

経済マンスリー

I. 日本

～「新しい経済政策パッケージ」で新たな目標を設定～

II. 米国

～1.5 兆ドル規模の減税となる税制改革法案が上下両院で可決～

III. 欧州

～政治リスクが燻り続ける中でも堅調なユーロ圏景気～

IV. アジア

～高成長軌道への復帰に向けて動き出すインド経済～

V. 中国

～本格化する金融リスク回避への取り組み～

VI. 原油

～米シェールオイル生産拡大と
地政学リスクの綱引きが予想される 2018 年～

I. 日本

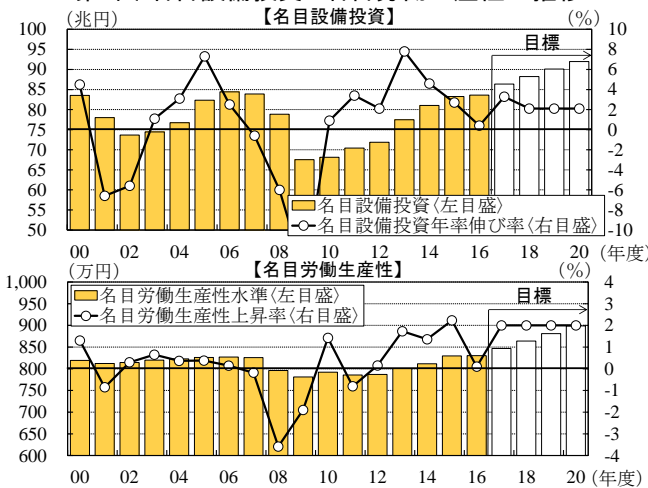
～「新しい経済政策パッケージ」で新たな目標を設定～

1. 実体経済の動向

政府は12月8日、生産性革命と人づくり革命を柱とする「新しい経済政策パッケージ」を閣議決定した。生産性革命では、企業の活力を引き出すことを狙って、賃上げと革新的投資を条件とした法人税の実質的な負担引き下げや、Society5.0の社会実装に向けた規制のサンドボックスの創設などが盛り込まれた。また、達成目標として、①2020年度までに設備投資額を2016年度対比10%増加、②2018年度以降の3%以上の賃上げ、③労働生産性の伸び率を2011-2015年平均の0.9%から2%へ倍増、の3項目が新たに設定された。

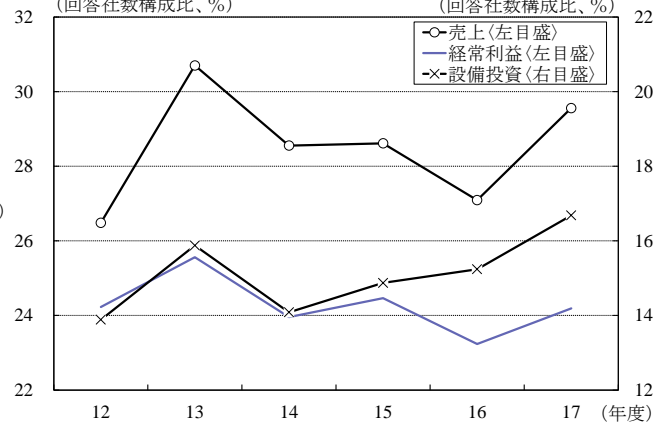
まず、①については、達成に年平均+2.4%程度の名目設備投資の増加が必要だが、アベノミクス以降の2013-2016年度の平均が同+3.9%だったことを勘案すればさほど高い目標ではない(第1図)。法人企業景気予測調査の来年度の見通しでは、売上、経常利益、設備投資の全項目で今年度より「増加する」と回答した企業の割合が上昇しており、企業が先行きの経営環境を前向きにみていることが示唆される(第2図)。設備投資が循環上の拡張局面にあるとみられること等も踏まえ、①の達成の可能性は相応に高いと考えられる。また、②についても、企業収益が大きく改善し、物価も緩やかながら上昇していることに加え、人手不足の深刻化や正社員の採用拡大の動きも踏まえれば、達成のハードルこそ低くはないものの、目標に向けた土台は固まりつつあるといえる。一方、③は、日本生産性本部が公表する名目労働生産性上昇率をみると、1996年度以降2%を超えたのは2015年度のみであり、これまでの延長線上では達成が難しい目標といえる。もともと、こうした意欲的な目標設定は、少子高齢化に対応し、何とせよ持続的な成長を成し遂げるといふ政府の強い意志の現れとみることができよう。足元の景気と政治基盤の安定も活かし、生産性の抜本的な改善に繋がる実効性ある政策を着実に実現していくことが求められる。

第1図:名目設備投資と名目労働生産性の推移



(資料)内閣府統計、日本生産性本部資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図:来年度の企業収益・設備投資見通し
(「増加する」と回答した企業の割合、全規模・全産業)



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

黒田総裁が11月13日の講演で、金利を下げすぎると金融仲介機能が阻害され、かえって金融緩和の効果が反転する可能性があるという考え方を示す「リバーサル・レート」について言及し、市場ではこうした発言を出口戦略の地ならしと捉える向きもあった。これに対し、12月20-21日の金融政策決定会合後の記者会見で、同総裁は「リバーサル・レートを取り上げたからといって見直しが必要ということは全く意味していない」と答え、そうした考えを否定した。「今のイールドカーブは最も適切な効果を発揮している」とも述べており、日銀は物価の基調がある程度強まるまでは現状政策を維持するとみられる。

