

## PRESS RELEASE

2017年2月14日  
株式会社三菱総合研究所

## 2016～2018年度の内外景気見通し

株式会社三菱総合研究所（代表取締役社長 森崎孝 東京都千代田区永田町二丁目10番3号）は、2016年10-12月期GDP速報の発表を受け、2016～2018年度の内外景気見通しを発表いたしました。

## 米国の保護主義化リスクと対峙する世界経済

**日本の実質成長率予測値：2016年度+1.2%、2017年度+1.0%、2018年度+0.9%**  
(前回予測値(12月8日)：2016年度+1.1%、2017年度+0.9%)

**海外経済**

- **米国経済**：良好な雇用環境を背景に消費の堅調が続き、18年にかけて所得税減税などの効果も浸透してくるとの想定で、17年は前年比+2.1%、18年は同+2.4%と成長拡大を予測する。ただし、今後の政策運営次第では、想定を上回る財政拡張で成長が上振れる可能性がある反面、保護主義姿勢の強まりなど政策運営の不確実性に加え、一段のドル高や長期金利上昇といった下振れ要因も軽視できない。米国経済の先行きは幅をもってみる必要がある。
- **ユーロ圏経済**：雇用の改善などにより消費が底堅く推移していることから、緩やかな回復が続くと予想する。ただし、英国のEU離脱問題に加え、米国の政策運営が見通しにくいこともあり、設備投資は力強さを欠く見通しで、17年は前年比+1.5%、18年は同+1.5%と予測する。主要国の選挙で反EU勢力が躍進すれば、EUの将来を巡る不安も高まり、経済活動も影響を受ける可能性が強い。
- **新興国経済**：新興国経済は、総じて内需を中心とした成長を続ける一方、米国長期金利上昇による資金流出圧力、米国の保護主義化などが重石となる。このため、17年、18年の新興国経済の成長率は16年と同程度で推移すると予想する。中国経済は、過剰生産能力の調整などが続くともみられ、18年にかけて緩やかな成長鈍化が続くと見込む。

**日本経済**

- 日本経済は4四半期連続のプラス。輸出の持ち直しなどを背景に生産が増加しているほか、雇用・所得環境の改善を背景に消費も緩やかに回復している。先行きも、輸出・生産の回復持続と雇用・所得環境の改善に加え、経済対策の効果が各方面に及んでくるとみられ、18年度にかけて緩やかな成長持続を見込む。ただし、米国新政権の政策運営の影響には警戒を要する。米国経済の成長上振れで日本経済に恩恵が及ぶ可能性はある一方、通商政策の保護主義化で日本の輸出や設備投資が下振れるリスクがむしろ強く懸念される。後者が顕在化すれば、緩やかな景気回復シナリオは崩れよう。

**世界経済の変動要因**

- 世界各地で政治・経済の両面にわたり不透明な要因が増えており、成長率予測も上振れ・下振れ双方に幅をもってみておく必要がある。特に、次の3点が世界経済のリスクファクターである。
- 第1は、**トランプ政権の政策運営**である。米国経済は、減税やインフラ投資の規模次第では、短期的には上振れる可能性があるが、これまでの新政権の動きを見る限り、あらゆる分野で「米国第一」を強硬に貫く可能性が高い。それは世界経済の下振れリスクとなる。特に、通商政策で強硬な保護主義策の流れから国境税の導入やNAFTA脱退など既存の枠組みが覆されれば、グローバル企業の投資マインドが一段と冷え込むのは避け難い。米国議会が過度な保護主義化を抑制できるかが焦点だ。
- 第2は、**欧州の政治情勢**である。英国の強硬なEU離脱が既定路線となるなか、17年はオランダ、フランス、ドイツなどユーロ圏の主要国で選挙が相次ぐ。反EU勢力がこれらの国で勝利する事態となれば、EUとユーロの枠組みそのものが揺らぎ、金融危機に発展するリスクも否定できない。
- 第3は、**中国経済**である。銀行の不良債権や企業債務の膨張などの火種がくすぶっており、政府は景気の下支えに腐心している。緩やかな成長鈍化へのシナリオが崩れた場合の影響には警戒を要する。

## 1. 総論

### (1) 米国新政権の政策運営と世界経済

1月20日、米国の第45代大統領にトランプ氏が就任。就任演説では、貿易、税、移民、外交問題のすべてにおいて、「米国第一主義」の立場から政策を見直す姿勢を改めて強調した。大統領就任当日にホワイトハウスのWebサイトに、主要政策への取組方針が6項目に分けて掲載された(図表1-1)。選挙期間中の主張と大差はない。トランプ大統領は、政策の実現に向けて次々と大統領令<sup>1</sup>および大統領覚書を発出している。大統領令を議会や司法が覆すことは不可能ではないが、上下院を共和党が制していることや最高裁で保守派の新判事が就任する見通しであることなどを考えると、可能性は低いとみられる。

図表 1-1 大統領就任当日に公表された新政権の6つの政策

通商政策	税制・雇用政策
<ul style="list-style-type: none"> <li>TPP離脱。今後締結する新たな貿易協定は米国の労働者に利益のあるもののみとする</li> <li>NAFTA再交渉。公平な内容にならなければ、NAFTA離脱</li> <li>米国の労働者に損害を与える全ての不正な貿易行為の阻止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>今後10年間で2,500万人の雇用創出、成長率4%を実現</li> <li>税制改革から着手。所得税の税区分の簡素化と税率引下げ。法人税率引下げ</li> <li>雇用に悪影響のある規制の撤廃</li> </ul>
エネルギー政策	治安政策
<ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギーコストの引下げ、米国のエネルギー資源を最大限活用する。外国資源への依存から脱却</li> <li>Climate Action Planなどの環境規制の撤廃</li> <li>エネルギー生産からの収入により、公共インフラを再建</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>不法移民を止めるために、国境に壁を建設</li> <li>犯罪歴のある不法移民の強制送還</li> <li>法の執行、地域社会による関与、警察の強化</li> </ul>
外交政策	軍事政策
<ul style="list-style-type: none"> <li>ISISをはじめとする過激イスラム組織の根絶</li> <li>国際的な協力により、テロ組織への資金源を止める</li> <li>米国の軍事力の再建</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>米軍再建のための新たな予算案を議会に提出</li> <li>イランや北朝鮮のミサイル攻撃に備え、防御システム開発</li> <li>サイバー攻撃への対応強化</li> </ul>

資料：ホワイトハウス Web サイトより三菱総合研究所作成

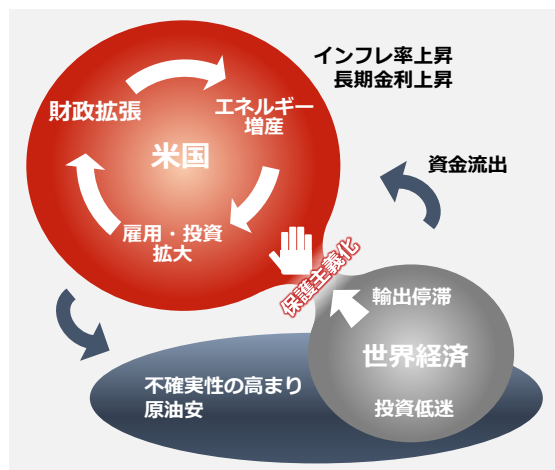
今後、これらの政策が実行に移されることで、世界経済はどのような影響を受けるのだろうか。財政拡張による米国経済の上振れは、議会の審議が長引けば効果発現が遅れる可能性はある一方、法案が速やかに成立すれば、世界経済にとって短期的にはプラスに働くとみられる。ただし、新政権の強硬な保護主義政策と組み合わせることで、世界経済にはいずれマイナスの影響が強まることが想定される(図表1-2)。以下では、マイナスの4つのルート(①保護主義化とインフレ率上昇、②米長期金利上昇と新興国経済への影響、③不確実性の高まり、④エネルギー増産)の世界経済へのインパクトを分析する。

#### ① 保護主義化とインフレ率上昇

米国通商政策の保護主義化に、世界は警戒を強めている。新政権は、大統領覚書にてTPP離脱を宣言したほか、上記の6つの政策のなかで、NAFTAの再交渉、不正な貿易行為の阻止も、新政権の方針として正式に掲げた(図表1-1)。国外生産拠点から米国に輸出する個別企業への批判も強めている。

トランプ大統領は、不公平な貿易を行っている国として、これまでに中国、メキシコ、日本、ドイツを名指しで批判。米国の相手国別の貿易赤字額をみると、中国(16年:3,470億ドル)が圧倒的に大き

図表 1-2 米国政策の世界経済への波及



資料：三菱総合研究所作成

<sup>1</sup> 大統領令は、議会の承認を得ることなく連邦政府や軍に直接指示を出すことができる強力な権限。司法で違憲判断が下された場合や、議会が大統領令を覆す法案を成立させる、あるいは大統領令の執行に必要な法案の成立を議会が妨げる場合には、大統領令を無効にすることは可能。しかし現在は、上下院で共和党が過半数を抑えているほか、空席だった最高裁判事に保守派のゴースッチ氏が就任すれば9人中5人が保守派となるため、基本的には大統領令が覆される可能性は低いとみられる。大統領令の執行にあたり、議会の法案通過が必要なものに関してのみ、上院民主党による議事妨害(フィリバスター)で廃案に追い込むことは可能。

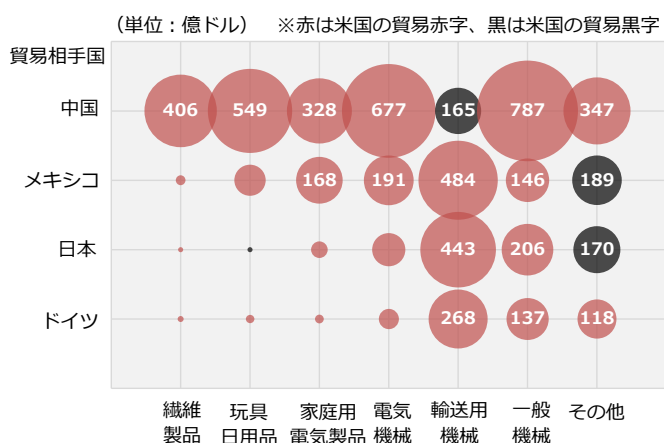
く米国貿易赤字の約半分を占め、日本（689 億ドル）、ドイツ（649 億ドル）、メキシコ（632 億ドル）と続く。対日赤字は対中赤字の 5 分の 1 に過ぎない。通商政策を担う国家通商会議（National Trade Council）のトップに、対中強硬派とされるナバロ氏が就任したこともあり、対中貿易赤字が短期間で急拡大（2000 年（838 億ドル）から 16 年までに 4.1 倍）している中国への風当たりが強まる可能性が高い。

ただし、対中国での強硬姿勢は米国経済にとって副作用も大きい。米国の対中貿易収支の製品別内訳をみると、一般機械、電気機械に加え、衣服、玩具・日用品などの赤字幅が大きい（図表 1-3）。衣服などの大量生産品は、既に米国内の生産基盤が失われている。関税引上げや輸入規制で生活用品を中心にインフレが加速すれば、低・中所得層を中心に家計の負担増につながる（詳細は米国の P.19）。

一方、既にトランプ大統領が標的としている自動車は、依然として国内の生産が雇用に与える影響が大きい（図表 1-4）。同分野で米国が貿易赤字を抱えるメキシコ（自動車の貿易赤字：484 億ドル）、日本（443 億ドル）、ドイツ（268 億ドル）からの輸出を抑制することで、国内の生産と雇用の拡大につながる可能性がある（図表 1-3）。

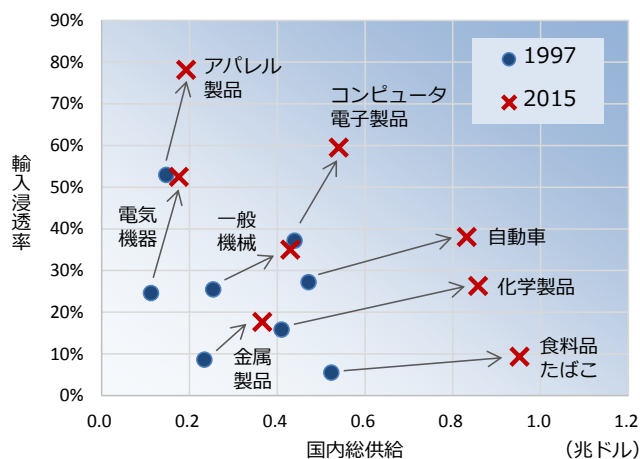
米国企業の国内生産回帰を促す手段として、トランプ大統領は関税を、共和党は法人税の国境税調整を主張している。両者に違いはあるが、いずれも輸入品への課税が強化される内容だ。仮に、トランプ氏が大統領選中に主張していた差別的関税（メキシコに 35%、中国に 45%）を課した場合の影響を、GTAP モデル<sup>2</sup>を用いて試算すると、メキシコの GDP は▲0.4%p、中国は▲0.4%p 下振れる。しかし、輸入関税の引上げはインフレ率の上昇を通じて米国の実質所得を減少させるため、米国自身の GDP も▲0.6%p 下振れし、そのマイナスの影響がメキシコ、中国のマイナス影響を上回るとの結果が得られた。

図表 1-3 米国の相手国別製品別の貿易収支



注：2014 年のデータ。  
資料：RIETI-TID より三菱総合研究所作成

図表 1-4 米国の輸入浸透率と国内総供給



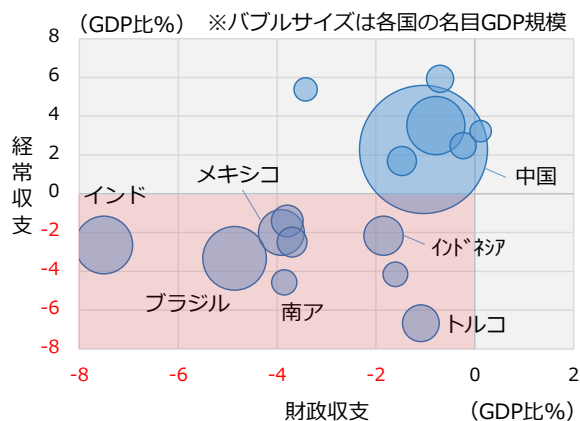
資料：BEA「Input-Output Accounts Data」より三菱総合研究所作成

## ② 米長期金利上昇と新興国経済への影響

新政権は、減税やインフラ投資などの拡張的な財政政策により成長率の引上げを図る方針。通商政策の保護主義化や移民の受け入れ抑制、エネルギーの国産化など、新政権が掲げる他の政策も、米国のインフレ率を高める可能性が高い。米国の労働需給はひっ迫しており、追加的な労働需要の拡大は、賃金上昇を促す可能性が高い。17 年末までの市場の利上げ予想回数は、大統領選前の 0-1 回から、大統領選後に 2-3 回にまで上昇した。

また、非営利団体 CRFB（Committee for a Responsible Federal Budget）の推計によると、トランプ氏の公約実行で、米国の財政赤字は 10 年間で 5.3 兆ドル増加する見込み。財政赤字拡大やインフレ率上昇による長期金利の上昇が、新興国通貨安を加速させる可能性がある。

図表 1-5 通貨安リスクの高い新興国



注：2011-15 年の平均値。  
資料：IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

<sup>2</sup> GTAP は、関税の国際貿易への影響などを分析するために、広く利用されている応用一般均衡モデル。



通貨安リスクが高い新興国としては、財政赤字と経常赤字の双子の赤字を抱える、ブラジル、インド、メキシコ、インドネシア、トルコなどが相当する（図表 1-5）。これらの国では、14 年後半から 16 年はじめにかけても、米国の利上げ懸念の強まりを背景に大幅な通貨安が進行し、世界経済の不安定要因となった。先行き一段の長期金利上昇を招けば、新興国の通貨安が進み世界経済の下振れ要因となる。

### ③ 不確実性の高まり

大統領選直後は、就任後に現実路線にかじを切るとの期待もあったが、就任後の発言を踏まえると、強硬な保護主義姿勢に変わりはなく、先行きに対する不確実性が高まっている。特に通商政策では、どの国、どの企業がいつ標的になるかわからない状況だ。先行きに対する不確実性の高まりは、投資をはじめ経済活動の下振れ要因となる。

米国の「経済政策不確実性指数」は大統領選後に高止まりが続いている（図表 1-6）。同指数が前年比+20 ポイント程度上昇した場合（15 年夏の「チャイナショック」程度に相当）、各国の GDP 成長率は、米国が▲0.6%p、ユーロ圏は▲0.1%p、中国は▲0.1%p、日本は▲0.2%p、それぞれ下振れると見込んでいる。不確実性の高さが、世界的な投資の弱さに拍車をかける懸念がある。

### ④ エネルギー増産

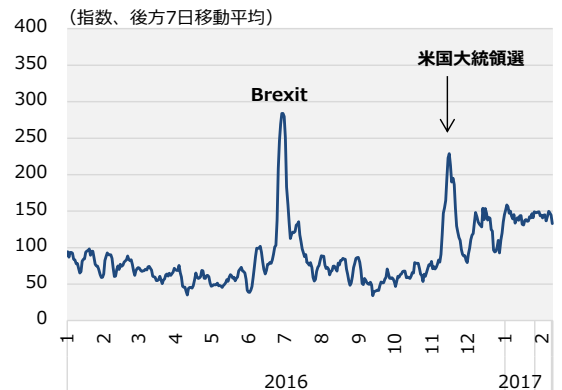
米国のエネルギー政策の転換も、世界経済に重要な影響を与える。新政権は、外国資源依存からの脱却を掲げており、エネルギー生産にかかる環境規制などを撤廃し、国内自給率を高める方針だ。米国の輸入量（16 年）は日量 740 万バレル、輸入相手国のシェアは、カナダ 37%、サウジアラビア 16%、ベネズエラ 10%、メキシコ 10%となっている。

米国 EIA（Energy Information Administration）の短期エネルギー見通しによると、米国の原油輸入量は、16 年 11 月以降に 100 万バレル程度下方に修正されている（図表 1-7）。これは OPEC 減産合意による原油価格の持ち直しが米国のシェールオイルの増産を促す効果を織り込んだためとみられる。米国のエネルギー政策の転換により、増産圧力が更に強まれば、世界の原油需給は一段と緩む可能性が高い。世界の原油市場の需給ギャップは、平均 150 万バレル程度であり、米国の輸入量の 1/10（約 70 万バレル）が国内生産に代替されるだけでも、世界の原油市況への下押しインパクトは大きい。原油価格の下落圧力が強まれば、資源国経済の下振れ要因となろう。

