にある（図表 3-8）。今後の設備投資は、依然として緩和的な資金調達環境や企業業績の改善がサポート材料になると見込まれるものの、一部の国での企業債務が重石となり、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

（図表3-7）ユーロ圏の非金融企業向け貸出金利



（出所）ECB

（図表3-8）各国の非金融企業の債務残高（対GDP比）

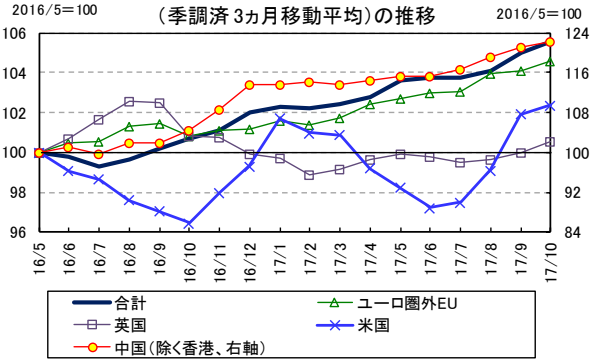


（出所）BIS

（４）輸出は回復が続く

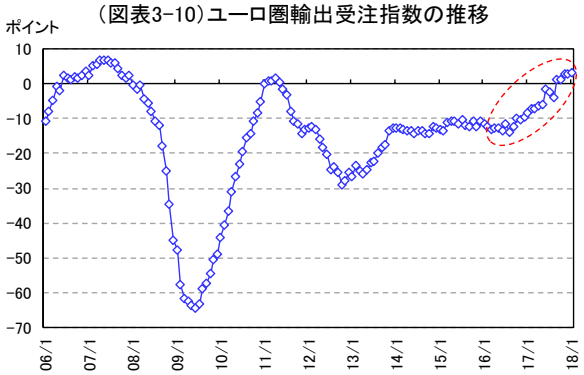
輸出数量は、中国向けや米国向けを中心に持ち直しの動きが継続している（図表3-9）。特に中国向けについては、2016年末にかけて大きく増加した後、2017年を通じて緩やかな増加傾向を保っている。背景には、2017年10月に共産党大会が開催されたことから、地方政府がインフラ開発投資による景気対策を強化したことがあるとみられる。今後の中国では、インフラ開発投資は減速に向かうとみられるものの、政府によるハイテク産業育成政策など、的を絞った景気支援策が引き続き実施されるとみられることから、中国向け輸出も回復傾向を維持すると予想する。米国についても、雇用・所得環境の改善を背景に景気回復が続いており、特に家計の消費意欲が歴史的高水準に達していることなどから、米国向け輸出は堅調に推移するとみる。欧州委員会が作成している輸出見通し指数は、2016年央からほぼ一貫して上昇しており、輸出業者の見通しも明るい（図表3-10）。一方、輸出金額の13％を占める英国については、EU離脱を巡る先行き不透明感を背景に、EU側でも英国との取引を縮小させている企業も出ている。今後のユーロ圏輸出は、英国向けは軟調に推移するとみられるものの、中国向けや米国向けを中心に、回復傾向を維持すると予想する。

（図表3-9）ユーロ圏の相手先別輸出数量
（季調済 3ヵ月移動平均）の推移



（出所）ファクトセット

（図表3-10）ユーロ圏輸出受注指数の推移

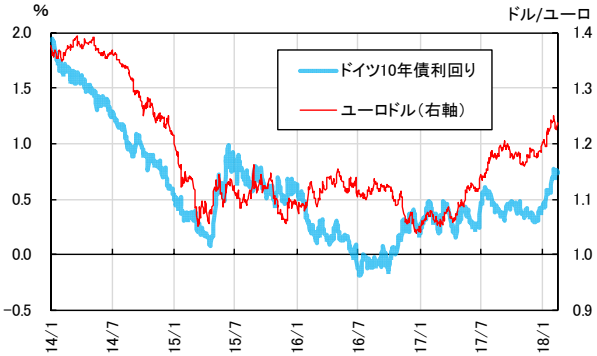


（出所）欧州委員会

（５）ECBの利上げは2019年後半と予想

1月11日に公開された12月13－14日開催のECB理事会議事録では、ECBは足元の景気の強さに自信を深めており、2018年早期にもフォワードガイダンスの修正を行なう可能性について議論されていたことが明らかになった。その後の金融市場では、ECBによる金融政策正常化がにわかに織り込まれはじめ、ドイツ債利回りを中心に長期金利は上昇、為替はユーロ高方向に推移している（図表3-11）。1月25日に行なわれたECB理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は「2018年内に政策金利を引き上げる可能性は、現状ではほぼゼロ」と述べるなど、市場に拡散した正常化観測の修正を図ろうとしているような発言もあった。

（図表3-11）ドイツ10年債利回りとユーロ相場

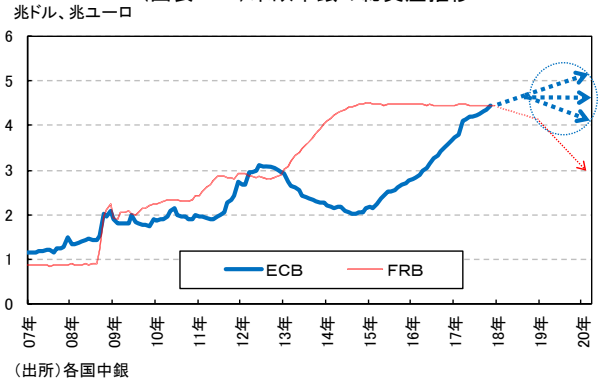


（出所）ファクトセット

こうした金融市場の反応の背景には、昨年10月開催のECB理事会で、ドラギ総裁が資産購入策の減額と、2017年末とされていた実施期限の2018年9月までの延長を決定したことがあるとみられる。この時、ECBの政策自体はテーパリング（緩和縮小）であったものの、ドラギ総裁は記者会見で、資産購入策は「政策目標の達成が視野に入るまで止めるつもりはない」と述べるなど、ECBはハト派との印象を市場に刷り込むことに成功した。また、マイナス金利政策についても、2016年3月の理事会で「現行の政策金利は資産購入策の期間を越えて継続する」と述べていたため、2018年9月以降、少なくとも3ヵ月～6ヵ月程度はマイナス金利政策を継続すると事実上宣言していた。

この点について、すでに利上げを開始し、計画どおりに資産圧縮に着手した米国（FRB）と、ユーロ圏（ECB）の政策の違いが投資家に意識されやすくなっているとの指摘がある。特にバランスシートの規模については、ECBは今年9月に現行のプログラムを終えること以外、その後も資産購入策を続けるのか否か、続ける場合に規模や期限はどうするか、償還を迎えた債券の再投資はどうするか、FRBとの対比で多くの部分が手付かずのまま未定となっている（図表3-12）。オランダ中銀のクノット総裁など一部のECBメンバーから出ている「ECBは金融政策正常化に向けた道筋を早期に示すべき」との発言は、こうしたECBの政策が未定であること自体が金融市場の混乱につながっていることを見越したものとも受け取れる。

