

# 経済マンスリー

## I. 日本

～収益改善を背景に積極化する企業マインド～

## II. 米国

～予算教書（概要）が提出されるも、  
財政政策の詳細は 5 月頃まで持ち越し～

## III. 欧州

～EU は英離脱後の結束強化を視野に、  
将来的な制度設計に関する白書を発表～

## IV. アジア

～政治の空白が続くなか、内憂外患が続く韓国経済～

## V. 中国

～全人代では成長持続と金融リスク回避を両睨み～

## VI. 原油

～急落した原油価格とその背景～

# I. 日本

## ～収益改善を背景に積極化する企業マインド～

### 1. 実体経済の動向

昨年 10-12 月期の全産業（金融業、保険業除く）の経常利益は前年同期比+16.9%と、2 四半期連続の大幅増となり、水準も 10-12 月期としては過去最高を更新した（第 1 図）。経常利益の伸びを要因分解すると、『売上高』の増加や、海外現法等からの配当の受け取りなどが含まれる『営業外損益』の改善が利益を押し上げることで、『人件費』や『減価償却費』の増加を吸収して増益を確保する格好となっている。これはリーマン・ショック後や、2012 年以降にみられたコスト削減を主因とした利益確保とは異なる拡大均衡型の増益と評価できるだろう。

こうした収益面の改善を受け、雇用や設備投資の拡大に向けた企業のマインドも着実に積極化してきている。2 月 28 日に内閣府が公表した『企業行動に関するアンケート調査』によると、今後 3 年間の設備投資や雇用者数の増減率の見通しはリーマン・ショック以降で最も高い値となった（第 2 図）。特に雇用については、正社員や正職員を「増やす」と回答した企業の割合が前回調査から大きく高まっており、労働需給の引き締まりが雇用の質の改善として現れてきた様子が伺われる。

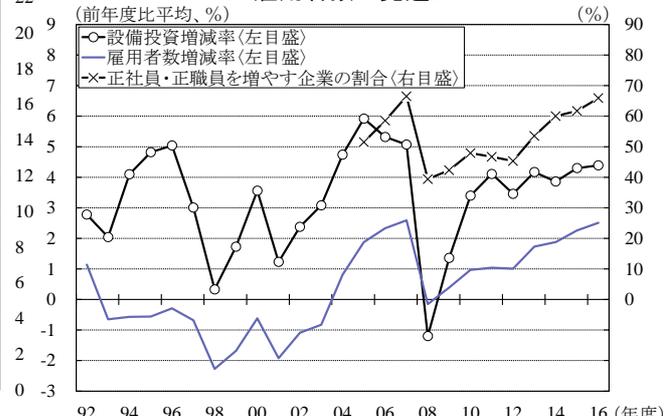
企業が先行きの投資や雇用に前向きな姿勢を強めていることは、足元で進む緩やかな景気回復の持続性を見通す上で明るい材料となる。まず、設備投資は、好調な企業収益や活発化しつつある生産活動を背景に、今後も底堅く推移するとみられる。また、前述した雇用者数の増加や非正規雇用の正規化の動きが雇用者報酬の増加をもたらし、先行きの個人消費を下支えすることが見込まれる。個人消費を巡っては、今春闘の回答速報から賃上げ率が昨年を下回る可能性が高く、原油価格上昇に伴う物価上昇といった逆風も想定されるが、雇用の質・量の改善に支えられた緩やかな消費の回復基調は維持される見通しである。

第1図: 非金融法人企業の経常利益の推移



(資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 上場企業の今後3年間の設備投資・雇用者数の見通し



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 金融政策・市場の動向

### (1) 金融政策、長期金利

生鮮食品を除くコアベースの消費者物価が、1月に前年比+0.1%と13ヵ月ぶりに上昇に転じるなど、物価の改善が続く中、日銀は3月15-16日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。物価は今年後半には、前年比+1%弱まで伸び率を高めると予想されるが、その際、日銀が操作する10年物国債利回りの誘導目標の引き上げが議論される可能性がある。但し、物価上昇の主な要因は原油価格の上昇であり、実際、2015年に原油価格が下落していた際に日銀が物価の基調を表す指標の一つとしてよく用いていた生鮮食品とエネルギーを除くベースの物価は、足元でも弱い伸びが続いている（第3図）。先行きも、物価上昇が原油価格など外部要因によるものであれば、一時的と見做さざるを得ず、物価の基調が改善したとは判断できないため、日銀は操作目標金利を引き上げるには至らないと考えられる。日銀は当面、現状の金融政策を維持すると予想される。

10年物国債利回りは、2月3日には一時0.15%まで上昇したが、日銀による指値オペの実施により低下し、足元では0.1%弱で推移している（第4図）。もともと、米国ではここ1ヵ月で長期金利が0.3%程度変動していることを考えると、日銀のイールドカーブ・コントロールが機能していることで日本の変動幅は小さいといえる。

