



農林中金総合研究所

2019～20年度改訂経済見通し

峠を下り始めた国内景気

～2019年度:0.2%(下方修正※)、20年度:0.4%(上方修正※)～

※19年3月時点の見通し(それぞれ0.3%、0.2%)との比較

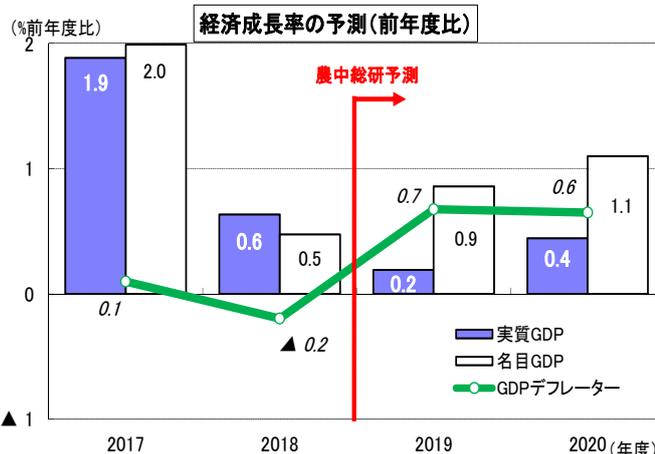
2019年5月23日

お問い合わせ先:(株)農林中金総合研究所
調査第二部 マクロ経済班
内容について:03-6362-7758
その他(配送など):03-6362-7757

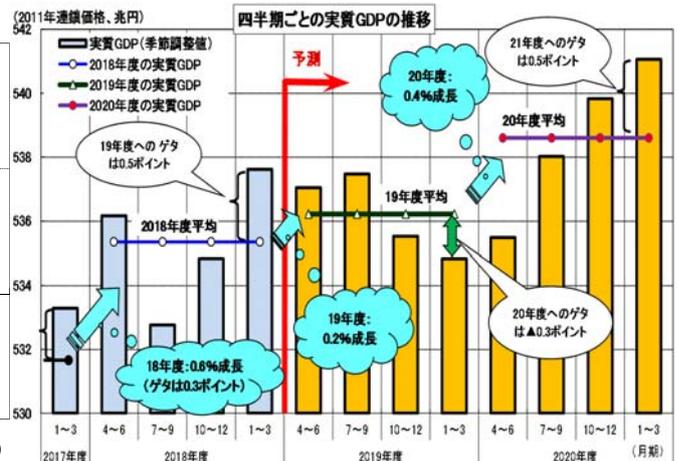
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できるとされる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願いします。

《 サ マ リ ー 》

- 2019年1～3月期の実質GDPは2四半期連続でのプラス成長となったが、主要な需要項目である消費、設備投資、輸出がいずれも減少したことに加え、成長の押し上げ要因となった輸入減は国内需要の鈍さに起因するものだったことを考慮すると、景気の実態は悪いと判断される。
- 足元4～6月期は、消費、企業設備投資が持ち直すものの、輸出減が継続し、さらには輸入の反動増などが想定され、マイナス成長となる可能性が高い。ただし、7～9月期は10月の消費税増税を控えた駆け込み需要の発生でプラス成長が見込まれるなど、上期中の景気が明確に悪化することは避けられるだろう。しかし、19年度下期は駆け込み需要の反動減も加わって調整色が強まると予想する。この調整は20年前半まで続くが、20年後半以降は東京五輪・パラ開催や世界経済の持ち直しに支えられて底入れが見込まれる。
- 日本銀行はフォワードガイダンスの明確化に伴い、少なくとも20年春頃まで現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続ける方針だが、先行き景気悪化への対応を催促される場面も想定される。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2019年1～3月期まで実績、それ以降は当総研予測

目次

1 景気の現状	4
2 世界経済の動向	6
3 国内の経済政策	21
4 日本経済・物価の見通し	23
5 金融政策の見通し	31

見通し担当者：
総括、日本経済・金融
米国経済・金融
欧州経済・金融
中国経済・金融

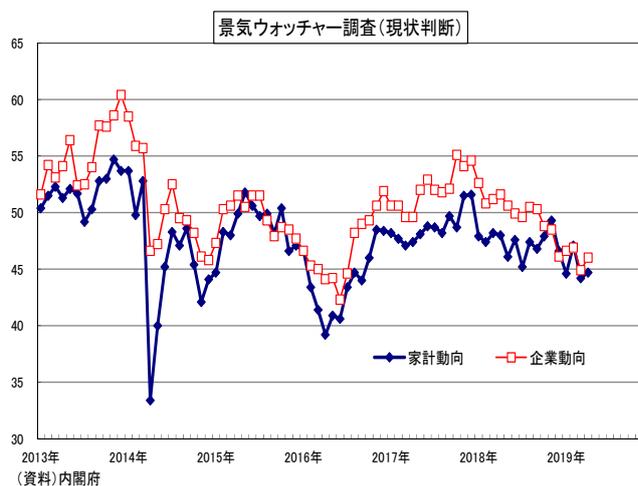
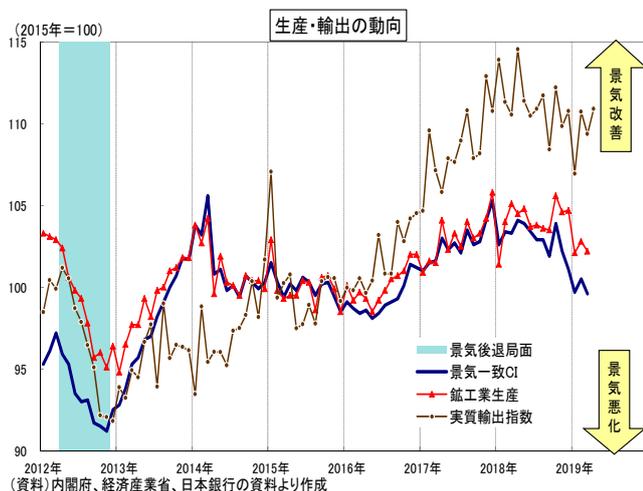
南 武志
佐古佳史
山口勝義
王 雷軒

農林中金総合研究所

3

1 景気の現状

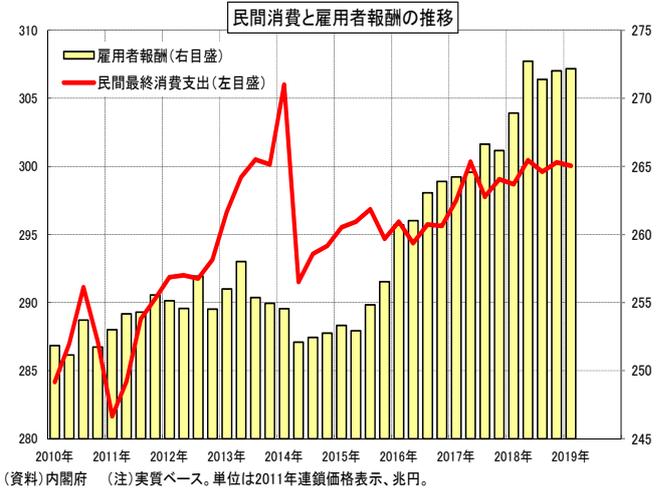
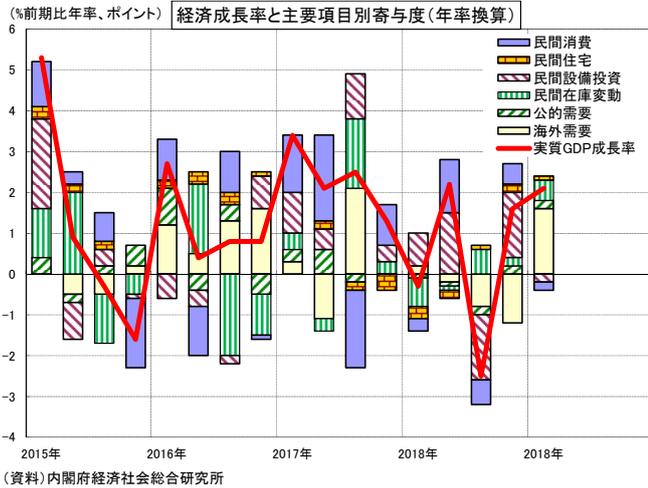
- 景気動向：後退局面入りが濃厚に
 - － 国内景気は、世界経済の減速に伴って輸出・生産の減少傾向が強まっており、それが企業設備投資などへ波及するなど、低調に推移
 - ・ 3月の景気動向指数では、景気の基調判断は13年1月以来の「悪化」へ下方修正
 - － 家計・企業の景況感も悪化が継続
 - － 労働市場は底堅く推移しているが、足元では求人数が頭打ちとなったほか、雇用増加ペースも鈍化しつつある
 - ・ 時間当たり賃金の上昇ペースは相変わらず鈍い
 - － 全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年比1%割れで推移
 - ・ 一方、これまでの人件費・原材料費の値上がり分の価格転嫁もじわりと進行



農林中金総合研究所

4

- 1～3月期GDP: 年率2.1%と2四半期連続のプラス成長となったが、内容は悪い
 - 18年度補正予算に計上された公共投資が前期比1.5%(前期比成長率(0.5%))に対する寄与度:0.1ポイント)と5四半期ぶりに増加に転じたほか、輸入等が同▲4.6%(寄与度:0.9ポイント)と大幅に減少、成長率を押し上げた
 - しかし、民間消費が同▲0.1%(寄与度:▲0.0ポイント)、民間企業設備投資も同▲0.3%(寄与度:▲0.0ポイント)と、いずれも小幅とはいえ減少に転じたほか、輸出も同▲2.4%(寄与度:▲0.5ポイント)と大きく減少
 - 実質雇用者報酬は同0.1%と鈍い伸びにとどまり、18年度を通じても頭打ち気味に推移
 - この結果、1～3月期は前期比年率2.1%と2四半期連続のプラス成長で、数字的にはしっかりした伸びとなったが、民間最終需要は同▲0.3%と2四半期ぶりの減少となるなど、内容の悪さが目立つ
 - GDPデフレーターは前年比0.2%と4四半期ぶりの上昇ながらも、国内需要デフレーターは同0.3%へ鈍化



