

## NEWS RELEASE

2018年5月17日  
株式会社三菱総合研究所**2018、2019年度の内外景気見通し****－ 堅調な世界経済、保護主義の連鎖に要警戒 －**

株式会社三菱総合研究所(本社:東京都千代田区、代表取締役社長:森崎孝)は、2018年1-3月期 GDP 速報の発表を受け、2018、2019年度の内外景気見通しを発表いたしました。

**日本の実質成長率予測値:2018年度+1.0%、2019年度+0.7%**

※2019年度の予測は2019年10月の消費税率引上げを前提

(前回予測値(3月8日):2018年度+1.1%、2019年度+0.7%)

**海外経済**

米国は、緩やかな景気拡大を予想する。18年は、雇用・所得環境の改善が続くなか、税制改革による減税効果から+2%台半ばの成長を見込む。19年は、減税による成長押し上げ効果の一巡や金利上昇の影響波及などから+2%程度への成長鈍化を予想する。保護主義化の成長への影響は、鉄鋼・アルミ関税にとどまれば小さいとみる。

ユーロ圏は、緩やかな景気回復を予想する。所得環境の改善による消費の堅調が見込まれるほか、企業の期待成長率も上向きつつある。実質 GDP は19年にかけて+2%程度の成長を見込む。

新興国は、総じて緩やかな減速を見込む。中国は、18年は減税効果が景気を下支える一方、19年は主要輸出先の成長減速による輸出の伸び鈍化や、金融リスク抑制を目的とする金融規制強化などにより、成長ペースは+6%台前半まで鈍化していくと予測する。

**日本経済**

日本経済は、輸出・生産は伸び鈍化が予想されるものの、雇用・所得環境の改善による内需の前向きな循環を背景に、18年度は+1.0%と潜在成長率並みの成長を見込む。19年度も緩やかな景気拡大持続を予想するが、消費税率引上げ(19年10月)の影響から+0.7%と成長減速を見込む。

**世界経済のリスク要因**

世界経済は堅調ながらも、政治・地政学リスクをめぐる先行きの不透明感は依然として強い。加えて、米国に端を発する保護主義の連鎖が次の3つのルートを通じて波及し、世界経済の下振れ要因となるリスクが高まっている。

- ① 金融市場のリスク回避姿勢の強まり：年明け以降の米国発の株安に加え、保護主義の連鎖に対する懸念の強まりなどを受け、金融市場では積極的にリスクをとりにくい状況が続いている。米国株価は依然として割高であり、今後、通商政策を巡る米中対立のエスカレート、米国の金融引締めペース加速などを契機に、金融市場が本格的にリスク回避姿勢に転じる可能性がある。
- ② 米中経済の同時失速：米国では拡張的な財政政策などによる長期金利の上昇、中国では過剰投資の抑制や金融規制強化などにより、米中ともに成長減速が懸念されている。そこに、米中双方の大規模な関税引上げの可能性が加わり、世界 GDP の4割を占める米中経済の同時失速リスクは増している。特に、両国で減税効果の剥落が予想される19年には要注意だ。
- ③ 世界的な投資活動の低迷：保護主義化による関税の引上げは、グローバルに最適化されたサプライチェーン網を揺るがしかねない。保護主義の連鎖による経営環境の不透明感の強まりは、企業の投資マインドを慎重化させ、投資低迷による潜在成長率の下振れを招くおそれがある。

# 1. 総論

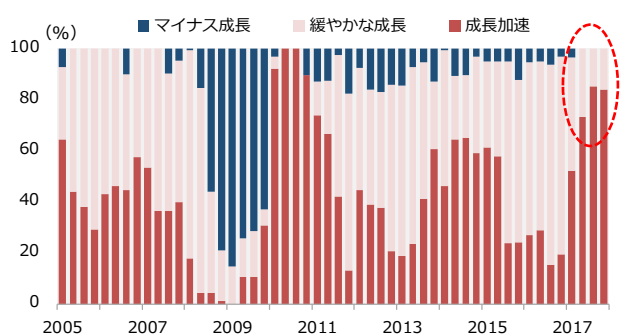
## (1) 概観

### 世界経済は回復持続も、景況感の改善が一服

世界経済は、引き続き回復基調にある。主要 32 ヶ国・地域の実質 GDP 成長率（現地通貨建て）は、17 年末にかけて 3 四半期連続でマイナス成長国がゼロとなり、成長加速国の割合も 80%を超えている（図表 1-1）。18 年 1-3 月期の GDP はまだ出揃っていないが、回復基調を維持する見込み。

一方、企業の景況感を示す購買担当者景気指数（PMI）は、足もとで悪化の動きがみられる。新興国の PMI は依然として高水準ながらも 18 年 1 月以降に 3 か月連続で悪化、先進国は 18 年 3 月に急落している（図表 1-2）。米国株安に端を発する金融市場の不安定化に加え、米国の保護主義化と中国などの報復措置により、世界経済の減速・貿易停滞につながることへの懸念が背景にある。

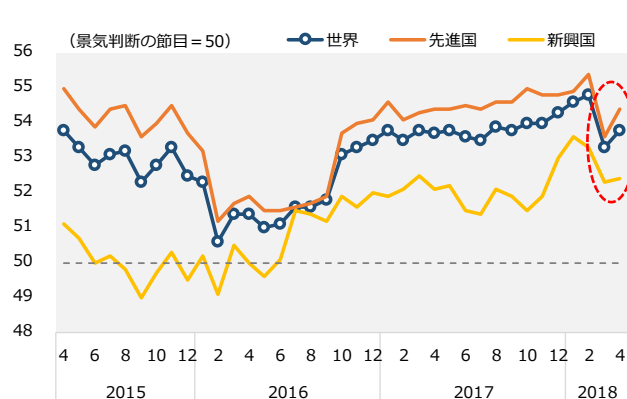
図表 1-1 成長加速国の割合



注：日米を含む計 32 の国・地域の四半期実質 GDP 成長率（現地通貨建て）について、成長率が前年平均よりも大きい場合には成長加速、前年平均よりも小さいが成長している場合には緩やかな成長、成長率がマイナスの場合にはマイナス成長とそれぞれ定義した。割合は各国の GDP 規模でウェイト付けしている。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-2 PMI 総合指数



注：製造業と非製造業の統合指数。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

### 通商政策を巡る米中の応酬が、金融市場にも波及

18 年に入り、米国トランプ政権が打ち出した保護主義的な政策に対し、中国や欧州が報復する姿勢をみせている（図表 1-3）。米国は、①国家の安全保障上の脅威を理由に、鉄鋼・アルミの関税率をそれぞれ 25%と 10%へ引き上げた。また、②知的財産権侵害を理由に中国に対する 500 億ドル相当の品目（1,300 品目）への制裁関税措置を発表。さらに、③中国に対して 1,000 億ドル相当の品目に追加関税を検討することを表明している。②、③の実施判断は 6 月以降となる見通し。

中国は、上記①に対する報復措置として米国からの輸入（128 品目）に対する追加関税を実施。②への報復措置としては 500 億ドル相当の品目（106 品目）への追加関税措置を発表しており、米中間で関税引き上げを巡る応酬が続いている。

米国に端を発する保護主義的な動きの広がりを受けて、金融市場は不安定化している。4 月上旬にかけて株安が進行し、リスク回避的な動きが広がった（図表 1-4）。株価は、①18 年 2 月に米国の利上げペース加速懸念の高まりを背景に大幅な下落がみられたほか、②保護主義化による世界経済・貿易の停滞懸念から軟調に推移している。また、リスクの高い資産に資金が流れづらくなっており、安全資産に対する新興国債や低格付け債のスプレッド（米国債との金利差）は拡大傾向にある（図表

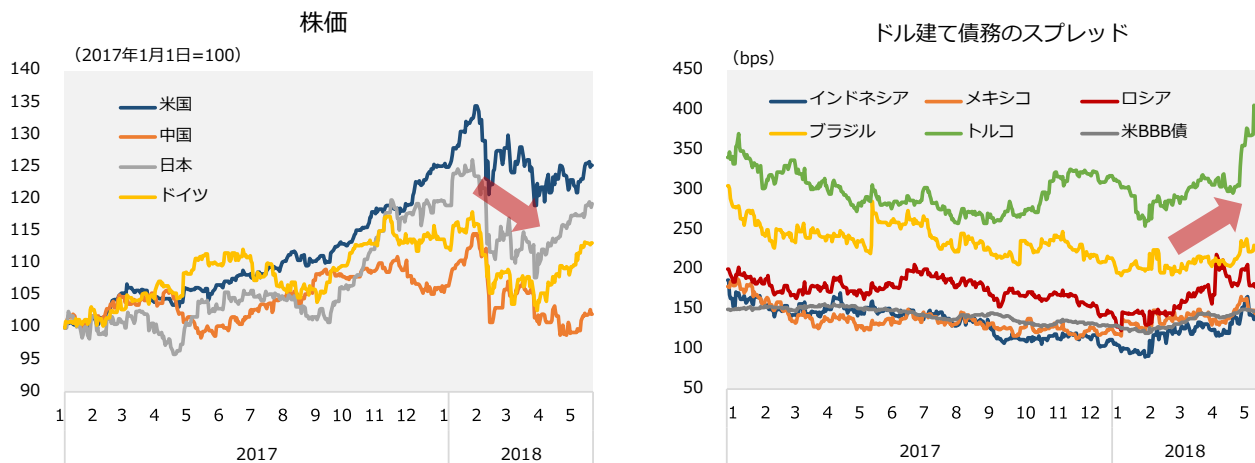
図表 1-3 通商政策を巡る米中の応酬

1月22日	(米) 太陽光パネル・洗濯機の緊急輸入制限
3月8日	(米) 鉄鋼・アルミの関税率引き上げを発表
22日	(米) 中国製品に500億ドル規模の追加関税を発表
23日	(米) 鉄鋼・アルミの関税率引き上げを発動 (中) 鉄鋼・アルミの関税率引き上げに対する報復関税を発表 (豚肉やワインなど128品目)
4月2日	(中) 鉄鋼・アルミの関税率引き上げに対する報復関税を発動
3日	(米) 500億ドルの追加関税の対象品目を発表 (テレビ、中型車、アルミニウム合金など1,300品目)
4日	(中) 500億ドルの追加関税に対する報復関税を発表 (輸送用機器や大豆など106品目)
5日	(米) 追加関税対象の1,000億ドル分の積増し検討を発表
6月以降	(米) 中国への追加関税の実施を判断（予定） (欧) 鉄鋼・アルミ関税率引き上げに対する報復関税の実施を判断（予定）

出所：各種報道より三菱総合研究所作成

1-4)。今後、関税を巡る応酬が落ち着くまで市場は不安定な状況が続くとみられる。

図表 1-4 主要国の金融市場の動向



注：米 BBB 債を除くドル建てスプレッドは、各国 10 年物ドル建て国債利回りと米国 10 年物国債利回りとのスプレッドを計算。  
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

### 米国の関税引上げとその対抗措置により、米国は▲0.2%、中国は▲0.8%成長下振れの可能性

米国の関税引上げと、それに対する中国や欧州の報復関税が実施された場合の経済影響について、GTAP モデル<sup>1</sup>で試算を行った。

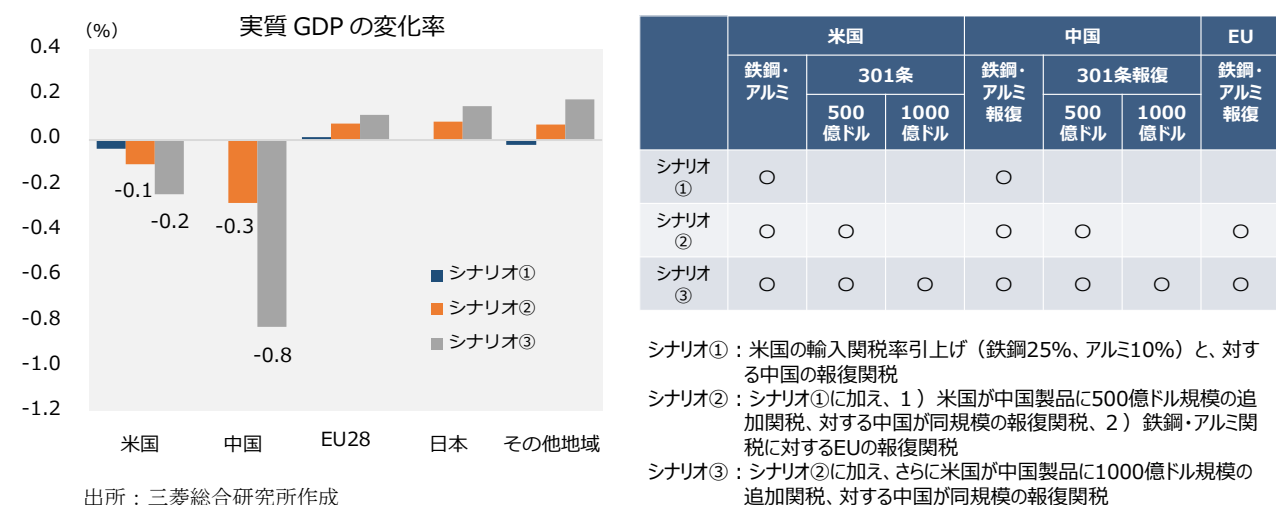
まず、現時点で実施済みとなる米国の鉄鋼 25%、アルミ 10%の追加関税と、それに対する中国の報復関税だけであれば、世界各国の GDP への影響は限定的だ (図表 1-5 シナリオ①)。

しかし今後、3 月に発表された米通商法 301 条に基づく中国に対する制裁措置としての追加関税と、それに対する中国の報復関税が実行されれば、米中双方の GDP を大きく押し下げる (図表 1-5 シナリオ②、③)。特にシナリオ③の場合、米国の GDP は▲0.2%、中国は▲0.8%下振れる。

さらに、上記の貿易を通じた波及ルートに加え、金融市場を通じた波及にも注意が必要だ。関税率の引上げは輸入コストの増加を通じて米国企業の収益悪化要因となる。企業収益の悪化は株価の下落に直結するため、株安による負の資産効果が経済を冷え込ませる影響も大きい。

米国の対中追加関税の実施判断は 6 月以降になるとみられている。その中身次第では、世界 GDP の 4 割を占める米中経済の減速が、貿易や金融市場を通じて波及し、世界経済の下振れ要因となる。

図表 1-5 米国の関税引上げと他国の対抗措置による世界経済への影響



<sup>1</sup> GTAP は応用一般均衡モデルと呼ばれ、経済連携効果の分析に広く用いられるモデル。中長期的な経済の均衡状態を求めるモデルであり、関税率の変化によって生じる経済構造調整（資本や労働の再分配など）を終えた状態とそれ以前の状態を比較して効果を算出。

日本経済への影響は、上記のシナリオ①にとどまれば限定的である。しかし、懸念されているような米国の保護主義化と中国などによる報復措置がエスカレートすれば、①米国の輸入関税引上げによる輸出競争力の低下、②米中双方の関税引上げによる米中経済の下振れ、③金融市場の不安定化による円高・株安、の3つのルートで日本経済に波及するリスクがある（詳細は P.9 日本経済参照）。また、米中对立の波及のみならず、4月の日米首脳会談で合意した「新しい通商の対話の枠組み（FFR）」などを通じて、日本からの主要な輸出品である自動車や一般機械に対しても制裁的な関税引上げが実施されれば影響は大きい。

## (2) 内外経済の見通し

### 海外経済は内需を中心に回復持続を見込む

米国は、緩やかな景気拡大を予想する。18年は、雇用・所得環境の改善が続くなか、税制改革による減税効果から+2%台半ばの成長を見込む。19年は、減税による成長押し上げ効果の一巡や金利上昇の影響波及などから+2%程度への成長鈍化を予想する。保護主義化の成長への影響は、鉄鋼・アルミ関税にとどまれば小さいとみる。

ユーロ圏は、緩やかな景気回復を予想する。所得環境の改善による消費の堅調が見込まれるほか、企業の期待成長率も上向きつつある。実質 GDP は19年にかけて+2%程度の成長を見込む。

新興国は、総じて緩やかな減速を見込む。中国は、18年は減税効果が景気を下支えする一方、19年は主要輸出先の成長減速による輸出の伸び鈍化や、金融リスク抑制を目的とする金融規制強化などにより、成長ペースは+6%台前半まで鈍化していくと予測する。

### 日本経済は緩やかな成長持続

日本経済は、輸出・生産は伸び鈍化が予想されるものの、雇用・所得環境の改善による内需の前向きな循環を背景に、18年度は+1.0%と潜在成長率並みの成長を見込む。19年度も緩やかな景気拡大持続を予想するが、消費税率引上げ（19年10月）の影響から+0.7%と成長減速を見込む。

