

内外経済の見通し

見通しの概要

～「適温相場」の終わりを意識しつつも堅調な拡大が続く世界経済～

日本

～先行きも高水準の企業収益を起点とする好循環は崩れず～

米国

～景気拡大を財政政策がさらに後押しし、高めの成長が続く公算～

欧州

～政治面の不透明感は燦るものの、景気は良好さを保つ見込み～

アジア・豪州

～内需の堅調と先進国向け輸出の拡大で安定成長が持続～

中南米

～景気は安定するも政治の季節を迎えたブラジル・メキシコ、
インフレ克服が待たれるアルゼンチン～

原油価格

～2018 年は小幅な供給超過、原油価格は上値が重い展開に～

見通しの概要

「適温相場」の終わりを意識しつつも堅調な拡大が続く世界経済

約 10 年前の世界金融危機以降の世界経済の回復局面は、欧米諸国での激しいバランスシート調整を伴ったため、そのペースは極めて緩やかなものであり、また途中で欧州が債務危機に見舞われるなど波乱続きの展開となった。しかし、2010 年代半ばにかけての中国经济減速やそれと同期した貿易・商品市況の低迷等を主因とする景気減速が 2016 年央頃より急速に灰汁抜けした以降は、先進国を中心に景気堅調が続く一方でインフレ率は低位安定し、金融市場でも金利が低位に止まる中で株価が好調に推移する、いわゆる「適温相場」が続いてきたといえる。

しかし、政治・政策・地政学的不透明感を跳ね返して展開されてきた「適温相場」だが、足元ではそれを支えてきた環境が変化しつつあることには留意を要する。一つは、先進各国の中央銀行がこの 10 年ほどの間大規模に展開してきた金融緩和からの「出口戦略」を実施もしくは実施検討を始めたことである。FRB は利上げとバランスシートの縮小を整斉と実施中であるし、ECB も資産購入プログラムの縮小に踏み切っている。日銀については、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みを堅持する姿勢を崩してはいないものの、出口戦略に関する金融市場の憶測は燦々としている。

二点目は、米国で減税政策を始めとする財政刺激が景気過熱懸念や米国債増発・債券需給悪化懸念等をもたらしていることである。三点目は、一点目、二点目とも関連するが、そもそも景気堅調と低インフレの両立は中長期では持続しないのではないかという懸念の台頭である。特に歴史的な水準にまで失業率が低下している日米では、労働需給逼迫は何らかの形で経済全体にストレスがかかることを警戒しなければならない段階に来ており、米国ではマクロの賃金指標の強含みが債券市場に動揺をもたらしているし、日本でもマクロのインフレ指標こそ大きな動意はないものの、ミクロの人手不足問題が深刻化している。

1 月末から 2 月に掛けて見られた株式相場の大きな下落は、もともと割高感が強まっていたことに対する自律的な調整という側面もあるものの、こうした「適温相場」の終わりを株式市場も意識し始めたことの表れとも言える。インフレ懸念、中央銀行の金融緩和出口戦略の加速懸念、長期金利上昇懸念は、上記ポイントを勘案すると当面解消されることは考えにくく、金融市場の神経質な動きは当面続きそうだ。

但し、実体経済に関していえば、少なくとも短期的には引き続き緩やかな拡大が期待できる状況と言える。日米欧とも企業収益や家計の雇用・所得環境は底堅く推移しているし、足元米国で公表されている企業・家計マインド指標についても、株式市場の調整を反映しているはずであるにも関わらず、引き続き総じて強含んでいるようである。詳細は各地域パートに譲るとしても、今年の実質 GDP 成長率では、減税効果の見込める米国では前年比+2%台後半、雇用情勢の改善余地が大きい欧州で同+2%台前半と、昨年末の見通しよりも上方修正しているし、日本も同+1%台前半は確保できるものと想定する。

新興国については、米国の金利上昇がマネーフローの変化を通じて各国の金融市場を不安定化させるリスクには留意が必要である。但し、実体経済をみると、先進国経済の拡大が続く中で輸出は総じて堅調に推移しており、また個人消費を中心に内需も底堅い伸びを示している。引き続き ASEAN では同+5%強、NIES で同+3%程度の成長は見込めるものと考えられる。中国についても、政府主導で過剰設備廃棄、企業債務拡大の抑制といった政策が取られることに加え、不動産投資のサイクルも低調期にあるため、投資は更なる減速が予想されるものの、堅調な家計の雇用・所得環境が個人消費を支えるため、成長率の減速は同+6%台半ば程度に止まりそうだ。長らく景気低迷の続いていたロシア、ブラジルなどの資源国も、資源価格が回復するなかで通貨安に歯止めが掛かっており、インフレ率が落ち着いたこともあって今年は景気回復の度合いを強めよう。

短期的なリスクとしては、景気との連動性は必ずしも高くなってきているものの、各国の政治日程にはやはり注目しておきたい。3 月にはイタリアの総選挙のほか、ドイツでも社会民主党が連立政権に参加するかどうかの党内選挙が予定されているが、いずれも結果によっては EU の政治や政策の混迷に繋がる可能性がある。英国の EU 離脱交渉の行方も企業活動の予見可能性に影を投げかけている状況は不変である。米州でも米国の中間選挙、メキシコ、ブラジルの大統領選挙が予定されており、通商問題や各国の政策運営の行方との関連で留意が必要である。特に米国の中間選挙は、大統領交代後に行われる最初の場合、歴史的には政権与党が大きく後退する例が多いし、事実、今回もそう予想する向きが多い。大統領選挙でも見られたとおり、トランプ大統領への支持は世論調査だけでは読み切れない可能性もあるため、予断を持って語るのは困難だが、いずれにせよ中間選挙での後退を避けるべくコアの支持層に訴えかける政策を次々に打ち出す可能性もあり、既に米中通商問題では摩擦尖鋭化の兆しも窺われる。対する中国では、二期目に入った習近平政権が国家機関人事を進めると見られるが、国有企業改革などの構造改革にどれだけ踏み込む布陣を引くのが注目ポイントとなろう。

中長期的なリスクとしては、冒頭に書いている通り、世界経済をリードする米国において労働需給が逼迫する中でどこまでインフレ率の安定が維持できるのかという論点がある。確かに、米国経済の歴史を振り返ると、失業率が構造的・摩擦的失業のみに起因する最低水準にまで下がり切った後、長期に渡って安定的に横這い推移した例（即ち、経済が一種の定常状態で安定したこと）などほとんどないといってよい。そういう意味では、経験則的にはこの景気拡大（＝労働需給逼迫）もいつかは終焉を迎えるとみるべきだが、問題は如何なる経路でそうなるかである。予想インフレ率の低下や雇用確保重視の流れの中での雇用者側の交渉力低下などの長期的な趨勢を鑑みると、「労働需給逼迫→賃金インフレ→金利上昇→景気減速」という伝統的な経路に至る可能性は高くないように思われる（直近の賃金上昇率が加速したのは寒波などの一時的影響が大きいと見られる）。むしろ、景気循環の歴史からすると、直近 30 年程度は、「資産バブル崩壊→金融危機・バランスシート調整」という流れで景気拡大が断ち切られたケースの方が多くことには留意しておくべきだろう（80 年代後半～90 年代初頭の不動産バブル、2000 年前後の IT バブル、2000 年

代後半の不動産バブル)。したがって、逼迫する労働市場そのものにインフレと金利上昇→景気減速のリスクが内在していると認識するよりは、今回も一義的には次の資産バブル醸成に警戒しておく方が適切であるように思われる。

(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 実績	2018年 見通し	2016年 実績	2017年 実績	2018年 見通し	2016年 実績	2017年 実績	2018年 見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)		62.91	1,264	2.7	3.3	3.4	2.0	2.2	2.3			
先進国・地域		41.94	843	1.6	2.3	2.4	0.8	1.7	1.9			
新興国		20.96	421	4.7	5.3	5.4	4.4	3.1	3.2			
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.98	100	1.2	1.6	1.3	▲ 0.2	0.7	0.9	1,880	2,026	2,272
	アジア11カ国・地域	18.12	364	6.0	6.1	5.9	2.2	2.0	2.3	4,689	4,098	3,904
	中国	11.23	226	6.7	6.9	6.4	2.0	1.6	1.8	1,964	1,720	1,608
	インド(年度ベース)	2.26	44	7.1	6.6	7.6	4.5	3.8	4.9	▲ 152	▲ 391	▲ 447
	NIEs4カ国・地域	2.56	51	2.4	3.2	2.8	1.1	1.4	1.5	2,424	2,288	2,363
	韓国	1.41	28	2.8	3.1	2.9	1.0	1.9	1.6	992	785	774
	台湾	0.53	11	1.4	2.9	2.4	1.4	0.6	1.3	719	791	798
	香港	0.32	6	2.0	3.7	2.8	2.4	1.5	2.2	122	102	145
	シンガポール	0.30	6	2.4	3.6	3.0	▲ 0.5	0.6	1.0	590	610	645
	ASEAN5カ国	2.14	43	4.9	5.4	5.3	2.3	3.1	3.2	454	481	380
	インドネシア	0.93	19	5.0	5.1	5.2	3.5	3.8	3.7	▲ 170	▲ 173	▲ 183
	マレーシア	0.30	6	4.2	5.9	5.4	2.1	3.8	2.8	69	94	92
	タイ	0.41	8	3.2	3.9	4.0	0.2	0.7	1.4	482	493	451
	フィリピン	0.30	6	6.9	6.7	6.3	1.8	3.2	3.8	▲ 10	▲ 5	▲ 9
	ベトナム	0.20	4	6.2	6.8	6.7	2.7	3.5	4.1	82	73	29
	オーストラリア	1.26	25	2.6	2.3	2.7	1.3	2.0	2.1	▲ 360	▲ 352	▲ 349
米州	米国	18.62	374	1.5	2.3	2.7	1.3	2.1	2.3	▲ 4,517	▲ 4,666	▲ 5,155
	中南米6カ国	4.11	83	▲ 0.6	1.7	2.6	10.6	6.9	5.8	▲ 822	▲ 808	▲ 1,060
	ブラジル	1.80	36	▲ 3.5	1.0	2.5	8.7	3.4	4.2	▲ 235	▲ 98	▲ 300
	メキシコ	1.05	21	2.9	2.0	2.4	2.8	6.0	3.5	▲ 227	▲ 200	▲ 250
	アルゼンチン	0.54	11	▲ 2.2	2.8	2.9	38.0	24.0	19.0	▲ 147	▲ 300	▲ 300
欧州	ユーロ圏19カ国	11.92	240	1.8	2.5	2.3	0.2	1.5	1.5	4,076	4,472	4,268
	ドイツ	3.48	70	1.9	2.5	2.3	0.4	1.7	1.8	2,868	2,908	3,094
	フランス	2.47	50	1.1	1.9	1.9	0.3	1.2	1.3	▲ 211	▲ 286	▲ 246
	イタリア	1.85	37	1.1	1.5	1.4	▲ 0.1	1.3	1.3	505	573	520
	英国	2.63	53	1.9	1.7	1.6	0.7	2.7	2.4	▲ 1,539	▲ 1,136	▲ 1,009
	ロシア	1.28	26	▲ 0.2	1.7	1.9	7.1	3.7	4.2	255	402	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	3.9	4.0	2.6	2.4	2.7	
----------------------------------	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--

(注) 1. 『2017年』の一部の国・地域は見込み値。

2. 『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)。

3. 『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。

4. 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』。

5. 『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

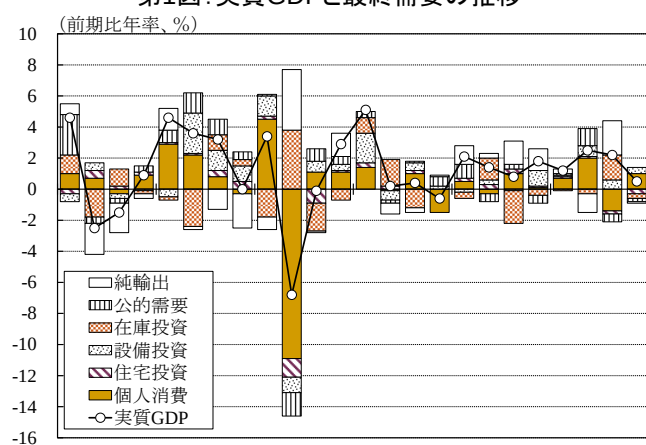
～先行きも高水準の企業収益を起点とする好循環は崩れず～

1. 日本経済の概況

2017 年 10-12 月期の実質 GDP（1 次速報値）は前期比年率+0.5%と、バブル期以来、約 29 年ぶりに 8 四半期連続のプラス成長となった（第 1 図）。内訳をみると、家計と企業の良好な所得・収益環境を背景に、個人消費が同+1.9%、設備投資も同+2.8%と高めの伸びを示した。一方、前年度補正予算の執行が一巡した公的需要は同▲0.9%となり、純輸出（輸出－輸入）と在庫投資もマイナス寄与に転じた。ただし、純輸出（実質 GDP 成長率への寄与度で同▲0.1%）は堅調な内需を映じた輸入回復が主因であり、在庫投資（同▲0.3%）は在庫調整進展の裏返しでもある。従って、景気の底堅さを示す結果であったといえる。

