

経済マンスリー

I. 日本

～来年秋の消費増税は予定通り実施へ～

II. 米国

～財政赤字が拡大するなか、注目される今後の財政スタンス～

III. 欧州

～警戒感が強まるイタリアの財政政策～

IV. アジア

～通貨と経済の安定に向けた政策運営手腕が問われる
インド・モディ政権～

V. 中国

～輸出の悪化に先行して進む景気下支え策～

VI. 原油

～需給緩和やドル高の下でも高値が続く原油価格～

I. 日本

～来年秋の消費増税は予定通り実施へ～

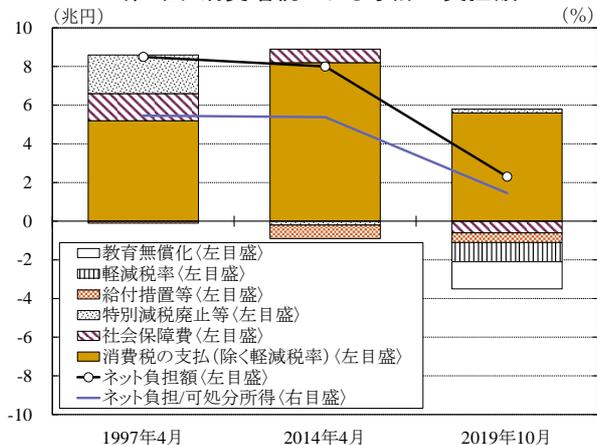
1. 実体経済の動向

安倍首相は10月15日の臨時閣議で、全世代型の社会保障制度への転換と財政健全化を進めるべく、2019年10月の消費増税を予定通り実施すると表明した。今後、景気への悪影響を軽減する経済対策を含め、円滑な増税実施に向けた準備が本格化することになる。

消費増税は主に、家計の負担増加、および消費の駆け込みと反動の二つ経路で景気に影響を与える。今回は、税率の引き上げ幅の小ささ、軽減税率や教育無償化等の政策対応により、過去と比べて悪影響が限定的となる公算が大きい。まず、家計の負担をみると、消費増税相当額と各種政策対応を勘案したネットの負担額は2兆円程度、対可処分所得比で1%程度と、過去の増税時の4分の1程度に止まる見込みである（第1図）。また、消費の駆け込みと反動減の影響も限定的とみられる。この点では、自動車や家電などの耐久消費財の動向が注目されがちだが、2014年のケースを含めてこれまでの増税時の個人消費の推移を財別にみると、実際には非耐久財の落ち込みが特に顕著であった（第2図）。これに対し、今回は酒類を除く食料品等への軽減税率が導入されることで、そもそも需要の先取りがほぼ生じない水道光熱費と合わせて非耐久消費財の8割近くで反動減が抑制される見通しである。企業、家計の堅調な所得環境も勘案すれば、消費増税だけを切っ掛けとする景気の腰折れは回避し得ると考えられる。

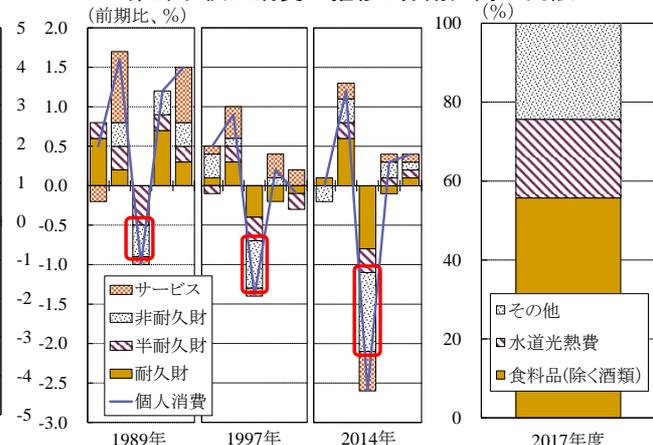
ただし、一時的にせよ消費へのマイナス影響が予想されるイベントであり、前後のタイミングでの外発的ショックには警戒が必要だろう。1997年4月の増税時には、消費が回復に向かう最中の7月にアジア通貨危機が発生、個人消費を中心に内需が牽引力を弱めたタイミングで、好調であった輸出が減少に転じたことで景気が二段階で失速し、その後の構造調整を伴う後退局面に至った。政府には、海外等の動向にも留意しつつ、軽減税率に係る混乱のない制度運用を含め景気への悪影響を極小化するきめ細かい対応が求められる。

第1図：消費増税による家計の負担額



(資料) 日本銀行資料、内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：個人消費の推移と非耐久財の内訳