### 米国は短期的に成長加速も、世界経済への波及は限定的か

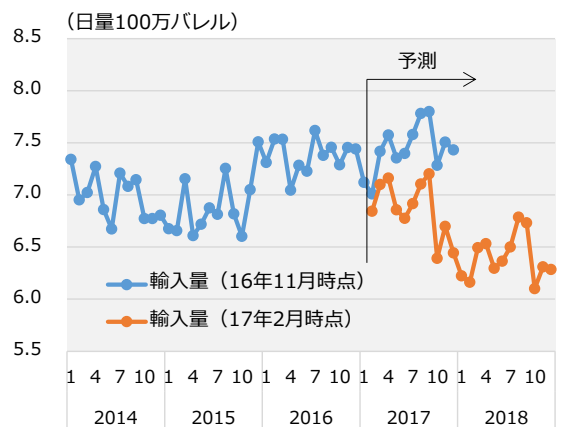
新政権の政策は、一般教書演説や予算教書演説を通じて具体化されるが、現時点で蓋然性が高いと考える標準シナリオ<sup>3</sup>に基づくと、米国経済の実質 GDP 成長率は、16 年の +1.6%から伸びを高め、18 年にかけて+2%台前半の成長を予測する（図表 1-8）。インフレ率の高まりやドル高が重石

図表 1-6 米国の経済政策不確実性指数



注：経済の不確実性と政策について言及した新聞記事の頻度などを基に、経済政策の不確実性を指数化。  
資料：Economic Policy Uncertainty

図表 1-7 米国の原油輸入量の見通し



資料：EIA「Short Term Energy Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-8 シナリオ別の世界経済成長率（2017-18 年の平均実質 GDP 成長率）

	標準シナリオ	楽観シナリオ	悲観シナリオ
米国	2.3%	4.1%	0.3%
ユーロ圏	1.5%	1.7%	1.2%
中国	6.4%	6.9%	5.6%
日本	1.0%	1.5%	0.4%

注：楽観シナリオは、保護主義化の進行は限定的であり、米国の財政拡張策が一定の長期金利上昇やドル高を伴いつつも、成長を牽引するケース。悲観シナリオは、世界的な保護主義化の広がりや貿易が停滞し、米国も財政拡張の副作用（インフレや長期金利上昇）が強く表れ、景気が失速するケース。  
資料：三菱総合研究所作成

<sup>3</sup> 標準シナリオで置いた想定は以下のとおり。減税規模は、公約（GDP 比 2.5%）の 1/4 が実現し、GDP 比でブッシュ減税と同程度になると想定。法人税は、20% 台後半まで引き下げ。インフラ投資は、公約（5 年で 5500 億ドル）の 1/4 が実現。長期金利は 18 年末にかけて 0.2% 上昇。その他、ドル高の進行、エネルギー関連投資の増加、原油輸入の減少、移民流入のペース鈍化も織り込んでいる。

となる反面、法人税や所得税の減税、インフラ投資、規制緩和などの成長促進策が景気を押し上げるであろう。

ただし、これまでのように米国経済の成長が世界経済の回復の助けになるとは限らない。前出の GTAP モデルを用いて、米国の内需が 1% 上昇した場合の、各国・地域の輸出への影響をみると、米国の輸入関税率が現状のままであればプラスの影響が広く及ぶ一方で、米国の輸入関税率が 10% 引き上げられた場合には、米国の内需が増加したとしても、各国の輸出はマイナスとなる（図表 1-9）。

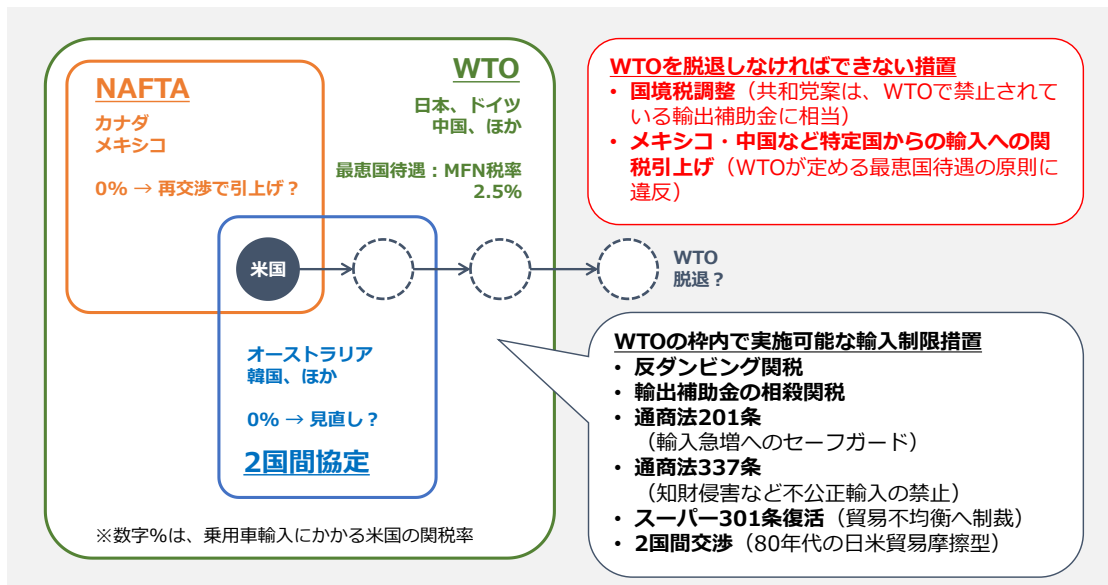
①保護主義的な通商政策、②新興国の通貨安、③不確実性の高まり、④原油価格の下落圧力の強まり、を踏まえると、米国経済の需要拡大による世界経済への波及は限定的で、むしろ国によってはマイナスの影響が強く出る可能性が高い。

### 日本の輸出・投資にも下振れリスク、NAFTA 見直しによる間接影響にも注意

日本経済にはどのような影響が想定されるだろうか。米国の減税やインフラ投資による成長上振れでプラスの影響が及ぶ可能性はある一方、現時点では下振れリスクが強まっている。上記の世界経済への 4 つの波及ルートの中で、直接的には、保護主義化（上記①）と、不確実性の高まり（③）の影響が強く懸念される。間接的には、新興国の通貨安（②）や原油安（④）による新興国経済の下振れが、日本の輸出に波及してくる可能性もある。

安倍首相は 2 月 10-11 日にトランプ大統領と会談し、日米両国で財政・金融政策や貿易・投資など幅広い経済 이슈 を議論する場を新設することで合意した。米国新政権が問題視する米国の対日貿易赤字や為替、日米 FTA など、この場で議論の俎上に上がってくるとみられる。

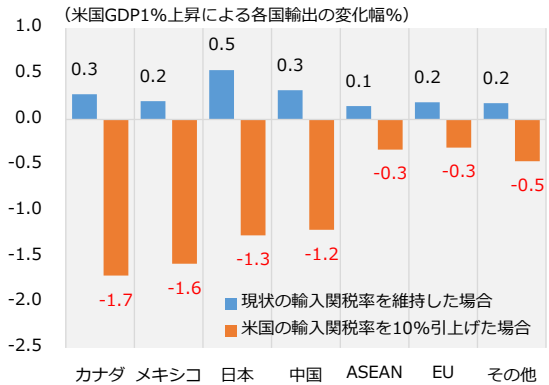
図表 1-10 米国の通商政策の行方



資料：各種資料より三菱総合研究所作成

今後の交渉において、最も懸念されるのが、米国通商政策の保護主義化である。共和党が主張する国境税調整や、特定国からの輸入関税の引上げなどは、そもそも WTO 協定違反となるため、WTO から脱退しない限り実現は難しい。しかし、WTO の枠内にとどまった場合でも、米国政府は日本に対して様々な輸入制限措置を講じることが可能だ（図表 1-10）。既存の通商法の執行強化については議会を通さずとも大統領権限で実施可能であり、反ダンピング関税や相殺関税、セーフガード発動、スーパー301 条復活など様々な手段で、日本への圧力を強めてくる可能性がある（図表 1-11）。貿易赤字額の大きい自動車産業は特に標的となりやすい。

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



今後想定される最悪のシナリオは、国内産業の保護や貿易不均衡などを理由に、上記のような各種の輸入制限措置が取られ、日本製の自動車が米国市場から締め出されることだ。90年代の日米包括協定で検討された高級車のみの高関税であってもダメージは大きい。

これを回避すべく、日米で2国間交渉が行われるとみられるが、想定しておかなければならないのは、80年代から90年代初めにかけて実施された輸出の自主規制であろう。当時は通商産業省（現・経済産業省）が輸出台数の総枠を設定し、各社の輸出台数が毎月監視されることになった<sup>4</sup>。

他に想定される選択肢としては、①米国生産車の現地調達率の引上げ、②日本への米国製部品の輸入拡大、③日本市場での米国車の販売拡大、④米国の日系ディーラーによる米国製日本車の取扱比率拡大、⑤米国製日本車の輸出拡大（日本から欧州や南米への輸出を、米国からの輸出に切り替える）、あるいは⑥自動車以外の分野での市場開放などの譲歩、なども交渉のカードとなりうる。

ただし、これらのカードで米国が納得しなければ、最終的には輸出台数の自主規制に追い込まれる可能性は否定できない。日本から米国への自動車の輸出台数は173万台（16年）と、国内生産台数（920万台）の約2割を占めるだけに、日本の輸出・生産の下振れが懸念される。

また、メキシコから米国に輸出される自動車の部品や素材が、日本から供給されているケースも多く、NAFTAの現地調達率基準（現在は62.5%）の引上げなどによる間接的な影響にも注意が必要だ。現地調達率規制を満たすために、メキシコの自動車産業の裾野は2000年代半ば以降に急速に広がっており、Tier1（1次下請けの部品メーカー）の現地生産化は進んだものの、Tier2/Tier3（2次、3次下請け）の集積は遅れている。高度な品質を要求される素材など（鋼材、樹脂、金型、機械設備）は、日本からの輸出のシェアが依然として高く、幅広い産業に影響が及ぶ可能性がある。

## （2）欧州の政治リスク

### EU 離脱交渉の行方とユーロ圏主要国での選挙が火種に

米国のみならず欧州も世界経済の火種となる。英国では、1月にメイ首相がEU離脱の基本方針を表明。EU単一市場へのアクセス権を放棄する代わりに、EU法の順守義務を免れ、移民の管理を独自で行う方針だ。EUとの新たな自由貿易協定（FTA）を締結し、自動車輸出や金融サービスなど英国が強みを持つ分野で、EU市場への最大限のアクセスを迫る考えだが、思惑通りに進むかどうかは不透明である。反EUの広がりを恐れるドイツやフランスが、「都合の良い」EU離脱に難色を示す可能性が高い。今後の交渉の展開次第では、事業・生産拠点としての英国の地位が低下し、英国経済の下振れや更なるポンド安につながる可能性もある。

17年は、ユーロ圏の主要国で選挙が相次ぐ（図表1-12）。移民の増加、EUへの財政拠出、EU法の順守に対する不満は各国で高まっており、EU離脱を支持する国民の割合が、イタリアやフランスなどでも4割を超える。とくに17年4-5月に大統領選挙が実施されるフランスでは、反EU強硬派のルペン氏率いる国民戦線が支持を拡大している。フランスがEUから離脱する事態となれば、EUとユーロの枠組みが揺らぎ、金融危機に発展する恐れもある。イタリア（18年春から前倒しの可能性）も、選挙の結果次第では、政権交代の可能性もある。ユーロ圏の中核をなす国で









図表 1-11 米国通商権限の整理

<b>議会による立法が必要でないもの (大統領権限で実施可能)</b>
<b>貿易協定の終結（1974年通商法125条b）</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• TPP離脱（既に表明済み）</li> <li>• NAFTAの脱退</li> <li>• 韓国や豪州との2国間協定破棄</li> </ul>
<b>既存の通商法の執行強化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 既存の通商法で認められている各種の輸入制限措置</li> </ul>
<b>為替操作国への認定</b>
<b>議会による立法が必要なもの</b>
<b>新たな貿易協定締結や内容の見直し</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• NAFTAの再交渉（既に表明済み）</li> <li>• 日米FTAなど新たな貿易協定の締結</li> </ul> <small>※ただし、2015年TPA法により通商交渉権限は大統領に付与されており、議会は賛否を表明するのみ</small>
<b>税制の変更（国境税調整など）</b>

資料：各種資料より三菱総合研究所作成

資料：各種資料より三菱総合研究所作成

図表 1-12 欧州の今後の政治日程

2017年	3月	オランダ下院選挙	
	3月末まで	英国、EUに離脱を通告	
	4-5月	フランス大統領選	
	6月	フランス国民議会（下院）選挙	
	9月	ドイツ連邦議会選挙	
2018年	?月	イタリア総選挙前倒し実施の可能性（従来の予定は2018年春）	
	秋	スウェーデン総選挙	
	年内	オーストリア総選挙	

資料：各種資料より三菱総合研究所作成

<sup>4</sup> 当時は、供給台数の減少から米国市場での日本車の価格が上昇したが、米自動車メーカーも値上げに追随したことや、米国日系ディーラーの販売体制強化の成果もあり、結果的に日本車がシェアを大きく落とすことはなかった。

の重要な選挙が相次ぐ17年は、「EU統合の意義」を改めて問いなおす年となるだろう。

### (3) 世界経済の見通し

#### 米国経済は成長拡大も、新政権の政策次第で世界経済の下振れ要因に

米国経済：良好な雇用環境を背景に消費の堅調が続き、18年にかけて所得税減税などの効果も浸透してくるとの想定で、17年は前年比+2.1%、18年は同+2.4%と成長拡大を予測する。ただし、今後の政策運営次第では、想定を上回る財政拡張で成長が上振れる可能性がある反面、保護主義姿勢の強まりなど政策運営の不確実性に加え、一段のドル高や長期金利上昇といった下振れ要因も軽視できない。米国経済の先行きは幅をもってみる必要がある。

ユーロ圏経済：雇用の改善などにより消費が底堅く推移していることから、緩やかな回復が続くと予想する。ただし、英国のEU離脱問題に加え、米国の政策運営が見通しにくいこともあり、設備投資は力強さを欠く見通しで、17年は前年比+1.5%、18年は同+1.5%と予測する。主要国の選挙で反EU勢力が躍進すれば、EUの将来を巡る不安も高まり、経済活動も影響を受ける可能性が高い。

新興国経済：新興国経済は、総じて内需を中心とした成長を続ける一方、米国長期金利上昇による資金流出圧力、米国の保護主義化などが重石となる。このため、17年、18年の新興国経済の成長率は16年と同程度で推移すると予想する。中国経済は、過剰生産能力の調整などが続くとみられ、18年にかけて緩やかな成長鈍化が続くと見込む。

### (4) 日本経済の見通し

#### 政策効果もあり緩やかに回復も、米国の経済政策による下振れリスク高まる

16年10-12月期は、季調済前期比+0.2%（年率+1.0%）と4四半期連続のプラス。輸出の持ち直しなどを背景に生産が増加しているほか、雇用・所得環境の改善を背景に消費も緩やかに回復している。

先行きも、輸出・生産の回復持続と雇用・所得環境の改善に加え、経済対策の効果が各方面に及んでくるとみられ、18年度にかけて緩やかな成長持続を見込む。ただし、米国新政権の政策運営の影響には警戒を要する。米国経済の成長上振れで日本経済に恩恵が及ぶ可能性はある一方、通商政策の保護主義化で日本の輸出や設備投資が下振れるリスクがむしろ強く懸念される。後者が顕在化すれば、緩やかな景気回復シナリオは崩れよう。

日本経済の実質GDP成長率（前年比）は、16年度+1.2%、17年度+1.0%、18年度+0.9%と予測する。世界的な生産の持ち直しによる輸出の回復などを背景に、前回見通し（12月8日）から、16年度は+0.1%p、17年度は+0.1%pそれぞれ上方修正を行う。なお、17年度、18年度の成長率は、16年8月に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」による押し上げ効果を織り込んでいる。この影響を除けば、17年度+0.6%、18年度+0.9%と緩やかな回復を想定している。

### (5) 世界経済の変動要因

世界各地で政治・経済の両面にわたり不透明な要因が増えており、成長率予測も上振れ・下振れ双方に幅をもってしておく必要がある。特に、次の3点が世界経済のリスクファクターである。

第1は、米国の新政権の政策運営である。米国経済は、減税やインフラ投資の規模次第では、短期的には上振れる可能性があるが、これまでの新政権の動きを見る限り、あらゆる分野で「米国第一」を強硬に貫く可能性が高い。それは世界経済の下振れリスクとなる。特に、通商政策で強硬な保護主義策の流れから国境税の導入やNAFTA脱退など既存の枠組みが覆されれば、グローバル企業の投資マインドが一段と冷え込むのは避け難い。米国議会が過度な保護主義化を抑制できるかが焦点だ。

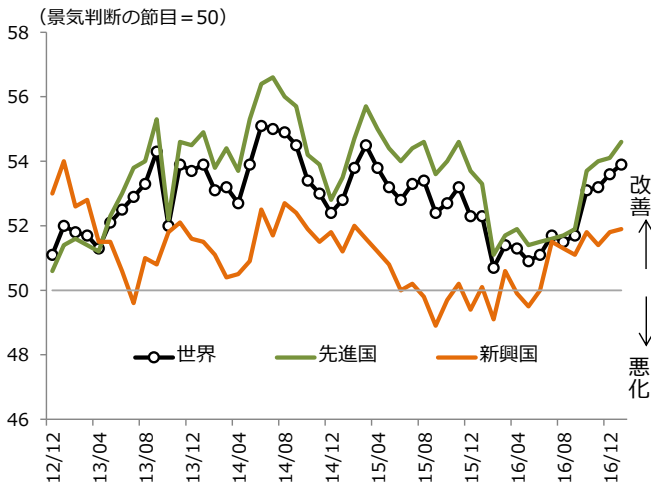
第2は、欧州の政治情勢である。英国の強硬なEU離脱が既定路線となるなか、17年はオランダ、フランス、ドイツなどユーロ圏の主要国で選挙が相次ぐ。反EU勢力がこれらの国で勝利する事態となれば、EUとユーロの枠組みそのものが揺らぎ、金融危機に発展するリスクも否定できない。

第3は、中国経済である。銀行の不良債権や企業債務の膨張などの火種がくすぶっており、政府は景気の下支えに腐心している。緩やかな成長鈍化へのシナリオが崩れた場合の影響には警戒を要する。



