

NEWS RELEASE

2018年8月13日
株式会社三菱総合研究所**2018、2019年度の内外景気見通し****－ 堅調な世界経済、保護主義連鎖の影響に要警戒 －**

株式会社三菱総合研究所(本社:東京都千代田区、代表取締役社長:森崎孝)は、2018年4-6月期GDP速報の発表を受け、2018、2019年度の内外景気見通しを発表いたしました。

日本の実質成長率予測値:2018年度+1.1%、2019年度+0.8%

※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(6月8日):2018年度+1.0%、2019年度+0.7%)

海外経済

米国は、緩やかな景気拡大の継続を予想する。18年は、雇用・所得環境の改善や税制改革による減税効果などから+2%台後半の高めの成長を見込む。19年は、インフラ投資の増加が予想される一方で、減税効果の一巡や金利上昇の影響波及に加えて、保護主義化の副作用が顕現化してくると予想され、+2%台前半への成長減速を予想する。

ユーロ圏は、緩やかな景気回復を予想する。輸出・生産は伸び鈍化が予想されるものの、雇用環境の改善を背景に消費は堅調に回復する見込み。企業の期待成長率も改善しており、前向きな設備投資スタンスが続く可能性が高い。19年にかけて+2%前後の成長を見込む。

新興国は、総じて緩やかな減速を見込む。中国は、米国の関税引上げによる景気の下振れを補うために、財政拡大や金融緩和を通じて景気下支えを図るとみられる。ただし、金融リスク抑制を目的とする金融規制強化など、これまで取り組んできた構造改革への取り組みは継続するとみられ、19年の中国の成長率は、+6%台前半まで緩やかに減速すると予測する。

日本経済

日本経済は、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、18年度は+1.1%の成長を見込む。19年度は、消費税率の引上げや米中間の関税引上げの影響から+0.8%と成長減速を見込むものの、均してみれば潜在成長率並みの緩やかな景気拡大持続を予想する。

世界経済のリスク要因

世界経済は堅調ながらも先行きの不透明感は依然として強い。米国通商政策の一段の保護主義化が引き金となり、次の3つのルートを通じて世界経済が下振れるリスクが高まっている。

- ① **金融市場のリスク回避姿勢の強まり**: 金融市場は先行きに対する警戒感を高めつつある。今後、米国に端を発する関税引上げの応酬の激化などから、世界経済・貿易が停滞する事態に発展すれば、金融市場が本格的にリスク回避姿勢に転じる可能性がある。
- ② **米中経済の同時失速**: 世界GDPの4割を占める米中経済の同時失速リスクは増している。特に19年は、米中ともに減税効果の剥落などから成長減速が予想されており、そこに、米中双方の大規模な関税引上げが加われば、輸入インフレや貿易停滞を通じた成長下振れが懸念される。米中間の関税引上げの貿易を通じた波及により、世界経済は▲0.6%p下振れる可能性がある。
- 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で推移している。米国の保護主義化や米国金利上昇を契機に、新興国通貨安が一段と進めば、債務調整圧力の強まりが新興国経済の重石となろう。

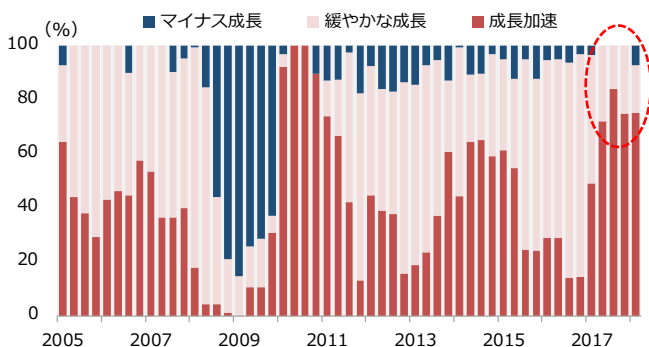
1. 総論

(1) 概観

世界経済は回復持続も、貿易量の伸びは鈍化

世界経済は回復基調を継続している。主要 32 ヶ国・地域の実質 GDP 成長率（現地通貨建）を GDP 規模でウェイト付けした成長加速国の割合は、依然として 80%前後の高い水準を維持している（図表 1-1）。一方、企業の景況感を示す購買担当者景気指数（PMI）は、3月に低下した後、新興国は横ばい圏内で推移しているほか、先進国も足もとで低下しており、景況感は総じて力強さを欠く（図表 1-2）。

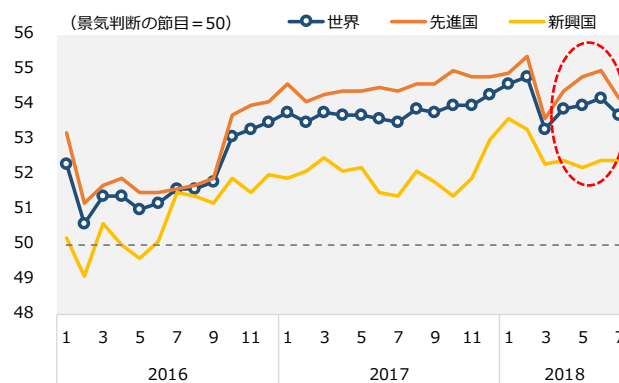
図表 1-1 成長加速国の割合



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）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



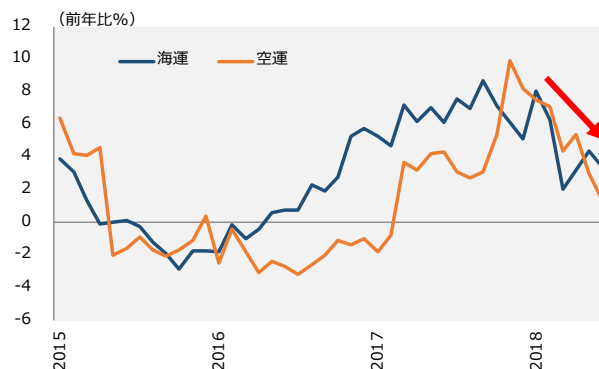
注：製造業と非製造業の統合指数。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

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運送量は、18年以降に伸びが低下している（図表 1-3）。世界の貿易量の伸びが生産や GDP の伸びを下回る「スロートレード現象」は、17年頃に解消されたかにみえたが、足もとで再びその懸念が強まっている。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米中間の関税引き上げの応酬、などが影響しているとみられる。

実際に、米中間の関税引き上げの応酬を受けて、既に複数の海運大手が中国と米国を結ぶ便の運航中止に動いている。中国から米国に輸出されている財のなかには、日本や韓国、台湾、ASEAN などアジア諸国がサプライチェーンの一端を担っているケースも多い。中国から米国向けの輸出量の減少は、アジア間の貿易停滞にもつながる。

図表 1-3 世界の海運および空運運送量



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

関税引き上げの応酬で米国経済も大幅に下振れの可能性

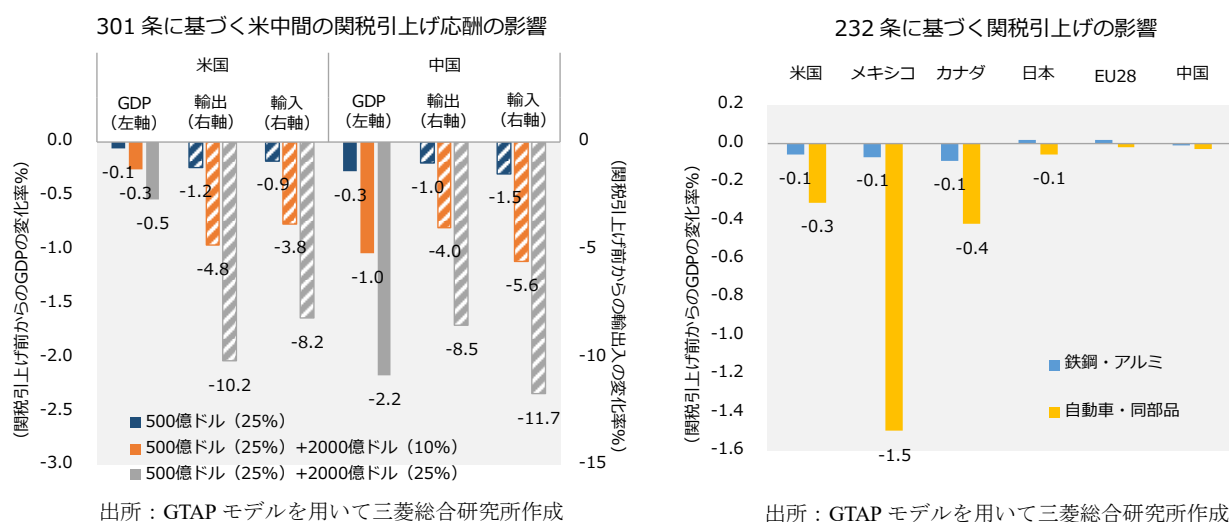
今後、米国と世界各国との関税引き上げの応酬は、その対象国や対象品目が一段と拡大していく可能性がある。米国が実施している関税引き上げには 2 つのタイプがある。第 1 は、不公正な貿易慣行を行っていると米国が判断した国に対する制裁関税である。米通商法 301 条に基づくものであり、中国に対する 500 億ドル（うち 340 億ドルが実施済み、残り 160 億ドルは 8 月 23 日に発動予定）、2,000 億ドル（検討中）などの関税引き上げが相当する。第 2 は、輸入拡大が米国の安全保障上の脅威になると判断した品目への関税引き上げである。米通商拡大法 232 条に基づくものであり、鉄鋼・アルミ（実施済み）や自動車・同部品（検討中）への関税引き上げなどが相当する。

関税引き上げの応酬は各国経済にどう影響するか。まず、301条に基づく米中間の関税引き上げの影響について、GTAPモデル¹を用いて推計した(図表1-4、左)。500億ドル相当の品目への追加関税(25%)によるGDPへの影響は、米国が▲0.1%p、中国が▲0.3%pとなる。仮に、トランプ大統領が検討を指示したとされる2,000億ドル相当の品目への25%の追加関税が実施されれば、米国は▲0.5%p、中国は▲2.2%pまで影響が拡大する。

次に、232条に基づく関税引き上げの影響を推計すると、既に実施済みの鉄鋼・アルミにとどまれば影響は限定的だが、自動車・同部品に拡大すれば米国のGDPを▲0.3%p押し下げる(図表1-4、右)。米国で販売される自動車の約4割が輸入車であり、輸入車の価格上昇は消費の重石となろう。また、NAFTA圏内のメキシコやカナダも関税引き上げの対象となった場合、両国GDPへの影響は、メキシコ▲1.5%p、カナダ▲0.4%pと大きなものとなる。日本についても▲0.1%pのGDP下振れ要因となる。

以上をまとめると、今後、米国の保護主義化がエスカレートし、米中間で2,000億ドル相当の品目への追加関税(25%)、自動車・同部品への関税引き上げが実施されれば、実質GDPの下振れ幅は、最大で米国が▲0.8%p、中国が▲2.2%pとなり、世界経済全体としては▲0.6%p程度下振れる可能性がある。

図表1-4 米国の保護主義化による各国経済への影響

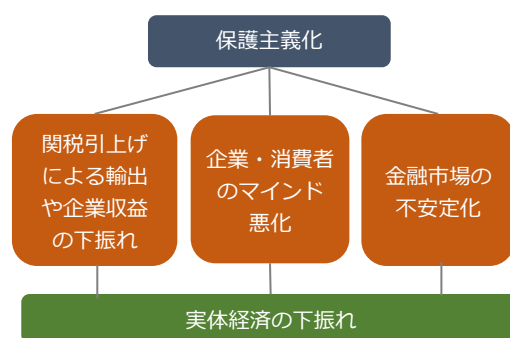


上記の推計で捉えきれていないマインドや金融市場を通じたルートにも注意が必要だ(図表1-5)。関税引き上げの応酬で企業のグローバルなサプライチェーン形成が阻害されれば、企業収益の悪化を通じて株価が下落する。また、先行きの不透明感から企業や消費者のマインドが悪化すれば、投資活動や消費が下振れる。こうした結果として金融市場でのリスク回避的な動きが強まれば、米中などの関係国のみならず、信用力の低い新興国からの資金流出など、悪影響が広く世界経済に波及する可能性がある。

日本経済・日本企業への影響も無視できないものとなりつつある(詳細はP.9日本経済参照)。第1に、上記のような米中経済の下振れが、日本の両国向け輸出の減少要因となる。また、米国が中国に課す500億ドル規模の関税は、半導体やロボットなどのハイテク製品が主であり、中国から輸出されるこれら製品に部品を供給する日本企業にも間接的に影響が及ぶだろう。

第2に、日本の主要な輸出品である自動車・同部品への関税引き上げである。自動車・同部品の米国向け輸出額は約5.5兆円であり、鉄鋼・アルミの輸出額の10倍程度にのぼる。加えて、8月に交渉がスタ

図表1-5 保護主義の経済への波及



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、本見直し期間である19年までに顕現化するとは限らない点には注意が必要。

ートした日米の「新しい通商の対話の枠組み（FFR）」では、今後、7兆円の対米貿易黒字（19年実績）を縮小するための具体的な取組みを求められる可能性が高く、米国側の納得のいく回答が示せなかった場合、中国と同様に制裁的な関税引き上げの対象となる可能性は否定できない。

（2）内外経済の見通し

海外経済は内需を中心に回復持続を見込む

米国は、緩やかな景気拡大の継続を予想する。18年は、雇用・所得環境の改善や税制改革による減税効果などから+2%台後半の高めの成長を見込む。19年は、インフラ投資の増加が予想される一方で、減税効果の一巡や金利上昇の影響波及に加えて、保護主義化の副作用が顕現化してくると予想され、+2%台前半への成長減速を予想する。

ユーロ圏は、緩やかな景気回復を予想する。輸出・生産は伸び鈍化が予想されるものの、雇用環境の改善を背景に消費は堅調に回復する見込み。企業の期待成長率も改善しており、前向きな設備投資スタンスが続く可能性が高い。19年にかけて+2%前後の成長を見込む。

新興国は、総じて緩やかな減速を見込む。中国は、米国の関税引き上げによる景気の下振れを補うために、財政拡大や金融緩和を通じて景気下支えを図るとみられる。ただし、金融リスク抑制を目的とする金融規制強化など、これまで取り組んできた構造改革への取組みは継続するとみられ、19年の中国の成長率は、+6%台前半まで緩やかに減速すると予測する。

日本経済は緩やかな成長持続

日本経済は、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、18年度は+1.1%の成長を見込む。19年度は、消費税率の引き上げや米中間の関税引き上げの影響から+0.8%と成長減速を見込むものの、均してみれば潜在成長率並みの緩やかな景気拡大持続を予想する。

（3）世界経済のリスク要因

世界経済は堅調ながらも先行きの不透明感は依然として強い。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、関税引き上げの応酬を契機とした、①金融市場のリスク回避姿勢の強まり、②米中経済の同時失速、③新興国の債務調整圧力の強まり、の3つのリスクである。特に、①、②は米国通商政策の一段の保護主義化が引き金となる可能性が高く、警戒が必要である。

① 金融市場のリスク回避姿勢の強まり

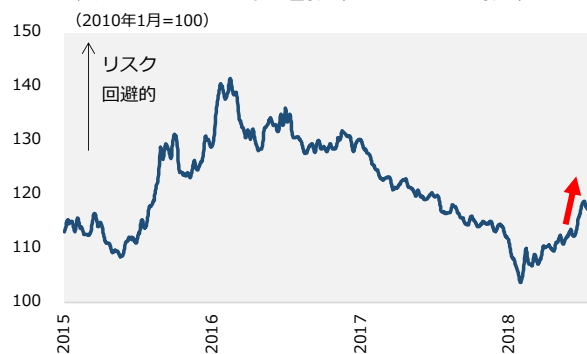
米国に端を発する関税引き上げの応酬を受けて、金融市場は先行きに対する警戒感を強めている。世界の金融市場におけるリスク回避の動きを当社が独自に指数化したMRI-RA（Risk Aversion：リスク回避）指数をみると（図表1-6）、水準はまだ低いものの、6月以降顕著に上昇した。

