

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は需給のバランス化に伴い巡航速度を探る展開に～

日本

～景気の好循環は安定も、海外発のリスクには要留意～

米国

～高めの成長率を当面維持、金融環境は徐々に景気中立的に～

欧州

～景気の堅調さは不変も、高成長局面は終息へ向かう見通し～

アジア・豪州

～ペースはやや鈍化するも、内需主導で安定成長が持続～

中南米

～大統領選の行方が混沌とするブラジル、新大統領を迎えるメキシコ、
通貨下落で動揺するアルゼンチン～

原油価格

～原油価格は当面高値圏で推移も、2019 年には再び軟化へ～

見通しの概要

世界経済は需給のバランス化に伴い巡航速度を探る展開に ～緩やかに減速しつつも堅調持続～

2016 年半ばから続いていた世界経済の同時加速は、2018 年に入って先進国を中心にやや小休止したことが確認された。米国や欧州の 2018 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前期からこぞって鈍化したし、日本でも前期比年率▲0.6%と 9 四半期ぶりのマイナス成長を記録している。

昨年から欧米の中央銀行による「出口戦略」の動きが続いていたところ、年初以降は米国の財政刺激策に伴う景気過熱懸念や米国債増発・債券需給悪化懸念も重なり長期金利が上昇、それに伴って世界的な同時株安が発生したことは記憶に新しい。これに加え、寒波や天候不順による生鮮食品価格高騰なども各地で個人消費等の最終需要に影響したと見られる。欧州では昨年までの累積的なユーロ高が製造業への重石となったことも指摘されている。

ただ、こうした個々の要因を超えてより巨視的にみた場合でも、世界経済がここに来て減速してきた動きにはそれほどの違和感はない。日米欧の需給ギャップ（現実の需要と経済の供給力との乖離）をみると、いずれの地域でも 10 年前の世界金融危機に起因する景気後退（欧州の場合はそれに続く欧州債務危機に起因する景気後退も）で拡大した需給ギャップのマイナス（現実の需要<経済の供給力）は既に概ね解消し、プラスに転じているとさえ推定されている。需給ギャップの推計は幅をもってみるべきではあるが、労働供給の逼迫度を表す失業率や設備の過不足を示唆する設備稼働率からも、やはり「slack（余剰資源）」は相当程度縮小したとみるべきだろう。一般に景気後退直後は「slack」を動員する形で経済成長率は高くなる傾向にあるが、2016 年半ばからの世界景気加速は、それに先立つ 2 年程度の商品市況低迷等による新興国やエネルギー部門の落ち込みにより一時的に拡大した需給ギャップのマイナス幅が、「slack」を費消して一気に解消して行く過程だったと捉えることもできよう。となると、需給ギャップが概ね解消されたと仮定した場合、この先各国とも経済成長率は供給力の拡大ペース、即ち潜在成長率に収斂していく可能性が高く、逆にそうでなければ景気過熱のリスクを孕むことになる。

この点、各国経済を個別に見ていくと、まず米国では、失業率が歴史的水準にまで低下しており、設備稼働率も世界金融危機前の水準に近付くなど、「slack」はほぼ解消している。したがって、供給力が短期間ではそれほど拡大しないことを考えると、この先は需要サイドがどう推移するかが焦点になる。短期的にはトランプ政権による減税政策等の景気刺激が需給逼迫（景気過熱）をもたらすリスクはあるが、今のところインフレ率は引き続き落ち着いており、民間部門債務についても個別セクターはともかくとして全体としては超過需要を生み出すような過剰な積み上がりが予想される状況ではない。これまでの利上げの累積的効果も適度に需要をコントロールする方向に働こう。需要と供給は先行きも良好なバランスを維持するものと考えられ、FRB 内でも中立金利（景気を刺激も抑制もしな

い中立的な金利)の議論が意識されていることが確認されている。となれば、FRBの利上げペースも引き続き緩やかなものに止まる公算が大きく、今年から2019年にかけての景気拡大ペースは需要が供給に合わせる形で潜在成長率程度に収斂していく可能性が高い。

欧州についても、雇用情勢の改善や稼働率の回復度合いからみて「slack」の解消は進んでおり、欧州委員会の推計する需給ギャップも2018年にプラスに転じる見込みである。但し、フランスや南欧諸国の失業率は依然高く、需要が供給力に追い付くまでにはまだのりしろがある。実際、インフレ率も低位に止まったままである。ユーロ安や政治情勢悪化などに伴う需要ショックには留意が必要ながらも、来年に掛けて1%台後半から2%台前半の潜在成長率をやや上回る成長が可能であろう。

日本でも、内閣府や日銀の推計する需給ギャップはプラスに転じて1年程度経過しており、日銀短観の雇用人員判断DIや営業用設備判断DIからも需給の逼迫は確認できる。需要サイドをみると、四半期毎の振れが大きく、2018年第1四半期は個人消費と設備投資が前期比でマイナスに転じたが、労働需給逼迫を受けた雇用者報酬の増加や企業収益の好調を勘案すれば、国内要因で需要ショックが発生する可能性は小さい。来年は消費税率引き上げが予定されているが、駆け込みの平準化策や軽減税率、教育無償化などとセットであることを考えれば、前回ほどのインパクトは想定されまい。これらを勘案すると、来年にかけて供給力の限界を天井としつつも潜在成長率程度の成長は確保できるものと考えられる。なお、こうした状況においては物価にも動意が出てくるものと考えられ、日銀が現行の金融政策を微修正してくる可能性は排除できない。

中国を始めとする新興国については、統計上の制約もあり需給ギャップの推計は容易ではないが、中国に関して言えば、引き続き供給力削減と過剰債務削減が経済政策の大きなテーマになっている。但し、中国政府としてはそのデフレ効果に対し柔軟な政策対応をすとしており、需給を細かくコントロールする中で6%台半ばから前半に向けて経済を軟着陸させるものとみられる。新興国全般では、米国金利上昇に伴う資金流出の懸念が台頭しているが、国によって脆弱性の度合いには差があることには留意しておく必要がある。インフレ率や経常赤字の水準が高いアルゼンチンやトルコなどは通貨安に見舞われる一方、輸出が好調でインフレ率も抑制しているアジア諸国通貨は総じて下値は限定的である。アジア諸国は良好な雇用環境やインフラ投資などを背景に内需も底堅く、先進国経済に著変なければ当面堅調に推移するものとみられる。

当面のリスクとしては、米国の通商政策が先行き不透明感を強めていることに注意を要しよう。トランプ政権は鉄鋼・アルミ関税や知的所有権問題に関する対中関税に続き、自動車輸入についても通商拡大法232条に基づく調査を開始した。自動車産業はピラミッド型のサプライチェーンや販売・流通網の大きさなどから他産業への波及効果が格段に大きく、実際に米国の自動車輸入に高率の関税がかけられる場合は大きなインパクトになることが予想される。NAFTA見直し協議中のカナダ、メキシコやドイツ、日本など主要貿易相手国に対する交渉の手段とも考えられるが、秋の中間選挙も睨みどのような展開を辿るのか、もう一方で激化している米中通商摩擦とも合わせ、慎重な見極めが必要となる。

また、欧州の政治リスクにも引き続き留意が必要である。足元イタリアの政局に大きな焦点が当たっているが、政治対立の一つの軸はユーロ導入国に求められる財政規律を守るのか、それとも個別国における財政政策の自由度を確保するかという争点に帰着する。イタリアの場合は、政府債務残高も大きい上に金融機関の同国国債保有額も多いため、市場での信認を失う場合の影響は相応なものとなる。仮にユーロ圏からの離脱という事態に至れば英国の EU 離脱を上回るショックにもなりかねず、政治情勢には注視しておく必要があるだろう。

マクロ経済面では、需給のバランスに加えて、金融面での不均衡生成には警戒を怠れない。近年の景気後退にはそれに先立つ景気過熱があり、その裏には債務の積み上がりや過剰投資が観察されている。これらに対する調整の度に、金融当局が規制を強化するわけであるが、次のサイクルでは規制が想定していなかった分野での不均衡が顕在化することがしばしばみられる。直近の事例だと、金融危機に至る規模ではなかったものの、仮想通貨相場の暴落などが挙げられる。現時点では先進国での金融市場に目立った不均衡は観察されないものの、やはり一方的な楽観は禁物と言える。

(経済調査室長 佐藤 昭彦)

世界経済見通し総括表

			名目GDP(2017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	2017年 実績	2018年 見通し	2019年 見通し	2017年 実績	2018年 見通し	2019年 見通し	2017年 実績	2018年 見通し	2019年 見通し
世界41ヵ国・地域 (名目GDPで加重平均)			66.68	1,348	3.3	3.3	3.1	2.2	2.5	2.4			
先進国・地域			43.66	883	2.3	2.3	2.1	1.7	2.0	1.8			
新興国			23.03	466	5.3	5.3	5.1	3.1	3.5	3.6			
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)		4.95	100	1.5	1.2	0.9	0.7	1.1	1.5	1,961	1,377	1,352
	アジア11ヵ国・地域		19.64	397	6.1	6.0	5.7	2.0	2.5	2.6	4,093	3,349	3,179
	中国		12.01	243	6.9	6.5	6.1	1.6	2.1	2.3	1,720	1,102	956
	インド(年度ベース)		2.61	51	6.6	7.5	7.6	3.6	4.8	4.9	▲ 434	▲ 571	▲ 574
	NIES4ヵ国・地域		2.78	56	3.2	2.9	2.7	1.4	1.7	1.8	2,371	2,387	2,454
	韓国		1.54	31	3.1	2.8	2.7	1.9	1.8	1.9	785	756	767
	台湾		0.58	12	2.9	2.7	2.5	0.6	1.4	1.3	829	839	854
	香港		0.34	7	3.8	3.9	3.0	1.5	2.5	2.7	147	148	160
	シンガポール		0.32	7	3.6	3.0	2.7	0.6	0.7	1.2	610	644	673
	ASEAN5ヵ国		2.32	47	5.4	5.3	5.2	3.0	3.1	3.1	436	431	342
	インドネシア		1.02	21	5.1	5.2	5.2	3.8	3.5	3.6	▲ 175	▲ 196	▲ 214
	マレーシア		0.31	6	5.9	5.4	5.1	3.8	2.7	2.6	94	112	108
	タイ		0.46	9	3.9	4.2	3.7	0.7	1.2	1.5	481	488	429
	フィリピン		0.31	6	6.7	6.3	6.2	2.9	4.6	4.0	▲ 25	▲ 31	▲ 37
	ベトナム		0.22	4	6.8	6.7	6.5	3.5	3.7	4.0	61	57	56
	オーストラリア		1.38	28	2.3	2.7	2.7	1.9	2.1	2.2	▲ 324	▲ 385	▲ 408
米州	米国		19.39	392	2.3	2.7	2.4	2.1	2.5	2.1	▲ 4,662	▲ 6,119	▲ 6,169
	中南米6ヵ国		4.64	94	1.7	2.3	2.3	6.9	7.0	6.4	▲ 766	▲ 930	▲ 1,050
	ブラジル		2.05	42	1.0	2.0	2.3	3.4	4.0	4.5	▲ 98	▲ 220	▲ 350
	メキシコ		1.15	23	2.0	2.4	2.4	6.0	4.1	3.7	▲ 188	▲ 250	▲ 250
	アルゼンチン		0.64	13	2.9	1.4	1.0	24.0	27.0	22.0	▲ 308	▲ 250	▲ 250
欧州	ユーロ圏19ヵ国		12.61	255	2.5	2.2	1.8	1.5	1.5	1.4	4,439	4,335	4,096
	ドイツ		3.68	75	2.5	2.0	1.8	1.7	1.7	1.6	2,971	3,188	3,055
	フランス		2.58	52	2.0	1.9	1.7	1.2	1.6	1.4	▲ 185	▲ 272	▲ 241
	イタリア		1.94	39	1.6	1.3	1.2	1.4	1.0	1.0	543	519	482
	英国		2.62	53	1.8	1.6	1.5	2.7	2.5	2.2	▲ 1,068	▲ 1,011	▲ 991
	ロシア		1.53	31	1.5	1.8	1.7	3.7	3.0	4.2	352	480	520
<参考>													
世界41ヵ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)					3.9	3.9	3.8	2.4	2.8	2.8			

(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UFJ銀行経済調査室作成

I. 日本

～景気の好循環は安定も、海外発のリスクには要留意～

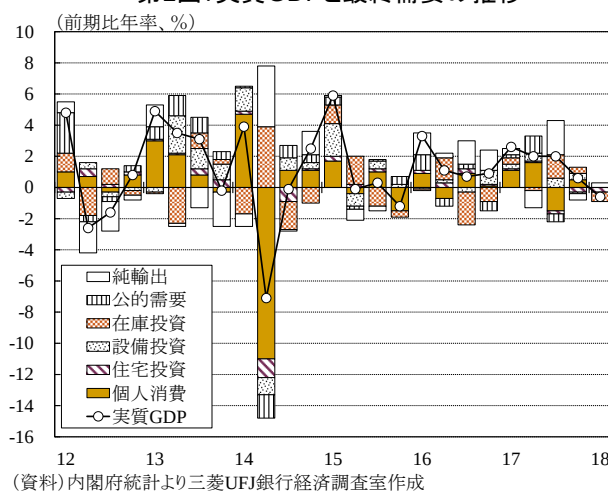
1. 日本経済の概況

2018年1-3月期の実質GDP（1次速報値）は、在庫投資による押し下げに加えて、個人消費と設備投資が減少に転じたことなどから、前期比年率▲0.6%と9四半期ぶりのマイナス成長となった（第1図）。個人消費は悪天候に起因する生鮮食品価格の高騰や株安、設備投資は円高や米国の通商政策に対する懸念の高まりなどの影響を受けたとみられるが、足元の金融市場は再び円安、株高方向に戻している。企業と家計の所得面は堅調を維持しており、在庫についても国内の出荷動向などからみて在庫循環上の調整局面に転じたとは考えにくい。総合的にみると、1-3月期のマイナス成長は一時的なものと判断される。

