

# 第一生命経済研究所レポート selection

2018年10月31日  
団体年金事業部

## 2018年10月の展望レポート ～2019年の波乱をどうみるか～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所の熊野首席エコノミストによる「2018年10月の展望レポート～2019年の波乱をどうみるか～」をお届けいたします。（別添参照）

日銀は政策を現状維持して、展望レポートを発表しましたが、2018年度のコアCPIの見通しを前年比0.9%へと下方修正（前回1.1%）しました。

本年金通信は、10月31日の日銀政策決定会合の内容と今後の展望を掲載したレポートとなっておりますので、是非ご一読下さい。

以上

# BOJ Watching

発表日: 2018年10月31日(水)

## 2018年10月の展望レポート

～2019年の波乱をどうみるか～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
首席エコノミスト 熊野 英生 (Tel: 03-5221-5223)

10月31日の日銀会合は、政策を現状維持して、展開レポートを発表した。変化は、2018年度のコアCPIの見通しを前年比0.9%へと下方修正（前回1.1%）したことだ。この数字は自然体である。民間の見通しともほぼ同じだ。将来の不安は、ここにきて2019年の海外リスクが様々に高まっていることである。

### 2018年度CPIは自然体に

展望レポートは、成長率見通しはほぼ変わらず、物価見通しが2018年度のところで下方修正になった（図表）。2018年度の物価見通しは、前回7月が1.1%（中央値）で、それが今回0.9%となった。ESPフォーキャスト（10月）では、2018年度0.87%なので、これで民間見通しとほぼ並んだことになる。足元で、原油動向が頭打ちになってきている点が下方要因となりそうだ。また、7-9月のコアCPIも前年比0.9%程度なので、2018年度後半も物価上昇率は高まらずにほぼ横這いとみていることになる。かつての黒田日銀が、期待をこめて物価予想は2%に近づくとこの姿勢をこの見通しに表わしていたが、今は本当に自然体になった。

物価見通しが上向きにくいことは、経済構造上の問題があることは明らかだ。完全失業率は9月2.3%と驚くほどに低い。それに伴ってコアCPIが上がっていてもおかしくはない。そうならないのは、需給ひっ迫がもはや今以上に物価上昇に寄与しにくいからだだろう。総裁会見では、これについてデフレが長く続いた経験が足枷になって物価上昇になりにくい傾向を作っているという分析を紹介した。しかし、その構造を是正する方法について踏み込まないままでは、2019・2020年度の1.4%、1.5%の見通しもいずれ1%近くに下方修正されることだろう。

### 消費税対策は？

今回の見通しは、10月15日に安倍首相が表明した消費税対策をどう織り込むかが注目されていた。

（図表）2018～2020年の政策委員の大勢見通し

—対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2018年度	+1.3~+1.5 <+1.4>	+0.9~+1.0 <+0.9>	
7月時点の見通し	+1.3~+1.5 <+1.5>	+1.0~+1.2 <+1.1>	
2019年度	+0.8~+0.9 <+0.8>	+1.8~+2.0 <+1.9>	+1.3~+1.5 <+1.4>
7月時点の見通し	+0.7~+0.9 <+0.8>	+1.8~+2.1 <+2.0>	+1.3~+1.6 <+1.5>
2020年度	+0.6~+0.9 <+0.8>	+1.9~+2.1 <+2.0>	+1.4~+1.6 <+1.5>
7月時点の見通し	+0.6~+0.9 <+0.8>	+1.9~+2.1 <+2.1>	+1.4~+1.6 <+1.6>

出所: 日本銀行

例えば、自動車について反動減対策として減税がなされれば、2019年7-9月の駆け込みは小さくなる。一方で、公共事業や消費振興策が追加されると、2019年10-12月の反動減は小幅化する。7月よりも、増税のインパクトが小さくコントロールされるとすれば、2019年度の成長率見通しは上方修正されてもおかしくはない。2019年度の成長率は、前年比0.8%で7月と変わらずだった。

マクロの動向は、トランプ大統領の対中関税率の引き上げによって、外需は2018年度、2019年度上期は下方修正含みという見方もある。上向き・下向き要因を併せて、日銀は2019・2020年度ともに成長率を横這いにした。この成長率は、E S Pフォーキャストでは2018年度1.18%、2019年度0.78%、2020年度0.70%だから、ここでも民間予測と日銀の見通しはほぼ一致している（E S P調査は消費税対策の上積みを必ずしも織り込まず）。

### マーケットの変動について

黒田総裁は、記者会見で株価下落について問われて、株価下落が為替レートの不安定化にはつながっていないと、波及度合いがまだ限定されているとコメントした。この点は、米利上げに関連して、今後もより大きな株価変動があり得る点は警戒すべきだろう。

また、債券市場の機能回復については、7月以降、日本の長期金利と海外長期金利との連動性がみられて、回復する変化を確認している。さらなる機能回復策については言及はなかった。

### 2019年リスクの見方

筆者は、来年のリスクは消費税ではなく、海外要因だとみている。日銀もおそらく見方は同じだろう。展望レポートのリスク要因では、第一に海外経済の動向を挙げる。①米利上げ、②保護主義、③新興国の動向、④ブレグジット、⑤地政学リスクを日銀は列挙する。最近も、海外情勢は微妙な変化がある。黒田総裁は、記者会見で欧州の景気減速などにも触れた。メルケル首相がCDUの党首を降りて2021年まで首相を続けるという。果たして、2021年までメルケル首相が居られるのであろうか。トランプ大統領の保護主義に対抗する上で、メルケル首相は重要だ。もしも、メルケル首相が居なくなると、同じく在職年数が長いのは安倍首相だけになる。トランプ大統領の貿易連携の切り崩しに対して、欧州の力が弱まるのはマイナスだ。欧州では、ブレグジットもまた混迷の要因だ。こうした要因は、ECBの正常化にも響き、2019年夏にも利上げする見通しが成り立たなくなる。

日銀も、2019年10月の消費税率引き上げまでは長期金利の変動幅の上限0.20%を据え置き、2020年初にも何らかのアクションを採るのであろうから、こうしたリスクの顕在化には人一倍注意していることだろう。