



2017年 世界の政治経済見通し

2016年12月27日



Marubeni
丸紅経済研究所

1. 戦後レジームのリセット①:「良識ある社会」から「ポピュリズムの台頭」へ

国民の良識や理性が 基盤となる社会

- 基本的人権を重視、多様性を許容
- ポリティカル・コレクトネスの考え方にに基づき、人種・宗教などを理由とした差別は容認せず



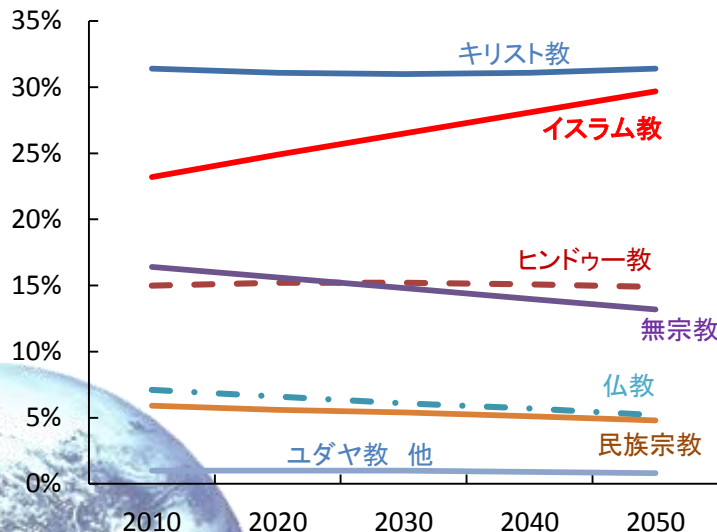
ポピュリズムの台頭

- 低成長・格差拡大を背景に、政治家は立場(左派・右派)を問わず大衆迎合的な考え方を主張するようになり、国民もこれを支持
 - ✓ トランプ政権の誕生、EU懐疑派の台頭、ヘイトスピーチの横行
- 情緒的、非合理的な理由を並べ人々を扇動
 - ✓ 国内問題の原因を人種、宗教、移民・難民に求める。排外主義的姿勢を強める。
- 財政拡張路線、超金融緩和策への傾斜
 - ✓ トランプ政権の拡張的財政政策。EUが主導する財政緊縮策に反対する勢力。日本ではヘリコプターマネーを求める一部の論調など

➤ 注目点

- ✓ 2017年には、オランダ総選挙、フランス大統領選挙、ドイツ総選挙が実施。特に、フランスでの極右勢力(国民戦線)の動きが焦点

▽ 世界の宗教別人口比率



(資料) Pew Research Center

- 移民・難民の増加、地域紛争、過激派によるテロ等を背景に、人種、民族、宗教に基づく差別的思考が強まる。欧米では、ヘイト活動(演説、ハラスメント)が問題となる。
- 長期の人口動態では、イスラム教人口がさらに比率を伸ばす見通し。
- 多民族化が進んでいる米国、欧州などで一段と社会の分断が拡大する恐れ。

1. 戦後レジームのリセット②:「グローバル化」から「保護主義傾斜」へ

経済のボーダレス化・グローバル化

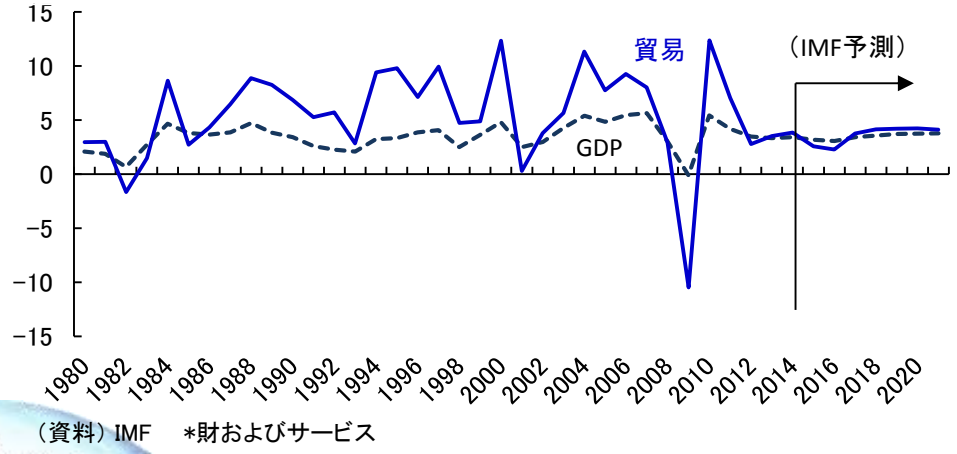
- 財、資本の国際間移動における距離・障壁の除去。
- 移民・難民などの人的移動に対する寛容な取り組み
- よりハイレベル、より広範囲な経済・貿易協定構築の動き
- 経済政策における国際協調と制度面のハーモナイゼーション



保護主義への傾斜

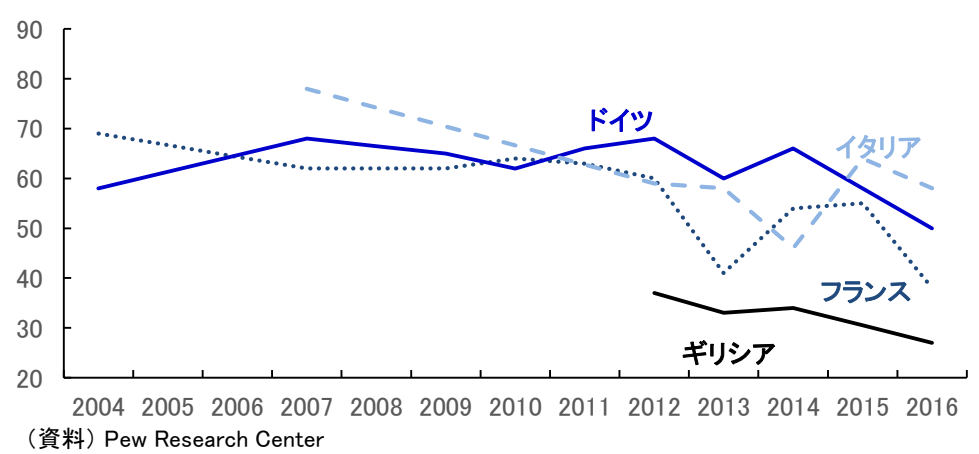
- 雇用確保を理由に貿易・投資促進の枠組みを否定。国外への産業流出を阻止
 - ✓ 米国では、NAFTAの見直し。国内投資を優遇する税制へ変更
 - 市場統合の深化に対する疑問と国家主権の回復を求める動き
 - ✓ 英国におけるEU離脱の選択。反EU運動・EU懐疑派の勢力拡大
 - 排外主義の高まり
 - ✓ 移民・難民の流入に非寛容的姿勢をとり、これに歯止めをかけようとする動きにでる。
- **注目点**
- ✓ TPPの漂流。NAFTAの見直し(生産拠点としてのメキシコの位置づけ)。米国による中国製品の輸入規制

▽ 世界GDPの成長率と世界貿易の伸び率（前年比、%）



• 近年、世界貿易の伸びがGDP成長率とほぼ同水準にまで低下
• 貿易停滞の要因は国内投資の弱さばかりでなく、自由貿易のペースが減速、保護主義的な動きが散見、バリューチェーンの成長鈍化なども指摘される

▽ 主要国のEU支持率（%）



• 中核国であるフランスを中心に、EUに対する支持は低下傾向
• 多くの国で難民問題への対応や経済運営に不満。主権の一部回復も求める
• 高齢化が進行する欧州において、高齢になるほどEU懐疑派が増大

1. 戦後レジームのリセット③:「米国一極化」から「多極化」へ

多国間安全保障体制と 国際紛争への対応

- 防衛、テロ対策などにおいて米国を軸にした共同安全保障の体制を構築 (NATOなど)
- 問題国に対して協調的な制裁措置 (国連制裁など)をとるなど、国際紛争解決のためのメカニズムを構築

市場経済化の推進

- 規制緩和・市場開放への圧力 (特に対新興国)
- 政府機能の縮小 (小さな政府、緊縮財政の要請)
- 市場への非介入原則 (市場重視)

自然環境の保全

- 世界的な気候変動 (温暖化) 対策への取り組みを強化
 - ✓ 国際合意 (パリ協定)
 - ✓ 環境適合型エネルギー (再エネ等) へのシフト、エネルギー効率向上に向けた技術面の協力

