

# 内外経済の見通し

## 見通しの概要

～世界経済が低成長下の緩やかな回復持続とのシナリオは米トランプ  
新政権誕生を受けても不変、ただし短期的には期待先行で景気は上向きへ～

## 日本

～家計と企業の所得面の安定性を支えに緩やかな回復基調を維持～

## 米国

～景気は緩やかな回復基調を維持、トランプ次期大統領の政策が焦点～

## 欧州

～Brexit や政局を巡る不透明感は依然強く、回復ペースはこの先鈍化～

## アジア・豪州

～景気は持ち直しを見込むも、成長ペースは引き続き力強さを欠く～

## 中南米

～遅れる回復、米国の利上げ・保護主義の台頭懸念が重石に～

## 原油価格

～原油価格は回復が続くが、上値は重い見込み～

## 見通しの概要

### 世界経済が低成長下の緩やかな回復持続とのシナリオは 米トランプ新政権誕生を受けても不変、 ただし短期的には期待先行で景気は上向きへ

11月8日の米国大統領選挙では、事前の大方の予想を覆し、ビジネス界出身で政治経験のない共和党トランプ氏が、オバマ政権の路線を継承しつつ初の女性大統領を目指すベテラン政治家の民主党クリントン氏を破って当選した。獲得選挙人数は306人対232人で、蓋を開けてみるとトランプ氏が激戦州の多くを制する勝利となった。また、議会選挙でも、上院、下院ともに共和党が多数派を維持し、6年ぶりに大統領、議会上下両院ともに同一政党が制する「統一政府」が復活した。

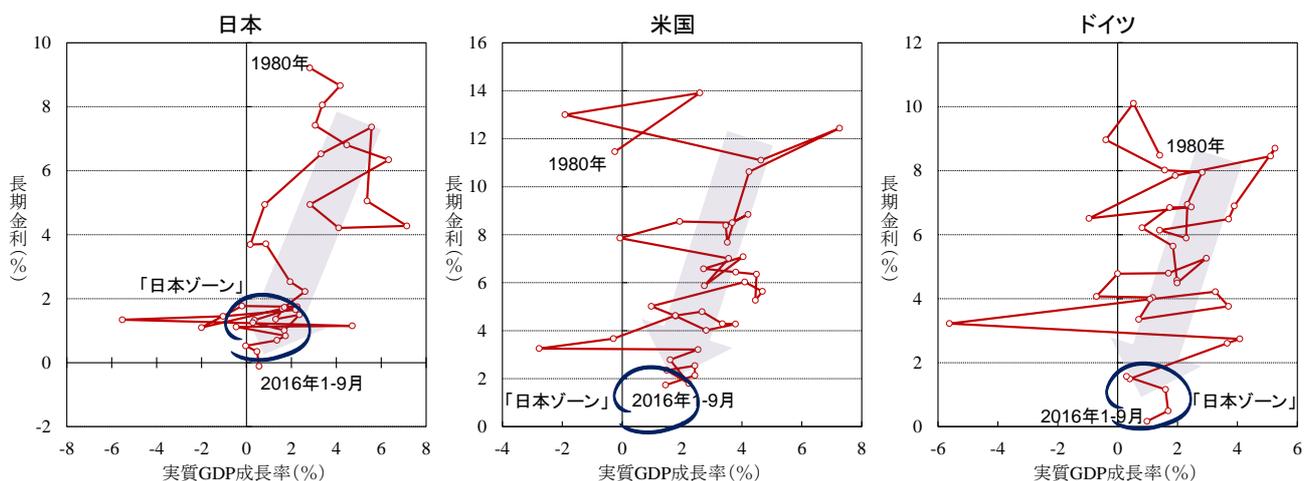
今回の米国大統領選挙は、スキャンダルや「不人気度」が取り沙汰され、政策よりも大統領の資質の方が注目を浴びるなど様々な意味で異例の展開となったばかりでなく、大半のメディアの事前予想がことごとく外れたという点でも従来の常識を覆すものとなった。米国の有権者の間で何が起こったのか、そしてメディアがそれを何故捉え切れなかったのかについては、今後更に深い分析が待たれるところであるが、前者について言えば、やはり有権者が変化を求めたということ尽きるのではないか。後講釈にしか過ぎないことではあるが、二大政党政治の伝統が長い米国では、元々同一政党が政権を3期連続して握ることは珍しい（戦後では1981年～1993年のレーガン政権2期＋ブッシュ政権1期のみ）。その意味では、経済は好転していたものの民主党には不利だったわけで、そこに既成政治のしがらみを持たない「アウトサイダー」の面を打ち出したトランプ氏が現れ、既存政治家が口にしないような直言をすることによって、従来の政治や経済政策では声を汲み取ってもらえていないと感じていた保守層有権者の不満を吸収したということであろう。

注意されるのは、先進国の政治におけるこのような近年の現象は、英国のEU離脱選択（Brexit）や欧州諸国での非既成政党の躍進などでも観察されることであり、背景には先進国での成長率低下や格差の拡大、あるいは移民や外国製品流入、海外への製造拠点移転等を国内雇用や国内産業、延いては自国の価値観への脅威と受け止める風潮などが共通しているものと思われる。それは、クロスボーダーでの投資や貿易といった、世界経済の発展を可能にするために営々と築かれてきた第二次大戦以降の（あるいは一部新興国にとっては冷戦終結以降の）枠組みをも揺るがす危険を孕んでおり、実際、EUやNAFTAまでがその意義を問われる事態に至っている。

こうした状況下、世界経済の先行きを見通すのは例年以上に困難と言わざるを得まい。とりわけ現時点では米トランプ次期政権がどのような政策を打ち出し、それが米国及び世界経済にどのような影響を及ぼすのかも不透明である。したがって、こういう時は、まず政治や政策の短期的な変化に左右されない世界経済の大きな基調に立ち返るのを忘れないようにしたい。すなわち、変化の時代だからこそ「何が変わらないのか」を見極めるのが重要である。

その意味でいうと、先進国経済における成長率の長期停滞であるところの「セキュラー・スタグネーション」の状況は引き続き大きく変わらないのではないだろうか。第1図は日米独3カ国の実質GDP成長率と長期金利の推移を1980年以降でプロットしたものだが、日本は原点近くの2%-2%ゾーン内を長期間に渡って行き来しているほか、米国やドイツも日本のゾーンに接近もしくは突入しつつある。これは、各国に共通する少子高齢化や資本ストックの飽和による投資停滞あるいは画期的な技術革新の不足及びそれに伴う生産性上昇の低迷などが複合的に重なって構造的に成長率の鈍化が進行していると考えられるもので、当然、米国の大統領が交代したとしてもこの基本構図が短期的に変わるわけではない。これらの経済の特徴は、企業活動が低温ながらも続き、雇用所得環境の改善も進むため個人消費は下支えされるものの、投資に力強さは戻らない、よって回復は息長く持続するものの緩やかに止まるという展開である。

第1図：日本・米国・ドイツにおける実質GDP成長率と長期金利の関係（1980年～）



(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

新興国においても、中国では過剰投資の調整が続いているし、他の新興国でも一定程度の経済発展段階に達し、輸出や開発一辺倒の経済成長から消費を牽引役とする成長モデルに転換する過程において従来比成長率を切り下げる例が少なからず観察される。

それでは、こうした大きな潮流の上に米トランプ新政権の新しい政策運営を想定して米国経済延いては世界経済を眺めるとどういことがいえるだろうか。米国経済については、もともと今年初までのドル高、原油安の製造業、エネルギー関連セクターへのマイナス影響が一巡したことにより、景気は堅調地合いに復していたが、そこにトランプ新政権の成長重視・財政拡張的政策への期待が被さった形となっている。トランプ氏の選挙期間中の発言や選挙公約を踏まえると、減税、インフラ投資、エネルギー関連規制緩和などの政策は、規模こそ議会共和党との調整を踏まえたものとなろうが、ある程度実現に向かうものとみられる。そして、企業、家計の強気のマインドが当面持続する展開も十分考えられる。したがって、米国経済は来年2%前半の経済成長軌道に復し、利上げも年2回程度のペースで実施されうるものとする。

もつとも、これらの政策が真水として経済成長に寄与するのは早くて来年後半からである。足元、トランプ新政権の景気拡張的政策、それに伴うインフレ高進、あるいは財政赤字拡大の連想から長期金利が急騰し、それに合わせてドル高も進行しているが、具体的政策の形がない段階でここまで期待が市場に織り込まれるのはやや行き過ぎの観も否めない。時期は特定しづらいものの、行き過ぎはいずれ一旦は調整されるのではないだろうか。

また、上記の経済構造を鑑みると、米国の潜在成長率が有意に引き上げられるという期待を抱くのも早計だろう。インフラ投資はそれ自体が需要項目として景気を押し上げることに加え、生産性向上に繋がれば経済成長への寄与となるが、肝心の中身はまだ明らかではない。加えて、仮に保護主義的政策により伝統的製造業の立地を米国に取り戻すというような方向感が強くなるのであれば、それが中長期的な米国経済への処方箋になるとも考えにくい。不法移民取り締まり強化が米国への移民の流れそのものを萎縮させるようなことになれば、経済の活力が損なわれる懸念もある。

対世界ということでは、詳細は各地域パートに譲るが、短期的な米国景気の復調はポジティブな材料となりえよう。ただし、欧州、日本といった先進国経済は上述の通り構造的制約要因も強い。日本は、堅調な雇用環境に支えられた個人消費と官需を中心に、緩やかな回復基調を維持するものとみるが、欧州については、前述の通り、Brexitのプロセスや主要国における選挙が来年にかけて先行き不透明感を高める展開になる懸念は相応にあり、その分のリスクは織り込んでおく必要があるとみる。一方、一部の新興国については、大統領選挙後に米国金利が急騰したことを受けて通貨が下落しているのが注意される場所であるが、外貨準備や対外債務の面で外的ショックへの耐性は強化されており、景気の先行きをことさら慎重化させる必要はないだろう。これは、中国も同様で、中国は過剰投資の調整という中国固有の理由により、引き続き緩やかな景気減速が続くものとみる。

米国は依然世界的な影響力を持つ国である。その米国が大きな政策転換を迎えることはやはり世界的なイベントであることは間違いない。通商、移民、安全保障などの面で米国の動きに左右される国も少なくなく、注意が必要である。例えば、メキシコ（移民、貿易）、中国（為替、貿易）、イラン（核合意）などがそうであるし、TPPを推進していた日本も例外ではない。いずれにせよ、今後、政権人事も固まっていく過程で明らかとなっていく具体的な個々の政策については、改めて短期と中長期双方の視点を意識しながらその効果を判断していく必要があるだろう。

（経済調査室長 佐藤 昭彦）

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2015年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し
世界42カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	61.30	1,470	2.9	2.5	2.8	2.3	5.8	4.6			
先進国・地域	40.35	968	2.2	1.6	1.7	0.2	0.8	1.7			
新興国	20.96	503	4.4	4.3	4.8	6.2	15.5	10.1			
日本(年度ベース)	4.17	100	0.9	1.0	1.0	▲ 0.0	▲ 0.2	0.4	1,499	1,777	1,647
アジア11カ国・地域	17.61	422	6.1	5.9	5.7	1.9	2.2	2.4	5,935	5,297	4,934
中国	10.98	263	6.9	6.6	6.2	1.4	1.9	1.9	3,306	2,659	2,514
インド(年度ベース)	2.09	50	7.6	7.6	7.7	4.9	5.2	5.5	▲ 185	▲ 218	▲ 332
NIEs4カ国・地域	2.50	60	2.1	2.0	2.3	0.6	1.1	1.6	2,489	2,459	2,411
韓国	1.38	33	2.6	2.6	2.7	0.7	1.1	1.7	1,059	983	945
台湾	0.52	12	0.7	1.2	1.8	▲ 0.3	1.2	1.3	758	776	726
香港	0.31	7	2.4	1.3	1.7	3.0	2.6	2.2	97	154	168
シンガポール	0.29	7	2.0	1.5	2.1	▲ 0.5	▲ 0.6	0.6	575	545	572
ASEAN5カ国	2.03	49	4.8	4.8	4.9	3.1	2.4	3.3	325	398	341
インドネシア	0.86	21	4.8	5.0	5.1	6.4	3.6	4.3	▲ 178	▲ 179	▲ 221
マレーシア	0.30	7	5.0	4.2	4.5	2.1	2.0	2.2	90	72	87
タイ	0.40	10	2.8	3.1	3.2	▲ 0.9	0.2	1.6	320	381	310
フィリピン	0.29	7	5.9	6.5	6.0	1.4	1.8	3.0	84	51	69
ベトナム	0.19	5	6.7	6.2	6.2	0.6	2.8	4.2	9	74	96
オーストラリア	1.23	29	2.4	2.8	2.9	1.5	1.4	1.9	▲ 584	▲ 566	▲ 525
米国	18.04	433	2.6	1.6	2.3	0.1	1.2	2.2	▲ 4,630	▲ 4,727	▲ 4,837
中南米7カ国	4.53	109	▲ 1.0	▲ 1.8	1.2	17.1	61.7	36.6	▲ 1,586	▲ 995	▲ 1,035
ブラジル	1.77	43	▲ 3.8	▲ 3.5	0.8	9.0	7.0	5.5	▲ 589	▲ 200	▲ 250
メキシコ	1.14	27	2.5	2.1	2.0	2.7	2.8	3.3	▲ 327	▲ 330	▲ 340
アルゼンチン	0.63	15	1.8	▲ 2.0	2.5	16.5	38.0	25.0	▲ 159	▲ 100	▲ 130
ユーロ圏19カ国	11.60	278	2.0	1.5	1.1	0.0	0.3	1.2	3,583	3,418	3,108
ドイツ	3.37	81	1.7	1.5	1.2	0.1	0.3	1.3	2,839	2,860	2,500
フランス	2.42	58	1.3	1.2	1.1	0.1	0.3	1.0	▲ 49	▲ 409	▲ 230
イタリア	1.82	44	0.7	0.7	0.8	0.1	0.0	0.9	293	466	338
英国	2.86	68	2.2	1.9	0.8	0.1	0.7	2.3	▲ 1,531	▲ 1,346	▲ 1,046
ロシア	1.33	32	▲ 3.7	▲ 0.5	0.8	15.6	7.1	5.7	690	240	490
<b>&lt;参考&gt;</b>											
世界42カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.3	3.0	3.4	3.3	7.5	5.6			

(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42カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。  
 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7カ国』、『ロシア』。  
 4. 『中南米7カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー。  
 (資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

# I. 日本

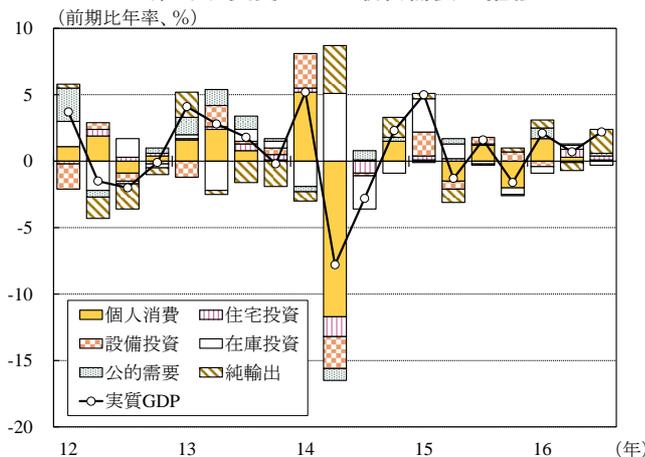
## ～家計と企業の所得面の安定性を支えに 緩やかな回復基調を維持～

### 1. 日本経済の概況

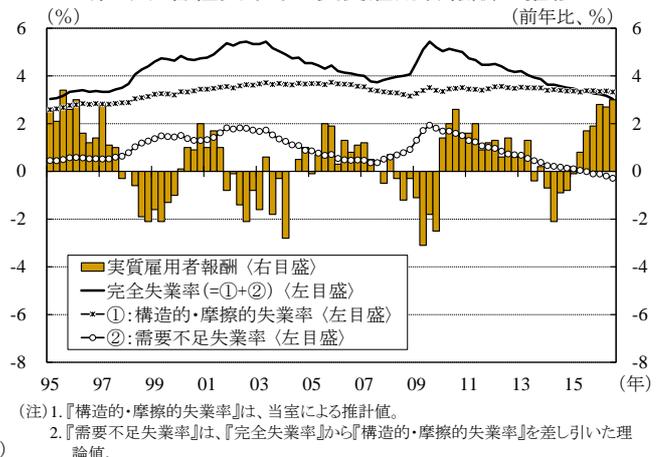
7-9月期の実質 GDP（1次速報値）は前期比年率+2.2%と高めの伸びとなり、3四半期連続のプラス成長を確保した（第1図）。ただし、需要項目別の内訳をみると、前四半期に落ち込んでいた輸出の回復を主因に純輸出の寄与度が+1.8%と大半を占め、内需の寄与度は+0.4%に止まっている。個人消費や設備投資が伸び悩む中で外需主導により高めの成長率を確保した格好であり、内需と連動する輸入の停滞が純輸出を押し上げている側面も勘案すると、日本経済の自律的な回復力は依然として力強さを欠いているといえる。

とはいえ、企業部門では年初からの円高進行を主因に大幅な減益計画が示される中、英国の EU 離脱選択など事業環境の先行きを不透明化させる事象が発生しており、家計部門でも史上2番目の台風上陸数など天候不順による逆風を受けていたことを考えれば、個人消費と設備投資がともに腰折れしなかったことは評価されるべきであろう。家計の雇用・所得環境はタイトな労働環境を背景に堅調に推移しており、また、企業もこれまでの経営効率化への取り組みから人員や債務面で身軽になっていることに加え、企業収益も減益ながらリーマン・ショック前のピークと同等の水準を維持するなど、家計や企業の活動を支える土台には底堅さがある。現在の日本経済は、投資や消費に対する慎重さから回復の勢いこそ欠いているものの、外生的な下方圧力に対しては、こうした健全な土台が抵抗力として作用しており、7-9月期の実質 GDP の結果により、その安定性が改めて確認されたといえるだろう。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



第2図：各種失業率と実質雇用者報酬の推移

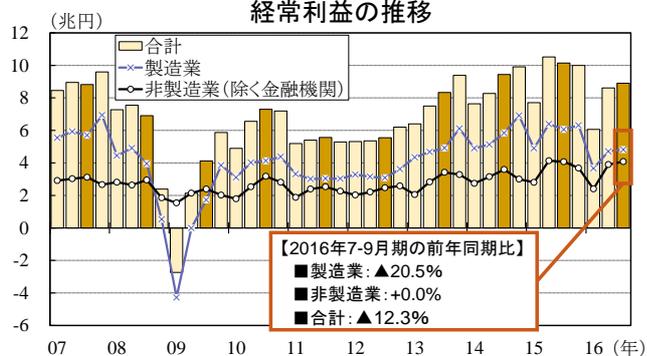


こうした日本経済の安定性は、来年には米国でトランプ新政権が発足し、さらにドイツやフランスといった欧州の主要国が国政選挙を控えるなど、海外経済の先行きが読み難くなっている状況下では、心強いプラス材料といえる。この状態が今後も維持されるかは、

家計と企業の所得面の先行きに大きく左右されるが、まず、家計については7-9月期の実質雇用者報酬は前年比+3.0%と高い伸びを示し、足元まで6四半期連続で増加している(第2図)。高い伸びの主因は雇用者数の増加であるが、直近10月の有効求人倍率は1.4倍とバブル期以来の高水準を記録し、同月の完全失業率も3.0%と約20年ぶりの低位にあるなど、構造的な人手不足の状況に変化の兆しはみられない。賃金の面では、消費者物価の弱含みが次期春闘での賃上げを抑制する方向に働くとみられることから、伸び率の一定の鈍化は避けられそうにないが、雇用者数の増加が牽引する形で家計の実質所得が増加するトレンドは当面崩れることはなさそうである。

また、企業収益に関しても、米国大統領選を境に為替相場が円安方向に転じており、足元までの収益の重石となっていた円高の減益影響が一巡することで、今後は高水準を維持したまま底入れすることが予想される。東証一部上場企業(金融業を除く)の7-9月期決算をみると、経常利益は前年同期比▲12.3%の二桁減益となっているが、円高影響を強く受ける製造業が同▲20.5%となっているのに対し、非製造業は同+0.0%と足元で既に下げ止まっている(第3図)。今後も個人消費の持ち直しが続き、さらには政府の経済対策が年明け以降の公的需要を押し上げる見込みであることを踏まえれば、この先の企業収益を取り巻く環境は改善方向と見てよいだろう。この先も家計と企業の所得面の安定性は維持され、日本経済は内需を主体とした緩やかな回復軌道を辿る見通しである(第1表)。

第3図: 東証一部上場企業(除く金融業)の  
経常利益の推移



(注)1. 11月28日時点で2016年7-9月期決算を公表済の企業のうち、2006年4-6月期以降連続してデータを取得できる1359社の『経常利益』を集計したもの。

2. 『経常利益』は原数値。棒グラフの濃い部分は各年の7-9月期。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表: GDP計数の見通し