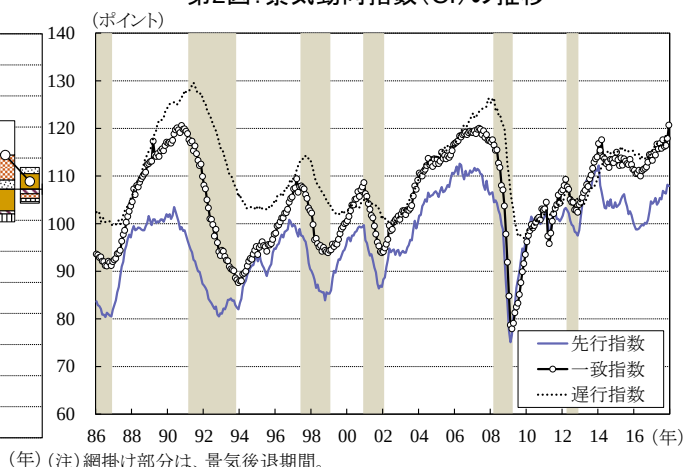
足元、円高の進行や株価の下落など、金融市場を中心に悪材料がみられるものの、内外の実体経済は循環的な回復局面にあって底堅さを示している。内閣府が公表する景気動向指数（CI）をみると、景気の現状を示す“一致指数”は 12 月に過去最高を記録した（第 2 図）。企業関連指標を中心に構成され、景気の先行きを示す“先行指数”の明確な改善傾向からは景気の上向きのモメンタムの強さが確認され、家計関連指標が主体の“遅行指数”の伸び悩みは、景気回復実感の弱さを裏付けると同時に、景気の好循環が企業から家計へと波及する余地を表す。東証一部上場企業の 2017 年 10-12 月期の経常利益は前年比 +15.2%と 5 四半期連続で増加し、製造業、非製造業ともに過去最高益を記録したが、その内容は国内外の出荷拡大に支えられた成長型の増益である（第 3 図）。先行きの為替動向には留意が必要ながら、日米金利差を踏まえれば一方向的な円高は避けられるとみられることに加え、日本経済は企業収益や輸出の面でかつてよりも円高への耐性を強めているため、企業収益が腰折れに至る可能性は低い。今春闘で予想される高めの賃上げによる家計の消費マインドの底上げも加わり、景気は緩やかな拡大基調を維持すると予想する（第 1 表）。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



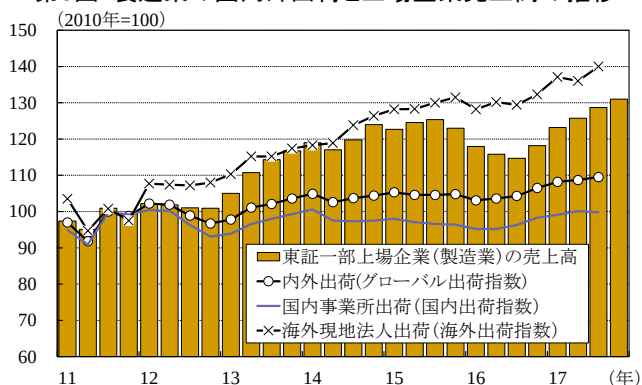
(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 景気動向指数(CI)の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：製造業の国内外出荷と上場企業売上高の推移



(注) 1. 2月21日時点で2017年10-12月期決算を公表済の企業のうち、2007年1-3月期以降連続してデータを取得できる716社の『売上高』を集計したもの。

2. 季節調整は当室にて実施。

(資料) 経済産業省資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：GDP計数の年度見通し

	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	1.4	1.2	1.6	1.3
個人消費	0.8	0.3	1.1	1.0
住宅投資	3.7	6.2	0.1	▲ 3.2
設備投資	2.3	1.2	3.3	2.6
在庫投資(寄与度)	0.2	▲ 0.3	0.0	0.2
公的需要	1.1	0.5	0.6	0.1
純輸出(寄与度)	0.1	0.8	0.3	0.1
輸出	0.7	3.4	6.4	3.6
輸入	0.3	▲ 1.0	4.3	2.9
名目GDP	3.0	1.0	1.6	1.8
GDPデフレーター	1.5	▲ 0.2	0.0	0.6

(資料) 内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

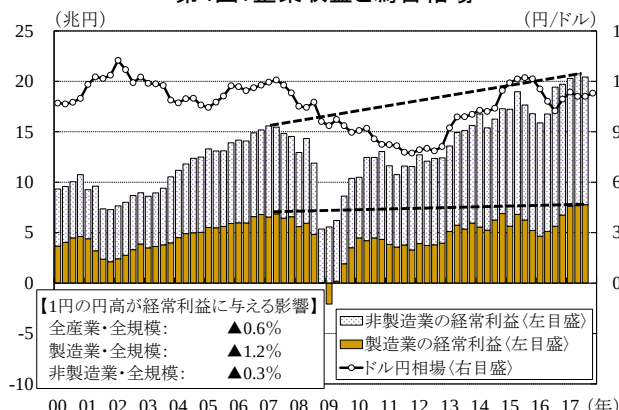
2. 見通し上のキーポイント

(1) 企業収益・輸出は円高局面でも腰折れを回避

好調が続く企業収益と輸出にとって足元の円高が一定の重石となり得るが、腰折れは回避される可能性が高い。まず企業収益に関しては、日銀短観に基づく企業の2017年度下期の想定為替レートは1ドル109.7円と保守的な水準であり、1月までの円安を踏まえると、2-3月平均で104円を超えて円高が進行しない限り、今期の業績の下方修正要因とはならない。また、日本企業は収益の構成をみても近年為替による影響を受けにくい非製造業の占めるウェイトが上昇していることから、かつてより円高への耐性が増していると考えられる（第4図）。それでも年平均1円の円高は企業の経常利益を年間▲0.6%程度押し下げるが、内外需要の底堅さや足元の利益水準自体の高さ等を勘案すれば、円高によって直ちに企業収益が失速し、投資マインドが冷え込むリスクは小さいとみられる。

輸出も、為替リスクヘッジ手法の浸透に加え、輸出品の高付加価値化が進んだことで、為替変動の実質輸出に対する影響度は近年大きく低下している（第5図）。他方、仕向地需要の影響度が増しており、輸出は海外経済回復に伴い緩やかな拡大が続く見通しである。

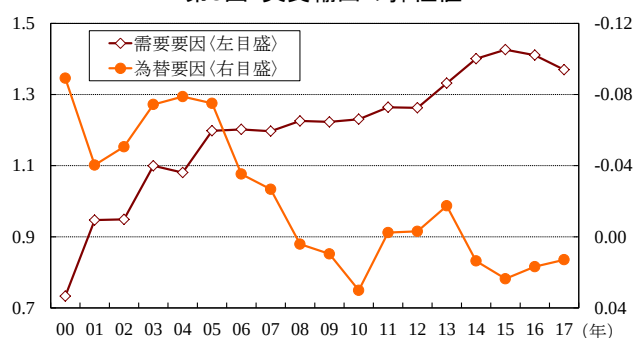
第4図：企業収益と為替相場



(注) 円高影響については、日銀短観データを用い、想定為替レートが前回調査から1円変化したときの経常利益修正率を推計。

(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：実質輸出の弾性値



(注) 1. 『為替(価格)要因』は「円の実質実効為替レート」が1%pt変化した場合の実質輸出の増減率、『需要(所得)要因』は「世界の実質輸入」が1%pt変化した場合の実質輸出の増減率。

2. 「円の実質実効為替レート」と「世界の実質輸入」を用いて、実質輸出関数を推計した結果。

(資料) 日本銀行、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 春闘での高めの賃上げが家計所得をサポート

今春闘を取り巻く環境を確認すると、高めの賃上げの実現を後押しする要素が多く揃っている（第2表）。まず、雇用人員判断DI等からも窺われる通り、企業の人手不足が一段と深刻化する中で正社員も含めて有効求人倍率が着実に上昇し、労働市場の需給は更に引き締まっている。また、過去最高水準の企業収益の下で労働分配率が低下している一方、労働生産性は改善しており、企業に対する賃上げ期待は高まっている状況にある。加えて、消費者物価がプラスに転化しており、この面からも賃上げに向かいやすい。

労務行政研究所の「2018年賃上げの見通し」から経営側の賃上げに対するスタンスをみると、社会的状況などを勘案した“望ましい賃上げ（2.51%）”と“実際の賃上げ見通し（2.04%）”はいずれも前年比で上昇しており、経営側の姿勢も前向きになっている。このところの妥結賃上げ率（厚生労働省ベース）は、概ね上記2つの指標の間で決着しているが、今年はベースとなる環境の改善に加え、政府の3%の賃上げ要望に対する経済界の前向きな反応も踏まえれば、“望ましい賃上げ”に近い水準での妥結が予想される。安倍政権発足以降で最も高かった2015年（2.38%）程度の賃上げは実現する可能性が高い。

この先、緩やかな物価の上昇が見込まれるものの、高めの賃上げの実現に加え、労働市場で非正規から正規へのシフトの動きがみられること等も踏まえると、家計の実質所得は底堅さを維持し、先行きの消費を下支えすることが予想される。

(3) 2017年度補正予算の歳出規模は前年比半減

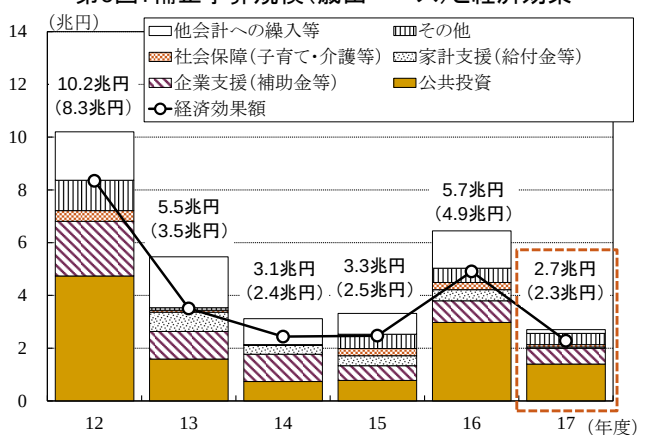
2月1日に、生産性革命・人づくり革命や防災・減災事業などを柱とする2017年度補正予算が成立した。歳出規模は約2.7兆円と、「未来への投資を実現する経済対策」として公共投資を中心に多額の歳出が盛り込まれた前年度と比べて抑制的な予算となっている（第6図）。足元の国内民需の底堅さや日本の財政状況の厳しさを踏まえれば、もとより大規模な補正予算編成が必要な局面にはないが、公共投資は今後も弱含みで推移することが想定され、公的需要による景気の下支えは当面限定的となろう。

第2表：春闘を取り巻く環境整理

		2017年	2018年	賃上げ率への影響
関連指標	雇用人員判断DI（前年12月調査、%ポイント）	▲21	▲31	↑
	正社員の有効求人倍率（前年12月時点、倍）	0.92	1.07	↑
	経常利益上昇率（前年7-9月までの3四半期合算、%）	▲3.6	18.2	↑
	労働分配率（前年7-9月までの3四半期平均、%）	61.1	59.0	↓
	実質労働生産性上昇率（前年7-9月までの3四半期平均、%）	▲0.2	0.6	↑
コア消費者物価上昇率（前年平均、%）		▲0.3	0.5	↑
経営側の賃上げ率の見通しと推移				
	↑			
実績と予測	賃上げ率（定義+ベース） （当年実績、%）	2.11	2.3 ～2.4	-

（資料）労務行政研究所、厚生労働省、総務省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：補正予算規模（歳出ベース）と経済効果



（注）数字の上段は予算額、下段は経済効果の推計額。

（資料）財務省資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の動向

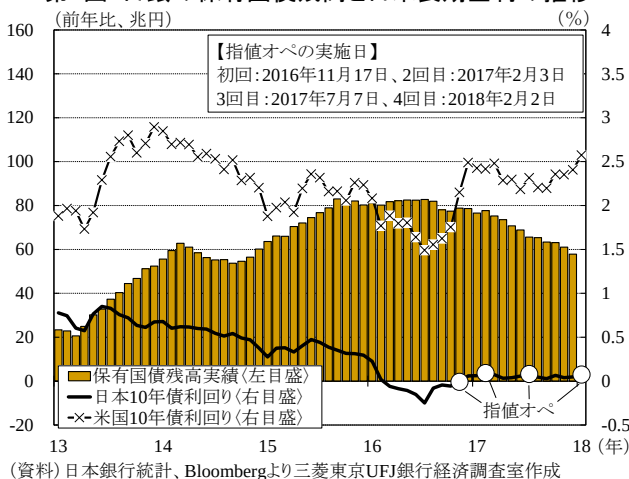
生鮮食品を除く消費者物価は、1月に前年比+0.9%まで上昇した。大部分はエネルギー価格の上昇や2017年中に生じた円安など外的要因によるものだが、今春闘で高めの賃上げが実現される可能性が高いこと等から、物価の基調は次第に底堅さを増すと考えられる。

物価が改善に向かうなか、市場の注目は日銀の次なる一手へと集まりやすい状況となっている。1月9日、日銀が超長期国債の買入オペ減額を通知したことを受け、市場では出口戦略への地均しとの観測が強まり、10年物国債利回りは1月17日に0.09%と昨年7月以来の水準まで上昇した。もっとも、黒田総裁は決定会合後の記者会見で「その時々（買入れの）金額とかタイミングが金融政策の先行きを示すものではない」と述べ、この見方を明確に否定した。実際、1月の展望レポートにおける2018年度の消費者物価上昇率見通しの中央値は1.4%と前回から不変であり、日銀の2%目標からも依然乖離が大きいことを踏まえれば、金融政策の枠組みを変更する局面とは判断されにくいだろう。ただし、日銀が既に保有国債残高の増加ペースを低下させているように（第7図）、インフレ期待の着実な改善を受けて運用面での調整が加えられる可能性はあり、その第一歩としては、イールドカーブ・コントロールの長期金利目標のレンジ化等が考えられる。

