

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は緩やかな拡大局面が持続～

日本

～景気は内需主導の着実な拡大局面にあるも、海外発のリスクには要警戒～

米国

～通商政策の不透明感が続く中でも拡大を続ける米国景気～

欧州

～内需を中心とした緩やかな景気拡大が続く見込み～

アジア・豪州

～内需主導で安定成長が持続するも、米中通商摩擦激化の余波には要注意～

中南米

～大統領選の混戦が続くブラジル、景気悪化に向かうアルゼンチン、
新政権への期待高まるメキシコ～

原油価格

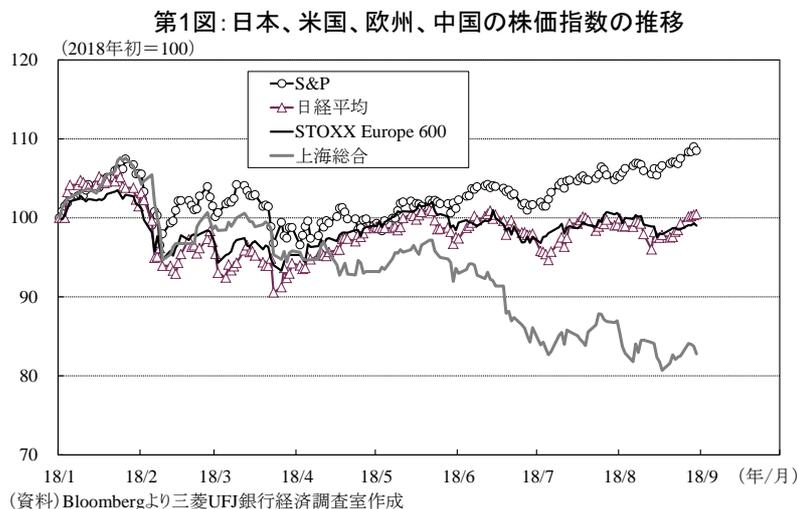
～当面は供給懸念の強い状況が続くも、需給の緩和方向は変わらず、
次第に軟化の見通し～

見通しの概要

世界経済は緩やかな拡大局面が持続 ～米中起点のリスクには引き続き注意が必要～

世界経済は拡大基調を維持している。先進国では日米欧の 4-6 月期の実質 GDP 成長率が出揃っているが、日米ではそれぞれ前期比年率+1.9%、+4.2%と前期（1-3 月期）を大きく上回る成長率を記録（日本はマイナス成長だった前期からプラス転化）、欧州も前期比+0.4%増と前期並みの成長率を確保した。新興国でも、成長率をみる限りでは内需や輸出を中心に総じて底堅い拡大を続けていると言える。

現在の世界経済の構図として指摘すべきなのは何と言っても米国の好調ぶりであろう。90 年代にも「米国の一人勝ち」と言われた好況期があったが、足元の米国経済の好調は株価の上昇（第 1 図）や失業率の低下、景気拡大期間の長さなどいずれもその時代を彷彿とさせるものがある（なお、実際は他国経済が「負けている」わけではないので、「米国経済の一人勝ち」というのは正確な表現とは言えない）。しかし、世界経済の文脈の中では、嘗てのような「米国経済は世界経済を牽引するか」という「機関車論」が盛んというよりは、寧ろ米国トランプ政権自身が発動している様々な保護主義的政策の世界経済への影響や、米国経済好調がもたらす国際的な資金フローの変化が新興国市場に与える影響などの方が取り沙汰されている状況と言える。米国は世界経済にとって期待と懸念両方の大元となっているわけである。



まず、米国経済自身をみると、その好調が昨年末に実現した減税の効果に相応に支えられていることは間違いない。減税効果そのものは減税額のスケジュールから判断するに来年後半までは持続するものとみられる。インフレが加速するような展開にならない限りその頃までには金融政策正常化も相当進展している可能性が高く、減税効果が剥落しても景気のソフトランディングは可能だろう。また、米国の利上げに伴い新興国から米国へ資金が還流するという懸念が指摘されているが、実際に大きく金融市場が動揺しているのはトルコやアルゼンチンなど米国との外交問題や金融政策の独立性問題、対外バランスの脆

弱性等を抱えた一部の国に止まっており、外貨準備や対外債務水準が健全なアジアの国を中心に新興国全体としては市場の安定は総じて保たれている。

他方で、今年に入ってから世界を相手に貿易戦争を仕掛けているかのような形で世界経済の先行き不透明感を著しく高めてきた米国の通商政策については、足元一つの方向性のようなものが見えてきたことは前向きに評価できよう。それは、米国国内世論（特に議会）を背景に中国との貿易戦争では強面を貫く一方、EU や NAFTA 諸国など同盟国との間の通商摩擦では落とし処を見出そうとしている点である。実際、EU とは 7 月の首脳会談で一旦の合意に達し、自動車関税は棚上げしたし、メキシコとも原産地規則の修正などを巡って合意に漕ぎ着けている。通商問題は米国国内政治情勢を色濃く反映しているが、安全保障上の懸念の小さい同盟国との通商交渉では決裂も辞さない強硬姿勢を続けるよりは、何らかの成果を出した方が得策という計算もあろう（もとより、通商交渉は成果を出すために行うのであり、トランプ政権の通商政策が過去に比較して如何に異例であったとしてもその点は変わらない）。中間選挙を睨んで同盟国であるかどうかを問わず更に強硬な通商政策が打ち出される可能性は尚もゼロではなく、特に新通商協議が始まったばかりの日米間はまた緊張を孕むが、米中間を除く通商問題の先行き不透明感は全体としてやや後退している。

このように考えると、手放しの楽観はできないものの、この先、年後半から来年に掛けても、基本的には世界経済の堅調地合が途切れることはないだろう。先進各国において、企業業績は好調を維持しており、新技術や省力化投資を含め投資マインドは高いほか、雇用意欲も旺盛で、労働需給の引き締めりと適度な賃金上昇を通じて家計所得も拡大基調が続いている。とりわけ好調が続いている米国経済については、利上げの累積的効果の顕現や減税効果の薄まりとともに徐々に減速に向かう公算が強いものの、ファンダメンタルズは底堅く、90 年代に記録した戦後の景気拡大期間最長記録を抜くのは時間の問題であろうし、他の先進国や新興国でも潜在成長率近辺の経済成長が続くものと考えられる。もちろん、米国で金融政策の正常化が進み、新興国と先進国間の資金フローに不安定性さがみられるなか、債務の積み上がりや資産価格の上昇が観察される一部の国やセクターに懸念は残っている。しかし、やはり総体としてみれば世界経済が金融面で大きな不均衡を抱えているという状況ではなかろう。世界経済は今年に続き来年も前年比+3%台前半（当室が見通し対象とする 41 カ国・地域の加重平均値）の成長が続く展開となるものとみられる。

世界経済に対するリスク要因として指摘しておくべきは、米国を一方の当事者とする様々な経済問題や外交問題の帰趨に極めて不透明な要素が多いことだが、前述の通りエスカレートしている米中貿易戦争の帰趨は中国経済自身の先行きとも併せ特に注目点である。確かに米中双方向の追加関税の直接的な影響額は双方の経済規模に比して限られる。しかし、中国に関してはもともとデレバレッジ（過剰債務解消）の影響から景気が減速しているところに追い討ちが掛かっている点は留意される。中国当局は金融や財政を再び緩和方向に修正しており、短期的にはこれらの政策効果が中国経済を底支えするものとみられる。但し、この先はデレバレッジと米中貿易戦争のマイナス影響と政策のプラス影響が月次統

計等でどのように顕現化するかに目を凝らしていく必要があるだろう。加えて、10年前、リーマンショック時の景気対策としての拡張政策が今の過剰債務問題に繋がっていることを踏まえると、企業部門の債務状況や投資の内容についても注意される。

また、国際社会において、各国の内向き指向を背景に多国間協議やグローバルな機関の下でのルールや話し合いに基づいた紛争解決という方向性が揺らいでいることもそもそもの大きなリスクとして意識しておくべきだろう。前述の通り米国が同盟国との通商交渉で合意を目指しているのは前向きに評価は出来るものの、透明なルールに基づいた紛争解決からは依然程遠い。通商摩擦以外でも、対イラン経済制裁の再開、トルコへの経済制裁、あるいは北朝鮮との非核化交渉等々、仲介者なき二国間関係の緊張事案は数多く、力頼みの解決が模索されると世界経済にも大きな不透明感を与えかねない。これは米国の関係する事案だけではなく、例えば財政問題を巡るイタリアとEUの緊張やBrexitを巡るEUと英国の対立も同根といえる。後者については、お互いが「無秩序なBrexitシナリオ」への備えを公言するようになっており、ボトムラインで決裂を意識し始めた当事者同士の交渉はどうしても非妥協的になり易いという懸念が残る。世界景気そのものはまだ拡大を維持するモメンタムを有しているとみられるものの、仮に次のグローバルな経済危機が顕在化した時に迅速な国際協調が図られる土台が保持されているかどうかも中長期的に注意していく必要があるだろう。

(経済調査室長 佐藤 昭彦)

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)	66.67	1,347	3.3	3.3	3.1	2.2	2.6	2.4			
先進国・地域	43.66	882	2.2	2.3	2.1	1.7	2.0	1.8			
新興国	23.01	465	5.3	5.3	5.2	3.1	3.7	3.6			
日本(年度ベース)	4.95	100	1.6	1.2	0.9	0.7	1.0	1.5	1,968	1,950	1,825
アジア11カ国・地域	19.63	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)	2.61	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	0.58	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	2.3	2.8	2.7	1.9	2.1	2.2	▲ 341	▲ 412	▲ 447
米国	19.39	392	2.2	2.8	2.4	2.1	2.5	2.1	▲ 4,491	▲ 4,973	▲ 5,023
中南米6カ国	4.64	94	1.7	1.7	2.4	6.9	7.8	6.4	▲ 777	▲ 850	▲ 910
ブラジル	2.05	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	24.0	33.0	22.0	▲ 313	▲ 230	▲ 180
ユーロ圏19カ国	12.61	255	2.4	2.0	1.8	1.5	1.7	1.5	4,425	4,367	4,205
ドイツ	3.68	74	2.2	2.0	1.9	1.7	1.7	1.6	2,968	3,156	2,964
フランス	2.58	52	2.2	1.6	1.6	1.2	1.9	1.5	▲ 133	▲ 279	▲ 241
イタリア	1.94	39	1.5	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	543	490	482
英国	2.62	53	1.7	1.4	1.5	2.7	2.5	2.2	▲ 1,018	▲ 974	▲ 959
ロシア	1.53	31	1.5	1.8	1.7	3.7	3.0	4.2	354	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. IMF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

I. 日本

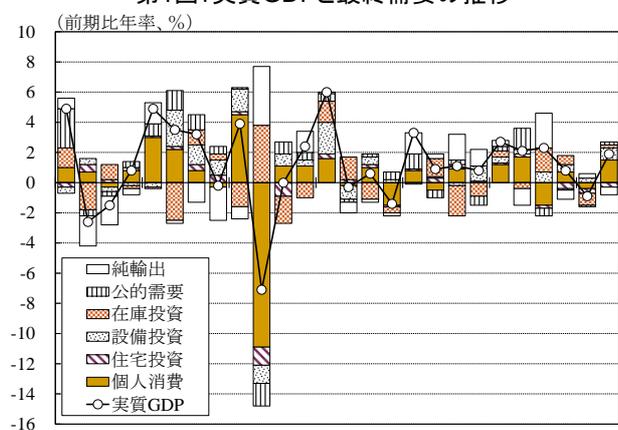
～景気は内需主導の着実な拡大局面にあるも、海外発のリスクには要警戒～

1. 日本経済の概況

2018年4-6月期の実質GDP（1次速報値）は、前期比年率+1.9%と2四半期ぶりのプラス成長となった（第1図）。企業収益と家計所得の改善が続く中、前期に景気を押し下げていた生鮮食品価格の高騰や円高・株安といった逆風が和らいだことで、個人消費と設備投資がともに高めの伸びを確保し、在庫投資もプラス寄与に復した。一方で、純輸出の実質GDPに対する寄与はマイナスに転じたが、内需回復を受けた輸入増加が主因である。総じて内需主導の緩やかな景気拡大の継続を示す結果といえる。

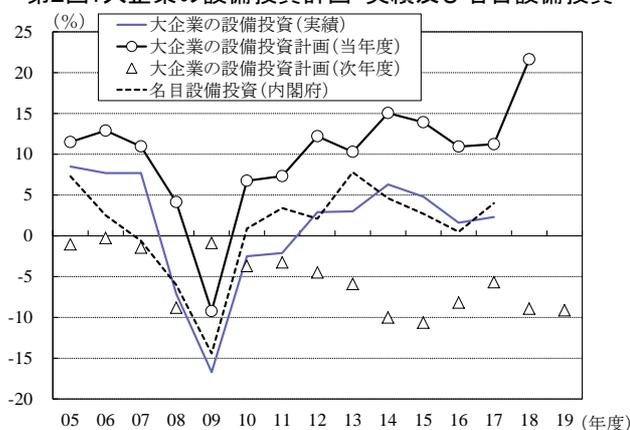
足元の日本経済は、米国の通商政策等に起因する不透明感を抱えつつも、高水準の企業収益を起点とする好循環に支えられた拡大基調を歩んでいる。東証一部上場企業の4-6月期の経常利益は前年比+14.9%と過去最高益を更新しており、2018年度の設備投資計画に関する各種調査では、近年にない積極的な投資姿勢が示されている（第2図）。雇用面でも、企業の旺盛な採用意欲を背景に、4-6月期の就業者数が6,685万人と1953年の統計開始以来の過去最高を記録し、賃金の上昇と相俟って、名目雇用者報酬は同+4.3%という高い伸びを示した。この先、景気拡大の土台そのものは安定を維持する公算が大きい。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

