農林中金総合研究所

2019～20年度改訂経済見通し

米中摩擦に翻弄される世界経済

～日本経済見通し：2019年度：0.7％（上方修正※）、20年度：0.4％（据え置き※）～

※19年6月時点の見通し（それぞれ0.2％、0.4％）との比較

2019年8月15日

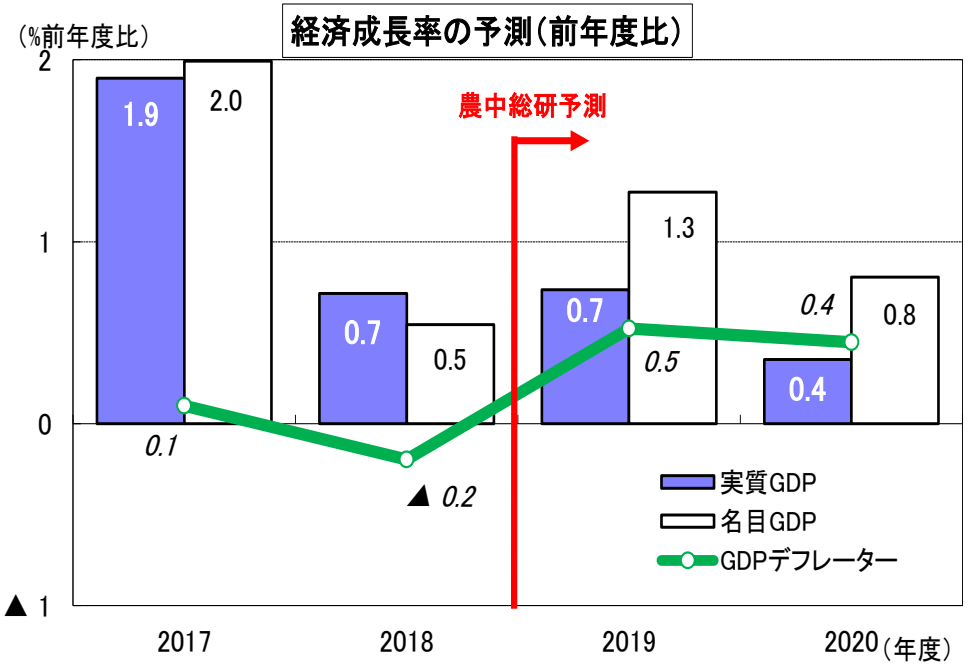
お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所
調査第二部　マクロ経済班
内容について：03-6362-7758
その他（配送など）：03-6362-7757

https://www.nochuri.co.jp/

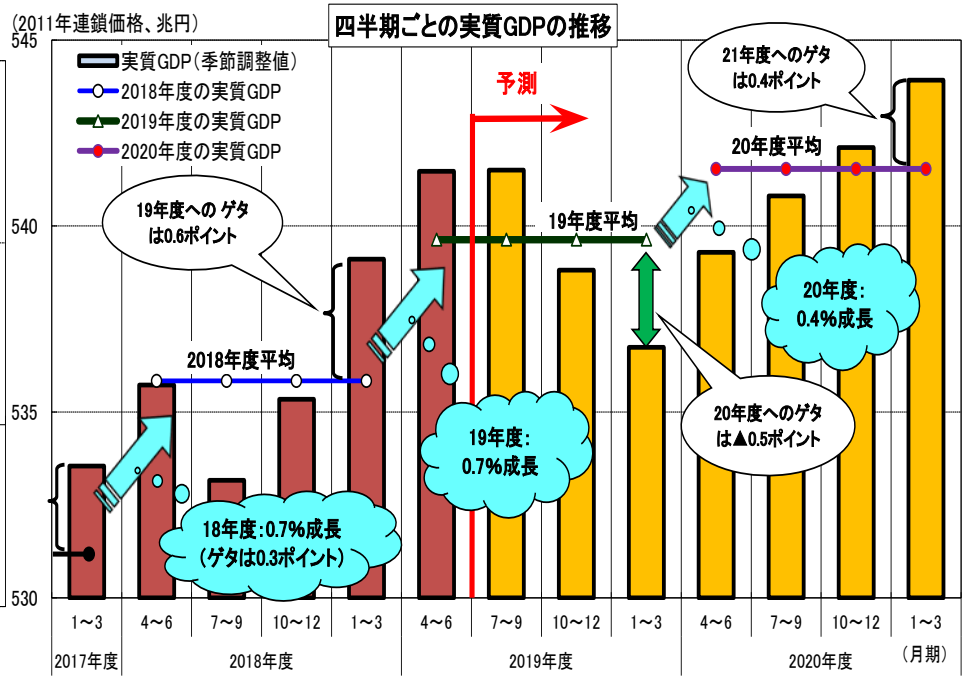
無断転載を禁ず。本資料は信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

≪ サ マ リ ー ≫

- 2019年4～6月期の実質GDPは、輸出の減少に加え、前期の反動から輸入が大きく増加し外需寄与度は再びマイナスとなったが、消費、企業設備投資など民間需要が底堅く推移したほか、経済対策の効果にも支えられ、3四半期連続のプラス成長となった。
- 足元7～9月期も消費税率の引上げを控えた消費の駆け込み需要、非製造業の省人化・省力化ニーズに支えられた設備投資の増加が続く一方、世界経済の減速を受けた輸出減が継続、国内需要の堅調さから輸入も増加することでゼロ成長が見込まれる。19年度下期は外需の不振に加え、駆け込み需要の反動減の発生で、景気調整色が一気に高まると予想する。その後、20年半ばに世界経済の底入れや東京五輪・パラ開催などで景気が盛り上がる場面もあるが、消費税対策の終了に伴う反動減も見込まれ、全般的に緩やかな持ち直しにとどまる。
- 日本銀行は20年春頃まで現行の「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、19年度下期には追加緩和を迫ら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4～6月期まで実績、それ以降は当総研予測

https://www.nochuri.co.jp/

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	24
５	金融政策の見通し	33
６	金融市場の見通し	35

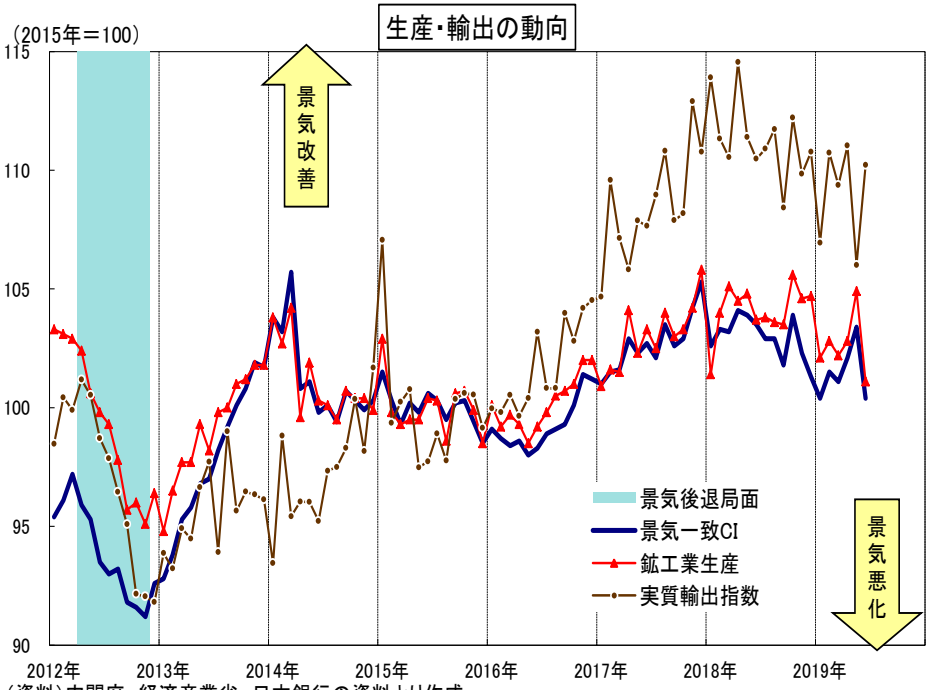
見通し担当者：

総括、日本経済・金融	南　武志
米国経済・金融	佐古佳史
欧州経済・金融	山口勝義
中国経済・金融	王　雷軒

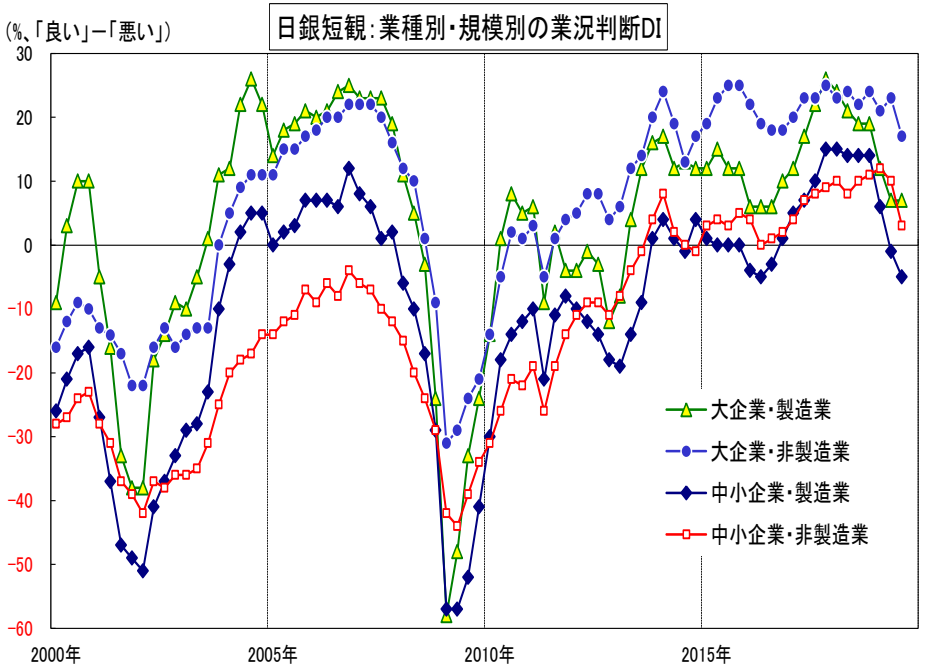
https://www.nochuri.co.jp/

1　景気の現状

- 景気動向：一部で持ち直しの動きもあるが、総じて停滞気味
  - 国内景気は、民間消費や非製造業の企業設備投資は底堅い半面、世界経済の減速に伴って輸出・生産の減少が継続、製造業関連の指標は鈍いなど、二極化しているが、総じて停滞気味
  - 企業の景況感は製造業は悪化傾向だが、非製造業には底堅さも
  - 6月の景気動向指数での基調判断は「下げ止まり」だが、8月にも再び「悪化」へ下方修正される可能性も
  - 求人数が前年割れとなるなど、労働市場には悪化方向への動きも散見される
  - 全国消費者物価（生鮮食品を除く総合）はエネルギーの下落で緩やかに鈍化している
    - 一方で、これまでの人件費・原材料費の値上がり分を価格転嫁する動きも



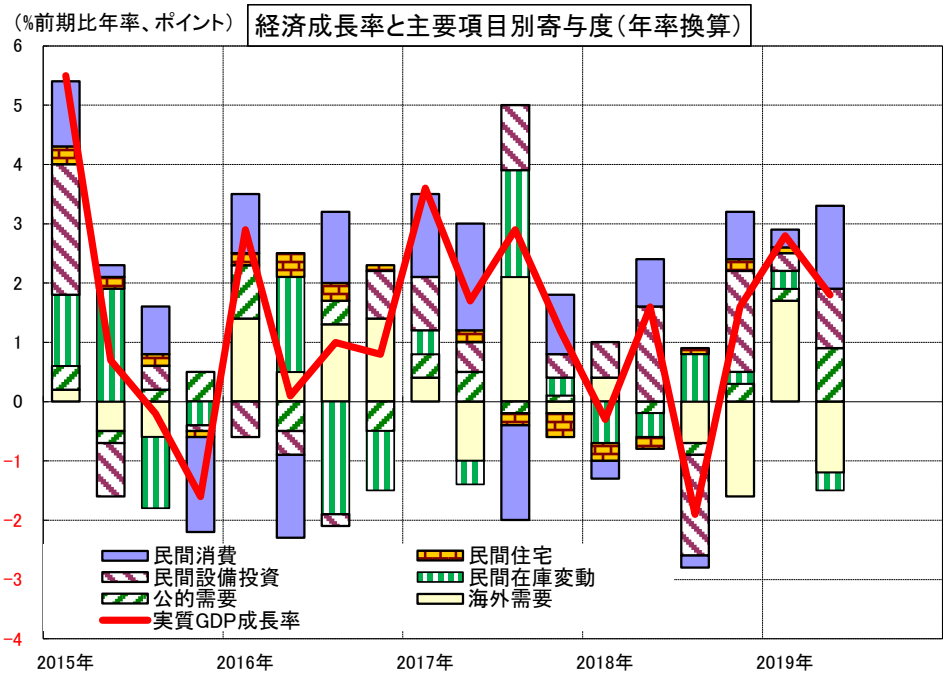
（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成



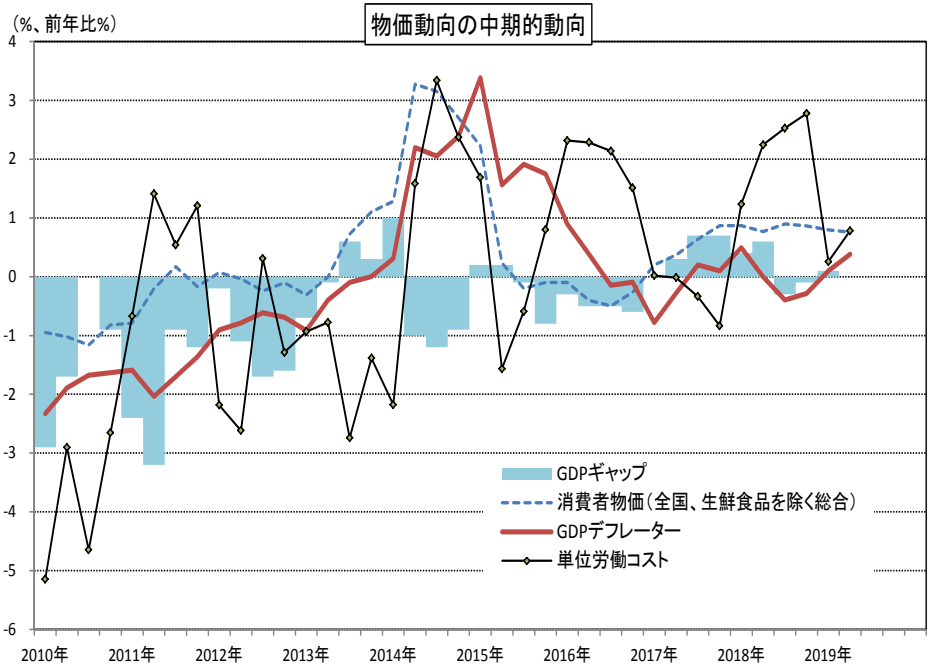
（資料）日本銀行　（注）各系列の最後の値は直近調査時点での先行き予想値。

https://www.nochuri.co.jp/

- 4～6月期GDP：堅調な内需により、年率1.8%と3四半期連続のプラス成長
  - 世界経済・貿易が減速していることから輸出等は前期比▲0.1%（実質GDPの前期比成長率（0.4%）に対する寄与度：▲0.0ポイント）と2四半期連続で減少、さらに大きく減少した1～3月期の反動に加えて国内需要の堅調さから輸入等が同1.6%（寄与度：▲0.3ポイント）と増加、外需寄与度は▲0.3ポイントと2四半期ぶりのマイナス
  - 一方で、民間消費が大型連休の効果などから前期比0.6%（寄与度：0.3ポイント）となったほか、企業設備投資も非製造業を中心に底堅く推移、同1.5%（寄与度：0.2ポイント）と、ともに増勢を強めた
  - さらに、経済対策の効果により公的需要は同0.9%（寄与度：0.2ポイント）と下支え役を果たした
  - この結果、4～6月期は前期比年率1.8%と3四半期連続のプラス成長となった
  - GDPデフレーターは前年比0.4%と2四半期連続の上昇、国内需要デフレーターも同0.5%へ伸び率を高めた



（資料）内閣府経済社会総合研究所



（資料）内閣府、総務省統計局

2　世界経済の動向　①概況

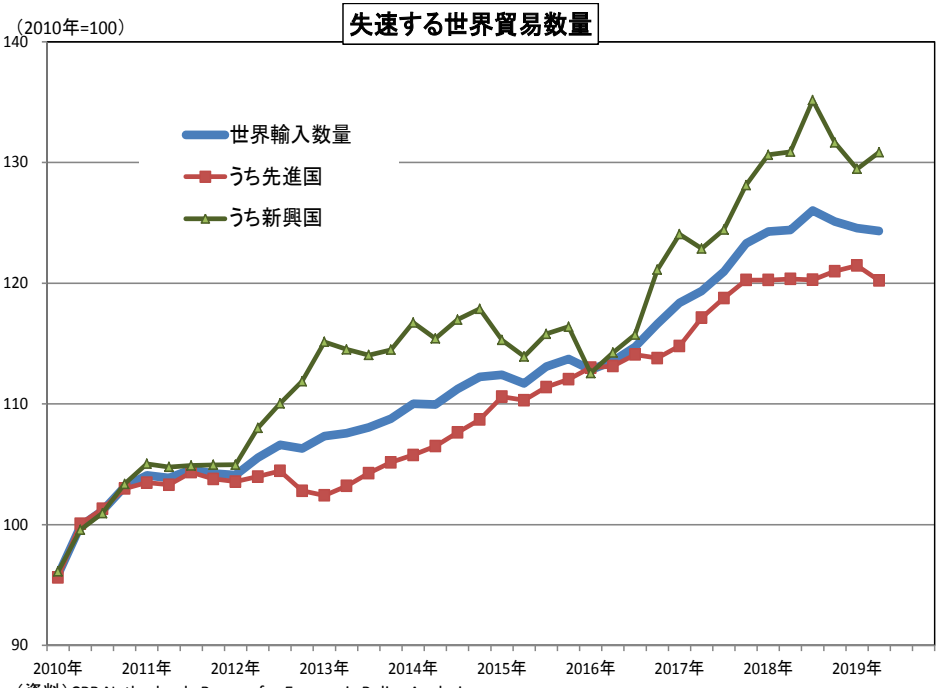
- 国際機関による世界経済見通し：相次ぐ下方修正
  - 国際通貨基金（IMF）の世界経済見通し（19年7月発表）は4回連続で下方修正
    - 19年の世界全体の成長率は前年比3.2%（18年実績：3.6%）へ減速、スロートレード懸念が高まった16年実績（同3.4%）を下回るとした
    - 世界貿易数量の伸びも19年は前年比2.5%と、2年連続で鈍化する見通し
    - 20年の成長率はアルゼンチン・トルコなど一部新興市場国の安定化・回復を主因に好転するとの見通しであるが、下振れリスクは極めて高い状況にある
  - 18年入り後の世界貿易は停滞しており、特に10～12月期以降は失速気味の推移