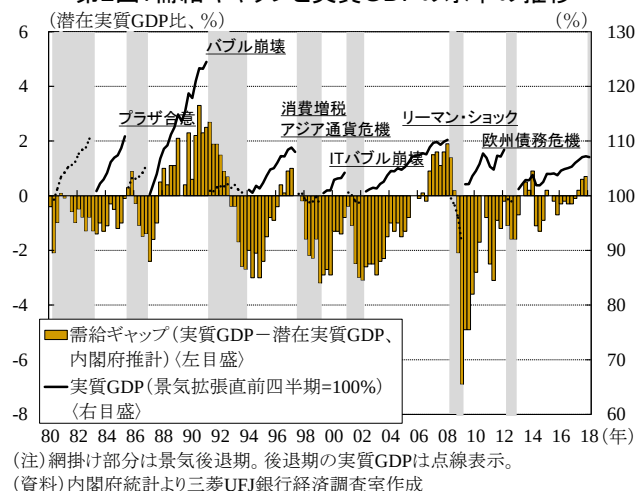
景気拡張期間は4月時点で既に65ヵ月と過去2番目の長さに達しているが、少なくとも国内要因だけから考えれば景気拡大のモメンタムが途切れる懸念は小さい。内閣府のアンケート調査や春闘の結果から読み取れる企業の投資・雇用マインドは改善が続いており、企業部門を起点とする景気の好循環の土台は安定しているといえる。他方で、1-3月期の実質GDPの水準が直前の景気の谷にあたる2012年10-12月期の107%に止まっていること、需給（GDP）ギャップの面でも、2017年4-6月期から需要超過に転じているもののその幅は限定的であることを考えると、景気過熱が示唆される状況でもない（第2図）。

2019年10月に控える消費税率の10%への引き上げは波乱要因になりうるが、前回の2014年4月の増税時と比べると、税率の引き上げ幅が小さい上、食品を中心に1兆円規模の軽減税率が導入され、昨年12月に閣議決定された2兆円規模の「新しい経済政策パッケージ」に盛り込まれた幼児教育の無償化等も実行に移されることで、増税前後の駆け込みとその反動や、家計の実質所得への押し下げ影響は相当程度軽減されるとみられる。

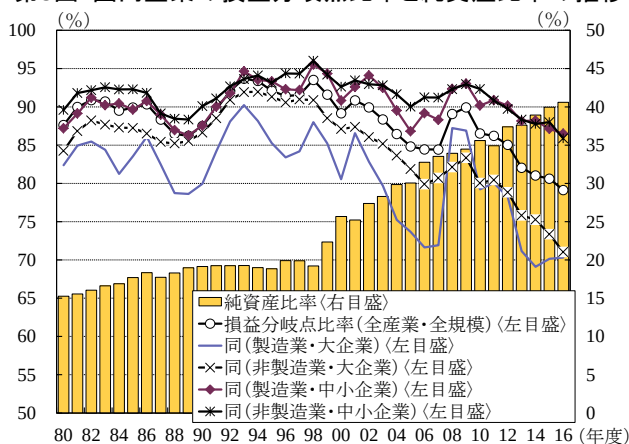
第1図：実質GDPと最終需要の推移



第2図：需給ギャップと実質GDPの水準の推移



第3図：国内企業の損益分岐点比率と純資産比率の推移



(注)大企業は資本金1億円以上、中小企業は同1,000万円～1億円未満。
(資料)財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：GDP計数の年度見通し

	2016年度 (実績)	2017年度 (実績)	2018年度 (見通し)	2019年度 (見通し)
実質GDP	1.2	1.5	1.2	0.9
個人消費	0.3	0.8	0.7	0.5
住宅投資	6.2	▲ 0.3	▲ 4.1	▲ 0.1
設備投資	1.2	3.0	2.3	2.0
在庫投資(寄与度)	▲ 0.3	0.1	0.3	0.1
公的需要	0.5	0.7	0.1	1.1
純輸出(寄与度)	0.8	0.4	0.2	▲ 0.0
輸出	3.6	6.2	3.6	2.3
輸入	▲ 0.8	4.0	2.6	2.4
名目GDP	1.0	1.6	1.6	2.2
GDPデフレーター	▲ 0.2	0.1	0.4	1.3

(資料)内閣府統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

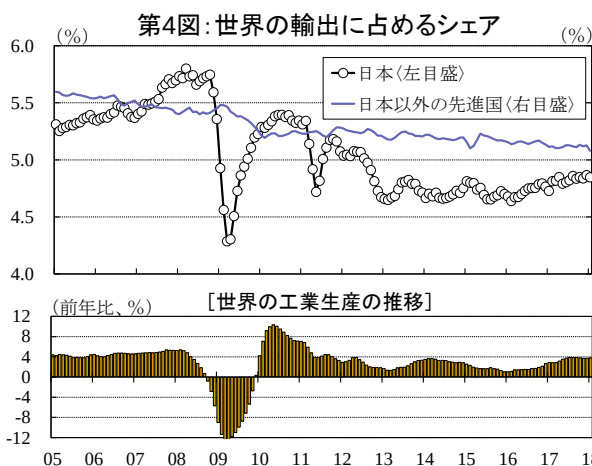
ただし、近年の景気拡張期の終焉は、殆どがリーマン・ショックなど外的要因によりもたらされていることには改めて留意が必要である。特に足元では、米国の通商・外交政策が世界的な貿易の収縮やサプライチェーンの混乱を招く懸念があり、それに至る以前でも先行き不透明感が金融市場の混乱や原油価格の高騰などをもたらすリスクがある。財務省の法人企業統計において、企業の損益分岐点が 2016 年度時点で 79%まで改善し、純資産比率も 40%に達するなど、経営改善の積み重ねで企業の収益環境悪化に対する耐性が着実に高まっていることも踏まえ（第 3 図）、日本経済は企業マインドや所得・雇用環境の堅調を背景とした緩やかな拡大を持続すると予想するが（第 1 表）、楽観は禁物といえる。

2. 見通し上のキーポイント

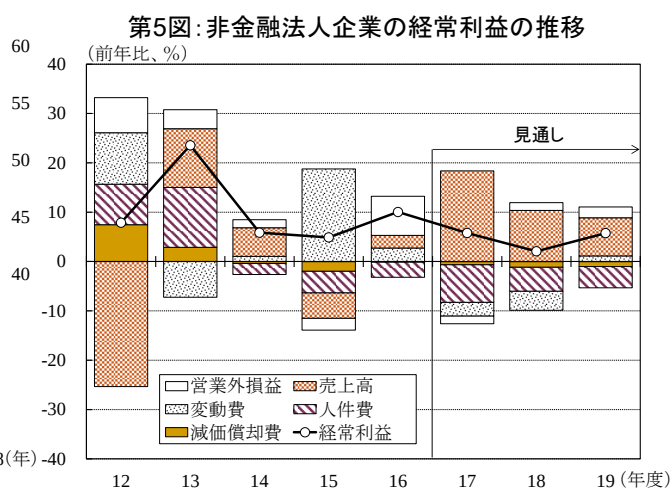
(1) 企業収益は改善のモメンタムを維持も、米国自動車関税の行方は要注視

1-3 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+9.4%（当室集計、5 月 18 日時点で 1,373 社）と、6 四半期連続で増益を確保したものの、伸びは鈍化した。タイトな労働需給を反映した人件費の増加や原油価格の上昇が収益の重石となる中、輸出の伸び悩みや円高がとりわけ製造業の収益を下押ししたとみられる。

先行き、米国によるイランへの経済制裁再開を巡る不透明感等を受けた原油価格の上昇が、2018 年度にかけて企業収益を圧迫する可能性が高い一方、日米金利差を反映した円安水準への回帰が製造業の収益を下支えする展開を予想する。輸出も、1-3 月期は最近の牽引役であった IT 関連財の減速が伸びを抑える結果となったが、日本の輸出構成は中間財・資本財のウェイトが高く、基本的には輸出先の設備投資・生産の強さに左右される構造にある（第 4 図）。海外経済の堅調推移を受けて日本からの輸出も増加を続けるとみられ、企業収益は拡大のモメンタムを維持する見通しである（第 5 図）。ただし、米国が検討を始めた自動車関税引き上げの行方には注視が必要である。日本の輸出に占める米国向け自動車・同部品の割合は約 7%、自動車生産に占める米国向け輸出車の割合は約 18%と高く、実施されればサプライチェーンを通じて国内製造業に広く影響が及ぶ可能性がある。



(注)2010年価格の実質ベース。輸出に占めるシェアは後方3ヵ月移動平均。
(資料)オランダ経済政策分析局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

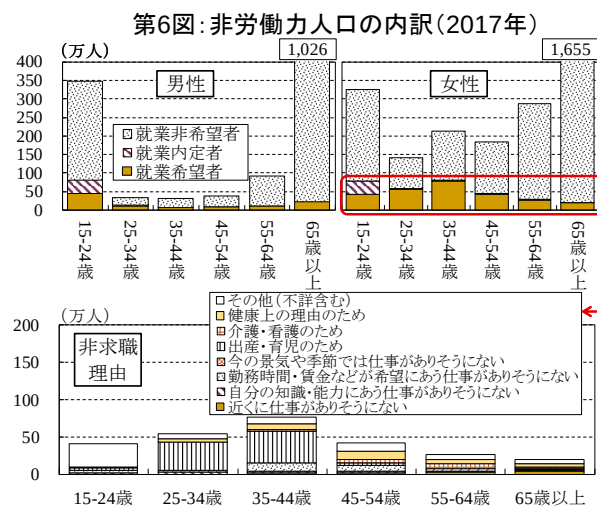


(資料)財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

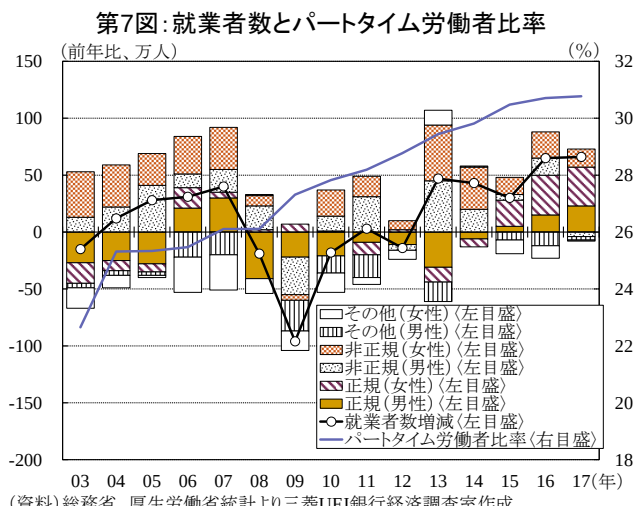
(2) 女性や高齢者の更なる労働参加と正規雇用の増加が家計所得を下支え

1-3月期の名目雇用者報酬は前年比+3.2%と、2013年4-6月期に始まった増加局面が5年に達した。この間、一人当たり賃金は5年平均で同+0.3%の増加に止まる一方、雇用者は同+1.2%と大幅に増加しており、さらに、雇用者増加の男女別寄与度をみると、男性が同+0.3%、女性が同+0.9%と、女性の就業が家計の所得拡大の牽引役となっている。

今後も雇用者増加を維持するためには、女性や高齢者を含めた幅広い労働参加の進展が必要である。潜在的な労働力を確認すると、2017年時点の非労働力人口約4,380万人のうち就業希望者が約370万人存在する(第6図)。例えば、就業希望者のうち出産・介護等を理由に求職をしていない女性約100万人は、待機児童の解消や働き方改革の推進等、政府がきめ細かな政策対応を進めることで更なる労働参加が期待できる。また、2015年以降、正規の増加幅が非正規を上回るなど、女性の就業形態に変化がみられることもパートタイム労働者比率の頭打ちを通じ、今後の賃金増加への追い風となる(第7図)。働き方改革での残業の上限規制には一定の留意が必要ながら、中小企業を中心に賃上げが加速した今春闘の結果も踏まえれば、先行きの雇用者報酬は底堅さを維持する見通しである。



(資料)総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



(資料)総務省、厚生労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の動向

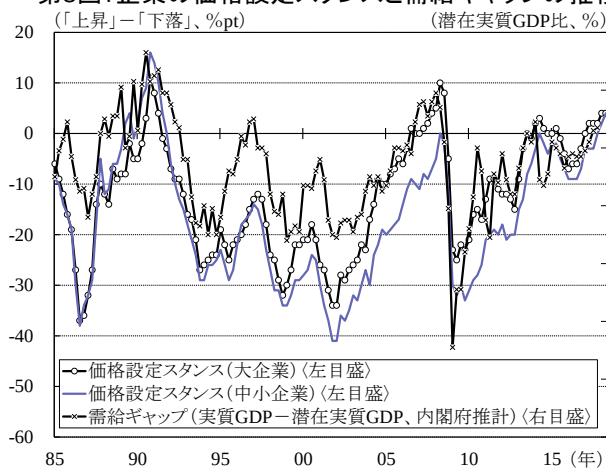
日銀は 4 月 26-27 日に開催した金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定し、会合後に公表した展望レポートでは、前回まで「2019 年頃」と明記していた 2%の物価安定目標の達成時期に関する文言を削除した。達成時期の変更を巡って市場参加者の思惑が錯綜する構図を脱し、出口戦略を含めた政策運営の自由度を高める意図があったと考えられる。

ここで、先行きの金融政策を見通す上で鍵となる物価動向をみると、4 月の生鮮食品を除くコア消費者物価は前年比+0.7%と前月（同+0.9%）から伸びがやや鈍化したものの、物価の上昇を後押しする条件は整いつつある。まず、需給の引き締まりを受け、企業の価格設定スタンスは着実に前向き化している。日銀短観の販売価格 DI は、需給ギャップが需要超過に転じるなかで明確に改善を続けており、特に中小企業では、足元で約 26 年ぶりに「上昇」超に転じた（第 8 図）。「宿泊・飲食サービス」や「運輸・郵便」等の非製造業が主導しており、タイトな労働需給を反映した人件費の増加が企業の価格設定スタンスを後押ししているとみられる。この先、年初以降の円高進行が物価を一旦下押しするとみられるが、既に為替は 1 ドル 108 円台まで戻している（第 9 図）。足元の原油価格上昇も先行きの物価を押し上げよう。コア消費者物価は同+1%程度（消費増税の影響を除く）まで伸び率を高めていく見込みである。

それでも日銀が目指す 2%までは距離があるため、当面は現行の金融政策の枠組みが維持される公算が大きい。一方で、更なる緩和の長期化で副作用が顕在化する可能性や、景気悪化時の緩和余地を確保する必要性といった観点もある。このため、物価の基調がある程度強まった段階で、運用面の変更等による微調整が加えられる可能性はあるだろう。

ドル円相場は年初以降の円高から、5 月 21 日には 1 ドル 111 円台まで値を戻したが、足元は米国の通商政策やイタリアの政局不安に起因するリスク回避の動きなどから 108 円台と、振れが大きい展開が続いている。先行きは、日米金融政策の方向性の違いに起因する金利差を背景に、振れはあっても基本的には緩やかな円安を予想する。

