

NEWS RELEASE

2018年2月15日
株式会社三菱総合研究所

2017～2019年度の内外景気見通し

－ 堅調な世界経済、金融市場の調整リスクに要警戒 －

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、2017年10-12月期GDP速報の発表を受け、2017～2019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:2017年度+1.7%、2018年度+1.1%、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(12月8日):2017年度+1.8%、2018年度+1.0%)

海外経済

米国は、雇用・所得環境の改善が続くなか、18年は、税制改革による減税効果が表面化してくることから、実質GDPは+2%台半ばの高めの成長を見込む。19年は、減税による成長押し上げ効果が一巡するほか、長期金利の上昇が成長の減速要因となる一方で、インフラ投資の拡大が景気の押し上げ要因となることから、+2%程度の成長を予想する。

ユーロ圏は、雇用環境の改善が見込まれることから、消費を中心に緩やかな景気回復を予想する。実質GDPは19年にかけて+2%程度の成長持続を見込む。

新興国は、先進国経済の安定成長や国内のインフレ圧力の緩和が予想されるなか、景気は総じて堅調を維持する見込み。中国経済は、これまでの景気刺激策の効果が一巡する一方、金融規制は厳しさを増すなか、19年にかけて+6%台前半まで成長のペースは鈍ると予測する。

日本経済

日本経済は、輸出・生産の堅調が予想されるなか、雇用・所得環境の改善による内需の前向きな循環が回り始めており、18年度は+1.1%と潜在成長率並みの成長を見込む。19年度も緩やかな景気拡大持続を予想するが、消費税率引上げ(19年10月)の影響から+0.7%と若干の減速となろう。

世界経済のリスク要因

世界経済は堅調ながらも、金融市場や政治・地政学リスクをめぐる先行き不透明感は依然として強い。先行きの経済的なリスク要因として特に注視すべきは次の3点である。

- ① 金融市場のリスク回避姿勢の強まり：米国発の大幅な株安などを受け、金融市場では積極的にリスクをとりにくい状況が続いている。米国株価の割高感は依然として残っており、今後、米国の金融引締めペースの加速などを契機に、金融市場が本格的にリスク回避姿勢に転じる可能性がある。また、新興国を中心に債務調整圧力が強まれば、新興国の経済活動を抑制する。
- ② 米国・中国経済の同時急減速：中国では不動産価格が上昇、企業債務も拡大しており、今後、金融規制による貸出抑制が強化される可能性が高い。米国でも、①財政赤字の拡大、②減税・インフラ投資による景気過熱により、長期金利が急上昇するリスクがある。世界GDPの4割を占める米中経済が同時に急減速した場合、世界経済の成長率は大きく低下するだろう。
- ③ 米国の保護主義姿勢の強まり：18年11月に中間選挙を控えるトランプ政権が、再交渉中のNAFTAに加え、貿易赤字額の大きい中・日・独に対して保護主義化の圧力を強めてくる可能性がある。輸入物価上昇を通じた米国経済の下振れのみならず、世界的な貿易の停滞につながるリスクをはらむ。

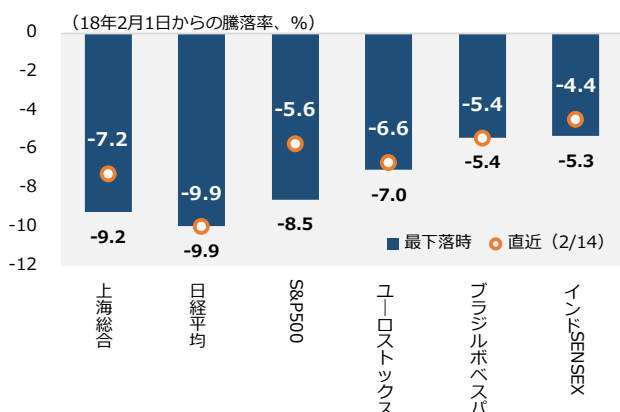
1. 総論

(1) 概観

割高感の強かった米国株価の調整が、世界の金融市場に波及

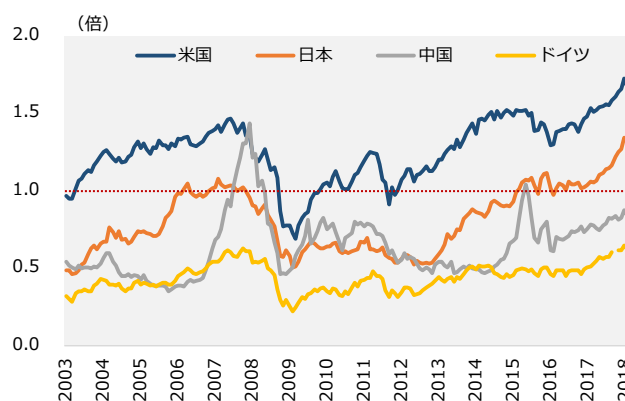
株式市場は18年2月上旬に急落した。米国 S&P500 指数は2月1日から8日にかけて▲8.5%下落した。米国の株安ショックは世界の株式市場にも波及した。日経平均や中国上海総合は米国を上回る下落率となったほか、欧州、ブラジル、インドの株価も大きく下げた（図表 1-1）。今回の米国株価急落の背景としては、①株価の割高感の強まり（図表 1-2）、②財政赤字拡大懸念による長期金利の上昇（P.6、図表 1-10）、③賃金・物価上昇による利上げペース加速懸念、の3点が挙げられる。特に①については、長期的な株価の割高・割安を測る指標として用いられるシラーPER が1929年の世界恐慌前の水準を超えるなど、割高感が指摘されていた（詳細は米国経済（P.20、図表 3-2））。

図表 1-1 主要市場の株価騰落率



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-2 株式の時価総額／名目 GDP



出所：Bloomberg、IMF、World Federation of Exchanges より三菱総合研究所作成

金融市場は不安定化も、実体経済は堅調維持

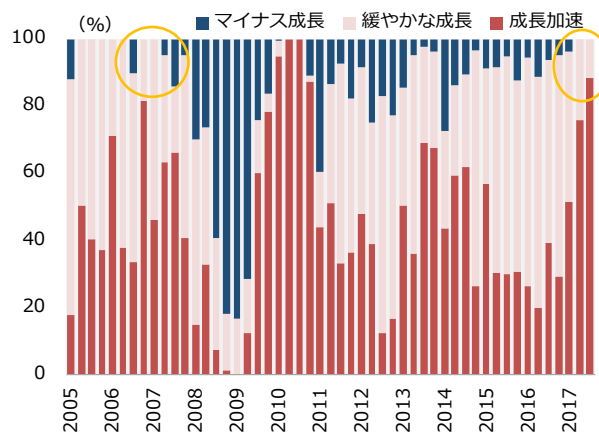
金融市場は18年2月以降に不安定な動きとなっているものの、実体経済は世界的に回復基調が続いている。17年4-6月期以降、経済成長が加速しており、主要32の国・地域のうち、GDP規模でウェイト付けした割合で89%の国が成長加速となる一方、マイナス成長の国は無い状況だ（図表 1-3）。マイナス成長の国がなくなるのは、リーマンショックによる落ち込みからの回復期を除けば06年以来となる。

米国経済は緩やかな拡大を維持している。雇用・所得環境の改善などから消費を中心に堅調な成長が続く。ユーロ圏経済も、消費主導の緩やかな回復が続いており、設備投資や輸出も改善基調を維持。中国経済はインフラ投資や輸出に牽引され、17年は政府目標（6.5%前後）を上回る成長を遂げた。

金融市場の調整は、現時点では、実体経済に比べて過度に緩和的であった金融環境が正常化する過程で生じたものであり、実体経済の悪化に起因するものではない。金融市場不安定化の影響が表れる18年1-3月期の各国成長率には注目だが、基本的には世界経済は安定成長を維持するとみている。

金融政策に関しては、米国経済はほぼ完全雇用状態にあるなか、減税やインフラ投資による成長上振れもあり、物価はFRBが目標とする2%近傍での推移が見込まれることから、18年は年3回（各0.25%p）、19年は同2回の利上げを予想する。欧州ECBの資産購入規模の圧縮は19年まで続き、利上げに転じるのは20年以降となるだろう。日銀は物価2%目標の達成のめどがまだ立たないことから、本格的な出口政策に向かうのは20年度以降になるとみている。

図表 1-3 成長加速国のシェア



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

(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、雇用・所得環境の改善が続くなか、18年は、税制改革による減税効果が表面化してくることから、実質 GDP は+2%台半ばの高めの成長を見込む。19年は、減税による成長押し上げ効果が一巡するほか、長期金利の上昇が成長の減速要因となる一方で、インフラ投資の拡大が景気の押し上げ要因となることから、+2%程度の成長を予想する。

ユーロ圏は、雇用環境の改善が見込まれることから、消費を中心に緩やかな景気回復を予想する。実質 GDP は19年にかけて+2%程度の成長持続を見込む。

中国は、これまでの景気刺激策の効果が一巡する一方、金融規制は厳しさを増すなか、19年にかけて+6%台前半まで成長のペースは鈍ると予測する。ASEAN・その他東アジアは、中国経済の成長は緩やかに減速するものの、先進国経済の安定成長やインフレ圧力の緩和が予想されるなか、景気は総じて堅調を維持する見込み。

日本経済は緩やかな成長持続

日本経済は、輸出・生産の堅調が予想されるなか、雇用・所得環境の改善による内需の前向きな循環が回り始めており、18年度は+1.1%と潜在成長率並みの成長を見込む。19年度も緩やかな景気拡大持続を予想するが、消費税率引上げ（19年10月）の影響から+0.7%と若干の減速となろう。

(3) 世界経済のリスク要因

市場の不透明感が増すなか、世界経済の下振れリスクには警戒が必要

19年にかけての世界経済の下振れリスクとして、①金融市場のリスク回避姿勢の強まり、②米国・中国経済の同時急減速、③米国の保護主義姿勢の強まりの3点（下記詳述）には特に注意すべきだ。

これら3点以外にも、北朝鮮情勢や中東情勢、中国の海洋進出などの世界経済の大きな下振れのトリガーとなりうる地政学面でのリスクは引き続きくすぶる。また、主な政治日程としては、米国中間選挙（18年11月）、イタリア総選挙（18年3月）のほか、アジアではマレーシア総選挙（18年8月）、インドネシア大統領選（19年4月）、インド総選挙（19年4-5月）が予定されている。

① 金融市場のリスク回避姿勢の強まり

株価調整局面の長期化

世界金融市場の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）指数によると、17年末頃から市場のリスク回避度が急速に低下したが、18年2月以降に反転上昇している（図表1-4）。また、米国株価の先行きの予想変動幅を示すVIX指数は、15年8月のチャイナショック時に並ぶ水準まで上昇した（図表1-5）。

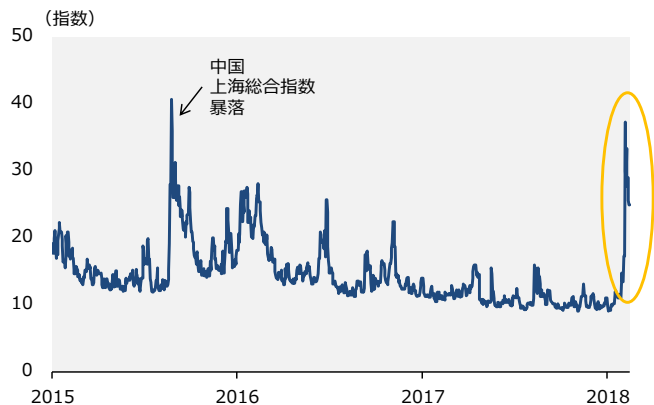
図表 1-4 リスク回避指数（MRI-RA 指数）



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

図表 1-5 米国株価の予想変動率指数（VIX 指数）



注：VIX 指数は、市場が予測する S&P500 指数の今後 30 日間の変動幅を指数化したもの。指数が大きいほど、先行きに対する見方にばらつきが大きく、市場が不安定であることを示す。

出所：Bloomberg

市場は不安定な状況が続いており（2月14日時点）、こうした状況が長期化することが世界経済にとってリスクとなる。今後、米国の拡張的財政政策などにより、賃金・物価の上昇が本格化すれば、FRBによる利上げペースが加速する可能性がある。米国の金利上昇観測が高まれば、新興国から先進国への資金流出圧力も強まるだろう。

株価の割高感も払拭されたわけではない。2000年以降の平均PERと比較し、足もとの株価の割高感を分析すると、日経平均や上海総合は既に割高な水準ではないが、米国S&P500は2月14日時点で18%程度、欧州ユーロストックスでは12%程度の割高な水準となっている。仮に2000年以降の平均的なPER水準まで株価が下落した場合、逆資産効果により、米国の実質GDPは▲0.3%p、ユーロ圏の実質GDPは▲0.1%p下振れる可能性がある。

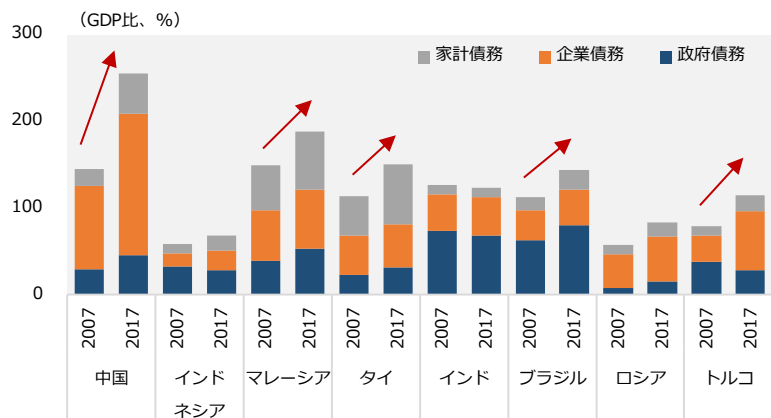
債務拡大に伴う景気減速

一部の新興国で積み上がっている債務にも注意が必要だ。中国では企業債務、マレーシアやタイでは家計債務の増加が顕著となっている（図表1-6）。

債務の拡大は、金利上昇により企業や家計の債務返済負担を高め、経済活動の重石となる。また、バブル崩壊後の日本と同様、不良債権が増加すれば金融機関の収益を圧迫し、最終的には政府による金融機関への資本注入や政府債務の増大につながる可能性がある。米国の利上げ加速とタイミングが重なれば新興国からの資本流出にもつながりかねない。

アジア通貨危機のような広域的な金融危機に発展するリスクは低いものの、トルコなど一部のファンダメンタルズが脆弱な新興国では、選択的に資金流出が加速し、実体経済の減速に至る可能性も高い。

図表 1-6 新興国の負債比率



出所：BIS より三菱総合研究所作成

② 米国・中国経済の同時急減速

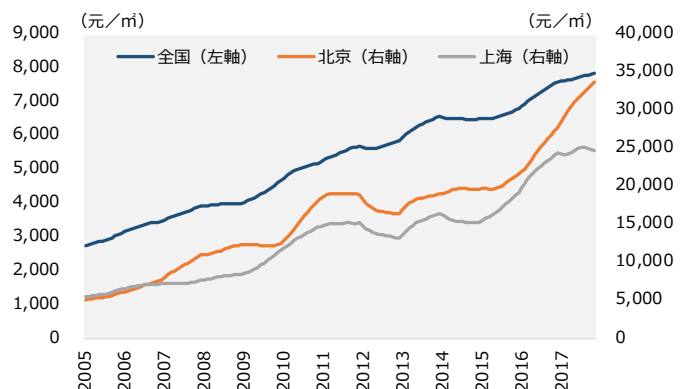
金融資産価格は足もとで調整局面にあるが、米国・中国ともに実体経済は良好だ。裏を返せば、世界GDPの4割を占める米中経済の堅調によって世界経済が支えられている面が大きく、両国経済の同時急減速は、世界経済の下振れリスクとなる。

中国では、GDP成長の政府目標が6.5%前後であったところ、17年はそれを上回る6.9%の成長を遂げた。こうした好調な景気を背景に、金融資産価格に加え、不動産などの他の資産価格の上昇が加速すれば、中央銀行はバブルリスクの抑制を目的として、金融政策を引き締めの方へ調整する必要が出てくる。この萌芽は中国では以前からみられる（図表1-7）。中国の不動産価格は、マクロで見れば可処分所得と同程度の伸びに止まっているものの、北京などの一部の都市部では可処分所得よりも速いスピードで上昇を続けている。

中国当局は金融規制の厳格化も進めている（詳細は中国経済（P.25-26））。金融機関が法令違反を指摘されることを過度に警戒し、企業の資金調達に影響を及ぼす恐れも高い。企業向け貸出の急速な縮小を招けば、中国経済の失速につながる。

米国では、①拡張的財政政策による財政赤字の拡大、②景気過熱によるインフレを抑制するための利上げペース加速、などにより、長期金利が上昇する可能性がある。金利の上昇は、消費や住宅市場への負の影響が予想される。実体

図表 1-7 中国の不動産価格



注：過去12ヶ月の移動平均値。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

経済の悪化は、株価や住宅価格の調整を促す可能性も高く、実体経済と金融市場が循環的に悪化していくリスクをはらむ。19年にかけて米国と中国の同時急減速は、世界経済全体の下振れリスクとなる。

