

NEWS RELEASE

2017年5月19日
株式会社三菱総合研究所**2017、2018年度の内外景気見通し****－米国政策リスクをはらみつつも、堅調に推移する世界経済－**

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、2017年1-3月期GDP速報の発表を受け、2017、2018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:2017年度+1.2%、2018年度+0.9%
(前回予測値(3月8日):2017年度+1.0%、2018年度+0.9%)

海外経済

米国経済は、緩やかな拡大基調を維持。17年1-3月期の実質GDP成長率の減速は一時的と見込む。減税やインフラ投資が行われれば、18年以降に経済成長率が加速する可能性が高い。

ユーロ圏経済は、雇用・所得環境の改善を背景に消費が増加し、緩やかな回復が続くと予想する。ただし、英国のEU離脱選択などへの懸念もあり、企業活動は緩やかな拡大にとどまると見込む。

新興国経済は、中国経済が底堅く推移していることや、資源価格の回復で資源国経済が好調なことなどから堅調に推移。今後も、堅調な輸出や消費の拡大などが見込まれることから、米国の政策変更がリスクではあるものの、緩やかな回復が続くと予想する。

日本経済

日本経済は、5四半期連続のプラス。輸出の持ち直しを背景に生産が増加しているほか、雇用・所得環境の改善を背景に消費も緩やかに回復。世界経済の緩やかな回復による輸出・生産の回復持続、雇用・所得環境の改善に加え、今後は16年8月発表の経済対策の効果が各方面に及んでくるとみられ、18年度にかけて緩やかな成長持続を見込む。ただし、米国新政権の政策運営の停滞をはじめ世界経済の下振れリスクが顕在化すれば、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。

世界経済の下振れ要因

世界経済が回復する一方で、米国政策運営の停滞などのリスクは依然として残る。世界経済の今後を見通す上では、次の3点が世界経済の先行きに対するリスクファクターとみられる。

- ① 米国新政権の政策運営の停滞：トランプ政権は、議会との調整などでつまずきが目立ち、今後政策運営が停滞する恐れがある。政策運営の停滞は、米国内あるいは世界で有事が起きた際の対応力の低下にもつながる。また、内政が行き詰まれば、貿易交渉など外交政策での成果を重視し、日本や中国に強気の交渉を展開する可能性もある。保護主義化の動きが強まれば、不確実性の上昇や貿易の停滞により、世界の経済活動が下押しされかねない。
- ② 米国利上げペース加速による新興国経済の下振れ：一方、トランプ新政権が主張する大幅な減税やインフラ投資が実現した場合には、インフレ率が急激に高まる可能性がある。インフレ抑制に向け、FRBが利上げペースを加速すれば、長期金利の上昇が本格的に進むことが想定される。その場合、特に経常赤字や財政赤字を抱える新興国からの資金流出が懸念される。
- ③ 地政学リスクの高まり：シリア情勢、北朝鮮情勢ともに緊迫感を強めていることで、地政学リスクが高まっている。米国の軍事費の拡大傾向が顕著となるなか、財源の確保がなされないまま、国債などによってこれらを賄うことが続けば、経済への悪影響の懸念も広がる。

1. 総論

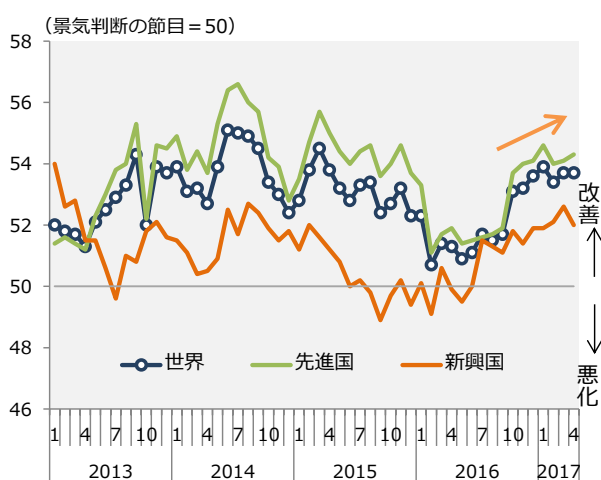
(1) 世界経済の概況

米中経済を中心に世界経済は回復

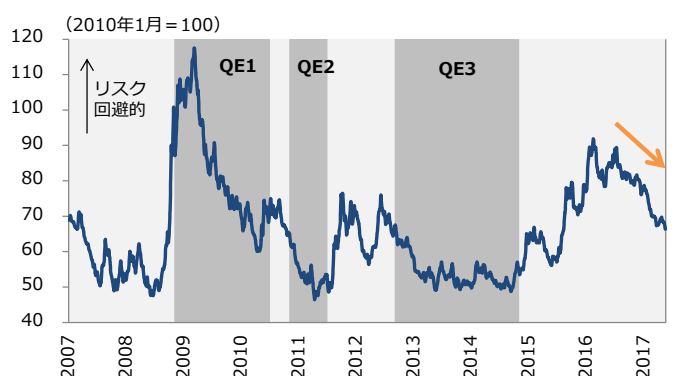
世界経済は回復している。世界の購買担当者景気指数（PMI）は、先進国、新興国ともに持ち直しの動きをみせており、高い水準で推移している（図表 1-1）。背景には、米中経済の堅調がある。米国は3月に利上げを実施したものの、雇用・所得環境は依然として良好であり、GDPの7割を占める消費は増加基調を維持している。米国新政権の経済政策に対する期待から株価も上昇し、景気回復の追い風となっている。また、中国経済も成長率の減速が一服している。17年秋の中国共産党大会を控え、政府は景気の腰折れを防ぐためにインフラ投資など景気対策を実施しているほか、世界的なITサイクルの改善も中国経済を下支えしている。

実体経済の回復は、金融市場にも波及している。金融市場におけるリスク回避の動きを定量的に指数化したMRI-RA（Risk Aversion：リスク回避）指数をみると、16年半ば以降に20ポイント程度低下しており（図表 1-2）、新興国や商品市場への資金流入要因となっている。ただし、17年4月以降は、地政学リスクの高まり、米国大統領の弾劾リスクなどから横ばいで推移している。

図表 1-1 PMI 総合指数



図表 1-2 リスク回避指数（MRI-RA 指数）



(2) 世界経済の下振れ要因

世界経済が回復する一方で、米国政策運営の停滞などのリスクは依然として残る。世界経済の今後を見通す上では、①米国新政権の政策運営の停滞、②米国利上げペース加速による新興国経済の下振れ、③地政学リスクの高まり、の3つが主要なリスクファクターとみられる。

① 米国新政権の政策運営の停滞

米国の新政権発足から100日が経過した。税制改革では17年4月に法人税率の大幅な引下げと個人税制の大型改革を柱とする骨子案が公表されたものの、財源の裏づけがない。その他の政策でも具体的な成果が乏しい状況だ（図表 1-3）。

米国では、減税やインフラ投資などへの期待から、消費者マインドが改善し、株価も上昇しているが、今後、予算が具体化されるなかで、財政規律を重んじる共和党の同意を取り付けるため、減税の規模や投資額が縮小されていく可能性がある。そうなれば期待の剥落による資金の逆回転やマインドの後退が懸念される。

また、政権の運営体制もなかなか定まらない。閣僚クラスは固まったものの、議会による承認が必要なその他の官僚ポストの多くはまだ空席となっている。最終的に体制が固まるのが17年後半までずれ込む可能性があるほか、足元では大統領の弾劾リスクも浮上しており、米国内あるいは世界で有事が起きた際の政府の対応力が懸念される。

今後は、税制改革、インフラ投資など、内政面で期待される各種施策の進捗が焦点となるが、議会との調整のハードルは高い。内政が行き詰まれば、貿易交渉など外交政策での成果を重視し、日本や中国

に強気の交渉を展開する可能性もある。保護主義化の動きが強まれば、不確実性の上昇や貿易の停滞により、世界の経済活動が下押しされかねない。

図表 1-3 新政権の主要政策の進捗状況と今後の見通し

分野	政策	現状と今後の見通し
経済政策	税制改革（所得税、法人税など）	ムニューシン財務長官、ゲーリー・コーン国家経済会議委員長が税制改革の骨子を発表。法人税率の大幅な引き下げと個人税制の大型改革を打ち出した。
	インフラ投資の拡大	総額1兆ドルを超えるインフラ投資の計画を年内に公表予定。しかし保守派の反対により議会通過には懸念。
	既存規制の緩和	2月に署名した金融規制の見直しについて、期限の6月末から遅れる可能性がある。地球温暖化対策に向けた規制の見直しを命じた大統領令に署名したものの、17州が連名で連邦高裁に提訴。
社会保障	オバマケア代替法案	代替法案の可決に一度失敗し撤回。その後再提出された法案は僅差で下院での可決を得るも、上院での審議の行方は不透明。
移民政策	イスラム圏からの入国制限	大統領令を一時差し止めた連邦地裁の仮処分命令について、トランプ大統領は最高裁まで争う構え。
	不法移民の強制送還	2ヶ月で1万人超を逮捕・本国へ送還。一方、不法移民に寛容な地方自治体への補助金打ち切りの大統領令は連邦裁判所が差し止め。
	国境への壁建設	建設費用として総額210億ドルを超える金額が見積もられている。2月の予算教書では15億ドルを計上したが、5月初に成立した17年度末までの予算には含まれず。
通商政策	NAFTA再交渉	5月中旬、正式な交渉入りを議会に通知。8月中旬にも交渉が開始される見込み。選挙戦時とは異なり大規模な修正は避ける方針。
	TPP脱退	すでに脱退について大統領令で通知済み。
	対中政策	中国と、貿易不均衡是正に向けた「100日計画」で合意。

出所：各種報道より三菱総合研究所作成

② 米国利上げペース加速による新興国経済の下振れ

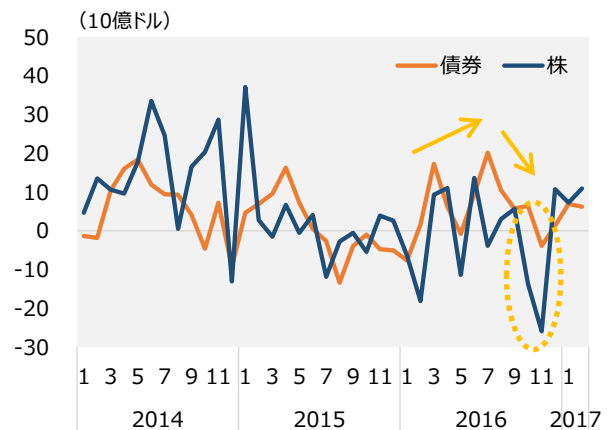
冒頭でも指摘したとおり、世界経済は好転が続いており、その傾向は新興国においても同様である。そのため、新興国経済は底堅く成長すると予測するものの、下振れリスクはいくつか想定される。なかでも気がかりなリスクは、米国の長期金利が上昇した場合の、経常赤字や財政赤字を抱える新興国からの資金流出である。

①に記載した通りトランプ大統領の政権運営にはつまずきがみられているものの、実体経済は拡大基調が続いている。17年3月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、FRBのバランスシート縮小の可能性についても言及を始めた。今後、トランプ政権による減税やインフラ投資などの施策が具体化をみせ、米国の景気が想定以上に回復すれば、市場の予想よりも早いペースで利上げが進む可能性がある。

新興国の金融収支に着目すると、16年入り後は、株式、債券ともに流入傾向にあった。しかし、トランプ大統領が勝利を収めた16年11月には、新興国市場から急激に資金が流出していたことがわかる（図表1-4）。

米国の長期金利の上昇は、16年11月にみられたような新興国からの資金流出を加速する可能性が高い。特に経常赤字や財政赤字を抱えるブラジル、トルコ、メキシコなどの国々からの過度な資金流出が起これば、成長への悪影響が懸念される。

図表 1-4 新興国における株／債券の資金流出入



出所：国際金融協会（IIF）

③ 地政学リスクの高まり

米国によるシリア空爆、北朝鮮によるたび重なる挑発行為によって、地政学リスクが高まっている。米国の軍事費の拡大傾向が顕著となるなか、財源の確保がなされないまま、国債などによってこれらを賄うことが続けば、米国経済への悪影響の懸念も広がる。

現時点では、市場のボラティリティは落ち着いているが（図表 1-8）、今後、地政学リスクが本格的に高まり、市場がリスク回避的になれば、為替の急激な変動や株価の下落などの市場の混乱を通じた日本経済への下押し圧力も高まる可能性がある。

（3）世界経済の見通し

世界経済は成長拡大も、米国の政策運営や地政学リスクが世界経済の下振れリスクに

米国経済：米国経済は、緩やかな拡大基調を維持。17年1-3月期の実質GDPは前期比年率+0.7%となったが、減速は一時的と見込む。減税やインフラ投資が行われれば、18年以降に経済成長率が加速する可能性が高い。

ユーロ圏経済：ユーロ圏経済は、雇用・所得環境の改善やマインドの堅調さを背景に消費が増加し、緩やかな回復が続くと予想する。ただし、英国のEU離脱選択や米国発の不確実性への懸念もあり、企業活動は緩やかな拡大にとどまると見込む。

新興国経済：新興国経済は、中国経済に持ち直しの動きがみられることや、資源価格の回復で資源国経済が好調なことなどから堅調に推移。今後も、堅調な輸出や物価の安定を背景とした消費の拡大などから、米国の政策変更がリスクではあるものの、緩やかな回復が続くと見込む。

（4）日本経済の見通し

緩やかに回復も、世界経済の下振れリスクが懸念材料

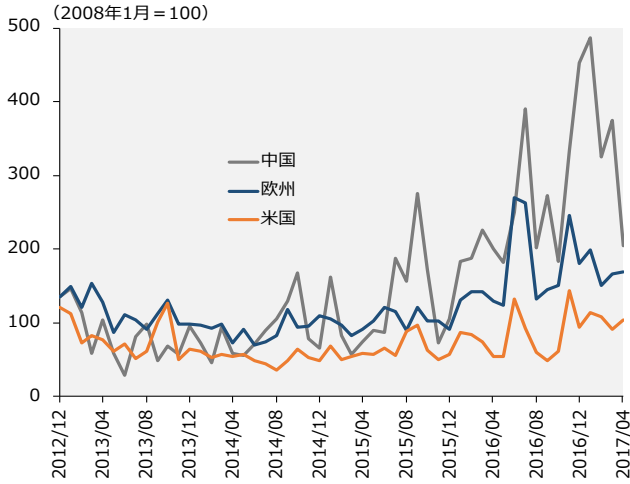
日本経済は5四半期連続のプラス。好調な輸出に加え、消費や設備投資も底堅く推移しており、内外需バランスのとれた成長となった。

