

2018年世界経済・産業・市況見通し

Marubeni

2017年12月22日

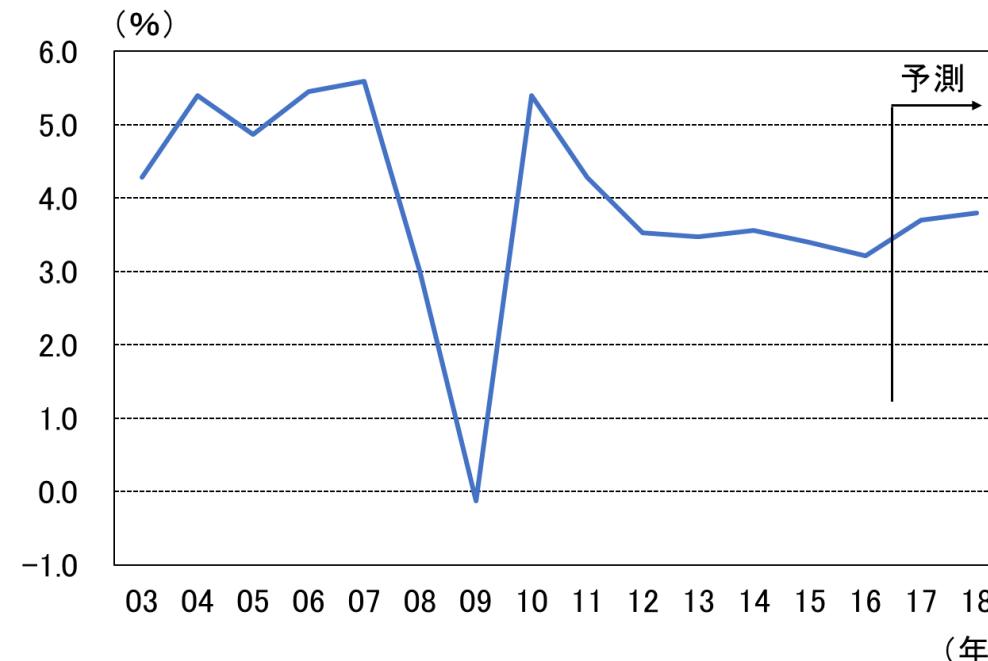
丸紅経済研究所

1. 世界経済展望

2018年は先進国、新興国とも安定成長

- 2018年の世界経済は、安定的に拡大する。世界の実質GDP成長率は3.8%に上昇、2012年以降では最も高く、多くの国・地域で消費者・企業マインドが改善して、世界経済は順調という印象が強まろう。先進国は、米国・欧州・日本ともに堅調に推移。新興国も中国やインドが着実に拡大、ASEANは堅調、2017年に回復に転じたばかりの資源国も緩やかな景気拡大を維持する。世界貿易量も2017年、18年は経済成長率を上回る伸びが続き、復調が明確になろう。
- 世界経済が安定成長なら、2018年の先進国、新興国ともインフレ圧力は緩やかであり、金融政策も先進国で慎重に正常化が進められるにとどまろう。
- 世界の金融システムは安定度を強めていて、景気の予想外の失速リスクは小さい。むしろリスクは、可能性は低いが米国景気の加速か。潜在成長率の低下から、米国の需給ギャップは2017年にプラスに転じている。18年に景気加速なら、需給タイト化でインフレ圧力が増大、FRBは引き締めを急ぐ。先には米国で資産価格の調整、世界はドル高圧力、新興国の資本流出などのリスクが強まる。ユーロ圏も米国ほどではないが、景気加速から生じるリスクがある。
- 他のリスクは、トランプ政権の動向と中間選挙、Brexit交渉、中国の過剰債務問題、地政学リスク(中東・北朝鮮等)に留意。

▽ 世界の実質GDP成長率の推移



(出所)IMF "World Economic Outlook" (October 2017)を基に丸紅経済研究所作成

▽ 世界の成長率見通し(%)

	2016	2001-'07	2016	2017	2018
	構成比 (平均)	前年比	前年比	前年比	前年比
世界	100.0	4.4	3.2	3.7	3.8
先進国	41.8	2.4	1.7	2.3	2.2
米国	15.5	2.4	1.5	2.5	2.5
ユーロ圏	11.7	2.0	1.8	2.2	2.1
日本	4.4	1.3	0.9	1.7	1.4
英国	2.3	2.7	1.8	1.5	1.4
新興国	58.2	6.7	4.3	4.7	4.9
サハラ・アフリカ	3.0	6.2	1.4	2.6	3.4
中東欧	3.5	4.9	3.1	4.7	3.6
ロシア	3.2	6.8	▲ 0.2	1.8	1.6
中国	17.7	10.8	6.7	6.8	6.5
インド	7.2	7.5	7.1	6.7	7.4
ASEAN5	5.4	5.3	4.9	5.2	5.2
中東・北アフリカ	7.7	5.7	5.0	2.6	3.5
中南米	7.8	3.6	▲ 0.9	1.2	1.9

(注) 中東・北アフリカはアフガニスタン及びパキスタン含む。

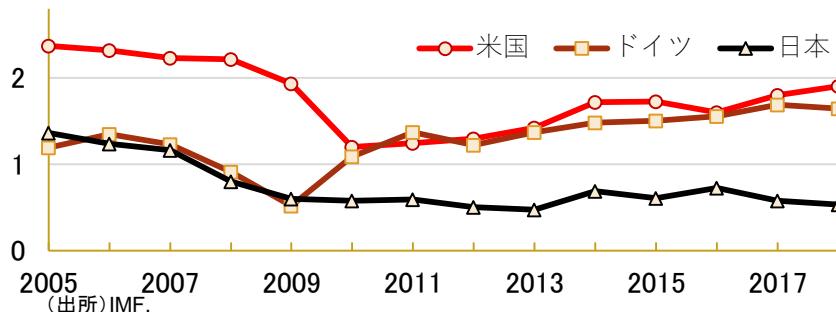
(出所) IMF "World Economic Outlook" (October 2017)などを基に丸紅経済研究所作成

2. 世界経済の留意点

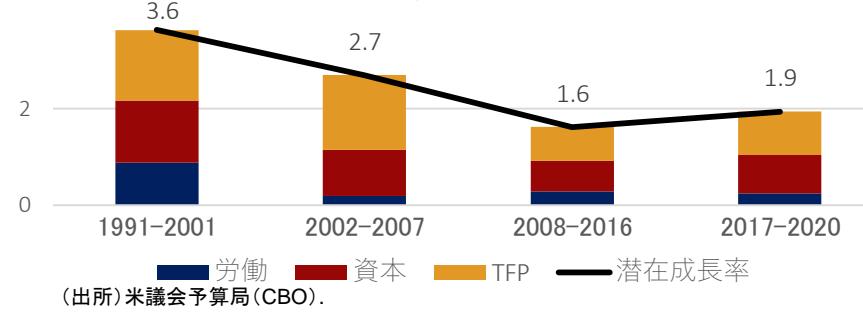
停滞する潜在成長率、世界経済の展開に影響強めそう

- 多くの地域で低下し、伸び悩む潜在成長率。2017–18年はそれを上回るペースでの景気拡大で、世界経済に新たな影響が生じる。
 - 長い目でみた一国の経済の成長力を映し出す「潜在成長率」は、先進国では米国や日本、新興国では中国、ブラジルやロシアなどで2010年代前半に低下、その後に少し回復。堅調なドイツ、インドの持続といった動きはあるが、世界全体では低下傾向にある。
 - 米国、中国の場合、ともに資本とTFPの伸び率の低下が目立つ。米国は近年の設備投資の抑制が両方に響き、潜在成長率を抑えている模様。中国は過剰生産能力の調整と先進国へのキャッチアップの一巡が影響か。将来的にはNew EconomyでTFPに伸び余地が生じる可能性。
 - 2017–18年は、多くの先進国、新興国において経済成長率が潜在成長率を上回る見込みだが、その持続は無理。設備投資の拡大、技術進歩の加速などを通じて潜在成長率が上向かなければ、景気は2019年以降に減速して潜在成長率程度に収まる可能性が高い。
 - その前に18年の米国、ユーロ圏で景気拡大に弾みがつくようなら、需給タイトになりインフレ圧力増大、FRBとECBが引き締めを早める必要も。

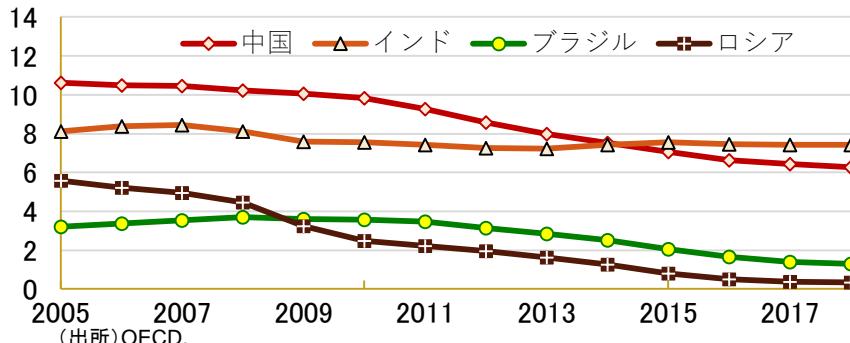
▽ 先進国・地域の潜在成長率(%)



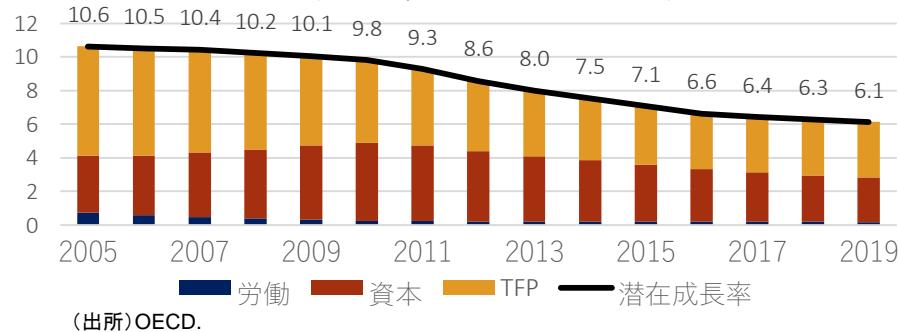
▽ 米国の潜在成長率の要因別寄与度(%)



▽ 主要新興国の潜在成長率(%)