金融市場のリスク回避的な動きは、現時点では、信用力の低い新興国の株価や為替の下落など一部の動きにとどまっているものの、今後、米国の関税引き上げ幅や対象国の拡大など、保護主義化の動きがさらに強ま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・貿易の停滞を通じて、金融市場でもリスク回避的な動きが強まる可能性がある。

② 米中経済の同時失速

関税引き上げは自国経済の下振れ要因にもなる両刃の剣であり、世界GDPの4割を占める米中経済が同時失速する可能性がある。特に、米中経済ともに国内経済対策効果の剥落が予想される、19年以降の同時失速リスクに注意すべきだ。

図表 1-6 リスク回避指数（MRI-RA 指数）



注：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MRI-RA指数の変化分として作成。

出所：三菱総合研究所作成

米国経済の先行きを展望すると、18年は、所得税や法人税の大規模な減税効果により2%台半ばの高い成長を維持するとみるが、19年は減税による成長押し上げ効果の剥落に加え、関税引上げによる物価上昇圧力の強まりが予想されることから、自然体でも2%程度まで成長減速を見込む。そこに、さらなる関税引上げによる輸入インフレや貿易停滞による経済の下振れ圧力が強まれば、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経済が失速するリスクが高まる。

中国経済は、足もとで堅調に推移しているものの、前述のような米国からの制裁関税の影響が顕現化すれば、図表1-4に示した通り大幅な成長下振れ要因となる。中国政府は、国内景気への影響を緩和する観点から、預金準備率の引下げなど4月以降に金融政策を緩和的に運営している。ただし、こうした緩和的な政策運営にも限界がある。過度な金融緩和は構造改革を遅らせ、中長期的な成長下振れリスクをむしろ高めるためだ。このように、中国政府としても、米国の制裁関税に対する国内政策の発動余地は限られており、短期的には一定の成長減速を受け入れざるを得なくなる可能性がある。こうした観点から、中国経済も19年以降の失速リスクが懸念される。

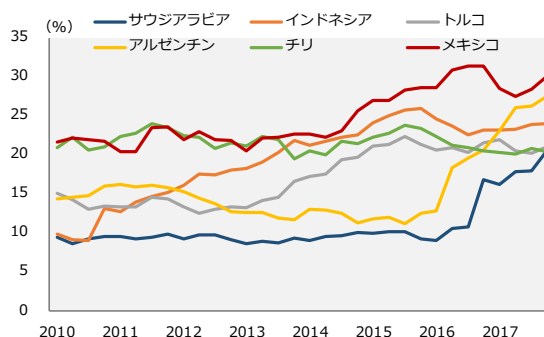
③ 新興国の債務調整圧力の強まり

新興国では、経済の基礎体力（ファンダメンタルズ）が弱い国を中心に、ドル建の債務が高水準で推移している。18年5月にIMFへ支援要請をしたアルゼンチンは近年でドル建債務比率が上昇した顕著な例だが、インドネシア、トルコ、メキシコでも、高水準のドル建債務比率が継続している（図表1-7）。特にトルコでは、足もとで08年の金融危機以上に通貨安が進んでおり、さらなるドル建債務比率の上昇が懸念される。もともと脆弱であったファンダメンタルズに加え、中銀の独立性への信認が低下したこと、拘束された米国人牧師をめぐる米国との政治リスクが浮上したことなどが背景にある。

ファンダメンタルズが比較的良好な国においても、国内の企業や家計の債務比率が上昇傾向にある（図表1-8）。中国では企業債務のGDP比率が高水準にあるほか、17年に入り家計債務が増加している点も懸念される。タイ、マレーシアでは家計債務が増加している。

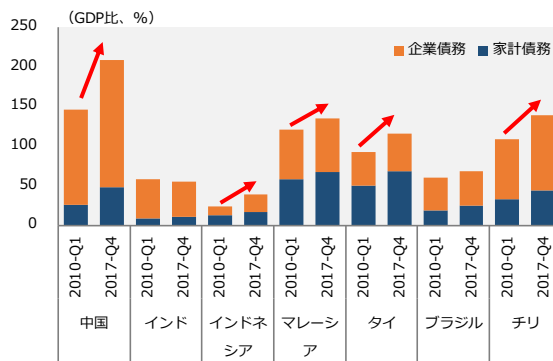
今後、米国通商政策の一段の保護主義化、米国の金融引締めペースの加速などを契機に、金融市場のリスク回避姿勢が一段と強まる可能性がある。その場合、ファンダメンタルズが弱い国を中心に通貨安が進み、ドル建債務の返済負担増加が経済の圧迫要因となる可能性が高い。また、ファンダメンタルズが比較的良好な国でも、金融市場全体のリスク回避姿勢が強まることによって新興国からの資金流出が本格化すれば、金利上昇によって債務返済の延滞率や不良債権比率の上昇につながる。不良債権比率が上昇すれば、金融機関の貸出態度が厳しさを増し、企業に対する債務調整圧力が高まることなどが懸念される。

図表1-7 総債務額に占めるドル建債務比率



出所：BIS より三菱総合研究所作成

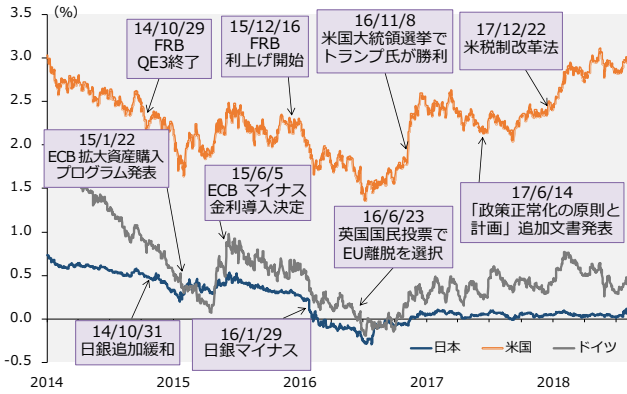
図表1-8 新興国の民間債務比率



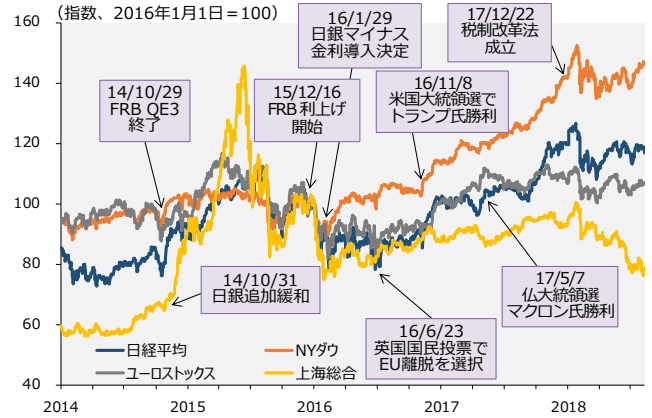
出所：BIS より三菱総合研究所作成

世界経済・金融市場の動向

図表 1-9 日米独の10年物国債利回り



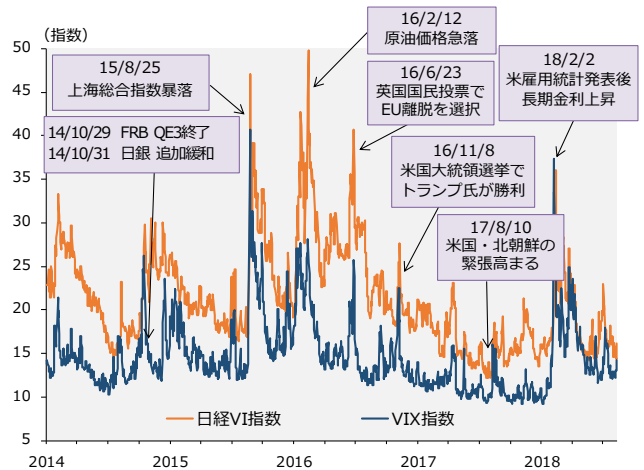
図表 1-10 世界の株価指数



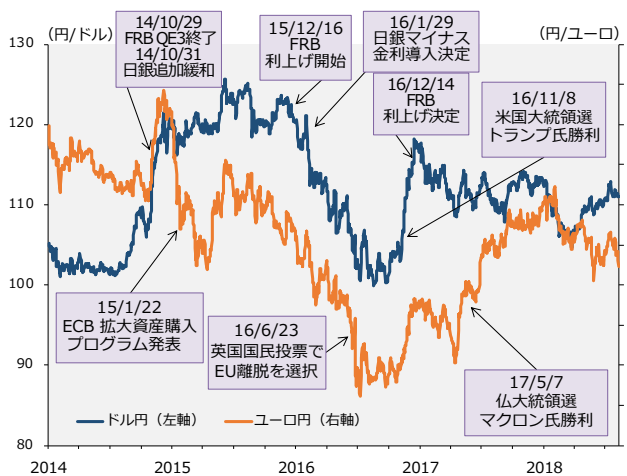
図表 1-11 日米の株価収益率 (PER)



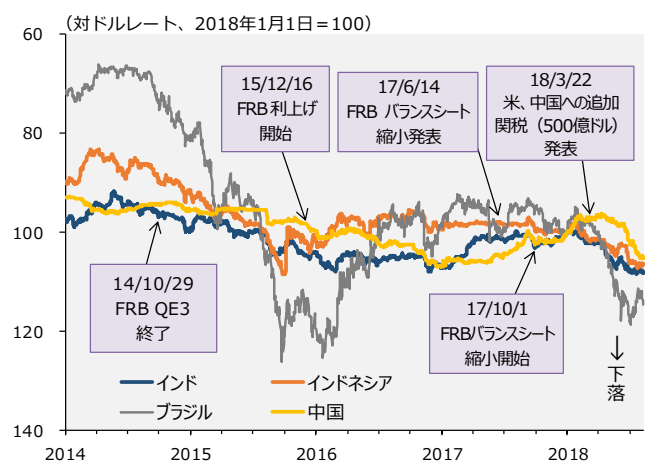
図表 1-12 日米株価の予想変動率指数



図表 1-13 為替相場 (円)



図表 1-14 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。

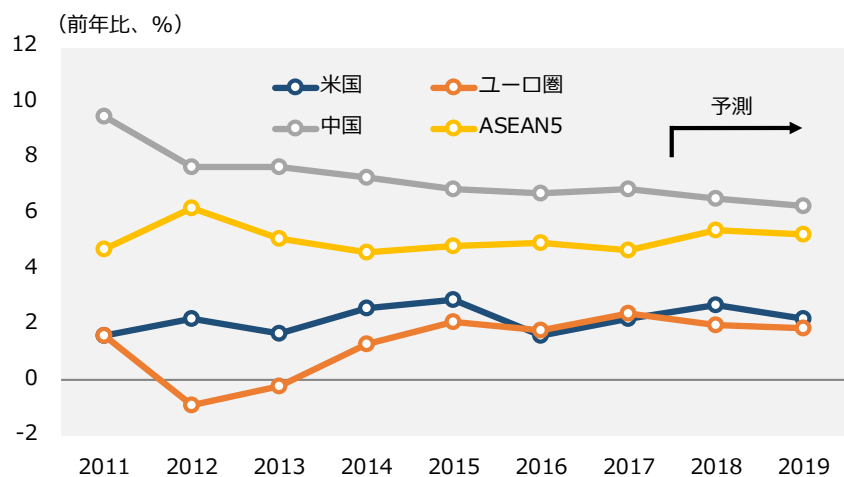
注3: 直近値は8月10日 (日本時間)。

出所: Bloomberg

図表 1-15 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	2.7	2.2
ユーロ圏	1.8	2.4	2.0	1.9
中国	6.7	6.9	6.5	6.3
ASEAN5	4.4	4.7	5.4	5.2
インドネシア	5.0	5.1	5.3	5.2
マレーシア	4.2	5.9	5.4	5.0
フィリピン	6.9	6.7	6.6	6.5
タイ	3.3	3.9	4.1	3.9
ベトナム	6.2	6.8	6.7	6.7
香港	2.2	3.8	3.6	2.8
韓国	2.9	3.1	2.9	2.6
シンガポール	2.4	3.6	2.9	2.4
台湾	1.4	2.9	2.5	2.2
インド（年度）	7.1	6.7	7.5	7.3
ブラジル	▲ 3.5	1.0	1.8	2.0

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

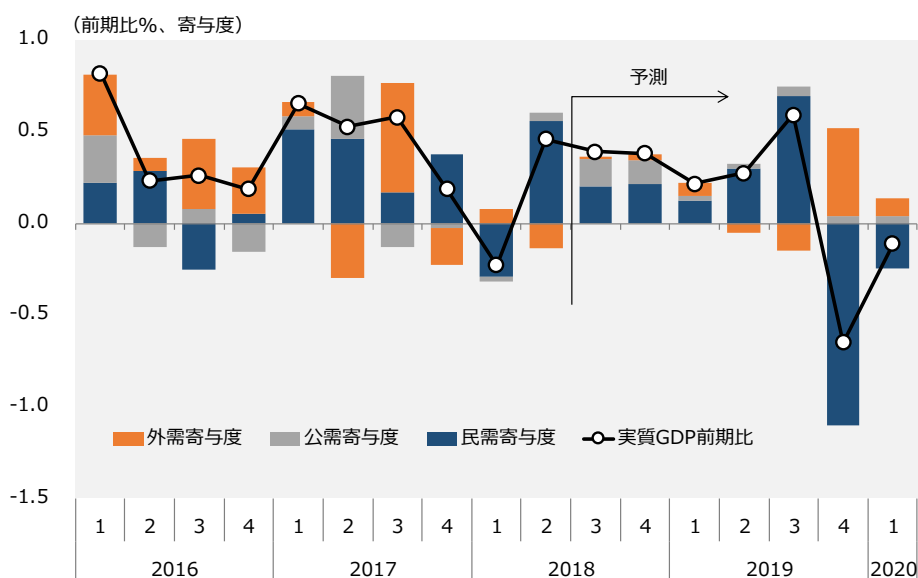
図表 1-16 2018、2019 年度の日本の実質 GDP 成長率予測 (単位: %)

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	***	1.1	***	0.8	***
内需	0.4	0.4	1.2	1.2	1.2	1.1	0.7	0.7
民間	0.4	0.3	1.4	1.0	1.3	0.9	0.6	0.4
民間最終消費支出	0.3	0.2	0.8	0.5	0.9	0.5	0.6	0.3
民間住宅投資	6.2	0.2	▲ 0.3	0.0	▲ 5.7	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 0.0
民間企業設備投資	1.2	0.2	3.1	0.5	2.7	0.4	1.2	0.2
民間在庫投資	***	▲ 0.3	***	0.1	***	0.1	***	▲ 0.0
公需	0.6	0.1	0.9	0.2	0.8	0.2	0.8	0.2
政府最終消費支出	0.5	0.1	0.7	0.1	1.0	0.2	0.9	0.2
公的固定資本形成	0.9	0.0	1.4	0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	0.4	0.0
外需 (純輸出)	***	0.8	***	0.4	***	0.0	***	0.2
輸出	3.6	0.6	6.3	1.0	2.8	0.5	1.9	0.3
輸入	▲ 0.8	0.1	4.1	▲ 0.6	2.6	▲ 0.5	0.8	▲ 0.1
名目GDP	1.0	***	1.7	***	1.4	***	2.2	***

出所: 内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-17 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

		実績						予測						
		2017		2018				2019				2020		
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	前期比	0.7%	0.5%	0.6%	0.2%	-0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.6%	-0.7%	-0.1%
	前期比年率	2.7%	2.1%	2.3%	0.8%	-0.9%	1.9%	1.6%	1.5%	0.9%	1.1%	2.4%	-2.6%	-0.4%