### (2) 為替

円ドル相場は、一時1ドル115円台まで円安・ドル高が進んだが、3月15日のFOMCでは市場の予想通りに利上げが決定される一方、参加者の金利見通しを示すドット・チャートの中央値は前回からほぼ変化がなく、利上げ加速期待が剥落したことや、トランプ大統領の経済・財政政策の実現可能性に対する懸念の高まりなどから、足元では同111円台まで円高が進んでいる。先行きは、日米金利差の拡大が円安圧力となる一方、米国の財政・通商政策や、フランスやドイツなど欧州で相次ぎ行われる予定の国政選挙など、その帰趨によってはリスク回避の動きが強まる可能性がある出来事が多く控えており、円ドル相場は1ドル112円前後で方向感の欠ける展開になると考えられる。

第3図：物価の推移



(注)消費税率引き上げの直接的な影響を除く。  
(資料)総務省、日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：日米の10年物国債利回り



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(金堀 徹、横田 裕輔)

主要経済金融指標(日本)  
2017年3月23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)

	2014年度	2015年度	2016年			2016年			2017年	
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	10月	11月	12月	1月	2月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.4	1.3	2.2 (0.9)	1.2 (1.1)	1.2 (1.6)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 1.1	0.9	0.4 (0.1)	0.5 (0.7)	0.3 (1.0)	0.0 (▲ 0.4)	0.4 (2.2)	▲ 0.2 (1.2)	0.1 (1.3)	
鉱工業生産指数	▲ 0.5	▲ 1.0	0.2 (▲ 1.8)	1.3 (0.4)	2.0 (2.1)	0.0 (▲ 1.4)	1.5 (4.6)	0.7 (3.2)	▲ 0.4 (3.7)	
鉱工業出荷指数	▲ 1.2	▲ 1.2	0.2 (▲ 2.0)	0.7 (▲ 0.6)	3.3 (1.7)	2.0 (▲ 2.0)	1.0 (5.1)	▲ 0.4 (2.3)	0.3 (4.3)	
製品在庫指数	6.1	1.8	▲ 1.3 (0.0)	▲ 2.6 (▲ 2.0)	▲ 3.1 (▲ 4.6)	▲ 2.1 (▲ 3.0)	▲ 1.6 (▲ 4.8)	0.6 (▲ 4.6)	▲ 0.1 (▲ 4.4)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.0	115.0	116.5 [113.8]	115.3 [114.7]	114.2 [114.9]	114.2 [113.0]	107.8 [115.5]	109.5 [116.3]	111.1 [116.2]	[114.5]
国内企業物価指数	2.8	▲ 3.3	▲ 0.6 (▲ 4.5)	▲ 0.3 (▲ 3.8)	0.4 (▲ 2.1)	▲ 0.1 (▲ 2.7)	0.4 (▲ 2.3)	0.7 (▲ 1.2)	0.6 (0.5)	0.2 (1.0)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	2.8	0.0	0.4 (▲ 0.4)	▲ 0.2 (▲ 0.5)	0.2 (▲ 0.3)	0.1 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.2)	0.3 (0.1)	
稼働率指数 (2010年=100)	100.6	98.0	95.4 [98.0]	97.2 [97.6]	100.2 [97.9]	98.1 [98.4]	101.0 [98.2]	101.6 [97.2]	101.7 [99.9]	[94.5]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.8	4.1	▲ 6.4 (▲ 6.5)	5.5 (6.5)	0.3 (3.6)	3.4 (▲ 5.6)	▲ 2.8 (10.4)	2.1 (6.7)	▲ 3.2 (▲ 8.2)	
製造業	7.0	6.2	▲ 8.5 (▲ 12.9)	1.9 (▲ 0.5)	2.7 (3.5)	0.4 (▲ 9.0)	8.1 (8.3)	0.8 (10.9)	▲ 10.8 (▲ 22.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 3.3	2.5	▲ 3.5 (▲ 1.0)	6.2 (11.8)	▲ 1.0 (3.3)	2.7 (▲ 3.9)	▲ 5.6 (11.6)	2.1 (3.5)	0.7 (5.7)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	4.4	▲ 2.3	3.4 (▲ 2.7)	1.0 (0.4)	3.3 (4.7)	2.1 (1.7)	2.1 (7.6)	▲ 1.5 (4.9)	0.5 (4.7)	
建設受注	8.2	▲ 0.9	(1.5)	(7.4)	(5.3)	(15.2)	(▲ 6.0)	(7.1)	(1.1)	
民需	4.8	7.9	(3.9)	(▲ 3.5)	(16.7)	(24.4)	(21.6)	(8.9)	(18.6)	
官公庁	22.9	▲ 15.6	(▲ 0.4)	(51.8)	(▲ 9.5)	(▲ 7.1)	(▲ 38.1)	(12.4)	(▲ 21.1)	
公共工事請負金額	(▲ 0.3)	(▲ 3.8)	(4.0)	(6.8)	(▲ 4.5)	(▲ 10.0)	(▲ 5.7)	(5.3)	(7.1)	(10.4)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	88.0 (▲ 10.8)	92.1 (4.6)	99.1 (5.4)	97.9 (7.1)	95.3 (7.9)	98.1 (13.1)	95.4 (6.7)	92.3 (3.9)	100.1 (12.8)	
新設住宅床面積	(▲ 15.2)	(2.1)	(3.6)	(5.1)	(5.2)	(8.9)	(2.9)	(3.9)	(14.5)	
小売業販売額	▲ 1.2	0.8	(▲ 1.4)	(▲ 1.3)	(0.8)	(▲ 0.2)	(1.7)	(0.7)	(1.0)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 5.1	▲ 1.2	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.4 (▲ 2.4)	▲ 0.9 (▲ 0.7)	▲ 0.6 (▲ 0.4)	▲ 0.1 (▲ 1.5)	▲ 0.8 (▲ 0.3)	0.5 (▲ 1.2)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.2	73.6	72.8 [74.2]	70.7 [73.6]	71.8 [73.1]	71.1 [73.3]	72.4 [72.6]	71.8 [73.2]	71.0 [72.3]	[74.0]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	2.0	▲ 1.3	▲ 0.2 (▲ 1.2)	▲ 0.2 (▲ 1.5)	0.1 (▲ 1.2)	▲ 0.1 (▲ 0.9)	▲ 0.3 (▲ 0.9)	▲ 0.7 (▲ 1.8)	2.0 (0.7)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.2	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	77	98	93	102	105	101	106	107	109	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.11	1.23	1.35 [1.18]	1.37 [1.22]	1.41 [1.26]	1.40 [1.24]	1.41 [1.26]	1.43 [1.28]	1.43 [1.29]	[1.29]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.5	3.3	3.2	3.0	3.1	3.0	3.1	3.1	3.0	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.6	48.8	42.6 [52.6]	45.2 [49.5]	48.7 [47.7]	46.2 [48.2]	48.6 [46.1]	51.2 [48.7]	48.6 [46.6]	48.5 [44.6]
企業倒産件数 (実数、件数)	9,543 (▲ 9.4)	8,684 (▲ 9.0)	2,129 (▲ 7.3)	2,087 (▲ 0.2)	2,086 (▲ 3.1)	683 (▲ 8.0)	693 (▲ 2.5)	710 (1.6)	605 (▲ 10.4)	688 (▲ 4.8)