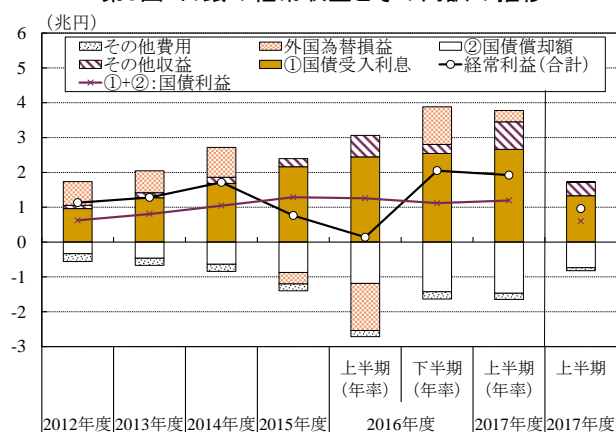
11月28日に公表された日銀の2017年度上半期決算をみると、日銀資産の大部分を占める国債に限った利益である『国債利益』は、国債保有残高が増加しているにもかかわらず横ばいとなった(第3図)。これは保有国債から得られる『国債受入利息』は増えたが、額面以上の国債を購入したことによる損失を示す『国債償却額』も増加したためである。将来の利上げ時に日銀が支払利息を払わなければならない日銀当座預金も積み上がっており、現状緩和が長く続くほど利上げ時の日銀の収益・財務への影響は大きくなると予想される。

最近、日銀は、金融政策の実体経済への悪影響については「リバーサル・レート」など新しい言葉も使いつつ市場との対話を試みているが、利上げ時の日銀の収益・財務への影響に関しては、現時点で言及することは適切ではないとの姿勢を崩していない。出口戦略に踏み出す際に市場の動揺を避けるためにもこうした情報が開示されることが望ましい。

(2) 長期金利、為替

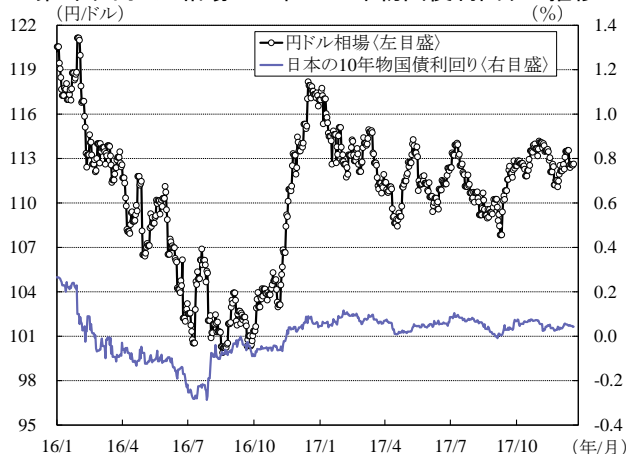
米FRBは12月12-13日のFOMCで、FF金利の誘導目標を1.00-1.25%から1.25-1.50%に引き上げた。この利上げは事前に広く織り込まれていたため、日本の金利や為替に対する影響はほぼなく、10年物国債利回りは0.05%前後、円ドル相場は1ドル112円程度の推移が続いている(第4図)。先行き、米国の利上げ加速や投資家のリスク回避姿勢の強まり等がない限り、円ドル相場、10年物国債利回りともに一進一退の動きが続きそうだ。

第3図: 日銀の経常収益とその内訳の推移



(資料) 日本銀行等資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 円ドル相場と日本の10年物国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(金堀 徹、横田 裕輔)

