

NEWS RELEASE

2017年11月16日
株式会社三菱総合研究所

2017、2018年度の内外景気見通し

— 世界経済は堅調持続も、金融市場の先行きに注目 —

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7-9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+1.6%、2018年度+1.0%
(前回予測値(9月8日):2017年度+1.5%、2018年度+0.9%)

海外経済

米国は、トランプ政権の政策運営が引き続き難航すると想定するが、良好な雇用環境を背景とする消費の堅調などから、緩やかな拡大が続くと予想する。金融政策では、FRBがバランスシート縮小を開始したが、物価や賃金の伸びが緩慢な中、新議長の下での利上げペースは引き続き緩やかなものとなる。

ユーロ圏は、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。物価の改善が十分でないことから、ECBによる18年以降の資産購入規模の縮小は慎重に行われると見込む。

新興国は、中国の成長鈍化による外需の減速が下押し要因となるものの、物価の安定を背景とした内需の拡大により、総じて堅調を維持すると予想する。中国経済は、共産党大会前に実施された景気刺激策の効果剥落などにより、投資を中心に成長減速を見込む。もともと、権力基盤を固めた習政権は、経済へのコントロールを強めるとみられ、構造調整に伴う経済の急失速は回避されよう。

日本経済

堅調な世界経済を背景とする輸出・生産の回復や、雇用・所得環境の改善による消費の持ち直しを背景に、日本経済は、年率1%程度の成長を持続できると予想する。16年度第2次補正予算による押し上げ効果は、17年度後半には剥落していくものの、内需の前向きな循環が回り始めていることから、18年度も消費や設備投資を中心に底堅い成長を見込む。ただし、下記の世界経済の下振れリスクが顕現化すれば、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。

世界経済のリスク要因

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

- ① **割高感が強まる株価の調整**: 16年半ば以降の世界的な株価の上昇は、世界経済の回復に概ね見合ったものだが、米国などでは株価が割高な水準にあるとのサインもみられる。トランプ政権が実現を目指す税制改革への市場の期待は高いが、成立の行方は不透明だ。世界経済を巡る不確実性が依然として高いにも関わらず、市場でリスク選好度が高まっている点には要注意。
- ② **米国の出口政策に伴う新興国の資金フローの逆流**: FRBのバランスシート縮小をきっかけとして、先進国から新興国へ流入してきた資金フローの潮目に変化するリスクがある。潮目に変化した場合、経常赤字を抱えるなど経済の基礎体力が脆弱な国を中心に、資金流出による株安と自国通貨安、企業のドル建債務負担の増加が懸念される。
- ③ **中国共産党大会後の中国経済の減速**: 今回の党大会では、①習主席の権力強化、②党による領導(指導・統率)の強化が鮮明となり、経済への政治の関与は強まるとみられる。構造調整による経済の急失速リスクは和らいだが、国有企業の拡大による民間企業の圧迫や生産性低下が懸念される。

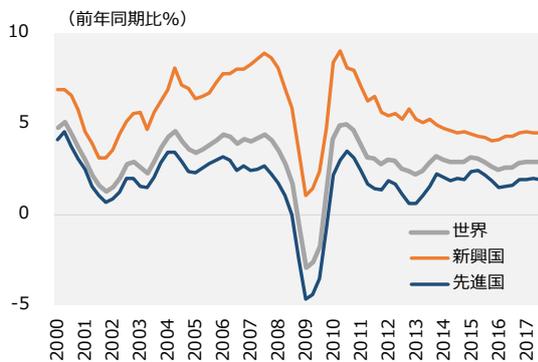
(1) 世界経済の概況

世界経済は安定した成長が続くも、不確実性は依然として高い

世界経済は回復基調にある。世界の実質 GDP は 17 年以降、前年比+3%程度の成長を続けている（図表 1-1）。近年の成長の特徴の一つにその変動の小ささが挙げられる。先進国および新興国の実質 GDP の成長率の分散¹を計算すると、16 年以降特にその値が低下していることがわかる（図表 1-2）。リーマンショック前の先進国でも同様の現象がみられ、大平穏期（Great Moderation）の再来ともいわれる。

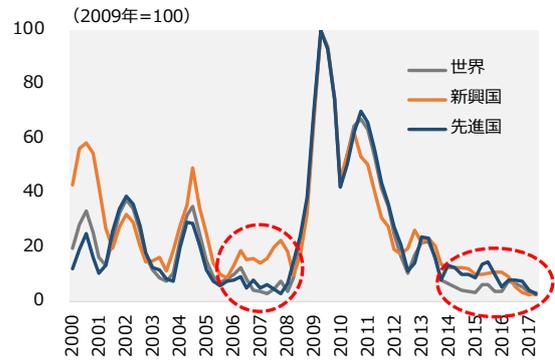
主要国・地域を個別にみると、まず米国は引き続き雇用環境は良好であり、消費面でも堅調な成長が続く。ユーロ圏は、消費主導の緩やかな回復が続いており、景気回復とともにデフレリスクは後退している。中国もインフラ投資や輸出回復に牽引され経済は堅調に推移したが、小康社会へ向けて緩やかな減速が続いている。足もとのインフラ投資の拡大には、共産党大会に向け地方政府が高成長の実績を残そうと投資を前倒してきた面があるとみられ、18 年にかけて減速が予測される。

図表 1-1 世界実質 GDP 成長率



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-2 実質 GDP 成長率の分散



注：過去 12 四半期（3 年分）のデータに基づき、直近のデータほどウェイトを重くつけて分散を計算。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

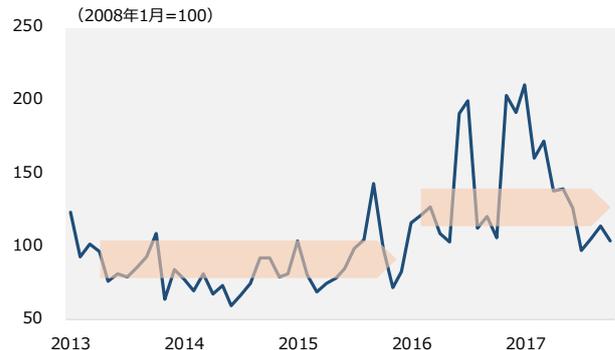
堅調な世界経済を背景に、金融市場でもリスク選好の流れが続いている。世界のリスク回避の動きを定量的に指数化した MRI-RA（Risk Aversion：リスク回避）指数をみても、17 年に入り改善が続いている（図表 1-3）。一方、経済政策の不確実性指数は 17 年以降で改善がみられるものの、14～15 年の水準に比べると高めの水準が続いている（図表 1-4）。

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：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-4 世界の経済政策の不確実性指数



注：主要新聞の経済政策の不確実性に関する記事の数やエコノミストによる経済予想のばらつきなどから、経済政策の不確実性を数値化した指数。
出所：Economic Policy Uncertainty

¹ 通常の手法で標本分散を計算すると、観測者が指定した期間（12 四半期など）にリーマンショックが入るか否かで分散の数値が急激に変わる。そのため、上記では標本分散を $\sigma_t^2 = \frac{\sum_{n=0}^{11} (Y_{t-n} - \bar{Y}_t)^2}{(n+1)^2}$, $\bar{Y}_t = \frac{\sum_{n=0}^{11} Y_{t-n}}{12}$ と定義し、直近の平均からの乖離により高いウェイトをつけて評価した。

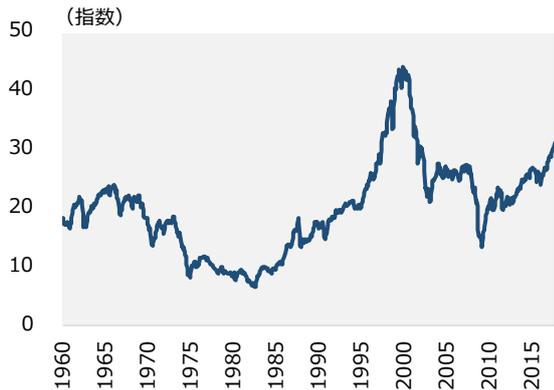
(2) 世界経済のリスク要因

世界経済は好調ながらも、金融市場や政治・経済をめぐる先行き不透明感は依然として強い。地政学リスクに加えて、先行きのリスク要因として特に注視すべきは次の3点である。

① 割高感が強まる株価の調整

世界的に株価の上昇が進展しているが、一部では割高感が強まりつつある。株価を過去の中長期的な収益力で割った「シラーPER」²（PER：株価収益率）を用いて米・英・日の株式相場を評価すると、日本では割高感はまだみられないものの、米国はすでにリーマンショック前の水準（07年）を超えており、割高感が強まっている（図表1-5、1-6）。

図表 1-5 米国のシラーPER



注：物価変動を除去した S&P500 の一株あたり利益 (EPS) の 10 年平均と株価をもとに算出。
出所：イエール大学 Robert J. Shiller 教授

図表 1-6 米・英・日のシラーPER

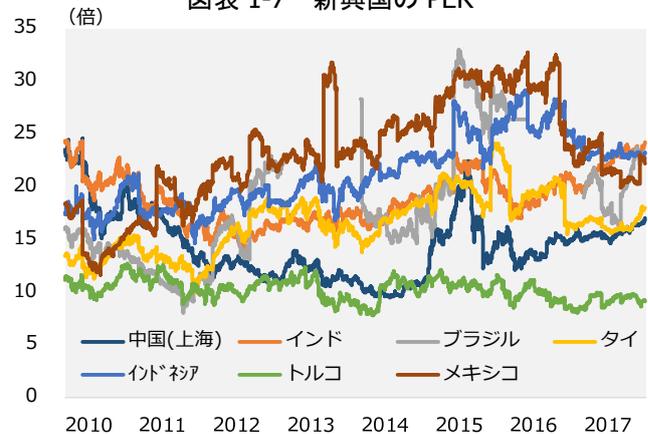


注：米国は図表 1-5 の注をもとに算出。日本は TOPIX 指数、英国は UKX 指数について 05 年以降の日次での株価および EPS を取得し、物価変動を除去した 10 年分の平均 EPS を株価で除して作成。
出所：三菱総合研究所作成

新興国の株価も上昇傾向にあるが、各国企業の収益性と比較した PER でみれば必ずしも割高な水準ではなく、ほとんどの国で 15 から 20 の間に収まっている（図表 1-7）。この背景には、近年の企業収益の改善が挙げられる。

ただし、米国の出口政策に伴う新興国の資金フローの変化が懸念される中、カントリーリスクや対外債務などの脆弱性を抱える国も多くあり、一部の新興国については株価の調整を余儀なくされる恐れがある。

図表 1-7 新興国の PER



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

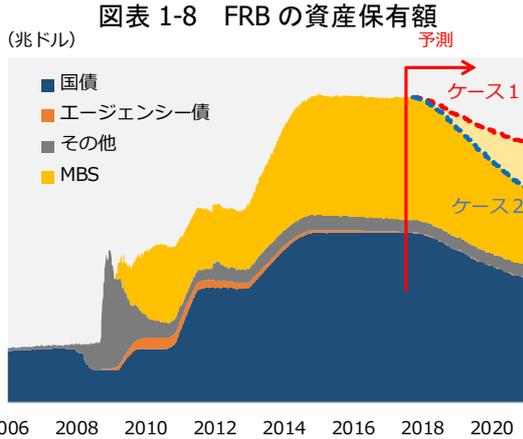
② 米国の出口政策に伴う新興国の資金フローの逆流

米国の連邦公開市場委員会（FOMC）は、10月に開始したバランスシート縮小に加えて、年内あと1回の利上げを引き続き見込んでいることを示唆した（詳細は米国経済（P.20-21））。このように米国が金融緩和の出口政策を進めるにあたって懸念されるのが、新興国からの資金フローの逆流である。

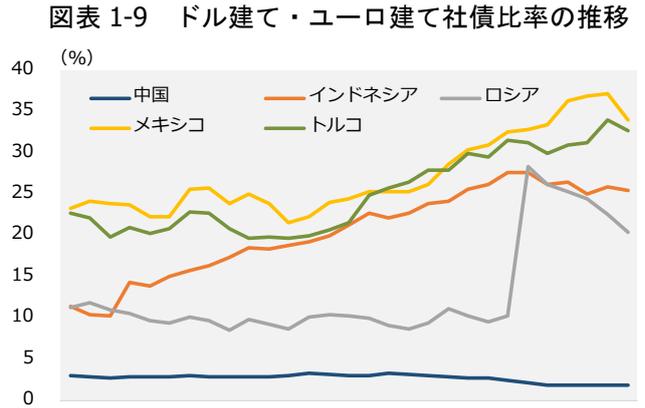
13年6月には、バーナンキ FRB 議長（当時）が量的緩和の縮小・引き締めを行う方針であるとの発言を行い、それを引き金として世界の金融市場に動揺が生じた（バーナンキショック）。この際は特に新興国の株式・債券市場からの資金流出が顕著となり、新興国相場は一時混乱した。

今回の利上げやバランスシートの縮小は、市場関係者による予測可能性が高い点で、前回のバーナンキショックとは異なっている。しかしながら、FRB が保有資産を減らしていく過程で（図表 1-8）、新興国から先進国への資金フローの逆流が生じる可能性がある。

² シラーPER とは、割高感を分析するために用いられる指標。実質化した株価を、物価変動を考慮した過去の一株当たり利益（EPS）の平均値で除して求められる指数。



図表 1-8 FRB の資産保有額
注：ケース 1 は期限前償還がゼロ、ケース 2 は毎月の許容限度額すべてを償還すると想定し試算。
出所：FRB 発表および NY 連銀資料をもとに三菱総合研究所作成

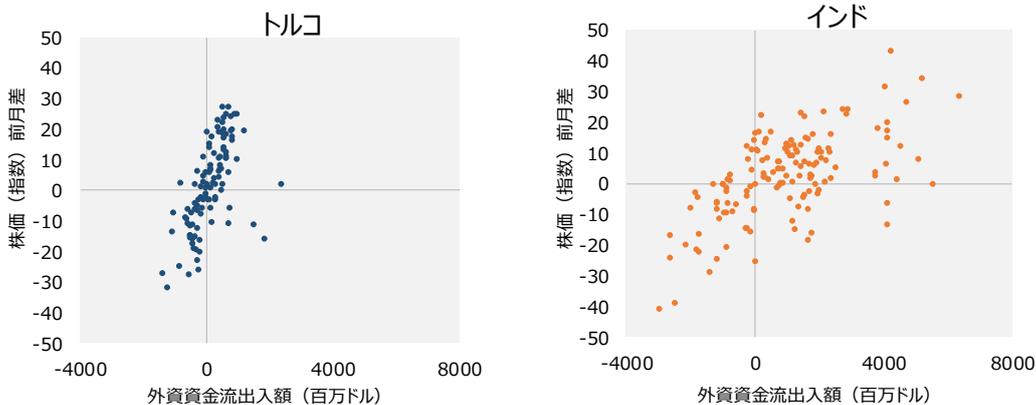


図表 1-9 ドル建て・ユーロ建て社債比率の推移
注：ロシアは 15 年に原油安に伴うルーブル安に陥ったため、外貨建て社債が増加したとみられる。
出所：BIS より三菱総合研究所作成

資金フローの変化による影響を評価するために、第 1 に新興国の債務に注目すると、リーマンショック以降、特にファンダメンタルズが弱い国を中心として、新興国でドル建て・ユーロ建て社債が多く発行され始めている。例えば、中国などは社債のほぼすべてが自国通貨建てで発行されているのに対し、インドネシア、メキシコ、トルコ、ロシアでは民間企業が発行する社債のうち 20～35%がドル建てもしくはユーロ建てとなっている（図表 1-9）。

第 2 に、新興国の株式市場について、これまでの外資の資金の流出入と株価の関係を見ると、経常収支が赤字であるトルコやインドでは顕著に相関がみられる（図表 1-10）。こうした国々では、今後 FRB が資産規模を縮小する中で、緩やかではあるが資本が株式市場から流出することによって株価への下押し圧力が高まることが想定される。株安進行は、逆資産効果などを通じて当該新興国の消費に悪影響を与えかねない。

図表 1-10 各国の株式市場への対外資金流出入と株価変動



注：05 年の平均を 100 として株式指数を指数化。08 年 2 月から 17 年 2 月までの月次データを使用。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

