

NEWS RELEASE

2017年8月15日
株式会社三菱総合研究所

2017、2018年度の内外景気見通し

— 世界経済は好調も、強まる先行きの不透明感 —

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4-6月期GDP速報の発表を受け、2017、2018年度の内外景気見通しを発表いたしました。

日本の実質成長率予測値:2017年度+1.5%、2018年度+0.8%
(前回予測値(6月8日):2017年度+1.2%、2018年度+0.9%)

海外経済

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。ただし、トランプ政権の政策運営は内政面を中心に行き詰まりをみせている。税制改革やインフラ投資は、17年内の実施は困難とみており、18年は公約した規模の一部の実行にとどまるだろう。成長率の押し上げ幅も小幅となる見込み。

ユーロ圏は、雇用・所得環境やマインドの改善を背景に消費が増加し、緩やかな回復が続くと予想する。ただし、英国のEU離脱交渉などへの懸念もあり、企業活動は緩やかな拡大にとどまると見込む。

新興国経済は、中国の景気下支え策による需要拡大などを背景に堅調に推移してきたが、17年秋の中国共産党大会以降、こうした押し上げ効果は剥落していく可能性が高い。新興国経済の先行きは、中国の成長鈍化などからアジア新興国を中心に18年にかけて減速を見込むが、物価の安定を背景として消費の堅調が予想されることなどから、総じて底堅い成長を予測する。

日本経済

日本経済は、堅調な世界経済を背景とする輸出・生産の回復持続、雇用・所得環境の改善による消費の持ち直しを背景に、緩やかな成長持続を見込む。17年度は、内需の前向きな循環が回り始めているほか、16年度第2次補正予算の執行も本格化しており、上方修正を行った。18年度は、経済対策効果の剥落から成長鈍化を予想するものの、内需主導の緩やかな回復持続との見方に変更はない。ただし、世界経済の下振れ要因が顕現化すれば、日本経済の緩やかな景気回復シナリオにも負の影響が及ぶであろう。

世界経済の下振れ要因

世界経済は好調ながらも、先行きの不透明感は強まっている。北朝鮮情勢の緊迫化などの地政学リスクに加えて、次の3点が世界経済の先行きに対するリスクファクターとみられる。

- ① 米政権の政策運営の停滞:米政権の政策運営は停滞している。18年には米国中間選挙も控えており、成長率予測で前提としている税制改革やインフラ投資の一部の実施すら頓挫する可能性もある。更に、内政の行き詰まりを打開するために、通商政策では保護主義的な動きを強める可能性がある。米政権の政策実現に対する失望が広がれば、成長押し上げへの期待も薄れ、株価の調整などにつながりかねない。
- ② 中国共産党大会後の中国経済の行方:中国経済は、17年秋の中国共産党大会までは政府の政策効果の下支えが続くとみるが、党大会後に下支え効果の剥落が予想されるほか、構造改革を推進する姿勢が強まれば、中国経済の下押し圧力となり、ひいては世界経済の下振れ要因となる。
- ③ 英国のEU離脱交渉と欧州選挙の帰趨:英国のEU離脱交渉の行方は不透明感を増しており、交渉停滞が続けば、FTA締結なしでのEU離脱リスクも高まる。また、欧州の政治リスクはフランス大統領選を境に一服したが、17年秋にはドイツ、18年にはイタリアで選挙が予定されており、結果次第では再び先行きの不確実性が高まり、欧州全体の経済活動を抑制しかねない。

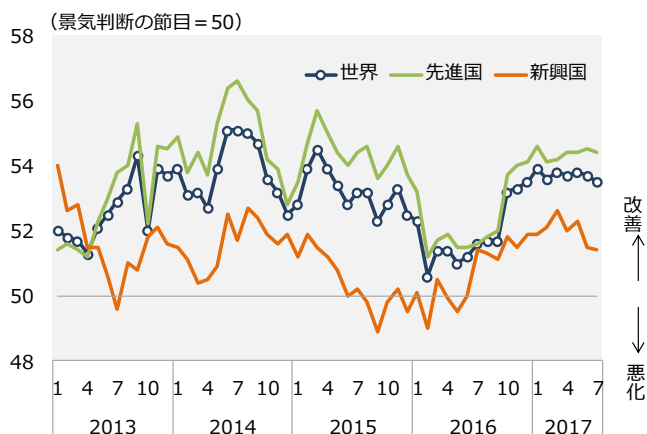
1. 総論

(1) 世界経済は回復基調が続く

世界経済は回復基調が続いている。世界の購買担当者景気指数（PMI）は先進国、新興国ともに高い水準の推移が続く（図表 1-1）。世界の工業生産指数も増加幅を拡大している（図表 1-2）。16 年半ばまで前年比 0%前後で推移していた先進国の生産が、16 年後半から同 3%程度まで回復した影響が大きい。

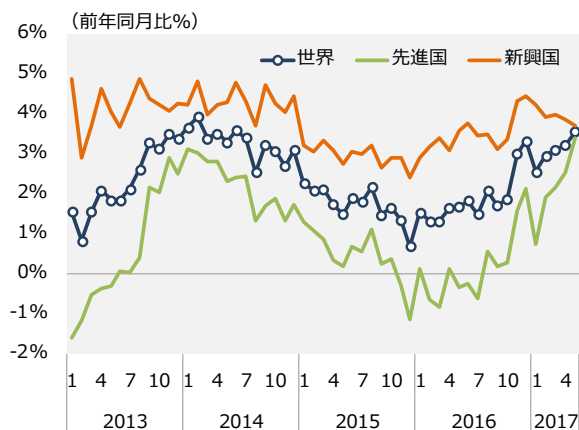
米国では、引き続き良好な雇用・所得環境を背景に、消費は堅調に推移している。また、17 年秋に中国共産党大会を控える中国では、政府による景気下支え策もあり、総じてみれば高い成長を続けている。ユーロ圏は、消費主導の緩やかな回復が続いている。景気回復とともにデフレリスクが後退するなか、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は、金融政策のスタンスを見直す可能性を示唆し始めた。

図表 1-1 PMI 総合指数



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-2 世界の工業生産指数



出所：CPB World Trade Monitor より三菱総合研究所作成

世界的な景気の回復基調を背景に、金融市場でも引き続きリスクオンの流れが続いている。世界のリスク回避の動きを定量的に指数化した MRI-RA（Risk Aversion：リスク回避）指数をみると、Brexit や米国大統領選により高まったリスク回避傾向は、ほぼ解消されている（図表 1-3）。

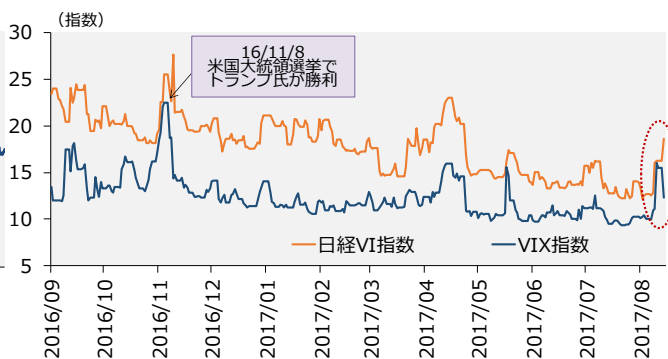
この背景には、13 年のバーナンキショック（QE3 縮小を示唆）時と比べて新興国の資金フローが安定していることなども挙げられる。ASEAN 各国の為替レートは米国大統領選直後に急速に減価したが、その後は通貨高方向で推移している。インドネシアをはじめとする新興国では経常収支が改善しており、こういったファンダメンタルズの改善が市場の安定にもつながっている。

図表 1-3 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 1-4 VIX 指数（S&P 500）および日経 VI 指数（日経平均）



注：直近値は 8 月 14 日
出所：Bloomberg

(2) 世界経済の下振れ要因

世界経済が好調に推移する一方で、先行きに対する不透明感は強まっている。足元では緊迫する北朝鮮情勢を背景に、日米株価のボラティリティ指数が急上昇し、米国では16年11月の米大統領選以来の水準に達した(図表1-4)。17年秋にFRBのバランスシート縮小開始が予想される中、地政学リスクが強く意識される状況が続けば、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。新興国を中心とする為替の急激な変動や株価の下落などの市場の混乱に発展すれば、実体経済への悪影響が懸念される。地政学リスクに加え、今後の世界経済を見通す上では、①米政権の政策運営の停滞、②中国共産党大会後の中国経済の行方、③英国のEU離脱交渉と欧州選挙の帰趨、の3つに注目する必要がある。

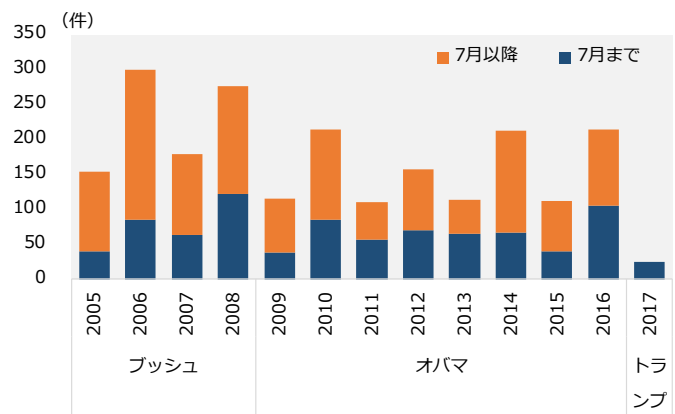
① 米政権の政策運営の停滞

国内政策の行き詰まり

米国のトランプ大統領就任から半年が経過した。議会との調整は就任当初から政策運営上の鍵とされていたが、現に大きな課題となりつつある。トランプ政権の半年間の成果をみると、議会を通す必要のない通商政策では動きがみられるものの、主要な法案はほとんど議会を通過していない。実際、過去の政権と比べても、これまでの法令制定数は少なく(図表1-5)、早急な改善が求められている。

7月28日の米議会上院で、オバマケアの根幹部分を骨抜きにする目的で作成された「ヘルスケア・フリーダム・アクト」は、49対51票で否決された。これによって、オバマケア廃止を財源として実施する予定であった税制改革、インフラ投資などの年内の実現可能性は、足元でさらに低下したといえよう(図表1-6)。9月末までに①18会計年度の歳出法案の可決、②債務上限引上げを行う必要がある、ここでも議会との調整にみづけば、政府機関封鎖やデフォルトまでには至らなくとも、金融市場への悪影響が懸念される。

図表 1-5 これまでの米国政権の法令制定数の推移



注：議会において各年の7月までに制定された法律と、8月から12月の間に制定された法律数を合算。

出所：Congress.gov より三菱総合研究所作成

図表 1-6 米新政権の半年間の成果と今後の見通し

分野	政策	現状と今後の見通し
経済政策	税制改革 (所得税、法人税など)	4月末に法人税率の大幅な引き下げと個人税制の大型改革を打ち出した。7月末には、国境税導入の見送りを公表。トランプ政権は、 9月上旬に税制改革案を公表し、年内の議会採決を目指すとしているが、議会を調整できるかは不透明。
	インフラ投資の拡大	6月上旬、トランプ大統領がインフラ投資に関して演説。 9月末までに詳細な法案を発表予定。 公約した1兆ドルのうち8割は民間や州・地方政府の資金を活用する見込みで、 資金が集まらなければ、規模縮小の可能性も。
	既存規制の緩和	大統領令による指示を受け、6月中旬、財務省が金融規制見直しに関する報告書を公表。当局の運用変更などで実施できる緩和案が提示された。
社会保障	オバマケア代替法案	5月上旬に下院で可決したものの、上院では議会調整が難航。 7月下旬には、共和党内をまとめられず、上院共和党の修正案が否決された。
移民政策	イスラム圏からの入国制限	1月、3月に大統領令に署名したが、連邦地裁が差し止めを命令。その後、6月に署名した入国制限の対象者を絞った大統領令は、最高裁が一部執行を認めた。 最高裁は、10月以降に合憲性を最終判断する予定。
	不法移民の強制送還	不法移民に寛容な地方自治体への補助金を打ち切る大統領令は、連邦地裁が差し止めを命令。
	国境への壁建設	建設費用は約216億ドル程度と見積もられている。17年度予算では予算計上を見送ったが、5月に公表した18年度予算教書では16億ドルを求めた。
通商政策	NAFTA再交渉	8月16日に交渉開始。 7月中旬には、米通商代表部 (USTR) が、貿易赤字削減を最優先課題とし、相手国による為替操作の阻止を求める方針を表明。交渉期限は設定しない。
	TPP離脱	1月末、大統領令に署名し、 参加国にTPP離脱を通知。
	鉄鋼の輸入制限	4月下旬、米通商拡大法232条に基づく鉄鋼・アルミ製品の輸入実態調査を商務省に指示。トランプ大統領は、 関税引き上げと輸入割り当てを検討。

出所：三菱総合研究所作成

また、政権内も不安定だ。ホワイトハウスの混乱は政権発足後半年が経った今でも収束がみえず、政権運営の担い手すら定まらない危機的な状況だ。議会との調整役を期待されていたプリーバス首席補佐官は、事実上の更迭となり辞任に追い込まれた。またスパイサー報道官も7月21日に辞任、このきっかけとなったスカラムッチ広報部長も就任後わずか10日で辞任となった。足元で問題となっているトランプ政権とロシアの不適切な関係（ロシアゲート事件）も、こうした混乱に拍車をかけている。

対外政策における保護主義色と孤立感の強まり

内政では停滞ばかりが目立っているが、大統領権限が強い外交・通商政策では動きがみられる。米国通商代表部（USTR）は、17年7月にNAFTA再交渉の方針を出した。また直近では、米国内の鉄鋼産業保護を目的とした鉄鋼輸出国に対する高関税と輸入割当の適用の検討や、中国の不正な貿易を念頭とした米国通商法301条に基づく調査実施の指示など、米国第一主義のもと保護主義的施策を進めている。内政の行き詰まりを打開するために、通商政策では保護主義的な動きを強める可能性がある。

17年7月に行われたG20では、米国と他の19カ国の意見が対立するケースがいくつか見受けられた。中でも温暖化対策と余剰生産能力（鉄鋼）への取り組みを巡る対立は顕著である。温暖化対策では、G20首脳宣言において、米国を除く19カ国がパリ協定を「不可逆」なものとして表明するとともに、米国のパリ協定の脱退が明確となった。トランプ大統領は各国に対してパリ協定の再交渉を提案したが、他の19カ国すべてが反対したため、米国の孤立感が強まった。

国内政策が進まずに、保護主義的な動きだけが進めば、世界の貿易停滞を通じた世界経済への悪影響が強まることとなる。当面は、8月16日から開始されるNAFTA再交渉の行方が注目される。

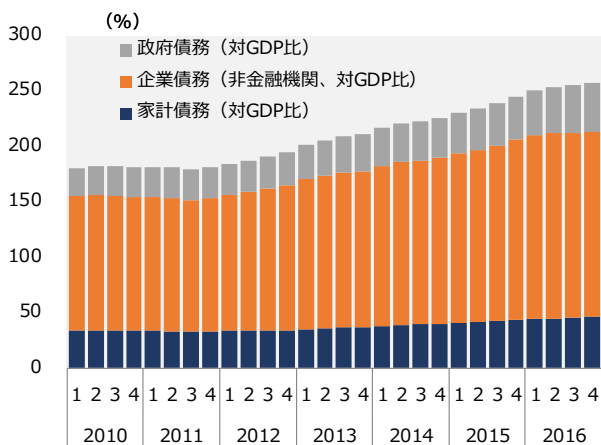
② 中国共産党大会後の中国経済の行方

中国政府は、17年秋の中国共産党大会を控え、大規模な減税と企業負担軽減策を相次いで発表している。これまで中国政府が行ってきた政策は、①インフラ投資を中心とした投資促進策、②法人税引下げなどの減税策、③公共料金の引下げや保険料の引下げなどの企業負担軽減策の3本立てとなる。これらの政策効果もあり、17年初以降、企業収益の増加、雇用者の賃金上昇、消費の増加など経済の好循環がみられる。

一方で、党大会後には景気下支え効果の剥落が予想されるほか、構造改革を推進する姿勢が強まれば、短期的には中国経済を下振れさせる要因となる。とくに、増加を続けている中国の地方政府や国有企業などの債務残高は大きな懸念材料である（図表1-7）。企業の債務が調整を余儀なくされれば、中国経済の下押し圧力となり、ひいては世界経済に影響が及ぶ。

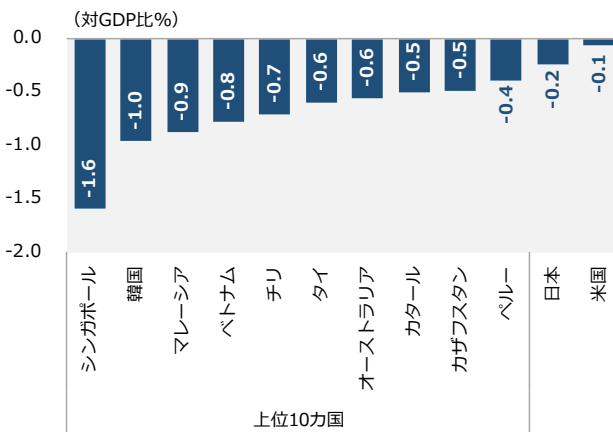
また、中国政府による景気下支え策は、アジア経済にも影響を及ぼしている。アジア各国の中国への依存度を測るために、中国への輸出額と名目GDP額との比率を用いて、中国向けの輸出が10%減少すると各国GDPにどの程度影響を及ぼすかを分析したものが図表1-8となる。特にシンガポール、韓国、マレーシア、ベトナムの中国への依存度は高く、例えばマレーシアであれば、中国向け輸出が10%減ると、マレーシアのGDPが1%程度減少する。