## 世界経済・金融市場の動向

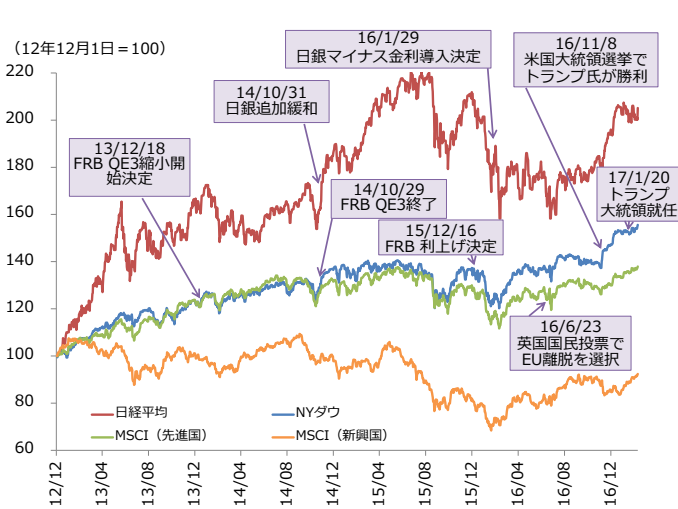
図表 1-13 PMI 総合指数



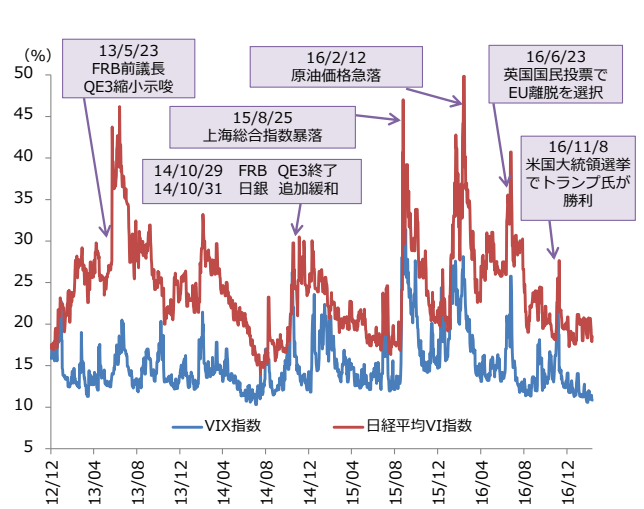
図表 1-14 商品市況



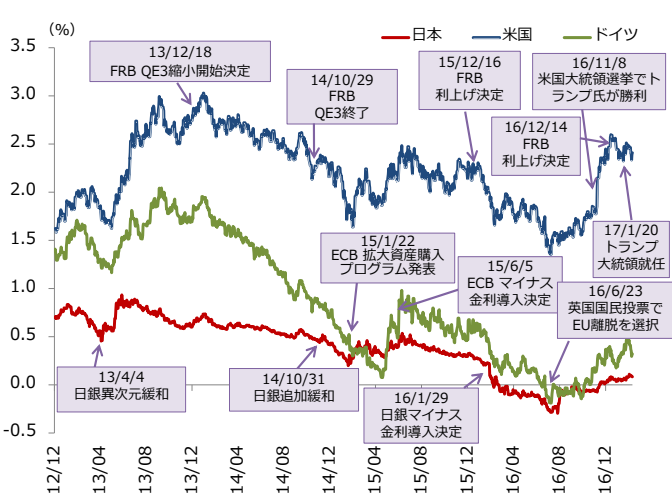
図表 1-15 株価



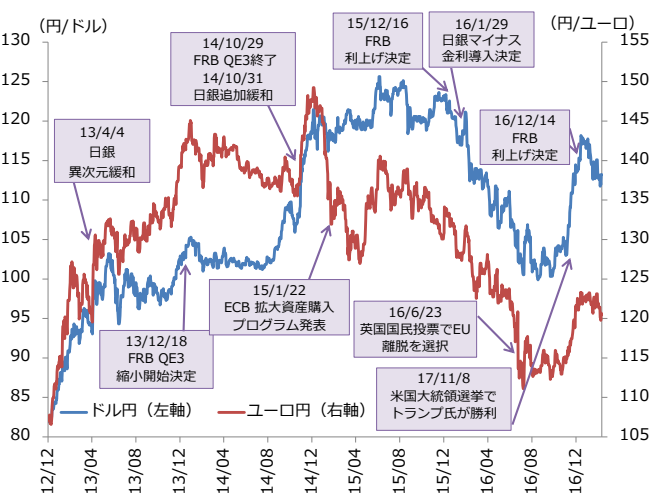
図表 1-16 日本と米国のボラティリティ指数



図表 1-17 長期金利 (10年物国債)



図表 1-18 為替



注1: PMI 総合指数は、PMI 製造業指数と PMI サービス業指数を合算したもの。

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

注3: 直近値はPMI 総合指数が1月、その他は2月10日。

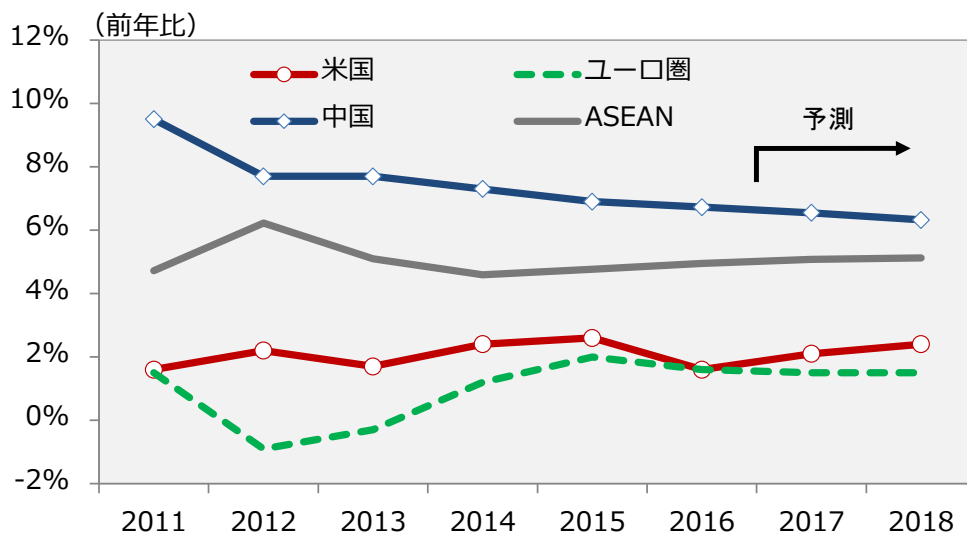
資料: Bloomberg



図表 1-19 2017、2018 年の海外主要国の実質 GDP 成長率予測（単位：%）

国	実績	予測	
	2016	2017	2018
米国	1.6	2.1	2.4
ユーロ圏	1.6	1.5	1.5
中国	6.7	6.5	6.3
ASEAN5	4.9	5.1	5.1
インドネシア	5.0	5.3	5.4
マレーシア	4.2	4.4	4.5
フィリピン	6.9	6.6	6.8
タイ	3.4	3.1	3.0
ベトナム	6.2	6.4	6.4
香港	1.6	2.0	2.0
韓国	2.7	2.6	2.7
シンガポール	1.8	2.0	2.1
台湾	1.4	2.0	1.7
インド（年度）	7.0	7.1	7.5
ブラジル	▲ 3.5	▲ 0.5	1.3

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



資料：米国商務省、Eurostat、IMF 等、予測は三菱総合研究所

図表 1-20 2016～2018 年度の日本の実質 GDP 成長率予測（単位：%）

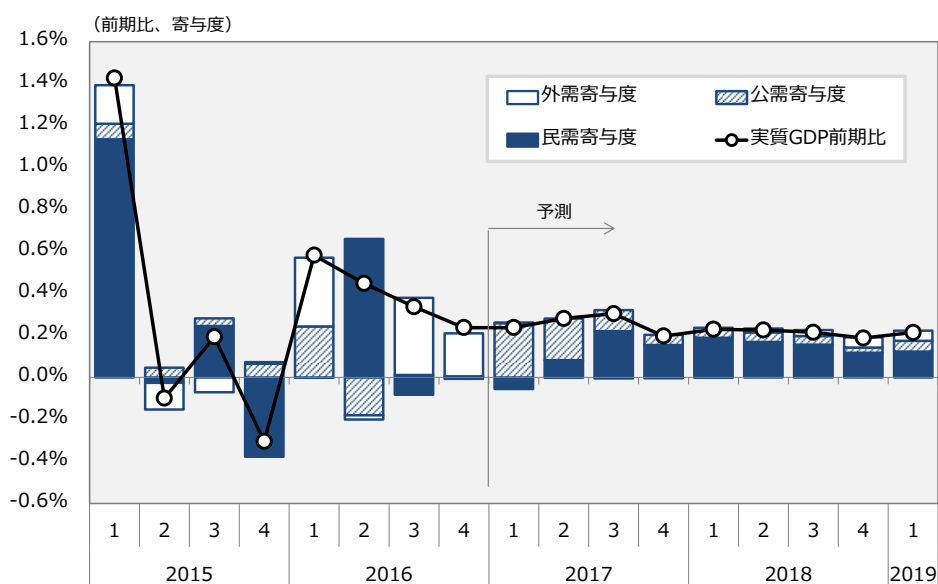
項目	実績		予測					
	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	1.3	***	1.2	***	1.0	***	0.9	***
内需	1.1	1.1	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8
民間	1.1	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3	0.8	0.6
民間最終消費支出	0.5	0.3	0.6	0.3	0.7	0.4	0.8	0.4
民間住宅投資	2.7	0.1	5.7	0.2	▲ 3.6	▲ 0.1	0.3	0.0
民間企業設備投資	0.6	0.1	1.7	0.3	1.1	0.2	1.0	0.2
民間在庫投資	***	0.3	***	▲ 0.3	***	▲ 0.1	***	0.0
公需	1.2	0.3	0.6	0.1	2.0	0.5	0.7	0.2
政府最終消費支出	2.0	0.4	0.9	0.2	1.7	0.3	1.2	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.0	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 0.1	2.9	0.1	▲ 2.0	▲ 0.1
外需（純輸出）	***	0.2	***	0.6	***	0.2	***	0.1
輸出	0.8	0.1	2.4	0.4	2.5	0.4	1.5	0.3
輸入	▲ 0.2	0.0	▲ 1.2	0.2	1.3	▲ 0.2	1.1	▲ 0.2
名目GDP	2.8	***	1.2	***	1.7	***	2.1	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-21 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

		実績				予測									
		2016				2017				2018				2019	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
実質GDP	前期比	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
	前期比年率	2.3%	1.8%	1.4%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所



資料：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

#### 4 四半期連続のプラス成長、景気回復持続

16年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比+0.2%（年率+1.0%）と、4四半期連続のプラスとなった（図表2-1）。内需は横ばい圏内で推移するなか、輸出の持ち直しが景気回復を下支えしている。

消費は、耐久財消費に持ち直しの動きを続けている一方、節約志向による旅行や衣料品の不振に加え、価格上昇による生鮮食品の消費抑制もあり、前期比横ばいとなった。設備投資は同+0.9%と増加し、緩やかに持ち直している。一方、輸出は同+2.6%と2四半期連続で高い伸びとなり、成長に寄与した。世界的な生産活動の持ち直しを受けて、アジア向けを中心に回復している。

#### 円安・株高の進行からマインド改善

大統領選後の金融市場は、米国長期金利の上昇を受けて円安・株高が進行（図表2-2）。世界的なITサイクルの回復や国内在庫調整の進展もあり、日本の輸出や生産も持ち直しの動きをみせている。円安による企業収益の改善もあり、製造業のPMIも消費税増税前の駆け込み需要期以来の水準まで回復。家計のマインドを示す消費者態度指数も、50を下回る低い水準にあるが、方向性としては緩やかに持ち直している（図表2-3）。

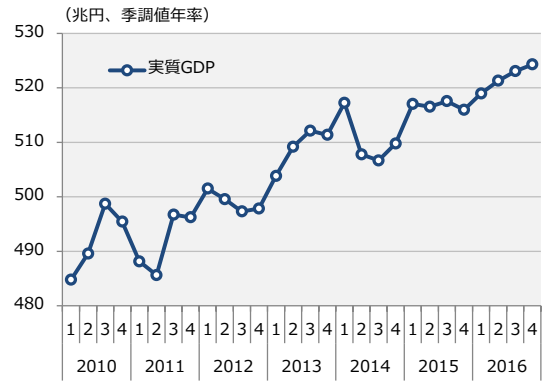
#### 先行きの経営環境には、不確実性が高まる

ただし、こうしたマインドの持ち直しが今後も持続するかは不透明だ。家計の根強い将来不安に加え、16年11月の米国大統領選後は、企業の経営環境に対する不確実性が特に高まっているとみられる。

米国新政権の政策は、日本の輸出・生産の下押し要因となる可能性が高い（詳細はP.4-5参照）。関税の引上げなどにより、日本からの輸出が制約される可能性があるほか、米国の保護主義化による新興国経済の下振れが、日本からのアジア向け輸出の下振れ要因にもなる。トランプ大統領が、メキシコに投資する日系メーカーを名指しで批判したほか、為替（ドル高・円安）に対するけん制を強めていることも懸念材料だ。北米自由貿易協定（NAFTA）が抜本的に見直される事態となれば、日本企業の投資戦略も大きな変更を迫られよう。

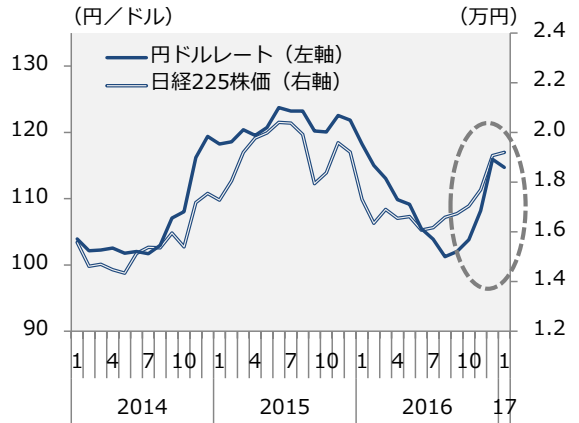
このように先行きの不確実性が強い状況の下では、企業は国内も含めて積極的な投資に動きにくく、企業活動の停滞が懸念される。

図表 2-1 実質 GDP



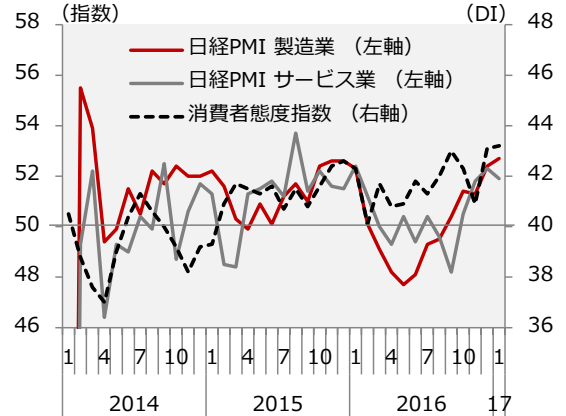
資料：内閣府「国民経済計算」

図表 2-2 株価、為替



資料：Bloomberg

図表 2-3 マインド指標

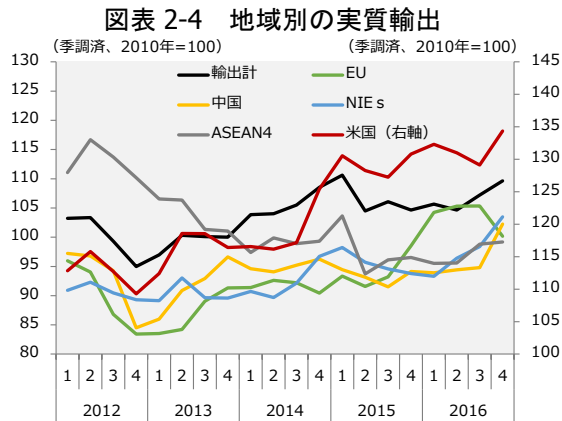


資料：内閣府「消費動向調査」、Bloomberg

## (2) 輸出の動向

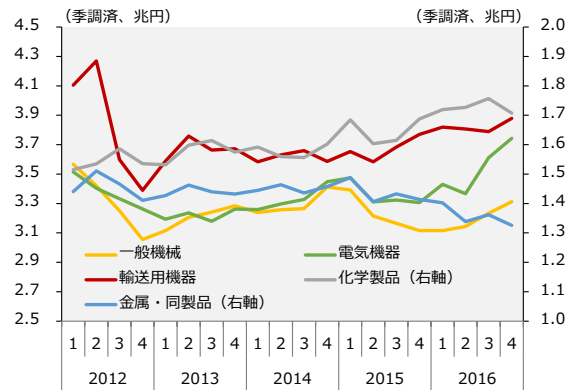
### 米国、アジア向け増加を主因に輸出は回復基調

16年10-12月期の輸出は、2四半期連続の高い伸びとなり、回復基調にある。地域別では、EU向けが弱めの動きとなった一方、堅調な米国向けに加え、中国やNIEsなどアジア向けが改善（図表2-4）。財別では、電気機器がアジア向けのスマートフォン関連輸出を主因に大きな伸びとなったほか、米国、中国向け輸送用機器も堅調な推移が続く（図表2-5）。また、一般機械もNIEs向け半導体等製造装置の増加などから緩やかに持ち直している。



資料：輸出計は、内閣府「国民経済計算」。地域別輸出は、日本銀行「実質輸出入」より三菱総合研究所作成

**図表 2-5 財別の実質輸出の推移**



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。  
資料：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

輸出の増加のうち、一時的要因による押し上げはどれほどなのか。輸出品目により要因を分類し、簡易的に寄与を試算すると、16年7-9月期は、熊本地震などからの自動車挽回生産要因のプラス寄与に加え、新型スマートフォン販売開始などによるICT関連要因の寄与が輸出増加の半分を占めていた（図表2-6）。続く10-12月期も、ICT関連要因の寄与は反動により縮小しているが、マイナスとはなっていない。これには、一時的要因の効果は減退し始めている一方、中国スマートフォンメーカー向け部品供給の増加や、世界的なITサイクルの回復が伸びを支えていることが背景にあるとみられる。

