

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は製造業の調整局面にありつつも底堅さを維持できる見込み～

日本

～景気の腰折れは回避の公算も、外需起因の下押し圧力が継続～

米国

～雇用拡大と堅調な企業収益が緩やかな景気拡大をサポート～

欧州

～景気は減速しつつも、個人消費を中心に底堅さを維持～

アジア・豪州

～中国の減速は重石となり続けるも、内需主導の安定成長は概ね維持～

中南米

～緩やかに回復中のブラジル、不況下のアルゼンチン、2%成長が続くメキシコ～

原油価格

～供給起因の需給の引き締まりが先行きの原油価格を下支え～

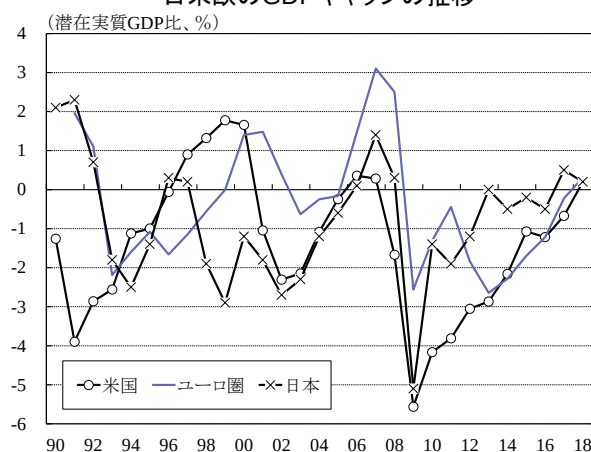
見通しの概要

世界経済は製造業の調整局面にありつつも底堅さを維持できる見込み ～政治・政策リスクは残存～

循環論的な観点から世界経済の流れを観察した場合、現在は少なくとも二つの循環が重なっている局面であることが分かる。一つは、需給ギャップ（現実の需要と経済の供給力の差）の動向で、10年前の世界金融危機時に先進国中心に一気に拡大したマイナスの需給ギャップがその後10年を掛けて徐々に縮小し、足元ではほぼギャップは解消もしくはプラスのギャップ（需要超過即ちリソース逼迫を意味）を示すに至っているというものである。本来これは、デフレよりもリソース逼迫に伴うインフレ圧力の方が懸念される局面に入ったということであり、金融政策上の示唆でいえばこれ以上の異次元な緩和政策は正当化しにくくなったということである（実際、この数年、米国を先頭に先進国で中央銀行の緩和政策からの「出口」が模索されるようになっている）。

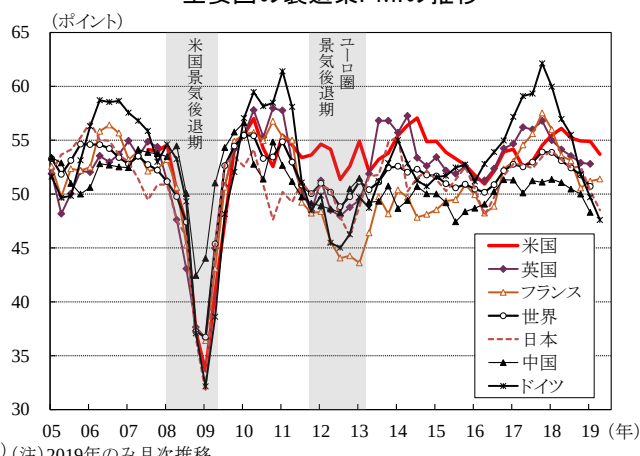
もう一つはより短い景気循環であり、足元は、2016年半ば頃から始まり2018年初頃にピークをつけた景気サイクルの減速局面と位置付けることができる。そして、今回の減速局面は、冒頭に述べた需給ギャップ解消局面の中では、2012年前後の欧州債務危機時の減速局面、2015年前後の商品市況低迷時の減速局面に次ぐ3番目の減速局面と考えてよいだろう。今回の場合は、債務危機や商品市況暴落のような目だったイベントがあるわけではないが、製造業の在庫循環に加えて、中国のシャドーバンキング規制強化に伴う民間企業の減速や米中貿易摩擦の激化、更には直近では欧州の排ガス規制強化影響などが複合的に重なったものであろう。

日米欧のGDPギャップの推移



(資料) 米国商務省、IMF、内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

主要国の製造業PMIの推移



(資料) Macrobondより三菱UFJ銀行経済調査室作成

このような二つのサイクルが重なった時に現れる現象としては、企業活動の弱さと雇用・家計所得の堅調との並存が指摘できる。即ち、在庫調整局面にあるため製造業を中心に企業の活動水準の伸びは停滞しているものの、需給ギャップの解消が示唆するように人手不足が問題となるほどの労働市場逼迫は続いているため、本格的な雇用調整が実施される局面からは程遠く、雇用者の伸びや賃金の伸びは息長く続いているという状況である。

実際、各地域状況は夫々の見通しパートに譲るものの、ほぼ全ての地域で製造業を中心とする景気の減速が指摘される一方で、個別要因で経済危機にある一部の新興国を除けば雇用情勢の本格的悪化が指摘される地域は皆無に近い。

問題はこれらサイクルが今後どのような展開を辿るかということだが、少なくとも先行き 1 年程度を見通した場合は、今回の短い景気循環（製造業の在庫循環）は、前 2 回の循環同様深刻な落ち込みに至る前にボトムアウトする可能性が高いだろう。これは、需給ギャップの中長期的な変動と関連の深い債務拡張を伴う資産バブルとその崩壊という一連の流れが今のところ先進国では目立って観察されていないため、家計や企業が支出よりも債務返済を優先させるというバランスシート調整の可能性が少なく、景気に自律的なボトムアウトが期待できるからである。但し、需給ギャップの循環の観点からみると、ギャップの解消（遊休資源の解消）が物理的な成長制約になってくるだろう。よって、特に先進国については出来上がりとして潜在成長率程度の成長に止まる可能性が高いと考えられる。なお、わが国においては今年消費増税というイベントを控えるが、政府の手厚い政策対応によりその影響は限定的に止まるとみられることから、潜在成長率程度の成長は確保可能であろう。

