

グラフで見る世界経済

2018年2月

住友商事グローバルリサーチ株式会社
経済部

IMF World Economic Outlook

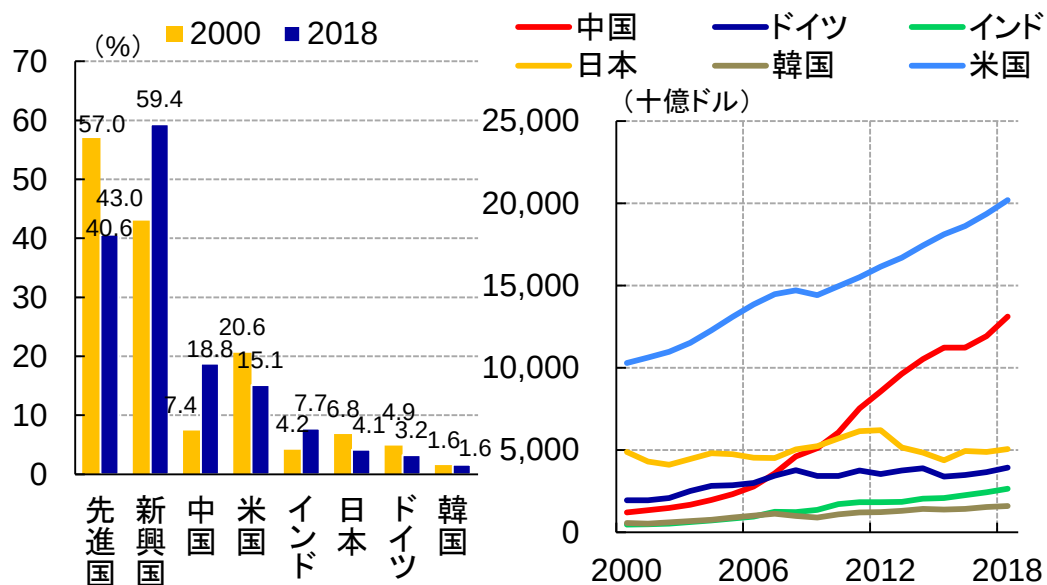
17年は「世界同時成長」がキーワード。

18年は更なる加速へ期待が増したが2月の株価急落で水を差された。IMF公表の購買力平価（PPP）ベースGDPでは新興国＞先進国。世界経済を左右するグリッパは先進国から中国を始めとする新興国グループへ移りつつある。一方、市場価格（マーケット為替レート）から算出された米ドル建て名目GDPでは依然米国が最大。

18年1月に公表されたWEOでは18年、19年共に先進国の成長見通しが引き上げられたが新興国は据置き。米国では税制改革効果とインフラ投資が期待され0.4ppの引き上げ。日本は補正予算効果の見直し。経済活動が好調なユーロ圏も大幅に見通しを引き上げられた。しかしBREXIT対応に苦慮する英国は据置き。新興国では中東欧成長減速、インド再加速、ブラジル、メキシコ、ロシアでは持ち直しの動き続く。

購買力平価ベース経済シェア

米ドル建て名目GDP



IMF世界経済見通し（2018年1月公表分）

	2018年1月発表値			前回発表からの修正幅		
	2017 見込み	2018 予測	2019 予測	2018	2019	
世界	3.7	3.9	3.9	0.2	0.2	↑
先進国	2.3	2.3	2.2	0.3	0.4	↑
日本	1.8	1.2	0.9	0.5	0.1	↑
米国	2.3	2.7	2.5	0.4	0.6	↑
ユーロ圏	2.4	2.2	2.0	0.3	0.3	↑
英国	1.7	1.5	1.5	0.0	-0.1	→
新興国・途上国	4.7	4.9	5.0	0.0	0.0	→
アジア	6.5	6.5	6.6	0.0	0.1	→
中国	6.8	6.6	6.4	0.1	0.1	↑
インド	6.7	7.4	7.8	0.0	0.0	→
ASEAN-5	5.3	5.3	5.3	0.1	0.0	↑
中東欧	5.2	4.0	3.8	0.5	0.5	↑
CIS	2.2	2.2	2.1	0.1	0.0	↑
ロシア	1.8	1.7	1.5	0.1	0.0	↑
中東、北アフリカ	2.5	3.6	3.5	0.1	0.0	↑
サブサハラアフリカ	2.7	3.3	3.5	-0.1	0.1	↓
中南米	1.3	1.9	2.6	0.0	0.2	→
ブラジル	1.1	1.9	2.1	0.4	0.1	↑
メキシコ	2.0	2.3	3.0	0.4	0.1	↑

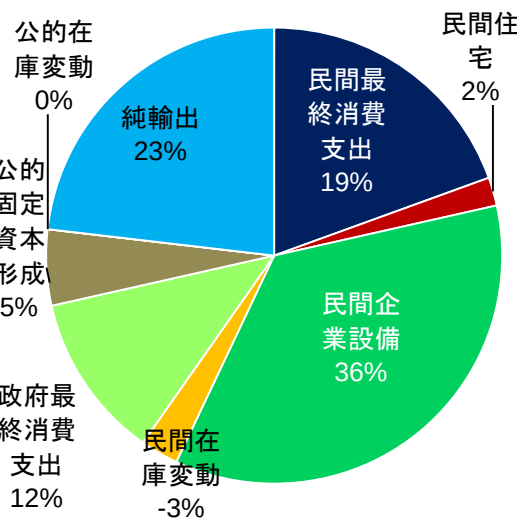
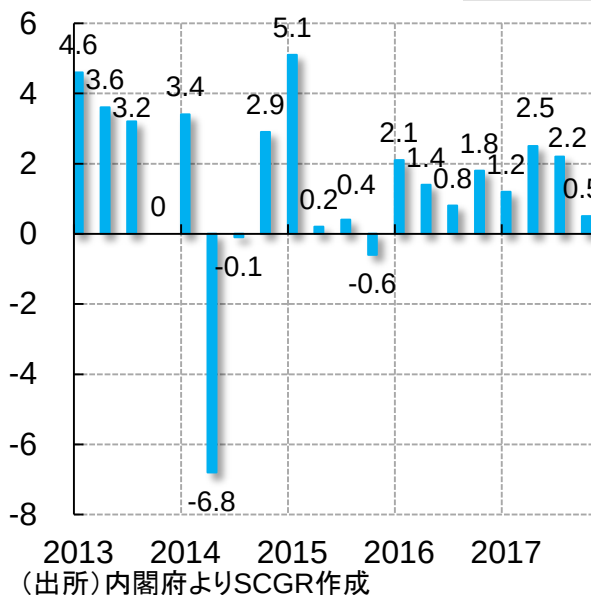
(注) 原油価格(北海ブレント、ドバイ、WTIの平均値)は17年\$52.7/b、18年59.9/b、19年56.4/b ※アフガニスタン、パキスタンを含む。矢印は前回比18年成長見通し↑(引き上げ)→(据置き)↓(引き下げ)

(出所) IMFより住友商事グローバルリサーチ(SCGR)作成

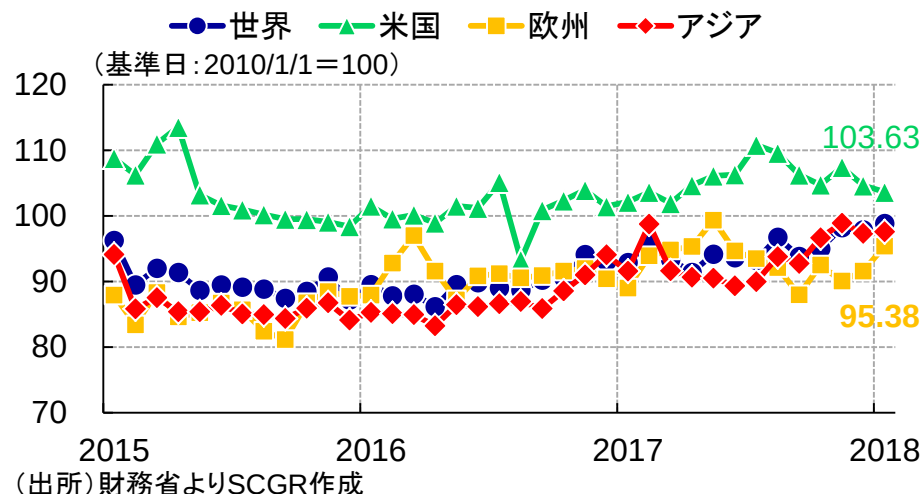
日本経済

- 8四半期連続で実質経済成長はプラス、期間平均は1.56%と潜在成長率を上回る状況が続く。
- 好調要因の一つは外需。世界経済の拡大を背景に、米国やアジア向けの輸出が安定推移。自動車、電子部品、機械などが年間を通じ好調。為替レートの安定も貿易全般の安定に寄与。
- 輸出拡大、人手不足による生産性向上に対応するため、更新目的を中心とした設備投資増も成長を下支えした。
- 耐久財消費では自動車販売の持ち直しの動きが続いている。07年のエコカー減税をきっかけに購入された自動車の買い換えが進んだ。特定分野では好調な消費だが全般は伸び悩みの動きが続く。
- 18年春闘の賃上げ幅に注目が集まる。
- 1-3月期は寒波の影響や予算執行の遅れからマイナス成長の可能性。

