

内外経済の見通し

見通しの概要

～来年も堅調な拡大が続く世界経済、
政策リスク・地政学リスクには引き続き留意～

日本

～景気拡張期間は戦後第 2 位、更なる長期化も展望可能～

米国

～税制改革の実現は来年に持ち越しも、景気の自律的な拡大は継続～

欧州

～政治リスクは燦るも、景気的良好さはこの先も持続へ～

アジア・豪州

～輸出の好調を受け成長加速、先行きも内需を中心に安定成長が持続～

中南米

～インフレ克服が待たれるアルゼンチン、
2018 年に大統領選が実施されるブラジル・メキシコは政治の季節入り～

原油価格

～地政学リスクは燦り続けるも、
供給過剰懸念を背景に原油価格の上値は抑えられる見込み～

見通しの概要

来年も堅調な拡大が続く世界経済、 政策リスク・地政学リスクには引き続き留意

2016 年半ば頃から上向いてきた世界経済は、局所に危うさを孕みつつ且つ政治・地政学的リスクと背中合わせながらも、どうやら 2017 年も堅調地合を維持したまま走り抜けそうだ。先進主要国における 7-9 月期の経済成長率は、国によって 4-6 月期の反動や天候要因による振れは伴ったものの総じてそれぞれの潜在成長率を上回る伸びを記録しており、直近月の経済指標でも特段異変の兆候は見当たらない。新興国についても、アジアでは中国での投資減速が目立つ以外は内外需ともに概ね底堅いし、ロシア、ブラジルなどの資源国も商品市況が上向くとともにここ数年の景気後退からの回復傾向が鮮明である。

このように安定した景気拡大が続いている時は、つい現在の延長として将来を予想してしまいがちだが、2018 年以降の世界経済を考えるにあたっていくつかの留意点は存在する。

まず、日本や米国では、労働市場が完全雇用に近い状態に近付いており、取り分け日本では人手不足がますます深刻化する可能性が高い点だ。これまで当たり前だった 24 時間営業や「おもてなし」を見直す動きがみられるようになっており、労働投入量の制約をより一層意識しなければいけない経済運営になるかもしれない。一方で、そうした労働需給逼迫により賃金上昇率に動意がみられるかどうかは日本に限らず金融政策や企業の人事政策にとって大きなポイントとなろう。この点、大きな加速はないものの、各国で雇用情勢改善とともに賃金上昇率が堅調さを増す動きが想定されており、個人消費にとってはプラスの材料である。

もう一つの投入要素である資本を左右する設備投資についても、その持続性は注目される。景気拡大が米国では 8 年以上に及び、日欧でも 5 年前後となると、必要な設備投資は一巡したのではないかという疑問が浮かぶ。ただ、欧州は欧州債務危機で景気が二番底となっただけに、まだ一定程度投資余地が残っていると考えられるし、他の先進国でも、企業収益が好調で投資の原資が確保されていることに加え、生産水準が上がっていることから稼働率も高水準であることを考えると、設備投資が急失速する懸念は大きくないだろう。製造業以外でも、ネット販売増加に伴う物流拠点の新設など新たな経済トレンドに沿った投資などが活発化しているのも好材料である。流石に先進国では高度成長期のような投資が投資を生む加速度原理が働いたりはいしないだろうが、実質設備投資でみて一桁台のプラスの伸びは確保できそうだ。但し、中国は習近平政権二期目に入っても過剰設備問題への取り組みを直ぐに緩めることはないとみられ、引き続きプラスの伸びを維持しながらも投資の伸び率は減速してく展開となろう。

貿易に関しては、世界の貿易量は再び増勢を取り戻したとされる。一時の「スロートレード」はサプライチェーン構築一巡などの構造的要因も指摘されたものの、やはり中国の輸出入減速や資源価格低迷に伴う物流の鈍化などの影響が大きかったとみられ、これらの

要因が後退するにつれ世界貿易は復調してきた恰好だ。但し、来年にずれ込むこととなった NAFTA 再交渉の行方を始め、トランプ政権の通商政策は依然リスクファクターである。

金融情勢・金融政策に目を転じると、主要国で大きな債務問題や関連する資産バブルを抱えている国は今のところ中国を除き特段見当たらない。もっとも、緩和的な金融環境が長期化するなかでは引き続き警戒は怠れないし、不動産価格については世界的にその動向を注視しておく必要がある。金融政策については、世界的に金融緩和の出口が益々明確化し、日本もその例外ではなくなるのではないかと。米国の FRB は利上げを進めており、バランスシート縮小にも踏み切ったが、今のところ金融市場に大きな動揺はない。ECB も技術的な問題もあり来年からの資産購入プログラム（APP）見直しを発表したが、金融市場との対話には気を配っており、市場の反応は限定的である。そうすると、日銀が現在の金融政策の枠組みに修正を図っていくのかどうかには否が応でも注目が集まろう。詳細は個別地域パートに譲るが、「デフレ脱却」宣言など物価認識に何らかの変化を加えた上で、長期金利の変動に柔軟性を持たせる形で見直すのではないかと予想を置いている。

最後に政治・地政学リスクにも触れると、米トランプ政権下の米国政治・政策動向が 2018 年以降も世界の注目の的となるのは間違いない。特に現在減税政策が審議されており、その帰趨によっては直接的効果のみならず金融市場の期待もしくは失望を通じて経済に影響を与える可能性もある。トランプ大統領には共和党有権者を中心に岩盤的支持層がいることが明らかになっているが、減税政策の成否は中間選挙、延いては 2020 年の大統領選挙にも影響を与えることから注視しておく必要がある。その他にも、北朝鮮情勢、Brexit、欧州政治情勢、中東情勢などが注目ポイントではあるが、これらのリスクは定量化も難しく、不透明感を所与のものとせざるを得まい。

結論としては、世界経済は 2018 年も 2017 年同様に堅調な拡大を続けるものとみられる。実質 GDP 成長率でいえば、米国が今年並みの 2.3%、ユーロ圏は今年の高成長からは減速するものの潜在成長率をやや上回る 1.7%、中国が緩やかな減速の中で 6.4%と予想する。日本経済についても実質 GDP 成長率は 2017 年度が前年比+1.6%、2018 年度は+1.3%程度の見通しである。なお、日本はこのように堅調な成長が続くうちに、成長戦略に取り組むとともに社会保障改革、財政健全化の道筋を付けるべきであり、デフレ脱却が見えてくる来年は正念場となりそうだと。

（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)		62.94	1,268	2.7	3.2	3.1	2.0	2.2	2.1			
先進国・地域		41.93	845	1.6	2.1	2.0	0.8	1.8	1.7			
新興国		21.01	423	4.8	5.2	5.3	4.4	3.1	3.1			
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.96	100	1.3	1.6	1.3	▲ 0.2	0.6	0.7	1,880	2,214	2,300
	アジア11カ国・地域	18.17	366	5.9	6.1	5.9	2.2	2.0	2.3	4,690	3,702	3,744
	中国	11.22	226	6.7	6.8	6.4	2.0	1.6	1.8	1,964	1,242	1,355
	インド(年度ベース)	2.26	45	7.1	6.6	7.6	4.5	3.2	4.5	▲ 152	▲ 327	▲ 367
	NIEs4カ国・地域	2.56	52	2.3	3.0	2.6	1.1	1.5	1.5	2,422	2,356	2,400
	韓国	1.41	28	2.8	3.0	2.8	1.0	2.0	1.6	987	869	853
	台湾	0.53	11	1.4	2.5	2.3	1.4	0.8	1.3	719	777	756
	香港	0.32	6	2.0	3.5	2.5	2.4	1.5	2.0	149	93	127
	シンガポール	0.30	6	2.0	3.3	2.5	▲ 0.5	0.8	1.4	567	617	663
	ASEAN5カ国	2.14	43	4.9	5.2	5.1	2.4	3.2	3.3	457	431	356
	インドネシア	0.93	19	5.0	5.1	5.2	3.5	3.9	4.2	▲ 168	▲ 173	▲ 178
	マレーシア	0.30	6	4.2	5.5	5.1	2.1	3.7	2.5	69	79	78
	タイ	0.41	8	3.2	3.6	3.5	0.2	0.7	1.4	482	476	421
	フィリピン	0.30	6	6.9	6.6	6.3	1.8	3.2	3.6	▲ 10	▲ 0	▲ 2
	ベトナム	0.20	4	6.2	6.7	6.4	2.7	3.9	4.2	82	49	37
	オーストラリア	1.26	25	2.5	2.3	2.7	1.3	2.0	2.1	▲ 332	▲ 325	▲ 336
米州	米国	18.62	375	1.5	2.2	2.3	1.3	2.1	1.9	▲ 4,517	▲ 4,695	▲ 4,980
	中南米6カ国	4.11	83	▲ 0.8	1.5	2.2	10.6	7.0	5.8	▲ 880	▲ 840	▲ 1,110
	ブラジル	1.80	36	▲ 3.6	0.6	2.0	8.7	4.0	4.2	▲ 235	▲ 180	▲ 450
	メキシコ	1.05	21	2.3	2.0	2.0	2.8	6.0	3.5	▲ 230	▲ 250	▲ 280
	アルゼンチン	0.55	11	▲ 2.2	2.5	2.7	38.0	24.0	15.0	▲ 145	▲ 200	▲ 220
欧州	ユーロ圏19カ国	11.92	240	1.8	2.2	1.7	0.2	1.6	1.5	3,980	3,603	3,344
	ドイツ	3.48	70	1.9	2.5	2.0	0.4	1.7	1.8	2,903	2,821	2,727
	フランス	2.47	50	1.2	1.8	1.5	0.3	1.2	1.3	▲ 211	▲ 369	▲ 299
	イタリア	1.85	37	0.9	1.6	1.3	▲ 0.1	1.4	1.4	505	451	416
	英国	2.63	53	1.8	1.5	1.5	0.7	2.7	2.4	▲ 1,564	▲ 1,056	▲ 972
	ロシア	1.28	26	▲ 0.2	1.7	1.9	7.1	3.7	4.2	255	386	395
<参考>												
世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)				3.3	3.7	3.7	2.6	2.5	2.5			

- (注) 1. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。
2. 『日本』、『インド』の掲載数値は年度(4月～翌年3月)ベースであり、『世界41カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。
3. IMFの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米6カ国』、『ロシア』。
4. 『中南米6カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ペルー。
(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

I. 日本

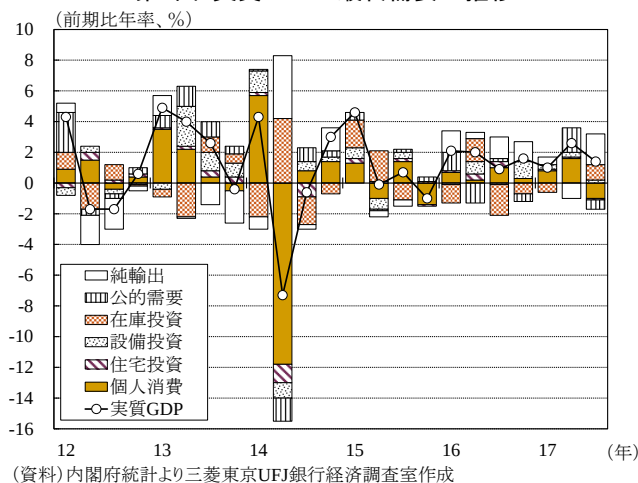
～景気拡張期間は戦後第2位、更なる長期化も展望可能～

1. 日本経済の概況

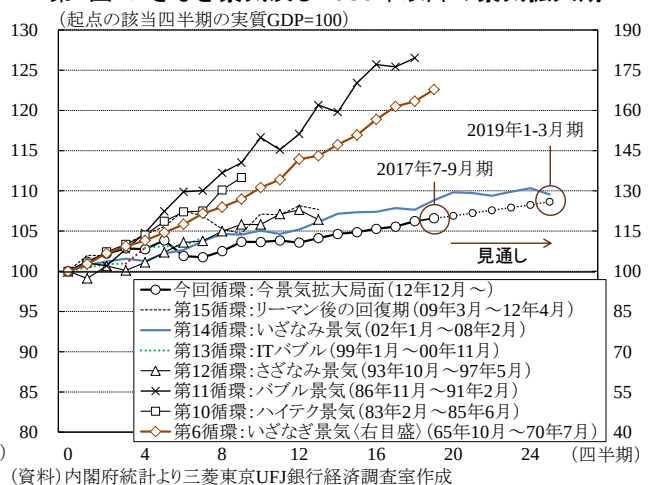
2017年7-9月期の実質GDP（1次速報値）は前期比年率+1.4%と、7四半期連続のプラス成長を確保した（第1図）。内訳をみると、家計部門では、個人消費が前期の高い伸びの反動等により同▲1.8%、住宅投資も貸家建設の頭打ちなどから同▲3.5%と共に7四半期ぶりの減少に転じ、公的需要も前年度補正予算の執行一巡に伴う公共投資の減少などから同▲2.4%と3四半期ぶりのマイナスとなった。一方、企業部門では、設備投資が同+1.0%と4四半期連続で増加し、在庫調整の一巡を受けて在庫投資の実質GDP成長率に対する寄与度も同+1.0%に達するなど、好調な企業収益と生産面の拡大に支えられた改善が続いている。また、輸出が海外経済の回復を背景に増加すると同時に、輸入が原材料を中心に減少し、純輸出（輸出－輸入）の実質GDP成長率に対する寄与度は同+2.0%と、全体の成長率を大きく押し上げた。

内需の増勢の一服を示す結果とはなったものの、家計部門の減少は前期の高い伸びの反動や天候不順の影響を受けた結果である可能性が高いほか、企業部門は引き続き堅調さを示したことを勘案すれば、緩やかな景気拡大基調は維持されているとみられる。実際、内閣府は、9月の景気動向指数に基づく基調判断を「改善を示している」に据え置いた。この結果、同月時点で2012年12月を起点とする今回の景気拡張期間は58ヵ月となり、「バブル景気（51ヵ月）」、「いざなぎ景気（57ヵ月）」を越えて戦後第2位に達した可能性が高い（第2図）。仮に、景気の拡大が来年末まで続けば、戦後最長の「いざなぎ景気（73ヵ月）」と肩を並べることになる。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



第2図：いざなぎ景気及び1980年以降の景気拡大期

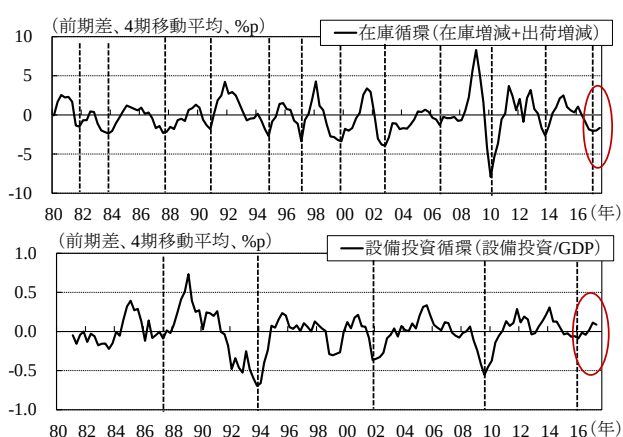


ここで重要となるのが、足元の緩やかな景気拡大の持続性であるが、これまでの景気拡張ペースや在庫及び設備投資循環の観点からは、戦後最長をうかがう展開も十分に有り得ると判断される。まず、景気拡張のペースを確認すると、景気拡張開始時点の実質 GDP の水準を 100 とした場合、今回の景気拡張期の実質 GDP は 57 ヶ月経過時点で 106.6 と、高度経済成長期の「いざなぎ景気(167.8)」は言うに及ばず、実感なき景気回復と言われた「いざなみ景気(108.8)」と比べても低い水準に止まっている。これは、2014 年 4 月の消費増税が一定の景気調整をもたらしたことや、デフレマインドが根強いなかで企業収益の改善を投資や消費の力強い拡大に繋げる好循環の確立に時間を要していることなどが背景として想定され、今回の景気回復も実感を伴わないとの指摘に繋がっている。ただ、景気拡張ペースが緩やかであることは、裏を返せば、景気過熱による歪みの蓄積が小さいことを示しているとも言え、更なる景気拡大の余地を考える上では前向きに捉えることができる。

次に、景気循環の観点から、在庫と設備投資の動きを確認すると、ともに今景気拡張期間中に調整局面を経ており、現在は先行きの景気を押し上げる方向にあることが示唆される(第3図)。短期の景気変動に影響する在庫循環をみると、2015 年から 2016 年の前半にかけての海外経済の減速を受けて在庫が積み上がり、その後に調整が進められてきた。足元では、内外需要の回復から在庫調整は概ね一巡し、再び在庫の積み増し局面に入りつつある。中期の景気変動をもたらす設備投資循環も、上述の海外経済の減速に円高方向への揺り戻しも加わって企業収益が伸び悩んだ時期が循環上の調整局面であった可能性が高く、現在は企業収益が増勢を取り戻すなかで、再び拡大局面に入ってきたと考えられる。

海外に目を向けると、米国の政権・政策運営の不透明感や、北朝鮮を巡る国際的な緊張の高まりなどが、金融市場の動揺などを通じて国内景気を攪乱するリスクに引き続き警戒が必要である。ただ、足元の企業や家計の所得面の底堅さと投資・消費マインドの改善傾向に、循環的な要因も加味すれば、当面は内需を中心とする緩やかな景気拡大基調が崩れる懸念は小さいとみられる。また、10 月の解散総選挙で与党が勝利したことで、政策運営の非連続的な変更が景気を変動させる可能性も遠のいており、実質 GDP 成長率は、2017 年度に前年度比+1.6%に着地、2018 年度は同+1.3%を確保すると予想する(第1表)。

第3図: 在庫及び設備投資循環



(資料) 内閣府、経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表: GDP計数の年度見通し

(前年度比、%)

	2015年度 (実績)	2016年度 (実績)	2017年度 (見通し)	2018年度 (見通し)
実質GDP	1.3	1.3	1.6	1.3
個人消費	0.6	0.7	1.0	0.9
住宅投資	2.8	6.6	1.2	▲ 1.8
設備投資	0.6	2.5	2.3	2.4
在庫投資(寄与度)	0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	0.3
公的需要	1.2	▲ 0.4	1.0	0.5
純輸出(寄与度)	0.1	0.8	0.4	0.1
輸出	0.7	3.2	4.8	2.3
輸入	0.2	▲ 1.3	2.3	1.8
名目GDP	2.7	1.1	1.7	1.8
GDPデフレーター	1.5	▲ 0.2	0.2	0.5

(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

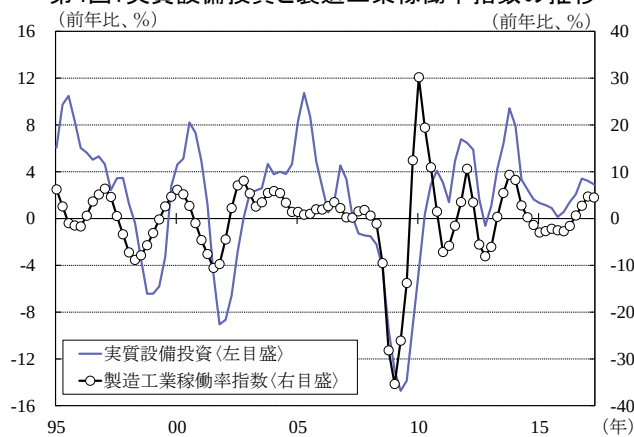
(1) ファンダメンタルズとマインド両面の改善が設備投資を後押し

7-9月期の実質設備投資は前期比年率+1.0%と4四半期連続の増加となった。足元、企業の設備投資を支えるファンダメンタルズは明確な改善傾向にある。まず、企業収益について各社発表の決算を集計すると、7-9月期の東証一部上場企業（除く金融業）の経常利益は前年比+21.2%（当室集計、11月22日時点で1,356社）と4四半期連続で増加し、水準としても過去最高を更新した。収益計画の上方修正も相次いでおり、企業が収益の先行きに対する見方を強めている様子がうかがえる。また、国内製造業の設備稼働率の状況を確認すると、7-9月期の製造工業稼働率指数は前年比+3.3%と、生産活動の活発化を受けて4四半期連続で前年を上回った（第4図）。こうした設備稼働率の改善は、好調な企業収益を前向きな設備投資へと振り向ける後押しになると考えられる。

実際、企業の設備投資に向けたマインドは積極化している。日銀短観の9月調査をみると、大企業の設備投資計画は前年度比+7.7%と、前回6月調査から小幅に下方修正されたものの、伸び率自体は引き続き高いレベルを維持した。業種別にみると、製造業では、自動車関連の素材の生産や研究開発投資などを目的として「化学」や「非鉄」などで強めの計画となっている（第5図）。一方、非製造業では、物流施設の拡充を進める「運輸・郵便」や、都心部の大型再開発案件を抱える「不動産」のほか、既存店強化を目的に省力化投資を実施する「小売」などが高めの数値となっている。

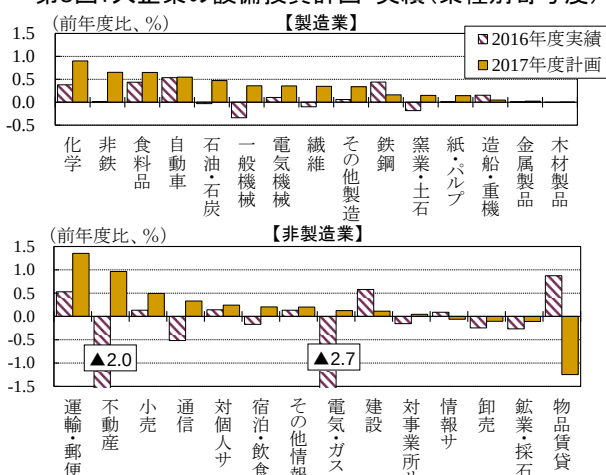
先行きの設備投資は、ファンダメンタルズとマインド両面の改善が後押しすることで、引き続き緩やかな増加基調を辿る見通しである。