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

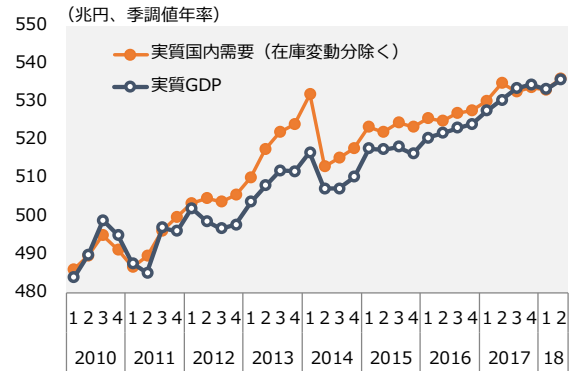
(1) 概観

再びプラス成長へ、内需を中心に景気回復持続

日本経済は、内需を中心に緩やかな景気回復が持続している（図表 2-1）。18 年 4-6 月期の実質 GDP は、季調済前期比+0.5%（年率+1.9%）と 2 四半期ぶりのプラス成長となった。

消費は、サービスや耐久消費財を中心に高い伸びをみせ、同+0.7%と 2 四半期ぶりの増加となった。雇用の増加と賃金上昇を背景に、実質雇用者報酬が同+1.9%と前期（同+1.2%）から一段と伸びを高めたことが背景にある。設備投資は同+1.3%と前期（同+0.5%）から伸びを拡大し、7 四半期連続の増加。外需は、輸出がアジア向け半導体関連財の伸び鈍化などから同+0.2%となり、18 年入り後に伸びは低下傾向にある。

図表 2-1 実質 GDP



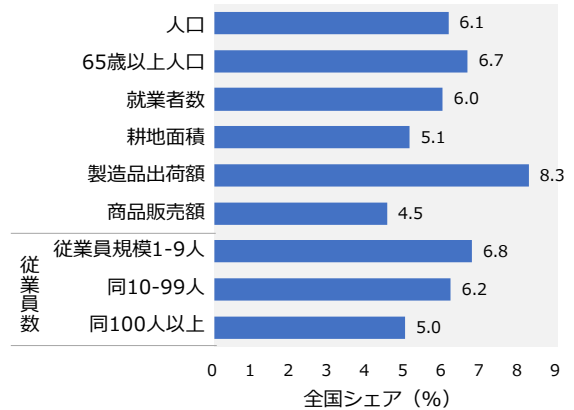
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

西日本豪雨による経済面での影響

7月上旬に発生した西日本豪雨は広域に甚大な被害をもたらした。災害救助法の適用市町村は、7月31日時点で11府県（64市38町4村）となった。これら市町村の人口は約780万人であり、就業者数は340万人（全国シェア6.0%）にのぼる（図表 2-2）。特に被害の大きかった地域では、鉄道や道路の一部不通が続いており、JR山陽本線の復旧は10月中、広島県道路は11月中が見込まれている。生活・産業基盤の復旧長期化による、消費や企業活動、観光などへの影響が懸念される。

被災地域は、製造業のウェイトが高い地域であり、製造品出荷額では全国の8.3%を占める（商業販売額では同4.5%）。被災地域に生産拠点を有する大手メーカーでは、マツダ（広島市、防府市）や三菱自動車（倉敷市）が被災後2~3週間で通常稼働に復したものの、コカ・コーラボトラーズ（三原市）が生産停止中であるほか、パナソニック（岡山市）も完全復旧には2ヶ月以上を要する見込みだ。農林水産業の被害も大きく、宇和島市のみかん畑など愛媛県を中心に被害総額は2,633億円にのぼるとされる（農林水産省推計、8月9日時点）。また、中小企業が多い地域でもあり、企業の従業員規模でみると、10人以下の小規模・零細企業の割合が相対的に高い。被災地域の復旧が長引けば、倒産や廃業のリスクも高まる。

図表 2-2 西日本豪雨被災地域のシェア



出所：三菱総合研究所作成

米国の保護主義化が、輸出・生産の下振れ要因に

また、今後の日本経済にとって重要になるのが、米国の通商政策の行方である。注目ポイントは、①米中間の関税引上げの応酬がどこまで拡大するか、②個別品目への関税引上げが自動車にまで拡大するか、である。

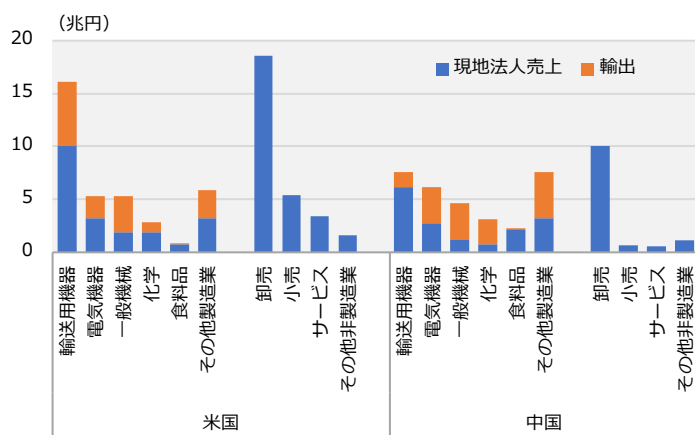
第1に、総論（P.2-5）で述べたように、500億ドルの関税引上げにより、米国は▲0.1%、中国▲0.3%それぞれ経済が下押しされる可能性がある。その日本企業への影響としては、①両国向けの輸出減少、②両国現地法人の売上減による日本企業の収益悪化、の主に2つのルートが想定される。輸出と現地法人売上を合計すると、米国が65兆円、中国が44兆円にのぼる。輸送用機器や電気機器など製造業はさることながら、卸売・小売などの現地法人売上規模も大きい（図表 2-3）。

また、米国による500億ドルの関税引上げは、中国の知的財産侵害を問題視したものであり、半導体やロボットなどハイテク製品が主な対象となっている。中国から輸出されるこれら製品には日本製の部品も使われており、実質的には日本企業への関税にもなりかねない。中国から輸出された製品の付加価値源泉国をみると、電気機器で10%、輸送用機器や一般機械で5%が日本となっている（図表 2-4）。これらハイテク製品への関税引上げは、日本の中国向け輸出にも波及する可能性が高い。

第2のポイントである自動車・同部品について、日本の米国向け輸出は5.6兆円（17年）にのぼる。仮に、自動車・同部品が関税引上げ対象となれば、日本の輸出・生産には大きな影響が及ぶ。また、メキシコやカナダなどNAFTA圏内も対象となるため、米国向けの直接輸出のみならず、メキシコやカナダ向けの自動車部品も間接的に対象となる。これらの金額を合計すると5.9兆円となり、日本の輸出の8%を占める。

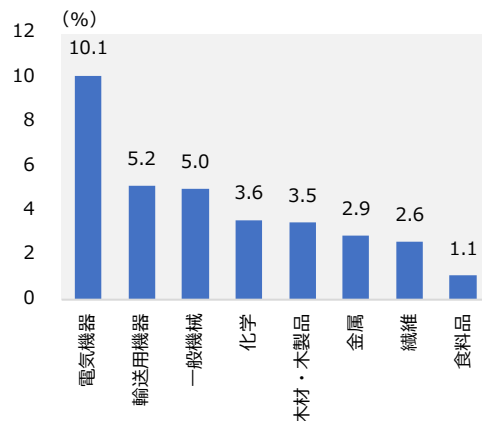
今後、米国と各国の関税引上げの応酬がエスカレートすれば、日本の輸出・生産の下振れ要因となる。後述するような雇用・所得環境の改善を背景とする緩やかな景気回復シナリオが、海外要因で崩れる可能性もあり、今後の動きを注意深くみておく必要がある。

図表 2-3 日本企業の米中向け輸出と現地法人売上



注：現地法人売上は、第三国輸出などを含まない現地販売額のみ。現地法人売上は2016年度実績、輸出は2017年度実績。
出所：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-4 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

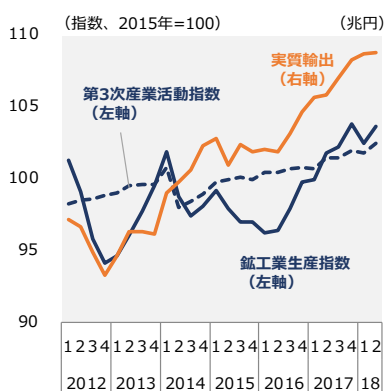
(2) 輸出・生産の動向

輸出・生産は、半導体を中心に高水準ながらも増勢鈍化

18年4-6月期の輸出は、高水準は維持しているものの増勢が鈍化しており、季調済前期比+0.2%となった（図表2-5）。内訳をみると、輸送用機器（主に欧米向け）や電気機器は堅調に推移しているものの、半導体製造装置や電子部品・デバイス（主にアジア向け）の伸びが一服している（図表2-6）。

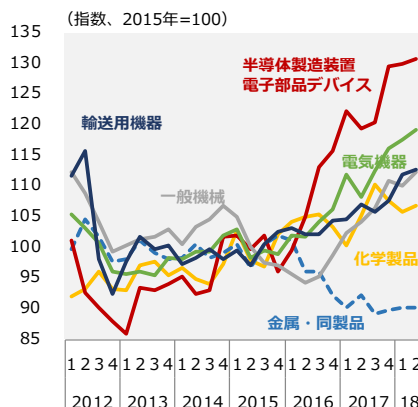
18年4-6月期の鉱工業生産は、季調済前期比+1.2%と2四半期ぶりに増加に転じたものの、均してみれば生産の回復に一服感がみられる（図表2-5）。電子部品・デバイス、はん用・生産用・業務用機械など輸出主導型の業種を中心に、生産指数は高水準ながらも増勢が鈍化している（図表2-7）。

図表 2-5 輸出・生産



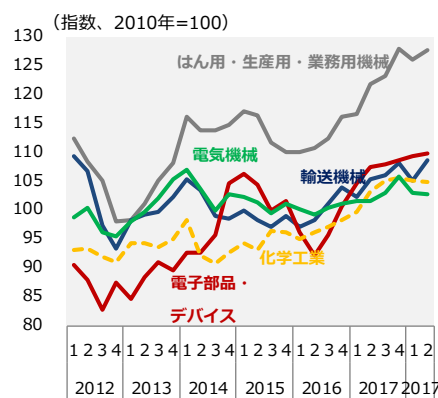
注：第3次産業活動指数は、2010年基準の系列を2015年平均値=100として指数化。
出所：経済産業省「鉱工業指数」、「第3次産業活動指数」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 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 2-7 財別の生産



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

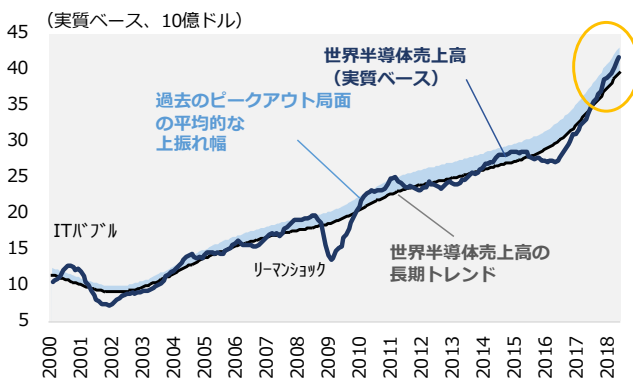
米国保護主義化に加え、半導体関連需要の調整がリスク

輸出・生産の先行きに関する最大のリスクは、前述の通り米国に端を発する関税引上げの応酬がもたらす世界貿易・経済の下振れであるが、輸出・生産の牽引役となってきた半導体関連需要の調整も依然としてリスクである。

第1に、半導体需要は、AIやIoT関連需要、車載需要などのニーズの多様化もあり、増加トレンドを維持すると予想するが、トレンドからの上振れ分に関しては、一定の調整は避けられないとみている(図表2-8)。自然体でも循環的な調整局面入りが見込まれるなかで、米中経済の同時失速などによる世界の半導体需要の減退が、これに拍車をかける可能性には注意が必要だ。また、中国が対米貿易赤字を改善するために、半導体関連財の輸入先を日本から米国にシフトさせる可能性もある。世界半導体需要の実績とトレンドが5%程度乖離していることから、日本からの半導体および半導体製造装置輸出も5%減少すると仮定すると、日本のGDPは▲0.36兆円(▲0.07%)押し下げられる。

第2に、先行きは在庫調整圧力が生産の抑制要因となる可能性がある。在庫循環図をみると、18年4-6月期の電子部品・デバイス工業は、既に在庫積み増し局面から在庫積み上がり局面に移行しており、今後は生産の伸びがマイナスとなる在庫調整局面に入るとみられる(図表2-9)。

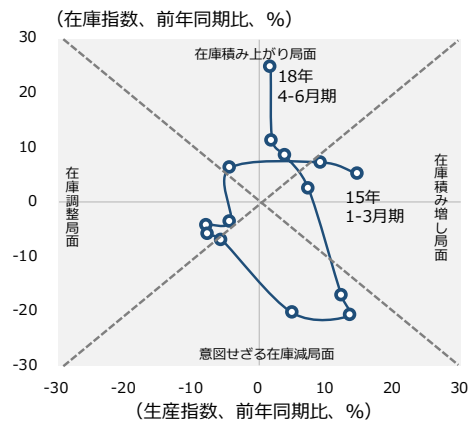
図表 2-8 世界半導体需要



注：世界半導体売上高を米国の生産者物価指数（電子部品・デバイス）で実質化し、季節調整を行ったものに、HPフィルタをかけてトレンドを算出。

出所：Semiconductor Industry Association、米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 2-9 電子部品・デバイス工業の在庫循環図



出所：経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

内外需の回復を背景に、輸出・生産は回復持続を見込む

輸出の先行きは、①18年度から19年度にかけて米中経済の緩やかな成長減速、②半導体需要の一定の伸び鈍化、が見込まれることから、18年度の+2.8%から19年度の+1.9%へと減速を予測する。ただし、全体としては海外経済の堅調などを背景に、底堅い伸びが続くであろう。先行きのリスクは、米国の保護主義化の日本経済への波及、さらには前述のような中国向け電子部品輸出の下振れと相まって半導体関連需要の調整が一段と強まる可能性である。

鉱工業生産は、輸出向け需要は伸び鈍化が予想されるものの、内需は雇用・所得環境の改善を背景に堅調を持続するとみられ、18年度+2.0%、19年度+1.1%と緩やかな回復を見込む。

(3) 設備投資の動向

設備投資は回復を持続

18年4-6月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+1.3%と7四半期連続で増加し、回復基調を維持している。背景には、①生産性向上や新事業創出を目的とする情報化関連投資に加え、②老朽化する設備の維持・補修投資、③人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化投資、などの増加がある。

企業の18年度の設備投資計画は、38年ぶりの高水準に

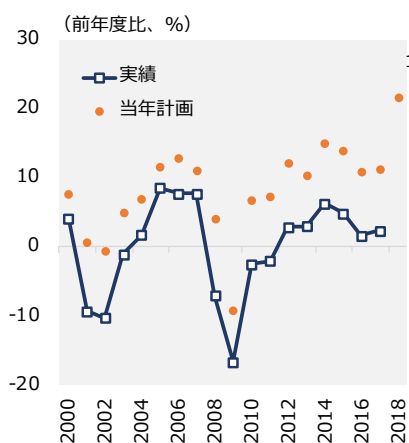
先行きの設備投資は、回復持続を予想する。日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」によると、企業の18年度の投資計画は、前年度比+21.6%と1980年以来(同+23.5%)の高い伸びとなった(図表2-10)。計画値は実績に向けて下方修正される傾向があるものの、18年度の設備投資は伸びを高める可能