③ 米国の保護主義姿勢の強まり

米国は、NAFTA の条件見直しに向けて17年8月から6回にわたり、カナダ、メキシコとの交渉を重ねてきたが、自動車分野など重要分野での交渉は平行線をたどっている。メキシコのペニャニエト政権は18年7月に大統領選を控えるほか、米国でも18年11月に中間選挙が実施される。こうした政治要因も絡み、各国とも強硬な姿勢で交渉に臨むとみられる。最悪のシナリオとしては、米国の NAFTA 離脱も想定しておく必要がある。

カナダ、メキシコからの輸入にかかる関税は、現在は一定の原産地規制を満たせばゼロとなっているが、米国が NAFTA を離脱した場合、①米国－メキシコ間では WTO で定められた最恵国待遇 (MFN) の税率、②米国－カナダ間では従前の米加自由貿易協定の税率もしくは MFN の税率が適用されることになる。メキシコやカナダからの輸入金額の大きい輸送機械や電気機器では、米国の輸入関税率の上昇が予想される (図表 1-8)。品目全体では、メキシコからの輸入価格は 3.4%、カナダからの輸入価格は同 1.5%、それぞれ上昇し、米国の輸入価格は全体として 0.6%程度上昇する見込み。

こうした輸入物価の上昇は、米国経済の下振れ要因となり、貿易を通じ世界経済に波及するほか、関税のほかにも非関税障壁の強まりを嫌気する企業が、グローバルサプライチェーンの大幅な見直しに備え、必要な投資を先送りする恐れもある。

今後、米国は、NAFTA のみならず、貿易赤字額の大きい中国や日本、ドイツに対しても、保護主義化の圧力を強めてくる可能性がある。減税やインフラ投資により米国の実質 GDP が+0.4%p 上振れた場合の、各国・地域の輸出への影響について、経済連携効果の分析に広く用いられる GTAP モデル¹を用いて試算を行った²。米国の輸入関税率が現状のままであれば各国の輸出はおしなべてプラスになる一方で、米国の輸入関税率が NAFTA 離脱時並み (平均 2.5%) に引き上げられた場合には、米国の内需増加のプラス効果よりも関税率引上げのマイナス効果が上回り、トータルでは輸出は下振れるとの結果が得られる (図表 1-9)。

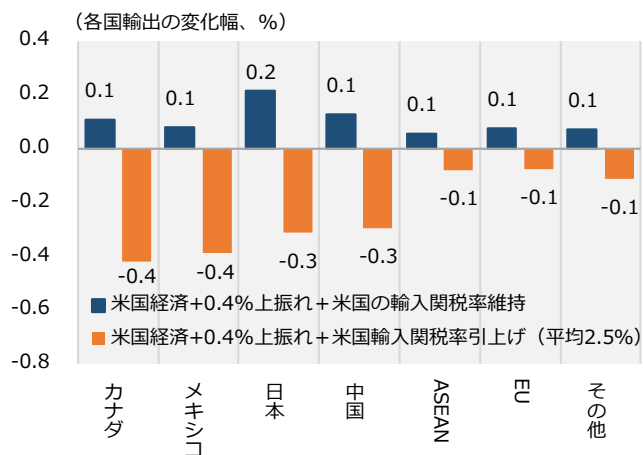
図表 1-8 NAFTA 離脱による
米国輸入関税の上昇

HSコード	品目	最恵国関税率 (%)	加・墨からの輸入額 (億ドル)
8703	乗用車	2.5	701
8708	自動車部品	1.3	318
8704	貨物自動車	23.3	232
8528	テレビ	2.5	105
8544	ケーブル	4.0	104
2710	石油	1.5	87
7108	金	2.0	62
8407	航空機用エンジン等	1.2	58
8701	トラクター	4.0	52
8537	配電盤	2.3	49

注：最恵国関税率は、HSコード6桁ベースのカナダ、メキシコからの輸入額で加重平均して算出。

出所：UN Comtrade、USITC より三菱総合研究所作成

図表 1-9 米国の保護主義化による
世界経済への波及の変化



注：GTAP モデルによるシミュレーション。

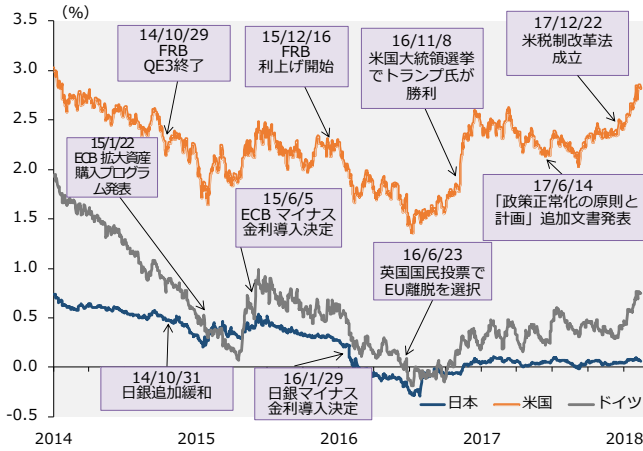
出所：三菱総合研究所作成

¹ GTAP は応用一般均衡モデルと呼ばれ、中長期的な経済の均衡状態を求めるモデル。関税率の変化によって生じる経済構造調整 (資本や労働の再配置など) を終えた状態とそれ以前の状態を比較して効果を算出。

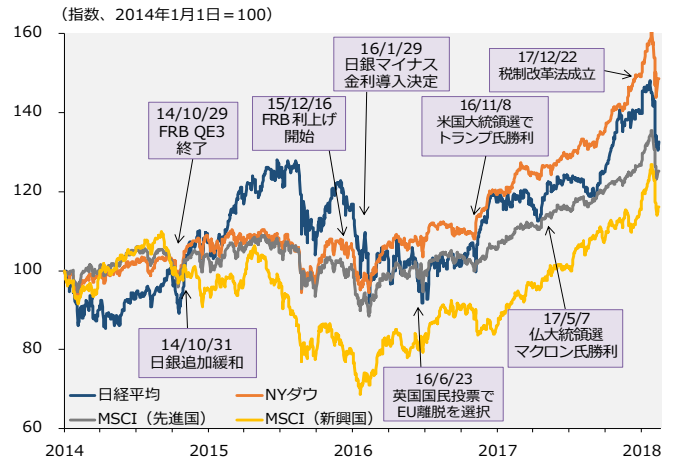
² 減税とインフラ投資によって、18年および19年の米国の実質 GDP 成長率がともに+0.4%p 押し上げられると見込んでいる (詳細は米国経済 (P.20、図表 3-4))。

世界経済・金融市場の動向

図表 1-10 日米独の 10 年物国債利回り



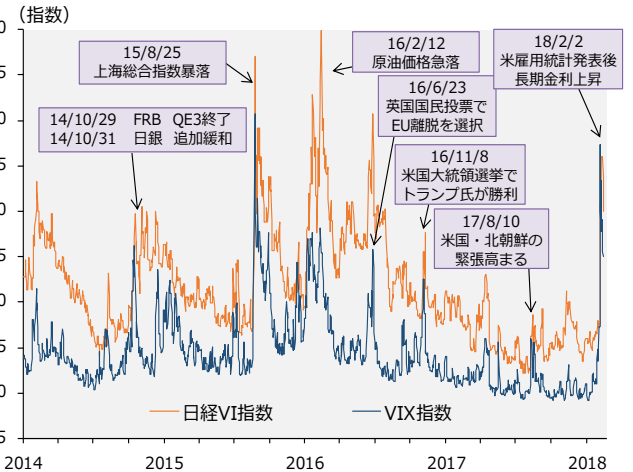
図表 1-11 世界の株価指数



図表 1-12 日米の株価収益率 (PER)



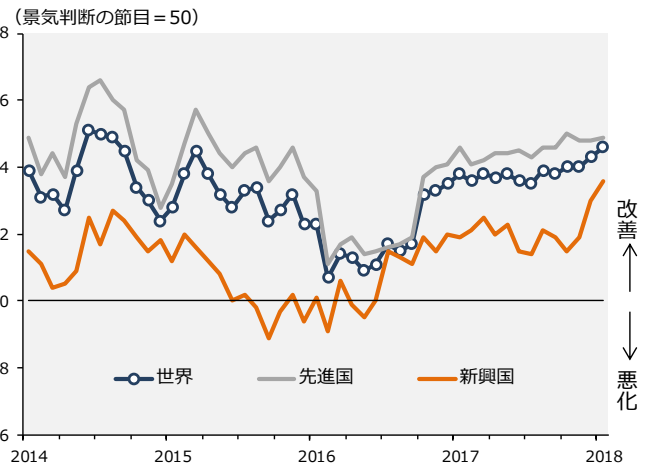
図表 1-13 日米の株価予想変動率の指数



図表 1-14 円・ユーロの対ドルレート



図表 1-15 世界の購買担当者景気指数



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。

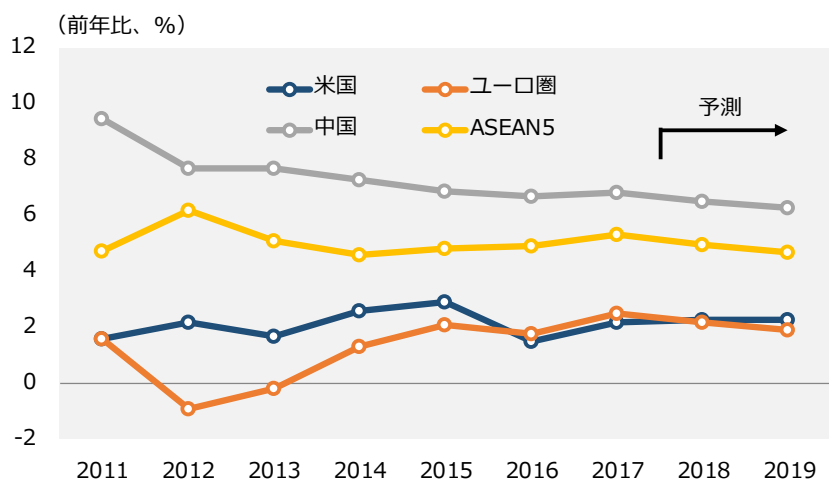
注 3：直近値は PMI 総合指数が 1 月、その他は 2 月 14 日 (日本時間)。

出所：Bloomberg

図表 1-16 2018、2019 年の海外主要国の実質 GDP 成長率予測（単位：%）

国	実績		予測	
	2016	2017	2018	2019
米国	1.5	2.3	2.6	2.1
ユーロ圏	1.8	2.5	2.2	1.9
中国	6.7	6.9	6.5	6.3
ASEAN5	4.9	5.3	5.0	4.7
インドネシア	5.0	5.1	4.8	4.6
マレーシア	4.2	6.0	5.1	4.6
フィリピン	6.9	6.7	6.5	6.5
タイ	3.2	3.7	3.3	2.9
ベトナム	6.2	6.8	6.6	6.2
香港	2.0	3.7	2.3	1.9
韓国	2.8	3.1	3.0	2.4
シンガポール	2.0	3.5	3.3	2.4
台湾	1.4	2.7	1.9	0.9
インド（年度）	7.1	6.7	7.3	7.5
ブラジル	▲ 3.6	0.8	0.5	0.9

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



図表 1-17 2017～2019 年度の日本の実質 GDP 成長率予測（単位：%）

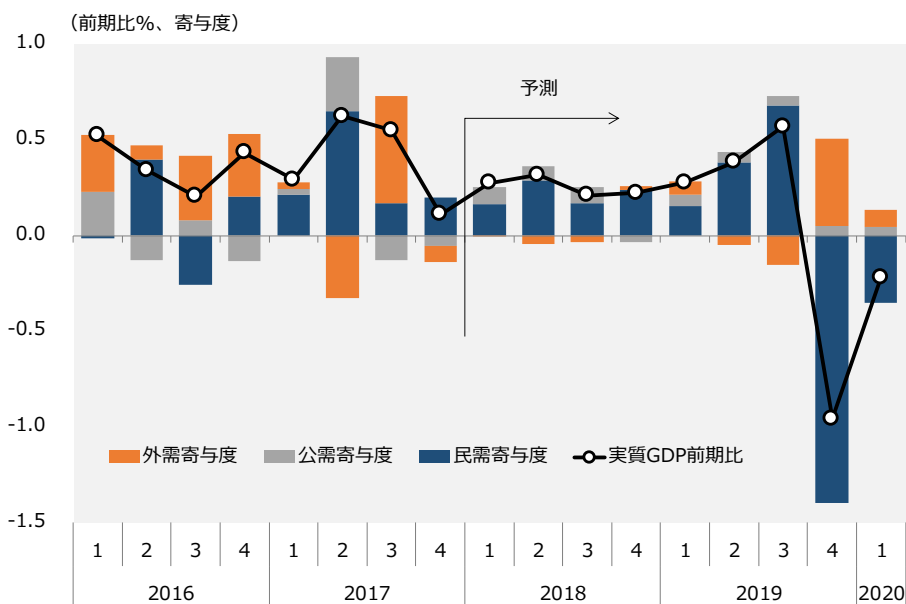
項目	実績		予測					
	2016年度		2017年度		2018年度		2019年度	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	1.2	***	1.7	***	1.1	***	0.7	***
内需	0.4	0.4	1.3	1.3	1.0	1.0	0.5	0.5
民間	0.3	0.3	1.5	1.1	1.1	0.9	0.5	0.4
民間最終消費支出	0.3	0.2	1.1	0.6	0.7	0.4	0.4	0.3
民間住宅投資	6.2	0.2	0.3	0.0	▲ 1.0	▲ 0.0	▲ 0.9	▲ 0.0
民間企業設備投資	1.2	0.2	3.2	0.5	1.5	0.2	1.2	0.2
民間在庫投資	***	▲ 0.3	***	0.0	***	0.2	***	▲ 0.0
公需	0.5	0.1	0.8	0.2	0.6	0.1	0.7	0.2
政府最終消費支出	0.5	0.1	0.5	0.1	0.8	0.2	0.7	0.1
公的固定資本形成	0.9	0.0	1.6	0.1	▲ 0.7	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
外需（純輸出）	***	0.8	***	0.3	***	0.1	***	0.2
輸出	3.4	0.6	6.4	1.0	3.1	0.5	1.9	0.3
輸入	▲ 1.0	0.2	4.3	▲ 0.7	2.7	▲ 0.5	1.0	▲ 0.2
名目GDP	1.0	***	1.7	***	1.6	***	2.1	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-18 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	0.3%	0.6%	0.6%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	-1.0%	-0.2%	
	前期比年率	1.2%	2.5%	2.2%	0.5%	1.1%	1.3%	0.8%	0.9%	1.1%	1.5%	2.3%	-3.8%	-0.9%	

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所



2. 日本経済

(1) 概観

内需の底堅さを背景に 8 四半期連続のプラス成長

日本経済は緩やかに回復している。17年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比+0.1%（年率+0.5%）と8四半期連続のプラス成長となった。1%程度とされる潜在成長率を下回る伸びであるが、17年4-6月期、7-9月期の高い伸びと均してみれば、堅調な結果といえよう。

消費は、スマートフォンや白物家電など耐久財消費が増加し、同+0.5%と7-9月期の減少分を取り戻す回復をみせた。設備投資も5四半期連続のプラスであり、内需は回復基調を維持している（図表2-1）。外需は、輸出がアジア向けの半導体関連財の輸出などに牽引され、同+2.4%と増加した一方、輸入も同+2.9%と高い伸びとなり、10-12月期の外需寄与度は▲0.0%pとなった。

米株安が日本株にも波及、一時的な景気下押し要因に

実体経済は堅調に推移しているが、金融市場は不安定化している。18年2月上旬には、米国の株安によるリスク回避的な売りが日経平均にも波及し、18年1月に比べて2千～3千円程度低い水準で推移している。消費者マインドと株価の連動性は高く、17年以降の株高が消費の追い風となっていただけに、株価の調整が短期的には消費マインドの重石となることは避けられないであろう。

ただし、依然として割高感の残る米国株価に比べ、日経平均の予想PER（株価収益率）は足もとで15倍台まで低下しており、05年以降の平均（17.4倍）と比較しても低い。今後、企業の想定為替レート（110円程度）よりも大幅に円高が進行すれば、企業収益の下振れ要因になるが、基本的には、米国株の調整が一巡すれば、日本株も値を戻すとみており、一時的な下押し要因にとどまる見込み。

6年目のアベノミクス、潜在成長率は上昇

8四半期連続の経済成長となったが、中長期的に重要になるのは潜在的な成長力だ。アベノミクスは6年目を迎えた。企業収益の改善に比べて、雇用者報酬など分配面の回復の鈍さが目立つなど課題はあるものの、労働参加率の上昇などにより、中長期的に低下傾向にあった潜在成長率が持ち直している。当社の推計によると、10年前後には前年比+0.5%程度にまで低下していた日本の潜在成長率は、13年以降の労働参加率の上昇と設備投資増加に伴う資本蓄積により、同+1.1%まで改善した（図表2-3）。