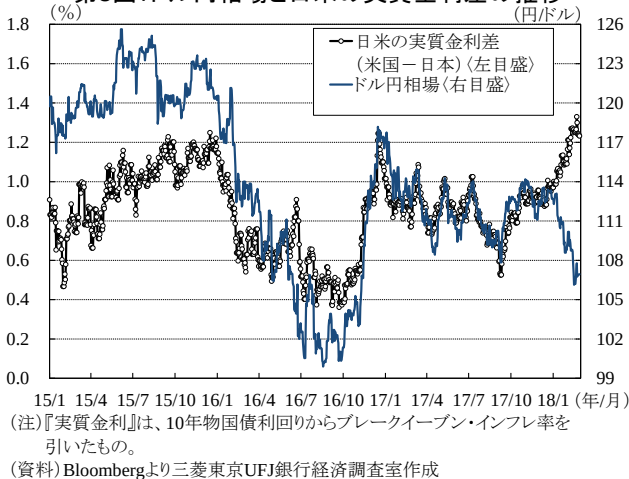
10年物国債利回りは、2月2日に一時0.095%まで上昇したが、同日、日銀が指値オペを実施したことを受けて低下し、足元は0.05%程度で推移している。日銀が国債購入残高の伸びを抑え、米国金利が上昇するなかでも、機動的な指値オペの実施によってイールドカーブ・コントロールの維持が可能であることが改めて示されたといえる。

ドル円相場は、これまで概ね日米実質金利差に連動する形で推移してきたが、年初以降は乖離が目立っており、足元は1ドル107円程度まで円高が進行している（第8図）。背景には、日銀出口戦略への思惑や米財務長官のドル安容認発言、株式市場の急落に伴うリスク回避姿勢の強まりなどが考えられるが、過去の関係から金利差との乖離が更に拡大する形で一方的な円高が進行するような状況は想定しにくい。先行き、振れはあっても基調としては緩やかな円安方向に戻していくとみられる。

第7図：日銀の保有国債残高と日米長期金利の推移



第8図：ドル円相場と日米の実質金利差の推移



（宮道 貴之、菱木 由美子、横田 裕輔、下郷 慶）

日本経済・金融見通し

2017年10～12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	1.4	0.8	1.8	1.2	2.5	2.2	0.5	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.2	1.6	1.3
個人消費	0.8	▲ 0.6	1.8	0.2	1.3	3.7	▲ 2.5	1.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	0.3	1.1	1.0
住宅投資	6.0	8.7	10.4	3.2	4.9	3.6	▲ 5.9	▲ 10.2	▲ 4.7	▲ 2.4	▲ 0.8	0.0	2.4	6.2	0.1	▲ 3.2
設備投資	▲ 1.5	1.7	▲ 0.9	6.6	0.5	4.8	3.9	2.8	2.0	2.5	2.6	2.7	2.7	1.2	3.3	2.6
在庫投資（寄与度）	▲ 0.4	1.4	▲ 2.1	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	1.6	▲ 0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	▲ 0.3	0.0	0.2
公的需要	3.7	▲ 1.9	1.4	▲ 2.0	0.4	4.7	▲ 2.1	▲ 0.9	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	0.5	0.6	0.1
うち、公共投資	▲ 0.7	9.9	0.7	▲ 6.9	▲ 0.9	20.2	▲ 10.0	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 1.2	▲ 0.4	0.4	1.2	0.9	1.3	▲ 1.3
純輸出（寄与度）	1.2	0.3	1.5	1.4	0.3	▲ 1.2	2.2	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.8	0.3	0.1
財貨・サービスの輸出	0.0	▲ 1.9	9.4	11.1	8.1	0.1	8.7	10.0	2.4	2.3	2.4	2.2	2.3	3.4	6.4	3.6
財貨・サービスの輸入	▲ 6.6	▲ 3.5	0.6	2.4	7.1	7.9	▲ 4.8	12.0	2.1	2.2	2.3	2.2	2.2	▲ 1.0	4.3	2.9
名目GDP（前期比年率、%）	3.7	0.8	▲ 0.6	1.6	0.3	3.8	2.6	▲ 0.1	0.0	3.8	2.5	1.4	1.0	1.0	1.6	1.8
GDPデフレーター（前年比、%）	0.9	0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.9	▲ 0.3	0.2	0.0	0.0	0.3	0.5	0.6	0.8	▲ 0.2	0.0	0.6
鉱工業生産（前期比、%）	▲ 0.9	0.3	1.6	1.8	0.2	2.1	0.4	1.8	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	8.5	0.1
国内企業物価（前年比、%）	▲ 3.7	▲ 4.5	▲ 3.8	▲ 2.1	1.0	2.1	2.9	3.4	2.3	2.1	2.0	2.0	2.1	▲ 2.3	2.7	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	0.4	0.6	0.9	0.9	0.7	0.8	0.9	1.0	▲ 0.2	0.7	0.9
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	944	1,158	1,461	1,710	1,335	683	1,630	1,318	1,309	634	1,056	430	693	5,773	4,940	2,813
経常収支（10億円）	5,170	4,741	4,859	5,146	5,419	4,768	6,183	5,622	5,932	5,689	6,500	6,263	6,915	20,382	22,505	25,367
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	▲ 0.0	▲ 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	0.0	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	109	110	111	112	113	108	111	112

(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)
2018年2月28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				2018年 1月
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	9月	10月	11月	12月	
実質GDP成長率(前期比年率)	1.4	1.2	2.5 (1.5)	2.2 (1.9)	0.5 (1.5)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.9	0.6	1.6 (2.5)	▲ 0.3 (1.5)	0.7 (1.9)	▲ 0.6 (0.9)	0.2 (1.8)	1.0 (2.0)	0.5 (1.8)	
鉱工業生産指数	▲ 0.9	1.1	2.1 (5.8)	0.4 (4.2)	1.8 (4.6)	▲ 1.0 (2.6)	0.5 (5.9)	0.5 (3.6)	2.9 (4.4)	▲ 6.6 (2.7)
鉱工業出荷指数	▲ 1.1	0.8	1.5 (5.2)	0.4 (3.7)	1.0 (3.0)	▲ 2.5 (1.5)	▲ 0.4 (2.7)	2.3 (2.3)	2.9 (4.2)	▲ 5.6 (2.1)
製品在庫指数	1.1	▲ 4.0	▲ 0.5 (▲ 2.9)	▲ 1.6 (▲ 2.4)	2.1 (2.1)	0.0 (▲ 2.4)	3.2 (2.0)	▲ 0.8 (3.0)	▲ 0.3 (2.1)	▲ 0.6 (1.4)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.9	112.9	112.5 [116.0]	110.7 [114.3]	111.9 [109.7]	110.3 [113.5]	114.2 [112.2]	111.1 [108.0]	110.5 [108.9]	113.8 [111.6]
国内企業物価指数	▲ 3.3	▲ 2.3	0.4 (2.1)	0.5 (2.9)	0.9 (3.4)	0.3 (3.1)	0.3 (3.4)	0.5 (3.6)	0.1 (3.0)	0.3 (2.7)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲ 0.2	0.6 (0.4)	0.0 (0.6)	0.4 (0.9)	0.1 (0.7)	0.1 (0.8)	0.1 (0.9)	0.0 (0.9)	0.2 (0.9)
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	98.6	101.9 [96.3]	101.8 [98.0]	103.0 [100.1]	101.8 [97.6]	102.0 [98.7]	102.0 [100.5]	104.9 [101.1]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	4.1	0.5	▲ 4.7 (▲ 1.0)	4.7 (▲ 2.5)	▲ 0.1 (0.0)	▲ 8.1 (▲ 3.5)	5.0 (2.3)	5.7 (4.1)	▲ 11.9 (▲ 5.0)	
製造業	6.2	▲ 4.6	3.7 (3.5)	8.2 (9.2)	4.0 (13.3)	▲ 5.1 (14.8)	7.4 (26.0)	▲ 0.2 (14.2)	▲ 13.3 (3.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.5	4.3	▲ 9.9 (▲ 4.5)	1.6 (▲ 10.1)	▲ 2.0 (▲ 9.7)	▲ 11.1 (▲ 13.3)	1.1 (▲ 13.9)	9.8 (▲ 3.9)	▲ 7.3 (▲ 10.9)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 2.2	1.5	5.0 (6.6)	▲ 0.2 (4.3)	4.3 (7.1)	▲ 6.1 (2.1)	1.6 (5.4)	3.7 (5.6)	3.8 (9.9)	▲ 5.3 (8.5)
建設受注	▲ 0.9	4.0								
民需			(0.7)	(▲ 4.7)	(4.0)	(▲ 11.6)	(6.7)	(20.5)	(▲ 8.1)	
官公庁			(▲ 7.0)	(5.0)	(3.5)	(8.0)	(▲ 1.8)	(15.6)	(▲ 1.4)	
公共工事請負金額	▲ 3.8	4.1								
			(2.6)	(▲ 7.9)	(1.1)	(▲ 10.4)	(3.9)	(5.0)	(▲ 6.4)	(▲ 12.8)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	92.1 (4.6)	97.4 (5.8)	98.7 (1.1)	95.4 (▲ 2.4)	94.8 (▲ 2.4)	95.6 (▲ 2.9)	94.5 (▲ 4.8)	96.2 (▲ 0.4)	93.6 (▲ 2.1)	
新設住宅床面積	(2.1)	(4.1)	(1.0)	(▲ 3.7)	(▲ 3.2)	(▲ 3.9)	(▲ 5.4)	(▲ 1.2)	(▲ 2.9)	
小売業販売額	0.8	▲ 0.2	(2.5)	(2.0)	(1.9)	(2.3)	(▲ 0.2)	(2.1)	(3.6)	(1.6)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.2	▲ 1.6	1.0 (0.2)	▲ 0.4 (0.0)	▲ 1.2 (0.5)	0.4 (▲ 0.3)	▲ 2.0 (0.0)	2.1 (1.7)	▲ 2.5 (▲ 0.1)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	72.1	75.3 [72.8]	69.6 [70.7]	71.3 [71.8]	69.8 [71.6]	71.0 [71.1]	72.0 [72.4]	70.8 [71.8]	71.0
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 1.3	▲ 0.7	▲ 0.4 (0.9)	▲ 0.2 (0.9)	0.2 (1.2)	1.8 (1.5)	▲ 1.0 (0.7)	0.6 (1.5)	▲ 0.8 (1.5)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.2	0.4	(0.5)	(0.2)	(0.7)	(0.9)	(0.2)	(0.9)	(0.9)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	98	103	131	130	133	133	136	135	129	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.23	1.39	1.49 [1.35]	1.52 [1.37]	1.56 [1.41]	1.52 [1.38]	1.55 [1.40]	1.56 [1.41]	1.59 [1.43]	49.9 [49.4]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.3	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	2.8	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	48.8	46.4	49.2 [41.4]	50.3 [45.5]	53.3 [49.8]	51.1 [46.3]	52.0 [48.3]	54.1 [50.5]	53.9 [50.7]	49.9 [49.4]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,684 (▲ 9.0)	8,381 (▲ 3.5)	2,188 (2.8)	2,032 (▲ 2.6)	2,106 (1.0)	679 (4.6)	733 (7.3)	677 (▲ 2.3)	696 (▲ 2.0)	635 (5.0)

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2015年度	2016年度	2017年			2017年				2018年 1月
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	9月	10月	11月	12月	
通関輸出	▲0.7	▲3.5	(10.5)	(15.1)	(13.0)	(14.1)	(14.0)	(16.2)	(9.3)	(12.3)
価格	2.0	▲5.8	(5.2)	(8.8)	(8.1)	(8.9)	(9.8)	(10.1)	(4.6)	(2.8)
数量	▲2.7	2.4	(5.1)	(5.8)	(4.6)	(4.8)	(3.8)	(5.5)	(4.5)	(9.2)
通関輸入	▲10.2	▲10.2	(16.2)	(14.5)	(17.0)	(12.1)	(19.0)	(17.3)	(14.9)	(7.9)
価格	▲8.4	▲10.7	(10.8)	(12.5)	(12.6)	(12.4)	(15.3)	(14.3)	(8.5)	(5.2)
数量	▲1.9	0.5	(4.9)	(1.8)	(3.9)	(▲0.2)	(3.2)	(2.6)	(5.9)	(2.6)
経常収支(億円)	178,618	203,818	45,622	70,214	43,209	22,593	21,764	13,473	7,972	
貿易収支(億円)	3,296	57,726	9,493	17,353	11,500	8,457	4,302	1,810	5,389	
サービス収支(億円)	▲13,527	▲13,816	▲2,834	▲2,315	▲1,962	▲461	▲334	417	▲2,045	
金融収支(億円)	238,492	249,299	44,237	50,052	24,365	20,738	▲8,532	14,046	18,851	
外貨準備高(百万ドル)	1,262,099	1,230,330	1,249,847	1,266,310	1,264,283	1,266,310	1,260,925	1,261,242	1,264,283	1,268,535
対ドル円レート(期中平均)	120.13	108.37	111.06	111.01	112.95	110.68	112.96	112.92	112.97	110.77

