

NEWS RELEASE

2018年11月15日
株式会社三菱総合研究所

2018、2019年度の内外景気見通し

－ 米中貿易摩擦の影響が顕在化、世界経済は減速へ －

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7-9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+0.9%、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(9月10日):2018年度+1.2%、2019年度+0.8%)

海外経済

米国は、良好な雇用・所得環境や減税による内需の好調を背景に、18年は2%台後半の高めの成長を見込む。19年はインフラ投資の拡大が予想される一方で、減税効果の一巡に加えて米中貿易摩擦や長期金利上昇による悪影響も顕在化してくることから、2%程度まで成長減速を予想する。

ユーロ圏は、雇用環境の改善を背景に消費は堅調が予想される一方、海外需要の減速を背景に輸出・生産の伸び鈍化が見込まれることから、今後は緩やかに減速し、19年は1%台後半の成長を見込む。

新興国は、米中貿易摩擦の影響波及や中国の成長鈍化などを背景に、総じて緩やかな減速を見込む。中国は、政府によるインフラ投資や減税、緩和的な金融政策が景気を下支えるものの、米中貿易摩擦による輸出や投資の下振れが重石となることから、19年は6%台前半まで成長減速すると見込む。

日本経済

日本経済は、自然災害などから7-9月期にマイナス成長となったが、10-12月期以降は良好な所得・収益環境に支えられた内需の前向きな循環を背景に、緩やかな景気拡大基調に復する見込み。もともと19年度は、米中貿易摩擦による輸出・企業収益の下振れ、消費税率の引上げによる実質所得の低下が下押し圧力となろう。成長率は18年度+0.9%、19年度+0.7%と減速を予測する。

世界経済のリスク要因

世界経済の先行きの不透明感は依然として強い。米中貿易摩擦の激化や米国の長期金利上昇が引き金となり、世界経済が下振れるリスクが高まっている。

- ① 米中欧経済の同時失速：世界GDPの6割を占める米中欧経済の同時失速リスクは増している。19年に米中で既往の経済対策の効果一巡が予想されるなか、米中貿易摩擦の悪影響が顕在化してくる見込み。特に中国は追加的な経済対策の発動余地が小さく成長失速リスクが高い。さらに、19年3月の英国のEU離脱が離脱協定合意なしで実施されれば、米中経済に加えて欧州経済も下振れする。世界の実質GDPは最大で▲0.6%ポイント程度下振れする可能性がある。
- ② 金融市場のリスク回避姿勢の強まり：20年の大統領選をにらんだトランプ政権の拡張的な財政政策により、米国の財政赤字が一段と拡大する可能性がある。財政赤字の拡大懸念から米国長期金利が急上昇すれば、金融市場のリスク回避姿勢が再び強まり、リスク資産からの大規模な逃避が起こるであろう。
- ③ 新興国の債務調整圧力の強まり：新興国では、経済の基礎体力が弱い国を中心に、ドル建債務比率が高い水準にある。米国の保護主義的な動きや米国長期金利の急上昇を契機に新興国からの資金流出が進めば、本格的な債務調整を招く可能性がある。

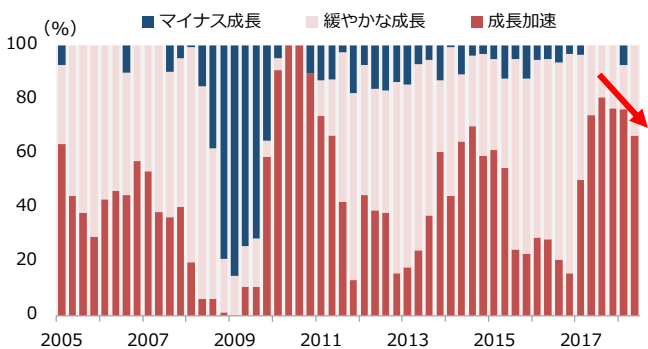
1. 総論

(1) 概観

世界経済は拡大基調を維持も、18年半ば以降は緩やかに成長減速

世界経済は拡大基調を維持しているものの、成長の速度は緩やかに低下している。主要32ヶ国・地域の実質GDP成長率（現地通貨建て）をみると、成長加速国のGDP割合は17年7-9月期の81%をピークに、18年4-6月期には67%まで低下した（図表1-1）。こうしたなか、企業の景況感を示す購買担当者景気指数（PMI）も、新興国を中心に年初以降緩やかに低下している（図表1-2）。

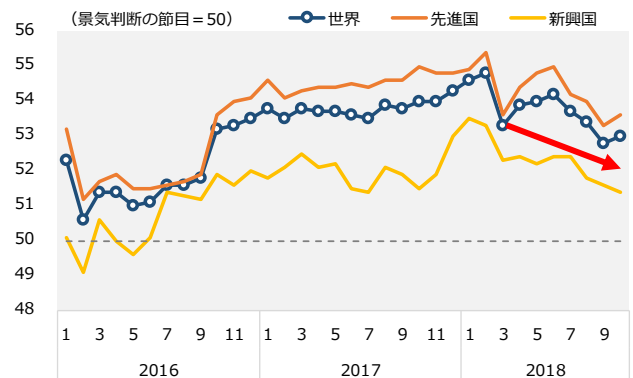
図表 1-1 成長加速国の割合



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



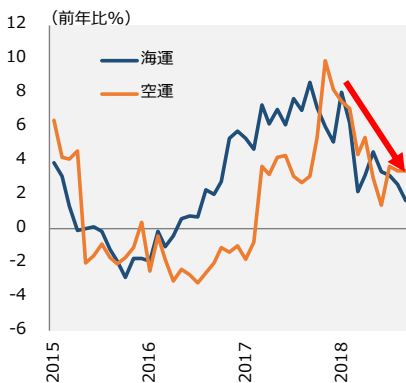
注：製造業と非製造業の統合指数。

出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

新興国の景況感が振るわない要因のひとつに、世界の貿易量の伸び鈍化が挙げられる。世界の海運および空運貨物量は、18年以降に伸びが低下している（図表1-3）。貿易量の伸び鈍化の要因として、①中国経済の減速とともに、②米中貿易摩擦の激化が影響しているとみられる。米中貿易摩擦に関し、米中間での関税引上げ品目の貿易量減少に加えて、中国の対米関税措置の対象外である原油でも中国が米国からの輸入を減少させるなど、実質的な輸入制限に近い動きがみられる。

金融市場も不安定化している。18年入り後、経済基盤がぜい弱な一部の新興国からの資金流出や通貨安が進行（図表1-4）。さらに、18年10月初めに米国で起こった株価の下落は、新興国のみならず他の先進国にも波及した（図表1-5）。株安が先進国にまで波及した背景には、米中貿易摩擦の激化に加え、米国長期金利の上昇、不確実性の高まりなどが考えられる。

図表 1-3 世界の海運・空運運送量



注：海運はRWI/ISL-Container-Throughput-Index。空運は欧州とアジアの合算。

出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

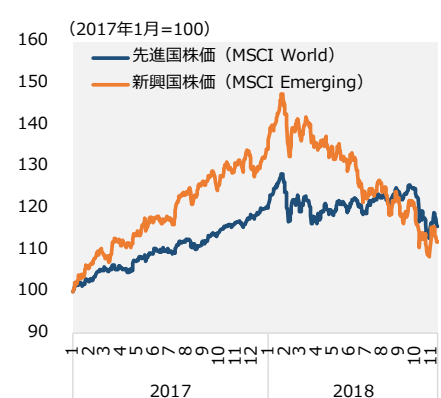
図表 1-4 新興国の為替



注：名目為替レート。

出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-5 先進国・新興国株価



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

米国の保護主義的な動きが世界経済の重石に

米国は18年入り後、保護主義的な動きを強めてきた。3月の鉄鋼・アルミの関税引上げに続き、7、8月に中国製品に対する総額500億ドル相当の制裁関税、9月には2,000億ドル相当の中国製品に10%の関税率を上乗せした(19年1月には、上乗せ率を25%に引上げ予定)。さらに、中国からの輸入全体に相当する残り2,670億ドルへの追加関税も検討している。また、カナダ・メキシコとのNAFTA再交渉は、原産地比率の引上げなど、米国に無税で輸出できる条件を厳格化する方向で決着した。

米国の保護主義的な動きは、米国・対米輸出国の双方の経済に重石となる。米国側では、物価の上昇が消費者や企業の負担増となる。①関税分を販売価格に転嫁、②輸入減による供給不足、③割高な国内生産への切り替えのいずれの場合でも、最終的に物価が上昇する。3月の鉄鋼関税の引上げでは、米国の輸入量減少による需給逼迫から、米国生産者物価の鉄鋼製品が年初から2割高となった(図表1-6)。今後、中国からの輸入消費財に対する関税引上げの影響が本格化するとみられ、幅広い品目で物価上昇圧力が強まることが予想される。

一方、米国へ輸出する国の側では、米国市場での価格競争力の低下による輸出の減少や企業収益の悪化が予想される。鉄鋼製品に関しては、現時点では米国向け輸出の減少分を、アジアなど新興国市場の需要増加で補えている状況だが、今後新興国経済の減速が一段と進めば輸出・企業収益が本格的に悪化するだろう。

米国は関税引上げにとどまらず、投資への規制も強めている。外国資本による米国企業への投資を通じて技術が海外に流出することを懸念し、半導体や情報通信など特定業種への投資について、少額でも事前申告を義務付ける法改正を行った(18年8月)。中国を念頭に置いたものとはいえ、中国以外の国からの投資も審査対象となるため、米国向けの投資にかかる時間やコストが増す可能性がある。

米中貿易摩擦の激化は、米中および世界経済に深刻なダメージ

米中間の関税引上げの経済的影響について、GTAPモデル¹を用いて試算した(図表1-7)。既に実施されている関税引上げ(現状シナリオ:詳細は図表1-7の注参照)を前提とすると、米国の実質GDPが▲0.2%p、中国が▲0.7%p減少し、世界経済を▲0.2%p下振れさせる。

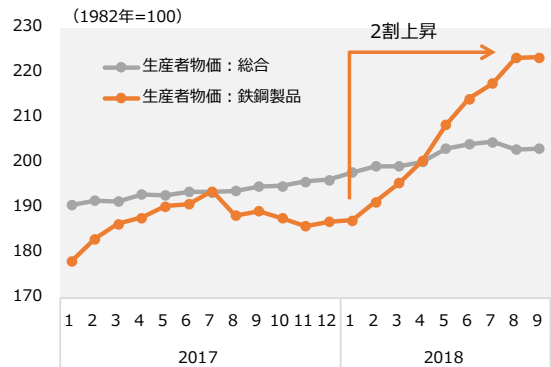
また、19年1月(予定)の2,000億ドルに対する関税率の引上げ(シナリオA:同)と中国の対抗措置を考慮すると、実質GDPの減少幅は、米国が▲0.5%p、中国が▲1.2%p、世界経済が▲0.3%pまで拡大する。

さらに最悪のシナリオとして、米国による関税引上げが中国からの全輸入品に拡大され、中国が同額の報復措置を実施すれば、世界経済の下振れ幅は▲0.5%pまで拡大する恐れがある(シナリオB:同)。

上述の試算は米中経済への中長期的な影響を計算したものであり、19年にすべて顕在化するものではないほか、金融市場のリスク回避的な動きや企業・家計のマインド悪化などを通じた影響は考慮されていない点には注意が必要である。貿易摩擦の国内経済への影響を緩和するための財政・金融政策の発動が米中両国で予想されるものの、米中貿易摩擦の激化は、19年にかけて一定の米中および世界経済の下振れ要因になるだろう。

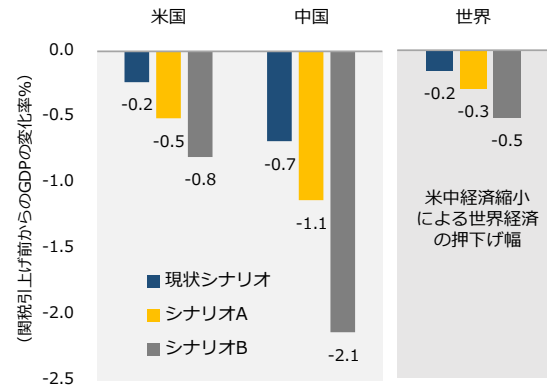
¹ GTAPは応用一般均衡モデルと呼ばれ、経済連携効果の分析に広く用いられるモデル。中長期的な経済の均衡状態を求めるモデルであり、関税率の変化によって生じる経済構造調整(資本や労働の再分配など)を終えた状態とそれ以前の状態を比較して効果を算出している。そのため、ここで紹介したGDPへの影響が、本見通し期間である19年までに顕在化するには限らない点には注意が必要。

図表1-6 米国の生産者物価



出所: 米国労働省

図表1-7 米中関税引上げの経済影響



注: 現状シナリオは、米国が鉄鋼・アルミ、500億ドル(25%)、2,000億ドル(10%)中国は500億ドル(25%)、600億ドル(10%)。シナリオAは、現状シナリオに加え米国の2,000億ドルが25%へ、中国の600億ドルが25%へ引上げ。シナリオBは、シナリオAに加え米国が残りの2670億ドルに10%、中国が600億ドルを100%へ引上げ。自動車・同部品にも25%の追加関税。

出所: GTAPモデルを用いて三菱総合研究所作成

(2) 内外経済の見通し

海外経済は 19 年にかけて成長減速

世界経済は、19 年にかけて米国と中国を中心に成長減速を見込む。

米国は、良好な雇用・所得環境や減税による内需の好調を背景に、18 年は 2%台後半の高めの成長を見込む。19 年はインフラ投資の拡大が予想される一方で、減税効果の一巡に加えて米中貿易摩擦や長期金利上昇による悪影響も顕在化してくることから、2%程度まで成長減速を予想する。

ユーロ圏は、雇用環境の改善を背景に消費は堅調が予想される一方、海外需要の減速を背景に輸出・生産の伸び鈍化が見込まれることから、今後は緩やかに減速し、19 年は 1%台後半の成長を見込む。

新興国は、米中貿易摩擦の影響波及や中国の成長鈍化などを背景に、総じて緩やかな減速を見込む。中国は、政府によるインフラ投資や減税、緩和的な金融政策が景気を下支えるものの、米中貿易摩擦による輸出や投資の下振れが重石となることから、19 年は 6%台前半まで成長減速すると見込む。

日本経済も外需環境の悪化と消費税増税により成長減速

日本経済は、自然災害などから 7-9 月期にマイナス成長となったが、10-12 月期以降は良好な所得・収益環境に支えられた内需の前向きな循環を背景に、緩やかな景気拡大基調に復する。19 年度にかけては、米中貿易摩擦による輸出・企業収益の下振れ、消費税率の引上げによる実質所得の低下が下押し圧力となる。成長率は 18 年度+0.9%、19 年度+0.7%と減速を予想する。

(3) 世界経済のリスク要因

上述の見通しは、現時点で予定される米中間の関税引上げ（19 年 1 月の 2,000 億ドルに対する 25%の追加関税と中国の対抗措置）を前提としたものであるが、米中貿易摩擦の一段の激化や米国長期金利のさらなる上昇が引き金となり、成長が急減速するリスクには注意が必要だ。19 年にかけて世界経済の下振れ要因として注意を払うべきは、①米中欧経済の同時失速、②金融市場のリスク回避姿勢の強まり、③新興国の債務調整圧力の強まり、の 3 つである。

① 米中欧経済の同時失速

1 つめのリスクは、米中欧経済の同時失速である。米中間の関税引上げや英国の EU 離脱は、国内経済の下振れ要因にもなる両刃の剣であり、世界 GDP の 6 割を占める米中欧経済が 19 年以降に同時に失速する可能性がある。