農林中金総合研究所

5

2 世界経済の動向 ①概況

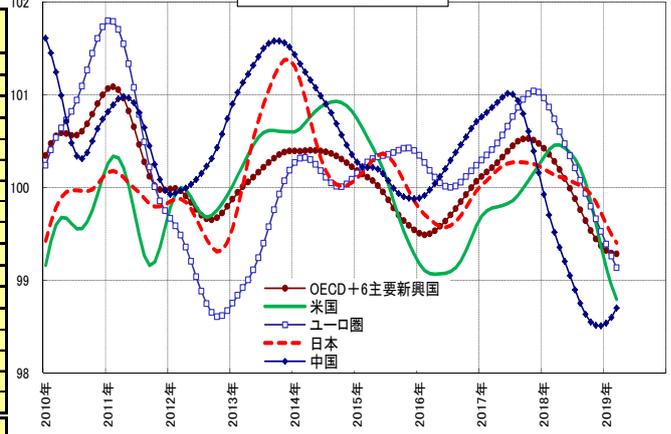
- 国際機関による世界経済見通し:IMFは3回連続で下方修正
 - 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(19年4月発表)は、世界全体の成長率を3回連続で下方修正
 - 19年の世界全体の成長率は前年比3.3%(18年実績:3.6%)へ減速、スロートレード懸念が高まった16年実績(同3.4%)を下回るとした
 - 世界貿易数量も19年は前年比3.4%と、2年連続で鈍化する見通し
 - 経済協力開発機構(OECD)の景気先行指数(CLIs)も、世界経済の減速が当面続くことを示唆
 - 先進国・地域では悪化継続
 - 中国は一息ついた感もあるが、先行きは米中摩擦激化やHuawei制裁などの影響が出る可能性も

2019～20年 IMF世界経済見通し

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
世界全体(実質経済成長率)	3.4	3.8	3.6	3.3	3.6
先進国	1.7	2.4	2.2	1.8	1.7
米国	1.6	2.2	2.9	2.3	1.9
ユーロ圏	2.0	2.4	1.8	1.3	1.5
ドイツ	2.2	2.5	1.5	0.8	1.4
フランス	1.2	2.2	1.5	1.3	1.4
イタリア	1.1	1.6	0.9	0.1	0.9
スペイン	3.2	3.0	2.5	2.1	1.9
英国	1.8	1.8	1.4	1.2	1.4
日本	0.6	1.9	0.8	1.0	0.5
新興国・発展途上国	4.6	4.8	4.5	4.4	4.8
中国	6.7	6.8	6.6	6.3	6.1
インド	8.2	7.2	7.1	7.3	7.5
ブラジル	▲3.3	1.1	1.1	2.1	2.5
ロシア	0.3	1.6	2.3	1.6	1.7
南アフリカ	0.4	1.4	0.8	1.2	1.5
ASEAN5	4.9	5.4	5.2	5.1	5.2
世界貿易数量(財・サービス)	2.2	5.2	3.8	3.4	3.9

(資料)IMF『World Economic Outlook(2019年4月)』

(長期平均=100)



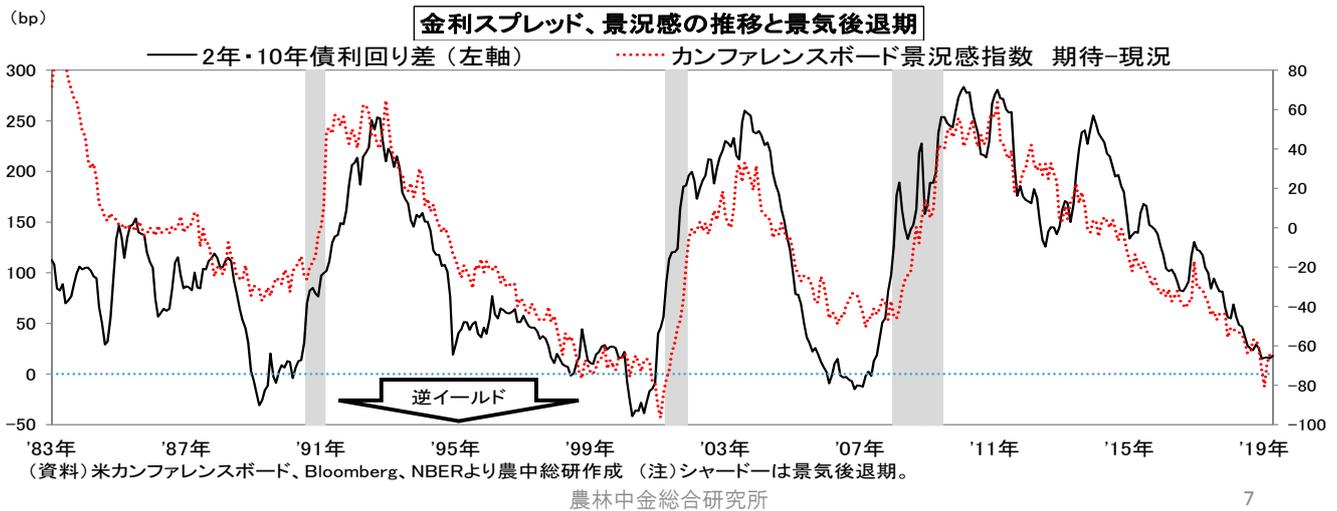
農林中金総合研究所

6

2 世界経済の動向 ②米国

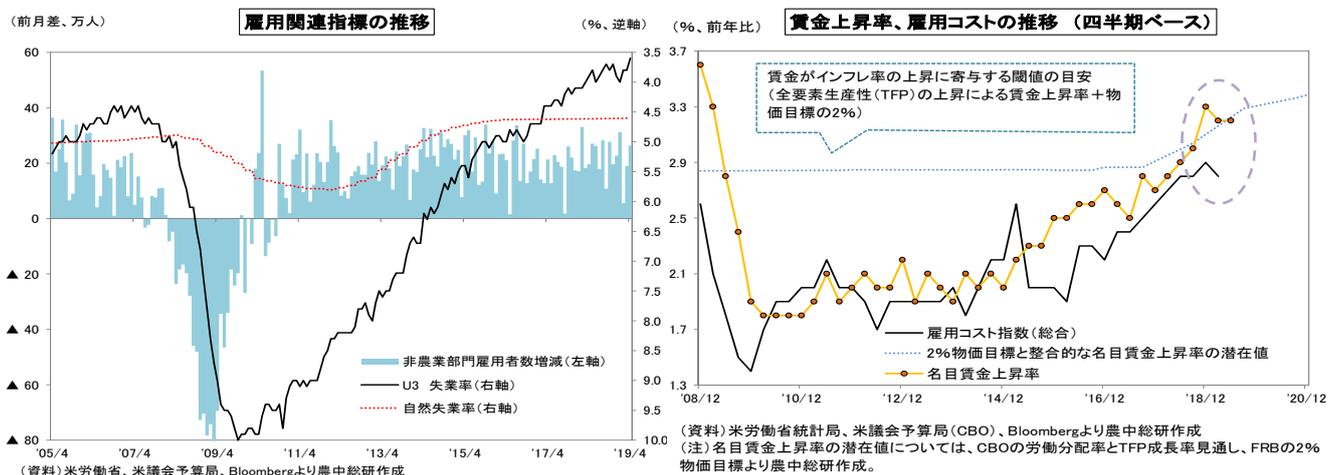
景気動向：ソフトランディングに向けた動き

- 19年1～3月期のGDPは前期比年率3.2%成長(速報)
- FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.6%で推移
 - ・ 賃金上昇率の高まりなどから、先行きは緩やかな上昇が予測される
- 見通しのポイントとしては、世界経済の減速懸念からFRBがハト派に転じたこともあり、①19年に利上げは行われないこと、(前回の見通しでは2回と予想)、②労働市場のひっ迫や、財政政策の効果の剥落から、19年後半～20年前半にかけてGDP成長率が低下すること、③19年末～20年初にかけて、ソフトランディングが見込まれること、が挙げられる
- 成長率見通し：19年は2.4%(修正なし)、20年は1.7%(下方修正、前回は1.8%)

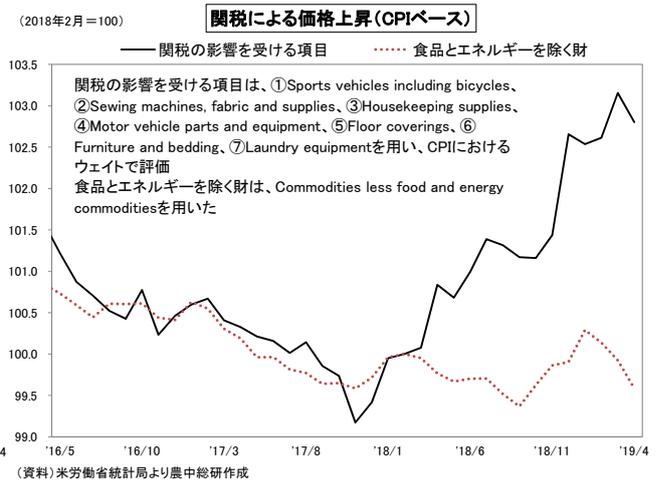
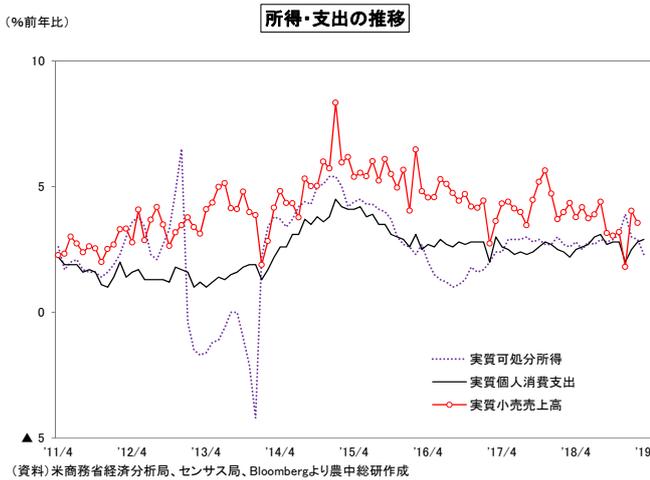