（図表3-12）米欧中銀の総資産推移



（出所）各国中銀

ただ、2018年はユーロ圏全体としても需給ギャップの解消が見込まれているが、物価については目標である2%に達する目途は立っておらず、ECBによる予測でも2019年にインフレ率が1.7%に達する見込みであるなど、2%が視野に入るかどうかという状態である。ECBが金融緩和の「手仕舞い」に本格的に着手するためのハードルは相応に高く、ECBは資産買入れ策を段階的に縮小しながらも実施期限を延長することで、「ECBはあくまでもハト派」との印象を当面市場に与え続ける必要があるのではないだろうか。ECBは2018年7月の理事会では量的緩和策の9月での終了を打ち出すことはせず、2018年10月以降の資産買取り額を減額するとともに、年末まで期限の延長を発表すると予想する。また、利上げは2019年後半と予想する。（担当：久保）

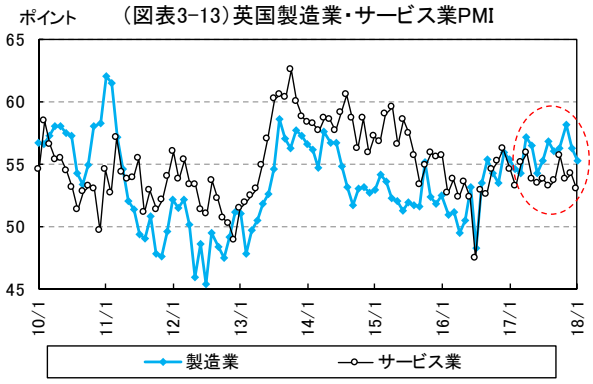
（６）英国景気は減速傾向で推移するとみる

英国の10－12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比＋0.5％と、前期の同＋0.4％から伸び幅が拡大した。物価の高止まりを背景に個人消費は低調な推移が続いたものの、ポンド安やユーロ圏の景気回復を背景に輸出が持ち直したことなどが、かろうじて押し上げに寄与したとみられる。

2016年7月のEU離脱決定で落ち込んだ企業景況感は、製造業を中心にやや持ち直しの動きがみられる。英国のPMIを見ると、製造業PMIは2017年4月以降、サービス業と比較して持ち直しつつある（図表3-13）。背景には、輸出相手国であるユーロ圏や米国の景気が堅調に推移していることに加え、ポンド安などを背景に輸出が回復したことがあるとみられる（図表3-14）。

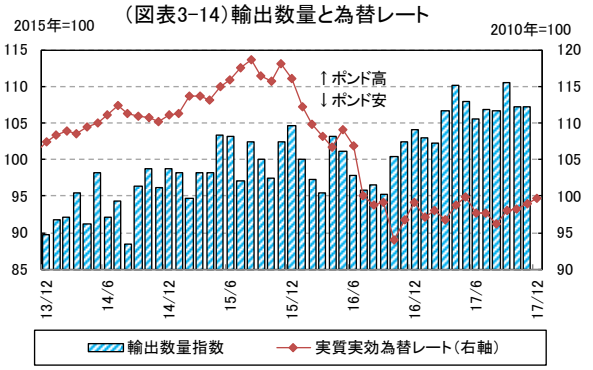
ただ、ポンド安は輸入物価の上昇を通じ、家計の実質購買力を削いでいるとも考えられる。加えて、EU離脱に伴う不透明感の高まりも、消費マインドを悪化させているとみられる。物価の高止まりや消費マインドの悪化を背景に、実質小売売上高は減速傾向が続いている（図表3-15）。雇用環境に目を向けると、9－11月期の失業率は4.3％と、42年ぶりの低水準となっているものの、週平均賃金は前年比＋2.5％と、物価上昇との見合いで加速感に欠ける展開が続いている。EU離脱に伴う家計の消費マインド悪化を背景に、個人消費は減速傾向が続くと予想する。

（図表3-13）英国製造業・サービス業PMI



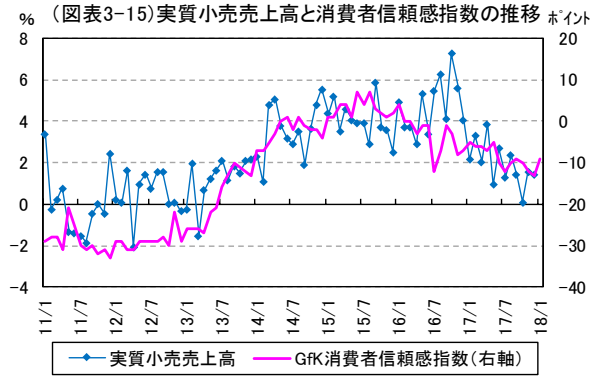
（出所）ファクトセット

（図表3-14）輸出数量と為替レート



（出所）ONS、BIS

（図表3-15）実質小売売上高と消費者信頼感指数の推移



（出所）英国国家統計局（ONS）、GfK

EU離脱交渉については、3月以降に本丸である通商協定の交渉が始まる見通しである。モデルとされているのは、EUとカナダが結んでいる包括的経済貿易協定（CETA）とみられ、財・サービスの98％が非関税とされるが、CETAでは英国が非関税を希望している金融サービスに関税がかかる仕組みになっている。英国にとって金融サービスは国際的な競争力を持つ数少ない「輸出品」であり、今後はEUと英国の間で通商協定を巡る議論が難航することが予想される。

1月のCPIは前年比＋3.0％と、前月と同じ伸び幅となり、コアCPIは同＋2.5％→同＋2.7％と伸び幅が拡大した。BOEは2月8日の金融政策委員会（MPC）で、政策金利を0.5％ですえ置いたものの、議事要旨では金融政策に関する文言が「想定より『幾分早い時期』に、『幾分大きな幅で』引き締める必要がある」との記載に変更され、追加利上げを視野に入れていることが示唆された。また、インフレ見通しでは世界景気の堅調は当面続き、労働需給の引き締まりが賃金上昇に結び付くとの考えが示されたことから、BOEは5月にも追加利上げを行ない、その後も年2回程度のペースで利上げを行なっていくと予想する。（担当：久保）