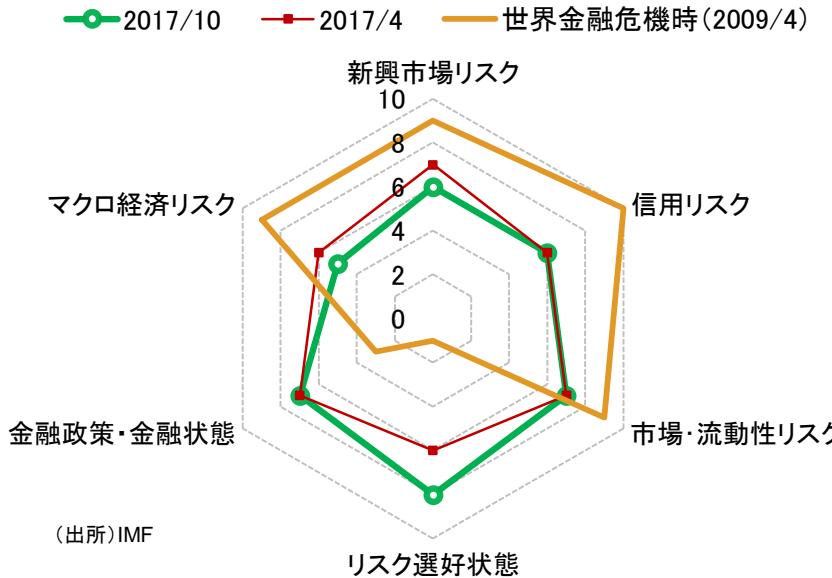
▽ 中国の潜在成長率の要因別寄与度(%)



3. 世界経済の留意点

国際金融システムは安定、非金融部門の債務増大は今後に注意

▽ 世界の金融安定性



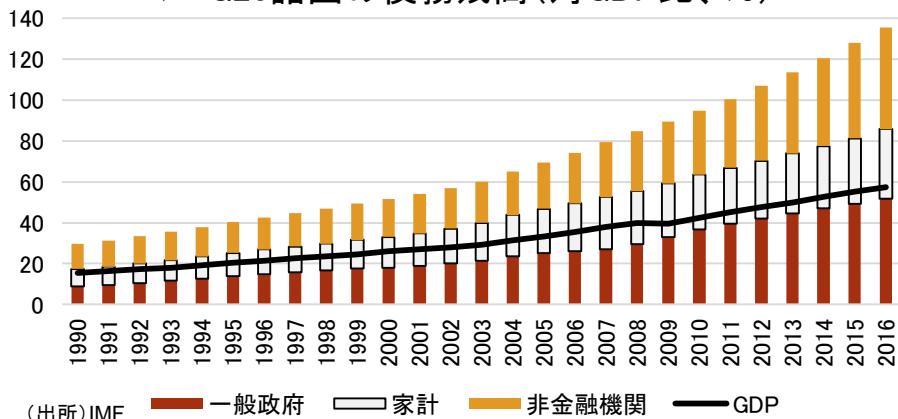
□ 当面の金融不安定化のリスクは低下。

- 米国、欧州、日本の当局による異例の超金融緩和の継続、金融規制の強化に加え、最近になって景気が上向いてきたことにより、国際金融システムはより強靭になってきた。多くの先進国で銀行部門の健全性は高まっていることもあり、当面の金融不安定化のリスクは低下。
- 問題は、緩和的な金融環境の長期継続を受けて、資産価格の上昇とレバレッジ拡大が発生していること。金融安定性についてのリスクも、銀行部門からノンバンクヘシフト。市場リスクも増大傾向。
- 利回り資産への投資を求める多額の資金があふれる一方で、世界全体の投資適格債券のうち、4%以上の利回りが確保できる債券の割合は、金融危機前の2007年の80%(15.8兆ドル)から、5%(1.8兆ドル)に激減。リターンを求める投資家が高い信用・流動リスクを許容、伝統的でない資産も投資対象に。
- 今後、金融政策の正常化が進めば、急激にタイミングの悪い資金移動が生じて金融市場が動搖する恐れ。緩和継続でも、過度のリスク蓄積が進んでしまう恐れも。

□ G20全体では非金融部門のレバレッジが金融危機前より増大

- 政府、家計、企業(金融機関以外)の債務残高は135兆ドル、GDP比235%に増大。オーストラリア、カナダ、中国、韓国は債務返済負担、債務水準とも既に高水準であり、金融環境のタイト化と景気鈍化に脆弱。
- IMFによれば、リスクプレミアムの拡大、資産価格ボラティリティの上昇、世界的なリスク選好の減少があれば、近い将来の経済成長の低下リスクが強まる。現時点では資金調達コストも金融市场のボラティリティも低く、世界経済の失速リスクは見当たらない。
- 一方で、レバレッジ拡大は将来的なリスク暗示。今後、スプレッド拡大やボラティリティ急上昇が生じれば、世界経済の失速リスクは高まりうるから、今後の動向に注意が必要。

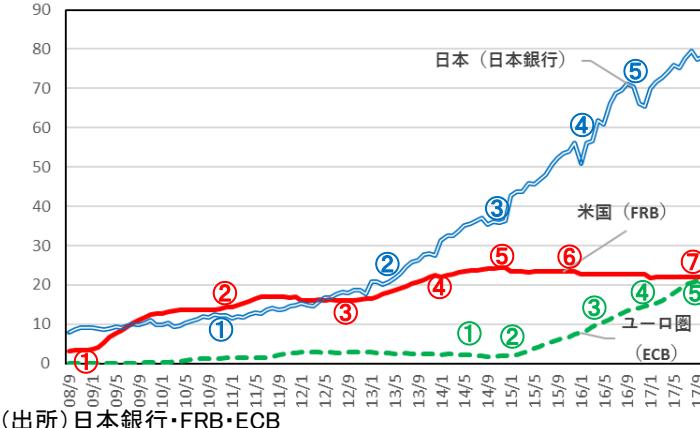
▽ G20諸国の債務残高(対GDP比、%)



4. 世界経済の留意点

米国の超金融緩和からの引締めは未経験のインパクトはらむ

▽日・米・ユーロ圏中央銀行の保有金融資産の推移(名目GDP比%)と主要な金融政策

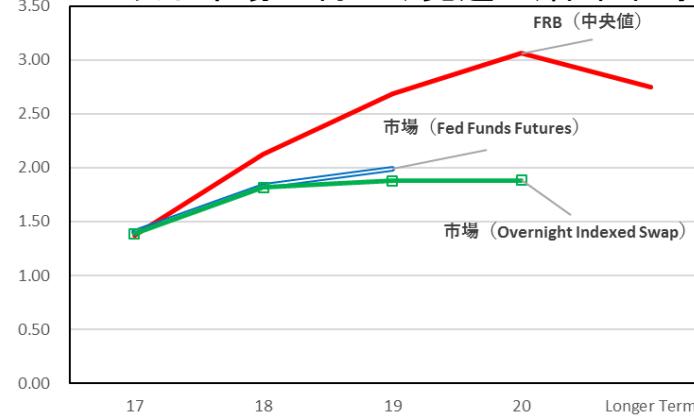


日本	米国	ユーロ圏
① 実質ゼロ金利政策	① QE1	① 不胎化停止を伴う資産購入開始
② 量的・質的金融緩和	② QE2	② 国債購入開始(月600億ユーロ)
③ 量的・質的金融緩和の拡大	③ QE3	③ 800億ユーロに増額
④ マイナス金利	④ テーパリング開始	④ 600億ユーロに減額、購入期間延長
⑤ イールドカーブコントロール	⑤ テーパリング終了	⑤ 利上げ
	⑥ 資産売却開始	⑥ 300億ユーロに減額、購入期間延長
	⑦ 資産売却開始	

▽金融政策逆行のリスク

緩和継続のリスク	政策決定に影響しうる要因
バブルの受け皿となるリスク	供給したマネーが国外に向かい資産価格の支持役を演ずる懸念(国内の政策効果は減退)。
ボラティリティ上昇下での政策バッファー縮小のリスク	市場環境の正常化に伴い緩和継続国でも政策バッファー復元の必要性が意識される可能性。
銀行経営に対するリスク	銀行の過度なリスクテイクを誘発、中期的に金融システムの健全性に格差を生じさせる恐れ。
為替レート独歩安のリスク	賃金上昇が抑制されるなか、インフレが家計の実質所得を圧迫。
政策解除を一段と困難化させるリスク	正常化先行国における政策解除のあり方と市場へのインパクトは政策判断の重要な指針に。

▽FRB及び市場の利上げ見通し(各年末時点)



	2017	2018	2019	2020	Longer Term
FRB (中央値)	1.375	2.125	2.688	3.062	2.750
市場 (Fed Funds Futures)	1.405	1.835	1.990	—	—
市場 (Overnight Indexed Swap)	1.387	1.815	1.876	1.880	—
FRB - 市場 (Overnight Indexed Swap)	0.032	0.310	0.812	1.182	—

(出所) FRB・Bloomberg、FRB見通しおよび市場見通しは12/13現在

□ 超金融緩和からの引締めが進む

- 米国が金融引締めを継続。米国の直近2度の利上げ局面では、ITバブル崩壊(2000年)、リーマンショック(08年)が起きているが、今回もそれらを上回る超金融緩和からの引締めであり、経済に対する未経験の甚大なインパクトをはらむ。
- 具体的には超金融緩和下で過大評価されてきた可能性がある資産(先進国国債等)の価格調整リスクに注意すべき。新興市場国からの資金流出や、予防的金融引締め国との連鎖的増加も予想される。