第8図：企業の価格設定スタンスと需給ギャップの推移



第9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

2018年1～3月期のGDP統計（1次速報値）反映後

見通し→

	2017				2018				2019				2020	2017年度	2018年度	2019年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	2.6	2.0	2.0	0.6	▲ 0.6	2.1	1.4	1.4	1.4	1.5	2.0	▲ 3.0	0.9	1.5	1.2	0.9
個人消費	2.1	2.9	▲ 2.6	0.9	▲ 0.0	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3	3.2	▲ 7.0	1.3	0.8	0.7	0.5
住宅投資	4.8	3.8	▲ 6.4	▲ 10.3	▲ 8.2	▲ 3.2	▲ 0.8	0.0	2.4	4.9	3.2	▲ 13.3	▲ 7.8	▲ 0.3	▲ 4.1	▲ 0.1
設備投資	2.3	3.4	4.0	2.6	▲ 0.3	3.3	2.5	2.6	2.7	2.8	3.4	▲ 3.4	2.3	3.0	2.3	2.0
在庫投資（寄与度）	0.4	▲ 0.2	1.5	0.4	▲ 0.6	0.6	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.3	0.1
公的需要	0.9	4.7	▲ 2.1	▲ 0.3	0.0	0.5	0.5	0.6	0.7	1.0	1.5	1.6	1.4	0.7	0.1	1.1
うち、公共投資	▲ 0.2	20.3	▲ 10.0	▲ 1.5	0.1	▲ 0.4	▲ 0.4	0.4	1.2	2.0	2.8	3.2	2.4	1.5	▲ 0.7	1.9
純輸出（寄与度）	0.4	▲ 1.1	2.2	▲ 0.4	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.8	1.5	▲ 0.5	0.4	0.2	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	8.6	▲ 0.3	8.2	9.2	2.6	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	6.2	3.6	2.3
財貨・サービスの輸入	6.5	7.2	▲ 5.2	12.9	1.2	1.6	2.0	2.2	2.2	3.0	7.0	▲ 5.9	4.9	4.0	2.6	2.4
名目GDP（前期比年率、%）	0.6	3.6	3.1	0.5	▲ 1.5	2.0	3.0	3.8	1.5	2.2	3.1	1.0	0.9	1.6	1.6	2.2
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 0.9	▲ 0.3	0.1	0.1	0.5	▲ 0.0	0.0	0.6	1.0	1.1	1.0	1.5	1.5	0.1	0.4	1.3
鉱工業生産（前期比、%）	0.2	1.8	0.5	1.6	▲ 1.4	2.3	0.9	0.9	1.0	1.0	1.5	▲ 1.4	0.3	4.1	3.5	2.9
国内企業物価（前年比、%）	0.9	2.1	2.8	3.3	2.5	2.3	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	3.9	3.9	2.7	2.2	3.0
消費者物価（除く生鮮食品、 前年比、%）	0.2	0.4	0.6	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0	2.0	1.9	0.7	1.1	1.5
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	1,294	819	1,578	1,291	717	▲ 540	▲ 266	▲ 45	▲ 149	▲ 666	▲ 706	▲ 26	▲ 257	4,582	▲ 1,000	▲ 1,655
経常収支（10億円）	5,360	4,994	5,806	5,895	4,611	3,430	3,811	4,082	4,028	3,532	3,491	4,171	3,938	21,736	15,351	15,133
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 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	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.0	0.2	0.3
円相場（円／ドル）	114	111	111	113	108	109	111	112	113	113	112	112	111	111	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UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)
2018年5月31日時点

経済調査室 (Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2016年度	2017年度	2017年		2018年	2017年	2018年			
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	12月	1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.2	1.5	2.0 (1.9)	0.6 (1.8)	▲ 0.6 (0.9)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.5	1.7	▲ 0.1 (1.5)	0.7 (1.8)	▲ 0.4 (1.3)	0.5 (2.0)	▲ 1.1 (1.8)	0.4 (1.1)	0.0 (1.1)	
鉱工業生産指数	1.0	4.1	0.5 (4.0)	1.6 (4.6)	▲ 1.3 (2.4)	1.8 (4.5)	▲ 4.5 (2.9)	2.0 (1.6)	1.4 (2.4)	0.3 (2.5)
鉱工業出荷指数	0.8	3.3	0.6 (3.8)	0.8 (3.1)	▲ 1.1 (1.5)	2.0 (4.3)	▲ 4.5 (2.2)	1.6 (0.7)	1.2 (1.4)	1.8 (3.8)
製品在庫指数	▲ 4.0	3.9	▲ 1.4 (▲ 2.5)	2.2 (1.9)	3.4 (3.9)	0.0 (1.9)	▲ 0.5 (1.5)	0.5 (1.6)	3.3 (3.9)	▲ 0.4 (1.9)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.9	112.4	111.1 [114.3]	112.1 [109.7]	114.9 [111.1]	111.7 [108.9]	113.7 [111.2]	114.0 [111.1]	117.1 [111.0]	113.7 [113.1]
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.4 (2.8)	0.9 (3.3)	0.6 (2.5)	0.2 (3.0)	0.3 (2.7)	0.1 (2.6)	▲ 0.1 (2.1)	0.1 (2.0)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.2	0.7	0.0 (0.6)	0.4 (0.9)	▲ 0.1 (0.9)	0.0 (0.9)	0.2 (0.9)	0.1 (1.0)	▲ 0.1 (0.9)	▲ 0.1 (0.7)
稼働率指数 (2010年=100)	98.6	101.7	101.6 [98.0]	102.7 [100.1]	101.0 [100.1]	103.9 [101.1]	98.6 [99.3]	101.9 [100.8]	102.4 [100.2]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.5	▲ 0.8	2.8 (▲ 2.5)	0.3 (0.0)	3.3 (0.2)	▲ 9.3 (▲ 5.0)	8.2 (2.9)	2.1 (2.4)	▲ 3.9 (▲ 2.4)	
製造業	▲ 4.6	9.2	6.2 (9.2)	3.5 (13.3)	2.5 (10.6)	▲ 8.5 (3.0)	9.9 (16.8)	8.0 (21.4)	▲ 17.5 (1.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	4.3	▲ 7.8	0.0 (▲ 10.1)	▲ 2.1 (▲ 9.7)	3.4 (▲ 6.9)	▲ 5.3 (▲ 10.9)	4.4 (▲ 7.0)	0.0 (▲ 10.4)	2.2 (▲ 4.9)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	1.4	6.2	1.2 (4.3)	3.1 (7.2)	▲ 0.5 (7.0)	3.1 (10.4)	▲ 3.4 (9.5)	▲ 1.4 (3.1)	3.0 (8.3)	2.7 (9.6)
建設受注	4.0	0.7								
民需	5.1	0.6	(▲ 4.7)	(4.0)	(2.6)	(▲ 8.1)	(0.9)	(19.2)	(▲ 4.0)	
官公庁	8.4	▲ 5.4	(▲ 34.3)	(6.3)	(▲ 0.4)	(▲ 9.5)	(28.1)	(12.6)	(▲ 13.5)	
公共工事請負金額	4.1	▲ 4.3	(▲ 7.9)	(1.1)	(▲ 15.6)	(▲ 6.4)	(▲ 12.8)	(▲ 20.2)	(▲ 14.5)	(5.5)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	97.4 (5.8)	94.6 (▲ 2.8)	95.4 (▲ 2.4)	94.8 (▲ 2.4)	89.2 (▲ 8.0)	93.6 (▲ 2.1)	85.6 (▲ 13.2)	92.6 (▲ 2.6)	89.5 (▲ 8.3)	
新設住宅床面積	(4.1)	(▲ 3.7)	(▲ 3.7)	(▲ 3.2)	(▲ 9.2)	(▲ 2.9)	(▲ 14.9)	(▲ 5.6)	(▲ 7.2)	
小売業販売額	▲ 0.2	1.9	(2.0)	(1.9)	(1.4)	(3.6)	(1.5)	(1.7)	(1.0)	(1.6)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.6	0.4	▲ 0.4 (0.0)	▲ 0.6 (0.5)	1.1 (0.6)	▲ 1.6 (▲ 0.1)	2.8 (2.0)	▲ 1.5 (0.1)	▲ 0.1 (▲ 0.2)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	72.1	71.7	70.3 [71.3]	71.3 [71.8]	71.4 [73.0]	70.9 [72.0]	74.5 [71.5]	69.3 [75.1]	70.6 [72.4]	73.1
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.4	▲ 0.2 (0.9)	0.3 (1.2)	▲ 1.1 (▲ 1.2)	▲ 0.8 (1.5)	▲ 1.7 (▲ 2.0)	1.4 (▲ 0.9)	▲ 0.1 (▲ 0.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.4	0.7	(0.2)	(0.7)	(1.4)	(0.9)	(1.2)	(1.0)	(2.0)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	103	105	130	133	25	129	25	30	21	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.39	1.54	1.52 [1.37]	1.57 [1.41]	1.59 [1.44]	1.59 [1.43]	1.59 [1.43]	1.58 [1.44]	1.59 [1.45]	1.59 [1.47]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.8	2.7	2.5	2.7	2.4	2.5	2.5	2.5
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	46.4	50.5	50.3 [45.5]	53.3 [49.8]	49.1 [48.7]	53.9 [50.7]	49.9 [49.4]	48.6 [48.8]	48.9 [47.9]	49.0 [48.5]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,381 (▲ 3.5)	8,367 (▲ 0.2)	2,032 (▲ 2.6)	2,106 (1.0)	2,041 (▲ 1.8)	696 (▲ 2.0)	635 (5.0)	617 (▲ 10.3)	789 (0.4)	650 (▲ 4.4)

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)

	2016年度	2017年度	2017年		2018年	2017年	2018年			
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	12月	1月	2月	3月	4月
通関輸出	▲3.5	10.8	(15.1)	(13.0)	(4.9)	(9.4)	(12.3)	(1.8)	(2.1)	(7.8)
価格	▲5.8	6.0	(8.8)	(8.1)	(2.4)	(4.6)	(2.7)	(4.1)	(0.3)	(3.0)
数量	2.4	4.5	(5.8)	(4.6)	(2.6)	(4.5)	(9.3)	(▲2.1)	(1.8)	(4.6)
通関輸入	▲10.2	13.7	(14.8)	(17.0)	(7.4)	(15.0)	(7.8)	(16.6)	(▲0.5)	(5.9)
価格	▲10.7	10.1	(12.8)	(12.7)	(4.7)	(8.6)	(5.0)	(4.4)	(4.5)	(4.4)
数量	0.5	3.3	(1.8)	(3.9)	(2.6)	(5.9)	(2.6)	(11.7)	(▲4.9)	(1.5)
経常収支(億円)	210,188	217,362	70,061	43,257	58,057	7,965	6,074	20,760	31,223	
貿易収支(億円)	57,851	45,818	17,588	11,527	7,128	5,250	▲6,666	1,887	11,907	
サービス収支(億円)	▲13,813	▲6,029	▲2,652	▲1,975	1,476	▲1,941	▲1,682	1,227	1,931	
金融収支(億円)	247,407	194,144	45,817	30,753	73,592	18,645	12,072	15,390	46,130	
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,266,310	1,264,283	1,268,287	1,264,283	1,268,535	1,261,749	1,268,287	1,256,018
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	111.01	112.95	108.20	112.97	110.77	107.82	106.00	107.43

3. 金融

	2016年度	2017年度	2017年		2018年	2017年	2018年			
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	12月	1月	2月	3月	4月
無担保コール翌日物金利	-0.045	▲0.050	▲0.054 [▲0.046]	▲0.042 [▲0.043]	▲0.048 [▲0.042]	▲0.042 [▲0.044]	▲0.040 [▲0.045]	▲0.042 [▲0.038]	▲0.062 [▲0.042]	▲0.063 [▲0.054]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.057	0.065	0.062 [0.057]	0.063 [0.056]	0.078 [0.056]	0.063 [0.056]	0.068 [0.056]	0.068 [0.056]	0.097 [0.056]	0.097 [0.056]
新発10年国債利回り	0.065	0.045	0.060 [▲0.085]	0.045 [0.040]	0.045 [0.065]	0.045 [0.040]	0.080 [0.085]	0.045 [0.050]	0.045 [0.065]	0.050 [0.015]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.847	0.817	0.831 (▲0.011)	0.828 (▲0.003)	0.817 (▲0.011)	0.828 (▲0.007)	0.827 (▲0.001)	0.827 (0.000)	0.817 (▲0.010)	
日経平均株価 (225種、末値)	18,909	21,454	20,356 [16,450]	22,765 [19,114]	21,454 [18,909]	22,765 [19,114]	23,098 [19,041]	22,068 [19,119]	21,454 [18,909]	22,468 [19,197]
M2平残	(3.6)	(3.7)	(4.0)	(3.9)	(3.2)	(3.6)	(3.4)	(3.2)	(3.1)	(3.3)
広義流動性平残	(1.8)	(3.3)	(3.7)	(3.8)	(3.0)	(3.5)	(3.3)	(3.0)	(2.7)	(2.9)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	銀行・信金計	(2.4)	(2.8)	(3.1)	(2.6)	(2.1)	(2.5)	(2.3)	(2.1)
		銀行計	(2.4)	(2.8)	(3.2)	(2.6)	(2.1)	(2.4)	(2.3)	(2.1)
		都銀等	(1.2)	(2.0)	(2.8)	(1.7)	(0.7)	(1.2)	(1.1)	(0.6)
		地銀	(3.5)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.5)	(3.6)	(3.5)	(3.6)
		地銀Ⅱ	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	(2.8)	(3.0)	(2.8)	(2.8)
		信金	(2.3)	(2.7)	(2.7)	(2.6)	(2.5)	(2.6)	(2.5)	(2.5)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	3業態計	(3.8)	(4.2)	(4.5)	(4.3)	(3.5)	(4.0)	(3.8)	(3.5)
		都銀	(5.5)	(5.9)	(6.4)	(6.1)	(4.9)	(5.7)	(5.3)	(4.9)
		地銀	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.5)	(2.2)	(2.5)	(2.4)	(2.2)
		地銀Ⅱ	(2.1)	(2.1)	(2.3)	(2.0)	(1.6)	(1.8)	(1.6)	(1.7)

