

内外経済の見通し

見通しの概要

～堅調な拡大が続く世界経済、政策リスク・地政学リスクには引き続き留意～

日本

～景気は国内民需が牽引する安定的な拡大局面入り～

米国

～トランプ政権の政策運営が懸念されるも、景気は緩やかな拡大を持続～

欧州

～Brexit の迷走リスクは高まるも、景気は堅調さを維持する見込み～

アジア・豪州

～輸出の高い伸びは一巡するも、内需を中心に安定成長が持続～

中南米

～回復方向だが各国の政治情勢に波乱要素あり～

原油価格

～原油価格の上値は重いが、一定の底堅さは維持する公算～

見通しの概要

堅調な拡大が続く世界経済、政策リスク・地政学リスクには引き続き留意

世界経済は引き続き堅調な拡大が続いている。主要国における 4-6 月期の経済成長率はわが国も含め総じてこの 1~2 年の中では高めの数字を記録しており、昨年半ば以降上向いてきた世界景気が引き続き順調に拡大していることを示している。この先も 2018 年まで見通した場合、北朝鮮問題や米国トランプ政権の政策動向など先行き不透明な材料には事欠かないが、景気動向だけを言えば各国とも潜在成長率程度の緩やかな拡大は持続する可能性が高いと考えられる。

米国経済は、政治の混乱を余所に景気拡大自体は堅調に推移している。雇用・所得環境は良好で個人消費は底堅く推移している。自動車販売は低金利・低ガソリン価格を背景に好調に推移したここ数年の反動でやや落ち込んでいるが、個人消費に占める自動車関連消費の割合はかつてに比べて低下しており、経済全体への下押し圧力をもたらす現象というよりは個別セクターの調整に止まりそうだ。企業部門をみても、生産は強含んでいるほか、エネルギー・セクターの投資復調に合わせ、設備投資も拡大に転じている。企業収益も好調で株価は高値圏を維持しており、企業マインドの強さも投資や雇用の先行きに対して明るさをもたらしている。家計・企業部門とも、個別セクターには濃淡あるものの総じて債務水準は落ち着いており、金融面での不均衡は蓄積していない。金融政策については、利上げの継続とともにこの秋から FRB はバランスシート縮小に着手する見込みであるが、これまでの市場との慎重な対話もあり大きな混乱はなく進められよう。こうして考えると、中長期的な潜在成長率の低下を背景にかつての高成長こそ望めないものの、米国経済はこの先も年率+2%程度のペースでの成長が続くものと期待される。当面の焦点は、債務上限問題や通商政策を含むトランプ政権の政策動向である。政権・議会とも共和党であることから、債務上限問題が大きくこじれる可能性は低いと見られるが、オバマケア改廃や税制改革、インフラ投資などトランプ政権の目玉の政策は議会对策の停滞や政権内の混乱などから進捗が遅れており、景気見通しに政策効果を織り込むことは当面できそうにない。もともと、そうだとした米国内部は自律的な拡大を続けられるだけのモメンタムは維持していると考えて良いだろう。

欧州経済も、フランスの大統領選挙・国民議会選挙など一連の政治日程をこなし、反 EU 政治勢力の台頭という懸念は後退するなか、景気自体は堅調に拡大している。足元一時的な物価上昇が限界的に実質所得に影響は及ぼしているものの、良好な雇用・所得環境が個人消費を支えているという構図は維持されていると見て良い。企業部門についても、借入環境も良く、投資意欲は上向いていることから当面設備投資の拡大は続くだろう。懸案だった周縁国の成長力も持ち直しており、イタリアでも破綻・救済スキーム等を通じ漸く銀行部門の不良債権問題への取り組みが進み始めたことは前向きな動きと考えて良い。Brexit については、EU・英国間の交渉の先行きに当面不透明感が残り続ける可能性が高く、

6月の総選挙で与党の議席数を大幅に減らしたメイ政権の求心力にも不安は付きまとうが、英国経済へのインパクトについては限られて来ている。実際、昨年6月の国民投票直後は企業の雇用・投資マインドは落ち込んだが、その後は復調してきており、ポンド安に伴うインフレ圧力も今後は一巡が見込まれる。欧州経済は総じて年率+1.5%内外の成長は可能であろう。

アジア経済についても、先進国景気拡大に合わせ輸出が回復していることに加え、個人消費を中心に内需が堅調に推移していることから、総じて安定した成長が続いている。ASEAN 諸国については、インフラ投資などの財政政策に加え、インフレ率安定を背景に緩和的な金融政策が可能であることも景気の支えとなっている。域内最大の中国経済についても、重工業分野での投資減速を堅調な個人消費やインフラ投資、輸出が補う構図となっており、秋の共産党大会も控えるなか当面景気の変調を来たす可能性は低い。もっとも、中国は企業部門の債務拡大に依存した経済成長という本質は変わっていない。政府は金融安定に注力しているものの、過剰債務の問題が累積している点には引き続き留意が必要だろう。

こうしたなか、日本経済も海外経済の拡大と同期をとって堅調な推移を辿っている。4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+4.0%と高水準の伸びを記録し、約10年ぶりに6四半期連続のプラスとなるなど、消費や設備投資の好調が目立っている。足元では4-6月期の高成長の反動はありうるものの、海外景気の堅調にも支えられた良好な収益環境が企業の採用意欲、投資意欲（人手不足対応投資を含む）を強め、歴史的な水準まで改善した雇用環境を通じて家計所得を支える経済の好循環が回る公算は強く、景気は引き続き底堅く推移するものと見込まれる。年内については昨年決定された政府の経済対策効果も公共投資を通じて期待できる。足元北朝鮮を巡る地政学的リスクの高まりから円高圧力が強まっており、トランプ政権の通商政策の先行きにも留意は必要であるが、2017年度は前年比+1.7%、2018年度も同+1%台前半の潜在成長率を幾分超える成長率は確保できよう。

(経済調査室長 佐藤 昭彦)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2016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	2016年実績	2017年見通し	2018年見通し	2016年実績	2017年見通し	2018年見通し	2016年実績	2017年見通し	2018年見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	62.90	1,268	2.7	3.1	3.0	2.0	2.1	2.1			
先進国・地域	41.88	845	1.6	2.0	1.9	0.8	1.7	1.6			
新興国	21.01	424	4.8	5.3	5.2	4.4	3.1	3.1			
日本(年度ベース)	4.96	100	1.3	1.7	1.3	▲ 0.2	0.6	0.7	1,880	1,715	1,692
アジア11カ国・地域	18.17	367	5.9	6.1	5.8	2.2	1.9	2.2	4,704	3,659	3,534
中国	11.22	226	6.7	6.8	6.4	2.0	1.5	1.7	1,964	1,321	1,224
インド(年度ベース)	2.26	46	7.1	7.4	7.6	4.5	3.1	4.5	▲ 152	▲ 327	▲ 367
NIEs4カ国・地域	2.56	52	2.4	2.5	2.4	1.1	1.6	1.6	2,425	2,313	2,352
韓国	1.41	28	2.8	2.7	2.6	1.0	1.9	1.6	987	910	903
台湾	0.53	11	1.5	2.0	2.1	1.4	1.2	1.3	723	716	730
香港	0.32	6	2.0	2.8	2.3	2.4	1.6	2.0	149	89	101
シンガポール	0.30	6	2.0	2.5	2.2	▲ 0.5	0.8	1.4	567	599	618
ASEAN5カ国	2.14	43	4.9	5.1	5.1	2.4	3.3	3.6	467	351	325
インドネシア	0.93	19	5.0	5.1	5.2	3.5	4.2	4.6	▲ 168	▲ 180	▲ 183
マレーシア	0.30	6	4.2	5.2	4.6	2.1	3.9	2.8	69	70	68
タイ	0.41	8	3.2	3.5	3.5	0.2	0.7	1.5	477	432	388
フィリピン	0.30	6	6.9	6.4	6.3	1.8	3.1	3.4	6	▲ 0	1
ベトナム	0.20	4	6.2	6.3	6.4	2.7	3.9	4.2	82	30	51
オーストラリア	1.26	25	2.4	2.4	2.7	1.3	2.0	2.1	▲ 332	▲ 371	▲ 368
米国	18.62	376	1.5	2.1	2.2	1.3	2.0	1.9	▲ 4,517	▲ 4,600	▲ 4,881
中南米6カ国	4.11	83	▲ 0.8	1.5	2.2	10.6	7.0	5.8	▲ 880	▲ 840	▲ 1,110
ブラジル	1.80	36	▲ 3.6	0.5	1.9	8.7	4.0	4.2	▲ 235	▲ 180	▲ 400
メキシコ	1.05	21	2.3	1.9	2.0	2.8	5.3	3.5	▲ 279	▲ 250	▲ 280
アルゼンチン	0.55	11	▲ 2.3	2.5	2.3	38.0	24.0	19.0	▲ 150	▲ 200	▲ 220
ユーロ圏19カ国	11.88	240	1.7	1.8	1.6	0.2	1.5	1.5	4,125	3,681	3,438
ドイツ	3.47	70	1.9	1.9	1.8	0.4	1.6	1.8	2,903	2,857	2,920
フランス	2.46	50	1.2	1.4	1.2	0.3	1.2	1.3	▲ 210	▲ 336	▲ 321
イタリア	1.85	37	0.9	1.2	1.1	▲ 0.1	1.4	1.4	473	460	446
英国	2.63	53	1.8	1.4	1.5	0.7	2.3	1.6	▲ 1,145	▲ 755	▲ 700
ロシア	1.28	26	▲ 0.2	0.8	1.2	7.1	4.3	4.2	250	313	253
<参考>											
世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.3	3.7	3.6	2.6	2.4	2.4			

- (注) 1. 『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)。
 2. 『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41カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。
 3. 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6カ国』、『ロシア』。
 4. 『中南米6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、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

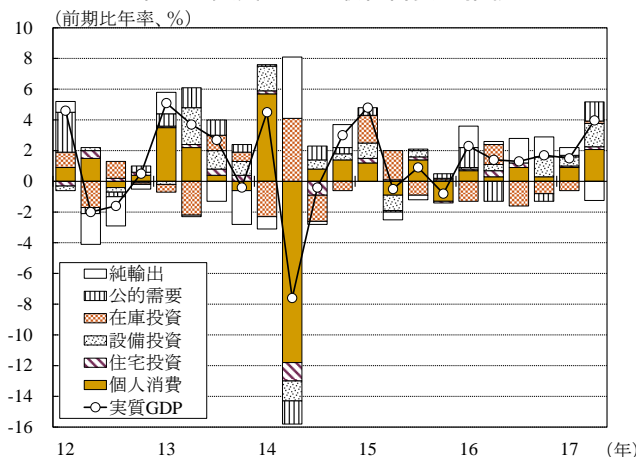
～景気は国内民需が牽引する安定的な拡大局面入り～

1. 日本経済の概況

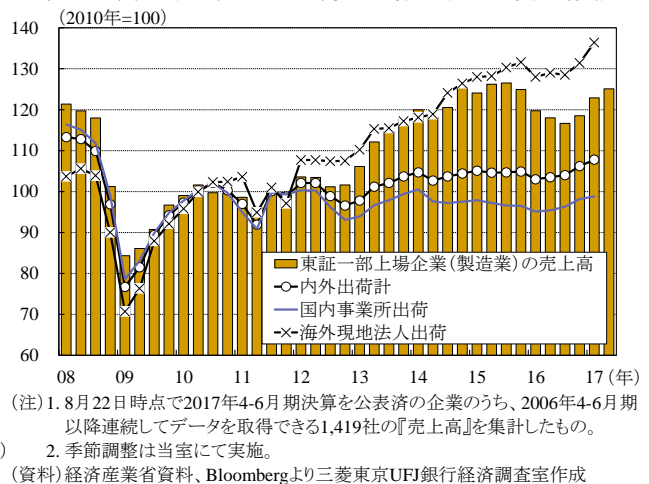
2017年4-6月期の実質GDP（1次速報値）は前期比年率+4.0%と大きく増加し、6四半期連続のプラス成長となった（第1図）。内訳をみると、個人消費が同+3.7%、住宅投資は同+6.0%、設備投資も同+9.9%と国内民需がいずれも高い伸びを示したことに加え、政府の経済対策の執行本格化に伴い公共投資が同+21.9%と急拡大し、在庫調整の一巡から在庫投資もプラス寄与に転じるなど、内需の堅調さが際立った。一方、輸出の増勢が一服する中、国内の生産回復などを背景に輸入が高い伸びを維持したことで、外需の実質GDPに対する寄与度は6四半期ぶりのマイナスに転じた。景気が着実に底堅さを増しながら、その軸足を外需から内需へと移しつつあることが伺える結果といえる。

足元の日本経済は、企業収益と生産の改善に支えられた安定した景気拡大局面を迎えている。まず、企業収益については、2017年4-6月期の東証一部上場企業（金融業を除く）の経常利益が製造業の大幅増益を主因に前年比+18.4%と3四半期連続で過去最高益を更新するなど、好調を維持している。注目されるのは、足元の企業収益の拡大が、国内外の生産・販売増加に伴う“成長型の増益”の色彩を強めている点である。経済産業省が日本の製造業の国内外の出荷動向をまとめた「グローバル出荷指数」の推移をみると、昨年前半に減速していた出荷は着実に持ち直してきている（第2図）。この内、国内事業所の出荷は在庫調整の進展等に伴う緩やかな拡大となっているが、海外現地法人の出荷は海外経済の足取りが強まる中で急回復し、足元で過去最高水準に達している。各種の投資計画調査からも、好調な企業収益と国内外の生産・出荷の拡大が、投資マインドの積極化を着実に促していることが確認され、企業の設備・人的投資はこの先も強含みで推移する可能性が高い。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



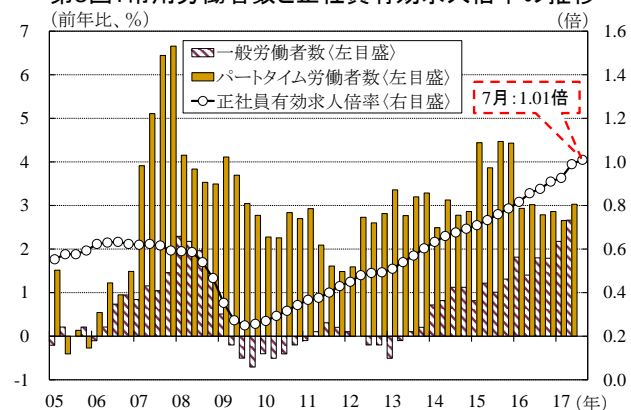
第2図：製造業の国内外出荷と上場企業売上高の推移



雇用市場に目を転じると、企業のマインド面の改善が正社員の採用拡大という前向きな変化として現れている。足元、雇用市場における正社員の増加ペースが加速しており、正社員有効求人倍率は6月に統計開始以来はじめて1倍を超え、直近7月も1.01倍となっている（第3図）。現在、労働需給が歴史的にタイトな状況にも関わらず賃金が伸び悩んでいるが、その背景として、正社員と非正規社員、あるいは業種間の賃金水準の格差と労働需給の逼迫度合いの濃淡が、雇用者のウェイト変化を通じて賃金の伸びを抑制してきた可能性が指摘される。正社員の増加は、先行きの賃金全体の底上げはもとより、将来の収入に対する安心感を増すことで消費者マインドの改善にも寄与することが期待できる。企業収益の安定的な拡大、国内外の底堅い需要に支えられた生産の回復、タイトな労働需給がもたらす正社員の採用ニーズの高まりといった条件が整いつつある中、この先、歴史的に好調な企業収益が設備投資と個人消費の拡大へと繋がる好循環が、一段と鮮明となってくるだろう。

一方、4-6月期に急拡大した公共投資は、経済対策の執行が一巡することで年内にはピークアウトが予想される。外需についても、輸出は海外経済の回復を支えに緩やかな拡大に復するとみられるが、国内の消費や生産の回復による輸入の押し上げが続くことで、当面のGDPに対するプラス寄与は限定的に止まる見通しである。また、海外に目を向けると、米国では、制裁関税の適用やNAFTAの再交渉などにおいて保護主義的な姿勢が鮮明となっており、トランプ大統領の政権運営そのものも混迷の度合いを深めている。加えて、北朝鮮情勢を巡る国際的な緊張も近年になく高まっていることから、世界経済が全体として回復傾向を辿る中でも、金融市場の動揺や輸出の減少が国内景気を攪乱するリスクには引き続き警戒が必要である。この先、個人消費と設備投資を中心に4-6月期の高い伸びの反動が生じる可能性も勘案すると、四半期ベースの実質GDP成長率は一旦鈍化するとみられるが、着実に底堅さを増す国内民需が牽引役となることで、2017年度は前年度比+1.7%、2018年度は同+1.3%と、緩やかな景気拡大が維持されるものと予想する（第1表）。

第3図：常用労働者数と正社員有効求人倍率の推移



(注) いずれも3ヵ月平均値を利用。
『正社員有効求人倍率』の直近値は7月単月値を利用。
(資料) 厚生労働省統計より経済調査室作成

第1表：GDP計数の年度見通し

	2015年度 (実績)	2016年度 (実績)	2017年度 (見通し)	2018年度 (見通し)
実質GDP	1.3	1.3	1.7	1.3
個人消費	0.6	0.7	1.6	1.0
住宅投資	2.8	6.5	1.8	▲1.3
設備投資	0.6	2.5	4.7	2.5
在庫投資(寄与度)	0.4	▲0.4	▲0.2	0.2
公的需要	1.2	▲0.3	1.4	0.7
純輸出(寄与度)	0.1	0.8	▲0.1	▲0.0
輸出	0.7	3.2	3.8	2.2
輸入	0.2	▲1.4	4.3	2.3
名目GDP	2.7	1.1	1.7	1.6
GDPデフレーター	1.5	▲0.2	▲0.0	0.4

(資料) 内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

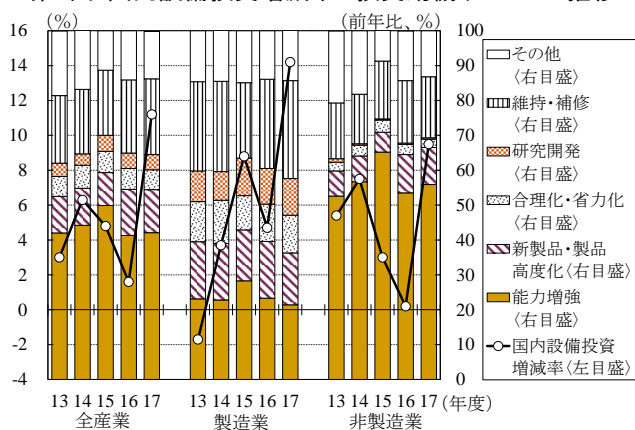
2. 見通し上のキーポイント

(1) 堅調な収益を支えに積極化する企業マインド

4-6 月期の実質設備投資は前期比年率+9.9%と加速し、2014 年 1-3 月期以来の伸びとなった。こうした企業の積極的な投資姿勢は各種の設備投資計画調査からも読み取ることが出来る。日本政策投資銀行が 8 月に公表した「全国設備投資計画調査」をみると、製造業では前年比+14.2%、非製造業も同+9.5%と、ともに強めの設備投資計画が示されている（第 4 図）。その動機をみても、能力増強や新製品投入といった前向きな投資を目的とする割合は昨年度並の水準を保持しており、企業の積極的なマインドは維持されていることが伺える。また、「広義の投資」に対する企業のスタンスを纏めた「企業行動に関する意識調査」の結果をみると、とりわけ、ソフトウェア投資については、支出が「増加」したと答えている企業の割合が前回調査から上昇しており、人的投資や人材教育のための支出についても、新たな調査項目のため過去との比較は出来ないが、「増やしている」と回答した企業の割合は製造業・非製造業ともに 5 割に達している（第 5 図）。人手不足という日本の構造的な課題に対し、長期的な人材確保と併せて、生産性改善を目的とした投資の増加によって対応しようとする企業の姿勢が示唆される。

先行きの企業収益は内外需要の拡大を背景に堅調に推移することが見込まれ、企業は積極的な投資行動を継続するとみられる。こうした収益改善を起点とする投資の拡大は、足元で進む緩やかな景気拡大を下支えすることに加え、中長期的な企業の成長力の源泉としても重要な意味を持つといえるだろう。

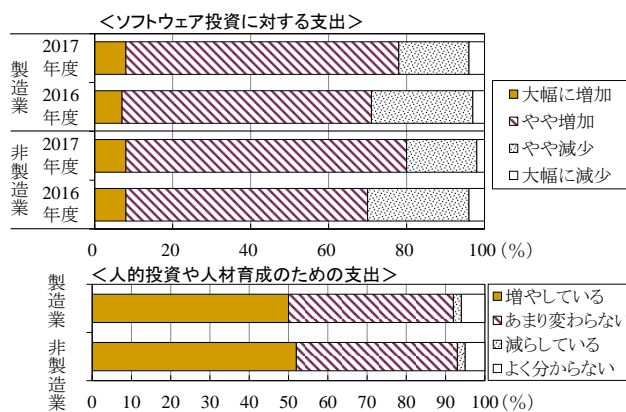
第4図：国内設備投資増減率と投資動機ウエートの推移



(注) 2017年度は計画値。

(資料) 日本政策投資銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：広義の投資に対する取り組みについてのアンケート



