

# 内外経済の見通し

## 見通しの概要

～世界経済は循環的な回復局面が持続、ただし米トランプ政権の政策あるいは欧州での政治イベントには留意～

## 日本

～企業収益と生産の反転により景気は循環的な回復局面へ～

## 米国

～政策の先行きに不透明感は残るも、景気は緩やかな回復を維持～

## 欧州

～Brexit により成長率は鈍化も、回復基調は維持する見通し～

## アジア・豪州

～堅調な内需と輸出の回復を支えに、底堅い成長が持続～

## 中南米

～緩やかな回復に向かう南米、メキシコは見通しを引き下げ～

## 原油価格

～原油価格は、上値は重いが底堅く推移する見込み～

## 見通しの概要

### 世界経済は循環的な回復局面が持続、ただし米トランプ政権の政策あるいは欧州での政治イベントには留意

2016年は英国のEU離脱選択（Brexit）と米国大統領選挙におけるトランプ氏の当選という、歴史に残るほど「予想外の政治イベント」が相次いだ年として記憶されることになったと言っても過言ではないだろう。今年2月末現在においても、その波紋は大きくなりこそすれ、依然薄れる気配はない。Brexitは、1月のメイ首相の演説で英国側の一方的希望は示された形となったものの、EU宛の離脱通告の時期が英国議会における審議との関係で漸く見えてきた程度であり、依然交渉の過程や最終形がどうなるかは不透明なままである。米トランプ政権の方も、政権発足当初の矢継ぎ早の大統領令発出こそ際立ったが、その後はメディア、司法との確執や移民政策、対ロ政策などが新聞紙面を賑わすものの、肝心の減税・財政政策、通商政策、規制緩和、インフラ投資等の経済関連政策についてはそれぞれを遂行するチーム編成も含めまだ全体像が明らかとなったとも言い難い（2月末のトランプ大統領初の議会演説である程度方向性が見える可能性はある）。更に言えば、欧州やアジアでもオランダ、フランス、ドイツの総選挙・大統領選挙や中国の共産党大会等、重要イベントが目白押しである。政治イベントを巡る、あるいはそれに起因する先行き不透明感はまだまだ大きいと言わざるを得ない。

しかしながら、一方で留意されることは、世界経済のファンダメンタルズの流れを今から振り返ってみると、そうした不透明感の高まりにも関わらず、実は英国の国民投票前の昨年央頃より、景気は目に見えて上向いてきたと言ってよい点である。例えば、OECDの景気先行指数を確認すると、ここ数年続いていた低下傾向が漸く底を打ち、昨年後半から急激に切り返して上昇していることが見て取れる。詳細は各地域パートに譲るが、米国景気やアジア諸国の輸出動向などでもその傾向は顕著である。これには様々な説明が可能であろうが、基本的には、①いずれの地域も雇用情勢は総じて安定しており、個人消費が景気の下支えとして機能し続けているのを土台としつつ、②中国は構造調整圧力こそ続いているものの、インフラ投資などの政府の景気挺入れ策により比較的安定的な経済運営を取り戻し、それに伴い資源需要も回復に向かったこと、③需給改善により原油を始めとする資源価格が底を打ち、資源国経済や資源関連セクターも回復に転じたこと、④一昨年までのドル高も一旦一服し原油価格反転とともに米国の鉱工業に一息付ける余地を与えたこと（但し、トランプ政権誕生以降に再び進展しているドル高には引き続き留意が必要だが）、⑤半導体など主要産業のサイクルも循環的に上向いていること、などが複合的に重なり合った結果と考えられる。政治的不透明感が強い割には米国を始めとして主要国の株式市場が好調なのも、トランプ政権による景気刺激策を期待してというのもさることながら、足元の景気実勢の強まりを先取りしているからでもあろう。近年の先進国における景気循環を規定していると考えられる信用サイクルについても、概ね信用拡張局面に入っている一方、金融規制の効果もあって一部のセクター以外は過熱感が台頭している状況でもない。

こうして考えると、2017年の世界経済見通しを更新するにあたっては、「政治・政策の不透明感」、「足元の景気のパラダイム」、あるいは人口高齢化や資本ストック飽和などの長期構造要因を、それぞれどういう割合で重視するかがポイントなろう。ベースラインとして、先進国経済や一部の新興国経済で、人口高齢化や資本ストック飽和などにより潜在成長率が抑えられつつあるという認識は不変である。しかし、それは必ずしも短期の景気循環が消えることを意味するものではなく、取り分けこれだけ世界的に同期して景気が改善しているパラダイムはやはり軽視すべきではないと考えられる。肝心の米国の政策についても、現在はまだ政権内（あるいは議会も含め）において様々なグループ間で主導権闘争が行われている局面と考えるべきであり、且つ財政に関する政策はいずれにせよ主要な「真水」効果が出てくるとしても早くて来財政年度以降（2017年10月～）であることも勘案すれば、今年の経済成長への直接的インパクトは限られる。したがって、米国の経済成長率はメインシナリオとしては足元の景気実勢が当面続くという想定の下、昨年の前年比+1.6%から今年は+2%台前半程度にまで加速する展開になると考えて良いだろう。同時に、欧州、日本、アジアについても、地域毎に固有の事情はあるものの、底堅い成長が可能と想定している。なお、特に景気見通しに織り込んだ地域固有の事情としては、Brexit（不透明感に伴うマイナス要因）、中国の構造調整（マイナス要因）、日本の補正予算要因（プラス要因）などが挙げられる。

最後に、経済見通しに具体的に織り込みにくい「政治・政策の不透明感」についてであるが、「政策」（とりわけトランプ政権の政策）は前述の通り、政権内部の者ですらまだ見通せない状態というべきだろう。しかし、やはり通商政策や移民政策などで極端な政策が打ち出される自体となれば、経済を混乱させる可能性は尚も否定できず、議会動向も含めて目が離せない展開となるだろう。一方、「政治」についても、経済格差や移民問題などを背景に世界的あるいは地域的な経済統合を否定し、国民国家に意思決定を戻そうとする動きが英米に続き再び欧州で大きなうねりを見せた場合は、中長期的な経済見通しも修正を余儀なくされることになりかねない。そうした意味では、EU原加盟国であるフランスの大統領選挙・議会選挙は今年の台風の目として注目しておく必要がある。

（経済調査室長 佐藤 昭彦）

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2015年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2015年実績	2016年実績	2017年見通し	2015年実績	2016年実績	2017年見通し	2015年実績	2016年実績	2017年見通し
世界42カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	61.64	1,391	3.0	2.5	2.9	2.6	5.9	6.1			
先進国・地域	40.60	916	2.2	1.6	1.9	0.2	0.7	1.8			
新興国	21.04	475	4.5	4.3	4.9	7.1	15.9	14.5			
日本(年度ベース)	4.43	100	1.3	1.2	1.2	▲ 0.0	▲ 0.2	0.8	1,499	1,867	1,719
アジア11カ国・地域	17.61	397	6.1	5.9	5.8	1.9	2.3	2.6	5,856	4,732	4,397
中国	11.06	250	6.9	6.7	6.4	1.4	2.0	2.2	3,306	2,104	2,010
インド(年度ベース)	2.09	47	7.9	6.8	7.6	4.9	4.9	5.3	▲ 221	▲ 199	▲ 299
NIEs4カ国・地域	2.50	56	2.1	2.3	2.2	0.6	1.1	1.8	2,450	2,413	2,474
韓国	1.38	31	2.6	2.7	2.4	0.7	1.0	2.0	1,059	987	1,030
台湾	0.52	12	0.7	1.5	1.8	▲ 0.3	1.4	1.4	752	709	740
香港	0.31	7	2.4	1.9	1.9	3.0	2.4	2.2	101	152	127
シンガポール	0.29	7	1.9	2.0	2.1	▲ 0.5	▲ 0.5	0.6	538	565	576
ASEAN5カ国	2.03	46	4.8	4.9	4.9	3.1	2.3	3.3	321	414	212
インドネシア	0.86	19	4.9	5.0	5.1	6.4	3.5	4.2	▲ 175	▲ 163	▲ 224
マレーシア	0.30	7	5.0	4.2	4.4	2.1	2.1	2.4	89	61	77
タイ	0.40	9	2.9	3.2	3.3	▲ 0.9	0.2	1.6	321	464	306
フィリピン	0.29	7	5.9	6.8	6.1	1.4	1.8	3.0	77	33	38
ベトナム	0.19	4	6.7	6.2	6.2	0.6	2.7	4.3	9	19	15
オーストラリア	1.22	28	2.4	2.5	2.7	1.5	1.3	1.9	▲ 582	▲ 531	▲ 478
米国	18.04	407	2.6	1.6	2.4	0.1	1.3	2.4	▲ 4,630	▲ 4,813	▲ 4,754
中南米7カ国	4.53	102	▲ 0.8	▲ 1.9	1.1	21.6	63.4	56.2	▲ 1,600	▲ 1,020	▲ 965
ブラジル	1.77	40	▲ 3.8	▲ 3.5	0.8	9.0	8.7	5.0	▲ 589	▲ 235	▲ 300
メキシコ	1.14	26	2.6	2.3	1.7	2.7	2.8	4.8	▲ 332	▲ 300	▲ 250
アルゼンチン	0.63	14	2.6	▲ 2.3	1.8	16.5	38.0	25.0	▲ 168	▲ 150	▲ 130
ユーロ圏19カ国	11.60	262	1.9	1.7	1.5	0.0	0.2	1.3	3,447	3,814	3,108
ドイツ	3.37	76	1.7	1.9	1.5	0.1	0.4	1.5	2,750	2,804	2,500
フランス	2.42	55	1.2	1.1	1.2	0.1	0.3	1.2	▲ 67	▲ 325	▲ 230
イタリア	1.82	41	0.7	0.9	1.1	0.1	▲ 0.1	1.2	290	484	338
英国	2.86	68	2.2	1.8	1.1	0.0	0.6	2.2	▲ 1,226	▲ 1,276	▲ 1,015
ロシア	1.33	32	▲ 2.8	▲ 0.2	0.8	15.6	7.1	5.7	690	222	313

<参考>

世界42カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.3	3.0	3.4	3.7	7.6	7.5			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

- (注) 1. 『2016年』の一部の国・地域は見込み値。  
 2. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。  
 3. 『日本』、『インド』の掲載数値は年度(4月～翌年3月)ベースであり、『世界42カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。  
 4. IMFの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米7カ国』、『ロシア』。  
 5. 『中南米7カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー。

(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

# I. 日本

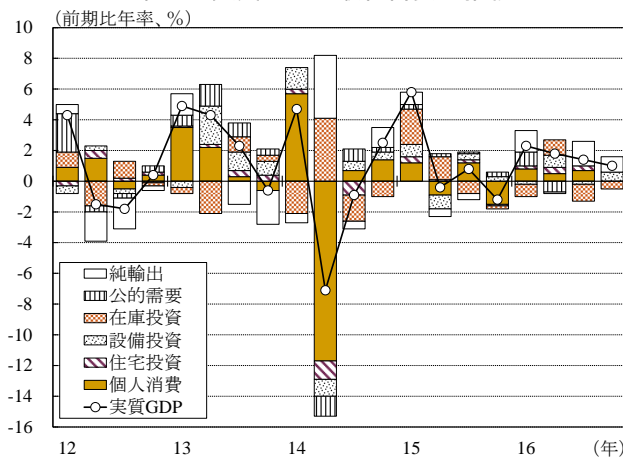
## ～企業収益と生産の反転により 景気は循環的な回復局面へ～

### 1. 日本経済の概況

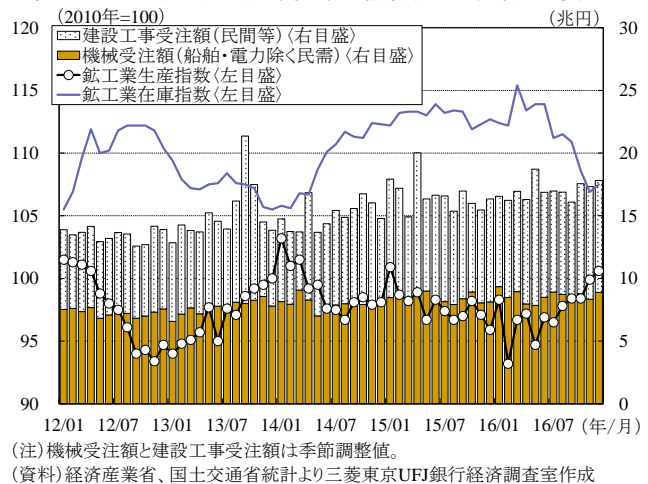
2016年10-12月期の実質GDP（1次速報値）は前期比年率+1.0%と4四半期連続のプラス成長を確保した（第1図）。家計部門では、個人消費が横這いとなり、住宅投資の増勢も鈍化するなど、昨年初からの回復基調が一服したものの、設備投資が同+3.8%と高めの伸びを示し、輸出も同+11.0%と2四半期連続で大きく増加するなど、企業部門の改善傾向が鮮明となってきている。前四半期に続き外需主導型の回復ではあるものの、内需を押し下げた在庫投資のマイナス（実質GDPに対する年率寄与度▲0.5%）の背景に在庫調整の進展があることを勘案すれば、景気の底堅さが確認できる結果といえる。

足元の日本経済は、昨年初から景気の押し下げ要因となっていた企業収益の減少と生産の停滞が反転したことで、循環的な景気拡大局面に入りつつある。企業収益は、昨年末からの円安進行により回復が鮮明となっており、東証一部上場企業（金融業を除く）の2016年10-12月期の経常利益は前年比+9.4%と4四半期ぶりにプラスを回復し、過去最高益を記録した。また、生産面では、輸出の増加にも支えられて在庫調整が急速に進展したことで、足元の在庫水準は2014年4月の消費増税前に近いレベルにまで低下しており、生産の増勢が着実に強まっている（第2図）。設備投資の先行指標となる「機械受注額（船舶・電力を除く民需）」や「建設工事受注額（民間等）」の動きをみても、企業が収益と生産の改善を追い風に投資姿勢を強めつつあることが読み取れる。加えて、先進国を中心とした世界経済の緩やかな回復と円安が引き続き輸出のサポート要因となることも踏まえれば、この先、企業部門の設備投資や人的投資は堅調に推移することが予想される。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



第2図: 鉱工業生産・在庫指数と機械受注・建設工事受注

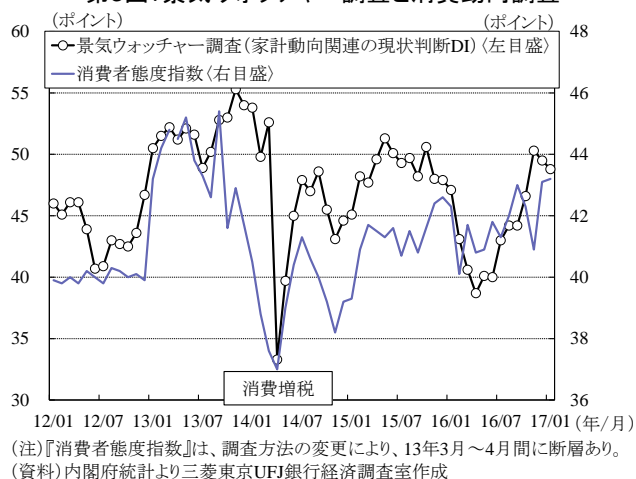


また、家計部門についても、この先、賃金の上昇ペースの鈍化や原油価格の上昇に伴う緩やかな消費者物価の上昇が下押し要因として想定されるものの、企業の旺盛な採用意欲が就業者数の増加を支える構図は当面崩れそうになく、消費者マインドも改善傾向にあることを踏まえれば、個人消費の緩やかな回復基調は維持される可能性が高い。内閣府の「消費動向調査」と「景気ウォッチャー調査」の結果をみると、昨年初の世界的な株安を受けて落ち込んだ消費者マインドは、夏場の天候不順に起因する生鮮食品価格の高騰や、米国大統領選挙の結果等を受けた振れを伴いつつも、家計所得の改善や株価の回復、耐久消費財の需要先食い影響の逡減等を背景に、着実に改善傾向を辿っている（第3図）。

さらに、今後、政府が昨年8月に閣議決定した「未来への投資を実現する経済対策」を裏付ける2016年度第2次補正予算の執行が本格化し、足元で弱含んでいた公共投資を中心に公的需要を押し上げることも、当面の景気を支える要因となるだろう。

いうまでもなく、海外に目を向ければ、1月20日に発足した米国のトランプ新政権の政策運営や英国のEU離脱交渉の行方、オランダ、フランス、ドイツと続く欧州の国政選挙など、輸出やマーケットの動き等を通じて国内景気を押し下げ得るリスク要因は多い。特にトランプ政権の通商政策の在り方は、米国を最大の海外市場として、メキシコをはじめ複数国に跨るサプライチェーンの構築を進めてきたわが国製造業に与える影響が大きく、NAFTAの再交渉や、日米首脳会談の合意に基づき設置される「日米経済対話」の行方には注視が必要であろう。ただ、現在の日本経済は、循環的な景気拡大局面にあつて外的ショックに対しても相応の抵抗力を備えていると考えられ、わが国の実質GDP成長率は、2016年度は外需の下支えを受けて前年度比+1.2%を確保し、2017年度も内需主導により同+1.2%と緩やかな拡大基調を辿ると予想する（第1表）。

第3図：景気ウォッチャー調査と消費動向調査



第1表：GDP計数の見通し

	2015年度 実績	2016年度 見通し	2017年度 見通し
実質GDP	1.3	1.2	1.2
個人消費	0.5	0.6	0.7
住宅投資	2.7	6.3	▲1.8
設備投資	0.6	1.8	2.0
在庫投資(寄与度)	0.3	▲0.2	▲0.0
公的需要	1.2	0.2	1.3
純輸出(寄与度)	0.2	0.6	0.2
輸出	0.8	2.6	3.5
輸入	▲0.2	▲1.1	2.2
名目GDP	2.8	1.2	1.2
GDPデフレーター	1.4	0.0	0.0

(前年度比、%)  
(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 見通し上のキーポイント

### (1) 企業収益と生産の回復を背景に底堅さを増す設備投資

10-12月期の実質設備投資は前期比年率+3.8%と、企業収益の回復と生産の改善を背景

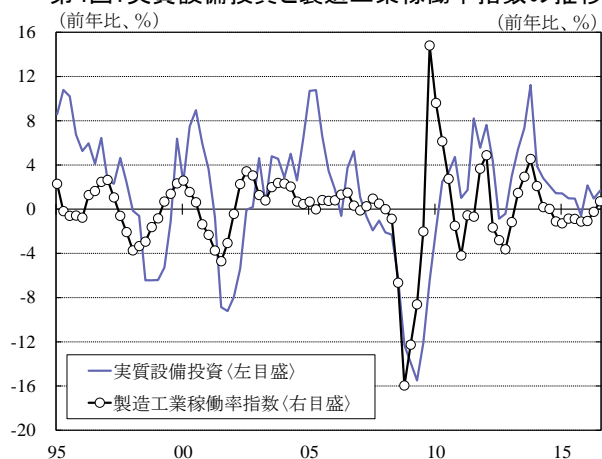


に 2 四半期ぶりに増加した。設備投資の水準としても、10-12 月期の実質設備投資額（季節調整値）は 81.2 兆円となり、過去のピークである 2007 年 1-3 月期（81.4 兆円）のレベルをほぼ取り戻した格好となっている。この先も、当面は内外経済の緩やかな拡大と円安が企業収益の改善を支える状況が続くとみられることに加え、国内製造業の設備稼働率の状況を確認すると、10-12 月期の製造工業稼働率指数は生産の改善を受けて前年比+1.8%と 8 四半期ぶりに改善しており、企業の設備投資を支えるファンダメンタルズは底堅さを維持していく可能性が高い（第 4 図）。