2019～20年　IMF世界経済見通し

	2017年	2018年	2019年	2020年
世界全体（実質経済成長率）	**3.8**	**3.6**	**3.2**	**3.5**
先進国	**2.4**	**2.2**	**1.9**	**1.7**
米国	2.2	2.9	2.6	1.9
ユーロ圏	2.4	1.9	1.3	1.6
ドイツ	2.2	1.4	0.7	1.7
フランス	2.3	1.7	1.3	1.4
イタリア	1.7	0.9	0.1	0.8
スペイン	3.0	2.6	2.3	1.9
英国	1.8	1.4	1.3	1.4
日本	1.9	0.8	0.9	0.4
新興国・発展途上国	**4.8**	**4.5**	**4.1**	**4.7**
中国	6.8	6.6	6.2	6.0
インド	7.2	6.8	7.0	7.2
ブラジル	1.1	1.1	0.8	2.4
ロシア	1.6	2.3	1.2	1.9
南アフリカ	1.4	0.8	0.7	1.1
ASEAN5	5.3	5.2	5.0	5.1
世界貿易数量（財・サービス）	**5.5**	**3.7**	**2.5**	**3.7**

（資料）IMF『World Economic Outlook（2019年7月）』

失速する世界貿易数量



（資料）CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

https://www.nochuri.co.jp/

2　世界経済の動向　②米国

- 景気動向：経済政策の下支えもあるが、ソフトランディングに向けた動き
  - 19年4～6月期のGDPは前期比年率2.1%成長（速報）
  - 見通しのポイントとしては、世界経済の減速懸念を受けてFRBがハト派に転じたこともあり、①19年内は2回の利下げが見込まれること、②裁量的経費の歳出上限が引き上げられたため、20～21年度の政府支出が増加すること、③世界経済の鈍化、通商摩擦、労働市場のひっ迫などから、19年末から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%、20年は1.7%（いずれも修正なし）

予測表（四半期）

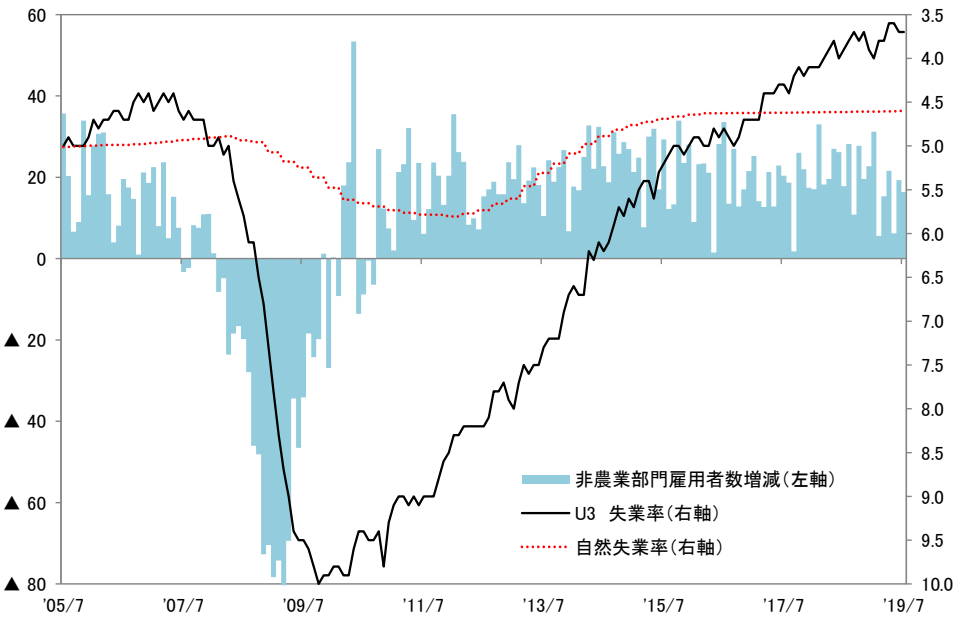
（予測→）

	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	%	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.1	2.0	2.6	1.0	1.6	1.5	1.3
個人消費支出	%	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.3	2.7	2.4	1.5	3.0	2.4	1.2
民間設備投資	%	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲ 0.6	1.3	▲ 0.7	2.2	▲ 1.4	5.9	3.6
民間住宅投資	%	▲ 5.3	▲ 3.7	▲ 4.0	▲ 4.6	▲ 1.1	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.3	0.7	▲ 1.4
輸出	%	0.8	5.8	▲ 6.2	1.5	4.2	▲ 5.2	3.1	▲ 1.6	▲ 1.6	1.6	4.8	3.2
輸入	%	0.6	0.3	8.6	3.5	▲ 1.5	0.1	1.2	▲ 0.6	1.7	1.1	5.8	3.4
政府支出	%	1.9	2.6	2.1	▲ 0.4	2.9	5.0	4.0	5.5	2.0	2.1	2.4	2.4
非農業部門雇用者数増減	万人	22.8	24.3	18.9	23.2	16.9	15.7	13.0	12.0	9.0	6.0	5.0	5.0
失業率	%	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5	3.6
賃金上昇率	%	2.7	2.9	3.0	3.3	3.3	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.7	1.9	2.0	1.8	1.7	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	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	1.75～2.00	1.75～2.00	1.75～2.00	1.75～2.00	1.75～2.00	2.00～2.25
10年物国債利回り	%	2.4	2.9	2.7	2.7	2.4	2.0	1.6	1.7	1.7	1.8	2.1	2.3

（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。

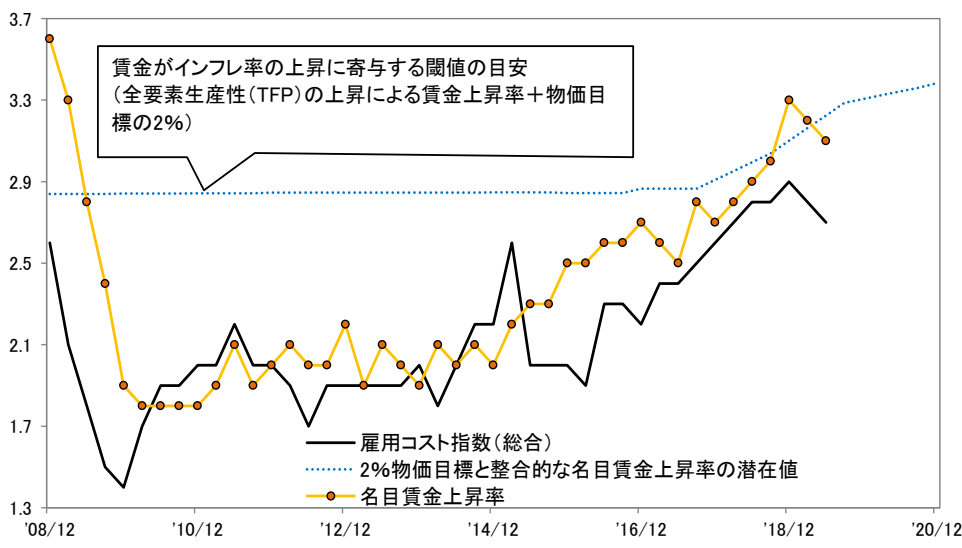
- 雇用：労働市場はひっ迫が続く
  - 19年入り後の非農業部門雇用者数は月平均16.5万人のペースで増加
  - 失業率は約50年ぶりの低水準である3.6%前後で推移
  - これまで上昇してきた労働参加率は、19年に入り頭打ちとなっている
    - 全体：63.0%、25～54歳：82.0%（いずれも19年7月）
  - 賃金上昇率は前年比3%台前半での推移
    - 労働市場のひっ迫を背景に、今後も緩やかに高まる見通し

雇用関連指標の推移



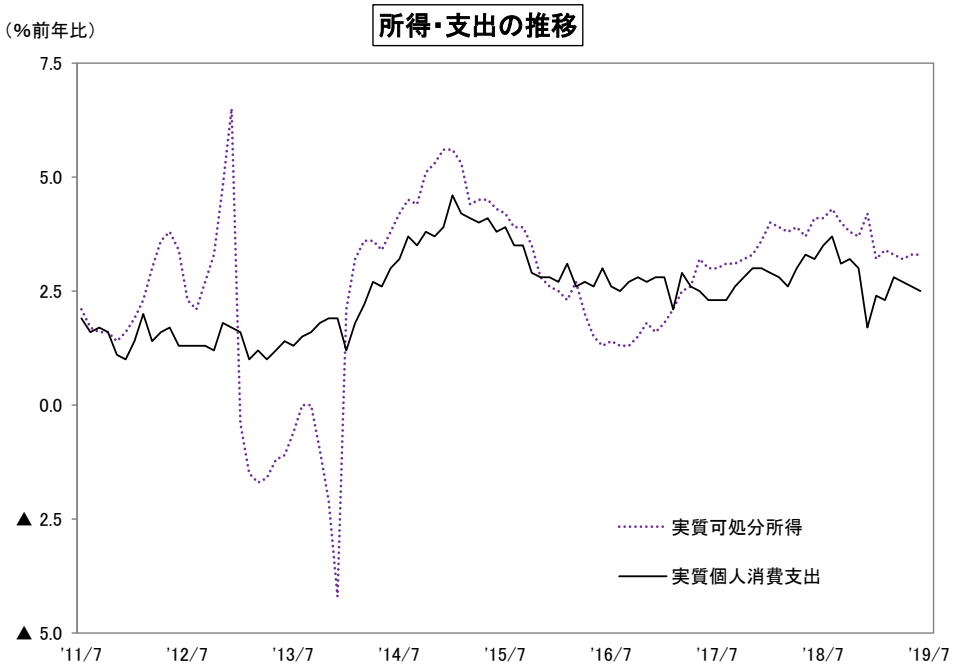
（資料）米労働省、米議会予算局、Bloombergより農中総研作成

賃金上昇率、雇用コストの推移 （四半期ベース）

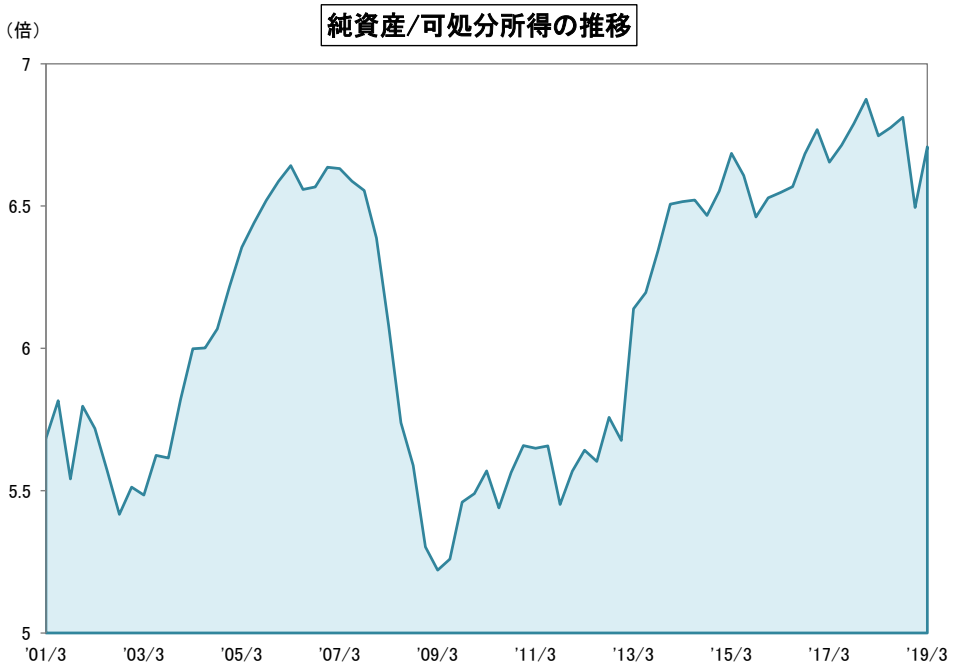


（資料）米労働省統計局、米議会予算局（CBO）、Bloombergより農中総研作成
（注）名目賃金上昇率の潜在値については、CBOの労働分配率とTFP成長率見通し、FRBの2%物価目標より農中総研作成。

- 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
  - 追加関税の影響を受けた消費財価格の上昇も、足元では緩やかなものにとどまっており、消費への悪影響はこれまでのところ軽微
  - 労働参加率が頭打ちとなっていることから、今後、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や、家計純資産の増加は消費の下支え要因



（資料）米商務省経済分析局、センサス局、Bloombergより農中総研作成



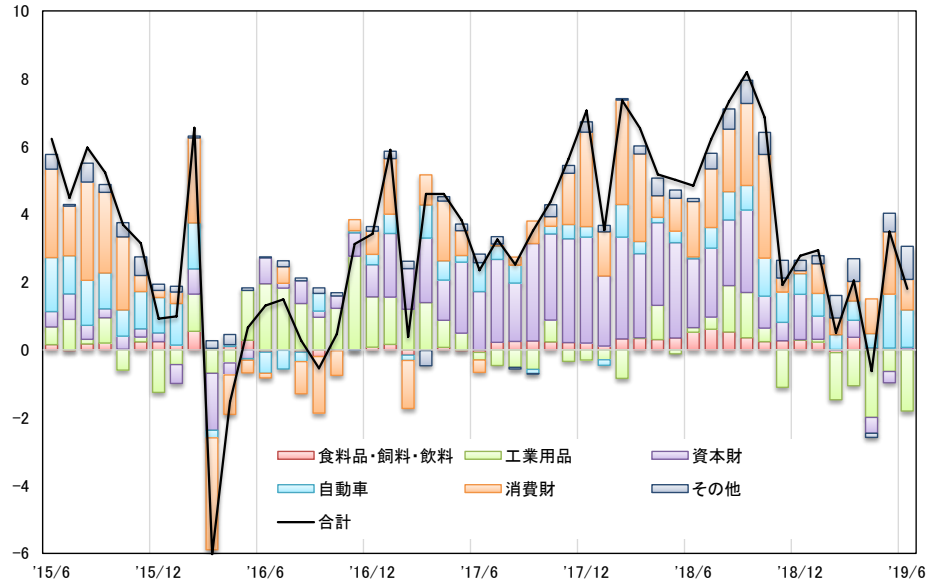
（資料）米商務省経済分析局、センサス局、Bloombergより農中総研作成

https://www.nochuri.co.jp/

- 貿易：通商摩擦から輸出入とも伸びは鈍い
  - 米中通商交渉は進展に乏しい
  - 残りの3,000億ドル相当の中国製品に対する10%の追加関税導入が発表されたが、クリスマス商戦への配慮から、対象の一部は12月まで適用が延期される方針
  - 19年11月半ばまでには輸入自動車に対する追加関税導入の判断が決定する見込み
  - 工業品や資本財などの輸入の伸びが鈍化

- 政府支出
  - 超党派予算法により、裁量的経費の歳出上限が引き上げられた
  - 20年度（19年10月～20年9月）は1,686億ドル分の政府支出が拡大し、19年度から440億ドル増加する見込み

実質輸入の推移



（資料）商務省センサス局　（注）統計上の誤差あり。

2019年超党派予算法による裁量的経費の歳出上限引き上げ

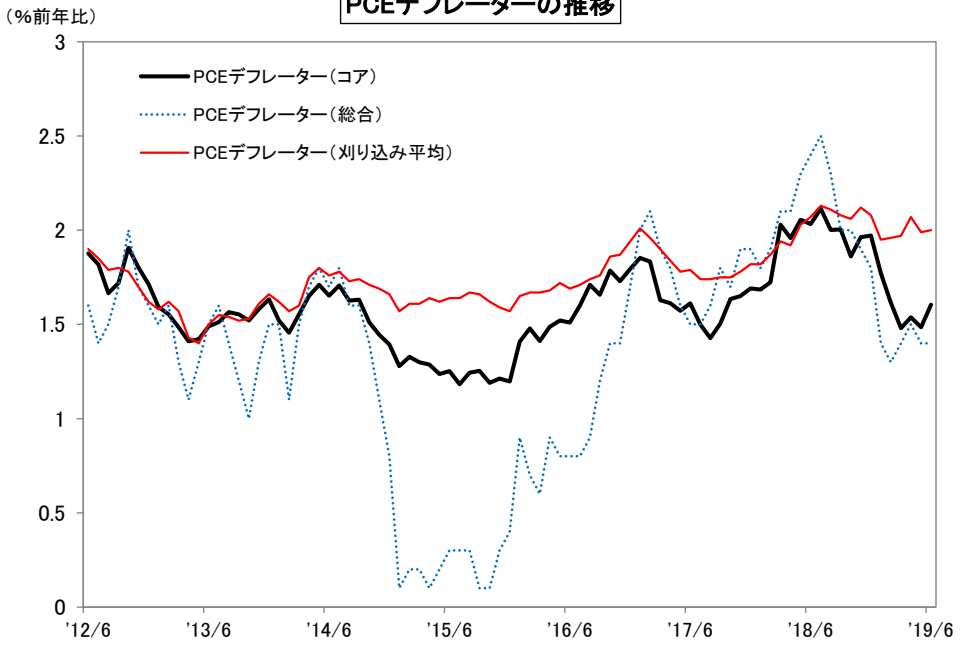
（単位：億ドル）

会計年度	項目	現行法	2019年超党派予算法	増加額
2020年度	国防費	5,762	6,665	903
	非国防費	5,432	6,215	783
	合計	11,194	12,880	1,686
2021年度	国防費	5,902	6,715	813
	非国防費	5,549	6,265	716
	合計	11,451	12,980	1,529

