

内外経済の見通し

見通しの概要

～政治・政策リスクのなかで景気拡大持続を試される世界経済～

日本

～企業と家計の所得堅調が景気を支える構図は不変も、海外動向に要警戒～

米国

～この先の成長率は鈍化も、景気は堅調な拡大を続ける見通し～

欧州

～Brexit の帰趨は要注視だが、景気は内需を中心に底堅さを維持～

アジア・豪州

～米中通商摩擦の影響には注意を要するも、内需主導で安定成長が持続～

中南米

～回復を続けるブラジル、厳しい緊縮下のアルゼンチン、
政策決定プロセスに不安が出てきたメキシコ～

原油価格

～原油価格の鍵を握る OPEC と米国シェールオイル～

見通しの概要

政治・政策リスクのなかで景気拡大持続を試される世界経済

世界経済は、2018 年も底堅い拡大基調を維持したまま走り抜けるとみられる。しかし、来年を展望すべきこの時期、随所に不安材料が現れていることも否定できない。まず、景気循環そのものをみると、資源価格の底打ちとともに 2016 年半ば頃から上向いてきた世界経済は、既に 2018 年初には加速局面が一巡しており、減税効果のあった米国を例外として、日欧や新興国でも総じてやや減速気味の展開にある。これは、一見よくあるスピード調整の循環的な減速のようでもあり、また個別には自然災害（日本）や規制要因（欧州）なども指摘できる。しかし、これに現在新聞紙上を賑わす様々な政治・政策・地政学的リスクを重ね合わせると、①世界最大と第 2 位の経済規模を持つ米中両国がお互いからの輸入品の相当部分に高率の関税を掛け合うという、ほぼ前例のない貿易戦争に突入していること、②欧州に目を転じれば英国の EU 離脱やイタリア問題等、帰趨によっては大きなショックをもたらしかねないイベント・リスクがあること、③中東でも米国のイラン制裁再開やサウジアラビアを巡る外交関係緊張がみられること、④米国では緩やかながらも利上げが継続されており、その累積的效果は新興国市場に影響を及ぼすとともに米国経済自身にもこの先下押し圧力をかけることが予想されること等、いつにも増して不透明感が強い年末と言わざるを得ない。実際 10 月以降、これらを背景として、投資家心理を最も敏感に反映する株式市場は米国を中心に大きく調整を繰り返しているし、強さが目立っていた米国の実体経済においても、住宅部門の停滞や資本財受注の伸び悩み、あるいは自動車メーカーの大規模リストラの動きなど、利上げや通商摩擦に起因するともみられる弱さが散見されるようになっている。

もっとも、こうした政治リスクや政策リスク自体は確定的なものでもなく、また顕在化したとしてもその経済的インパクトについては幅を持ってみておく必要がある。例えば米中摩擦では、確かに米国内の対中警戒感の高まりは、単にトランプ政権内に止まるものではなく、安全保障面の懸念を伴う、今までになく急激且つ広範なもの（含む議会）であることを考えると、米中対立は容易には収まらず、今後非常に長期に渡るものとなることを想定しておかなければならない。しかし、経済面でのインパクトについては米中がお互いからの輸入品に関税を掛け合う貿易戦争は既に半分の規模が実現しているものであるし、フルに関税の応酬となっても輸出抑制効果や国内への需要抑制・生産抑制効果による経済成長押し下げ規模は、米国では 0.3%ポイント程度であり、中国でも 1%ポイント前後である。もちろん、中国ではそれを相殺する景気対策が既に発動されているし、また実際は第三国に貿易取引が移転する効果も考えられる。イタリアの財政問題は所謂従来の周縁国問題の延長と捉えることもできるが、現在のユーロ圏のセイフティネットは格段に拡充されている。英国の EU 離脱は、合意なき無秩序な離脱となる可能性は否定できなくなっているが、仮にそうだったとしても、通関復活によって直接的に物流・商流が混乱するリスクはあるものの、EU と英国の経済規模差によって当然その影響度合いは非対称であり、

混乱は英国固有のものとなる可能性が高い（但し、英国で決済されている金融取引が予期せぬ形で決済できなくなった場合、システミックリスクの可能性は残る）。中東のリスクも戦争や当事国の体制崩壊といった事態まで想定しなければ、不透明感の度合いが過去に比べて特段高いとも言えまい。

となると、究極には米国の利上げの国内外への影響波及という、過去何度も繰り返されているイベントを今回はどうみるかという点がやはり重要になってくるのではないか。貿易戦争のインパクトをどれだけ吸収できるかも含めてこれを考える上でのポイントは「経済のバランスが崩れ不均衡が蓄積していないかどうか」の見極めである。

過去数十年の経験則から、主要国で経済のバランスが崩れ不均衡が蓄積するのは、ほとんどの場合、「期待インフレ率が高いなどインフレ体質のところに供給ショックが重なり、中央銀行が強い金融引き締めを余儀なくされるケース（典型例は 1970～1980 年代初頭の米国）」、「民間非金融部門・民間金融部門間で資産の値上がりやバラ色の投資利回りを見込んで過剰な借入・貸出が行われ、期待の剥落後にバランスシート調整（債務整理）に至るケース（典型例は新興国の通貨危機や IT バブル崩壊、サブプライムショックとその後の世界金融危機、直近の資源バブル崩壊など）」という二類型に集中している（なお、後者の変形例としては、（民間部門ではなく）通貨同盟加盟国の政府財政が悪化して当該国政府国債の値下がり（利回り上昇）と当該国債を保有している金融機関の経営悪化がスパイラル的に進行する欧州債務危機のようなパターンもありうる）。

この点、インフレについては、産業が未成熟で供給制約を抱えたり、国民の自国通貨への信認が低い新興国では大きな問題となるケースがあるものの、主要国で問題になっているのはむしろ物価上昇率の低迷である（中央銀行の金融政策運営の観点からは、低インフレ自体を「経済のバランスが崩れた不均衡」とみる見方もありえようが、ここではこれ以上立ち入らない）。

一方で、過剰借入・貸出については、貿易戦争の只中にある米中双方で、企業債務が名目 GDP 比で過去最高水準にまで積みあがっている点はやはり気になる点である。バランスシートの反対側にある不動産の価格についても両国とも上昇しており、警戒しておく必要がある。但し、中国については、貿易戦争のショックは金融財政政策動員による需要挺入れで緩和を図る一方、金融部門に対する公的なコントロールは先進国に比べて強い。各経済主体のバランスシート調整が行き過ぎて目先経済危機を招くに至る可能性は小さいだろう。米国についても、一方の家計部門の債務比率は依然落ち着いた水準にあり、不動産の名目価格の絶対水準こそサブプライムバブル期を上回っているものの、所得対比での住宅価格は 2000 年代に比べて落ち着いている。

結論的には、今年の世界景気減速が本格的なダウントレンドの始まりと断定するのは早計であり、2019 年の世界経済は様々なリスクを抱えながらも、緩やかな成長を持続させるものとみる。肝心の米国経済も、来年前半には利上げ局面が終わる中で、金利感応セクターの変調が経済全体に拡大するような展開にはならず、減速局面も潜在成長率である

2%前後で持ちこたえよう。逆に米国ではこれまでの利上げ累積の分だけ、景気が過度に冷え込む場合は金融緩和余地もあるのは一つの保険となる。

こうした世界経済の展開に合わせ、日本でも景気拡大期間の最長記録を伸ばす展開が予想される。但し、日本は今年の景気展開を振り返るまでもなく、自然災害や海外の成長鈍化等一定規模の供給／需要ショックでともすると四半期の経済成長率がマイナス転化しやすい傾向があることは否定できない。消費増税そのものについては、駆け込みとその反動を抑えるための対策が講じられようとしているが、上記のリスク顕在化が重なったり、予定されている日米二国間通商交渉の中で市場が大きく反応したりした場合は、警戒レベルが上がる展開となる点に留意は必要だろう。

(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ヵ国・地域 (名目GDPで加重平均)			66.85	1,350	3.3	3.3	3.0	2.2	2.7	2.5			
先進国・地域			43.78	884	2.2	2.3	2.0	1.7	2.0	1.9			
新興国			23.07	466	5.3	5.1	5.0	3.1	4.1	3.7			
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)		4.95	100	1.6	1.0	0.9	0.7	1.0	1.4	1,968	1,816	1,701
	アジア11ヵ国・地域		19.62	396	6.1	6.0	5.7	2.0	2.5	2.7	3,999	2,469	2,260
	中国		12.01	243	6.9	6.6	6.2	1.6	2.2	2.4	1,649	412	361
	インド(年度ベース)		2.60	53	6.7	7.4	7.6	3.6	4.4	4.8	▲ 487	▲ 601	▲ 689
	NIES4ヵ国・地域		2.78	56	3.2	2.8	2.6	1.4	1.5	1.7	2,371	2,404	2,457
	韓国		1.54	31	3.1	2.6	2.6	1.9	1.6	1.8	785	796	862
	台湾		0.57	12	3.1	2.7	2.3	0.6	1.5	1.4	829	857	829
	香港		0.34	7	3.8	3.4	2.7	1.5	2.4	2.4	147	107	103
	シンガポール		0.32	7	3.6	3.1	2.6	0.6	0.5	1.3	610	644	663
	ASEAN5ヵ国		2.32	47	5.4	5.2	5.1	3.0	2.9	3.2	467	254	131
	インドネシア		1.02	21	5.1	5.2	5.1	3.8	3.3	3.6	▲ 173	▲ 270	▲ 288
	タイ		0.46	9	3.9	4.1	3.8	0.7	1.2	1.5	502	315	292
	マレーシア		0.31	6	5.9	4.8	4.7	3.8	1.3	2.1	95	89	99
	フィリピン		0.31	6	6.7	6.2	6.1	2.9	5.4	4.5	▲ 22	▲ 49	▲ 61
	ベトナム		0.22	4	6.8	6.7	6.5	3.5	3.7	4.1	64	169	89
オーストラリア		1.38	28	2.2	3.2	2.8	1.9	1.9	2.1	▲ 361	▲ 435	▲ 447	
米州	米国		19.49	394	2.2	2.9	2.4	2.1	2.5	2.1	▲ 4,491	▲ 4,827	▲ 4,877
	中南米6ヵ国		4.65	94	1.7	1.3	1.9	6.9	9.6	6.4	▲ 777	▲ 820	▲ 810
	ブラジル		2.06	42	1.0	1.2	2.7	3.4	4.4	4.5	▲ 98	▲ 180	▲ 300
	メキシコ		1.15	23	2.0	2.2	2.2	6.0	4.6	3.7	▲ 194	▲ 220	▲ 220
	アルゼンチン		0.64	13	2.9	▲ 2.8	▲ 2.8	24.0	44.0	22.0	▲ 313	▲ 230	▲ 100
欧州	ユーロ圏19ヵ国		12.63	255	2.4	1.9	1.6	1.5	1.8	1.7	4,068	3,963	3,785
	ドイツ		3.70	75	2.2	1.6	1.5	1.7	1.8	1.8	2,915	3,072	2,971
	フランス		2.59	52	2.2	1.6	1.6	1.2	2.1	1.7	▲ 133	▲ 246	▲ 222
	イタリア		1.94	39	1.6	1.1	0.9	1.3	1.3	1.4	554	487	386
	英国		2.63	53	1.7	1.3	1.4	2.7	2.5	2.2	▲ 986	▲ 974	▲ 959
	ロシア		1.58	32	1.5	1.6	1.3	3.7	2.9	4.2	333	1,058	850

<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	3.7	2.4	3.0	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

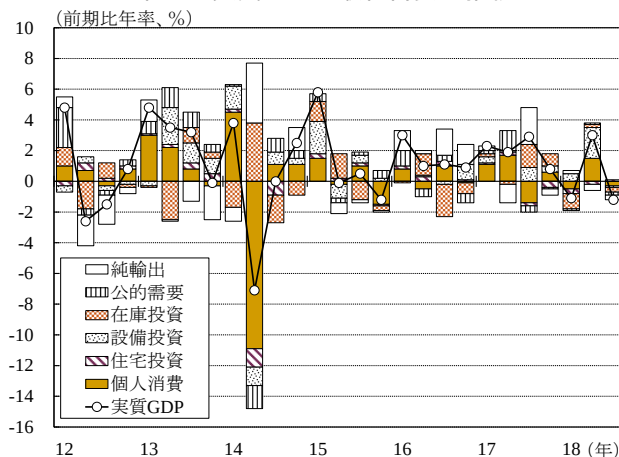
～企業と家計の所得堅調が景気を支える構図は不変も、海外動向に要警戒～

1. 日本経済の概況

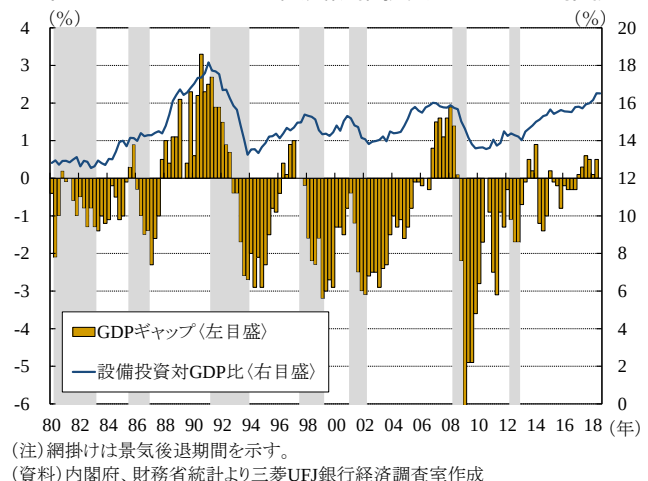
2018年7-9月期の実質GDP（1次速報値）は、前期比年率▲1.2%と2四半期ぶりの減少となった（第1図）。個人消費と設備投資がともに減少に転じ、在庫投資の実質GDP成長率に対する寄与度もマイナスとなるなど内需が総じて低調であったことに加え、輸出減少を主因に外需も2四半期連続で成長率を押し下げた。もっとも、7-9月期は豪雨や台風、地震といった相次ぐ自然災害や、それらに起因する生鮮食品価格の高騰や関西国際空港の閉鎖、インバウンドの減少などの下押し影響があった。前四半期の高い伸びの反動も勘案すれば、今回のマイナス成長は一過性の要因を強く受けたものと判断される。