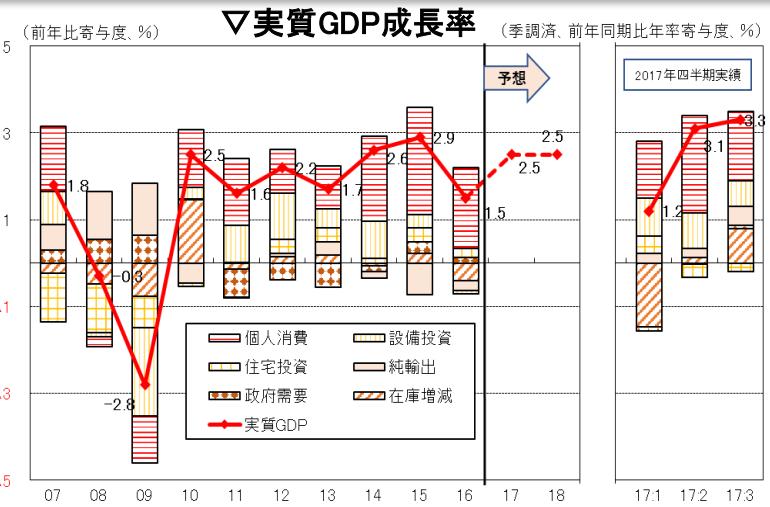
□ 主要国の金融政策に温度差

- 米国が金融引締めを行う一方、ユーロ圏・日本は緩和継続。ただし、ユーロ圏は緩和規模を縮小。日本は緩和スタンスを維持(ただし足元では実際の資産買入額が縮小)。
- 消費者物価伸び率は日・米・ユーロ圏いずれも低いまま。この状態が続くのか、あるいは消費者物価上昇率が加速するのかが金融政策を見通す上で重要。
- ECBの金融緩和は早ければ18年9月に終了。金融政策逆行に伴うリスクも存在する中、日銀は緩和を継続できるか注視。

□ FRB、日銀トップ交代(可能性)に注目

- FRBはパウエル議長に交代(18年2月)。日銀は黒田総裁続投が濃厚だが、交代なら波乱も。ECB総裁任期は19年10月。

5. 米国 個人消費の伸びと、設備投資の持ち直しにより景気拡大続く

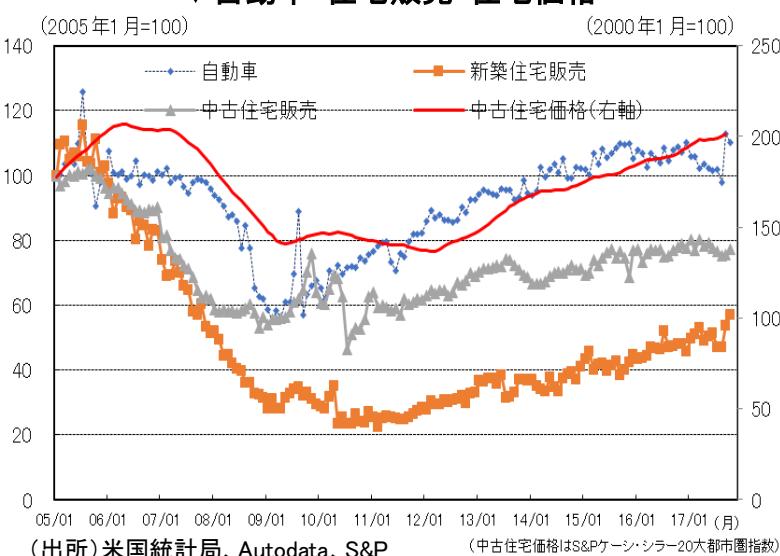


(出所)米国商務省経済分析局(BEA)、連邦準備制度理事会(FRB)



(出所)Bloomberg

△自動車・住宅販売・住宅価格



(出所)米国統計局、Autodata、S&P

△トランプ政権2年目の主要政策

- 税制改革**
17年内に実現する可能性が高まっているが、個人所得税は时限立法のため、中間層には実質的な増税となる場合もある。また、既に実効税率が有効税率より低い大企業への影響は限定的との見方もある
- 通商交渉**
NAFTA再交渉は、中間選挙に向けた実績として、18年3月末までの合意を目指しているが、見通しは不透明。対中貿易では、北朝鮮問題次第で強硬策を実行する懸念もある
- 外交**
北朝鮮問題は軍事行動の勃発、イラン制裁・中東等を巡る諸問題は、各国と米国の関係を悪化させるリスクをはらんでいる

(出所)各種報道より丸紅経済研究所作成

□ 米国は堅調な成長が持続

個人消費と設備投資は堅調に拡大。景気拡張期間は100カ月を超え、2018年中に戦後2番目の長さになるとみられる。

株式市場は、好調な企業業績や税制改革への期待から、最高値圏で推移。金融引締めは要注意だが、サブプライムローン等の調整材料は見当たらない。

新車販売は、2008年の金融危機前の水準まで回復。2018年は1700万台を超えるレベルでの横這い推移と予想。住宅販売は金融危機前の水準以下に留まっている一方、住宅価格は金融危機前の水準まで上昇。

□ 政治面ではテールリスクに注意

2018年11月の中間選挙に向け、トランプ政権は春頃まで実績作り(=公約実現)に注力すると思われる。

その過程で、与野党協議の不調や共和党内の分裂により、税制改革の頓挫、連邦政府閉鎖または国債デフォルトとなるリスクがある。

ロシア疑惑を巡る捜査次第では、政権の中枢を揺るがす事態に発展しかねない。

北朝鮮問題では、米国本土への危機が高まっているものの、軍事行動は被害が大きいため選択肢は限られている。外交による平和的な解決を目指すというのが一般的な見方。

6. 欧州

景気の先行きはより楽観的な見方に。Brexitは通商交渉へ

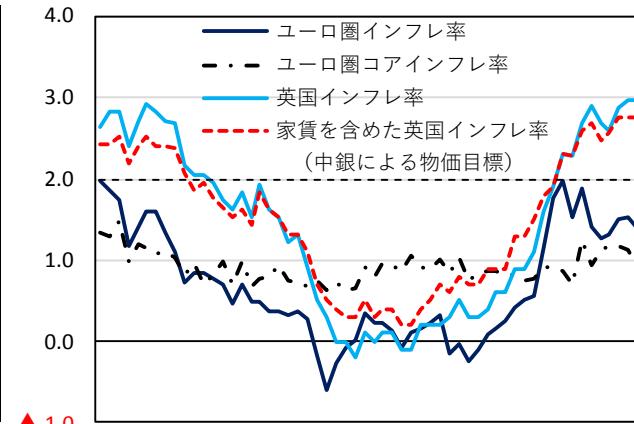
▽主要経済指標

(前年比、%)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 予測
ユーロ圏GDP成長率	▲0.2	1.3	2.1	1.8	2.2	2.1
民間消費	▲0.6	0.8	1.8	2.0	1.8	1.7
インフレ率	1.3	0.4	0.0	0.2	1.5	1.4
ドイツGDP成長率	0.5	1.9	1.7	1.9	2.2	2.1
フランスGDP成長率	0.6	0.9	1.1	1.2	1.6	1.7
イタリアGDP成長率	▲1.7	0.1	1.0	0.9	1.5	1.3
スペインGDP成長率	▲1.7	1.4	3.4	3.3	3.1	2.5
英国GDP成長率	2.0	3.1	2.4	1.8	1.5	1.4
民間消費	1.9	2.2	2.7	2.8	1.5	0.8
インフレ率	2.5	1.5	0.0	0.7	2.7	2.4

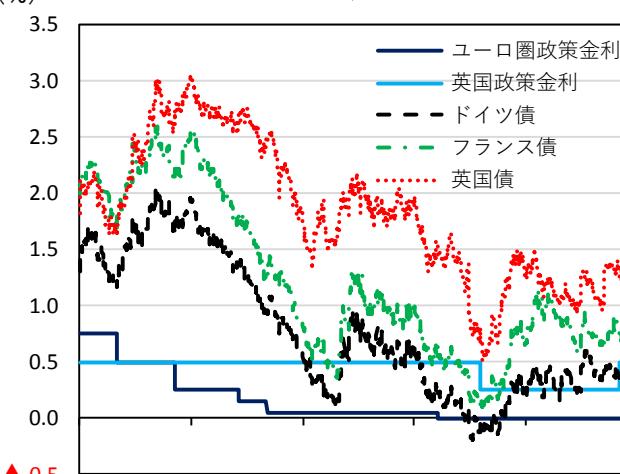
(前年比、%、2%が物価目標)

▽消費者物価指数の動向



(出所) 欧州統計局、英國国家統計局

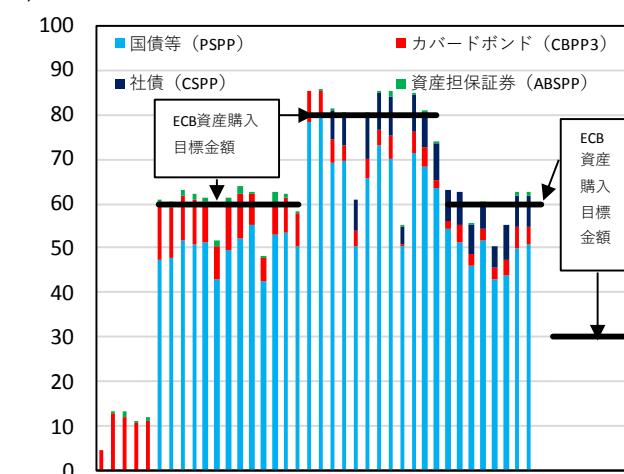
▽政策金利と主要国長期金利(10年物)



(出所) Bloomberg

(億ユーロ)

▽ ECBによる資産購入額推移



(出所) 欧州中央銀行

□ 2018年の欧州経済の見方は楽観的

欧州委員会は、11月発表の秋季経済見通しで、ユーロ圏の2018年実質GDP成長率の見通しを前年比+2.2%に上方修正した。個人消費や投資を中心とした回復が継続する見込み。

Brexitがリスク要因であるが、英国が清算金等の重要テーマでEUに歩み寄り、離脱条件に関し大筋合意が成立。交渉の先行きに楽観的な見方が出てきた。今後の主要な交渉分野は通商関係に移る。Brexitの離脱時期(2019年3月)を後倒しせず通商交渉を決着できるかが焦点。

□ ユーロ圏の物価情勢は依然弱め

ユーロ圏のコアインフレ率は足元で前年比+0.9%。ユーロ圏の全般的な賃金上昇が進まず、インフレ期待の形成がバックワードルッキング型であるという指摘も。

他方、英国のインフレ率は、足元で同+3.0%と高水準で推移。イングランド銀行のカーニー総裁は、今後2年間で3回の利上げを示唆。ただし、賃金上昇等による利上げサイクルの加速にも留意。

□ 金融政策の正常化への道のりは長い

ECBの資産購入は2018年9月まで9ヶ月延長され、規模が月額600億ユーロから300億ユーロに縮小。各国でのインフレ格差やECB内の対立により、今後の方向性には不透明さが残る。