3. 金融

	2015年度	2016年度	2017年			2017年				2018年 1月
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	9月	10月	11月	12月	
無担保コール翌日物金利	0.063	▲0.045	▲0.054 [▲0.050]	▲0.054 [▲0.046]	▲0.042 [▲0.043]	▲0.058 [▲0.052]	▲0.037 [▲0.037]	▲0.048 [▲0.049]	▲0.042 [▲0.044]	▲0.040 [▲0.045]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.157	0.057	0.056 [0.060]	0.062 [0.057]	0.063 [0.056]	0.056 [0.056]	0.063 [0.056]	0.063 [0.056]	0.063 [0.056]	0.068 [0.056]
新発10年国債利回り	▲0.050	0.065	0.075 [▲0.230]	0.060 [▲0.085]	0.045 [0.040]	0.060 [▲0.085]	0.065 [▲0.050]	0.035 [0.020]	0.045 [0.040]	0.080 [0.085]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.924	0.847	0.842 (▲0.005)	0.831 (▲0.011)	0.828 (▲0.003)	0.831 (▲0.008)	0.834 (0.003)	0.835 (0.001)	0.828 (▲0.007)	
日経平均株価 (225種、末値)	16,759	18,909	20,033 [15,576]	20,356 [16,450]	22,765 [19,114]	20,356 [16,450]	22,012 [17,425]	22,725 [18,308]	22,765 [19,114]	23,098 [19,041]
M2平残	(3.5)	(3.6)	(3.9)	(4.0)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.0)	(3.6)	(3.4)
広義流動性平残	(3.7)	(1.8)	(2.8)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.1)	(3.9)	(3.4)	(3.2)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.4)	(2.4)	(3.1)	(3.1)	(2.6)	(2.9)	(2.8)	(2.7)	(2.5)	(2.4)
銀行計	(2.5)	(2.4)	(3.2)	(3.2)	(2.6)	(3.0)	(2.8)	(2.7)	(2.4)	(2.3)
都銀等	(1.2)	(1.2)	(2.8)	(2.8)	(1.7)	(2.3)	(2.0)	(1.8)	(1.2)	(1.1)
地銀	(3.7)	(3.5)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.7)	(3.6)	(3.6)
地銀Ⅱ	(3.2)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(2.8)
信金	(2.2)	(2.3)	(2.8)	(2.7)	(2.6)	(2.8)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.5)
3業態計	(3.7)	(3.8)	(4.5)	(4.5)	(4.3)	(4.5)	(4.4)	(4.4)	(4.0)	(3.8)
都銀	(4.5)	(5.5)	(6.5)	(6.4)	(6.1)	(6.5)	(6.3)	(6.3)	(5.7)	(5.3)
地銀	(3.0)	(2.3)	(2.6)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.4)
地銀Ⅱ	(2.5)	(2.1)	(2.3)	(2.3)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(1.8)	(1.6)

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

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

Ⅱ. 米国

～景気拡大を財政政策がさらに後押しし、高めの成長が続く公算～

1. 米国経済の概況

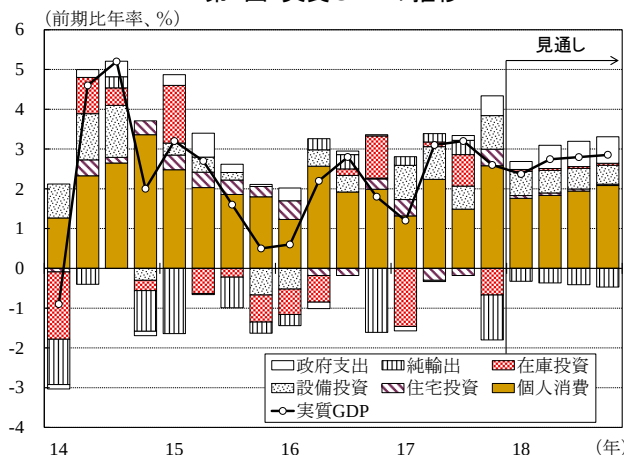
2017 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.6%と高めの水準を維持した（第 1 図）。中でも個人消費（同+3.8%）と設備投資（同+6.8%）が加速し、国内民間最終需要は同+4.6%と 2014 年 7-9 月期以来の伸びとなった。

2018 年入り後も、ISM 製造業指数が 2011 年以来の高水準で推移し、鉱工業生産も増加を続けるなど（第 2 図）、企業の生産活動は拡大基調にある。金融市場では、2 月初旬に株価が一時大きく下落する場面がみられたものの、足元では徐々に値を戻しており、過熱気味だった株価の水準調整という側面が強かった模様である。2 月のミシガン大消費者信頼感指数（調査期間：1 月 31 日～2 月 14 日）は前月比で上昇、高水準を維持しており、今回の株価下落が個人消費などの拡大に水を差す懸念は小さい。

景気はこの先、拡大ペースを徐々に速めていく見込みである。個人消費に関しては、賃金の加速が緩やかに止まるなかでも、雇用者数が労働参加率の上昇を伴いつつ伸びることで家計所得の増加が続き、支出の拡大を支える構図が維持されるとみられる。国内需要の高まりや世界的な景気の拡大を受け、設備投資や輸出も緩やかに増加を続ける見通しである。大規模な減税と連邦支出拡大による景気浮揚効果も加わるため、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.7%に加速（2017 年：同+2.3%）すると予想される。

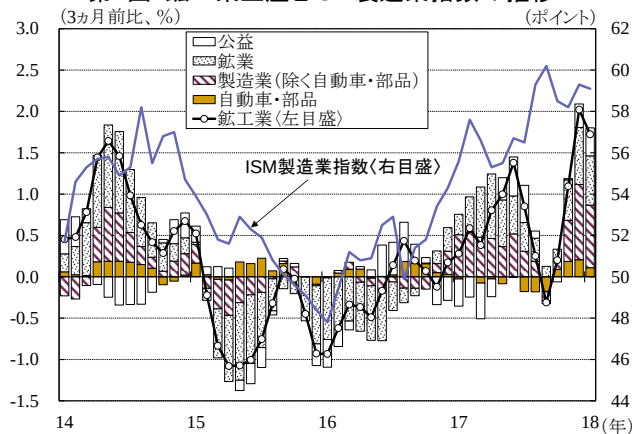
リスク要因としては、拡張的な財政政策の影響で景気が過熱し、インフレが高進することが挙げられよう。その場合、急激な金融引き締めを余儀なくされ、景気の変調を招く可能性がある。また、トランプ政権下で通商政策が過度に保護主義化するリスクについても引き続き注意を払う必要がある。とりわけ NAFTA 再交渉の行方や 4 月中旬までに決定される国家安全保障に基づく鉄鋼・アルミに対する輸入制限措置の実施有無が注目される。

第1図: 実質GDPの推移



（資料）米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 鉱工業生産とISM製造業指数の推移



（注）『鉱工業生産』は、3ヵ月移動平均値。

（資料）FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通し上のキーポイント

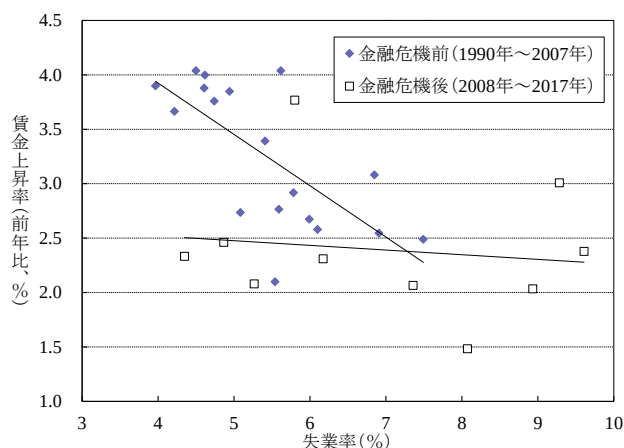
(1) 賃金と物価の動向

1月の雇用統計で賃金上昇率が前年比+2.9%に加速したことを受け、市場ではインフレ高進のリスクが意識され、長期金利の上昇と前述の株価下落に繋がった。もっとも、今回の賃金加速は、悪天候の影響による労働時間の減少がもたらした一時的な動きである可能性が高い。雇用統計では、時間当たり平均賃金は総賃金を平均労働時間で除して算出されるが、1月の週平均労働時間は景気が好調に推移しているにもかかわらず比較的大きく減少していたためである。

失業率と賃金上昇率の関係を示すフィリップス曲線をみると、金融危機後に曲線が下方にシフトするとともに、傾斜も緩やかになっている（第3図）。曲線の下方シフトは労働需給の引き締め度合いが同じ場合の賃金上昇率が切り下がっていること、傾斜のフラット化は労働需給が引き締まっても賃金が加速し難くなっていることを示唆しているが、こうした曲線の変化の背景には、労働生産性の鈍化や成長期待・インフレ期待の低下等があるとみられる。この先、景気拡大に伴い失業率の低下は続くものの、賃金上昇率の加速は年率3%程度までの限定的なものとなる可能性が高い。

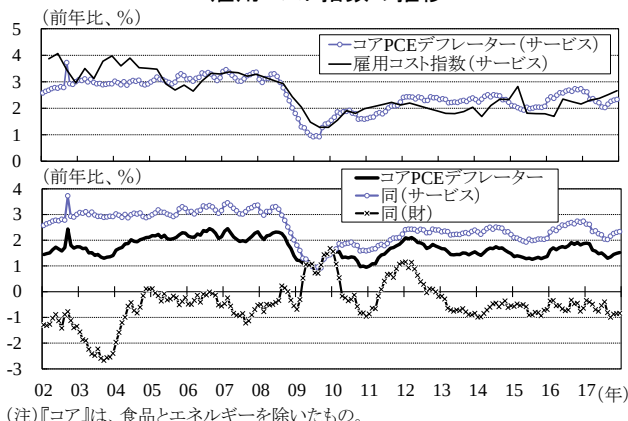
賃金とサービス価格の連動性は高く、また、インフレの基調はサービス価格（食品・エネルギーを除くコア指数の7割強を占める）の変動に左右され易い（第4図）。インフレ率は、賃金の緩やかな上昇と昨年来の物価弱含みの要因となっていた通信費等の影響の一巡につれて徐々に高まっていくとみられるが、FRBが急ピッチでの利上げを迫られる程に加速する可能性は小さいと考えられる。

第3図：フィリップス曲線



（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4図：コアPCE（個人消費支出）デフレーターと雇用コスト指数の推移



（注）『コア』は、食品とエネルギーを除いたもの。

（資料）米国商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 財政政策による景気押し上げ効果

昨年12月に税制改革法が成立し、10年間で1.5兆ドル規模の減税が実施される運びとなった。減税は、個人消費や設備投資の増加を通じて成長率を押し上げるとみられる。減税規模は2019会計年度（2018年10月～2019年9月）にかけて拡大する建て付けになっ

ており、2018年には実質 GDP 成長率を+0.4%ポイント程度押し上げると想定される。これに加え、2月9日には超党派の予算合意が成立し、2018、2019会計年度の歳出上限を合計3千億ドル程度引き上げることや、政府の債務上限を2019年3月まで凍結することが決まった。具体的な歳出法案は3月23日までに成立する見通しだが、議会予算局は、2018会計年度に407億ドル、2019会計年度に1,615億ドルそれぞれ歳出が追加的に拡大すると試算している。政府支出の拡大は、2018年の実質 GDP 成長率を+0.2%ポイント程度押し上げると見込まれる。

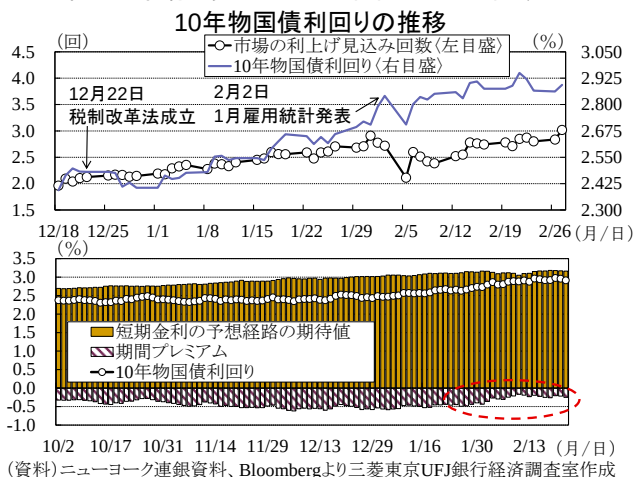
なお、景気拡大期間が既に長期に亘り供給余力が縮小しつつある中で拡張的な財政政策が採られることは、政権が忌避する貿易赤字の拡大に繋がる可能性もあり、通商政策の保護主義化のリスクを高め得る点には留意が必要である。

3. 金融政策と長期金利

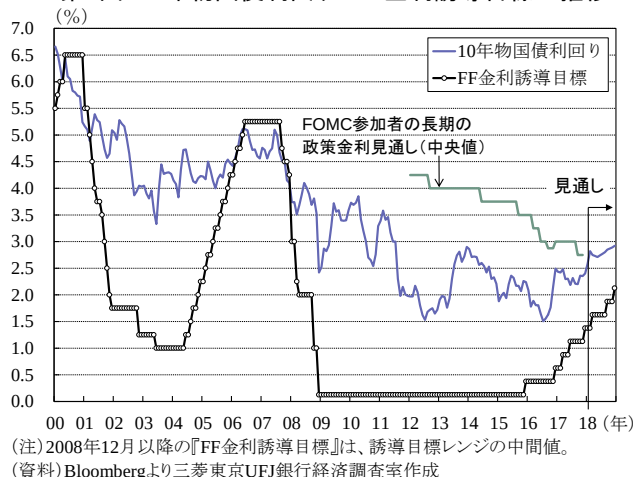
長期金利は昨年後半以降、上昇基調にある。これまでの長期金利上昇は、概ねFRBによるこの先の利上げを市場が織り込んだ結果であったとみられるが、2月に入ってからはいくつかの動きと乖離して上昇している（第5図）。これは、市場にインフレ懸念が広まったことに加え、パウエル氏がFRB議長に就任するタイミングであったこともあり、今後の金融政策に対する不確実性が高まったことが要因だと考えられる。今後、3月20～21日に開催されるFOMCなどを通じてパウエル議長下の金融政策方針（利上げペースとその到達点など）が明らかとなり、また賃金やインフレの基調が改めて確認されるに従い、こうした不確実性は徐々に低下していくと考えられる。