足元の景気の状態を確認すると、まず、景気拡大の土台となる企業と家計の所得は引き続き安定している。東証一部上場企業の7-9月期の経常利益は、自然災害の逆風下でも、製造業は前年比+4.3%、非製造業も同+11.7%といずれも増益となり、全体では同+7.8%と過去最高益を更新している。企業の旺盛な採用意欲を背景に「雇用者数の増加」と「賃金の上昇」も続いており、7-9月期の実質雇用者報酬は前年比+1.5%と14四半期連続でプラスを維持した。一方、景気循環上の立ち位置という観点では、景気拡大局面が長期化する中、徐々に押し上げのモメンタムは逡巡する方向にあると考えられる。内閣府の試算に基づくGDPギャップは依然小幅なプラスに止まり、景気の過熱を示唆する水準にはないが、プラスの期間としては相応に長期化している（第2図）。また、設備投資循環を捉える上で参考となる“実質設備投資対GDP比”は、設備投資が4-6月期まで8四半期連続で増加した結果、7-9月期は16.5%とリーマン・ショック前の景気拡大時のピーク（16.0%）を上回っている。在庫循環上も、足元は能動的な“在庫積み増し”から“在庫積み上がり”局面に移っていると判断され、生産の押し上げ効果はピークアウトしている可能性が高い。

第1図：実質GDPと最終需要の推移

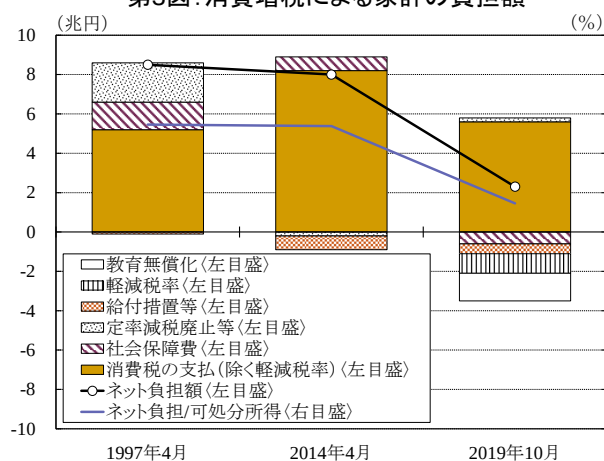


第2図：GDPギャップと実質設備投資対GDP比の推移



従って、ここ数年のような 1%を上回る高めの実質 GDP 成長率を、継続的に実現していくことは難しくなってきたとみられる（過去 5 年間は平均+1.3%）。この先も底堅い内外需要を背景に高水準の企業収益は維持され、来年 10 月の消費増税も軽減税率や幼児教育無償化等の対策もあって家計のネット負担額は過去の増税時の 4 分の 1 程度に止まると見込まれるため（第 3 図）、景気の緩やかな拡大基調自体は崩れないと予想するが（第 1 表）、米中通商摩擦が長期戦の様相を呈し、来年早々には日米物品貿易協定の交渉が本格化するなど海外に起因する不透明感が強まるなか、引き続き予断は許さない。

第3図: 消費増税による家計の負担額



第1表: GDP計数の年度見通し

	2016年度 (実績)	2017年度 (実績)	2018年度 (見通し)	2019年度 (見通し)
実質GDP	1.2	1.6	1.0	0.9
個人消費	0.3	0.8	0.6	0.4
住宅投資	6.2	▲ 0.3	▲ 4.4	0.5
設備投資	1.2	3.1	4.8	1.9
在庫投資(寄与度)	▲ 0.3	0.1	0.0	0.1
公的需要	0.6	0.9	▲ 0.1	1.2
純輸出(寄与度)	0.8	0.4	▲ 0.0	▲ 0.1
輸出	3.6	6.3	1.5	1.4
輸入	▲ 0.8	4.1	1.7	1.7
名目GDP	1.0	1.7	0.9	2.0
GDPデフレーター	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	1.1

（資料）内閣府統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

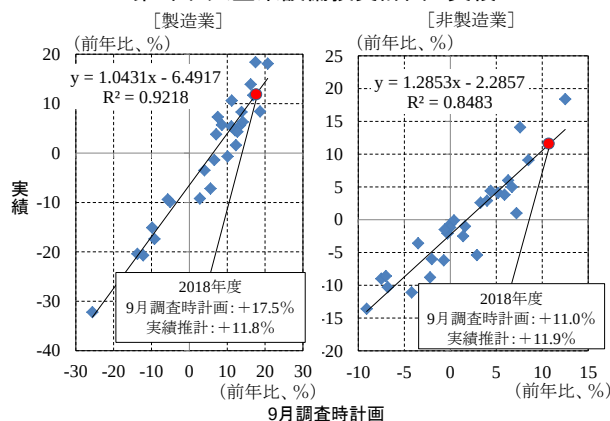
2. 見通し上のキーポイント

（1）設備投資は先行き堅調を維持も、輸出の動向には要警戒

7-9 月期の実質設備投資は前期比年率▲0.9%と 8 四半期ぶりのマイナスとなった。ただ、前四半期が同+13.0%の高い伸びであったことや、自然災害に伴う供給制約の影響を一部受けたとみられることを踏まえれば、過度に悲観的に捉える必要はないと考えられる。実際、日銀短観の 9 月調査では、大企業・全産業ベースの設備投資計画は前年度比+13.4%と、調査対象の見直しをはさむものの 9 月調査としては 1990 年以来の高水準となっており、異例とも言うべき企業の設備投資マインドの強さがうかがえる。過去の 9 月調査時点計画と当該年度実績の関係に基づけば、今年度の大企業の設備投資は製造業、非製造業とも同+10%超の高水準での着地が見込まれ（第 4 図）、堅調な企業収益や人手不足対応としての合理化・省力化投資の加速等を背景に、設備投資は緩やかな拡大基調を維持しよう。

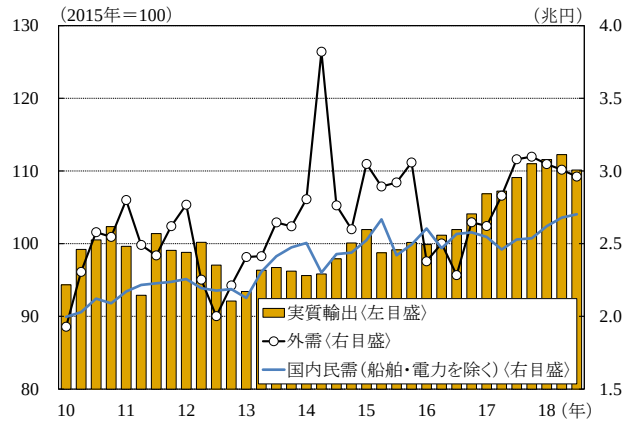
他方、輸出の先行きはやや慎重にみていく必要があるようだ。確かに 7-9 月期の輸出減少は、自然災害に起因する一過性の下押しを受けており、生産・物流の回復に伴う持ち直しが見込める。但し、機械受注の外需が今年に入り高水準ながら減少に転じるなど、輸出の増勢は災害影響を除いても鈍化傾向にある（第 5 図）。先行き、海外経済の緩やかな拡大が輸出を支える構図は維持されるとみるが、米中通商対立が両国の景気悪化に繋がったり、日米物品貿易協定が輸出の抑制を招く内容となった場合、米中向けの輸出割合が約 4 割に達するだけに輸出全体の腰折れに繋がりがかねず、その行方には注視が必要である。

第4図：大企業設備投資計画と実績



(注) 1990～2017年度実績に基づく。
(資料) 日銀統計資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：実質輸出と機械受注の推移



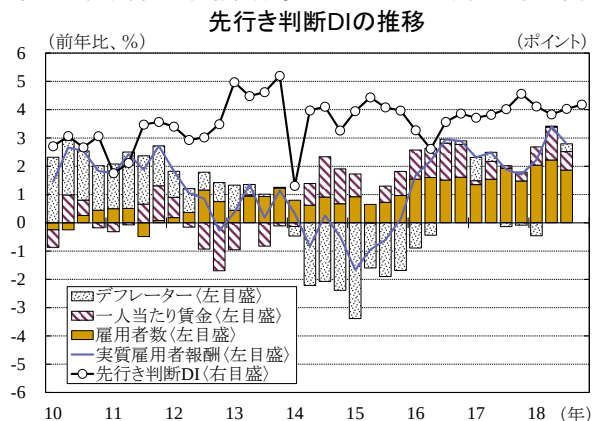
(注) 季節調整値
(資料) 内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) 堅調な家計所得が消費を支え、消費増税による腰折れは回避

7-9 月期の実質個人消費は、自然災害の影響もあって前期比年率▲0.5%と 2 四半期ぶりに減少したが、家計の所得は堅調を維持している。実質雇用者報酬の内訳をみると、9 月の有効求人倍率が 1.64 倍と 1974 年以来の水準に達し、正社員の有効求人倍率も 1.14 倍と 2004 年の統計開始以来の最高値を更新するなどタイトな労働需給が続くなか、雇用者数の堅調な伸びに加え、賃金も安定的に上昇している (第 6 図)。消費者マインドに関して、10 月の景気ウォッチャー調査 (家計動向関連) の先行き判断 DI は 50.9 ポイント (前月比+0.1 ポイント) と、株価の調整等のネガティブな要因がある中でも、好不調の判断の目安となる 50 を上回った。所得の改善が消費者マインドを支える構図は維持されている。

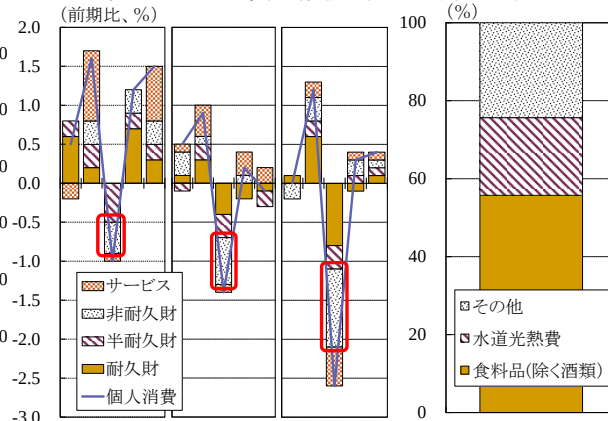
これらを踏まえると、来年 10 月の消費税率引き上げに起因する消費の腰折れは回避される公算が大きい。先述の通り家計のネット負担額が限定的であることに加え、消費の駆け込みと反動減による景気の攪乱も抑制されるとみられるためである。過去の増税時の個人消費の推移を財別にみると、自動車や家電等の耐久財以上に、非耐久財の落ち込みが顕著となっている (第 7 図)。これに対し、今回は酒類を除く食料品等に軽減税率が導入されることで、そもそも需要の先取りが生じない水道光熱費と合わせて非耐久財の 8 割近くで反動減が抑制される可能性が高い。個人消費は先行き緩やかな拡大が続く見通しである。

第6図：実質雇用者報酬、景気ウォッチャー調査 (家計関連)



(注) 先行き判断DIは3ヵ月平均値。18年10-12月期は18年10月の単月値。
(資料) 内閣府、総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7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

3. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

日銀は 10 月 30-31 日に開催した金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。会合後に公表された展望レポートでは、消費者物価見通しの中央値が 2018 年度は▲0.2%ポイント、2019 年度と 2020 年度は▲0.1%ポイント下方修正され、7 月時点との比較では「2018 年度を中心に幾分下振れている」と記された。また、金融政策運営の観点から重視すべきリスクとして、金融仲介機能や金融システムに関するリスクについては、「現時点では大きくない」としつつも、先行きには「注視していく必要がある」旨が付記された。

10 月会合における主な意見をみると、物価については、見通しが下方修正されるなかでも前回より少ない記述に止まる一方、金融仲介機能や金融システムに関する意見は増加しており、政策委員会の中で議論が深まっている様子が見受けられる（第 2 表）。加えて、黒田総裁は 11 月 5 日の講演で、「かつてのように、デフレ克服のため、大規模な政策を思い切って実施することが最適な政策運営と判断された経済・物価情勢ではなくなっている」とした上で、「政策の効果と副作用の両方をバランスよく考慮」しながら強力な金融緩和を粘り強く続けていく旨発言した。10 月公表の金融システムレポートでも低金利環境における金融機関の自己資本比率の低下などが指摘されており、日銀が「副作用」への警戒を強めている様子が伺える。政策金利のフォワードガイダンスを踏まえれば、当分の間は低金利環境が続くと想定されるものの、金融仲介機能等への日銀のリスク認識がより深まった場合に、金融政策の再調整を行う可能性には十分留意する必要があるだろう。

(2) 為替

ドル円相場は、米国中間選挙の結果を受けて 11 月 8 日に 1 ドル 114 円まで円安が進んだが、FRB 高官のハト派的発言により米国金利が低下したこと等から一服し、足元 1 ドル 113 円程度となっている。先行きは、米中通商摩擦など海外情勢の変化から振れるとしても、基本的には日米金利差に沿って概ね 1 ドル 114 円を挟んだ推移を予想する（第 8 図）。

第2表：2018年10月の金融政策決定会合における主な意見（抜粋）

物価	○物価上昇の基本的なメカニズムはしっかり作動している。
	○需給ギャップが拡大する元で現実の物価が上昇し、「適恰的期待」を通じて予想物価上昇率も上がることがメインシナリオであるが、その前提となる海外経済で下振れリスクが高まっている。
	○プラスの需給ギャップのもとで物価上昇が遅れているが、（中略）、物価変動メカニズムが複雑化し、先行きの不確実性も高まっていることが影響している。
金融仲介機能・金融システム	○金融システム面の副作用について慎重に点検しつつ、需給ギャップのプラスを維持する現行の金融緩和政策を続けることで、物価上昇を粘り強く待つことが肝要である。
	○地域金融機関では、貸出金利が低下傾向にある中で相対的にリスクの高いミドルリスク企業向け貸出等を増やしており、 <u>仮に景気後退局面となり信用コストが顕在化した場合には、加速度的に収益悪化が進む恐れがある。</u>
	○金融システムに関するリスクの点検に当たっては、モデルで必ずしも描写し切れない構造変化など、様々な要因についても目配りする必要がある。
	○金融仲介機能の低下といった問題に対応するための政策ツールとして、金利変更など金融政策に焦点を当てた見方も見受けられるが、 <u>ブルーデンス政策の重要性を見落としてはならない。</u>