但し、ここで今一度認識すべき点を何点か指摘できるだろう。一つは、今回の景気循環には、米中対立や米国内の政治的対立、英国の EU 離脱など政治・外交的な文脈に起因するイベントが多く、景気の不透明感を更に強めている点である。例えば米中対立は、お互いに制裁関税を掛け合う前例のない規模での貿易戦争になっている上、技術覇権争いを念頭に相手国の特定企業の排除等にまでエスカレートしているため、二次三次の影響まで含めると不測の事態すら懸念されるところである。こうした不透明感は、米中間で貿易不均衡是正という限られたテーマに関して何らかの合意が成立したとしても容易には払拭されないものとみられるため、事態の進展が「循環の波形」を悪い方向に歪めるリスクは否定できない。欧州でも、英国 EU 離脱の帰趨のほかに、5 月の欧州議会選挙における既成政党とポピュリズム政党の勢力図の変化などが金融市場での不透明感を高める可能性はあるだろう（但し、英国の EU 離脱は、仮に「合意なき離脱」となった場合でも、物流の混乱等を通じて英国経済自体には甚大な影響をもたらすとみられるものの、ユーロ圏にとっての英国は貿易相手国としてのウェイトは数%台であることから、欧州域内全域あるいはグローバルなリスクとしては上位にないとみられる）。

今一つは米中対立の当事国の一方である中国の実体経済の動向である。経済成長率自体は 6% 台半ば程度と緩やかな減速に止まっているが、自動車販売や貿易統計、あるいは本邦企業の現地法人業績など急速な低迷を見せている指標も目立つようになっている。中国では、米国による制裁関税の影響のみならず、債務問題への対処としてのシャドーバンキング規制が民間企業の資金調達難に繋がっているという指摘がある。こうした逆風を相殺すべく、預金準備率引き下げを始めとする金融緩和やインフラ投資などの政策が打たれており、メインシナリオとしては急激な景気失速は避けられるとみられるが、中央の方針が

地方の末端にまで浸透するのに時間が掛かる等一筋縄ではいかない面もあり注意は必要だ。特に、先進国の中で中国経済との結び付きが強い日本にとっては大きなリスク要因である。

最後に米国 FRB の動きにも注意が必要だろう。そもそも FRB が緩やかな利上げを続けてきたのは、需給ギャップが解消してきたため大規模な金融緩和は正当化できなくなり、政策スタンスを景気に中立なところまでは戻す必要がある（それにより次の景気後退で有意な利下げができる程度の金利水準は確保しておく）という認識に立っていたからに他ならない。しかし、その FRB 自体の利上げ姿勢が折からの政策・政治的な懸念材料と循環的な景気減速と相俟って投資家（やトランプ大統領）の不安を招き、年末年始の株価の大幅調整を招くに至った。ここで FRB が組織として選択したのは、半年先や 1 年先の政策効果を視野に入れた特定の金融政策モデルによる判断軸ではなく「データ次第」という判断軸であり、その結論が「様子見姿勢への転換（利上げの一時中断）」「バランスシート縮小の前倒し終了」になったものと考えられる。これは金融市場の動揺を抑えるには劇的な効果があったといえる。実際、本来金融市場が消化すべき材料としての米中摩擦に関するニュースや景気動向を示す指標について言うと、昨年 12 月頃と足元とで不透明感に大きな差があるとは考えにくく、大きく変化したのは FRB の金融政策姿勢に他ならない。これは金融政策が持つ影響力を如実に示すものである一方、企業経営者や投資家、消費者が過度に金融政策に期待していることも示しているのではなかろうか。歴史的には経済主体の金融政策への依存が結果として資産バブルに繋がった例は枚挙に暇が無い。足元の状況が具体的な警告を発していると言えないにせよ、家計・企業・市場の「金融政策依存」という中長期的リスクには留意が必要だろう。逆に、FRB としてもそれによって金融政策を縛られるリスクはあるわけで、景気や市場の安定を前提とした上で「データ次第」からモデルによる判断への再転換、その帰結として中立金利を目指してのあと 2 回程度の利上げの可能性は依然残っているといえる。目先は 3 月の FOMC での政策金利見通しやそれに対する金融市場の反応が注目されるところである。