性が高い。国内生産拠点を強化すると回答した企業（製造業）も、16年以降は増加傾向にあり、18年は45%に達した（図表 2-11）。国内外で緩やかな成長が続くなか、設備稼働率も増加しており、企業の前向きな設備投資も増加している。

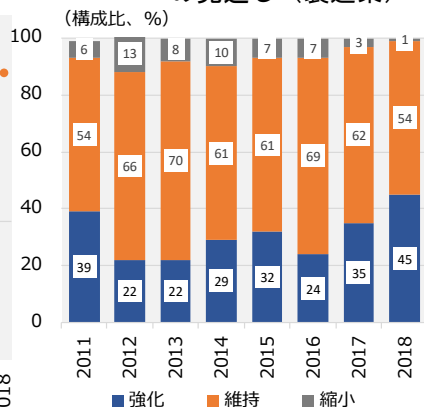
ただし、新技術の導入に向けた設備投資は遅れ気味である。ビッグデータやAIを「活用している」または「活用を検討している」企業は製造業で約3割、非製造業で約2割にとどまる（図表 2-12）。今後、「関心が上昇している」企業は全体の約4割を占め、投資の伸びしろは大きいものの、活用に踏み切らなければ、新技術導入に向けた設備投資が鈍り、日本全体の生産性の鈍化要因となる可能性もある。

以上を踏まえ、先行きの設備投資は、18年度+2.7%、19年度+1.2%を予測する。なお、19年度予測には消費税率引上げ（19年10月）の影響を織り込んでいる。前回（14年4月）の消費税率引上げ時と同様に、リース業などを中心に駆け込み需要と反動減が予想される。

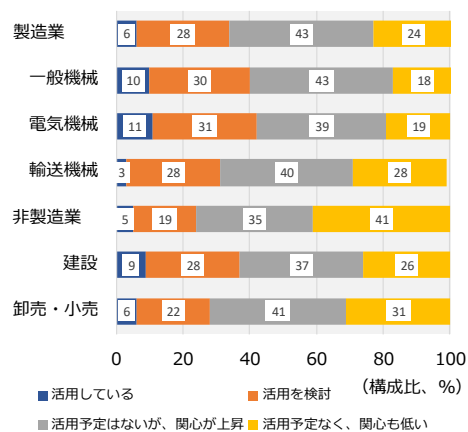
図表 2-10 設備投資実績・計画



図表 2-11 今後3年の国内供給能力の見通し（製造業）



図表 2-12 ビッグデータ・AIの活用



出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（18年6月）」より三菱総合研究所作成

出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（18年6月）」より三菱総合研究所作成

出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（18年6月）」より三菱総合研究所作成

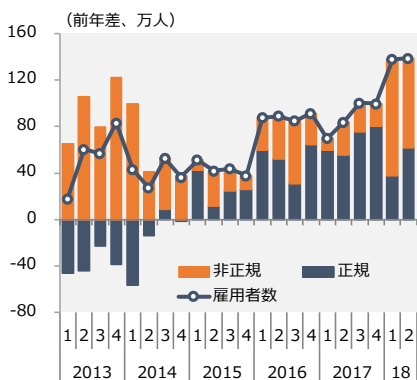
(4) 雇用・所得の動向

雇用環境は引き続き改善、賃金上昇が正規にも広がり

雇用環境は、引き続き改善している。18年4-6月の就業者数は前年差+144万人となり、前期に続き非常に高い伸びとなった。雇用者数増減の内訳をみると、18年入り後、正規雇用の伸びはやや鈍化し、代わって非正規雇用が増加している（図表 2-13）。職種別の労働者過不足をみると、パートタイムに比べて正社員の不足感が強い状況が続いていることから（図表 2-14）、上述の正社員雇用の伸び鈍化は、正社員として働ける人材がそもそも不足しつつあることを表している可能性が高い。

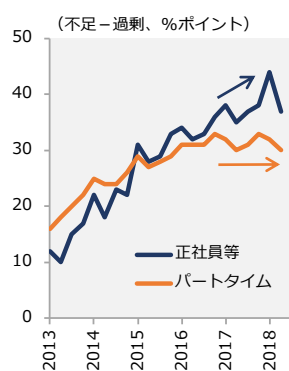
所得環境は、労働需給逼迫を背景に緩やかに改善している。18年4-6月期において、パートタイム労働者も時間当たり所定内給与は、同+1.9%とやや伸びが鈍化傾向にあるものの、就業者全体の7割を占める正規雇用などの一般労働者の所定内給与は、前年比+1.2%と前期に続き1%を超える伸びを維持している（図表 2-15）。

図表 2-13 雇用者数の増減内訳



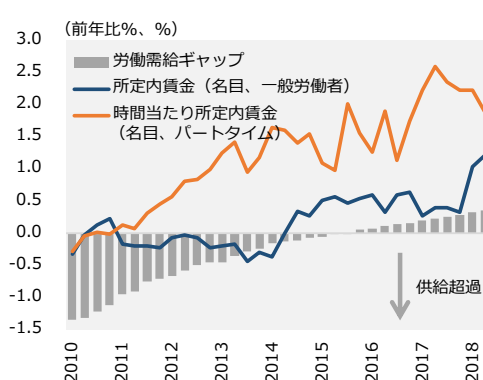
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 労働者過不足



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

図表 2-15 労働需給ギャップと賃金



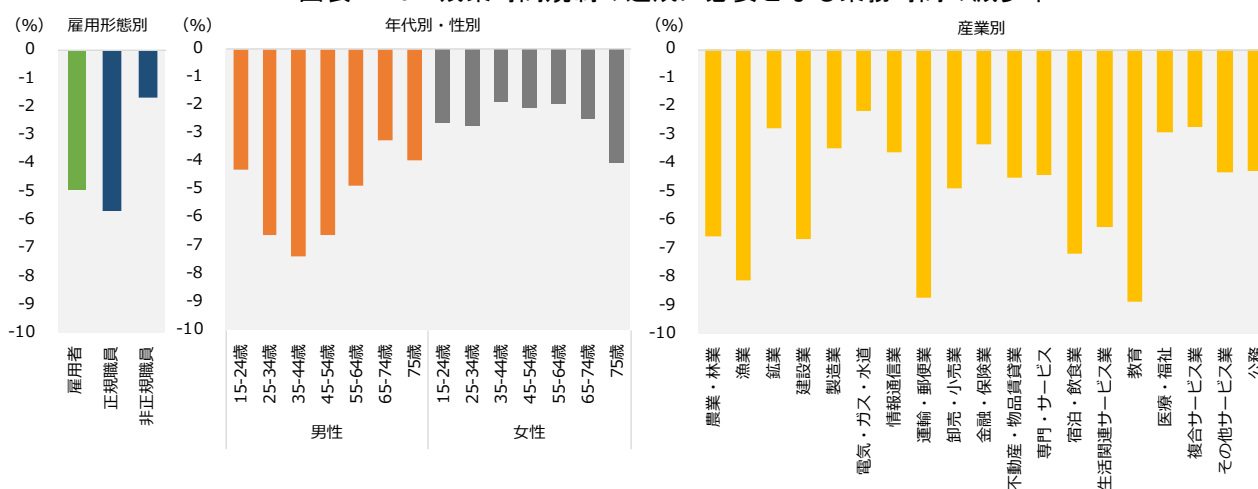
注：労働需給ギャップは三菱総合研究所推計。出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

働き方改革による残業規制は、年代別や産業別で影響に濃淡

労働需給が逼迫するなか、①残業時間の上限規制の導入、②正規・非正規の不合理な待遇差是正、などを目的とする「働き方改革関連法」が18年6月の国会で成立した。なかでも、残業時間の上限規制は、大企業では19年度から、中小企業では20年度から導入される予定であり、企業活動や雇用者への影響が大きいとみられる。

今後、労働時間の上限規制によって、どのような雇用形態・年代・産業に影響が大きく出るのだろうか。17年の就業構造基本調査の結果をもとに分析した(図表2-16)。まず、日本の全雇用者の労働時間のうち、残業時間の上限規制に抵触する割合は4.9%であり、この分を生産性の上昇、あるいは労働時間に余裕ある雇用者への振分けで対処していく必要がある。年代別・性別でみると、25-54歳の働き盛りの男性が上限規制に抵触する割合が高い。また、産業別でみると、もともと人手不足感の強い運輸・郵便、建設、宿泊・飲食などで同割合が高くなっており、今後、労働時間の制約が加わることで、一段と供給面に影響が出る可能性がある。

図表 2-16 残業時間規制の達成に必要な業務時間の減少率



注：年間労働時間の上限を上回って働いている労働者が、上限まで年間労働時間を減らした際の総労働投入量の減少率を試算。年間労働時間は、就業日数×週労働時間÷5で求めた。年間労働時間の上限は、標準年間労働時間(=8時間×5日×50週=2,000時間)を計算し、それに残業時間の上限(720時間)を足した2,720時間とした。試算の対象は雇用者で、自営業や経営者は含まない。
出所：総務省「平成29年就業構造基本調査」より三菱総合研究所作成

19年度にかけて就業者数の伸びは鈍化

このように企業の人手不足感は一段と強まる見込みだが、近年の急速な労働参加率の上昇により、労働供給力の追加的な供給余地は小さくなってきている。例えば、12年から17年にかけてわずか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が、限界がある。

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年度同+1.7%、19年度同+0.4%と鈍化していく見込み。

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年度同+1.8%、19年度同+1.6%と高い伸びを予測する。18年度予測の+1.8%が実現すれば、実に91年以來の高い伸びとなる。

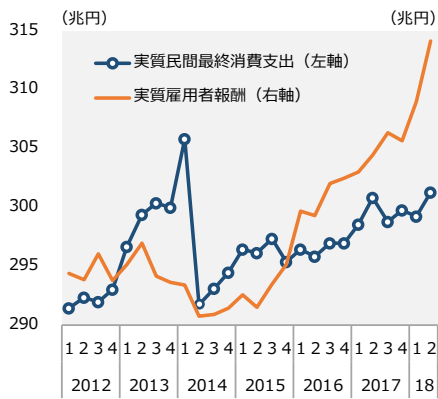
(5) 消費の動向

消費は改善一服、手取り収入増加に対する実感の弱さも消費回復の重石に

18年4-6月期の実質民間最終消費支出は、雇用・所得環境の改善を背景に、サービスや耐久消費財を中心に高い伸びをみせ、同+0.7%と2四半期ぶりの増加となった(図表2-17)。消費者マインドは、株価の持ち直しなどを背景に、4月の落ち込みからは改善したものの、均してみれば改善に一服感がみられる(図表2-18)。エネルギー価格の上昇、あるいは大阪北部地震や西日本豪雨など相次ぐ自然災害が、消費者マインド改善の重石となった可能性がある。

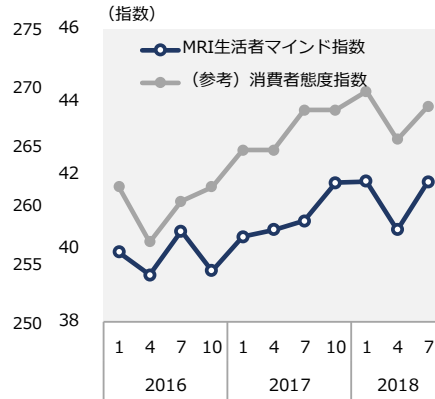
また、雇用者報酬に対して消費の回復力が弱い背景には、額面の収入に比べて手取りの収入増加への実感が弱いことが影響している可能性がある。1年前からの収入の変化について、額面と手取り（税・社会保険料の控除後）で分けて調査したところ、額面の場合、増加（34%）と減少（17%）の差が2倍近くあるのに対し、手取りの場合、増加（27%）と減少（23%）の差がかなり縮小する（図表 2-19）。賃上げなどで額面の収入は増加しているものの、税・社会保険料負担の増加が消費者マインド改善の重石となっている可能性がある。

図表 2-17 消費支出と雇用者報酬



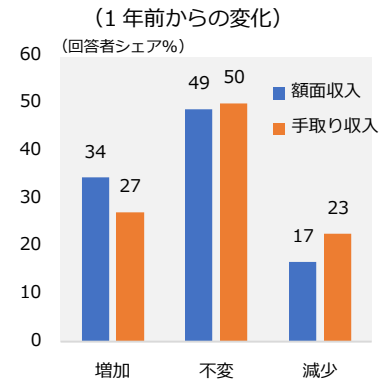
出所：内閣府「国民経済計算」

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7月実施)

図表 2-19 収入の変化状況



注：就業者 3,413 人の回答を集計。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (18年7月実施)

19 年度にかけて消費は緩やかな回復傾向を維持

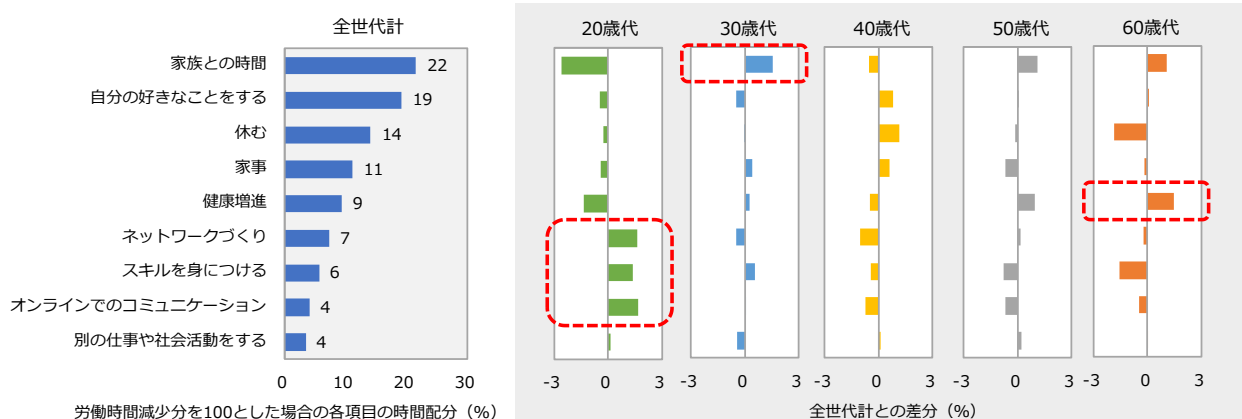
先行きの消費は、7-9 月期については、西日本豪雨被害が下振れ要因になるものの、全国的な猛暑が電気代などを中心に消費の上振れ要因となるとみており、全体では小幅のプラスを見込む。また、その後 19 年度まで見通せば、労働需給逼迫を背景とした賃金の上昇、消費マインドの改善などが見込まれることから、消費は緩やかなペースで回復していくとみる。

18 年度の実質民間最終消費支出は、前年比+0.9%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。

なお、前述の働き方改革関連法の施行に伴い労働時間の減少が予想されるが、そこで生まれる時間の使い方で、消費への影響は変わりうる。当社の「生活者市場予測システム (mif)」を用いて、就業者を対象とする調査を行った (図表 2-20)。回答割合の上位は、家族との時間 (家族との食事や会話、子供の世話、親の介護など) が 22%、自分の好きなことをする (ショッピング、旅行、映画、テレビ、読書、ゲーム、習いごとなど) が 19%、休む (睡眠、休息など) が 14%、となった。

年代別で見ると、20 代は、ネットワークづくり、スキルを身につける、オンラインでのコミュニケーションなどが全体平均よりも高くなったほか、30 代では家族との時間、60 代では健康増進が高くなるなど特徴的な結果となった。残業時間の減少により、こうした関連消費が伸びる可能性がある。