(資料) 内閣府、総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

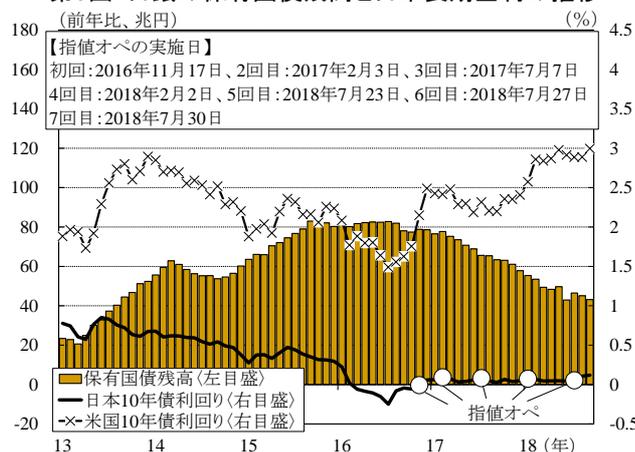
日銀はこれまで、保有残高の年間増加額約 80 兆円を目途とする国債の買入れペースを徐々に減速させてきたが、7 月公表の「強力な金融緩和を持続するための枠組み強化」では、国債の「弾力的な買入れを実施」するとの文言を追加した。そして、8 月 31 日公表の「当面の長期国債等の買入れの運営について」では、残存期間「1 年超 5 年以下」と「5 年超 10 年以下」の国債の月間買入日数を 6 回から 5 回に減らした。その上で、9 月 28 日には、残存期間「25 年超」の 1 回当たりオファー金額のレンジを狭めつつ上限を引き下げた（下限:500 億円⇒100 億円、上限:1,500 億円⇒1,000 億円）。結果として、9 月の実績は前年比+約 40 兆円と目途の半分程度となっている（第 3 図）。

こうしたなか、日銀が 10 月 1 日に公表したワーキングペーパーが注目を集めている。分析では、「日銀の長期国債買入れは、ターム・プレミアムの押し下げを通じて、経済・物価へ緩和効果をもたらした」が、「押し下げ効果のうち 9 割以上がストック効果によるものであり、フロー効果の寄与は限定的」とされ、「押し下げ効果を議論する際には、各期買入れるフローの大きさよりも、保有するストックの大きさの方が重要度が高いことを示唆する」と結論付けた。すなわち、長期国債残高に占める日銀の保有割合は 6 月に既に 44.6%と国内民間主体を上回っているが（第 4 図）、今後もこうした膨大な国債のストックの存在が、フローの買入れ額に関わらず強力な緩和効果をもたらし続けるということになる。今回の分析は買入額の減少を許容する日銀の姿勢を理論の面から支える試みと読み取ることができ、今後も基本的には国債買入れ額の減少が続くと考えられる。

(2) 為替

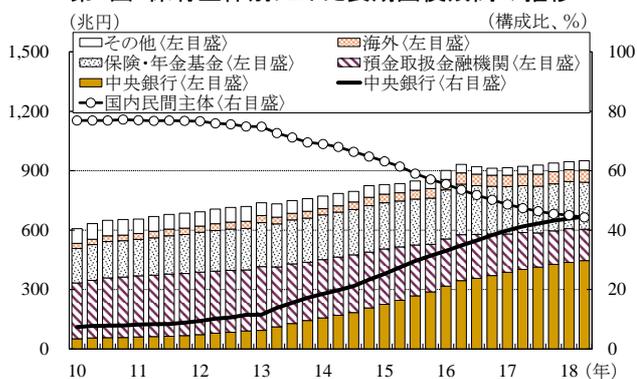
ドル円相場は、米国景気の堅調等を受けて米国金利が急騰するなか、10 月 3 日には 1 ドル 114 円台半ばまで上昇したものの、その後の米中貿易摩擦への懸念の高まりや株式市場の世界的な動揺によるリスク回避の動き等を受け、足元は 1 ドル 112 円程度で推移している。先行きも、海外情勢の変化等を受けて一時的に円高に振れることはあっても、日米金融政策の方向性の違いから基調としては現状程度の円安水準が続くと予想する。

第3図: 日銀の保有国債残高と日米長期金利の推移



(資料) 日本銀行統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 保有主体別にみた長期国債残高の推移



(注) 『国内民間主体』は、『預金取扱機関』と『保険・年金基金』のほか、「その他金融仲介機関」、「非仲介型金融機関」、「非金融法人企業」、「家計」、「対家計民間非営利団体」を足し合わせたもの。

(資料) 日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(横田 裕輔、芥子 和史)