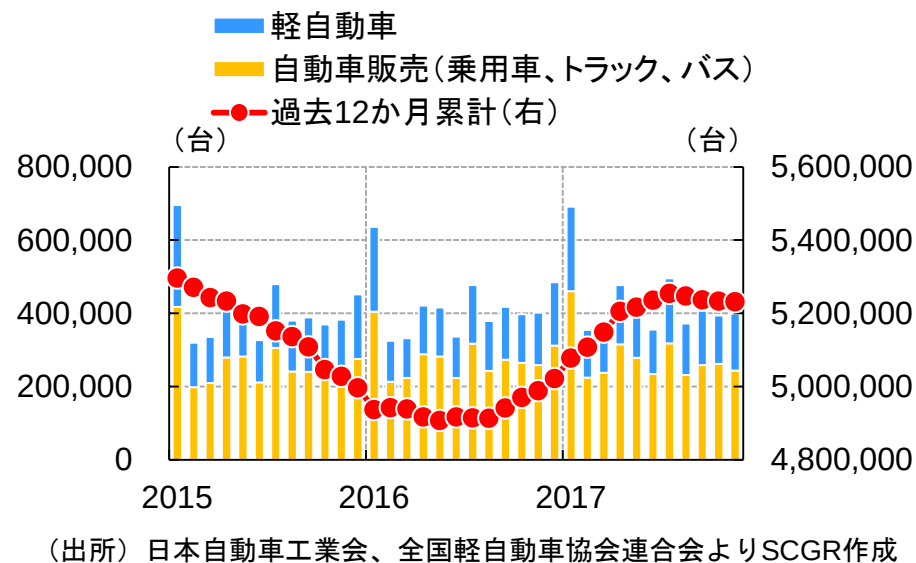
実質経済成長率



輸出数量指数



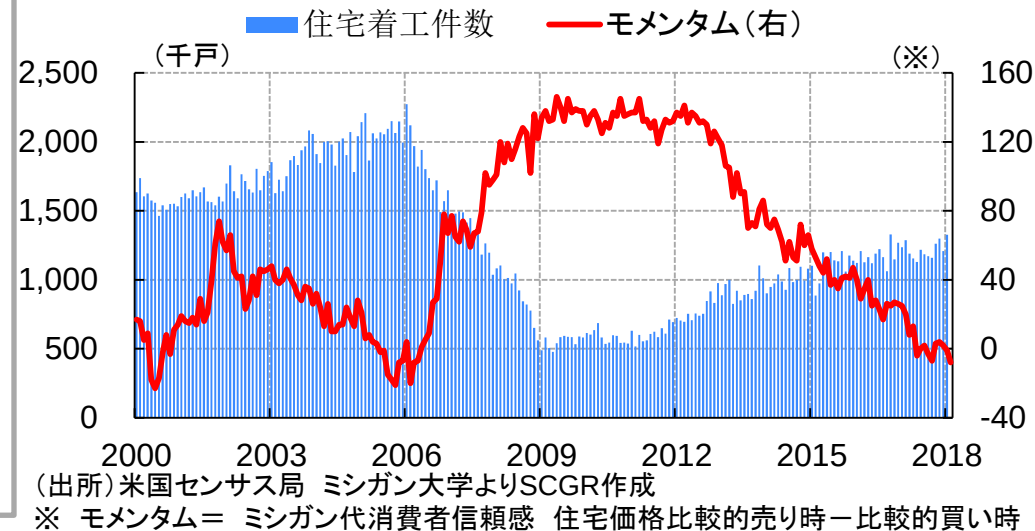
自動車販売台数



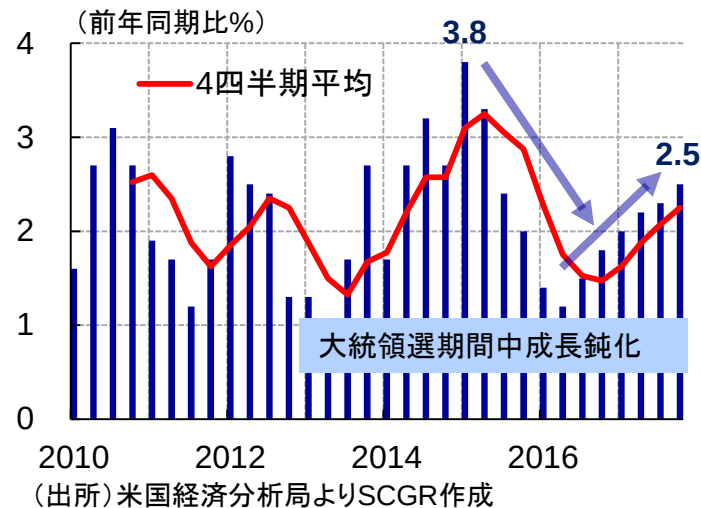
米国経済

- トランプ政権後、経済は安定成長。オバマ政権終盤の減速からの自律回復（調整）で経済政策の効果とは言えない。税制改革を実現したことでその真価が問われるのはこれから。
- トランプ政権の経済政策（財政赤字の拡大・保護主義的な通商政策）はインフレの加速を期待させる。アルミ割増金は上昇しているように一部では影響が出始めている。一方、国内エネルギー生産は増加基調が継続し、インフレを抑制させる効果はあるだろう。
- 生産活動の水準は上昇しているが設備稼働率は充分高まっていないように設備に若干過剰感あり。
- 住宅着工は回復しつつあるが危機前の水準を回復するには至らず。最近では取引価格帯が上昇し、高値警戒感の広がりが見える。
- 景気を牽引してきた自動車販売は16年初めをピークに一服感漂う。現在はメーカー在庫の増勢一服で完成車在庫は調整局面へ。

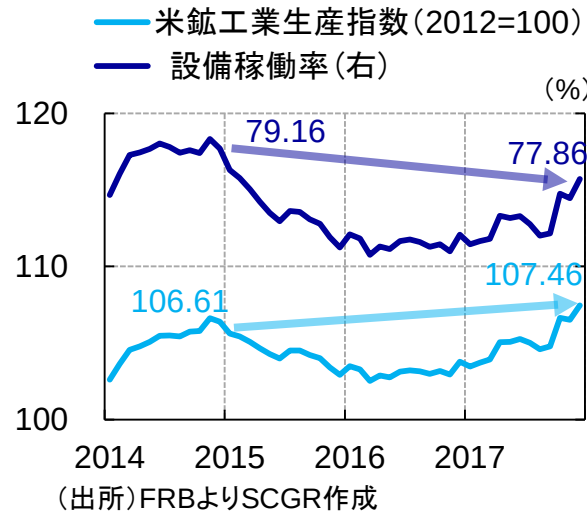
住宅着工件数と消費者マインド



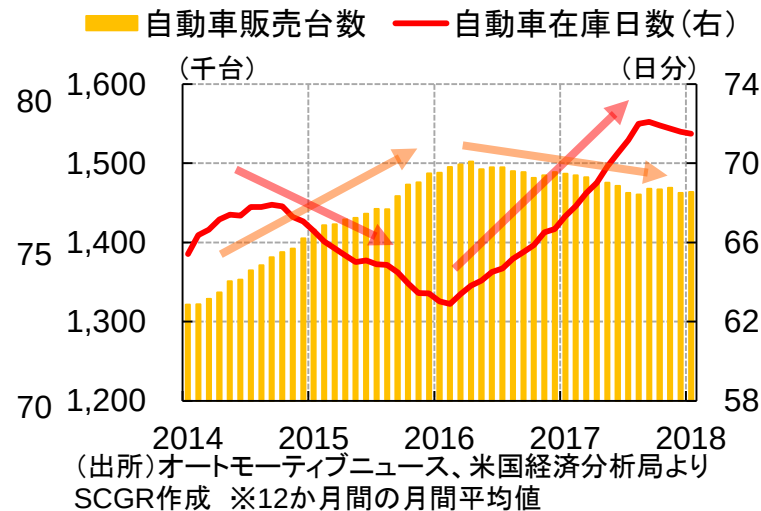
実質GDP成長率



鉱工業生産



自動車販売と手持ち在庫日数



ユーロ圏経済

- 金融危機以降最も力強い成長期を迎えている。デフレ懸念も持ち上がったがECBによる金融緩和策によりその後物価は持ち直し、現在は安定。欧州委員会が2月に公表した「冬季経済見通し」では成長見通しを引き上げ、物価は2%以下で安定するシナリオ。しかし、失業率は依然高水準のまま。英国はユーロ圏とは対照的に成長鈍化・物価上昇というパスを描くことになる懸念あり。
- BREXITは19年3月末。諸条件は同年秋をめどに交渉中。移行期間の設定合意も期間で溝があるなど協議難航。EU、英国ともに政治情勢は不安定・不透明。
- 景気好調で賃金は上昇傾向を示し始めており域内の金融政策には変化も。19年10月に任期満了のドラギECB総裁の後任はドイツからとの見通しが強まっており、緩和政策は徐々に縮小へ。

ユーロ圏実質GDP成長率

(前年同期比%)



(出所) ユーロスタットよりSCGR作成

ユーロ圏 HIPC (消費者物価)

(前年同月比%)



(出所) ユーロスタットよりSCGR作成

ユーロ圏成長見通し

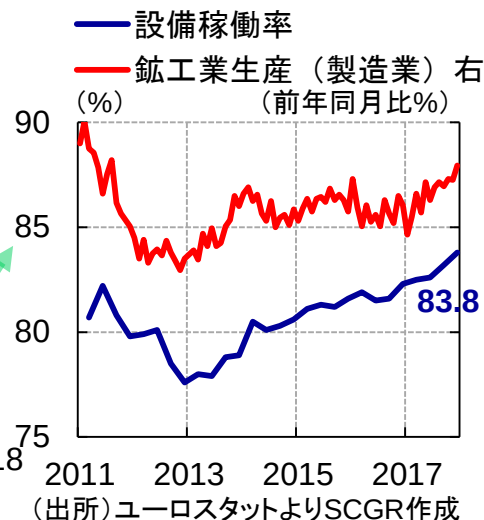
	2017	2018	2019
ユーロ圏	2.4	2.3	2.0
ドイツ	2.2	2.3	2.1
フランス	1.8	2.0	1.8
スペイン	3.1	2.6	2.1
イタリア	1.5	1.5	1.2
スウェーデン	2.7	2.7	2.0
ポーランド	4.6	4.2	3.6
ギリシャ	1.6	2.5	2.5
EU27	2.6	2.5	2.1
英国	1.8	1.4	1.1
EU28	2.4	2.3	2.0

ユーロ圏HIPC見通し

	2018	2019
ユーロ圏	1.5	1.6
ドイツ	1.6	1.6
フランス	1.5	1.5
スペイン	1.6	1.5
イタリア	1.3	1.5
スウェーデン	1.8	1.7
ポーランド	2.1	2.6
ギリシャ	0.8	1.3
EU27	1.7	1.7
英国	2.7	2.0
EU28	1.9	1.8