7. 日本

潜在成長率を超える成長となるが、本格的なデフレ脱却ならず

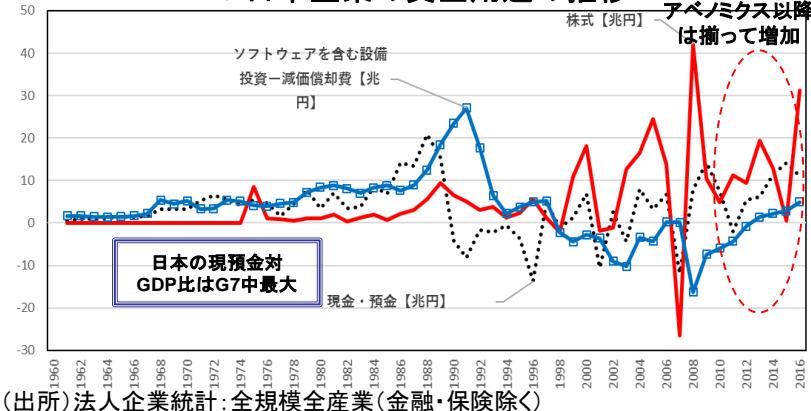
▽主要経済指標

(前年比%、見込み・予測は下線・斜字体)

	2016	2017	2018
実質GDP	0.9	<u>1.7</u>	<u>1.4</u>
名目GDP	1.2	<u>1.5</u>	<u>2.1</u>
民間最終消費支出	0.1	<u>1.1</u>	<u>1.0</u>
民間住宅投資	5.6	<u>3.4</u>	<u>▲1.4</u>
民間企業設備投資	0.6	<u>3.0</u>	<u>3.4</u>
民間在庫変動（寄与度）	<u>▲0.2</u>	<u>▲0.2</u>	<u>0.1</u>
政府最終消費支出	1.3	<u>0.3</u>	<u>1.5</u>
公的固定資本形成	<u>▲0.1</u>	<u>1.3</u>	<u>▲1.5</u>
公的在庫変動（寄与度）	0.0	<u>0.0</u>	<u>0.0</u>
外需（寄与度）	0.6	<u>0.5</u>	<u>0.1</u>
輸出	1.3	<u>5.9</u>	<u>3.2</u>
輸入	<u>▲1.9</u>	<u>2.6</u>	<u>2.7</u>

(出所)日本経済研究センター

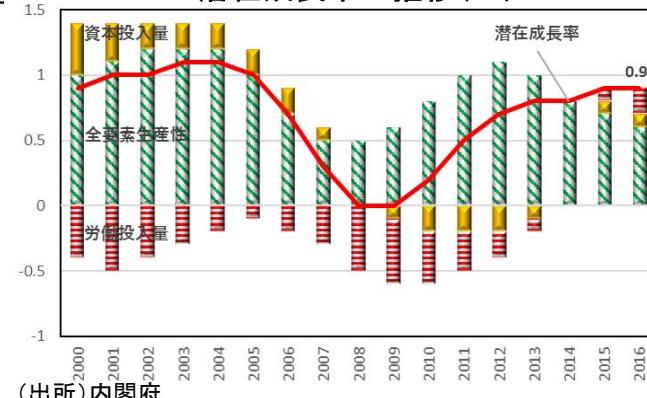
▽日本企業の資金用途の推移



▽各分野の見通し

項目	見通し
全体	1%弱とみられる潜在成長率を超える堅調な経済成長が続く。
消費	非正規労働者の賃金上昇率は更に高まるが、正規労働者の賃上げは限定的。将来不安に伴う節約志向、消費水準の低い高齢無職世帯の増加、社会保障負担の増加も消費を抑制。
住宅	18年度上期までは世帯数減少もあり弱め。その後、消費税率引上げを見越した駆け込み需要が発生。
設備投資	国際競争力と生産性の向上を狙ったソフトウェア・研究開発投資が続く。省力化投資も本格化。オリンピック関連再開発投資はピークに。
政府投資	オリンピック関連需要はあるが、2016年度補正予算の反動減が勝る。
輸出	スマホ需要拡大を受けたITサイクルの改善は18年前半頃まで続く。中長期ではIoT関連向けの半導体需要拡大が見込まれる。

▽潜在成長率の推移(%)



□ 日本経済は息の長い成長が続く

- 日本経済は、いざなぎ景気を超え、戦後2番目の長さの景気回復が続いている。
- 個人消費は株高による資産効果もあり、持ち直し傾向。ただし、賃上げは限定的であり、過去の景気対策での耐久財消費先食いが足元の個人消費を抑制。
- 設備投資は日本経済の復調や堅調な海外経済を受け、緩やかに持ち直し。堅調な海外経済を受け、輸出も増勢。
- 2018年も潜在成長率(1%弱)を上回る成長が見込まれる。

□ 金融緩和は当面継続の見通し

- IMFは予測期間(2022年まで)において日本のインフレ目標2%達成を見込んでいない。現状の金融緩和的な政策は当面続けられる見通し。
- ただし、米国・ユーロ圏の動向を睨み、緩和規模は徐々に縮小方向か。

□ 潜在成長率の引き上げが鍵

- 日本経済の課題は、潜在成長率の引き上げ。長らく低調だった設備投資は、アベノミクス以降の経済復調で持ち直しつつあるが、こうした傾向を持続的なものにするためにも、日本経済の足腰を強くする必要がある。
- 潜在成長率の引き上げに向けて、実効性のある経済政策の履行が求められる。

8. 日本の金融政策

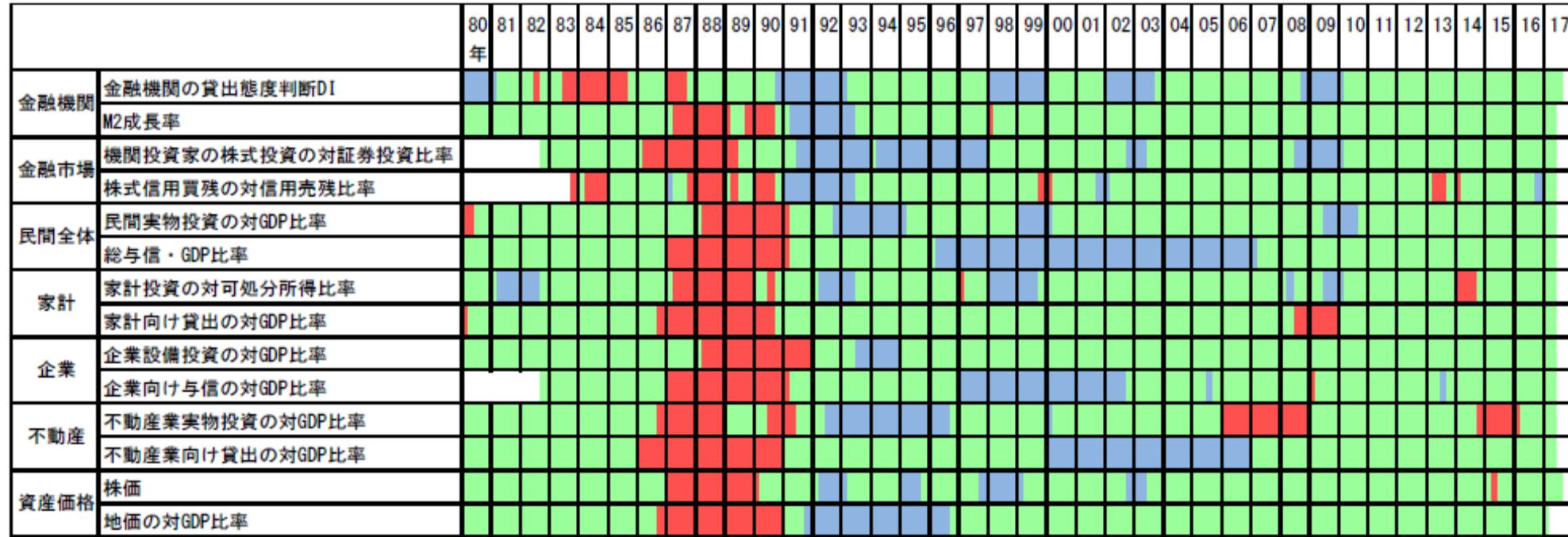
参考：日本の金融経済活動に過熱感は見られず

□ 日本の金融経済活動に過熱感は見られず

- 日銀は「ヒートマップ※」を重要視。現状、金融経済活動に過熱感はないが、「金融機関の貸出態度判断DI」は過熱に近い状況。背景には銀行間競争の激化があり、不安定化要因として今後も注意する必要がある。

※「ヒートマップ」は金融経済活動において、加熱は「赤」、停滞は「青」、それ以外は「緑」で示したもの。

△ヒートマップ(日本銀行「金融システムレポート 17年10月号」より)



(注)直近は、金融機関の貸出態度判断DI、株価は17年7~9月、地価の対GDP比率は17年1~3月、その他は17年4~6月。

(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

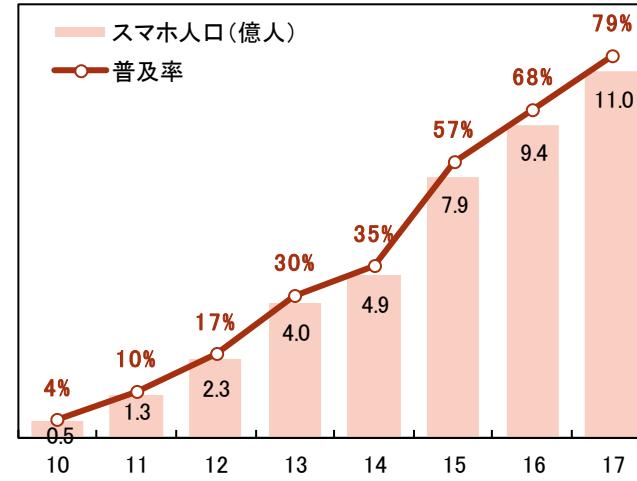
9. 中国

安定を最優先、一帯一路・New Economyに注力。半島有事に留意

▽主要経済指標

(前年比、%)		12年	13年	14年	15年	16年	17年 予測	18年 予測	前年 比較
GDP		7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.8	6.5	▲
生産	鉱工業生産	10.0	9.7	8.3	6.1	6.0	6.5	6.2	▲
	製造業PMI	50.8	50.8	50.7	49.9	50.3	51.5	50.5	▲
需要項目	小売総額	14.3	13.1	12.0	10.7	10.4	10.0	9.0	▲
	固定資産投資	20.6	19.6	15.7	10.0	8.1	7.0	5.0	▲
	輸出	7.9	7.8	6.0	-2.9	-7.7	7.0	7.0	▲
	輸入	4.3	7.2	0.5	-14.3	-5.5	15.0	8.0	▲
金融	新規貸出	9.8	8.4	10.0	19.8	7.9	10.0	10.0	▲
財政	財政赤字比率	1.5	2.0	2.1	2.4	2.9	3.0	3.0	▲
産業	自動車販売(百万台)	19	22	23	25	28	28	26	▲
	新築住宅販売面積	2.0	17.5	-9.1	6.9	22.4	5.0	2.0	▲
	粗鋼生産	5.6	12.3	1.1	-2.2	0.5	5.0	1.0	▲
資源輸入	原油	7.3	4.1	9.3	8.8	13.6	10.0	5.0	▲
	鉄鉱石	8.5	10.0	13.8	2.2	7.5	5.0	1.0	▲
	大豆	10.9	8.6	12.6	14.5	1.8	15.0	5.0	▲