（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 実績	2019年 見通し	2017年 実績	2018年 実績	2019年 見通し	2017年 実績	2018年 実績	2019年 見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)		66.83	1,353	3.3	3.3	3.0	2.2	2.6	2.3			
先進国・地域		43.77	886	2.3	2.3	1.9	1.7	2.0	1.7			
新興国		23.07	467	5.3	5.2	5.0	3.1	3.9	3.4			
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.94	100	1.9	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	1,968	1,669	1,520
	アジア11カ国・地域	19.62	397	6.1	6.0	5.7	2.0	2.3	2.3	4,010	2,339	1,932
	中国	12.01	243	6.8	6.6	6.2	1.6	2.1	2.2	1,649	491	337
	インド(年度ベース)	2.60	53	7.1	7.3	7.5	3.6	3.4	3.6	▲ 487	▲ 601	▲ 713
	NIEs4カ国・地域	2.78	56	3.2	2.8	2.4	1.4	1.4	1.6	2,371	2,274	2,217
	韓国	1.54	31	3.1	2.7	2.5	1.9	1.5	1.7	785	766	711
	台湾	0.57	12	3.1	2.7	2.1	0.6	1.4	1.1	829	748	720
	香港	0.34	7	3.8	3.0	2.4	1.5	2.4	2.4	147	107	103
	シンガポール	0.32	7	3.6	3.2	2.5	0.6	0.4	1.0	610	653	683
	ASEAN5カ国	2.32	47	5.4	5.2	5.0	3.0	2.8	2.9	478	175	91
	インドネシア	1.02	21	5.1	5.2	5.1	3.8	3.2	3.6	▲ 162	▲ 311	▲ 280
	タイ	0.46	9	3.9	4.1	3.8	0.7	1.1	1.1	502	335	302
	マレーシア	0.31	6	5.9	4.7	4.5	3.8	1.0	1.3	95	79	80
	フィリピン	0.31	6	6.7	6.2	6.1	2.9	5.2	3.9	▲ 22	▲ 66	▲ 76
	ベトナム	0.22	4	6.8	7.1	6.5	3.5	3.5	3.8	64	138	65
	オーストラリア	1.38	28	2.4	3.0	2.8	1.9	1.9	2.0	▲ 361	▲ 358	▲ 364
米州	米国	19.49	394	2.2	2.9	2.4	2.1	2.4	2.1	▲ 4,491	▲ 4,717	▲ 4,767
	中南米6カ国	4.65	94	1.7	1.3	1.9	6.9	9.4	6.6	▲ 732	▲ 819	▲ 850
	ブラジル	2.06	42	1.1	1.1	2.2	3.4	3.9	4.0	▲ 55	▲ 129	▲ 300
	メキシコ	1.15	23	2.1	2.0	2.0	6.0	4.8	3.7	▲ 191	▲ 230	▲ 230
	アルゼンチン	0.64	13	2.9	▲ 2.4	▲ 1.4	24.0	44.0	25.0	▲ 316	▲ 250	▲ 100
欧州	ユーロ圏19カ国	12.63	256	2.4	1.9	1.4	1.5	1.8	1.5	4,107	4,036	3,707
	ドイツ	3.70	75	2.2	1.4	1.2	1.7	1.9	1.6	2,950	2,943	2,665
	フランス	2.59	52	2.3	1.5	1.3	1.2	2.1	1.5	▲ 148	▲ 196	▲ 133
	イタリア	1.94	39	1.6	0.8	0.3	1.3	1.2	1.1	543	535	475
	英国	2.63	53	1.8	1.4	1.3	2.7	2.5	1.9	▲ 881	▲ 1,098	▲ 903
	ロシア	1.58	32	1.5	2.3	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	3.6	2.4	2.9	2.5	
----------------------------------	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--

(注) 1. 『2018年』の一部の国・地域は見込み値。

2. 『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)。

3. 『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。

4. 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』。

5. 『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

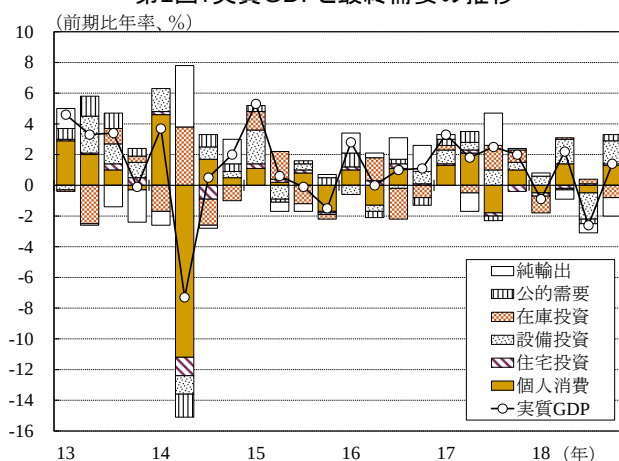
～景気の腰折れは回避の公算も、外需起因の下押し圧力が継続～

1. 日本経済の概況

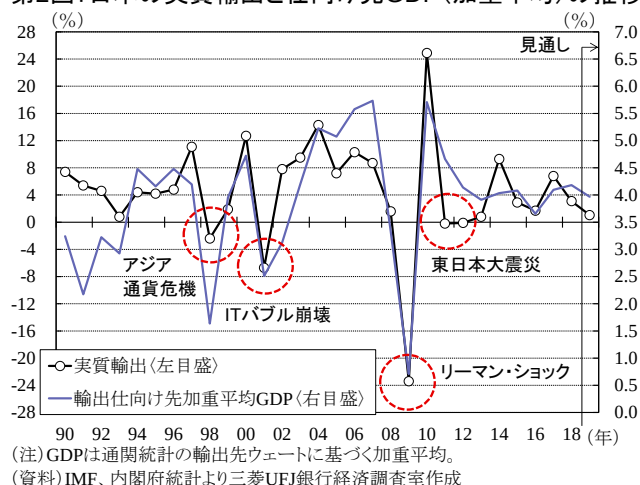
2018年10-12月期の実質GDP（1次速報値）は、前期比年率+1.4%と2四半期ぶりのプラス成長となった（第1図）。個人消費や設備投資といった内需の高い伸びが外需のマイナスを補う格好となったが、自然災害に起因する一時的な下押し影響を強く受けていた前四半期からの反動増も含まれることを勘案すれば、内需の実態には数字ほどの力強さはないとみられる。2018年中の成長率は一進一退を繰り返す形となり、外需が減速感を強める中、景気は踊り場を迎えている。

先行きの国内景気の最大のリスクは、米中通商摩擦等に起因する海外経済変動が外需失速及び企業収益悪化を招く可能性である。まず、輸出について、足元で中国向けの輸出が現地法人の売上高と共に急減しており、先行きの不透明感を高めている。ここで、日本の実質輸出と仕向け先地域の実質GDP成長率の過去の関係を確認すると、1990年以降で輸出が明確な落ち込みを示した年が4回あるが、大規模な供給制約が生じた東日本大震災後を除けば、アジア通貨危機、ITバブルの崩壊、リーマン・ショックなど、海外の景気が失速したタイミングに重なっている（第2図）。この点、足元は、中国と並び仕向け先の約2割を占める米国向けが底堅さを維持するなど、現時点で輸出が全面的に崩れている状況ではない。また、中国向け輸出も、当面は同国の対米輸出の急減とそれに伴う投資の様子見姿勢が、日本が得意とする高付加価値の生産財や資本財の輸入需要を下押しする展開が予想されるが、同国の景気そのものは政府の内需振興策の下支えにより失速を回避する可能性が高い。足元で進む米中通商協議を通じて、更なる報復関税の応酬には一定の歯止めがかかる可能性が高まっていることを踏まえると、先行きの輸出は、弱含みが避けられないものの、国内景気の腰折れを招くほどの深刻な落ち込みに至る可能性は限定的と考えられる。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