消費税率の引上げは、物価上昇による実質所得の低下を通じて19年度の実質 GDP を▲0.2%p程度押し下げるとみている。消費税の影響を除けば、19年度も潜在成長率並みの成長を予想する。

## (3) 世界経済のリスク要因

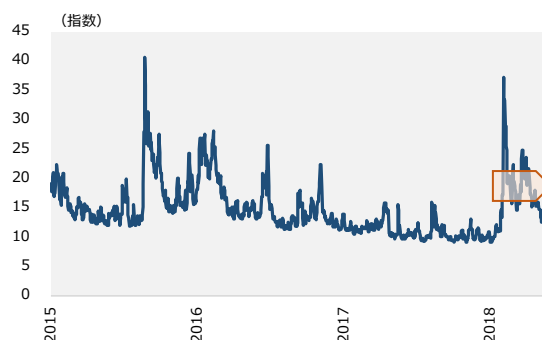
世界経済は堅調ながらも、政治・地政学リスクをめぐる先行きの不透明感は依然として強い。加えて、米国に端を発する保護主義の連鎖により、①金融市場のリスク回避姿勢の強まり、②米中経済の同時失速、③世界的な投資活動の低迷、の3つのルートを通じて波及し、世界経済の下振れ要因となるリスクが高まっている。

### ① 金融市場のリスク回避姿勢の強まり

18年入り後に世界の株価は下落した。1) 米国の利上げペース加速懸念の高まり、2) GAFA<sup>2</sup>を中心とした米国ハイテク株の下落、3) 米国に端を発する保護主義的な動きの広がり、などが背景にある。しかし、米国の PER（株価収益率）は過去に比べて未だ高い水準にあり（P.6 図表 1-10）、米国株価に一段の調整圧力が加わるリスクは十分にある。米国株価の先行きの予想変動幅を示す VIX 指数は、18年2月以降に高止まっており、何らかの負の経済ショックに対して脆弱な状況にある（図表 1-6）。

今後、通商政策を巡る米中对立のエスカレート、米国の金融引締めペースの加速などを契機に、金融市場のリスク回避姿勢が一段と強まる可能性がある。株価の下落は、企業や家計のマインド悪化を通じて実体経済にも波及する。

図表 1-6 米国株価の予想変動率指数（VIX 指数）



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

<sup>2</sup> Google、Amazon、Facebook、Apple の略称。Facebook の個人情報流出問題、Tesla の自動運転車の死亡事故、Amazon への課税問題などが立て続けに浮上し、米国ハイテク株は年明け以降に大きく値を下げた。

## ② 米中経済の同時失速

米中経済の GDP 成長率は、18 年から 19 年にかけて共に緩やかな減速を予想するが、今後、保護主義化による経済の下押し圧力がさらに強まれば、米国と中国が同時に急減速するリスクをはらむ。下記の通り、米中経済ともに減税政策の剥落が予想される 19 年のほうが、経済失速リスクが高いとみている。

米国では、①拡張的財政政策による財政赤字の拡大、②景気過熱や輸入関税引上げによるインフレを抑制するための利上げペース加速観測、などにより、足もとで長期金利が上昇している。金利上昇は、消費や住宅投資、設備投資などへの負の影響を及ぼす可能性が高い。米国経済は、所得税や法人税の大規模な減税効果により 18 年は堅調を維持するとみるが、19 年は自然体でも減税効果の剥落や金利上昇による下押しが予想される。そこに関税引上げによる輸入インフレや貿易停滞による下振れ圧力が強まれば、米国経済の失速リスクが高まる。

一方、中国は、18 年 1-3 月期の GDP は好調だったものの、今後、米国との貿易摩擦がエスカレートすれば、図表 1-5 に示した通り成長の大幅な下振れ要因となる。折しも、中国国内では金融規制の強化によって金融機関の貸出基準が厳格化されており、これに米国の関税引上げによる輸出の急減速が重なれば、企業マインドや輸出の悪化を通じて中国経済の成長失速リスクが高まる。また、中国政府は李克強首相が 18 年 3 月に発表した 8,000 億元規模の減税計画の一環として、18 年 5 月から増徴税を製造業では 17%から 16%に、輸送、建設、通信サービスでは 11%から 10%に引き下げるとしている（詳細は P.23 新興国経済参照）。これは米国の関税引上げが実施された場合に影響の大きいとみられる製造業への支援の意味合いが大きいとみられるが、18 年から 19 年にかけてこれら減税効果が剥落していくこともあり、成長失速に拍車をかける可能性がある。

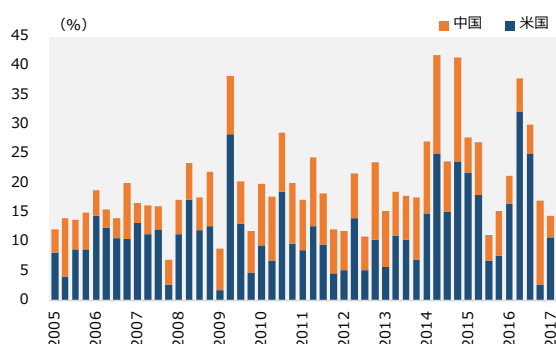
## ③ 世界的な投資活動の低迷

保護主義化の動きが広がった場合、中長期的に警戒されるのは、世界的な投資活動の低迷による潜在的な成長率の下振れである。

企業のグローバルサプライチェーンは、既存の FTA/EPA や関税を前提に構築されている。そのため、今回のように政権が交代し、自由貿易協定の見直しや関税引上げが突如実施されれば、国際的な供給体制を抜本的に見直す必要に迫られる。米国に端を発する保護主義化の動きがどこまで波及するか、先が読みにくい状況の下では、企業は投資に慎重になる可能性がある。

世界の直接投資市場をみると、米国と中国は緩やかにシェアを拡大しており、2 割程度のシェアを有している（図表 1-7）。今後、米中両国の関税引上げの応酬がエスカレートすれば、これら米中向けの投資のみならず、米中をグローバルサプライチェーンに組み込んでいる世界の企業の投資を抑制する可能性がある。資本蓄積を海外からの投資に依存している新興国を中心に、中長期的な成長力を低下させてしまう可能性があり注意が必要だ。

図表 1-7 対内直接投資の世界シェア

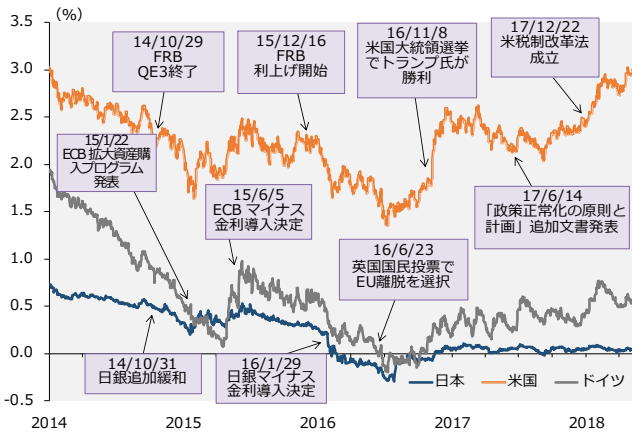


注：Supplementary Items, Direct Investment, Net Incurrence of Liabilities (Excluding Exceptional Financing) を米中の対内直接投資として計算。14 年 1-3 月期の米国の数値が負であったため、13 年 10-12 月期と 14 年 4-6 月期の平均で代替。

出所：IMF 「Balance of Payment Statistics」より三菱総合研究所作成

## 世界経済・金融市場の動向

図表 1-8 日米独の 10 年物国債利回り



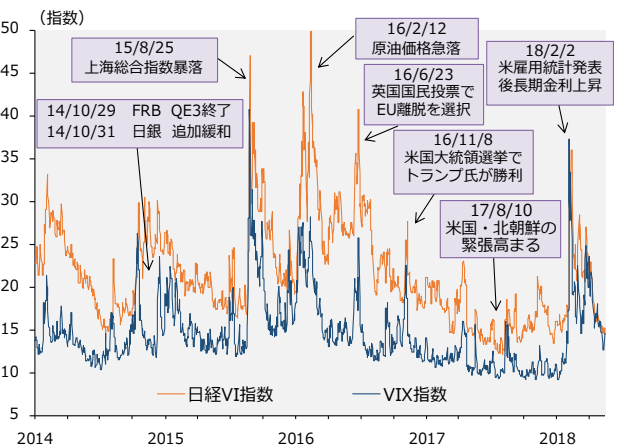
図表 1-9 世界の株価指数



図表 1-10 日米の株価収益率 (PER)



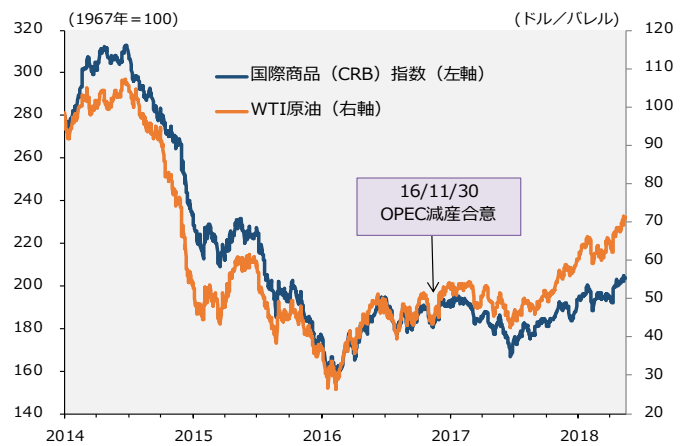
図表 1-11 日米株価の予想変動率指数



図表 1-12 為替相場



図表 1-13 商品市況



注 1 : 株価収益率 (PER) は 12 ヶ月先予想 PER。

注 2 : 株価予想変動率の指数は「恐怖指数」とも呼ばれる。指数が高いほど、市場が予想する 1 ヶ月先の株価の変動が大きいことを示す。

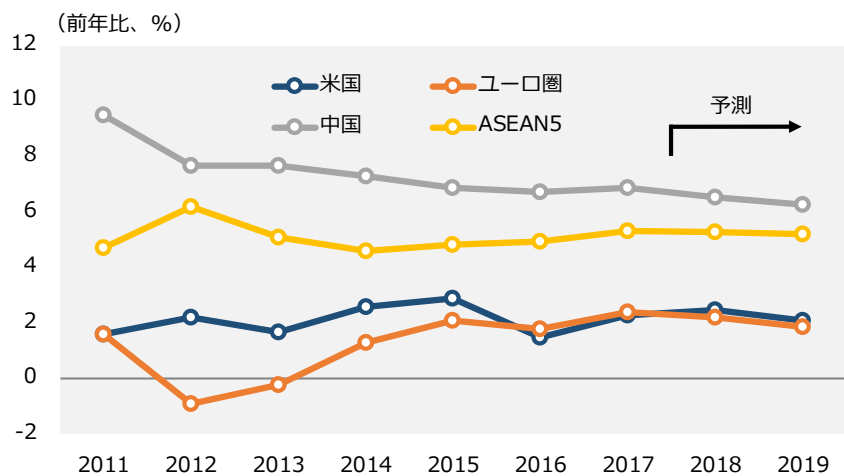
注 3 : 直近値は 5 月 16 日 (日本時間)。

出所 : Bloomberg

図表 1-14 2018、2019 年の海外主要国の実質 GDP 成長率予測（単位：%）

国	実績		予測	
	2016	2017	2018	2019
米国	1.5	2.3	2.5	2.1
ユーロ圏	1.8	2.4	2.2	1.9
中国	6.7	6.9	6.6	6.3
ASEAN5	4.9	5.3	5.3	5.2
インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.2
マレーシア	4.2	5.9	5.3	5.0
フィリピン	6.9	6.7	6.5	6.4
タイ	3.3	3.9	3.8	3.6
ベトナム	6.2	6.8	6.7	6.8
香港	2.2	3.8	3.6	3.6
韓国	2.9	3.1	3.2	2.9
シンガポール	2.4	3.6	2.9	2.4
台湾	1.4	2.9	2.5	2.3
インド（年度）	7.1	6.7	7.5	7.3
ブラジル	▲ 3.5	1.0	1.7	2.2

注：暦年で表示。インドのみ年度（4月～3月）。  
出所：米国商務省、Eurostat、IMF 等、予測は三菱総合研究所



出所：米国商務省、Eurostat、IMF 等、予測は三菱総合研究所

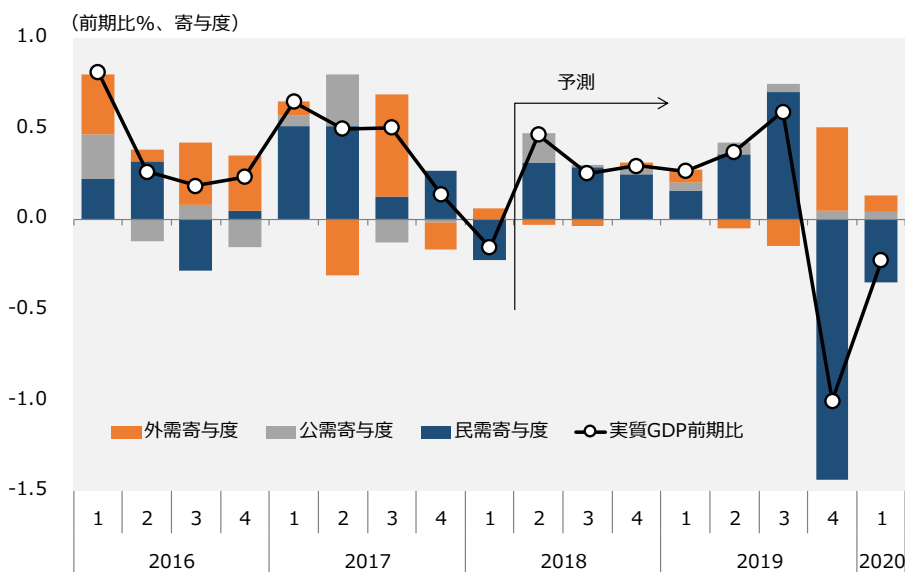
図表 1-15 2018、2019 年度の日本の実質 GDP 成長率予測 (単位: %)

項目	実績				予測			
	2016年度		2017年度		2018年度		2019年度	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	1.2	***	1.5	***	1.0	***	0.7	***
内需	0.4	0.4	1.1	1.1	1.0	0.9	0.5	0.5
民間	0.4	0.3	1.3	1.0	1.0	0.7	0.5	0.4
民間最終消費支出	0.3	0.1	0.8	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3
民間住宅投資	6.2	0.2	▲ 0.3	0.0	▲ 2.3	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 0.0
民間企業設備投資	1.2	0.2	3.0	0.4	1.3	0.2	1.2	0.2
民間在庫投資	***	▲ 0.3	***	0.1	***	0.2	***	▲ 0.0
公需	0.5	0.1	0.7	0.2	0.8	0.2	0.7	0.2
政府最終消費支出	0.5	0.1	0.4	0.1	0.8	0.2	0.8	0.2
公的固定資本形成	0.9	0.0	1.5	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
外需 (純輸出)	***	0.8	***	0.4	***	0.1	***	0.2
輸出	3.6	0.6	6.2	1.0	3.0	0.5	1.9	0.3
輸入	▲ 0.8	0.1	4.0	▲ 0.6	2.4	▲ 0.4	1.0	▲ 0.2
名目GDP	1.0	***	1.6	***	1.3	***	2.1	***

出所: 内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-16 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

	実績												予測				
	2017				2018				2019				2020				
	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	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP 前期比	0.7%	0.5%	0.5%	0.1%	-0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	-1.0%	-0.2%				
前期比年率	2.6%	2.0%	2.0%	0.6%	-0.6%	1.9%	1.0%	1.2%	1.1%	1.5%	2.4%	-4.0%	-0.9%				



出所: 内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所



## 2. 日本経済

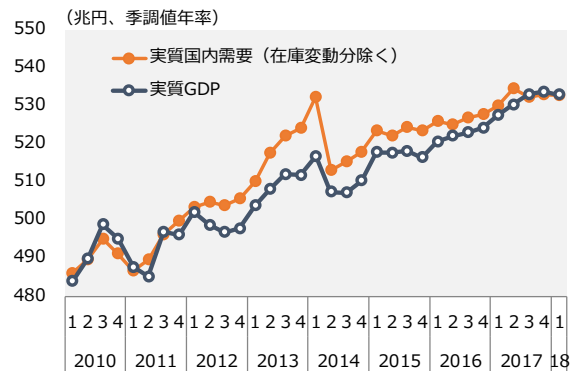
### (1) 概観

#### 景気回復の動きに一服感

日本経済は、景気回復の動きに一服感がみられる。18年1-3月期の実質GDPは、季調済前期比▲0.2%（年率▲0.6%）と9四半期ぶりにマイナス成長となった。実質GDPの水準は、17年後半以降、横ばい圏内で推移している。