今年の利上げペースは、前述の通りインフレ率の加速が限定的となる見通しであることから、引き続き年3回程度の緩やかなものになると予想する（第6図）。長期金利の上昇についても、潜在成長率や基調的なインフレ率が低下しているとみられる中では、抑制されたペースになると見込まれる。

第5図：市場が見込む2018年中の利上げ回数と



第6図：10年物国債利回りとFF金利誘導目標の推移



(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	3.2	2.6	2.4	2.7	2.8	2.9	1.5	2.3	2.7
個人消費	1.8	3.8	2.8	2.9	1.9	3.3	2.2	3.8	2.5	2.6	2.8	3.0	2.7	2.7	2.9
住宅投資	13.4	▲ 4.7	▲ 4.5	7.1	11.1	▲ 7.3	▲ 4.7	11.6	2.0	1.8	1.5	1.0	5.5	1.7	2.1
設備投資	▲ 4.0	3.3	3.4	0.2	7.2	6.7	4.7	6.8	4.5	4.2	3.8	3.5	▲ 0.6	4.7	4.9
在庫投資（寄与度）	▲ 0.6	▲ 0.7	0.2	1.1	▲ 1.5	0.1	0.8	▲ 0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0
政府支出	1.8	▲ 0.9	0.5	0.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.7	3.0	1.2	3.5	3.8	4.0	0.8	0.1	2.3
純輸出（寄与度）	▲ 0.3	0.3	0.4	▲ 1.6	0.2	0.2	0.4	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.4
輸出	▲ 2.6	2.8	6.4	▲ 3.8	7.3	3.5	2.1	6.9	3.5	3.2	3.0	2.7	▲ 0.3	3.4	3.8
輸入	▲ 0.2	0.4	2.7	8.1	4.3	1.5	▲ 0.7	13.9	4.7	4.7	4.8	4.9	1.3	3.9	5.5
国内民間最終需要	1.3	3.4	2.6	2.7	3.1	3.3	2.3	4.6	2.8	2.9	2.9	3.0	2.3	3.0	3.1
名目GDP（前期比年率、％）	0.8	4.7	4.2	3.8	3.3	4.1	5.3	5.0	4.4	4.5	4.9	5.1	2.8	4.1	4.7
鉱工業生産（前期比年率、％）	▲ 1.3	▲ 0.7	0.8	0.7	1.5	5.6	▲ 1.3	8.2	2.7	3.7	3.8	4.0	▲ 1.2	2.0	3.8
失業率（％）	4.9	4.9	4.9	4.7	4.7	4.3	4.3	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	4.9	4.4	3.9
生産者物価（前年比、％）	0.0	0.1	0.2	1.4	2.0	2.2	2.4	2.8	2.6	2.4	2.1	2.0	0.4	2.3	2.3
消費者物価（前年比、％）	1.1	1.0	1.1	1.8	2.6	1.9	2.0	2.1	2.2	2.4	2.2	2.2	1.3	2.1	2.3
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,876	▲ 1,864	▲ 1,834	▲ 1,951	▲ 2,004	▲ 2,013	▲ 1,951	▲ 2,133	▲ 2,088	▲ 2,143	▲ 2,199	▲ 2,264	▲ 7,525	▲ 8,100	▲ 8,695
経常収支（億ドル）	▲ 1,192	▲ 1,082	▲ 1,103	▲ 1,140	▲ 1,135	▲ 1,244	▲ 1,006	▲ 1,281	▲ 1,223	▲ 1,265	▲ 1,307	▲ 1,359	▲ 4,517	▲ 4,666	▲ 5,155
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	1.5	1.8	1.9	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	2.7	2.7	2.8	2.9	1.8	2.3	2.8

（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

～政治面の不透明感は燻るものの、景気は良好さを保つ見込み～

1. ユーロ圏

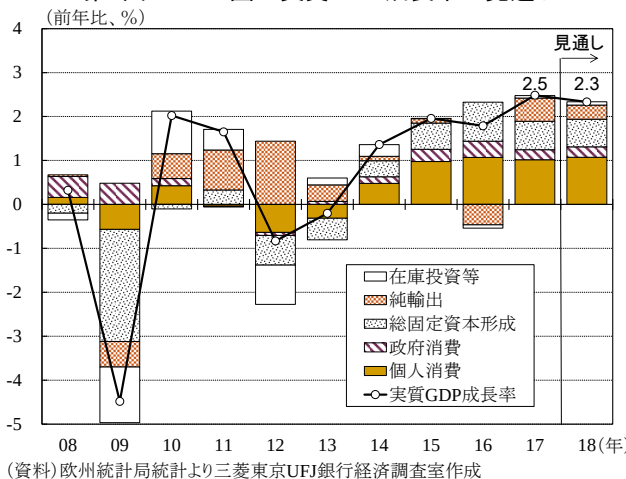
(1) 景気の概況

ユーロ圏の 2017 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%と、前期（同+0.7%）からやや鈍化したものの高めの伸びを維持した。需要項目別の内訳は未発表だが、小売や生産、貿易関連の月次統計を踏まえると、内外需共に好調だったとみられる。国別では、域内で経済規模が最大のドイツは同+0.6%と、個人消費は伸び悩んだものの、輸出の加速が成長を牽引した。またフランスは、個人消費と設備投資が底堅く推移するなかで輸出も好調であり、同+0.6%と成長ペースは速まる方向にある。イタリアは同+0.3%と相対的には低成長に止まっているものの、回復基調は維持されている。

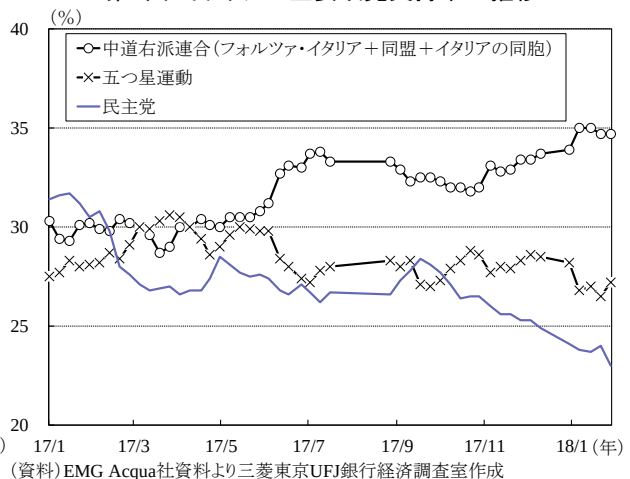
この先もユーロ圏景気は良好さを保つ見込みである。個人消費は雇用・所得環境の改善持続、設備投資は企業収益の増加等を背景にそれぞれ増加基調を辿る公算が大きい。輸出も、米国景気の加速など世界経済の拡大を受け増勢を維持しよう。2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.3%と 10 年ぶりの高成長となった前年（同+2.5%）からはやや低下するものの、同+1%強とみられる潜在成長率を引き続き大きく上回ると予想する（第 1 図）。

なお、ドイツではメルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟と連立合意した社会民主党が、連立参加の是非を問う党員投票を実施し、3 月 4 日に結果が判明する予定である。また、イタリアでは 3 月 4 日に総選挙が実施されるが、世論調査では中道右派連合がリードしており、与党・民主党は劣勢となっている（第 2 図）。五つ星運動を含めいずれの政党も過半数議席を獲得するのは困難な情勢であり、選挙後の連立協議の行方が注目される。こうした政治リスクが景気回復を阻害するほどのインパクトを持つとは思われないが、中長期的には政策転換等を通じて経済の先行きに影響を及ぼし得るため、注意を要する。

第1図：ユーロ圏の実質GDP成長率の見通し

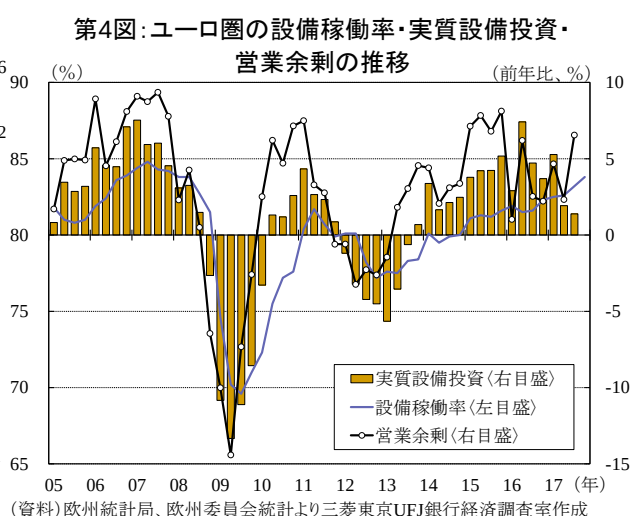
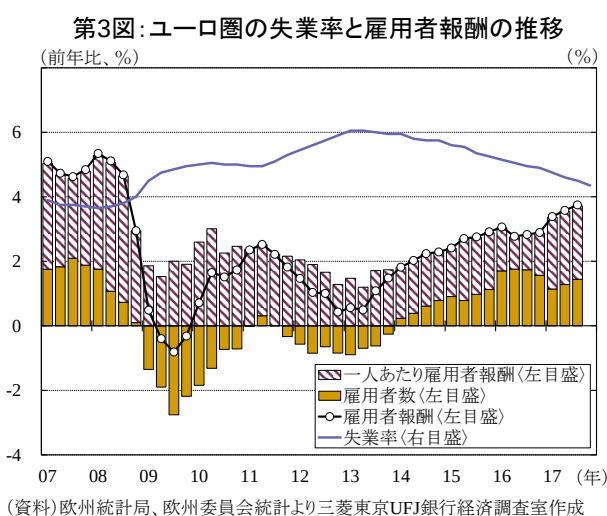


第2図：イタリアの主要政党支持率の推移

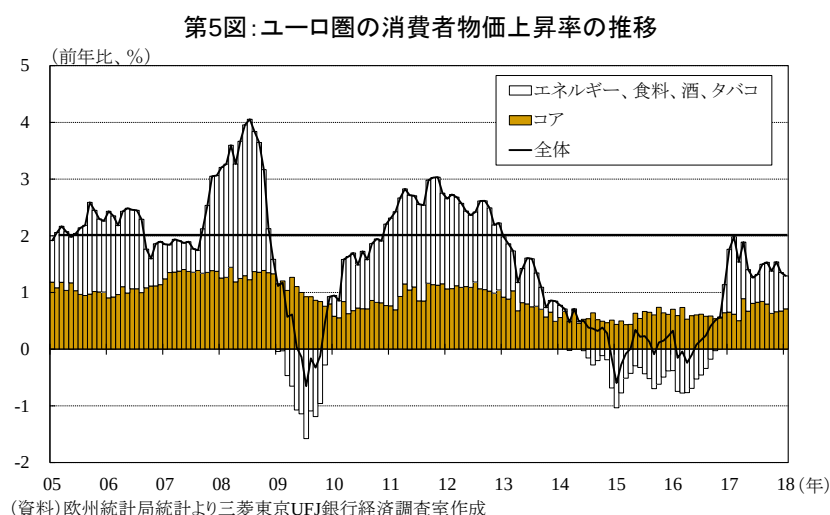


(2) 見通し上のキーポイント

景気の基調を形作る個人消費に関しては、失業率の低下など支出拡大のベースとなる雇用・所得環境の改善が継続していることが好材料である（第3図）。企業の雇用マインド並びに消費者マインドも良好な水準を維持していることから、所得の増加が消費の拡大に結びつく構図はこの先も維持される公算が高い。また設備投資についても、ペントアップ需要こそ一巡しつつある模様だが、設備稼働率は上昇傾向を辿っており、足元では10年ぶりの高水準となっている（第4図）。企業収益の増加や企業の資金需要の堅調さを踏まえると、設備投資は緩やかな増加を続ける可能性が大きい。



金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は1月から月間資産購入額を300億ユーロに半減させ、購入期間については「9月末まで実施し、必要ならば延長」としている。10月以降の購入方針は今年半ばの理事会で決定される見込みだが、年内で資産購入を終了する可能性が高い。ただし、消費者物価上昇率はECBの目標である「2%弱」を下回っており、コア品目の上昇も鈍い（第5図）。ECBはフォワードガイダンスについては早晚修正するとみられるが、政策金利の引き上げに対しては慎重姿勢を崩しておらず、年内の利上げは引き続き想定し難い。

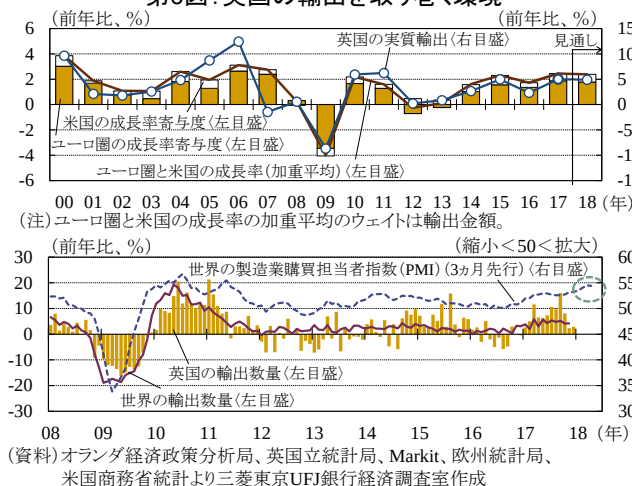


2. 英国

英国景気は、EU 離脱をめぐる先行き不透明感が重石となっているものの、底堅さを維持している。2017 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と緩やかな増勢を維持した。昨年初以降、ユーロ圏を中心とした外需の堅調さが景気を支えており、2017 年通年の実質輸出は前年比+5.0%と 6 年ぶりの大幅増加となった（第 6 図上段）。