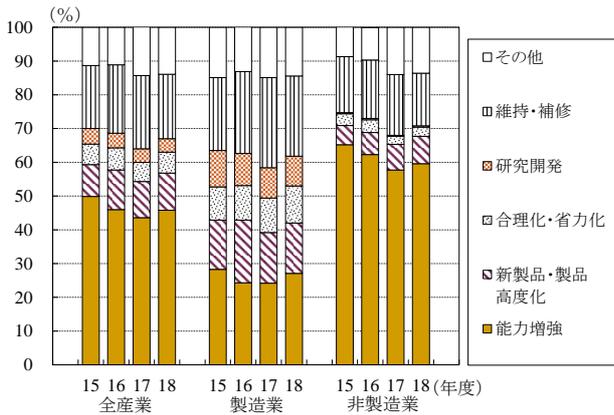
第2図: 大企業の設備投資計画・実績及び名目設備投資



(注)設備投資計画のうち、当年度と次年度では回答企業の母数が異なる。
(資料)内閣府、日本政策投資銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

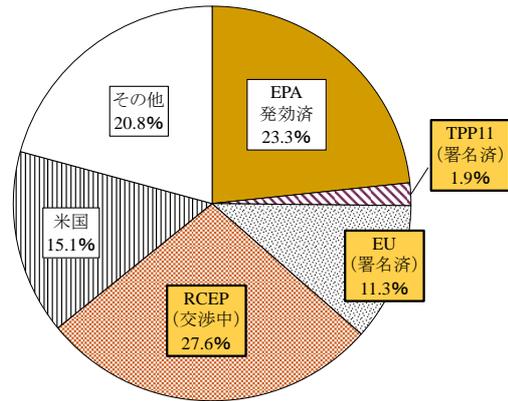
それでも、景気の先行きに不透明感が拭えないのは、米中通商対立や米国の自動車関税引き上げなど、海外発のリスク要因が持つ潜在的なインパクトの大きさゆえである。日本政策投資銀行の『全国設備投資計画調査』をみても、2018年度の投資計画は強めであるものの、その先、2019年度の計画は慎重なままである。企業は事業基盤の強化に必要な投資を着実に進めつつも、先行きへの警戒感を強めていることが読み取れる。確かに、日本の輸出に占める米中の割合は約4割、海外現地法人売上高に占める割合は約5割に達し、両国経済に変調があれば日本に与える影響は大きい（第3図）。また、日本は米国向けに5.6兆円の自動車・同部品を輸出しており、仮に追加関税が賦課されれば、自動車の輸出と国内生産の減少を起点に、幅広い業種で生産や投資マインドの減退をもたらす懸念があ

第4図：大企業の投資動機のウエイトの推移



(注) 2018年度は計画値。
 (資料) 日本政策投資銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：日本のEPA比率



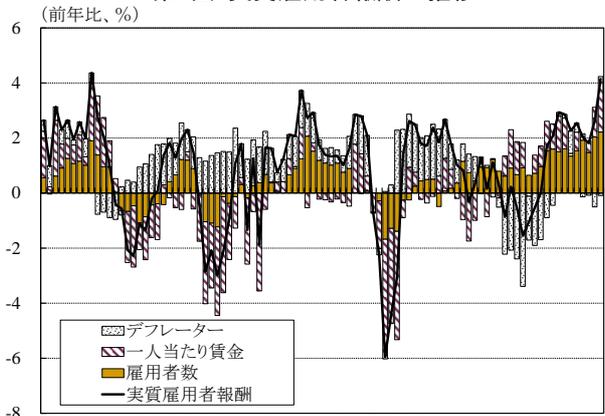
(注) 2017年の貿易額に基づく比率。
 (資料) 財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計所得のさらなる拡大が消費者マインドを支え

4-6 月期の実質雇用者報酬は、物価が伸び悩む中で、雇用者数と賃金が共に伸びを加速し、13 四半期連続で増加した（第 6 図）。同期の雇用者数の伸びは前年比+2.2%と 1992 年以来の高さとなったが、その上でも 6 月の有効求人倍率は 1.62 倍に達しており、タイトな労働需給が継続している。賃金についても、経団連が集計する今夏の賞与は平均 95 万円と過去最高を記録し、今春闘のベアも 0.54%と前年の 0.48%を上回るなど、改善が加速する状況にある。一方、消費者マインドの動きをみると、消費者態度指数は、生鮮食品価格の高騰や株価下落などを受けて年初に大きく低下し、その後も西日本豪雨など天候不順の影響もあって持ち直しに至っていない（第 7 図）。しかしながら、日銀の『生活意識に関するアンケート調査』をみると、「今後 1 年間で支出を増やす人」の割合が着実に増加しており、現在の暮らし向きについても「ゆとりが出てきた」との回答が増えるなど、所得環境の改善が徐々に生活実感として表れてきている様子が見取れる。

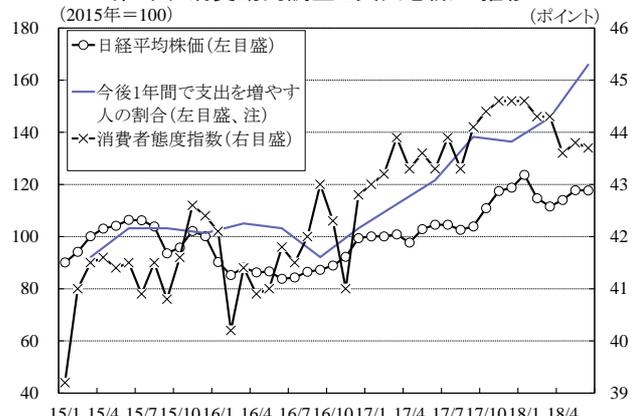
個人消費は、7-9 月期に限って言えば、酷暑や天候不順の影響から一時的な減速の可能性はあるものの、家計所得の更なる拡大が支出に対する意欲の底上げに寄与することで、この先も緩やかな拡大基調が維持されよう。来年には消費増税を控えるが、軽減税率や保育・幼児教育の無償化といった政策対応も勘案すれば、消費の腰折れは回避可能と考える。

第6図：実質雇用者報酬の推移



(資料) 内閣府、総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第7図：消費動向調査と支出意識の推移



(注) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」。調査は3ヶ月毎。(年/月)
 (資料) 内閣府、日本銀行統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の動向

日銀は7月30-31日の金融政策決定会合で「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した(第2表)。「2%の物価安定目標の実現には、これまでの想定より時間がかかることが見込まれる」とした上で、政策金利のフォワードガイダンスとして、「当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」ことを明記し、併せて長期金利や国債買入れ額、ETF・J-REIT買入れ額について、今後は幅を持った柔軟な運営を行う姿勢を示した。加えて、マイナス金利が適用される政策金利残高の減少や、ETF買入れの銘柄毎のウェイトの変更など、副作用軽減のための調整も盛り込まれた。

会合前には長期金利誘導目標の引き上げ観測が高まっていたが、実際は誘導目標の運用柔軟化(ゼロ%「程度」の幅を従来の±0.1%から±0.2%に拡大)に止まり、また、政策金利のフォワードガイダンス導入により、少なくとも2019年10月の消費増税による景気への影響を判断できる時期までは低金利環境が継続する可能性が高まった。他方、副作用への対応は、黒田総裁が「国債市場の機能度を高めるために(長期金利の)ある程度の変動を容認する」と語ったように、国債の市場流動性への対応が主である。一方で、金融仲介機能は現状では問題ないとしたが、地銀の2017年度決算は105行中50行が本業赤字に陥るなど、経営環境が悪化していることも事実であり、市場には日銀が2019年中に金融引き締め動くとの思惑も依然として残る(第8図)。今後の日銀の金融仲介機能に対する評価次第では、再度政策の微修正が行われる可能性も念頭に置いておく必要がある。

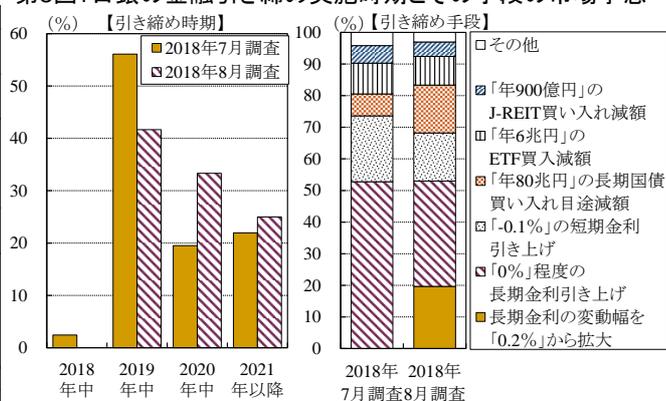
日銀の政策調整を受け、イールドカーブは僅かにスティープ化した。10年物国債利回りは8月2日に一時0.145%まで上昇したものの、日銀による臨時の長期国債買入れオペを受けて低下し、その後は0.1%程度で推移している。米国が順調に利上げを続けるなか、日本では当面低金利環境が継続することで、日米金利差は引き続き存在するとみられる。先行きの円ドル相場は、米中貿易摩擦を始めとした海外情勢の変化等から振れることはあっても、日米金利差を背景に、基本的には現状程度の円安水準で推移すると予想する。

第2表:「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」の概要

緩和手段	内容	
政策金利の フォワードガイダンス	2019年10月に予定されている消費増税の影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持	
イールドカーブ コントロール	短期金利	政策金利残高への適用金利 ▲0.1% (マイナス金利が適用される政策金利残高は現在の水準から減少)
	長期金利	10年物国債利回りの誘導目標【長期国債の買入増加額】 ゼロ%程度 (但し、上下にある程度変動しうる) 【80兆円を目標としつつ、弾力的に実施】
資産買入れ方針	J-REITの買入れ増加額	900億円 (買入れ額は上下に変動しうる)
	ETFの買入れ増加額	6兆円 (買入れ額は上下に変動しうる、 TOPIX連動 4.2兆円 TOPIX、日経、JPX日経400連動 1.5兆円 設備・人材投資ETF 0.3兆円)
	社債	3.2兆円維持
オーバーシュート型 コミットメント	CP	2.2兆円維持
	コア消費者物価の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの残高は拡大方針を継続	

(注) 下線部分は、従来の枠組みから変更された点。
(資料) 日本銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第8図: 日銀の金融引き締め実施時期とその手段の市場予想



(注) 1. 日銀が次に政策変更を行うとすれば金融引き締めをする、と予想するエコノミストにその実施時期と、金融引き締め手段を尋ねたもの。
2. 金融引き締め手段は複数回答可、全回答数に占める割合。
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(宮道 貴之、菱木 由美子、横田 裕輔、芥子 和史)

日本経済・金融見通し

2018年4～6月期のGDP統計（1次速報値）反映後

見通し→

	2017				2018				2019				2020	2017年度	2018年度	2019年度
	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			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	2.7	2.1	2.3	0.8	▲ 0.9	1.9	1.8	1.5	1.5	1.5	2.0	▲ 3.2	0.8	1.6	1.2	0.9
個人消費	2.1	3.1	▲ 2.8	1.4	▲ 0.8	2.8	0.8	1.1	1.2	1.3	3.2	▲ 7.2	1.3	0.8	0.9	0.5
住宅投資	3.3	5.4	▲ 5.2	▲ 11.6	▲ 8.7	▲ 10.3	0.4	2.4	4.1	4.1	2.4	▲ 13.3	▲ 7.8	▲ 0.3	▲ 5.5	0.2
設備投資	2.3	2.2	4.8	3.1	2.0	5.2	2.7	2.7	2.7	2.8	3.4	▲ 3.4	2.5	3.1	3.4	2.0
在庫投資（寄与度）	0.4	▲ 0.4	1.6	0.6	▲ 0.8	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
公的需要	1.1	5.7	▲ 2.1	▲ 0.3	▲ 0.4	0.7	1.6	1.0	0.7	0.8	1.3	1.6	1.3	0.9	0.4	1.1
うち、公共投資	▲ 0.7	23.3	▲ 11.0	▲ 2.5	▲ 1.7	▲ 0.5	4.0	1.4	0.4	0.8	1.6	3.2	1.6	1.4	▲ 0.2	1.5
純輸出（寄与度）	0.4	▲ 1.1	2.3	▲ 0.6	0.3	▲ 0.5	0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.9	1.5	▲ 0.5	0.4	▲ 0.0	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	7.6	0.7	8.6	8.8	2.6	0.8	2.4	2.3	2.3	2.4	2.3	2.3	2.2	6.3	3.1	2.3
財貨・サービスの輸入	5.5	7.8	▲ 5.7	14.0	0.7	3.9	1.9	2.2	2.3	3.3	7.2	▲ 5.7	5.0	4.1	3.2	2.5
名目GDP（前期比年率、%）	0.8	3.2	3.2	1.1	▲ 1.5	1.7	2.4	4.4	2.0	1.0	2.2	2.4	1.2	1.7	1.6	2.1
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 0.9	▲ 0.3	0.1	0.1	0.5	0.1	0.1	0.6	1.0	0.9	0.8	1.5	1.5	0.1	0.5	1.2
鉱工業生産（前期比、%）	0.2	1.8	0.5	1.6	▲ 1.3	1.2	▲ 1.0	1.1	0.9	0.7	1.1	▲ 1.8	0.5	4.1	1.1	1.7
国内企業物価（前年比、%）	0.9	2.1	2.8	3.3	2.5	2.6	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	3.9	3.9	2.7	2.3	3.0
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	0.2	0.4	0.6	0.9	0.9	0.8	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0	2.0	1.9	0.7	1.0	1.5
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	1,294	819	1,578	1,291	730	993	730	1,088	1,033	759	203	995	824	4,594	3,843	2,782
経常収支（10億円）	5,360	4,994	5,806	5,895	4,684	5,498	5,232	5,551	5,458	5,191	4,620	5,397	5,211	21,813	21,738	20,420
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
10年物国債利回り（%）	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2
円相場（円／ドル）	114	111	111	113	108	109	112	112	113	113	112	112	111	111	111	112