図表 2-20 残業減で生まれる時間の使い方



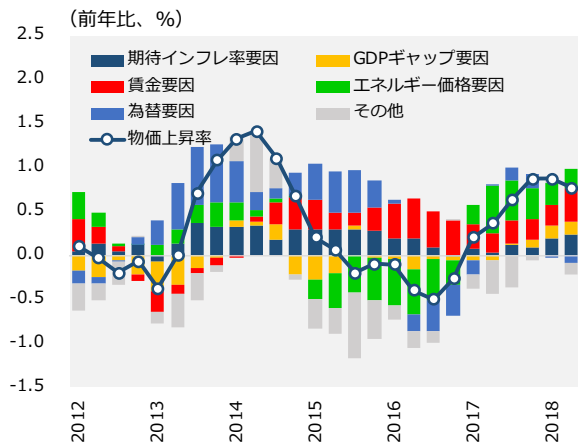
注：本設問への回答者のうち、就業者 2,583 人の回答を集計。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (18年7月実施)

(6) 物価の動向

物価の基調は依然として弱い

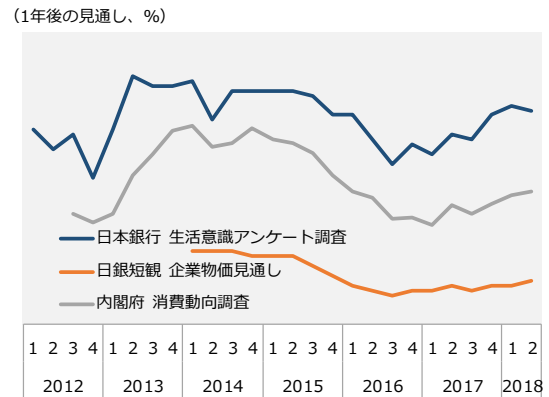
18年4-6月期の消費者物価指数は、生鮮食品除く総合が前年比+0.8%と前期からほぼ横ばいとなった。内訳をみると、エネルギー価格が上昇（前年比+6.1%）した影響が大きく、その他の財やサービス価格は横ばい圏内で推移した（図表 2-21）。生鮮食品・エネルギー除く総合は同+0.3%となった。企業や家計の予想物価上昇率は依然として低位で推移しているが、一部の指標では伸びが緩やかに拡大する動きもみられる（図表 2-22）。

図表 2-21 物価上昇率の要因分解



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 2-22 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+0.4%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、18年度は米国の利上げが先行することから年度末にかけて115円程度まで円安が進行、19年度は横ばい圏内で推移すると想定。原油価格（WTI）は、19年度末にかけて70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%台前半での推移を見込む。18年度は前年比+1.1%、19年度は同+1.5%（消費税の影響を含めると同+2.0%）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4-6月期の実質GDPは、季調済前期比+0.5%（年率+1.9%）と2四半期ぶりのプラス成長となった。輸出の伸びが鈍化するなか、消費や設備投資など内需を中心に緩やかな景気回復が持続している。

先行きの日本経済は、所得・収益環境の改善による内需の前向きな循環を背景に、緩やかな景気拡大が続くであろう。ただし、19年度にかけては、米中間の関税上げの影響が企業マインドや輸出・生産にも波及してくる可能性があるほか、19年10月の消費税増税に伴う実質所得の下振れも予想され、18年度の+1.1%から、19年度は+0.8%へと若干の成長減速を予測する（図表 2-23）。

成長率予測は、前回見通し（6月8日）から18年度、19年度ともに+0.1%pずつ上方修正した。上方修正の要因は、18年度は4-6月期GDPの当社予想比上振れ、19年度は後述する消費税増税に伴う景気対策の織り込みにあり、景気の基調判断に変更はない。

消費税率引き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程度緩和されるという効果を今回の見通しから織り込んだ。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.2-5)で挙げた3つの世界経済リスク(①金融市場のリスク回避姿勢の強まり、②米中経済の同時失速、③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 2-23 実質 GDP の見通し



出所：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

3. 米国経済

18年4-6期は成長率の伸びが大きく上昇

18年4-6月期（速報値）の実質GDP成長率（前期比年率）は+4.1%と前期（同+2.2%）から伸びが大きく上昇した。背景には、減税効果や良好な雇用・所得環境を背景とする堅調な個人消費がある。

消費は拡大基調を維持も、保護主義化の進行には要注意

消費は拡大基調を維持。背景には、①良好な雇用・所得環境、②税制改革法案による押し上げ効果がある。失業率は、直近の4ヶ月において4%以下で推移。人手不足感の高まりにより、賃金が前年比2%台後半の伸びを維持しており、消費の堅調に大きく寄与している（図表3-2）。

企業活動も堅調を維持。背景には、堅調な内需や好調な海外経済に伴う輸出増加がある。投資活動は、生産の拡大や法人税減税などを背景に回復基調を維持している。

先行きとして、消費は上述の①や②を背景に、企業活動は法人税減税による内需の拡大などが追い風となり、堅調な推移を見込む。製造業では、各企業活動における向こう12ヶ月の期待成長率が、高水準にある（図表3-3）。ただし、最大のリスクは通商政策の一段の保護主義化であり、消費と企業活動双方の重石となろう。

米保護主義化が進行、他国の対抗措置も活発化

トランプ政権による通商政策の保護主義化に収束の兆しがみえない。通商拡大法 232 条に基づく鉄鋼とアルミの関税引上げに関し、当初は適用除外だった EU も含めて、6月から実施。これを受け、各国も対抗措置を発動。他にも、同政権は、自動車・同部品の関税引上げも検討している。また、通商法 301 条に基づき、中国に対して 500 億ドル相当の制裁関税措置を発動する見込み（うち 340 億ドル分は 7 月 6 日に発動済み、残りは 8 月 23 日から発動予定）。対する中国も、同規模の米製品への報復関税を 2 回に分けて発動する予定。さらに米政権は、中国への再制裁として、制裁対象を総額 2,500 億ドル、さらには 5,500 億ドルに引上げる検討を行っている。

米中および各国の関税引上げによる米経済への影響を、GTAP モデルで試算した（図表 3-4）。①米国による鉄鋼・アルミの関税率引上げと各国の対抗措置、②米中双方での 500 億ドル相当の関税引上げによる GDP への影響は▲0.1%程度にとどまる（図表 3-5）。ただし、今後のシナリオとして、米国が 2,000 億ドル相当の中国製品に 10%の追加関税を発動、中国も同規模の対抗措置を講じた場合には、GDP の下振れは▲0.3%に拡大（シナリオ A）²。さらに、米国が 2,000 億ドルへの追加関税を 25%に引上げ、自動車・同部品への関税も発動した場合には、▲0.8%程度まで拡大する（シナリオ B）。産業別では、農林水産物や航空機などの輸送機械において生産の大幅な減少が予想される。さらに、2,000 億ドル相当の制裁対象には消費財が多く含まれており（図表 3-6）、シナリオ A・B では、消費者への打撃も懸念される。

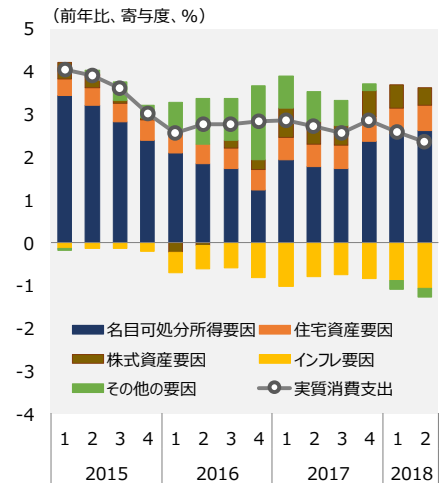
今後、上述のシナリオのように保護主義化が進行した場合には、①輸入物価上昇による消費財価格の上昇、②株価下落による逆資産効果やマインドの悪化、などを通じて消費の抑制要因となる。また、企業への影響としては、①輸入物価上昇による生産コスト増大や対抗措置に伴う輸出減少が企業収益を下押しするほか、②金融市場の不安定化は企業マインド悪化につながりかねない。

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	2.7	2.2
個人消費	2.7	2.5	2.6	2.0
設備投資	0.5	5.3	6.3	1.7
住宅投資	6.5	3.3	1.0	2.0
在庫投資寄与度	▲0.6	▲0.0	▲0.1	0.1
政府支出	1.4	▲0.1	1.8	2.7
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.4	▲0.0	0.1
輸出等	▲0.1	3.0	3.7	1.3
輸入等<控除>	1.9	4.6	3.1	0.5
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

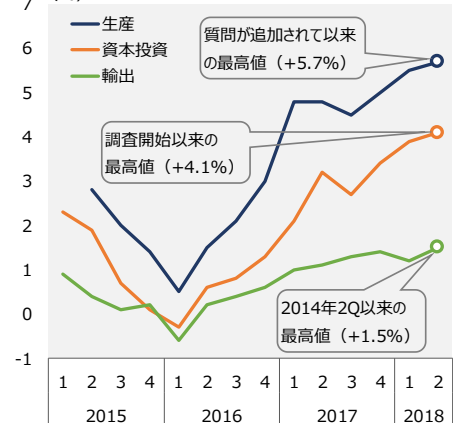
出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所

図表 3-2 消費の要因分解



注：直近のデータは4・5月平均を含む。
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 製造業の各企業活動における期待成長率



出所：全米製造業協会より三菱総合研究所作成

² IMF 発表の試算によれば、現状シナリオでは約▲0.1%程度、シナリオ A では▲0.2%程度、シナリオ A+他国による自動車関税への報復では▲0.6%程度の押し下げが見込まれる。

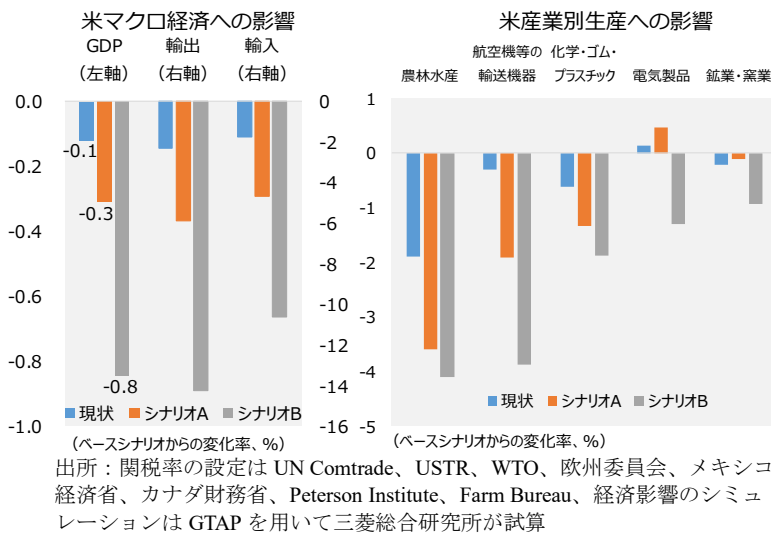
トランプ大統領が、米経済にも深刻な影響を及ぼす保護主義化を推し進める背景には、中間選挙がある。中間選挙は、18年11月6日に実施予定であるが、The Cross Tabの予想（8月10日時点）では、下院は民主党が優勢とされる。トランプ大統領は、公約にも掲げた保護主義的な通商政策を推し進めることで巻き返しを狙うとみられるが、中国をはじめ各国の対抗措置次第では、こうした強硬策が裏目に出る可能性もある（詳細は、トピックス（次頁）を参照）。

図表 3-4 保護主義化のシナリオ分類

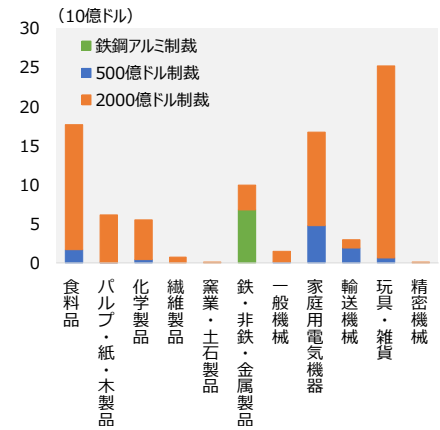
	米国				中国			EU・カナダ・メキシコ・インド
	232条		301条		232条報復		301条報復	232条報復
	鉄鋼・アルミ	自動車・同部品	500億ドル	2000億ドル	鉄鋼・アルミ	500億ドル	2000億ドル	鉄鋼・アルミ
現状	○		○		○	○	○	○
シナリオA	○		○	○10%	○	○	○	○
シナリオB	○	○	○	○25%	○	○	○	○

現状：米国の輸入関税引き上げ（鉄鋼 25%、アルミ 10%）と、各国の報復関税、さらに米国が 500 億ドル相当の中国製品に追加関税、対する中国が同規模の報復関税
シナリオ A：現状に加えて、米国が 2000 億ドル相当の中国製品に 10% 上乗せの追加関税、対する中国が同規模の報復関税
シナリオ B：現状に加えて、米国が 2000 億ドル相当の中国製品への 25% 上乗せの追加関税、対する中国が同規模の報復関税。さらに、米国が自動車および同部品の輸入関税を 25% に引上げ

図表 3-5 米保護主義化と他国の対抗措置の米経済への影響



図表 3-6 各制裁に含まれる消費財総額



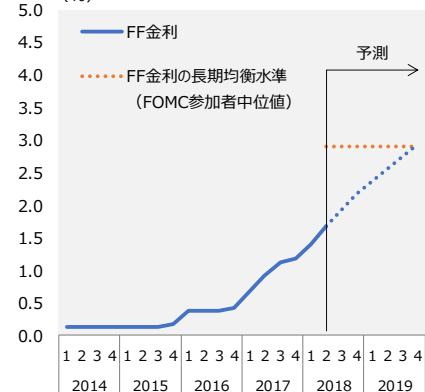
注：制裁対象額は 2014～2017 年のデータから計算。消費財が判別できない財は除いて集計。出所：USTR、UN Comtrade、RIETI、各種報道資料から三菱総合研究所作成

18 年内にあと 2 回、19 年中に 3 回の利上げを予想

18 年 6 月開催の FOMC は、FF 金利の誘導目標値を 1.75～2.00% に上げた。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 2 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。これらを踏まえ、18 年内にあと 2 回（0.25%bp ずつ）、19 年中に 3 回（同）の利上げ継続を予想する。ただし、①さらなる保護主義化が物価上昇や金融市場の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。今後注目されるのは、FRB が景気に中立と考える政策金利（長期均衡金利）の水準だ。現在、FOMC 参加者が想定する長期均衡金利は約 2.9% であり、現状ペースで利上げが続けば 19 年末にはその水準に達する見通しだ（図表 3-7）。

図表 3-7 政策金利の予想推移 (%)



出所：Bloomberg、FRB より三菱総合研究所作成

18 年は 2.7%、19 年は 2.2% の成長率を予想

米国経済は堅調な消費を主因に、緩やかな拡大が続くと見込む。18 年の実質 GDP 成長率は、雇用・所得環境の改善や税制改革による減税効果などから、同+2.7% と高めの成長を予測する（実績値の上振れにより前回同+2.5% から上方修正）。19 年は、インフラ投資による押し上げが下支えする一方で、減税効果の一巡や保護主義化の影響による成長減速が見込まれ、同+2.2% と予測する（前回同+2.1%）。

下振れリスクは、第 1 に、米国の保護主義化に伴う影響である。米国の関税引き上げが、輸入物価の上昇を通じて消費活動・企業活動を抑制しうるだけでなく、他国の報復関税が、輸出物価の上昇を通じて米国の輸出産業の国際競争力を低下させる可能性もある。さらに、保護主義的な動きに伴い、金融市場が不安定になれば、企業収益の悪化や逆資産効果の発生につながりかねない。第 2 に、長期金利の動向である。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うる。金利上昇がドル高を招けば、輸出が下押しされ、企業マインドが悪化しかねない。