## 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)

	2014年度	2015年度	2016年			2016年			2017年	
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	10月	11月	12月	1月	2月
通関輸出	5.4	▲0.7	(▲9.5)	(▲10.2)	(▲1.9)	(▲10.3)	(▲0.4)	(5.4)	(1.3)	(11.3)
価格	3.9	2.0	(▲8.3)	(▲11.1)	(▲6.3)	(▲9.0)	(▲7.3)	(▲2.7)	(1.6)	(2.8)
数量	1.3	▲2.7	(▲1.3)	(1.0)	(4.7)	(▲1.4)	(7.4)	(8.4)	(▲0.3)	(8.3)
通関輸入	▲1.0	▲10.2	(▲18.7)	(▲19.3)	(▲9.3)	(▲16.3)	(▲8.7)	(▲2.5)	(8.4)	(1.2)
価格	1.2	▲8.4	(▲17.5)	(▲18.8)	(▲10.7)	(▲14.1)	(▲11.9)	(▲5.9)	(1.9)	(5.7)
数量	▲2.1	▲1.9	(▲1.3)	(▲0.7)	(1.6)	(▲2.5)	(3.6)	(3.6)	(6.3)	(▲4.3)
経常収支(億円)	87,245	180,028	45,955	58,430	42,476	17,199	14,155	11,122	655	
貿易収支(億円)	▲65,890	5,419	14,959	15,221	17,079	5,876	3,134	8,068	▲8,534	
サービス収支(億円)	▲27,252	▲11,451	▲4,951	▲3,365	▲3,847	▲1,719	738	▲2,866	▲2,357	
金融収支(億円)	137,595	238,095	71,315	105,334	22,206	7,446	10,963	3,796	▲15,351	
外貨準備高(百万ドル)	1,245,316	1,262,099	1,265,402	1,260,145	1,216,903	1,242,792	1,219,291	1,216,903	1,231,573	1,232,340
対ドル円レート(期中平均)	109.92	120.13	108.17	102.40	109.32	103.82	108.18	115.95	114.73	113.06

## 3. 金融

	2014年度	2015年度	2016年			2016年			2017年	
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	10月	11月	12月	1月	2月
無担保コール翌日物金利	0.068	0.063	▲0.050 [0.067]	▲0.046 [0.074]	▲0.043 [0.076]	▲0.037 [0.076]	▲0.049 [0.078]	▲0.044 [0.075]	▲0.045 [0.074]	▲0.038 [0.033]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.194	0.157	0.060 [0.169]	0.057 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.098]
新発10年国債利回り	0.400	▲0.050	▲0.230 [0.455]	▲0.085 [0.350]	0.040 [0.270]	▲0.050 [0.300]	0.020 [0.300]	0.040 [0.270]	0.085 [0.095]	0.050 [▲0.065]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.006	0.924	0.886 (▲0.038)	0.865 (▲0.021)	0.853 (▲0.012)	0.866 (0.001)	0.864 (▲0.002)	0.853 (▲0.011)	0.855 (0.002)	
日経平均株価 (225種、末値)	19,207	16,759	15,576 [20,236]	16,450 [17,388]	19,114 [19,034]	17,425 [19,083]	18,308 [19,747]	19,114 [19,034]	19,041 [17,518]	19,119 [16,027]
M2平残	(3.3)	(3.6)	(3.4)	(3.4)	(3.9)	(3.7)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.2)
広義流動性平残	(3.3)	(3.9)	(2.2)	(1.6)	(1.9)	(1.5)	(1.9)	(2.2)	(2.3)	(2.6)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.3)	(2.4)	(2.1)	(2.1)	(2.5)	(2.4)	(2.4)	(2.6)	(2.8)
	銀行計	(2.5)	(2.5)	(2.1)	(2.1)	(2.5)	(2.4)	(2.4)	(2.6)	(2.9)
	都銀等	(1.4)	(1.2)	(0.8)	(0.7)	(1.4)	(1.1)	(1.2)	(1.8)	(2.1)
	地銀	(3.8)	(3.7)	(3.4)	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.5)	(3.5)	(3.6)
	地銀II	(2.9)	(3.2)	(3.2)	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.2)
信金	(1.4)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.5)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.3)	(3.7)	(3.3)	(3.4)	(4.2)	(3.9)	(4.2)	(4.3)	(4.4)
	都銀	(3.4)	(4.5)	(4.7)	(4.8)	(6.0)	(5.6)	(6.1)	(6.3)	(6.1)
	地銀	(3.3)	(3.0)	(1.9)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.5)	(2.3)	(2.7)
地銀II	(3.1)	(2.5)	(1.9)	(1.9)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.4)	