図表 1-7 中国の債務比率



出所：BIS「Long series on total credit to the non-financial sectors」

図表 1-8 中国向け輸出額が10%減少した場合の各国GDPの減少率（上位10カ国及び日米）



出所：UN「Comtrade」およびIMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

ASEAN から中国への輸出は、17 年上期に前年比+23%増加している。年間ベースに換算すれば 400 億ドルの増加となり、増加した輸出額が ASEAN 全体の GDP に占める割合は 1%台半ばにのぼる。ASEAN 経済の好調の背景には、こうした外需以外にも底堅い内需などの要因があるものの、中国政府による政策効果が剥落すれば、中国経済への依存度の高い国を中心に ASEAN 経済の下振れ要因となる。

③ 英国の EU 離脱交渉と欧州選挙の帰趨

英国の EU 離脱交渉の帰趨は一段と不透明になっている。 保守党が 6 月 8 日の総選挙で敗れ過半数を失ったことにより、メイ首相による交渉推進力は大幅に低下。さらに高層公営住宅「グレンフェルタワー」の火災への対応の悪さも国民からの信用失墜に拍車をかけた。英国と EU との交渉においても、英国が求めている将来の通商関係の議論は 10 月以降に先送りされ、まずは離脱前に英国が支払う EU 予算の分担金や、英国内で暮らす EU 市民の法的保護などの離脱時の条件に焦点を絞るという EU の要求を受け入れざるを得ない形となった。交渉停滞が続けば、FTA 締結なしでの EU 離脱リスクも高まる。

この状況下で懸念されるのは、企業の英国離れである。 欧州本社をロンドンからフランクフルトやダブリンなどの他の EU 域内の都市に移転することを検討・発表している企業は、現時点では金融機関が中心だが、金融機関以外の企業にも波及しつつある。

また、ユーロ圏内の政治的な不安定化も引き続き懸念材料だ。欧州の政治リスクはフランス大統領選を境に一服したが、17 年秋にはドイツ、18 年にはイタリアで選挙が予定されている。特にイタリアでは、与党・民主党と極右・五つ星運動の支持率が約 3 割ずつと拮抗する中、18 年 5 月の総選挙（年内に前倒しされる可能性あり）では比例代表制の導入が見込まれ、政権発足に連立が必要となる可能性が高い。選挙後に政策の不確実性が高まれば、欧州全体の経済活動が抑制されかねない。

(3) 世界経済の見通し

世界経済は好調も、先行きの不透明感はむしろ強まる

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。ただし、トランプ政権の政策運営は内政面を中心に行き詰まりをみせている。税制改革やインフラ投資は、17 年内の実施は困難とみており、18 年は公約した規模の一部の実行にとどまるだろう。成長率の押し上げ幅も小幅となる見込み。

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

新興国経済は、中国の景気下支え策による需要拡大などを背景に堅調に推移してきたが、17 年秋の中国共産党大会以降、こうした押し上げ効果は剥落していく可能性が高い。新興国経済の先行きは、中国の成長鈍化などからアジア新興国を中心に 18 年にかけて減速を見込むが、物価の安定を背景として消費の堅調が予想されることなどから、総じて底堅い成長を予測する。

(4) 日本経済の見通し

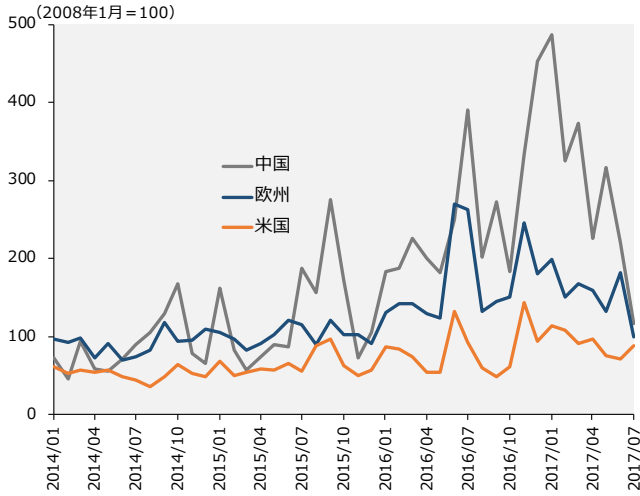
緩やかな成長持続を予測も、世界経済の下振れリスクには警戒が必要

17 年 4-6 月期の日本の実質 GDP は、6 四半期連続のプラス成長。輸出の増勢は一服したものの、消費や設備投資の堅調に加え、16 年度第 2 次補正予算の執行本格化による公共投資の増加もあり、内需を中心に成長が加速した。

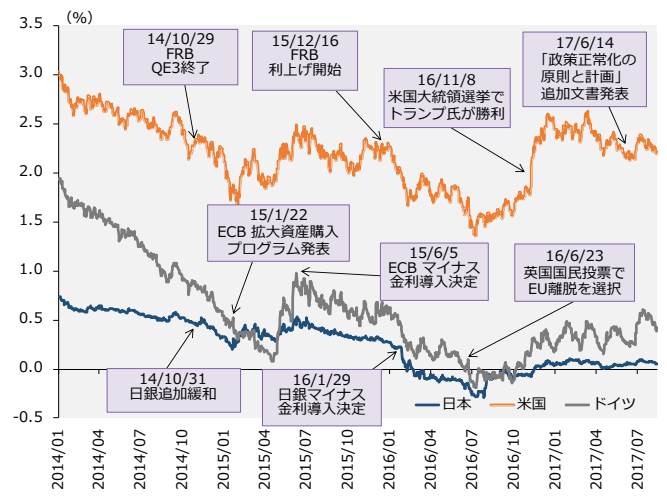
先行きは、堅調な世界経済を背景とする輸出・生産の回復持続、雇用・所得環境の改善による消費の持ち直しなどを背景に、緩やかな成長持続を見込む。17 年度は、4-6 月期の高成長にも表れているように、内需の前向きな循環が回り始めていることに加え、16 年度第 2 次補正予算の執行本格化により成長率が+0.4%ポイント程度押し上げられるとみており、前年比+1.5%（前回+1.2%）と上方修正した。18 年度は、経済対策効果の剥落などにより同+0.8%（前回+0.9%）と成長鈍化を予想するものの、内需主導での緩やかな回復を続けるとの見方に変更はない。ただし、世界経済の下振れ要因が顕現化すれば、日本経済の緩やかな景気回復シナリオにも負の影響が及ぶであろう。

世界経済・金融市場の動向

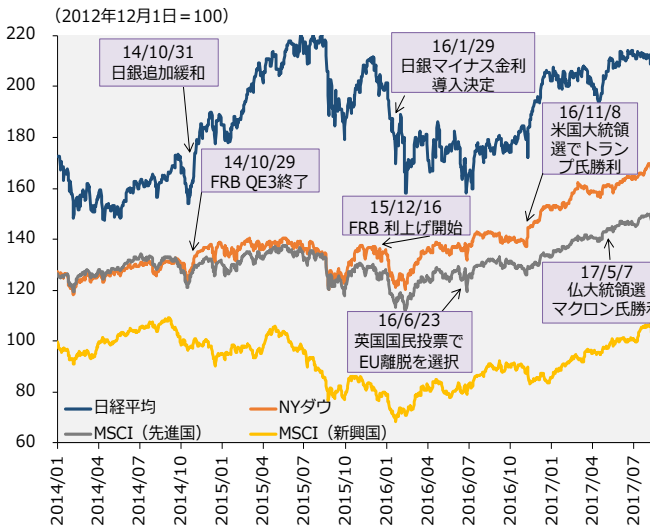
図表 1-9 経済政策に関する不確実性指数



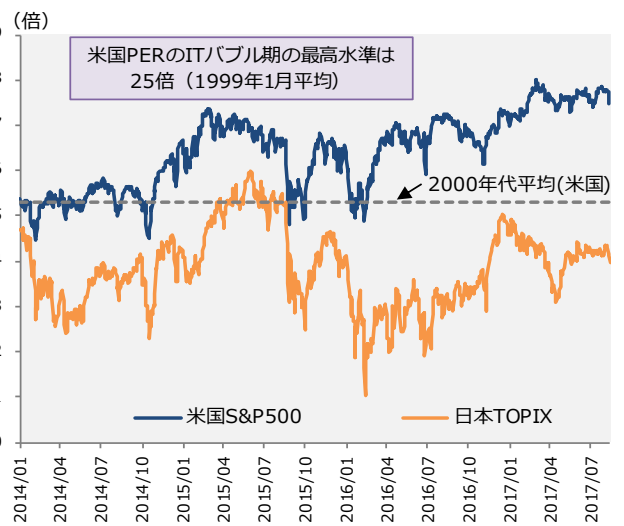
図表 1-10 長期金利 (10年物国債)



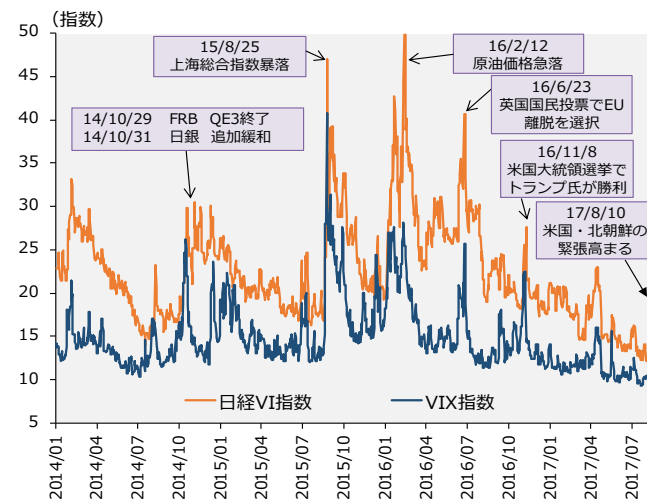
図表 1-11 株価



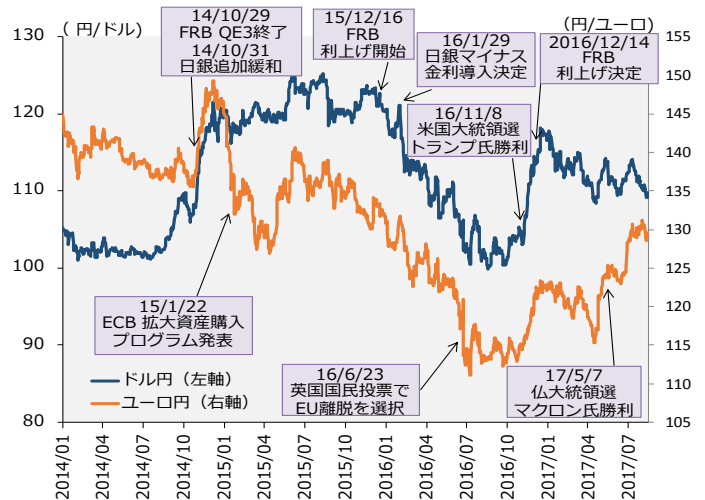
図表 1-12 日米の株価収益率 (PER)



図表 1-13 日米の株のボラティリティ指数



図表 1-14 為替レート



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

注2: 株価収益率は12ヵ月先予想PER。

注3: 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4: 直近値は経済政策に対する不確実性指数が7月、その他は8月14日。

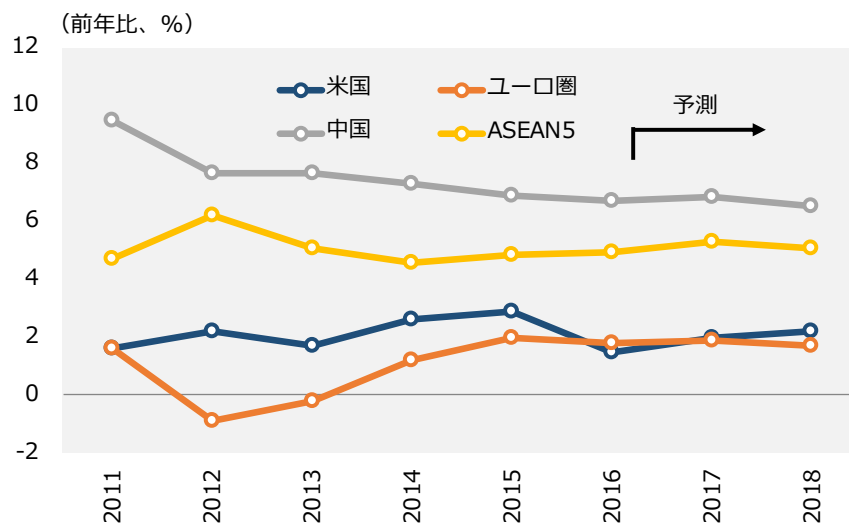
出所: Bloomberg、Economic Policy Uncertainty

図表 1-15 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	1.5	2.0	2.2
ユーロ圏	1.8	1.9	1.7
中国	6.7	6.8	6.5
ASEAN5	4.9	5.3	5.1
インドネシア	5.0	5.3	5.4
マレーシア	4.2	6.0	4.7
フィリピン	6.9	6.7	6.3
タイ	3.3	3.6	3.1
ベトナム	6.2	6.1	6.0
香港	2.0	3.6	1.8
韓国	2.8	3.2	3.1
シンガポール	2.0	3.3	2.6
台湾	1.5	3.2	2.6
インド（年度）	7.1	7.6	7.8
ブラジル	▲ 3.6	0.2	0.0

注：暦年で表示。インドのみ年度（4月～3月）。

出所：米国商務省、Eurostat、IMF 等、予測は三菱総合研究所



図表 1-16 2017、2018 年度の日本の実質 GDP 成長率予測 (単位:%)

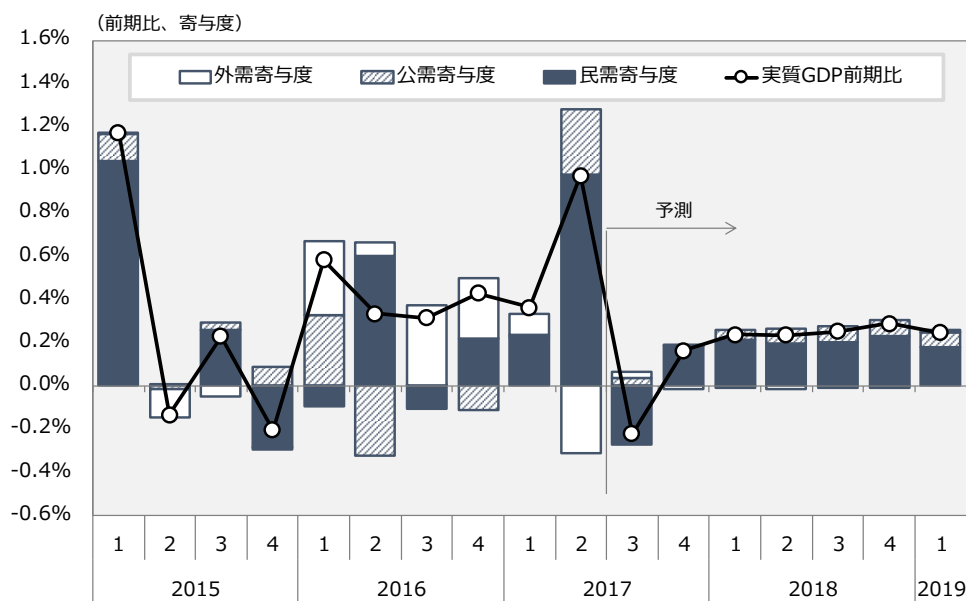
項目	実績				予測			
	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	1.3	***	1.3	***	1.5	***	0.8	***
内需	1.2	1.2	0.5	0.5	1.5	1.5	0.9	0.9
民間	1.2	0.9	0.8	0.6	1.6	1.2	0.9	0.7
民間最終消費支出	0.6	0.3	0.7	0.4	1.3	0.8	0.7	0.4
民間住宅投資	2.8	0.1	6.5	0.2	1.6	0.0	0.6	0.0
民間企業設備投資	0.6	0.1	2.5	0.4	3.3	0.5	0.8	0.1
民間在庫投資	***	0.4	***	▲ 0.4	***	▲ 0.1	***	0.1
公需	1.2	0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	1.4	0.3	0.8	0.2
政府最終消費支出	2.0	0.4	0.4	0.1	0.9	0.2	1.2	0.2
公的固定資本形成	▲ 1.9	▲ 0.1	▲ 3.2	▲ 0.2	2.7	0.1	▲ 1.3	▲ 0.1
外需(純輸出)	***	0.1	***	0.8	***	▲ 0.0	***	▲ 0.0
輸出	0.7	0.1	3.2	0.6	3.2	0.5	1.2	0.2
輸入	0.2	0.0	▲ 1.4	0.2	3.2	▲ 0.5	1.4	▲ 0.2
名目GDP	2.7	***	1.1	***	1.7	***	1.7	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-17 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

