

# 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燻るものの、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経済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齊と実施中であるし、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燻り続けている。

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くなっているものの、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かが注目ポイントとなる。

中長期的なリスクとしては、冒頭書いている通り、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い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			
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
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

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:yasuhiro\_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います。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。