さらに、こうした特殊要因を除いたとしても、7-9月期以降の輸出は、輸出は緩やかに回復している。米国経済の堅調持続やアジア経済の持ち直しが背景にある。

### 世界経済の持ち直しで緩やかな回復続く

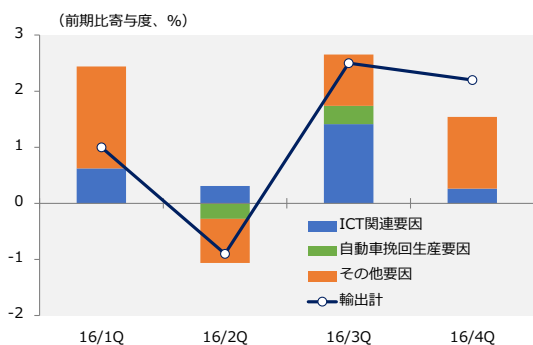
足元の輸出は回復傾向にあるが、先行き楽観はできない。米国経済の堅調持続、アジア地域の内需持ち直しなど需要面では緩やかに回復していくとみられる反面、米国通商政策の保護主義化により、自動車など日本からの輸出にも影響が及ぶ可能性がある（P.4-5 参照）。日本の実質輸出は、17年度+2.5%、18年度+1.5%と予測するが、今後の米国の通商政策次第で下振れリスクがある。

## (3) 生産の動向

### 海外向け・国内向けともに生産・出荷は堅調

鉱工業生産指数は、着実に持ち直している（図表2-7）。16年10-12月期は、スマートフォン関連の受注増加で電子部品・デバイスの生産が前期比+8.1%と2四半期連続の高い伸びとなった。また、輸送用

**図表 2-6 輸出の要因別寄与分解**



注：ICT関連要因は、貿易統計の概況品目品のうち、「電気機器」の電子部品・デバイスに相当する品目と「一般機械」の半導体等製造装置を合計し、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算出。自動車挽回生産要因は、自動車と同部品のトレンド対比の乖離をもとに推計。輸出計は、国民経済計算ベースのため内訳と一致しない。  
資料：内閣府「国民経済計算」、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



機械が同+3.6%と3四半期連続で増加したほか、はん用・生産用・業務用機械も産業用ロボットや金属加工機械など設備投資関連財の生産増加もあり同+3.6%のプラスとなった。

出荷指数も、同+3.5%と大きく増加。出荷先別にみると、グローバルな製造業活動の持ち直し（図表 2-8）を受けた海外輸出の増加に加え、自動車などの耐久消費財や設備投資関連財などの内需向けの寄与が大きい（図表 2-9）。また、出荷増に伴い、在庫率も同▲4.3%と大きく低下。電子部品・デバイスや輸送用機械など幅広い業種で在庫が減少し、15年以降続いていた調整局面はほぼ脱したとみられる。

### 米中経済の好調さが輸送用機械・電子部品の生産を支える

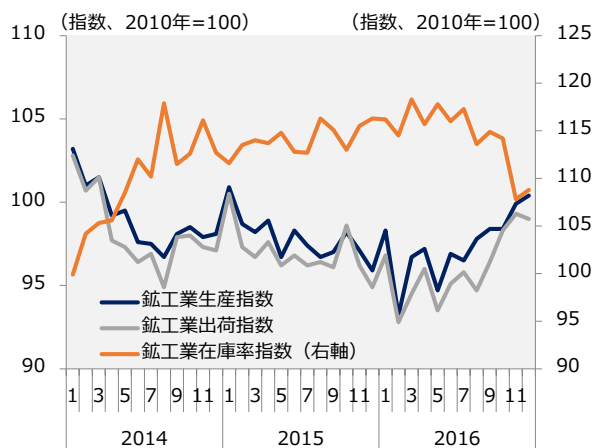
外需や内需の増加は、どのように業種別生産に影響するのか（図表 2-10）。産業連関表をもとに、需要が1%増加した場合の業種ごとの生産への影響を試算すると、素材業種やはん用・生産用・業務用機械、家電などの電気機械は、国内需要の変化が生産に与える影響の方が大きい一方、輸送用機械や、半導体などの電子部品は外需のインパクトの方が大きい。

また、輸出相手先別にみると、輸送用機械は米国、電子部品は中国やNIEsの寄与が大きく、それぞれの経済の堅調さや持ち直しが足元の各業種の生産増加に影響していることがわかる。ただし、今後は米国通商政策の保護主義化により、米国経済が拡大したとしても、世界の貿易や投資活動が鈍り、国内生産にも波及するリスクがある。

### 内外需の持ち直しに伴い、生産は回復が持続

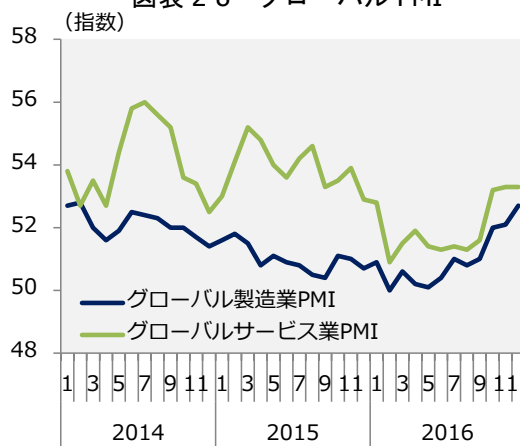
先行きの生産については、内外需の持ち直しに伴い、回復が持続すると見込む。新型スマートフォン向け電子部品・デバイス増産の反動は、世界的なITサイクルの回復などから、比較的小さいとみられる。また、16年末で在庫調整がほぼ完了したとみられること、政府の経済対策効果が次第に顕在化してくることもプラスとなり、緩やかに伸びを高めると予想する。以上から先行きの生産は、17年度+0.6%、18年度+1.0%を予測する。

図表 2-7 生産・出荷・在庫率指数



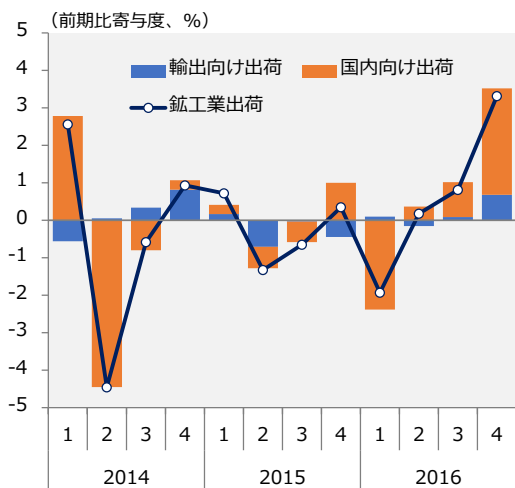
資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-8 グローバル PMI



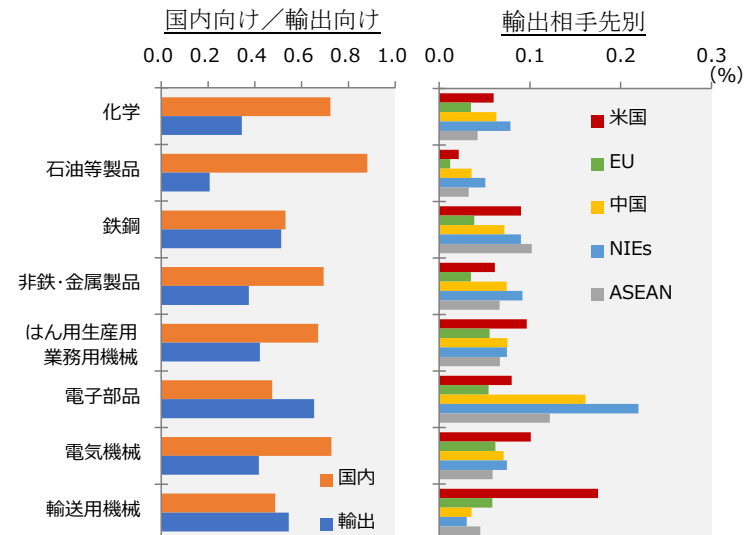
資料：Bloomberg

図表 2-9 出荷の国内・輸出向け寄与分解



資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-10 各需要が1%増加した場合の業種別生産への影響



注：輸出相手先別は、2015年輸出額ウェイトを外需に乗じて試算。  
資料：総務省「産業連関表」、財務省「貿易統計」

#### (4) 設備投資の動向

##### 設備投資は緩やかながらも持ち直し

16年10-12月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+0.9%となり、緩やかに持ち直している(図表2-11)。

製造業では、鉄鋼などの素材業種の投資が低調に推移している一方、輸送用機械が増加しており、緩やかながらも伸びを高めている。一方、非製造業は、運輸・通信業は堅調に推移しているが、これまで増加基調が続いていた卸売・小売業や不動産業が足元では横ばいとなっており、伸びが鈍化している。

##### 製造業・非製造業ともに緩やかな増加を予想

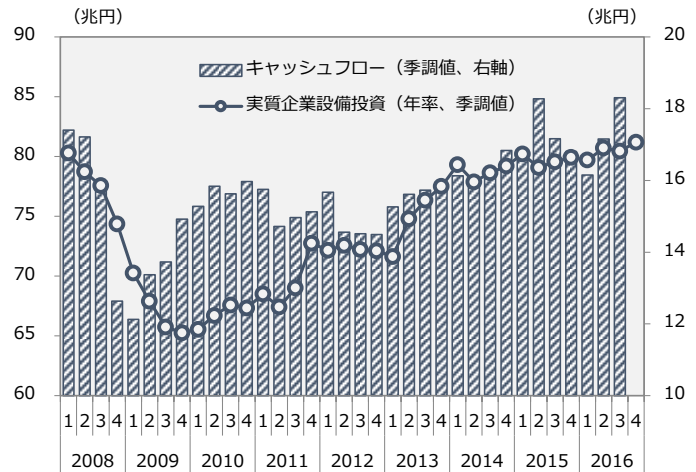
先行きの設備投資は、製造業・非製造業ともに緩やかに増加していくと見込む。

先行きの製造業の設備投資は、海外の政治経済情勢への不確実性から企業の慎重な設備投資スタンスは続くと思われる一方、円安による企業収益の回復がプラスとなり、緩やかながらも増加していくとみられる。資本ストック循環の観点から設備投資動向を確認すると、製造業の設備投資は、足元緩やかながら資本ストックの蓄積を増やす局面にあり、18年度にかけて緩やかに増加していくと考えられる(図表2-12)。

一方、非製造業の設備投資の先行きも、投資ニーズの強い物流関連や交通・宿泊施設などのオリンピック関連投資を中心に、緩やかながらも増加基調を維持すると見込む。資本ストック循環の観点からみると、インバウンド関連投資などから高水準が続いていた卸売・小売業は、足元では調整局面初期に位置しており、当面伸びが鈍化する可能性がある。一方、運輸・通信業は足元調整局面から脱しつつあり、見通し期間にかけて、設備投資の伸びを牽引していくと見込む(図表2-13)。

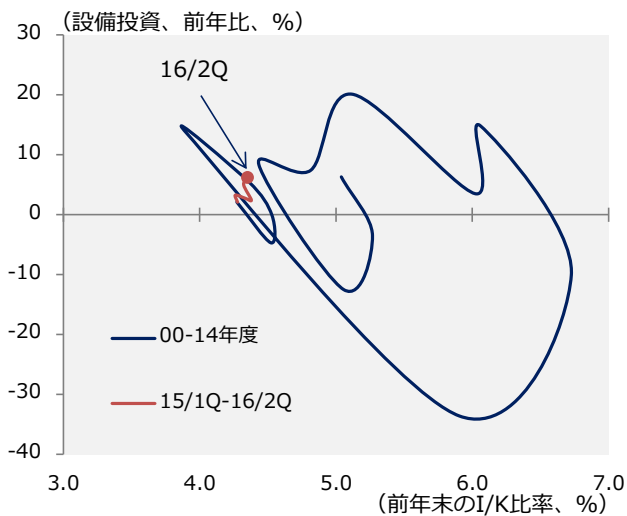
以上から先行きの設備投資は、17年度+1.1%、18年度+1.0%と緩やかな回復を予想する。ただし、前述のとおり、米国の通商政策の保護主義色の強まりを背景に、投資への様子見ムードが広がる可能性があるほか、実際に保護主義政策が実施され、日本からの輸出競争力が大幅に低下する事態となれば、加工型製造業を中心に国内への投資が抑制される可能性に注意が必要だ。

図表 2-11 民間企業設備投資



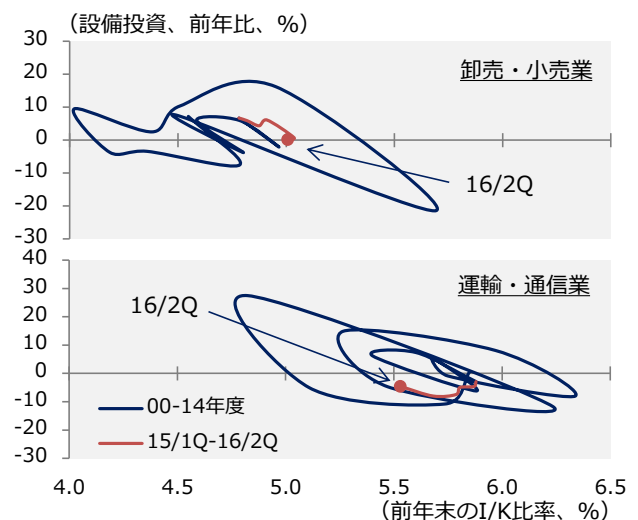
注：キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費  
資料：財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 製造業の資本ストック循環図



資料：内閣府「民間企業資本ストック統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 非製造業の資本ストック循環図



資料：内閣府「民間企業資本ストック統計」より三菱総合研究所作成

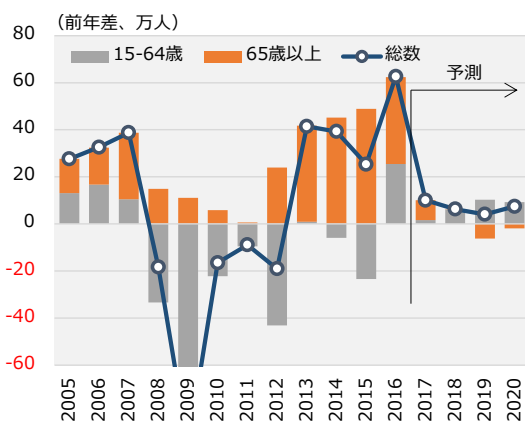
## (5) 雇用・所得の動向

### 団塊世代の引退により、労働供給の逼迫に一段と拍車

雇用環境は引き続き改善している。16年の就業者数は、前年差+63万人となり、97年以来の高い増加幅となった。65-69歳の労働力率が引き続き上昇しているほか、女性の就業率の上昇などから15-64歳の就業者数も同+25万人と増加に転じた（図表2-14）。ただし、こうした就業者数の増加にもかかわらず、企業の人手不足感は、地方圏や中小企業を中心にむしろ強まっている。

17年以降は、こうした労働需給の逼迫に一段と拍車がかかる可能性がある。団塊世代が70歳に達し、就業率の低下が予想されるためだ。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、就業者数の伸びは大幅に鈍化する見込み（図表2-14）。13年以降の人手不足環境の中で、65歳以上の高齢者が重要な人材の供給源となってきたことを鑑みると、今後、医療福祉、製造業、卸小売、あるいは中小企業を中心に、人手不足感が一段と強まる可能性が高い（図表2-15）。

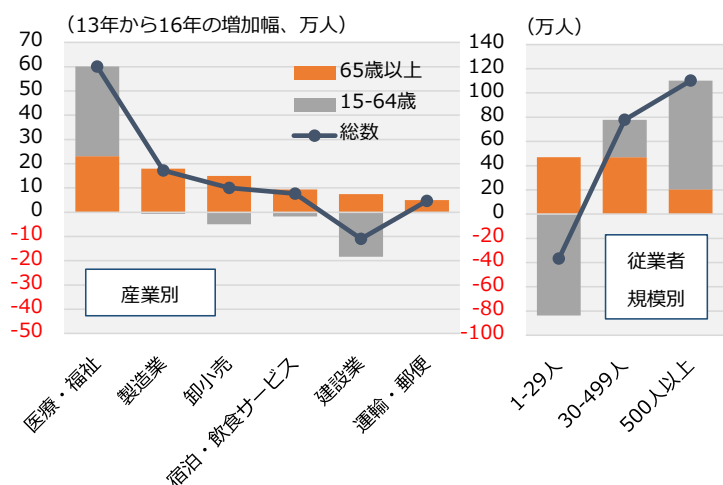
図表 2-14 就業者数の見通し



注：国立社会保障・人口問題研究所の人口推計（中位）をもとに、労働力率および就業率を2010年～16年のトレンドで延長して推計。

資料：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 業種別・従業員規模別の就業者増加幅

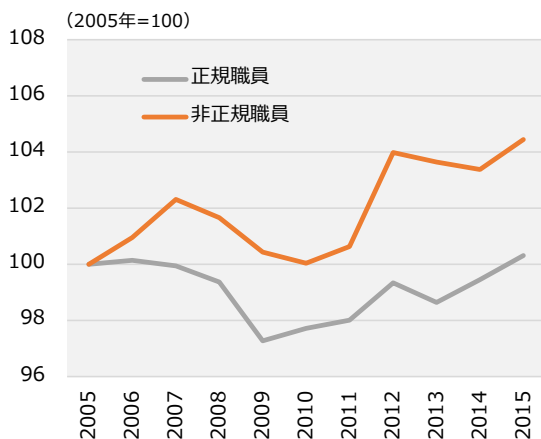


資料：総務省「労働力調査（詳細集計）」より三菱総合研究所作成

### 労働生産性見合いで賃上げ余地があるが、経営環境の不透明感が重石に

労働需給の逼迫状況に比べて賃金の回復ペースは鈍い。パート・アルバイトなど非正規職員の賃金上昇（時給アップや正規化）は進んでいる一方、全体の6割強を占める正規職員の賃金の伸びが鈍い状況にある（図表2-16）。雇用の流動性が低い正規職員の賃上げは、春闘など労使交渉に頼らざるを得ない面が大きく、足元の労働需給環境が賃金に反映されにくい。