（資料）米議会調査局　（注）会計年度は10月から翌年9月まで。

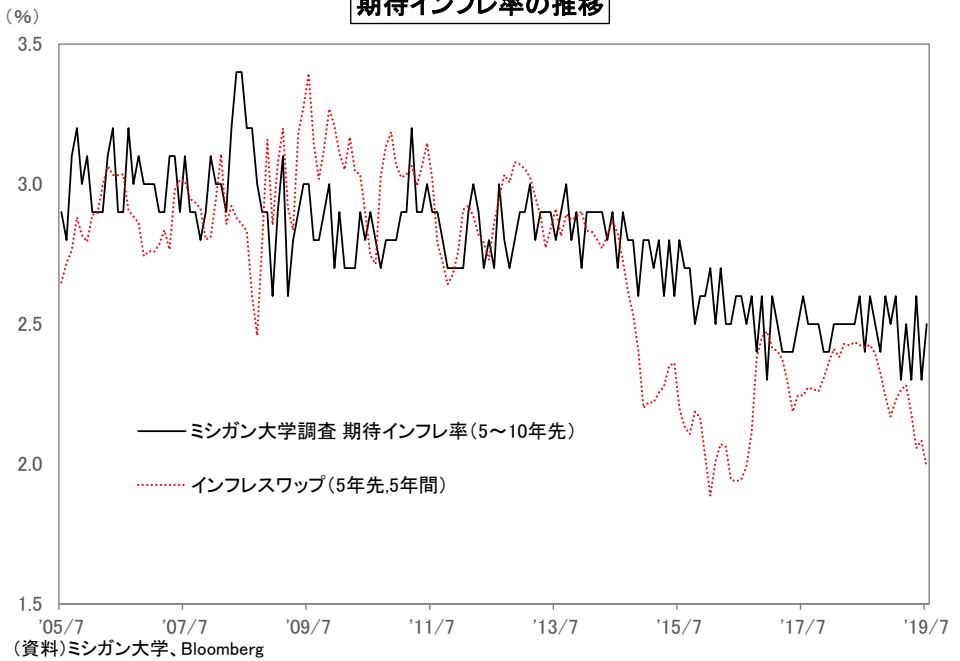
- インフレ率
  - FRBが注視するPCEデフレーター（コア）は前年比1.6%（19年6月分）
    - 利下げの効果や賃金上昇率の高まりなどから、先行きは緩やかな上昇が予測される
  - 変動の激しい項目を除いた、ダラス連銀の刈り込み平均PCEデフレーターは同2%前後で推移しており、基調としてはFRBのインフレ目標と整合的に推移していると考えられる
  - 一方で、期待インフレ率の低下が確認されており、FRB参加者からは将来のインフレ率の下押し圧力になると警戒されている

PCEデフレーターの推移



（資料）米経済分析局、ダラス連銀、Bloomberg

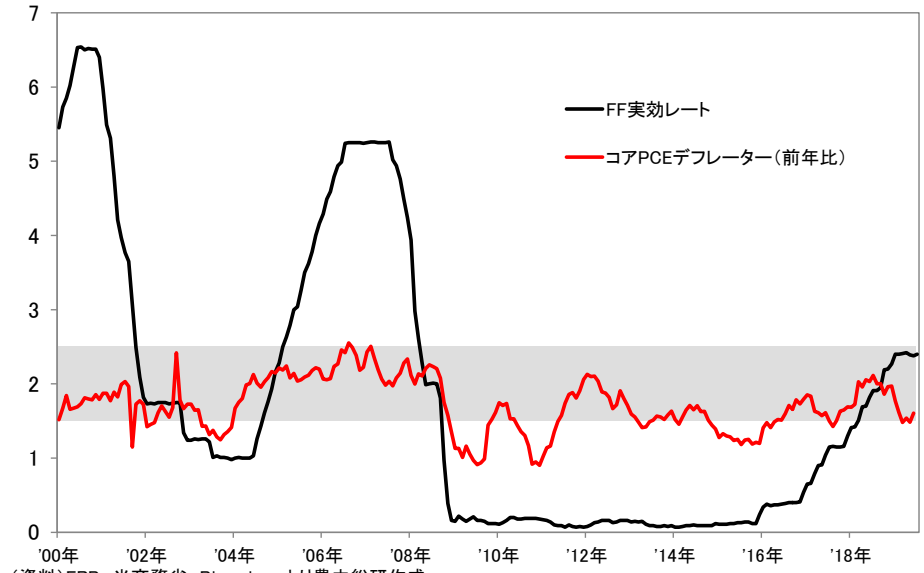
期待インフレ率の推移



（資料）ミシガン大学、Bloomberg

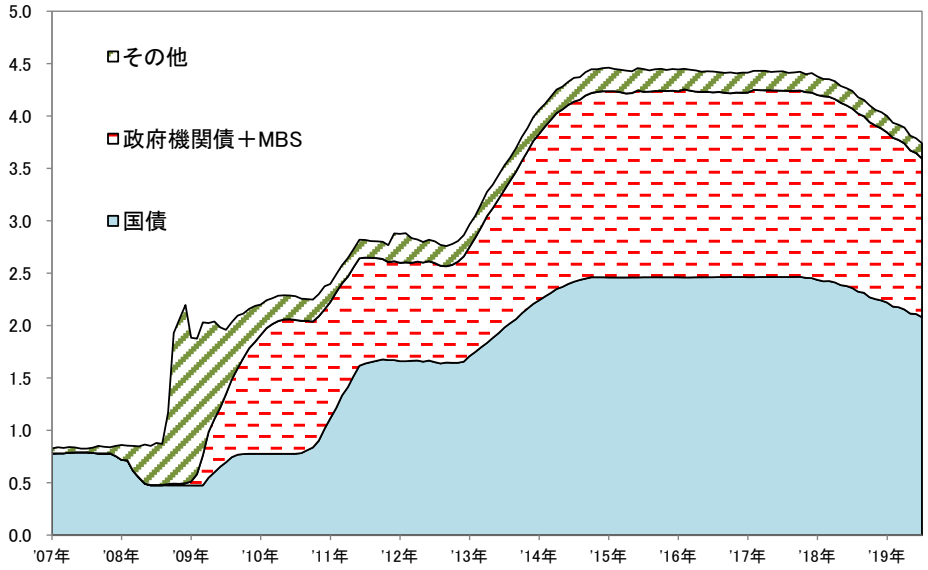
- 金融政策：
  - B/S 縮小（償還された米国債について月額最大300億ドルの再投資停止、同じく住宅担保証券（MBS）は月額最大200億ドルの再投資停止）を、予定より2ヶ月前倒しで19年8月1日に終了
  - ただし、政府機関債と不動産担保証券（MBS）の保有残高の圧縮は継続する予定（その分は国債へシフト）
  - 世界経済減速懸念や、期待インフレ率の低下などから、19年は複数回の利下げとなる可能性
  - 一方、パウエルFRB議長は利下げ局面の開始については否定しており、継続的な利下げにはならないとみられる

インフレ率と政策金利



（資料）FRB、米商務省、Bloombergより農中総研作成
（注）シャドー部分はFRBがゴールとして掲げているインフレ率（2%±0.5%）。

FRBのバランスシート

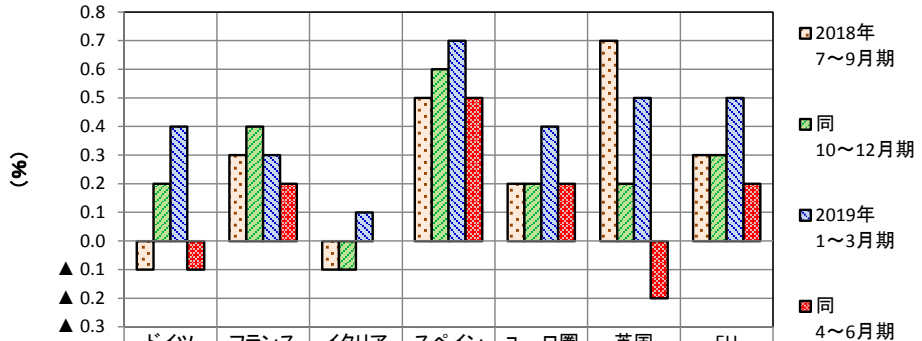


（資料）FRBより農中総研作成

2　世界経済の動向　③欧州

- 景気動向（19年4～6月期の実質GDP成長率）
  - 欧州では、経済情勢が前期から減速
  - ユーロ圏では、前期比成長率は0.2%（1～3月期：0.4%）、前年同期比成長率では1.1%（同：1.2%）
    経済規模の大きい4ヶ国では、
    - ドイツが前期比マイナス成長となったほか、イタリアの低成長が継続
    - スペイン、フランスは相対的に安定成長を維持
  - 欧州連合（EU）全体では、前期比で0.2%（1～3月期：0.5%）、前年同期比で1.3%の成長（同：1.6%）
    - 英国では、前期比成長率は▲0.2%（1～3月期：0.5%）
    - また、英国の前年同期比成長率は1.2%（1～3月期：1.8%）

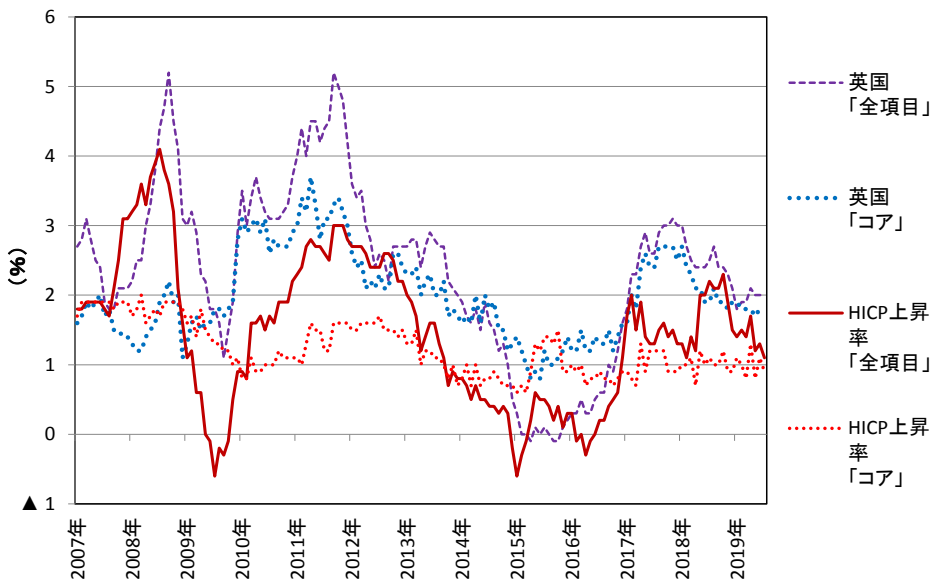
実質GDP成長率（前期比）



	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	ユーロ圏	英国	EU
2018年 7～9月期	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1	0.5	0.2	0.7	0.3
同 10～12月期	0.2	0.4	▲ 0.1	0.6	0.2	0.2	0.3
2019年 1～3月期	0.4	0.3	0.1	0.7	0.4	0.5	0.5
同 4～6月期	▲ 0.1	0.2	0.0	0.5	0.2	▲ 0.2	0.2

（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

消費者物価上昇率（前年同月比）



（資料）Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

- ユーロ圏経済
  - ユーロ圏の経済情勢は好調であった前期から減速、17年末をピークに減速傾向が継続
    - 19年6月の鉱工業生産指数は、前月比で1.6%の、前年同月比で2.6%の各低下
    - 同月の小売売上高は、前月比で1.1%、前年同月比で2.6%の各増加
    - 失業率は改善傾向が続いており、6月は7.5%
    - 生産や輸出の不調を家計消費が支える形が継続

- 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6月の製造業受注指数は、前月比で2.5%の上昇ながら、前年同月比では3.6%の低下
    - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.5%の、前年同月比では5.2%の各低下
    - 同月の輸出額は、前月比で0.1%の、前年同月比では0.5%の各低下
    - 同月の小売売上高は、前月比で3.5%の、前年同月比で3.9%の各増加
    - 同月の失業率は、3.1%と低水準が継続
    - 家計消費中心の回復であり、外需を巡る環境は引き続き厳しい

- 英国経済
  - 前期には、当初予定のEU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
  - 今期はその反動

- 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7月の消費者物価上昇率は、前月の1.3%から1.1%に低下
    - 同月の、エネルギー価格などを除いたコアは、前月の1.1%から0.9%に低下
  - 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7月の消費者物価上昇率は、前月の2.0%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

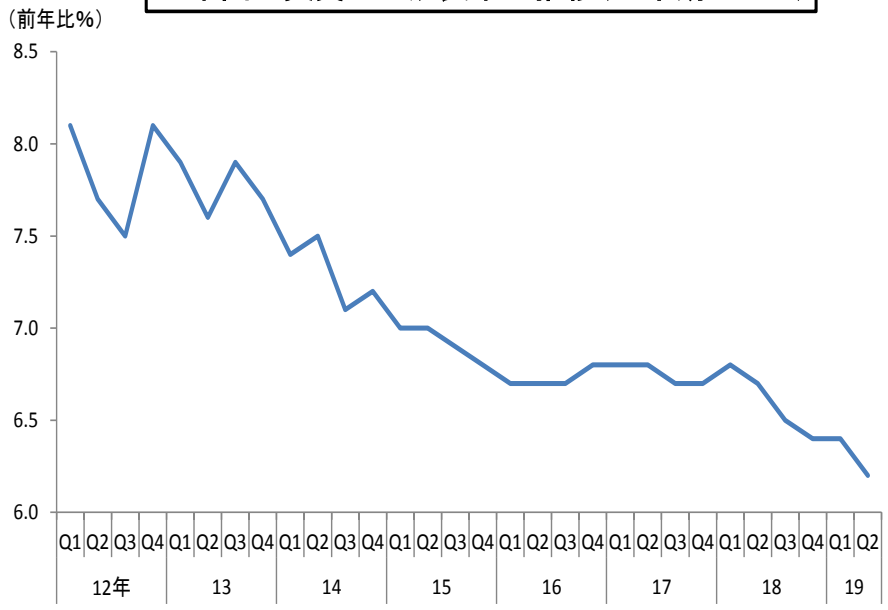
- 金融政策
  - 欧州中央銀行（ECB）は、リスクは下向きに傾いているとし、先行きの経済情勢に慎重姿勢
    - 7月に従来方針を修正し、政策金利を20年半ばまで現行水準もしくはそれを下回る水準に維持することに
    - 9月に、追加利下げや量的緩和策（QE）の再開に着手する可能性が高い
  - イングランド銀行（BOE）は、18年8月に政策金利を0.50%から0.75%に引き上げた後、据え置きを継続
    - BOEは、EUからの離脱に伴う経済情勢に応じて、機動的に政策対応を行う方針

- 景気見通し
  - 米中間の貿易摩擦が、引き続き成長の重荷に
  - なかでもドイツの減速が、全体の成長を押し下げ
  - 長引く米中貿易摩擦の下で、当面、低成長が継続
    - ユーロ圏では、19年の実質GDP成長率は18年の1.8%から1.0%程度に低下の見通し
    - ドイツでは、19年の実質GDP成長率は18年の1.5%から0.5%程度に低下の見通し
    - 英国では、19年の実質GDP成長率は18年の1.4%から1.2%程度に低下の見通し
  - 潜在的なリスク要因としては、イタリアの財政問題、英国のEU離脱、米欧間での貿易摩擦など

2　世界経済の動向　④中国

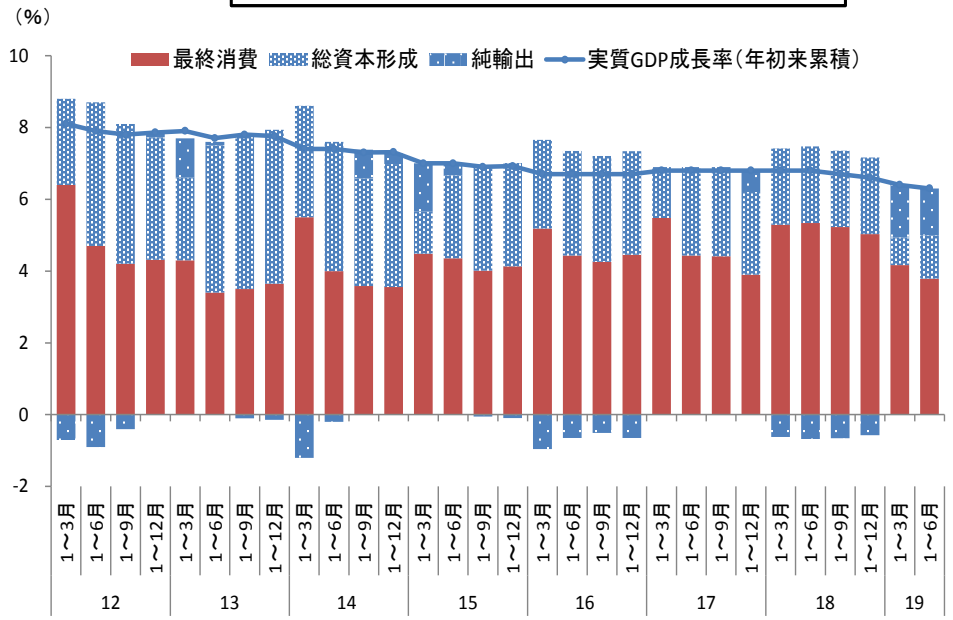
- 景気動向
  - 19年4～6月期の実質GDP成長率は前年比6.2%と、1～3月期（同6.4%）から鈍化
    - 需要項目別の寄与度（1～6月期の対前年比成長率6.3%）は、最終消費が3.79ポイント、総資本形成が1.21ポイント、外需（純輸出）は1.30ポイント
  - 鈍化した背景には、輸出の伸び悩みによる製造業の設備投資の弱さ、個人消費の軟調が挙げられる
  - とはいえ、19年通年の政府の成長目標である「6.0～6.5%」のレンジには収まった
  - 先行き、米中摩擦激化への警戒感が強まるなか、投資や外需の弱さが続くと見られるため、下振れ圧力は依然根強いが、追加経済対策が行われることが想定され、さらなる成長鈍化の可能性は低い

