

経済レビュー

2018 年海外経済の展望

【要旨】

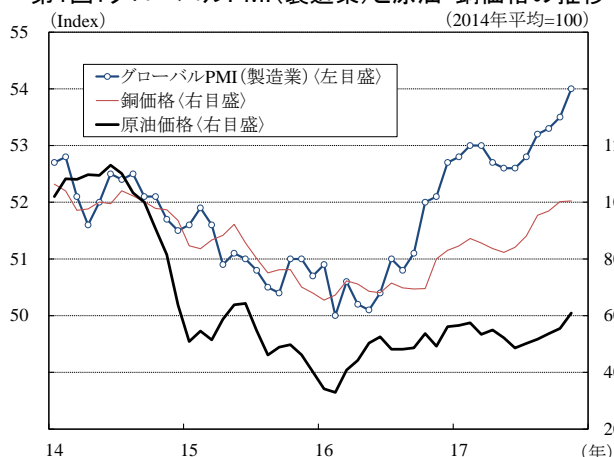
- ◇ 2018 年の海外経済を展望すると、引き続き先進国中心に労働市場の改善を伴いつつ緩やかな拡大ペースを維持する可能性が高い。当室が見通しの対象としている 41 カ国・地域の実質 GDP 成長率は前年比+3.1%と、リーマンショック前の好景気時と比べると低めであることは否めないが、概ね 2017 年（同+3.2%で着地見込み）と同程度の成長ペースを維持するものと見込む。
- ◇ 過去を振り返ると、世界同時的かつ大規模な景気変動は、先進国での不動産関連投資の拡大に伴う民間部門における有利子負債の過度な積み上がりとその後のバランスシート調整によって引き起こされた場合が多いが、その典型例がリーマンショックとその後の長期に渡る景気低迷であった。しかし、先進国では足元、民間部門のバランスシート調整は一巡しており、現在は債務の過剰感は乏しい。統計上の景気拡大期間は各国とも既に長期化しているが、不動産市場にも特に大きな不均衡は観察されないため、この拡大期間が息の長いものとなる蓋然性は相応にある。
- ◇ 景気に過熱感がないため、先進各国で推進ないし模索されている金融政策の正常化は、「引き締め」ではなく「緩和度合いの縮小」の域を出ないと想定される。但し、各中央銀行が金融政策の目標としているインフレ率については、景気の過熱・停滞度合いのシグナルとしての機能が従来の常識から変化している可能性に留意が必要である。インフレ率が目標を下回った状態で資産価格の上昇ペースが速まる局面や、原油など国際商品市況の上昇といった外部要因で消費者物価の伸びが加速する局面などでは、金融政策の舵取りが難しくなる。
- ◇ 政策面のポイントとしては、米国トランプ政権による政策展開は不確実性が高いものの、インフラ投資の拡大や北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉の帰趨などについて特に注視が必要である。また、2 期目となって 1 強体制が明確となった中国習政権による構造改革の進捗度合いや対外政策の変化、英国の欧州連合からの離脱交渉なども注目される。

1. 2017年の海外経済

2017年の世界経済を振り返ると、米国トランプ政権による「自国第一主義」に基づく各種政策の見直しや、ドイツやフランスなど欧州主要国での重要選挙の帰趨といった政策・政治リスク、中東や北朝鮮情勢などの地政学リスクにさらされながらも、近年では比較的安定した成長を遂げた1年だったと総括できるだろう。先進国での継続的な雇用改善をベースに、原油など国際商品市況の緩やかな上昇に伴う資源・エネルギー部門の復調も加わり、製造業を中心とした生産活動の持ち直しが明確となった（第1図）。中国では10月に共産党大会を控え、インフラ投資など政府主導で景気の底上げが行われたことも、少なからずグローバルな景気の安定化に寄与したと言えよう。