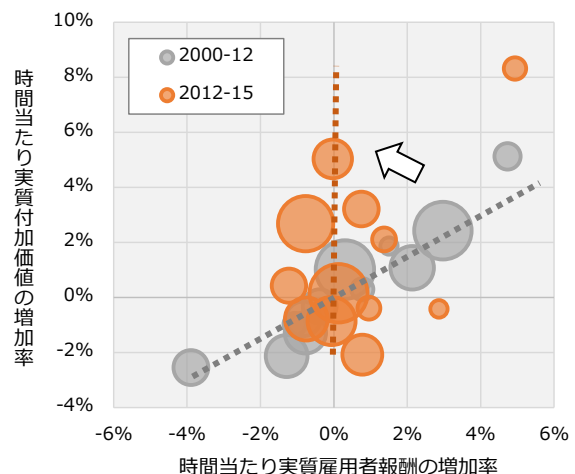
図表 2-16 一人当たり名目賃金指数



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。

資料：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 2-17 労働生産性と賃金



注：期間中の産業別の伸びをもとに作成。バブルサイズは就業者数の規模を表す。

資料：内閣府「国民経済計算確報」より三菱総合研究所作成

正規職員の賃上げは固定費の増加につながることから、企業は慎重になりがちであるが、生産性の上昇見合いで賃金を引き上げることは可能である。中長期的にみれば、労働生産性と賃金には高い連動性がみられるが、12年から15年にかけては、労働生産性の伸びに比べて賃金の伸びが弱くなっている（図表 2-17）。仮に、労働生産性の上昇見合いで賃金が上昇していれば、15年の実質雇用者報酬は約9兆円（実績比+3.5%）上振れていた可能性がある。特に製造業や建設業の上昇余地が大きい。

17年以降は、労働需給がさらにひっ迫する中で、優秀な人材を確保するためには、賃金も含めた労働条件の改善が必要となってくるとみられ、正規・非正規問わず、徐々に賃金上昇圧力が強まっていくとみている。

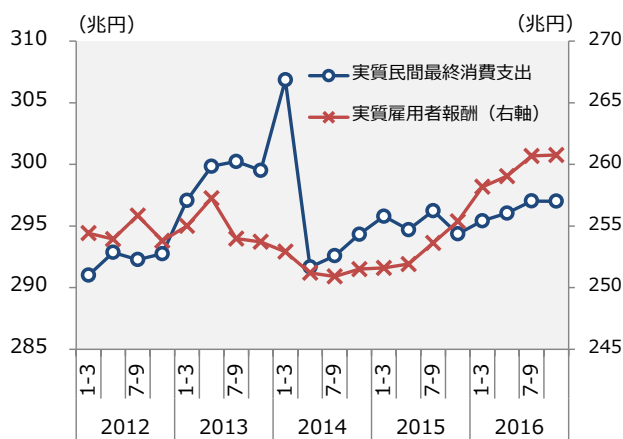
## (6) 消費の動向

### 雇用者報酬の増加などから、消費は緩やかに回復

消費は緩やかに回復している（図表 2-18）。女性や高齢者の就業増加、あるいは物価の下落を背景に、実質ベースでの雇用者報酬が増加傾向にあるほか、雇用環境の改善や株価の上昇などを背景に、消費者マインドも緩やかに持ち直し傾向をたどっている。

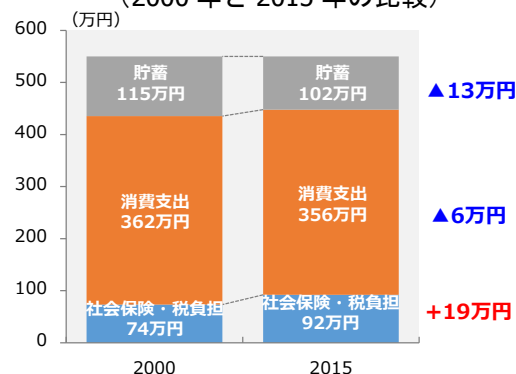
ただし、雇用者報酬の改善ペースに比べて消費の回復力は鈍い。最大の要因は、将来不安の強まりによる消費の抑制である。将来不安の中身としては、収入確保や貯蓄金額への不安が強い<sup>5</sup>。また、社会保険料・税負担の増加の影響も大きい。医療・年金・介護などの保険料の引上げなどにより、同じ年収500万円台の世帯でも、2000年から15年にかけて社会保険・税負担が19万円増加しており、消費や貯蓄が抑制されている（図表 2-19）。

図表 2-18 実質消費支出と雇用者報酬



資料：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 年収500万円台世帯の支出内訳 (2000年と2015年の比較)



注：年収500万円台世帯の1世帯当たりの所得の内訳は、世帯年収別の1世帯当たり1ヶ月の支出より算出した所得の内訳比率を、平均年収(550万円と仮定)に乗じて算出。

資料：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

### 18年度にかけて消費は緩やかな回復傾向を維持

先行きの消費は回復傾向をたどるのだろうか。前述のとおり、高齢化の進行により就業者数の大幅な伸び鈍化が予想される反面、労働需給の逼迫などを背景に賃金は緩やかな上昇傾向をたどるとみており、17年度は前年比+0.7%、18年度も同+0.8%と、消費は緩やかな回復傾向を維持すると予測する。

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

<sup>5</sup> 三菱総合研究所「2016、2017年度の内外景気見通し」2016年11月15日公表のp.13参照。

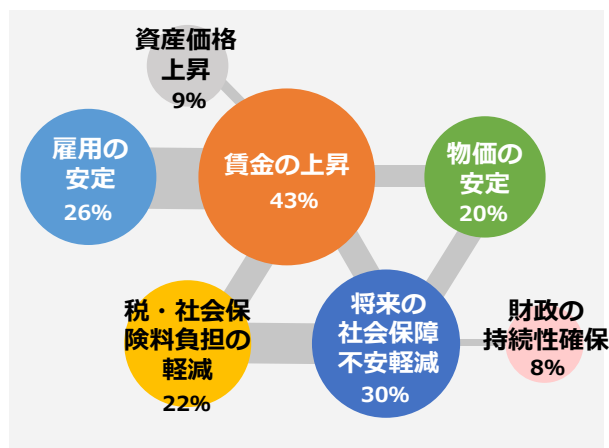


## 消費が前向きになるための鍵は、雇用・所得環境の改善と社会保障の安定化

家計の前向きな消費スタンスを引き出すために、どのような環境の変化が重要か。当社の「生活者市場予測システム（mif）」を用いて生活者5千人を対象とするアンケートを実施した。最も回答が多かったのが、「賃金の上昇（43%）」であり、「雇用の安定（26%）」との組み合わせが重要との結果が出ている。正規化と賃金上昇が消費改善の鍵となることが示唆される。また、「将来の社会保障不安の軽減（30%）」、「税・社会保険料負担の軽減（22%）」を重要とする回答も多く、税・社会保険料負担が年々増加しているにもかかわらず、将来の社会保障不安がぬぐえないことへの苛立ちが浮かび上がってくる（図表 2-20）。

仮に、追加的に所得が増えた場合にどのような支出を増やしたいか、についても併せて調査を実施した。将来の生活に対する不安心理を映じて、「貯蓄を増やす（45%）」が最も多かったが、一方で、消費支出の中では、外食や旅行など「レジャー消費（27%）」、家具・家電やリフォームなど「暮らし環境改善の消費（20%）」を増やすとの回答が多かったほか、中高年層では「健康増進のための消費」、若年層では「スキルアップのための消費」へのニーズが強いとの結果も得られた（図表 2-21）。

図表 2-20 前向きな消費に必要な要素の組合せ



注：今後、消費に前向きになるために重要な環境を2つ選択。バブルサイズおよび数字%は、回答者の割合を示す。項目をつなぐ線の太さは、共に重要と回答した人の割合を示す。資料：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査（17年1月実施、回答者5,000人）

図表 2-21 追加所得で増やしたい支出

	合計	20代	30代	40代	50代	60代
レジャーのための消費（外食、飲酒、旅行、映画、携帯電話）	27%	28%	23%	26%	27%	33%
暮らしの環境改善のための消費（家具、機能性家電、リフォーム）	20%	17%	15%	20%	22%	26%
健康増進のための消費（スポーツ、ジム、フィットネス、健康食品）	12%	6%	7%	10%	14%	23%
おしゃれのための消費（衣服、靴、かばん、化粧品、理美容、宝飾品）	11%	13%	13%	10%	12%	9%
家事負担軽減のための消費（家事代行、保育・介護サービス、宅配、惣菜食品）	11%	11%	12%	11%	10%	12%
スキルアップのための消費（資格取得の学校・通信講座、英会話、書籍）	10%	15%	11%	9%	6%	6%
貯蓄を増やす	45%	47%	51%	47%	43%	36%

注：世帯の所得が追加的に増えた場合に増やしたい支出として最もあてはまるものを2つ選択。資料：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査（17年1月実施、回答者5,000人）

## (7) 住宅投資の動向

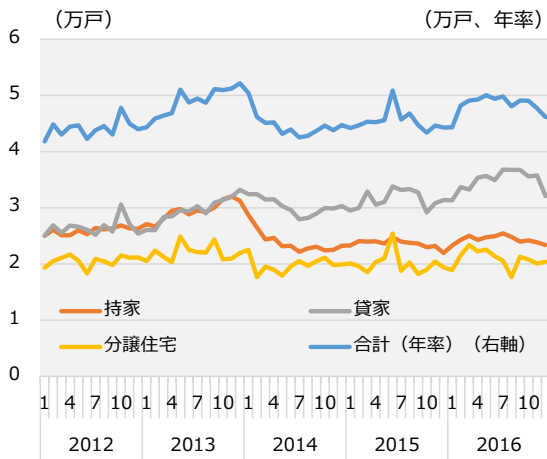
### 貸家頼みの高水準の住宅着工は持続せず

新設住宅着工戸数は引き続き高水準で推移している（図表 2-22）。相続税の節税対策からアパートなど貸家の着工が増加傾向にあり、12年時点の1.3倍近い水準に達している。一方、持家や分譲住宅は、長期金利の低下という追い風はあるが、首都圏を中心とする地価の上昇、あるいは建設コストの上昇を背景に住宅価格が上昇しており、販売は低調に推移している。

貸家頼みの高水準の住宅着工はいつまで続くのだろうか。節税という供給側の要因で貸家着工が増えたとしても、需要がついてこなければ、需給バランスは悪化する。株式会社タスが公表している首都圏の空室率インデックスによると、東京こそ空室率は低下傾向が続くが、神奈川、埼玉、千葉では空室率が15年以降に顕著に上昇している（図表 2-23）。特に、アパートタイプの空室率上昇が激しく、需給バランスが悪化している。

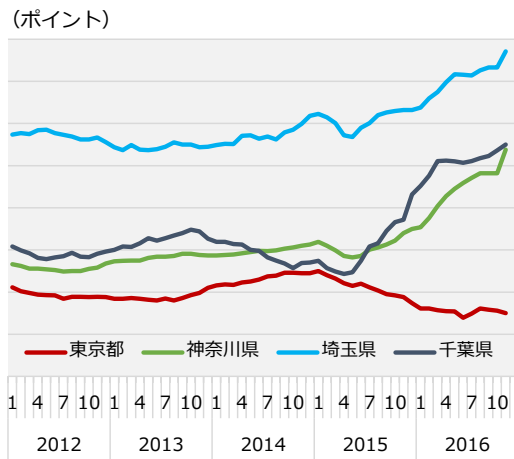
持家と分譲住宅の低調な推移が続くなか、好調を維持してきた貸家着工も調整局面に入るとみられ、17年度の新築住宅着工戸数は、年率89万戸と16年度の96万戸から減少すると予測する。18年度は全体として調整局面が続く一方で、年度終盤には19年10月の消費税率引上げに向けた駆け込み需要が出てくるとみられ、同90万戸を見込む。

図表 2-22 新設住宅着工戸数



資料：国土交通省「住宅着工統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-23 首都圏賃貸住宅の空室率指数



資料：株式会社タス「首都圏 空室率 TVI (タス空室インデックス)」

(8) 物価の動向

内生的な物価上昇圧力の強まりなどから、物価は緩やかに上昇へ

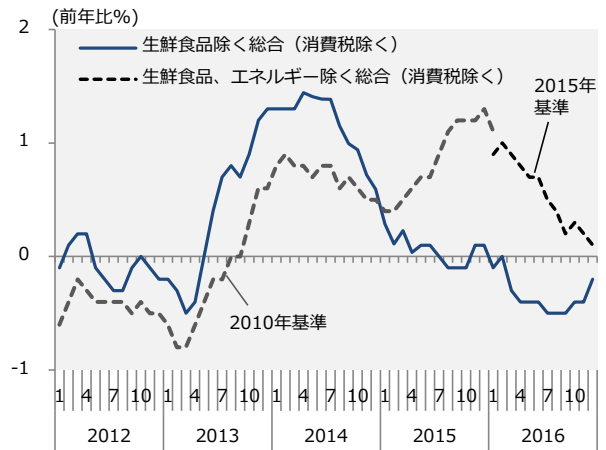
消費者物価指数は、16年10-12月の生鮮食品除く総合が前年比▲0.4%と4四半期連続のマイナスとなった。電気代やガソリンなどのエネルギー価格が前年比▲8%程度下落している影響が大きい。ただし、生鮮食品・エネルギー除く総合（日本銀行作成）でも同+0.2%（16年10-12月）と、15年末の同+1.3%から伸びが大きく鈍化している（図表 2-24）。

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

物価見通しの前提について、原油価格（WTI）は、米国のシェールオイルの増産圧力の強まりなどを背景に上値の重い展開が予想され、17年度末に55ドル、18年度末に60ドルと緩やかな上昇を見込む。

為替は、16年と同様に米国の利上げペースが鍵を握るが、当社の予想（17年中に2回）と比較すると、足元の為替相場はやや円安方向にあり、利上げ期待が修正される中で、17年度半ばには110円程度まで一旦は円高方向に進むと想定。ただし、その後は18年度末にかけて、米国長期金利の上昇などを背景に、115円程度まで再び円安が進行するとみている。

図表 2-24 消費者物価



資料：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より三菱総合研究所作成

(9) まとめ

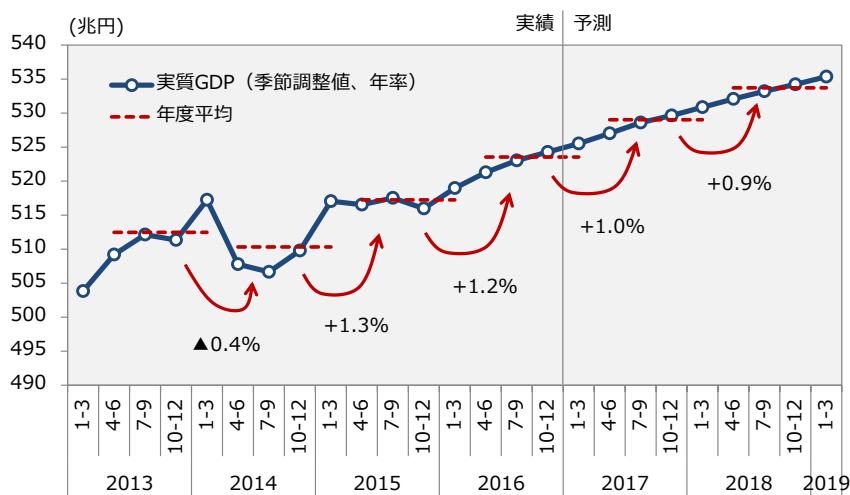
政策効果もあり緩やかに回復も、米国の経済政策による下振れリスク高まる

16年10-12月期は、季調済前期比+0.2%（年率+1.0%）と4四半期連続のプラス。輸出の持ち直しなどを背景に生産が増加しているほか、雇用・所得環境の改善を背景に消費も緩やかに回復している。

先行きも、輸出・生産の回復持続と雇用・所得環境の改善に加え、経済対策の効果が各方面に及んでくるとみられ、18年度にかけて緩やかな成長持続を見込む。ただし、米国新政権の政策運営の影響には警戒を要する。米国経済の成長上振れで日本経済に恩恵が及ぶ可能性はある一方、通商政策の保護主義化で日本の輸出や設備投資が下振れるリスクがむしろ強く懸念される。後者が顕在化すれば、緩やかな景気回復シナリオは崩れよう。

日本経済の実質 GDP 成長率（前年比）は、16 年度+1.2%、17 年度+1.0%、18 年度+0.9%と予測する（図表 2-25）。世界的な生産の持ち直しによる輸出の回復などを背景に、前回見直し（12 月 8 日）から、16 年度は+0.1%p、17 年度は+0.1%p それぞれ上方修正を行う。なお、17 年度、18 年度の成長率は、16 年 8 月に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」による押し上げ効果を織り込んでいる。この影響を除けば、17 年度+0.6%、18 年度+0.9%と緩やかな回復を想定している。

図表 2-25 実質 GDP の見直し



資料：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

## (10) 世界経済の変動要因

世界各地で政治・経済の両面にわたり不透明な要因が増えており、成長率予測も上振れ・下振れ双方に幅をもってみておく必要がある。特に、次の3点が世界経済のリスクファクターである。

第1は、米国の新政権の政策運営である。米国経済は、減税やインフラ投資の規模次第では、短期的には上振れる可能性があるが、これまでの新政権の動きを見る限り、あらゆる分野で「米国第一」を強硬に貫く可能性が高い。それは世界経済の下振れリスクとなる。特に、通商政策で強硬な保護主義策の流れから国境税の導入や NAFTA 脱退など既存の枠組みが覆されれば、グローバル企業の投資マインドが一段と冷え込むのは避け難い。米国議会が過度な保護主義化を抑制できるかが焦点だ。

第2は、欧州の政治情勢である。英国の強硬な EU 離脱が既定路線となるなか、17 年はオランダ、フランス、ドイツなどユーロ圏の主要国で選挙が相次ぐ。反 EU 勢力がこれらの国で勝利する事態となれば、EU とユーロの枠組みそのものが揺らぎ、金融危機に発展するリスクも否定できない。

第3は、中国経済である。銀行の不良債権や企業債務の膨張などの火種がくすぶっており、政府は景気の下支えに腐心している。緩やかな成長鈍化へのシナリオが崩れた場合の影響には警戒を要する。

### 3. 米国経済

#### 16年10-12月期も緩やかな拡大が継続

16年10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は、前年比年率+1.9%となった。米国経済は緩やかな拡大が続いているが、先行きはトランプ新政権の経済政策に左右されるだろう。