③ 中国共産党大会後の中国経済の減速

17 年 10 月 24 日に閉幕した共産党大会では、①習主席の権力強化、②党による領導（指導・統率）の強化が鮮明となった。ポスト習主席として注目された陳敏爾（チンビンジ）氏は新指導部に入らず、習政権が長期化する可能性が高まった。今回の党大会において、経済面で改めて強調された方針は、2050 年までの行程表、共産党の市場への関与強化、民間投資刺激、外資規制緩和等が挙げられる（詳細は中国経済（P.25-26））。

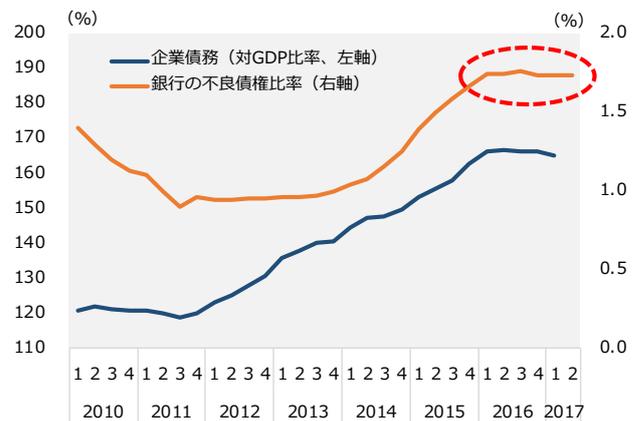
このうち、2050 年までの行程表としては、2035 年までに都市と農村の格差を縮小させることや、2050 年に向けて国際影響力を拡大させていくことなどが明記された。これらの課題は中長期的な中国の成長力に大きく影響を及ぼす事項であり、今後の動向を注視する必要がある。

また、政権および共産党が市場への関与を強化した場合の経済への影響については、楽観、悲観の双方のシナリオが想定される。楽観的なシナリオとしては、共産党による関与強化によって、長年の課題である過剰生産設備やゾンビ企業、企業債務問題が解決に向かって進展していくことが見込まれる。共産党は同時に外資への規制緩和などを通じて市場メカニズムの利点を取り入れることを目指しており、これらの施策が奏効すれば中国経済の持続的な成長につながる。

一方で悲観的なシナリオもある。第1に、企業債務と不良債権比率の問題がある。地方政府の債務の付け替えが含まれるとされる企業債務の拡大や、その不良債権比率の高止まり（図表 1-11）はリスクである。公表されている不良債権比率自体は日本のバブル崩壊後などと比べても決して高い水準ではない。しかし、IMFの試算によればインタレスト・カバレッジ・レシオ³が1よりも小さい企業による債務が全債務に占める割合は12.8%にのぼる⁴とされている。統計データとして表面化されていない潜在リスクは大きく、政府の対応が後手に回るリスクがある。

第2に、国有企業の効率性の問題がある。共産党が国有企業を介して市場への関与を強めていくことで、国有企業の市場におけるプレゼンスが高まれば、市場全体の効率性への悪影響も懸念される。一部では共産党によるベンチャー企業への関与が強まっているとの観測もある。イノベーションが阻害される状況となれば、マクロ全体の生産性低下を通じて中国全体の成長率の押し下げ圧力となりかねない。

図表 1-11 企業債務と不良債権比率



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

(3) 海外経済の見通し

内需を中心に回復持続を見込む、欧米中銀は出口に向けて前進

米国では、トランプ政権の政策運営が引き続き難航すると想定するが、良好な雇用環境を背景とする消費の堅調などから、経済は緩やかな拡大が続くと予想する。金融政策では、FRBがバランスシート縮小を開始したが、物価や賃金の伸びが緩慢な中、新議長の下での利上げペースは引き続き緩やかなものとなる。

ユーロ圏は、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。物価の改善が十分でないことから、ECBによる18年以降の資産購入規模の縮小は慎重に行われると見込む。

新興国は、中国の成長鈍化による外需の減速が下押し要因となるものの、物価の安定を背景とした内需の拡大により、総じて堅調を維持すると予想する。中国経済は、共産党大会前に実施された景気刺激策の効果剥落などにより、投資を中心に成長減速を見込む。もっとも、権力基盤を固めた習政権は、経済へのコントロールを強めるとみられ、構造調整に伴う経済の急減速は回避されよう。

(4) 日本経済の見通し

緩やかな成長持続も、世界経済の下振れリスクには警戒が必要

日本経済は、堅調な世界経済を背景とする輸出・生産の回復や、雇用・所得環境の改善による消費の持ち直しを背景に、年率1%程度の成長を持続できると予想する。16年度第2次補正予算による押し上げ効果は、17年度後半には剥落していくものの、内需の前向きな循環が回り始めていることから、18年度も消費や設備投資を中心に底堅い成長を見込む。ただし、上記の世界経済の下振れリスクが顕現化すれば、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。

³ 借入金の支払い能力を測るための指標。税引前利益に、特別損益、支払利息、および減価償却費を加算した EBITDA を支払利息で除して計算される。

⁴ IMF「Global Financial Stability Report」(2017年4月)

トピックス①：完全雇用下でも伸び悩む米国の物価上昇率

失業率は改善も、物価上昇率は力強さを欠く

米国は、失業率が自然失業率付近まで改善する中、他の先進国に先駆けて17年9月にFRBの保有資産規模の縮小を決定した。

米国の物価上昇率は、他の先進国に比べて高めを維持しているが、その米国でも、中央銀行が掲げる目標値（前年比+2.0%）には届いていない（図表 1-12）。今後の物価上昇率の動向は、金融政策の正常化のペースを占う上で重要なポイントとなる。

先行きの物価動向をみる上では、期待インフレ率は重要な要素の一つである。近年、失業率の物価に対する影響度が低下した一方、期待インフレ率の重要性が高まっているとの指摘がある⁵。

家計の期待インフレ率の低下が、物価の抑制要因に

経済専門家のインフレ期待（コンセンサス・フォーキャスト）をみると、米国は日欧に比べて高く、金融危機以降も前年比+2.0%強に安定している（図表 1-13）。ただし、実際の物価上昇率は、経済専門家よりも家計のインフレ期待に左右されるとの指摘もある。家計のインフレ期待を上回る価格の引き上げは売上が減少するリスクとなるため、企業は家計のインフレ期待をもとに価格設定を行うとみられるからだ。

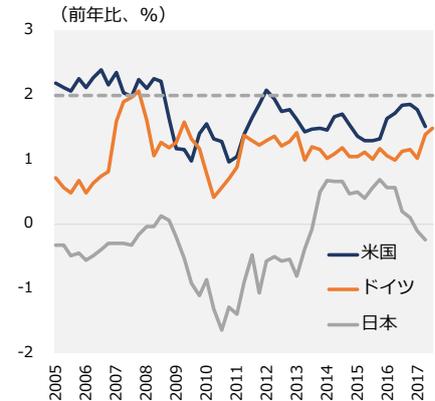
米国の経済専門家と家計のインフレ期待を比較すると、どちらも2%を上回っているが、経済専門家の予想が横ばいであるのに対し、家計のインフレ期待は14年以降に低下している（図表 1-14）。原油安やドル高を背景とする物価上昇率の低下を受け、家計がインフレ期待を引き下げた可能性がある。

こうした家計の期待インフレ率の低下は、米国の物価の押し下げ要因となっている可能性がある。米国のフィリップス曲線を推計し、物価上昇率の実績値と95～07年平均値の乖離を要因分解すると⁶（図表 1-15）、16年以降は、①原油安やドル高による下押し圧力の一巡を背景に、輸入価格の変化を通じた物価押し下げ圧力がほぼ解消され、②国内GDPギャップも改善して物価の押し上げ要因となっている一方、③家計の期待インフレ率が低下しており、17年4-6月期時点で物価を約▲0.5%押し下げている。

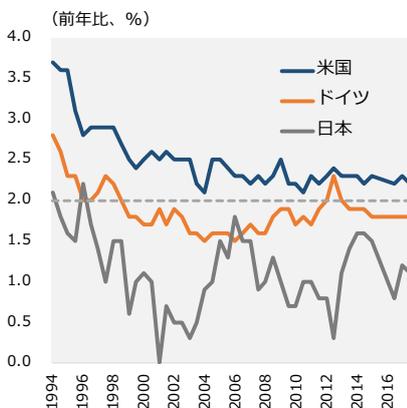
インフレ期待が持ち直しても、当面は物価上昇率が高まりにくいと予想

インフレ期待の変動要因については、さらなる分析が必要だが、仮に16年末以降の物価上昇率や原油価格の持ち直しによってインフレ期待も持ち直す場合（適合的期待形成）、物価上昇率が同+2%に達するのは19年前後となる見込みだ。堅調な成長を続ける米国経済ですら、物価上昇率を金融危機前の水準まで回復させるのに苦労している。

図表 1-12 米・独・日の物価上昇率

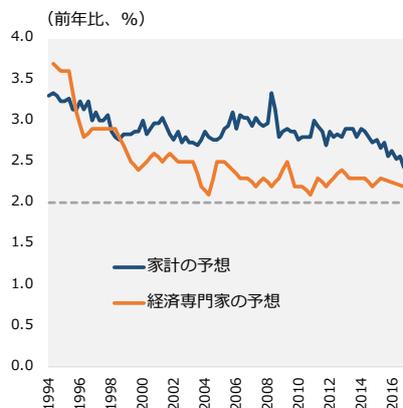


図表 1-13 米・独・日の経済専門家の期待インフレ率



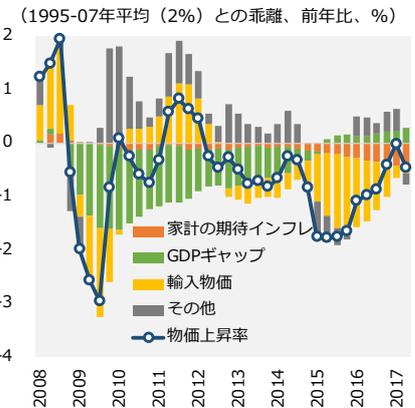
注：5年先の物価上昇率の予想値。
出所：Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

図表 1-14 米国の専門家・家計の期待インフレ率



注：5年先の物価上昇率の予想値。
出所：Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」、ミシガン大学

図表 1-15 米国の物価上昇率の要因分解

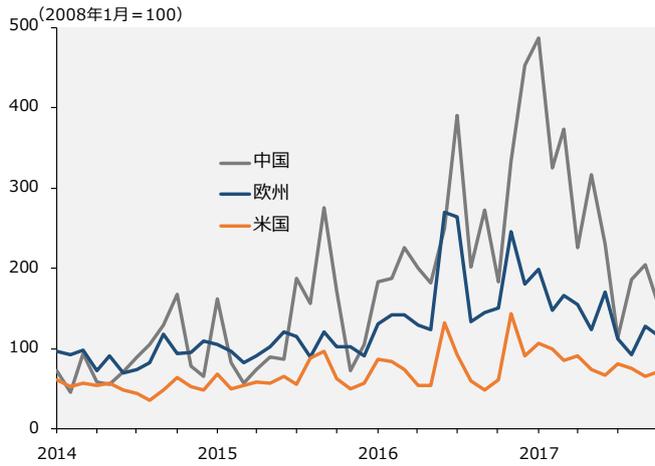


注：推計方法は脚注6を参照。
出所：米国商務省、議会予算局（CBO）、ミシガン大学より三菱総合研究所推計

⁵ Blanchard (2016) “The US Phillips Curve: Back to the 60s?” Policy Brief 16-1.

⁶ 物価上昇率を5年先期待インフレ率、物価上昇率（1期前）、GDPギャップ、輸入物価上昇率で回帰したパラメータを用いて試算。期待インフレ率と物価上昇率（1期前）のパラメータは、和が1となるように制約をかけて推計した。

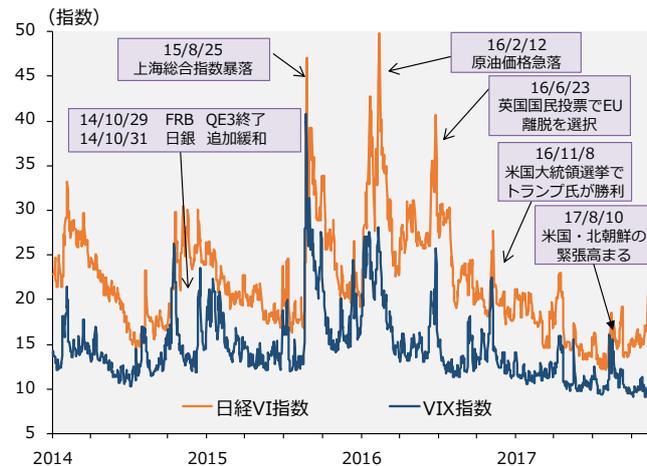
図表 1-16 経済政策に関する不確実性指数



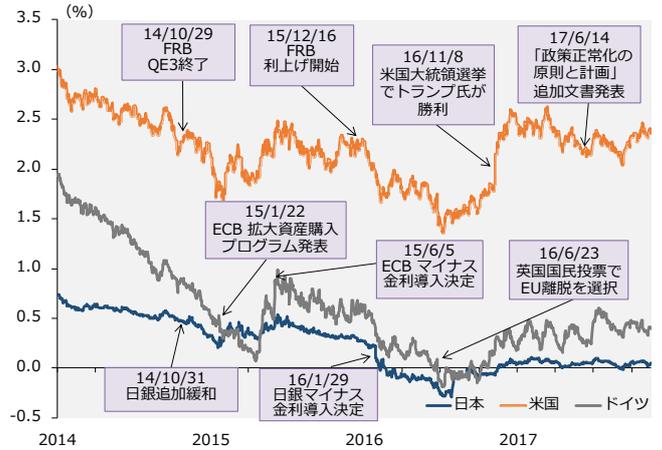
図表 1-18 株価



図表 1-20 日米の株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 1-19 日米の株価収益率 (PER)



図表 1-21 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 ヶ月先予想 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。

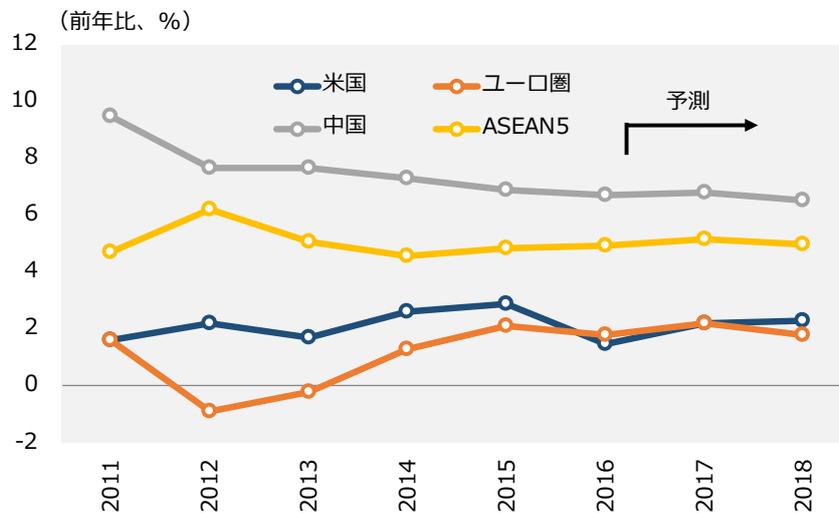
注 4：直近値は経済政策に対する不確実性指数が 10 月、日米の株価収益率 (PER) が 11 月 14 日、その他は 11 月 15 日。

出所：Bloomberg、Economic Policy Uncertainty

図表 1-22 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	2.2	2.3
ユーロ圏	1.8	2.2	1.8
中国	6.7	6.8	6.5
ASEAN5	4.9	5.2	5.0
インドネシア	5.0	5.0	4.9
マレーシア	4.2	5.5	4.8
フィリピン	6.9	6.6	6.6
タイ	3.3	3.6	3.5
ベトナム	6.2	6.6	6.5
香港	2.0	3.5	2.5
韓国	2.8	3.0	2.8
シンガポール	2.0	3.5	3.0
台湾	1.5	2.1	2.2
インド（年度）	7.1	6.7	7.0
ブラジル	▲ 3.6	0.7	2.0

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



出所：米国商務省、Eurostat、IMF 等、予測は三菱総合研究所

図表 1-23 2017、2018 年度の日本の実質 GDP 成長率予測 (単位: %)