４．中国経済見通し

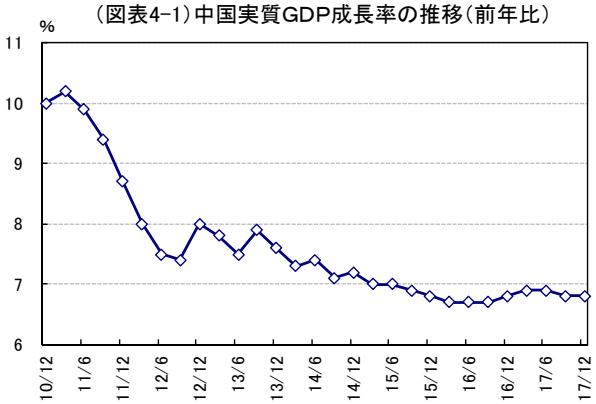
〈要　　約〉

１０－１２月期の中国実質ＧＤＰ成長率は前年比＋６．８％と、前期と同じ伸び幅となり、２０１７年通年の成長率は同＋６．９％と、７年振りに成長率が加速した。１０－１２月期の成長率の内訳をみると、固定資産投資は、不動産開発投資の減速が続いたものの、製造業投資が持ち直したことや、インフラ開発投資が底堅く推移したことにより、減速の程度は緩やかなものにとどまった。個人消費は底堅く推移し、輸出は回復が続いた。今後の中国景気は、引き続き不動産開発投資の減速傾向が続くと見込まれ、過剰生産能力の解消方針が一部製造業での設備投資を下押しするとみるものの、政府によるハイテク産業育成政策を背景に、関連業種での投資の増加が見込まれることや、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の堅調や、先進国景気の回復に伴う輸出の回復などにより、景気は底堅く推移すると予想する。

（１）中国景気は内外需揃った回復へ

中国の2017年10－12月期の実質 GDP 成長率は前年比＋6.8％と、前期と同じ伸び幅となった（図表4-1）。固定資産投資は、内訳である不動産開発投資の減速が続いたものの、製造業投資が持ち直したことや、インフラ開発投資が底堅く推移したことにより、減速の程度は緩やかなものにとどまった。加えて、輸出や消費が堅調に推移したことが、景気を下支えしたとみられる。

（図表4-1）中国実質GDP成長率の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局

12月18～20日に、中国政府は中央経済工作会議を開催した。会議では、中国経済は「高速発展段階」から「質の高い発展段階」に入ったとの言及があり、政策の力点は従前までの「高成長の追求」から、金融リスク防止、貧困解決、環境保護といった、高成長の過程で残された「質の問題」の解決に傾けるとの論調になっている。声明文中でも、昨年の「総需要を適度に拡大させる」との文言が削除される一方、「経済発展の質の追及」が追記されており、2018年は構造変化に力点を置く方針であると読み取れる。今後の中国景気については、政府によるインフラ開発投資などの景気対策は減速すると見込まれるものの、国内の消費は底堅く、ハイテク産業を中心に製造業投資も活発化が予想される。また、欧米など先進国景気も回復していることから、輸出も回復傾向が続くと見込まれ、2018年の成長率は＋6.6％、2019年は＋6.4％と、景気は底堅く推移すると予想する（図表4-2）。

（図表4-2）中国実質GDP成長率予測（前年比）

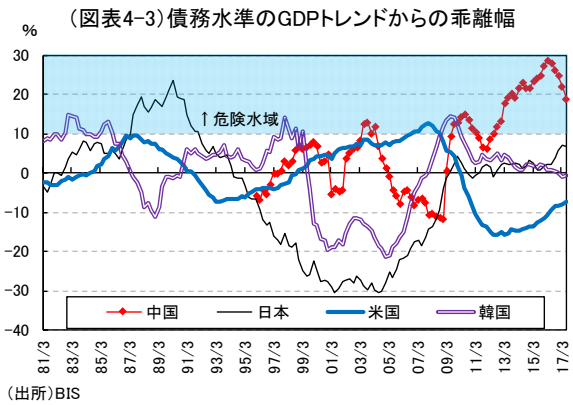
（単位：％）

	2017年（実績）	2018年（予測）	2019年（予測）
実質GDP成長率	6.9	6.6	6.4

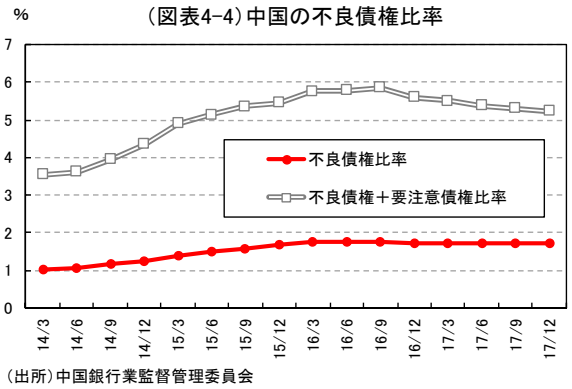
（２）金融リスク抑制を強化

中国の金融については、以前からシステミック・リスクを指摘されてきた経緯がある。一国の債務維持可能性を測る尺度として、BIS（国際決済銀行）が発表している Credit to GDP ギャップがある。これは、一国の民間非金融部門の債務と GDP トレンドとの乖離を求めたものであり、この数値

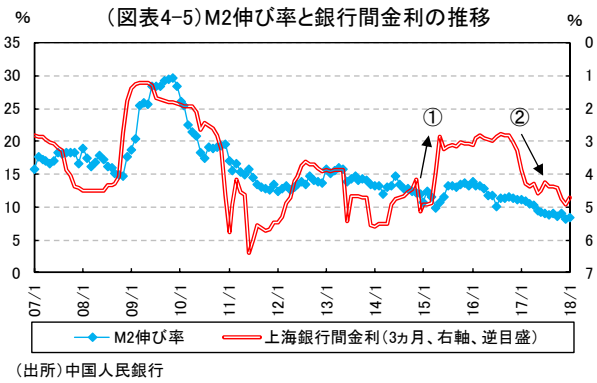
が10%を超えると数年以内にシステミック・リスクが起こる可能性が高いとされる。歴史的に見ると、バブル期の日本やサブプライム・ローン問題が発生した米国、アジア通貨危機時の韓国などの同指標が10%を超えていた（図表4-3）。中国については、10%を超えた期間が6年近くに渡り続いており、国際比較の面でも中国の金融リスクは高いと言える。