第2図：日本の実質輸出と仕向け先GDP（加重平均）の推移



企業収益の面では、日本企業のグローバル売上高に占める輸出及び海外現地法人売上は合わせて約 2 割を占め、国内事業所に限っても約 5%が輸出向けである。このため、先行きは外需減速に伴う増収ペースの鈍化は避けられず、これまでのように人件費の増嵩を増収効果で吸収しきれなくなる可能性がある。ただ一方で、原油価格は前年度比下落に転じており、こうした投入物価の低下を通じて利益が下支えされることで（第 1 表）、企業収益は全体としては底堅さを保ち、延いては企業の生産性向上に必要な投資や人材確保を進める姿勢も維持される公算が大きい。

個人消費を支える家計の所得環境は引き続き底堅く、10 月の消費増税の影響が軽減税率や幼児教育無償化等の手厚い政策対応で限定的に止まるとみられることも勘案すると、2019 年度の実質 GDP 成長率は前期比+0.8%程度を確保する見通しである（第 2 表）。ただし、米中貿易協議及び今後本格化する日米二国間協定交渉の行方や、中国を中心とした海外経済の変調と金融市場の動きなど、海外発のリスク要因に最大限の警戒が必要である。

第1表：非金融法人企業の経常利益に対する
売上高と原油価格変動の影響（2019年度）

売上高 (前年度比)	3.0	14.5	12.8	11.0	9.3	7.5	5.7	4.0
	2.0	11.3	9.5	7.8	6.0	4.3	2.6	0.8
	1.0	8.0	6.3	4.6	2.8	1.1	▲ 0.6	▲ 2.3
	0.0	4.8	3.0	1.3	▲ 0.4	▲ 2.1	▲ 3.8	▲ 5.5
	▲ 1.0	1.5	▲ 0.2	▲ 1.9	▲ 3.6	▲ 5.3	▲ 7.0	▲ 8.7
	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 3.4	▲ 5.1	▲ 6.8	▲ 8.5	▲ 10.1	▲ 11.8
	▲ 3.0	▲ 5.0	▲ 6.7	▲ 8.4	▲ 10.0	▲ 11.7	▲ 13.3	▲ 15.0
		40	45	50	55	60	65	70
WTI(ドル/バレル、年度平均)								
		2018年 4月-12月平均		2019年度見通し (年度平均)				
WTI		65.4		54				

(資料) 財務省統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表：GDP計数の年度見通し

(前年度比、%)				
	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	0.9	1.9	0.7	0.8
個人消費	0.0	1.1	0.7	0.5
住宅投資	6.3	▲ 0.7	▲ 4.3	0.3
設備投資	▲ 0.5	4.6	3.5	2.2
在庫投資(寄与度)	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	0.0
公的需要	0.7	0.6	▲ 0.1	1.3
純輸出(寄与度)	0.8	0.4	▲ 0.2	▲ 0.1
輸出	3.6	6.4	1.9	1.3
輸入	▲ 0.9	4.0	3.0	2.1
名目GDP	0.7	2.0	0.5	1.7
GDPデフレーター	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.8

(資料) 内閣府統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

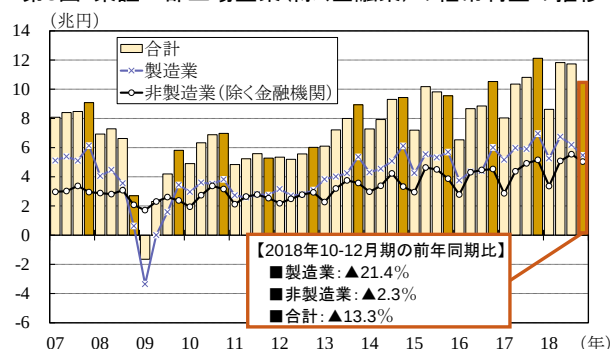
2. 見通し上のキーポイント

(1) 外需減速等により企業収益が 9 四半期ぶりに減益

10-12 月期の東証一部上場企業（除く金融業）の経常利益は前年比▲13.3%と、水準は同四半期として過去 3 番目に高いものの、9 四半期ぶりのマイナスとなった（第 3 図）。業種別にみると、製造業が同▲21.4%と失速が目立っている。タイトな労働需給を背景に人件費が増加傾向にある中、米中貿易摩擦や中国経済の減速等を背景に海外現法売上や輸出が鈍化したことが、外需依存度の高い業種を中心に利益を強く下押ししたとみられ、これに昨年秋口までの原油高に起因する原燃料コストの増加や個社要因の多額の一過性損失も加わる形となった（第 4 図）。他方で、非製造業の経常利益は同▲2.3%と、底堅い内需を支えに小幅な減益に止まっており、外需への感応度に応じて業種別の利益に濃淡が現れる状況になっている。先行きは、人件費の持続的増加が企業収益の重石となることが確実視されるものの、安定した内需を背景に非製造業は底堅いことに加え、目先のところでは下落に転じた原油価格を受けた原燃料コストの低下も企業収益の下支えに寄与する展開が予想される。ただし、製造業の利益が底割れするような場合には、国内の景況感の悪化

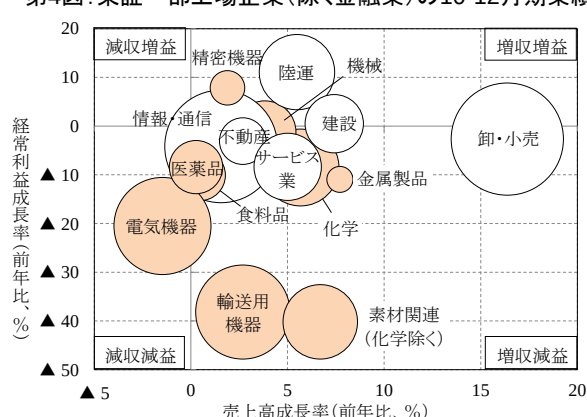
等を通じて内需型の産業にも影響が波及するため、外需の先行きには注視が必要である。