雇用：労働市場はひっ迫が続く

- 19年入り後の非農業部門雇用者数は月平均20.5万人のペースで増加
- 4月の失業率は50年ぶりとなる3.6%まで低下
- これまで上昇してきた労働参加率は、19年に入り頭打ちとなっている
 - ・ 全体：62.8%、25～54歳：82.2%(いずれも19年4月)
- 賃金上昇率は前年比3%台前半にまで徐々に高まってきたが、インフレ率を押し上げるにはもう一段の賃金上昇が必要
 - ・ 労働市場のひっ迫を背景に、今後も緩やかに高まる見通し



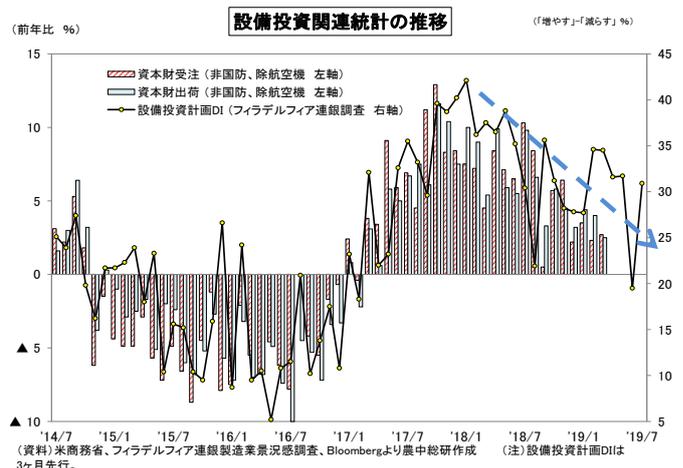
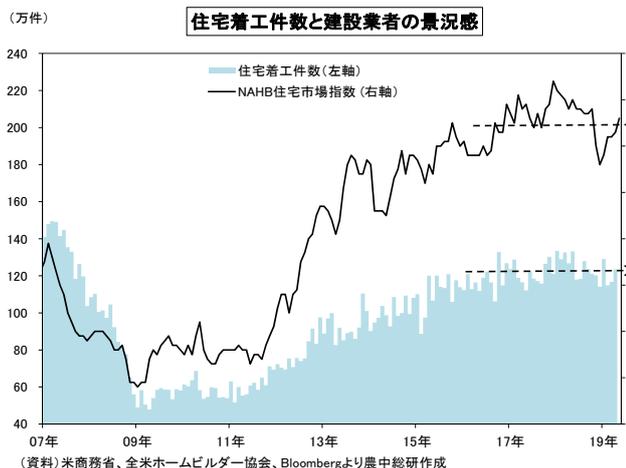
- 消費: 底堅い推移を見込むが、米中通商協議次第では下振れも
 - 労働参加率の頭打ちから、今後の雇用者数の伸びは鈍化が見込まれ、消費の拡大ペースが加速するとは考えづらい
 - 一方、賃金上昇率の高まりは消費の下支え要因になりうる
 - 消費者物価の伸びが安定的に推移するなか、18年2月以降、追加関税の影響を受けた消費財の価格は上昇幅を拡大している
 - ミシガン大学調査からも米中摩擦は消費者マインドにも影響を及ぼしていることが見て取れる
 - 米中通商協議の結果次第では、消費の落ち込みも考えられる



農林中金総合研究所

9

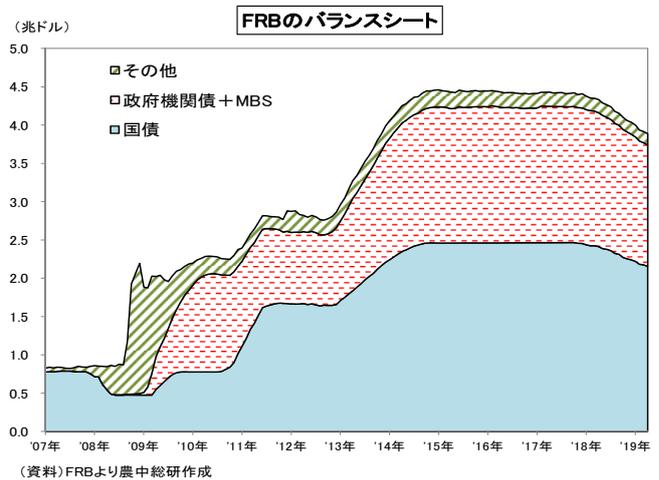
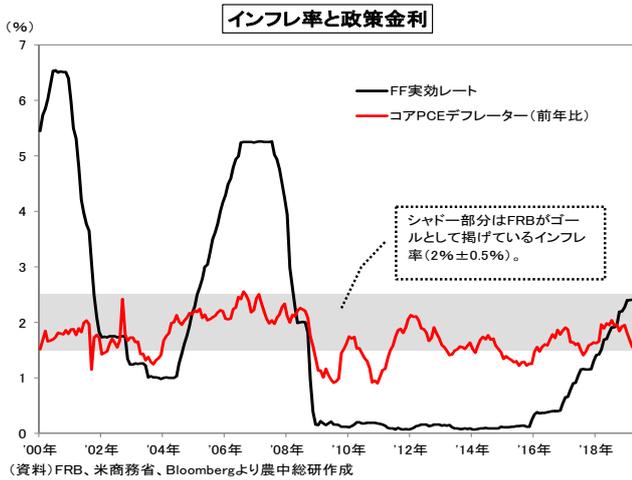
- 設備投資: 減速継続
 - 米国や世界経済全体の先行き懸念、中国企業との商取引禁止、米中摩擦激化などが減速要因
- 住宅投資: 伸び悩み
 - 建設労働者確保の困難化や、住宅価格の上昇による需要減少が背景
- 貿易: 輸出は鈍い半面、輸入は堅調に推移
 - 世界経済の成長鈍化や中国による対米報復措置などから、輸出の伸びは鈍化する見通し
 - 米中通商交渉は進展に乏しく、2,500億ドル相当の中国からの輸入品に対して25%の追加関税を賦課される期間が長期化する可能性もあるうえ、残りの3,000億ドル相当に対する追加関税導入(第4弾)も検討段階に
 - 最長19年11月半ばまで輸入自動車に対する追加関税導入の判断が延期



農林中金総合研究所

10

- 金融政策：金融政策の正常化（バランスシート(B/S)の縮小と利上げ）は一時休止の見通し
 - B/S 縮小（米国債については、再投資停止額を月額最大300億ドル、住宅担保証券(MBS)については再投資停止額を月額最大200億ドルとする）を19年9月末に終了する方針
 - ただし、政府機関債と不動産担保証券(MBS)の保有残高の圧縮は継続する予定
 - 世界経済減速懸念から、19年は利上げが一時休止される見込み
- 財政政策：
 - 議会予算局(CBO)によると、19会計年度(18年10月～19年9月)の連邦政府支出は前年度比0.2%、20会計年度は同▲0.3%の見通し
 - インフラ投資など拡張的な財政政策が行われる可能性も



農林中金総合研究所

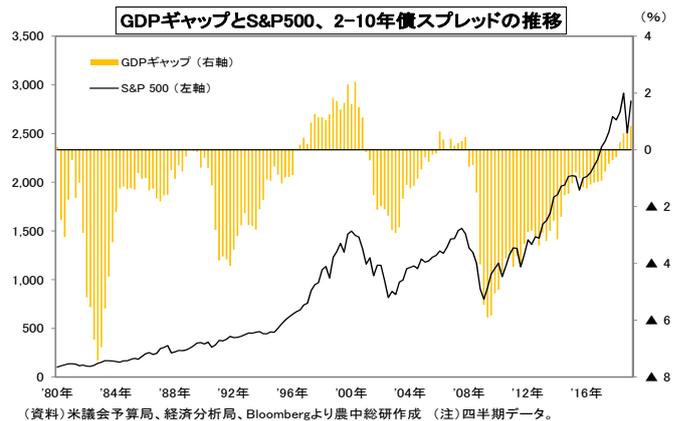
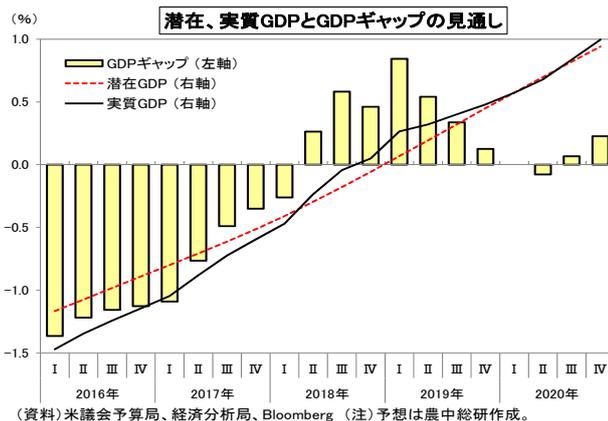
11

予測表(四半期)

(予測→)

項目	単位	2018年				2019年				2020年			
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP成長率	%	2.2	4.2	3.4	2.2	3.2	1.1	1.9	1.9	0.8	2.0	2.7	2.2
個人消費支出	%	0.5	3.8	3.5	2.5	1.2	3.7	2.8	2.4	1.5	3.0	2.1	2.1
民間設備投資	%	11.5	5.7	2.5	5.4	2.7	4.1	3.6	2.1	1.4	1.4	1.7	1.8
民間住宅投資	%	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 3.6	▲ 4.7	▲ 2.8	0.6	▲ 0.7	▲ 1.3	▲ 0.7	0.0	0.7	1.4
輸出	%	3.6	9.3	▲ 4.9	1.8	3.7	2.9	0.8	2.3	2.3	3.1	3.1	3.8
輸入	%	3.0	▲ 0.6	9.3	2.0	▲ 3.7	2.8	2.3	2.3	2.3	4.6	3.4	3.3
政府支出	%	1.5	2.5	2.6	▲ 0.4	2.4	0.3	1.3	2.5	1.9	1.9	1.8	0.6
非農業部門雇用者数増減	万人	22.8	24.3	18.9	23.2	16.9	12.0	10.0	8.0	7.0	6.0	5.0	5.0
失業率	%	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5	3.6	3.7
賃金上昇率	%	2.7	2.9	3.0	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5	3.6	3.6	3.7	3.7
コアPCEデフレーター	%	1.7	1.9	2.0	1.8	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3
FFレート誘導水準	%	1.50～1.75	1.75～2.00	2.00～2.25	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50	2.25～2.50
10年物国債利回り	%	2.4	2.9	2.7	2.7	2.4	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8

(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。
 (注意)GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。