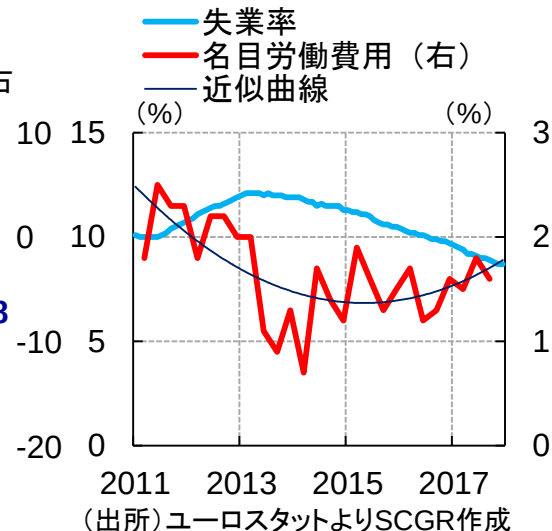
(出所) European Commission "Winter 2018 Economic Forecast"より

鉱工業生産と稼働率



(出所) ユーロスタットよりSCGR作成

失業率と賃金

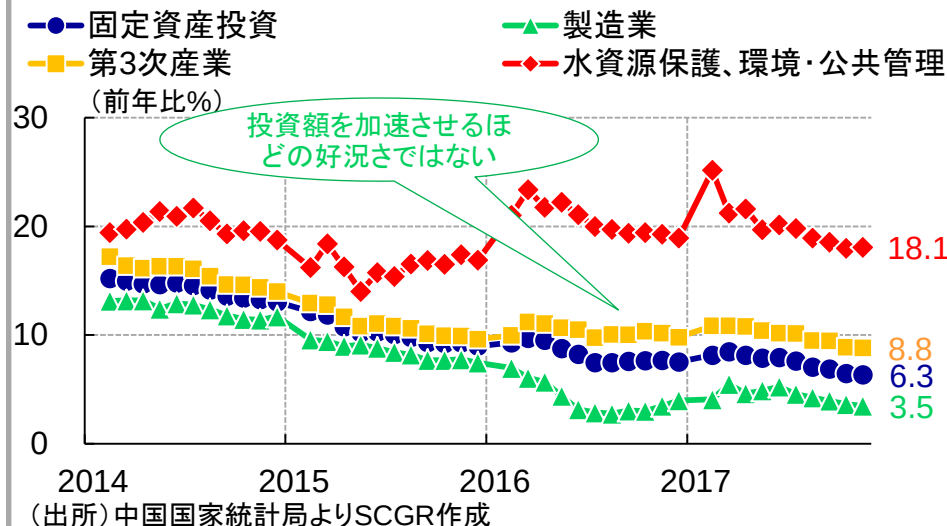


(出所) ユーロスタットよりSCGR作成

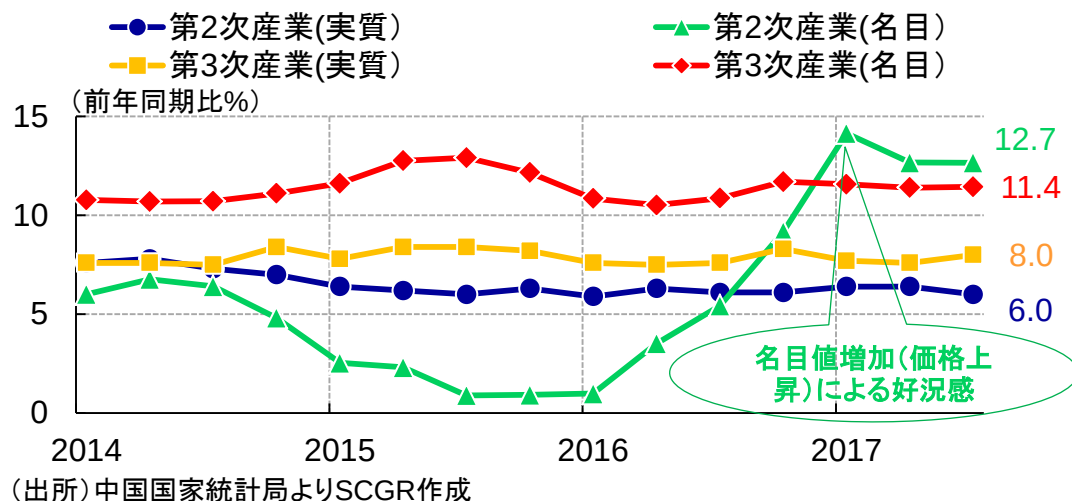
中国経済

- 積極財政により当初期待されていたよりも成長ペースは高まったが加速と表現できる強さには至らなかった。
- 産業別実質GDPによると成長の中心は第3次産業であり、年率8%程度の成長が持続している。一方、製造業を中心とする第2次産業の実質成長は18年後半にややペースダウン。
- 第2次産業の名目成長率は16年後半から10%以上、17年Q3では12.7%と実質成長率と大きな乖離がある。これは原料価格の上昇の影響を受けたもので、15～16年の低迷の反動と生産抑制の影響。しかし、成長期待を想起させるに至らず支出面で設備投資の加速には繋がっていない。
- 耐久財消費に関しては自動車の伸びが17年後半にかけて緩慢となっている。減税終了により短期的には伸び一服といった動きへ。政府は今後EVやPHVなどへ消費誘導を目指しているが消費余力、また充電インフラ整備の状況など政策意図を受け入れる余地があるかが販売ペース回復のカギとなるだろう。

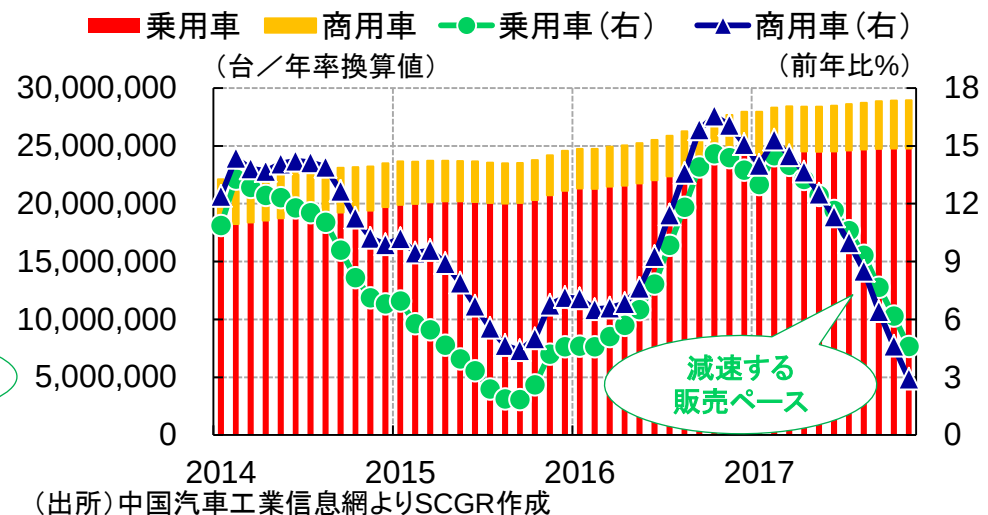
固定資産投資



産業別国内総生産(実質・名目)



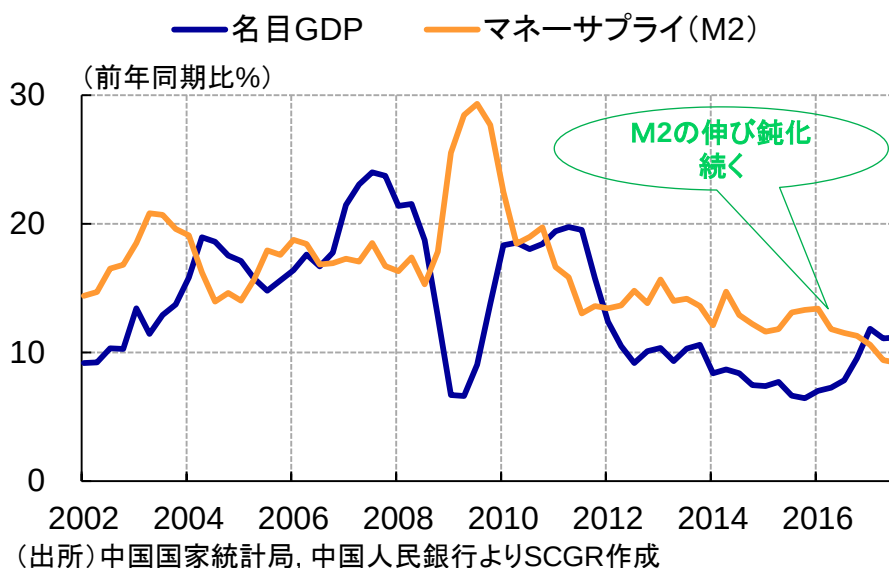
中国自動車販売



中国経済

- 外貨準備減や人民元安などから推察された資金流出の動きは漸く一服ついたもよう。中国人民銀行はFRBの金融政策に歩調を合わせるように金融政策を緩和的スタンスから中立へ、方向性は「引き締め」が継続している。
- 資金調達から伺える傾向として①企業債券(社債)による資金調達は金利上昇の影響で17年は減少傾向。②外貨建て調達はマイナス(返済)、③それらに代わって信託貸出、いわゆるシャドーバンキングによる調達が急増。
- 「暗黙の保証」について、中国当局は禁止する方針としているため借入の一部は調達先の切替えを余儀なくされ、市場が混乱する時期もあるだろう。
- マネーサプライ(ストック)の成長が年率10%を割り込んでいる。06-08年、11-12年に一時的に名目経済成長率がマネーサプライを一時的に上回ったことはあったが概ねマネーサプライ成長率>名目成長率。名目成長率がマネーサプライ成長率にこれまでのように収斂していくなら名目成長率も同様な動きとなり低下するリスクがある。
- 14年以降、財だけをみると貿易収支黒字は維持されているがサービス収支、所得収支赤字幅が増加により経常収支黒字額は低下している。国内の貯蓄・投資バランスの変化も投資が伸び悩む一因となっている。

マネーサプライと名目GDP



資金調達総額(12か月平均値)