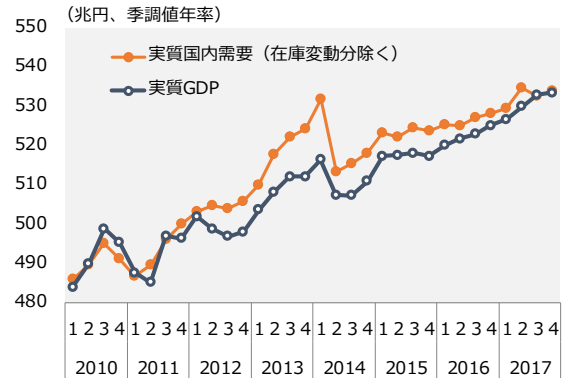
しかしながら、労働参加率の上昇にも限界がある。今後はTFP（全要素生産性）を引き上げることができなければ、20年以降の潜在成長率は再び低下を余儀なくされる。中長期的に成長力を高めていくために、デジタル社会に対応した規制改革や、企業の情報化投資を促進する政策等を迅速に実行していく必要がある。生産性の向上は賃金の上昇を通じて、消費の本格的な回復にも貢献するだろう。仮に、19年1月まで現在の景気回復局面が持続すれば、回復期間は74ヶ月となり、戦後最長となる。

(2) 輸出・生産の動向

輸出・生産は回復を持続

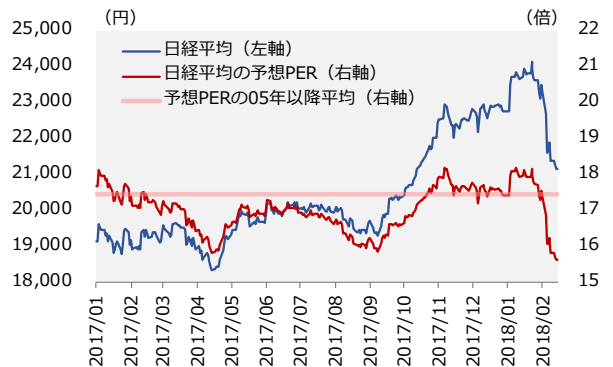
17年10-12月期の輸出は、季調済前期比+2.4%と増加した（図表2-4）。財別の内訳をみると、半導体

図表 2-1 実質 GDP



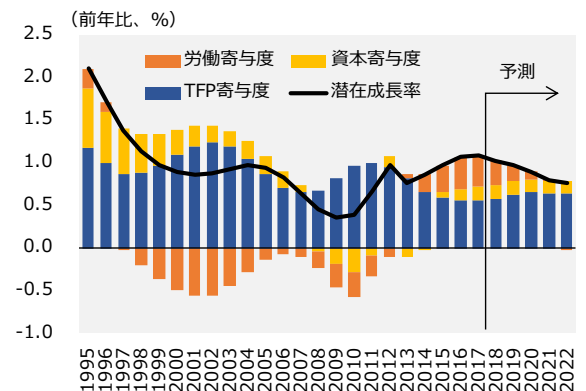
出所：内閣府「国民経済計算」

図表 2-2 日経平均株価と予想 PER



注：予想PERは12ヶ月先予想PER。
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 2-3 潜在成長率

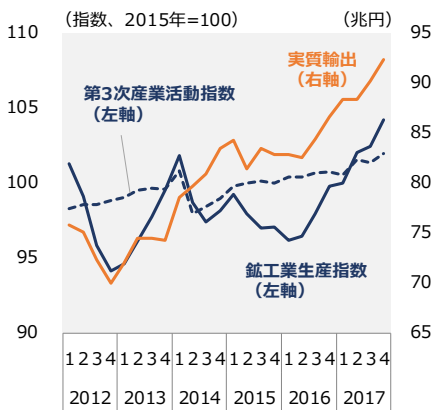


出所：各種資料より三菱総合研究所作成

製造装置や電子部品・デバイス（主にアジア向け）の伸びが顕著であり、輸送用機械や一般機械も堅調に推移している（図表 2-5）。

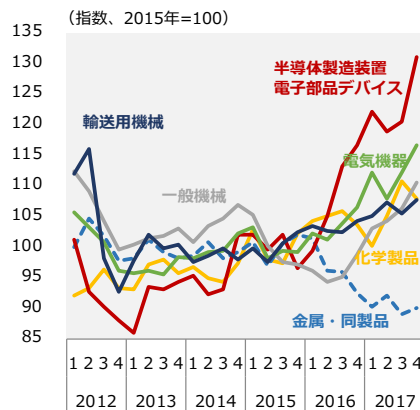
好調な輸出を背景に、生産も拡大基調となっている。17年 10-12 月期の鉱工業生産は、季調済前期比 +1.8%と 7 四半期連続の増加となった（図表 2-4）。業種別の内訳をみると、はん用・生産用・業務用機械、輸送機械、電子部品・デバイスなど輸出主導型の業種を中心に生産の拡大が続いている（図表 2-6）。

図表 2-4 輸出・生産



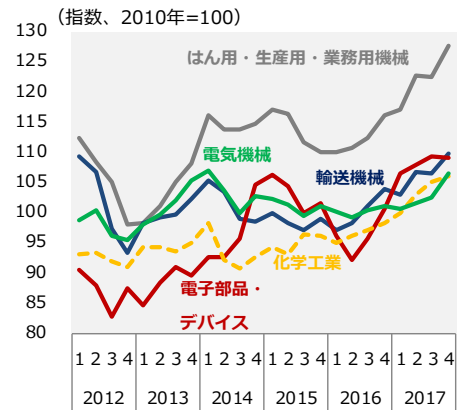
注：第 3 次産業活動指数は、2010 年基準の系列を 2015 年平均値=100 として指数化。
出所：経済産業省「鉱工業指数」、「第 3 次産業活動指数」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 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



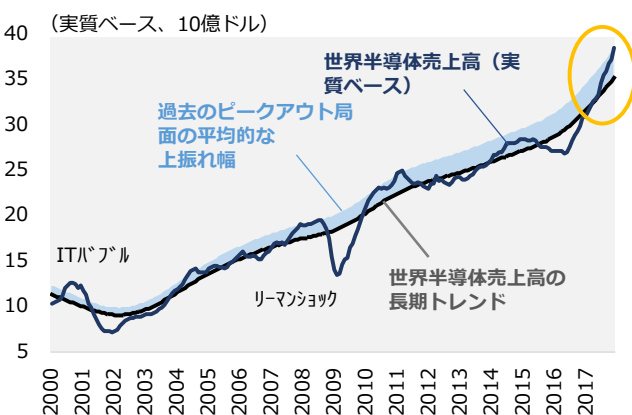
出所：経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

半導体需要の増勢は鈍化へ

先行きの注目点は、輸出・生産の牽引役となっている半導体関連需要だ。世界半導体売上高（実質）のトレンドからの上振れ率は、IT バブル時に比べれば小さいものの、過去の平均的なピークアウト水準を超えている（図表 2-7）。AI や IoT 関連需要、車載需要などのニーズの多様化もあり、トレンドとしては増加基調を維持するものと予想するが、今後伸びが鈍化していくことが見込まれる。WSTS（World Semiconductor Trade Statistics：世界半導体市場統計）が 17 年 11 月に示した予測によれば、世界の半導体市場は 17 年の前年比 +20.6% に対して、18 年は同 +7.0% と成長率は鈍化する見通しである。

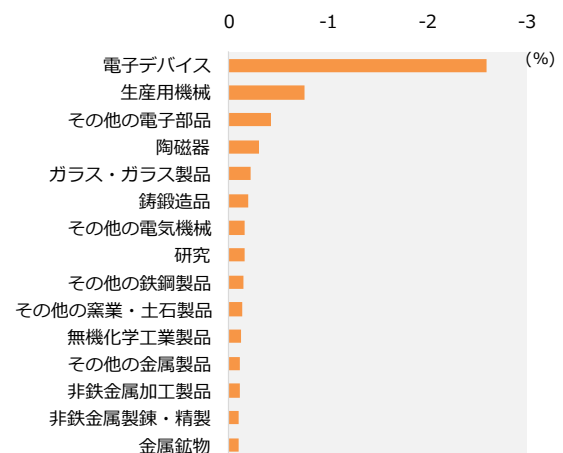
仮に、世界半導体需要の伸びが鈍化し、長期トレンド水準まで調整された場合、日本の GDP を ▲0.27 兆円（▲0.05%）押し下げる可能性がある³。産業別にみると、電子デバイス産業のみならず、鉄鋼製品やガラス製品といった基礎素材産業や、研究開発分野まで幅広くマイナスの効果が波及する（図表 2-8）。

図表 2-7 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 2-8 半導体市場の増勢が鈍化した場合の産業別生産低下率



注：日本からの半導体及び半導体製造装置輸出が 3.7% 減少すると仮定。なお、半導体製造装置は生産用機械に含まれる。
出所：総務省「産業連関表（2011 年表）」より三菱総合研究所作成

³ 具体的には、世界半導体需要の実績とトレンドが 3.7% 乖離していることから、この分が減少すると想定し、日本からの半導体及び半導体製造装置輸出も 3.7% 減少すると仮定した。

内外需の回復を背景に、輸出・生産は回復を持続

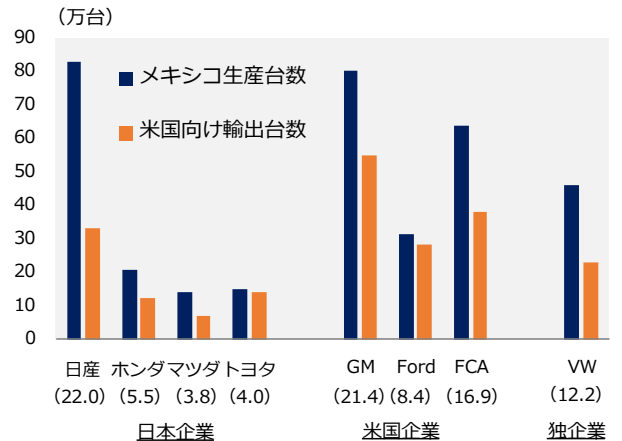
輸出の先行きは、上述のように半導体関連需要は伸びの鈍化が見込まれるものの、全体としては堅調な世界経済を背景に、18年度+3.1%、19年度+1.9%と回復を続けると予想する。鉱工業生産は、18年度以降は所得環境の改善に基づく内需の拡大が期待されることから、18年度+2.1%、19年度+1.1%と緩やかな回復を見込む。

米国の保護主義姿勢の強まりは、日本メーカーのグローバル戦略を左右

輸出・生産を巡る先行きのリスクとしては、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米国・中国経済の同時急減速、③米国の保護主義姿勢の強まり）がある。③について、最悪の場合、米国のNAFTA離脱も想定されるが、これは日本にとっても直接的なリスクとなる。主要自動車メーカーのメキシコでの生産台数をみると、日産など日系4社で133万台を生産しており、そのうち米国向けに67万台が輸出されている（図表2-9）。米国がNAFTAを離脱した場合、日系メーカーの米国向け輸出も直接的に影響を受ける。また、日系メーカーがグローバル生産拠点の再編などに備え、日本国内の投資や賃金を抑制する可能性もある。

米国は、18年1月に中国製の太陽光パネルや韓国製の洗濯機を想定した緊急輸入制限（セーフガード）を発動するなど、保護主義色を鮮明化させつつある。こうした圧力をかける動きが、日米経済対話などを通じて日本へ波及する可能性は十分にある。米国の保護主義姿勢の強まりには警戒が必要だ。

図表 2-9 自動車メーカーのメキシコ生産台数



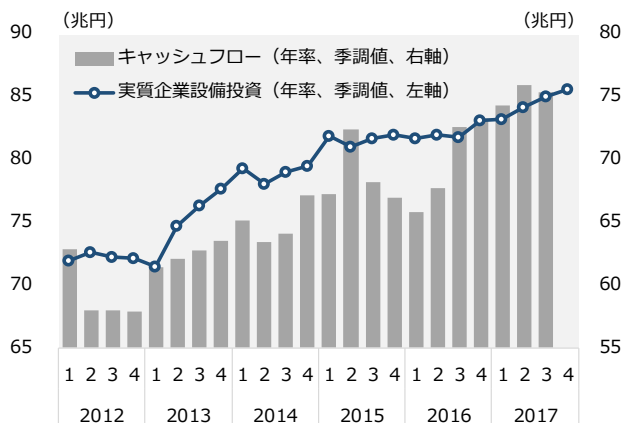
注：17年のデータ。（ ）内はメキシコにおける生産台数のシェア、%。
出所：Marklines より三菱総合研究所作成

(3) 設備投資の動向

設備投資は回復を持続

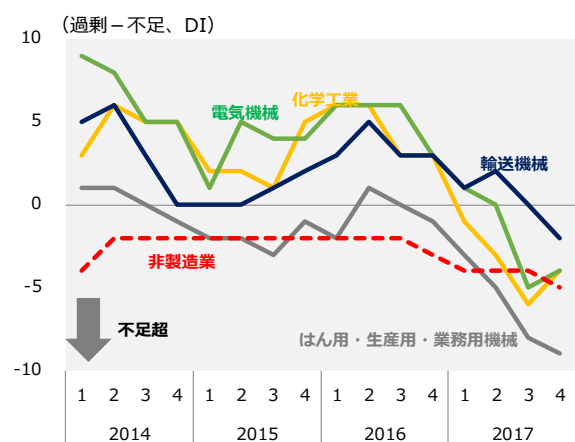
17年10-12月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+0.7%となり、回復を持続している（図表2-10）。企業の設備不足感も一層強まっており、業種別にみると輸出、生産が拡大しているはん用・生産用・業務用機械や電気機械等で特に不足感が強まっている（図表2-11）。

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」

図表 2-11 設備判断 DI (業種別)



出所：日本銀行「短観」

蓄積された現預金が投資に振り向けられるか

13年以降の企業の資産増加額をみると、13年以降は「投資その他の資産」および「現金・預金」の増加が顕著だ（図表2-12）。前者は主に海外進出に向けた株式取得やM&A等であり、グローバル需要の取り込みに向けた投資と解釈できるが、後者の現金・預金の積み上がりは課題だ。長期的な経済成長を实

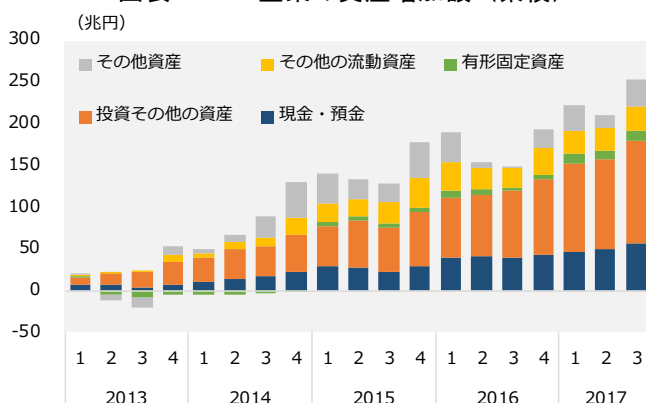
現するためには、この投資余力を IoT、AI 等の導入による生産性の大幅な向上に向けた情報化投資や、新市場開拓のためのより積極的な研究開発投資等に振り向ける必要がある。

情報化、研究開発投資については、企業マインドに変化が現れ始めている。一般社団法人電子情報技術産業協会 (JEITA) が企業経営者あるいはマネージャー職に対して行ったアンケート調査によれば、17年時点において「IT 投資が極めて重要」と考える企業は 26%となり、13年の調査結果 (16%) から増加した (図表 2-13)。米国との差はありながらも、日本企業の情報化投資への意識は変わりつつある。

また、こうした積極的な設備投資、情報化投資を後押しするための政策として、18年度の税制改正では、情報連携投資等の促進に係る税制などが盛り込まれた。これらの制度を最大限に活用すれば、現行の法人実効税率 29.74%が、20%程度まで下がることになり、企業に対する一定のインセンティブとなることが期待される。これら減税の効果として、設備投資を最大で+0.8%p程度、実質 GDP を+0.1%p程度押し上げる可能性がある (詳細はトピックス (P.19) 参照)。

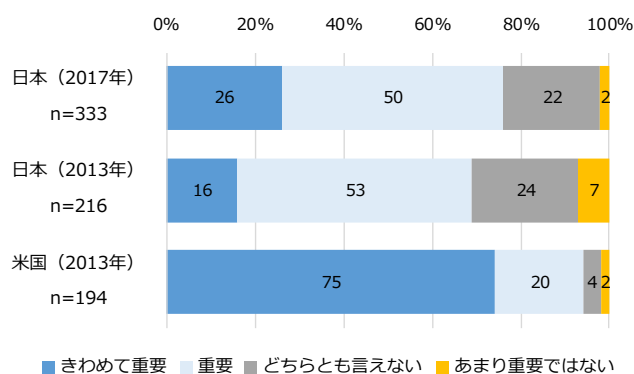
以上を踏まえ、先行きの設備投資は、18年度+1.5%、19年度+1.2%と回復持続を予測する。企業収益やマインドの改善、輸出・生産の拡大に加え、上記の税制改正も一定の後押しとなろう。なお、19年度予測には消費税引上げの影響を織り込んでいる。前回 14年の消費税引上げ時と同様に、リース業などを中心に駆け込み需要と反動減が予想される。