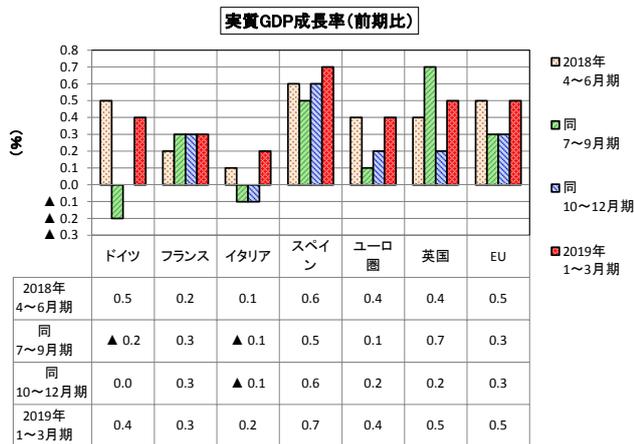
農林中金総合研究所

12

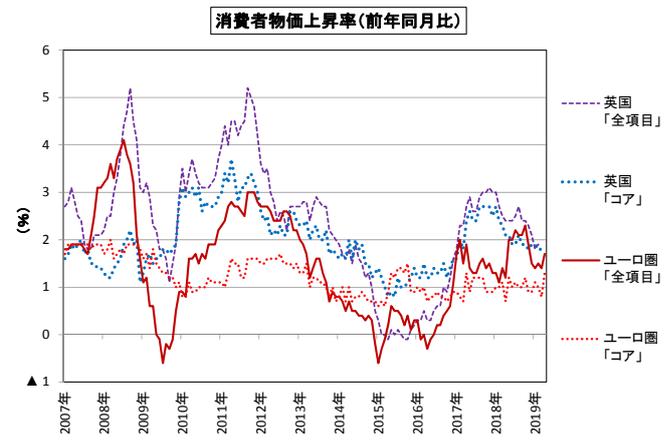
2 世界経済の動向 ③欧州

景気動向(19年1～3月期の実質GDP成長率)

- 欧州では経済情勢が10～12月期から回復
- ユーロ圏では、前期比で0.4%(10～12月期:0.2%)、前年同期比で1.2%(同:1.2%)の成長
 - ・ ドイツが急速な回復、イタリアはリセッションから離脱
 - ・ スペインは引き続き堅調、フランスは安定的成長
- 欧州連合(EU)全体では、前期比で0.5%(10～12月期:0.3%)、前年同期比で1.5%(同:1.5%)の成長
 - ・ 英国では、前期比成長率は0.5%で10～12月期(同0.2%)から加速、前年同期比成長率は1.8%(10～12月期:1.4%)



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

農林中金総合研究所

13

ユーロ圏経済

- ユーロ圏の経済情勢は10～12月期から回復したものの、17年末をピークに頭が打たれた形は変わらず
 - ・ 19年3月の鉱工業生産指数は、前月比で0.3%の低下、前年同月比で0.6%の低下
 - ・ 同月の小売売上高は、前月比横ばい、前年同月比で1.9%の増加
 - ・ 一方、失業率は改善傾向が続いており、3月は7.7%
 - ・ 内需中心の回復であり、外需を巡る環境は引き続き厳しい

ドイツ経済

- 17年末をピークに、製造業を中心に成長の勢いが鈍化
- 米中間を中心とする貿易摩擦の強まりや、自動車生産の停滞が重荷に
 - ・ 19年3月の製造業受注指数は、前月比で0.6%の上昇ながら、前年同月比では6.0%の低下
 - ・ 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.5%の上昇ながら、前年同月比では0.9%の低下
 - ・ 同月の輸出額は、前月比で1.5%の増加、前年同月比では3.0%の増加
 - ・ 同月の小売売上高は、前月比で0.2%の減少、前年同月比で3.2%の増加
 - ・ 一方、同月の失業率は、3.2%と低水準が継続
 - ・ 内需中心の回復であり、外需を巡る環境は引き続き厳しい

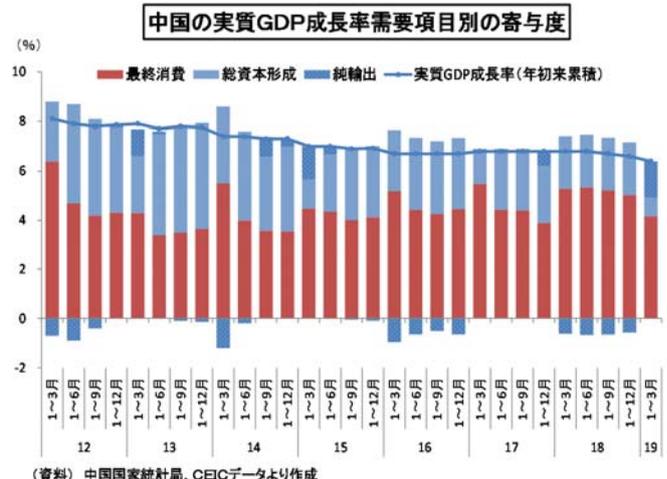
英国経済

- これまで安定的に成長に寄与してきた家計消費に加え、製造業部門が寄与
 - ・ 当初予定のEUからの離脱期限(3月29日)を前に、企業による大規模な在庫の積み増しや発注の前倒し
 - ・ この成長促進効果は一時的なもの

- 物価動向
 - ユーロ圏では、消費者物価上昇率(前年同月比)は引き続き2%を下回る水準
 - 19年4月の消費者物価上昇率は前月の1.4%から1.7%に上昇
 - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは前月の0.8%から上昇したものの1.3%にとどまる
 - 英国では、消費者物価上昇率(前年同月比)は一時の3%台から落ち着き
 - 19年3月の消費者物価上昇率は前月の1.9%から横ばい
 - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは前月の1.8%から横ばい
- 金融政策
 - 欧州中央銀行(ECB)は、量的緩和(QE)を18年末に終了
 - ECBは、成長の鈍化傾向、英国のEUからの離脱に伴う不透明感のなか、慎重スタンス
 - 少なくとも19年末まで政策金利は現行の低水準を維持、19年9月にTLTROIIIを導入の方針
 - イングランド銀行(BOE)は、18年8月に政策金利を0.50%から0.75%に引き上げた後、据え置きを継続
 - BOEは、EUからの離脱に伴う経済情勢に応じて、機動的に政策対応を行う方針
- 景気見通し
 - 米中間を中心とした貿易摩擦が引き続き成長の重荷に
 - ドイツによる成長の牽引力が低下
 - 改善が鈍い域内の生産性などの下で、成長の反発力には限界
 - ユーロ圏では、19年の実質GDP成長率は18年の1.8%から1.3%程度に鈍化
 - ドイツでは、19年の実質GDP成長率は18年の1.5%から0.8%程度に鈍化
 - 英国では、19年の実質GDP成長率は18年の1.4%から1.2%程度に鈍化
 - 貿易摩擦の拡大のほか、イタリアの財政問題、英国のEU離脱などが、潜在的な波乱要因に

2 世界経済の動向 ④中国

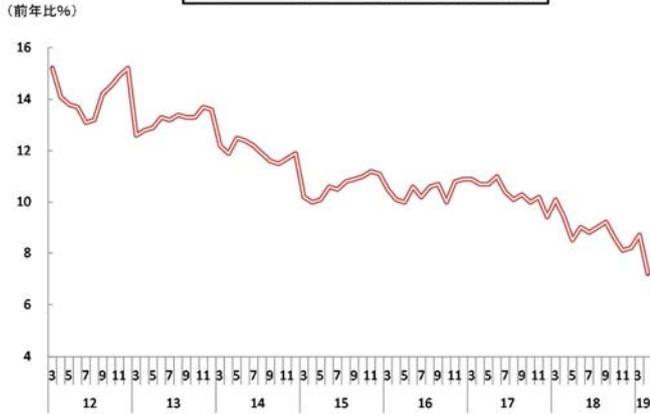
- 景気動向
 - 19年1~3月期の実質GDP成長率は前年比6.4%と、18年10~12月期と変わらず
 - 需要項目別の寄与度(対前年比成長率)は、最終消費が4.17ポイント、総資本形成が0.77ポイント、外需(純輸出)が1.46ポイント
 - 輸入減によって外需寄与度が5四半期ぶりにプラスに転じたことや企業減税等による経済対策の効果が顕在化したことが成長を下支え
 - ただし、足元の生産活動は軟調に推移しているほか、内需(消費+投資)も改善しておらず、下振れ圧力は依然根強い
 - 一方、国有企業による投資の下支えや、5月の米中摩擦再燃によって経済対策等の強化が想定されることから、成長鈍化の可能性は限定的



● 個人消費

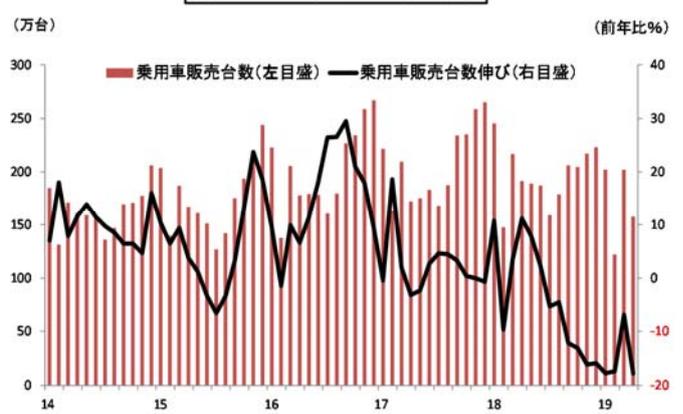
- 個人消費は、スマートフォンなどの通信機器販売の低迷に加え、自動車販売台数も前年割れの状況が続くなど、軟調な動きが継続
- 4月の小売売上総額は前年比7.2%へ減速
 - ・ 季節要因を除いた伸び率でも同8.7%(3月と変わらず)であり、改善は見られない
- 個人消費が力強さを欠く理由として、一部の地域での企業経営の悪化により失業者が増加したことなどを背景に消費マインドが悪化したことや住宅ローン金利の上昇などによる家計負担増が挙げられる
- 先行き、消費マインドが大きく改善するのは容易ではないが、家電製品買い替えや農村地域の自動車普及など消費促進策の実施などにより個人消費は改善へ