消費は、生活必需品価格の上昇や株価下落によるマインド悪化、天候不順などが重石となったとみられ、前期から横ばいにとどまった。設備投資も同▲0.1%と小幅ながらも6四半期ぶりに減少に転じており、内需回復の動きに一服感がみられる（図表2-1）。外需は、輸出がアジア向け半導体関連財の輸出の伸び鈍化などから同+0.6%となり、17年後半の高成長から伸びが鈍化した。

図表 2-1 実質 GDP



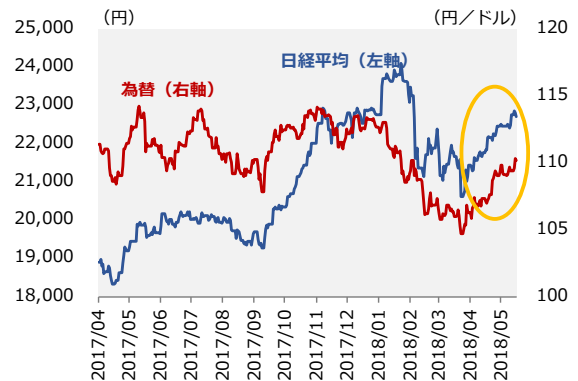
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

#### 年明け以降の円高・株安の流れは反転へ

金融市場は落ち着きを取り戻しつつある。18年入り後は、投資家のリスク回避姿勢の強まりから、一時円高・株安が進んだが、4月以降に流れが反転。米国の金利上昇などをきっかけに為替が円安に転じ、株価も17年末の水準に近いところまで戻している（図表2-2）。

企業や消費者のマインドは、年明け以降の円高・株安を映じて足もとでやや悪化しているものの、総じてみれば高水準を維持している。ただし、後述するように、米国の保護主義化の展開次第では、再び投資家のリスク回避姿勢が強まる可能性には引き続き注意が必要だ。

図表 2-2 株価と為替

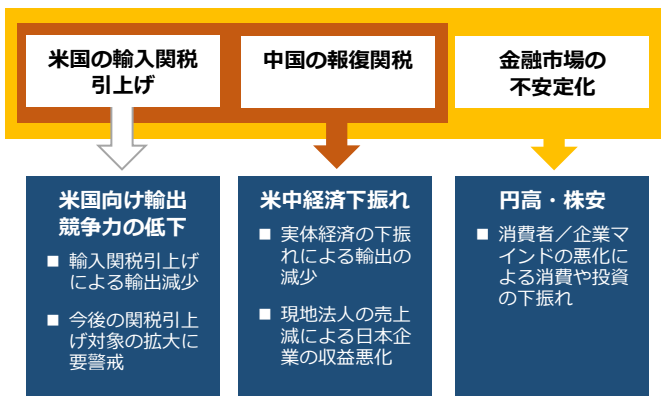


出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

#### 米国の保護主義化は、3つのルートで日本経済に波及

総論 (P.2-5) で述べたように、5月16日時点で実施されている措置（米国による鉄鋼・アルミへの追加関税と対する中国の報復関税）にとどまれば、日本経済への影響は限定的である。しかし、懸念されているような米国の保護主義化と中国などによる報復措置がエスカレートすれば、次の3つのルートで日本経済に波及するリスクがある（図表2-3）。

図表 2-3 米国保護主義化の日本経済への影響



出所：三菱総合研究所作成

図表 2-4 米国の外国貿易障壁報告書の概要

輸入政策	・米や小麦、豚肉、牛肉などの輸入・関税制度の見直し
衛生・植物検疫	・牛海綿状脳症（BSE）対策による米国産牛肉への輸入規制の緩和 ・加工用生鮮ジャガイモの輸入拡大
サービス障壁	・郵便、保険、通信などの国内市場開放
分野横断的障壁	・自動車市場の非関税障壁の改善 ・先端医療機器や革新的な医薬品の開発促進に向けた制度の見直し ・栄養補助食品、化粧品、医薬部外品の市場アクセス改善

出所：USTRより三菱総合研究所作成

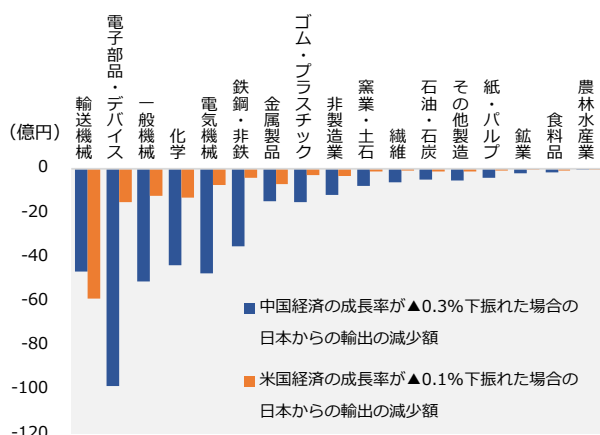
第1は、米国の輸入関税引上げによる輸出競争力の低下である。関税引上げ対象が現状の鉄鋼・アルミのみならず、4月の日米首脳会談で合意した「新しい通商の対話の枠組み（FFR）」などを通じて、対米貿易黒字幅の大きい自動車や一般機械にまで対象が拡大されれば影響は大きい。また、貿易収支の改善に向けて、日本の輸入拡大へ圧力が強まる可能性もある。米通商代表部（USTR）が18年3月に公表

した外国貿易障壁報告書では、農林水産物、自動車、医療品などの貿易障壁が指摘された（図表 2-4）<sup>3</sup>。

第 2 は、米中双方の関税引上げによる米中経済の下振れである。まず、米中経済の減速は、日本からの輸出を減少させる。関税引上げ対象が、鉄鋼・アルミのみならず、中国に対する 500 億ドル（あるいは計 1,500 億ドル）相当の品目への追加関税に発展すれば、その報復措置も含めて米中経済への影響が大きい。総論（P.2-5）のシナリオ②（鉄鋼・アルミに加え、500 億ドル相当の品目への追加関税とその報復関税）に基づき、米国経済が▲0.1%、中国経済が▲0.3%下振れた場合の、日本の輸出への影響を試算した。中国向けでは電子部品・デバイス、米国向けでは輸送機械などの輸出を中心に下振れ圧力が加わる（図表 2-5）。また、日系企業の米中現地法人の売上減少を通じて日本企業の収益を悪化させる。日系米国法人の米国内向け売上は 50 兆円に達しており、対米輸出の 15 兆円を大きく上回る（図表 2-6）。

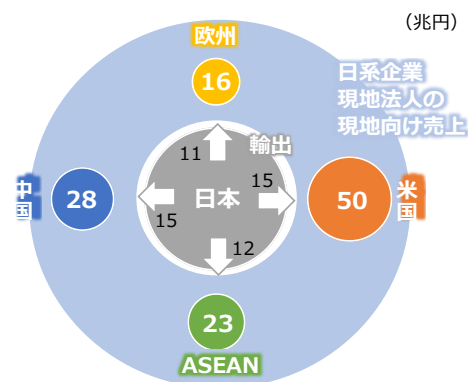
第 3 は、金融市場の不安定化による円高・株安である。足もとで金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、米国の通商政策の行方は依然として不透明であり、上記の米中双方の関税引上げが現実のものとなれば、投資家のリスク回避姿勢は一段と強まり、円高や株安を通じて日本経済の下振れ要因となる。

図表 2-5 米中経済の下振れによる輸出への影響



出所：World Input-Output Database より三菱総合研究所作成

図表 2-6 日本企業の輸出・現地法人売上



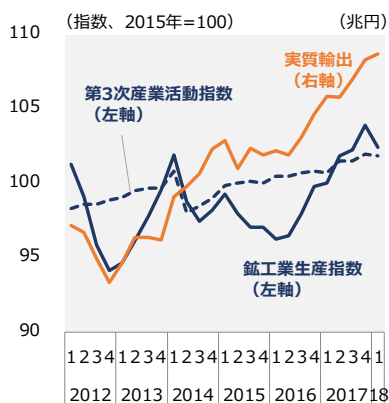
注：現地法人売上は 2016 年度実績、輸出は 2017 年実績。  
出所：経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

## (2) 輸出・生産の動向

### 輸出は堅調持続も、生産は在庫調整圧力の強まりから 8 四半期ぶりに減少

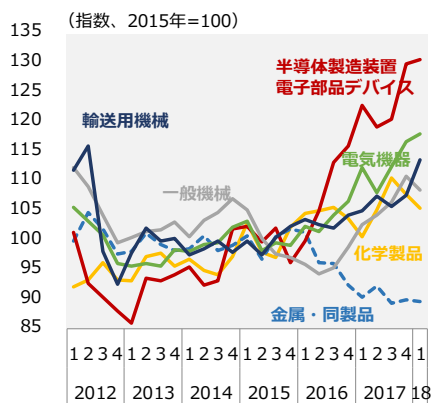
18 年 1-3 月期の輸出は、季調済前期比+0.6%と増加した（図表 2-7）。増勢は鈍化したものの、堅調を維持している。財別の内訳をみると、引き続き半導体製造装置や電子部品・デバイス（主にアジア向け）が高水準を維持しているほか、輸送用機械や電気機器も堅調に推移している（図表 2-8）。

図表 2-7 輸出・生産



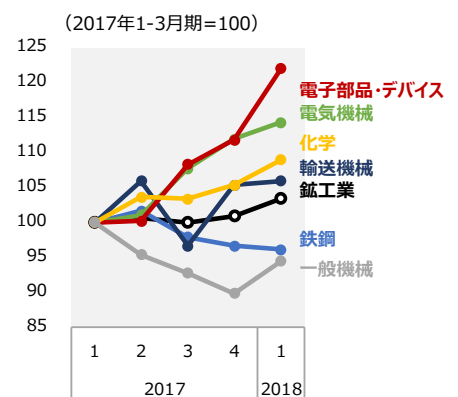
注：第 3 次産業活動指数は、2010 年基準の系列を 2015 年平均値=100 として指数化。  
出所：経済産業省「鉱工業指数」、「第 3 次産業活動指数」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-8 財別の実質輸出



注：実質輸出額は、各項目の名目輸出金額を対応する輸出物価指数で実質化した後、季節調整を実施して作成。  
出所：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 生産者在庫率指数



注：生産者在庫率指数は、出荷に対する在庫の比率を指数化したもの。  
出所：経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

<sup>3</sup> Office of the United States Trade Representative, 2018 National Trade Estimate Report on FOREIGN TRADE BARRIERS  
<https://ustr.gov/sites/default/files/files/Press/Reports/2018%20National%20Trade%20Estimate%20Report.pdf>

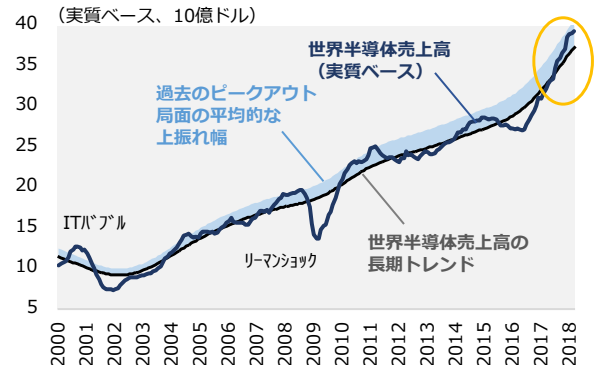
輸出が堅調を維持するなか、18年1-3月期の鉱工業生産は、季調済前期比▲1.3%と8四半期ぶりに減少した(図表2-7)。17年半ば以降に、電子部品・デバイス、電気機器、化学などを中心に生産者在庫率が上昇しており、これらの業種で在庫調整圧力が強まった可能性がある(図表2-9)。

### 米国保護主義化に加え、半導体関連需要の調整がリスク

輸出・生産の先行きに関する最大のリスクは、前述のとおり米国の輸入関税引上げに端を発する世界貿易・経済の下振れであるが、輸出・生産の牽引役となってきた半導体関連需要の調整も依然としてリスクである。

半導体需要は、AIやIoT関連需要、車載需要などのニーズの多様化もあり、増加トレンドを維持すると予想するが、トレンドからの上振れ分に関しては、一定の調整は避けられないとみている(図表2-10)。自然体でも循環的な調整局面入りが予想されるなかで、米中経済の同時失速などによる世界の半導体需要の減退が、これに拍車をかける可能性には注意が必要だ。また、中国が対米貿易赤字を改善するために、半導体関連財の輸入先を日本から米国にシフトさせる可能性もある。日本の半導体輸出が▲5%下振れた場合、日本のGDPを▲0.36兆円(▲0.07%)押し下げる可能性がある<sup>4</sup>。

図表 2-10 世界半導体需要



注：世界半導体売上高を米国の生産者物価指数（電子部品・デバイス）で実質化し、季節調整を行ったものに、HPフィルタをかけてトレンドを算出。  
出所：Semiconductor Industry Association、米国労働省より三菱総合研究所作成

### 内外需の回復を背景に、輸出・生産は回復を継続

輸出の先行きは、①18年度から19年度にかけて米中経済の緩やかな成長減速、②半導体需要の一定の伸び鈍化、が見込まれることから、18年度+3.0%、19年度+1.9%と予測する。ただし、上述のように米国の保護主義化や半導体関連需要の調整などによる下振れリスクは高まっている。

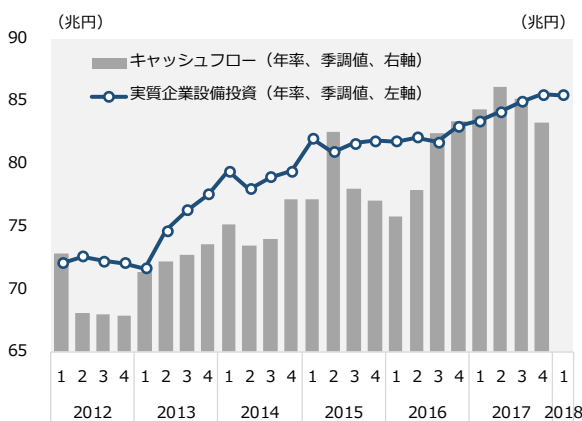
鉱工業生産は、輸出向け需要は伸び鈍化が予想されるものの、内需は雇用・所得環境の改善を背景に堅調を持続するとみられ、18年度+1.0%、19年度+1.1%と緩やかな回復を見込む。

### (3) 設備投資の動向

#### 設備投資は回復を継続

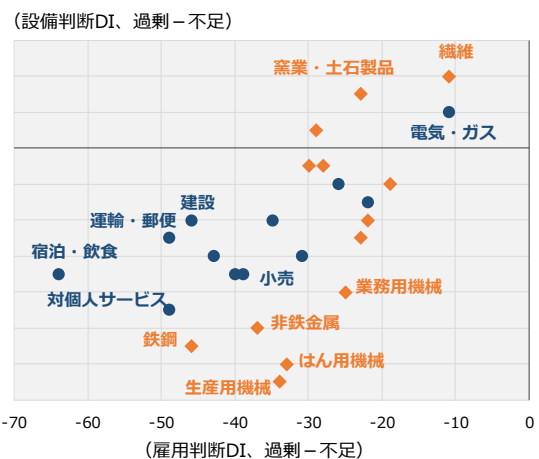
18年1-3月期の民間企業設備投資は、季調済前期比▲0.1%と6四半期ぶりに減少した(図表2-11)。ただし、16年半ば以降の高い伸びの中での一服であり、均してみれば回復基調を維持している。背景には、①生産性向上や新事業創出を目的とする情報化関連投資に加え、②老朽化する設備の維持・補修投資、③人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化投資、などへのニーズの高まりがある。

図表 2-11 設備投資とキャッシュフロー



注：キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費。  
出所：財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」

図表 2-12 設備判断DI・雇用判断DI



注：オレンジ色は製造業、青色は非製造業を示す。  
出所：日本銀行「短観」

<sup>4</sup> 具体的には、世界半導体需要の実績とトレンドが5%程度乖離していることから、この分が減少すると想定し、日本からの半導体及び半導体製造装置輸出も5%減少すると仮定した。