		実績						予測						
		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%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	1.0%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%
	前期比年率	2.3%	1.4%	1.3%	1.7%	1.5%	4.0%	-0.9%	0.7%	1.0%	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所



出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

2. 日本経済

(1) 概観

内需主導の景気回復が持続

17年4-6月期の実質GDPは、季調済前期比+1.0%（年率+4.0%）の高成長となった（図表2-1）。輸出の増勢は一服したものの、内需が成長を牽引した。

消費は、自動車をはじめ耐久財消費が持ち直しの動きを続けたほか、減少基調にあった非耐久財消費も増加に転じ、同+0.9%と大きく増加。投資は、民間企業設備投資が同+2.4%と増加したほか、公的固定資本形成が16年度第2次補正予算の執行本格化から同+5.1%と大きく伸長。輸出は、高水準は維持しているものの、アジア向けの伸び一服などから同▲0.5%と4四半期ぶりに減少した。

当社が推計した17年4-6月期のGDPギャップは、+1.3%となり、消費税増税前の駆け込み需要期（14年1-3月期）の+1.1%を上回る需要超過幅となった¹。

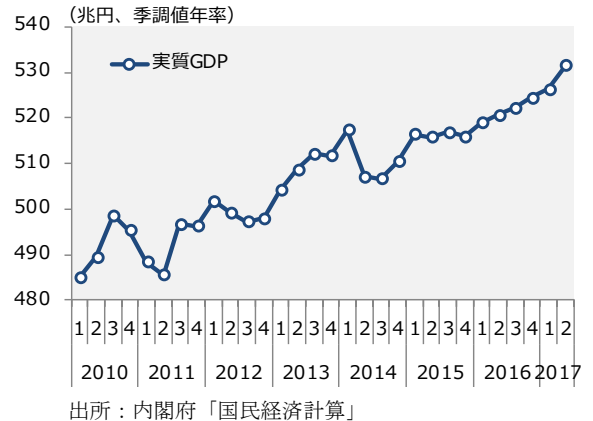
息は長いものの、回復の力強さに欠ける今次の景気回復局面

12年末から始まった今次の景気回復局面は、17年5月時点で54ヶ月となり、戦後3番目の長さとなった。17年9月まで続けば、高度成長期の「いざなぎ景気（57ヶ月）」を抜き戦後2番目の長さとなる。

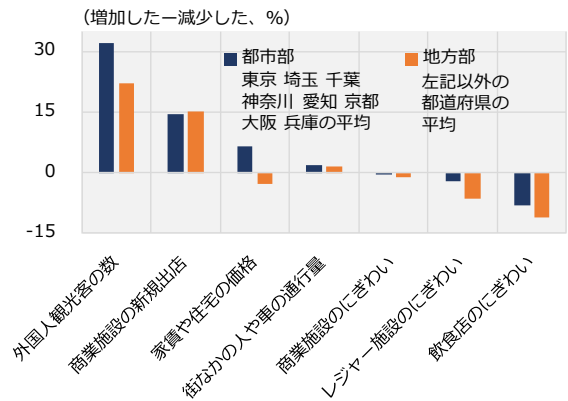
今次の景気回復局面の特徴は、こうした「回復局面の長さ」に加えて、「回復に地域的な広がり」がみられることだ（図表2-3）。第14循環（02年1月～08年2月）のような輸出主導の景気回復とは異なり、インバウンド需要の増加や政府の財政出動の影響もあり、地方の内需にも回復の動きがみられている。当社の「生活者市場予測システム（mif）」を用いた生活者5千人を対象とするアンケート調査によると、生活者が実感する景気の変化として、外国人観光客の数や商業施設の新規出店などの項目では、地方部でも改善がみられている（図表2-2）。

一方で、「回復力の強さ」は過去の景気回復局面と比べても弱い。14年4月の消費税率引き上げや15年のチャイナショックなどによる外需の弱さもあり、特に14年度以降は、極めて緩やかなペースでの回復にとどまっている。図表2-2の調査でも、インバウンドや商業施設の新規出店は伸びているものの、飲食店やレジャー施設のにぎわいでは、都市部・地方部ともに弱さがみられる。

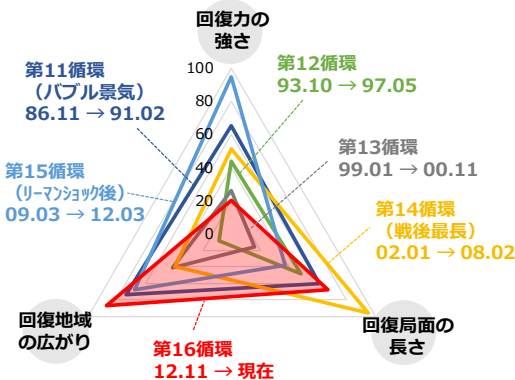
図表 2-1 実質 GDP



図表 2-2 生活者が実感する景気の変化



図表 2-3 景気回復局面の特徴比較



出所：各種統計より三菱総合研究所作成

回復力の強さ

景気動向指数のうち、景気の水準感を示す「CI 指数」の景気回復期間における上昇幅より計算。

回復局面の長さ

景気基準日付の谷から山までの月数より計算。

回復地域の広がり

景気回復期間における都道府県別の有効求人倍率の変化幅を加工して計算。期間中に最も回復した県の上昇幅に対して、他の県の平均的な回復幅を指標化。一部の地域だけ特に回復している場合は値が小さくなり、全体的に回復している場合は値が大きくなる。

各指標について、第11循環～第16循環の平均値と標準偏差を計算し、平均値+標準偏差×2が100、平均値-標準偏差×2が0となるように指数化している。

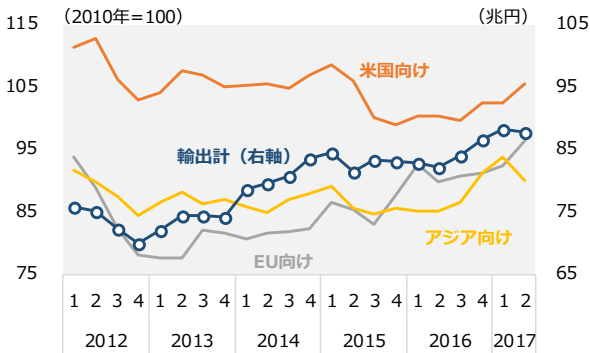
¹ 内閣府の潜在成長率の推計方法変更に伴い、過去のGDPギャップも含めて全体的に上方修正された。詳細は、内閣府経済財政分析ディスカッション・ペーパー（DP/17-3）「GDPギャップ/潜在GDPの改定について」参照。

(2) 輸出・生産の動向

アジア向け輸出の増加は一服も、欧米向け輸出は堅調

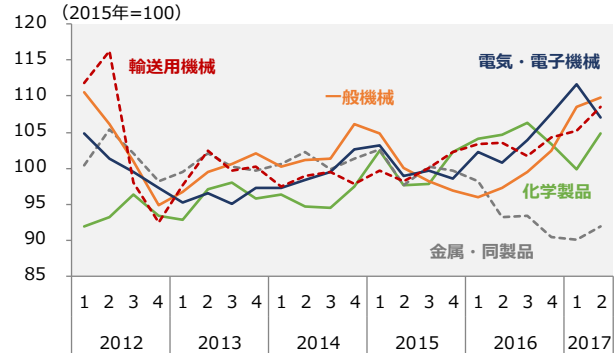
17年4-6月期の輸出は、季調済前期比▲0.5%と減少に転じた。地域別の内訳をみると、米国/EU向けは、輸送用機械や一般機械の輸出が増加していることから堅調に推移しているものの、アジア向けは、電子部品や半導体製造装置の輸出増加が一服したことから、高水準ながら4四半期ぶりに前期比で減少に転じた（図表2-4、2-5）。

図表 2-4 仕向地別の実質輸出



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

図表 2-5 財別の実質輸出

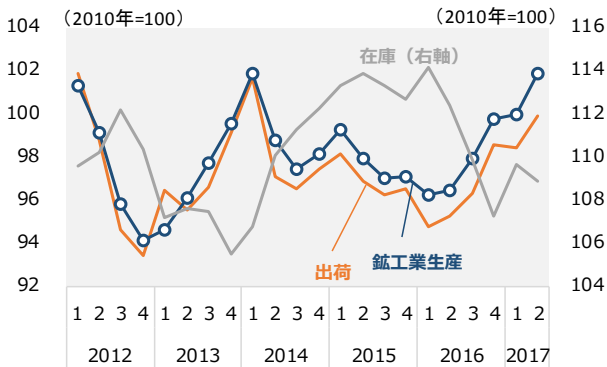


注：実質輸出額は、各項目の名目輸出金額を対応する輸出物価指数で実質化した後、季節調整を実施して作成。
出所：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

生産は回復持続、前向きな在庫積み増し局面へ

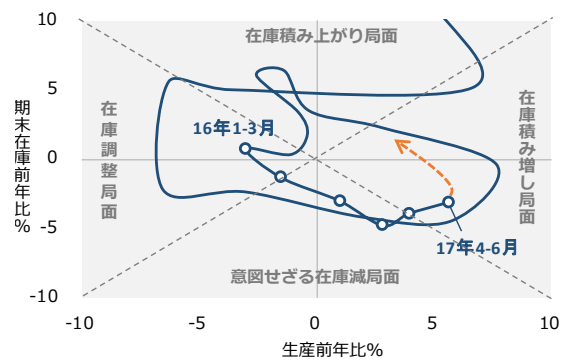
17年4-6月期の鉱工業生産は、季調済前期比+1.9%と5四半期連続の増加となった（図表2-6）。業種別の内訳をみると、電子部品・デバイスの伸びは一服したものの、内外需の回復を背景に、輸送用機械、はん用・生産用・業務用機械、化学など幅広い業種で生産が増加している。内外需の持ち直しを背景に需給環境が改善しており、在庫循環上も、生産回復とともに積極的な在庫積み増しが進む局面にさしかかっている（図表2-7）。

図表 2-6 生産・出荷・在庫指数



出所：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-7 在庫循環



出所：経済産業省「鉱工業指数」

輸出・生産の回復持続を見込むも、2つの下振れリスクに注意

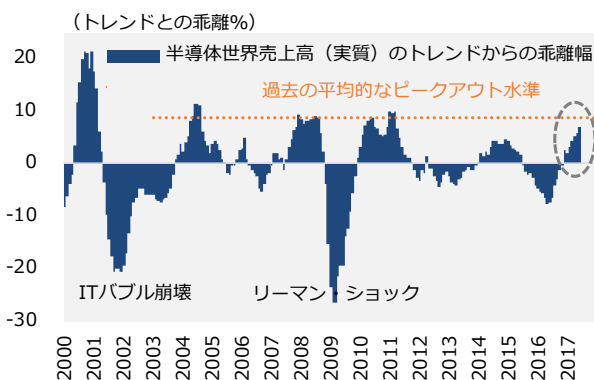
輸出・生産の先行きを展望すると、輸出は、米国経済の堅調持続やアジア経済の内需持ち直しなどを背景に、17年度+3.2%、18年度+1.2%と緩やかな回復を続けると予想する。鉱工業生産は、輸出の回復に加えて、雇用・所得環境の改善による国内の消費や投資の持ち直しもあり、17年度+3.0%、18年度+1.1%とこちらも緩やかな回復を見込む。輸出・生産ともに16年後半から17年前半に急回復したことから、17年度は高い伸びを予想するが、18年度にかけては緩やかな回復軌道に戻るとみられ、いずれも伸びは鈍化を予測する。

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つの変化要因（①米政権の政策運営の停滞、②中国共産党大会後の中国経済の行方、③英国のEU離脱交渉と欧州選挙の帰趨）による世界経済の下振れに加えて、日本経済にとっては、特に次の2つのポイントが重要になる。

第1は、世界の半導体市場の需給バランスの悪化である。世界半導体売上高（実質）のトレンドからの上振れ幅は、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局面に近い水準にある（図表 2-8）。IoT（モノのネットワーク化）やAI（人工知能）関連の需要拡大により、トレンド自体が大きく上向いている可能性もあるが、17年秋以降は調整局面入りする可能性が高い。中国での高機能スマホの普及が進み、一段の伸びが期待しにくくなっているほか、17年秋に予定されている新型 iPhone の発売後は関連需要が一巡するとみられるためだ。中国を中心に半導体の生産能力が大幅に増強されており、需要と供給のバランスが崩れれば、日本の生産・輸出の下振れ要因となる。

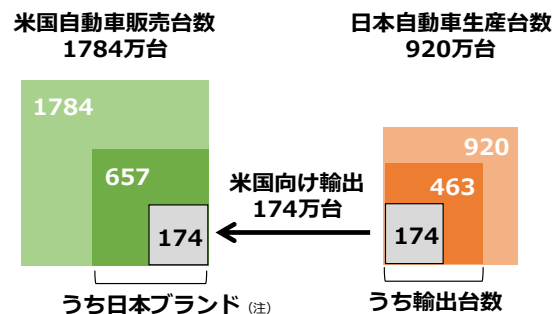
第2は、米国自動車販売の下振れである。低所得者向けの自動車ローンの延滞率が上昇していることなどを背景に、米国銀行が自動車ローンの貸出基準を厳格化しており、新車販売台数は減少傾向にある。日本から米国向けの自動車輸出台数は174万台（16年）であり、これは米国自動車販売の1割、日本の自動車生産の約2割に相当する（図表 2-9）。国内自動車販売が堅調なことから、自動車の在庫は直ちに問題になる水準ではないが、今後の米国市場の不振が、日本の輸出や生産に波及する可能性には注意が必要である。

図表 2-8 半導体需要のトレンドからの乖離



注：世界半導体売上高を米国の生産者物価指数（電子部品・デバイス）で実質化し、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

図表 2-9 米国の自動車販売と日本の自動車生産



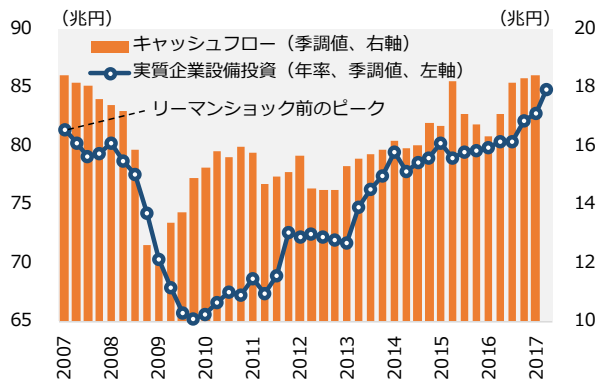
注：日本ブランドは、トヨタ、日産、ホンダ、スバル、マツダ、いすゞ、三菱ふそうの合計。
出所：Bloomberg、一般社団法人日本自動車工業会（JAMA）、より三菱総合研究所作成

(3) 設備投資の動向

設備投資は緩やかな増加基調を維持

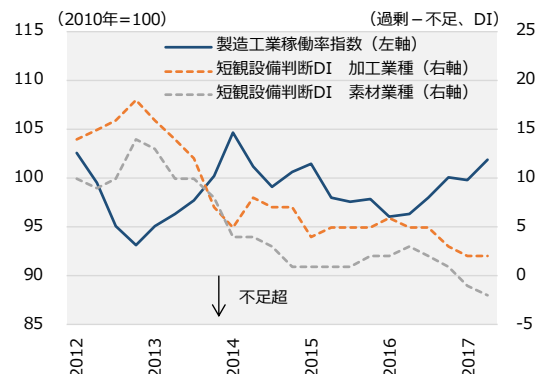
17年4-6月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+2.4%と高い伸びをみせた（図表 2-10）。民間企業設備投資は、消費や輸出など他の需要項目に比べて、リーマンショック前の水準（07年1-3月期の81兆円）への回復が遅れていたが、16年10-12月期以降は、3四半期連続でこれを上回って推移している。設備投資回復の背景には大きく3つの要因がある。

図表 2-10 設備投資と設備判断 DI



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 製造工業稼働率と設備判断 DI



出所：経済産業省「鉱工業指数（稼働率・生産能力指数）」、日銀短観より三菱総合研究所作成

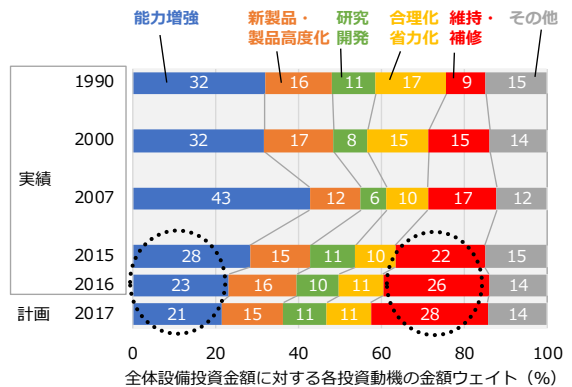
第1は、製造業の維持・補修投資ニーズの高まりである。製造業の設備稼働率指数は16年以降に上昇基調にあり、素材業種を中心に設備不足感が高まっている(図表2-11)。日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査²」によると、製造業の設備投資動機として、「能力増強」の割合が86年度の調査開始以降最低を記録する一方、「維持・補修」の割合は増加傾向にある(図表2-12)。設備の老朽化などで更新ニーズが高まるなか、キャッシュフローの改善と内外需要の回復が企業の維持・補修投資を後押ししており、生産性の上昇にもつながる可能性が高い。