(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UFJ銀行経済調査室作成

Ⅱ. 米国

～高めの成長率を当面維持、金融環境は徐々に景気中立的に～

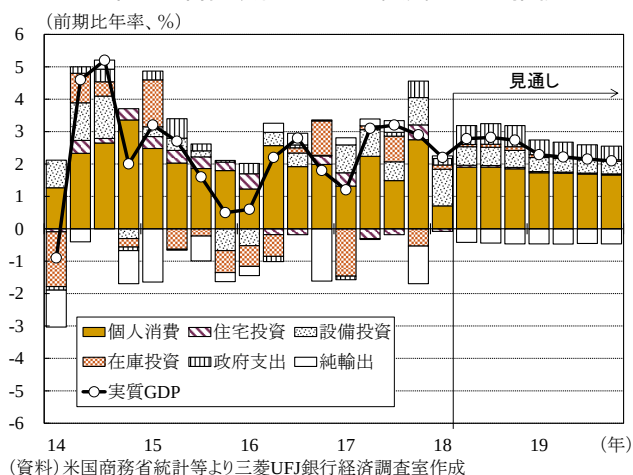
1. 米国経済の概況

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.2%と、前期の同+2.9%から鈍化した(第 1 図)。設備投資は同+9.2%と高い伸びを示した一方、個人消費が同+1.0%と伸び率を大きく縮小させたことが主因である。もっとも、個人消費の減速は昨年 10-12 月期の高い伸びからの反動という側面が強い。4 月のコア小売売上高(除くガソリン、自動車、建材)は足元で持ち直しているほか(第 2 図)、個人消費を支える雇用環境の改善も継続しており、個人消費の増加基調は維持されているとみられる。

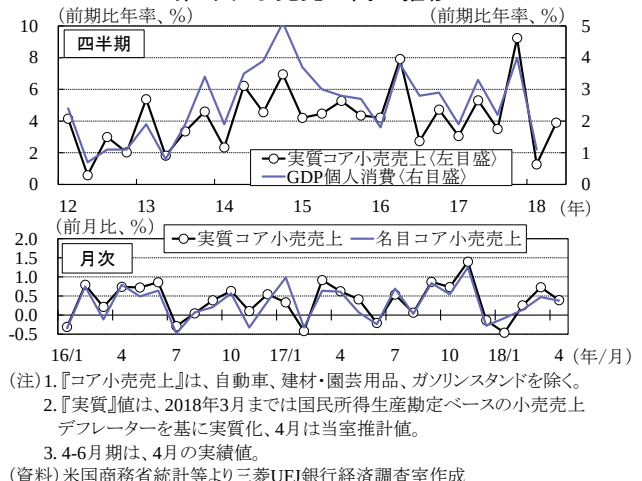
この先、労働市場が完全雇用の状態に近づく中で雇用者数の増加ペースは徐々に鈍化するものの、賃金が前年比+3%程度まで緩やかに加速することで家計所得は同+4%台の増加が続き、個人消費の拡大を支える構図は維持されるとみられる。国内需要の高まりや海外経済の拡大を受け、設備投資や輸出も緩やかに増加を続ける公算が大きい。景気は成熟度合いを高めており、趨勢的には潜在成長率並の拡大ペースに収斂していくとみられるものの、短期的には大規模な減税と連邦支出拡大による景気浮揚効果が高めの成長を支えよう。金融政策では、金利が景気に中立的な水準に近づいているとみられる中、FRB による利上げはより慎重に進められると予想する。

リスク要因としては、トランプ政権による通商政策の行方に注目が必要である。米中貿易戦争のリスクは、中国が米国からの輸入を拡大することを柱とする合意に達したことから一先ず低下しているが、貿易赤字削減についての具体策の決定はこれからであり、再び緊張が高まる可能性は残っている。加えて、トランプ大統領は自動車・同部品に関し、通商拡大法 232 条に基づく調査を商務省に指示した。自動車・同部品は財輸入全体の 15%を占める最大の輸入品目であり、仮に大規模な関税賦課となれば国内外への影響は甚大となろう。

第1図: 需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図: 小売売上高の推移



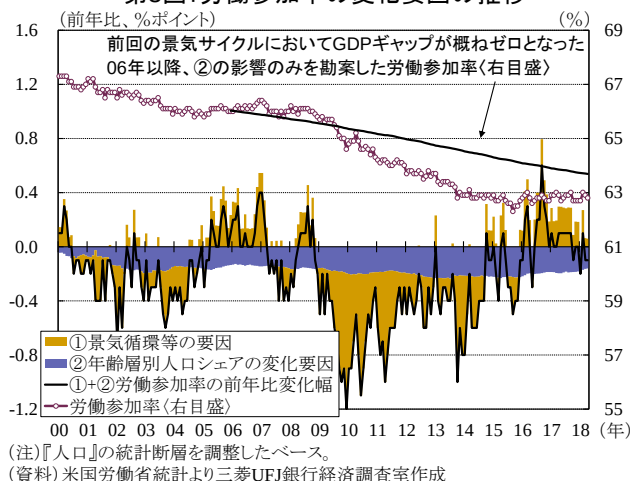
2. 見通し上のキーポイント

(1) 成熟度を増す米国経済

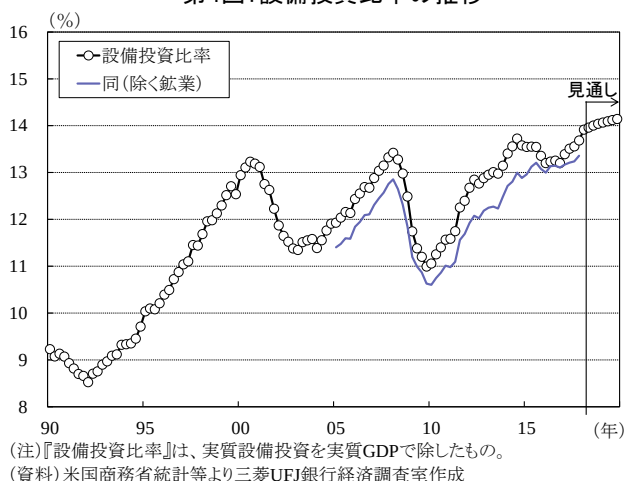
現在の景気拡大局面は 5 月で 107 ヶ月に達し、景気は成熟度を増していると考えられる。議会予算局の試算では足元で負の需給ギャップ（需要－供給）は概ね解消したが、他方で、後述するように民間部門における顕著な債務拡大の動きは観察されず、このまま景気が過熱していく勢いもない。この先、財政政策による景気浮揚効果を除けば、実質 GDP 成長率は徐々に前年比＋2%弱とみられる潜在的な成長ペースに落ち着いていく公算が大きい。

具体的にみていくと、労働供給面では 4 月の失業率は 3.9% と 17 年ぶりの低水準となっている。労働参加率には、人口動態（年齢層別人口シェアの変化）の影響を勘案しても上昇余地は残っているとみられるが（第 3 図）、労働市場が完全雇用に近いことは確かであろう。足元で前月比＋20 万人ペースで増加している雇用者数は、今後、人口動態から計算されるネットの新規労働市場参入者数である同＋11 万人程度の増加ペースに徐々に収斂していく見通しである。また、設備投資が実質 GDP に占める割合（設備投資比率）はこれまでの景気サイクル上のピークと比較しても高めの水準に達している（第 4 図）。設備投資は需要の拡大であると同時に供給力の拡大でもある。設備投資比率の上昇は、設備投資が他の需要項目の拡大ペースを超えて増加を続けてきたことを意味しており、今後も高い伸びを続けた場合、過剰投資となる可能性が高まろう。減税等を背景に企業の収益見通しは改善しているとみられるため追加的に設備投資を押し上げることはあろうが、この先の上昇余地は限られるものと考えられる。

第3図: 労働参加率の変化要因の推移



第4図: 設備投資比率の推移



(2) 原油価格上昇の景気への影響は総じて限定的

原油価格は、米国によるイラン核合意破棄等を受け一時 1 バレル 70 ドルを超す水準まで上昇した。原油価格の上昇はガソリン等の値上がりを通じ、個人消費の重石となり得る。もともと、エネルギー消費が個人消費に占める割合は趨勢的に低下しており、原油価格が前年比で約 30% 上昇（2018 年の当室見通し）したとしても、個人消費の減少を通じた実

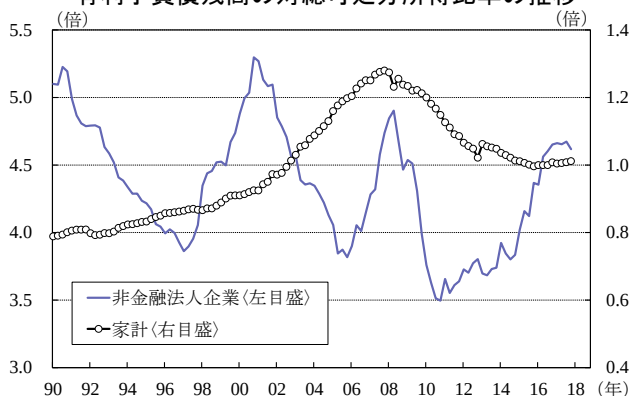
質 GDP 成長率の押し下げ効果は▲0.2%ポイント程度に止まろう。一方で、原油価格上昇は鉱業の設備投資増加を通じ景気にプラスともなり得る。同様に前年比+30%の原油価格上昇による影響を試算すると、鉱業設備投資の増加は実質 GDP 成長率を+0.2%程度押し上げる。総じてみると、原油価格の上昇が景気に与える影響は限定的なものとなろう。

3. 金融政策と長期金利

イタリアの政局不安を発端に金融市場は足元でややボラタイルとなっているが、10年物国債利回りは高値圏にあり、3%近傍で推移している。要因としては、財政赤字拡大に伴う国債需給の緩和が意識されたことのほか、景気の堅調や油価の上昇を受けて市場がこの先の利上げについて織り込みを加速させたことが挙げられる。10年債利回りが3%を越える場面では、今年は3回程度、来年については2回程度の利上げが織り込まれていた。

もともと、潜在成長率が趨勢的に低下しているとみられる中では、景気に中立的な金利（自然利子率）も切り下がっていると考えられ、足元の金利が徐々にその水準に近づきつつあるとみられる点には留意が必要である。失業率と賃金を示すフィリップス曲線がフラット化している中、金融政策の効果を測る上では、物価のみならず、金利変動がダイレクトに影響を与えるクレジット環境にも注目する必要がある。有利子負債残高の対総可処分所得比率の推移を確認すると、家計部門では金融危機後のバランスシート調整以降安定的に推移しており、過熱感は見られない（第5図）。また、企業部門では2017年以降上昇が頭打ちとなっており、足元では低下に転じている。FRBによる銀行融資担当者を対象とした調査も、家計・企業の借入需要が減少していることを示唆する内容となっている。これまでの利上げの累積により、金融環境の緩和度合いは相応に調整が進んでいるとみられる。こうした状況を踏まえれば、FRBはこの先、景気を過度に減速させぬよう利上げをより慎重に進める公算が大きく、利上げ回数としては3月に実施された分も含め今年が3回、来年は1回を予想する（第6図）。長期金利は、市場参加者が来年の利上げについての予想見直しを余儀なくされる中で、頭打ち感が次第に強まる展開が想定される。

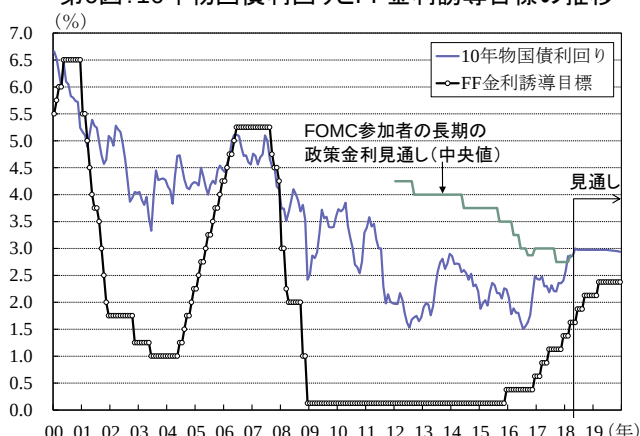
第5図：家計と非金融法人企業における有利子負債残高の対総可処分所得比率の推移



(注)『非金融法人企業』の総可処分所得は、総貯蓄と同義。

(資料)FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図：10年物国債利回りとFF金利誘導目標の推移



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

(資料)FRB資料、Bloomberg等より三菱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

	2017				2018				2019				2017年	2018年	2019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、％）	1.2	3.1	3.2	2.9	2.2	2.8	2.8	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1	2.3	2.7	2.4
個人消費	1.9	3.3	2.2	4.0	1.0	2.8	2.8	2.7	2.5	2.5	2.4	2.4	2.8	2.5	2.6
住宅投資	11.1	▲ 7.3	▲ 4.7	12.8	▲ 2.0	1.8	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9	1.8	1.3	1.2
設備投資	7.2	6.7	4.7	6.8	9.2	4.2	4.1	3.8	3.1	3.0	2.9	2.8	4.7	6.1	3.4
在庫投資（寄与度）	▲ 1.5	0.1	0.8	▲ 0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	0.1	0.1
政府支出	▲ 0.6	▲ 0.2	0.7	3.0	1.1	3.5	3.8	3.9	2.7	2.6	2.5	2.5	0.1	2.3	3.1
純輸出（寄与度）	0.2	0.2	0.4	▲ 1.2	0.1	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.5
輸出	7.3	3.5	2.1	7.0	4.2	3.0	3.0	2.7	2.6	2.5	2.4	2.2	3.4	3.9	2.6
輸入	4.3	1.5	▲ 0.7	14.1	2.8	4.9	5.0	4.9	4.8	4.7	4.5	4.4	4.0	5.1	4.8
国内民間最終需要	3.1	3.3	2.3	4.8	2.2	2.9	2.9	2.8	2.5	2.5	2.5	2.4	3.0	3.0	2.6
名目GDP（前期比年率、％）	3.3	4.1	5.3	5.3	4.2	4.7	4.9	5.0	4.8	5.1	4.3	4.1	4.1	4.8	4.8
鉱工業生産（前期比年率、％）	1.0	5.0	▲ 1.5	7.7	2.3	3.7	3.8	4.0	3.9	3.7	3.3	2.6	1.6	3.5	3.7
失業率（％）	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	4.4	3.9	4.8
生産者物価（前年比、％）	2.0	2.2	2.4	2.8	2.8	2.4	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	2.3	2.3	2.0
消費者物価（前年比、％）	2.6	1.9	2.0	2.1	2.3	2.5	2.7	2.4	2.3	2.2	2.0	2.0	2.1	2.5	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 2,004	▲ 2,013	▲ 1,953	▲ 2,143	▲ 2,232	▲ 2,389	▲ 2,495	▲ 2,579	▲ 2,642	▲ 2,696	▲ 2,740	▲ 2,784	▲ 8,112	▲ 9,694	▲ 9,794
経常収支（億ドル）	▲ 1,129	▲ 1,237	▲ 1,015	▲ 1,282	▲ 1,358	▲ 1,502	▲ 1,595	▲ 1,665	▲ 1,715	▲ 1,755	▲ 1,784	▲ 1,814	▲ 4,662	▲ 6,119	▲ 6,169
3. 金融															
FFレート誘導目標（％）	0.75-1.00	1.00-1.25	1.00-1.25	1.25-1.50	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	2.00-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	1.25-1.50	2.00-2.25	2.25-2.50
3ヵ月物ユーロドル金利（％）	1.1	1.2	1.3	1.5	1.9	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	1.3	2.3	2.6
10年物国債利回り（％）	2.4	2.3	2.2	2.4	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.3	2.9	3.0