米国一極化からリーダーなき多極化へ

- 国力の相対的な低下を背景に、米国と同盟国 (日・韓・欧州) の関係が希薄化
 - ✓ NATOへのコミットメント低下。駐留米軍の一部引き上げ、駐留経費負担の追加要求
 - 紛争地域への介入に対する米国の関心が低下
 - ✓ 特定地域における「力の空白」が、軍拡競争や紛争激化を促す恐れ
 - 国際的な統治システムが機能低下
 - ✓ 国連、WTOなど国際的枠組みにおける意思決定や裁定が困難に。加盟国の姿勢に不協和音が生じ国際司法裁判所 (ICJ) や国際刑事裁判所 (ICC) の実効性にも疑問
- **注目点**
- ✓ 米露関係の行方 (対露制裁に関する米国の姿勢。IS撲滅に関する米露の協力)。EU・露関係にも影響
 - ✓ 日本やASEANとの火種となっている中国の海洋進出。「一つの中国」を巡る米中の対立。

政府介入の強化

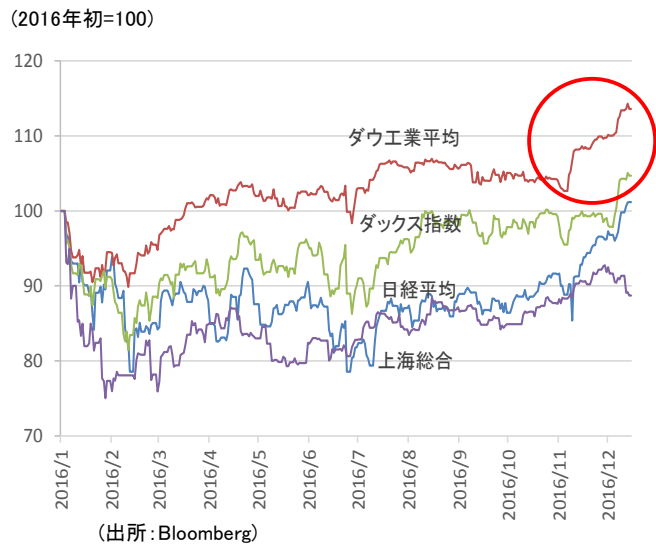
- 中央銀行による金融市場への介入が常態化
 - ✓ 金融政策へ偏重するなかで、ECB、日銀、BoEは大量の国債買入 (量的緩和) を実施
 - 「市場の完全性」に対する疑問
 - ✓ メイ英政権が「市場の不完全性」を指摘。公的介入の必要性を示唆
- **注目点**
- ✓ 米企業の生産拠点移転に対する米国政府の介入 (メキシコへの移転阻止)
 - ✓ 米国の規制緩和がもたらす影響 (金融・エネルギー分野など)

環境重視への疑念

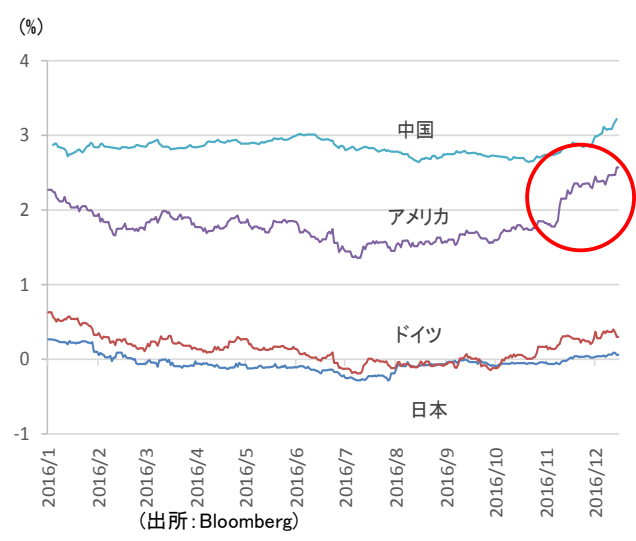
- 環境問題はまやかし。環境重視は企業のコスト負担を増加させ、競争力を引き下げるとの認識
- **注目点**
- ✓ 米国の「パリ協定」からの離脱

2. 金融市場の不安定化:「トランプ効果」の剥落、財政赤字、保護主義の台頭

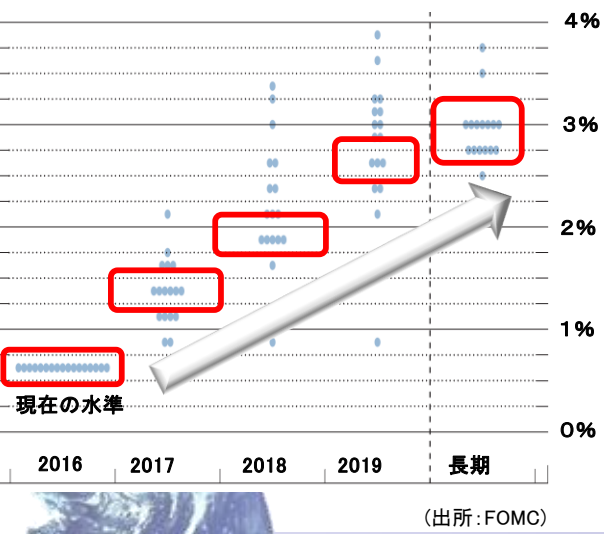
▽ 世界の株価



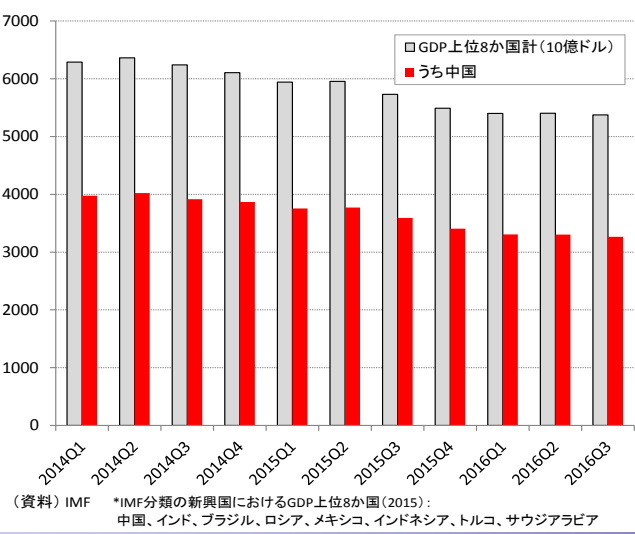
▽ 長期金利(10年物国債利回り)



▽ FRB政策当局者の見方に基づく政策金利予測



▽ 新興国の外貨準備(10億ドル)



■ 金融市場の不安定化シナリオ

(1) 「経済政策への期待」が剥落

- 減税、インフラ投資、規制緩和を柱とする新政権の経済政策の効果が顕在化するのとは早くとも17年央～秋以降とみられる。現状、市場はこれをすでに織り込み、想定以上の株高、金利高が進展。景気が期待した程には盛り上がらない場合、失望感が漂うようになり、「市場との蜜月」が終焉を迎える。

(2) 財政赤字の拡大懸念

- 減税、インフラ投資が財政赤字拡大の要因と認識されるとインフレ懸念が頭をもたげる。

(3) 保護主義への傾斜

- 市場は、新政権による保護主義への傾斜にあらためて注目。TPP離脱、NAFTAの再交渉に加え、中国製品への高率関税の適用検討ということになれば、WTOを巡る訴訟合戦や、最悪、米国のWTO脱退にまで連想が及ぶ恐れあり。

■ 市場の不安定は新興国へも波及

- 金融市場の不安定化は、株安、円高という形でまずは顕在化する。財政赤字懸念という観点からは、長短期金利の急騰(企業の資金調達コストも上昇)も想定される。

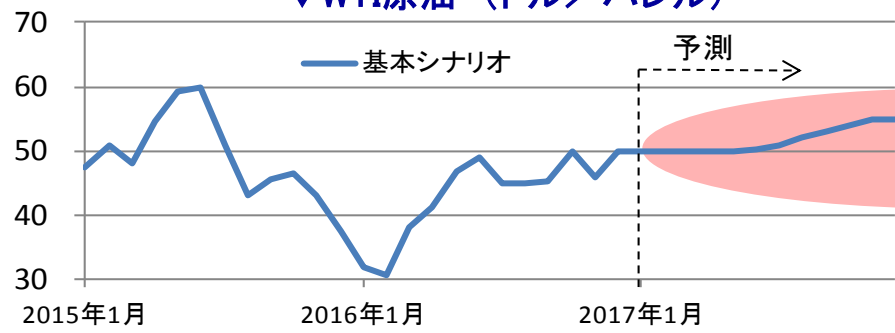
- 一方、利回り追求で新興国に回った資金は流出、通貨安を招く可能性も。通貨防衛で利上げを余儀なくされると景気にも影響。最近、中国を中心に新興国の外貨準備が減少していることには留意。