(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

### ～予算教書（概要）が提出されるも、財政政策の詳細は5月頃まで持ち越し～

米トランプ政権は3月16日に議会宛に提出した予算教書（概要）で、裁量的支出について、2011年に制定された財政管理法による国防費の上限を540億ドル引き上げる一方、海外援助や環境対策費等の削減により非国防費の上限を同額引き下げることが提案された（第1表）。すなわち、同教書においては政府支出の優先順位として国民の安心・安全を第一とすることが明記され、過去最大規模の国防費増額や南部国境の壁建設費用を含む国境警備費増額を掲げる一方、その財源として、諸外国に相応の役割を果たすよう求めることによって対外援助を大幅に縮小すること等を挙げ、財政収支に中立であるべきだとしている。全体として、これまでのトランプ大統領の主張に沿った、文字通り『米国第一』の予算教書となっていると言える。また、マルバニー行政管理予算局長のコメントでも財政責任が強調される等、財政拡張的というよりは財政均衡的な予算案となっていることもポイントである。もっとも、今回の予算教書は、歳出の約3割を占める裁量的支出のみについての提案に止まり、オバマケア置き換え等による義務的支出の見通しや減税政策等による歳入の見通しは、5月頃に予定される詳細版の発表まで持ち越し形となった。

金融政策に目を転じると、FOMCは15日の定例会合で0.25%ポイントの利上げを決定した。市場ではFOMCがよりタカ派的になるとの警戒感もあったが、2017年末のFF金利見通しの中央値が1.375%（年3回の利上げ）に据え置かれるなど大きな変化はなかった。今回の利上げは足元の景気が堅調に推移していることを受け、金融政策の正常化を前倒しで進めたものと言える。実際、FOMC参加者による経済予測の修正も小幅なものに止まっており、中長期的な実体経済の見通しに変化はない（第2表）。イエレン議長は会合後の記者会見で、新政権による財政政策は依然として不透明であり、一部のFOMC参加者を除いて見通しに組み込んでおらず、財政政策に関する憶測に基づいて金融政策を決定することはないと述べた。今後、トランプ政権による財政政策が具体化してくれば、内容によっては金融政策の決定に対しても一定の影響を与える可能性があり、注視が必要である。

第1表: 予算教書(概要)のポイント

アメリカ第一主義: アメリカを再び偉大な国にするための予算案
①国民の安全・安心を最優先(国防費を540億ドル増額) <ul style="list-style-type: none"> <li>ISIS打倒と軍備再建を軸に、最大規模の国防費増額を実施</li> <li>移民法執行の為に予算を増加</li> <li>壁の建設費を含む、南部国境の警備予算を増加</li> </ul>
②財政責任を果たす(非国防費を540億ドル削減) <ul style="list-style-type: none"> <li>赤字幅は拡大させない</li> <li>政府機関の効率的な運用により無駄を削減</li> <li>対外援助の大幅削減</li> </ul>
予算教書で示された範囲
裁量的支出(2016財政年度実績:1兆2千億ドル)のみであり、義務的支出(同:2兆4千億ドル)、利払い費(同:2千4百億ドル)、歳入(同:3兆3千億ドル)については記載なし
減税・インフラ投資拡大
今回の予算教書では具体的な内容は明らかにされず <ul style="list-style-type: none"> <li>数ヶ月の内に、税制を含む完全な予算案を提出する</li> <li>インフラの近代化は費用対効果を重視しながら検討</li> </ul>

(資料) 行政管理予算局等資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表: FOMC参加者による経済見通し(中央値)

		2017年	2018年	2019年	中長期
実質GDP成長率	前々回(9月)	2.0	2.0	1.8	1.8
	前回(12月)	2.1	2.0	1.8	1.8
	今回(3月)	2.1	2.1	1.9	1.8
失業率	前々回(9月)	4.6	4.5	4.6	4.8
	前回(12月)	4.5	4.5	4.5	4.8
	今回(3月)	4.5	4.5	4.5	4.7
PCEインフレ率	前々回(9月)	1.9	2.0	2.0	2.0
	前回(12月)	1.9	2.0	2.0	2.0
	今回(3月)	1.9	2.0	2.0	2.0
コアPCEインフレ率	前々回(9月)	1.8	2.0	2.0	-
	前回(12月)	1.8	2.0	2.0	-
	今回(3月)	1.9	2.0	2.0	-
FFレート	前々回(9月)	1.1	1.9	2.6	2.9
	前回(12月)	1.4	2.1	2.9	3.0
	今回(3月)	1.4	2.1	3.0	3.0