（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：ドル円相場と日米の実質長期金利差の推移



（資料）Bloomberg、総務省統計等より三菱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7～9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、%）	2.3	1.9	2.9	0.8	▲ 1.1	3.0	▲ 1.2	2.2	1.6	1.5	2.1	▲ 3.3	0.8	1.6	1.0	0.9
個人消費	2.0	3.2	▲ 2.5	1.1	▲ 0.9	2.6	▲ 0.5	1.4	1.3	1.3	3.2	▲ 7.2	1.3	0.8	0.6	0.4
住宅投資	4.4	6.7	▲ 7.1	▲ 12.3	▲ 8.0	▲ 7.5	2.6	3.2	4.1	4.1	2.4	▲ 13.3	▲ 7.8	▲ 0.3	▲ 4.4	0.5
設備投資	2.5	0.9	6.1	2.7	3.0	13.0	▲ 0.9	2.8	2.8	2.8	3.4	▲ 3.4	2.5	3.1	4.8	1.9
在庫投資（寄与度）	0.2	▲ 0.2	1.5	0.8	▲ 1.0	0.2	▲ 0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
公的需要	0.9	5.4	▲ 1.5	▲ 0.5	▲ 0.4	0.4	▲ 0.9	1.4	1.0	1.0	1.4	1.6	1.3	0.9	▲ 0.1	1.2
うち、公共投資	▲ 1.4	21.5	▲ 8.4	▲ 3.1	▲ 1.9	▲ 1.3	▲ 7.5	1.6	1.8	2.0	2.4	3.2	1.6	1.5	▲ 2.5	1.6
純輸出（寄与度）	0.3	▲ 1.2	2.4	▲ 0.4	0.2	▲ 0.4	▲ 0.3	0.2	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.8	1.4	▲ 0.5	0.4	▲ 0.0	▲ 0.1
財貨・サービスの輸出	7.0	▲ 1.0	11.4	8.8	1.9	1.4	▲ 7.1	2.8	2.0	1.8	1.8	1.9	1.9	6.3	1.5	1.4
財貨・サービスの輸入	5.6	6.9	▲ 3.8	12.9	0.6	4.2	▲ 5.6	1.9	2.2	2.9	6.3	▲ 5.7	5.0	4.1	1.7	1.7
名目GDP（前期比年率、%）	0.5	2.7	4.3	0.9	▲ 1.8	2.2	▲ 1.1	3.5	1.9	3.2	1.8	0.6	0.9	1.7	0.9	2.0
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 0.9	▲ 0.3	0.1	0.1	0.5	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	1.0	0.8	1.4	1.4	0.1	▲ 0.0	1.1
鉱工業生産（前期比、%）	0.2	1.8	0.5	1.6	▲ 1.3	1.3	▲ 1.6	1.3	0.6	0.8	0.9	▲ 1.8	0.5	4.1	0.9	1.2
国内企業物価（前年比、%）	0.9	2.2	2.8	3.3	2.5	2.4	3.0	2.5	2.0	2.1	2.0	3.9	3.9	2.7	2.5	2.9
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	0.9	1.1	1.1	1.1	1.0	1.9	1.8	0.7	1.0	1.4
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	1,294	819	1,578	1,291	730	967	32	885	771	392	▲ 271	766	529	4,594	2,656	1,416
経常収支（10億円）	5,360	4,994	5,806	5,895	4,684	5,515	4,248	5,281	5,291	4,914	4,239	5,264	5,014	21,813	20,335	19,432
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	0.1	0.1	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	113	114	114	115	114	113	111	112	114

(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11月30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	2018年			2018年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.2	1.6	▲ 1.1 (1.1)	3.0 (1.4)	▲ 1.2 (0.3)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.6	1.8	▲ 0.5 (1.3)	0.9 (1.1)	▲ 0.8 (0.2)	▲ 0.9 (0.2)	▲ 0.1 (0.9)	0.4 (0.8)	▲ 0.9 (▲ 1.1)	
鉱工業生産指数	0.8	2.9	▲ 1.1 (1.8)	1.2 (1.2)	▲ 1.3 (▲ 0.1)	▲ 1.3 (▲ 1.6)	▲ 0.4 (2.1)	0.3 (0.2)	▲ 0.4 (▲ 2.5)	2.9 (4.2)
鉱工業出荷指数	0.6	2.2	▲ 1.3 (0.8)	2.1 (1.6)	▲ 1.9 (▲ 0.5)	0.6 (▲ 0.9)	▲ 2.1 (0.9)	1.8 (0.6)	▲ 2.0 (▲ 2.9)	5.4 (7.7)
製品在庫指数	▲ 1.4	5.2	3.0 (5.2)	▲ 2.6 (2.4)	1.2 (3.5)	▲ 1.7 (2.4)	0.2 (3.2)	▲ 0.2 (2.8)	1.2 (3.5)	▲ 1.4 (▲ 0.8)
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	100.7	102.2	106.6 [100.2]	104.1 [100.3]	104.6 [99.6]	104.1 [99.8]	105.8 [100.1]	102.7 [98.1]	105.2 [100.6]	97.4 [105.0]
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.6 (2.5)	0.6 (2.4)	0.9 (3.0)	0.3 (2.8)	0.4 (3.0)	0.0 (3.0)	0.3 (3.0)	0.3 (2.9)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.2	0.7	▲ 0.1 (0.9)	0.4 (0.7)	0.2 (0.9)	0.1 (0.8)	0.1 (0.9)	0.3 (0.9)	0.1 (1.0)	0.2 (1.0)
稼働率指数 (2015年=100)	99.2	102.7	101.9 [100.7]	103.2 [102.8]	101.4 [102.5]	100.7 [102.6]	100.3 [101.6]	102.7 [103.1]	101.2 [102.8]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.5	▲ 0.8	3.3 (0.2)	2.2 (8.0)	0.9 (4.8)	▲ 8.8 (0.3)	11.0 (13.9)	6.8 (12.6)	▲ 18.3 (▲ 7.0)	
製造業	▲ 4.6	9.2	2.5 (10.6)	5.5 (17.8)	▲ 2.0 (8.5)	▲ 15.9 (6.6)	11.8 (21.2)	6.6 (13.9)	▲ 17.3 (▲ 5.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	4.3	▲ 7.8	3.4 (▲ 6.9)	▲ 0.4 (0.3)	3.5 (2.0)	▲ 7.0 (▲ 4.6)	10.9 (7.7)	6.0 (11.6)	▲ 17.1 (▲ 8.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	0.3	7.0	▲ 0.7 (8.0)	0.7 (4.0)	▲ 1.5 (1.6)	▲ 1.4 (▲ 1.0)	▲ 0.2 (5.0)	3.6 (1.8)	▲ 2.0 (▲ 1.3)	5.3 (7.1)
建設受注	4.0	0.7								
民需	5.1	0.6								
官公庁	8.4	▲ 5.4								
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)	89.2 (▲ 8.0)	96.8 (▲ 1.8)	95.3 (▲ 0.2)	91.5 (▲ 7.1)	95.8 (▲ 0.7)	95.7 (1.6)	94.3 (▲ 1.5)	
新設住宅床面積	(4.1)	(▲ 3.7)	(▲ 9.2)	(▲ 3.6)	(▲ 0.9)	(▲ 8.9)	(▲ 1.6)	(0.5)	(▲ 1.6)	
小売業販売額	▲ 0.2	1.9								
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.6	0.2	1.1 (0.6)	▲ 1.4 (▲ 1.3)	1.4 (1.0)	2.9 (▲ 1.2)	▲ 1.1 (0.4)	3.5 (2.8)	▲ 4.5 (▲ 0.5)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	72.1	71.7	71.4 [73.0]	69.4 [74.6]	70.2 [70.3]	66.1 [73.8]	69.9 [70.3]	70.7 [70.3]	69.9 [70.3]	71.2
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.4	▲ 1.1 (▲ 1.2)	1.6 (0.6)	▲ 3.2 (▲ 2.5)	▲ 0.3 (0.9)	▲ 3.1 (▲ 1.8)	▲ 0.1 (▲ 1.9)	▲ 0.6 (▲ 3.6)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.4	0.7								
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	103	105	25	6	▲ 11	0	▲ 11	▲ 5	▲ 16	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.39	1.54	1.59 [1.44]	1.60 [1.49]	1.63 [1.52]	1.62 [1.50]	1.63 [1.51]	1.63 [1.52]	1.64 [1.53]	1.62 [1.55]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3	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	49.1 [48.7]	48.1 [49.2]	48.0 [50.3]	48.1 [50.0]	46.6 [49.9]	48.7 [50.0]	48.6 [51.1]	49.5 [52.0]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,381 (▲ 3.5)	8,367 (▲ 0.2)	2,041 (▲ 1.8)	2,107 (▲ 3.7)	2,017 (▲ 0.7)	690 (▲ 2.3)	702 (▲ 1.7)	694 (8.6)	621 (▲ 8.5)	730 (▲ 0.4)

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	2018年			2018年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
通関輸出	▲3.5	10.8	(4.9)	(7.5)	(2.9)	(6.7)	(3.9)	(6.6)	(▲1.3)	(8.2)
価格	▲6.0	5.5	(0.8)	(1.8)	(4.0)	(3.4)	(3.0)	(5.4)	(3.7)	(4.3)
数量	2.7	5.0	(4.1)	(5.6)	(▲1.1)	(3.2)	(0.9)	(1.1)	(▲4.9)	(3.8)
通関輸入	▲10.2	13.7	(7.5)	(7.5)	(12.4)	(2.6)	(14.7)	(15.5)	(7.1)	(19.9)
価格	▲10.0	8.8	(3.6)	(6.1)	(10.3)	(7.5)	(10.2)	(10.5)	(10.1)	(8.7)
数量	▲0.2	4.4	(3.7)	(1.4)	(2.0)	(▲4.5)	(4.0)	(4.5)	(▲2.7)	(10.3)
経常収支(億円)	210,188	218,127	58,821	49,775	56,698	11,989	20,097	18,384	18,216	
貿易収支(億円)	57,851	45,936	7,246	10,661	1,030	8,227	▲10	▲2,193	3,233	
サービス収支(億円)	▲13,813	▲5,378	2,127	▲6,118	▲2,220	▲1,729	▲1,744	▲61	▲415	
金融収支(億円)	247,407	196,174	75,622	53,095	42,652	6,698	▲8,319	19,128	31,843	
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,268,287	1,258,748	1,259,673	1,258,748	1,256,276	1,259,305	1,259,673	1,252,873
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	108.20	109.05	111.44	110.03	111.37	111.06	111.89	112.78

3. 金融

	2016年度	2017年度	2018年			2018年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
無担保コール翌日物金利	▲0.045	▲0.050	▲0.048 [▲0.042]	▲0.065 [▲0.054]	▲0.063 [▲0.054]	▲0.071 [▲0.056]	▲0.070 [▲0.054]	▲0.059 [▲0.049]	▲0.059 [▲0.058]	▲0.060 [▲0.037]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.057	0.065	0.078 [0.056]	0.084 [0.056]	0.077 [0.062]	0.078 [0.056]	0.091 [0.075]	0.091 [0.056]	0.050 [0.056]	0.050 [0.063]
新発10年国債利回り	0.065	0.045	0.045 [0.065]	0.030 [0.075]	0.125 [0.060]	0.030 [0.075]	0.060 [0.075]	0.110 [0.010]	0.125 [0.060]	0.130 [0.065]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.847	0.817	0.817 (▲0.011)	0.789 (▲0.028)	0.775 (▲0.014)	0.789 (▲0.005)	0.788 (▲0.001)	0.786 (▲0.002)	0.775 (▲0.011)	0.777 (0.002)
日経平均株価 (225種、末値)	18,909	21,454	21,454 [18,909]	22,305 [20,033]	24,120 [20,356]	22,305 [20,033]	22,554 [19,925]	22,865 [19,646]	24,120 [20,356]	21,920 [22,012]
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(3.1)	(2.9)	(2.9)	(2.8)	(2.7)
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(2.6)	(2.5)	(2.2)	(2.4)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.2)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計		(2.4)	(2.8)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(2.2)
	銀行計		(2.4)	(2.8)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(2.2)
	都銀等		(1.2)	(2.0)	(0.7)	(0.5)	(0.7)	(0.6)	(0.3)	(0.7)
	地銀		(3.5)	(3.6)	(3.5)	(4.1)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)
	地銀Ⅱ		(3.1)	(3.0)	(2.8)	(0.6)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.6)
	信金		(2.3)	(2.7)	(2.5)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.1)
実質預金 +CD (平残)	3業態計		(3.8)	(4.2)	(3.5)	(3.8)	(3.7)	(3.8)	(3.7)	(3.6)
	都銀		(5.5)	(5.9)	(4.9)	(5.2)	(5.3)	(5.4)	(5.2)	(4.8)
	地銀		(2.3)	(2.5)	(2.2)	(2.8)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(2.9)
	地銀Ⅱ		(2.1)	(2.1)	(1.6)	(▲0.2)	(▲1.3)	(▲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、保証事業会社協会統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

Ⅱ. 米国

～この先の成長率は鈍化も、景気は堅調な拡大を続ける見通し～

1. 米国経済の概況

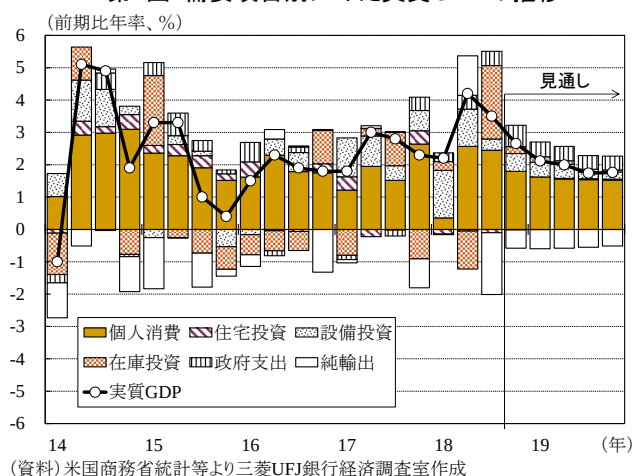
7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.5%と、前期（同+4.2%）に続き高めの水準を維持した（第 1 図）。GDP のおよそ 7 割を占める個人消費が同+3.6%と強い伸びを続けて成長を牽引し、景気の基調は底堅いことが改めて確認された。もっとも、輸出（同▲4.4%）が対中向け輸出の駆け込みがあった前期からの反動等で減少するなど、各経済主体の行動が米中貿易摩擦に影響されている姿が見て取れるほか、金利上昇を背景に住宅投資（同▲2.6%）のマイナスが続くなど、この先の景気展開における懸念も示唆する内容といえる。実際、景気を先取りするといわれる株価動向をみると、10 月以降、金利上昇や米中貿易摩擦激化を嫌気して大きく下落する局面が続くなど景気減速を意識させる不安定な動きとなっている。