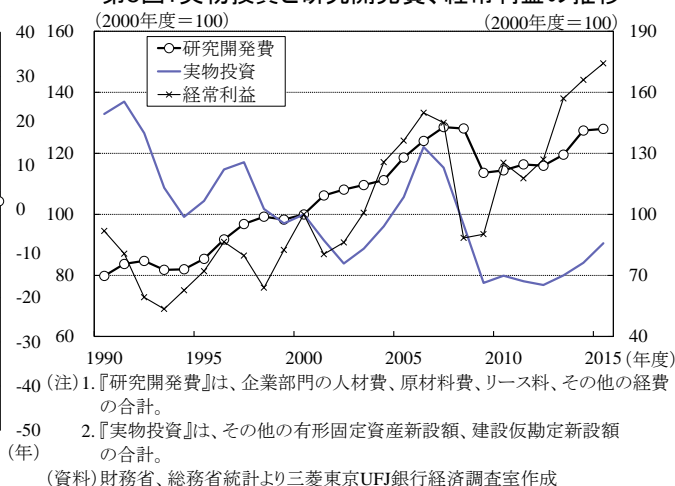
加えて、12 月 8 日の国民経済計算（GDP 統計）の基準改定により、研究開発投資が新たに設備投資として計上されるようになったことも、先行きの設備投資の押し上げ要因となる。企業による投資の推移をみると、実物投資は景気による振れを伴いながらも長期的には減少傾向を辿っているが、研究開発投資にははっきりとした増加トレンドが確認できる（第 5 図）。これは、国内の設備ストックの蓄積が十分に進んだ状況下、企業が過剰能力を抱えるリスクを伴う設備への追加投資よりも、研究開発の強化を通じた製品・技術革新に注力してきたことの現れと考えられる。また、企業の海外展開が拡大する中であって、製造拠点の展開はグローバルなサプライチェーン構築の観点から国内外に分散される一方、研究開発拠点は海外市場向けも含めて国内に置かれる傾向が強いことも、研究開発投資の増加トレンドの背景にあるとみられる。日本政策投資銀行による「企業行動に関する意識調査」の結果からも、企業の研究開発への関心の高さが伺うことができ、今後も研究開発投資の継続的な拡大が見込まれる。

先行きの設備投資は、実物投資のファンダメンタルズの改善に、研究開発投資のトレンド的な押し上げ要因も加わり、増加基調を辿る見通しである。

第4図: 実質設備投資と製造工業稼働率指数の推移



第5図: 実物投資と研究開発費、経常利益の推移



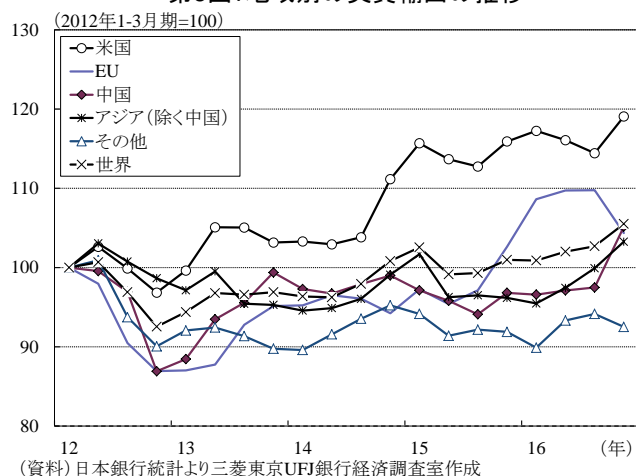
## (2) 輸入の回復によりプラス寄与が縮小に向かう純輸出

10-12 月期の純輸出（輸出-輸入）の実質 GDP に対する寄与度は前期比年率+1.0%と、前期に引き続き成長率を大きく押し上げた。自動車を中心に米国や中国向け輸出が増加したほか、アジア向けも回復が続いたことで、実質輸出は同+11.0%と 2 四半期連続の大幅増と

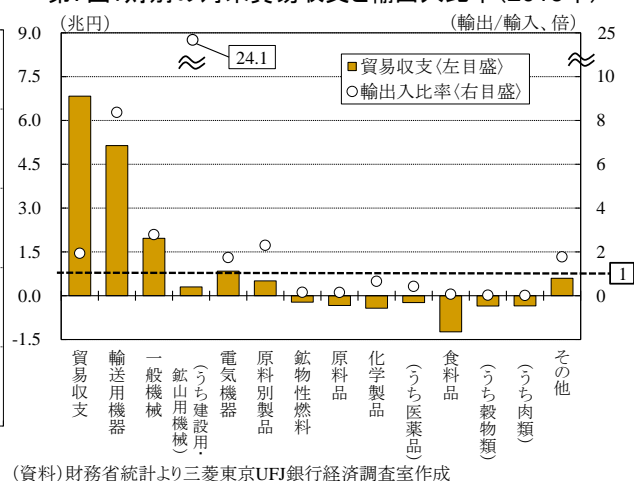
なった（第 6 図）。一方、実質輸入も同+5.4%と、国内の生産活動の活発化により燃料や素材などの輸入が増加したことを受け、5 四半期ぶりに増加に転じている。先行きの純輸出を展望すると、米国を中心とする先進国経済の底堅さなどから輸出は回復基調を辿るとみられるものの、国内景気の回復に伴う輸入増加が引き続き下押し圧力となることで、純輸出の実質 GDP に対するプラス寄与は縮小していく見通しである。

また、輸出の先行きについては、米国のトランプ新政権の通商政策をリスク要因として認識しておく必要がある。トランプ大統領は主要貿易相手国との貿易赤字を問題視しており、1 月 23 日には米国企業の経営者らとの会談の中で、日本との自動車貿易を不公平であると批判した。日本の対米貿易収支を財別にみると、貿易黒字の大部分を輸送用機器が占めており、輸入に対する輸出の比率も高いことが確認される（第 7 図）。その他の品目でも、一般機械などは日本の貿易黒字幅が大きく、建設・鉱山用機械のように輸出額が輸入額の 24 倍に達しているものもある。2 月 10 日に開催された日米首脳会談では自動車貿易に対する直接的な言及はなかったとみられるものの、今後、今回新たに創設することが合意された「日米経済対話」の場において、貿易の不均衡への対応がテーマとなる可能性が高く、その議論の行方には注視が必要である。

第6図：地域別の実質輸出の推移



第7図：財別の対米貿易収支と輸出入比率(2016年)



### (3) 所得面の堅調さを下支えに緩やかな回復を辿る個人消費

10-12 月期の個人消費は前期比年率▲0.0%と、小幅ながら 4 四半期ぶりのマイナスとなった。個人消費のベースとなる所得面は、10-12 月期の実質雇用者報酬が前年比+2.0%と 7 四半期連続のプラスとなるなど堅調を維持したものの、天候不順に起因する生鮮食品価格の高騰が消費の抑制に繋がった可能性がある（第 8 図）。

生鮮食品の価格高騰は足元で一服しているものの、この先、原油価格の上昇を受けて、消費者物価が緩やかな上昇に転じることが予想される。かかる状況下で個人消費が回復基調を維持するためには、所得面の堅調さが続くことが必要となる。

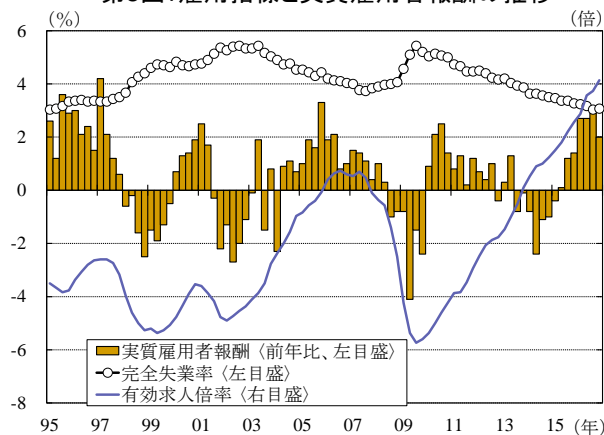
賃上げという観点では、今春闘を取り巻く状況が、労働分配率の水準や企業収益の伸び、物価などの面で、昨年と比べて厳しくなっていることに留意が必要である（第 2 表）。実



際、労務行政研究所の「賃上げに関するアンケート調査」をみると、労働側、経営側の双方の“望ましい賃上げ率”が昨年と比べて低下している。4年連続の官製春闘となる中、賃上げ自体は実施されるとみられるものの、その水準は昨年の実績を下回る可能性が高い。一方、足元の雇用市場を確認すると、12月の有効求人倍率は1.43倍と高水準を維持し、同月の完全失業率も3.1%と歴史的にみて低位にあるなどタイトな状況にあり、就業者数の増加傾向は維持される見通しである。全体としては、賃上げが鈍化する中でも、企業の旺盛な採用意欲に支えられた就業者数の増加により、家計所得は緩やかな改善を続けることが予想される。

先述の通り、消費者マインドが改善傾向にあることも踏まえると、個人消費は物価が緩やかな上昇傾向を辿る中でも、所得面の堅調に支えられて底堅く推移する見通しである。

第8図：雇用指標と実質雇用者報酬の推移



(注)1.『完全失業率』、『有効求人倍率』は3ヵ月平均値。  
(資料)総務省、厚生労働省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：春闘を取り巻く環境整理

	2016年 (昨年)	2017年 (今年)	賃上げ率 への影響
労働分配率 (前年実績, %)	60.6	61.1	↓
雇用判断DI(「過剰」-「不足」) (前年12月時点, %ポイント)	▲ 19	▲ 21	↑
経常利益上昇率 (前年実績, %)	7.5	▲ 3.6	↓
コア消費者物価上昇率 (2015年基準, 前年実績, %)	0.5	▲ 0.3	↓
労働側からみた 望ましい賃上げ率	2.99	2.85	↓
経営側からみた 望ましい賃上げ率	2.40	2.35	↓
賃上げ率(定昇+ベア) (当年実績, %)	2.14	2.0程度	-

(注)1. 2017年の『労働分配率』、『経常利益』は2016年1-3月期～7-9月期の平均値。  
2. 2017年の『賃上げ率』は「賃上げに関するアンケート調査」における『実際の賃上げ見通し』の回答者平均値。  
(資料)各種統計・資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

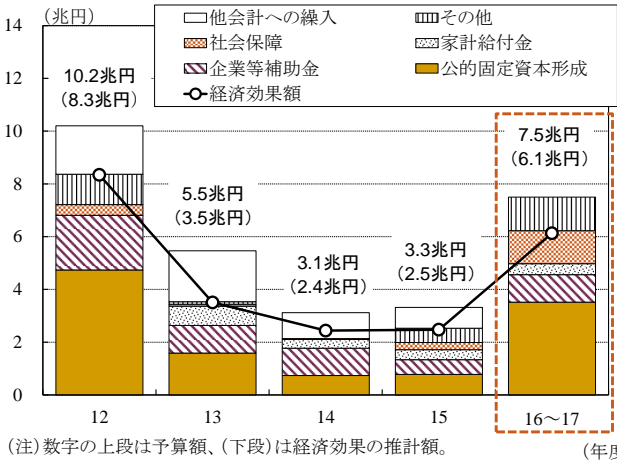
#### (4) 経済対策の執行が本格化する一方で足踏みする財政健全化

10-12月期の公的需要は前期比年率▲0.2%と、公共投資の減少を主因に2四半期ぶりのマイナスとなった。ただ、今後については、昨年8月に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策(事業規模28.1兆円、国・地方の財政措置7.5兆円)」を裏付ける2016年度第2次補正予算が10月11日に成立しており、今年の半ば頃にかけて予算執行の本格化が予想される(第9図)。公共投資の先行指標となる「公共工事請負額」の状況を確認すると、昨年12月が前年比+5.3%、今年1月も同+7.1%と既に増加傾向が強まっており、この先の公共投資は増加に転じることが予想される。

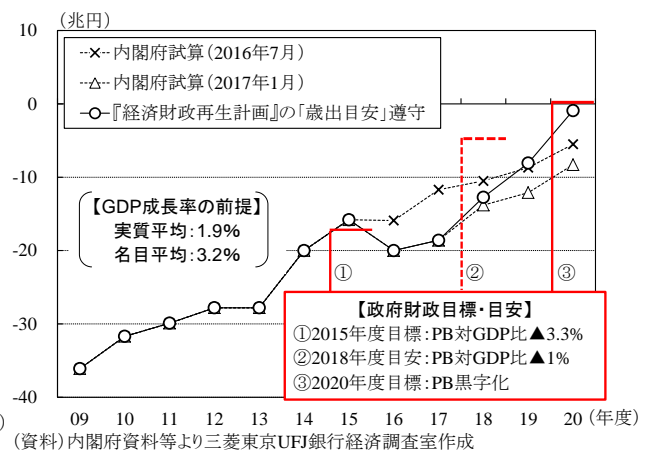
一方、財政面では、内閣府が1月に改訂した「中長期の経済財政に関する試算」において、2016年度の国・地方のプライマリーバランスの赤字が拡大する見通しが示され、2009年度を底に進んできた赤字縮小の流れが止まる可能性が高まった(第10図)。同時に、政府が黒字化を目指す2020年度のプライマリーバランスも、名目3%を超える高いGDP成長率を前提とした「経済再生ケース」において、昨年7月時点の試算で示されていた▲5.5兆円から、▲8.3兆円へと下方修正されている。2020年度のプライマリーバランスの黒字化は、高い経済成長率を実現した上で、政府が「経済・財政再生計画」で定めている2018年度までの歳出目安を2020年度まで延伸・遵守することで漸く達成が視野に入

る高い目標ではあるが、景気が循環的な回復局面にあるときには歳出改革が進めやすいことも想定される。政府には経済成長と財政健全化の両立に向けて、社会保障制度改革をはじめとする「経済・財政再生計画」の着実な推進が求められる。

第9図：各年度の経済対策規模（歳出ベース）と経済効果



第10図：国・地方のプライマリーバランスの見通し  
(内閣府「中長期の経済財政に関する試算」に基く当室試算)



### 3. 金融政策・市場の動向

#### (1) 金融政策

日銀は1月30-31日に金融政策決定会合を開催し、金融政策の現状維持を決定すると同時に経済・物価情勢に関する展望レポートを公表した。そのなかで日銀は、政策委員の成長率見通しをGDP統計の改定等の理由で上方修正する一方、政策目標とする物価については、2017年度は前年度比+1.5%、2018年度は同+1.7%と前回から据え置いた。日銀の物価見通しの達成にはインフレ期待が大きく上昇する必要があり、相当ハードルが高いとみられる。もっとも、物価は生鮮食品を除く総合ベースで、直近昨年12月には前年比▲0.2%と下落が続いているが、先行きについて当室では、原油価格の上昇と昨年末以降の円安の影響で今年中頃には同+1%弱まで上昇すると予想しており、物価がこの先上昇に転じ、伸び率を高めていくという見通しの方向性自体は日銀と変わらない。そうした物価上昇のモメンタムが維持されている限りは、日銀は金融政策の現状維持を続けると予想される。

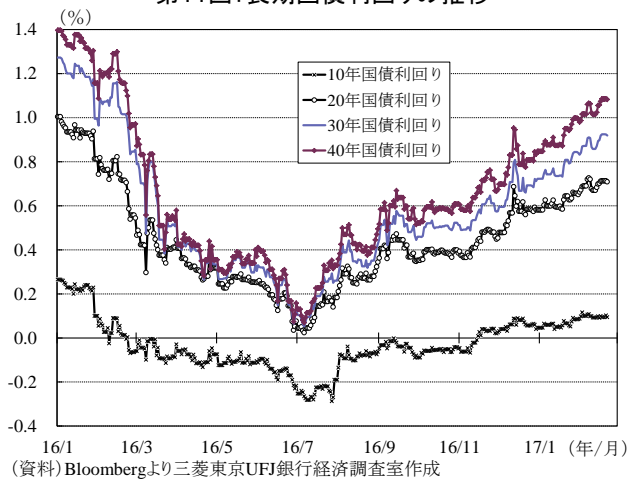
#### (2) 長期金利と為替相場

昨年末以降、米国金利の上昇という本邦金利への押し上げ圧力を抑え込むべく、日銀は国債買入れ額の増額や指値オペの実行など機動的な対応をとってきた。2月3日には、日銀の操作目標である10年物国債を含む残存期間5年超10年以下の国債に対して、指値オペを初めて実施した。10年物国債利回りは一時、昨年1月以来の0.15%まで上昇していたが、指値オペ実施後には低下し、足元では0.1%弱と、日銀の誘導目標である「ゼロ%程度」で概ね推移している(第11図)。一方、年限が10年超の国債利回りは、急変動があった場合には、日銀は国債買入れ額の変更等でけん制しているものの、緩やかな上昇基調

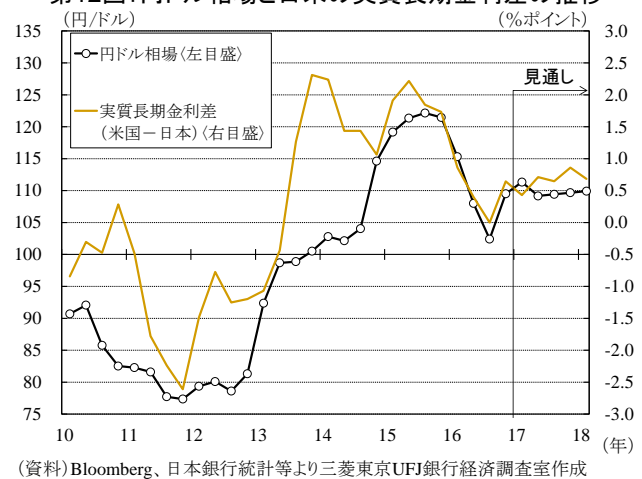
で推移している。緩やかであれば上昇を許容していることとなり、米国金利の上昇が続くなかで、日銀がこうしたスタンスを今後も踏襲するのであれば、イールドカーブは徐々にステイプ化していくこととなる。

円ドル相場は、日米間の実質金利差（10年物国債利回り－ブレイクイーブン・インフレーション率）に沿った動きが続いている。米国の10年物国債利回りが一時2.6%台にのせた昨年12月中旬には1ドル118円台まで円安・ドル高が進んだが、米国金利が2.4%程度まで低下したことから足元の円ドル相場は同113円台で推移している。先行きでは、トランプ大統領の財政・通商政策や欧州で相次いで行われる予定の国政選挙の帰趨を巡って、一旦円高方向に調整される可能性はあるものの、米国では利上げが継続されるなかで日米金利差の拡大が見込まれることで、基調としては緩やかな円安方向に推移するものと思われる（第12図）。

第11図：長期国債利回りの推移



第12図：円ドル相場と日米の実質長期金利差の推移



(宮道 貴之、金堀 徹、横田 裕輔、下郷 慶)

日本経済・金融見通し

2016年10～12月期のGDP統計（1次速報値）反映後

見通し

	2015				2016				2017				2018	2015年度	2016年度	2017年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	5.8	▲ 0.4	0.8	▲ 1.2	2.3	1.8	1.4	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
個人消費	2.0	▲ 1.5	2.1	▲ 2.5	1.4	0.8	1.3	▲ 0.0	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	0.5	0.6	0.7
住宅投資	13.4	4.4	6.3	▲ 3.9	5.9	13.8	9.9	0.7	0.0	▲ 3.2	▲ 4.3	▲ 4.7	▲ 2.8	2.7	6.3	▲ 1.8
設備投資	5.2	▲ 5.5	2.5	1.8	▲ 1.1	5.1	▲ 1.3	3.8	1.4	1.8	2.2	2.4	2.4	0.6	1.8	2.0
在庫投資（寄与度）	2.3	1.5	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.8	1.0	▲ 1.1	▲ 0.5	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	▲ 0.2	▲ 0.0
公的需要	1.1	0.7	0.5	1.0	3.8	▲ 2.7	0.2	▲ 0.2	1.8	2.1	1.5	0.9	0.9	1.2	0.2	1.3
うち、公共投資	▲ 8.5	2.6	▲ 4.2	▲ 6.0	▲ 4.3	4.5	▲ 2.9	▲ 6.9	3.2	6.0	2.8	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 2.0	▲ 1.9	1.6
純輸出（寄与度）	0.8	▲ 0.5	▲ 0.4	0.0	1.4	▲ 0.1	1.6	1.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.6	0.2
財貨・サービスの輸出	6.5	▲ 13.5	8.6	▲ 3.0	3.5	▲ 4.6	8.5	11.0	1.9	2.1	2.2	2.3	2.3	0.8	2.6	3.5
財貨・サービスの輸入	1.8	▲ 10.0	9.7	▲ 3.0	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 1.0	5.4	1.8	1.9	2.0	1.9	2.1	▲ 0.2	▲ 1.1	2.2
名目GDP（前期比年率、%）	9.1	1.0	2.1	▲ 1.0	3.1	1.2	0.7	1.3	1.1	1.3	1.2	1.2	1.3	2.8	1.2	1.2
GDPデフレーター（前年比、%）	3.3	1.6	1.7	1.6	0.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	0.0	1.4	0.0	0.0
鉱工業生産（前期比、%）	1.1	▲ 1.3	▲ 1.0	0.1	▲ 1.0	0.2	1.3	2.0	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2	▲ 1.0	1.3	2.5
国内企業物価（前年比、%）	0.4	▲ 2.2	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.5	▲ 4.4	▲ 3.6	▲ 2.0	0.0	1.3	0.8	0.5	0.3	▲ 3.2	▲ 2.6	0.7
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	2.1	0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.4	0.4	0.7	0.8	0.8	0.8	▲ 0.0	▲ 0.2	0.8
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	▲ 176	▲ 407	▲ 376	356	896	1,199	1,547	1,706	1,306	1,117	894	726	702	542	5,759	3,439
経常収支（10億円）	3,550	3,992	3,983	4,801	4,973	4,637	4,977	5,398	5,174	4,929	4,758	4,642	4,671	18,003	20,185	19,000
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
10年物国債利回り（%）	0.3	0.4	0.4	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	▲ 0.1	0.0
円相場（円／ドル）	119	121	122	121	115	108	102	110	113	110	110	111	111	120	108	111