主要経済金融指標(日本)
2018年10月23日時点

経済調査室 (Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2016年度	2017年度	2017年		2018年		2018年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月	
実質GDP成長率(前期比年率)	1.2	1.6	0.9 (2.0)	▲ 0.9 (1.0)	3.0 (1.3)	***	***	***	***	***	
全産業活動指数	0.6	1.8	0.7 (1.8)	▲ 0.5 (1.3)	0.9 (1.1)	0.2 (1.7)	▲ 0.9 (0.2)	▲ 0.2 (0.9)	0.5 (0.9)		
鉱工業生産指数	1.0	4.1	1.6 (4.6)	▲ 1.3 (2.4)	1.3 (1.9)	▲ 0.2 (4.2)	▲ 1.8 (▲ 0.9)	▲ 0.2 (2.2)	0.2 (0.2)		
鉱工業出荷指数	0.8	3.3	0.8 (3.1)	▲ 1.1 (1.5)	1.9 (2.2)	▲ 1.6 (3.3)	0.3 (▲ 0.2)	▲ 2.0 (1.2)	1.7 (0.5)		
製品在庫指数	▲ 4.0	3.9	2.2 (1.9)	3.4 (3.9)	▲ 1.9 (2.4)	0.6 (2.5)	▲ 1.9 (2.4)	▲ 0.2 (2.8)	▲ 0.4 (3.0)		
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.9	112.4	112.1 [109.7]	114.9 [111.1]	114.7 [111.8]	113.9 [111.7]	116.5 [110.7]	117.0 [112.4]	114.6 [110.1]	[110.7]	
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.9 (3.3)	0.6 (2.5)	0.6 (2.4)	0.5 (2.6)	0.3 (2.8)	0.4 (3.0)	0.0 (3.0)	0.3 (3.0)	
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.2	0.7	0.4 (0.9)	▲ 0.1 (0.9)	0.4 (0.7)	0.0 (0.7)	0.1 (0.8)	0.1 (0.8)	0.3 (0.9)	0.1 (1.0)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.6	101.7	102.7 [100.1]	101.0 [100.1]	102.0 [101.8]	102.0 [100.3]	99.8 [101.7]	99.2 [100.6]	101.4 [102.5]	[101.6]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.5	▲ 0.8	0.3 (0.0)	3.3 (0.2)	2.2 (8.0)	▲ 3.7 (16.5)	▲ 8.8 (0.3)	11.0 (13.9)	6.8 (12.6)		
製造業	▲ 4.6	9.2	3.5 (13.3)	2.5 (10.6)	5.5 (17.8)	1.3 (26.2)	▲ 15.9 (6.6)	11.8 (21.2)	6.6 (13.9)		
非製造業 (除く船舶、電力)	4.3	▲ 7.8	▲ 2.1 (▲ 9.7)	3.4 (▲ 6.9)	▲ 0.4 (0.3)	0.2 (8.4)	▲ 7.0 (▲ 4.6)	10.9 (7.7)	6.0 (11.6)		
資本財出荷 (除く輸送機械)	1.4	6.2	3.1 (7.2)	▲ 0.5 (7.0)	0.5 (4.2)	▲ 4.6 (3.8)	▲ 1.1 (0.0)	▲ 0.7 (5.4)	4.7 (2.0)		
建設受注	4.0	0.7	(4.0)	(2.6)	(▲ 7.4)	(▲ 18.7)	(▲ 6.5)	(▲ 9.3)	(0.5)		
民需	5.1	0.6	(3.5)	(1.0)	(1.3)	(▲ 8.0)	(3.6)	(▲ 9.7)	(▲ 0.1)		
官公庁	8.4	▲ 5.4	(6.3)	(▲ 0.4)	(▲ 29.9)	(▲ 36.9)	(▲ 44.4)	(▲ 41.5)	(0.8)		
公共工事請負金額	4.1	▲ 4.3	(1.1)	(▲ 15.6)	(1.5)	(3.5)	(▲ 5.6)	(▲ 2.9)	(▲ 2.2)	(▲ 7.6)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	97.4 (5.8)	94.6 (▲ 2.8)	94.8 (▲ 2.4)	89.2 (▲ 8.0)	96.8 (▲ 1.8)	99.6 (1.3)	91.5 (▲ 7.1)	95.8 (▲ 0.7)	95.7 (1.6)		
新設住宅床面積	(4.1)	(▲ 3.7)	(▲ 3.2)	(▲ 9.2)	(▲ 3.6)	(0.1)	(▲ 8.9)	(▲ 1.6)	(0.5)		
小売業販売額	▲ 0.2	1.9	(1.9)	(1.4)	(1.3)	(0.6)	(1.7)	(1.5)	(2.7)		
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.6	0.2	▲ 0.6 (0.5)	1.1 (0.6)	▲ 1.4 (▲ 1.3)	▲ 0.2 (▲ 1.4)	2.9 (▲ 1.2)	▲ 1.1 (0.4)	3.5 (2.8)		
平均消費性向 (実数、季調済、%)	72.1	71.7	71.3 [71.8]	71.4 [73.0]	69.4 [74.6]	72.3 [77.0]	66.1 [73.8]	69.9 [70.3]	70.7 [70.3]	[70.3]	
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.4	0.3 (1.2)	▲ 1.1 (▲ 1.2)	1.6 (0.6)	1.3 (0.9)	▲ 0.3 (0.9)	▲ 3.1 (▲ 1.8)	▲ 0.1 (▲ 1.9)		
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.4	0.7	(0.7)	(1.4)	(2.2)	(2.1)	(3.3)	(1.6)	(0.8)		
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	103	105	133	25	6	7	0	▲ 11	▲ 5		
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.39	1.54	1.57 [1.41]	1.59 [1.44]	1.60 [1.49]	1.60 [1.49]	1.62 [1.50]	1.63 [1.51]	1.63 [1.52]	[1.53]	
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.7	2.5	2.4	2.2	2.4	2.5	2.4		
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	46.4	50.5	53.3 [49.8]	49.1 [48.7]	48.1 [49.2]	47.1 [49.1]	48.1 [50.0]	46.6 [49.9]	48.7 [50.0]	[51.1]	
企業倒産件数 (実数、件数)	8,381 (▲ 3.5)	8,367 (▲ 0.2)	2,106 (1.0)	2,041 (▲ 1.8)	2,107 (▲ 3.7)	767 (▲ 4.4)	690 (▲ 2.3)	702 (▲ 1.7)	694 (8.6)	621 (▲ 8.5)	