図表 2-12 企業の資産増加額 (累積)



注：12年 10-12月期からの累積増加額。
出所：財務省「法人企業統計」

図表 2-13 企業における IT 投資の重要性



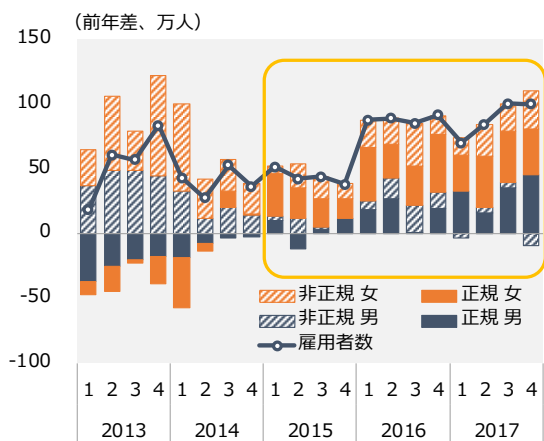
注：従業員数 300人以上の企業が対象。
出所：JEITA/IDC Japan「2017年 国内企業の「IT 経営」に関する調査」

(4) 雇用の動向

雇用環境は引き続き改善

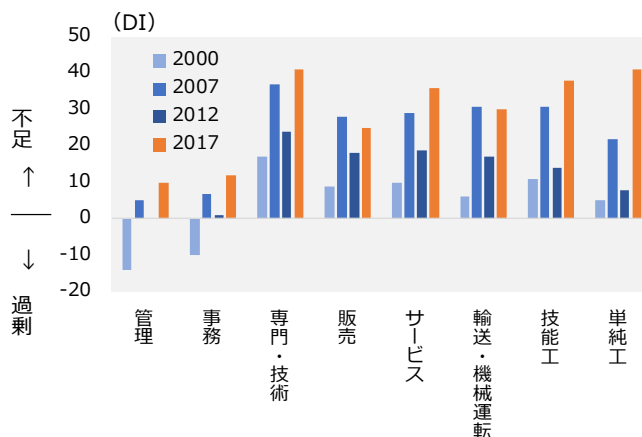
雇用環境は引き続き改善している。17年 10-12月の就業者数は前年比+62万人となり、24四半期 (6年) 連続の増加となった。雇用者数増減の内訳をみると、正規雇用の伸びが一段と拡大しており、人手不足を背景に、非正規雇用の正規化など労働条件の改善も進んでいる (図表 2-14)。

図表 2-14 雇用者数の増減内訳



出所：内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 職種別の労働者過不足判断 DI



注：過去の景気の山谷局面を比較。各年 11月時点。
出所：厚生労働省「労働経済動向調査」より三菱総合研究所作成

労働供給のバッファは縮小、需給ミスマッチの解消がポイント

概観 (P.10) で述べたように、就業者数の増加は日本経済の潜在成長率底上げに大きく寄与してきたが、労働力率の上昇が進むなかで、追加的な労働供給余地は小さくなってきている。人手不足の緩和に向けては、労働需給のミスマッチ緩和がポイントとなる。

職種別の労働者過不足をみると、管理や事務などに比べ、現場での労働力不足感はおしなべて強い。専門・技術職や技能工など、専門性の高い人材の不足感は恒常的に強いほか、13年以降の景気回復局面の特徴として、低スキルの単純工でも不足感が急速に強まっている⁴ (図表 2-15)。

こうした状況を受けて、企業の採用姿勢にも変化がみられる。人材を確保するために、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、企業内訓練などを通じて採用後にスキルのミスマッチを埋めていく動きである。

(5) 所得の動向

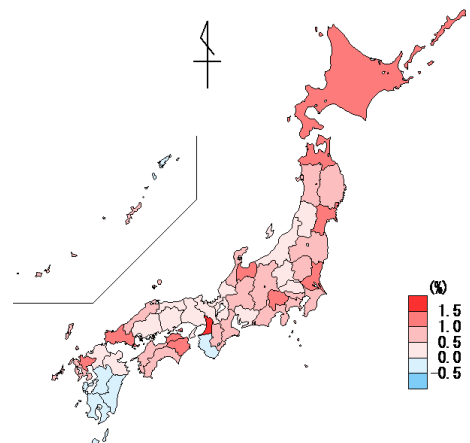
賃金は緩やかに上昇も、力強さに欠ける

労働需給逼迫を背景に、所得環境は緩やかに改善が進んでいる。17年10-12月期において、正規雇用などの一般労働者の所定内給与は前年比+0.4%と緩やかながらも増加基調を維持しているほか、雇用者全体の3割を占めるパートタイム労働者も時間当たり所定内給与は同+2.0%と増加。

12年以降の所定内給与の増加率を都道府県別にみると、全47のうち43都道府県で増加している。労働需給の逼迫や最低賃金の引上げなどから、短時間労働者の時給を中心に地方でも賃金が上昇している (図表 2-16)。

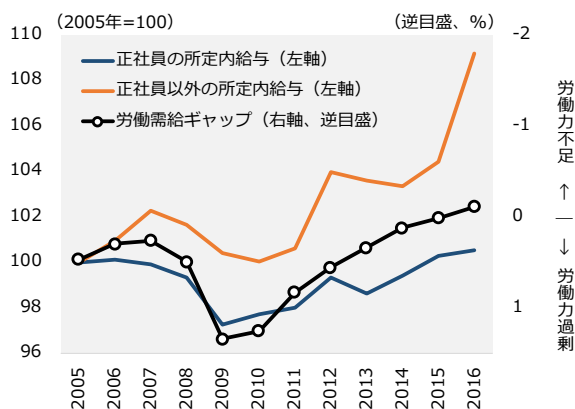
このように賃金は緩やかな改善をみせているが、労働需給の逼迫状況に比べて、正社員の賃金の伸びは依然として鈍い (図表 2-17)。日本政策投資銀行による大企業を対象とする調査をみても、人手不足に対する対応として、「賃上げ」を挙げる企業はわずかだ (製造業で3%、非製造業で10%)。

図表 2-16 都道府県別の所定内給与増加率



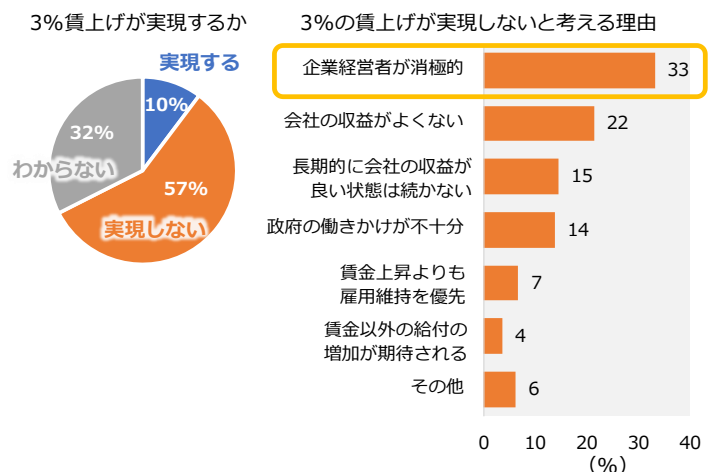
注：12年から16年の平均増加率。一般労働者と短時間労働者を加重平均して算出。
出所：厚生労働省「賃金構造基本調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-17 労働需給ギャップと賃金



注：所定内給与。一般労働者と短時間労働者の平均。短時間労働者は時間と日数を固定し、時給の変化分を抽出して計算。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「賃金構造基本統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 3%賃上げ実現に対する見方



注：サンプル5,000人のうち、就業者3,178人を抽出して集計。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(18年1月実施、回答者5,000人)

⁴ 背景として、単純工への労働需要が増えたというよりは、これまで希望する仕事がないがゆえに、低スキルの単純工での就業を余儀なくされていた人が、本来のスキルを生かせる他の職種に転職するケースも増加しているとみられる。希望する職業への移動は望ましいことだが、それがゆえに新たな人手不足が生じている。

賃上げ実現の可能性について、労働者サイドは懐疑的な見方

当社の生活者市場予測システム（mif）を使い、生活者5千人を対象に賃上げ3%実現の可能性について調査したところ、3%の賃上げが実現すると考えている人は全体の10%にとどまるという否定的な結果となった。実現しないと思う57%に対し、実現しないと思う理由を尋ねたところ、企業経営者が賃上げに消極的なため（33%）が最も多くなっており、前出の日本政策投資銀行の結果とも整合的だ。一方で、教育費や各種補助など賃金以外の給付の増加が期待される、との回答はわずか4%にとどまった（図表2-18）。

こうしたなか、安倍首相は、経団連に対し18年度の春闘で「3%以上の賃上げ実現を期待する」と発言。政策面でも、一人当たりの給与を増やした企業に対して、法人税の税額控除を行う所得拡大促進税制を18年度から拡大し、企業の賃上げを後押しする方針だ⁵（詳細はトピックス（P.19）参照）。

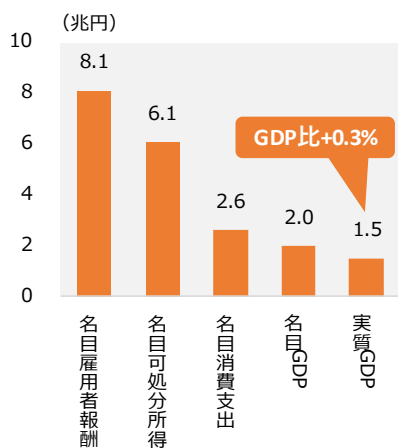
3%賃上げ実現で実質GDPを+0.3%押し上げ

仮に、3%の賃上げが実現した場合、日本経済へはどのようなインパクトがあるだろうか。3%の賃上げが中小企業も含めて全体に波及した場合、名目雇用者報酬は8.1兆円増加する。税や社会保険料負担などを除いた可処分所得ベースでは6.1兆円の増加。過去の平均的な限界消費性向をもとに、消費の増加分を推計すると、名目消費支出は2.6兆円の増加となる。結果として、実質GDPを+1.5兆円（GDP比+0.3%）押し上げるとみられる（図表2-19）⁶。本推計は、賃上げが企業規模を問わず全体に波及した場合として試算をしている。人手不足がより深刻な中小企業では、既に賃上げの動きが広がっていることから追加的な賃上げ余地は小さい可能性がある点には留意が必要だ。

ちなみに、上記のmifアンケートによると、月1万円の賃金上昇が5年間継続することが見込まれる場合、賃金上昇が1年限りの場合に比べて、平均的に毎月約600円分消費が増えるとの結果となった（図表2-20）。1年あたりの所得の増加幅が同じであっても、それがより長期にわたって継続される見込みが高まれば、足もとの消費を増やす効果が見込まれる。

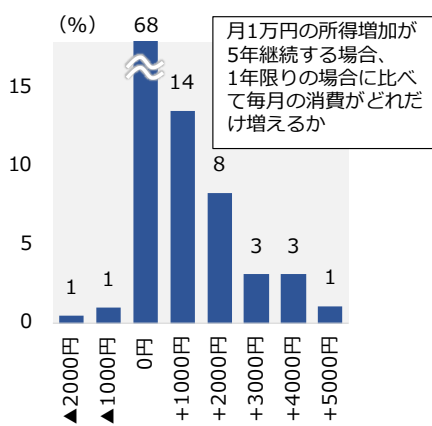
しかしながら現実には、今後の雇用・所得環境に対する就業者の見方は慎重だ。先行き1年の雇用・所得環境は、現状と変わらないと予想する声が多い一方で、5年先に関しては雇用・所得環境ともに悪化すると見方が増加する（図表2-21）。図表2-20で示したように、雇用・所得環境の先行きに対する見方は、現在の消費行動に影響する。経済の好循環をより確かなものとするために、企業経営者の意識の転換も含めて、賃上げに向けた前向きなモメンタムを形成できるかが注目だ。

図表 2-19 3%賃上げの経済効果



出所：三菱総合研究所作成

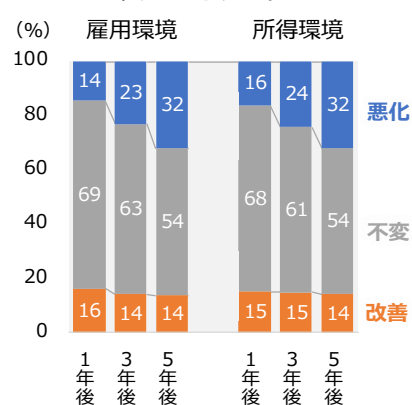
図表 2-20 賃金上昇継続時の消費の増加割合



注：サンプル5,000人のうち、就業者3,178人を抽出して集計。

出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート調査（18年1月実施、回答者5,000人）

図表 2-21 先行きの雇用・所得環境に対する見方



注：サンプル5,000人のうち、就業者3,178人を抽出して集計。

出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート調査（18年1月実施、回答者5,000人）

⁵ 財務省「租税特別措置の適用実態調査の結果に関する報告書」によると、所得拡大税制は13年度から実施されており、最新の実績が公表されている15年度には約9万法人が利用し、3千億円近い減税効果があった。

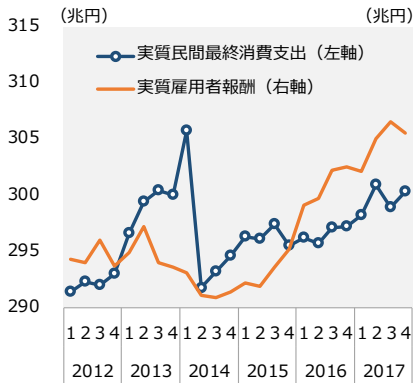
⁶ 3%の賃上げには、定期昇給分（約1.9%）が含まれているが、定昇分も含めたトータルの経済効果として算出。

(6) 消費の動向

消費は堅調持続、雇用・所得環境の改善に加え、株高も追い風に

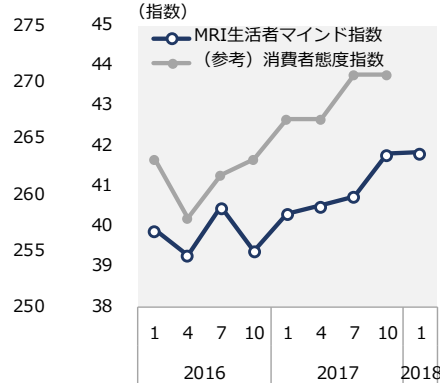
17年10-12月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.5%と再び増加に転じ、消費の堅調ぶりを示す結果となった(図表2-22)。消費者マインドも引き続き改善局面にある。前出のmifアンケートを用いて、消費支出に対する姿勢の変化を指数化したMRI生活者マインド指数によると、18年1月に41.9となり、比較可能な16年1月以降で最も高い水準となった(図表2-23)。消費姿勢改善の要因としては、「賃金所得の増加」が最も多いほか、「金融資産からの財産所得の増加」が3ヶ月前と比べても増加している(図表2-24)。

図表 2-22 消費支出と雇用者報酬



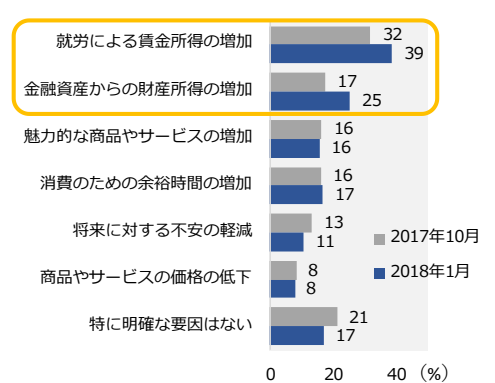
出所：内閣府「国民経済計算」

図表 2-23 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

図表 2-24 消費姿勢改善の要因



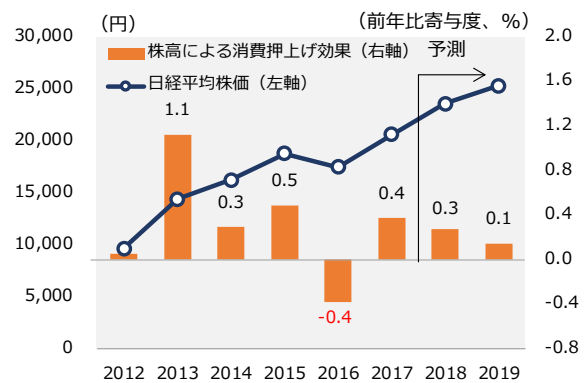
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(18年1月・17年10月実施、回答者5,000人)

18年度にかけて消費は緩やかな回復傾向を維持

先行きの消費は、18年1-3月期は、株安による消費者マインドの下振れや天候不順などから、やや弱めの動きとなる可能性があるが、19年度までを見通せば、労働需給逼迫を背景とした賃金の緩やかな上昇、消費マインドの改善などを背景として、全体として消費は緩やかなペースで回復していくとみる。

株価については、18年度末にかけて株価が2万5千円程度まで緩やかに上昇することを前提としているが、それでも株高による消費の押し上げ効果は、18年度が+0.3%p、19年度が+0.1%pと剥落していく見込み(図表2-25)。また、リスクシナリオとして、米国の一段の株安に伴って日本株も下落する可能性はある。仮に日経平均株価が▲10%下落した場合、消費は▲0.3%p程度の下振れ要因となる。