3. 資源価格：緩やかな回復に向かうが上げ幅は限定的

■ 商品全般で生産調整が進行、景況感の回復から価格は底打ちして緩やかな回復へ

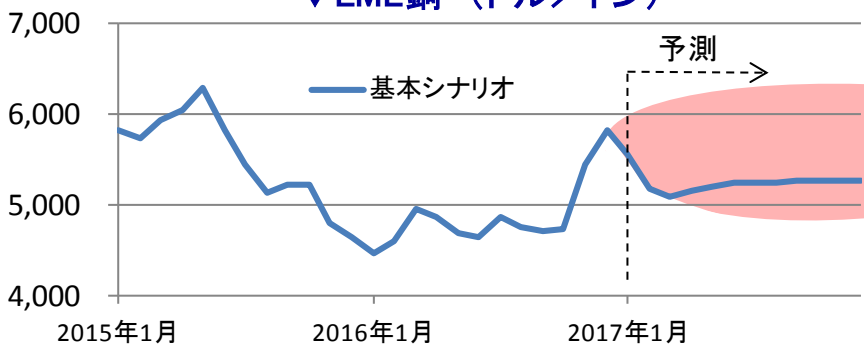
- ①市況安による生産削減や増産ペースの鈍化、②中国の政策による生産抑制などから、供給は抑制気味となっている。一方、需要面では、①世界的な景況感の緩やかな改善、②安値に伴う需要増がある。こうしたなかで、在庫調整が進み、需給バランスは概ね均衡に向かっている。
- 需給環境の改善による市況の底打ちから、投機資金が流入。銅については、中国市場を中心に人民元安観測にともなう買い需要が発生し、市況は上昇。
- 2017年の商品価格(年平均)は、前年比で上昇。しかし、①市況回復につれ停止もしくは開発が延期されていたプロジェクトが再開する、②米利上げに伴い米ドル高が進行することで、上昇幅は限定的となる見込み。

▽WTI原油 (ドル/バレル)



【年間平均値】	2015年	2016年(見込み)	2017年(予想)
ブレント	53.6	44.9	55
WTI	48.8	43.1	52

▽LME銅 (ドル/トン)



【年間平均値】	2015年	2016年(見込み)	2017年(予想)
LME銅	5,503	4,880	5,300

■ OPEC減産は価格を下支え、米シェール増産は価格の天井を形成

- **(基本シナリオ)** 2016年11月の総会でOPECは減産に合意し、シェア重視から価格重視に戦略を転換。OPECやロシアを含めた減産が目標通りに実現するかは懐疑的な見方が多いが、世界経済の回復に伴う需要の増加もあり、過去2年間続いた下落トレンドは終了の見込み。ただし、シェールオイル生産の回復や米ドル高から上値は重い。
- **(サブシナリオ)** 上振れ要因は、トランプ相場の長期化による投機資金の流入、中東地政学リスクの台頭。下振れ要因は、想定以上の米国シェールオイルの増産や米ドル高。OPECの減産失敗。

■ 急上昇の調整はあるが、需給バランスの改善から底堅く推移

- **(基本シナリオ)** 足元の投機的要因による上昇は、利益確定売りから一旦調整へ。ただ、今後、供給不足が予想されており、価格は底堅く推移。一方、アフリカ・南米を中心とした将来の増産計画の存在や、米ドル高の進行が、上値を抑える要因となる。
- **(サブシナリオ)** 上振れ要因としては、鉱山の操業再開の遅れ、米国インフラ投資への期待継続、人民元安観測に基づく買い需要の拡大、中国の需要増。下振れ要因では、早期の鉱山生産再開、中国需要の鈍化、米ドル高など。

4. 世界経済：停滞感からは脱するが力強さに欠ける展開

- 2017年の世界全体の成長率は3%台半ばと高まり、停滞感からは脱する。しかし、全般的にみれば、新興国を中心に力強さに欠ける展開になる。
- 先進国については、米国は再び2%台に戻り、底堅い推移を続ける。ユーロ圏は1%台半ばを維持する。日本はなかなか成長のきっかけを掴めず、「ゼロ%台の成長」を余儀なくされる。
- 新興国は、国により状況は異なる。中国は新常态のなかで投資を中心とした調整は続き、減速は避けられない。一方、サブサハラ・アフリカやロシア、中南米は、一次産品市況の持ち直しが成長を緩やかに押し上げる。インドは、2015年以降中国を上回るペースで成長しているが、この傾向は当面続く見込み。

▽ 世界の成長率見通し(%)

	2015	2001-'07	2015	2016	2017	2016	2017
	構成比	前年比 (平均)	前年比 実績	前年比 予測	前年比 予測	2016年7月予測から 変化幅	
世界	100.0	4.4	3.2	3.1	3.4	±0.0	±0.0
先進国	42.4	2.4	2.1	1.6	1.8	▲0.2	±0.0
米国	15.8	2.4	2.6	1.6	2.2	▲0.6	▲0.3
ユーロ圏	12.0	2.0	2.0	1.7	1.5	0.1	0.1
日本	4.2	1.4	0.5	0.5	0.6	0.2	0.5
英国	2.4	3.0	2.2	1.8	1.1	0.1	▲0.2
新興国	57.6	6.7	4.0	4.2	4.6	0.1	±0.0
サブサハラ・アフリカ	3.1	7.1	3.4	1.4	2.9	▲0.2	▲0.4
中東欧	3.3	4.9	3.6	3.3	3.1	▲0.2	▲0.1
ロシア	3.3	6.8	▲3.7	▲0.8	1.1	0.4	0.1
中国	17.3	10.8	6.9	6.6	6.2	±0.0	±0.0
インド	7.0	7.5	7.6	7.6	7.6	0.2	0.2
ASEAN5	5.3	5.2	4.8	4.8	5.1	±0.0	±0.0
中東・北アフリカ	6.7	5.7	2.3	3.4	3.4	±0.0	0.1
中南米	8.2	3.6	0.0	▲0.6	1.6	▲0.2	±0.0

(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。

(資料) IMF "World Economic Outlook" (October 2016)を基に丸紅経済研究所作成

5. 米国:個人消費の伸びや設備投資の持ち直しにより景気拡大が続く

▽ 主要経済指標

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP(前年比%)	2.2	1.7	2.4	2.6	1.6	2.2
個人消費	1.5	1.5	2.9	3.2	2.6	2.4
設備投資	10.6	6.1	4.5	5.0	-0.5	3.1
失業率(%)	8.1	7.4	6.2	5.3	4.9	4.7
コアPCEデフレータ(前年比%)	1.9	1.5	1.6	1.4	1.7	1.9
自動車販売台数(百万台)	14.4	15.5	16.5	17.4	17.3	17.2
中古住宅販売件数(百万件)	4.7	5.1	4.9	5.2	5.4	5.5
鉱工業生産指数(前年比%)	2.1	1.5	1.6	0.1	1.3	2.3
政府債務(対GDP比%)	111.4	111.4	111.6	110.6	111.4	112.1

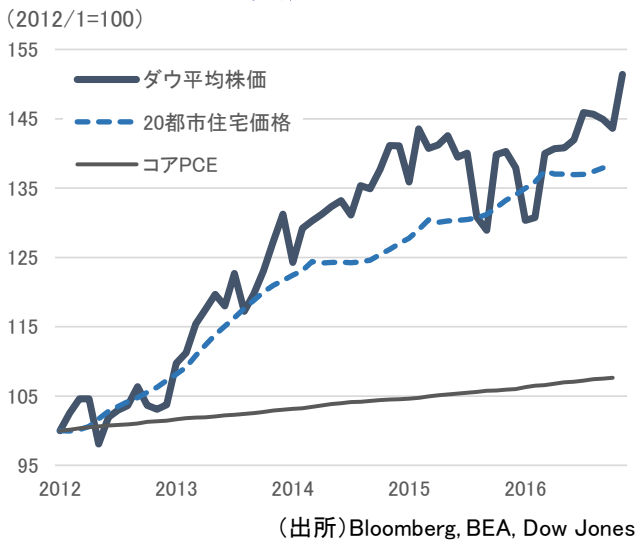
(出所) Bloomberg, BEA, CB, BLS, 2017年は一部丸紅経済研究所推計