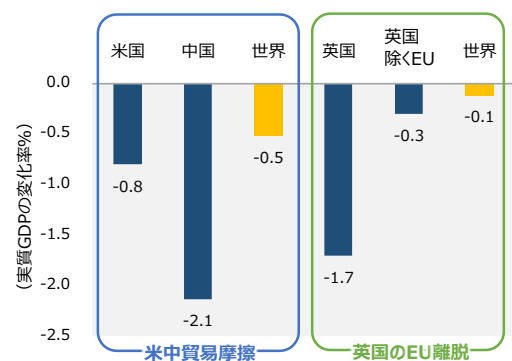
米国経済は、労働需給の逼迫や既往の関税引上げによる物価上昇圧力の強まりが予想されるなか、今後、米国による関税引上げ対象がさらに拡大すれば、携帯電話やパソコンなど輸入依存度の高い耐久消費財も含めた一段の物価上昇が避けられない。中国をはじめ相手国からの報復措置による貿易停滞も予想され、米国経済の潜在成長率とされる 1%台後半を下回る水準まで成長が失速する可能性がある。

中国経済は、米国の保護主義的な動きがさらにエスカレートすることで、輸出や投資が一段と減速し、消費など内需にも波及する可能性がある。後述するように中国政府は景気下支え策を本格化させているが（詳細は中国経済 P.23-24 参照）、過度な金融緩和は構造改革を遅らせるとともに不良債権を拡大させ、中長期的な下振れリスクを増幅させる。緩和的な政策運営にも限界があるなかで、景気下支え策の発動余地を上回る経済の下振れにより、6%を割り込む水準まで成長率が低下するリスクに注意が必要である。

米中経済に加え、欧州経済の下振れリスクにも注意が必要だ。19 年 3 月の英国の EU 離脱が離脱協定合意なしで実施されれば、物・サービスの移動の自由度低下により英国のみならず、EU 経済の下振れ要因となる。

最悪の場合、①米中貿易摩擦激化の影響で世界経済が▲0.5%p 下振れ、②離脱協定合意なしでの英国 EU 離脱の影響で▲0.1%p 下振れする恐れがある（図表 1-8）。

図表 1-8 世界経済の下振れ幅（最悪ケース）



注：米中貿易摩擦は、図表 1-7 のシナリオ B。英国の EU 離脱は合意なしで実施され WTO 基準に戻った場合。
出所：米中貿易摩擦は GTAP モデルを用いて三菱総合研究所作成、英国の EU 離脱は Felbermayr et al. (2017)

② 金融市場のリスク回避姿勢の強まり

2つめのリスクは、金融市場のリスク回避姿勢が再び強まることである。20年の大統領選を控えたトランプ大統領が保護主義姿勢を続けるとともに、さらなるインフラ投資や減税など財政拡張政策を打ち出すことで財政赤字の拡大懸念が強まる可能性は否めない。

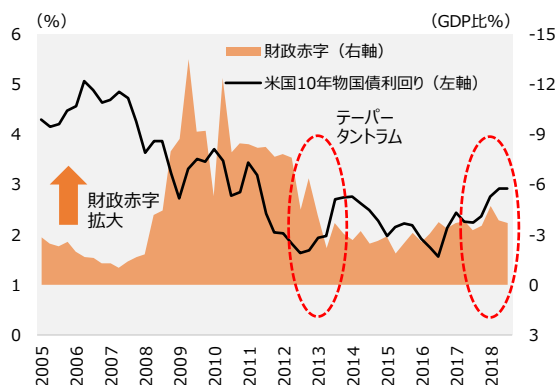
米国の長期金利（10年物国債利回り）は、1年前から1%近く上昇しており、足もとで3.2%と11年半ば以来の水準に達している（図表 1-9）。13年5月に当時のバーナンキFRB議長が量的金融緩和の縮小を示唆したテーパータントラム時には、長期金利がわずか半年あまりの間に1.8%から3.0%まで上昇し、新興国からの資金流出を通じて世界の金融市場のリスク回避姿勢が一気に強まった。今後、財政赤字の拡大懸念から長期金利が急上昇すれば、金融市場のリスク回避姿勢が再び強まり、テーパータントラム時に匹敵する大規模な安全資産への逃避が起こる可能性がある。

18年10月初めに米国を起点とする株価急落が発生したものの、依然として米国株価の割高感は強い。株価の割高・割安を判断する指標として用いられるシラーPER

（CAPE レシオ）は、18年9月末の32.9から10月末に31.5まで低下したものの、リーマンショック前の割高感が強かった07年（年平均26.8）と比較しても依然として高い水準にある（図表 1-10）。

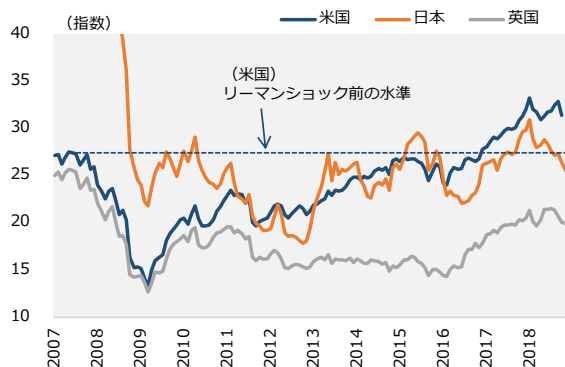
経済政策の不確実性指数は、中国を中心に足もとで急上昇している（図表 1-11）。今後、米国の関税引上げ幅や対象国の拡大など、保護主義化の動きをさらに強める事態に発展すれば、各国の対抗措置やそれに伴う世界経済・貿易の停滞の懸念から不確実性が一段と高まろう。加えて米国財政政策に対する不確実性が加われば、金融市場でのリスク回避的な動きを強める要因となる。

図表 1-9 米国長期金利と財政赤字



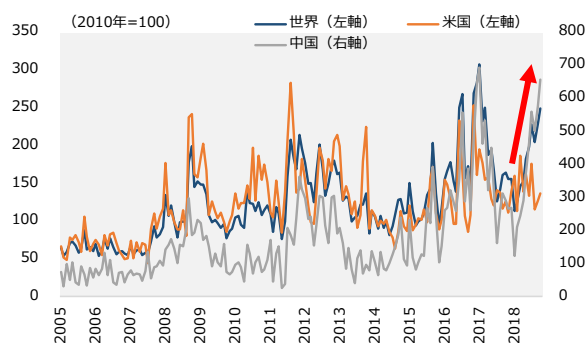
出所：米国経済分析局、FRED を用いて三菱総合研究所作成

図表 1-10 各国の株価収益率（シラーPER）



注：米国はイェール大学 Robert J. Shiller 教授が公表する数値をもとに算出。日本は TOPIX 指数、英国は UKX 指数について日次での株価および EPS を取得し、物価変動を除去した10年分の平均 EPS を株価で除して作成。
出所：三菱総合研究所作成

図表 1-11 経済政策の不確実性指数



出所：Economic Policy Uncertainty より三菱総合研究所作成

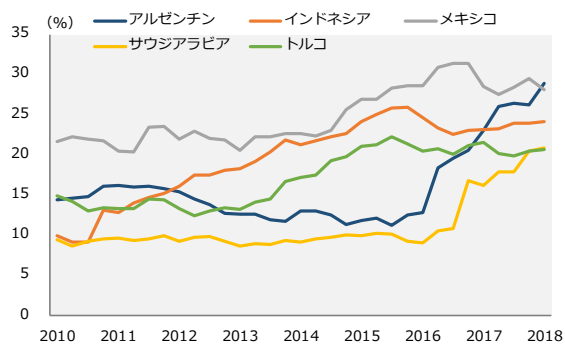
③ 新興国の債務調整圧力の強まり

3つめのリスクは、新興国における債務調整圧力の強まりである。特に経済の基礎体力（ファンダメンタルズ）が弱い国では、通貨安の懸念が強く自国通貨での資金調達が困難になっており、ドル建て債務比率が拡大している。18年5月にIMFに支援要請をしたアルゼンチンは顕著な例だが、それ以外にもインドネシア、トルコ、メキシコでも、高水準のドル建て債務比率が継続している（図表 1-12）。また、新興国の債券利回り（対米国債スプレッド）をみると、リーマンショック（08年）やチャイナショック（15年）に比べて水準は低いものの、足もとで上昇している点には注意が必要だ（図表 1-13）。

今後、①通商政策を巡る米中対立のエスカレート、②米国の長期金利の急上昇などを契機に、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。米国長期金利の上昇は、ファンダメンタルズが弱い

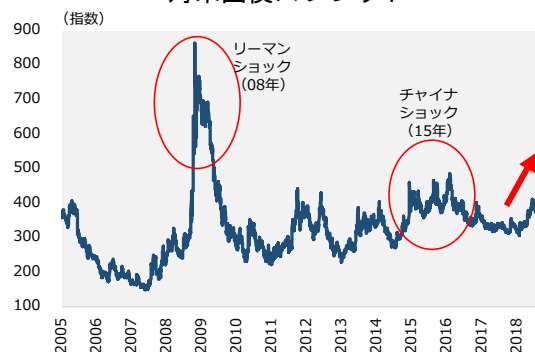
新興国のドル建債務負担の増加などを通じて新興国の経済を圧迫するだろう。さらに、ファンダメンタルズが比較的良好な国でも、リスク回避姿勢が強まることによって資金流出が本格化すれば、金利上昇によって延滞率や不良債権比率の上昇につながる。不良債権比率が上昇すれば、金融機関の貸出態度が厳しさを増すとともに、債務調整圧力が高まることなどが懸念される。

図表 1-12 新興国のドル建債務比率



出所：BIS より三菱総合研究所作成

図表 1-13 新興国債券利回りの対米国債スプレッド



注 1：スプレッドは新興国 21 ヶ国の公社債の対米国債スプレッド (EMBI+ Spread)。

注 2：2011 年は米連邦債務上限引き上げ協議の決裂前後でスプレッドが上昇。

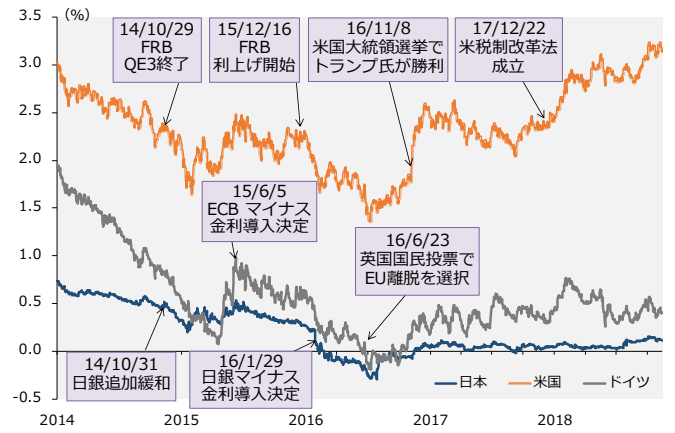
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

世界経済・金融市場の動向

図表 1-14 世界の株価指数



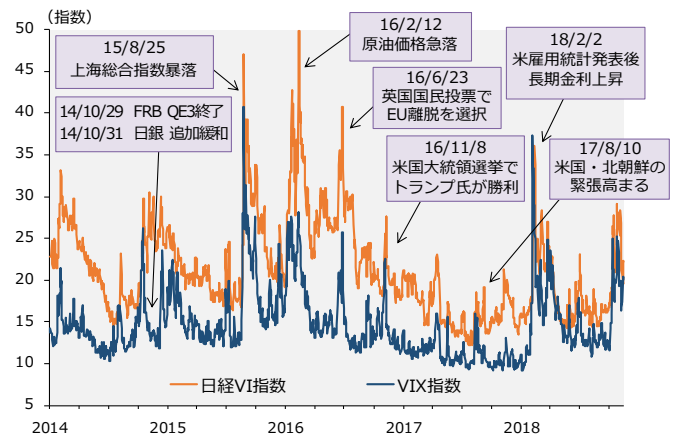
図表 1-15 日米独の10年物国債利回り



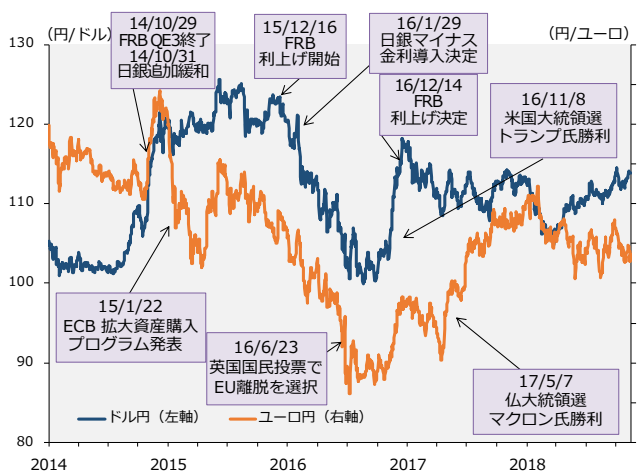
図表 1-16 日米の株価収益率 (PER)



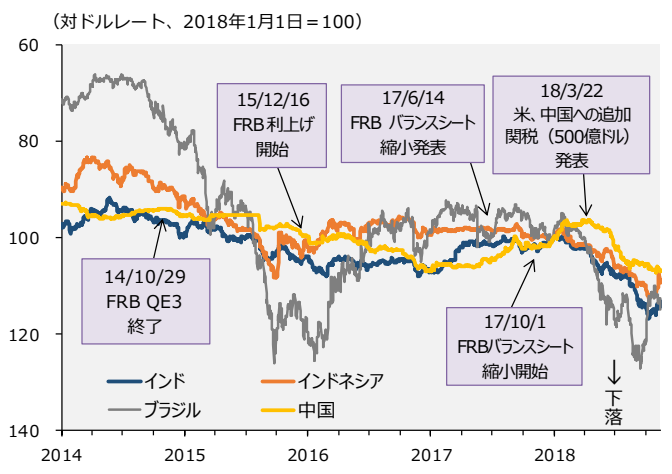
図表 1-17 日米株価の予想変動率指数



図表 1-18 為替相場 (円)



図表 1-19 為替相場 (新興国通貨)



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。

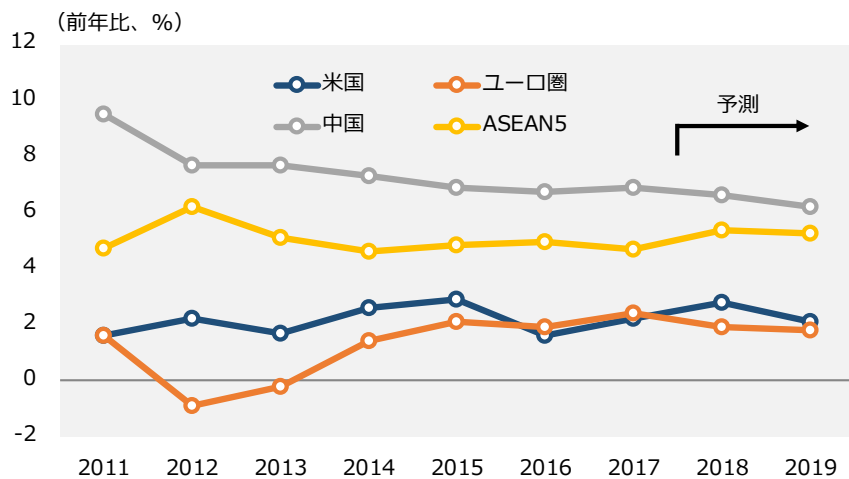
注3: 直近値は11月14日(日本時間)。

出所: Bloomberg

図表 1-20 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	1.6	2.2	2.8	2.1
ユーロ圏	1.9	2.4	1.9	1.8
中国	6.7	6.9	6.6	6.2
ASEAN5	4.4	4.7	5.4	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	5.2	5.1
フィリピン	6.9	6.7	6.4	6.5
タイ	3.3	3.9	4.4	3.9
ベトナム	6.2	6.8	6.8	6.8
香港	2.2	3.8	3.5	2.6
韓国	2.9	3.1	2.7	2.6
シンガポール	2.4	3.6	3.2	3.0
台湾	1.4	2.9	2.6	2.4
インド（年度）	7.1	6.7	7.4	7.3
ブラジル	▲ 3.5	1.0	1.3	2.1