(注)『無担保コール翌日物』は、取引金利(期末月の月中平均値)。『3ヵ月物ユーロ円TIBOR』、『10年物国債利回り』、『円相場』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)  
2017年2月28日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				2017年
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	9月	10月	11月	12月	1月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.4	1.3	1.8 (0.9)	1.4 (1.1)	1.0 (1.7)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 1.1	0.9	0.4 (0.1)	0.5 (0.7)	0.3 (1.0)	0.0 (1.2)	0.0 (▲ 0.4)	0.4 (2.2)	▲ 0.3 (1.2)	
鉱工業生産指数	▲ 0.5	▲ 1.0	0.2 (▲ 1.8)	1.3 (0.4)	2.0 (2.1)	0.6 (1.5)	0.0 (▲ 1.4)	1.5 (4.6)	0.7 (3.2)	▲ 0.8 (3.2)
鉱工業出荷指数	▲ 1.2	▲ 1.2	0.2 (▲ 2.0)	0.7 (▲ 0.6)	3.3 (1.7)	1.8 (0.7)	2.0 (▲ 2.0)	1.0 (5.1)	▲ 0.4 (2.3)	▲ 0.4 (3.5)
製品在庫指数	6.1	1.8	▲ 1.3 (0.0)	▲ 2.6 (▲ 2.0)	▲ 3.1 (▲ 4.6)	▲ 0.5 (▲ 2.0)	▲ 2.1 (▲ 3.0)	▲ 1.6 (▲ 4.8)	0.6 (▲ 4.6)	0.0 (▲ 4.3)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.0	115.0	116.5 [113.8]	115.3 [114.7]	110.5 [114.9]	114.9 [115.1]	114.2 [113.0]	107.8 [115.5]	109.5 [116.3]	111.4 [116.2]
国内企業物価指数	2.8	▲ 3.3	▲ 0.6 (▲ 4.5)	▲ 0.3 (▲ 3.8)	0.4 (▲ 2.1)	0.1 (▲ 3.3)	▲ 0.1 (▲ 2.7)	0.4 (▲ 2.3)	0.7 (▲ 1.2)	0.6 (0.5)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	2.8	0.0	0.4 (▲ 0.4)	▲ 0.2 (▲ 0.5)	0.2 (▲ 0.3)	0.0 (▲ 0.5)	0.1 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.2)	0.1
稼働率指数 (2010年=100)	100.6	98.0	95.4 [98.0]	97.2 [97.6]	100.2 [97.9]	96.7 [97.7]	98.1 [98.4]	101.0 [98.2]	101.6 [97.2]	[99.9]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.8	4.1	▲ 9.2 (▲ 6.5)	7.3 (6.5)	▲ 0.2 (3.6)	▲ 3.3 (4.3)	4.1 (▲ 5.6)	▲ 5.1 (10.4)	6.7 (6.7)	
製造業	7.0	6.2	▲ 13.4 (▲ 12.9)	4.5 (▲ 0.5)	0.5 (3.5)	▲ 5.0 (▲ 1.5)	▲ 1.4 (▲ 9.0)	9.8 (8.3)	1.0 (10.9)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 3.3	2.5	▲ 5.0 (▲ 1.0)	8.2 (11.8)	▲ 2.1 (3.3)	▲ 0.9 (7.8)	4.6 (▲ 3.9)	▲ 9.4 (11.6)	3.5 (3.5)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	4.4	▲ 2.3	3.4 (▲ 2.7)	1.0 (0.4)	3.3 (4.7)	0.3 (3.3)	2.1 (1.7)	2.1 (7.6)	▲ 1.5 (4.9)	0.7 (4.9)
建設受注	8.2	▲ 0.9	(1.5)	(7.4)	(5.3)	(16.3)	(15.2)	(▲ 6.0)	(7.1)	
民需	4.8	7.9	(3.9)	(▲ 3.5)	(16.7)	(▲ 9.2)	(24.4)	(21.6)	(8.9)	
官公庁	22.9	▲ 15.6	(▲ 0.4)	(51.8)	(▲ 9.5)	(136.7)	(▲ 7.1)	(▲ 38.1)	(12.4)	
公共工事請負金額	(▲ 0.3)	(▲ 3.8)	(4.0)	(6.8)	(▲ 4.5)	(18.1)	(▲ 10.0)	(▲ 5.7)	(5.3)	(7.1)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	88.0 (▲ 10.8)	92.1 (4.6)	99.1 (5.4)	97.9 (7.1)	95.3 (7.9)	98.1 (10.0)	98.1 (13.1)	95.4 (6.7)	92.3 (3.9)	
新設住宅床面積	(▲ 15.2)	(2.1)	(3.6)	(5.1)	(5.2)	(6.7)	(8.9)	(2.9)	(3.9)	
小売業販売額	▲ 1.2	0.8	(▲ 1.4)	(▲ 1.3)	(0.8)	(▲ 1.7)	(▲ 0.2)	(1.7)	(0.7)	(1.0)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 5.1	▲ 1.2	▲ 0.2 (▲ 1.2)	▲ 0.5 (▲ 2.4)	▲ 1.0 (▲ 0.7)	2.8 (▲ 2.1)	▲ 1.0 (▲ 0.4)	▲ 0.6 (▲ 1.5)	▲ 0.6 (▲ 0.3)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.2	73.6	72.9 [74.2]	70.6 [73.4]	71.8 [73.1]	72.0 [74.3]	70.9 [73.2]	72.9 [73.0]	71.8 [72.9]	[72.3]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	2.0	▲ 1.3	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.2 (▲ 1.5)	0.3 (▲ 1.2)	1.9 (▲ 0.9)	▲ 0.1 (▲ 0.9)	▲ 0.6 (▲ 0.9)	▲ 0.9 (▲ 1.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.2	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.5)	(0.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	77	98	93	102	105	105	101	106	107	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.11	1.23	1.36 [1.18]	1.37 [1.22]	1.41 [1.26]	1.38 [1.23]	1.40 [1.24]	1.41 [1.26]	1.43 [1.27]	[1.28]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.5	3.3	3.2	3.0	3.1	3.0	3.0	3.1	3.1	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.6	48.8	42.6 [52.6]	45.2 [49.5]	48.7 [47.7]	44.8 [47.5]	46.2 [48.2]	48.6 [46.1]	51.2 [48.7]	48.6 [46.6]
企業倒産件数 (実数、件数)	9,543 (▲ 9.4)	8,684 (▲ 9.0)	2,129 (▲ 7.3)	2,087 (▲ 0.2)	2,086 (▲ 3.1)	649 (▲ 3.6)	683 (▲ 8.0)	693 (▲ 2.5)	710 (1.6)	605 (▲ 10.4)

## 2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				2017年
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	9月	10月	11月	12月	1月
通関輸出	5.4	▲0.7	(▲9.5)	(▲10.2)	(▲1.9)	(▲6.9)	(▲10.3)	(▲0.4)	(5.4)	(1.3)
価格	3.9	2.1	(▲8.3)	(▲11.1)	(▲6.3)	(▲11.1)	(▲9.0)	(▲7.3)	(▲2.7)	(1.6)
数量	1.3	▲2.7	(▲1.3)	(1.0)	(4.7)	(4.7)	(▲1.4)	(7.4)	(8.4)	(▲0.3)
通関輸入	▲1.0	▲10.3	(▲18.8)	(▲19.5)	(▲9.3)	(▲16.2)	(▲16.4)	(▲8.8)	(▲2.6)	(8.5)
価格	1.2	▲8.5	(▲17.6)	(▲18.9)	(▲10.8)	(▲14.9)	(▲14.3)	(▲11.9)	(▲6.0)	(2.2)
数量	▲2.1	▲1.8	(▲1.3)	(▲0.7)	(1.6)	(▲1.5)	(▲2.5)	(3.6)	(3.6)	(6.2)
経常収支(億円)	87,245	180,028	45,955	58,430	42,476	18,780	17,199	14,155	11,122	
貿易収支(億円)	▲65,890	5,419	14,959	15,221	17,079	6,762	5,876	3,134	8,068	
サービス収支(億円)	▲27,252	▲11,451	▲4,951	▲3,365	▲3,847	▲882	▲1,719	738	▲2,866	
金融収支(億円)	137,595	238,095	71,315	105,334	22,206	33,483	7,446	10,963	3,796	
外貨準備高(百万ドル)	1,245,316	1,262,099	1,265,407	1,260,145	1,216,903	1,260,145	1,242,792	1,219,291	1,216,903	1,231,573
対ドル円レート(期中平均)	109.92	120.13	108.17	102.40	109.32	102.04	103.82	108.18	115.95	114.73

## 3. 金融

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				2017年
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	9月	10月	11月	12月	1月
無担保コール翌日物金利	0.068	0.063	▲0.050 [0.067]	▲0.046 [0.074]	▲0.043 [0.076]	▲0.052 [0.073]	▲0.037 [0.076]	▲0.049 [0.078]	▲0.044 [0.075]	▲0.045 [0.074]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.194	0.157	0.060 [0.169]	0.057 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]
新発10年国債利回り	0.400	▲0.050	▲0.230 [0.455]	▲0.085 [0.350]	0.040 [0.270]	▲0.085 [0.350]	▲0.050 [0.300]	0.020 [0.300]	0.040 [0.270]	0.085 [0.095]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.006	0.924	0.886 (▲0.038)	0.865 (▲0.021)	0.853 (▲0.012)	0.865 (▲0.015)	0.866 (0.001)	0.864 (▲0.002)	0.853 (▲0.011)	
日経平均株価 (225種、末値)	19,207	16,759	15,576 [20,236]	16,450 [17,388]	19,114 [19,034]	16,450 [17,388]	17,425 [19,083]	18,308 [19,747]	19,114 [19,034]	19,041 [17,518]
M2平残	(3.3)	(3.6)	(3.4)	(3.4)	(3.9)	(3.5)	(3.7)	(3.9)	(4.0)	(4.1)
広義流動性平残	(3.3)	(3.9)	(2.2)	(1.6)	(1.8)	(1.6)	(1.5)	(1.9)	(2.1)	(2.2)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.3)	(2.4)	(2.1)	(2.1)	(2.5)	(2.2)	(2.4)	(2.4)	(2.6)
	銀行計	(2.5)	(2.5)	(2.1)	(2.1)	(2.5)	(2.2)	(2.4)	(2.4)	(2.6)
	都銀等	(1.4)	(1.2)	(0.8)	(0.7)	(1.4)	(0.8)	(1.1)	(1.2)	(1.8)
	地銀	(3.8)	(3.7)	(3.4)	(3.5)	(3.6)	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.5)
	地銀II	(2.9)	(3.2)	(3.2)	(2.9)	(3.1)	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
信金	(1.4)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.3)	(3.7)	(3.3)	(3.4)	(4.2)	(3.6)	(3.9)	(4.2)	(4.5)
	都銀	(3.4)	(4.5)	(4.7)	(4.8)	(6.0)	(5.1)	(5.6)	(6.1)	(6.4)
	地銀	(3.3)	(3.0)	(1.9)	(2.2)	(2.3)	(2.1)	(2.2)	(2.5)	(2.3)
地銀II	(3.1)	(2.5)	(1.9)	(1.9)	(2.2)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	

(注) 新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料) 内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



## II. 米国

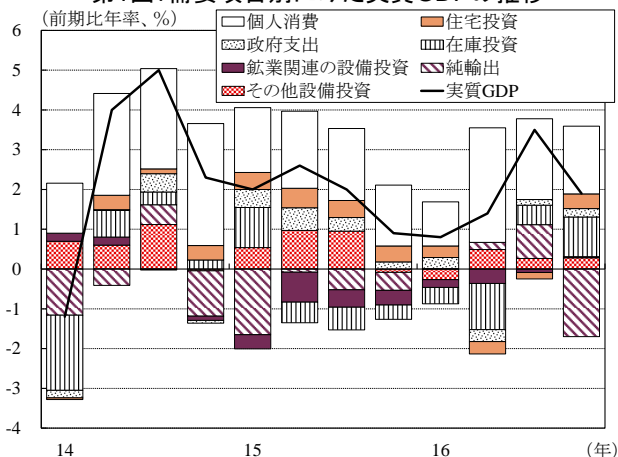
### ～政策の先行きに不透明感は残るも、景気は緩やかな回復を維持～

#### 1. 景気の現状

昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.9%と前期（同+3.5%）から減速した（第 1 図）。需要項目別にみると、個人消費は同+2.5%と伸びは鈍化したものの堅調な増加を続け成長を支えている。また、設備投資が小幅ながら増加し、住宅投資も 3 四半期ぶりにプラスに転じるなど、国内需要は総じて堅調に推移していることが示された。前期からの成長率の下振れは、一時的な輸出増加の反動や堅調な内需による輸入の増加などを背景とした純輸出の大幅なマイナス寄与による影響が大きく、総じてみると景気は緩やかな回復基調を辿っているといえる。

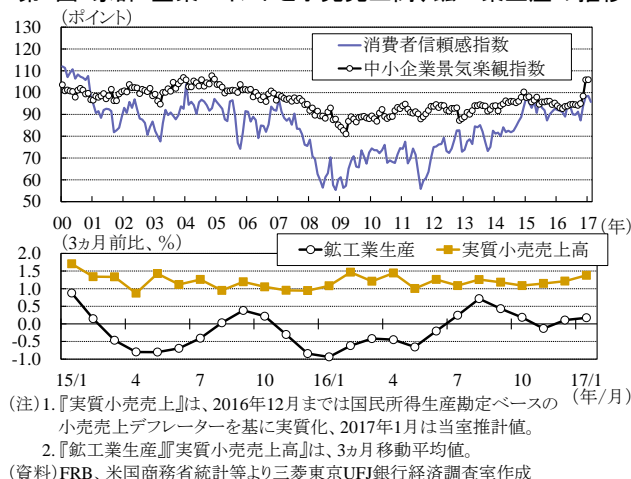
11 月の大統領選挙以降、市場ではトランプ政権の拡張的な財政政策への期待などから、金利・株価が上昇し、ドル高が進展した。こうしたトランプ政権への期待や金融市場の好転を受けて企業・家計のマインドも大きく改善している（第 2 図）。ミシガン大消費者信頼感指数は大統領選挙前から、金融危機前の平均（2005 年～2007 年：87.1 ポイント）を超えて高めの水準が続いていたが、1 月には 98.5 ポイントと 2004 年以来の高さまで上昇し、足元でも高い水準を維持している。また、12 月の中小企業景気楽観指数は前月比+7.4 ポイントと 1980 年 7 月以来の大幅な上げ幅となった。一方、小売売上高や鉱工業生産といった実体経済を示す指標は改善しているものの、そのペースは緩やかなものに止まっている。マインド指標と実体経済を示す指標の改善度合いの乖離は大きく、マインドの好転は新政権への期待に強く支えられたものであることを示唆している。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：家計・企業マインドと小売売上高、鉱工業生産の推移



(注)1.『実質小売売上高』は、2016年12月までは国民所得生産勘定ベースの小売売上デフレーターを基に実質化、2017年1月は当室推計値。  
2.『鉱工業生産』『実質小売売上高』は、3ヵ月移動平均値。  
(資料)FRB、米国商務省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

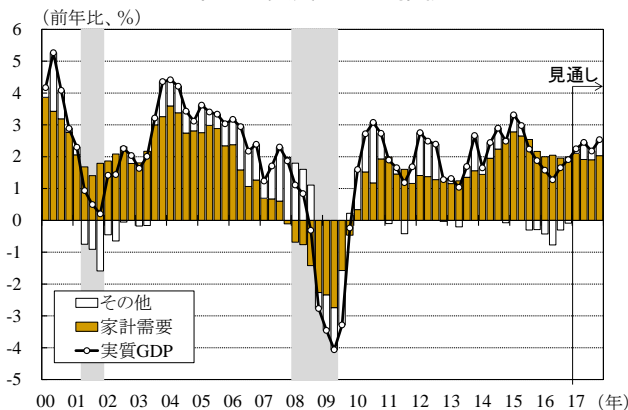
#### 2. 今後の見通し

この先の米国経済を見通す上では、トランプ政権による政策がどのようなものとなるかが引続き鍵となる。重要閣僚の承認が遅れていること等から、政策運営の不透明さはぬぐ

えないが、今のところは、減税やインフラ投資拡大等の財政政策が一部実施される一方で、極端に保護主義的な通商政策や移民政策は採られないと想定せざるを得ないだろう。こうした前提の下で、向こう1年程度の米国経済を見通した場合、拡張的な財政政策による結果というよりも、景気の循環的な動きを主因に、総じて年率2%強の回復ペースを維持するものと予想される（第3図）。家計部門では、労働需給は引き締まる方向にあるものの、労働参加率が下げ止まる中で、労働市場は過熱するような状況までには至らず、今後もしばらくは労働市場の改善による個人所得の増加が消費の拡大を支える構図が続くとみられる。企業部門では、一昨年から昨年初にかけてのドル高・原油安のマイナス影響が製造業やエネルギー関連産業など一部セクターで一巡したことを受け、輸出や設備投資は緩やかに持ち直していくと見込まれる。金融政策では、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では、FRBによる利上げペースは引き続き緩やかなものとなる公算であり、利上げが景気後退の契機となる可能性は小さい。また、拡張的な財政政策が実体経済に直接的に影響を与え始めるのは2017年終盤頃になると想定される。

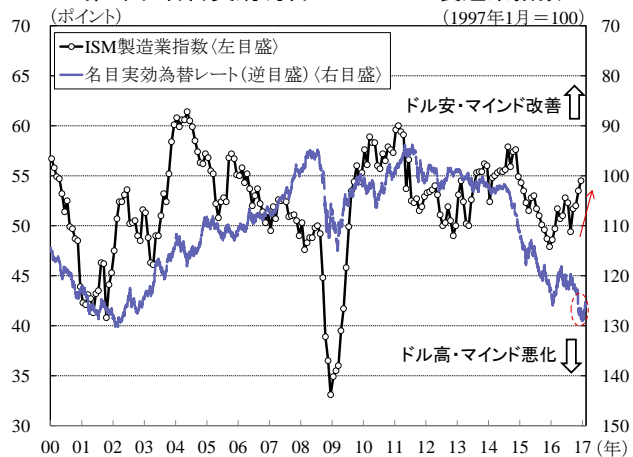
見通しに対するリスク要因もやはりトランプ新政権による政策運営であり、議会対策が機能しない場合やメインの想定に反して極端な政策が追求された場合などである。例えば、移民政策に関する大統領令を巡る問題では、議会民主党とトランプ政権の対立は先鋭化している。上院での共和党の議席数は52と、半数の50議席を僅かに上回るに過ぎず、トランプ政権と共和党による議会運営は磐石とはいえない。3月中旬に到来する連邦債務上限凍結期限を巡る対応が混迷を極める可能性など、政治が停滞するリスクは想定しておく必要がある。加えて、1,100万人ともいわれる不法移民の強制退去やビザ発給要件の大幅な厳格化などの排他的な移民政策、北米自由貿易協定（NAFTA）からの脱退といった極端に保護主義的な通商政策が採られた場合には、実体経済に対する大きな下振れリスクとなり得る。また、足元では落ち着いている金利上昇とドル高進行がこの先も速いペースで続くこととなれば、2014年後半から急激に進んだドル高が製造業を中心に成長の重石となったような事態を招くことも懸念される（第4図）。

第3図：実質GDPの推移



(注)1.『家計需要』は、「個人消費」と「住宅投資」の合計。  
2. 網掛け部分は、景気後退期間。  
(資料)米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：名目実効為替レートとISM製造業指数



(資料)FRB、全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 見通し上のキーポイント

#### (1) トランプ次期政権による政策運営

トランプ大統領が就任しておよそ1ヵ月が経過したが、政策に対する不透明感は依然として強い。拡張的な財政政策実施の有無や金額規模に加え、実施時期についても明らかではない。例えば、法人減税に関しては実現までに相応の時間が掛かりそうである。法人税制改革案には、2月末に発表されるとみられる大統領案のほかに、昨年6月に公表された下院共和党案がある。共和党案は、米国企業の国内外の利益すべてに対して課税するもの（居住地主義）から、国内にて販売されたものに対して課税するもの（仕向地主義）へと、税体系を根本から変えるものである（第1表）。大統領案が、選挙期間中に主張していたような、共和党案と大きく異なるものとなれば、財政赤字拡大の問題も含めて議会との調整に長い時間が掛かろう。また、共和党案に近いものが出てきたとしても、これだけ大規模な税制改革となれば激変緩和措置を含め企業の対応に相応の期間が必要となることに加え、現状では付加価値税以外では国境を跨ぐ税調整を認めていないWTOルールに抵触する可能性もある。いずれにしろ法人税改革の実施は2018年以降にずれ込む可能性も否定できない。