先行きは、世界経済の緩やかな回復による輸出・生産の回復持続、雇用・所得環境の改善に加え、今後は16年8月に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」の効果が各方面に及んでくるとみられ、18年度にかけて緩やかな成長持続を見込む。

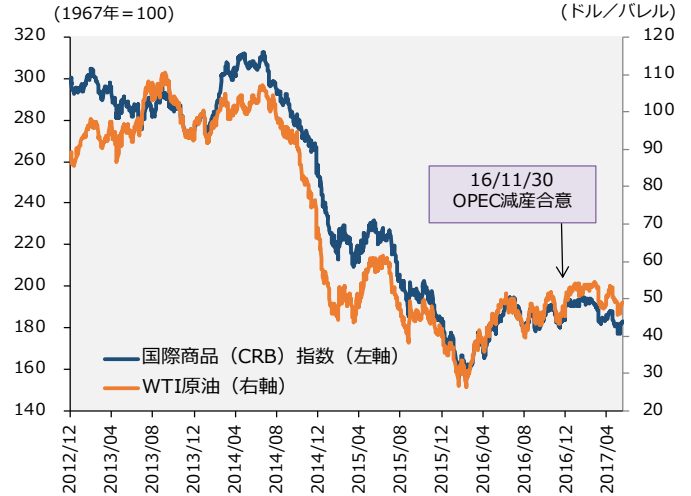
ただし、世界経済を巡っては、欧州の政治リスクは低下したものの、①米国新政権の政策運営の停滞、②米国利上げペース加速による新興国経済の下振れ、③地政学リスクの高まりには警戒を要する。米国経済の成長上振れで日本経済に恩恵が及ぶ可能性はある一方、その他のリスクが顕在化すれば、日本経済の緩やかな景気回復シナリオにも負の影響が及ぶであろう。

世界経済・金融市場の動向

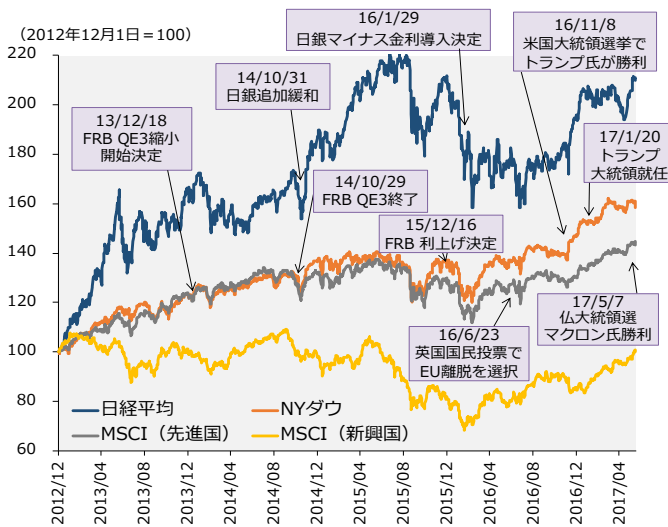
図表 1-5 経済政策に関する不確実性指数



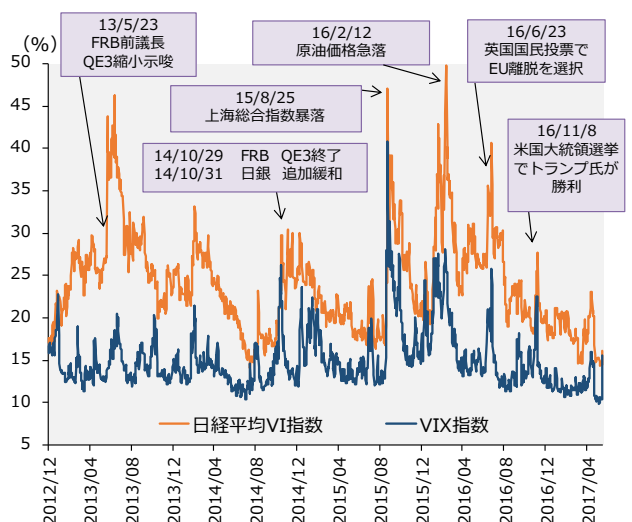
図表 1-6 商品市況



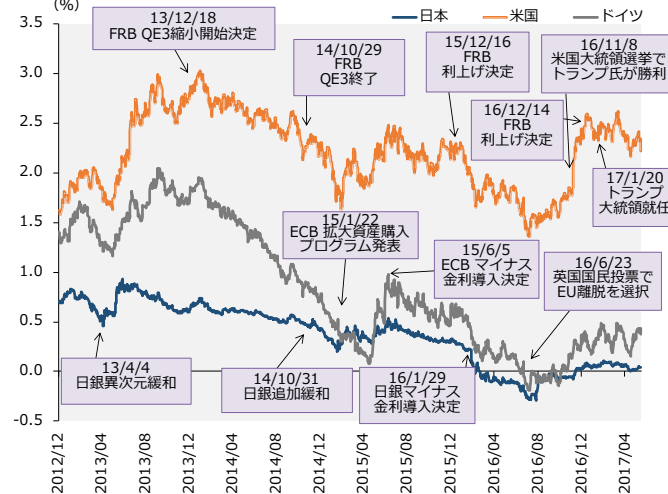
図表 1-7 株価



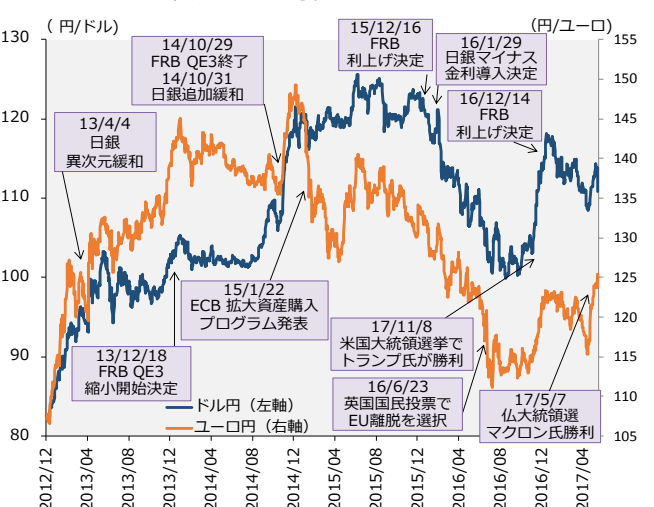
図表 1-8 日本と米国の株のボラティリティ指数



図表 1-9 長期金利 (10年物国債)



図表 1-10 為替レート



注1：経済政策に対する不確実性指数は、経済の不確実性と政策について言及した新聞記事頻度などを基に、経済政策の不確実性を指数化したもの。

注2：ボラティリティ指数は投資家心理を示し「恐怖指数」とも呼ばれる。指数が高いほど、投資家が相場の先行きに不透明感を持っている。

注3：直近値は経済政策に対する不確実性指数が4月、その他は5月17日。

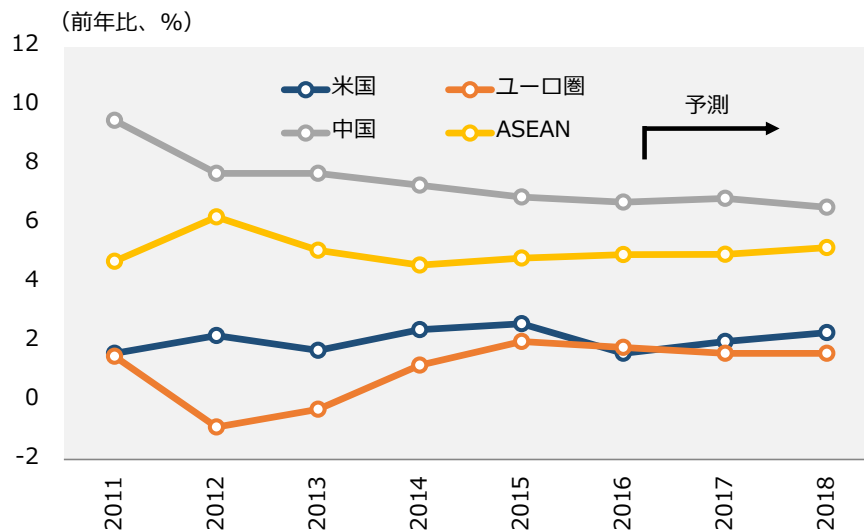
資料：Bloomberg、Economic Policy Uncertainty

図表 1-11 2017、2018 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
米国	1.6	2.0	2.3
ユーロ圏	1.8	1.6	1.6
中国	6.7	6.8	6.5
ASEAN5	4.9	5.0	5.2
インドネシア	5.0	5.2	5.5
マレーシア	4.2	4.7	4.7
フィリピン	6.9	6.5	6.5
タイ	3.2	2.8	3.1
ベトナム	6.2	6.1	6.3
香港	1.7	2.0	1.9
韓国	2.8	3.0	3.1
シンガポール	2.0	3.3	2.3
台湾	1.5	2.1	1.9
インド（年度）	6.9	7.4	7.7
ブラジル	▲ 3.6	▲ 1.4	0.5

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 1-12 2017、2018 年度の日本の実質 GDP 成長率予測 (単位: %)

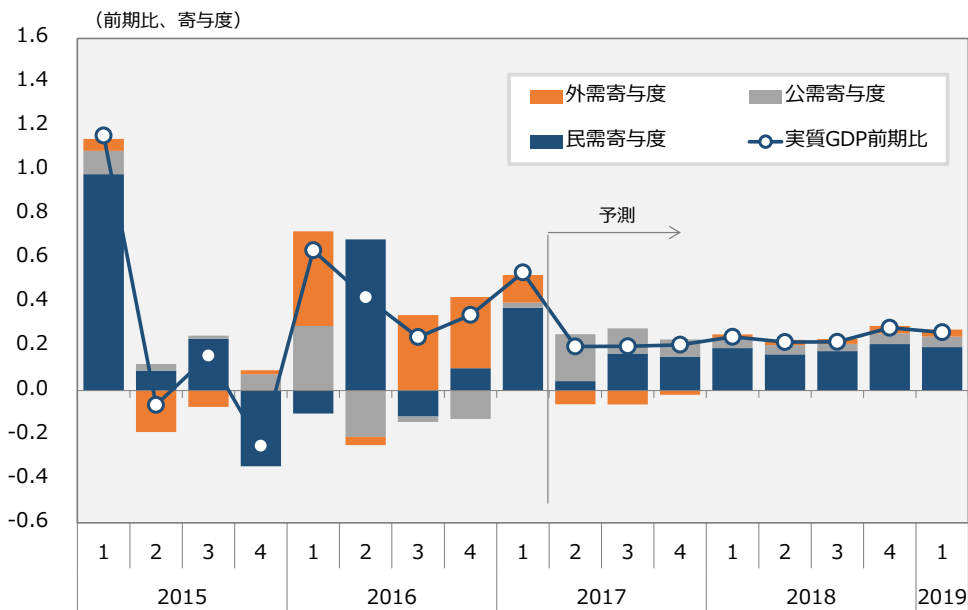
項目	実績				予測			
	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	1.2	***	1.3	***	1.2	***	0.9	***
内需	1.1	1.2	0.6	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
民間	1.1	0.9	0.8	0.6	0.8	0.6	0.9	0.7
民間最終消費支出	0.5	0.3	0.6	0.4	0.7	0.4	0.8	0.5
民間住宅投資	2.8	0.1	6.5	0.2	▲ 1.3	▲ 0.0	0.2	0.0
民間企業設備投資	0.6	0.1	2.3	0.4	1.6	0.3	1.1	0.2
民間在庫投資	***	0.4	***	▲ 0.3	***	▲ 0.0	***	0.1
公需	1.2	0.3	▲ 0.0	▲ 0.0	1.3	0.3	0.8	0.2
政府最終消費支出	2.1	0.4	0.6	0.1	1.0	0.2	1.2	0.2
公的固定資本形成	▲ 1.9	▲ 0.1	▲ 3.2	▲ 0.2	2.1	0.1	▲ 1.4	▲ 0.1
外需 (純輸出)	***	0.1	***	0.8	***	0.2	***	0.1
輸出	0.7	0.1	3.1	0.5	4.0	0.6	1.4	0.2
輸入	0.2	0.0	▲ 1.4	0.2	2.5	▲ 0.4	1.1	▲ 0.2
名目GDP	2.7	***	1.2	***	1.5	***	1.8	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-13 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

		実績 予測												
		2016				2017				2018				2019
		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	0.6%	0.4%	0.2%	0.3%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
	前期比年率	2.6%	1.7%	1.0%	1.4%	2.2%	0.8%	0.8%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所



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

5 四半期連続のプラス成長、景気回復持続

17年1-3月期の実質GDPは、季調済前期比+0.5%（年率+2.2%）となった（図表2-1）。好調な輸出に加え、消費や設備投資も底堅く推移しており、内外需バランスのとれた成長となった。5四半期連続のプラス成長は、リーマンショック前の05年1-3月期～06年4-6月期以来。

消費は、堅調なサービス消費に加え、耐久財消費が持ち直しの動きを続けており、前期比+0.4%と5四半期連続の増加。設備投資も同+0.2%と緩やかに持ち直している。輸出は、世界的な生産活動の持ち直しを受けてアジア向けを中心に回復しており、同+2.1%と3四半期連続で高い伸びとなった。

企業の業況は広く改善も、人手不足が深刻化

企業の景況感は改善している。17年3月の日銀短観（全産業）によると、企業の業況判断DIが+10%ポイントとリーマンショック前を超える水準まで回復（図表2-2）。世界的なITサイクルの回復や国内在庫調整の進展を背景に、日本の輸出や生産が持ち直し、製造業を中心に業況も改善している。大企業と中小企業の業況判断DIの差も縮小するなど、景況の改善に広がりが見られる。

一方、人手不足への懸念は高まっている。雇用判断DIは25年ぶりの水準まで低下し、中小企業を中心に人手不足が深刻化（図表2-2）。人員確保のための人件費の上昇が重荷となっている。

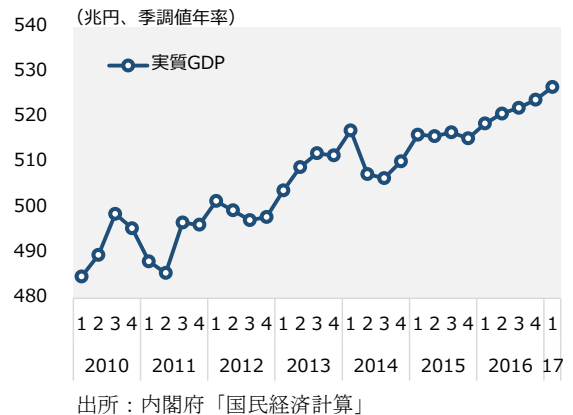
先行きは、引き続き世界経済の回復が見込まれるものの、地政学リスクの高まりに警戒が必要だ。当社が作成したリスク回避指数によると、米国新政権の減税や規制緩和への期待、堅調な中国経済などを背景に、16年後半以降、世界のリスク回避度は低下傾向にあった（図表2-3）。ただし、17年4月以降は、米国のシリアや北朝鮮への強硬姿勢の強まり、米大統領の弾劾リスクなどから横ばいで推移。今後の情勢次第では、再びリスク回避姿勢が強まる可能性がある。トランプ大統領がドル高へのけん制姿勢を再び強めていることも気がかりだ。