図表 2-25 株価と消費への資産効果



出所：株価の実績は日本経済新聞社、予測と寄与度推計は三菱総合研究所

これらを踏まえ、18年度の実質民間最終消費支出は、前年比+0.7%を見込む。19年度は、2020年の東京五輪に向けた特需も徐々に顕現化してくるものの、資産効果の剥落が予想されるほか、19年10月の消費税率引上げによる年度後半の実質所得の低下の影響もあり、同+0.4%と伸び鈍化を予測する。

(7) 住宅投資の動向

貸家頼みの高水準の住宅着工は持続せず

17年10-12月期の新設住宅着工戸数は、年率95万戸と引き続き高水準で推移しているが、17年4-6月期の同100万戸でピークアウトした可能性が高い(図表2-26)。相続税の節税対策からアパートなど貸家の着工が高水準で推移してきたが、首都圏を中心に空室率が上昇しており、供給過剰感が強まっている。貸家着工増加の背景にあった地方銀行による個人向けアパートローンは、17年入り後に減少に転じている。

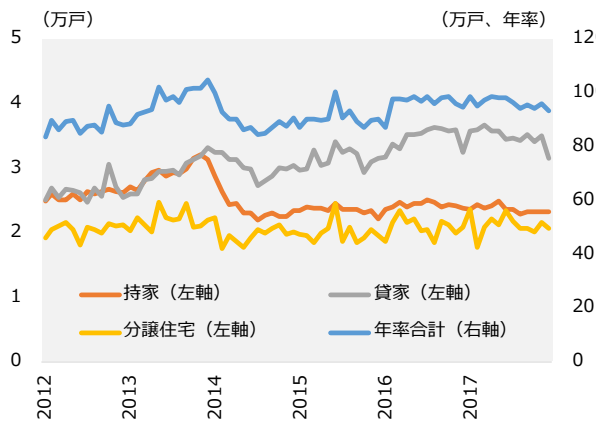
世帯数のピークアウトから、中期的にも着工減少へ

19年度にかけての住宅着工は、持家と分譲住宅の低調な推移が続くなか、貸家着工も調整局面に入るとみられ、消費税引き上げの影響を除くベースラインとしては、緩やかに減少していくとみられる。

国立社会保障・人口問題研究所から18年1月に公表された世帯数の将来見通しによると、単身世帯の増加などから、前回(13年時点)の推計から上方修正され、世帯数のピークも19年から23年に後ずれした(図表2-27)。ただし、住宅需要が構造的に減少していく姿に変わりはない。

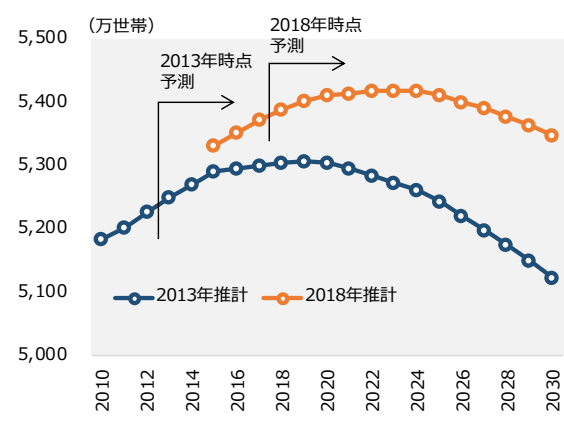
18年度の住宅着工は、消費税増税前の駆け込み需要もあり、95万戸と高めの水準を維持すると予測するが、駆け込み需要が剥落する19年度は90万戸と大きく減少する見込み。20年度以降も、世帯数のピークアウトなどから新築住宅着工戸数は趨勢的に減少していくとみられ、25年度で80万戸弱を予測する。GDPの需要項目のなかでは住宅投資は慎重にみている。

図表 2-26 新設住宅着工戸数



出所：国土交通省「住宅着工統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-27 世帯数の見通し



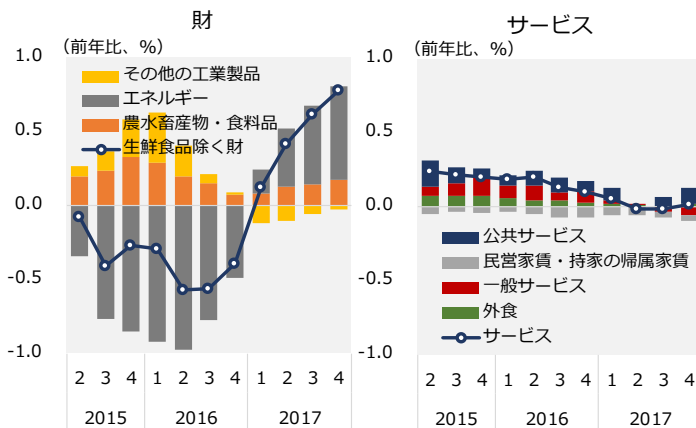
出所：国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計(全国推計)」より三菱総合研究所作成

(8) 物価の動向

物価の基調は依然として弱い

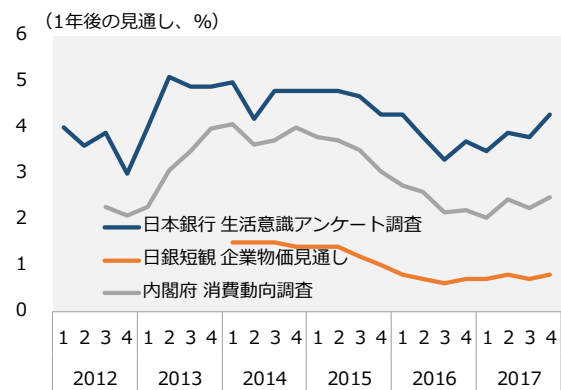
17年10-12月期の消費者物価指数は、生鮮食品除く総合が前年比+0.9%と4四半期連続で上昇。エネルギー価格が上昇(前年比+8.2%)した影響が大きく、その他の財やサービス価格は横ばい圏内で推移した(図表2-28)。生鮮食品・エネルギー除く総合は同+0.3%となった。企業や家計の予想物価上昇率は依然として低位で推移しているが、一部の指標では伸びが緩やかに拡大する動きもみられる(図表2-29)。

図表 2-28 消費者物価



出所：総務省「消費者物価指数」

図表 2-29 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。足もとの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ものの、内生的な物価上昇圧力は強まりが予想される(図表2-30)。マクロの需給ギャップは、17年度に+0.7%とプラスに転じる見込みであり、18年度、19年度も潜在成長率並みの成長が予想されること

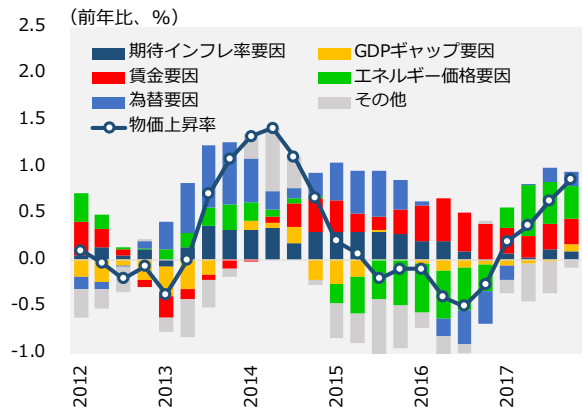
から、継続的な物価の押し上げ要因となろう。また、労働需給の逼迫などによる賃金の上昇も物価上昇への追い風となろう。

物価見通しの前提となる為替と原油価格は次のように設定した。為替は、日米の金融政策の行方に左右される。18年度は米国の利上げが先行することから110円台前半まで円安が進むものの、19年度は日本でも金融政策の出口が市場で意識され始めることから、横ばい圏内で推移するとみている。また、原油価格（WTI）は、19年度末にかけて60ドル程度の横ばい圏での推移を見込む。

これらを踏まえると、生鮮食品除く総合（コア CPI）は、18年度前半には前年比+1%を上回ってくるとみられるが、19年度にかけては、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。17年度は前年比+0.7%、18年度は同+1.2%、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。

日銀の金融政策が本格的な出口に向かうのは20年以降となろう。目標とする安定的な2%の実現にはまだギャップがあるためだ。ただし、2%達成まで現在の金融市場調整方針をそのまま維持するとは限らず、国債の需給など金融市場の状況をにらみつつ、19年度中には長期金利の操作方針に若干の変更を加えてくる可能性は十分に考えられる。

図表 2-30 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）。期待インフレ率は日本銀行「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

(9) まとめ

緩やかな成長持続を予測も、世界経済の下振れリスクには警戒が必要

17年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比+0.1%（年率+0.5%）と8四半期連続のプラス成長となった。輸出のみならず、消費や設備投資など内需が回復しており、前向きな経済の好循環が回りつつあることを示す結果となった。

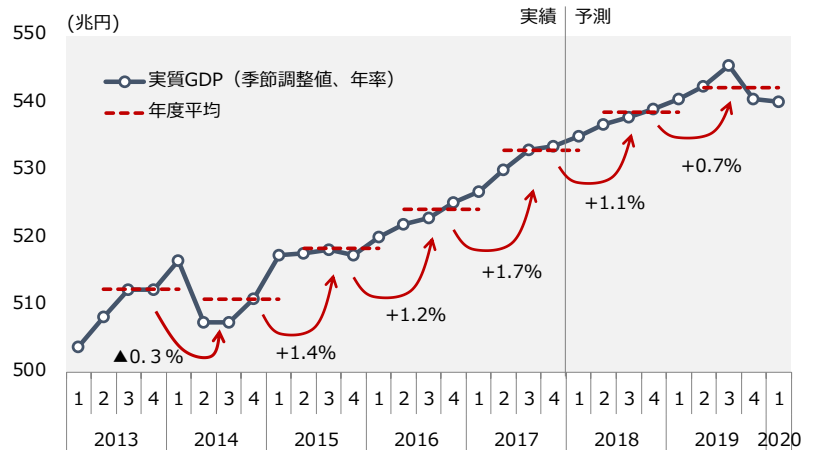
先行きは、輸出・生産の堅調が予想されるなか、雇用・所得環境の改善による内需の前向きな循環が回り始めており、18年度は+1.1%と潜在成長率並みの成長を見込む。19年度も緩やかな景気拡大持続を予想するが、消費税率引上げ（19年10月）の影響から+0.7%と若干の減速となろう。日本経済の実質GDP成長率（前年比）は、17年度+1.7%、18年度+1.1%、19年度+0.7%と予測する（図表2-31）。前回見直し（12/8）から17年度は▲0.1%pの下方修正、18年度は+0.1%pの上方修正。

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

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

ただし、総論（P.2-5）で挙げた3つの世界経済リスク（①金融市場のリスク回避姿勢の強まり、②米国・中国経済の同時急減速、③米国の保護主義姿勢の強まり）が顕在化すれば、輸出・生産の下振れや株価の下落などを通じて、日本経済の緩やかな景気回復シナリオにも負の影響が及ぶであろう。

図表 2-31 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

トピックス：平成30年度税制改正の経済効果

経済好循環の流れの加速に向けて、税制面からも企業を後押し

平成30年度の税制改正大綱が17年12月に閣議決定された。日本経済は、好循環の流れを確かなものにできるかの正念場にある。今回の税制改正では、デフレ脱却と経済再生に向けて、企業の賃上げと生産性の向上を後押しする内容が盛り込まれた。

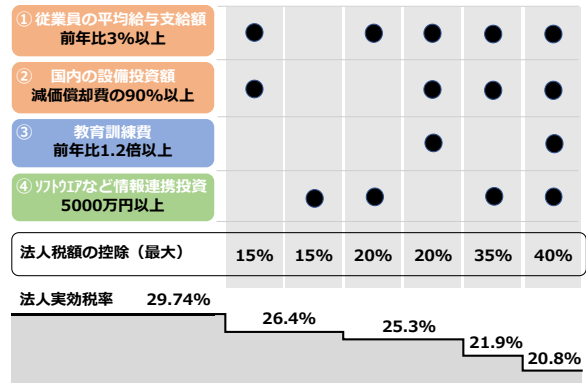
法人税は、①賃上げ率3%以上、②国内の設備投資額が減価償却費の90%以上、③教育訓練費1.2倍以上、④ソフトウェアなどの情報連携投資5,000万円以上の4つの条件が設定され、達成の組み合わせによって、減税幅が異なる仕組みとなっている。例えば、①と②、あるいは④のみの場合は、現行29.74%の法人税実効税率が最大で26.4%にまで引き下げられる。また、①～④の全てを達成した企業は、最大で20.8%まで実効税率が引き下げられる可能性がある(図表2-32)。一方で、一定の収益増加にもかかわらず、賃上げと設備投資に消極的な大企業には、各種の租税特別措置の適用を除外するなど、アメとムチを組み合わせた制度である。

なお、上記②について、減価償却費に対する設備投資の比率が90%未満となっているのは中小企業が中心であり、中小企業の投資を後押しする可能性が高い。

実質GDPの押し上げ効果は、最大で+0.4%p

賃上げと投資増加が実現した場合、日本の実質GDPは、最大で+0.4%程度押し上げられる可能性がある(図表2-33)。前述(P.15)のとおり賃上げ3%の実現で最大+0.3%p程度押し上げられるほか、減価償却費の90%の投資実現や情報連携投資の促進により、+0.1%p程度の寄与が見込まれる。教育訓練費の増加は、短期的にはGDPに影響はないものの、中長期的な潜在成長率の押し上げ要因となろう。

図表 2-32 税制改正による法人実効税率の引下げ



注：法人実効税率は、東京都の外形標準課税対象法人（年800万円超所得分）の標準税率より計算。地方法人特別税を含み、外形標準課税の付加価値割及び資本割は含まない。出所：三菱総合研究所作成

図表 2-33 平成30年度税制改正の影響

	主な内容	導入時期	マクロ経済への影響	
			実質GDPへの影響	
法人税				
所得拡大促進税制	①賃上げ率3%以上 ②国内設備投資 ≥ 減価償却費の9割 (③教育訓練費1.2倍以上) を達成した場合に賃上げ額の一定割合を税額控除	2018年4月から3年間	賃上げ率3%の実現 国内設備投資 ≥ 減価償却費の9割 教育訓練費1.2倍以上 情報連携投資	+0.29%p +0.06%p - +0.06%p
情報連携投資等の促進に係る税制	④データ連携・高度利活用など質の高い投資5千万円以上 ①賃上げ率3%以上を満した場合に投資額の一定割合を税額控除			
租税特別措置の適用条件の見直し	所得増加にもかかわらず賃上げと国内設備投資のいずれもほとんど行わない大企業には、研究開発税制などの特別措置の適用を解除	2018年4月から3年間	①、②の実現を促すと想定	
個人所得課税				
給与所得控除の見直し	控除額頭打ちとなる所得を、1000万円から850万円まで引下げ	2020年1月～	給与850万円以上の所得層の消費にマイナスだが、実施は2020年1月以降	
基礎控除の見直し	給与所得控除・公的年金控除から基礎控除への振替		自営業やフリーランスのみから収入を得ている人が対象。全体としては影響は小さい	
森林環境税の創設	住民税に年1000円を上乗せ	2019年1月～	月あたりでは100円以下であり影響は小さいとみられるが、低所得層には一定の影響も	
消費課税				
たばこ税率の見直し	2018年10月より1本あたり3円引上げ 加熱式たばこの課税区分新設	2018年10月～	たばこの小売価格は13.6%上昇、CPIへの寄与度は0.06%。2018年10月前後にたばこの駆け込みと反動が予想される 課税区分の新設により、増税になる可能性が高い	
国際観光旅客税の創設	出国旅客に1000円の課税	2019年1月～	日本人の海外旅行者数が約1700万人に対し、訪日外国人の出国者数(帰国者数)は2900万人であり、外国人が主な納税者に。旅行需要への影響は小さい	

出所：三菱総合研究所作成

3. 米国経済

17年10-12月期は緩やかな拡大が継続

17年10-12月期（速報値）の米国実質GDP成長率（前期比年率）は+2.6%と前期（同+3.2%）から伸びがやや低下したものの、米国経済は緩やかな拡大を維持。ただし、先行きは金融市場の動向や政策運営に左右される可能性が高い。

株価は一時急落、短期的には景気の抑制要因に

米国のダウ平均株価は、2月5日（現地時間）に一時1,600ドル近く値を下げ、記録的な下落幅となった。今回の米国株価急落の背景としては、①株価の割高感の強まり（図表3-2）、②財政赤字拡大懸念による長期金利の上昇、③賃金・物価上昇による利上げペース加速懸念、の3点が挙げられる。

今回の株価下落は一時的な調整とみられるが、短期的には、資産効果の縮小やマインドの悪化を通じて消費の抑制要因となる可能性がある。また、トランプ政権の拡張的財政政策から財政赤字の拡大も懸念されており、長期金利の上昇が継続すれば耐久財消費や住宅投資の下振れ要因となる。

減税実現で18年以降の成長率を+0.2~0.4%p押し上げ

金融市場の調整が短期的に景気の重石になる一方で、税制改革法案（17年12月成立）による減税は成長の押し上げ要因となる。減税規模は当初案よりも縮小したが（図表3-3）、当社の試算では、所得税と法人税の減税は、18年の経済成長率を+0.4%p、19年を+0.2%p程度押し上げる（図表3-4）。