▽ 新政権の掲げる政策

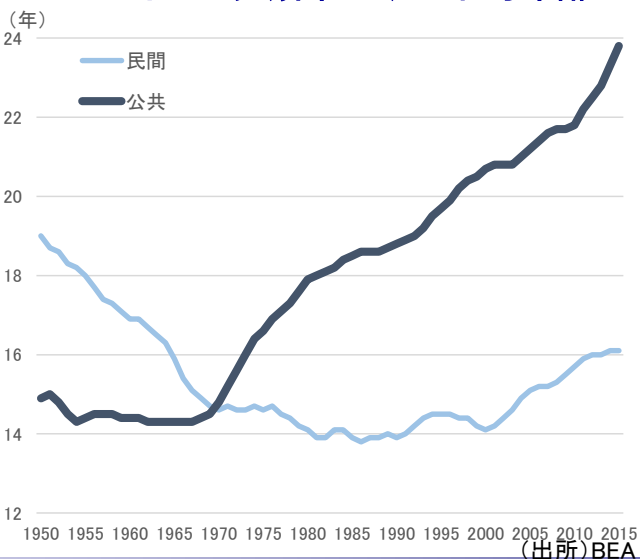
法人税	法人税率35%から15%に引き下げ 米企業の海外利益に対する課税軽減
所得税	課税区分を12%、25%、33%に、全区分で減税 育児・介護費用等を税額控除拡大
インフラ投資	10年で1兆ドル
金融	ドッド・フランク法廃止
医療	オバマケア廃止、医療貯蓄口座の促進
通商	TPP反対、NAFTA再交渉 中国に対し為替操作国認定、関税措置
教育	授業料や教育ローンの負担軽減
環境	パリ協定脱退、環境規制撤廃 キーストーンパイプライン承認

(出所) 各種資料より丸紅経済研究所作成

▽ 資産インフレ



▽ インフラ(非住宅)の平均年齢



■ 米国は消費主導の回復が続く

- 米国経済は堅調な回復を維持。2016年12月に1年ぶりの利上げに踏み切った。今後も景気拡大を背景に年2~3回の緩やかな利上げが続く見通し。
- 2017年の成長率は2.2%と回復が継続する見込み。労働市場はタイトになり賃金は上昇。雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は底堅く推移。一方、自動車市場では過熱感がみられ、調整局面入りが懸念される。
- 内外需の拡大を背景に設備投資は緩やかに回復。ドル高が企業収益や輸出に重荷となるが、資源価格の底打ちはエネルギー企業にはプラス。

■ 新政権はプロ・ビジネス的側面をもつ

- インフラ投資、減税、規制緩和など新政権の政策はプロ・ビジネス的側面をもつ。
- インフラの老朽化は大都市を中心に広く認識。また、減税(=小さな政府)は共和党の基本理念である。
- 規制緩和については、例えば、①金融機関の貸出が積極的となり、コモディティ市場への関与が広がる、②石炭やシェールオイル、ガスの生産が促進される、③農業分野へ課せられてきた水質基準規制などが緩められる可能性がある。

6. 欧州：経済成長は1%半ばを維持。伊銀行の不良債権問題に注視

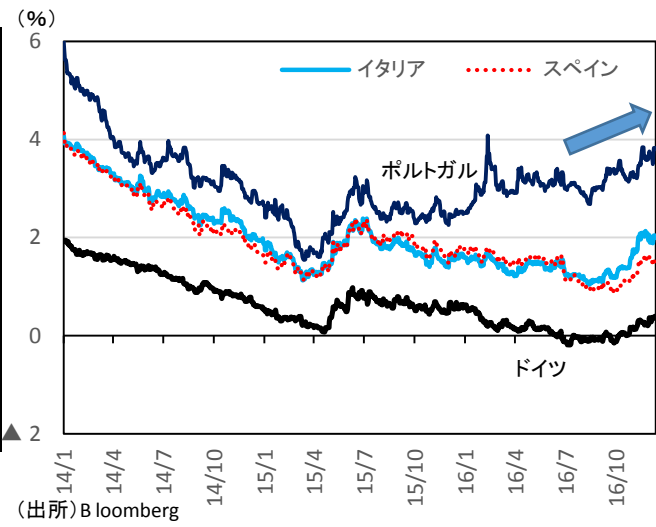
▽欧州主要国の実質GDP成長率

(%, 前年比)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
					予測	
ユーロ圏GDP成長率	▲ 0.9	▲ 0.3	1.1	2.0	1.7	1.5
民間消費	▲ 1.2	▲ 0.5	0.8	1.8	1.6	1.4
インフレ率	2.5	1.3	0.4	0.0	0.3	1.1
ドイツGDP成長率	0.7	0.6	1.6	1.5	1.7	1.4
フランスGDP成長率	0.2	0.6	0.6	1.3	1.3	1.3
イタリアGDP成長率	▲ 2.8	▲ 1.7	▲ 0.3	0.8	0.8	0.9
スペインGDP成長率	▲ 2.6	▲ 1.7	1.4	3.2	3.1	2.2
英国GDP成長率	1.3	1.9	3.1	2.2	1.8	1.1
民間消費	1.9	1.6	2.1	2.6	2.7	1.3
インフレ率	2.8	2.6	1.5	0.1	0.7	2.5

(出所) IMF、Consensus Forecasts

▽欧州各国の長期金利推移



■ Brexitにより経済成長は鈍化へ

- 2017年の成長率見通しは、ユーロ圏が1%台半ばを維持。英国は1.1%と大きく鈍化の見込み。
- 17年実施の蘭・仏・独の選挙における反EU勢力の伸張やBrexit交渉の始動が市場の不安定要因になりうる。

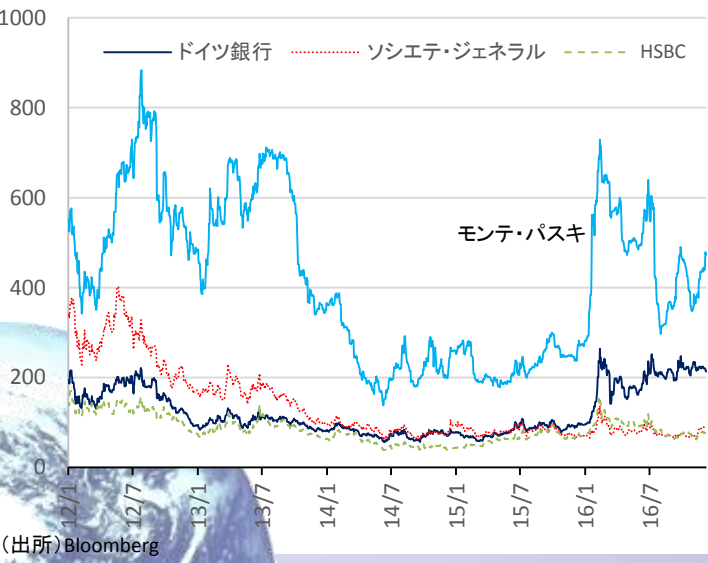
■ 金融機関の経営問題は残存

- ギリシアなど被支援国では、現状、17年中の債務返済には一定の目途がついているが、イタリアの銀行問題やポルトガルの格付に対する懸念で国債利回りは上昇始めている。
- 大手銀行モンテ・パスキなど、イタリアの銀行に経営不安が表面化。イタリア政府は同行を救済する方向でEUなどと交渉を進めている。
- ECBのゼロ金利政策の長期化で経営環境にストレスが高まる銀行が出現する恐れがある。特に、オーストリア、アイルランドの銀行部門が脆弱。

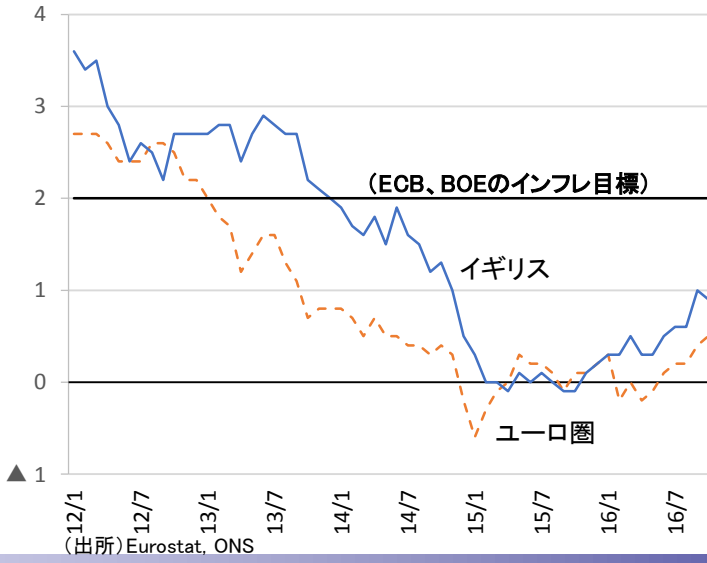
■ 低インフレから金融緩和を継続

- ECBは量的緩和の終了時期を9ヶ月延ばし17年末とすることを決定。国債等の購入規模は、800億ユーロから600億ユーロへ縮小(17年4月以降)。
- ユーロ圏のインフレ率は、目標とする2%近傍を下回っている状況。一方で、英国のインフレ率は、国民投票後のポンド安によって、17年には2.5%まで上昇する見込み。