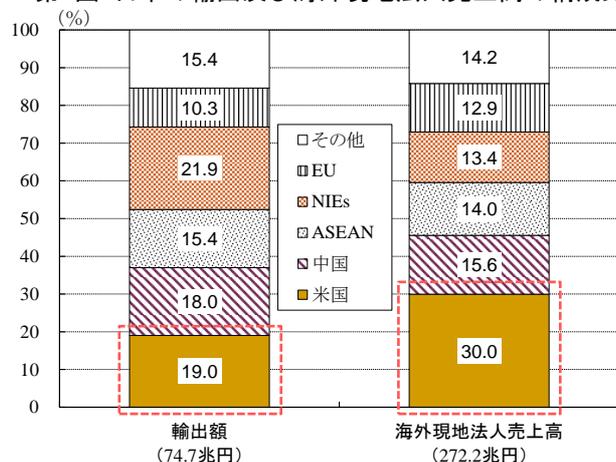
	2015年度 実績	2016年度 見通し	2017年度 見通し
実質GDP	0.9	1.0	1.0
個人消費	▲0.1	0.5	0.7
住宅投資	2.4	7.1	▲0.3
設備投資	2.1	0.3	1.4
在庫投資(寄与度)	0.3	▲0.1	▲0.0
公的需要	0.7	1.0	1.2
純輸出(寄与度)	0.1	0.3	0.1
輸出	0.4	0.4	2.4
輸入	0.0	▲1.4	1.8
名目GDP	2.3	1.1	0.6
GDPデフレーター	1.4	0.0	▲0.4

(資料) 内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

なお、米国の新政権誕生による日本経済への影響については、この先、トランプ次期大統領の政策運営に係る予見可能性の低下が企業の投資マインドを押し下げる可能性は否定できないものの、次期大統領が掲げる政策は大型減税やインフラ投資、エネルギー規制の緩和など景気刺激型の色彩が強い。これらの政策は、具体策や規模に関しては今後の議会との調整に委ねられようが、大枠としては共和党の方針と掛け離れているものではないことから一定程度の実現性はあるとみられ、足元の為替市場の動向も勘案すれば、現時点において、新政権の誕生を日本経済の下押し要因として想定する必要はないと考えられる。ただし、仮に米国の通商政策の内向き化が、関税引き上げなどのドラスティックな形で実

行に移された場合には、わが国からの輸出はもちろん、米国外からの仕入れが半分弱を占める日系企業の米国現地法人の調達にも大きな影響を与えることが想定され、政策の具体化の行方には注視が必要である（第4図、第2表）。

第4図：日本の輸出及び海外現地法人売上高の構成比



(資料)財務省、経済産業省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：日系企業の在米国現地法人の売上及び仕入の状況(2014年度)

	売上高 (兆円)	仕入高 (兆円)	調達割合 (%)		
			現地調達	日本から輸入	第三国から輸入
製造業	30.2	18.3	62.3	27.2	10.5
輸送機械	15.4	11.1	69.5	20.6	9.9
化学	3.7	1.7	56.0	35.0	9.0
生産用機械	1.3	0.8	59.0	29.0	11.9
電気機械	1.1	0.6	28.1	66.4	5.5
食料品	1.0	0.5	81.0	9.8	9.2
はん用機械	0.6	0.4	34.6	52.6	12.8
鉄鋼	0.5	0.2	86.2	12.2	1.6
その他	6.6	3.0	45.7	39.2	11.3
非製造業	51.3	38.1	50.8	37.5	11.7
卸売業	35.0	29.2	47.0	44.0	9.0
小売業	5.3	2.9	52.6	36.3	11.1
その他	11.0	6.0	0.7	0.1	10.5
合計	81.5	56.4	54.5	34.2	11.3

(資料)経済産業省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 見通し上のキーポイント

### (1) 底堅さを増す個人消費

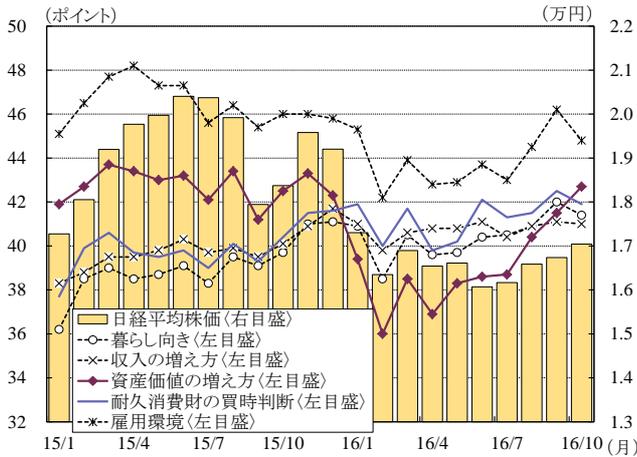
7-9月期の個人消費は前期比年率+0.2%と3四半期連続でプラスを維持した。4-6月期からは増勢が鈍化したものの、観測史上第2位となる6度の台風上陸や9月の気温の高さなど、天候による下押し要因があったことを踏まえれば、消費は底堅く推移したといえる。

内閣府の「消費動向調査」から消費者マインドの状況を見ると、年初の急速な円高・株安を受けて“資産価値の増え方”指標が顕著に悪化し、それに引き摺られる形で“暮らし向き”や“収入の増え方”など全ての指標で水準が切り下がっていたが、その後は円高の進行が一服し、株価も底堅さを取り戻す中で改善が進んでいる（第5図）。

また、2014年4月の消費増税や累次の消費喚起策がもたらした耐久消費財の需要先食いの反動減の影響が和らぐ兆しが出てきたことも、個人消費の先行きには明るい材料である。上述の「消費動向調査」における“耐久消費財の買い時判断”指標は緩やかながらも改善傾向を示しており、耐久財の実質最終消費支出は、水準こそ高くないものの7-9月期まで3四半期連続で増加している（第6図）。

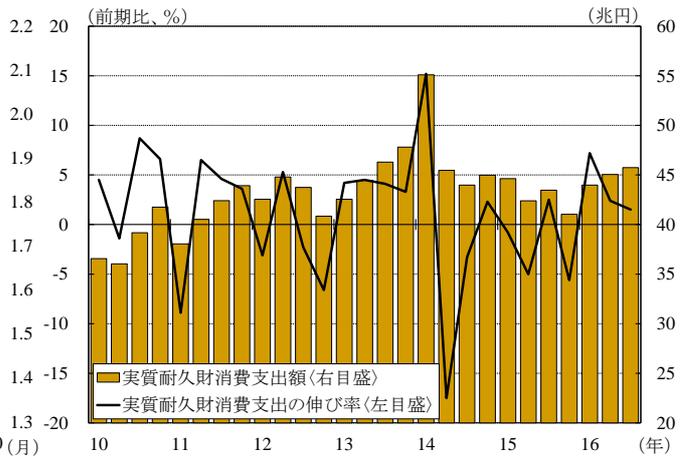
この先の個人消費は、天候不順に起因する足元の生鮮食品の価格高騰が一時的な下押し要因となる可能性はあるものの、家計の実質所得の改善傾向が続き、消費者マインドの持ち直しや耐久消費財の需要先食い影響の逡減が進むことで、次第に底堅さを増していくことが予想される。

第5図：消費者マインド指標と日経平均株価



(資料)内閣府統計およびBloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：実質耐久財消費の推移



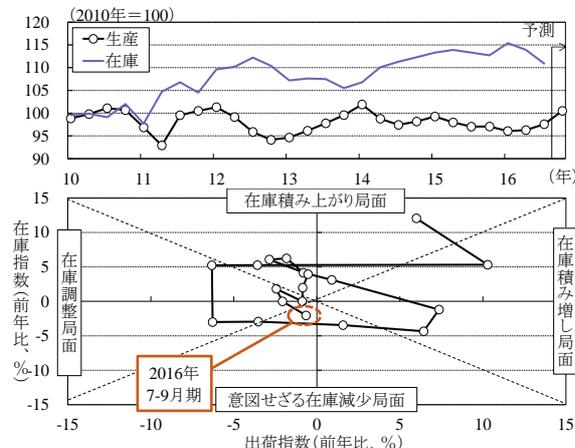
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 生産停滞の重石が外れつつある設備投資

7-9 月期の実質設備投資は前期比年率+0.1%と、小幅ながら 3 四半期ぶりにプラスを回復した。日銀短観（9 月調査）における今年度の利益・設備投資計画をみると、経常利益は前年比▲8.1%の減益が見込まれている一方、設備投資は同+1.7%の増加計画が示されており、引き続き企業の投資マインドが維持されていることがうかがえる。

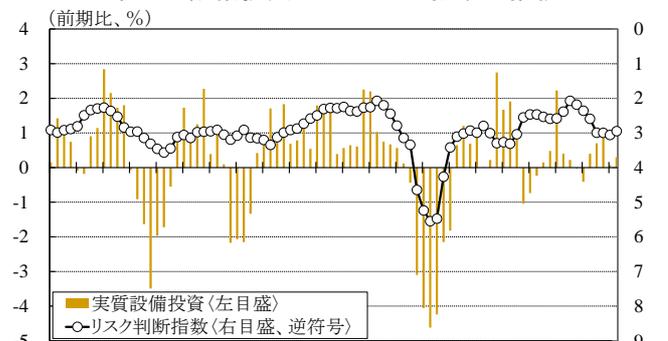
また、停滞していた生産活動に回復の兆しが見えてきたことも、設備投資の先行きにとっては好材料といえる。7-9 月期の鉱工業生産は、熊本地震からの挽回生産により押し上げられた面はあるものの、前期比+1.3%と 2 四半期連続で増加している。足元の在庫循環に目を向けると、3 四半期続いていた「在庫調整局面」から「意図せざる在庫減少局面」に移行しており、生産の下押し要因となってきた在庫の調整が進展していることが確認できる（第 7 図）。この先、企業収益の底入れが見込まれる中、生産の持ち直しが設備稼働率の改善に繋がることが予想され、設備投資は緩やかな回復基調を辿る見通しである。

第7図：鉱工業生産・在庫指数の推移と在庫循環図



(注)『生産』の直近値は、製造工業生産予測指数で延長した10月、11月の平均。  
(資料)経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：設備投資とリスク判断指数の推移



(注)1. 『リスク判断指数』は、国際通貨研究所公表の「IIMA-GMVI」。指数が高いほど市場が動揺し投資家がリスク回避的になり、指数が低いほど市場の信認が高まり投資家がリスク嗜好を強めていることを示す。  
2. 値は四半期ベース4期移動平均値。  
(資料)内閣府統計、国際通貨研究所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

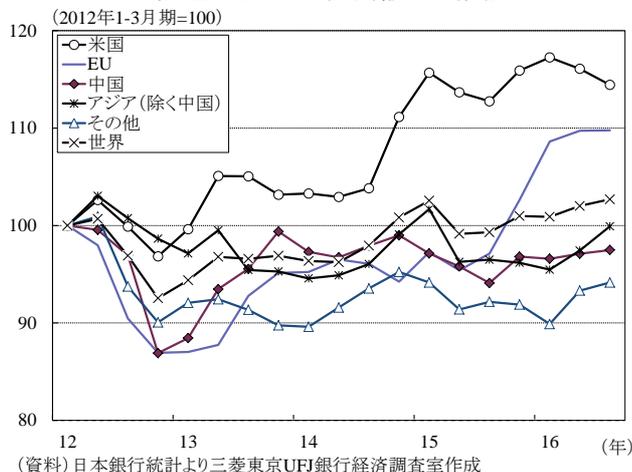
ただし、米国の新政権の動きを巡る不確実性の高まりが、企業の投資マインドを下押しする可能性には留意が必要である。過去の設備投資と市場の不透明感を反映するリスク判断指数の推移を並べると、政治・経済面での想定外の事象の発生により市場の動揺が高まった局面では、設備投資が押し下げられ易い関係が読み取れる（第8図）。来年は米国の新政権発足に加え、ドイツやフランスの国政選挙など、動向次第で企業の事業環境を巡る不透明感を大きく増大させかねないイベントが待ち受けており、投資の潜在的な下振れ要因として認識しておくべきであろう。

### (3) 今後は緩やかなプラス寄与に止まる純輸出

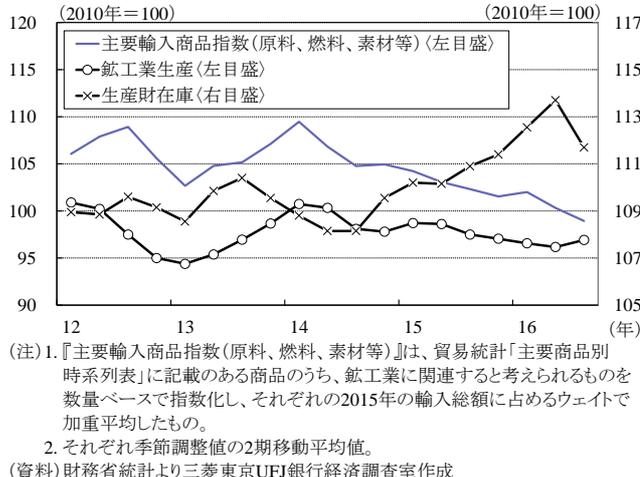
7-9月期の純輸出（輸出－輸入）の実質GDPに対する寄与度は前期比年率+1.8%となり、成長率を大きく押し上げた。その主因としては、4-6月期には前期比年率▲6.0%と落ち込んでいた輸出が、ASEANやNIEs向けの持ち直しなどから同+8.1%の大幅増に転じたことが挙げられるが（第9図）、実質輸出額の水準自体は1-3月期と同程度であり、熊本地震の挽回生産が自動車輸出を押し上げていた面も踏まえると、輸出の実態は横這い程度と捉えるべきであろう。先行きについても、米国を中心とする先進国経済の底堅さなどから回復基調を辿るとみられるものの、世界的なスロー・トレードの趨勢が続く中で、増加ペースは緩やかなものとなる見通しである。

また、この先の純輸出の寄与を見通す上では、7-9月期まで4四半期連続で減少している輸入の先行きも重要である。財務省の「貿易統計」から品目別の輸入数量を確認すると、原燃料や素材の落ち込みが目立つが、この背景として、国内の生産活動の停滞から生産財の在庫が積み上がり、企業が原材料の輸入量を減らして在庫調整を図ってきていることが考えられる（第10図）。今後、生産が持ち直していくとみられることを踏まえれば、輸入も次第に回復に向かう可能性が高い。輸出の伸びが緩やかなものに止まることを合わせて考えると、純輸出がこの先も継続的に実質GDPを力強く押し上げる展開は期待できないだろう。

第9図：地域別の実質輸出の推移



第10図：鉱工業生産・在庫・輸入の推移



### 3. 金融政策・市場の動向

#### (1) 金融政策

日銀は10月31日-11月1日に金融政策決定会合を開催し、金融政策の現状維持を決定すると同時に、経済・物価情勢に関する展望レポートを公表した。その中で日銀は、政策委員の物価見通しを、2017年度は前年度比+1.5%、2018年度は同+1.7%と、前回から0.2%ポイントずつ引き下げ、2%の物価目標の達成時期を「2017年度中」から「2018年度頃」に後ろ倒しさせた。もっとも、本会合の「主な意見」のなかに、『追加緩和の要否の判断基準は、「物価安定目標の達成時期の見通しが後ずれするか」ではなく、「2%に向けたモメンタムを維持するために必要かどうか』とある通り、物価見通しの引き下げやそれに伴う物価目標の達成時期の後ろ倒しは、追加緩和のトリガーにはならないとみられる。先行きの物価は、原油価格の持ち直しなどにより緩やかながら上昇していくと見込まれるため、大きな外部環境の変化による急激な円高進行などが無い限り、日銀は物価上昇のモメンタムは維持されていると判断し、追加緩和を見送る状況が続くと予想される。

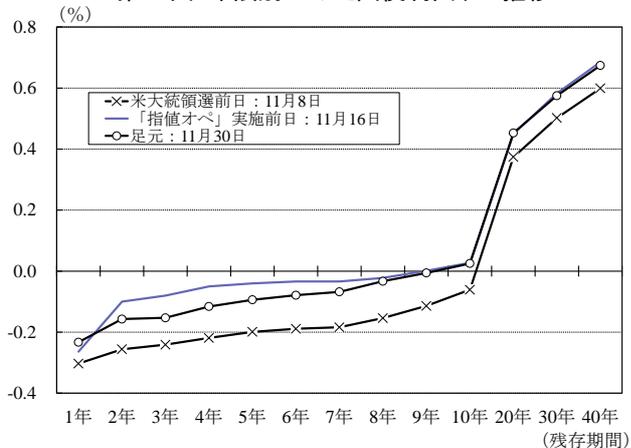
#### (2) 長期金利と為替相場

イールドカーブは、米国大統領選後に新政権の政策への期待などから米国金利が上昇したことなどを背景に、短中期を中心に上方にシフトした(第11図)。そうした動きを受け、日銀は10月に新たに導入した「指値オペ」を11月17日に初めて実施した。日銀が設定した買入れ利回りは、2年債が▲0.09%、5年債が▲0.04%とその時の実勢レートを上回っていたため応札はなかったが、市場は金利上昇に対する日銀の牽制と受け止め、期間が10年未満の国債利回りは、「指値オペ」実施後に低下した。日銀は9月にも、10年物国債利回りが▲0.09%まで低下した際に、長期国債の買入れ額を減額したことで、10年物国債利回りの下限は▲0.1%との見方が強まったが、今後も金利が変動した際に、日銀がこうした行動をとれば、日銀が想定しているあるべきイールドカーブの姿が徐々に特定されていくことになる。

円ドル相場は、米国大統領選後に一時円高に振れたが、その後は米国金利の上昇による日米金利差の拡大を主因にドル高・円安基調が続き、足元では1ドル113円台と3月以来の水準まで下落している。足元の米国金利上昇は、トランプ新政権下で財政拡大路線が強まるとの期待に基づいているところが大きいと思われるが、議会共和党では抑制的な財政運営を望む声が依然多いとみられ、その具体策や規模については不透明である。実際の財政拡大規模が市場予想を下回るとの観測が強まり、そうした期待が剥落する場合や、21日にトランプ次期大統領が大統領就任初日にTPPからの離脱を通告する方針を明らかにした通り、貿易政策の内向き化への懸念が強まるなどの事象が起きた場合には、円ドル相場は一旦円高・ドル安方向に推移すると見込まれる。現時点では期待が先行している感が強く、今後、一時的に円高・ドル安方向に調整される可能性は比較的大きいと考えられるが、基本的には日本の金利が低位でコントロールされる一方、米国金利は利上げにより緩

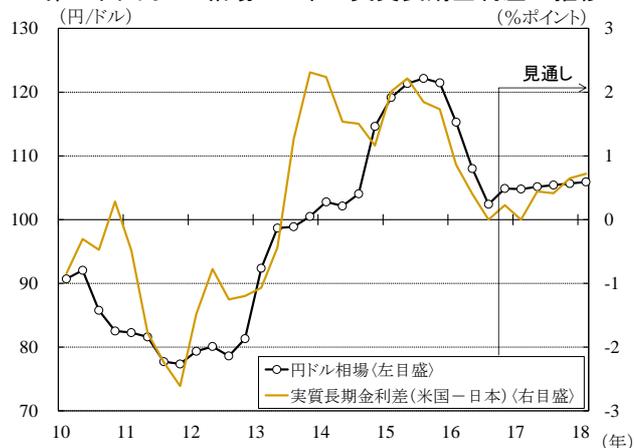
やかに上昇するため、一旦調整が起きた後の円ドル相場は、日米金利差が拡大することで緩やかな円安方向に推移するものと予想される（第12図）。

第11図：年限別にみた国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：円ドル相場と日米の実質長期金利差の推移



(資料) Bloomberg、日本銀行統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(宮道 貴之、金堀 徹、横田 裕輔、下郷 慶)

