

内外経済の見通し

見通しの概要

～不透明な各国政治、国際情勢にも関わらず底堅さを増す世界経済～

日本

～景気は企業収益と生産の改善が牽引する安定的な拡大局面へ～

米国

～雇用・所得環境の改善をベースに、緩やかな景気拡大はこの先も継続～

欧州

～Brexit を巡る不透明感は燦り続けるも景気の回復基調は途切れず～

アジア・豪州

～堅調な内需と輸出拡大を起点に、安定した成長が持続～

中南米

～ブラジルは政治の混乱が再び波乱要因に～

原油価格

～原油価格は上値が重い展開に～

見通しの概要

不透明な各国政治、国際情勢にも関わらず底堅さを増す世界経済

本世界経済は、現在ある意味非常に興味深い局面にある。

各国政治や国際情勢に関して次々に発生するニュースは、引き続き「先行き不透明」と言わざるを得ないようなものが多い。欧州では、フランスの大統領選挙こそ「Frexit（フランスの EU 離脱）」を予想させるような結果にはならなかったものの、Brexit の行方や頻発するテロなど不安材料を抱えるし、肝心の米国においてもトランプ政権は発足から間もなく半年になるというのにも関わらず議会府や司法府、メディア等との関係に未だ苦慮しているとみられる中、実務者級の政府高官人事が遅れており、足元ではロシアとの関係を巡る疑惑も抱えるという状態で、その政策運営の方向感はいまだハッキリした見通しが立っているとは言い難い。アジアにおいても、北朝鮮情勢の緊迫化に対して現実的な解決策が見えておらず、関係国の不安が高まっている。

ところが、こうした政治や国際情勢の不透明感を余所に、世界経済のファンダメンタルズは昨年後半くらいから徐々に底堅さを増していることが実感できるようになっている。実際、IMF がこの 4 月に行った先行き 2 年間の世界経済成長率見通し改訂では 6 年ぶりに上方での改訂となったことも話題となった。先進国では各国ともに雇用・所得環境が堅調に推移するなか、内需の底堅い拡大が続いているし、新興国についても、中間層の成長に伴う内需振興とともに先進国向け輸出の回復が鮮明である。産業景気をみても、モノがインターネットに繋がる IoT や AI（人工知能）などの急激な普及を背景に電子部品需要・出荷が世界的に好調であるのが目立つ。

振り返ると、2008-2009 年の世界金融危機では、金融部門の不均衡の崩壊とその是正が実体経済に大きな下押し圧力を掛けたばかりでなく、欧州における債務危機の表面化、資源価格の乱高下、中国経済の投資依存度の強まりと過剰投資の累積など、第二波、第三波の派生イベントをもたらしたわけだが、一昨年から昨年初にかけての一連の資源安・金融市場混乱を最後に、漸く灰汁抜け感が出てきているように思われる。長期に渡る経済的動揺を背景に先進各国でポピュリズムが台頭していることや一部新興国での過剰債務問題など懸念材料も依然残るが、世界経済全体としては一種の定常的な安定を取り戻しつつあるとみることができる。

より中長期の観点でも、先進国では、人口高齢化、需要や資本ストックの飽和という基調的な成長下押し圧力は強いため、3~4%という経済成長率を持続的に叩き出すことは限りなく難しくなっているものの、前述の IoT や AI を始め技術革新の波は停滞せずに行き続けており、生産性の向上が成長率を下支えしているし、先進国・新興国に共通してインフラ投資の重要性が再認識されており、一定の投資需要を持続的に期待できるのもポジティブな材料だ。

地域別に見ていくと、まず米国では、トランプ政権誕生以来、その政権運営や政策が物議を醸しているが、金融市場における当初の政策期待が大きく後退した中でも、米国経済

のパフォーマンスは堅調であり、雇用情勢は着実に改善していることに加え、企業の設備投資も原油価格回復の恩恵を被る鉱業部門に止まらず底堅さが広がっている。金融規制が強化された影響もあるのだろうが、景気拡大が8年に及ぶ中でも金融部門に大きな不均衡が蓄積されている様子もない。米国経済も高齢化や資本ストックの成熟化を背景に潜在成長率は2%程度にまで低下してきたと考えられるが、イノベーションが牽引する緩やかな拡大が続くという均衡局面に入りつつあると看做することもできるわけで、そうした認識は雇用が逼迫しながらも賃金上昇率やインフレ率、長期金利が低位に止まっていることから裏付けられているように思われる。

同じことは欧州にも言えるだろう。欧州は世界金融危機と欧州債務危機という二つの危機を経た分だけ、今次景気拡大局面の年齢は若く、供給側では労働市場にスラックがあり、需要側にもペントアップディマンドが残存している分、経済成長の伸び代は大きい。したがって、Brexitのネガティブな影響が大きく懸念されたものの、景気自体は英国、大陸ともにそうした政治的ショックにも関わらず底堅く推移しているようだ。欧州に残存する一つの大きな問題は、市民の間で二つの危機の時期に醸成された反EUや反グローバリゼーション感情であり、これは当面各国の政策当局者を悩ますだろうが、フランスの大統領選挙結果を見る限りにおいては、コントロール可能な範囲内に管理されているとみてよい。

日本についても、世界経済が安定度を増すに従い、景気は内需にも波及しつつ安定度を増している。現在、5四半期連続でプラス成長となっているし、いまや人手不足となりつつあるほどの雇用情勢好転で家計部門の所得環境にも明るさが広がっており、消費や設備投資も堅調に推移している。また、為替要因もあるが、企業収益も好調に推移している。

新興国に関しても、国の発展段階や拠って立つ産業基盤、あるいは外需主導か内需主導かなど成長モデルによって経済パフォーマンスはまちまちであるものの、やはり先進国同様、去年の後半以降、景気は総じて上向いてきていると評価できる。ロシア、ブラジルなどの資源国では昨年までは厳しい経済縮小が続いたが、資源価格の安定とともに景気は底入れしつつあるとみてよい。アジアでも、元々雇用情勢は堅調で、インフラ投資などの政策効果もあることから内需も底堅い中、輸出も上向きに転じており、全体を安定的に運営されている金融政策が支えるという構図が続いている。過剰投資、過剰債務の調整に取り組む中国では、年初から金融政策を引き締め方向で運営していることもあって、景気や金融システム面での下押し圧力に留意が必要な状況ではあるが、減税やインフラ投資などの財政面での挺入れもあり、経済全体のパフォーマンスは安定している。

これらを総合すれば、今年から来年にかけても世界経済は現在のモメンタムを維持しつつ拡大を続けると合理的に予想できるように思われる。逆に言うと、米国の政策や中国の金融情勢、地政学的リスクなど不透明な要因は多く指摘できるものの、個別には景気腰折れを強く示唆するものは見当たらない状況といえる。金融面での不均衡も中国などの一部の国を除いて目立っておらず、世界経済は当面緩やかな拡大を続けるものとみてよさそうだ。

こうした中、一つ議論の焦点となると予想されるのは先進国の金融政策の行方についてだ。FRB は年内にもバランスシートの縮小に着手することが広く予想されているし、ECB も現行の量的緩和（QE）の期限が 12 月に迫るなか、景気の安定を根拠に縮小してくるのは必至である。日銀も昨年 9 月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入して金融政策の軸足を金利操作に戻したが、足元では国債購入の金額を事実上縮小させてきている。しかも、留意されるのは、こうした金融政策の正常化に向けた布石とみられる各国中央銀行の動きは、そもそも大規模な金融緩和導入を余儀なくさせたはずのインフレ率の下方乖離自体が解消されていなくても進められている点である。

現在の各国の金融政策は、インフレ率と GDP ギャップの関係を前提に、需要を喚起し GDP ギャップを埋めることによって下方乖離したインフレ率を引き上げることを目指しているものとみられる。しかし、各国とも（とりわけ日米）失業率は歴史的水準にまで低下し、計測上の GDP ギャップは相当程度解消したとみられるにも関わらず、賃金上昇率は目立って上昇しておらず、インフレ率も低位に止まっており、これが各国中央銀行の困惑の種となっている。歴史に残るほどの金融緩和の時代が収束に向けて動き出したと考えられる今、様々に試みられた「異次元緩和」の総括とともに、景気と賃金上昇率及びインフレ率、あるいはインフレ率と政策金利の関係など金融政策の新たな枠組みについて議論が深化することが望まれよう。

（経済調査室長 佐藤 昭彦）

世界経済見通し総括表

		名目GDP(2016年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
		兆ドル	日本=100	2016年 実績	2017年 見通し	2018年 見通し	2016年 実績	2017年 見通し	2018年 見通し	2016年 実績	2017年 見通し	2018年 見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)		62.84	1,266	2.7	2.9	3.0	2.0	2.5	2.2			
先進国・地域		41.83	843	1.7	1.8	1.9	0.8	1.9	1.7			
新興国		21.01	423	4.7	5.1	5.1	4.4	3.6	3.3			
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.96	100	1.3	1.3	1.3	▲ 0.2	0.8	0.7	1,864	1,783	1,753
	アジア11カ国・地域	18.17	366	5.9	5.9	5.7	2.2	2.5	2.5	4,628	4,143	3,869
	中国	11.22	226	6.7	6.6	6.2	2.0	2.0	1.8	1,964	1,647	1,569
	インド(年度ベース)	2.26	45	6.8	7.4	7.6	4.5	5.0	5.7	▲ 154	▲ 309	▲ 368
	NIEs4カ国・地域	2.56	52	2.3	2.3	2.4	1.1	1.5	1.6	2,425	2,333	2,321
	韓国	1.41	28	2.7	2.5	2.7	1.0	1.8	1.7	987	939	920
	台湾	0.53	11	1.5	1.9	2.0	1.4	1.2	1.3	723	713	709
	香港	0.32	6	2.0	2.3	2.2	2.4	1.6	2.0	149	98	96
	シンガポール	0.30	6	2.0	2.2	2.1	▲ 0.5	0.6	1.5	567	583	596
	ASEAN5カ国	2.14	43	4.9	4.9	5.0	2.4	3.5	3.7	393	472	346
	インドネシア	0.93	19	5.0	5.1	5.2	3.5	4.4	4.8	▲ 163	▲ 129	▲ 153
	マレーシア	0.30	6	4.2	4.6	4.4	2.1	3.7	2.8	60	80	94
	タイ	0.41	8	3.2	3.3	3.4	0.2	1.3	1.8	468	496	398
	フィリピン	0.30	6	6.9	6.3	6.1	1.8	3.3	3.6	6	6	▲ 16
	ベトナム	0.20	4	6.2	6.2	6.4	2.7	4.1	4.3	22	20	24
	オーストラリア	1.26	25	2.4	2.5	2.7	1.3	1.9	2.1	▲ 331	▲ 377	▲ 342
米州	米国	18.57	374	1.6	2.1	2.3	1.3	2.4	2.1	▲ 4,812	▲ 5,084	▲ 5,474
	中南米6カ国	4.11	83	▲ 0.8	1.4	2.2	10.6	7.2	5.8	▲ 880	▲ 890	▲ 1,070
	ブラジル	1.80	36	▲ 3.6	0.5	1.9	8.7	4.5	4.2	▲ 235	▲ 250	▲ 400
	メキシコ	1.05	21	2.3	1.7	2.0	2.8	4.8	3.0	▲ 279	▲ 250	▲ 260
	アルゼンチン	0.55	11	▲ 2.3	2.0	2.3	38.0	25.0	20.0	▲ 150	▲ 180	▲ 200
欧州	ユーロ圏19カ国	11.88	239	1.8	1.5	1.5	0.2	1.6	1.5	3,978	3,078	2,565
	ドイツ	3.47	70	1.9	1.5	1.6	0.4	1.6	1.7	2,892	2,406	2,051
	フランス	2.46	50	1.2	1.2	1.1	0.3	1.5	1.4	▲ 227	▲ 380	▲ 328
	イタリア	1.85	37	0.9	0.8	1.0	▲ 0.1	1.5	1.4	477	352	342
	英国	2.63	68	1.8	1.3	1.4	0.7	2.2	1.6	▲ 1,145	▲ 691	▲ 688
	ロシア	1.28	32	▲ 0.2	0.8	1.2	7.1	4.3	4.2	250	313	253

<参考>

世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)		3.3	3.5	3.6	2.6	2.8	2.6	
----------------------------------	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--

- (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41カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。
3. IMFの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米6カ国』、『ロシア』。
4. 『中南米6カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ペルー。

(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

I. 日本

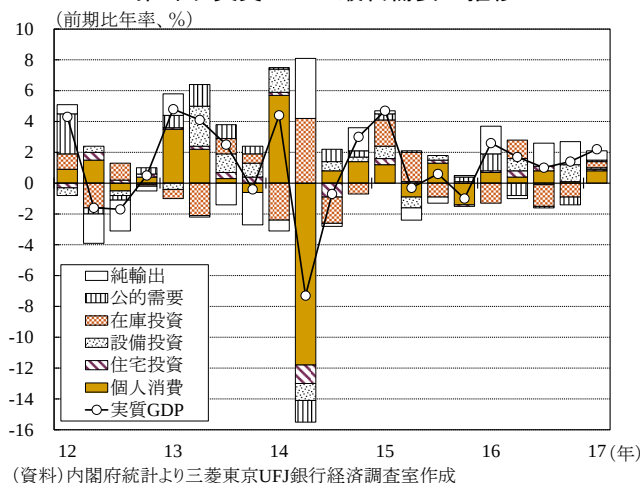
～景気は企業収益と生産の改善が牽引する 安定的な拡大局面へ～

1. 日本経済の概況

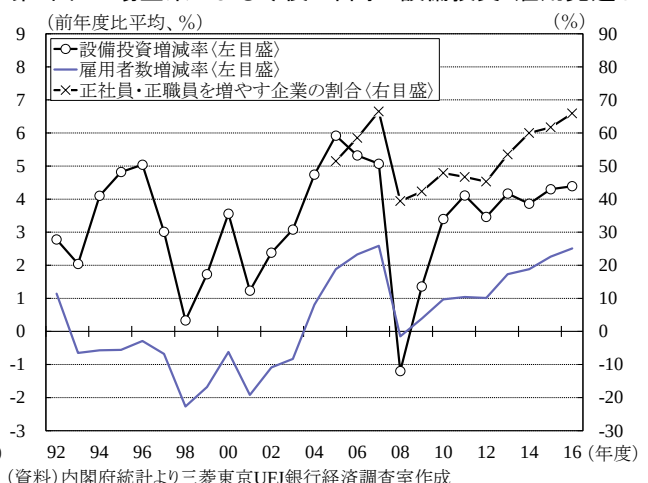
2017年1-3月期の実質GDP（1次速報値）は前期比年率+2.2%と5四半期連続のプラス成長となった（第1図）。昨年後半のプラス成長は、輸出の増加を主因とする外需主導型の色彩が強かったが、直近1-3月期は個人消費が同+1.4%と伸びを加速させ、設備投資も同+0.9%と2四半期連続で増加するなど、国内民需が牽引役を果たしている。加えて、政府の経済対策の執行段階入りに伴う公共投資の上げ止まりから公的需要が4四半期ぶりに前期比プラスに復したほか、輸出の増加にも支えられて国内の在庫調整が一巡しつつある中、在庫投資も3四半期ぶりに前期比プラス寄与に転じた。年度ベースでも、2016年度の実質GDP成長率は前年比+1.3%と2015年度の同+1.2%から小幅加速して着地しており、景気が一段と底堅さを増していることが確認できる結果といえる。

足元の日本経済は、企業収益と生産の改善を起点とした比較的安定した景気拡大局面に入りつつある。企業収益は、昨年後半から為替水準が円安方向に戻ったことなどにより再び増勢を強め、2017年1-3月期の東証一部上場企業（金融業を除く）の経常利益は前年比+24.7%と2四半期連続のプラスとなるとともに、同四半期としての最高益を更新した。2016年度通期の経常利益は、年度前半の円高の影響もあって前年並みに止まったが、2017年度の会社予想集計値は前年比+4%近くの増益となっており、この先も堅調な企業収益が維持される見通しである。また、生産面をみると、昨年後半に在庫調整が大きく進展する中で、経済産業省が「製造工業生産予測調査」の中で公表する「アニマルスピリッツ指数（生産計画を引き上げた企業の割合-生産計画を引き下げた企業の割合）」が直近3月まで9ヵ月連続でプラスを続けるなど、企業の生産拡大に向けた姿勢も鮮明となってきている。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



第2図：上場企業による今後3年間の設備投資・雇用見通し

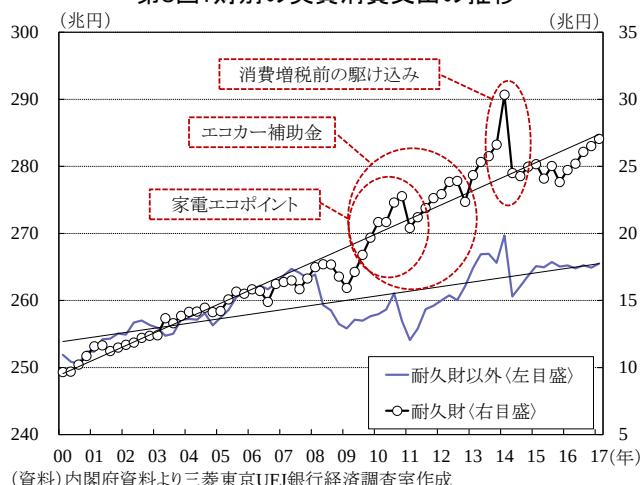


過去最高水準の企業収益が続く中、企業が潤沢なキャッシュフローを前向きな投資に振り向ける動きも着実に強まっている。内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」をみると、上場企業による今後3年間（2017年度～2019年度）の設備投資増減率の見通しは年平均+4.4%（前年調査比+0.1%ポイント）となり、2年連続で改善した（第2図）。また、雇用者数増減率の見通しが同+2.5%（同+0.2%ポイント）、正社員・正職員を増やす企業の割合が65.9%（同+4.2%ポイント）といずれも改善し、過去最高の2007年度に迫る水準に達するなど、企業が人的投資に対する積極性を増していることも伺える。

こうした企業の姿勢を反映し、今春闘では、労使交渉を取り巻く環境が物価の面で昨年より厳しい中でも、2%程度の賃上げ率を維持する見通しとなった。その内容をみても、中小企業の賃上げ率の高まりや、勤務形態の柔軟化や育児手当の充実をはじめとする働き方改革の取り組みに係る妥結の増加など、家計の雇用・所得環境の持続的な改善に繋がる動きを読み取ることができる。この先、家計においては、エネルギー価格を中心とする物価の緩やかな上昇が消費の重石となることが想定されるが、消費者マインドの改善が続いていることに加え、過去の政策に起因する耐久消費財の需要の先食い影響が和らぎつつあり、今後は買い替えサイクルの到来によって需要を押し上げ方向に作用し得ることを勘案すれば、個人消費の緩やかな増加基調は維持される見通しである（第3図）。

一方、海外に目を向けると、欧州では、オランダとフランスの国政選挙でEU肯定派が勝利したことでEUの枠組みの持続性に対する当面の懸念は後退しているが、米国においては、日本から米国に輸出する一部の鉄鋼製品に対する制裁関税の適用が決定されたほか、トランプ大統領の政権運営そのものがロシアとの関係を巡る混乱などにより不透明感を増している。加えて、北朝鮮を巡る地政学リスクの高まりもあり、世界経済が全体として回復傾向を辿る中でも、金融市場の変動や輸出に起因する国内景気の攪乱には引き続き警戒が必要である。ただ、現在の日本経済は企業と家計の所得改善の積み重ねで着実に安定の度合いを増しており、政府の経済対策の執行による当面の公共投資の押し上げ、さらには東京五輪に向けた投資も活発化していくことを勘案すれば、2017年度の実質GDP成長率は前年比+1.3%、2018年度も同+1.3%と、緩やかな景気拡大が続くと予想する（第1表）。

第3図：財別の実質消費支出の推移



第1表：GDP計数の年度見通し

	2015年度 (実績)	2016年度 (実績)	2017年度 (見通し)	2018年度 (見通し)
実質GDP	1.2	1.3	1.3	1.3
個人消費	0.5	0.6	0.8	0.9
住宅投資	2.8	6.5	▲ 0.3	▲ 1.7
設備投資	0.6	2.3	2.3	2.4
在庫投資(寄与度)	0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1
公的需要	1.2	▲ 0.1	0.7	1.2
純輸出(寄与度)	0.1	0.8	0.4	0.0
輸出	0.7	3.1	5.2	2.2
輸入	0.2	▲ 1.4	2.8	2.1
名目GDP	2.7	1.2	1.3	1.6
GDPデフレーター	1.5	▲ 0.2	▲ 0.0	0.3

(資料) 内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通し上のキーポイント

(1) 好調な企業収益と生産の回復を支えに改善に向かう企業マインド

1-3 月期の実質設備投資は前期比年率+0.9%と、前期の大幅増もあり伸びは鈍化したものの、好調な企業収益と生産の回復を支えに 2 四半期連続で増加した。内外景気が緩やかな拡大に向かうなか、先行きの事業環境や設備投資に対する企業のマインドも着実に改善している様子が伺われる。事業環境について、日銀短観の 3 月調査における今年度の売上計画をみると、前年度比+1.3%と増収が見込まれており、伸び率も 5 年ぶりの高水準となった（第 2 表）。一方、経常利益は同▲1.1%と、昨年度から減益幅は縮小したものの、引き続き小幅な減益計画である。もっとも、これは想定為替レートを実勢よりも円高水準に設定した上での保守的な計画であり、まずまずの結果といえるだろう。また、設備投資は同+0.6%と増加計画でのスタートとなった。日銀短観の設備投資計画には 3 月調査時点ではマイナスとなりやすい統計上のクセがあるが、減益を見込むなかでも強い投資計画が示されたことは、企業の積極的な投資マインドを示唆するものとして評価できるだろう。