▽欧州主要銀行のCDS推移



▽インフレ率の推移



7. 日本: 金融政策依存は続くが、財政・成長戦略との併用が必要

▽ 主要経済指標

(失業率以外は前年比、2016年度以降は予測)

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP成長率	0.9%	2.6%	▲0.4%	1.3%	0.8%	1.0%
民間最終消費支出 (個人消費)	1.7%	2.3%	▲2.9%	▲0.1%	0.5%	0.8%
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合)	▲0.2%	0.8%	2.8%	0.0%	▲0.3%	0.6%
鉱工業生産指数	▲2.7%	3.0%	▲0.4%	▲1.4%	0.3%	2.0%
失業率	4.3%	3.9%	3.5%	3.3%	3.1%	3.0%

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省、日本経済研究センター

▽ 日銀の金融政策の概要

マネタリーベース	年間80兆円増加
ETF (株価指数連動型 上場投資信託)	年間6兆円増加
長短金利	日銀当座預金のうち政策金利残高: ▲0.1% 10年物国債金利: ゼロ%程度
その他	消費者物価上昇率が安定的に+2% を越えるまで、マネタリーベースの 拡大方針を継続

(資料) 日銀

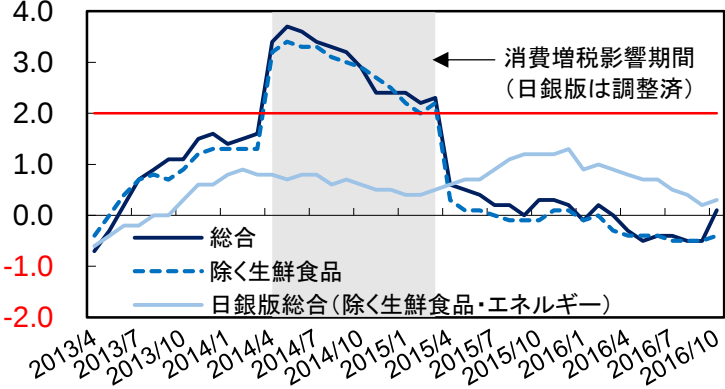
▽ 未来への投資を実現する経済対策

経済対策	財政措置
I. 一億総活躍社会の実現の加速	3.4兆円程度
II. 21世紀型のインフラ整備	6.2兆円程度
III. 英国のEU離脱に伴うリスクへの対応並びに中小企業等及び地方の支援	1.3兆円程度
IV. 熊本地震や東日本大震災からの復興や安全・安心、防災対応の強化	2.7兆円程度
合計	13.5兆円程度

(出所) 内閣府

▽ 黒田総裁就任以降の消費者物価指数

(前年比、%)



(資料) 総務省、日銀

▽ 新三本の矢

・名目GDPを600兆円に(2015年度: 532兆円)
・従来の三本の矢(大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略)を強化

新・第一の矢

希望を生み出す
強い経済

・結婚や出産等の希望が満たされることにより希望出生率1.8がかんう社会の実現へ
・待機児童解消、幼児教育の無償化の拡大(多子世帯への重点的な支援)等

新・第二の矢

夢をつむぐ
子育て支援

・介護離職者数をゼロに
・多様な介護基盤の整備、介護休業等取得しやすい職場環境整備
・「生涯現役社会」の構築等

新・第三の矢

安心につながる
社会保障

(出所) 内閣府

■ 回復はするがペースは緩やか

- 雇用の改善は続くが、消費や生産に勢いがなく、回復のペースは緩やか。
- 日銀は金融政策決定会合(9月)で、新たな金融政策の対応を決定し、①マイナス金利は継続、10年国債利回りはゼロ%程度、②消費者物価上昇率が、安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大を目指す。
- 現状、物価は総合で0%前後、コアでも1%を大きく下回る状況。日銀は物価上昇目標2%の達成時期を2018年度頃に先送りし、黒田総裁の任期中の達成を断念。

■ 真水7.5兆円規模の経済対策

- 政府は経済対策を実施することを閣議決定。リニア等のインフラ整備やIoTを活用した産業構造改革、働き方改革などを推し進める。
- 財政措置13.5兆円のうち、財政投融資(6.0兆円)を除いた真水部分は7.5兆円(国+地方)。かつ、複数年にまたがる金額であり、即効性には疑問。

■ 新三本の矢

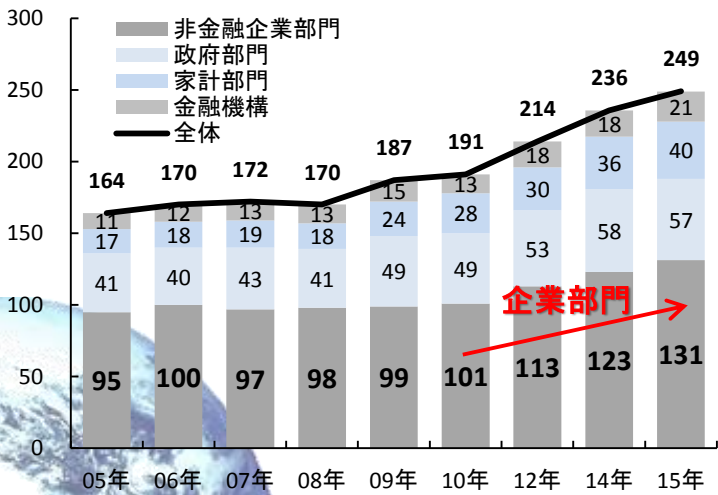
- 昨年9月に政府は新三本の矢を標榜。子育て支援と社会保障に「分配」を傾けるためには、強い経済で「成長」を達成することが不可欠。成長と分配の好循環が求められる。

8. 中国:新常態での安定を最優先するも、政治的駆け引きの本格化を懸念

▽主要経済指標

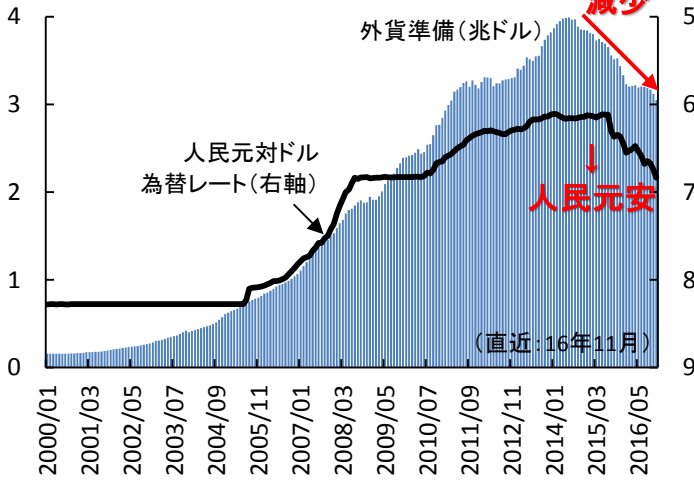
(前年比、%)		05年	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	前年比較
GDP		11.4	12.7	14.2	9.7	9.4	10.6	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.6	6.2	▲
生産	鉱工業生産	16.4	16.6	18.5	12.9	11.0	15.7	13.9	10.0	9.7	8.3	6.1	6.0	5.7	▲
	製造業PMI	54.1	54.5	55.0	50.2	52.9	53.8	51.4	50.8	50.8	50.7	49.9	50.2	50.0	▲
需要項目	小売総額	12.9	13.7	16.8	21.6	15.5	18.4	17.1	14.3	13.1	12.0	10.7	10.4	10.0	▲
	固定資産投資	27.2	24.5	25.8	26.1	30.5	24.5	23.8	20.6	19.6	15.7	10.0	8.3	7.0	▲
	輸出	28.4	27.2	26.0	17.2	-16.0	31.3	20.3	7.9	7.8	6.0	-2.9	-7.5	-6.0	▲
	輸入	17.6	19.9	20.8	18.5	-11.2	38.8	24.9	4.3	7.2	0.5	-14.3	-6.2	-3.0	▲
金融財政	新規貸出	3.8	33.9	15.2	35.0	95.6	-17.2	-6.0	9.8	8.4	10.0	19.8	3.8	5.0	▲
	財政赤字比率	1.2	1.0	-0.2	0.7	2.7	2.4	1.7	1.5	2.0	2.1	2.4	3.0	3.0	→
産業	自動車販売(百万台)	5	6	7	-	9	14	18	19	19	22	23	26	24	▲
	新築住宅販売面積	24.8	11.8	26.5	-15.5	45.4	8.3	3.4	2.0	17.5	-9.1	6.9	24.5	10.0	▲
	粗鋼生産	24.9	18.7	16.7	2.8	13.7	11.4	7.5	5.6	12.3	1.1	-2.2	1.1	0.5	▲
資源輸入	原油	3.5	14.2	12.4	9.6	13.9	17.4	5.5	7.3	4.1	9.3	8.8	14.0	10.0	▲
	鉄鉱石	32.3	18.6	17.6	15.8	41.5	-1.5	11.0	8.5	10.0	13.8	2.2	9.2	5.0	▲
	大豆	31.8	6.4	8.9	21.4	13.6	28.8	-4.0	10.9	8.6	12.6	14.5	2.2	1.0	▲