日本経済・金融見通し

2016年7～9月期のGDP統計（1次速報値）反映後

見通し →

	2015				2016				2017				2018	2015年度	2016年度	2017年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	5.0	▲ 1.3	1.6	▲ 1.6	2.1	0.7	2.2	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0
個人消費	0.2	▲ 2.5	2.1	▲ 3.3	2.9	0.5	0.2	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	▲ 0.1	0.5	0.7
住宅投資	10.4	6.9	4.7	▲ 1.6	▲ 1.1	21.7	9.6	1.6	0.0	▲ 1.2	▲ 2.0	▲ 2.2	▲ 1.2	2.4	7.1	▲ 0.3
設備投資	13.2	▲ 4.1	3.4	5.0	▲ 2.7	▲ 0.5	0.1	0.8	1.2	1.5	1.6	1.8	1.8	2.1	0.3	1.4
在庫投資（寄与度）	2.5	1.1	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.5	0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0
公的需要	▲ 0.4	1.8	▲ 0.1	▲ 0.4	3.1	0.5	0.8	1.4	1.3	1.5	0.9	0.6	0.4	0.7	1.0	1.2
うち、公共投資	▲ 5.9	2.3	▲ 4.6	▲ 12.9	0.2	9.3	▲ 2.7	1.2	4.9	4.9	1.6	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 2.7	0.6	2.2
純輸出（寄与度）	0.4	▲ 1.0	▲ 0.1	0.3	0.6	▲ 0.6	1.8	0.2	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	0.3	0.1
財貨・サービスの輸出	7.0	▲ 15.8	10.9	▲ 3.9	0.5	▲ 6.0	8.1	1.9	1.8	2.1	2.2	2.3	2.3	0.4	0.4	2.4
財貨・サービスの輸入	4.0	▲ 9.6	9.9	▲ 4.9	▲ 2.5	▲ 2.5	▲ 2.4	1.0	1.6	2.2	2.5	2.7	2.7	0.0	▲ 1.4	1.8
名目GDP（前期比年率、%）	8.3	▲ 0.5	3.2	▲ 1.2	3.0	0.6	0.8	0.9	1.0	0.0	0.0	1.0	1.3	2.3	1.1	0.6
GDPデフレーター（前年比、%）	3.3	1.4	1.8	1.5	1.0	0.7	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.3	1.4	0.0	▲ 0.4
鉱工業生産（前期比、%）	1.1	▲ 1.3	▲ 1.0	0.1	▲ 1.0	0.2	1.1	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	▲ 1.0	0.4	1.2
国内企業物価（前年比、%）	0.4	▲ 2.2	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.5	▲ 4.4	▲ 3.6	▲ 2.5	0.0	1.3	0.8	0.5	0.3	▲ 3.2	▲ 2.7	0.7
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	2.1	0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	▲ 0.0	▲ 0.2	0.4
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	▲ 176	▲ 407	▲ 376	356	896	1,199	1,527	1,032	1,073	793	681	569	533	542	4,831	2,577
経常収支（10億円）	3,550	3,992	3,983	4,801	4,973	4,637	4,901	4,525	4,637	4,416	4,356	4,298	4,315	18,003	18,699	17,385
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 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（%）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
10年物国債利回り（%）	0.3	0.4	0.4	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1
円相場（円／ドル）	119	121	122	121	115	108	102	106	105	105	105	106	106	120	105	106

(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)  
2016年12月1日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.9	0.9	2.1 (0.2)	0.7 (0.6)	2.2 (0.9)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 1.1	0.9	0.0 (0.4)	0.4 (0.1)	0.6 (0.8)	1.0 (0.1)	0.2 (▲ 0.7)	0.2 (1.7)	0.2 (1.3)	
鉱工業生産指数	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0 (▲ 1.6)	0.2 (▲ 1.8)	1.3 (0.4)	2.3 (▲ 1.5)	▲ 0.4 (▲ 4.2)	1.3 (4.5)	0.6 (1.5)	0.1 (▲ 1.3)
鉱工業出荷指数	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 2.0 (▲ 2.4)	0.2 (▲ 2.0)	0.7 (▲ 0.6)	1.7 (▲ 1.7)	0.7 (▲ 4.0)	▲ 1.1 (1.6)	1.8 (0.7)	2.2 (▲ 1.8)
製品在庫指数	6.1	1.8	2.4 (1.8)	▲ 1.3 (0.0)	▲ 2.6 (▲ 2.0)	0.0 (0.0)	▲ 2.4 (▲ 1.8)	0.3 (▲ 1.6)	▲ 0.5 (▲ 2.0)	▲ 2.1 (▲ 3.0)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.0	115.0	116.3 [113.0]	116.5 [113.8]	115.3 [114.7]	116.0 [112.8]	117.3 [112.7]	113.6 [116.3]	114.9 [115.1]	113.9 [113.0]
国内企業物価指数	2.7	▲ 3.2	▲ 1.5 (▲ 3.5)	▲ 0.6 (▲ 4.4)	▲ 0.2 (▲ 3.6)	▲ 0.1 (▲ 4.3)	0.0 (▲ 4.0)	▲ 0.3 (▲ 3.6)	0.0 (▲ 3.2)	▲ 0.1 (▲ 2.7)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	2.8	0.0	▲ 0.7 (▲ 0.1)	0.4 (▲ 0.4)	▲ 0.2 (▲ 0.5)	0.1 (▲ 0.4)	▲ 0.2 (▲ 0.5)	0.0 (▲ 0.5)	0.0 (▲ 0.5)	0.1 (▲ 0.4)
稼働率指数 (2010年=100)	100.6	98.0	97.3 [101.4]	95.4 [98.0]	97.2 [97.6]	95.6 [98.0]	96.2 [97.7]	98.7 [97.4]	96.7 [97.7]	98.4 [98.4]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.8	4.1	6.7 (3.4)	▲ 9.2 (▲ 6.5)	7.3 (6.5)	8.3 (▲ 0.9)	4.9 (5.2)	▲ 2.2 (11.6)	▲ 3.3 (4.3)	
製造業	7.0	6.2	13.7 (4.3)	▲ 13.4 (▲ 12.9)	4.5 (▲ 0.5)	17.7 (▲ 3.8)	0.3 (▲ 1.4)	▲ 4.0 (2.0)	▲ 5.0 (▲ 1.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 3.3	2.5	3.5 (2.6)	▲ 5.0 (▲ 1.0)	8.2 (11.8)	2.1 (1.8)	8.6 (11.3)	▲ 1.9 (19.6)	▲ 0.9 (7.8)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	4.4	▲ 2.3	▲ 2.4 (▲ 5.5)	3.4 (▲ 2.7)	1.0 (0.4)	1.0 (▲ 2.9)	0.6 (▲ 4.9)	0.2 (2.5)	0.3 (3.3)	2.2 (1.8)
建設受注	8.2	▲ 0.9	(2.4)	(1.5)	(7.4)	(▲ 2.4)	(▲ 10.9)	(13.8)	(16.3)	(15.2)
民需	4.8	7.9	(▲ 0.4)	(3.9)	(▲ 3.5)	(1.9)	(▲ 5.8)	(9.7)	(▲ 9.2)	(24.4)
官公庁	22.9	▲ 15.6	(0.4)	(▲ 0.4)	(51.8)	(3.2)	(▲ 23.6)	(27.7)	(136.7)	(▲ 7.1)
公共工事請負金額	(▲ 0.3)	(▲ 3.8)	(1.2)	(4.0)	(6.8)	(▲ 1.8)	(▲ 6.9)	(12.0)	(18.1)	(▲ 10.0)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	88.0 (▲ 10.8)	92.1 (4.6)	94.7 (5.5)	100.5 (5.4)	98.2 (7.1)	100.4 (▲ 2.5)	100.5 (8.9)	95.6 (2.5)	98.4 (10.0)	98.3 (13.7)
新設住宅床面積	(▲ 15.2)	(2.1)	(3.1)	(3.6)	(5.1)	(▲ 3.0)	(6.2)	(2.3)	(6.7)	(9.7)
小売業販売額	▲ 1.2	0.8	(▲ 0.3)	(▲ 1.4)	(▲ 1.3)	(▲ 1.3)	(▲ 0.2)	(▲ 2.2)	(▲ 1.7)	(▲ 0.1)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 5.1	▲ 1.2	0.5 (▲ 2.6)	▲ 0.2 (▲ 1.2)	▲ 0.5 (▲ 2.4)	▲ 1.3 (▲ 2.3)	2.5 (▲ 0.5)	▲ 3.7 (▲ 4.6)	2.8 (▲ 2.1)	▲ 1.0 (▲ 0.4)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.2	73.6	72.8 [74.3]	72.9 [74.2]	70.6 [73.4]	69.4 [74.3]	69.3 [71.9]	70.4 [74.1]	72.0 [74.3]	70.9 [73.2]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	2.0	▲ 1.3	▲ 1.2 (▲ 2.1)	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.2 (▲ 1.5)	1.4 (▲ 1.0)	▲ 0.9 (▲ 1.9)	▲ 0.8 (▲ 2.0)	1.9 (▲ 0.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.2	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(1.4)	(1.2)	(0.0)	(0.0)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	77	98	98	93	102	95	97	106	105	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.11	1.23	1.29 [1.15]	1.36 [1.18]	1.37 [1.22]	1.37 [1.19]	1.37 [1.21]	1.37 [1.22]	1.38 [1.23]	1.40 [1.24]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.5	3.3	3.2	3.2	3.0	3.1	3.0	3.1	3.0	3.0
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.6	48.8	45.6 [49.3]	42.6 [52.6]	45.2 [49.5]	41.2 [51.0]	45.1 [51.6]	45.6 [49.3]	44.8 [47.5]	46.2 [48.2]
企業倒産件数 (実数、件数)	9,543 (▲ 9.4)	8,684 (▲ 9.0)	2,144 (▲ 5.6)	2,129 (▲ 7.3)	2,088 (▲ 0.2)	763 (▲ 7.4)	712 (▲ 9.5)	726 (14.9)	649 (▲ 3.6)	683 (▲ 8.0)

## 2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
通関輸出	5.4	▲0.7	(▲7.9)	(▲9.5)	(▲10.2)	(▲7.4)	(▲14.0)	(▲9.6)	(▲6.9)	(▲10.3)
価格	3.9	2.1	(▲4.7)	(▲8.3)	(▲11.1)	(▲10.1)	(▲11.9)	(▲10.3)	(▲11.1)	(▲9.0)
数量	1.3	▲2.7	(▲3.2)	(▲1.3)	(1.0)	(3.1)	(▲2.4)	(0.8)	(4.7)	(▲1.4)
通関輸入	▲1.0	▲10.3	(▲15.7)	(▲18.8)	(▲19.5)	(▲18.7)	(▲24.6)	(▲17.2)	(▲16.2)	(▲16.5)
価格	1.2	▲8.5	(▲14.9)	(▲17.6)	(▲18.9)	(▲19.1)	(▲21.5)	(▲20.2)	(▲14.9)	(▲14.4)
数量	▲2.1	▲1.8	(▲0.8)	(▲1.3)	(▲0.7)	(0.4)	(▲4.0)	(3.8)	(▲1.5)	(▲2.4)
経常収支(億円)	87,245	180,028	59,636	45,955	57,599	9,815	19,382	20,008	18,210	
貿易収支(億円)	▲65,890	5,419	8,534	14,959	14,995	7,615	6,139	2,432	6,424	
サービス収支(億円)	▲27,252	▲11,451	2,414	▲4,951	▲3,865	▲1,632	▲2,223	▲525	▲1,118	
金融収支(億円)	137,595	238,095	90,136	71,315	97,490	14,005	36,737	29,220	31,533	
外貨準備高(百万ドル)	1,245,316	1,262,099	1,262,099	1,265,402	1,260,145	1,265,402	1,264,750	1,256,053	1,260,145	1,242,792
対ドル円レート(期中平均)	109.92	120.13	115.45	108.17	102.40	105.49	103.90	101.27	102.04	103.82

## 3. 金融

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
無担保コール翌日物金利	0.068	0.063	0.035 [0.073]	▲0.050 [0.067]	▲0.046 [0.074]	▲0.055 [0.072]	▲0.043 [0.074]	▲0.043 [0.076]	▲0.052 [0.073]	▲0.037 [0.076]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.194	0.157	0.122 [0.171]	0.060 [0.169]	0.057 [0.169]	0.059 [0.169]	0.058 [0.169]	0.058 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]
新発10年国債利回り	0.400	▲0.050	▲0.050 [0.400]	▲0.230 [0.455]	▲0.085 [0.350]	▲0.230 [0.455]	▲0.195 [0.410]	▲0.070 [0.380]	▲0.085 [0.350]	▲0.050 [0.300]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.006	0.924	0.924 (▲0.032)	0.886 (▲0.038)	0.865 (▲0.021)	0.886 (▲0.018)	0.885 (▲0.001)	0.880 (▲0.005)	0.865 (▲0.015)	0.866 (0.001)
日経平均株価 (225種、末値)	19,207	16,759	16,759 [19,207]	15,576 [20,236]	16,450 [17,388]	15,576 [20,236]	16,569 [20,585]	16,887 [18,890]	16,450 [17,388]	17,425 [19,083]
M2平残	(3.3)	(3.6)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	(3.4)	(3.3)	(3.5)	(3.7)
広義流動性平残	(3.3)	(3.9)	(3.4)	(2.2)	(1.7)	(1.9)	(1.7)	(1.5)	(1.8)	(1.9)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.3)	(2.4)	(2.2)	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(2.1)	(2.0)	(2.4)
	銀行計	(2.5)	(2.5)	(2.2)	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(2.1)	(2.0)	(2.4)
	都銀等	(1.4)	(1.2)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.7)	(0.5)	(1.1)
	地銀	(3.8)	(3.7)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	(3.4)	(3.5)	(3.4)	(3.6)
	地銀II	(2.9)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(2.9)	(3.1)	(2.9)	(2.8)	(3.0)
信金	(1.4)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.3)	(3.7)	(3.0)	(3.3)	(3.4)	(3.3)	(3.5)	(3.3)	(3.9)
	都銀	(3.4)	(4.5)	(3.6)	(4.7)	(4.8)	(4.6)	(4.9)	(4.4)	(5.1)
	地銀	(3.3)	(3.0)	(2.4)	(1.9)	(2.2)	(2.1)	(2.1)	(2.2)	(2.2)
	地銀II	(3.1)	(2.5)	(2.1)	(1.9)	(1.9)	(1.8)	(1.8)	(1.9)	(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

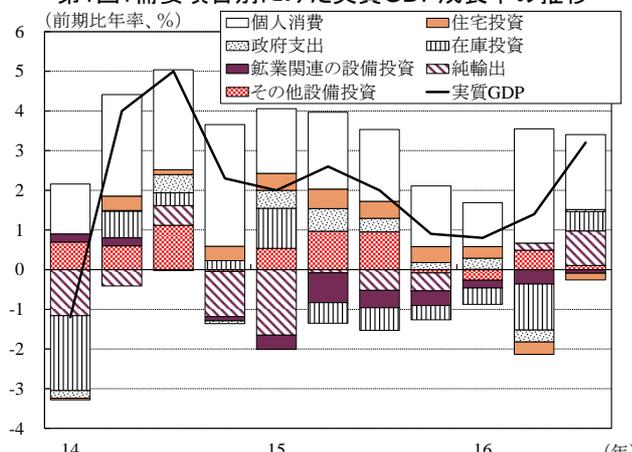
### ～景気は緩やかな回復基調を維持、トランプ次期大統領の政策が焦点～

#### 1. 米国経済の概況

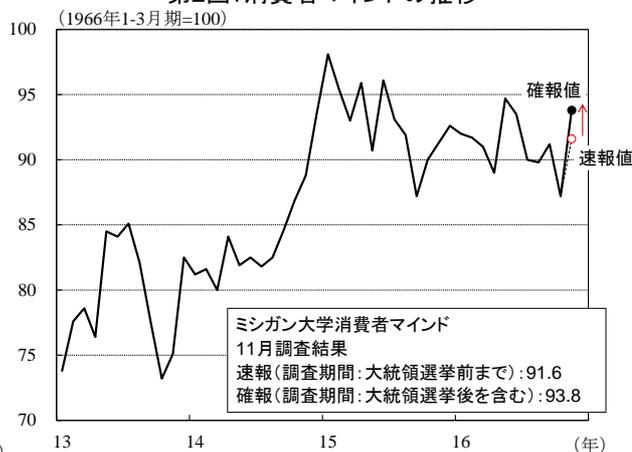
7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.2%と昨年7-9月期以来1年ぶりに2%以上の成長に復した(第1図)。需要項目別にみると、個人消費は4-6月期の高い伸びの反動がある中でも、同+2.8%と堅調な増加を続け成長を支えた。設備投資については、依然として鉱業部門ではマイナスが続いているものの全体としては小幅ながら増加しており、輸出も持ち直しが続くなど、企業部門にも回復の動きが確認された。年前半の低成長から抜け出しつつある姿が示されたといえる。

景気が堅調に推移する中、この先の米国経済の行方を見通す上で重要な政治イベントである大統領選挙が11月8日に実施され、共和党のトランプ候補が接戦州の多くを制して勝利した。選挙後、金融市場では財政拡張的な政策による景気回復ペースの加速を見込んだ株高や長期金利上昇が進展し、為替市場ではドルが急速に買われている。また、11月のミシガン大学消費者マインドは、確報値の発表で速報値から上方修正された(第2図)。速報値の調査期間は大統領選挙前までであり、確報値は選挙後の調査も含んでいる。トランプ氏の勝利やそれを受けた金融市場の好転は家計のマインドに対しても概ねポジティブな影響を与えている可能性を示唆している。

第1図: 需要項目別にみた実質GDP成長率の推移



第2図: 消費者マインドの推移



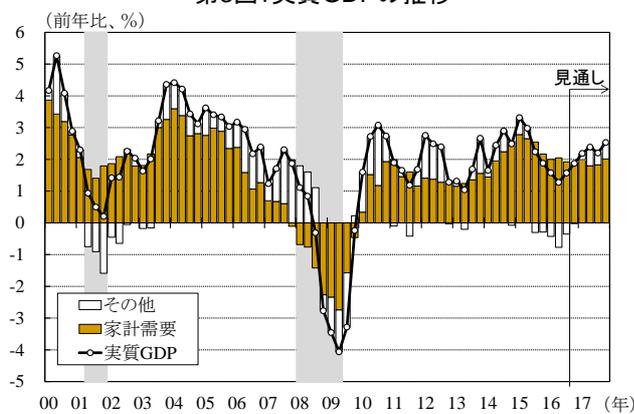
#### 2. 今後の見通し

トランプ次期政権の政策は現時点では不透明な部分が多いが、後述するように議会共和党との関係を踏まえた実現可能性等を勘案すると、減税やインフラ投資の拡大等の財政政策が一部実施される一方で、通商政策や移民政策は選挙期間中の発言や選挙公約よりも穏健なものに修正されると想定している。それを前提とすれば、米国経済はこの先、総じて年率2%強の回復ペースを維持するものと予想される(第3図)。家計部門では、労働

需給は引き締まる方向にあるものの、労働参加率の水準はまだ低く、労働市場が完全雇用  
に達して過熱するような状況までには至っていない。したがって、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、製造  
業やエネルギー関連産業など一部セクターで既往のドル高・原油安のマイナス影響が一巡  
したことを受け、輸出や設備投資は緩やかに持ち直していくと見込まれる。金融政策では、  
潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では、FRBによる利上げペースは緩やか  
なものとなる可能性が高く、利上げが景気後退の契機となる懸念は小さい。

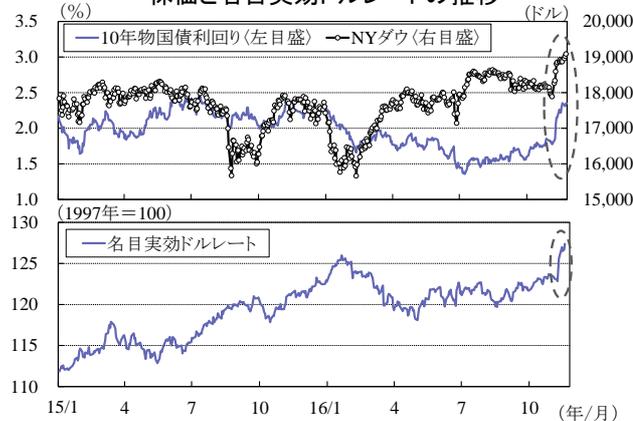
見通しに対するリスク要因は、やはりトランプ次期政権による政策運営である。足元で  
はトランプ次期政権が実施するとみられる財政拡張的な政策を好感し株高が進んでいるも  
のの、その動きはやや急であり期待先行の面があるとみられる（第4図）。政策の方向感  
や実現可能性が明らかとなるにつれ金融市場では巻き戻しの動きが生じるとみているが、  
仮に現状のような金利上昇とそれに伴うドル高の進行がこの先も続くこととなれば、2014  
年後半から急激に進んだドル高が製造業を中心に成長の重石となったような事態を招くこ  
とが懸念される。また、1,100万人ともいわれる不法移民の強制退去やビザ発給要件の大  
幅な厳格化などの排他的な移民政策や、北米自由貿易協定（NAFTA）からの脱退や特定  
国に対する一律の輸入関税引き上げといった極端に保護主義的な通商政策が採られた場合  
には、実体経済に対する大きな下振れリスクとなり得る。

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：大統領選挙結果を受けた10年物国債利回り、  
株価と名目実効ドルレートの推移



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 見通し上のキーポイント

#### (1) トランプ次期政権による政策運営

選挙戦中の過激な発言で注目を集めたトランプ次期大統領であるが、今後の政策が大統  
領選挙中の発言や公約通りのものとなるかは冷静に見極める必要がある。上下両院で過半  
数の議席を占める議会共和党の方針との整合性が一つの判断基準となるだろう。

所得・法人減税やエネルギー関連規制の緩和、インフラ投資の拡大については議会共和  
党の考えとも概ね一致しており、これらの政策は相応の実現性があるとみられる。もっと