第4図：実質設備投資と製造工業稼働率指数の推移



（注）それぞれ2四半期平均値。
（資料）内閣府、経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：大企業の設備投資計画・実績（業種別寄与度）



（資料）日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 正社員確保の動きが賃金を下支え

7-9月期の実質個人消費は前期比年率▲1.8%と、4-6月期（同+2.8%）の高い伸びの反動もあって7四半期ぶりに減少に転じた。8月には東日本を中心に降水量が増加するなど、夏場の天候に恵まれなかったこともサービス消費を中心に個人消費の押し下げ要因になっ

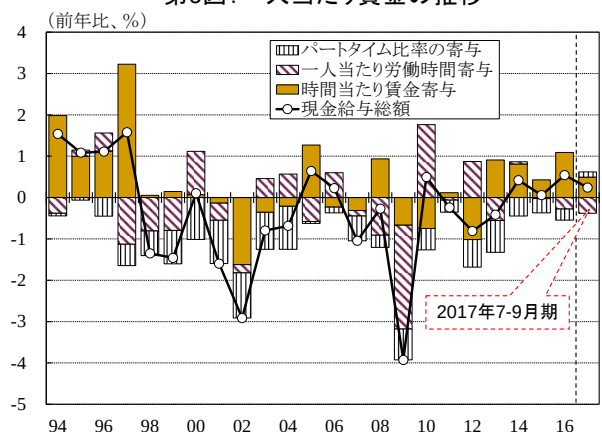
たとえられる。

他方、同期の実質雇用者報酬は前年比+1.6%と、10 四半期連続で前年を上回るなど、家計の所得面は底堅く推移している。労働需給のタイトな状況が続くなか、雇用者数の堅調な増加が家計の所得面を支える構図に変化はない。

雇用者報酬を巡っては、雇用者数が堅調に増加する一方、一人当たり賃金の伸び悩みが指摘されている。ただ、一人当たり賃金の増減を要因別に分解してみると、2013 年以降、時間当たり賃金は明確な増加傾向にあり、パートタイム比率の上昇と一人当たり労働時間の減少が主な押し下げ要因となっていることが確認できる（第 6 図）。こうした動きは、人手不足も背景に、高齢者や女性が自らに可能な働き方を選んで新たに職に就くという労働市場の構造的変化の現れである。足元では、直近 10 月の正社員の有効求人倍率が 1.03 倍と過去最高を更新したように、労働需給が一段とタイト化するなかで、企業が正社員確保の動きを強めてきており、高齢者や女性の労働参加が進むなかでも、直近 7-9 月期の一人当たり賃金ではパートタイム比率要因が 2005 年 10-12 月期以来のプラス寄与を記録している。この先、企業の正社員に対する需要が一段と高まるなか、一人当たり賃金は伸びを強めていくことが予想される。

家計の所得面が底堅さを維持するなか、このところ高値で推移する株価もマインドの改善に寄与していく公算が大きい（第 7 図）。この先の個人消費は、物価の緩やかな上昇が幾分重しとなることは想定されるものの、全体としては引き続き回復基調を辿る見通しである。

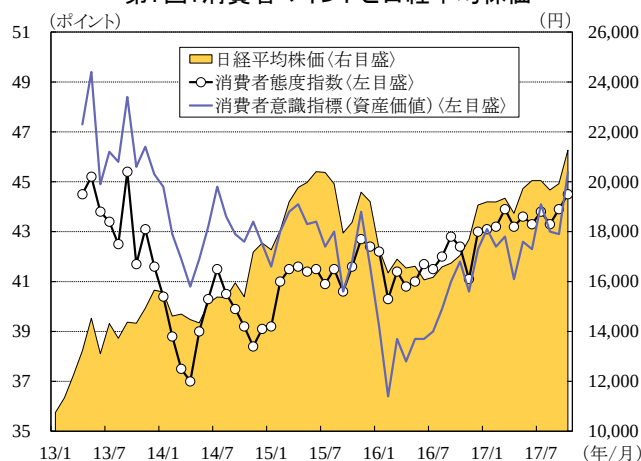
第6図：一人当たり賃金の推移



（注）直近データは7-9月期の四半期の値。

（資料）厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：消費者マインドと日経平均株価



（資料）内閣府統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（3）大筋合意に至った TPP11

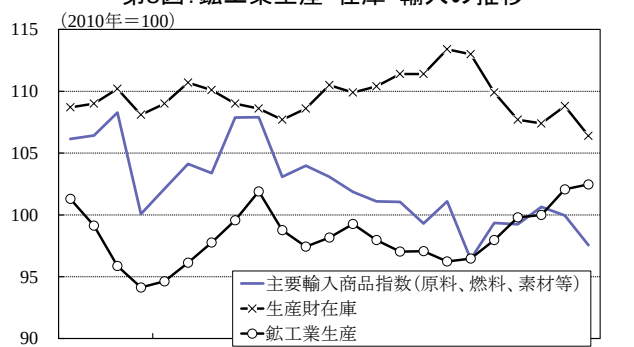
7-9 月期の純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP 成長率に対する寄与度は前期比年率+2.0%と、2 四半期ぶりのプラス寄与となった。実質輸出は同+6.0%と、自動車などに牽引された米国向けや、半導体を中心としたアジア向けの好調を背景に、2 四半期ぶりに増加した。一方、実質輸入は同▲6.2%と 5 四半期ぶりのマイナスとなった。液化天然ガスや石炭など原材料の減少が顕著であるが、これは前期の生産財（生産活動の中で原材料として利用さ

れる財) 在庫の積み上がりを受け、企業が在庫調整を行ったこと等によるものと考えられる(第8図)。もっとも、国内需要が拡大傾向にあるなか、生産財在庫は既に減少に転じており、輸入は先行き増加基調に復するとみられる。したがって、先行きの純輸出は、先進国経済の底堅さなどから輸出は増加が継続するものの、輸入の増加に相殺されることで、実質 GDP 成長率に対しては小幅ながらマイナス寄与となる見通しである。

なお、貿易を巡る政策面の動きとして、11月11日に「包括的及び先進的な環太平洋パートナーシップ協定(以下、TPP11)」が大筋合意に至ったことは特筆される。TPP11の経済圏としての規模は、米国の離脱により当初と比べて人口で約6割、GDPで約3割に縮小し、日本の貿易総額に占めるシェアも30.2%から14.4%へと半減する(第2表)。また、日本以外の10カ国のうち、カナダとニュージーランドを除く8カ国とは既にFTAを締結しており、日本の政府目標の基準でもある「FTA比率」の上昇は、現状比+1.8%ポイント程度に止まる。いずれにせよ、TPP11の「量」的なインパクトは米国の離脱により大きく縮小したことは否めない。その一方で、米国離脱後の11カ国間での交渉当初には50~60項目に上るとみられていた凍結項目が、知的財産分野を中心とした20項目程度に止められたことで、広範な分野での高レベルの自由化という「質」の面は維持された格好である。

今回の合意における最大の成果は、日本が主導する形で米国離脱後のTPPの空中分解を阻止したことといえる。トランプ大統領のあとの米国政権次第では、「日米のTPP」と「中国の一带一路」の並立の構図を復活させ、日本が引き続き世界の経済秩序形成に影響力を保持することが可能となる。また、世界の主要なメガFTA(EPA)のうち、日EUEPAに続いて日本が関わるEPAが具体的な前進を示したことは、自由貿易主義と保護主義の対立の構図において、日本が自由主義を牽引する姿を世界に印象付ける効果もあり、単純な経済効果以上に政治的な意義が大きいと評価できるだろう。もっとも、TPP11が最終的な締結・発効に至るには、NAFTA再交渉に絡むカナダ、メキシコの慎重な姿勢など、依然として不透明な部分も残されており、引き続き、政府の粘り強い交渉が期待される。

第8図: 鉱工業生産・在庫・輸入の推移



(注)『主要輸入商品指数(原料、燃料、素材等)』は、貿易統計「主要商品別時系列表」に記載のある商品のうち、鉱工業生産に関連すると考えられるものを数量ベースで指数化し、それぞれの2016年の輸入総額に占めるウェイトで加重平均したもの。

(資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表:「TPP11」の規模

	人口	GDP	日本の貿易総額 に占めるシェア	日本との二国間 EPAの有無	締結年
	万人	億ドル	%		
米国	32,108	181,207	15.8		
日本	12,698	43,799	—		
カナダ	3,582	15,528	1.4		
オーストラリア	2,401	12,299	3.6	○	2015年1月
ニュージーランド	465	1,733	0.4		
チリ	1,801	2,425	0.6	○	2007年9月
メキシコ	12,101	11,523	1.3	○	2005年4月
ペルー	3,115	1,923	0.2	○	2012年3月
ブルネイ	42	129	0.1	○	2008年7月
マレーシア	3,119	2,964	2.3	○	2006年7月
シンガポール	554	2,968	2.2	○	2002年11月
ベトナム	9,171	1,915	2.3	○	2009年10月
TPP11合計	49,047	97,207	14.4		
TPP合計	81,155	278,414	30.2		

(資料)IMF、財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 衆議院総選挙と財政

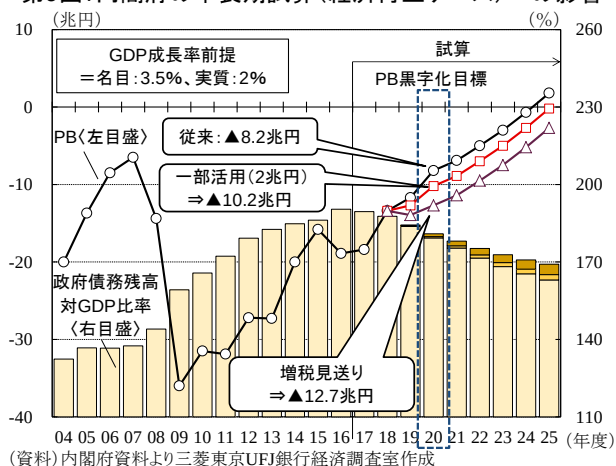
7-9 月期の実質公的需要は、政府最終消費支出の減少に加え、2016 年度補正予算の執行による効果が剥落したことで公共投資が前期比年率▲9.7%と大幅に減少し、全体では同▲2.4%と 3 四半期ぶりのマイナスとなった。政府は年内にも 2017 年度補正予算案を編成する方針を打ち出しているが、足元の良好な経済情勢を背景に公共事業の予算規模は 2016 年度比で小さくなる公算が高く、公共投資は当面弱含む見通しである。

10 月 22 日に投開票が行われた衆議院総選挙は、自民・公明の与党が 3 分の 2 超の 313 議席を獲得し圧勝した。安倍政権の経済政策は国民の信認を得た形となり、引き続き「生産性革命」と「人づくり革命」を 2 大柱と位置づけた成長戦略を中心にアベノミクスを推進すべく、年内にも経済政策パッケージが策定される見込みである。

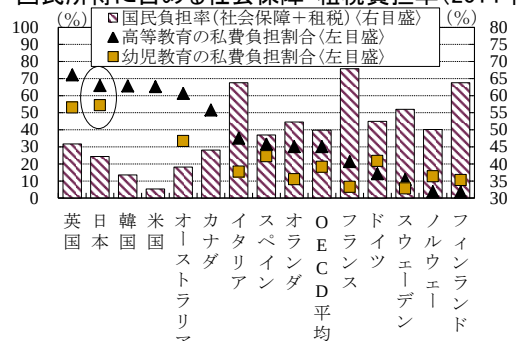
自民党は公約において「全世代型社会保障」への転換を掲げ、消費税率を 2019 年 10 月に予定通り 10%に引き上げた上で、増税分の一部を保育・幼児教育の無償化等の「人づくり革命（2 兆円規模）」の財源として活用するとした。一方で、従来は財政健全化に充てられる予定だった税収増加分の半分程度が教育無償化に振り向けられるため、結果として財政健全化は後退することになる。内閣府が 7 月に公表した「中長期の経済財政に関する試算」では、2020 年度のプライマリーバランス（PB）の見通しは名目 GDP 成長率が 3%超という強めの前提を置いた「経済再生ケース」でも▲8.2 兆円の赤字とされているが、消費増税の使途変更によりそれが▲10.2 兆円に悪化する計算である（第 9 図）。

教育機関への支出の国際比較をみると、日本は幼児教育・高等教育への公的支出割合が低く私費負担が大きいのが特徴である（第 10 図）。高齢者偏重の社会保障を若年層にも振り向け教育費に充当すること自体は、教育の私費負担割合の国際水準との格差を是正し、同時に子育て環境改善や高度人材育成を通じ少子高齢化の影響を緩和する観点からも意義あるものといえる。他方、教育の私費負担の小さい国では、社会保障・租税の負担率も高い傾向があるところ、日本では教育の無償化を追求しつつも、追加の国民負担を伴わず、他分野の歳出削減も実施しないのであれば、更なる財政の悪化は免れない。政府は、財政の持続可能性を損なわないよう、歳出・歳入バランスの改善に向けた具体策を策定し財政健全化の道筋を明示することが求められる。

第9図:内閣府の中長期試算(経済再生ケース)への影響



第10図:教育機関に対する支出の私費負担割合と国民所得に占める社会保障・租税負担率(2014年)



3. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

米 FRB が利上げに加えバランスシート縮小に乗り出し、欧州の ECB も資産購入プログラム（APP）の縮小を発表するなか、昨年 9 月に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを堅持している日銀の動向に注目が集まっている。日銀は「年間 80 兆円を目処」としたマネタリーベース増加ペースは既に市場実勢に合わせ年間 50 兆円を下回るペースにまで大きく落としているが、現在の緩和策の軸であるイールドカーブ・コントロールの操作目標（短期金利：▲0.1%、10 年物国債利回り誘導目標：0%程度）については今のところ変更する動きを見せていない。

来年にかけての日銀の金融政策を見通すに際しては、来年 4 月に任期満了が予定されている黒田総裁の後任人事もさることながら、やはり重要となるのは政策目標である物価の動向をどのように評価するかという点である。この点、黒田総裁が、11 月 13 日のスイスでの講演で、現状の物価情勢について「物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった」と述べており、従前からの評価を維持する一方、内閣府ではその判断について再考するような動きも出てきているのは示唆に富む。11 月 16 日、経済財政諮問会議の「金融政策、物価等に関する集中審議」のなかで内閣府は、GDP ギャップのプラス転化や過去最高の企業収益などを背景に、「デフレ脱却に向けた局面変化」がみられる、と指摘しているのである。

では、「デフレ脱却」と宣言できる状況とはどういった状況なのかについて、内閣府自身が 2006 年 3 月に公表した「デフレ脱却の定義と判断について」という資料をみると、「デフレ脱却」を「物価が持続的に下落する状況を脱し、再びそうした状況に戻る見込みがないこと」と定義しており、その判断に当たって、消費者物価や GDP デフレーター、需給ギャップ、ユニット・レーバー・コスト（単位生産当たりの労働費用）など物価の基調や背景を示す指標を重視するとしている。それらの指標について足元の推移をみると、7-9 月期に GDP デフレーターが前年比プラスになったことで足元は 4 指標ともプラス圏内にある（第 11 図）。内閣府や日銀が既に現状の物価情勢について「物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなった」とまでの評価をしていることを考え合わせると、「再びデフレに戻る見込みがない」との判断を付け加えることができれば、「デフレ脱却」を宣言することが可能になるということになる。

「再びデフレに戻る見込みがない」と判断するために何が必要かを鑑みるに、足元の物価上昇は原油価格の上昇や円安による一時的影響が大きいことを踏まえると、そうした影響が剥落した後でも何かによって物価が牽引されるという見通しが立つ、ということが重要なポイントになると考えられる。それは「需給ギャップの引き締め継続に加え、賃金など持続的な上昇が可能なものによってインフレ期待が押し上げられていく」という見通しに他ならない。この点、①来年の春闘を巡って安倍首相が経済界に 3%の賃上げを求めていること、②足元 10 月にコア消費者物価上昇率で前年比+0.8%まで上昇している物価情

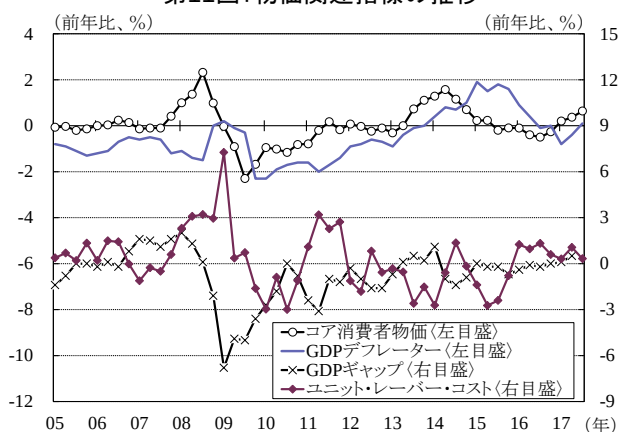
勢、③過去最高水準の企業収益などの外部環境を勘案すると、先行き、原油価格上昇などによる押し上げの剥落により一時的な物価上昇鈍化が見込まれるものの、2018 後半以降は高めの賃上げと高めの物価上昇の循環が一定程度定着していくことが予想される。かかる展開となれば、政府が再びデフレに戻る見込みがないと判断のもと「デフレ脱却」宣言を行うことは十分考えられ、それに伴って日銀が現在の緩和策の枠組みの範囲内でスタンスの微修正を始めることとなろう。その第一歩の手法としては、国債買入れ量を減らしやすくすることや、何度も政策変更を行わずに済むことなどを理由に、現状に比べ長期金利の変動を許容すること、すなわち長期金利目標のレンジ化（例えば 0～0.5%）などが考えられよう。

（2）長期金利と為替相場

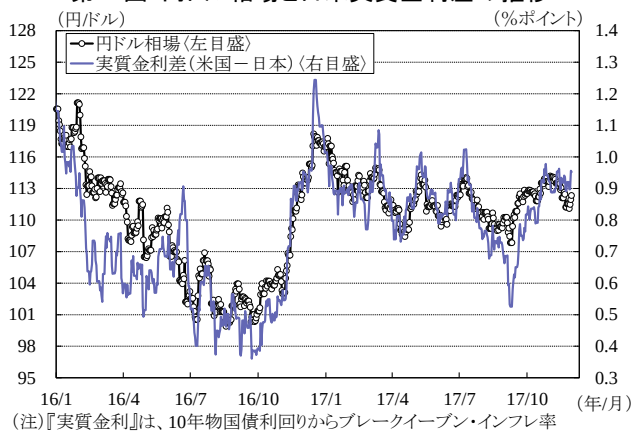
10 年物国債利回りは、投資家のリスク回避姿勢が和らいだ 10 月下旬に 0.07%まで上昇したが、足元は 0.03%程度で推移している。先行きは日銀のイールドカーブ・コントロールの下、当面 0～0.1%を中心とした推移が続くと見込まれるが、2018 年後半には長期金利目標のレンジ化などの一手が打たれることで、その後は緩やかながら上昇していくとみられる。

円ドル相場は、日米実質金利差に連動する形で 11 月上旬に 1 ドル 114 円台まで円安・ドル高が進んだが、足元では同 111 円台まで円高方向に戻している（第 12 図）。先行きの円ドル相場は、投資家のリスク回避姿勢の高まる局面では円高方向に進む一方、米国で金融政策正常化の動きがみられる際には、米国金利上昇を受けた日米金利差の拡大から円安方向に進行すると考えられるため、一進一退の動きが続くと予想される。

第11図：物価関連指標の推移



第12図：円ドル相場と日米実質金利差の推移



（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7～9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、%）	2.1	2.0	0.9	1.6	1.0	2.6	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.6	1.3
個人消費	1.2	0.4	1.7	0.5	1.4	2.8	▲ 1.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	0.7	1.0	0.9
住宅投資	3.7	13.3	12.3	1.1	3.5	4.6	▲ 3.5	▲ 4.7	▲ 3.2	▲ 1.6	▲ 0.8	0.0	3.2	6.6	1.2	▲ 1.8
設備投資	▲ 0.6	5.6	▲ 0.4	7.6	2.0	1.9	1.0	2.0	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	2.5	2.3	2.4
在庫投資（寄与度）	▲ 1.2	1.5	▲ 2.0	▲ 0.7	▲ 0.6	0.0	1.0	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.3
公的需要	5.0	▲ 5.2	0.6	▲ 2.0	0.0	6.5	▲ 2.4	0.2	0.5	0.8	0.6	0.7	0.9	▲ 0.4	1.0	0.5
うち、公共投資	▲ 0.4	▲ 2.8	▲ 1.4	▲ 10.3	0.5	25.3	▲ 9.7	▲ 4.7	▲ 2.4	▲ 1.2	▲ 0.4	0.4	1.2	▲ 3.2	1.8	▲ 1.7
純輸出（寄与度）	1.4	0.4	1.4	1.3	0.5	▲ 1.0	2.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.8	0.4	0.1
財貨・サービスの輸出	▲ 0.2	▲ 3.0	8.7	12.6	8.0	▲ 0.8	6.0	2.1	2.2	2.0	2.2	2.0	2.0	3.2	4.8	2.3
財貨・サービスの輸入	▲ 7.8	▲ 4.9	0.3	5.0	5.6	5.7	▲ 6.2	2.6	2.2	2.4	2.4	2.3	2.3	▲ 1.3	2.3	1.8
名目GDP（前期比年率、%）	3.9	0.5	0.1	1.9	▲ 0.1	2.5	2.5	2.2	2.3	▲ 0.6	3.9	1.6	2.5	1.1	1.7	1.8
GDPデフレーター（前年比、%）	0.9	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	0.1	0.2	0.8	0.4	0.7	0.5	0.6	▲ 0.2	0.2	0.5
鉱工業生産（前期比、%）	▲ 0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	2.1	0.4	▲ 0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	3.7	1.1
国内企業物価（前年比、%）	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.8	▲ 2.1	1.0	2.1	2.9	2.3	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	▲ 2.3	2.2	1.9
消費者物価（除く生鮮食品、 前年比、%）	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.2	0.4	0.6	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8	▲ 0.2	0.6	0.7
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	944	1,158	1,461	1,710	1,335	683	1,631	2,130	2,268	1,422	1,905	1,584	1,643	5,773	6,712	6,554
経常収支（10億円）	5,170	4,741	4,859	5,146	5,419	4,768	6,135	6,855	7,015	6,206	6,730	6,451	6,551	20,382	24,772	25,937
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	111	113	113	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)