中国の実質GDP成長率の推移（四半期ベース）



（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

中国の実質GDP成長率需要項目別の寄与度

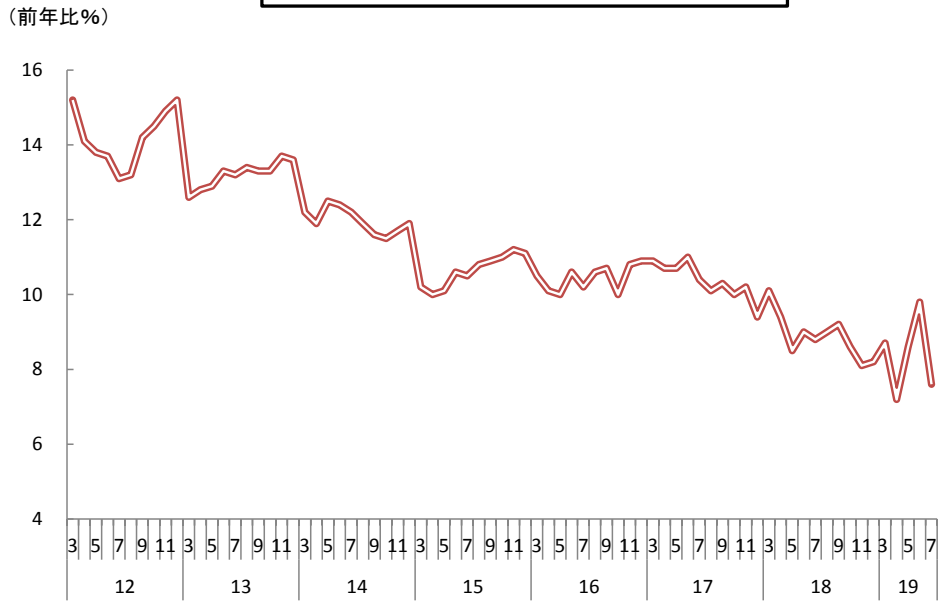


（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成

https://www.nochuri.co.jp/

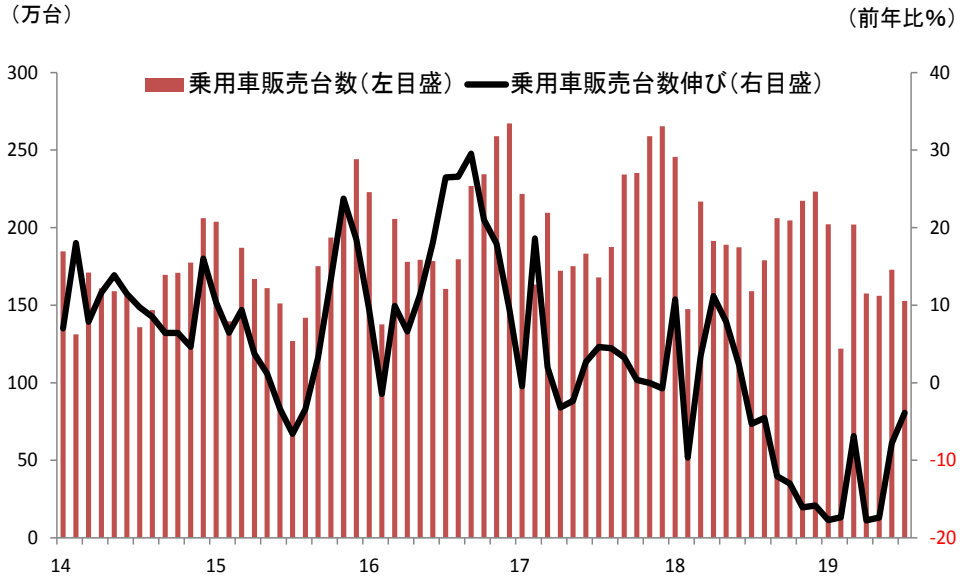
- 個人消費
  - 個人消費は自動車販売台数が大きく伸びたことなどを受けて6月は伸び率が一旦高まったが、7月の小売売上総額は前年比7.6%へ再び減速
    - 季節要因を除いた伸び率でも同5.7%であり、改善は見られない
  - 個人消費が力強さを欠く理由として、一部の地域で失業者が増加したことなどを背景に消費マインドが悪化したことや家計負担増が挙げられる
  - 先行き、家電製品買い替えや農村地域の自動車普及などの消費促進策の効果もあり、大幅な落ち込みは回避されるとみられ、現状水準を維持する可能性が高い

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7月。

中国の乗用車販売台数の推移

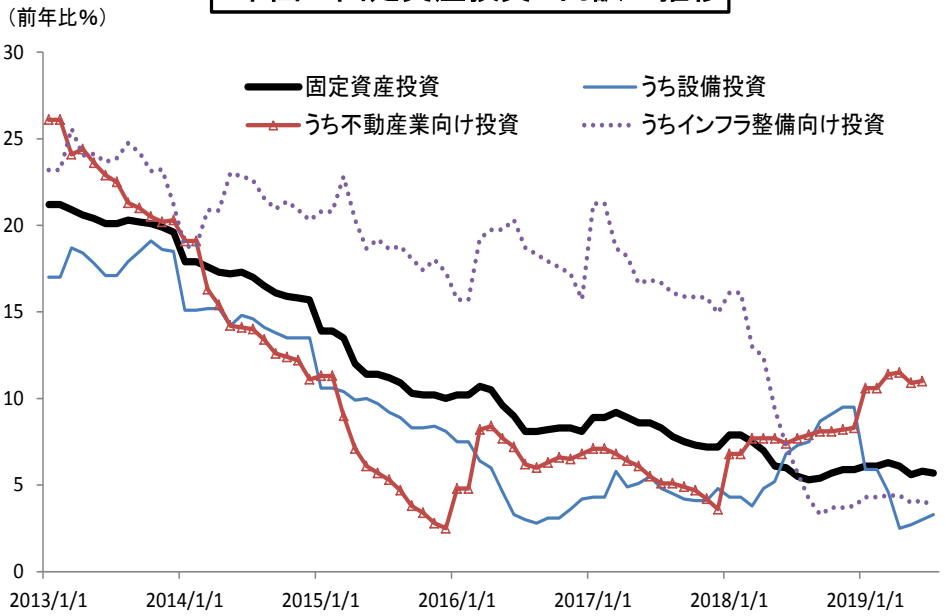


（資料） 中国汽車工業協会、CEICデータより作成、直近は19年7月。

https://www.nochuri.co.jp/

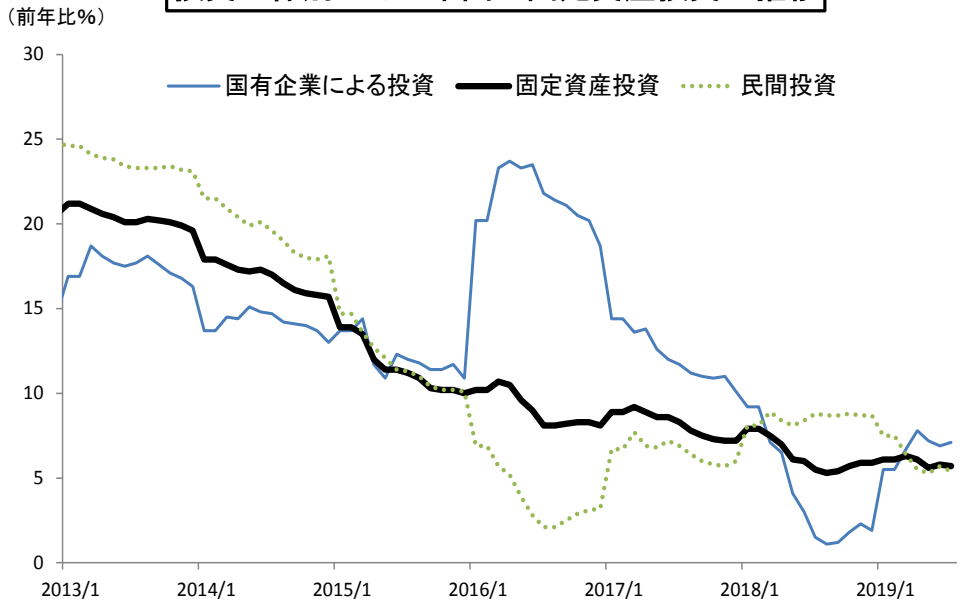
- 固定資産投資
  - 総資本形成に当たる固定資産投資は低空飛行の状況が続いている
    - 投資分野別では、不動産業向け投資は底堅く推移したものの、設備投資及びインフラ整備向けは依然弱かった
    - 投資主体別では、民間投資の低調さが続いたほか、国有企業による投資も頭打ち気味であった
  - 先行きについては、地方債の発行要件が緩和されたことを受けてインフラ整備向け投資が年末にかけて持ち直すと見込まれるほか、国有企業による投資の下支え強化が想定されることなどから、持ち直すものと予想

中国の固定資産投資と内訳の推移



（資料） 中国国家統計局、 CEICデータより作成、（注）年初来累積、直近は19年7月。

投資主体別にみた中国の固定資産投資の推移



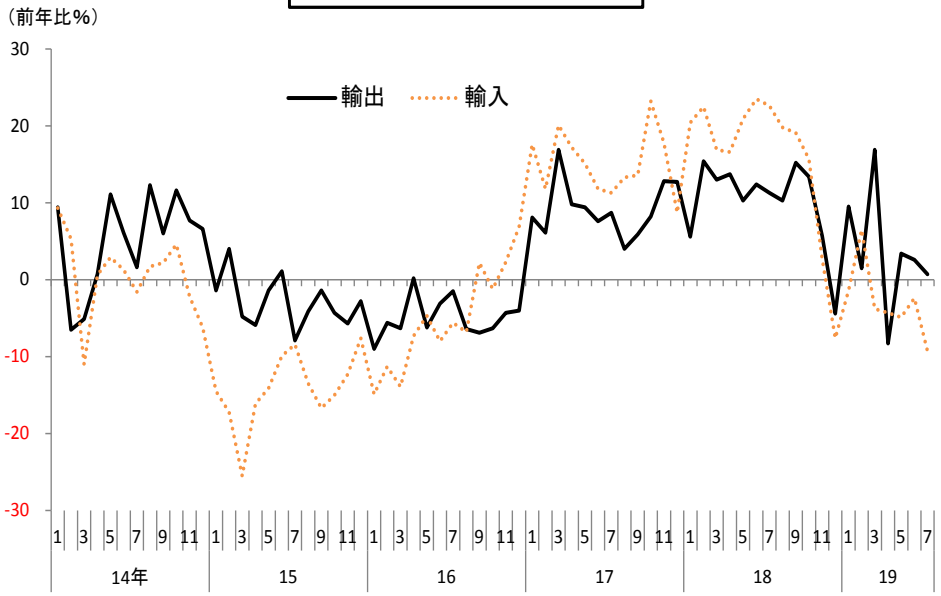
（資料） 中国国家統計局、CEICデータより作成 （注）年初来累計、直近は19年7月。

https://www.nochuri.co.jp/

- 輸出
  - 世界経済の減速が続くなか、輸出は米国向けの減少を主因に軟調に推移
  - 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
  - 先行きについては、世界経済の減速に加え、米国による中国製品（残りの3,000億ドル相当）への追加関税の発動などを受けて輸出の軟調さは継続

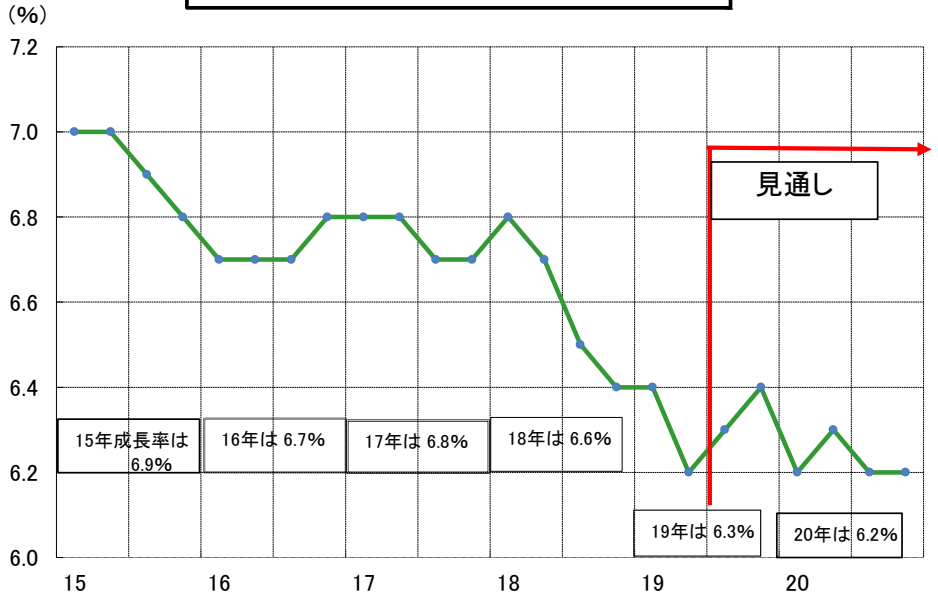
- 経済見通し
  - 19年は、経済対策の効果によって年末にかけて成長率が持ち直し、通年で前年比6.3%（前回5月時点から0.2ポイントの下方修正）となるが、20年は同6.2%（同じく0.1ポイントの下方修正）へ減速すると予測

中国の輸出入額の推移



（資料）中国海関総署、CEICデータより作成　（注）金額はドルベースで前年同月比、直近は19年7月。

中国の実質GDP成長率（前年同期比）



（資料）　中国国家統計局、CEICデータより作成、見通しは当社予想。

2　世界経済の動向　⑤原油価格

- 原油価格：WTI先物はやや軟調な展開
  - 17年1月からのOPECなど主要産油国による協調減産が実施されてきたが、19年7月以降も最長で20年3月まで協調減産（合計で日量120万バレル程度）を継続することで合意
  - イラン情勢の緊迫化に伴い、ホルムズ海峡封鎖の懸念すら浮上しているが、米国などの増産継続、中国などの需要減の見通しなどもあり、直近の原油価格（WTI先物）は50ドル/バレル台で上値の重い展開

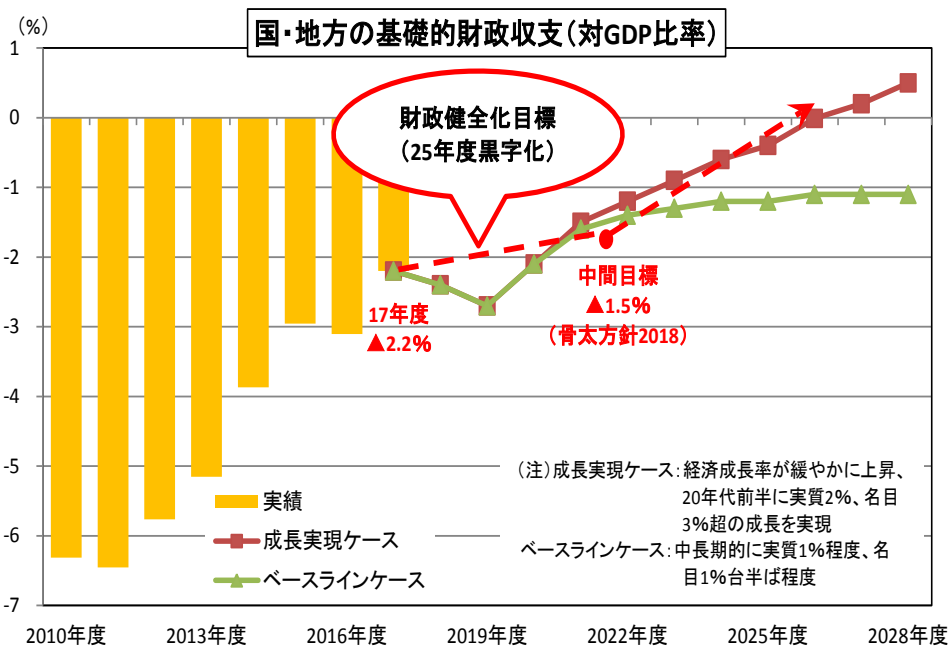
- 原油入着価格の見通し
  - 当面、世界経済・貿易の減速が続くほか、米国など減産に参加しない産油国の増産圧力もあり、原油需給はやや緩和気味の展開が想定される
  - 20年度にかけて国内への入着価格は60ドル/バレル台半ばで推移すると予想