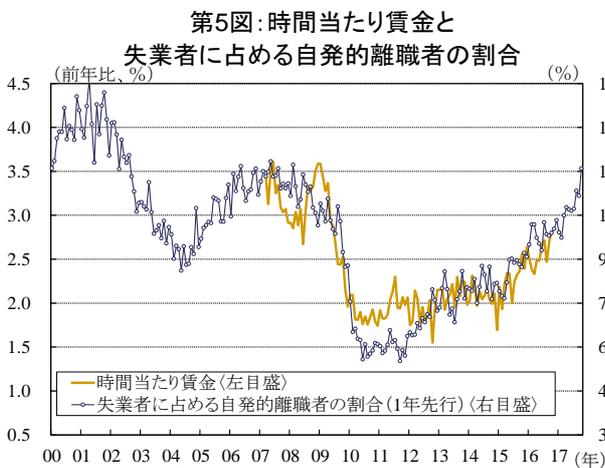
も、財政規律を重視する共和党が財政赤字の大幅な拡大をそのまま認めるとは考え難く、金額規模は縮小する可能性がある。減税やインフラ投資の拡大が実体経済に直接的に影響を与え始めるのは2017年終盤頃になると想定される。

通商政策については、伝統的に自由貿易の推進を重んじてきた共和党との関係や、ビジネスマンとして成功したトランプ氏の経験等を考慮すると、NAFTAにおける関税等の条件面の見直しに向けた再交渉や緊急措置としての品目を絞った関税引き上げ等はあるにしても、既に構築されているグローバルなサプライチェーンに深刻な影響を及ぼすような極端な保護貿易主義に舵を切ることはないと予想する。移民政策については、当面は200万人程の犯罪歴のある不法移民の国外退去といった象徴的な措置がとられる可能性があるが、実際に行うには相応のコストと時間がかかるものであり、実体経済に目に見える影響を与える程の急激な変化は生じないと考えられる。

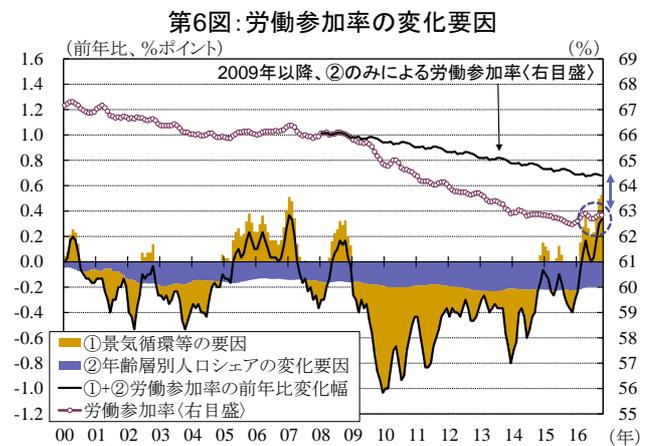
## (2) 労働市場改善の継続性

今後の景気回復の持続性を見通す上では、家計の需要拡大を支える雇用・所得環境の動向が引き続き重要なポイントとなる。足元では、賃金上昇率は緩やかながら加速しつつあり、失業者に占める自発的離職者の割合と賃金上昇率の関係をみると、この先も賃金上昇率は加速していく見込みである(第5図)。企業の求人意欲も衰えておらず、先行き雇用者数と賃金の両面での改善が続くとみられる。

失業率が5%近傍まで低下しており、完全雇用の実現による労働市場の過熱を警戒する見方もあるが、実際には依然としてスラックが残っていると考えられる。労働参加率は、2000年以降人口動態の影響もあり緩やかに低下してきたが、金融危機後はそれに加えて景気悪化の影響を受けた労働市場からの退出者が大幅に増加した。足元では漸く労働参加率の上昇が確認されているが、過去と比較すると人口動態の影響を考慮しても依然として低水準に止まる。この先、労働市場の改善にあわせて次第に労働参加率が上昇し、失業率の急速な低下や労働市場の過度な引き締まりを抑制するとみられる。



(注)『時間当たり賃金』は全労働者ベース。  
(資料)米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



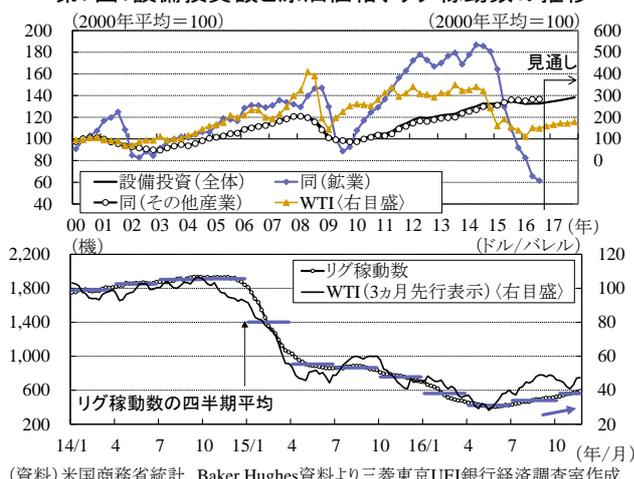
(注)1.『人口』の統計断層を調整したベース。  
2. 3ヵ月移動平均値。  
(資料)米労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 持ち直しつつある設備投資の行方

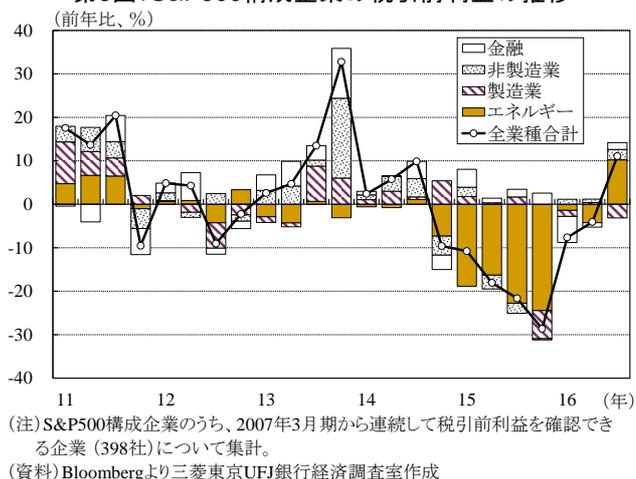
2014年8月頃から今年2月頃までのドル高・原油安の進展は、製造業やエネルギー関連産業といった一部セクターの重石となってきたが、漸くその影響が一巡しつつある。これまでの設備投資の動きをみると、鉱業部門の設備投資が減少を続けた一方で、その他の業種は概ね増加を続けている（第7図）。原油価格が底入れしたことで、鉱業部門の設備投資額の増減と連動する傾向があるリグ稼働数も5月を底に持ち直している。鉱業部門の設備投資減少に歯止めがかかることで、企業部門全体の設備投資も底堅さを増していくとみられる。

実際、設備投資の先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）も足元で改善しており、今後の設備投資が増加に向かうことを示す結果となっているほか、投資を支える企業収益も持ち直しに転じている（第8図）。今後、生産活動が緩やかに回復する中で設備投資の増加基調は次第に安定したものとなるだろう。

第7図：設備投資額と原油価格、リグ稼働数の推移



第8図：S&P500構成企業の税引前利益の推移

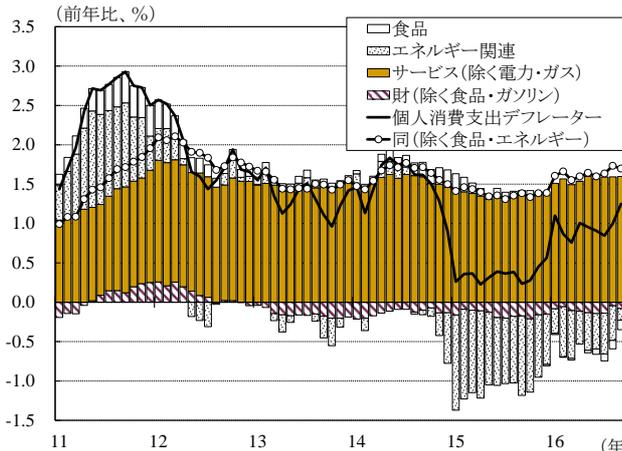


## 4. 金融政策と長期金利

連邦準備制度理事会（FRB）は昨年12月に利上げを実施して以降、軟調な海外経済や金融市場の動揺などを受けてこれまで利上げを見送ってきたが、足元では利上げに向けた環境が漸く整いつつある。雇用者数は堅調に増加しており、賃金上昇ペースも緩やかながら加速してきた。大統領選挙後も金融市場に混乱はみられず、インフレ率も原油価格下落の影響が徐々に剥落する中で上昇基調にある（第9図）。今月2日に発表される雇用統計の結果がよほどのネガティブ・サプライズとならない限り、FRBは利上げに踏み切るものと予想する。来年も労働市場の改善基調持続が確認できる限り、FRBは金利正常化に向けた利上げを続けよう。もっとも、労働市場に過熱感がみられず、また、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では利上げペースは緩やかなものになるとみられる。来年の利上げは引き続き年2回を想定する。

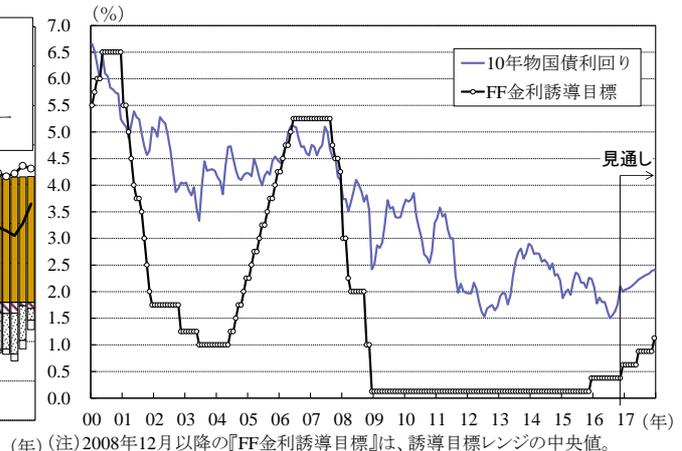
長期金利は大統領選挙以降、上昇ペースを速めている。足元ではトランプ次期政権の拡張的な財政政策への期待が先行している感は否めないものの、インフレや経済成長の持ち直しを受けて長期金利は1~2年単位での上昇局面に入った可能性は高い。もともと、利上げペースが緩やかなものとなり、また、主要国・地域で中央銀行が金融緩和政策を続け、金利が低位に抑えられている中では、米国債への需要も根強く、長期金利の天井が抜ける展開は考えにくいと思われる（第10図）。

第9図：個人消費支出(PCE)デフレーターの推移



(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10図：10年物国債利回りとFF金利誘導目標



(注) 2008年12月以降の『FF金利誘導目標』は、誘導目標レンジの中央値。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

米国経済・金融見通し

見通し

	2015				2016				2017				2015年	2016年	2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.4	3.2	2.1	2.1	2.2	2.4	3.4	2.6	1.6	2.3
個人消費	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.3	2.8	2.3	2.3	2.4	2.5	3.5	3.2	2.6	2.6
住宅投資	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	▲ 7.7	▲ 4.4	5.8	4.4	4.1	3.5	3.2	11.7	4.6	2.5
設備投資	1.3	1.6	3.9	▲ 3.3	▲ 3.4	1.0	0.1	2.3	2.9	3.3	3.8	3.8	2.1	▲ 0.6	2.6
在庫投資（寄与度）	1.0	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 1.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	▲ 0.4	0.0
政府支出	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	▲ 1.7	0.2	0.6	0.6	0.5	0.5	1.6	1.8	0.8	0.5
純輸出（寄与度）	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.2	0.9	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 0.0
輸出	▲ 5.8	2.9	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 0.7	1.8	10.1	2.8	2.7	3.1	3.2	3.5	0.1	0.8	3.8
輸入	5.6	2.9	1.1	0.7	▲ 0.6	0.2	2.1	3.5	3.6	3.7	3.2	2.6	4.6	0.8	3.1
国内民間最終需要	2.6	3.1	3.3	1.7	1.1	3.2	2.1	2.5	2.5	2.6	2.8	3.6	3.3	2.2	2.6
名目GDP（前期比年率、%）	2.1	4.9	3.2	1.8	1.3	3.7	4.6	3.8	3.9	4.0	4.3	5.3	3.7	2.9	4.1
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.9	▲ 2.7	1.5	▲ 3.3	▲ 1.7	▲ 0.8	2.0	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	0.3	▲ 0.8	1.8
失業率（%）	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	5.3	4.9	4.7
生産者物価（前年比、%）	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.5	0.3	1.9	1.9	1.9	2.1	▲ 3.3	▲ 1.2	2.0
消費者物価（前年比、%）	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.1	1.0	1.1	1.7	2.2	2.1	2.3	2.3	0.1	1.2	2.2
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,935	▲ 1,909	▲ 1,898	▲ 1,884	▲ 1,863	▲ 1,867	▲ 1,780	▲ 1,990	▲ 1,996	▲ 2,001	▲ 1,997	▲ 2,003	▲ 7,626	▲ 7,500	▲ 7,996
経常収支（億ドル）	▲ 1,145	▲ 1,119	▲ 1,231	▲ 1,134	▲ 1,318	▲ 1,199	▲ 1,000	▲ 1,210	▲ 1,212	▲ 1,213	▲ 1,205	▲ 1,207	▲ 4,630	▲ 4,727	▲ 4,837
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	0.75-1.00	1.00-1.25	0.25-0.50	0.50-0.75	1.00-1.25
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	0.3	0.8	1.3
10年物国債利回り（%）	2.0	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8	1.6	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.1	1.8	2.2

(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 や政局を巡る不透明感は依然強く、回復ペースはこの先鈍化～

#### 1. ユーロ圏

##### (1) 景気の現状

ユーロ圏は緩やかな成長ペースを維持している。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.3%と増勢を保った。国別には、ドイツ、スペインで減速したものの、フランス、イタリアで加速した（第 1 表）。需要項目別の内訳が発表された国の動向をみると、ドイツでは個人消費（同+0.4%）や政府支出（同+1.0%）が成長を支えた一方、輸出が同▲0.4%と振るわなかった。また、スペインでは雇用環境の改善を背景に個人消費が同+0.6%と堅調であったが、総固定資本形成が同+0.1%と前期の同+1.1%から減速した。フランスでは設備投資が同▲0.2%と減少し、個人消費が前期から横ばいとなったものの、政府支出が同+0.5%と増加した。総じて投資や輸出では弱い動きがみられたが、個人消費の堅調が増勢維持に繋がったと言える。

##### (2) 今後の見通し

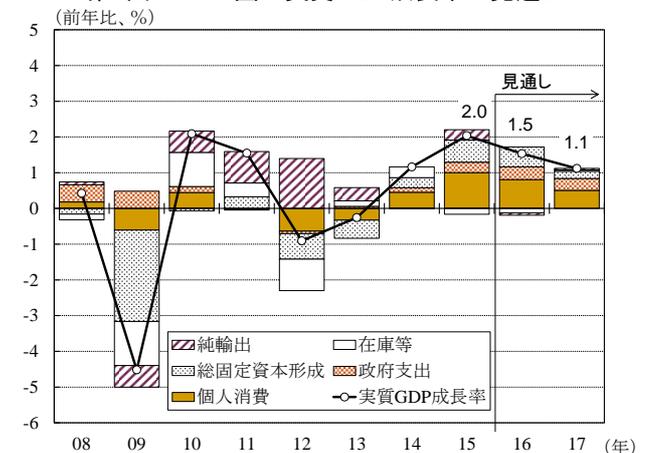
ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、今年が前年比+1.5%となった後、2017 年は同+1.1%まで減速すると予想する（第 1 図）。これは、EU 離脱選択（Brexit）によって英国景気の下押し圧力が強まる可能性が高いことから同国向け輸出の減速が予想されることに加え、企業の設備投資も不透明感の高まりから抑制されるとみられるためである。また、2017 年に実施される主要国における重要選挙の結果次第では、政局の混乱がマインド悪化を通じて実体経済に悪影響を及ぼすリスクもある。ただし、個人消費が雇用環境の改善を背景に引き続き景気を下支えするとみられるため、緩やかな回復基調自体が途切れるには至らないだろう。

第1表：ユーロ圏主要国の実質GDP成長率

	2015				2016		
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
ユーロ圏	0.8	0.4	0.3	0.5	0.5	0.3	0.3
ドイツ	0.2	0.5	0.2	0.4	0.7	0.4	0.2
フランス	0.6	0.0	0.4	0.3	0.6	▲0.1	0.2
イタリア	0.3	0.2	0.1	0.2	0.4	0.0	0.3
スペイン	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
ポルトガル	0.6	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	0.8
ギリシャ	0.7	0.0	▲1.5	1.2	▲0.6	0.3	0.5

(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

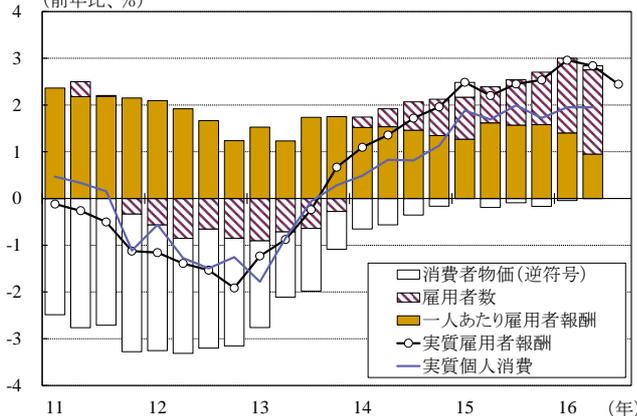
### (3) 見通し上のキーポイント

#### ① 雇用環境の改善により個人消費は底堅く推移

個人消費は足元底堅い推移が続いている。7-9 月期の実質小売売上は前期比+0.3%と前期並の伸びを保った。背景には良好な雇用・所得環境があり、一人あたり雇用者報酬は増加が続き、雇用者数の増加幅も拡大している。失業率をみても低下傾向を辿り、7-9 月期には 10.0%と欧州債務危機前の水準まで低下している。また、原油価格の下落による低インフレが実質所得を押し上げたことも個人消費の支えとなった（第2図）。

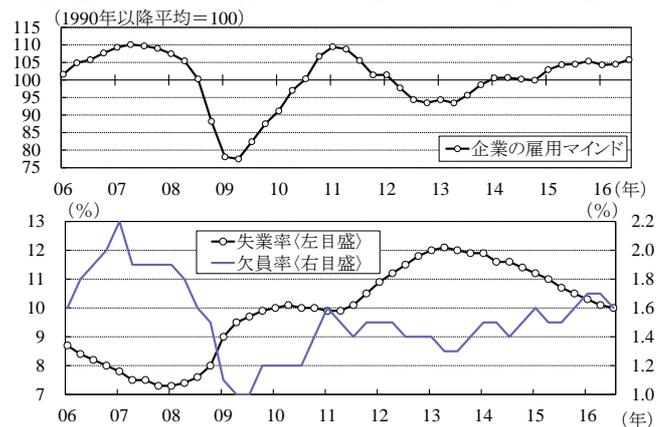
今後は、原油価格の持ち直しにより、低インフレによる実質所得の押し上げ効果は想定し難い。しかし、企業の雇用マインドが上昇傾向にあることに加え、失業率や欠員率がリーマン・ショック前の水準を回復しておらず、労働市場に未だ改善余地が存在することを示唆していることから、雇用環境の改善は持続しよう（第3図）。したがって、先行き、雇用拡大持続による所得環境の改善を背景に個人消費は底堅く推移し、景気の下支えとなるとみられる。

第2図：ユーロ圏の実質雇用者報酬と実質個人消費の推移  
(前年比、%)



(注)『実質雇用者報酬』の7-9月期は、推計値。  
(資料)欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ユーロ圏の雇用マインドと失業率・欠員率の推移  
(1990年以降平均=100)



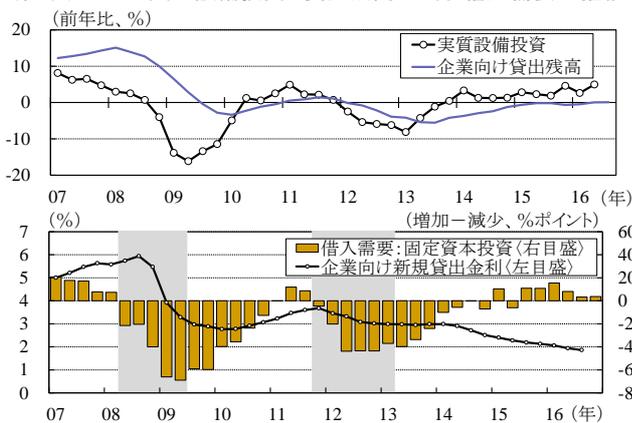
(注)1.『企業の雇用マインド』は、製造業と小売業とサービス業の平均。  
2.『欠員率』は、「求人数」を「求人数と雇用者数の和」で除したものの。  
(資料)欧州委員会、欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### ② 投資需要は相応にあるが、Brexit や政局を巡る不透明感が重石に

足元、ユーロ圏の設備投資は緩やかな増加傾向を辿っており、企業の固定資本投資に関する借入需要も持ち直している（第4図）。ユーロ圏全体の企業向け貸出が有意に増加に転じていないため、ECBによる金融緩和およびそれに伴う貸出金利低下がどの程度投資促進に有効なのかには議論の余地があるが、一方でユーロ圏の設備稼働率は82.3%と長期過去平均比高い水準まで上昇してきたことを鑑みると、世界金融危機及び欧州債務危機時に長らく抑制されていた更新投資などの潜在需要の顕現化は当面続くと考えて良いだろう（第5図）。