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2016年度	2017年度	2017年		2018年			2018年			
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月	
通関輸出	▲3.5	10.8	(13.0)	(4.9)	(7.5)	(8.1)	(6.7)	(3.9)	(6.6)	(▲1.2)	
価格	▲6.0	5.5	(7.9)	(0.8)	(1.8)	(1.5)	(3.4)	(3.0)	(5.4)	(3.7)	
数量	2.7	5.0	(4.8)	(4.1)	(5.6)	(6.4)	(3.2)	(0.9)	(1.1)	(▲4.8)	
通関輸入	▲10.2	13.7	(17.0)	(7.5)	(7.5)	(14.1)	(2.6)	(14.7)	(15.3)	(7.0)	
価格	▲10.0	8.8	(10.9)	(3.6)	(6.1)	(7.0)	(7.5)	(10.2)	(10.5)	(10.0)	
数量	▲0.2	4.4	(5.5)	(3.7)	(1.4)	(6.6)	(▲4.5)	(4.0)	(4.4)	(▲2.7)	
経常収支(億円)	210,188	218,127	43,257	58,821	49,775	18,873	11,989	20,097	18,384		
貿易収支(億円)	57,851	45,936	11,527	7,246	10,661	▲3,165	8,227	▲10	▲2,193		
サービス収支(億円)	▲13,813	▲5,378	▲1,975	2,127	▲6,118	63	▲1,729	▲1,744	▲61		
金融収支(億円)	247,407	196,174	30,753	75,622	53,095	32,690	6,698	▲8,319	19,128		
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,264,283	1,268,287	1,258,748	1,254,477	1,258,748	1,256,276	1,259,305	1,259,673	
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	112.95	108.20	109.05	109.69	110.03	111.37	111.06	111.89	

3. 金融

	2016年度	2017年度	2017年		2018年			2018年			
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月	
無担保コール翌日物金利	▲0.045	▲0.050	▲0.042 [▲0.043]	▲0.048 [▲0.042]	▲0.065 [▲0.054]	▲0.061 [▲0.053]	▲0.071 [▲0.056]	▲0.070 [▲0.054]	▲0.059 [▲0.049]	▲0.059 [▲0.058]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.057	0.065	0.063 [0.056]	0.078 [0.056]	0.084 [0.056]	0.078 [0.056]	0.078 [0.056]	0.091 [0.075]	0.091 [0.056]	0.050 [0.056]	
新発10年国債利回り	0.065	0.045	0.045 [0.040]	0.045 [0.065]	0.030 [0.075]	0.030 [0.040]	0.030 [0.075]	0.060 [0.075]	0.110 [0.010]	0.125 [0.060]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.847	0.817	0.828 (▲0.003)	0.817 (▲0.011)	0.789 (▲0.028)	0.794 (0.001)	0.789 (▲0.005)	0.788 (▲0.001)	0.786 (▲0.002)		
日経平均株価 (225種、末値)	18,909	21,454	22,765 [19,114]	21,454 [18,909]	22,305 [20,033]	22,202 [19,651]	22,305 [20,033]	22,554 [19,925]	22,865 [19,646]	24,120 [20,356]	
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.9)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(2.9)	(2.8)	
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(3.3)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.4)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.8)	(2.6)	(2.1)	(2.0)	(1.9)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	
	銀行計	(2.4)	(2.8)	(2.6)	(2.1)	(2.0)	(1.9)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	
	都銀等	(1.2)	(2.0)	(1.7)	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.6)	(0.3)	(0.7)	
	地銀	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.5)	(4.1)	(4.4)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	
	地銀II	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(2.8)	(0.6)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.6)	
信金	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.2)		
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.8)	(4.2)	(4.3)	(3.5)	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.6)	
	都銀	(5.5)	(5.9)	(6.1)	(4.9)	(5.2)	(5.1)	(5.3)	(5.4)	(5.2)	
	地銀	(2.3)	(2.5)	(2.5)	(2.2)	(2.8)	(3.2)	(3.0)	(3.0)	(2.9)	
地銀II	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(1.6)	(▲0.2)	(▲1.1)	(▲1.1)	(▲1.2)	(▲1.3)		

(注) 新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料) 内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業者協会統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

II. 米国

～財政赤字が拡大するなか、注目される今後の財政スタンス～

10月15日、連邦政府の2018会計年度（2017年10月～2018年9月）財政収支実績が公表された。その赤字額は7,790億ドルと前年度比1,136億ドル拡大し、2012年度以来の大きさとなった（第1図）。歳出入別にみると、まず歳入では、大規模減税による法人税収減少（前年度比▲31.1%）等で、景気拡大が続く中であっても同+0.4%の増加に止まる一方、歳出は国防費拡大（同+8.1%）に加え、金利上昇等による利払い費の増加（同+23.6%）もあり、同+3.2%と増加した。財政赤字の対名目GDP比率（GDPは議会予算局見通し）は3.9%と、財政問題がクローズアップされているイタリアよりも高い。

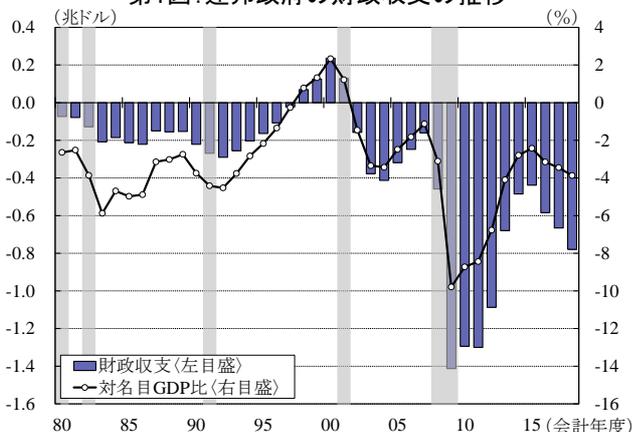
拡張的な財政政策は、足元で米国経済の力強い拡大を支えているが、一方で財政の持続性という中長期的な課題に対する懸念を強めている。今月上旬に大きく上昇した長期金利について、直接的な要因としては経済指標の強さやFOMC参加者の利上げに対するややタカ派的な姿勢等が挙げられるものの、米国債の大量発行とFRBのバランスシート縮小による国債需給悪化懸念や財政リスクが意識され、長期金利が上昇し易い環境にあることは無視できない（第2図）。