主要経済金融指標(日本)
2017年12月22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	2017年			2017年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.4	1.2	1.5 (1.5)	2.9 (1.6)	2.5 (2.1)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.9	0.6	▲0.1 (0.8)	1.6 (2.5)	▲0.2 (1.5)	▲0.1 (2.0)	0.2 (1.7)	▲0.5 (1.0)	0.3 (2.0)	
鉱工業生産指数	▲0.9	1.1	0.2 (3.8)	2.1 (5.8)	0.4 (4.2)	▲0.8 (4.7)	2.0 (5.3)	▲1.0 (2.6)	0.5 (5.9)	
鉱工業出荷指数	▲1.1	0.8	▲0.1 (3.7)	1.5 (5.2)	0.4 (3.7)	▲0.7 (4.1)	1.8 (5.8)	▲2.5 (1.5)	▲0.4 (2.7)	
製品在庫指数	1.1	▲4.0	2.2 (▲4.0)	▲0.5 (▲2.9)	▲1.6 (▲2.4)	▲1.1 (▲2.3)	▲0.6 (▲2.9)	0.0 (▲2.4)	3.2 (2.0)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.9	112.9	111.5 [116.8]	112.5 [116.0]	110.7 [114.3]	113.3 [116.1]	108.6 [113.2]	110.3 [113.5]	114.2 [112.2]	[108.0]
国内企業物価指数	▲3.3	▲2.3	1.6 (1.0)	0.4 (2.1)	0.5 (2.9)	0.3 (2.6)	0.0 (2.9)	0.3 (3.1)	0.3 (3.4)	0.4 (3.5)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲0.2	▲0.1 (0.2)	0.6 (0.4)	0.0 (0.6)	0.0 (0.5)	0.1 (0.7)	0.0 (0.7)	0.2 (0.8)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	98.6	99.8 [96.1]	101.9 [96.3]	101.8 [98.0]	100.1 [97.2]	103.4 [99.2]	101.8 [97.6]	102.0 [98.7]	[100.5]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	4.1	0.5	▲1.4 (▲1.0)	▲4.7 (▲1.0)	4.7 (▲2.5)	8.0 (▲7.5)	3.4 (4.4)	▲8.1 (▲3.5)	5.0 (2.3)	
製造業	6.2	▲4.6	▲4.2 (▲6.8)	3.7 (3.5)	8.2 (9.2)	2.9 (▲1.8)	16.1 (14.7)	▲5.1 (14.8)	7.4 (26.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.5	4.3	0.0 (3.1)	▲9.9 (▲4.5)	1.6 (▲10.1)	4.8 (▲12.3)	3.1 (▲2.8)	▲11.1 (▲13.3)	1.1 (▲13.9)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲2.2	1.5	▲2.4 (3.1)	5.0 (6.6)	▲0.2 (4.3)	▲4.3 (1.5)	9.8 (10.1)	▲6.1 (2.1)	1.6 (5.4)	
建設受注	▲0.9	4.0	(2.2)	(0.7)	(▲4.7)	(14.9)	(▲10.6)	(▲11.6)	(6.7)	
民需	7.9	5.1	(4.8)	(▲7.0)	(5.0)	(8.4)	(▲3.2)	(8.0)	(▲1.8)	
官公庁	▲15.6	8.4	(▲1.8)	(19.9)	(▲34.3)	(31.9)	(▲18.9)	(▲59.6)	(20.0)	
公共工事請負金額	▲3.8	4.1	(9.9)	(2.6)	(▲7.9)	(▲5.4)	(▲7.9)	(▲10.4)	(3.9)	(5.0)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	92.1 (4.6)	97.4 (5.8)	97.5 (3.5)	100.2 (1.1)	95.6 (▲2.4)	97.4 (▲2.3)	94.2 (▲2.0)	95.2 (▲2.9)	93.3 (▲4.8)	
新設住宅床面積	(2.1)	(4.1)	(3.3)	(1.0)	(▲3.7)	(▲3.2)	(▲3.9)	(▲3.9)	(▲5.4)	
小売業販売額	0.8	▲0.2	(1.2)	(2.5)	(2.0)	(1.8)	(1.8)	(2.3)	(▲0.2)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲1.2	▲1.6	0.8 (▲2.0)	1.0 (0.2)	▲0.4 (0.0)	▲1.9 (▲0.2)	0.2 (0.6)	0.4 (▲0.3)	▲2.0 (0.0)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	72.1	73.1 [72.6]	75.3 [72.8]	69.6 [70.7]	69.2 [70.0]	69.8 [70.7]	69.8 [71.6]	71.0 [71.1]	[72.4]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲1.3	▲0.7	1.5 (1.2)	▲0.4 (0.9)	▲0.2 (0.9)	▲0.8 (0.6)	▲0.2 (0.6)	1.8 (1.5)	▲1.0 (0.7)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.2	0.4	(0.2)	(0.5)	(0.2)	(▲0.6)	(0.7)	(0.9)	(0.6)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	98	103	112	131	130	134	123	133	136	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.23	1.39	1.44 [1.29]	1.49 [1.35]	1.52 [1.37]	1.52 [1.37]	1.52 [1.37]	1.52 [1.38]	1.55 [1.40]	[1.41]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.3	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	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	49.2 [45.6]	50.1 [42.6]	50.1 [45.2]	51.0 [45.1]	49.6 [45.6]	49.6 [44.8]	49.9 [46.2]	52.4 [48.6]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,684 (▲9.0)	8,381 (▲3.5)	2,079 (▲3.0)	2,188 (2.8)	2,032 (▲2.6)	714 (0.3)	639 (▲12.0)	679 (4.6)	733 (7.3)	677 (▲2.3)

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	2017年			2017年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
通関輸出	▲0.7	▲3.5	(8.5)	(10.5)	(15.1)	(13.4)	(18.1)	(14.1)	(14.0)	(16.2)
価格	2.0	▲5.8	(3.1)	(5.2)	(8.8)	(10.5)	(7.0)	(8.9)	(9.8)	(10.1)
数量	▲2.7	2.4	(5.1)	(5.1)	(5.8)	(2.6)	(10.4)	(4.8)	(3.8)	(5.5)
通関輸入	▲10.2	▲10.2	(8.6)	(16.2)	(14.5)	(16.3)	(15.3)	(12.1)	(18.9)	(17.2)
価格	▲8.4	▲10.7	(6.2)	(10.8)	(12.5)	(12.6)	(12.6)	(12.4)	(15.2)	(14.2)
数量	▲1.9	0.5	(2.2)	(4.9)	(1.8)	(3.2)	(2.4)	(▲0.2)	(3.2)	(2.6)
経常収支(億円)	178,618	203,818	59,697	45,622	69,717	23,200	23,804	22,712	21,764	
貿易収支(億円)	3,296	57,726	10,961	9,493	17,375	5,666	3,187	8,522	4,302	
サービス収支(億円)	▲13,527	▲13,816	50	▲2,834	▲2,930	▲2,373	202	▲758	▲334	
金融収支(億円)	238,492	249,299	52,424	44,237	48,142	8,542	19,230	20,371	▲8,532	
外貨準備高(百万ドル)	1,262,099	1,230,330	1,230,330	1,249,847	1,266,310	1,260,040	1,268,006	1,266,310	1,260,925	1,261,242
対ドル円レート(期中平均)	120.13	108.37	113.60	111.06	111.01	112.44	109.91	110.68	112.96	112.92