（資料）Bloombergより作成

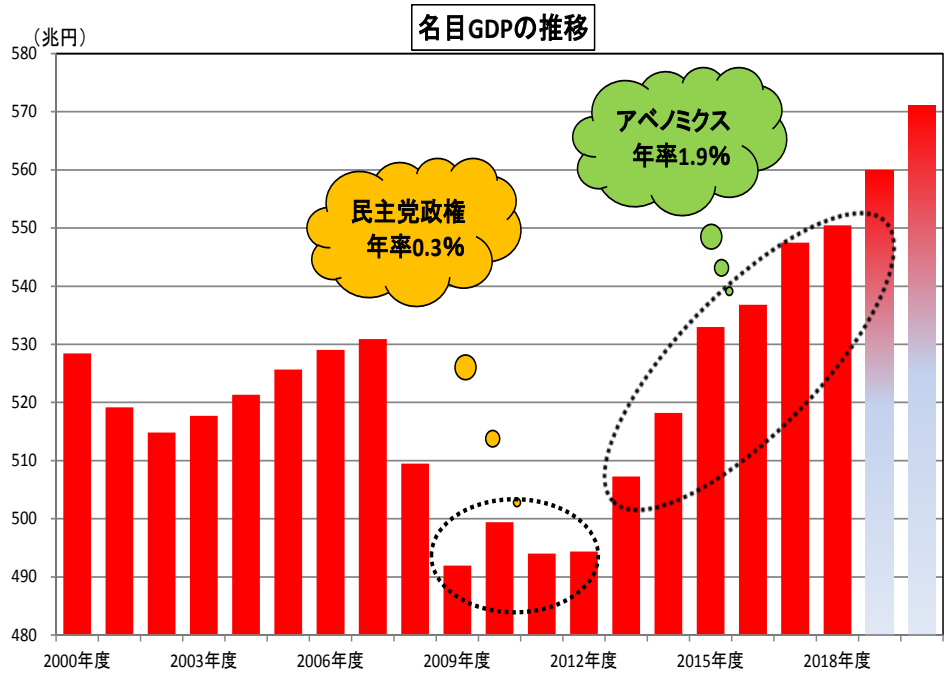
（資料）NYMEX、東京工業品取引所、財務省

3　国内の経済政策

- 今後の経済財政運営
  - 最重要目標は、経済の好循環をさらに持続・拡大させ、直面する様々な課題を克服し、持続的かつ包摂的な経済成長の実現と財政健全化の達成を両立させていくこと
  - 「経済再生なくして財政健全化なし」の基本方針の下、経済再生と財政健全化に一体的に取り組み、20 年頃の名目GDP600 兆円と25 年度の財政健全化目標（PB黒字化）の達成を目指す
    - 潜在成長率の引上げによる成長力の強化
    - 成長と分配の好循環の拡大
    - 誰もが活躍でき、安心して暮らせる社会づくり
  - なお、19年4～6月期の名目GDPは558兆円（季節調整済・年率換算値）であるが、内閣府年央試算による経済見通しでは上述の20年頃の600兆円経済の達成は厳しい



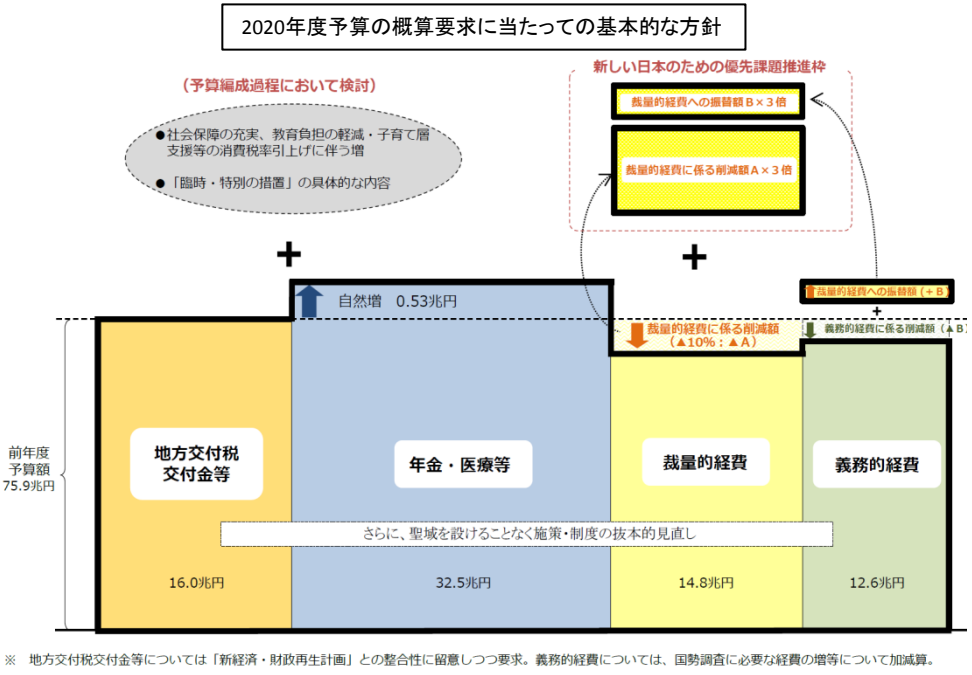
（資料）内閣府「中長期の経済財政の試算」を元に農林中金総合研究所作成



（資料）内閣府　（資料）2018年度まで実績、19年度以降は政府年央試算を利用。

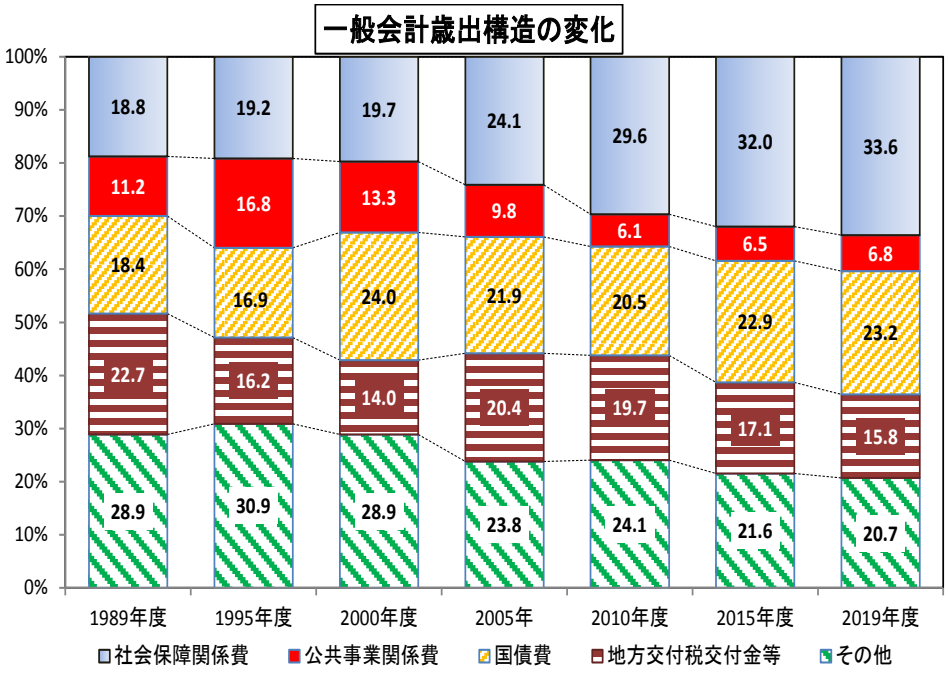
https://www.nochuri.co.jp/

- 20年度予算の編成方針
  - 需要拡大の推進、生産性向上、社会保障改革等の歳出改革の推進などに重点的に取り組み、民需主導の持続的成長を確実なものとする一方、景気や金融資本市場の動向、海外発の下方リスク等に一層注意し、リスクが顕在化する場合には、機動的なマクロ経済政策を躊躇なく実行
  - 20年度予算の概算要求基準は、①年金・医療等は19年度当初予算額（32.5兆円）に自然増（0.53兆円）を加算した範囲内、②義務的経費は19年度当初予算のうち通常分（「臨時・特別の措置」を除いた12.6兆円）と同額、③裁量的経費は19年度当初予算の通常分（14.8兆円）から1割減、④「新しい日本のための優先課題推進枠」として義務的経費・裁量的経費の削減額の3倍まで要求を認める、等
  - 初の総額100兆円台となった19年度予算に続き、20年度も巨額予算となる見込み



※　地方交付税交付金等については「新経済・財政再生計画」との整合性に留意しつつ要求。義務的経費については、国勢調査に必要な経費の増等について加減算。

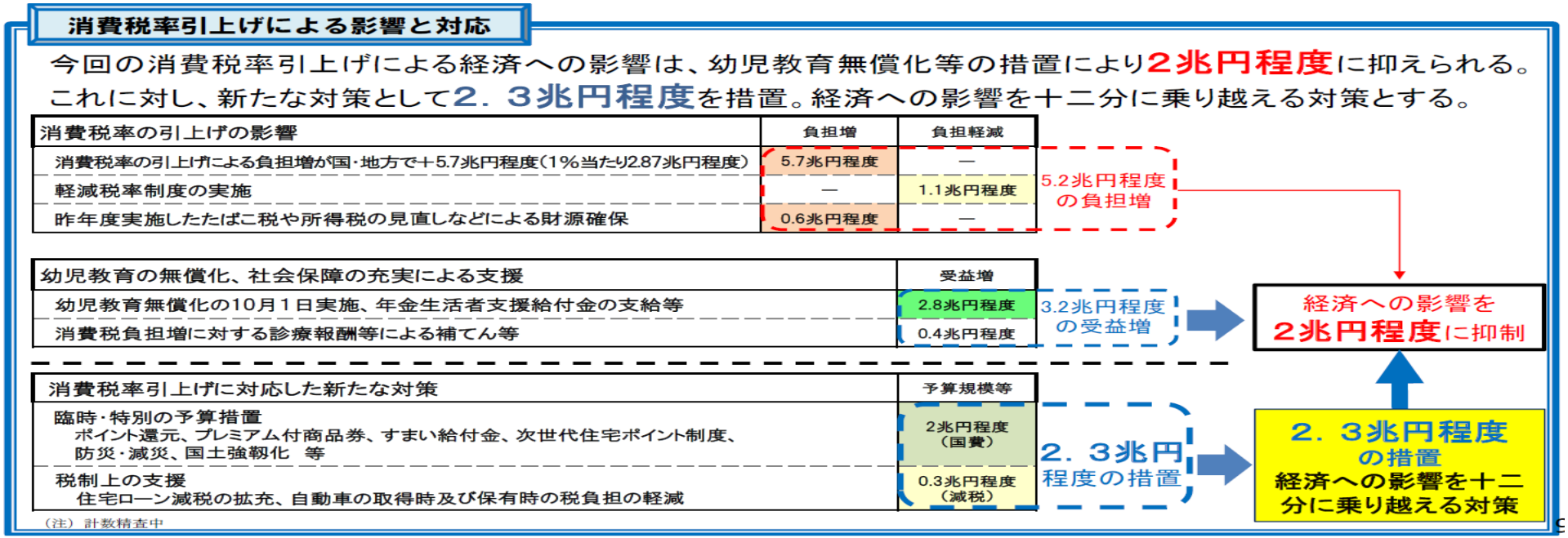
（資料）財務省ウェブサイトより抜粋



（資料）財務省　（注）グラフ内の数値は歳出全体に対するシェア。決算ベース（2019年度は当初）。

https://www.nochuri.co.jp/

- 19年10月には消費税率10%へ引上げ
  - 社会保障と税の一体改革（社会保障の機能強化・機能維持のための安定財源確保と財政健全化の同時達成）を目指し、社会保障財源を高齢者を含めた国民全体で広く負担する考えから、消費税率は8%から10%へ引き上げる予定
  - 今回の消費税率引上げにあたり、政府は駆け込み・反動減の平準化に向けた諸処置、軽減税率制度の導入や防災・減災、国土強靭化等の対策を講じ、経済の回復基調に影響を及ぼさないように取り組む姿勢
    - 各事業者の判断によって柔軟な価格設定が行われるようにする
    - キャッシュレス・消費者還元事業、プレミアム付商品券事業、耐久消費財（自動車・住宅）に係る税制・予算措置により、消費税率引上げ前後の需要変動を平準化し、消費を喚起・下支えする
    - 低所得者への配慮として、飲食料品（酒類・外食を除く）と週2回以降発行される定期購読契約に基づく新聞を対象に軽減税率（8%）を導入

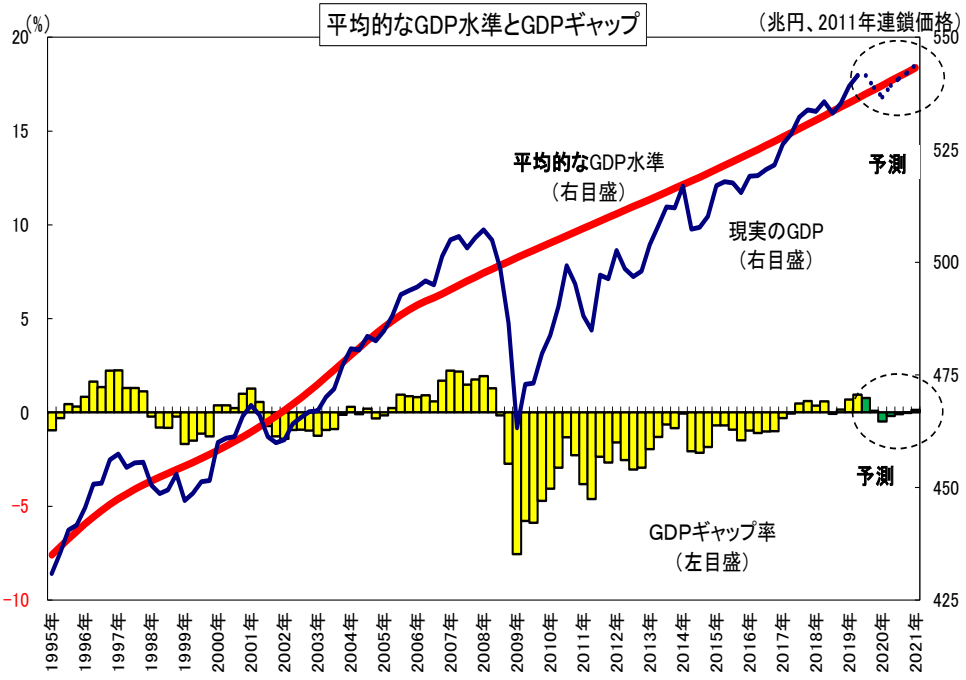


（資料）財務省「ウェブサイトより抜粋

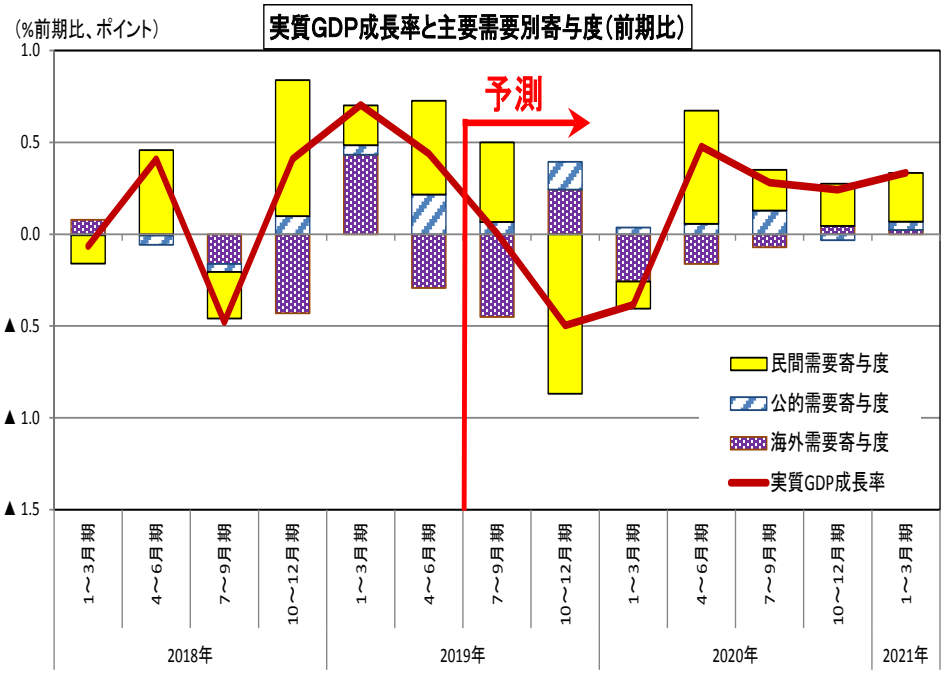
https://www.nochuri.co.jp/

4　日本経済・物価の見通し

- 総論：2019年度は0.7%、20年度は0.4%と、潜在成長率をやや下回って推移
  - 前提条件として、米中摩擦の激化など、世界経済の下振れリスクは強く意識される状況は払拭できず、世界経済・貿易の底入れは20年まで後ズレすると想定した
  - 足元7～9月期については、消費は大型連休要因の剥落が予想される中で消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあり、基本的に底堅く推移するほか、企業設備投資は非製造業を中心に増加傾向を維持するとみられる半面、外需の不振が続くため、ゼロ成長にとどまると予想
  - 19年度下期には消費税率引き上げを受けて、民間需要が落ち込み、景気調整色が強まる（上期の成長率：前期比0.8%に対し、下期は同▲0.7%へ）
  - その後、20年入り後に想定される世界経済の持ち直しにより、輸出が緩やかに増え始めるほか、東京五輪・パラの効果も期待されるが、消費税対策が6月で終了が見込まれる消費税対策の反動もあり、景気回復テンポは鈍いと思われる（上期：前期比0.4%、下期：同0.7%）



（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

予測表（年度、半期）

	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	1.3	0.8
実質GDP	%	1.9	0.7	0.7	0.4
民間需要	%	1.8	1.1	1.1	0.7
民間最終消費支出	%	1.0	0.5	0.8	0.9
民間住宅	%	▲ 0.7	▲ 4.4	▲ 0.1	▲ 1.8
民間企業設備	%	4.6	3.5	2.3	0.7
民間在庫変動（寄与度）	ポイント	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0
公的需要	%	0.5	▲ 0.1	1.8	1.1
政府最終消費支出	%	0.4	0.9	1.9	1.5
公的固定資本形成	%	0.5	▲ 4.0	1.5	▲ 0.9
輸出	%	6.5	1.5	▲ 2.6	1.0
輸入	%	4.0	2.1	0.3	3.1
国内需要寄与度	ポイント	1.5	0.8	1.3	0.8
民間需要寄与度	ポイント	1.3	0.8	0.9	0.6
公的需要寄与度	ポイント	0.1	▲ 0.0	0.5	0.3
海外需要寄与度	ポイント	0.4	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.4
GDPデフレーター（前年比）	%	0.1	▲ 0.2	0.5	0.4
国内企業物価　（前年比）	%	2.7	2.2	0.4	1.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.7	0.8	0.9	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)*	*(0.9)*
完全失業率	%	2.7	2.4	2.5	2.6
鉱工業生産　（前年比）	%	3.0	0.2	▲ 1.6	0.4
経常収支	兆円	21.8	19.1	17.2	18.5
名目GDP比率	%	4.0	3.5	3.1	3.3
為替レート	円/ドル	110.8	110.9	106.7	105.0
無担保コールレート（O/N）	%	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.10	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	0.05	▲ 0.20	▲ 0.11
通関輸入原油価格	ドル/バレル	57.1	72.0	66.8	65.0