（注）『無担保コール翌日物』は、取引金利（期末月の月中平均値）。『3ヵ月物ユーロ円TIBOR』、『10年物国債利回り』、『円相場』は、期中平均値。

（資料）各種統計、Bloomberg等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)
2018年8月31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	3月	4月	5月	6月	7月	
実質GDP成長率(前期比年率)	1.2	1.6	0.8 (2.0)	▲ 0.9 (1.0)	1.9 (1.0)	***	***	***	***	***	
全産業活動指数	0.6	1.8	0.7 (1.8)	▲ 0.5 (1.3)	0.9 (1.0)	▲ 0.1 (1.1)	1.0 (1.4)	0.1 (1.6)	▲ 0.8 (0.2)		
鉱工業生産指数	1.0	4.1	1.6 (4.6)	▲ 1.3 (2.4)	1.3 (1.9)	1.4 (2.4)	0.5 (2.6)	▲ 0.2 (4.2)	▲ 1.8 (▲ 0.9)	▲ 0.1 (2.3)	
鉱工業出荷指数	0.8	3.3	0.8 (3.1)	▲ 1.1 (1.5)	1.9 (2.2)	1.2 (1.4)	1.6 (3.6)	▲ 1.6 (3.3)	0.3 (▲ 0.2)	▲ 1.9 (1.3)	
製品在庫指数	▲ 4.0	3.9	2.2 (1.9)	3.4 (3.9)	▲ 1.9 (2.4)	3.3 (3.9)	▲ 0.6 (1.7)	0.6 (2.5)	▲ 1.9 (2.4)	▲ 0.2 (2.8)	
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]	117.1 [111.0]	113.8 [113.1]	113.9 [111.7]	116.5 [110.7]	117.0 [112.4]	
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.9 (3.3)	0.6 (2.5)	0.7 (2.6)	▲ 0.1 (2.1)	0.2 (2.1)	0.6 (2.7)	0.2 (2.8)	0.5 (3.1)	
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)	▲ 0.1 (0.9)	▲ 0.1 (0.7)	0.0 (0.7)	0.1 (0.8)	0.1 (0.8)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.6	101.7	102.7 [100.1]	101.0 [100.1]	102.0 [101.8]	102.4 [100.2]	104.2 [103.5]	102.0 [100.3]	99.8 [101.7]		
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)	▲ 3.9 (▲ 2.4)	10.1 (9.6)	▲ 3.7 (16.5)	▲ 8.8 (0.3)		
製造業	▲ 4.6	9.2	3.5 (13.3)	2.5 (10.6)	5.5 (17.8)	▲ 17.5 (1.5)	22.7 (23.5)	1.3 (26.2)	▲ 15.9 (6.6)		
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)	2.2 (▲ 4.9)	0.4 (▲ 1.1)	0.2 (8.4)	▲ 7.0 (▲ 4.6)		
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)	3.0 (8.3)	2.5 (9.5)	▲ 4.6 (3.8)	▲ 1.1 (0.0)	▲ 0.7 (5.4)	
建設受注	4.0	0.7									
民需	5.1	0.6	(4.0)	(2.6)	(▲ 7.4)	(▲ 4.0)	(4.0)	(▲ 18.7)	(▲ 6.5)		
官公庁	8.4	▲ 5.4	(6.3)	(▲ 0.4)	(▲ 29.9)	(▲ 13.5)	(1.3)	(▲ 36.9)	(▲ 44.4)		
公共工事請負金額	4.1	▲ 4.3									
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)	89.5 (▲ 8.3)	99.2 (0.3)	99.6 (1.3)	91.5 (▲ 7.1)		
新設住宅床面積	(4.1)	(▲ 3.7)	(▲ 3.2)	(▲ 9.2)	(▲ 3.6)	(▲ 7.2)	(▲ 2.1)	(0.1)	(▲ 8.9)		
小売業販売額	▲ 0.2	1.9	(1.9)	(1.4)	(1.3)	(1.0)	(1.5)	(0.6)	(1.7)	(1.5)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.6	0.4	▲ 0.6 (0.5)	1.1 (0.6)	▲ 1.4 (▲ 1.3)	▲ 0.1 (▲ 0.2)	▲ 1.6 (▲ 1.3)	▲ 0.2 (▲ 1.4)	2.9 (▲ 1.2)		
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]	70.6 [72.4]	70.2 [73.1]	72.3 [77.0]	66.1 [73.8]	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)	▲ 0.1 (▲ 0.9)	0.4 (0.0)	1.3 (0.9)	▲ 0.3 (0.9)		
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.4	0.7	(0.7)	(1.4)	(2.2)	(2.0)	(0.6)	(2.1)	(3.3)		
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	103	105	133	25	6	21	13	7	0		
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]	1.59 [1.45]	1.59 [1.47]	1.60 [1.49]	1.62 [1.50]	1.63 [1.51]	
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.7	2.5	2.4	2.5	2.5	2.2	2.4	2.5	
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]	48.9 [47.9]	49.0 [48.5]	47.1 [49.1]	48.1 [50.0]	46.6 [49.9]	
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)	789 (0.4)	650 (▲ 4.4)	767 (▲ 4.4)	690 (▲ 2.3)	702 (▲ 1.7)	

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	3月	4月	5月	6月	7月		
通関輸出	▲3.5	10.8	(13.0)	(4.9)	(7.5)	(2.1)	(7.8)	(8.1)	(6.7)	(3.9)		
価格	▲6.0	5.5	(7.9)	(0.8)	(1.8)	(▲1.4)	(0.5)	(1.5)	(3.4)	(3.0)		
数量	2.7	5.0	(4.8)	(4.1)	(5.6)	(3.6)	(7.2)	(6.4)	(3.2)	(0.9)		
通関輸入	▲10.2	13.7	(17.0)	(7.5)	(7.5)	(▲0.5)	(6.0)	(14.1)	(2.6)	(14.6)		
価格	▲10.0	8.8	(10.9)	(3.6)	(6.1)	(3.9)	(3.8)	(7.0)	(7.5)	(10.2)		
数量	▲0.2	4.4	(5.5)	(3.7)	(1.4)	(▲4.2)	(2.1)	(6.6)	(▲4.5)	(4.1)		
経常収支(億円)	210,188	218,127	43,257	58,821	49,589	31,816	18,451	19,383	11,756			
貿易収支(億円)	57,851	45,936	11,527	7,246	10,904	11,876	5,738	▲3,038	8,205			
サービス収支(億円)	▲13,813	▲5,378	▲1,975	2,127	▲6,343	2,282	▲5,015	423	▲1,751			
金融収支(億円)	247,407	196,174	30,753	75,622	43,667	46,057	4,254	33,208	6,206			
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,264,283	1,268,287	1,258,748	1,268,287	1,256,018	1,254,477	1,258,748	1,256,276		
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	112.95	108.20	109.05	106.00	107.43	109.69	110.03	111.37		

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	3月	4月	5月	6月	7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]	▲0.062 [▲0.042]	▲0.063 [▲0.054]	▲0.061 [▲0.053]	▲0.071 [▲0.056]	▲0.070 [▲0.054]		
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]	0.097 [0.056]	0.097 [0.056]	0.078 [0.056]	0.078 [0.056]	0.091 [0.075]		
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]	0.045 [0.065]	0.050 [0.015]	0.030 [0.040]	0.030 [0.075]	0.060 [0.075]		
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)	0.817 (▲0.010)	0.793 (▲0.024)	0.794 (0.001)	0.789 (▲0.005)	0.788 (▲0.001)		
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]	21,454 [18,909]	22,468 [19,197]	22,202 [19,651]	22,305 [20,033]	22,554 [19,925]		
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.9)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.1)	(3.0)		
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(3.3)	(2.6)	(2.5)	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(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)	(2.1)	(2.0)	(2.1)	(2.0)	(2.0)		
	銀行計	(2.4)	(2.8)	(2.6)	(2.1)	(2.0)	(1.9)	(2.0)	(1.9)	(2.0)		
	都銀等	(1.2)	(2.0)	(1.7)	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.3)	(0.3)		
	地銀	(3.5)	(3.7)	(3.7)	(3.5)	(4.2)	(3.5)	(3.6)	(4.4)	(4.5)		
	地銀II	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(2.8)	(0.6)	(2.8)	(2.7)	(▲0.5)	(▲0.4)		
信金	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.5)	(2.3)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.3)			
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.8)	(4.2)	(4.3)	(3.5)	(3.8)	(3.3)	(3.8)	(3.8)	(3.8)		
	都銀	(5.5)	(5.9)	(6.1)	(4.9)	(5.2)	(4.5)	(5.3)	(5.1)	(5.4)		
	地銀	(2.3)	(2.5)	(2.5)	(2.2)	(2.8)	(2.0)	(2.3)	(3.2)	(3.0)		
	地銀II	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(1.6)	(▲0.2)	(1.5)	(1.7)	(▲1.1)	(▲1.1)		

(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、保証事業会社協会統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

II. 米国

～通商政策に対する不透明感が続く中でも拡大を続ける米国景気～

1. 米国経済の概況

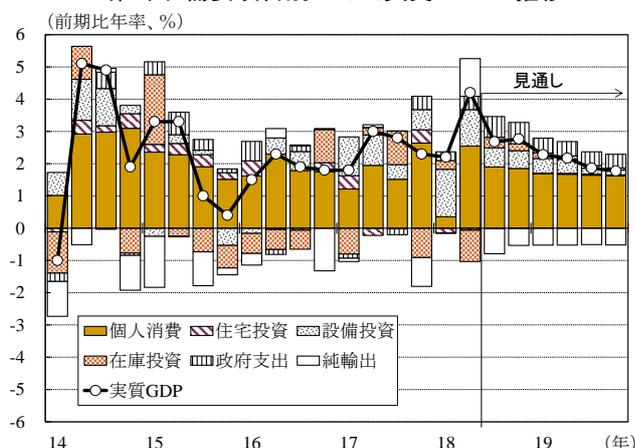
4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.2%と、2014年7-9月期以来の高い水準となった(第1図)。個人消費が同+3.8%と前期(同+0.5%)から伸び率を大きく拡大させたほか、原油価格の上昇を受けた鉱業部門の投資拡大を受け設備投資は同+8.5%と近年では高めの伸びを維持した。輸出も同+9.1%と、大豆輸出の急増といった一時的とみられる要因もあるものの大幅に増加し、幅広い項目で景気の堅調さが確認された。

今回のGDP統計では5年に一度の基準改定が行われた。改定により事業所得及び財産所得を中心に個人所得が上方修正され、その結果、改定前に過剰消費の懸念を惹起していた過去最高水準の消費性向が大幅に下方修正された(第2図)。修正後の消費性向は家計消費が所得に見合った水準にあることを示唆しており、この先の景気拡大の持続性について安心感がより増したと評価できる。

この先、労働市場が完全雇用の状態に近づく中で雇用者数の増加ペースは徐々に鈍化するも、賃金が緩やかに加速することで家計所得は増加が続き、個人消費の拡大を支える構図が維持されるとみられる。国内需要の高まりや海外経済の拡大を受け、設備投資や輸出も緩やかに増加を続ける公算である。景気は成熟度合いを高めており、趨勢的には潜在成長率並みの拡大ペースに収斂していくとみられるが、来年にかけては大規模な減税と連邦支出拡大による景気浮揚効果が高めの成長を支えよう。金融政策では、政策金利が景気に中立的な水準に近づいているとみられる中、FRBは利上げをより慎重に進めると予想する。

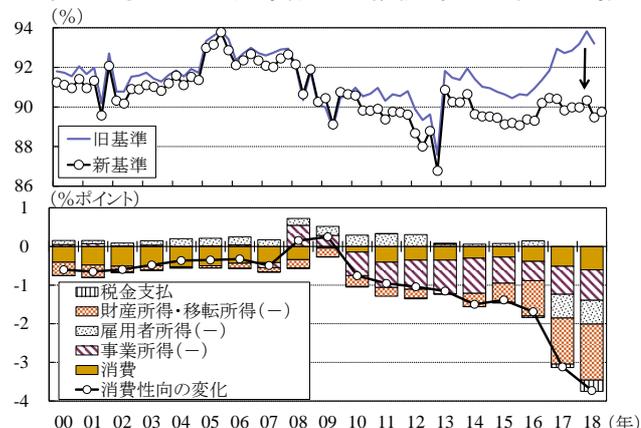
リスク要因としては、トランプ政権による通商政策の行方のほか、インフレの高進が挙げられる。成長ペースの加速が続き、需給の逼迫からインフレが高進すれば、FRBは急激な金融引き締めを余儀なくされ、景気の変調を招く可能性がある。

第1図: 需要項目別にみた実質GDPの推移



(資料) 米国商務省統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 家計の平均消費性向の推移と変化の要因分解



(注) 要因分解の「2018年」は1-3月期の実績。
(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通し上のキーポイント

(1) 不透明感が続く通商政策

米中貿易摩擦の行方については依然不透明感が強い。米中両国は相互に 500 億ドル規模の輸入品に 25%の追加関税を賦課しているが、トランプ政権は更に 2,000 億ドル分に対する関税賦課を計画しており、9 月以降実施される可能性は相応に高い。他方、貿易摩擦解消に向けた米中の通商交渉が事務レベルで再開されたが、大きな進展はなかった模様だ。