銀行業監督管理委員会（金融庁に相当）が公表している「公式の」不良債権比率は、2017年第4四半期時点で1.74%だが、ここに銀行側が「90日以上延滞しているが、企業に返済能力がある」と判断している要注意債権（関注債権）を加味すると、全債権に占める比率は5.23%に高まる（図表4-4）。こうしたオンバランスの債権以外にも、中国の銀行は多くの簿外資産を保有する。中国の金融システムを概観すると、すべての金融取引の合計である社会融資総量は2017年末時点で175兆元（約3,000兆円、残高ベース）、うち銀行貸出は122兆元と7割程度であり、ノンバンクの投資商品など、広義のシャドーバンキングが3割の53兆元（約900兆円）を占める。銀行の簿外資産の劣化度合いは長らく不明とされてきたが、2016年に IMF は借り手である企業側の財務分析（EBITDA（利払い前・税引き前・減価償却前利益）を用いたインタレスト・カバレッジ・レシオ）から、2015年末時点で中国企業の全債務のうち、14%が潜在的な不良債権との試算を発表している。中国の金融リスクは、簿外のシャドーバンキングのなかに潜在していると考えられる。この点について、2017年11月に金融規制当局は理財商品や信託商品といったノンバンクの投資商品について、販売元に監視や情報開示を促すパブリック・コメントを発表した。特に、ノンバンクの投資商品について、「剛性兌付」（事実上の損失補償）の慣例を初めて罰則付きで禁止した。これまで資産の健全性が疑問視され、金融リスクに結びつくとの懸念があった同商品に規制をかけた点では、金融リスク抑制に向けた大きな一歩と言える。



ただ、こうした金融リスク抑制の動きは、景気にブレーキをかける可能性もある。中国の銀行間金利と M2伸び率を比較すると、①2014年後半から中国人民銀行がさまざまな金融緩和策を打ち出したことで銀行間金利は低下し、M2の伸び率も10～15%程度の伸びを保っていたものの、②2016年末頃から中国人民銀行による流動性吸収や、規制当局によるノンバンク投資商品の窓口規制などを行なった結果、流動性ひっ迫から銀行間金利は上昇し、M2の伸び鈍化に拍車がかかった（図表4-5）。中国人民銀行は、1月から預金準備率を引き下げるなど、景気に配慮した政策を行なっているものの、こうした動きは前述した不透明かつ不健全な資金の流れに結び付くおそれもある。中国の金融当局は、景気支援と金融リスク防止という、アクセルとブレーキを巧みに踏み分ける難しい政策運営が求められる。



（３）固定資産投資は製造業投資が下支え

1－12月累計の固定資産投資は前年比＋7.2％と、1－9月累計の同＋7.5％から▲0.3％ポイント低下した（図表4-6）。内訳では、不動産開発投資が1－12月累計で前年比＋7.0％と、17年4月の同＋9.3％をピークに緩やかな減速が続いている。一方、インフラ開発投資は同＋19.0％と共産党大会後も堅調を維持しており、製造業は同＋4.8％と、足元では伸び幅拡大の動きがみられる。

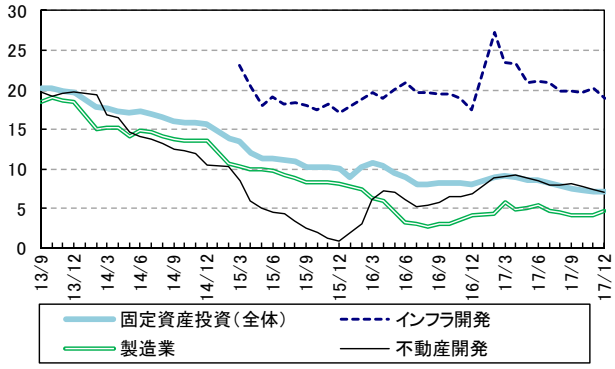
インフラ投資については、地方政府が共産党大会に向けた実績づくりのために、年初に景気対策を一斉に執行した反動で、昨春以降伸び幅が鈍化している。ただ、党大会や経済工作会議で再三強調された「脱貧困」プロジェクトが2016年以来進行中であることを踏まえると、今後の政府による投資は、引き続き底堅いレベルを維持するとみる。製造業投資は足元で持ち直しており、特にコンピュータ・通信機器関連での投資が顕著に増加している（図表4-7）。背景には、官民協調によるハイテク産業振興策があるとみられる。世界半導体市場統計（WSTS）によると、2018年の半導体需要は前年比＋7％の伸びが見込まれており、地域別寄与度では、中国を含めたアジア大洋州で同＋4％の拡大が見込まれている。コンピュータ・通信機器を中心に、製造業投資は今後持ち直しに向かうと予想する。

不動産開発投資は、2017年初をピークに減速が続いている。特に、2016年9月には「史上最強」とも評される住宅購入抑制策（頭金比率の引き上げ）を打ち出し、2017年には地方都市である2線、3線都市にも同様の措置を打ち出したことにより、住宅価格は広い地域で伸びが鈍化している（図表4-8）。住宅価格の伸びが抑制されていることに伴い、多額の債務を持つ一部の不動産開発業者などは、採算の合わない新規プロジェクトを凍結させているとみられ、不動産開発投資は今後とも減速傾向をたどると予想する。

（４）個人消費は堅調に推移すると予想

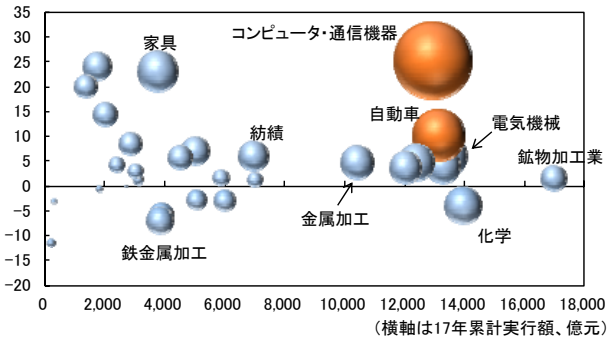
12月の実質小売売上高は前年比＋7.8％と、2017年以降は均せば同＋9.0％程度の伸びが続いている（図表4-9）。2017年末をもって小型車減税が完全