加えて、企業の研究開発も先行きの設備投資の押し上げ要因となろう。GDP 統計上の設備投資の内、研究開発の動向を業種別にみると、製造業、とりわけ輸送用機械、化学、はん用・業務用・生産用機械などの投資額上位 5 業種が大半を占めており、これらの業種では投資額の半分超を研究開発に充当していることが確認できる（第 4 図）。過去からの推移をみても、その他の製造業や非製造業の研究開発は概ね一定水準を維持してきた一方、上位 5 業種では高い国際競争力を維持・向上すべく研究開発を着実に拡大してきた様子が伺える。「企業行動に関するアンケート調査」から、上場企業による業界需要の今後 3 年間の成長率見通しをみると、上位 5 業種ではその他の業種と比較して概ね高めの成長が見込まれており、今後も研究開発の牽引役として設備投資全体を下支えする公算である。

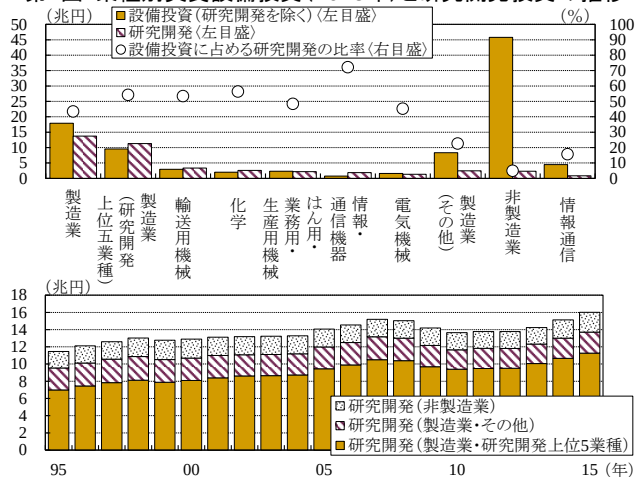
研究開発投資のトレンド的な押し上げ要因に、企業マインドの前向き化が加わることで、先行きの設備投資は引き続き増加基調を辿る見通しである。

第2表：日銀短観(3月調査)における
翌年度の売上・利益・設備投資計画と想定為替レート

	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度
売上計画 (前年度比、%)	1.4	1.0	0.7	0.6	0.0	1.3
経常利益計画 (前年度比、%)	2.1	5.9	▲2.2	0.6	▲2.2	▲1.1
設備投資計画 (前年度比、%)	0.0	▲2.0	0.1	▲1.2	▲0.9	0.6
想定為替レート (円/ドル)	78.1	85.2	99.5	111.8	117.5	108.4
3月時点の為替 レート(円/ドル)	82.4	94.7	102.3	120.4	113.1	113.0

(注) 1. 『売上計画』、『経常利益計画』は、全規模・全産業ベース。
『設備投資計画』は、大企業・全産業、含む土地・除くソフトウェアベース。
『想定為替レート』は、大企業・製造業ベース。
『3月時点の為替レート』は、月中平均値。
2. 表中の濃色部分は、前年度よりも数値が改善したことを示す。
(資料) 日本銀行統計より、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：業種別実質設備投資(2015年)と研究開発投資の推移



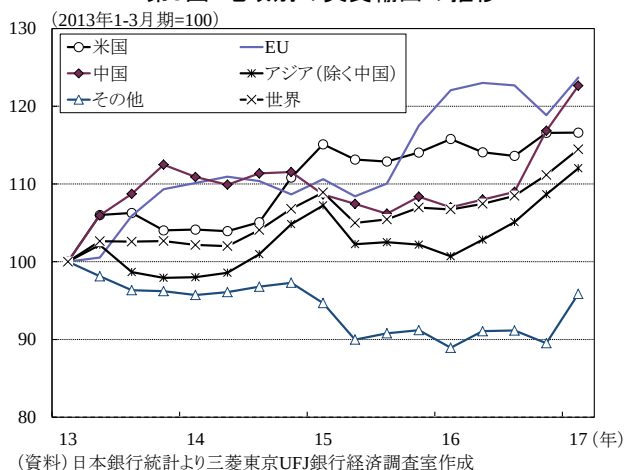
(注) 『製造業(研究開発上位5業種)』は、「輸送用機械」、「化学」、「はん用・業務用・生産用機械」、「情報・通信機器」、「電気機械」の合計。
(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 先行きは緩やかなプラス寄与に止まる純輸出

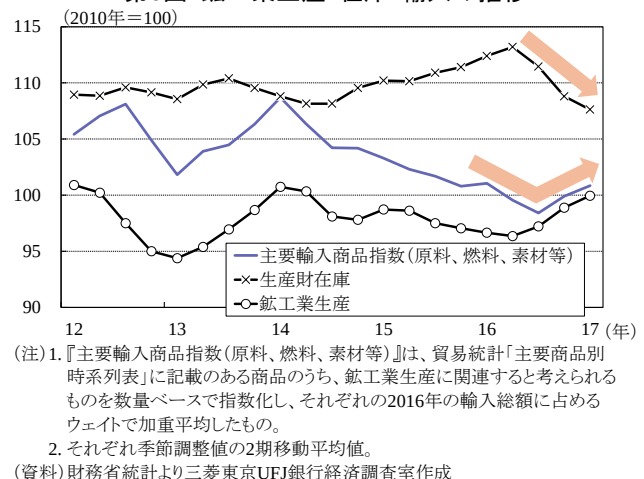
1-3 月期の純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP に対する寄与度は前期比年率+0.6%ポイントと、前期に引き続き成長率を押し上げた。まず、実質輸出は同+8.9%と 3 四半期連続で高い伸びを維持している。米国向けが底堅く推移するなか、情報関連財を中心にアジア向けの増加傾向が鮮明化しており、前期に落ち込んだ EU 向けの持ち直しも増加を下支えした（第 5 図）。一方、実質輸入も同+5.5%と前期から伸び率を高めている。品目別にみると、揮発油や非鉄金属などの増加が顕著であるが、背景には停滞していた国内生産の回復に伴って積み上がっていた生産財在庫の調整が進み、企業が原材料の調達を増加させていることがあるとみられる（第 6 図）。先行きを展望すると、米国を中心とする先進国経済の底堅さなどから輸出は回復基調を辿るとみられるものの、国内景気の回復に伴う原材料輸入の増加が続くことで、純輸出の実質 GDP に対するプラス寄与は縮小していく見通しである。

また、輸出の先行きに関しては、米国トランプ政権の通商政策が引き続きリスク要因として意識される。米国国際貿易委員会は 5 月 5 日、日本など 8 カ国・地域で生産された鉄鋼製品が不当に安い価格で米国内に輸入されていると認定し、これを受けて日本の一部の鉄鋼製品に制裁関税が賦課されることが確定した。対象製品の対米輸出額全体に占める割合は 0.1%に満たず、輸出全体への直接的な影響は小さいものの、米国商務省は引き続き制裁関税の対象を拡大する方針を示しており、通商政策の変化が日本製品の米国内における価格競争力や現地のサプライチェーンへ与える将来的な影響には注意が必要である。

第5図：地域別の実質輸出の推移



第6図：鉱工業生産・在庫・輸入の推移

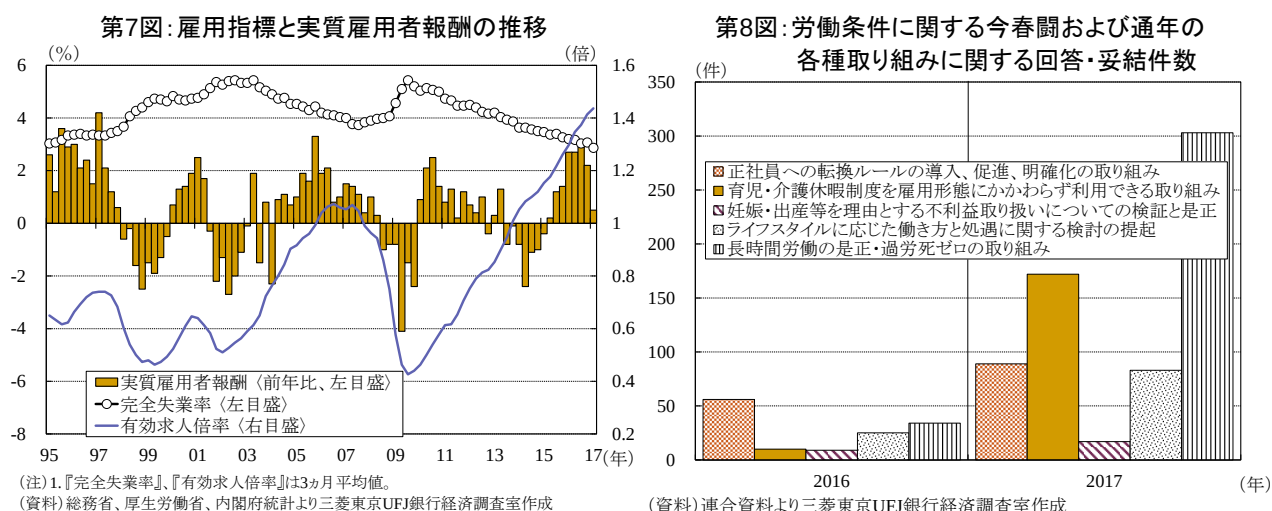


(3) 所得面の底堅さを下支えに回復を辿る個人消費

1-3 月期の個人消費は前期比年率+1.4%と、天候不順に起因する生鮮食品価格の高騰等の影響で同+0.2%に止まっていた前期から伸びが加速した。消費のベースとなる実質雇用者報酬は前期から伸び幅を縮小したものの、8 四半期連続で前年比プラスを維持するなどマクロの所得面は底堅さを保っている（第 7 図）。

賃金が伸び悩む中でも、所得面の底堅さが続いているのは、企業の旺盛な採用意欲に支えられ、雇用者数が増勢を維持しているためである。直近の雇用指標を確認しても、失業率や有効求人倍率は歴史的にみても良好な水準となっている。企業が今年度も増収計画を維持する中、労働需給の引き締まった状況は当面崩れそうになく、人手不足の中でも雇用者数の増加は続き、それが雇用者報酬を下支えする構図は今暫く維持可能と見込まれる。

より長期的な観点では、今春闘において企業の働き方改革への積極的な姿勢がうかがえたことは、雇用・所得環境の改善をサポートする明るい材料である。連合が公表した「労働条件に関する 2017 春季生活闘争および通年の各種取り組み」をみると、“育児・介護休暇制度を雇用形態にかかわらず利用できる取り組み”、“長時間労働の是正・過労死ゼロの取り組み”、“ライフスタイルに応じた働き方と処遇に関する検討の提起”など、働き方改革に係る項目での妥結・回答件数が、昨年実績を上回っている（第 8 図）。日本の労働市場は依然様々な課題を抱えているものの、働き方改革の進展は、労働環境の改善や労働条件の多様化を通じて、女性や高齢者の労働市場への一段の参入を促し、生産年齢人口の減少下でも持続的な労働力の確保につながることが期待される。



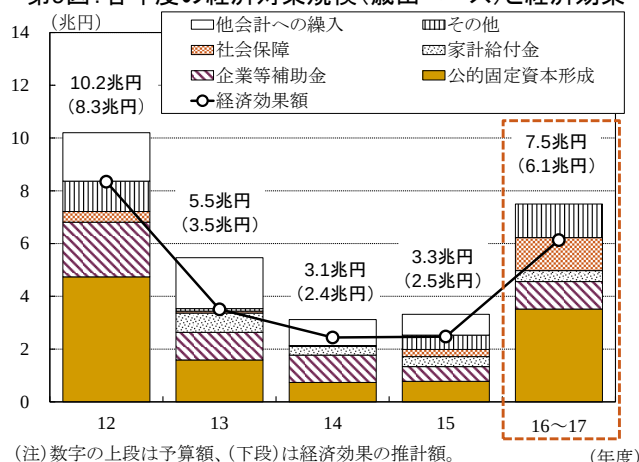
(4) 経済対策の執行局面入りで強含む公共投資

公的需要は、社会保障関連費等の政府最終消費支出の増加を主因に前期比年率+0.4%と4 四半期ぶりにプラスに転じた。これまで大幅な減少が続いてきた公共投資も同▲0.3%と3 四半期連続の減少とはなったが、昨年 8 月に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策（歳出規模ベースで 7.5 兆円）」が執行段階に入ったことで、マイナス幅が前期の同▲11.4%から大きく縮小した。経済対策を裏づける 2016 年度第 2 次補正予算（昨年 10 月成立）の進捗状況を確認すると、3 月末時点で国と自治体を実施する事業のうち 8 割強が契約締結まで進んでおり、それに伴い、公共投資の先行指標となる公共工事請負契約高も 2 月、3 月に前年比+10%超、4 月も同+1.7%と足元で着実に増加している。この先工事が進捗することで、公共投資は今年度半ばにかけて増勢を強めることが見込まれる。

経済対策による公共投資の押し上げ効果は、今年度後半には剥落するとみられるが、その後も新国立競技場等の会場設備建設や、首都圏環状道路整備、羽田空港の発着枠拡大等

の東京五輪向けのインフラ整備の本格化などに支えられ、公共投資は一定の伸びを確保する見通しである。

第9図：各年度の経済対策規模(歳出ベース)と経済効果



第10図：公共工事の請負額と出来高の推移



3. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策と長期金利

このところ、日銀の黒田総裁は、金融政策の出口戦略について以前より踏み込んだ発言をしている。5月10日の衆議院財務金融委員会では、出口時の日銀の収益に関するシミュレーションについて、現時点での公表は却って混乱を招くとしながらも、「今後は検討していきたい」、「将来ご紹介できるかもしれない」と述べた(第3表)。これまでは、出口戦略を議論するのは時期尚早との立場を崩さず、それ以上の言及はしてこなかったが、そうした姿勢を幾分か軟化させたように見受けられる。こうした背景には、日銀の国債買入れが徐々に減るなかで、出口戦略に対する注目度が高まっていることに加え、黒田総裁が5月16日のウォール・ストリート・ジャーナル主催の「CEO COUNCIL」で、「誰が総裁であっても出口戦略をうまく管理できると確信している」と述べたように、来年3月の総裁任期が近づくなか、総裁交代後の金融政策運営に対する市場の不安を払拭することを狙う側面もあるように思われる。「出口戦略」を広義に捉えれば、国債買入れ縮小など、「静かな出口戦略」に入っているとみることも可能だろう。

もっとも、日銀の政策目標である物価の動向は、コアベースで4月に前年比+0.3%と、漸く上昇に転じてきた状況であるため、実際に出口戦略の公言に踏み切るのは相当先であり、金融政策は当面、現状維持が続くと予想される(現在国債買入れ目標は存在しないため、買入れを縮小したとしても金融政策変更とは看做されない)。

10年物国債利回りは、日銀のイールドカーブ・コントロールのもとで0.05%程度の推移が続いている。

(2) 為替相場

円ドル相場は、米国のシリアや北朝鮮への対応を巡る地政学リスクへの懸念が一旦落ち着きを見せたことやフランス大統領選の結果などを受けて、5月中旬には1ドル114円まで円安・ドル高が進行したが、トランプ政権とロシアとの関係に関する疑惑（いわゆる「ロシアゲート」）の高まりなどから、5月中旬には同110円台まで円高が進み、足元では同112円前後で推移している。今後については、日米金利差拡大を背景とした円安圧力が残存する一方、「ロシアゲート」問題は当面燦り続けるとみられるほか、地政学リスクなどの帰趨次第では円高方向への圧力となりうる要因が多く存在する状況である（第11図）。

第3表：最近の黒田日銀総裁の出口戦略に関する発言

会議	内容
衆議院 財務金融委員会 (5月10日)	◇ 出口の際の収益がどうなるかの具体的なシミュレーションの公表は、却って議論を混乱させる虞はあるが、金融政策運営の考え方をわかりやすく説明していくことは重要なので今後検討していきたい ◇ 日本銀行の収益の動向は、考え方については内部でも議論しているので、将来ご紹介することはできるかもしれない
CEO COUNCIL (5月16日)	◇ 誰が総裁であっても出口戦略はうまく管理できると確信している ◇ 日銀には長短金利操作を柱とする緩和策を円滑に解消するための十分なツールがある

(資料) 衆議院、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11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、菱木 由美子、横田 裕輔、下郷 慶)

日本経済・金融見通し

2017年1～3月期のGDP統計（1次速報値）反映後

見通し

	2016				2017				2018				2019	2016年度	2017年度	2018年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	2.6	1.7	1.0	1.4	2.2	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
個人消費	1.3	0.7	1.4	0.2	1.4	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	0.6	0.8	0.9
住宅投資	4.6	13.1	11.3	1.4	3.0	▲ 0.8	▲ 3.2	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 1.6	▲ 0.4	0.8	3.2	6.5	▲ 0.3	▲ 1.7
設備投資	0.2	5.2	▲ 0.9	7.6	0.9	1.8	2.0	2.2	2.2	2.4	2.4	2.5	2.5	2.3	2.3	2.4
在庫投資（寄与度）	▲ 1.3	1.2	▲ 1.4	▲ 0.9	0.4	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1
公的需要	4.6	▲ 3.2	▲ 0.4	▲ 2.1	0.4	1.5	1.6	1.3	0.9	0.9	1.3	1.4	1.5	▲ 0.1	0.7	1.2
うち、公共投資	▲ 1.3	2.7	▲ 4.9	▲ 11.4	▲ 0.3	3.2	5.3	2.4	▲ 0.2	▲ 0.2	1.6	2.4	2.8	▲ 3.2	0.5	1.3
純輸出（寄与度）	1.8	▲ 0.2	1.5	1.5	0.6	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.8	0.4	0.0
財貨・サービスの輸出	2.1	▲ 5.6	8.0	14.1	8.9	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.0	3.1	5.2	2.2
財貨・サービスの輸入	▲ 7.7	▲ 4.4	▲ 0.9	5.3	5.5	1.9	2.0	1.9	2.1	2.0	2.2	2.1	2.2	▲ 1.4	2.8	2.1
名目GDP（前期比年率、%）	3.7	1.0	0.3	1.7	▲ 0.1	3.6	0.9	1.0	▲ 1.3	4.0	2.8	2.2	▲ 1.8	1.2	1.3	1.6
GDPデフレーター（前年比、%）	0.9	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	0.6	0.5	▲ 0.2	▲ 0.0	0.3
鉱工業生産（前期比、%）	▲ 0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	▲ 1.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.6	0.4	0.2	1.1	0.5	1.3
国内企業物価（前年比、%）	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.8	▲ 2.1	1.0	1.3	0.8	0.5	0.3	1.7	1.8	1.9	1.8	▲ 2.3	0.6	2.0
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.2	0.7	0.8	0.8	0.8	0.5	0.6	0.7	0.8	▲ 0.2	0.8	0.7
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	944	1,158	1,461	1,710	1,328	1,619	1,361	1,054	380	1,317	1,267	1,114	104	5,765	4,414	3,801
経常収支（10億円）	5,170	4,741	4,859	5,146	5,242	5,428	5,230	4,958	4,313	5,274	5,248	5,117	4,130	20,199	19,928	19,769
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
10年物国債利回り（%）	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	▲ 0.0	0.1	0.2
円相場（円／ドル）	115	108	102	110	114	111	112	112	112	113	113	113	113	108	112	113