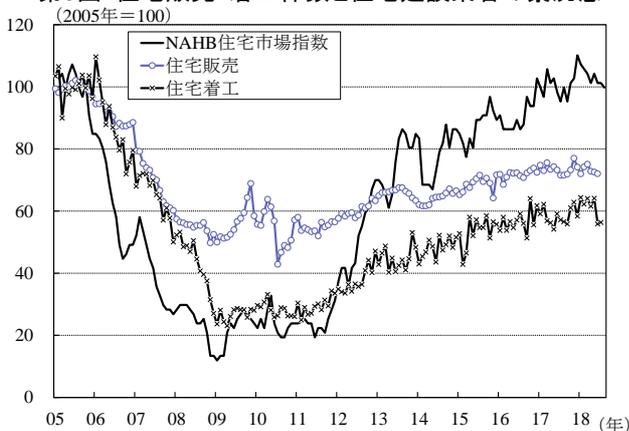
輸入関税によるコスト上昇を民間部門の実質所得の減少と捉え、中国からの輸入品 2,500 億ドルに対して 25%の関税が賦課される場合の影響を考えると、民間部門の限界支出性向が 70%程度であることを踏まえれば、その影響は短期的には最大で GDP の 0.2%程度となる（米国民間部門がコストを全て負担した場合）。輸出は、海外経済は堅調に拡大すると想定しており、相応の伸びを維持すると見込まれるものの、対中輸出に関しては新たな関税賦課の影響により一定の下押し圧力がかかる可能性がある。

現状想定される規模での米中 2 国間の関税賦課に止まるのであれば景気が腰折れする事態は回避されるとみられるが、11 月の中間選挙における下院共和党の苦戦が伝えられる中で、トランプ大統領支持層に向け、より強硬な通商政策が打ち出される可能性も残る。中国からの輸入品全てに関税を課す用意があるとトランプ大統領が発言しているほか、足元では軟着陸しつつある NAFTA 再交渉や米 EU 間の通商交渉についても楽観は出来ない。引き続き通商政策の行方はリスクとして燻り続けよう。

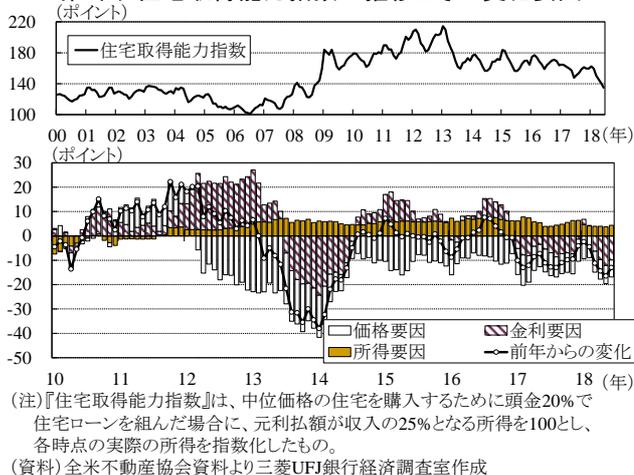
(2) 弱さがみられる住宅市場

景気が堅調に推移する中、住宅部門においては足元で弱さがみられる。7 月の住宅着工件数は 116.8 万戸、前月比+0.9%と、急減した 6 月（同▲12.9%）からの回復は緩慢なものとなった（第 3 図）。住宅建設業者の景況感を示す全米建設業者協会（NAHB）住宅市場指数も昨年 12 月をピークに下落基調にあり、住宅販売件数も弱含んでいる。

第3図：住宅販売・着工件数と住宅建設業者の景況感



第4図：住宅取得能力指数の推移とその変化要因



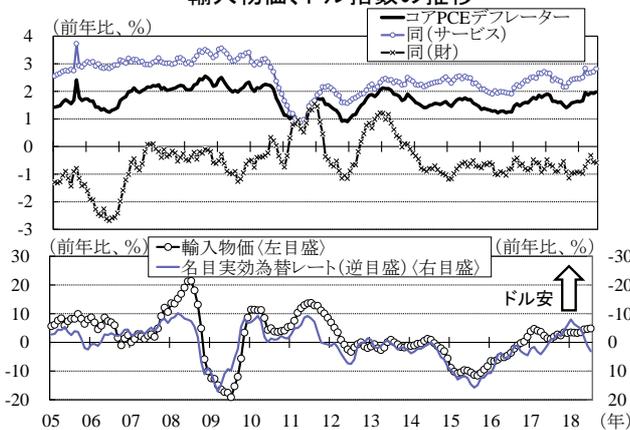
住宅部門軟化の背景には、建設労働者の不足や前述の関税賦課の影響を含む建材コストの上昇といった供給面での制約とそれに伴う住宅価格上昇があるが、加えて、住宅ローン金利の上昇による影響も無視できない。全米不動産協会（NAR）が公表する住宅取得能力指数は、中位価格の住宅をローンで購入する際に必要となる最低所得と実際の所得を比較して算出された家計の住宅購買力を測る指数であるが、足元では2000年代初頭と同程度まで低下している（第4図）。指数の低下要因をみると、住宅価格上昇と金利上昇が同程度に影響している。この先、家計所得は堅調に増加することが見込まれるため、住宅市場が大幅に調整することは想定し難いが、住宅部門は軟調に推移する公算が大きい。

3. 金融政策と長期金利

エネルギー・食品を除くコア個人消費支出（PCE）デフレーターは前年比+2%前後で安定的に推移している（第5図）。このところコア財価格の低下幅が縮小しており、コアPCEデフレーターの上昇に小幅ながら寄与しているが、足元で進むドル高はこうした動きを抑制しよう。関税による輸入コストの増加が物価に与える影響については注意する必要があるが、物価の上昇はこの先も賃金の上昇に合わせ緩やかなものに止まる公算が大きい。

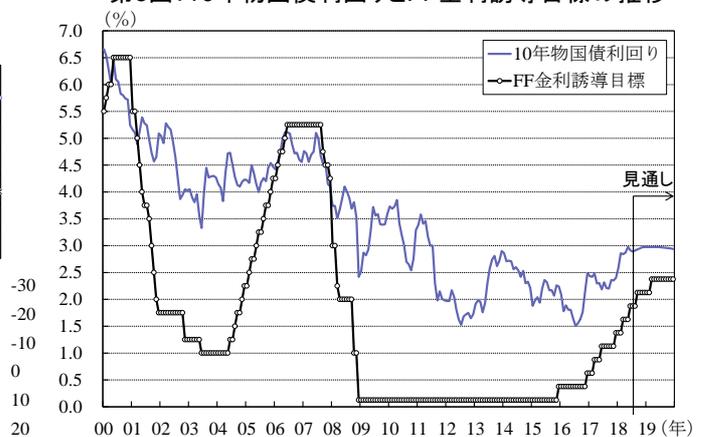
8月22日に公表されたFOMC（7月31日～8月1日開催）議事録では、9月のFOMCでの利上げが示唆されたほか、「金融政策のスタンスは引き続き緩和的である」との声明文の修正が遠くない将来に必要なと多くのFOMC参加者が指摘したことが示された。参加者は政策金利が景気を加速させも減速させもしない中立的な水準に近づいているとの認識を共有しており、利上げサイクルの終了がみえてきたといえる。前述した住宅市場の弱含みは、議事録でもダウンサイドリスクとして言及されているが、金利感応度の高いセクターで徐々に累積的な利上げ効果が顕現していることを示している。インフレが安定的に推移する中、FRBは景気を過度に減速させぬよう利上げをより慎重に進める公算が大きく、利上げ回数としては来年末までにあと2回を予想する（第6図）。利上げ終了が市場で意識されることに伴い、長期金利は3%前後での推移が続く見込みである。

第5図：個人消費支出(PCE)デフレーターと輸入物価、ドル指数の推移



(資料)米労働省、FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図：10年物国債利回りとFF金利誘導目標の推移



(注)2008年12月以降の「FF金利誘導目標」は、誘導目標レンジの中間値。

(資料)FRB資料、Bloomberg等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

米国経済・金融見通し

見通し

	2017				2018				2019				2017年	2018年	2019年
	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. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	2.7	2.8	2.3	2.2	1.9	1.8	2.2	2.8	2.4
個人消費	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	2.8	2.7	2.5	2.4	2.4	2.3	2.5	2.5	2.6
住宅投資	11.1	▲ 5.5	▲ 0.5	11.1	▲ 3.4	▲ 1.6	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.8	1.0	1.0	3.3	0.3	0.3
設備投資	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	8.5	4.1	3.8	3.1	3.0	1.2	1.0	5.3	7.0	3.3
在庫投資（寄与度）	▲ 0.8	0.2	1.0	▲ 0.9	0.3	▲ 1.0	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1
政府支出	▲ 0.8	0.0	▲ 1.0	2.4	1.5	2.3	3.8	3.9	2.7	2.6	2.5	2.5	▲ 0.1	1.9	3.0
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.9	▲ 0.0	1.2	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.4
輸出	5.0	3.6	3.5	6.6	3.6	9.1	2.5	2.7	2.6	2.5	2.4	2.2	3.0	5.0	2.9
輸入	4.8	2.5	2.8	11.8	3.0	▲ 0.4	6.2	4.9	4.8	4.7	4.5	4.4	4.6	4.4	4.6
国内民間最終需要	3.3	3.2	2.3	4.3	2.1	4.3	2.9	2.8	2.5	2.5	2.1	2.1	3.0	3.2	2.6
名目GDP（前期比年率、%）	3.9	4.2	4.8	5.1	4.3	7.6	5.8	5.6	4.8	4.5	4.0	3.8	4.1	5.9	5.0
鉱工業生産（前期比年率、%）	1.0	5.0	▲ 1.5	7.7	2.5	6.0	3.5	3.7	2.4	2.2	1.4	1.1	1.6	4.0	2.8
失業率（%）	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	4.4	3.9	3.7
生産者物価（前年比、%）	2.0	2.2	2.4	2.8	2.8	3.0	2.9	2.5	2.1	1.8	1.9	1.9	2.3	2.8	1.9
消費者物価（前年比、%）	2.6	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6	2.7	2.4	2.3	2.2	2.0	2.0	2.1	2.5	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,983	▲ 1,999	▲ 1,968	▲ 2,124	▲ 2,205	▲ 2,029	▲ 2,284	▲ 2,399	▲ 2,493	▲ 2,567	▲ 2,612	▲ 2,656	▲ 8,075	▲ 8,917	▲ 9,017
経常収支（億ドル）	▲ 1,077	▲ 1,218	▲ 1,034	▲ 1,161	▲ 1,241	▲ 1,050	▲ 1,291	▲ 1,390	▲ 1,470	▲ 1,529	▲ 1,557	▲ 1,586	▲ 4,491	▲ 4,973	▲ 5,023
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0.75-1.00	1.00-1.25	1.00-1.25	1.25-1.50	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	2.00-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	1.25-1.50	2.00-2.25	2.25-2.50
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	1.1	1.2	1.3	1.5	1.9	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	1.3	2.3	2.6
10年物国債利回り（%）	2.4	2.3	2.2	2.4	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	2.9	2.3	2.9	3.0

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

Ⅲ. 欧州

～内需を中心とした緩やかな景気拡大が続く見込み～

1. ユーロ圏

(1) 景気の概況

ユーロ圏の4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と1-3月期同様の堅調な伸びを維持した(第1表)。需要項目別の内訳が公表されている各国統計をみると、ドイツでは政府支出が増勢を強め、個人消費は堅調を維持するなど内需を中心に前期から成長ペースが加速した。フランスでは純輸出が下押し要因となり、成長率は同+0.2%に止まったものの、固定資本形成は底堅く推移した。ユーロ圏全体では、内外需ともに好調だった昨年に比べれば、既往のユーロ高の影響もあり景気のパフォーマンスが鈍化しているものの、内需を中心とした緩やかな景気拡大基調に大きな変化はみられない。先行きについても、個人消費は雇用環境の改善持続、設備投資は企業収益の増加等を背景に、増加基調を保つと見込まれる。実質GDP成長率は今年が前年比+2.0%、2019年が同+1.8%と、需給ギャップが均衡に近づくこともあって若干減速するが、引き続き潜在成長率(+1%台半ば)をやや上回る堅調な拡大ペースとなる見通しである(第1図)。

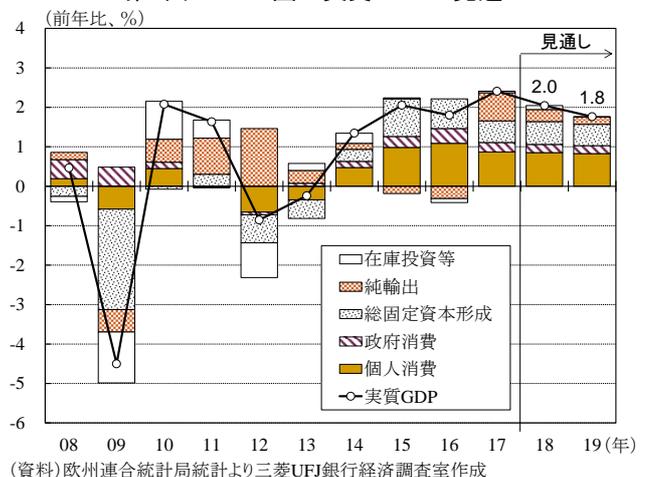
但し、政治・政策面では景気の下振れをもたらすリスク要因が数多くあり、注視が必要だ。まずはイタリアの財政政策である。金融市場では来年度予算案の9月末の議会提出に向けて財政悪化への警戒感が熾っており、同国の国債利回りは高止まりしている。拡張的な財政政策自体は景気押し上げ要因となるが、国債利回りがさらに上昇することになれば利払い負担増加と財政悪化の悪循環に陥る懸念もある。このほかにも、①英国が「無秩序なEU離脱」となった場合、金融市場の動揺や英国景気下振れに伴う対英輸出の減少、②仮に米国がEUに対し自動車関税を賦課した場合の、ドイツ等への悪影響、③トルコ・リラの急落とそれを受けた欧州金融システムへの波及、等も注視していく必要がある。