■ 人民元貸出し

■ 外貨貸出し

■ 委託貸出し

■ 信託貸出し

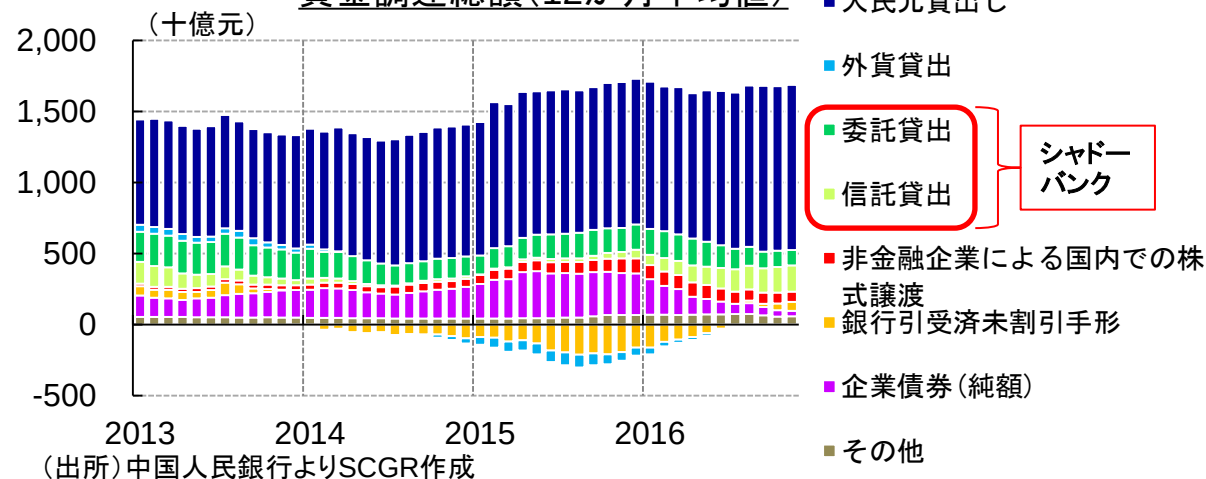
シャドーバンク

■ 非金融企業による国内での株式譲渡

■ 銀行引受済未割引手形

■ 企業債券(純額)

■ その他



経常収支

■ 第二次所得収支 ■ 第一次所得収支 ■ サービス

■ 財

(百万ドル)

200,000

100,000

0

-100,000

-200,000

サービス、所得収支の赤字が経常収支黒字を圧縮

■ 経常収支

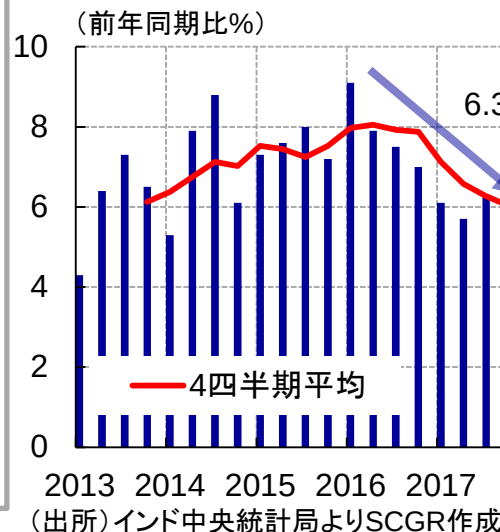
2007 2009 2011 2013 2015 2017

(出所) OECDよりSCGR作成

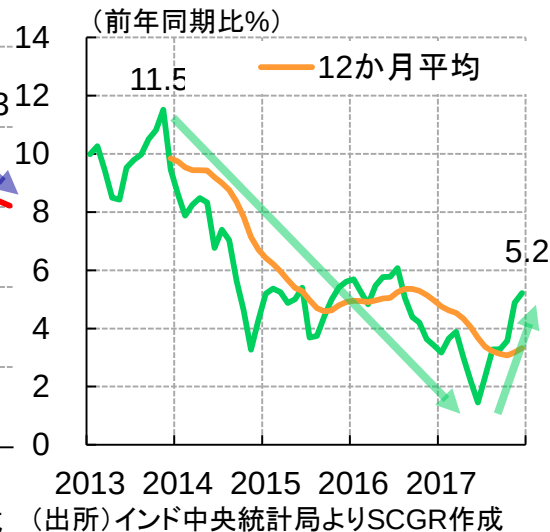
インド経済

- 期待が集まる新興国も成長ペースは17年Q1以降やや鈍化。高額紙幣廃止、間接税(GST)導入の影響。足元で持ち直しの動きもあるが過去実績を下回る成長が16年Q2以降続いている。
- 14年以降は物価上昇が一服したことで利下げ余地が生じ、政策金利は上限を引き下げている(8%⇒6%)。17年半ば以降、物価は上昇基調、金融政策による景気支援策の余地が狭まっている。
- 政府は不良債権(NPL)問題の解決に着手。17年には貸出しの9.3%が不良債権。特に国内銀のNPLが多く、一部では貸出しの10%以上になっているもよう。政府は2兆1,100億ルピーの資本注入計画を公表。インドステイト銀は19年ぶりの赤字決算へ。国内銀を襲った巨額詐欺事件がインド国内金融に与える影響に留意。
- 資本財輸入の増加傾向が顕著、投資による景気持ち直しに期待。
- モディ政権の安定が成長のカギ。19年4月総選挙予定。
- 対中関係に注意が必要な状況。

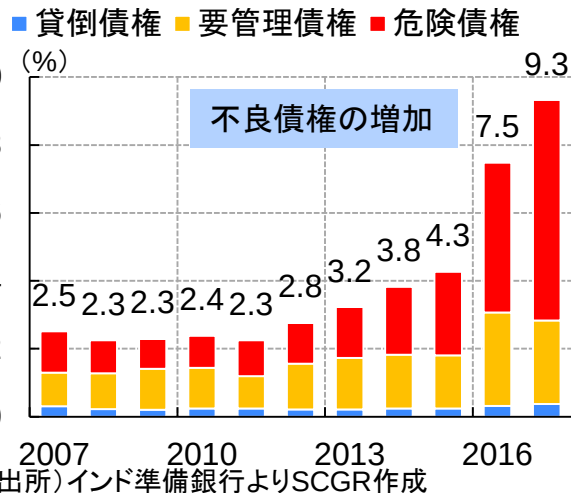
実質GDP成長率



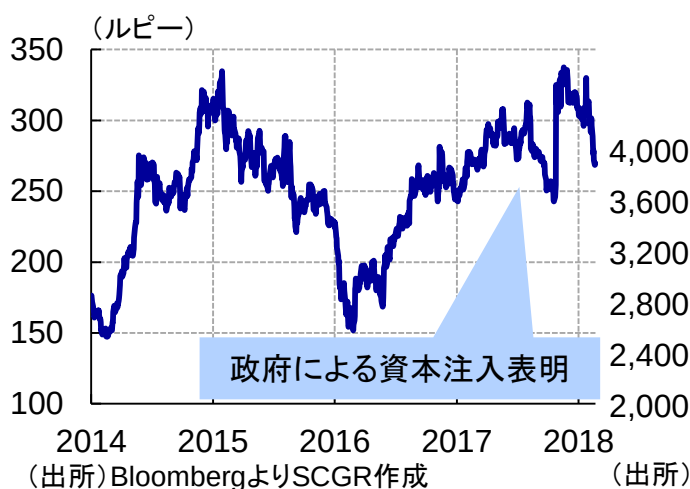
消費者物価指数



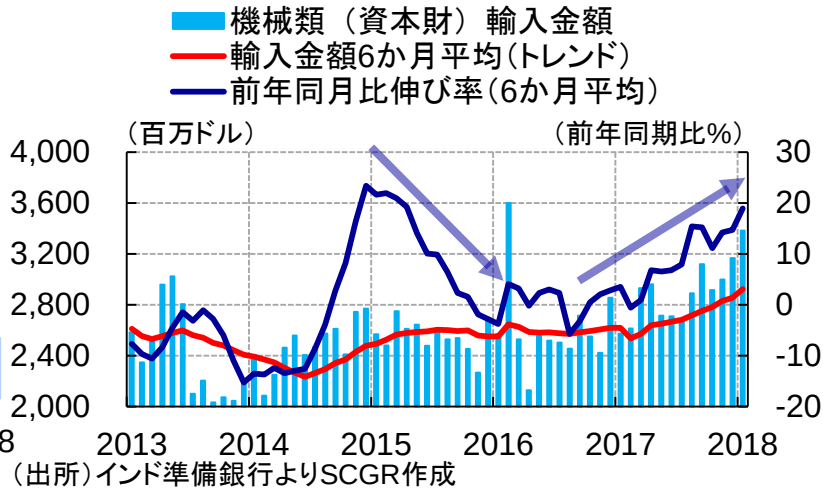
不良債権比率



インドステイト銀株価



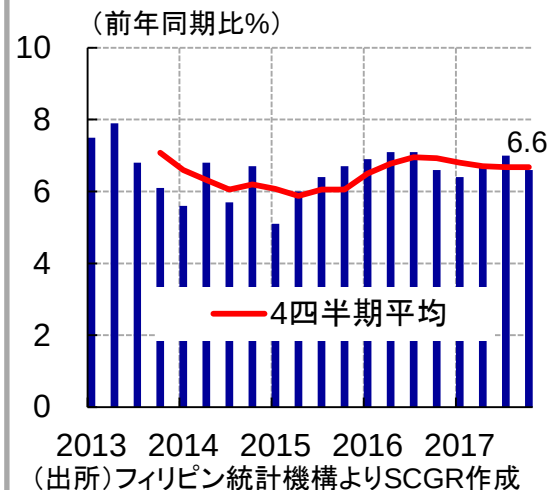
資本財輸入



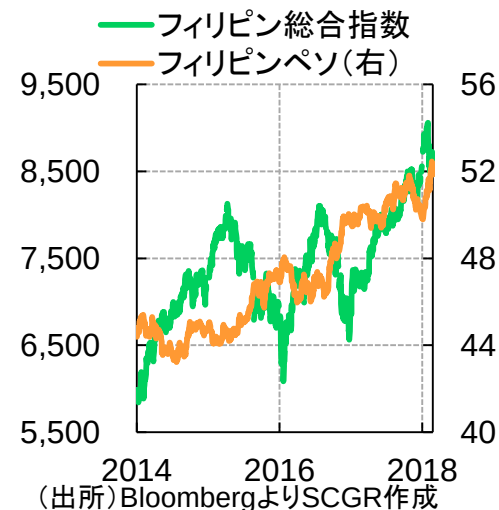
フィリピン経済

- 国内ではドゥテルテ大統領の支持率が高いが海外では投資家を中心に強権的な政治手法に厳しい評価が目立つ。
- 実質経済成長は6%台半ばと政権交代前後で極端な加減速は見られない。景気は安定した状態が続いている。
- 13年以降、フィリピンペソは緩やかな下落が続いている(13年3月1ドル40.62⇒18年52.45)が輸出動向は一進一退。電子機器、原料別製品等は安定推移しているがペソ安にも関わらず伸び悩んでいる。農産物、鉱業品等一次産品輸出は振幅が大きい。
- 生産活動の低下は化学品の落ち込みの影響。しかし、設備稼働率には大きな変化は見られず景気腰折れを懸念するほどではない。
- 消費者物価は16年以降上昇基調が続く。食料品などのノンコアの物価上昇目立つことから中期的には消費額への影響に留意。物価全般の安定を受け、政策金利は物価上昇とペソ安で引き上げへと転じることになるだろう。成長率は幾分鈍化へ。