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

(資料) 各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)
2017年5月31日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2015年度	2016年度	2016年		2017年	2016年	2017年			
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	12月	1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.2	1.3	1.0 (1.1)	1.4 (1.7)	2.2 (1.6)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.9	0.7	0.6 (0.7)	0.4 (1.1)	0.0 (0.8)	0.0 (1.2)	▲0.4 (1.3)	0.7 (0.0)	▲0.6 (1.1)	
鉱工業生産指数	▲ 0.9	1.1	1.6 (0.4)	1.8 (2.1)	0.2 (3.8)	0.7 (3.1)	▲2.1 (3.2)	3.2 (4.7)	▲1.9 (3.5)	4.0 (5.7)
鉱工業出荷指数	▲ 1.1	0.8	1.0 (▲ 0.5)	2.4 (1.8)	▲ 0.1 (3.7)	0.0 (2.4)	▲1.1 (4.2)	1.4 (3.7)	▲0.8 (3.5)	2.7 (4.9)
製品在庫指数	1.1	▲ 4.0	▲ 2.2 (▲2.7)	▲ 2.4 (▲5.3)	2.2 (▲4.0)	0.7 (▲5.3)	0.1 (▲5.0)	0.7 (▲3.9)	1.5 (▲4.0)	1.5 (▲1.1)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.9	112.9	114.3 [114.7]	109.7 [114.9]	111.5 [116.8]	108.9 [116.3]	111.6 [117.5]	111.3 [115.3]	111.5 [117.5]	114.7 [115.9]
国内企業物価指数	▲ 3.3	▲ 2.3	▲ 0.3 (▲ 3.8)	0.4 (▲ 2.1)	1.6 (1.0)	0.7 (▲ 1.2)	0.6 (0.5)	0.3 (1.1)	0.2 (1.4)	0.2 (2.1)
消費物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲ 0.2	▲ 0.2 (▲ 0.5)	0.2 (▲ 0.3)	▲ 0.1 (0.2)	0.1 (▲ 0.2)	0.3 (0.1)	0.0 (0.2)	0.0 (0.2)	0.0 (0.3)
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	98.6	98.0 [97.6]	100.1 [97.9]	99.8 [96.1]	101.1 [97.2]	98.3 [96.4]	101.4 [95.4]	99.8 [96.4]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	4.1	0.5	5.5 (6.5)	0.3 (3.6)	▲ 1.4 (▲ 1.0)	2.1 (6.7)	▲ 3.2 (▲ 8.2)	1.5 (5.6)	1.4 (▲ 0.7)	
製造業	6.2	▲ 4.6	1.9 (▲ 0.5)	2.7 (3.5)	▲ 4.2 (▲ 6.8)	0.8 (10.9)	▲ 10.8 (▲ 22.0)	6.0 (9.5)	0.6 (▲ 4.9)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.5	4.3	6.2 (11.8)	▲ 1.0 (3.3)	0.0 (3.1)	2.1 (3.5)	0.7 (5.7)	1.8 (2.7)	▲ 3.9 (2.2)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 2.2	1.5	1.3 (0.7)	2.4 (4.7)	▲ 2.4 (3.1)	▲ 0.7 (4.9)	▲ 2.3 (4.4)	1.7 (4.0)	▲ 4.4 (1.6)	7.1 (4.8)
建設受注	▲ 0.9	4.0		(7.4) (5.3)	(2.2)	(7.1)	(1.1)	(5.7)	(1.1)	
民需	7.9	5.1		(▲ 3.5) (16.7)	(4.8)	(8.9)	(18.6)	(▲ 1.5)	(2.4)	
官公庁	▲ 15.6	8.4		(51.8) (▲ 9.5)	(▲ 1.8)	(12.4)	(▲ 21.1)	(27.2)	(▲ 5.5)	
公共工事請負金額	(▲ 3.8)	(4.1)		(6.8) (▲ 4.5)	(9.9)	(5.3)	(7.1)	(10.4)	(10.9)	(1.7)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	92.1 (4.6)	97.4 (5.8)	97.9 (7.1)	95.3 (7.9)	97.5 (3.5)	92.3 (3.9)	100.1 (12.8)	94.0 (▲ 2.6)	98.4 (0.2)	
新設住宅床面積	(2.1)	(4.1)	(5.1)	(5.3)	(3.3)	(3.9)	(14.5)	(▲ 2.5)	(▲ 2.0)	
小売業販売額	0.8	▲ 0.2	(▲ 1.3)	(0.8)	(1.2)	(0.7)	(1.0)	(0.2)	(2.1)	(3.2)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.2	▲ 1.6	▲ 0.4 (▲ 2.4)	▲ 0.9 (▲ 0.7)	0.8 (▲ 2.0)	▲ 0.8 (▲ 0.3)	0.5 (▲ 1.2)	2.5 (▲ 3.8)	▲ 2.0 (▲ 1.3)	0.5 (▲ 1.4)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	72.1	70.7 [73.6]	71.8 [73.0]	73.1 [72.6]	71.8 [73.2]	71.0 [72.3]	75.4 [74.0]	72.8 [71.6]	73.1 [74.2]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 1.3	▲ 0.7	▲ 0.2 (▲ 1.5)	0.1 (▲ 1.2)	1.5 (1.2)	▲ 0.7 (▲ 1.8)	2.0 (0.7)	0.1 (1.5)	0.1 (1.5)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.2	0.4	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.0)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	98.3	103	102	105	112	107	109	113	114	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.23	1.39	1.37 [1.22]	1.41 [1.26]	1.44 [1.29]	1.43 [1.28]	1.43 [1.29]	1.43 [1.29]	1.45 [1.31]	1.48 [1.33]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.3	3.0	3.0	3.1	2.9	3.1	3.0	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	45.2 [49.5]	48.7 [47.7]	49.2 [45.6]	51.2 [48.7]	48.6 [46.6]	48.5 [44.6]	50.6 [45.4]	50.4 [43.5]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,684 (▲ 9.0)	8,381 (▲ 3.5)	2,087 (▲ 0.2)	2,086 (▲ 3.1)	2,079 (▲ 3.0)	710 (1.6)	605 (▲ 10.4)	688 (▲ 4.8)	786 (5.4)	680 (▲ 2.2)

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2015年度	2016年度	2016年		2017年	2016年	2017年			
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	12月	1月	2月	3月	4月
通関輸出	▲0.7	▲3.5	(▲10.2)	(▲1.9)	(8.5)	(5.4)	(1.3)	(11.3)	(12.0)	(7.4)
価格	2.0	▲5.8	(▲11.1)	(▲6.3)	(3.1)	(▲2.7)	(1.6)	(2.8)	(5.0)	(3.2)
数量	▲2.7	2.4	(1.0)	(4.7)	(5.1)	(8.4)	(▲0.3)	(8.3)	(6.6)	(4.1)
通関輸入	▲10.2	▲10.2	(▲19.3)	(▲9.3)	(8.6)	(▲2.5)	(8.4)	(1.3)	(15.9)	(15.2)
価格	▲8.4	▲10.7	(▲18.8)	(▲10.7)	(6.2)	(▲5.9)	(2.0)	(5.8)	(11.3)	(9.7)
数量	▲1.9	0.5	(▲0.7)	(1.6)	(2.2)	(3.6)	(6.3)	(▲4.3)	(4.2)	(5.0)
経常収支(億円)	178,618	201,990	57,743	40,876	57,869	11,143	655	28,136	29,077	
貿易収支(億円)	3,296	57,654	14,860	17,146	10,889	8,087	▲8,534	10,768	8,655	
サービス収支(億円)	▲13,527	▲15,058	▲3,470	▲5,520	▲1,192	▲2,886	▲2,357	▲639	1,804	
金融収支(億円)	238,492	249,526	104,960	22,119	52,650	2,412	▲15,351	17,752	50,249	
外貨準備高(百万ドル)	1,262,099	1,230,330	1,260,145	1,216,903	1,230,330	1,216,903	1,231,573	1,232,340	1,230,330	1,242,295
対ドル円レート(期中平均)	120.13	108.37	102.40	109.32	113.60	115.95	114.73	113.06	113.01	110.06

3. 金融

	2015年度	2016年度	2016年		2017年	2016年	2017年			
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	12月	1月	2月	3月	4月
無担保コール翌日物金利	0.063	▲0.045	▲0.046 [0.074]	▲0.043 [0.076]	▲0.042 [0.035]	▲0.044 [0.075]	▲0.045 [0.074]	▲0.038 [0.033]	▲0.042 [▲0.003]	▲0.054 [▲0.037]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.157	0.057	0.057 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.122]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.098]	0.056 [0.098]	0.056 [0.060]
新発10年国債利回り	▲0.050	0.065	▲0.085 [0.350]	0.040 [0.270]	0.065 [▲0.050]	0.040 [0.270]	0.085 [0.095]	0.050 [▲0.065]	0.065 [▲0.050]	0.015 [▲0.085]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.924	0.847	0.865 (▲0.021)	0.853 (▲0.012)	0.847 (▲0.006)	0.853 (▲0.011)	0.855 (0.002)	0.852 (▲0.003)	0.847 (▲0.005)	
日経平均株価 (225種、末値)	16,759	18,909	16,450 [17,388]	19,114 [19,034]	18,909 [16,759]	19,114 [19,034]	19,041 [17,518]	19,119 [16,027]	18,909 [16,759]	19,197 [16,666]
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.4)	(3.9)	(4.1)	(4.0)	(4.0)	(4.2)	(4.2)	(4.3)
広義流動性平残	(3.9)	(2.0)	(1.6)	(1.9)	(2.5)	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(2.5)	(2.7)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.4)	(2.1)	(2.5)	(2.8)	(2.6)	(2.5)	(2.8)	(3.0)
	銀行計	(2.5)	(2.4)	(2.1)	(2.5)	(2.8)	(2.6)	(2.6)	(2.9)	(3.0)
	都銀等	(1.2)	(1.2)	(0.7)	(1.4)	(2.0)	(1.8)	(1.7)	(2.1)	(2.4)
	地銀	(3.7)	(3.5)	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.5)	(3.5)	(3.6)	(3.7)
	地銀Ⅱ	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(2.9)
	信金	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.5)	(2.8)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.2)	(4.5)	(4.3)	(4.5)	(4.4)	(4.4)
	都銀	(4.5)	(5.5)	(4.8)	(6.0)	(6.4)	(6.3)	(6.4)	(6.1)	(6.4)
	地銀	(3.0)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.7)	(2.3)	(2.6)	(2.7)	(2.5)
	地銀Ⅱ	(2.5)	(2.1)	(1.9)	(2.2)	(2.4)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(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

～雇用・所得環境の改善をベースに、緩やかな景気拡大はこの先も継続～

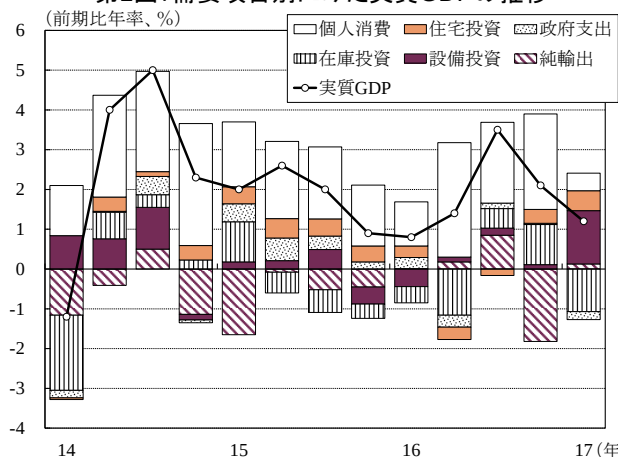
1. 景気の現状

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.2%と低い水準に止まった（第 1 図）。需要項目別にみると、回復を牽引してきた個人消費が同+0.6%と伸びを大幅に縮小させ、在庫投資のマイナス寄与とあわせ成長率鈍化の主因となった。一方、これまで弱含んできた設備投資が同+11.4%と大きく加速したほか、住宅投資も好調を維持しており、成長率を支える形となった。

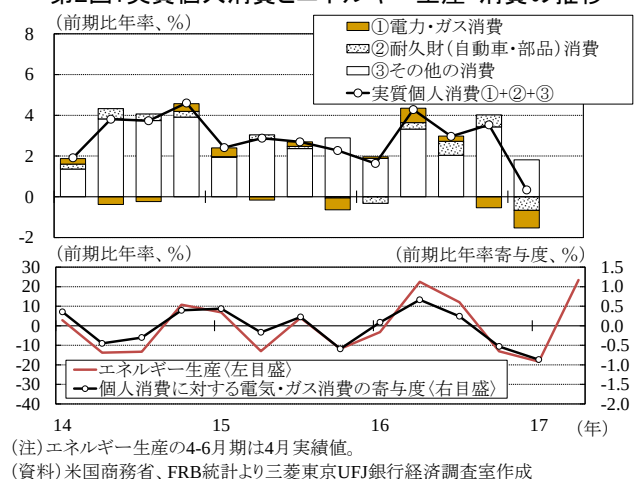
個人消費の鈍化は、暖冬によるエネルギー消費減少の影響が大きい。エネルギー生産は 4 月に入って増加に転じており、連動するエネルギー消費についても 4-6 月期には反動増が見込まれる（第 2 図）。加えて、GDP 統計については、季節調整が不十分で第 1 四半期の成長率が相対的に低めとなる統計作成上の問題も指摘されている。以上を勘案すれば、1-3 月期の成長率低迷は一時的なものであった可能性が高い。

企業部門の動向を他統計で確認すると、企業マインドをみる ISM 指数は、製造業、非製造業ともに 50 を上回って推移しているほか、エネルギー部門の回復に伴い鉱工業生産も増加基調に転じている。家計と企業の結節点となる雇用環境についても、企業の採用意欲は旺盛な状況が続いており、雇用者増加数は高めの伸びを続けている。経済に対して大きなインパクトを及ぼすと目されていたトランプ政権による法人・個人減税、インフラ投資拡大といった経済政策については依然として落とし所が見えづらいが、その中でも実体経済は自律的な回復を続けているといえる。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：実質個人消費とエネルギー生産・消費の推移



2. 今後の見通し

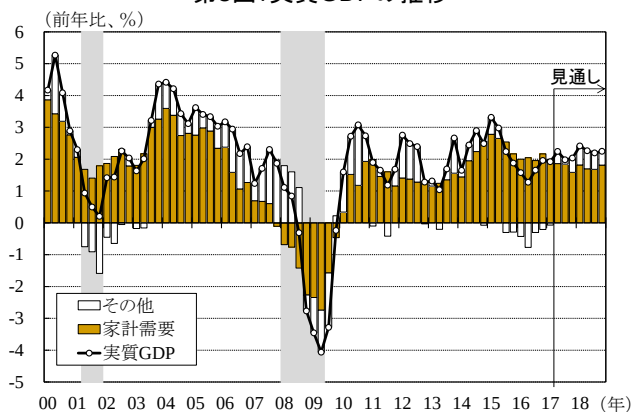
結論を先取りすると、米国経済はこの先、トランプ政権の政策運営次第で若干の振れは生じ得るとしても、基調としては年率+2%程度の拡大ペースを維持するものと予想する

(第3図)。今回の景気拡大局面はこの4月で94ヵ月に達し戦後3番目の長さとなっていることから、確かに景気拡大の持続性について懸念する向きもある(第4図)。しかし、過去の経験に照らせば、近年の米国における景気後退は、資産価格の過度な上昇、民間債務の過度な積み上がりといった金融面での不均衡蓄積とその調整によってもたらされることが多いが、後述するように、足元で大規模な需要ショックを惹き起こすような金融面の不均衡は観察されない。株価や不動産価格、企業・家計のバランスシートの状況には常に注意が必要だが、現状目立った不均衡がない中では、緩やかな景気拡大がこの先も続く蓋然性は高いと判断される。

金融面以外の不均衡を検証すると、労働市場の逼迫という問題も気になる処である。しかし、労働市場は引き締まる方向にあるものの、リーマンショック以降、低下が続いていた25歳から54歳まで(プライムエイジ)の労働参加率は持ち直し方向に転じている。雇用の主力であるプライムエイジの労働参加率上昇は、労働市場の過度な引き締まりを回避し、また、労働投入面から経済成長をサポートすることで、個人所得の増加が消費の拡大を支える構図を持続させる要因になると考えられる。

最後に、政策動向の影響だが、金融政策については、景気回復の持続とそれを背景としたインフレ率の緩やかな上昇を受け、バランスシートの圧縮を含む大規模緩和策の縮小は段階的に進められる見通しだが、利上げペースについては、景気に過熱感がなく、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引き続き緩やかなものとなる公算が大きい。結果として、長期金利の上昇ペースは緩やかなものとなり、今後も利上げが景気後退の契機となる可能性は低いとみられる。また、トランプ政権の減税・インフラ投資拡大といった財政政策については、財政収支の均衡や「小さな政府」を重視する議会共和党との協議などを経て、政権誕生直後に一部で期待されていたような大規模なものとはならず、実体経済に直接影響を与え始めるのも2018年終盤に後ずれすると想定している。もっとも、仮にこうした財政政策が行われなくとも、経済が拡大を続けるとの見通しに変化はない。

第3図: 実質GDPの推移

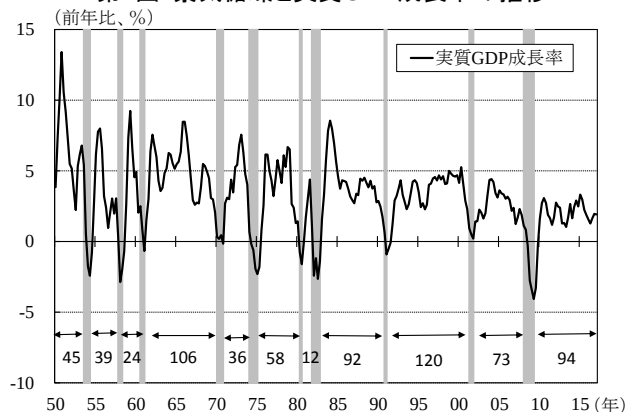


(注) 1. 『家計需要』は、『個人消費』と『住宅投資』の合計。

2. 網掛け部分は、景気後退期間。

(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 景気循環と実質GDP成長率の推移



(注) 1. 網掛け部分は、景気後退期間。

2. グラフ内の数値は、景気拡大期間の長さ(月数)。

(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

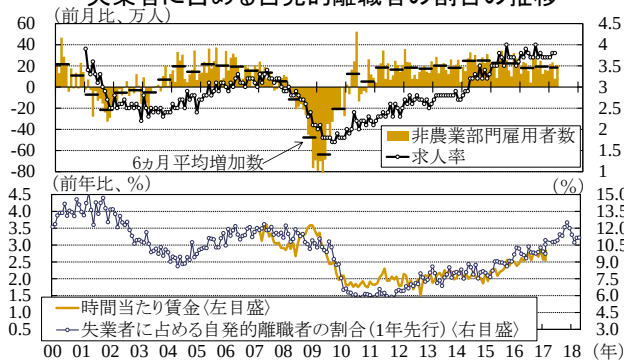
3. 見通し上のキーポイント

(1) 改善が続く雇用・所得環境、持ち直しに転じた鉱工業生産

非農業部門雇用者数は、4月 は前月比+21.1万人、直近3ヵ月平均では同+17.4万人と堅調な推移が続いている（第5図）。賃金は足元でやや伸び悩んでいるものの、企業の採用意欲は依然旺盛であり、今後徐々に加速していく可能性が高い。賃金上昇率に先行する、失業者に占める自発的失業者の割合はこの先の賃金上昇の加速を示唆している。雇用者数の伸びは、労働需給の改善が続く中で徐々に緩やかになっていくものの、他方で賃金増加率の上昇が見込まれるため、個人所得は全体として安定的に増加していく公算が大きい。消費者マインドが高い水準にあることから所得の増加が消費支出の拡大に繋がり易い環境は維持されていると考えられ、個人消費も緩やかな増勢を維持する見通しである。

企業部門についても、昨年後半からの回復傾向はここに来てより一層鮮明になっている。鉱工業生産は、原油価格の底入れとそれに伴うエネルギー生産・関連投資の持ち直しに合わせ、昨年末から回復の動きが徐々にみられていたが、足元で鉱業のみならず製造業も含め増加ペースを速めており、モメンタムの持続性が明確となってきた（第6図）。同様に設備投資も、これまでエネルギー関連を中心に軟調が続き2016年央までの低成長の一因となっていたが、生産活動の活発化に伴い、今後は次第に増勢が明確になると見込まれる。

第5図：非農業部門雇用者数と求人率、時間当たり賃金と失業者に占める自発的離職者の割合の推移

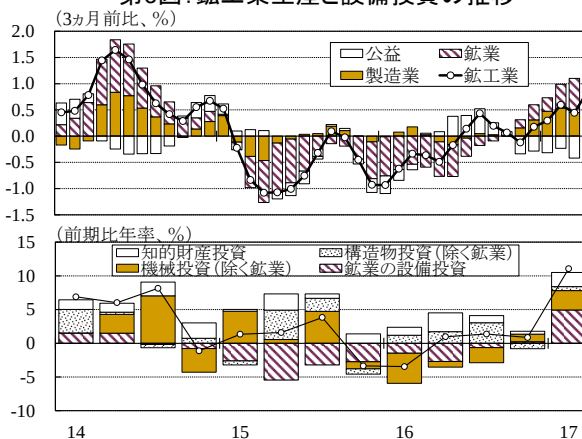


(注) 1. 『求人率』は、「求人数」を「雇用者数」と「求人数」の合計で除したもので、未充足求人率の程度を示す

2. 『時間当たり賃金』は全労働者ベース

(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：鉱工業生産と設備投資の推移



(注) 『鉱工業生産』は、3ヵ月移動平均値。

(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) トランプ政権による経済政策

トランプ政権は5月23日、この先10年間に亘る歳出と歳入の見通しを示す予算教書を発表した。景気に影響の大きいインフラ投資については、10年間合計で2,000億ドル分が追加計上された。もともとトランプ大統領は選挙公約で「10年間で1兆ドルのインフラ投資の実行」を掲げていたが、政府支出の増加で賄うのはそのうちの2割分ということになる格好である。また、選挙公約の目玉であった包括的な税制改革については、今回の予算教書では財政収支への影響が明示されておらず、詳細は依然固まっていな模様である。

今回の予算教書は政府としての方針、意向を示したものに過ぎず、今後、議会での審議

を通して予算案が具体化されていくこととなる。予算法案は、低所得者層への影響が大きい政策を中心にトランプ政権の予算教書に反対している民主党や共和党穏健派、財政規律を重視し予算教書に概ね賛成しているとみられる共和党強硬保守派（フリーダム・コーカス）等の間で意見が分かれ、また同政権の体力がロシアを巡る問題などへの対応に割かれる中では、トランプ大統領が標榜しているような抜本的な税制改革を含んだものとはなり難い。個人・法人減税やインフラ投資の拡大自体は実施されるものの、その時期は 2018 年終盤までずれこみ、また金額規模も実体経済に対して大きなインパクトを与える程にはならないと想定する。