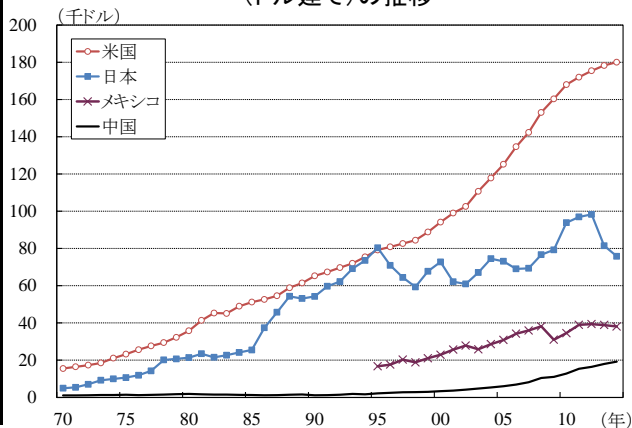
保護主義的な通商政策が採られることへの警戒感も根強いが、実際には極端な政策を採ったとしてもその経済合理性は極めて乏しいと考えられる。製造業を含む第二次産業における就業者一人当たりGDP（就業者一人が生み出す総付加価値）を比較すると、メキシコは米国の約5分の1、中国は約10分の1と、1970年代初めの日本（約3分の1）よりもその差は大きい（第5図）。一人当たりGDPの差は人件費の差を主に反映していると考えられるが、こうしたコスト差を関税で埋めるには相当な幅の調整が必要であり、現実的ではない。ましてや個別企業に「大統領の要請」を続けることも無理だろう。過去の日米貿易摩擦における交渉経緯を振り返ると、80年代中頃までは、米国は日本からの輸入を制限することで製造業の保護を図ったが、貿易赤字の削減は限定的なものに止まった。結果、80年代後半頃からは日本の市場を開放させ、米国製品の輸出が増加するよう働きかける方向に交渉の舵を切った経緯がある。今後の中国やメキシコとの貿易交渉でも、輸入の制限を図るというよりは、輸出を増やすことに力点を置いた交渉が進められるのではないかと。

第1表：法人税改革の概要

		現状	トランプ氏案 (選挙期間中の主張)	下院共和党案
最高税率(国税分)		35%	15%	20%
国際課税主義		居住地主義	—	仕向地主義
国境税調整		不要	—	輸出：非課税 国内販売：課税 国内投入：控除 輸入：控除不可
海外子会社 利益への 課税	過去分	米国還流時に 35%課税 (海外税クレジット あり)	10% (現金・現金同等物)	8.75% (現金・現金同等物)
	将来分	—	米国還流如何に 関わらず15% (海外税クレジット あり)	非課税
投資費用の扱い		減価償却分を 控除	米国内の製造業は 即時・全額控除可	即時・全額控除
利払い費の扱い		控除	上記を選択した場合、 控除不可	控除不可

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：第2次産業の就業者1人あたりGDP  
(ドル建て)の推移



(資料) UNCTAD、OECD統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 堅調な雇用・所得環境と個人消費

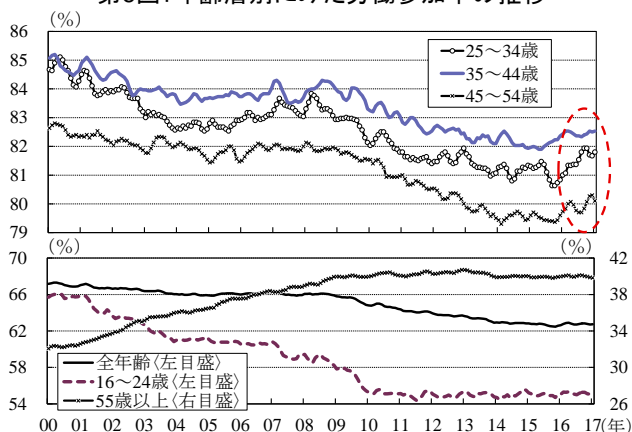
雇用・所得環境は改善が続いている。1月の非農業部門雇用者数は前月比+22.7万人と20万人を超える比較的高い伸びとなった。一方で、賃金上昇率は前年比+2.5%と、昨年12月の同+2.8%から減速した。このところ労働参加率が下げ止まっており(第6図)、こうした動きが雇用者数の拡大余地に繋がる一方で、労働需給の引き締まりを抑制する要因となっていると考えられる。企業の求人意欲も依然として旺盛な中で、賃金インフレを過度に加速させない適度な雇用拡大が可能な状況であり、この先も雇用・所得環境の改善が続くものとみられる。

個人所得の拡大を背景に、消費も底堅い動きが続いている。消費者マインドが堅調に推移する中で、家計の消費性向(消費額が可処分所得に占める割合)は金融危機前の水準を回復している。所得の増加が消費の拡大に繋がり易い状況が続いており、先行き、個人消費は緩やかな拡大が続く可能性が高い。

## (3) 緩やかな増加が見込まれる設備投資

フィラデルフィア連銀が製造業景況感調査の中で実施している、6ヵ月先の設備投資計画に関するアンケートでは、企業が投資に対し前向きな姿勢を強めていることが示された。調査対象は管轄地区内(ペンシルバニア、ニュージャージー、デラウェアの3州)の製造業に限られているものの、概ねGDPベースの実質設備投資に先行する傾向があり、指数の改善はこの先の設備投資の持ち直しを示唆している。同じく設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)も足元で小幅ながら改善している。今後、個人消費を中心に内需が底堅く推移する中、原油価格下落による影響が一巡した鉱業部門の設備投資も持ち直すことで、設備投資の増加基調は次第に安定したものとなるだろう。

第6図: 年齢層別にみた労働参加率の推移



(注)3ヵ月移動平均値。  
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 設備投資計画と実質設備投資、非国防資本財(除く航空機)受注の推移



(注)『非国防資本財受注額』は3ヵ月移動平均値の3ヵ月前比。  
(資料)米国商務省、フィラデルフィア連銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### 4. 金融政策と長期金利

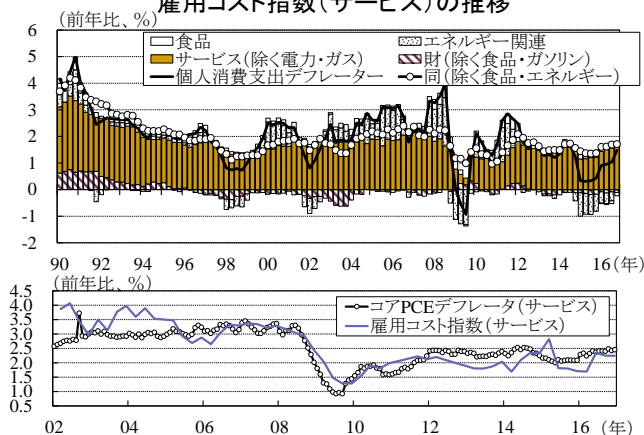
連邦公開市場委員会（FOMC）は昨年12月に1年ぶりとなる利上げを全会一致で決定した。併せて発表されたFOMC参加者によるFF金利（政策金利）見通しの中央値は2017年末で1.375%と9月時点から0.25%ポイント上方修正され、利上げ回数で言えば2017年は2回から3回へと引き上げられた。今後、見通しに基づいて実際に利上げペースが速まるのか、3月利上げの有無に市場の注目が集まっている。

物価の動向をみると、エネルギー・食品を除くコア個人支出（PCE）デフレーターに加速感は見られない（第8図）。賃金の上昇が緩やかなものに止まる中で、サービス業の雇用コスト指数の伸びは横這いで推移しており、それを受けてコアPCEデフレーターに7割を占めるサービス価格が安定的に推移していることが背景にある。雇用環境に過熱感が見られず、この先も潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では、引き続き利上げペースは緩やかなものとなる公算が大きく、2017年の利上げは引き続き年2回を想定している。3月のFOMCについては、トランプ政権の政策に不透明感が残る中で利上げを急ぐ環境にはなく、3月雇用統計で急激な賃金上昇などが確認されない限り、利上げは見送られるものと予想する。

長期金利は大統領選挙の結果を受けて大きく上昇したが、足元では頭打ち気味となっている。市場はトランプ政権の拡張的な財政政策がどの程度実現するのか見極めるフェーズに入ったといえる。利上げペースが緩やかなものとなり、また、主要国・地域で中央銀行が金融緩和政策を続け、金利が低位に抑えられている中では、米国債への需要も根強く、長期金利の上昇ペースは抑制されたものとなる（第9図）。

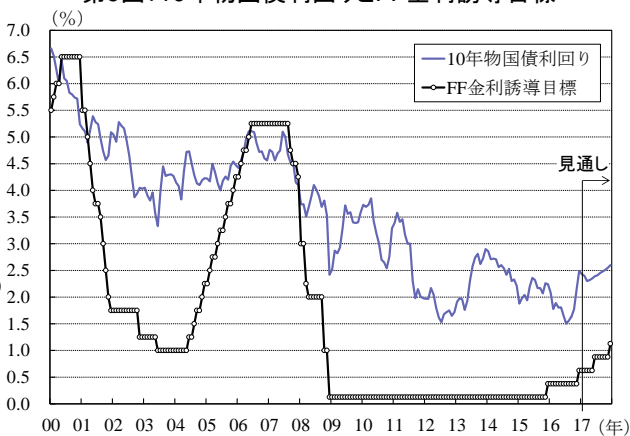


第8図:個人消費支出(PCE)デフレーターと  
雇用コスト指数(サービス)の推移



(資料) 米国商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図:10年物国債利回りとFF金利誘導目標



(注) 2008年12月以降の『FF金利誘導目標』は、誘導目標レンジの中央値。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)



米国経済・金融見通し

見通し→

	2015				2016				2017				2015年	2016年	2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	3.5	1.9	2.2	2.2	2.4	3.3	2.6	1.6	2.4
個人消費	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.3	3.0	2.5	2.4	2.4	2.5	3.5	3.2	2.7	2.7
住宅投資	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	▲ 7.7	▲ 4.1	10.2	4.4	4.1	3.5	3.2	11.7	4.9	3.3
設備投資	1.3	1.6	3.9	▲ 3.3	▲ 3.4	1.0	1.4	2.4	2.9	3.3	3.8	3.8	2.1	▲ 0.4	2.8
在庫投資（寄与度）	1.0	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 1.2	0.5	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	▲ 0.4	0.2
政府支出	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	▲ 1.7	0.8	1.2	0.6	0.5	0.5	1.5	1.8	0.9	0.6
純輸出（寄与度）	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.2	0.9	▲ 1.7	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.3
輸出	▲ 5.8	2.9	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 0.7	1.8	10.0	▲ 4.3	2.9	3.1	3.2	3.5	0.1	0.4	2.4
輸入	5.6	2.9	1.1	0.7	▲ 0.6	0.2	2.2	8.3	3.6	3.7	3.2	3.3	4.6	1.1	4.0
国内民間最終需要	2.6	3.1	3.3	1.7	1.1	3.2	2.4	2.8	2.6	2.6	2.8	3.6	3.3	2.3	2.7
名目GDP（前期比年率、%）	2.1	4.9	3.2	1.8	1.3	3.7	5.0	4.0	4.0	4.1	4.3	5.2	3.7	2.9	4.2
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.9	▲ 2.7	1.5	▲ 3.3	▲ 1.7	▲ 0.8	1.8	▲ 0.6	1.6	1.9	2.5	4.6	0.3	▲ 1.0	1.4
失業率（%）	5.5	5.4	5.1	5.0	4.9	4.9	4.9	4.7	4.8	4.7	4.7	4.7	5.3	4.9	4.7
生産者物価（前年比、%）	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.3	1.0	2.3	1.9	1.9	2.1	▲ 3.3	▲ 1.0	2.1
消費者物価（前年比、%）	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.1	1.0	1.1	1.8	2.3	2.4	2.5	2.4	0.1	1.3	2.4
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,935	▲ 1,909	▲ 1,898	▲ 1,884	▲ 1,873	▲ 1,878	▲ 1,787	▲ 1,962	▲ 1,974	▲ 1,980	▲ 1,976	▲ 1,982	▲ 7,626	▲ 7,501	▲ 7,913
経常収支（億ドル）	▲ 1,145	▲ 1,119	▲ 1,231	▲ 1,134	▲ 1,318	▲ 1,183	▲ 1,130	▲ 1,182	▲ 1,191	▲ 1,193	▲ 1,184	▲ 1,186	▲ 4,630	▲ 4,813	▲ 4,754
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	0.75-1.00	1.00-1.25	0.25-0.50	0.50-0.75	1.00-1.25
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	0.3	0.8	1.2
10年物国債利回り（%）	2.0	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8	1.6	2.1	2.4	2.4	2.4	2.6	2.1	1.8	2.4

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### Ⅲ. 欧州

#### ～Brexitにより成長率は鈍化も、回復基調は維持する見通し～

#### 1. ユーロ圏

##### (1) 景気の現状

ユーロ圏の景気はこれまでのところ緩やかな回復を続けている。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と底堅く推移した。需要項目別の内訳は未公表ながら、実質小売売上高が同時期に同+0.8%と高めの伸びとなっていたことから、個人消費は耐久財を中心に堅調だったとみられる。国別にはオランダやイタリアで減速したものの、ドイツ、フランスで加速した（第 1 表）。内訳が発表された主要国をみると、ドイツでは個人消費が同+0.3%、建設投資も同+1.6%と増勢を強め、輸出も同+1.8%とプラスに転じた。フランスでも個人消費が同+0.6%と、例年より気温が低かったことによる電気・ガスなどのエネルギー消費や自動車購入の増加により好調で、設備投資も製造業を中心に加速するなど内需が堅調であった。また、輸出も輸送用機械を中心に同+1.1%と増加した。

##### (2) 今後の見通し

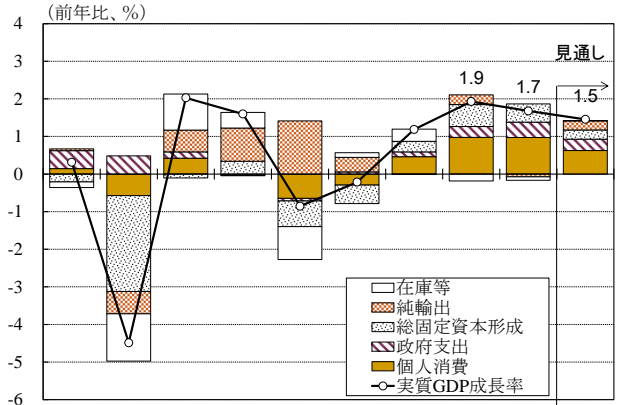
ユーロ圏は内需主導の景気回復が持続する見込みである。確かにこの先、物価上昇による実質購買力低下などを受けて個人消費は伸び悩みが予想されるほか、設備投資も昨年の伸びは期待し難い。しかし、労働需給の改善を受け、失業率は先行き引き続き低下が見込まれる上、企業収益の増加や設備稼働率の高まりから、全体として回復基調は途切れるには至るまい。外需においても、輸出は英国向けこそ低迷が見込まれる一方で、米国向けは同国の景気加速を受けた回復が想定されることから、全体では緩やかな拡大を維持するものとみられる。この結果、ユーロ圏の今年の実質 GDP 成長率は前年比+1.5%となる見通しである（第 1 図）。

第1表：主要国の実質GDP成長率

	2015				2016			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
ユーロ圏	0.8	0.4	0.3	0.5	0.5	0.3	0.4	0.4
ドイツ	0.2	0.5	0.2	0.4	0.7	0.5	0.1	0.4
フランス	0.6	0.0	0.4	0.2	0.6	▲ 0.1	0.2	0.4
イタリア	0.3	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.3	0.2
スペイン	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
オランダ	0.6	0.1	0.2	0.3	0.7	0.7	0.8	0.6
ギリシャ	0.7	0.0	▲ 1.7	1.6	▲ 0.6	0.3	0.9	▲ 0.4

(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し



(注) 2016年の需要項目別内訳は、当室の見込み値。

(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

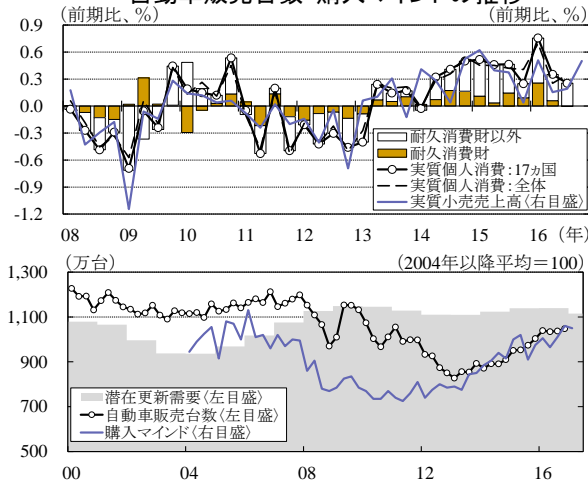
### (3) 見通し上のキーポイント

#### ① 個人消費は物価上昇による下押しにより、伸び率は小幅縮小へ

個人消費は雇用・所得環境の持続的な改善に支えられ昨年 10-12 月期も底堅く推移しており、実質小売売上高を見ても前期比+0.8%と高い伸びとなった（第 2 図上）。耐久財消費に大きく影響する自動車販売台数をみると、手控えられてきた買換え需要の顕在化などで 2016 年通年では前年比+7.1%、10-12 月期も前期比+1.0%と好調であることも一因であろう（第 2 図下）。

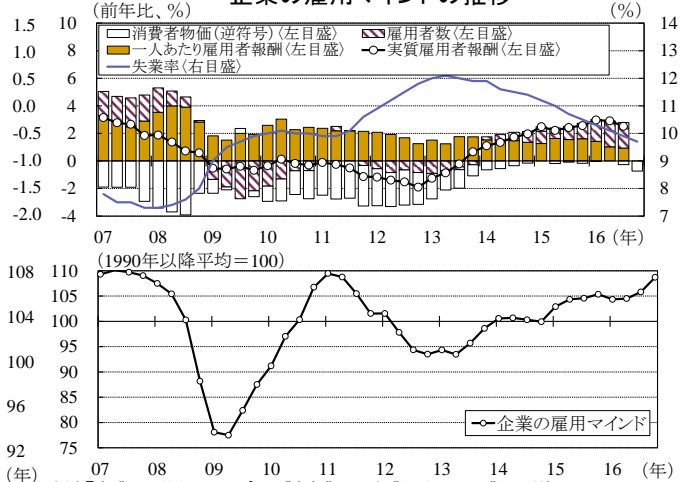
先行き、実質雇用者報酬の増加幅はインフレに伴う実質購買力の押し下げにより縮小しよう（第 3 図上）。他方、個人消費を牽引してきた自動車販売は、伸びが更に高まるとは考え難いものの、引き続き買い換え需要の顕現が下支えとなろう。また、企業の雇用マインドの上昇からは企業の採用意欲が衰えていないこと、失業率の水準からは労働市場に改善余地があることが示唆されている（第 3 図下）。雇用環境の改善に支えられ個人消費の腰折れには至らないと見込まれる。

第2図: ユーロ圏の実質個人消費・実質小売売上高と自動車販売台数・購入マインドの推移



(注) 1. 『17カ国』は、内訳が公表されていないベルギー・アイルランドを除く17カ国。  
2. 『自動車販売台数』は、新車登録ベース、年率換算値。  
3. 『潜在更新需要』は、乗用車の平均使用年数(9年)を用い試算。  
(資料) 欧州統計局、中央銀行、委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: ユーロ圏の実質雇用者報酬・失業率と企業の雇用マインドの推移

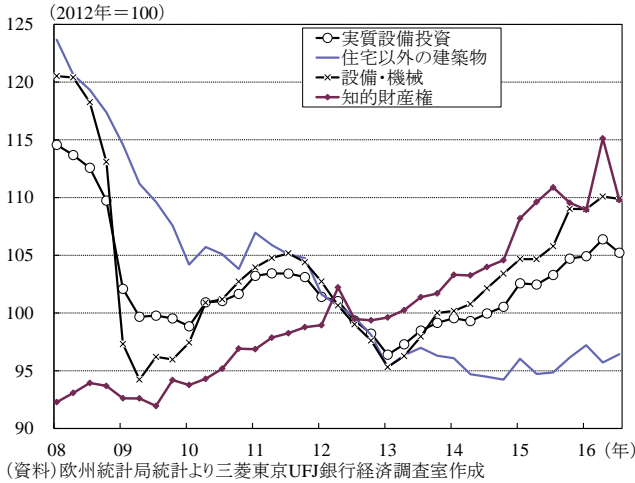


(注) 『企業の雇用マインド』は、製造業と小売業、サービス業の平均。  
(資料) 欧州統計局、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