EU 離脱交渉では現在、英国の EU 離脱（2019 年 3 月 29 日の予定）後に設定される移行期間についての協議が行なわれている。企業活動や市民生活の混乱を避けるため、一定期間、現状維持に近い状態を保つことに英国も EU も同意しているが、移行期間の詳細に関しては意見の隔たりがある（第 1 表）。今年 3 月下旬の EU サミットまでに移行期間について合意することが目標とされているが、現時点では遅延のリスクが否定できない。

第6図: 英国の輸出を取り巻く環境



第 1 表: 移行期間をめぐる論点

	英国	EU
期間の長さ	およそ 2 年間に加え 延長余地を留保	2020 年 12 月末まで
EU の規則	移行期間中に発効する EU の規則に反対する権 利を要求	移行期間中、英国は EU の全ての規則に拘束され るが、政策形成プロセス には関与できない
移動の自由	入国者登録制度を設置	移行期間中の英国への 入国者にも適用すべき
第三国との FTA 交渉	FTA の正式交渉可能(発 効は移行期間終了後)	英国は他国と FTA を交 渉できるが、原則として移 行期間中の締結は不可

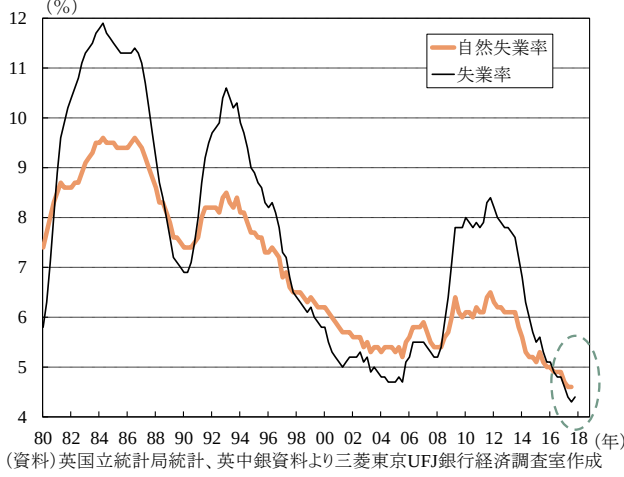
(資料) 英国政府、欧州委員会資料、各種報道より
三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

この先も英国景気は、無秩序な EU 離脱リスクを回避できれば、足元並みの安定を維持できるとみられる。まず外需は、引き続き景気のサポート要因となる公算が大きい。製造業の生産活動がグローバルに力強さを増しており、世界の貿易量は当面堅調な拡大が続けると想定される（第 6 図下段）。特に英国にとっては、主要輸出先であるユーロ圏と米国の景気が好調を保つことが追い風となろう。内需については、後述するインフレ率の高止まりが購買力を削ぐ要因となるものの、良好な雇用環境の持続に加え、賃金上昇率の高まりが家計所得の増加を通じて、景気の安定に寄与すると見込まれる。足元の失業率は 4.4%（2017 年 12 月）と 1970 年代以来の低水準にあるほか、欠員率も 2000 年以降の最高水準まで上昇している。失業率が自然失業率を下回って推移するなか、相応の賃金上昇圧力が生じてきていると判断される（第 7 図）。2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.6%と、昨年（同+1.7%）並みの安定した伸びを維持するだろう。

留意が必要なのはインフレの動向である。1 月の消費者物価上昇率は前年比+3.0%と、英中銀（BOE）の目標である同+2.0%を大きく上回っている。インフレ高進の主因である大幅なポンド安は収束したが、輸入物価の上昇が国内物価に完全に波及するまでには一定のラグがあるため、暫くは影響の残存が予想される。原油価格の持ち直しや先行きの賃

金上昇率の高まりも考慮すると、インフレ率は少なくとも 2018 年末までは BOE の目標を上回る公算が大きい（第 2 表）。インフレ高止まりの懸念が増大した場合、BOE による追加利上げの可能性が高まろう。

第7図：英国の失業率と自然失業率の推移



第 2 表：英国の消費者物価(CPI)のシナリオ別試算

シナリオ	前提条件			CPI (前年比)
	為替相場 (前年比)	WTI (1 バレル当たり)	平均賃金 (前年比)	
メイン	+4.9%	60ドル	+3.5%	+2.2%
原油高	+4.9%	70ドル	+3.5%	+2.4%
ボンド安	▲10.0%	60ドル	+3.5%	+2.4%
ボンド高	+10.0%	60ドル	+3.5%	+2.0%
賃金上ぶれ	+4.9%	60ドル	+4.5%	+2.3%

(注) 1. 各パラメーターは 2018 年 10-12 月期の平均値。

2. 「為替相場」は名目実効相場。

(資料) 英国立統計局、英中銀統計、Bloomberg より
三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

(篠原 令子、高山 真)

IV. アジア・豪州

～内需の堅調と先進国向け輸出の拡大で安定成長が持続～

1. アジア・豪州経済の概況

域内最大の経済規模を持つ中国では、2017 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率が前年比 +6.8%と前期と同水準になった（第 1 表）。過剰生産能力の削減と環境規制の強化に伴う重工業向け投資の減少をインフラ投資拡大で補いきれず、固定資産投資は全体として減速した一方で、個人消費は堅調を維持したほか、輸出も世界的な景気拡大を受けて増加ペースを速めた。

中国以外のアジア諸国・地域については総じて、個人消費を中心に堅調な内需に加え、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、2017 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、台湾やインドネシア、ベトナムで小幅加速、他の国でも概ね安定的な水準を維持した（第 1 表）。

第1表:アジア・豪州の実質GDP成長率の推移

(前年比、%)

	2016年			2017年			
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
中国	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8
インド	7.9	7.5	7.0	6.1	5.7	6.3	n.a.
韓国	3.4	2.6	2.4	2.9	2.7	3.8	3.0
台湾	1.0	2.0	2.8	2.6	2.3	3.2	3.3
香港	1.8	2.0	3.2	4.3	3.9	3.6	n.a.
シンガポール	1.9	1.2	3.7	2.5	2.8	5.5	3.6
NIEs	2.5	2.3	2.7	3.0	2.8	3.8	n.a.
インドネシア	5.2	5.0	4.9	5.0	5.0	5.1	5.2
マレーシア	4.0	4.3	4.5	5.6	5.8	6.2	5.9
タイ	3.6	3.1	3.0	3.4	3.9	4.3	4.0
フィリピン	7.1	7.1	6.6	6.4	6.7	7.0	6.6
ベトナム	5.8	6.6	6.7	5.2	6.3	7.5	7.7
ASEAN5	5.0	5.0	4.9	5.0	5.3	5.6	5.5
アジア11カ国・地域	6.1	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	n.a.
オーストラリア	3.3	1.8	2.6	1.8	2.0	3.0	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

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 年についても安定した成長が続くとみられる。

まず中国については、2 期目に入った習近平政権にとって急務となる企業債務抑制が投資を下押しする要因となるため、景気の減速は不可避であろう。ただし、企業債務抑制のために金融を引き締め気味にすると見込まれるものの、当局は金利の急騰や流動性不足といった金融市場の混乱、延いては実体経済の急失速は回避するよう肌理細かな政策運営を行うと見込まれる。輸出増加基調の持続、個人消費の堅調な拡大もあり、実質 GDP 成長率は 2018 年通年で前年比 +6% 台半ばを確保し得ると予想する。

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、昨年に比べ拡大ペースは鈍るものの、先進国需要の拡大に支えられて緩やかな増勢を維持できよう。このため 2018 年の実質 GDP 成長率は、NIEs 全体で前年比+2%台後半、ASEAN5 カ国についても同+5%強での推移が続こう。インドでは、昨年 7 月に導入された物品・サービス税の影響の一巡や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、緩和的な金融政策が続くなか、設備投資の拡大を主因に景気の回復基調が維持される見通しである。

見通し上のリスクとして、米国をはじめとする先進国の金融政策正常化の動きや地政学リスクの高まり等による金融市場不安定化が挙げられる。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が、インドネシアやフィリピンなど経常赤字国では弱めの動きが続くなど濃淡がある。また、物価の低位安定が続くなか、中央銀行の多くは緩和的な金融政策を継続しているが、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燦々している。想定を上回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なものとし、堅調な個人消費や企業活動に水を差しかねない。

2. 各国・地域の見通し

(1) 中国経済

昨年の共産党大会で権力基盤を強化して 2 期目に入った習政権は中長期の発展を見据え、構造調整に一段と注力しよう。過剰生産能力削減の継続に加え、内外から危惧されている巨額の企業債務抑制の影響で、投資への下押し圧力は一段と強まる公算が大きい。ただし、当局は金融市場の混乱、延いては実体経済の急失速は回避するよう肌理細かく政策運営すると見込まれるほか、輸出増加基調の持続、消費の堅調な拡大もあり、2018 年通年で前年比+6%台半ばの実質 GDP 成長率を確保すると予想する。

以下詳細をみていく。2017 年の生産能力削減は鉄鋼（5,000 万トン）・石炭（1.5 億トン）・石炭発電（5,000 万 KW）の全てで目標を達成した。鉄鋼・石炭については 2016 年 2 月に設定された中期目標達成に向けて 2018 年も削減が続くことに加え、デレバレッジに向けた動きも投資への逆風となる。金融当局は 2017 年初来の市場金利の高め誘導に続き、同年 11 月からはシャドーバンキングとインターネットバンキングの規制強化策も導入している（第 1 図）。中央政府が地方政府及び国有企業の債務拡大への警戒を強めていることもあり、これまで投資の最大の牽引役であったインフラ投資はペースダウンが避けられまい。また、民間投資については金融引き締めの影響がうかがわれ、既に 2017 年後半から減速が目立っている。

不動産投資についても住宅販売の伸び悩みが影を落としている。2016 年秋以降、住宅価格が高騰した大都市圏では地方政府による規制再導入・強化に伴い、価格・販売ともに

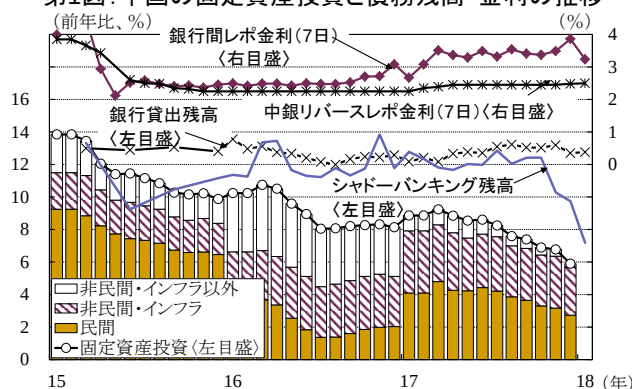
ペースダウンした。このため、投資需要は中小都市にシフトしたが、価格上昇によりそこでも購入規制が広がった。

もっとも、多方面からの政策的なサポートにより投資の失速は回避される見込みである。金融当局は 2018 年初頭から対象銀行・期間を限定して預金準備率を引き下げることで資金流通の拡大を図っており（①小企業等向け貸出が条件を満たす銀行を通じ長期流動性 4,500 億元、②旧正月前後に大手・中堅銀行を通じ臨時流動性 2 兆元）、金利急騰や流動性不足による金融市場の混乱回避へも目配りしている。また政府は、昨年へ引き続き企業コスト削減策を展開する方針も示している。不動産投資についても、地方政府の一部では住宅購入規制の緩和が始まっており、住宅在庫の減少（ピーク比▲35%）や底堅い実需も考え合わせれば、本格的な冷え込みは想定し難い。

一方、個人消費の堅調は持続されよう。都市・農村ともに所得は安定的に拡大し、求人倍率も高まるという良好な雇用・所得環境下にある上、インターネット企業が情報通信技術を駆使してモノ・サービスの需要喚起に注力しているという新たな潮流のプラス効果も侮れまい。なお、2015 年 10 月に導入された小型車減税は 2017 年初の減税幅引き下げを経て同年末に終了したが、2017 年末に自動車購入の駆け込み需要はあまり認められなかったため、その反動減も考えにくい。

内需については政策対応の余地の大きさが失速の可能性を限定すると想定されるなかで、輸出に不測のリスクがあることは否定できない。大型減税等を受けた米国の景気加速は輸出の増加基調（第 2 図）をサポートするものの、対米貿易摩擦を更に激化させれば大きな攪乱要因となり得る。2017 年中は当初危惧された厳しい保護主義的措置は実行されない一方、対米輸出は前年比+11.5%と好調で、結果、対米貿易黒字は小幅拡大し、米政府を一段と刺激する形となっている。トランプ政権の対中通商政策の強硬化に加え、足元では 2015 年 8 月の切り下げ以降の最高値圏にある人民元対ドル相場の先行きにも注意を要する。

第1図：中国の固定資産投資と債務残高・金利の推移



(注) 1. 『固定資産投資』は、公表された金額から計算した年初来累計値。
2. 『シャドーバンキング残高』は、『委託貸付』、『信託貸付』、『銀行引受手形』、『社債』の合計。