（図表4-6）固定資産投資の推移（前年比）



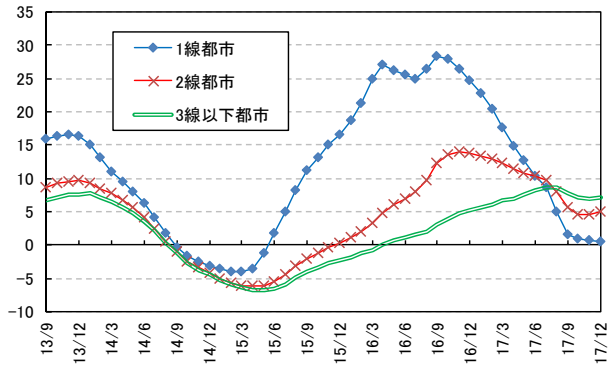
（出所）中国国家統計局　※年初来累計値の前年比

（図表4-7）2017年業種別固定資産投資動向



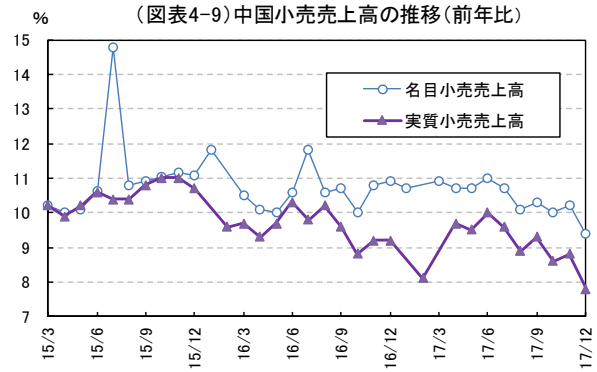
（出所）中国国家統計局　※バブルの大きさは前年から増加/減少した投資金額

（図表4-8）都市別新築住宅価格の推移（前年比）



（出所）中国国家統計局　1線～3線は都市の規模。数字が小さいほど大都市。

（図表4-9）中国小売売上高の推移（前年比）

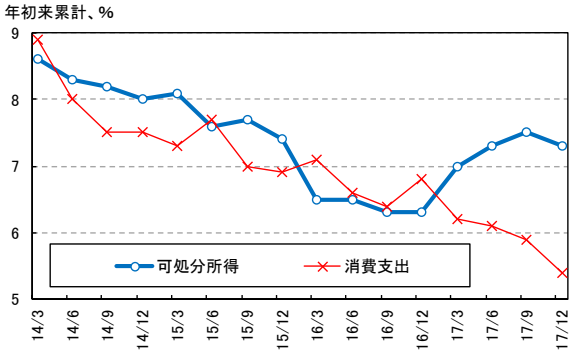


（出所）中国国家統計局

に打ち切られたため、目先は駆け込み需要からの反動減が発生するとみられるが、引き続き雇用・所得環境の改善を背景に家計の購買力は増加が続き、個人消費は堅調に推移するとみる。

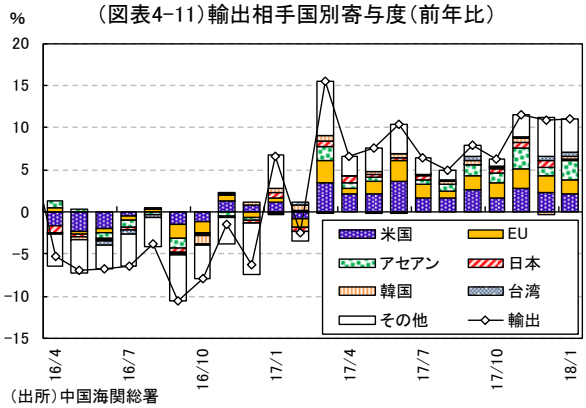
一人当たり可処分所得の増加率は、企業業績の回復を背景に、2016年10－12月期以降持ち直し傾向で推移しており、2017年10－12月期の伸びは前年比＋7.3%まで上昇している（図表4-10）。2018年1月に、全国に先駆けて遼寧省と江西省が最低賃金を改定し、2年振りの賃上げを行なった。2017年は前述の2省を含め、最低賃金を前年からすえ置く省が多かったなか、二つの省が賃上げに動いたことで、今後は他の省市区にも賃上げの動きが広がると期待される。今後の個人消費は、所得の増加を背景に、堅調に推移するとみる。

（図表4-10）可処分所得と消費支出（前年比）



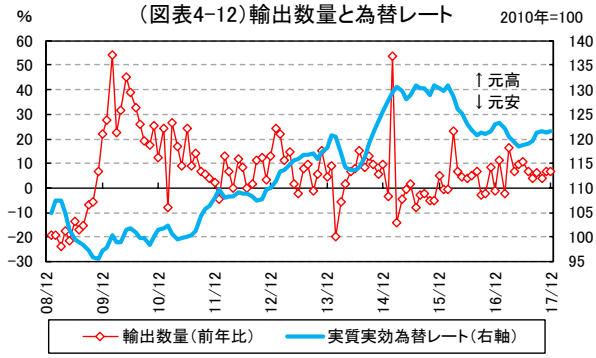
（出所）中国国家統計局

（図表4-11）輸出相手国別寄与度（前年比）



（出所）中国海関総署

（図表4-12）輸出数量と為替レート



（出所）中国海関総署、BIS

（５）輸出は緩やかな回復が続く

1月の輸出額（ドル建）は前年比＋11.1%、10－12月期も同＋9.7%と、回復傾向が続いている（図表4-11）。相手国・地域別に見ると、10－12月期については、米国向けや EU 向けが堅調を維持したことに加え、アセアン向けや日本向けが加速したことが、全体の高い伸びにつながった。ただ、今後については人民元が高止まりしていることが、輸出の足枷となることが懸念される。人民元の実質実効為替レートをみると、2016年以降に進行した元安トレンドはすでに一服しており、足元では2014年末の水準で高止まりしている。輸出数量の伸びも、2017年以降は前年比で5～10%程度の緩やかな伸びにとどまっている（図表4-12）。今後の輸出は、人民元の高止まりが一定の足枷となる可能性が残るものの、米国をはじめとする先進国の堅調な内需を取り込むかたちで、輸出金額は前年比＋10%前後の緩やかな回復傾向が続くと予想する。（担当：久保）

５．韓国・台湾・豪州経済見通し

〈要　　約〉

韓国は、輸出の改善傾向が続くと見込まれるものの、個人消費が伸び悩むとともに、固定投資も減速が続くとみられることから、景気の回復ペースは鈍化に向かうと予想する。台湾は、輸出の持ち直しに加え、最低賃金の引き上げにより個人消費が底堅く推移することで、景気回復傾向が続くとみる。金融政策については、韓国の利上げは２０１９年にずれこむ一方、台湾の利上げは２０１８年内に行なわれると予想する。

豪州は、労働需給のひっ迫を受けた賃金上昇から、個人消費の緩やかな回復が続くとみられる。設備投資や輸出についても、堅調な推移となることで、豪州景気全体でも、底堅さを維持すると見込まれる。豪州準備銀行（ＲＢＡ）は、家計債務の高止まりなどを受け、２０１８年中は政策金利をすえ置く一方、堅調な雇用環境による緩やかな物価上昇を受け、２０１９年に利上げを行なうと予想する。

（１）韓国経済は回復ペースが鈍化へ

韓国の10－12月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比▲0.2%と、7－9月期の同＋1.5%から落ち込み、2008年10－12月期以来のマイナス成長となった（図表5-2）。民間最終消費支出は堅調に推移したものの、輸出の増加が一服したことや、総資本固定形成の内訳である住宅投資が減少したことなどが全体を押し下げた。