(資料) 日本政策投資銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 雇用市場の底堅さを支えに安定感を増す個人消費

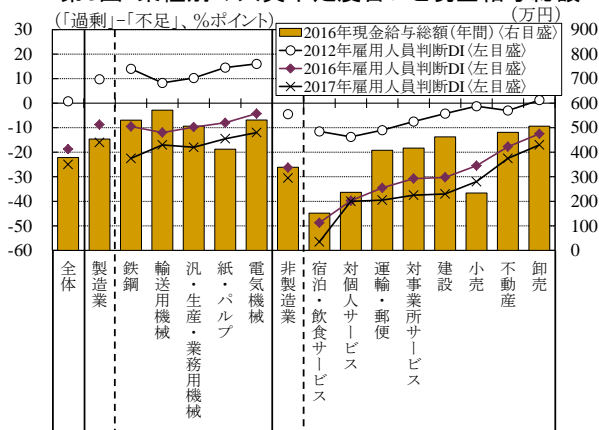
4-6 月期の実質個人消費は前期比年率+3.7%と、消費増税前の駆け込み需要のあった 2014 年 1-3 月期以来の高い伸びを記録した。家電エコポイントやエコカー補助金制度といった過去の政策や消費増税前の駆け込みに起因する需要先食いの影響が和らぎ、耐久財消費が同+9.8%の大幅増となったことが、高い伸びの一因となっている。加えて、生鮮食品

価格の高騰が落ち着いたことを受けて食品購入が増えたほか、1-3 月期に天候要因で大きく減少していた水道光熱費支出が 4-6 月期には持ち直し、非耐久財消費全体も 5 四半期ぶりに増加に転じた。

家計の所得面を確認すると、実質雇用者報酬は 4-6 月期に前年比+1.4%と 9 四半期連続で前年を上回っており、底堅い推移が続いているものと評価できる。もつとも、先述の通り、労働需給の逼迫度合いに比して賃金の伸びには物足りなさが残る。この背景としては、正社員と非正規社員、業種間の雇用者のウェート変化が想定される。具体的に業種間の労働需給の逼迫度合いと賃金水準を並べてみると、「宿泊・飲食サービス」、「対個人サービス」、「運輸・郵便」などの非製造業における人手不足の度合いが相対的に強い一方、こうした業種はパートタイム割合が高いこともあって賃金水準が製造業等と比べて低いことが確認できる（第 6 図）。実際に雇用者数の推移を確認すると、2013 年以降、直近の 7 月までの間に全体では 338 万人増加しているが、そのうち「宿泊・飲食サービス」、「対個人サービス」に従事する雇用者の増加分が 160 万人と約半数を占めている。全体の平均賃金の上昇率には、こうした業種間の雇用動向の差異が大きく反映している可能性がある。

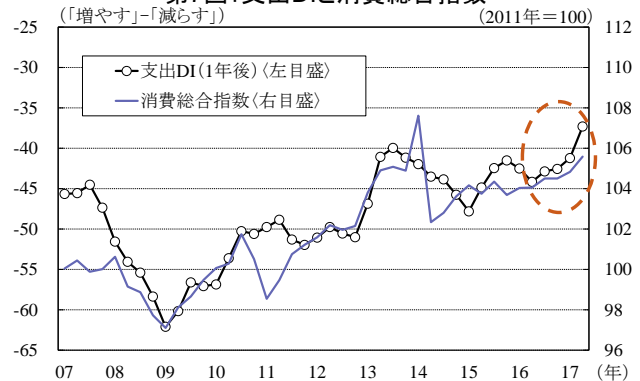
ただし、雇用市場には、正社員の採用拡大といった先行きの賃金上昇につながる前向きな変化がみられる。また、消費者マインドも所得面の底堅さに支えられて着実な改善傾向を辿っている（第 7 図）。この先の個人消費は、物価が緩やかながらも上昇することが下押し要因として想定されるほか、短期的には 4-6 月期の高い伸びの反動や今夏の長雨等の影響による減速も想定されるが、家計の所得面の改善に支えられた緩やかな回復基調は維持される見通しである。

第6図:業種別の人員不足度合いと現金給与総額



(注)2017年は、3月調査と6月調査の平均値。その他は、4四半期平均値。
(資料)日本銀行、厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図:支出DIと消費総合指数



(注)1.『支出DI』は、今後1年間の自分または家族の支出について、「増える」と答えた割合から、「減る」と答えた割合を引いたもの。後方2期移動平均。
2.『消費総合指数』は、四半期平均値。
(資料)日本銀行、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 保護主義への対抗軸となる日 EU 経済連携協定

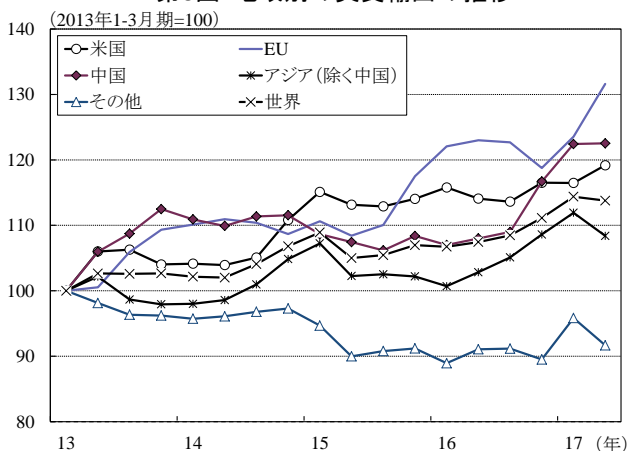
4-6 月期の純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP に対する寄与度は前期比年率▲1.1%と、6 四半期ぶりにマイナスとなった。実質輸出は同▲1.9%と 4 四半期ぶりの減少となったが、日銀が公表する「実質輸出入の動向」を確認すると、欧米向けは自動車などを牽引役に堅調であったが、情報関連財を中心としたアジア向けの増勢一服が輸出全体を押し下げたと

みられる（第 8 図）。一方、実質輸入は同+5.6%と、国内生産や個人消費の増加を受けて前期から伸びが拡大し、純輸出を下押しする格好となった。この先も、当面は輸入が強含むことで、純輸出の実質 GDP に対するマイナス寄与は続く見通しである。

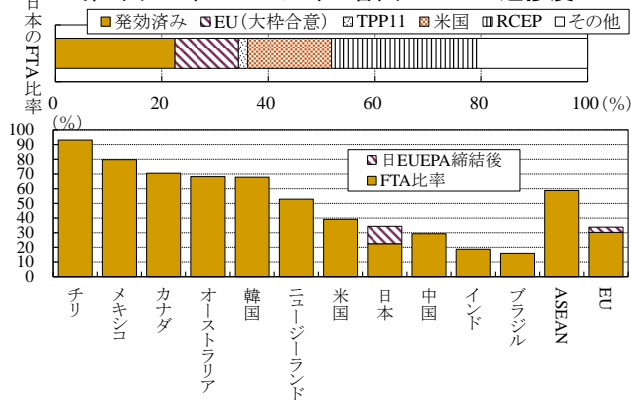
輸出の先行きを見る上では、米国のトランプ政権の通商政策がリスク要因として意識される。まず、8月20日に開催された NAFTA 再交渉の第一回会合では、貿易赤字の削減に拘る米国と、カナダ・メキシコとの溝の深さが浮き彫りとなった。域内の部品調達比率を定めた「原産地規則」の強化や、他国の通貨安誘導を封じる「為替条項」の導入などの交渉ももつれる公算が大きく、決着の行方は不透明である。また、10月に開催が予定されている日米経済対話の第2回会合では、自動車や農産品などがテーマに取り上げられ、日本の市場開放を求められる可能性もある。保護主義に傾倒した非連続的な通商政策の変更が続いた場合には、企業が海外進出計画やグローバルサプライチェーンの見直しを余儀なくされ、改善が進んでいる企業マインドの慎重化を招く可能性がある。ただ、こうした米国の保護主義的な姿勢には、自由貿易を重視する他地域の結束を促す側面もあり、7月6日の日 EU 経済連携協定の大枠合意の原動力のひとつとなった。本件が発効に至れば、日本から EU への輸出にかかる関税は、自動車は7年をかけて、自動車部品の9割の品目については即時に撤廃されることになり、日本企業の EU における価格競争力の向上に資するものと考えられる。

なお、日本は、成長戦略の柱の一つとして FTA・EPA の締結推進を掲げ、「2018年までに FTA 比率 70%」を政府目標として各国と交渉を進めているが、その実現には日 EU 経済連携協定に加え、米国を含めた TPP や、RCEP の発効が必要となる（第 9 図）。このため、期限内の達成は見込めない状況となっているが、TPP の漂流が懸念される中で、もうひとつのメガ FTA である今回の大枠合意に至ったことは、日本の成長戦略の観点で重要な一歩であり、最終的な締結、発効に向けた政府の粘り強い交渉が期待される。

第8図：地域別の実質輸出の推移



第9図：日本のFTA比率と各国のFTAの進捗度



(注) 1. 『FTA比率』は、FTA発行済み国・地域(2017年6月末時点)との貿易が全体に占める比率。金額は2016年のデータに基づく。

2. 『EU』は域内貿易を含まず。

(資料) 各国政府資料、各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 骨太の方針と財政

4-6月期の実質公的需要は、政府による「未来への投資を実現する経済対策」の執行の本格化に伴って公共投資が前期比年率+21.9%の大幅増となったことを主因に、全体で同+5.1%と高い伸びを示した。ただし、先行きについては、先行指標である公共工事請負契約額が足元で既に減少に転じていることから、公共投資による景気の押し上げは年内にはピークアウトする見通しである（第10図）。

政府は6月9日、「経済財政運営と改革の基本方針2017（骨太の方針）」を閣議決定した。「人材への投資を通じた生産性向上」という副題が示す通り、幼児教育の無償化や同一労働同一賃金等の人材投資や働き方改革を中心に据え、それらを通じた生産性向上による経済成長率引き上げを目指している（第2表）。昨年の骨太方針との比較では、日本経済の生産性向上を実現するという目的は同じであるが、その方法として、昨年はIoTやビッグデータ、人工知能をキーワードとする“第4次産業革命”の実現を中心に据えていたのに対し、今年は人材面の挺入れによる労働生産性の改善に焦点を当てていることが特徴といえる。ただし、人材への投資の効果は、総じて景気に対する即効性を持つというよりは、中長期的に現れてくるものと捉える必要があり、また、幼児教育・保育の早期無償化など財源確保の面でハードルが高い施策が含まれる点には留意が必要である。

財政健全化目標の軌道修正もポイントとしてあげられる。政府は従来、「基礎的財政収支（PB）の2020年度までの黒字化」を目標として掲げ、その達成後に「政府債務残高対GDP比の安定的な引き下げ」を目指すとしていたが、今回、2020年度に双方を同時に達成する形へと目標を修正した。内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」を確認すると、2020年度のPB黒字化は厳しい状況にある。一方、政府債務残高対GDP比は、経済成長下でも日銀の金融政策により金利（国債利払費）の上昇が緩やかに止まり、政府債務残高の積み上がりが抑制されることで、相対的に達成が視野に入りやすい姿となっている。この点では、政府が現実的な判断として目標を複線化したという見方もできるが、PB黒字化の実現は、政府の歳出・歳出バランスの改善を直接的に求めるフローの目標として引き続き重要であり、両方の目標達成を目指して財政健全化に取り組むことが肝要といえよう。

第10図：公共工事請負額と公共投資の推移



(資料)内閣府資料、保証事業会社三社統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：骨太の方針2017の主なポイント

施策	主要項目
働き方改革	・同一労働同一賃金 ・時間外労働の上限を明確化 ・保育・介護の受け皿を整備 ・女性、若者、高齢者、障害者の就労を支援
人材投資・教育	・幼児教育・保育の早期無償化、待機児童の解消 ・大学教育の質向上 ・女性の復職・再就職、社会人の学び直し支援
成長戦略加速	・Society 5.0の実現に向け研究開発投資を促進 →重点分野①健康寿命の延伸、②移動革命の実現、③サプライチェーンの次世代化、④快適なインフラ・まちづくり、⑤FinTech ・規制の「サンドボックス」制度創設
消費の活性化	・最低賃金を年率3%程度を目途に引き上げ →厚生労働省の中央最低賃金審議会が最低賃金の引き上げ幅の目安を全国平均で時間あたり25円とすることを決定(7月25日)
社会保障	・薬価改定の頻度増(2年に1回→毎年)
社会資本整備	・所有者特定困難な土地の有効活用・PPP/PFI活用推進
2018年度予算編成の在り方	・「債務残高GDP比」引き下げを2020年度に前倒し

(資料)内閣府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(1) 金融政策

日本経済は堅調に拡大し続けているが、物価の基調は依然として強まっていない。生鮮食品を除くコア消費者物価上昇率の推移をみると、2017年初年から前年比プラスに浮上し、足元7月には前年比+0.5%となったが、内訳をみるとエネルギー価格の上昇による影響が大きく、その他の財・サービスの寄与は限られている（第11図）。こうした足元での弱さに鑑みると、需給ギャップの引き締まりを通じた物価の安定的な上昇には相当時間がかかるとみられ、日銀があくまでも2%の物価目標の達成を目指すのであれば、現状のイールドカーブ・コントロール（短期金利：▲0.1%、10年物国債利回り誘導目標：0%程度）を軸とする緩和策を長期に渡って維持せざるを得ないと考えられる。

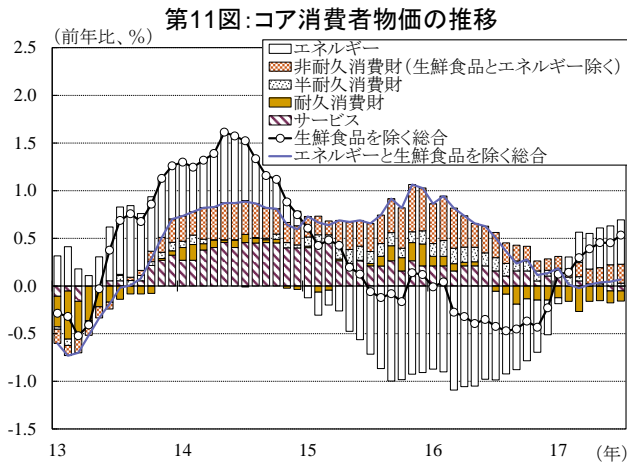
ただし、現状の金融緩和を続けた場合、米国の金融政策や金利動向を受けた為替相場の変動や、マイナス金利政策下での量的緩和継続に伴う日銀財務への影響など、考慮すべきポイントがいくつか存在する（第3表）。日銀の国債購入額の減額が続いていることもあり、金融緩和の出口に関する議論が本格化しつつある現状を踏まえ、ここでは、そうしたポイントのうち、為替相場への影響を取り上げ、それが今後の金融政策運営にどのような影響を与えるかということについて考察する。

日本の金融政策の現状維持が米国の利上げ終了まで続いた場合、円ドル相場は日米の金融政策の差が広がることで円安圧力を受けるが、米国の利上げ終了後に日本が金融政策の正常化に踏み切れば、逆に円高方向に大きく揺り戻すリスクがある。円高が進行した場合、それまでに上昇した物価の基調やインフレ期待を損なう恐れがあるため、為替の変動は出来る限り小さくする必要はあるが、そのためには米国の利上げが終了する前に日銀は金融政策の正常化に踏み切る方が望ましいと考えられる。また、経済イベントも考慮に入れると、2019年10月には消費税率の引き上げも予定されている。消費増税後に景気が一旦減速し、金融政策の正常化に踏み切りにくい状況が生じる可能性があることも考え合わせると、次の一手に踏み切るタイミングとしては、2018年終わり頃までが一つの目安になると推測される。その手法としては、現状に比べ長期金利の変動を許容することで国債買入れ量を減らしやすくすることや、何度も政策変更を行わずに済むことなどを理由に、長期金利目標のレンジ化（例えば0~0.5%）などが考えられる。日銀は金融緩和の効果とこうした副作用や弊害を睨みながら、緩和縮小の手段とタイミングを図っていく必要がある。

(2) 長期金利と為替相場

10年物国債利回りは、北朝鮮による日本上空を通過するミサイルの発射を受けた地政学リスクの高まりから、8月29日には0%と4月以来の水準まで低下した。今後も米国金利上昇や地政学リスクの高まりによって若干の上下動はあるものの、日銀のイールドカーブ・コントロールのもと、当面はゼロ%近辺での推移が続くと見込まれるが、2018年後半には長期金利目標レンジ化などの手が打たれ、その後はごく緩やかに上昇していくとみられる。

円ドル相場は、北朝鮮を巡る地政学リスクの高まりを反映して、8月29日には一時1ドル108円台まで上昇した。先行きの円ドル相場は、こうした投資家のリスク回避姿勢の高まる局面では円高方向に進む一方、米国で金融政策正常化の動きがみられる際には、米国金利上昇を受けた日米金利差の拡大から円安方向に進行すると考えられるため、一進一退の動きが続くと予想される。



(注) 消費税率引き上げの直接的な影響を除く。
 (資料) 総務省、日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表: 先行きの金融政策を見通す上でのポイント

ポイント	内容
為替動向 (米国金利動向)	◇米国長期金利が上昇するなか、本邦金利を固定した場合の円安リスク ◇米国の利上げ後に、日本が金融政策の正常化に踏み切った場合の円高リスク
量的緩和の 継続性	◇日銀による国債購入の限界
日銀財務	◇マイナス金利政策下で量的緩和を続けると、中長期的に日銀が赤字に転落する可能性
日銀総裁の 交代	◇来年3月に黒田総裁の任期が到来
金融システムの 安定性	◇不動産バブルの醸成、地銀収益の悪化など

(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(宮道 貴之、金堀 徹、菱木 由美子、横田 裕輔、下郷 慶)

日本経済・金融見通し

2017年4～6月期のGDP統計（1次速報値）反映後

見通し

	2016				2017				2018				2019	2016年度	2017年度	2018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、%）	2.3	1.4	1.3	1.7	1.5	4.0	0.2	0.8	1.0	1.4	1.5	1.6	1.7	1.3	1.7	1.3
個人消費	1.2	0.5	1.6	0.6	1.5	3.7	0.4	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	0.7	1.6	1.0
住宅投資	4.3	13.3	11.5	1.0	3.5	6.0	▲ 2.4	▲ 3.6	▲ 2.8	▲ 1.6	▲ 0.4	0.8	3.2	6.5	1.8	▲ 1.3
設備投資	0.9	2.7	0.0	8.9	3.6	9.9	0.6	2.0	2.4	2.7	2.7	2.8	2.8	2.5	4.7	2.5
在庫投資（寄与度）	▲ 1.3	1.3	▲ 1.6	▲ 0.8	▲ 0.6	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	0.2
公的需要	5.1	▲ 4.9	0.0	▲ 1.8	0.2	5.1	0.9	0.6	0.1	0.6	0.8	1.2	1.4	▲ 0.3	1.4	0.7
うち、公共投資	0.7	▲ 3.2	▲ 3.0	▲ 9.5	2.3	21.9	3.2	0.0	▲ 4.5	▲ 2.4	▲ 0.2	2.0	2.8	▲ 3.2	4.6	▲ 0.8
純輸出（寄与度）	1.4	0.2	1.6	1.3	0.5	▲ 1.1	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.8	▲ 0.1	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	▲ 0.2	▲ 3.4	8.8	13.2	8.0	▲ 1.9	2.0	2.2	2.0	2.2	2.2	2.3	2.0	3.2	3.8	2.2
財貨・サービスの輸入	▲ 7.7	▲ 4.6	▲ 0.9	5.5	5.4	5.6	4.1	3.2	2.2	2.0	2.0	2.1	2.2	▲ 1.4	4.3	2.3
名目GDP（前期比年率、%）	3.9	0.1	0.4	2.1	▲ 0.2	4.6	1.3	0.9	▲ 0.1	1.9	3.4	2.2	0.9	1.1	1.7	1.6
GDPデフレーター（前年比、%）	0.9	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6	▲ 0.2	▲ 0.0	0.4
鉱工業生産（前期比、%）	▲ 0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	1.9	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	1.1	3.6	1.3
国内企業物価（前年比、%）	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.8	▲ 2.1	1.0	2.1	0.8	0.5	0.3	1.8	1.8	1.9	1.8	▲ 2.3	0.8	1.9
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.8	0.5	0.6	0.7	0.8	▲ 0.2	0.6	0.7
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	944	1,158	1,461	1,710	1,335	691	1,092	757	302	710	916	800	41	5,773	2,842	2,468
経常収支（10億円）	5,170	4,741	4,859	5,146	5,419	4,731	5,187	4,859	4,421	4,844	5,062	4,959	4,213	20,382	19,198	19,078
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 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（%）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
10年物国債利回り（%）	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	▲ 0.0	0.1	0.2
円相場（円／ドル）	115	108	102	110	114	111	112	112	112	113	113	113	113	108	112	113