第2は、人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化ニーズの高まりである。特に非製造業では、人手不足による営業の制約が顕現化しており、人間の作業を代替あるいは支援するロボットやソフトウェアに対する投資ニーズは高まりつつある。もっとも、人手不足が設備投資の抑制要因となる面もある。企業が最も重視する利益配分先としての設備投資の割合は、大企業は高まった反面、中小企業は低下しており、むしろ「新規雇用の拡大」、「従業員への還元」の割合が上昇した(図表2-13)。人手不足が深刻化すれば、資金の余裕が少ない中小企業では当面の業務継続のための人手確保に追われ、設備投資が抑制される可能性がある。

第3に、情報化投資に対するニーズの高まりである。上記の日本政策投資銀行の調査によると、16年度の情報化投資³は前年比+7.0%増加し、設備投資全体の同+1.6%を大きく上回った。17年度の情報化投資計画も、製造業、非製造業ともに設備投資全体に比べて高い伸びが計画されており(図表2-14)、同分野に対する投資意欲の強さがうかがえる。

こうした設備投資を巡る環境は、18年度にかけても継続が見込まれており、先行きの設備投資は、17年度+3.3%、18年度+0.8%と緩やかな回復持続を予測する。上記の日本政策投資銀行の調査によると、人手不足への対応として、足元では「業務効率による生産性向上」の割合が多い一方で、5年先までを見通すと、「AIやIoT活用による生産性向上」の割合が大きく上昇しており(図表2-15)、今後はこれらの分野での投資増加が期待される。ただし、前述の輸出・生産の下振れリスクが顕在化すれば、企業の投資スタンスが慎重化し、必要な投資も先送りされる可能性がある。

図表 2-12 製造業の設備投資動機



出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(17年6月)」より三菱総合研究所作成

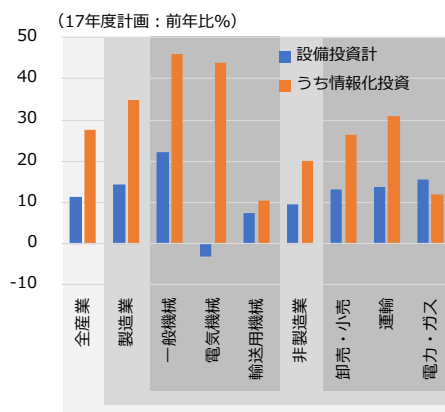
図表 2-13 企業の利益配分先

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

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

出所：財務省「法人企業景気予測調査」より三菱総合研究所作成

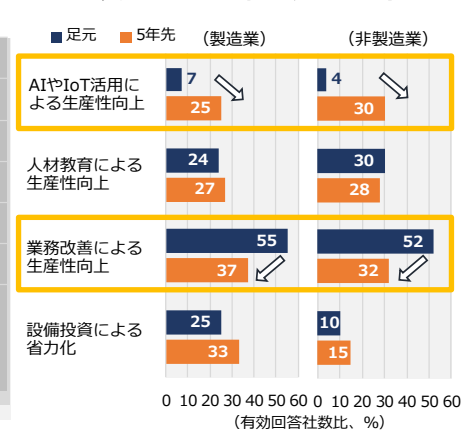
図表 2-14 情報化投資計画



注：情報化投資の定義は脚注3参照。

出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(17年6月)」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 人手不足への対応



出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(17年6月)」より三菱総合研究所作成

(4) 雇用・所得の動向

雇用環境は引き続き改善、現役世代女性が労働供給の主な担い手に

雇用環境は引き続き改善している。17年4-6月の完全失業率(季調値)は2.9%と引き続き低水準で推

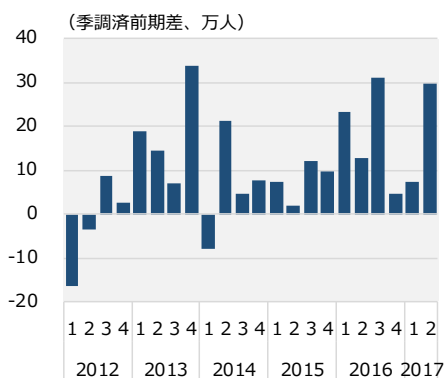
² 日本政策投資銀行「2016・2017・2018年度設備投資計画調査」2017年8月2日公表。

³ 日本政策投資銀行の調査では、情報化投資の範囲として調査票に次の記載がある。「情報化投資とは、自社の業務効率化や生産性向上、データを活用したマーケティングや新事業創出などを目的とした投資を指す。具体的には、コンピュータおよび周辺機器、通信ネットワーク構築、ならびにソフトウェア開発等。」

移するなか、就業者数（季調値）は6,524万人と前期から30万人増加した（図表2-16）。団塊世代の退職などにより65歳以上のシニアの就業率は伸びが鈍化しつつあるが、女性15-64歳の就業率は引き続き上昇している（図表2-17）。

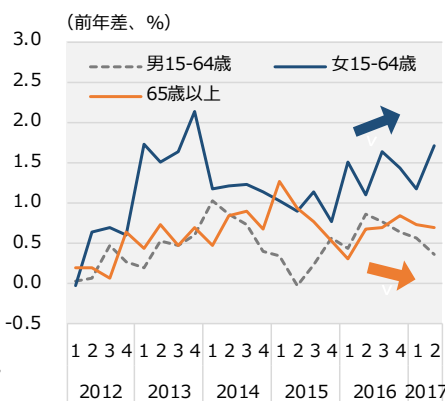
女性の就業率が上昇する中で、女性の働き方にも変化がみられる。女性15-64歳の労働時間別就業者数の変化をみると、13-15年までは週の労働時間が35時間以下の短時間就業者が主に増加していた一方、16年以降は、同40-48時間のフルタイムとみられる就業者が増加している（図表2-18）。人手不足で労働時間が増加していることに加え、人材を確保するために企業が非正規社員の正規化などを進めていることも寄与しているとみられる⁴。

図表 2-16 就業者数



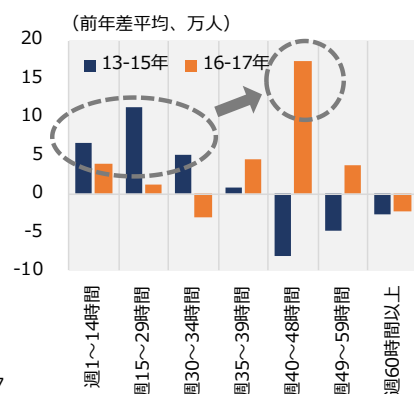
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-17 年齢階級別就業率



出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 労働時間別就業者数



注：女性15-64歳の就業者。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

賃金は緩やかに増加回復、一部には賃金カーブを上方シフトさせる動きも

所得環境は緩やかながらも改善している。雇用者全体の3割を占めるパートタイム労働者の時間当たり所定内給与は、17年4-6月期に前年比+2.7%の高い伸びをみせている。労働需給逼迫に加えて近年の最低賃金引き上げの影響もあり、パートタイム労働者の時間当たり給与は1,100円を超えた。正規雇用など一般労働者の所定内給与も、前年比+0.3%と小幅ながらも増加基調を維持している。

雇用者全体の7割を占める一般労働者の賃上げや賞与増額の動きは鈍いが、産業別の賃金カーブの変化率をみると、いくつか前向きな動きもみられる（図表2-19）。第1に、20代-30代前半の若年層では幅広い業種で賃金が上昇している。新卒も含めた若い人材の確保に企業が注力している可能性がある。第2に、産業別では人手不足が深刻な運輸・郵便、建設、卸・小売などで賃金カーブが全体的に上方シフトしている。ただし、同じく人手不足が深刻な医療・福祉や宿泊・飲食、サービスなどでは若年層の賃上げのみにとどまっているなど業種別に濃淡がみられる。

図表 2-19 産業別の賃金カーブの変化率

	建設	製造業	情報通信	運輸・郵便	卸・小売	金融・保険	専門・技術	宿泊・飲食	生活関連サービス	教育	医療・福祉	その他サービス
年齢計	2%	0%	-5%	3%	1%	-3%	0%	0%	0%	-2%	-3%	-2%
20~24歳	2%	2%	2%	4%	1%	0%	2%	1%	-1%	0%	1%	6%
25~29歳	1%	1%	-1%	1%	1%	-1%	1%	1%	0%	-1%	-1%	6%
30~34歳	3%	1%	2%	2%	2%	-5%	0%	3%	1%	1%	-1%	4%
35~39歳	4%	1%	-2%	3%	1%	1%	0%	0%	0%	-2%	-3%	2%
40~44歳	2%	0%	-4%	3%	0%	0%	-1%	-2%	2%	-2%	3%	-1%
45~49歳	1%	-1%	-8%	3%	-1%	-2%	2%	1%	-2%	0%	-6%	-2%
50~54歳	2%	-1%	-9%	4%	0%	-3%	1%	-2%	2%	1%	-2%	-6%
55~59歳	2%	1%	-4%	3%	0%	-4%	3%	-2%	-4%	-3%	10%	-1%
60~64歳	1%	-1%	11%	4%	5%	-2%	3%	-2%	-7%	-2%	13%	-5%

注：一般労働者、男性の所定内賃金の変化率。2015年から2016年にかけての変化。
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

⁴ 13年4月に施行された改正労働契約法によると、「同法の施行時点から5年を超える有期契約者に対しては、本人の申し込みにより無期雇用に転換できる」と定められている。労働政策研究・研修機構（JILPT）の調査では、約6割の企業が「何らかの形で無期契約にしていこう」と回答しており、正社員への転換を後押しする要因となろう。

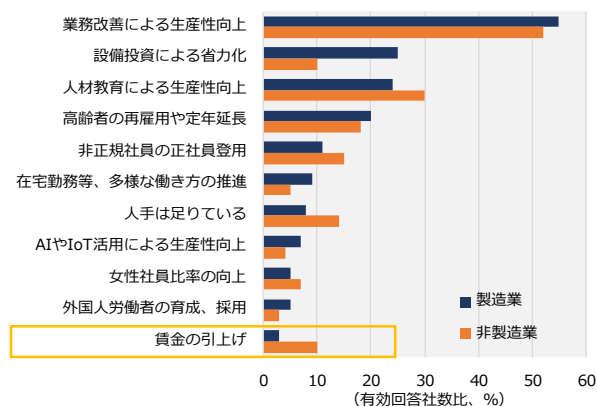
人手不足に対する対応は、企業の意識と労働者の要望にギャップ

労働需給は、18年度にかけて一段の逼迫が予想される。17年から団塊世代が70歳に達し、現役引退の増加が予想されるため、シニアの就業率の伸びは鈍化が見込まれる。女性の就業率がこれまでのトレンドに沿って緩やかに上昇したとしても、就業者数の伸びは16年度の前年比+1.0%から、17年度+0.8%、18年度+0.2%まで鈍化する見込み。

こうしたなか、賃金上昇圧力は強まるとみられるが、企業の賃上げに対する姿勢は依然として慎重であり、一人当たりの賃金は緩やかな上昇にとどまると予想する。日本政策投資銀行の「企業行動に関する意識調査（17年6月）」によると、人手不足に対する対応として、「業務改善による生産性向上」、「設備投資による省力化」、「人材教育による生産性向上」などの割合が高いものの、「賃金の引上げ」と答えた企業は製造業で3%、非製造業でも10%にとどまる（図表2-20）。

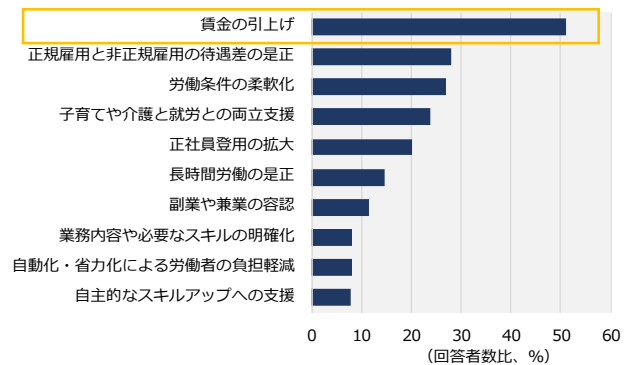
これは、労働者側の希望とは対照的だ。当社の「生活者市場予測システム（mif）」を用いた生活者5千人を対象とするアンケートによると、人手不足の解消に向けて企業に期待する取り組みとして、「賃金の引上げ（51%）」が圧倒的に高く、「正規雇用と非正規雇用の待遇差の是正」、「（在宅勤務など）労働条件の柔軟化」への期待も高い（図表2-21）。人手不足の解消や優秀な人材の確保に向けては、生産性の向上とともに、こうした賃金や労働条件の改善が重要になるであろう。

図表 2-20 人手不足に対する企業の対応



出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（17年6月）」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 人手不足の解消に向けて生活者が企業に期待する取り組み



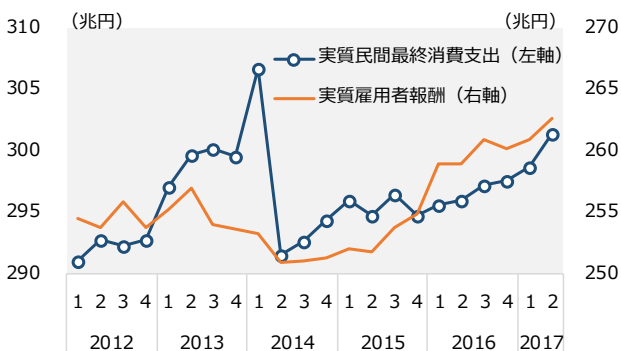
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査（17年4月実施、回答者5,000人）

(5) 消費の動向

雇用者報酬の増加などから、消費は回復基調を維持

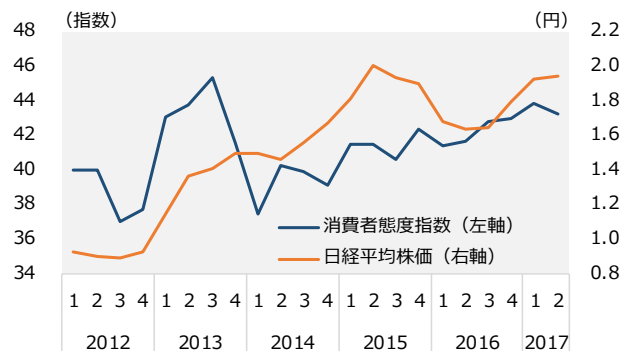
17年4-6月期の実質民間最終消費支出は、季調済前期比+0.9%と6四半期連続で増加。消費は回復基調を維持している（図表2-22）。前述の雇用・所得環境の改善を背景に雇用者報酬が改善するなか、世界的なリスク回避度の低下などを背景とする株価の上昇もあり、消費者マインドは緩やかに持ち直し傾向をたどっている（図表2-23）。

図表 2-22 実質消費支出と雇用者報酬



出所：内閣府「国民経済計算」

図表 2-23 消費者マインドと株価



出所：内閣府「消費動向調査」、日本経済新聞

将来不安への備えが消費回復の頭を抑える

足元は堅調に推移している消費だが、老後の生活など将来に対する不安の強さが予備的貯蓄を促し、消費の抑制要因となっている点には引き続き注意が必要だ。

生活者5千人のアンケート調査を用いて、将来不安を軽減するために家計がどのような取り組みをしているかを調査した(図表2-24)。そもそも将来に対する不安がない人の割合は7%にとどまり、93%の人が何らかの将来不安を抱えている。将来不安を軽減するための家計の対応としては、「食料品や日用品などの消費を減らし貯蓄を増やす(31%)」「娯楽やレジャーなどの消費を減らし貯蓄を増やす(29%)」の割合がともに高い。嗜好品を優先する家計と日用品を優先する家計に有意な差は見られなかった。また、将来の医療費の増加を避けるために「健康や体力の維持につとめる(31%)」は中高年層ほど高い割合となっている。

図表 2-24 将来不安に対する家計の対応

一方、中長期的な稼働能力を高めるために必要となる「所得水準を高めるためにスキルアップをはかる(5%)」は、若年層も含めて低いとの結果となった。将来不安に対する対応としては、消費の抑制など短期的な対応が主となっている。中長期的な将来不安の抑制には、政府が社会保障制度を改革するとともに、個人がスキルアップへの意識を高める工夫をすることも重要だ。