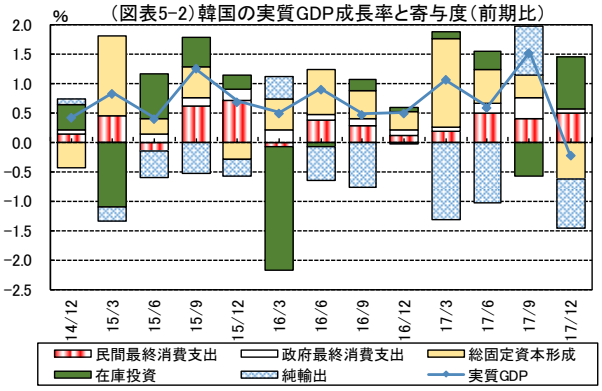
需要項目別では、GDP のおよそ5割に相当する輸出を見ると、新型スマートフォン発売に向けて増加していた半導体輸出が一服したことにより、10－12月期の輸出金額が前年比＋8.5%と、7－9月期の同＋24.0%からプラス幅が縮小している(図表5-3)。もっとも、世界半導体市場統計(WSTS)による世界半導体市場予測によれば、2018年は前年比＋7.0%と堅調な推移が予想されている。特に、IoT や自動運転技術の進展に伴い、データセンター(半導体出荷先別でのマーケットシェア29%)や車載向け(同12%)での需要の拡大が見込まれることから、半導体需要全体としての増勢は続くと予想される(図表5-4)。今後の輸出は、引き続き半導体をけん引役に、緩やかな回復傾向をたどるとみている。

総固定資本形成は、昨年10月に発表された複数住宅所有者への融資規制強化を背景に、住宅投資

(図表5-1)韓国・台湾・豪州の実質GDP成長率予測
（前年比）　（%）

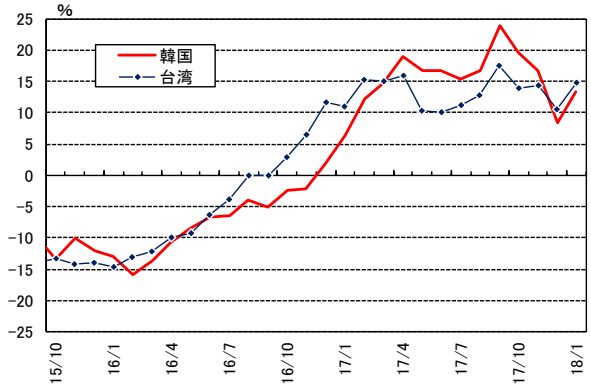
	2016年（実績）	2017年（実績）	2018年（予測）	2019年（予測）
韓国	2.8	3.1	2.8	2.7
台湾	1.4	2.9	2.7	2.8
豪州	2.5	2.3	2.8	2.8

(図表5-2)韓国の実質GDP成長率と寄与度(前期比)



(出所)韓国銀行

(図表5-3)韓国、台湾の輸出金額(3ヵ月移動平均、前年比)の推移

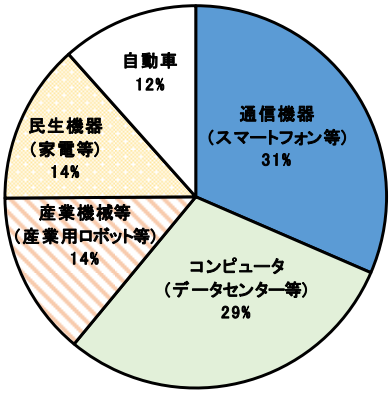


(出所)各国統計より明治安田生命作成

が減速したことでマイナスに転じた。今後についても、平昌オリンピックに向けた建設投資がはく落することで、弱めの推移が続くと見込まれる。個人消費は、最低賃金の引き上げが下支えとなるものの、対 GDP 比で9割を超えている家計債務残高が重しとなることで伸び悩むと予想する。今後の韓国景気は、輸出の改善傾向が続くと見込まれるものの、個人消費が伸び悩み、固定投資も減速傾向が続くとみられることから、回復ペースは鈍化に向かうと予想する。

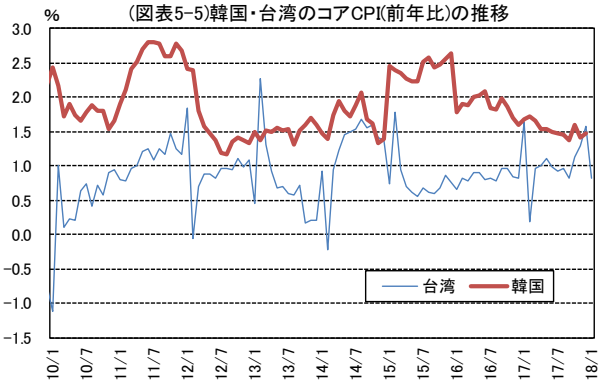
12月の CPI（消費者物価指数）について、食糧とエネルギーを除いたコアインフレ率を見ると、前年比＋1.48％と、昨年4月から＋1.5％近傍の推移となっている（図表5-5）。韓国中銀は昨年12月に、1.25％から1.50％へと政策金利を引き上げた。ただ、景気の先行きが鈍化すると予想されるのに加え、韓国ウォンが対ドルで強含んでいることから、当面政策金利はすえ置かれるとみる。平昌オリンピック後には地政学リスクが再燃するリスクも燻っており、次回の利上げは2019年にずれこむと予想する。

（図表5-4)世界の半導体の用途別出荷実績の内訳(2016年)



（出所)WSTS、内閣府より明治安田生命作成

（図表5-5)韓国・台湾のコアCPI(前年比)の推移



（出所)各国統計より明治安田生命作成

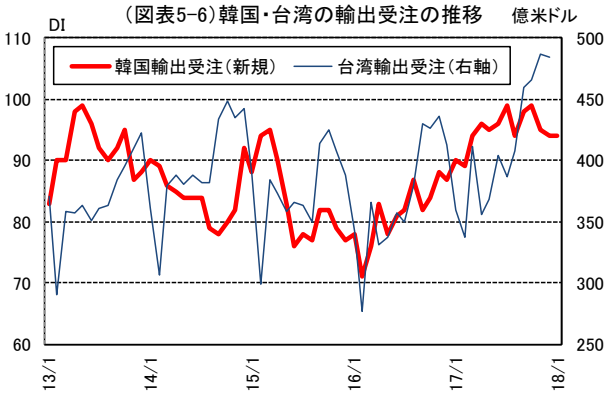
（２）台湾経済は回復傾向で推移

台湾の10－12月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前年比＋3.3％と、7－9月期の同＋3.2％から伸び幅が小幅拡大した。前期比年率ベースでも＋4.3％と、9四半期連続でプラス成長が続いている。需要項目別の伸びが確認できる前年比ベースで見ると、固定資本形成が前年比▲2.2％と、7－9月期の同▲2.7％に続き減速が続いたものの、個人消費が同＋2.9％と、3四半期連続でプラス幅が拡大したほか、輸出が同＋6.0％と、7四半期連続のプラスとなったことが全体を押し上げた。