トピックス：米国の有権者は、トランプ政権の2年間をどう評価しているか？

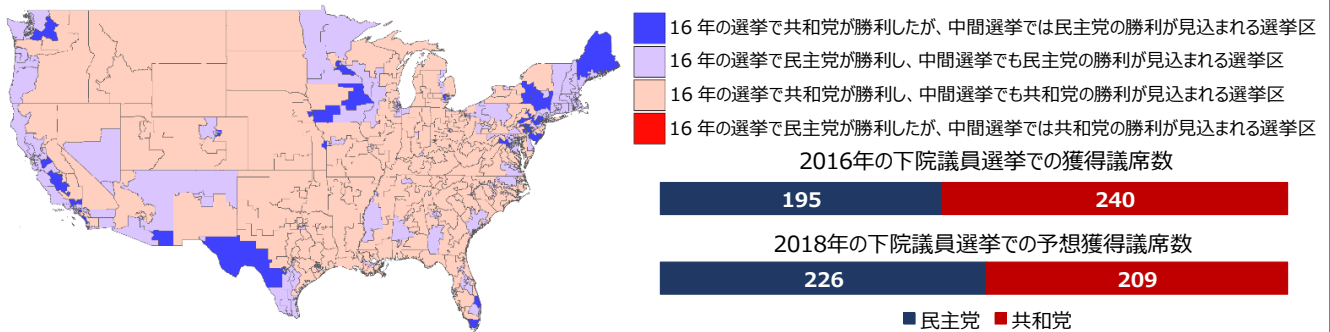
トランプ政権の2年に対する評価としての中間選挙

18年11月6日に予定されている米国中間選挙では、下院の全議席、上院の3分の1が改選される。中間選挙は、大統領の任期(4年)の中間時点で行われるため、大統領への事実上の信任投票とされる。過去の間選挙を振り返れば、大統領の所属政党が得票率を下げる傾向にあるが、果たして今回の中間選挙において、米国民はトランプ政権の2年間に対してどのような評価を下すのだろうか。本稿では、今回の中間選挙における下院選の最新予想と、2年前の下院選の結果を比較することで、米国の有権者がトランプ政権の2年間をどう評価しているかについて考察したい。

下院第1党は、共和党から民主党へ移る可能性が高いとみられている

The Cross Tab が公開している選挙予想によれば、共和党は複数の選挙区で議席を失い、下院第1党の座を民主党に奪われる可能性が高いことが示唆されている(図表3-8、7月19日時点での予想)。

図表 3-8 16年下院選の勝利政党と18年中間選挙の予想勝利政党(選挙区別)



注：上記予想は、The Cross Tab により MCMC (マルコフ連鎖モンテカルロ) 法で計算された最尤推定結果に基づく。
出所：The Cross Tab より三菱総合研究所作成

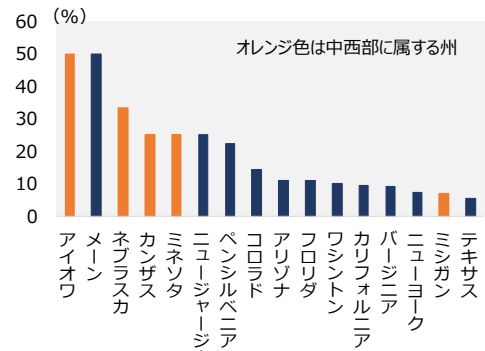
保護主義化への報復の影響が大きい州で苦戦予想

共和党の苦戦が予想される地域の特徴はどのようなものか。共和党の議席喪失が予想される選挙区が全選挙区に占める割合を州別にみると、アイオワ州とメイン州が50%と高いほか、ネブラスカ州やカンザス州、ミネソタ州といった米国中西部に属する州で苦戦が予想されている(図表3-9)。中西部は、従来、保守的な有権者が多く、共和党の強固な支持基盤とみなされてきた。中西部での議席喪失が予想される背景には、トランプ政権による保護主義的な政策運営があると考えられる。

米国の関税率引上げに対して、中国をはじめ各国が講じた対抗措置の対象品目をみると、①農作物、②加工食品、③機械が多く含まれる。先述の中西部4州では、対抗措置の対象となっている産業に従事する労働者の割合が全米平均に比べて高いという特徴がある(図表3-10)。各国の対抗措置が実行に移された場合、これら中西部の州経済に深刻な影響が及びかねない。中西部の有権者の一部は、政権による保護主義的な通商政策が、自らの産業や州に及ぼす副作用に対して懸念を強めている可能性がある。

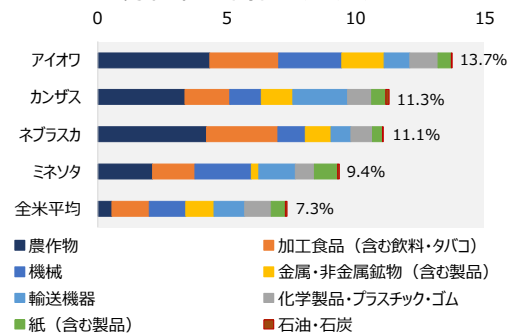
しかし、上述の選挙予想をもって、下院での民主党の振り返りを断言するのは時期尚早だ。民主党優勢を報じる報道機関が多い一方で、共和党内や特定地域からのトランプ支持は未だ根強い。また、トランプ氏や共和党への支持の理由が、経済的利益だけではなく、政治的思想やアイデンティティに根差している場合も多い。中間選挙の結果が、最低でも今後2年間の政策運営を左右するだけに、選挙の動向には注目する必要がある。

図表 3-9 共和党の議席喪失が予想される選挙区の割合(州別)



出所：The Cross Tab より三菱総合研究所作成

図表 3-10 対抗措置の対象産業で働く労働者の割合(州別)



注：対象額が大きい8産業のみを抽出。
出所：米国労働省、The Cross Tab、各種報道資料より三菱総合研究所作成

4. ユーロ圏経済

消費の回復を主因に緩やかな回復傾向を維持

ユーロ圏経済は、緩やかな回復が続いている。ただし、18年以降、GDP成長率は、前期比+0.3%程度と、同+0.7%の成長が続いた17年から鈍化している。

消費は底堅い、雇用・所得環境も改善が継続

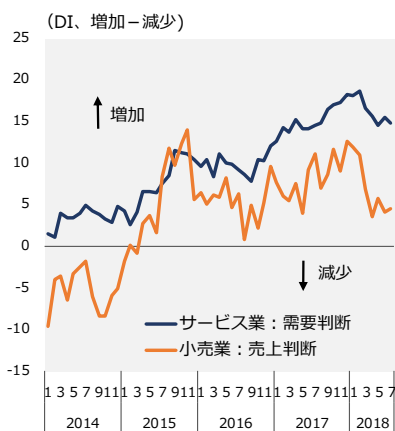
ユーロ圏の消費は、回復基調が持続している。①雇用・所得環境の改善や、②消費者マインドの高水準での推移を背景に、小売売上数量は前年比+1%台半ばで底堅く推移。企業の売上・需要判断も、18年以降に小売業がやや悪化した。サービス業は高水準を維持している(図表4-2)。労働需要が増加するなか、企業の人手不足感も強まっている(図表4-3)。先行きも雇用環境の改善が続き、消費の回復基調は維持すると見込む。

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	
	2016	2017	2018	2019
ユーロ圏	1.8	2.4	2.0	1.9
ドイツ	1.9	2.2	1.9	1.9
フランス	1.2	2.2	1.6	1.6

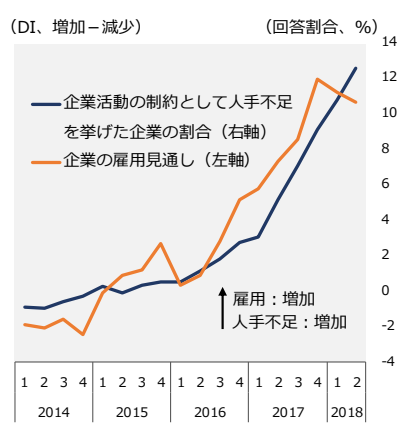
出所：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 消費動向



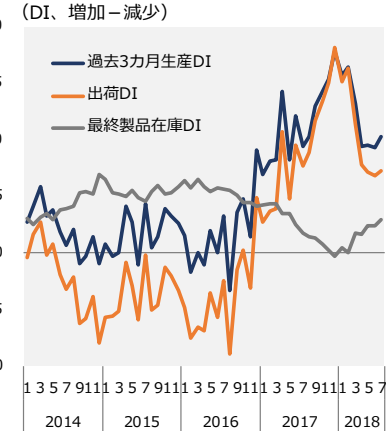
注：企業による過去3カ月の判断。
出所：Eurostat

図表 4-3 企業の人手不足感・雇用見通し



注：製造業、サービスを40:30で加重平均した値。企業の雇用見通しは月次を四半期へ変換。
出所：Eurostat

図表 4-4 生産・出荷・在庫



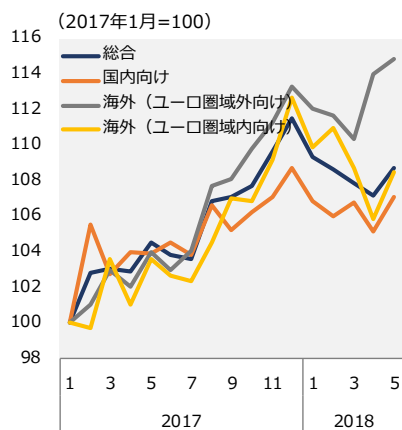
注：出荷DI=過去3カ月生産DI-在庫DI。
出所：Eurostat

企業の生産活動は改善ペースが減速も、設備投資は強気の計画

企業の生産活動は、18年以降、改善ペースが減速している。出荷ペースの鈍化や(図表4-4)、ユーロ圏域内向けを中心とする新規受注の減少などを背景に(図表4-5)、生産の伸びが低下。企業マインドは依然として高水準ながらも緩やかに悪化している。ただし、受注残の水準は高く、在庫水準も低い。先行きの生産活動は、17年に比べて改善ペースが減速するものの、改善基調は維持すると見込む。

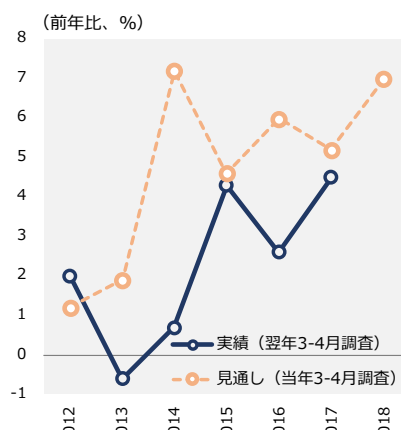
企業の投資活動は改善している。背景には、設備稼働率が高まるなか、製造業では設備不足感が強まっていることがある。18年の製造業の設備投資計画は、17年と同様に高めの伸びとなる見込みだ(図表4-6)。企業の期待成長率も改善に転じており、先行きの投資活動は改善傾向が続く可能性が高い。

図表 4-5 製造業の新規受注



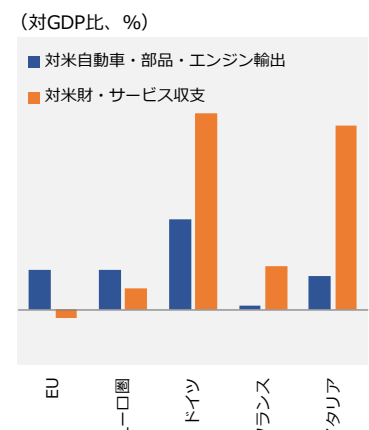
出所：ECB

図表 4-6 製造業の設備投資計画



出所：欧州委員会

図表 4-7 対米自動車輸出・貿易収支



注：2017年。米国の統計を用いて、米国の輸入=米国向け輸出として計算。
出所：米国商務省、IMF

輸出は増加基調を維持している。中国を中心とするアジアや欧州向け輸出は増加ペースが減速しているものの、米国向けの伸びの高まりを背景に、実質財輸出は底堅く推移。海外経済の堅調が続くなか、ユーロ圏域外向け新規受注は増加基調を維持しており、先行きの輸出は増加基調を続けると予想する。

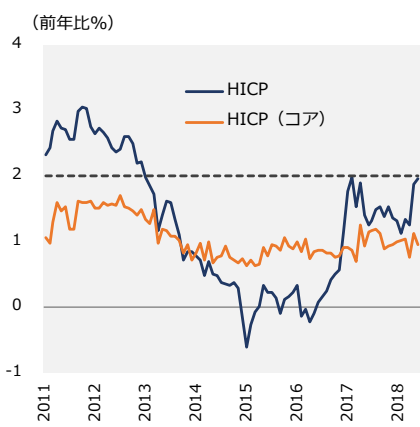
先行きの輸出のリスクは、2つ挙げられる。第1に、米国の保護主義化である。米中間の関税上げの応酬で米中経済が下振れれば、両国向け輸出が抑制される。また、今後、米国との貿易交渉が決裂し、米国が自動車関税を上げれば、米国向け自動車輸出への依存度が高いドイツやイタリアを中心に悪影響が大きい（図表4-7）。第2に、ユーロ高の影響である。欧州中央銀行（ECB）の金融政策の正常化の観測が高まり、ユーロ高が一段と進行した場合、輸出の下押し要因となるだろう。

物価上昇率はコアベースで前年比+1%前後で推移、金融政策の正常化は緩やかに進められると予想

ユーロ圏の物価上昇率は、金融危機前に比べて伸びが鈍い状態が続いている。総合ベースでは、5月にECBが目標とする前年比2%弱に達したが、エネルギーや食品などを除いたコアベースでは、同+1%前後にとどまる（図表4-8）。金融危機前に比べて物価上昇率が低い品目は、サービスを中心に依然として多い（図表4-9）。先行きも、物価上昇率は同+1%台半ばでの推移が続くだろう。

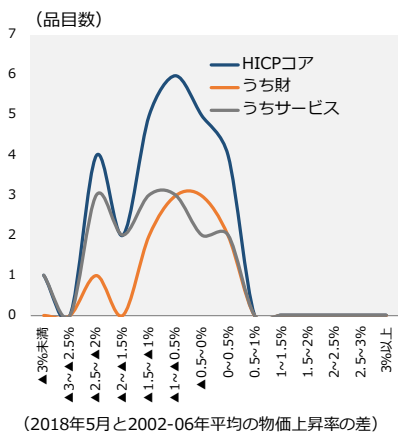
6月開催のECB政策理事会は、①資産買い入れ規模を、10月以降に300億ユーロ/月から150億ユーロ/月へ減額し、12月末に終了すると公表。また、②資産買い入れ終了後、長期間にわたって再投資を通じて保有資産規模を維持し、③利上げ開始時期は早くとも19年夏以降になることを示した。金融政策の正常化に向けた地ならしを始めた模様だ。ただし、ユーロ圏域内における各国の経済状況のバラつきや、南欧諸国の不良債権処理なども考慮され、金融政策の正常化は慎重に行われる可能性が高い。

図表 4-8 消費者物価上昇率



注：エネルギー、食品、アルコール、タバコを除く。
出所：Eurostat

図表 4-9 品目別の物価上昇率の分布



(2018年5月と2002-06年平均の物価上昇率の差)
注：エネルギー、食品、アルコール、タバコを除く32品目。
出所：Eurostat

図表 4-10 英国のEU離脱方針

- 1 関税同盟・単一市場を撤退。
- 2 人の移動の自由は制限。新ルールを検討。
- 3 金融サービスは、シングルパスポートの維持を断念。独自の金融規制の権限を確保。
- 4 財に関する「自由貿易圏」の設置。
・農産物や工業製品の規格・ルールをEUと共通化。
・他国と自由に貿易交渉を行う（TPP参加を検討）。

出所：英国EU離脱方針を載せた「白書」（7月12日公表）より三菱総合研究所作成

ユーロ圏は18年以降も緩やかな回復が続くと予想

ユーロ圏経済は、消費の堅調を背景に、緩やかな回復が続くと予想する。ユーロ圏の実質GDP成長率は、18年1-3月期の伸びが当社5月時点の予測から下振れたことを受け、18年を前年比+2.0%（前回+2.2%）と下方修正する。19年も+1.9%と緩やかな拡大継続を見込む。