(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2図：中国の輸出と人民元相場の推移



(注) 旧正月による変動を均すため、1-2月の『輸出』は2ヵ月合計値を使用。

(資料) 中国外国為替取引システム(CFETS)、中国海関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に加え、景気に配慮した財政政策および通貨価値の安定を受けた緩和的な金融政策の継続もあり、安定した成長が続くと予想する。各国政府は、低所得者層や雇用、インフラ投資に重点を置く財政運営を既に行っているが、目先ではマレーシア（6月まで：総選挙）や韓国（6月：統一地方選挙）、来年2019年にはタイ（2月頃：総選挙）、インドネシア（4月：大統領選挙）、インド（同：下院総選挙）で重要な選挙を控えていることから、政治面からも成長を重視した政策が取られ易い環境にあると言える。

輸出については、半導体需要の循環がピークを越えるとみられることなどの影響で、年後半に向けて増加ペースを落としつつも、先進国需要の拡大等を支えに増勢は維持されよう（第3図）。輸出の増加は、直接的に成長へ寄与するほか、企業収益の改善に伴う民間投資の拡大や家計所得の増加に伴う個人消費の拡大など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。

【タイ経済】

タイ経済は堅調に推移している。2017年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+4.0%と近年では高めの伸びを維持した（第4図）。個人消費が堅調に推移したほか、財・サービス輸出の好調が支えとなった。個人消費については、初回自動車購入支援策（2011年9月～2012年末、5年間の転売禁止が条件）の影響の一巡を受け、自動車販売の回復基調が明確化している。また、外国人来訪者数の伸びは、違法ツアー会社摘発の影響で低迷が続いていた中国が回復し、サービス輸出の拡大に繋がった。

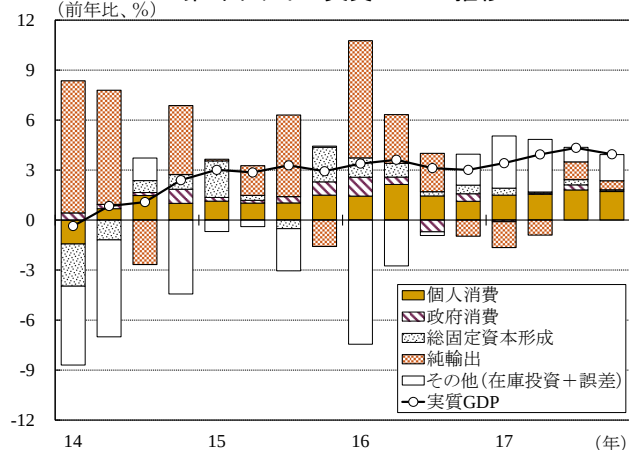
先行き、輸出の拡大に伴う企業収益の改善が雇用・所得の増加を通じて個人消費にもプラスに寄与し、緩やかなペースでの成長が続くとみられる。2月初めに政府が東部3県の経済特区「東部経済回廊」における国際空港の拡張や主要空港を結ぶ高速鉄道建設、港湾整備などのインフラ投資計画（総額約1兆バーツ）を承認し、国家立法議会では関連の法案も成立しており、同計画の実施による投資の加速も景気拡大をサポートしよう。

第3図: アジアの輸出数量とグローバル製造業PMIの推移



(注)『輸出数量』は、韓国、台湾、マレーシア、タイの輸出数量の前年比伸び率を2016年の各国・地域の輸出額で加重平均したもの。3ヵ月移動平均値。
(資料) 各国統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: タイの実質GDPの推移



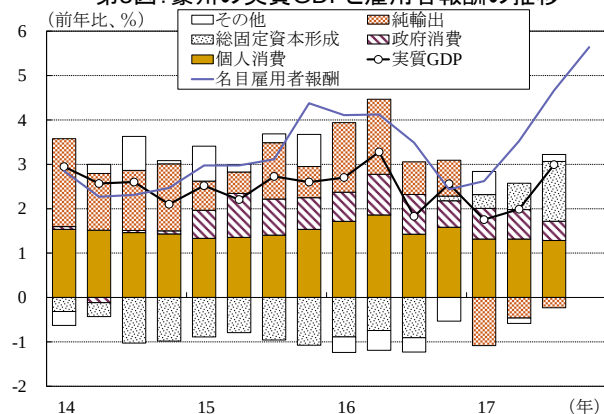
(資料) タイ国家経済社会開発局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 豪州経済

豪州経済は緩やかな回復を続けている。個人消費は、雇用・所得環境の改善や低金利の継続などを支えに、底堅く推移している（第5図）。総固定資本形成については、民間非鉱業部門を中心に設備投資の持ち直しが続き、政府によるインフラ投資の拡大も成長率の押し上げに寄与している。

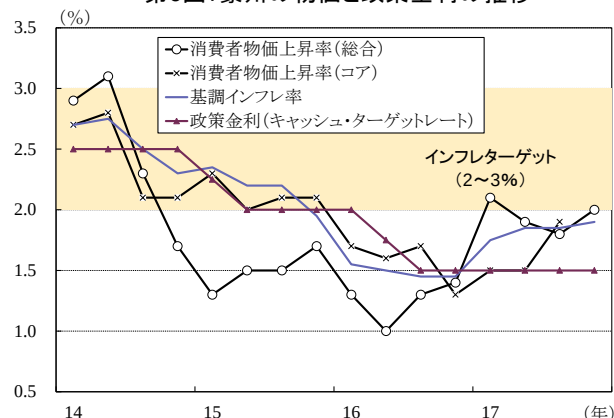
先行きについては、個人消費が緩やかな回復を続けるなかで、世界経済の拡大が輸出の増加、更には国際商品市況や企業収益の改善を通じた設備投資の拡大を後押しし、景気の回復基調は維持されよう。物価・金融政策については、直近2017年10-12月期の消費者物価上昇率は前年比+1.9%と引き続きインフレターゲットのレンジ（同+2~3%）を下回っている（第6図）。賃金の伸びも緩やかであることも踏まえると、政策金利は当面低水準が維持され、景気をサポートする要因となろう。

第5図: 豪州の実質GDPと雇用者報酬の推移



(注)『名目雇用者報酬』は、雇用者数、週あたり賃金の伸びを用いて算出。
(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6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

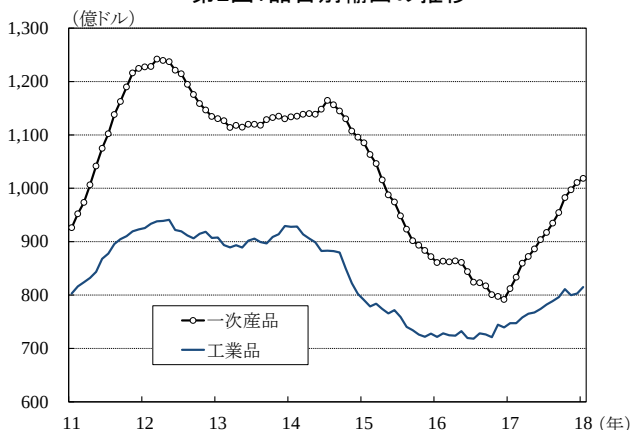
～景気は安定するも政治の季節を迎えたブラジル・メキシコ、 インフレ克服が待たれるアルゼンチン～

1. ブラジル

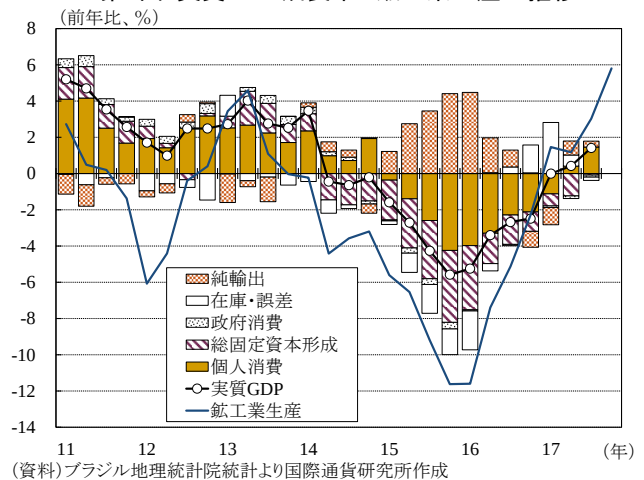
ブラジル経済は緩やかに持ち直している。世界経済の拡大で一次産品輸出が増加に転じたほか、工業品輸出も持ち直してきている（第1図）。2017年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+1.4%と2四半期連続でプラスを確保した。10-12月期についても、鉱工業生産が増勢を強めていることから、プラス成長が維持された可能性が高い（第2図）。この間、10-12月期の消費者物価上昇率は前年比+3%弱に低下している。インフレ率の安定を受け、政策金利は1999年以降で最も低い6.75%まで引き下げられ、景気回復を下支えしている。

世界経済の拡大持続が見込まれるほか、金融緩和の効果もあり、この先も景気は循環的な回復を続ける公算が大きい。2018年の実質GDP成長率は前年比+2.5%を確保すると予想される。

第1図：品目別輸出の推移



第2図：実質GDP成長率と鉱工業生産の推移



他方、政治面では、10月に行われる大統領選挙の情勢が混沌としてきている。世論調査（1月29-30日実施）によると、ルラ元大統領（在任期：2003～2011年）の人气が依然として高く、支持率は34%と2位以下を大きく引き離している（第1表）。しかしながら、汚職事件による下級審の有罪判決を1月24日に控訴審が支持したことで、大統領選へ出馬できない可能性が強まった。本命のルラ氏が不出馬なら、大統領選は大混戦となろう。ルラ氏不出馬のケースについての世論調査によると、「ブラジルのトランプ」とも言われるボルソナロ氏が支持率18%でトップとなり、環境重視・左派のマリーナ・シルバ氏が13%で続く。中道派のアルキミン氏は10%、シロ・ゴメス氏は8%と低迷している。

中道派の支持が伸び悩んでいる背景には、有権者の既存政党への不信感がある。ブラジルでは近年、治安が再び悪化しているほか、ブラジル史上最悪と言われる国営石油会社を

巡る汚職事件が明るみに出た。「治安改善もできない一方で私腹を肥やす既存政治家」というイメージが、アウトサイダーであるボルソナロ氏やマリーナ・シルバ氏の人気を高める要因となっている模様である。両者はともに少数政党に属しているため、仮に大統領選挙の決選投票に進んだ場合、どちらが勝利しても政権運営は難航が予想される。新大統領による経済政策の中身やその執行能力に対する不透明感は根強い。

第1表：ブラジル大統領選の有力候補

ルラ元大統領	労働者党(PT)名誉総裁。福祉、低所得者層重視。汚職事件での有罪判決を控訴審が支持、出馬は困難な情勢に。支持率は34%。
ボルソナロ下院議員	元軍人、愛国者党所属。軍政時代を高く評価する右派。腐敗糾弾と治安重視を主張。支持率は16%(ルラ氏抜きでは18%)。
マリーナ・シルバ氏	環境重視でリベラル派、清廉なイメージ。過去2回大統領選に出馬もいずれも第1ラウンドで敗退。支持率は8%(同13%)。
アルキミン氏	サンパウロ州知事で中道・ブラジル社会民主党(PSDB)党首。2006年の大統領選決選投票でルラ氏に敗北。支持率は6%(同10%)。
シロ・ゴメス下院議員	中道・民主労働党(PDT)所属。支持率は6%(同8%)。

(資料)各種報道等より国際通貨研究所作成

2. メキシコ

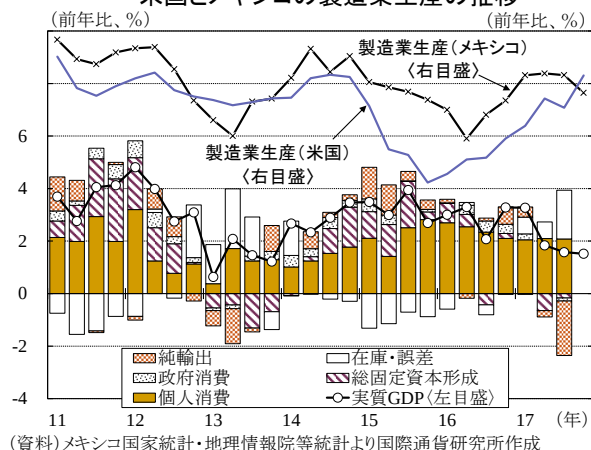
メキシコでは米国景気の拡大などを背景に輸出が好調に推移している。2017年の製造業輸出額は前年比+8.7%の3,648億ドルとなり、過去最高を更新した。輸出の拡大を受け、製造業の生産活動は2015年から2016年前半にかけての減速局面から脱した(第3図)。ただし、消費者物価上昇率が同+6.8%(2017年12月)まで拡大しており、消費者の購買力を削ぐ要因となっている。この結果、景気は回復基調を維持しているもののその勢いは鈍く、2017年の実質GDP成長率は同+2.0%に止まった。ただし、メキシコペソ相場の底入れを背景に生産者物価段階のインフレ率は既に縮小に転じており、消費者物価上昇率も早晚ピークアウトするとみられる。

2018年のメキシコ経済は、引き続き好調な米国経済から恩恵を受ける公算が大きい。物価上昇率も沈静化することが見込まれることから、実質GDP成長率は前年比+2.4%と加速しよう。ただし、後述の通り新大統領の施策への不安と米国との関係悪化への懸念を拭い去ることはできず、投資については様子見姿勢が広がる可能性が高い。現に、建設だけでなく機械設備への投資も鈍化の兆しが出てきている(第4図)。したがって、成長率加速とはいえ、その幅は限られそうである。