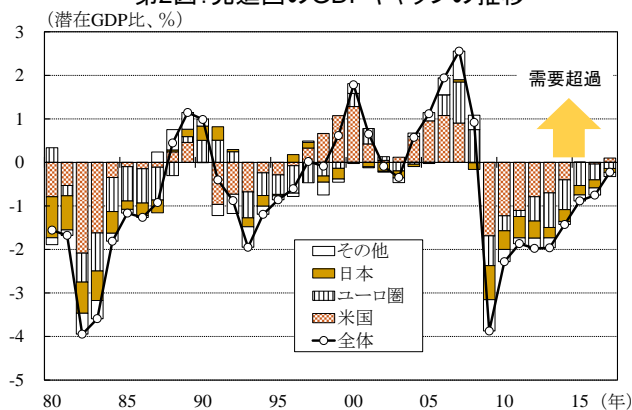
景気の局面判断の観点でみると、先進国は、2008年のリーマンショック、2011年前後の欧州債務危機による落ち込みからの調整局面は漸く一巡したと考えられる（第2図）。失業率が多く、リーマンショック前の好況期並みの水準に回帰するなどマクロ的な需給は引き締まってきており、金融政策面では、各国中央銀行とも緩和的な金融環境を維持しつつも、米国FRB（連邦準備制度理事会）を筆頭に正常化に向け漸進を続けた。

第1図：グローバルPMI（製造業）と原油・銅価格の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：先進国のGDPギャップの推移



(注) 1. 『GDPギャップ』は、潜在実質GDPから実際の実質GDPを差し引いたもの。
2. 2017年は着地見込み。

(資料) IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 2018年の海外経済

(1) 見通しの概観

2018年の海外経済を展望すると、先進国中心に労働市場の改善を伴いつつ緩やかな拡大を続ける可能性が高そうだ（第3図）。当室が見通しの対象としている41カ国・地域の実質GDP成長率は前年比+3.1%と、後述するように民間部門における債務レバレッジが限定的であるため、リーマンショック前のバブルの様相を呈した好景気時と比べると低めであることは否めないが、概ね2017年（同+3.2%で着地見込み。2016年は同+2.7%）と同程度の成長ペースを維持するものと見込む^(注1)。債務の拡大に過度に依存しない成長であるだけに、景気回復が息の長いものとなる蓋然性は相応にあらう。

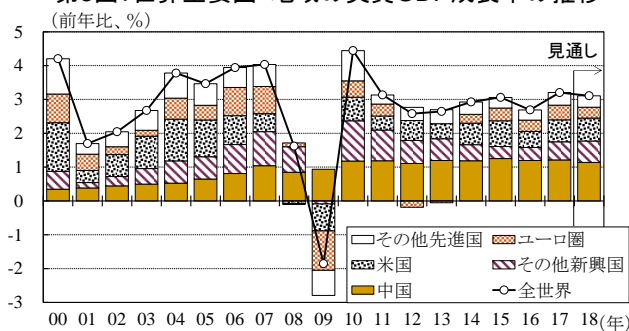
なお、原油価格（WTI）については、2014年半ばから2016年にかけて大幅下落して景

気軟化の原因となったが、2018年は通年で均してみると1バレル50ドル台前半から半ばで推移すると予想している。過去、原油価格の急落は原油の需給が大きく緩んだ局面で起きているが（第4図）、2018年については、供給面では米国シェールオイルの生産拡大が原油価格の上値を重くする要因となる一方、OPEC（石油輸出国機構）など主要産油国による協調減産が継続されること、需要面では世界景気の拡大で緩やかな増勢維持が見込まれることなどから、原油の需給は概ね均衡した状態が続くとみられる。但し、サウジアラビアの内政、同国とイランの対立激化など中東において深刻な地政学リスクが顕在化し、原油供給への具体的な制約要因となった場合には、原油価格の急騰が懸念される。原油価格の高騰は全世界的にインフレの加速をもたらし、後述するように金融政策の正常化ペースなどに混乱を来し得る点には特に注意が必要であろう。

（注1）2018年の経済見通しについては、12月1日公表の『内外経済の見通し』

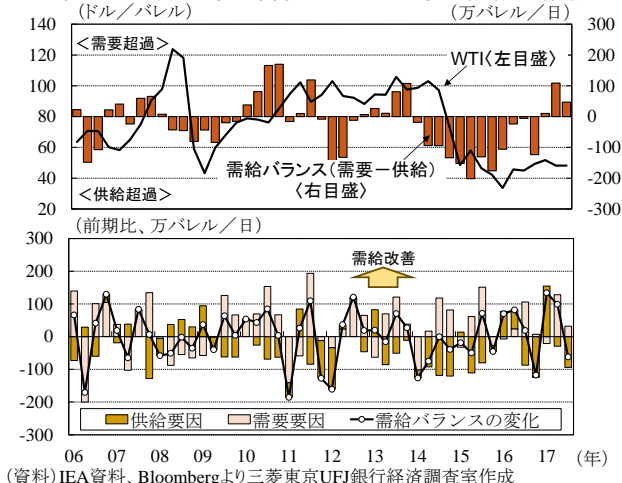
（http://www.bk.mufg.jp/report/ecolook2017/outlook_all20171201.pdf）も参照されたい。