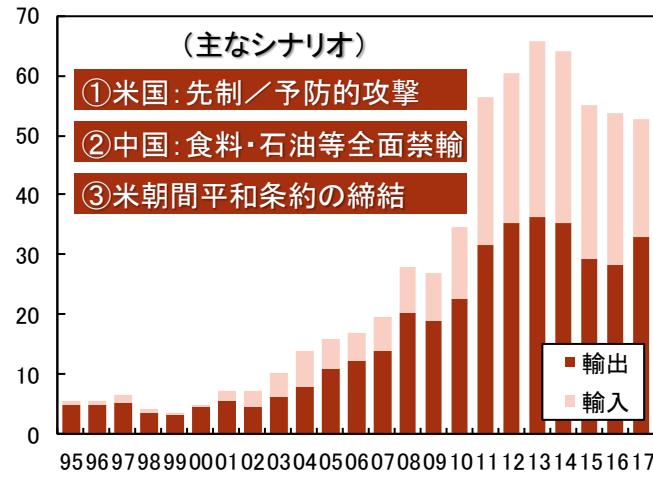
▽スマホ普及状況



▽習新政今後の注目点

1	習一強 超長期政権	・後継者を立てない形で権力を強化 ・毛沢東・鄧小平と並べ「習思想」が党規約入り
2	イデオロギー 内なる民主化	・国民によるガバナンスと完全なる法治国家 ・青年に国家と時代を託す
3	内政 外需・New Economy・環境の3本柱	・構造改革を徹底せず外需を獲得 ・今後New Economy時代をリードしていく ・PM2.5は政府最大の失策、環境対策が急務
4	外交 平等なG2	・大国外交(経済／軍事／外交大国)を目指す ・米国とのパワー・シェアリングを狙う

▽中朝貿易(億ドル)



(出所)中国国家統計局、人民銀行、財政部、海關総署、CEIC、WIND等。(注)17年:スマホは10月末時点実績。中朝貿易は1-10月実績で年換算

□ 新常態における安定を最優先

- ①自動車減税終了、②不動産規制強化、③史上最強環境規制(鉄鋼・アルミ等大幅減産)を受け、成長は6%半ばに減速。粗鋼生産や資源輸入も伸び悩む。
- 公共投資では、国家事業に加え、PPP事業を実施し3%程度の財政赤字を維持。小幅な金融緩和も実施。財政・金融で成長を下支えし、下振れリスクに対処。
- リスクとして、ゾンビ企業・地方政府の過剰債務問題、米国出口戦略や税制改革等を受けた資本流出という内憂外患も。

□ 習近平新時代の政策注目点

- 党大会で習氏は1強を極め、生涯実権を握ることも(ex.毛沢東・鄧小平)。将来、「内なる民主化」を図るためとされるが、当面雇用を最優先。
- スマホを利用したキャッシュレスやシェアリング・エコノミー、産業界ではEVやIOTの促進を通じ、New Economyに注力。規制の少ない巨大実験場が強みに。

一帯一路案件は「雇用獲得型」と「外交仲間獲得型」に分かれ。日米企業はAIIBを活用し前者でチャンスの獲得も。

□ 半島有事: 米中瀬戸際攻防次第

- 有事となれば東北地方への放射能汚染が回避できない。「米朝平和条約の早期締結」を実現するため、中国は北朝鮮向け食料等完全禁輸の決断も。

10. ASEAN・インド

良好な世界経済を背景に堅調さを維持。高水準の民間債務に留意

▽実質GDP成長率 (単位:%)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
フィリピン	7.1	6.1	6.1	6.9	6.6	6.7
ベトナム	5.4	6.0	6.7	6.2	6.3	6.3
インドネシア	5.6	5.0	4.9	5.0	5.2	5.3
マレーシア	4.7	6.0	5.0	4.2	5.4	4.8
タイ	2.7	0.9	2.9	3.2	3.7	3.5
シンガポール	5.0	3.6	1.9	2.0	2.5	2.6
インド	6.4	7.5	8.0	7.1	6.7	7.4

(注)インドのみ年度(4~3月)ベース。

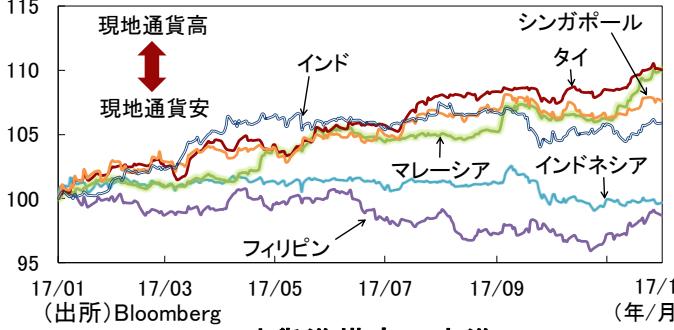
(出所)IMF "World Economic Outlook" (October, 2017)

▽ファンダメンタルズ指標 (単位:%)

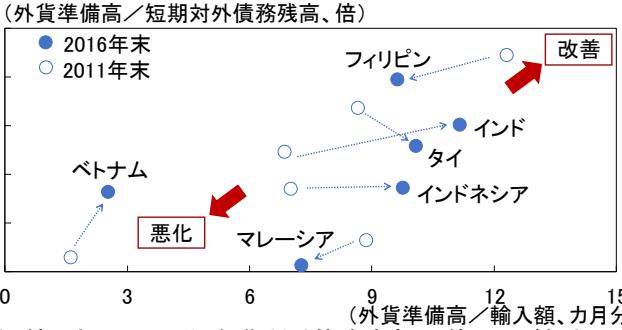
	経常収支(GDP比)		政府債務残高(GDP比)		消費者物価	
	2017年	2018年	2017年	2018年	2017年	2018年
フィリピン	▲ 0.1	▲ 0.3	33.9	33.2	3.1	3.0
ベトナム	1.3	1.4	61.5	63.6	4.4	4.0
インドネシア	▲ 1.7	▲ 1.8	28.7	29.2	4.0	3.9
マレーシア	2.4	2.2	55.2	54.2	3.8	2.9
タイ	10.1	8.1	40.6	39.6	0.6	1.0
シンガポール	19.6	19.5	110.6	109.2	0.9	1.3
インド	▲ 1.4	▲ 1.5	68.7	67.1	3.8	4.9

(出所)IMF "World Economic Outlook" (October, 2017)

▽為替レート



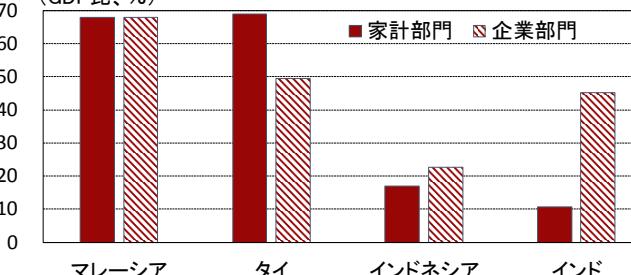
▽外貨準備高の水準



(注)輸入額の3カ月分、短期対外債務残高の1倍以上が望ましい。

(出所)CEIC, Bloomberg

▽民間債務の水準



□ 緩やかな景気拡大が続く

- ASEAN・インドの景気は、世界経済の回復にもつながる堅調な外需や、旺盛な内需を背景に、引き続き緩やかに拡大。
- ASEANの中で高成長国のフィリピン、ベトナム、インドネシアは内需主導の成長が継続。インドネシアは投資の改善で成長率が幾分上昇。ベトナムは旺盛な内需に加え、対内直接投資が成長を後押し。輸出依存度の高いマレーシア、タイは、外需の好調が2017年の成長率を押し上げた反動で、来年の成長率はやや減速。

- インドは、高額紙幣廃止や物品サービス税導入の影響が一段落。一連の改革が中長期的には経済成長にプラスに寄与。

□ 高水準の民間債務がリスク

- 米国の金利上昇に伴う資金流出、通貨安の進行が懸念材料。主要国の外貨準備高は総じて望ましい水準にあり、対外債務のデフォルトリスクは小さい。しかし、民間債務水準が高いマレーシアやタイを中心に経済活動が停滞するリスクがある。さらに、通貨安の進行によるインフレを抑えるために、経済情勢に逆行して金融引き締めに追い込まれるリスクもある。

□ 主要国の選挙動向にも注目

- マレーシア、タイ、インドネシア、インドは2018～19年に国政選挙を控える。経済が停滞した場合の政情不安や、財政健全化等の各種改革の遅延が懸念される。

11. 中東・アフリカ

油価底打ちに伴い景気は持ち直し。地政学リスクは上昇

▽実質GDP成長率

	名目GDP 2016 (10億ドル)	実質GDP(%)					
		2013	2014	2015	2016	2017 (予測)	2018 (予測)
中東・北アフリカ	3,113	2.7	2.8	2.7	5.0	2.6	3.5
サウジアラビア	646	2.7	3.7	4.1	1.7	0.1	1.1
イラン	404	▲ 0.3	3.2	▲ 1.6	12.5	3.5	3.8
UAE	349	5.8	3.3	3.8	3.0	1.3	3.4
エジプト	332	3.3	2.9	4.4	4.3	4.1	4.5
カタール	156	4.4	4.0	3.6	2.2	2.5	3.1
モロッコ	104	4.5	2.7	4.6	1.2	4.8	3.0
トルコ	863	8.5	5.2	6.1	3.2	5.1	3.5
イスラエル	318	4.2	3.5	2.6	4.0	3.1	3.4
サブサハラアフリカ	1,413	5.3	5.1	3.4	1.4	2.6	3.4
ナイジェリア	405	5.4	6.3	2.7	▲ 1.6	0.8	1.9
南アフリカ	295	2.5	1.7	1.3	0.3	0.7	1.2
アンゴラ	95	6.8	4.8	3.0	▲ 0.7	1.5	1.6
ケニア	71	5.9	5.4	5.7	5.8	5.0	5.5
コートジボワール	36	9.3	8.8	8.9	7.7	7.6	7.3