（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8月30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)

	2015年度	2016年度	2016年		2017年		2017年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	3月	4月	5月	6月	7月	
実質GDP成長率(前期比年率)	1.3	1.3	1.7 (1.7)	1.5 (1.5)	4.0 (2.0)	***	***	***	***	***	
全産業活動指数	0.9	0.6	0.4 (1.1)	▲ 0.1 (0.8)	1.6 (2.5)	▲ 0.7 (0.9)	2.3 (2.1)	▲ 0.8 (3.2)	0.4 (2.2)		
鉱工業生産指数	▲ 0.9	1.1	1.8 (2.1)	0.2 (3.8)	2.1 (5.8)	▲ 1.9 (3.5)	4.0 (5.7)	▲ 3.6 (6.5)	2.2 (5.5)		
鉱工業出荷指数	▲ 1.1	0.8	2.4 (1.8)	▲ 0.1 (3.7)	1.5 (5.2)	▲ 0.8 (3.5)	2.7 (4.9)	▲ 2.9 (5.4)	2.5 (5.3)		
製品在庫指数	1.1	▲ 4.0	▲ 2.4 (▲ 5.3)	2.2 (▲ 4.0)	▲ 0.5 (▲ 2.9)	1.5 (▲ 4.0)	1.5 (▲ 1.1)	0.0 (▲ 1.3)	▲ 2.0 (▲ 2.9)		
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.9	112.9	109.7 [114.9]	111.5 [116.8]	112.5 [116.0]	111.5 [117.5]	114.7 [115.9]	112.5 [116.7]	110.4 [115.4]	116.1 [116.1]	
国内企業物価指数	▲ 3.3	▲ 2.3	0.4 (▲ 2.1)	1.6 (1.0)	0.4 (2.1)	0.2 (1.4)	0.2 (2.1)	0.0 (2.1)	0.1 (2.2)	0.3 (2.6)	
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲ 0.2	0.2 (▲ 0.3)	▲ 0.1 (0.2)	0.6 (0.4)	0.0 (0.2)	0.0 (0.3)	0.0 (0.4)	0.0 (0.4)	0.0 (0.5)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	98.6	100.1 [97.9]	99.8 [96.1]	101.9 [96.3]	99.8 [96.4]	104.1 [96.4]	99.8 [95.9]	101.9 [96.6]	97.2 [97.2]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	4.1	0.5	0.3 (3.6)	▲ 1.4 (▲ 1.0)	▲ 4.7 (▲ 1.0)	1.4 (▲ 0.7)	▲ 3.1 (2.7)	▲ 3.6 (0.6)	▲ 1.9 (▲ 5.2)		
製造業	6.2	▲ 4.6	2.7 (3.5)	▲ 4.2 (▲ 6.8)	3.7 (3.5)	0.6 (▲ 4.9)	2.5 (9.8)	1.0 (6.3)	▲ 5.4 (▲ 3.2)		
非製造業 (除く船舶、電力)	2.5	4.3	▲ 1.0 (3.3)	0.0 (3.1)	▲ 9.9 (▲ 4.5)	▲ 3.9 (2.2)	▲ 5.0 (▲ 2.1)	▲ 5.1 (▲ 4.0)	0.8 (▲ 6.9)		
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 2.2	1.5	2.4 (4.7)	▲ 2.4 (3.1)	5.0 (6.6)	▲ 4.4 (1.6)	6.5 (4.2)	2.1 (9.5)	▲ 0.9 (6.1)		
建設受注	▲ 0.9	4.0	(5.3)	(2.2)	(0.7)	(1.1)	(▲ 0.2)	(▲ 0.5)	(2.3)		
民需	7.9	5.1	(16.7)	(4.8)	(▲ 7.0)	(2.4)	(▲ 2.2)	(▲ 17.9)	(▲ 0.1)		
官公庁	▲ 15.6	8.4	(▲ 9.5)	(▲ 1.8)	(19.9)	(▲ 5.5)	(▲ 5.6)	(91.1)	(6.3)		
公共工事請負金額	(▲ 3.8)	(4.1)	(▲ 4.5)	(9.9)	(2.6)	(10.9)	(1.7)	(8.5)	(▲ 0.6)	(▲ 5.4)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	92.1 (4.6)	97.4 (5.8)	95.3 (7.9)	97.5 (3.5)	100.2 (1.1)	98.4 (0.2)	100.4 (1.9)	99.8 (▲ 0.3)	100.3 (1.7)		
新設住宅床面積	(2.1)	(4.1)	(5.3)	(3.3)	(1.0)	(▲ 2.0)	(3.0)	(▲ 1.6)	(1.5)		
小売業販売額	0.8	▲ 0.2	(0.8)	(1.2)	(2.5)	(2.1)	(3.2)	(2.1)	(2.2)	(1.9)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.2	▲ 1.6	▲ 0.9 (▲ 0.7)	0.8 (▲ 2.0)	1.0 (0.2)	▲ 2.0 (▲ 1.3)	0.5 (▲ 1.4)	0.7 (▲ 0.1)	1.5 (2.3)	▲ 1.9 (▲ 0.2)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	72.1	71.8 [73.0]	73.1 [72.6]	75.3 [72.8]	72.8 [71.6]	73.1 [74.2]	78.8 [74.7]	74.1 [69.6]	69.2 [70.0]	
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 1.3	▲ 0.7	0.1 (▲ 1.2)	1.5 (1.2)	▲ 0.4 (0.9)	0.1 (1.5)	▲ 0.9 (0.6)	0.6 (1.6)	▲ 0.1 (0.7)		
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.2	0.4	(0.4)	(0.2)	(0.5)	(0.0)	(0.5)	(0.6)	(0.4)		
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	98.3	103	105	112	131	114	127	137	130		
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.23	1.39	1.41 [1.26]	1.44 [1.29]	1.49 [1.35]	1.45 [1.31]	1.48 [1.33]	1.49 [1.35]	1.51 [1.36]	1.52 [1.37]	
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.3	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8	3.1	2.8	2.8	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	48.8	46.4	48.7 [47.7]	49.2 [45.6]	50.1 [42.6]	50.6 [45.4]	50.4 [43.5]	50.1 [43.0]	49.9 [41.2]	51.0 [45.1]	
企業倒産件数 (実数、件数)	8,684 (▲ 9.0)	8,381 (▲ 3.5)	2,086 (▲ 3.1)	2,079 (▲ 3.0)	2,188 (2.8)	786 (5.4)	680 (▲ 2.2)	802 (19.5)	706 (▲ 7.5)	714 (0.3)	

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)

	2015年度	2016年度	2016年		2017年		2017年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	3月	4月	5月	6月	7月	
通関輸出	▲0.7	▲3.5	(▲1.9)	(8.5)	(10.4)	(12.0)	(7.4)	(14.9)	(9.6)	(13.4)	
価格	2.0	▲5.8	(▲6.3)	(3.1)	(5.2)	(5.0)	(3.2)	(6.9)	(5.5)	(10.5)	
数量	▲2.7	2.4	(4.7)	(5.1)	(5.1)	(6.6)	(4.1)	(7.5)	(4.0)	(2.6)	
通関輸入	▲10.2	▲10.2	(▲9.3)	(8.6)	(16.2)	(15.9)	(15.2)	(17.9)	(15.5)	(16.3)	
価格	▲8.4	▲10.7	(▲10.7)	(6.2)	(10.8)	(11.3)	(9.8)	(11.8)	(10.9)	(12.7)	
数量	▲1.9	0.5	(1.6)	(2.2)	(4.8)	(4.2)	(4.9)	(5.4)	(4.2)	(3.2)	
経常収支(億円)	178,618	203,818	40,876	59,697	45,405	29,805	19,519	16,539	9,346		
貿易収支(億円)	3,296	57,726	17,146	10,961	9,570	8,718	5,536	▲1,151	5,185		
サービス収支(億円)	▲13,527	▲13,816	▲5,520	50	▲3,024	2,160	▲2,947	421	▲499		
金融収支(億円)	238,492	249,299	22,119	52,424	45,989	49,396	10,705	21,847	13,437		
外貨準備高(百万ドル)	1,262,099	1,230,330	1,216,903	1,230,330	1,249,847	1,230,330	1,242,295	1,251,868	1,249,847	1,260,040	
対ドル円レート(期中平均)	120.13	108.37	109.32	113.60	111.06	113.01	110.06	112.21	110.91	112.44	

3. 金融

	2015年度	2016年度	2016年		2017年		2017年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	3月	4月	5月	6月	7月	
無担保コール翌日物金利	0.063	▲0.045	▲0.043 [0.076]	▲0.042 [0.035]	▲0.054 [▲0.050]	▲0.042 [▲0.003]	▲0.054 [▲0.037]	▲0.053 [▲0.059]	▲0.056 [▲0.055]	▲0.054 [▲0.043]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.157	0.057	0.056 [0.169]	0.056 [0.122]	0.056 [0.060]	0.056 [0.098]	0.056 [0.060]	0.056 [0.060]	0.056 [0.059]	0.075 [0.058]	
新発10年国債利回り	▲0.050	0.065	0.040 [0.270]	0.065 [▲0.050]	0.075 [▲0.230]	0.065 [▲0.050]	0.015 [▲0.085]	0.040 [▲0.120]	0.075 [▲0.230]	0.075 [▲0.195]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.924	0.847	0.853 (▲0.012)	0.847 (▲0.006)	0.842 (▲0.005)	0.847 (▲0.005)	0.850 (0.003)	0.849 (▲0.001)	0.842 (▲0.007)	0.841 (▲0.001)	
日経平均株価 (225種、末値)	16,759	18,909	19,114 [19,034]	18,909 [16,759]	20,033 [15,576]	18,909 [16,759]	19,197 [16,666]	19,651 [17,235]	20,033 [15,576]	19,925 [16,569]	
M2平残	(3.5)	(3.6)	(3.8)	(4.1)	(3.9)	(4.2)	(4.0)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	
広義流動性平残	(3.7)	(1.8)	(1.6)	(2.2)	(2.8)	(2.4)	(2.6)	(2.8)	(3.1)	(3.4)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.4)	(2.5)	(2.8)	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(3.2)	(3.3)	
	銀行計	(2.5)	(2.4)	(2.5)	(2.8)	(3.2)	(3.0)	(3.0)	(3.3)	(3.4)	
	都銀等	(1.2)	(1.2)	(1.4)	(2.0)	(2.8)	(2.3)	(2.4)	(2.9)	(3.2)	
	地銀	(3.7)	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	
	地銀II	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.0)	(3.2)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	
信金	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.5)	(2.8)	(2.6)	(2.8)	(2.9)	(2.8)		
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.7)	(3.8)	(4.2)	(4.5)	(4.5)	(4.7)	(4.4)	(4.5)	(4.5)	
	都銀	(4.5)	(5.5)	(6.0)	(6.4)	(6.5)	(6.6)	(6.4)	(6.3)	(6.4)	
	地銀	(3.0)	(2.3)	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.7)	(2.5)	(2.6)	(2.7)	
地銀II	(2.5)	(2.1)	(2.2)	(2.4)	(2.3)	(2.5)	(2.2)	(2.5)	(2.4)		

(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

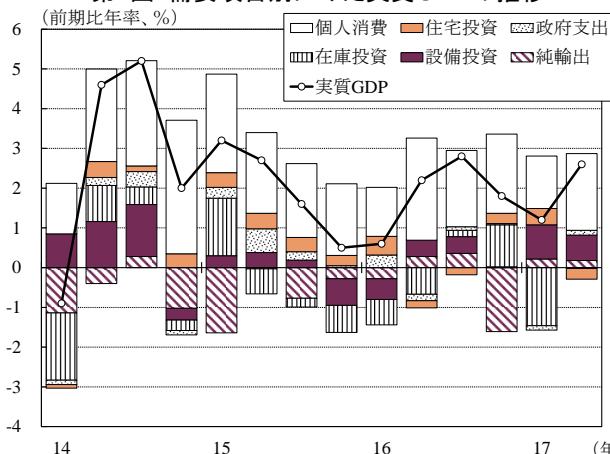
～トランプ政権の政策運営が懸念されるも、景気は緩やかな拡大を持続～

1. 景気の現状

4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と3四半期ぶりに同+2%を超える成長に復し、1-3月期の弱さは一時的なものであったことが確認された(第1図)。需要項目別にみると、個人消費が同+2.8%と堅調な増加を続けたほか、設備投資が同+5.2%と高めの伸びを維持した。1-3月期の成長率を大きく押し下げた在庫投資もマイナス幅を大きく縮小しており、国内需要を中心とした景気拡大が続いていると判断される。

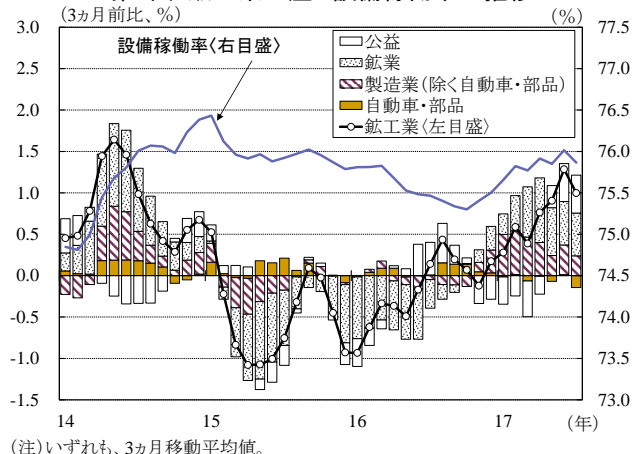
このところ特に企業部門の持ち直しの動きが鮮明となっている。3ヵ月前対比でみた鉱工業生産指数は7ヵ月連続でプラスとなり、その拡大ペースを高めている(第2図)。部門別にみると、鉱業や公益の増加が目立っているが、製造業についても今年に入って販売台数が頭打ちとなっている自動車関連に弱い動きがみられるものの、全体としては増勢が続いている。生産活動の回復にあわせ設備稼働率も徐々に高まっており、設備投資の拡大に繋がっているとみられる。2015年から2016年中盤にかけては企業部門が弱含む中で個人消費が景気拡大を支えてきたが、足元では家計と企業の両輪による拡大へと転じており、景気は底堅さを増してきているといえる。

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: 鉱工業生産と設備稼働率の推移



(注)いずれも、3ヵ月移動平均値。

(資料)FRB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

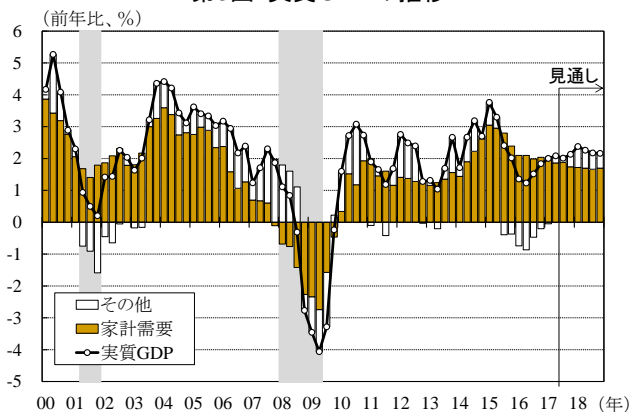
米国経済はこの先、概ね年率+2%程度の成長ペースを維持するものと予想する(第3図)。家計部門では、失業率の低下が続いており労働需給は引き締まる方向にあるが、一方で労働参加率の底入れなども観察されることから、過度に人手不足が進行するような状況にまでは至っていない。企業の採用意欲も引き続き強く、今後も労働市場の改善による個人所得の増加が消費の拡大を支える構図が続くとみられる。企業部門では、国内需要の高まりや世界的な景気の堅調を受け、この先も輸出や設備投資は緩やかに拡大を続けると

見込まれる。米国の短期の景気循環は元々企業の在庫投資の動きとの相関が強いが、足元では売上高の増加ペースが在庫の増加ペースを上回っており、在庫積み増し局面に向っていると想定される（第4図）。在庫循環面からも景気の拡大維持がサポートされよう。

実体経済が安定的に推移するなか、トランプ政権を巡る動向については引き続き不透明感が強い。各省庁の局長・次長クラスの登用の遅れが続いているほか、最近では、ホワイトハウス高官の辞任や更迭も相次いでおり、依然として政権の政策遂行能力に疑問符がつく状況にある。実際、トランプ大統領が選挙期間中に掲げたオバマケア改廃、税制改革、インフラ投資拡大といった主要な経済政策には大きな進展がみられない。7月25日から28日にかけて、議会上院では3本のオバマケア改廃法案が審議されたが、いずれも反対多数で否決され、オバマケア改廃法案の可決見通しは立たなくなった。これを受けて、政府・議会の中では税制改革に焦点を移す気運が高まっているようではあるが、オバマケア改廃による財源確保が困難となる中では、減税規模は小幅なものとなる可能性が高い。本見通しでは、2018年中頃に税制改革が実現すると想定しているが、実体経済に対する押し上げ効果は限定的なものになると予想する。

企業経営や実体経済に大きな影響を与え得る通商政策の過度な保護主義化のリスクについては、国家安全保障を理由とした鉄鋼・アルミの輸入制限を検討する大統領令の実質的な棚上げや、米国第一主義を掲げ経済ナショナリストと目されていた Bannon 主席戦略官の辞任など、足元ではやや後退しているようにもみえる。しかしながら、内政面で目立った成果が上げられない中で、トランプ大統領が支持者の期待に応えようと改めて保護主義政策に活路を求める可能性は排除されない。まずは8月16日から始まった NAFTA 再交渉の帰趨を注意深く見守る必要がある。また、9月末から10月中旬にかけては、2018 財政年度の予算審議や政府債務上限の引き上げを巡る議論にも注意が必要である。上下両院を共和党が多数派を占めている以上、政府機関の閉鎖や国債のテクニカルデフォルトは仮に起きたとしてもごく短期で収束する可能性が高いが、金融市場が一時的であれ大きく動揺する事態には警戒を怠れない。

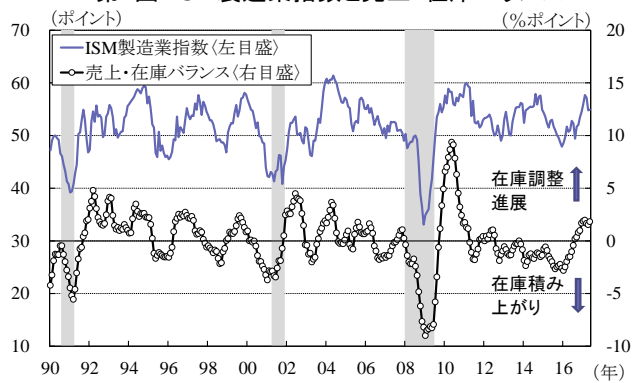
第3図：実質GDPの推移



(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：ISM製造業指数と売上・在庫バランス



(注) 1. 『売上・在庫バランス』は、売上高の前年比伸び率から在庫残高の前年比伸び率を引いたもの。
2. 網掛け部分は、景気後退期間。

(資料) 米国商務省、全米供給管理協会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 見通し上のキーポイント

(1) 改善を続ける雇用・所得環境が個人消費を牽引

雇用・所得環境は改善が続いている。直近3ヵ月の非農業部門雇用者増加数は平均で前月比+19.5万人と好調な伸びを維持しており、失業率は4.3%と歴史的にみても低い水準となっている。雇用市場の改善に伴い、金融危機後に低下したプライムエイジ（25歳～54歳）の労働参加率が徐々に上昇しており、労働需給の過度な引き締まりを和らげている。6月の求人数は616.3万人と過去最多を更新するなど企業の採用意欲は引き続き強く、労働市場の緩やかな改善はこの先も続くと思われる。雇用者報酬については、賃金上昇率は7月時点で前年比+2.6%と失業率の水準の割には加速感がみられないものの、雇用者数の増加が押し上げ要因となり、名目で同+4%程度の増加を続けている。個人所得はこの先も安定的に増加していく公算が大きい。

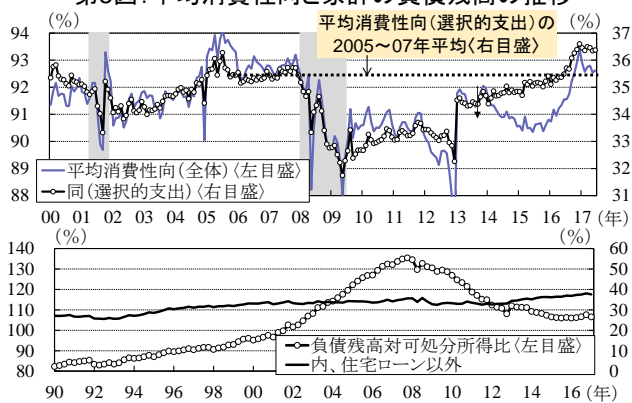
所得がどの程度消費に回っているかを示す消費性向に目を向けると、金融危機前と同程度の高い水準にある。所得の増加が個人消費の拡大に繋がり易い状況が続いているといえるが、一方で、高い消費性向は借入の増加を部分的に伴っていることには留意が必要である（第5図）。今年3月時点では住宅ローンを除く家計債務の対可処分所得比は昨年3月時点と比較して0.7%ポイント上昇しており、仮にこうした増加分が全て消費に回っていると仮定すると、実質GDPを0.5%ポイント程度押し上げたとの計算になる。住宅ローンを含めた家計の債務負担は全体としてみると低水準にあるものの、この先、金利上昇などを背景に消費性貸出の伸びが強く抑制されることになれば、個人消費を下振れさせるリスクがある。