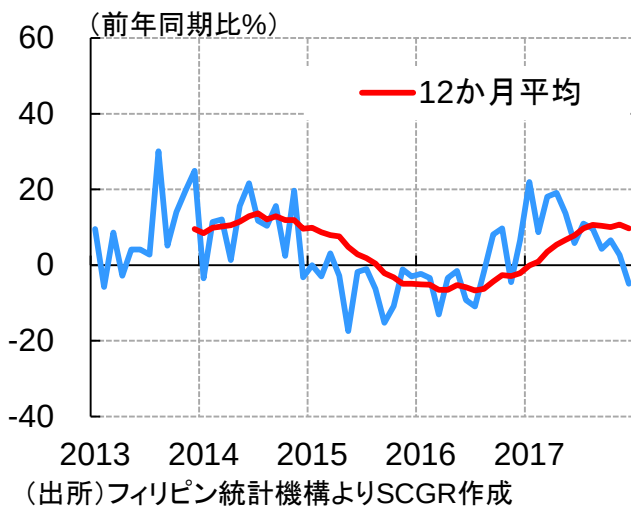
実質GDP成長率



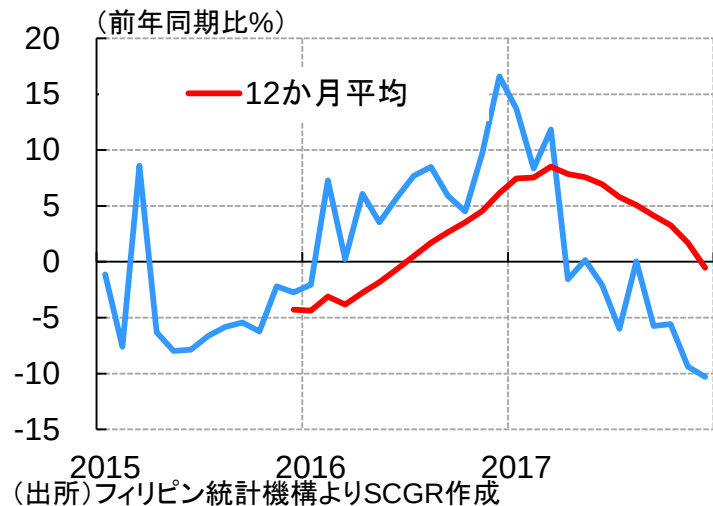
株価、為替レート



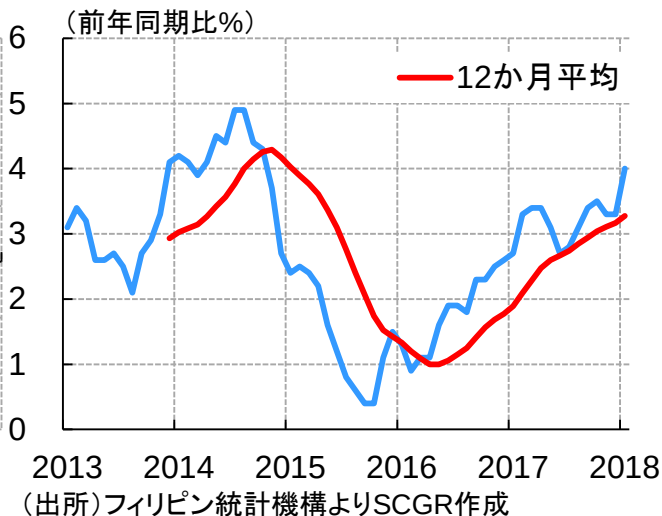
輸出



鉱工業生産



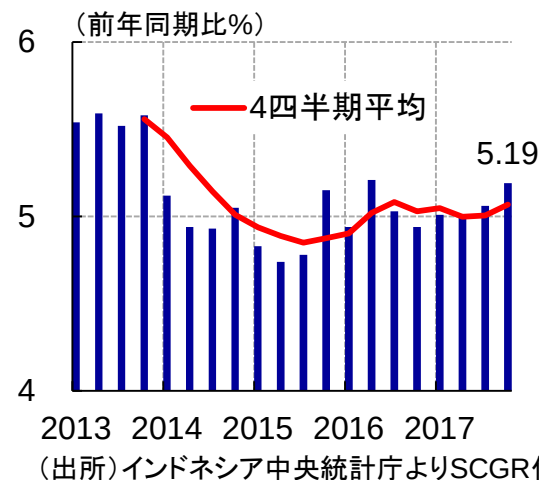
消費者物価指数



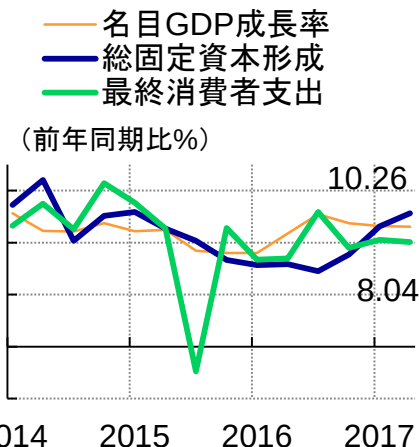
インドネシア経済

- ジョコ大統領就任以来打ち出している多くの経済政策が景気の下支えになっている。固定資本形成には持ち直しの動きが見られ、一時大幅に落ち込んだ個人消費も回復傾向を示し、その後安定。
- 鉱工業生産は拡大トレンドが続いているが足元では設備稼働率が頭打ち。電力を含むインフラ稼働率は80%を超えるがその他の産業の設備稼働率は低下している。
- 物価は中銀インフレ目標(3.5%)付近で安定的に推移。
- 16年以降ルピア相場は低ボラティリティであったが18年初めからややルピア安傾向。2月の世界的な株価下落の影響を受け、通貨、債券、株式のトリプル安に見舞われた。投資家から脆弱な経済体質が依然改善されていないとの厳しい評価のまま。
- ジョコ大統領は19年4月に行われる大統領選挙で再選を狙っていると伝えられている。景気浮揚策や実績作りに向けた動きが強まるだろう。18年6月統一地方選挙前後の打ち手にまずは注目集まる。