第1表: 欧州主要国の実質GDP成長率の推移

	(前期比、%)								
	2016年			2017年			2018年		
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
ユーロ圏	0.3	0.4	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7	0.4	0.4
ドイツ	0.4	0.2	0.4	1.1	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5
フランス	▲0.2	0.2	0.6	0.8	0.6	0.7	0.7	0.2	0.2
イタリア	0.1	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
スペイン	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
ポルトガル	0.2	1.2	0.7	0.7	0.3	0.6	0.7	0.4	0.5
ギリシャ	▲0.3	0.5	▲0.3	0.4	0.8	0.5	0.2	0.8	-

(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図: ユーロ圏の実質GDPの見通し

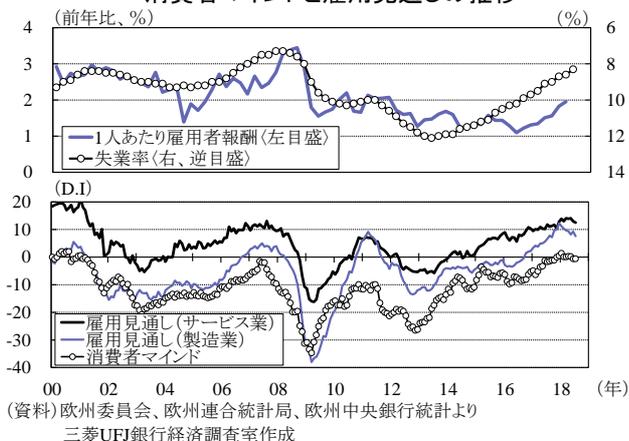


(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

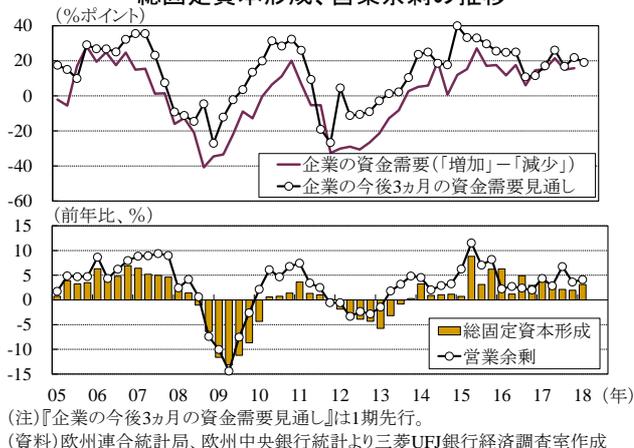
(2) 見通し上のキーポイント

ユーロ圏の雇用・所得環境は改善が続いており、失業率はグローバル金融危機前の最低水準に近づいている（第2図）。企業の雇用マインド並びに消費者マインドも良好な水準を保っていることから、所得の増加が消費の拡大を支える構図はこの先も維持され、景気の安定に資する可能性が高い。設備投資についても、ペントアップ需要は一巡しつつあるものの、企業収益の増加や企業の資金需要の堅調が続いていることを踏まえると、増加基調を辿ると見込まれる（第3図）。

第2図：ユーロ圏の失業率と雇用者報酬、消費者マインドと雇用見通しの推移

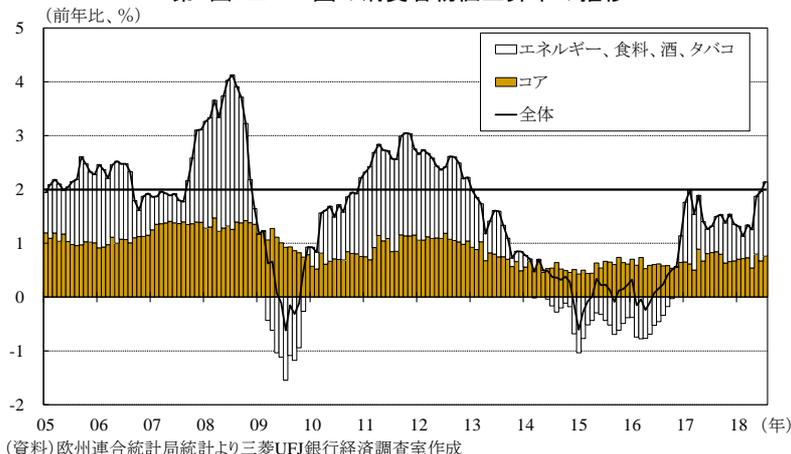


第3図：ユーロ圏企業の資金需要と総固定資本形成、営業余剰の推移



金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は6月の理事会で資産購入の今年末での終了を決定し、政策金利については「少なくとも来年夏まで」現行水準で据え置く方針を示した。消費者物価上昇率はECBの目標である「前年比+2%弱」を2ヵ月連続で上回っているものの、原油高の影響が大きく、エネルギー、食料、酒、タバコを除いたコアベースでの上昇ペースは依然として鈍い（第4図）。こうした中、政策金利正常化の端緒となる預金ファシリティ金利の引き上げ（▲0.40%→▲0.20%）はドラギ総裁退任間際の来年9月頃となる公算が高い。ECBによる出口戦略は来年11月に就任する新総裁の下で本格化すると見込まれるため、ドラギ総裁の後任人事の行方にも注視する必要がある。

第4図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



2. 英国

英国景気は緩やかな拡大を続けている。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と、力強さには欠けるものの、寒波の影響で下振れした 1-3 月期（同+0.2%）からは持ち直した。

英国の場合、ここから先の景気見通しは EU 離脱交渉の帰趨をどうみるかによって大きく異なってくる。英国政府は 7 月、交渉方針に関する白書を公表し、EU に歩み寄りの姿勢を示したが、交渉打開には繋がらなかった。複数の閣僚が「無秩序な EU 離脱」リスクに言及しているほか、強硬離脱派も反発を強めるなど予断を許さない。仮に「無秩序な EU 離脱」となった場合、想定外の度合いにもよるものの、金融市場の混乱や物流の停滞などが懸念され、英国景気への下押し圧力も相応のものとなる（第 2 表）。

但し、「無秩序な EU 離脱」の回避を前提とするならば、英国経済は潜在成長率並みの緩やかなペースでの拡大が続く見通しである。実質 GDP 成長率は、2018 年が前年比+1.4%、2019 年が同+1.5%と予想する。

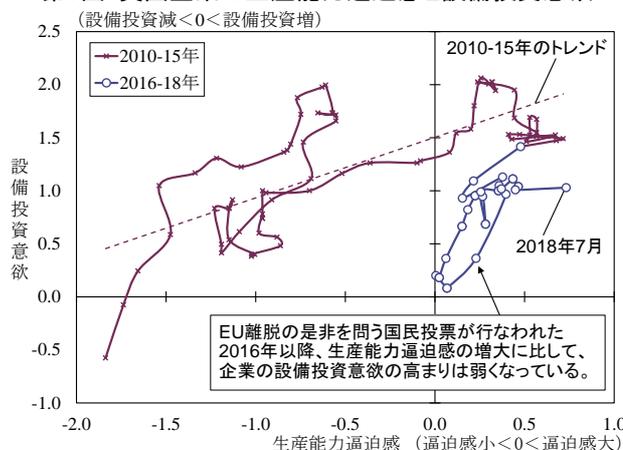
個人消費に関しては、これまで家計支出を支えてきた消費者ローンの伸びが鈍化してきているため、今後の拡大ペースは力強さを欠く展開となる可能性が高い。しかし、4-6 月期の失業率が 4%と約 43 年ぶりの低水準まで改善しており、この先、賃金上昇率の高まりが想定される。また、2017 年初にかけてのポンド下落に起因する輸入インフレ圧力が弱まる傾向にあることも実質購買力の押し上げ要因となる。設備投資については、生産能力の逼迫感が高水準にあることなどを背景に、増加基調を維持する見込みである。なお、2016 年以降、生産能力の逼迫感に比べて設備投資意欲が低めの水準に止まっており、EU 離脱を巡る先行き不透明感が投資の抑制要因となっていることを示唆している（第 5 図）。ただ、EU 離脱交渉に前向きの進展が見られれば、不透明感の後退から企業の設備投資意欲が高まる展開となる。

第 2 表: 英国の EU 離脱に関する今後の注目点

<p>1. 9 月 20 日の非公式 EU サミット</p> <p>英国の EU 離脱が議題。将来の英・EU 関係について、双方の歩み寄りがみられなければ、「無秩序な離脱」懸念増大。</p>
<p>2. 10 月 18-19 日の EU サミット前後</p> <p>離脱協定の実質的な交渉期限。全ての交渉項目について合意が成立しない限り、一旦暫定合意した移行期間等に関する取り決めも無効となる恐れがある。</p>
<p>3. 離脱協定の議会採決</p> <p>英・EU が離脱協定で合意に至った場合、当該協定は議会での採決に掛けられる。英与党の保守党は下院で過半数を有しておらず、また党内の強硬離脱派が造反する可能性もあり、採決の行方は不透明。否決の場合、政局流動化や「無秩序な離脱」のリスクが増大。</p>

(資料) 各種報道より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

第 5 図: 英国企業の生産能力逼迫感と設備投資意欲



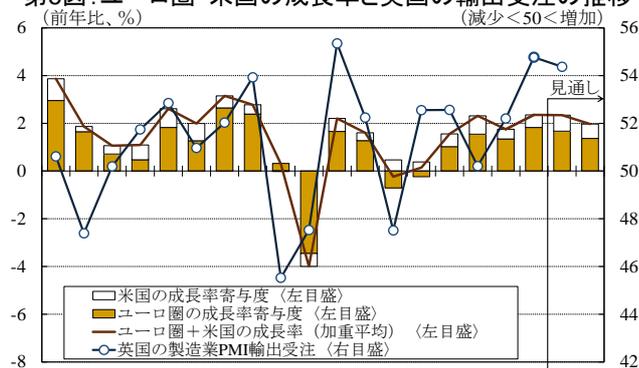
(資料) 英中銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

輸出については、主要輸出先であるユーロ圏と米国の景気が堅調を維持しつつも、2019 年の成長率は 2018 年に比べて若干緩やかになると見込まれる。このため、英国からの輸

出も、増加ペースはやや緩やかとなろうが、引き続き景気の下支えに寄与するとみられる。先行指標である輸出受注をみても、足元でピークは過ぎつつあるものの、引き続き高めの伸びを保っている（第6図）。

金融政策については、8月2日に0.25%ポイントの利上げが行なわれ、政策金利は0.75%となった（第3表）。英中銀（BOE）は、マクロ的な需給バランスが需要超過に転じつつあることを理由に、緩やか且つ小幅な利上げを継続する方針だ。次回の利上げは、英国がEU離脱に伴う混乱を回避し、予定通り移行期間（2019年3月29日から2020年末まで）に入った後の2019年5月に、0.25%ポイントの幅で行なわれると予想する。

第6図：ユーロ圏・米国の成長率と英国の輸出受注の推移



(注) 1. 「ユーロ圏+米国の成長率」の加重平均のウェイトは英国からの輸出金額。
2. 2018年の「英国の製造業PMI輸出受注」は1～7月の平均値。
(資料) 英国立統計局、欧州連合統計局、米商務省、Markit統計より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3表：8月の金融政策委員会（MPC）の結果概要

決定内容と背景	
56	<ul style="list-style-type: none"> 政策金利を0.25%ポイント引き上げ、0.75%とする(賛成9名、反対0名)。 1-3月期の成長率低下は一時的なものであり、4-6月期に景気の勢いは持ち直し。労働市場のタイト化も続き、単位労働コストの上昇も明確化。 足元、デフレギャップはほぼ解消されている状態。
経済見通し	
54	<ul style="list-style-type: none"> 2020年にかけて、実質GDP成長率の平均は前年比+1.75%と潜在成長率(約+1.5%)を上回る。需給バランスは2019年後半までにインフレギャップに転じる。 インフレ率は当面、中銀の目標である2%を小幅に上回る水準に止まり、2%に到達するのは2020年。 経済見通しは英国のEU離脱が円滑に行なわれることを前提としているが、今後の離脱プロセスの展開に大きく左右される。
金融政策の見通し	
52	<ul style="list-style-type: none"> 追加利上げは緩やか且つ小幅に行なう。 今後数年間、0.25%ポイントの利上げが年1回程度実施されるとの金融市場の観測は、インフレ率を目標水準まで減速させる利上げペースとして、概ね妥当。
50	
48	
46	
44	
42	

(資料) 各種報道、英中銀資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(篠原 令子、高山 真)

IV. アジア・豪州

～内需主導で安定成長が持続するも、米中通商摩擦激化の余波には要注意～

1. アジア・豪州経済の概況

域内最大の経済規模を持つ中国ではデレバレッジ（過剰債務の削減）に伴う内需減速を主因に、4-6月期の実質 GDP 成長率が前年比+6.7%と前期から小幅低下した。それでも、政府目標（同+6.5%）を上回る堅調な伸びを維持している（第1表）。また、中国以外のアジア諸国・地域についても、個人消費を中心とした内需の堅調さに加え、輸出の増勢持続により景気は安定した拡大を続けている。4-6月期の実質 GDP 成長率は前期から減速した国が多いものの、国別にみると、韓国や台湾、インドネシアで加速したほか、減速した国についても依然高い水準を維持している（第1表）。豪州についても、月次の経済指標からは個人消費を中心に緩やかな成長を続けていることが窺われる。

先行きを概観すると、米中通商摩擦激化に伴うマイナス影響の波及はリスク要因として警戒が必要であるものの、結論を先取りすれば、アジア全体としては、個人消費を中心に内需が堅調さを維持するほか、輸出の緩やかな拡大も見込まれる。このため、2019年にかけて成長ペースはやや鈍化するものの、安定した景気展開が続くとみられる。

第1表：アジア・豪州の実質GDP成長率の推移

(前年比、%)

	2017年				2018年	
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
中国	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7
インド	6.1	5.6	6.3	7.0	7.7	n.a.
韓国	2.9	2.8	3.8	2.8	2.8	2.9
台湾	2.6	2.3	3.2	3.4	3.1	3.3
香港	4.4	3.9	3.6	3.4	4.6	3.5
シンガポール	2.5	2.8	5.5	3.6	4.5	3.9
NIEs	3.0	2.8	3.8	3.1	3.3	3.2
インドネシア	5.0	5.0	5.1	5.2	5.1	5.3
マレーシア	5.6	5.8	6.2	5.9	5.4	4.5
タイ	3.4	3.9	4.3	4.0	4.9	4.6
フィリピン	6.5	6.6	7.2	6.5	6.6	6.0
ベトナム	5.2	6.3	7.5	7.7	7.5	6.8
ASEAN5	5.0	5.3	5.6	5.5	5.5	5.3
アジア11カ国・地域	6.0	6.0	6.2	6.1	6.3	n.a.
豪州	1.8	2.0	2.8	2.4	3.1	n.a.