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

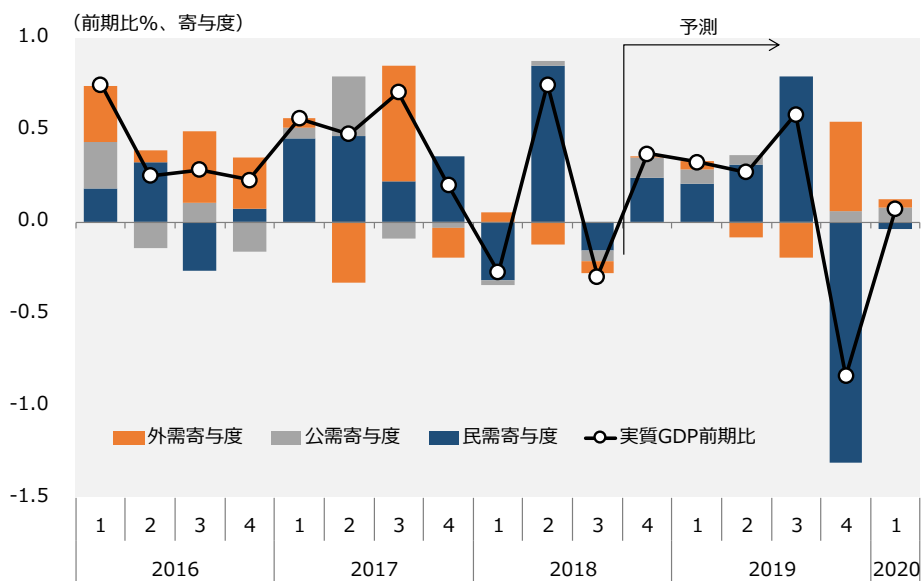
図表 1-21 2018、2019 年度の日本の実質 GDP 成長率予測 (単位: %)

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	***	1.6	***	0.9	***	0.7	***
内需	0.4	0.4	1.2	1.2	1.0	0.9	0.6	0.6
民間	0.4	0.3	1.3	1.0	1.3	0.9	0.6	0.4
民間最終消費支出	0.3	0.1	0.8	0.5	0.6	0.3	0.6	0.3
民間住宅投資	6.2	0.2	▲ 0.3	0.0	▲ 5.1	▲ 0.2	▲ 1.1	▲ 0.0
民間企業設備投資	1.2	0.2	3.1	0.5	4.4	0.7	1.2	0.2
民間在庫投資	***	▲ 0.3	***	0.1	***	0.0	***	▲ 0.0
公需	0.6	0.1	0.9	0.2	0.2	0.0	0.8	0.2
政府最終消費支出	0.5	0.1	0.7	0.1	0.8	0.2	1.1	0.2
公的固定資本形成	0.9	0.0	1.5	0.1	▲ 2.4	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
外需 (純輸出)	***	0.8	***	0.4	***	▲ 0.0	***	0.1
輸出	3.6	0.6	6.3	1.0	1.2	0.2	0.6	0.1
輸入	▲ 0.8	0.1	4.1	▲ 0.6	1.4	▲ 0.2	0.3	▲ 0.1
名目GDP	1.0	***	1.7	***	0.8	***	2.0	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-22 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				
実質GDP	前期比	0.6%	0.5%	0.7%	0.2%	-0.3%	0.8%	-0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.6%	-0.8%	0.1%
	前期比年率	2.3%	1.9%	2.9%	0.8%	-1.1%	3.0%	-1.2%	1.5%	1.3%	1.1%	2.4%	-3.3%	0.3%



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

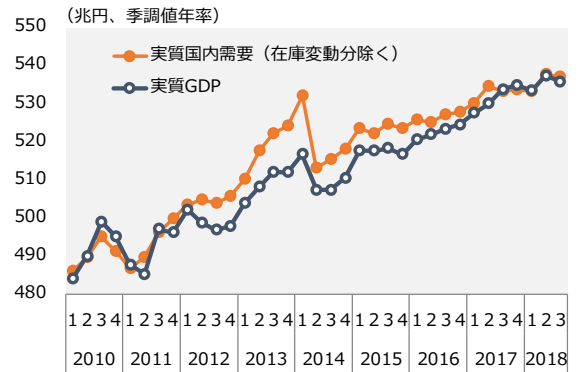
(1) 概観

7-9 月期はマイナス成長

18 年 7-9 月期の実質 GDP は、季調済前期比▲0.3%（年率▲1.2%）と 2 四半期ぶりにマイナス成長となった（図表 2-1）。4-6 月期の高成長からの反動に加え、相次いだ自然災害が景気回復の重石となった。

消費は、4-6 月期に大幅に増加したサービス支出の反動に加え、生鮮食品やガソリン価格の上昇、自然災害による被災地域の消費抑制が重石となり、同▲0.1%と小幅に減少。設備投資は、設備投資に対する企業の積極姿勢は崩れていないものの、大幅増（同+3.1%）となった 4-6 月期の反動から同▲0.2%と小幅に減少した。輸出は、自然災害による生産や物流の停滞が輸出を押し下げたとみられ同▲1.8%と 5 四半期ぶりに減少した。

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

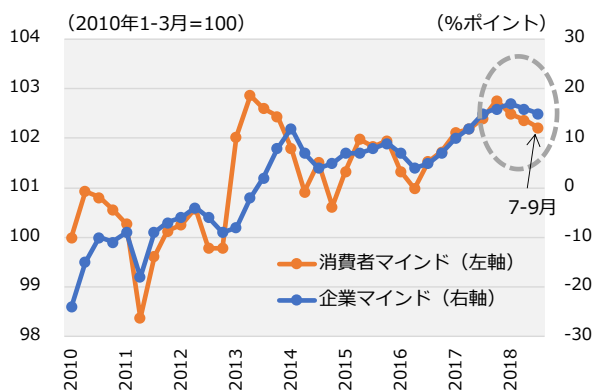
マインドはやや悪化、自然災害やコスト高が重石に

景気回復に一服感が広がるなか、家計や企業のマインドを示す指標は、高水準ながらも足もとでやや悪化している（図表 2-2）。①相次ぐ自然災害による需給両面の制約、②原油価格や生鮮食品価格の上昇によるコスト高、③米中間の貿易摩擦激化による企業活動の下振れ懸念（詳細は次節（2）輸出・生産参照）、などが重石となったとみられる。

特に 7-9 月期は、平成 30 年 7 月豪雨（7 月上旬）、台風 21 号（9/4 関西地方上陸）、北海道胆振東部地震（9/6 発生）と大規模な自然災害が相次いだ。景気ウォッチャー調査によると、中国地方の景況判断 DI が 7 月に大きく低下したほか、北海道地方では、9 月の景況判断 DI が前月比▲11.6 ポイントと、14 年 4 月の消費税率引上げ時以来の低下幅を記録した（図表 2-3、左）。

観光面では、関西国際空港の一時閉鎖や外国人観光客のキャンセルなどもあり、9 月の訪日外客数は前年比▲5.3%と 5 年 8 ヶ月ぶりに前年を下回った（図表 2-3、右）。停電も広範囲で発生しており、北海道地震では火力発電所の稼働停止による道内全域での停電が発生したほか、関西地方でも台風 21 号による停電件数は延べ 300 万戸に及んだ。

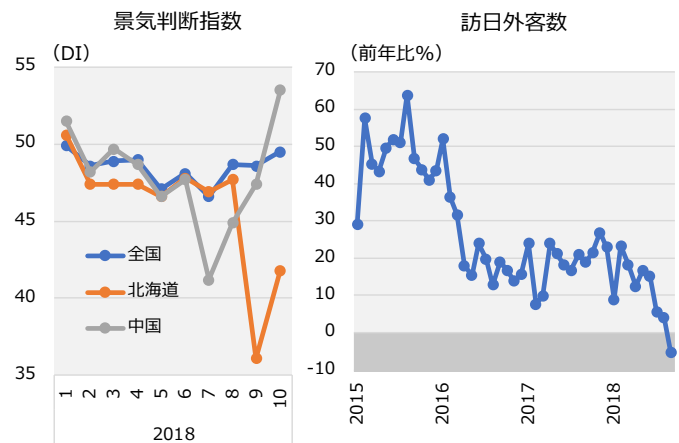
図表 2-2 家計と企業のマインド指標



注：消費者マインドは、四半期ベースの消費動向調査（消費者態度指数）、景気ウォッチャー調査（家計関連指数）、生活意識に関するアンケート調査（景況感 DI）について、前期差を正規化した上で平均し、2010 年 1-3 月期を 100 として指数化したもの。企業マインドは日銀短観の業況判断 DI（全規模全産業）。

出所：内閣府、日本銀行より三菱総合研究所作成

図表 2-3 自然災害の影響



注：景気ウォッチャー調査は、地域別の景気の現状判断 DI（季節調整値）。

出所：JNTO、内閣府より三菱総合研究所作成

(2) 輸出・生産の動向

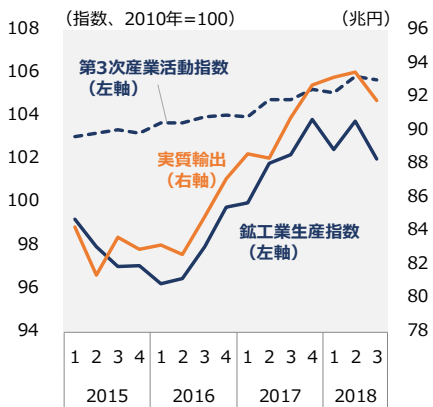
半導体は好調維持も、自動車の減少などから増勢一服

18年7-9月期の輸出は、高水準を維持しているものの、季調済前期比▲1.8%と5四半期ぶりに減少した(図表2-4)。半導体製造装置や電子部品・デバイスは好調を維持しているものの、輸送用機器が減少に転じた(図表2-5)。米国自動車販売の不振に加え、平成30年7月豪雨による自動車生産の一部停止が要因とみられる。また、輸出に含まれる訪日外国人による国内消費は、季調済前期比▲9.0%と減少し、7-9月期の輸出を▲0.3%p押し下げた。関西国際空港の一時閉鎖などによる訪日外国人の減少に加え、人民元安などの影響もあり一人当たりの旅行支出が減少している。

米国の保護主義化の輸出への影響は、プラスとマイナスの両面で顕在化しつつある。米国向けの鉄鋼輸出货量(一部品目を除き6月から25%の追加関税)は、もともと前年比▲15%程度の減少基調にあったが、7-9月期は減少幅が▲35%まで拡大した。一方、中国向けの自動車輸出货量は7-9月期に同+6%の伸びをみせた。中国の米国産車に対する関税引上げ(25%→40%)や米国産車以外の輸入車の関税引下げ(25%→15%)により、日本車の需要が高まったとみられる。

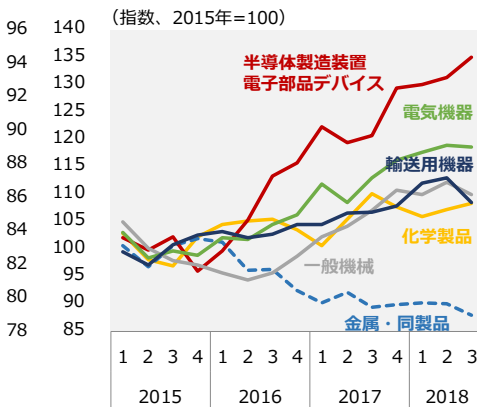
18年7-9月期の鉱工業生産は、季調済前期比▲1.6%と減少した(図表2-4)。電子部品・デバイス、輸送機械などを中心に高水準での生産が続くが、輸出の増勢一服などを背景に、17年後半以降は均してみれば横ばい圏内で推移している(図表2-6)。

図表 2-4 輸出・生産



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

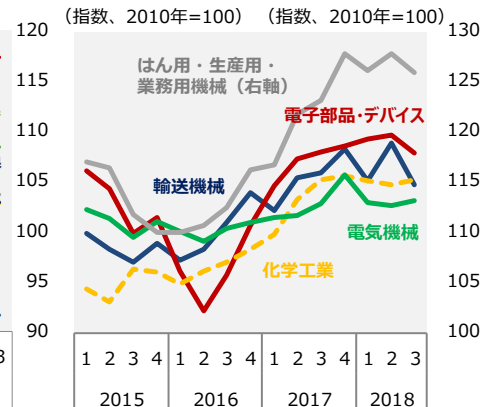
図表 2-5 財別の実質輸出



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 2-6 財別の生産



出所：経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

19年度にかけて輸出・生産は減速、先行きの不透明感も強い

輸出の先行きは、短期的には自然災害による供給制約要因の剥落による持ち直しが予想されるものの、19年度にかけては、米中経済の減速などを背景に、18年度の+1.2%、19年度の+0.6%と伸び鈍化を予測する。また、鉱工業生産の先行きは、雇用・所得環境の改善を背景に内需は堅調を持続するものの、輸出の伸び鈍化が予想されることから、18年度+0.4%、19年度+0.3%と低い伸びにとどまると予測する。

ただし、輸出・生産の先行きは下振れリスクに警戒が必要である。特に、①米中貿易摩擦激化の日本経済への波及、②新NAFTA(USMCA)や日米物品貿易協定(TAG)による自動車メーカーの収益悪化に注目している。

第1に、米中貿易摩擦激化の日本経済への波及である。総論(P.2-6)で述べたように、米中間の関税引上げの応酬により、最大で米国が▲0.8%p、中国が▲2.1%p下振れする可能性がある。米中向けを合計すると30兆円(全輸出の4割)を輸出する日本にとって、両国経済の減速の影響は大きい。特に、米国による対中制裁関税の対象が、輸入金額の上位を占める携帯電話やパソコンに拡大された場合には、中国向けの部品等を供給する日本への波及は免れない(図表2-7)。中国から輸出された財の付加価値源泉をみると、電気機器では中国からの輸出額のうち日本の付加価値は10%を占める(図表2-8)。

第2に、USMCA や TAG による自動車メーカーの収益悪化である。NAFTAの再交渉は10月に妥結、各国議会による承認を経て19年中に発効する見込みだ。

図表2-9は、米国で販売される日本車の調達構造を車種別にみたものである。横軸は米国・メキシコ・カナダ内での部品調達率、縦軸は高賃金労働者による生産比率であり、円の大きさは車種別の販売台数を表す。現状、日系メーカーが米国で販売する自動車の約4分の1が、NAFTAの無税輸出の恩恵を受けているとみられるが（図表2-9の水色枠）、USMCAへの移行により、現状の調達構造のままでは無税輸出の対象となる車種がほぼゼロとなる（図表2-9の黄色枠）。無税輸出の対象外となった場合の追加関税率は2.5%と小幅であるものの、一定の収益悪化要因となるだろう。

19年1月に交渉が開始されるTAGの行方にも注目だ。先立って成立した米韓FTA改定、USMCAでは、米国の意向を受けて、①完成車の輸入数量割当、②為替条項が盛り込まれた。TAGにも同様の条項²が適用される可能性がある。輸入数量割当が実施されれば、日本で生産し完成車として米国に輸出している車種などに影響が及ぶ（図表2-9の灰色枠）。

最悪のシナリオは、同交渉が決裂し25%の自動車関税が課されることである。完成車のみならず部品にも関税が課されるため、日本から自動車部品を輸出している車種（図表2-9のピンク枠）も含め、ほぼ全ての車種が関税引上げ対象となる（図表2-9の黄色枠以外）。現状の調達構造のままでは、米国市場における日本車は価格競争力を失い、日本の輸出・生産に深刻な影響が及ぶ。

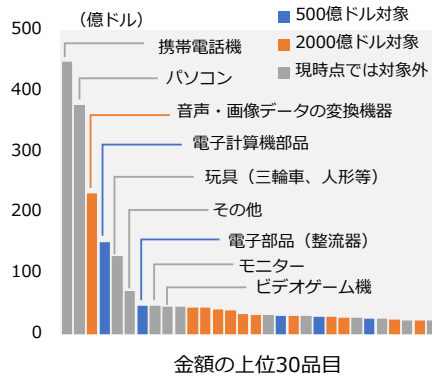
(3) 設備投資の動向

企業の設備投資ニーズの強さを背景に回復持続

18年7-9月期の民間企業設備投資は、4-6月期の高い伸びの反動もあり季調済前期比▲0.2%と8四半期ぶりに減少したものの、高水準を維持している（図表2-10）。米中貿易摩擦の激化など先行きに対する不確実性が高まるなかでも、製造業を中心に設備不足感が強い状況が続いており、企業は設備投資に対する積極姿勢を崩していない。9月調査時点の設備投資計画としては、リーマンショック以降で最も高い伸びとなった（図表2-11）。