3. 金融

	2015年度	2016年度	2017年			2017年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
無担保コール翌日物金利	0.063	▲0.045	▲0.042 [0.035]	▲0.054 [▲0.050]	▲0.054 [▲0.046]	▲0.054 [▲0.043]	▲0.049 [▲0.043]	▲0.058 [▲0.052]	▲0.037 [▲0.037]	▲0.048 [▲0.049]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.157	0.057	0.056 [0.122]	0.056 [0.060]	0.062 [0.057]	0.075 [0.058]	0.056 [0.058]	0.056 [0.056]	0.063 [0.056]	0.063 [0.056]
新発10年国債利回り	▲0.050	0.065	0.065 [▲0.050]	0.075 [▲0.230]	0.060 [▲0.085]	0.075 [▲0.195]	0.010 [▲0.070]	0.060 [▲0.085]	0.065 [▲0.050]	0.035 [0.020]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.924	0.847	0.847 (▲0.006)	0.842 (▲0.005)	0.831 (▲0.011)	0.841 (▲0.001)	0.839 (▲0.002)	0.831 (▲0.008)	0.834 (0.003)	
日経平均株価 (225種、末値)	16,759	18,909	18,909 [16,759]	20,033 [15,576]	20,356 [16,450]	19,925 [16,569]	19,646 [16,887]	20,356 [16,450]	22,012 [17,425]	22,725 [18,308]
M2平残	(3.5)	(3.6)	(4.1)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.1)	(4.0)
広義流動性平残	(3.7)	(1.8)	(2.3)	(2.8)	(3.7)	(3.5)	(3.7)	(3.9)	(4.1)	(3.9)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.4)	(2.8)	(3.1)	(3.1)	(3.3)	(3.2)	(2.9)	(2.8)
	銀行計	(2.5)	(2.4)	(2.8)	(3.2)	(3.2)	(3.4)	(3.2)	(3.0)	(2.8)
	都銀等	(1.2)	(1.2)	(2.0)	(2.8)	(2.8)	(3.2)	(2.8)	(2.3)	(2.0)
	地銀	(3.7)	(3.5)	(3.6)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.8)	(3.7)	(3.6)
	地銀II	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.0)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.0)	(2.9)
信金	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(2.8)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	(2.8)	(2.6)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.7)	(3.8)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.4)	(4.5)	(4.4)	(4.4)
	都銀	(4.5)	(5.5)	(6.4)	(6.5)	(6.4)	(6.4)	(6.3)	(6.5)	(6.3)
	地銀	(3.0)	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.6)	(2.7)	(2.6)	(2.5)	(2.6)
地銀II	(2.5)	(2.1)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	

(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

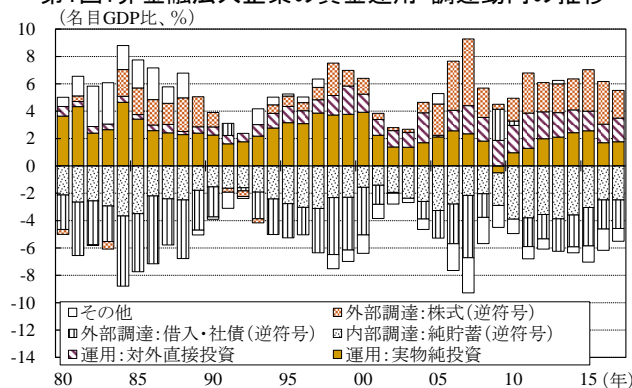
～1.5兆ドル規模の減税となる税制改革法案が上下両院で可決～

2017年を振り返ると、実体経済面では、労働市場が改善を続け、企業の生産・投資活動も昨年の鉱業部門を中心とした弱含みの地合いから拡大へと転じるなど、景気拡大がより明確となった年だったといえる。一方で、政治面では、トランプ大統領が公約に掲げた減税やインフラ投資拡大、医療保険改革、NAFTA再交渉などの通商政策等を巡り、トランプ大統領の一举一動に注目が集まった年であった。これまではこれらの政策が実体経済に影響を与えるまでには具体化していなかったが、今月に入り漸く、10年間で1.5兆ドル規模の減税となる税制改革法案が上下両院で可決された。

合同租税委員会の試算に基づけば、法人減税の規模は3,300億ドルに上る^(注)。トランプ政権と議会共和党は、企業への減税が設備投資拡大を後押しし、米国の復活に繋がると期待しているが、これには米国内でも懐疑的な見方が多い。企業の資金運用・調達の変動を確認すると、金融危機以降、実物投資額は純貯蓄額の範囲内に収まっている(第1図)。また、低金利の継続や金融機関の貸出態度が緩和的であることも考えると(第2図)、外部調達に大きな制約があるとも考え難い。つまり、資金は潤沢であるにもかかわらず、企業は設備投資を積極的に行っていない。その背景には追加的な投資に対してのリターンが低い、つまり期待収益率が低下していることがあり、結果、企業は国内での実物投資よりも対外直接投資や株式による調達の圧縮(=自社株買い等)等に資金を向けている。減税により企業の所得が増加したとしても、こうした期待収益率の低下に対する手立て無しには企業の設備投資を活発化させる効果は限定的なものになると考えられよう。もっとも、国際課税制度の変更や支払利子の損金算入制限、固定資産の即時償却等がマイクロベースの企業行動にどのような影響を与えるかは現状では見通し難いのも事実であり、今回の税制改革が景気に与える影響を測る上では、各企業の今後の動向も冷静に見極める必要がある。