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、上述の、米国の保護主義化や、ECBが出口政策を模索するなかでのユーロ高による輸出の減少に加えて2つ挙げられる。第1に、英国のEU離脱交渉に伴い、通商政策の不確実性が上昇すれば、投資が抑制されるほか、株価の下落につながれば、逆資産効果を通じて消費に下押し圧力がかかる。7月上旬、メイ首相は「財の自由貿易圏の設置」などの方針を示し（図表4-10）、穏健な離脱に舵を切ったものの、強硬離脱派の閣僚が相次いで辞任。離脱協定の実質的な合意期限を10月に控えるなか、メイ首相の求心力も低下しており、合意なし離脱のリスクは高まっている。①メイ首相の辞任・更迭や、②アイルランド国境問題の交渉難航となれば、離脱協定に合意できない可能性が高まる。また、合意した場合も、③英国議会で否決されれば、離脱協定に締結できずに、合意なし離脱となりかねない。第2に、イタリア新政権の政策の不確実性が高まれば、イタリアを中心にユーロ圏経済を下押しかねない。五つ星運動と同盟の連立政権は、難民のイタリア寄港の拒否したほか、大幅な拡張財政の実施に向けてEUの財政ルールの見直しを主張し、反EU・反難民の姿勢を鮮明にしている。

5. 新興国経済

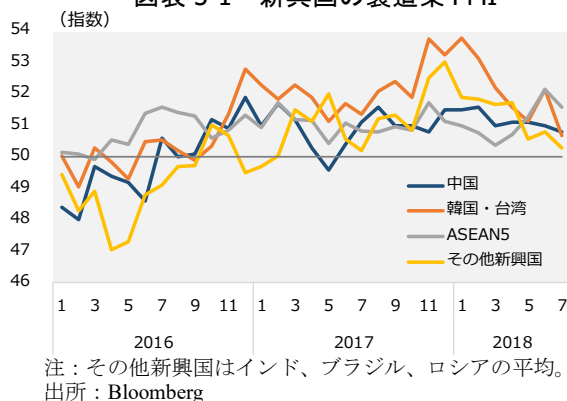
(1) 概観

18年入り後に新興国の景況感が悪化

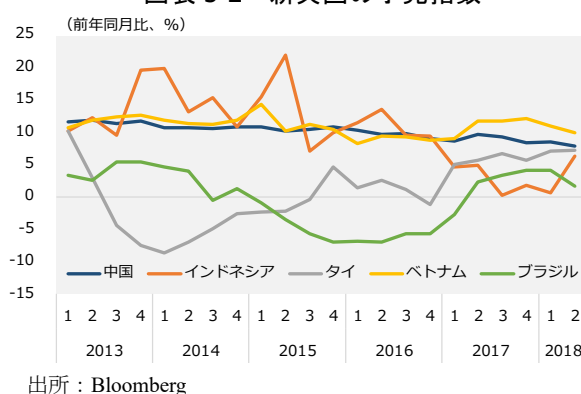
新興国経済は、17年内は好調を維持してきたが、18年入り後に多くの国で購買担当者景気指数(PMI)が低下に転じた。ASEAN5および韓国・台湾は直近で改善をみせたが、中国やその他新興国は景気拡大／後退の境目となる50の近傍での推移が続く(図表5-1)。背景には、総論(P.2-5)で述べた通り、これまで景況感を押上げていた輸出の伸び鈍化がある。

内需も緩やかに減速している。中国の内需の伸びは緩やかに低下を続けており、17年には10%前後であった小売上の成長率が7%前後にまで減速した。その他の国では、タイ、ベトナムが堅調を維持したが、ブラジルは低い伸びにとどまった(図表5-2)。

図表 5-1 新興国の製造業 PMI



図表 5-2 新興国の小売指数



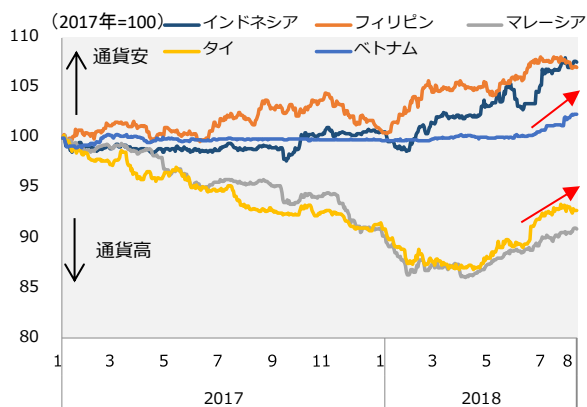
新興国からの資金流出が懸念材料

米国債の金利上昇などを背景に、米国への資金流入の動きが強まり、為替市場ではドル高と新興国通貨安が進行している(図表5-3)。こうした動きは、経常赤字が続くインドネシアなどの国に限らず、タイやベトナムでもみられる。今後米国がさらに利上げペースを加速し、新興国からの資金流出が続くと、株価下落などを通じて各国経済の重石となる。

先行きは19年にかけて緩やかに減速

新興国経済は、19年にかけて緩やかな減速を見込む。中国経済は、18年は財政拡大や緩和的な金融政策などの経済対策が景気を下支える一方、米国の保護主義的な動きに伴う輸出の減速や、金融規制強化などの効果によって成長が緩やかに減速すると見込む。19年は、18年に実施した経済対策が剥落することにより、経済の減速が強まると予想する。中国以外の新興国経済は、18年は緩やかな減速にとどまるも、19年は米中経済の成長鈍化により減速すると予想する。ただし、急激な減速は回避される見込み。

図表 5-3 新興国の為替レート(対ドル相場)



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	6.5	6.3
ASEAN5	4.4	4.7	5.4	5.2
インドネシア	5.0	5.1	5.3	5.2
マレーシア	4.2	5.9	5.4	5.0
フィリピン	6.9	6.7	6.6	6.5
タイ	3.3	3.9	4.1	3.9
ベトナム	6.2	6.8	6.7	6.7
香港	2.2	3.8	3.6	2.8
韓国	2.9	3.1	2.9	2.6
シンガポール	2.4	3.6	2.9	2.4
台湾	1.4	2.9	2.5	2.2
インド(年度)	7.1	6.7	7.5	7.3
ブラジル	▲ 3.5	1.0	1.8	2.0

注：シャドー部分は予測値。
出所：実績はBloomberg、予測は三菱総合研究所

(2) 中国経済

中国経済は成長鈍化へ

中国経済は緩やかな成長鈍化が続く。18年4-6月期の実質GDPは前年比+6.7%と、1-3月期の+6.8%から減速した(図表5-5)。産業別にみると、第2次産業の実質GDPが、前年比+6.0%に再び減速したほか、第3次産業の伸びは、+7.8%と8%台に届かない成長にとどまった。

消費、投資の双方が減速

18年4-6月期は投資と消費がともに減速した(図表5-6)。まず、固定資産投資は、後述する資金調達額の減少などを背景として、18年に入り成長鈍化が続く。また、小売売上高は17年までほぼ横ばいの成長を維持していたが、18年に入り減速した。この背景には輸入車関税引下げ³を7月に控えた買い控えなどが指摘されている。

景気下支え策が本格始動

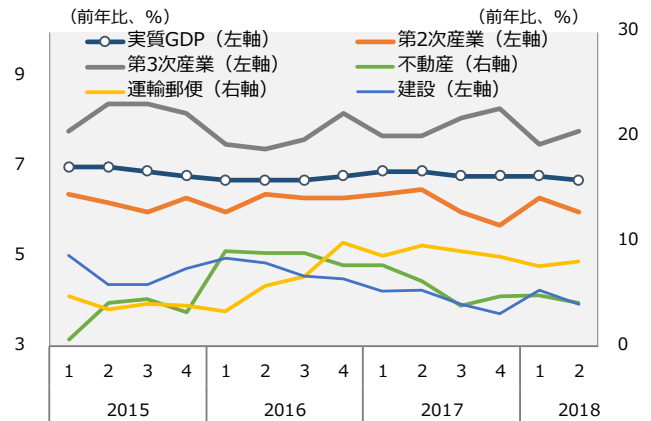
中国政府は、足もとの景気減速や米国との直接対立激化に備え、財政拡大や緩和的な金融政策を通じて景気の下支えを図ろうとしている。まず、財政では、18年5月にハイテク企業や中小企業などを対象とした大規模な法人減税に踏み切った。現在は低所得者向けの減税措置も新たに検討されており、減速しつつある消費をてこ入れするための準備も本格化している。また、政府は、地方政府の債務に関する調査を完了した後に、インフラ投資プロジェクトの増加が見込まれると発表。当面は再び投資に依存した成長を維持させる公算が高い。

金融政策では、預金準備率を今年4月に引き続き6月にも引下げるとともに、中期貸出制度(MLF)を通じた大規模な資金供給を行い市中への資金供給を強化している。こうした緩和的な金融政策を受けて、銀行ローンによる資金調達額は、18年入り後に再び拡大している(図表5-7)。

金融緩和のなかで構造改革が進むかが焦点

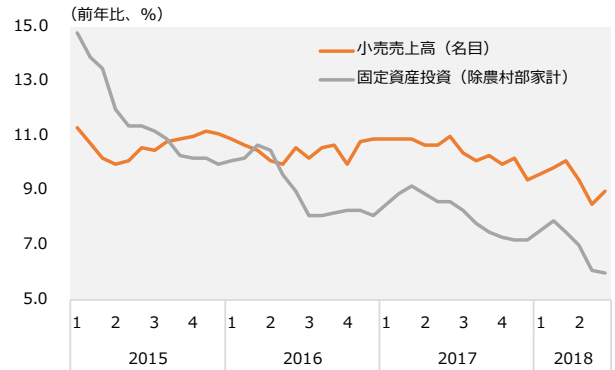
ただし、政府は過度な緩和による構造改革の遅れへの警戒も緩めていない。これは、①シャドーバンキングによる資金調達額の減少、②社債デフォルト額の増加に現れている。まず、シャドーバンキングによる資金調達では、受託貸付や信託貸付といったいわゆるシャドーバンキングによる資金調達が18年に入り減少に転じた(図表5-7)。この背景には、銀行が後盾になっている理財商品に対する一連の金融規制の強化がある。足もとでは規制強化によって、シャドーバンキングによる資金供給の減少が、金融緩和による銀行ローンの増加を上回っているため、資金調達総額は前年を下回っている。今後は景気対策のため銀行ローンを介した資金供給を拡大させるものと考えられる。

図表 5-5 国内総生産(実質 GDP)



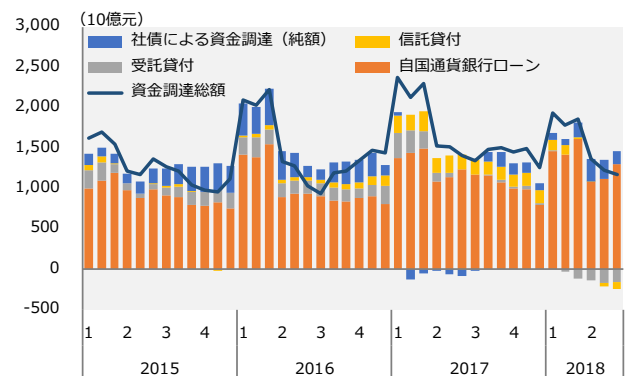
出所：中国国家統計局

図表 5-6 消費および投資額



注：過去3か月の移動平均を用いて成長率を平滑化。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-7 資産調達総額



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

³ 中国は7月1日に自動車の輸入関税を25%から15%に引下げた。その後、米国産の自動車のみ7月6日に40%に引き上げられた。

次に社債デフォルト金額の推移をみると、デフォルト金額は16年以降に増加傾向にあり、構造改革が徐々に進展していることがうかがえる(図表5-8)。社債デフォルトの増加は、政府が競争力の劣る企業に対する保護を弱めた証左ともいえよう。

しかし、デフォルト金額は資金調達額の規模からすれば、まだ軽微な金額にとどまっている事実には留意が必要だ。あくまで構造改革が及んでいるのは非常に限られた一部の企業であり、真に構造改革が必要な国有企業は、社債ではなく銀行ローンを通じて容易に資金調達ができる状況にある。中国政府が、景気対策と構造改革のはざまに難しい舵取りが求められる状況は続く。

地方政府融資平台へも資金が流入

政府の金融政策のスタンスや、それに対する市場の反応がわかりやすく表れているのが、地方政府融資平台が発行する債券の利回りである。

地方融資平台が発行する債券利回りは、金融政策が緩和に転じた6月半ば以降、特に短期(1年以下)の債券価格が上昇(=市場収益率が下落)した。これは金融緩和によって供給された資金が短期の融資平台の債券に流れたものと考えられる。

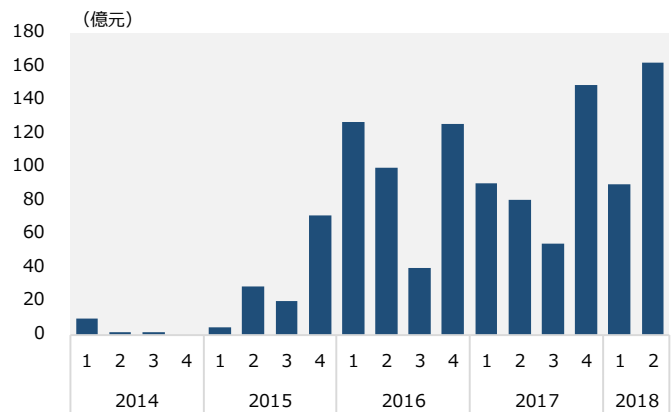
しかし、年限別にみると、利回りが大きく低下したのは1年以下の債券で、それ以上の償還期限の債券利回りの低下幅は小さい(図表5-9)。市場は金融緩和が一時的なものとして認識しており、金融緩和により調達した資金を長期債券で運用することは避けている可能性がある。

地方融資平台発行の債券のうち、償還期限が1年以下となる債券シェアは6%にとどまる(図表5-10)。融資平台は長期の資金需要が必要となるケースが一般的であるため、短期の資金流入のみが加速すると、マチュリティ・ミスマッチ(資金需要と資金供給の期間のミスマッチ)につながりかねない。

19年にかけて成長減速

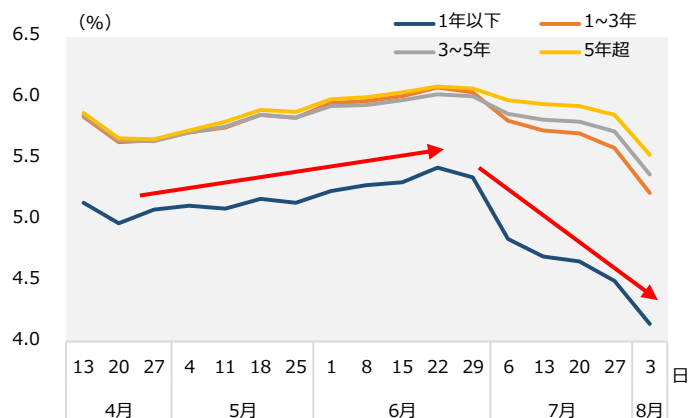
中国経済の先行きは、18年終わりから19年にかけて、財政・金融政策による景気下支え策が顕現化する一方、米国の保護主義的政策を背景とした輸出減速や、過剰債務を抑制するための引締め的な金融規制の効果により、成長が減速すると見込む。先行きの実質GDP成長率は、18年+6.5%、19年+6.3%を予測する。