（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UFJ銀行経済調査室作成

Ⅲ. 欧州

～景気の堅調さは不変も、高成長局面は終息へ向かう見通し～

1. ユーロ圏

(1) 景気の概況

ユーロ圏の1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と、寒波やストライキ等の一時的な要因も影響し、前期の同+0.7%から鈍化した（第1表）。需要項目別の内訳が公表されている各国統計をみると、ドイツとフランスでは内需は底堅かったが輸出の伸び悩みが目立ち、いずれも同+0.3%と減速している。ユーロ圏経済が内需を中心とした回復を続けているのは確かだが、他方で、4、5月の購買担当者景況指数（PMI）の低下も考え合わせると、景気のパフォーマンスはやや鈍化しているとみるべきだろう。

ユーロ圏では、失業率や設備稼働率の改善は既に相応に進んでおり、これまでのような高めの成長率が実現し易い局面は終息に向かっていると考えられる。先行き、個人消費は雇用環境の改善持続、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保つと見込まれるが、そのペースは次第に緩やかとなる公算が大きい。実質GDP成長率は今年が前年比+2.2%、2019年が同+1.8%と堅調な伸びは維持しつつも、緩やかに減速していく見通しである（第1図）。

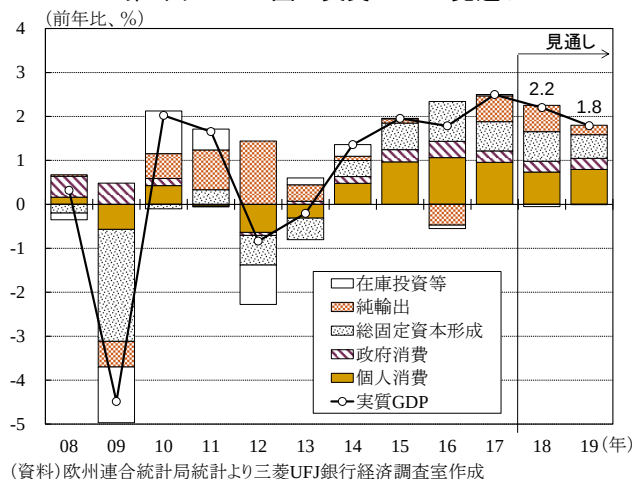
政治面については、3月の総選挙後、政治空白が続くイタリアでは5月に入り五つ星運動と同盟が連立政権樹立に向けた政策で合意したが、首相候補が閣僚指名を巡り組閣を断念したことから政局不安が急速に高まった。28日には親EU派でIMF元高官でもある首相候補が新たに指名されたものの、EUに懐疑的で拡張的な財政政策を掲げる両党の反発は必至とみられ、政局混迷と財政悪化への警戒感が強まっている。イタリア国債利回りは足元で急上昇しており、「利払い負担増⇒財政悪化⇒国債利回り上昇」の悪循環に陥る懸念がある。年内の再選挙が取り沙汰されており、イタリアの政局の行方には注意を要する。

第1表：欧州主要国の実質GDP成長率の推移

	2016				2017				2018
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
ユーロ圏	0.5	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.4
ドイツ	0.6	0.5	0.3	0.4	0.9	0.6	0.7	0.6	0.3
フランス	0.6	▲0.1	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5	0.7	0.3
イタリア	0.3	0.1	0.2	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
スペイン	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
ポルトガル	0.2	0.2	1.2	0.7	0.7	0.3	0.6	0.7	0.4
ギリシャ	▲0.6	▲0.4	0.5	▲0.4	0.6	0.7	0.4	0.1	-

（資料）欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

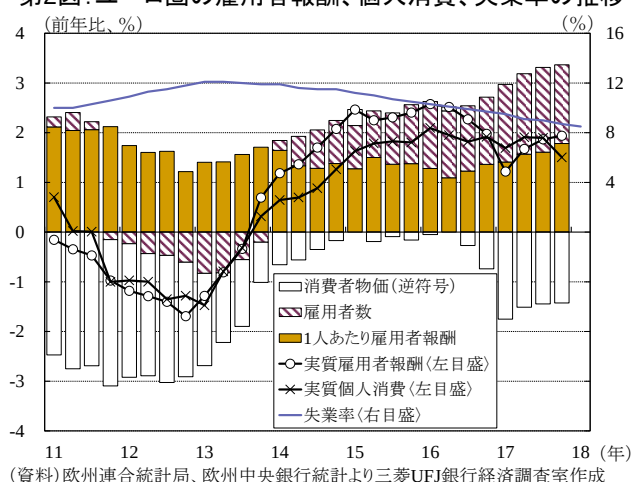
第1図：ユーロ圏の実質GDPの見通し



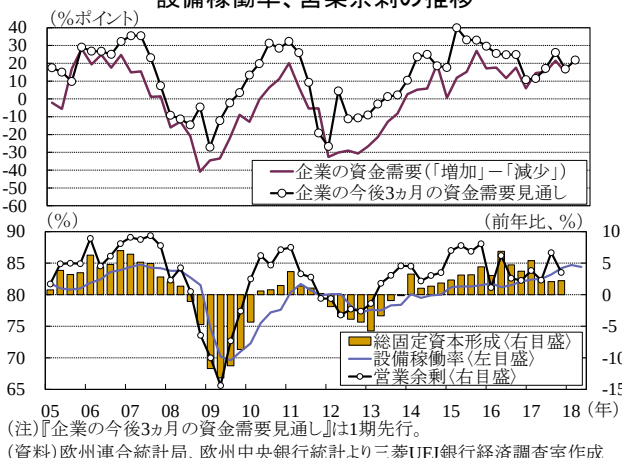
(2) 見通し上のキーポイント

ユーロ圏の雇用・所得環境はフランスや南欧諸国を中心に依然改善余地があり、全体としてみると所得の増加が消費の拡大を支える構図はこの先も維持される公算が高い（第2図）。もっとも、ドイツなど景気が先んじて回復した国々では失業率の低下が相応に進んでおり、雇用の拡大ペースは次第に緩やかとなる見通しである。設備投資についても、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、増加基調自体は維持されると見込まれる（第3図）。但し、設備稼働率が11年ぶりの高水準に達していること、ペントアップ需要が一巡しつつあることなどから、増勢は徐々に緩やかとなろう。

第2図：ユーロ圏の雇用者報酬、個人消費、失業率の推移

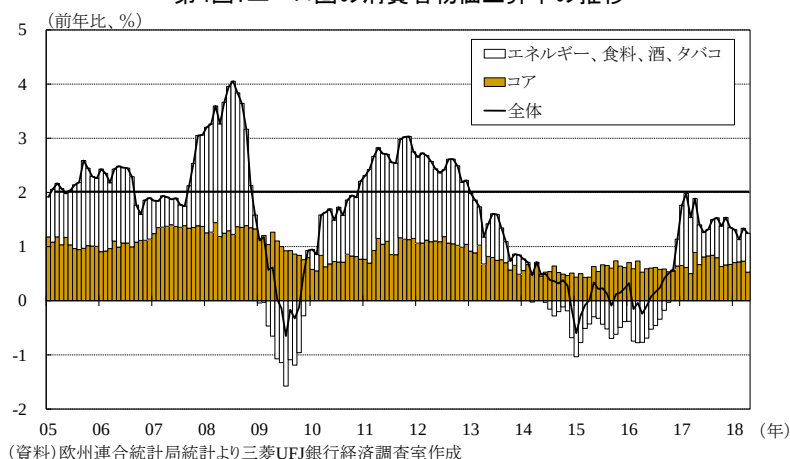


第3図：ユーロ圏企業の資金需要と総固定資本形成、設備稼働率、営業余剰の推移



金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は資産購入を9月末までの予定で実施している。10月以降の購入方針は7月の理事会で決定される見込みだが、イタリア政局混乱等に伴うユーロ圏国債市場の動向には留意を要するものの、資産購入は年内に終了する可能性が依然高い。但し、消費者物価上昇率はECBの目標である「前年比+2%弱」を依然として下回っている（第4図）。目先は原油高の影響によりやや伸びが高まるとみられるが、コア品目の上昇は鈍いことから年内の利上げは想定し難い。ECBは引き続き出口戦略を慎重に進める見通しであり、政策金利正常化の端緒となる預金ファシリティ金利の引き上げ（▲0.40%→▲0.20%）は、2019年半ばまで後ずれさせる公算が高い。

第4図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



2. 英国

英国の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、大雪の影響などから前期比+0.1%に減速したが、基調としては底堅さを維持している。需要項目別の内訳をみると、個人消費が同+0.2%と 2014 年 10-12 月期以来の低い伸びとなった一方、総固定資本形成は機械設備投資の堅調等が寄与し、同+0.9%と比較的高めの伸びを保った。

EU 離脱交渉では、3 月の EU サミットで移行期間に関する暫定合意が成立し、英国の離脱（2019 年 3 月 29 日の予定）後も、2020 年末までは現状に近い状態が維持される可能性が高まった。但し、北アイルランド国境の取り扱いをはじめ、英・EU 間の意見の隔たりは依然として大きく、今後も交渉の難航が予想される（第 2 表）。加えて英国内では、EU の関税同盟からの離脱を掲げるメイ首相に対し、議会からは関税同盟継続を求める声が高まっており、首相は一段と苦しい立場に追い込まれている。英国の政局混乱による離脱交渉の遅延リスクにも引き続き留意が必要だ。

景気の先行きを展望すると、前述の通りリスクはあるものの「無秩序な EU 離脱」となる展開は想定しないとの前提で、実質 GDP 成長率は今年が前年比+1.6%、2019 年が同+1.5%と安定的な推移を予想する。これは、海外景気の堅調を追い風に輸出と設備投資の増加基調は継続し、景気を下支えするとみられるためである（第 5 図）。

第 2 表：英国の EU 離脱に関する今後の注目点

1. 6 月 28-29 日の EU サミット

北アイルランドの国境厳格化回避に向けた方策についての判断が行なわれる。英国はこれまで、①関税パートナーシップの締結、②最新技術活用による検問復活回避、の 2 案を提示しているが、EU はいずれも現実的でないとして退けている。英国案が却下された場合、北アイルランドを「共通規制区域」として EU 単一市場に残留させるという EU 案が採用される可能性が高まる。

2. 今秋に予定されている英国の EU 離脱関連法案の採決

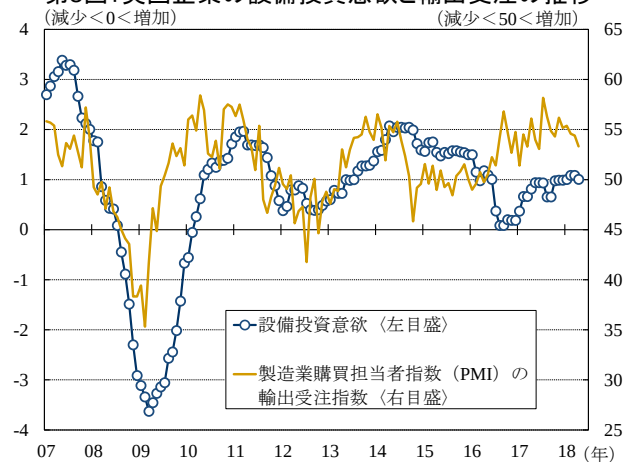
メイ政権は EU の関税同盟からの離脱を掲げる一方、議会では関税同盟維持を求める声が高まっており、首相が苦境に立たされる可能性がある。

3. 10 月 18-19 日の EU サミット前後

離脱協定の実質的な交渉期限。全ての交渉項目について合意が成立しない限り、一旦暫定合意した移行期間等に関する取り決めも無効となる恐れがある。

（資料）各種報道より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

第 5 図：英国企業の設備投資意欲と輸出受注の推移

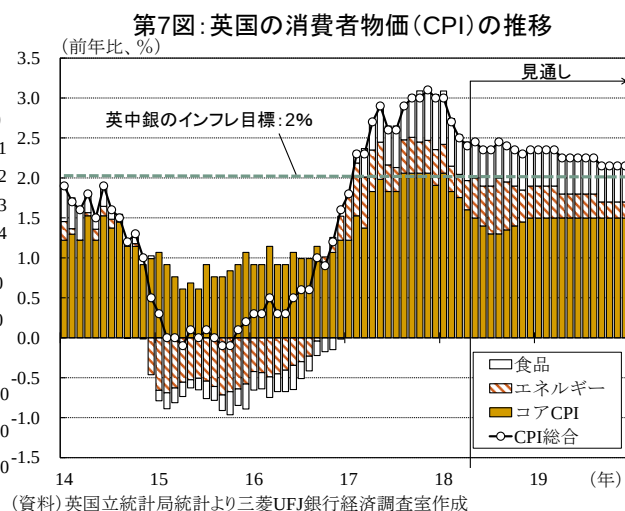
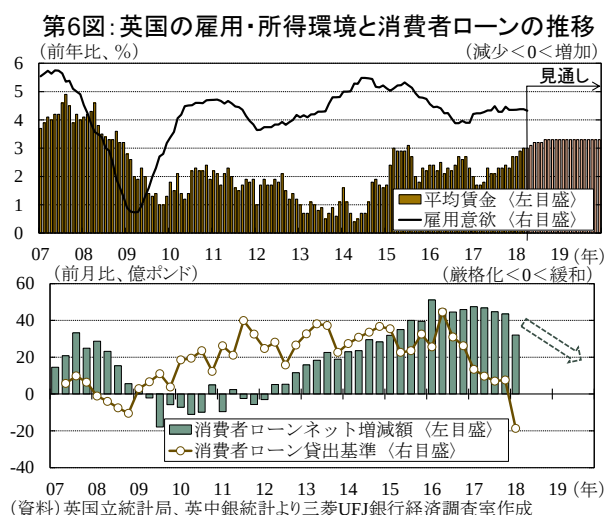


（資料）英中銀、Markit統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

但し、最大の需要項目である個人消費は力強さに欠ける状態が続く可能性が高いとみるべきだろう。確かに、雇用・所得環境は良好で、足元の失業率は 4.2%と自然失業率（英中銀の推計値で 4.25%）を下回りつつも企業は尚も雇用拡大に前向きである（第 6 図上段）。また、労働需給のタイト化を反映して賃金上昇率が高まりつつあることに加え、インフレの減速（後述）により、実質購買力の改善も見込まれる。但し、これまで個人消費の拡大を支えてきた、消費者ローンの伸びには年明け以降ブレーキがかかっていることは気掛かりである（第 6 図下段）。貸出基準の厳格化も踏まえると、消費者ローンの今後一段の減速は避けられず、個人消費を抑制する要因となろう。