(2) 輸出の動向

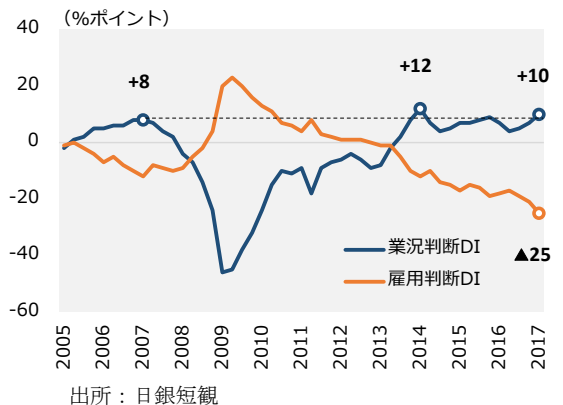
世界的な半導体需要増を追い風に、輸出は回復

17年1-3月期の輸出は、3四半期連続の増加となった（図表2-4）。輸出の回復を支えているのが世界的なITサイクルの改善だ。半導体やデジタル機器の一大生産拠点であるアジア向けを中心に、輸出が増加している。中国でのスマートフォン需要の拡大などを背景に、世界の半導体売上高は16年後半頃から回復局面に入っており、日本からの電子部品輸出も回復している（図表2-5）。半導体製造装置の輸出も、中国や韓国の半導体メーカーの製品高度化（3次元積層メモリなど）に向けた設備投資需要の高まりを受けて、大きく伸びている。半導体関連以外では、鉄鋼や化学製品などの素材は低調な推移が続くが、自動車は米国向けが堅調を維持しているほか、中東や南米など新興国向けが持ち直している。

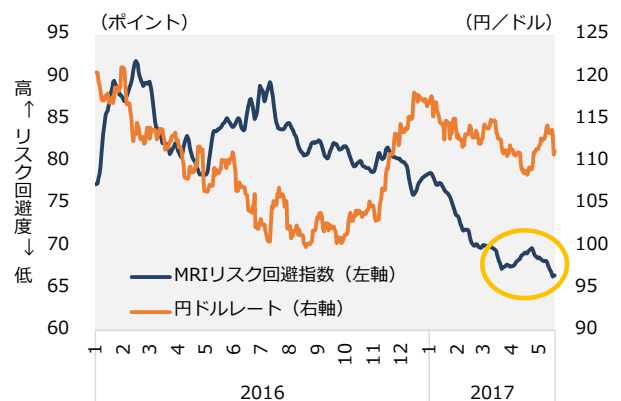
図表 2-1 実質 GDP



図表 2-2 業況・雇用判断 DI

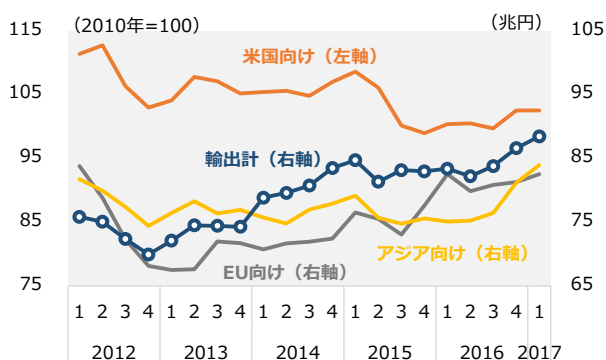


図表 2-3 リスク回避指数と為替



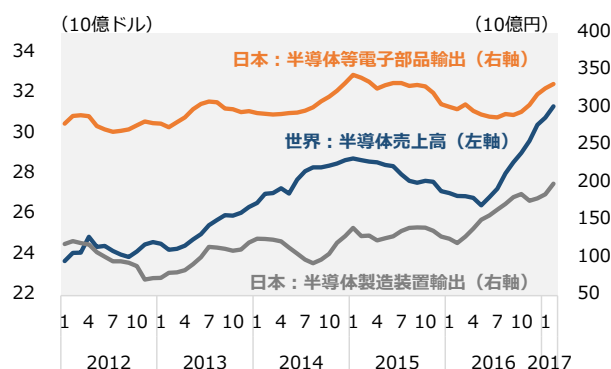
注：リスク回避指数は、①新興国株式、②先進国株式、③新興国為替、④先進国為替、⑤先進国債券の価格変動（前週差）を標準化し、④、⑤の平均変化率から①、②、③の平均変化率を引いたものをリスク回避指数の変化分として作成。
出所：円ドルレートは Bloomberg、リスク回避指数は三菱総合研究所作成

図表 2-4 仕向地別の実質輸出



出所：輸出計は、内閣府「国民経済計算」、仕向地別輸出は、日本銀行「実質輸出入」

図表 2-5 半導体関連の売上高と輸出



注：三菱総合研究所にて季節調整。
出所：財務省「貿易統計」、Semiconductor Industry Association

世界経済持ち直しで緩やかな輸出回復を見込むも、3つの下振れリスクに注意

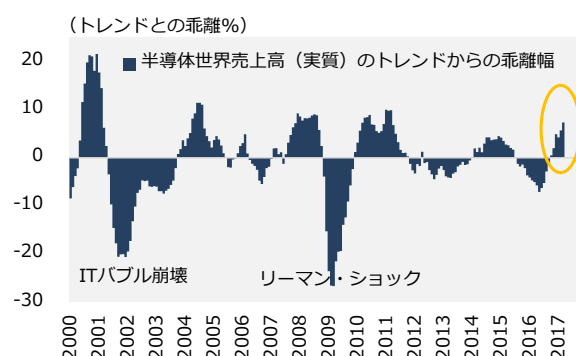
輸出の先行きは回復を持続するのだろうか。米国経済の堅調持続、アジア地域の内需持ち直しなど、実体経済の基調は 18 年度にかけて底堅く推移するとみており、日本の実質輸出は、17 年度+4.0%、18 年度+1.4%と増加を予測する。ただし、次の3つの下振れリスクに注意が必要だ。

第1は、世界の半導体需要の下振れである。世界半導体売上高（実質）のトレンドからの上振れ幅をみると、IT バブル時に比べれば小さいものの、過去のピークアウト局面に近い水準にある（図表 2-6）。中国を中心に半導体の生産能力が大幅に増強されているだけに、今後、需要が期待外れに終わった場合の生産調整の深さが懸念される。もっとも、高機能スマートフォンや IoT（モノのネットワーク化）の需要拡大などから、トレンドそのものが上振れている可能性もあり、その場合には、需要ピークアウトのタイミングは後ずれすることになる。

第2は、地政学リスクの高まりである。先行きに対する不確実性の高まりにより、世界金融市場でリスク回避的な動きが強まれば、円高の進行や新興国経済の下振れを通じて、日本の輸出環境も悪化する。

第3は、米国通商政策の行方である。年内に開催予定の2度目の日米経済対話では、通商強硬派とされるライトハイザー氏の米通商代表部（USTR）代表就任により、農産物や自動車の市場開放などで TPP を上回る要求が出てくる可能性がある。米国の通商政策の行方は中期的には大きなリスク要因である。

図表 2-6 半導体需要のトレンドからの乖離



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）で実質化と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

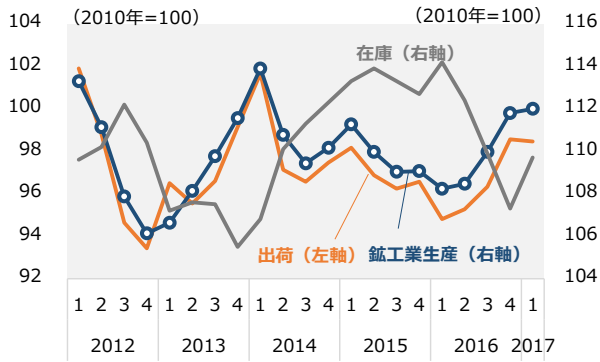
(3) 生産の動向

生産の回復ペースは鈍化も高水準維持

17 年 1-3 月期の鉱工業生産は、季調済前期比+0.2%となり、16 年下期の平均（同+1.7%）に比べれば伸びが鈍化したものの、依然として高水準を維持している（図表 2-7）。輸出が好調な電子部品・デバイスのみならず、内外需要の回復による在庫調整の進展を背景に、輸送機械、はん用・生産用・業務用機械、化学など幅広い業種で生産が高水準で推移している。

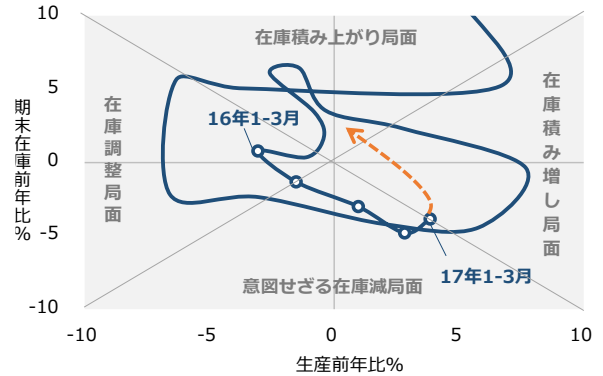
在庫は低水準で推移している。日銀短観の製商品在庫水準判断 DI をみても、製造業全体で 17 年 3 月は+10%ポイントとなり、現行基準で比較できる 03 年 12 月以降で最も低い水準にある。内外需の持ち直しを背景に需給環境が改善しており、在庫循環上も、生産回復とともに積極的な在庫積み増しが進む前向きな局面にさしかかっている（図表 2-8）。

図表 2-7 生産・在庫



出所：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-8 在庫循環



出所：経済産業省「鉱工業指数」

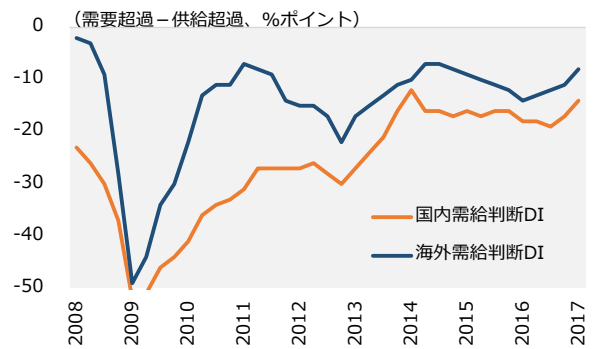
内外需の持ち直しに伴い、生産は回復が持続

先行きの生産は回復を継続するだろうか。日銀短観の需給判断DIは、国内・海外ともに改善しており、企業が前向きな増産に動きやすい局面にある(図表 2-9)。内外需の持ち直しを背景に、18年度にかけて基本的に生産は回復基調を維持するとみている。

ただし、全体の約1割のウェイトを占める電子部品・デバイスが、17年秋以降に調整局面入りすると予想されることから、一時的に生産が前期比マイナスに転じる可能性がある。

鉱工業生産は、17年度+0.7%、18年度+1.0%と予測する。下振れリスクとして、前述の輸出を取り巻く3つのリスクの顕在化による生産への波及が懸念される。

図表 2-9 海外・国内市場の需給判断DI



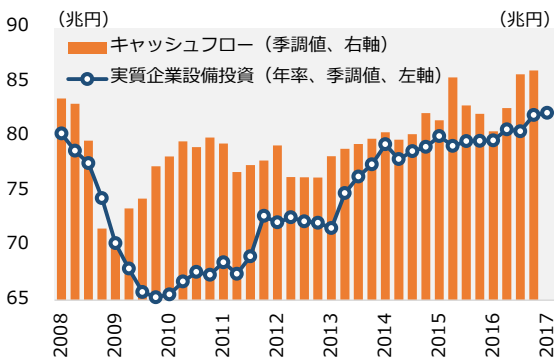
出所：日銀短観

(4) 設備投資の動向

設備投資は緩やかな回復基調を維持

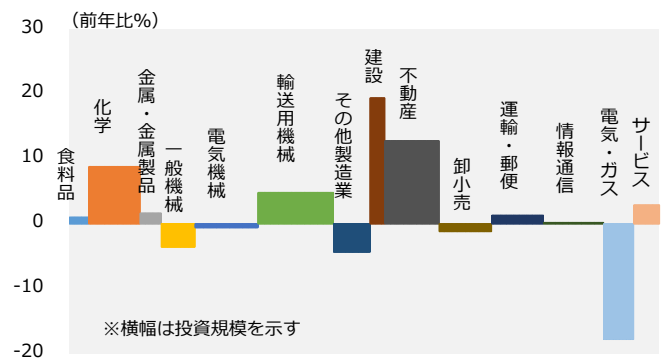
17年1-3月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+0.2%となり、緩やかに回復している(図表 2-10)。内外需の回復や米国大統領選後に進んだ円安で、企業収益が回復していることも追い風である。ソフトウェア・研究開発を含む設備投資計画(日銀短観、16年度実績見込み)の業種別の伸びをみると、製造業は、研究開発投資の伸びが大きい化学、輸送用機械などが堅調に推移し、前年比+1.5%となった。非製造業は、電気・ガス的大幅なマイナスを除けば同+4.1%と増加。都心部の再開発やリニア中央新幹線などのインフラ整備などを背景に、建設と不動産が牽引した。

図表 2-10 民間企業設備投資



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 2-11 業種別の設備投資(16年度実績見込)



注：ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額(除く土地投資額)、全規模計。
出所：日銀短観

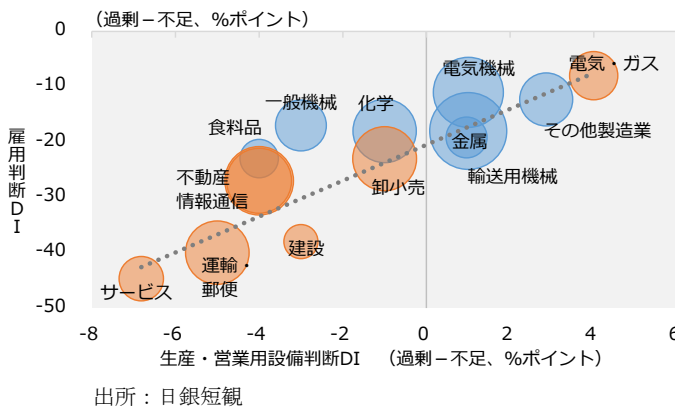
大企業を中心に人手不足による省力化投資ニーズが高まる

先行きの設備投資は、緩やかな回復基調を維持するであろう。日銀短観の設備判断 DI によると、企業の設備不足感が再び強まっている。特にサービス業、運輸業、不動産業、情報通信業などでは人手不足が深刻化しており、自動化・省力化への投資ニーズが強いとみられる（図表 2-12）。製造業でも、輸送用機械や電気機械、一般機械などを中心に、IoT（モノのインターネット化）、自動運転支援システムなど新技術の活用に向けた開発投資などが増加していくであろう。