（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。

（前期比）

	単位	2018年度 通期	2018年度 上半期	2018年度 下半期	2019年度 通期	2019年度 上半期	2019年度 下半期	2020年度 通期	2020年度 上半期	2020年度 下半期
実質GDP	%	0.7	0.1	0.3	0.7	0.8	▲ 0.7	0.4	0.4	0.7
民間需要	%	1.1	0.3	0.8	1.1	1.1	▲ 0.7	0.7	0.9	0.8
民間最終消費支出	%	0.5	0.2	0.3	0.8	1.0	▲ 0.4	0.9	1.0	0.4
民間住宅	%	▲ 4.4	▲ 2.8	2.4	▲ 0.1	0.3	▲ 3.0	▲ 1.8	▲ 0.8	0.8
民間企業設備	%	3.5	1.7	0.3	2.3	2.1	▲ 0.9	0.7	0.6	1.8
公的需要	%	▲ 0.1	▲ 0.3	0.3	1.8	1.1	1.0	1.1	0.5	0.5
政府最終消費支出	%	0.9	0.3	0.9	1.9	1.0	1.0	1.5	0.8	0.9
公的固定資本形成	%	▲ 4.0	▲ 2.6	▲ 2.4	1.5	1.9	0.7	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 1.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.8	▲ 0.9	▲ 2.5	▲ 4.4	▲ 4.1	▲ 4.7	▲ 6.4	▲ 6.5	▲ 6.4
輸出	%	1.5	0.2	▲ 1.9	▲ 2.6	▲ 1.3	▲ 2.0	1.0	0.8	2.9
輸入	%	2.1	0.5	0.2	0.3	0.4	▲ 0.1	3.1	2.6	2.8
内需寄与度（前期比）	%	0.8	0.2	0.8	1.3	1.2	▲ 0.5	0.8	0.9	0.5
民間需要（　〃　）	%	0.8	0.3	0.7	0.9	0.9	▲ 0.7	0.6	0.7	0.5
公的需要（　〃　）	%	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.5	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1
外需寄与度（　〃　）	%	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.0
デフレーター（前年比）	%	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.5	0.4	0.7	0.4	0.4	0.4
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.7	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産（前期比）	%	0.2	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 1.6	▲ 1.3	▲ 0.4	0.4	▲ 0.1	1.4
住宅着工戸数（年率換算）	万戸	95.3	96.0	94.6	85.2	89.4	81.0	81.0	79.0	83.0
経常収支	兆円	19.1	10.1	9.0	17.2	8.6	8.6	18.5	8.7	9.8
貿易収支	兆円	0.8	0.8	0.0	▲ 1.8	▲ 1.9	0.1	0.8	▲ 0.1	0.9
外国為替レート	ドル/円	110.9	110.2	111.5	106.7	108.4	105.0	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	73.6	70.5	66.8	68.5	65.0	65.0	65.0	65.0

（前年同期比）

	単位	2018年度 通期	2018年度 上半期	2018年度 下半期	2019年度 通期	2019年度 上半期	2019年度 下半期	2020年度 通期	2020年度 上半期	2020年度 下半期
名目GDP	%	0.5	0.5	0.6	1.3	1.8	0.8	0.8	0.2	1.4
実質GDP	%	0.7	0.8	0.7	0.7	1.3	0.1	0.4	▲ 0.3	1.0
民間需要	%	1.1	0.9	1.3	1.1	2.1	0.1	0.7	▲ 0.1	1.5
民間最終消費支出	%	0.5	0.3	0.6	0.8	1.3	0.3	0.9	0.4	1.3
民間住宅	%	▲ 4.4	▲ 7.8	▲ 0.8	▲ 0.1	2.3	▲ 2.5	▲ 1.8	▲ 3.5	▲ 0.1
民間企業設備	%	3.5	3.8	3.3	2.3	3.7	0.8	0.7	▲ 0.7	2.2
公的需要	%	▲ 0.1	▲ 0.4	0.1	1.8	1.5	1.9	1.1	1.4	0.8
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	1.1	1.9	1.8	1.9	1.5	1.7	1.3
公的固定資本形成	%	▲ 4.0	▲ 4.0	▲ 4.1	1.5	0.4	2.3	▲ 0.9	▲ 0.2	▲ 1.6
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 1.8	▲ 0.9	▲ 2.5	▲ 4.4	▲ 4.1	▲ 4.7	▲ 6.4	▲ 6.5	▲ 6.4
輸出	%	1.5	3.8	▲ 0.6	▲ 2.6	▲ 2.2	▲ 3.1	1.0	▲ 1.0	3.0
輸入	%	2.1	2.8	1.4	0.3	1.3	▲ 0.6	3.1	1.5	4.6
国内企業物価　（前年比）	%	2.2	2.9	1.6	0.4	▲ 0.0	0.8	1.0	1.3	0.7
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.8	0.8	0.9	0.7	1.2	1.0	1.4	0.6
完全失業率	%	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.7	2.6	2.7	2.6
鉱工業生産（前年比）	%	0.2	0.7	▲ 0.2	▲ 1.6	▲ 1.5	▲ 1.7	0.4	▲ 0.5	1.3

（注）消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

https://www.nochuri.co.jp/

予測表（四半期）

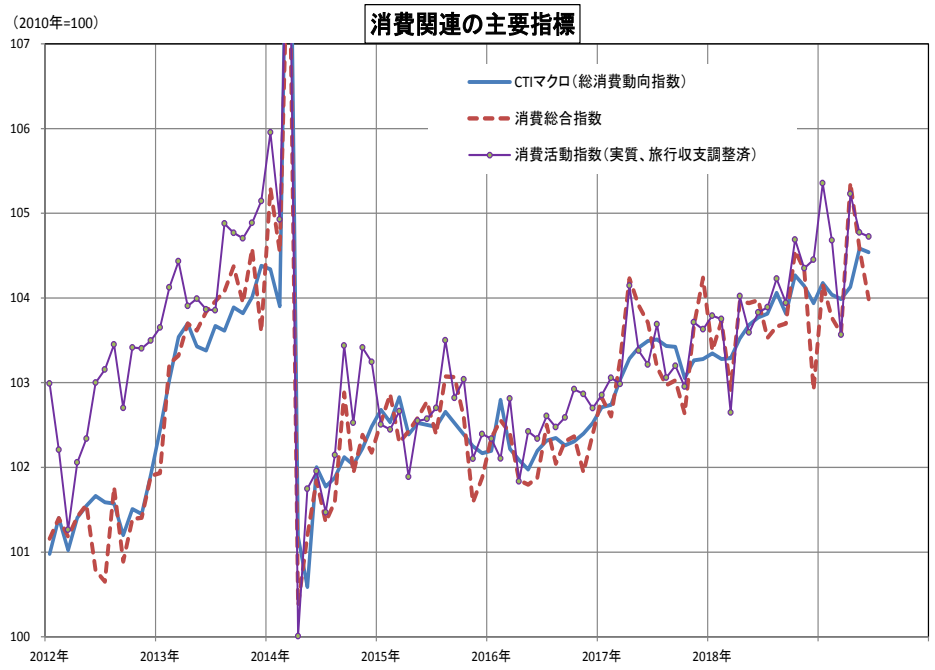
（→予測）

	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	%	▲ 0.1	0.2	▲ 0.4	0.4	1.0	0.4	0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	0.2	1.0	0.2	0.5
実質GDP	%	▲ 0.1	0.4	▲ 0.5	0.4	0.7	0.4	0.0	▲ 0.5	▲ 0.4	0.5	0.3	0.2	0.3
（年率換算）	%	▲ 0.3	1.6	▲ 1.9	1.6	2.8	1.8	0.0	▲ 2.0	▲ 1.5	1.9	1.1	1.0	1.3
民間需要	%	▲ 0.2	0.6	▲ 0.3	1.0	0.3	0.7	0.6	▲ 1.1	▲ 0.2	1.0	1.3	▲ 2.0	▲ 0.2
民間最終消費支出	%	▲ 0.1	0.4	▲ 0.1	0.4	0.1	0.6	0.6	▲ 1.0	0.1	0.9	0.2	0.2	0.2
民間住宅	%	▲ 2.5	▲ 1.9	0.8	1.3	0.6	0.2	▲ 0.5	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.3	0.0	0.5	0.5
民間企業設備	%	1.0	2.5	▲ 2.6	2.7	0.4	1.5	0.8	▲ 1.5	0.9	0.5	0.5	0.8	0.9
民間在庫変動（寄与度）	%pt	▲ 0.2	▲ 0.1	0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
公的需要	%	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.4	0.2	0.9	0.3	0.6	0.1	0.2	0.5	▲ 0.1	0.2
政府最終消費支出	%	0.3	0.1	0.2	0.7	▲ 0.1	0.9	0.2	0.7	0.2	0.3	0.7	▲ 0.1	0.3
公的固定資本形成	%	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 1.8	▲ 1.3	1.4	1.0	0.5	0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	%	1.0	0.8	▲ 2.1	1.2	▲ 2.0	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.5	0.3	1.5	0.8	1.2
輸入	%	0.6	0.8	▲ 1.2	3.6	▲ 4.3	1.6	2.0	▲ 2.5	1.0	1.2	1.8	0.5	1.0
国内需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.4	▲ 0.3	0.8	0.3	0.7	0.5	▲ 0.7	▲ 0.1	0.7	0.4	0.2	0.3
民間需要寄与度	%pt	▲ 0.2	0.5	▲ 0.3	0.7	0.2	0.5	0.4	▲ 0.9	▲ 0.1	0.6	0.2	0.2	0.3
公的需要寄与度	%pt	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.4	0.4	▲ 0.3	▲ 0.5	0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.0
GDPデフレーター（前年比）	%	0.5	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.4	0.5	0.8	0.5	0.2	0.7	0.4	0.5
国内企業物価　（前年比）	%	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲ 0.6	0.7	0.9	1.1	1.6	0.5	1.0
全国消費者物価　（　〃　）	%	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	1.1	1.2	1.3	1.5	0.5	0.7
（消費税要因を除く）									*(0.1)*	*(0.2)*	*(0.3)*	*(0.5)*		
（消費税要因・教育無償化政策の影響を除く）									*(0.7)*	*(0.8)*	*(1.0)*	*(1.2)*	*(0.6)*	*(0.8)*
完全失業率	%	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5
鉱工業生産　（前期比）	%	▲ 0.9	0.8	▲ 0.7	1.4	▲ 2.5	0.5	▲ 1.0	0.5	▲ 0.8	0.5	▲ 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	4.7	4.8	3.8	4.2	4.4	4.2	4.5	4.8	5.0
名目GDP比率	%	3.6	4.0	3.4	3.1	3.4	3.5	2.7	3.0	3.2	3.0	3.2	3.4	3.5
為替レート	円/ドル	108.2	109.1	111.4	112.9	110.2	109.9	107.0	105.0	105.0	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	▲ 0.06	▲ 0.07	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.07	▲ 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	▲ 0.08	▲ 0.22	▲ 0.25	▲ 0.25	▲ 0.20	▲ 0.10	▲ 0.10	▲ 0.05
通関輸入原油価格	ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ	67.3	70.8	76.3	77.5	63.5	72.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0	65.0

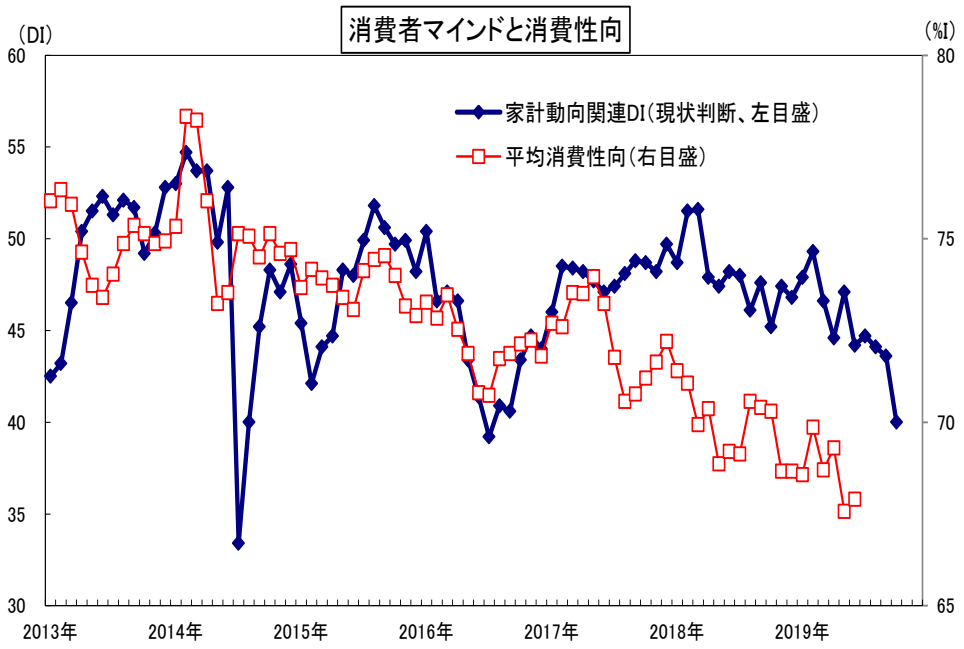
（資料）内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成（予測は農林中金総合研究所）

（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。

- 民間消費
  - 雇用関連指標が堅調な割に、家計可処分所得の伸びは鈍いほか、平均消費性向（2人以上世帯のうち勤労者世帯）が持続的に低下、前回消費税率引上げ後の消費は本格的に回復することがなかった
  - 19年9月にかけて消費税率引上げ前の駆け込みがある程度発生し、下期にその反動減が出る可能性があるものの、4～6月期大型連休効果の反動のほか、政府による消費平準化対策もあり、税率引上げ前後の「山と谷」は前回増税時（14年4月）と比べて小さいとみられる
  - 消費税対策は20年春には終了の見込みであるが、東京五輪・パラなどイベント効果が期待されるほか、延長の可能性も
  - 民間最終消費支出は、19年度：前年度比0.8%（うち、7～9月期：前期比0.6%、10～12月期：同▲1.0%）、20年度：同0.9%と予測



（資料）内閣府、総務省統計局、日本銀行

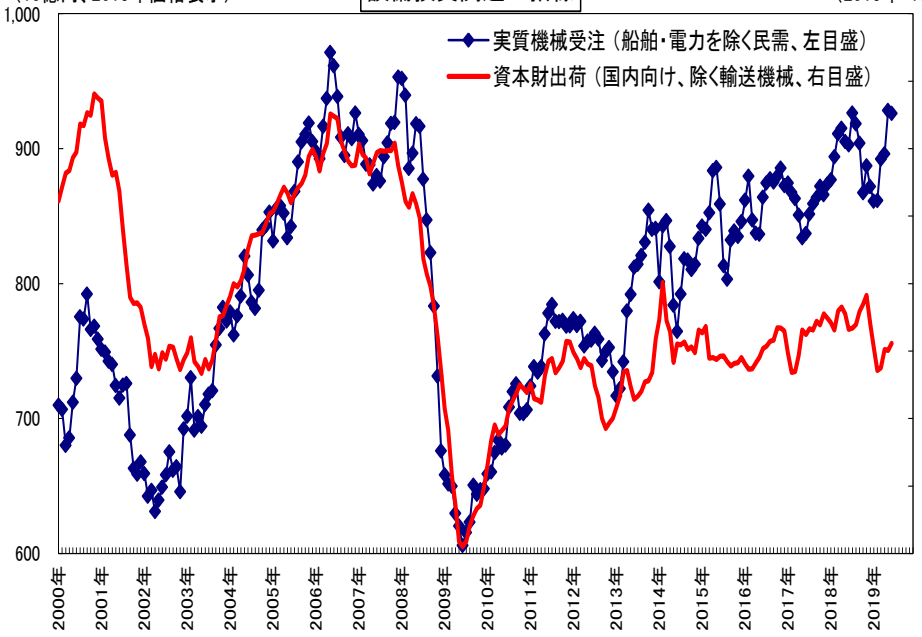


（資料）内閣府「景気ウォッチャー調査」、総務省統計局「家計調査」
（注）家計動向関連DIは3ヶ月先行　、平均消費性向は3ヶ月移動平均。

https://www.nochuri.co.jp/

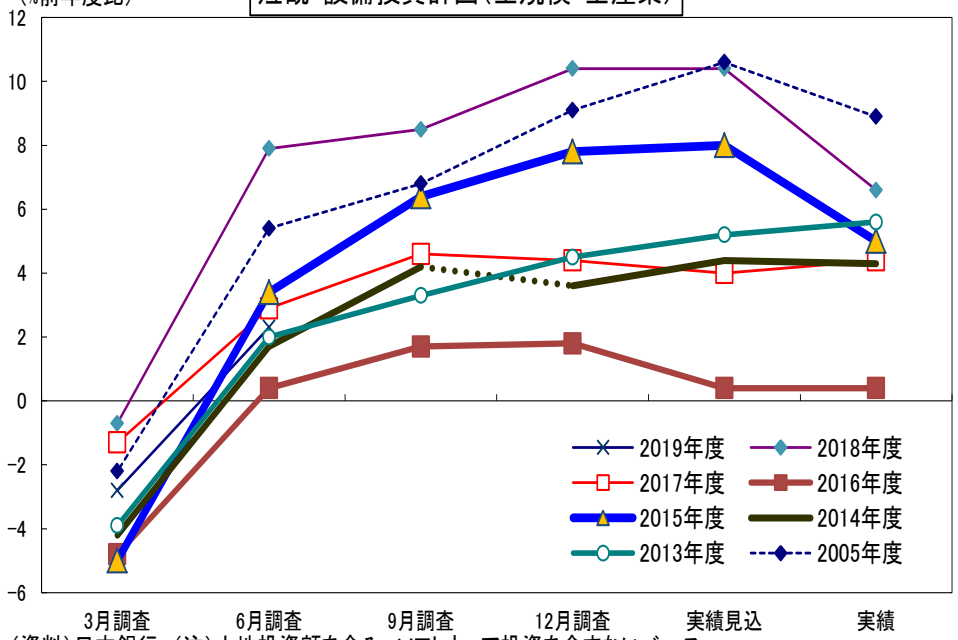
- 企業設備投資
  - 主要調査機関による19年度の設備投資計画は概ね底堅い
    - 日銀短観6月調査、全産業＋金融機関、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース：前年度比6.1%
  - 一方、コア機械受注の7～9月期見通し（内閣府集計）は前期比▲6.1%と2四半期ぶりの減少見込み
  - 人員・資本設備の不足感が高いほか、総資産収益率（利払い後）も高く、さらにキャッシュフローも潤沢で、設備投資環境は決して悪くない
  - 五輪特需の一服に加え、内外経済の先行き不透明感が高まっており、製造業を中心に投資マインドが慎重化する一方で、人手不足やそれに伴う人件費高騰に悩む非製造業では省人化・省力化の投資ニーズは根強い
  - ただし、19年度下期は消費税率引き上げに伴う民間消費の落ち込みも予想され、非製造業の設備投資意欲は一旦沈静化すると思われる
  - 民間企業設備投資は、19年度：前年度比2.3%、20年度：同0.7%と予測