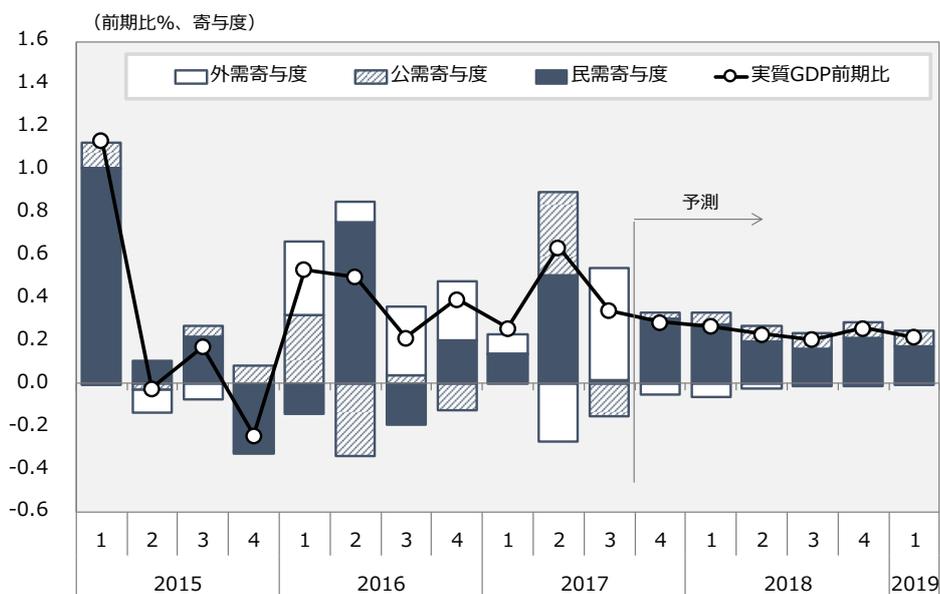
項目	実績				予測			
	2015年度		2016年度		2017年度		2018年度	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	1.3	***	1.3	***	1.6	***	1.0	***
内需	1.2	1.2	0.5	0.5	1.2	1.2	1.0	1.0
民間	1.2	0.9	0.8	0.6	1.2	0.9	1.1	0.8
民間最終消費支出	0.6	0.3	0.7	0.4	1.1	0.6	0.8	0.4
民間住宅投資	2.8	0.1	6.6	0.2	1.5	0.0	0.6	0.0
民間企業設備投資	0.6	0.1	2.5	0.4	2.1	0.3	1.1	0.2
民間在庫投資	***	0.4	***	▲ 0.4	***	▲ 0.1	***	0.2
公需	1.2	0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	1.2	0.3	0.8	0.2
政府最終消費支出	2.0	0.4	0.4	0.1	0.7	0.2	1.1	0.2
公的固定資本形成	▲ 1.9	▲ 0.1	▲ 3.2	▲ 0.2	2.6	0.1	▲ 0.8	▲ 0.0
外需(純輸出)	***	0.1	***	0.8	***	0.4	***	0.0
輸出	0.7	0.1	3.2	0.5	4.4	0.7	1.4	0.2
輸入	0.2	0.0	▲ 1.3	0.2	2.2	▲ 0.4	1.3	▲ 0.2
名目GDP	2.7	***	1.1	***	1.7	***	1.9	***

出所: 内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-24 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	0.5%	0.5%	0.2%	0.4%	0.3%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
	前期比年率	2.1%	2.0%	0.9%	1.6%	1.0%	2.6%	1.4%	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%

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

内需の増勢一服も、外需が底堅く7四半期連続のプラス成長

日本経済は緩やかに回復している。17年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比+0.3%（年率+1.4%）と7四半期連続のプラス成長となった（図表2-1）。内需は、4-6期の反動もあり減少したものの、好調な輸出を背景に外需が増加した。

消費は、自動車など耐久財消費の回復が一服したほか、天候不順の影響から外食などサービス消費も振るわず、同▲0.5%と7四半期ぶりに減少した。民間住宅や公的固定資本形成も減少した。国内需要合計（在庫変動分除く）では、同▲0.4%と7四半期ぶりに減少したが、高水準は維持している。外需は、アジア向けの半導体関連財などから輸出が同+1.5%と増加した一方、内需の不振により輸入が減少したことから、7-9月期の成長を+0.5%p押し上げた。

図表 2-1 実質 GDP



出所：内閣府「国民経済計算」

景気回復が、株価や暮らし向きにも波及

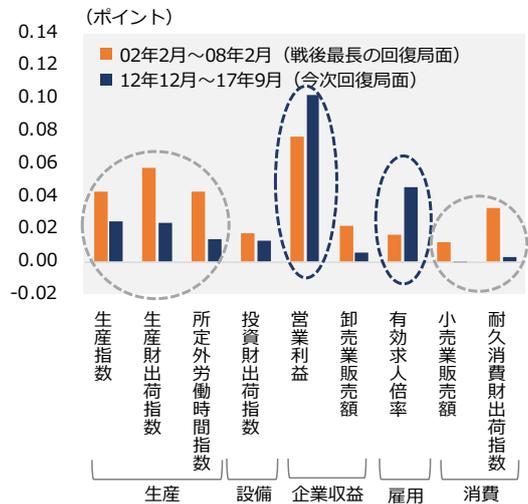
12年末から始まった今回の景気回復局面は、17年9月時点で58ヶ月となり、高度成長期の「いざなぎ景気（57ヶ月）」を抜き戦後2番目の長さとなった。

02年2月～08年2月の戦後最長の回復局面と比較すると、今回の景気回復局面の特徴は、生産や消費関連の回復力は鈍いものの、企業収益や雇用関連の回復力が強い点にある（図表2-2）。インバウンド需要の増加や労働需給の逼迫もあり、全都道府県の有効求人倍率が1倍を超えるなど、地域への広がりも特徴的である。

株価も上昇している。日経平均株価は、17年11月に一時23,000円を超え、約26年ぶりの高値を更新した。世界的な株価の上昇や日米金利差の拡大による円安進行も追い風となったが、日経平均のPER（株価収益率）は、17-18倍程度で安定的に推移しており、内外需拡大や円安を背景とする企業の収益力改善に基づいた株価の上昇といえよう（図表2-3）。

こうした景気の回復は、家計の暮らし向きにも波及しつつある。日銀「生活意識に関するアンケート調査」によると、1年前と比べて暮らし向きに「ゆとりが出てきた」との回答割合が7.3%（17年9月調査）と06年の調査開始以来、最も高くなるとともに、「ゆとりがなくなってきた」も39.2%（同）と着実に減少傾向にある（図表2-4）。

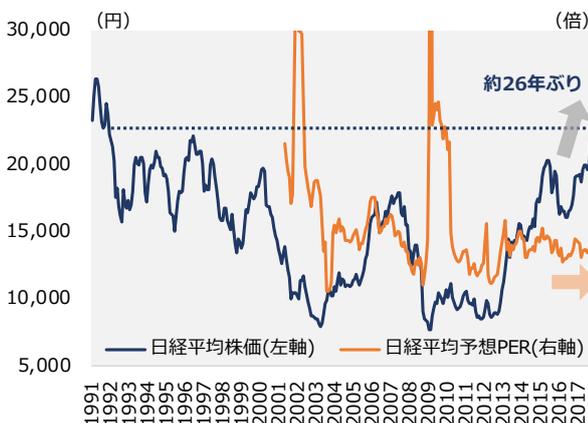
図表 2-2 景気回復のバランス



注：景気動向指数の一致指数を構成する9項目のCI前月差への寄与度について、期間中の1ヶ月あたりの平均上昇ポイントを計算したもの。

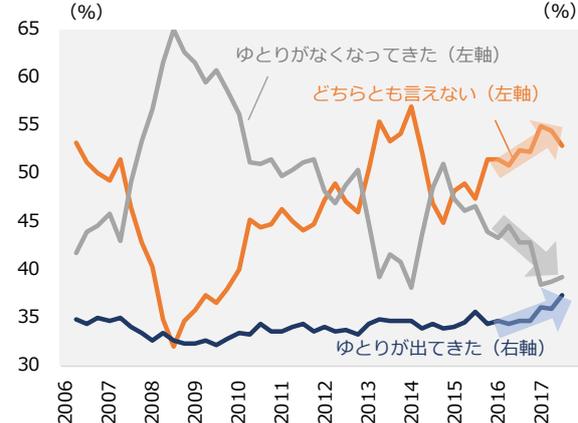
出所：内閣府「景気動向指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-3 日経平均株価と PER



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 2-4 1年前と比べた暮らし向きの変化



出所：日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

(2) 輸出・生産の動向

半導体需要の増加が牽引し、輸出・生産は回復基調を維持

17年7-9月期の輸出は、季調済前期比+1.5%と増加した(図表2-5)。財別の内訳をみると、世界的な半導体需要の増加を背景に、半導体製造装置や電子部品・デバイス(主にアジア向け)が高水準を維持しているほか、輸送用機械や一般機械も堅調に推移している(図表2-6)。

好調な輸出と内需の回復を背景に、生産も回復している。17年7-9月期の鉱工業生産は、季調済前期比+0.4%と6四半期連続の増加となった(図表2-5)。業種別の内訳をみると、電子部品・デバイスが好調を維持しているほか、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。

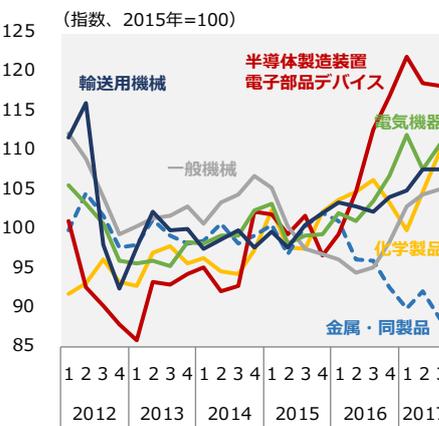
16年半ば以降の生産回復のうち外需に起因するものはどの程度か。16年6月以降の出荷の伸びのうち輸出向け出荷の寄与度は約3分の1であり(図表2-7)、電子部品・デバイス、一般機械、輸送機械などで輸出向けのウェイトが高くなっている。輸出財を生産するための国内向け中間財出荷なども勘案すると更に高い割合となるであろう。国内の生産・出荷の回復は、外需に拠るところも大きい。

図表2-5 輸出・生産



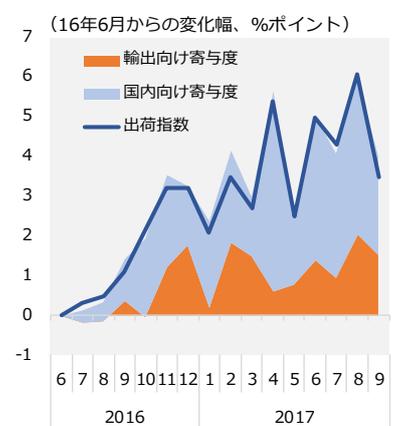
注：第3次産業活動指数は、2010年基準の系列を2015年平均値=100として指数化。
出所：経済産業省「鉱工業指数」「第3次産業活動指数」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表2-6 財別の実質輸出



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

図表2-7 出荷回復の輸出依存度



注：16年6月～17年9月の累積変化分。
出所：経済産業省「鉱工業出荷内訳表」、鉱工業総供給表より三菱総合研究所作成

内外需の回復を背景に、輸出・生産は回復を持続

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+4.4%、18年度+1.4%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+4.3%、18年度+1.1%とこちらも緩やかな回復を見込む。もっとも、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。

世界半導体市場の需給調整と米自動車販売の下振れに要警戒

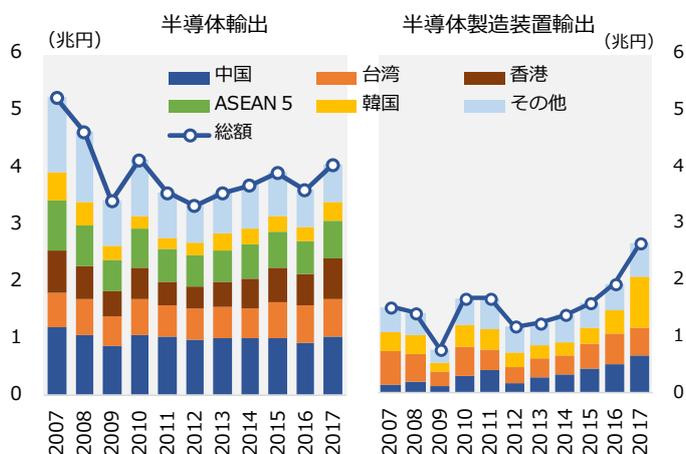
輸出・生産を巡る先行きのリスクとしては、総論(P.2-5)で挙げた3つの変化要因(①割高感が強まる株価の調整、②米国の出口政策に伴う新興国の資金フローの逆流、③中国共産党大会後の中国経済の減速)による世界経済の下振れに加えて、日本経済にとっては、特に次の2つのポイントが重要になる。

第1は、世界の半導体市場の需給調整である。日本の半導体関連輸出(輸出全体の約8%)の内訳をみると、半導体製造装置の輸出額が急増している(図表2-8)。世界的な半導体需要の増加を受けて、中国や韓国、台湾などアジアで半導体の生産能力増強・高度化が進んでおり、日本が競争力を有する半導体製造装置への需要が高まっている。

今後、半導体市場の需要上振れ分への調整圧力が強まれば、こうした資本財輸出への影響は免れない。世界半導体売上高(実質)のトレンドからの上振れ率は、ITバブル時に比べれば小さいものの、過去の平均的なピークアウト水準を超えつつある(図表2-9)。AIやIoT関連の需要、車載需要などが引き続き

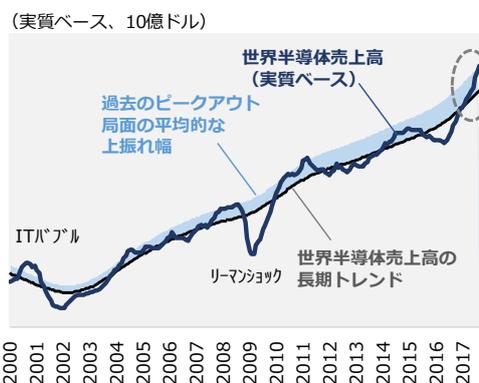
増加するとみられることから、大幅に下振れするリスクは低いものの、iPhone 関連需要の一巡などから、18 年前半にかけて調整色がやや強まる可能性は十分にある。

図表 2-8 日本の半導体関連財の輸出



注：17 年は、1-9 月の前年比の伸びを用いて延長推計。
出所：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

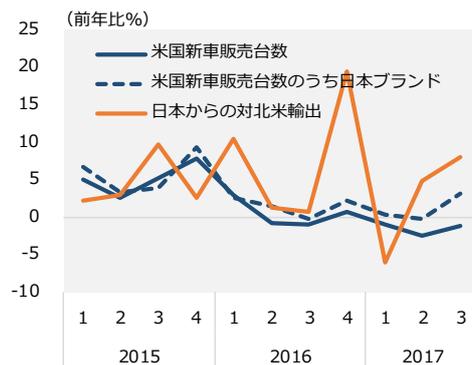
図表 2-9 世界半導体需要



注：世界半導体売上高を米国の生産者物価指数（電子部品・デバイス）で実質化し、季節調整を行ったものに、HP フィルタをかけてトレンドを算出。
出所：Semiconductor Industry Association、米国労働省より三菱総合研究所作成

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いる。足元でのハリケーン被害による買い替え需要を除けば、新車販売台数は減少傾向にある（図表 2-10）。相対的に販売が好調な SUV（多目的スポーツ車）の米国向け輸出増などから、これまでのところ日本からの輸出は底堅く推移しているが、米国での自動車販売低迷が長期化すれば、日本の輸出・生産への影響は免れないであろう。米国の自動車販売が▲10%下落すると日本の自動車生産が約▲2%下落するとみられ、日本の生産への影響も大きい。

図表 2-10 米新車販売と対米輸出



出所：Bloomberg、日本自動車工業会より三菱総合研究所作成

(3) 設備投資の動向

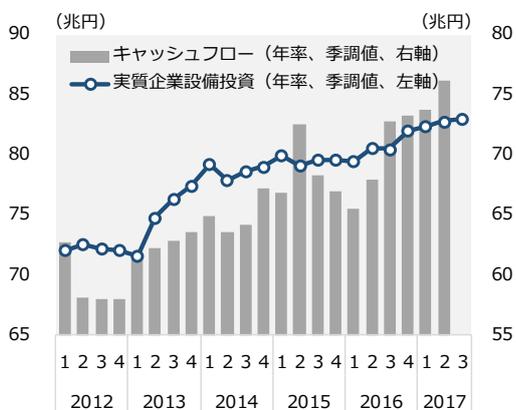
設備投資は回復持続、企業の設備投資スタンスも前向きに

17 年 7-9 月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+0.2%となり、回復を持続している（図表 2-11）。製造業の設備稼働率は高水準で推移する中、企業の設備不足感も強まっている（図表 2-12）。製造業の設備判断 DI が不足超過に転じるのは 06 年以来である。