輸出受注指数（季調値）を見ると、2017年2月以降、増加傾向での推移となっている(図表5-6)。世界の半導体市場の拡大を背景に、輸出は今後も堅調な推移が続くと予想する。最低賃金の引き上げによる個人消費の拡大が期待できることや、大型の公共投資も予定されていることもあり、台湾景気は回復傾向が続くと予想する。

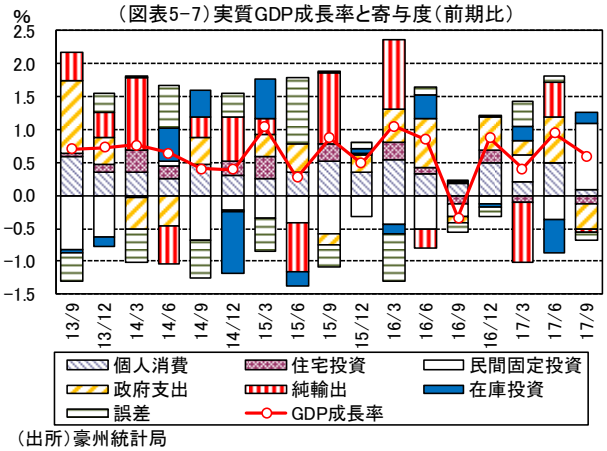
足元の CPI は、振れを伴いながらも均せば前年比＋1％程度の推移となっているが(再掲図表5-5)、賃

（図表5-6）韓国・台湾の輸出受注の推移



（出所）台湾経済処、韓国銀行

（図表5-7）実質GDP成長率と寄与度（前期比）

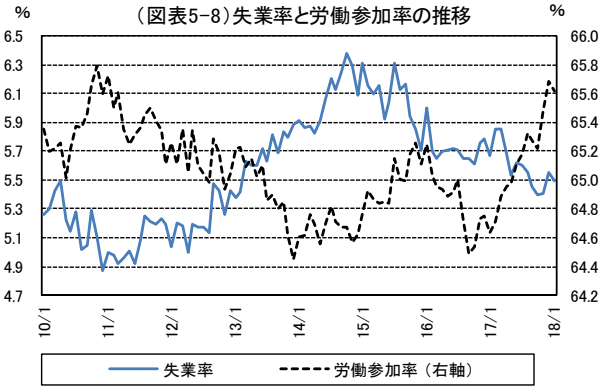


（出所）豪州統計局

金上昇により、2018年にかけては物価上昇圧力がやや強まると見込まれる。台湾中銀は、2018年内に1回、2019年にも1回の利上げを実施すると予想する。

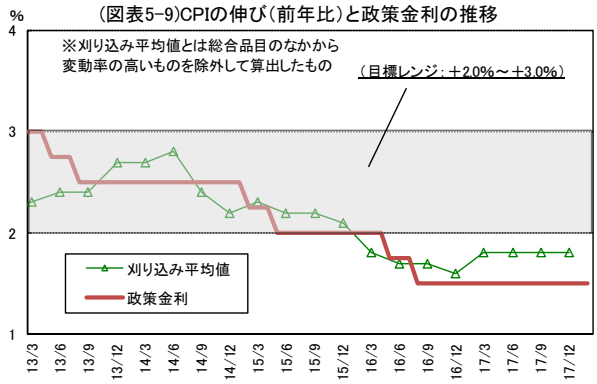
（３）豪州景気は堅調さを維持する

豪州の7－9月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.6%と、4四半期連続のプラスとなった。(図表5-7)。需要項目別に見ると、個人消費は、前期からプラス幅が縮小したものの、2009年1－3月期以降、約9年にわたりプラス成長を維持している。民間固定投資は、インフラ関連投資の回復が押し上げた。輸出は、堅調な海外経済を受けて、2四半期連続のプラスとなった。



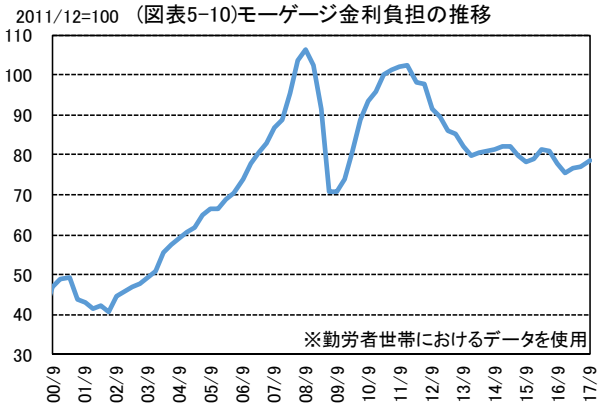
(出所)豪州統計局

雇用環境に目を向けると、1月の失業率は5.5%と、2014年秋以降、改善傾向で推移している(図表5-8)。労働参加率の推移を見ても、資源バブルで雇用の需給がひっ迫していた2011年以来の高さにまで上昇している。今後については、特に医療や建設業などの分野で雇用需給がさらにひっ迫し、賃金上昇につながると見込まれることで、個人消費は緩やかな回復が続くと予想する。ただ、家計債務残高の高まりなどが一定の下押し要因となる可能性には注意が必要である。



(出所)豪州統計局、ファクトセット

設備投資は、非資源州を中心とした流通業や情報・通信業の投資の持ち直しなどから、底打ちの兆しがみられる。これまで下支えとなっていた LNG 開発プロジェクトの一巡などで、鉱業投資の伸び悩みが続くとみられるものの、低金利環境が継続されるとみられるなか、E コマース拡大を受けた流通業や、IT 化の進展を背景とした情報・通信業などの投資が底堅く推移することで、今後の設備投資は、均せば緩やかな回復が続くと予想する。



(出所)豪州統計局

通関ベースの輸出は、10－12月期は前期比▲0.1%と2四半期ぶりのマイナスとなった。背景には、中国で5年に一度の共産党大会が終了し、同国向けの輸出が減少に転じたことが大きい。ただ、今後については、中国の LNG 需要が増加に向かうとみられることや、インドなどを中心に鉄鉱石需要が拡大するとみられることなどから、輸出は底堅く推移するとみる。

2月6日に行なわれた RBA(豪州中央銀行)理事会では、政策金利が16会合連続で1.5%にすえ置かれた(図表5-9)。背景として、堅調な海外景気を受けた輸出の増加や設備投資の底入れなどから、2019年にかけて景気が徐々に上向くと予想される一方、物価の基調的な動きは弱いことが挙げられる。