▽債務比率(対GDP比%)



(出所) 中国国家统计局、人民銀行、財政部、海関総署、CEIC、WIND等

▽外貨準備と人民元レート



■ 新常態における安定を図る

- ストック調整が進展するなか、6%台の成長が精一杯のところ。
- 公共投資では、国家主導型プロジェクトに加え、PPPを活用するインフラ事業などを実施し3%の財政赤字を維持。小幅な金融緩和も実施。財政と金融の両面で成長の下支えを狙う。
- ただ、17年には、自動車減税や不動産規制緩和の効果が徐々に剥落。粗鋼生産も伸び悩む。輸出は逆風のなかマイナスの伸び。成長は6%強のレベルまで減速する見込み。

■ 内憂外患はゾンビ企業と資本流出

- 企業債務はGDP1.3倍に増大。半分は国有企業。ゾンビ企業の破綻、不良債権問題の顕在化がリスク要因。
- 米利上げを受けた資本流出が懸念される。通貨防衛のためのドル売りで、外貨準備がピーク時に比べすでに1兆ドル減少。

■ 17年党大会の指導部の顔に注目

- 17年党大会でポスト習・李の輪郭が明確に。習総書記が「核心」になったことで、任期延長説や習近平側近が浮上か。
- 人事布石に集中し、臨機応変な経済運営ができない懸念も。政治サイクルと経済危機の偶然的なシンクロには留意。

9. ASEAN・インド：全体としては緩やかに回復なるも資金流出懸念が燃る

▽主要国の実質GDP成長率 (単位：%) (%)

国名	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
ASEAN-5	6.2	5.1	4.6	4.8	4.8	5.1
I						
フィリピン	6.7	7.1	6.2	5.9	6.4	6.7
ベトナム	5.2	5.4	6.0	6.7	6.1	6.2
II						
インドネシア	6.0	5.6	5.0	4.8	4.9	5.3
マレーシア	5.5	4.7	6.0	5.0	4.3	4.6
III						
タイ	7.2	2.7	0.8	2.8	3.2	3.3
シンガポール	3.7	4.7	3.3	2.0	1.7	2.2
インド	5.6	6.6	7.2	7.6	7.6	7.6

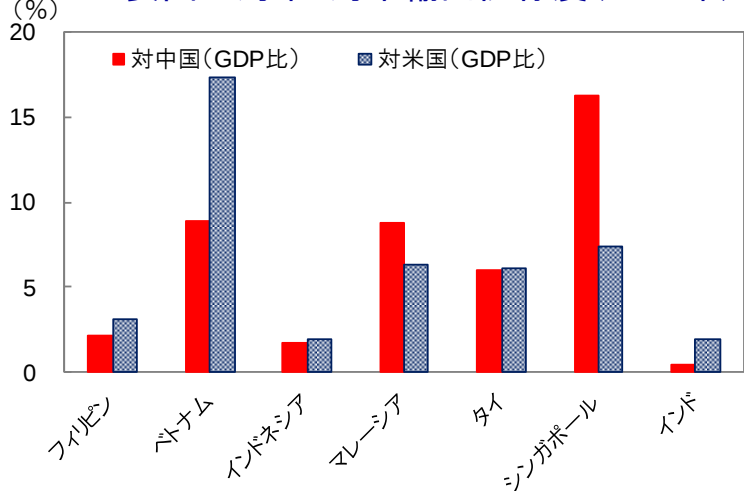
(出所) IMF “World Economic Outlook”(October, 2016)
(注1) インドのみ年度(4～3月)ベース
(注2) I～IIIは成長率によってASEAN主要6カ国を便宜的にグループ分けしたもの

▽主要国のファンダメンタルズ指標

国名	経常収支(GDP比)		消費者物価(GDP比)		政府債務残高(GDP比)	
	2016年	2017年	2016年	2017年	2016年	2017年
ASEAN-5	1.2	0.7	2.5	3.4	38.6	39.0
I						
フィリピン	1.8	1.4	2.0	3.4	33.4	32.4
ベトナム	0.4	0.1	2.0	3.7	62.0	64.6
II						
インドネシア	▲2.3	▲2.3	3.7	4.2	27.5	28.2
マレーシア	1.2	1.5	2.1	3.0	56.6	55.7
III						
タイ	9.7	7.7	0.3	1.6	43.6	44.3
シンガポール	19.3	19.3	▲0.3	1.1	106.4	105.7
インド	▲1.4	▲2.0	5.5	5.2	68.5	67.2

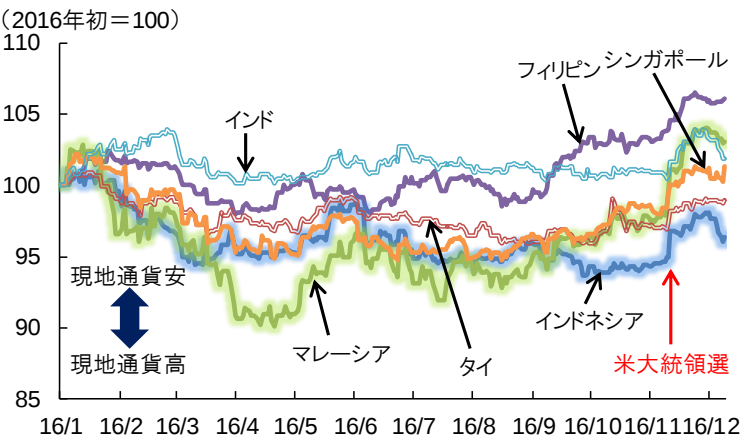
(出所) IMF “World Economic Outlook”(October, 2016)

▽主要国の対中・対米輸出依存度(2015年)



(出所) CEIC

▽主要国の為替レート



(出所) Bloomberg

■ 景気は底入れ、緩やかに回復

- 新興国経済が全体として勢いを欠くなか、ASEAN・インドは総じて高目の成長を維持している。
- これまでのASEAN経済は、中国の減速による輸出の低迷、消費・投資の弱含みによる成長の鈍化がみられたが、他の新興国と比べ無難なパフォーマンスを達成。
- ASEANを成長率に応じて3グループに分類。
I. 6～7%程度：フィリピン・ベトナム
II. 4～5%程度：インドネシア・マレーシア
III. 2～3%程度：タイ・シンガポール
- フィリピンは企業および消費者マインドが高水準で推移しており、個人消費や設備投資が好調。ベトナムは海外からの投資の増加や外需の改善が寄与している。
- インドは民間消費が経済を牽引。高額紙幣廃止では混乱が生じたが、長期的には同国経済にとってプラス。

■ 保護主義の広がりリスクの一つ

- 2017年は中国経済の減速懸念が残るものの、米国向けの需要回復と、輸出産品の価格上昇、財政支出拡大による景気の下支えにより回復基調が継続の見込み。
- 保護主義の拡大は、輸出依存度の高い国にとって大きなリスクとなる。

■ 米金利上昇に伴う資金流出の懸念

- 米国の金利上昇によるASEANからの資金流出、それに伴う現地通貨安やインフレが懸念される。自国通貨防衛のために政策金利の引き上げに追い込まれた場合、経済には逆風となる恐れがある。

10. 中東・アフリカ:注視すべきは地政学リスクと資源価格リスク

▽GCC・アフリカ主要国の実質GDP成長率

(前年比、%)