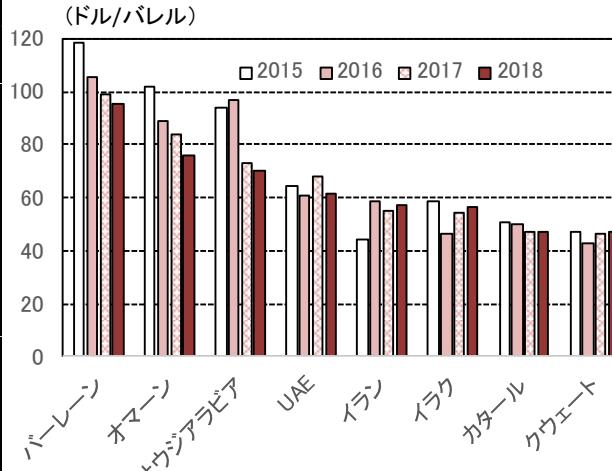
(出所)IMF、各国中央銀行(注)中東・北アフリカは含むパキスタン、アフガニスタン

▽中東における内政・外交の動き

日時	関係国・地域	出来事
5月下旬	GCC	トランプ大統領の中東訪問 →親サウジ路線が鮮明となり、後のカタール断交などの引き金に
6月5日	カタール	サウジ・UAEら4カ国がカタールと断交を発表 →GCC首脳会合(12/5)でも解決の兆しへ見えず断交状態継続
6月21日	サウジアラビア	ムハンマド・ビン・サルマン副皇太子(Prince MBS)が皇太子に昇格 →MBSの権力基盤が確立し、改革加速へ
9月25日	イラク	クルド人自治区で独立の是非を問う国民投票実施 →キルクークへのイラク軍侵攻などをうけ、独立の動きを凍結(10/24)
10月13日	イラン	トランプ政権がイランのJCPOA履行を否認 →米国との対イラン制裁復活、対イランビジネス抑制の可能性
10月20日	イラク・シリア	7/10にモスル陥落(イラク)に続きISISの「首都」とされたラッカ(シリア)が陥落 →12/7にシリアで掃討完了(勝利)宣言
11月4日	レバノン	ハリーリ首相が辞任を表明(12/5に正式撤回) →イランの影響下にあるヒズボラ対策に不満を持つサウジの圧力
	サウジアラビア	王族を含む財界の要人を汚職撲滅の名目で拘束、財産の没収 →改革の推進、国民の支持獲得を視野にした強政策の実行
11月23日	シリア	ロシア主導で「シリア国民党対話会議」実施を提唱 →アсад大統領派が優勢の中、反体制派は対話に応じず勢力争いは継続
12月4日	イエメン	フーシ派が、内戦で共闘していたサレハ前大統領を殺害 →サウジアラビアとイランの代理戦争がさらに混迷化する可能性
12月5日	イスラエル	トランプ大統領がイスラエルの首都をエルサレムと公式認定 →大使館移転も予定されており、抗議デモ発生等、アラブ諸国との摩擦激化

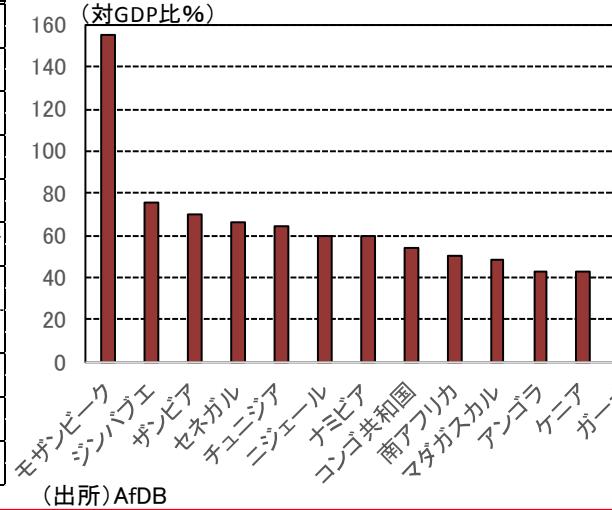
(出所)各種報道資料

▽財政収支均衡油価



(出所)IMF

▽サブサハラ諸国対外債務



(出所)AfDB

□ 中東:内外での地勢学リスクが上昇

- 原油価格の下落を背景に、産油国を中心に2016年、2017年と成長率が低迷。油価の底打ちは景気は下げ止まり、2018年以降持ち直し。各国は補助金削減、増税(VAT等)による財政健全化を進め、財政収支均衡油価は低下傾向に。
- サウジアラビアでの原油依存からの脱却を図る急激な構造改革の成否、イランに対する米国トランプ政権の対応、トルコと米国の関係悪化など、大国の経済を下押しする懸念材料が存在。
- その他、カタール断交問題の長期化、ISIS掃討後のシリア情勢、イエメン内戦、レバノンへの内政介入、米国によるエルサレムの首都認定など、政治・外交分野に多くの緊張が存在し、地政学リスクの上昇には留意が必要。

□ サブサハラ:底打ちするも債務は拡大

- 低迷していたナイジェリア・南ア経済は回復傾向にあるものの、外貨不足や政治的不透明感等から弱い成長が続く。
- 資源輸出比率の低い東アフリカ諸国や、共通通貨を使用する西アフリカ諸国では比較的堅調な成長を維持。
- 債務の拡大や格付け悪化がみられる国も存在。今後、先進国の金融緩和縮小に伴い、調達環境の悪化、資金流出、通貨下落等の下押し圧力がかかる可能性。

12. ロシア

油価が安定すれば18年も2%弱の緩やかな成長に

▽主要経済指標

(前年比%、見込み・予測は下線・斜字体)

	2016	2017	2018
実質GDP	▲0.2	1.8	1.6
内需（寄与度）	▲1.7	3.9	—
個人消費	▲4.5	3.5	—
政府支出	▲0.5	0.5	—
固定資本投資	▲1.8	4.6	—
外需（寄与度）	1.5	▲2.4	—
輸出	3.1	5.1	—
輸入	▲3.8	18.8	—
名目GDP	3.4	7.5	5.8
消費者物価	7.0	4.2	3.9
失業率（%）	5.5	5.5	5.5
经常収支（対GDP比、%）	2.0	2.8	3.2
外貨準備÷輸入額（カ月）	17.0	16.8	16.7
外貨準備÷短期債務（%）	419	391	417

(出所)IMF・ロシア国家統計局

(注)シャドー部分は2017年上半期の実績。

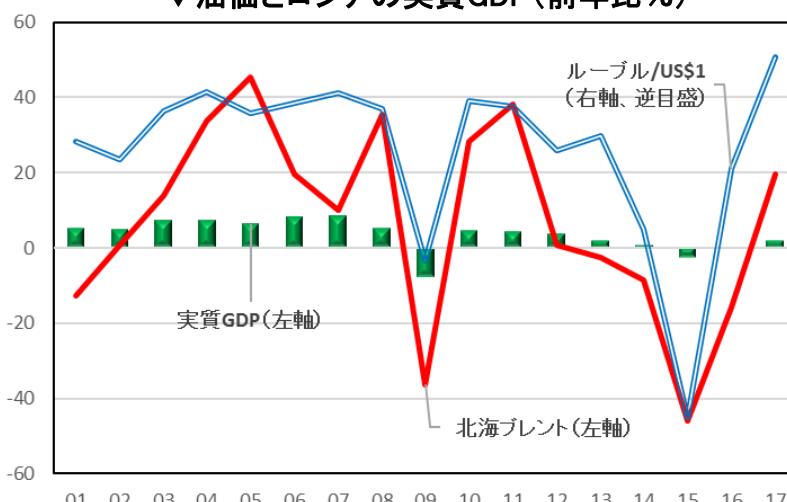
▽財政見通し

(GDP比%、見込み・予測は下線・斜字体)

	2016	2017	2018	2019	2020
歳入	32.8	32.8	32.0	31.8	31.9
歳出	36.4	34.9	33.5	32.8	32.4
収支	▲3.7	▲2.1	▲1.5	▲1.0	▲0.5
基礎的収支	▲3.1	▲1.6	▲1.0	▲0.4	0.2
総債務	15.6	17.4	17.7	18.2	18.2

(出所)IMF

▽油価とロシアの実質GDP(前年比%)



(出所)Bloomberg・ロシア国家統計局

▽IMFによるリスク評価

確率	インパクト	リスク
高	低	想定外のドル高とそれに伴う高金利。過剰債務企業や低格付国債にストレス。資本流出も。
中	中	政策的・地政学的不確実性。金利上昇、財政再建先送りも。
中	中	脆弱な銀行システムが成長を阻害。
中	中	想定外の世界経済鈍化。資源価格の低下につながる恐れ。財政再建先送りも。
低	中	中国経済の急減速。資源価格の低下につながる恐れ。財政再建先送りも。
中	中	投資不足の継続。

□ 2018年も2%弱の緩やかな成長見込み

2017年は3年ぶりのプラス成長。油価上昇と、それを受けたルーブル高に伴う低インフレで個人消費が改善。大型案件が投資押し上げ。しかし景気回復に伴う輸入急増により外需寄与度はマイナスに。

2018年も油価が最大の景気決定要因。それ以外では、プラス要因:低インフレ、それを受けた緩やかな金融緩和、センチメント改善。マイナス要因:2019年以降の基礎的財政収支ゼロを目指した財政再建、大型案件効果剥落による投資減速、輸入増加。