一方で、人手不足が設備投資の抑制要因となる面もあることには注意が必要だ。法人企業景気予測調査によると、利益配分先として企業が最も重視する項目として、大企業では設備投資の割合が高まっている反面、中小企業では設備投資の割合が低下し、新規雇用の拡大、あるいは従業員への還元への割合が上昇している。人手不足が深刻化すれば、資金の余裕が少ない中小企業を中心に、当面の業務継続のための人手確保に追われ、設備投資が抑制される可能性がある（図表 2-13）。

これらを踏まえ、先行きの設備投資は大企業を中心に回復を持続するとみており、17年度+1.6%、18年度+1.1%と予測する。ただし、前述の輸出下振れリスクの顕在化により企業収益が悪化すれば、必要な投資も先送りされる可能性がある。

図表 2-12 生産・営業用設備判断 DI



図表 2-13 企業の利益配分スタンス

前年からの変化幅（%ポイント）

	大企業	中堅企業	中小企業
設備投資	1.1	0.1	-1.1
研究・開発	0.4	0.6	0.2
有利子負債削減	-1.1	-1.2	-1.7
新規雇用の拡大			0.8
従業員への還元		0.2	0.3
株主への還元	-0.1	1.1	
内部留保	-0.5	0.2	0.1

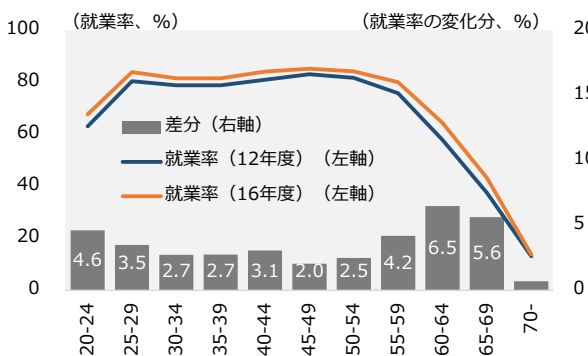
注：今年度の利益配分先として最も重要と回答した企業の割合の前年からの変化分。17年 1-3 月と 16年 1-3 月の比較。回答割合が 5%以下のものは非掲載。
出所：財務省「法人企業景気予測調査」

(5) 雇用・所得の動向

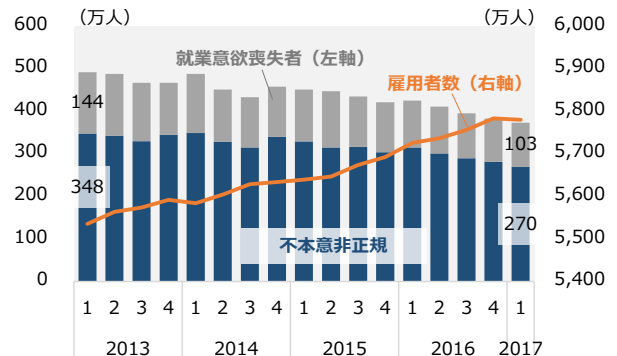
労働需給の逼迫に伴う雇用環境の改善に広がり

17年 1-3 月の完全失業率は 2.8%となり、約 23 年ぶりの低水準を記録。若年層や高年層を中心に幅広く就業率が改善している（図表 2-14）。失業者の減少に加え、職探しを諦めていた就業意欲喪失者も減少しており、就業者数の増加に寄与している（図表 2-15）。また、労働需給の逼迫に伴って、非正規の正社員化も進んでおり、不本意非正規が減少、上昇傾向にあったパートタイム比率も頭打ちとなった。

図表 2-14 年齢階層別の就業率



図表 2-15 広義の失業者数

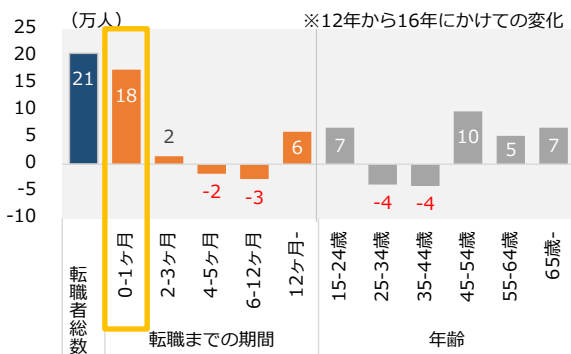


転職の増加とともに、業種間の移動も拡大

こうしたなか、労働移動も増加している。16年に転職した人は306万人（雇用者数の約5%）と、12年比で21万人の増加。転職までのインターバルが1ヶ月未満の転職者が増えており、円滑な労働移動が実現しているとみられる（図表2-16）。転職による業種間の労働移動（13年から16年）をみると、転職者のうち、同じ業種での転職は全体の約半分であり、残りは業種を超えて転職している。卸小売や宿泊・飲食などは転出超過となる一方、サービスや医療・福祉では転入超過となっている（図表2-17）。宿泊・飲食の人手不足は全業種の中で最も深刻であり、転出者の増加が人手不足に拍車をかけている。

先行きの労働需給は、一段の逼迫が予想される。17年から団塊世代が70歳に達し、現役引退の増加が予想されるためだ。各年齢層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16年度の前年比+1.0%から、17-18年度は同+0.1%程度まで大幅に鈍化する見込み。

図表 2-16 転職者数増加の内訳



出所：総務省「労働力調査」

図表 2-17 業種間の転職移動



出所：総務省「労働力調査」

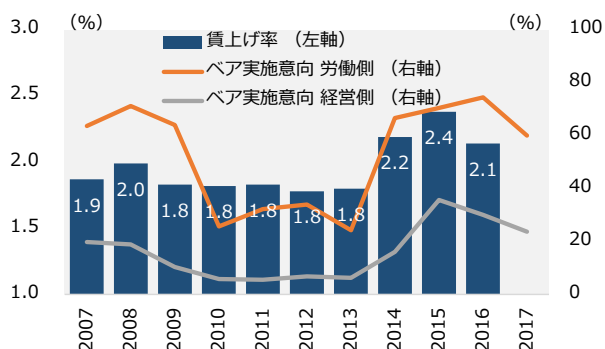
ベア実施意向が労使双方で低下、賃金の回復ペースは鈍い

労働需給の逼迫状況に比べて賃金の回復ペースは鈍い。パート・アルバイトなどの賃金上昇（時給アップや正規化）は進んでいる一方、全体の6割強を占める正規職員の賃金の伸びが鈍い。17年度の労使交渉では、ベア実施意向が労使双方で低下しており、賃上げ率の伸び鈍化が予想される（図表2-18）。

一方、賃金面以外の労働条件の改善は限定的だ。当社の「生活者市場予測システム（mif）」を用いた生活者5千人を対象とするアンケートによると、賃金面以外で1年前から改善した項目として、過重労働の解消、スキルアップへの支援、副業や兼業の容認、社会保険の適用拡大、を挙げた人の割合が、いずれも全体の2%程度にとどまっており、ベースアップなど賃金の引上げ（13%）に比べて低い。

17年以降は、労働需給が更に逼迫することが予想され、優秀な人材を確保するためには、賃金も含めた労働条件の改善が必要となる。今後の必要な取組みについて併せて調査したところ、賃上げの継続的実施を求める声が56%と圧倒的に多いが、正規と非正規の待遇差の改善（24%）、労働条件の柔軟化（21%）、自主的なスキルアップの支援（16%）などを求める声が、次いで多くみられた（図表2-19）。こうした労働条件の改善は、総合的な人件費の上昇や労働時間の減少を伴うものであり、企業が優秀な人材の確保と収益の拡大を両立させるためには、一段の生産性上昇が必要になる。

図表 2-18 賃上げ率とベア実施意向



注：ベア実施意向は、東証1部・2部企業を対象とする調査。
出所：労務行政研究所「2017年賃上げ見通し」

図表 2-19 雇用・所得環境の改善に必要な取組

全回答者のうち当てはまると回答した人の割合%（複数回答）	
賃金ベースアップの継続的な実施	56.0
正規雇用と非正規雇用の待遇差（賃金や福利厚生など）の是正	23.5
労働条件の柔軟化（正社員の短時間勤務や週休3日など）	21.2
自主的なスキルアップへの支援	15.7
正社員登用の拡大	15.3
長時間労働の是正（時間外労働の上限規制など）	15.1
人手不足の解消	14.6
副業や兼業の容認	14.1
子育てや介護と就労との両立支援	12.6
転職の妨げとなる退職金や企業年金制度の是正	11.8

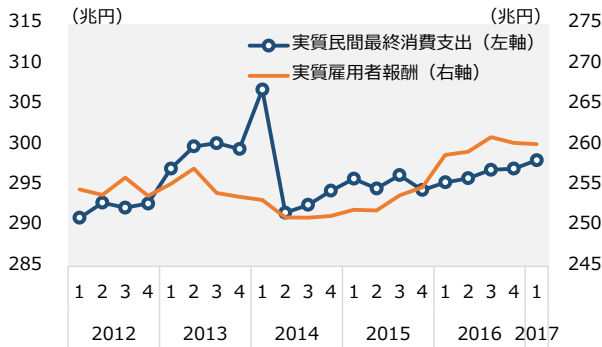
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査（17年4月実施、回答者5,000人）

(6) 消費の動向

雇用者報酬の増加などから、消費は緩やかに回復

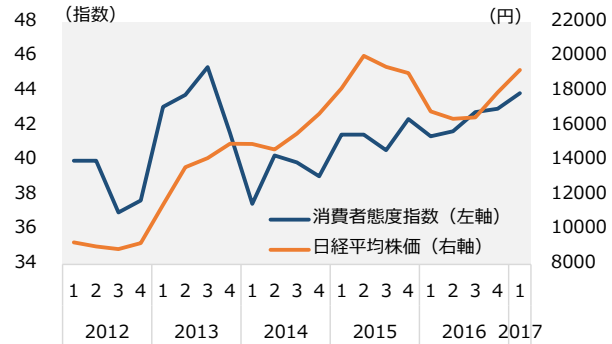
17年1-3月の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.4%と5四半期連続で増加。消費は緩やかに回復している（図表2-20）。前述の雇用・所得環境の改善を背景に雇用者報酬が改善するなか、米国大統領選後のリスクオンの流れを受けた株価の上昇などにより、消費者マインドも緩やかに持ち直し傾向をたどっている（図表2-21）。

図表 2-20 実質消費支出と雇用者報酬



出所：内閣府「国民経済計算」

図表 2-21 消費者マインドと株価



出所：内閣府「消費動向調査」、日本経済新聞

ただし、雇用者報酬の改善ペースに比べて消費の回復力は鈍い。背景には、収入面などでの将来に対する不安の強さがある（図表2-22右側）。

一方で、消費の改善要因をみると、賃金所得の増加に次いで多かったのが、「魅力的な商品・サービスの増加」である（図表2-22左側）。過去2回の調査でも同様の傾向が確認されている。消費者のココロをくすぐる商品・サービスにはしっかりとお金を出す様子が伺える。将来不安の解消や賃金上昇とともに、消費者のニーズ起点で魅力的な商品・サービスの開発することができれば、将来不安で強まっている所得から貯蓄への流れを、消費の方に振り向けることができる。

図表 2-22 過去3ヶ月の消費の改善・抑制要因

消費改善要因				消費抑制要因	
33%	増加	賃金所得	減少	35%	
14%	増加	財産所得	減少	13%	
11%	低下	商品・サービスの価格	上昇	33%	
18%	増加	魅力的な商品・サービス	減少	7%	
15%	増加	余裕時間	減少	9%	
11%	軽減	将来に対する不安	増加	55%	
1%	軽減	税・社会保険料負担	増加	29%	
3%	軽減	債務返済負担	増加	5%	

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（17年4月実施、回答者5,000人）

18年度にかけて消費は緩やかな回復傾向を維持

先行きの消費は緩やかな回復傾向を維持するであろう。労働需給の逼迫などを背景に賃金は緩やかな上昇傾向をたどるとみられるほか、消費者マインドも持ち直しの動きを続けるだろう。実質民間最終消費支出は、17年度は前年比+0.7%、18年度は同+0.8%と予測する。

17年度は、16年8月に閣議決定された経済対策（①最低賃金引上げ、②雇用保険料率の引下げ、③低所得者向け現金給付）により、実質消費支出が+0.4%ポイント程度押し上げられるとみており、こうした政策効果を除けば、18年度にかけて消費は緩やかに伸びを拡大する見通しである。

(7) 物価の動向

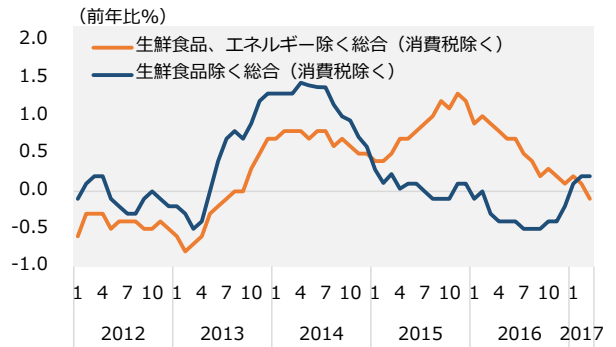
内生的な物価上昇圧力の強まりなどから、物価は緩やかに上昇へ

消費者物価指数は、17年1-3月の生鮮食品除く総合が前年比+0.2%と7四半期ぶりにプラスに転じた。原油価格の持ち直しなどを背景に、電気代やガソリンなどのエネルギー価格が同+1.5%と9四半期ぶりにプラスに転じた影響が大きい（図表2-23）。一方、生鮮食品・エネルギー除く総合は、3月に同▲0.1%と3年8ヶ月ぶりにマイナスに転じた。15年末からの生鮮食品・エネルギー除く総合の伸び鈍化には、（生鮮除く）食料価格の値上がりペース鈍化、携帯電話機や通信料の値下がり、テレビやPCなどデジタル家電の値下がりなどが寄与している。