こうしたなか、企業の設備投資スタンスも前向きになっているとみられる。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によると、今後 3 年間の実質経済成長率の見通しは、緩やかに低下傾向にあるものの、設備投資増加率の見通しはむしろ緩やかに拡大しており、両者の差は拡大している（図表 2-13）。①老朽化する設備の維持・補修投資、②人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化投資、③生産性向上や新事業創出を目的とする情報化関連投資、などへのニーズが高まっているとみられる。

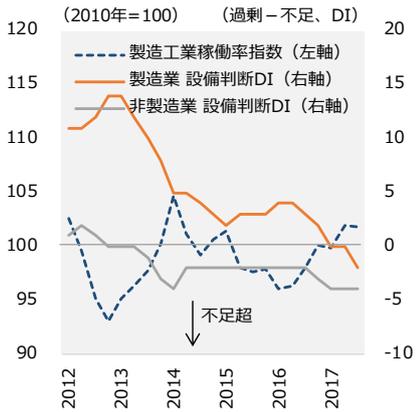
機械など資本財の受注残高も増加している（図表 2-14）。機械生産の担い手となる一般機械製造業が、生産能力を長期的に削減してきた影響もあるが、受注から出荷までに時間を要する大型の案件が増えたことも少なからず影響している。企業収益の改善などを背景に、これまで先送りされてきた大型投資案件が動き出している可能性がある。

図表 2-11 設備投資とキャッシュフロー



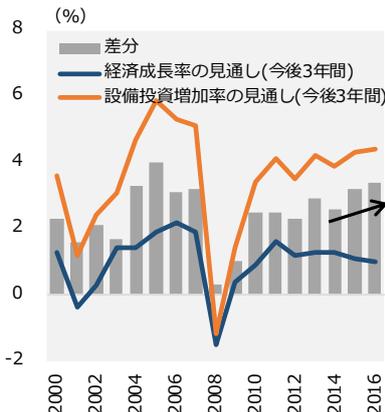
注：キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費。
出所：財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」

図表 2-12 設備稼働率と設備判断 DI



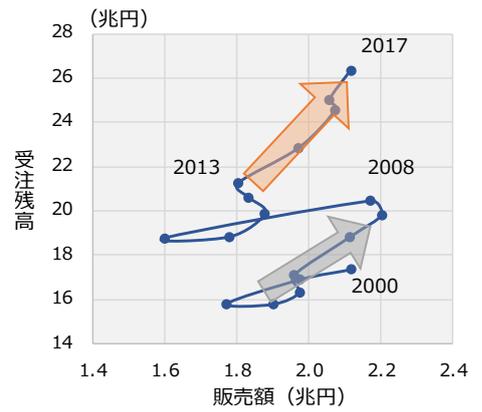
出所：経済産業省「鉱工業指数（稼働率・生産能力指数）」、日銀短観より三菱総合研究所作成

図表 2-13 企業の将来見通し



出所：内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 機械販売額と受注残高



注：2017年は1-9月の平均。
出所：内閣府「機械受注統計」より三菱総合研究所作成

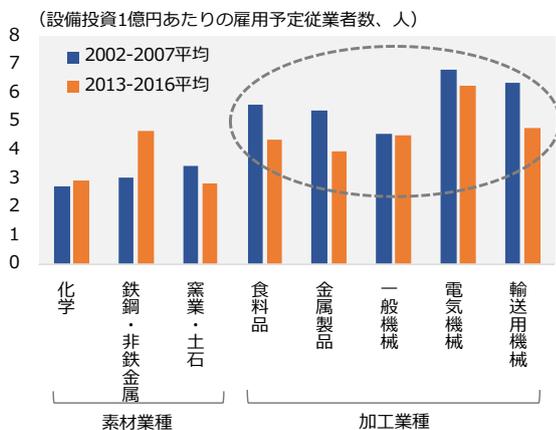
省力化・自動化を目的とする設備投資が増加

先行きの設備投資は、内外需要の回復や企業収益の改善を背景に、17年度+2.1%、18年度+1.1%と緩やかな回復持続を予測する。

深刻化する人手不足は、引き続き設備投資を促す要因となろう。製造業のみのデータにはなるが、経済産業省「工場立地動向調査」の新規工場立地にかかる設備投資総額と、そこで雇用される予定の従業者数の比率について、戦後最長景気（02-07年）と今次景気回復局面（13-16年）を比較すると、加工業種を中心に過去10年で低下してきている（図表 2-15）。素材業種では、以前から省力化・自動化が進んでいたものの、加工業種では、新規投資による省力化・自動化の余地が大きかったといえよう。新規工場立地の約3分の1は、既存工場の廃止に伴うものであり、新規投資を通じて省力化・自動化を進めているとみられる。

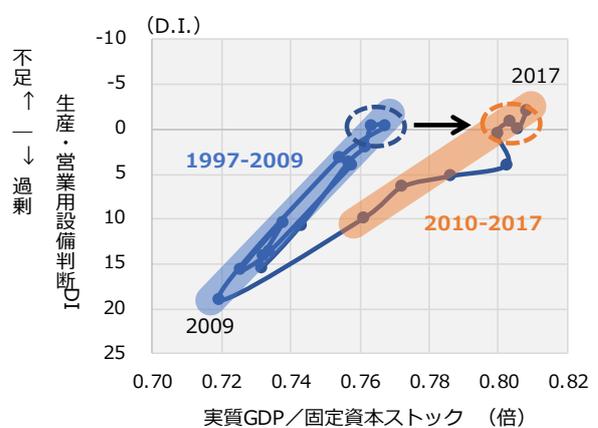
生産性の上昇により、より少ない資本でも同じ付加価値を生み出すことが可能になっている。「固定資本ストックに対するGDPの比率」と「設備判断DI」の関係をみると、リーマンショックを境に大きく変化している。リーマンショック以前は、固定資本ストックに対するGDPの比率が0.76近傍で企業の設備過剰感が解消されていた一方、リーマンショック後は、設備過剰感の解消点が0.8近傍まで上方シフトしている（図表 2-16）。省力化や自動化などによる資本ストックあたりの生産性上昇が背景にあるとみられる。こうした生産性の上昇で生まれた原資を、新たな成長分野の開発や人的資本の強化につなげていくことができるかが、今後の日本経済の成長持続の鍵を握る。

図表 2-15 新規設備投資に対する雇用予定者数



出所：経済産業省「工場立地動向調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 設備判断 DI と固定資本ストック



出所：日銀短観、内閣府「国民経済計算」「固定資本ストック」より三菱総合研究所作成

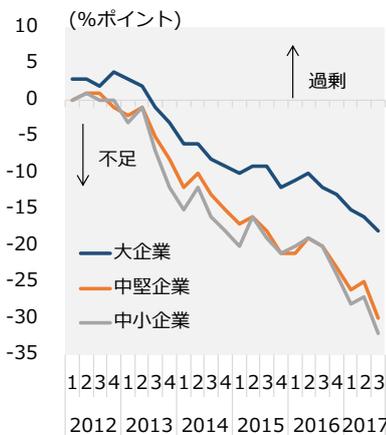
(4) 雇用・所得の動向

一段と強まる労働需給の逼迫、女性の労働参加と正規化が進む

雇用環境は引き続き改善している。17年7-9月の完全失業率（季調値）は2.8%と引き続き低水準を維持。有効求人倍率（季調値）は1.52倍と74年以来の高水準を記録したほか、正社員の同倍率も1倍を超えた。日銀短観の雇用人員判断DIは不足超過幅が一段と拡大しており、労働需給の逼迫度が一層強まっている（図表2-17）。

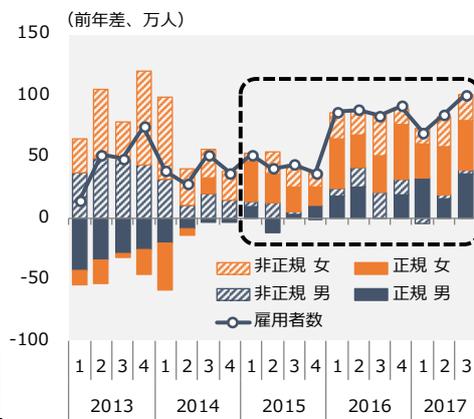
こうしたなか、就業者増加の担い手となっているのが現役世代（15-64歳）の女性の就業率の改善、なかでも正規での女性の就業者数の増加である（図表2-18）。女性の正規雇用の増加について、その要因を年齢階層別にみると、全体的に非労働力人口の労働力化が就業者数の押し上げ要因となっているほか、25-44歳の世代では、正規比率の上昇が大きく寄与している（図表2-19）。改正労働契約法への対応から企業が正規化を進めているほか、保育所の利用率上昇（14年35.9%→17年42.4%）などにより、子育てを理由とする就労制約が緩和していることも背景にある。

図表 2-17 雇用人員判断 DI



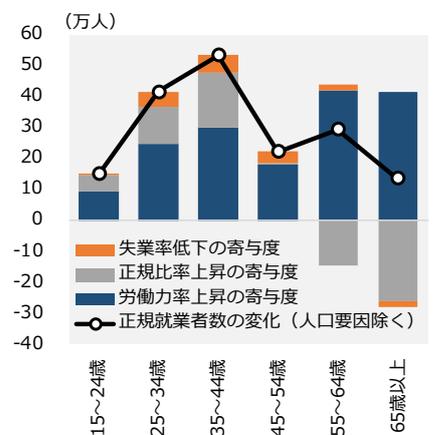
出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 雇用者数の増減内訳



出所：総務省「労働力調査（詳細集計）」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 女性の正規増加の要因



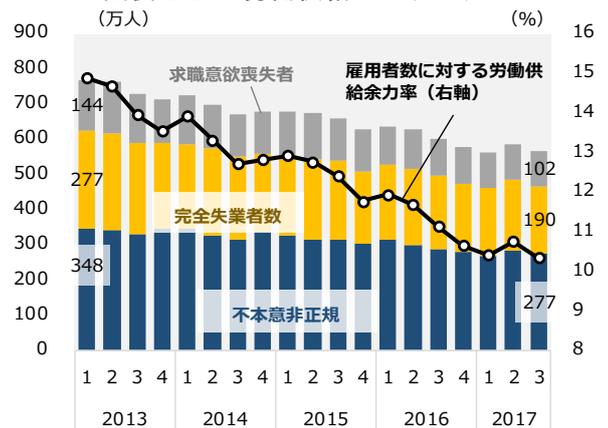
注：2014年4-6月～2017年4-6月の変化。
出所：総務省「労働力調査（詳細集計）」より三菱総合研究所作成

労働供給の一段の拡大余地は限定的

日本経済の労働力の供給余地はどの程度残されているのだろうか。労働供給のバッファを確認すると、不本意非正規（正規で働きたいが非正規の仕事しかない就業者）、完全失業者、求職意欲喪失者（就業希望はあるが職探しを諦めていた非労働力者）のいずれも低下傾向にある（図表2-20）。これらの人数の雇用者数に対する割合も13年の14%程度から17年は10%程度まで低下しており、労働供給の一段の拡大余地は限定的となっている。

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、18年度の就業者数の伸びは同+0.1%程度と16-17年度の同+0.9%程度から大幅に鈍化する見込み。

図表 2-20 労働供給のバッファ



注：労働供給余力率＝（不本意非正規＋完全失業者＋求職意欲喪失者）／雇用者数より算出。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

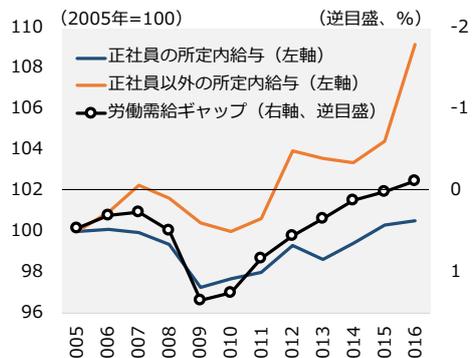
賃金は緩やかながら改善も力不足

労働需給逼迫を背景に、所得環境は緩やかに改善が進んでいる。17年7-9月期において、正規雇用などの一般労働者の所定内給与は前年比+0.3%と緩やかながらも増加基調を維持しているほか、雇用者全体の3割を占めるパートタイム労働者も時間当たり所定内給与は同+2.3%と増加している。

このように賃金は緩やかな改善を見せているが、労働需給の逼迫状況に比べて、正社員の賃金の伸び

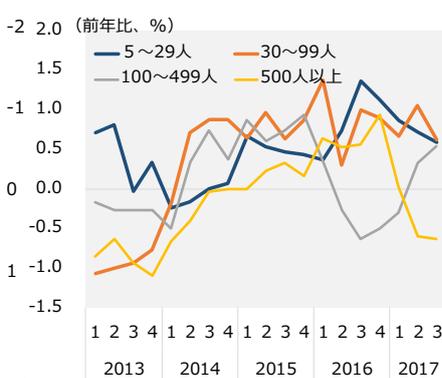
は依然として鈍い（図表 2-21）。正社員と定義に近い一般労働者の所定内給与について、事業所規模別の賃金上昇率をみると、99 人以下の中小企業では前年比 1%程度の伸びを維持している一方で、100～499 人、500 人以上の中堅・大規模企業の伸びは鈍い（図表 2-22）。中小企業を対象とした日本政策金融公庫の調査によれば、正社員の給与を上げた理由として、「自社の業績が改善」という回答が約半数を占め、次いで「採用が困難」という回答が多い（図表 2-23）。人手不足がより深刻な中小企業においては、業績が高ければそれを賃金に反映し、先行的に人材を確保しようというマインドが醸成されつつある。課題は、大企業における賃金上昇に弾みが見つからないことである。

図表 2-21 労働需給ギャップと賃金



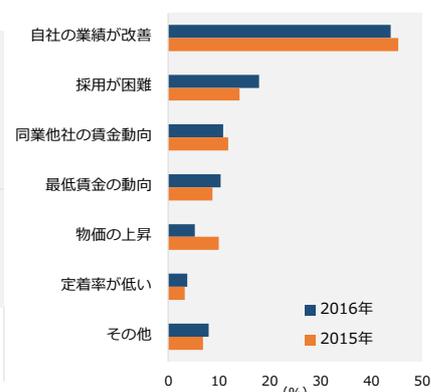
注：所定内給与。一般労働者と短時間労働者の平均。短時間労働者は時間と日数を固定し、時給の変化分を抽出して計算。労働需給ギャップは三菱総合研究所推計。直近は 2016 年。
出所：厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-22 規模別の所定内給与



注：一般労働者、事業所規模別。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

図表 2-23 中小企業の賃上げ理由

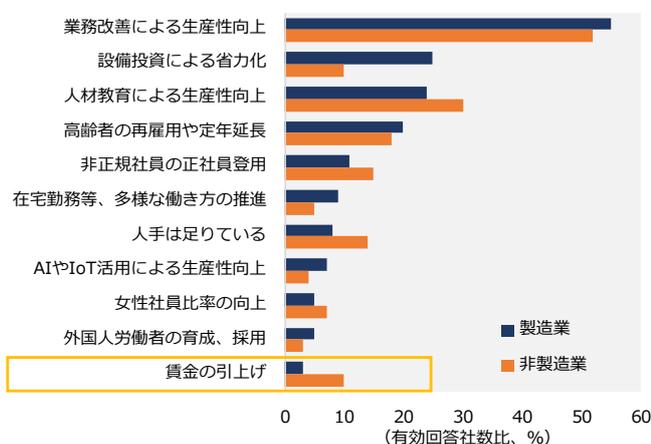


注：正社員の給与が「上昇した」と回答した中小企業に質問したもの。
出所：日本政策金融公庫「中小企業の雇用・賃金に関する調査結果（17年2月）」

大企業の賃金に弾みが見つからない要因として、第 1 に、大企業の賃上げ慎重姿勢と雇用の流動性の低さがある。大企業を対象とする日本政策投資銀行の調査によれば、人手不足に対する企業の対応として「業務改善による生産性向上」「人材教育による生産性向上」等が上位に来ている中、「賃金の引上げ」という回答は非常に少ない（図表 2-24）。規模が大きい企業ほど賃金水準が高く、かつ年功的な賃金・退職金カーブとなる傾向が強いため、大企業における雇用の流動性は依然として低い。人材の流出への危機感が相対的に乏しい大企業では、長期的な固定費の増加につながる賃上げには慎重であり、賃上げにより人手を確保しようというマインドが弱い。