(2) 金融環境の緩やかな引き締まりによる投資抑制効果は限定的

金融環境は緩和的な状態にある。シカゴ連銀が公表する金融環境指数（NFCI）は、短期金融市場、債券・株式市場、銀行システムに関する計105の指標から、金融環境を定量的に示すことを目的として作成される合成指数である。このNFCIがゼロを下回ることは金融環境が過去の平均的な状態に比べ緩和的であることを示すが、FRBにより金融政策の正常化が徐々に進められる中であっても、マイナス圏での推移が続いている（第6図）。

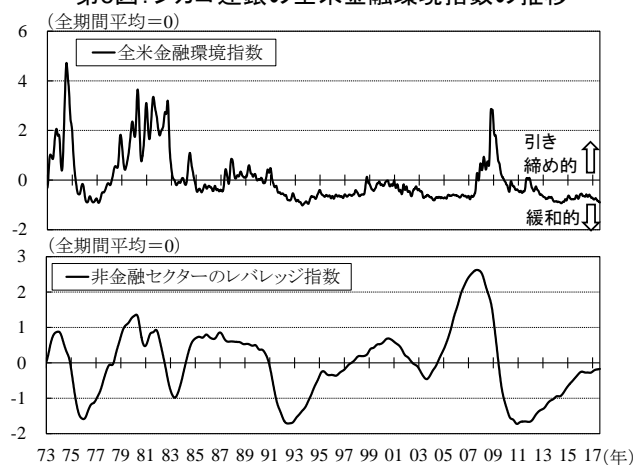
また、NFCIのサブ・インデックスとして公表されている非金融民間セクターのレバレッジ指数は上昇方向にあるものの、その水準は足元でも過去平均をやや下回っている。金融環境は非常に緩和的であるにも関わらず、民間部門が借り増しをして投資を拡大させる動きはあまり活発化しておらず、これまでの景気回復が過度な債務拡大に依存したものであることを示している。この先、金融政策の正常化が進められることで金融環境が徐々に引き締まっていく可能性はあるが、それによる投資抑制効果は限定的に止まると考えられる。

第5図:平均消費性向と家計の負債残高の推移



(注)1.『選択的支出項目』は、耐久財と非耐久財のうち娯楽用品とタバコ、サービスのうち、娯楽、飲食、宿泊、金融、輸送、専門、パーソナルケア、海外旅行。
2. 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料)米国商務省、ミシガン大学統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図:シカゴ連銀の全米金融環境指数の推移



(資料)シカゴ連銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

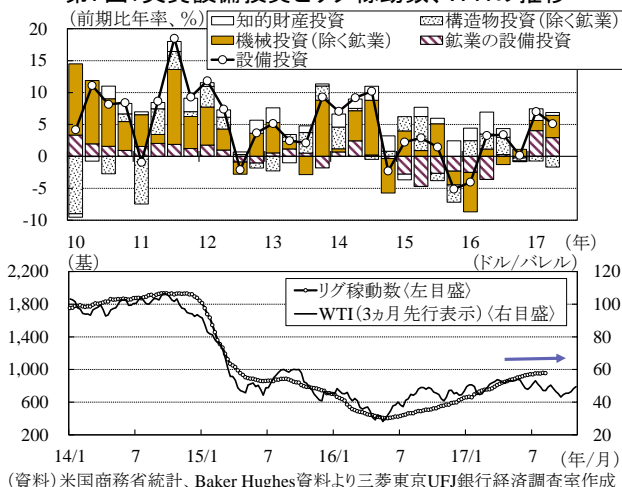
(3) 設備投資は増勢が続くも、この先の増加ペースは緩やかに

景気が回復を続けるなか、企業の生産活動は底堅さを増しており、企業収益も増加基調で推移している。マインド面では、期待されていた大規模な法人減税・インフラ投資拡大の実現が遠のいたにも関わらず、企業の設備投資意欲は高い水準を維持している。設備投資はこの先も増勢を維持する公算が大きい。

もともと、設備投資の増勢が金融危機前のような力強さを取り戻すところまでは見込み難い。確かに、今年前半の設備投資は高めの伸びであったが、大きく落ち込んでいた石油掘削を中心とする鉱業部門の持ち直しによるところが大きい(第7図)。原油価格は1バレル50ドル前後で膠着状態となっており、それを受けて米国の石油リグ稼働数も足元で頭打ちとなっている。原油価格はこの先も50ドル台前半程度での推移に止まると予想されるため、鉱業部門における投資拡大は早晩一巡すると見込まれる。

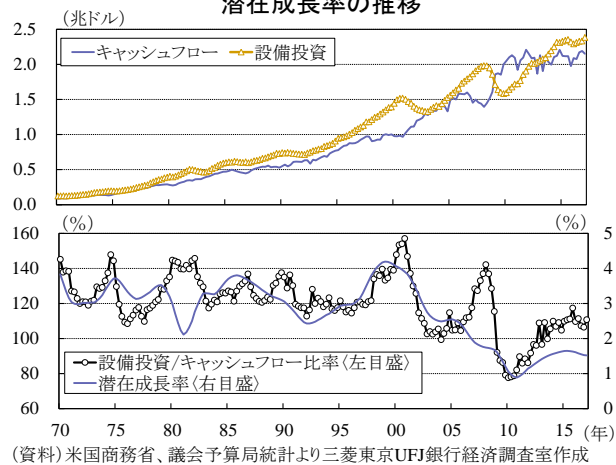
より本質的には、潜在成長率の低下が設備投資の拡大を抑制する要因となろう。米国の潜在成長率は徐々に切り下がっているが、それに合わせて、企業の設備投資がキャッシュフローに占める割合(設備投資/キャッシュフロー比率)も低下トレンドにある(第8図)。潜在成長率が切り下がり成長期待が大きく高まり難い状況の中では、企業がキャッシュフローの範囲を超えて投資拡大を伴う設備投資を積極的に行う動きは広がりを見せざるを得ないだろう。設備投資/キャッシュフロー比率は足元で既に100%を超え、2006年の水準に回帰している。この先の設備投資の増加ペースは、景気全般、延いてはキャッシュフローの拡大に併せた緩やかなペースになると想定される。

第7図: 実質設備投資とリグ稼働数、WTIの推移



(資料) 米国商務省統計、Baker Hughes資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図: 企業のキャッシュフローと設備投資、潜在成長率の推移



(資料) 米国商務省、議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 金融政策と長期金利

FRBは6月の定例会合で政策金利の誘導目標レンジを0.75%~1.0%から1.0%~1.25%へ0.25%ポイント引き上げるとともに、保有する証券残高を縮小する具体的なプランを公表した(第1表)。FRBは今後、金融政策の正常化に向けて、これまでの金利引き上げに加え、量的緩和で拡大したバランスシートの縮小にも着手することになる。着手時期については、7月のFOMCの声明文で「年内に」との文言が「比較的早期に」へと変更されたことから、次回9月のFOMCで決定される可能性が高い。

FRBによるバランスシート縮小は長期金利に対し一定の押し上げ圧力を掛けるものの、その度合いはあまり大きくならないと想定される。FRBは2015年12月から利上げを断続的に行っているため、量的緩和政策の肝となる『市場参加者の低金利政策長期化期待』は自ずと解消されており、市場金利には既に利上げの継続が織り込まれているといえる。ただし、その織り込み度合いに関しては、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中で、政策金利の到達点もかつてに比べ低下している可能性を強く反映していくものと考えられる。国債需給の緩みが市場で意識されることなどが若干の押し上げ要因となろうが、長期金利の上昇ペースはバランスシート縮小着手後も抑制されたものになると予想される(第9図)^(注1)。

金融政策の先行きを具体的に見通すと、FRBは、9月にバランスシートの縮小開始を決めた後、12月には今年3回目、今局面で5回目となる利上げを実施すると見込まれる。2018年については、バランスシートの縮小を段階的に進めながら、年3回程程度の緩やかなペースで利上げを行うと予想する。バランスシートの縮小は、余程の経済ショックがない限り、市場に対し無用のサプライズを与えないよう留意しつつ、スケジュール通り整齐と進められる公算が大きい。

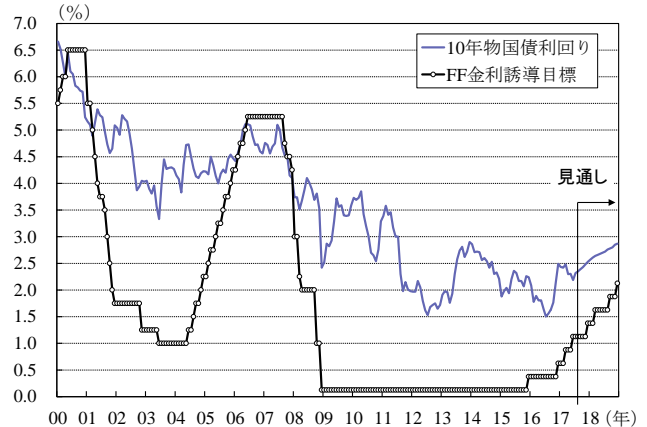
(注1) 長期金利の見通しについては、経済レビュー『間近に迫るFRBのバランスシート縮小が長期金利に与える影響について』(2017年8月14日) http://www.bk.mufg.jp/report/ecorevi2017/review_20170814.pdfも参照されたい。

第1表: 2017年6月に公表された
バランスシート縮小の具体的なプラン

<p>・満期を迎える米国債のうち、再投資を見送る金額を当初は月60億ドルに設定。当該金額を、その後3ヵ月毎に60億ドル拡大、1年かけて月300億ドルまで拡大させる</p>
<p>・満期を迎えるエージェンシー債とMBSのうち、再投資を見送る金額を当初は月40億ドルに設定。当該金額を、その後3ヵ月毎に40億ドル拡大、1年かけて月200億ドルまで拡大させる</p>
<p>・保有証券は、FRBが金融政策を効率的、効果的に遂行する上で最低限必要な金額に達するまで減少させる</p>
<p>・FRBが保有証券を減少させていくことで、準備預金量も減少するが、適当な準備預金量は、ここ数年の水準をかなり下回る一方、金融危機前よりは大きくなると予想している</p>
<p>・政策金利の変更が、金融政策の最優先の手段。但し、政策金利の大幅な引き下げに繋がるような経済見通しの重大な悪化が生じた際には、保有証券の再投資を再開する用意がある</p>

(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 10年債利回りとFF金利誘導目標の推移



(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間値。
(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

	2016				2017				2018				2016年	2017年	2018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、%）	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	2.6	2.5	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	1.5	2.1	2.2
個人消費	1.8	3.8	2.8	2.9	1.9	2.8	2.5	2.3	2.2	2.2	2.4	2.6	2.7	2.6	2.3
住宅投資	13.4	▲ 4.7	▲ 4.5	7.1	11.1	▲ 6.8	3.3	3.2	2.4	2.0	1.5	1.0	5.5	2.3	1.8
設備投資	▲ 4.0	3.3	3.4	0.2	7.2	5.2	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4	▲ 0.6	4.1	3.7
在庫投資（寄与度）	▲ 0.6	▲ 0.7	0.2	1.1	▲ 1.5	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0
政府支出	1.8	▲ 0.9	0.5	0.2	▲ 0.6	0.7	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.8	0.2	1.1
純輸出（寄与度）	▲ 0.3	0.3	0.4	▲ 1.6	0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
輸出	▲ 2.6	2.8	6.4	▲ 3.8	7.3	4.1	3.2	3.3	3.5	3.2	3.0	2.7	▲ 0.3	3.4	3.3
輸入	▲ 0.2	0.4	2.7	8.1	4.3	2.1	3.2	3.3	3.6	3.9	4.1	4.3	1.3	3.9	3.6
国内民間最終需要	1.3	3.4	2.6	2.7	3.1	2.8	2.7	2.6	2.4	2.4	2.5	2.7	2.3	2.8	2.5
名目GDP（前期比年率、%）	0.8	4.7	4.2	3.8	3.3	3.6	4.0	3.8	3.8	3.8	3.9	4.0	2.8	3.8	3.9
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.3	▲ 0.7	0.8	0.7	1.4	4.7	2.6	2.3	2.3	2.0	2.1	2.2	▲ 1.2	1.9	2.4
失業率（%）	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.9	4.5	4.3
生産者物価（前年比、%）	0.0	0.1	0.2	1.4	2.0	2.3	1.9	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8	0.4	2.0	1.8
消費者物価（前年比、%）	1.1	1.0	1.1	1.8	2.6	1.9	1.8	1.7	1.7	1.9	1.9	2.0	1.3	2.0	1.9
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,876	▲ 1,864	▲ 1,834	▲ 1,951	▲ 2,003	▲ 2,010	▲ 1,969	▲ 1,985	▲ 2,010	▲ 2,056	▲ 2,102	▲ 2,147	▲ 7,525	▲ 7,967	▲ 8,315
経常収支（億ドル）	▲ 1,192	▲ 1,082	▲ 1,103	▲ 1,140	▲ 1,168	▲ 1,170	▲ 1,126	▲ 1,137	▲ 1,158	▲ 1,200	▲ 1,241	▲ 1,282	▲ 4,517	▲ 4,601	▲ 4,881
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.75-1.00	1.00-1.25	1.00-1.25	1.25-1.50	1.25-1.50	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	0.50-0.75	1.25-1.50	2.00-2.25
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9	2.1	0.8	1.3	1.9
10年物国債利回り（%）	1.9	1.8	1.6	2.1	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	1.8	2.4	2.7

（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の迷走リスクは高まるも、景気は堅調さを維持する見込み～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏の4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と高めの伸びを維持した(第1表)。需要項目別の内訳は未公表ながら、実質小売売上や建設業生産が加速したことから、内需が堅調だったとみられる。国別ではまず、スペインが同+0.9%と加速したのが目立つ。雇用環境の改善を背景に個人消費が同+0.7%と大幅に増加したほか、資金調達環境の好転を追い風に建設投資も同+1.1%と前期並みの増勢を維持するなど内需が好調であった。外需は6月初めから開始された港湾ストライキの影響を受けながらも同+0.1%ポイントのプラス寄与となった。また、景気回復ペースが鈍かったフランスやイタリアでも前期並みの伸びを保った。フランスでは、設備・住宅投資が減速した一方、マインド改善などを受けた個人消費の拡大や輸送用機械を中心とした輸出の加速が成長を支えた。ドイツでは同+0.6%と高成長が続いており、個人消費(同+0.8%)や総固定資本形成(同+1.0%)などの内需が引き続き堅調である。

(2) 今後の見通し

ユーロ圏の景気はこの先も内需主導で回復が続く見込みである。個人消費は雇用・所得環境の持続的改善に加え、物価加速の一巡により実質所得への下押し圧力が次第に緩和することもあって、底堅い推移が見込まれる。設備投資は企業収益の回復を受け、輸出は海外景気の回復に伴い、それぞれ増勢を維持しよう。欧州ではリーマン・ショック、欧州債務危機と二度に亘る大きな経済危機に見舞われたことから、労働供給が拡大する余地や、ペントアップ需要(景気悪化時に将来に繰り越された需要)が顕在化する余地は依然として残っている。実質GDP成長率は、需給ギャップが縮小する過程であることも影響し、2017年は前年比+1.8%、2018年も同+1.6%と、両年ともに同+1%強とみられる潜在成長率を上回るペースでの回復が続く見通しである(第1図)。

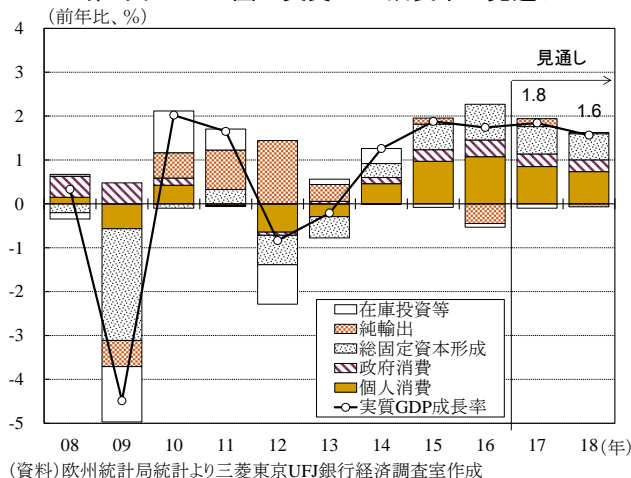
政治面では、6月に実施されたフランスの総選挙で、マクロン大統領率いる中道政党・共和国前進が過半数を大きく上回る議席を獲得する一方、国民戦線など大衆迎合的な主張を掲げる政党は既成政党が退潮する中でも勢力を伸ばせなかった。マクロン政権はEU統合深化に向け自国の財政赤字削減や労働市場の柔軟化などの改革を推し進める姿勢である。また、9月に総選挙が予定されているドイツでは、与党であるキリスト教民主同盟が優位を保っており、メルケル首相の4選シナリオの蓋然性が高まっている。イタリアでポピュリズム色の強い五つ星運動の支持率が与党・民主党と拮抗していることや、マクロン政権の支持率が足元で急速に低下していることなど注視すべき事象はあるものの、政治面の不透明感が实体经济に負の影響を及ぼすリスクは年初に比べかなり小さくなったといえよう。

第1表：ユーロ圏主要国の実質GDP成長率の推移

	2015		2016		2017		(前期比、%)	
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
ユーロ圏	0.4	0.4	0.5	0.3	0.4	0.6	0.5	0.6
ドイツ	0.3	0.4	0.6	0.5	0.3	0.4	0.7	0.6
フランス	0.4	0.3	0.6	▲ 0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
イタリア	0.1	0.2	0.3	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
スペイン	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
ポルトガル	0.1	0.3	0.2	0.2	0.9	0.7	1.0	0.3
ギリシャ	▲ 1.7	2.0	▲ 1.0	0.4	0.7	▲ 1.1	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



(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

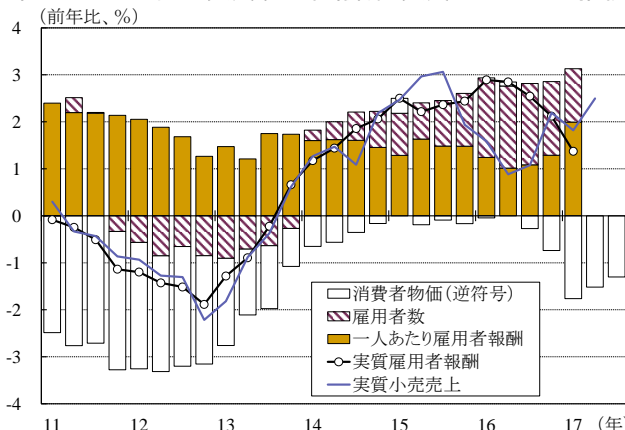
(3) 見通し上のキーポイント

①個人消費はこの先も増勢を保つ見通し

4-6月期の実質小売売上は雇用・所得環境の改善に支えられ前年比+2.5%と前期(同+1.8%)から加速しており、GDP統計上の個人消費も増加ペースを速めた可能性が高い(第2図)。個人消費のベースとなる実質所得は、インフレ率の加速により1-3月期に大きく押し下げられたものの、名目ベースの一人あたり雇用者報酬は加速が続いている。雇用環境に目を移すと、失業率は4-6月期に9.2%まで低下し、生産の持ち直しが続く製造業や建設業を中心に雇用者数は前年比+1%超の増加ペースを維持している(第3図)。イタリア(4-6月期:11.2%)やスペイン(同:17.3%)など失業率が比較的高い国々で企業の採用意欲が強まっていることや、ユーロ圏全体でみた欠員率が上昇していることは、この先の労働市場の改善余地が依然として大きいことを示唆するといえよう。

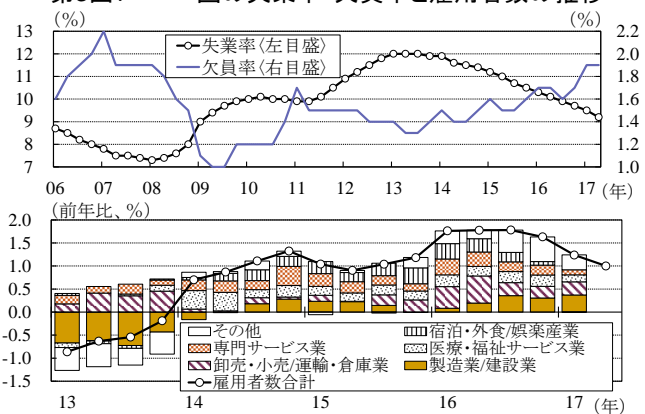
物価加速による実質所得への押し下げ圧力が1-3月期をピークに緩和しつつあることや、消費者マインドの改善が継続していること、さらに今後は労働需給の引き締めを受けて賃金上昇率も緩やかに加速すると予想されること等を鑑みると、個人消費の底堅い推移はこの先も継続する公算が大きい。