	合計	20代	30代	40代	50代	60代
食料品や日用品などの消費を減らし、貯蓄を増やす	31	34	33	35	31	24
娯楽やレジャーなどの消費を減らし、貯蓄を増やす	29	27	27	30	31	27
購入する財・サービスの単価を下げ、貯蓄を増やす	18	17	17	21	18	16
各種保険に加入し、リスクをヘッジする	5	5	7	6	6	4
所得水準を高めるためにスキルアップをはかる	5	7	5	5	4	2
金融商品や実物資産への投資で資産を増やす	9	6	9	9	11	12
債務を縮小させる(住宅ローンの繰上げ返済など)	3	2	2	4	5	2
健康や体力の維持につとめる	31	20	24	29	34	50
将来に対する不安はあるが、特に何もしていない	26	26	28	26	27	24
将来に対する不安はない	7	11	9	6	5	5

注：あてはまるものをすべて選ぶ複数回答。

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

18年度にかけて消費は緩やかな回復傾向を維持

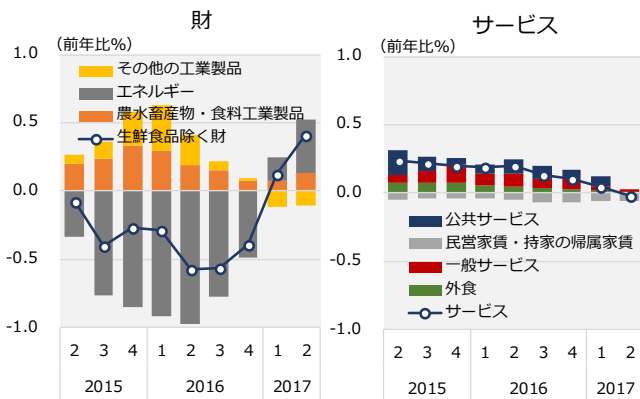
これらを踏まえると、先行きの消費は、労働需給の逼迫などを背景に雇用・所得環境は改善を続けるとみられるものの、税・社会保険料負担や将来不安の強さが消費の抑制要因になることから、全体としては緩やかなペースでの回復にとどまる見込み。実質民間最終消費支出は、17年度は前年比+1.3%、18年度は同+0.7%と予測する。

(6) 物価の動向

エネルギー価格を除けば、物価の基調は弱い

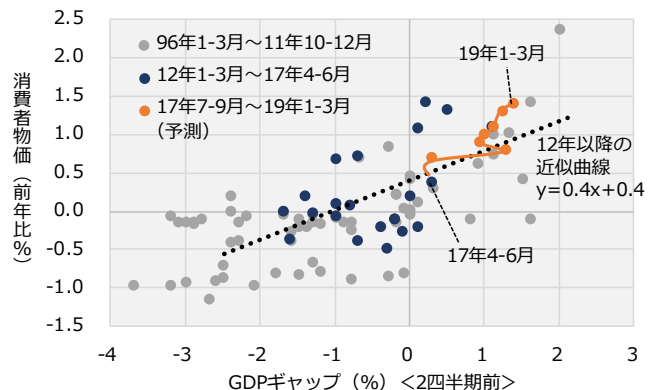
17年4-6月期の消費者物価指数は、生鮮食品除く総合が前年比+0.4%と2四半期連続で上昇した。ただし、電気代やガソリンなどのエネルギー価格が前年の落ち込みの反動から同+4.9%と上昇している影響が大きく、こうした影響を除いた「生鮮食品・エネルギー除く総合」は、同0.0%と前年から横ばいで推移。携帯電話機や通信料の値下がり、テレビやPCなどデジタル家電の値下がりが寄与しているほか、外食や一般サービスなど、サービス価格の上昇幅も縮小しており物価の基調は未だ弱い(図表2-25)。

図表 2-25 消費者物価



出所：総務省「消費者物価指数」

図表 2-26 需給ギャップとインフレ率



注：消費者物価は、生鮮食品を除く総合、消費税調整済み。

出所：実績は、総務省「消費者物価指数」内閣府「GDPギャップと潜在成長率」、予測は三菱総合研究所

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

物価の先行きはどうか。労働需給の逼迫による労働コストの上昇がサービス価格に徐々に転嫁されていくとみられるほか、マクロの需給ギャップの改善も物価の押し上げ要因となろう。当社の成長見通しを前提とすると、日本経済の GDP ギャップは、18 年度にかけて+1%台半ばまで緩やかに拡大していく見込みであり、物価の底上げ要因となる（図表 2-26）。加えて、緩やかな円安進行による輸入コストの増加も予想される。

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%を上回ってくる見通し。17 年度は前年比+0.7%、18 年度は同+1.2%と予測する。

物価見通しの前提について、原油価格（WTI）は、18 年度末にかけて 50 ドル程度の横ばい圏での推移を見込む。OPEC の減産は 18 年 3 月まで延長されることとなったが、米国のシェールオイルの増産圧力の強まりなどを背景に上値の重い展開が予想される。為替は、米国の利上げペースが鍵を握るが、当社は 17 年中にあと 1 回、18 年中に 2 回の利上げを予想しており、18 年度末にかけて米国長期金利の上昇などを背景に、116 円程度まで円安が進行するとみている。ただし、前述のとおり金融市場のリスク回避姿勢の強まりや、米政権の為替政策次第では、円高方向に振れるリスクをはらんでいる。

(7) 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 4-6 月期の日本の実質 GDP は、季調済前期比+1.0%（年率+4.0%）と 6 四半期連続のプラス成長。輸出の増勢は一服したものの、消費や設備投資の堅調に加え、16 年度第 2 次補正予算の執行本格化による公共投資の増加もあり、内需を中心に成長が加速した。

先行きは、堅調な世界経済を背景とする輸出・生産の回復持続、雇用・所得環境の改善による消費の持ち直しなどを背景に、18 年度にかけて緩やかな成長持続を見込む。日本経済の実質 GDP 成長率（前年比）は、17 年度+1.5%、18 年度+0.8%と予測する（図表 2-27）。17 年度は、4-6 月期の高成長にも表れているように、内需の前向きな循環が回り始めていることに加え、16 年度第 2 次補正予算の執行本格化により成長率が+0.4%ポイント程度押し上げられるとみており、前年比+1.5%（前回（6 月 8 日）+1.2%）と上方修正した。18 年度は、経済対策効果の剥落などにより同+0.8%（前回+0.9%）と成長鈍化を予想するものの、内需主導での緩やかな回復を続けるとの見方に変更はない。

ただし、世界経済を巡っては、総論（P.2-5）で述べたように、①米政権の政策運営の停滞、②中国共産党大会後の中国経済の行方、③英国の EU 離脱交渉と欧州選挙の帰趨、の 3 つには特に警戒を要する。これらのリスクが顕在化すれば、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 2-27 実質 GDP の見通し



出所：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

トピックス：日 EU 経済連携協定（EPA）の日本経済への影響

経済規模で世界の3割を占める日本とEUの間での自由化合意

17年7月の日EU首脳会議において、日EU経済連携協定について大枠合意に達した。農産品などをめぐる交渉が難航していたものの、17年1月の米新政権の誕生で世界的に保護主義色が強まるなか、これに対抗するために可能な限り早期の大枠合意が重要であるとの認識で一致し、今回の合意に至った。

今後のスケジュールは、17年以内に最終合意し18年中の各国議会での批准を経て19年には発効する見通しだ。米国の離脱でTPP（環太平洋パートナーシップ）がつかずくなか、世界GDPの約3割を占める巨大な経済圏（日本+EU）を対象とするメガEPAが大枠合意に至った意味は大きい。

EU側は農林水産品、日本側は自動車の輸出拡大に期待

関税引下げのインパクトが大きい分野は、農林水産品と自動車である。農林水産品では、ワインやチーズ、チョコレートなどの日本の輸入関税が（段階的に）撤廃される（図表2-28）。日本市場におけるワインのEUのシェアは、07年の日チリFTA発効後に低下傾向にあったほか、チーズも15年の日豪FTA発効により今後のシェア低下が懸念されていた（図表2-29）。EU諸国は日EU EPA発効を機にシェア挽回を狙う。

一方、自動車は日本からの輸出拡大が期待される分野だ。欧州車に対する日本の輸入関税は78年に撤廃されている一方で、EUによる日本車の輸入には10%の関税が課されており、不平等の解消が課題となっていた⁵。日本のEU向けの自動車輸出台数は65万台（16年）と米国向けの3分の1にとどまるが、発効後8年目までに関税が撤廃される見込みであり、日本からの輸出拡大が期待される。

その他、サービスや投資の分野でも、電子商取引にかかる関税の禁止や現地進出企業の投資保護、公共工事の入札規制緩和などが盛り込まれた。

EPA締結の経済効果は日EU双方にプラス

日EU EPAが世界経済に与える影響はどの程度か。関税引下げによるモノの貿易を通じた経済効果について、経済連携効果の分析に広く用いられるGTAPモデル⁶で試算を行った。段階的関税撤廃も含め今回の合意がすべて実行された場合、日本の実質GDPの押し上げ効果は、関税撤廃のみの場合で3,150億円（GDP比0.06%）、関税撤廃に加えて税関手続きの円滑化などで輸送日数が50%短縮されると仮定すると9,960億円（同0.19%）となる（図表2-30）。

他の通商交渉の進展を促す効果に期待

上記の経済効果に加え、他の通商交渉の進展を促す効果も期待される。日EU EPAの発効により日本市場におけるEU諸国のシェアが拡大すれば、例えば米国など日本とのFTA/EPA非締結国のシェアは低下が予想される。17年以内にも本格化するとみられる日米経済対話を有利に進める材料となるほか、米国を除くTPP11の早期実現、RCEP（東アジア地域包括的経済連携）、TTIP（環大西洋貿易投資協定）など他のメガFTA交渉の進展を促す可能性もある。

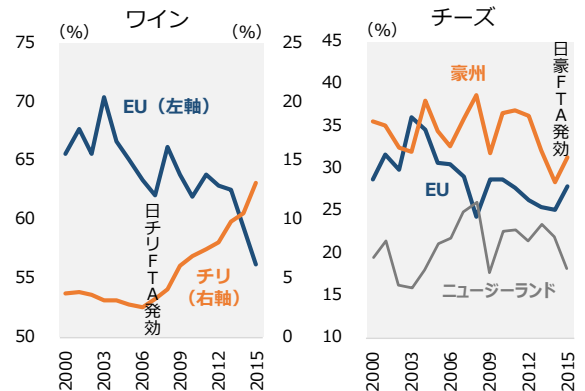
こうしたFTA/EPA網の拡充は、日本企業にとってビジネスチャンスであるとともに国際競争激化をもたらす。海外との競争環境を生かし、企業・産業の新陳代謝を高め、農業も含めた生産性向上につなげることが、日本経済の中長期的な成長力の底上げにつながる。

図表2-28 関税面での主な合意内容

		現行税率	合意内容
EUから 輸入	ワイン	15%もしくは 1€125円	即時撤廃
	ソフト系 チーズ	29.8%	輸入枠を拡大、枠内にかかる 関税は16年目までに撤廃
	チョコレート	10%	11年目に撤廃
日本から 輸出	乗用車	10%	8年目に撤廃
	自動車部品	最大4.5%	即時撤廃

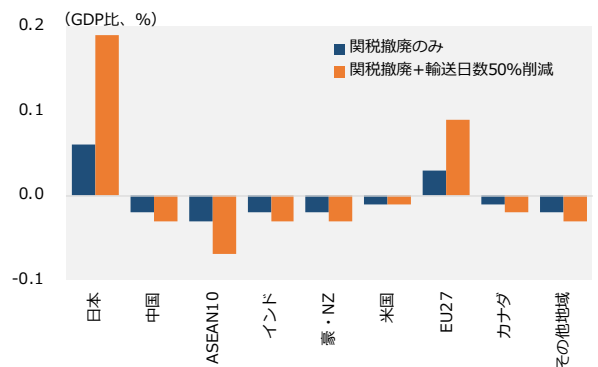
出所：外務省資料より三菱総合研究所作成

図表2-29 日本の輸入市場に占めるシェア



出所：国連「Comtrade」より三菱総合研究所作成

図表2-30 日EU EPAの実質GDPへの影響



出所：三菱総合研究所推計

⁵ 加えて韓 EU FTAにより、EUの韓国車輸入にかかる関税が16年に撤廃されており、競争条件改善が急務であった。

⁶ 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。

3. 米国経済

17年4-6月期は緩やかな拡大が継続

17年4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率+2.6%と前期から加速。米国経済は緩やかな拡大基調が続いている。ただし、先行きはトランプ政権の政策運営に左右される可能性が高い。

トランプ政権、国内政策は行き詰まり

トランプ政権の国内政策は、行き詰まっている。オバマケア代替案は、5月上旬に下院で可決されたが、上院では議会調整が難航。共和党内をまとめられず、7月下旬には、上院共和党による修正案が否決された。

オバマケア廃止による財源で実施を狙う税制改革も、公約に沿った改革の実現は困難となりそうだ。トランプ政権は、9月上旬に税制改革案を公表し、年内の議会採決を目指すとしているが、オバマケア代替法案で明確になったとおり、共和党内ですら調整は簡単ではない。国境税導入が見送られ、オバマケア代替案も頓挫する中、減税に必要な財源手当ては目途が立たない。17年9月末には、議会で、18会計年度の予算や、政府債務上限の引き上げの承認も必要となる。

一方、通商政策では動きがみられる。7月中旬、米国通商代表部（USTR）は、8月16日に開始されるNAFTA再交渉の方針を示し、メキシコやカナダとの貿易赤字削減を交渉の最優先課題としたほか、為替操作の阻止に言及した。また、トランプ政権は、外国製の鉄鋼製品が国家安全保障への脅威となっているか調査しており（米国通商法232条）、鉄鋼製品への輸入関税や輸入割り当ての可能性を示唆した。

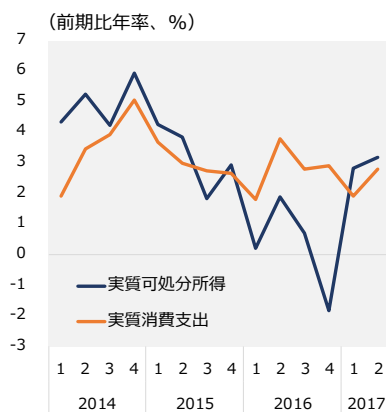
税制改革での減税規模は、公約から縮小される可能性が高い。減税規模が大幅に縮小された場合、マインドや株価が後退し、消費が鈍化しかねない。また、国内政策が進まずに、保護主義的な動きだけが進めば、輸入物価の上昇や他国からの報復措置などを通じて、家計消費や企業活動に悪影響が及びうる。

図表 3-1 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	2.9	1.5	2.0	2.2
個人消費	3.6	2.7	2.6	2.1
設備投資	2.3	▲0.6	3.9	2.4
住宅投資	10.2	5.5	2.3	1.8
在庫投資寄与度	0.2	▲0.4	▲0.2	0.1
政府支出	1.4	0.8	0.1	1.1
純輸出寄与度	▲0.7	▲0.2	▲0.2	0.1
輸出等	0.4	▲0.3	3.1	2.8
輸入等<控除>	5.0	1.3	3.6	1.8
FFレート誘導水準（年末）	0.25-0.5	0.5-0.75	1.25-1.5	1.75-2
失業率	5.3	4.9	4.4	4.3

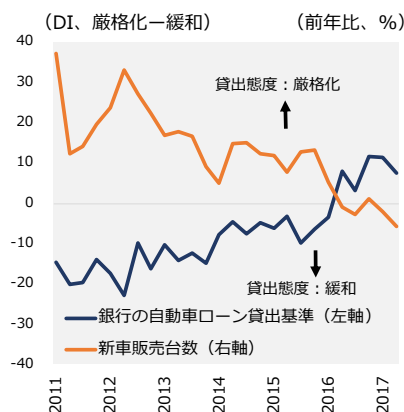
出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、
予測は三菱総合研究所

図表 3-2 消費・可処分所得



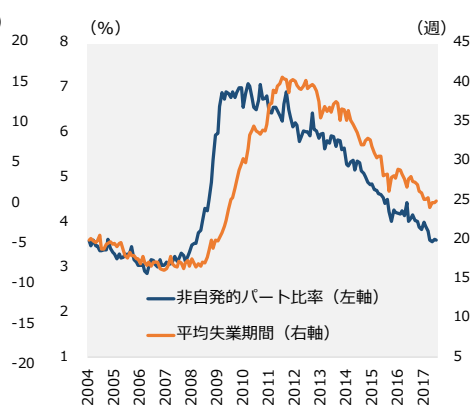
出所：米国商務省

図表 3-3 銀行貸出基準・新車販売



出所：米国商務省、FRB

図表 3-4 非自発的パート・失業期間



出所：米国労働省

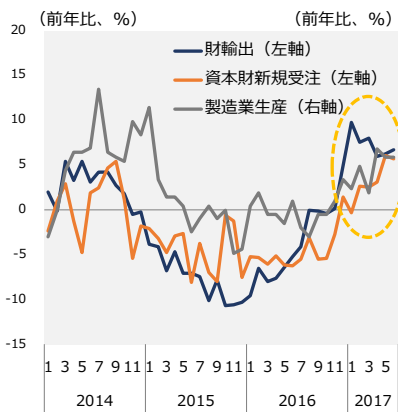
消費は、雇用・所得環境の改善や高水準が続く消費者マインドを背景に、拡大基調を維持