	2015年度	2016年度	2017年			2017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)	1.3	1.3	1.0 (1.5)	2.6 (1.4)	1.4 (1.7)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.9	0.6	▲ 0.1 (0.8)	1.6 (2.5)	▲ 0.2 (1.5)	0.2 (2.2)	▲ 0.1 (2.0)	0.2 (1.7)	▲ 0.5 (1.0)	
鉱工業生産指数	▲ 0.9	1.1	0.2 (3.8)	2.1 (5.8)	0.4 (4.2)	2.2 (5.5)	▲ 0.8 (4.7)	2.0 (5.3)	▲ 1.0 (2.6)	0.5 (5.9)
鉱工業出荷指数	▲ 1.1	0.8	▲ 0.1 (3.7)	1.5 (5.2)	0.4 (3.7)	2.5 (5.3)	▲ 0.7 (4.1)	1.8 (5.8)	▲ 2.5 (1.5)	▲ 0.5 (2.6)
製品在庫指数	1.1	▲ 4.0	2.2 (▲ 4.0)	▲ 0.5 (▲ 2.9)	▲ 1.6 (▲ 2.4)	▲ 2.0 (▲ 2.9)	▲ 1.1 (▲ 2.3)	▲ 0.6 (▲ 2.9)	0.0 (▲ 2.4)	3.1 (1.9)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.9	112.9	111.5 [116.8]	112.5 [116.0]	110.7 [114.3]	110.4 [115.4]	113.3 [116.1]	108.6 [113.2]	110.3 [113.5]	114.2 [112.2]
国内企業物価指数	▲ 3.3	▲ 2.3	1.6 (1.0)	0.4 (2.1)	0.5 (2.9)	0.1 (2.2)	0.3 (2.6)	0.0 (2.9)	0.3 (3.1)	0.3 (3.4)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1 (0.2)	0.6 (0.4)	0.0 (0.6)	0.0 (0.4)	0.0 (0.5)	0.1 (0.7)	0.0 (0.7)	0.2 (0.8)
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	98.6	99.8 [96.1]	101.9 [96.3]	101.8 [98.0]	101.9 [96.6]	100.1 [97.2]	103.4 [99.2]	101.8 [97.6]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	4.1	0.5	▲ 1.4 (▲ 1.0)	▲ 4.7 (▲ 1.0)	4.7 (▲ 2.5)	▲ 1.9 (▲ 5.2)	8.0 (▲ 7.5)	3.4 (4.4)	▲ 8.1 (▲ 3.5)	
製造業	6.2	▲ 4.6	▲ 4.2 (▲ 6.8)	3.7 (3.5)	8.2 (9.2)	▲ 5.4 (▲ 3.2)	2.9 (▲ 1.8)	16.1 (14.7)	▲ 5.1 (14.8)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.5	4.3	0.0 (3.1)	▲ 9.9 (▲ 4.5)	1.6 (▲ 10.1)	0.8 (▲ 6.9)	4.8 (▲ 12.3)	3.1 (▲ 2.8)	▲ 11.1 (▲ 13.3)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 2.2	1.5	▲ 2.4 (3.1)	5.0 (6.6)	▲ 0.2 (4.3)	▲ 0.9 (6.1)	▲ 4.3 (1.5)	9.8 (10.1)	▲ 6.1 (2.1)	1.6 (5.4)
建設受注	▲ 0.9	4.0		(2.2)	(0.7)	(▲ 4.7)	(2.3)	(14.9)	(▲ 10.6)	(▲ 11.6)
民需	7.9	5.1		(4.8)	(▲ 7.0)	(5.0)	(▲ 0.1)	(8.4)	(▲ 3.2)	(8.0)
官公庁	▲ 15.6	8.4		(▲ 1.8)	(19.9)	(▲ 34.3)	(6.3)	(31.9)	(▲ 18.9)	(▲ 59.6)
公共工事請負金額	▲ 3.8	4.1		(9.9)	(2.6)	(▲ 7.9)	(▲ 0.6)	(▲ 5.4)	(▲ 7.9)	(▲ 10.4)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	92.1 (4.6)	97.4 (5.8)	97.5 (3.5)	100.2 (1.1)	95.6 (▲ 2.4)	100.3 (1.7)	97.4 (▲ 2.3)	94.2 (▲ 2.0)	95.2 (▲ 2.9)	93.3 (▲ 4.8)
新設住宅床面積	(2.1)	(4.1)	(3.3)	(1.0)	(▲ 3.7)	(1.5)	(▲ 3.2)	(▲ 3.9)	(▲ 3.9)	(▲ 5.4)
小売業販売額	0.8	▲ 0.2		(1.2)	(2.5)	(2.0)	(2.2)	(1.8)	(1.8)	(2.3)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.2	▲ 1.6		0.8 (▲ 2.0)	1.0 (0.2)	▲ 0.4 (0.0)	1.5 (2.3)	▲ 1.9 (▲ 0.2)	0.2 (0.6)	0.4 (▲ 0.3)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	72.1	73.1 [72.6]	75.3 [72.8]	69.6 [70.7]	74.1 [69.6]	69.2 [70.0]	69.8 [70.7]	69.8 [71.6]	71.0 [71.1]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 1.3	▲ 0.7	1.5 (1.2)	▲ 0.4 (0.9)	▲ 0.2 (0.9)	▲ 0.1 (0.7)	▲ 0.8 (0.6)	▲ 0.2 (0.6)	1.8 (1.5)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.2	0.4		(0.2)	(0.5)	(0.2)	(0.4)	(▲ 0.6)	(0.7)	(0.9)
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	98	103	112	131	130	130	134	123	133	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.23	1.39	1.44 [1.29]	1.49 [1.35]	1.52 [1.37]	1.51 [1.36]	1.52 [1.37]	1.52 [1.37]	1.52 [1.38]	1.55 [1.40]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.3	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	48.8	46.4	49.2 [45.6]	50.1 [42.6]	50.1 [45.2]	49.9 [41.2]	51.0 [45.1]	49.6 [45.6]	49.6 [44.8]	49.9 [46.2]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,684 (▲ 9.0)	8,381 (▲ 3.5)	2,079 (▲ 3.0)	2,188 (2.8)	2,032 (▲ 2.6)	706 (▲ 7.5)	714 (0.3)	639 (▲ 12.0)	679 (4.6)	733 (7.3)

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2015年度	2016年度	2017年			2017年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
通関輸出	▲0.7	▲3.5	(8.5)	(10.5)	(15.1)	(9.7)	(13.4)	(18.1)	(14.1)	(14.0)
価格	2.0	▲5.8	(3.1)	(5.2)	(8.8)	(5.5)	(10.5)	(7.0)	(8.9)	(9.8)
数量	▲2.7	2.4	(5.1)	(5.1)	(5.8)	(4.0)	(2.6)	(10.4)	(4.8)	(3.8)
通関輸入	▲10.2	▲10.2	(8.6)	(16.2)	(14.5)	(15.5)	(16.3)	(15.3)	(12.1)	(18.9)
価格	▲8.4	▲10.7	(6.2)	(10.8)	(12.5)	(10.8)	(12.6)	(12.6)	(12.4)	(15.2)
数量	▲1.9	0.5	(2.2)	(4.9)	(1.8)	(4.2)	(3.2)	(2.4)	(▲0.2)	(3.2)
経常収支(億円)	178,618	203,818	59,697	45,622	69,717	9,288	23,200	23,804	22,712	
貿易収支(億円)	3,296	57,726	10,961	9,493	17,375	5,169	5,666	3,187	8,522	
サービス収支(億円)	▲13,527	▲13,816	50	▲2,834	▲2,930	▲561	▲2,373	202	▲758	
金融収支(億円)	238,492	249,299	52,424	44,237	48,142	12,390	8,542	19,230	20,371	
外貨準備高(百万ドル)	1,262,099	1,230,330	1,230,330	1,249,847	1,266,310	1,249,847	1,260,040	1,268,006	1,266,310	1,260,925
対ドル円レート(期中平均)	120.13	108.37	113.60	111.06	111.01	110.91	112.44	109.91	110.68	112.96

3. 金融

	2015年度	2016年度	2017年			2017年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
無担保コール翌日物金利	0.063	▲0.045	▲0.042 [0.035]	▲0.054 [▲0.050]	▲0.054 [▲0.046]	▲0.056 [▲0.055]	▲0.054 [▲0.043]	▲0.049 [▲0.043]	▲0.058 [▲0.052]	▲0.037 [▲0.037]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.157	0.057	0.056 [0.122]	0.056 [0.060]	0.062 [0.057]	0.056 [0.059]	0.075 [0.058]	0.056 [0.058]	0.056 [0.056]	0.063 [0.056]
新発10年国債利回り	▲0.050	0.065	0.065 [▲0.050]	0.075 [▲0.230]	0.060 [▲0.085]	0.075 [▲0.230]	0.075 [▲0.195]	0.010 [▲0.070]	0.060 [▲0.085]	0.065 [▲0.050]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.924	0.847	0.847 (▲0.006)	0.842 (▲0.005)	0.831 (▲0.011)	0.842 (▲0.007)	0.841 (▲0.001)	0.839 (▲0.002)	0.831 (▲0.008)	0.834 (0.003)
日経平均株価 (225種、末値)	16,759	18,909	18,909 [16,759]	20,033 [15,576]	20,356 [16,450]	20,033 [15,576]	19,925 [16,569]	19,646 [16,887]	20,356 [16,450]	22,012 [17,425]
M2平残	(3.5)	(3.6)	(4.1)	(3.9)	(4.0)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.1)
広義流動性平残	(3.7)	(1.8)	(2.2)	(2.8)	(3.7)	(3.0)	(3.5)	(3.7)	(3.8)	(4.0)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.4)	(2.8)	(3.1)	(3.1)	(3.3)	(3.2)	(2.9)	(2.8)
	銀行計	(2.5)	(2.4)	(2.8)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.2)	(3.0)	(2.8)
	都銀等	(1.2)	(1.2)	(2.0)	(2.8)	(2.8)	(3.1)	(3.2)	(2.3)	(2.0)
	地銀	(3.7)	(3.5)	(3.6)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.8)	(3.7)	(3.7)
	地銀Ⅱ	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	(2.9)
	信金	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(2.8)	(2.7)	(2.8)	(2.7)	(2.8)	(2.6)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.7)	(3.8)	(4.5)	(4.5)	(4.7)	(4.5)	(4.4)	(4.5)	(4.4)
	都銀	(4.5)	(5.5)	(6.4)	(6.5)	(6.4)	(6.4)	(6.3)	(6.5)	(6.3)
	地銀	(3.0)	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.6)	(2.7)	(2.6)	(2.5)	(2.6)
	地銀Ⅱ	(2.5)	(2.1)	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.2)

(注)新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料)内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅱ. 米国

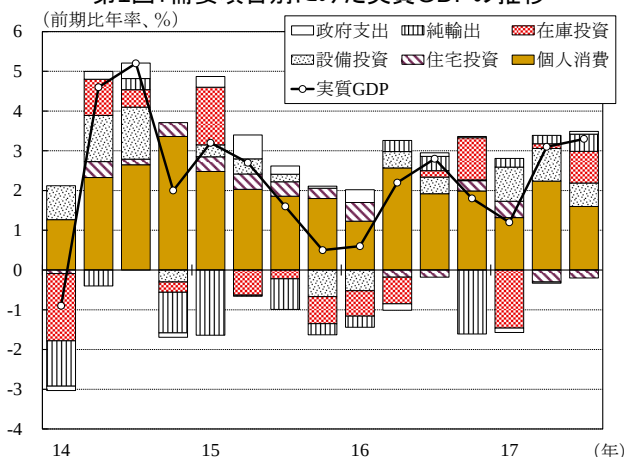
～税制改革の実現は来年に持ち越しも、景気の自律的な拡大は継続～

1. 景気の現状

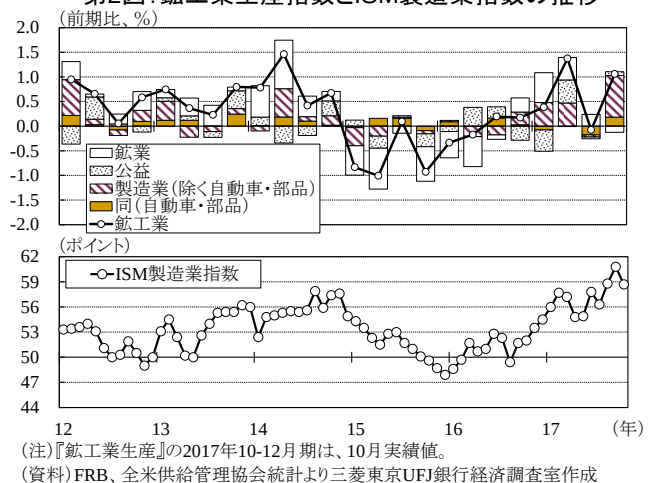
7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.3%と、前期（同+3.1%）に続き高い水準を維持した（第 1 図）。需要項目別にみると、個人消費は同+2.3%、設備投資は同+4.7%と堅調な増加を続けた。また、成長率が高めとなった要因として、在庫投資による押し上げ効果（同+0.8%の寄与度）が挙げられるが、その影響を除いても同+2%台半ばの成長率となる。景気は国内需要を中心とした緩やかな拡大を続けているといえる。

8 月末から 9 月にかけて米国南東部に相次いで大型ハリケーンが上陸したが、下記の通り各種経済指標に様々な形でその影響が現れたものの、景気に変調を及ぼすような事態には至らなかったようだ。例えば、一部のサプライチェーンが分断されたことで鉱工業生産は 7-9 月期に前期比で減少したが（第 2 図）、統計発表元である FRB はそうした影響がなければ増加していたと試算している。実際、鉱工業生産は 10 月に高い伸びを示しており、企業の生産活動は引き続き拡大基調にあることが確認された。製造業の景況感を示す ISM 指数も高い水準で推移しており、こうした見方をサポートしている。また、雇用統計では、9 月の雇用者増加数が大幅に縮小するなど一時的に下振れたが、10 月には反発・増加し、こちらも影響は一時的なものに止まっている模様だ。小売売上高では、買い替え需要による新車販売の増加を背景に 9 月の実績は前月比+1.9%と高い伸びになるなど、早くも復興需要がプラスに寄与している面もある。同様に、復興需要は住宅着工件数の増加にも表れている。総じて、ハリケーン上陸前後の景気状況に大きな変化はみられないといえる。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：鉱工業生産指数とISM製造業指数の推移



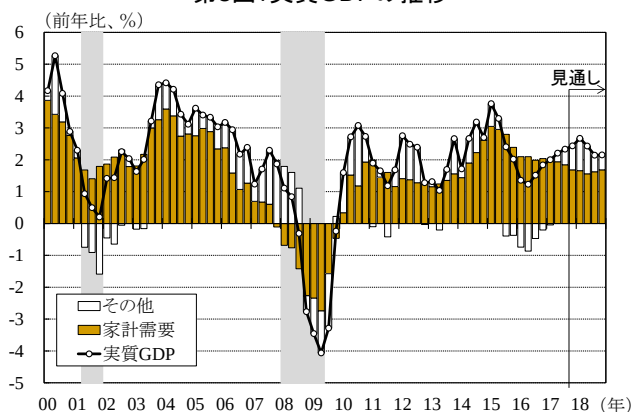
2. 今後の見通し

米国経済はこの先、概ね年率+2%程度の成長ペースを維持するものと予想する（第3図）。家計部門では、賃金の加速が緩やかに止まるなかでも、雇用者数が着実に伸びることで個人所得の増加が続く、消費の拡大を支える構図が維持されるとみられる。企業部門では、国内需要の高まりや世界的な景気の堅調を受け、この先も設備投資や輸出は緩やかに拡大を続けると見込まれる。7-9月期の成長率を押し上げた在庫投資に関しても、在庫循環上は調整局面を終え積み増し局面に移行しつつある段階であり、当面、景気の拡大基調に水を差すような調整が起きる可能性は小さい（第4図）。金融政策では、パウエル次期FRB議長の下でも当面は現在の政策路線が継続される公算が大きく、利上げペースは景気に配慮した緩やかなものとなる見通しである。

政治面に目を向けると、税制改革の実現に向けた審議が進展しているものの、上下両院間で意見の隔たりは大きく、また、12月8日に期限が到来する暫定予算の審議にも時間を割く必要があり、依然として早期成立へのハードルは高い。税制改革の実現は来年に持ち越しになると予想する。加えてNAFTA再交渉の帰趨は更に見通し難い。アメリカ、カナダ、メキシコの3カ国は、当初目標としていた年内妥結を断念し、来年3月を目処に合意することを目指している。一部の項目での交渉進展が報道されてはいるものの、焦点である原産地規則の変更やサンセット条項（5年ごとにNAFTAの継続について3カ国が合意しなければ自動的に失効）の導入といった米国とカナダ・メキシコの意見が対立している項目ではまだ落とし所がみえておらず、米国のNAFTA離脱というリスクシナリオも排除出来ない。また、来年7月のメキシコ大統領選や11月の米国中間選挙といった各国の政治イベントが続く中で交渉が長期化し、企業の投資行動に悪影響を及ぼす可能性もある。

トランプ大統領は、11月5日から14日にかけてアジアを歴訪したが、10日に出席したAPEC総会では改めて、米国の通商交渉において二国間交渉と貿易赤字の削減を重視する意向を示した。中間選挙まで残り1年となる中で、トランプ政権が支持層に対しどのような形で実績を示すのか、通商交渉の行方には引き続き注意を払っておく必要がある。

第3図：実質GDPの推移

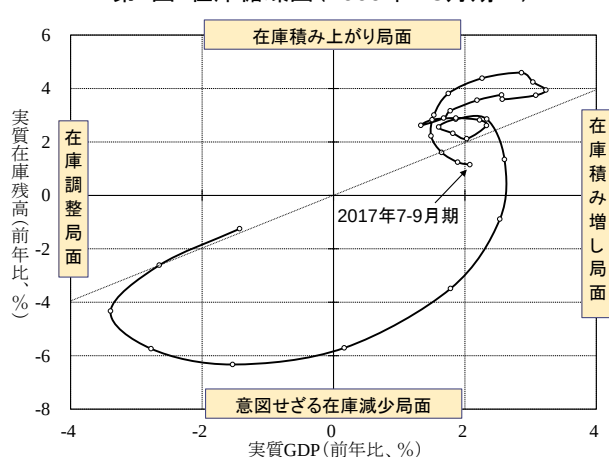


(注) 1. 『家計需要』は、「個人消費」と「住宅投資」の合計。

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：在庫循環図(2009年1-3月期～)



(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) 雇用者増加数は底堅い増加を続けるも、賃金上昇率に加速感はみられず

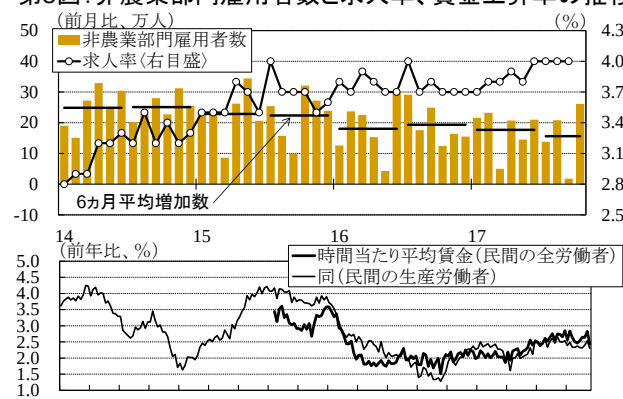
雇用環境は改善が続いている。直近 3 ヶ月の非農業部門雇用者数は平均で前月比+16.2 万人増と、底堅く増加している。長期的にみれば雇用者増加数は徐々に水準を切り下げているが、雇用拡大ペースが巡航速度（就業可能人口の増加幅、足元の労働参加率と失業率から計算すると、雇用者数が前月比+11 万人程度のペースで増加すれば新たな労働市場参加者を吸収可能）に収斂するなかでの動きであり、特段懸念するものではない。企業の採用意欲は引き続き高いことから、雇用環境の改善はこの先も継続するとみられる。

一方、賃金上昇率には依然として加速感がみられない。現在の失業率（4.1%）は 2000 年以来の低い水準にあるが、賃金上昇率は前年比+2%台と 2000 年代初頭や金融危機前と比較して低位で推移している。

時間当たり賃金（＝名目雇用者報酬／総労働時間）は、労働生産性（＝名目 GDP／総労働時間）と、労働分配率（＝名目雇用者報酬／名目 GDP）に分解できる（第 6 図）。うち、労働分配率の変化による影響は 1980 年代や 2000 年代前半にはマイナスに寄与している。企業が創出した付加価値は雇用者に還元されるよりも、株主等により多く分配される状況が続いていたと推察されるが、足元ではその傾向には歯止めがかかっており、企業収益の拡大が賃金上昇に繋がり易い状況にはなっている。その一方で、金融危機以降、労働生産性の伸びは明らかに鈍化しており、この面では賃金支払いの原資が限られてきていると考えられる。労働生産性鈍化の背景には様々な構造的な要因の存在が指摘されており、この先も賃金上昇率の加速は緩やかなものに止まる可能性が高い。