もともと、英国のEU離脱交渉や後述する政治リスクに関連して先行き不透明感が高まる可能性が大きく、企業は投資に対し慎重姿勢を強めるものとみられる。更新投資などの潜在需要が顕在化するのにはサポート要因となるが、2017年にかけての投資の伸びは低いものに止まろう。

第4図：ユーロ圏の設備投資と貸出残高・金利・借入需要の推移



(注) 1. 『実質設備投資』は、非住宅建設投資と機械設備投資の合計。

2. 網掛け部分は、景気後退期。

(資料) 欧州統計局、中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ユーロ圏の設備稼働率の推移

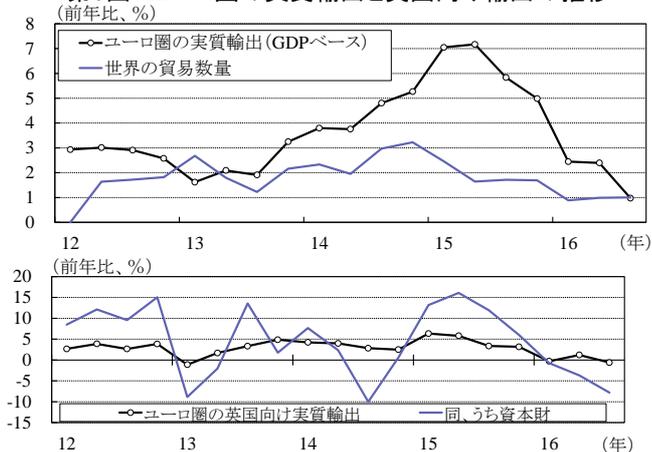


(資料) 欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### ③ 輸出も低調が続く見込み

足元の輸出動向をみると、相手国の景気軟化を受けて弱めとなっており、7-9月期は英国向けを中心とした資本財の減少を背景に減速した（第6図）。この先、米国の景気回復などを背景に世界的な貿易量が全般的に持ち直すことはプラス材料であるが、主要輸出先である英国向け輸出の低迷が見込まれることから、輸出の増加ペースは小幅となる見込みである（第7図）。

第6図：ユーロ圏の実質輸出と英国向け輸出の推移

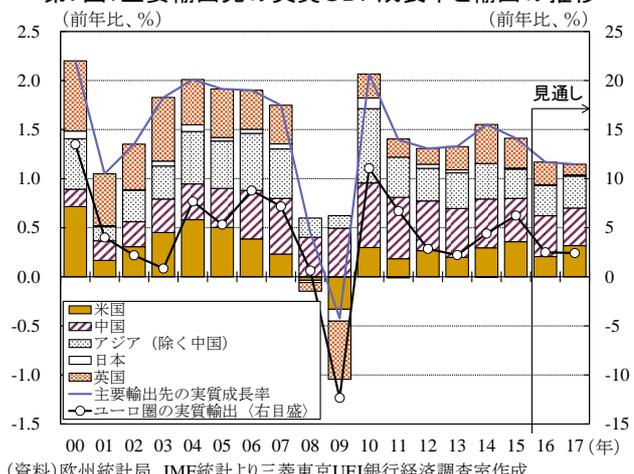


(注) 1. 『ユーロ圏の実質輸出』の直近は7-8月実績より推計。

2. 『英国向け実質輸出』は、英国のユーロ圏からの輸入。

(資料) 欧州統計局、オランダ統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：主要輸出先の実質GDP成長率と輸出の推移



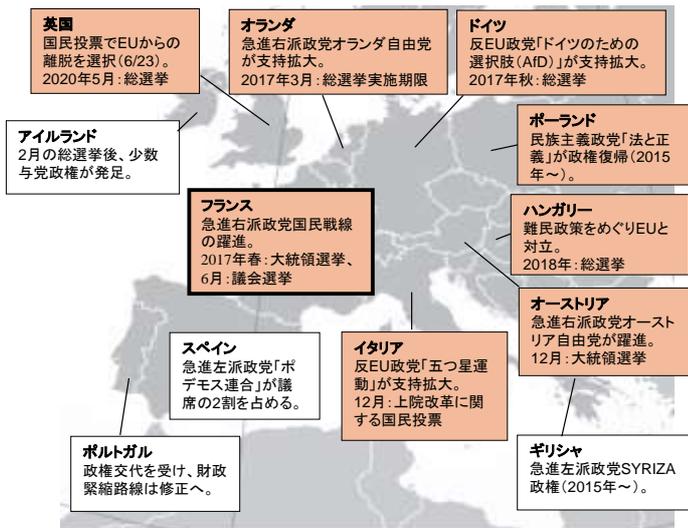
(資料) 欧州統計局、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### ④ 米大統領選の結果を受けた政治リスクの高まり

米大統領選でのトランプ氏勝利は既成政党に対する有権者の不満が根強いことを示したが、こうした流れは欧州にも波及する懸念がある。特に、来年春・秋に予定されているフランス大統領選・ドイツの総選挙は EU/ユーロ体制持続の試金石となろう（第8図）。フランスの調査会社ハリス・インタラクティブ社による 11月の調査結果は、仏大統領選で EU 懐疑派政党・国民戦線の党首であるル・ペン氏が決選投票に残る可能性の相応の高さ

を示唆している（第2表）。ドイツの総選挙に関しては、ドイツのための選択肢（AfD）の支持率が10%を超えており、初めて下院で議席を獲得する可能性が高まっている。また、イタリアについても、大手5社の世論調査では、現政権への不満を背景に12月の国民投票で政府の改憲案が否決される可能性が高いとの結果が示されており、否決された場合には、首相辞任による政局流動化のリスクが高まる。こうした重要選挙・国民投票を巡る不確実性は、Brexitとともに企業や家計のマインドに影響を与え、実体経済を下押しする要因となり得る。

第8図：欧州の主要政治動向



第2表：欧州の主要政党/候補者の支持率

大統領選挙候補者支持率	支持率 (%)	議会議席数 (議席)	
<b>フランス</b>			
共和党 (UMP): フイオン氏	26.0	197	
国民戦線 (FN): ル・ペン氏	24.0	2	
社会党 (PS): オランド氏	9.0	285	
左派戦線グループ: メランション氏	13.0	15	
/577			
<b>政党支持率</b>			
<b>イタリア</b> (上院と下院の権限は平等)			
民主党 (PD)	32.8	113	310
五つ星運動 (M5S)	27.3	35	91
北部同盟 (LN) と自治	12.6	12	19
フォルツァ・イタリア (FI)	12.4	42	50
国民エリア (Area Popolare)	3.3	29	30
/630			
<b>ドイツ</b> (連邦議会下院の権限が強い)			
キリスト教民主・社会同盟 (CDU/CSU)	33.0	310	
社会民主党 (SPD)	22.0	193	
ドイツのための選択肢 (AfD)	13.0	0	
同盟90/緑の党 (B90/Gr)	12.0	63	
左派党 (Die Linke)	9.0	64	
/631			

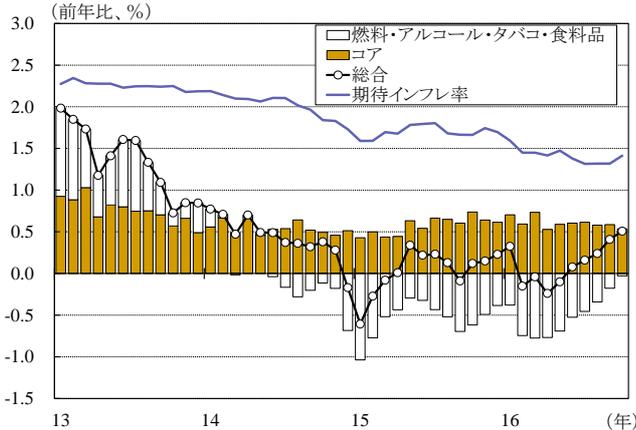
(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 物価と金融政策

ユーロ圏の消費者物価上昇率は、原油価格の持ち直しを受け緩やかに加速しており、期待インフレ率にも底入れの兆しがみられる（第9図）。ただし、コア物価上昇率の加速感は乏しく、ECBは、インフレ率が「2%をやや下回る水準」という目標まで加速するのは2018年末から翌年初にかけてであるという見通しを示している。

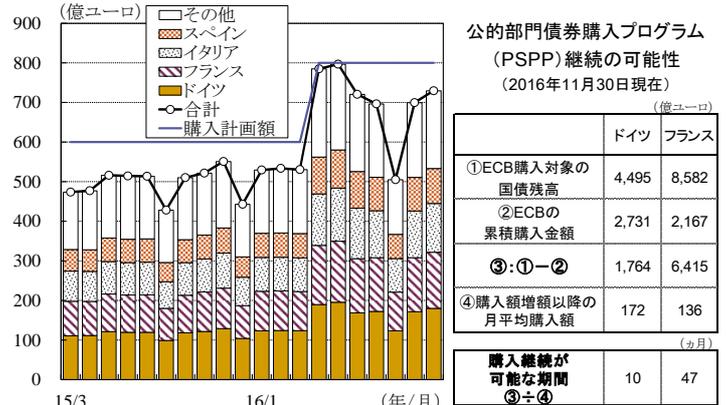
かかる環境下、この先もECBが緩和姿勢を継続する公算は大きい。10月に資産購入プログラム（APP）について購入額の減額が開始されるとの報道があったが、これはECBの緩和姿勢に変化が現れたことを示すものではなく、将来的な購入対象資産の残高不足を意識した緩和手法の変更を検討したというもののようだ。実際、APP残高の8割を占める公的部門債券購入プログラム（PSPP）のこれまでの累積購入金額とECB購入対象となる国債残高を比較すると、ドイツ国債で約6割が購入済みであり、現ペースで買入れを進めていけば、10ヵ月で対象債券がなくなると試算される（第10図）。緩和姿勢継続という点から、現状2017年3月までとされているAPPについては一旦期限が延長されると見込まれるが、現制度は早晩、技術的な手直しがなされる公算が大きい。

第9図: ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



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

第10図: 公的部門債券購入プログラム月間購入額の推移



(注)『購入計画額』と『合計』の差額は、カバード債、ABS、社債の購入によるもの。  
(資料)欧州中央銀行資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香)

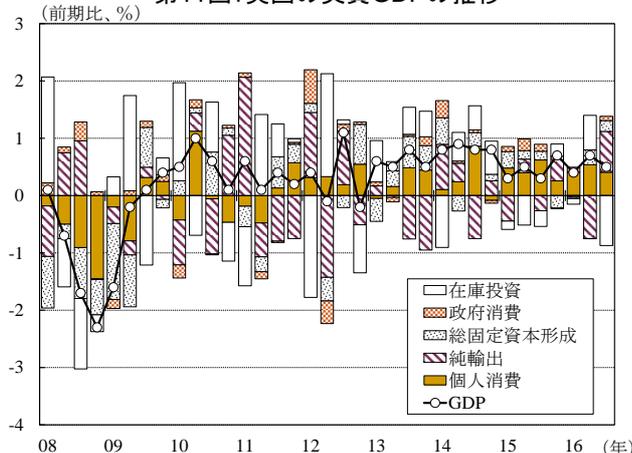
## 2. 英国

### (1) 景気の現状

英国経済は、6月の国民投票でEU離脱が選択されたことにより、先行き不透明な状況が続いているが、足元までの景気は急速な悪化を回避している。7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と前期から減速したものの、底堅い伸びを維持した(第11図)。良好な雇用・所得環境を背景とする個人消費の堅調が景気の支えとなっている。

もともと、直近の経済指標では弱い動きが増えており、景気は減速傾向にあると判断される(第3表)。鉱工業生産や建設生産の弱含みに加え、住宅販売の伸びも年前半を下回っている。雇用者数は引き続き増加傾向にあるが、増加のペースはやや減速してきた。また、輸出数量や訪英旅行者支出の推移は一進一退であり、今のところポンド安のプラス効果は確認できない。消費者と企業のマインドについては、国民投票直後の大幅な悪化からは持ち直したものの、国民投票前の水準を回復するには至っていない。

第11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3表: 英国の主要経済指標

2016年	1-6月平均	7月	8月	9月	10月
鉱工業生産 (前月比、%)	0.5	0.1	▲0.4	▲0.4	—
実質小売売上 (前月比、%)	0.5	2.0	0.2	0.1	1.9
雇用者数 (3カ月前比、%)	0.3	0.5	0.3	0.2	—
実質建設生産 (前月比、%)	▲0.4	0.7	▲1.1	0.3	—
住宅販売件数 (前月比、%)	4.7	1.3	0.1	▲0.1	1.0
輸出数量 (前月比、%)	▲0.5	6.6	0.2	▲0.8	—
訪英旅行者支出 (前月比、%)	▲0.3	▲2.2	3.3	▲4.8	—

(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

EU離脱プロセスに関しても見通し難い状態が続いている。11月初め、英高等法院は

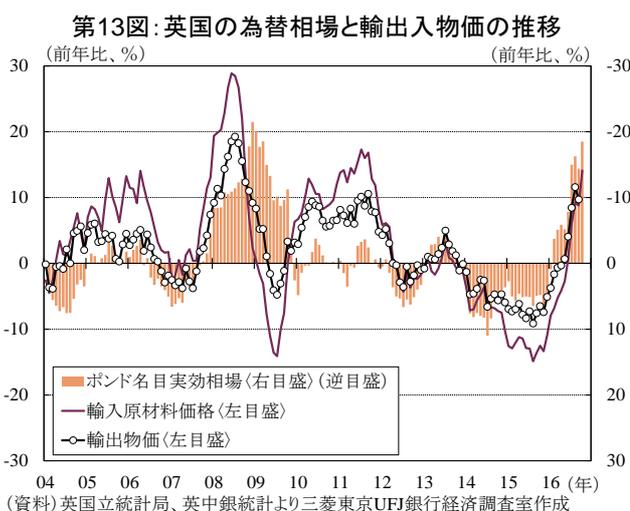
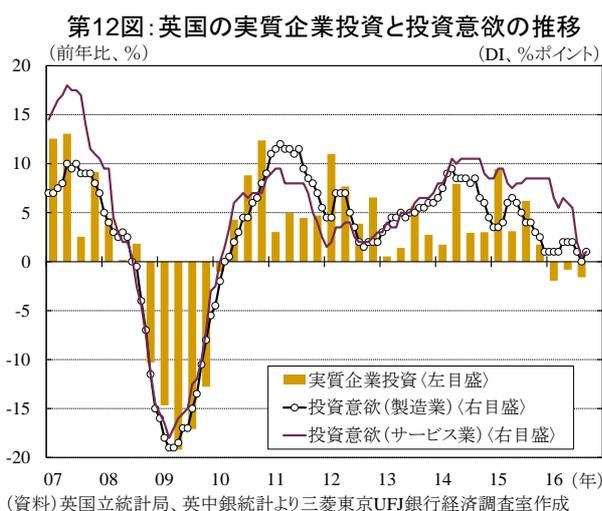
EU 離脱手続きには議会承認が必要と判決した。メイ首相は、議会承認無しに来年 3 月末までに離脱通告を行なう方針だったが、来年 1 月の最高裁の判断次第では議会での手続きが必要になる。議会審議の紛糾・長期化によって離脱通告が大幅に後ずれする展開も否定できず、引き続き不透明感がマインド等の下押し要因となる公算が大きい。

## (2) 今後の見通し

先行き、景気に対する下押し圧力はさらに強まると予想される。企業部門の投資意欲は、製造業では昨年末から低調が続いていることに加え、国民投票後はサービス業でも大幅に慎重化した（第 12 図）。実質企業投資は今年初から既に前年比マイナスに転じており、今後一段と減少する可能性が大きい。家計部門については、消費マインドの低調に加え、インフレ率の上昇も下押し要因となろう。国民投票以降の大幅なポンド安を背景に輸入インフレ圧力が増大しており、10 月の輸入原材料価格は前年比+14.1%と 2011 年以来の高い伸びとなった（第 13 図）。先行き、輸入インフレ圧力の国内への波及に伴い、消費者物価も上昇加速が予想され、家計の実質購買力低下が消費を抑制するとみられる。

なお足元、輸入物価だけでなく輸出物価も上昇率が大きく高まっている。これはポンド安が進むなかでも外貨建て輸出価格を概ね据え置いていることで、ポンド建ての輸出価格が上昇しているためと考えられる。今後についても国内物価上昇を受けた生産コストの増加が見込まれるため、外貨建て輸出価格の大幅な引き下げは想定し難く、ポンド安による輸出数量押し上げ効果は限定的な範囲に止まろう。

実質 GDP 成長率は、今年については前年比+1.9%と比較的高い伸びでの着地が見込まれるものの、2017 年は同+0.8%まで減速すると予想される。



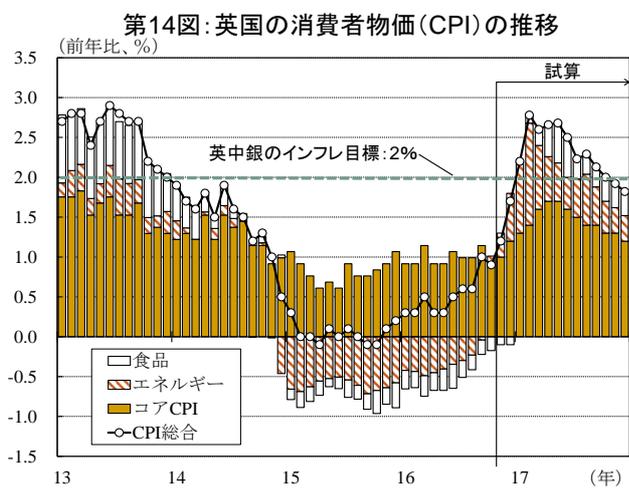
## (3) 金融政策

昨年末以降、インフレ率は上昇傾向を辿っている。9 月の CPI 上昇率は前年比+0.9%と前月 (同+1.0%) から若干減速したが、原油価格の持ち直し継続やポンド安の影響波及などを背景に、先行き一段の加速が予想される（第 14 図）。2017 年前半の CPI 上昇率は

英中銀（BOE）の目標である同+2.0%を大きく上回る公算が大きい。

こうしたなか、BOEは11月3日の金融政策委員会で政策金利を0.25%に据え置いた。約7年半ぶりの利下げを行なった8月の同委員会以降、BOEは年内の追加利下げ実施を基本方針としてきたが、インフレリスクの高まり等を勘案し方針を変更した（第4表）。今後の金融政策運営については、景気下振れとインフレ高進の両方のリスクを警戒し、緩和・引き締めいずれの対応もあり得るとしている。

今後の金融政策を展望すると、2017年年央にかけてはインフレ率が上昇するなか、景気の減速感も相応に高まるとみられ、BOEは微妙な舵取りを迫られよう。もっとも、それ以降はポンド急落や原油価格反発の影響一巡からインフレ率は前年比+2%以下となり、景気に対する下押し圧力もある程度緩和すると予想される。BOEは、中期的には景気とインフレのリスクはバランスしていると判断し、政策金利の据え置きを継続すると見込まれる。



第4表：英中銀の判断の変化

	8月	11月
景気	・成長率の見通しは大幅に低下。	・短期的な成長率は従前の見通しより高くなる公算。
物価	・インフレ率は目標である2%を上回る見込み。	・先行きのインフレ率は8月時点の想定を上回ると予想。
金融政策	・インフレ率が一時的に目標を上回ったとしても、金融緩和による景気刺激が適切と判断。 ・現時点の予想通りに経済が推移した場合、年内に再利下げを行なう。	・目標以上のインフレ率を際限なく許容するわけではない。 ・先行きの経済見通しの変化に対しては、金融引き締め・緩和のいずれの方向にも対応する。

(資料)英中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. ロシア

#### (1) 景気の現状

ロシアの景気は引き続き後退局面にあるが、徐々に下げ止まりに近付いている。7-9月期の実質GDP成長率は前年比▲0.4%となり、3四半期連続でマイナス幅が縮小した（第15図）。10月の購買担当者指数（PMI）総合が53.7と、企業活動の拡大・縮小の分岐点である50を大きく上回る水準に上昇していることから、景気は持ち直しの方向にあると判断される。

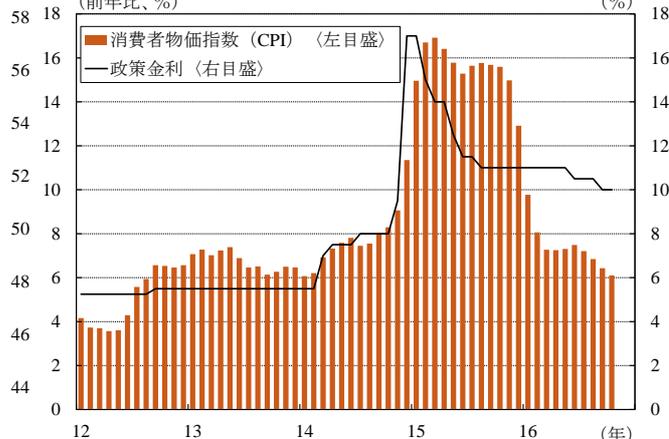
ルーブル相場の安定化やそれに伴うインフレの落ち着きが、景気下押し圧力の緩和につながっている。2014年後半から2015年前半にかけて顕在化した、ルーブル急落や食品価格高騰の影響は一巡しており、10月の消費者物価上昇率は前年比+6.1%と、2014年初以来の水準まで低下した（第16図）。インフレの沈静化傾向を受けて、ロシア中銀は6月と9月に利下げを行い、政策金利を10%に引き下げた。政策金利は依然として高水準にあるが、金融引き締めの緩和は景気の下げ止まりにある程度寄与していると考えられる。