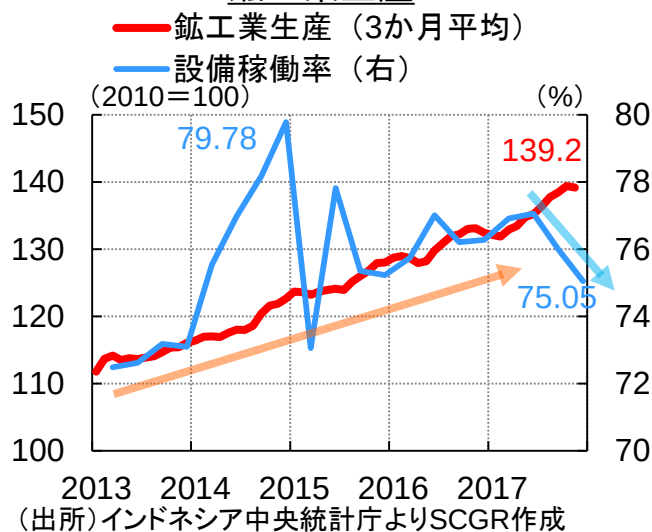
実質GDP成長率



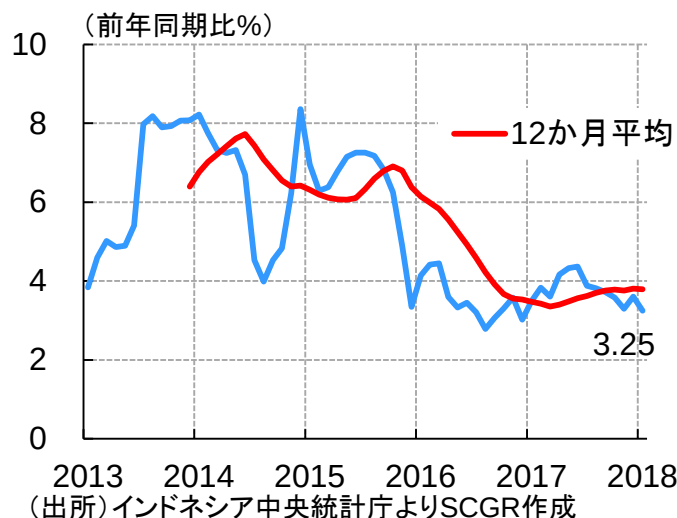
名目GDP成長率



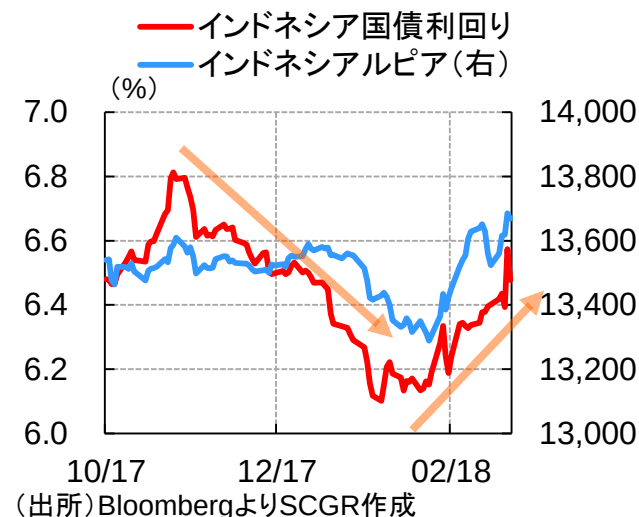
鉱工業生産



消費者物価指数



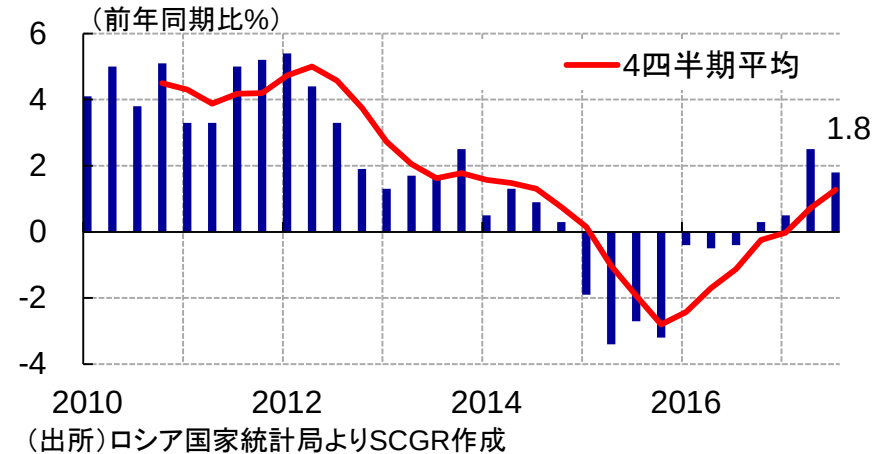
株式市場、為替レート



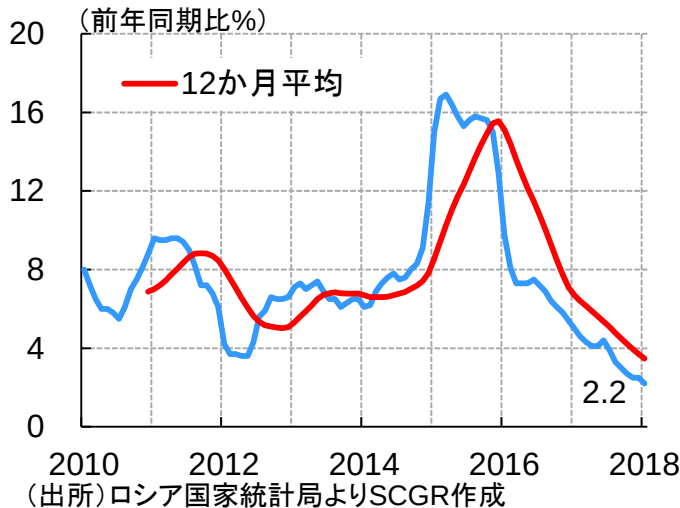
ロシア経済

- 2年続いたマイナス成長から景気回復過程に入るが制裁前・油価高止まりの時期との比較では依然緩慢な成長に留まっている。政府は20年までに3%成長への回復を目標としているがIMFは19年以降1.5%成長を想定している。制裁の行方とコモディティ価格の回復が成長加速のカギであり且つ主要成長ドライバー。
- 制裁に起因しルーブル安が進行したことで物価が大幅に上昇したが16年以降は落ち着き、利下げによる景気刺激策が取られる局面に移っている。現在7.5%に設定されている政策金利は物価とルーブル相場の安定を前提に引き下げ余地あり。18年2月にS&Pはロシア外債建て国債を格上げ。
- 失業率はスタグフレーションの状況下でも大きな上昇には結びつかなかったことがロシア経済の特徴。賃金上昇は概ね抑制されていたことで失業増回避。(実質的な所得は当然低下した)
- 商品価格持ち直しで輸出も増勢。貿易収支に基調変化。

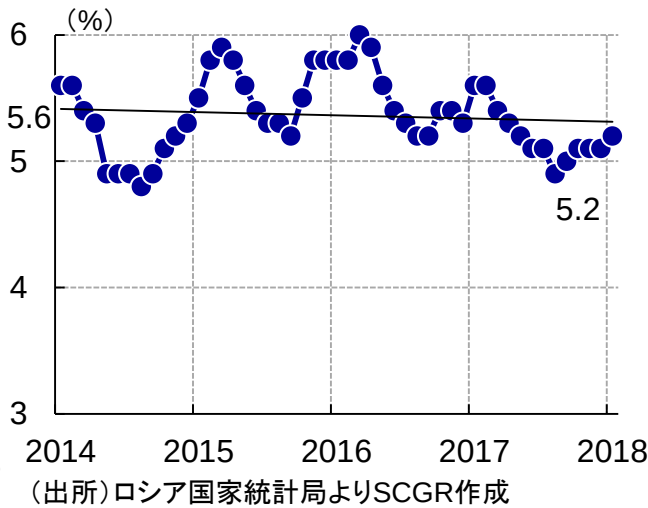
実質GDP成長率



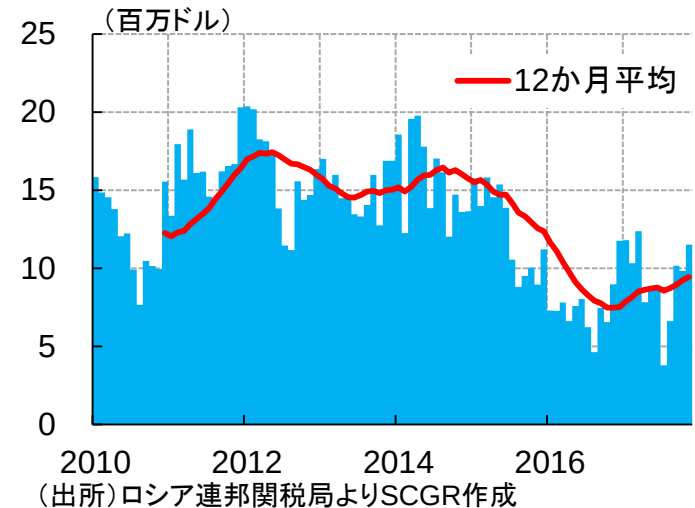
消費者物価指数



失業率



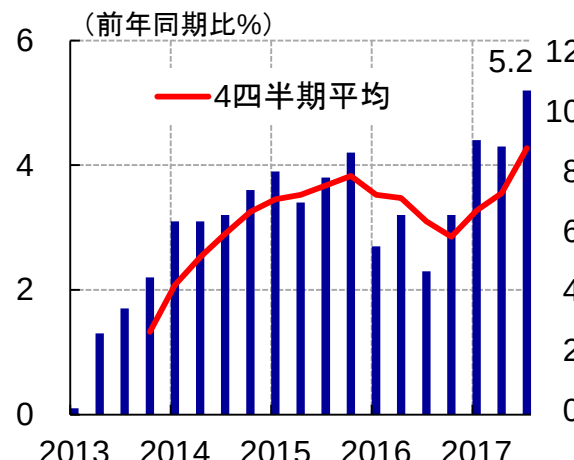
貿易収支



ポーランド経済

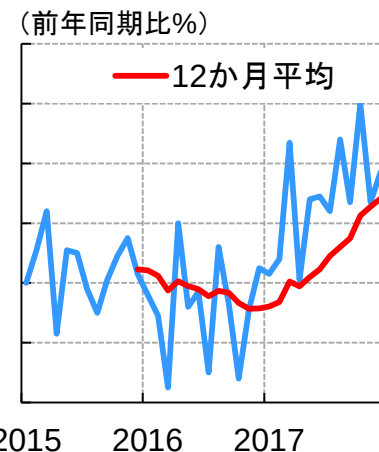
- ユーロ圏経済の好調さを背景に17年は年末にかけて成長が加速。17年Q4の成長率は前年同期比5.2%(以下同)と13年以降最高。17年Q3は4.9%成長に対し寄与度は内需3.8%:外需1.1%。個人消費が成長を牽引。中銀による18年成長見通しは3.6%と17年4.5%(推計)から減速が見込まれている。生産活動は前年比10%まで拡大するほど活発だったがピークアウトした。
- 消費者物価上昇率は2%近傍まで上昇も政策目標(2.5+/-1)の範囲内。15年3月以降1.5%に据え置かれており引き上げ余地あるもズロチ対ユーロレートがやや強めに推移しており利上げには慎重。
- ポーランドの司法制度改革(政府による判事罷免)を欧州委員会が重視する「司法の独立」に反するとして制裁を科す方針を打ち出した(ハンガリーの反対で制裁は回避されるもよう)
- 今後はEU予算(GDP比2%)の減額の可能性が残る。政権政党(法と正義)によるポピュリズム的な政治手法により周辺国と軋轢。