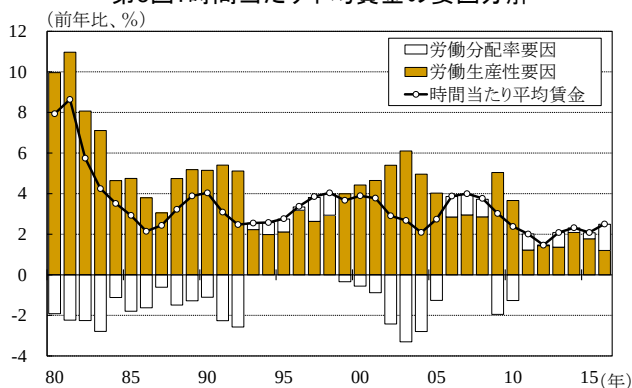
もっとも、賃金の伸び率が前年比+3%程度に止まったとしても、雇用者数の増加も加味すれば、両者を掛け合わせた雇用者報酬は同+4%程度の増加を維持できるとみられる。こうした個人所得の増加は、この先の個人消費を下支えすることとなろう。

第5図：非農業部門雇用者数と求人率、賃金上昇率の推移



(注)『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。
(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：時間当たり平均賃金の要因分解



(注)『時間当たり平均賃金』は、以下により表される。
ただしWは「名目雇用者報酬」、Y_Nは「名目GDP」、Hは「総労働時間」を表す。
 $W/H = W/Y_N \times Y_N/H = \text{労働分配率} \times \text{労働生産性}$
(資料) 米国労働省、商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 設備投資の増加ペースは緩やかなものに

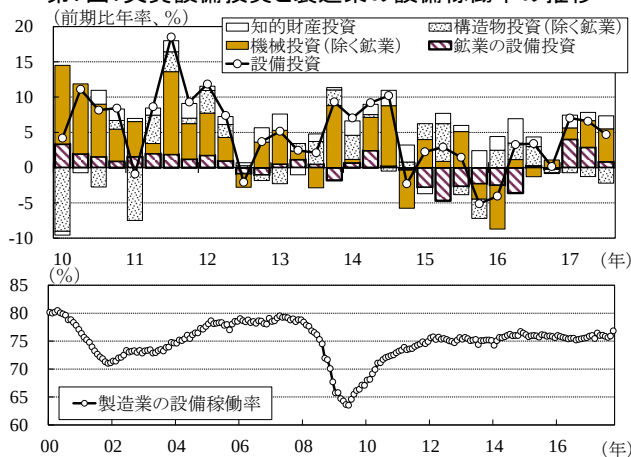
企業の生産活動は、国内需要の高まりに加え、堅調な世界経済を背景に輸出が増加していることで、拡大が続いている。こうした中、企業の設備投資意欲は高い水準にあり、設備投資の先行指標である非資本財受注（除く航空機）は底堅い増加を続けている。もっとも、今年前半の設備投資の高い伸びを支えていた鉱業関連投資は、原油価格の持ち直しが一巡する中で頭打ちになりつつある（第7図）。また、設備稼働率は徐々に上昇しているものの、その水準は金融危機前に比べて低く、設備の不足感は依然として強くないとみられる。設備投資は増勢を維持するものの、そのペースは緩やかなものになる公算が大きい。

(3) 税制改革法案の審議は前進も、実現は来年に持ち越しへ

11月16日に下院で税制改革法案が可決され、上院でも独自の法案について審議が進むなど、税制改革は実現に向け前進している。もっとも、トランプ政権と共和党指導部が目指す年内の法案成立のハードルは高い。仮に上院での採決がスムーズに進んだとしても、上院と下院の法案には所得税の税率区分や法人減税実施のタイミング、企業の課税逃れに対する対策等で差異が大きく、上下両院の法案一本化の作業には相応の時間を要するとみられる。加えて、12月8日には暫定予算の期限が到来するため、その前に予算法案を成立させるか、暫定予算の延長法案を可決する必要もある。議会開催日数が限られていることを考えると、実際に減税が実施されるのは中間選挙前の来年中頃になると想定される。

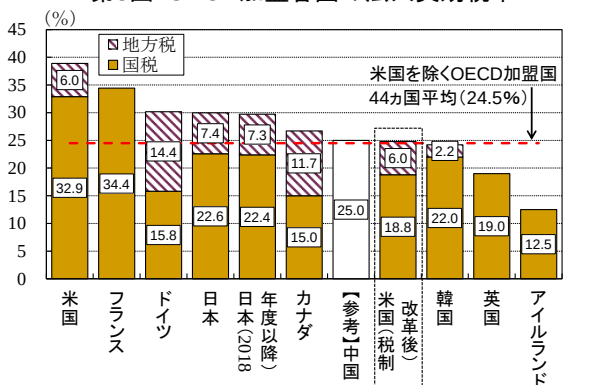
法人税率の20%への引き下げが実現すれば、先進諸国の中で最も高いと言われている米国の法人実効税率は日本やドイツ、フランスの水準を下回り、韓国や中国並みとなる（第8図）。しかし、減税は企業の最終利益の押し上げ要因にはなるものの、生産性が低下し成長期待が弱まる中では、減税分のうち投資に回るのの一部に止まると考えられる。税制改革による実質GDP成長率の押し上げ効果は、個人所得減税分を含め2018年に+0.1%ポイント、2019年に+0.2%ポイント程度に止まる見込みである。

第7図: 実質設備投資と製造業の設備稼働率の推移



(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

第8図: OECD加盟各国の法人実効税率



(注) 1. 米国の『地方税』は、各州の平均値 (OECD算出)。税制改革後の連邦法人税の実効税率は州税が控除され、 $20\% \times (100 - 6.0) \div 100 = 18.8\%$ 。
2. 中国の実効税率は財務省資料に基づく。

(資料) OECD、財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

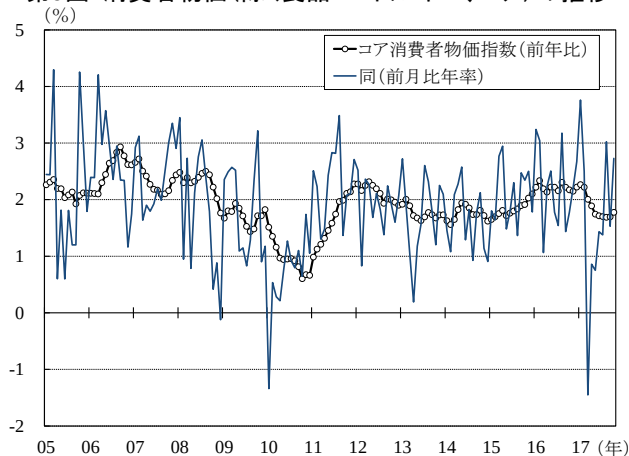
4. 金融政策と長期金利

FRB は 10 月からバランスシートの縮小を開始した。FRB による市場との丁寧な対話が奏功し、市場に大きな動揺は生じず、10 年物国債利回りは縮小開始後も概ね 2.3% 台で安定的に推移している。バランスシートの縮小は、この先も余程のショックがない限り、スケジュール通り整齐と進められる公算が大きい。12 月の FOMC においても今年 3 回目となる利上げが決定される見通しである。年初来、物価上昇率は弱含んでおり、利上げ継続観測が弱まる場面もみられたが、足元では持ち直しの兆しが確認された（第 9 図）。前月比でみた物価上昇率は、均してみれば 2016 年と同水準に持ち直しており、今後は景気の拡大継続に合わせ、物価は徐々に上昇ペースを速めていくとみられる。

トランプ大統領は FRB 次期議長にパウエル現 FRB 理事を指名したが、これまでのパウエル氏の発言等からは、当面は現在の政策路線が継続される公算が大きい（第 1 表）。2018 年についても、計 3 回の緩やかなペースでの利上げを予想する。ただ、市場は 2018 年中の利上げに関しては、今のところ十分には織り込んでいない模様である（FF 金利先物から算出される市場参加者の平均的な利上げ見込み回数は、1 回 0.25% の利上げを前提に 1.6 回）。10 年物国債利回りは今後、来年の利上げが徐々に市場に織り込まれるに従い、緩やかに上昇するが、年終盤に 2.8% に上昇する程度に止まろう。潜在成長率が低下しているとみられる中では、利上げの到達点、ひいては長期金利もかつてに比べれば抑制された水準になると考えられる。

なお、イエレン議長は、パウエル氏の議長就任後には FRB 理事の職も辞することを表明しており、現在 3 名が空席となっている FRB 理事のポストが更にもう 1 つ空くこととなる。また、ニューヨーク連銀のダドリー総裁も来年半ばに退任する意向を示しているほか、今年 4 月に辞任したリッチモンド連銀総裁の後任もまだ決まっていない。29 日にはグッドフレンド氏が FRB 理事に指名されたが、2018 年の FOMC で投票権を持つメンバー 12 名のうち 5 名については依然として名前が挙がっていない。その人選によっては金融政策の方向性が大きく変わりうる点には留意が必要である。

第9図: 消費者物価(除く食品・エネルギー、コア)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1表: パウエル氏のこれまでの発言

項目	発言内容
利上げの到達点	・ダイナミズム低下による投資・TFPの低迷で、潜在成長率は前年比+2%程度に ・潜在成長率と中立利子率(自然利子率)はほぼ連動 ・金融政策では経済を回復させることはできても、成長力そのものを高めることは困難
利上げのペース	・景気の持続的回復への最善策は緩やかな利上げ継続 ・極端な低金利が続くと、過剰なリスクテイクを促し、いずれは資産価格や信用の伸びが持続不可能なほど高まる恐れがある
BS縮小	・今後3~4年で保有資産を2.5~3兆ドル程度に縮小
非伝統的金融政策	・これまでのデータに基づけば、(買い入れ)政策の効果が非常に大きかったこと、そしてリスクが現実化しなかったことは明白 ・経済に供給余力が存在する局面では、非伝統的金融政策は家計と企業の支出を押し上げるために適切な手段

(資料) 各種資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

米 国 経 済 ・ 金 融 見 通 し

見通し→

	2016				2017				2018				2016年	2017年	2018年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、％）	0.6	2.2	2.8	1.8	1.2	3.1	3.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	1.5	2.2	2.3
個人消費	1.8	3.8	2.8	2.9	1.9	3.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.4	2.6	2.7	2.7	2.3
住宅投資	13.4	▲ 4.7	▲ 4.5	7.1	11.1	▲ 7.3	▲ 5.1	2.2	2.0	1.8	1.5	1.0	5.5	1.1	0.4
設備投資	▲ 4.0	3.3	3.4	0.2	7.2	6.7	4.7	3.6	3.6	3.5	3.4	3.4	▲ 0.6	4.5	3.9
在庫投資（寄与度）	▲ 0.6	▲ 0.7	0.2	1.1	▲ 1.5	0.1	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1
政府支出	1.8	▲ 0.9	0.5	0.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.4	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	0.8	▲ 0.0	1.0
純輸出（寄与度）	▲ 0.3	0.3	0.4	▲ 1.6	0.2	0.2	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	▲ 2.6	2.8	6.4	▲ 3.8	7.3	3.5	2.2	3.3	3.5	3.2	3.0	2.7	▲ 0.3	3.1	3.1
輸入	▲ 0.2	0.4	2.7	8.1	4.3	1.5	▲ 1.1	4.5	3.7	3.9	4.1	4.3	1.3	3.3	3.2
国内民間最終需要	1.3	3.4	2.6	2.7	3.1	3.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.7	2.3	2.9	2.5
名目GDP（前期比年率、％）	0.8	4.7	4.2	3.8	3.3	4.1	5.5	3.7	3.8	3.8	3.9	4.0	2.8	4.0	4.0
鉱工業生産（前期比年率、％）	▲ 1.3	▲ 0.7	0.8	0.7	1.5	5.6	▲ 0.3	2.0	2.2	1.9	2.1	2.2	▲ 1.2	1.7	2.0
失業率（％）	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.4	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	3.9	4.9	4.4	4.0
生産者物価（前年比、％）	0.0	0.1	0.2	1.4	2.0	2.2	2.3	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8	0.4	2.1	1.8
消費者物価（前年比、％）	1.1	1.0	1.1	1.8	2.6	1.9	2.0	1.9	1.8	2.1	1.9	2.0	1.3	2.1	1.9
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,876	▲ 1,864	▲ 1,834	▲ 1,951	▲ 2,006	▲ 2,014	▲ 1,955	▲ 1,951	▲ 1,976	▲ 2,022	▲ 2,068	▲ 2,114	▲ 7,525	▲ 7,925	▲ 8,182
経常収支（億ドル）	▲ 1,192	▲ 1,082	▲ 1,103	▲ 1,140	▲ 1,135	▲ 1,231	▲ 1,168	▲ 1,160	▲ 1,182	▲ 1,224	▲ 1,266	▲ 1,308	▲ 4,517	▲ 4,695	▲ 4,980
3. 金融															
FFレート誘導目標（％）	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.75-1.00	1.00-1.25	1.00-1.25	1.25-1.50	1.50-1.75	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	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9	2.1	0.8	1.3	1.9
10年物国債利回り（％）	1.9	1.8	1.6	2.1	2.4	2.3	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	1.8	2.3	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

～政治リスクは燦るも、景気的良好さはこの先も持続へ～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏の 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.6%と前期（同+0.7%）並みの高い伸びを維持した（第 1 表）。需要項目別の内訳は未公表ながら、月次の経済指標から推測するに、内外需共に堅調に推移したとみられる。直近の企業景況感をみると、製造業で受注増などを背景に統計開始以来の最高水準まで上昇しているほか、消費者マインドも雇用環境の改善などを受け上昇が続いている。こうした良好な企業・消費者心理は、企業収益や家計所得の増加を支出の拡大へと円滑に繋げ、景気の循環的な回復をサポートしていると言える。実質 GDP 成長率を主要国別にみると、フランスでは、輸出（同+0.7%）や設備投資（同+0.9%）の伸びに加え、個人消費が雇用の改善を背景に同+0.9%と堅調だったことから、同+0.5%と高めの伸びを維持、また、ドイツは、個人消費は年前半に高めの伸びが続いたことから同▲0.2%と小幅に減少したものの、輸出が同+1.6%と大きく増加したことが成長を牽引したことにより、同+0.8%と加速した。

(2) 今後の見通し

ユーロ圏の景気はこの先も内需主導で良好さを保とう。個人消費は雇用・所得環境の循環的な改善に加え、物価加速の一巡により実質所得への下押し圧力が次第に緩和することもあるとあって、底堅い推移が見込まれる。設備投資は稼働率の上昇や企業収益の回復を受け、輸出は海外景気の回復に伴い、それぞれ増勢を維持しよう。実質 GDP 成長率は、2017 年は前年比+2.2%、2018 年も同+1.7%と、同+1%強とみられる潜在成長率を上回る見通しである（第 1 図）。

政治面では、9 月に実施されたドイツの総選挙で、与党であるキリスト教民主・社会同盟（CDU/CSU）が議席を減らす結果となった。安定した政権運営のためには他の政党と連立を組む必要があるが、自由民主党、緑の党との連立協議は決裂しており、CDU/CSU は、選挙直後に下野を表明した第二党である社会民主党との連立協議に臨んでいる。ただ、協議は難航するとみられており、少数与党政権の発足や再選挙の実施となれば、政局が不安定化するリスクがある。また、イタリアでは来年 5 月までに総選挙が実施される予定だが、最近の世論調査の結果は、現与党・民主党が議席数を減らし、どの政党も過半数を得られない可能性を示唆している。

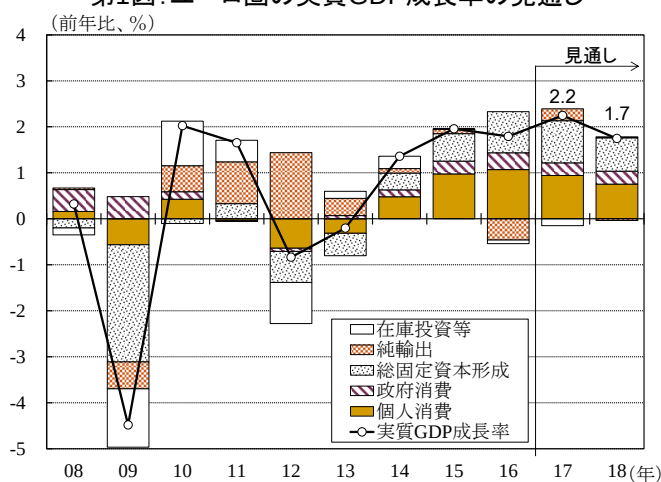
今のところ、こうした政治リスクが景気回復を阻害する程の直接的影響をもたらすとは思われないが、中長期的には EU 統合の推進力を弱める方向に働く可能性があり、注意を要しよう。

第1表：ユーロ圏主要国の実質GDP成長率の推移

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

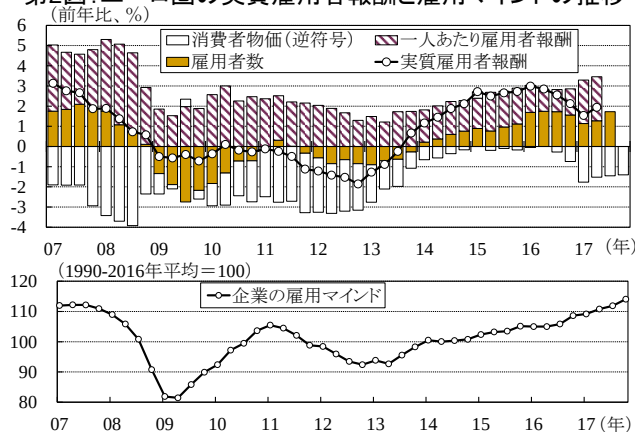
(3) 見通し上のキーポイント

①個人消費はこの先も底堅く推移

7-9 月期の実質小売売上高は雇用・所得環境の改善に支えられ前期比+0.6%の増加と前期に続き高めの伸びを維持しており、GDP 統計上の個人消費も底堅さを保った可能性が高い。個人消費のベースとなる雇用・所得環境をみると、雇用者数は、建設業やサービス業での労働需要拡大を受け増加ペースが加速してきている（第2図上段）。また、一人あたり雇用者報酬も、労働需給の引き締まりを受け増勢を維持しているとみられる。

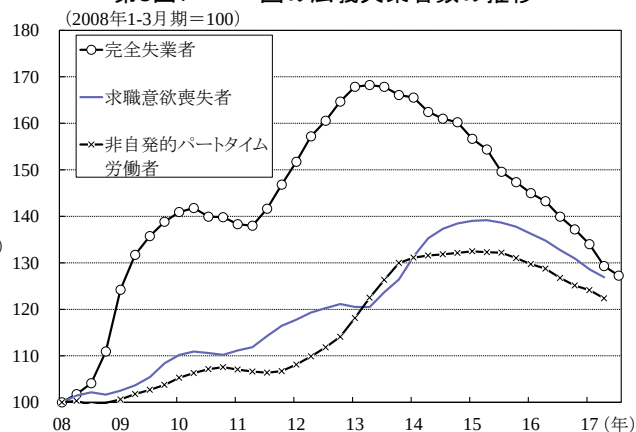
労働需要の強さを示す企業の雇用マインドも、サービス業や建設業を中心に上昇が続いている（第2図下段）。失業者数や、潜在的な労働供給を示す求職意欲喪失者数は未だリーマン・ショック前の水準に戻っていないが、逆に見れば、労働市場には未だ改善する余地があることを示しているともいえる（第3図）。加えて、物価加速による実質所得への押し下げ圧力が今年の1-3月期をピークに緩和しつつあることや、消費者マインドの改善が継続していることから、所得の改善が個人消費の拡大に結びつく循環は維持されるとみてよいだろう。

第2図：ユーロ圏の実質雇用者報酬と雇用マインドの推移



(注)『企業の雇用マインド』は、製造業と小売業、サービス業、建設業の平均。
(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：ユーロ圏の広義失業者数の推移

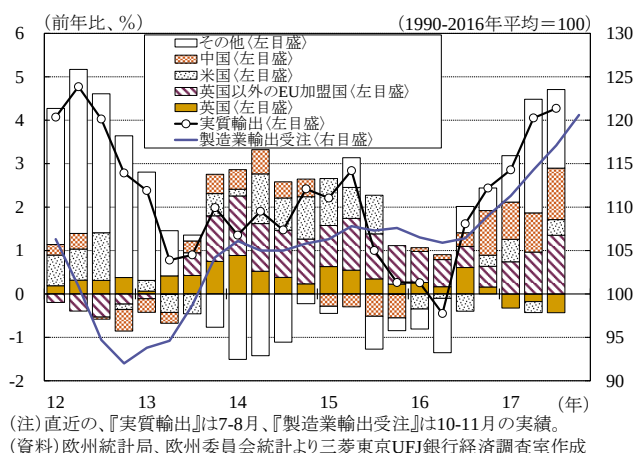


(注)『求職意欲喪失者』、『非自発的パートタイム労働者』は、4四半期移動平均。
(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

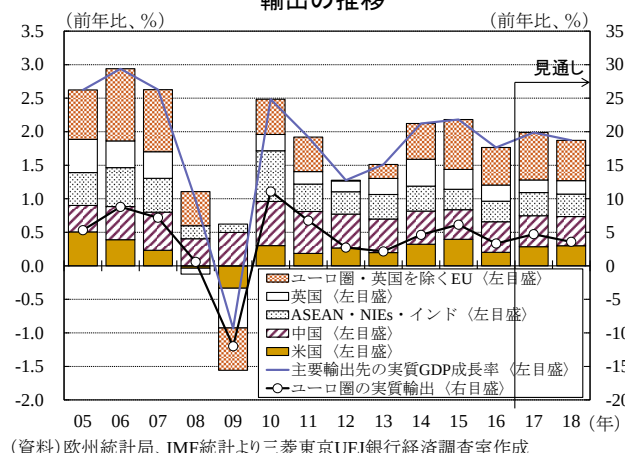
②海外経済の回復が輸出の拡大をサポート

7-8 月の実質輸出は英国向けが小幅に減少したものの、英国以外の EU 加盟国や中国、ロシア向けなどが好調に推移した（第 4 図）。この先についても、製造業の輸出受注が増勢を強める方向にあるなど、主要輸出先である米国や中国で需要拡大が見込まれることを受け、輸出の堅調さは持続する公算が大きい（第 5 図）。