物価の先行きはどうか。労働需給の逼迫による非正規職員を中心とする賃金上昇がサービス価格に徐々に転嫁されていくとみられるほか、輸入コストの増加も予想され、物価上昇圧力は少しずつではあるが強まっていくとみられる。雇用・所得環境の改善や経済対策による需要押し上げも、こうした価格転嫁の追い風となろう。生鮮食品除く総合（コア CPI）は、17 年入り後に緩やかに伸びを高め、17 年度後半には+1%台半ばの伸びとなる見通し。17 年度は前年比+0.9%、18 年度は同+1.4%と予測する。

物価見通しの前提について、原油価格（WTI）は、18 年度末にかけて 55 ドル程度まで緩やかな上昇を見込む。OPEC の減産は 17 年下期も継続される見込みだが、減産が継続されたとしても米国のシェールオイルの増産圧力の強まりなどを背景に上値の重い展開が予想される。為替は、米国の利上げペースが鍵を握るが、当社は 17 年中にあと 2 回、18 年中に 2 回の利上げを予想しており、18 年度末にかけて米国長期金利の上昇などを背景に、117 円程度まで円安が進行するとみている。ただし、前述のとおり金融市場のリスク回避姿勢の強まりや、米政権の為替政策次第では、円高方向に振れるリスクをはらんでいる。

図表 2-23 消費者物価



出所：総務省「消費者物価指数」

(8) まとめ

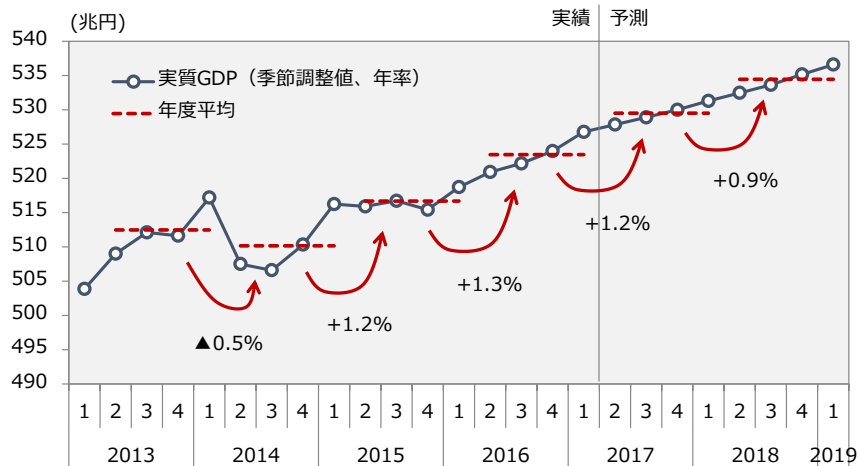
政策効果もあり緩やかに回復も、世界経済の下振れリスクには警戒が必要

17 年 1-3 月期は、季調済前期比+0.5%（年率+2.2%）と 5 四半期連続のプラス。好調な輸出に加え、消費や設備投資も底堅く推移しており、内外需バランスのとれた成長となった。

先行きは、世界経済の緩やかな回復による輸出・生産の回復持続、雇用・所得環境の改善に加え、今後は 16 年 8 月に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」の効果が各方面に及んでくるとみられ、18 年度にかけて緩やかな成長持続を見込む。日本経済の実質 GDP 成長率（前年比）は、17 年度+1.2%、18 年度+0.9%と予測する（図表 2-24）。前回見通し（3 月 8 日）から、17 年度は+0.2%p 上方修正、18 年度は変更なし。なお、16 年 8 月の経済対策の影響を除けば、17 年度+0.8%、18 年度+0.9%と緩やかな回復を想定している。

ただし、世界経済を巡っては、欧州の政治リスクは低下したものの、①米国新政権の政策運営の停滞、②米国利上げペース加速による新興国経済の下振れ、③地政学リスクの高まりには警戒を要する。米国経済の成長上振れで日本経済に恩恵が及ぶ可能性はある一方、その他のリスクが顕在化すれば、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 2-24 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

17年1-3月期は伸びが鈍化

米国経済は緩やかな拡大基調を維持。17年1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率+0.7%となったが、減速は一時的とみられる。ただし、先行きはトランプ新政権の経済政策に左右される。

議会と司法が、トランプ新政権の政策実現のブレーキに

トランプ新政権は、共和党内で合意を得やすい公約から着手しているが、総じて実現に至っていない。1月下旬と3月上旬に署名したイスラム圏から米国への入国を制限する大統領令は、どちらも連邦地裁が差し止めを命じた。3月下旬には、共和党内をまとめられず、オバマケア代替案の議会採決を断念。修正案が5月上旬に下院を通過したが、上院では再度調整が必要な見込みだ。

市場が注目する税制改革、大規模なインフラ投資の実現を疑問視する声も高まっている。新政権は4月末に、法人税やパススルー事業体（法人税が課されず、構成員へのみ課税される個人事業主などの事業体）への課税を15%に減税、所得税率を3段階へ簡素化、基礎控除の倍増などを盛り込んだ税制改革の骨子を発表した（図表3-2）、財源の手当てなど詳細は示されていない。非営利団体の責任ある連邦予算委員会（CRFB）によれば、上記の税制改革が実現した場合、10年間で約5.5兆ドルの財政赤字となる。大規模なインフラ投資も「年内の計画公表」（チャオ運輸長官）となる見込みだ。これらの政策は議会との協力が不可欠となる。共和党は下院の240議席を占めるが、法案を通すのに必要な過半数の票（218票）を得るには、財政規律を主張する保守強硬派のフリーダム・コーカス（約29名）や保守穏健派のチューズデー・グループ（約50名）をまとめる必要がある。

一方、通商政策は、交渉に向けた準備が進められている。3月末、貿易赤字の要因を分析するよう商務長官らに指示する大統領令に署名。4月には、中国と貿易不均衡問題の解決に向けた「100日計画」の策定で合意した。また、5月にNAFTA再交渉の意向を議会に通知。8月中旬にも交渉開始の見通しだ。

トランプ新政権の公約が実現すれば、短期的には減税などが内需拡大に寄与する可能性が高いが、下振れ要因も伴う。大幅な減税が実現すれば、金利上昇（81年のレーガン政権就任後は約3%上昇）やドル高（対円で同約38%上昇）を招き、内需や輸出が下押しされる恐れがある。一方、減税が実現しない場合には、減税期待などで高まった消費者マインドや株価が後退し（図表3-3）、消費が鈍化する可能性がある。また、関税引き上げが実施されれば、輸入物価が上昇し、低所得層を中心に消費が押し下げられかねない。相手国から報復措置がとられれば、輸出が減少し、製造業以外にも、輸送、卸売業など幅広い産業に悪影響が及ぶ（図表3-4）。

消費は、17年入り後に伸びが鈍化したものの、拡大基調を維持

消費は、拡大基調を維持している。物価上昇率の高まりや消費性向の上昇一服などを背景に、1-3月

図表 3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2015	2016	2017	2018
実質GDP	2.6	1.6	2.0	2.3
個人消費	3.2	2.7	2.2	2.2
設備投資	2.1	▲0.5	3.1	2.0
住宅投資	11.7	4.9	5.2	2.5
在庫投資寄与度	0.2	▲0.4	0.0	0.1
政府支出	1.8	0.8	▲0.1	1.2
純輸出寄与度	▲0.7	▲0.1	▲0.2	0.1
輸出等	0.1	0.4	2.5	2.7
輸入等<控除>	4.6	1.1	3.4	1.3
FFレート誘導水準(年末)	0.25-0.5	0.5-0.75	1.25-1.5	1.75-2
失業率	5.3	4.9	4.7	4.6

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

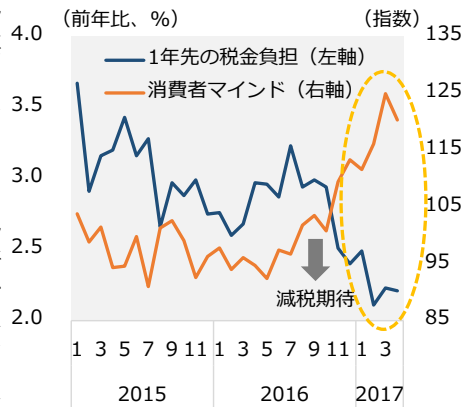
図表 3-2 税制改革の骨子（4/26公表）

項目	内容	2027年までの 財政への影響
法人税減税	35→15%へ	▲2.2兆ドル
パススルー事業体への減税	最高税率39.6→15%へ	▲1.5兆ドル
海外利益は非課税	海外利益に対して法人税を課税せず（源泉地国課税へ移行）	なし
本国送金に課税	海外に蓄積している利益は本国送金時に1度のみ課税	(2つが相殺)
所得税の簡素化	3段階（10、25、35%）へ	▲1.5兆ドル
基礎控除の倍増	2.4万ドルまで非課税に	▲1.5兆ドル
その他控除の廃止	住宅ローン、寄付控除以外は廃止	2.0兆ドル
合計		▲5.5兆ドル

注：項目は主なもののみ表示。

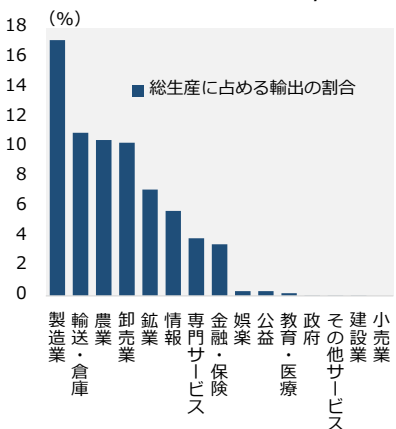
出所：責任ある連邦予算委員会（CRFB）

図表 3-3 減税期待・消費者マインド



出所：米国商務省、コンファレンス・ボード

図表 3-4 産業別の輸出/生産



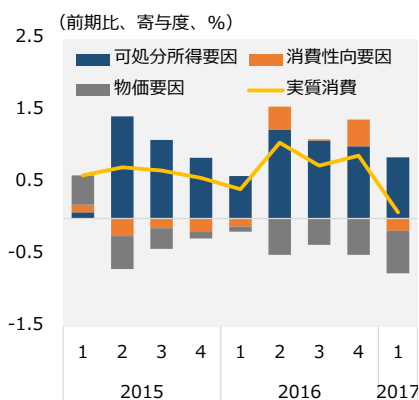
注：2015年の産業連関表より算出。出所：米国商務省

期は前期に比べ伸びが鈍化した（図表 3-5）、①良好な雇用・所得環境、②消費者マインドの改善に支えられ、消費の基調は底堅い。特に、消費者マインドは 16 年末以降、幅広い所得階層で改善している。

雇用・所得環境は、良好さを維持。失業率が 4.4%まで改善する中、新規失業給付受給者数は低下し、再就職率も上昇している。今後も良好な雇用・所得環境は続くと予想する。ただし、失業率が既に長期均衡水準（4.7%）付近まで改善しており、16 年に比べて雇用者数の増加ペースは鈍る可能性が高い。過去データをみると、失業率が 4%前半半では、雇用者数の増加幅が鈍化する傾向がある（図表 3-6）。

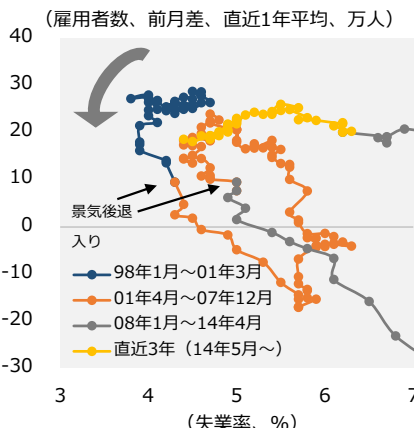
消費の先行きは、良好な雇用・所得環境を背景に、緩やかな拡大を見込む。トランプ新政権により減税が実施されれば、短期的には消費が 2%程度押し上げられるだろう。

図表 3-5 消費の要因分解



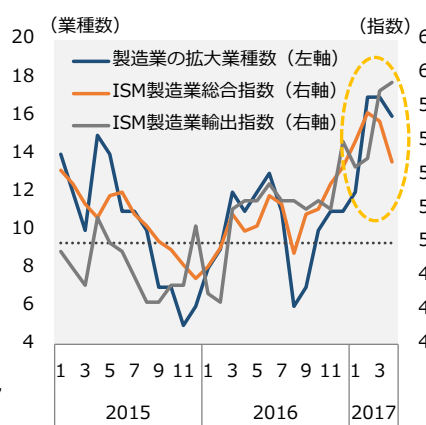
出所：米国商務省

図表 3-6 失業率・雇用者数



出所：米国労働省、NBER

図表 3-7 製造業の企業マインド



注：製造業は 18 業種。

出所：米供給管理協会 (ISM)

企業活動は改善傾向だが、先行きは引き続き政策の不確実性が重石に

企業活動は、堅調な内需を背景に、サービス業で底堅く推移。製造業も、①海外経済の持ち直しによる輸出の増加や、②トランプ新政権の経済政策への期待などを背景に、16 年末以降、生産の増加ペースが高まっている。景況感も幅広い指数で改善傾向にある（図表 3-7）。

投資活動も持ち直しの動きがみられる。16 年秋以降、設備投資の先行指標である資本財新規受注は、生産の拡大などを背景に増加傾向が続いている。ただし、企業の投資活動は消費に比べ慎重な動きが続くだろう。NAFTA 再交渉の行方や、財政政策・規制緩和の実現度合いなど、当面は政策運営に対する不確実性が高い状況が続くためだ。企業は需要の増加に対して、設備投資による生産能力引き上げではなく、設備稼働率（依然として金融危機前の水準を 3%pt 程度下回る）の上昇で対応する可能性が高い。

FOMC は年内のバランスシートの縮小開始を検討

17 年 3 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) は、FF 金利の誘導目標値の 0.75~1.0%への引き上げを決定。FOMC 参加者の FF 金利見通しが示唆する 17 年の利上げ幅は、16 年 12 月時点と同じく約 0.8%であった。また、3 月の FOMC 議事録によると、FOMC 参加者の多くが、利上げが進んだ場合には、年内に米連邦準備制度理事会 (FRB) のバランスシートの縮小を開始することが適切と判断している。FOMC 参加者間で、「国債と住宅担保証券 (MBS) の保有規模を、市場が予測可能な形で、経済情勢に基づいて縮小する」との合意がなされた模様だ。今後は、バランスシートの縮小に伴い、金利が上昇する可能性がある。過去データで推計すると、量的緩和第三弾 (QE3) はストック効果により、長期金利を約 1%押し下げたとみられる。今後のバランスシート縮小のテンポにもよるが、金利への影響には注意が必要だ。

17 年の成長率は 1-3 月期の下振れを受け、2%に下方修正

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 1-3 月期の下振れを受け、17 年は同+2.0%と下方修正する（前回同+2.1%）。18 年は減税法案の成立が 18 年前半に遅れると見込み（2 月時点では 17 年後半を想定）、同+2.3%と下方修正する（前回同+2.4%）。