オバマケア見直しでも前進がみられた。オバマケア代替法案の審議と複数の関連法案（オバマケア廃止に伴う保険料の急上昇を防ぐ市場安定化法案など）への対応は18年に持ち越されたものの、医療保険加入義務の廃止が、税制改革案法案に盛り込まれ、見直しの一部が実現した。

また、18年2月には総額1.5兆ドルにも及ぶインフラ投資計画の詳細が公表された。連邦政府予算だけではなく、州政府予算や民間資金を財源に、老朽化した道路や鉄道、上下水道などの再整備が予定されている。今後、議会では民間資金を公共事業に呼び込むための法案整備などが進められていくとみられるが、財政規律を重んじる一部の保守派の議員からの反対を受け、規模は今回公表の額より縮小する可能性がある。インフラ投資は18年の経済成長率を+0.1%p、19年を+0.2%p程度押し上げると予想する（図表3-4）。

図表 3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2016	2017	2018	2019
実質GDP	1.5	2.3	2.6	2.1
個人消費	2.7	2.7	2.8	2.3
設備投資	▲0.6	4.7	3.8	1.6
住宅投資	5.5	1.7	2.3	2.0
在庫投資寄与度	▲0.4	▲0.1	▲0.1	0.1
政府支出	0.8	0.1	1.2	1.4
純輸出寄与度	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.0
輸出等	▲0.3	3.4	3.6	2.7
輸入等<控除>	1.3	3.9	3.7	2.3
FFレート誘導水準(年末)	0.5-0.75	1.25-1.5	2.0-2.25	2.5-2.75
失業率	4.9	4.4	4.3	4.3

出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所

図表 3-2 米国のシラーPER



注：物価変動を除去した S&P500 の一株当たり利益（EPS）の10年平均と株価をもとに算出。

出所：イェール大学 Robert J. Shiller

図表 3-3 税制改革当初案と成立案

項目	当初案	成立案
法人税減税	35→15%へ	35→21%へ
パスルー事業体への減税	最高税率39.6→15%へ	事業所得のうち、31.5万ドルまでは20%の税控除を設け、それ以上の所得には控除上限を段階的に適用し、実効税率を最高で29.6%に
海外利益への非課税	海外利益には法人税を課税せず（源泉地国課税へ移行）	海外利益には法人税を課税せず（源泉地国課税へ移行）
海外利益の本国移転への課税	海外利益は本国送金時に1度のみ課税	海外利益は本国送金時に1度のみ課税、税率は流動資産15.5%、固定資産に8%
所得税減税と簡素化	3段階（10、25、35%）へ	7段階を維持し、最高税率を39.6→37%へ
基礎控除の倍増	夫婦で2.4万ドルまで非課税	夫婦で2.4万ドルまで非課税
相続税	廃止	相続税の税控除を1人当たり5万ドルから1千万ドルに拡大
オバマケア見直し	含まれず	連邦政府が医療保険に入っていない個人に科す罰金を廃止
ネットの減税規模（10年間）	▲5.5兆ドル	▲1.5兆ドル

注：項目は主なもののみ表示。

出所：責任ある連邦予算委員会、各種報道資料より三菱総合研究所作成

図表 3-4 税制改正とインフラ投資による成長押し上げ効果

項目	2018	2019
税制改正	+0.4%	+0.2%
所得税減税	+0.3%	+0.2%
法人税減税	+0.1%	+0.0%
インフラ	+0.1%	+0.2%
合計	+0.4%	+0.4%

出所：三菱総合研究所

一方で、通商政策は保護主義的な姿勢が続いている。NAFTA 再交渉において、米国はこれまで自動車に関税をかけない条件として、域内で販売される自動車に米国産の部材を 50%以上使用するよう求める条項の導入を求めてきた。これに対し、18 年 1 月開催の第 6 回会合では、カナダから代替案が提示されたものの合意には至らなかった。

消費者マインドは、17 年ぶりの高水準

消費は拡大基調を維持。背景には、良好な雇用・所得環境や消費者マインドがある。特に、消費者マインドは、所得税減税への期待に支えられ、2000 年 12 月並みの高水準にある（図表 3-5）。

雇用・所得環境は良好さを維持。18 年 1 月の失業率は 4.1%となり、12 ヶ月連続で長期的均衡水準を下回った。賃金上昇率（前年比+2.9%）も 09 年 1 月以来の大幅な伸びを記録した。失業者一人当たりの求人数が 01 年 1 月以来の高水準にあることから（図表 3-5）、今後は人手不足感がさらなる賃金上昇の加速につながる可能性が高い。また、税制改革法案成立を受け、ウォルマートやフィアット・クライスラー、AT&T といった大企業が、法人税減税分を賃上げや賞与増額を通じて、従業員に分配する方針を発表している。こうした流れが他産業や中小企業にも広がれば、良好な雇用・所得環境を下支えするだろう。消費の先行きは、良好な雇用・所得環境を背景に、緩やかな拡大を見込む。

企業の景況感は堅調、設備投資は回復基調を維持

企業活動は、堅調な内需を背景に、非製造業で底堅く推移。製造業も、①堅調な内需や、②海外経済の持ち直しに伴う輸出の増加により、堅調な企業活動が続いている。企業の景況感は、①法人税減税の実現や、②インフラ投資への期待などを背景に、幅広い業種で高水準を維持している。

投資活動は、生産の拡大を背景に、回復基調を維持している。設備投資の先行指標である資本財新規受注は、4 四半期連続で増加している。今後も、法人税減税による内需の拡大などが追い風となり、堅調な投資活動が続くと予想する。

FOMC、18 年は年 3 回の利上げを予想

17 年 12 月開催の FOMC は、FF 金利の誘導目標値を 1.25~1.50%に引き上げた。17 年 6 月以来、6 ヶ月ぶりの利上げであった。米国の実体経済が堅調ななか、減税効果による成長上振れもあり、物価は FRB が目標とする 2%近傍での推移が見込まれる。そのため、当社は 18 年に 3 回（各 0.25%p）の利上げを予想。ただし、今後の物価や金融市場の動向によっては、利上げペースを見直す可能性もある。

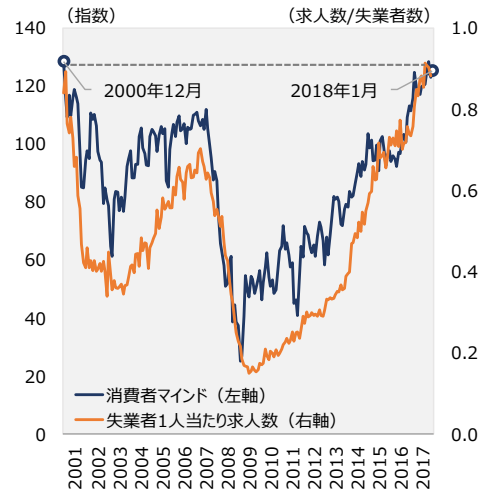
18 年は 2.6%、19 年は 2%台前半の成長率を予想

米国経済は堅調な消費を主因に、緩やかな拡大が続くと見込む。実質 GDP 成長率は、17 年 10-12 月期の成長上振れに加え、税制改革法案成立を受け、18 年は同+2.6%と上方修正する（前回同+2.3%）。19 年は、18 年の税制改革による押し上げ効果はく落も、インフラ投資による押し上げなどから、同+2.1%と予測する。

18 年 11 月には、中間選挙が予定されている。16 年の大統領選でトランプ氏勝利の原動力となった五大湖周辺や南東部に住む白人層からの支持率をみると、就任直後から 17 年末まで低下傾向を続けていたものの、税制改革法案成立を受け、持ち直しつつある（図表 3-6）。中間選挙において共和党が上下両院で過半数の議席を確保できなかった場合、今後のトランプ政権の政権運営が一段と難しくなる可能性が高まるだけに、選挙の動向が注目される。

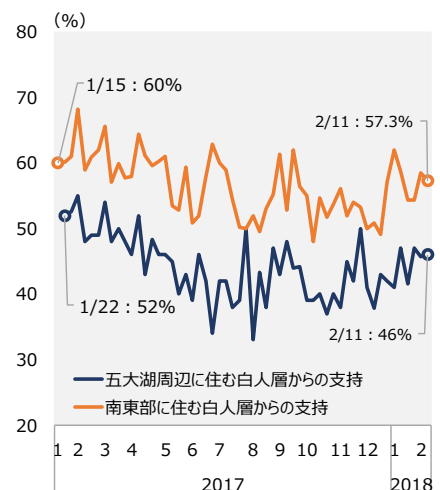
下振れリスクは、第 1 に、調整局面に突入した米国株価が今後も下落を続ける場合、高水準にある消費者マインドが後退し、消費が鈍化しかねない。第 2 に、長期金利の上昇は、耐久財消費や住宅投資を抑制し得る。金利上昇がドル高の進行につながれば、輸出が下押しされ、企業マインドが悪化しかねない。第 3 に、NAFTA 再交渉が決裂し、保護主義的な動きが加速した場合、輸出入物価の上昇などを通じて、家計消費や企業活動に悪影響が及びうる。

図表 3-5 消費者マインド・求人数



出所：コンファレンス・ボード、米国労働省

図表 3-6 トランプ政権支持率



出所：Reuters Polling Explorer 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、消費主導の緩やかな回復が続いている。設備投資や輸出も改善傾向が継続した。

消費は底堅い、消費者マインド、雇用・所得環境も改善

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消費者マインドの回復を背景に、小売売上数量は底堅く推移（図表 4-2）。家計向け銀行貸出も増加しており、家計の購買意欲の高まりが示唆される。雇用者数や、雇用に対するマインドは、金融危機前の水準付近まで持ち直した（図表 4-3）。ドイツやスペインを中心に雇用者数の増加が続いており、先行きも消費の回復基調は維持すると見込む。

企業マインド、生産・投資活動は改善が継続

ユーロ圏の企業活動は改善が続き、企業マインドも高水準で推移している。内需の拡大や輸出の改善を背景に、製造業生産の伸びは前年比+4%台まで上昇。設備稼働率が改善するなか、固定資本形成の伸びや固定投資向け借入需要も高まっている（図表 4-4）。

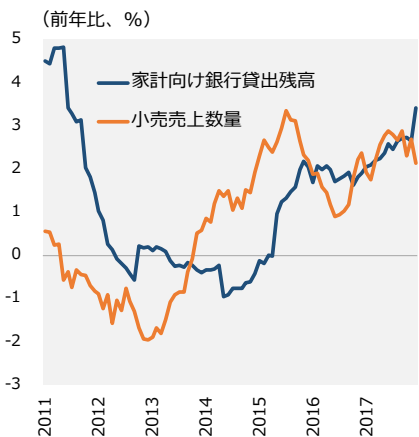
輸出環境も改善している。中国を中心とするアジアや欧州向けの輸出増加を背景に、財輸出は増加基調が継続。海外経済が改善するなか、先行きも輸出は緩やかな増加基調が続くと予想する。ただし、ユーロ高が一段と進む場合には、輸出が減速しかねない。特に、14～15年に実質実効為替レートが大きく減価した南欧諸国や、輸出額が大きいドイツやオランダでは、ユーロ安による輸出拡大の恩恵が大きかったとみられ（図表 4-5）、これらの国では、ユーロ高の悪影響が強く出る可能性がある。

図表 4-1 ユーロ圏経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2016	2017	2018	2019
ユーロ圏	1.8	2.5	2.2	1.9
ドイツ	1.9	2.5	2.3	1.9
フランス	1.2	1.9	1.8	1.7

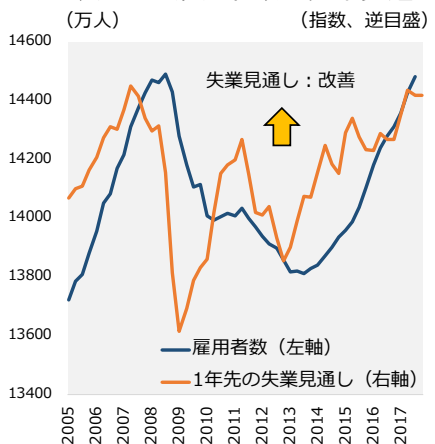
出所：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 小売売上・家計向け貸出



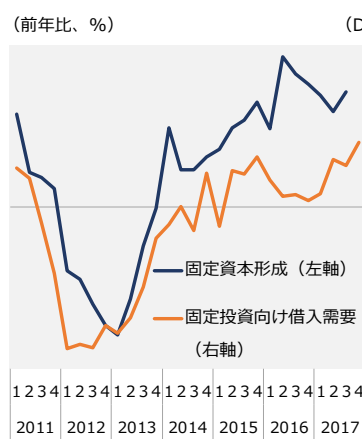
出所：Eurostat、Bloomberg

図表 4-3 雇用者数・失業見通し



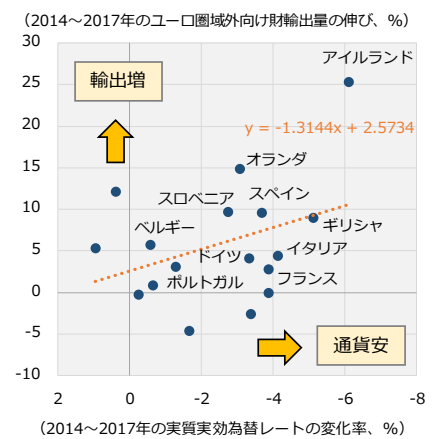
注：雇用者数は15～64歳。
出所：Eurostat

図表 4-4 投資・投資向け借入需要



出所：Eurostat、ECB

図表 4-5 為替・輸出動向



注：キプロス、マルタを除く。

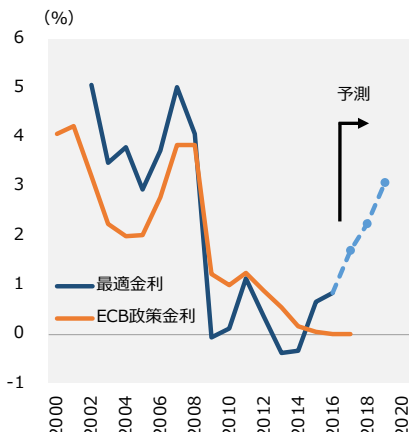
出所：Eurostat、国際決済銀行 (BIS)

ECBによる金融緩和縮小は緩やかに進められるが、19年内には資産購入を終了すると予想

欧州中央銀行 (ECB) 政策理事会は、景気回復によりデフレリスクが後退するなか、18年1月以降の資産購入規模を減額し、金融緩和縮小を開始。ユーロ圏も米国と同様、資産購入の終了後に利上げが開始される見込みだ。今後は、①18年9月以降の資産購入ペースや、②資産購入や利上げに関するフォワードガイダンスの追加・変更に注目だ。更なる債券購入余地や、物価動向、域内各国の経済状況のバラつき、イタリアの銀行の不良債権処理など金融システムの健全性に考慮した政策運営がなされるだろう。

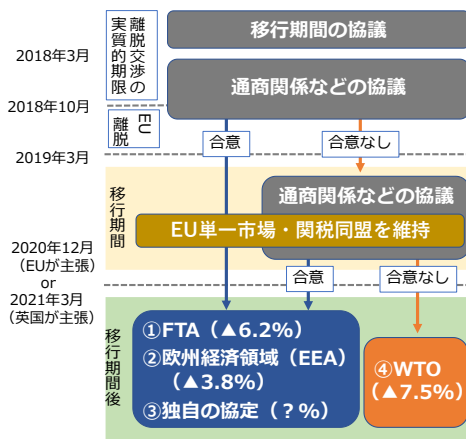
金融緩和縮小は慎重に行われる可能性が高い。ECBの物価見通し (コアベース) は19年においても前年比+1.5%と力強さを欠く。南欧諸国では、景気回復の遅れや、不良債権処理など課題を抱える。ただし、欧州委員会による予測に基づく、テイラールールによるユーロ圏の最適金利は19年には3%前後に達する (図表 4-6)。緩やかながらも金融緩和縮小を進め、19年内には資産購入を終了するとみる。

図表 4-6 最適な金利水準



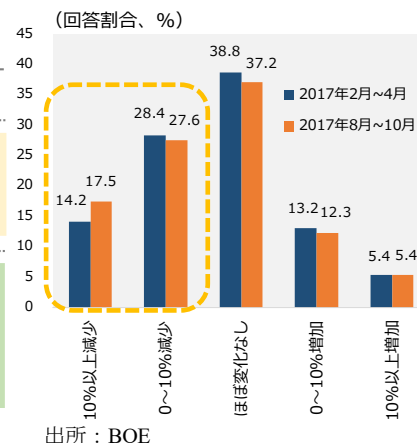
注：テイラールールによる金利水準。
出所：Eurostat、欧州委員会、ECB

図表 4-7 英国-EU の通商協議の見通し



注：() 内は、EU 離脱による英国 GDP への長期的な影響。英国財務省の試算。
出所：英国財務省、各種資料より三菱総合研究所作成

図表 4-8 EU 離脱が最終的に売上へ与える影響（英企業の予想）



出所：BOE

英国 EU 離脱交渉、新協定の交渉は 18 年 3 月開始へ

英国の EU 離脱交渉は、18 年 3 月に通商協定の協議が開始されることとなった。17 年 12 月、英国-EU 間で意見の相違が大きかった精算金に関して、英国側が譲歩。EU の主張に沿った形での支払いで合意した。これを受けて EU 首脳会議が、当初の予定から約 2 ヶ月遅れて通商協定の協議開始を承認。離脱の移行期間の交渉が行われた後、通商協定の協議が開始される。