第4図：ユーロ圏の実質輸出と製造業輸出受注の推移



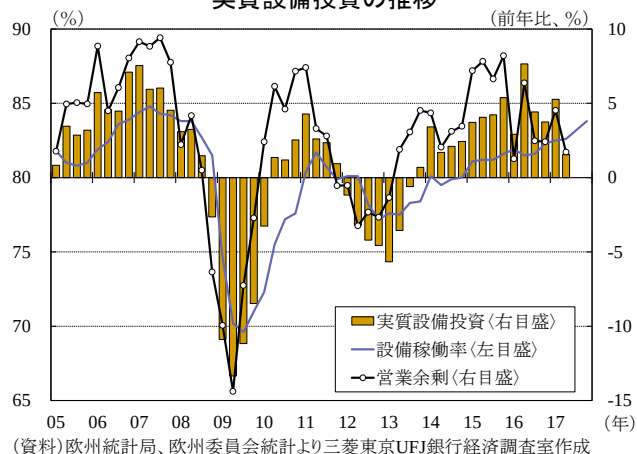
第5図：ユーロ圏の主要輸出先の実質GDP成長率と輸出の推移



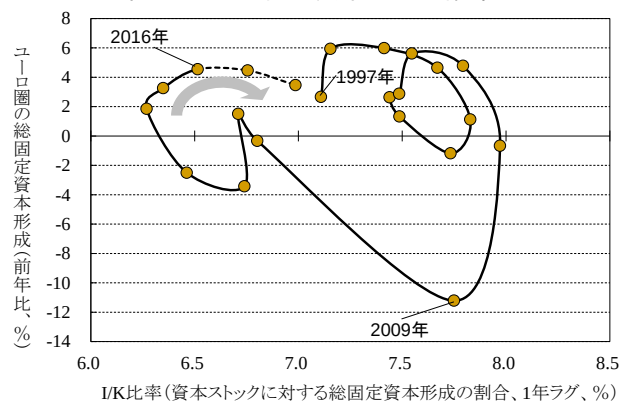
③設備投資は回復基調を維持も緩やかに減速

設備投資は 7-9 月期も増勢を維持したとみられる。設備稼働率は上昇基調にあり、足元の水準はリーマン・ショック前の好況期（2001 年～2007 年）の平均である 82%を上回っている（第 6 図）。また、企業収益の増加や、低金利など資金調達環境の改善を踏まえれば、設備投資の回復は持続する見込みである。資本ストック循環をみると、これまでは景気の大幅な落ち込みからキャッチアップする局面にあったため、I/K 比率（資本ストックに対する総固定資本形成の割合）と総固定資本形成の増加幅が上昇・拡大してきたが、2000 年代までのようなペースで資本ストックを蓄積する社会・経済環境にもないことから、投資の規模を更に拡大していく動きは収束していくと想定される（第 7 図）。設備投資の増勢は次第に緩やかになっていく公算が大きい。

第6図：ユーロ圏の設備稼働率・営業余剰・実質設備投資の推移



第7図：ユーロ圏の資本ストック循環図

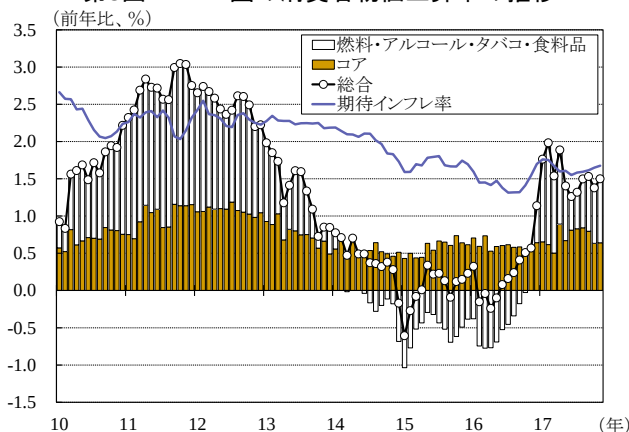


(4) 金融政策

欧州中央銀行（ECB）は、10月26日の理事会で、2017年末までとしていた資産購入プログラム（APP）の2018年9月までの再延長と、2018年1月以降の月間購入額の600億ユーロから300億ユーロへの減額を決定した。政策金利については現状維持とし、今後の引き上げ時期についても、「APP終了からしばらくは現状水準を維持する」という表現にとどめ、利上げについての言質を与えなかった。ECBの政策目標である消費者物価（CPI）上昇率をみると、11月も前年比+1.5%と低い伸びとなったほか、期待インフレ率の加速感も乏しく、物価目標の達成は未だ見通せない状況である（第8図）。APPの段階的な購入額減額は、ECBが積極的に緩和縮小に転じたというよりも、購入対象債券の不足という技術的な限界も考慮した緩和拡大スタンスの修正であると考えられる。

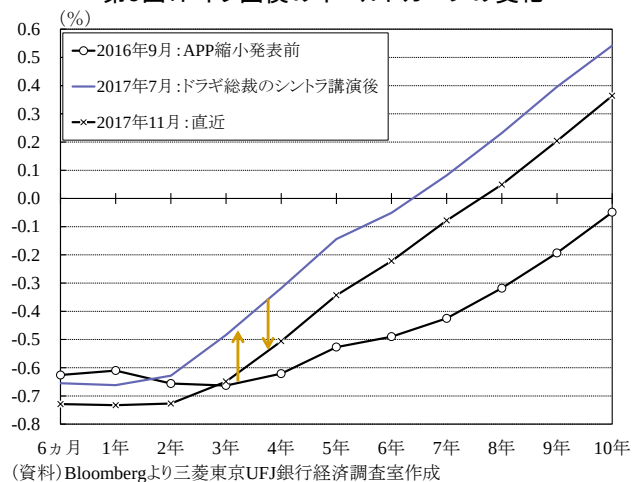
他方、市場では、ECBが2016年12月に翌年4月以降の資産購入額減額を発表する以前から、先行きの利上げを織り込み始め、ドイツの国債利回りは、2016年秋ごろから中長期物が上昇した（第9図）。また、今年6月にはドラギ総裁がシントラでの講演で「デフレの脅威はリフレに置き換わった」と発言したことを受け、利上げ期待はさらに高まった。しかし、足元では、ECB理事会の声明文の内容や高官の利上げに慎重な発言などを通じて、早期利上げ観測は後退している。景気回復によりマクロ的な需給環境は改善しているが、賃金上昇率の加速感も乏しく、デフレギャップが解消した後もインフレ率が目標水準に達するまでには暫く時間を要するとみられる。見通し期間中（2018年まで）の利上げは想定し難い。

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：ドイツ国債のイールドカーブの変化



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 英国

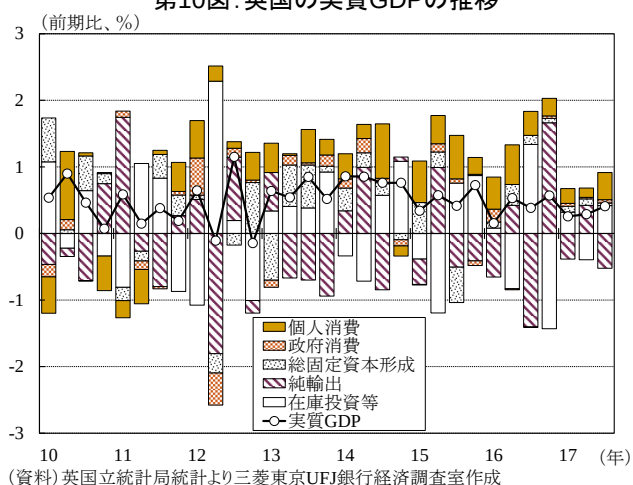
(1) 景気の現状

英国の景気は足元まで比較的安定を保っている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%となり、1-3月期と4-6月期の同+0.3%を上回った（第10図）。純輸出（輸出－輸入）の成長率に対する寄与度がマイナスに転じた一方、個人消費が前期を上回る伸びを

示したことや、在庫投資の寄与度がプラスとなったことが成長率全体を押し上げた。

英国経済を語る上で焦点となる EU 離脱交渉をみると、英・EU 間の意見の隔たりが解消されず、交渉日程に遅れが生じている（第 2 表）。当初は、第 1 段階の交渉事項（離脱に際し英国が支払う清算金、双方の市民の権利保護、北アイルランド国境の取り扱い）に関する協議を 10 月までに進展させる予定であったが、交渉は停滞に陥っている。EU 側は、第 1 段階交渉の十分な進展がない限り、将来の自由貿易協定（FTA）や移行期間の取り決めといった第 2 段階の交渉には入らないとしている。そのため、第 1 段階での遅延は第 2 段階に充てられる時間の減少に直結する。国内におけるメイ首相の指導力低下もあり、英国が無秩序な EU 離脱を余儀なくされるリスクが無視できない状況となっている。

第10図：英国の実質GDPの推移



第 2 表：国民投票以降の主な動きと今後の予定

2016 年	
6 月 23 日	国民投票で EU 離脱が選択される
2017 年	
3 月 29 日	英国政府が EU に対して離脱を通告
6 月 8 日	英総選挙で与党保守党が過半数割れ
6 月～11 月	EU 離脱に関する第 1 段階交渉(清算金等)が 6 回にわたって行なわれるも十分な進展は得られず
12 月 14-15 日	EU 首脳会議：第 1 段階交渉に十分な進展がない場合、第 2 段階の協議(離脱後の貿易協定や移行期間等)は先送り
年末	離脱協定(第 1 段階)の基本合意目標
2018 年	
10 月	離脱協定(第 2 段階)締結の目標時期
2019 年	
3 月 29 日	英国の EU 離脱予定日

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

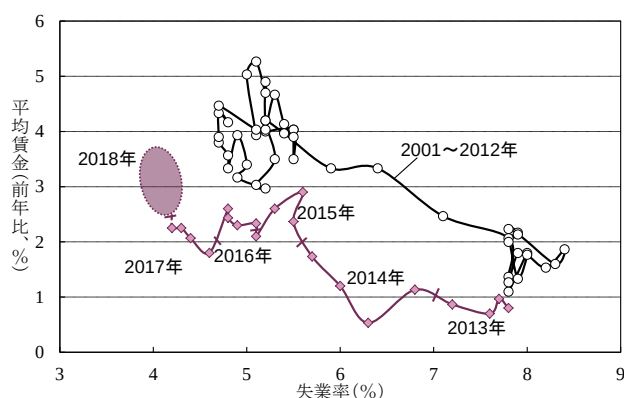
英国景気の先行きについては、無秩序な EU 離脱リスクを回避するという前提ではあるが、足元並みの安定を維持できるとみられる。家計部門は、インフレ率の高止まりが重しとなるものの、良好な雇用・所得環境によって下支えされよう。7-9 月期の失業率は 4.3% と 1975 年以来の低水準となり、企業の雇用意欲も改善傾向を辿っている。失業率と賃金の関係をみると、たしかに近年は失業率の低下にもかかわらず、賃金の伸びが過去と比べて低水準に止まる傾向がみられる（第 11 図）。しかしながら足元では、失業率が約 40 年ぶりの水準まで改善してきたことを受け、相応の賃金上昇圧力が生じつつあると考えられる。英中銀（BOE）の企業サーベイでも、2018 年の賃金上昇率は前年比+2.5～+3.5%と、2017 年（同+2.0～+3.0%）を上回る伸びが予想されている。

企業部門は、堅調な外需を追い風とした製造業の底堅さが牽引役となろう。鉱工業生産は増加基調で推移しており、また受注も堅調に推移していることから、先行きも底堅い推移が見込まれる（第 12 図上段）。企業の設備投資見通しについては、2016 年前半は EU 離脱を巡る国民投票の実施を前に慎重化の動きがみられたが、その後は製造業を中心に持ち直している（第 12 図下段）。実際の設備投資も 2016 年後半以降、増加傾向で推移して

おり、2018 年も緩やかな増加が続くと予想する。

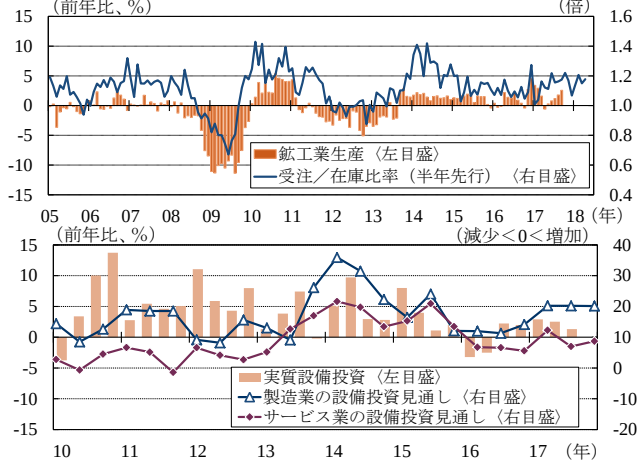
実質 GDP 成長率は、2017 年は前年比+1.5%と 2012 年以来の低い伸びながら、大幅な減速は回避し、2018 年も同+1.5%と概ね安定的に推移すると予想する。ただし、EU 離脱交渉が暗礁に乗り上げ、英国の無秩序な離脱リスクが高まった場合には、2018 年末にかけてマインドの落ち込みやポンドの再下落が進行し、景気は大きく下押しされよう。

第11図: 英国のフィリップス曲線



(注)2018年の『平均賃金』は英中銀の企業サーベイ(前年比+2.5~+3.5%)、
『失業率』は英中銀見通し(4.2%)を基に作成。
(資料)英国立統計局、英中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図: 英国の鉱工業生産と実質設備投資の推移
(前年比、%)



(資料)英国立統計局、Markit統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 物価と金融政策

消費者物価（CPI）上昇率は、9月に前年比+3.0%と2012年4月以来の高い伸びとなり、10月も同+3.0%で推移した（第13図上段）。インフレ高進の原因である大幅なポンド安自体は既に収束したが（第13図下段）、国内物価への影響波及には数ヵ月以上のラグがあるため、CPI上昇率は依然高止まりしている。加えて、9月以降の原油価格の上昇加速もラグを持ってインフレ率押し上げの一因となろう。先行きもしばらくは、ポンド安に起因する輸入インフレの影響残存が見込まれるほか、原油価格も緩やかながら上昇傾向を維持するとみられるため、インフレ率の速やかな低下は考えにくい。また、2018年後半にかけては賃金上昇幅の拡大が押し上げ要因となり、インフレ率は高止まりが続くと予想する。

BOEは、インフレ率が目標である前年比+2.0%を大きく上回って推移していることを受け、11月1-2日の金融政策委員会（MPC）で0.25%ポイントの利上げを決定した（第3表）。また、カーニー総裁は記者会見で、インフレ率を目標水準まで引き下げるためには、2020年末までにあと2回、0.25%ポイントずつの利上げが必要との考えを示した。

もともと、2018年中は、今回の利上げの影響と輸入インフレ圧力の後退ペースを見極めるため、BOEは金融政策を据え置くと予想する。2018年後半には、賃金上昇に伴う物価押し上げ圧力が相応に高まると考えられるが、やはり英国の無秩序なEU離脱リスクに対する警戒が存在する間は利上げが見送られる公算が大きい。

第13図: 英国の消費者物価(CPI)と先行指標の推移



第3表: 11月の金融政策委員会の結果概要

決定内容と背景
- 政策金利を0.25%ポイント引き上げ、0.50%とする(賛成7名、反対2名)。 - 国債購入残高(4,350億ポンド)と社債購入残高(100億ポンド)は据え置き(全会一致)。 - 需給バランスのタイト化により、インフレ率が長期にわたって目標水準(2%)を上回る状態を許容することが適切でなくなった。
経済見通し
- 今後数年間の成長率は潜在成長率(約1.5%)を若干上回る水準で推移。 - インフレ率はピークアウトするが、輸入インフレ圧力の残存や国内需給タイト化の影響により、当面インフレ目標を上回る。 - 経済見通しは英国のEU離脱が円滑に行なわれることを前提としている。
金融政策の見通し
- 金融政策は、インフレ率を目標水準まで引き下げるスピードと景気下支え効果のバランスに配慮する必要がある。 - 追加利上げは緩やかなペースかつ小幅に行なう。 - 金融市場が2020年末までに合計0.50%ポイントの利上げを織り込んでいることに違和感はない。 - 今後2回の利上げでインフレ率は2020年末までに目標水準に接近と想定。

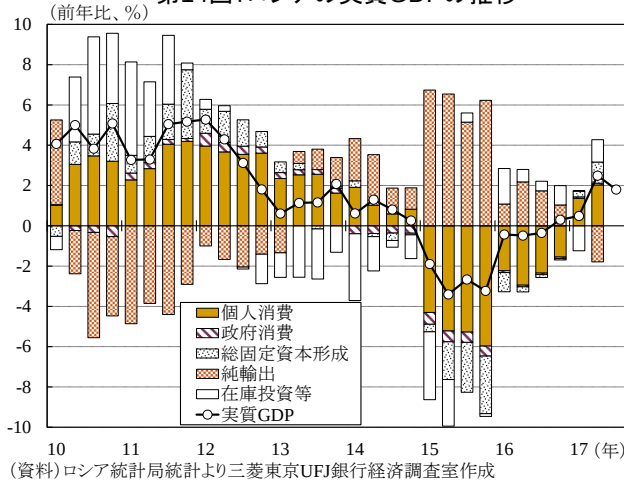
(資料) 各種報道、英中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. ロシア

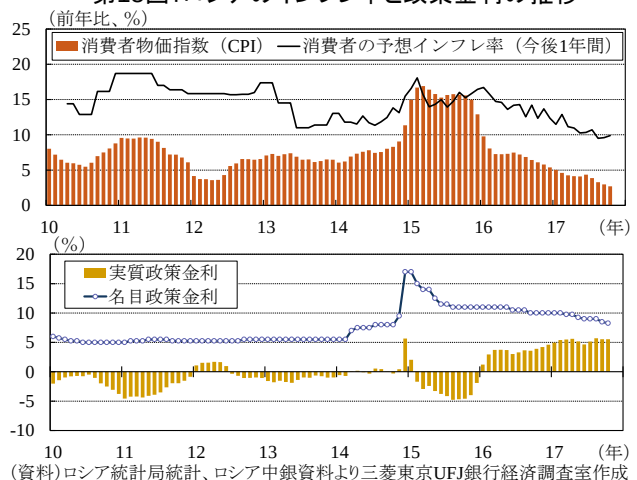
(1) 景気の現状

ロシア経済は2016年末以降、持ち直しが継続している。直近2四半期は、4-6月期の実質GDP成長率が前年比+2.5%、7-9月期は同+1.8%と、近年としては比較的高めの伸びが続き、景気の回復基調がより明確になった(第14図)。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を受けた輸入インフレ圧力の後退が引き続き景気回復を後押ししている。特に物価は、穀物の豊作という一時的要因も加わり、10月の消費者物価(CPI)上昇率が同+2.7%と、ロシア中銀の目標である同+4.0%を4ヵ月連続で下回った(第15図上段)。インフレ鈍化を受けて中銀が段階的に利下げを実施していることも、景気回復持続の一因となっている(第15図下段)。

第14図: ロシアの実質GDPの推移



第15図: ロシアのインフレ率と政策金利の推移



家計部門については、雇用・所得環境の改善も寄与して消費マインドが持ち直し、夏場以降の自動車販売台数は前年比+20%近い伸びとなっている。企業部門も回復基調にあり、4-6月期の実質総固定資本形成が同+6.8%と約5年ぶりの高い伸びとなったほか、足元にかけて設備投資意欲の一段の改善がみられる。

(2) 今後の見通し

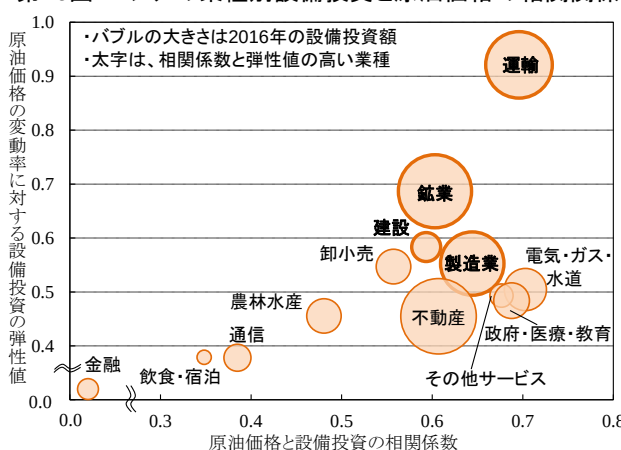
ロシア経済は引き続き回復基調を辿るとみられる。雇用・所得環境に関しては、企業の雇用意欲が持ち直しているため、改善傾向が持続する可能性が高く、個人消費が景気回復を牽引する展開となろう。設備投資も、原油価格に対する感応度が高い運輸業（主としてパイプライン）、鉱業、製造業、建設業を中心に基本的には増加が続こう（第16図）。ただし、ロシアの景気に大きな影響を与える原油価格については、2018年も上昇傾向自体は維持される一方、上値は抑えられると予想される^(注1)。したがってこれら業種の投資が景気全体を大きく加速させるには到らないとみる。

ロシア政府も、保守的な原油価格見通しを基に先行きのエネルギー関連収入（歳入の約4割）を見積もっており、当面緊縮的な財政運営を継続する方針である。2018年の歳出が前年比▲0.5%（名目ベース）と減少に転じることも、景気の抑制要因となろう。結果、実質GDP成長率は景気後退前と比べて低めに推移する公算が大きい^(注2)。2017年は前年比+1.7%と3年ぶりのプラスで着地する見込みだが、2018年は同+1.9%と小幅な加速に止まると予想する。