上振れ・下振れ要因は、第 1 に、新政権の政策が挙げられる。18 年前後では、減税やインフラ投資は上振れ要因だが、長期的には、通商政策の保護主義化が進めば下振れ要因となる。また、減税や規制緩和の進捗が期待はずれとなれば、消費者マインドや株価が後退する可能性がある。第 2 に、新政権の政策によりインフレが加速し、FRB が市場予想を上回るペースで利上げした場合には、金利が急激に上昇し、耐久消費財の消費や住宅投資が抑制される恐れがある。また、金利の上昇がドル高の進行につながれば、輸出が下押しされ、製造業を中心に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、消費主導の緩やかな回復が続いている。弱い動きが続いていた設備投資や輸出も、16年後半は改善ペースが加速した。

消費は底堅く推移、雇用・所得環境も改善継続

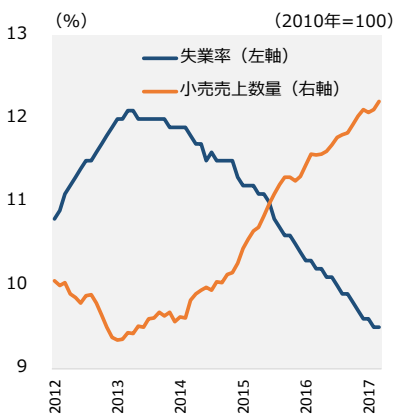
ユーロ圏の消費は、回復基調が持続している。エネルギー価格の上昇による物価上昇率の高まりを受け、やや増加ペースは鈍化しているものの、①雇用・所得環境の改善や、②消費者マインドの堅調さを背景に、小売売上数量は前年比+2%弱で底堅く推移（図表 4-2）。雇用者数の増加など雇用・所得環境の改善は続いており、先行きも消費は回復基調を維持すると見込む。

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	
	2015	2016	2017	2018
ユーロ圏	2.0	1.8	1.6	1.6
ドイツ	1.7	1.9	1.6	1.6
フランス	1.3	1.2	1.0	1.2

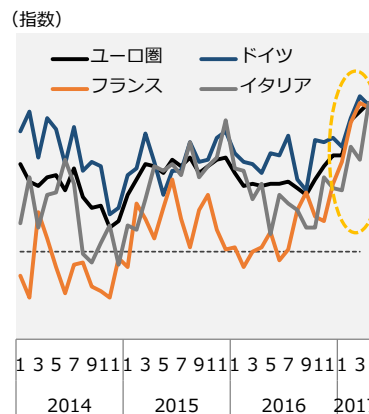
出所：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 ユーロ圏の消費・失業率



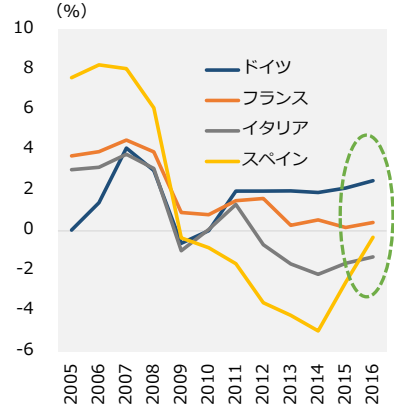
注：小売売上は後方3ヶ月移動平均。
出所：Eurostat

図表 4-3 企業マインド



出所：Bloomberg

図表 4-4 最適な金利水準



注：テイラールールによる金利水準。
目標インフレ率を2%として試算。
出所：Eurostat、欧州委員会

輸出環境が持ち直す中、企業マインドが大幅に改善

輸出環境は持ち直しつつある。15年秋以降、ユーロ圏の財輸出は前年比0%付近で推移していたが、16年末以降は伸びを高めた。輸出の先行指標であるドイツの海外受注も前年比プラスを維持。海外経済も改善しつつあるほか、ユーロ安も続いており、先行きも、輸出の持ち直しが続くと予想する。

ユーロ圏の企業の景況感は、16年末以降、輸出の持ち直しなどを背景に幅広い地域で改善（図表 4-3）。設備稼働率が改善する中、16年末の固定資本形成は前期比+3.3%とユーロ導入以降で最大の増加幅となった。先行きも、企業の投資活動は緩やかな拡大が続くとみられる。リスク要因としては、①英国のEU離脱交渉の行方や、②トランプ新政権の政策運営に関する不確実性が挙げられる。

ECBは金融政策の変化を示唆するも、当面は金融緩和継続の可能性が高い

欧州中央銀行（ECB）は金融政策のスタンスを見直しつつある。景気回復が進み、エネルギー価格の下押し圧力緩和によりデフレリスクが後退する中、17年3月の政策理事会の声明文から「政策目標のために必要となれば、政策理事会は利用可能な全ての手段を行使する」との一文を削除。会見ではドラギ総裁が「資産購入終了後も政策金利を現状以下にする」という声明文の表現変更を示唆した。

市場では3月に年内利上げの観測が高まったが、金融緩和縮小のハードルは多い。①コアベースで見れば、物価上昇率は前年比+1%程度で推移し、デシインフレ傾向が継続。②南欧諸国では、依然、経済情勢に即した最適金利がマイナスだ（図表 4-4）。③緩和縮小はイタリアの銀行の不良債権問題など銀行システムにも影響する。当面は緩和的な金融環境を維持し、金融政策の調整は慎重に行われるだろう。

英国、6月にハードブレグジットの是非を問う総選挙へ

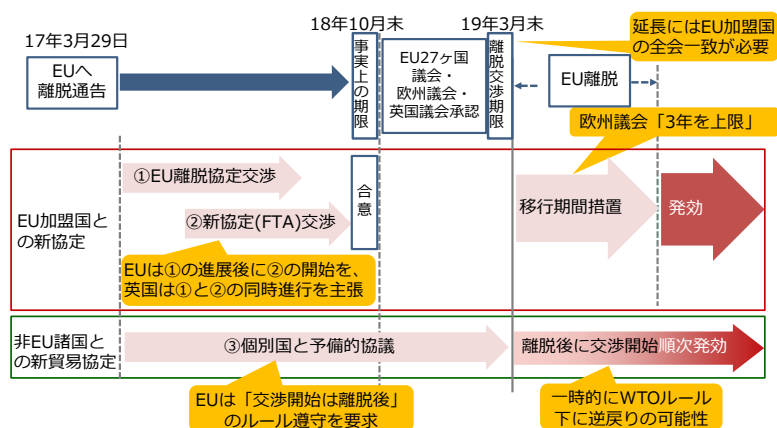
17年3月29日、英国はEU離脱を正式に通告。19年3月末まで2年を期限とする交渉期間に入ったが、交渉は難航が予想される。①交渉順序について、英国は貿易協定が未締結での離脱を避けるため、離脱交渉と新協定の交渉を同時並行で行いたい意向だが、EU側は離脱交渉が「十分進展した後」に新協定の交渉を開始する方針だ（図表 4-5）。②離脱交渉についても、1000億ユーロに達するとの見方もあるEU予算の分担金や英国にあるEU機関の移転費用などの要求は、英国には受け入れがたい。さらに、③英議会には極端な強硬離脱派や穏健離脱派、残留派があり、英国内も一枚岩ではない。本格的な交渉

開始を欧州主要国の選挙が終わる 17 年秋、交渉期限を各国議会での合意内容の承認手続きを考慮して 18 年秋とすれば、実質的な交渉期間は約 1 年しかない。2 月下旬には、デービス EU 離脱担当相が「離脱交渉の合意なしでの離脱」にも備える必要があるとの考えを示した。

こうした中、メイ英首相は 17 年 4 月中旬、EU 離脱交渉に向けた議会の団結を目指し、6 月 8 日の総選挙実施を表明。離脱交渉が延長される場合などに備え、総選挙の実施時期をずらす（20 年→22 年）意図もあった模様だ。総選挙では、支持率で労働党（約 31%）と差を広げる保守党（約 47%）が議席を伸ばし、ハードブレグジット路線が継続するとみられる。

英国経済は、ポンド安を背景に企業マインドは好調だが、物価上昇率の高まりにより消費が減速。1-3 月期の実質 GDP の伸びは前期比+0.3%に鈍化した。ユーロ圏にとっても、①英国内需の減速が続けば、英国向け輸出が抑制されるほか、②英国 EU 離脱交渉の不確実性が、投資の重石となる恐れがある。

図表 4-5 英国の EU 離脱に関する今後のスケジュール



出所：各種資料より三菱総合研究所作成

図表 4-6 マクロン仏新大統領の公約

項目	内容
労働政策	・給与税引下げ ・週35時間労働制の緩和
教育政策	・若年層が文化に触れる機会を増やす補助金
財政政策	・500億ユーロの投資計画 ・法人税引下げ（33%→25%） ・最大12万人の公務員削減
外交政策	・通貨ユーロを維持 ・シェンゲン協定を維持 ・英国のEU離脱に厳しい姿勢

出所：各種資料より三菱総合研究所作成

蘭仏では極右勢力の得票率は伸び悩みも、政治的な安定への懸念が継続

17年に注目された選挙（蘭、仏、独）のうち2つが終了。3月のオランダ議会選挙では、極右政党・自由党は8議席（12→20議席）の増加にとどまった。5月のフランス大統領選挙では、マクロン氏が反移民・反EUを主張するルペン氏を決選投票で破り、新大統領に決定。同氏は、通貨ユーロやシェンゲン協定を維持しつつ、週35時間労働制の緩和や減税など構造改革を進めていくとみられる（図表4-6）。

今回の選挙で極右勢力の票は伸び悩んだが、政治的な安定度には不安は残る。オランダでは、第1党・自由民主党（40→33議席）が議席を減らし、フランスでも新大統領の第1回投票での得票率は24%と、12年の29%（オランダ前大統領）から低下。各国で政治的な支持基盤は弱まった。ドイツ連邦議会選挙では、極右政党・ドイツのための選択肢（支持率、約10%）の得票率が伸び悩むとみられるが、18年5月（前倒しの可能性あり）に議会選挙を控えるイタリアでは、反ユーロを掲げる政党（五つ星運動、北部同盟など）の支持率が40%前後に達する。今後も政治の不確実性が経済活動の重石となりうる。

ユーロ圏は17年以降も緩やかな回復が続くと予想

ユーロ圏経済は、雇用・所得環境の改善やマインドの堅調さを背景に、消費が増加し、緩やかな回復が続くと予想する。ただし、英国のEU離脱選択や米国発の不確実性の悪影響などから、企業活動は緩やかな拡大にとどまるだろう。ユーロ圏の実質GDP成長率は、17年1-3月期の伸びが当社17年2月時点での予測から上振れたことを受け、17年を前年比+1.6%（前回+1.5%）と上方修正する。18年も+1.6%（前回+1.5%）と緩やかな拡大継続を見込む。ドイツは、17年および18年を同+1.6%と上方修正する（前回ともに+1.5%）。フランスは、17年は同+1.0%、18年は同+1.2%と予測する（ともに変更なし）。

直近のリスクは、17年7月に国債の大量償還を控えるギリシャ問題

リスク要因は、まず、①ギリシャのデフォルト懸念の高まりがある。EUやIMFの債権団によるギリシャの融資再開が遅れれば、約90億ユーロの大型返済が予定される17年7月に近づくにつれてギリシャ国債利回りが上昇し、南欧諸国にも悪影響が波及する可能性がある。また、②ユーロ圏内の政治的な不安定化がある。17年9月にドイツ、18年5月にイタリア（前倒しの可能性あり）で議会選挙を控える。選挙の結果、ポピュリスト政党が躍進する場合には、政策の不確実性が高まり、経済活動が抑制される可能性がある。さらに、上述の③英国EU離脱の悪影響や、④銀行システム不安の高まりのほか、⑤米国発の保護主義台頭などによる輸出減少などが挙げられる。

5. 新興国経済

(1) 概観

新興国経済は持ち直しが続く

新興国経済は、中国経済に持ち直しの動きがみられることや、資源価格の回復で資源国経済が好調なことなどから、持ち直しが続いている。

中国経済は、過剰生産能力の調整が続くが、政府による景気刺激策の効果の波及などから、底堅く推移している。その他新興国も、資源関連品目や電子部品の輸出が好調なことなどから持ち直しが続いている。

新興国は資金流入へと流れが転換

米大統領選直後は、米国の利上げ観測の高まりなどから米国債の金利が上昇し、新興国から米国に資金が還流する動きがみられた。

しかし、その後は、①米国の急速な政策金利引き上げへの警戒感が弱まったことや、②世界経済の持ち直しでリスクに対する許容度が高まったことから、再び新興国へ資金が流入し、新興国各国の株価は軒並み上昇、商品市場にもリスクマネーは流入している(図表 5-1)。新興国市場や商品市場への資金流入は、①新興国通貨の上昇による物価の安定と消費の増加や、②資源価格上昇による資源関連輸出の増加などを通じて、新興国経済の回復を後押ししている。

電子機器や資源関連品目を中心にアジアの輸出は好調

16年半ば以降、韓国、台湾、ASEAN などを中心に輸出は大きく増加している(図表 5-2)。

輸出増加の背景は、各国によってやや様相が異なる。韓国、台湾では、中国におけるスマートフォンの高機能化などを背景とした電子部品の引き合いの強まりが輸出を強く牽引している。一方、ASEAN では、原油やパーム油、天然ゴムなど商品価格が上昇しており、インドネシアなど資源国を中心に輸出の増加が続いている。

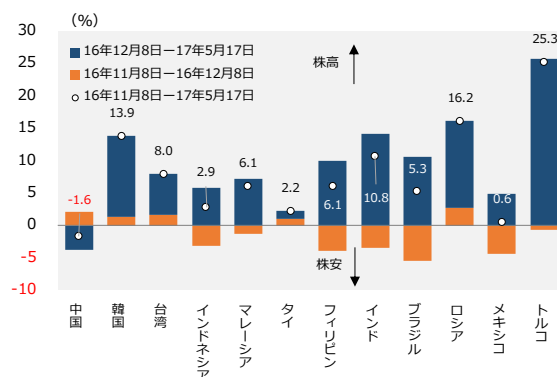
先行きも緩やかな持ち直しが続く

新興国経済の先行きは、①米国のバランスシート縮小や利上げの加速、②財政政策の行き詰まり、③保護主義化の進行、など米国の政策変更がリスクではあるものの、堅調な輸出や物価の安定を背景とした消費の拡大などから、緩やかな持ち直しが続くだろう。

中国経済は、5年に1度の党大会が行われる17年においては、政府の政策効果の下支えもあり底堅く推移するだろう。ただし、中長期的には過剰生産能力の調整などで緩やかな鈍化傾向を見込む。ASEAN やその他東アジア経済は、電子部品など輸出の増勢はやや落ち着くとみるが、18年にかけて消費の拡大などから堅調に推移すると見込む。