来月6日に迫った中間選挙では、上院は共和党が過半数を維持するとの見方が大勢だが、下院は共和党・民主党のいずれが過半数を得るのか予断を許さない状況にある。仮に共和党が上下両院で過半数を維持すれば、所得減税恒久化を含む減税第二弾の実現を図るとみられる^(注)。また、民主党が過半数を奪還した場合でも、トランプ大統領と民主党はインフラ投資拡大に関しては協力し得るとの見方がある。

過去の景気サイクルと財政収支の関係を踏まえると、景気拡大期における財政収支悪化という組み合わせは異例である。米国金利の変動が世界の金融市場に与える影響は非常に大きく、選挙後の政権・議会の財政スタンス動向には相応の注意を払う必要がある。

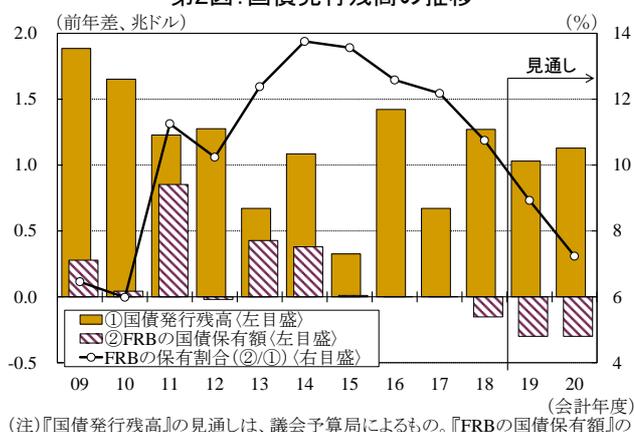
(注) 共和党は既に減税第二弾の実現に向けて動いており、9月28日には下院で法案が可決された。但し、上院での可決の目処はたっており、来年の新議会でも再審議されることになるとみられる。

第1図：連邦政府の財政収支の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 米国財務省統計、議会予算局資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：国債発行残高の推移



(注) 『国債発行残高』の見通しは、議会予算局によるもの。『FRBの国債保有額』の見通しは、この先も300億ドル/月のペースで縮小が進んだ場合。
(資料) 米国財務省、FRB、議会予算局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

Ⅲ. 欧州

～警戒感が強まるイタリアの財政政策～

イタリアでは6月に拡張的な財政政策を掲げる連立政権が発足して以降、財政不安が熾り続けてきたが、同国政府は10月15日、注目される2019年予算案を欧州委員会（EC）へ提出した。予算案では来年の財政赤字をGDP比2.4%としているが、これは欧州連合（EU）の財政基準（同3%以下）を満たすものの、最低所得保障制度の導入や付加価値税引き上げの撤回等が盛り込まれ、前政権下の財政再建計画から大きく後退する内容となっている。EUの財政規則では、ECは各国の翌年度予算案に「重大な規律違反」（＝赤字削減努力が不十分等）があると判断した場合、予算案提出から2週間以内に当該国政府に修正要請をすることとされており、そこから更に3週間以内に政府は修正案を提出するというプロセスが踏まれる。この点、ECは早速18日にもイタリア政府に対し、歳出拡大や政府債務残高削減努力の欠如等を指摘、予算案が財政規律から大幅に逸脱しているとの見解を表明しており、今後、ECの正式修正要請やそれを巡るイタリアの反応が焦点となる。

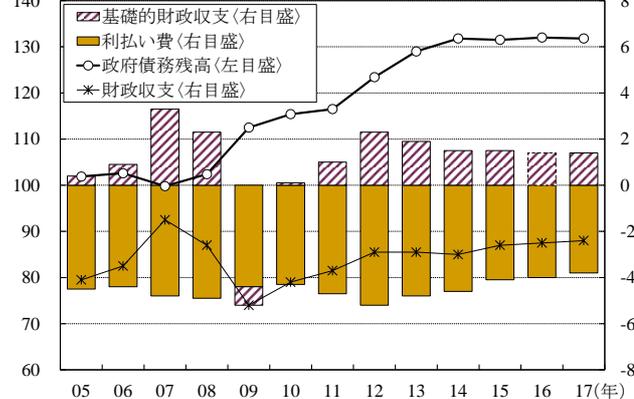
こうしたイタリアの財政問題に対し金融市場では警戒感が強まっている。現政権発足以降、同国の10年物国債利回りは高止まりしていたが、足元では急上昇し（第1図）、2014年2月以来の高水準にある。イタリアでは、巨額の政府債務残高を背景に利払い負担が既に大きい（第2図）。予算案を巡るイタリア政府とEUの対立の深まりを受けて国債利回りがさらに上昇することになれば、利払い負担増加と財政悪化の悪循環に陥る懸念がある。加えて、イタリアのユーロ圏離脱観測が再浮上する可能性にも留意する必要があるだろう。かつて五つ星と同盟はユーロ離脱に言及し、総選挙前には取り下げたものの、金融市場ではイタリアのユーロ離脱懸念が完全には払拭されておらず、10月初めには同盟の幹部がユーロ離脱の可能性を示唆する発言をしたことを受けて同国国債利回りの上昇につながる場面もみられた。ユーロ離脱は現実性が高いとは言えないが、それを材料にして金融市場が更に大きく動揺するリスクにも目配りする必要があるだろう。