第3図：世界主要国・地域の実質GDP成長率の推移



（注）1. 『その他先進国』は、日本、英国、香港、台湾、韓国、シンガポール、豪州。
 2. 『その他新興国』は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム、インド、ロシア、ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、コロンビア、チリ、ペルー。
 3. 『全世界』は、41カ国・地域の合計。2017年は着地見込み。
 （資料）IMF統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：世界の原油需給バランスと原油価格の推移



（2）見通し上のキーポイント

ここからは、2018年の海外経済を展望する上で重要と思われるいくつかの点について概説したい。

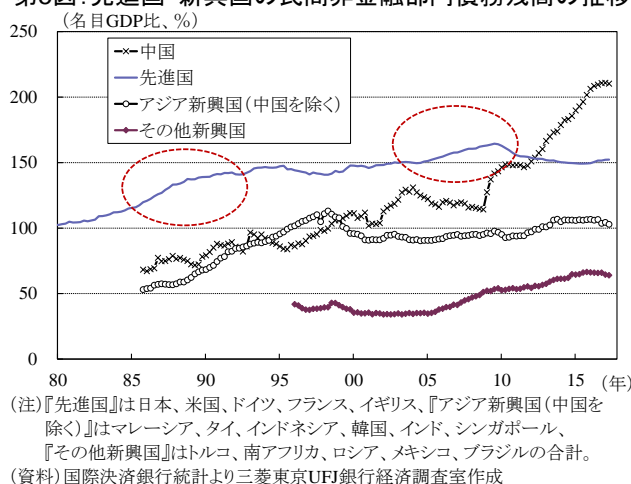
①民間債務の積み上がり

過去に生じた世界同時的かつ大規模な景気変動は、先進国での不動産関連投資の拡大に伴う民間部門における有利子負債の過度な積み上がりとその後のバランスシート調整によって引き起こされた場合が多い（第5図）。1980年代後半から1990年前後の米国や日本、2000年代後半の米国や欧州における事例が典型であろう。足元の民間部門の債務状況を確認すると、先進国では漸くリーマンショック前の過剰な積み上げの調整を終えた段階であり、過剰感には乏しい。また、不動産市場の状況を捉えるため住宅価格の動きを見ても、名目ベースではここ数年の上昇が確かに目立つが、家賃や一人当たり可処分所得との対比では上昇ペースは緩やかであり、水準も過去のピークを下回っている（第6図）。住宅価

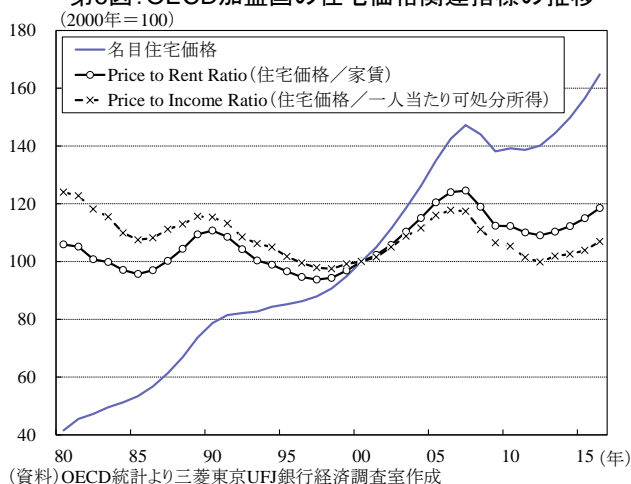
格の上昇はファンダメンタルズから明らかに逸脱した水準にあるとは解釈できまい。金融危機を招いたことへの反省から、金融機関による過剰なリスクテイクを抑制するような規制が順次導入されていることも奏功しているとみられ、金融政策が徐々に正常化に向かうことも勘案すれば、債務の過度な積み上がりが生じる可能性は小さいとみられる。