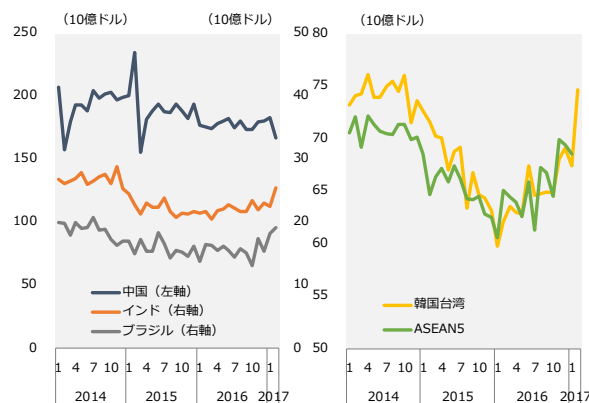
新興国全体で注視すべきリスクは、①米国利上げペースの強まりから資金流出が急速に進む可能性、②米国の通商政策見直しによる貿易や直接投資の停滞、③中国経済の急減速と新興国全体への影響の波及、④家計を中心としたバランスシート調整の圧力の高まりによる信用収縮、などがあげられる。

図表 5-1 新興国の株価



出所：Bloomberg

図表 5-2 新興国の輸出



出所：CEIC、三菱総合研究所による季節調整値

図表 5-3 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2015	2016	2017	2018
中国	6.9	6.7	6.8	6.5
ASEAN5	4.8	4.9	5.0	5.2
インドネシア	4.9	5.0	5.2	5.5
マレーシア	5.0	4.2	4.7	4.7
フィリピン	5.9	6.9	6.5	6.5
タイ	2.9	3.2	2.8	3.1
ベトナム	6.7	6.2	6.1	6.3
香港	2.4	1.7	2.0	1.9
韓国	2.5	2.8	3.0	3.1
シンガポール	1.9	2.0	3.3	2.3
台湾	0.7	1.5	2.1	1.9
インド(年度)	7.6	6.9	7.4	7.7
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.6	▲ 1.4	0.5

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

全人代では先行きのリスクを強く警戒

17年3月、第12期全国人民代表大会第5回大会が開催された。第13次5ヵ年計画の2年目にあたり、概ね前年を踏襲した目標となったが、いくつかの点で政策の方向性の変化もみて取れる。

17年の目標の特徴は、リスクに対する記載が目立った事であろう(図表5-4)。特に、不良債権やシャドーバンキング問題、大都市の住宅価格の高騰などには強い警戒感がにじむ。

中国経済は底堅く推移

政府が先行きのリスクに目配りする一方、昨年から続く景気刺激策の効果もあり、中国経済は底堅く推移している。17年1-3月期の実質GDPは、前年同期比+6.9%と前期(同+6.8%)から伸びが上昇し、2四半期連続で成長率が回復した(図表5-5)。

業種別に見ると、第2次産業の実質GDPは同+6.4%と前期(同+6.1%)から上昇するなど製造業の成長率は持ち直している。第3次産業についても、不動産開発投資やインフラ投資の拡大などから、不動産業や運輸郵便業などを中心に高い伸びを維持している。

企業の景況感改善は続く

企業の景況感は、16年半ば以降、改善傾向となっている。製造業PMIは、①鉄鋼や石炭の需給改善、②地方を中心としたインフラ投資の進捗、③法人税など企業負担軽減策の波及などもあり、17年4月にはやや低下したものの、同年3月には51.8と5年ぶりの水準に達した(図表5-6)。業種別にみても幅広い業種で堅調な推移が続いている。

17年もインフラへの積極的な投資や企業の税・保険料負担の軽減が予定されているなど、政府の政策が下支えする形で、企業活動は好調を維持するだろう。しかしながら、インフラ投資の拡大や企業の負担軽減策は、地方政府の財政や社会保障の持続可能性に悪影響を与えかねない。短期的な政府による景気浮揚策は、中長期的なリスクの増大と裏表の関係にある。

安定した所得環境のもと、消費は底堅い

雇用者の所得は安定した推移を続けている。16年前半までは、過剰生産能力を抱える業種を中心に業績が悪化し、可処分所得の伸びは低下を続けていた。しかしながら、16年後半以降は、企業収益改善に伴い可処分所得の対前年比の伸びは下げ止まりつつある(図表5-7)。

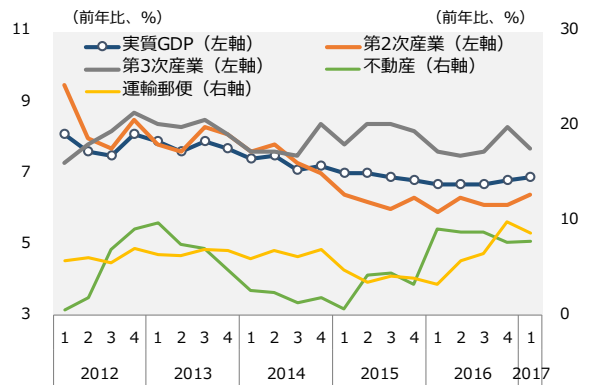
安定した所得環境のもと、小売売上高は1-4月で前年同月比+10.7%と高い伸びを維持しており、消費も底堅い(図表5-8)。一方、自動車販売台数は小型車の自動車取得税の減税規模縮小もあり大きく減少している(17年1月時点で季調済前月比▲19%減)。ただし、①所得環境が

図表 5-4 2017年の目標

全人代における表現	
成長率	GDP成長率は6.5%前後とし、実際の取組みでよりよい結果を得るよう努める
財政政策	財政政策はさらに積極的で効果的に
生産能力の調整	効果的に過剰生産能力を解消する、 企業のレバレッジ比率下げを最優先課題 に
インフラ投資	有効投資を積極的に拡大
金融政策	金融政策は稳健・中立を維持する、 不良債権やシャドーバンキングを厳重に警戒
住宅価格	都市ごとの状況に応じた 不動産市場のコントロールを強化

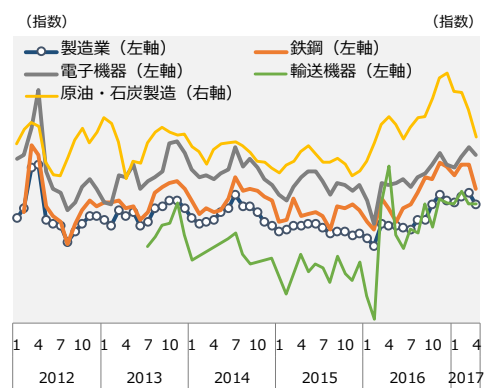
出所：政府活動報告より三菱総合研究所作成

図表 5-5 国内総生産



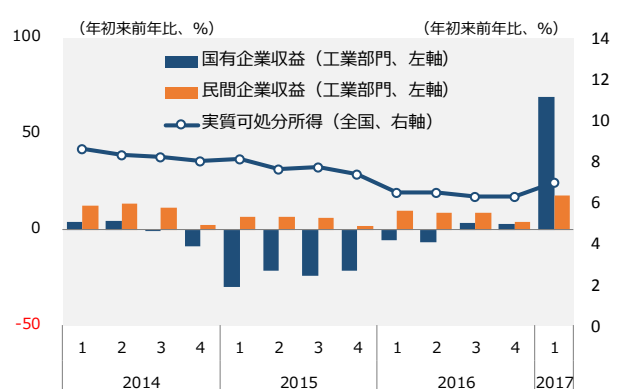
出所：中国国家统计局

図表 5-6 製造業 PMI



出所：中国国家统计局

図表 5-7 企業収益と可処分所得



出所：中国国家统计局

安定していること、②自動車の普及率が未だ低いこと、③年末に向けて小型車減税撤廃（18年1月に撤廃予定）の駆け込み需要が再度発生すると見込まれること、などから先行きの販売は堅調に回復していくだろう。

金融は引き締めへ転換、為替は安定した推移が続く

人民元は対ドルで通貨安傾向に推移しているが、17年入り後は通貨安の進行は一服している（図表5-9）。ドル高が一服していることに加え、中国の金融引き締めの効果が影響している可能性がある。

中国政府は、過去、減速する経済を下支えするため政策金利の引下げを続けてきたが、15年10月を最後に、金利は固定されている（図表5-10）。一方、SHIBOR（上海銀行間取引金利）は、17年初以降上昇しており、事実上の上限である貸出金利近傍で高止まりしている。中国政府は、近年の資金流出に警戒を強めており、景気を一定程度下押しするのは覚悟の上で、金融を引き締め方向に転換しているものとみられる。

急激な元安リスクはやや後退

資本流出規制も強化する動きが続く。対外直接投資は16年には対前年比+40%と急速に増加した。一方、16年後半以降は、政府が海外資産買収の審査を厳格化しており、不動産などを中心に海外投資に対して慎重姿勢が強まっている（図表5-11）。政府は年内にも企業の海外投資について定めた包括的な管理法令の公布を予定しており、政府による監視はなお強まっている。

中国政府は、中国製造2025で定められた重点分野をはじめ、技術の取り込みなどを目的とした買収は奨励する一方、不動産や娯楽産業（映画など）への海外投資を強く規制、業種によって資金流出を許す分野と許さない分野を使い分けるとみられる。規制強化で海外への資金流出が抑制されていることから、急激な元安のリスクは以前と比べればやや後退している。

18年にかけては減速傾向で推移

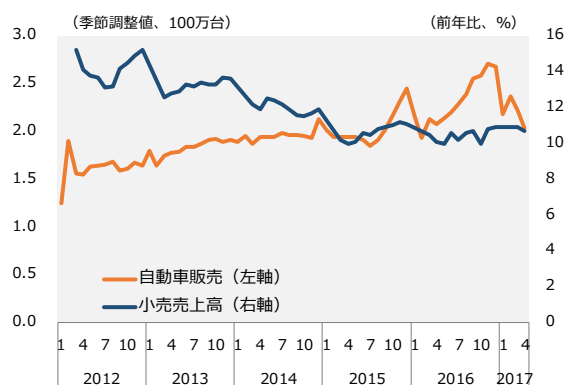
中国経済の先行きは、インフラ投資の進捗などもあり、17年までは好調を維持するだろう。ただし、長い目でみれば過剰生産能力の調整などから18年にかけて減速傾向で推移する見込み。先行きの実質GDP成長率は、17年+6.8%、18年+6.5%を予測する。

秋の党大会後に構造改革が進むか

人事を決める17年秋の党大会を控え、党内の権力争いが活発化している。注目は、①政治局常務委員に習氏に近い人物がどれだけ選出されるか、②習氏を含む党最高指導部の定年延長が行われるか、などである。

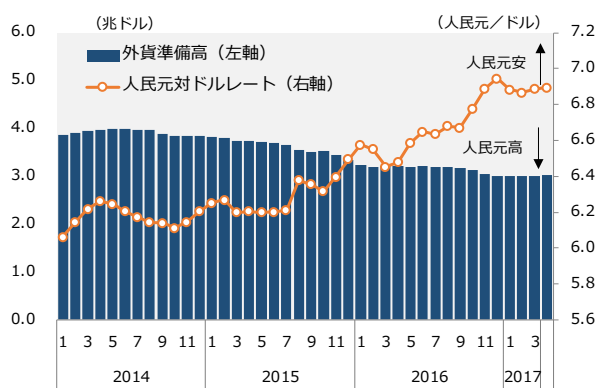
16年の党大会では核心と位置づけられるなど、17年秋の人事でも習氏の権力集中が続く可能性は高い。習総書記の権力基盤が強化された場合には、構造改革をさらに推進する姿勢を鮮明にすることで、成長減速が進むシナリオも考えられる。

図表 5-8 小売売上高と自動車販売台数



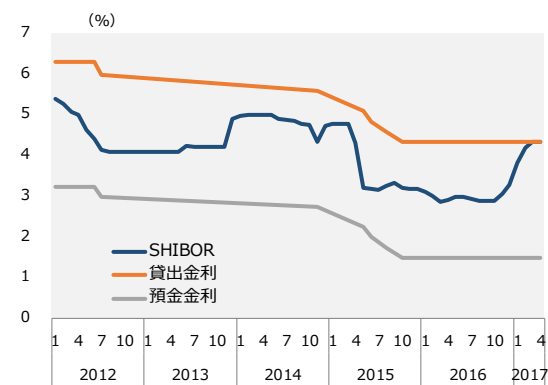
出所：中国国家统计局、中国汽车工业协会

図表 5-9 外貨準備と人民元レート



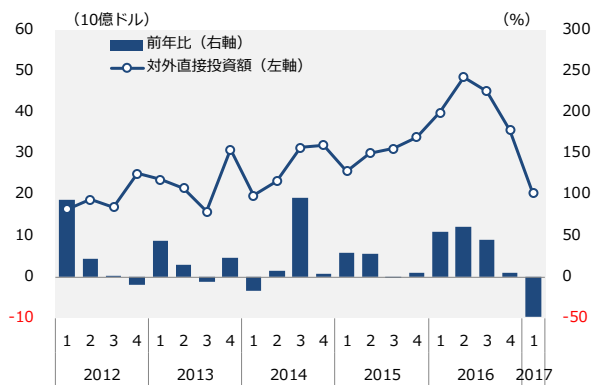
出所：Bloomberg、CEIC

図表 5-10 金利



出所：Bloomberg

図表 5-11 対外直接投資



出所：中国国家统计局

(3) ASEAN 及びその他東アジア経済

ASEAN 経済は持ち直し

ASEAN・その他東アジア経済は持ち直している。

ASEAN5 をみると、インドネシア経済は、資源価格やインフレ率の安定などから内外需ともに堅調に推移している。マレーシア経済も資源価格の安定や中国経済の持ち直しなどから輸出を中心に回復しており、ASEAN5 の成長率は総じてみれば持ち直している（図表 5-12）。

その他東アジア経済は、韓国で政情の不安定化などから消費にやや慎重な動きが見られるが、電子部品などの輸出が成長を牽引している（図表 5-13）。

電子部品や資源関連品目を中心に輸出が拡大

輸出は、①中国のスマートフォンの高機能化などで韓国・台湾の電子部品輸出が急増したほか、②商品市況の改善で ASEAN の商品作物の輸出が増加し、総じて堅調に増加している（図表 5-14）。国別にみると、資源関連品目が好調なインドネシアや、電子機器や機械類の品目で増加しているベトナム、タイなどで回復傾向が強い。

商品市況の改善の背景には、①商品市場への資金流入が活発なことに加えて、②堅調な世界経済のもと需要が増加していることが影響している。原油、パーム油、天然ゴムなど ASEAN の主力輸出品目で軒並み市況は改善しており、インドネシア、マレーシア、タイなどでは、今後も農業従事者の所得増加などを通じて、経済にプラスの影響を与えるだろう（図表 5-15）。