実質GDP成長率



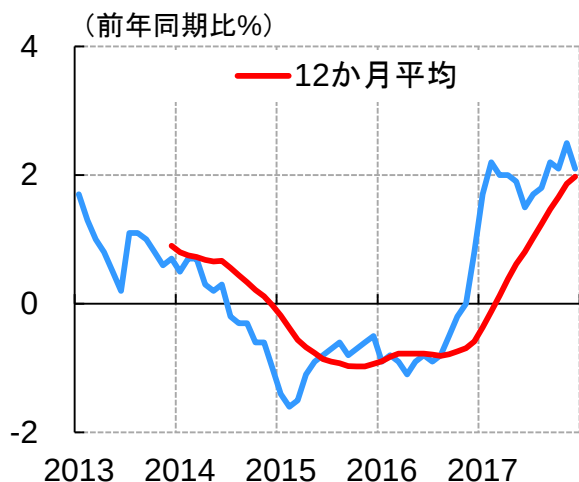
(出所) ポーランド統計局よりSCGR作成

鉱工業生産指数



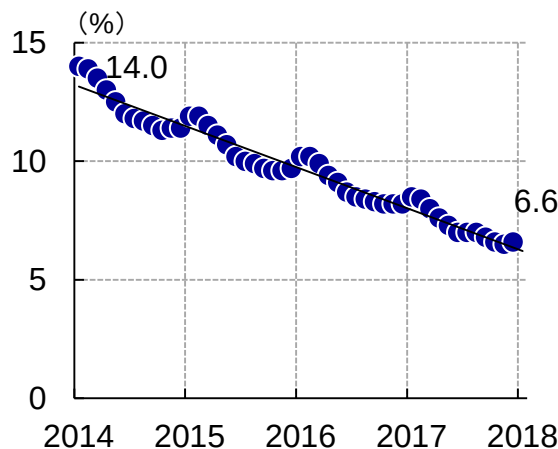
(出所) ユーロスタットよりSCGR作成

消費者物価上昇率



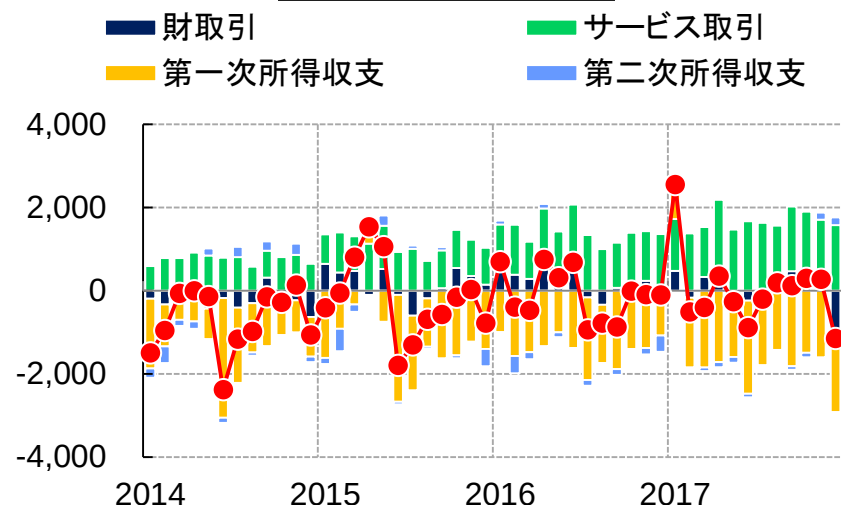
(出所) ポーランド統計局よりSCGR作成

失業率



(出所) ポーランド統計局よりSCGR作成

国際収支(経常収支)

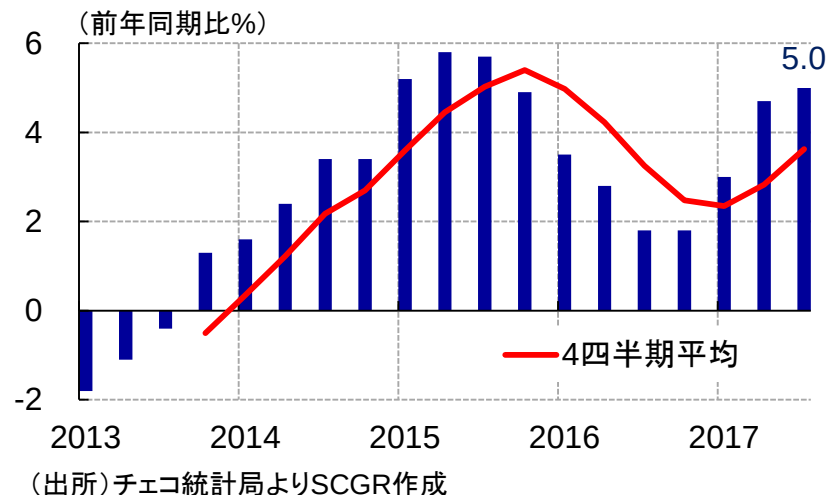


(出所) ポーランド国立銀行よりSCGR作成

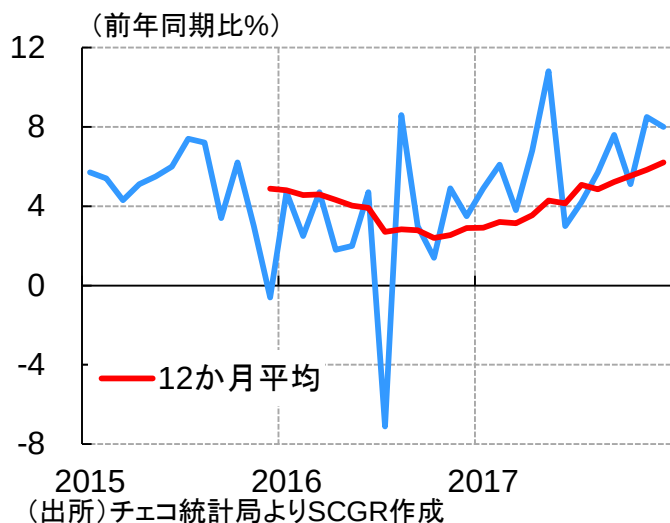
チェコ経済

- 好調なユーロ圏、特に最大貿易相手国であるドイツ経済の拡大を背景に成長が加速した。17年Q3は前年同期比5.0%（以下同。最新データによると17年Q4は5.1%）。17年の成長率は前年比4.5%、チェコ財務省は18年の成長見通しを3.3%とやや減速すると予測。
- 鉱工業生産は自動車、電気機器など製造業中心に拡大基調が続いている。
- 失業率は14年以降若年層での低下傾向が顕著。労働者が海外に職を求めたことで国内では生産年齢人口が減少、好況による労働参加率上昇を追い風に失業率は2.3%まで低下。深刻な人手不足状態。賃金に上昇圧力、物価を上回る年率4%台に達している。
- 物価は16年後半から上昇ピッチ早まる。中銀の政策目標（1-3%）上限に近づいているが中銀による物価見通しはチェココナ高を背景に今後鈍化するとしているため利上げは急がれていない。17年8月以降利上げに転じているが0.75%と依然低水準。

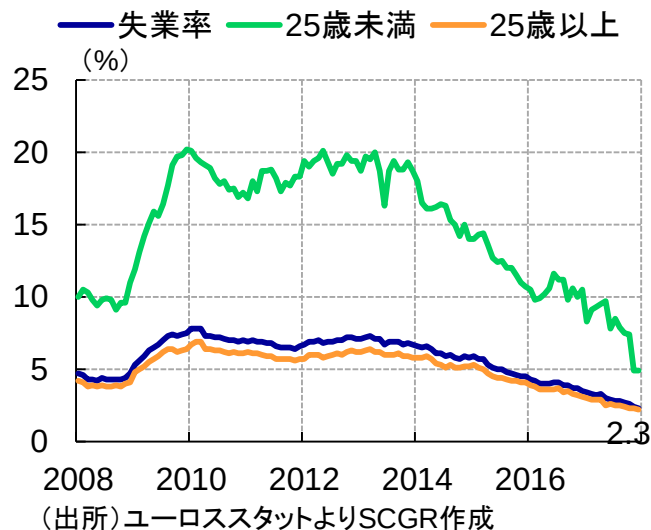
実質GDP成長率



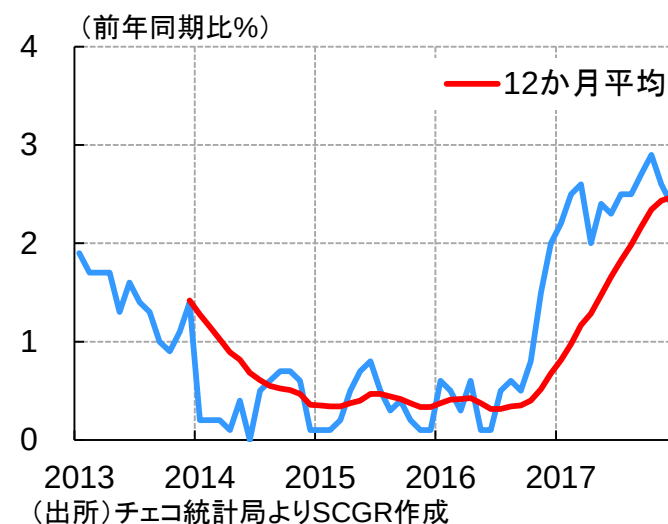
鉱工業生産指数



失業率



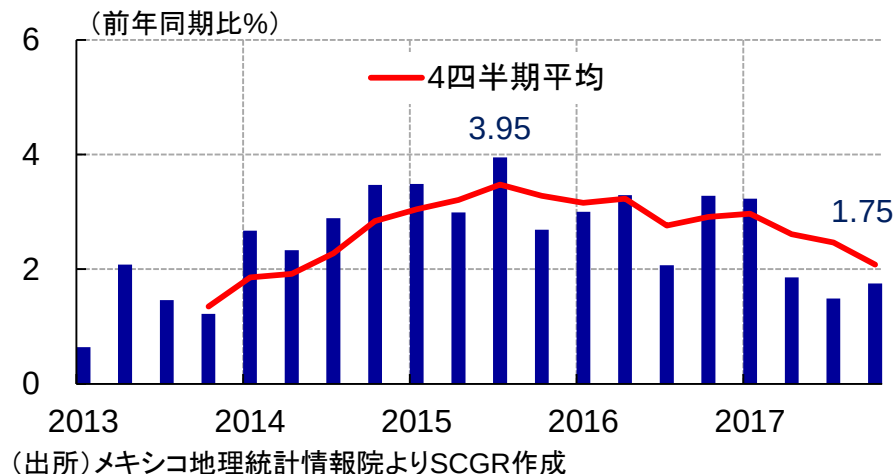
物価上昇率



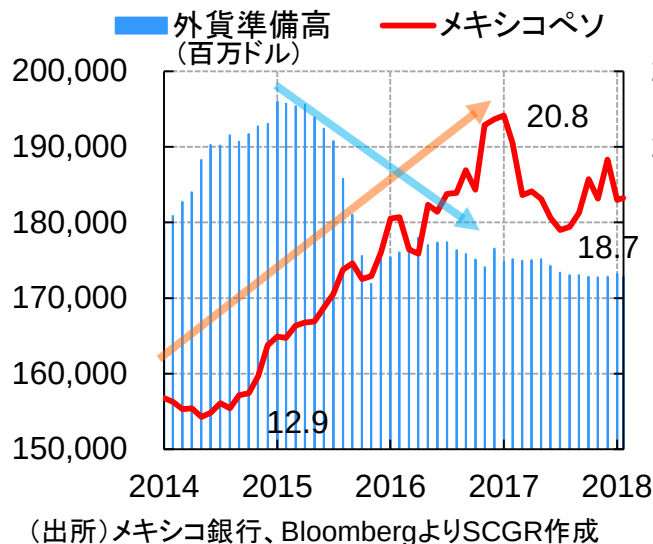
メキシコ経済

- トランプ政権の成立により最も負の影響が大きい。17年に入り成長率鈍化。家計による消費は好調だが総固定資本形成はマイナス成長。民間投資見合わせの影響大きい。
- NAFTA再交渉、最悪の場合、米国の離脱（NAFTA崩壊）が懸念され、経済的に脆弱なメキシコから資金流出の動きが強まり、外貨準備が大幅に減少。利上げとトランプ政権の態度軟化期待でペソは小康状態。3月末に設定した期限に向けて緊張が高まる懸念もある一方で報道によればUSTR交渉官が米自動車業界と面談のためNAFTA会合を中座し、楽観的な見方が浮上も予断は許されない。
- ペソ安による輸入物価上昇と燃料価格の上昇で消費者物価上昇。
- 米国との貿易条件は現状不変で自動車関連の生産活動は堅調維持。設備稼働率も80%台後半と高水準。米国向け輸出増基調。
- 7月大統領選。左派オブラドール（AMLO）氏勝利の場合混乱も。