(注)色付けは、前期から伸び率が低下した箇所。

(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 各国・地域の見通し

(1) 中国

昨年共産党大会で政権基盤を強化した習政権にとって本年はデレバレッジを始め構造改革を進める好機であったが、目下、米国との通商摩擦の激化が大きな障壁となっている。

米トランプ大統領の発言に基づけば、中国からの全ての対米輸出品（2017年：4,298億ドル）が追加関税の対象となり得る状況だが、うち、530億ドル相当の製品については発動済みで（3月：鉄鋼・アルミニウム 30億ドル、7月：電気電子機器・機械等 340億ドル、8月：半導体、プラスチック製品等 160億ドル）、さらには 2,000億ドル相当の製品がリストアップされており、早ければ9月にも課税実施となる。輸出は今年に入り、前年比二桁増と好調であるが（第1図）、課税前の駆け込み効果も推察され、今後、米国向けは課税対象の広がりに伴う影響が避けられまい。

こうした中、7月31日、中央政治局会議では「外部環境に顕著な変化が起きている」との認識の下、景気下支えを重視するスタンスが明示された。まず、金融政策の方針では3月の全人代が承認していた直近2年程度の「穏健中立」とのスタンスが「穏健」に転換され、緩和方向へ舵が切られた。実際は、既に4月から2度の預金準備率引き下げが行われており、当局はこれに伴う余裕資金の使途に条件を付けたとはいえ、市場金利は低下していることから、緩和方向への転換は現状追認ともいえる。また、財政政策についても、元々「積極財政」の看板は掲げていたものの、全人代では財政赤字の名目GDP比を0.4%ポイント縮小する引き締め気味の計画であったのに対して、今後は文字通り「積極財政」を以って景気浮揚を図る方向となろう。

こうした政府の方針転換を踏まえれば、投資の減速は早晚一巡し、来年にかけては政策効果によって緩やかながらも加速に向かうとみられる。特にインフラ投資は足元にかけて地方政府債務拡大への懸念等から抑制されてきたが（第2図）、今後の再加速に向けた動きも急浮上している。例えば、国家発展改革委員会は今年の鉄道投資について約1割の積み増しを決定し、都市部の地下鉄建設案件に対する認可も再開した。また、財政部は地方政府に対し、インフラ整備に充当する特別地方債の発行を数ヶ月内に加速するよう指示した。もっとも、中央政治局会議はデレバレッジへの取り組みは継続する方針であり、脆弱な分野のインフラ投資に重点を置くなどして、非効率な投資を招いたリーマン・ショックの轍を踏まないという目配りも見受けられる。

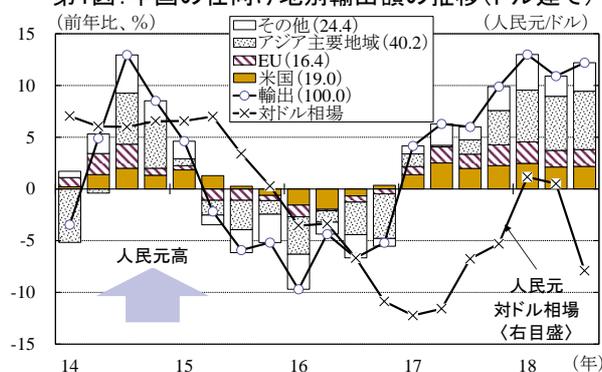
一方、投資の中でも不動産投資については減速が予想されよう。中央政治局会議は「住宅価格の上昇を断固阻止する」として住宅バブルへの強い警戒感を示しており、各地方政府による規制強化が広がっている。住宅価格は、大都市圏では厳しい規制により伸びが一巡しているほか、中小都市でも住宅地再開発のための住宅移転補助金の支給規模縮小により、伸び率の低下が想定される。再開発自体は景気対策として後押しを受け得るため一定の底堅さが維持されるものの、住宅投資は今年に入ってからの高水準（1-7月累計で前年比+14.2%）は維持できまい。

個人消費については、足元で小売売上高の増加ペースが前年比二桁を割り込むなど、徐々に減速してきている。家計債務増加を伴う住宅価格の上昇・高止まりのなかで、中国でも住宅ローン負担や住宅購入のための貯蓄確保の動きが消費の重石になるという現象が観察されるようになってきている模様である。しかし、良好な雇用・所得環境に著変はなく、さらにマイクロレベルではオンラインと実店舗を融合した「新小売」による革新等も続いて

いることから今後も消費環境に大きな変動はないと見込まれ、当面は前年比一桁台後半程度の安定的な拡大を維持できよう。また、対米輸出の悪化度合いによっては、これを補う新エネルギー車やIT機器などへの販売振興策や減税による底上げもあり得よう。

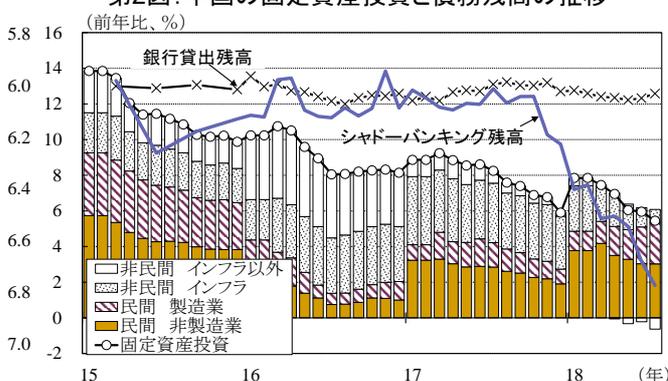
米中間の制裁関税発動合戦に長期化の恐れが拭えないなかで、輸出全体の2割を占める米国向けの悪化に伴う下押し圧力は軽視できない。欧米に広がる対中警戒感の高まりも気になるところである。しかし、そうした外需への直接的な悪影響も、リーマン・ショック下の2009年に輸出の2割減を内需振興で補った経験を踏まえれば、前述の財政金融政策の動員により内需拡大で埋め合わせ政府目標通りの成長を確保することは不可能ではなからう。むしろ、短期的な景気対策に傾斜することにより、現在でも依然過大・過剰な生産能力や債務を再び拡大させ、中長期的なリスクを膨らませないように細心かつ周到な政策展開が求められる局面といえよう。

第1図：中国の仕向け地別輸出額の推移(ドル建て)



(注) 1. 国・地域名横の()内は全体に占めるシェア(2017年時点)、速報ベース。
2. 『アジア主要地域』は日本、香港、台湾、韓国、ASEAN、インド。
3. 四半期ベース、2018年7-9月期は7月の値。
(資料) 中国海関、IMF統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中国の固定資産投資と債務残高の推移



(注) 1. 『固定資産投資』は、公表された金額から計算した年初来累計値。
2. 『シャドーバンキング残高』は、実質的に迂回融資に近い委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債の合計を使用。
(資料) 中国国家統計局、中国人民銀行等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) その他アジア諸国・地域

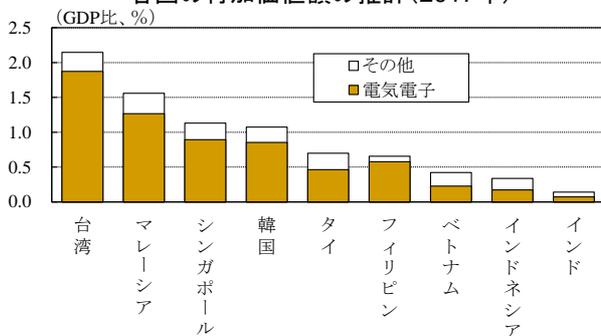
中国以外のアジア諸国・地域では、良好な雇用・所得環境や景気に配慮した財政政策および緩和的な金融政策の継続により個人消費を中心に内需の底堅さが続く中で、輸出の拡大もあり、安定した成長が続くと予想する。輸出については、米中通商摩擦激化に伴うマイナス影響の波及はリスク要因として警戒が必要だが、先進国経済が潜在成長率並みの巡航速度で拡大を続けると予想されることから、2019年にかけて増加ペースを落としつつも、増勢は維持されよう。

米国による対中輸入関税賦課が中国以外のアジア各国へ与える影響については、短期的には、中国から米国への輸出製品に組み込まれる他のアジア各国からの部品や素材などの対中輸出の減少が想定される。中国の米国向け輸出に含まれるアジア由来の付加価値をみると、アジアのなかでは台湾、マレーシア、シンガポール、韓国などで夫々各国の名目GDP比1~2%程度と相対的に高く、悪影響が顕現しやすいと推察される(第3図)。一方で、中国製品のコストアップにより米国が輸入元を中国から他のアジア各国に振り替える可能性があるほか、長い目で見れば、中国から他のアジア各国に投資・生産がシフトす

るなどのプラスの影響も想定され、国やセクターによって得失は分かれよう。

足元では、米国金利の上昇及びドル高に加えて、米中通商摩擦の激化やトルコ情勢への懸念などもあり、新興国からの大規模な資金流出・通貨下落へのリスクが強まっていることが一部に指摘されている。この点に関しては、経常赤字や外貨準備など対外バランス面での脆弱性や政策運営面での不確実性を抱えるトルコやアルゼンチンなどに比べて、アジア諸国通貨の下落は今のところ限定的である（第2表）。インドネシアやフィリピンなど一部の国では、通貨価値の安定やインフレ抑制に向けて利上げ幅が拡大しつつあるが、いずれの国の政策金利も歴史的にみれば依然緩和的な水準にあることに変わりはない。インドネシアでは、住宅ローン規制を緩和したほか、来年4月に実施予定の大統領選挙も睨み、2015年に廃止した燃料補助金を復活させている。こうした低所得者層に重点を置く財政運営の強化も相俟って、金利上昇は景気拡大の大きなブレーキにはならないとみられる。

第3図：中国の米国向け輸出に含まれる
各国の付加価値額の推計（2017年）



(注) 中国の対米輸出に占める各国の付加価値比率は2011年時点から一定と仮定し、2017年の中国の対米輸出に占める各国の付加価値額を推計、GDP比率を計算したもの。

(資料) OECD、米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表：主な新興国の対外バランスと通貨騰落率

	経常収支の名目GDP比(%)		対外債務残高の名目GDP比(%)		外貨準備高の短期対外債務残高比(倍)		対米ドル 通貨騰落率 (4月18日～ 8月30日、%)
	1997年	2017年	1997年	2017年	1997年	2017年	
中国	3.8	1.3	13.7	14.0	4.5	3.1	▲ 8.3
インドネシア	▲ 2.3	▲ 1.7	60.6	34.7	0.5	2.6	▲ 6.2
マレーシア	▲ 5.3	3.0	46.7	65.3	1.4	1.2	▲ 5.3
タイ	▲ 2.9	10.6	72.1	32.7	0.7	3.1	▲ 4.9
フィリピン	▲ 4.8	▲ 0.8	47.3	23.3	0.6	5.1	▲ 2.6
ベトナム	▲ 5.7	2.9	81.0	42.4	0.8	2.6	▲ 2.3
インド	▲ 0.7	▲ 1.5	25.1	20.4	4.9	4.0	▲ 7.2
アルゼンチン	▲ 3.9	▲ 4.8	39.6	36.5	0.7	0.9	▲ 47.8
ブラジル	▲ 3.5	▲ 0.5	22.6	15.4	1.5	7.2	▲ 18.6
トルコ	▲ 1.0	▲ 5.6	33.3	53.2	1.0	0.7	▲ 39.8
【参考】米ドルの名目実効為替相場騰落率(%)							5.0