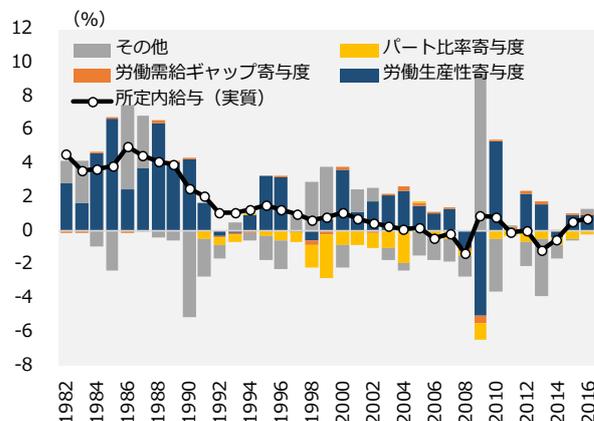
第 2 に、大企業に限った話ではないが、労働生産性の低下がある。実質賃金の変化と労働生産性との関係を分析すると、中長期的にみて労働生産性と実質賃金は連動していることがわかる（図表 2-25）。仮に、18 年度にかけて労働生産性の伸びを前回景気回復局面（02-07 年）の平均値（約+1.4%）まで高めることができれば、一般労働者の実質賃金は前年比+2%程度まで伸びが高まるとみられる。持続的な賃金の上昇に向けて、労働生産性の改善に向けた企業の取り組みが重要となる。

図表 2-24 人手不足に対する大企業の対応



注：資本金 10 億円以上の大企業 3,127 社に対する調査
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 2-25 実質賃金上昇率



注：「その他」はこれらの要因では説明できない部分を示す。
出所：厚生労働省「賃金構造基本統計調査」「毎月勤労統計調査」、(公財)日本生産性本部「生産性統計」、総務省「消費者物価指数」、「労働力調査」より三菱総合研究所作成

(5) 消費の動向

消費は緩やかに回復、消費者マインドも持続的に改善

17年7-9月期の実質民間最終消費支出は、前期の高い伸び（季調済前期比+0.7%）の反動もあり、7四半期ぶりに減少となったものの、均してみれば消費は緩やかな回復基調にある（図表 2-26）。消費者マインドも引き続き改善局面にある（図表 2-27）。

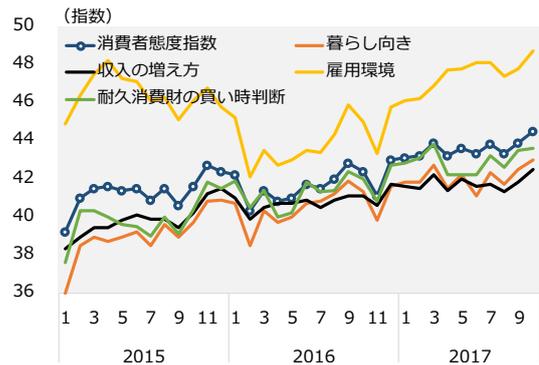
なお、消費者マインドの構成要素の推移を見ると、16年末以降は「雇用環境」の伸びが特に大きく、それに比べるとやや低調であるが「収入の増え方」も伸びている。労働需給の逼迫とそれによる賃金の上昇圧力が、緩やかにマインドを改善しているとみられる。

図表 2-26 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 2-27 消費者マインド



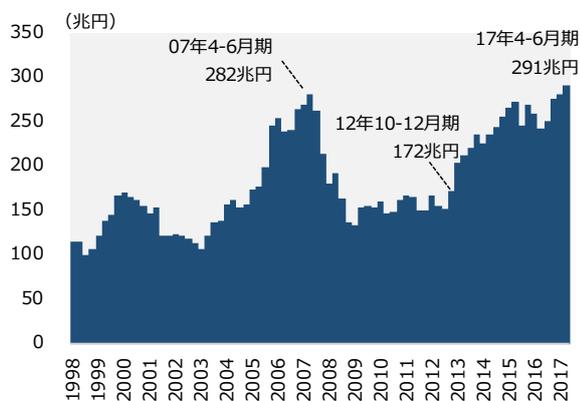
出所：内閣府「消費動向調査」

株高も消費の追い風に

株価の上昇に伴い、家計の保有する株式・投資信託保有残高は17年4-6月期に291兆円となり、アベノミクス開始前の12年10-12月期と比べて約120兆円増加している（図表 2-28）。こうした株高による家計の保有金融資産の値上がりも、消費支出増加に貢献している。

資産効果を組み込んだ消費関数を推定すると、アベノミクス期における資産増加に対する限界消費性向は0.035（家計の保有する金融資産が100円変化した場合の消費変化額は3.5円）となる。この推定値を用いて、アベノミクス期における消費支出増加（累積）に占める資産効果の比率を求めると、消費税増前の駆け込み需要があった14年1-3月期を除けば、概ね30%前後で推移している（図表 2-29）。消費の回復は、米大統領選の16年11月以降に進んだ株価上昇によるところも大きい。

図表 2-28 家計の株式・投資信託保有残高



出所：日本銀行「資金循環統計」

図表 2-29 消費支出増に占める資産価格上昇の累積効果の割合



出所：内閣府「国民経済計算」、総務省「人口推計月報」、日本銀行「資金循環統計」より三菱総合研究所作成

当社の「生活者市場予測システム（mif）」を用いた生活者5千人に対するアンケートによると、有価証券保有世帯のうち、1年前と比べ有価証券の評価額が10%以上上昇した世帯が46.5%（不明除く）となり、現状の株高を反映した結果となった。また「3ヶ月前に比した消費支出の姿勢」と有価証券の評価額変化の関係性を見ると、有価証券評価額が上がった世帯ほど、消費姿勢が「前向きになった」とす

る割合が明らかに高く、株高が消費マインドにプラスの影響を与えていることがわかる（図表 2-30）。

有価証券の評価額増加分の使途については、「含み益として抱えている」割合が 50%を超えた（図表 2-31）。その他では、預貯金が 11%を占める一方で、「日常的な消費（食費、住居費、光熱費など）」が 9%、「非日常的な消費（旅行、車、高級品の購入など）」が 7%となっており、消費にも一定の割合が回っている。株高による資産価値上昇が資産効果により消費を底支えしていることが示唆される。

図表 2-30 有価証券評価額の変化と消費姿勢

有価証券評価額の 1年前からの変化	消費に対する姿勢		
	前向きに なった	変わら ない	慎重に なった
全体平均 (N=5000)	7.1%	69.4%	23.5%
2倍以上 (N=32)	31.3%	56.3%	12.5%
1.5倍以上2倍未満 (N=84)	31.0%	53.6%	15.5%
1.3倍以上1.5倍未満 (N=156)	26.9%	62.2%	10.9%
1.1倍以上1.3倍未満 (N=364)	14.0%	71.4%	14.6%
1.0倍以上1.1倍未満 (N=438)	8.9%	76.3%	14.8%
0.9倍以上1.0倍未満 (N=126)	4.0%	65.1%	31.0%
0.5倍以上0.9倍未満 (N=64)	7.8%	46.9%	45.3%
0.5倍未満 (N=105)	11.4%	58.1%	30.5%
有価証券を保有していない (N=2920)	4.8%	69.0%	26.2%
わからない (N=711)	3.7%	74.3%	22.1%

注：「消費に対する姿勢」は 3 か月前からの変化。
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10月実施、回答者5,000人）

図表 2-31 有価証券の評価額増加分の使途

評価額上昇分の使途	平均的な割合 (%)
含み益として抱えている	54.5
預貯金	11.1
別の有価証券への再投資	9.4
日常的な消費	8.8
非日常的な消費	6.8
その他	2.7
過去の投資損失の補填	2.7
親族などへの贈与	1.4
不動産など実物資産への投資	1.3
住宅ローンなど債務返済	1.3

注：1年前と比べて有価証券の評価額が上がったと回答した1,074人に対して、その使途の割合を尋ね平均を取ったもの。
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10月実施、回答者5,000人）

18年度にかけて消費は緩やかな回復傾向を維持

先行きの消費は、労働需給逼迫を背景とした賃金上昇、消費マインドの改善、株高による家計金融資産価値の上昇を背景として、全体としては緩やかなペースで回復していくとみる。実質民間最終消費支出は、17年度は前年比+1.1%、18年度は同+0.8%と予測する。

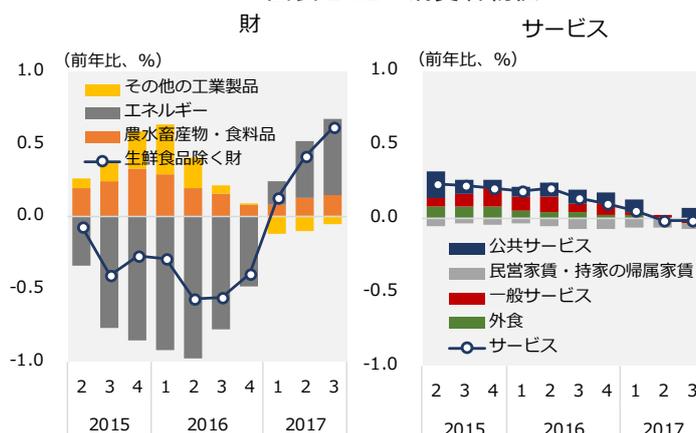
しかしながら、上述のように消費回復に占める資産効果の影響も大きいことから、金融市場におけるリスク選好の反転や、北朝鮮など地政学的なテールリスクの高まりなどによる株安が、消費の足を引っ張るリスクには注意が必要である。

(6) 物価の動向

物価の基調は依然として弱い

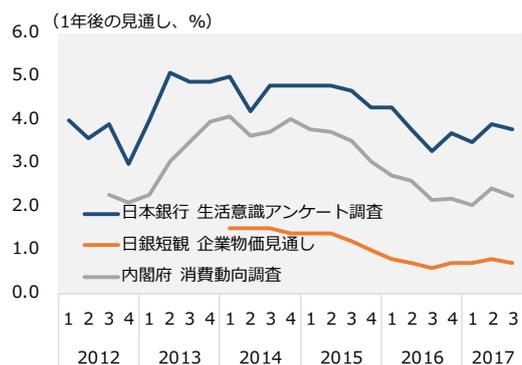
17年7-9月期の消費者物価指数は、生鮮食品除く総合が前年比+0.6%と3四半期連続で上昇。エネルギー価格が前年の落ち込みの反動で上昇（前年比+6.7%）した影響が大きく、その他の財やサービス価格は横ばい圏内で推移している（図表 2-32）。生鮮食品・エネルギー除く総合は同+0.1%となった。企業や家計の予想物価上昇率も、伸び鈍化の局面から脱したものの横ばい圏内で推移している（図表 2-33）。

図表 2-32 消費者物価



出所：総務省「消費者物価指数」

図表 2-33 予想物価上昇率



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

物価の基調が依然として弱い要因として、サービス価格の伸びが鈍いことが挙げられる。格安スマートフォン普及などを背景に通信・教養娯楽関連サービスが下押し要因となっているほか、外食や家事関連サービスの伸びも弱まっている。こうした品目は、投入コストに占める労働コストの割合が高い品目でもあり、労働需給の逼迫を映じた賃金上昇と、そのサービス価格への転嫁が進むかどうか、今後の物価動向を左右する。

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、18年度にかけては徐々にサービス価格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る。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年度末にかけて+1%程度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2-34)。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。

こうした状況も踏まえ、生鮮食品除く総合(コアCPI)は、18年度前半には前年比+1%を上回ってくる見通し。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ドル台半ばの横ばい圏での推移を見込む。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の金利上昇などを背景に、118円程度まで円安が進行するとみている。

(7) まとめ

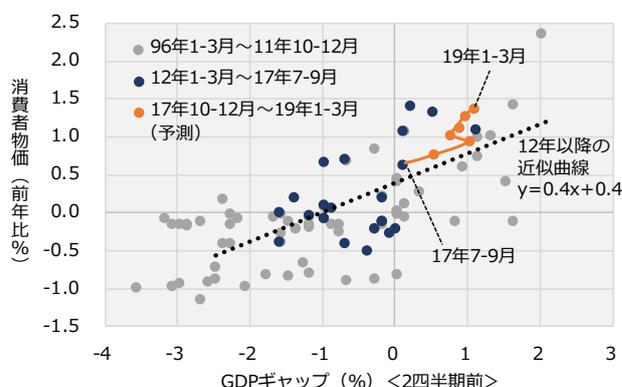
緩やかな成長持続を予測も、世界経済の下振れリスクには警戒が必要

17年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比+0.3%(年率+1.4%)と7四半期連続のプラス成長となった(図表2-1)。内需は、4-6期の反動もあり減少したものの、好調な輸出を背景に外需が増加した。

先行きは、堅調な世界経済を背景とする輸出・生産の回復、雇用・所得環境の改善による消費の持ち直しを背景に、年率1%程度のペースでの成長持続を予想する。日本経済の実質GDP成長率(前年比)は、17年度+1.6%、18年度+1.0%と予測する(図表2-35)。前回見通し(9/8)から17年度、18年度ともに+0.1%pの上方修正。16年度第2次補正予算による押し上げ効果(17年度の成長率を+0.4%p程度押し上げ)は、17年度後半には剥落していくものの、内需の前向きな循環が回り始めていることから18年度にかけて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割高感が強まる株価の調整、②米国の出口政策に伴う新興国の資金フローの逆流、③中国共産党大会後の中国経済の減速、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 2-34 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

図表 2-35 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②：保護主義化の流れに対抗する CPTPP (TPP11)

日本の主導で CPTPP (TPP11) が大筋合意

17年11月、米国を除く参加国11カ国が環太平洋経済連携協定の新協定（CPTPP: Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership）締結で大筋合意した。トランプ政権が同年1月に米国の離脱を表明して以降、参加国で最大の経済規模を誇る日本が協定発効に向けて議論を主導してきた。米国が離脱したことで世界のGDPのカバー率は37%から15%へ低下したものの、CPTPPでも世界の貿易額の14%を占めており（図表2-36）、アジア・大洋州地域の経済活性化につながることを期待される。

各国間の農産物や鉱工業製品の関税撤廃・削減といった取り決めに関しては、米国を含む12カ国で合意した内容を原則的に維持する一方で、医薬品の開発データの保護期間や著作権の保護期間などの20の項目について、米国のTPP復帰まで実施を凍結することとなった。日本が主導してTPPの空中分解を防いだことで、長期的に米国がTPPの枠組みに復帰する余地を作ったことも意義として大きい。

CPTPPの経済効果は、大洋州・ASEAN諸国で大きい

CPTPPの発効による各国の実質GDPへの影響について、経済連携効果の分析に広く用いられるGTAPモデル⁷で試算を行った。CPTPPによる直接的なGDP押し上げ効果は、日本は+0.27%と限定的となる見込みだが、同協定に加盟するASEAN諸国や大洋州諸国にとっては大きく、ASEAN諸国の実質GDPを+3%近く押し上げる見込み（図表2-37）。一方、オリジナルのTPPとの比較では、日本やASEAN諸国では大差はないが、メキシコ（+2.8%→+0.9%）、カナダ（+1.5%→+0.5%）のGDP押し上げ効果は大きく縮小した。

保護主義化への対抗と、他のメガFTAの交渉水準引上げに向けて重要な一歩

CPTPPの大筋合意は、米国を中心に進む保護主義化の流れの中で、日本が主導して自由化レベルの高い多国間の経済連携協定を実現したという点で意義が大きい。上記のとおり凍結項目を最小限に抑えたことで、オリジナルのTPPが志向した高いレベルの自由化は実現される見込みとなった。今後、CPTPPの発効（11か国中6か国の合意で発効）に向けて、引き続き日本の主導が期待される。