中国の小売売上総額(名目)の推移



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成、直近は19年4月。

中国の乗用車販売台数の推移



(資料) 中国汽车工业协会、CEICデータより作成、直近は19年4月。

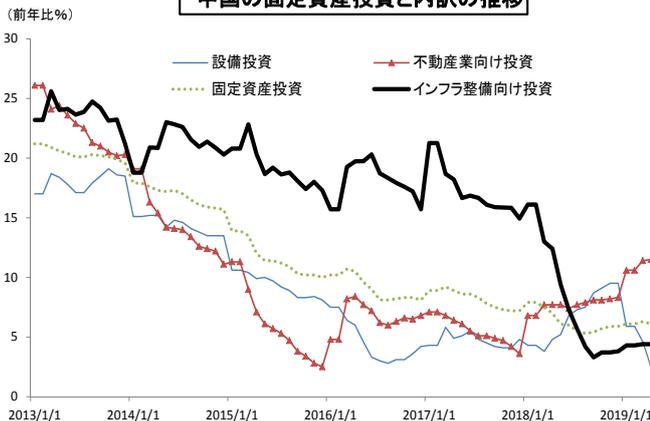
農林中金総合研究所

17

● 固定資産投資

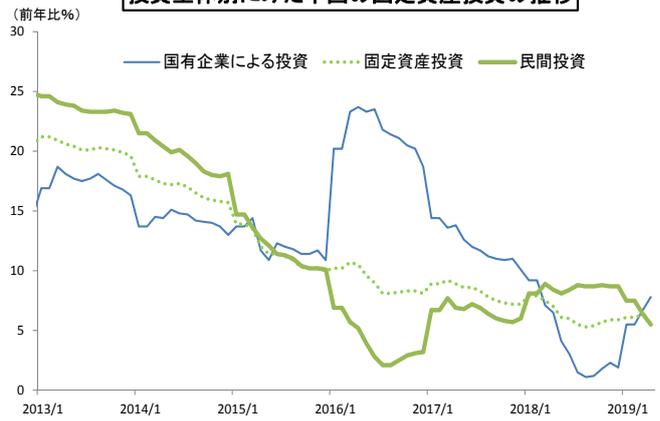
- 鈍化基調が続いた固定資産投資に底入れの兆しが見え始めている
- 投資分野別では、インフラ整備向けは低い伸びにとどまっているものの、持ち直しの兆しが見られるほか、不動産業向けは底堅く推移した
 - ・ 一方、18年中は持ち直しの動きが見られた設備投資は大幅に鈍化した
- 投資主体別では、民間投資が鈍化に転じた半面、国有企業による投資は持ち直しに転じるなど、「国進民退」という現象が再現している
- 先行きは、すでに実施されている企業向け減税の効果に加え、国有企業による投資の下支え強化が見込まれることなどから、持ち直しへ

中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料) 中国国家統計局、(注) 年初来累積、直近は19年4月。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移

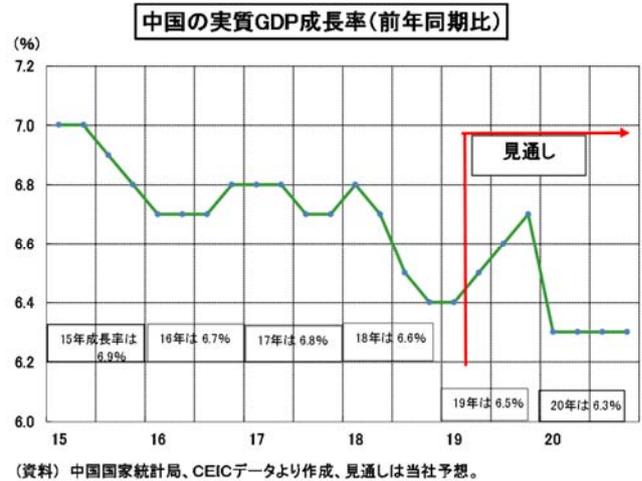
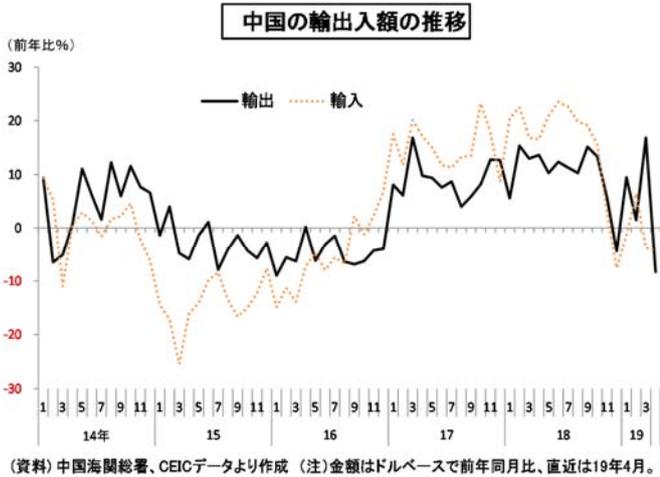


(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成 (注) 年初来累計、直近は19年4月。

農林中金総合研究所

18

- 輸出
 - 18年は米中摩擦への懸念で前倒し輸出が強まったなどを背景に堅調に推移したものの、年後半に米国向け減少が強まったことなどをを受けて輸出額は軟調な推移に転じた
 - 地域・国別では、欧州・アセアン向けが伸びたものの、追加関税の影響で米国向けは減少
 - 先行きは、世界経済の減速に加え、米国による中国製品(2,000億ドル)への追加関税率引き上げの影響が顕在化することから、軟調に推移する可能性が高い
- 経済見通し
 - 19年は年末にかけて成長率が高まり、通年で前年比6.5%(18年は同6.6%)となるが、20年は同6.3%へ減速すると予測

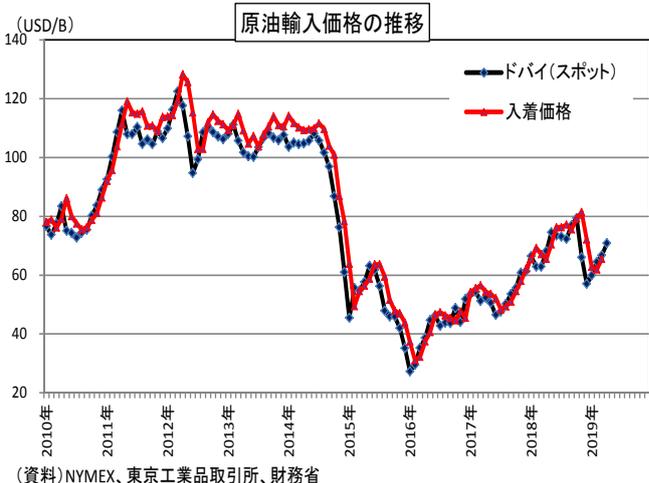
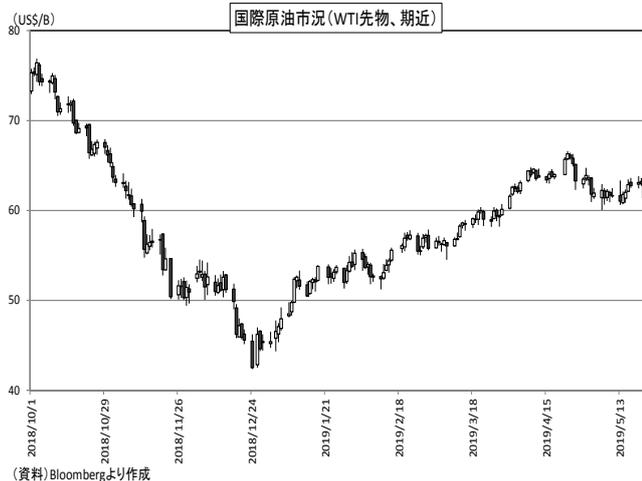


農林中金総合研究所

19

2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格:WTI先物は60ドル/バレル台前半で推移
 - 17年1月からのOPECなど主要産油国による協調減産(合計で日量180万バレル程度(世界の石油生産の約2%程度))により、過剰在庫は大幅に削減され、原油価格は持ち直した
 - 19年1~6月にかけて主要産油国(OPECプラス)は新たな協調減産(合計で日量120万バレル程度)を実施
 - 米国のイラン制裁やサウジアラビア・イランの対立といった中東情勢の緊迫化による供給懸念と、米国などの増産、中国の需要減見通しなどが交錯、足元の原油価格(WTI先物)は60ドル/バレル台前半で推移
- 原油入着価格の見通し
 - 協調減産の一方で、世界景気の減速を受けた原油需要減、産油国の増産圧力などの要因などから、20年度にかけて国内への入着価格は70ドル/バレル前後と想定



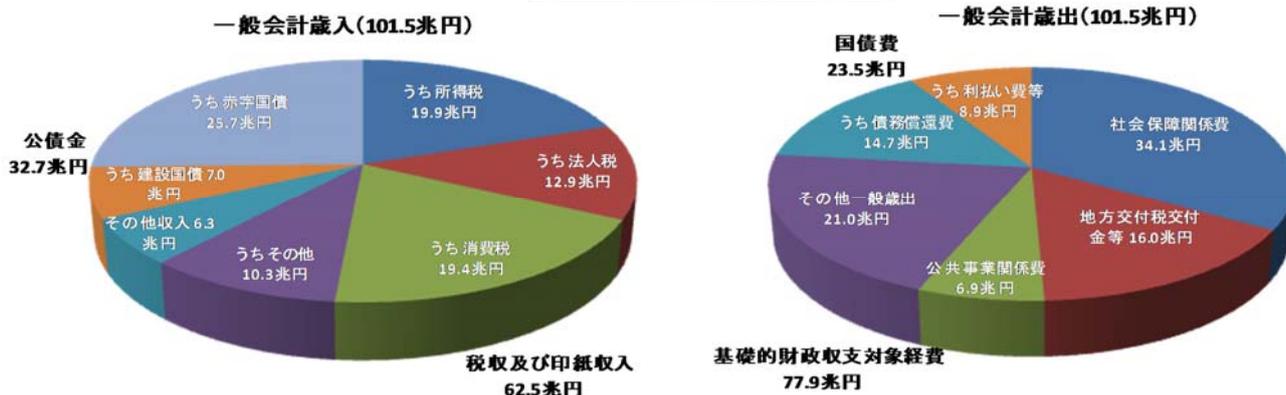
農林中金総合研究所

20

3 国内の経済政策

- 財政政策：消費税率引き上げに向けた手厚い対策で、予算規模は初の100兆円超
 - 19年度予算は総額101兆4,571億円(前年度当初比で3兆7,443億円増)と過去最大を更新
 - 臨時・特別の措置を除いても、99兆4,291億円(同1兆7,163億円増)
 - 名目成長率をかなり高めに設定(2.4%程度)したことで、62兆4,950億円の税収を見込む
 - 社会保障関係費を34兆593億円とし、人口高齢化に伴う自然増を4,774億円に抑制する一方で、消費税率引上げによる増収分を幼児教育・保育の無償化、介護人材の処遇改善、年金生活者支援給付金の支給、低所得高齢者の介護保険料の負担軽減強化などに振り向ける
 - 2兆円程度と想定する消費税率引上げに伴うネット国民負担増に対して、2.3兆円規模の対策を講じる