(注) 1. 色掛け部分は、1997年比で改善した箇所。

2. ベトナムの対外債務残高は2016年末時点。

(資料) IMF、世界銀行等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

【タイ】

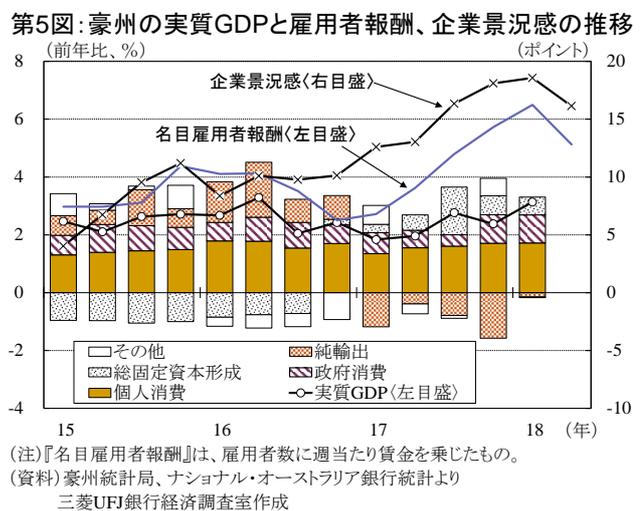
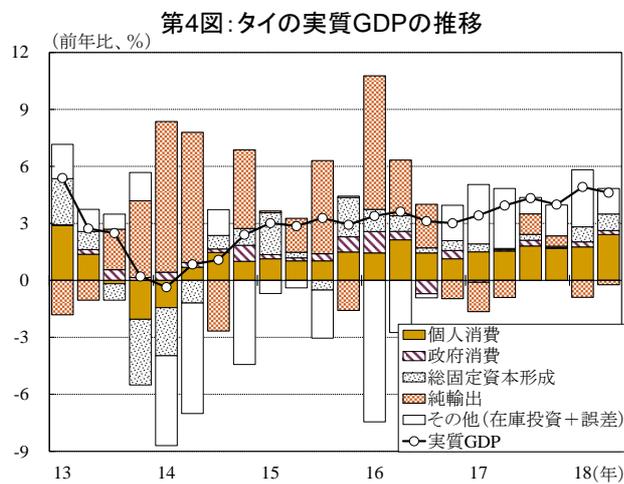
タイ経済は堅調に推移している。4-6月期の実質GDP成長率は前年比+4.6%と、鈍化しつつも高水準を維持した（第4図）。個人消費が加速したほか、企業の設備投資やインフラ投資の拡大等も成長を下支えした。

先行き、輸出拡大に伴う企業収益の改善が設備投資を後押しし、また家計所得の増加を通じて個人消費にもプラスに寄与すると想定される。結果として、緩やかなペースでの成長が続くとみられる。政策面では、国際空港の拡張や主要空港を結ぶ高速鉄道建設、港湾整備等のインフラ投資計画（総額約1兆バーツ）の実施が見込まれるほか、「福祉スマートカード」を通じた低所得者向け補助金支給策（昨年10月から実施）の拡充、農家を対象とした低利ローン・債務免除（8月から実施）などは家計消費の押し上げに寄与しよう。来年前半には民政移管に向けた総選挙の実施が予定されているが、東部3県の経済特区「東部経済回廊（EEC）」開発などの重要プロジェクトは、民政移管後も法律に基づき進める計画であることなどから、緩やかな景気拡大トレンドは保たれよう。

(3) 豪州

豪州経済は緩やかな拡大を続けている（第5図）。個人消費は、雇用・所得環境の改善や低金利の継続などを支えに底堅く推移しているほか、投資については、鉱業部門の調整が一巡しつつあるなか、インフラ投資の拡大に加えて、ホテルや介護・福祉施設の建設なども押し上げ要因となっている。

先行きについても、景気は緩やかなペースでの拡大が続くと予想される。個人消費は、低金利の継続や所得減税（4年間で134億豪ドル）もあり緩やかな回復を続ける公算が大きい。また、海外経済の拡大が続く中、液化天然ガスプロジェクトの新規稼動に加え、電気自動車や再生可能エネルギー市場の拡大に伴う銅やアルミ、リチウムなど非鉄金属に対する需要の高まりも、輸出の支えになるとみられる。企業の収益拡大や良好な景況感を背景に非鉱業部門を中心とした設備投資の回復のほか、道路や鉄道などインフラ投資（10年間で総額750億豪ドル）も引き続き景気をサポートする要因となろう。なお政治面では、来年5月までに実施される総選挙を見据え、内部対立の続いていた与党・自由党内で8月24日に臨時の議員総会が開催され、モリソン氏を新党首に選出、同氏は同日新首相に就任した。モリソン氏はターンブル前首相・党首の側近として知られ、財務相として前政権では財政政策の立案を担っていた。経済政策面での大きな変化は見込まれないものの、党勢を立て直し低迷する支持率を回復させることができるか、総選挙の帰趨を占う上で注視が必要である。



(福地 亜希、萩原 陽子、土屋 祐真)

V. 中南米

～大統領選の混戦が続くブラジル、景気悪化に向かうアルゼンチン、 新政権への期待高まるメキシコ～

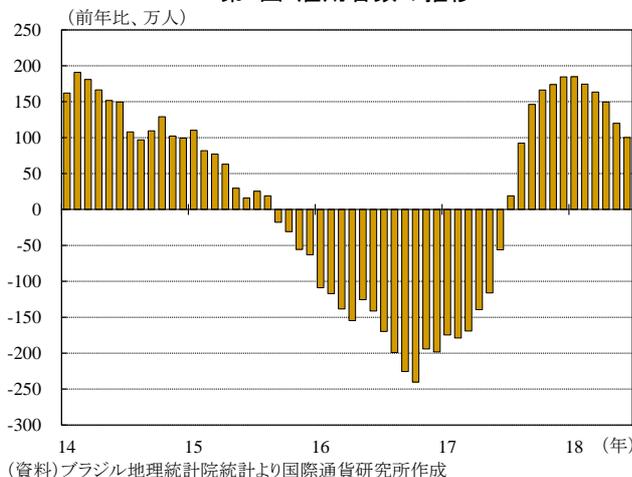
1. ブラジル

ブラジルでは、5月にトラック運転手らによる燃料価格高騰への抗議ストが発生し、同月の鉱工業生産は前月比▲10.9%と大幅な減少となった。4-6月期では前期比▲2.5%の生産減となっており、同期の実質GDP成長率も悪化が避けられそうにない。但し、鉱工業生産の減少は一時的であり、ストが終息した6月の生産水準は4月を上回っている。また、雇用者数をみても依然力強さは窺われないものの、回復基調自体は維持されている（第1図）。

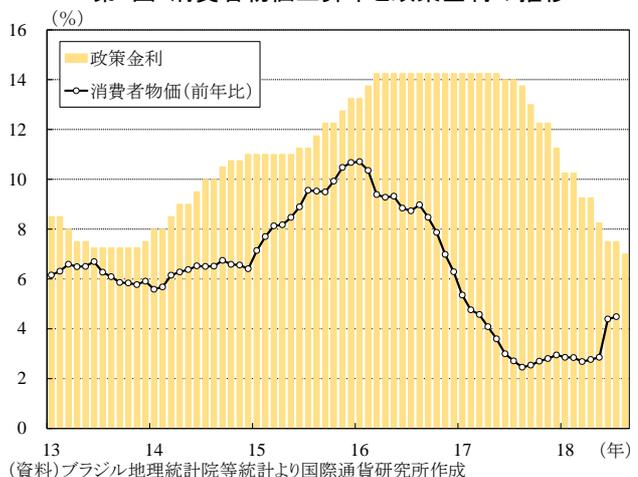
インフレ率が低位にあることは景気のサポート要因である。直近5、6月は上昇率が高まっているが、上述のストを受けた物流の停滞による一時的な現象である可能性が高い（第2図）。豊作で生鮮品価格が安定していることもあり、今後もインフレ率は中央銀行の目標（前年比+4.5%±1.5%）の範囲内での推移が見込まれる。足元の政策金利は1999年以降で最も低い6.5%まで引き下げられており、この先も、米国での金融政策正常化の動きと為替相場の反応に合わせ多少の水準調整が必要となる可能性はあるものの、歴史的な低金利自体は当分維持される見通しである。

世界経済の緩やかな拡大が持続するほか、インフレ率の安定も見込まれるため、景気は力強さを欠きつつも循環的な回復を続ける公算が大きい。2018年の実質成長率は前年比+1.5%、2019年は同+2.5%と緩やかな伸びを予想する。景気の本格回復には投資の拡大が必要であるが、公共投資は財政赤字削減のため抑制されており、また、民間投資は輸出拡大に伴い一部で増加しているものの、大統領選を控え先送りもみられる。企業が安心して投資できる環境を整備できるか、次期大統領にかかる期待は大きい。

第1図：雇用者数の推移



第2図：消費者物価上昇率と政策金利の推移



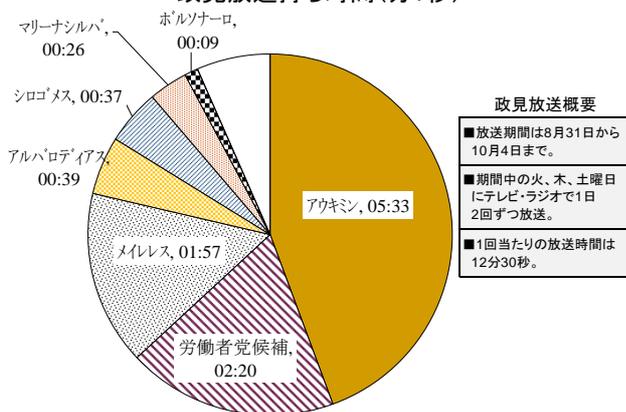
その大統領選の行方であるが、依然として不透明感が拭えない。世論調査では今もルラ元大統領が最大の支持を集めているが、同氏は収賄で有罪判決を受けており立候補が認め

られない可能性が高い。同氏を除いた場合、支持率が最も高いのは「ブラジルのトランプ」ともいわれるボルソナーロ氏だが、直近の支持率は15%程度に止まり、環境重視・左派のマリーナシルバ氏がこれに次ぐ。

今後の選挙戦では、アウキミン氏の巻き返しが注目される。大統領選では、候補者の所属政党の下院議席数に応じてテレビ・ラジオでの政見放送の時間が割り当てられる仕組みがある（第3図）。アウキミン氏は、中道政党の支持を取り付けたことで5分33秒の時間を確保した。これは、2番目に多い労働者党候補（ルラ氏もしくはルラ氏が候補と認められない場合はハダジ氏）の持ち時間の2倍以上であり、支持率上位のボルソナーロ氏やマリーナシルバ氏より大幅に長い。改革を支持するビジネス界は、政見放送を通じた知名度向上でアウキミン氏の支持率が上昇することを期待しているが、他方で、最近ではインターネットを通じた選挙活動の方が影響力を持つとの見方もある。候補者の顔ぶれからも選挙ツールの変化からも今回の選挙の帰趨は予想し難く、10月7日の第1回目の投票日直前まで先の読めない状況が続くだろう。

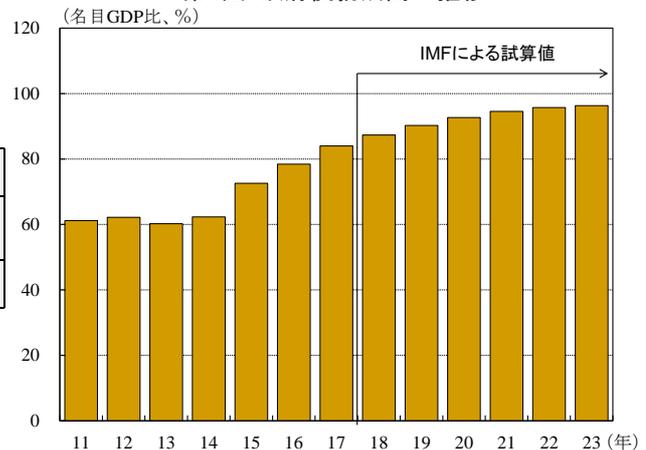
今回の選挙戦では経済政策については主要な争点になっていないが、誰が新政権を担おうとも財政赤字の削減が大きな課題であることに変わりはない。ブラジルの政府債務残高は2014年までは名目GDP比60%台前半で安定していたが、2015年以降急速に上昇し、2017年には84%に達している（第4図）。IMFによると、支出の伸び率を実質ベースでゼロとしても、当比率の上昇は続く見通しである。ブラジル経済の持続性確保の観点から、年金改革等を通じた財政再建を国民に説得する政権の誕生が待たれる。

第3図：大統領選における候補者別の政見放送持ち時間（分：秒）



(資料) 各種報道等より国際通貨研究所作成

第4図：政府債務残高の推移



(資料) IMF統計より国際通貨研究所作成

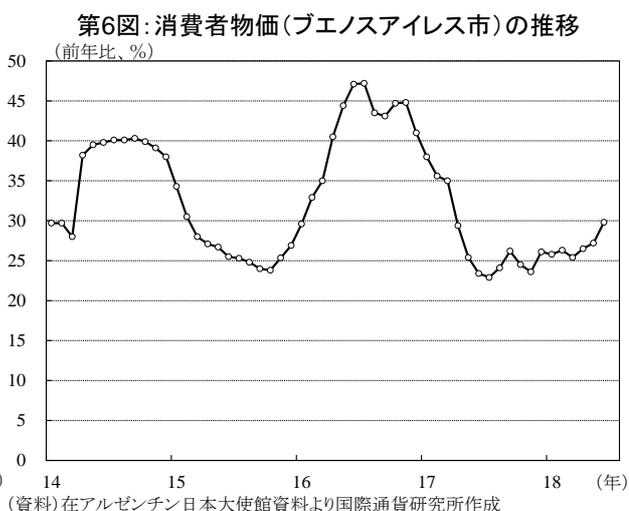
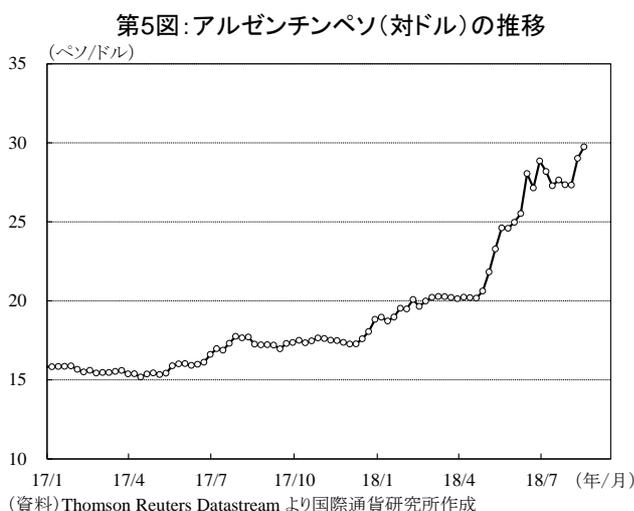
2. アルゼンチン