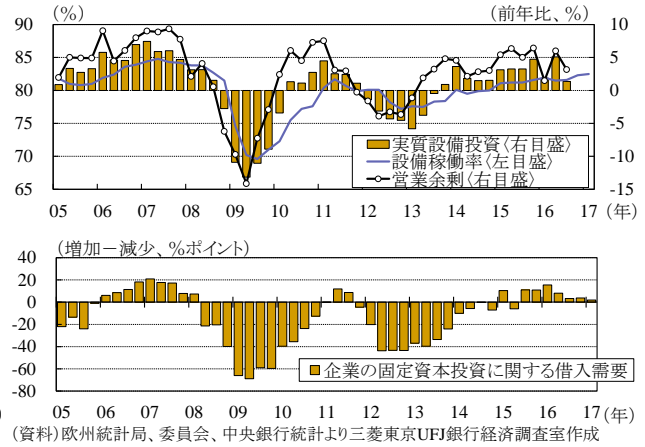
#### ② 設備投資の回復ペースは緩やかとなる見込み

設備投資は、設備・機械投資等の増加に牽引されているものの、建設投資の回復の鈍さから小幅の増加に止まっている（第 4 図）。設備稼働率が上昇基調にあることや企業収益の増加が継続していることから、設備投資は増勢を維持する見通しであるが、緩和的な金融環境が続く中でも企業の固定資本投資に関する借入需要は高まる様子が窺えない（第 5 図）。設備投資の増加ペースは、欧州債務危機時に累積していたペントアップ需要も徐々に剥落することが予想されることから、緩やかなものに止まると予想される。

第4図：ユーロ圏の財別にみた実質設備投資の推移



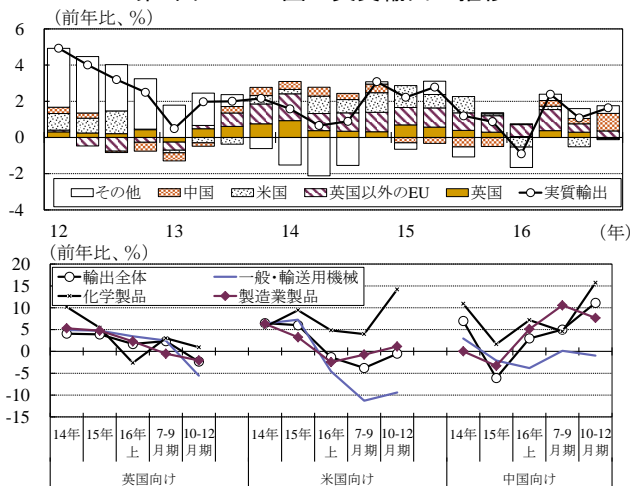
第5図：ユーロ圏の設備稼働率・実質設備投資・営業余剰と企業の固定資本投資に関する借入需要の推移



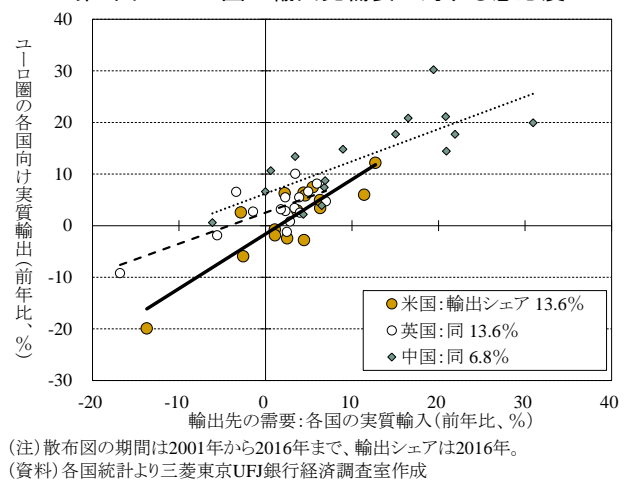
### ③ 輸出は英国の低迷を、米国が補い回復へ

昨年 10-12 月期の輸出（通関ベース）は主要輸出先である英国・米国向けの減少により伸び悩んだものの、中国向けの増加を受け全体で前年比+1.6%と前期から加速した（第 6 図）。主要輸出先・品目別の動向を確認すると、中国向けは化学・製造業製品を中心に増勢を強めているほか、米国向けは一般・輸送用機械の減少が全体を下押ししているものの、その減少幅は縮小しており、底打ちの兆しがみられる。一方で、英国向けは一般・輸送用機械と製造業製品で減少、化学製品も減速した。この先も、英国向けは景気減速に伴い弱含む見込みであるが、ユーロ圏の輸出の、米国の需要（輸入量）変動に対する感応度は、英国や中国と比較して大きい（第 7 図）。今後は英国向けの低迷を米国向けの回復が補う格好で輸出全体では回復へ向かうとみられる。

第6図：ユーロ圏の実質輸出の推移



第7図：ユーロ圏の輸出先需要に対する感応度



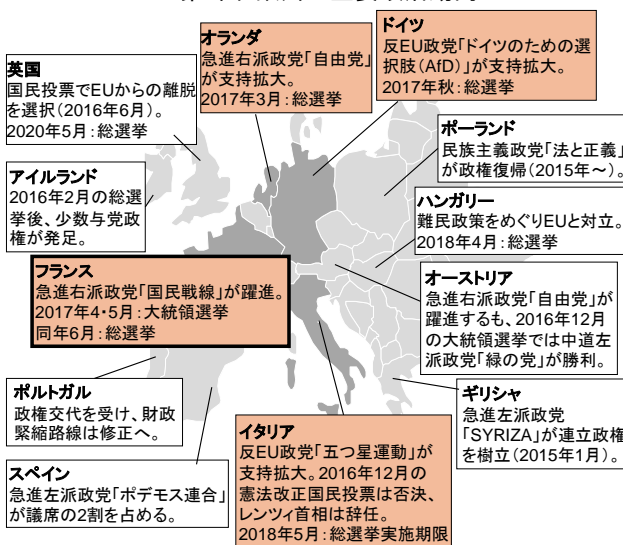
#### ④ 欧州選挙で試されるEUの求心力

今年3月にオランダで総選挙が、4月から6月にかけてはフランスで大統領選挙・議会選挙、9月にはドイツで総選挙と、EU原加盟国で重要な選挙が相次いで予定されている(第8図)。欧州では、自国の治安の悪化や高失業は移民の流入拡大によるものとの主張などを背景に、急進右派政党を中心としたEU懐疑派政党が支持を伸ばしている。欧州委員会が昨年11月に発表した調査では、「平和」や「移動の自由」、「単一通貨(ユーロ)」など複数の項目から「EUのメリットは何か」を問う質問に対して、「何もない」との回答が多く、多くの国で上昇した(第9図)。また、選挙に関する世論調査ではEU離脱に関わる国民投票実施を公約に掲げるオランダの自由党が第一党となり、フランスでは国民戦線のルペン党首が大統領選で決選投票に残る可能性が示され、EUの先行きに対する不透明感が高まっている。

もともと、上述の結果となった場合でも、少数政党による連立政権が常態化しているオランダ議会では自由党を除いた現与党連合が議会運営を主導することが予想される。フランスでも、EU離脱選択の国民投票実施には原則議会の承認が必要であるところ、大統領選後に控える6月の議会選挙で国民戦線の議席数が過半数となる可能性は低く(注1)、ルペン党首が掲げるEU離脱などの極端な公約が実現する環境は整わないとみられる。ただし、新政権が治安の悪化や高失業などの問題を改善できないまま、EUに懐疑的な民意が今後も高まることとなれば、EU懐疑派政党への支持や次回選挙での議席獲得数が更に拡大する可能性は高まり、EUに対する遠心力がかかり続けることとなろう。

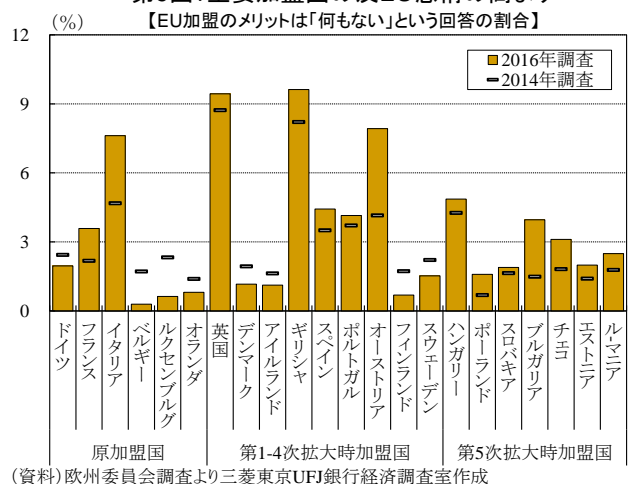
(注1) フランスでは、議会選挙に2回投票の小選挙区制を採っており、実際2012年の前回選挙で国民戦線の得票率は14%を占めたものの、577議席中2議席の獲得に止まった。

第8図: 欧州の主要政治動向



(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 主要加盟国の反EU感情の高まり

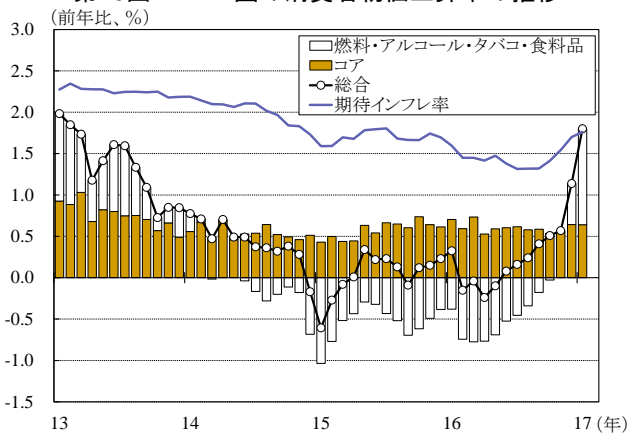




## (4) 金融政策

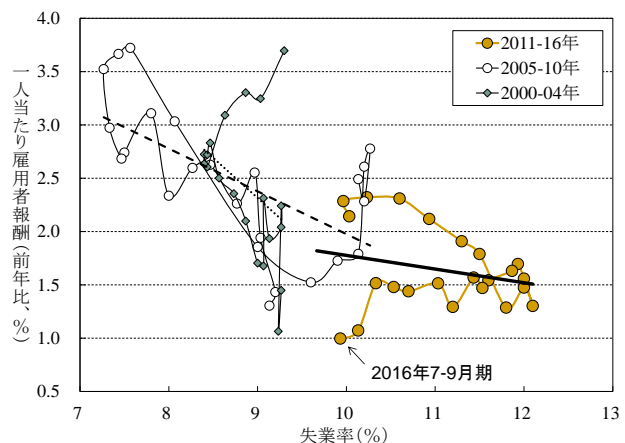
ユーロ圏の総合インフレ率は1月に前年比+1.8%と、資源価格の持ち直しを受けて急加速したが、コアの加速ペースは引き続き鈍い(第10図)。失業率と賃金インフレの関係を見ると、失業率の低下を受けても賃金インフレ圧力が2000年代程には強まっておらず(第11図)、インフレ圧力が本格的に強まるのは暫く先となる見込みである。また、ECB理事からはハト派のみならず、タカ派である独連銀総裁からも「緩和的な金融政策を終了できる段階に来ていない」との発言があった。4月に予定されている資産購入プログラム減額の影響を見極める必要があるという点からも、ECBは現状の金融緩和策を維持し、様子見姿勢をとる公算が大きいといえよう。

第10図:ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



(注)『期待インフレ率』は5年先の5年ブレイクオープンインフレ率。  
(資料)欧州統計局統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図:ユーロ圏の一人当たり雇用者報酬と失業率



(資料)欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香)

## 2. 英国

### (1) 景気の現状

英国経済は国民投票でEU離脱が選択されてからも、足元まで底堅い成長ペースを維持している。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と、前期の同+0.6%を上回った(第12図)。個人消費と総固定資本形成の伸びが鈍化した一方、輸出の増加を主因とした純輸出(輸出-輸入)の寄与度拡大が成長率を押し上げた。10-12月期の輸出については、航空機や金といった振幅の大きい品目の上ぶれが全体の伸びを一段と高める要因となっているため(注2)、1-3月期は反動による伸びの鈍化が見込まれるものの、輸出の基調は増加傾向にあると考えられる。

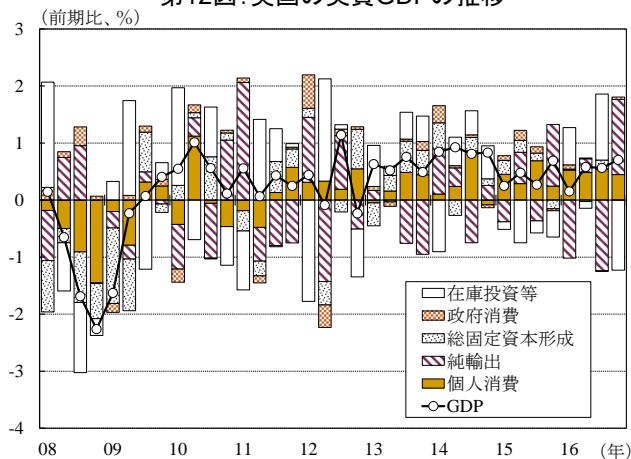
(注2) 10-12月期の名目輸出(通関ベース)は前期比+10.4%。うち、金を含む非分類品目の寄与度は+4.1%ポイント、航空機の寄与度は+0.9%ポイント。

もっとも月次の経済指標を確認すると、雇用者数の増加に頭打ち感がみられるなか、インフレ率の上昇を受け、実質小売売上は1月まで3ヵ月連続で前月比マイナスとなっているのには留意される(第2表)。昨年8月の英中銀(BOE)の利下げの効果として、住宅



販売件数は比較的底堅く推移しているものの、消費者信用残高の伸びには鈍化の動きがみられる。一方、輸出数量は増加基調にあり、また 12 月のネット旅行者支出（インバウンド支出－アウトバウンド支出）は 7 ヶ月ぶりにマイナス幅が縮小に転じた。総じてみると、内需に陰りがみられる一方、外需が下支えとなっている。

第12図：英国の実質GDPの推移



(資料) 英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：英国の主要経済指標

	2016年 8月	9月	10月	11月	12月	2017年 1月
実質小売売上 (前月比、%)	0.3	▲0.2	2.1	▲0.2	▲2.1	▲0.3
雇用者数 (3カ月前比、%)	0.3	0.2	0.0	0.0	0.1	—
消費者信用残高 (前月比、%)	0.7	0.4	0.7	1.0	0.3	—
住宅販売件数 (前月比、%)	0.4	▲1.1	0.7	0.8	2.7	4.9
輸出数量 (前月比、%)	▲0.5	▲2.9	3.3	7.3	3.1	—
ネット旅行者支出 (億ポンド)	▲17.8	▲19.5	▲20.4	▲20.8	▲18.4	—

(注) 「ネット旅行者支出」は、インバウンド支出からアウトバウンド支出を引いたもの。  
(資料) 英国立統計局、英中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 今後の見通し

BOE が算出する不透明感指数は、昨年 6 月の国民投票で EU からの離脱が選択された直後 1.7 まで上昇したが、直近 1 月には 0.3 まで低下した（第 13 図）。もっとも、長期平均である 0 は上回っているため、先行き不透明感が払拭されたわけではない。また今後も、根強い不透明感が景気の重しとなる公算が大きい。英政府は 3 月末までに EU に対して離脱の通告を行なうとしており、通告実施を起点として原則 2 年間の離脱交渉がスタートする。英政府は EU との包括的な FTA 締結を目指す方針だが、EU 側の反応は未知数であり、また 2 年間で交渉がまとまらず経済に大きな混乱が生じる懸念<sup>(注 3)</sup>なども不透明感を持続させる要因となろう。

(注 3) EU の規定では交渉期間の延長には全加盟国の合意が必要。2 年間で交渉が合意に達せず、また交渉期間も延長されない場合、交渉期間の終了時点で EU 法は離脱国（今回のケースでは英国）に対して失効する。

先行き不透明な情勢の継続は、家計・企業のマインド下押し要因となり消費・投資を抑制する可能性が高い。個人消費については、消費者信頼感の低調に加え、インフレ率上昇による実質購買力の低下も重しとなろう。また、企業の実質設備投資は昨年 10-12 月期まで 4 四半期連続で前年比マイナスとなるなど、すでに軟調に推移している。EU 離脱の過程や最終形が見通せない状況の中、企業マインド調査でも投資に対する慎重な姿勢が示されており、設備投資の軟調継続が予想される。なお、英政府の 2017 年度（2017 年 4 月～2018 年 3 月）予算は景気に対してほぼ中立であり、需要下支え効果は限定的である。

内需の鈍化により景気全体の減速が見込まれるものの、外需が一定の下支えとなり大幅な景気悪化は避けられるとみる。英国の輸出数量は昨年秋頃までは減少傾向にあったが、年末にかけて持ち直しの動きが出てきた。世界的にも、製造業の活動が活発さを増すなか

貿易量の伸びに復調の兆しがみられる（第 14 図上段）。世界貿易の中長期的なトレンドとしては、近年みられる伸びの減速傾向（いわゆるスロー・トレード）が継続していると考えられるが、少なくとも目先については循環的な持ち直し局面に入りつつある。

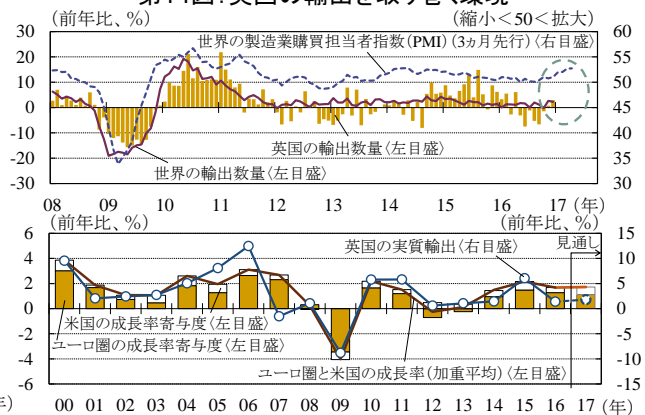
また、英国の主要輸出先であるユーロ圏（輸出全体の 48%）と米国（同 16%）の 2017 年の成長率は、ユーロ圏が小幅に減速する一方、米国は比較的大きく加速すると予想される。全体としてみると、2017 年における主要輸出先の需要の伸びは、ほぼ昨年並みの底堅さを維持すると想定され（第 14 図下段）、世界貿易量の循環的な持ち直しとともに、英国の輸出の追い風となろう。2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.1%となり、2016 年の同+1.8%からは減速するものの、景気的大幅な悪化は回避されると予想する。

第13図：英国の不透明感指数の推移



(注)マインド指数、金融市場のボラティリティ、新聞の関連文言数等、先行き不透明感を示す複数の指標を合成したもの。  
(資料)英中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：英国の輸出を取り巻く環境



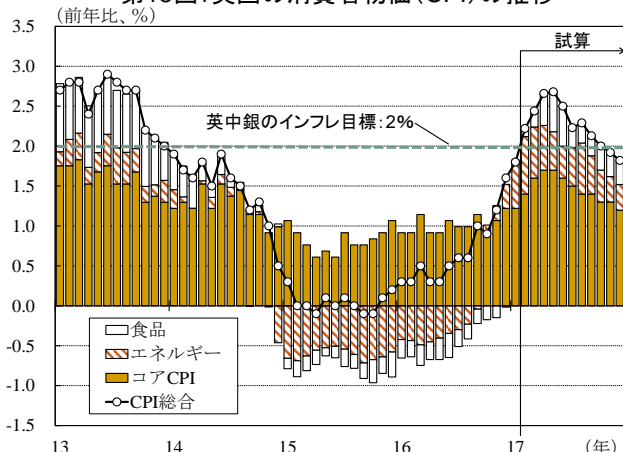
(注)ユーロ圏と米国の成長率の加重平均のウェイトは輸出金額。  
(資料)オランダ経済政策分析局、英国立統計局、Markit、欧州統計局、米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 金融政策

インフレ率は上昇傾向が続いており、1月の消費者物価（CPI）上昇率は前年比+1.8%と、約2年半ぶりの水準まで加速した（第15図）。インフレ加速の原因は、原油価格の持ち直しやポンド安といった輸入インフレ圧力であり、これらの影響が一巡するのは早くとも年後半以降と予想される。CPI上昇率は目先、BOEの目標である年率+2%を上回る水準まで加速した後、年末にかけて緩やかに減速に転じるとみる（第15図）。なお、先行き内需を中心に景気の減速が見込まれるなか、輸入インフレが賃金上昇率を押し上げる可能性は限定的であり、賃金と物価が連鎖的に高まるホームメイド・インフレ化は回避されよう。