したがって、来年にかけての景気見通しにおいては、足元の懸念材料が来年に掛けて更に顕在化し、景気失速にまで繋がるのか、あるいは緩やかな減速で踏み止まり、2009 年 6 月を底に始まった今次景気回復局面が 90 年代の景気拡大期間最長記録（120 ヶ月）を超えて続くのかが一つの焦点となる。この点、まず家計部門をみると、金利上昇に伴う住宅投資の停滞やそれに伴う一部耐久財消費の頭打ち感はみられるものの、後述の通りバランスシート調整を伴う大規模なものとなる兆候は乏しい。むしろ、歴史的な水準にまで低下した失業率に代表されるような労働市場のタイト化や追加的に拡大する所得減税額、米中貿易戦争や株式市場の動揺にも関わらず強気を維持する消費者マインド等を勘案すると（第 2 図）、雇用・可処分所得・マインド面いずれからみても GDP の最大項目である個人消費は底堅く推移することが予想されよう。企業部門では、エネルギー部門の投資活動回復に一服感がみられることに加え、法人減税のインパクトが薄れていくことから、設備投資や在庫投資に幾分のスピード調整が観察されるだろうが、先述の通り堅調な個人消費を背景に底堅い拡大が続くものとみられる。輸出については、対中貿易戦争の展開やその影響には十分留意が必要となるものの、海外経済と歩調を合わせ緩やかな増勢は維持し得よう。したがって、景気は若干減速しつつも拡大基調を維持し、2019 年 7 月には戦後最長の景気拡大期間の記録を更新する可能性が高い。こうしたなか金融政策は、今暫く「正常化」の一環としての利上げが継続される見込みだが、既に FRB 内でも政策金利が景気に中立的な水準に接近していることは意識され始めており、来年半ばには利上げ局面が終了すると予想する。

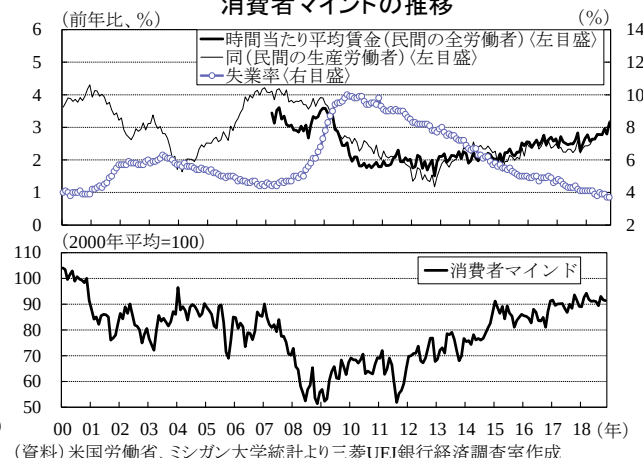
リスク要因としては、トランプ政権による通商政策が更に尖鋭化するなどして現時点では予期できぬマイナスの影響を内外経済にもたらす可能性のほか、これまでの利上げの累積が前述の通商摩擦等何らかの外的ショックと相俟って民間部門の支出を抑制し、更には脆弱なセクターを中心にバランスシート調整を招く懸念が挙げられる。前者は、あまりにも非伝統的なトランプ政権の通商政策の波及効果が読み切れないことに伴うリスク、後者

は過去の景気後退において、FRB による金融引き締めが先行するケースがほとんどであったという経験則に基づくリスク認識である。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：時間当たり平均賃金と失業率、消費者マインドの推移



2. 見通し上のキーポイント

(1) 中間選挙後のトランプ政権の政策展望

11月6日の中間選挙では、民主党が下院で過半数を獲得し、2年ぶりにねじれ議会となった。異例なまでに注目度の高まる中間選挙となる中、投票率上昇が民主党にやや有利に作用した格好となったが、上院では共和党が過半数を維持したばかりか議席の上積みも実現したため、「トランプ政権に対し有権者が一定のブレーキをかけた」とみるか「トランプ政権への支持が根強いことが確認された」とみるかは微妙なところであろう。

この先の経済政策への示唆を考えると、下院多数派が民主党になっても海外からみて最も関心の高い通商政策については概ね不変と考えられる。そもそも、大統領は通商分野に関し議会の同意を要しない広範な権限を持っているとされており、民主党が共和党より自由貿易主義的というわけでもない。今回の中間選挙においては通商政策が全国レベルの争点になったわけでもなく、トランプ政権からすると現在の通商政策が国民の「強い賛成」とまでは言えないにせよ、概ね「理解」を得たという程度の認識を固めたとしても不思議ではない。特に現在の米中摩擦激化の背景には、知的財産権保護や強制的な技術移転、ひいては米中間の地政学的な覇権を巡る争いが見え隠れしていることを鑑みれば、早期の摩擦解消は困難であろう。今後、トランプ大統領は中国からの輸入品全量に25%の関税を賦課するまでに至る可能性があるが、その場合は、中国の対抗措置による影響もあわせ、米国の経済成長率を▲0.3%ポイント程度押し下げ得る。もっとも、政策対応という点でも、インフラ投資等の財政刺激や金融緩和等政策総動員の様相を呈している中国と比べると、輸出依存度の低い米国にはまだ余裕があるとみるべきだろう。

一方、議会の勢力図が大きく影響する財政政策については、追加減税など民主党が賛成しない政策の実現可能性は、ねじれ議会となるなかで大きく低下した。インフラ投資につ

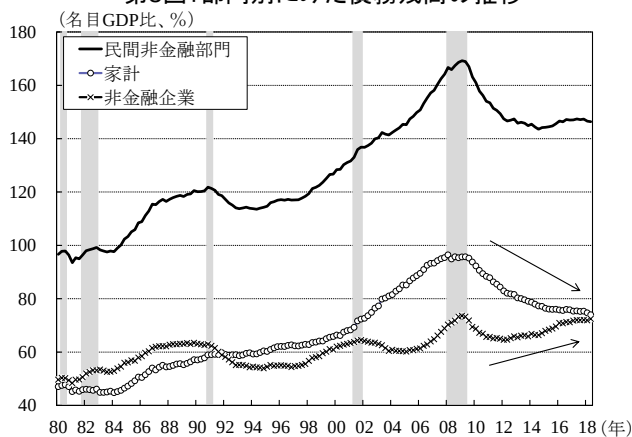
いては、トランプ大統領と民主党は拡大を目指す方針では一致しているものの、財政支出の金額規模や財源で大きな隔たりがある。結論的には、景気を明確に押し上げるような新たな財政政策は想定し難いとみるべきであろう。

(2) 注意を要する企業債務の拡大

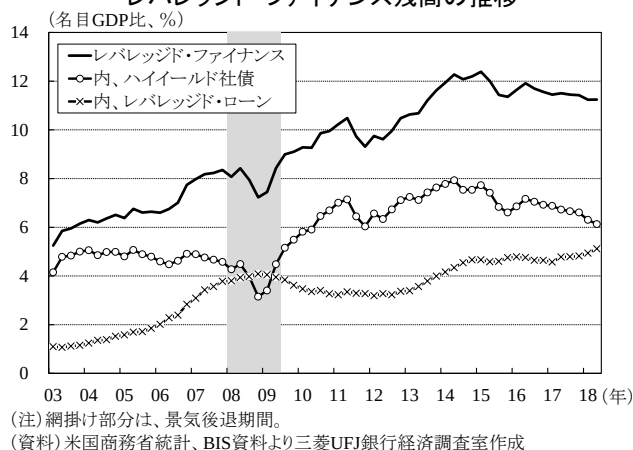
FRB が利上げを続ける中、金融環境の緩和度合いは縮小しており、金利感応セクターにおける需要への直接的抑制効果のみならず、民間各部門のバランスシートへの影響にも目配りが必要である。この点、部門別の債務残高対名目 GDP 比率をみると、金融危機の切っ掛けとなった家計部門の住宅ローンは危機前の水準を依然明確に下回っており、非金融法人部門を含めた民間部門全体として、著しい不均衡はみられない（第3図）。

但し、非金融法人部門の中では、低格付け企業向けのレバレッジド・ファイナンス（ハイイールド社債とレバレッジド・ローンの合計）の対名目 GDP 比率が危機前の水準を上回っており、高利回り志向の高まりや貸出競争の強まりから低信用度先へのファイナンスが拡大している様子が窺える（第4図）。特にレバレッジド・ローンは、4-6 月期に前年比+12.9%と高い伸びを続けており、FRB も 11 月から公表を始めた『金融安定報告』（今後は年 2 回のペースで公表）にて、最近の高リスク融資拡大とその背景にある融資基準の劣化に言及している。利上げの累積的な影響で利払い負担の増加と景気の減速が同時進行し、低信用度先の経営が急速に悪化することになれば、金融機関財務に一定の悪影響を及ぼし、クレジットサイクルの局面変化に繋がるリスクには留意する必要があるだろう。

第3図：部門別にみた債務残高の推移



第4図：非金融企業部門の
レバレッジド・ファイナンス残高の推移

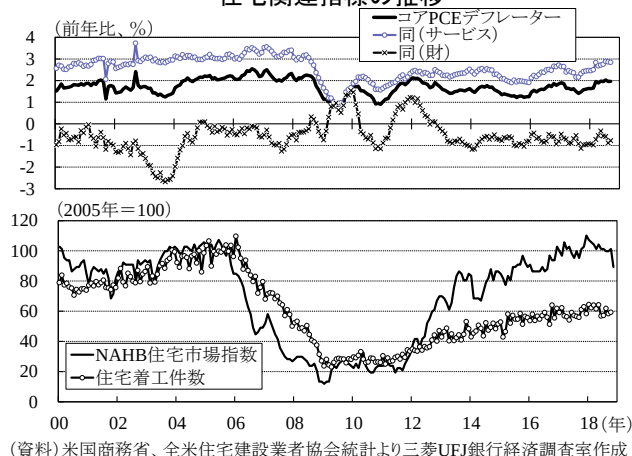


3. 金融政策と長期金利

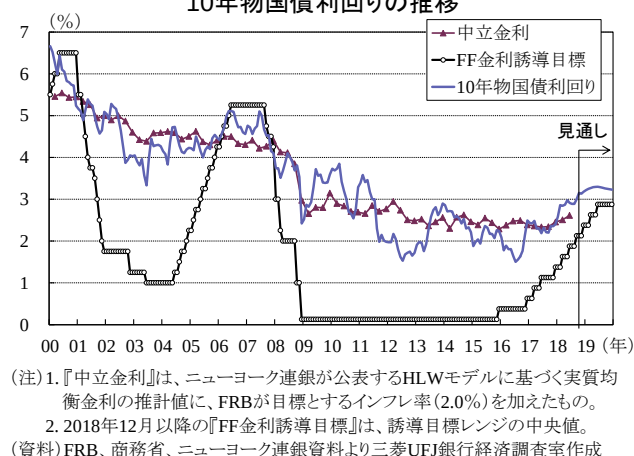
景気・物価に中立的な政策金利水準が 3%前後を目線として議論されているなか、現実の政策金利（現時点で FF 金利誘導目標は 2.00~2.25%）はそれに近づいているとみられ、利上げ局面の終了が視野に入ってきている。こうした中、FOMC 参加者は「利上げはデータ次第」とのスタンスをより強めている。物価が前年比+2%前後で安定的に推移し上昇

ペース加速の兆候はみられない一方で、住宅業者のマインドを示す NAHB 住宅市場指数は 11 月に大きく低下するなど住宅市場は軟化してきており（第 5 図）、これまでの累積的な利上げ効果が徐々に景気に影響を及ぼしつつあることは確かであろう。この先、景気がこれまでの高成長から徐々に減速するとみられる中で、FRB は利上げ判断をより慎重化していくと考えられる。政策金利はこの先 3 回利上げが実施されたところで概ね中立金利に達したと判断され、その後は当面様子見に転じるものと予想する（第 6 図）。市場参加者は既に 2.2 回程度の追加利上げについて織り込み済みであることから、10 年物国債利回りについてもこの先の上昇は限られ、3%をやや上回る水準で頭打ちとなる公算が大きい。

第5図:個人消費支出(PCE)デフレーターと住宅関連指標の推移



第6図:米国の中立金利とFF金利誘導目標、10年物国債利回りの推移



(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	3.5	2.7	2.1	2.0	1.7	1.8	2.2	2.9	2.4
個人消費	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	3.6	2.6	2.4	2.3	2.2	2.2	2.5	2.6	2.6
住宅投資	11.1	▲ 5.5	▲ 0.5	11.1	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 2.6	▲ 0.5	▲ 0.2	0.8	1.0	1.0	3.3	0.1	▲ 0.2
設備投資	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	8.7	2.5	3.8	3.1	3.0	1.4	1.5	5.3	6.8	3.2
在庫投資（寄与度）	▲ 0.8	0.2	1.0	▲ 0.9	0.3	▲ 1.2	2.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.4
政府支出	▲ 0.8	0.0	▲ 1.0	2.4	1.5	2.5	2.6	3.9	2.7	2.6	2.5	2.5	▲ 0.1	1.7	2.8
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.9	▲ 0.0	1.2	▲ 1.9	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.7
輸出	5.0	3.6	3.5	6.6	3.6	9.3	▲ 4.4	2.5	1.8	1.5	1.2	1.1	3.0	4.1	1.4
輸入	4.8	2.5	2.8	11.8	3.0	▲ 0.6	9.2	4.9	4.5	4.2	3.8	3.5	4.6	4.7	4.6
国内民間最終需要	3.3	3.2	2.3	4.3	2.1	4.4	3.2	2.7	2.4	2.3	2.0	2.0	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	5.0	5.5	4.7	4.3	3.9	3.8	4.2	5.3	4.8
鉱工業生産（前期比年率、％）	1.0	5.0	▲ 1.5	7.7	2.5	5.3	4.7	3.2	1.8	1.4	0.7	0.7	1.6	4.0	2.4
失業率（％）	4.7	4.3	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6	3.5	4.4	3.9	3.6
生産者物価（前年比、％）	2.0	2.2	2.4	2.8	2.8	3.0	2.9	2.5	2.4	2.1	2.2	2.2	2.3	2.8	2.2
消費者物価（前年比、％）	2.6	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0	2.1	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	▲ 2,208	▲ 2,032	▲ 2,287	▲ 2,402	▲ 2,496	▲ 2,570	▲ 2,614	▲ 2,659	▲ 8,075	▲ 8,928	▲ 9,028
経常収支（億ドル）	▲ 1,077	▲ 1,218	▲ 1,034	▲ 1,161	▲ 1,217	▲ 1,015	▲ 1,250	▲ 1,346	▲ 1,422	▲ 1,479	▲ 1,507	▲ 1,535	▲ 4,491	▲ 4,827	▲ 4,877
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	2.25-2.50	2.50-2.75	2.75-3.00	2.75-3.00	2.75-3.00	1.25-1.50	2.25-2.50	2.75-3.00
3ヵ月物ユーロドル金利（％）	1.1	1.2	1.3	1.5	1.9	2.3	2.3	2.5	2.7	3.0	3.1	3.0	1.3	2.3	2.9
10年物国債利回り（％）	2.4	2.3	2.2	2.4	2.8	2.9	2.9	3.2	3.2	3.3	3.3	3.2	2.3	2.9	3.3