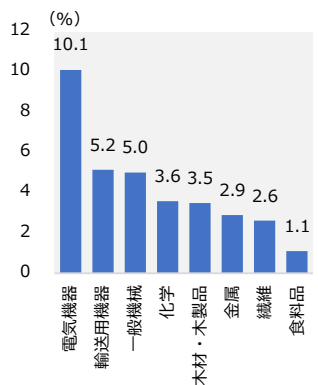
先行きの設備投資は、輸出の減速など外需環境の悪化にさらされるものの、①情報化関連投資、②既存設備の維持・補修投資、③人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化投資、など設備投資に対する構造的なニーズが強い状況の継続が予想される。設備投資は、18年度+4.4%、19年度+1.2%と底堅く推移するとみられる。

図表2-7 中国から米国への上位輸出品目



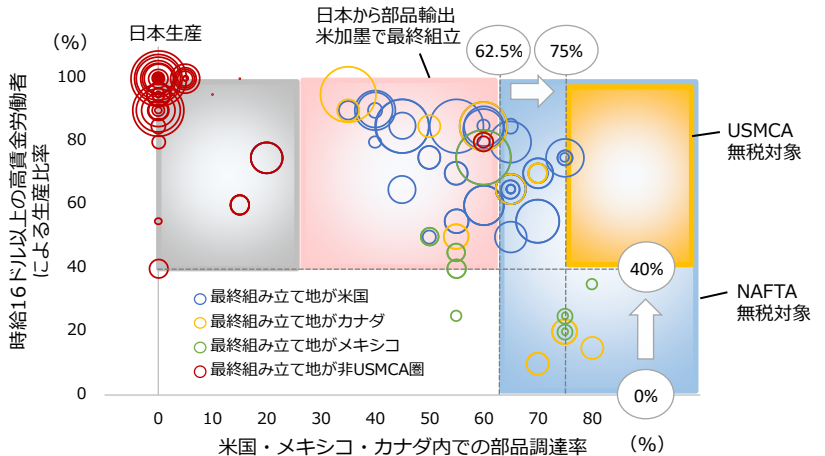
注：HS code 6桁ベース、2017年データ。
出所：UN Comtrade、Peterson Institute より三菱総合研究所作成

図表2-8 中国の輸出に占める日本の付加価値シェア



注：2011年データ。
出所：OECD「Trade in Value Added」より三菱総合研究所作成

図表2-9 米国で販売される日本車の調達構造

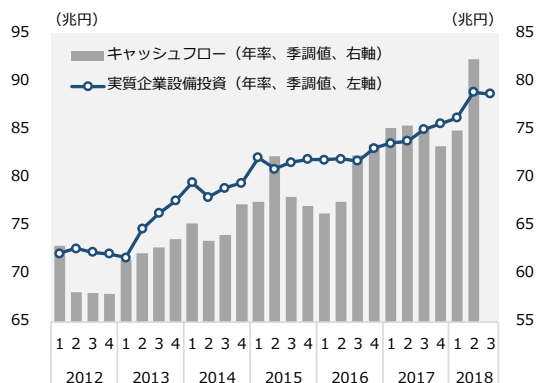


注：米国国家道路交通安全局（NHTSA）が公表する車種別の調達構造と、MarkLinesの車種別販売台数を突合して作成。最終組み立て地が米国とカナダの車種では、メキシコの調達率が15%未満の場合に掲載されておらず、域内調達率が過小である可能性がある。円の大きさは販売台数の規模を示す。
出所：NHTSA、MarkLines より三菱総合研究所作成

² 為替条項について、米韓FTA改定では付帯条項に盛り込まれ法的拘束力はないとみられるが、USMCAでは「為替介入を含む競争的な通貨切り下げを自制する」と協定本体に明記されており、法的拘束力を有する可能性がある。

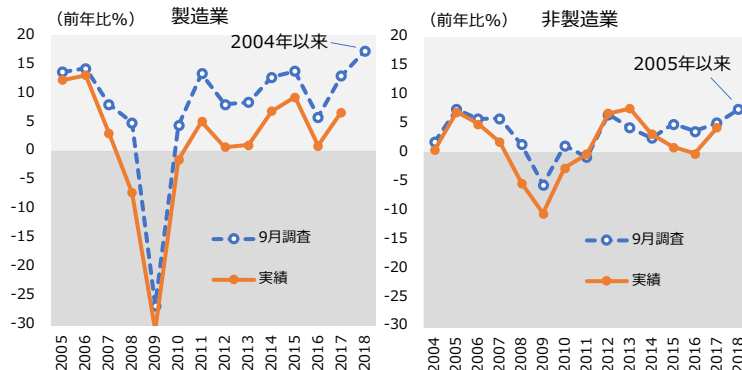
リスクは、米国の保護主義的な動きの強まりなどによる収益環境や先行き見通しの悪化である。国内設備投資のうち輸出出荷向けの投資の割合（当社推計）は5%程度と小さいものの、連結ベースでの日本企業の売上のうち海外売上は15%程度を占めるとみられ、海外事業の収益悪化が国内も含めた企業の設備投資スタンスを慎重化させる可能性がある。

図表 2-10 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」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 企業の設備投資計画



注：ソフトウェアを含む設備投資額（除く土地投資額）、全規模計。
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

(4) 雇用・所得の動向

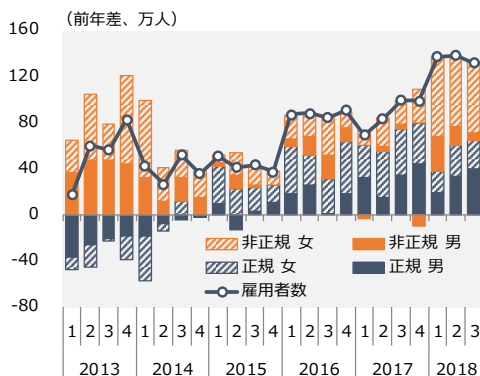
雇用環境は引き続き改善、企業の人手不足感が強い状況が続く

雇用環境は、引き続き改善している。18年7-9月期の就業者数は前年差+133万人となり、前期に続き非常に高い伸びとなった。雇業者数増減の内訳をみると、正規雇用の堅調な伸びが続いているほか、18年入り後、非正規雇用の伸びが一段と拡大している（図表 2-12）。

雇業者数の増加が続くなか、近年の急速な労働参加率の上昇により、追加的な労働力の供給余地は小さくなっている。12年から17年のわずか5年の間に、育児をしている女性の有業率は10%p近く上昇、60歳代の有業率も7.5%p上昇した。企業サイドでは、人手不足を補うために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、採用後の訓練でスキルのミスマッチを埋めていく動きもみられる。

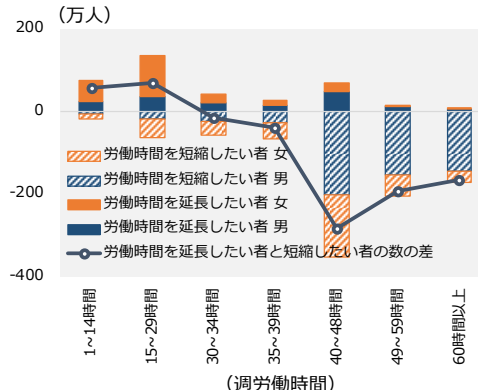
また、労働時間の延長による人手不足の解消に注目しても限界がある。就労者のうち労働時間を延長したい者の人数は、女性の短時間労働者を中心に約380万人いるものの、男性の長時間労働者を中心に労働時間を短縮したい者はその約2.5倍（約970万人）存在する（図表 2-13）。また、仮に労働時間を延長したい者が週40時間まで延長したとしても、週40時間の労働者換算で約120万人相当の増加であり、直近1年の雇業者数の増加分にとどまる。企業の人手不足感の強い状況が続くとみられる。

図表 2-12 雇業者数の増減内訳



出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 労働時間を延長・短縮したい者の人数

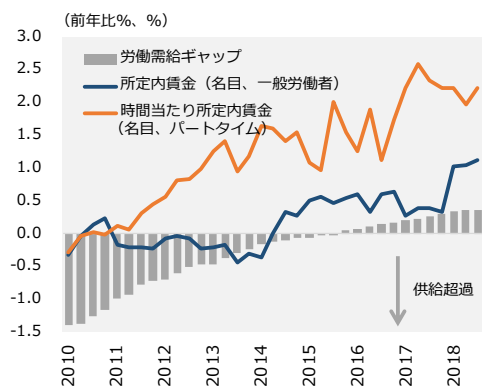


出所：総務省「労働力調査 2018年7-9月期」より三菱総合研究所作成

労働者不足や転職の増加を背景に、賃金上昇が正規にも広がり

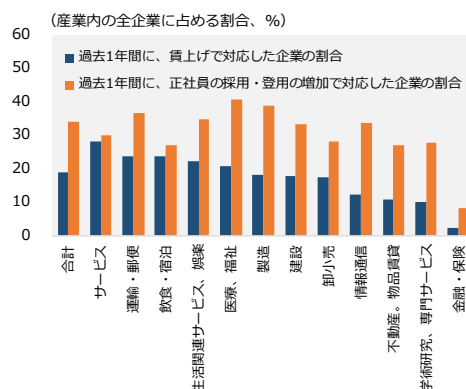
所得環境は、労働需給逼迫を背景に緩やかに改善している。18年7-9月期において、パートタイム労働者の時間当たり所定内給与は、前年比+2.2%とやや伸びが鈍化傾向にあるものの、就業者全体の7割を占める正規雇用などの一般労働者の所定内給与は同+1.1%と、高い伸びとなっている（図表 2-14）。

図表 2-14 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 2-15 人手不足への対応

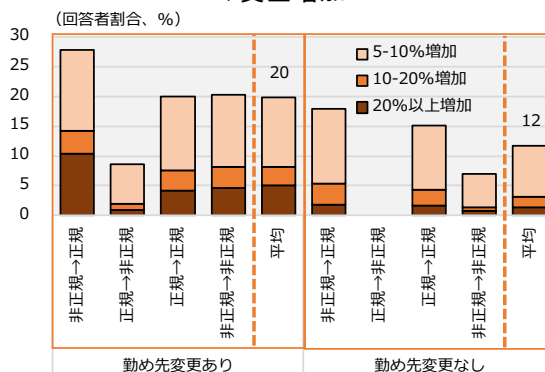


注：人手不足である企業割合×人手不足に対応して過去1年間に賃上げや正社員の採用・登用を拡大した企業割合、により算出。
出所：厚生労働省「労働経済動向調査」より三菱総合研究所作成

所得環境の改善の背景には、まず、人手不足感の強まりがある。17年後半から18年前半にかけて、人手不足への対応として賃上げや正社員の採用・登用の拡大を実施した企業の割合をみると、全体の約2~3割に上る（図表 2-15）。サービス、運輸・郵便、飲食・宿泊、生活関連サービス・娯楽などで、人手不足感の強まりに対応した賃上げが多いほか、幅広い産業で、正社員の採用・登用拡大が実施されている。

また、転職や、非正規雇用の正社員化を通じた賃金の上昇も進んでいる。当社の生活者市場予測システム（mif）を使い、20~50歳代の就業者を対象に、勤め先や雇用形態、賃金変化の状況を調査したところ、過去3年間に5%以上賃金が増加した人の割合は、勤め先の変更がない人では12%にとどまる一方、勤め先の変更がある人では20%に上る（図表 2-16）。特に、勤め先を変更し、かつ雇用形態も非正規雇用から正社員へと変更した人では、30%近くが5%以上賃金上昇している。

図表 2-16 転職・正社員化による過去3年間の賃金増加



注：20~50歳代で、3年前および18年10月時点で就業している者。
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10月実施、回答者2,746人）

19年度にかけて就業者数は伸び鈍化も、所得水準の上昇続く

19年度にかけては団塊世代が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、18年度前年比+1.6%、19年度同+0.4%と鈍化していく見込み。なお外国人労働者の受け入れについては、現時点で想定される年間5万人程度であれば影響は軽微であろう。

賃金は、こうした労働需給の逼迫を映じて、正規を中心に拡大基調をたどると予想しており、一人当たりの名目雇用者報酬は、18年度前年比+0.9%、19年度同+1.2%と高い伸びを予測する。

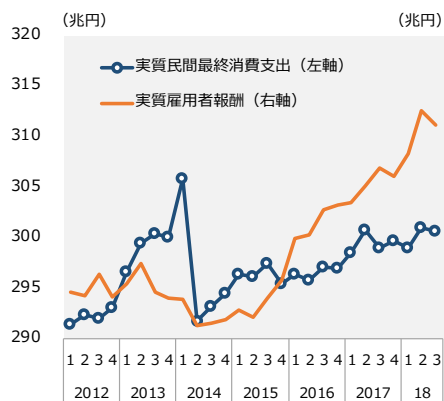
(5) 消費の動向

消費は改善一服、消費者マインドも慎重化

18年7-9月期の実質民間最終消費支出は、7月上旬の平成30年7月豪雨や、9月の台風21号、北海道胆振東部地震など自然災害が下振れ要因になり、同▲0.1%と、2四半期ぶりの減少となった（図表 2-17）。当社の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消費者マインド

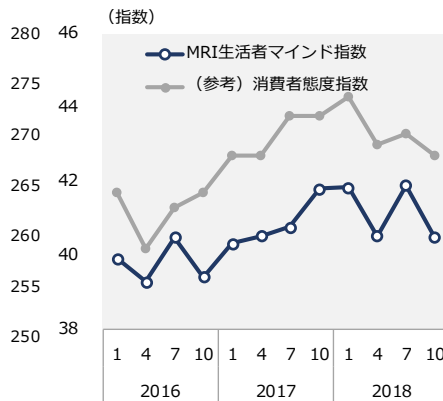
指数も10月は悪化した(図表2-18)。消費姿勢を慎重化させた要因をみると、「将来に対する不安の増加」を挙げる人の割合が高いほか、18年7月から10月にかけては、「特に明確な要因がない」という人の割合が高まっている(図表2-19)。米中の貿易摩擦の激化などによる漠然とした不安がマインドを慎重化させている可能性もある。

図表 2-17 消費支出と雇用者報酬



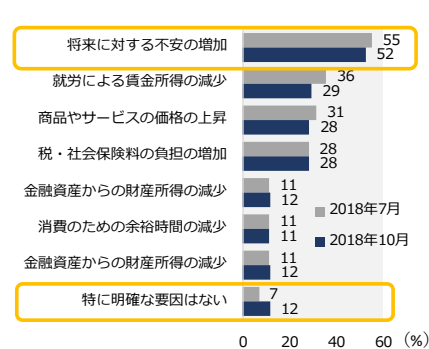
出所：内閣府「国民経済計算」

図表 2-18 MRI 生活者マインド指数



出所：内閣府「消費動向調査」、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10月実施、回答者 5,000人)

図表 2-19 消費姿勢慎重化の要因



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10月実施、回答者 5,000人)