第3図：東証一部上場企業（除く金融業）の経常利益の推移



(注) 1. 2月19日時点で2018年10-12月期決算を公表済の企業のうち、2007年1-3月期以降連続してデータを取得できる1371社の『経常利益』を集計したもの。
2. 『経常利益』は原数値。棒グラフの濃色部分は各年の10-12月期。
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：東証一部上場企業（除く金融業）の10-12月期業績



(注) バブルの大きさは経常利益規模。
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

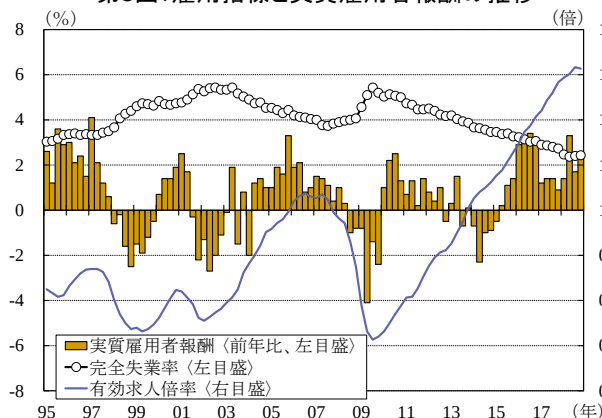
(2) 安定した家計所得が消費を支え、消費増税による腰折れは回避

10-12月期の実質雇用者報酬は前年比+2.5%と、タイトな労働需給や好調であった冬のボーナス等に支えられ、15四半期連続で前年比プラスとなった（第5図）。実質雇用者報酬は、毎月勤労統計の修正に伴い遡及改定されたが、改定幅は軽微であり、家計所得が改善傾向にあるとの見方は不変である。

今春闘では、経団連がベアに拘らない方針を示した一方、経営側の賃上げ姿勢をみると、「望ましい賃上げ」は2.49%と前年並みで、「実際の賃上げ見通し」は2.11%と前年から上昇した（第6図）。人手不足の深刻化や、昨年の物価が緩やかながらも上昇したことが、経営側の底堅い賃上げ姿勢につながっているとみられる。最近の「妥結賃上げ率」は概ね上記2指標の間で決着しており、今春闘も昨年と同程度の賃上げが見込まれる。

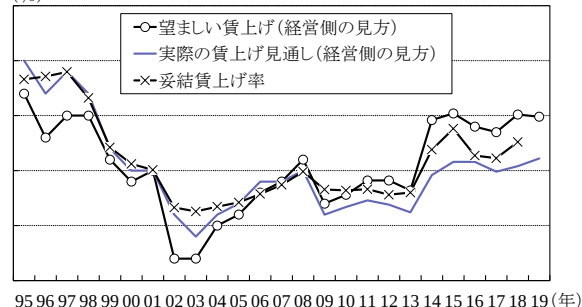
また、10月に予定される消費税率引き上げ後の家計のネット負担増は、軽減税率や教育無償化に加え、ポイント還元やプレミアム付き商品券、耐久財の購入支援策等もあり、約1.7兆円と過去の増税時の5分の1程度に止まる見込みである。消費の駆け込みと反動減による景気の攪乱も、購入支援策のある耐久財に加え、食料品等に軽減税率が導入される非耐久財でも反動減が抑制される可能性が高く、個人消費は先行きも底堅さを維持しよう。

第5図：雇用指標と実質雇用者報酬の推移



(注) 『完全失業率』、『有効求人倍率』は3ヵ月平均値。
(資料) 総務省、厚生労働省、内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図：経営側の賃上げ見通しと妥結賃上げ率の推移



(注) 1. 『望ましい賃上げ』、『実際の賃上げ見通し』は、春闘を開始する前に、経営側にアンケート調査した結果を集計したもの。
東証1部、2部上場企業の人事・労務担当部長が対象。
2. 『妥結賃上げ率』は、主要企業を対象に春闘で妥結した賃上げ結果を集計したもの。
(資料) 労務行政研究所、厚生労働省統計より三菱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

昨年 7 月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化（以下枠組み強化）」以降、イーロード・カーブは超長期ゾーンを中心にスティープ化が進んでいたが、足元は「枠組み強化」前の水準を下回り、再びフラット化している（第 7 図）。10 年物国債利回りは、昨年末に約 1 年 3 ヶ月ぶりにマイナス圏に突入し、足元は▲0.03%程度で推移している。

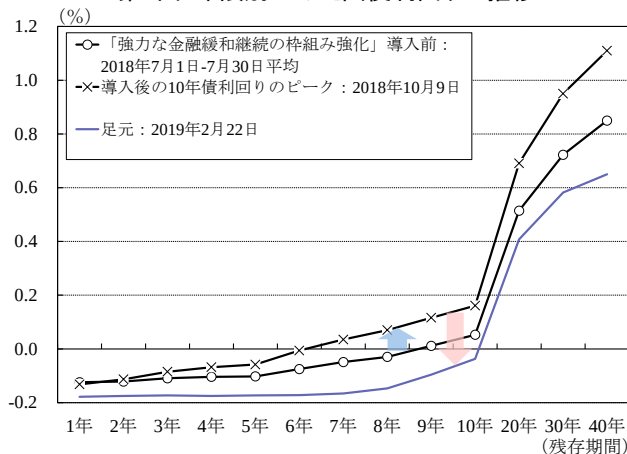
投資家別に長期国債の売買高をみると、海外勢からの資金流入が長期金利の低下を主導したことが読み取れる。「外国人」の長期国債買い越し額は、昨年 11 月は 2007 年 8 月以来の高水準、12 月には統計を遡れる 2004 年以降で最大となり、今年 1 月も若干鈍化はしたものの 1 兆円超の流入が続いた（第 8 図）。背景には、米中貿易摩擦や海外経済の減速懸念などに起因するリスク回避的な動きに加え、海外金利が全般的に低下するなかで通貨スワップによる日本国債への投資妙味が相対的に高まっていることなどがあるとみられる。