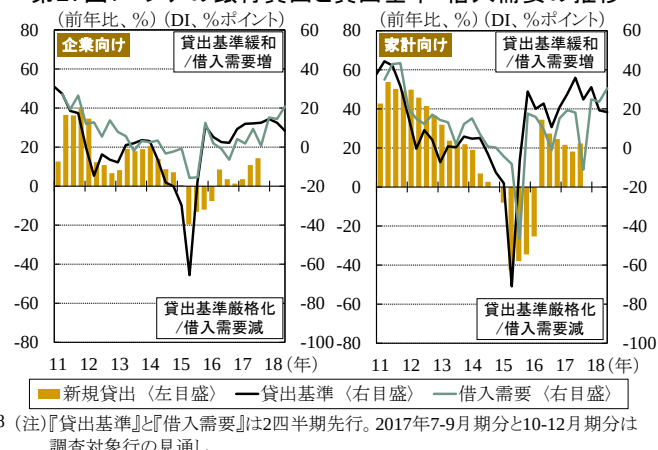
（注1）当室では、2018年のWTI原油価格は1バレル当たり54ドル（年間平均）と、2017年（同50ドル）から小幅な上昇に止まると想定している。

（注2）2010～2014年の実質GDP成長率の平均は前年比+3.0%。なお、リーマン・ショック以前の2000～2008年の平均は同+7.0%。

第16図：ロシアの業種別設備投資と原油価格の相関関係



第17図：ロシアの銀行貸出と貸出基準・借入需要の推移



金融面では、銀行貸出は企業向け、家計向けともに増加基調が定着している（第17図）。先行きについても、銀行は貸出基準の緩和と借入需要の増加を見込んでおり、貸出

増加の継続が見込まれる。また、ロシア中銀の追加利下げも借入需要を喚起しよう。足元の実質政策金利（名目政策金利－CPI 上昇率）をみると、5%台と過去の平均水準を大幅に上回っている（前掲第 15 図下段）。中銀は、現在の実質均衡金利とみている 2.5～3.0%に向けて政策金利を引き下げていく可能性が高い。ただし、インフレ期待が依然として高水準で推移していることへの警戒もあるため（前掲第 15 図上段）、利下げは慎重なペースで行なわれるとみられる。

2018 年のロシアの主要イベントとしては、3 月の大統領選挙と 6-7 月のサッカーワールドカップ開催がある。大統領選挙については、プーチン大統領の支持率の高さや有力な対立候補の不在などから、大統領の再選が確実視されている。政治的には、プーチン氏の得票率が同氏の権力基盤の強さを占う試金石として注目される一方、経済的には、大統領選が大きな波乱要因となる可能性は小さいとみられる。

サッカーワールドカップは、個人消費や海外からの訪問客の増加要因となろう。国際サッカー連盟（FIFA）の試算では、総観客数は約 300 万人、海外からの観戦目的の訪問客数は約 100 万人と見積もられており^{（注 3）}、景気押し上げ効果が期待される。

（注 3）過去のワールドカップの総観客数は 2014 年のブラジル大会が 343 万人、2010 年の南アフリカ大会が 317 万人。海外からの訪問客数は 2014 年のブラジルが前年比＋62 万人、2010 年の南アフリカが同＋148 万人。

（前原 佑香、高山 真）

欧州経済の見通し総括表

(1) 総括表

	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)			経常収支 (億ドル)		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
ユーロ圏	1.8	2.2	1.7	0.2	1.6	1.5	3,980	3,603	3,344
ドイツ	1.9	2.5	2.0	0.4	1.7	1.8	2,903	2,821	2,727
フランス	1.2	1.8	1.5	0.3	1.2	1.3	▲ 211	▲ 369	▲ 299
イタリア	0.9	1.6	1.3	▲ 0.1	1.4	1.4	505	451	416
英 国	1.8	1.5	1.5	0.7	2.7	2.4	▲ 1,564	▲ 1,056	▲ 972
ロシア	▲ 0.2	1.7	1.9	7.1	3.7	4.2	255	386	395

(2) 需要項目別見通し

(前年比、%)

	ユーロ圏			英国		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
名目GDP	2.6	3.7	3.2	3.8	3.6	3.7
実質GDP	1.8	2.2	1.7	1.8	1.5	1.5
<内需寄与度>	2.2	2.0	1.7	2.7	1.2	1.5
<外需寄与度>	▲ 0.5	0.2	0.0	▲ 0.9	0.3	0.0
個人消費	2.0	1.7	1.4	2.8	1.7	1.4
政府消費	1.7	1.3	1.4	1.1	0.6	0.8
総固定資本形成	4.5	4.5	3.5	1.3	2.3	1.0
在庫投資(寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.5	0.1
輸出	3.3	4.7	3.6	1.1	4.4	1.6
輸入	4.7	4.5	4.0	4.3	2.9	1.4

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

2. 『消費者物価上昇率』は、EU統一基準インフレ率(HICP)。

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

IV. アジア・豪州

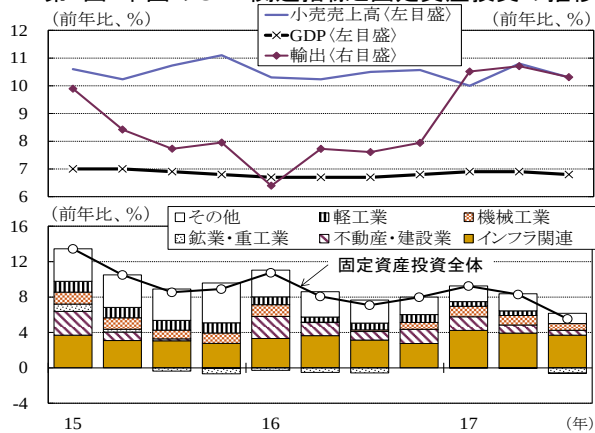
～輸出の好調を受け成長加速、先行きも内需を中心に安定成長が持続～

1. アジア・豪州経済の現状と見通しの概要

(1) 現状

域内最大の経済規模を持つ中国は、7-9月期の実質 GDP 成長率が前年比+6.8%と前期（同+6.9%）から小幅に低下した。個人消費は堅調を維持し景気を下支えしているが、過剰生産能力の調整に加え、環境規制の強化が鉱業・重工業を中心に生産・投資への下押し圧力となっており、減速感はやや強まる方向にある（第1図、第1表）。

第1図：中国のGDP関連指標と固定資産投資の推移



第1表：中国の主な月次経済指標の推移

	2017年					
	6月	7月	8月	9月	10月	
輸出（前年比、%）	10.8	6.5	5.1	8.1	6.9	
輸入（前年比、%）	17.1	11.0	13.4	18.6	17.2	
固定資産投資（都市部） （年初来、前年比、%）	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	
小売売上高（前年比、%）	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0	
工業生産（前年比、%）	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	
製造業PMI	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	
非製造業PMI	54.9	54.5	53.4	55.4	54.3	
消費者物価（前年比、%）	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	
生産者物価（前年比、%）	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	

（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

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、個人消費を中心に総じて堅調な内需に加え、好調な輸出が成長ペースを押し上げる方向に働いており、

第2表：アジア・豪州の実質GDP成長率の推移

	2016年				2017年		
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期
中国	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8
インド	9.1	7.9	7.5	7.0	6.1	5.7	6.3
韓国	2.9	3.4	2.6	2.4	2.9	2.7	3.8
台湾	▲ 0.3	1.0	2.0	2.8	2.6	2.3	3.1
香港	1.0	1.8	2.0	3.2	4.3	3.9	3.6
シンガポール	1.9	1.9	1.2	2.9	2.5	2.9	5.2
NIEs	1.9	2.6	2.3	2.6	3.0	2.8	3.8
インドネシア	4.9	5.2	5.0	4.9	5.0	5.0	5.1
マレーシア	4.1	4.0	4.3	4.5	5.6	5.8	6.2
タイ	3.1	3.6	3.2	3.0	3.3	3.8	4.3
フィリピン	6.9	7.1	7.1	6.6	6.4	6.7	6.9
ベトナム	5.5	5.8	6.6	6.7	5.2	6.3	7.5
ASEAN5	4.8	5.1	5.0	4.9	5.0	5.3	5.6
アジア11カ国・地域	6.1	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2
オーストラリア	0.9	0.7	▲ 0.4	1.1	0.3	0.8	n.a.

（注）色付けは、前期から伸び率が低下した箇所。

（資料）各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

7-9 月期の実質 GDP 成長率は、輸出依存度の高い NIEs やタイ、マレーシアなどで成長ペースの加速が目立った（前頁第 2 表）。またインドでも、7 月に導入された物品・サービス税（GST）の影響が徐々に剥落し、7-9 月期の実質 GDP 成長率は 6 四半期ぶりに伸びが加速、豪州でも、資源価格の持ち直しを背景とした企業部門の回復などを背景に緩やかな景気拡大が続いている。

(2) 見通し

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

まず中国については、5 年に 1 度開催される最重要会議である共産党大会閉幕後も、社会の安定を念頭に成長維持への目配りを続けることが想定されるほか、海外景気堅調を背景とした輸出の増勢維持、良好な雇用・所得環境を受けた個人消費拡大もあり、2018 年にかけて減速しつつも通年で前年比+6%台半ばの実質 GDP 成長率を確保すると予想される（第 3 表）。

第3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 実績	2017年 見通し	2018年 見通し
アジア11カ国・地域	18.17	100	5.9	6.1	5.9	2.2	2.0	2.3	4,690	3,702	3,744
中国	11.22	61.7	6.7	6.8	6.4	2.0	1.6	1.8	1,964	1,242	1,355
インド(年度ベース)	2.26	12.4	7.1	6.6	7.6	4.5	3.2	4.5	▲152	▲327	▲367
NIEs	2.56	14.1	2.3	3.0	2.6	1.1	1.5	1.5	2,422	2,356	2,400
韓国	1.41	7.8	2.8	3.0	2.8	1.0	2.0	1.6	987	869	853
台湾	0.53	2.9	1.4	2.5	2.3	1.4	0.8	1.3	719	777	756
香港	0.32	1.8	2.0	3.5	2.5	2.4	1.5	2.0	149	93	127
シンガポール	0.30	1.6	2.0	3.3	2.5	▲0.5	0.8	1.4	567	617	663
ASEAN5	2.14	11.8	4.9	5.2	5.1	2.4	3.2	3.3	457	431	356
インドネシア	0.93	5.1	5.0	5.1	5.2	3.5	3.9	4.2	▲168	▲173	▲178
マレーシア	0.30	1.6	4.2	5.5	5.1	2.1	3.7	2.5	69	79	78
タイ	0.41	2.2	3.2	3.6	3.5	0.2	0.7	1.4	482	476	421
フィリピン	0.30	1.7	6.9	6.6	6.3	1.8	3.2	3.6	▲10	▲0	▲2
ベトナム	0.20	1.1	6.2	6.7	6.4	2.7	3.9	4.2	82	49	37
オーストラリア	1.22	-	2.5	2.3	2.7	1.3	2.0	2.1	▲332	▲325	▲336

(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

その他のアジア諸国・地域でも、安定した雇用・所得環境に加えて景気に配慮した財政・金融政策の継続もあり、個人消費を中心に内需が堅調さを維持する見込みである。輸出は、来年にかけて拡大ペースは緩む公算が高いものの、先進国需要の拡大に支えられ緩やかな増勢は維持できよう。このため 2018 年にかけて実質 GDP 成長率は、外需依存度の高い NIEs 全体で前年比+2%台後半～同+3%、ASEAN5 カ国についても同+5%強での推移が続こう。インドでは、GST 導入の影響が徐々に薄れるほか、政府の景気刺激策もあり、

内需を牽引役に安定した成長軌道への回帰が見込まれる。

豪州は、資源価格の持ち直しを受け鉱業部門の下押し圧力も徐々に弱まることで、引き続き緩やかな景気回復が続く見通しである。

見通し上のリスクとして、米国の利上げや地政学リスクの高まり等による金融市場不安定化など外部環境の変化には引き続き目配りが必要である。足元のアジア主要通貨は、良好なファンダメンタルズを背景とした海外からの資本流入拡大等を支えに、総じて安定した動きを続けている。また、物価の低位安定が続くなか、多くの国では緩和的な金融政策を継続しているが、緩やかながらも米国では利上げの継続が見込まれており、急激な資金流出・通貨下落のリスクは依然燻っている。自国通貨安はインフレ高進に繋がり易く、緩和的な金融政策の継続を困難とし、堅調な個人消費や企業活動に水を差しかねないため留意が必要である。

2. 各国・地域の見通し

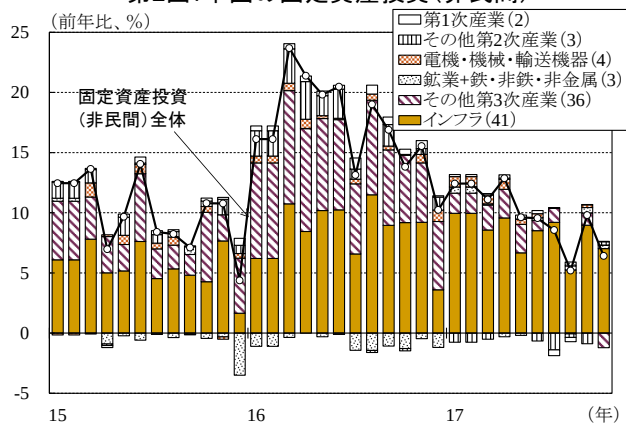
(1) 中国経済

習近平総書記は 10 月に開催された共産党大会で自らの名を冠した政治思想を党規約に盛り込んだ上、政権 2 期目の指導部における権力基盤も強化した。これに伴い、構造調整に軸足を移すことが予想されるが、社会の安定を考えれば、今後も成長維持への目配りは欠かせまい。政府には景気を支える政策を打ち出す余力があり、また、個人消費の安定拡大基調も考え合わせれば、2018 年にかけて減速しつつも通年で前年比+6%台半ばの実質 GDP 成長率を確保すると予想される。

以下詳細をみていく。前年に続き、2017 年も生産能力削減は鉄鋼・石炭で順調に進展している模様で、既に年間目標達成が発表された。政府による査察によれば、一部で過剰生産能力削減が徹底されていないケースが発覚しており、額面通りに受け取り難いところもあるが、鉄鋼・石炭ともに市況および過当競争の改善が進み、利益が大幅に拡大していることは事実である（2017 年 1-10 月の純利益は鉄鋼業で前年比 2.3 倍、石炭業で同 4.4 倍）。

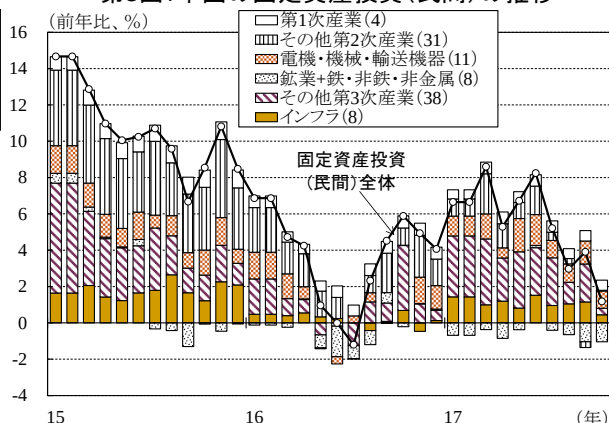
こうしたなかで国有企業・民間企業ともに投資は減速傾向が続くと考えられる。昨年来、投資の牽引役であった国有企業について業種別の内訳をみると、昨年はインフラ投資とインフラ以外の第 3 次産業（主として不動産業）向け投資の寄与がともに大きかったが、本年に入り、まずインフラ以外の第 3 次産業向け投資の伸びが低下し、次いでインフラ投資もペースダウンしてきた（第 2 図）。さらに足元では中央政府が地方政府に対してインフラ投資を支えてきた PPP（政府・企業連携）事業の精査と見直しを指示しており、既に事業中断が増え始めている。一方、昨年は低調だった民間投資は、本年に入り、減税効果などもあって持ち直していたが、年後半以降は再度減速傾向にあり（第 3 図）、デレバレッジに向けた緩やかな引き締めの下での融資難の影響も窺われる。

第2図: 中国の固定資産投資(非民間)



(注) カッコ内の数値は2016年の『固定資産投資(非民間)』全体に占めるシェア。
(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: 中国の固定資産投資(民間)の推移



(注) カッコ内の数値は2016年の『固定資産投資(民間)』全体に占めるシェア。
(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

不動産投資についても伸び率は低下しよう。2016 年秋以降、住宅価格が高騰した大都市圏における規制導入により需要が中小都市にシフトする形で、中国全体では足元まで在庫削減が進んでいる。本年 4 月に公表された住宅政策に基づく、在庫水準からすれば供給拡大の対象となる地域が多いはずであるが、中小都市でも価格上昇に伴う販売規制が広がり続けているため、販売は伸び悩みつつあり、その影響は避けられまい。

輸出については、海外景気の安定はプラスに寄与するものの、資本流出を誘発する大幅な人民元安を政府が容認するとは思えない。このため、増加基調を続けようが、高い伸びは期待し難い。なお、米国との通商摩擦は 11 月のトランプ米大統領の訪中に合わせ、米中間で 2,535 億ドルという巨額の商談が成立するとともに、金融業務における外資参入規制の緩和が決定されたことで、当面、激化は回避されたようにみえる。むろん、成約したとはいえ、多くが覚書、協議書といった確約のないものであり、金融規制緩和も今後の運用次第と火種は残っている。

個人消費の堅調は持続されよう。2016 年に導入された小型車減税は本年の減税幅引き下げを経て来年には期限切れの見込みである。ただし、自動車販売には 2016 年後半に駆け込み需要、2017 年初頭にその反動が出たものの、その後は安定推移していることからすれば、その影響は限定的とみられる。一方、家具・建築資材等の住宅関連品の伸びは住宅販売の伸び悩みの影響によるペースダウンが顕在化しつつある。とはいえ、都市・農村ともに所得伸び率が緩やかに加速する良好な雇用・所得環境にあること、また、高い伸びで牽引役を果たしてきたインターネット販売は実店舗との融合を通じて一段の活性化を追求していることは安心材料とみることができよう。

なお、構造調整、特にデレバレッジを急げば、金融・資本市場の動揺や債務拡大に支えられてきた実体経済の失速につながる恐れは否定できない。ただし、主として過剰な生産能力や債務を抱える国有企業部門の改革は急進的な整理・淘汰ではなく、債務の株式化や他企業との合併などマイルドな手法が中心で、強い景気下押し圧力を顕在化させるものではないとみられる。また、最近の当局の動きをみると、安定成長との両立を志向しているようにみえる。9 月 30 日、中国人民銀行(中央銀行)は小企業等向け融資の規模に応じ

た預金準備率引き下げを 2018 年初に実施する旨を発表しており、これに伴い、最低でも 6,000 億元程度の貸出拡大余地が見込まれている。一方、7 月の全国金融工作会議（金融政策方針を決定する重要会議で 5 年に 1 度開催）で新設が決定した「金融安定発展委員会」は 11 月 8 日に初会合を開いた。同委員会は銀行、証券、保険に分かれた金融監督を連携させて効率を高める位置付けである。構造調整の進展とシステミックリスクの回避を目指す習政権のスタンスを窺わせ、その成否は中長期的な中国経済の帰趨に大きく影響してくるものとして注視を要しよう。

（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、内需の底堅さが続くなか、輸出の拡大やそれに伴う好影響の波及も加わり、安定した成長が続くと予想する。まず個人消費は、総じて安定した雇用・所得環境の継続により堅調な拡大が見込まれる。加えて、景気に配慮した財政運営の継続も引き続き内需拡大をサポートすることが見込まれる。各国の来年度予算案などをみると、財政規律維持を念頭に置きつつも、低所得者層や雇用、インフラ投資に重点を置くなど景気に配慮した政策運営を継続する姿勢が窺われる。マレーシア政府が 10 月に発表した 2018 年度予算案では、高速鉄道などの大規模インフラ投資への重点配分のほか、低所得者層への個人所得税減免や公務員への特別賞与支給を盛り込むなど、近く実施が見込まれる総選挙を意識した内容となっている。インド政府も、成長率の伸び悩みを受け、10 月に高速道路などのインフラ整備や国内銀行の資本増強などを柱とする約 9 兆ルピー（GDP 比 7%）の景気刺激策を発表した。

各国中央銀行の金融政策については、概ね政策金利の据え置きが続いている。成長率見通しの改善などを受け、韓国では金融緩和度合いの調整のため利上げが行われたが、多くは通貨価値や物価の安定が保たれるなか、米国の利上げペースが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、当面は緩和的な金融政策が維持されよう。

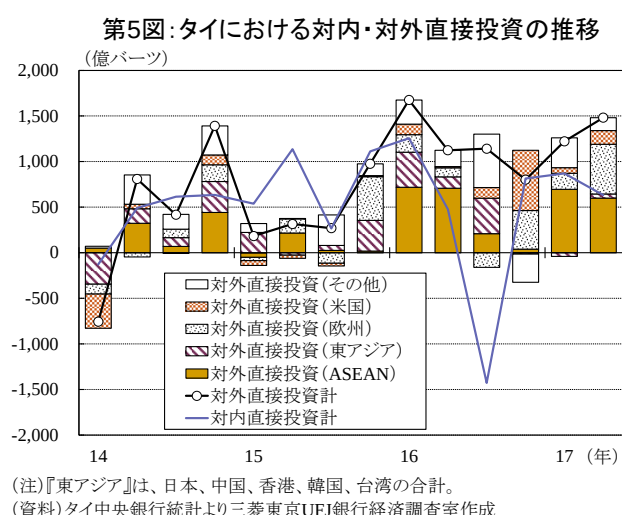
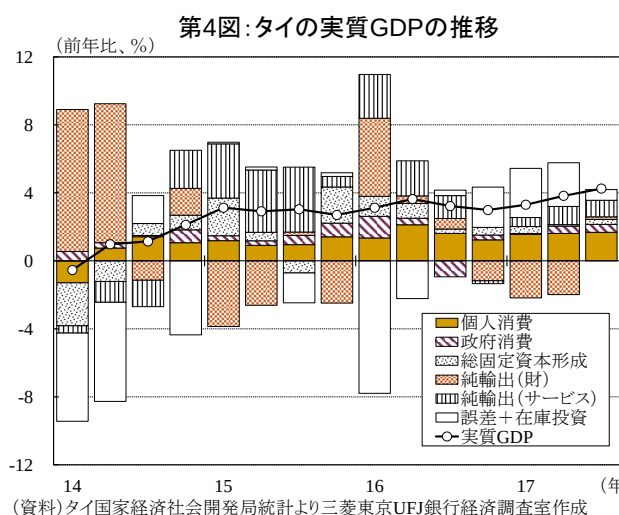
輸出については、半導体需要の循環がピークを越えることや中国経済の鈍化の影響などで、来年にかけて増加ペースは徐々に鈍化していくとみられるものの、先進国需要の拡大を起点にした増勢は維持されよう。輸出の増加は、外需の GDP への寄与改善のほか、他の需要項目への波及効果を通じて成長率の押し上げに繋がることが見込まれる。具体的には、輸出の増加に伴う企業収益の改善は、民間投資をサポートするとともに、個人消費の拡大を可能とする家計所得の増加を補強し、輸出依存度の高い NIEs やマレーシアなどの成長率はより一層押し上げられる見通しである。