2019年度一般会計予算

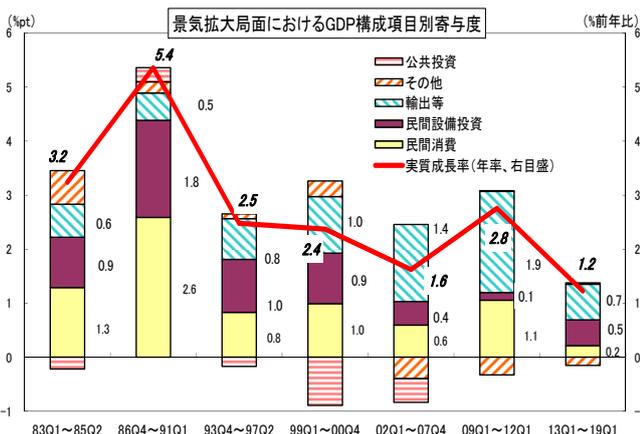


(資料)財務省 (注)通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

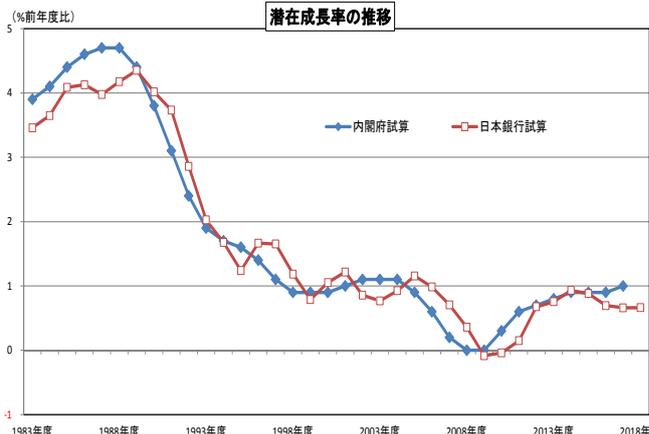
農林中金総合研究所

21

- アベノミクスの成果と課題
 - 長期にわたる景気拡大を実現
 - 平均成長率は年率1.2%、雇用者数は500万人増、失業率は2ポイント改善、...
 - 経済財政諮問会議はいくつかの検討課題を指摘
 - Society5.0時代にふさわしい仕組みづくり
 - 生産性上昇により潜在成長率引上げ
 - 好循環拡大のための政策
 - 人生100年時代の働き方に向けた制度の見直し、ワズスペンディングやEBPMを通じた歳出改革の更なる強化
 - 国際経済のリスクや思いがけない変動に対する対処



(資料)内閣府資料より農林中金総合研究所作成



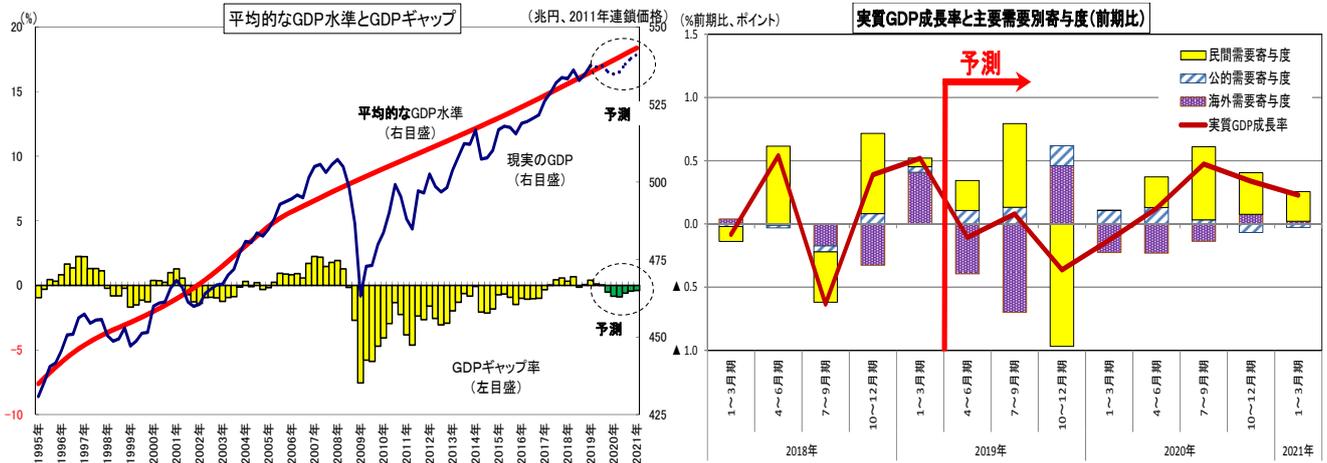
(資料)内閣府、日本銀行

農林中金総合研究所

22

4 日本経済・物価の見通し

- 総論: 2019年度は0.2%、20年度は0.4%と、総じて低調に推移
 - 足元4~6月期は、公共投資が引き続き増加するほか、民間消費や企業設備投資も一旦持ち直すとみられる半面、大幅減だった輸入の反動増が想定され、3四半期ぶりのマイナス成長と予想(年率▲0.4%と想定)
 - ただし、世界経済の停滞を背景とした輸出減が徐々に企業設備投資や消費に悪影響を波及させていく
 - また、19年度上期は消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するため景気は表面上は底堅く推移するが、年度下期には反動減が発生、手厚い消費税対策にもかかわらず景気悪化が激しくなると予想(上期:前期比0.2%、下期:同▲0.3%)
 - ただし、20年には世界経済の持ち直し、輸出が下げ止まるほか、東京五輪・パラの効果も期待され、国内景気は底入れが見込まれる(上期:前期比0.3%、下期:同0.9%)



(資料)内閣府、総務省統計局のデータから作成 (注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成 (資料)内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

予測表(年度、半期)

項目	単位	2017年度(実績)	2018年度(実績)	2019年度(予測)	2020年度(予測)
名目GDP	%	2.0	0.5	0.9	1.1
実質GDP	%	1.9	0.6	0.2	0.4
民間需要	%	1.8	1.0	0.7	0.8
民間最終消費支出	%	1.1	0.4	1.1	1.2
民間住宅	%	▲0.7	▲4.2	0.3	▲4.2
民間企業設備	%	4.5	3.2	▲0.4	0.0
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.1	0.2	▲0.1	▲0.0
公的需要	%	0.5	▲0.1	1.6	1.2
政府最終消費支出	%	0.4	0.8	1.2	1.3
公的固定資本形成	%	0.5	▲3.8	3.0	0.8
輸出	%	6.4	1.3	▲2.7	0.7
輸入	%	4.1	2.0	0.9	2.9
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.7	1.0	0.9
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.8	0.6	0.6
公的需要寄与度	ポイント	0.1	▲0.0	0.4	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲0.1	▲0.6	▲0.4
GDPデフレーター(前年比)	%	0.1	▲0.2	0.7	0.6
国内企業物価(前年比)	%	2.7	2.2	1.7	2.2
全国消費者物価(＃)	%	0.7	0.8	1.0	1.0
(消費税要因を除く)				(0.5)	(0.5)
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)				(0.8)	(0.8)
完全失業率	%	2.7	2.4	2.4	2.6
鉱工業生産(前年比)	%	3.0	0.2	▲2.3	▲0.7
経常収支	兆円	21.8	19.3	15.5	17.5
名目GDP比率	%	4.0	3.5	2.8	3.1
為替レート	円/ドル	110.8	110.9	110.0	105.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	0.05	▲0.05	▲0.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	72.0	69.5	70.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成
 (注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合、断り書きのない場合、前年度比。
 無担保コールレートは年度末の水準。
 季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

農林中金総合研究所

予測表(四半期)

(→予測)