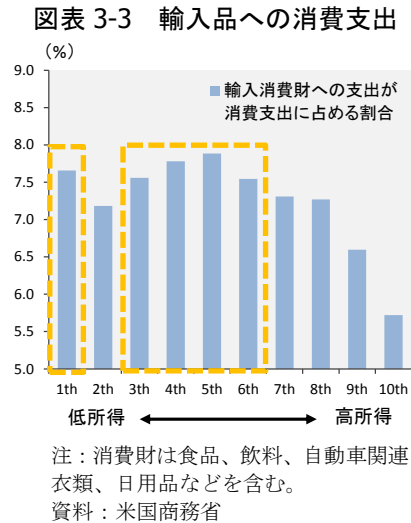
#### トランプ氏、「米国第一主義」の下で保護主義化を推進

トランプ新政権の経済政策への期待と不安が金融市場や家計、企業で広がる中、トランプ氏は保護主義的な発言を繰り返している。16年11月の大統領選後も、メキシコで新工場の建設を計画する自動車産業を中心に、「メキシコから輸入する場合は国境税を払え」と企業を名指しで非難。また、通商政策を担う国家通商会議を新設し、トップに対中強硬派のナバロ氏を指名した。17年1月20日の大統領就任演説では、「米国第一の下、海外から富と雇用を取り戻す」と述べ、その後、公約どおりTPP離脱とNAFTA再交渉を正式に表明した。

米国第一の姿勢は、法人税改革案にも表れている。トランプ氏の政策は、米国で販売される製品の米国内での生産や、海外利益の米国内への還流を目指し、①法人税率の引下げ、②海外利益に対する10%の課税、③輸入品への国境税の課税などを主張している(図表3-2)。税制変更には議会の承認が必要だが、共和党案とも方向性が近く、今後、双方が協力して取り組む可能性が高い。

短期的には、減税などが米国経済の成長を押し上げるとみるが、長期的には、保護主義化は下振れ要因となる。第1に、中国などからの輸入への課税を強化しても国内製品への代替が進まなければ、国内雇用は増えず、価格上昇による国内需要への悪影響のみが残る(P.2参照)。特に、消費支出に占める輸入品への支出の割合が大きい低・中所得層で消費が押し下げられる可能性が高い(図表3-3)。また、輸入物価の10%の上昇は、消費を約1%押し下げると試算される。第2に、NAFTAの再交渉やメキシコからの輸入関税が変更されれば、サプライチェーンの再構築を強いられ、米国企業の収益を押し下げる。米国企業の海外収益のうち、メキシコでの収益は1.8%程度を占める。第3に、海外でも保護主義化が進み、米国製品への課税が強化され、輸出が減少する可能性もある。その場合、製造業で生産の下押し圧力となるほか、農林水産業、鉱業、卸売業など他産業の活動にも悪影響が及ぶ(図表3-4)。

図表3-3 輸入品への消費支出



図表3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2015	2016	2017	2018
実質GDP	2.6	1.6	2.1	2.4
個人消費	3.2	2.7	2.6	2.4
設備投資	2.1	▲0.4	0.9	2.0
住宅投資	11.7	4.9	2.8	2.5
在庫投資寄与度	0.2	▲0.4	0.2	▲0.0
政府支出	1.8	0.9	0.8	1.1
純輸出寄与度	▲0.7	▲0.1	▲0.2	0.2
輸出等	0.1	0.4	0.8	1.7
輸入等<控除>	4.6	1.1	2.0	▲0.0
FFレート誘導水準(年末)	0.25-0.5	0.5-0.75	1-1.25	1.5-1.75
失業率	5.3	4.9	4.7	4.6

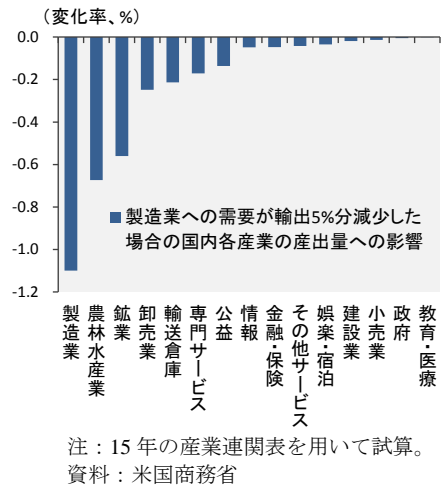
資料：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所

図表3-2 法人税改革案

項目	トランプ氏の主張	共和党案
税率・優遇措置	・法人税率引下げ(15%) ・研究開発のみ優遇措置	・法人税率引下げ(20%) ・優遇措置を基本的に廃止
投資費用の扱い	・①現行の制度と②共和党案のどちらを適用するか選択が可能	・投資費用の即時全額償却が可能 ・利払い費の税控除は不可
海外利益に対する課税	・海外利益に課税	・過去に得た海外利益に課税 ・将来に得る海外利益は非課税
国境での課税	・輸入品に国境税を課税	・課税ベースから輸出による利益は控除できるが(輸出は免税)、輸入によるコストは控除できない(輸入は課税)

資料：各種資料より三菱総合研究所作成

図表3-4 製造業の他産業への波及



#### トランプ氏の経済政策への期待を主因に消費者マインドが改善、消費は堅調に推移

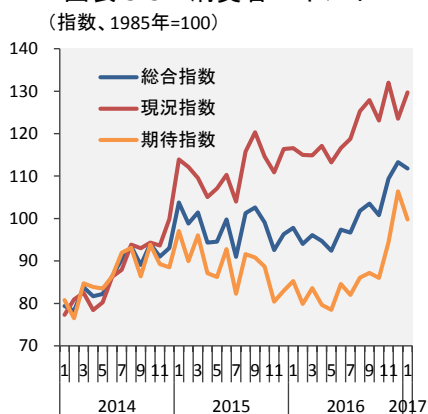
消費は、①良好な雇用・所得環境、②消費者マインドの改善、③株高による資産効果を背景に、堅調に推移。特に、トランプ政権の経済政策への期待を主因に将来に対する期待が上昇している(図表3-5)。



雇用・所得環境は、良好さを維持。雇用者数の増加ペースは、失業率の維持に必要な水準（月+13.2万人程度、当社試算）を上回る。失業率がFOMC参加者の想定する長期均衡水準（4.8%程度）まで改善する中、賃金上昇圧力も強まっている（図表3-6）。今後も、良好な雇用・所得環境は続く予想する。

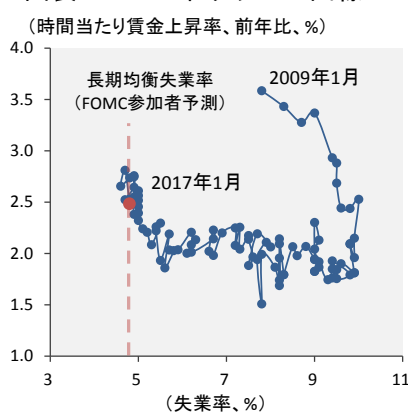
消費の先行きは、良好な雇用・所得環境を背景に、緩やかな拡大を見込む。また、トランプ新政権により減税が実施されれば、消費の押し上げ要因となる。01年のブッシュ減税は、大統領選挙の翌年7月には減税が実施され、消費を2%程度押し上げた（図表3-7）。ただし、経済政策が期待したほど進展せず、消費者マインドが後退する場合には、消費の伸びが鈍化する可能性も考えられる。

図表 3-5 消費者マインド



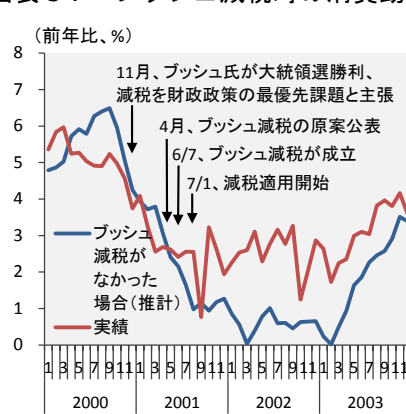
資料：コンファレンス・ボード

図表 3-6 フィリップス曲線



資料：米国労働省、FRB

図表 3-7 ブッシュ減税時の消費動向



注：消費の所得弾力性のパラメータを推計し、三菱総合研究所試算。

資料：米国商務省

### 企業の景況感は改善、投資活動は不確実性の上昇が抑制要因に

企業活動は、堅調な内需を背景に、サービス業で底堅く推移。製造業も、①海外経済の持ち直しや、②14～15年にかけて進行したドル高の輸出下押し圧力の一巡などを背景に、景況感が改善している。

一方、投資活動は弱い動きが続いており、資本財全体の新規受注は弱い。背景には、①設備稼働率の低さや、②期待成長率の低下の可能性、③トランプ新政権の政策運営に対する不確実性の上昇などがある。NAFTA 再交渉の行方や、財政政策・規制緩和の実現度合いなど、当面は政策運営に対する不確実性が高い状況が続くとみられ、企業の投資活動は、全体的に慎重な動きが続くだろう。

### 17年は利上げペースがやや加速へ

16年12月の連邦公開市場委員会（FOMC）は、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標値を0.50～0.75%へ引き上げることを決定。同時に公表されたFOMC参加者のFF金利の見通しからは、17年の利上げ幅が0.8%と前回9月時点（同0.5%）から利上げペースの加速が示唆された。当社は、17年の利上げ幅は0.5%程度（0.25%×2回）と予想する。ただし、トランプ新政権の政策に対する市場の反応や、今後指名される3人の理事（現在の2人欠員に加え17年4月にタルーロ理事も辞任予定）の人選次第では、利上げペースが速まる可能性がある。

### 17年の成長率は2%台前半を予想

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。今回の見通しでは、トランプ新政権による経済政策の効果も織り込み（P.3参照）、減税やインフラ投資が17年10月以降に実施されると想定した。ただし、議会での審議が長引く場合は、減税やインフラ投資の実施開始が18年以降となる可能性もある。また、政策運営に対する不確実性は設備投資の抑制要因となる。実質GDP成長率は、17年は前年比+2.1%と予測する（前回同+1.7%）。18年も同+2.4%と、2%台前半の成長が続くと予想する。

上振れ・下振れ要因は、第1に、新政権の政策が挙げられる。短期的には、減税やインフラ投資は上振れ要因だが、長期的には、通商政策により保護主義が高まれば下振れ要因となる。第2に、株価がトランプ新政権の経済政策の期待を主因に上昇しており、今後、調整されれば、逆資産効果や消費者マインドの後退を通じ、消費の伸びは鈍化しかねない。第3に、新政権の政策によりインフレが加速し、FOMCが市場予想を上回るペースで利上げした場合、金利が急激に上昇し、耐久消費財の消費や住宅投資が抑制される可能性がある。また、金利の上昇がドル高の進行につながれば、輸出に下押し圧力がかかり、製造業を中心に企業マインドが悪化する恐れがある。

## 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。ただし、輸出は弱い動きが続いているほか、設備投資も勢いを欠き、回復ペースは鈍い。

### 消費は底堅く推移、消費者マインドも高水準

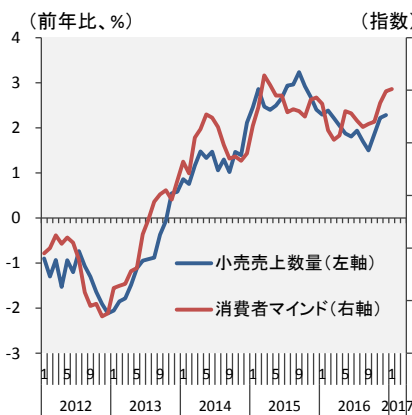
ユーロ圏の消費は、底堅く推移している。①雇用・所得環境の改善や、②消費者マインドの堅調さを背景に、小売売上数量は前年比+2%台前半で回復基調を維持（図表 4-2）。雇用者数の増加など雇用・所得環境の改善が続いており、先行きも消費は底堅く推移すると見込む。ただし、原油価格が持ち直しており、既往の原油安による購買力押し上げ効果の剥落によって、消費の伸びはやや鈍化する可能性が高い。

図表 4-1 ユーロ圏経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2015	2016	2017	2018
ユーロ圏	2.0	1.7	1.5	1.5
ドイツ	1.7	1.7	1.5	1.5
フランス	1.3	1.1	1.0	1.2

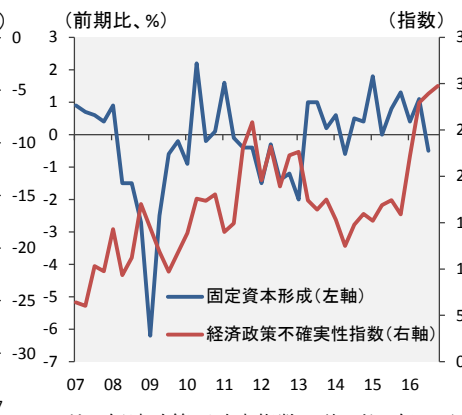
資料：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 ユーロ圏のマインド・消費



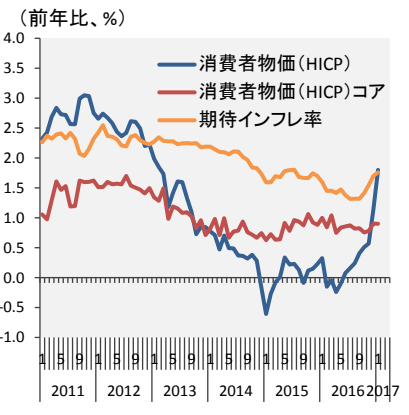
注：小売売上は後方3ヶ月移動平均。  
資料：Eurostat

図表 4-3 ユーロ圏の不確実性・投資



注：経済政策不確実指数は独・仏・伊・西・英の5カ国における値。  
資料：Eurostat, Economic Policy Uncertainty

図表 4-4 ユーロ圏の物価動向



注：予想インフレ率は5年先5年後。  
資料：Eurostat, Bloomberg

### 不確実性の上昇を主因に、企業は投資への姿勢を慎重化

ユーロ圏の投資活動は弱い状態が続いている。英国の EU 離脱選択に関する不確実性上昇の悪影響もあって、16年7-9月期の固定資本形成は前期比▲0.5%と、5四半期ぶりにマイナス成長となった（図表 4-3）。回復傾向が続く内需を背景に、設備稼働率は総じて改善している一方で、企業の投資に対する姿勢は慎重化している。今後も、①17年に控える欧州における重要な選挙の動向や、②英国の EU 離脱交渉の行方、③トランプ新政権の政策運営などにより不確実性が高まりやすい状態が続くとみられ、企業の投資活動は弱い動きとなる可能性が高い。

輸出環境は厳しい状況が続いている一方、持ち直しの兆しもみられる。15年秋以降、ユーロ圏の財輸出は前年比0%付近で推移しているが、16年半ば以降は輸出の先行指標であるドイツの海外受注が前年比プラスに転じた。海外経済も改善しつつあるほか、ユーロ安も続いており、先行きは、輸出が持ち直しに向かうと予想する。ただし、ユーロ圏の財輸出の約3割を占める米国や英国を中心に通商政策が保護主義化へ向かう可能性もあり、輸出の回復が投資の改善につながりにくい状態が続くと見込む。

### 原油安の物価に対する下押し圧力は緩和も、ECBは量的緩和政策を17年末まで延長

ユーロ圏では、デフレーション傾向が続いている。消費者物価上昇率は高まっているが（図表 4-4）、エネルギー価格の押し下げ圧力緩和が主因。コアベースでは大きな変化は見られない。期待インフレ率が上向いてデフレリスクは後退しているが、先行きも、物価の伸びは緩やかにとどまると予想する。

こうした中、欧州中央銀行（ECB）は16年12月の政策理事会で、量的緩和政策の延長を決定。①17年4月以降は資産購入規模を縮小する一方で（月800億ユーロ→同600億ユーロ）、②17年末まで資産買い入れを延長した。同時に、③残存期間1年以上（現在2年以上）や、④預金ファシリティの利回り未満（現在▲0.4%以上のみ）にまで債券の購入対象を拡大し、資産買入の持続性に配慮して資産買入プログラムのスキームを微調整した。先行きも ECB の金融政策は緩和的な状況が続くだろう。

### 英国 EU 離脱は、ハード・ブレグジットへ

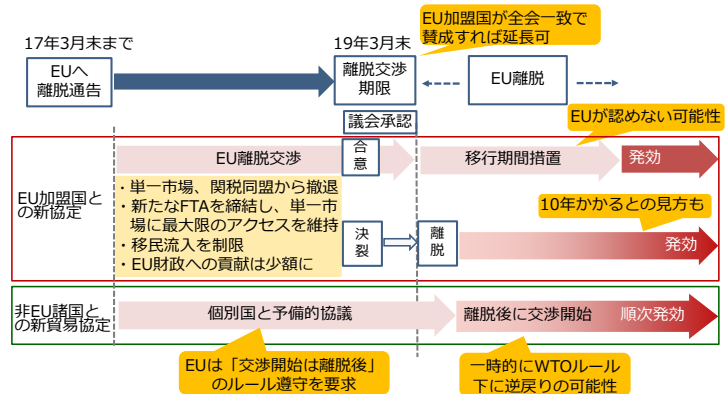
英国 EU 離脱は、ハード・ブレグジットになることとなった。1月中旬、メイ英首相は、①移民流入

の管理や、②司法・立法に関する権限回復を優先し、③EU 単一市場から完全に撤退すると明言。今後は、EU との自由貿易協定 (FTA) 締結を目指すとした。ただし、1 月下旬に、英裁判所は離脱通告には議会承認が必要との判断。離脱方針の一部修正や、EU への離脱通告が 3 月末から遅れる可能性も残る。

EU への離脱通告後は 2 年を期限として新たな貿易協定などの交渉が行われ、合意に達すれば、英国と EU 各国の議会の承認を経て、新協定が発行される (図表 4-5)。EU が認めれば、離脱の移行期間が設けられる見込みだ。一方、交渉決裂による離脱となった場合、英国は一時的に WTO ルール下に置かれる可能性がある。また、英国は EU 離脱後、非 EU 諸国と貿易協定を結び直す必要がある。

現時点で英国の経済指標は底堅いが、ポンド安を背景に大幅な物価上昇となれば、英国内需の抑制要因となる。ユーロ圏の先行きにおいても、①英国 EU 離脱交渉に関する不確実性が投資の抑制要因となるほか、②英国内需が減速し、ユーロ圏からの英国向け輸出が減少する可能性がある。

図表 4-5 英国の EU 離脱に関する今後のスケジュール



資料：各種資料より三菱総合研究所作成

### 銀行の経営不安が継続、イタリアでは大手銀行への公的資金注入を決定

16 年以降、銀行に対する経営不安もくすぶっている。16 年 12 月、不良債権比率が高いイタリアでは、大手銀行モンテパスキが増資計画を断念、公的資金注入を要請した。伊政府は、同行の経営健全化に必要な 88 億ユーロのうち、①22 億ユーロは劣後債を保有する機関投資家の損失とし、②残る 66 億ユーロを支援する見通し。また、③EU のルール下では個人投資家も損失負担が必要だが、国民の反発を考慮し、例外的に伊政府が損失を肩代わりする方針だ。ただし、①この例外には欧州委員会の承認が必要であるほか、②イタリア国内には他にも経営難の銀行があり、伊政府が確保した 200 億ユーロの銀行救済基金では不足する可能性もある。経営不安が続けば、銀行の金融仲介機能が一段と弱まりかねない。