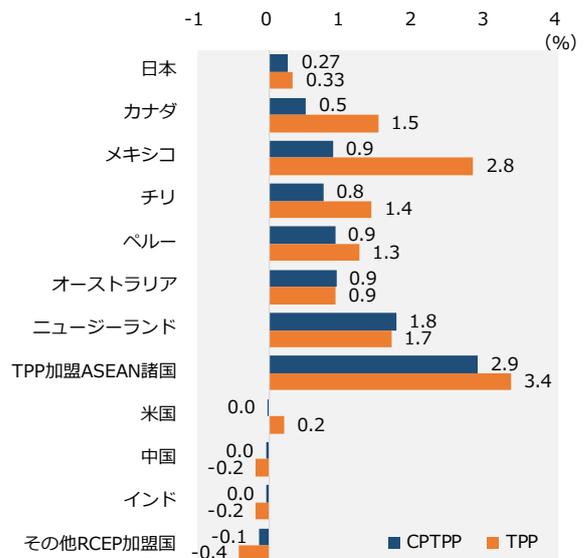
今回の合意が、他のメガFTAの交渉水準を引き上げる効果も期待される。日本が現在交渉中のメガFTAとして、RCEP（東アジア地域包括的経済連携協定）、FTAAP（APEC加盟国間での自由貿易・経済連携協定）がある。中国やASEANは、これらの協定について物品の関税引下げを軸とした従来型の自由貿易協定としたい意向だが、加盟国が重複するCPTPPの高いレベルでの妥結は、これらのメガFTAの交渉水準の引上げを促す効果が期待される。世界的に進む保護主義化の流れに対抗するとともに、今後、広域な経済連携協定を高い水準で実現していくための重要な一歩となった。

図表 2-36 世界の多国間経済連携協定の概況



注：各地域の面積は輸出入金額に比例する。RCEP、FTAAPは交渉中。
出所：World Bank 「World Development Indicator」より三菱総合研究所作成

図表 2-37 CPTPPによる各国の実質GDPへの影響



注：CPTPP、TPPともに、関税率の引き下げに加えて、非関税障壁が50%削減されると仮定して試算。

出所：三菱総合研究所推計

⁷ 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7-9月期は緩やかな拡大が継続

米国経済は緩やかな拡大を維持している。17年7-9月期（速報値）の米国実質GDP成長率（前期比年率）は+3.0%と前期（同+3.1%）と同程度の伸びを維持した。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、外交問わず政策運営が難航

トランプ政権による政策運営は、難航している。オバマケア代替案は、内容を見直した上で、9月に可決を目指したが、今回も共和党内で十分な支持を得られず、採決を見送った。トランプ大統領は、18年に改めて採決に持ち込む方針だ。

税制改革案も、共和党内での意見調整が焦点である。2018会計年度の予算決議案が10月に両院で可決されたことで、政権は両院で過半数を占める共和党票さえまとめれば、税制改革案を単独で可決できるようになった⁸。ただし、共和党内には、税制改革による財政赤字や財源の手当てを巡り、意見の対立が存在する。また、上院・下院それぞれの共和党によって公表された案を比較すると、法人税率の引き下げ開始時期や所得税の最高税率などにおいて様々な相違点がみられる（図表3-2）。今後、上下両院で異なる税制改革案が可決された場合、両院協議会における共和党内の意見調整は難航する可能性がある。

通商政策は保護主義的な姿勢が続いている。米国は、NAFTA再交渉の第4回会合において、自動車の関税をかけない条件として、域内で販売される自動車に米国製の部材を50%以上使用するよう求める条項の導入を提案した。メキシコとカナダは反発しているが、現時点で交渉決裂までには至っていない。

税制改革の実現には、想定よりも時間を要する可能性が高い。進捗に陰りが見え出した場合、消費者や企業のマインドが後退し、消費や設備投資が鈍化しかねない。また、NAFTA再交渉が決裂し、保護主義的な動きが加速した場合、輸入物価の上昇などを通じて、家計消費や企業活動に悪影響が及びうる。

図表3-1 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	2.2	2.3
個人消費	3.6	2.7	2.7	2.2
設備投資	2.3	▲0.6	4.4	2.8
住宅投資	10.2	5.5	1.0	0.6
在庫投資寄与度	0.2	▲0.4	▲0.1	0.1
政府支出	1.4	0.8	▲0.1	1.0
純輸出寄与度	▲0.7	▲0.2	▲0.1	0.1
輸出等	0.4	▲0.3	3.1	2.8
輸入等<控除>	5.0	1.3	3.2	1.5
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 税制改革案と2027年までの財政的影響

項目	下院案		上院案	
	19年から20%に引き下げ	▲1.5兆ドル	すぐに20%に引き下げ	▲1.4兆ドル
法人税減税	19年から20%に引き下げ	▲1.5兆ドル	すぐに20%に引き下げ	▲1.4兆ドル
バススルー企業への減税	最高税率を25%に引き下げ	▲0.6兆ドル	事業主の事業所得の17.4%を非課税に	▲0.5兆ドル
海外利益は非課税	海外利益に対して法人税を非課税に（源泉地国課税へ移行）	なし（概ね相殺）	（下院案に同じ）	なし（相殺）
本国送金に軽減課税	海外蓄積利益の本国送金に対して1度に限り軽減税率適用（流動資産：14%、固定資産：7%）	なし（概ね相殺）	海外蓄積利益の本国送金に対して1度に限り軽減税率適用（流動資産：12%、固定資産：5%）	なし（相殺）
所得税の簡素化	4段階にし、最高税率適用基準を100万ドルに引き上げ	▲1.8兆ドル	7段階を維持し、各税率を変更	▲2.0兆ドル
基礎控除の倍増	2.4万ドルまで非課税に	▲0.9兆ドル	（下院案に同じ）	▲0.9兆ドル
人的控除の廃止	廃止	1.6兆ドル	（下院案に同じ）	1.6兆ドル
項目別控除の廃止	医療費控除等の項目別控除廃止	1.3兆ドル	（下院案に同じ）	1.3兆ドル
合計		▲1.4兆ドル		▲1.5兆ドル

注：項目は主なもののみ。下院は法案（11/2公表）、上院は改正案（11/9公表）。出所：責任ある連邦予算委員会（CRFB）より三菱総合研究所作成

消費は、良好な雇用環境を背景に堅調に推移

消費は、拡大基調を維持している。7-9月期の消費の伸びは前期比年率+2.4%となり、4-6月期の+3.3%を下回ったが、高い伸び率を維持している。背景には、ハリケーン被害による買い替え需要が、自動車関連の消費を下支えしたことがある。①良好な雇用・所得環境や、②高い消費者マインドに支えられ、消費の基調は底堅い（図表3-3）。

雇用・所得環境は回復基調を維持。10月の失業率（4.1%）が2000年12月以来の低水準となった一方で、賃金（前年比+2.4%）の回復には依然として鈍さがみられる。ただし、非自発的パート比率（フルタイムの仕事が見つからず、パートタイム労働をしている人の割合）の低下や労働参加率の上昇を鑑みると、スラック（働く意思があるのに仕事が見つからない人が多い状態）は依然残っているものの、足元では改善しつつあるとみられる（図表3-4）。また、失業率が継続的に長期均衡水準を下回ると、賃金の伸びが高まる傾向がある（図表3-5）。先行きは低い失業率のなか、所得環境の改善が進むと予想する。

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や、銀行の自動車ローン貸出基準の厳格化により、新車販売台数の減少が長期化する場合は、消費の伸びが鈍化する可能性も考えられる。

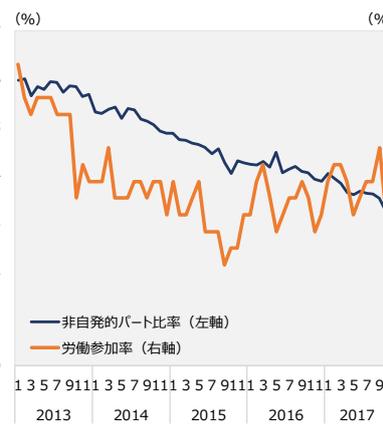
⁸ 米国議会上院では、長時間演説などの議事進行妨害（フィリバスター）が認められているが、その阻止には通常60票が必要である。ただし、今回の予算決議案に盛り込まれた財政調整法を使えば、50票以上で議事妨害を阻止できる。

図表 3-3 消費の要因分解



注：直近の住宅資産要因は7・8月平均。
出所：米国商務省、S&P ケースシラー、Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 3-4 非自発的パート・労働参加率



出所：米国労働省

図表 3-5 失業率と賃金



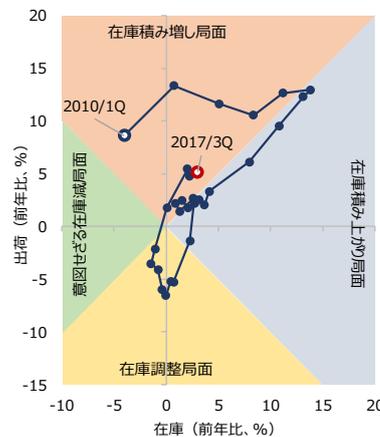
出所：米国労働省、議会予算局

企業の景況感是好調、設備投資は堅調に推移

非製造業は、堅調な内需を背景に、企業活動が好調。景況感は、3ヶ月連続で上昇した。製造業も、①堅調な内需や、②海外経済の持ち直しを背景に、企業活動が底堅く推移。在庫循環図を描くと、現在は在庫積み増し局面にあるとみられ、今後も生産の増加が予想される(図表 3-6)。

設備投資は、回復基調を維持している(図表 3-7)。設備投資の堅調さの背景には、①エネルギー部門の持ち直しや、②企業の法人税減税に対する期待があるとみられる。ただし、①NAFTA 再交渉の行方や、②税制改革案の実現可能性などに陰りが見え出した場合は、企業による投資活動は慎重化する可能性がある。

図表 3-6 在庫循環図



出所：米国商務省

図表 3-7 設備投資



出所：米国商務省

パウエル新議長のもと、緩やかな利上げの継続を予想

17年11月の連邦公開市場委員会(FOMC)は、FF金利の誘導目標値を1~1.25%に据え置くことを決定したほか、年内に利上げをあと1回行う可能性を示唆した。また、6月のFOMCで説明されたバランスシート(以下、BS)縮小を10月に開始したと明言。市場への影響を最小化するためにも、本計画はスモールスタートかつ時間をかけて進めていく予定となっているが、利上げも行っていくことを踏まえ、市場は二重の金融引き締めに直面することになる。

インフレ率が目標値を下回る中でのバランスシート縮小には、懸念点も考えられる。BS縮小は自動的に行われるため、11月以降の物価動向が望ましくない場合、FRBは利上げのペースを見直す必要に迫られる可能性もある。また、18年3月に任期が切れるイエレン現FRB議長の後任には、現FRB理事のパウエル氏が指名されている。基本的には、イエレン氏が行ってきた緩やかなペースでの利上げが引き継がれるとみられ、大きな政策変更は無いと予想する。

18年にかけて2%台前半の成長率を予想

米国経済は堅調な消費を主因に、緩やかな拡大が続くと見込む。実質GDP成長率は、17年は同+2.2%と上方修正する(前回同+2.0%)。18年はトランプ政権によって税制改革が行われれば、その効果が顕在化すると見込み、同+2.3%と予測する(変更なし)。

下振れ要因は、第1に、減税やインフラ投資の規模が想定を下回る場合や、それらの進捗に陰りが見え出した場合には、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BS縮小過程で、急激な金利上昇や株安が起きる場合には、耐久消費財の消費や住宅投資が抑制される恐れがある。また、金利上昇がドル高の進行につながれば、輸出が下押しされ、企業マインドが悪化しかねない。

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。総固定資本形成が振れを伴いつつも増加基調を維持しているほか、輸出も16年以降に改善ペースが加速した。

消費は底堅い、消費者マインド、雇用・所得環境も改善

ユーロ圏の消費は、回復基調が持続している。①雇用・所得環境の改善や、②消費者マインドの回復を背景に、実質消費支出は前期比+0.5%前後で底堅く推移（図表4-2）。消費者マインドが金融危機前のピーク（07年）を上回る水準で推移する中、16年末以降は消費性向が高まった。ドイツや南欧諸国を中心に失業者数の減少が続いており（図表4-3）、先行きも消費の回復基調は維持すると見込む。

企業マインド・生産活動は改善

ユーロ圏の企業活動は改善している。企業マインドは幅広い地域で高水準を維持。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、製造業生産の伸びは前年比+3%前後まで上昇した（図表4-4）。現在、在庫の積み増し局面にあり、18年前半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。

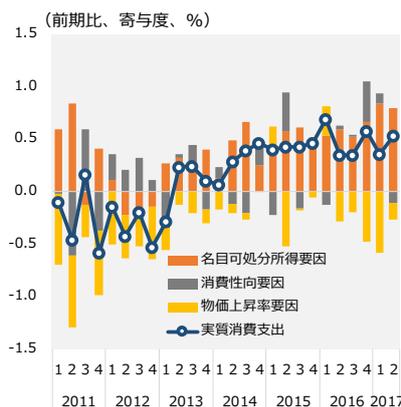
輸出環境も改善している。中国を中心とするアジアや欧州向けの輸出増加を背景に、財輸出は17年以降に伸びを高めた（図表4-5）。海外経済が改善しつつあり、先行きも輸出は緩やかな増加基調が続くと予想する。ただし、欧州中央銀行（ECB）の金融政策の変更（後述）に伴い、ユーロ高が一段と進む場合には、輸出が減速しかねない。購買力平価で測った長期均衡水準（1ユーロ1.2ドル程度）に比べて、現在のユーロ相場は割安となっている（図表4-6）。

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	2.1	1.8	2.2	1.8
ドイツ	1.7	1.9	2.3	1.7
フランス	1.1	1.2	1.7	1.6

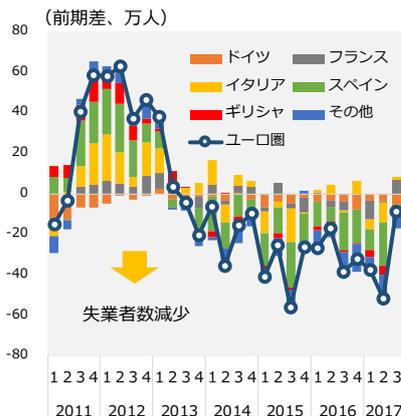
出所：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 消費支出の要因分解



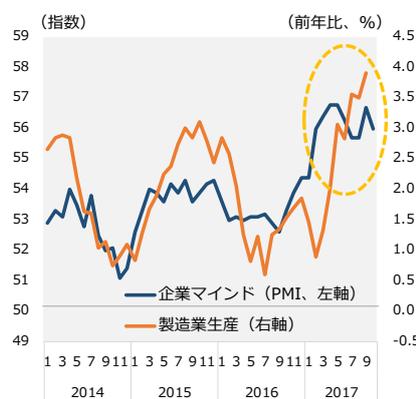
出所：Eurostat

図表 4-3 失業者数



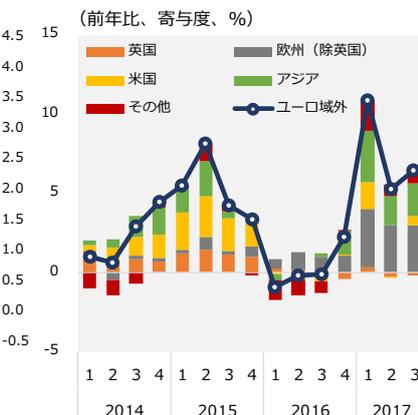
出所：Eurostat

図表 4-4 企業マインド・生産



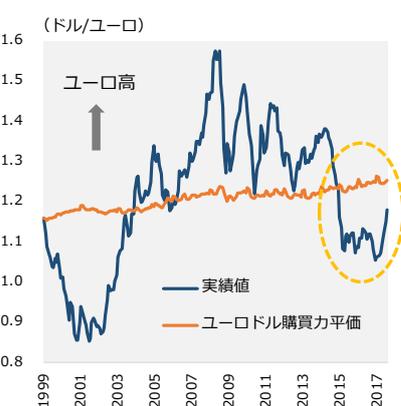
注：製造業生産は後方3ヶ月移動平均。
出所：Eurostat、Bloomberg