物価については、ポンド安に起因する輸入インフレ圧力が後退に転じ、4 月の消費者物

価（CPI）上昇率は前年比+2.4%に鈍化した（第7図）。もっとも、足元までの原油の一段高の影響に加え、今年末に掛けては賃金上昇率の高まりが想定されることから、インフレ率は当面、英中銀（BOE）の目標である同+2%までは下がらないとみられる。BOEは、EU 離脱交渉が山場を越えるまでは利上げを控えると思われるが、賃金要因によるインフレ率押し上げが確認される2019年2月頃には利上げを実施するものと想定する。



3. ロシア

ロシア経済は緩やかな回復傾向を辿っている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+1.3%と、6 四半期連続のプラス成長となった（第8図）。また、4 月の購買担当者景況指数（PMI）総合は 54.9 と比較的高めの水準を維持しており、足元でも景気回復が続いていると判断される。原油価格の上昇がロシアの基幹産業であるエネルギー部門の回復を後押ししているほか、インフレ率の低下を受けて個人消費も持ち直し基調にある。ロシア中銀は、消費者物価（CPI）上昇率が目標である同+4%を下回っていることや予想インフレ率の低下を背景に、段階的に利下げを行ない、景気回復をサポートしている。

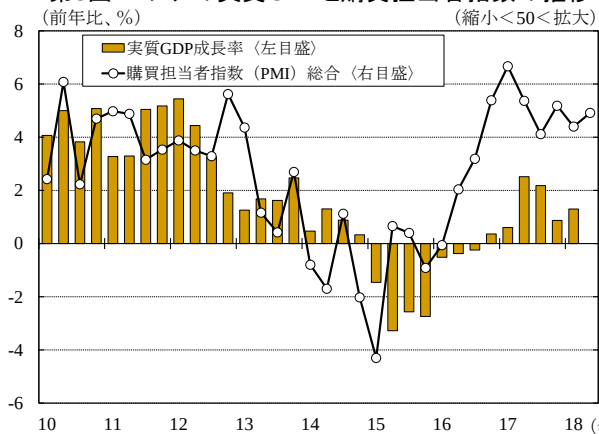
ロシア経済は今後も回復が続けると予想するが、インフレ再加速のリスクには一定の留意が必要である。4 月に米国がロシアに対する経済制裁を強化したことでルーブル売り圧力が高まり、足元のルーブル相場は 1 ドル=60 ルーブル台前半と、2016 年末以来の水準まで下落している。通貨安による輸入インフレ圧力の高まりを反映し、4 月の PMI の内訳項目である投入価格指数は 2015 年 9 月以来の高水準となった（第9図）。先行きは、インフレ率の上昇が家計の実質購買力下押しや中銀の利下げペース鈍化などを通じて、景気の抑制要因となろう。

もっとも、2015 年前後の大幅なルーブル安局面と比較すると、当時は欧米の制裁に加え、原油安もルーブル売り材料であった一方、足元の原油価格は上昇傾向にある。先行きも原油価格は比較的高値圏での推移（WTI で 60 ドル/バレル以上）が見込まれることから、ルーブルの下落やそれに伴うインフレ率の押し上げは比較的小幅なものに止まると予想する。CPI 上昇率は現状の前年比+2%台半ばからは高まるとみられるが、中銀のイン

フレ目標を大きく上回る可能性は低い。

経済全体としては、春先以降の原油の一段高などを背景に企業の雇用・設備投資意欲が底堅く推移しており、景気回復の持続が見込まれる。また、今年 6-7 月のサッカーワールドカップ開催も景気の押し上げ要因となろう。2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.8%と昨年（同+1.5%）を上回り、2019 年にも同+1.7%と緩やかながらも成長を続けると予想する。

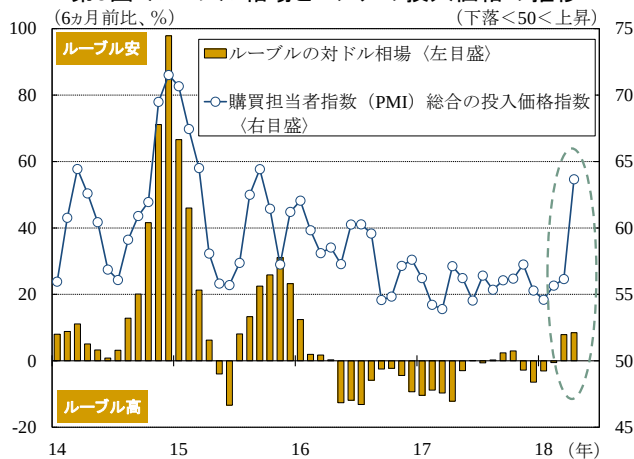
第8図：ロシアの実質GDPと購買担当者指数の推移



（注）『購買担当者指数（PMI）総合』の直近値は4月単月の値。

（資料）ロシア統計局、Markit統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第9図：ルーブル相場とロシアの投入価格の推移



（資料）ロシア統計局、Markit統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（篠原 令子、高山 真）

IV. アジア・豪州

～ペースはやや鈍化するも、内需主導で安定成長が持続～

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、1-3月期の実質 GDP 成長率が3四半期連続で前年比+6.8%となり、2018年の政府目標（同+6.5%）達成に向けて好発進した（第1表）。不動産向けを中心とした投資の再加速が純輸出のマイナス寄与を補った形である。また、中国以外のアジア諸国・地域についても、個人消費を中心とした内需の堅調さに加え、輸出の増勢持続により景気は安定した拡大を続けている。1-3月期の実質 GDP 成長率を国別にみると、香港やシンガポール、タイ、フィリピンで加速しているほか、減速した国についてもその程度は小幅であった（第1表）。豪州についても、月次の経済指標からは個人消費を中心に緩やかな回復を続けていることが窺われる。

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				2018年
	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
中国	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8
インド	7.6	6.8	6.1	5.7	6.5	7.2	n.a.
韓国	2.7	2.6	2.9	2.8	3.8	2.8	2.8
台湾	2.0	2.8	2.6	2.3	3.2	3.4	3.0
香港	2.2	3.4	4.4	3.9	3.6	3.4	4.7
シンガポール	1.2	3.7	2.5	2.8	5.5	3.6	4.4
NIES	2.3	2.8	3.0	2.8	3.8	3.1	3.3
インドネシア	5.0	4.9	5.0	5.0	5.1	5.2	5.1
マレーシア	4.3	4.5	5.6	5.8	6.2	5.9	5.4
タイ	3.1	3.0	3.4	3.9	4.3	4.0	4.8
フィリピン	7.1	6.7	6.5	6.6	7.2	6.5	6.8
ベトナム	6.6	6.7	5.2	6.3	7.5	7.7	7.4
ASEAN5	5.0	4.9	5.0	5.3	5.6	5.5	5.5
アジア11カ国・地域	6.0	6.0	6.0	6.0	6.2	6.2	n.a.
豪州	2.1	2.5	1.9	2.0	2.9	2.4	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、輸出の緩やかな拡大も見込まれるため、2019年にかけてペースはやや鈍化するものの、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が中長期を見据えて構造調整を進めており、景気に対しては下押し圧力が次第に強まる展開が想定される。ただし同時に、対米通商摩擦激化という不確定要素も加わる逆風下で大幅な成長減速を回避しようとする政府の強い意志も見受けられ、柔軟かつ機動的な経済・金融政策を駆使してそれを実現する余地もある。これを踏まえれば、実質 GDP 成長率は2019年にかけて徐々に低下するものの前年比+6%台の成長を維持するものと予想される。

その他のアジア諸国・地域でも、雇用・所得環境の安定に加えて、景気に配慮した財政・金融政策の継続もあり、個人消費を中心に内需が堅調さを維持する見込みである。輸出の拡大ペースは鈍るものの、先進国需要の拡大を支えに緩やかな増勢は保つとみられる。このため 2019 年にかけて実質 GDP 成長率は、NIEs 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、内需を牽引役に同+7%台半ばでの安定成長が見込まれる。豪州は、緩和的な金融政策が続くなか、設備投資の持ち直しやインフラ投資の拡大を支えに、緩やかな成長が続く見通しである。

2. 各国・地域の見通し

(1) 中国

3 月の全国人民代表大会（全人代）では国家主席の任期制限（2 期 10 年）が廃止され、習政権長期化の道が開かれた。習国家主席は中長期のスパンでの強国化を念頭に供給側改革や市場化改革といった構造改革路線を明確に打ち出している。ただし、今年の実質 GDP 成長率の目標は昨年と同じく前年比+6.5%前後に設定されていることを考えると、構造改革に伴うデフレ圧力や激化する米中貿易摩擦の悪影響が経済成長率を有意に押し下げるのを甘受するというわけではなく、臨機応変な政策対応で大幅な景気減速を回避する意向が読み取れる。こうした習政権のスタンスを踏まえれば、2019 年にかけて成長率は低下するものの同+6%台の維持が予想される。

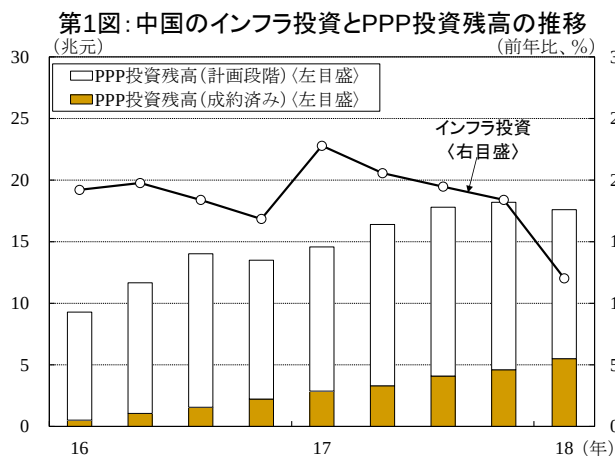
以下詳細をみていく。全人代では供給側改革のメインタスクである生産能力削減についての今年の目標を鉄鋼 3,000 万トン（前年は 5,000 万トン）、石炭 1.5 億トン（前年と同量）、基準を満たしていない小規模石炭発電 400 万 KW（前年は 5,000 万 KW）と決定し、前年ほどではないが、投資への下押し圧力は残る。また、投資の底支え役を果たしてきたインフラ投資についても 5 年近くも続いた前年比+20%近い伸びは維持できなくなっている（第 1 図）。地方政府債務拡大への懸念から中央政府による監視の目が厳しくなっており、PPP（政府・企業連携）案件では撤退や見直しが増え、その規模は 4 月までに総額 5 兆元に達している。

もともと、成長目標の達成を視野に入れた配慮も怠りないことから、投資減速は小幅にとどまろう。政策対応としては、まず金融面で 4 月の約 2 年ぶりの預金準備率引き下げが挙げられる（下げ幅は 1%ポイント）。中国人民銀行（中央銀行）は金融機関に対し同措置に伴って生じた余剰資金はまず同行からの中期借入金（MLF）の返済（9,000 億元）に充当し、残りは中小企業向け融資の拡大（4,000 億元）に充てるよう指示した。MLF 金利自体は引き上げ（0.05%ポイント）、金融政策のスタンスは不変と強調したものの、一定の緩和効果は期待し得る。また、供給側改革の一環として 2016 年以降、生産能力や債務の過剰解消に伴う成長への下押し圧力を緩和する企業コスト削減策が継続されているが、今年も新たな減税や公共料金引き下げが導入され、その効果も見込まれる。

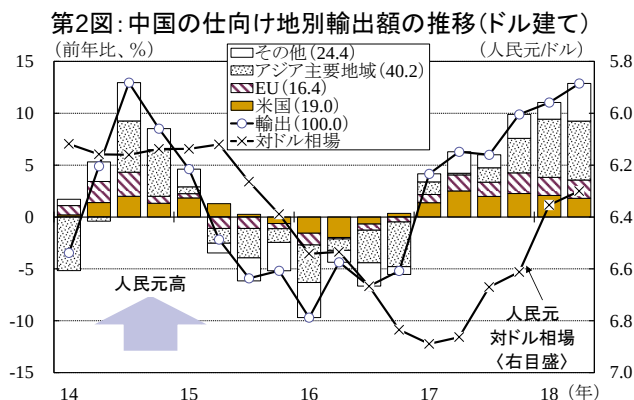
不動産投資については足元の二桁増ペースが続くとは考えにくいものの、低水準の住宅在庫（ピーク比▲39%）や根強い実需を背景に底堅い推移が予想される。実際、中国全体では販売が低迷しているといっても、地域別にみると、内陸部を中心に堅調な地域は少なくない。大都市圏では新築価格を市況より低く設定するよう厳格な指導が行われたため供給が抑制されているものの、需要自体は強いとの指摘も多い。

個人消費については堅調持続が見込まれる。所得の安定拡大、求人倍率の上昇という良好な雇用・所得環境に変わりはなく、また、ネット企業を中心に、AI・ビッグデータの活用も含め、商取引における効率化や利便性の向上への変革が続いている。さらに政府は年内に IT 関連機器を主体とした消費拡大に向けた政策パッケージを準備しているとの報道もある。

輸出は今後も世界的な景気拡大が持続するという前提に基づけば、順調な増加が期待できる。足元でも前年よりも速いペースで増加し、人民元高の逆風を海外需要増のプラス効果が上回っている（第2図）。ただし、対米通商摩擦という不確定要素は大きい。政府は米国の制裁関税に同規模の報復関税で対抗する一方、金融・自動車分野の大幅な参入規制緩和、関税の引き下げを含む輸入拡大など、市場開放をアピールする硬軟織り交ぜた政策で対応している。5月には2回に亘る交渉で農産品・エネルギー主体の対米輸入の大幅拡大を軸とした米国側の対中赤字削減で一旦合意したものの、米国は同月内に制裁関税導入を再度表明するなど、11月の米中間選挙を睨んだ対中圧力強化の行方は予断を許さない。



(注)『インフラ投資』は年初来累積値。
(資料)中国財政部、中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成



(注)1. 国・地域名横の()内は全体に占めるシェア(2017年時点)、速報ベース。
2. 『アジア主要地域』は日本、香港、台湾、韓国、ASEAN、インド。
3. 四半期ベース、直近のみ4月値。
(資料)中国海関、IMF統計より三菱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、輸出の拡大やそれに伴う好影響の波及に加え、内需の底堅さが続くなか景気に配慮した財政政策および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。輸出については、先進国経済がマクロ需給の引き締まりに従って徐々に潜在成長率並みの拡大ペースに収斂していくことなどの影響で、2019年にかけて増加ペースを落としつつも、緩やかな増勢は維持されよう。輸出の増加は、直接的に成長へ寄与するほか、他の需要項目への波及効果を通じて成長率の支えとなることが見込