もっとも、金利が先行きも一方的に低下していく展開は考え難い。黒田総裁は昨年 12 月の会見で、長期金利のマイナス圏再突入について、金利が経済・物価、内外の金融市場の動き等を反映して動いているのであれば問題ないとしつつも、「そうしたことと離れて全く違う状況で動く場合には、その（±0.2%の）幅の範囲内でも、指値オペ等を行う可能性がある」と述べている。実際、2 月に長期金利が急低下した際には、超長期ゾーンの国債買い入れ額を 7 ヶ月ぶりに減額した。金融仲介機能への副作用が強まる中、日銀は急激な円高進行等のトリガーがない限り更なる緩和には動き難く、一方で海外経済の不透明感から出口にも動き辛い状況にある。日銀は当面、現状の金融政策を維持するとみられる。

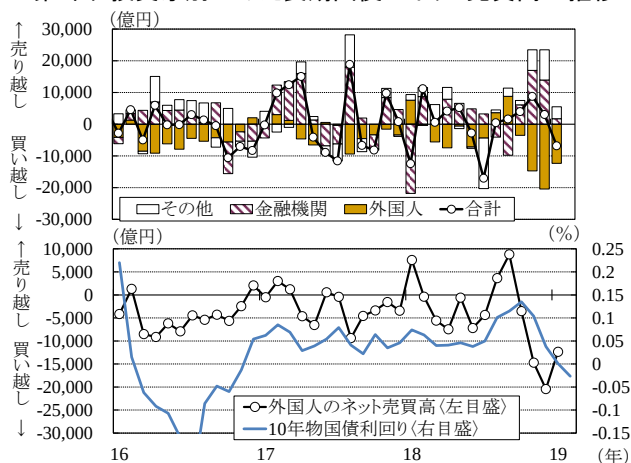
(2) 為替

ドル円相場は、昨年終盤のリスク回避の動きを受けて円高が進行し、年初に 1 ドル 105 円を割り込んだものの、足元は 1 ドル 110 円台まで戻している。先行きは、米中通商摩擦や Brexit を巡る動きなど海外情勢の変化から振れることはあっても、一定の日米金利差が引き続き存在することで円高の定着は回避され、1 ドル 110 円程度で推移すると予想する。

第7図：年限別にみた国債利回りの推移



第8図：投資家別にみた長期国債のネット売買高の推移



（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10～12月期のGDP統計（1次速報値）反映後

	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、%）	3.3	1.8	2.5	2.0	▲ 0.9	2.2	▲ 2.6	1.4	3.2	1.2	1.8	▲ 3.4	0.8	1.9	0.7	0.8
個人消費	2.3	3.8	▲ 3.2	1.9	▲ 0.9	2.5	▲ 0.8	2.4	1.2	1.2	2.8	▲ 6.8	1.2	1.1	0.7	0.5
住宅投資	1.9	7.4	▲ 7.5	▲ 12.1	▲ 7.8	▲ 7.8	2.2	4.7	3.6	3.2	2.0	▲ 13.3	▲ 7.8	▲ 0.7	▲ 4.3	0.3
設備投資	6.3	3.5	6.9	3.3	4.1	10.4	▲ 10.3	9.8	4.2	2.4	3.4	▲ 3.4	2.5	4.6	3.5	2.2
在庫投資（寄与度）	0.3	▲ 0.5	1.6	0.8	▲ 1.1	0.1	0.3	▲ 0.8	0.5	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	0.0
公的需要	1.5	2.8	▲ 1.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.2	▲ 1.0	1.6	1.5	1.0	1.3	1.7	1.6	0.6	▲ 0.1	1.3
うち、公共投資	1.9	13.4	▲ 9.2	▲ 1.3	▲ 2.6	▲ 2.4	▲ 8.3	▲ 4.6	1.6	2.0	3.2	4.1	3.2	0.5	▲ 3.8	1.2
純輸出（寄与度）	0.3	▲ 1.2	2.1	0.1	0.2	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 1.2	0.9	▲ 0.2	▲ 0.8	1.0	▲ 0.6	0.4	▲ 0.2	▲ 0.1
財貨・サービスの輸出	7.0	▲ 0.2	10.6	9.1	1.4	1.8	▲ 5.6	3.7	1.4	1.6	1.6	1.6	1.4	6.4	1.9	1.3
財貨・サービスの輸入	5.5	8.0	▲ 2.4	9.4	0.2	5.3	▲ 2.6	11.3	▲ 3.6	2.9	6.3	▲ 3.9	4.5	4.0	3.0	2.1
名目GDP（前期比年率、%）	1.5	2.8	4.3	1.3	▲ 1.8	1.9	▲ 2.4	1.1	4.1	2.4	3.3	▲ 3.1	1.4	2.0	0.5	1.7
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 0.9	▲ 0.3	0.2	0.1	0.5	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.6	0.8	0.9	1.0	0.1	▲ 0.1	0.8
鉱工業生産（前期比、%）	▲ 0.4	1.9	0.0	1.2	▲ 1.1	1.2	▲ 1.3	1.9	▲ 1.2	1.6	0.4	▲ 1.9	1.2	2.9	0.6	1.0
国内企業物価（前年比、%）	0.9	2.2	2.8	3.3	2.5	2.4	3.0	2.3	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	0.9	0.7	0.6	0.6	1.0	1.0	0.7	0.8	0.8
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	1,294	819	1,578	1,291	730	967	▲ 9	▲ 222	57	191	▲ 510	▲ 669	▲ 150	4,594	793	▲ 1,138
経常収支（10億円）	5,360	4,994	5,806	5,895	4,684	5,515	4,289	4,212	4,489	4,672	3,983	3,814	4,324	21,813	18,505	16,793
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	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
円相場（円／ドル）	114	111	111	113	108	109	112	113	110	111	111	110	110	111	111	110