(注) 法人税制改革と国際税制改革による減税額。委員会の試算上、パススルー事業体への減税(2,600億ドル)は個人税制改革に含まれている。

第1図: 非金融法人企業の資金運用・調達動向の推移

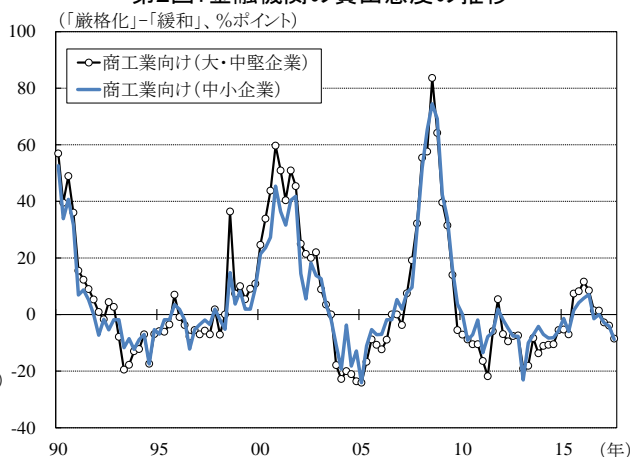


(注) 1. 『その他』は、『対外直接投資』を除く金融資産、及び『借入・社債』と『株式』を除く金融負債と統計誤差の合計。

2. 2017年は、2016年10月から2017年9月までの1年間の実績。

(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 金融機関の貸出態度の推移



(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

III. 欧州

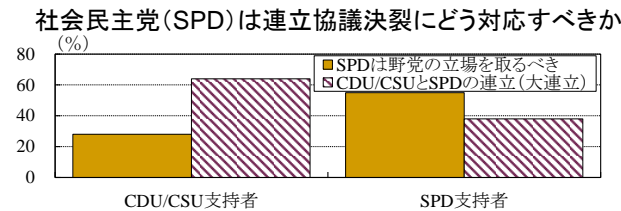
～政治リスクが燻り続ける中でも堅調なユーロ圏景気～

足元から来年にかけて欧州の政治は不透明感の強い動きが続いている。EUの中核国であるドイツのキリスト教民主・社会同盟（CDU/CSU）と社会民主党（SPD）の連立協議は、政策の違いに加え、これまでの連立体制が党勢退潮の一因との見方から「野党の立場を取るべき」との意見が SPD 党内や支持者の間で多いことから、難航が見込まれる（第1図）。協議が纏まらず、少数与党政権の発足や CDU/CSU が更に議席を減らす可能性もある再選挙の実施となれば、政局は不安定化が避けられない（なお、戦後、総選挙後に最初から少数与党政権で始まった例はない）。また、スペインではカタルーニャ自治州の独立問題が紛糾しているほか、来年3月にはイタリアでも総選挙が実施される予定で、EU目標を超える財政赤字幅容認を主張する五つ星運動や北部同盟の伸長が注目されている。

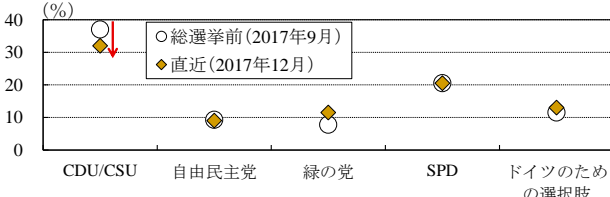
もともと、最近の Brexit を巡る動きと同様、こうした政治面での不透明感は必ずしも景気に強い下押し圧力をかける展開となっておらず、ユーロ圏の景況感は改善が続いている。総合 PMI は製造業の海外受注拡大などを受け上昇が続いており、12月も 58 と高水準となったほか、消費者信頼感も 5 ヶ月連続で改善している（第1表）。10月の経済指標をみると、鉱工業生産が前月比+0.2%と小幅の増加に止まったほか、実質小売売上高や輸出にも弱さが見られたが、ドイツで生産に先行する製造業受注の増加が続いていることを勘案すると、12月にかけて生産が失速していくことは考えにくい。個人消費を支える雇用・所得環境にも著変はなく、失業率は10月に 8.8%にまで低下している。年末にかけて、ユーロ圏景気は堅調に走り切ったとみられ、来年にかけても低インフレを背景とした緩和的な金融政策の継続が見込まれる中、域内要因で大きな死角はなさそうである。

このような政治と経済のダイバージェンスは、朝鮮半島を抱えるアジアやトランプ政権の動向に不透明感が強い米国にも見られる通り世界的な傾向でもあり、金融市場が政治リスクに慣れ、混乱しないことも景気を支える要因の一つであろう。警戒は常に怠れないものの、欧州でも当面政治不透明感と景気堅調が並立する展開が続くものと思われる。

第1図：ドイツ世論調査



ドイツ主要政党の総選挙前後の支持率変化



(資料) Infratest dimap社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：ユーロ圏の主要経済指標