消費は、拡大基調を維持している。17年1-3月期はやや弱い動きとなったが、4-6月期は再び伸びが加速。前期比年率+3%前後のペースで拡大が続いている（図表3-2）。銀行の自動車ローン貸出基準の厳格化により、新車販売台数は減少基調となっているものの（図表3-3）、①良好な雇用・所得環境、②高水準が続く消費者マインド、③株高による資産効果に支えられ、消費の基調は底堅い。

雇用・所得環境は、良好さを維持している。賃金上昇率は前年比+2%台半ばと鈍いものの、失業率（直近4.3%）は長期均衡水準（4.7%）を下回る水準で推移。雇用者に占める非自発的パート比率や平均失業期間も、金融危機前の水準付近まで改善している（図表3-4）。新規失業保険受給者数が減少する中、求人数は高水準であり、企業の採用意欲は強い。今後も良好な雇用・所得環境は続くと予想する。

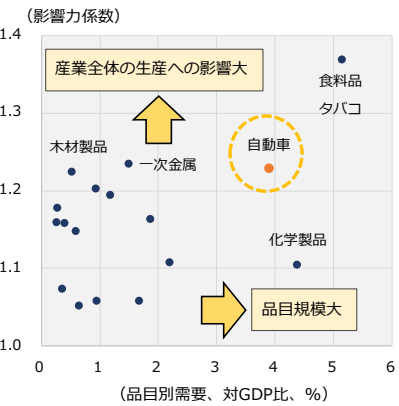
消費の先行きは、良好な雇用・所得環境を背景に、緩やかな拡大を見込む。ただし、税制改革での減税規模が公約から大幅に縮小される場合、消費者マインドが後退し、消費の伸びが鈍化しかねない。

図表 3-5 輸出・生産・投資



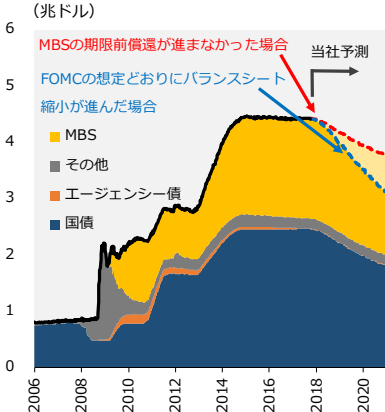
出所：米国商務省、FRB

図表 3-6 産業規模・影響力係数



注：影響力係数は、各部門の最終需要の変化が産業全体の生産量に与える影響の相対的強さを示す。非サービス業のみ表示。
出所：米国商務省「2015年 産業連関表」

図表 3-7 FRBの資産保有規模



出所：FRB、NY 連邦準備銀行より三菱総合研究所作成

企業活動は改善傾向、リスクは自動車生産の減少継続

企業活動は、堅調な内需を背景に底堅く推移。景況感は、非製造業・製造業ともに高水準を維持している。製造業では、①海外経済の持ち直しや、②堅調な内需を背景に、16年末以降、輸出や生産は前年比プラスに転じた（図表 3-5）。

投資活動も持ち直しつつある。16年後半以降、資本財新規受注は、生産の拡大などを背景に増加傾向が続いている。ただし、①設備稼働率が依然として金融危機前を下回るほか、②NAFTA 再交渉の行方など当面は政策運営に対する不確実性が高い状況が続くため、企業の投資活動は消費に比べ慎重な動きが続くだろう。また、16年後半以降、新車販売台数の減少などを背景に、素材や部品など他産業の生産への波及が大きい自動車の生産が減少傾向にある（図表 3-6）。自動車生産の減少が続けば、企業活動を抑制しかねない。

FOMC、バランスシート縮小計画の詳細を公表

17年6月の連邦公開市場委員会（FOMC）は、FF金利の誘導目標値を1.0~1.25%へ引き上げることを決定したほか、「経済が期待どおりに拡大すれば、バランスシートの正常化の年内開始を考えている」との一文を声明文に追加。「金融政策の正常化の原則と計画」（14年9月公表）の追加資料を公表し、償還された債券の再投資規模を減らすことで、FRBの米国債、エージェンシー債+住宅ローン担保証券（MBS）の保有規模を、①最初は月当たり各々60億ドル、40億ドルのペースで縮小し、②その後は3ヵ月ごとに月当たりの縮小規模を60億ドル、40億ドル増加させ、③最終的には月当たり300億ドル、200億ドルのペースで縮小するとの計画を示した。

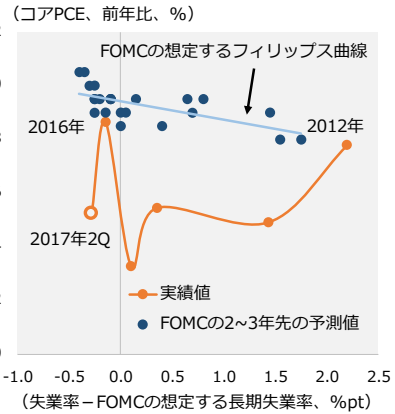
当社が試算すると、17年9月にバランスシート縮小を開始し、FOMCの想定どおりのペースで縮小が進んだ場合、20年末には、FRBの資産保有規模は約3.1兆ドルまで縮小する（図表 3-7）。ただし、FOMCの想定するフィリップス曲線を下回り続けている物価動向によっては、金融政策の正常化ペースを見直す必要に迫られる可能性もある（図表 3-8）。賃金の伸びが鈍い背景には、技術革新や労働分配率の低下など構造要因だけでなく、非労働力化した者の求職活動の再開など需要要因も考えられる。労働市場のスラック残存の可能性も考慮し、金融政策の正常化は慎重に進められるだろう。

17年は2%と予測、18年はトランプ政権の減税規模の想定を引き下げ、2.2%へ下方修正

米国経済は、堅調な消費を主因に、緩やかな拡大が続くと見込む。実質GDP成長率は、17年を同+2.0%と予測する（変更なし）。18年は減税規模の想定を引き下げ、同+2.2%と下方修正する（前回同+2.3%）。

下振れ要因は、第1に、7月下旬のスパイサー報道官の辞任や、プリーバス首席補佐官の突然の解任のようなトランプ政権内の混乱が続けば、不確実性の上昇や減税期待の剥落により、消費者マインドや株価が後退する可能性がある。第2に、FRBのバランスシート縮小の金融市場への影響が予想以上に大きく、急激な金利上昇や株安が進む場合、耐久消費財の消費や住宅投資の抑制、消費者マインドの悪化につながる恐れがある。また、金利の上昇がドル高の進行につながれば、輸出が下押しされかねない。

図表 3-8 フィリップス曲線



注：2017年以外すべて第4四半期の値。
出所：米国商務省、米国労働省、FRB

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。輸出が持ち直しつつあるほか、設備投資も改善傾向が継続。14年以降、テロや大規模な難民流入などの下押し圧力を受けたが、ユーロ圏のGDPは、欧州委員会の予想を上回るペースで拡大している（図表4-2）。

消費は回復基調、消費者マインドは10年ぶりの高水準

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、小売売上数量は前年比+2%半ばで底堅く推移（図表4-3）。特に消費者マインドは金融危機前のピーク（07年）を上回る水準まで回復した。雇用・所得環境の改善も続いており、先行きも消費の回復基調は維持すると見込む。

企業の生産・投資活動は改善傾向、循環的な要因も追い風に

ユーロ圏の企業活動は改善傾向にある。内需の拡大や輸出の持ち直し（後述）を背景に、16年後半以降、鉱工業生産の伸びが上昇。現在、在庫の積み増し局面にあり、18年にかけて企業の生産活動の改善を下支えするとみられる（図表4-4）。また、設備稼働率が改善する中、総固定資本形成も前年比プラスで推移。資本ストック循環図⁷からは、循環的な景気回復とともに企業の期待成長率が上向いてきたことが設備投資を下支えしている可能性が示唆される（図表4-5）。

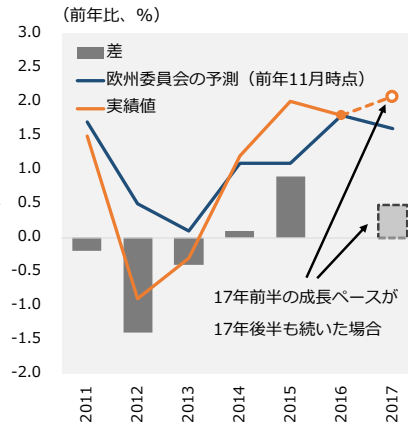
輸出環境も持ち直しつつある。英国向けは弱い動きとなっているが、アジアなど新興国向けの輸出増加を背景に、財輸出は増加基調が継続した（図表4-6）。輸出の先行指標であるドイツの海外受注は前年比プラスを維持。海外経済が改善しつつあり、先行きも輸出の持ち直しが続く予想する。

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	
	2015	2016	2017	2018
ユーロ圏	2.0	1.8	1.9	1.7
ドイツ	1.7	1.9	1.7	1.6
フランス	1.3	1.2	1.4	1.3

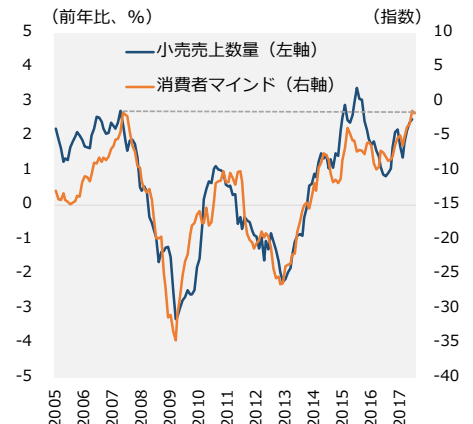
出所：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 実質 GDP 成長率



出所：Eurostat、欧州委員会

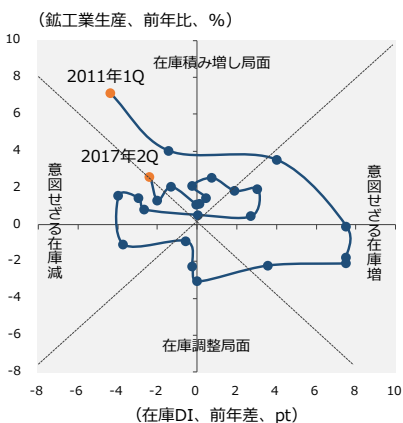
図表 4-3 消費動向



注：小売売上は後方3ヶ月移動平均。

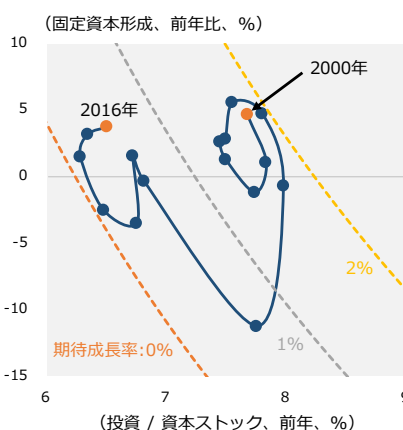
出所：Eurostat

図表 4-4 在庫循環図



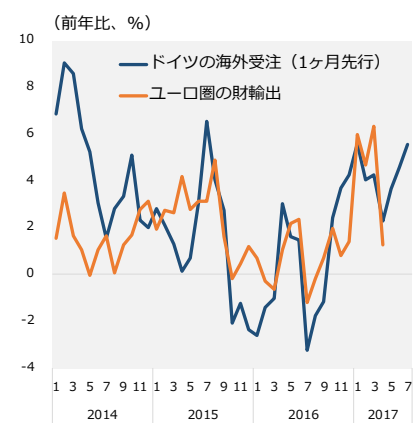
出所：Eurostat

図表 4-5 資本ストック循環図



注：期待成長率は、資本係数のトレンド成長率・減耗率を00-14年平均として計算。
出所：欧州委員会「AMECO」

図表 4-6 輸出動向



注：後方3ヶ月移動平均。財輸出はユーロ圏域外向け輸出。
出所：Eurostat、Bloomberg

ECB、金融緩和のアクセルを緩めるか

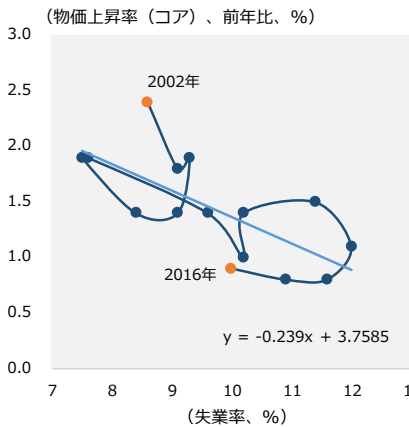
欧州中央銀行（ECB）は金融政策のスタンスを見直しつつある。7月の政策理事会後の会見で、ドラ

⁷ 景気拡大（後退）期に投資が増加（減少）するため、「投資 / 資本ストック」と「投資の伸び」をプロットすると、景気循環に伴い時計回りに動く傾向がある。図の右上に位置するほど期待成長率が高いことを示す。

ギ総裁は「フォワードガイダンスや金融政策の変更に関する議論は今秋に行われるべきだ」と述べた。

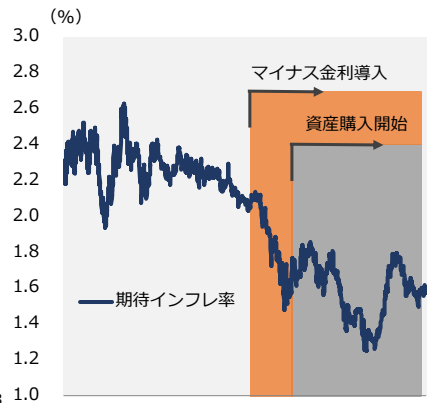
ただし、金融緩和縮小のハードルは高い。まず、①物価上昇率の基調は力強さを欠く。物価上昇率は、17年初に前年比+2%に達したが、5月以降には同+1%台前半まで低下。依然として失業率が高く、物価上昇圧力は弱い（図表4-7）。期待インフレ率も、金融緩和後に下げ止まったが、2%を下回る（図表4-8）。また、②ユーロ圏GDPの約2割を占めるイタリアやギリシャなど南欧諸国では、経済情勢に即した最適金利がECB中銀預金金利を下回る（図表4-9）。③緩和縮小はイタリアの銀行の不良債権処理など金融システムにも影響する可能性もある。今秋以降、出口政策に向けた議論が行われるとしても、実行の時期やペースは慎重に検討されるだろう。

図表4-7 フィリップス曲線



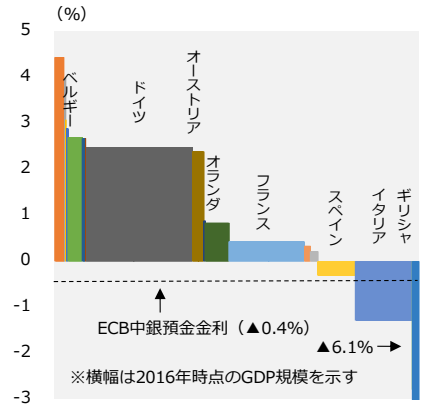
出所：Eurostat

図表4-8 期待インフレ率



注：5年先5年ブレイクイーブンインフレ率。
出所：Bloomberg

図表4-9 最適な金利水準



注：2016年時点のテイラールールによる金利水準。目標インフレ率を2%として試算。
出所：Eurostat、欧州委員会「AMECO」

17年6月の英総選挙は与党・保守党が過半数割れ、英国EU離脱交渉の行方は一段と不透明に

英国は、内政に不安を抱えてEU離脱交渉に臨むこととなった。メイ英首相は、議会の団結を目指して6月8日に総選挙を実施したものの、結果は保守党が議席を減らし過半数割れに終わった。メイ英首相の求心力は低下しているとみられ、EU離脱交渉に向け、英議会をまとめることが一層困難となった。

6月19日に開始されたEU離脱交渉も、難航する見通しだ。EU離脱後の英国に住むEU市民の権利保障などを中心に10月まで月1回のペースで交渉する予定だが、「英国に住むEU市民の司法権」を巡り、英国は英国の裁判所が持つと主張する一方、EUは欧州司法裁判所が持つと主張するなど、すでに双方の間には意見の相違がみられる。17年9月にドイツ、18年5月にイタリア（前倒しの可能性あり）で総選挙を予定する中、EUは英国へ厳しい姿勢を保つ可能性が高い。交渉停滞が続けば、FTA締結なしでのEU離脱リスクも高まる。

FTA締結なしでの離脱は、英国経済の更なる下押し圧力となる。WTOのルール下に入る場合、EU離脱による中長期的な英国GDPは約1.3%pt押し下げられるという試算もある（16年4月の英財務省の試算）。ユーロ圏にとっても、英国のEU離脱交渉の不確実性が、投資の重石となる恐れがある。

ユーロ圏は17年以降も緩やかな回復が続くと予想

ユーロ圏経済は、雇用・所得環境やマインドの改善による消費の堅調を背景に、緩やかな回復が続くと予想する。ユーロ圏の実質GDP成長率は、17年前半の伸びが当社5月時点の予測から上振れたことを受け、17年を前年比+1.9%（前回+1.6%）、18年も+1.7%（前回+1.6%）と上方修正する。ドイツは、17年は同+1.7%（前回+1.6%）と上方修正するほか、18年は同+1.6%と予測。フランスは、4-6月期の上振れを受け、17年は同+1.4%（前回+1.0%）、18年は同+1.3%（前回+1.2%）と上方修正する。