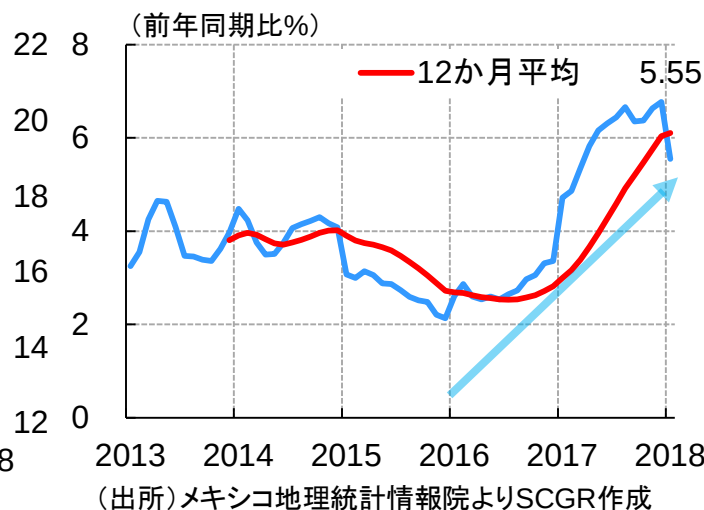
実質GDP成長率



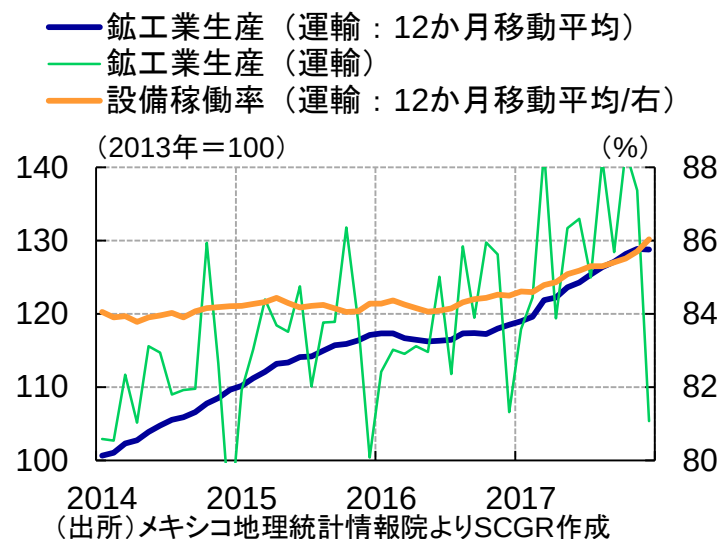
外貨準備とペソレート



消費者物価指数



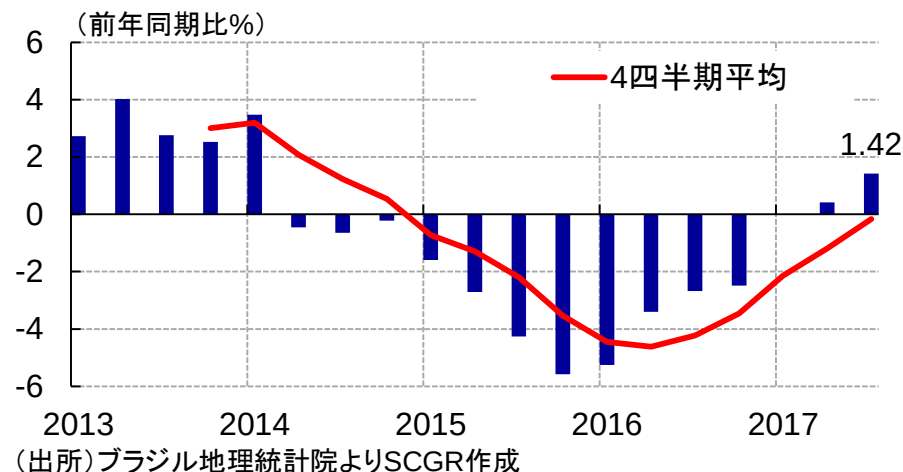
鉱工業生産と設備稼働率



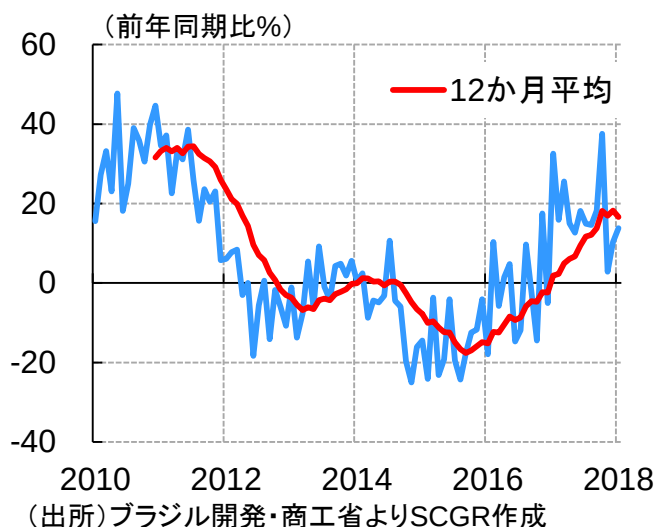
ブラジル経済

- スタグフレーションから漸く脱却。個人消費と輸出が成長の下支えとなったが政府支出と総固定資本形成は依然として弱含み。足元個人消費にも一服感が出始めている。また自動車販売は一進一退の動きが継続。成長がもう一段加速するまでには時間を要する。輸出は一次産品価格上昇の影響により金額面では増勢、しかし数量面では17年後半にかけやや頭打ち・減速の動き。
- 鉱工業生産は緩やかな回復が続く。漸く15年半ばの水準まで回復。
- 物価上昇一服。背景は為替レート of 安定、失業率の上昇、最低賃金の引き上げ幅(18年約1.8%)に見られるように賃金上昇率の鈍化(10%から6-7%へ)などが挙げられる。政策金利引き下げ余地あり。
- 懸案の社会保障改革は憲法改正が必要とのことで年末以降へと先送りになる公算が高い。
- 10月大統領選も有力候補見当たらずポピュリスト候補支持拡大懸念も。

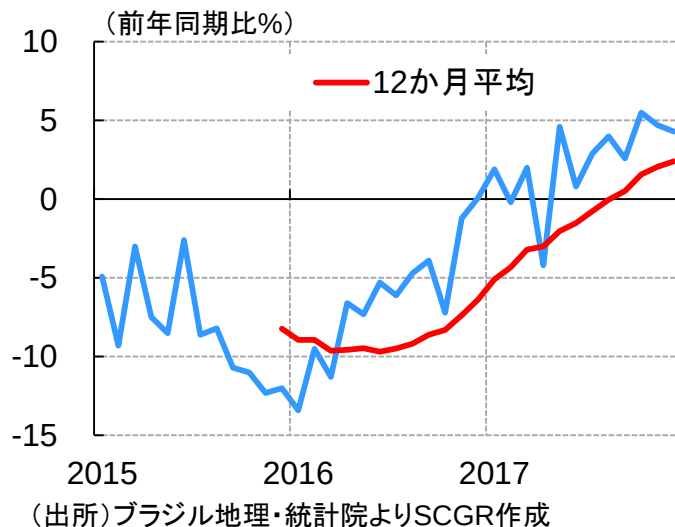
実質GDP成長率



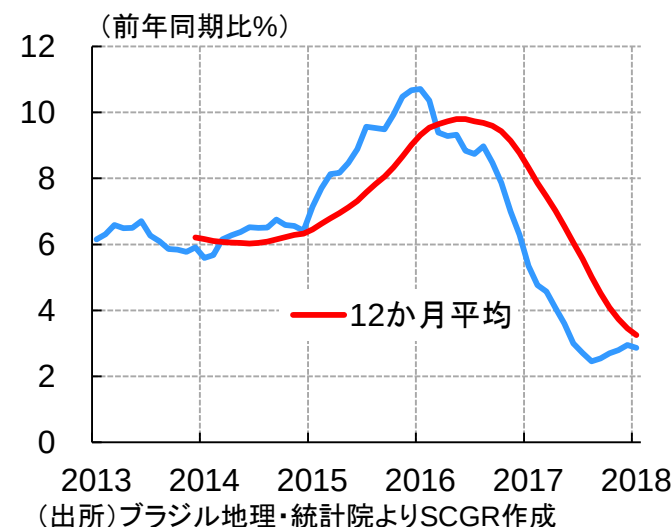
輸出



鉱工業生産



消費者物価指数



「まとめ」

- ▶ (今のところ)18年も17年のような緩やかな成長が期待されている
- ▶ FRB利上げは年内利上げ3～4回がコンセンサス
- ▶ 米国の「利上げ」と「インフレ政策」にマーケットは振り回される
- ▶ 成長ドライバだった自動車、電子部品の伸び一服
- ▶ 中国経済に対する「前のめり」の成長期待は禁物。
- ▶ 欧州経済好調も18年の成長はペースダウンへ。
- ▶ 日本経済は海外市場の動向次第