第1図：イタリアの10年物国債利回り
ドイツ国債との利回り格差の推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：イタリアの財政収支と政府債務残高の推移
(名目GDP比、%)



(注)『利払い費』は符号を逆にして示している。

(資料) イタリア国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(篠原 令子)

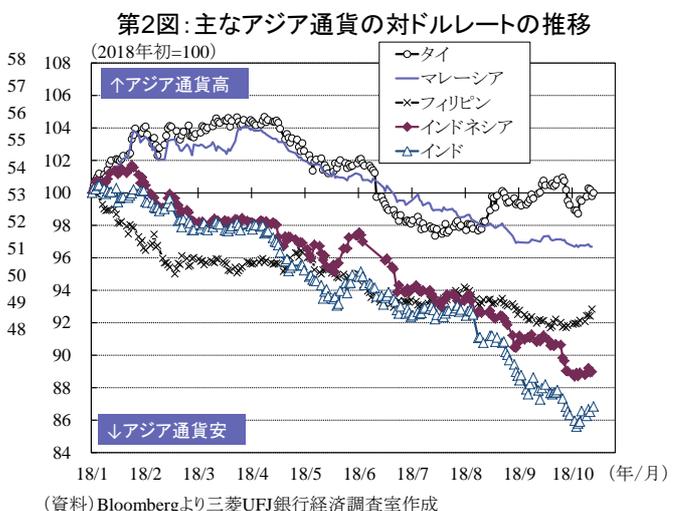
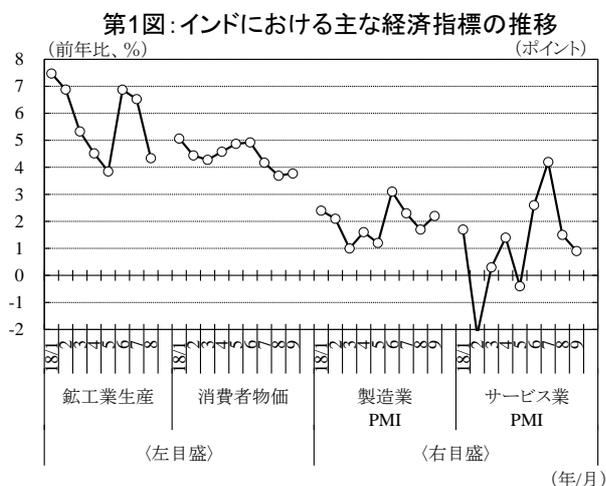
IV. アジア

～通貨と経済の安定に向けた政策運営手腕が問われるインド・モディ政権～

インド・モディ政権の経済政策運営が正念場を迎えている。景気面では、4-6月期の実質 GDP 成長率が前年比+8.2%へ加速し、生産や企業の景況感など月次指標からは足元でも内需を中心とした景気の堅調ぶりが窺われる（第1図）。一方で、米中通商摩擦の激化や米国金利の上昇などに伴って新興国通貨全般への下落圧力が強まる中、インドは経常赤字拡大が懸念されるなど対外評価は低調で、ルピーの対ドルレートは年初来下落率は10%強と主要アジア通貨の中では最大となっている（第2図）。これを受け、政府は9月半ばに、企業の対外借入あるいは海外投資家向け債券発行に関する条件緩和などの資本流入促進策と輸入抑制策（非必需品に対する輸入関税率引き上げ）を打ち出すに至っている。

注意されるのは、モディ政権の経済政策全体の整合性である。まず、前述した輸入関税引き上げの対象となった品目は輸入全体の約3%程度に止まるほか、7月に政府は物品・サービス税減税といった内需刺激策を決定しており、通貨安定を企図した輸入抑制策とは整合的ではない。また、政府は7月に農作物の買取価格の大幅引き上げを決定しているが、現状、目標の中心値（前年比+4%前後）近辺にあるインフレ率を今後加速させかねず、通貨安を助長するリスクを孕む。インフレ率加速は、先行き中銀の利上げペースを速めることを通じて堅調な内需の拡大に水を差す可能性もあるほか、政府が最優先課題の一つと位置付ける銀行の不良債権処理を進める上でも逆風となりかねない。2018年3月時点のインドの銀行の不良債権比率は11.6%と依然高水準にあるが、2000年代半ばの投資ブーム後、成長鈍化に加え土地収用や許認可取得の遅れ等を背景に、インフラ（交通・電力）や鉄鋼セクター等を中心に多額の不良債権が残存している^{（注）}。総選挙が来年4月に迫る中、通貨価値安定、堅調な景気拡大維持、不良債権の処理等、多方面に渡る政策運営を円滑に進められるか、モディ政権の手腕が問われよう。