リスク要因は、第1に、ECBが出口政策を模索する過程で、長期金利が急激に上昇する可能性である。長期金利の上昇は、企業活動の抑制要因となる。ユーロ高となれば、輸出が下押しされる。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る恐れもある。第2に、中国など新興国経済が下振れすれば、持ち直しつつある輸出に悪影響が及びうる。第3に、ユーロ圏内の政治的な不安定化がある。特にイタリアでは、与党・民主党と極右・五つ星運動の支持率が約3割ずつと拮抗する中、次の総選挙では比例代表制の導入が見込まれ、政権発足に連立が必要となる可能性が高い。選挙後も政策の不確実性が続く恐れがある。第4に、英国EU離脱やトランプ政権の政策運営の悪影響がある。通商政策の不確実性が上昇すれば、投資が抑制される。保護主義化が進む場合、輸出が減少しかねない。

5. 新興国経済

(1) 概観

新興国経済は緩やかな持ち直しが続く

新興国経済は、総じて緩やかな持ち直しが続いており、企業の景況感（PMI）も堅調に推移している（図表 5-1）。①中国の景気刺激策による需要拡大が新興国経済を後押ししているほか、②中国向け以外の輸出の増加や、③物価の安定を背景に消費など内需が堅調に増加していることなどが要因としてあげられる。

中国経済は、金融引締めがやや下押し圧力となっているものの、インフラ投資拡大などの効果もあり、堅調に推移している。中国の実質 GDP の高い成長率は政府主導による投資拡大策による貢献も大きい。足元では金融引き締めにより拡大ペースが鈍化しつつあるものの、GDP に対する投資の寄与度は 16 年初以降拡大傾向にある。

ASEAN 経済も、消費や輸出などが好調で持ち直しが続いている。物価や金利が低位で安定して推移し、消費環境の改善が続いたほか、天候の安定などから農業生産が増加したことも要因となっている。

米国の金融政策の正常化が進むも、新興国通貨は堅調

米国では政策金利の引上げが行われ、バランスシート縮小の観測もある中、今のところ新興国からの資金流出の動きは目立っていない（図表 5-2、5-3）。背景には、①新興国経済が堅調に推移していること、②欧州における政治リスクが後退していること、などが考えられる。

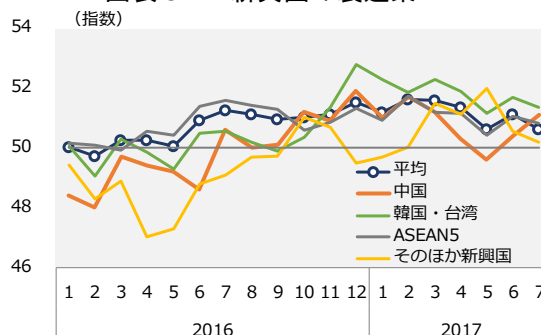
先行きは緩やかな回復が続くも、18 年はやや減速

現在の新興国経済の好調は中国の需要拡大による面も大きく、18 年以降に中国経済が減速すれば、新興国経済全体を下押しする見込み。中国経済は、17 年秋の中国共産党大会までは政府の政策効果の下支えもあり引き続き底堅く推移する見込み。ただし、党大会後に下支え効果の剥落が予想されるほか、構造改革を推進する姿勢が強まれば、短期的には成長減速が見込まれるため、18 年以降は緩やかな減速傾向に復する可能性が高い。

新興国経済の先行きは、物価の安定を背景として消費が拡大することなどから、緩やかな回復を続けるものの、中国の成長鈍化により 18 年の成長率はやや減速するだろう。ASEAN の成長率は消費を中心に高い伸びを続けるものの、中国経済の減速を背景に 18 年はやや減速する見込み。

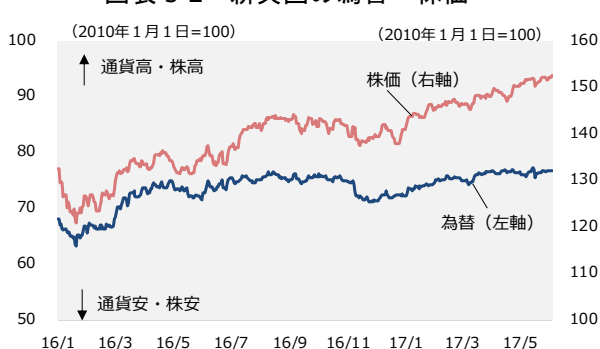
新興国全体で注視すべきリスクは、①米国利上げやバランスシート縮小のペースの強まりから資金流出が急速に進む可能性、②米国の通商政策見直しによる貿易や直接投資の停滞、③中国の政策変更による経済の急減速と新興国全体への波及があげられる。

図表 5-1 新興国の製造業 PMI



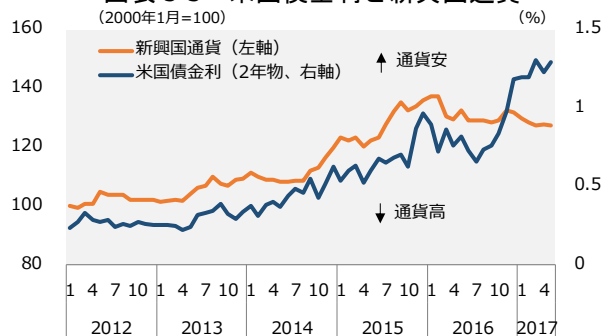
出所：Bloomberg

図表 5-2 新興国の為替・株価



出所：Bloomberg

図表 5-3 米国債金利と新興国通貨



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	
	2015	2016	2017	2018
中国	6.9	6.7	6.8	6.5
ASEAN5	4.8	4.9	5.3	5.1
インドネシア	4.9	5.0	5.3	5.4
マレーシア	5.0	4.2	6.0	4.7
フィリピン	6.1	6.9	6.7	6.3
タイ	2.9	3.3	3.6	3.1
ベトナム	6.7	6.2	6.1	6.0
香港	2.4	2.0	3.6	1.8
韓国	2.5	2.8	3.2	3.1
シンガポール	1.9	2.0	3.3	2.6
台湾	0.7	1.5	3.2	2.6
インド(年度)	7.6	7.1	7.6	7.8
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.6	0.2	0.0

注：シャドー部分は予測値。

出所：実績は IMF 等、予測は三菱総合研究所

(2) 中国経済

中国経済は堅調に推移

中国経済は堅調に推移している。17年4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.9%と前期と同率を維持、高い成長を維持している（図表5-5）。

第2次産業の実質GDPも同+6.4%と前期から伸び率は変わらず堅調に推移している。第3次産業では、同+7.5%と前期（同+7.6%）からやや成長が鈍化したものの、引き続き高い伸びを維持している。政府による金融引締めの影響から建設業や不動産業の実質GDPの伸びが低下しているが、運輸郵便業などその他の業種は堅調であり、総じてみれば高い成長を続けている。

政府による投資促進策が成長を強く下支え

実質GDPの高い成長率は、政府主導による投資拡大策が貢献しているものと考えられる。

月次の固定資産投資や小売売上高など各種指標を利用し、四半期ごとの実質GDP成長率を投資と消費、その他の3要素に寄与度分解すると、足元では金融引締めにより拡大ペースは鈍化しているものの、投資の寄与度は、16年初以降拡大傾向にある（図表5-6）。

仮に投資の寄与度が15年末の水準で一定であったと仮定すれば、17年4-6月期の実質GDP成長率は、実際の成長率から▲0.8%低下し、前年比+6.1%となると推計される。投資の拡大は短期的な経済成長にはプラスであるものの、中長期的なリスクの拡大につながっている側面もある。

企業の景況感は改善一服も、底堅く推移

企業の景況感は、17年春以降は改善が一服しているものの、底堅く推移している（図表5-7）。

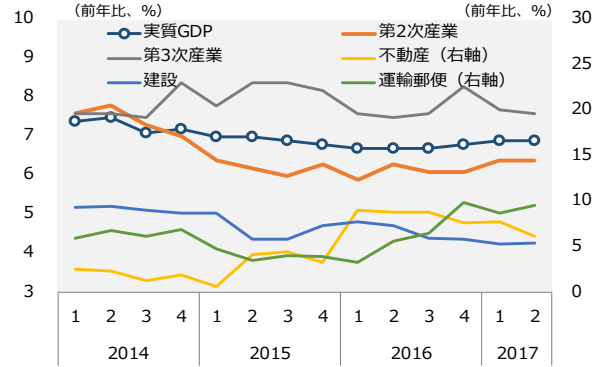
政府による金融引締めなどが製造業PMIを押し下げているが、ITサイクルの改善⁸で電子機器が上昇基調を保っているほか、輸送機器もやや持ち直している。17年中はインフラへの積極的な投資や企業の税・保険料負担の軽減が予定されているなど、政府の政策が下支えする形で景況感は底堅く推移するだろう。

消費は堅調

消費環境は改善が続く。17年4-6月期の家計の可処分所得は前年比+7.3%と、企業収益の改善を背景に家計の所得は増加、消費者マインドも金融引締めが下押し要因となっているものの、16年末以降、改善傾向を続けている（図表5-8）。

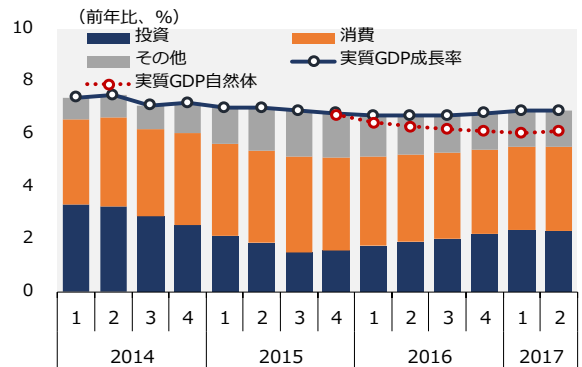
消費環境の改善のもと、小売売上高は1-6月で前年同月比+11.0%と高い伸びが続く。自動車販売台数は小型車の自動車取得税の減税規模縮小もあり大きく減少しているが、足元でやや回復の動きがみられており、17年末にかけて販売は回復が続くと予想する。

図表5-5 国内総生産（実質GDP）



出所：中国国家統計局

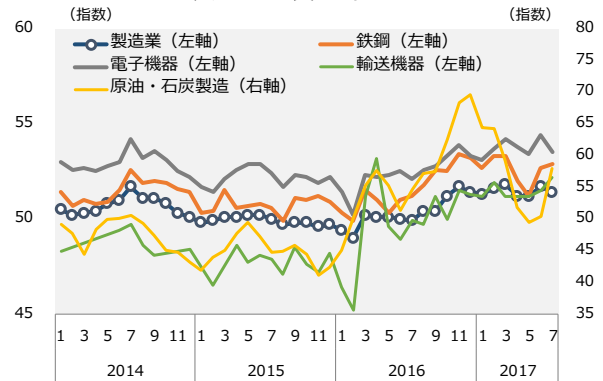
図表5-6 実質GDPの寄与度分解（推計）



注：実質GDP自然体は15年末の投資の寄与が継続した場合の実質GDP成長率。

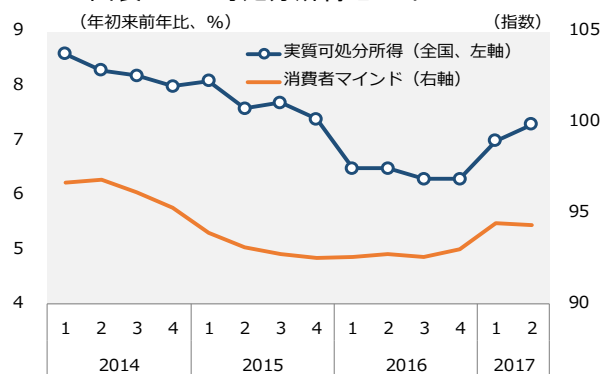
出所：中国国家統計局などから三菱総合研究所推計

図表5-7 製造業PMI



出所：中国国家統計局

図表5-8 可処分所得とマインド



出所：中国国家統計局

⁸ ASEANや韓国・台湾などから電子機器の輸入が急増している一方、中国による電子機器の輸出は伸びが小さい。

輸出は持ち直し傾向

6月の輸出は前年比+9.1%と増加、輸出は17年春以降、持ち直し傾向となっている（図表5-9）。

品目別にみると、電子機器は国内の需要増加もあり、やや弱い動きがみられるが、一般機械や情報通信機器、輸送機械など幅広い品目で輸出が回復している。世界経済は緩やかに持ち直しており、ASEANなどを中心とした外需の好調が中国経済の追い風となっている。

輸入も増加している（図表5-10）。アジアからの輸入は、台湾や韓国からの電子機器のほか、ASEANからの輸入が大きく増加⁹している。ASEANからの輸入は、電子機器、原油など資源関連品目、パーム油や天然ゴムなど商品作物など幅広い品目で増加基調となっている。

金融引締めの影響は企業の資金調達を抑制

金融資本市場では金融引締めの影響が顕在化している。債券発行高は、社債発行を中心に17年初以降に大きく減少（図表5-11）。新規融資額も、17年初を境に減少局面に入っており、政府による金融引締めは、企業の資金調達や不動産向け融資の抑制につながっている。

また、金融収支の動向をみると、17年1-3月期は368億ドルの黒字と、3年ぶりの黒字を計上し、資金流入に反転した（図表5-12）。現預金が大幅な流入超となったほか、直接投資などの流出は抑制されており、政府の規制強化の効果が現れ始めているものとみられる。政府による外貨流出への監視強化は続いており、今後しばらくは海外への資金の流出は落ち着くと予想する。

18年にかけては減速傾向で推移

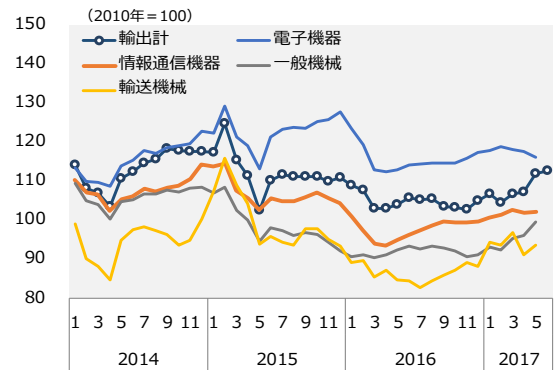
中国経済の先行きは、インフラ投資の進捗や政府の減税などの政策効果の波及もあり、17年までは好調を維持するだろう。ただし、5年に一度の共産党大会後の18年には、過剰生産能力の調整などから減速傾向で推移する見込み。先行きの実質GDP成長率は、17年+6.8%、18年+6.5%を予測する。

政府は、増徴税の減税や企業負担軽減策など総額1兆元規模の支援を行うと表明。これらの施策は短期的な成長の後押しになるが、政府財政や社会保障財政が悪化するなど中長期的なリスク拡大の懸念がある。

秋の党大会後に構造改革が進むかが焦点

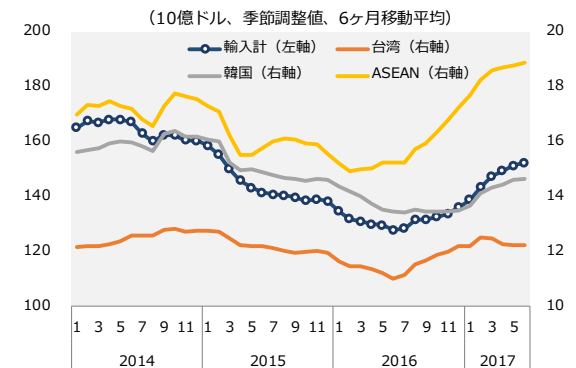
17年秋の党大会を控え、習氏に近い党幹部の身柄が拘束¹⁰されるなど、党内の権力争いは活発化している。党大会後は、習主席の権力基盤が強化されることで、構造改革を推進する姿勢を鮮明にすることができるかが注目される。経済の安定には過剰生産能力の解消など構造改革が必要不可欠であり、短期的な成長減速をどれだけ許容できるかが、中長期的な成長を左右する。