（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

～Brexit の帰趨は要注視だが、景気は内需を中心に底堅さを維持～

1. ユーロ圏

(1) 景気の概況

ユーロ圏の 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と 4-6 月期（同+0.4%）から減速した（第 1 表）。需要項目別内訳は未公表だが、9 月から EU で導入された新燃費試験法への自動車企業の対応の遅れにより、自動車生産が夏場に急減した影響が大きかった模様である。この影響は特にドイツにおいて顕著で、同国の実質 GDP 成長率は同▲0.2%と 3 年半ぶりのマイナスとなった。但し、自動車生産の落ち込みは回復に向かっていることが月次統計で確認されている。ユーロ圏全体では、昨年好調だった輸出が既往のユーロ高の影響や中国向け輸出の減速により増勢が鈍化しているものの、内需は底堅く推移している。先行き、個人消費は雇用環境の改善持続を背景に拡大基調を継続、輸出についても、世界経済の緩やかな拡大を背景に増加基調は維持し得るとみられる。実質 GDP 成長率は今年が前年比+1.9%、2019 年が同+1.6%と若干減速するが、潜在成長率（同+1%台半ば）並みの拡大ペースは維持する見通しである（第 1 図）。

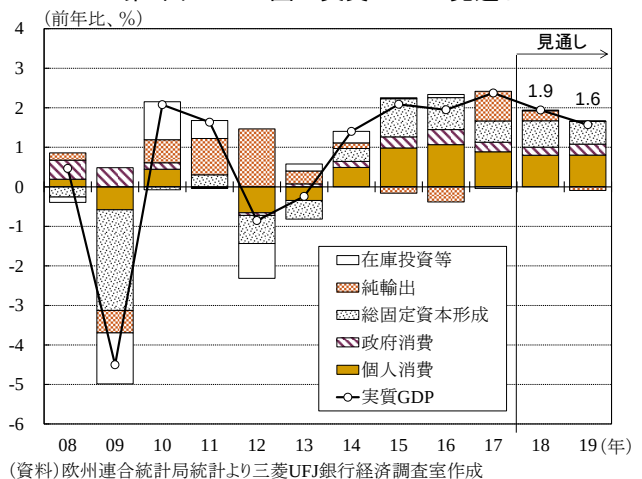
政治・政策面では景気の下振れをもたらし得るリスク要因が複数あり、且つ不透明感は強まる方向にある。イタリアの財政問題については、2019 年予算案を巡り EU との対立が続くなか、財政悪化への警戒感から同国の国債利回りは高止まりしており、利払い負担増加と財政悪化の悪循環に陥る懸念が大きくなっている。他の南欧諸国への影響波及は限られそうだが、注意は怠れない。このほかにも、①英国が「合意無しの EU 離脱」となった場合の、金融市場の動揺と英国景気下振れに伴う対英輸出の減少、②ドイツのメルケル首相のキリスト教民主同盟（CDU）党首退任に伴う政局と政策の行方、③仮に米国が EU に対し自動車関税を賦課した場合のドイツ等への悪影響、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

	2016年		2017年				2018年		
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
ユーロ圏	0.3	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.4	0.2
ドイツ	0.2	0.4	1.1	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5	▲0.2
フランス	0.2	0.6	0.8	0.6	0.6	0.7	0.2	0.2	0.4
イタリア	0.3	0.5	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.0
スペイン	0.8	0.6	0.8	0.9	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
ポルトガル	1.1	0.8	0.7	0.4	0.6	0.8	0.4	0.6	-
ギリシャ	0.5	▲0.3	0.4	0.9	0.5	0.2	0.9	0.2	-

（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

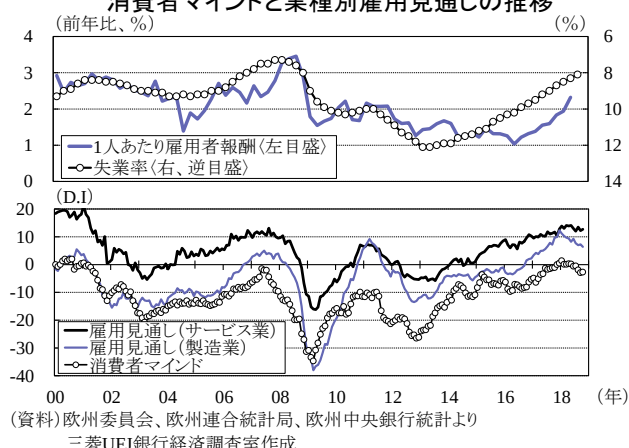
第1図：ユーロ圏の実質GDPの見通し



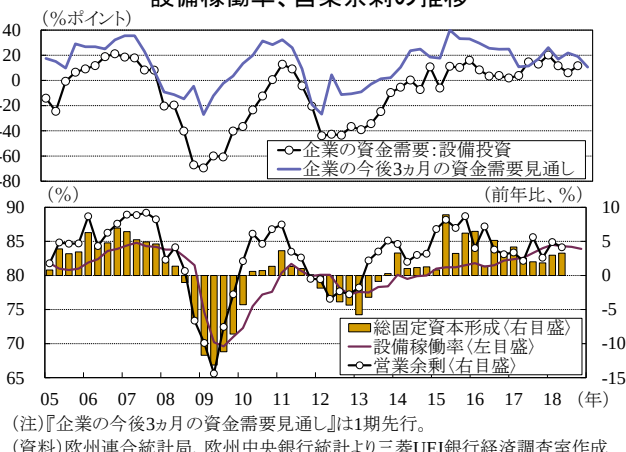
(2) 見通し上のキーポイント

ユーロ圏の失業率がグローバル金融危機前の水準近くまで低下するなか、1人あたり雇用者報酬は伸びが高まっている（第2図）。企業の雇用マインド並びに消費者マインドも概ね良好な水準を保っていることから、雇用・所得環境の改善が消費の拡大を支える構図はこの先も維持される可能性が高い。設備投資についても、増加ペースが鈍化するものの、企業収益の増加が続いていることを踏まえると底堅さを維持すると見込まれ、実際それを反映して企業の資金需要も堅調に推移している（第3図）。

第2図：ユーロ圏の失業率と雇用者報酬、
消費者マインドと業種別雇用見通しの推移

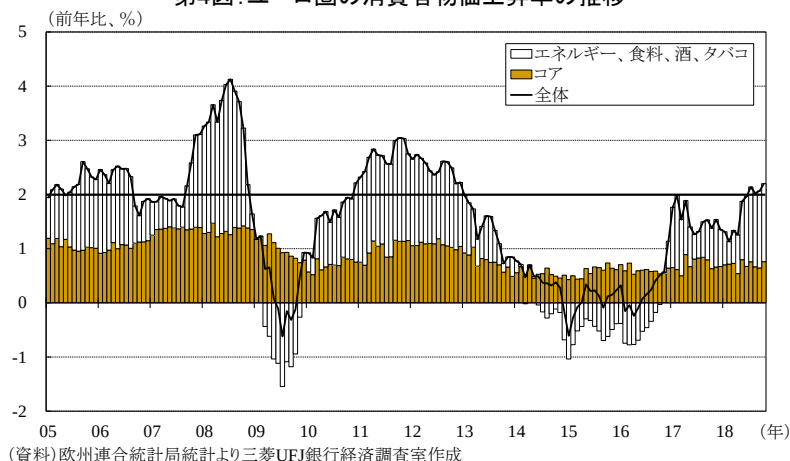


第3図：ユーロ圏企業の資金需要と総固定資本形成、
設備稼働率、営業余剰の推移



金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は10月の理事会で、資産購入の今年末での終了と政策金利を「少なくとも来年夏まで」現行水準で据え置くとの6月に出された方針を再度確認した。消費者物価上昇率はECBの目標である「前年比+2%弱」を5ヵ月連続で上回っているものの、これまで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は昨年以降、同+1.0%を挟んだ推移が続いており、上昇ペースは依然鈍い（第4図）。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「来年夏」以降、即ちドラギ総裁退任間際の来年9月頃となる公算が高い。ECBは景気の下振れをもたらし得るリスク要因に十分目配りしながら、正常化を慎重に進めていくとみられる。

第4図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移

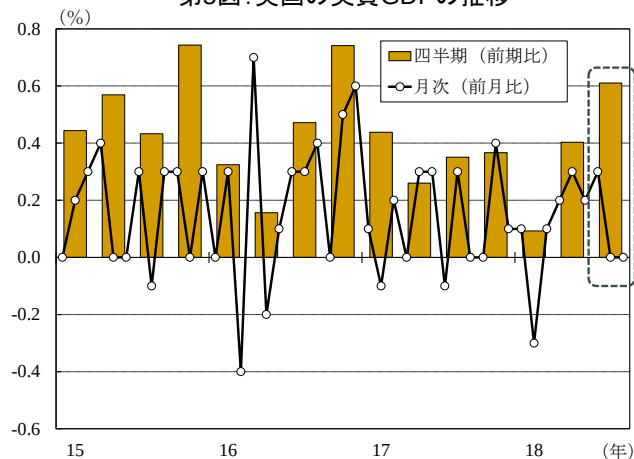


2. 英国

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%と高めの伸びとなったが、夏場の好天によって一時的に押し上げられた面が強い（第 5 図）。8 月と 9 月の月次の実質 GDP が前月比横這いに止まったことや、10 月の総合購買担当者指数（PMI）が 2 年 3 ヶ月ぶりの低水準となったことを勘案すると、10-12 月期の成長率は相応の鈍化が見込まれる。均してみると、景気の拡大ペースは引き続き緩やかと判断される。

EU 離脱については、11 月 25 日の臨時 EU サミットで離脱協定と将来の英・EU 関係に関する政治宣言が承認され、政府間の交渉は妥結をみた。しかし、離脱協定発効に必要な議会採決については、英下院での可決の目処が立っていない（第 2 表）。離脱予定日である 2019 年 3 月 29 日以降、移行期間に入ることなく、英・EU 間の貿易に即座に関税が発生するような「合意無しの離脱」のリスクが強く懸念されている。

第5図:英国の実質GDPの推移



(資料) 英国立統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第 2 表: 英国の EU 離脱に関する今後の注目点

1. 英下院における離脱協定の採決(12 月第 2 週の見込み)

離脱協定は英・EU 双方の議会で採決に掛けられる。英国では、大半の野党と与党保守党の一部議員が反対を表明しており、可決の見通しは立っていない。一方、EU の欧州議会では可決が見込まれている。

2. 英下院で離脱協定が否決された場合のその後の展開

EU との再交渉(ただし EU は今のところ再交渉に応じない構え)、首相辞任、解散総選挙、国民投票の再実施など多くの展開が考えられ、政局の混乱は不可避。2019 年 3 月 29 日までに離脱協定を可決できずに「合意無しの離脱」に陥るリスクが増大。

3. 与党保守党内での反メイ首相の動き

保守党内では、党首であるメイ首相に対して、党首不信任動議を提出する動きがくすぶり続けている。メイ首相が失脚した場合、党首選等で政治的空白が生まれ、「合意無しの離脱」の懸念が強まる。また、強硬離脱派が首相に就くリスクも。

(資料) 各種報道より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

仮に「合意無しの離脱」に陥った場合は、物流の混乱などから 2019 年は景気後退に陥る公算が大きい（第 3 表）。もっとも、野党第 1 党の労働党と第 2 党のスコットランド民族党（SNP）は、メイ政権がまとめた離脱協定に異を唱える一方、「合意無しの離脱」は阻止する考えを明らかにしている。加えて労働党は、下院で離脱協定が否決された場合、EU に交渉期間の延長を求めるべきと主張しており、EU 内にも、英国の政治情勢の大きな変動は交渉期間延長の理由になり得るとの意見がある。そのため現時点では、与野党間の何らかの政治的妥協や交渉期間の延長により、「合意無しの離脱」は回避される展開をメインシナリオと想定する。

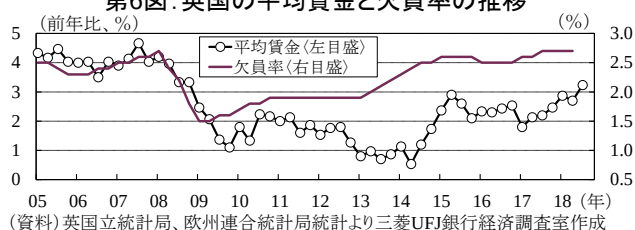
「合意無しの離脱」が回避されるのを前提とした場合、2019 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.4%となり、2018 年（同+1.3%の見込み）並みの緩やかな伸びが継続しよう。雇用増加の持続や賃金上昇率の高まりが引き続き個人消費を支えたと予想される（第 6 図）。また、外需は緩やかな減速が予想される一方、足元の設備投資の下押し要因となっている EU 離脱に伴う不透明感が後退することで、手控えられていた設備投資が実行に移される展開も想定される（第 7 図）。

第3表：英国の「合意無し」の EU 離脱シナリオ

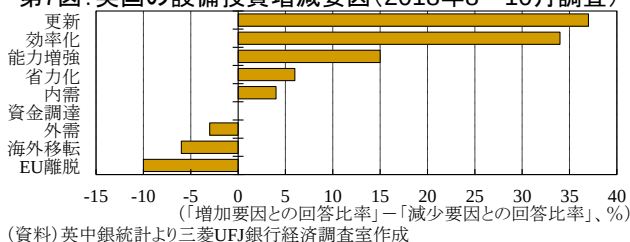
シナリオ①：「混乱小」のケース
離脱協定が発効に至らなかったとしても、英国と EU は混乱抑制に向けて協調路線を取り、民間部門も相応の準備を整えて離脱に臨む。ボンドは 1 割近く下落し、輸入インフレの再燃が個人消費等の重石となる一方、英中銀の金融緩和が一定の下支えとなる。 2019 年の実質 GDP 成長率は前年比▲0.2%。
シナリオ②：「混乱大」のケース
英・EU 間の関係悪化によって、離脱への対応策についても両者の足並みが揃わず、混乱が拡大。物流の深刻な停滞等が発生。民間部門の準備も不十分になる。ボンド売り圧力が大幅に高まり、英中銀は通貨防衛のための利上げを余儀なくされる。輸入インフレやマインドの落ち込みに加え、金利上昇の影響もあり「混乱小」のケースよりも深い景気後退に陥る。 2019 年の実質 GDP 成長率は前年比▲1.8%。