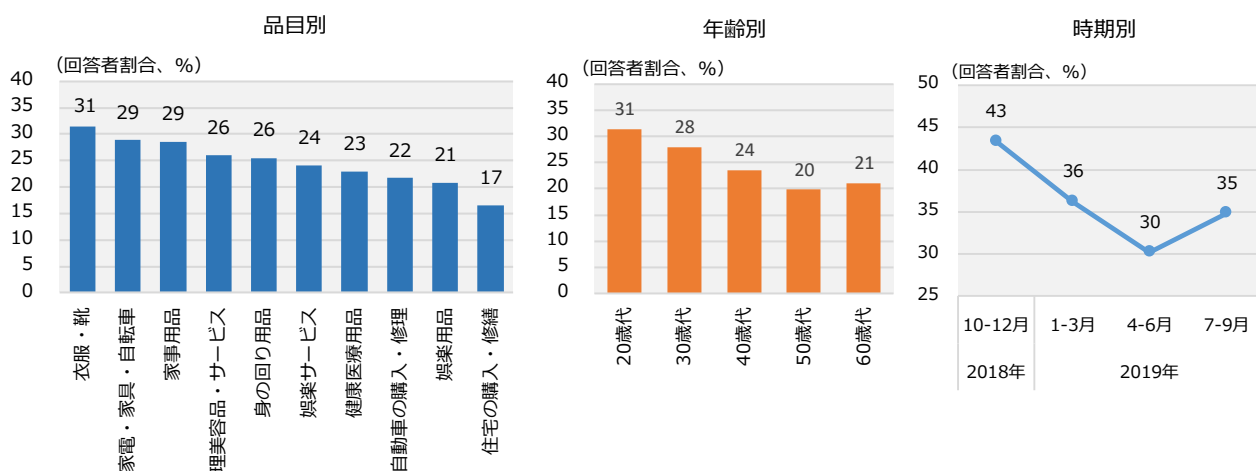
消費税率引上げ前の駆け込み購入は、若年層を中心に早めの時期から発生

19年10月の消費税率引上げでは、その前後で消費支出の変動が予想される。当社のmifを用いて、消費税率の引上げに対する消費行動変化の調査を行った(図表2-20)。品目別にみると、「衣服・靴」、「家電・家具」などの耐久消費財のほか、「家事用品」、「理美容品・サービス」、「身の回り用品」など日常的に使用する品目・サービスについて、消費税率の引上げ前に消費を増やすとの回答が多かった。

また、年齢別では50~60歳代に比べ20~30歳代の若年層の駆け込み購入が多いという結果となった。これらの年齢層では、節約志向が強いことを反映している可能性がある。

さらに、購入時期については、「わからない」という回答が全体の約67%を占めた。購入時期に回答した者に限定して、時期ごとに消費を増やす時期をみると、18年10-12月が約43%と最も多く、19年4-6月にかけて減少した後、19年7-9月に再び増加するという結果となった。消費税率の引上げが決まっているのであれば、増税直前まで待たずに足もとの消費を増やそうという意識の表れかもしれない。

図表 2-20 消費税率引上げに向けた駆け込み購入



注：(品目別)では、家事用品は寝具・食器・調理器具・掃除用具など、身の回り用品はかばん・時計・アクセサリなど、理美容品・サービスは美容院・化粧品・石鹸など、健康医療用品は薬・おむつなど、娯楽サービスは旅行・遊園地/美術館の年間パスポートなど、娯楽用品はスポーツ用品・ペット関連の支出などが含まれる。(年齢別)は、消費税率の引上げ前に消費を増やすと回答した者の割合。10品目の平均。(時期別)は、購入時期を回答した品目・回答者に占める割合。

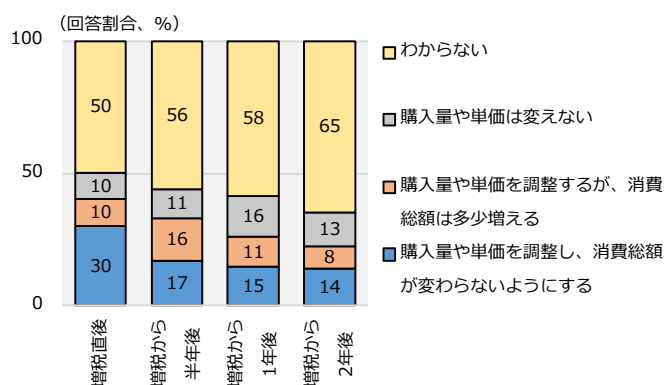
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (18年10月実施、回答者 5,354人)

増税による消費抑制は半年程度で緩和へ

増税後に各世帯が想定している消費行動について、「購入量や単価を調整し、消費総額が変わらないようにする」(図表 2-21、青色)が増税直後には 30%を占めているものの、半年～1年後にかけては、この割合は 10%台半ばにまで低下していく。

購入量や単価を調整する世帯の割合は、時間の経過とともに徐々に縮小していくとみられるが、一方で増加していくのが「わからない」という回答だ(図表 2-21、黄色)。前述のとおり、将来に対する不安が根強いなかで、今後消費税による物価上昇分を補うだけの所得の上昇が見込めるか否か、先行きが読めないというのが実態ではないだろうか。

図表 2-21 消費税率引上げ後の消費行動



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10月実施、回答者 5,354人)

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、労働需給逼迫を背景とした賃金の上昇、消費マインドの改善などが見込まれることから、消費は緩やかなペースで回復していくとみる。

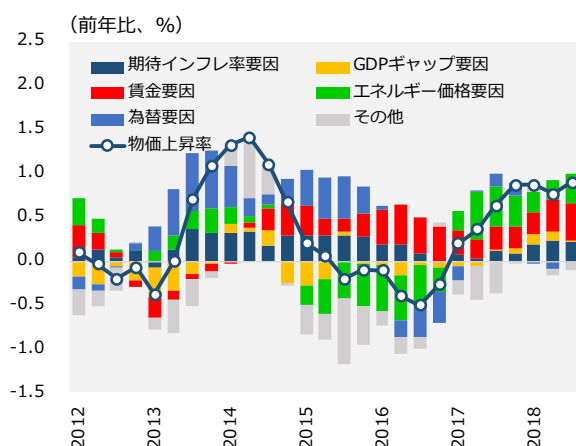
18年度の実質民間最終消費支出は、前年比+0.6%を見込む。19年度は、10月の消費税率引上げに伴い19年度後半に実質所得の低下が予想されるものの、住宅や自動車への購入支援策による押し上げなどから同+0.6%と前年並みの伸びを予測する。

(6) 物価の動向

物価の基調は依然として弱い

18年7-9月期の消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合が前年比+0.9%と前期からほぼ横ばいとなった。内訳をみると、エネルギー価格が上昇(同+7.6%)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 2-22)。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 2-23)。

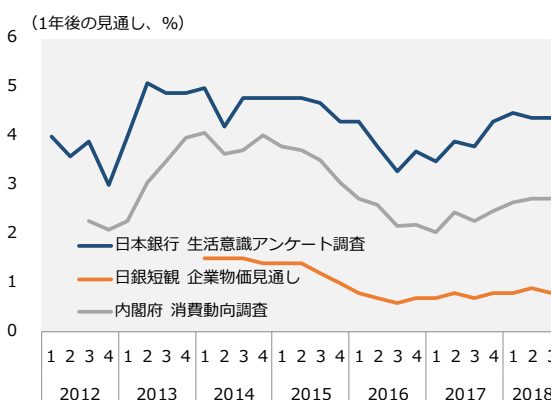
図表 2-22 物価上昇率の要因別内訳



注：物価は生鮮食品除く総合(消費税除く)。期待インフレ率(日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」の1年後の物価見通し)、賃金は一人当たり名目雇用者報酬、エネルギー価格は燃料輸入物価、為替は円ドルを使用。

出所：各種統計より三菱総合研究所作成

図表 2-23 予想物価上昇率



出所：日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、「日銀短観」、内閣府「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

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りが予想される。マクロの需給ギャップ（当社推計）は、17年度に+0.5%とプラスに転じており、19年度にかけて需給ギャップは+1%程度まで上昇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、米国の利上げ継続を背景に19年度末にかけて115円程度まで円安が進行すると想定。原油価格（WTI）は、19年度末にかけて65ドル程度での推移を見込む。

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%台前半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+1.0%、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。

(7) まとめ

19年度にかけて潜在成長率並みの緩やかな成長持続

18年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比▲0.3%（年率▲1.2%）と2四半期ぶりにマイナス成長となった（図表2-1）。4-6月期の高成長からの反動に加え、相次いだ自然災害が景気回復の重石となった。

10-12月期以降は良好な所得・収益環境に支えられた内需の前向きな循環を背景に、緩やかな景気拡大基調に復する見込み。もっとも19年度は、米中貿易摩擦による輸出・企業収益の下振れ、消費税率の引上げによる実質所得の低下が下押し圧力となろう。成長率は18年度+0.9%、19年度+0.7%と減速を予測する（図表2-24）。

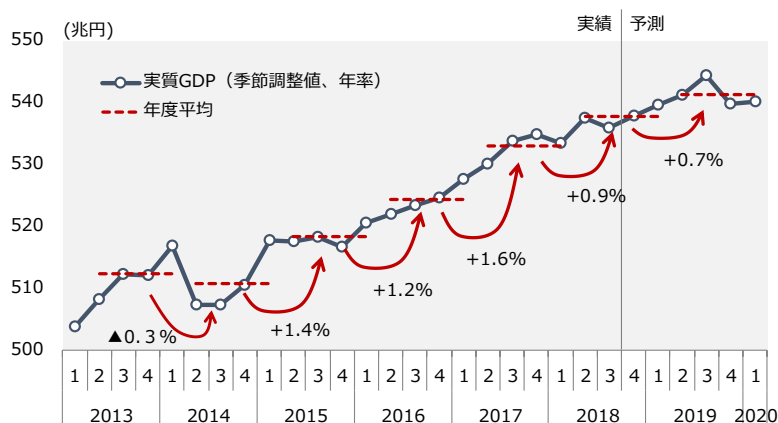
成長率予測は、前回見直し（9月10日）から18年度を▲0.3%p、19年度を▲0.1%p下方修正する。18年度の下方修正の要因は、18年7-9月期GDPの当社予想比下振れにあり、19年度の下方修正は、輸出の先行きに対する見方の慎重化にある。

消費税率引上げの影響としては、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。ただし、「経済財政運営と改革の基本方針2018」において、増税に伴う需要変動を平準化する方針が明記されている。その具体策はまだ明らかになっていないものの、当社では増税に伴う需要変動が4分の1程度緩和される効果を織り込んでいる。需要変動緩和効果も加味すると、消費税増税による19年度の実質GDPの押し下げ効果は、▲0.1%p程度にとどまるとみている（需要変動緩和策がなければ、▲0.2%pの押し下げ）。

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）。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。

日本経済の先行きに対するリスクは、総論（P.2-6）で挙げた3つの世界経済リスク（①米中欧経済の同時失速、②金融市場のリスク回避姿勢の強まり、③新興国の債務調整圧力の強まり）が顕在化することである。輸出・生産の下振れや株価の下落などを通じて、日本経済にも負の影響が及ぶであろう。

図表 2-24 実質 GDP の見直し



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

米国経済は 18 年 7-9 月期も拡大持続

18 年 7-9 月期（速報値）の実質 GDP 成長率（前期比年率）は+3.5%と前期（同+4.1%）から伸びが低下したものの、潜在成長率を大幅に上回る成長を持続している。

消費は、①良好な雇用・所得環境、②減税による押し上げ効果を背景に拡大基調を維持（図表 3-2）。直近の 7 ヶ月では失業率は 4%以下で推移しており、平均賃金の伸びも 10 月は 3.1%に達した。企業活動も底堅く推移。背景には、堅調な内需がある。特に、非製造業の景況感、9 月に過去最高値を記録した。投資活動は、生産の拡大や法人税減税などを背景に拡大基調にある。

中間選挙では民主党が下院を制し、米議会はねじれ状態

11 月上旬に行われた米国中間選挙では、民主党が下院の過半数、共和党が上院の過半数を確保し、米国議会は事実上ねじれ状態に突入した（11 月 14 日時点）。共和党は、下院選において、アイオワ州やミネソタ州といった農業州などで議席を失った一方、上院選においては、議席数を伸ばすことに成功し、トランプ大統領への支持が特定の州や地域では未だ根強いことを示唆する結果であった。

NAFTA 再交渉は妥結も、米中貿易摩擦が激化

米国は、保護主義的な動きを強めている。NAFTA 再交渉は 9 月末に妥結し、新協定 USMCA の発足が決定。8 月に米墨間で大枠合意したのち、協定内容の発表期限直前にカナダも合意に至った。新協定では、米国に無税で輸出するための条件を厳格化する方向で決着した。例えば自動車では、①域内部品調達比率の 62.5%から 75%への引上げに加え、②最低 40%の部品を時給 16 ドル以上の地域で生産する、との条件が新たに設定された。

また、米中貿易摩擦は激しさを増している。米国は、7、8 月に発動した総額 500 億ドル規模の対中制裁関税に加え、9 月には 2,000 億ドル相当の中国製品に関税率 10%（19 年 1 月には 25%に引上げ予定）を上乗せした。対する中国も、米国に対して総額 1,100 億ドル規模の報復関税を発動した。さらに、トランプ政権は、2,670 億ドル規模（発動済みの対中制裁の対象外の財総額）の中国製品への追加関税も検討している。

米中を中心とする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 3-3、3-4）。現状シナリオのもとでは、GDP への影響は▲0.2%程度だが、米中貿易摩擦がさらに激化した場合（シナリオ A および B）、GDP の下振れはそれぞれ▲0.5%と▲0.8%に拡大する。

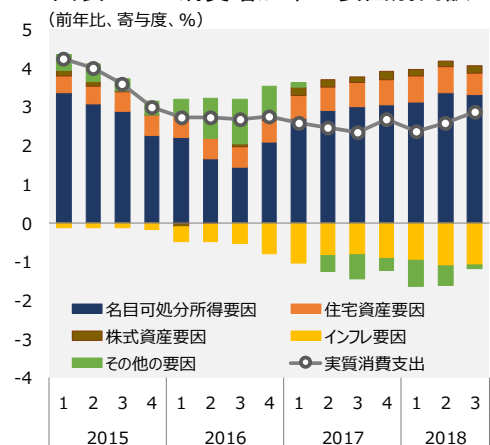
米国による制裁関税および各国の報復関税の対象品目は、産業別に偏りがみられ、影響は産業ごとに濃淡が予想される。米国の制裁措置による中間投入コストの上昇率が最も大きいと予想されるのは衣料品や電子機器であり（図表 3-5）、他国の報復措置による輸出の減少割合が最も大きいと見込まれるのは農産品である（図表 3-6）。衣料品や一次金属などは、生産コスト上昇と輸出減少の二重苦となる可能性が高く、企業利益の下振れが懸念される。

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	1.6	2.2	2.8	2.1
個人消費	2.7	2.5	2.7	2.0
設備投資	0.5	5.3	6.6	3.0
住宅投資	6.5	3.3	0.1	1.0
在庫投資寄与度	▲0.6	▲0.0	▲0.0	▲0.1
政府支出	1.4	▲0.1	2.0	3.4
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.2
輸出等 輸入等<控除>	▲0.1	3.0	3.3	0.4
FFレート誘導水準（年末）	0.5-0.75	1.25-1.5	2.25-2.5	3-3.25
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 消費増加率の要因別内訳



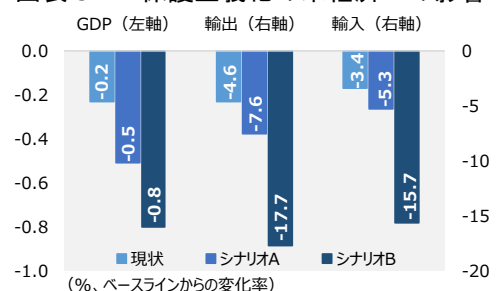
注：直近の住宅価格は 6-7 月平均。

出所：米国商務省、S&P ケースシラー、Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 3-3 保護主義化のシナリオ分類

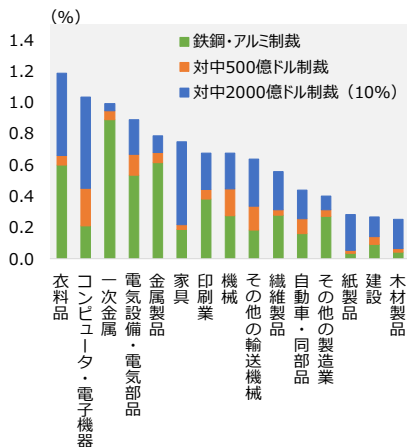
現状シナリオ
・米国が鉄鋼・アルミの関税率を引き上げ、各国が対抗措置を講じる
・米国による総額2,500億ドル相当の中国製品の関税率引上げ（2,000億ドル相当分には10%上乗せ）と、中国による総額1,100億ドル相当の米国製品の関税率引上げ
シナリオA
・現状シナリオに加え、米国が2,000億ドル相当の中国製品に上乗せする関税率を25%に引き上げ、中国が600億ドル相当の米国製品の上乗せする関税率を25%に引き上げる。
シナリオB
・シナリオAに加え、米国が2,670億ドル相当の中国製品に10%の関税率を上乗せし、中国が600億ドル相当の米国製品の上乗せする関税率を100%に引き上げる。
・米国が自動車・同部品の関税率を25%に引上げ（除く加墨）。