19 年 3 月までに通商協定の合意ができなければ、離脱の移行期間中にも通商協定の協議が行われる見通しだ（図表 4-7）。ただし、20 年末前後までには通商協定に合意にする必要があるとみられる。

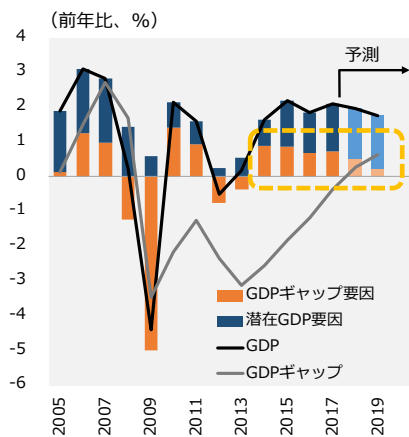
また、英国 EU 離脱の経済への影響は、19 年 3 月以降の移行期間の中身にも左右される。離脱後の通商協定の内容によって英国経済は大きな縮小圧力がかかる。英国の EU 単一市場へのアクセスが厳しく制限されれば、輸出や民間投資の減少、企業の英国からの移転が進む。現在、約 45%の英国企業が EU 離脱による販売減少を懸念している（図表 4-8）。

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。ただし、欧州委員会によると、18 年には GDP ギャップがプラスに転じるため、今後は GDP ギャップ縮小による GDP 成長率の押し上げ効果が弱まる見込みだ（図表 4-9）。需要の回復だけでなく、潜在成長率など供給力の強化も重要となる。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、17 年 10-12 月期の伸びが 11 月時点の当社予測から上振れたことを受け、18 年を前年比+2.2%（前回+1.8%）と上方修正する。18 年も+1.9%と緩やかな拡大継続を見込む。ドイツは、18 年は同+2.3%（前回+1.7%）と上方修正するほか、19 年は同+1.9%と予測する。

リスク要因は、第 1 に、ECB が出口政策を模索する過程で、ユーロ高が一段と進み、輸出が下押しされる可能性がある。長期金利が上昇すれば、企業活動が抑制される。イタリアなど銀行の不良債権問題を抱える国では、金融システム不安が高まりうる。第 2 に、ユーロ圏内の政治の不安定化がある。カタルーニャ独立運動の混乱が長引けば、経済成長が減速しかねない。また、イタリアでは、次の総選挙では比例代表制導入が見込まれるなか、各政党の支持率が分散しており（図表 4-10）、政権発足に連立が必要となる可能性が高い。第 3 に、英国 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。

図表 4-9 GDP 成長率の要因分解



注：予測は欧州委員会。
出所：欧州委員会

図表 4-10 伊政党別の支持率と主張

政党名	支持率	主な主張
五つ星運動	28%	・最低所得保障制度（780ユーロ/月） ・財政均衡方針の見直しをEUと交渉 ・中小企業へ低税率で融資するイタリア公共銀行の設立
民主党	22%	・最大500億ユーロの減税 ・財政均衡方針の見直しをEUと交渉
中道右派連合	15%	・独自通貨とユーロの平行通貨制度 ・個人・企業の税率を23%へ一律化（フラットタックス）
北部同盟	15%	・独自通貨とユーロの平行通貨制度 ・個人・企業の税率を15%へ一律化（フラットタックス）

注：支持率は 2 月 9 日時点。
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

5. 新興国経済

(1) 概観

新興国経済は持ち直しが続く

新興国経済は持ち直しが続いており、特に17年後半以降、製造業の景況感（PMI）の改善ペースが加速（図表 5-1）。輸出拡大に伴い、中国、韓国・台湾、ASEAN5、その他新興国すべての PMI が継続して改善している。

一方で、内需の強さには域内でばらつきがみられる。アジアでは中国、タイ、ベトナムともに小売指数（前年比）の伸びは横ばい圏内で推移しているが、インドネシアでは減速が続いている（図表 5-2）。インドネシアは、投資に牽引された成長が続いているものの、消費では力強さに欠ける。

株価は一時的に調整も落ち着きを取り戻す

新興国の株価は米国の株価下落に起因して一部の国で下落に転じたが、その後の推移は落ち着いている。株価収益率（PER）でも、18年の直近で落ち込んだのは香港やインドなど一部の市場であった（図表 5-3）。現状では、新興国の株式市場は落ち着きを見せているが、今後、FRB の利上げペース加速による新興国市場からの資金流出などのリスクが顕現化することがあれば、新興国の株式市場の調整につながる。

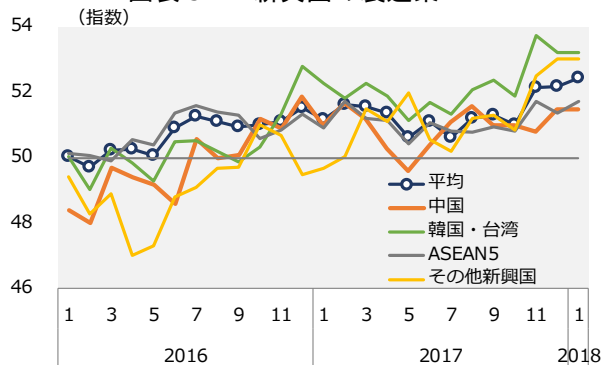
先行きは緩やかな回復が続くも、19年は減速

現在の新興国経済の好調は、世界同時成長による恩恵が大きい。18年は米国の税制改革成立などによる上振れもあり堅調に推移するが、19年以降米国の減税効果の剥落や中国経済の緩やかな減速などによって、新興国経済の成長スピードは緩やかとなるだろう。

中国経済は、成長を牽引していた投資が18、19年にかけて剥落することに加え、金融規制強化によって成長が減速すると見込む。違法な金融活動の監督強化に力を入れることになったため、金融機関から企業への貸出が抑制される可能性がある。これらの効果により、19年にかけて成長率は減速すると予想する。

中国以外の新興国経済の先行きは、18年は堅調も、19年は米中経済の成長鈍化により成長率がやや減速。ただし、物価の安定を背景として消費が拡大することなどから、急激な減速は回避される見込み。

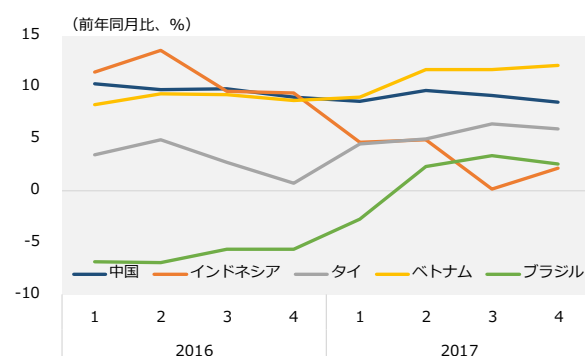
図表 5-1 新興国の製造業 PMI



注：その他新興国はインド、ブラジル、ロシアの平均。

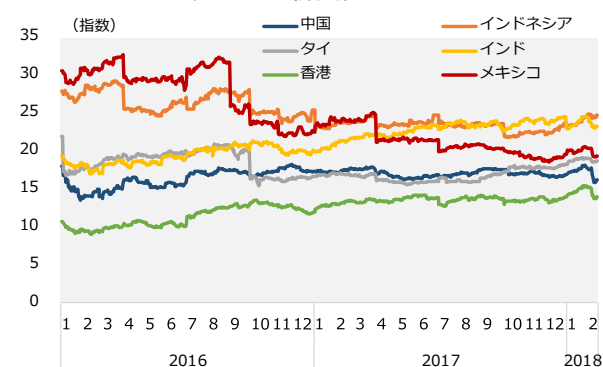
出所：Bloomberg

図表 5-2 新興国の小売指数



出所：Bloomberg

図表 5-3 新興国の PER



出所：Bloomberg

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	4.9	5.3	5.0	4.7
インドネシア	5.0	5.1	4.8	4.6
マレーシア	4.2	6.0	5.1	4.6
フィリピン	6.9	6.7	6.5	6.5
タイ	3.2	3.7	3.3	2.9
ベトナム	6.2	6.8	6.6	6.2
香港	2.0	3.7	2.3	1.9
韓国	2.8	3.1	3.0	2.4
シンガポール	2.0	3.5	3.3	2.4
台湾	1.4	2.7	1.9	0.9
インド(年度)	7.1	6.7	7.3	7.5
ブラジル	▲ 3.6	0.8	0.5	0.9

注：シャド一部分は予測値。

出所：実績は IMF 等、予測は三菱総合研究所

(2) 中国経済

中国経済は底堅く推移

中国経済は堅調に推移している。17年の実質GDP成長率は、前年比+6.9%と政府目標（6.5%前後）を上回る成長となり、緩やかながら加速に転じた（図表5-5）。

17年10-12月期でみると、第2次産業の実質GDPは前年比+5.7%と、輸出が回復しているなかでも成長が鈍化した。この鈍化分を補ったのが第3次産業で、同+8.3%と17年に入ってから伸びを加速させている。

消費、投資は堅調

消費や投資も堅調な推移が続く。小売指数（前年比）は17年7-9月期以降、緩やかな減速を続けているが、17年を通して高い水準で推移した（図表5-2）。また、投資は全体として減速傾向にあるものの、民間投資の回復や、インフラ投資増加率が15年以降断続的に加速していることを背景に減速幅が、小さくなってきている（図表5-6）。

18年は金融リスク抑制を本格化

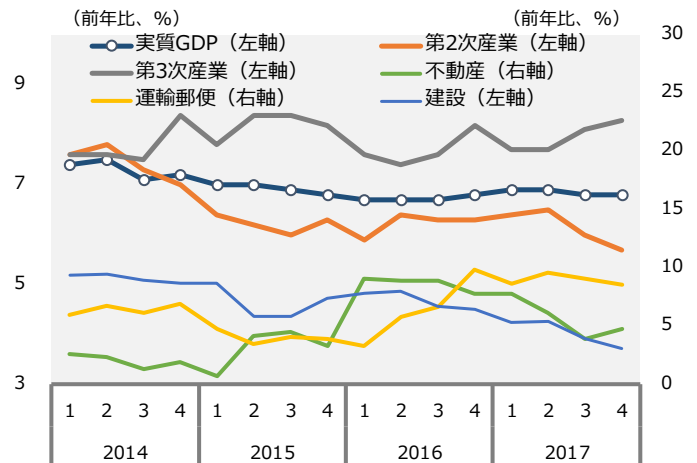
18年の経済政策の基調を定める中央経済工作会议（以下会議）が17年12月に開催された。国政運営の重要原則は16年同様「稳中求進（安定の中で進歩を求める）」とした。一方、16年との比較で顕著に変化がみられた項目は、①レバレッジ縮小に関する言及が無くなった点、②違法な金融活動や監督制度の健全化などの金融リスク抑制に関する言及が強まった点などが挙げられる。

金融業界で続く規制の嵐

会議の決定にも後押しされ、中国の金融業界では違法な金融活動を監督するための「規制の嵐」が吹き荒れている。中国銀行業監督管理委員会は17年に三三四十（三つの違反、三つの裁定、四つの不当、十の混乱）の考えのもと数多くの規制を発表したが、18年も引き続き金融リスクの防止と制御を中心とした主要リスクの防止・解決に向けて闘い抜くと宣言した。

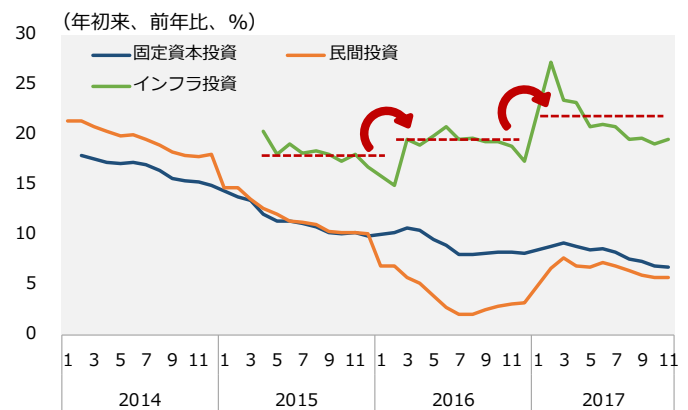
これによって金融業界での不正行為は着実に減少することが予想される。しかし金融規制の取り締まり強化により企業の資金調達に困難になる恐れも高まる。

図表5-5 国内総生産（実質GDP）



出所：中国国家統計局

図表5-6 固定資本投資



出所：Bloomberg

図表5-7 17年中央経済工作会议の概要

項目	概要
重要原則	稳中求進（安定の中で進歩を求める）
主要任務	<ul style="list-style-type: none"> ● 重大リスクの予防と解消 ● 貧困撲滅 ● 環境汚染の予防と退治
財政政策	<ul style="list-style-type: none"> ● 積極的な財政政策の方針を維持 ● 重点分野・プロジェクトへの支援を維持 ● 地方政府の債務管理 など
金融政策	<ul style="list-style-type: none"> ● 穏健かつ中立なスタンスを維持 ● 信用貸付及び社会融資規模の合理的な成長を維持 ● 地方政府の債務への監督管理を強化 など
金融監督	<ul style="list-style-type: none"> ● 重点分野のリスク防止・処置を徹底 ● 法律・規則違反の金融活動を断固撲滅 ● 手薄な分野への監督管理制度の制定
市場開放	<ul style="list-style-type: none"> ● 参入前内国民待遇+ネガティブリストの全面的実行 ● 知識財産権保護強化 ● 一部製品の輸入関税引き下げ ● 自由貿易試験区改革試行推進 など
国有企業改革	<ul style="list-style-type: none"> ● より強く、より優良に、より大きく ● 国有企業国有資産改革案の整備 ● 国有資本授權経営体制の改革 など

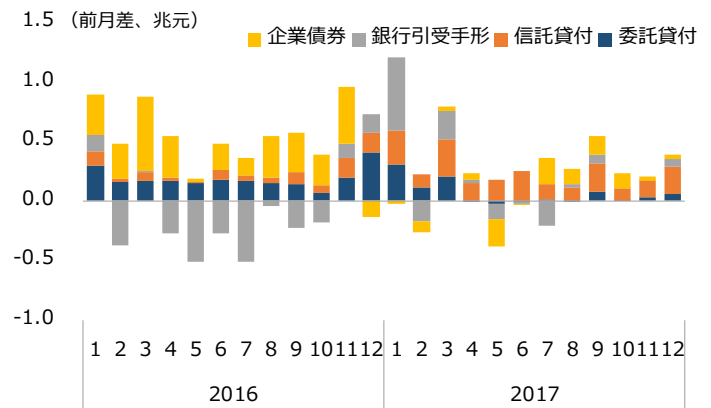
出所：各種報道より三菱総合研究所作成

シャドバンキングは引き続き拡大

「規制の嵐」の一環として、中国人民銀行、銀監会、証監会、保監会、外為管理局が連名で発表した声明文で、理財商品の元本保証を禁止し、元本保証行為には罰金を徴収すると宣言された。この指針が厳密に運用されるようになると、今後理財商品から個人投資家の資金が大量に流出する可能性があり、商品価格の急落などにつながる恐れも大きい。

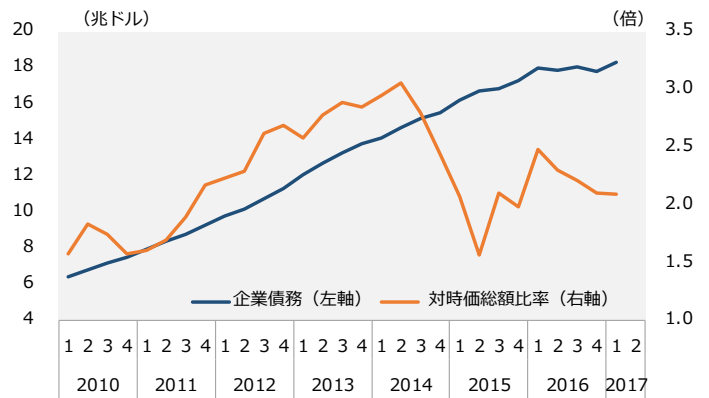
シャドバンキングに関する規制は上述したもの以外にも17年に入りいくつか施行されている。しかし、足もとでの社会融資規模関連残高の増減をみると、シャドバンキングの一つとされる信託貸付は引き続き増加しており、今後抑制が進むかが注目される(図表5-8)。