家計債務の対 GDP 比での高止まりも、RBA に政策金利の早期引き上げを躊躇させる要因とみられ

る。BIS の公表資料によれば、政策金利の引き下げを受けた住宅ローン金利の低下、および住宅購入意欲の上昇が家計債務拡大に寄与し、足元では対GDP比で120%を超えるなどきわめて高水準になっている。持家の住居費に相当するモーゲージ金利負担の推移を見ると、足元では、横ばい圏で推移しており、現時点では利払い負担の拡大はみられないが、RBA が利上げを行なう際の懸念材料となっている(図表5-10)。

豪州景気は堅調さを維持すると見込まれるものの、物価の上昇圧力は依然観察されず、家計債務残高も高止まりが続くとみられることから、政策金利は当面すえ置かれると見込む。ただ、雇用環境を中心に内需が堅調なことから、豪中銀は、2019年に利上げを行なうと予想する。（担当：磯部）

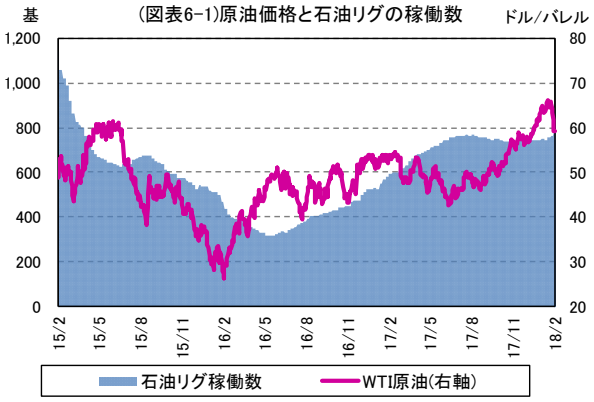
６．原油相場見通し

原油価格は春先に向けて上昇傾向が一服

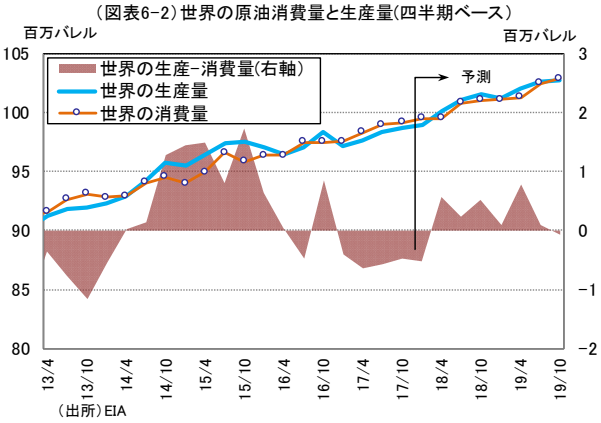
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）原油価格は、OPEC（石油輸出国機構）と非OPEC主要産油国との協調減産延長合意（2018年末まで9ヵ月延長）やイランの反政府デモ、リビアにおける原油パイプラインの爆発、トランプ政権の中東政策による混乱などから、昨年12月には2015年6月以来の60ドル/バレルを超え、年明け以降もドル安や北米寒波の影響などから高値圏で推移している（2018年2月14日現在：60.73ドル/バレル、図表6-1）。

今後の世界石油需要については、米エネルギー情報局（EIA）、国際エネルギー機関（IEA）、OPECの予測においても、中国やインドで増加トレンドが続くとみられるのに加えて、堅調な景気などを背景に米欧でも増加すると見込まれる。一方、供給面ではOPEC等の協調減産は続くとみられるものの、現状の原油価格水準から、米国シェール地域の生産拡大が促されるとみられる。EIAの2月の「Short-Term Energy Outlook」を見ると、2017年の日量▲52万バレルの需要超過から、2018年は同＋20万バレルの供給超過に転じる見通しとなっており、2018年末にかけて需給の引き締まりは見込まれていない（図表6-2）。

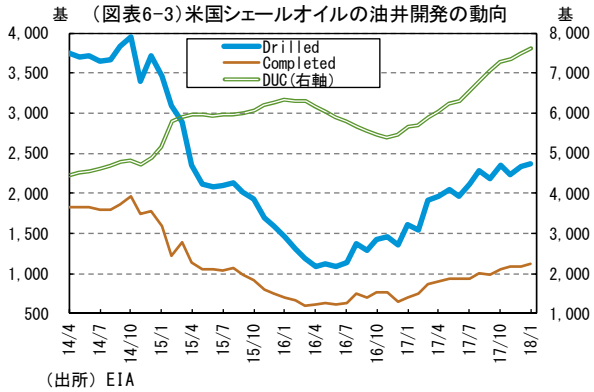
米国の油井開発動向を見ると、昨年5月以降の原油価格の伸び悩みや、ハリケーンの影響などを受けて、リグ稼働数は横ばい圏での推移となっている（前掲図表6-1）。ただ、EIAの2月の「Drilling Productivity Report」では、シェールオイルの主要生産地域の生産に直結する「完成した油井数：Completed」、「完成間もなくの油井数：Drilled but Uncompleted（DUC）」、「掘削段階にあたるリグ稼働数：Drilled」がいずれも昨年初から増加傾向で推移しており、引き続きシェールオイル生産の再開や新規投資の動きが増える可能性が示唆されている（図表6-3）。また、米国のシェールオイル生産見通しは3月も増加することが予想



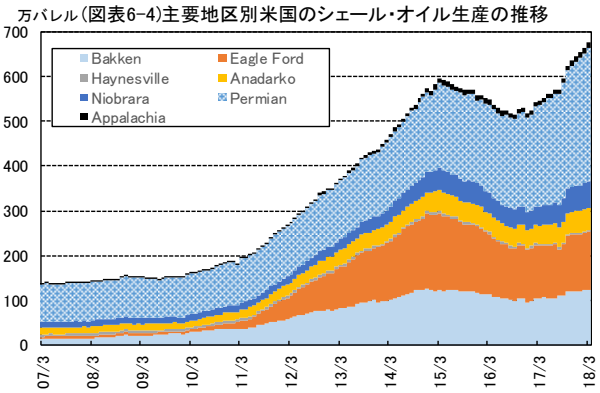
（出所）ファクトセット、Baker Hughes



（出所）EIA



（出所）EIA



（出所）米国エネルギー省、トムソン・ロイターより明治安田生命作成

されているほか、リグ稼働数に頭打ち傾向がみられる地域での生産性が大幅に回復するなど、今後も生産量の回復が見込まれる（図表6-4）。

今後の原油価格は、引き続きOPECと非OPEC主要産油国との協調減産が下支えとなるものの、春先に向けては、徐々に米国のシェールオイル生産拡大が意識され、上昇傾向は一服するとみている。2018年の原油価格は、中東情勢などの地政学リスクなどによって振れを伴いながらも、55～65ドル/バレルを中心レンジとする展開を予想する。（担当：松下）

本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。