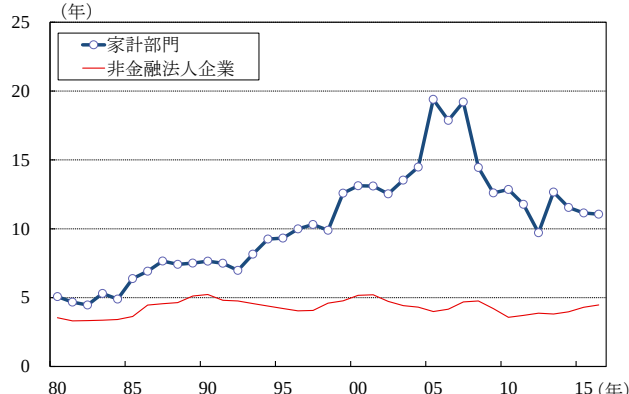
(3) 金融面の不均衡の状況

ネガティブチェックという視点で米国の金融情勢を俯瞰すると、まず家計の債務残高が 3 月末時点で金融危機前の水準を超えて過去最高を更新したことは特筆される。但し、キャッシュフロー対比でみた家計の有利子負債残高は金融危機後のバランスシート調整を経て、住宅バブルが膨らむ前の 00 年代初めの水準まで低下しており、足元でも上昇していない（第 7 図）。学生ローンの延滞率が高止まりしていることや自動車ローンの延滞率が上昇していること等注意すべき動きもあるが、総じてみれば家計の債務負担度合いは特に重いわけではないといえる。同様に、非金融法人企業のキャッシュフロー対比でみた有利子負債残高についても低い水準を維持しており、返済能力から乖離した過度な債務の積み上がりは見受けられない。商業用不動産については、空室率は概ね横ばい圏内で推移しており、全体としては供給過剰に陥っている状況にはないだろう。

資産価格の面に目を向けると、足元の株価はやや高めの水準にあることは指摘できる。シラーPER（直近 10 年間の企業収益の平均を使うことで景気循環による変動を平準化した PER）は、足元で金融危機前の水準を超えて上昇している（第 8 図）。もっとも、株価が大きく下落した 1987 年のブラックマンデーや 2001 年の IT バブル崩壊時においても、実体経済に対するインパクトはそれ程大きくなかった。加えて、現在のシラーPER の水準は IT バブル期の水準とは依然開きがあることを考慮すると、仮に株価が調整されたとしても、深刻な景気後退をもたらす可能性は大きくないと考えられる。一方、不動産価格については、REIT と長期金利の利回りスプレッドは相応の水準を確保しており、リーマンショック前にみられたようなスプレッドの急縮小やマイナス化といった市場の過熱は足元では観察されない。

個別には注視すべき金融面のリスクは散見されるものの、総じてみると、大規模な需要ショックを惹き起こし、景気後退の切っ掛けとなるような金融面の不均衡は観察されない。

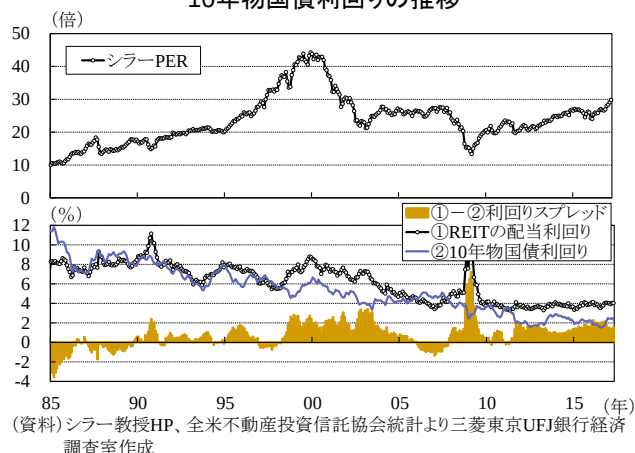
第7図：家計部門と非金融法人企業部門の
有利子負債残高の対キャッシュフロー比率の推移
(年)



(注)『キャッシュフロー』は、GDP統計ベースの総貯蓄。

(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：シラーPER、REIT利回り
と10年物国債利回りの推移
(年)



(資料)シラー教授HP、全米不動産投資信託協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

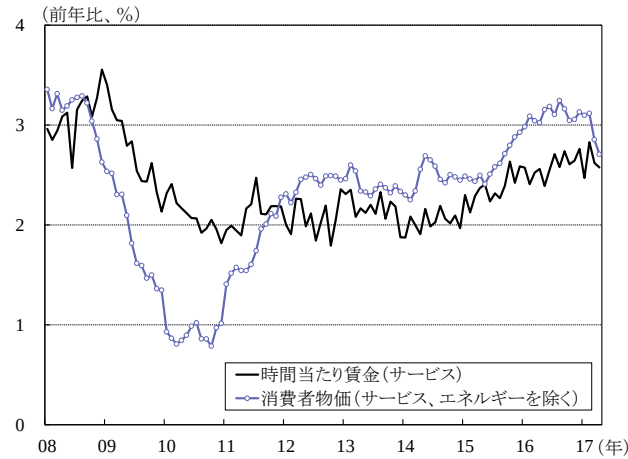
4. 金融政策と長期金利

物価の動向をみると、エネルギー・食品を除くコア消費者物価の伸びがサービス価格の上昇幅縮小を要因として足元で鈍化している（第9図）。もっとも、サービス価格の伸び鈍化は、賃金が緩やかな加速を続けるとみられる中では、一時的なものに止まる見込みである。消費者物価は前年比+2%前後で安定的に推移する公算が大きく、雇用の緩やかな改善を確認しつつ、FRBは金利水準の正常化を続けるだろう。

金利の正常化が進められる中で、市場ではFRBによるバランスシート縮小にも注目が集まっている。最近ではFRB高官から年内のバランスシート縮小着手に前向きな発言が増えているほか、イエレン議長が2018年2月の任期到来前にバランスシートの正常化にも道筋をつけておく可能性も考えられる。FRBは2014年にテーパリングに着手する頃まで、バランスシートの拡大を通じて政策金利を長期間、低位に抑えろとの姿勢を示すことで、市場参加者の将来に亘る短期金利見通しを引き下げ、中長期金利の抑制を図ってきた（時間軸効果、フォワードガイダンス）。バランスシートを縮小するタイミングではこうした効果の反動で長期金利が跳ね上がることが懸念されるが、FRBは既にゼロ金利政策を解除、金利の正常化を進めており、時間軸効果も既に多くが剥落している（長期金利の水準調整は既になされている）可能性がある。潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では、政策金利の到達点もかつてに比べ低下している可能性が大きい。バランスシート縮小の影響は不透明な部分が多く慎重にみていく必要があるが、着手後も長期金利の上昇ペースは抑制されたものになると考えられる。

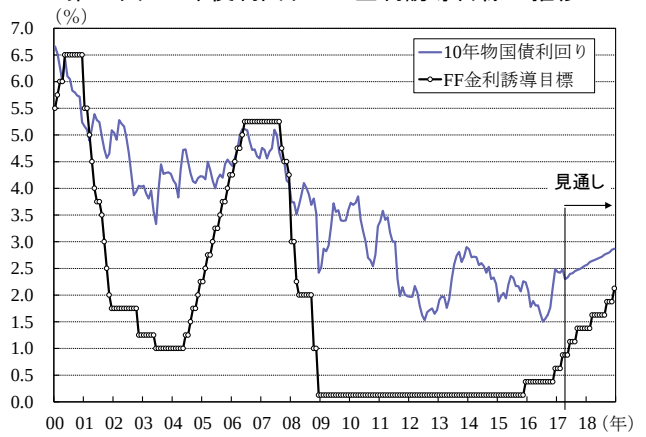
以上を踏まえ金融政策の先行きを見通すと、年内は6月及び9月に利上げを実施したうえで、12月にバランスシート縮小を決定すると見込まれる。2018年については、FRBはバランスシートの縮小を段階的に進めながら、年3回程度の緩やかなペースで利上げを行うと予想する。

第9図:消費者物価指数と賃金上昇率の推移



(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図:10年債利回りとFF金利誘導目標の推移



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

(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→

	2016				2017				2018				2016年	2017年	2018年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、％）	0.8	1.4	3.5	2.1	1.2	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1	2.2	2.5	1.6	2.1	2.3
個人消費	1.6	4.3	3.0	3.5	0.6	2.8	2.5	2.3	2.2	2.2	2.5	3.2	2.7	2.4	2.4
住宅投資	7.8	▲ 7.7	▲ 4.1	9.6	13.8	3.1	3.3	3.2	2.4	2.0	1.5	1.0	4.9	5.2	2.4
設備投資	▲ 3.4	1.0	1.4	0.9	11.4	2.8	3.8	3.8	3.6	3.5	3.4	3.4	▲ 0.5	4.4	3.6
在庫投資（寄与度）	▲ 0.4	▲ 1.2	0.5	1.0	▲ 1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0
政府支出	1.6	▲ 1.7	0.8	0.2	▲ 1.1	1.4	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.8	0.2	1.1
純輸出（寄与度）	0.0	0.2	0.9	▲ 1.8	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	▲ 0.7	1.8	10.0	▲ 4.5	5.8	3.1	3.2	3.3	3.5	3.2	3.0	2.7	0.4	3.1	3.2
輸入	▲ 0.6	0.2	2.2	9.0	3.8	3.3	3.2	3.3	3.6	3.9	4.3	4.8	1.2	4.1	3.7
国内民間最終需要	1.1	3.2	2.4	3.4	2.7	2.8	2.7	2.6	2.4	2.4	2.6	3.1	2.3	2.8	2.6
名目GDP（前期比年率、％）	1.3	3.7	5.0	4.2	3.4	4.7	4.6	4.4	4.3	4.1	4.2	4.6	3.0	4.2	4.3
鉱工業生産（前期比年率、％）	▲ 1.3	▲ 0.7	0.8	0.7	1.8	2.2	2.5	2.4	2.3	2.0	2.2	3.1	▲ 1.2	1.5	2.3
失業率（％）	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.9	4.5	4.3
生産者物価（前年比、％）	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.3	1.0	3.5	1.9	1.9	2.1	2.0	1.8	1.8	1.8	▲ 1.0	2.3	1.8
消費者物価（前年比、％）	1.1	1.0	1.1	1.8	2.6	2.4	2.4	2.2	2.0	2.1	2.2	2.2	1.3	2.4	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,873	▲ 1,878	▲ 1,787	▲ 1,961	▲ 2,002	▲ 2,006	▲ 2,021	▲ 2,036	▲ 2,061	▲ 2,106	▲ 2,152	▲ 2,197	▲ 7,499	▲ 8,066	▲ 8,516
経常収支（億ドル）	▲ 1,331	▲ 1,197	▲ 1,160	▲ 1,124	▲ 1,262	▲ 1,263	▲ 1,274	▲ 1,285	▲ 1,306	▲ 1,348	▲ 1,389	▲ 1,430	▲ 4,812	▲ 5,084	▲ 5,474
3. 金融															
FFレート誘導目標（％）	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.75-1.00	1.00-1.25	1.25-1.50	1.25-1.50	1.50-1.75	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	0.50-0.75	1.25-1.50	2.00-2.25
3ヵ月物ユーロドル金利（％）	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	0.8	1.3	1.9
10年物国債利回り（％）	1.9	1.8	1.6	2.1	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	1.8	2.4	2.7

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

（資料）各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅲ. 欧州

～Brexit を巡る不透明感は燻り続けるも景気の回復基調は途切れず～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏の景気は回復が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.5%と底堅い伸びを維持した（第 1 表）。需要項目別の内訳は未公表ながら、実質小売売上が前期から減速した一方、輸出や建設業生産は加速したことから、企業部門を中心に堅調だったとみられる。国別ではフランスが減速し、緊縮財政が続くギリシャは 2 四半期連続でマイナス成長となったものの、ドイツやスペイン、ポルトガルなどが加速した。内訳が発表された主要国をみると、フランスではマインドの改善が足踏みするなか、個人消費が同+0.1%と前期の同+0.6%から減速し、輸出も同▲0.8%と減少に転じるなど内外需ともに弱さがみられた。一方で、ドイツでは個人消費が同+0.3%、設備・建設投資などの総固定資本形成も同+1.7%と増勢を強めたほか、輸出も同+1.3%と 2 四半期連続で高い伸びが続いた。

なお、欧州連合（EU）に対する懐疑派勢力の台頭が懸念されていた 3 月のオランダ下院選挙、5 月のフランス大統領選挙では、EU の統合維持または深化を掲げる自由民主人民党（オランダ）やマクロン候補（フランス）が勝利する結果となった。昨年 6 月に英国が EU からの離脱を選択した流れが大陸欧州に波及するリスクはひとまず遠のき、金融市場などでの混乱は回避された。

(2) 今後の見通し

ユーロ圏ではこの先も内需主導の景気回復が続く見通しである。内需の中心である個人消費は、雇用・所得環境の改善に加え、資源価格の持ち直しを受けたインフレ加速が一巡し実質購買力への下押し圧力が緩和するため、底堅さを維持しよう。設備投資も、企業収益の拡大や設備稼働率の高まりを背景に増勢を維持するとみられる。欧州ではこの 10 年間でリーマンショック、欧州債務危機と二度に亘る大きな経済危機に見舞われたため、労働供給には拡大余地が依然として大きく、また景気悪化時に将来へ繰り越された需要が顕現する余地も大きい。ユーロ圏の 2017 年、2018 年の実質 GDP 成長率は共に前年比+1.5%と、潜在成長率をやや上回るペースでの回復が続く見通しである（第 1 図）。

政治面では、今年 6 月にフランス、9 月にはドイツでそれぞれ総選挙の実施が予定されているが、フランスではマクロン大統領が率いる共和国前進が過半数の議席を獲得する勢いであり、ドイツでもメルケル首相の属するキリスト教民主同盟が前哨戦である地方議会選挙で勝利を収め、高い支持率を維持している。既存政治に対する不信感や EU に対する否定的な見方が欧州市民の間で徐々に広がっている点には引き続き留意が必要だが、欧州の二大大国であるドイツ、フランスで EU 統合の維持・深化を目指す政党が政府と議会を

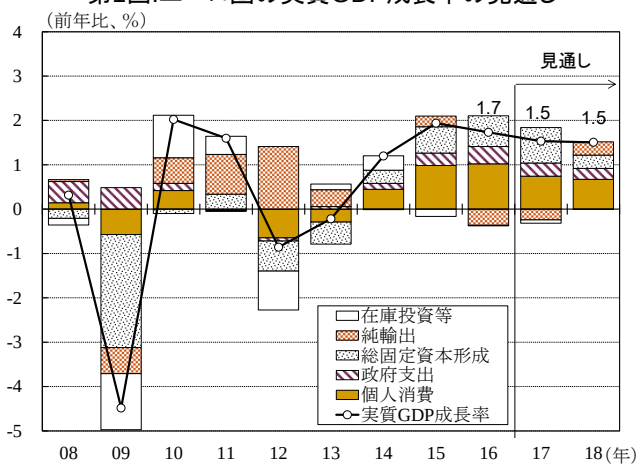
把握することになれば、政治面の不透明感が実体経済に負の影響を及ぼすリスクは更に小さくなると考えられる。

第1表：ユーロ圏主要国の実質GDP成長率

	2015				2016				2017
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
ユーロ圏	0.8	0.4	0.3	0.4	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5
ドイツ	0.2	0.5	0.2	0.4	0.7	0.5	0.2	0.4	0.6
フランス	0.4	▲ 0.0	0.4	0.2	0.6	▲ 0.1	0.2	0.5	0.4
イタリア	0.3	0.4	0.1	0.2	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2
スペイン	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8
ポルトガル	0.6	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.8	0.6	1.1
ギリシャ	0.6	▲ 0.1	▲ 1.7	1.9	▲ 0.7	0.3	0.6	▲ 1.2	▲ 0.1

(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し



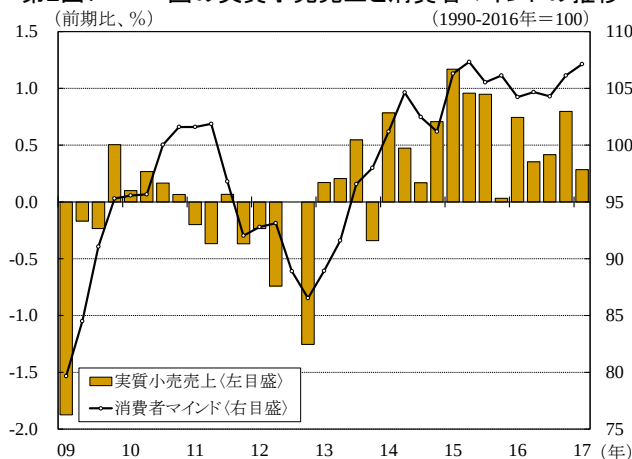
(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント

①個人消費は雇用環境の改善に支えられ底堅さを維持

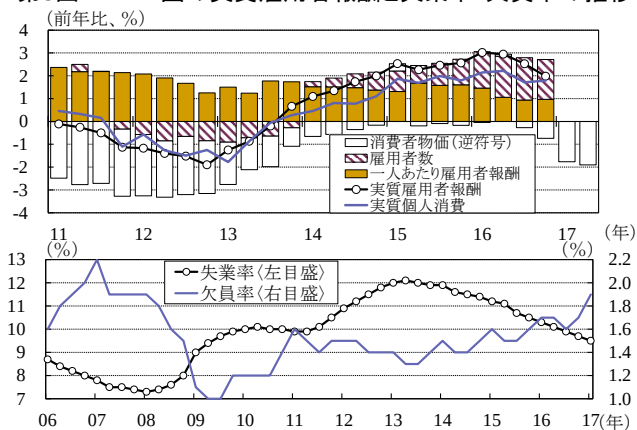
1-3 月期の実質小売売上は前期比+0.3%と前期（同+0.8%）から減速しており（第2図）、GDP統計上の個人消費も減速した可能性が高い。個人消費のベースとなる実質所得動向をみると、昨年までは、雇用者数こそ増勢を強めたものの、一昨年までのインフレ率の低迷を受けた賃金上昇率鈍化から一人当たり雇用者報酬は減速していたことが確認できる（第3図上段）。今年に入ってからインフレ率加速による実質ベースでの購買力低下が重石とはなっているが、消費者マインドは総じて改善していること、今後賃金上昇率もインフレ率に遅行して加速し一人当たり雇用者報酬の伸びを下支えすると予想されること、企業の採用意欲改善や欠員率の上昇などから雇用者数拡大は息長く続くと思われること等を鑑みると（第3図下段）、個人消費はこの先も底堅く推移するものとみてよからう。

第2図：ユーロ圏の実質小売売上と消費者マインドの推移



(資料) 欧州統計局、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ユーロ圏の実質雇用者報酬と失業率・欠員率の推移



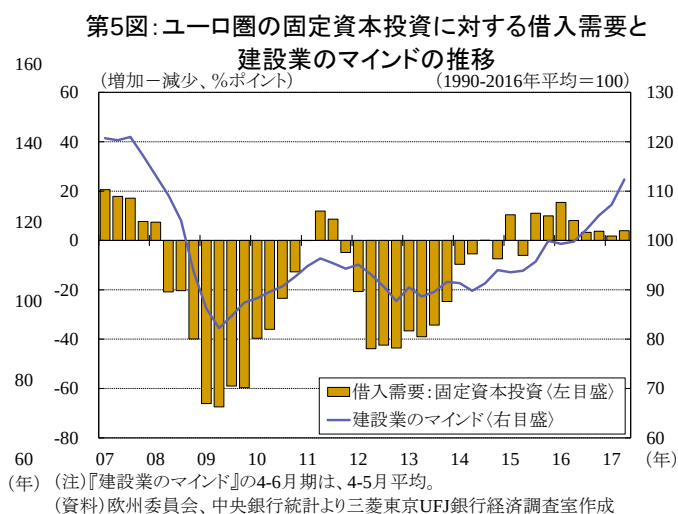
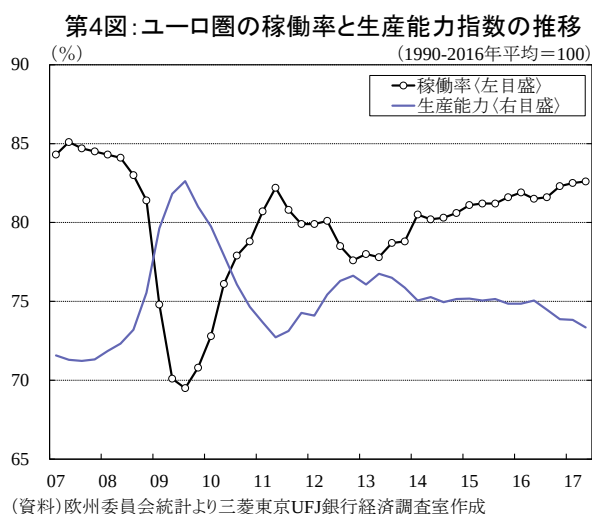
(注) 1.『消費者物価』の4-6月期は4月実績。

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) 欧州統計局、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②設備投資は緩やかな回復が続く見込み

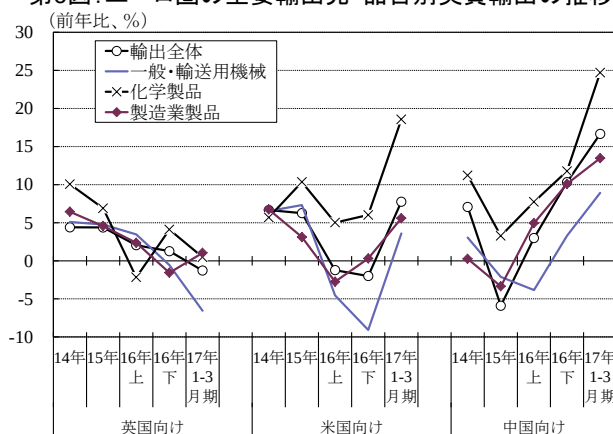
1-3 月期の設備投資は未公表であるが、知的財産投資が急増した昨年 10-12 月期程の増加幅（前期比+4.3%）は見込み難いものの、建設業生産が同+0.8%と前期（同横ばい）から加速していることなどから、実物投資を中心に増勢を維持したとみられる。この先も、稼働率の上昇を受け生産能力の拡充が必要になる可能性が高いことなどから、設備投資は全体として増勢を保つ公算が大きい（第 4 図）。また、緩和的な金融環境が続くなかで企業の固定資本投資に関する借入需要が緩やかながらも増加基調にあること、建設業のマインドが明確に改善していることは、設備投資の回復が続くことを示唆していると考えられる（第 5 図）。