図表 5-8 社債のデフォルト金額



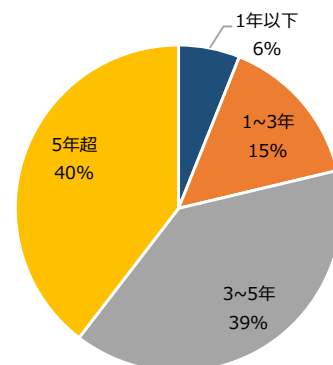
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-9 地方融資平台が発行する債券の利回り(償還期限別、単純平均)



注：債券利回りは利子を債券の市場価格で乗じて算出。固定金利がほとんどであるため、債券の市場価格が上がれば債券利回りは下がる。
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-10 地方融資平台債券の償還期限別シェア



出所：Wind より三菱総合研究所作成

(3) ASEAN 経済

ASEAN 経済は持ち直しが続く

ASEAN 経済は回復が続いている。18 年 1-3 月期の GDP 成長率は前期から引き続いて堅調な結果となった（図表 5-11）。特にタイ、ベトナムでは成長加速が続いている。また、4-6 月期でみると、ベトナムでは携帯や部品輸出の大幅な減速を背景として若干の減速をみせたものの、農林水産業などが GDP 成長率の押し上げに貢献した。

一部の国で輸出減速が続く

17 年後半は、ASEAN5 各国共通して輸出が成長を牽引する形となったが、18 年に入りその勢いに国ごとの差がみえ始めた（図表 5-12）。18 年 1-3 月期の GDP 成長率が好調だったベトナムでも 4-6 月期で陰りがみえたほか、フィリピンでは輸出が減速に転じている。今後、米中間の関税引上げの応酬などを通じて、貿易が停滞すれば、現状好調であるマレーシアなどの国でも減速が予想される。

対内直接投資は堅調を維持

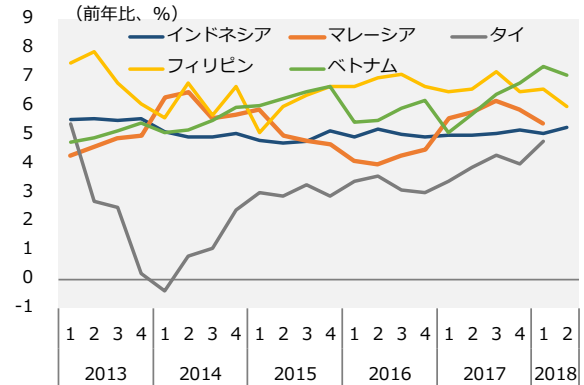
海外からの直接投資は好調を維持している。17 年 7-9 月期以降、ASEAN5 全体で高い水準が継続しており、経済の成長に寄与した（図表 5-13）。17 年 10-12 月期に引き続き、ファンダメンタルズの懸念が続くインドネシア向けの投資は若干落ち着きをみせているものの、マレーシアでは製造業や鉱業が、またタイでは輸送用機器をはじめとする製造業などが投資を牽引した。一方で、今後新興国からの資金流出がさらに本格化し、直接投資へも影響することとなれば、通貨の弱いインドネシアなどの国を中心に直接投資の減速が成長の重石ともなりかねない。

先行きの成長率は 19 年にかけて緩やかに減速

ASEAN・その他東アジアの成長率は、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。

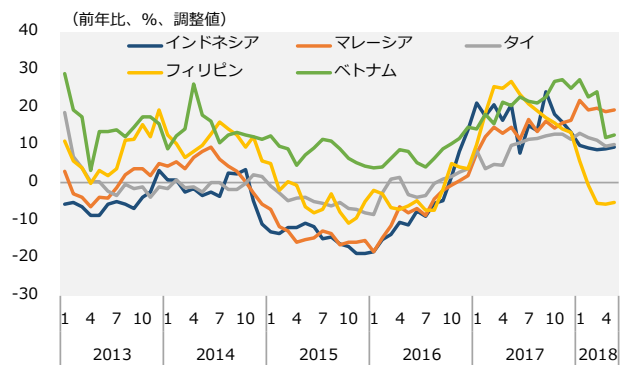
先行きのリスクは、第 1 に、総論 (1) に記載した米中間を中心とする関税引上げ応酬による貿易量のさらなる低迷である。貿易量の急激な減少が顕現化すれば、輸出額の対 GDP 比率の高いベトナムやマレーシアの経済を大幅に下押ししかねない。第 2 に、総論 (3) ②に記載した米中の同時失速による景気減速である。仮に米中経済が同時に失速することがあれば、輸出が減少するのみならず、株価や為替の調整を通じて、ASEAN 経済全体に波及する可能性が高い。第 3 に、インドネシアをはじめとしたファンダメンタルズの弱い国は、総論 (3) ③に記載した新興国の債務調整圧力の強まりによる影響を受けやすく、警戒が必要だ。

図表 5-11 ASEAN の実質 GDP 成長率



出所：Bloomberg

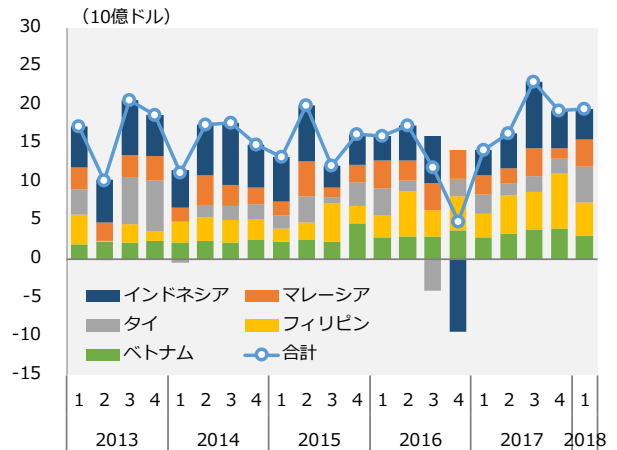
図表 5-12 ASEAN の輸出成長率



注：過去 3 か月の移動平均を用いて成長率を平滑化。

出所：CEIC

図表 5-13 ASEAN の対内直接投資額（ネット）



出所：CEIC

(4) インド経済

民間消費・投資に牽引され再び回復軌道へ

インド経済は、17年7-9月期以降成長加速が続いている（図表5-14）。18年1-3月期の成長は、17年10-12月期よりもさらに投資の寄与が高まりをみせた。産業別では製造業や建設業による成長が牽引した。輸入の大幅増加などから、純輸出による寄与は▲1.5%pとなった。企業による設備投資の回復は顕著だが、貿易赤字の改善は進まない。

物価上昇と生産減速が懸念

インド経済は長年物価上昇に苦しめられてきたが、17年以降は物価上昇に落ち着きがみられてきた。しかし、景気加速や原油価格上昇などを背景に、足もとでは再び物価上昇が進んでいる（図表5-15）。インド政府は農作物の最低調達価格（MSP）の引き上げも決定しており、これが今後の物価上昇に影響することは必至だ。一連の物価の上昇を受け、インド準備銀行は18年6月に、4年5ヶ月ぶりに政策金利を0.25%p引き上げ、6.25%とした。今回の利上げは、インド準備銀行の景気回復への自信の表れともいえるが、实体经济をみると一部に懸念もみられる。鉱工業生産指数は、物価上昇および輸出減速を背景に、18年に入り減速が続いており、特に中間財やインフラ製品、資本財での減速が大きい（図表5-16）。前述した貿易赤字の拡大も含め、これまで好調であったインド経済に一部陰りがみえつつある。

19年の総選挙に向けインド人民党が躍進

与党であるインド人民党は、18年5月に実施されたカルナータカ州議会選挙でも躍進。州議会で第1党となった。前回（13年）選挙では国民会議派が第1党であったが、モディ首相への信認の高さを確認した選挙となった。州ごとの濃淡こそあれモディ首相への信認は厚く、19年5月までに行われる下院総選挙でも与党が勝利し再選される可能性が高いとみられる。

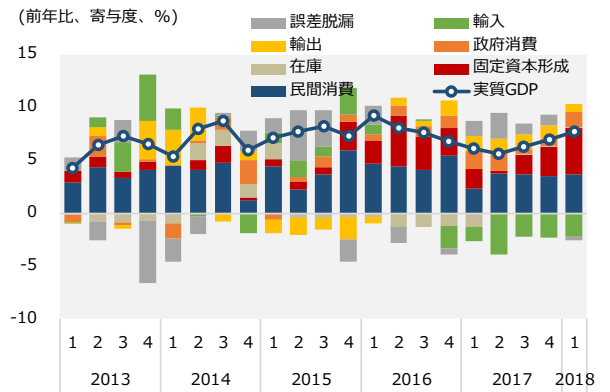
(5) ブラジル経済

内需中心にプラス成長持続も、減速懸念くすぶる

18年1-3月期は、家計消費と投資に牽引される形で、4四半期連続でプラス成長となったものの、17年10-12月期から減速した（図表5-17）。さらに18年5月にはトラックストライキの影響で経済活動指数が3.3%落ち込むなど、4-6月期の指標にも期待しづらい。

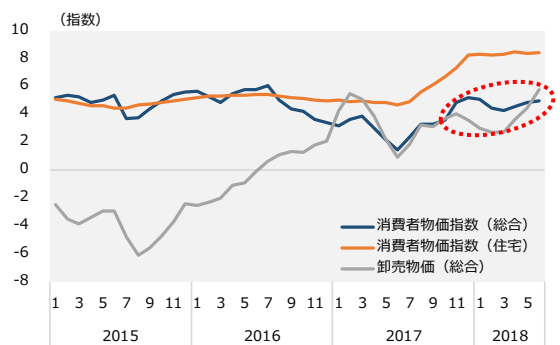
経済が減速しつつあるなか、政権は18年10月に控える統一選挙の選挙対策に迫られている。大統領の支援団体などの特定業界へ便益を図る法案を数多く成立させている状況にあり、財政穴埋め施策は骨抜きとなった。新興国からの資金流出などを背景に、ブラジルからも資金が流出し、再び経済が低迷する可能性も否定できない。

図表 5-14 インドの実質 GDP 成長率



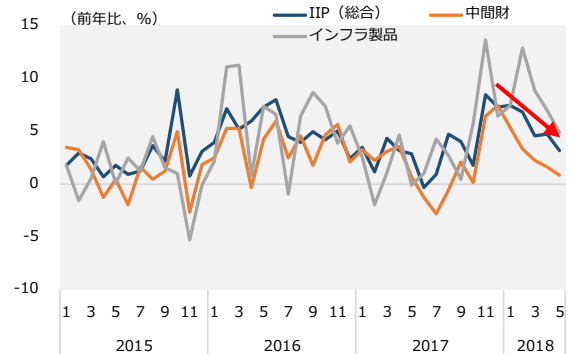
出所：インド国家統計機構

図表 5-15 消費者物価および卸売物価指数



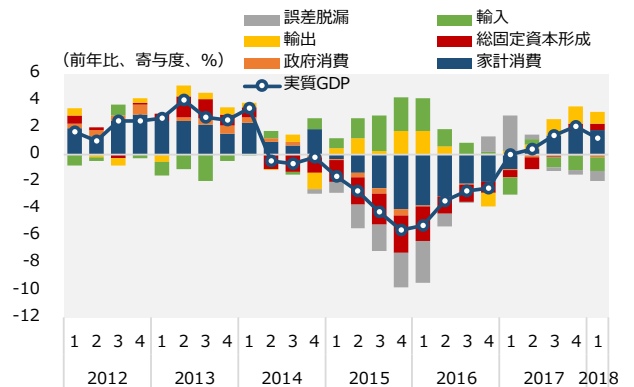
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-16 鉱工業生産指数



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 成長率



出所：ブラジル地理統計資料院

計数表

日本経済見通し総括表（年度ベース）

（単位：10億円、％）

	年度				対前年度比増減率				
	2016 実績	2017 実績	2018 予測	2019 予測	2016 実績	2017 実績	2018 予測	2019 予測	
名目	国内総生産（＝GDP）	539,373	548,665	556,440	568,731	1.0%	1.7%	1.4%	2.2%
	民間最終消費支出	300,450	303,994	308,029	315,290	▲0.2%	1.2%	1.3%	2.4%
	民間住宅投資	17,017	17,285	16,625	16,801	5.9%	1.6%	▲3.8%	1.1%
	民間設備投資	83,653	86,959	90,689	92,326	0.5%	4.0%	4.3%	1.8%
	民間在庫品増加	▲314	141	709	485	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,231	107,560	108,780	110,012	0.2%	1.3%	1.1%	1.1%
	公的固定資本形成	26,990	27,848	28,137	28,694	0.6%	3.2%	1.0%	2.0%
	公的在庫品増加	▲31	15	37	161	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	5,376	4,863	3,434	4,961	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	88,925	98,162	101,735	106,011	▲3.1%	10.4%	3.6%	4.2%
財貨・サービス輸入	83,548	93,299	98,301	101,050	▲9.3%	11.7%	5.4%	2.8%	

（単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	524,494	533,003	538,921	543,339	1.2%	1.6%	1.1%	0.8%
	民間最終消費支出	297,080	299,602	302,411	304,232	0.3%	0.8%	0.9%	0.6%
	民間住宅投資	16,142	16,097	15,176	15,041	6.2%	▲0.3%	▲5.7%	▲0.9%
	民間設備投資	82,627	85,223	87,562	88,614	1.2%	3.1%	2.7%	1.2%
	民間在庫品増加	▲195	291	673	449	***	***	***	***
	政府最終消費支出	105,750	106,480	107,514	108,429	0.5%	0.7%	1.0%	0.9%
	公的固定資本形成	25,890	26,264	26,178	26,285	0.9%	1.4%	▲0.3%	0.4%
	公的在庫品増加	▲44	15	38	162	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲3,240	▲1,443	▲1,355	▲409	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	85,886	91,298	93,822	95,571	3.6%	6.3%	2.8%	1.9%
財貨・サービス輸入	89,126	92,741	95,178	95,979	▲0.8%	4.1%	2.6%	0.8%	

	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	104.6	105.7	1.1%	4.1%	2.0%	1.1%
	国内企業物価指数	96.7	99.3	101.1	103.4	▲2.3%	2.7%	1.8%	2.3%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.7	100.4	101.5	103.5	▲0.2%	0.7%	1.1%	2.0%
	GDPデフレーター	102.8	102.9	103.3	104.7	▲0.2%	0.1%	0.3%	1.4%
	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	95.5	90.8	5.8%	▲2.8%	0.9%	▲4.9%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	21,019	21,813	22,913	24,420	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,404	4,056	2,506	4,163	***	***	***	***
	貿易収支	5,785	4,594	4,267	5,542	***	***	***	***
	輸出	70,805	78,324	82,153	85,606	▲3.2%	10.6%	4.9%	4.2%
	輸入	65,020	73,731	77,886	80,064	▲10.8%	13.4%	5.6%	2.8%
	通関収支戻（10億円）	3,973	2,449	1,346	2,555	***	***	***	***
	通関輸出	71,522	79,223	82,192	85,650	▲3.5%	10.8%	3.7%	4.2%
通関輸入	67,549	76,773	80,845	83,095	▲10.2%	13.7%	5.3%	2.8%	

為替	国債10年物利回り	-0.04%	0.05%	0.09%	0.13%	***	***	***	***
	M2	946,257	981,713	1,014,147	1,053,935	3.6%	3.7%	3.3%	3.9%
	日経平均株価	17,520	20,984	23,462	25,232	▲7.0%	19.8%	11.8%	7.5%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	47.8	53.6	69.5	70.0	6.4%	12.1%	29.6%	0.7%
	円/ドル レート	108.4	110.8	111.4	114.1	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.097	1.171	1.192	1.192	***	***	***	***
円/ユーロ レート	118.9	129.7	132.7	135.9	***	***	***	***	

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

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

執筆担当者

武田洋子 森重彰浩 猪瀬淳也 田中康就 谷口豪

本件に関するお問い合わせ先

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

【内容に関するお問い合わせ】

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

【取材に関するお問い合わせ】

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

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