第15図：ロシアの実質GDPと購買担当者指数の推移  
(前年比、%) (縮小<50<拡大)



(注)『購買担当者指数 (PMI) 総合』の直近値は10月単月の値。  
(資料)ロシア統計局、Markit統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：ロシアの消費者物価 (CPI) と政策金利の推移  
(前年比、%)



(資料)ロシア統計局統計、ロシア中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 今後の見通し

2017年の原油価格は緩やかな上昇傾向を辿り、1バレル=50ドル台での推移が定着すると想定しており、産油国通貨であるルーブルにとっては相場の安定化要因となろう。インフレ率の低下継続により、実質購買力の持ち直しが見込まれるほか、金融政策面では追加利下げの余地も生じてくると予想される。金融機関の貸出基準が緩和傾向に転じていることも、金融緩和効果の波及をサポートしよう (第17図)。

ただし、インフレ率が中銀目標である前年比+4%を下回るには今暫く時間を要する可能性が高く、政策金利の大幅な引き下げは想定し難い。また、ロシアの財政収支均衡に必要な原油価格の水準は1バレル=70ドル程度とされており、2017年も財政緊縮が景気の下押し要因となる可能性が高い。予算案によると、2017年の連邦政府歳出は前年比微増に止まり、インフレを勘案した実質ベースでは2016年と同程度の落ち込みとなることが見込まれている (第18図)。

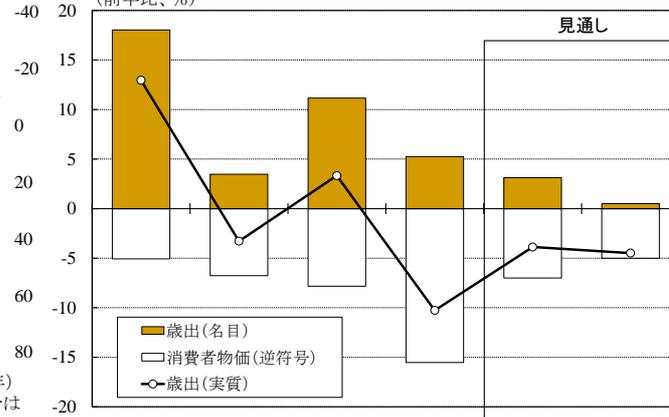
実質 GDP 成長率は、今年は前年比▲0.5%となった後、2017年には3年ぶりのプラスに転じるものの、伸び率は同+0.8%と緩やかな回復に止まると予想する。

第17図：ロシアの銀行の新規貸出と貸出基準の推移  
(前年比、%) (緩和<0<厳格化)



(注)「貸出基準」は2016年4-6月期分までは実績値、7-9月期分と10-12月期分は調査対象行の見通し。  
(資料)ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図：ロシアの連邦政府歳出の推移  
(前年比、%)



(資料)ロシア財務省資料、ロシア統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

## 欧州経済の見通し総括表

### (1) 総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
ユーロ圏	2.0	1.5	1.1	0.0	0.2	1.2	3,583	3,418	3,108
ドイツ	1.7	1.5	1.2	0.1	0.3	1.3	2,839	2,860	2,500
フランス	1.3	1.2	1.1	0.1	0.3	1.0	▲ 49	▲ 409	▲ 230
イタリア	0.7	0.7	0.8	0.1	0.0	0.9	293	466	338
英 国	2.2	1.9	0.8	0.1	0.7	2.3	▲ 1,531	▲ 1,346	▲ 1,046

### (2) 需要項目別見通し

(単位: %)

	ユーロ圏			英国		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
名目GDP	3.2	1.7	2.2	2.6	3.5	3.4
実質GDP	2.0	1.5	1.1	2.2	1.9	0.8
<内需寄与度>	1.7	1.6	1.1	2.6	1.8	0.3
<外需寄与度>	0.3	▲ 0.1	0.0	▲ 0.4	0.1	0.5
個人消費	1.8	1.5	0.9	2.6	2.7	1.0
政府消費	1.4	1.7	1.6	1.5	1.3	0.8
総固定資本形成	3.2	2.8	1.0	3.4	1.0	▲ 1.5
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
輸出	6.5	2.3	2.3	4.5	2.5	1.0
輸入	6.4	2.6	2.4	5.4	2.1	▲ 0.7

- (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. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。  
 3. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率 (HICP)。

## IV. アジア・豪州

### ～景気は持ち直しを見込むも、成長ペースは引き続き力強さを欠く～

#### 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、7-9月期の実質 GDP 成長率が3四半期連続で前年比+6.7%となり、月次の主な経済指標をみても長らく減速してきた投資関連指標が小幅加速に転じるなど、足元、経済安定化の動きが窺われる。

中国以外のアジア諸国・地域については、物価の低位安定が続くなか、堅調な内需に加え、輸出の回復や景気対策の効果発現もあり、総じて緩やかな持ち直し傾向が続いている。もちろん、国別には個別の要因により濃淡があり、7-9月期の実質 GDP 成長率をみても、NIEs では、台湾が前年比+2.0%、香港も前年比+1.9%へと加速する一方、韓国は6月末で自動車減税措置が終了した影響等で前年比+2.7%へ鈍化している。ASEAN のうち内需主導国では、フィリピンが個人消費を中心に前年比+7.1%の成長と引き続き好調を維持する一方、資源依存度の高いインドネシアでは、堅調な個人消費を中心に緩やかな拡大を続けている点では同じだが、輸出の不振が続いたほか、税収不足による政府支出の伸び悩みや設備投資の抑制などもあって前年比+5.0%へ鈍化した。外需依存型のタイでは、政府消費減少の影響で前年比+3.2%と前期から鈍化こそしたものの、内訳では外国人来訪者数の増加によるサービス輸出の拡大や財輸出の持ち直しが景気を下支えする展開となった。

豪州は、個人消費などの内需を中心に緩やかな回復基調を維持している。

##### (2) 見通し

先行きを展望すると、ASEAN、NIEs では個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出の持ち直しも成長を押し上げる方向に働くとみられるものの、中国の景気は緩やかな減速が続くため、アジア全体としては力強さを欠く展開となる公算が高い。

まず中国では、構造調整が続くなか成長率の低下傾向が続く見通しである。鍵となる投資については、鉄鋼業や石炭業など重工業における過剰生産能力の削減など「供給側改革」の実施に伴い成長への下押しが続くとみられる。但し、インフラ投資の拡大、総じて安定している雇用・所得環境を背景とした家計部門の需要拡大などが下支えし、成長率は2017年にかけて前年比+6%台前半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、雇用・所得環境の安定に加えて景気に配慮した財政・金融政策の継続もあり、個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出は先進国需要の拡大に牽引され緩やかな持ち直しが見込まれる。このため2017年の実質 GDP 成長率は、外需依存度の高い NIEs で前年比+2%台半ばへの緩やかな拡大、ASEAN についても同+4%台後半での推移が続こう。タイでは、政府の内需刺激策やインフラ投資の拡大な

どによる景気の下支えが続くなか、緩やかな輸出の持ち直しを起点に成長率は小幅ながら高まる見通しである。インドネシアでは、財政面からの景気浮揚が当面見込みづらいものの、物価安定や利下げを受けた消費の拡大が引き続き景気の牽引役となり 5%台での成長が続くとみられる。

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

当面のリスクとしては、まず米国大統領選後に急激に進んだアジア通貨安が挙げられる。自国通貨安は外貨建て債務の増大やインフレ高進・通貨防衛的利上げの懸念を高め、拡大に転じてきた企業活動や個人消費に水を差しかねないため留意が必要である。加えて、米新政権の通商政策も注目される場所である。アジア各国の輸出全体に占める米国のシェアはいずれも約 1~2 割と相応の規模を占める。特に中国は巨額の対米貿易黒字を抱え、トランプ氏から「為替操作国」認定の対象国として名指しされていることもあり、今後の展開次第では通商摩擦の緊張が高まる虞もある。

その中国における構造調整の進展度合いも気になる場所である。中国経済は昨年、人民元切り下げや株価暴落で世界経済を震撼させたものの、今年年央以降は、Brexit や大統領選挙で騒がしくなった欧米を尻目に落ち着きを取り戻しており、政府の政策的挺入れもあって景気減速も管理された範囲内に収まっているように見える。ただし、企業の経営破綻や住宅価格の下落などは金融機関の不良債権急増などを通じて予期せぬ形で景気にインパクトを与える可能性もあり、その場合は中国自身はもちろん、他のアジア諸国もマイナス影響を免れないだろう。

第1表:アジア・豪州経済見通し総括表

	名目GDP(2015年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し
中国	10.98	62.4	6.9	6.6	6.2	1.4	1.9	1.9	3,306	2,659	2,514
韓国	1.38	7.8	2.6	2.6	2.7	0.7	1.1	1.7	1,059	983	945
台湾	0.52	3.0	0.7	1.2	1.8	▲0.3	1.2	1.3	758	776	726
香港	0.31	1.8	2.4	1.3	1.7	3.0	2.6	2.2	97	154	168
シンガポール	0.29	1.7	2.0	1.5	2.1	▲0.5	▲0.6	0.6	575	545	572
NIEs	2.50	14.2	2.1	2.0	2.3	0.6	1.1	1.6	2,489	2,459	2,411
インドネシア	0.86	4.9	4.8	5.0	5.1	6.4	3.6	4.3	▲178	▲179	▲221
マレーシア	0.30	1.7	5.0	4.2	4.5	2.1	2.0	2.2	90	72	87
タイ	0.40	2.2	2.8	3.1	3.2	▲0.9	0.2	1.6	320	381	310
フィリピン	0.29	1.7	5.9	6.5	6.0	1.4	1.8	3.0	84	51	69
ベトナム	0.19	1.1	6.7	6.2	6.2	0.6	2.8	4.2	9	74	96
ASEAN5	2.03	11.5	4.8	4.8	4.9	3.1	2.4	3.3	325	398	341
インド	2.09	11.9	7.6	7.6	7.7	4.9	5.2	5.5	▲185	▲218	▲332
アジア11カ国・地域	17.61	100	6.1	5.9	5.7	1.9	2.2	2.4	5,935	5,297	4,934
オーストラリア	1.22	-	2.4	2.8	2.9	1.5	1.4	1.9	▲584	▲566	▲525

(注)インドは年度(4月~3月)ベース。

(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

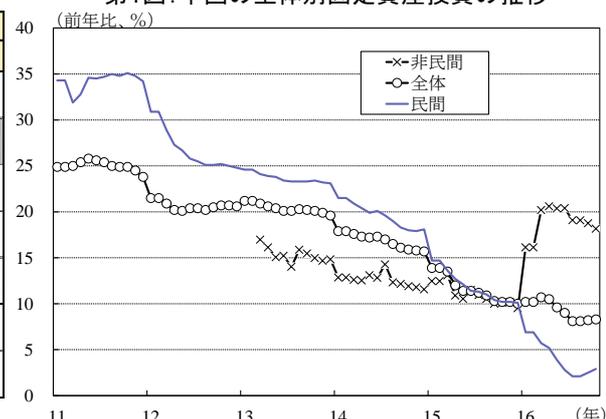
中国経済は、投資の抑制を起点とした減速傾向が続くなか、足元は経済安定化の動きが窺われる。10月の主な経済指標は、製造業PMI（国家統計局公表値）が3ヵ月連続で景気判断の節目となる50を上回ったほか、固定資産投資は小幅加速、生産者物価も9月以降、資源価格の上昇などを背景に約4年半ぶりにプラスの伸びに復帰している（第2表）。固定資産投資の業種別内訳をみると、過剰な生産設備を抱える鉱業や重工業などを中心に減速が続くなか、インフラ投資や不動産投資の拡大などが下支えする姿に変わりはないが、主体別にみると、年前半に減速感が強まっていた民間部門に下げ止まりの兆しが窺われる点は注目に値する（第1図）。政府は7月以降、民間投資の促進に向け、地方政府に対して行政簡素化やインフラ事業における官民パートナーシップ活用などの方針を相次いで打ち出しており、こうした政府の方針などが投資の安定化に寄与した可能性が考えられる。

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

	2016年				
	6月	7月	8月	9月	10月
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3
小売売上高(前年比、%)	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0
工業生産(前年比、%)	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1
製造業PMI	50.0	49.9	50.4	50.4	51.2
非製造業PMI	53.7	53.9	53.5	53.7	54.0
消費者物価(前年比、%)	1.9	1.8	1.3	1.9	2.1
生産者物価(前年比、%)	▲2.6	▲1.7	▲0.8	0.1	1.2

(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：中国の主体別固定資産投資の推移



(注) 年初来累計値。  
(資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

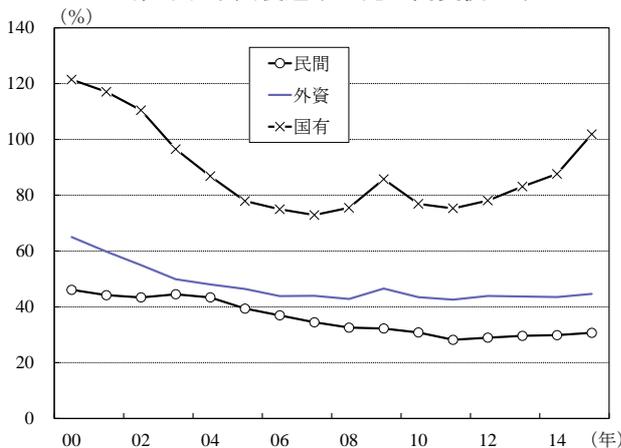
先行きを展望すると、過剰な資本ストックや債務の調整余地は依然大きく、重工業を中心とした投資の減速による景気下押しが続く見込みである。まず、過剰生産能力の削減については、夏場以降、政府による進捗管理厳格化などを受け、削減ペースが加速した模様である。鉄鋼については10月に年間の削減目標（4,500万トン）を達成、石炭も9月末時点の進捗率が年間の削減目標（2.5億トン）の8割以上と、早晚、目標達成が見込まれている。もっとも、中期目標の達成に向け、鉄鋼で約1億トン、石炭でも2.5億トン相当の追加削減が必要となっており、引き続き厳格な進捗の管理が求められる。加えて、政府は10月に「企業のレバレッジ解消加速に向けた意見」を公表、このなかで「ゾンビ企業」や信用失墜企業は債務株式化の対象外とする方針などを表明したことなどを受け、同月には過去にない規模での司法による法的処理が国有特殊鋼大手（負債総額556億元、従業員約2万人）で開始されるなどの新しい動きもみられるようになってきている。もっとも、従業員数が数十万人に及ぶ国有企業ではハードランディングではなく政府等の支援で事業継続が模索されるなど、企業債務の調整は雇用や地方経済への影響等に配慮しながら慎重に進

められる公算が高い。

また、不動産投資については、住宅購入規制を導入・強化する動きが大都市から一部の地方に拡大しており、結果として住宅販売・価格共に頭打ちの兆しが表れている。政府は、過剰債務の削減に取り組む企業部門への配慮等もあり、金融引き締め策への転換には消極的とみられるが、住宅購入規制や銀行に対する住宅ローンの管理厳格化などを通じた過熱抑制に取り組んでおり、投資拡大ペースの鈍化が予想される。

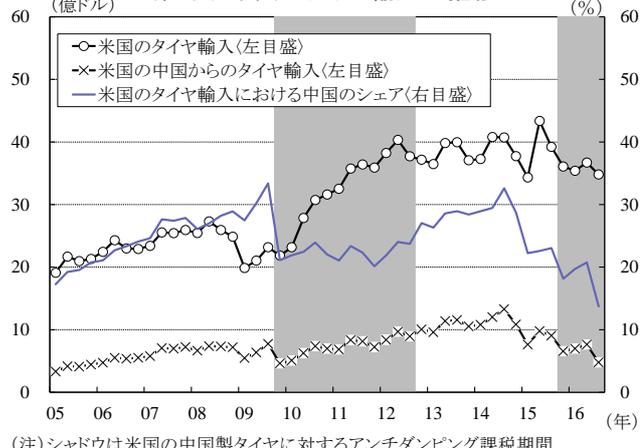
こうした過剰投資の調整による景気への下押しは続く一方で、政府の挺入れ策や消費主導型経済への転換が経済を下支えする面も見落としてはならない。政府は減税による企業のコスト負担の軽減<sup>(注1)</sup>やインフラ投資（今後3年間で総投資額4.7兆元を計画）を打ち出し、国有企業を中心とした企業部門の改革に取り組んでいるほか、産業高度化に向けて戦略的分野への支援も強化している。中国では国有企業の不振が注目を集めがちだが、民間企業部門の売上負債比率は、国有企業に比べ低水準にあり（第2図）、民間部門の経済活動の活発化が今後の成長の鍵となつてこよう。また、個人消費の持続性については、サービス業を中心に雇用・所得環境は総じて安定が見込まれるほか、社会保障制度の拡充や雇用対策に重点を置いた歳出配分なども引き続きサポート材料となろう。

第2図：中国製造業の売上高負債比率



(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：米国のタイヤ輸入の推移



(注) シェアは米国の中国製タイヤに対するアンチダンピング課税期間。

(資料) 米国センサス統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

下振れリスクとして、前述の通り、国内では企業の経営破綻や住宅バブルの崩壊などに伴う金融機関の不良債権の急増と景気への下押し圧力、対外的には米新政権が極端に保護主義的な通商政策を採った場合におけるマイナスの影響が懸念される。もっとも、トランプ次期大統領が問題視する人民元相場については、対ドルでは緩やかな元安傾向が続いているが、実質実効相場では過去数年にわたり元高方向に推移しており、IMF4条報告でも「いまや人民元は過小評価とは言えない」、「ファンダメンタルズに沿った動き」と評価されるに至っている。また、対米輸出品目の上位を占める繊維・衣類および電機等については今更米国が国内立地回帰を目指すような業種でもない。因みに、米国の中国製品に対する反ダンピング課税の代表例として挙げられるタイヤについてみると、当該措置により米国の輸入に占める中国のシェアは低下したものの、第三国からの輸入で代替された経緯

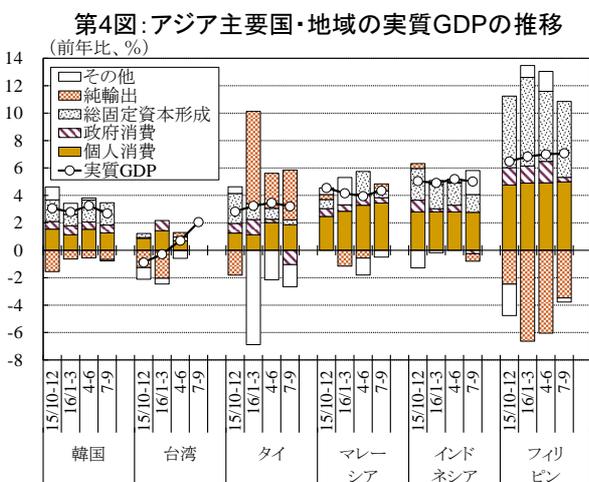
がある（第3図）。こうした経験を踏まえると、米国が当初対中強硬姿勢を取ったとしても、まずは二国間協議を通じた問題の抽出と改善に向けた取組みがなされると想定される。

（注1）今年5月、2012年から一部業種・地域で試行していた営業税から増値税への移行を全業種・全地域へ展開、これにより約5,000億元（GDP比0.7%pt）の企業の税負担軽減が見込まれる。

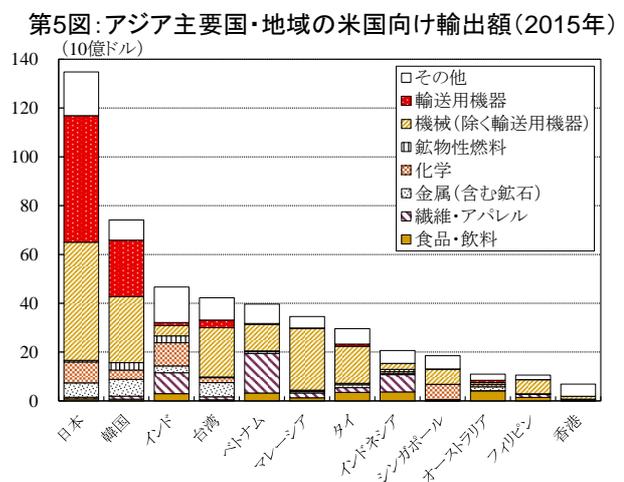
## （2）その他アジア諸国・地域

中国以外のアジア諸国・地域では、内需が底堅く推移している（第4図）。まず、個人消費は、雇用・所得環境の改善や物価の安定による実質購買力の拡大により堅調な状態が続いている。また、政府による家計向けの景気刺激策やインフラ投資の拡大、中銀の緩和的な金融政策の継続も内需のサポート要因となっている。さらに、輸出についても、米国を中心とする先進国向けが底堅いことなどから足元にかけて底入れしつつある。