③輸出は英国向けの軟調を米国向けなどが補う構図

1-3 月期の実質輸出（通関ベース）は、景気が鈍化しつつある英国向けは減少したものの、米国向けが一般・輸送用機械などを中心に増加に転じたことや、このところ景気が安定している中国向けの全般的な持ち直し等を受け、全体では前年比+3.4%と前期の同+1.5%から加速した（第 6 図）。この先も概ねこうした傾向が続くと見込まれ、英国向けは同国の景気減速に伴い弱含みが見込まれるものの、米国を中心とした世界経済の緩やかな回復持続により、輸出全体の緩やかな増勢は維持される見込みである（第 7 図）。

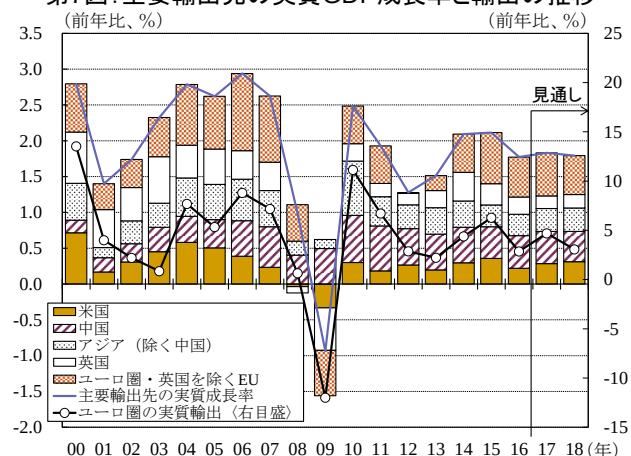
第6図：ユーロ圏の主要輸出先・品目別実質輸出の推移



(注)『2017年1-3月期』は、英国のみ2月までの実績。

(資料)欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：主要輸出先の実質GDP成長率と輸出の推移



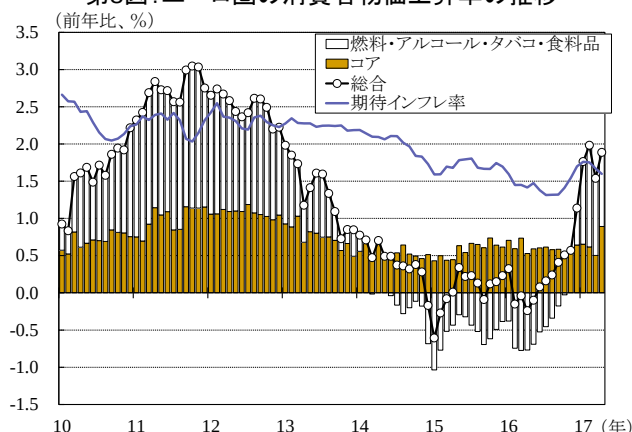
(資料)欧州統計局、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 金融政策

ECB の政策目標である総合ベースの消費者物価（CPI）は 1-3 月期に前年比平均で +1.8%、4 月に同 +1.9% と加速したが、1-3 月期はエネルギー価格持ち直しによるものであり、4 月はイースター休暇が前年の 3 月から 4 月にずれたことによる一時的な加速である可能性が高く、基調的なインフレ率は未だ弱いとみられる（第 8 図）。ECB も基調的なインフレ率は弱いとみており、その背景について今月発表した四半期経済報告書で、フランスやイタリアなど南欧諸国の労働市場でスラックが残存し賃金上昇率が低いためと分析している。実際、ドイツでは失業率が低位でありコアインフレ率は比較的安定しているのに対し、フランスやイタリアでは失業率が高止まりする中でコアインフレ率は低下傾向にある（第 9 図）。また、スペインでは失業率は最悪期を脱しているものの依然として高水準にあり、コアインフレ率はリーマンショック前の水準を大きく下回っている。景気の回復に伴い基調的なインフレ率は緩やかに高まっていく見通しであるが、インフレ率が今回の見通し期間（2018 年まで）中に ECB の目標である「中期的に 2% に限りなく近い水準」に到達する可能性は低いとみられ、見通し期間中に利上げを開始する可能性は小さいと想定される。

なお、最近の ECB 副総裁や理事の発言で、コンスタンシオ・ECB 副総裁が、金融緩和策のうち 2017 年末に終了が予定されている資産購入プログラムについて秋口にかけての会合でプログラム継続とその手法などについて協議する必要があるとコメントし、また、メルシュ、プラートの両 ECB 理事が、現状の声明文に盛り込まれている景気が下振れした場合の追加利下げや資産購入拡大に関する文言について、現状に合わせた修正が必要との認識を示した。これらは、資産購入プログラムの継続による資産残高拡大が 2018 年中に終了するという、現状の景気回復にあわせた緩和拡大スタンス変更の可能性を示しているが、資産購入プログラム終了後の ECB の資産残高縮小までは企図していない公算が大きく、ECB の金融緩和を維持する姿勢に変更はないとみられる。

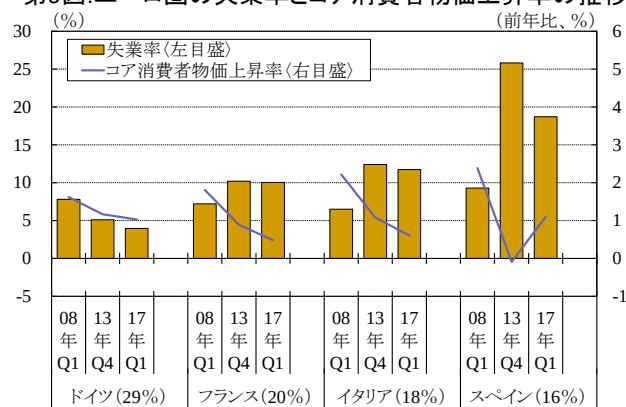
第8図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



(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9図：ユーロ圏の失業率とコア消費者物価上昇率の推移



(注)『08年Q1』はリーマン・ショック前、『13年Q4』は欧州債務危機後。カッコ内の数字は、雇用者数のユーロ圏に占める割合（2016年）。

(資料)欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香)

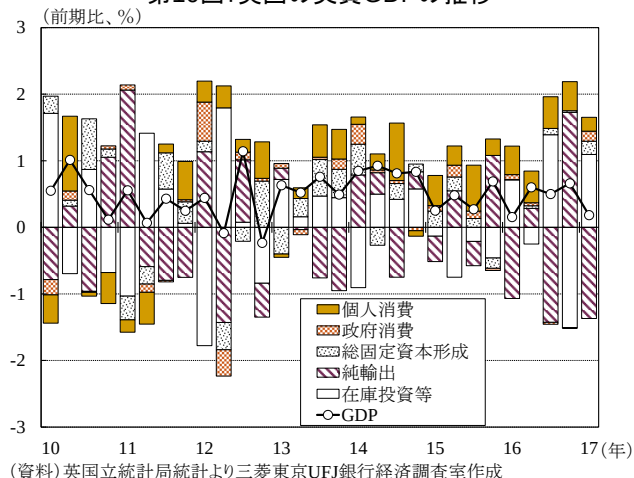
2. 英国

(1) 景気の現状

英国では、昨年6月の国民投票でEUからの離脱が選択されたが、景気はこれに伴う先行き不透明感にもかかわらず、昨年末まで底堅い伸びを維持してきた。しかし、今年初以降、大崩れは回避しつつもさすがに鈍化の動きがみられる。1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%と、昨年10-12月期の同+0.7%から大きく減速した（第10図）。ポンド安に伴うインフレ高進による個人消費の鈍化（前期：同+0.7%→今期：同+0.3%）に加え、輸出が前期の高い伸び（同+4.6%）の反動から減少（同▲1.6%）に転じたことも成長率全体を下押しした。

政治面では、4月18日、メイ首相が下院を解散し6月8日に総選挙を実施する意向を表明した。メイ首相は従来、下院の任期が満了する2020年まで総選挙は行なわないと発言してきたが、今後本格化するEUとの交渉には、強く安定した政権が不可欠との判断から解散に踏み切った。現在、与党保守党の下院議席数は330議席と、下院（総議席数650議席）の過半数をわずかに上回るに過ぎず、また党内でもEU離脱をめぐって意見の相違が存在する。メイ首相の狙いは、議席積み増しによって政権基盤と党内での指導力を強化することにあるが（第2表）、5月下旬以降、野党第1党である労働党の追い上げも伝えられている。仮に保守党の獲得議席数が想定以上に伸び悩んだ場合、メイ首相は求心力低下を余儀なくされよう。

第10図：英国の実質GDPの推移



第2表：英国の2017年総選挙での予想獲得議席数

政党	2015年総選挙結果		2017年総選挙予想		
	得票率	獲得議席数	得票率	獲得議席数	議席数増減
保守党	37.8%	331 議席	46.1%	373 議席	+42 議席
労働党	31.2%	232 議席	33.2%	203 議席	▲29 議席
自由民主党	8.1%	8 議席	7.9%	3 議席	▲5 議席
英国独立党(UKIP)	12.9%	1 議席	4.4%	0 議席	▲1 議席
緑の党	3.8%	1 議席	2.3%	1 議席	横ばい
スコットランド民族党(SNP)	4.9%	56 議席	4.2%	49 議席	▲7 議席
プライド・カムリ	0.6%	3 議席	0.6%	3 議席	横ばい
その他	0.7%	18 議席	1.3%	18 議席	横ばい

(注) Electoral Calculus による5月30日時点予想。

(資料) Electoral Calculus 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

EU 離脱交渉等を巡る先行き不透明感は根強く残ると予想されるが、少なくとも、EU 離脱の選択が大幅な景気悪化をもたらすという、一時懸念されたシナリオの蓋然性は大きく後退したと判断される。今年後半から来年にかけては、国民投票直後にみられたマインド面のショック巡や、ポンド安を受けたインフレのピークアウト（後述）などから、景気下押し圧力が相対的に緩和していく公算が大きい。

企業の雇用・投資意欲は 2014-15 年頃の水準に比べれば依然慎重であるものの、昨年後半の大幅な落ち込みからは持ち直しつつある（第 11 図）。雇用者数の伸びは若干減速しているが、先行きも増加基調を維持し、雇用・所得環境は概ね良好な状態を保つとみられる。また、1-3 月期の実質設備投資は 4 四半期ぶりに前年比プラスに転じた。国民投票前後、企業は投資手控え姿勢を強めたが、その後の景気展開が大幅な悪化を回避したことを受け、再び投資に前向きになり始めたことを示唆している。

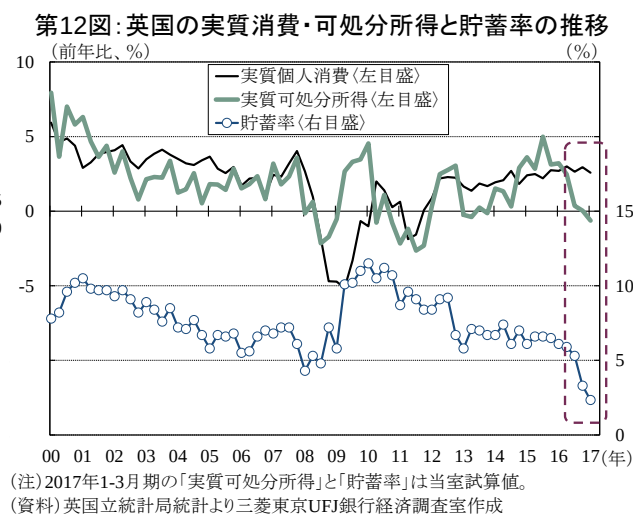
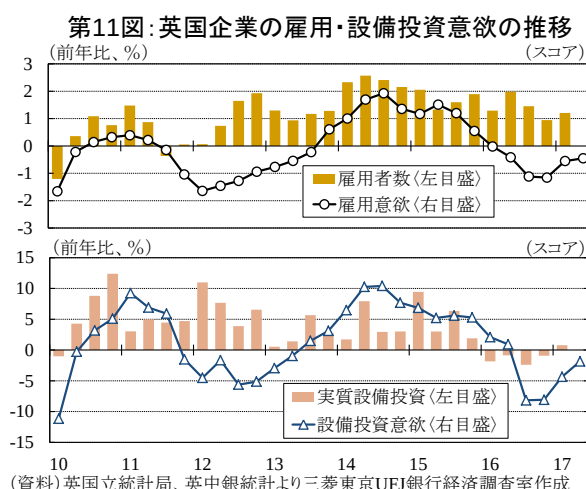
個人消費については、足元の伸び鈍化の主因であるインフレ率の上昇がピークアウトすることで、拡大ペースは徐々に持ち直していく公算が大きい。ただし、実質可処分所得の持ち直しペース程には、実質個人消費の伸びが回復しない可能性に留意する必要がある。昨年後半以降、実質可処分所得の伸び鈍化にもかかわらず、実質個人消費が高い伸びを維持してきた結果、貯蓄率が下ぶれしているためである（第 12 図）。今後、貯蓄率が上昇に転じた場合、実質個人消費の反発は抑制されよう。

財政政策に関しては、メイ政権は財政赤字削減を急がない方針を採っており、景気の重石となる可能性は小さい。保守党のマニフェストでは、2016 年度に対 GDP 比 2.6%だった財政赤字の解消は 2020 年代半ばまでとしている。

また外需は、米国・ユーロ圏を中心に先進国経済が底堅く推移し、世界貿易量の循環的な持ち直し局面が継続するとみられることから、英国景気の下支え要因となろう。

景気の全体感としては、今しばらくは低調が予想されるが、来年初にかけて徐々に持ち

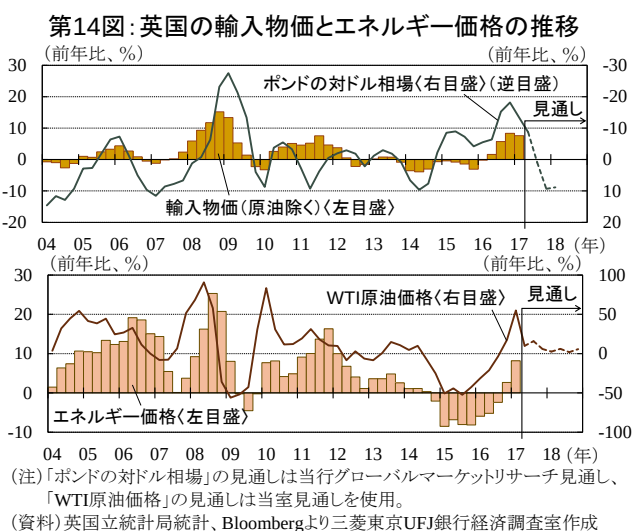
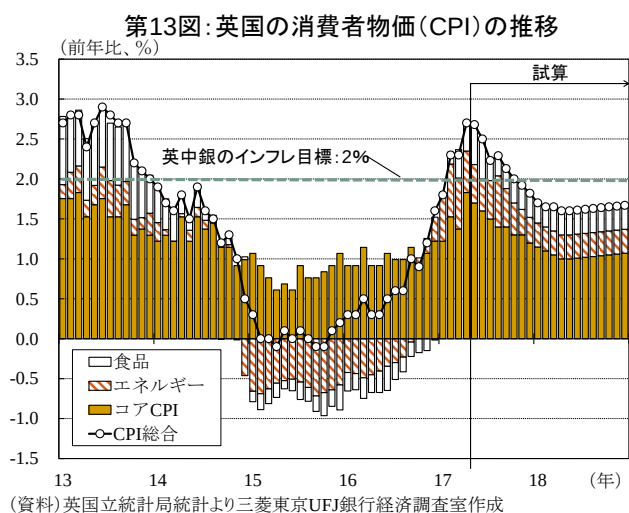
直しの動きが出てくるとみる。実質 GDP 成長率は、2017 年は前年比+1.3%、2018 年は同+1.4%と予想する。



(3) 物価と金融政策

インフレ率は上昇傾向が続いており、4月のCPIは前年比+2.7%と、2013年9月以来の上昇率となった(第13図)。もっとも、輸入インフレの主因であるポンドの大幅な下落は収束しており(第14図上段)、足元は1ポンド=1.3ドル前後と昨年9月以来の水準まで反発している。また、原油価格は当面上値の重い展開が続くとみられ、国内エネルギー価格の上昇にも今後一服感が出てくる可能性が高い(第14図下段)。企業が賃金引き上げに慎重な姿勢を維持していることも一因となり、インフレ率は来年初にかけて低下していくと予想する。

英中銀(BOE)は、昨年8月に政策金利の引き下げと資産買入規模の拡大を決定して以降は金融政策の据え置きを続けている。今年後半から来年にかけては、景気の下ぶれリスクが後退し、インフレ率もBOEの目標である前年比+2%を下回ると想定されるため、金融政策は現状維持が続く公算が大きい。



3. ロシア

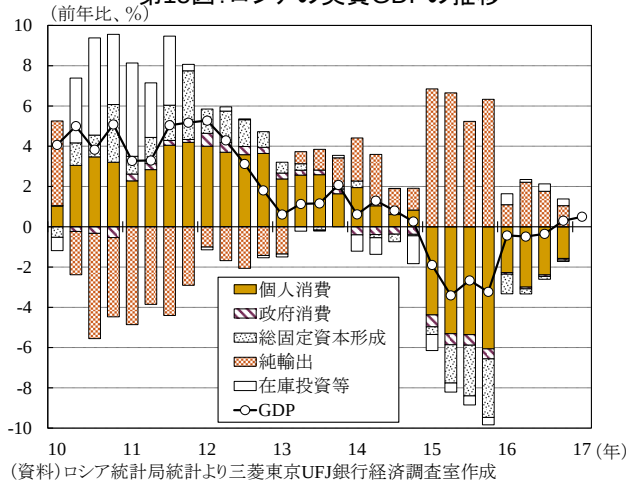
(1) 景気の現状

ロシア経済は昨年末に景気後退を抜け出し、持ち直し局面に入った。2016年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+0.3%と2年ぶりにプラスに転じ、この1-3月期も同+0.5%とプラス成長が続いた（第15図）。また、購買担当者指数の総合指数は、1月に58.3と2008年以来の水準まで上昇した後、直近4月も55.3と企業活動の拡大・縮小の分岐点である50を大きく上回って推移している。家計についても、マインドの改善や消費の底打ちなど、回復に向けた動きがみられる。

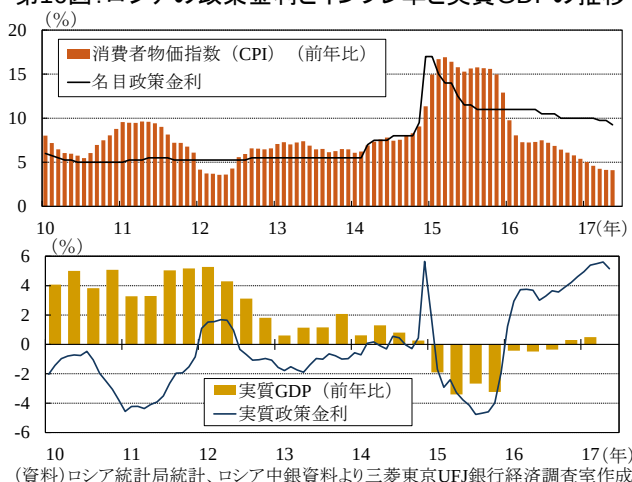
輸出の約7割を占める原油・ガスの市況改善や、ルーブル相場の安定による輸入インフレ圧力の後退が景気の持ち直しにつながっている。特に物価に関しては、穀物の豊作に伴う食料品価格の大幅な伸び鈍化もあり、4月のCPI上昇率は前年比+4.1%と2012年以来の低水準となった（第16図上段）。

ロシア中銀は、インフレ率が目標水準である前年比+4%に収束してきたことなどを勘案し、段階的に政策金利を引き下げている。直近4月の金融政策決定会合では、前回3月の会合に続いて利下げを行い、政策金利を9.25%とした。銀行の貸出基準も緩和傾向にあり、新規貸出の増加が景気持ち直しを支える一因となっている。

第15図：ロシアの実質GDPの推移



第16図：ロシアの政策金利とインフレ率と実質GDPの推移

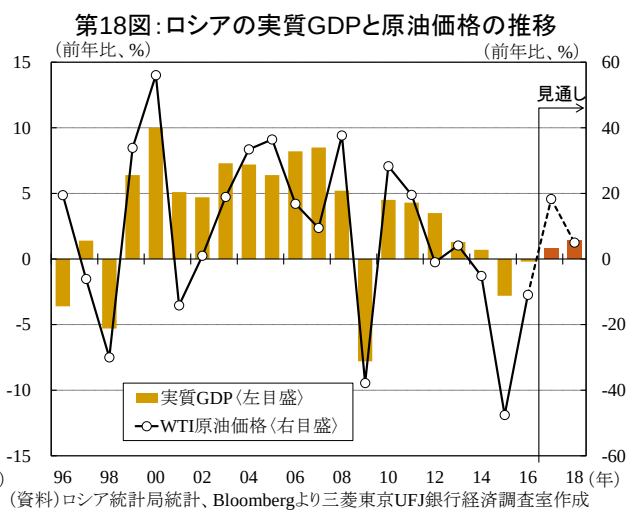
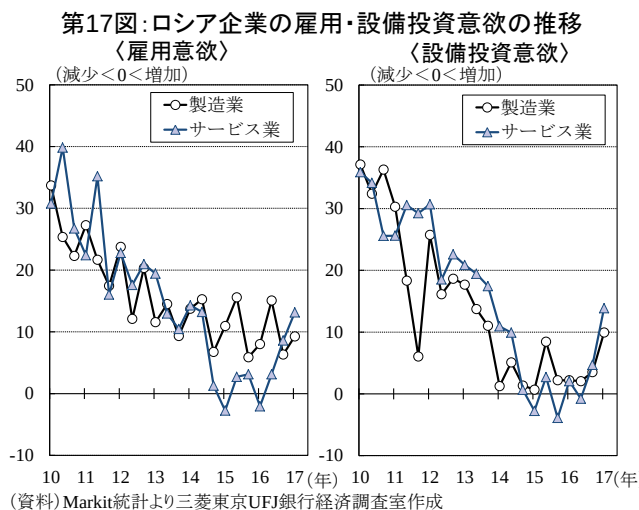