【タイ経済】

タイ経済は堅調に推移している。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+4.3%（4-6 月期：同+3.8%）と 4 年半ぶりの水準へ加速した（第 4 図）。個人消費が底堅く推移するなか、輸出の増加が成長率の押し上げに寄与した。輸出は、乗用車こそ来年初めに ASEAN 域内からの輸入車に対する関税率撤廃を控えたベトナムなどにおける買い控えの

影響もあり弱めの動きが続いているが、コメやキャッサバ、天然ゴムなど農水産物・同加工品のほか、石油化学製品、電子機器・部品などが高い伸びを維持した。

先行き、堅調な個人消費や輸出の拡大に加え、インフラ投資の加速による下支えもあり、緩やかなペースでの成長が続くとみられる。インフラ投資については、都市鉄道や高速道路、国際空港の拡張工事など輸送分野を中心に約 3,400 億バーツ（GDP 比 2.3%）のプロジェクトが既に進行中であるほか、来年にかけてさらに約 3,500 億バーツのプロジェクトの着工が予定されている。他方、民間投資については、輸出の増加に伴う企業収益の改善や設備稼働率の上昇を受け、緩やかな持ち直しの継続が見込まれるものの、力強い回復までは想定し難い。国内における民間投資が力強さを欠く一因として、国内市場の成熟化が見込まれるなかで市場の取り込みや安価な労働コストの獲得を狙い、地場大手企業による対外直接投資が活発化していることが挙げられる（第 5 図）。タイ企業によるこうした動きはこの先も国内投資を抑える要因になると想定されるものの、他方で海外市場の取り込みや地域ベースでのサプライチェーン構築による産業競争力強化が、企業活動の活発化を通じて中長期的にタイ経済の支えとなる可能性も指摘できる。



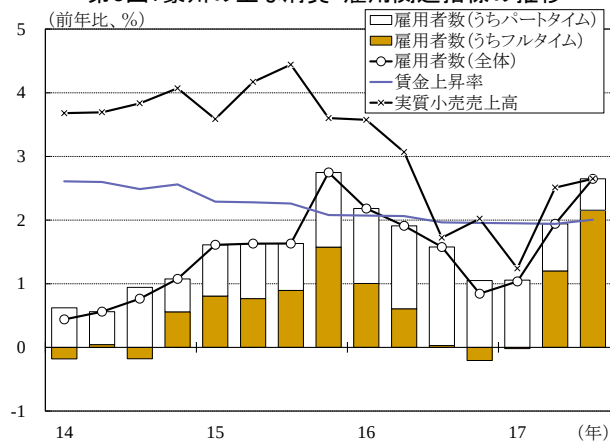
（3）豪州経済

豪州経済は、資源価格の持ち直しを背景に鉱業部門の下押し圧力が徐々に後退するなか、政府支出の拡大による下支えもあり、緩やかな回復基調が続いている（7-9 月期の GDP 統計は 12 月 6 日に発表予定）。個人消費については、雇用者数の増加や低金利の継続などを受け底堅い推移を続けているものの、小売売上をみると過去に比べて低めの伸びに止まっている（第 6 図）。足元にかけての雇用者数の増加についても、2016 年 7 月からの「障害者保健制度」の全国展開を受けたヘルスケア・社会福祉分野での増加によるところが大きく、平均賃金の伸びは勢いを欠いた状況が続いている。加えて、家計債務が可処分所得比 190% 近くで高止まりしていることも、消費の回復ペースを抑えている可能性がある。

先行きについては、資源価格の回復を背景とした鉱業部門の持ち直しや景気に配慮した金融政策の継続などにより、緩やかな景気回復基調は維持されよう。但し、個人消費が力

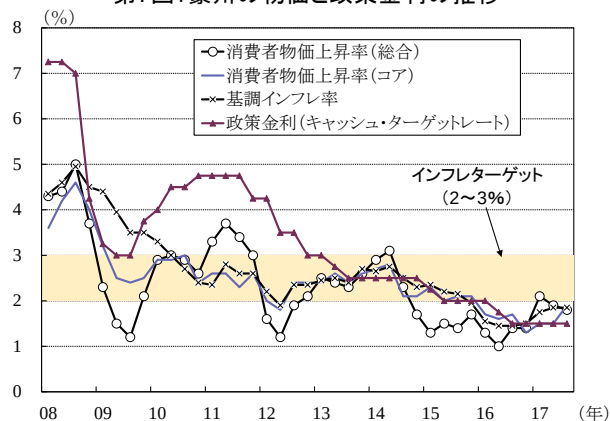
強さを欠くことや、資源の主要輸出先である中国の投資減速が続く影響もあり、リーマンショック前の成長ペース（前年比平均+3.5%）には届かない見込みである。物価・金融政策については、消費者物価上昇率がインフレターゲットのレンジ（同+2～3%）を概ね下回る水準での推移が続いていることから、中銀は昨年 8 月以降、政策金利を過去最低の 1.5% で据え置いている（第 7 図）。足元 7-9 月期の消費者物価上昇率をみても、燃料価格の伸び鈍化に加え需要面からのインフレ圧力も総じて弱いことから前年比+1.8%と引き続きインフレターゲットのレンジを下回っており、賃金の伸びが緩やかであることも踏まえると、当面は政策金利の現状維持が続く公算が高い。

第6図：豪州の主な消費・雇用関連指標の推移



（資料）豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7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

～インフレ克服が待たれるアルゼンチン、2018 年に大統領選が 実施されるブラジル・メキシコは政治の季節入り～

1. ブラジル

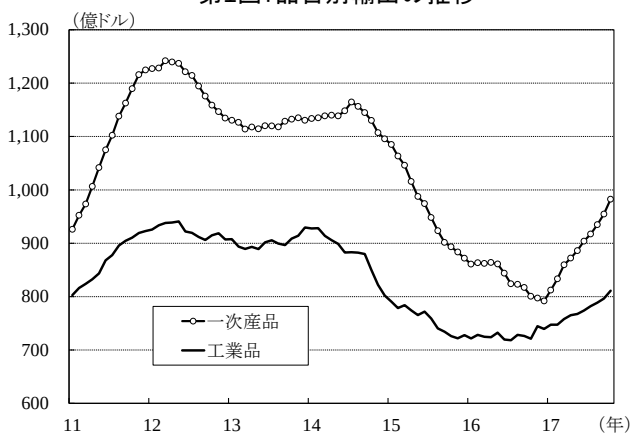
(1) 景気の現状

ブラジル経済は緩やかに持ち直している。世界経済の拡大で一次産品輸出が増加に転じているほか、既往のレアル安効果と輸出先の景気回復で工業品輸出も持ち直してきている（第 1 図）。一方、これまでの内需悪化で輸入の水準が切り下がったことから、貿易収支は大幅に改善している。今年 1 月から 9 月までの貿易収支は 512 億ドルの黒字となっており、昨年同期間の 342 億ドルの黒字から約 5 割の増加となっている。

こうした経済情勢の好転を反映し、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と、1-3 月期の同+1.0%に続いて 2 四半期連続でプラスとなった。需要項目別にみると、個人消費が同+1.4%と高い伸びを示した。この消費回復は多少“上げ底”であった可能性があるものの^(注)、雇用情勢の持ち直しとインフレ率の低下が家計の助けになったことは間違いない。他の需要項目では、政府消費と総固定資本形成は減少したものの、輸出は前期比+0.5%の増加となっている。鉱工業生産は今のところ回復ペースに力強さはみられないが、緩やかながらも 3 四半期連続で増加しており、底入れしたことは明確になってきている（第 2 図）。

(注) 政府は今年 3 月から 7 月まで、消費喚起のために勤続期間補償基金（FGTS）の例外的な引き出しを認めていた。本来、この基金を引き出せるのは、解雇や引退の場合などに限られているが、引き出し条件を緩和し、自己都合の退職であっても失業中は引き出し可としたことが、4-6 月期の個人消費押し上げに一部寄与したと考えられる。

第1図: 品目別輸出の推移



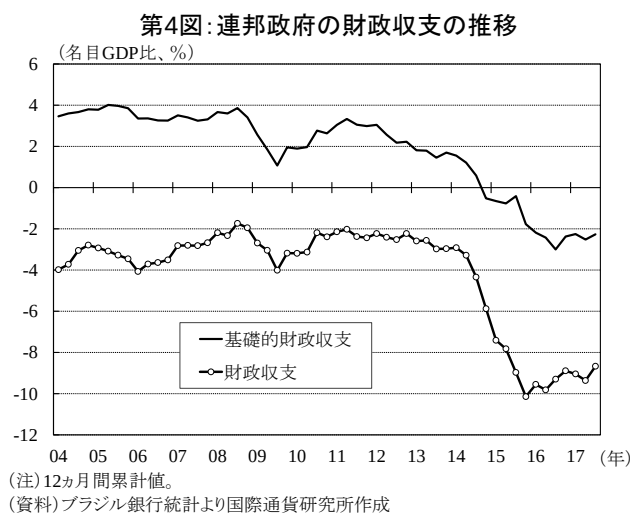
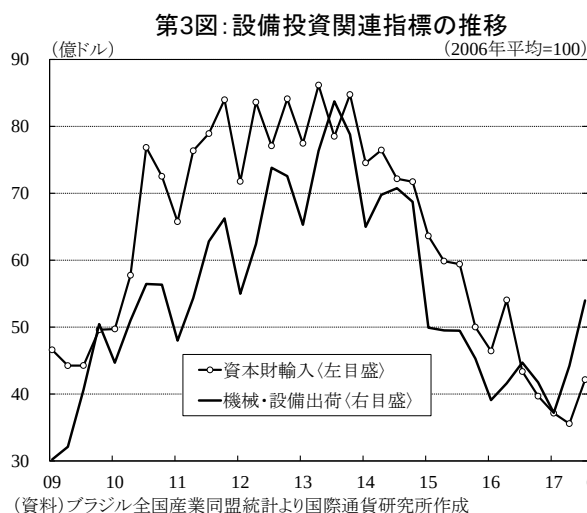
(注) 12ヵ月累計額。
(資料) ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

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

政策面では、中道であるテメル政権の目指すブラジル経済の体質転換が、まだ緒に付いたばかりである。テメル政権は、ブラジルの高い消費比率（個人消費と政府消費を合計すると GDP 比 86.0%）を下げ投資比率を高めることで、将来の成長力を確保しようとしている。設備投資関連指標をみると反発の動きも窺われ、今後の回復が期待される局面にあることは確かである（第 3 図）。しかし、その条件の一つである政府部門の縮小によるクラウドイングアウトの回避に関しては、財政赤字の改善が小幅に止まっており（第 4 図）、まだ予断を許さない状況にあると言わざるを得ない。



(2) 見通し

今後の見通しを考えるにおいて重要なのはインフレの動向であろう。この点、消費者物価をみると、8月は前年比+2.5%の上昇と 18年ぶりの低水準となった（第 5 図）。9月、10月には小幅に加速したものの、高インフレに悩まされ続けてきたブラジルでインフレ率がここまで低下してきたことの持つ意味は大きいと言える。

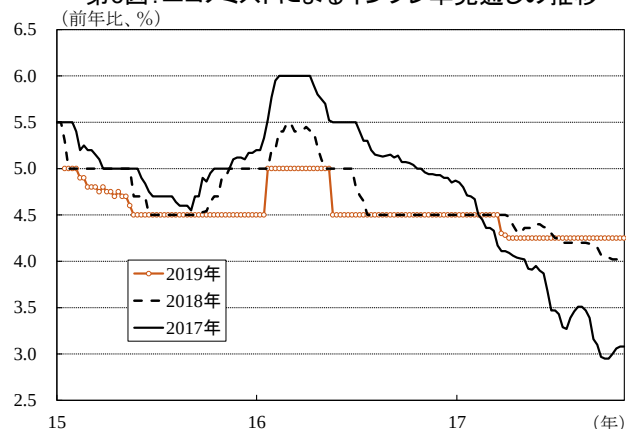
ブラジルの最低賃金は、直近 2 年のインフレ率と実質 GDP 成長率を参考に改定されるが、最近の低インフレとマイナス成長により、2018 年の最低賃金は 2017 年並みに止まる可能性が高まってきた。これはブラジルにとって画期的なことである。最低賃金上昇率は年金の支給額にも適用される。最低賃金の上昇はこれまで、インフレ率と賃金上昇率のスパイラル的な拡大をしばしばもたらしてきた。2018 年は賃金上昇によるコストプッシュ・インフレが発生せず、比較的低いインフレ率が続く目途がたってきた。エコノミストによるインフレ率見通しをみても、2018 年、2019 年は中央銀行のインフレ目標である前年比+4.5%を下回っている（第 6 図）。ブラジルとしては低いインフレ率が当面続くという期待が定着しつつある。

第5図：消費者物価の推移



(資料)ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

第6図：エコノミストによるインフレ率見通しの推移



(注) 見通しの平均値。
(資料)ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

インフレ率の低下により景気に配慮した金融政策を維持できることもあり、回復期に入ったばかりのブラジル経済は、世界経済に大きな波乱がない限り、緩やかな成長を続けると見込まれる。実質 GDP 成長率は 2017 年に前年比+0.6%と 3 年ぶりにプラスで着地する見込みであり、2018 年には同+2.0%まで高まると予想する。

テメル政権が目指している設備投資の促進による生産性の向上はブラジル経済の発展に必要な不可欠であり、粘り強く必要な政策を継続していくことが望まれる。問題は、2018 年 10 月に予定されている大統領選後、現政権が敷いた構造改革路線が次期政権に引き継がれるか否かである。最近の世論調査によると、大統領候補の中で最も支持率が高いのはルラ前大統領（在任期：2003～2011 年）である。ルラ氏は労働者党出身であり、今も低所得者層に根強い人気がある。対する中道派や保守派は、多くの政治家が軒並み汚職事件で訴追や公職停止処分を受けており、有力な対抗馬を見出せていない。新大統領になるのは誰か、そして新大統領は現政権の継承者となるのか。大統領選挙はブラジル経済の中長期的な方向性を定める重要なイベントとなり得るものである。

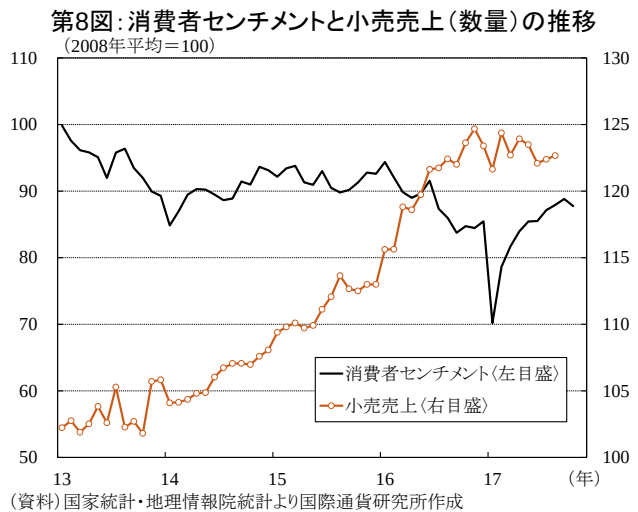
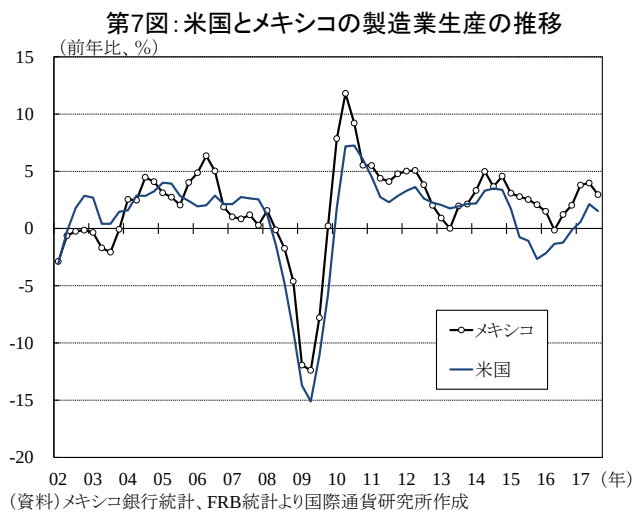
2. メキシコ

(1) 景気の現状と見通し

メキシコでは、実体経済の動きを反映する指標は底堅く推移しており、製造業は米国での生産回復にも助けられ、昨年前半の減速局面から脱しつつある（第 7 図）。また、米国でのトランプ政権誕生後、対米関係悪化への懸念から一時大きく落ち込んだ消費者マインドもその後は持ち直しており、足元の消費者センチメント指数はトランプ大統領当選時の水準を上回って推移している（第 8 図）。トランプ政権は内外に課題を抱えており、同政権の関心がしばらくメキシコから離れたことも影響しているとみられる。

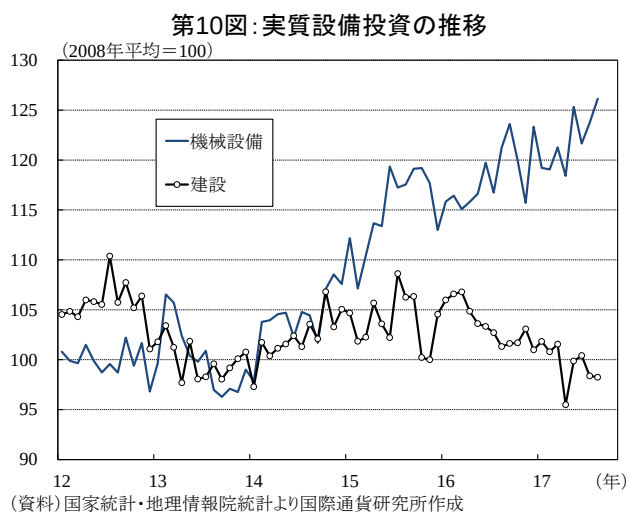
一方で消費そのものを代表する小売売上（数量ベース）は 2016 年後半から伸び悩みが

目立っており、マインドの動きとはやや乖離がある。これは同時期に顕著になったインフレ率の上昇により実質所得が侵食されたためであろう。



ただし物価については、生産者物価段階では既に上昇率が縮小に転じており、今後は消費者物価段階でもインフレ率がピークアウトしていくことが想定される（第9図）。インフレ高進の原因となっていたペソ安は、中央銀行であるメキシコ銀行の利上げと米国－メキシコ関係が落ち着きを取り戻したことで小康状態となっており、インフレ率の上昇をあおる状況ではない。雇用情勢は良好であり失業率も低いことから、インフレが一段落すれば、個人消費も増加基調に復すると思われる。

また、設備投資については、対米関係には懸念が残るものの、足元までのデータを見る限り、大きな陰りは見られない（第10図）。建設投資の停滞は公共事業の圧縮によるものであろう。これらを考えると、実質 GDP 成長率は 2017 年、2018 年ともに前年比+2%程度を確保できると見込まれる。



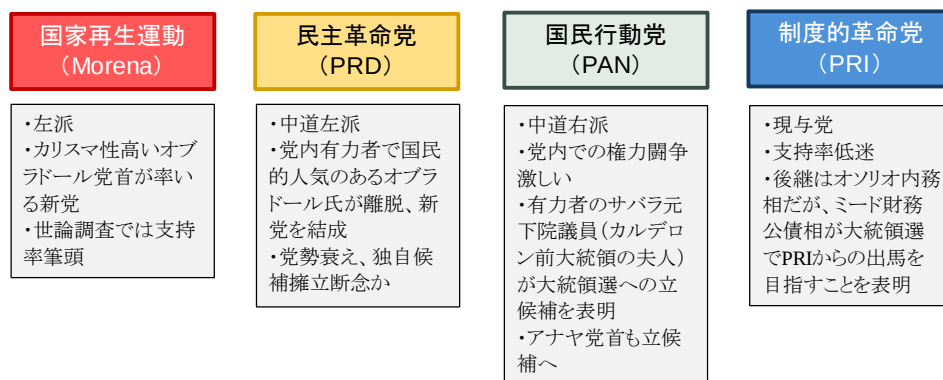
(2) 見通しの波乱要因

緩やかな回復基調を維持するという景気見通しを急変させる可能性があるのは、政治である。外交面では北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉、内政面では大統領選挙が重要なイベントとなる。

まず NAFTA 再交渉については、10 月に行われた第 4 回の交渉が暗礁に乗り上げ、当初計画されていた年内妥結は見送られた。米国、カナダ、メキシコの 3 カ国は交渉期間を延長し、妥結の目標時期を 2018 年 3 月としたが、交渉の行方は予断を許さない。トランプ政権は、自動車の関税をゼロに維持するための条件として、米国製部品の調達比率を 50%以上とすること、5 年おきに NAFTA を見直すサンセットルールの導入などを提案しているが、カナダとメキシコは応じる構えを見せていない。もっとも、メキシコ側には NAFTA を廃止して得られるメリットは乏しく、粘り強く交渉を継続するものと思われる。トランプ政権の出方は読みづらいものの、米国でも南部の州はメキシコとの貿易で潤っているところがあり、南部選出の議員は NAFTA 停止には慎重と言われている。NAFTA 再交渉以外に内政と外交で難問を多く抱えるトランプ政権は、南部選出議員の懐柔のために NAFTA 交渉を取引材料に使う可能性もある。交渉決裂の回避を目指す点で 3 カ国の利害は一致していると思われ、現時点では交渉決裂をメインシナリオとする必要はないだろう。