この先も、内需の底堅さが続くなか、輸出の緩やかな持ち直しが徐々に景気を押し上げる構図が続くと予想される。まず、個人消費は、雇用・所得環境の改善や物価の安定が引き続き支えとなろう。財政政策については、引き続き計上済みの予算執行による内需下支えが見込めるほか、今後、韓国やタイなどの財政黒字国で歳出増加の余地があるだけでなく、財政赤字国であるマレーシアやインドネシアでも、来年度予算で財政規律を維持しつつインフラ投資向け歳出項目を拡充しており、これらが景気の拡大に寄与する見込みである。金融政策については、韓国やタイが政策金利を過去最低水準近辺で据え置いているほか、最近ではインドネシア（年初来6度目）やインドが追加利下げを実施した。足元ではトランプ政権への期待から米金利が急騰し、その結果アジア通貨全般が売り込まれているものの、これが長期間持続しない限りは、ベースとしての米国の利上げペースは緩やかになる見込みであることから、各中銀は今後も景気に配慮した金融政策運営を続け得るとみられる。こうしたなか、輸出が、先進国需要の拡大に牽引され緩やかに持ち直していくことで、輸出依存度の高いNIEsやタイ、マレーシアを中心に徐々に景気を押し上げていく見通しである（韓国、台湾、ASEAN4の輸出のうち、先進国向けは約3割を占める）。



（資料）各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(年/月期) (資料) 国連貿易開発会議統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

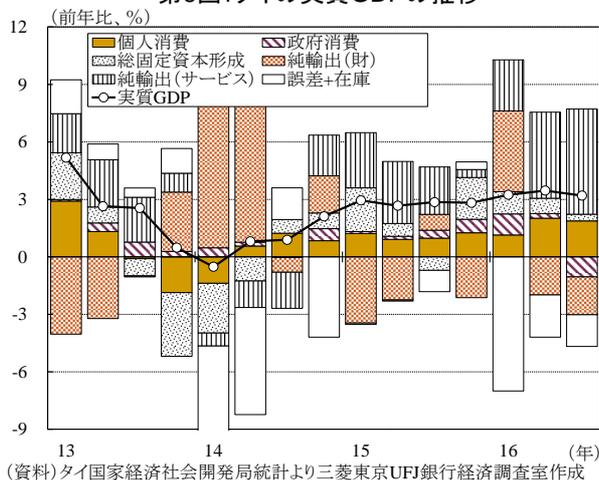
米国の大統領選挙の影響についてであるが、まず、新政権が極端に保護主義的な通商政策を採る場合には注意を要する。ただ、アジア各国・地域の米国向け輸出はそれぞれ全体の1~2割と相応のシェアを占めるものの、日韓は米国メーカーと競合する輸送用機器の輸出が多い一方、ASEANからの輸出はその多くを米国内での代替生産の可能性が低い繊維・アパレル、PCやスマホ等の機械が占めており、通商政策で標的とされるリスクは限られる公算が大きい(第5図)。他方、通貨価値の下落については既に顕在化しただけにより注意が必要である。米大統領選後、米国への資金還流の動きを背景にアジア各国・地域の通貨は軒並み売られている。足元では急速な下落は一巡しつつあり、今後は次第に安定に向かうと予想されるが、仮に通貨の下落がこの先も続いた場合、輸入インフレを通じて個人消費を下押しするリスクがある。この点、過去の通貨下落と消費の関連性をみると、特に、高めのインフレ率や経常赤字を抱え、2013年5月のバーナンキ・ショック時に通貨の大幅下落に見舞われたインドネシアやインドのほか、政治的な先行き不透明感や経常黒字の縮小傾向を背景に米国大統領選挙前から為替が軟調であったフィリピンなどの内需主導国は、相対的に通貨下落による景気への影響が大きくなる傾向があり、今後の動きを注視する必要がある。

### (3) タイ経済

7-9月期の実質GDP成長率は前年比+3.2%と前期から僅かに減速したものの、緩やかな回復基調を維持している(第6図)。内訳をみると、個人消費が底堅く推移したほか、外国人来訪者の増加を反映したサービス輸出の伸びが全体を支えた。

先行き、政府が追加で打ち出している家計向け補助金や減税などの内需刺激策の効果が継続するほか、空港や鉄道などのインフラプロジェクトが順次着工し、引き続き景気を支えよう。輸出は、米欧豪向けのエレクトロニクスや家電、自動車といった主要品目を中心に増加基調を維持しており、今後も全体の4割を占める先進国の需要拡大に牽引され緩やかに持ち直していく見通しである。さらに、輸出の持ち直しを受けた企業の収益改善は、投資マインドの回復や雇用者の所得改善を通じ、景気をサポートする要因となろう。

第6図: タイの実質GDPの推移



第3表: タイの過去の出来事と实体经济への影響

	ガラヤニ王女死去	大洪水	政局混迷~軍事クーデター	プミポン国王崩御
特徴	王室弔事	サプライチェーン寸断	混乱長期化	王室弔事
時期	08年1月	11年10月~12月	13年11月~14年5月	16年10月
期間	【服喪期間】 政府関係者・公務員15日間	約2ヵ月間	約6ヵ月間	【服喪期間】 政府関係者・公務員1年間
实体经济への影響	小	大	中	小(見込み)
実質GDP(前年比、%)	07年: +5.4% 08年1-3月期: +3.3%	11年: +0.8% (10-12月期: ▲4.1%) 12年: +7.3%	13年: +4.5% 14年: +0.9% (1-3月期: ▲0.5%)	16年の成長率: ▲0.2%pt 17年の成長率: ▲0.1%pt
影響する需要項目	政府消費	財輸出、個人消費	個人消費、固定資本形成、サービス輸出	政府消費、個人消費、サービス輸出

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

プミポン国王崩御の実体経済への影響については、過去に起きたいくつもの事例を踏まえて考えると、政治的な安定が維持される限りにおいてそれほど大きくならないといえそうである（第3表）。政府は民政移管のロードマップを堅持する意向を表明したほか、経済への影響を最小限に抑えるよう呼びかけており、現地情報などによると、現状の企業活動は概ね通常通りとなっている模様である。したがって、直近の政情不安時のような先行き不透明な状況の長期化や、大洪水時のような企業の生産活動への影響は想定されない。現状確認出来る統計データでは、崩御後の調査結果を含む10月の消費者信頼感指数が前月から小幅な下落に止まったほか、産業景況感指数についてはむしろ2ヵ月連続の改善を示しており、政府の対応などがマインドの支えとなっているとみられる。服喪の影響については、国民から絶大の信頼を得ていた国王の崩御であることから、GDPの約3割を占める裁量的消費（含観光収入）の抑制が想定されるものの、その度合いはやや厳し目にみても2016年、2017年の実質GDP成長率をそれぞれ▲0.2%ポイント、▲0.1%ポイント程度下押しするに止まると試算される<sup>(注2)</sup>。景気回復シナリオに対する影響は軽微に止まりそうである。

(注2) 裁量的消費の増加率が、直近1年間の実績に対し2016年10-12月期に半分になり（バンコクで爆弾テロが発生した2015年7-9月期は増加率が前期比3割縮小したことを参照）、以降最長服喪期間である2017年7-9月期にかけて下押し度合いが徐々に緩和されると仮定。2017年10-12月期は前年同期の抑制分の反動増を勘案。

#### (4) 豪州経済

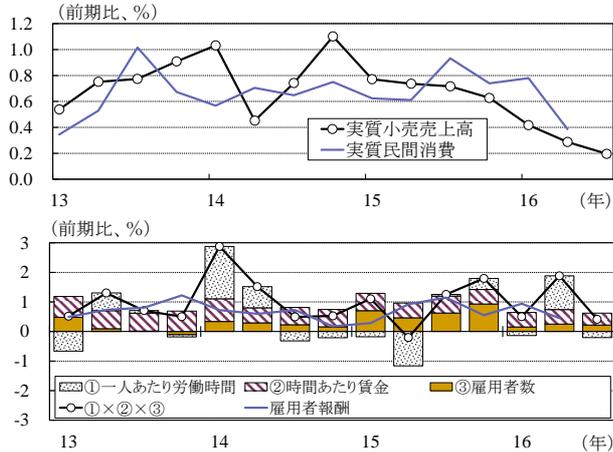
豪州経済は、個人消費などの内需を中心に緩やかな回復基調を維持しているとみられる（7-9月期のGDP統計発表は12月7日の予定）。個人消費関連では、安定した雇用・所得環境を背景に7-9月期の実質小売売上高が増加基調を維持しており（第7図）、輸出は、天然ガスなどの資源を中心に増加が続いている。

先行き、個人消費が安定した雇用・所得環境を背景に底堅さを維持するなか、資源価格の底入れを受け鉱業部門の下押し圧力が徐々に弱まることで、景気は引き続き回復軌道を迎える見通しである。まず、雇用・所得環境は、失業率の低下や雇用者報酬の拡大が続くなど安定した状態が続いている。7-9月期の雇用者報酬増加率の内訳をみると、雇用者数と賃金はそれぞれ前期比+0.2%、同+0.4%と共に増勢を維持している。個人消費は、こうした名目所得の増加をベースに、インフレの低位安定による実質所得の改善やマインドの回復、準備銀による年初来2度の利下げの累積的効果などに支えられ、底堅い推移が続こう。他方、設備投資は、生産能力調整による資源関連の投資減が2017年にかけて続く見込みであり、全体でも減少傾向を迎えると予想するが、資源価格の下げ止まりにより企業収益が回復するにつれ、減少幅は縮小に向かうとみられる。実際、豪州統計局が実施した民間新規設備投資計画調査によると、2016/17年度（7月～翌6月）は非鉱業部門の投資が小幅増加するほか、鉱業部門の減少幅が縮小することで投資全体は下げ止まりに近づく見通しである（第8図）。

金融政策については、準備銀は11月の会合において市場の予想通り政策金利の据え置

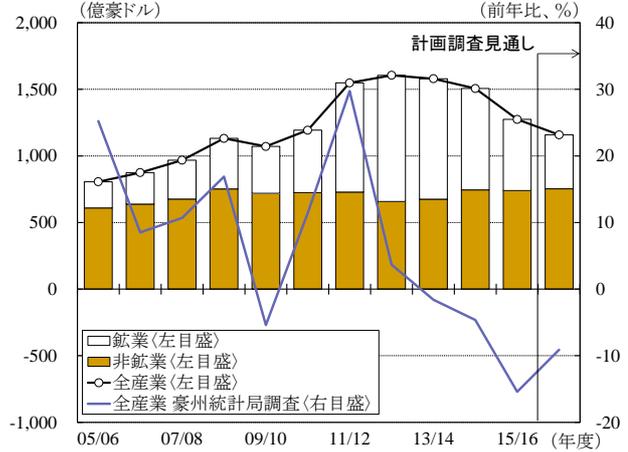
きを決定した。今回の声明では、8月に指摘した豪ドル高への懸念はみられなかったほか、住宅価格について一部で大幅に上昇していると指摘しており、利下げを視野に入れている様子はなさそうだ。足元のインフレ率が概ね準備銀の予想に沿った動きとなるなか、当面は、政策金利の現状維持が続く公算が大きい。

第7図: 実質小売売上高と実質民間消費と雇用者所得



(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8図: オーストラリアの民間新規設備投資の推移



(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

(福地 亜希、土屋 祐真、中村 逸人)

## V. 中南米

### ～遅れる回復、米国の利上げ・保護主義の台頭懸念が重石に～

#### 1. ブラジル

##### (1) 景気の現状

景気は低迷が続いている。7-9 月期はオリンピック開催もあり底入れが期待されたが、鉱工業生産は 8 月に前月比▲3.5%と急落した後、9 月の回復はわずか同+0.5%に止まり（生産が増加したのは 21 業種中 9 業種のみ）、7-9 月期の生産は前期比▲1.1%と再び減少することとなった（第 1 図）。失業率が高止まりするなど雇用・所得環境の厳しさを背景に個人消費の軟調が続いており、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.8%と 7 四半期連続のマイナスを記録した（前年同期比ベースでは▲2.9%、10 四半期連続のマイナス）。

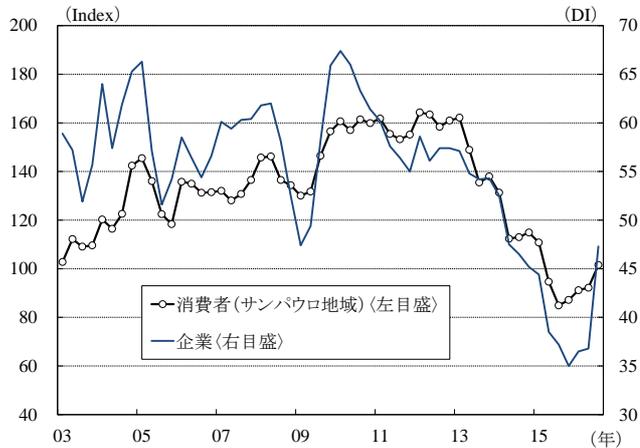
しかし、足元の景気が期待外れであるにも関わらず、先行きへの期待感は改善している。企業のセンチメント指数をみると、4-6 月期の 36.8 から 7-9 月期には 47.3 へと大きく上昇しているほか、消費者センチメントも底入れしつつあるとみられる（第 2 図）。こうしたマインド好転の背景には、政権交代による人心一新効果や、一次産品価格の下げ止まりに加え、財政再建に光明が差してきたことも考えられる。10 月にブラジル連邦議会下院は、今後 20 年間に亘って支出増を前年のインフレ率以下に抑制するという憲法改正案（以下、「上限法案」）を可決した。憲法改正であるため通常の決議より手続きは厳格であり、上下両院で 2 度採決にかけられ、しかも 6 割以上の賛成が必要になる。下院については、2 度目の採決でも賛成 359 票、反対 116 票、棄権 2 票と、6 割（308 票）を大きく上回る賛成票を得た。「上限法案」の審議は上院に移っているが、11 月 29 日の 1 回目の採決では全議員 81 名のうち 61 名が賛成票を投じ、承認される結果となった。2 回目の採決は本月 13 日に行われる予定である。

第1図：鉱工業生産の推移



(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2図：消費者・企業のセンチメント指数の推移



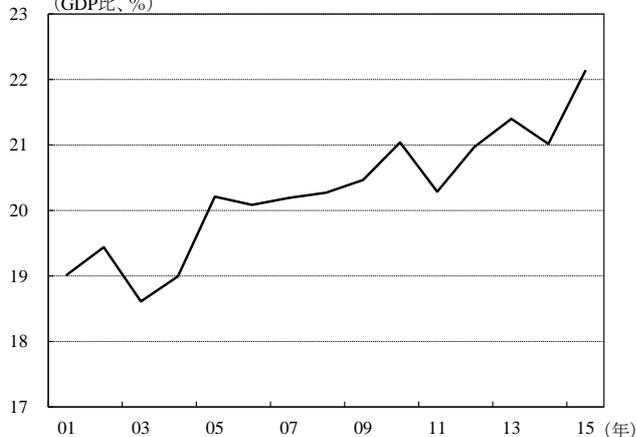
(資料)ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

「上限法案」が最終的に可決されれば、ブラジル経済にとって画期的な出来事になる。ブラジルの歳出規模は新興国としては大きい上に、不況の長期化で増加傾向にある。社会保障支出など、法律の規定で自動的に増加していく支出の割合が高いためである。2015年の中央政府の歳出規模（利払費を除く）はGDP比で22.1%に達しており、今年（2016年）は更に高まる見込みである（第3図）。他方で不況による税収減も続いているため、連邦政府の基礎的財政収支はGDP比3.0%の赤字となっている（2016年9月までの12ヶ月累計、第4図）。

「上限法案」の可決は財政規律維持への第一歩となるはずで、年金改革にも弾みがつく可能性がある。短期的には財政引き締めによる景気下押し圧力が強まることになるが、一方で、財政の持続可能性が高まることで利下げの余地が広がる効果が期待できる。

勿論、手放しで改革の進行が見通せるわけではない。懸念されるのは、他の政策との取引に「上限法案」が利用されてしまうことである。現在、ブラジルには35の政党が登録され、28の政党が連邦議員を擁する。足元、「上限法案」とは別に、最低得票率等のハードルを高くして政党支援金の対象から外すことで政党数の削減を促す憲法改正案が議論されているが、憲法で認められた結党の自由に抵触するとして、小政党が猛反発している。政府は妥協点を探っており、代償として「上限法案」の上院審議にも影響が出て内容が骨抜きにされてしまう可能性も否定できない。

第3図：中央政府の歳出規模の推移（利払費を除く）  
（GDP比、%）



（資料）ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

第4図：連邦政府の基礎的財政収支の推移  
（GDP比、%）



（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

今後のブラジル経済を展望すると、資源価格の底入れや物価の安定等を背景に、短期的・循環的な持ち直しは見込まれるものの、最終需要の回復に力強さは出てこないと予想する。「上限法案」成立は長期的にはブラジル経済にプラスの効果をもたらすものであるが、短期的には景気への下押し要因となろう。実質GDP成長率は、2016年に前年比▲3.5%となった後、2017年も同+0.8%と弱めの回復となるだろう。

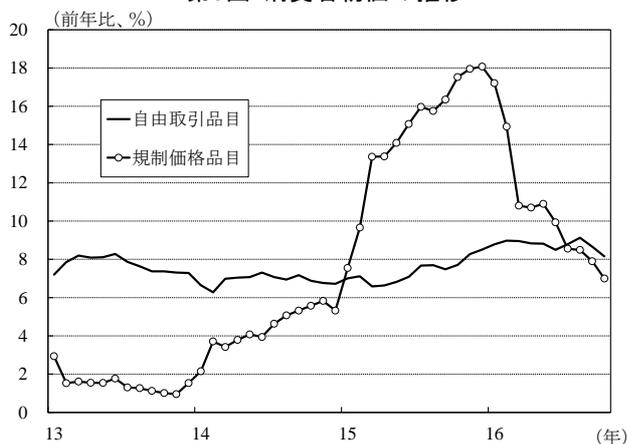
まず、ブラジル経済にとって、インフレが天井を打ったことは朗報である（第5図）。公共料金の引き上げが一巡したほか、食品価格も、エルニーニョ現象の終結を受けて今後

低下が予想される。レアル相場も、昨年比では上昇しており、輸入インフレ懸念も後退している。「上限法案」が可決されれば、財政支出増というインフレ要因も緩和する。今年の消費者物価上昇率は前年比 6.8%程度となる見込みであるが、2017 年のインフレ率は同 5.0%に低下し、中期的にはブラジル銀行の目標並みの 4.5%前後に収斂していくと想定できる。

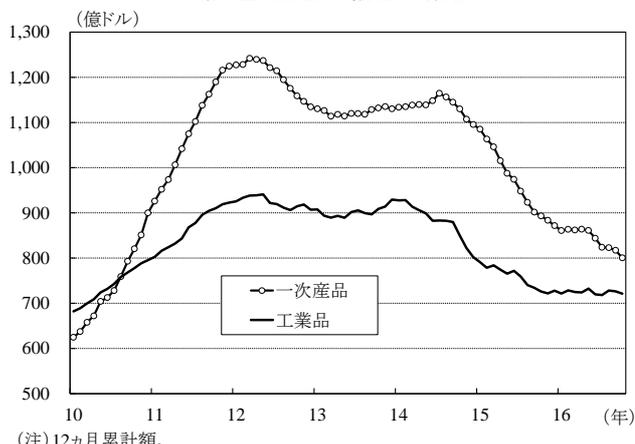
ただし、景気自体は、引き続き外需、内需ともに先行き厳しい状況が続くことが予想される。需要項目別では、まず輸出は、一次産品も工業品も依然として伸び悩みが続いている（第 6 図）。中国経済は、これまでの高成長期に累積された過剰投資に起因するストック調整の影響で減速傾向にあり、もはやかつてのような資源需要の急速な拡大を期待できる状況にはない。個人消費についても、失業率が依然高いことや住宅価格の下落が続いていることを考えると、もう暫くは軟調な展開が続くだろう。

トランプ氏が米国大統領選で勝利したことで、米国の中南米外交が変化する可能性が出てきた点はリスク要因である。移民問題はメキシコばかりが注目されているが、ブラジルを含め他の中南米諸国からも多くの人々が米国へ移住している。移民問題を巡り米国との関係が悪化する懸念から、選挙前から多くの中南米通貨が対ドルで下落していた。ブラジル銀行は、インフレ環境の好転を受け 10 月に 2012 年 10 月以来 4 年ぶりとなる 0.25%の利下げを実施したのに続き、11 月にも同じく 0.25%の利下げを実施したが、米国で緩やかながらも利上げが継続的に行われる見通しであることも合わせ、今後は通貨安の進展回避を意識せざるを得ない。利下げによる景気浮揚効果は限定的となる見込みである。