(2) 今後の見通し

景気は今後も緩やかな持ち直し傾向を辿るとみられる。足元、企業の雇用・投資意欲に復調の動きがみられ、先行き雇用・所得環境の改善に伴う個人消費の押し上げや設備投資の増加が期待される（第17図）。また、利下げの一段の進展も景気持ち直しに寄与しよう。足元の実質政策金利（名目政策金利－CPI上昇率）は5%台と、過去の平均水準を大幅に上回っているほか、実質GDP成長率との対比でも高水準にある（前掲第16図下段）。中銀は拙速な利下げがインフレ期待の上昇につながるリスクを警戒しつつも、少なくとも現在の実質均衡金利とみている2.5～3.0%までは利下げを模索していくと予想する。

このように、景気の持ち直し持続を支える要因が相応に存在していることは確かだが、来年にかけてエネルギー価格の上昇が緩やかなペースに止まるとみられるなか、景気の力強い加速までは期待しにくい。当室では、2017年のWTI原油価格は1バレル当たり平均51ドル、2018年は同54ドルと、50ドル台に止まると想定している。ロシアの実質GDP成長率と相関性の高い原油価格の上昇率でみても、2017年は前年比+18.3%と比較的高い伸びとなるが、2018年は同+5.0%に鈍化する（第18図）。

ロシア政府も、歳入の約4割を占めるエネルギー関連収入の大幅な回復が見込めないなか、当面緊縮的な財政運営を継続する方針である。連邦予算によると、2017年の歳出は前年比▲1.1%（名目ベース、以下同じ）、2018年も同▲1.2%と削減が予定されており、景気の抑制要因となる可能性が高い。実質GDP成長率は、2017年は前年比+0.8%と3年ぶりのプラスに転じ、2018年も同+1.2%とプラス成長を維持するものの、緩やかな回復に止まると予想する。



なお、ロシアでは2018年3月に大統領選挙が予定されている。プーチン大統領の再選が確実視されるなか、一種の信任投票として大統領がどの程度の票を集められるかが注目されている。前回2012年の大統領選の際には、原油価格は1バレル当たり100ドル前後と高水準にあり、潤沢なエネルギー関連歳入を原資に、選挙対策のための積極的な財政出動が行なわれた。しかし、今回は前述したように財政出動の余地は限られている。中銀の利下げは一定の効果を上げるとみられるものの、前回と比べると財政・金融政策による選挙対策は小規模に止まると考えられる。

一方、プーチン大統領の外交政策の積極化が経済に及ぼすリスクが懸念される。クリミア編入以降、プーチン大統領は欧米との対決姿勢の強調やシリア内戦への介入といった対外政策を通じて支持率の引き上げを図る傾向が強まっている。大統領選を意識した対外強硬策が地政学的な緊張を高め、内外の金融市場や経済のかく乱要因となるリスクに留意する必要がある。

（ロンドン駐在 高山 真）

欧州経済の見通し総括表

(1) 総括表

	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)			経常収支 (億ドル)		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
ユーロ圏	1.8	1.5	1.5	0.2	1.6	1.5	3,978	3,078	2,565
ドイツ	1.9	1.5	1.6	0.4	1.6	1.7	2,892	2,406	2,051
フランス	1.2	1.2	1.1	0.3	1.5	1.4	▲ 227	▲ 380	▲ 328
イタリア	0.9	0.8	1.0	▲ 0.1	1.5	1.4	477	352	342
英 国	1.8	1.3	1.4	0.7	2.2	1.6	▲ 1,145	▲ 691	▲ 688
ロシア	▲ 0.2	0.8	1.2	7.1	4.3	4.2	250	313	253

(2) 需要項目別見通し

(前年比、%)

	ユーロ圏			英国		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
名目GDP	2.7	3.0	2.9	3.6	3.9	3.8
実質GDP	1.8	1.5	1.5	1.8	1.3	1.4
<内需寄与度>	2.1	1.7	1.2	2.2	1.9	1.2
<外需寄与度>	▲ 0.3	▲ 0.2	0.3	▲ 0.4	▲ 0.6	0.2
個人消費	1.9	1.4	1.2	2.8	1.7	1.3
政府消費	1.8	1.4	1.2	0.8	1.0	0.8
総固定資本形成	3.5	3.9	1.4	0.5	1.3	0.7
在庫投資(寄与度)	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.1
輸出	2.9	4.7	3.1	1.8	1.5	1.8
輸入	4.0	5.6	2.6	2.8	3.2	0.9

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

2. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。

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

IV. アジア・豪州

～堅調な内需と輸出拡大を起点に、安定した成長が持続～

1. アジア・豪州経済の現状と見通しの概要

(1) 現状

域内最大の経済規模を持つ中国は、1-3 月期の実質 GDP 成長率が前年比+6.9%と 2 四半期連続で小幅加速し、PMI も製造業・非製造業ともに 50 を上回る水準を保ち続けているほか、輸出の増加基調も定着するなど、底堅い成長を維持している。

中国以外のアジア諸国・地域については、物価の低位安定が続くなか、堅調な内需に加え、輸出の増加に伴う投資の回復もあり、総じて緩やかな成長軌道を辿っている。1-3 月期の実質 GDP 成長率を個別にみていくと、NIEs では、韓国が前大統領を巡る政治の混乱の収束による消費者マインドの改善を背景にした個人消費の持ち直しや輸出の回復に伴う企業設備投資の拡大などが下支えし、前年比+2.7%（10-12 月期：同+2.4%）へ伸びを高めたほか、香港が同+4.3%（10-12 月期：同+3.2%）へ加速、台湾も同+2.6%（10-12 月期：同+2.8%）と底堅さを維持した。ASEAN のうち外需依存型のマレーシアでは、輸出の増加に伴う設備投資の拡大や堅調な個人消費などを背景に、同+5.6%（10-12 月期：同+4.5%）と 2 年ぶりの高い伸びを示したほか、タイでも公共投資による景気の下支えが続くなか、個人消費や輸出が持ち直し同+3.3%（10-12 月期：同+3.0%）へ加速した。内需主導国のフィリピンでは、個人消費を牽引役に同+6.4%と引き続き高い伸びを維持しており、10-12 月期（同+6.6%）からの鈍化は、昨年 5 月に実施された選挙に伴う景気浮揚効果の剥落や食品価格の上昇などの影響によるものとみられる。また、インドでは昨年 11 月の高額紙幣廃止と新紙幣供給の遅れによる経済活動へのマイナスの影響が略一巡し、個人消費を中心に高めの成長を維持しているとみられる。

他方、豪州では、個人消費が底堅い推移を続けるなか民間投資の持ち直しなどもあり、緩やかな景気回復が続いている。

(2) 見通し

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

まず中国では重工業、不動産セクターを中心に構造調整に伴う景気減速圧力はかかり続けるものの、輸出と IT 関連やサービス分野などでの民間投資の増加、消費の安定拡大に加え、政府の景気挺入れ策の余地があり、2018 年にかけて前年比+6%台の成長は維持するものと予想する（第 1 表）。

その他のアジア諸国・地域では、安定した雇用・所得環境に加えて景気に配慮した財政・金融政策の継続もあり、個人消費を中心に内需が堅調さを維持するほか、輸出も先進

国需要の拡大を起点に緩やかな拡大が見込まれる。このため 2018 年にかけて実質 GDP 成長率は、外需依存度の高い NIEs 全体で前年比+2%台前半、ASEAN5 カ国についても同+5%台近辺での推移が続こう。

韓国では、輸出増加を受けた民間投資の活発化に加え、新政権の始動を受けた消費マインドの回復に伴う個人消費の持ち直しなどが成長率を押し上げる方向に働くとみられる。5 月の大統領選挙で公共部門を中心とした雇用創出などを公約に掲げる「共に民主党」元代表の文在寅氏が勝利し、経済への好影響が期待されるが、同党は少数与党に止まっており、野党を含む他党との連立・協力関係の構築の過程で、経済政策の中身や規模は穏当なものに落ち着く公算が大きい。タイでは、政府の景気刺激策や大型インフラ投資などによる景気の下支えが続くなか、輸出の増加や個人消費の堅調持続もあり成長率は小幅ながら高まる見通しである。インドネシアでは、財政規律維持に向けた歳出見直しなどの影響で財政面からの景気浮揚が当面見込み難いものの、物価の低位安定や緩和的な金融環境の継続を背景とした個人消費の拡大を支えに同+5%台での成長が続くとみられる。インドでは、堅調な内需を牽引役に引き続き高めの成長が続くと予想される。但し、目先については、7 月に予定されている物品・サービス税（GST）の導入が経済に混乱をもたらすことにならないか、注視する必要がある。

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

第1表:アジア・豪州経済見通し総括表

	名目GDP(2016年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2016年 実績	2017年 見通し	2018年 見通し	2016年 実績	2017年 見通し	2018年 見通し	2016年 見通し	2017年 見通し	2018年 見通し
アジア11カ国・地域	18.17	100	5.9	5.9	5.7	2.2	2.5	2.5	4,628	4,143	3,869
中国	11.22	61.7	6.7	6.6	6.2	2.0	2.0	1.8	1,964	1,647	1,569
インド(年度ベース)	2.26	12.4	6.8	7.4	7.6	4.5	5.0	5.7	▲154	▲309	▲368
NIEs	2.56	14.1	2.3	2.3	2.4	1.1	1.5	1.6	2,425	2,333	2,321
韓国	1.41	7.8	2.7	2.5	2.7	1.0	1.8	1.7	987	939	920
台湾	0.53	2.9	1.5	1.9	2.0	1.4	1.2	1.3	723	713	709
香港	0.32	1.8	2.0	2.3	2.2	2.4	1.6	2.0	149	98	96
シンガポール	0.30	1.6	2.0	2.2	2.1	▲0.5	0.6	1.5	567	583	596
ASEAN5	2.14	11.8	4.9	4.9	5.0	2.4	3.5	3.7	393	472	346
インドネシア	0.93	5.1	5.0	5.1	5.2	3.5	4.4	4.8	▲163	▲129	▲153
マレーシア	0.30	1.6	4.2	4.6	4.4	2.1	3.7	2.8	60	80	94
タイ	0.41	2.2	3.2	3.3	3.4	0.2	1.3	1.8	468	496	398
フィリピン	0.30	1.7	6.9	6.3	6.1	1.8	3.3	3.6	6	6	▲16
ベトナム	0.20	1.1	6.2	6.2	6.4	2.7	4.1	4.3	22	20	24
オーストラリア	1.22	-	2.4	2.5	2.7	1.3	1.9	2.1	▲331	▲377	▲342

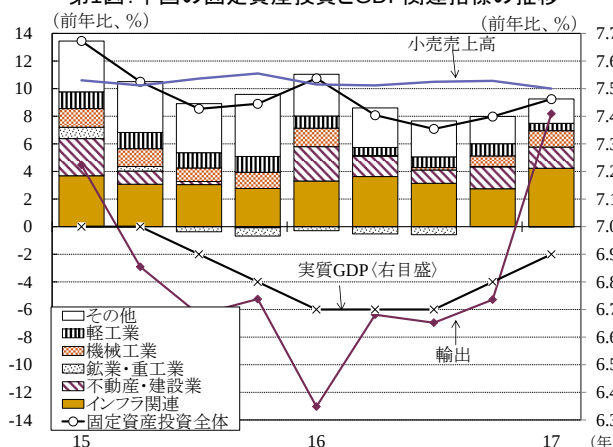
(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通しのキーポイント

(1) 中国経済

中国経済は安定成長を続けている。実質 GDP 成長率は前年比+6.7~6.9%という狭いレンジでの推移が 2 年近くに及ぶなかで、1-3 月期には同+6.9%と 2 四半期連続で小幅加速した（第 1 図）。別統計から詳細をみていくと、習近平政権が経済政策の中核に据える「供給側改革」の最重要課題として進められている過剰生産能力の削減に伴い、鉱業・重工業向け投資の低迷状態に変わりはないものの、それをインフラ投資と輸出の拡大が補った形である。より直近 4 月の経済指標は、好調であった 3 月に比べれば総じて減速したが、2 月以前とは遜色ない伸びを確保している（第 2 表）。特に輸出の増加基調が定着した兆しがみえることは朗報であろう。海外景気の持ち直しに加え、実質実効相場からみると 2016 年に人民元高の修正が進んでおり、価格競争力の悪化に歯止めがかかったと考えられる。

第1図: 中国の固定資産投資とGDP関連指標の推移



(資料) 中国国家统计局等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表: 中国の主な月次経済指標の推移

	2016年		2017年			
	11月	12月	1月	2月	3月	4月
輸出(前年比、%)	▲ 1.5	▲ 6.2	3.8		16.4	8.0
輸入(前年比、%)	5.5	3.1	26.3		20.4	11.9
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	8.3	8.1	8.9		9.2	8.9
小売売上高(前年比、%)	10.8	10.9	9.5		10.9	10.7
工業生産(前年比、%)	6.2	6.0	6.3		7.6	6.5
製造業PMI	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2
非製造業PMI	54.7	54.5	54.6	54.2	55.1	54.0
消費者物価(前年比、%)	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2
生産者物価(前年比、%)	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家统计局発表の指標。

2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したもの。

(資料) 中国国家统计局等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

先行きを展望するに当たっては、過剰生産能力の削減を中核とする「供給側改革」を継続するという政府のスタンスを念頭に置く必要がある。これがもたらす景気減速圧力は不可避ながら、雇用維持を重視する方針も明示しており、減速ペースは緩やかなものにとどめる方向での政策運営が想定される。とりわけ 2017 年秋の共産党大会（5 年に 1 度の最重要会議）までは、安定成長の維持は政府としては譲れない一線であろう。

過剰生産能力の削減状況を確認すると、2016 年実績が鉄鋼 6,500 万トン（目標：4,500 万トン）、石炭 2.9 億トン（同：2.5 億トン）と目標を大きく上回ったのに続き、2017 年も 5 月発表時点ですでに鉄鋼で削減目標 5,000 万トンに対して達成率 63.4%、石炭では削減目標 1.5 億トンに対して達成率 46%に達している。

これは当面の投資抑制圧力となる反面、そのメリットも顕在化している点は注目しておくべきである。すなわち、鉄鋼・石炭ともにインフラ投資拡大による需要喚起と相まって需給の引き締め観測が強まるとともに、価格上昇が利益率の改善につながっている。工業部門全体としても利益総額は 1-4 月で前年比+24.4%と顕著に回復しており、インフラ投資による景気下支え、生産能力削減による需給改善に加え、減税を含む企業コスト低下策等に一定の効果が認められる。官民別に内訳をみると、主としてその恩恵に浴したの

国有企業であり、同+58.7%と大幅な増益となっている。ただ、民間企業も二桁増益（同+14.3%）に回帰し、その結果、民間投資も回復してきたことは好材料であり（第2図）、インフラ投資への過度の依存の軽減に資するファクターといえる。

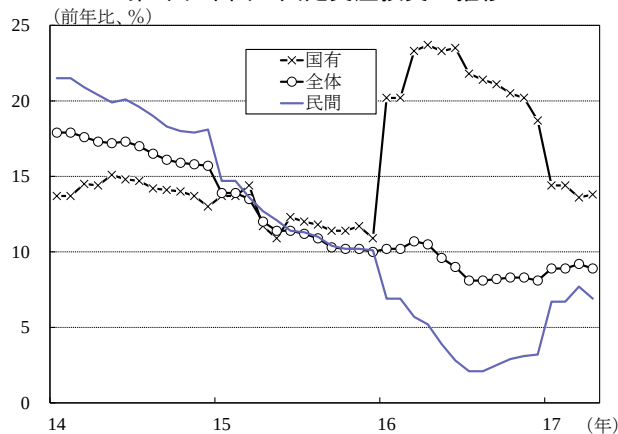
政府は1-3月期に行政手数料減免・社会保障費の引き下げなどで企業の費用負担を2,000億元削減したうえ、4月の国務院常務会議では付加価値税率の引き下げや中小企業向け税制優遇など3,800億元の減税措置を、5月の同会議では物流コスト・電力料金の引き下げを含む1,200億元の企業負担軽減措置を発表している。企業を巡る環境改善の持続は投資のみならず雇用・所得環境の維持にも寄与しよう。このため、消費には年初来の小型車減税の減税幅縮小（5%→2.5%）の影響が避けられないとはいえ、さほどの減速は考えにくい。

不動産投資の減速については小幅にとどまる可能性が出てきた。住宅価格高騰に伴い、昨秋から各地で住宅価格抑制策が強化されたが、住宅市場の過度の冷え込みを回避すべくより丁寧な需給調整を実施する意図で、4月には中央政府主導で在庫水準に応じた土地供給策が発表された（在庫が36ヵ月以上：供給停止、18-36ヵ月：供給減、6-12ヵ月：供給増、6ヵ月以下：迅速に供給増）。これまでの販売の盛り上がりにより、主要都市の在庫水準は低く、不動産情報会社のデータによれば、多くの地域が供給増の対象となる。もっとも、中小都市の住宅在庫は依然として高水準で、その解消は長期の課題として残りそうである。

一方、輸出については海外景気回復の下で小幅ながら増加基調が予想される。4月の米中首脳会談で米国の対中貿易赤字削減に向けた「100日計画」策定で合意、早くも5月には米国産牛肉輸入解禁を含む10項目の合意文書発表に至り、米国による強硬な対中貿易政策は当面回避された。さらに足元でも中国政府は対米貿易の報告書でエネルギー、農産物、航空機などで対米輸入を拡大する方針を示した。もっとも、対米貿易黒字の大幅削減は容易でなく、2018年にかけて通商政策上の不透明感が残ることは否定できない。

このように、足元で実体景気が安定感を増すなかで、当局の危機意識は金融リスク回避に向けられている。中国人民銀行（中央銀行）は2017年初からオペレーション金利の引き上げに動いたほか、銀行業監督管理委員会が2月の郭樹清氏のトップ就任以来、シャドーバンキング抑制を念頭に置いたリスク管理強化策を相次いで打ち出している。こうした流れを受けて、市場金利は長短ともに上昇し、社債市場では発行延期や中止が急増、株価も急落した（第3図）。4月25日の中央政治局会議で、習総書記が金融リスク回避を強調した以上、経済政策上の最重要課題にまで浮上したとも考えられるが、デレバレッジと金融資本市場の安定の両立は容易でなく、市場における突発的なリスクの顕在化には十分な注意が必要だ。

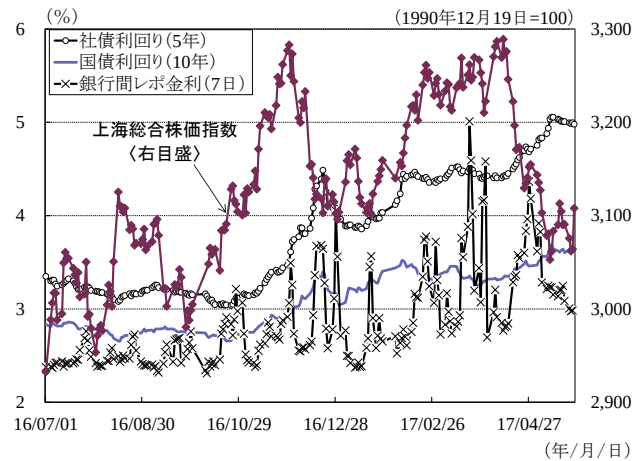
第2図：中国の固定資産投資の推移



(注) 年初来累計値。

(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：中国の金利と株価の推移



(資料) 中国人民銀行等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) その他アジア諸国・地域

中国以外のアジア諸国・地域では、内需が底堅く推移している（第4図）。個人消費は、雇用・所得環境や物価の安定、消費者マインドの改善などを背景に堅調な状態が続いているほか、輸出拡大に伴う民間投資の回復も成長の押し上げに寄与している。