設備投資関連の指標



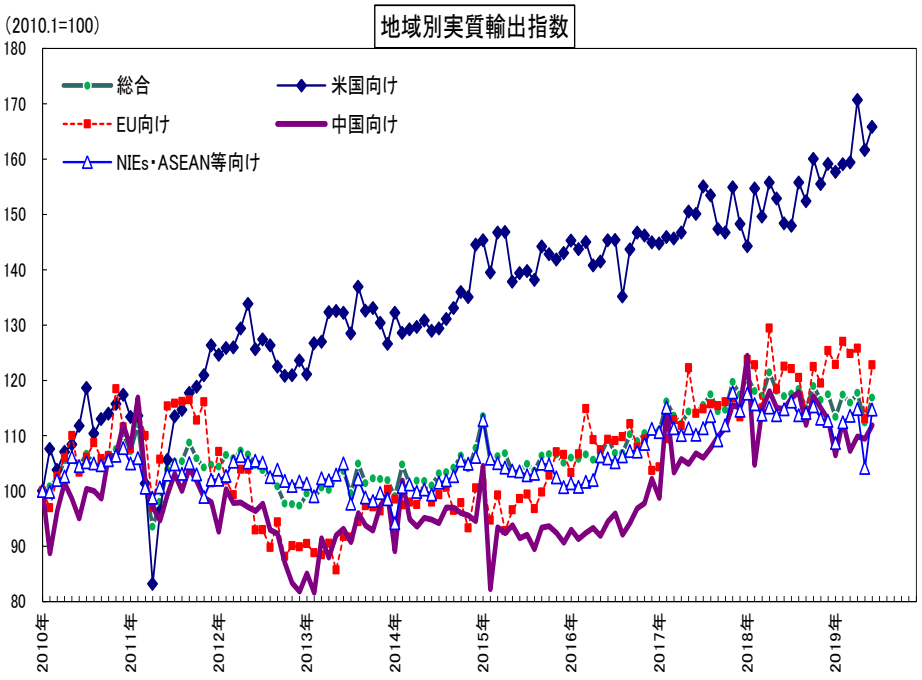
（資料）経済産業省、内閣府、日本銀行　（注）3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。

短観・設備投資計画（全規模・全産業）

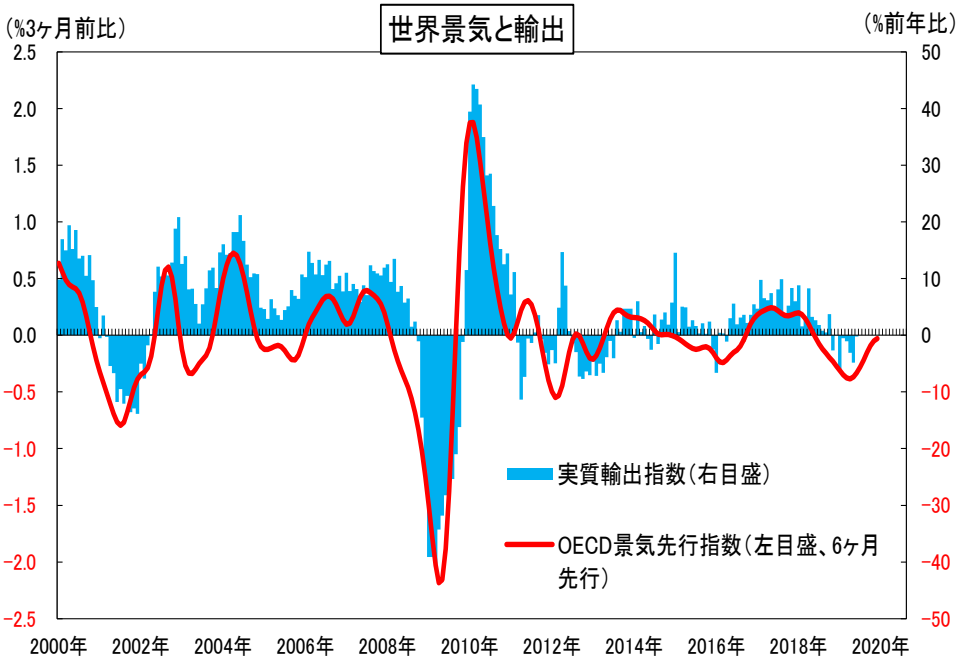


（資料）日本銀行　（注）土地投資額を含み、ソフトウェア投資を含まないベース

- 輸出入動向
  - 米中摩擦は激化の一途をたどっているほか、英国のEU離脱など不透明要因が多く、世界貿易の回復にとって足枷となっている
  - 世界経済・貿易はしばらく減速が続くと想定され、19年度の輸出は前年度比▲2.6%と減少に転じる（20年度は同1.0%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0.3%、20年度は3.1%）
  - 19年度の経常収支は17.2兆円へ2年連続で黒字幅が縮小する見込み（20年度は18.5兆円へ黒字再拡大）
  - 9月合意を目指す日米通商協議では自動車輸出、農産物輸入、為替レートなどの扱いが焦点に



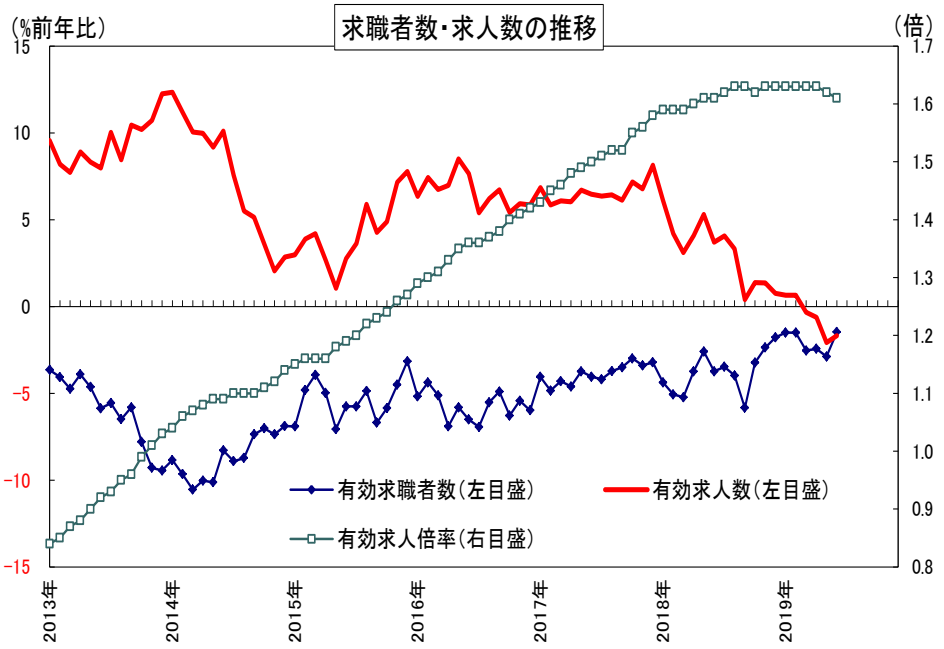
(資料)日本銀行　(注)日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算



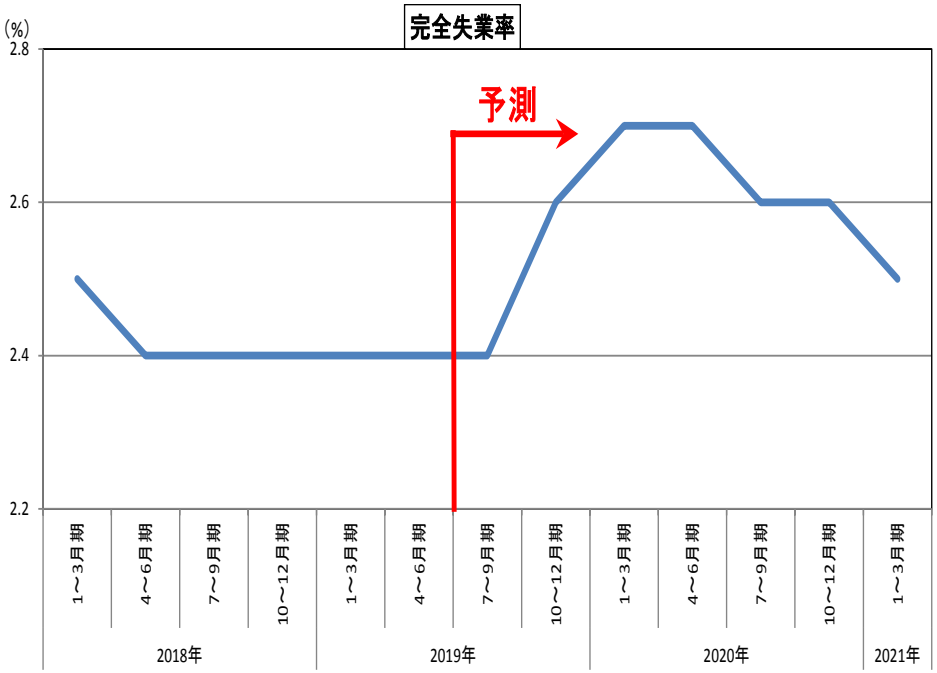
(資料)OECD、日本銀行　(注)OECD景気先行指数は「OECD+Major Six NME」の系列を使用

https://www.nochuri.co.jp/

- 雇用情勢
  - 労働需給は総じて締まっており、代表的な雇用関連指標は数十年ぶりの堅調さを保っている
    - ただし、このところは失業率、有効求人倍率とも改善が止まっている
    - 5月以降は求人数（新規・有効とも）が前年比マイナスに転じている
    - 労働投入量（＝総労働時間×常用雇用者数）も頭打ち状態で、労働需要に伸び悩みも
  - 「企業から家計へ」の所得還流に強まりが見えない
    - 経団連調べでは19年春闘賃上げ率（大手企業）は2.43%と18年（2.53%）を下回ったほか、19年夏季賞与（同）は前年比▲3.44%と減少
  - 失業率は19年度：2.5%、20年度：2.6%と予測
    - 19年度上期は2.4%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



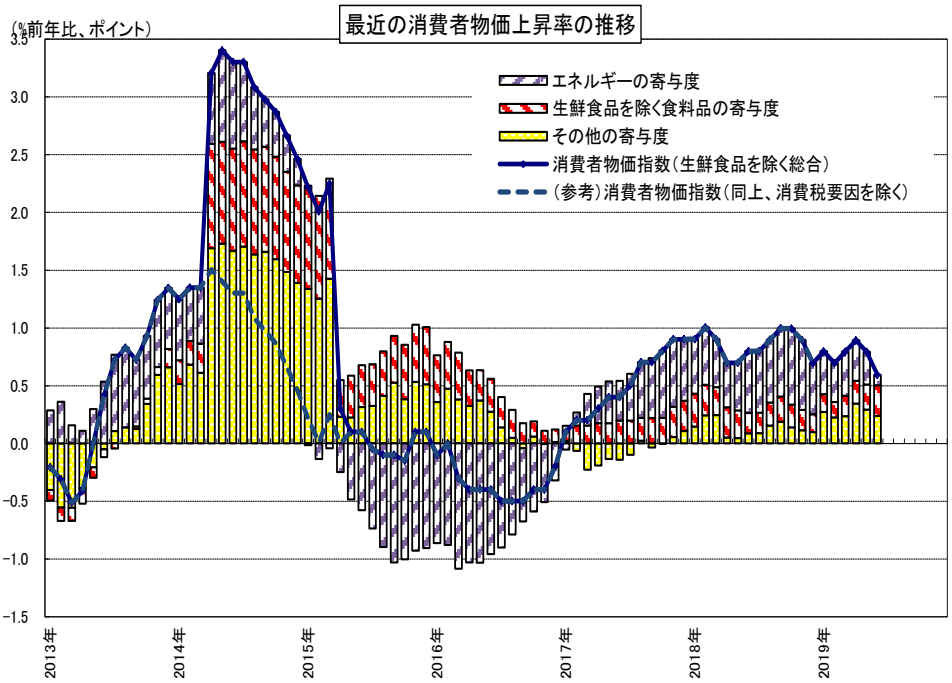
（資料）厚生労働省



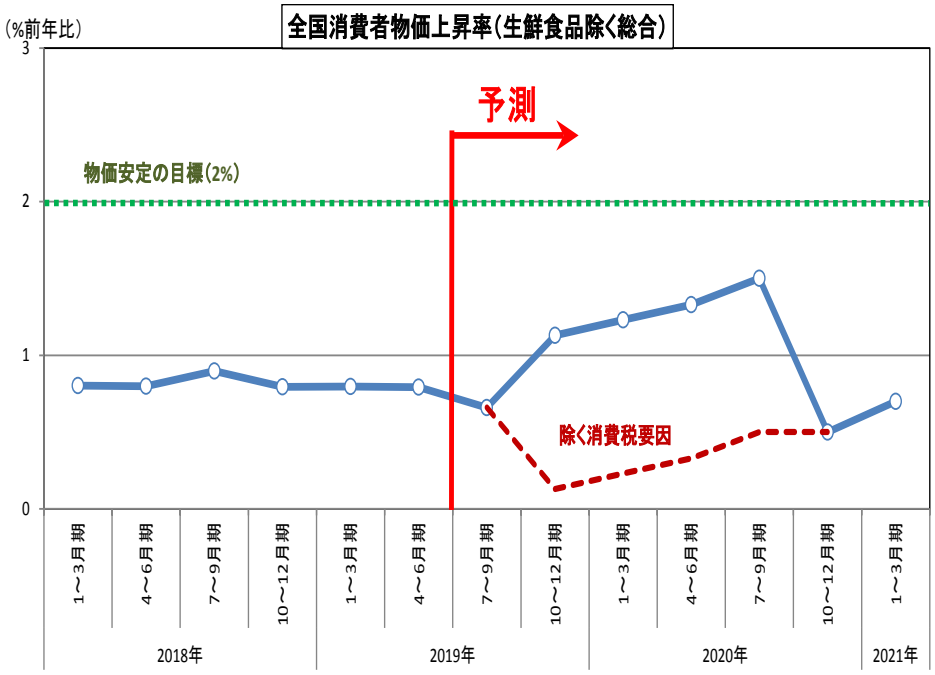
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

https://www.nochuri.co.jp/

- 物価動向
  - 19年6月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下同じ）は前年比0.6%と、8ヶ月連続の1%割れ
    - コスト高を価格に転嫁する動きが散見されるが、需給改善効果による物価上昇圧力はなお鈍い
  - 10月以降は幼児教育・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鈍化につながる可能性
  - 19年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年度比0.9%（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）



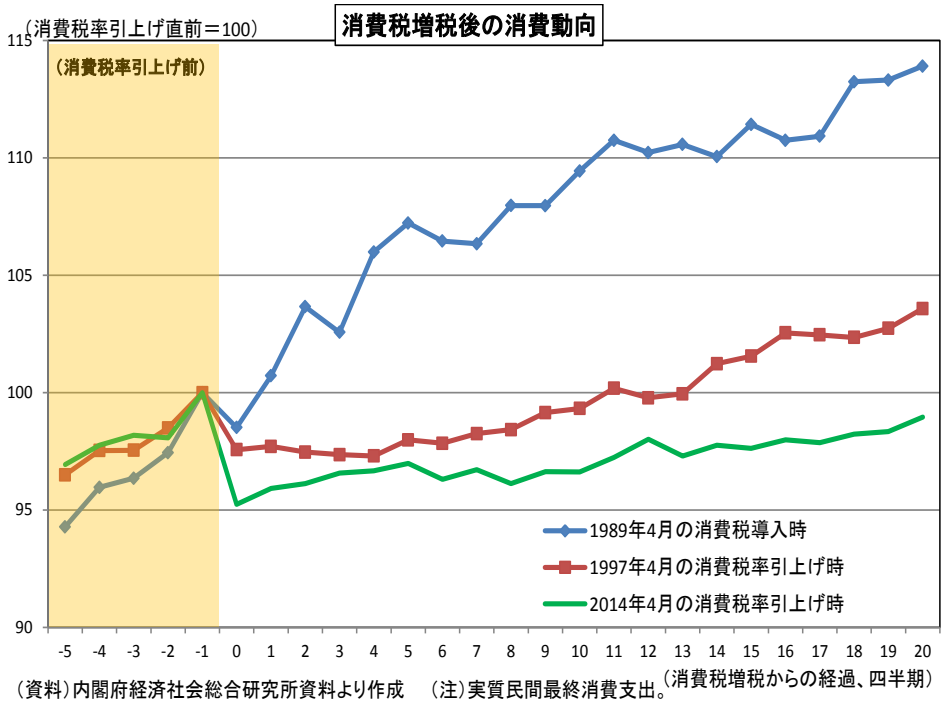
（資料）総務省統計局の公表統計より作成



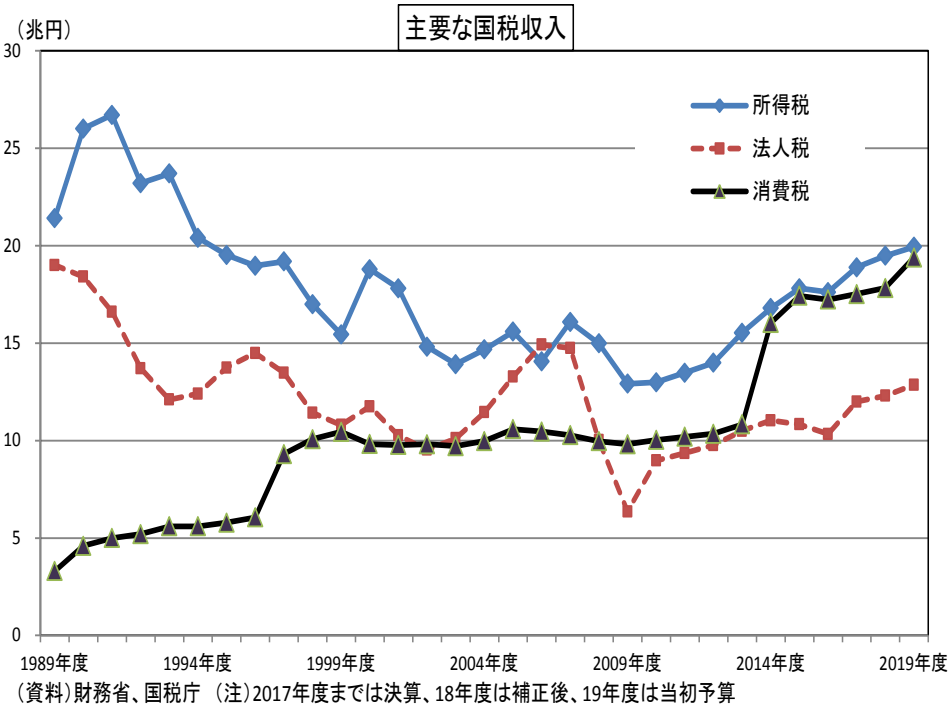
（資料）総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

https://www.nochuri.co.jp/

- （参考）過去の消費税導入・税率引き上げ時の経験
  - 1989年4月（消費税導入時：3%）・・・直間比率の是正、赤字国債依存からの脱却に向けた安定財源の確保
    - バブル景気の真っ只中だったこと、消費税への抵抗を抑えるためにネットで減税となったこと、奢侈品に対する物品税が消費税に一本化されたこと等から、景気への影響は軽微（増税前の消費水準を1四半期後（7～9月期）には回復）
  - 1997年4月（消費税率5%への引上げ）・・・増減税一体処理で、3年間の先行減税を実施
    - バブル崩壊後の経済疲弊、増税時に総額8兆円超の国民負担（増税に加え、減税停止や社会保険料引き上げなど）が一気に発生、景気への影響は大きかった（増税前の消費水準の回復まで3年かかった）
  - 2014年4月（消費税率8%への引上げ）・・・社会保障・税一体改革に関する民自公3党合意に基づく増税措置
    - 景気への影響度は大で、増税後の5年間で増税前の消費水準を回復できず