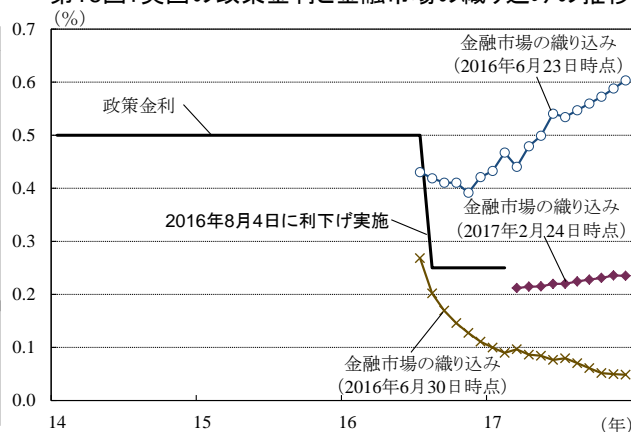
BOEは、昨年8月に政策金利の引き下げと資産買入規模の拡大を決定して以降は金融政策の据え置きを続けている。2017年の景気は減速しつつも大幅な悪化を回避し、また輸入インフレ圧力も年末にかけて徐々に緩和すると予想されるため、BOEの金融政策は年内は現状維持が続くとみる。なお、政策金利に関する金融市場の織り込みでも、昨年6月の国民投票直後はゼロ%近傍までの利下げが予想されていたが、足元は金利据え置きが見込まれている（第16図）。

第15図：英国の消費者物価(CPI)の推移



(資料)英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：英国の政策金利と金融市場の織り込みの推移



(注)「金融市場の織り込み」は、OIS(Overnight Index Swap)より。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

### 欧州経済の見通し総括表

(1)総括表

	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)
ユーロ圏	1.9	1.7	1.5	0.0	0.2	1.3	3,447	3,814	3,108
ドイツ	1.7	1.9	1.5	0.1	0.4	1.5	2,750	2,804	2,500
フランス	1.2	1.1	1.2	0.1	0.3	1.2	▲ 67	▲ 325	▲ 230
イタリア	0.7	0.9	1.1	0.1	▲ 0.1	1.2	290	484	338
英国	2.2	1.8	1.1	0.0	0.6	2.2	▲ 1,226	▲ 1,276	▲ 1,015

(2)需要項目別見通し

(前年比、%)

	ユーロ圏			英国		
	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)
名目GDP	3.2	2.6	2.8	2.8	3.6	3.9
実質GDP	2.0	1.7	1.5	2.2	1.8	1.1
<内需寄与度>	1.7	1.8	1.2	2.2	2.2	0.5
<外需寄与度>	0.3	▲ 0.1	0.2	0.0	▲ 0.4	0.6
個人消費	1.8	1.8	1.1	2.4	3.0	1.8
政府消費	1.4	1.9	1.4	1.3	0.8	0.7
総固定資本形成	3.2	2.4	1.2	3.4	0.5	▲ 2.8
在庫投資(寄与度)	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.5	0.1
輸出	6.5	2.2	2.2	6.1	1.4	1.8
輸入	6.4	2.6	1.8	5.5	2.5	▲ 0.2

(注) 1. ユーロ圏はドイツ、フランス、イタリアのほか、アイルランド、エストニア、オーストリア、オランダ、キプロス、ギリシャ、スペイン、スロバキア、スロベニア、フィンランド、ベルギー、ポルトガル、マルタ、ルクセンブルク、ラトビア、リトアニアの計19カ国。

2. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。

3. ユーロ圏の2016年の「名目GDP」、「実質GDP」の需要項目別内訳は、未発表のため当室見込み値。

(資料) 欧州統計局統計、英国立統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## IV. アジア・豪州

### ～堅調な内需と輸出の回復を支えに、底堅い成長が持続～

#### 1. アジア・豪州経済の現状と見通しの概要

##### (1) 現状

域内最大の経済規模を持つ中国は、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率が前年比+6.8%と小幅加速、2017 年に入っても、PMI が製造業・非製造業ともに 50 を上回る水準を保ち続けるなど、底堅い成長を維持している。

中国以外のアジア諸国・地域については、物価の低位安定が続くなか、堅調な内需に加え、輸出の回復や景気対策の効果発現もあり、総じて緩やかな成長軌道を辿っている。もちろん、国別には個別の要因により濃淡があり、10-12 月期の実質 GDP 成長率をみても、NIEs では、台湾が前年比+2.9%（7-9 月期：同+2.1%）、香港も前年比+3.1%（7-9 月期：同+2.0%）へ加速した一方、韓国は、昨年 9 月末の「不正請託および金品等授受の禁止に関する法律」の施行に伴う高額消費の抑制や政局不安定化に伴う消費者マインド悪化などを背景とした個人消費の低迷を受け、前年比+2.3%（7-9 月期：同+2.6%）へ鈍化した。ASEAN のうち内需主導国では、フィリピンが昨年中央に観察された選挙に伴う景気浮揚効果の剥落や食品価格の上昇などの影響で前年比+6.6%と前期の同+7.0%から鈍化こそしたものの、個人消費を中心に引き続き高い伸びを維持している。外需依存型のタイでは、昨年 10 月の前国王崩御後の個人消費の抑制や外国人来訪者数の減少によるサービス輸出の伸び悩みなどが下押ししたものの、財輸出の回復や公共投資の拡大が下支えし、前年比+3.0%と底堅い成長を維持した。マレーシアでは、財政健全化に向けた政府支出の抑制が下押しするなか、堅調な個人消費や輸出の回復を受け前年比+4.5%へ加速した。他方、インドでは、昨年 11 月に政府が実施した高額紙幣廃止の影響で、年末にかけて景況感の悪化や高額な耐久財など裁量的消費の抑制がみられ、目先、成長ペースの鈍化は避けられない情勢である。

豪州は、昨年 7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比▲0.5%と 5 年半ぶりのマイナス成長となったが、一時的な要因の影響が大きく、個人消費は相対的に底堅さを維持している。

##### (2) 見通し

先行きを展望すると、中国の景気は緩やかな減速が続くため、アジア全体としては力強さを欠きつつも、ASEAN、NIEs では個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出の回復も成長を押し上げる方向に働き、底堅い成長を維持すると予想する。

まず中国では、構造調整が続くなか成長率の低下傾向が続く見通しである。鍵となる投資については、昨年 12 月に開催された中央経済工作会議で 2017 年の経済政策方針として「供給側改革」の深化が掲げられ、鉄鋼・石炭を中心とした過剰生産能力の解消や非効率ながら政府保護や銀行融資で延命を続ける「ゾンビ企業」の処理といった構造調整路線が

堅持されており、重工業を中心に投資への下押し圧力の継続は避け難い状況にある。但し、財政出動については一段の積極化を明示しており、インフラ投資による景気下支えや雇用・所得環境及び消費の安定が見込まれ、2017年についても前年比+6%台半ばの成長は維持するものと予想する（第1表）。

その他のアジア諸国・地域では、安定した雇用・所得環境に加えて景気に配慮した財政・金融政策の継続もあり、個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出は先進国需要の拡大を起点に緩やかな回復が見込まれる。このため2017年の実質GDP成長率は、外需依存度の高いNIEs全体で前年比+2%台前半、ASEAN全体についても同+4%台後半での推移が続こう。タイでは、政府の景気刺激策や大型インフラ投資の実施などによる景気の下支えが続くなか、輸出の緩やかな回復もあり成長率は小幅ながら高まる見通しである。インドネシアでは、財政面からの景気浮揚が当面見込み難いものの、物価の低位安定や緩和的な金融環境の継続を背景とした個人消費の拡大を中心に同+5%台での成長が続くとみられる。インドでは、年明け以降、落ち込んでいた乗用車・二輪車販売が持ち直しに転じており、高額紙幣廃止を受けた景気下振れの最悪期は既に脱したとみられ、新紙幣不足の解消が見込まれる新年度以降は、消費の反動増や企業の投資回復などにより徐々に内需を中心とした成長軌道への復帰が見込まれる。

豪州は、個人消費が底堅さを維持するなか、資源価格の底入れを受け鉱業部門の下押し圧力が徐々に弱まることで、景気は引き続き回復軌道を辿る見通しである。

第1表：アジア・豪州経済見通し総括表

	名目GDP(2015年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し
アジア11カ国・地域	17.69	100	6.1	5.9	5.8	1.9	2.3	2.6	5,856	4,732	4,397
中国	11.06	62.5	6.9	6.7	6.4	1.4	2.0	2.2	3,306	2,104	2,010
インド(年度ベース)	2.09	11.8	7.9	6.8	7.6	4.9	4.9	5.3	▲221	▲199	▲299
NIEs	2.50	14.2	2.1	2.3	2.2	0.6	1.1	1.8	2,450	2,413	2,474
韓国	1.38	7.8	2.6	2.7	2.4	0.7	1.0	2.0	1,059	987	1,030
台湾	0.52	3.0	0.7	1.5	1.8	▲0.3	1.4	1.4	752	709	740
香港	0.31	1.8	2.4	1.9	1.9	3.0	2.4	2.2	101	152	127
シンガポール	0.29	1.7	1.9	2.0	2.1	▲0.5	▲0.5	0.6	538	565	576
ASEAN5	2.03	11.5	4.8	4.9	4.9	3.1	2.3	3.3	321	414	212
インドネシア	0.86	4.9	4.9	5.0	5.1	6.4	3.5	4.2	▲175	▲163	▲224
マレーシア	0.30	1.7	5.0	4.2	4.4	2.1	2.1	2.4	89	61	77
タイ	0.40	2.2	2.9	3.2	3.3	▲0.9	0.2	1.6	321	464	306
フィリピン	0.29	1.7	5.9	6.8	6.1	1.4	1.8	3.0	77	33	38
ベトナム	0.19	1.1	6.7	6.2	6.2	0.6	2.7	4.3	9	19	15
オーストラリア	1.22	-	2.4	2.5	2.7	1.5	1.3	1.9	▲582	▲531	▲478

(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



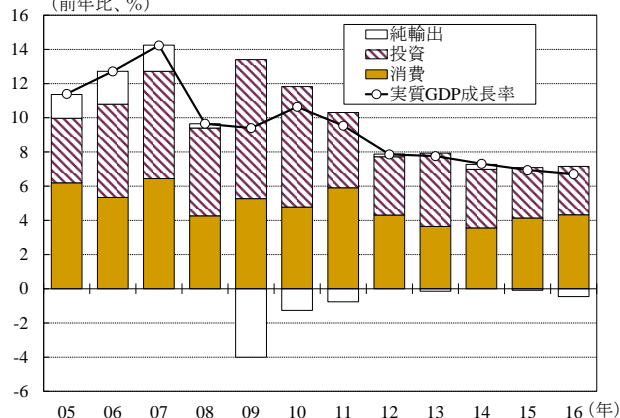
## 2. 見通しのキーポイント

### (1) 中国経済

中国経済は L 字型とはいえ、安定成長を維持している。2016 年を通じて、過剰生産能力の削減は、習近平政権が経済政策の中核に据える「供給側改革」の最重要課題として追求され、景気に対し下押し圧力となった。しかし、これをインフラ投資の拡大によって埋め合わせ、雇用・所得環境の安定を保った結果、消費は若干ながら加速し、外需が悪化するなかでも実質 GDP 成長率は前年比+6.7%と前年（同+6.9%）からわずかな減速にとどまった（第 1 図）。2017 年に入っても、1 月の PMI は製造業・非製造業ともに 50 を上回る水準を続け、輸出も前年比+7.9%と市場予想よりも大幅に高い伸びとなるなど良好な実績を示している（第 2 表）。

こうして中国の実体経済はほぼ政府のシナリオ通り、底堅い成長を維持している。それでも、景気減速が続いていることは事実であり、過剰投資・過剰債務などの構造問題とも相まって人民元安と資本流出が収まらず、世界的に中国リスクと目されている。これを憂慮した政府は昨年末から関係官庁を総動員して対策に本腰を入れ、足元では資本流出ペースは鈍化、人民元も対ドルで前年末比 1%程度の元高水準にある。

第1図：中国の実質GDP成長率と需要項目別寄与度  
(前年比、%)



(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：主な月次経済指標の推移

	2016年				2017年
	9月	10月	11月	12月	1月
輸出(前年比、%)	▲ 10.4	▲ 7.9	▲ 1.5	▲ 6.1	7.9
輸入(前年比、%)	▲ 1.6	▲ 1.6	5.5	3.1	16.7
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	8.2	8.3	8.3	8.1	n.a.
小売売上高(前年比、%)	10.7	10.0	10.8	10.9	n.a.
工業生産(前年比、%)	6.1	6.1	6.2	6.0	n.a.
製造業PMI	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3
非製造業PMI	53.7	54.0	54.7	54.5	54.6
消費者物価(前年比、%)	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5
生産者物価(前年比、%)	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家统计局発表の指標。  
2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したものを示す。

(資料) 中国国家统计局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

先行きを展望するにあたっては、まず、政府の政策方針を確認しておく必要がある。昨年 12 月に開催された中央経済工作会議（同年の回顧と翌年の経済政策方針を決定する重要会議）では 2017 年について「供給側改革」の深化の方針に基づき、鉄鋼・石炭を中心とした過剰生産能力の解消や非効率ながら政府保護や銀行融資で延命を続ける「ゾンビ企業」の処理といった構造調整路線が堅持された。ここからすれば、重工業を中心に投資への下押し圧力の継続は避け難い。過剰生産能力の削減は 2016 年には鉄鋼・石炭をモデルケースとして先行実施され、目標（鉄鋼 4,500 万トン、石炭 2.5 億トン）を上回ったとされている。鉄鋼、石炭に関しては 2020 年にかけて一段の削減が要求されており（鉄鋼 5,000 万～1 億トン、石炭 5.5 億トン）、さらに、セメント、ガラスなど他業種も設備淘汰の対象に加わるといわれている。

また、不動産投資も政策に伴う逆風に晒されている。2015 年以降の住宅購入規制緩和



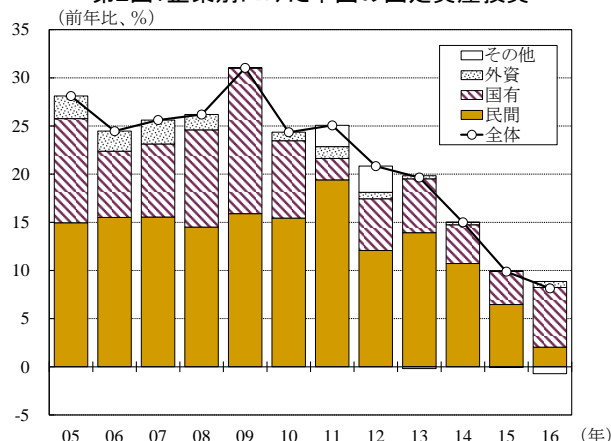
の結果、主要都市で価格高騰を招いたため、昨秋頃から規制強化の動きが全国的に拡大し、住宅販売の勢いが急速に失われてきている。中央経済工作会議で、不動産を投機の対象とする風潮に警鐘を鳴らし、バブル抑制のスタンスを強く打ち出したことも踏まえると、不動産投資の伸びは低下すると予想される。

こうして政策上、鉱工業向け投資、不動産投資ともに減速が見込まれるなかで、中央経済工作会議は、財政出動については一段の積極化を明示しており、インフラ投資による景気下支えを持続する政府の意志をうかがわせる。投資の拡大が確保されれば、雇用・所得環境及び消費の安定にも寄与しよう。消費には小型車減税の減税幅引き下げ（5%→2.5%）や住宅購入規制強化などの下押し圧力があるが、都市化推進や EC を通じた農村部の消費の掘り起こしなど息長く消費を底支えるファクターを考え合わせると、引き続き底堅い成長が予想される。

2017年秋の共産党大会（5年に1度の最重要会議）という一大イベントからすればインフラ投資主体の安定成長維持は習政権の主要命題であり、実現の可能性も高い。ただし、中長期的な懸念材料は残る。インフラ投資の担い手はリーマン・ショック後の大型投資拡大策と同様、専ら国有企業であり、PPP（官民連携）においても参加の主体は国有企業となっている。一方で、ニューエコノミーやサービス業を中心に中国経済を牽引してきた民間企業の投資は盛り上がりを欠いている（第2図）。また、過剰生産能力と同様に削減が目標とされていた過剰債務については、GDP比でみた債務残高が一段と膨らんでおり、金融・不動産市場に資金が流入する一方、中国経済の生産性向上を促す実物投資に十分な資金が投入されていない恐れが指摘されている。

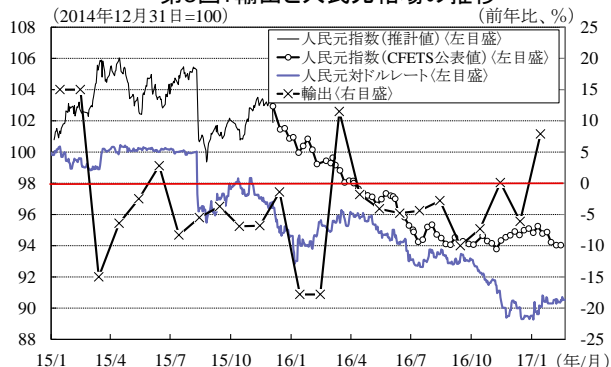
加えて、米国新政権の政策という不確定要因もある。人民元相場は2015年半ばのピークに比べ、対ドルでも、通貨バスケット指数でも約▲10%下落しており、過去2年連続で減少した中国の輸出は下げ止ってもおかしくない（第3図）。しかし、トランプ政権は選挙キャンペーンで為替操作国認定や45%関税といった極端な措置を主張するなど、過去の米政権と異なり高い貿易障壁を築き、中国の対米輸出にマイナスのインパクトを与えるリスクがある。他方、米政権が厳しい市場開放を要求してくる可能性についても注視を要する。

第2図：企業別にみた中国の固定資産投資



(資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：輸出と人民元相場の推移

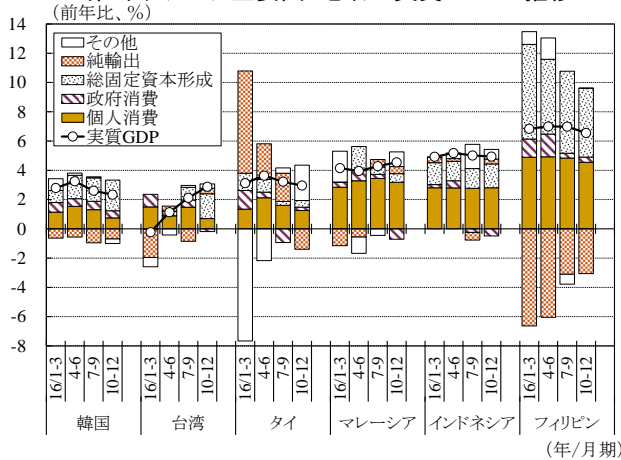


(注) 1.『人民元指数(推計値)』は、CFETS人民元指数構成通貨に対する人民元実勢レートをCFETS公表ウェイトに基づき合成したもの。  
2.旧正月による歪みを是正するため、2015年と2016年の1-2月の『輸出』は2ヶ月の合計を使用。  
(資料) 中国外国為替取引システム(CFETS)、中国海関等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) その他アジア諸国・地域

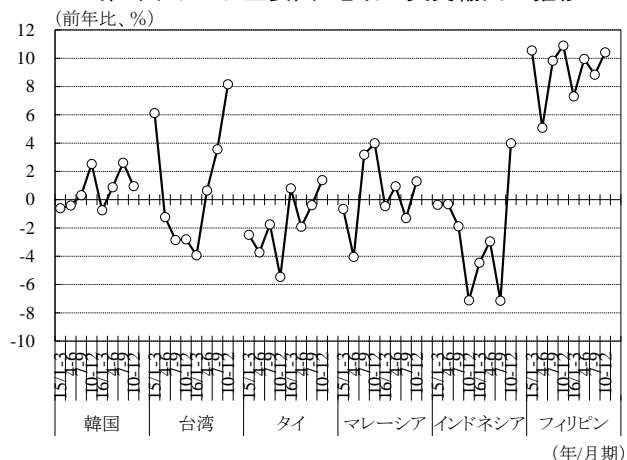
中国以外のアジア諸国・地域では、内需が底堅く推移している（第4図）。まず、個人消費は、良好な雇用・所得環境や物価の安定を背景に堅調な状態が続いている。また、政府の景気刺激策やインフラ投資の拡大、中銀の緩和的な金融政策の継続も内需を下支えしている。さらに、輸出の回復も成長率の押し上げに寄与している（第5図）。国・地域別にみると、米国や欧州など先進国向けに加え、中国をはじめとする域内向けについても回復傾向が鮮明となっている。また、品目別では、スマートフォンなどエレクトロニクス製品の高機能化や IoT 向けの半導体需要の拡大、商品市況の改善などを反映し、電子・電機や石油・化学製品の伸びが目立つ。