第5図: 消費者物価の推移



第6図: 品目別輸出の推移



## 2. メキシコ

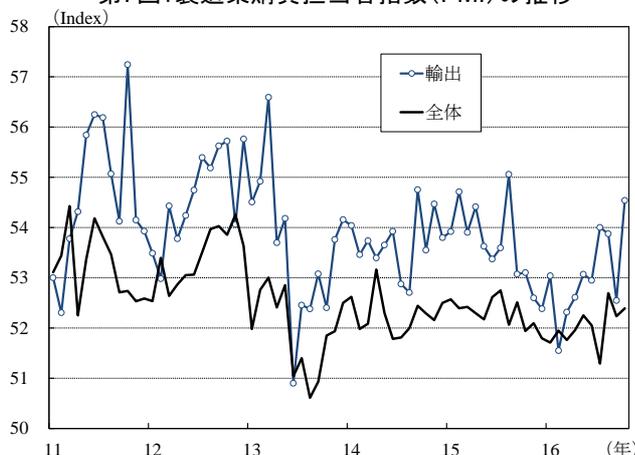
### (1) 景気の現状

メキシコの対米輸出は、1994年の北米自由貿易協定（NAFTA）発効以来20年で約6倍に拡大し、今やメキシコの輸出品の約8割は米国向けである。メキシコは北米の生産工程の重要な位置を占めており、米国製造業との連動性が極めて高い。

昨年来、メキシコの製造業生産は、米国製造業の緩やかな活動鈍化を背景に軟化してきたが、米国景気は足元で堅調に推移しており、メキシコ製造業の生産も反発の兆しがみられる。メキシコの製造業購買担当者指数（PMI）をみると、輸出、全体とも上昇基調に転じている（第7図）。生産活動の持ち直しもあり、個人消費も堅調に推移している。この結果、7-9月期の実質GDPは前年比+2.0%と、4-6月期の同+1.5%からやや加速した。

こうした楽観ムードに水を差したのが米大統領選である。メキシコに対して厳しい姿勢をみせるトランプ候補が共和党候補に選出され、本選での善戦が伝えられ始めると、消費者マインドが悪化した（第8図）。外国為替市場ではペソ安が進行し1ドル=20ペソに接近する動きが見られた。メキシコ銀行は外為市場でペソ買い介入を実施したほか、利上げも米国に先行して実施した。しかしながら、トランプ氏の勝利が濃厚になると、ペソはついに1ドル=20ペソを下回る水準まで下落する結果となった。

第7図：製造業購買担当者指数（PMI）の推移



(資料)メキシコ統計地理情報院統計より国際通貨研究所作成

第8図：消費関連指標の推移



(注)『小売指数』は2008年、『消費者信頼感指数』は2003年を100とした指数。  
(資料)メキシコ統計地理情報院統計より国際通貨研究所作成

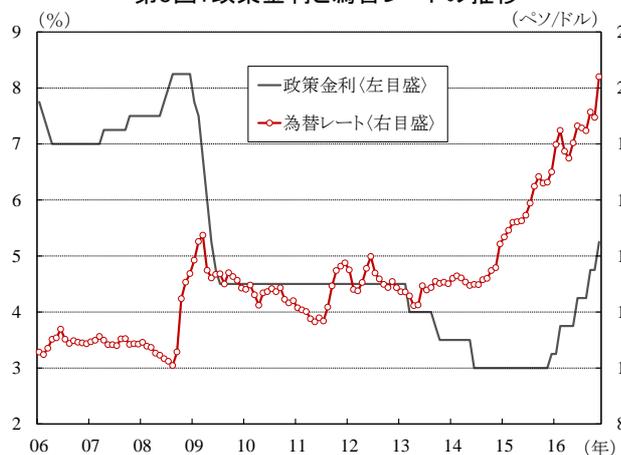
### (2) 見通し

移民に対する激しい非難、国境地帯での壁建設、NAFTAの一方的見直しなど、トランプ候補の選挙戦中の演説は米国とメキシコとの関係悪化を予感させる内容であった。「選挙中の発言の全てが実際に実行されるわけではない」という見方が強く、NAFTAを米国が一方的に破棄するような事態は避けられると想定されるが、実際にトランプ次期大統領がどのような政策を打ってくるのかは依然不透明である。メキシコと米国の経済関係が大きく悪化することになれば、設備投資などは見送られる傾向が強まるだろう。少なくとも2017年前半は様子見の展開が続き、景気は軟調に推移すると考えられる。

金融面からも景気拡大には制約がかかる。メキシコ銀行は米大統領選の翌週（11月17日）、政策金利を0.5%引き上げ5.25%とした。2009年以來の高い水準で、この1年で3.0%から5.25%へと2.25%ポイントも引き上げられたことになる（第9図）。もともと、こうした積極的な利上げにも関わらず、ペソ安にはまだ歯止めが掛かっていない。メキシコへの証券投資（ポートフォリオ投資）は2015年以降、急速に縮小しており、今年4-6月期までの1年間の流入額は96億ドルと、前年同期比で69%減、2年前と比較すると87%の減少となっている（第10図）。ペソ安には輸出面で価格競争力を回復させる効果があるものの、インフレを助長するマイナス効果も大きく、米国の継続的な利上げが予想される中、メキシコ銀行は今後も利上げを続けざるを得ない可能性が高い。

実質GDP成長率は、米国の政策動向にも依存するが、今年は前年比+2.1%に鈍化した後、2017年についても同+2.0%と緩やかな回復に止まる見通しである。

第9図：政策金利と為替レートの推移



第10図：対内証券投資の推移



### 3. アルゼンチン

#### (1) 景気の現状

アルゼンチン経済は、不況と高いインフレ率が同時に進行している。4-6月期の実質GDPは前年比▲3.4%とマイナス成長に転落した。個人消費が前年割れとなったほか、総固定資本形成も同▲4.9%と大幅に減少し、輸出も低迷した。更に7-9月期に入っても、製造業生産は同▲6.9%と大きく減少するなど、景気の悪化は続いている。失業率も11%に上昇し、消費者信頼感も悪化したままである（第11図）。

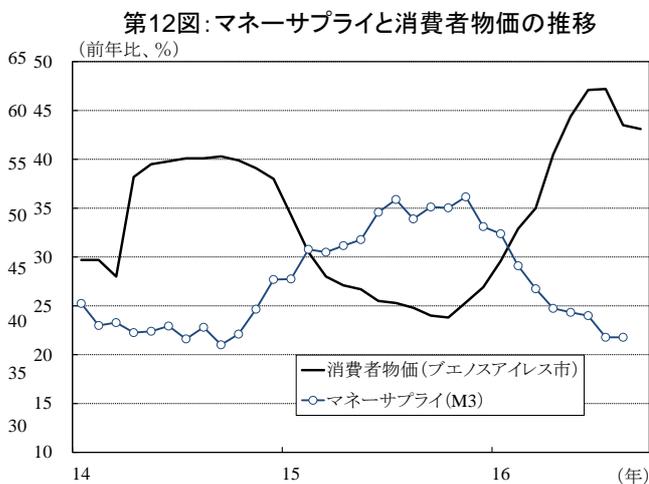
こうした中で、消費者物価は大幅に上昇している。7月は前年比+47.1%まで加速した（第12図）。その後は上昇率が一旦縮小し、9月は同+43.1%となったものの、これは、インフレ高進が社会不安を生む可能性を恐れた最高裁が8月の電力料金再値上げを認めなかったことの影響が大きく、インフレ率が低下傾向に転じたとは判断し難い。

GDP比でみた財政収支は、2015年の▲3.9%の後、2016年も▲5.2%と赤字が継続する見通しである。前政権下で拡張した政府部門の縮小は、アルゼンチン経済再生のためには避

けて通れないが、来年の中間選挙を控え急激な歳出削減は政治的には困難と言わざるを得ない。2017年予算での赤字削減は実質的に見送られる可能性が高く、景気の極端な落ち込みは回避できるものの、インフレ圧力も残ることになるだろう。



(注)『消費者信頼感』は、デフュージョンインデックスで50が中立を示す。  
(資料)アルゼンチン中央銀行統計等より国際通貨研究所作成



(資料)ブエノスアイレス市、アルゼンチン中央銀行統計より国際通貨研究所作成

## (2) 見通し

最大の輸出先であるブラジル (シェア 17%) の景気回復が遅れていることから、外需主導の回復は望み薄である。また、アルゼンチンは今年、国際金融市場への復帰を果たしたものの、外貨準備は 400 億ドルで頭打ちになっており、かろうじて輸入の 7 ヶ月分を確保しているに過ぎない。経済は依然として不安定で、米国の利上げへの耐性も決して高くはない。

インフレ率は、マネーサプライの伸びが鈍化してきているため、来年には低下してくると考えられるものの、中央銀行が目標としている 12~17%には届かず、20%強という高インフレ状態が続く見通しである。高いインフレ率に通貨価値の下落が追いついておらず、実質為替レートは上昇傾向にある。価格競争力の低下が輸出へ悪影響を及ぼしており、為替はいずれ一段の下落が必要になると予想される。2017年の実質 GDP 成長率は、インフレ率の縮小を受けて前年比+2.5%とプラス成長を見込むが、本格的な景気回復には至らないとみられる。

## 4. 中南米主要 7 カ国の見通し

上記 3 カ国以外の中南米諸国の中では、アルゼンチン並みの経済規模 (7 カ国合計の GDP の約 1 割) であるベネズエラが経済危機に直面しており、注意が必要である。同国経済は石油に全面的に依存しているが、厳しい不況 (2016年の実質 GDP 成長率は前年比 ▲10%となる見込み) と極度のインフレ (足元で前年比+500%以上) に見舞われている。また、資源需要の回復が鈍いことから、チリも低成長を余儀なくされる見通しである。コロンビアも国内の和平交渉が一進一退で回復に弾みがかからないが、ペルーについては比較

的高い成長を遂げるだろう。

各国ともドル高の煽りを受け通貨安傾向が続くと考えられ、通貨当局は資金流出を抑制するため金利を高め維持する公算が大きい。2017年の中南米主要7カ国の実質GDP成長率は前年比+1.2%と漸くプラスに転化するものの、国内需要の本格的な回復には至らないため勢いを欠く展開となるだろう（第1表）。

第1表：中南米経済の見通し総括表

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.5	0.8	9.0	7.0	5.5	▲ 589	▲ 200	▲ 250
メキシコ	2.5	2.1	2.0	2.7	2.8	3.3	▲ 327	▲ 330	▲ 340
アルゼンチン	1.8	▲ 2.0	2.5	16.5	38.0	25.0	▲ 159	▲ 100	▲ 130
中南米全体(注)	▲ 1.0	▲ 1.8	1.2	17.1	61.7	36.6	▲ 1,586	▲ 995	▲ 1,035

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

(資料) 各国統計等より国際通貨研究所作成

(国際通貨研究所 森川 央)

## VI. 原油価格

### ～原油価格は回復が続くが、上値は重い見込み～

#### 1. 価格動向

原油価格（WTI 期近物）は、OPEC が 9 月 28 日の臨時総会で大方の事前予想に反して減産（OPEC 全体の生産量を日量 3,250～3,300 万バレルに制限）で合意すると、1 バレル＝47 ドル台に上昇し、10 月 10 日には同 51.35 ドルと 1 年 3 ヶ月ぶりの高値となった（第 1 図）。しかし、OPEC 減産の行方が不透明な中、10 月下旬の WTI は同 49～50 ドルでほぼ横這いで推移した。

11 月に入ると、OPEC 減産の実効性に対する疑念や米国の原油在庫増加等を背景に、WTI は同 44 ドル近辺で軟調に推移した。11 月 8 日の米国大統領選挙でトランプ氏の勝利後、金融市場では投資家のリスク選好姿勢が強まったが、原油市場では供給過剰感やドル高を受けて WTI は弱含みで推移した。その後、OPEC 関係者達から減産合意を楽観視する発言が相次ぐ中、WTI は同 40 ドル台後半に上昇し、11 月 30 日には OPEC が減産の具体策で合意したことを受けて同 49.44 ドルと 1 ヶ月ぶりの高値となった。

原油先物市場では、投機筋といわれるマネー・マネージャー（＝商品投資顧問や先物運用管理会社）のネット買い越しポジションは、10 月に入ると OPEC 減産への期待を背景に拡大し、同月中旬には 4 月以来の高い水準をつけた。その後、売りポジションの拡大を受けて、ネット買い越しポジションはやや縮小している（第 2 図）。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



第2図：マネー・マネージャーのネット・ポジションと原油価格



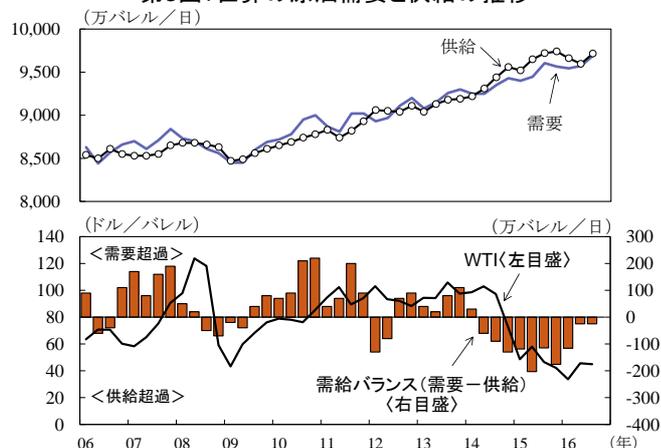
#### 2. 需要・供給動向

世界の原油需給バランスは供給超過が続いているが、7-9 月期は 25 万バレル（日量、以下同）と超過幅は前期から横這いとなった（第 3 図）。需要と供給はいずれも 120 万バレル増加し、供給はカナダやロシアを中心とする非 OPEC の増加量が OPEC を上回った。

今後について、まず需要面では、新興国については中国の伸びが鈍化するが、他方でイ

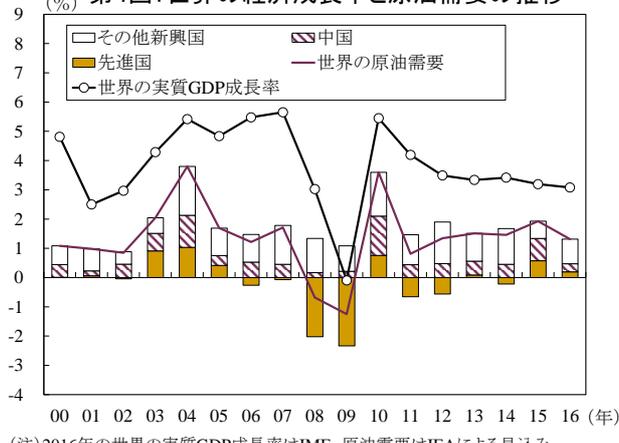
ンドが好調な伸びを示し、新興国全体で堅調を維持すると見込まれる。先進国は、緩やかな景気拡大を背景に、需要は底堅さを維持するとみられる。この結果、世界の原油需要は2017年についても通年で緩やかな伸びが持続すると見込まれる。

第3図: 世界の原油需要と供給の推移



(資料)IEA資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 世界の経済成長率と原油需要の推移



(注)2016年の世界の実質GDP成長率はIMF、原油需要はIEAによる見込み。  
(資料)IMFおよびIEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

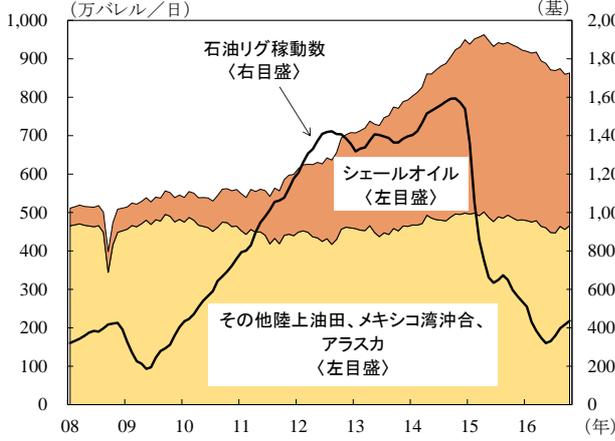
供給面をみると、非 OPEC については、米国のシェールオイル生産量は減少が続いているが、石油掘削装置（リグ）稼働数は7月以降増加が続いている（第5図）。2017年にかけての原油価格の緩やかな回復と、米国のトランプ次期政権下でシェール開発促進が想定されることから、シェールオイル生産量は前年から増加に転じると予想される。

また、OPEC は先述した通り、11月30日開催の総会で減産の具体策について正式合意した。主な決定事項は、①OPEC 全体の生産量を10月実績から約120万バレル減産し、上限3,250万バレルとする、②減産は2017年1月から6ヶ月間実施、市場動向や見通し次第でさらに6ヶ月間の延長もあり得る、③政情不安により減産が続いているリビアとナイジェリアは、本合意の対象外、④ロシアを含む非 OPEC も60万バレル減産協力の方針（12月上旬協議予定）、⑤加盟国の減産状況を監視する委員会を設置、である。

最も注目されていたイランの生産水準については、10月実績から9万バレル増加の379.7万バレルと同国だけ増産が認められた。イランにとっては主張（397.5万バレルでの生産凍結）より低い水準だが、実績からは増産できるという若干複雑な合意内容となった。これは、減産を提案するサウジアラビアとの間で妥協した結果であるとみられている。

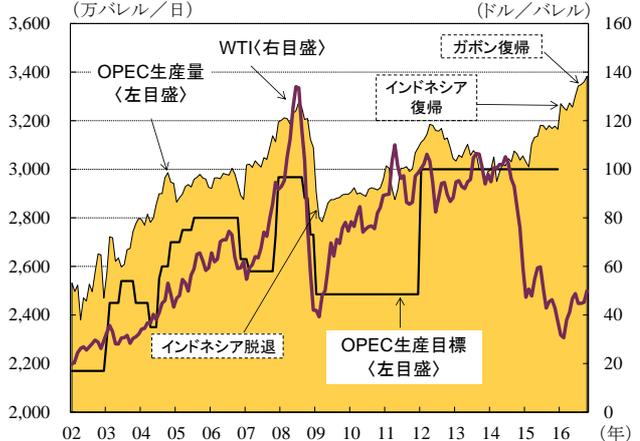
これまで市場シェア確保を重視し増産を続けてきた OPEC だが（第6図）、ようやく原油価格低迷に本格的に取り組むこととなり、今後は各国の減産遵守動向に焦点が当たることとなる。

第5図：米国の原油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

第6図：OPECの生産量と原油価格の推移

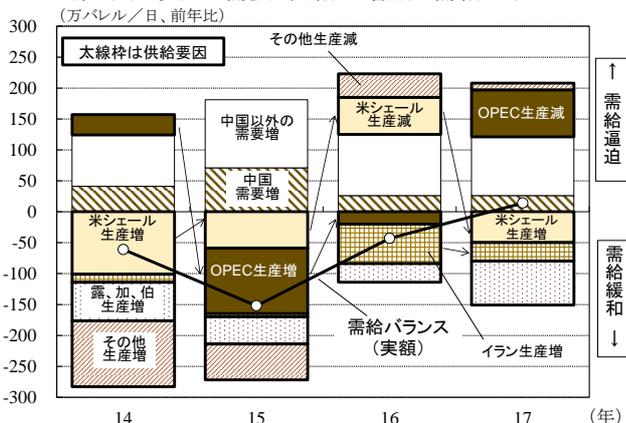


(資料)IEA資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 価格の見通し

2016年の世界の需給バランスは、イランの増産と米シェールオイルの生産減少がほぼ打ち消し合う結果、需要増加分と同程度、供給超過幅が縮小したとみられる（第7図）。2017年については、米シェールオイルの生産持ち直しやカナダなど非OPECの生産拡大が需給を緩める要因となるとみられるが、OPECの減産や世界経済の緩やかな回復を背景とした需要拡大が需給を引き締める要因となり、需給バランスは概ね均衡に近い水準に向かうと予想される。このため、原油価格は回復基調で推移すると見込まれるが、米国の追加利上げ観測を背景としたドル高基調が原油価格の上昇を抑制する要因となろう。2017年にかけてWTIは各四半期の平均で48～52ドル台の推移を予想する。

第7図：原油の需要・供給の増減と需給バランス



(注)生産はNGL(天然ガス液)も含む。OPECはイランを除く。2016、2017年はIEA及び当室見通し。  
(資料)国際エネルギー機関(IEA)資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

原油価格の見通し

	WTI(期近物) (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
2015/Q1	48.6	▲50.7%
2015/Q2	58.0	▲43.7%
2015/Q3	46.5	▲52.2%
2015/Q4	42.2	▲42.4%
2016/Q1	33.6	▲30.8%
2016/Q2	45.6	▲21.2%
2016/Q3	44.9	▲3.4%
2016/Q4	48	13.9%
2017/Q1	50	48.7%
2017/Q2	50	9.6%
2017/Q3	52	15.7%
2017/Q4	52	8.3%
2015年	48.8	▲47.5%
2016年	43	▲11.7%
2017年	51	18.5%

(注) 期中平均価格

(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: yasuhiko\_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、宜しくお願ひ申し上げます。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。