□ 経済制裁解除は遠い

米欧が求める「ミンスクⅡ（ロシア・ウクライナほか4者による和平合意）」履行は、困難な状況が続く。経済制裁解除は遠のいている。

□ プーチン後継レースは2021年頃から

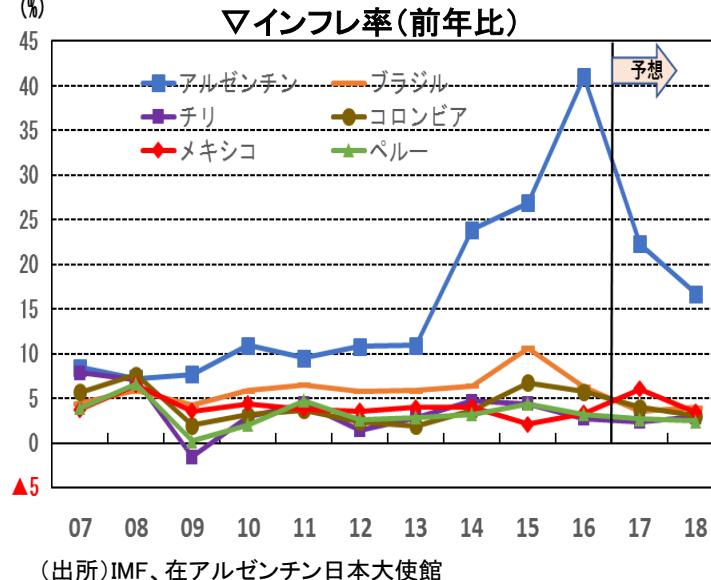
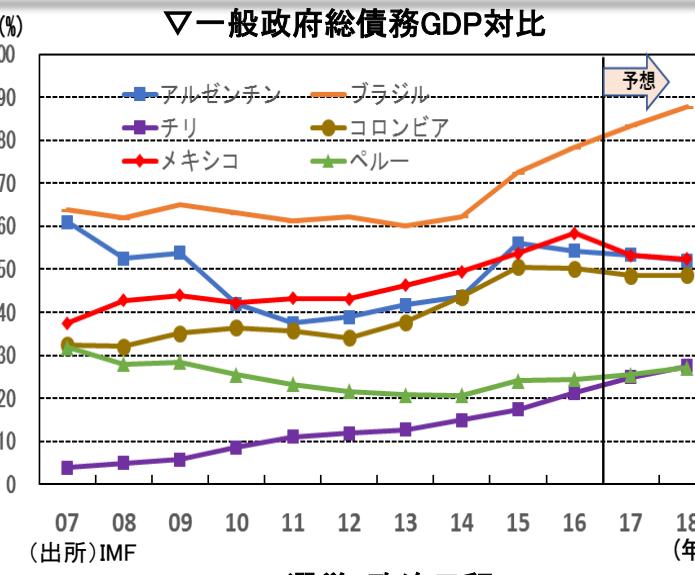
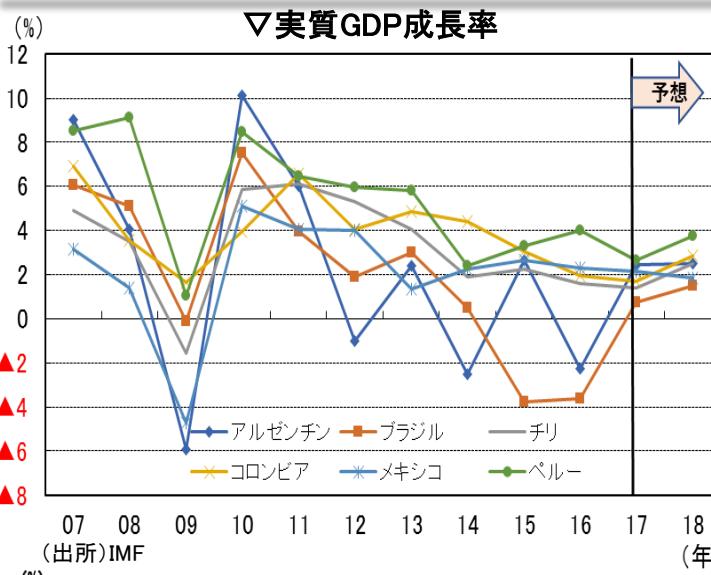
2018年3月の大統領選挙は、プーチン圧勝の見通し。圧倒的な支持率を得ており、対抗馬不在。

焦点はその先のプーチン後継レースに。選挙後の新内閣は社会保障分野等の人気な改革を推し進めることになり、その首相はプーチン後継者とはなりにくい。

後継レースは2021年議会選挙頃に始まる模様。2020年米大統領選挙結果の影響を強く受け、西側との関係が重要に。

13. 中南米

経済は緩やかに回復、ブラジル・メキシコの総選挙に注目



□ 主要国経済は回復傾向

- 2017年は主要6カ国が3年ぶりに揃ってプラス成長となる見込み。
- ブラジルは資源価格の底入れとテメル大統領の汚職疑惑が沈静化したこと、混乱期を脱しつつある。メキシコはペソ安によるインフレ率上昇、地震等の自然災害の影響で、足元は不安定ながらも、自動車産業等の主要産業は堅調。
- ブラジルの政府債務は、年金改革の進展が期待されるも、2020年代中頃まで上昇が続く見通し。通貨安によるアルゼンチンの高インフレは沈静化傾向。
- ペルーは2017年上期に発生した洪水災害からの復興、コロンビアは和平合意後の社会・経済再建、チリは銅の価格と生産量の上昇に期待。

□ 2018年は中南米の選挙イヤー

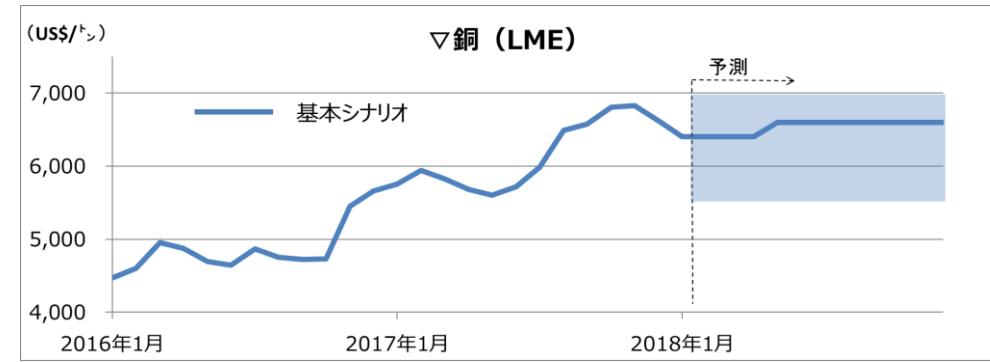
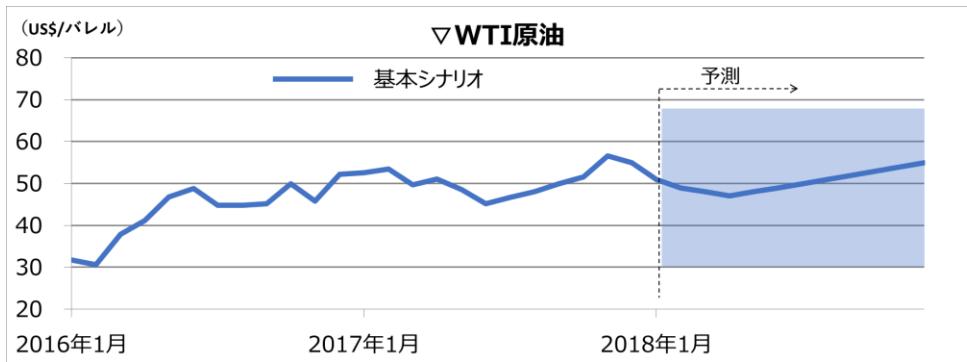
- メキシコ大統領選ではロペス・オブラドール氏率いる左派政党が台頭。現与党が進める自由貿易、エネルギー改革路線などが修正される懸念もある。
- ブラジル大統領選では現与党で中道右派の民主社会党からアウキミン・サンパウロ州知事、中道左派の労働党からルーラ元大統領が出馬の意思を示している。
- NAFTA再交渉と並行し、その他の貿易協定（太平洋同盟、メルコスールの域外貿易協定）の進展が予想される。

14. 商品市況

商品全般で、景況感の改善から価格は緩やかに上昇

□ 全般に生産調整が一巡、価格上昇を伴う緩やかな供給増加の新たな局面入りへ

- 2018年の商品価格(年平均)は、前年比で緩やかに上昇。世界的な景況感の緩やかな改善により、商品全般で堅調な需要が拡大する見通し。一方、供給面では、商品それぞれの要因はあるが、全般的に生産削減や増産ペースの鈍化が一巡し、価格上昇に伴った緩やかな供給増が見込まれる。こうした中で需給バランスは概ね均衡に向かうと見られる。ただし、市況回復に伴った供給の急増、米利上げに伴うドル高の進行、地政学リスク等の価格変動リスクに留意。
- 商品別には、原油は堅調な需要およびOPEC減産延長が下支えし、緩やかに上昇。銅は中国需要の伸びは軟化するが世界的には需要は底堅く、堅調に推移。鉄鉱石、原料炭は中国の環境規制により弱含み、その後も供給過剰は変わらず上値は重い。穀物は天候次第だが、世界的に需給が緩い状況が続く。



□ OPEC減産が価格を下支えする中、シェール増産による調整あり

- (基本シナリオ) 短期的には、現状価格水準に反応した米シェール増産が価格を押下げると想定。一方、年間を通じては、世界的に堅調な需要や、2018年末までのOPEC減産延長により価格が下支えされる中、原油在庫の解消が進み、価格は緩やかに上昇する見通し。
- (サブシナリオ) 上振れ要因は、サウジアラビア等の中東地政学リスクの高まりによる供給懸念。下振れ要因は、OPEC減産の足並みの乱れや米シェール大幅増産による供給過剰、米ドル高など。

□ 需要是底堅く、供給不足により堅調に推移

- (基本シナリオ) 中国の環境規制強化による建設需要等の減退により春先までは上値が重い展開。その後は、アジアの底堅い需要に加え欧米を中心とした底堅い需要を背景に若干の供給不足が予想されており、価格は堅調に推移する見通し。
- (サブシナリオ) 上振れ要因は、中国の大胆な財政出動、米国のインフラ投資計画の進展、鉱山でのストライキ発生。下振れ要因は、中国景気の減退や急激な米ドル高、在庫拡大など。

15. 2018年の主要産業の傾向と課題①

- 世界経済が安定的に緩やかに拡大。それに伴い、資源価格も緩やかに上昇し、関連産業も回復。ただし、中東や東アジアの地政学リスクの影響に注意。
- 世界的にICT化がさらに進展し、新興国でも仮想通貨やシェアリングサービス等が拡充する。医療診断や自動車自動運転等でAI(人工知能)活用にむけた実証実験が進む。