但し、中国における企業部門を中心とした債務の積み上がりには注意が必要だ。リーマンショック後の大規模な景気対策などを受けた債務の拡大は急ピッチであり、水準で見ても既に先進国を大きく上回っている。10月の共産党大会で習近平総書記は金融面ではシステムリスクの回避を強調し、その後、金融当局はシャドバンキングやインターネット金融への規制強化に乗り出している。政府によるデレバレッジに向けた取り組みは拙速を避け慎重に進められる公算が大きい。相応の景気下押し圧力となることは避けられまい。

第5図：先進国・新興国の民間非金融部門債務残高の推移



第6図：OECD加盟国の住宅価格関連指標の推移



②先進国の金融政策正常化

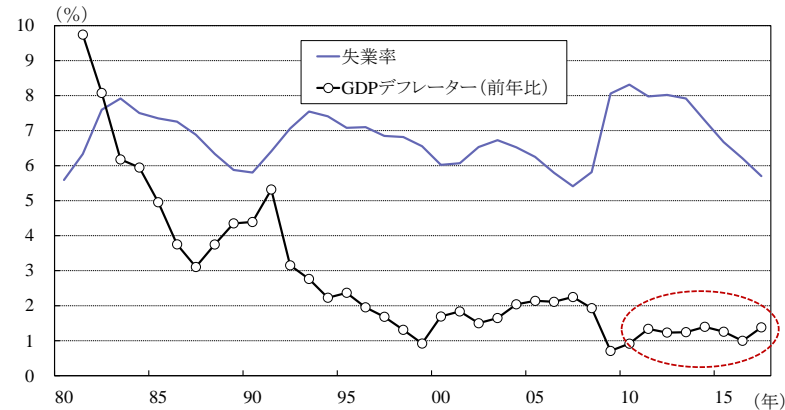
先進国の民間部門における債務に過剰感はないとみられ、その表裏の関係において景気にも過熱感がないため、2018年中に行われる金融政策の正常化は、「緩和度合いの縮小」の域を出ず、景気の回復基調に水を差す可能性は低いと考えられる^(注2)。

但し、各中央銀行が金融政策の目標としているインフレ率については、景気の過熱・停滞度合いのシグナルとしての機能が従来の常識から変化している可能性に留意が必要である。先進国の失業率は過去の好況期のボトムに近い水準まで低下しているが、国内由来の物価上昇圧力の大きさを示すGDPデフレーターの上昇ペースは今のところあまり高まっていない（第7図）。労働生産性の伸びが低迷しているため、賃金の上昇も鈍いことなどが背景にあるとみられる。この場合、インフレ率が目標を下回った状態で地価や株価など資産価格の上昇ペースが速まる局面や、原油など国際商品市況の上昇といった外部要因で消費者物価の伸びが加速する局面などでは、金融政策の舵取りが難しくなる。金融政策の正常化を進めるタイミングやペースについて不透明感が強まった場合、金融市場が変調を来すリスクが高まる点には注意が必要である。

(注2) FRBによるバランスシート縮小が米国の長期金利に与える影響については、8月14日公表の『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』

(http://www.bk.mufg.jp/report/ecorevi2017/review_20170814.pdf)を参照されたい。

第7図：先進国の失業率とGDPデフレーター推移



(注)1.『先進国』はIMFが分類している42カ国・地域。

2. 2017年はIMFによる見通し。

(資料)IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③政策面の注目点

ア) 不確実性が高い米国トランプ政権の政策展開

世界最大の経済規模を誇る米国の政策変更がもたらす影響は自ずと他国に比べ大きくなるが、トランプ政権による政策展開は不確実性が高いため、見通し上のリスク要因として普段にも増して強く認識しておく必要がある。

財政政策では、法人・個人減税については税制改革法案が既に成立しており、金額規模や内容の面で不透明感は相当程度払拭された(第1表)。但し、実際に減税が始まるタイミングや効果の現われ方によっては、2018年の米国の経済成長率を上振れさせる要因となり得る(本見通しで織り込んでいる2018年の直接的な減税効果は実質GDP比0.1%ポイント程度)。インフラ投資については、減税の実施で財政赤字の大幅な拡大は不可避となったため、投入される政府資金の規模は限定的となりそうだ。