	2012	2013	2014	2015	2016 予測	2017
中東北アフリカ	5.0	2.4	2.7	2.3	3.4	3.4
サウジアラビア	5.4	2.7	3.6	3.5	1.2	2.0
イラン	▲ 6.6	▲ 1.9	4.3	0.4	4.5	4.1
UAE	7.1	4.7	3.1	4.0	2.3	2.5
カタール	4.9	4.6	4.0	3.7	2.6	3.4
クウェート	7.9	0.4	0.6	1.1	2.5	2.6
オマーン	5.8	3.2	2.9	3.3	1.8	2.6
バーレーン	3.7	5.4	4.4	2.9	2.1	1.8
サブサハラ	4.3	5.2	5.1	3.4	1.4	2.9
ナイジェリア	4.3	5.4	6.3	2.7	▲ 1.7	0.6
南アフリカ	2.2	2.3	1.6	1.3	0.1	0.8
アンゴラ	5.2	6.8	4.8	3.0	0.0	1.5

(出所) IMF

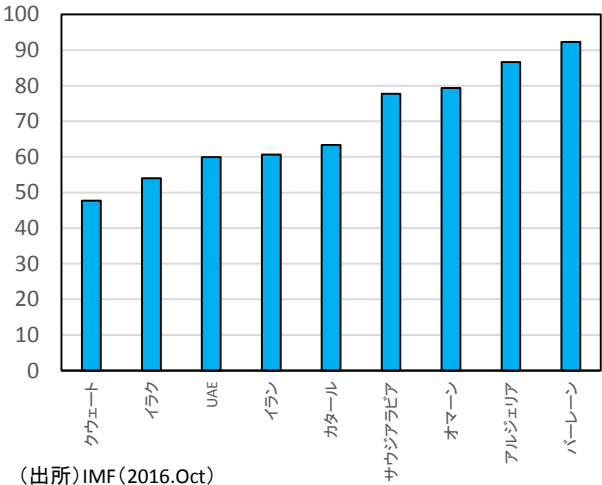
▽中東における地政学的リスク

シリア イラク	独裁体制を敷くアサド政権に対する反発から、2011年に内戦が始まり、現在も継続中。終焉の見通したず。政府・反政府軍・ISが入り乱れての戦闘を避けるため、多数の難民が欧州に流入。トランプ新政権は、露と協調し、ISに対処する可能性を示唆。
イラン	欧米諸国による制裁は緩和されたが、トランプ新政権では、米国が制裁再強化を図る可能性も否めない。2017年5月に行われる大統領選では、穏健派ロウハニ氏が再選されるかどうか注目点の一つ。
トルコ	2016年7月にトルコ軍の一部によるエルドアン大統領に対するクーデター未遂事件が勃発。事件に関与したと疑われる軍人や教員などに対する大量処分が行われるなど不安定な状況になった。トルコ政府が事件の黒幕と疑う在米のギュレン氏の引渡しを巡り、米国との関係も悪化。他方、トルコがロシアとの距離感を縮めているとの見方もある。

(出所) 各種報道から丸紅経済研究所作成

▽財政収支が均衡する原油価格

(米ドル/バレル)



(出所) IMF (2016.Oct)

▽アフリカ主要国長期国債格付け

	S&P	Moody's
ボツワナ	A-	A2
南アフリカ	BBB-	Baa2
ナミビア	-	Baa3
コートジボワール	-	Ba3
アンゴラ	B	B1
ナイジェリア	B	B1
ケニア	B+	B1
ザンビア	B	B3
DRCコンゴ	B-	B3
コンゴ共和国	B-	B3
ガーナ	B-	B3
モザンビーク	CC	Caa3

(出所) Bloomberg

(注) ハイライトは2016年内に格下げが行われたもの

■ 資源価格底打ちから成長回復へ

- 原油をはじめとした資源価格が緩やかに回復することを背景に、2017年の中東・北アフリカ地域の成長率は3.4%を維持。サブサハラ地域は2.9%まで緩やかに持ち直す見込み。

■ 中東は地政学的リスクに注意

- トランプ新政権のもと、中東政策の転換が見込まれている。シリアやイラン、トルコなどでは政治的混乱も予想され、地政学的リスクの高まりには注意が必要。
- 中東諸国は低水準の原油価格を受け、財政が厳しい。サウジアラビアでは財政収支が均衡する原油価格が77ドルと高水準。このままでは財政赤字が継続する見込みであり、増税・緊縮財政政策を実施中。補助金削減などに対する国民の不満も高まっている。

■ サブサハラは格下げが相次ぐ

- サブサハラ諸国は、資源価格下落による歳入減少、債務拡大の懸念から、ザンビア、ナイジェリア、アンゴラ、コンゴ共和国といった国で相次いで長期国債が格下げへ。
- 現状、サブサハラアフリカで投資適格を有するのは、ボツワナ、モーリシャス、ナミビア、南アフリカのみ。

11. ロシア:最悪期を脱し緩やかな回復 ブラジル:政治問題が景気の重荷

▽ロシア主要経済指標

ロシア	2012	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP(前年比%)	3.5	1.3	0.7	-3.7	-0.8	1.1
家計消費	7.4	4.4	1.5	-9.4	-3.5	1.8
総資本形成	5.0	-6.9	-8.7	-20.9	-4.0	2.2
輸出	1.4	4.6	0.8	3.7	-2.0	1.4
輸入	9.8	3.9	-7.5	-25.7	-5.7	4.6
失業率(%)	5.4	5.5	5.2	5.6	5.7	5.7
消費者物価(前年比%)	5.1	6.8	7.8	15.6	7.1	5.3
鉱工業生産(前年比%)	4.9	3.2	7.0	-3.4	0.3	1.5
政策金利(%)	NA	5.5	17.0	11.0	10.0	8.0

(出所)Bloomberg (注)ロシア政策金利「Key Rate」は2013年から

▽ブラジル主要経済指標

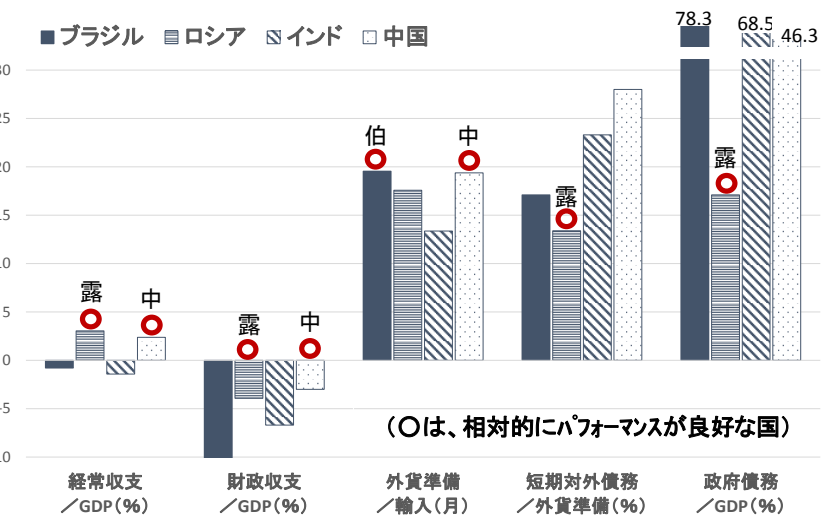
ブラジル	2012	2013	2014	2015	2016	2017
実質GDP(前年比%)	1.9	3.0	0.5	-3.8	-3.3	0.5
家計消費	3.5	3.5	2.3	-3.9	-4.4	0.0
総設備投資	0.9	5.8	-4.1	-13.9	-9.4	3.4
輸出	0.5	2.2	-0.9	6.3	4.7	3.8
輸入	0.9	7.3	-1.9	-13.9	-10.7	0.9
失業率(%)	5.5	5.4	4.8	6.8	11.3	11.8
消費者物価(前年比%)	5.4	6.2	6.3	9.0	8.8	5.4
鉱工業生産(前年比%)	-2.4	2.1	-2.9	-8.2	-6.7	2.2
政策金利(%)	7.25	10.00	11.75	14.25	13.75	10.70