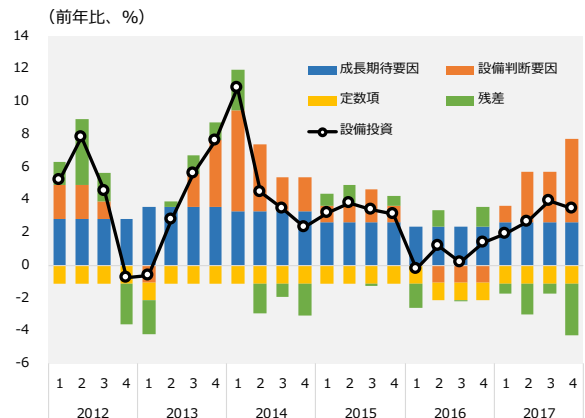
企業の設備不足感、人手不足感は一層強まっている。業種別にみると、製造業では、輸出・生産が拡大している、はん用・生産用・業務用機械や電気機械などで、非製造業では、宿泊・飲食、対個人サービス、運輸・郵便、建設、小売などで、設備不足感と人手不足感がともに強い（図表 2-12）。

### 企業の設備不足感の強まりが設備投資を下支え

設備投資の伸びを、設備判断要因と成長期待要因に分解すると、13 年以降の景気回復局面では、企業の設備不足感の強まりが設備投資の押上げ要因となっている（図表 2-13）。今後も、企業の人手不足感の強い状況が続くとみられることから（詳細は次節）、省力化・自動化ニーズによる投資の拡大を予想する。

先行きの設備投資は、18 年度+1.3%、19 年度+1.2%と回復持続を予測する。なお、19 年度予測には消費税率引上げ（19 年 10 月）の影響を織り込んでいる。前回（14 年 4 月）の消費税率引上げ時と同様に、リース業などを中心に駆け込み需要と反動減が予想される。

図表 2-13 設備投資の要因分解



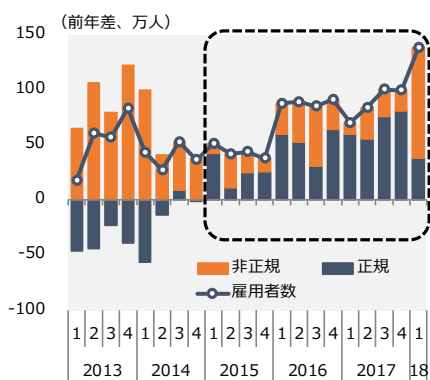
注：設備投資は、内閣府「国民経済計算」の民間企業設備投資、投資判断は日銀「短観」の生産・営業用設備判断 DI。パラメータの推計期間は 12 年 1-3 月期～17 年 1-12 月期。出所：内閣府「国民経済計算」、日本銀行「短観」

### (4) 雇用の動向

#### 雇用環境は引き続き改善も、正社員人材の不足感が強まる

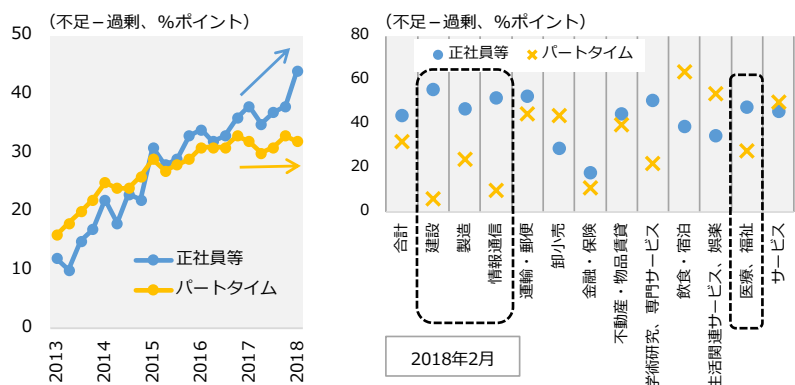
雇用環境は引き続き改善している。18 年 1-3 月の就業者数は前年差+144 万人となり、四半期ベースでは 1973 年以降で最も高い増加幅となった。雇用者数増減の内訳をみると、最近の傾向である正規雇用の伸びはやや鈍化し、代わって非正規雇用が男女ともに増加している（図表 2-14）。職種別の労働者過不足をみると、パートタイムの不足感は横ばいの一方で、正社員の不足感が一段と拡大している。正社員雇用の伸び鈍化は、正社員として働ける人材がそもそも不足しつつあることを表している可能性がある（図表 2-15）。特に、建設業、製造業、情報通信業、医療・福祉などで、正社員人材の不足が顕著である。

図表 2-14 雇用者数の増減内訳



出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 職種別・産業別の労働者過不足判断 DI

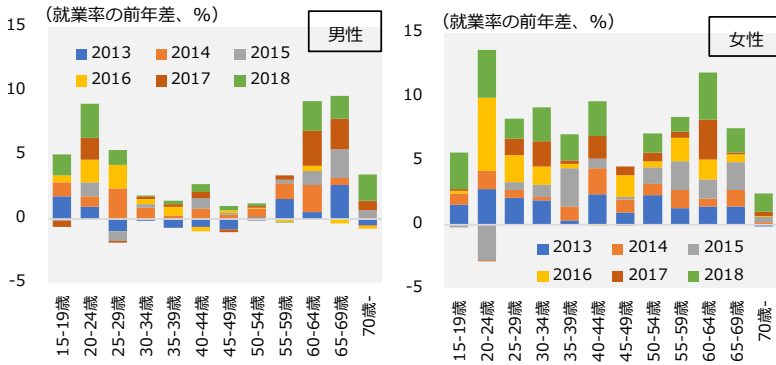


出所：厚生労働省「労働経済動向調査」より三菱総合研究所作成

#### 労働供給のバッファは縮小、19 年度にかけて就業者数の伸びは鈍化

女性やシニア、若年層の労働力率上昇により労働供給は増加してきたが（図表 2-16）、追加的な労働供給余地は小さくなってきている。企業サイドでも、業務の未経験者や資格が足りない人でも積極的に採用し、企業内訓練などを通じて採用後にスキルのミスマッチを埋めていく動きはみられる。ただし、先行きは就業者数の一段の伸びは期待しにくい。団塊世代が 70 歳を超え、現役引退の増加が予想されることからシニアの就業率の伸び鈍化が見込まれる。女性の就業率がこれまでのトレンドに沿って緩やかに上昇したとしても、就業者数の伸びは 17 年度の前年比+1.4%から、18 年度同+0.7%、19 年度同+0.1%と鈍化していく見込み。

図表 2-16 就業率の変化



出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

(5) 所得の動向

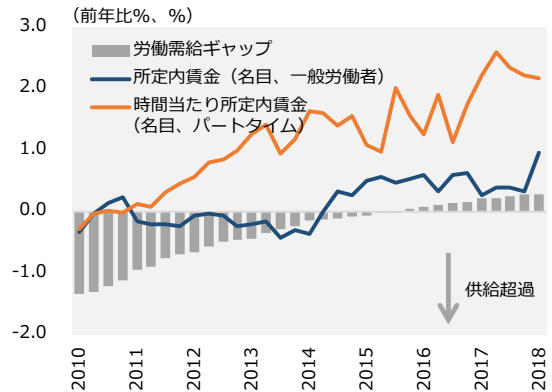
賃金は緩やかに上昇、春闘は前年を上回る伸びに

労働需給逼迫を背景に、所得環境は緩やかに改善が進んでいる。18年1-3月期において、正規雇用などの一般労働者の所定内給与は前年比+1.0%と増加基調を維持しているほか、雇用者全体の3割を占めるパートタイム労働者も時間当たり所定内給与は同+2.2%と増加した(図表2-17)。

こうしたなか、18年度の春闘における妥結結果が出そろいつつある。連合の集計(5月8日時点)によると、18年度の賃上げ率(定期昇給分含む)は2.09%となり、前年の1.98%を上回った(図表2-18)。政府が目指した3%の賃上げには届かなかったものの、企業収益の改善や労働需給のひっ迫を背景に、前年を上回る賃上げ率が実現した。

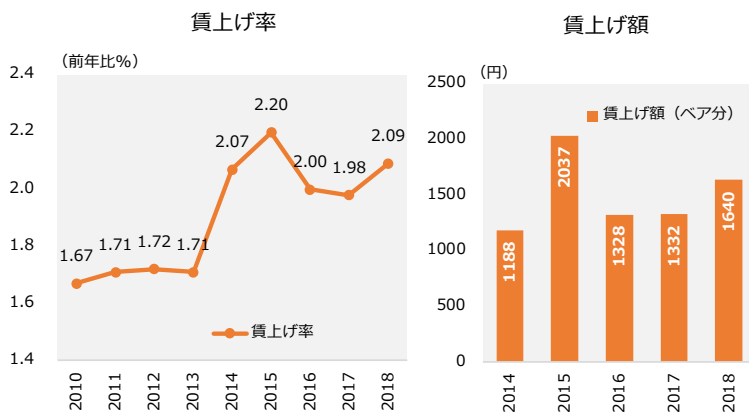
こうした賃上げを消費者は実感しているのだろうか。当社の「生活者市場予測システム(mif)」を用いて就業者を対象に賃上げ状況の調査を行ったところ、賞与などの一時金に比べ、基本給・時給が増加したとの回答が多くみられており、一定の実感は広がつつある(図表2-19)。ただし、①勤め先の従業員規模の小さい就業者ほど賃上げの実感が弱い、②先行きについては慎重な見方が多い、という課題も同時に浮かび上がってきている。

図表 2-17 労働需給ギャップと賃金



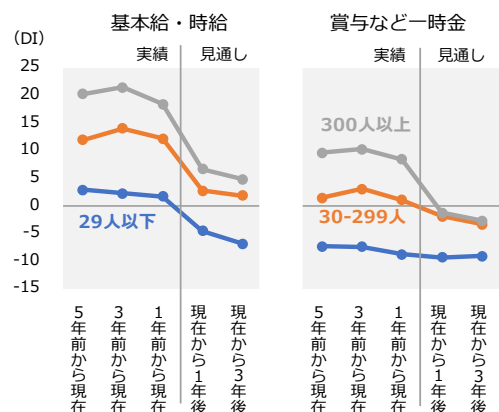
注：労働需給ギャップは三菱総合研究所推計。  
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 春闘賃上げ状況



注：2018年は5月8日時点の集計。他の年は6月末時点の最終集計結果。  
出所：連合「2018春季生活闘争」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 勤め先企業の賃上げ状況



注：DIは、増加の回答率-減少の回答率より計算。サンプル5,000人のうち、就業者3,118人を抽出して集計。  
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(18年4月実施)

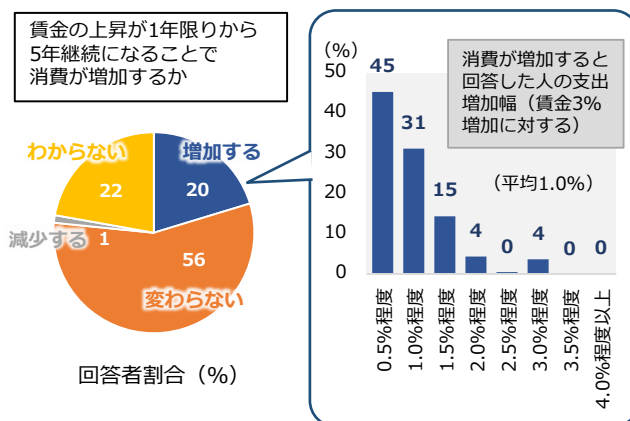
## 継続的な賃上げが消費押上げのカギに

所得環境は緩やかな改善を続けているが、上述のとおり、先行きに対して慎重な見方が多く、これが雇用・所得の改善ペースに比べて消費が盛り上がり欠ける一因にもなっている。

上記の mif アンケートによると、毎月 3% の収入増加が 1 年限りの場合と比べ、5 年継続した場合に、2 割の人が消費を増加させると回答している（図表 2-20）。消費を増加させる人の消費額の増加幅は、(3% の収入増加に対して) 平均で 1% となった。1 年あたりの所得の増加幅が同じであっても、それがより長期にわたって継続されるとの期待が高まれば、足もとの消費を押し上げる効果が見込まれる。

18 年度の春闘賃上げ率 (2.09%) が中小企業も含めて全体に波及した場合、名目雇用者報酬は 5.8 兆円増加する。税や社会保険料負担などを除いた可処分所得ベースでは 4.3 兆円の増加。過去の限界的な消費性向をもとに、消費の増加分を推計すると、名目消費支出は 1.8 兆円の増加となる。結果として、実質 GDP を +1.1 兆円 (GDP 比 +0.2%) 押し上げるとみられる<sup>5</sup>。

図表 2-20 賃金上昇継続時の消費の変化

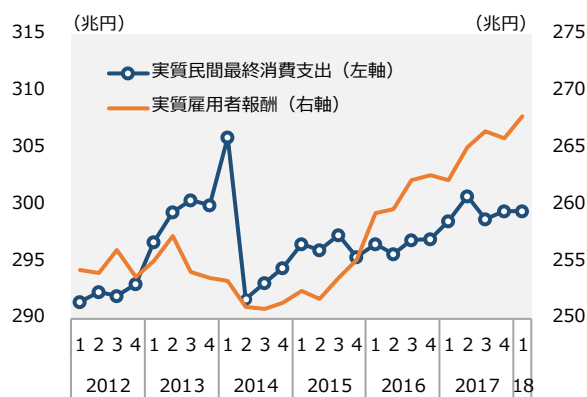


## (6) 消費の動向

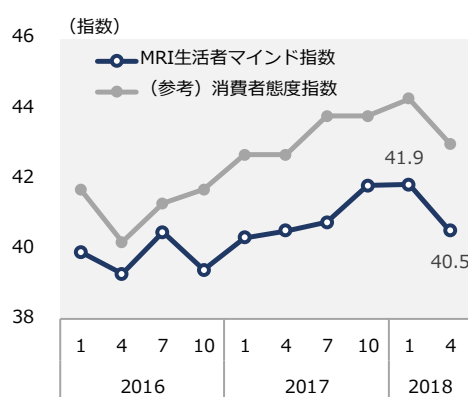
### 消費は改善一服、生活必需品の物価上昇や株価下落がマインドの下押し要因に

18 年 1-3 月期の実質民間最終消費支出は、生活必需品価格の上昇や天候不順などが重石となったとみられ、季調済前期比 0.0% と前期から横ばいにとどまった（図表 2-21）。消費者マインドは、改善に一服感がみられる。前出の mif アンケートを用いて、消費支出に対する姿勢の変化を指数化した MRI 生活者マインド指数は、18 年 4 月に 40.5 となり、前回 (18 年 1 月、41.9) から低下した（図表 2-22）。所得・雇用環境は引き続き改善しているものの、生鮮食品やエネルギーの価格上昇や、2 月以降に下落した株価がマインドの下押し要因となった可能性がある。

図表 2-21 消費支出と雇用者報酬



図表 2-22 MRI 生活者マインド指数



## 19 年度にかけて消費は緩やかな回復傾向を維持

先行きの消費は、19 年度までを見通せば、労働需給逼迫を背景とした賃金の緩やかな上昇、消費マインドの改善などを背景として、全体として消費は緩やかなペースで回復していくとみる。

18 年度の実質民間最終消費支出は、前年比 +0.7% を見込む。19 年度は、2020 年の東京五輪に向けた特需が徐々に顕現化してくるものの、19 年 10 月の消費税率引上げに伴い 19 年度後半に実質所得の低下が

<sup>5</sup> 2.1% の賃上げには、定期昇給分 (約 1.9%) が含まれているが、定昇分も含めたトータルの経済効果として算出。

予想されることから、同+0.5%と伸び鈍化を予測する。

前述の通り、春闘賃上げ率は3%には届かないまでも、5年連続で2%程度となっており、徐々に消費に回す動きが出てくる可能性がある。追加的に所得が増えた場合に、支出を増やす品目についても併せて調査を実施したところ、「家電や自動車など耐久財の買い替え（25%）」のほか、普段利用している商品・サービスの質を上げる、利用頻度を高める、などの回答が上位を占めた。一方で、「これまで欲しかったサービスを新たに利用する（5%）」は低位にとどまり、月額の利用料がかかるものなど固定費の増加につながる消費には慎重な姿勢がみられた（図表 2-23）。

### 雇用・所得環境の改善と社会保障の安定化が重要

先行きの消費環境をめぐるリスク要素として、短期的には金融市場の不安定化が挙げられる。総論（P.2-5）で述べたようなリスクシナリオが顕在化した場合には、米国株安や円高を通じた日本の株価への影響は避けられない。仮に日経平均株価が▲10%下落した場合、消費は▲0.3%p程度下振れる。