(資料) FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

### Ⅲ. 欧州

#### ～EU は英離脱後の結束強化を視野に、将来的な制度設計に関する白書を発表～

英国政府は3月20日、議会でリスボン条約第50条を発動する法案可決を経た上で、欧州連合（EU）からの離脱通知を同月29日に行うと発表した。通知により原則2年間とされる離脱交渉が開始されることとなる。

欧州では英国以外でもEUの求心力低下が懸念されている。3月15日のオランダ下院議会選挙でEU懐疑派政党の自由党は第一党とはならなかったものの、議席数を伸ばした。また、4月から5月にかけて大統領選が予定されているフランスではEU離脱を公約に掲げる国民戦線のルペン党首が決選投票に残る見込みであり、イタリアでもEU懐疑派政党の五つ星運動の支持率が与党・民主党を上回る状態が続いている。

こうした状況で英国の離脱後の新体制を協議するEU首脳会合開催を今月25日に控える中、欧州委員会は1日に白書を発表し、英国の離脱後27カ国となるEUの将来的な制度設計に関して5つの選択肢を示した（第1表）。このうち「現状の枠組みを維持しつつ前進（①）」との選択肢では、単一市場の結びつきを強め、ユーロ圏の金融システムを強化、難民問題に対しては受入基準を整備し、EU予算は改革案を打ち出すとした。他方、単一市場に専念（②）、有志による統合深化（③）、統合政策領域の縮小による効率化（④）、全般的な統合（⑤）という他の4つの選択肢も提示しており、具体的には②では財・資本の単一市場の結びつきを強化する一方、金融規制などの差異は容認し、移民・難民問題は主に二国間協議に、予算は単一市場の維持に必要なものに集中するというもの、③は①をベースにしつつ一部の加盟国では統合を深化させるという二元性を許容したもの、④はEUの共通基準を適用する政策領域を個別に決定、⑤は通商や財政、金融等で統合を強化するものとなっている。EUが最終的にどの将来像を目指すかは、各国政府・議会等での議論を踏まえ12月の欧州理事会で何らかの方針が示される予定である。EUが各国政府・国民の納得性を高めるような体制を再構築できるのか、“第二の英国”を出さないための試金石となる。

第1表：EUの将来的な制度設計に関する5つの選択肢

	単一市場と貿易	経済・金融	シェンゲン協定 移民と治安維持	EU予算
① 現状の枠組みを維持しつつ前進 Carrying on	+	++	++	+
	単一市場の強化 貿易協定の拡充	ユーロ圏としての 経済・金融システムを強化	国境管理の強化 難民受入の共通基準整備 治安維持システムの改善	27カ国で合意した改革案 に基づき新制度へ対応
② 単一市場に専念 Nothing but the Single Market	+(*)			
	(*)財と資本のみ①と同様 人とサービスは調整が必要	金融システムに関する 規制の差異は容認	単一的な移民・難民 受入基準は設けず 治安問題は二国間で解決	単一市場の維持に 必要なものに集中
③ 有志による統合深化 Those who want more do more	+	++(*)	++(*)	++(*)
	①と同様	①と同様 (*)税制や規制などで 共通基準を望む国のみ	①と同様 (*)治安維持や司法などで 共通基準を望む国のみ	①と同様 (*)拠出を増やした国に 配分を増やす
④ 統合政策領域の縮小 による効率化 Doing less more efficiently		+	+	+
	共通基準は最小限に	ユーロ圏としての経済・金融 システムを部分的に強化	国境管理・難民受入・ 治安維持面で協力	EU27カ国としての合意にあわせ 大幅に修正
⑤ EUの統合を強化 Doing much more together	++	+++	+	++
	拘束力のある共通基準に則り 単一市場を強化	欧州経済通貨同盟の 完成を目指す	④と同様	必要な財源を確保した上で 新制度にあわせ拡充

(注)『+』は欧州の統合強化の方向性を示し、個数はその強さを示す。空欄は現状維持又はそれに近い状態を示す。

(資料)欧州委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香)

## IV. アジア

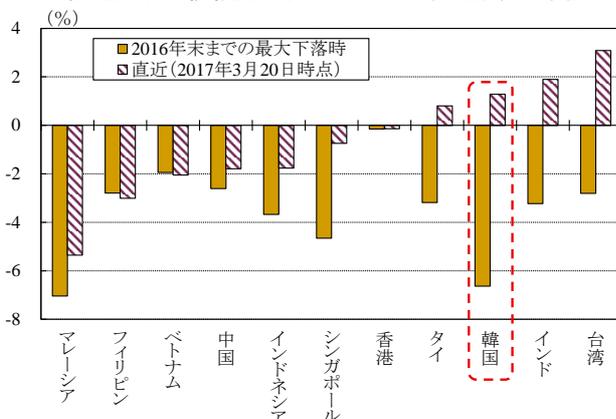
### ～政治の空白が続くなか、内憂外患が続く韓国経済～

アジア経済は、堅調な内需に加え輸出の回復もあり、総じて底堅い成長が続いている。3月の米追加利上げに向けて、アジア主要通貨にはやや軟調な動きもみられたが、昨年11月の米大統領選直後に比べると、全体として落ち着きを保っている（第1図）。インフレ圧力が総じて小さく、米国の追加利上げペースも過去に比べ緩やかとなる見込みであることから、景気に配慮した金融政策が継続可能なことも引き続き景気をサポートしよう。