図表 4-5 仕向地別の財輸出



注：名目財輸出額。17年7-9月期は、8月までの伸びが9月も続くと仮定。
出所：Eurostat

図表 4-6 為替ユーロ



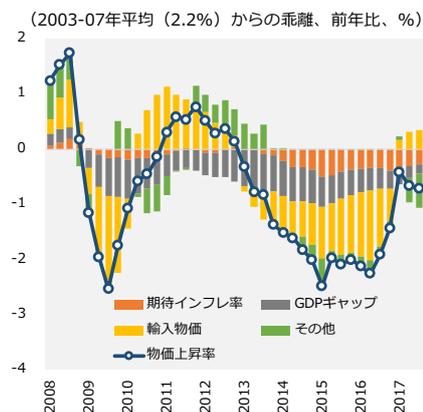
注：購買力平価は消費者物価（1999年1月基準）。
出所：国際通貨研究所

ECB、18年以降の資産購入規模を縮小、月当たり300億ユーロへ

10月開催のECB政策理事会は、物価見通しに対する自信が徐々に改善していることを理由に、18年1~9月の資産購入規模を月当たり600億ユーロから300億ユーロとすることを決定。経済情勢にあわせて資産購入規模を調節するとしつつも、資産購入規模の縮小に着手した。

ただし、金融緩和縮小は慎重に行われるだろう。①物価上昇率の基調は力強さを欠く。物価上昇率は、17年春以降、前年比+1%半ばでの推移が継続。原油安などの輸入による物価押し下げ圧力は和らいでいるものの、期待インフレ率の低下や国内 GDP ギャップの拡大が物価の伸びを押し下げている⁹ (図表 4-7)。②ユーロ圏の経済指標は、資産購入規模の縮小決定時の米国ほどには回復していない (図表 4-8)。ユーロ圏 GDP の約 3 割を占める南欧諸国では、経済情勢に即したテイラールールによる最適金利がマイナスで、現在の政策金利はすでに引締めめである。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。南欧諸国を中心に銀行の貸出姿勢は依然厳しい (図表 4-9)。

図表 4-7 物価上昇率の要因分解



注：試算は脚注 9 を参照。
出所：Eurostat、欧州委員会、ECB

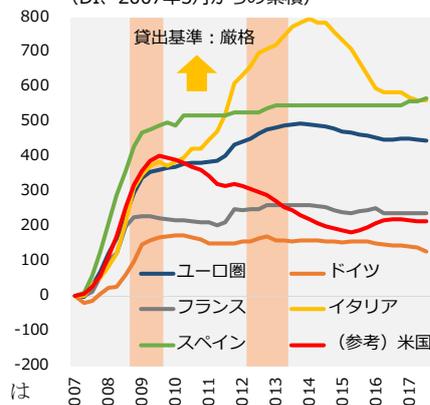
図表 4-8 資産購入縮小決定時の経済指標

	米国 13年12月	ユーロ圏 17年9月
物価上昇率 (前年比)	1.4% (1.2%)	1.5% (0.0%)
物価上昇率(コア) (前年比)	1.5% (1.7%)	1.2% (0.6%)
期待インフレ率 (5年先5年後)	2.9% (2.4%)	1.6% (2.8%)
失業率ギャップ (2007年末との差)	1.7% (1.8%)	1.8% (3.9%)
実質GDP成長率 (前期比年率)	4.0% (1.4%)	2.0% (3.1%)

注：括弧内は資産購入開始時の値。赤(青)はユーロ圏の方が改善した(しなかった)指標。
出所：Eurostat、米国商務省、米国労働省、Bloomberg

図表 4-9 銀行貸出基準

(DI、2007年3月からの累積)



注：企業向けの貸出基準。オレンジの影は景気後退期を示す。
出所：Eurostat、ECB、FRB

英国 EU 離脱交渉は難航、新協定の交渉開始時期が 17 年秋から先送りへ

英国の EU 離脱交渉は難航している。メイ英首相は、9 月後半の演説において、①EU 離脱後の 2 年間は移行期間を設定し、EU 単一市場へのアクセスを維持することや、②移行期間中は EU に対し拠出金を支払う方針を示したものの、想定する精算金は約 200 億ユーロと、約 800 億ユーロを想定する EU 側との相違は大きい。10 月中旬の EU 首脳会議は、精算金などの交渉停滞を理由に、EU 離脱後の新協定 (FTA など) の交渉開始を先送りした。

先行きも交渉難航が続く見込みだ。英国側は、保守党の議席過半数割れとなった 6 月の総選挙後、メイ英首相の求心力が低下しており、英議会はまとまりを欠く。EU 側は、18 年 5 月までにイタリアで総選挙が予定される中、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。WTO のルール下に入る場合、EU 離脱による英国 GDP は約▲1.3%低下するとの試算もある (英財務省)。ユーロ圏にとっても、不確実性の上昇が投資の重石となりかねない。

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 7-9 月期の伸びが当社 8 月時点の予測から上振れたことを受け、17 年を前年比+2.2% (前回+1.9%) と上方修正する。18 年も+1.8% (前回+1.7%) と緩やかな拡大継続を見込む。ドイツは、17 年は同+2.3% (前回+1.7%)、18 年は同+1.7% (前回+1.6%) と上方修正する。フランスも、17 年は同+1.7% (前回+1.4%)、18 年は同+1.6% (前回+1.3%) 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、①ユーロ高が一段と進み、輸出が下押しされる可能性がある。また、②長期金利が上昇すれば、企業活動を抑制要因となる。③イタリアなど銀行の不良債権問題を抱える国では、金融システム不安が高まりうる。第 2 に、中国経済が下振れれば、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。カタルーニャ独立運動の混乱が長引けば、回復途上にあるスペイン経済が減速しかねない。また、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、次の総選挙では定数の 3 分の 2 が比例代表制で行われる予定であり、政権発足に連立が必要となる可能性が高い。選挙後も連立交渉や政策を巡り、不確実性が続く恐れがある。第 4 に、英国 EU 離脱交渉の悪影響がある。通商政策の不確実性が上昇すれば、投資が抑制される。英・EU 間で保護主義化が進む場合、輸出が減少しかねない。

⁹ 物価上昇率を 2 年先の期待インフレ率、物価上昇率 (1 期前)、GDP ギャップ、輸入物価上昇率で回帰したパラメータを用いて試算。期待インフレ率と物価上昇率 (1 期前) のパラメータは、和が 1 となるように制約をかけて推計した。

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世界的な需要拡大を背景とした輸出増加に加え、②物価の安定を背景に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。新興国の小売指数もインドネシアでは成長鈍化となっているが、タイ、ベトナム、ブラジルなどは改善傾向にある（図表 5-2）。

中国経済は、住宅バブル抑制を目的とした不動産関連の金融引締めがやや下押し圧力となっているが、輸出の拡大や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。

ASEAN 経済も、消費や輸出の好調を背景に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。

欧米の金融政策の正常化の中で、金融市場は安定

多くの新興国で株価は堅調に推移しており（図表 5-3）、タイやインドネシアでは最高値を更新している。背景には、①新興国経済が堅調に推移していること、②総論でも述べたとおり世界全体としてリスクテイクの方向に市場が傾いていること、などが考えられる。

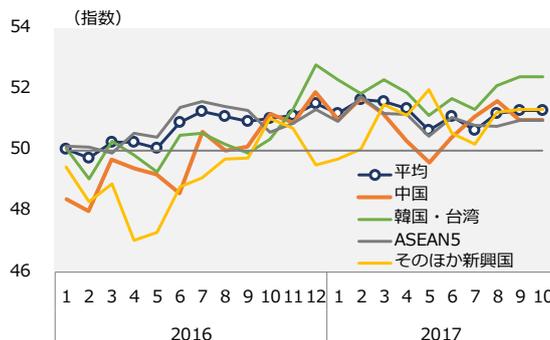
米国でのバランスシート縮小および政策金利の引上げ、欧州の量的緩和縮小の決定など、先進国での金融緩和縮小が決定・進展する中、現在までのところ新興国からの資金流出は観測されていない。

先行きは堅調な成長が続くも、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、共産党による企業管理が強化されることにより短期的には債務問題などのハードランディングには至らないと予想。18 年以降は緩やかな減速傾向に復する可能性が高い。リスク要因としては、習政権が国有企業への関与を強め、サプライサイド改革等の構造改革を急速に推進する姿勢となれば、短期的な成長減速が見込まれる。また、長期的には市場への政府の関与が強まることによって、生産性の伸びが低下する可能性がある。

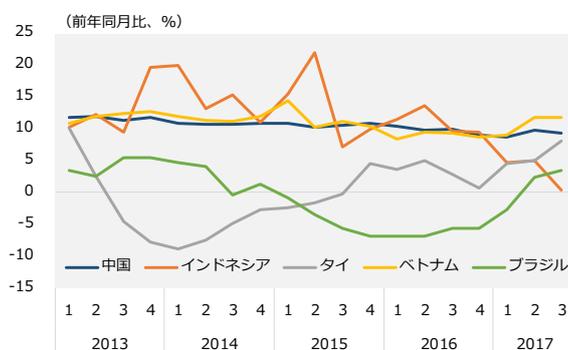
新興国経済の先行きは、中国の成長鈍化により 18 年の成長率はやや減速するものの、物価の安定を背景とする消費の拡大などから、緩やかな回復を続けるだろう。

図表 5-1 新興国の製造業 PMI



注：その他新興国はインド、ブラジル、ロシアの平均。
出所：Bloomberg

図表 5-2 新興国の小売指数



出所：Bloomberg

図表 5-3 新興国の株価



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	5.2	5.0
インドネシア	4.9	5.0	5.0	4.9
マレーシア	5.0	4.2	5.5	4.8
フィリピン	6.1	6.9	6.6	6.6
タイ	2.9	3.3	3.6	3.5
ベトナム	6.7	6.2	6.6	6.5
香港	2.4	2.0	3.5	2.5
韓国	2.5	2.8	3.0	2.8
シンガポール	1.9	2.0	3.5	3.0
台湾	0.7	1.5	2.1	2.2
インド(年度)	8.0	7.1	6.7	7.0
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.6	0.7	2.0

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

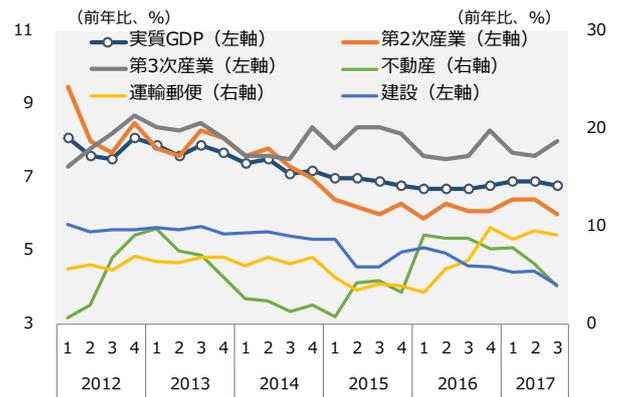
中国経済は底堅く推移

中国経済は堅調に推移している。17年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.8%と前期よりは0.1ポイント低下したが、概ね市場予想通りの結果となった(図表5-5)。

第2次産業の実質GDPは同+6.0%と、輸出が回復している中でも成長が鈍化した。この鈍化分を補ったのが第3次産業で、同+8.0%と前期(同+7.6%)から伸びを高めた。

一方、投機的な動きに対して規制強化の動きがみえる不動産業および建設業では、成長率が鈍化しつつある。

図表 5-5 国内総生産(実質 GDP)



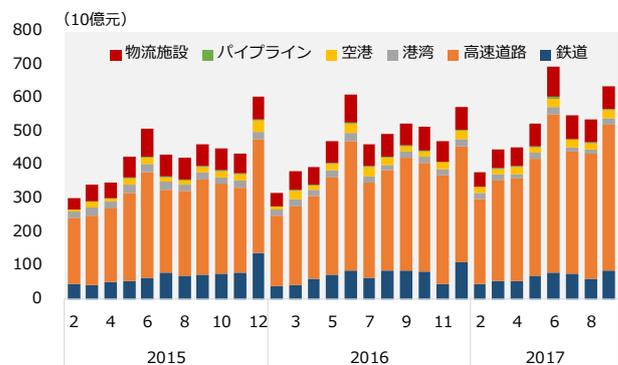
出所：中国国家统计局

一帯一路関連の投資が成長を下支え

近年の実質GDPの高い成長率は、政府主導のインフラ投資、中でも特に高速道路関連の投資に下支えされている。インフラ投資の内訳をみると、高速道路はその半数以上を占めており、一帯一路と関連して特に沿海部と内陸部の物流を支える高速道路建設に多くの投資が向かっている(図表5-6)。

また、下半期は鉄道新規着工が相次ぐなど、引き続きインフラ関連の投資は堅調とみられる。党大会前の予算前倒し執行の影響により、今後は若干下振れが予想されるが、特にPPP(公民連携)プロジェクトを中心に増加も見込まれている。

図表 5-6 インフラ投資

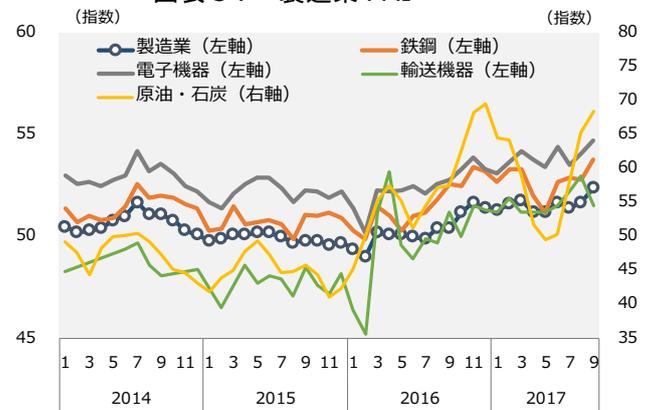


出所：中国国家统计局

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7-9月期で急速に回復している(図表5-7)。強い内外需要を背景に、中国の製造業は生産を増やしている。一方で原材料価格上昇に伴うコスト圧力には注意が必要だ。消費者物価の上昇率が9月に+1.6%であったのに対し、生産者物価は+6.9%と高い水準にある。特に石炭、原油、鉄鋼、非鉄金属などの上昇が高く、コストプッシュでのインフレ懸念もみられる。

図表 5-7 製造業 PMI



出所：Bloomberg

輸出は金属製品・機械類等を中心に持ち直し

輸出は17年に入り堅調な推移をみせており、輸入とともに拡大を続けている(図表5-8)。好調な輸出の内訳をみるために、17年1-8月の輸出を前年同月と比較すると、卑金属製品、機械類・部品、鉄道車両・部品、電気機器等の品目を中心に持ち直しをみせている(図表5-9)。上述した一帯一路構想は、輸出を促進することによって中国の過剰生産設備を海外に移転することを目的の一つにしているとされているが、今後も一帯一路の進展によって緩やかな輸出増加が見込まれる。

図表 5-8 輸出入額



出所：中国国家统计局

落ち着きを見せる消費動向

消費は7-9月期では落ち着きをみせている（図表5-10）。小売売上高の伸びは月平均で10%前半と、緩やかな減速傾向となっている。食品飲料などの品目で減速がみられるものの、医療等の品目では底堅い動きとなっている。雇用環境の改善などにより消費の減速も一段落し、今後も景気を下支えすると見込む。

党主導で構造改革が進展するかが注目

17年秋の党大会を終え、習政権の権力基盤がより強化されるとともに、共産党による支配を強めていく姿勢が明らかとなった。国有企業等への共産党の支配を強めることによる明暗は総論（P.2-5）に記載した通り。

国有企業等、市場への政府の関与を強めることによって、課題となっているサプライサイド構造改革（過剰生産能力削減など）やゾンビ企業の処理、地方政府債務リスクの解消、金融安定性強化などの複数の課題の整理と対応は進展をみせることが想定される。

また、共産党による地方政府への支配も強めていくことが想定されている。これにより、隠れ債務などへの対応も進むものと期待される。

外資規制の緩和、民間投資の刺激などといったその他の主要政策課題については、支配強化の方向ではなく自由化を進める方向で検討が進められつつある。

一方で、市場への政府の関与が強まることにより、長期的にはイノベーション力の低下が懸念される。

今後は、18年春に国務院人事を決める二中全会が、また18年秋には経済政策について議論を行う三中全会が開催される。三中全会では重大な改革が発表されることも多いため、上述した政策の具体化が望まれる。

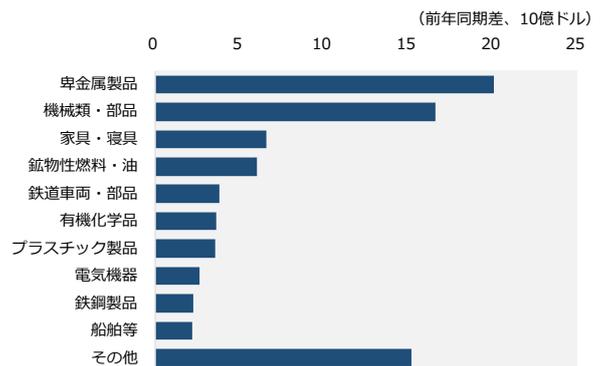
18年にかけては減速傾向で推移

中国経済の先行きは、共産党大会に向け地方政府が高成長の実績を残すために行った投資の前倒しによる効果が剥落することなどにより、投資を中心に成長減速を見込む。先行きの実質GDP成長率は、17年+6.8%、18年+6.5%を予測する。