さらに、中長期的に家計の前向きな消費スタンスを引き出すために必要となる環境変化については、最も回答が多かったのが、「賃金の上昇（51%）」である。次いで、「社会保障制度の安定（31%）」、「税・社会保険料負担の軽減（29%）」が重要とする回答も多く、税・社会保険料負担の増加にもかかわらず、社会保障制度の安定が確保されないことが消費の重石となっている様子が浮かび上がる（図表 2-24）。

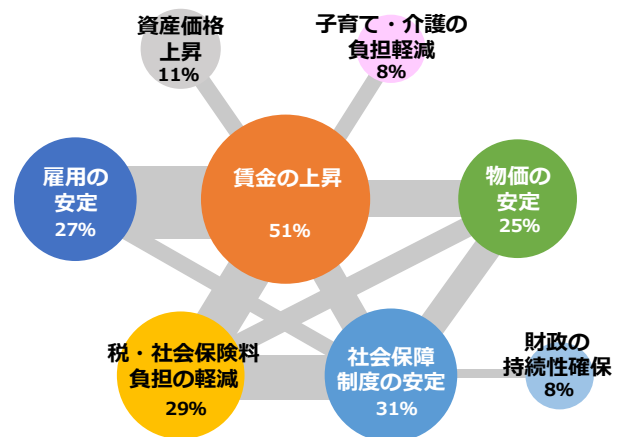
図表 2-23 追加所得で増やしたい支出

項目	回答者割合
普段利用している耐久財を買い換える (例;自動車や冷蔵庫、洗濯機を買い替える)	25%
普段利用している商品・サービスの質を上げる (例;値段が高くて品質のよい食材を購入する)	22%
これまで欲しかった商品を新たに利用する (例;高性能な家電を購入する)	16%
たまたま利用している商品・サービスの質を上げる (例;旅行先を国内から海外に変更する)	15%
たまたま利用している商品・サービスの利用回数を増やす (例;飲み会や外食の回数を増やす)	14%
借金の返済を増やす (例;住宅ローンや奨学金の月々の返済額を増やす)	11%
これまで欲しかったサービスを新たに利用する (例;スポーツジムに入会する)	5%
自己啓発に関する商品・サービスの利用を増やす (例;資格取得に向けた学校・通信講座の受講、書籍の購入)	4%
高級な商品・サービスを利用する (例;高級ブランドの衣服や靴、時計、エステなどを購入する)	3%

注：世帯の所得が追加的に増えた場合に増やしたい支出として最もあてはまるものを2つ選択。

出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査（18年4月実施、回答者5,000人）

図表 2-24 前向きな消費に必要な要素の組合せ



注：今後、消費に前向きになるために重要な環境を2つ選択。バブルサイズおよび数字%は、回答者の割合を示す。項目をつなぐ線の太さは、共に重要と回答した人の割合を示す。  
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査（18年4月実施、回答者5,000人）

### (7) 物価の動向

#### 物価の基調は依然として弱い

18年1-3月期の消費者物価指数は、生鮮食品除く総合が前年比+0.9%と5四半期連続で上昇。エネルギー価格が上昇（前年比+6.4%）した影響が大きく、その他の財やサービス価格は横ばい圏内で推移した（図表 2-25）。生鮮食品・エネルギー除く総合は同+0.3%となった。企業や家計の予想物価上昇率は依然として低位で推移しているが、一部の指標では伸びが緩やかに拡大する動きもみられる（図表 2-26）。

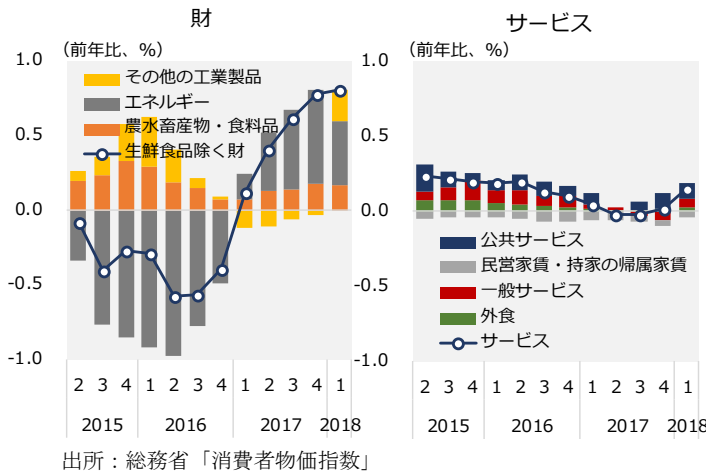
#### 内生的な物価上昇圧力の強まりなどから、物価は1%台半ばまで緩やかに上昇へ

物価の先行きはどうか。輸入物価上昇による押し上げ効果は19年度にかけて剥落していくと予想されるものの、内生的な物価上昇圧力は強まる見込み。マクロの需給ギャップ（当社推計）は、17年度に+0.4%とプラスに転じており、18年度、19年度も需給ギャップは+1%弱での推移が予想されることから、継続的な物価の押し上げ要因となろう。労働需給の逼迫などによる賃金の上昇も物価上昇への追い風となろう。

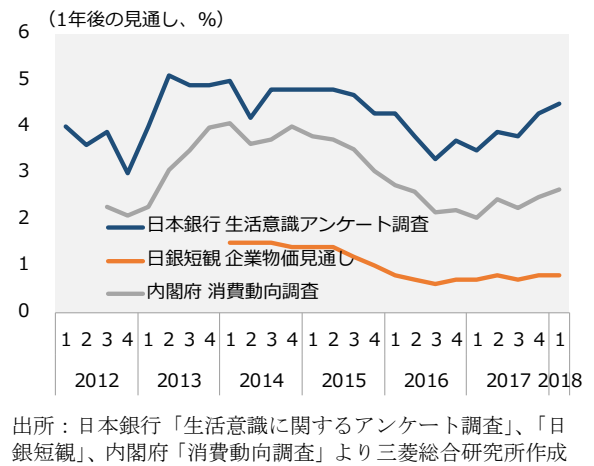
物価見通しの前提となる為替は、18年度は米国の利上げが先行することから年度末にかけて115円程度まで円安が進行、19年度は日本でも金融政策の出口が市場で意識され始めることから横ばい圏内で推移すると想定。原油価格（WTI）は、19年度末にかけて65ドル程度に落ち着くと見込む。

これらを踏まえると、生鮮食品除く総合（コアCPI）は、18年度後半には前年比+1%台半ばまで上昇するとみられるが、19年度は、エネルギー価格の押し上げ要因の剥落と内生的な物価上昇圧力の強まりがせめぎあう形で、1%台半ばでの推移を見込む。18年度は前年比+1.3%、19年度は同+1.4%（消費税の影響を含めると同+1.9%）と予測する。

図表 2-25 消費者物価



図表 2-26 予想物価上昇率



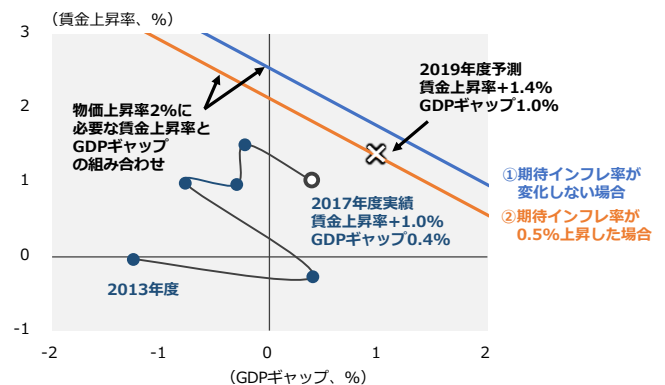
### 物価 2%目標達成には、期待インフレの上昇が必要

上記のとおり、19年度でも消費税の影響を除けば、物価上昇率は1%台半ばにとどまり、日銀が目標とする2%の達成は、20年度以降になるだろう。

2%の達成に必要な経済環境の組み合わせ（賃金、GDPギャップ、期待インフレ率）を試算すると、賃金上昇率が1%台半ばまで上昇し、GDPギャップが当社の予測に沿って19年度にかけて+1.0%まで高まった場合でも、期待インフレ率に変化がなければ物価上昇率は2%に達しない（図表 2-27、×印）。仮に期待インフレ率が現状より0.5%上昇すれば、上記の条件でも物価2%の達成が可能になる。物価目標の達成には、持続的な賃金上昇に加え、期待インフレ率が安定的に高まる必要があり、実現に向けたハードルは高い。

日銀の金融政策については、現在の枠組み継続を前提としているが、国債の需給など金融市場の状況をにらみつつ、19、20年頃には長期金利の操作方針に若干の変更を加えてくる可能性は十分に考えられる。事実、国債の購入ペースは既に50兆円/年程度にまで縮小している。

図表 2-27 物価上昇率 2%に必要な賃金上昇率・GDPギャップの組み合わせ





## (8) まとめ

### 景気回復の動きは足もとで一服も、4-6 月期以降は緩やかな回復軌道に復する

18 年 1-3 月期の実質 GDP は、季調済前期比▲0.2%（年率▲0.6%）と 9 四半期ぶりのマイナス成長となった。輸出の伸びが鈍化するなか、消費や設備投資を中心とする内需も横ばい圏内にとどまっており、景気回復の動きに足もとで一服感がみられる。

先行きは、輸出・生産は半導体関連財を中心に伸び鈍化が予想されるものの、雇用・所得環境の改善による内需の前向きな循環が回り始めていることから、18 年 4-6 月期以降は緩やかな回復軌道に復するとみている。

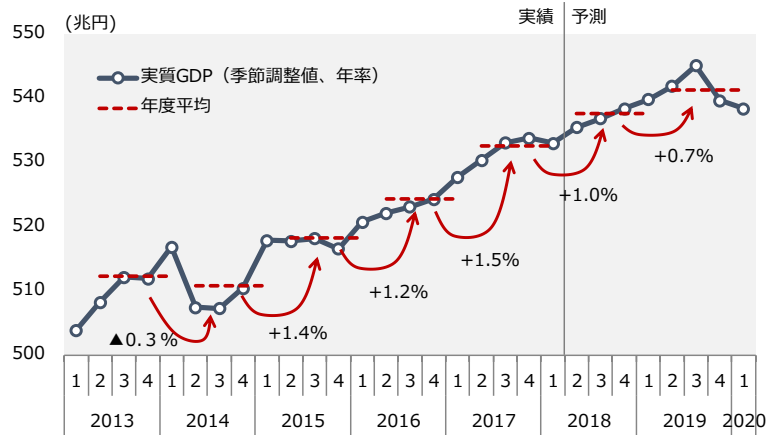
18 年度は+1.0%と潜在成長率並みの成長を見込む。19 年度も緩やかな景気拡大持続を予想するが、消費税率引上げ（19 年 10 月）の影響から+0.7%と若干の減速となろう（図表 2-28）。前回見通し（3 月 8 日）から 18 年度は▲0.1%p の下方修正、19 年度は変更なし。

なお、19 年 10 月には消費税率の引上げ（8%→10%）が予定されており、消費や住宅を中心に駆け込みと反動減が予想される。住宅投資が 19 年 4-6 月期にはピークアウトするほか、物価上昇による実質所得の低下が重石となることから、19 年度の実質 GDP は▲0.2%p 程度押し下げられるとみている。

また、東京五輪の効果として、既に現れているスタジアム建設などの投資需要は、主に 19 年度まで継続すると想定（本予測に織り込み済み）。一方、消費面では、19 年度から一部の耐久消費財などで表面化するが、主な五輪関連消費は 20 年度に現れると想定している。

ただし、総論（P.2-5）で挙げた 3 つの世界経済リスク（①金融市場のリスク回避姿勢の強まり、②米中経済の同時失速、③世界的な投資活動の低迷）が顕在化すれば、輸出・生産の下振れや株価の下落などを通じて、日本経済の緩やかな景気回復シナリオにも負の影響が及ぶであろう。

図表 2-28 実質 GDP の見通し



出所：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

### 3. 米国経済

#### 18年1-3月期は緩やかな拡大が継続

18年1-3月期（速報値）の実質GDP成長率（前期比年率）は+2.3%と前期（同+2.9%）から伸びが低下したものの、米国経済は緩やかな拡大を維持。ただし、先行きは米国発の保護主義化やその影響を受ける金融市場の動向、さらにはそれらを踏まえた金融政策運営に左右される可能性が高い。

#### 米国は保護主義化の姿勢を強める

トランプ政権は、保護主義化の姿勢を強めている。①国家の安全保障上の脅威を理由に、EUなど一部適用除外国を除き、鉄鋼とアルミの関税率をそれぞれ25%と10%へ引き上げたほか、②知的財産権侵害を理由に中国に対する500億ドルの制裁関税措置を発表。②に対して中国が報復関税を実施した場合には、③中国に対して1,000億ドルの追加関税検討も表明している。

米中双方の関税引上げによる米国経済への影響を、GTAPモデルで試算した（図表3-2）。米国による鉄鋼・アルミの関税率引上げとそれに対する中国の報復措置（シナリオ①）では、米国経済に与える影響は小さい。一方で、米国が中国に対して通商法301条にもとづく制裁を行い、中国もそれに対して対抗措置を講じた場合（シナリオ②）、輸出入ともに大きく減少するため、GDPへの影響は▲0.1%程度であるが、産業別にみると影響は大きい。航空機などの輸送機器、農林水産物、自動車産業などでは生産の大幅な減少が予想される。

貿易経路以外にも金融市場を通じた波及もある。米国株価は依然として割高感が強いなかで、保護主義化による企業収益悪化への懸念が加わり、不安定な状況が続いている。株価の下落は、逆資産効果やマインド悪化を通じた消費の抑制につながりかねない。

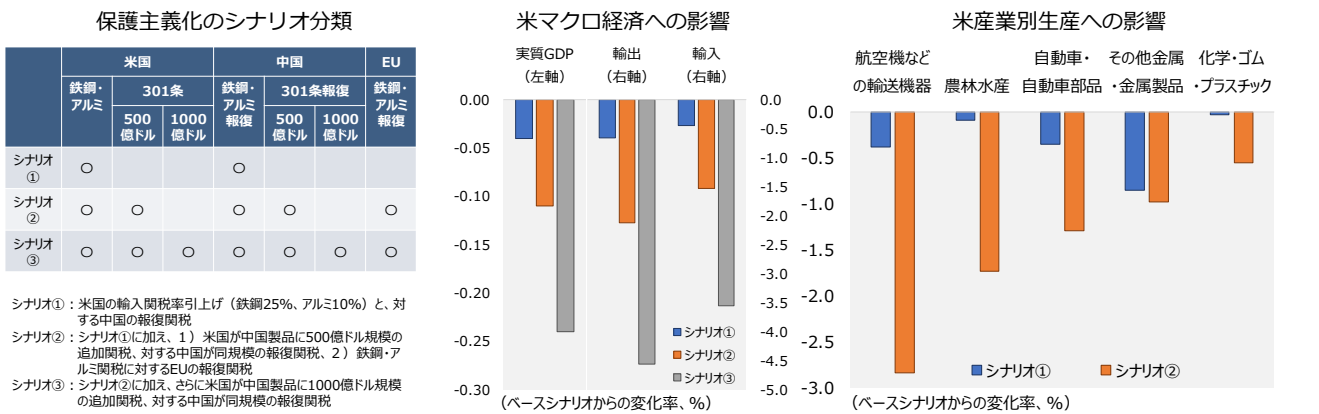
一方、NAFTA再交渉は妥結の可能性が高まっている。米国がこれまで要求していた自動車の原産地規則（自動車や同部品に関税をかけない条件として、一定割合以上の域内産の部材を使用すべきとの条項）の強化に関して、態度を軟化させたためである。米国自動車調査センターの試算によれば、仮に域内調達比率の75%への引上げで合意し、それに伴う米国の自動車生産コスト上昇分が全て消費者に転嫁された場合、米国の自動車販売が最大で年15万台（17年新車販売台数比で約1%）減少する。

図表 3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2016	2017	2018	2019
実質GDP	1.5	2.3	2.5	2.1
個人消費	2.7	2.8	2.5	2.3
設備投資	▲0.6	4.7	4.6	1.4
住宅投資	5.5	1.8	2.0	2.0
在庫投資寄与度	▲0.4	▲0.1	▲0.0	0.0
政府支出	0.8	0.1	1.1	1.7
純輸出寄与度	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.0
輸出等	▲0.3	3.4	3.4	2.7
輸入等<控除>	1.3	4.0	3.5	2.3
FFレート誘導水準(年末)	0.5-0.75	1.25-1.5	2.0-2.25	2.75-3
失業率	4.9	4.3	4.1	4.1