こうしたなか、輸出の回復にも関わらず、成長加速のシナリオを描き難いのが韓国経済である。足元の韓国経済は、輸出の持ち直しに伴う企業の設備投資の回復など明るい兆しも窺われるが、失業率が約7年ぶりの水準で高止まりするなか、政局混乱による消費者マインド悪化などを背景とした個人消費の低迷が重石となっている（第1表）。さらに、緊迫が続く南北関係や在韓米軍への「高高度防衛ミサイル（THAAD）」配備に伴う中韓関係の悪化など、経済・外交政策に関わる課題は山積している。特に、韓国小売大手が2月末に THAAD 配備用地の提供を決定した直後に、当該小売大手の中国における店舗の一部営業停止（理由は消防点検の不備等）や韓国行き旅行商品の販売禁止（理由は済州島入国時のトラブル増加）などの逆風が強まっており、内憂外患の状況は当面続くとみられる。

政治面では、韓国憲法裁判所は3月10日、朴槿恵（パク・クネ）大統領の罷免が妥当との判断を下し、5月9日に次期大統領選が実施されることが決定した。次期大統領候補の中では、現時点の世論調査で支持率首位は革新系最大野党「共に民主党」の前代表である文在寅（ムン・ジェイン）氏であるが、同氏の支持する対北融和政策については内外からの警戒も根強い。これに対し、支持率2位の安熙正（アン・ヒジョン）忠清南道知事は、文氏と同じ「共に民主党」所属ながら、与党系候補者の不出馬が相次ぐなか、保守を含めた大連立構想を掲げるなど保守・中道層を意識した穏健な姿勢により支持を広げつつある。安定政権の樹立は経済の低迷脱出に欠かせない要素であり、大統領選の行方が注目される。

第1図：米大統領選以降のアジア主要通貨の騰落率



(注) 2016年11月8日を基準とした各時点の騰落率。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：韓国の主な月次経済指標

	2016年				2017年		
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
家計	実質小売指数 (前年比, %)	0.2	2.5	3.2	1.8	4.0	n.a.
	消費者信頼感指数 (%pt)	101.8	102.0	95.7	94.1	93.3	94.4
	失業率 (%)	3.9	3.8	3.6	3.5	3.6	4.0
企業	鉱工業生産指数 (前年比, %)	▲ 2.0	▲ 1.2	5.4	4.2	1.7	n.a.
	設備投資指数 (前年比, %)	▲ 4.0	▲ 3.3	10.2	10.3	11.4	n.a.
	輸出 (前年比, %)	▲ 6.0	▲ 3.2	2.3	6.3	11.1	20.2
	製造業PMI (%pt)	47.6	48.0	48.0	49.4	49.0	49.2

(注) 色付けは、伸び率が前期から低下(失業率は上昇)した箇所。  
(資料) 韓国中央銀行、国家統計局、産業通商資源部等統計より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希)

## V. 中国

### ～全人代では成長持続と金融リスク回避を両睨み～

中国では、3月5～15日、全国人民代表大会（全人代）が開催された。全人代では、前年に引き続き「供給側改革」を堅持し、過剰生産能力の削減をさらに進める方針の下、実質 GDP 成長率の目標を前年比+6.5%と前年（同+6.5～7%）から引き下げた。また、マネーサプライ（M2）と社会融資総量残高の目標も前年比+12%と前年目標から1%ポイント引き下げられた。西側諸国からすれば不要にもみえるほど小幅の目標変更ながら、そこに中国政府の意図を読み取ることは重要である。

成長率目標の水準については経済成長維持に対する政府の意志と自信が垣間見える。2016年には、最重要課題とされた過剰生産能力の削減に伴う景気への下押し圧力をインフラおよび不動産への投資拡大によって埋め合わせた結果、実質 GDP 成長率は前年比+6.7%と政府目標を達成し得た。今年に入っても、全人代の会期中に発表された経済指標は安定成長持続を示唆している。旧正月による歪みを排除するため1-2月平均でみると、工業生産が前年比+6.3%、投資が同+8.9%といずれも昨年12月から加速、輸出は同+4.0%と約1年ぶりにプラス転換している（第1表）。