まれる。具体的には、輸出増加に伴う高水準の企業収益が、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を後押ししよう。

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。5月の連邦議会下院選で野党が勝利し、史上初の政権交代が実現したマレーシアでは、マハティール新政権による物品サービス税の廃止（6月から実施予定）もあり、目先、個人消費を押し上げることが予想される。金融政策については、景気見通しの改善やインフレ・通貨下落圧力の高まり等を受けて、利上げを実施する国が増えつつあるが、いずれの国・地域の政策金利も歴史的にみれば依然緩和的な水準にあることに変わりはなく、景気拡大の大きなブレーキにはならないとみられる。

なお、米国金利の上昇及びドル高を受けて、新興国からの大規模な資金流出・通貨下落への懸念が足元で強まっているが、ことアジア諸国に関しては、通貨の下落は限定的であり、通貨危機を想起させるような動きはみられない（第2表）。これは、経常収支や対外債務などファンダメンタルズがかつてに比べ改善していることに加え、金融・財政政策面での適切な対応が進んでいることなども影響している。足元で通貨が比較的大きく売られているアルゼンチンを始めとする中南米諸国やトルコはファンダメンタルズの改善が遅れ気味であり、また、大統領選を控えていることなどから政策面での不確実性も高いという特徴がある。この先、米国での金融政策正常化の動きに合わせ、アジア諸国の金融政策も緩やかながらも引き締め方向に向かうと予想されるが、こうした適切な政策対応が故に、大規模な資金流出や通貨の大幅下落は回避される公算が大きい。

第2表：主な新興国のファンダメンタルズと通貨騰落率

	経常収支の 名目GDP比(%)		対外債務残高の 名目GDP比(%)		外貨準備高の 短期対外債務残高比(倍)		対米ドル 通貨騰落率 (4月18日～ 5月29日、%)
	1997年	2017年	1997年	2017年	1997年	2017年	
中国	3.8	1.3	13.7	14.0	4.5	3.1	▲ 2.3
韓国	▲ 1.8	5.1	29.1	27.4	0.3	3.3	▲ 0.8
インドネシア	▲ 2.3	▲ 1.7	60.6	34.7	0.5	2.6	▲ 1.6
マレーシア	▲ 5.3	3.0	46.7	65.3	1.4	1.2	▲ 2.4
タイ	▲ 2.9	10.6	72.1	32.7	0.7	3.1	▲ 2.9
フィリピン	▲ 4.8	▲ 0.8	47.3	23.3	0.6	5.1	▲ 1.1
ベトナム	▲ 5.7	2.9	81.0	42.4	0.8	2.6	▲ 0.2
インド	▲ 0.7	▲ 1.5	25.1	20.4	4.9	4.0	▲ 3.4
アルゼンチン	▲ 3.9	▲ 4.8	39.6	36.5	0.7	0.9	▲ 23.5
ブラジル	▲ 3.5	▲ 0.5	22.6	15.4	1.5	7.2	▲ 10.3
メキシコ	▲ 1.6	▲ 1.6	31.0	36.5	1.0	3.3	▲ 9.7
トルコ	▲ 1.0	▲ 5.6	33.3	53.2	1.0	0.7	▲ 13.4
ロシア	▲ 0.2	2.6	42.0	33.0	2.1	6.9	▲ 3.3
(注) 1. 色掛け部分は、1997年比で改善した箇所。 2. ベトナムの対外債務残高は2016年末時点。 (資料) IMF、世界銀行等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成							【参考】米ドルの 名目実効為替相場騰落率 (4月18日～5月29日、%) 4.3

【タイ】

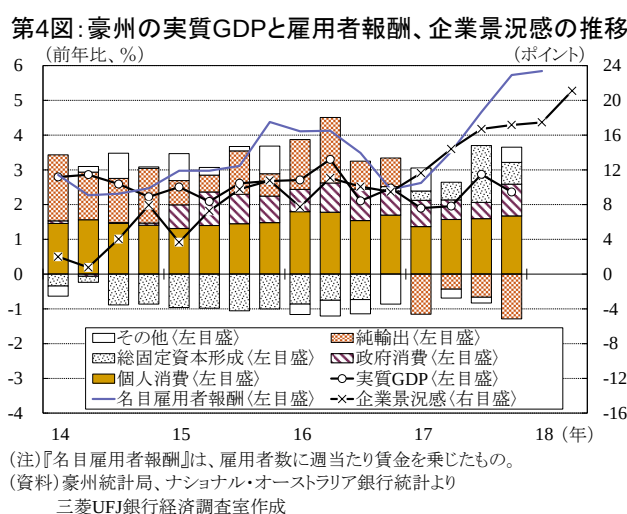
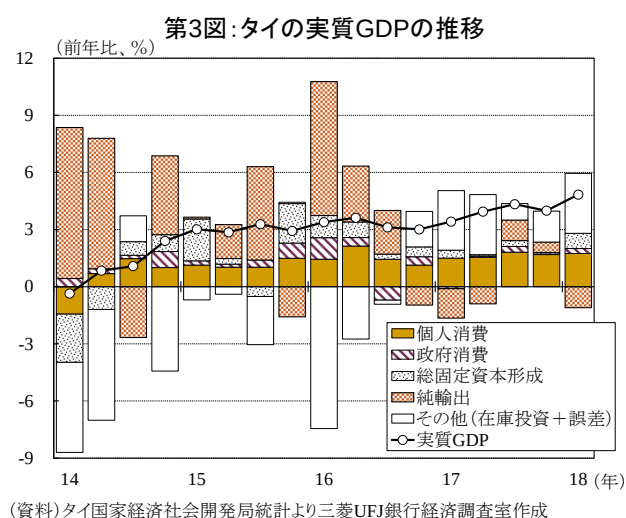
タイ経済は堅調に推移している。1-3月期の実質 GDP 成長率は前年比+4.8%（前期：同+4.0%）と加速し、5年ぶりの高さとなった（第3図）。個人消費が堅調に推移したほか、住宅・インフラ投資の拡大に加え政府系企業の設備投資（航空機購入等）も成長率の押し上げに寄与した。

先行き、輸出の拡大に伴う企業収益の改善が設備投資の拡大や家計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。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）の実施による投資の加速も景気拡大をサポートしよう。

(3) 豪州

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 4 図）。投資については、住宅が伸び悩むなかで、民間非鉱業部門の持ち直しが下支えしている。

先行きについては、低金利の継続や所得減税（4 年間で 134 億豪ドル）もあり個人消費は緩やかな回復を続ける公算が大きい。また、海外経済の拡大や液化天然ガスプロジェクトの新規稼働に伴い輸出が増加基調を保つほか、企業の収益や景況感の改善を受け民間非鉱業部門の設備投資の回復も見込まれるため、景気は緩やかなペースでの拡大が続くと見込まれる。加えて、道路や鉄道など 10 年間で総額 750 億豪ドル規模のインフラ投資拡大も景気をサポートする要因となろう。



（福地 亜希、萩原 陽子、土屋 祐真）

V. 中南米

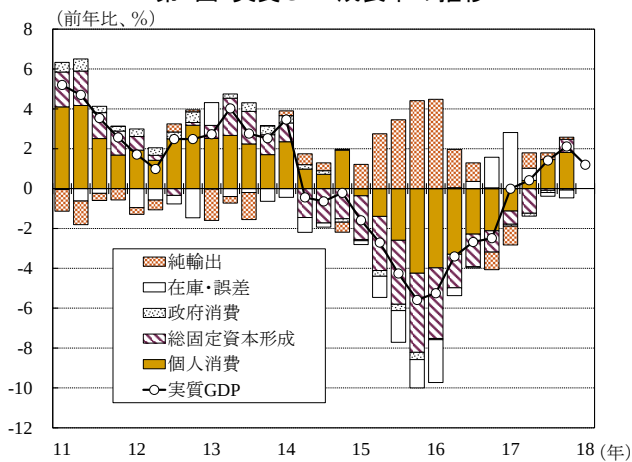
～大統領選の行方が混沌とするブラジル、新大統領を迎えるメキシコ、通貨下落で動揺するアルゼンチン～

1. ブラジル

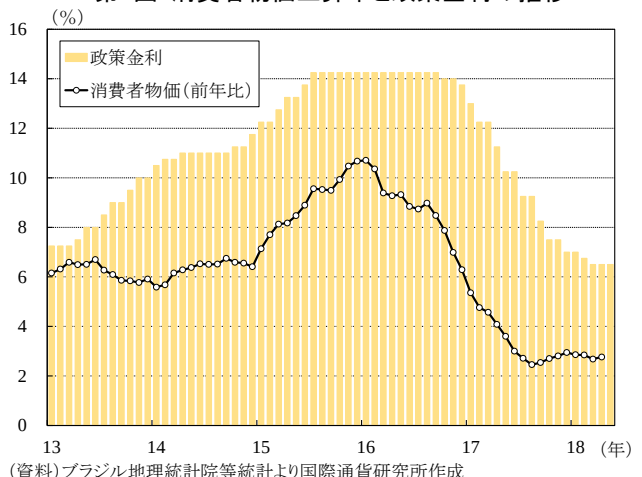
ブラジル経済は緩やかな持ち直しを続けている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +1.2%と前期（同+2.1%）から伸びがやや縮小したものの、個人消費や輸出の持ち直しを背景に 4 四半期連続でプラスを維持した（第 1 図）。他方、消費者物価上昇率は前年比 +3%弱まで低下している（第 2 図）。財政赤字削減のための公共料金引き上げの影響が一巡したこともあり、この先もインフレ率は中央銀行の目標（前年比+4.5%±1.5%）の範囲内での推移が見込まれる。足元の政策金利は 1999 年以降で最も低い 6.5%まで引き下げられており、この先、米国での金融政策正常化の動きと為替相場の反応に合わせ多少の政策金利の調整が必要となる可能性はあるものの、歴史的な低金利自体は暫く維持される見通しである。

世界経済の緩やかな拡大が持続するほか、インフレ率の安定も見込まれるため、この先も景気は循環的な回復を続ける公算が大きい。後述する大統領選・議会選の動向や、5 月下旬に始まったトラック運転手などによるストライキの影響には留意を要するが、実質 GDP 成長率は 2018 年が前年比+2.0%、2019 年は同+2.3%と緩やかながらも加速していくと予想する。

第1図：実質GDP成長率の推移



第2図：消費者物価上昇率と政策金利の推移



10 月に行われる大統領選挙の情勢は混沌としている（第 1 表）。世論調査で最も人気の高かったルラ元大統領は、訴追された汚職事件に関し 2 審でも有罪判決を受けたため、大統領選への出馬は困難となった。選挙戦は本命不在であり、かつてない混戦となっている。ルラ元大統領を除いた場合、支持率が最も高いのは「ブラジルのトランプ」ともいわれるボルソナロ氏だが、直近の支持率は 15%に止まる。次いで、環境重視・左派のマリーナ・シルヴァ氏が僅差で追っている。中道派でビジネス界や投資家から支持されている

アルキミン氏、ルラ政権で閣僚経験があるシロ・ゴメス氏は1桁の支持率に低迷している。

この先の選挙戦ではテレビによる政見放送が始まるが、放送時間は所属政党の議席数に応じて配分されるため、大政党に有利に働くとみられている。序盤戦を優位に進めてきたボルソナロ、マリーナ・シルヴァ両候補は小党の所属であるため、既成の中道政党所属の候補に逆転を許す可能性も十分にある。決選投票に進む上位2候補には様々な組み合わせが考えられ、10月7日の第1回目の投票日直前まで先の読めない状況が続く可能性がある。新政権の輪郭が明らかとなるまで、企業は投資に対して慎重姿勢を維持すると思われる。

大統領選挙に加え国政選挙も注目される。テメル大統領が所属する与党・ブラジル民主運動(MDB)は議席数を伸ばすことができるのか。紆余曲折はあったものの構造改革を推進してきたMDBに対して有権者がどのような判断を下すかは、ブラジル財政上の最大の課題である年金改革の今後の成否を考えるうえで、重要な判断材料となるだろう。

第1表:ブラジル大統領選の有力候補

ボルソナロ(63歳)	元軍人、小党・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15%。
マリーナ・シルヴァ(60歳)	環境重視、清廉なイメージ。小党・REDE所属。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10%。
アルキミン(65歳)	サンパウロ州知事で中道右派・ブラジル社会民主党(PSDB)党首。06年の大統領選決選投票でルラに敗北。支持率6%。
シロ・ゴメス(60歳)	ルラ政権で国家統合大臣(03~06年)、民主労働党(PDT)所属。支持率5%。
メイレス(72歳)	前財務大臣。テメル大統領と同じブラジル民主運動(MDB)所属。支持率1%。

(注)『支持率』は、4月16日公表のダタフォーリャによる世論調査の結果。

(資料)各種報道等より国際通貨研究所作成

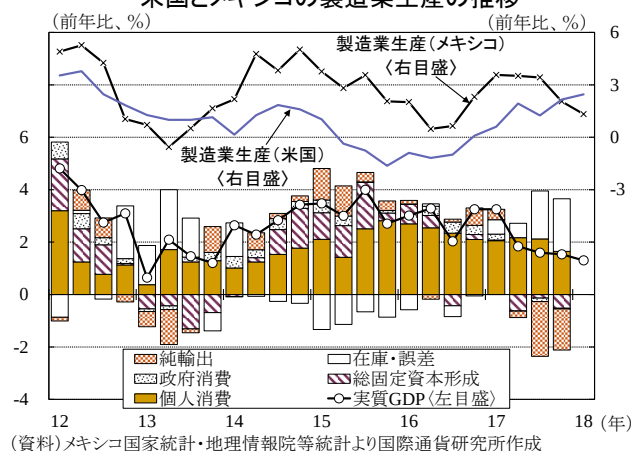
2. メキシコ

今年のメキシコ経済は比較的順調なスタートを切った。1-3月期の実質GDP成長率は、前年比では+1.3%と小幅に減速したものの、季節調整済み前期比では+1.1%と、昨年10-12月期の前期比+0.9%から若干ながら加速した(第3図)。対米関係では、NAFTA再交渉などでトランプ政権との神経戦が続いているが、企業は米国との対立を比較的冷静に受け止めている模様であり、経済活動への大きな影響は今のところ見られない。停滞の可能性が懸念されていた投資は、機械設備を中心に足元でも回復基調を維持している(第4図)。

メキシコ経済は、構造上、米国経済から恩恵を受ける部分が大きく、米国景気の堅調推移にしたがって、この先も拡大基調を維持する見通しである。昨年末にかけて大きく加速し景気の下押し要因となったインフレ率も足元ではピークアウトしてきている。NAFTA再交渉は長期化の様相を呈しており設備投資については力強い加速までは見込み難く、また、米国金利上昇などを背景にペソ安が足元でジリジリと進んでいることがインフレの更なる沈静化を遅らせる要因となり得るものの、実質GDP成長率は2018年、2019年ともに