第2図：ユーロ圏の実質雇用者報酬と実質小売売上の推移



(注)『消費者物価』の7-9月期は7月実績。
(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

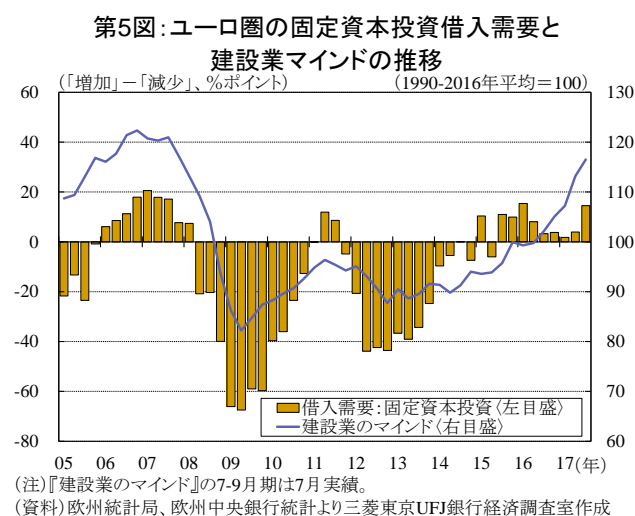
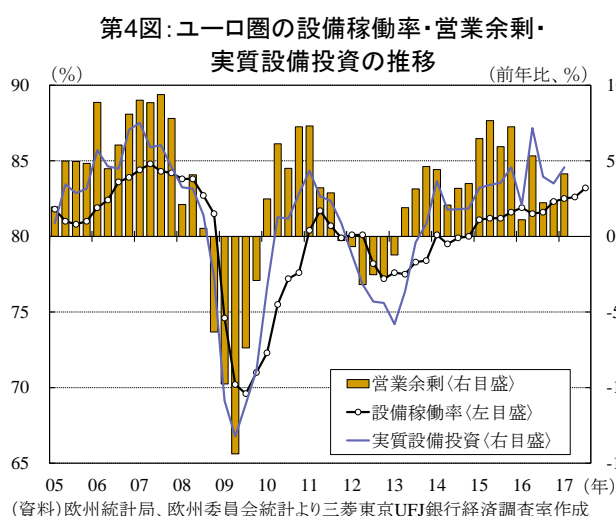
第3図：ユーロ圏の失業率・欠員率と雇用者数の推移



(注)1.『欠員率』は、「求人数」を「求人数と雇用者数の和」で除したもの。
2.『雇用者数合計』の4-6月期は、同期の失業率と失業者数から推計。
(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設備投資の回復も継続

設備投資は 4-6 月期も建設や機械・設備を中心に増勢を維持したとみられる。同期の建設業生産が前期比+1.1%と前期（同+0.8%）から加速したほか、設備稼働率も 83.2%まで上昇し、好況期（2001 年～2007 年）の平均である 82.2%を上回って推移している（第 4 図）。また、企業収益の改善が続いているほか、低金利など良好な借入環境を受け企業の固定資本投資に関する借入需要が高まりつつある（第 5 図）。さらに、受注増を背景としてドイツやスペイン等の主要国を中心に建設業マインドの改善が加速している。こうした環境は今後も概ね変わらないと想定されるため、設備投資の回復はこの先も続くと思われる。

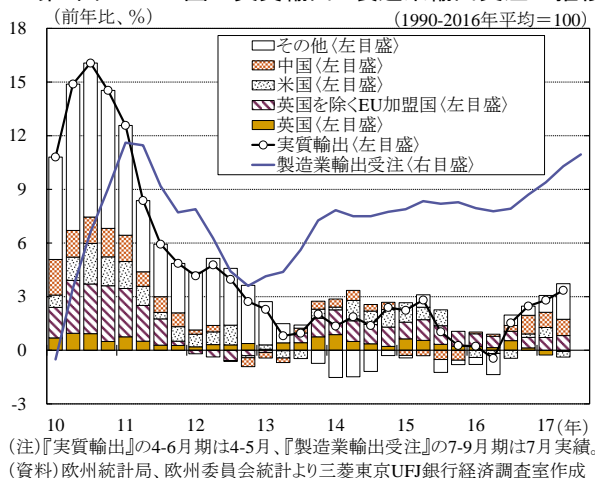


③輸出の堅調持続と政府支出の下支え

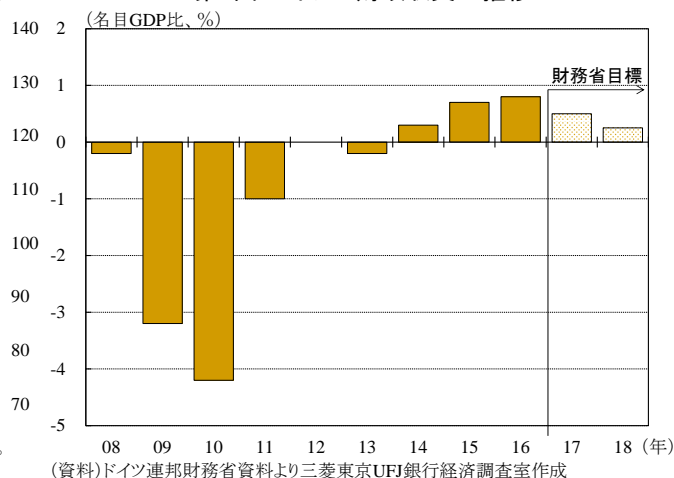
4-6 月期の輸出は英国や米国向けなどで小幅に減少したものの、中国やロシア向けなどが牽引し全体では前年比加速した（第 6 図）。海外景気の回復に伴い製造業の輸出受注が増勢を強める方向にあることを踏まえれば、輸出の堅調さはこの先も持続する公算が大きい。

財政面では、緊縮財政の旗振り役を担ってきたドイツで社会保障関連費・国防費の支出増により 2017 年の中央政府の財政収支は前年の 62 億ユーロの黒字から 70 億ユーロの赤字へ転化することが見込まれている。この結果、一般政府ベースでの黒字幅は前年から縮小する見込みである（第 7 図）。さらに、2017 年の財政赤字を名目 GDP 比 3%以内に抑え前年の同 3.2%から縮小させるという目標を掲げているフランスでも、足元までの状況をみると災害対策費等の増加から赤字幅は前年並みとなる可能性が高い。実体経済面からみると、債務危機発生以降の財政緊縮はマイナス方向に作用してきたが、足元ではこうした動きが転換点を迎つつあるといえる。

第6図：ユーロ圏の実質輸出と製造業輸出受注の推移



第7図：ドイツの財政収支の推移

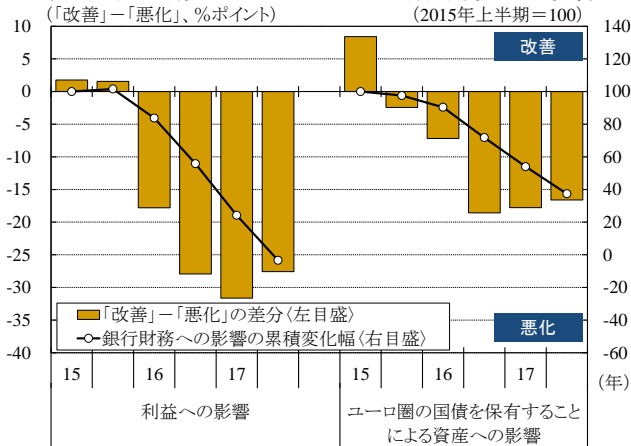


(4) 金融政策

欧州中央銀行（ECB）の金融機関アンケート調査によると、低金利政策により貸出条件が3カ月前に比べて『緩和した』との回答が『厳格化した』との回答を上回るなど、これまでの金融緩和の効果の浸透が窺える。同時に、資産購入プログラム（APP）が金利低下等を通じ3カ月前と比べて銀行財務を『悪化させた』という回答が『改善させた』との回答を上回って推移している点にも留意が必要である（第8図）。低金利政策の長期化に伴いユーロ圏各国で銀行の利鞘が縮小傾向を辿るなど、大規模金融緩和の副作用が顕在化しつつあるといえる。加えて、APPのうち公的部門債券購入に関してはプログラムの長期化で対象債券が少なくなってきたことも、現在の規模でAPPを継続することの技術的な障害となっている模様である。ECBは公的部門債券の購入割合を原則としてECBへの出資比率に準ずるとしているが、出資比率が26%であるドイツ債券の購入シェアが23%前後まで低下する一方、出資比率が17%のイタリアについては購入シェアが19%に上昇している（第9図）。

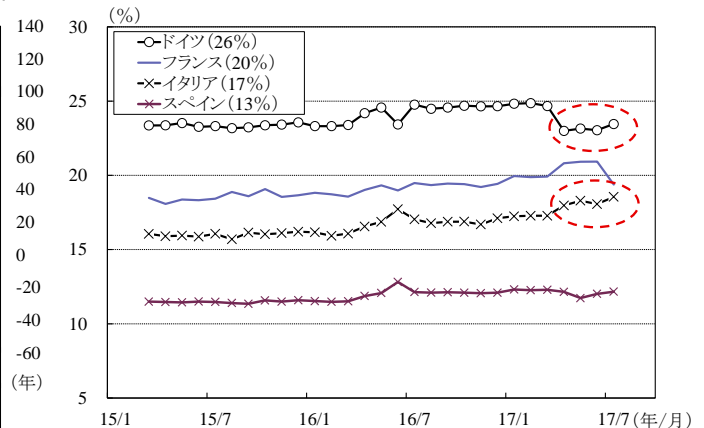
今後、ECBは「デフレ圧力がリフレに置き換わった」という認識の下、これまでの景気回復に応じた調整として2018年初めからAPPの規模を段階的に縮小する公算が大きい。ただし、消費者物価上昇率は7月も前年比+1.3%とECBが目標とする「中期的に前年比+2%をやや下回る」水準に未だ達していない。基調を示すコアで見ると、ドイツでは同+1.5%と加速し好況期（2001年～2007年）の平均である同+1.1%を既に上回る一方、その他ユーロ圏では同+0.6%と同平均（同+2.1%）を依然として下回り加速感に乏しい状況が続いている。このため、利上げに関しては、相対的に景気回復が遅れている国等への配慮から慎重なスタンスを維持するとみられる。

第8図：資産購入プログラムによる銀行財務への影響



(資料) 欧州中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：公的部門債券購入に占める国別シェアの推移



(注) カッコ内の数字は、欧州中央銀行への出資シェア。
(資料) 欧州中央銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

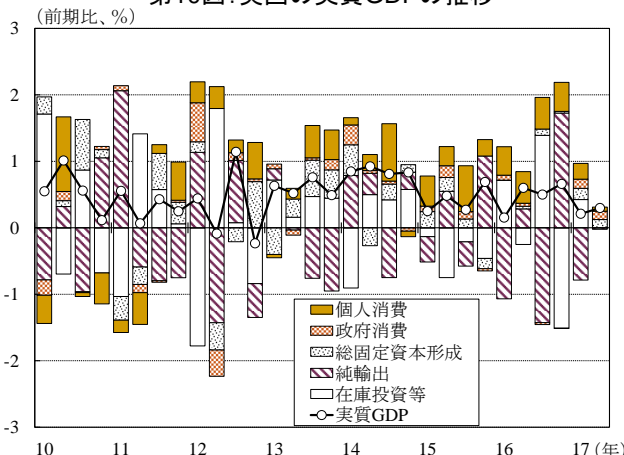
2. 英国

(1) 景気の現状

英国の景気は年初以降、低調に推移している。4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、前期の同+0.2%は上回ったものの、昨年後半の平均（同+0.6%）に比べて低めの伸びに止まった（第10図）。ポンド安に起因するインフレ高進を受けた個人消費の鈍化が下押し要因となっている。加えて、企業の設備投資は前期比横ばいに止まり、住宅投資も減少に転じた。一方、輸出は増加に転じ、純輸出（輸出-輸入）の成長率に対する寄与度はマイナス幅が縮小した。

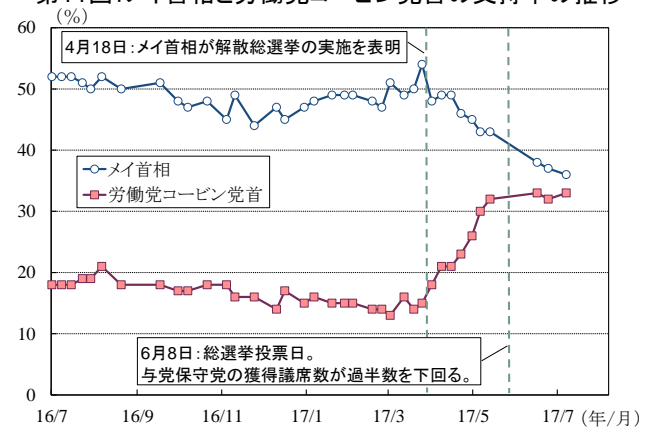
政治面では、6月8日に行なわれた総選挙で与党保守党が議席を減らし、下院の過半数を割り込んだ。保守党は、北アイルランドの保守系政党、民主統一党の閣外協力を取り付け過半数を確保したが、メイ首相の支持率は下落が続いており、政局の先行き不透明感が再び増している（第11図）。今後一段と政局が混迷した場合には、マインドの下押しやEU離脱交渉の遅延等の迷走リスクに警戒が必要となろう。

第10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11図：メイ首相と労働党コービン党首の支持率の推移



(注) 「どちらが首相にふさわしいか」との質問への回答。
(資料) YouGov資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

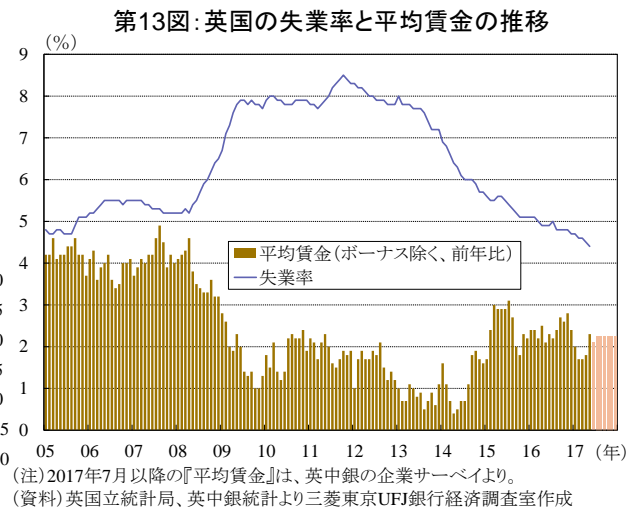
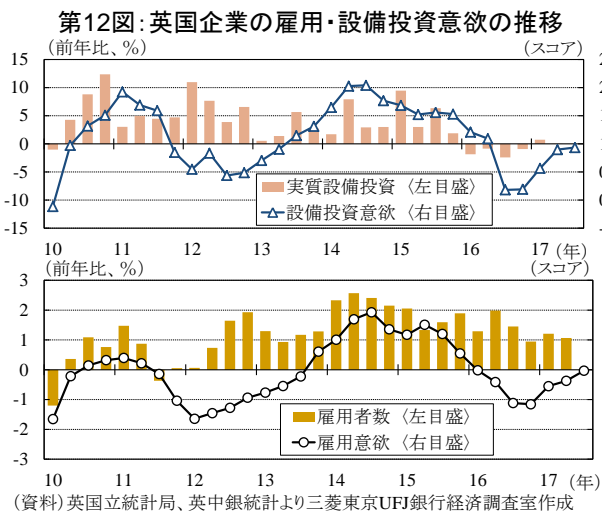
(2) 今後の見通し

今後も EU 離脱に関連する先行き不透明感が根強く残ると予想されるなか、英国の実質 GDP 成長率は、従来、巡航速度とされてきた年率+2%台前半を当面下回る可能性が高い。ただし、2017年と2018年を比較した場合、共に低調ながら2018年は相対的に景気が安定化するとみる。国民投票直後のマインドの大幅悪化やポンド急落による影響が一巡し、景気下押し圧力が緩和していくと予想されるためである。

企業部門からみると、足下の設備投資は力強さを欠く状態が続いているが、投資意欲は年初以降、輸出が堅調な製造業を牽引役に持ち直し傾向を辿っている（第12図上段）。昨年後半のマインド落ち込みに伴う投資手控えが後退することで、先行きの設備投資は緩やかながら増加基調に復するとみる。輸出については、主要輸出先であるユーロ圏や米国の底堅い景気拡大を受けて受注の伸びが高まっており、先行きも堅調が予想される。7月の製造業購買担当者指数（PMI）の輸出受注指数は2011年以来の水準まで上昇した。

家計部門については、雇用者数が底堅い伸びを維持するなか、4-6月期の失業率は4.4%と1975年以来の低水準となった（第13図）。企業の雇用意欲も持ち直し傾向にあることから、雇用環境は引き続き良好な状態を保つとみられる（第12図下段）。一方、足下の賃金上昇率は前年比+2%前後とインフレ率を下回る状態が続いている。英中央銀行（BOE）の企業サーベイによると、企業は今年の賃上げ率を同+2.0~2.5%と見込んでいるため、賃金は2%程度の低めの伸びが継続する可能性が高い。もともと、先行きはポンド安の影響一巡によるインフレ率の低下が実質賃金の押し上げ要因となろう。来年にかけて、雇用の増加持続と相まった実質所得の回復が個人消費の持ち直しに寄与すると予想する。なお、1-3月期の貯蓄率は1.7%と、現行統計でさかのぼれる1963年以降で最低の水準となっている。所得に比して足元の消費水準がやや過大となっている可能性があり、反動で消費の伸びが抑制されるリスクについては留意が必要である。

実質 GDP 成長率は、2017年は前年比+1.4%と2012年以来の低い伸びに鈍化した後、2018年は小幅に持ち直して同+1.5%となると予想する。

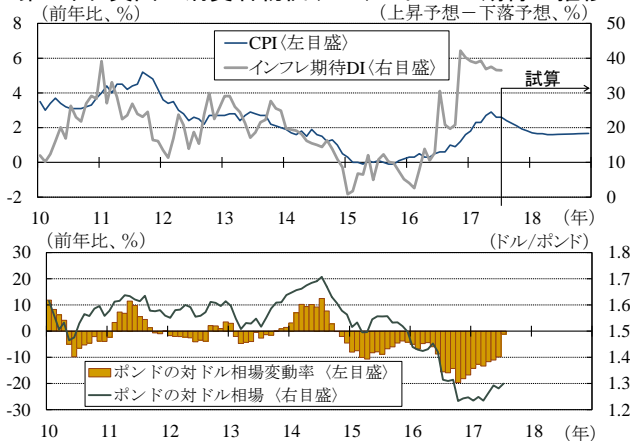


(3) 物価と金融政策

消費者物価上昇率は、5月に前年比+2.9%と2013年6月以来の水準まで高まった後、6月と7月は同+2.6%に鈍化した。物価押し上げ要因の一巡を受けて、インフレ率にピークアウトの兆しがみえ始めたと判断される（第14図上段）。昨年後半の大幅なポンド安は輸入物価の上昇を通じ消費者物価上昇率の加速をもたらしたが、今年初以降はポンドの下げ止まりにより、輸入インフレ圧力は緩和しつつある（第14図下段）。また、原油価格は今年初から頭打ちとなっており、先行きも上値の重たい展開が予想される。加えて、低失業率にもかかわらず、企業は賃上げ幅の拡大に慎重な姿勢を維持しているため、賃金要因によるインフレ圧力も限定的である。消費者のインフレ期待もピークアウトしており、インフレ率は来年初にかけて低下していくと予想する。

5月までインフレ率が加速傾向を辿ったことを受け、BOEではインフレ警戒感が高まった。金融政策委員会（MPC）で複数の委員が利上げに票を投じたほか、カーニー総裁も利上げを検討する考えを示している（第2表）。ただし当室では、先行きのインフレ鈍化によってBOEのインフレ警戒感は和らいでいくと予想する。来年初には消費者物価上昇率がBOEの目標である前年比+2%を下回り、金融政策は当面、現状維持が続くとみる。

第14図：英国の消費者物価（CPI）とインフレ期待の推移



(資料) 英国立統計局、欧州委員会統計、Macrobondより
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：利上げに関するBOE高官の発言

6月15日	MPCで金融政策の据え置きが決定されるも、政策委員8人のうち3人(フォーブス、マカファーティ、ゾンダース委員)が利上げを主張。
6月16日	フォーブス委員、ポンド安によるインフレ押し上げ効果は一時的なものに止まらない可能性を指摘。
6月28日	カーニー総裁、向こう数ヶ月以内に利上げについてMPCで討議すると発言。
6月29日	ハルデーン理事、利上げを真剣に検討すべきと発言。
7月4日	ゾンダース委員、迅速な利上げが必要と主張。
7月12日	マカファーティ委員、量的緩和の早期解除を主張。
8月3日	MPCで金融政策の据え置きが決定されるも2人の委員(マカファーティ、ゾンダース委員)が利上げを主張(フォーブス委員は6月末に退任)。加えて、今後1年以内に利上げが行なわれる可能性のあることが示唆された。
8月4日	ブロードベント副総裁、小幅利上げの可能性を示唆。