一方、経済成長と金融指標揃っての目標引き下げには、実体経済安定の影で膨らんだ金融リスクへの警戒感が窺われる。金融緩和の下で、大都市圏を中心に住宅価格が高騰、「供給側改革」の主要課題の一つとしてレバレッジを抑制するはずが、逆に膨らむ結果を招き、バブル懸念が醸成された（第1図）。社会融資総量残高は前年比+12.8%とほぼ政府目標通りながら、名目 GDP 成長率は同+8.0%にとどまった結果、GDP比では209.6%と前年から8.9%ポイント上昇している。こうした不動産バブルと債務拡大がいずれ不良債権問題を発生させる可能性には内外で警鐘を鳴らす向きが少なくない。今年共産党大会開催年であり、最も重視される安定のための必須のファクターとして、経済成長維持のみならず、金融・為替リスク回避も睨んだ政策運営が想定される。旧正月前から始まっているオペレーション金利の引き上げはその一手段とも考えられよう。

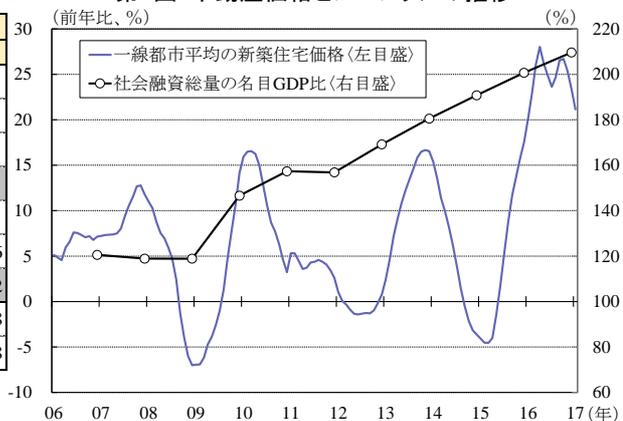
第1表：中国の主な月次経済指標の推移

	2016年			2017年	
	10月	11月	12月	1月	2月
輸出(前年比、%)	▲ 7.9	▲ 1.5	▲ 6.2	4.0	
輸入(前年比、%)	▲ 1.6	5.5	3.1	26.4	
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	8.3	8.3	8.1	8.9	
小売売上高(前年比、%)	10.0	10.8	10.9	9.5	
工業生産(前年比、%)	6.1	6.2	6.0	6.3	
製造業PMI	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6
非製造業PMI	54.0	54.7	54.5	54.6	54.2
消費者物価(前年比、%)	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8
生産者物価(前年比、%)	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家統計局発表の指標。  
2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したものの。  
3. 1-2月の『輸出』、『輸入』、『固定資産投資』、『小売売上高』、『工業生産』は2ヵ月の累積値。

(資料) 中国国家統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：不動産価格とレバレッジの推移



(注) 『一線都市』は、北京、上海、広州、深圳の4都市。

(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

## VI. 原油

### ～急落した原油価格とその背景～

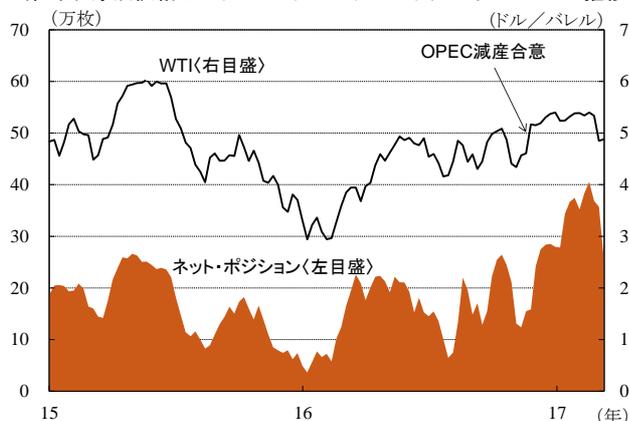
原油価格（WTI 期近物）は、昨年 11 月末の OPEC 減産合意以降、1 バレル＝50 ドル台へと水準を切り上げ、1 月に入っても OPEC 減産による供給過剰解消への期待と米シェールオイル生産拡大観測が拮抗する中、同 52～54 ドルの狭いレンジで推移した。しかし今月 8 日、米国原油在庫の大幅増加を受けて WTI は前日比▲2.86 ドルと急落し、同 50.28 ドルと 3 ヶ月ぶりの安値となった。翌 9 日には節目となる 50 ドルを割り込み、足元では同 47～48 ドル台と 3 ヶ月半ぶりの安値水準で推移している（第 1 図）。

1 月から減産している OPEC の減産遵守率は、加盟国間で大きな差があるものの、全体では 1・2 月平均 98% となっており、順調に進捗している。しかし、足元の原油市場で価格急落をもたらすほどの供給過剰懸念が再燃しているのは、米国で昨年半ばから石油リグ稼働数の増加が続いているのを背景に、シェールオイル生産量も今年 1 月から拡大に転じているためである（第 2 図）。原油生産拡大に、原油輸入の増加と製油所処理量の低下が重なり、2 月の米国原油在庫は過去最高水準に達している。米シェールオイル生産拡大により OPEC 減産の効果が薄れ、世界的な供給過剰は解消されないのではないかとの懸念が広がったことが、原油価格の下押し圧力となっている格好だ。

さらに金融要因も挙げられる。原油先物市場の投機筋のネット買い越しポジションは昨年 12 月以降急拡大し、2 月 21 日時点で過去最高水準に積み上がっていたが、その後は買いポジションの調整が入ったとみられており、今月 14 日時点の買い越し額は前週比で過去最大の減少幅となっている（第 1 図）。