（資料）内閣府経済社会総合研究所資料より作成　（注）実質民間最終消費支出。



（資料）財務省、国税庁　（注）2017年度までは決算、18年度は補正後、19年度は当初予算

https://www.nochuri.co.jp/

5　金融政策の見通し

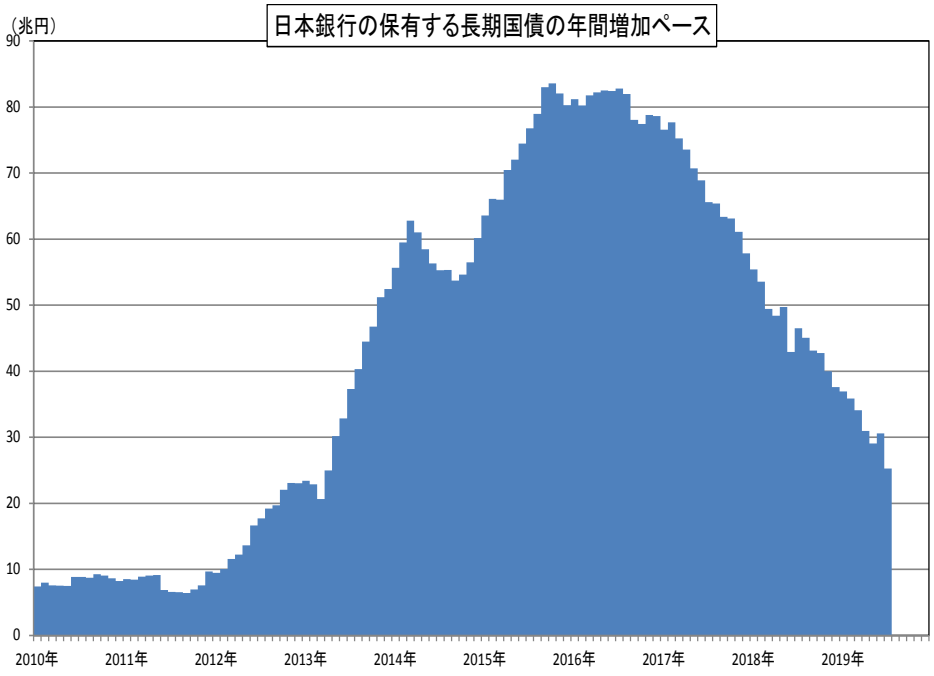
- 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化
  - 日本銀行は、18年7月の金融政策決定会合において「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続可能性を強化するための措置（経済・物価情勢等に応じて長期金利の変動をある程度（±0.2%程度）許容するとともに、ETF・J-REITの年間買入れ額の変動も容認）を講じたが、19年4月には政策金利のフォワードガイダンスをより明確化（当分の間、少なくとも2020 年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する）するとともに、強力な金融緩和の継続に資する措置の実施を決定
  - 既に操作目標は「量」から「金利」に変更されており、17年以降はオペの減額によって国債買入れ額は減少傾向にある
    - 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」との記述が残っているが、19年7月は年間25兆円増と、13年4月のQQE開始時のペースまで鈍化

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

（兆円）

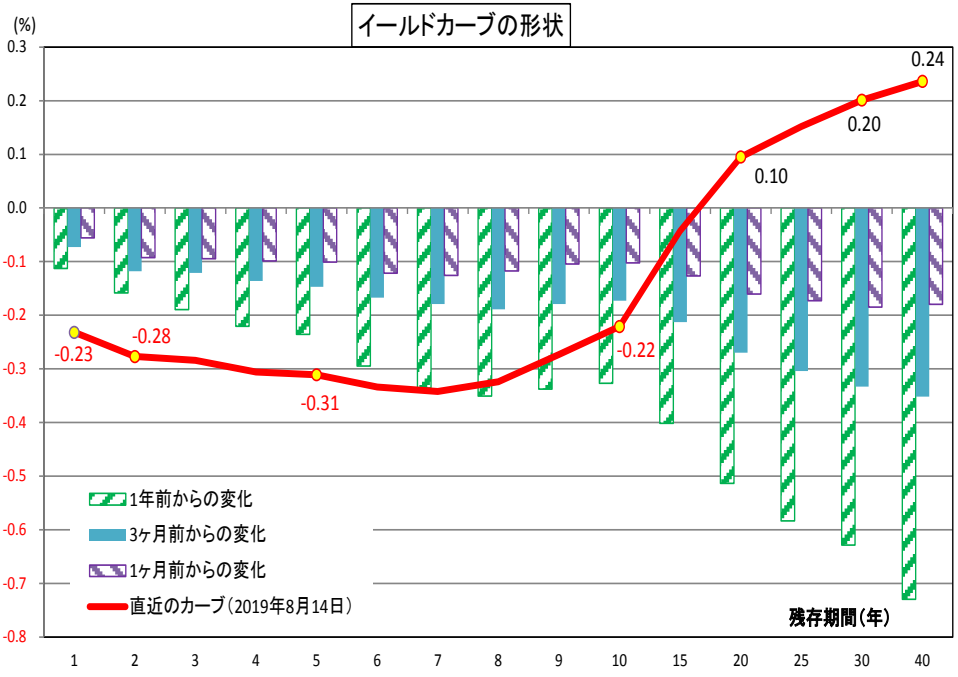
	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年7月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	拡大方針
（バランスシート項目の内訳）									
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	469	+約80兆円をめど
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	残高維持
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	残高維持
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	26.6	+約6兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.53	+約900億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	49	-
その他とも資産計	158	224	300	383	476	521	552	568	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	107	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	406	
その他とも負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	568	

（資料）日本銀行　（注）19年7月末の長期国債、ETF、JREIT保有額は18年7月末からそれぞれ25兆円、5.6兆円、367億円の増加。

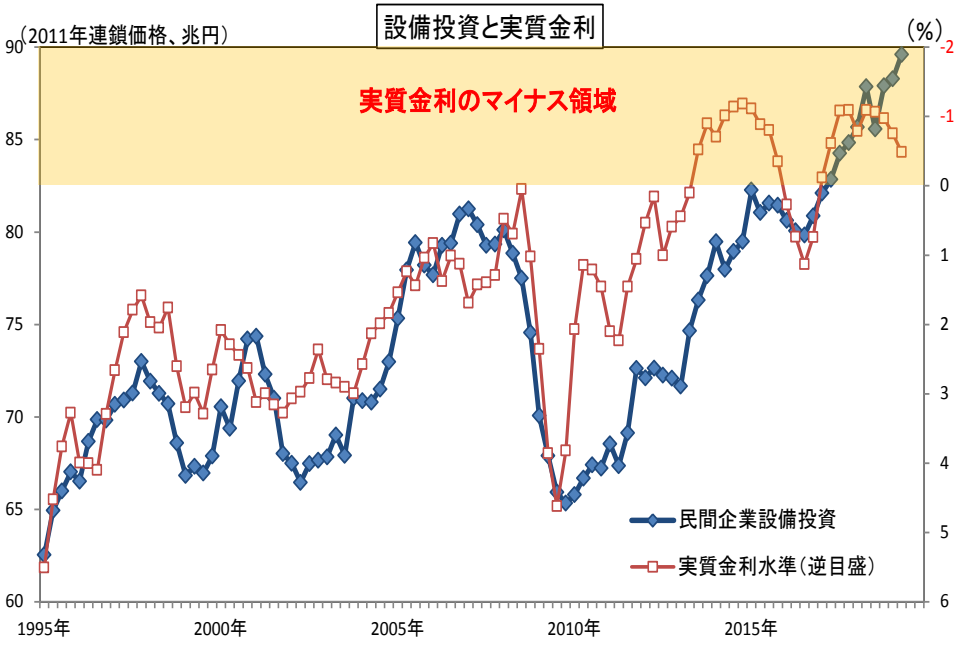


（注）日本銀行資料より作成

- 19年度下期にも何らかの追加緩和を余儀なくされる可能性も
  - これまでも「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれるような場合には、躊躇なく、追加緩和を検討する、としてきたが、7月の展望レポートでは「先行き、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」と、一段踏み込んで予防的な緩和強化を実施する可能性を明記
  - 「金融政策の限界」や「長期にわたる緩和政策の副作用」が意識されているものの、欧米中銀の緩和政策の強化に伴う円高圧力、さらには米中摩擦激化や消費税増税などによる景気悪化、物価鈍化が顕在化してくれば、追加の財政出動とともに、金融政策にも相応の対応が求められるとみられる



(資料)財務省資料より作成

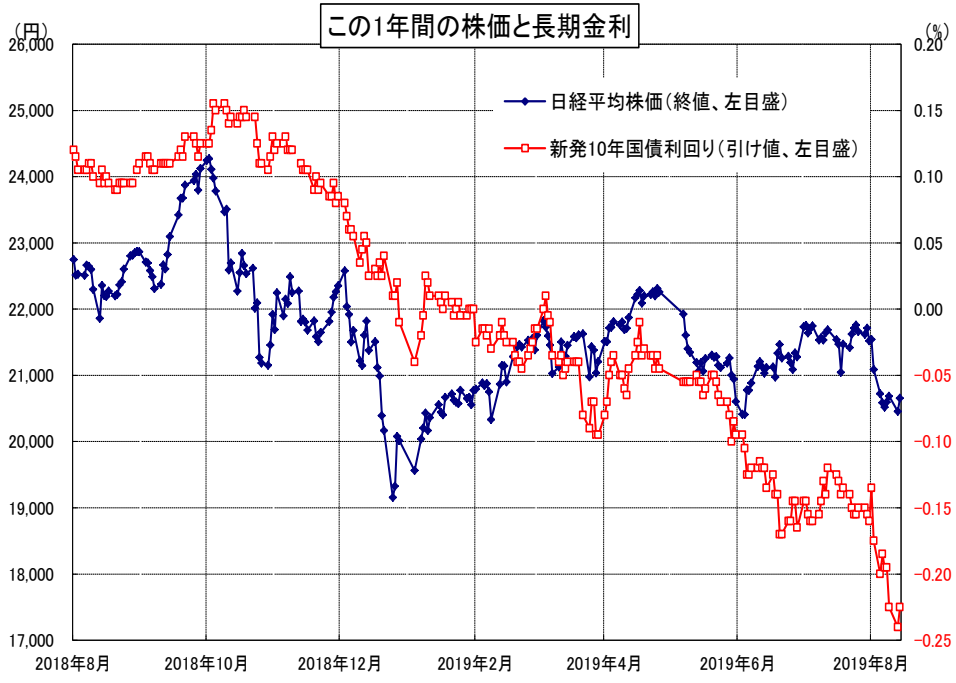


(資料)財務省、内閣府経済社会総合研究所
(注)実質金利水準は残存5年の国債利回りから民間設備投資デフレーターの前年比上昇率を差し引いて作成

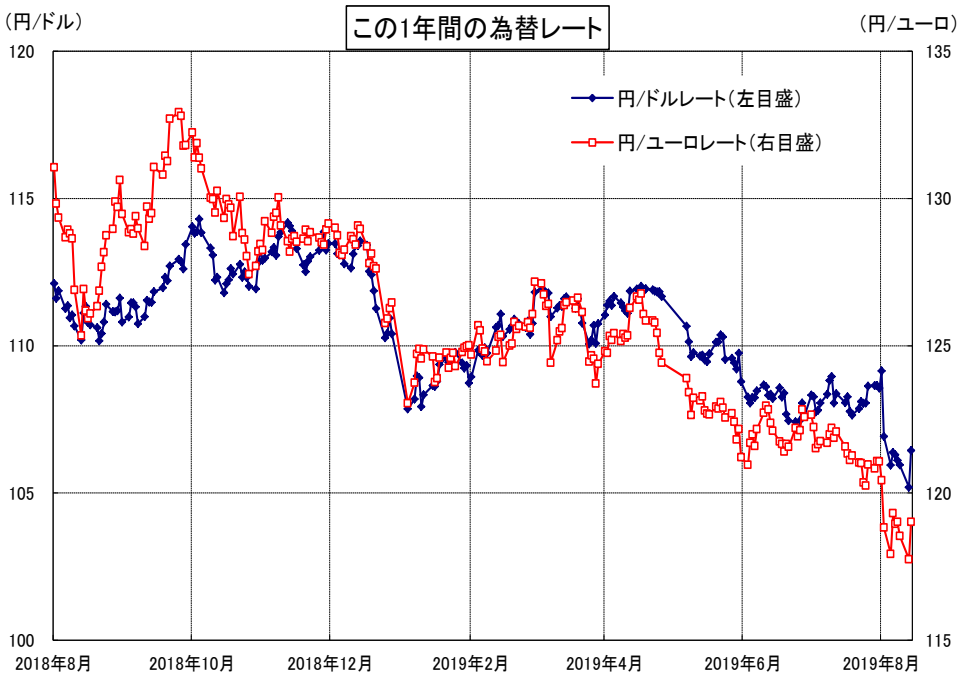
https://www.nochuri.co.jp/

6　金融市場の見通し

- 市場概況
  - 欧米中央銀行では金融政策の正常化を進めていたが、物価上昇率が目標とする前年比2%に届かない中で世界経済の下振れリスクが高まってきたことから、主要国の中銀が予防的な金融緩和に乗り出すとの思惑が広がり、世界的に金利低下圧力が高まった
  - 日銀もまた、円高阻止などに向けて海外中銀に追随するとの観測が浮上、長期金利は日銀の操作目標下限と目される▲0.2%を一時割り込む場面も
  - また、米中首脳会談の後は楽観的な見方も浮上していた米中摩擦についても、その後の通商協議に進展が見られず、さらなる追加関税導入とそれに対する応酬などが発表されたほか、最近は中国人民元安も問題視するなど、激しさを増しており、マーケットはリスクオフ（株安・円高）の展開に



（資料）Nikkei Financial Quest



（資料）Nikkei Financial Quest　（注）ともに東京市場の17時時点のレート。

https://www.nochuri.co.jp/

- 当面の見通し
  - 長期金利
    - 世界経済の後退懸念が意識される中、内外中央銀行の緩和観測が高まっており、金利に対して低下圧力が掛かり続ける
  - 株価
    - 外需の鈍さに加え、19年度下期には消費税増税後の影響が出ると見られ、国内景気・企業業績は悪化が見込まれ、調整色が一段と強まる
    - ただし、年間6兆円の日銀によるETF買入れは一定の株価下支え役を果たすだろう
  - 為替レート
    - 内外中銀の緩和観測が広がる中、欧米の中銀に比べて日銀の追加緩和余地は乏しいと見做されており、断続的に円高圧力にさらされる

金利・為替・株価の予想水準

年／月 ＼ 項　目			2019年			2020年	
			8月（実績）	9月（予想）	12月（予想）	3月（予想）	6月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物		(%)	-0.019	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	0.04900	0.00～0.06	0.00～0.05	0.00～0.05	0.00～0.06
国債利回り	20年債	(%)	0.090	0.00～0.25	0.00～0.25	0.05～0.30	0.15～0.35
	10年債	(%)	-0.225	-0.28～-0.05	-0.30～-0.05	-0.20～0.00	-0.15～0.05
	5年債	(%)	-0.300	-0.35～-0.15	-0.35～-0.15	-0.30～-0.10	-0.25～-0.05
為替レート	対ドル	(円/ドル)	106.4	100～112	100～112	100～112	100～112
	対ユーロ	(円/ユーロ)	119.0	113～128	113～128	113～128	113～128
日経平均株価		(円)	20,655	20,500±1,500	19,500±1,500	20,000±1,500	21,500±1,500

（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成（先行きは農林中金総合研究所予想）
（注）実績は2019年8月14日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。