図表 5-8 社会融資規模残高増減額



出所：中国人民銀行

図表 5-9 企業債務（非金融部門）



出所：BIS、World Federation of Exchanges より三菱総合研究所作成

企業債務問題は先送りへ

一方で、会議ではこれまで言及されていたレバレッジ縮小に関する言及がなされなくなった。これは、レバレッジ縮小よりも、違法な金融活動の監督の方が、緊急度が高いと判断されたためと考えられる。金融業界の取り締まり強化によって企業への貸出は抑えられることが予測されるものの、非金融部門企業債務はすでに18兆ドルを超えており、かなり高水準となっている(図表5-9)。企業債務と時価総額の比率をみると、中国の企業債務は時価総額の2倍程度の水準となっている。日独などの先進国では1倍前後、タイ・インドネシアなどの新興国では0.5倍前後であることを考えると、中国全体の資本構成は大きく債務に偏っているとみることができる。

企業の資金調達抑制が抑制されることによって不良債権の拡大に拍車がかかり、企業債務がコントロールできなくなるリスクは引き続き高い。

18年秋の三中全会が注目

中国経済の短期的な焦点は金融リスク対策となるが、中長期的な焦点は潜在成長率の低下およびそれを克服するための生産性向上となる。

習主席は17年10月に開催された共産党大会で、経済分野の重点施策方針として6つの経済改革を掲げたが、それらを実施するための具体的な方針は18年秋の三中全会で発表される見込みである。

党大会では、国有企業に対して、「大きくて強い、優れた国有企業を目指し、国有経済の活力、制御力、影響力、及びリスク対応能力を絶えずに向上させる」ことが協調された。一方で、現状の国有企業の低い生産性のもとでは、国有企業への過度な資源配分は、中国経済全体の生産性を長期的に低下させかねない。三中全会でどのようなロードマップが示されるか、注目される。

19年にかけては減速傾向で推移

中国経済の先行きは、企業債務のレバレッジ拡大を抑えつつ、強固となった習政権の基盤を背景に国有企業支配を拡大し、計画経済的な運営を強めることが予想される。市場での国有企業の影響力が拡大することによって生産性が徐々に低下する可能性が高く、成長率は減速傾向で推移する見込み。先行きの実質GDP成長率は、18年+6.5%、19年+6.3%を予測する。

(3) ASEAN 及びその他東アジア経済

ASEAN 経済は持ち直しが続く

ASEAN・その他東アジア経済は持ち直しが続く。ASEAN5では、インドネシアを除く4ヶ国で17年に入り実質 GDP 成長率が上昇しており、堅調に成長を続けている（図表 5-10）。

ASEAN5 すべてで輸出が GDP を牽引

ASEAN5では、各国共通して輸出が GDP を牽引している。そのなかでもベトナム、インドネシアにおける輸出拡大は大きい（図表 5-11）。いずれの国でも中国向け輸出は10%を超えており、中国経済の好調もこれらの輸出増加の背景となっている。中国経済の減速が緩やかにとどまれば、ASEAN 各国でも堅調な輸出の伸びが期待できる。

対内直接投資も成長を牽引

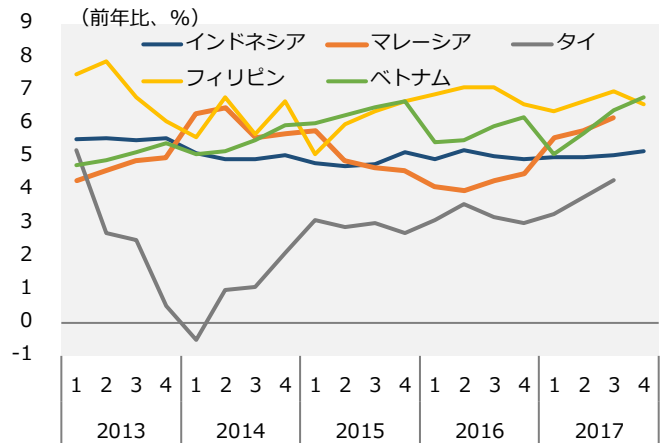
対内直接投資も17年7-9月期の成長に貢献した（図表 5-12）。フィリピンやベトナムでは製造業や電気・ガス業などの業種を中心に投資が伸びた。インドネシアでは製造業の投資が落ち着いている一方で、不動産に関する直接投資が拡大した。

先行きの成長率は消費を中心に高い伸びが続く

ASEAN・その他東アジアの成長率は、18年は輸出の拡大やインフレ圧力緩和による消費の緩やかな拡大などから高い伸びを続けるが、19年は米中経済の減速から成長率はやや減速する見込み。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、18 年が前年比 +5.0%、19 年が同 +4.7% を予測。

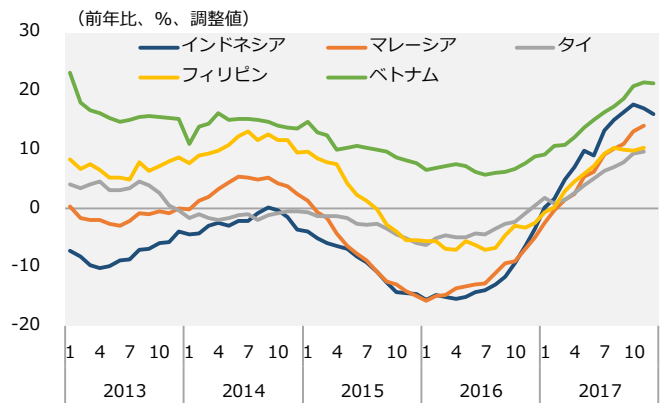
先行きのリスクは、第1に、米中経済の同時急減速による景気減速が挙げられる。仮に米中経済が同時に急減速することがあれば、輸出が減少するのみならず、現状すでに高水準にある株価や為替の調整を通じて、ASEAN 経済全体に波及する可能性が高い。第2に、朝鮮半島の緊張の高まりなど、地政学リスクが強く意識される状況が続けば、好調な金融市場が再びリスク回避的な動きへと転じる可能性がある。

図表 5-10 ASEAN の実質 GDP 成長率



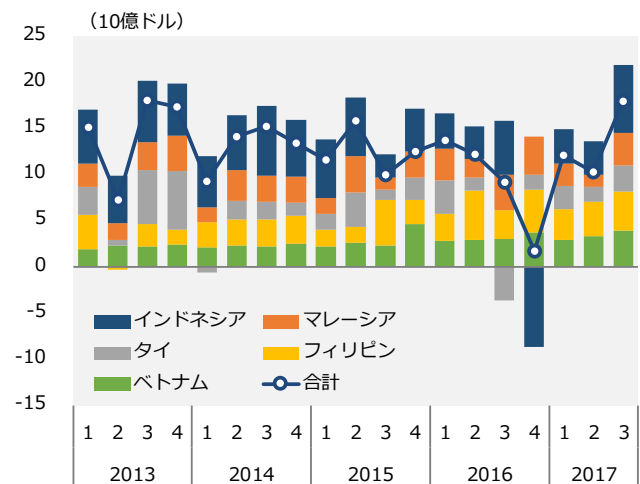
出所：Bloomberg、CEIC

図表 5-11 ASEAN の輸出成長率



注：過去1年間の移動平均を用いて成長率を平滑化。
出所：CEIC

図表 5-12 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

インド経済は堅調に推移している。16年1-3月期以降成長率の減速が続いていたが、17年7-9月期では前年同期比6.3%と、再び成長率を高めた(図表5-13)。高額紙幣廃止や物品サービス税(GST)の導入による混乱もようやく落ち着きを見せている。一部の物品・サービスでGSTの基本税率がさらに引き下げられる可能性が示されるなど、先行きの景気押し上げにつながる政策も検討されている。

19年の総選挙に注目

堅調な経済を背景に、モディ政権の評価も高い。17年11月から12月にかけて2つの州議会選挙が行われ、いずれの州でも与党インド人民党が州与党の座を獲得した。17年春に行われた5つの州議会選挙におけるインド人民党の躍進(4勝1敗)に続き2勝を積み上げた結果となり、ねじれ議会解消に向けて着実に進展している。

モディ政権はこれまでMake in India以外にも多数の政策を打ち出してきた(図表5-14)。現在は失業率の上昇が課題となっているものの、一連の産業政策や、インフレ目標導入などの金融政策、不良債権処理対策を狙った公的資本導入などが進められている。

これらの実績を背景に、モディ政権への支持も高水準で推移しており景況感への満足も高い(図表5-15)。19年4-5月には下院総選挙が予定されているが、インフレなどの問題が再燃しなければモディ政権の体制強化が予想される。

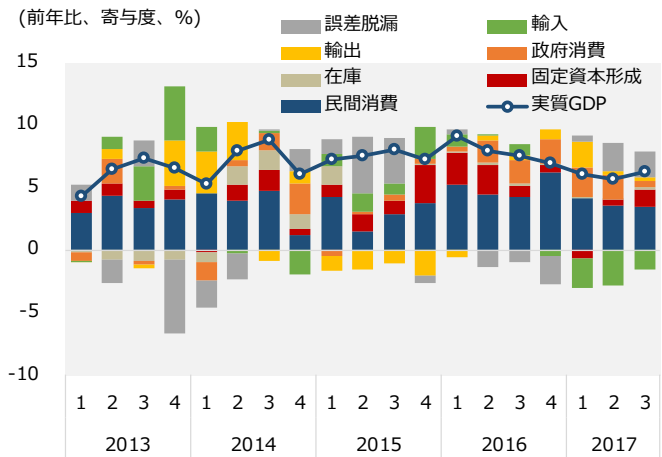
(5) ブラジル経済

家計消費と輸出に牽引されプラス成長へ

ブラジル経済は持ち直しつつある。14年1-3月期以来のプラス成長となった17年4-6月期に続き、17年7-9月期も家計消費と輸出に牽引されてプラス成長を遂げた(図表5-16)。インフレ率も17年初に設定されたインフレ目標である3~6%以内に収まるなど落ち着きがみられる。

一方で、テメル政権の年金改革案の政治リスクは残る。テメル政権は18年2月に議会での採択を予定していたが、反対に回る議員が続出しており不透明な状況が続く。採決がなされなければ財政悪化の懸念からブラジルの長期金利が上昇する可能性が高い。ようやく景気後退からの脱却が叶ったものの、18-19年は金利上昇による経済への悪影響が懸念される。

図表 5-13 インドの実質 GDP 成長率



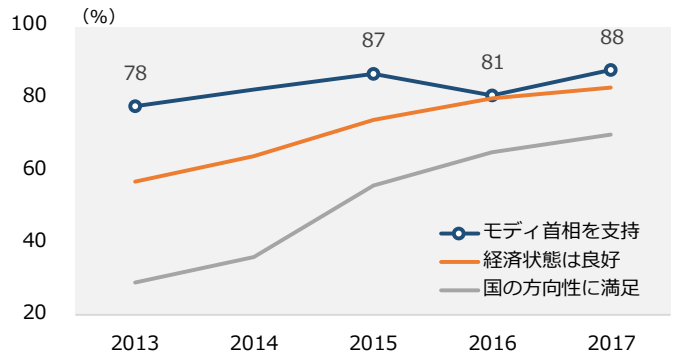
出所：インド国家統計機構

図表 5-14 モディ政権で打ち出した主要政策

項目	概要
産業政策	<ul style="list-style-type: none"> ● Make in India (2.0) ● Skill India ● Digital India ● Clean India ● Start-up India ● 100 Smart Cities ● New India
金融政策	● インフレ目標の導入
税制改革	● GST導入
その他	<ul style="list-style-type: none"> ● 破産・倒産法の制定 ● インド準備銀行の権限強化 ● 直接投資規制緩和 ● 高額紙幣廃止

出所：各種報道より三菱総合研究所作成

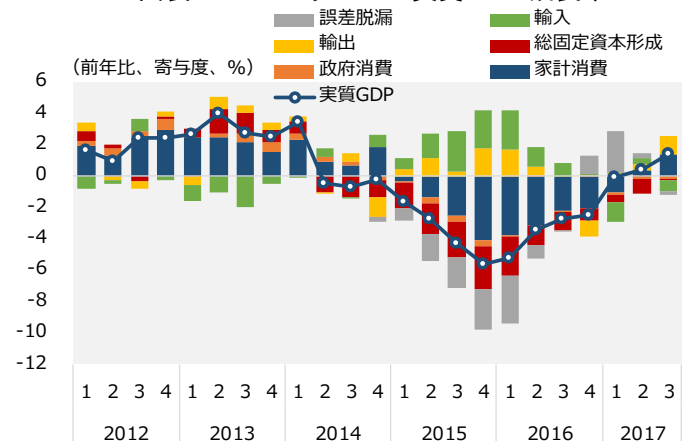
図表 5-15 モディ政権への支持と景況感



注：インド人への対面インタビュー結果(毎年2500人前後)

出所：Pew Research Center 「Global Attitudes Survey」

図表 5-16 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 予測	2018 予測	2019 予測	2016 実績	2017 予測	2018 予測	2019 予測	
名目	国内総生産（=GDP）	539,255	548,517	557,467	569,184	1.0%	1.7%	1.6%	2.1%
	民間最終消費支出	300,494	304,456	309,676	316,500	▲0.2%	1.3%	1.7%	2.2%
	民間住宅投資	17,017	17,365	17,332	17,488	5.9%	2.0%	▲0.2%	0.9%
	民間設備投資	83,624	86,819	88,119	89,648	0.4%	3.8%	1.5%	1.7%
	民間在庫品増加	▲346	▲316	883	679	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,206	107,321	109,222	110,439	0.2%	1.1%	1.8%	1.1%
	公的固定資本形成	26,989	27,826	27,720	28,131	0.6%	3.1%	▲0.4%	1.5%
	公的在庫品増加	▲31	23	107	267	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	5,303	5,023	4,408	6,031	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	88,603	98,109	102,221	106,716	▲3.4%	10.7%	4.2%	4.4%
財貨・サービス輸入	83,300	93,087	97,813	100,684	▲9.5%	11.7%	5.1%	2.9%	

（単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、%）

実質	国内総生産（=GDP）	524,327	533,011	538,678	542,183	1.2%	1.7%	1.1%	0.7%
	民間最終消費支出	297,089	300,264	302,444	303,798	0.3%	1.1%	0.7%	0.4%
	民間住宅投資	16,139	16,181	16,027	15,879	6.2%	0.3%	▲1.0%	▲0.9%
	民間設備投資	82,602	85,234	86,551	87,625	1.2%	3.2%	1.5%	1.2%
	民間在庫品増加	▲230	▲213	946	742	***	***	***	***
	政府最終消費支出	105,723	106,203	107,089	107,868	0.5%	0.5%	0.8%	0.7%
	公的固定資本形成	25,888	26,304	26,111	26,106	0.9%	1.6%	▲0.7%	▲0.0%
	公的在庫品増加	▲44	20	97	256	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲3,305	▲1,611	▲1,300	▲466	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	85,576	91,055	93,841	95,649	3.4%	6.4%	3.1%	1.9%
財貨・サービス輸入	88,881	92,666	95,141	96,115	▲1.0%	4.3%	2.7%	1.0%	

	年度				対前年度比増減率				
	2016 実績	2017 予測	2018 予測	2019 予測	2016 実績	2017 予測	2018 予測	2019 予測	
指数	鉱工業生産指数	98.6	103.4	105.6	106.8	1.1%	4.9%	2.1%	1.1%
	国内企業物価指数	96.8	99.2	100.4	102.6	▲2.3%	2.5%	1.3%	2.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.7	100.4	101.6	103.6	▲0.2%	0.7%	1.2%	1.9%
	GDPデフレーター	102.8	102.9	103.5	105.0	▲0.2%	0.1%	0.6%	1.4%
	完全失業率	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	97.4	95.3	94.9	90.4	5.8%	▲2.1%	▲0.4%	▲4.7%

（単位：10億円、%）

対外バランス	経常収支（10億円）	20,382	22,130	22,848	24,042	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,391	4,917	6,174	7,922	***	***	***	***
	貿易収支	5,773	4,999	5,217	6,577	***	***	***	***
	輸出	70,679	78,476	82,521	86,149	▲3.4%	11.0%	5.2%	4.4%
	輸入	64,906	73,477	77,303	79,572	▲10.9%	13.2%	5.2%	2.9%
	通関収支戻（10億円）	4,000	3,002	2,461	3,762	***	***	***	***
	通関輸出	71,525	79,557	82,871	86,520	▲3.5%	11.2%	4.2%	4.4%
通関輸入	67,525	76,554	80,411	82,758	▲10.2%	13.4%	5.0%	2.9%	

為替	国債10年物利回り	-0.04%	0.05%	0.05%	0.10%	***	***	***	***
	M2	946,306	982,770	1,017,100	1,051,869	3.6%	3.9%	3.5%	3.4%
	日経平均株価	17,520	20,651	23,706	25,416	▲7.0%	17.9%	14.8%	7.2%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	47.8	53.4	60.3	60.0	6.4%	11.6%	12.9%	▲0.4%
	円/ドル レート	108.4	111.1	112.8	113.1	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.097	1.171	1.228	1.228	***	***	***	***
	円/ユーロ レート	118.9	130.0	138.5	138.8	***	***	***	***

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 土谷和之 猪瀬淳也 森重彰浩 田中康就 谷口豪

本件に関するお問い合わせ先

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

【内容に関するお問い合わせ】

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

【取材に関するお問い合わせ】

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

本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブ、および当社にてお付き合いのある記者の方々にもご案内しております。