内政では 2018 年 7 月に実施される大統領選挙が波乱要因になる可能性がある（第 11 図）。与党で保守派の制度的革命党への支持は低迷しており、政権交代の可能性が高まっている。ところが、中道右派の国民行動党は候補者の一本化ができていないため、最近の世論調査では、左派である国家再生運動のオブラドール党首が最も高い支持率を得ている。メキシコの大統領選は決選投票がなく 1 回の投票で決まるため、オブラドール氏当選の可能性は小さくない。オブラドール氏は NAFTA の再交渉を中断すべきと主張している。同氏が大統領選に勝利した場合、NAFTA 再交渉が一層難航するリスクには注意が必要だろう。

第11図：メキシコの主要政党



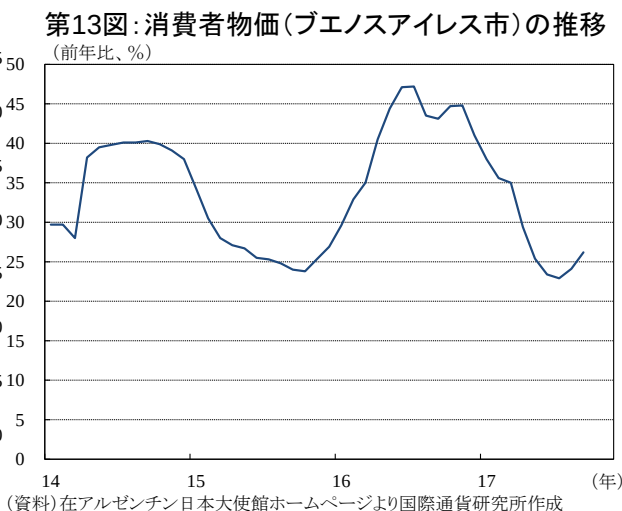
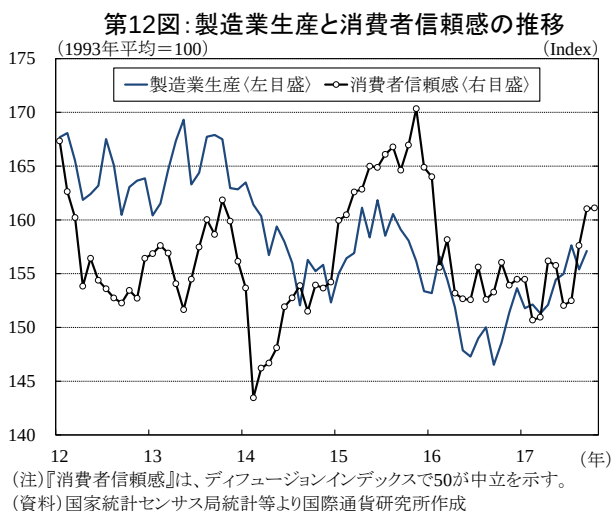
(資料) 各種報道等より国際通貨研究所作成

3. アルゼンチン

(1) 景気の現状

アルゼンチン経済は持ち直している。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比+2.7%となり、1-3 月期（同+0.4%）に続き 2 四半期連続でプラスとなった。製造業生産も昨年 7-9 月期を底に持ち直しに転じてきている（第 12 図）。エネルギー価格の上昇や為替相場の減価による輸入品価格の上昇は一巡してきており、2016 年に前年比+40%を超えていた消費者物価上昇率も、2017 年に入り同+20%台半ばまで低下してきた（第 13 図）。景気とインフレ状況の好転を受けて、消費者マインドも回復しており、消費者信頼感指数は 9 月、10 月と 2 ヶ月連続で好転／悪化の分岐点である 50 を上回った。経済の好転は政治面でも好影響をもたらしており、10 月に実施された中間選挙で与党は予想外の大勝を収めた。左派の復活は目立たず、国民は現政権の改革路線を支持したと考えられる。

国際収支をみると、景気好転により輸入が増加しているうえ、外資系企業による投資収益の本国への送金や対外債務に対する利払いの増加により経常赤字が拡大している。2014 年に 24 億ドルだった経常赤字は 2016 年には 156 億ドルに拡大し、2017 年も前年並みの赤字が発生する見込みである。しかし、アルゼンチン経済の将来への期待と高金利にひかれ、海外からの資金流入も増加しているため、今のところ外貨不足の不安は小さい。前政権末期の 2015 年、わずか 68 億ドルだった海外からの資本純流入は 2016 年には 298 億ドルと約 4.4 倍に増加し、2017 年は 9 月までの累計で 186 億ドルと、更に増勢を強めている（2016 年の同期間は 153 億ドル）。その結果、2015 年末に 250 億ドルを切っていた外貨準備高（グロス）は、2017 年 10 月末には 519 億ドルと倍増し、同国の商品輸入額の 10 ヶ月分に相当する規模になってきている。



(2) 見通し

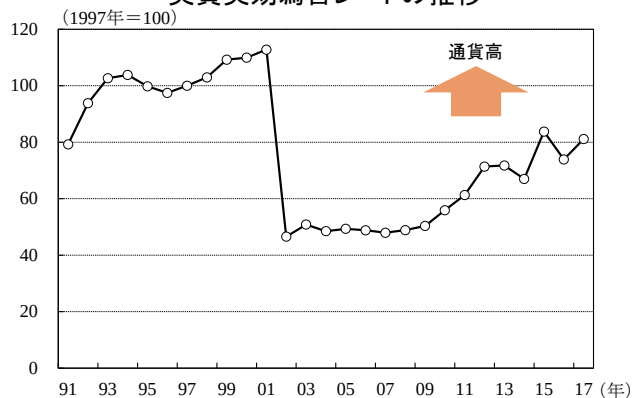
不況の間、控えられていた買い替え、圧縮されていた在庫の積み増し、先送りされていた投資の回復などにより、2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%程度に回復する見通

しである。最大の工業品輸出先であるブラジル経済も持ち直しが予想されるため、2018年の成長率も同+2.7%と緩やかながら拡大が続く見通しである。

この通り、アルゼンチン経済の見通しは明るくはなっているが、依然インフレは克服すべき問題として残っている。下がったとはいえアルゼンチンの前年比+20%を超えるインフレ率は、世界においては突出している。アルゼンチンペソは度々急落しているが、高いインフレ率による内外のインフレ格差を相殺するほどには下がっておらず、アルゼンチン製品の価格競争力は減退している。アルゼンチンの実質実効為替レートは、前回デフォルト直後の2002年に比べると6割ほど高くなっている（第14図）。

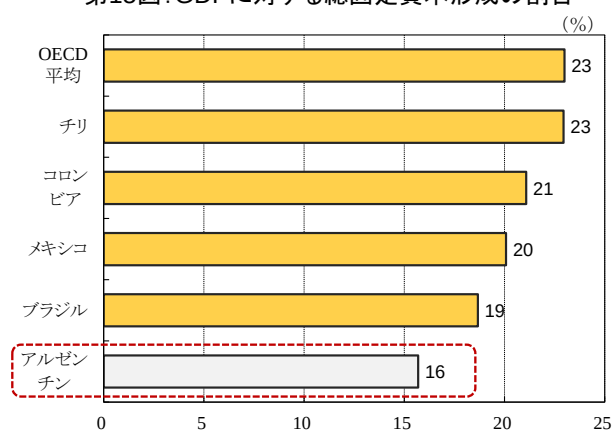
過去、アルゼンチンは急成長、インフレの高進、通貨危機の発生、不況へ突入という激しい上下動を繰り返してきた。激しい変動は不確実性を高め長期的な投資を難しくする。アルゼンチンの設備投資比率（GDPに対する総固定資本形成の割合）はOECD平均を大きく下回るだけでなく、その他のラテンアメリカ諸国と比べても低い（第15図）。すなわち、投資の不足が供給力の天井を低くし、インフレ体質を助長するという悪循環を生んでいた。インフレを併発する急成長ではなく、成長率は多少低くても持続的な成長を実現し、企業に事業・投資計画を立て易くすることこそ、アルゼンチンが必要とするものである。そのためには、政府が総需要を適切にコントロールし、インフレ率を他の新興国並みに下げていく必要があるだろう。

第14図：アルゼンチンペソの
実質実効為替レートの推移



(注) 2017年は世界銀行による予測値。
(資料) 世界銀行統計より国際通貨研究所作成

第15図：GDPに対する総固定資本形成の割合



(注) 1990年から2015年までの平均値。
(資料) OECD資料より国際通貨研究所作成

4. 他の中南米諸国を含む全体観

上記3カ国以外の中南米諸国の2017年実質GDP成長率は、チリ、コロンビアについては前年と概ね同程度、ペルーはやや低下となる見通しである。地域全体では、ブラジル、アルゼンチンにおける景気回復により、2016年の前年比▲0.8%から2017年には同+1.5%に回復する見通しである（6カ国ベース）。2018年は、インフレ率の更なる安定もサポート要因となることで景気は総じて加速し、実質GDP成長率は同+2.2%となろう。経常収支は、景気拡大による輸入の増加で、赤字がやや拡大すると見込まれる。

また、本見通しの対象国ではないものの、ベネズエラでは経済危機・政治混乱が深刻化している。ブラジルでは、同国政府が、ベネズエラに対し債務の返済を督促しているにも関わらず返答がないため、近々パリクラブに事実上の債務不履行（デフォルト）に陥っていると通達する意向であると報道されている。ベネズエラは公式にデフォルトとなる可能性が高まっているといえよう。

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)		
	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)	2016年 (実績)	2017年 (見通し)	2018年 (見通し)
ブラジル	▲ 3.6	0.6	2.0	8.7	4.0	4.2	▲ 235	▲ 180	▲ 450
メキシコ	2.3	2.0	2.0	2.8	6.0	3.5	▲ 230	▲ 250	▲ 280
アルゼンチン	▲ 2.2	2.5	2.7	38.0	24.0	15.0	▲ 145	▲ 200	▲ 220
中南米全体(注)	▲ 0.8	1.5	2.2	10.6	7.0	5.8	▲ 880	▲ 840	▲ 1,110

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

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

(資料) 各国統計等より国際通貨研究所作成

(国際通貨研究所 森川 央)

VI. 原油価格

～地政学リスクは燻り続けるも、供給過剰懸念を背景に 原油価格の上値は抑えられる見込み～

1. 価格動向

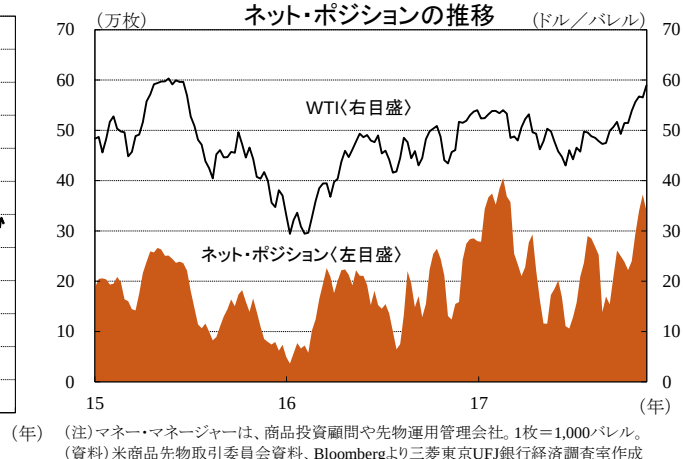
9月以降の原油価格（WTI期近物）の動向を振り返ると、同月中旬までは48ドル（1バレルあたり、以下同）近辺で推移していたが、下旬にはイラク北部クルド自治政府を巡る地政学リスクの高まりを受けて52ドルに上昇した（第1図）。10月初旬にWTIは一旦49ドルに軟化したが、同月中旬には米国の対イラン強硬姿勢やバルキンド OPEC 事務局長の減産強化を示唆する発言を受けて、再び50ドル台を回復した。11月に入ると、OPEC 総会（11月30日）に向けて協調減産の再延長への期待が高まる中、サウジアラビアの政情不安やイランとの緊張の高まり、米国の石油リグ稼働数の減少等の買い材料が続いたことからWTIは上昇基調を辿り、さらに同月下旬には主要パイプライン閉鎖に伴うカナダ産原油の供給減少見通しを受けて一時58ドルと2年5ヵ月ぶりの高値をつけた。11月30日には、大方の予想通りOPECと非OPEC主要産油国が減産実施期間を9ヵ月延長し、2018年12月末までとすることで合意したが、事前に価格に織り込まれていることもあり、直後のWTIは57ドル台で推移している。

先物市場では、投機筋といわれるマネー・マネージャー（＝商品投資顧問や先物運用管理会社）のネット買い越しポジションが10月下旬以降、OPECの協調減産延長への期待や地政学リスクの高まりを背景に4週連続で大幅に拡大し、2月につけた過去最大に近い水準に達している（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



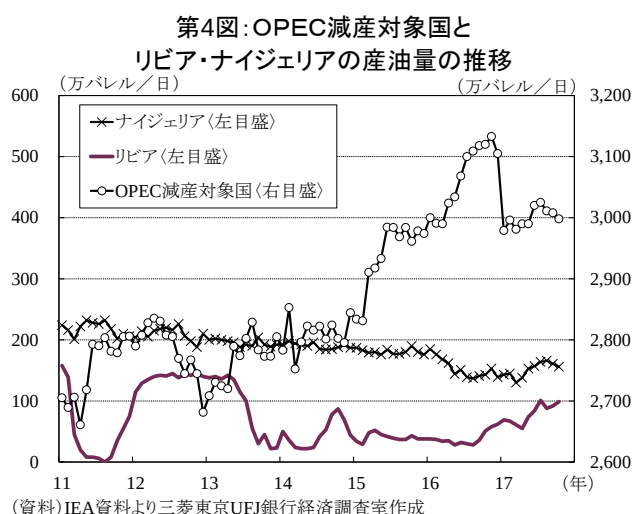
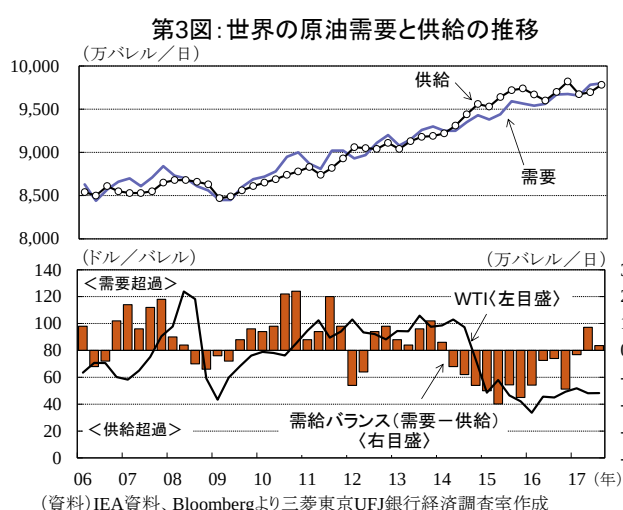
2. 需要・供給動向

世界の原油需給バランスは、2014年4-6月期以降、供給超過が続いてきたが、今年1月からOPECと非OPEC主要産油国の協調減産が実施されている一方で需要が堅調に増加し

た結果、4-6 月期には 86 万バレル（日量、以下同）という 3 年ぶりの需要超過に転じた（第 3 図）。7-9 月期についても、超過幅は 18 万バレルに縮小したものの、需要超過自体は維持された。需給動向を 4-6 月期からの変化幅で確認すると、需要側は先進国を中心に前期比 18 万バレル増加した一方、供給側は OPEC が同 47 万バレル増（減産対象外のリビアとナイジェリアの増産が主因）、非 OPEC が同 39 万バレル増（カナダの増加が中心、米国は小幅増加）と計 86 万バレル増加し、供給側の振れ幅が目立つ恰好となっている。

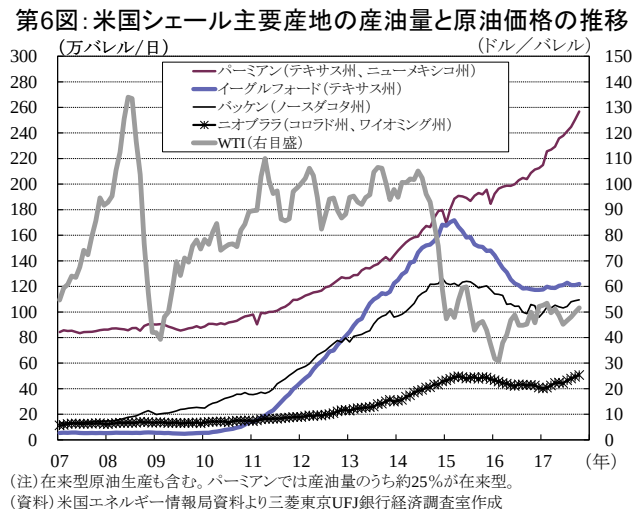
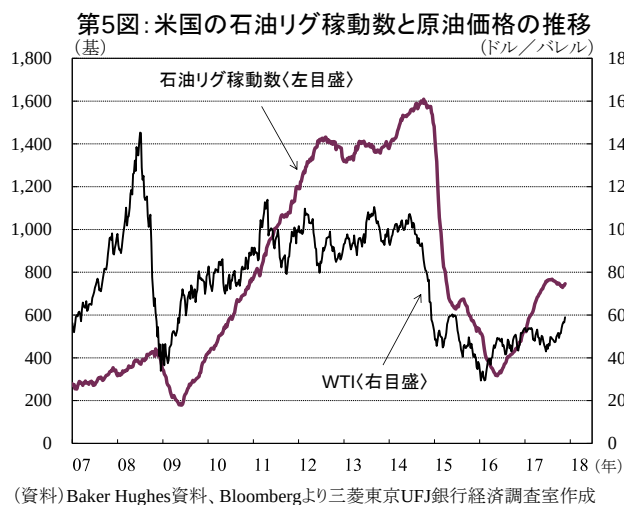
2018 年についてもその構図は不変であり、需要が経済成長（景気）を変数として動くのに対し、供給は生産者の思惑やイベントによる生産量の変化によって変動するため、両サイドの要因のボラティリティの違いには引き続き注意を要しよう。まず需要面では、世界経済が堅調に拡大する分だけ原油需要も底堅く増加するとみられ、その増分は新興国が牽引する格好で通年で前年比 130 万バレル程度と見込まれる。

供給面では生産国やイベント毎にもう少し細かくみる必要がある。OPEC は前述の通り 11 月 30 日に減産延長で合意したが、今年前半に減産対象外のリビアとナイジェリアの増産が OPEC 全体としての減産効果を薄めたことへの反省から両国に対し生産上限が設定されたとの報道以外は合意内容としての目新しさはない。したがって、昨年から今年にかけて観察された生産量の減少（需給逼迫要因）は、来年に掛けては見られないことに注意する必要がある（減産幅が同じであるため）。



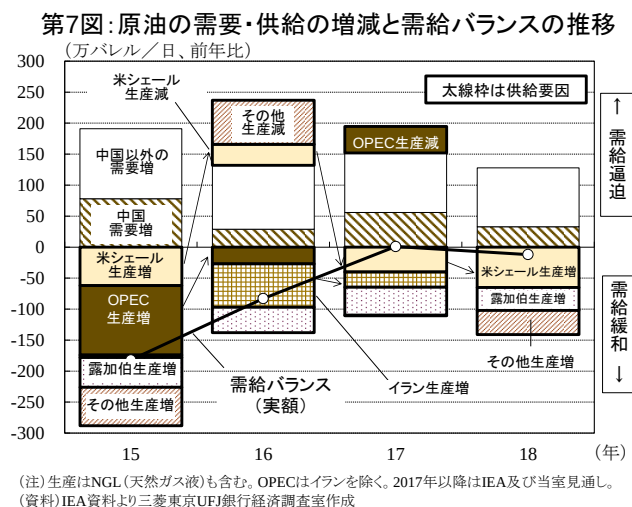
他方、米国のシェールオイル生産については、先行指標とされる石油リグ稼働数が、春先以降の原油価格下落にタイムラグをもって反応する形で 8 月中旬から緩やかな減少傾向を辿ってきたが、11 月中旬には早くも増加に転じつつある（第 5 図）。10 月以降の原油価格の上昇を踏まえると、今後リグ稼働数は増加基調を辿ると見込まれる。また、シェールオイル生産量は 1 月から拡大が続いており、主要産地別ではパーミアン地区の生産拡大が鮮明となっているが、その他の地域の生産量についても原油価格が 40 ドル台後半以上で推移する局面では減少しておらず、価格競争力の向上が窺える（第 6 図）。これらを踏まえると、来年の米国シェールオイル生産は、原油価格の回復を背景に増加幅が今年を上

回ると見込まれ、その分大きな需給緩和要因となる。



3. 価格の見通し

以上の需給動向をまとめると、米国シェールオイル以外の非 OPEC 生産の予想も含め第7図の通りであり、結果として 2018 年の需給バランスは、2017 年同様、均衡状態に近いところで推移するものとみられる。したがって、原油価格はこうした需給動向を背景に底堅さを維持するものとみられ、中東産油国を巡って熾り続けている地政学リスクが緊迫した場合、あるいは何らかの供給ショックが起こる場合は原油価格が急上昇する場面も想定されよう。もっとも、米シェールオイル生産拡大による供給過剰懸念が払拭されず、来年は小幅ながらも再び供給超過に転じるとみられることから、地政学リスクやイベントリスクの影響があっても短期で剥落する公算が高く、上値は抑えられると見込まれる。以上を踏まえ、2018 年の WTI は四半期平均で 53~55 ドルで推移するものと予想する(第1表)。



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 (%)
17年1-3月期	51.8	54.0
4-6月期	48.2	5.5
7-9月期	48.2	7.3
10-12月期	53	7.5
18年1-3月期	51	▲ 1.5
4-6月期	53	10.1
7-9月期	55	14.1
10-12月期	55	3.8
16年	43.5	▲ 10.8
17年	50	15.7
18年	54	6.4

(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: 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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。