出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB。  
予測は三菱総合研究所

図表 3-2 米国の関税引上げと他国の対抗措置による米国経済への影響



出所：三菱総合研究所作成

出所：UN Comtrade、Peterson Institute、Farm Bureau の各種統計より三菱総合研究所試算

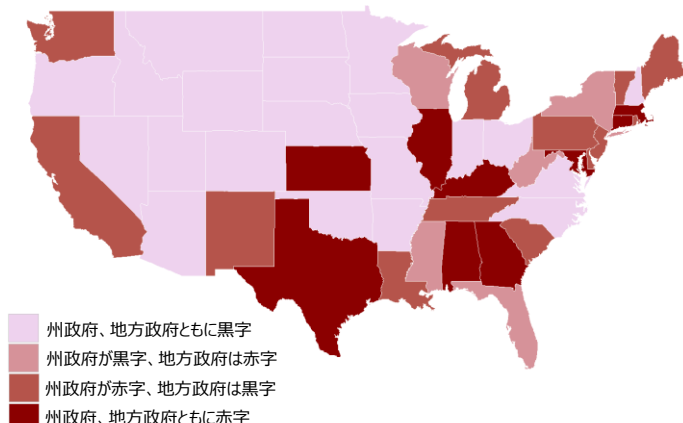
#### インフラ投資の法案成立には時間、投資規模も計画対比で縮小を予想

通商政策以外では、インフラ投資計画が注目される。2月公表の計画案によれば、総額1.5兆ドルのうち0.2兆ドルを連邦政府予算から、1.3兆ドルを州・地方政府（独自の課税権を持つ郡および市町村）の予算、および民間資金から捻出する予定である。しかし、財政的余裕が小さい州・地方政府も多く（図表3-3）、また、公共事業の収益率は民間資金を呼び込めるほど高くないため、当初の規模での成立は難しいと予想。また、トランプ氏は同計画の議会審議に際して、超党派の協力を呼びかけているが、民主党からは不十分な政府支出などに批判が出ており、法案成立には時間がかかるとみられる。

18年11月に予定されている中間選挙では、下院の全議席、上院の3分の1の議席が改選される。ト

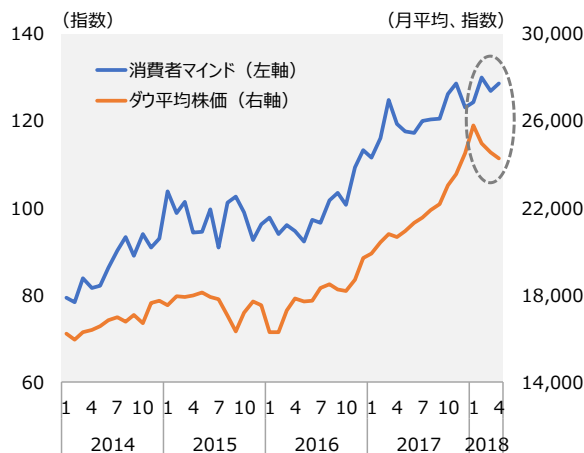
ランプ大統領支持者が多い「ラストベルト」に位置するペンシルベニア州の下院補欠選挙（18年3月）では、民主党が僅差で共和党に勝利した。上院では、民主党が過半数を獲得する見通しが強まっている。

図表 3-3 州政府・地方政府の財政状況（2015年）



注：地方政府は各州で収入・支出を合算したものを使用。  
 出所：米国国勢調査局より三菱総合研究所作成

図表 3-4 株価と消費者マインド



出所：コンファレンス・ボード、ダウジョーンズ

### 株価は上昇一服も、消費者マインドは高水準維持

消費は拡大基調を維持している。背景には、17年末に成立した税制改革法案による押し上げ効果がある。米国株価の上昇は一服したものの、消費者マインドは依然として高水準にある（図表 3-4）。

雇用・所得環境は良好さを維持。18年4月の失業率は3.9%となり、17年4カ月ぶりに（2000年12月以来）4%を下回った。人手不足感の高まりにより、伸び悩んでいた賃金が上昇しつつある。

消費の先行きは、良好な雇用・所得環境を背景に、緩やかな拡大を見込む。ただし先述のように、株価下落による逆資産効果の発生やマインドの悪化には注意が必要だ。

### 企業活動は堅調も、今後は通商政策の保護主義化が重石になりうる

企業活動は、堅調な内需や海外経済の持ち直しに伴う輸出増加を背景に、堅調を維持している。法人税減税の実現やインフラ投資への期待などを背景に、企業の景況感は、幅広い業種において高い水準で推移。投資活動は、回復基調を維持。設備投資の先行指標である資本財新規受注は、四半期ベースで見ると、金融危機直前の水準と同程度まで高まっている。背景には、生産の拡大や法人税減税がある。

今後も、法人税減税による内需の拡大などが追い風となり、堅調な企業活動が続くと予想する。ただし、通商政策の保護主義化が企業活動の重石になるとみられる。輸入コストの増大や中国向け輸出の減少などが企業収益の下振れ要因となるほか、金融市場の不安定化も企業マインドを悪化させる。

### FRBによる緩やかな利上げ継続を予想

18年3月開催のFOMCは、FF金利の誘導目標値を1.50~1.75%に引き上げた。実体経済の堅調に加え、税制改革による成長加速も予想されることが、約3ヶ月ぶりの利上げを後押ししたとみられる。

年初来、賃金上昇圧力が高まっており、19年にかけて物価は2%台半ばでの推移が見込まれることから、18年内にあと2回（0.25%bpずつ）、19年中に3回（同）の利上げ継続を予想する。ただし、①さらなる保護主義化による物価上昇や金融市場が不安定化した場合や、②インフラ投資などの拡張的財政政策に伴い、長期金利が上昇した場合には、利上げペースを見直す可能性もある。

### 18年は2.5%、19年は2%程度の成長率を予想

米国経済は堅調な消費を主因に、緩やかな拡大が続くと見込む。実質GDP成長率は、17年12月成立の税制改革による押し上げ効果が予想されるも、18年1-3月期の実績値が想定よりも弱かったことから、18年は同+2.5%と下方修正する（前回同+2.6%）。19年は、18年の税制改革による成長押し上げ効果の一巡や金利上昇の影響波及などから、同+2.1%と予測する（変更なし）。

下振れリスクは、第1に、米国の保護主義化に伴う影響である。世界各国による輸入関税の引き上げは物価上昇を通じた直接的な消費活動・企業活動の抑制要因になり得るうえに、金融市場の不安定化を通じた企業収益の悪化や逆資産効果の発生につながりかねない。第2に、長期金利の動向である。インフラ投資に伴う財政赤字拡大の懸念が、長期金利を上昇させれば、耐久財消費や住宅投資を抑制し得る。金利上昇がドル高の進行につながれば、輸出が下押しされ、企業マインドが悪化しかねない。

## 4. ユーロ圏経済

### 消費の回復を主因に緩やかな回復傾向を維持

ユーロ圏経済は、緩やかな回復が続いている。消費や設備投資、輸出など幅広い項目で改善傾向が継続した。

### 消費は底堅い、雇用・所得環境も改善が継続

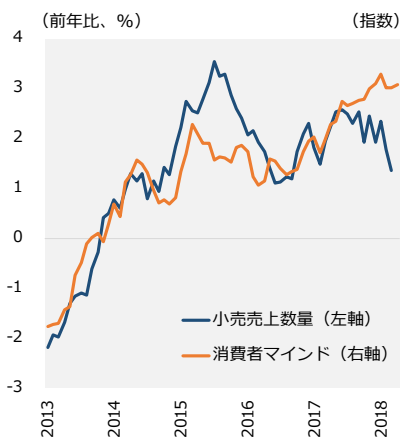
ユーロ圏の消費は、回復基調が持続している。①雇用・所得環境の改善や、②消費者マインドの高水準での推移を背景に、小売売上数量は前年比+1%台半ばで底堅く推移（図表 4-2）。雇用者数の増加が続いており、先行きも消費の回復基調は維持すると見込む。ただし、欧州中央銀行（ECB）によれば、失業率の改善は続くが、18年以降は雇用者数の増加ペースが弱まる見込みだ（図表 4-3）。1人当たり雇用者報酬の伸びが高まらなければ総雇用者報酬の増加ペースが低下し、消費の伸びが鈍化することも考えられる。

図表 4-1 ユーロ圏経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2016	2017	2018	2019
ユーロ圏	1.8	2.4	2.2	1.9
ドイツ	1.9	2.2	2.1	1.9
フランス	1.2	1.8	1.8	1.7

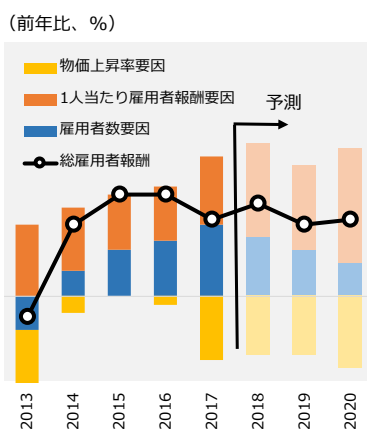
出所：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 消費動向



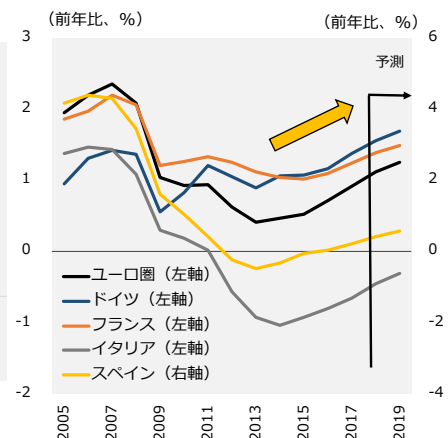
注：小売売上数量は後方3ヶ月移動平均。  
出所：Eurostat

図表 4-3 総雇用者報酬



注：予測は ECB。  
出所：ECB

図表 4-4 企業の期待成長率



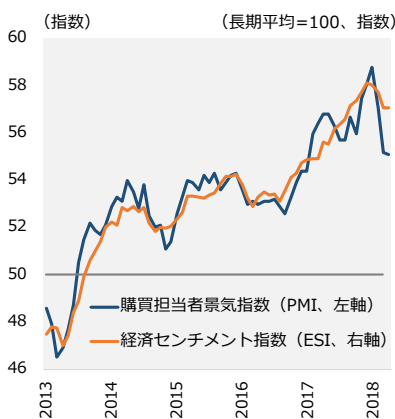
注：資本ストック循環図より推計。  
出所：欧州委員会

### 企業の生産活動は改善継続も、企業マインドはやや悪化

ユーロ圏の企業活動は、改善基調を維持している。設備稼働率が高まるなか、設備投資（総固定資本形成）は増加基調を維持。資本ストック循環図から算出される企業の期待成長率も、持ち直しの動きがみられる（図表 4.4）。金融危機前の水準に比べれば依然として低いが、17年は同+0.9%まで改善した。ただし、18年初以降、企業マインドが高水準ながらもやや悪化したほか（図表 4-5）、製造業生産の伸びも鈍化している。先行きの企業活動は、18年前半にかけて改善ペースが鈍る可能性がある。

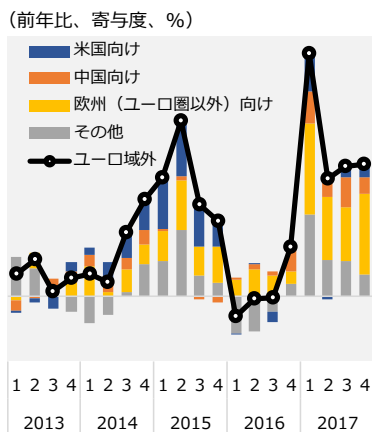
輸出も増加基調を維持している。中国を中心とするアジアや欧州向けの輸出増を背景に、財輸出は増加基調が継続（図表 4-6）。海外経済の堅調が続く中、先行きも輸出の増加基調が続くと予想する。ただし、輸出の先行指標とされるドイツの海外受注は18年以降、増加ペースが鈍化しており、先行きの輸出は、18年前半にかけて増加ペースが鈍る可能性がある。

図表 4-5 企業マインド



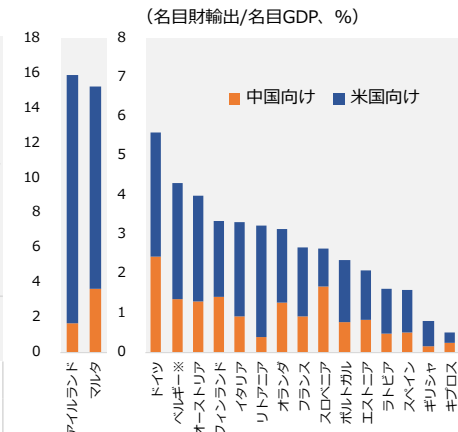
出所：Eurostat, Bloomberg

図表 4-6 仕向地別の財輸出



注：名目財輸出。出所：Eurostat

図表 4-7 対米・対中輸出



注：2016年。ベルギーにルクセンブルクを含む。  
出所：IMF, RIETI-TID

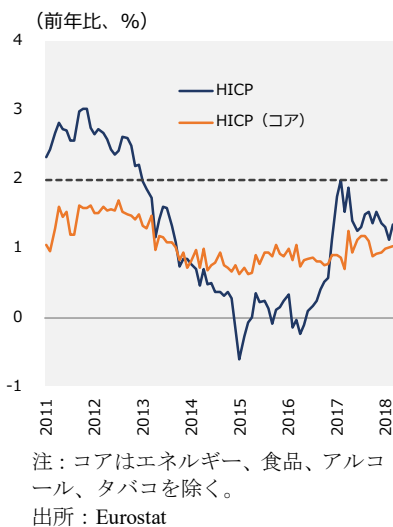
先行きのユーロ圏経済に関しては、2つの懸念がある。第1に、米国の保護主義化に端を発する米国・中国経済の失速がある。米国による鉄鋼・アルミへの関税導入（米通商法 232 条）の影響は小さいとみられるが、米国の中国製品への関税引き上げ（米通商法 301 条）や中国の報復関税が実施されて米国・中国経済が減速した場合、米国・中国向け輸出が下押しされかねない。17 年後半の輸出増加のうち、約 3 分の 1 は米国・中国向け輸出の増加による。また、ドイツやイタリアなど経済規模が大きな国でも、対米・対中の輸出依存度が高い（図表 4-7）。第2に、ユーロ高の影響である。欧州中央銀行（ECB）の金融政策の正常化の観測が高まり、ユーロ高が一段と進行した場合、輸出の下押し要因となるだろう。

### 物価上昇率は前年比+1%台半ばで推移、ECB による金融緩和縮小は緩やかに進められると予想

ユーロ圏の物価上昇率は、ECB が目標とする前年比 2%弱を下回る水準で推移している（図表 4-8）。フィリップス曲線を推計し、物価上昇率が 2%に達するための GDP ギャップと期待インフレ率を試算すると、GDP ギャップが欧州委員会の見通しに沿って 20 年に 0.2~0.6%まで改善した場合、期待インフレ率は安定的に 2%程度まで高まる必要がある（図表 4-9）<sup>6</sup>。一段とユーロ高が進めば、輸入物価の下落が物価上昇率の下押し要因となり、2~3 年以内に物価上昇率が同+2%弱まで高まる可能性は更に低くなる。先行きも、物価上昇率は当面、同+1%台半ばでの推移が続くだろう。

3 月開催の ECB 政策理事会は、声明文から「必要ならば更なる資産買入れを実施する用意がある」との一文を削除した。金融政策の正常化に向けた地ならしを始めた可能性がある。一方、ECB スタッフの物価見通しは、下方修正される傾向が続いている（図表 4-10）。①ユーロ圏域内における各国の経済状況のバラつきや、②南欧諸国の不良債権処理なども考慮され、金融政策の正常化は慎重に行われる可能性が高い。19 年内には資産購入を終了させ、20 年内には利上げを開始すると予想する。

図表 4-8 消費者物価上昇率

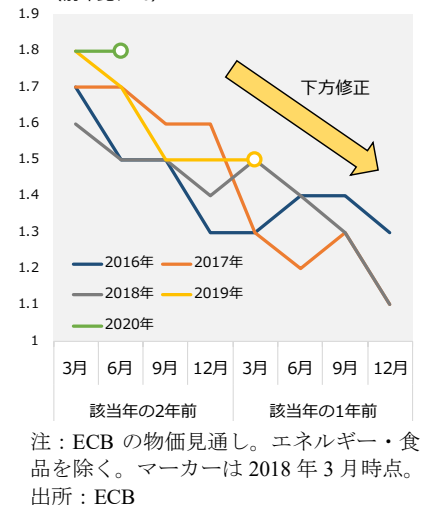


図表 4-9 物価 2%達成に向けた期待インフレ率と GDP ギャップの組み合わせ

		(物価上昇率、前年比、%)					
		1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
(期待インフレ率、%)	2.2	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
	2.1	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2
	2.0	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1
	1.9	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
	1.8	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
	1.7	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
		(GDP ギャップ、%)					
		-0.4	0.2	0.8	1.4	2.0	2.6