韓国では、輸出が好調も先行きの不透明感が強まる

韓国は、電子部品などの輸出が好調である一方、消費者マインドの急速な低下や、若年失業率の上昇（17年2月：10.4%）などから、消費が減速している。

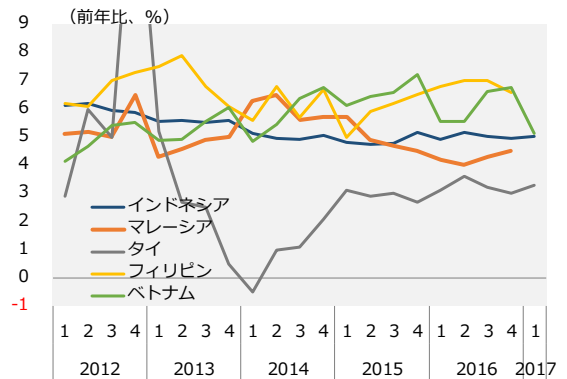
韓国大統領選は「共に民主党」の文在寅氏が勝利し、雇用政策や財閥改革に注力する見込み（図表 5-15）。しかし、少数与党であり議会対策に苦戦が予想され、THAAD 配備をめぐる制裁措置や、米韓 FTA の見直し要求、朝鮮半島の緊張の高まりなど、課題は山積している。

先行きは持ち直しが続く

ASEAN・その他東アジア経済は、農業生産の回復やインフレ圧力緩和による消費の緩やかな拡大などを背景に、持ち直しを続けると見込む。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、17 年が前年比+5.0%、18 年が同+5.2%を予測。

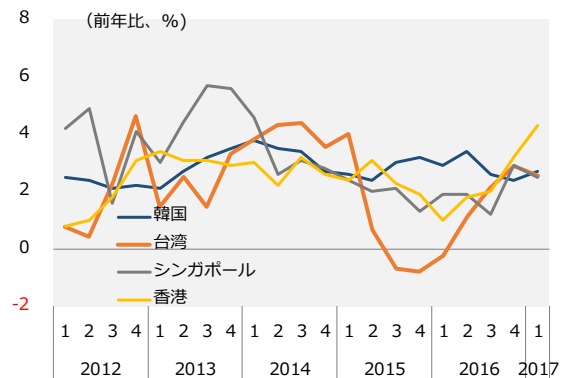
先行きのリスクは、第 1 に、米国の政策変更が与える影響があげられる。米国の利上げペースが加速すれば、資金流出や通貨安再燃の可能性もある。また、TPP が頓挫するなど、通商協定の停滞が続けば投資への悪影響も懸念される。第 2 に、中国経済の想定以上の減速が東アジアを中心に経済減速を引き起こす可能性があげられる。第 3 に、朝鮮半島の緊張の高まりなど地政学リスクの高まりが景気に及ぼす影響がある。

図表 5-12 ASEAN の実質 GDP 成長率



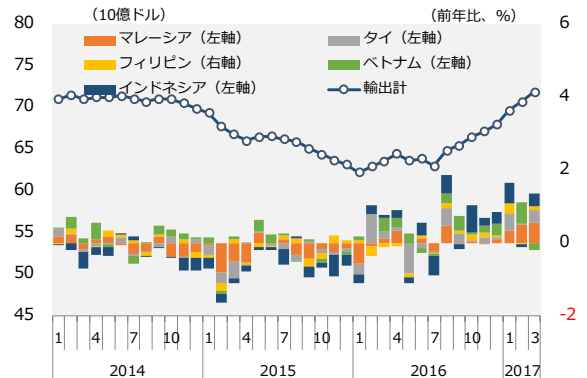
出所：Bloomberg、CEIC

図表 5-13 その他東アジアの実質 GDP 成長率



出所：Bloomberg、CEIC

図表 5-14 ASEAN の輸出



出所：CEIC

図表 5-15 韓国次期大統領の政策

文在寅氏の政策	
雇用	「雇用大統領」を自称し、在任中に警察官や教師、保育士など 公務員の雇用を81万人創出 するなど政府主導で雇用を回復
財閥	大企業の違法行為取締り などのため公正取引委員会の権限強化
財政	財政支出の拡大（歳出：年平均+3.5%→同+7.0%）、財源は不要な支出削減や 大企業・富裕層への課税強化 などで捻出
外交	対北朝鮮政策は対話を重視、THAADの配備には慎重

出所：各種報道より三菱総合研究所作成

(4) インド経済

消費を主導とした緩やかな拡大が続く

インド経済は、緩やかな拡大が続いている。16年10-12月期の実質GDPは、高額紙幣廃止による影響もあり前年比+7.0%と前期（7-9月期：同+7.3%）から伸び率が低下したものの、引き続き高い成長が続いている（図表5-16）。

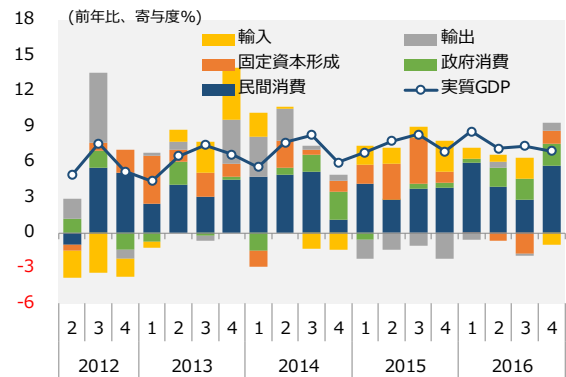
消費は、高額紙幣廃止直後に急速に落ち込んだものの、急速に回復に向かっている。二輪車の販売は、16年12月には118万台と高額紙幣廃止直前（16年10月：172万台）から▲31%減少したが、2月時点では168万台と概ね政策実施前の水準まで回復している（図表5-17）。

安定した内政のもと、政策も進展

先行きは、好調な内需を背景に今後も高い成長を続ける見込み。高額紙幣廃止の影響が限定的であったことなどからモディ政権への支持も強まっており、17年2月に行われた人口2億人を有するウッタルプラデシュ州での地方選挙は、与党の圧勝となった。

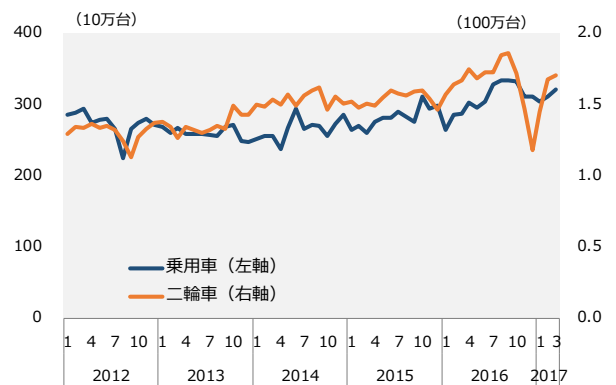
17年7月の付加価値税（GST）の導入に向けた準備が着々と進んでいるほか、17年度予算は農村へのインフラ投資に重点配分するなど、安定した内政のもとで政府の政策も進展している。実質GDP成長率（年度）は、17年度は前年比+7.4%、18年度は同+7.7%を予測する。

図表 5-16 インドの実質 GDP 成長率



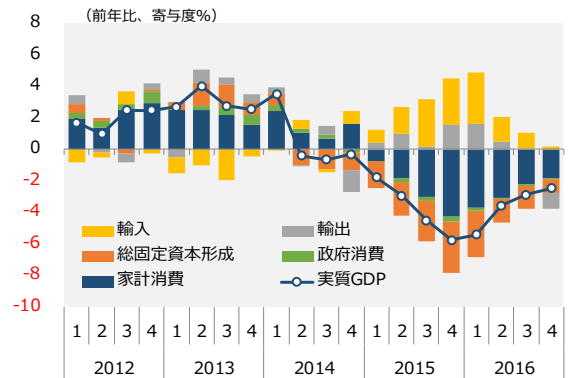
出所：インド国家統計機構

図表 5-17 インドの自動車販売



出所：インド自動車工業会

図表 5-18 ブラジルの実質 GDP 成長率



出所：ブラジル地理統計院

(5) ブラジル経済

雇用の冷え込みから、消費の減少が続く

ブラジル経済は縮小が続く。16年10-12月期の実質GDP成長率は前年比▲2.5%と、消費や投資の低迷からマイナス成長が続く（図表5-18）。季調済前期比でも▲0.9%と前期（同▲0.7%）からマイナス幅が拡大した。

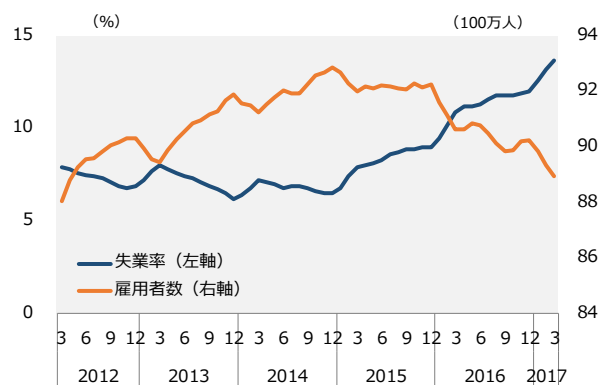
家計消費が低迷している背景には高い失業率がある。失業率は17年2月時点で13.2%と改善の兆しが一向にみられない（図表5-19）。雇用者数も前年同月比▲2.0%と、製造業や建設業などを中心に減少を続けており、雇用の冷え込みが消費低迷の要因となっている。

先行きも厳しい経済状況が続く

先行きは、雇用所得環境の改善に遅れがみられる中、テメル大統領が掲げる歳出抑制の取組みも短期的には経済成長への下押し要因となり、17年もブラジル経済は厳しい状況が続くだろう。実質GDP成長率は、17年は前年比▲1.4%、18年は同+0.5%を見込む。

ただし、①政策金利が4会合連続で引き下げられるなど金融緩和への積極的な姿勢がみられること、②主力輸出品である大豆などの穀物生産が豊作となる見込みであること、など明るい材料もある。また、政府が進める年金改革などの歳出削減策は短期的には経済にマイナスではあるものの、財政の改善から中長期的な成長基盤の強化につながる事が期待される。

図表 5-19 ブラジルの雇用



出所：ブラジル地理統計院

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			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
名目	国内総生産（＝GDP）	531,768	537,986	545,821	555,752	2.7%	1.2%	1.5%	1.8%
	民間最終消費支出	299,843	300,740	304,275	309,656	0.5%	0.3%	1.2%	1.8%
	民間住宅投資	15,930	16,915	17,072	17,414	2.7%	6.2%	0.9%	2.0%
	民間設備投資	81,150	82,418	84,259	85,851	1.1%	1.6%	2.2%	1.9%
	民間在庫品増加	2,478	760	575	988	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,026	106,219	107,727	109,930	1.7%	0.2%	1.4%	2.0%
	公的固定資本形成	26,724	25,799	26,764	26,780	▲1.4%	▲3.5%	3.7%	0.1%
	公的在庫品増加	18	14	81	261	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲402	5,122	5,068	4,872	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,677	88,435	94,224	97,322	▲0.7%	▲3.5%	6.5%	3.3%
	財貨・サービス輸入	92,078	83,313	89,155	92,450	▲8.9%	▲9.5%	7.0%	3.7%

（単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	516,587	523,463	529,505	534,467	1.2%	1.3%	1.2%	0.9%
	民間最終消費支出	295,160	297,005	299,210	301,679	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
	民間住宅投資	15,069	16,056	15,850	15,875	2.8%	6.5%	▲1.3%	0.2%
	民間設備投資	79,531	81,383	82,708	83,623	0.6%	2.3%	1.6%	1.1%
	民間在庫品増加	2,663	937	756	1,169	***	***	***	***
	政府最終消費支出	105,357	106,016	107,123	108,392	2.1%	0.6%	1.0%	1.2%
	公的固定資本形成	25,565	24,755	25,265	24,902	▲1.9%	▲3.2%	2.1%	▲1.4%
	公的在庫品増加	22	13	79	259	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲6,941	▲3,155	▲1,992	▲1,712	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	82,774	85,323	88,705	89,982	0.7%	3.1%	4.0%	1.4%
	財貨・サービス輸入	89,714	88,479	90,697	91,695	0.2%	▲1.4%	2.5%	1.1%

		年度				対前年度比増減率			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
指数	鉱工業生産指数	97.5	98.6	99.2	100.2	▲1.0%	1.1%	0.7%	1.0%
	国内企業物価指数	99.1	96.8	99.4	101.3	▲3.3%	▲2.4%	2.8%	1.9%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.0	99.7	100.6	102.0	0.0%	▲0.2%	0.9%	1.4%
	GDPデフレーター	102.9	102.8	103.1	104.0	1.5%	▲0.2%	0.3%	0.9%
	完全失業率	3.3%	3.0%	2.8%	2.7%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	92.1	97.4	92.1	92.5	4.6%	5.8%	▲5.5%	0.5%

（単位：10億円、％）

対外バランス	經常収支（10億円）	17,862	20,199	22,280	22,983	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲1,023	4,260	4,769	4,935	***	***	***	***
	貿易収支	330	5,765	6,199	6,120	***	***	***	***
	輸出	73,156	70,652	75,719	78,209	▲3.3%	▲3.4%	7.2%	3.3%
	輸入	72,826	64,887	69,520	72,090	▲11.5%	▲10.9%	7.1%	3.7%
	通関収支戻（10億円）	▲1,105	4,004	3,998	3,819	***	***	***	***
通関	通関輸出	74,115	71,525	76,236	78,744	▲0.7%	▲3.5%	6.6%	3.3%
	通関輸入	75,220	67,522	72,239	74,925	▲10.2%	▲10.2%	7.0%	3.7%

為替等	国債10年物利回り	0.29%	-0.04%	0.00%	0.00%	***	***	***	***
	日経平均株価（円）	18,841	17,520	19,319	19,807	15.8%	▲7.0%	10.3%	2.5%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	44.9	47.8	50.9	54.9	▲44.2%	6.4%	6.5%	7.9%
	円/ドル レート	120.0	108.4	112.4	115.6	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.105	1.097	1.098	1.100	***	***	***	***
	円/ユーロ レート	132.6	118.9	123.4	127.2	***	***	***	***

注：国債10年物利回り、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、国内企業物価は2015年基準。

資料：各種資料より三菱総合研究所予測。

執筆担当者

武田洋子 森重彰浩 猪瀬淳也 坂本貴志 田中康就

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所 (<http://www.mri.co.jp/>)
〒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 ファクシミリ:03-5157-2161 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 ファクシミリ:03-5157-2169 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、および当社にてお付き合いのある記者の方々にもご案内しております。