(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)
2019年2月28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				2019年 1月
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	9月	10月	11月	12月	
実質GDP成長率(前期比年率)	0.9	1.9	2.2 (1.5)	▲ 2.6 (0.1)	1.4 (▲ 0.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.6	1.8	0.9 (1.1)	▲ 0.8 (0.2)	1.0 (1.1)	▲ 1.1 (▲ 1.2)	2.2 (2.5)	▲ 0.5 (1.1)	▲ 0.4 (▲ 0.3)	
鉱工業生産指数	0.8	2.9	1.2 (1.2)	▲ 1.3 (▲ 0.1)	1.9 (1.2)	▲ 0.4 (▲ 2.5)	2.9 (4.2)	▲ 1.0 (1.5)	▲ 0.1 (▲ 1.9)	▲ 3.7 (0.0)
鉱工業出荷指数	0.6	2.2	2.1 (1.6)	▲ 1.9 (▲ 0.5)	1.8 (1.0)	▲ 2.0 (▲ 2.9)	3.5 (5.7)	▲ 1.2 (0.9)	0.0 (▲ 3.1)	▲ 4.0 (▲ 0.9)
製品在庫指数	▲ 1.4	5.2	▲ 2.6 (2.4)	1.2 (3.5)	0.5 (1.9)	1.2 (3.5)	▲ 1.3 (▲ 0.7)	0.1 (0.6)	1.7 (1.9)	▲ 1.5 (1.2)
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	100.7	102.2	104.1 [100.3]	104.6 [99.6]	104.9 [102.6]	105.2 [100.6]	104.7 [105.0]	102.4 [101.5]	107.6 [101.3]	108.5 [109.7]
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.6 (2.4)	0.9 (3.0)	0.2 (2.3)	0.3 (3.0)	0.4 (3.0)	▲ 0.3 (2.3)	▲ 0.6 (1.5)	▲ 0.6 (0.6)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.2	0.7	0.4 (0.7)	0.2 (0.9)	0.4 (0.9)	0.1 (1.0)	0.1 (1.0)	0.0 (0.9)	▲ 0.1 (0.7)	0.2 (0.8)
稼働率指数 (2015年=100)	99.2	102.7	103.2 [102.8]	101.4 [102.5]	105.3 [103.8]	101.2 [102.8]	105.2 [102.8]	106.3 [103.4]	104.3 [105.1]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.5	▲ 0.8	2.2 (8.0)	0.9 (4.8)	▲ 4.2 (2.0)	▲ 18.3 (▲ 7.0)	7.6 (4.5)	▲ 0.0 (0.8)	▲ 0.1 (0.9)	
製造業	▲ 4.6	9.2	5.5 (17.8)	▲ 2.0 (8.5)	▲ 6.2 (▲ 1)	▲ 17.3 (▲ 5.5)	12.3 (3.9)	▲ 6.4 (▲ 0.0)	▲ 8.5 (▲ 5.3)	
非製造業 (除く船舶、電力)	4.3	▲ 7.8	▲ 0.4 (0.3)	3.5 (2.0)	▲ 2.5 (4.5)	▲ 17.1 (▲ 8.0)	4.5 (5.1)	2.5 (1.4)	6.8 (6.5)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	0.3	7.0	0.7 (4.0)	▲ 1.5 (1.6)	2.0 (0.9)	▲ 2.0 (▲ 1.3)	5.4 (7.2)	▲ 3.9 (1.6)	▲ 1.2 (▲ 5.4)	▲ 8.0 (▲ 9.2)
建設受注	4.0	0.7								
民需			(▲ 7.4)	(▲ 2.2)	(▲ 9.8)	(1.0)	(▲ 16.5)	(▲ 10.7)	(▲ 3.7)	(19.8)
官公庁			(1.3)	(1.1)	(▲ 5.3)	(9.4)	(▲ 10.1)	(▲ 9.2)	(1.4)	(15.2)
公共工事請負金額	4.1	▲ 4.3								
			(1.5)	(▲ 4.3)	(3.6)	(▲ 7.6)	(9.5)	(▲ 5.2)	(4.6)	(▲ 4.1)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	97.4 (5.8)	94.6 (▲ 2.8)	96.6 (▲ 1.8)	95.0 (▲ 0.2)	95.5 (0.6)	94.3 (▲ 1.5)	95.0 (0.3)	95.5 (▲ 0.6)	96.1 (2.1)	87.2 (1.1)
新設住宅床面積	(4.1)	(▲ 3.7)	(▲ 3.6)	(▲ 0.9)	(2.3)	(▲ 1.6)	(2.2)	(0.8)	(3.9)	(3.0)
小売業販売額	▲ 0.2	1.9	(1.3)	(2.2)	(2.0)	(2.2)	(3.6)	(1.4)	(1.3)	(0.6)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.6	0.2	▲ 0.9 (▲ 1.3)	1.5 (1.0)	0.2 (1.1)	▲ 3.5 (▲ 0.5)	1.5 (1.0)	0.2 (0.3)	▲ 0.1 (1.9)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	72.1	71.7	68.8 [74.0]	70.6 [70.6]	68.6 [71.6]	70.4 [70.3]	70.4 [71.6]	70.1 [71.7]	65.5 [71.6]	73.3
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.5	1.3 (0.3)	▲ 2.7 (▲ 2.5)	0.1 (▲ 2.3)	▲ 0.6 (▲ 3.6)	2.2 (0.0)	▲ 0.6 (▲ 2.6)	▲ 3.5 (▲ 4.3)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.7	(1.7)	(0.9)	(1.5)	(0.7)	(1.1)	(1.7)	(1.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	102	99	▲ 17	▲ 36	▲ 40	▲ 39	▲ 41	▲ 43	▲ 37	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.39	1.54	1.60 [1.49]	1.63 [1.52]	1.63 [1.57]	1.64 [1.53]	1.62 [1.55]	1.63 [1.56]	1.63 [1.59]	45.6 [49.9]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.5	2.4	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	46.4	50.5	48.7 [49.7]	48.0 [50.4]	48.3 [52.3]	48.3 [50.9]	48.6 [51.1]	49.5 [52.9]	46.8 [52.9]	
企業倒産件数 (実数、件数)	8,381 (▲ 3.5)	8,367 (▲ 0.2)	2,107 (▲ 3.7)	2,017 (▲ 0.7)	2,070 (▲ 1.7)	621 (▲ 8.5)	730 (▲ 0.4)	718 (6.1)	622 (▲ 10.6)	666 (4.9)