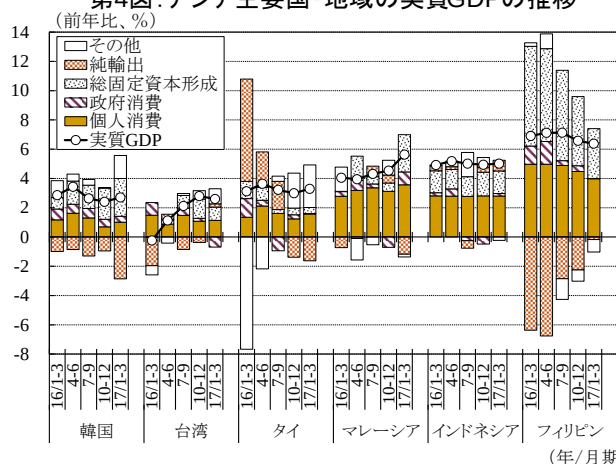
この先も、内需の底堅さが続くなか、輸出の緩やかな拡大が景気を押し上げる構図が続くと予想する。まず個人消費は、総じて安定した雇用・所得環境の継続により堅調な拡大が見込まれる。加えて、景気に配慮した財政政策やインフラ投資の拡大も引き続き内需拡大をサポートしよう。財政黒字国であるフィリピンは今年度予算案でインフラ支出をGDP比5.4%まで拡充している。また、タイでも今年度補正予算（1,900億バーツ、GDP比1.3%）で低所得農家への給付金支給や債務減免などを含む地方振興策などに重点を置いているほか、インフラ投資や産業振興に関わる5ヵ年計画を公表している。インドネシア・マレーシア・インドなどの財政赤字国では、財政面からの大幅な押し上げは期待し難いものの、低所得層やインフラ投資に重点を置いた予算配分により内需を下支えする方針である。各国中銀の金融政策については、先行きの経済見通しの改善やインフレ率の反転、米国の利上げなどを受け、一部では中立スタンスにシフトしつつあるが、為替相場の安定を背景にインフレ圧力は依然過去に比べれば小さく、米国の追加利上げペースについても過去の利上げ局面に比べ緩やかになる見込みであることなどから、当面は景気に配慮した運営を続け得るとみられる。一方輸出も、スマートフォンなどエレクトロニクス製品の高機能化やIoT向けの半導体需要の拡大、世界的な景気回復を受けた資源需要の回復などを反映し、電子・電機や石油・化学製品を中心に、当面、拡大の持続が見込まれる（第5図）。輸出の増加に伴う企業収益の改善は、民間投資を持ち直させるとともに個人消費の拡大を可能とする家計所得の増加を補強し、輸出依存度の高いNIEsやマレーシア、タイなどの成長率の押し上げに寄与する見通しである。

昨年11月の米国における大統領選以降、米ドル高・新興国通貨安が進み、アジアの多くの国も通貨安に直面したが、年明け以降、アジア主要通貨は総じて安定した動きが続いている。良好なファンダメンタルズを背景にした海外からの資本流入拡大等が支えとなっており、特に地方議会選挙で与党が勝利したインドでは、改革前進への期待もルピー相場

を押し上げる一因となっている。またインドネシアでも、5月に大手格付け会社が同国における財政面でのリスク低減を評価し、ソブリン格付を従来の「BB+」から投資適格級とされる「BBB-」に引き上げたことなどが、ルピア相場の安定に繋がっている。

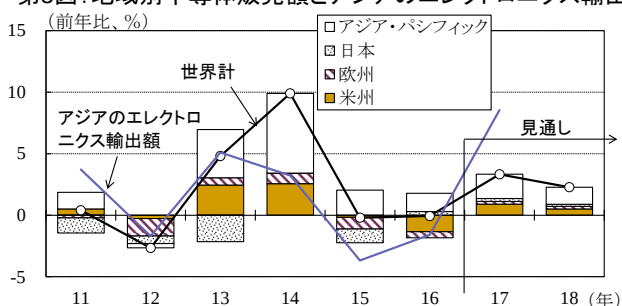
先行き、米国のトランプ政権による政策運営の影響や北朝鮮などを巡る地政学リスク等による金融市場不安定化リスクは熾るものの、各国のファンダメンタルズ・リスク耐性は総じて改善しているほか、多くの国が変動相場制に移行していること、通貨スワップ協定などのセーフティネットの拡充が進展していることから、通貨危機のようなテール・リスクの顕現は回避される公算が高い。

第4図：アジア主要国・地域の実質GDPの推移



（資料）各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：地域別半導体販売額とアジアの電子デバイス輸出



（注）1. 2017年以降の半導体販売額はWSTS予測。

2. 『アジアの電子デバイス輸出』は、韓国、台湾、シンガポール、マレーシア、フィリピン、タイの電子デバイス輸出額の前年比伸び率を2016年の各国・地域の電子デバイス輸出総額で加重平均したもの。2017年は1-3月実績。

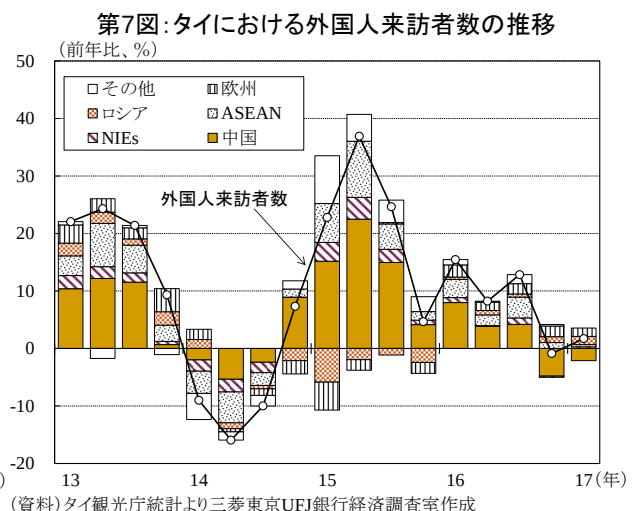
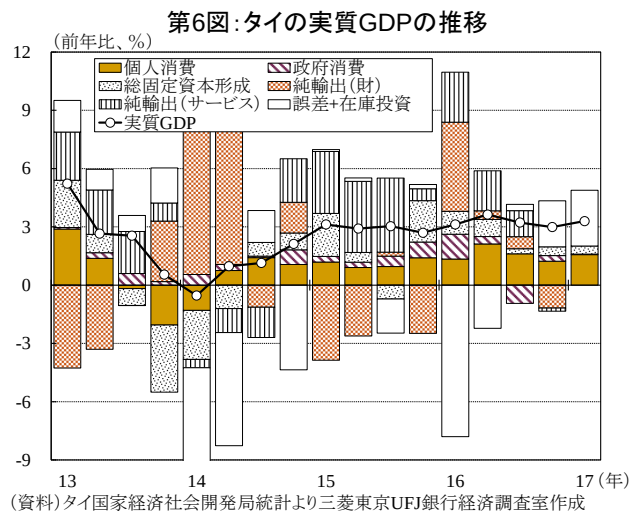
（資料）世界半導体市場統計（WSTS）、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（3）タイ経済

タイ経済は、昨年10月の前国王崩御後の消費者マインドの悪化や消費抑制などに伴い、昨年終盤にかけて一時的な経済活動の停滞がみられたが、政府の景気刺激策による下支えなどもあり、その後の成長率は持ち直している。1-3月期の実質GDP成長率は前年比+3.3%と10-12月期の同+3.0%から小幅加速した（第6図）。内訳をみると、堅調な個人消費と公共投資の拡大による下支えが続くなか、輸出の持ち直しが押し上げ要因になった。また、昨年10月の中国人向け違法ツアー摘発の影響で一時的に前年割れとなった外国人来訪者数も、21カ国を対象とする到着ビザの発給料免除・軽減措置等で底入れしたことが窺われる（第7図）。

先行き、鉄道や高速道路など大型のインフラ投資による景気の下支えが続くなか、堅調な個人消費や輸出の拡大などにより緩やかなペースでの成長が継続しよう。個人消費は、安定した雇用・所得環境や消費者マインドの改善に加え、低所得農家への給付金支給や債務減免などを含む地方振興策などに重点を置いた今年度補正予算（1,900億バーツ、GDP比1.3%）、2011年～2012年に前政権が実施した初回自動車購入支援策（5年間の保有義務付け等を条件に最大10万バーツの物品税を還付）の影響一巡による自動車買い替え需要の顕在化なども下支え要因となる見込みである。政治面では、4月に新憲法が施行されるなど民政復帰プロセスの進展がみられるが、2018年に実施が見込まれる総選挙に向け

て、政治の安定が保たれるかについても引き続き注視していく必要がある。



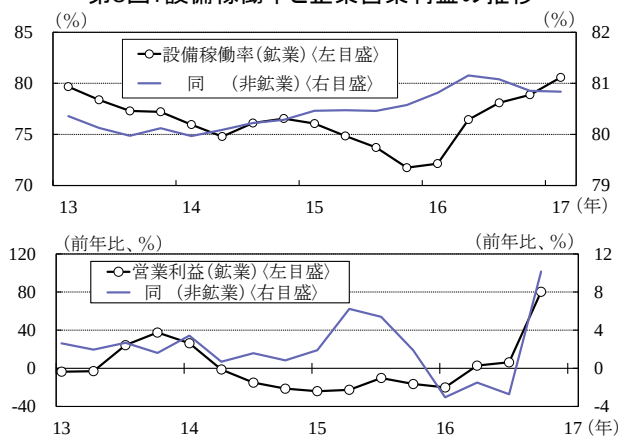
(4) 豪州経済

豪州経済は緩やかな回復を続けている。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、底堅い個人消費のほか輸出や民間投資の拡大などを背景に前期比+1.1%（7-9 月期：同▲0.5%）とプラスの伸びを回復した（1-3 月期の GDP 統計は 6 月 7 日に発表予定）。雇用者数の増加がパートタイム中心で賃金の低い伸びが続くなかでも、低金利の継続や資産効果（株価・不動産価格上昇）などを支えに個人消費は底堅い推移を続けている。

先行き、景気に配慮した金融政策の継続などによる個人消費の下支えが続くなか、資源価格の上昇を受け鉱業部門の下押し圧力が徐々に弱まることで、景気は引き続き緩やかなペースでの回復が続く見通しである。設備投資については、鉱業部門の設備稼働率の持ち直しが続いていることから、企業収益の改善につれて、持ち直しに転じることが予想される（第 8 図）。

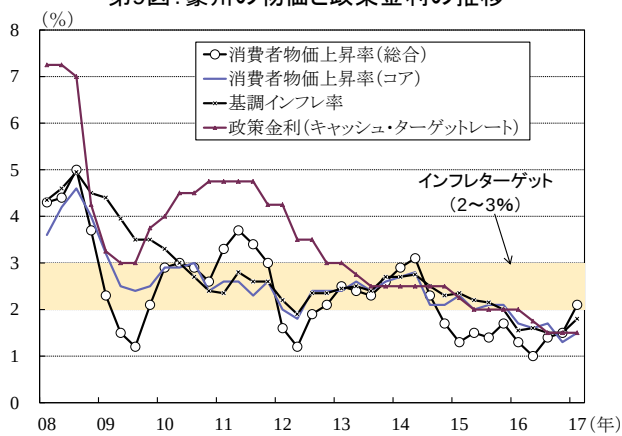
金融政策については、中銀は昨年 8 月以降、政策金利を過去最低の 1.5%で据え置いている。1-3 月期の消費者物価上昇率は、ガソリン価格上昇の影響もあり、前年比+2.1%と約 2 年半ぶりの水準まで上昇したものの（第 9 図）、中銀が重視する基調インフレ率やコアインフレ率が依然低水準に止まっているほか、軟調な労働市場への配慮もあり、当面は政策金利の現状維持が続く公算が高い。なお、政府は 5 月上旬に発表した来年度（2017 年 7 月～2018 年 6 月）予算案のなかで、今後 10 年間で 750 億豪ドルを投じて空港や鉄道網などの交通インフラ整備を行う計画を発表したが、既存の計画が多く含まれ、新規発表はシドニー第 2 空港（53 億ドル）やメルボルン＝ブリスベン内陸貨物鉄道計画への追加出資（84 億豪ドル）など一部に止まっており、追加的な成長率への寄与は限られるとみられる。

第8図：設備稼働率と企業営業利益の推移



(注)『設備稼働率』は、2四半期移動平均。
(資料) NAB、豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：豪州の物価と政策金利の推移



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

（福地 亜希、萩原 陽子、土屋 祐真）

V. 中南米

～ブラジルは政治の混乱が再び波乱要因に～

1. ブラジル

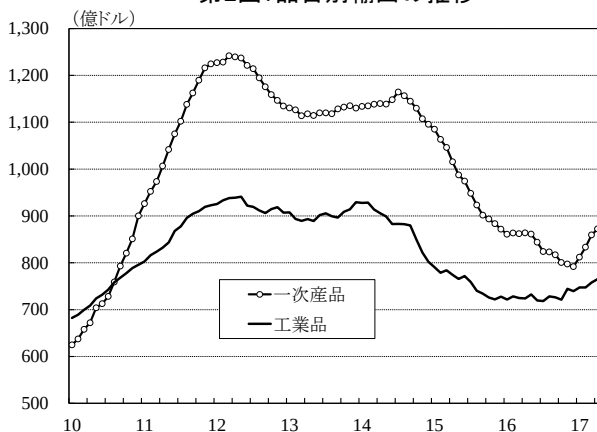
(1) 景気の現状

ブラジルの景気は漸く底打ちの兆しが出てきた。世界景気の改善と一次産品市況の底入れで、工業品輸出は増勢に転じつつあり、また、一次産品輸出も持ち直してきた（第1図）。その結果、企業マインドも改善してきており、足元では5月の製造業の購買担当者景況感指数（PMI）が約2年ぶりに50を超えた。

1-3月期の経済活動指数（IBC-Br）は、2016年10-12月期に比べ+1.1%上昇した。同指数はGDPの代理指数と言われており、その動きからすると1-3月期の実質GDPは前期比ベースで9四半期ぶりにプラス成長となると目されている。ブラジル経済は漸く長いトンネルから抜け出そうとしているとは言えそうだ。

しかし、景気は底入れしつつあるとは言え、その勢いは鈍い。最大の需要項目である個人消費については、消費者マインドには改善がみられるものの、高い失業率、住宅価格の下落などを背景に、軟調が続いている。個人消費の伸び悩みにより、鉱工業生産も、下げ止まりこそ確認できたものの、足元の動きは一進一退に止まっている（第2図）。

第1図：品目別輸出の推移



(注)12ヵ月累計額。

(資料)ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

第2図：鉱工業生産の推移



(資料)ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

政策面に目を転じると、保守中道のテメル政権の経済政策は緊縮的で、短期的な需要喚起策には否定的である。昨年末には財政支出の一部を向こう20年間に亘って前年のインフレ率以下に抑制するという「上限法」を成立させている。テメル政権が志向しているのは、政府規模の縮小による民間経済の活性化、投資の拡大という供給サイドの構造改革であると言える。

もっとも、足元の財政状況をみると、連邦政府の基礎的財政収支は2016年から名目GDP比2%以上の赤字が続いている（第3図）。赤字拡大には歯止めがかかった模様であ

るが、税収の落ち込みと法律で定められた義務的な支出の増加により、明確な改善には至っていない。

財政構造改革には、年金制度の見直しが不可欠とされている。ブラジルの年金の平均支給開始年齢は 51 歳である。先進国と比べてブラジルの年金受給者は優遇されており、また、近隣諸国と比較しても、将来の年金関連の支出拡大が国家財政に与える負担は大きい（第 1 表）。



第1表：ラテンアメリカ各国の年金財政収支試算

	(名目GDP比、%)		
	2015年 (実績)	2020年 (予測)	2050年 (予測)
アルゼンチン	▲ 3.0	▲ 2.8	▲ 6.8
ブラジル	▲ 3.2	▲ 5.1	▲ 25.3
チリ	▲ 3.6	▲ 3.0	▲ 3.8
コロンビア	▲ 4.8	▲ 4.3	▲ 2.8
メキシコ	▲ 1.3	▲ 1.5	▲ 3.0

(資料) IMF Working Paper (WP/17/94) より
国際通貨研究所作成

年金改革法案は現在下院で審議が続いているが、連立与党内にも法案に反対する向きが多く、難航している。既に、兵士、軍警に加え、教員や警察の年金を改革の対象外とする修正を余儀なくされたにも関わらず、法案可決に必要な議員定数の 6 割の賛成を得る目途は立っていない。政府は、反対している与党議員を説得し 5 月中に採決に持ち込む意向であったが、ここで急浮上したのがテメル大統領に対するクーニャ前下院議長買収疑惑（口止め料を支払う発言を録音されていたとされる）である。

今回のスキャンダルはテメル大統領本人に関わるものである。ブラジルには現職の大統領を捜査対象としない慣行があるが、最高裁は事件の重要性から大統領に対する捜査開始を認めたと現地紙は報じている。連立与党内からもテメル大統領の辞職を求める声上がるなど、ブラジル政界は混乱に陥っている。政局混乱から年金改革法案の審議は先送りされる可能性が出てきた状況と言える。

(2) 見通し

ブラジル経済の足取りが未だ覚束ない中、政治面での不透明感の強まりがこの先の景気に悪影響を及ぼすことが懸念されるが、朗報はインフレ率の鈍化が続いていることである。低調な景気やリアル高の進展を反映し、自由取引品目のインフレ率は昨年後半から顕著に低下している。4 月の消費者物価上昇率は前年比+4.1%と、ブラジル銀行のインフレ目標（4.5%±2.0%）の中心を下回った（第 4 図）。今後は、規制価格品目の上昇率低下が一

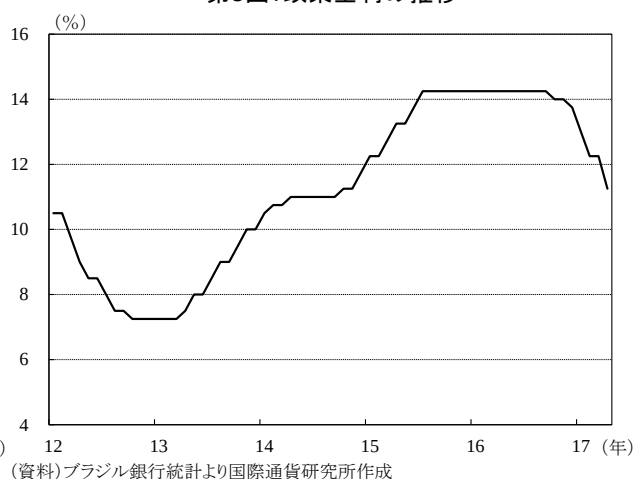
巡したためテンポは鈍るものの、インフレ率は引き続き緩やかに低下していく見込みである（第4図）。

ブラジル銀行は、昨年10月から合計3.00%の利下げを実施し、現在の政策金利は11.25%となった（第5図）。インフレ率の低下によりなお利下げ余地は残っていると考えられ、国内需要を下支えすることが想定される。

第4図：消費者物価の推移



第5図：政策金利の推移



世界経済の回復が続くことは資源関連を中心に輸出の拡大にプラスとなり、金融緩和も景気のサポート要因となるものの、それでも2017年のブラジル経済の回復は緩やかなものに止まざるを得まい。雇用・所得環境は厳しい状況が当面続くほか、政局の混乱から、テメル政権が志向していた構造改革の推進による投資呼び込みに暗雲がたちこめてきているためである。2017年の実質GDP成長率は前年比+0.5%に止まる見通しである。一方、インフレ率が同+4%台に落ち着くことで利下げは今後も継続され、本年末の政策金利は10%以下に引き下げられると見込む。2018年になると、雇用・所得環境の底入れや利下げの累積的な効果などを受け、実質GDP成長率は同+1.9%と小幅に持ち直すと予想するが、仮に政局の混乱が長期化した場合には、成長率の下振れリスクが高まろう。

2. メキシコ

(1) 景気の現状

2017年、メキシコ経済は米国でのトランプ政権誕生による対米関係の悪化への懸念で幕を開けたが、1-3月期の実質GDP成長率は前年比+2.6%と、実際には比較的堅調な成長となった。前期比でも+0.7%と、昨年10-12月期と同率の成長となり、顕著な減速は見られない。産業別では、第2次産業こそ前年比でマイナス幅が拡大し低調な結果となったものの、前期に続き第1次産業が景気回復に大きく貢献し、第3次産業も堅調であった。

反メキシコ的な言動が目立ったトランプ米大統領への警戒から急落していた消費者マインドについても、国境の壁建設については財源の手当てができなかったこと、国境税についても具体化ができていないことなど、トランプ大統領の政策遂行のもたつきをみて、持ち直しに転じているようだ。例えば消費者信頼感指数をみると、1月には70.0ポイントまで落ち込んだが、直近4月には84.3ポイントにまで急回復している。これはトランプ大統領当選時の水準（2016年11月：83.8）をわずかながらも上回る（第6図）。

また、企業マインドも回復してきた。製造業購買担当者景況感指数（PMI）をみると、年初落ち込んだ新規受注指数は、5月には昨年10月（54.93）にほぼ並ぶ54.86ポイントまで上昇している。加えて、為替市場も落ち着きを取り戻しつつある。1ドル＝20ペソ台に下落した1月から、足元では同19ペソ付近に持ち直しており、トランプ政権が続く限り対米関係を手放しで楽観できるわけではないが、ひとまずメキシコ経済は大きな動揺は回避したという状況であろう。

もっとも、過剰な警戒感は薄れつつあるとはいえ、トランプ政権誕生の余波が実体経済に影響を及ぼしつつあるのも事実である。4月の消費者物価は前年比＋5.8%まで上昇率が加速してきている（第7図）。為替の下落が一段落し上流のインフレ率（生産者物価上昇率）もピークアウトしたとはいえ、これまでのインフレがエネルギーなど輸入関連財から他の財やサービスへ波及し始めている。インフレは当分、消費者の購買力を下押しする要因となろう。

第6図：消費者信頼感指数の推移



第7図：物価の推移



(2) 見通し

対米関係の不確実性は依然として残っている。最も懸念されるのは、メキシコ経済を支える外資系企業の動向である。メキシコは世界最多の46カ国と自由貿易協定を締結し、米国やカナダへの輸出基地として自国立地を外資企業に売り込んできた。年間の直接投資受入額は約300億ドルにのぼる。これはメキシコの固定資本投資の1割強に相当する金額である。

海外からの直接投資については、少なくとも統計で確認できる昨年10-12月期までにつ

いては落ち込みは観察されない。しかし、企業の設備投資には足元でやや気掛かりな動きがみられる。設備投資指数はこれまで横這い圏内の動きを続けてきたが、年明け以降、減少に転じる兆しがみられる（第8図）。米墨関係の不透明感が払拭できないと、企業は長期的な投資にコミットすることを避け、様子見姿勢が支配的になると考えられるが、設備投資の軟化はこうした企業行動の表れであることが懸念される。景気失速のリスクは後退したものの、トランプ政権の対墨政策は不透明感が強く、メキシコ経済の先行きは決して楽観できない。2017年の実質 GDP 成長率は+1.7%に止まろう。2018年については、インフレの沈静化などを受け、実質 GDP 成長率は同+2.0%程度までは持ち直すものの、成長率の水準は引き続き低めになるものと予想する。もっとも、NAFTA の見直しについては、大幅な関税引き上げなど企業の立地選択に重大な影響を及ぼすものとはならず、通商政策面の不透明感は徐々に薄れていくと想定される。