### ユーロ圏は 17 年以降も緩やかな回復が続くと予想

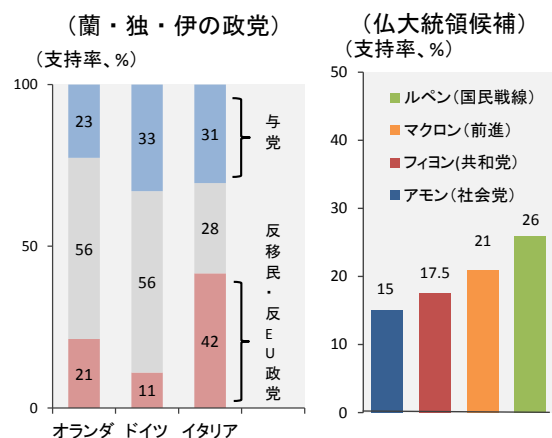
ユーロ圏経済は、雇用・所得環境の改善やマインドの堅調さを背景に、消費が増加し、緩やかな回復が続くと予想する。ただし、英国の EU 離脱選択や米国発の不確実性の悪影響もあり、企業活動は力強さに欠けるとみる。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、16 年 10-12 月期の伸びが当社 16 年 11 月時点での予測から上振れたことを受け、17 年を前年比+1.5% (前回+1.2%) と上方修正する。18 年も 1.5% と緩やかな拡大継続を見込む。ドイツは、17 年は同+1.5% (前回+1.3%) と上方修正するほか、18 年は同+1.5% と予測。フランスは、17 年は同+1.0% (前回+0.9%)、18 年は同+1.2% と予測する。

### 17 年に控える選挙での極右政党の躍進が最大のリスク

リスク要因は、第 1 に、ユーロ圏内の政治的不安定化がある。17 年にはオランダ下院選挙 (3 月 15 日)、フランス大統領選挙 (第 1 回 4 月 23 日、第 2 回 5 月 7 日)、ドイツ連邦議会選挙 (9 月 24 日) などが予定されている。また、18 年春に議会選挙が予定されているイタリアでも、16 年 12 月の国民投票で自身の意向が否決されたレンティ首相が辞職。現在は暫定政権となっており、選挙が前倒しで行われる可能性がある。欧州各国で、低成長や緊縮財政、移民・難民への不満・不安の高まりなどを背景に、極右政党への支持が高まっている (図表 4-6)。選挙の結果、極右政党が躍進する場合には、政策の不確実性が高まり、経済活動が抑制される可能性がある。また、政治的な対立が深まれば、EU 統合深化や構造改革も遅れかねない。

第 2 に、上記で述べた英国 EU 離脱の悪影響、第 3 に、銀行システム不安の高まりがある。第 4 に、米国発の保護主義台頭などによる輸出減少がある。

図表 4-6 蘭・仏・独・伊の世論調査



注：反移民・反 EU 政党は自由党 (蘭)、ドイツのための選択枝 (独)、五つ星運動、北部同盟 (以上伊)。蘭と伊は 2017/2/5、独は 2017/2/8、仏は 2016/2/9 時点。仏は第 1 回投票の支持率。

資料：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、中国経済の減速ペースが弱まっていることや、原油や石炭など資源価格が安定していることから、持ち直しが続いている。

中国経済は、過剰生産能力の調整が続くが、政府の景気刺激策の効果が波及していることから、減速ペースが弱まっている。その他新興国は、安定した政治環境の中で、持ち直しの動きが続いている。

新興国の生産は、底堅く推移している（図表 5-1）。中国の経済活動が堅調であることから、①中国向け輸出が好調であり、②中国のインフラ投資増加を背景に、鉄鉱石や石炭、非鉄金属といった幅広い品目で市況が改善していることが、新興国経済の回復を後押ししている。

#### 米国の政策変更で先行きの不透明感は増大

新興国経済の行方は、①米国の財政出動によるプラス効果と、②米国の利上げペースの加速や保護主義の強まりによるマイナス効果、のどちらが強くなるかに依存しており、先行きの不透明感は増している。

米国の内需が減税などで1%増加すれば、米国向け輸出の増加を通じて、台湾やマレーシア、タイ、ベトナムなど外需ウェイトが高い国を中心にプラスの影響を与え、新興国経済の追い風になる（図表 5-2）。

もっとも、新興国経済への下押し圧力も強く意識されている。大きく反応しているのはメキシコだ（図表 5-3）。米国大統領は NAFTA 再交渉や国境の壁建設の大統領令に署名、保護主義的政策がメキシコ経済に悪影響を与える懸念が強まっている。これらの動きが他国に広がれば、新興国経済全体への悪影響は無視できないものになる。

#### 先行きの成長率は、16年と同程度を予想

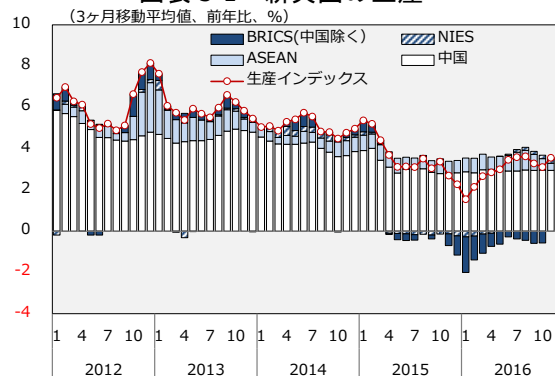
新興国経済の先行きは、内需を中心とした成長を続ける反面、中国経済減速の継続や、米国長期金利上昇による資金流出圧力、米国の保護主義化などが重石となる。17年、18年の新興国経済の成長率は16年と同程度で推移すると予想する。

中国経済は、過剰生産能力の調整などで18年にかけて緩やかな鈍化傾向が続くと見込む。ASEAN やその他東アジア経済は、18年にかけて堅調に推移すると見込むが、中国の成長鈍化などから緩やかな成長にとどまる。

#### 米国の政策変更が最大のリスク

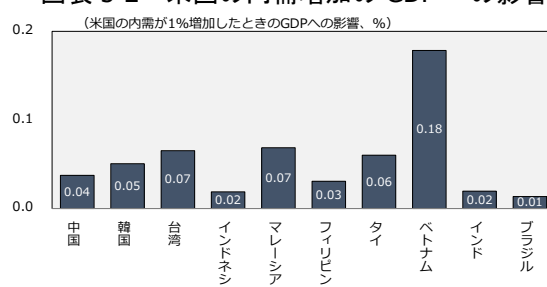
新興国全体で注視すべきリスクは、①米国新大統領の下での米国利上げペースの強まりや長期金利の上昇によって新興国からの資金流出が急速に進む可能性、②米国の通商政策の見直しによる貿易や直接投資の停滞、③中国経済の急減速と新興国全体への影響の波及、④アジア新興国を中心としたバランスシート調整圧力の高まりによる信用収縮の加速、などがあげられる。

図表 5-1 新興国の生産



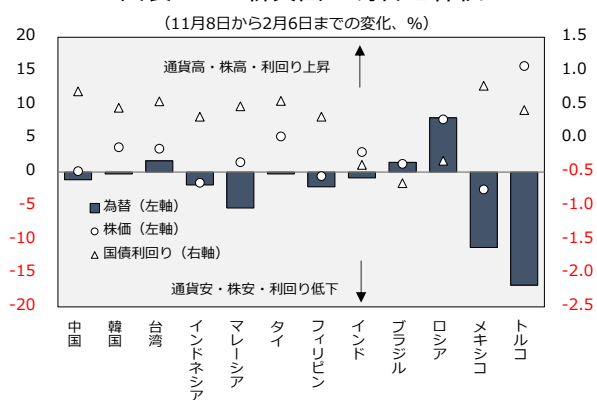
資料：Bloomberg より作成

図表 5-2 米国の内需増加の GDP への影響



資料：CEIC より作成

図表 5-3 新興国の為替と株価



資料：Bloomberg より作成

図表 5-4 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2015	2016	2017	2018
中国	6.9	6.7	6.5	6.3
ASEAN5	4.8	4.9	5.1	5.1
インドネシア	4.8	5.0	5.3	5.4
マレーシア	5.0	4.2	4.4	4.5
フィリピン	5.9	6.9	6.6	6.8
タイ	2.8	3.4	3.1	3.0
ベトナム	6.7	6.2	6.4	6.4
香港	2.4	1.6	2.0	2.0
韓国	2.5	2.7	2.6	2.7
シンガポール	2.0	1.8	2.0	2.1
台湾	0.7	1.4	2.0	1.7
インド(年度)	7.6	7.0	7.1	7.5
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.5	▲ 0.5	1.3

注：シャドウ部分は予測値。

資料：実績は IMF 等、予測は三菱総合研究所



## (2) 中国経済

### 16年の成長率は26年ぶりの低水準

16年の年間成長率は前年比+6.7%と26年ぶりの低水準となった。もっとも、16年10-12月期の実質GDPは、前年同期比+6.8%と前期(同+6.7%)からほぼ同程度の成長を維持している(図表5-5)。

第2次産業の実質GDPは、同+6.1%となった。過剰生産能力の調整が進むが、政府による景気刺激策が下支えし、第2次産業の実質GDPは概ね6%程度の伸びで推移している。第3次産業は、同+8.3%と前期(同+7.6%)から伸びは上昇した。不動産業で高い成長率が続いているほか、通信インフラや鉄道の整備などにより運輸郵便業の成長率が上昇している。

### 企業の事業環境は改善

企業の事業環境は改善している。背景には、①地方を中心としたインフラ投資の進捗、②鉄鋼や石炭などの需給の改善、③法人税の減税効果などがある。

製造業PMIは16年初以降上昇に転じており、5ヶ月連続で好不況の基準となる50を上回った(16年12月時点、図表5-6)。業種別にみると、原油・石炭製造や鉄鋼が大きく上昇しており、生産能力の調整の効果がようやく出てきたものとみられる。

企業の純利益も改善している(図表5-7)。15年には純利益は減少したが、16年は全国で+8.9%と増加。拡大を牽引しているのは国有企業である。特に、政府による要請でインフラ投資が進んでいる地方国有企業で改善が顕著である。

企業負担軽減策などは、短期的に企業活動を活性化する側面もある。しかし、地方政府や企業の債務拡大が懸念される中、政府の過度な投資の要請などにより債務が拡大すれば、中長期的には債務の調整局面で成長が更に減速するリスクが懸念される。

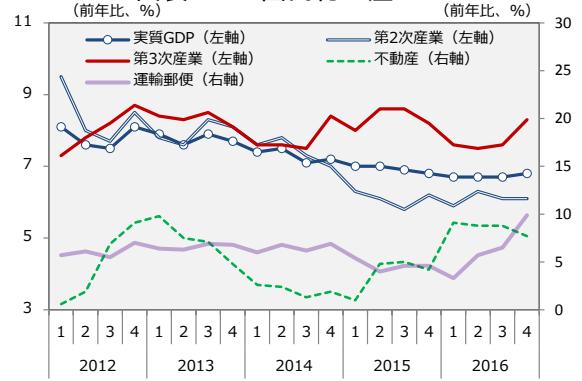
### 小型車減税の縮小で、自動車販売は反動減へ

小売売上高は、1-12月で前年同月比+10.4%と高い伸びを継続(図表5-8)。15年10月から実施され、16年12月に終了予定であった小型車減税は1年間延長されることとなった。ただし、①自動車取得税は7.5%(前年は5%)と前年から減税規模が縮小されること、②政府の発表が16年12月とぎりぎりだったことから、17年以降の自動車販売の反動減は避けられないだろう。

### 改革の先送りでリスクは高まる

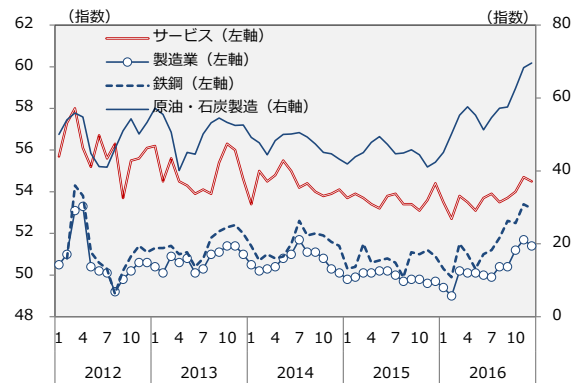
固定資産投資は、1-12月期に前年同期比+8.1%と底堅く推移している(図表5-9)。民間投資は、同+3.2%とやや持ち直しており、政府による投資要請や企業負担軽減策などの下支え策の効果が波及している。しかし、投資の拡大は企業や地方政府の債務拡大を招きかねず、中長期的な投資減速のリスクは高まっている。

図表 5-5 国内総生産



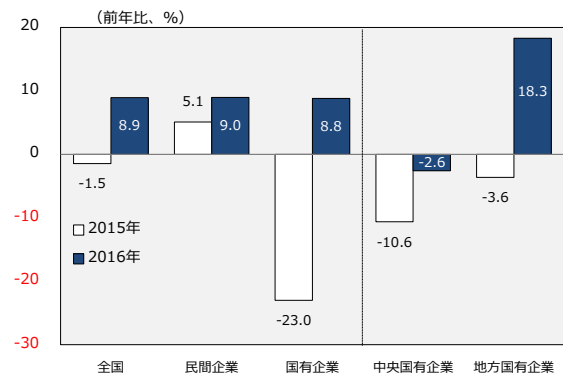
資料：中国国家统计局より作成

図表 5-6 PMI



資料：中国国家统计局より作成

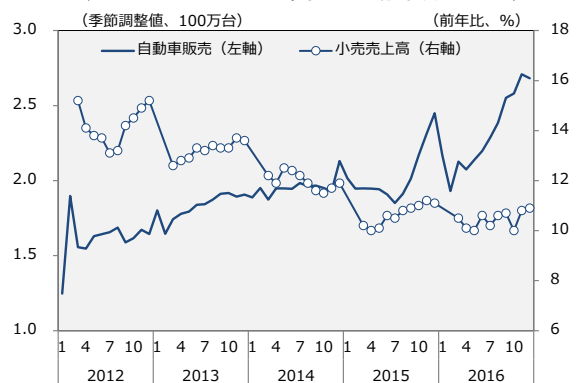
図表 5-7 企業形態別純利益



注：全国・民間企業・国有企業と中央国有企業・地方国有企業は異なる統計から算出。

資料：中国国家统计局より作成

図表 5-8 小売売上高と自動車販売台数



資料：中国国家统计局、中国汽车工业协会より作成

## 人民元安の中、資金流出規制の強化が相次ぐ

人民元は通貨安傾向が続くが、17年入り後は、元高方向にやや戻している(図表5-10)。背景には、①資金流出規制の強化や、②元買い介入が寄与している。

中国からの資金流出が続く中、当局は相次いで資金流出規制を強化(図表5-11)。ドルのウェイトを下げるために人民元指数のバスケットを拡大したほか、個人・法人を問わず海外送金に対する監督を強化している。

元買い介入も継続している。人民元の香港銀行間取引金利(HIBOR)翌日物は1月6日に61.3%と、上海株価が暴落した16年1月以来の水準を記録した。当局の元買い介入により人民元が不足した結果、金利が急上昇したものとみられ、中国政府による人民元相場維持への強い姿勢がうかがえる。

## 外貨準備高の節目割れで、不安定化の懸念強まる

外貨準備高は17年1月末時点で2.99兆ドルと、3兆ドルを割り込み、警戒感が広がっている(図表5-10)。

IMFが15年にまとめた外貨準備高の目安から、外貨準備適正額<sup>6</sup>を算出すると、足元での適正水準はおおよそ2.9兆元と、現在の水準とほぼ同程度となっている。

IMFの目安額は、実際のリスクに比してやや厳しめである可能性が高いが、外貨準備がこれらの節目を割り込むことが意識されれば、人民元相場が一層不安定化することも考えられる。

## 成長率は緩やかに減速も、政府による下支えが続く

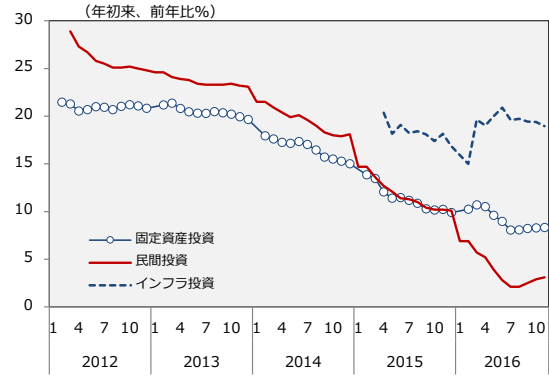
中国経済の先行きは、①過剰生産能力の調整や、②住宅価格の調整、③自動車販売の反動減などから、18年にかけて減速する見込み。先行きの実質GDP成長率は、17年+6.5%、18年+6.3%を予測する。

17年以降の政策運営を展望すると、資金流出圧力や都市部の不動産価格高騰で金融緩和が難しい中、政府は財政政策によって景気を下支えする可能性がある。所得税や法人税減税など経済活動の更なる活性化を図るための政策が実現すれば、経済の減速ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

もっとも、米国の保護主義的な政策の広がりによる中国への影響は大きい。米国の輸入に占める中国のシェアは、機械類などを中心に20%程度と重要な貿易相手国である(図表5-12)。中国が自由貿易協定の推進に力を入れる中、米国の輸入抑制策に中国が報復を行う展開となれば、米中経済を下押しする可能性がある。

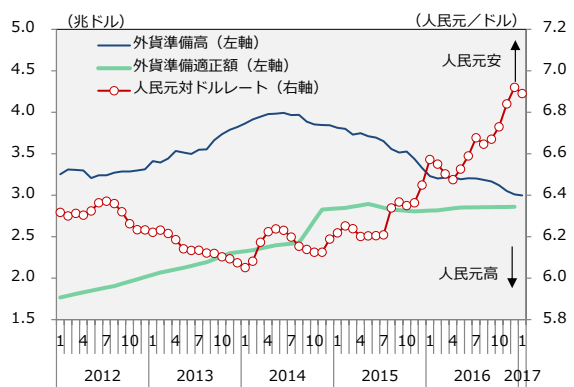
地方のインフラ投資拡大などで中長期的なリスクは増大している。①銀行の不良債権増加と企業部門のバランスシート調整圧力の高まりや、②資金流出の深刻化による投資の急減速、③都市部を中心とした住宅バブルの崩壊、④米国による輸入抑制措置の発動などリスクは山積している。