(資料) 三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

第6図：英国の平均賃金と欠員率の推移



第7図：英国の設備投資増減要因(2018年8～10月調査)



物価については、10月のインフレ率が前年比+2.4%となり、2018年初の同+3.0%台からは落ち着いてきたが、英中銀(BOE)の目標である同+2%を依然として上回っている。先行き、輸入インフレ圧力の緩和や足元の原油価格下落の影響は予想される一方、賃金上昇の加速がインフレ率を高止まりさせる可能性が高い。

2019年末までインフレ率が同+2%を上回ると想定されるなか、BOEは緩やか且つ小幅な利上げを継続するとみる。ただし、2019年3月29日の英国のEU離脱予定日にかけては、離脱の形態や政治情勢をめぐって相当に不透明感の強い状況が続くと考えられるため、当面政策金利は現在の0.75%に据え置かれよう。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(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。

3. ロシア

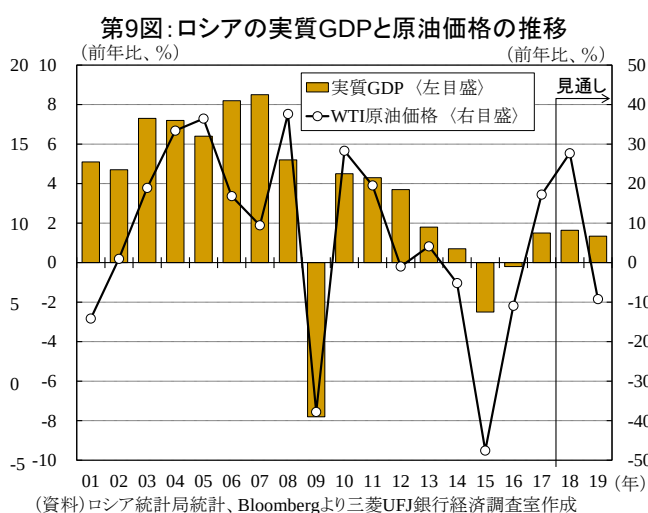
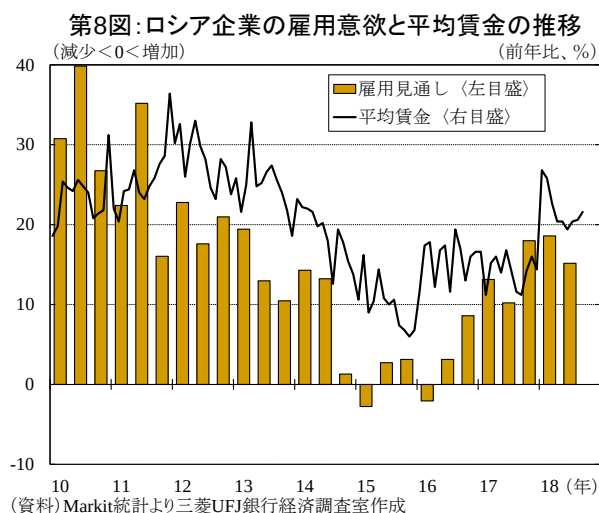
2018年半ば以降、ロシアの景気は若干減速している。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+1.3%と、4-6月期の同+1.9%を下回った。米国の対露制裁強化(2018年4月、8月)等を受けたルーブル安により、インフレ率が上昇に転じたことが個人消費の押し下げ要因となった。また、中銀はこれまで段階的な利下げを通じて景気をサポートしてきたが、インフレリスクの高まりに対応して9月に0.25%ポイントの利上げを行うなど、金融緩和路線にも転機が訪れている。もっとも足元、景気の一段の下ぶれは回避されており、10月の購買担当者指数(PMI)総合は55.8と7-9月期の平均(52.4)から持ち直した。失業率が1990年代初頭以来の低水準である4%台まで改善するなど、良好な雇用・所得環境が景気を下支えしている。

この先も、良好な雇用・所得環境を背景とした緩やかな景気拡大シナリオに著変は見込まれない。ロシア企業の雇用意欲は底堅く推移しているため、今後も雇用の増加が見込まれ、低水準の失業率を背景に賃金も高めの伸びを維持する公算が大きい(第8図)。政府が2018年5月に発表した投資計画も景気拡大を支えよう。この計画は2024年までに交通インフラを中心に3兆ルーブル(対名目GDP比3.3%)の投資を行うもので、投資額の約

3分の2は2020年までの実行が見込まれている。他方、原油価格下落^(注)による輸出額及びエネルギー関連投資への下押し(第9図)や付加価値税率引き上げ(2019年1月、18%→20%)、インフレ率の上昇、サッカーワールドカップ(2018年6-7月開催)効果の反動などもマイナス材料と想定されるが、いずれも景気腰折れに繋がるほどのインパクトになるとは考えにくい。

(注) 当室では、2019年のWTI原油価格は年間平均で1バレル59ドルと2018年の同65ドルから下落するとみている。詳細は原油見通しのパートご参照。

2019年の実質GDP成長率は前年比+1.3%と、2018年の同+1.6%(見込み値)は下回るものの、3年連続でプラス成長を維持すると予想する。



(篠原 令子、高山 真)

IV. アジア・豪州

～米中通商摩擦の影響には注意を要するも、内需主導で安定成長が持続～

1. アジア・豪州経済の概況

アジア・豪州の 7-9 月期の実質 GDP 成長率をみると、域内最大の経済規模を持つ中国を始め多くの国で前期からの減速が観察された（第 1 表）。もっとも、その意味合いは一樣ではなく、中国経済の減速はデレバレッジ（過剰債務の削減）に伴う投資減速が主因であることに加え足元では米中貿易摩擦の激化に伴う先行き不安による投資様子見の影響も強く疑われる一方、中国以外のアジア諸国・地域については、個人消費を中心とした堅調な内需を牽引役に景気は安定した拡大を続けているといえる。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と判断される。

先行きを概観すると、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、先進国経済の成長持続を受けた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予想する。但し、米中通商摩擦激化に伴う中国経済の失速や金融市場の混乱、民間部門のマインドの大幅悪化等のリスクには警戒が必要である。加えて、米金利の想定を上回る上昇等によりアジア各国が利上げペースの加速を余儀なくされるようなことになれば、内需への下押し圧力が大きくなる可能性があり注意を要しよう。

第1表:アジア・豪州経済の見通し

	2017年				2018年			(前年比、%)		
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	2017年 (実績)	2018年 (見通し)	2019年 (見通し)
アジア11カ国・地域	6.0	6.0	6.2	6.1	6.3	6.2	5.8	6.1	6.0	5.7
中国	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	6.9	6.6	6.2
インド(年度ベース)	6.1	5.6	6.3	7.0	7.7	8.2	7.1	6.7	7.4	7.6
NIEs	3.0	2.9	3.9	3.1	3.3	3.2	2.2	3.2	2.8	2.6
韓国	2.9	2.8	3.8	2.8	2.8	2.8	2.0	3.1	2.6	2.6
台湾	2.9	2.5	3.4	3.5	3.2	3.3	2.3	3.1	2.7	2.3
香港	4.4	3.9	3.6	3.4	4.6	3.5	2.9	3.8	3.4	2.7
シンガポール	2.5	2.8	5.5	3.6	4.6	4.1	2.2	3.6	3.1	2.6
ASEAN5	5.0	5.3	5.6	5.5	5.5	5.3	5.0	5.4	5.2	5.1
インドネシア	5.0	5.0	5.1	5.2	5.1	5.3	5.2	5.1	5.2	5.1
タイ	3.4	3.9	4.3	4.0	4.9	4.6	3.3	3.9	4.1	3.8
マレーシア	5.6	5.8	6.2	5.9	5.4	4.5	4.4	5.9	4.8	4.7
フィリピン	6.5	6.6	7.2	6.5	6.6	6.2	6.1	6.7	6.2	6.1
ベトナム	5.2	6.3	7.5	7.7	7.5	6.7	6.9	6.8	6.7	6.5
豪州	1.9	1.9	2.7	2.4	3.2	3.4	n.a.	2.2	3.2	2.8

(注) インドの年度は4月～翌年3月。

(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 of 共産党大会で政権基盤を強化した習近平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べき年であった。しかし、米国との通商摩擦が双方で制裁関税を賦課し合うまでに激化しており、これに伴う中国経済への悪影響を減殺する景気対策を最優先せざるを得なくなるなど、経済政策の大幅方針転換を余儀なくされている。

既に対米輸出品の半分に関税が課されているにもかかわらず、これまでのところ個別の経済指標上は、直近 10 月の対米輸出が前年比+13.2%となるなど目立った影響が出ている状況ではない。但し、2,000 億ドル相当の対米輸出品については来年初に税率引き上げ（10→25%）が予定されていることもあり、駆け込み輸出（あるいは米国側輸入者の駆け込み輸入）が発生していると考えられることは割り引く必要がある。来年には米中間で双方からの全輸入品への追加課税もあり得るわけで、その場合、①対米輸出悪化、並びに、②米中双方の関税賦課に起因する中国企業・家計部門の実質的な所得減少による影響を合計した実質 GDP への下押し圧力は約▲1.0%ポイントと試算され、相当なマイナスのインパクトが想定される状況である（第 2 表）。なお、同じ手法で計算した米国経済への影響は約▲0.3%ポイントであり、輸出依存度が高い分、中国の方がより大きなインパクトを受けるものと考えられる（したがって、後述の通り、米国より中国の方が貿易摩擦の影響を緩和するための政策動員もより大規模なものを余儀なくされている）。

ただし、中国経済がそのまま大幅減速するわけではない。中国当局は 7 月末の中央政治局会議における景気下支えへの方針転換後、対策拡充に注力してきており、足元では特に民間企業支援策が目立っている。民間企業はシャドーバンキング規制により資金難が悪化している上、輸出の担い手（2018 年 1-9 月累計の輸出に占めるシェアは民間企業 45.7%、外資系企業 41.5%、国有企業 10.5%）としても米中摩擦の打撃を受け易いことからすれば当然の配慮といえる。当局はハイリスクのシャドーバンキング圧縮を継続する一方、預金準備率引き下げといった銀行部門を対象とした金融緩和策により民間企業向けの銀行貸出増加を志向しており、景気への下方圧力となるデレバレッジは一時棚上げするとみられる。

さらに、インフラ投資が再び景気の下支え役として浮上している。今年の後半から都市部の地下鉄建設の認可再開を始め中央政府の推進の姿勢が顕著になるなか、10 月のインフラ投資は前年比で増加に転じてきた（第 1 図）。中央政府は 10 月 31 日には新たな政策文書を発表し、インフラにおける脆弱分野の補強に資する投資を促していることから、10 月のインフラ投資の伸びのプラス転化は単月の動きではなく、今後も回復を続けるものと想定される。固定資産投資の内訳をみると、インフラ投資のほかにも、鉱業・重工業及び機械工業における投資も足元前年比二桁増となっており、昨年までとは様相が一変している。前者については過剰生産能力の調整の一巡、後者については政府の起業・イノベーション振興策の影響が窺われる。

なお、不動産投資についてはそのまま景気対策の対象とはしない事情があるようだ。不

動産投資は住宅投資に支えられ足元まで堅調に推移してきたが、これは中小都市で住宅移転補助金支給を伴う住宅地再開発により在庫削減・価格上昇が続いていることが大きい。ただし、過度な住宅価格上昇は社会政策上の問題も多いとみられ、最近、中央政府は価格上昇圧力が強い地域では補助金の中止を求めるなど地方政府に対し地域の実態に即した政策を指示し始めている。こうしたことから、住宅価格の安定が進むとともに、住宅投資の伸びも足元までの前年比二桁増から若干の減速が見込まれる。

個人消費については、2018 年に入り、小売売上高の増加ペースが前年比二桁を割り込むなど緩やかな減速基調が続いている。生産年齢人口の減少という人口動態上の変化もさることながら、住宅ローン返済や住宅購入のための貯蓄確保といった家計の支出抑制行動が重石となっており、足元の自動車販売の低迷にも影響しているとみられる。ただし、政府は米中摩擦によるダメージ相殺のための消費振興にも取り組んでおり、7 年ぶりの個人所得税制改革において、中低所得層の税率引き下げや費用控除の拡大を盛り込んだ。また、消費促進体制の整備に向けた 3 ヶ年計画（2018～2020 年）、企業支援による雇用安定化や技能訓練への参加に対する支援など雇用対策もあり、消費の急減速は回避されると見込まれる。

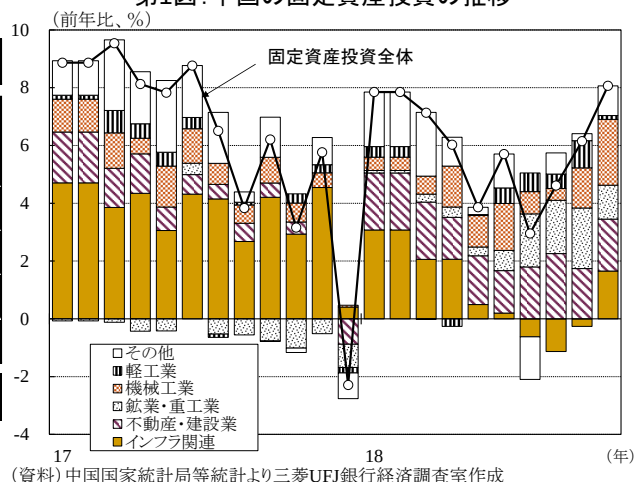
来年からは米国の制裁関税による輸出へのダメージが本格化しよう。ただし、短期的にはこれを埋め合わせるための景気対策の余地は大きく、大幅な成長鈍化を回避することは可能と考えられる。むしろ、より重要になってくるのは、米中摩擦への対応策としての景気対策が結果としてリーマン・ショック後のような過剰債務・過剰設備の再来とならぬよう中長期的な観点からコントロールできるかであり、また、国有企業中心主義が透けてみえる習政権において、中国経済の成長力を維持するための民間企業振興の本気度も問われてこよう。

第2表：中国の2019年実質GDP成長率の要因分解

2018年実質GDP成長率(前年比、%)：①	6.6
2019年の実質GDPへの影響(%ポイント)：②	▲0.4
成長トレンドの低下	▲0.3
米中相互の関税賦課	▲1.0
人民元相場下落	+0.3
デレバレッジの休止/インフラ投資の振興	+0.2
減税(企業及び個人向け)	+0.4
2019年の実質GDP成長率(前年比、%)：①+②	6.2

(資料) 中国海関、米国商務省統計等より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：中国の固定資産投資の推移



(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実質ベースでは依然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