	2017年							
	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP(前期比、%)	0.7		0.6		-			
鉱工業生産(前月比、%)	1.3	▲0.5	0.3	1.5	▲0.5	0.2	-	-
ドイツ製造業受注(前月比、%)	1.2	0.8	▲0.4	4.1	1.2	0.5	-	-
実質小売売上高(前月比、%)	0.4	0.4	0.0	▲0.2	0.8	▲1.1	-	-
輸出額(前月比、%)	2.3	▲1.8	▲1.3	2.6	1.1	▲2.4	-	-
失業率(%)	9.2	9.0	9.0	9.0	8.9	8.8	-	-
協約貸金(前年比、%)	1.4		1.4		-			
ドイツ協約貸金(前年比、%)	2.3	2.3	2.0	2.2	2.1	2.1	-	-
消費者物価(前年比、%)	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5	1.4	1.5	-
購買担当者指数:総合	56.8	56.3	55.7	55.7	56.7	56.0	57.5	58.0
消費者信頼感(バランス)	▲3.3	▲1.3	▲1.7	▲1.5	▲1.2	▲1.1	0.1	0.5

(注) 国の記載の無い指標は、ユーロ圏。

(資料) 欧州統計局、ドイツ連邦準備銀行、Markit、欧州委員会統計より

三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香)

IV. アジア

～高成長軌道への復帰に向けて動き出すインド経済～

インドでは、7-9月期の実質 GDP 成長率が6四半期ぶりに伸びを加速させ、高成長軌道への復帰との期待が高まっている。主な月次の経済指標をみると、昨年11月の高額紙幣廃止や今年7月の物品・サービス税（GST）導入に伴う混乱など一時的な景気への下押し圧力が薄れ、11月には製造業の景況感が1年ぶりの水準を回復、乗用車販売も GST 導入に伴う税率低下を睨んだ買い控えと反動の一巡などで堅調な伸びを示している（第1表）。

先行きについては、GST 導入に伴う混乱の収束や景気に配慮した政策運営の継続もあり、個人消費を中心とする内需を牽引役にした成長軌道への回帰が見込まれる。企業の投資の本格回復にはまだ時間を要するとみられるが、長い目でみれば、構造改革が進むにつれて、成長へのプラス寄与を徐々に高めていくことが想定される。まず、政府は投資伸び悩みの一因として指摘される銀行の不良債権問題への対応に既に取り出している。インドでは2000年代半ばの投資ブーム後、グローバル金融危機や成長ペース鈍化の影響で電力、輸送、鉄鋼などを中心に不良債権が増加、2017年9月時点の銀行の不良債権比率は10.2%と2002年以来の高水準に達している。このため政府は、2016年施行の「破産倒産法」に基づく破綻処理の迅速化や国営銀行の資本増強（約2兆ルピー）策を打ち出した。

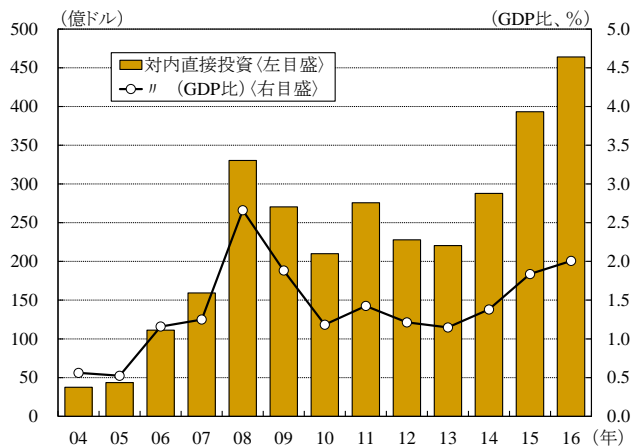
加えて、GST 導入により、従来、中央・州政府がそれぞれ異なる目的と税率で課していた15種類を超える諸間接税が全国で一本化され、州をまたぐ企業活動の活発化や投資の拡大に弾みとなることが期待される。世界銀行が10月末に発表した「事業環境調査2018」では税制簡素化や建設許可手続き期間の短縮などが評価され、190カ国中100位（前年：130位）へランキングが大きく改善した。また11月には大手格付会社が改革に伴う潜在的な成長力の向上と財政リスクの後退などを評価し、インドの発行体格付を従来の「Baa3」から「Baa2」に引き上げている。このような対外信認の改善は、近年再び顕著となっている海外からの投資拡大を今後さらに後押しすることが期待されよう（第1図）。

第1表：インドの主な月次経済・金融指標

		2017年				
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10月	11月
実質GDP成長率	(前年比、%)	6.1	5.7	6.3	n.a.	
鉱工業生産	(前年比、%)	3.1	1.9	3.2	2.2	n.a.
乗用車販売台数	(前年比、%)	11.1	4.4	13.4	▲0.3	14.3
二輪車販売台数	(前年比、%)	▲2.3	7.8	12.3	▲2.8	23.5
輸出	(前年比、%)	18.5	8.8	12.9	▲1.1	30.5
CPI	(前年比、%)	3.6	2.2	3.0	3.6	4.9
製造業PMI	(DI、ポイント)	51.2	51.7	50.1	50.3	52.6
サービス業PMI	(DI、ポイント)	50.2	51.8	48.0	51.7	48.5
貨幣流通量	(前年比、%)	▲19.7	▲11.6	▲8.1	▲8.0	39.7