図表5-9 輸出



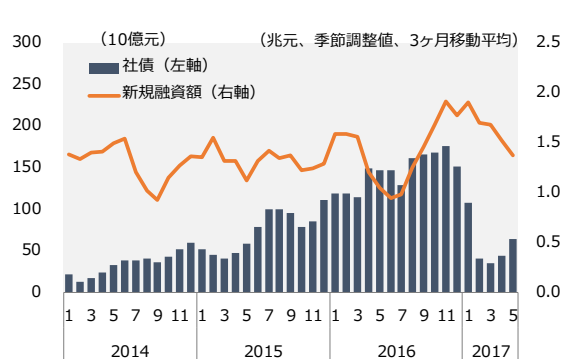
出所：Bloomberg、CEIC

図表5-10 アジアからの輸入



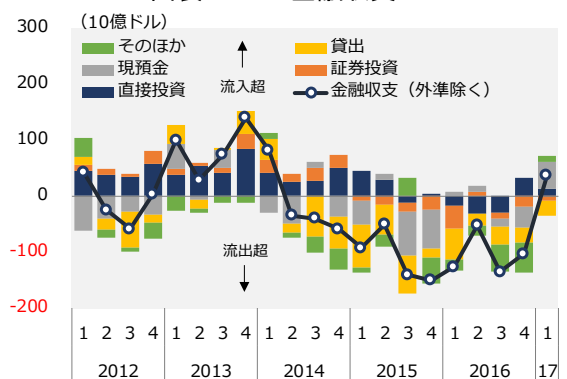
出所：Bloomberg、CEIC

図表5-11 債券発行高と新規融資額



出所：中国人民銀行、CSDC

図表5-12 金融収支



出所：中国国家外貨管理局

⁹ 中国のASEANからの輸入は、2016年半ばから現在に至るまで、年間ベースで400億ドル近く増加している。ASEAN全体のGDPに占める割合は1%強となり、中国の需要が失速すればアジア経済への影響も大きい。

¹⁰ 習主席の後継候補とみられていた前重慶市党書記の孫政才氏が拘束、後継レースは振り出しに戻ったとされる。

(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。

ASEAN をみると、フィリピンでは 16 年の大統領選前の政府支出増加の反動でやや成長率が低下している。一方、マレーシアでは農業生産が好調であることや、電子機器の輸出が増加していることなどから成長率が上昇、インドネシアも消費を中心に成長を続けており、ASEAN の成長率は総じてみれば持ち直しが続いている (図表 5-13)。

その他東アジア経済について、韓国では、中国からの旅行者の急減など下押し要因があるものの、電子部品輸出などが好調なほか、新政権への期待から消費者マインドも回復しており、底堅い成長を続けている。

安定した金融環境の下、消費など内需も良好

ASEAN の金融環境は安定した状態が続いている。為替レートは米国大統領選直後に急速に減価したが、その後は通貨高方向で推移している (図表 5-14)。

ASEAN 各国で通貨の安定などを背景に、物価や金利は低位で安定して推移しており、消費環境も改善が続いている。実際に、自動車販売台数は 15 年を底に緩やかに回復しているほか (図表 5-15)、小売売上高も好調に推移している。17 年は天候の安定などから農業生産も増加しており、今後も農業従事者の所得増加などを通じて、消費は拡大を続けるだろう。

直接投資の動きは鈍い

一方、ASEAN のインフラ投資は、各国で投資計画を策定するなど積極的な取組みが行われているが、インフラ増設のための資本は不足している状況が続く。

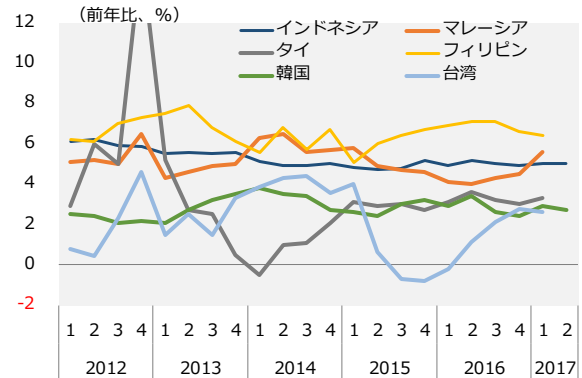
直接投資の流入は、16 年後半以降、弱い動きが続く (図表 5-16)。インドネシアでは日本による建設が予定されていた高速鉄道案件 (ジャカルタスラバヤ間) を国際入札にかけると案が浮上しているなど、政策の一貫性にかけることが直接投資を妨げる要因となっている。タイでも過去に行った投資優遇策による反動で直接投資は鈍い伸びを続ける。

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、農業生産の回復やインフレ圧力緩和による消費の緩やかな拡大などから高い伸びを続けるが、中国経済の減速から 18 年の成長率はやや減速する見込み。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、17 年が前年比+5.3%、18 年が同+5.1%を予測。

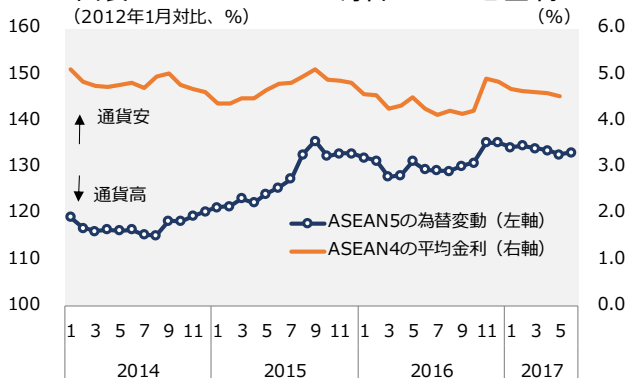
先行きのリスクは、第 1 に、米国の政策変更があげられる。米国の利上げに加えバランスシート縮小が加われば、インドネシアなどを中心に資金流出や通貨安再燃の可能性がある。第 2 に、中国の党大会後の構造改革姿勢の強まりから中国経済が急減速することがあげられる。第 3 に、朝鮮半島の緊張の高まりなど地政学リスクの高まりが景気に及ぼす影響がある。

図表 5-13 アジア各国の実質 GDP 成長率



出所: Bloomberg

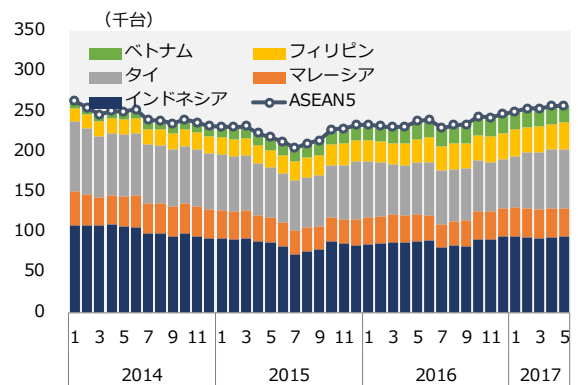
図表 5-14 ASEAN の為替レートと金利



注: ASEAN4 はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ。ASEAN5 はこれにベトナムを加えたもの。

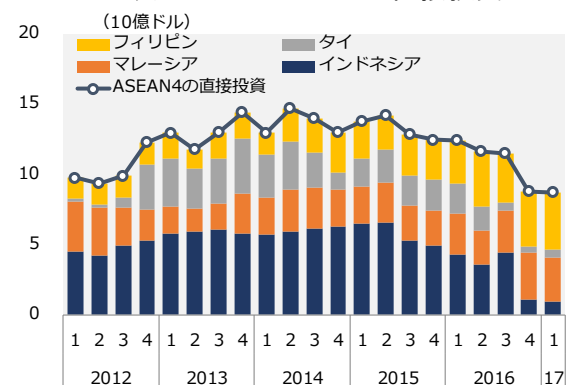
出所: Bloomberg、CEIC

図表 5-15 ASEAN の自動車販売台数



出所: CEIC

図表 5-16 ASEAN への直接投資



出所: CEIC

(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。17年1-3月期の実質GDPは、高額紙幣廃止による影響から前年比+6.1%と前期（16年10-12月期：同+7.0%）から伸び率が低下したものの、引き続き高い成長が継続（図表5-17）。

消費は、高額紙幣廃止による影響が下押ししたものの、食料品をはじめ物価が低位で安定していることから底堅く推移している。一方、固定資本形成は3年ぶりに前年比で減少した。16年度の銀行の貸出金残高の伸びは前年比+5.1%と60年ぶりの低い伸びとなった。不良債権比率は上昇を続けており、不良債権への懸念から銀行が貸出態度を厳格化している。

GST導入は中長期的な発展に寄与

先行きは、設備投資は低調な推移が続くとみられるが、好調な消費を背景に高い成長を続ける見込み。

付加価値税（GST）は7月1日に導入された。食料品の多くが非課税か低い税率に設定されたほか、自動車については28%に租税率を加えたものとなり導入前と比べ小幅減税となる（図表5-18）。短期的には中小企業を中心に導入に伴う混乱が生じているものの、GST導入は州間の税制に関する煩雑な手続きが簡素化されることから、中長期的には企業活動の円滑化や直接投資の増加など経済発展に寄与するものとみられる。消費を牽引役とした成長の持続を見込み、実質GDP成長率（年度）は、17年度は前年比+7.6%、18年度は同+7.8%を予測する。

(5) ブラジル経済

雇用の冷え込みから、消費の減少が続く

ブラジル経済は前年比で縮小が続いている。17年1-3月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+1.0%と改善したものの、前年比の伸びは依然としてマイナス（前年比▲0.4%）が続く（図表5-19）。

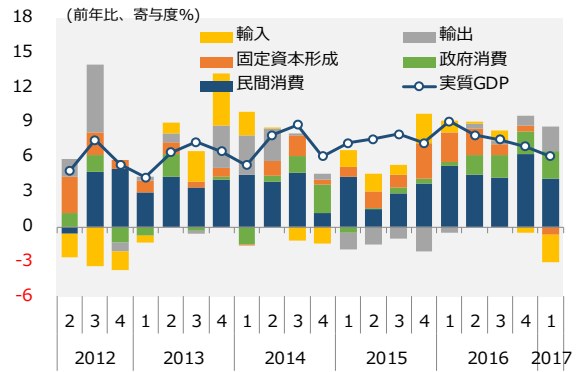
失業率は17年5月時点で13.3%とやや改善したが、12年に統計が始まって以来の高い水準が続いている（図表5-20）。好調な農業生産が経済にプラスの影響を与えているものの、政治の不安定化や高失業率などを背景に景気は依然として厳しい状況が続く。

先行きも厳しい経済状況が続く

先行きは、①金融緩和への積極的な姿勢がみられることや、②主力輸出品である大豆などの穀物生産が豊作であることなど明るい材料もある。

しかしながら、テメル大統領が掲げる年金制度改革法案¹¹に対するデモが相次ぎ、大統領の収賄容疑から政権の支持率も一段と悪化している。政治の混乱もありブラジル経済は今後も厳しい状況が続くだろう。実質GDP成長率は、17年は前年比+0.2%、18年は同+0.0%を見込む。

図表 5-17 インドの実質 GDP 成長率



出所：インド国家統計機構

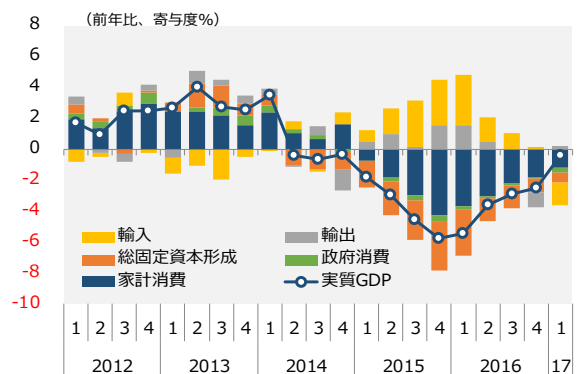
図表 5-18 GST（付加価値税）の内訳

税率	主な財
非課税	農産物、牛乳、乳製品
5%	医薬品、石炭、建築用レンガ
12%	加工肉・魚、化学肥料、電気自動車
18%	砂糖、歯磨き粉、トイレトペーパー、工業用の資本財・中間財
28%	二輪車、チョコレート、冷蔵庫、エアコン、掃除機
28% +租税率	炭酸飲料、自動車

注：一部品目は基本税率に品目ごとに異なる租税率を加えて税率を算出。

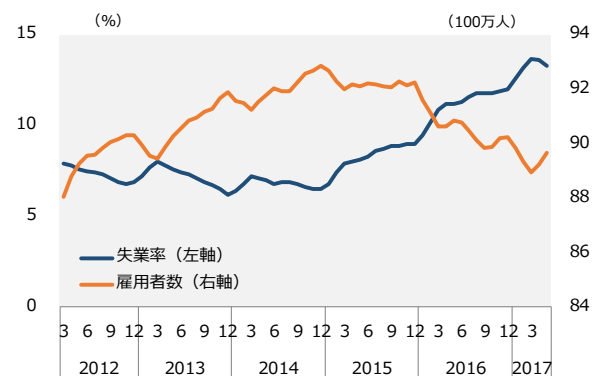
出所：各種報道より三菱総合研究所作成

図表 5-19 ブラジルの実質 GDP 成長率



出所：ブラジル地理統計院

図表 5-20 ブラジルの雇用



出所：ブラジル地理統計院

¹¹ 年金制度改革法案は、財政の持続可能性の確保のため、年金受給開始年齢の引き上げなどを行うこととされている。

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 実績	2017 予測	2018 予測	2015 実績	2016 実績	2017 予測	2018 予測	
名目	国内総生産（＝GDP）	531,977	537,935	547,115	556,640	2.7%	1.1%	1.7%	1.7%
	民間最終消費支出	300,061	301,038	305,727	310,870	0.5%	0.3%	1.6%	1.7%
	民間住宅投資	15,930	16,915	17,398	17,706	2.7%	6.2%	2.9%	1.8%
	民間設備投資	81,150	82,534	85,966	87,191	1.1%	1.7%	4.2%	1.4%
	民間在庫品増加	2,478	427	▲ 223	562	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,018	105,946	107,312	109,581	1.7%	▲ 0.1%	1.3%	2.1%
	公的固定資本形成	26,724	25,791	26,882	26,811	▲ 1.4%	▲ 3.5%	4.2%	▲ 0.3%
	公的在庫品増加	18	19	68	230	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 402	5,264	3,985	3,690	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,677	88,566	94,126	96,293	▲ 0.7%	▲ 3.4%	6.3%	2.3%
財貨・サービス輸入	92,078	83,302	90,141	92,603	▲ 8.9%	▲ 9.5%	8.2%	2.7%	

（単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	516,792	523,474	531,394	535,835	1.3%	1.3%	1.5%	0.8%
	民間最終消費支出	295,373	297,376	301,304	303,450	0.6%	0.7%	1.3%	0.7%
	民間住宅投資	15,069	16,056	16,314	16,404	2.8%	6.5%	1.6%	0.6%
	民間設備投資	79,532	81,505	84,225	84,896	0.6%	2.5%	3.3%	0.8%
	民間在庫品増加	2,663	600	▲ 178	607	***	***	***	***
	政府最終消費支出	105,348	105,743	106,696	108,017	2.0%	0.4%	0.9%	1.2%
	公的固定資本形成	25,565	24,747	25,423	25,104	▲ 1.9%	▲ 3.2%	2.7%	▲ 1.3%
	公的在庫品増加	22	20	72	234	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 6,941	▲ 3,050	▲ 3,082	▲ 3,250	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	82,774	85,422	88,193	89,288	0.7%	3.2%	3.2%	1.2%
財貨・サービス輸入	89,714	88,472	91,275	92,538	0.2%	▲ 1.4%	3.2%	1.4%	

	年度				対前年度比増減率				
	2015 実績	2016 実績	2017 予測	2018 予測	2015 実績	2016 実績	2017 予測	2018 予測	
指数	鉱工業生産指数	97.5	98.6	101.5	102.6	▲ 0.9%	1.1%	3.0%	1.1%
	国内企業物価指数	99.1	96.8	99.2	100.5	▲ 3.3%	▲ 2.3%	2.6%	1.3%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.0	99.7	100.4	101.6	0.0%	▲ 0.2%	0.7%	1.2%
	GDPデフレーター	102.9	102.8	103.0	103.9	1.5%	▲ 0.2%	0.2%	0.9%
	完全失業率	3.3%	3.0%	2.8%	2.7%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	92.1	97.4	98.9	99.8	4.6%	5.8%	1.5%	0.9%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	17,862	20,382	19,672	20,690	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲ 1,023	4,391	2,795	3,229	***	***	***	***
	貿易収支	330	5,773	3,225	2,993	***	***	***	***
	輸出	73,156	70,679	74,504	76,219	▲ 3.3%	▲ 3.4%	5.4%	2.3%
	輸入	72,826	64,906	71,279	73,226	▲ 11.5%	▲ 10.9%	9.8%	2.7%
	通関収支戻（10億円）	▲ 1,105	4,007	2,491	2,227	***	***	***	***
	通関輸出	74,115	71,525	76,079	77,831	▲ 0.7%	▲ 3.5%	6.4%	2.3%
通関輸入	75,220	67,518	73,588	75,603	▲ 10.2%	▲ 10.2%	9.0%	2.7%	

為替	国債10年物利回り	0.29%	-0.04%	0.01%	0.00%	***	***	***	***
	M2	913,375	946,352	979,032	1,006,968	3.5%	3.6%	3.5%	2.9%
	日経平均株価	18,841	17,520	19,560	19,900	15.8%	▲ 7.0%	11.6%	1.7%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	44.9	47.8	48.8	50.0	▲ 44.2%	6.4%	2.0%	2.4%
	円/ドル レート	120.0	108.4	111.4	115.0	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.105	1.097	1.155	1.180	***	***	***	***
円/ユーロ レート	132.6	118.9	128.7	135.7	***	***	***	***	

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：各種資料より三菱総合研究所予測。

執筆担当者

武田洋子 森重彰浩 猪瀬淳也 坂本貴志 田中康就

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所
〒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。