金融リスクの警戒は引き続き継続

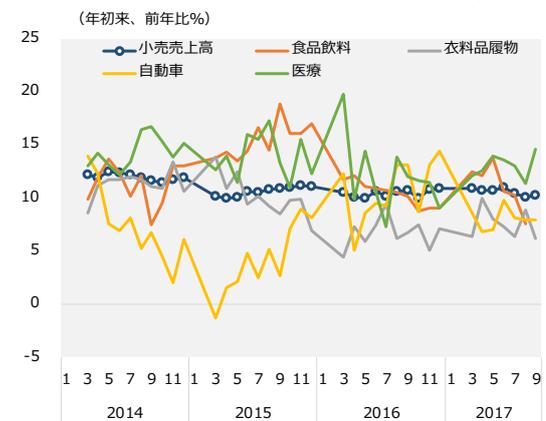
地方政府債務関連の金融リスクは総論で述べた通りだが、これと大きく関連するのがシャドーバンキングのリスクである。シャドーバンキングの資金の一部は融資プラットフォーム（地方政府の投融资プラットフォーム）や不動産に流れているため、双方の問題は不可分とされる。16年以降の社会融資規模関連残高の増減を見ると、17年に入ってから増加額は落ち着いたものの、シャドーバンキングに該当する項目の一つとされる信託貸付の増加が目立っている（図表5-12）。

図表 5-9 品目別輸出増加額



出所：中国国家統計局

図表 5-10 品目別の名目消費



出所：Bloomberg

図表 5-11 党大会前後で議論された主要政策

分類	概要
外資規制の緩和	● ネガティブリスト方式への転換 ● 特定産業に対する外資の持ち株比率制限の撤廃 等
民間投資の刺激	● 投資PJの審査等の行政プロセスの簡素化 ● 中小企業や技術企業への金融支援 ● 地方政府による企業権益への介入防止 等
地方政府の債務抑制	● 隠れ債務の増大抑制 ● 増徴税改革と財政権限 等

出所：各種資料より三菱総合研究所作成

図表 5-12 社会融資規模残高増減額



出所：中国人民銀行

(3) ASEAN およ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（図表 5-13）。

ASEAN を見ると、インドネシア・フィリピンでは 17 年に入り実質 GDP 成長率が横ばいだが、その他の国では国による強弱はあるものの堅調な成長を維持している。マレーシアでは内需の成長が緩やかだったものの外需の強さが GDP を押し上げた。またタイでは輸出が堅調なことに加え、医療保険制度の支出増に伴う政府支出の拡大や、主要農産物の生産拡大による農業所得の増加などの影響により GDP の押し上げにつながっている。

その他東アジア地域について、韓国では輸出の拡大に加えて設備投資の拡大や補正予算の執行効果により底堅い成長を続けている。

対中輸出で存在感を拡大

ASEAN・その他アジアともに、17 年に入り特に輸出が成長を押し上げる要因となっているが、中でも中国に対する輸出の増加が顕著となっている。中国の輸出入に占める ASEAN の割合を見ると、特に 16 年後半以降顕著に ASEAN から中国への輸出比率が上昇している（図表 5-14）。

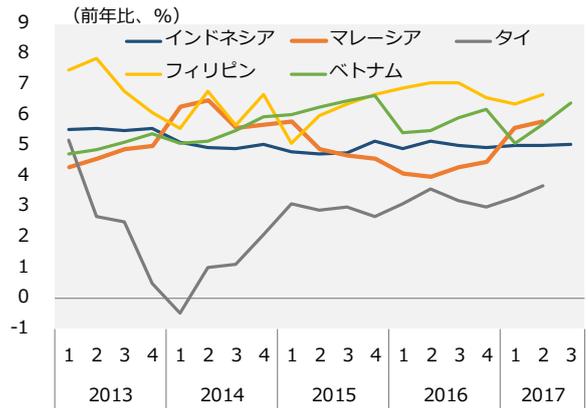
ASEAN およびその他東アジア地域の中国への輸出主要品目を見てみると、インドネシア、マレーシア、シンガポールでは鉱物性生産品、タイではプラスチック・ゴム製品、ベトナムでは機械類・部品の輸出がそれぞれ伸びている（図表 5-15）。韓国や台湾などのその他東アジア諸国では、世界的な IT サイクルの影響もあり、機械類・部品の伸びが高い。中国経済が安定的に推移すれば ASEAN およびその他東アジア地域からの輸出も同様に伸びていくことが見込まれる。

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、輸出の拡大やインフレ圧力緩和による消費の緩やかな拡大などから高い伸びを続けるが、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+5.2%、18 年が同+5.0%を予測。

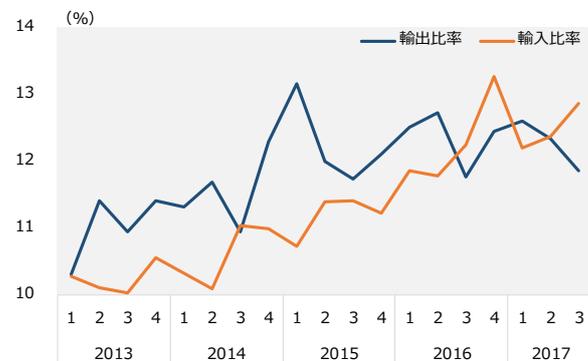
先行きのリスクは、第 1 に、米国の政策変更があげられる。米国の利上げペースが加速し世界的に経済の回復傾向が弱まれば、輸出の減少を経由して ASEAN・その他アジアの成長を下押ししかねない。第 2 に、朝鮮半島の緊張の高まりなど、地政学リスクが強く意識される状況が続けば、好調な金融市場が再びリスク回避的な動きへと転じる可能性がある。

図表 5-13 ASEAN の実質 GDP 成長率



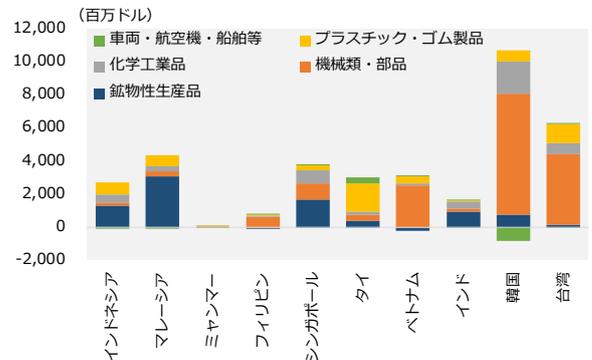
出所：Bloomberg、CEIC

図表 5-14 中国の輸出入に占める ASEAN 比率



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-15 中国向け輸出の品目別増加額



注：対中輸出の 2016 年 1-8 月および 2017 年 1-8 月を比較して品目レベルの増加額を算出。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

(4) インド経済

消費主導の回復は減速傾向に

インド経済は減速している（図表 5-16）。GDP でみても 16 年 1-3 月期以降成長率は減速しており、4-6 月期では前年同期比で+5.7%まで減速した。これまで高額紙幣廃止や物品サービス税（GST）の導入などの施策を行ってきたが、これらが実体経済にマイナスの影響を与え、特に雇用情勢が悪化している。GST の導入は、長期的には税制の簡便化による恩恵が見込まれるものの、中小企業を中心に GST の税率や手続きへの理解が遅れており、製造業の物流分野に悪影響が出ている。

失業率の上昇が重石

最近の失業率は 17 年 10 月以降、特に都市部において上昇している（図表 5-17）。特に製造業では課題といわれており、失業が広がれば現状国民からの人気根強いモディ政権の信任が揺らぐ可能性もある。もっともモディ政権は、雇用以外の面では、貯蓄率の上昇による投資資金増、不良債権処理の進捗、汚職取締りの強化などの成果を残している。今後は不良債権を抱える国営銀行への大規模な資本注入が予定されており、向こう 2 年間に GDP の 1.2%に相当する額が投じられる予定。

インド経済は 18 年にかけて失業の増加に伴い消費によるものの、国営銀行への資本注入によって、成長が下支えされると見込む。実質 GDP 成長率（年度）は、17 年度は前年比+6.7%、18 年度は同+7.0%を予測する。

(5) ブラジル経済

輸出の拡大と内需減速の一服で復調の兆し

15 年以降低迷が続いていたブラジル経済は、17 年になり復調の兆しが見え始めた。17 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.2%、前年同期比+0.3%と 14 年 1-3 月期以来のプラス成長となった（図表 5-18）。

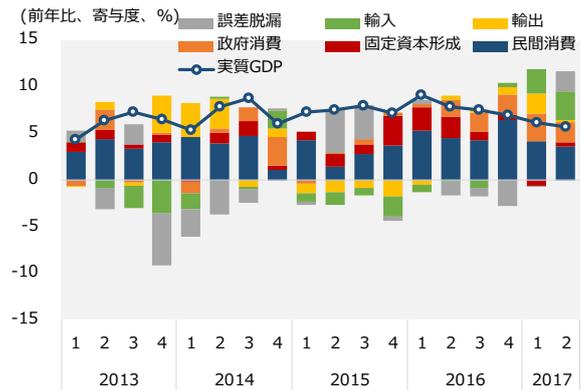
回復の背景は他の新興国同様、輸出に拠るところが大きい。輸出は前年同月比で概ね増加している一方、輸入はあまり水準が変わらなかったため貿易収支は改善した（図表 5-19）。また、雇用や所得の状況が徐々に改善し、家計支出がプラス成長となったことも GDP 成長に貢献した。一方、政府支出や固定資本形成の落ち込みは大きく、政府の緊縮財政が成長の重石となっている。

先行きは改善も回復の足取りは緩やか

先行きは、①輸出の力強い回復、②インフレの減速など明るい材料もある。汚職捜査によって既得権を保護していた政治家らに対する圧力が高まる中、生産性向上のための改革が勢いを増しつつある。

一方で、成長の重石となっている非常に深刻な財政赤字など、根本的なブラジル経済の課題は大きく改善していない。そのためブラジル経済は今後も楽観できない状況が続くだろう。実質 GDP 成長率は、17 年は前年比+0.7%、18 年は同+2.0%を見込む。

図表 5-16 インドの実質 GDP 成長率



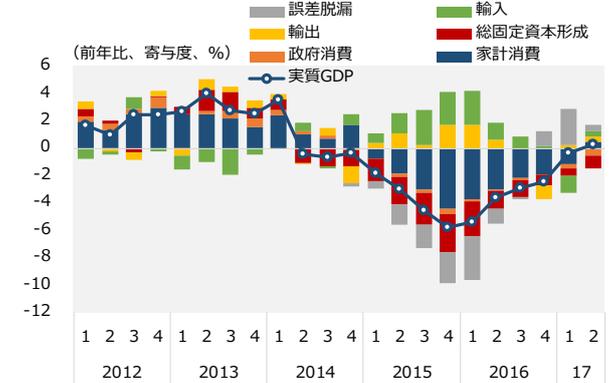
出所：インド国家統計機構

図表 5-17 都市および地方部の失業率



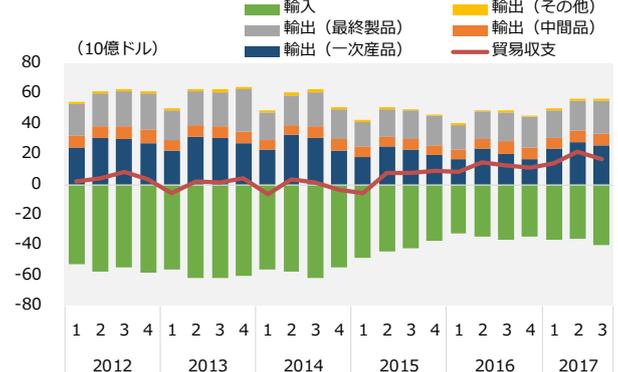
出所：CMIE

図表 5-18 ブラジルの実質 GDP 成長率



出所：ブラジル地理統計資料院

図表 5-19 ブラジルの貿易収支



出所：CEIC

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）	531,971	537,902	546,857	557,143	2.7%	1.1%	1.7%	1.9%
	民間最終消費支出	300,061	301,028	304,388	309,632	0.5%	0.3%	1.1%	1.7%
	民間住宅投資	15,930	16,925	17,518	17,793	2.7%	6.2%	3.5%	1.6%
	民間設備投資	81,144	82,530	85,018	86,048	1.1%	1.7%	3.0%	1.2%
	民間在庫品増加	2,479	398	▲ 62	965	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,018	105,947	107,154	109,347	1.7%	▲ 0.1%	1.1%	2.0%
	公的固定資本形成	26,724	25,791	26,888	26,841	▲ 1.4%	▲ 3.5%	4.2%	▲ 0.2%
	公的在庫品増加	18	19	34	172	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 402	5,264	5,920	6,345	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,677	88,566	96,227	98,632	▲ 0.7%	▲ 3.4%	8.7%	2.5%
財貨・サービス輸入	92,078	83,302	90,308	92,287	▲ 8.9%	▲ 9.5%	8.4%	2.2%	

（単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	516,766	523,342	531,468	536,810	1.3%	1.3%	1.6%	1.0%
	民間最終消費支出	295,368	297,349	300,484	302,836	0.6%	0.7%	1.1%	0.8%
	民間住宅投資	15,070	16,068	16,312	16,410	2.8%	6.6%	1.5%	0.6%
	民間設備投資	79,524	81,490	83,238	84,168	0.6%	2.5%	2.1%	1.1%
	民間在庫品増加	2,663	575	122	1,150	***	***	***	***
	政府最終消費支出	105,346	105,740	106,527	107,668	2.0%	0.4%	0.7%	1.1%
	公的固定資本形成	25,565	24,742	25,388	25,183	▲ 1.9%	▲ 3.2%	2.6%	▲ 0.8%
	公的在庫品増加	22	20	34	171	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲ 6,951	▲ 3,120	▲ 1,257	▲ 1,183	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	82,766	85,394	89,184	90,432	0.7%	3.2%	4.4%	1.4%
財貨・サービス輸入	89,717	88,514	90,442	91,616	0.2%	▲ 1.3%	2.2%	1.3%	

	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	102.8	104.0	▲ 0.9%	1.1%	4.3%	1.1%
	国内企業物価指数	99.1	96.8	99.1	100.4	▲ 3.3%	▲ 2.3%	2.4%	1.2%
	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	102.9	103.8	1.5%	▲ 0.2%	0.1%	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	95.9	96.8	4.6%	5.8%	▲ 1.6%	0.9%

（単位：10億円、％）

対外バランス	經常収支（10億円）	17,862	20,382	23,552	25,968	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲ 1,023	4,391	4,671	5,752	***	***	***	***
	貿易収支	330	5,773	5,606	6,281	***	***	***	***
	輸出	73,156	70,679	77,040	79,327	▲ 3.3%	▲ 3.4%	9.0%	3.0%
	輸入	72,826	64,906	71,435	73,046	▲ 11.5%	▲ 10.9%	10.1%	2.3%
	通関収支戻（10億円）	▲ 1,105	4,000	4,074	4,390	***	***	***	***
通関輸出	74,115	71,525	77,934	79,875	▲ 0.7%	▲ 3.5%	9.0%	2.5%	
通関輸入	75,220	67,525	73,860	75,485	▲ 10.2%	▲ 10.2%	9.4%	2.2%	

為替	国債10年物利回り	0.29%	-0.04%	0.05%	0.05%	***	***	***	***
	M2	913,368	946,306	981,354	1,009,870	3.5%	3.6%	3.7%	2.9%
	日経平均株価	18,841	17,520	20,955	23,384	15.8%	▲ 7.0%	19.6%	11.6%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	44.9	47.8	51.2	55.0	▲ 44.2%	6.4%	7.0%	7.5%
	円/ドル レート	120.0	108.4	112.3	116.2	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.105	1.097	1.153	1.167	***	***	***	***
円/ユーロ レート	132.6	118.9	129.5	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 土谷和之 猪瀬淳也 森重彰浩 田中康就 谷口豪

本件に関するお問い合わせ先

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

【内容に関するお問い合わせ】

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

【取材に関するお問い合わせ】

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

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