図表 3-4 保護主義化の米経済への影響



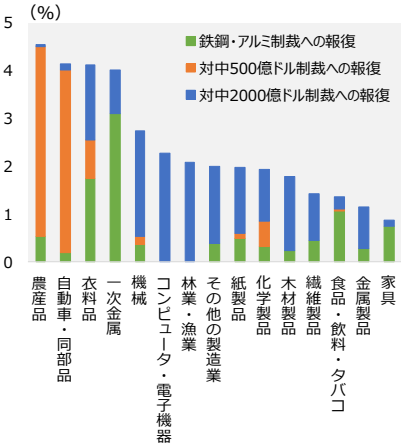
出所：関税率の設定は UN Comtrade、Peterson Institute、経済影響のシミュレーションは GTAP を用いて三菱総合研究所が試算

図表 3-5 予想される中間投入コストの上昇率（産業別）



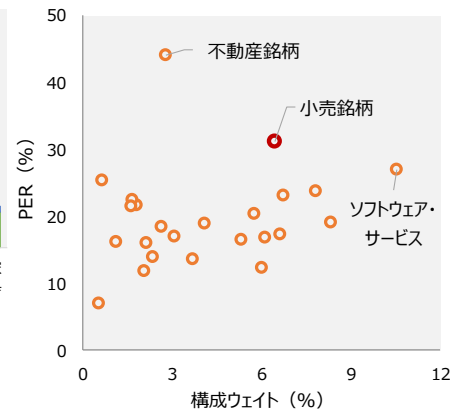
注1：産業分類は北米産業分類に基づく。
 注2：1次・2次産業以外は除く。
 出所：USTR、UN Comtrade、UNCTAD、
 米国経済分析局、各種資料から三菱総合
 研究所作成

図表 3-6 各対抗措置対象品目が全輸出に占める割合（産業別）



注1：金額は利用可能な中で最新のもの。
 注2：産業分類は北米産業分類に基づく。
 注3：1次・2次産業以外は除く。
 出所：USTR、UN Comtrade、UNCTAD、
 米国経済分析局、各種資料から三菱総合
 研究所作成

図表 3-7 S&P500 種構成銘柄の産業別平均 PER と構成ウェイト



注1：データは11月7日時点。
 注2：PERとは株価収益率。15以上で、
 その株価は割高と判断される。
 注3：世界産業分類の24分類に基づく。
 出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

貿易摩擦の金融市場への波及にも注意が必要だ。米国株価は依然として割高感が強いなかで、長期金利上昇や米中貿易摩擦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。米国が既に発動している2,000億ドル規模の対中制裁や、今後予想される2,670億ドル規模の対中制裁には、消費財が多く含まれる。こうした関税引き上げの影響が消費者物価にまで波及してくれば、現在の米株高を牽引する小売銘柄などを中心に、株価の調整圧力が強まる可能性がある（図表3-7）。

今後、上述のシナリオのように米中貿易摩擦がさらに深刻化した場合には、①輸入物価上昇による消費財価格の上昇、②株価下落による逆資産効果やマインドの悪化、などを通じて消費の抑制要因となる。また、企業への影響としては、①輸入物価上昇による生産コスト増大や対抗措置に伴う輸出減少が企業収益を下押しするほか、②金融市場の不安定化は企業マインド悪化につながりかねない。

18年内にあと1回、19年中に3回の利上げを予想

18年9月開催のFOMCは、FF金利の誘導目標値を2.00~2.25%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、今年3回目の利上げを後押ししたとみられる。

年初来高まっている賃金上昇圧力が物価に波及しつつあり、19年にかけて物価は2%台半ばでの推移が見込まれる。18年内にあと1回（0.25%p）、19年中に3回（0.25%pずつ）のペースでの利上げを予想する。ただし、①さらなる保護主義化が景況感の悪化や金融市場不安定化につながった場合、②拡張的財政政策に伴い長期金利が上昇した場合には、利上げペースが緩やかになる可能性がある。

18年は2.8%、19年は2.1%の成長率を予想

米国経済は堅調な消費を主因に、景気拡大が続くと見込む。実質GDP成長率は、米中貿易摩擦や長期金利上昇の影響が懸念されるも、好調な労働市場や税制改革の減税効果などによって、内需が堅調な推移を続けることが予想されることから、18年は前年比+2.8%と予測する（実績値の上振れにより前回同+2.7%から上方修正）。19年は、19年前半から実施されるとみられているインフラ投資による押し上げが予想されるも、貿易摩擦の影響顕在化や税制改革による押し上げ効果剥落などにより、同+2.1%まで成長減速を見込む（前回同+2.2%から下方修正）。

下振れリスクは、第1に、米中貿易摩擦など各国の保護主義化に伴う影響だ。先に述べた米中貿易摩擦が深刻化した場合の影響に加え、他国の報復関税による輸出物価の上昇は、米国の輸出産業の競争力を低下させかねない。第2に、長期金利の動向である。拡張的財政政策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。10月中旬の長期金利の上昇は、住宅ローン金利を押し上げ、住宅ローン申請件数は約4年ぶりの低水準となった。さらなる住宅ローン金利の上昇は、ローン借入者の債務負担を増やすだけでなく、住宅価格の下落につながれば、逆資産効果を発生させ、好調な消費活動にブレーキをかける可能性もある。

4. ユーロ圏経済

外需の減速から、18年入り後は成長減速

18年7-9月期のユーロ圏の実質GDPは、季調済前期比+0.2%と前期(同+0.4%)から減速した(図表4-2)。フランス(同+0.4%)で伸びが高まったほか、スペイン(同+0.6%)で前期並みの伸びを維持したものの、ドイツ(同▲0.2%)やイタリア(同0.0%)では伸びが低下した。ユーロ圏は、緩やかな回復を続けているが、外需の減速を主因に、18年入り後は回復ペースが鈍化している。

図表4-1 ユーロ圏経済見通し

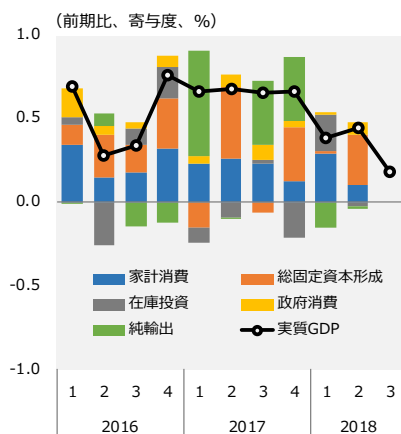
暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2016	2017	2018	2019
ユーロ圏	1.9	2.4	1.9	1.8
ドイツ	2.2	2.2	1.6	1.7
フランス	1.2	2.2	1.6	1.6

出所：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

消費は底堅い、雇用・所得環境も改善が継続

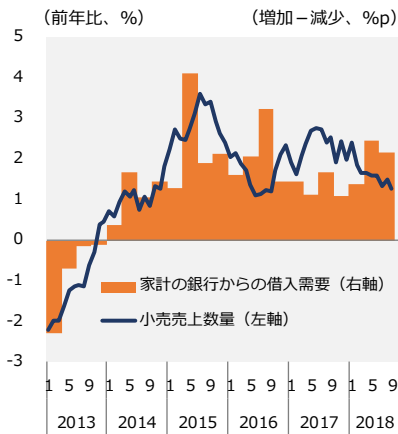
ユーロ圏の消費は回復基調にある。①雇用・所得環境の改善、②高水準の消費者の景況感、③低金利による借入の増加を背景に小売売上は堅調といえる(図表4-3)。失業率ギャップはゼロ付近に改善し(図表4-4)、雇用者報酬も伸びが加速。先行きも雇用・所得環境の改善持続による消費の回復持続を見込む。

図表4-2 実質GDP



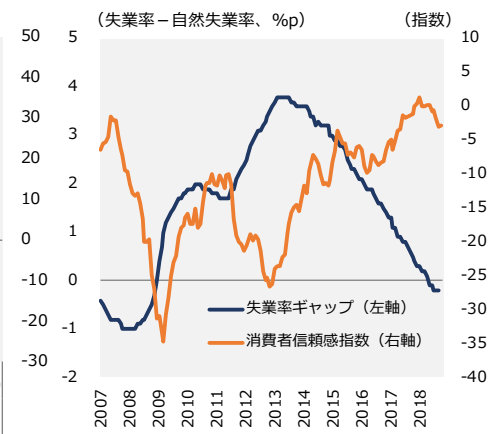
出所：Eurostat

図表4-3 小売売上と家計借入



注：小売売上数量は後方3ヶ月移動平均。出所：Eurostat、ECB

図表4-4 失業率ギャップ・消費者信頼感指数



注：自然失業率は欧州委員会の18年の推計値。出所：Eurostat、欧州委員会 AMECO

企業の景況感は製造業を中心に悪化傾向が継続も、非製造業は底堅く推移

ユーロ圏の企業活動は、18年以降、製造業を中心に改善ペースが減速している。企業の景況感は、非製造業は堅調な内需を背景に底堅いが、製造業は、受注や出荷、生産の増加が一般し、高水準ながらやや慎重化している(図表4-5)。ただし、17年の出荷増加により在庫水準は低く、内需の拡大も続く見通しだ。先行きは、17年から減速しつつも生産の増加基調が続き、企業活動の改善維持を見込む。

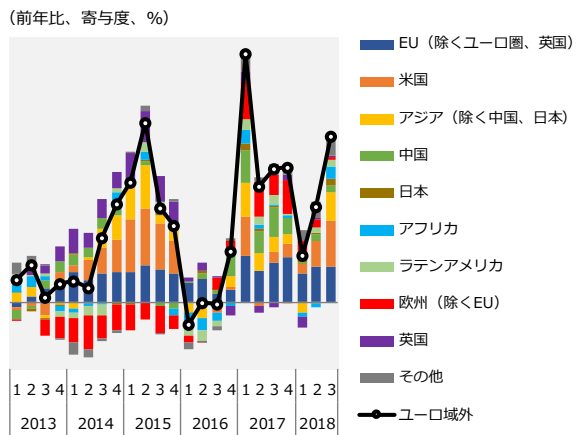
輸出は増加基調を維持している(図表4-6)。財輸出は、17年に高い伸びが続いた欧州(除くEU)向けや、米中貿易摩擦が経済の下押し圧力となりつつある中国向けが18年以降に減速しているものの、減税による内需拡大やドル高ユーロ安によって米国向けが加速。18年初に弱い動きとなったアジア向けも、18年半ば以降は伸びを高めている。7-9月期は、財輸出の伸びが高まる見込みだ。

図表4-5 購買担当者景気指数(PMI)



出所：Bloomberg

図表4-6 財輸出(仕向地別)の寄与度



注：名目値。2018年第3四半期は予測値(9月は7-8月の伸びで延長)、出所：Eurostat

先行きの輸出は増加基調を維持すると予想する。ただし、19年には米中経済や新興国経済の減速による海外需要の伸び鈍化が予想されることから、輸出の増加ペースは19年にかけて減速を見込む。

物価上昇率は勢いを欠く、利上げ開始は19年夏以降

ユーロ圏の物価上昇率は勢いを欠く。エネルギーや食品を除いたコアの消費者物価は、前年比+1%程度の伸びにとどまる。先行きは、ユーロ高による輸入物価の抑制が下押し圧力となる一方、家計の期待インフレ率や一人当たり雇用者報酬の高まりが押し上げ要因となることから、コアの消費者物価は1%台前半の伸びが続くだろう。

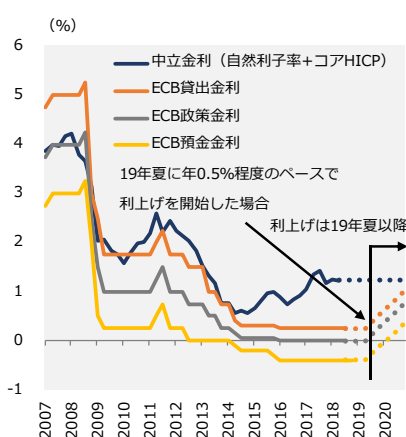
欧州中央銀行（ECB）によると金融政策の正常化は、①資産購入を12月末に終了し、②長期間にわたって保有資産規模を維持し、③19年夏以降に利上げ開始、となる見込み。ユーロ圏の中立金利は1%台前半程度とみられ、19年夏以降に緩やかな利上げが開始されても、20年までは緩和的な金融環境となろう（図表4-7）。イタリアなど金融システムが改善途上の国もあり、利上げは慎重に行われるだろう。

英国 EU 離脱交渉、離脱協定に暫定合意

英国の EU 離脱交渉は、11月中旬、離脱後の移行期間設定を含む離脱協定に交渉官レベルで暫定合意した。暫定合意案では、交渉が難航していたアイルランド国境問題について20年7月を目途に解決できない場合、20年末の移行期間終了後も、英国全体が当面 EU 関税同盟に残ることになる。暫定合意を受けて、11月末に臨時 EU 首脳会議が開かれる見込みだ。今後は、離脱協定を英国と EU の間で合意し、英国と EU の議会で承認されれば、離脱協定が発効される。ただし、暫定合意案には、早期の関税同盟離脱を望む英国議会の強硬派の反発が予想され、英国議会で承認されず、19年3月に合意なしでの離脱となる可能性も残る。

合意なしでの離脱となった場合、関税・通関手続きの復活や営業許可・協定の無効化などによって、英国は、EU や EU 外の第三国との間で、物・サービスの移動の自由度が低下し（図表4-8）、実質 GDP が英国で約▲1.7%、EU 加盟国でも平均して約▲0.3%減少する見込みだ（図表4-9のシナリオ1）。

図表 4-7 自然利子率・政策金利



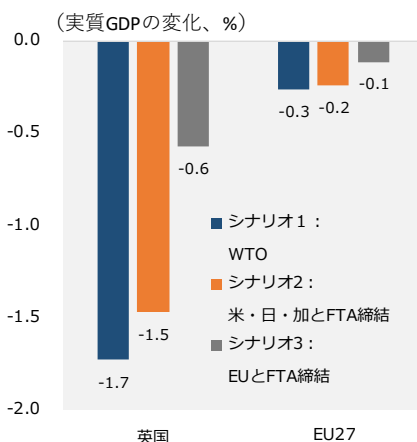
出所：Eurostat、ECB、Holston et al. "Measuring the Natural rate of Interest: International Trends and Determinants"

図表 4-8 合意なしでの離脱による
主な経済活動への影響

	対EU	対EU外第三国
物	・関税・通関 手続きが復活	・EUとして締 結した貿易協 定が無効に
サービス	・営業許可・ 協定が無効に (金融サービ スなど)	・EUとして締 結した協定が 無効に(航空 便など)

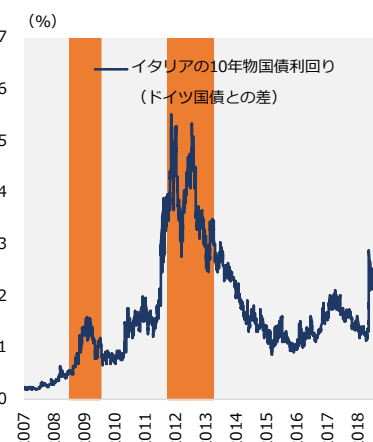
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

図表 4-9 英国 EU 離脱の影響



出所：Felbermayr et al. (2017) "Economic Effects of Brexit on the European Economy"