(注)『貨幣流通量』は期末値。
 (資料)インド中央統計機構、インド自動車工業会、インド商務省、Bloomberg、
 インド準備銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：インドの対内直接投資の推移



(資料)インド商務省産業政策促進局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希)

V. 中国

～本格化する金融リスク回避への取り組み～

中国では底堅い成長が続いている。11月の経済指標をみると、冬場の大気汚染対策の強化もあって工業生産や固定資産投資は減速したものの、輸出は欧米向けを中心に伸びが高まって5ヵ月ぶりの前年比二桁成長となり、小売売上高も「独身の日（11月11日）」セールスの活況が奏功して小幅ながら加速している（第1表）。

このように中国経済は一見小康を保っているようにみえるが、10月の共産党大会前の安定成長を最優先するスタンスの名残という側面もある点には留意を要する。債務増加を伴う投資による景気刺激の結果ということは否定できず、ゆえに企業債務が高止まりし（2017年6月：名目GDP比163.4%、第1図）、国際金融機関や主要格付け会社の強い警戒感を喚起してきた。従って、指導部人事を含めほぼ習近平総書記の意向通りに共産党大会を乗り切り、政権二期目に磐石の体制を築いたとみられる今、債務リスク、更にその先にある金融システミックリスクへの対応に本腰を入れるとみるのが自然な流れといえよう。

もともと、政策の舵取りはさほど簡単ではないようだ。例えば、11月には銀行、証券、保険の縦割りとなっていた金融監督行政を統括する「金融安定発展委員会」がシャドバンキングの拡大に伴う金融リスクに対し個々の監督機関では対応しきれないという現状認識に基づき設置された。にもかかわらず、11月17日、金融監督当局が連名で理財商品を始めとする資産運用商品について暗黙の保証の排除等を盛り込んだ規制案を公表し意見公募を始めた矢先、株式制銀行10行が資産運用商品の大規模償還による流動性リスクがあるとして反対すると、当局も配慮する意向を示したと報道されている。

金融市場の動向も金融当局にとって悩ましいものであろう。金融規制強化は既に国債・社債金利の上昇や株価下落を招いている。加えて、米国の利上げという海外からの金利上昇圧力にも警戒を要する状況で、12月14日にはオペ金利の引き上げを余儀なくされた。

金融市場の動揺を抑えつつ、債務圧縮を進める難題への取り組みは中長期的な安定成長には欠かせないものであり、この先も当局の手腕が問われる局面が続くこととなろう。

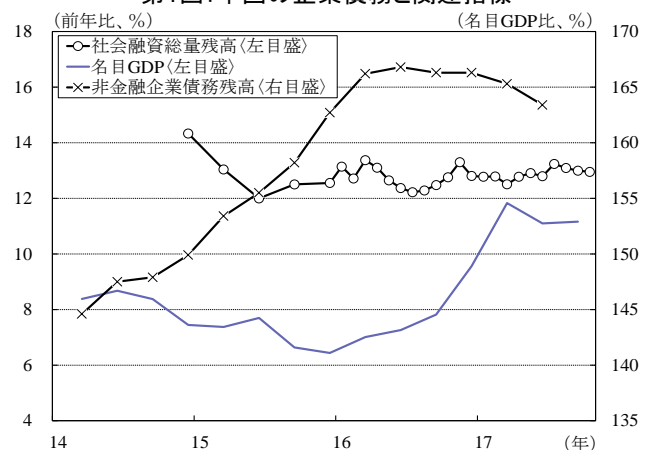
第1表：中国の主な月次経済指標の推移

	2017年				
	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP(前年比、%)	6.8				n.a.
輸出(前年比、%)	6.6	5.2	8.1	6.8	12.3
輸入(前年比、%)	11.0	13.3	18.7	17.2	17.7
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2
小売売上高(前年比、%)	10.4	10.1	10.3	10.0	10.2
工業生産(前年比、%)	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1
製造業PMI	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8
非製造業PMI	54.5	53.4	55.4	54.3	54.8
消費者物価(前年比、%)	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7
生産者物価(前年比、%)	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8

(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。

(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1図：中国の企業債務と関連指標



(資料) 中国国家統計局、BIS等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

VI. 原油

～米シェールオイル生産拡大と地政学リスクの綱引きが予想される 2018 年～

原油価格（WTI 期近物）は 11 月中、OPEC 協調減産延長への期待が高まる中、中東での地政学的イベントが相次いだことから上昇基調を辿り、同月下旬には 58.95 ドル/バレル（以下同）と 2 年 5 ヶ月ぶりの高値を記録（第 1 図）、11 月 30 日に大方の予想通り OPEC を中心とした協調減産の延長（～2018 年末）が決定された後も WTI は 57 ドル台を維持した。12 月に入り、WTI は一旦 55 ドル台に軟化した。月中旬に北海油田でパイプラインが故障のため稼働停止したことを受けて供給懸念が高まり、北海ブレントは 64 ドル台に上昇、つられる形で WTI もやや強含んだ。足元の WTI は 57 ドル台で推移している。

今年の原油価格の動向を振り返ると、年初から概ね 50 ドル近辺で推移した後、年央にかけてリビア、ナイジェリアの増産による供給過剰懸念から弱含む展開もあったものの、秋以降は 50 ドル超えが持続し、下値不安が強かった 2014～16 年に比べれば安定的に推移した年だったといえる。この背景には、OPEC を中心とした協調減産が概ね維持され、需給バランスの改善に寄与したことがある。