(出所)Bloomberg

■ ロシアは景気後退を脱却、緩やかな回復へ

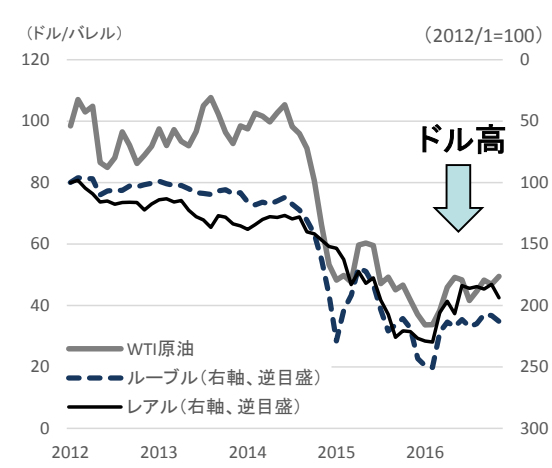
- 2017年のロシア経済は、前年のマイナスから1.1%のプラス圏に浮上し緩やかな回復へ。
- 物価の落ち着きを背景に実質賃金が上昇し、民間消費が改善。製造業PMIは50を超えており、生産活動は徐々に持ち直すとみられる。
- 他のBRICs諸国と比較してみても、ロシアの経常黒字や外貨準備高は良好な水準にある。原油価格が底堅いなか、対外関係の改善が進めばルーブルも緩やかに上昇。インフレ目標(17年末に4.0%)に近づくにつれて利下げの余地もでてくる。
- 国内政治は引き続き安定。トランプ次期政権の外交政策次第ではあるが、対米含む対外関係が改善する可能性もある。

▽BRICsの経常・財政収支・債務状況



(出所)各種資料より丸紅経済研究所作成

▽原油価格とリアル及びルーブル



(出所)BEA

■ ブラジルは長引く政治問題が景気下押し

- 2016年のブラジル経済は政治問題等を背景に▲3%成長。2017年は資源価格の持ち直し等を受けて0.5%のわずかなプラスと予想されているが見通しは不透明。
- 国営石油大手ペトロbrasを巡る政治家の汚職問題に收拾の目処が立たず、景気の下押し要因に。汚職捜査や財政改革に進展がない限り、政権不安からレアルの上値は重い。
- 高金利や雇用環境の悪化を背景に個人消費は伸び悩む。政権不安や銀行の融資縮小傾向を背景に、企業活動は弱い回復にとどまる。

12. 2017年の主要産業の傾向と課題①

- ・不透明感は払拭されないが、景況感は多少回復の方向へ。資源価格も底打ちして緩やかな回復。
- ・世界的にICT化がさらに進展。フィンテックやビッグデータ、AI(人工知能)等を利用した新製品・サービスが拡充する。
- ・PHVやコネクティッドカー、自動運転等先進技術を大手メーカーは着々と開発。中堅は大手の技術への依存が強まる傾向。

分野	国内市場		海外市場	
繊維		アパレルは <u>個人消費の回復が鈍く</u> 、需要は低調。円安による原材料高が企業収益を圧迫。化学繊維は、衣料向けの需要は低調であるが、 <u>自動車向けは堅調</u> で生産量は昨年並みに推移する。		アパレルは <u>中国を筆頭にアジアでの海外事業が育っている</u> 。炭素繊維等の高機能素材は、 <u>航空機部品メーカーの在庫調整が進み、需要が回復</u> 。風力発電向けも好調を維持。
鉄鋼		住宅着工は貸家需要が減少。新車販売は昨年並みのため、 <u>鋼材需要は弱含み</u> 。ただし、 <u>東京五輪関連等の建築需要が顕在化</u> すると需要増の可能性も。円安による輸入代替により <u>粗鋼生産は底堅い</u> 。		インドやASEANの需要は堅調に推移。 <u>中国の鉄鋼構造改革は緩やかな進展が見込まれるが</u> 、景気刺激策の剥落で <u>需要は減退</u> 。 <u>世界的には</u> 、依然として <u>供給過剰</u> の状況。
電力・エネルギー		販売電力量は、省エネの進展はあるが <u>生産活動の回復で昨年並み</u> 。燃料コスト上昇により企業収益は悪化。ただし、 <u>原子力の再稼動が進めば上振れの可能性も</u> 。ガソリンは、エコカー減税の継続等で需要は昨年並み。		<u>アジアを中心に電力需要は堅調</u> に推移。続伸する再生可能エネルギー市場は、アジア・欧州が牽引し好調を維持。エネルギー価格が全般的に回復し、 <u>停滞していた権益開発の進展</u> が見込まれる。
化学		石油化学製品は、国内の需要低迷に伴う業界再編が一段落。今後、 <u>内需はほぼ横ばい</u> で推移していく中、アジアのプラント不具合等の解消につれて <u>国内各社の稼働率は緩やかに低下</u> へ。		石油化学製品や塩ビの需要は <u>引続きアジアが牽引して増加</u> する見通し。一方、供給面では、早くて2017年後半頃から中国の石炭由来および米国のシェール由来のプラント設備増設。 <u>需給バランスは緩和の方向</u> へ。
紙パ		紙・板紙の <u>国内需要は減少傾向が続く</u> 。主力製品では段ボール原紙と衛生用紙は堅調だが、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。中国、インドネシア等からの紙製品の <u>輸入減少</u> が当面続く。		円安基調の中で、印刷・情報用紙、段ボール原紙、包装紙を主力製品に、 <u>東南アジア向けの輸出が引続き増加</u> 。

12. 2017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		相次ぐ新型車投入の波及効果で販売は促進基調。ただし、人口減や若層の自動車離れが進んでいることから、総じて <u>今年並みの水準</u> と予想。		<u>米国市場</u> は堅調だが、金利の上昇から自動車販売台数が高止まりする見込み。 <u>中国の新車販売</u> は、小型車購入減税幅の縮小に伴う反動減が予想される。
電機		家電は白物が回復。主力のエアコンや冷蔵庫が高機能型を中心に好調。省エネ製品・高付加価値製品への買替需要が継続。円安がインバウンド需要に寄与。デジタル家電はパソコンを中心に苦戦が続くものの底打ち感。		家電は現地生産、部品の現地調達化の進行から輸出鈍化が続く。欧州向け音響装置の増加も一巡。スマートフォンと接続可能なカーナビが好調。新興国を中心に浄水器やエアコンの販売も拡大継続だが、日本企業による需要取込みには課題が残る。
情報・通信		サービスは好調を継続。セキュリティ、クラウド、マイナンバーやAI関連のシステム高度化需要が堅調。WEBコンテンツビジネス、EC（電子商取引）分野も拡大継続。一方、ハードではスマートフォンは市場成熟化で出荷は一巡。		IoT（モノのインターネット）を始め、新製品・サービスの拡充が進む。セキュリティやサーバサービス関連ニーズも引続き高く、スマートフォン市場は新興国が成長を牽引。ただし、日本企業の係わり合いは限定的であり、今後どのように関与を高めるかが課題。
産機・プラント		産業機械は老朽化設備の更新や安全対策、省エネ・省力化投資が順調。建設機械は新排ガス規制関連需要は一巡したものの、インフラの更新需要や五輪関連の公共投資から底堅い推移が見込まれる。		新興国の需要低迷により前年は大幅減。その反動もあり2017年の受注は伸びる。中国・東南アジア等でのインフラ整備、環境関連需要の増加や、一次産品価格上昇による資源開発用途の復調を見込む。発電・石化プラントも順調。ただし、水準でみれば未だ低位。
建設・セメント		建設投資は小幅なマイナス。政府建設投資は反動減の見込み。民間住宅は、相続税対策の一巡や価格の高止まりを背景に貸家、分譲マンションともに着工減。非住宅建設は、事務所や工場、東京五輪を見込んだ投資を含め、底堅く推移する。		セメントについては、国内需要の低迷が続くが、輸出はアジア向けを中心に引続き堅調に推移。
流通		小売全体の市場規模は横ばいが続く。百貨店は中間所得層の節約志向の高まりや富裕層・インバウンド消費の減少に伴い売上が減少。スーパーは横ばい。コンビニは堅調に推移。EC（電子商取引）は急成長が続く。		中国やASEAN等のアジア各国を中心に小売の市場規模は拡大傾向。海外進出に積極的な日系コンビニ等小売の海外売上は堅調に推移。今後も中国やインドにおける中間所得層の増加を背景に小売は好調、越境ECも急拡大が続く。
食品		2017年も人口減や少子高齢化を背景に市場規模は緩やかに縮小。高付加価値商品や総菜といった消費ニーズの多様化が進む。		小額ではあるが、円安や高級食品の海外需要の高まりを追い風に、中国、香港、台湾等のアジアや北米向けを中心に輸出額は拡大傾向。今後、中間所得層拡大を背景に需要は堅調に推移する。

丸紅経済研究所

〒103-6060 東京都中央区日本橋2-7-1 東京日本橋タワー24階
<http://www.marubeni.co.jp/research/index.html>
TEL : 03-3282-7683
FAX : 03-3282-7120

（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。個人の私的使用および引用など、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。