アルゼンチンは、対外バランス面の脆弱性や金融政策運営に対する懸念等を背景に4月末に始まった通貨急落により、通貨防衛のための大幅な利上げだけでなく、IMFに対する支援要請も余儀なくされた（IMFは6月7日に500億ドルの支援を決定）。IMFによる支援の結果、6月中旬に485億ドルまで減少していた外貨準備高は同月下旬には637億ドルまで回復し、為替相場も一旦落ち着きを取り戻した。しかし、8月に入るとトルコリラ急

落の余波で再びアルゼンチンペソ売り圧力が強くなり、足元では 1 ドル=30 ペソ台まで下落している（第 5 図）。

消費者物価上昇率は、ペソ急落前の 4 月時点で既に前年比+25%を超えていたが、その後のペソ安と財政赤字削減のための公共料金引き上げにより足元では一層加速している公算が大きい（第 6 図）。今年末には同+40%近い上昇率になると想定され、中央銀行は更なる利上げの実施を迫られよう。厳しい金融引き締めは内需を強く下押しするため、年後半の実質 GDP 成長率はマイナスに転落すると見込まれる。また、インフレスパイラルを回避するための政府主導の賃上げ抑制は国民の強い反発を招く可能性が大きい。既に公務員のストライキが発生しており、マクリ政権の支持率も低下してきている。

干ばつによる農業生産の不作も重なり、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比▲0.5%とマイナスに転じるだろう。IMF 支援の条件には 2020 年までの財政赤字解消が含まれており、財政緊縮は今後も続けざるを得ない。2 年連続の干ばつとならない限り農業生産は持ち直しが見込まれるが、景気の V 字回復は困難だろう。実質 GDP 成長率は 2019 年についても同+1.0%と停滞が続く見通しである。不況下の緊縮政策は、再選を目指すであろうマクリ大統領の大きな障害となり得る。2019 年 10 月に予定されている大統領選・議会選の結果、左派政権が復活することもリスクシナリオとして想定しておく必要があるだろう。



3. メキシコ

4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比+2.6%と、前年比ベースでは 2017 年 1-3 月期以来の高さとなった（第 7 図）。需要項目別の内訳は未公表だが、月次統計の動きから推測するに、個人消費などが堅調に推移したとみられる。

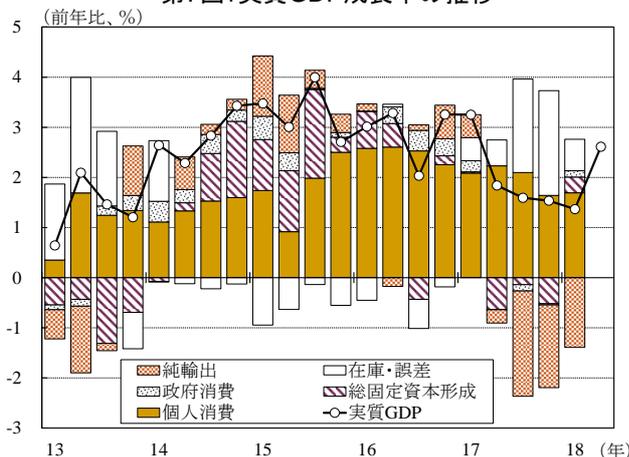
7 月 1 日に実施されたメキシコ大統領選挙では、事前の予想通り左派・国家再生運動（Morena）を率いるオブラドール氏が勝利した。議会選挙でも Morena は大勝しており、オブラドール新大統領は安定した政権基盤を獲得したといえよう。

メキシコ社会はこの結果を好感している（第 8 図）。消費者信頼感指数は 7 月に急伸し 2008 年 4 月以来の高水準となった。選挙前は左派色を警戒していた企業も、新政権の経

済閣僚候補が中央銀行の独立性維持など従来の政策の継続を表明したことに安堵し、同じく信頼感が改善している。株価や為替相場もオブラドール氏が勝利するとの見通しが強まった6月から上昇基調にある。新政権の第一の公約は犯罪対策であり、経済政策は当面、現状維持となろう。政策運営の不透明感が概ね払拭された今後は、控えられていた設備投資が再開され、メキシコ経済は安定度を増していく可能性が大きい。

昨年末にかけて大きく加速し景気の下押し要因ともなった消費者物価上昇率は、昨年12月の前年比+6.8%をピークに低下してきており、直近6月は同+4.6%となっている。但し、米国の利上げ見通しや新興国通貨全般に対する懸念からペソ安再燃の可能性を否定できないことから、中央銀行はインフレ警戒スタンスを解いておらず、当面、引き締めの金融環境が維持されるとみられる。そのため景気の過熱は考えにくく、その分息の長い景気拡大が続くと想定される。実質GDP成長率は2018年に前年比+2.4%となった後、2019年も同+2.2%と緩やかな成長を続けるだろう。

第7図: 実質GDP成長率の推移



(資料) 国立統計地理情報院統計より国際通貨研究所作成

第8図: 景況感指数の推移



(注) 『消費者信頼感』は03年1月、『企業信頼感』は98年を100とした指数。

(資料) メキシコ国家統計・地理情報院統計より国際通貨研究所作成

(国際通貨研究所 森川 央)

VI. 原油

～当面は供給懸念の強い状況が続くも、需給の緩和方向は変わらず、次第に軟化の見通し～

1. 現状

原油価格（WTI期近物）は6月のOPEC総会での協調減産緩和の合意内容が曖昧であったことや、11月に予定される米国のイラン制裁が原油需給を逼迫させるとの懸念が高まったこと等から、7月3日に一時75ドル台（1バレル当たり、以下同）まで上昇した（第1図）。足元ではやや軟化しているものの、70ドル程度と、依然高値圏で推移している。

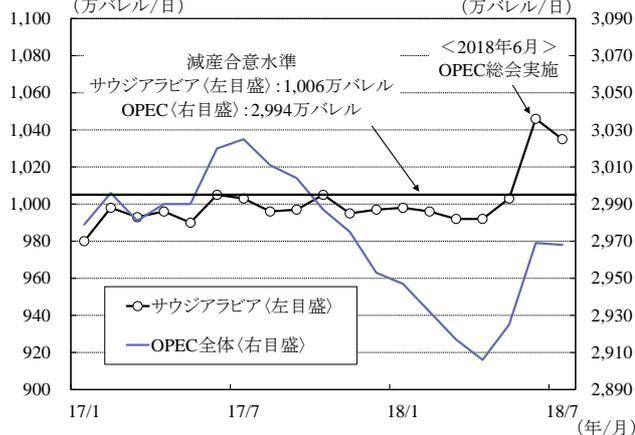
足元の原油価格軟化の背景には、サウジアラビアの6月の産油量が前月比で約40万バレル（日量、以下同）増加していたと確認されたことや（第2図）、リビアで6月中旬に武装勢力の攻撃を受けて一時閉鎖されていた油田が操業を再開したこと等がある。実際に4-6月期の世界の原油需給は小幅ながらも3万バレルの供給超過であり、米中貿易摩擦の激化で原油需要が減退すると懸念と相俟って、原油価格の上値を抑えている。

第1図：原油価格と原油需給の推移



(資料)IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：OPECとサウジアラビアの産油量の推移



(資料)IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

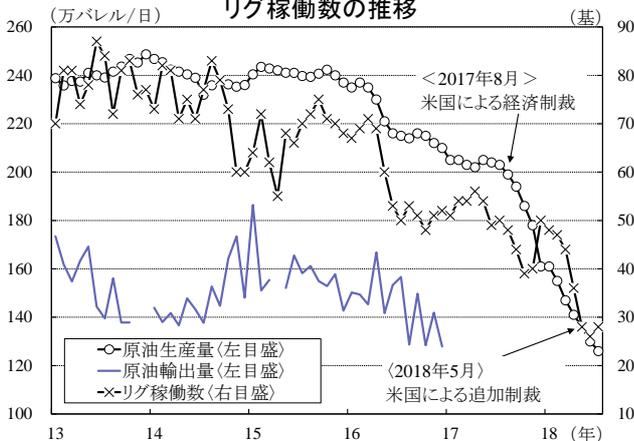
2. 今後の見通し

原油価格は当面、米国の経済制裁下にあるベネズエラとイランの供給懸念が強く意識され、高値圏での推移が予想される。ベネズエラでは財政難に加え、足元ではハイパーインフレに陥り、外貨調達が一段と困難になっている。8月20日にはデノミネーションが行われたものの、経済的混乱が収まる兆しはなく、石油サービス会社への支払い遅延を背景に、リグ稼働数は減少を続けると予想されており、更なる減産が見込まれる（第3図）。イランでは、8月7日に自動車や貴金属取引等を制限する米国の経済制裁が発動され、11月5日には原油取引に対する制裁の発動が予定される。米国はイラン産原油の輸入国に対して輸入停止を求める一方で、例外措置の検討についても言及しているため、実際の産油量への影響は予測し難いが、イランの産油量が前回制裁時の水準まで低下した場合は約100万バレルの減産となる（第4図）。加えて、イランのロウハニ政権が不安定化するリ

スクのほか、米国とその同盟国であるトルコの急速な関係悪化が、中東のパワーバランスの先行きに不透明感をもたらしており、原油価格は高値に振れやすい展開が続くだろう。

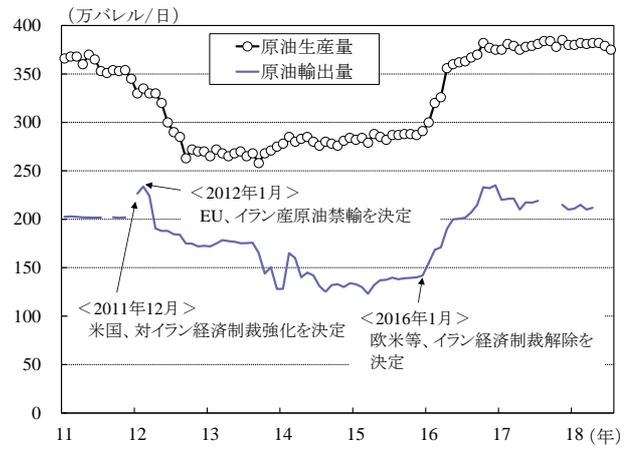
他方で、実際の原油需給は徐々に緩和しており、この先も緩和の継続が予想される（第5図）。これは、世界経済の底堅い推移に伴って原油需要も拡大する一方、原油供給はそれを上回って拡大するとみられるためである。特に、WTI 約 60 ドル超が安定的な増産の目処とされる米国シェールオイルの生産量は、2017 年 8 月以降、過去最高水準を更新し続けており、今後も増産が続く可能性が高い。一部地域でパイプラインの輸送能力の限界が取り沙汰されるものの、新たな建設が進んでおり、影響は一時的と考えられる。カナダやブラジル等でも能力増強による生産拡大が見込まれている。OPEC についても、現在約 300 万バレルの供給余力（除くイラン）を有しているため、ベネズエラやイランの減産が現実のものとなった場合でも代替供給は可能である。OPEC の現在の協調減産は 2018 年末に期限を迎えるが、6 月の OPEC 総会で原油市場の安定に努めることが再確認されたことを踏まえると、12 月 3 日に開催予定の次期総会ではイラン減産等の影響を見極めつつ、供給懸念の台頭は抑えられる展開になると考えられる。結果、世界全体では供給の伸びが需要の伸びを上回り、供給懸念が薄れていくのに従い、WTI は、2018 年は年平均で約 67 ドル、2019 年は約 64 ドルへ軟化すると予想する（第1表）。

第3図:ベネズエラの原油生産量・輸出量と
リグ稼働数の推移



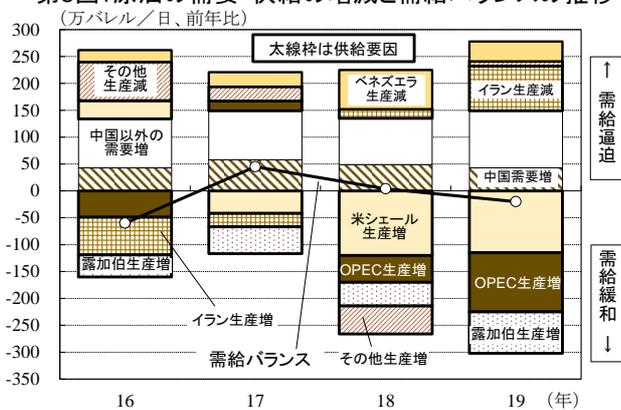
(資料)IEA資料、EIA資料、JODI資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図:イランの原油生産量と輸出量



(資料)IEA資料、JODI資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図:原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



(注) 其他生産はNGLも含む。OPECはイラン、ベネズエラを除く。

2018年以降はIEA及び当室見通し。

(資料)IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表:原油価格の見通し

	WTI期近物 (ドル/バレル)	前年比 (%)	ブレント期近物 (ドル/バレル)	前年比 (%)
17年1-3月期	51.8	54.0%	54.6	55.1%
4-6月期	48.2	5.5%	50.8	8.0%
7-9月期	48.2	7.3%	52.2	11.0%
10-12月期	55.3	12.2%	61.5	20.4%
18年1-3月期	62.9	21.5%	67.2	23.1%
4-6月期	67.9	41.0%	75.0	47.6%
7-9月期	69	43.2%	74	41.8%
10-12月期	69	24.8%	74	20.4%
19年1-3月期	68	8.1%	73	8.6%
4-6月期	66	▲2.8%	71	▲5.3%
7-9月期	63	▲8.7%	68	▲8.1%
10-12月期	60	▲13.0%	65	▲12.2%
17年	50.9	17.0%	54.8	21.3%
18年	67	32.0%	73	32.5%
19年	64	▲4.4%	69	▲4.5%

(注)期中平均価格

(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(伊勢 友理)

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おります。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。