	単位	2018年				2019年				2020年				2021年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	▲0.2	0.3	▲0.6	0.5	0.8	▲0.1	0.2	0.2	▲0.0	0.0	0.7	0.6	0.4
実質GDP	%	▲0.1	0.5	▲0.6	0.4	0.5	▲0.1	0.1	▲0.4	▲0.1	0.1	0.5	0.3	0.2
(年率換算)	%	▲0.3	2.2	▲2.5	1.6	2.1	▲0.4	0.3	▲1.4	▲0.5	0.5	1.9	1.4	0.9
民間需要	%	▲0.2	0.8	▲0.5	0.8	0.1	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2	1.0	1.3	▲2.0	▲0.2
民間最終消費支出	%	▲0.1	0.6	▲0.3	0.2	▲0.1	0.4	1.6	▲1.0	0.2	0.3	0.8	0.4	0.3
民間住宅	%	▲2.4	▲2.1	0.8	1.4	1.1	1.5	▲2.0	▲2.0	▲1.5	▲0.5	▲0.5	▲1.0	▲1.0
民間企業設備	%	1.2	2.4	▲2.5	2.5	▲0.3	1.0	▲0.5	▲3.0	0.9	0.3	0.5	0.8	0.9
民間在庫変動(寄与度)	%pt	▲0.2	▲0.0	0.1	0.1	0.1	▲0.2	▲0.1	0.1	▲0.1	0.0	0.1	0.0	▲0.1
公的需要	%	▲0.1	▲0.1	▲0.2	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.4	0.5	0.1	▲0.3	▲0.1
政府最終消費支出	%	0.3	0.1	0.2	0.7	▲0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	▲0.1	0.1
公的固定資本形成	%	▲1.3	▲0.7	▲1.9	▲1.4	1.5	1.0	1.5	1.2	0.5	1.0	▲1.0	▲1.0	▲1.0
輸出	%	1.0	0.7	▲2.0	1.2	▲2.4	▲0.3	▲0.5	▲0.5	▲0.3	▲0.1	0.8	1.0	1.2
輸入	%	0.7	1.0	▲1.0	3.0	▲4.6	2.0	3.5	▲3.0	1.0	1.2	1.5	0.5	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲0.1	0.6	▲0.4	0.7	0.1	0.3	0.8	▲0.8	0.1	0.4	0.6	0.3	0.2
民間需要寄与度	%pt	▲0.1	0.6	▲0.4	0.6	0.1	0.2	0.7	▲1.0	0.0	0.2	0.6	0.3	0.2
公的需要寄与度	%pt	▲0.0	▲0.0	▲0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	▲0.1	▲0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.3	0.4	▲0.4	▲0.7	0.5	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.1	0.0
GDPデフレーター(前年比)	%	0.5	▲0.1	▲0.4	▲0.3	0.2	0.4	0.5	1.0	0.8	0.7	0.8	0.5	0.6
国内企業物価(前年比)	%	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	0.7	3.0	2.5	2.5	2.8	1.5	2.0
全国消費者物価(〃)	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8	1.1	1.2	1.3	1.4	0.6	0.8
(消費税要因を除く)									(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.4)		
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)									(0.7)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(0.7)	(0.9)
完全失業率	%	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.6	2.7	2.7	2.6	2.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲0.9	0.8	▲0.7	1.4	▲2.6	0.5	▲0.3	▲2.0	▲0.5	0.2	▲0.3	1.0	1.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	5.4	4.7	4.3	4.9	3.4	2.5	5.1	4.5	4.0	4.0	4.5	5.0
名目GDP比率	%	3.6	4.0	3.4	3.1	3.5	2.5	1.8	3.7	3.2	2.9	2.9	3.2	3.5
為替レート	円/ドル	108.2	109.1	111.4	112.9	110.2	110.0	110.0	110.0	110.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲0.05	▲0.06	▲0.06	▲0.07	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05
新発10年物国債利回り	%	0.06	0.04	0.09	0.09	▲0.02	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05	▲0.05
通関輸入原油価格	\$/バレル	67.3	70.8	76.3	77.5	63.4	68.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

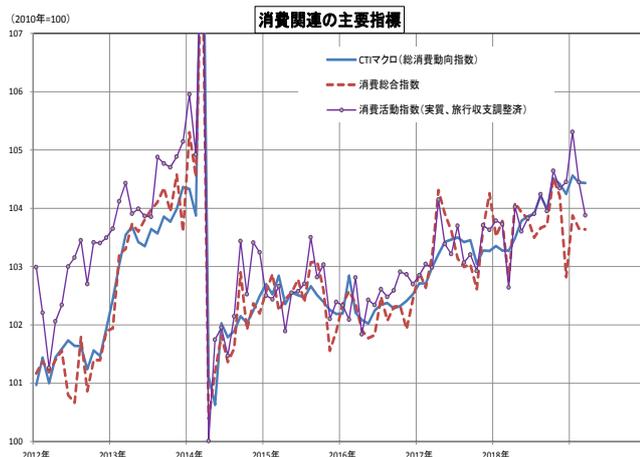
(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

農林中金総合研究所

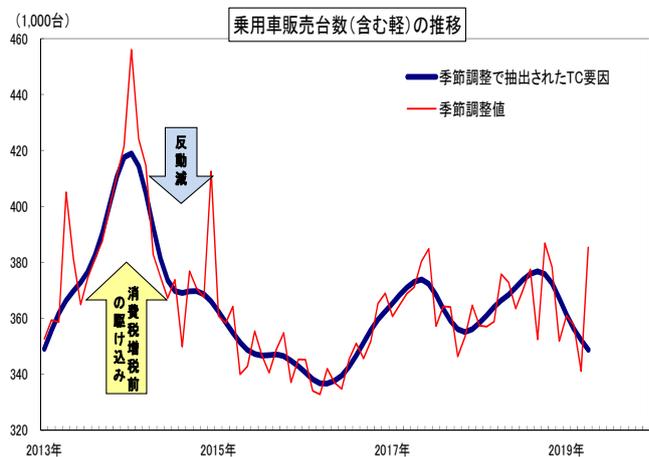
25

民間消費

- 家計可処分所得の伸びが鈍く、消費の本格的な回復はなかなか実現してこなかった
- 代表的な耐久消費財である乗用車は3月にかけて落ち込んだものの、4月は大きく増加
 - ・消費税増税を睨んだ動きが出ている可能性も
- 19年度上期は消費税率引上げ前の駆け込みが発生、下期にその反動減が出ることは不可避
- ただし、政府は手厚い消費税対策を講じているほか、20年夏の東京五輪・パラなどイベント効果も期待され、前回増税時(14年4月)と比べて消費への影響は小さいと思われる
- 民間最終消費支出は、19年度:前年度比1.1%(うち、7~9月期:前期比1.6%、10~12月期:同▲1.0%)、20年度:同1.2%と予測



(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行



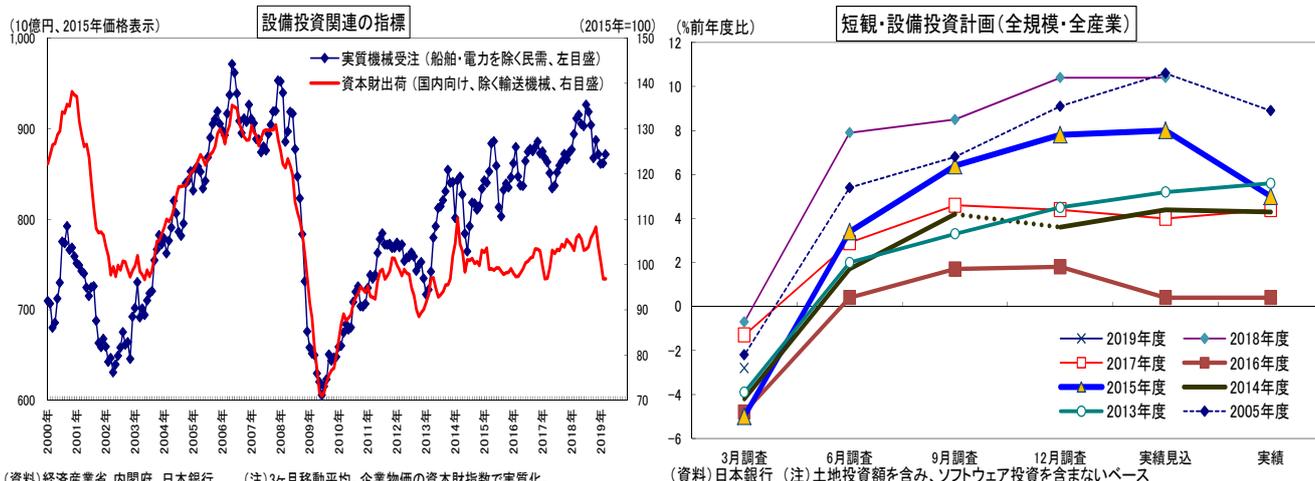
(資料)自販連、全軽自協の資料より農林中金総合研究所作成(備考)季節調整済(X-12-ARIMA)

農林中金総合研究所

26

● 企業設備投資

- 18年度の設備投資計画(日銀短観3月調査、全産業+金融機関、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除く)は前年度比8.1%(前回12月調査から僅かに下方修正)で、投資マインドは依然底堅い(19年度計画も同0.7%と悪くない)
 - 製造業、金融機関は下方修正だが、人手不足感の根強い非製造業は上方修正
 - 4~6月期のコア機械受注も前期比15.7%と大幅増の見込み(ただし、5月の米中摩擦激化による影響は含まれず)
- 人員・資本設備の不足感が高いほか、総資産収益率(利払い後)も高めに推移、さらにキャッシュフローも潤沢であり、設備投資環境は決して悪くない
- ただし、五輪特需の一服に加え、内外経済の先行き不透明感が高まりから投資意欲が慎重化しており、19年度入り後は調整する可能性
- 民間企業設備投資は、19年度:前年度比▲0.4%、20年度:同0.0%と予測

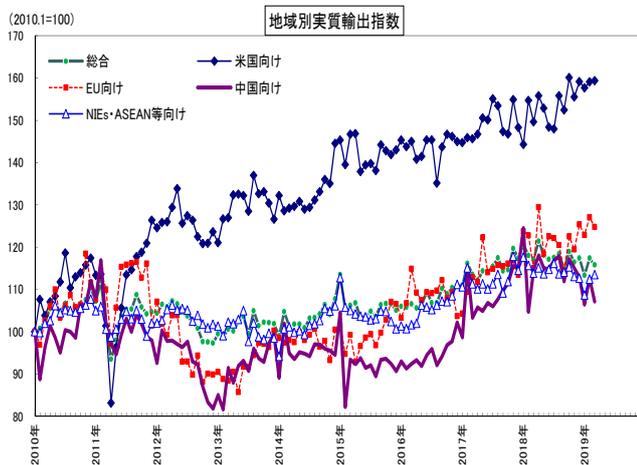


(資料) 経済産業省、内閣府、日本銀行 (注) 3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。

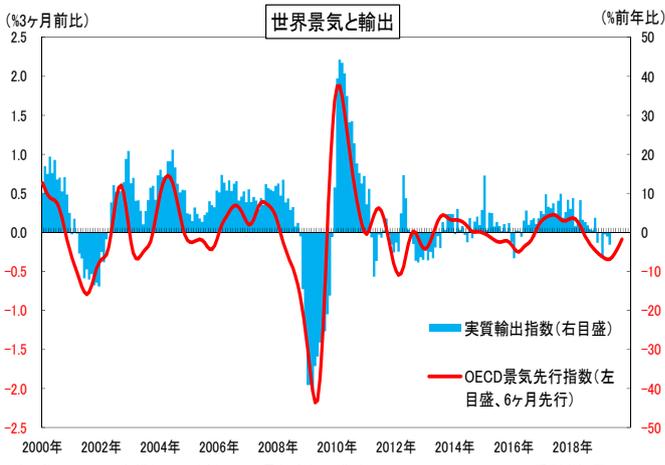
(資料) 日本銀行 (注) 土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース