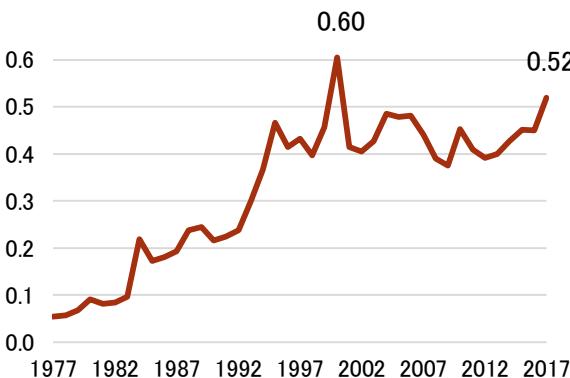
分野	国内市場		海外市場	
繊維		アパレルはネット通販の拡大が見込まれるが、 <u>需要は低調が続く</u> 。化学繊維は、衣料向け需要は低調だが <u>自動車エアバック・シートは堅調</u> 、汎用品の生産縮小・撤退が進み、高機能素材へのシフトが加速。		アパレルは <u>中国、インド、アセアン等</u> で市場拡大が見込まれる。 <u>炭素繊維等の高機能素材</u> は、航空機部品メーカーの在庫調整が進み、また自動車・風力発電向け需要も好調を維持し、 <u>需要は回復に向かう</u> 。
鉄鋼		<u>鋼材需要は横ばい推移</u> 。住宅着工は消費増税の駆込需要が見込まれるがマンション適地減少により横ばい。自動車向けは軽自動車の反動増が沈静化し減少。好調な海外需要から輸出は堅調で、 <u>粗鋼生産は底堅い</u> 。		中国需要は減速するも、インドやアセアン等の新興国が需要を牽引し、 <u>世界の鋼材需要は堅調</u> 。中国の鉄鋼業界構造改革は進展が見られるが、粗鋼生産はまだ高水準で推移。 <u>世界的には供給過剰が続く</u> 。
電力・エネルギー		国内電力需要は、経済成長が下支えするも、 <u>省エネや住宅用太陽光</u> による自家発電の普及により緩やかな減少傾向が続く。発電構成は、 <u>原子力の再稼動や再エネの導入拡大</u> に伴い、火力の割合が減少する見通し。		世界的に堅調な経済成長により <u>電力需要は拡大</u> する見通し。特に経済成長の著しいアジアでは需要の増加が著しく、 <u>火力発電ニーズ</u> も豊富。欧米では環境問題へ配慮した <u>再エネの導入</u> が進み、コスト競争により収益率の低下が見込まれる。
化学		引続き <u>内需は横ばい</u> 。国内プラントの定期修理が重なり、年間生産能力は減少し、 <u>輸出余力の低下</u> および <u>輸入増加</u> が見込まれる。米国からシェール由来の安価な製品流入により国内品の価格競争力低下が懸念。		アジアを中心に堅調な需要拡大が見込まれる。一方、 <u>中国</u> では輸入依存度低下に向け生産能力を拡大、 <u>自給化が進展</u> する他、 <u>米国ではシェール由來の生産能力増強</u> により供給が内需を上回り、余剰品がアジア等へ流入。世界的な需給の軟化が予想される。
紙パ		紙・板紙の <u>国内需要の低迷</u> が続き、 <u>輸入も当面減少</u> 。主力製品では段ボール原紙は堅調だが、電子媒体へのシフト等の紙離れが進行し、印刷・情報用紙や新聞用紙を中心に国内出荷は減少。		段ボール原紙や印刷・情報用紙を主力製品に、中国や韓国、東南アジア向けの <u>輸出が引続き小幅ながら増加</u> 。古紙は中国の一部輸入禁止等を受け、中国向け輸出は減少。

15. 2018年の主要産業の傾向と課題②

分野	国内市場		海外市場	
自動車		内需は経済全体の好調も反映し、2017年は軽自動車の販売回復により5%の販売増となった。一部メーカーによる完成車点検問題等のリコール等、マイナス材料も出ているものの、2018年は 横ばいの見通し 。		米国はここ数年の好調の反動で2017年に続き若干減速、金利上昇予測もあり 調整局面 が続く。中国も年末で終了する小型車減税の 反動減 が見込まれる。世界市場の成長スピードはやや鈍化するが、インドやアセアン等の 新興国 は 堅調な成長 が予測され、 世界パイは1億台に迫り巨大 。
電機		家電は 省エネ製品・高付加価値製品への買替えが継続 。洗濯機や掃除機は 高機能型 を中心に好調を維持。デジタル家電もデジカメやテレビのハイエンドシフトが進む。一方、2017年好調だった エアコンは天候次第で反動減 の可能性も。		完成品は 現地生産の進行から輸出鈍化 が続く。部品輸出は好調を維持しうが、前年の反動で好調だった2017年に比べ伸びは鈍化。販売は経済回復基調にある 欧州で高付加価値商品の好調 が継続。アジアでは中間層の購買意欲は引続き高く、成長著しいエアコンはさらに伸びる。
情報・通信		情報サービスは好調継続 。伸びを牽引する ゲームソフト事業 は引続き高い伸びが見込まれる。 システム高度化需要 も好調を維持。 EC(電子商取引) 分野も拡大継続。スマートフォン販売は低水準ながら復調。通信費は低下が進む。		IoTなどデータを活用した新製品・サービスの拡充 が進む。先進国に限らず、携帯端末を利用した電子決済・仮想通貨やシェアリングサービスが世界的に進展。セキュリティ強化ニーズも引続き高い。人工知能(AI)の応用も拡大するが、日本企業の関与は引き続き限定的。
産機・プラント		好調な企業業績と安定的な為替 を背景に、一般機械、自動車、電気・精密機械といった主要業種で、足元は 全般的に好調で底堅い推移 が見込まれる。		日米欧の先進各国も半導体や自動車関連での好調が継続。 産業のIoT化も需要を下支え する。原油価格の緩やかな回復を背景に資源関連企業の投資再開等で プラント受注は増加傾向に向かう と見られるが、過去の受注ペースに戻るには暫く時間がかかる。
建設・セメント		建設投資は 小幅なマイナス 。民間住宅は微増するが、政府、非住宅は減少。貸家・分譲マンションは着工減の一方、消費増税の駆込需要により持家・分譲戸建は増加。事務所・工場・倉庫は前年並み。店舗はEコマースにより着工減が続く。		本邦法人の海外建設受注については、北米向けは減少するが、アジアや大洋州向けを中心増加。セメントは、国内需要の低迷が続くが、 輸出はアジアや大洋州向けを中心に底堅く推移 。
流通		小売全体の市場規模は 小幅な回復 。百貨店は 根強い節約志向 に苦しみ 売上減少傾向 。スーパーは食品販売に注力し、 横ばい 。コンビニは人件費上昇の課題はあるものの 堅調に成長 。ECは食品等の伸びに支えられ 急成長が続く 見通し。		大手日系コンビニは 海外店舗数・売上高ともに着実に増加傾向 。スーパーは中国・アセアン地域を中心に出店の動き。日本から米国・中国向けの越境ECの市場規模は 拡大が続く 。
食品		人口減や消費者の低価格志向を背景に、市場規模は 緩やかな縮小傾向 が続く。単身世帯、二人世帯の増加により、惣菜等の調理済食品や 冷凍食品 の売上は 増加 が見込まれる。		中国、韓国、タイ等の アジアや米国 向けを中心に、日本酒等のアルコール飲料や、かつお・まぐろ等の 水産物 、高級牛肉等の 畜産品 の需要の高まりから、輸出額の 拡大が続く 。

16. デジタル・トランスマーケティングと世界経済 黎明期だが、世界経済に影響を与える大きな変化が早くも発生

▽ 世界半導体販売額／GDP (%)



(出所)WSTS.

▽ 2017年・米国感謝祭週間売上高

	百万ドル	シェア
Amazon	4,294	28.4%
Best Buy	1,058	7.0%
Target	696	4.6%
Wal-Mart	544	3.6%
Others	8,528	56.4%
Total Sales	15,120	100.0%

(出所) National Retail Federation.

□ デジタル・トランスマーケティングの世界経済における顕在化

1. 世界の半導体販売額の対GDP比は、2017年に急上昇。IT革命が進んだ1990年代後半以来の高水準に到達。
2. 2017年の米国感謝祭週間の小売売上では、オンライン販売専業のAmazonが首位、3割弱のシェア確保。
3. 2017年に米国の大型小売チェーンが発表した店舗閉鎖数が5,000店を超えた。
4. 2017年1-11月の全米非農業部門就業者数は月平均17.4万人増、小売業は同3千人減。
5. 世界のユニコーン企業(非上場、評価額10億ドル超のベンチャー企業)が269社、総評価額9416億ドルに拡大。中国企業が107社、上位10社のうち5社を占める。

□ 黎明期のデジタル・トランスマーケティングから世界を動かす変化が早くも発生。

- 今年の半導体販売の増加ペースは、今回の「革命」の規模の大きさを示唆

□ 雇用面で「破壊と創造」が早くも発生。小売業では破壊が特に先行。

- 過去の産業革命では雇用創出が失業を大幅に上回った。今回も長期的には新ビジネスの創出でネットで増加との見方も。

□ 先行する米国小売業ではDigital LeadersとDigital Laggardsの差が明確との評価も。

- 中国ではNew Economyが創出され、今後、経済成長を主導する可能性が浮上。

▽ 世界のユニコーン企業トップ10社

12/13/2017

Name	*	Market	Country
1 Uber	\$62.5B	Transportation	USA
2 ANT Financial	\$60B	Financial Services	China
3 Didi Chuxing	\$50B	Consumer Internet	China
4 Xiaomi	\$45B	Hardware	China
5 Airbnb	\$31B	Consumer Internet	USA
6 Meituan-Dianping	\$30B	Consumer Internet	China
7 Space-X	\$21B	Aerospace and Defense	USA
8 Palantir Technologies	\$20.33B	Software	USA
9 Toutiao	\$20B	Consumer Internet	China
10 WeWork	\$20B	Real Estate	USA

* Post Money Value (出所) techcrunch.com

丸紅経済研究所

〒103-6060 東京都中央区日本橋2丁目7番1号

TEL:03-3282-7582 FAX:03-3282-7120

<http://www.marubeni.co.jp/research/>

(注記)

- ・本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
 - ・本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
 - ・本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
 - ・本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私物仕様および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。
-