一方で、来年を見通した場合、OPEC 減産を所与とした上で焦点となるのは米国シェールオイルの動向だ。同オイルは今年年初から生産拡大を続けており、先行指標とされる石油リグ稼働数についても、年央の原油価格下落を受けた落ち込みは短期に止まり、11 月中旬には価格反転に反応して再び増加に転じつつある。関連指標の「掘削済仕上げ未完了井戸（DUC）」も最高水準に増加しており（第 2 図）、原油価格が上昇すれば DUC からの生産再開に繋がり、シェールオイルの生産拡大ペースへ影響を与えるとみられる。

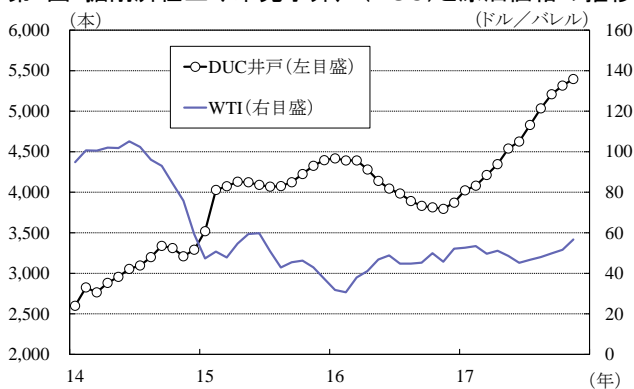
このように米シェールオイル生産拡大が続く当面は、中小規模の供給懸念材料の影響による価格上昇は長期化し辛いとみられる。但し、足元中東情勢が再び緊迫化しており、サウジアラビア国内情勢、イランを取り巻く国際情勢、米国の対中東政策等で相応以上の地政学リスクが発生する可能性には引き続き一定の留意が必要となるだろう。

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：掘削済仕上げ未完了井戸（DUC）と原油価格の推移



(注) 米国のシェール主要鉱区のうち、石油生産が中心の4鉱区(Bakken、Niobrara、Permian、Eagle Ford)の合計。

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

(篠原 令子)

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	1,264	2.7	3.2	3.1	2.0	2.2	2.1			
先進国・地域	41.93	843	1.6	2.2	2.0	0.8	1.8	1.7			
新興国	20.96	421	4.7	5.2	5.3	4.4	3.1	3.1			
日本(年度ベース)	4.98	100	1.2	1.8	1.3	▲0.2	0.6	0.7	1,880	2,216	2,302
アジア11カ国・地域	18.12	364	6.0	6.0	5.9	2.2	2.0	2.3	4,696	3,702	3,744
中国	11.23	226	6.7	6.8	6.4	2.0	1.6	1.8	1,964	1,242	1,355
インド(年度ベース)	2.26	44	7.1	6.6	7.6	4.5	3.2	4.5	▲152	▲327	▲367
NIEs4カ国・地域	2.56	51	2.3	3.0	2.6	1.1	1.5	1.5	2,427	2,356	2,400
韓国	1.41	28	2.8	3.0	2.8	1.0	2.0	1.6	992	869	853
台湾	0.53	11	1.4	2.5	2.3	1.4	0.8	1.3	719	777	756
香港	0.32	6	2.0	3.5	2.5	2.4	1.5	2.0	149	93	127
シンガポール	0.30	6	2.0	3.3	2.5	▲0.5	0.8	1.4	567	617	663
ASEAN5カ国	2.14	43	4.9	5.2	5.1	2.4	3.2	3.3	457	431	356
インドネシア	0.93	19	5.0	5.1	5.2	3.5	3.9	4.2	▲168	▲173	▲178
マレーシア	0.30	6	4.2	5.5	5.1	2.1	3.7	2.5	69	79	78
タイ	0.41	8	3.2	3.6	3.5	0.2	0.7	1.4	482	476	421
フィリピン	0.30	6	6.9	6.6	6.3	1.8	3.2	3.6	▲10	▲0	▲2
ベトナム	0.20	4	6.2	6.7	6.4	2.7	3.9	4.2	82	49	37
オーストラリア	1.26	25	2.5	2.3	2.7	1.3	2.0	2.1	▲332	▲325	▲336
米国	18.62	374	1.5	2.2	2.3	1.3	2.1	1.9	▲4,517	▲4,695	▲4,980
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	0.6	2.0	8.7	4.0	4.2	▲235	▲180	▲450
メキシコ	1.05	21	2.3	2.0	2.0	2.8	6.0	3.5	▲230	▲250	▲280
アルゼンチン	0.54	11	▲2.2	2.5	2.7	38.0	24.0	15.0	▲145	▲200	▲220
ユーロ圏19カ国	11.92	240	1.8	2.3	1.7	0.2	1.6	1.5	3,980	3,603	3,344
ドイツ	3.48	70	1.9	2.5	2.0	0.4	1.7	1.8	2,903	2,821	2,727
フランス	2.47	50	1.2	1.8	1.5	0.3	1.2	1.3	▲211	▲369	▲299
イタリア	1.85	37	0.9	1.6	1.3	▲0.1	1.4	1.4	505	451	416
英国	2.63	53	1.8	1.5	1.5	0.7	2.7	2.4	▲1,564	▲1,056	▲972
ロシア	1.28	26	▲0.2	1.7	1.9	7.1	3.7	4.2	255	386	395
<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	3.7	2.6	2.5	2.5			

(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

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います。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。