（注）政府は、「破産倒産法」（2016年施行）に基づく破綻処理の迅速化や国営銀行の資本増強等を進めている。



（福地 亜希）

V. 中国

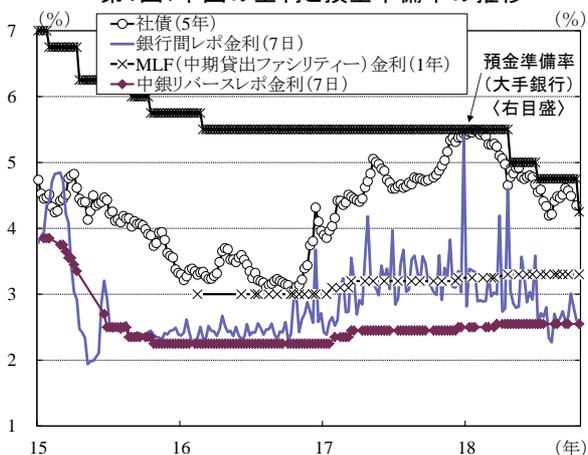
～輸出の悪化に先行して進む景気下支え策～

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.5%と前期（同+6.7%）から小幅減速し、過去 12 四半期のレンジ（同+6.7～6.9%）を下回った。投資の減速が主因であり、デレバレッジ（過剰債務の削減）に向けたシャドーバンキングの抑制に加え、米中貿易摩擦の激化に伴う先行き不安の影響もうかがわれる。輸出自体は 9 月も前年比+14.5%と好調で、特に米国向けは 5 ヶ月連続の前年比二桁増と米中摩擦の影を感じさせないが、これは米国における関税引き上げ前の駆け込みの影響が大きいとみられる。9 月 24 日には、米政府が予告通り、2,000 億ドル相当の中国産品に対する追加関税を発動し、中国政府も 600 億ドル相当の対米報復関税で応じた。この結果、既に発動済みのものと合わせると、米国の対中輸入品の半分、中国の対米輸入品の 7 割が関税対象となったことになる。駆け込みの反動も含めて今後の輸出悪化への懸念は強い。

こうしたなか、中国当局の景気下支え策は総動員体制の様相を呈してきた。10 月 7 日、中国人民銀行は本年 3 度目の預金準備率引き下げに踏み切り（15 日実施、下げ幅は 1%ポイント、第 1 図）、銀行に対して余剰となった準備預金のうち中銀借入金返済（4,500 億元）以外の 7,500 億元分を中小企業、民間企業等への融資拡大の原資とするよう示達、同行総裁はさらなる引き下げ余地があるとしている。翌 8 日には国務院常務会議が、9 月に続き、輸出品への付加価値税還付率引き上げを決定するとともに（11 月実施）、手続き時間の短縮目標（13→10 営業日）を掲げた。さらに 11 日、政府は消費促進体制の整備に向けた 3 ヶ年計画（2018-2020 年）を発表した。新エネ車免税の延長、エコ消費ポイント制の検討を含む消費拡大・高度化への制度整備、金融・所得面からの支援強化など多様な方法で消費振興を狙うもので、経済の輸出依存度を軽減する意味でも重要といえよう。

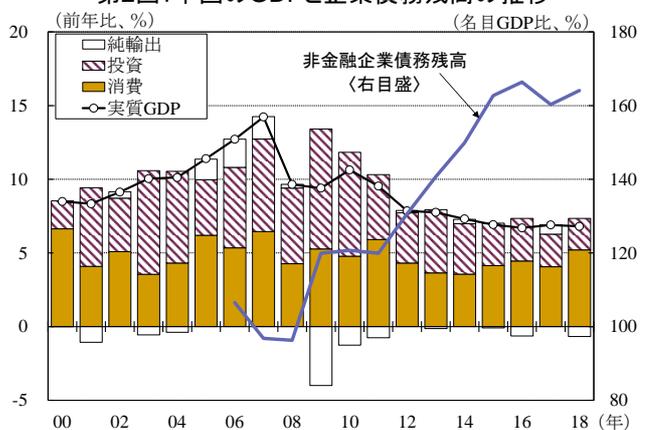
勿論、総動員とはいっても、リーマン・ショック後のように大幅な企業債務拡大を伴う投資増（第 2 図）に対しては自制が働いているものと思われるが、今後、顕在化してくる米中摩擦の中国経済への影響度合いとその際の景気対策の中身には注視を要しよう。

第1図: 中国の金利と預金準備率の推移



(資料) 中国人民銀行等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 中国のGDPと企業債務残高の推移



(注) 2018年の『非金融企業債務残高』は3月、その他は1-9月の実績値。

(資料) 中国国家統計局、国際決済銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

VI. 原油

～需給緩和やドル高の下でも高値が続く原油価格～

原油価格（WTI 期近物）は、11月に予定される米国の対イラン制裁に伴う供給懸念等を背景に上昇し、10月3日に1バレル76ドル台と約4年ぶりの高値となった（第1図）。その後は世界的な株安を受けた投資家のリスク回避姿勢の強まりや、OPECとIEAによる石油需要の見通しの下方修正等を背景に下落したが、足元サウジアラビアを巡る地政学リスクの高まり等もあり、依然70ドル程度で推移している。

足元原油市場を取り巻く環境には、実は下押し要因も相応に存在している。需給バランスでは、7-9月期まで3四半期続けて供給超過を記録し、米国では原油在庫が4週連続で増加している。また、原油価格と逆相関にあると言われるドルの実効為替相場^(注)は高止まりしている（第2図）。但し、2016年末にも需給緩和、在庫増加、ドル高という状況下で原油価格が下落しない局面があり、この時はOPECによる協調減産の決定を受けて先行きの需給逼迫予想が急激に高まっていたことが挙げられる。今回の局面でも、実際の需給や為替相場動向に関わらず原油価格が高止まりしているのは、減産量の着地点も含め不透明なイラン情勢やサウジアラビア等での地政学的リスク、OPECの供給余力縮小などの要因が先行きの供給懸念として市場の心理的重石になっているためとみられる。