続くとともに、輸出の拡大もあり、安定した成長が続くと予想する。足元の輸出減速は、グローバルベースでの製造業の生産活動の軟化を映じたものであるが、スピード調整の範囲内のものであろう。先進国経済は潜在成長率並みの拡大ペースは維持できると予想されることから、製造業の減速は早晩一巡し、輸出も増勢を維持できるとみられる（第2図）。

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。もっとも、長い目で見れば、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、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る。アジア開発銀行（ADB）の試算によれば、米中貿易摩擦が激化し、相互に相手国からの輸入品全てに25%の関税を賦課した場合、①関税賦課対象品目の輸入価格上昇に伴う需要減少およびサプライチェーンを通じた生産・対中輸出減少（直接・間接効果）によるマイナスを、②第三国の輸入代替（貿易転換効果）によるプラスが上回り、中国を除くアジア諸国の GDP は合計 0.22%ポイント押し上げられるとの推計になっている（第3図）。

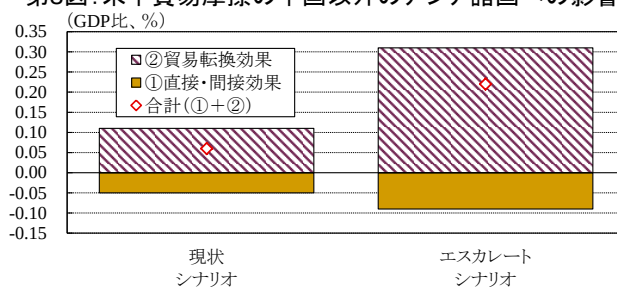
なお、米中通商摩擦の激化や米国金利の上昇などに伴い、新興国通貨全般への下落圧力が強まるなか、アジア主要通貨の中ではインドネシアやフィリピン、インドなどの下落が目立つ。各国政府・当局は、国産バイオ燃料転用促進（インドネシア）、非必需品の輸入関税引き上げ（インド）等の貿易赤字抑制策を導入したほか、断続的な利上げも実施している。政策金利については、いずれの国でも実質ベースで見れば依然緩和的な水準にあることに変わりはないものの、今後、仮に米金利の想定を上回る上昇や米中通商摩擦激化等に伴う金融市場の混乱を受け利上げペースの加速を余儀なくされるようなことになれば、内需に与える負の影響に注意が必要となろう。

第2図：アジアの輸出数量とグローバル製造業PMIの推移



（注）『輸出数量』は、韓国、台湾、タイ、マレーシアの輸出数量の前年比伸び率を各国・地域の輸出額で加重平均したもの。3ヵ月移動平均値。
（資料）各国統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：米中貿易摩擦の中国以外のアジア諸国への影響



（注）1. 『現状シナリオ』は、2018年9月時点で実施済みの関税措置、『エスカレートシナリオ』は、米中相互に相手国からの輸入品全てに対し、25%の関税を賦課する場合。
2. ①は、関税引き上げによる輸入価格上昇に伴う需要減少（直接効果）とサプライチェーンを通じた生産・対中輸出減少（間接効果）の合計。
②は、関税賦課対象品目の貿易量の半分について、輸入国が第三国からの輸入に切り替えると想定（当該品目の生産者の世界シェアは不変）。
（資料）ADB資料より三菱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。7-9月期の実質 GDP 成長率は外需の落ち込みなどから前年比+3.3%と約 2 年ぶりの水準に鈍化したものの、個人消費や設備投資の拡大等が下

支えし、底割れは回避している（第4図）。輸出は、主要輸出相手国での在庫調整などにより天然ゴムなどの主要農水産物や集積回路等の電子機器が減少したほか、プーケット沖で発生した船転覆事故の影響等による観光客の伸び悩みもあり、前期までの大幅な増加から小幅減少に転じた。但し、前期が高水準であった金の減少を含め多くが一時的な要因だとみなされ、10月の通関統計では持ち直しの動きが確認されることから、輸出の減少は一時的と考えられる。

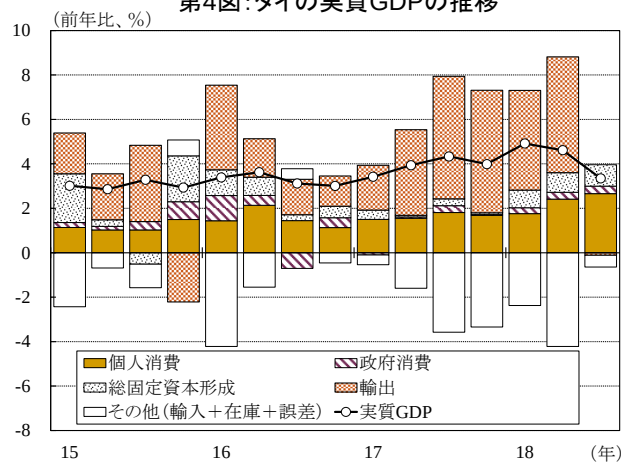
先行き、安定した雇用・所得環境や消費者マインドの改善などを背景に個人消費が堅調を維持するなか、インフラ投資や景気支援策によるプラス効果もあり、内需を中心に緩やかなペースでの成長が続く見込みである。来年前半には民政移管に向けた総選挙の実施が予定されているが、「東部経済回廊（EEC）」開発などの重要プロジェクトは、民政移管後も法律に基づき進める計画であることなどから、緩やかな景気拡大トレンドは保たれよう。

（3）豪州

豪州経済は緩やかな拡大を続けている。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（第5図）、投資については、鉱業部門の調整が一巡しつつあるなか、道路や鉄道、電力などのインフラ投資の拡大に加えて、オフィスビルや福祉施設の建設なども押し上げ要因となっている。

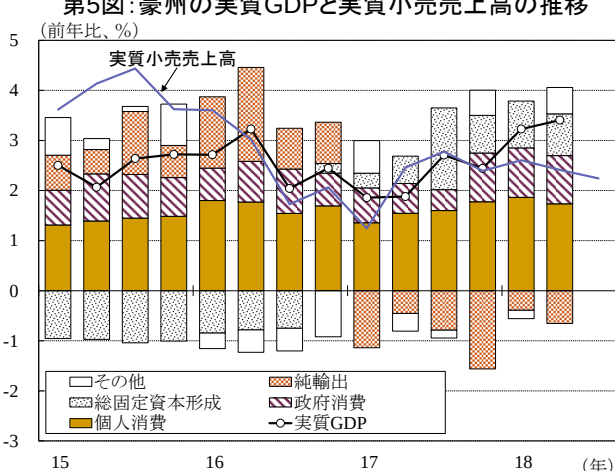
先行きについても、景気は緩やかなペースでの拡大が続くと予想される。個人消費は、良好な雇用・所得環境や低金利の継続などが拡大の支えになるとみられる。企業の収益拡大や良好な景況感を背景に非鉱業部門を中心とした設備投資の回復のほか、道路や鉄道などのインフラ投資（10年間で総額750億豪ドル）も引き続き景気をサポートする要因となろう。また、輸出については、海外経済の拡大が続く中、2019年にかけて液化天然ガスプロジェクトの新規稼働による押し上げもあり、緩やかな拡大が続くとみられる。

第4図：タイの実質GDPの推移



（資料）タイ国家経済社会開発局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：豪州の実質GDPと実質小売売上高の推移



（資料）豪州統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（福地 亜希、萩原 陽子、高瀬 将平、土屋 祐真）

V. 中南米

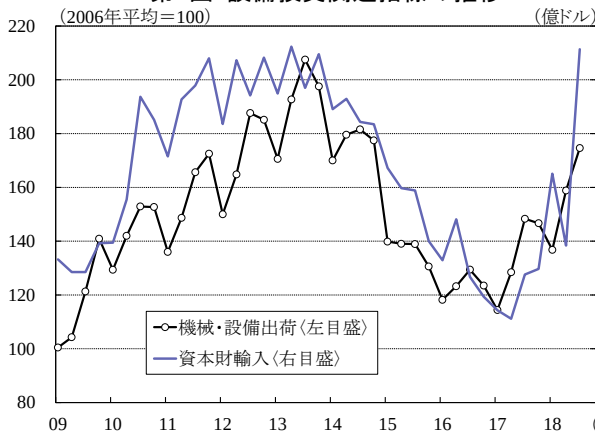
～回復を続けるブラジル、厳しい緊縮下のアルゼンチン、 政策決定プロセスに不安が出てきたメキシコ～

1. ブラジル

ブラジルでは 10 月以降、大統領選で右派のボルソナロ候補が優位に選挙戦を進め実際に当選したことから、経済構造改革への期待が高まり、金融市場は株高・通貨高となっている。実体経済面でも、機械設備の出荷や資本財輸入は足元で増勢が強まる兆しがあり、大統領選の様子見て控えられていた投資が動き出した可能性を示唆している（第 1 図）。

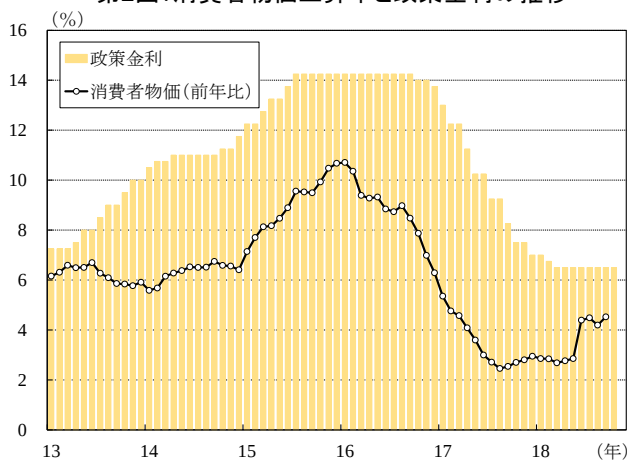
一方、11.9%（7-9 月期）という高い失業率が示すように、経済全体のスラック（余剰生産力）は依然として残存している。そのためインフレ率は、足元ではやや上昇しているものの歴史的には低水準にあり、当分、中央銀行の目標（前年比+4.5%±1.5%）近辺で推移すると見込まれる。政策金利は 1999 年以降で最も低い 6.5%まで引き下げられており（第 2 図）、この先も、米国での金融政策正常化の動きと為替相場の反応に合わせ多少の水準調整はなされつつも低金利自体は当分維持される見通しであることから、景気をサポートする要因として期待可能である。年前半の景気回復が鈍かったため、2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.2%に止まりそうだが、2019 年は堅調な世界経済と設備投資の回復が支援材料となり、実質 GDP 成長率は同+2.7%にまで加速するだろう。

第1図：設備投資関連指標の推移



(注)『資本財輸入』の2018年7-9月期は、7、8月の平均値。
(資料)ブラジル地理統計院統計等より国際通貨研究所作成

第2図：消費者物価上昇率と政策金利の推移

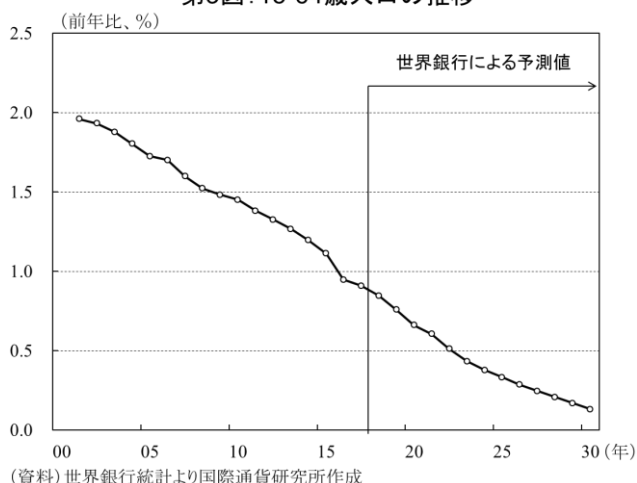


(資料)ブラジル地理統計院等統計より国際通貨研究所作成

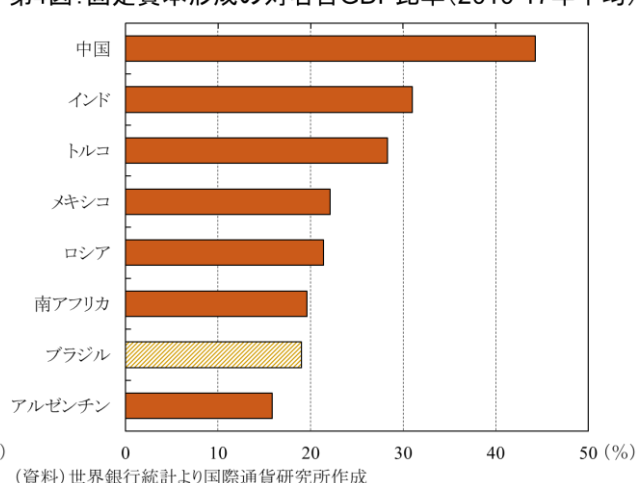
より長期的な視野に立つと、景気回復トレンドを持続的な経済成長に繋げられるかは新政権の手腕にかかっていると言えるが、道のりは決して平坦ではない。「ブラジルは若くて成長力が高い新興国」というイメージは過去のものになりつつある。ブラジルの生産年齢人口（15-64 歳人口）の増加率は年々低下しており、2016 年には前年比+1%を下回った（第 3 図）。今後も低下は続き、2023 年には同+0.5%を下回る見通しとなっている。また、世界銀行によると、ブラジルの 60 歳以上人口比率が 10%から 20%になるまでに要する期間は 25 年（2010 年⇒2035 年）となる見通しだが、これは日本と同じ速度（1970 年⇒1995 年）であり、ブラジルは実は「高速」高齢化社会といえる。

今後、成長の原動力を人口増に頼ることは益々難しくなり、持続的な成長のためには労働生産性を高めていく必要がある。課題は山積しているが、中でも設備投資の底上げは喫緊の課題であろう。ブラジルの固定資本形成の対名目 GDP 比率は、主要新興国の中でアルゼンチンに次いで低いからである（第 4 図）。企業の投資を促すためには、規制の撤廃や民間経済を圧迫している政府部門の整理などの構造改革のほか、経済活動を支えるインフラ整備も重要である。インフラ投資のための資金確保の必要性もあり、年金改革を含む財政再建も急がれる。

第3図：15-64歳人口の推移



第4図：固定資本形成の対名目GDP比率(2010-17年平均)



2. アルゼンチン

6 月の IMF 支援（500 億ドル）の決定後も通貨下落が続いていたアルゼンチンは、9 月に追加の IMF 支援を受けることになり、為替相場はひとまず安定を取り戻した。とはいえ、ペソの対ドルレートは 10 月までの 1 年間で約 50%下落しており、8 月時点で前年比 +33.6%となっている消費者物価上昇率（ブエノスアイレス市）を今後更に加速させると見込まれる。