通商政策ではやはり北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉の帰趨が注目される。本見通し上は、カナダ・メキシコは米国に対し一定の譲歩を余儀なくされつつも、既に構築されている域内サプライチェーンに深刻な修正を迫るような原産地規則・関税率の大幅な変更は回避されるとみている。但し、トランプ大統領は交渉が纏まらなければNAFTAからの離脱も辞さない姿勢を示しており、これが交渉上のレトリックと言い切れないところにトランプ政権による政策の読み難さがある。

イ) 1強体制が明確となった中国習政権

次に、世界のもう一つの大国である中国についてだが、2017年の第19回共産党大会は、習総書記の名前入りの指導思想を盛り込んだ党規約改正案を承認し、10月24日に閉幕した。翌日には最高指導部である共産党政治局常務委員7名が選出され、習政権の2期目が正式に発足した。

今から 10 年前、胡錦濤前総書記は 2 期目の人事で政権基盤を十分に強化できず、政策面では停滞を余儀なくされた経緯がある。これに対し習総書記は、今般の人事で常務委員を自らに近いメンバーで固め、かつ 50 歳代前半の後継者と目される人物を含めないことに成功し、近年にない強い政権基盤を築いたと言える（第 2 表）。政策推進力を得た習政権は、通商・外交面では摩擦を極力回避しつつ、過剰生産能力の解消や企業債務の抑制、国有企業改革など山積する国内問題への対応を強化していくと想定される。もっとも、①党の統制や国有企業改革の実体、②成長鈍化の可能性については注意が要る。

第1表: 想定されるトランプ政権の政策展開

税制改革
10年間で1.5兆ドル規模の減税が2018年前半に実施されるも、2018年の実質GDP成長率押し上げ効果は+0.1%ポイント程度に止まる見込み。
NAFTA再交渉
NAFTA破棄は回避。為替条項の新設、貿易紛争処理手続き改正(アンチダンピング・セーフガード発動権限の強化)等の修正に止まり、原産地規則や関税率についての大幅な変更は見送り。
インフラ投資拡大
更なる財政赤字拡大に繋がる大規模な政府支出増によるインフラ投資拡大は想定せず。
2018年中間選挙
中間選挙では上下両院とも共和党が多数派を占める構図は変わらず。

(資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表: 中国共産党政治局常務委員のメンバー構成

第17期(2007年)			第19期(2017年)		
氏名	年齢	派閥	氏名	年齢	派閥
胡錦濤	65	胡派	習近平	64	習派
温家宝	65	胡派	栗戰書	67	習派
李克強	52	胡派	趙樂際	60	習派
習近平	54	習派	王滬寧	62	無
呉邦国	66	江派	韓正	63	江派
賈慶林	67	江派	李克強	62	胡派
李長春	63	江派	汪洋	62	胡派
賀国強	64	江派			
周永康	65	江派			
胡派勢力比率の変化 33%⇒44% (第16期⇒第17期)			習派勢力比率の変化 29%⇒71% (第18期⇒第19期)		

(注) 1. 『年齢』は就任時。

2. 色の濃さは総書記との「近さ」を表す。

(資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ウ) 第 2 段階入りする英国の EU 離脱交渉

英国の欧州連合 (EU) からの離脱交渉については、12 月 14・15 日の EU 首脳会議で、交渉の第 1 段階である「在英 EU 市民や在 EU 英国国民の権利保障」、「英国の EU に対する未払い拠出金」、「アイルランドと北アイルランドの国境管理」について一応は「十分な進展」があったとみなし、交渉の第 2 段階である「英・EU 間の通商協議」や、2019 年 3 月に予定されている離脱後の「移行期間設定」に関する協議を英国側と開始することが承認された。

英国と EU は 2018 年中に離脱後の移行期間の設定で合意し、移行期間中は EU 加盟に近い状態が維持されると想定しているが、アイルランドとの国境管理の方法など交渉の第 1 段階で英国政府が EU に対して行った譲歩に対する英国内の強行離脱派の不満は大きい。閣僚の相次ぐ不祥事・辞任などメイ首相の英国内における指導力低下も目立ち始めており、交渉の漂流で英国が無秩序な EU 離脱を余儀なくされるリスクについても念頭に置く必要がある。また、EU 側が英国への対応を誤れば、加盟各国の EU 懐疑派勢力を勢いづかせ、中長期的な観点で EU の政治力・経済力の弱体化要因になることも懸念される。