● 輸出入動向

- 世界経済、特に中国の成長鈍化の影響で世界貿易の拡大テンポが鈍っているが、米中貿易戦争の影響が顕在化することが見込まれ、19年度の輸出は前年度比▲2.7%と減少に転じる(20年度は同0.7%へ回復)
- 一方、19年度上期の国内需要は比較的底堅く推移することから、輸入は増加傾向を維持(19年度は前年度比0.9%、20年度は2.9%)
- 18年度の経常収支は5年ぶりに黒字幅が縮小したが、19年度も15.5兆円へ黒字縮小する見込み(20年度は17.5兆円へ黒字再拡大)
- 米国トランプ政権は「貿易赤字で雇用が奪われている」と主張しており、対米黒字を抱える日本との通商交渉の行方に注目が集まる
 - 対米貿易黒字と対米自動車輸出額の相関が高いだけに、自動車の扱いが大きな焦点に



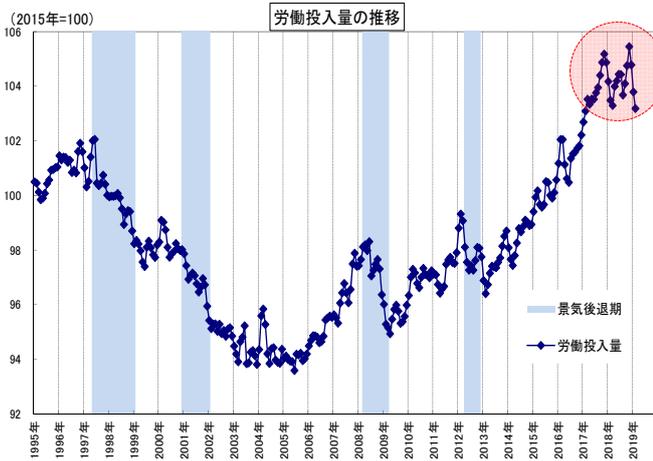
(資料) 日本銀行 (注) 日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算



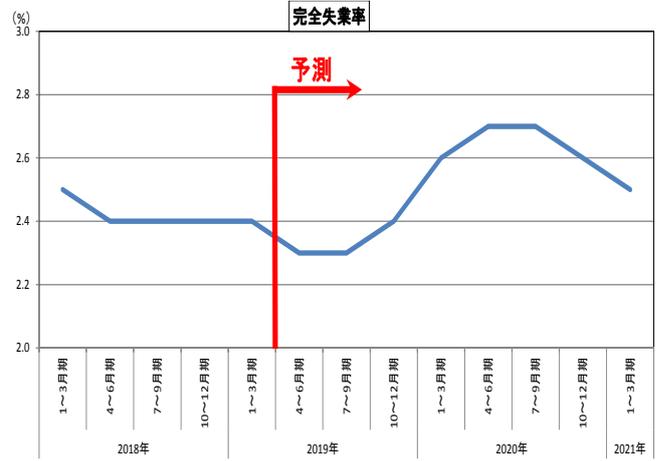
(資料) OECD、日本銀行 (注) OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

• 雇用情勢

- 労働需要が堅調に推移する中、生産年齢人口の減少が進行、労働需給は引き締まった状態にある
 - ただし、18年入り後は、景気拡大テンポが鈍化したことで、労働投入量は頭打ち気味となっている
- 一方、「企業から家計へ」の所得還流はあまり進んでおらず、時間当たり賃金は緩やかな上昇にとどまっている
 - 毎月勤労統計の一部サンプル替えの影響もあり、19年入り後の現金給与総額は前年割れが続く
- 失業率は19年度:2.4%、20年度:2.6%と予測
 - 19年度上期は2.3%で推移するが、その後は20年度上期にかけて2.7%まで上昇



(資料)内閣府、厚生労働省 (注)労働投入量は常用雇用者数と総労働時間の積、3ヶ月移動平均。

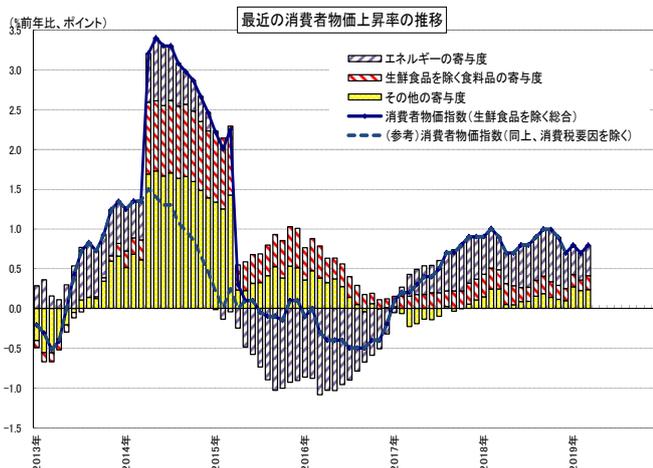


(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

• 物価動向

- 全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は、18年11月以降は前年比1%割れで推移
 - 需給改善効果による物価上昇圧力はまだ鈍いが、コスト高を価格に転嫁する動きも散見される
- 先行きは幼児教育・保育無償化や高等教育無償化(低所得世帯が対象)、携帯電話通話料の値下げが物価上昇率の抑制につながる可能性
- 19年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比1.0%(消費税要因を除くと同0.5%)、20年度も同1.0%(同じく同0.5%)と予測、日銀が目標とする前年比2%には届かず
 - 消費税率10%への引上げ(軽減税率を考慮)は19年10月~20年9月の物価上昇率を+1.0ポイント押し上げると想定(19、20年度はともに+0.5ポイントの押し上げ効果)



(資料)総務省統計局の公表統計より作成



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

農林中金総合研究所

5 金融政策の見通し

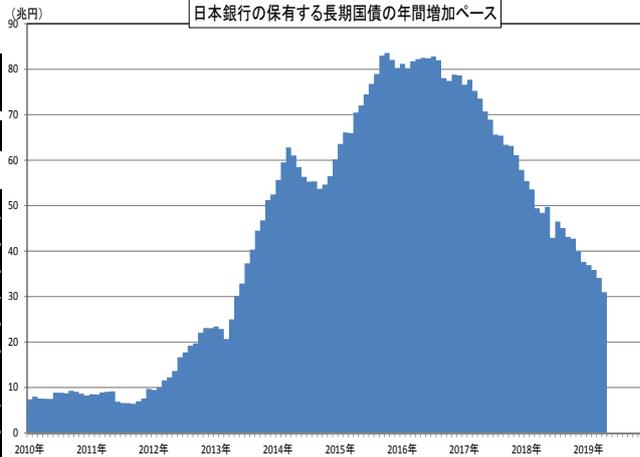
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化
 - 日本銀行は、18年7月の金融政策決定会合において「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続可能性を強化するための措置（経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度（±0.2%程度）許容するとともに、ETF・J-REITの年間買入れ額の変動も容認）を講じたが、19年4月には政策金利のフォワードガイダンスをより明確化（当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する）するとともに、強力な金融緩和の継続に資する措置の実施を決定
 - 既に操作目標は「量」から「金利」に変更されているが、日銀の長期国債保有残高の年間増加ペースは「80兆円をめど」との記述は依然残っており、それを巡る思惑が債券市場動向を左右することも
 - オペの減額が断続的に進められ、最近では年間30兆円増のペースまで鈍化

資産買入れ方針とバランスシートの見直し

	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年4月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	515	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)									
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	465	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	25.2	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.52	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	49	-
その他資産計	158	224	300	383	476	521	552	562	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	112	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	398	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	562	

(資料)日本銀行 (注)19年4月末の長期国債、ETF、JREIT保有額は18年4月末からそれぞれ31兆円、5.7兆円、479億円の増加。

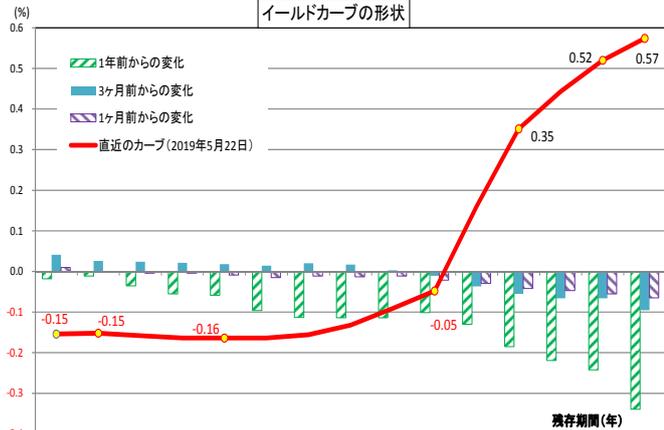
日本銀行の保有する長期国債の年間増加ペース



(注)日本銀行資料より作成

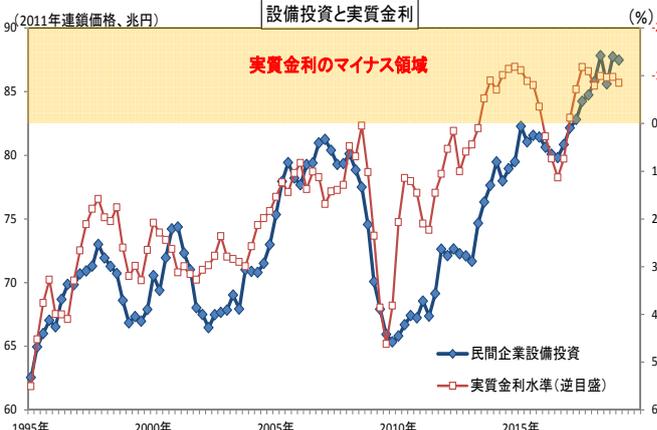
- 当面は現行政策を粘り強く継続すると予想
 - 4月会合での日銀の行動（フォワードガイダンスの明確化、緩和策の持続性を強化するための措置など）を踏まえれば、実質金利をマイナス状態に誘導することを通じて、経済・物価に好影響を波及させるため、当面は現行政策の枠組みを粘り強く継続すると予想される
- 今後の焦点
 - 先行き、米中摩擦激化や消費税増税などにより、景気悪化が明確になれば、金融政策にも相応の対応が求められる可能性は大きい
 - とはいえ、海外（特に対日貿易赤字を計上し続ける米国）からの「結果的な円安」への批判は根強いほか、即効性・実効性のある対策も限られる

イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

設備投資と実質金利



(資料)財務省、内閣府経済社会総合研究所 (注)実質金利水準は残存5年の国債利回りから民間設備投資デフレーターの前年比上昇率を差し引いて作成