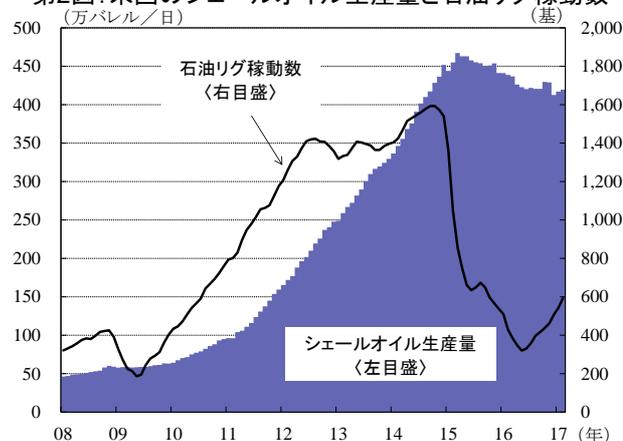
当面は、供給過剰解消への期待と懸念が拮抗し、原油価格は狭いレンジでの値動きになると見込まれるが、6 月に近づくにつれ OPEC が同月までの減産合意を延長するか否かを巡る関係者の発言に注目が集まることとなろう。

第1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



(注)マネー・マネージャーは、商品投資顧問や先物運用管理会社。1枚＝1,000バレル。  
(資料)米商品先物取引委員会資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：米国のシェールオイル生産量と石油リグ稼働数



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

(篠原 令子)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2015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	2015年実績	2016年実績	2017年見通し	2015年実績	2016年実績	2017年見通し	2015年実績	2016年実績	2017年見通し
世界42カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	61.64	1,391	3.0	2.5	2.9	2.6	5.9	6.1			
先進国・地域	40.60	916	2.2	1.6	1.9	0.2	0.7	1.8			
新興国	21.04	475	4.5	4.3	4.9	7.1	15.9	14.5			
日本(年度ベース)	4.43	100	1.3	1.2	1.2	▲0.0	▲0.2	0.8	1,499	1,863	1,697
アジア11カ国・地域	17.69	399	6.1	5.9	5.8	1.9	2.3	2.6	5,852	4,705	4,397
中国	11.06	250	6.9	6.7	6.4	1.4	2.0	2.2	3,306	2,104	2,010
インド(年度ベース)	2.09	47	7.9	6.8	7.6	4.9	4.9	5.3	▲221	▲199	▲299
NIEs4カ国・地域	2.50	56	2.1	2.3	2.2	0.6	1.1	1.8	2,450	2,413	2,474
韓国	1.38	31	2.6	2.7	2.4	0.7	1.0	2.0	1,059	987	1,030
台湾	0.52	12	0.7	1.5	1.8	▲0.3	1.4	1.4	752	709	740
香港	0.31	7	2.4	1.9	1.9	3.0	2.4	2.2	101	152	127
シンガポール	0.29	7	1.9	2.0	2.1	▲0.5	▲0.5	0.6	538	565	576
ASEAN5カ国	2.03	46	4.8	4.9	4.9	3.1	2.3	3.3	317	387	212
インドネシア	0.86	19	4.9	5.0	5.1	6.4	3.5	4.2	▲175	▲163	▲224
マレーシア	0.30	7	5.0	4.2	4.4	2.1	2.1	2.4	89	61	77
タイ	0.40	9	2.9	3.2	3.3	▲0.9	0.2	1.6	321	464	306
フィリピン	0.29	7	5.9	6.8	6.1	1.4	1.8	3.0	73	6	38
ベトナム	0.19	4	6.7	6.2	6.2	0.6	2.7	4.3	9	19	15
オーストラリア	1.22	28	2.4	2.4	2.7	1.5	1.3	1.9	▲575	▲331	▲478
米国	18.04	407	2.6	1.6	2.4	0.1	1.3	2.4	▲4,630	▲4,813	▲4,754
中南米7カ国	4.53	102	▲0.8	▲1.9	1.1	21.6	63.4	56.2	▲1,600	▲1,020	▲965
ブラジル	1.77	40	▲3.8	▲3.6	0.8	9.0	8.7	5.0	▲594	▲235	▲300
メキシコ	1.14	26	2.6	2.3	1.7	2.7	2.8	4.8	▲333	▲279	▲250
アルゼンチン	0.63	14	2.6	▲2.3	1.8	16.5	38.0	25.0	▲168	▲150	▲130
ユーロ圏19カ国	11.60	262	2.0	1.7	1.5	0.0	0.2	1.3	3,447	3,808	3,108
ドイツ	3.37	76	1.7	1.9	1.5	0.1	0.4	1.5	2,830	2,755	2,500
フランス	2.42	55	1.3	1.2	1.2	0.1	0.3	1.2	▲47	▲253	▲230
イタリア	1.82	41	0.8	0.9	1.1	0.1	▲0.1	1.2	290	486	338
英国	2.86	68	2.2	1.8	1.1	0.0	0.7	2.2	▲1,226	▲1,276	▲1,015
ロシア	1.33	32	▲2.8	▲0.2	0.8	15.5	7.1	5.7	690	222	313

<参考>

世界42カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.4	3.0	3.4	3.7	7.6	7.5			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

(注)1.『2016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42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7カ国』、『ロシア』。

5.『中南米7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、ベネズエラ、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。