(資料) 各種報道、英中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香、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)		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
ユーロ圏	1.7	1.8	1.6	0.2	1.5	1.5	4,125	3,681	3,438
ドイツ	1.9	1.9	1.8	0.4	1.6	1.8	2,903	2,857	2,920
フランス	1.2	1.4	1.2	0.3	1.2	1.3	▲ 210	▲ 336	▲ 321
イタリア	0.9	1.2	1.1	▲ 0.1	1.4	1.4	473	460	446
英国	1.8	1.4	1.5	0.7	2.3	1.6	▲ 1,145	▲ 755	▲ 700
ロシア	▲ 0.2	0.8	1.2	7.1	4.3	4.2	250	313	253

(2) 需要項目別見通し

(前年比、%)

	ユーロ圏			英国		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
名目GDP	2.6	3.2	2.9	3.6	3.7	3.4
実質GDP	1.7	1.8	1.6	1.8	1.4	1.5
<内需寄与度>	2.2	1.6	1.6	2.2	1.5	1.3
<外需寄与度>	▲ 0.4	0.2	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.2
個人消費	2.0	1.6	1.4	2.8	1.6	1.2
政府消費	1.8	1.4	1.3	0.8	1.3	0.9
総固定資本形成	4.1	3.1	2.9	0.5	1.9	0.9
在庫投資(寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.5	▲ 0.1	0.2
輸出	3.2	4.3	3.3	1.8	2.7	1.9
輸入	4.6	4.2	3.7	2.8	2.8	1.1

(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. 『消費者物価上昇率』は、EU統一基準インフレ率(HICP)。

(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

～輸出の高い伸びは一巡するも、内需を中心に安定成長が持続～

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、4-6 月期の実質 GDP 成長率が前年比+6.9%と前期と同じ伸びとなり、生産能力の調整を含む投資減速を輸出と個人消費の加速が補い、狭いレンジ（同+6.7～6.9%）内の安定成長が2年に亘り持続している。

中国以外のアジア諸国・地域についても、物価の低位安定が続くなか、個人消費を中心とした堅調な内需に加え、輸出の増加とそれに伴う投資の回復もあり、総じて緩やかな成長軌道を辿っている。4-6 月期の実質 GDP 成長率を個別にみていくと、NIEs では、韓国が消費者マインドの改善を受けた個人消費の持ち直しや企業設備投資の拡大などにより、前年比+2.7%（1-3 月期：同+2.9%）と 2%台後半の成長を維持したほか、香港が同+3.8%（1-3 月期：同+4.3%）、台湾も同+2.1%（1-3 月期：同+2.6%）と一定の底堅さを示した。ASEAN のうち外需依存型経済のマレーシアでは、堅調な輸出と個人消費の拡大などを支えに同+5.8%（1-3 月期：同+5.6%）と 2年ぶりの高い伸びとなり、タイでも個人消費が底堅さを維持するなか、輸出や政府消費の拡大を受け同+3.7%（1-3 月期：同+3.3%）と約 4年ぶりの水準へ加速した。内需主導国のインドネシアは個人消費を牽引役に 2 四半期連続の同+5.0%と安定成長が持続、フィリピンも堅調な個人消費に加え、政府支出の拡大も押し上げ要因となり同+6.5%（1-3 月期：同+6.4%）と小幅に加速した。またインドでは、昨年 11 月の高額紙幣廃止と新紙幣供給の遅れによる経済活動へのマイナスの影響は略一巡し、個人消費を中心に高めの成長を維持しているとみられる。

他方、豪州でも、個人消費などの内需を中心とした緩やかな回復が続いている。

(2) 見通し

先行きを展望すると、アジア全体として、個人消費を中心に内需が堅調さを維持するほか、輸出の拡大に伴う民間投資の回復も見込まれ、2018 年にかけて安定した成長が続くとみられる。

まず中国については、重工業、不動産セクターを中心に構造調整に伴う景気減速圧力はかかり続けるものの、輸出と個人消費の堅調な拡大が見込まれるほか、インフラ投資の拡大に加えて政府の景気挺入れ策の余地もあり、2018 年にかけて減速しつつも前年比+6%台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堅調さを維持する見込みである。足元の好調な輸出は、半導体需要の循環的な活況や秋の党大会を前に政府主導で景気の安定が実現している中国経済などの好条件が重なっていることが背景にあり、来年にかけて拡

大ペースは緩む公算が高いものの、先進国需要の拡大を起点に緩やかな増勢は維持できよう。このため 2018 年にかけて実質 GDP 成長率は、外需依存度の高い NIEs 全体で前年比 +2% 台半ば、ASEAN5 カ国についても同 +5% 強での推移が続こう。インドでは、目先、7 月に導入された物品・サービス税 (GST) の影響には目配りが必要だが、中銀の利下げもあり、堅調な内需を牽引役に引き続き高めの成長が続くと予想される。

豪州は、個人消費が底堅さを維持するなか、資源価格の持ち直しを受け鉱業部門の下押し圧力も徐々に弱まることで、引き続き緩やかな景気回復が続く見通しである。

当面のリスクとしては、米国の利上げや地政学リスクの高まり等による金融市場不安定化など外部環境の変化が挙げられよう。足元のアジア主要通貨は、良好なファンダメンタルズを背景にした海外からの資本流入拡大等を支えに総じて安定した動きが続いている。但し、昨年 11 月の米国における大統領選後、米金利・ドル高が進むなかで、アジア主要通貨の多くも一時急速な通貨安に直面したのは記憶に新しい。原油価格の頭打ちなどもあり、インフレ圧力が後退するなか一部の国では利下げ余地が生まれているが、緩やかながらも米国では利上げの継続が見込まれており、急激な資金流出・通貨下落リスクは依然燻っている。自国通貨安はインフレ高進に繋がり易く、緩和的な金融政策の継続を困難とし、堅調な個人消費や拡大に転じてきた企業活動に水を差しかねないため留意が必要である。

第1表:アジア・豪州経済見通し総括表

	名目GDP(2016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、%	2016年 実績	2017年 見通し	2018年 見通し	2016年 実績	2017年 見通し	2018年 見通し	2016年 見通し	2017年 見通し	2018年 見通し
アジア11カ国・地域	18.17	100	5.9	6.1	5.8	2.2	1.9	2.2	4,704	3,659	3,534
中国	11.22	61.7	6.7	6.8	6.4	2.0	1.5	1.7	1,964	1,321	1,224
インド(年度ベース)	2.26	12.4	7.1	7.4	7.6	4.5	3.1	4.5	▲152	▲327	▲367
NIEs	2.56	14.1	2.4	2.5	2.4	1.1	1.6	1.6	2,425	2,313	2,352
韓国	1.41	7.8	2.8	2.7	2.6	1.0	1.9	1.6	987	910	903
台湾	0.53	2.9	1.5	2.0	2.1	1.4	1.2	1.3	723	716	730
香港	0.32	1.8	2.0	2.8	2.3	2.4	1.6	2.0	149	89	101
シンガポール	0.30	1.6	2.0	2.5	2.2	▲0.5	0.8	1.4	567	599	618
ASEAN5	2.14	11.8	4.9	5.1	5.1	2.4	3.3	3.6	467	351	325
インドネシア	0.93	5.1	5.0	5.1	5.2	3.5	4.2	4.6	▲168	▲180	▲183
マレーシア	0.30	1.6	4.2	5.2	4.6	2.1	3.9	2.8	69	70	68
タイ	0.41	2.2	3.2	3.5	3.5	0.2	0.7	1.5	477	432	388
フィリピン	0.30	1.7	6.9	6.4	6.3	1.8	3.1	3.4	6	▲0	1
ベトナム	0.20	1.1	6.2	6.3	6.4	2.7	3.9	4.2	82	30	51
オーストラリア	1.22	-	2.4	2.4	2.7	1.3	2.0	2.1	▲332	▲371	▲368

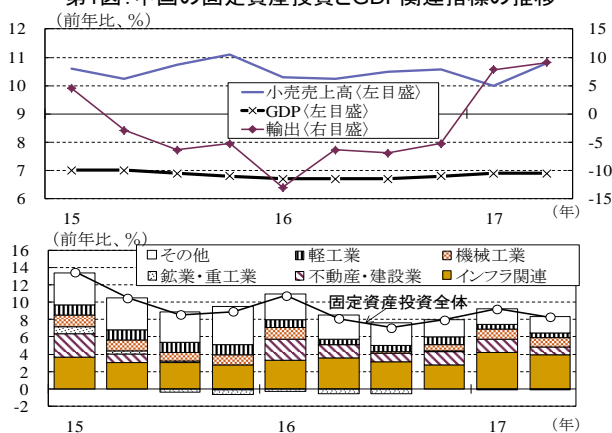
(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通しのキーポイント

(1) 中国経済

中国経済は安定成長を続けている。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期に続き前年比 +6.9% となり、同 +6.7~6.9% という狭いレンジでの推移が 2 年に及ぶ（第 1 図）。別統計から詳細をみていくと、過剰生産能力の調整に伴う鉱業・重工業向け投資の低迷が続き、高水準のインフラ投資には若干の一服感、不動産投資にも購入規制強化の影響が出てくる一方、輸出・個人消費は加速した。なお、直近 7 月の経済指標は総じて前月から伸びが低下している（第 2 表）。内需には全国的な猛暑や中部・南部の洪水の影響があり、輸出では牽引役である欧米向けの減速が響いた。

第1図：中国の固定資産投資とGDP関連指標の推移



(資料) 中国国家統計局等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

	2017年				
	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP(前年比、%)	6.9		6.9		n.a.
輸出(前年比、%)	16.0	7.5	8.3	11.3	7.2
輸入(前年比、%)	20.0	11.7	14.5	17.2	11.0
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3
小売売上高(前年比、%)	10.9	10.7	10.7	11.0	10.4
工業生産(前年比、%)	7.6	6.5	6.5	7.6	6.4
製造業PMI	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4
非製造業PMI	55.1	54.0	54.5	54.9	54.5
消費者物価(前年比、%)	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4
生産者物価(前年比、%)	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家統計局発表の指標。

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) 中国国家統計局等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

このように足元では天候・災害等の要因もあり、景気の増勢はやや鈍ったとはいえ、前年比 +6% 台の成長は来年にかけても維持できるものと予想される。過剰生産能力の削減に伴う投資への下押し圧力は続くものの、素材価格持ち直しなどによるポジティブな効果も顕在化しつつある上、輸出回復、消費の堅調な拡大といったプラスファクターもある。加えて、習近平政権には、当面、多様な政策を総動員してでも安定成長を志向すべき理由がある。秋に迫った共産党大会（5年に1度開催される最重要会議）において、習政権の2期目に磐石の体制を築けるように指導部人事を決定するために不可欠だからである。また、大会後も急速な景気減速により社会の安定を損なうリスクを看過するとは考えにくい。

以下詳細をみていく。前年に続き、2017年も生産能力削減は鉄鋼・石炭で順調に進展しており、年間目標に対する達成率は鉄鋼で84.8%（5月末）、石炭で85%（7月末）となっている。もっとも、地条鋼（スクラップを原料とする粗悪な鉄鋼製品で統計上把握されていないが、生産能力は約1億トンといわれる）については、国家発展改革委員会が6月末までに全廃という目標を達成したと発表した。しかし、國務院の抜き打ち検査で違法生産が発覚し、李克強首相が改めて厳格な取締りを指示した。こうした状況は削減の実態に疑義を生じさせるものであるが、鉄鋼・石炭ともにインフラ投資拡大による需要喚起と相まって、市況が回復していることは事実であり、その結果、2017年1-6月の利益総額は鉄鋼業で前年比1.9倍、石炭業で同15.1倍にも達している。なお、工業・情報化部によれば、アルミ、セメント、板ガラスでも過剰生産能力の削減が進展しているとのことである。

過剰生産能力の削減に伴う鉱業・重工業向け投資の減少が不可避であるにもかかわらず、経済が安定成長を続けることができたのは前年比+20%超のインフラ投資拡大によるところも大きい。その投資主体は国有企業で、これを支える PPP（政府・企業連携）については 6 月末時点で事業数 1 万 3,554 件、総事業費 16.4 兆元に膨らんでおり（第 2 図）、新たな地方政府・国有企業債務の膨張の恐れをほらむとの見方もある（実際、中央政府も違法な資金調達を阻止すべく管理強化を進めている）。ただし、インフラ投資拡大による成長の底支えは減税・費用削減策とともに民間企業の経営環境の改善に貢献しており、製造業や第三次産業向け投資の加速を間接的に促すプラス面もあることは否定できない。

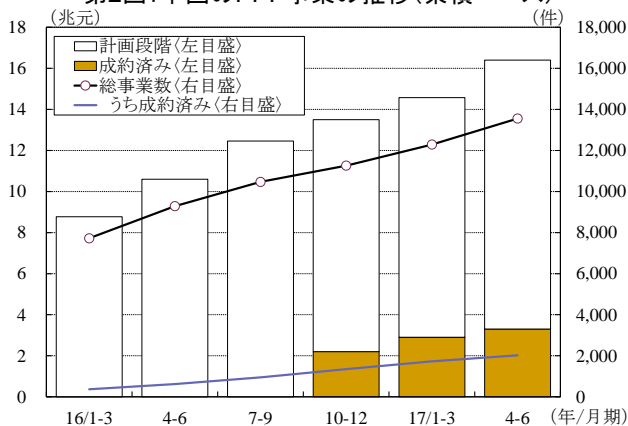
不動産投資については、住宅在庫に応じた土地供給策の下で底堅い推移が見込めそうである。住宅在庫は 2016 年初頭のピークに比べ▲26.7%も低い水準にまで減少してきている。2016 年秋以降、大都市圏を中心とした住宅価格が高騰した地域では、地方政府による住宅販売規制再導入の動きが拡大した結果、需要が中小都市にシフトし、足元の在庫削減は中小都市が中心となっていると報じられている。農民工（都市在住の農村戸籍保有者）が大都市圏から出身地域の中小都市に移転する動きも指摘されており、これは中央政府が期待した通りの都市化進展といえる。

個人消費は堅調さを維持しよう。年初からの小型車減税の減税幅引き下げ（5%→2.5%）のマイナス影響は緩和されつつあり、また、住宅市況が崩れないという前提の下では家具・建築資材等の住宅関連品の伸びも底堅い推移が予想される。安定成長下、求人倍率は 1.1 倍超まで上昇し、所得拡大は若干ながら加速という良好な雇用・所得環境が持続している。また、ネット販売も引き続き前年比+40%台の高率の伸びで牽引役を果たしている。

一方、輸出については海外景気回復の下での増加基調がメインシナリオながら、不確定要素が強まっている。貿易政策における米政府の軟化は北朝鮮問題解決に向けた中国の影響力行使への期待によるところが大きかったが、この期待は失望に転じている。7 月の第 1 回米中包括経済対話も新たな通商合意に至らず、また、8 月にはトランプ大統領の指示を受けて米通商代表部が通商法 301 条に基づく知的財産権侵害などについての調査開始を正式発表した。これに中国商務部は強い不満を表明し、報復を示唆した。本格的な制裁合戦は双方に痛手が大きいという事実が歯止めをかけるとの見方は根強いものの、先行きは予断を許さない。

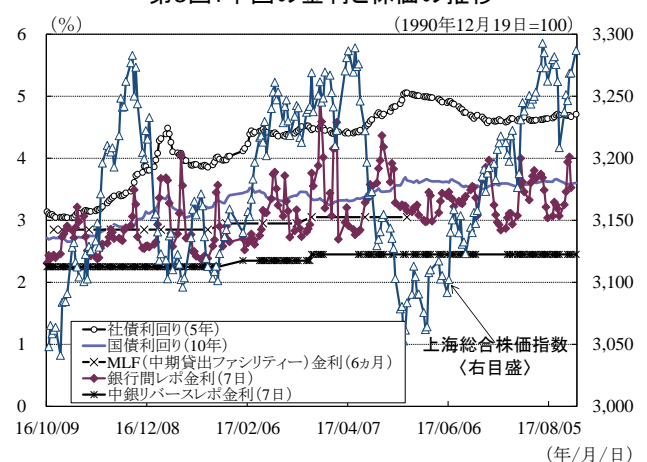
また、金融面のリスクも視野に入れておく必要がある。7%近い経済成長が続いているにもかかわらず、海外において中国リスクへの警戒感が収まらないのはそれが債務の急拡大を伴っているためである。中国当局は年初来、金利の高め誘導やシャドーバンキング規制の強化といったデレバレッジへの取り組みを進めているが、従来とは逆方向の政策であるだけに短期金利の急騰、株価の急落といった金融・資本市場の動揺が一時的に生じている（第 3 図）。7 月 24 日の中央政治局会議では、年後半の経済運営について構造調整の進展とシステムリスクの回避を強調しているが、金融当局が市場の動勢に応じた的確で機動的なコントロール機能を果たせるか注視を要しよう。

第2図：中国のPPP事業の推移(累積ベース)



(注)2016年7-9月期以前の成約済み案件の事業費に関する数値は不明。
 (資料)中国財政部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：中国の金利と株価の推移



(資料)中国人民銀行等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

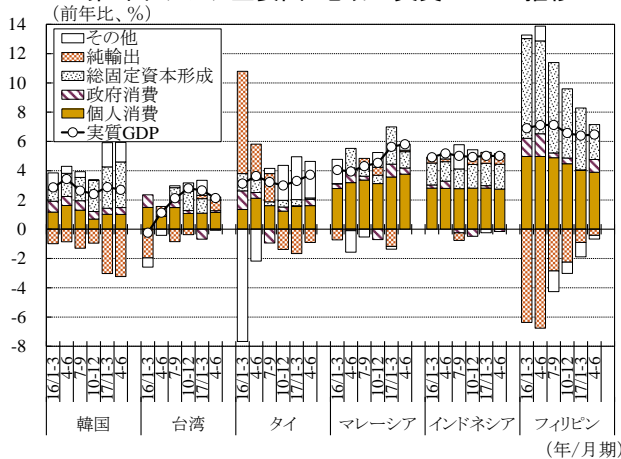
(2) その他アジア諸国・地域

中国以外のアジア諸国・地域に目を転じると、内需が底堅く推移している(第4図)。個人消費は、雇用・所得環境や物価の安定、消費者マインドの改善などを背景に引き続き堅調な状態が続いている。また輸出は、世界的に旺盛な半導体需要や秋の党大会を前に政府主導で景気の安定が実現している中国経済などの好条件も重なり、高めの伸びを維持している(第5図)。

この先も、内需の底堅さが続くなか、輸出の拡大に伴う好影響の波及も加わり、安定した成長が続くと予想する。まず個人消費は、総じて安定した雇用・所得環境の継続により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やインフラ投資の拡大も引き続き内需拡大をサポートしよう。韓国では7月に11兆ウォンの補正予算(政府試算によるとGDPへの寄与は+0.2%ポイント)が成立し、文政権が公共部門での雇用拡大や最低賃金引き上げ、社会福祉拡充(5年間で総額178兆ウォン)を主な柱とする「国政運営5ヵ年計画」(2018年~22年)を発表したことなども受けて、消費マインドが大きく改善している。財源として大企業に対する増税などを前提としており、企業部門への下押しが懸念されるものの、個人消費の持ち直しなどが当面の成長率を押し上げる方向に働くとみられる。また、フィリピンでは、今年度予算案でインフラ支出をGDP比5.4%まで拡充しているほか、今後5年間で総額8.4億ペソを投じてインフラ整備を行う計画を発表している。フィリピンの投資率(総固定資本形成/名目GDP)は20%近辺で長期低迷が続いてきたが、2016年には25%程度とタイやマレーシアなどと同水準まで上昇した。ビジネス環境の改善を受けた投資拡大や国内での雇用創出など、中長期的な成長へのプラス効果が期待される。但し、財源確保に向け鍵を握る税制改革の行方次第では投資の規模の縮小に繋がりがかねず、注視が必要である。各国中銀の金融政策については、概ね政策金利の据え置きが続いているが、インフレ率の低下を受け、7月にベトナム、8月にインドおよびインドネシアの中銀はそれぞれ利下げを実施している。通貨価値や物価の安定が保たれるなか、米国の追加利上げペースについても過去の利上げ局面に比べ緩やかになる見込みであることなどから、当面は景気に配慮した運営を続け得るとみられる。