図表 4-10 イタリア国債利回り



注：網掛けは景気後退期。
出所：Bloomberg、Centre for Economic and Policy Research

ユーロ圏は19年にかけて緩やかに成長減速

ユーロ圏経済は、雇用環境の改善を背景に消費は堅調が予想される一方、海外需要の減速を背景に輸出・生産は伸び鈍化が見込まれることから、19年にかけて緩やかに成長減速を見込む。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、18年7-9月期の伸びが当社8月時点の予測から下振れしたことを受け、18年を前年比+1.9%（前回+2.0%）、19年を+1.8%（前回+1.9%）と下方修正する。

最大のリスクは、英国の合意なしでの EU 離脱

リスク要因は、第1に、英国の合意なし離脱による輸出・投資の減少や企業マインドの悪化がある。第2に、イタリアの金融市場の混乱がある。イタリア政府は9月下旬に、21年までGDP比2.4%の財政赤字が続く拡張的な経済財政計画を公表。財政規律を重視するEUとの対立や財政悪化懸念から、イタリア国債利回りは13年以來の水準まで上昇した（図表4-10）。国債利回りの上昇が続けばイタリアの銀行が資本不足となって貸出を抑制し、内需が押し下げられかねない。第3に、米中貿易摩擦による世界経済の下振れや、ECBが出口政策を模索する中でのユーロ高による輸出の減速がある。

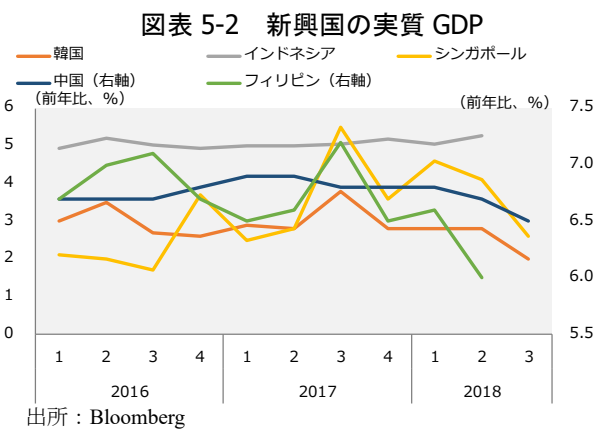
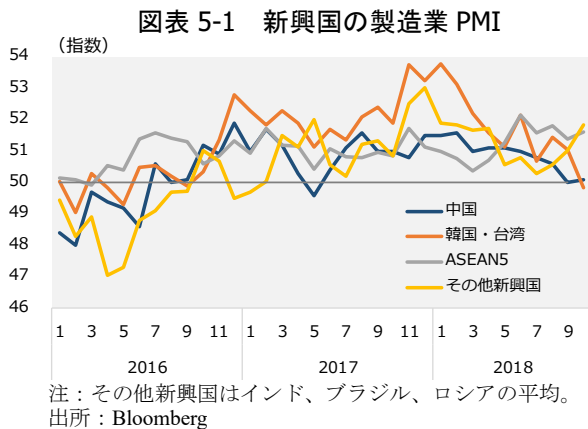
5. 新興国経済

(1) 概観

新興国の景況感が悪化、成長率も緩やかに減速

新興国経済は、17年内は好調を維持してきたが、18年入り潮目が変わりつつある。多くの国で製造業購買担当者指数（PMI）が低下に転じており、中国のPMIは18年9月に景気拡大／後退の境目となる50まで低下（図表5-1）。背景には米中貿易摩擦の激化などによる貿易量の伸び鈍化がある。

実質GDP成長率でも、18年入り後は緩やかに減速している（図表5-2）。中国経済の減速に加え、韓国やシンガポールなどいくつかの国でも成長が減速傾向にある。成長減速の背景には保護主義化の進展に伴う輸出の伸び鈍化に加え、中国やインドネシアなど一部の国では消費にも減速傾向がみられる。

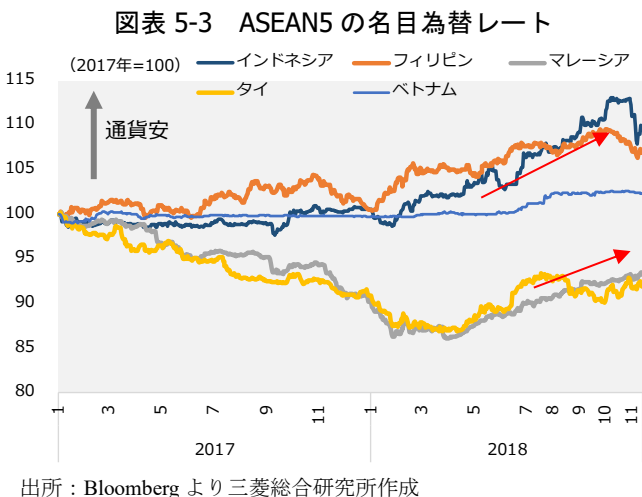


米国の長期金利上昇により資金流出圧力が強まる

米国の長期金利上昇などを背景に、新興国からの資金流出が続いており、多くの新興国では通貨が下落した（図表5-3）。通貨下落はファンダメンタルズ（経済の基礎体力）の弱いインドネシアなどで特に顕著だが、マレーシアなど比較的ファンダメンタルズが堅調な国にも広がっている。今後、米国の利上げ継続による米国長期金利上昇が見込まれるなかで、新興国からの資金流出が加速すれば、①通貨安によるインフレ、②通貨防衛のための利上げ、などを通じて新興国経済の下振れ要因となる。

新興国経済は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（図表5-4）。中国経済は、米中貿易摩擦の激化による輸出や投資の下振れが予想されるものの、政府によるインフラ投資や減税、緩和的な金融政策を通じた資金供給が景気の下支えとなり、成長の急減速は回避される見込み。中国以外の新興国経済は、米中経済の減速や貿易量の伸び鈍化、通貨安などを背景に、19年にかけて緩やかな成長減速を予想する。



図表 5-4 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2016	2017	2018	2019
中国	6.7	6.9	6.6	6.2
ASEAN5	4.4	4.7	5.4	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	5.2	5.1
フィリピン	6.9	6.7	6.4	6.5
タイ	3.3	3.9	4.4	3.9
ベトナム	6.2	6.8	6.8	6.8
香港	2.2	3.8	3.5	2.6
韓国	2.9	3.1	2.7	2.6
シンガポール	2.4	3.6	3.2	3.0
台湾	1.4	2.9	2.6	2.4
インド(年度)	7.1	6.7	7.4	7.3
ブラジル	▲ 3.5	1.0	1.3	2.1

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

中国経済は成長減速が継続

中国経済は緩やかな成長減速が続く。18年7-9月期の実質GDPは前年比+6.5%と、4-6月期の+6.7%から伸びが低下（図表5-5）。産業別にみると、第3次産業は+7.9%と堅調に推移している一方、第2次産業は前年比+5.3%と2四半期連続で伸びが低下した。

投資と消費がともに減速

①中国経済の成長を支えてきた投資、②GDPに占めるウェイトが高まりつつある消費、これらがともに減速している（図表5-6）。まず、固定資産投資は不動産投資の減速などを背景として、伸び率の低下が続いている。また、小売売上高は17年までは前年比10%程度の伸びを維持してきたが、18年4-6月期以降は減速が顕著となっている。米中貿易摩擦の激化が消費者マインドを悪化させている可能性もある。

景気下支え策が本格始動

中国政府は、後述する預金準備率の引下げ以外にも、減税などの財政政策も発動して景気の下支えを図ろうとしている。18年5月にはハイテク企業や中小企業などを対象とした大規模な法人減税（4,600億元規模）を、18年9月には所得減税（3,200億元規模）をそれぞれ発表した。さらに米中貿易摩擦による輸入物価上昇を見越し、輸入関税の引下げを2回にわたり実施³した。第1弾では衣料、化粧品、家庭用品、フィットネス用品など（輸入金額シェアで1.6%程度）、第2弾では繊維製品や金属製品など（同5.4%程度）の輸入関税をそれぞれ引き下げている。

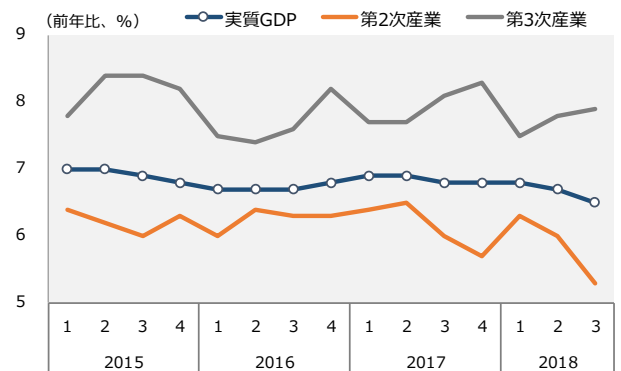
地方債の発行増により資金調達額が増加

中国政府はこれまでシャドバンキングを通じた新規資金調達額（受託貸付や信託貸付）を減少させてきた（図表5-7）。一方で18年7-9月期には特別政府債務が大幅に増加した。特別政府債務は高速道路建設や都市再開発などに用途を限定した地方政府債であり、今後地方でのインフラ投資が加速していくことが見込まれる。

地方債はもともと特別債発行枠（1兆3,500億元）が定められていたが、18年は10月時点で既に発行枠を大きく上回る発行額（1兆7,640億元）を記録した。

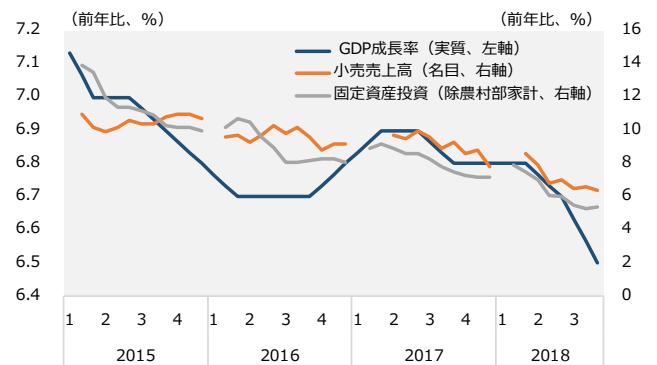
特別政府債務は、直近の18年10月に急減した⁴ものの、インフラ投資を中心とする景気刺激策のために今後再び拡大する可能性が高い。地方債の拡大は、短期的には固定資産投資の拡大を通じて経済成長への寄与につながるが、長期的には不良債権化のリスクをさらに拡大させる懸念がある。

図表5-5 実質GDP（産業別）



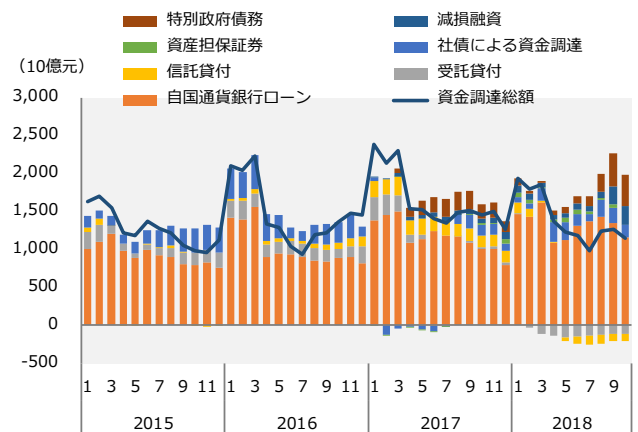
出所：中国国家统计局

図表5-6 実質GDP、消費、投資



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表5-7 資金調達総額（フロー）



注：過去3ヶ月の移動平均を用いて平滑化。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

³ 中国はMFN（最恵国待遇）関税率の引下げを行ったが、米国からの輸入品のうち追加関税の対象となっている品目の対米関税率は、引上げられた関税の税率のまま不変。

⁴ 図表5-7は平滑化のために過去3か月分の移動平均を用いているため急減と見えないが、特別政府債務による資金供給額は9割近く減少。

市場への資金供給を強化

財政政策に加え、金融政策の緩和も進めている。預金準備率は、18年に入り断続的に引下げられ、18年10月には14.5%となった(図表5-8)。

預金準備率の引下げに加え、貸出ファシリティを通じた資金供給も強化している。中国ではSLF(常設貸出ファシリティ)、MLF(中期貸出ファシリティ)、PSL(担保付補充貸出)の3種類の貸出ファシリティがあるが、このうち特にMLFによる資金供給額は拡大傾向にある(図表5-9)。

MLFは、一定の条件を満たした商業銀行や政策金融機関に対して、中国人民銀行が有担保で資金を貸し出す仕組みであり、国債や中銀手形、政策性金融債などを担保の対象としていた。中国人民銀行は18年6月より対象となる担保を零細企業の債券などへ拡大している。

さらに中国人民銀行は、金融機関が対象となる貸出ファシリティに加え、民間企業を直接対象とした機構の新設を発表。金融市場の安定化へ期待がかかるが、民間企業債務のさらなる増大も懸念される。

不良債権の拡大とその処理能力に注意

中国人民銀行による準備率の引下げや資金供給の拡大などを通じて、企業の借入額は増加を続けている。中国A株市場の上場企業を対象にICR(インタレスト・カバレッジ・レシオ)別の負債額をみると、17年3月から18年9月にかけてICRが1を下回る企業の負債額が急増した(図表5-10)。ICRが低い企業における債務の増加は不良債権の増加につながりかねず、警戒が必要となる。

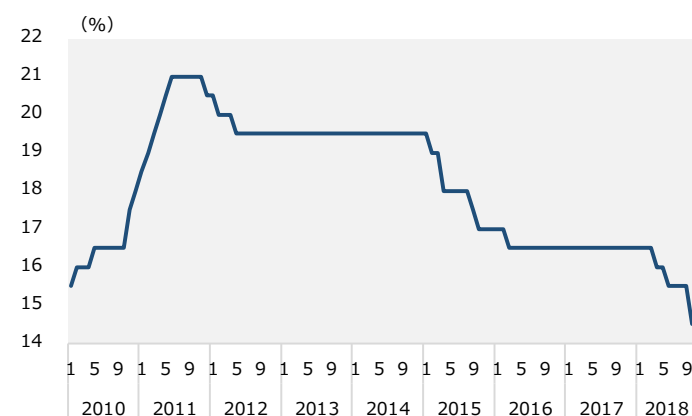
一方で中国国内の不良債権処理についてみると、中国の不良債権処理を担う企業のひとつである中国华融资产管理股份有限公司のDEレシオ⁵が9倍を超えるなど、不良債権処理の持続可能性には疑問が残る。

19年にかけて成長減速

中国経済の先行きは、米中貿易摩擦の激化による輸出や投資の下振れが予想されるものの、政府によるインフラ投資や減税、緩和的な金融政策を通じた資金供給が景気の下支えとなり、成長の急減速は回避される見込み。実質GDP成長率は、18年+6.6%、19年+6.2%を予測する。

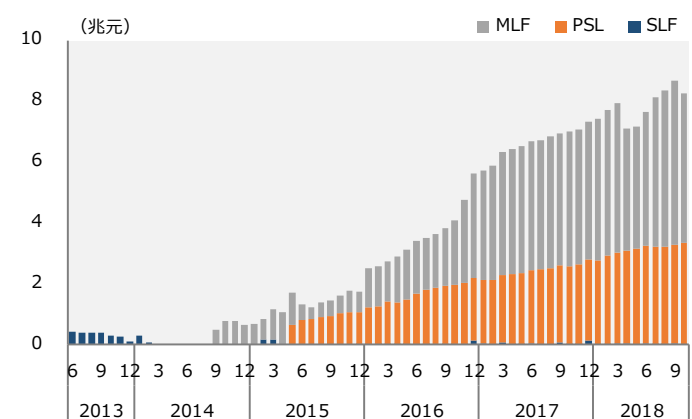
リスクは、米中貿易摩擦のさらなるエスカレートである。輸出や投資が急減速する可能性があるほか、米中貿易摩擦の国内影響を和らげるための経済対策の副作用にも注意が必要だ。経済が減速する中での政策的な資金供給の拡大により、不良債権が拡大する恐れがある。金融システムの不安定化や信用収縮につながれば、中国経済が急減速しかねない。