前年比+2.4%と、昨年の同+2.0%からは持ち直すと予想される。

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



7月1日に予定されている大統領選挙に関しては、左派・国家再生運動（Morena）党首のオブラドール氏がリードを保ち、もはや本命候補と言ってよいだろう。Morena は議会選挙でも支持率が上昇している。これまでオブラドール氏については、大統領選で勝利しても議会内の支持基盤を欠くことが弱点になると指摘されていただけに、この動きは注目に値する。Morena が議席数を伸ばせば、オブラドール氏の政権運営がスムーズとなり、政策の左派色が強まる可能性に留意が必要である。また、新大統領が正式に就任するのは12月1日である。それまでは組閣の準備などに当てられるため、メキシコ側が NAFTA の再交渉に積極的に取り組む可能性は小さい。米国側も秋に中間選挙を控えていることも考え合わせれば、NAFTA 再交渉の決着は来年以降に持ち越される可能性があるだろう。

3. アルゼンチン

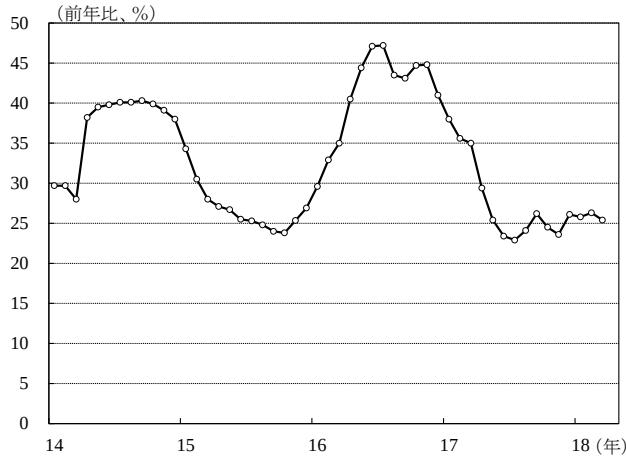
2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%と 2011 年以来の高さとなったが、先行きには暗雲がたちこめている。4 月後半からアルゼンチンペソの下落が加速しており、対ドルでは 1 年前と比較すると約 30%、年初来でも 14%前後下落している。

ペソ急落の直接の切っ掛けは米国金利の上昇だが、アルゼンチン自身の高インフレ体質という構造的な問題がペソ売りの背後に横たわっている。アルゼンチンの足元の消費者物価上昇率は、ピーク時の前年比+45%前後からは低下したとはいえ、依然として同+25%前後と高い（第 5 図）。長年の高インフレにも関わらずその間のアルゼンチンペソの減価は十分でなかったことからアルゼンチン製品の価格競争力は失われ、2017 年の経常赤字は名目 GDP 比 4.6%に達している。こうしたなか本来インフレ抑制は急務であるはずだが、政府は 1 月に今年のインフレ率の見通しを前年比+8~12%から同+15%に引き上げ、それに呼応するように中央銀行は同月に利下げを行うなど、むしろ高インフレを助長しかねない施策を展開した。足元ではマネーサプライやインフレ期待が再び騰勢を強めるなど、インフレ悪化の兆しが出てきている（第 6 図）。

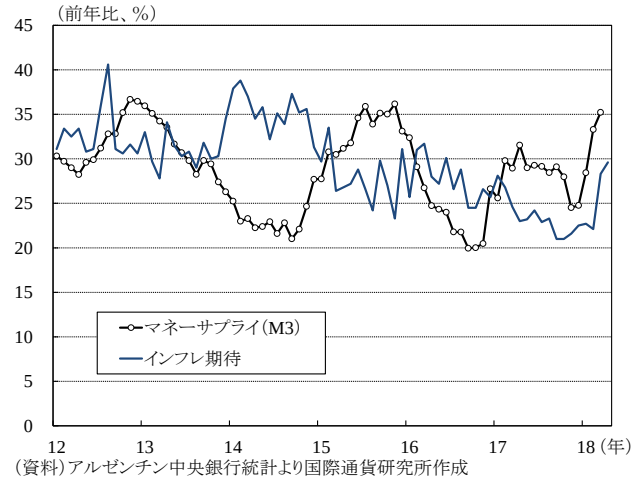
また、アルゼンチンの外貨準備も十分とは言えない。外貨準備高は3月末時点で600億ドル以上あり、商品輸入の10ヵ月分と一見潤沢であるが、内実は“自転車操業”である。IMFによると、債務の元利払いなどにより今後1年間で流出が決まっている外貨は697億ドルであり、外貨準備高を上回る。即ち、借り換えが止まれば、外貨準備は1年以内に枯渇する構造であった。

アルゼンチンはインフレの高進を止め、海外からの投資資金を経済成長の原資として活用する必要がある。そのためにはペソ相場を安定させる必要があり、当分の間は高金利政策を続けざるを得ないだろう。実質GDP成長率は2018年が前年比+1.4%、2019年も同+1.0%とプラス成長は維持しようが、ペソ相場やインフレ率の調整は相応に長引く公算である。就任以来高い支持率を得てきたマクリ大統領の真価が問われる局面である。

第5図：消費者物価(ブエノスアイレス市)の推移



第6図：マネーサプライとインフレ期待の推移



(国際通貨研究所 森川 央)

VI. 原油

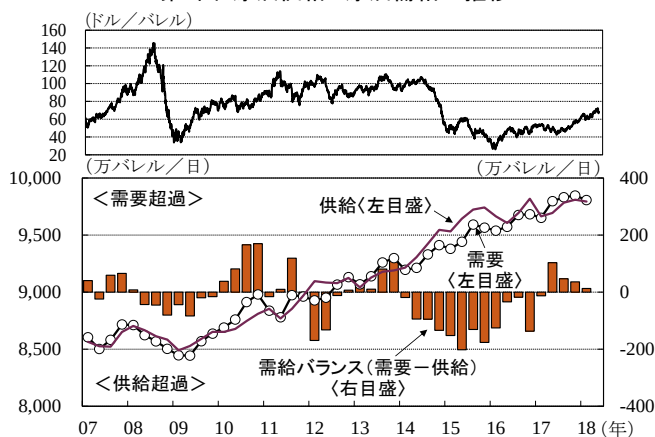
～原油価格は当面高値圏で推移も、2019年には再び軟化へ～

1. 現状

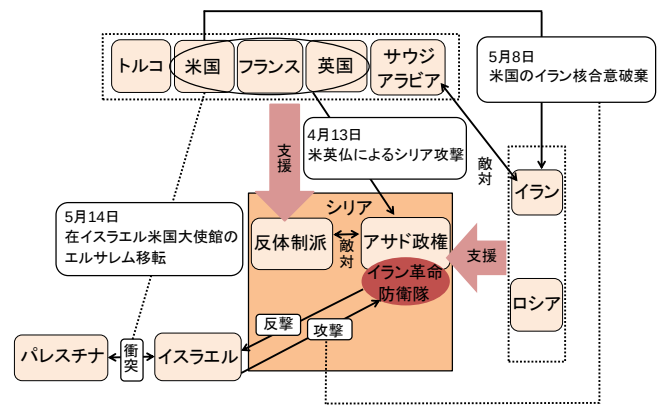
原油価格（WTI 期近物）は2月に世界的な株安に伴う投資家のリスク回避姿勢の強まり等から、59 ドル台（1 バレル当たり、以下同）まで下落し、しばらくは 60 ドル台前半で推移したが、4 月以降は OPEC の協調減産体制の持続性に対する期待の高まりや、中東の地政学リスクへの懸念増大等を受けて再び上昇に転じた。5 月 21 日には 72 ドル台と 3 年 6 ヶ月ぶりの高値を付け、足元でも 60 ドル台後半で推移している（第 1 図）。

中東情勢については、4 月 13 日の米英仏共同でのシリア攻撃、5 月 8 日の米国トランプ政権によるイラン核合意の破棄と経済制裁の再発動の発表、5 月 14 日の在イスラエル米国大使館のエルサレムへの移転等、米国の中東政策を起因とする動きが続いている。こうした中、イランやイスラエルが当事者となる局地的な軍事行動が発生する等、域内の政治・軍事的な緊張が急速に高まりつつあり、足元で需要超過となっている原油需給と相俟って、将来の供給懸念を強く意識させる結果となっている（第 2 図）。

第1図：原油価格と原油需給の推移



第2図：中東の対立構図



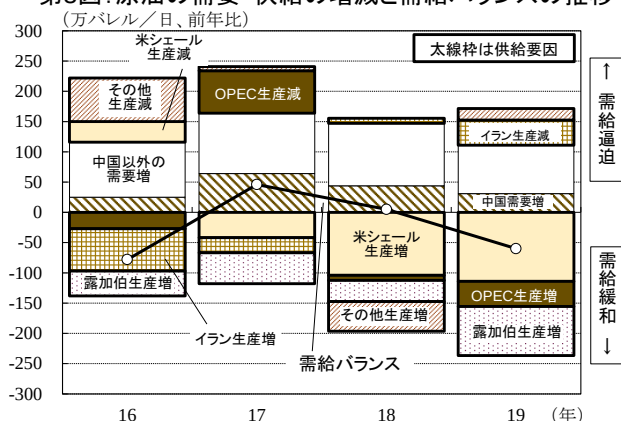
2. 今後の見通し

原油価格は当面、世界第 6 位の原油生産国（シェア 4%）であるイランへの経済制裁を巡る地政学リスクが強く意識される展開が続くことで、高値圏で推移する可能性が高い。米国の核合意の破棄は、核合意を梃子にした経済再生を進めてきたイランのロウハニ政権の不安定化に繋がるリスクもあり、強硬派の台頭で核開発再開の懸念が生じることになれば、米国及びイスラエル、サウジアラビア等の周辺国との一段の対立激化が避けられない。

他方で、実際の世界の原油需給は、イランの生産減が経済制裁による直接的な影響に止まる限りは、全体として緩和していくことが予想される（第 3 図）。まず、現在のイランの産油量は、核合意締結前の制裁下に比べて約 100 万バレル（日量、以下同）多い水準にある（第 4 図）。従って、制裁の範囲がイラン中央銀行と取引のある米国外の金融機関に

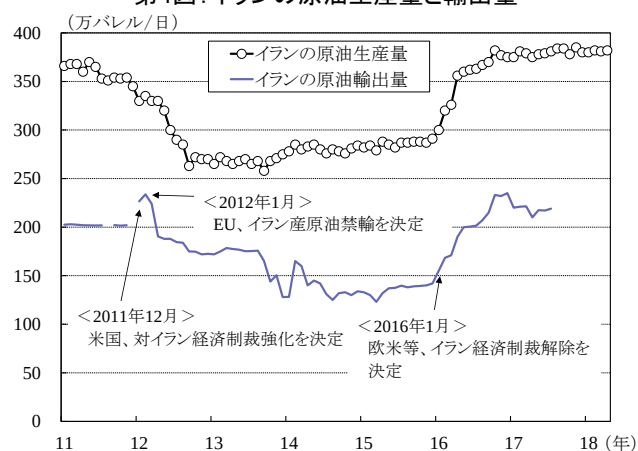
も及ぶ仕組み上、実際に発動されれば一定の影響は避けられない。しかし、米欧が共同歩調を取った前回制裁とは異なり、今回は欧州等が核合意の維持を表明しており、米国との制裁の適用除外交渉等を通じて原油供給への影響が緩和される可能性はある。また、OPEC は昨年 1 月からの協調減産で、目標の 120 万バレルを超える減産を続けており、約 350 万バレルの供給余力を有する。サウジアラビアの高官が、イラン制裁を受けて供給が不足した場合、OPEC 内外の主要産油国と協力すると発言したとの報道もあり、6 月 22 日に開催予定の OPEC 総会では、財政難で原油供給に支障を来しているベネズエラの問題も含め、原油需給に応じて柔軟に対応していく方針等が協議される可能性が高い。さらに、非 OPEC では、WTI 約 60 ドル超が安定的な増産の目処とされる米国シェールオイルの生産量が 4 月も過去最高水準を更新しており、高水準の原油価格を受けてこの先更に加速する可能性が高い（第 5 図）。加えて、カナダ等の能力増強による生産拡大も見込まれる。こうしたことから、需要面では中国やインドを牽引役に底堅い推移が見込まれ、OECD の原油・石油製品在庫も過去 5 年間の平均水準まで減少しているものの、経済制裁を受けたイランの生産減が需給の著しい逼迫をもたらす可能性は低く、全体としてはこの先シェールオイルの増産が原油の供給超過幅拡大を主導する展開が想定される。WTI は、2018 年は第 2 四半期からの平均で 69 ドル台、2019 年は年平均で約 64 ドルと予想する（第 1 表）。

第3図：原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



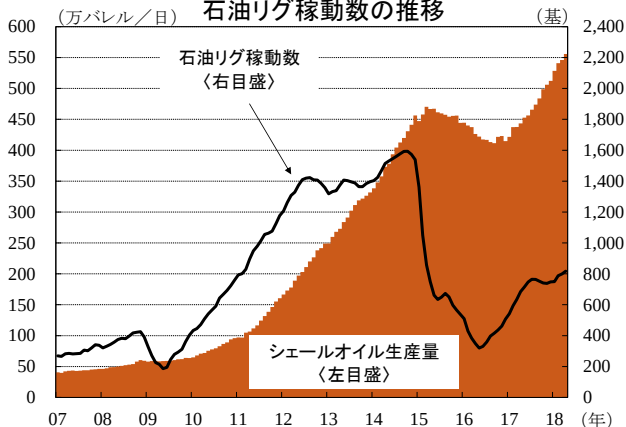
(注) その他生産はNGL(天然ガス液)も含む。OPECはイランを除く。2018年以降はIEA及び当室見通し。
(資料) IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：イランの原油生産量と輸出量



(資料) IEA資料、JODI資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：米国のシェールオイル生産量と石油リグ稼働数の推移



(資料) 米国エネルギー情報局、Baker Hughes社資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：原油価格の見通し

	WTI期近物 (ドル/バレル)	前年比 (%)
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	62.9	21.5%
4-6月期	69	43.3%
7-9月期	69	43.2%
10-12月期	69	24.8%
19年1-3月期	68	8.1%
4-6月期	66	▲4.3%
7-9月期	63	▲8.7%
10-12月期	60	▲13.0%
17年	50.9	17.0%
18年	67	32.5%
19年	64	▲4.8%

(注) 期中平均価格

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(伊勢 友理)

照会先：三菱 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。