(平成 29 年 12 月 28 日 鶴田 零 rei_tsuruta@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

【参考1】海外経済見通し総括表

■実質GDP成長率(前年比、%)		2016 (実績)	2017 (実績見込み)	2018 (見通し)
世界41カ国・地域		2.7	3.2	3.1
米国		1.5	2.2	2.3
ユーロ圏		1.8	2.3	1.7
	ドイツ	1.9	2.5	2.0
	フランス	1.2	1.8	1.5
	イタリア	0.9	1.6	1.3
英国		1.8	1.5	1.5
日本		0.9	1.8	1.4
アジア(11カ国・地域)		6.0	6.0	5.9
	中国	6.7	6.8	6.4
	インド	7.9	6.2	7.6
	NIEs(4カ国・地域)	2.3	3.0	2.6
	ASEAN(5カ国)	4.9	5.2	5.1
ロシア		▲ 0.2	1.7	1.9
ブラジル		▲ 3.6	0.6	2.0

■金利・為替・原油価格		2016 (実績)	2017 (実績見込み)	2018 (見通し)
金利(%)	米国10Y	1.8	2.3	2.7
為替(円)	円/ドル	109	112	113
原油価格(ドル/バレル)	WTI	43	50	54

(注)『金利』、『為替』、『原油価格』は、各対象期間の平均値。

(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

【参考 2】2017 年の海外経済・政治・金融 10 大ニュース

トランプ氏が米国の第 45 代大統領に就任(1 月)

2016 年 11 月の大統領選で勝利したトランプ氏が 1 月 20 日、米国の第 45 代大統領に就任。TPP 離脱や、難民・イスラム圏 7 ヶ国市民の入国制限に関する大統領令に早速署名。

英国が EU に対して離脱を通告(3 月)

英国のメイ首相は 3 月 29 日、EU に対し離脱の意思を通告。EU からの離脱は、通告から原則 2 年間の交渉期間を経て行われる見込み(但し交渉期間に延長の余地あり)。

米国がシリアの空軍基地を攻撃(4 月)

米国トランプ政権は 4 月 6 日、シリアのアサド政権軍の支配下にある空軍基地を巡航ミサイルで攻撃。シリアが禁止されている化学兵器を使用したとみられることへの対抗措置。

マクロン氏がフランス大統領選で勝利(5 月)

5 月 7 日に実施されたフランス大統領選挙の決選投票で、独立候補のマクロン氏が 66.1% の得票率で国民戦線のルペン候補に勝利。

英国マンチェスターのコンサート会場でテロ(5 月)

アリアナ・グランデ氏のコンサートが行われていた英国のマンチェスター・アリーナで 5 月 22 日、自爆テロが発生。子供を含む 22 人が死亡、59 人が負傷。

北朝鮮が弾道ミサイルを太平洋に向け発射(8 月)

8 月 29 日、北朝鮮が発射した弾道ミサイル『火星 12 型』が北海道の上空を通過し太平洋上に落下。政府は Jアラートで 12 道県にミサイル発射と日本上空の通過を伝達。

FRB がバランスシートの縮小開始を決定(9 月)

米連邦公開市場委員会は 9 月 19・20 日の定例会合で、バランスシートの正常化プログラムを 10 月から開始することを決定。FRB が保有する 4.5 兆ドルの証券残高は段階的に縮小へ。

中国習政権の 2 期目がスタート(10 月)

第 19 回中国共産党大会は、習総書記の名前を冠した指導思想を盛り込んだ党規約改正案を承認し、10 月 24 日に閉幕。翌日には最高指導部 7 名が選出され、習政権の 2 期目がスタート。

サウジアラビア当局が王子や閣僚らを一斉拘束(11 月)

サウジアラビアのムハンマド皇太子が率いる汚職対策委員会は 11 月 4 日、汚職や横領の疑いで高位の王子や現職閣僚、有力実業家らの一斉摘発を開始。拘束者は一時 200 人超に。

米国で大規模な税制改革法案が成立(12 月)

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を通過、12 月 22 日にトランプ大統領が署名し、法案が成立。

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、金融商品の販売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。