通貨安・インフレ対策は最優先課題であり、政府も IMF と協議の結果、緊縮政策の実施を表明した。主な内容は、①2019 年 6 月のマネタリーベース（MB）を今年 9 月と同水準に抑制、②インフレ率のピークアウトが確認されるまで政策金利を 60%以上に維持、③財政面では 2019 年にプライマリーバランス（PB）の均衡を実現、である。

10 月の MB の伸びが前年比 +40.8%を記録し、2018 年の PB が名目 GDP 比▲2.7%（IMF 予想）と予想されているアルゼンチンにとって①～③は非常に高いハードルであるが、直近の動きをみると、MB は前月比ベースでは横這い圏内の動きに抑制されており（第 5 図）、また PB 均衡を目指す 2019 年予算も既に成立している。

緊縮策はマクロ経済の中長期的な安定にとって必要な措置であるが、短期的には景気に対し強い下押し圧力となり得る。既に製造業生産は 9 月までの半年で 6%程度減少しているほか、消費者マインドも大きく悪化している（第 6 図）。4-6 月期に前年比▲4.2%となった実質 GDP 成長率は年後半もマイナス圏での推移が続き、2018 年通年では前年比

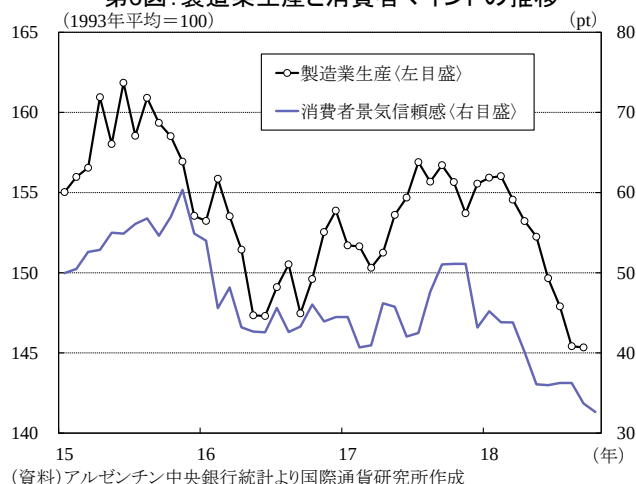
▲2.8%のマイナス成長になると予想される。アルゼンチン政府は緊縮策を弱める条件として、期待インフレ率（前年比）が「明確に、少なくとも2ヵ月連続で低下」することを挙げている。この条件のクリアが確認できるのは早くても来春であり、2019年の実質GDP成長率も今年同様▲2.8%程度のマイナス成長となるのは避けられないだろう。

不況は2019年10月に予定されている大統領選挙にも影を落とすことになるだろう。フェルナンデス前大統領（左派）の人气が復活しているわけではないが、マクリ現大統領（中道右派）についても、有権者の期待が高かった分、経済運営への失望も大きいため、ポピュリスト色の強い候補が登場することも考えられる。IMF支援を受けたとはいえアルゼンチン経済の前途は多難であり、政治情勢含め注意深く見守る必要があるだろう。

第5図：マネタリーベース(4週移動平均)の推移



第6図：製造業生産と消費者マインドの推移



3. メキシコ

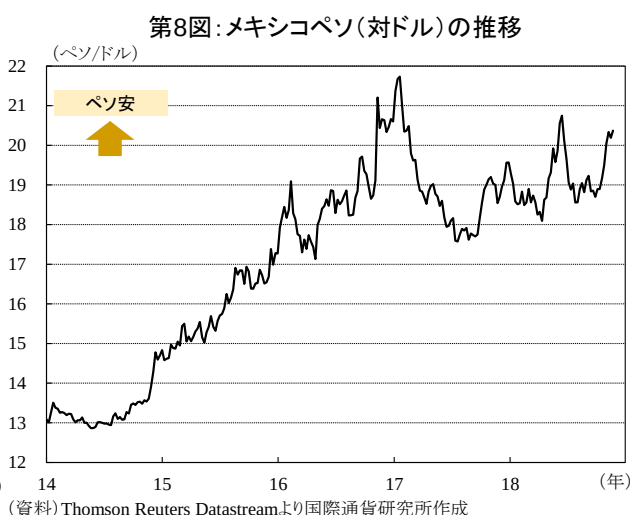
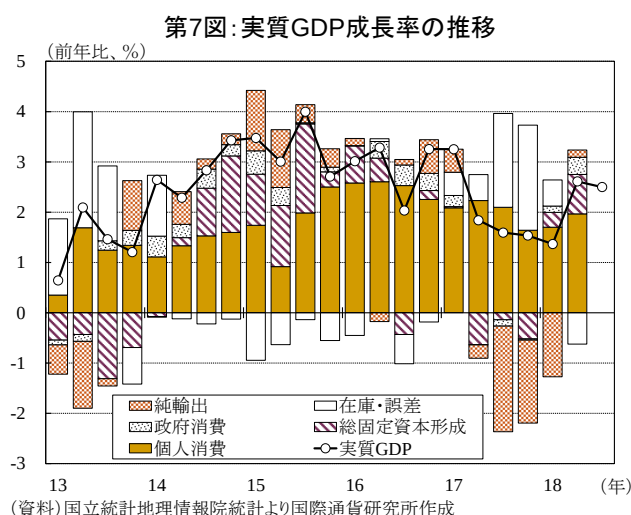
メキシコ経済は堅調な拡大が続いている。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+2.5%と前期と概ね同じ水準を維持した（第7図）。2018年の実質GDP成長率は前年から小幅ながらも加速し、同+2.2%で着地する見込みである。財輸出と個人消費の拡大が成長を牽引している。

景気堅調の背景にはファンダメンタルズの安定がある。IMFによると2018年の政府のプライマリーバランスは名目GDP比1.3%の黒字となり、同年の政府債務残高は同53.1%へと前年から1.2%ポイント低下する見通しである。経常収支は赤字基調にあるものの、その幅は同▲1.7%（2018年のIMF見通し）と大きくない。また、消費者物価上昇率はペソ安などを背景に2017年には前年比+6.0%まで加速していたが、断続的な利上げの実施とそれを受けたペソ相場の安定により、足元の消費者物価上昇率は同+4.9%（10月）まで低下してきている。2019年の実質GDP成長率も今年と同程度の水準維持が期待できそうである。

良好な経済を引き継ぐ形でオブラドール次期大統領の率いる新政権が12月1日に発足する。新政権は波乱なくスタートすると思われていたが、最近になって先行き不透明感が強まる事象が内外で相次いでいる。まず、10月28日に、次期大統領が既に工事が始まっ

ているメキシコシティ新空港の建設を中止すると発表し、更には今後建設が予定されている鉄道や製油所についても民意を問う意向を表明した。これは既定の事業が政府の意向で突然覆されるリスクを印象付けるものにほかならない。また、米国では、NAFTA の後継となる米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA、9月30日に3カ国政府間で合意）の批准について、11月の中間選挙の結果下院で多数派となった民主党の有力者らが、賃金条項がまだ米国の労働者に不利だ等として異議を唱え始めている。USMCA はメキシコ製造業に直ちに大きな影響を及ぼさない形で着地できたと思われていただけに、首尾よく批准されない事態となればメキシコ経済に打撃となるリスクがある。

内外の不透明要因を嫌気してペソの対ドルレートは再び軟化してきている（第8図）。中銀は利上げでペソ防衛を図っているが、仮にペソ安が収まったとしても高金利が内需への下押し圧力を加える懸念がある。先行き不透明感の強まりを背景とした通貨安起点の景気下振れシナリオには相応の注意が必要であろう。



(国際通貨研究所 森川 央)

VI. 原油

～原油価格の鍵を握る OPEC と米国シェールオイル～

1. 現状

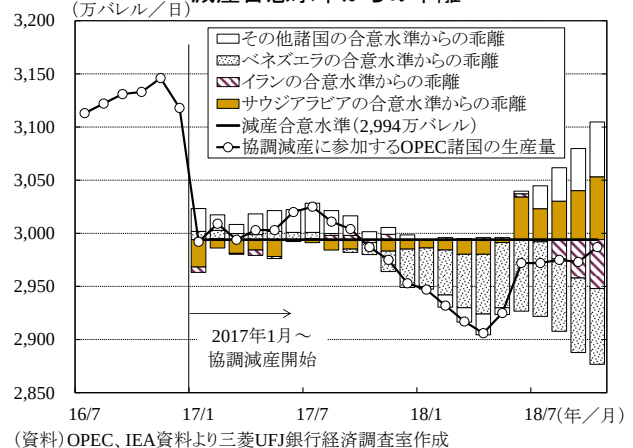
原油価格（WTI 期近物）は、9 月 23 日に開催された OPEC・非 OPEC 共同閣僚監視委員会（JMMC）で増産が見送られたことや、米国の対イラン制裁に伴う供給懸念等を背景に上昇し、10 月 3 日に 76 ドル台（1 バレル当たり、以下同）と約 4 年ぶりの高値を付けた（第 1 図）。しかし、その後は大きく下落し、足元では 50 ドル台前半で推移している。

原油価格軟化の背景には、需給バランスがサウジアラビアの増産（第 2 図）や米国シェールオイルの増産等を受けて供給超過となっていることが挙げられる（7-9 月期は 90 万バレル（日量、以下同）の供給超過）。それでも 10 月中旬まで価格が強含んだのは、米国のイラン制裁等の地政学的な供給懸念が意識されたからだが、11 月 5 日のイランの原油取引に対する制裁発動にあたり、米国が中国、インド、日本等の 8 カ国・地域に 180 日間の適用除外を認めたことで、そうした供給懸念も後退し、一気に値崩れしたと考えられる。

第1図：原油価格と原油需給の推移



第2図：協調減産に参加するOPEC諸国の生産量と減産合意水準からの乖離



2. 今後の見通し

先行きの原油価格は、OPEC 総会を受けて下げ止まり、その後は緩やかに 60 ドル程度まで上昇していくことが見込まれる。

この先の原油需給を見通すと、需要面では、米中通商対立等が実体経済の減速を招き、原油需要を下押しする可能性には注意が必要だが、基本的には中国やインドを牽引役とする緩やかな拡大が継続するとみられる。一方、供給面では引き続き OPEC の協調体制と米国シェールオイルの動向が鍵を握る。まず、OPEC については、サウジアラビアと原油価格の上昇を望まない米国との関係には留意は必要だが、これまで毎回の JMMC で「原油市場の安定を追求」との方針が確認され、バーキンズ事務局長も同趣旨の発言を繰り返していることに加え、足元の価格水準が大半の OPEC 加盟中東諸国の財政収支の均衡価格を下回っていることも踏まえれば、12 月 6 日の次回総会では「需給均衡」を確実に実現するための決定が予想される。これは文字通り世界の「需給均衡」を目指すものであり、今

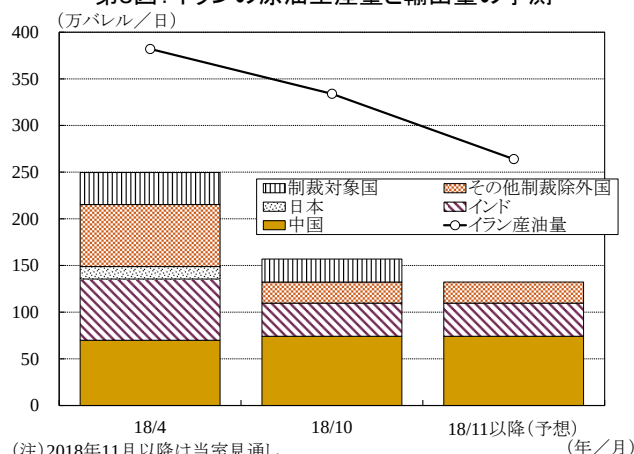
後のイランの減産量^(注)を勘案したとしてもまだ残るとみられる供給超過をも解消するための踏み込んだ減産が打ち出される可能性が高い。その場合、先行きの需給引き締めへの安心感が広がり、原油価格は下げ止まるとみられる。

(注) 米国の制裁の適用除外となった8ヵ国・地域が10月時点のイラン産原油の輸入量をそれ以降も維持し、それ以外の国がゼロにした場合、足元から更に70万バレルの減産が見込まれるが(第3図)、その規模ではまだ現在の供給過剰(90万バレル)の解消には到らない。

次に、米国シェールオイルについては、WTIでみて約60ドルをベンチマークとして価格に応じ機動的に増減産しているとされる(ダラス連邦準備銀行調査等)(第4図)。原油価格が上昇基調を辿る中で、2017年1月以降増産を続けてきたが、足元の価格下方修正を受けて早晩減産に転じ、需給バランスをタイト化させることが見込まれる。

従って、この先の原油市場はOPECの生産調整と米国シェールオイルの増減産メカニズムにより、最終的には米国シェールオイルの損益分岐点とされる60ドル程度で、需給均衡状態へと収束していくことが想定され(第5図)、メインシナリオとしては、2018年は年平均65ドル、2019年は同59ドルでの推移を予想する(第1表)。なお、イランの経済・社会が混乱する懸念や、サウジアラビア人記者の殺害事件等を巡る地政学リスクは熾り続けており、原油価格が想定以上に高値に振れる可能性には留意が必要である。

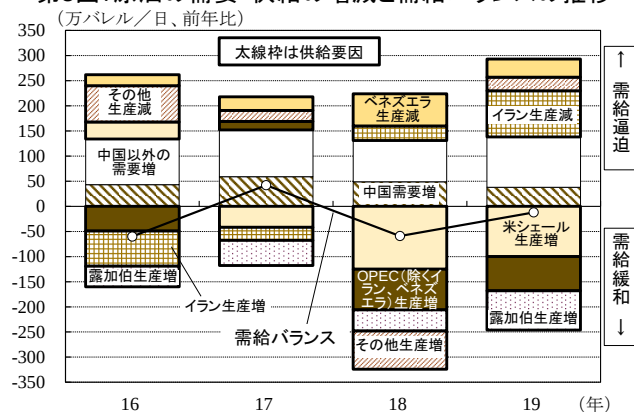
第3図: イランの原油生産量と輸出量の予測



第4図: 米国の石油リグ稼働数と原油価格の推移



第5図: 原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



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	69.4	44.0%	75.8	45.4%
10-12月期	60	8.5%	70	13.9%
19年1-3月期	56	▲11.0%	63	▲6.3%
4-6月期	59	▲13.1%	66	▲12.0%
7-9月期	60	▲13.6%	67	▲11.7%
10-12月期	60	0.0%	67	▲4.3%
17年	50.9	17.0%	54.8	21.3%
18年	65	27.8%	72	31.5%
19年	59	▲9.7%	66	▲8.7%

(注) その他生産は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

(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。