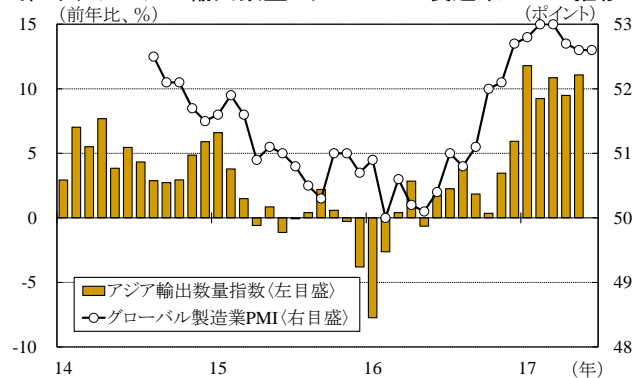
輸出については、来年にかけて増加ペースは徐々に鈍化していくものとみられるものの、先進国需要の拡大を起点にした増勢は維持されよう。輸出の増加に伴う企業収益の改善は、民間投資を持ち直させるとともに個人消費の拡大を可能とする家計所得の増加を補強し、輸出依存度の高い NIEs やマレーシア、タイなどの成長率の押し上げに寄与する見通しである。

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：アジアの輸出数量とグローバル製造業PMIの推移



(注) 『輸出数量』は、韓国、台湾、シンガポール、マレーシア、タイの輸出数量の前年比伸び率を2016年の各国・地域の輸出額で加重平均したもの。3ヵ月移動平均値。

(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

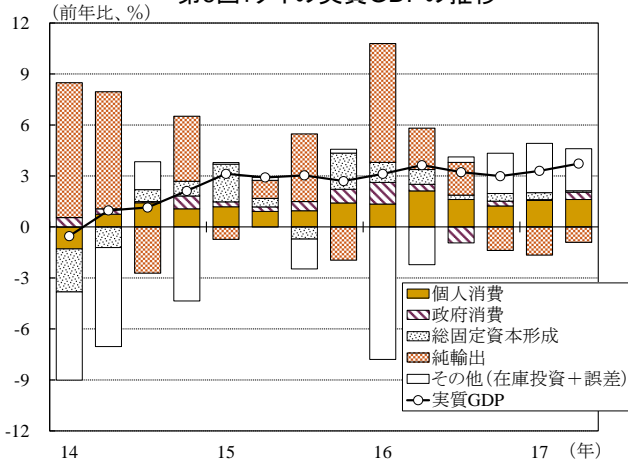
(3) タイ経済

タイ経済は堅調に推移している。4-6月期の実質GDP成長率は前年比+3.7%と1-3月期の同+3.3%から加速した（第6図）。内訳をみると、個人消費が底堅く推移するなか、政府消費の拡大に加えて、財・サービス輸出の増加による純輸出のマイナス寄与の縮小が押し上げ要因となった。外国人来訪者数を国別にみると、全体の約3割を占める中国については違法ツアー会社摘発の影響が一巡しつつあるほか、レバラン（断食明け大祭）休暇が今年は6月末（去年は7月）にあった影響もあり、インドネシアやマレーシアなど周辺諸国からの来訪者数が増加した（第7図）。総固定資本形成は、前期までの予算執行加速の反動などで建設を中心に公共投資が落ち込み、全体の伸びを抑制したが、首都圏におけるコンドミニアム建設の活発化や、電子・電機や食品・飲料、通信分野などを中心とした設備投資拡大を背景に民間投資は1年ぶりにプラスの伸びとなった。

先行き、輸出および個人消費の緩やかな拡大、鉄道や高速道路などのインフラ投資による下支えもあり、緩やかなペースでの成長が続くとみられる。個人消費については、輸出や外国人来訪者数の回復を背景とした家計所得の増加が下支えしよう。但し、7月末に中銀が発表したクレジットカード・ローンと個人ローンの規制強化措置（9月1日から適用）は低所得層の家計債務抑制を主眼としているものの、クレジットカードによる消費は昨年半ばから鈍化傾向を辿っており、消費の伸びは引き続き緩やかとなる公算が高い。なお、7月末から8月初めにかけて東北部・北部を中心に発生した洪水被害については、農業生産の落ち込みや消費者マインドの悪化などが農産物輸出や個人消費の下押し要因となる可能性があるものの、政府が被災地支援に関わる税制優遇措置や被災地の中小企業に対する低利融資などの支援策を打ち出していることもあり、経済へのマイナス影響はそれ程大き

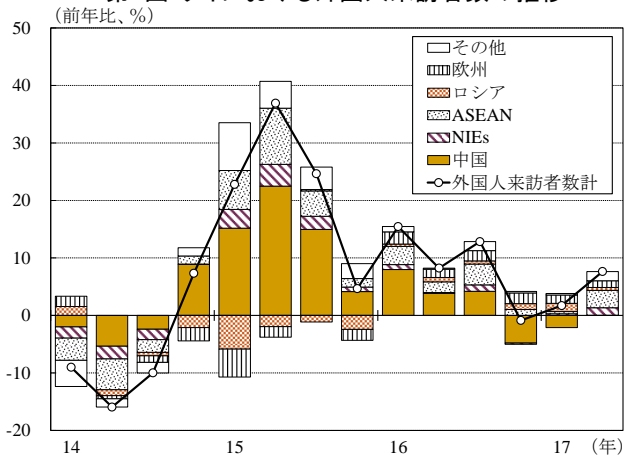
くならない見込みである。

第6図：タイの実質GDPの推移



(資料)タイ国家経済社会開発局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：タイにおける外国人来訪者数の推移



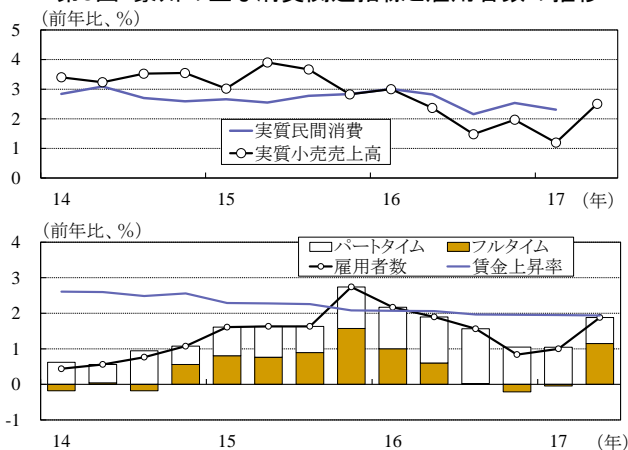
(資料)タイ観光庁統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 豪州経済

豪州経済は、1-3 月期についてはサイクロン被害による住宅投資と輸出の落ち込みなどにより一時的に減速したものの、内需を中心とした緩やかな回復基調は概ね維持されている（4-6 月期の GDP 統計は 9 月 6 日に発表予定）。個人消費は、雇用者数の増加や低金利の継続などを受け底堅い推移を続けている（第 8 図）。

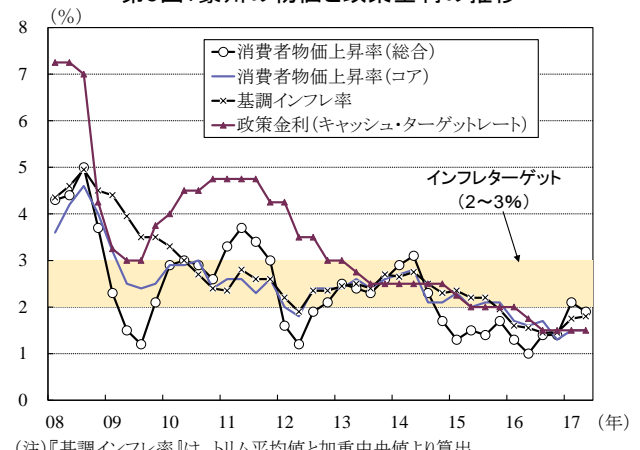
先行き、景気に配慮した金融政策の継続などによる個人消費の拡大が続くなか、商品市況持ち直しを背景に鉱業部門の下押し圧力が徐々に弱まることで、緩やかな景気回復が持続する見通しである。金融政策については、中銀は昨年 8 月以降、政策金利を過去最低の 1.5% で据え置いている。4-6 月期の消費者物価上昇率は、燃料価格下落の影響などで前年比 +1.9% と再び中銀の目標レンジ（同 +2~3%）を下回る水準に低下した（第 9 図）。年後半以降には公共料金の引き上げなどが押し上げ要因となる可能性があるものの、賃金の伸びは緩やかであり、需要面からのインフレ圧力は総じて弱い。豪ドル高への警戒もあり、当面は政策金利の現状維持が続く公算が高い。

第8図：豪州の主な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：豪州の物価と政策金利の推移



(注)『基調インフレ率』は、トリム平均値と加重中央値より算出。
(資料)豪州統計局、準備銀行統計より三菱東京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

～回復方向だが各国の政治情勢に波乱要素あり～

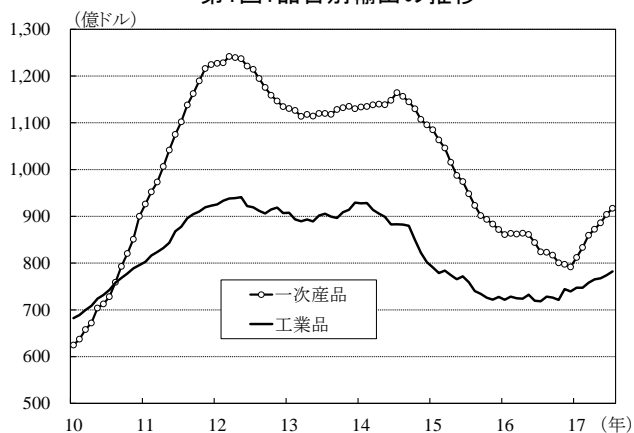
1. ブラジル

(1) 景気の現状

ブラジル経済は緩やかな回復に向かい始めた。世界景気の改善と一次産品市況の底入れで一次産品輸出が回復してきているほか、工業品輸出も下げ止まりから若干の持ち直しが確認できる（第1図）。1-3月期の実質GDP成長率は前期比+1.0%となり、2年ぶりにプラス成長に戻った。4-6月期も同プラス成長を維持したものと見られ、ブラジル経済はようやく長いトンネルから抜け出したと言えよう。

しかし、景気は底入れしつつあるとは言え、その勢いは鈍い。最大の需要項目である個人消費については、消費者マインドには改善がみられるものの、失業率の上昇・高止まり、住宅価格の下落などを背景に軟調が続いている。鉱工業生産は月次ベースで昨年初から一進一退（第2図）、四半期ベースでは直近4-6月期に前期比+0.9%と1-3月期の同+1.1%から増加ペースが鈍っている（第2図）。

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：鉱工業生産の推移



(資料) ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

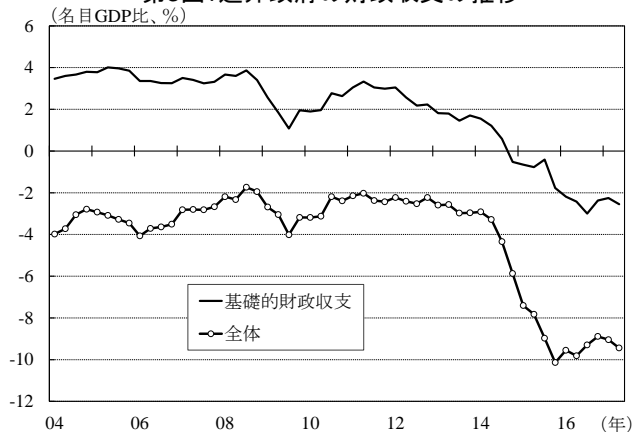
政治的な混乱も懸念材料である。5月にテメル大統領自身の収賄疑惑が発生し、ルセフ前大統領と同じように弾劾を受けるのではないかと観測が浮上した。その後、反政権派に対する切り崩しが奏功し、国会はテメル大統領への告発受け入れを否決、テメル政権は崩壊の危機を回避した。もっとも、政権は引き続き逆風にさらされている。世論調査によると81%が大統領の告発を求めており、政権への支持率は一桁台に低迷している。政権の指導力は弱いと言わざるを得ない。

今後の重要施策としてテメル政権は年金制度改革を掲げている。ブラジルの年金支出は、65歳以上人口が全体の8%と低い比率に止まっているにも関わらず、すでに名目GDP比で7.4%に上っている。高齢化が進行している先進国(OECD加盟国の平均)でも、全体

の 16.2%を占める 65 歳以上人口に対する支払額は名目 GDP 比で 7.9%に止まっていることを考えると、ブラジルの年金制度は過度に受給者に有利で、財政の大きな負担になっていると考えられる。年金制度改革は避けて通れない重要課題であるが、改革実現のためには憲法改正に準ずる手続きが必要であり、具体的には、上下両院でそれぞれ 2 回、全議席の 3 分の 2 以上の賛成を得る必要がある。政治的には非常に高いハードルと言えるだろう。最近の調査では有権者の 71%が年金改革に反対しており、与党議員からも様々な特例、適用除外を設けようとする動きが強まっている。この結果、改革の実効性は薄められ、法案が骨抜きにされてしまう可能性が指摘されている。

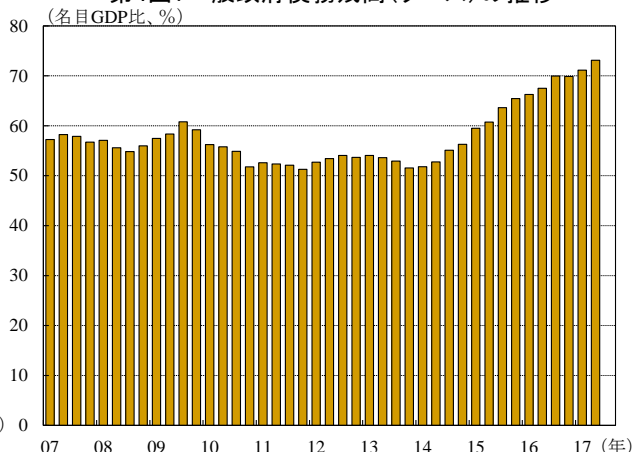
財政赤字は足元でも拡大傾向にある。政府は間接税の引き上げなど増収策を発表しているが、不況による歳入減少を補うには至っていない。今年の政府目標（基礎的財政収支の赤字を名目 GDP 比 2.1%以内に抑制）の達成は困難だとみられ、基礎的財政収支の赤字は名目 GDP 比で 2.6%、財政赤字全体では同 9.5%程度になると見込まれる（第 3 図）。財政赤字の拡大は政府債務残高の急速な積み上がりに繋がっており、2014 年末に名目 GDP 比 56.2%だった債務残高は、2015 年には 60%を突破、足元では 73.1%に達している（第 4 図）。債務の 95%は内国債であり直ちに通貨危機を引き起こす可能性は比較的小さいと考えられるが、その累増に歯止めをかけない限り、国債格付けの投資適格級への引き上げは望むべくもない。

第3図：連邦政府の財政収支の推移



(注)過去12ヵ月間累計の収支。
(資料)ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

第4図：一般政府債務残高(グロス)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

底入れしたとはいえ勢いに欠けるブラジル経済だが、朗報はインフレ率の鈍化が続いていることである。7月の消費者物価上昇率は前年比+2.7%と、ブラジル銀行のインフレ目標（前年比+4.5%±2.0%）の中心を大きく下回った（第 5 図）。インフレ率の低下が続いているため、ブラジル銀行は政策金利（Selic rate）を昨年 10 月からの合計 7 回の政策決定会合の全てで引き下げ、現在の水準は 9.25%となっている。政策金利が一桁になるのは 2013 年 8 月以来、約 4 年ぶりである。

政府が財政赤字の補てんのために計画している間接税や公共料金の引き上げが物価上昇要因になると見込まれるため、インフレ率がこの先、更に大きく低下することは想定し難い。ただし、その影響はせいぜい物価を前年比+1~2%ポイント程度、押し上げるに止まるとみられるため、インフレ率は同+4%台とブラジル銀行の目標圏内で推移する公算が大きい。低インフレと金利の低下は、国内需要の下支えになると見込まれる。

一方、年金制度の見直しに代表される構造改革は遅々として進みそうにない。そのため、ブラジル経済は、循環的には景気回復局面に入ったものの、構造改革推進などを背景とした中長期的な観点での成長期待が高まる展開にはなり難い。一般の工場ワーカーの賃金を比較すると、サンパウロ（ブラジル）は、ブエノスアイレス（アルゼンチン）よりは低いものの、その他のラテンアメリカ諸国と比べるとかなり高い（第6図）。アジアのライバル国と比べても、バンコク（タイ）の2.2倍、ホーチミン（ベトナム）の4.0倍の水準である。先述した寛大な年金制度以外にも、複雑な税制、高い税率、手厚い労働者保護が存在し、いわゆる「ブラジルコスト」が価格競争力を削ぐ要因となっている。ブラジルが一次産品頼みの経済構造から脱却するには、製造業を強化することで輸出の拡大、輸入代替を進める必要があるが、前途は多難と言わざるを得ない。

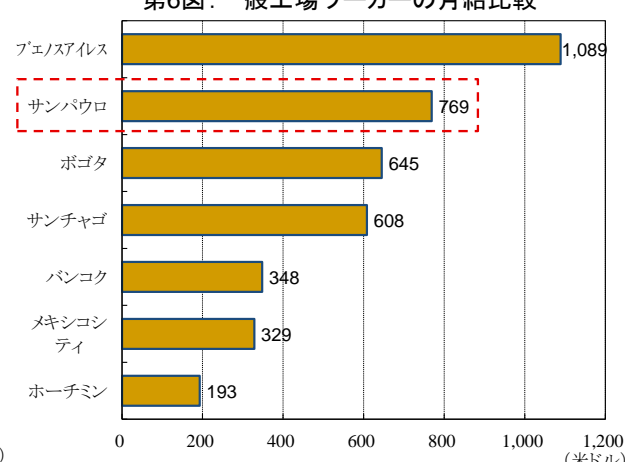
世界経済は安定しているものの、資源需要が大きく伸びるような環境ではなく、外需が牽引する成長は想定し難い。他方で、改革期待の高まりを受けた内需主導の力強い成長も見込まれない。実質GDP成長率は、2017年は前年比+0.5%と3年ぶりのプラス成長が見込まれ、2018年についても、雇用・所得環境の底入れや利下げの累積的な効果などを受け同+1.9%に持ち直すものの、回復ペースは緩やかなものに止まる公算が高い。

第5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6図：一般工場ワーカーの月給比較



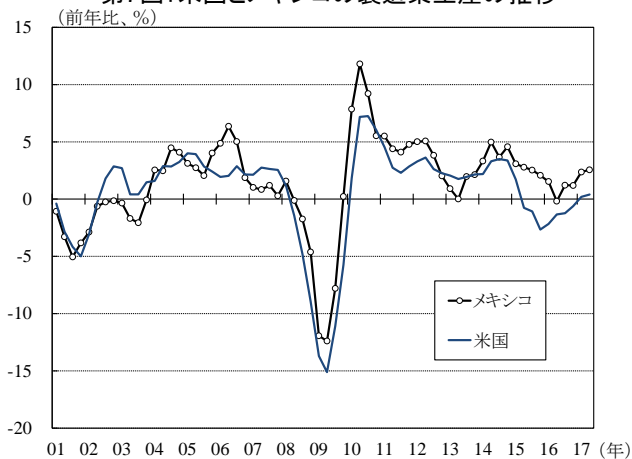
(資料)JETRO投資コスト調査より国際通貨研究所作成

2. メキシコ

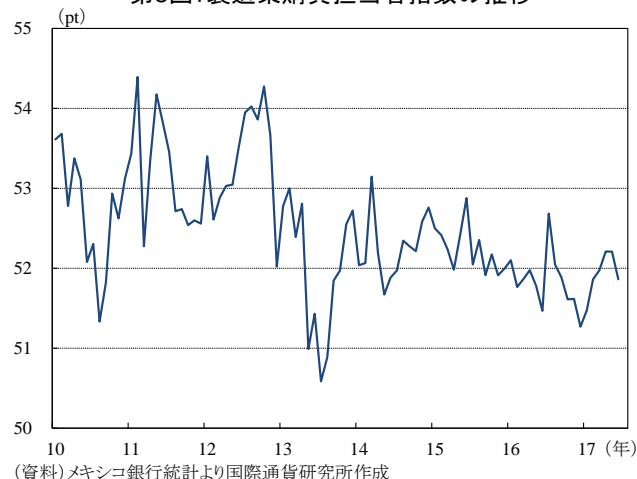
(1) 景気の現状

メキシコでは、米国でのトランプ政権誕生後、対米関係の悪化への懸念からセンチメント指数が一時急落したが、その後の同政権による政策運営の停滞・混乱は逆にメキシコでの不透明感を和らげる結果となっている。消費者センチメント指数は、直近7月には86.6まで上昇し、トランプ大統領当選時の水準（2016年11月：84.3）を上回ってきた。实体经济の動きをみても堅調に推移している。4-6月期の実質GDP成長率は前年比+1.8%と、前期からは減速したものの、同+2%前後の概ね安定的な成長を維持した。製造業は、米国での生産回復にも助けられ、昨年前半の減速局面から脱しつつあると判断される（第7図）。もっとも、企業経営者はメキシコ経済に対する比較的慎重な見方を変えていないようだ。7月の製造業購買担当者指数（PMI）は51.9と、一時に比べ持ち直してはいるものの、過去と比べると低い水準に止まっている（第8図）。8月から始まった北米自由貿易協定（NAFTA）の見直し交渉の帰趨が未だ不透明であることも一因だと思われる。