3. アルゼンチン

(1) 景気の現状

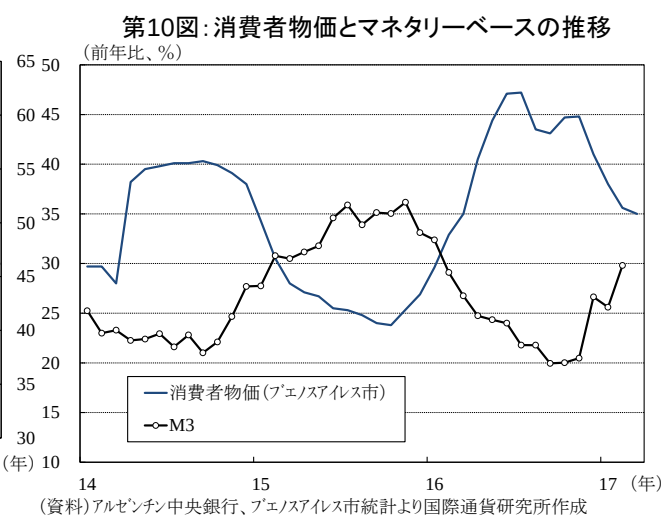
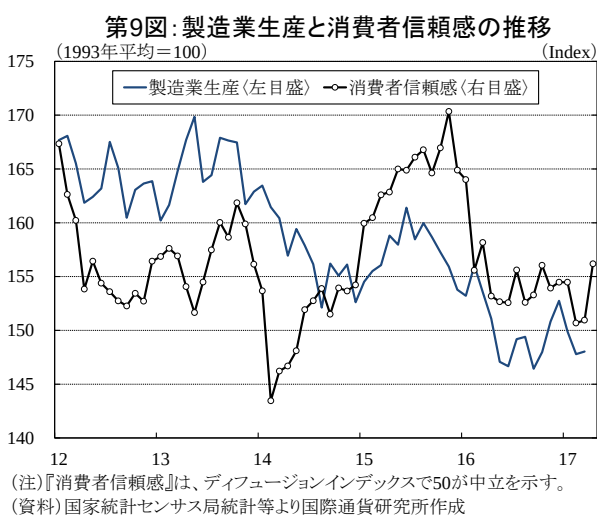
アルゼンチンの昨年の実質 GDP 成長率は前年比▲2.3%となった。需要項目別にみると、個人消費と固定資本投資が同▲1%ポイントずつ成長率を押し下げたほか、純輸出の寄与度も同▲0.6%ポイントであった。かろうじてプラス寄与となったのは調整が一巡していた在庫投資（統計誤差を含む）だけであり、内・外需ともに振るわなかったことを示している。ブエノスアイレス市のインフレ率は前年比+41.2%と依然高く、典型的なスタグフレーションに見舞われた一年であった。

在庫削減のための減産は終了したものの、需要回復の見通しが立たないことから、製造業の生産は低水準に止まっている（第9図）。高いインフレや雇用情勢の悪化で家計の実質的な購買力が弱まっているほか、消費者マインドは低迷したままであり、個人消費が回

復する見通しは立っていない。加えて、高金利に惹かれた投機資金流入でペソ相場が下がり切らないことが、輸出の下押し要因となっている。

インフレ率は足元で同+40%台からは低下したものの、依然として同+35%前後の高インフレが続いている（第10図）。マネーサプライの伸び率が再び加速してきていることもあり、インフレの終息までにはまだ時間がかかる見通しである。マクリ政権は民間経済の活性化、市場機能の回復を志向しているが、長年の市場統制のツケは大きく、目立った成果を出すまでには至っていない。

アルゼンチンでは、10月に中間選挙が実施される予定である。中道志向のマクリ政権であるが、選挙を前にして支持率を意識せざるを得ず、思い切った緊縮政策はとれそうにない。そのため景気の極端な落ち込みは回避している反面、インフレ率の低下が遅れている。止むを得ない面があるものの、経済の正常化に必要な調整は先送りされているといえよう。2016年の基礎的財政収支はGDP比▲4.5%となったが、2017年も同▲4.2%となる見込みである。



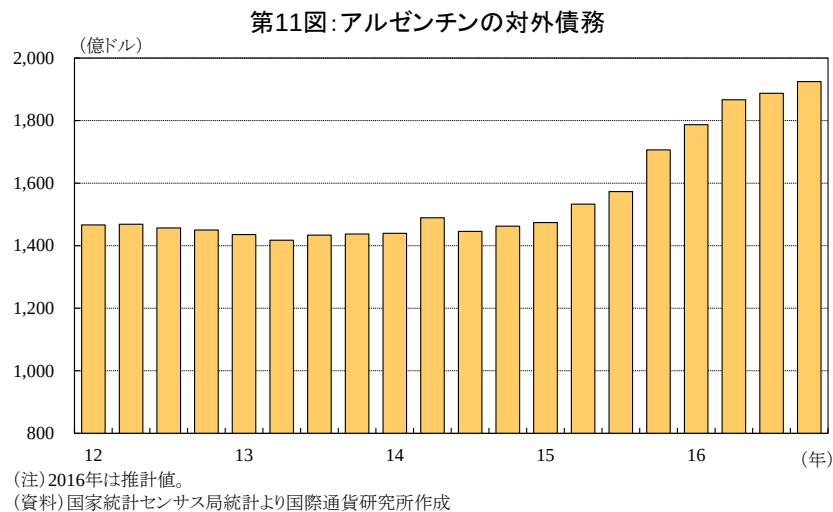
(2) 見通し

景気は厳しい局面にあるが、国際金融・資本市場に復帰したことで外貨準備は増加傾向に転じている。2016年3月には一時230億ドル程度にまで減少したものの、今年4月には482億ドルへと倍増している。

ただし、増加の主因は対外的な借入増であり、輸出により獲得した外貨ではない（第11図）。そのうえ1-3月期の貿易収支は▲109億ドルと、再び赤字になっている。工業品の生産力に劣るアルゼンチンでは国内で需要が拡大すると輸入が増加し易く、外貨が不足することになる。

外貨不足という壁が存在するため、経済成長率を高めることは容易ではない。そもそも、高インフレ（2017年の消費者物価上昇率の見通し：前年比+25%）が残るなかでの内需の自律的な反発は期待し難く、また、最大の輸出先であるブラジル（シェア17%）の景気回復ペースが鈍いため外需主導の回復シナリオも想定し難い。こうしたことから、景気

の持ち直しは力強さを欠き、2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.0%に止まるだろう。2018 年については、年後半以降に高インフレが一巡するとみられるため、実質 GDP は同+2.3%とやや加速するとみられる。ただし、リーマンショック前の景気回復期（03 年～07 年）の平均実質 GDP 成長率が 9%近く（同じ期間のブラジルの平均成長率は同+4%程度）であったことと比べれば、景気は両年ともに回復感の乏しい展開が続くと言わざるを得ない。



4. 他のラテンアメリカ諸国について

アルゼンチン並みの経済規模を持つベネズエラでは経済危機が長期化している。IMF によると 2016 年の実質 GDP 成長率は前年比▲18%、インフレ率は同+255%と推定されている。2017 年もマイナス成長が続くほか（IMF 予想では同▲7.5%）、インフレ率は 2017 年が同+720%、2018 年が同+2000%と悪化の一途を辿ると予想されている。食品や医薬品の不足が深刻で、乳幼児の死亡率なども上昇している。総選挙の実施を求める野党と政府の対立は激化しており、政府は反対派の弾圧に追われ、経済政策は事実上無策の状態である。経済状況の好転は当面見通せない。また、チリ、コロンビア、ペルーも景気は鈍化傾向が続き、2016 年の実質 GDP 成長率が前年比+3%を上回ったのはペルーだけであった。

今年は、世界経済の回復や資源価格の安定などを背景に、ラテンアメリカ各国の成長率は総じて持ち直すと予想するが、主要 6 カ国（ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、チリ、コロンビア、ペルー）の実質 GDP 成長率は今年が前年比+1.4%、2018 年も同+2.2%と緩やかな回復に止まるだろう（第 2 表）。

第2表：中南米経済の見通し総括表

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
ブラジル	▲ 3.6	0.5	1.9	8.7	4.5	4.2	▲ 235	▲ 250	▲ 400
メキシコ	2.3	1.7	2.0	2.8	4.8	3.0	▲ 279	▲ 250	▲ 260
アルゼンチン	▲ 2.3	2.0	2.3	38.0	25.0	20.0	▲ 150	▲ 180	▲ 200
中南米全体(注)	▲ 0.8	1.4	2.2	10.6	7.2	5.8	▲ 880	▲ 890	▲ 1,070

(注) 実質GDP成長率と消費者物価上昇率は主要6ヵ国(アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー)の

数値を2015年のドル建て名目GDPウェイトで加重平均したもの。経常収支は主要6ヵ国の合計値。

(資料) 各国統計等より国際通貨研究所作成

(国際通貨研究所 森川 央)

VI. 原油価格

～原油価格は上値が重い展開に～

1. 価格動向

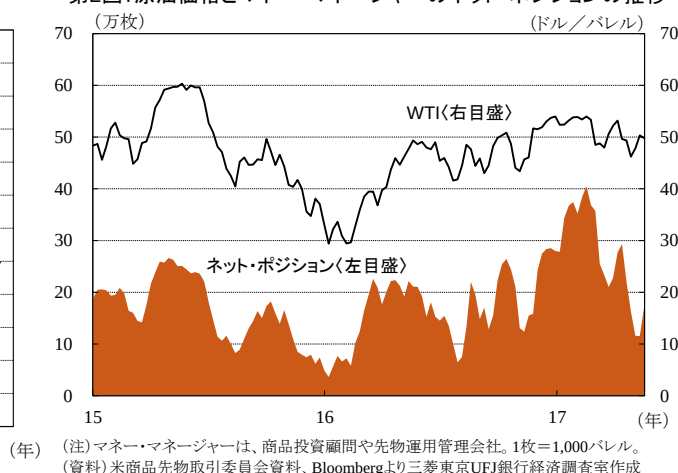
4月以降の原油価格（WTI 期近物）の動向を振り返ると、当初、米軍によるシリア攻撃（4月6日）に伴う地政学リスクの高まりや OPEC 協調減産延長への期待が価格を押し上げる局面もみられたものの、一方で根強い米国のシェールオイル増産観測が上値を抑制し、1 バレル＝52 ドル近辺で推移した（第 1 図）。4 月下旬以降は、シェールオイル増産観測による供給過剰懸念の再燃を背景に WTI は下落基調となり、5 月 4 日には同 45.52 ドルと 5 ヶ月ぶりの安値をつける局面もあったが、上記需給要因が一方的に傾くことはなく、その後は同 50 ドル近辺に回復した。5 月 25 日になると、OPEC と非 OPEC 加盟国が事前報道通りに協調減産の延長について合意したが、他に踏み込んだ内容は盛り込まれなかったことから市場では失望売りが広がり、WTI は一時同 48 ドル台に急落した（足元ではやや値を戻している）。このように、昨年末以降の原油価格は 50 ドルを挟む展開が続いており、この背景には OPEC 減産という需給逼迫要因と米シェールオイル増産という需給緩和要因が拮抗する状態が続いているためと考えられる。

原油先物市場では、投機筋といわれるマネー・マネージャー（＝商品投資顧問や先物運用管理会社）のネット買い越しポジションは 2 月下旬に過去最高水準に達した後、減少傾向にある（第 2 図）。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



第2図：原油価格とマネー・マネージャーのネット・ポジションの推移



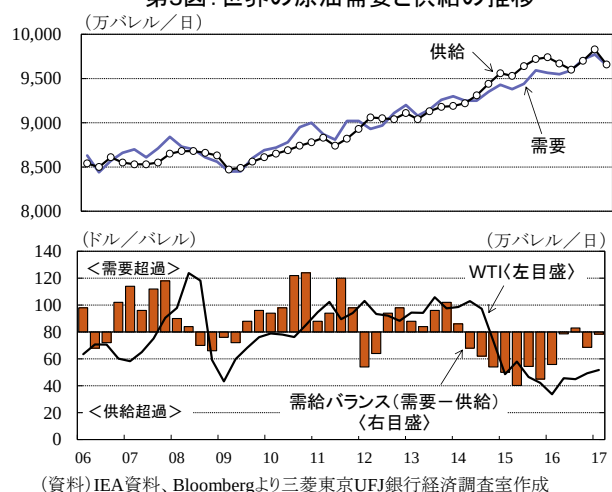
2. 需要・供給動向

1-3 月期の世界の原油需給バランスは 2 四半期連続で供給超過だが、その幅は前期の 60 万バレル（日量、以下同）からは大きく縮小し、10 万バレルとほぼ均衡に近い水準となった（第 3 図）。これを需要と供給それぞれの変動要因に分けると、需要は欧米とロシアを中心に前期比 120 万バレル減少、他方、供給（天然ガス液も含む）は、1 月から実施し

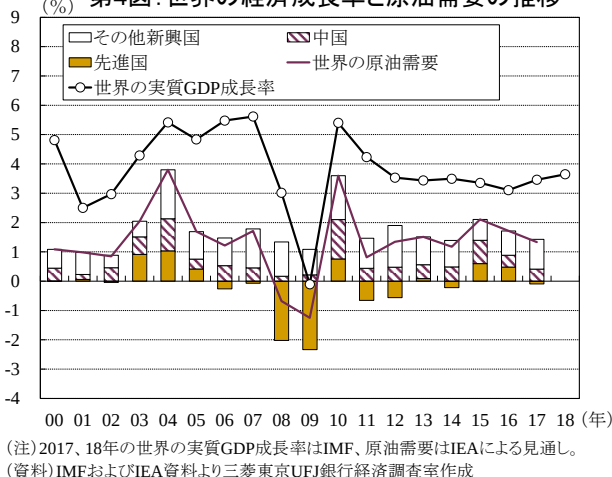
ている減産の効果が表れた格好で OPEC の生産が同 141 万バレル減少、非 OPEC 全体では、米国の生産拡大（後述）にもかかわらず同 28 万バレル減少しており、この結果、供給全体で同 170 万バレル減少した。

先行きについて、まず需要側では、世界経済の成長率は先進国を中心に緩やかに持ち直していくと見込まれる中（第 4 図）、世界の原油需要も来年にかけて堅調を維持すると予想される。需要増加の牽引役である新興国についても、拡大が続く内需に先進国向けの輸出増が加わることで、アジアを中心に安定した経済成長が実現する見込みである。

第3図：世界の原油需要と供給の推移



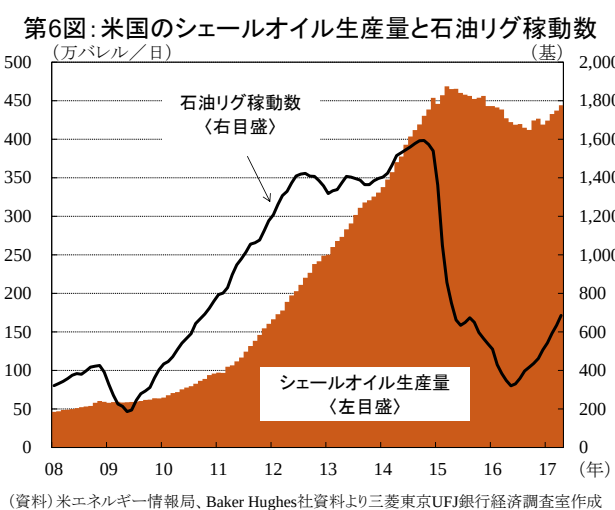
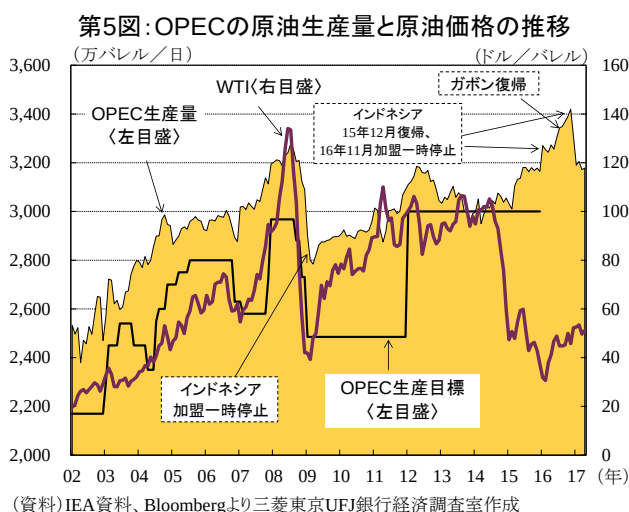
第4図：世界の経済成長率と原油需要の推移



供給面をみると、最大の焦点であった 5 月 25 日の OPEC 総会では、OPEC が 1 月から実施している減産の実施期間を 9 ヶ月延長し、来年 3 月末までとすることで合意、また、非 OPEC 加盟国も同時期までの減産期限延長で OPEC と合意した。減産規模や参加国の拡大等が盛り込まれるか注目されていたが、結果はいずれも据え置きとなった。仮に減産規模を拡大すれば、市場シェアの低下や各国の石油収入減少につながるため、合意形成が困難だったとみられ、依然この減産合意が各国の思惑の微妙なバランスの上に立っていることが示された格好だ。

OPEC の生産実績をみると、減産合意した OPEC 11 カ国の遵守率は 1～4 月平均で 96% に達しており、全体の減産自体は順調に進捗しているが（第 5 図）、国毎に大きな差があり、サウジアラビアやカタールが目標以上に減産して他国分を埋め合わせた格好となっている。OPEC 全体の減産目標を達成するため、来年 3 月末までは引き続きサウジアラビアが調整役となるとみられる。来年 4 月以降についても、世界的な供給過剰の解消に向けて協調減産が継続する可能性が高いとみてよからう。

他方、もう一つの変数である米国のシェールオイル生産については、先行指数とされるリグ稼働数は昨年 6 月以降増加傾向が鮮明となっており、生産量は今年 1 月から 4 ヶ月連続で拡大している（第 6 図）。主要産地別ではパーミアンが生産拡大を牽引しているが、イーグルフォードやバッケンでも生産減少に歯止めがかかった模様である。原油価格の底堅い推移を背景に、全体としてシェールオイル生産は強含んで推移するとみられ、上述の協調減産の効果を打ち消す方向に作用すると見込まれる。

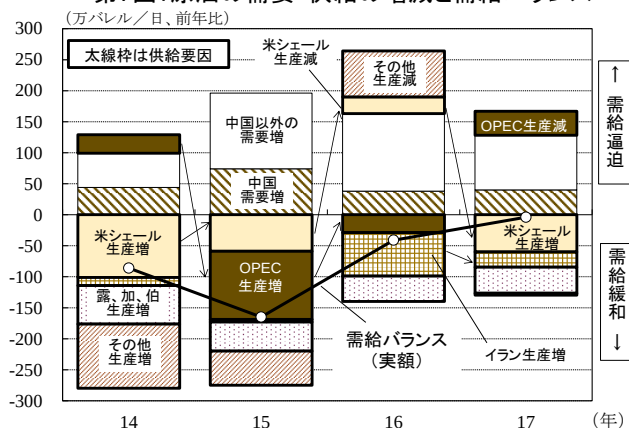


3. 価格の見通し

2018年まで展望すると、まず今年については、底堅い伸びを維持する世界の原油需要と、米国のシェールオイルやカナダ等非OPECの生産拡大がほぼ見合う展開になるとみられ、OPECの減産がネットで需給を引き締める要因となると想定される（第7図）。通年でみると、需給バランスの改善を背景に、原油価格は底堅く推移すると見込まれる。

2018年については、OPECの減産は所与であり、価格競争力の増した米国シェールオイルの生産拡大を打ち消すほどの減産幅積み増しは考え難いが、世界経済の緩やかな持ち直しが見込まれる中、世界の原油需要は相応に底堅い伸びが持続するとみられるため、需給は若干逼迫方向に向かい、原油価格は上昇基調で推移しよう。ただし、依然として高水準にある先進国の原油在庫が供給過剰要因として意識され易く、上値は重い展開となる公算が大きい。一方、原油価格が一時的に大きく下落する局面では、シェールオイル減産観測の強まりが下値を限定することとなろう。WTIは2018年にかけて四半期平均で50ドル台前半から半ばの推移を予想する（第1表）。

第7図：原油の需要・供給の増減と需給バランス



(注) 生産はNGL(天然ガス液)も含む。OPECはイランを除く。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

第1表：原油価格の見通し

	WTI(期近物) (ドル／バレル)	前年同期比 (%)
2016/Q1	33.6	▲30.8%
2016/Q2	45.6	▲21.2%
2016/Q3	44.9	▲3.4%
2016/Q4	49.3	16.9%
2017/Q1	51.8	54.0%
2017/Q2	50	9.6%
2017/Q3	52	15.7%
2017/Q4	52	5.5%
2018/Q1	53	2.4%
2018/Q2	53	6.0%
2018/Q3	55	5.8%
2018/Q4	55	5.8%
2016年	43.5	▲10.8%
2017年	51	18.3%
2018年	54	5.0%

見通し

(注) 期中平均価格

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(篠原 令子)

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuihiro_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。宜しくお申し込み申し上げます。当資料は信頼できるとさ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。