図表 5-8 預金準備率



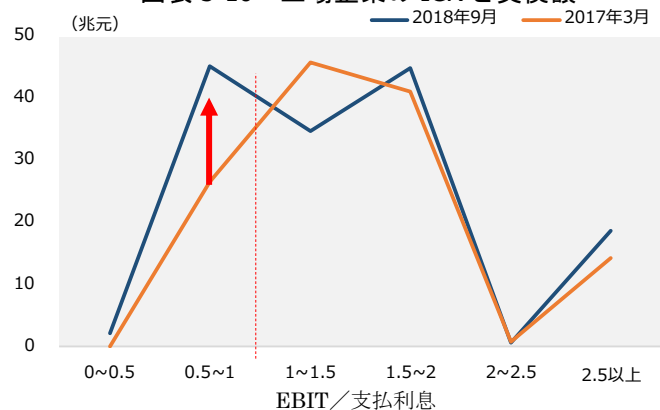
出所：CEIC および各種資料より三菱総合研究所作成

図表 5-9 貸出ファシリティを通じた資金供給額(ストック)



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-10 上場企業の ICR と負債額



注：支払利息と EBIT(支払金利前税引前利益)を用いて ICR を算出。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

⁵ 負債資本倍率。ここでは広義の負債資本倍率として、総負債額を株主資本で割った値で計算。

(3) ASEAN 経済

ASEAN 経済は成長減速

ASEAN 経済はいずれも成長が続くが、成長減速の傾向が強まっている。既に 7-9 月期の GDP が公表されているインドネシア、フィリピン、ベトナムは、いずれも成長率が小幅ながら鈍化した（図表 5-11）。

輸出の減速傾向が強まる

17 年は ASEAN5 各国共通して輸出が成長を牽引する形となったが、18 年に入り輸出が減速に転じる国が現れ始めた（図表 5-12）。特にフィリピンは 18 年入り後に輸出が減少し、成長減速につながっている。また 18 年前半に輸出が好調だったベトナム、マレーシア、インドネシアでも輸出の減速がみられ、成長の重石となった。ASEAN にとって主要な輸出先のひとつである中国は、開かれた市場をアピールするために輸入拡大策を採っているものの、世界的な輸出の減速（詳細は総論 P.2、図表 1-3 参照）の影響が大きい。

対内直接投資も伸びが鈍化

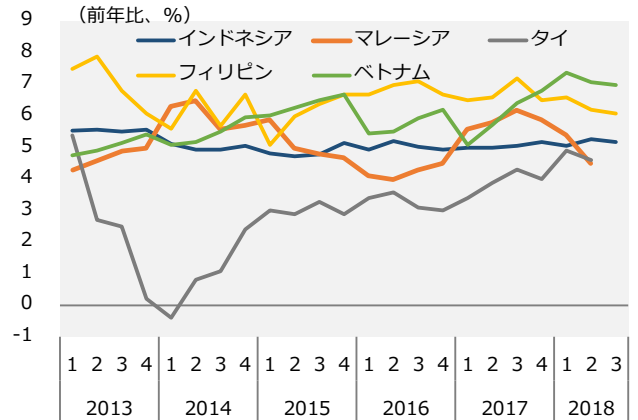
海外からの直接投資は、17 年 7-9 月期以降は成長の押上げ要因として寄与してきたが、18 年に入り減速傾向が強まっている（図表 5-13）。フィリピンでは輸出の弱さを力強い対内投資が補強する状況が続いているが、特に通貨安が進化したインドネシアやマレーシアでは対内投資が減速傾向にある。通貨安が今後も継続する可能性が強まれば、直接投資の時期の再考や投資先の変更といった経営判断にもつながりかねない。直接投資の減速は、投資減を通じた GDP への影響に加え、外資企業の技術導入などのスピルオーバー効果も弱めかねない。

先行きの成長率は 19 年にかけて緩やかに減速

ASEAN 経済の成長率は、18 年は米中の景気下支え策に支えられる一方、世界的な貿易量の減速や通貨安などを背景に、19 年にかけて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+5.4%、19 年が同+5.2%を予測。

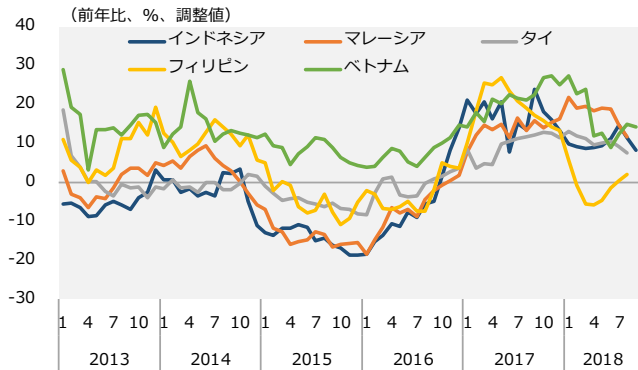
先行きのリスクは、第 1 に世界的な貿易紛争激化に伴う貿易量のさらなる低迷である（詳細は総論 P.2-6 参照）。貿易量の急激な減少が顕在化すれば、輸出額の対 GDP 比率の高いベトナムやマレーシアの経済を大幅に下押ししかねない。第 2 に米中経済の同時失速による景気減速が挙げられる（詳細は総論 P.2-6 参照）。仮に米中経済が同時に失速することがあれば、輸出が減少するのみならず、株価や為替の調整を通じて、ASEAN 経済全体に波及する可能性が高い。第 3 にインドネシアをはじめとしたファンダメンタルズの弱い国は、通貨安や債務調整圧力の強まりによる利払いの拡大などといった影響を受けやすく、警戒が必要だ。

図表 5-11 ASEAN の実質 GDP



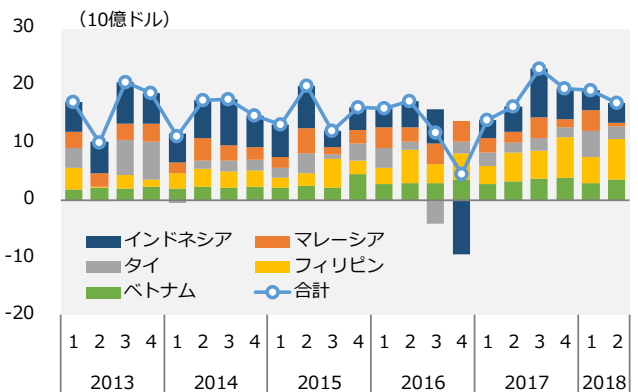
出所：Bloomberg、CEIC

図表 5-12 ASEAN の輸出



注：過去 3 ヶ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、17年7-9月期以降、成長が加速傾向にある(図表5-14)。18年4-6月期の成長は、18年1-3月期と比べ投資による寄与が縮小した一方、輸出が成長を牽引した。輸出先では中東や中南米向けの輸出増加が目立った。今後は米中貿易摩擦の影響により、中国の代替として機械機器等の対米輸出が増加する可能性もあり、長期的な課題とされてきた貿易赤字の改善が期待されている。

物価上昇と通貨安が懸念材料

17年に落ち着きがみられてきた物価の伸びは、再び高まりつつある。18年前半に物価の押し上げ要因となっていた住宅価格の影響は縮小しつつあるが、8月以降は原油価格が主因となり、再び物価上昇率が拡大している(図表5-15)。

インドルピー安のリスクには今後も注意が必要となる。原油価格の上昇を背景に、インドの経常赤字は13年4-6月期以来となる158億ドルにまで拡大した(図表5-16)。米国の利上げが続くなか、経常収支が悪化する国に対する投資家の評価は厳しさを増しており、今後さらなるルピー安も起こりかねない。現状はルピー安と景気拡大を両立できているが、ルピー安が輸入物価のさらなる上昇や直接投資の減速などにつながれば、実体経済を毀損しかねない。

19年の総選挙に向けインド人民党の支持率に注目

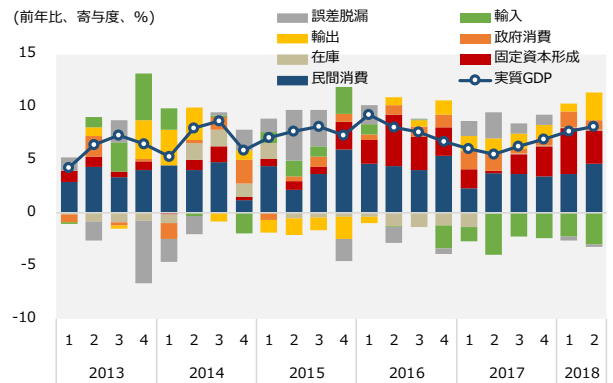
与党であるインド人民党(BJP)は、18年5月のカルナータカ州議会選挙で第1党となったが、同12月に予定されている3州(ラジャスタン、マディヤ・プラデーシュ、チャッティースガル)の選挙では圧倒的な勝利が望みづらくなっている。特にラジャスタン州およびマディヤ・プラデーシュ州では国民会議派の候補との支持率の差が縮小している。背景には農産品の価格下落および原油価格の上昇によって農業生産者の経営が圧迫されていることなどがあり、これまで頑健にみえたBJP支持にはほころびが見えつつある。

(5) ブラジル経済

家計消費が牽引しプラス成長維持へ

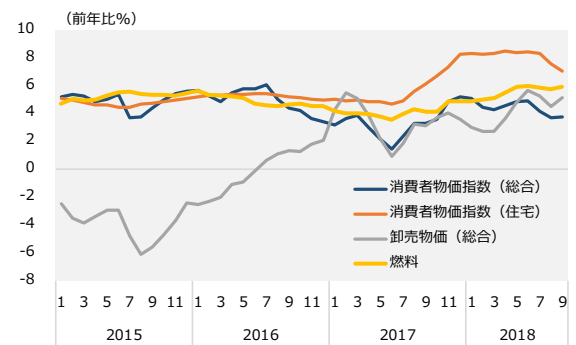
18年4-6月期は、主に家計消費に牽引される形で、5四半期連続でプラス成長となったものの、18年1-3月期に引き続き減速した(図表5-17)。一方で、直近の株価および為替は大幅な好転をみせている。これは18年10月に行われた統一選挙において、「ブラジルのトランプ」とも呼ばれる極右候補ジャイル・ボルソナロ氏が予想を大幅に上回る得票で1位につけたためだ。同氏はシカゴ学派として知られるパウロ・ゲデス氏を経済顧問に据えており、民営化推進、政府の市場介入抑制につながる政策が期待される。

図表 5-14 インドの実質 GDP



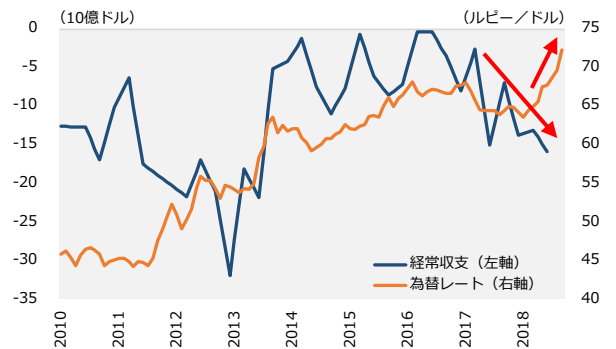
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-15 消費者物価および卸売物価



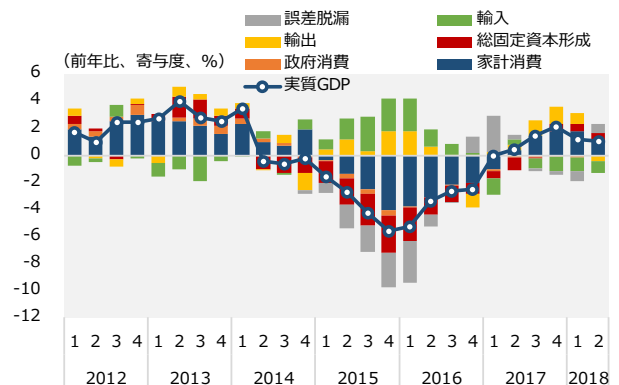
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-16 経常収支と名目為替レート



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-17 ブラジルの実質 GDP



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

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）	539,348	548,587	553,173	564,098	1.0%	1.7%	0.8%	2.0%
	民間最終消費支出	300,443	303,944	307,337	314,520	▲0.2%	1.2%	1.1%	2.3%
	民間住宅投資	17,017	17,268	16,633	16,761	5.9%	1.5%	▲3.7%	0.8%
	民間設備投資	83,650	86,940	92,048	93,720	0.5%	3.9%	5.9%	1.8%
	民間在庫品増加	▲329	149	388	314	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,231	107,560	108,543	110,009	0.2%	1.3%	0.9%	1.4%
	公的固定資本形成	26,990	27,848	27,628	28,122	0.6%	3.2%	▲0.8%	1.8%
	公的在庫品増加	▲31	15	▲61	▲120	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	5,376	4,863	658	774	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	88,925	98,162	100,961	104,301	▲3.1%	10.4%	2.9%	3.3%
	財貨・サービス輸入	83,548	93,299	100,304	103,528	▲9.3%	11.7%	7.5%	3.2%

（単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	524,478	532,969	537,785	541,406	1.2%	1.6%	0.9%	0.7%
	民間最終消費支出	297,074	299,553	301,266	302,954	0.3%	0.8%	0.6%	0.6%
	民間住宅投資	16,142	16,090	15,265	15,097	6.2%	▲0.3%	▲5.1%	▲1.1%
	民間設備投資	82,625	85,214	88,992	90,072	1.2%	3.1%	4.4%	1.2%
	民間在庫品増加	▲206	302	432	408	***	***	***	***
	政府最終消費支出	105,750	106,489	107,344	108,507	0.5%	0.7%	0.8%	1.1%
	公的固定資本形成	25,890	26,277	25,635	25,628	0.9%	1.5%	▲2.4%	▲0.0%
	公的在庫品増加	▲44	15	▲59	▲118	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲3,238	▲1,449	▲1,652	▲1,372	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	85,886	91,333	92,428	93,004	3.6%	6.3%	1.2%	0.6%
	財貨・サービス輸入	89,123	92,782	94,081	94,377	▲0.8%	4.1%	1.4%	0.3%

	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	102.9	103.2	1.1%	4.1%	0.4%	0.3%
	国内企業物価指数	96.7	99.3	101.4	103.7	▲2.3%	2.7%	2.1%	2.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.7	100.4	101.5	103.4	▲0.2%	0.7%	1.0%	1.9%
	GDPデフレーター	102.8	102.9	102.9	104.2	▲0.2%	0.1%	▲0.0%	1.3%
	完全失業率	3.0%	2.7%	2.3%	2.3%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	97.4	94.6	96.0	89.4	5.8%	▲2.8%	1.4%	▲6.9%

（単位：10億円、％）

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	21,019	21,813	18,007	17,171	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,404	4,056	▲299	▲176	***	***	***	***
	貿易収支	5,785	4,594	819	426	***	***	***	***
	輸出	70,805	78,324	82,008	84,923	▲3.2%	10.6%	4.7%	3.6%
	輸入	65,020	73,731	81,189	84,496	▲10.8%	13.4%	10.1%	4.1%
	通関収支戻（10億円）	3,973	2,449	▲1,236	▲1,173	***	***	***	***
通関輸出	71,522	79,223	81,502	84,203	▲3.5%	10.8%	2.9%	3.3%	
通関輸入	67,549	76,773	82,738	85,375	▲10.2%	13.7%	7.8%	3.2%	

為替	国債10年物利回り	-0.04%	0.05%	0.09%	0.18%	***	***	***	***
	M2	946,246	981,695	1,011,416	1,046,944	3.6%	3.7%	3.0%	3.5%
	日経平均株価	17,520	20,984	22,583	23,462	▲7.0%	19.8%	7.6%	3.9%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	47.8	53.6	66.9	65.0	6.4%	12.1%	24.8%	▲2.8%
	円/ドル レート	108.4	110.8	111.6	114.5	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.097	1.171	1.170	1.163	***	***	***	***
円/ユーロ レート	118.9	129.7	130.6	133.1	***	***	***	***	

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
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。