第4図：アジア主要国・地域の実質GDPの推移



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：アジア主要国・地域の実質輸出の推移



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

この先も、内需の底堅さが続くなか、輸出の緩やかな回復が徐々に景気を押し上げる構図が続くと予想する。まず個人消費は、安定した雇用・所得環境を背景に引き続き堅調な拡大が見込まれる。加えて、景気に配慮した財政政策の継続も内需拡大のサポート要因となろう。財政黒字国であるフィリピンは 2017 年度予算案でインフラ支出を GDP 比 5.4% まで拡充している。インドネシア・マレーシア・インドなどの財政赤字国では、財政面からの大幅な押し上げは期待し難いものの、低所得層やインフラ投資に重点を置いた予算配分により内需を下支えする方針である。各国中銀の金融政策については、経済の安定化や先行き見通しの改善、インフレ率の反転などを受け、追加利下げは一旦打ち止めとなっている。但し、先行きインフレ圧力は総じて小さく、米国の追加利上げペースも過去に比べ緩やかとなる見込みであることから、引き続き景気に配慮した金融政策運営を続け得るとみられる。こうしたなか、輸出の増加に伴う企業収益の改善が、民間投資の持ち直しや家計所得の増加を通じた個人消費の拡大に波及し、輸出依存度の高い NIEs やタイ、マレーシアを中心に徐々に景気を押し上げていく見通しである。

米国のトランプ政権による政策運営の影響については、依然不透明な部分が多いが、貿易の保護主義化が進めばアジア経済にマイナスの影響を与え得るほか、米大統領選以降、アジアの多くの国が通貨安に直面しており、実体経済への悪影響が懸念されている。今回の米ドル高・新興国通貨安は、米新政権の拡張的財政政策による景気押し上げや米金利上

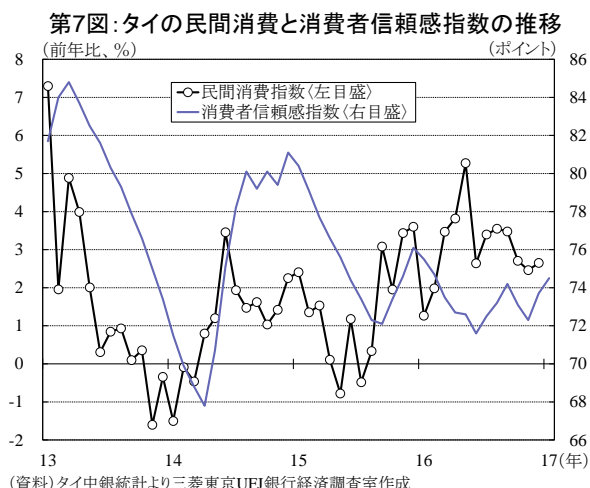
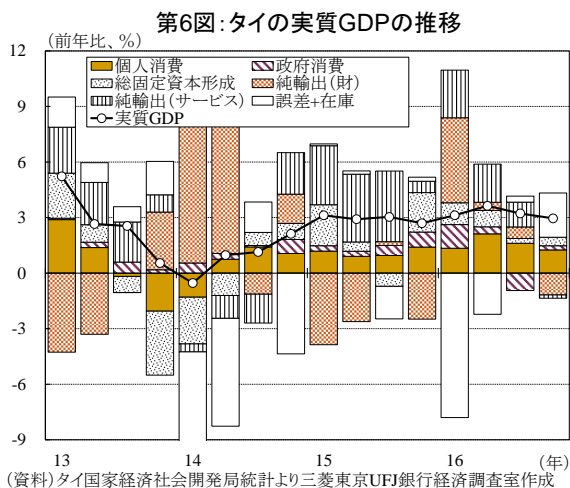
昇への期待を背景とした米国への資金還流が主因であり、過去の危機時のように、新興国自体に大きな構造的な問題があり通貨が売り込まれた局面とは本質的に異なる。また、一定程度の通貨安には、輸出競争力向上や観光、海外労働者送金の自国通貨建て受取額増加等、景気にプラスの面もある。各国のファンダメンタルズ・リスク耐性は総じて改善しているほか、多くの国が変動相場制に移行していること、通貨スワップ協定などのセーフティネットの拡充が進展していることから、通貨危機のようなテール・リスクの顕現は回避される公算が高い。但し、一部、外貨準備があるべき水準を下回っていると考えられる国、経常赤字や財政赤字国、或いは貿易・雇用面などで米国経済への依存が相対的に高い国では通貨価値の戻りが鈍く、注視が必要である。

### (3) タイ経済

昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.0%と前期から伸び率が縮小したものの、底堅い成長を維持した（第 6 図）。内訳をみると、前国王崩御後の個人消費の抑制や外国人来訪者の減少を反映したサービス輸出の伸び悩みが下押ししたものの、財輸出の回復や公共投資が下支えした。月次の経済指標をみると、政府の消費刺激策もあり消費者マインドや民間消費は年末にかけて持ち直しの動きが窺われるほか（第 7 図）、中国人向け違法ツアー摘発の影響で一時期前年割れとなった来訪者数も、到着ビザの発給料値下げ等で悪化に歯止めがかかっている。

先行き、鉄道や高速道路など大型のインフラ投資の実施（2017 年度予算分が約 5,480 億バーツ、GDP 比 3.7%）に加え、地方振興策などに重点を置いた今年度補正予算（1,900 億バーツ、GDP 比 1.3%）もあり、引き続き景気の下支えが見込まれる。輸出は、集積回路などの電子部品や家電製品のほか、石油化学製品などを中心に緩やかな拡大が続くとみられ、民間投資の持ち直しや個人消費の拡大などを通じ成長率の押し上げに繋がろう。

なお、民政復帰に向けた軍政のロードマップ（行程表）によると、今年 2 月上旬までに新憲法が新国王の署名を経て公布され、年内には総選挙を実施する計画となっていたが、新憲法の修正案が 2 月下旬に新国王に再提出されたこともあり、総選挙の実施が 2018 年初めにずれ込み、民政移管がやや遅れる可能性がある。



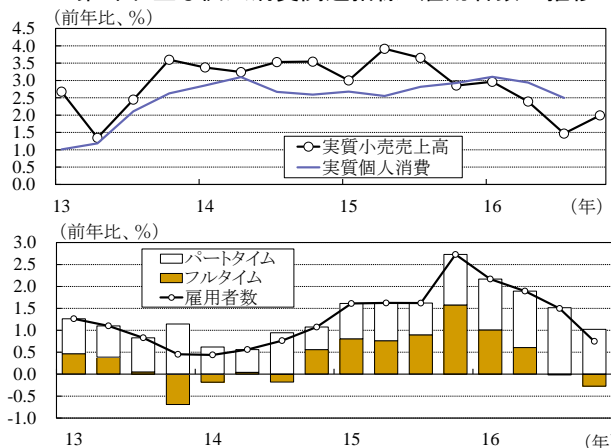
#### (4) 豪州経済

豪州経済は、昨年 7-9 月期の実質 GDP 成長率が前期比▲0.5%と 5 年半ぶりにマイナスとなったが、前期に大幅増となった公的需要の反動減と悪天候による住宅投資の落ち込みなど一時的な要因の影響が大きく、個人消費などの内需を中心とした緩やかな回復基調は維持している（10-12 月期の GDP 統計は 3 月 1 日に発表予定）。個人消費関連では、昨年 10-12 月期の実質小売売上高が増加基調を維持したほか（第 8 図）、輸出も鉄鋼石や天然ガスなどの資源を中心に増加が続いている。

先行き、個人消費が底堅さを維持するなか、資源価格の上昇を受け鉱業部門の下押し圧力が徐々に弱まることで、景気は引き続き回復軌道を辿る見通しである。但し、個人消費は、物価の低位安定や豪州準備銀行（中銀）による緩和的な金融政策の継続などが支えになるとみられるものの、足元の雇用者数の増加がパートタイム中心となっているため賃金の伸びが抑制されており、当面、緩やかな回復に止まる公算が高い。他方、設備投資については、鉱業部門の設備稼働率の持ち直しが続いていることから、企業収益の改善につれて、減少幅は徐々に縮小に向かうことが予想される。

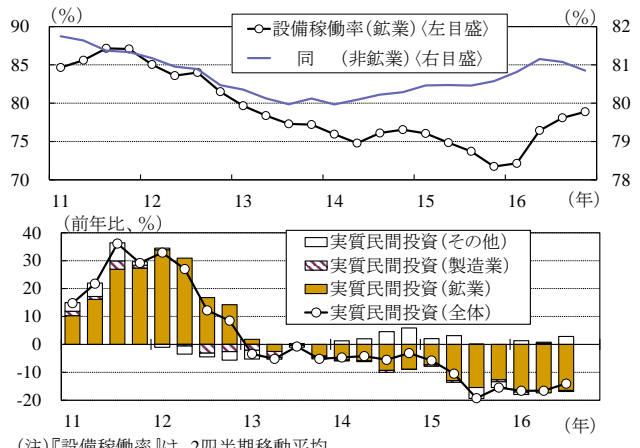
金融政策については、中銀は 2 月の会合において市場の予想通り政策金利の据え置きを決定した。今回の声明では、10-12 月の実質 GDP は妥当な水準へ戻るとの見方を示したほか、豪ドルの対ドル相場の水準については特段の懸念は示されなかった。他方、住宅価格については、地域毎にバラつきが大きいものの、一部地域でさらに上昇している点について警戒を示している。インフレ率が概ね見通しに沿った動きとなることが見込まれるなか、当面は政策金利の現状維持が続く公算が大きい。

第8図: 主な個人消費関連指標と雇用者数の推移



(資料) 豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 設備稼働率と実質民間設備投資の推移



(注) 『設備稼働率』は、2四半期移動平均。

(資料) NAB、豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希、萩原 陽子、土屋 祐真)



## V. 中南米

### ～緩やかな回復に向かう南米、メキシコは見通しを引き下げ～

#### 1. ブラジル

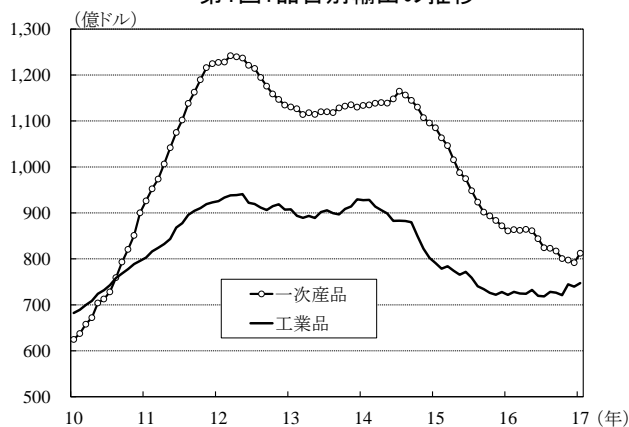
##### (1) 景気の現状

ブラジルの景気は漸く底打ちの兆しが出てきた。昨年 10-12 月期の鉱工業生産は前期比▲0.8%と、7-9 月期の同▲0.7%に続き小幅な減少に止まった。また、輸出も漸く底入れしつつあり、一次産品、工業品ともにわずかながらも、年間輸出額が増加し始めている（第 1 図）。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比マイナスが続くとみられるが、在庫調整が進んだことから 7-9 月期の前期比▲0.8%よりはマイナス幅が縮小するだろう。2016 年の年間成長率は前年比▲3.5%となる見込みである。

但し、消費の回復は弱い。消費者マインドには改善がみられるが、実際の支出行動にはつながっていない。小売指数はせいぜい横這いで、住宅価格の下落（昨年 11 月は前年比▲11.7%）や金融機関の貸出姿勢慎重化による個人向け貸出の鈍化などが消費回復を阻んでいる（第 2 図）。財政支出の抑制も消費の下押し要因である。特に地方政府の財政悪化は深刻で、公務員給与の遅配が発生しており、その抗議ストで行政機能が低下しているところもある。

政治の混乱も收拾の目途がたっていない。国営石油会社ペトロブラス社を舞台にした贈収賄事件（通称ラバ・ジャット事件）の捜査はいよいよ大詰めを迎えている模様である。外相や官房長官を含む重要閣僚のほか、大物議員も捜査対象に含まれているとされており、贈賄側から提供された情報の裏付けが終わり次第、近々政治家への捜査が始まると見られている。そうなれば政府も議会も機能不全に陥り、年金制度改革などの懸案事項の審議が止まってしまう懸念がある。年金改革法案が可決されることへの期待から現在、株価は上昇しているが、必ずしも楽観できる状況ではない。

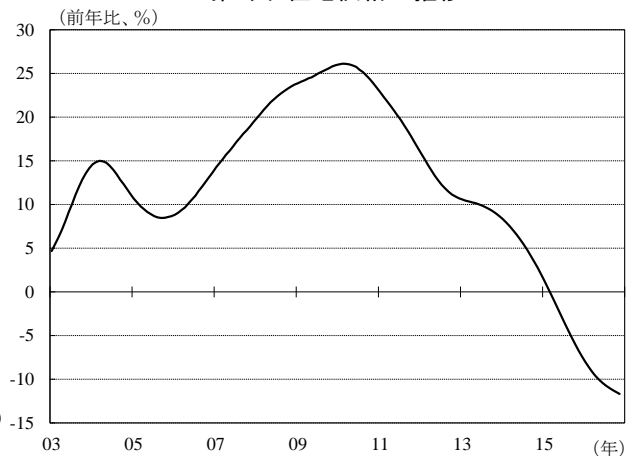
第1図：品目別輸出の推移



(注) 12ヵ月累計額。

(資料) ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

第2図：住宅価格の推移

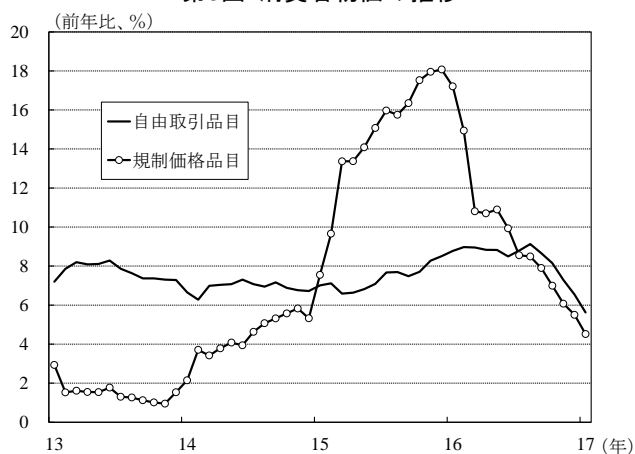


(資料) ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

一方、インフレ率が鈍化してきたことは朗報である。かつて低く設定されていたエネルギー価格の引き上げ効果が一巡した結果、規制価格品目（全体の約 25%を占めている）の物価上昇率が低下してきたことに加え、景気悪化を反映し自由取引品目の上昇率も昨年後半から顕著に鈍化してきた。その結果、2016 年の消費者物価上昇率は年平均では +8.7%とまだ高いものの、12 月については前年比 +6.3%と、ブラジル銀行のインフレ目標（4.5%±2.0%）内に収束してきた（第3図）。

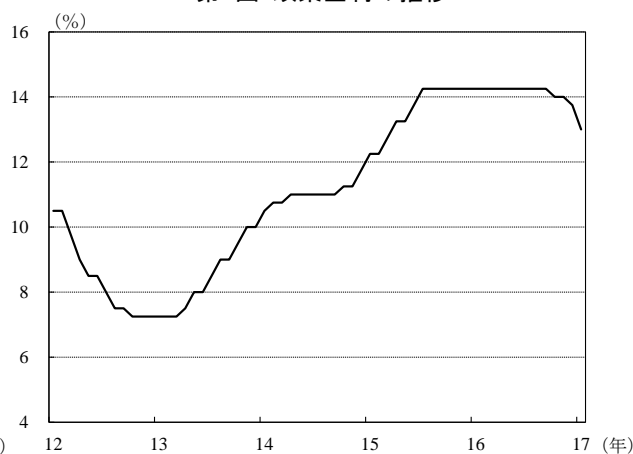
ブラジル銀行は昨年 10 月に 0.25%の利下げを実施した後様子見をしていたが、インフレ率の低下を確認し、12 月に 0.25%、1 月には 0.75%と 2 ヶ月連続で合計 1.0%の利下げを実施した（政策金利は現在、13.0%、第 4 図）。インフレ率の低下により利下げが可能であることは、国内需要のサポート要因である。

第3図：消費者物価の推移



(資料)ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

第4図：政策金利の推移



(資料)ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

## (2) 見通し

2017 年のブラジル経済は回復こそ見込めるものの、勢いを欠いたものとなる公算が大きい。輸出は足元で下げ止まったものの、最大の輸出先である中国経済は構造調整を進める中で減速基調にあり、もはや資源需要の急速な回復を期待できる状況ではない。また、内需については、個人消費を取り巻く環境は依然として厳しい。インフレ率の低下による実質所得増加や金融緩和という支援材料はあるものの、住宅価格の下落がブレーキとなる。財政支出の抑制も、家計にとってはマイナスである。

政治の混乱は政府の実行力への懸念を呼び、構造改革進展への不安を高める可能性がある。そうなれば企業の投資意欲にも悪影響を及ぼすだろう。

2017 年の実質 GDP 成長率は前年比 +0.8%に止まる見通しである。一方、インフレ率は 5%台に落ち着いていくため利下げは今後も実施され、2017 年末の政策金利は 10%程度まで低下すると見込まれる。利下げの効果は 2017 年については限定的となろうが、2018 年には一定の効果をもたらすと期待できる。本格的な回復は、次回大統領選が実施される 2018 年以降となるだろう。



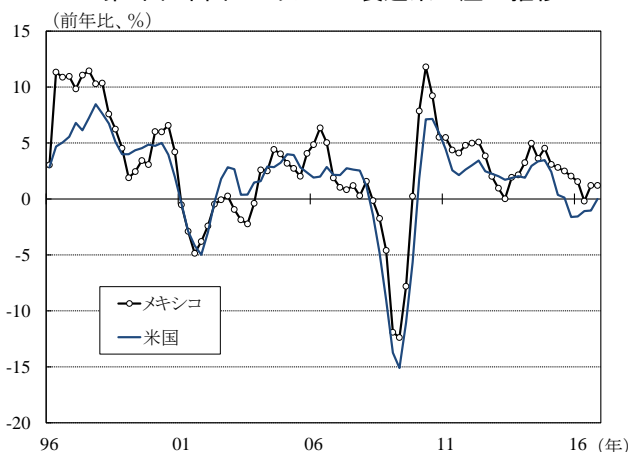
## 2. メキシコ

### (1) 景気の現状

メキシコの昨年 10-12 月期実質 GDP 成長率は前年比+2.2%（速報）となり、4-6 月期の同+1.5%を底に緩やかながら伸びを高めてきた（7-9 月期は同+2.0%）。昨年のメキシコ景気は踊り場を迎えていたが、メキシコ経済は米国経済との連動性が極めて高く（第 5 図）、米国経済の緩やかな加速から 2017 年は順調に回復していくと考えられていた。

そこに水を差したのが、米トランプ政権の誕生である。トランプ大統領は選挙期間中からメキシコへの厳しいスタンスを表明、同国の消費者マインドにネガティブな影響を与えており、消費者信頼感指数は、2016 年 1 月の 93.3 から 11 月には 84.4 にまで下落していた。就任後は強硬なスタンスが変わるという期待もあり、12 月は横這いだったが、今年 1 月に入り就任前後で強硬姿勢が変わっていないことが明らかになると 69.3 へ急落した（第 6 図）。

第5図: 米国とメキシコの製造業生産の推移



第6図: 消費者信頼感指数の推移



メキシコへの不安は外国為替市場でも明らかとなっている。2015 年からドル高局面が始まっていたことでそもそもペソは下落基調にあったが、2016 年には下げ足を早め、足元では 1 ドル=20 ペソ前後まで売られている（第 7 図）。メキシコ銀行は外為市場でペソ買い介入を実施したほか、利上げも米国に先行して行っているが、ペソ安の防止に苦慮している。

こうしたなか、メキシコ経済にはインフレが忍び寄ってきている。ペソ安に加え、構造改革の一環でエネルギーの低価格政策を見直し料金の引き上げが重なったことも災いした。直近 1 月の生産者物価は前年比+12.3%、消費者物価も同+4.7%と伸び率の拡大が目立っている（第 8 図）。

第7図：政策金利と為替レートの推移



(資料)メキシコ銀行統計より国際通貨研究所作成

第8図：物価の推移



(資料)メキシコ銀行統計より国際通貨研究所作成

## (2) 見通し

これまでのところ、米国新政権の発足で主に悪化しているのは消費者マインドのみであり、実際の支出にはまだ悪影響はあまり見られない。ただ、外国に出稼ぎに出ている労働者からの本国送金が増加するなど、家計の生活防衛的な動きは出てきている。将来メキシコへの送金に課税されることを恐れての動きだろう。2016年の本国送金は270億ドルで、過去最高だった2007年の261億ドルを上回った。