注：推計方法は脚注 6 を参照。赤色枠内は 2018 年 1-3 月期。黄色部分は物価上昇率 2%弱に達することを示す。  
出所：Eurostat、欧州委員会、ECB

図表 4-10 ECB の物価見通し



### ユーロ圏は 18 年以降も緩やかな回復が続くと予想

ユーロ圏経済は、消費や設備投資の堅調を背景に、緩やかな回復が続くと予想する。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、18 年を前年比+2.2%、19 年を+1.9%（ともに変更なし）と予測する。

リスク要因は、第1に、米国・中国が関税を引き上げ、米国・中国経済が同時失速すれば、輸出が抑制される。第2に、ECB が出口政策を模索する過程で、ユーロ高が一段と進み、輸出が下押しされる可能性がある。長期金利が上昇すれば、企業活動が抑制される。イタリアなど銀行の不良債権問題を抱える国では、金融システム不安が高まりうる。第3に、英国の EU 離脱交渉に伴い、通商政策の不確実性が上昇すれば、投資が抑制される。離脱協定が最終合意されず、移行期間が設定されない場合、英国の無秩序離脱の可能性が高まる。また、英・EU の FTA の準備協議が進展せず、10 月に予定される EU 離脱後の通商協定の「政治宣言」が内容に乏しければ、通商協定に関する不確実性が高まる。第4に、イタリア新政権の政策の不確実性が高まった場合、イタリアを中心にユーロ圏経済の下押し要因となる。連立合意の調整を進める五つ星運動と同盟は、主な支持基盤が所得が低い南部と所得が高い北部で異なるほか、EU のルールに反する拡張財政を主張しており、先行きの政策運営には不透明感が強い。

<sup>6</sup> 物価上昇率（HICP、総合ベース）を 2 年先の期待インフレ率、物価上昇率（1 期前）、GDP ギャップ、輸入物価上昇率に回帰したパラメータを用いて試算。図表 4-9 では輸入物価上昇率は変化しないと仮定して試算している。

## 5. 新興国経済

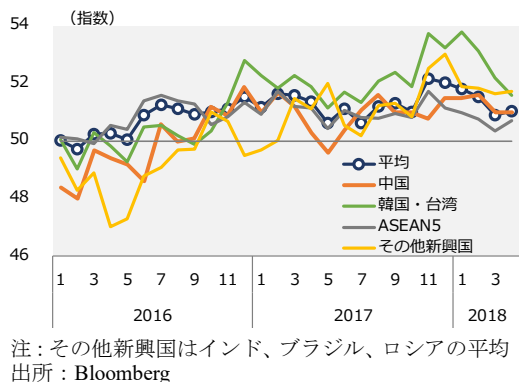
### (1) 概観

#### 18年入り後に新興国の景況感が悪化

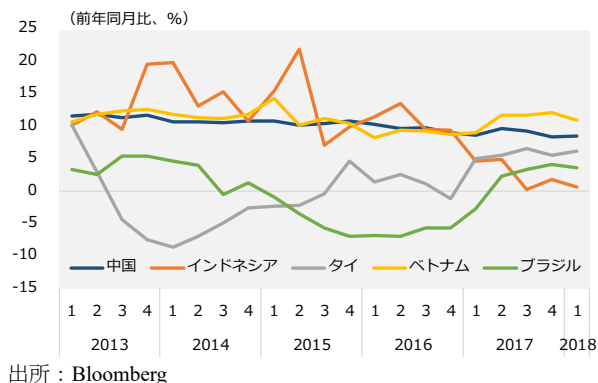
新興国経済は、17年内は好調を維持してきたが、18年入り後に製造業購買担当者指数（PMI）が低下に転じた。韓国や台湾のPMIが低下したことに加え、ASEAN5などでは景気拡大／後退の境目となる50に近づきつつある（図表5-1）。これまで景況感を押し上げていた輸出伸び鈍化が背景にある。

内需も緩やかに減速している。小売の伸びは、ベトナムが堅調を維持しているものの、中国、ブラジルは伸びが緩やかに減速（図表5-2）。インドネシアは16年以降伸びの減速が続いている。

図表 5-1 新興国の製造業 PMI



図表 5-2 新興国の小売売上指数



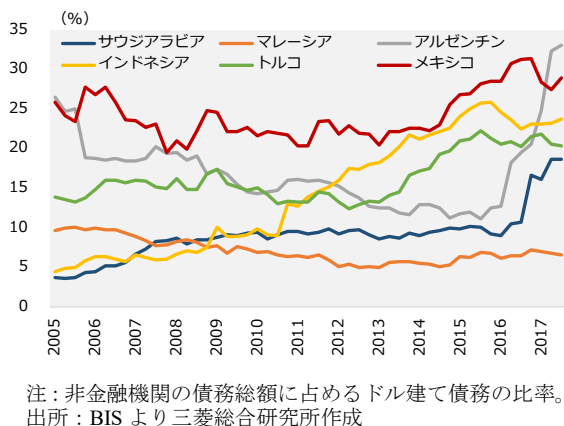
#### ファンダメンタルズが弱い国でドル建て債務が拡大

新興国の債務は、特に経済の基礎体力（ファンダメンタルズ）が弱い国を中心に、ドル建て債務比率が上昇している。アルゼンチンやメキシコなどの中南米諸国や、インドネシアでドル建て債務比率の上昇が顕著になっている（図表5-3）。こうした国々では、現地通貨建て債券に対する需要が少なく、ドル建てによる資金調達に依存せざるを得ない状況となっている。今後、米国の長期金利上昇が続けば、自国のドル建て資金の調達コストが上昇し、ドル高による債務負担の増大が各国経済活動の重石となる。

#### 先行きは19年にかけて緩やかに減速

新興国経済は、19年にかけて緩やかな減速を見込む。中国経済は、18年の減税効果が景気を下支える一方、保護主義的な動きに伴う輸出の減速や、金融引き締め効果によって成長が緩やかに減速すると見込む。19年は18年に実施した減税効果の剥落も予想される（詳細は中国経済 P.23 参照）。中国以外の新興国経済は、18年は緩やかな減速にとどまるも、19年は米中経済の成長鈍化により減速がさらに強まると予想する。ただし、急激な減速は回避される見込み。

図表 5-3 各国のドル建て債務比率



図表 5-4 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	予測			
	2016	2017	2018	2019
中国	6.7	6.9	6.6	6.3
ASEAN5	4.9	5.3	5.3	5.2
インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.2
マレーシア	4.2	5.9	5.3	5.0
フィリピン	6.9	6.7	6.5	6.4
タイ	3.3	3.9	3.8	3.6
ベトナム	6.2	6.8	6.7	6.8
香港	2.2	3.8	3.6	3.6
韓国	2.9	3.1	3.2	2.9
シンガポール	2.4	3.6	2.9	2.4
台湾	1.4	2.9	2.5	2.3
インド(年度)	7.1	6.7	7.5	7.3
ブラジル	▲ 3.5	1.0	1.7	2.2

注：シャドー部分は予測値。  
出所：実績はIMF等、予測は三菱総合研究所

## (2) 中国経済

### 中国経済は底堅く推移

中国経済は堅調に推移している。18年1-3月期の実質GDPは、前年比+6.8%と引き続き高い成長率を維持（図表5-5）。産業別にみると、第2次産業の実質GDPは前年比+6.3%と成長をけん引した一方、これまで堅調に拡大していた第3次産業が、同+7.5%と若干減速した。

### 消費、投資は堅調

消費や投資も堅調な推移が続く。小売指数は17年7-9月期以降、前年比+8.5%前後で横ばいとなっている（前掲図表5-2）。投資は18年に入り固定資本投資の伸びが上昇に転じた。17年末までの内訳をみると、民間企業の寄与度が徐々に薄まっており、国有企業による寄与の割合が大きくなっている（図表5-6）。金融リスク低減を目的とする当局の金融規制強化が、民間企業投資に影響を及ぼしている可能性もある。業種内訳では第3次産業で特に投資が拡大しており、今後の動向が注目される。

### 米国の追加関税に対し報復の構え

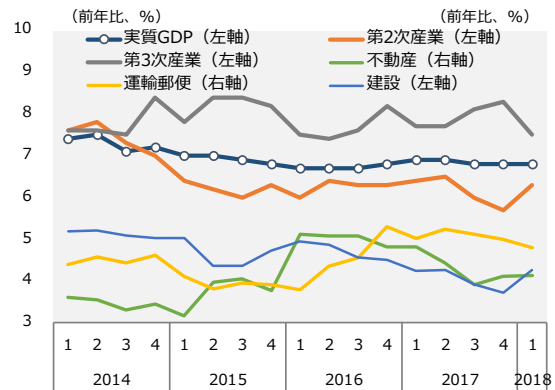
総論（P.2-5）で記載した通り、米国は中国に対し、①鉄鋼・アルミへの関税引上げを実施したほか、②知的財産権侵害の制裁として500億ドル規模の追加関税措置および関税引上げ対象リストを公表した。さらに、中国が②への報復関税を課した場合、③1,000億ドルの追加関税措置を検討する方針を表明した。

まず、①はWTOでも問題となっていた中国の過剰生産設備問題に起因するものであり、米国はすでに中国からの輸入に対しては反ダンピング（不当廉売）関税を課していたが、第三国を迂回した輸入には効果が限られるため、幅広い国からの輸入制限を探っていた。また、②で対象となった製品リストは「中国製造2025」の主力産業と重なるとされ、中国経済の今後の成長を狙い撃ちした関税措置となっている（図表5-7）。

米国の一連の措置に対して、中国は①鉄鋼・アルミの関税引上げに対する報復関税の実施や、②500億ドル規模の追加関税措置を発表した。中国は報復関税措置に加え、付加価値税に相当する「増値税」の減税などを通じて、国内産業への影響の緩和を図っている。国務院によれば、18年5月から製造業では17%から16%に、輸送、建設、通信サービスでは11%から10%に増値税を引き下げるとしている

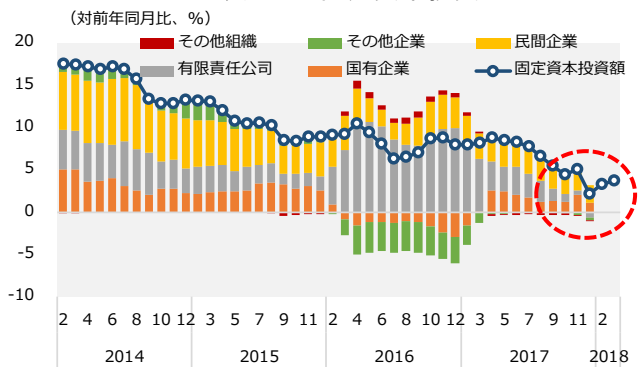
（中国全体で2,400億元（約360億ドル）の減税効果を想定）。これは李克強首相が18年3月に発表した8,000億元規模の減税計画の一環であり、米国による制裁関税措置の規模には届かないものの、一定の規模となっている。減税には、増値税引下げに加えて、研究開発税額控除の拡大や固定資産の加速償却などが含まれる。

図表5-5 国内総生産（実質GDP）



出所：中国国家統計局

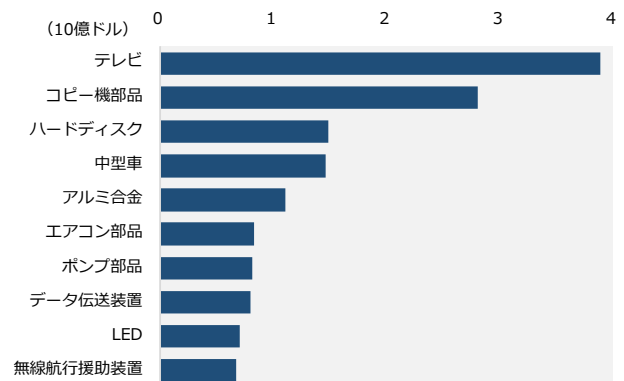
図表5-6 固定資本投資



注：過去3か月の移動平均を用いて成長率を平滑化。

出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表5-7 米国による500億ドルの追加関税措置をうける主要品目と対米輸出額



出所：Peterson Instituteより三菱総合研究所作成

## 保護主義の動きが貿易から投資に拡大するリスクに警戒

中国の貿易構造をみると、国別では米国への輸出が最も多く、次いで香港、日本となる。さらに香港からの輸出をみると、対中輸出が最も多いが輸出金額の2位は米国であり、米国への依存が構造的に多いことがうかがえる（図表 5-8）。

また、地域ごとの貿易収支を対 GDP 比で見ると、北米の貿易収支は近年では2%前後にまで減少してきたものの、依然最大の貿易黒字先であり、経済に与える影響力は大きい（図表 5-9）。

今後、保護主義的な動きが広がり、総論（3）③で述べたように直接投資にまで影響が及ぶことになると、中国経済へのインパクトはさらに大きくなる。企業収益（売上）のうち、外資系企業の割合は14%を占めるほか、46%を占める株式会社のなかにも外国資本との合弁などが含まれる（図表 5-10）。外資系企業の中国からの撤退が進めば、経済活動の押下げ要因になる。

### どこまで改革路線を維持できるかに注目

中国政府は、従前からの不良債権問題への対処に加えて、米国の保護主義政策への対応も迫られることになった。不良債権問題に対処する上では、過剰投資を抑制するための金融規制強化が必要になる一方、米国の保護主義政策に対処するためには一定の景気刺激策も同時に必要になる。

18年3月の全国人民代表大会で、劉鶴氏が金融・経済担当の國務院副総理に指名された。これまでも習氏の経済アドバイザーを務めてきた劉氏だが、今後国有企業改革を始めとした経済政策をどこまで推し進めるかが注目される。

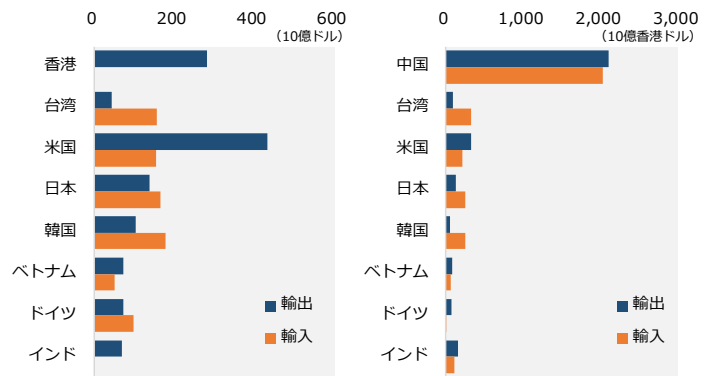
劉氏は経歴的にも典型的な中国官僚と言われているが、同時に市場メカニズムを重視することでも知られている。国有企業改革でも収益の改善を求めるなど、習氏が描く国家主導モデルに沿いながらも改革を推進させていくことが期待されている。

不良債権処理や国有企業改革などの諸課題に対して、どこまで改革的な方針を打ち出せるかが注目点の一つとなろう。

### 19年にかけて成長減速

中国経済の先行きは、18年の減税効果が景気を下支える一方、19年は主要輸出先の成長減速による輸出の伸び鈍化や、引締めの金融政策の効果により、成長が緩やかに減速すると見込む。先行きの実質 GDP 成長率は、18年+6.6%、19年+6.3%を予測する。