今後については、11月5日の米国の対イラン制裁発動が確定しているため、第三国によるイラン産原油輸入抑制の規模、その結果としてのイランの生産量の推移、更にはイランの減産を反映したOPEC増産規模等がある程度見通せるようになれば、原油価格は需給や為替に沿った動きを取り戻し、軟化に向かうことが見込めよう。実際、OPECのバーキンズ事務局長は需給均衡を維持すると発言しており、イランの生産量の落ち込みが前回制裁時程度に止まり、またベネズエラの生産落ち込みも非連続なものにならないければ、供給量の調整はOPECのコントロール可能範囲に止まるものと考えられる。ただし、イラン以外でも高まっている中東の地政学リスクを勘案すると、引き続き高値への警戒は怠れまい。

(注) 原油はドル建取引が中心であり、ドル高は他通貨からみた割高感につながることから原油価格を下押しする。

第1図：原油価格及び世界の原油需要と供給の推移



(資料) IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：原油価格と米ドル実効為替相場の推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(伊勢 友理)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2017年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2017年実績	2018年見通し	2019年見通し	2017年実績	2018年見通し	2019年見通し	2017年実績	2018年見通し	2019年見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	66.85	1,350	3.3	3.3	3.1	2.2	2.6	2.4			
先進国・地域	43.78	884	2.2	2.3	2.1	1.7	2.0	1.8			
新興国	23.07	466	5.3	5.3	5.2	3.1	3.7	3.6			
日本(年度ベース)	4.95	100	1.6	1.3	0.9	0.7	1.0	1.5	1,968	1,934	1,797
アジア11カ国・地域	19.62	396	6.1	6.0	5.8	2.0	2.5	2.6	4,005	3,290	3,000
中国	12.01	243	6.9	6.6	6.2	1.6	2.1	2.3	1,649	965	834
インド(年度ベース)	2.60	53	6.7	7.4	7.6	3.6	4.8	4.9	▲487	▲601	▲688
NIEs4カ国・地域	2.78	56	3.2	2.9	2.7	1.4	1.6	1.7	2,371	2,416	2,462
韓国	1.54	31	3.1	2.8	2.7	1.9	1.6	1.8	785	787	821
台湾	0.57	12	2.9	2.8	2.5	0.6	1.6	1.3	829	863	842
香港	0.34	7	3.8	3.5	3.0	1.5	2.3	2.5	147	122	135
シンガポール	0.32	7	3.6	3.1	2.7	0.6	0.5	1.3	610	644	663
ASEAN5カ国	2.32	47	5.4	5.3	5.2	3.0	3.0	3.1	472	511	392
インドネシア	1.02	21	5.1	5.2	5.2	3.8	3.4	3.6	▲173	▲226	▲249
マレーシア	0.31	6	5.9	5.2	5.0	3.8	1.6	2.2	95	118	117
タイ	0.46	9	3.9	4.3	3.8	0.7	1.2	1.5	511	472	471
フィリピン	0.31	6	6.7	6.2	6.2	2.9	4.7	4.0	▲25	▲22	▲35
ベトナム	0.22	4	6.8	6.7	6.5	3.5	4.0	4.1	64	169	89
オーストラリア	1.38	28	2.2	2.8	2.7	1.9	2.1	2.2	▲361	▲412	▲447
米国	19.49	394	2.2	2.8	2.4	2.1	2.5	2.1	▲4,491	▲4,841	▲4,891
中南米6カ国	4.65	94	1.7	1.7	2.4	6.9	7.8	6.4	▲777	▲850	▲910
ブラジル	2.06	42	1.0	1.5	2.5	3.4	4.0	4.5	▲98	▲180	▲300
メキシコ	1.15	23	2.0	2.4	2.2	6.0	4.1	3.7	▲194	▲250	▲250
アルゼンチン	0.64	13	2.9	▲0.5	1.0	22.8	33.0	22.0	▲313	▲230	▲180
ユーロ圏19カ国	12.63	255	2.4	2.0	1.8	1.5	1.7	1.5	4,068	4,367	4,205
ドイツ	3.70	75	2.2	2.0	1.9	1.7	1.7	1.6	2,915	3,156	2,964
フランス	2.59	52	2.2	1.6	1.6	1.2	1.9	1.5	▲133	▲279	▲241
イタリア	1.94	39	1.6	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	554	490	482
英国	2.63	53	1.7	1.4	1.5	2.7	2.5	2.2	▲1,017	▲974	▲959
ロシア	1.58	32	1.5	1.8	1.7	3.7	3.0	4.2	333	480	520

<参考>

世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.8	3.9	3.8	2.4	2.9	2.8			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

- (注)1.『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。
 2.『日本』、『インド』の掲載数値は年度(4月～翌年3月)ベースであり、『世界41カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。
 3.IMPの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米6カ国』、『ロシア』。
 4.『中南米6カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ペルー。
 (資料)各国統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱UFJ銀行 経済調査室 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail:yasuhiro_ishimaru@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。