企業への影響も懸念される。メキシコは世界最多の46カ国と自由貿易協定を締結し、米加への輸出基地として自国立地を外資企業に売り込んできた。年間の直接投資受入額は約300億ドルにのぼる。これはメキシコの固定資本投資の1割強に相当する金額である。

こうした中、北米自由貿易協定（NAFTA）の見直しが5月以降に始まるとみられるが、見直しの方向性について、米国とメキシコの思惑は全く異なり、交渉が長期化する可能性もあれば、短期間で決裂してしまうリスクもある。したがって、強い不透明感があり、企業は長期的な投資にコミットすることを避ける様子見姿勢が支配的になると考えられる。既に昨年9月までの1年間で投資流入額の小幅減少が確認されており、今後の推移を注視していく必要がある。

さらに、インフレ率の上昇、それに対応する利上げも景気に抑制的に働く。インフレ率は一時的には5%を上回ることも予想され、2017年通年では前年比+4.8%と昨年と同+2.8%から高まる見通しである。こうしてみると、順調な米国景気の拡大による輸出増効果は期待できるものの、全体としては成長率の押し下げ要因が上回る公算が大きい。実質GDP成長率は2016年の前年比+2.3%から鈍化し、2017年は同+1.7%となろう。政府はある程度の財政赤字を容認してでも、公共事業の拡大で景気の下支えを行うと見込まれる。

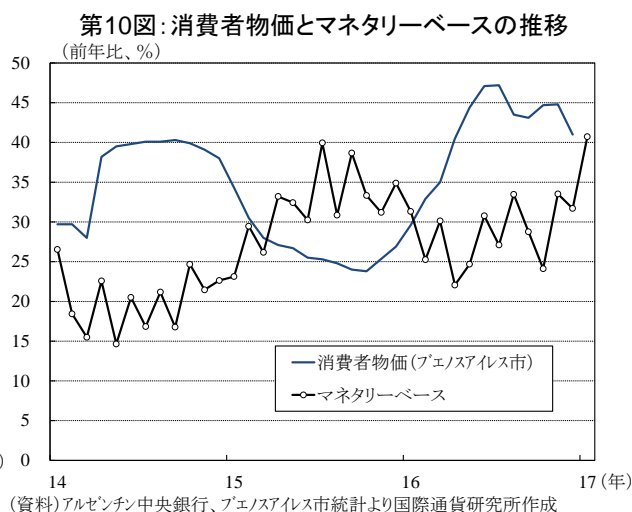
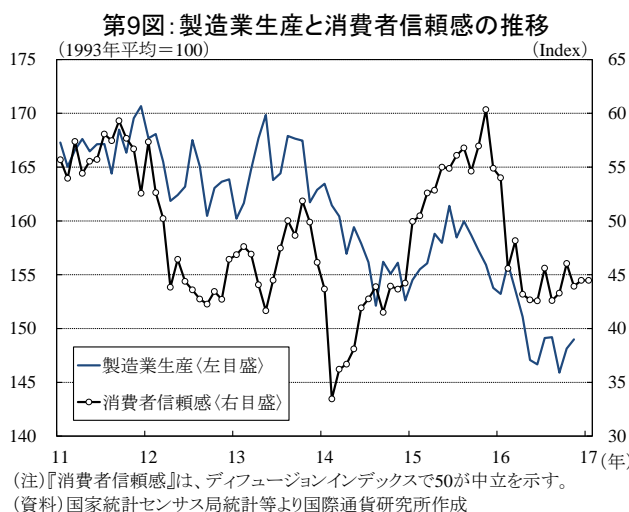
### 3. アルゼンチン

#### (1) 景気の現状

昨年 7-9 月期の実質 GDP は前年比▲3.8%と 4-6 月期（同▲3.7%）に続きマイナスとなった。安定しているはずの民間消費も大幅な前年割れ（同▲3.1%）であり、調整の深さを物語っている。固定資本形成は同▲8.3%、輸出も同▲2.5%となっており、経済情勢は非常に厳しいといえる。2016 年通年の成長率は▲2.3%となる見通しで、前回見通し（▲2.0%）から悪化した。

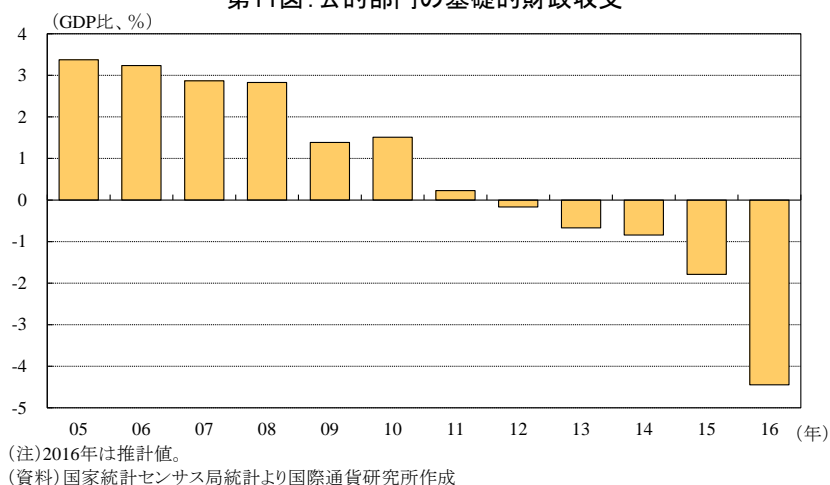
ただし、製造業生産は昨年半ば頃に下げ止まりの兆しが出てきており、前年比のマイナス幅も徐々に縮小しつつある。消費者マインドも悪化は止まっており、総じて景気には底入れの兆候が表れているとみられる（第 9 図）。

懸案であったインフレ率もピークアウトしつつある（第 10 図）。昨年 12 月のブエノスアイレス市消費者物価は前年比+41.0%となり、依然として水準は高いものの、直近ピークの 7 月は同+47.2%であったこと、10-12 月期の前期比上昇率を年率換算すると+27.3%であることなどを勘案すると、インフレ率はやや落ち着いてきたと考えて良いだろう。



一方、財政収支（GDP 比）は、2015 年の▲1.8%のあと、2016 年は▲4.4%へと大幅に悪化した模様である（第 11 図）。前政権下で拡大した政府部門の縮小は、経済再建を進める上での大きな課題であるが、マクリ政権は急激な変化を避け漸進的に規模縮小を図っており、2017 年も同規模の赤字を容認すると考えられる。景気の極端な落ち込みは回避できる一方、インフレ圧力も残ることとなるだろう。

第11図: 公的部門の基礎的財政収支



## (2) 見通し

輸出増、輸入減双方の効果で、2016年の貿易収支は21億ドルの黒字となり、2015年の▲30億ドルの赤字から改善した。昨年、アルゼンチンは国際金融市場に復帰し、海外からの資金流入も始まった。政府によると、2017年はシェール油田など資源開発で直接投資を呼び込む計画である。また、海外に逃避していた資産を国内に戻した場合、税率を優遇する「恩赦」を発表し、資金の還流を図っている。孤立政策は改められ国際経済との結びつきを高める方向に動いており、経済は徐々に安定化に向かうとみられる。

しかしインフレについては、急激な景気引き締めを回避しているため、中央銀行の2017年目標（12～17%）を達成できるかは未知数である。足元でマネタリーベースは再び増勢を増しており、金融面からのインフレ再加速が懸念される（前掲第10図）。

高いインフレ率が続いていることから、アルゼンチンの実質為替レートは再び上昇している。そのため、価格競争力の喪失が輸出へのダメージとなってきており、為替はいずれ一段の下落が必要になると思われる。国内にはまだ問題が残るなか、最大の輸出先であるブラジル（シェア17%）の景気回復も鈍く、外需主導の回復も望み薄である。こうしたことから、景気の持ち直しは力強さを欠き、2017年の実質GDP成長率は前年比+1.8%と小幅なプラスに止まるだろう。また、消費者物価は同+25%と引き続き高い上昇率が続く見通しである。

## 4. 他のラテンアメリカ諸国について

アルゼンチン並みの経済規模であるベネズエラでは経済危機が長期化している。2016年の実質GDP成長率は前年比▲10%（▲18%という推計もある）、インフレ率は同+500%以上となった模様である。ベネズエラはインフレ対策として今年1月にデノミを実施したが、抜本的な政策変更は行っておらず、インフレ終息の目途は立っていない。

2017年も厳しい経済状況が続くだろう。

チリ、コロンビア、ペルーは2017年にそれぞれ回復に向かうが、成長率の平均は3%程度に止まる。2017年のラテンアメリカ地域全体の成長率は、2016年の前年比▲1.9%（見込み）からは持ち直すものの、同+1.1%と力強さに欠ける展開となろう（第1表）。

第1表:中南米経済の見通し総括表

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.5	0.8	9.0	8.7	5.0	▲ 589	▲ 235	▲ 300
メキシコ	2.6	2.3	1.7	2.7	2.8	4.8	▲ 332	▲ 300	▲ 250
アルゼンチン	2.6	▲ 2.3	1.8	16.5	38.0	25.0	▲ 168	▲ 150	▲ 130
中南米全体(注)	▲ 0.8	▲ 1.9	1.1	21.6	63.4	56.2	▲ 1,600	▲ 1,020	▲ 965

(注) 実質GDP成長率と消費者物価上昇率は主要7カ国(アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ)の数値を2015年のドル建て名目GDPウェイトで加重平均したもの。経常収支は主要7カ国の合計値。

(資料) 各国統計等より国際通貨研究所作成

(国際通貨研究所 森川 央)

## VI. 原油価格

### ～原油価格は、上値は重いが底堅く推移する見込み～

#### 1. 価格動向

原油価格（WTI 期近物）は、昨年 11 月 30 日の OPEC 減産合意を受けて、1 バレル＝50 ドル台に上昇した（第 1 図）。12 月 10 日に OPEC と非 OPEC 加盟国が協調減産で合意すると、WTI は同 52 ドル台と 1 年 5 ヶ月ぶりの高値となった。その後も WTI は同 50 ドル台を維持し、1 月以降は、OPEC 減産による供給過剰解消への期待と米シェールオイル生産拡大観測が拮抗する中、同 52～53 ドル台でほぼ横這いに推移した。2 月 3 日には、米国の対イラン追加制裁発表を受けて供給懸念が台頭し、WTI は一時 54.22 ドルに上昇したが、翌日以降は再び概ね同 52～53 ドル台の狭いレンジで推移している。

原油先物市場では、投機筋といわれるマネー・マネージャー（＝商品投資顧問や先物運用管理会社）のネット買い越しポジションが、昨年 12 月以降、OPEC 減産への期待を背景に急拡大し、足元では過去最高水準に積み上がっている（第 2 図）。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：マネー・マネージャーのネット・ポジションと原油価格



(注) マネー・マネージャーは、商品投資顧問や先物運用管理会社。1枚＝1,000バレル。  
(資料) 米商品先物取引委員会資料、Bloombergより、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### 2. 需要・供給動向

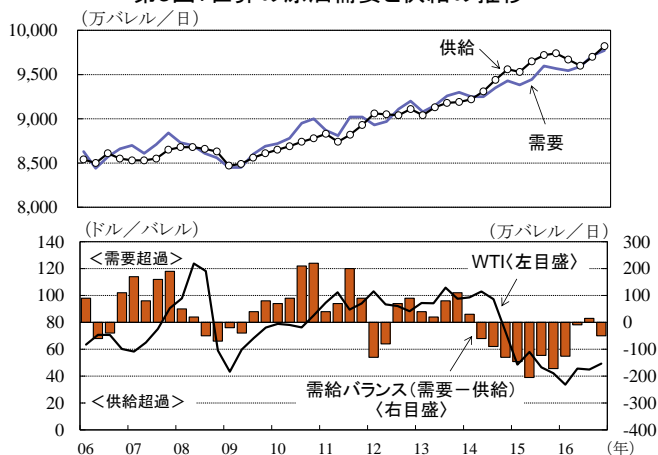
2016 年の世界の原油需給バランスは、引き続き供給超過となったが、供給超過幅は 40 万バレル（日量、以下同）と、前年（160 万バレル）から大きく縮小した（第 3 図）。これを需要、供給それぞれの変動要因に分けると、需要が前年比＋160 万バレル増加した一方、供給（天然ガス液も含む）は同＋40 万バレルと 2010 年以降で最も小幅な増加にとどまった。さらに需給それぞれの内訳をみると、まず需要面では、先進国の原油需要が、景気回復を背景とした増加に欧州での寒波の影響も加わり、前年比＋0.8%と比較的高い伸びとなった。新興国については、中国の需要こそ伸びが鈍化したものの、インドが好調な伸びを示し、全体では同＋2.5%と堅調だった。この結果、世界需要全体では同＋1.7%と比較的高い伸びとなった。次に供給面では、OPEC の生産量が 120 万バレル増加する一方、



非 OPEC は米国を中心に 80 万バレルの減少に転じた。

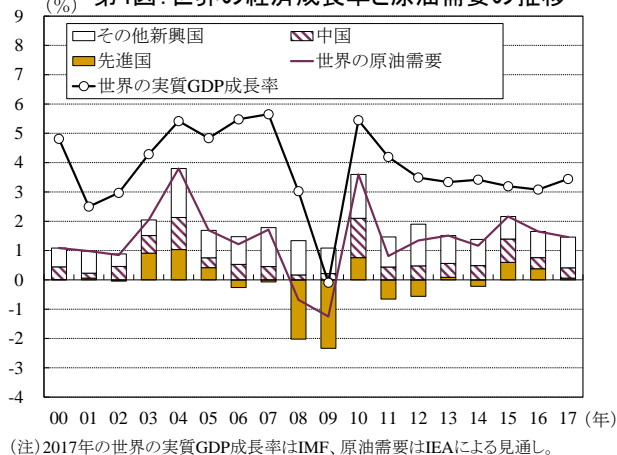
今年についてみると、まず需要側では、先進国の需要が、緩やかな景気拡大を背景に底堅さを維持するとみられるほか、新興国についても、インドが引き続き好調に推移するとみられており、全体でも堅調が持続すると見込まれる。この結果、世界の原油需要は通年で緩やかな伸びを続けると予想される。

第3図: 世界の原油需要と供給の推移



(資料) IEA 資料、Bloomberg より三菱東京UFJ 銀行経済調査室作成

第4図: 世界の経済成長率と原油需要の推移



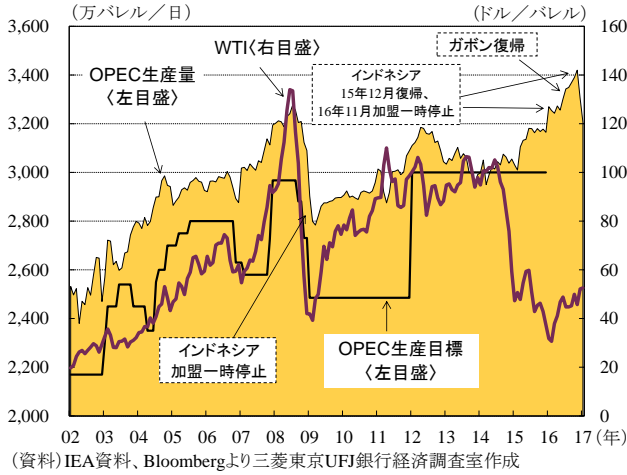
(注) 2017年の世界の实質GDP成長率はIMF、原油需要はIEAによる見通し。  
(資料) IMFおよびIEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

供給面をみると、OPEC については、昨年 11 月末の減産合意以降、加盟国の減産遵守状況が注目されてきたが、1月の OPEC (合意対象外のリビアとナイジェリアを除く 11 カ国) の産油量は 2,993 万バレル、遵守率は 90%と高水準に達した (第 5 図)。ただし、サウジアラビアとカタール、アンゴラが自国への割り当て以上に大幅に減産した結果、他国分を埋め合わせた格好となっている点には留意が必要である。なお、報道によれば、OPEC との協調減産に合意した非 OPEC11 カ国の 1 月の減産遵守率は、60%程度と伝えられている。

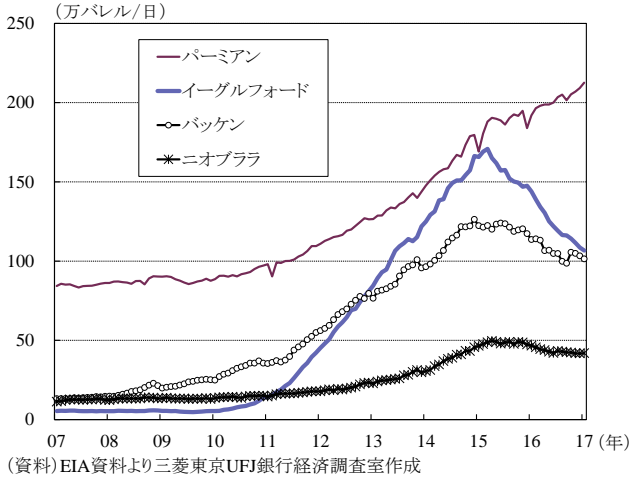
OPEC と非 OPEC とともに、減産は 1 月から 6 ヶ月間実施、市場動向や見通し次第でさらに 6 ヶ月間の延長もあり得る、とされており、これまでの状況を鑑みると、OPEC を中心に概ね減産は持続すると考えられる。ただし、OPEC11 カ国全体として減産目標を達成するために今後もサウジアラビアが調整役になるとみられることや、合意対象外のリビア、ナイジェリアの生産動向には引き続き注意を要する。

他方、米国については、原油価格の緩やかな回復を背景に、シェールオイル生産量が増加に転じると予想されている。この点、実績上、シェールオイル生産量は足元 1 月まで減少が続いているが、主要シェール産地の生産動向には大きな差がみられることは留意される (第 6 図)。2014 年後半以降の原油安の局面で、イーグルフォードとバッケンの産油量は減少傾向を辿っているが、パーミアンについては増加基調を保っており、生産効率の高い油井への集中等が行なわれていると推察される。生産量の先行指数とされるリグ稼働数が増加に転じていることも合わせて考えると、全体としてシェールオイル生産は強含んでいく可能性が高い。米トランプ政権が掲げるシェール開発規制の緩和・撤廃も、実現すればシェールオイル生産増加の支援材料となろう。

第5図: OPECの原油生産量と原油価格の推移



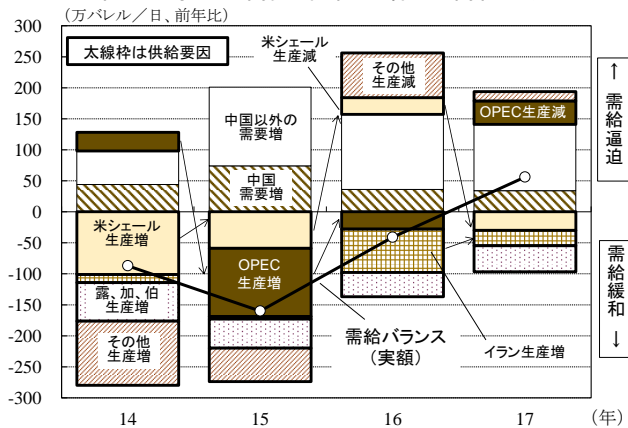
第6図: 米国シェール主要産地の産油量の推移



### 3. 価格の見通し

2017年の世界の需給バランスは、価格競争力が増した米シェールオイルを始めとする非OPECの生産拡大が需給を緩める要因となるとみられるが、他方でOPECの減産や世界経済の緩やかな回復を背景とした需要拡大が需給を引き締める要因となり、需給バランスは小幅な需要超過に転じると想定される(第7図)。このため、原油価格は回復基調で推移すると見込まれるが、米国の追加利上げ観測を背景としたドル高基調が原油価格の上昇を抑制する要因となろう。2017年のWTIは各四半期の平均で52~55ドル台の推移を予想する(第1表)。

第7図: 原油の需要・供給の増減と需給バランス



第1表: 原油価格の見通し

	WTI(期近物) (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
2016/Q1	33.6	▲30.8%
2016/Q2	45.6	▲21.2%
2016/Q3	44.9	▲3.4%
2016/Q4	49.3	16.9%
2017/Q1	52	54.6%
2017/Q2	54	18.3%
2017/Q3	55	22.4%
2017/Q4	55	11.6%
2015年	48.8	▲47.5%
2016年	43.5	▲10.8%
2017年	54	24.2%

見通し ↓

(注) 期中平均価格  
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(篠原 令子)

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 （次長 石丸）

TEL:03-3240-3204 E-mail:yasuhiro\_ishimaru@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。