第7図：米国とメキシコの製造業生産の推移



第8図：製造業購買担当者指数の推移



米国とメキシコの経済は NAFTA により一体化が進んでいる。2014年の世界産業連関表によると、メキシコの第2次産業は米国の生産工程に1,236億ドル出荷（中間投入）し、最終需要向けに1,192億ドル出荷している（第1表）。それぞれ過去10年間で1.9倍、1.5倍に増加した。一方、米国の第2次産業もメキシコ生産工程に1,259億ドル、最終需要向けに386億ドル出荷している。米国からメキシコへの出荷額は、最終需要向けは少ないものの、生産工程向けについては、メキシコから米国への出荷額をわずかながら上回る規模である。例えば、大型車の生産では、エンジンなど高付加価値の部品が米国からメキシコに輸出され、メキシコで組み立てられた後、完成車としてメキシコから米国に輸出されるというサプライチェーンが多く形成されている。少なくとも、メキシコが一方向的に米国の雇用を奪っているという批判は当を得ていない。

第1表:カナダ、メキシコ、米国の産業連関表(2014年)

(億ドル)

		中間投入			最終需要		
		カナダ	メキシコ	米国	カナダ	メキシコ	米国
カナダ	第1次産業	397	11	72	121	1	26
	第2次産業	2,845	41	2,231	1,284	15	806
	第3次産業	8,934	10	173	13,307	5	197
	合計	12,176	62	2,476	14,711	21	1,029
メキシコ	第1次産業	0	368	17	3	156	85
	第2次産業	88	2,902	1,236	96	2,189	1,192
	第3次産業	5	3,206	68	5	8,802	76
	合計	93	6,476	1,321	105	11,147	1,353
米国	第1次産業	44	65	3,673	29	13	669
	第2次産業	1,622	1,259	37,387	912	386	24,539
	第3次産業	211	37	80,581	100	25	143,591
	合計	1,877	1,362	121,641	1,042	424	168,798

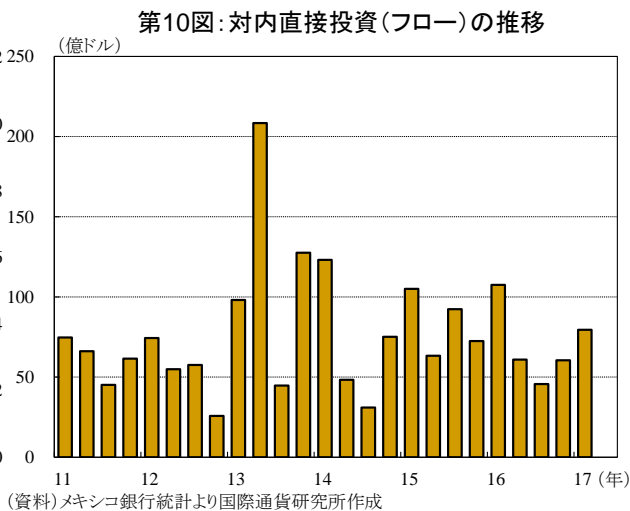
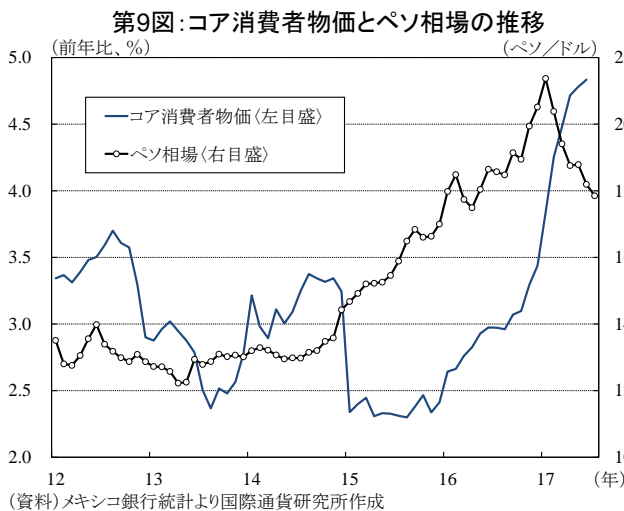
(資料) World Input-Output Databaseより国際通貨研究所作成

(2) 見通し

トランプ政権への極端な警戒感は薄れつつあり、ペソ相場も1ドル18ペソ近辺に回復してきた(第9図)。ただし、為替レートの下落が消費者物価を押し上げるまでには時間差があるため、インフレへの警戒は解けない。コア消費者物価(食料とエネルギーを除く総合ベースで、7月:前年比+4.9%)の上昇率がピークアウトしたと確認できるまでは、メキシコ銀行の金融引き締め姿勢が続くと思われる。政策金利は足元で7.0%まで引き上げられているが、この先も暫く高い状態が維持されると見込まれ、景気に対しては抑制要因となるだろう。

海外からの直接投資については、今のところ特に大きな変化は見られない(第10図)。しかし、遅れていたNAFTAの再交渉が始まり、米国は域内からの部品や素材の調達比率引き上げを含む「原産地規則の見直し」を強く求める方針のようである。見直し内容によっては対メキシコ投資に影響を及ぼす可能性も否定できず、交渉の進展を注意深く見守る必要があるだろう。

メキシコ経済に対する過度な悲観は後退したものの、景気の加速を期待することは当面難しい。実質GDP成長率は、2017年、2018年ともに前年比+2.0%前後に止まると予想する。なお、2018年7月には大統領選挙が実施される予定である。改革の推進を志向する現与党・制度的革命党の支持率は低迷しており、選挙戦の帰趨からも目が離せない。



3. アルゼンチン

(1) 景気の現状

放漫な財政運営とそれがもたらすインフレの高進、インフレの悪化を覆い隠すための政府による価格統制など、前政権による典型的なポピュリズム政策で疲弊したアルゼンチン経済がようやく回復に向かい始めた。2016年の実質GDP成長率は前年比▲2.3%に落ち込んだが、今年1-3月期の成長率は同+0.3%と1年ぶりにプラスに回帰した。エネルギー価格の上昇や為替相場の減価による輸入品価格の上昇は一巡してきており、昨年は前年比+40%を超えていた消費者物価上昇率が足元6月には同+23.4%と低下傾向にある。こうした中、製造業生産も昨年7-9月期を底に持ち直しに転じてきている(第11図)。また、国際金融市場に復帰したことで、外貨調達も容易になった。2016年初めに250億ドルを切っていた外貨準備高は、2017年3月には509億ドルと、2倍以上に増加した。

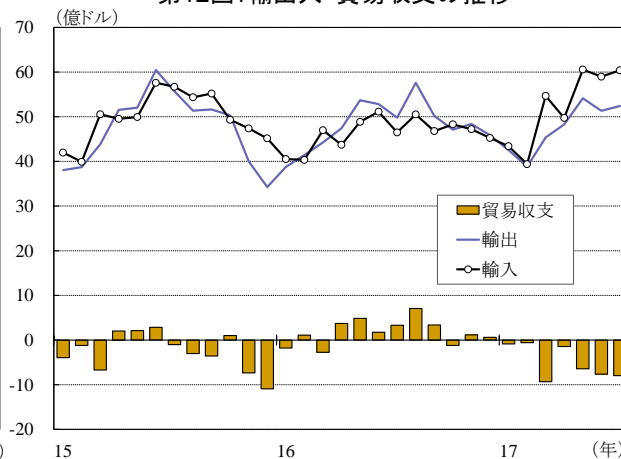
しかしながら、経済の体質強化は一朝一夕には進まない。産業基盤が弱く、資本財、耐久消費財の多くを輸入に頼るアルゼンチンは、需要の増加が輸入増加に直結し易い。穀物価格の上昇などを背景に輸出は増加傾向にあるが、景気の底入れなどを受けて輸入はそれ以上に拡大しており、貿易収支は今年に入り赤字基調となっている(第12図)。また、低下したとはいえインフレ率は政府が目標している前年比+20%以下にはまだ届いていない。経済情勢は緩和的な財政・金融政策運営を許す状況にはまだない。

第11図：製造業生産の推移



(資料) 国家統計センサス局統計より国際通貨研究所作成

第12図：輸出入・貿易収支の推移



(資料) 国家統計センサス局資料より国際通貨研究所作成

(2) 見通し

アルゼンチンでは今年 10 月に議会選挙が実施されるが、2015 年の大統領選挙で敗北したフェルナンデス前大統領が復権を狙って上院議員選挙に立候補しており、注目を集めている。市場機能を軽視し経済介入を続けた同氏はビジネス界から批判の的となったが、一般大衆からは今も一定の支持を集めている。8 月 15 日に実施された予備選では得票率でわずか 0.1%ポイント差の第 2 位となり、本選挙への進出を決めた。ペソ相場は、同氏が 1 位通過を逃したことで一旦買い戻されたが、同氏の善戦は、現在の経済状況や政権が進める経済政策に対し国民が必ずしも満足していないことの表れと言えるだろう。本選まで 2 ヶ月以上を残しており、議会選挙の動向には今後も注意が必要である。

アルゼンチン経済の産業基盤は脆弱性を有し、「外貨不足」という壁が存在するため、経済成長率は当面高まり難い。2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%、2018 年についても同+2.3%と、リーマンショック前の景気拡大期（03 年～07 年）の平均値が同+9% 近く（同じ期間のブラジルの平均成長率は同+4%程度）であったことと比べ、回復感の乏しい展開が続くと予想される。マクリ政権は大衆迎合的だった前政権を批判し、責任ある経済政策運営を掲げて政権の座についた経緯がある。政権の性格を考えると、引き続き財政健全化・構造改革路線を歩み、内外ビジネス界の信頼を勝ち取る方向性が想定されるが、短期的な景気面では下押し圧力となり、国民の痛みを伴う改革を実施し続けることができるのか、マクリ政権は真価を問われることとなろう。

4. 他のラテンアメリカ諸国を含む全体観

ブラジル、メキシコ、アルゼンチン以外のラテンアメリカ諸国については、チリ、コロンビア、ペルーともに景気は停滞気味に推移している。また、本見通しの対象国ではないものの、アルゼンチン並みの経済規模を持つベネズエラでは経済危機・政治混乱が深刻化

している。今後は、ベネズエラだけの問題に止まらず、密輸の増加や難民の発生など周辺国への不安定要素となる可能性もあり、注視が必要である。

世界経済の回復や資源価格の安定などを背景に、ラテンアメリカ諸国の景気は総じて持ち直し方向と予想するが、主要6カ国（ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、チリ、コロンビア、ペルー）の実質GDP成長率は2017年が前年比+1.5%、2018年も同+2.2%と、両年ともに緩やかなペースでの回復に止まる公算が大きい（第2表）。

第2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)		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
ブラジル	▲ 3.6	0.5	1.9	8.7	4.0	4.2	▲ 235	▲ 180	▲ 400
メキシコ	2.3	1.9	2.0	2.8	5.3	3.5	▲ 279	▲ 250	▲ 280
アルゼンチン	▲ 2.3	2.5	2.3	38.0	24.0	19.0	▲ 150	▲ 200	▲ 220
中南米全体(注)	▲ 0.8	1.5	2.2	10.6	7.0	5.8	▲ 880	▲ 840	▲ 1,110

(注) 実質GDP成長率と消費者物価上昇率は主要6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）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6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

～原油価格の上値は重い、一定の底堅さは維持する公算～

1. 価格動向

6月以降の原油価格（WTI期近物）の動向を振り返ると、OPEC協調減産対象外のリビアとナイジェリアの増産が判明したことや米国の原油在庫増加等を背景に下落傾向を辿り、6月21日には42.53ドル（1バレルあたり、以下同）と約10ヵ月ぶりの安値をつけた（第1図）。しかしその後は、原油価格下落に遅行して6月末の米国の石油リグ稼働数が24週間ぶりに減少したことや、米国の原油在庫が前週比で減少に転じたことを受けて、WTIは45ドル近辺まで持ち直した。7月下旬以降は、サウジアラビアによる8月の原油輸出抑制の意向表明や米国の原油在庫の減少継続等、世界の供給過剰懸念が和らぐ材料が相次ぐ中、WTIは7月31日に2ヵ月ぶりに50ドル台を回復した。8月入り後は、OPEC協調減産の実効性への懐疑的な見方が燻る中、WTIは46～49ドルの狭いレンジで推移した。

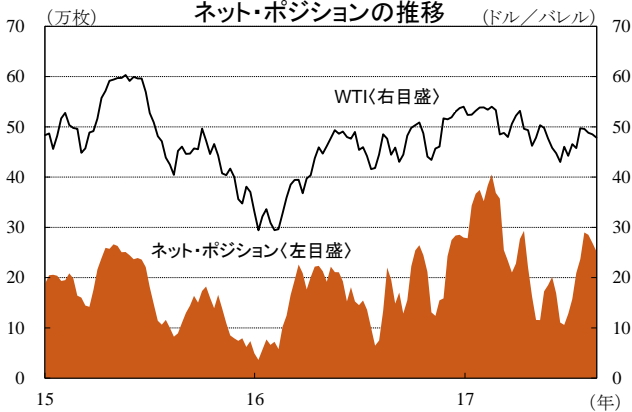
先物市場では、投機筋といわれるマネー・マネージャー（＝商品投資顧問や先物運用管理会社）のネット買い越しポジションが2月下旬に過去最高水準に達した後、減少傾向を辿ったが、7月以降は再び拡大しており足元でも高水準にある（第2図）。原油価格は膠着状態にあるものの、他方で市場での価格先安感が強まっている状況にもないと思われる。

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：原油価格とマネー・マネージャーのネット・ポジションの推移



(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

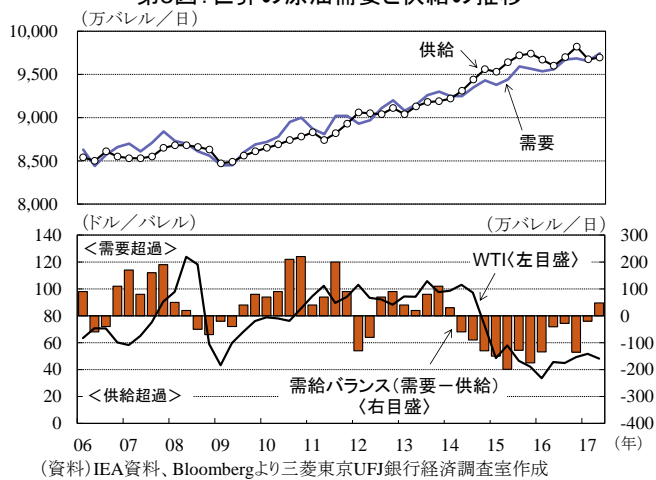
2. 需要・供給動向

世界の原油需給バランスは供給超過が続いてきたが、供給側で生産調整が行われるようになった一方で、世界経済拡大を背景に需要増が追いついて来た結果、4-6月期には13四半期ぶりに48万バレル（日量、以下同）の需要超過に転じている（第3図）。需給の動きを1-3月期からの変化幅で確認すると、需要側は欧米とアジアを中心に前期比89万バレル増加したが、供給側はOPECが同29万バレル増（大部分は減産対象外のリビアとナイジェリアの増産による）、非OPECが同8万バレル減（米国では拡大したものの、カナ

ダ・欧州の減少が主導）、差し引き同 21 万バレル増に止まっている。

先行きについても、原油需要は先進国、新興国がともに緩やかな経済成長を続けるのに合わせて堅調に増加する一方、供給側では生産増に歯止めがかかる材料が複数あり、結果として需給は引き続き改善に向かう見込みである。すなわち、需要面では、今年から来年にかけて年間 140 万バレル程度（先進国で年間 10 万バレル、新興国で同 130 万バレル、うち中国が同 30 万バレル）のペースで増加が見込まれる。一方、供給面では、OPEC の減産実施期間は来年 3 月末までだが、産油国間で柔軟な対応が取られている実績を踏まえると（第 1 表）、来年 4 月以降についても順守率の改善を図りつつ減産体制が続く可能性が高い。

第3図：世界の原油需要と供給の推移



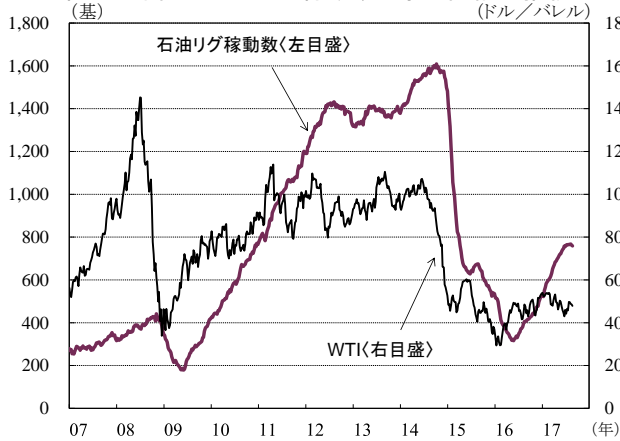
第1表：OPECを巡る最近の動き

2017年5月	減産対象外のリビアとナイジェリアが増産に転換
6月	減産参加国の順守率が70%台に低下(1~5月は90-105%で推移)
7月24日	減産の実効性に懐疑的な見方が浮上したのを受け、OPECと非OPECの主要産油国による協調減産監視委員会でナイジェリアに関し日量180万バレルに達した後は生産調整をすることで合意

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

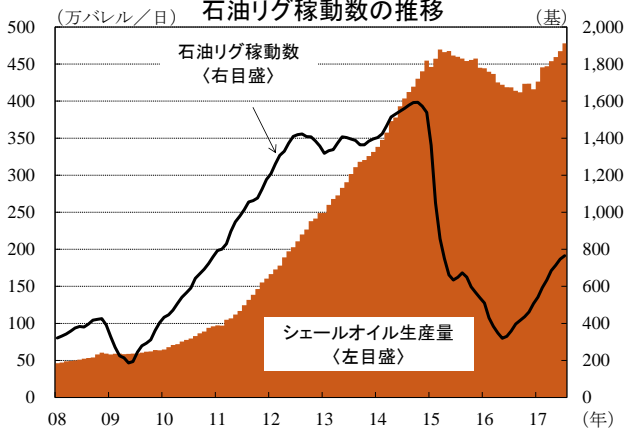
米国のシェールオイル生産については、先行指数とされる石油リグ稼働数は昨年 6 月以降増加が続いてきたが、今年 3 月以降の原油価格下落にタイムラグをもって反応する形で足元では頭打ちとなっており、秋口にかけて減少傾向が徐々に明確になると予想される（第 4 図）。これを踏まえると、今年に入り 7 ヶ月連続で拡大しているシェールオイル生産量は、価格競争力が増していることから減少するには至らないものの、増加ペースは鈍化する可能性が高い（第 5 図）。

第4図：米国の石油リグ稼働数と原油価格の推移



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

第5図：米国のシェールオイル生産量と石油リグ稼働数の推移

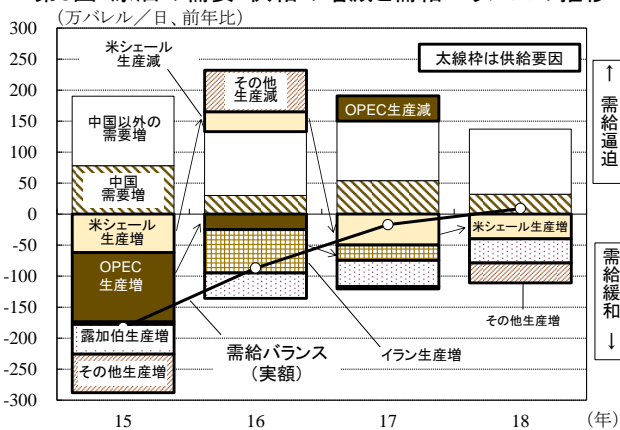


(資料) 米エネルギー情報局、Baker Hughes社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 価格の見通し

以上の需給動向をまとめると、米国シェールオイル以外の非 OPEC の増産予想も含め第 6 図の通りとなる。結果として全体では需給バランスは改善に向かい、原油価格は、上値は重いながらも一定の底堅さを維持すると見込まれる。WTI は、2018 年にかけて四半期平均で 40 ドル台後半から 50 ドル台前半で推移すると予想する（第 2 表）。

第6図：原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



(注) 生産はNGL(天然ガス液)も含む。OPECはイランを除く。2017年以降はIEA及び当室見通し。
(資料) IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：原油価格の見通し

	WTI(期近物) (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
17年1-3月期	51.8	54.0
4-6月期	48.2	5.5
7-9月期	49	9.0
10-12月期	49	▲ 0.6
18年1-3月期	50	▲ 3.4
4-6月期	50	3.8
7-9月期	52	6.1
10-12月期	52	6.1
16年	43.5	▲ 10.8
17年	49	13.8
18年	51	3.1

(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、宜しくご申し上げます。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。