図表 5-9 固定資産投資



資料：中国国家統計局

図表 5-10 外貨準備と人民元レート



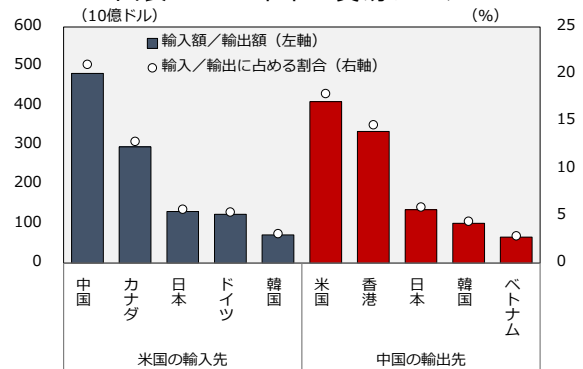
資料：Bloomberg、CEICより作成

図表 5-11 資金流出抑制策

	内容
人民元指数 見直し	人民元指数の構成通貨を13から24に増加
行政指導 (対個人)	17年初から、外貨購入を希望する個人に銀行窓口で申請書提出を義務付け
行政指導 (法人)	一定額以上の対外投資で、中国人民銀行や国家外貨管理局と事前に面談することを義務付け
広州	外貨購入の実績や顧客企業の外貨購入計画を報告、外国企業の資金引き上げにあたり審査を強化
北京	外貨建て債務の期限前返済を原則禁止、海外への支払いは手持ちの外貨による決済を優先

資料：各種報道より三菱総合研究所作成

図表 5-12 米中の貿易シェア



資料：中国国家統計局、米国商務省国勢調査局

<sup>6</sup> 対外短期債務×0.3 + マネーサプライ×0.1 + 輸出×0.1 + その他対外債務×0.2、より算出。

### (3) ASEAN 及びその他東アジア経済

#### ASEAN 経済は持ち直し

ASEAN・その他東アジア経済は持ち直している。

ASEAN5 をみると、インドネシア経済は、インフレ率の低下や金融緩和などを追い風に消費を中心とした回復が続く。マレーシア経済も資源価格が安定していることから持ち直しの動きがみられており、ASEAN5 の成長率は総じてみれば持ち直している（図表 5-13）。

その他東アジア経済は、韓国では接待規制の強化で消費などが伸び悩んだが、台湾では、世界的な IT サイクルの回復などから、輸出の回復が続いている（図表 5-14）。

#### ASEAN の輸出は総じて持ち直し傾向

ASEAN の輸出は総じて持ち直し傾向で推移している（図表 5-15）。国別にみると、資源関連品目が好調なインドネシアや、電子機器や機械類の品目で増加しているベトナム、タイなどで回復傾向が強い。

輸出が好調を維持しているのは、①資源関連品目の輸出が好調なことや、②堅調な中国経済を背景に中国向け輸出が持ち直していること、③中国のスマートフォン生産の増加などに伴い半導体など電子部品の貿易取引が活発化していること、などが背景にある。

#### 資源国を中心に政府による政策余地は乏しい

ASEAN 各国の 17 年度予算は、方向性が分かれている（図表 5-16）。フィリピンでは、経済が好調なことや大統領就任後初めての予算編成であったことから歳出を大きく増やす見込みで、インフラ投資の加速などを通じて経済を後押しすることが期待される。

一方、原油価格が低位で推移していることから、資源国であるインドネシアとマレーシアでは 17 年も歳出を抑制せざるを得ない。経済規模の大きい国では財政出動の余地が乏しく、しばらくは政府支出拡大による ASEAN 経済の押し上げは期待しづらいだろう。

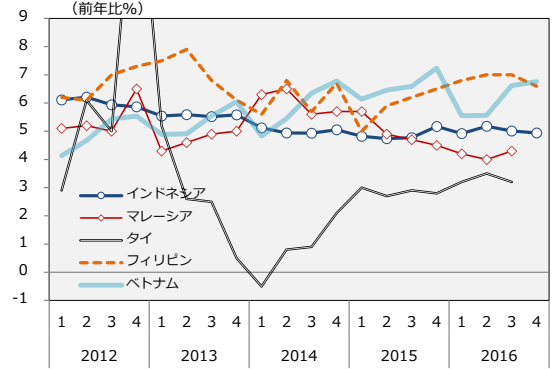
#### 先行きは底堅く推移

ASEAN・その他東アジア経済は、インフレ圧力緩和による消費の緩やかな回復、米国向け輸出の増加、農業生産の回復などを背景に、底堅く推移すると見込む。

ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、17 年が前年比+5.1%、18 年が同+5.1%を予測する。

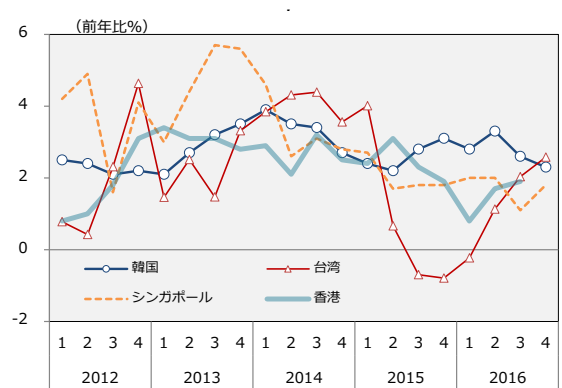
先行きのリスクは、第 1 に、米国の政策変更が与える影響があげられる。米国の利上げペースが加速すれば、資金流出や通貨安再燃の可能性がある。また、TPP が頓挫するなど、通商協定の停滞が続けば投資への悪影響も懸念される。第 2 に、中国経済の想定以上の減速が東アジアを中心に経済減速を引き起こす可能性があげられる。第 3 に、タイの民政復帰の遅れやマレーシアの政府系投資会社 1MDB をめぐる大統領の汚職疑惑など、政治情勢の変化が景気に及ぼす影響がある。

図表 5-13 ASEAN の実質 GDP 成長率



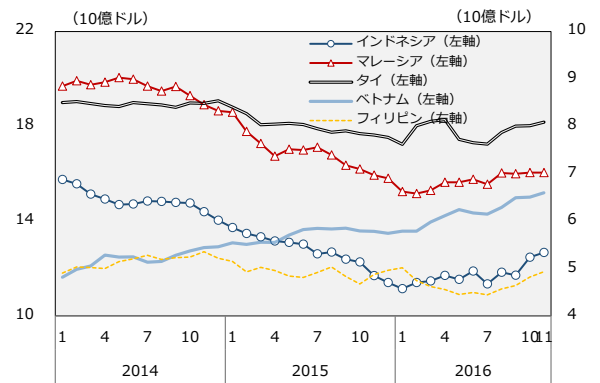
資料：Bloomberg、CEIC より作成

図表 5-14 その他東アジアの実質 GDP 成長



資料：Bloomberg、CEIC より作成

図表 5-15 ASEAN の輸出



資料：CEIC より作成

図表 5-16 ASEAN5 の 17 年度予算

	17年度予算 歳出額	16年度の当初 予算からの変動	債務残高対GDP 比 (15年度)
インドネシア	2080兆 ルピア	△0.7%	27.3%
マレーシア	2608億 リンギ	△2.3%	57.4%
タイ	2兆7300億 バーツ	+0.4%	34.8%
フィリピン	3兆3500億 ペソ	+11.6%	43.1%
ベトナム	1390兆 ドン	+9.2%	58.3%

資料：各種報道、IMF より作成



#### (4) インド経済

##### 消費を主導とした緩やかな拡大が続く

インド経済は、緩やかな拡大が続いている。16年7-9月期の実質GDPは、前年比+7.3%と前期(4-6月期:同+7.1%)から伸び率が上昇し、高成長が続いている(図表5-17)。

断続的に実施されている利下げや低い物価上昇率など消費環境が良好なことに加え、16年7月から実施されている公務員給与引き上げも、好調な民間消費の背景にあると考えられる。

##### 16年末以降は、高額紙幣廃止で消費は減速へ

しかし、16年10-12月期以降は、消費の急減速が予想される。16年11月8日、モディ首相は高額紙幣の廃止を発表した。脱税や汚職による不正資金を洗い出し、中長期的な成長を促進させることを目的とした措置とみられる。しかしながら、紙幣の供給が追いついておらず、足元で二輪車の販売が急減するなど、消費への悪影響が際立つ(図表5-18)。

17年1-3月期頃までは高額紙幣廃止による消費減速が続く見込みであるが、それ以降は、買い控えていた耐久消費財の需要増が期待されることもあり、良好な消費環境のもと内需は持ち直しに向かうだろう。実質GDP成長率(年度)は、17年度は前年比+7.1%、18年度は同+7.5%を予測する。

#### (5) ブラジル経済

##### 消費の減少が続く

ブラジル経済は縮小している。16年7-9月期の実質GDPは、前年比▲2.9%と前期(4-6月期:同▲3.6%)からマイナス幅は縮小しているが、依然としてマイナス成長から抜け出せずにいる(図表5-19)。

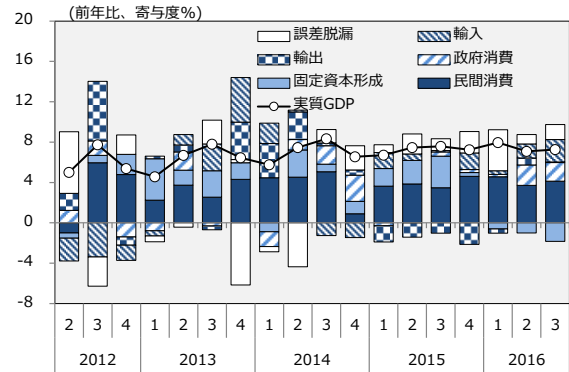
消費者マインドの改善や物価上昇率の低下などプラス材料もある一方、失業率が高止まりしており(16年11月:11.9%)、弱い雇用所得環境を背景に民間消費の減少は今もなお続いている。

##### 憲法改正による歳出抑制で緊縮財政へ

先行きに目を転じると、①17年1月には政策金利が0.75%pt引き下げられるなど物価の安定を背景に、金融緩和への積極的な姿勢がみられること、②主力輸出品である大豆などの穀物生産が今年は豊作が予想されていることなど、一部に回復の兆しがみられる。

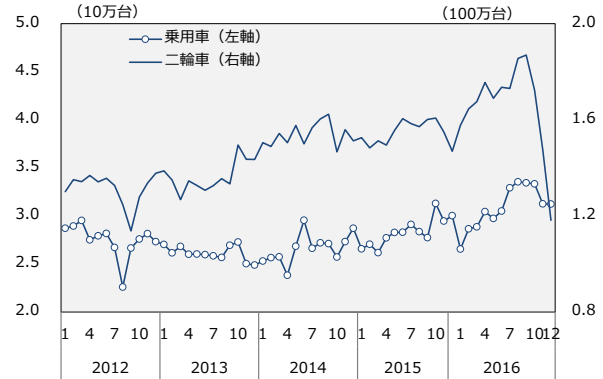
しかしながら、雇用所得環境の改善に遅れがみられる中、17年もブラジル経済は厳しい状況が続くだろう。16年12月には、17年以降の20年間の歳出を抑える憲法改正案が議会で可決された。ブラジルの財政は、15年の財政赤字が対GDP比で10%弱にのぼるなど困難な状況にあり、歳出抑制が短期的な経済成長にはマイナスとなるだろう(図表5-20)。実質GDP成長率は、17年は前年比▲0.5%、18年は同+1.3%を見込む。

図表 5-17 インドの実質 GDP 成長率



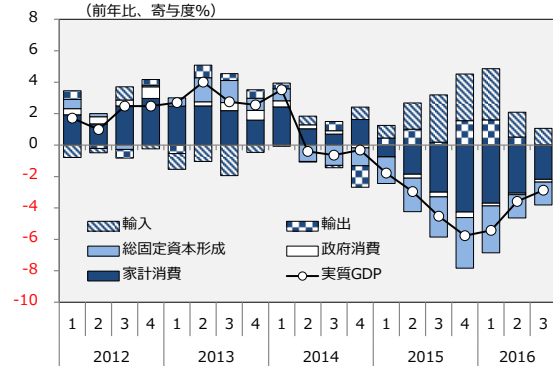
資料：インド国家統計機構より作成

図表 5-18 インドの自動車販売



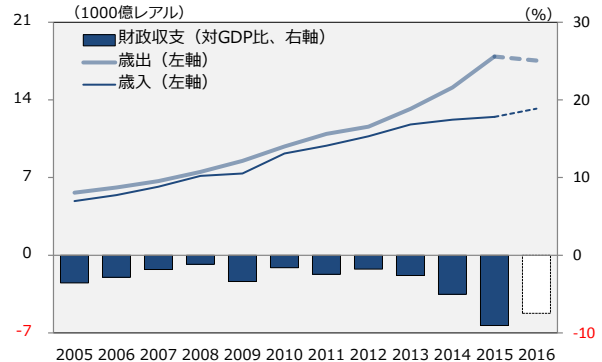
資料：インド自動車工業会より作成

図表 5-19 ブラジルの実質 GDP 成長率



資料：ブラジル地理統計院より作成

図表 5-20 ブラジルの財政収支



注：16年は推計値

資料：ブラジル地理統計院より作成



## 計数表

## 日本経済見通し総括表（年度ベース）

（単位：10億円、％）

		年度				対前年度比増減率			
		2015 実績	2016 予測	2017 予測	2018 予測	2015 実績	2016 予測	2017 予測	2018 予測
名 目	国内総生産（＝GDP）	532,185	538,525	547,772	559,136	2.8%	1.2%	1.7%	2.1%
	民間最終消費支出	299,855	300,763	305,649	310,740	0.5%	0.3%	1.6%	1.7%
	民間住宅投資	15,930	16,780	16,491	16,779	2.7%	5.3%	▲1.7%	1.7%
	民間設備投資	81,211	81,790	83,154	84,445	1.1%	0.7%	1.7%	1.6%
	民間在庫品増加	2,408	953	291	505	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,026	106,518	108,917	111,317	1.7%	0.5%	2.3%	2.2%
	公的固定資本形成	26,724	26,267	27,413	27,138	▲1.4%	▲1.7%	4.4%	▲1.0%
	公的在庫品増加	18	20	105	278	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	14	5,435	5,752	7,934	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,659	87,335	93,000	98,819	▲0.7%	▲4.7%	6.5%	6.3%
	財貨・サービス輸入	91,645	81,900	87,248	90,884	▲9.2%	▲10.6%	6.5%	4.2%

（単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、％）

実 質	国内総生産（＝GDP）	517,146	523,543	529,040	533,718	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%
	民間最終消費支出	295,158	296,866	299,007	301,382	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
	民間住宅投資	15,059	15,924	15,344	15,396	2.7%	5.7%	▲3.6%	0.3%
	民間設備投資	79,585	80,927	81,795	82,601	0.6%	1.7%	1.1%	1.0%
	民間在庫品増加	2,579	1,139	363	577	***	***	***	***
	政府最終消費支出	105,341	106,314	108,134	109,482	2.0%	0.9%	1.7%	1.2%
	公的固定資本形成	25,547	25,254	25,993	25,463	▲2.0%	▲1.1%	2.9%	▲2.0%
	公的在庫品増加	22	28	117	290	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲6,395	▲3,339	▲2,350	▲1,967	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	82,853	84,860	87,003	88,339	0.8%	2.4%	2.5%	1.5%
	財貨・サービス輸入	89,248	88,199	89,352	90,307	▲0.2%	▲1.2%	1.3%	1.1%

		年度				対前年度比増減率			
		2015 実績	2016 予測	2017 予測	2018 予測	2015 実績	2016 予測	2017 予測	2018 予測
指 数	鉱工業生産指数	97.4	98.3	98.9	99.9	▲1.0%	0.9%	0.6%	1.0%
	国内企業物価指数	101.8	99.3	101.1	102.1	▲3.3%	▲2.4%	1.8%	1.0%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.0	99.7	100.6	102.1	0.0%	▲0.3%	0.9%	1.4%
	GDPデフレーター	102.9	102.9	103.5	104.8	1.4%	▲0.0%	0.7%	1.2%
	完全失業率	3.3%	3.1%	3.0%	2.9%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	92.1	95.9	89.0	90.0	4.6%	4.2%	▲7.2%	1.1%

（単位：10億円、％）

対 外 バ ラ ン ス	経常収支（10億円）	18,003	20,279	22,305	25,753	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲603	4,808	6,620	9,530	***	***	***	***
	貿易収支	542	5,849	6,424	8,287	***	***	***	***
	輸出	73,145	70,274	76,373	81,151	▲3.3%	▲3.9%	8.7%	6.3%
	輸入	72,603	64,425	69,949	72,864	▲11.7%	▲11.3%	8.6%	4.2%
	通関収支戻（10億円）	▲1,087	4,199	4,454	6,207	***	***	***	***
為 替	通関輸出	74,117	70,649	75,223	79,930	▲0.7%	▲4.7%	6.5%	6.3%
	通関輸入	75,205	66,450	70,768	73,723	▲10.3%	▲11.6%	6.5%	4.2%
	国債10年物利回り	0.29%	-0.06%	0.00%	0.00%	***	***	***	***
等	M2	914,237	947,731	981,429	1,016,926	3.6%	3.7%	3.6%	3.6%
	日経平均株価	18,841	17,467	19,133	20,514	15.8%	▲7.3%	9.5%	7.2%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	44.9	48.2	54.5	56.3	▲44.2%	7.3%	13.1%	3.3%
	円/ドル レート	120.0	108.2	110.9	114.4	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.105	1.099	1.060	1.053	***	***	***	***
	円/ユーロ レート	132.6	118.9	117.6	120.4	***	***	***	***

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。

資料：各種資料より三菱総合研究所予測。

## 《本件に関するお問合せ先》

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

政策・経済研究センター 武田洋子 森重彰浩 米良有加 坂本貴志 田中康就

電話：03-6705-6087 FAX：03-5157-2161 E-mail：ytakeda@mri.co.jp

広報部 吉澤、渋谷 電話：03-6705-6000 FAX：03-5157-2169 E-mail：media@mri.co.jp

尚、本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブに配布しております。