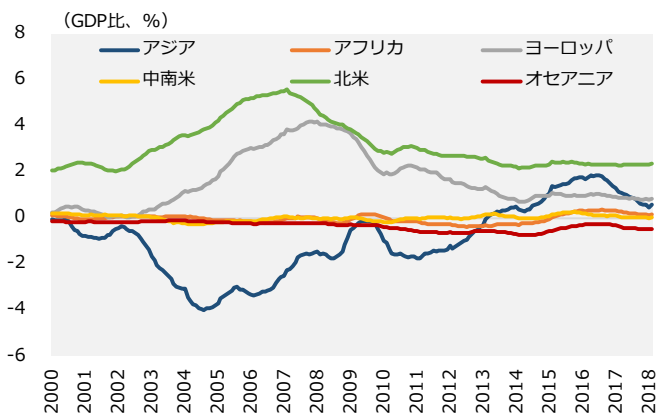
図表 5-8 中国（左）および香港（右）の輸出入額



注：17 暦年の合計値（名目）。中国の香港からの輸入は、中国側の申告量が香港側の申告量に比べ非常に小さい。

出所：CEIC

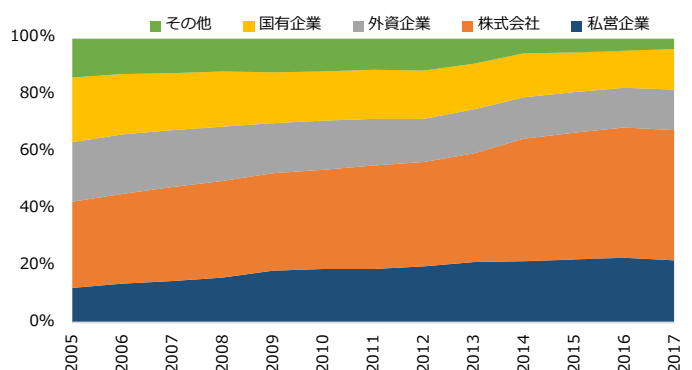
図表 5-9 中国の相手地域別の貿易収支



注：過去 1 年間の移動平均を用いて平滑化。

出所：CEIC

図表 5-10 企業形態ごとの収益（売上）シェア



出所：CEIC



### (3) ASEAN 及びその他東アジア経済

#### ASEAN 経済は持ち直しが続く

ASEAN・その他東アジア地域経済は回復が続いている。17年10-12月期のGDP成長率は堅調な結果となった。特にベトナムの経済成長は堅調で、製造・建設業がけん引して需給が堅調に回復をみせた。またフィリピンも建設投資の拡大などを背景に、堅調な推移を続けている。

#### インドネシア、フィリピンで輸出が頭打ちに

17年後半は、ASEAN5各国で共通して輸出がGDPを牽引する形となったが、18年に入りその勢いに国ごとの差が見え始めた(図表5-12)。18年1-3月期のGDPが好調だったベトナムでは引き続き輸出が成長を続けているが、インドネシアやフィリピンでは輸出の伸び回復が一服し、減速に転じている。今後、保護主義の動きが強まれば、インドネシアやフィリピンに加え、現状好調であるベトナムやタイの減速も予想される。

#### 対内直接投資は堅調を維持

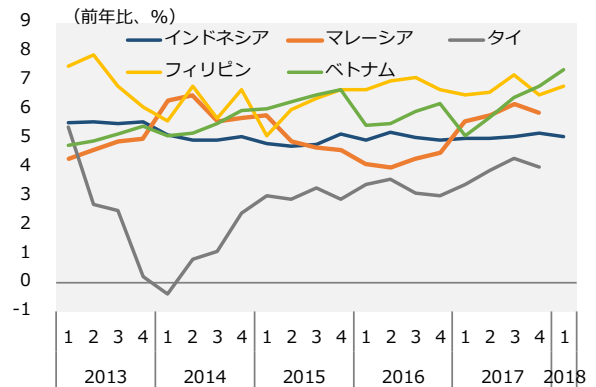
海外からの直接投資は、17年7-9月期に引き続き、10-12月期もASEAN経済の成長に寄与した(図表5-13)。インドネシア向けの投資は若干落ち着きを見せたものの、フィリピンでは製造業や金融が、またベトナムでは引き続き製造業や小売、不動産などが投資をけん引した。インドネシアでは、製造業の投資が継続的に減少していくなか、サービス業の投資が緩やかに拡大しており、内需を対象とした投資に移りつつある。ASEAN地域で拡大する中間層をターゲットとする直接投資は、今後も続くと予想する。

#### 先行きの成長率は19年にかけて緩やかに減速

ASEAN・その他東アジアの成長率は、18年は米中の景気にも支えられ堅調を維持するものの、19年は米中経済の成長減速などを背景に緩やかに成長鈍化を予想する。ASEAN5の実質GDP成長率は、18年が前年比+5.3%、19年が同+5.2%を予測。

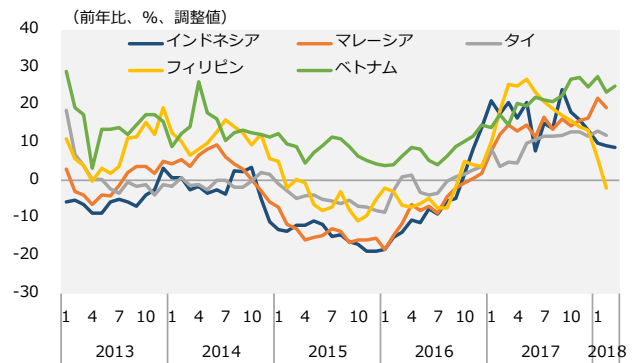
先行きのリスクは、第1に、総論(3)②に記載した米中の同時失速による景気減速が挙げられる。仮に米中経済が同時に失速することがあれば、輸出が減少するのみならず、株価や為替の調整を通じて、ASEAN経済全体に波及する可能性が高い。第2に、インドネシアをはじめとしたファンダメンタルズの弱い国は、総論(3)③に記載した世界的な投資鈍化による影響を受けやすく、警戒が必要だ。

図表 5-11 ASEAN の実質 GDP 成長率



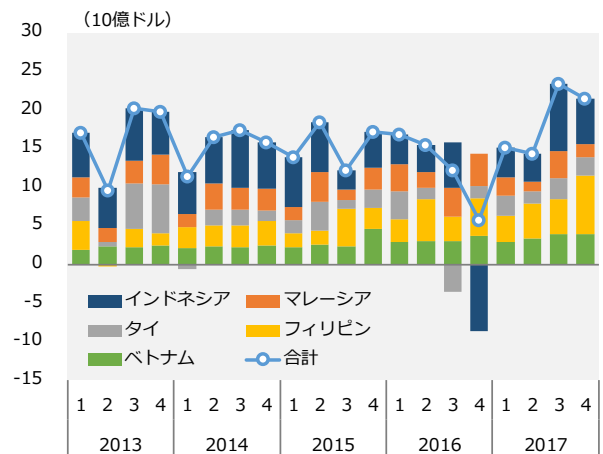
出所：Bloomberg、CEIC

図表 5-12 ASEAN の輸出成長率



注：過去3か月の移動平均を用いて成長率を平滑化。  
出所：CEIC

図表 5-13 ASEAN の対内直接投資額（ネット）



出所：CEIC

## (4) インド経済

### 民間消費・投資に牽引され再び回復軌道へ

インド経済は、16年1-3月期以降成長率の減速が続いていたが、17年7-9月期に続き10-12月期も成長が加速した(図表5-14)。10-12月期の成長は投資に支えられている部分が多く、製造業や運輸業の投資の増加が成長を下支えした。高額紙幣廃止や物品サービス税(GST)の導入による混乱も落ち着きを見せ、企業の投資意欲が拡大するとともに政府のインフラ整備事業の進展が経済成長を後押ししている。

### 19年の総選挙に注目

インドでは、19年4-5月に総選挙が予定されているが、総選挙とは別に地方議会選挙が随時実施されている。18年に入って実施されたのはインド北東部に位置する3州で、いずれも主要野党勢力である国民会議派や左派政党の牙城だった。

しかし、18年2月のトリプラ州の選挙で議席数を大きく伸ばした与党インド人民党(BJP)の躍進が目立った。ただし、BJPもウッタルプラデシュ州とビハール州の連邦議会下院の補欠選挙で敗北を喫するなど、盤石とは言えない。総選挙でのBJPの勝利は予想されるものの、インドでは州政府の力も大きい。今後続く地方議会選挙でBJPがどこまで議席を伸ばせるのか、改革推進の試金石となろう。

### 懸念される投資鈍化の波及

インド経済は経常収支で見れば赤字の状況を未だ脱せていない。金融収支の内訳をみると、比較的長期の投資資金である直接投資の比率が高く、健全な収支状況となっている(図表5-15、16)。しかし、総論(3)③に記載した世界的な投資鈍化のリスクが、インド向け直接投資にも波及すれば、ルピー安とインフレが再燃し、経済成長を阻害しかねない。

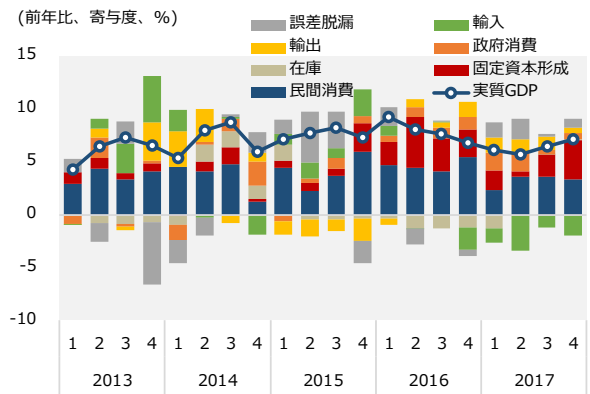
## (5) ブラジル経済

### 家計消費と輸出に牽引されプラス成長へ

17年10-12月期は、家計消費と輸出に牽引される形で、3四半期連続でプラス成長となった(図表5-17)。特に懸念されていたインフレ率が落ち着いており、中央銀行も大幅な利下げを行った。

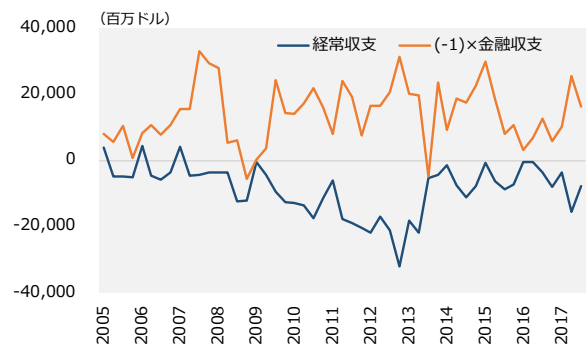
ただし、年金制度改革など構造改革を進められなければ、金融市場からの海外資金の流出などを通じて経済への悪影響が懸念される。また、18年には10月に大統領選を控えており、選挙結果次第では経済が再び混乱する可能性も懸念される。

図表 5-14 インドの実質 GDP 成長率



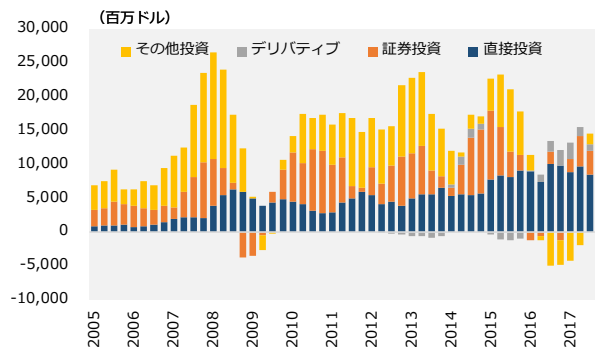
出所：インド国家統計機構

図表 5-15 インドの経常収支と金融収支



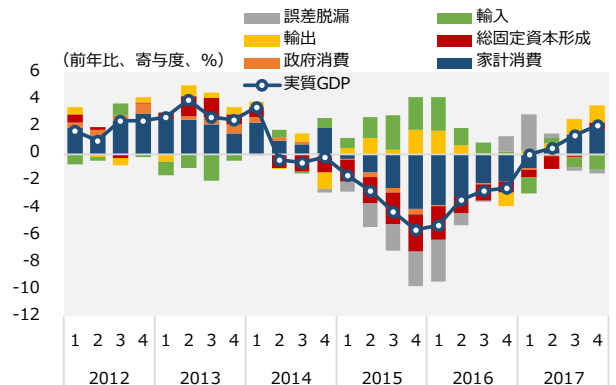
出所：IMF「Balance of Payment Statistics」より三菱総合研究所作成

図表 5-16 金融収支の内訳



出所：IMF「Balance of Payment Statistics」より三菱総合研究所作成

図表 5-17 ブラジルの実質 GDP 成長率



出所：ブラジル地理統計資料院

## 計数表

## 日本経済見通し総括表（年度ベース）

（単位：10億円、％）

	年度				対前年度比増減率				
	2016 実績	2017 実績	2018 予測	2019 予測	2016 実績	2017 実績	2018 予測	2019 予測	
名目	国内総生産（＝GDP）	539,351	548,123	555,441	566,978	1.0%	1.6%	1.3%	2.1%
	民間最終消費支出	300,453	303,946	308,988	315,627	▲0.2%	1.2%	1.7%	2.1%
	民間住宅投資	17,017	17,272	17,080	17,224	5.9%	1.5%	▲1.1%	0.8%
	民間設備投資	83,653	86,821	88,078	89,518	0.5%	3.8%	1.4%	1.6%
	民間在庫品増加	▲314	148	1,001	848	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,206	107,226	108,995	110,388	0.2%	1.0%	1.7%	1.3%
	公的固定資本形成	26,990	27,864	28,089	28,475	0.6%	3.2%	0.8%	1.4%
	公的在庫品増加	▲31	17	57	208	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	5,376	4,831	3,153	4,689	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	88,925	98,102	101,543	105,976	▲3.1%	10.3%	3.5%	4.4%
財貨・サービス輸入	83,548	93,271	98,390	101,287	▲9.3%	11.6%	5.5%	2.9%	

（単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、％）

実績	国内総生産（＝GDP）	524,443	532,467	537,745	541,353	1.2%	1.5%	1.0%	0.7%
	民間最終消費支出	297,054	299,536	301,603	302,983	0.3%	0.8%	0.7%	0.5%
	民間住宅投資	16,142	16,088	15,720	15,557	6.2%	▲0.3%	▲2.3%	▲1.0%
	民間設備投資	82,627	85,092	86,234	87,261	1.2%	3.0%	1.3%	1.2%
	民間在庫品増加	▲195	288	1,117	964	***	***	***	***
	政府最終消費支出	105,724	106,144	107,026	107,901	0.5%	0.4%	0.8%	0.8%
	公的固定資本形成	25,890	26,285	26,319	26,291	0.9%	1.5%	0.1%	▲0.1%
	公的在庫品増加	▲44	18	46	197	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲3,240	▲1,465	▲1,001	▲156	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	85,886	91,244	93,936	95,709	3.6%	6.2%	3.0%	1.9%
財貨・サービス輸入	89,126	92,709	94,936	95,865	▲0.8%	4.0%	2.4%	1.0%	

	年度				対前年度比増減率				
	2016 実績	2017 実績	2018 予測	2019 予測	2016 実績	2017 実績	2018 予測	2019 予測	
指数	鉱工業生産指数	98.5	102.5	103.6	104.8	1.1%	4.1%	1.0%	1.1%
	国内企業物価指数	96.7	99.3	100.9	103.1	▲2.3%	2.7%	1.5%	2.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.7	100.4	101.8	103.7	▲0.2%	0.7%	1.3%	1.9%
	GDPデフレーター	102.8	102.9	103.3	104.7	▲0.2%	0.1%	0.4%	1.4%
	完全失業率	3.0%	2.7%	2.5%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	97.4	94.6	93.0	89.3	5.8%	▲2.8%	▲1.7%	▲4.0%

（単位：10億円、％）

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	21,019	21,736	19,029	20,463	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,404	3,979	1,777	3,379	***	***	***	***
	貿易収支	5,785	4,582	2,582	3,805	***	***	***	***
	輸出	70,805	78,306	80,690	84,212	▲3.2%	10.6%	3.0%	4.4%
	輸入	65,020	73,724	78,108	80,408	▲10.8%	13.4%	5.9%	2.9%
	通関収支戻（10億円）	3,973	2,453	1,001	2,210	***	***	***	***
	通関輸出	71,522	79,223	81,982	85,564	▲3.5%	10.8%	3.5%	4.4%
通関輸入	67,549	76,770	80,981	83,354	▲10.2%	13.7%	5.5%	2.9%	

為替	国債10年物利回り	-0.04%	0.05%	0.05%	0.08%	***	***	***	***
	M2	946,257	981,712	1,013,648	1,050,753	3.6%	3.7%	3.3%	3.7%
	日経平均株価	17,520	20,984	23,561	24,825	▲7.0%	19.8%	12.3%	5.4%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	47.8	53.6	68.5	65.8	6.4%	12.1%	27.8%	▲4.0%
	円/ドル レート	108.4	110.8	111.7	114.2	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.097	1.171	1.229	1.229	***	***	***	***
円/ユーロ レート	118.9	129.7	137.2	140.3	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、及び為替レートは年度中平均。消費者物価は2015年基準。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

執筆担当者

武田洋子 森重彰浩 猪瀬淳也 田中康就 谷口豪

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所  
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済研究センター 武田洋子  
電話:03-6705-6087 メール:ytakeda@mri.co.jp

【取材に関するお問い合わせ】

広報部 吉澤、渋谷、角田  
電話:03-6705-6000 メール:media@mri.co.jp

本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブ、および当社にてコンタクトのある記者の方々にもご案内しております。