7月に予定されている大統領選挙に関しては、左派のオブラドール候補(国家再生運動:Morena党首)がリードを保っている。最近の世論調査では38%の支持率を獲得しており、中道右派のアナヤ候補(国民行動党: PAN)とミード候補(制度的革命党: PRI)に10%ポイント以上の差をつけている。メキシコ市長を務めるなど政治経験が豊富なオブラドール候補が失言等で失速する可能性は小さく、PANとPRIが候補者を一本化する

ことがない限り、オブラドール候補の優位は揺るがないだろう。同氏の公約は、①腐敗の排除、②治安回復（麻薬対策）、③国有財産の保護（油田開発への外資参入の見直し）、④経済的弱者保護などである。経済政策についてはまだ発言が少なく、NAFTA に対する姿勢も明確ではない。大統領就任後は現実路線に落ち着くという見方もあるが、米国トランプ政権への対抗上、「メキシコ第一主義」を強く主張するという観測もあり、政策面の不透明感は依然として強い。

第3図: メキシコの実質GDPと
米国とメキシコの製造業生産の推移



第4図: 実質設備投資の推移



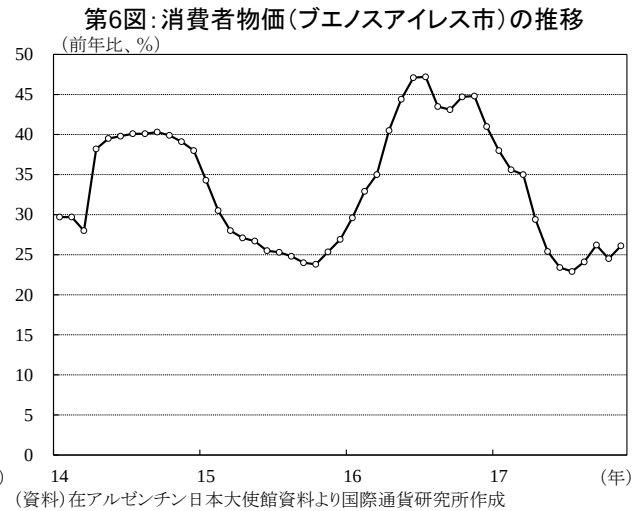
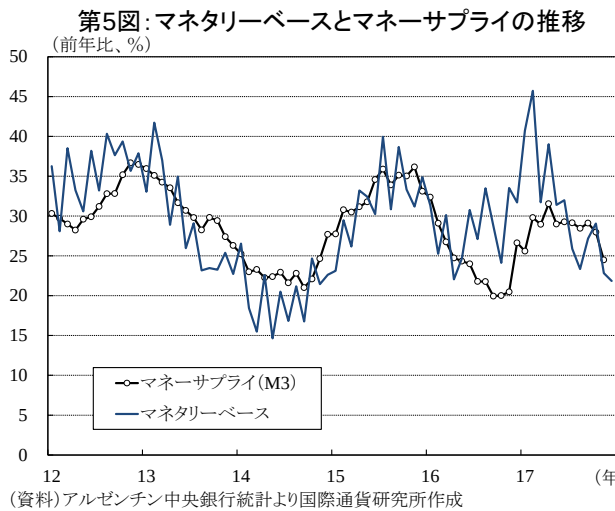
3. アルゼンチン

アルゼンチンの 2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+3%弱で着地し、前年の同▲2.2%からプラス成長に復した模様である。前政権が統制を強めていた経済を一気に自由化した結果、2016 年に同+40%を超えていた消費者物価上昇率は 2017 年に入り同+20%台半ばまで低下し、個人消費が持ち直してきた。経済の好転は政治に対しても好影響を及ぼしており、昨年 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。フェルナンデス前大統領が率いた「勝利のための前線」は上下両院で合計 18 議席を失い、与党・カンビエモスは同 30 議席増と躍進した。ビジネス界出身のマクリ大統領の下、経営の自由が確保される見通しを得た企業は設備投資を増加させている（2017 年 7-9 月期の実質固定資本形成は前年比+6.9%）。有権者は、政府部門の縮小と民間経済の活性化を進める現政権を支持したと言える。

アルゼンチン中央銀行は中間選挙後に政策金利を引き上げ、現在のコールレートは 27.15%まで上昇している。金融引き締めにより、マネタリーベース、マネーサプライともに足元で漸く伸び率が鈍化してきた（第 5 図）。最大の工業品輸出先であるブラジル経済が回復に向かうため、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%と 2017 年並みとなる見通しで、インフレ抑制に目処が立ってくれば、成長率の加速も期待できるだろう。

もっとも、インフレ率の更なる抑制は必ずしも容易ではない。アルゼンチン経済の先行きに対する期待から資本流入が続いている間にインフレ率を引き下げる必要があるが、一

頃に比べ低下したとはいえ前年比+20%を超えるインフレ率は、世界の主要国において突出している（第6図）。アルゼンチンペソは度々急落しているが、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。これを放置すれば、経常赤字が拡大し、再び通貨下落圧力が高まることでインフレの抑制が困難となりかねない。実際、経常赤字は2016年の147億ドルから、2017年には300億ドルへと倍増した模様であり、通貨下落リスクが熾り続けている点には留意が必要である。



(国際通貨研究所 森川 央)

VI. 原油価格

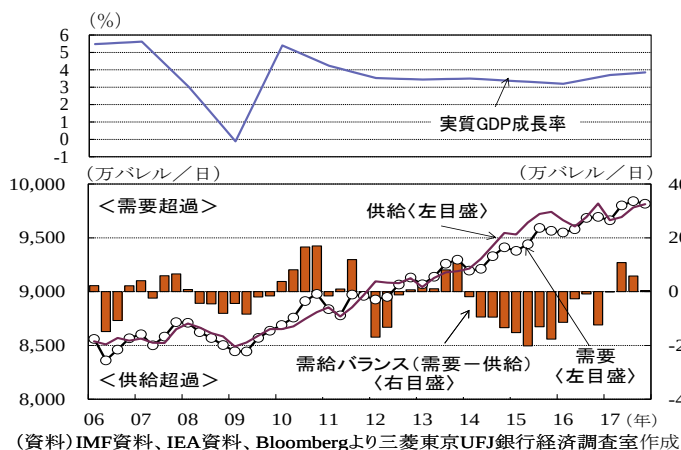
～2018 年は小幅な供給超過、原油価格は上値が重い展開に～

1. 需給及び価格動向

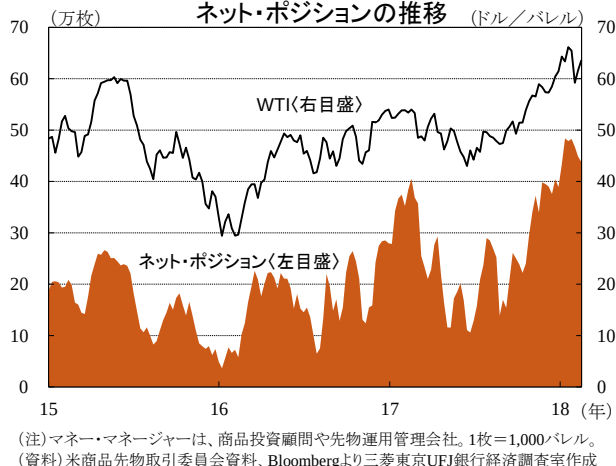
2017 年の世界の原油需給を振り返ると、需要は前年比+1.6%と世界経済の回復・拡大にあわせて増加し、特に中国やインドでの伸びが目立った。供給は、非 OPEC で米国シェールオイルの増産を主因に同+1.4%と増加したが、OPEC では昨年 1 月からの協調減産で 3,250 万バレル（日量、以下同）の目標に対し、平均生産量が 3,235 万バレルと超過達成、同▲0.9%と減少した。この結果、世界全体では同+0.4%と小幅な供給増に止まり、需給バランスは 3 年ぶりに需要超過に転じた（第 1 図）。

原油価格動向をみると、需要超過を背景に昨年後半から強含んでいたが、12 月には北海油田のパイプライン故障や、リビアのパイプライン爆発等を受けて供給懸念が台頭、年末には 2015 年 6 月以来の 60 ドル（1 バレル当たり、以下同）突破となり、1 月にはイランの反政府デモを受けた地政学リスクの高まり等も加わって、一時 66 ドル台と 3 年 2 ヶ月ぶりの高値を付けた。2 月は、米国シェールオイルの増産観測や、世界的な株安を受けた投資家のリスク回避姿勢の強まり等からやや値を下げ、足元では 63 ドル程度で推移している（第 2 図）。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、依然として高い水準にある。

第1図：世界の実質GDP成長率と原油需給



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. 今後の見通し

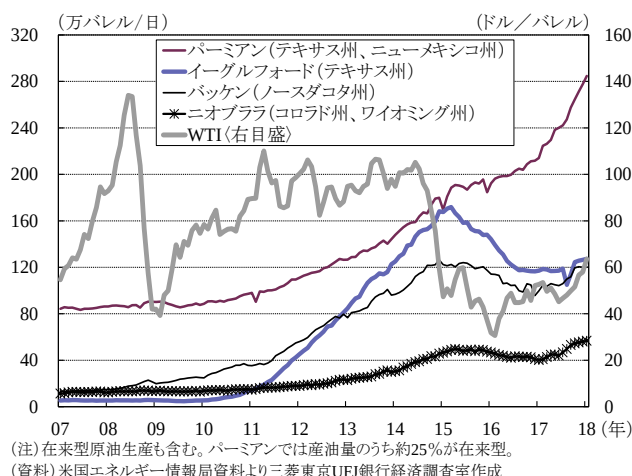
2018 年については、需要は引き続き中国やインドを牽引役に、前年比+1.4%と拡大が続くことが予想される。また、先進国の原油・石油製品在庫は、2017 年春先以降、米国を中心に、過去 5 年間の平均水準まで減少しており、この面での価格の下押し圧力も前年より弱まってくると考えられる。しかしながら、供給面においても、原油価格の上昇を受けた米国シェールオイルの増産加速をはじめとする生産拡大がより強く市場で意識される展

開になるものと見込まれる。米国シェールオイルについては、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、その他の地域でも原油価格が概ね 50 ドルを超えたタイミングで増産に転じているのがわかる（第 3 図）。原油価格、石油リグ稼働数、生産量の関係からしても、原油価格が 60 ドル近辺で推移する中、リグ稼働数、生産量ともに 2018 年は 2017 年から加速することが予想される（第 4 図）。

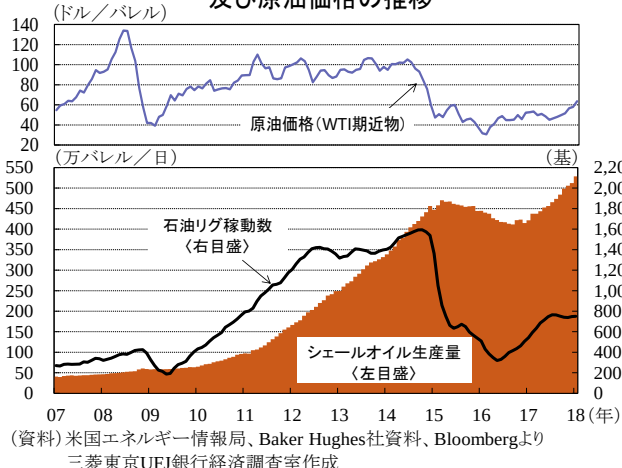
その他の地域でも、OPEC ではリビアとナイジェリアが生産上限内での増産を進めることで、生産目標を超過達成した前年からわずかに増加するとみられる。非 OPEC でも、1 月よりカナダでオイルサンド掘削プロジェクトが開始されたこと等から増産が見込まれる。この結果、需給バランスは全体では小幅な供給超過に転じることが予想される（第 5 図）。

OPEC の協調減産の枠組み自体は引き続き有効に機能し、サウジアラビアとイランの緊張等の中東を巡る地政学リスクも価格の下支え要因となろう。しかし、昨年後半はほぼ一本調子で上昇した WTI も 2018 年は需給緩和の影響から、各四半期の平均で 60～62 ドルと、上値が重い展開になるものと予想される（第 1 表）。

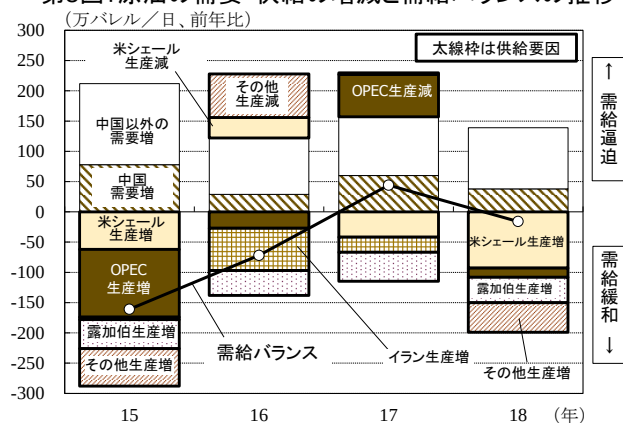
第3図:米国シェール主要産地の産油量と原油価格の推移



第4図:米国の石油リグ稼働数とシェールオイル生産量及び原油価格の推移



第5図:原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



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	55.3	12.2
18年1-3月期	62	19.7
4-6月期	61	26.7
7-9月期	61	26.6
10-12月期	60	8.5
16年	43.5	▲ 10.8
17年	50.9	17.0
18年	61	19.9

(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

(伊勢 友理)

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。