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				2019年
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	9月	10月	11月	12月	
通関輸出	▲3.5	10.8	(7.5)	(2.9)	(1.3)	(▲1.3)	(8.2)	(0.1)	(▲3.9)	(▲8.4)
価格	▲6.0	5.5	(1.8)	(4.0)	(2.8)	(3.7)	(4.3)	(2.1)	(2.1)	(0.7)
数量	2.7	5.0	(5.6)	(▲1.1)	(▲1.4)	(▲4.9)	(3.8)	(▲1.9)	(▲5.8)	(▲9.0)
通関輸入	▲10.2	13.7	(7.5)	(12.4)	(11.2)	(7.1)	(20.0)	(12.5)	(1.9)	(▲0.6)
価格	▲10.0	8.8	(6.1)	(10.3)	(6.9)	(10.1)	(8.8)	(7.9)	(4.1)	(▲1.2)
数量	▲0.2	4.4	(1.4)	(1.9)	(4.0)	(▲2.7)	(10.3)	(4.3)	(▲2.2)	(0.5)
経常収支(億円)	210,188	218,127	49,775	57,137	25,199	18,486	13,099	7,572	4,528	
貿易収支(億円)	57,851	45,936	10,661	617	▲6,647	3,193	▲3,217	▲5,591	2,162	
サービス収支(億円)	▲13,813	▲5,378	▲6,118	▲1,645	▲3,351	▲242	▲2,330	121	▲1,142	
金融収支(億円)	247,407	196,174	53,095	44,004	28,568	31,940	15,479	11,205	1,883	
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,258,748	1,259,673	1,270,975	1,259,673	1,252,873	1,258,264	1,270,975	1,279,297
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	109.05	111.44	112.87	111.89	112.78	113.37	112.45	108.95

3. 金融

	2016年度	2017年度	2018年			2018年				2019年
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	9月	10月	11月	12月	
無担保コール翌日物金利	▲0.045	▲0.050	▲0.065 [▲0.054]	▲0.063 [▲0.054]	▲0.066 [▲0.042]	▲0.059 [▲0.058]	▲0.060 [▲0.037]	▲0.070 [▲0.048]	▲0.068 [▲0.042]	▲0.064 [▲0.040]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.057	0.065	0.084 [0.056]	0.077 [0.062]	0.050 [0.063]	0.050 [0.056]	0.050 [0.063]	0.050 [0.063]	0.050 [0.063]	0.030 [0.068]
新発10年国債利回り	0.065	0.045	0.030 [0.075]	0.125 [0.060]	▲0.010 [0.045]	0.125 [0.060]	0.130 [0.065]	0.085 [0.035]	▲0.010 [0.045]	0.000 [0.080]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.847	0.817	0.789 (▲0.028)	0.775 (▲0.014)	0.759 (▲0.016)	0.775 (▲0.011)	0.777 (0.002)	0.772 (▲0.005)	0.759 (▲0.013)	
日経平均株価 (225種、末値)	18,909	21,454	22,305 [20,033]	24,120 [20,356]	20,015 [22,765]	24,120 [20,356]	21,920 [22,012]	22,351 [22,725]	20,015 [22,765]	20,773 [23,098]
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.1)	(2.9)	(2.5)	(2.8)	(2.7)	(2.3)	(2.4)	(2.4)
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(2.5)	(2.2)	(2.0)	(2.2)	(2.1)	(1.9)	(2.0)	(1.9)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.4)	(2.8)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.1)	(2.4)	(2.4)
銀行計	(2.4)	(2.8)	(2.0)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.5)	(2.4)
都銀等	(1.2)	(2.0)	(0.5)	(0.7)	(1.2)	(1.1)	(1.1)	(0.9)	(1.6)	(1.6)
地銀	(3.5)	(3.6)	(4.1)	(4.5)	(4.3)	(4.5)	(4.3)	(4.4)	(4.3)	(4.2)
地銀Ⅱ	(3.1)	(3.0)	(0.6)	(▲0.5)	(▲0.8)	(▲0.6)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.9)	(▲0.9)
信金	(2.3)	(2.7)	(2.3)	(2.2)	(2.0)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(1.9)
3業態計	(3.8)	(4.2)	(3.8)	(3.7)	(3.2)	(3.6)	(3.4)	(3.0)	(3.1)	(3.1)
都銀	(5.5)	(5.9)	(5.2)	(5.3)	(4.6)	(5.2)	(4.8)	(4.3)	(4.5)	(4.7)
地銀	(2.3)	(2.5)	(2.8)	(3.0)	(2.6)	(2.9)	(2.8)	(2.5)	(2.4)	(2.2)
地銀Ⅱ	(2.1)	(2.1)	(▲0.2)	(▲1.3)	(▲1.8)	(▲1.4)	(▲1.7)	(▲1.8)	(▲1.8)	(▲1.9)

(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

～雇用拡大と堅調な企業収益が緩やかな景気拡大をサポート～

1. 米国経済の概況

2018 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.6%と、前期（同+3.4%）から勢いを緩めながらも底堅い成長を続けた。需要項目別にみると、12 月単月の小売売上高が急減したことから弱めの数字が予想されていた個人消費が、四半期でみると自動車を中心とする耐久財消費の拡大もあり同+2.8%と堅調に推移したほか、設備投資も知的財産投資の増加等を背景に同+6.2%と伸びを加速させた。他方、昨年 12 月 22 日から今年 1 月 25 日まで続いた政府機関の一部閉鎖の影響から政府支出（同+0.4%）の伸びが大きく鈍化したほか、住宅投資（同▲3.5%）は引き続き弱含んでいる。

先行きに対する不透明感を強めていた米中通商協議に関しては、トランプ大統領が 3 月 1 日としていた交渉期限の延期を表明しており、交渉はそれなりに進展している模様だ。今後、関税率が追加的に引き上げられる可能性は低下したと言え、米中間の「貿易摩擦」の激化懸念は和らいでいる。もちろん、「知的財産権保護」や「強制的な技術移転」等を巡る問題の方が短期的に解決するとは考え難く、米中対立の長期化は避けられないとみられるが、現状程度の関税負担であれば米国景気への影響は限定的であろう。また、報復関税応酬のエスカレーションが避けられそうなことは、今後予定されている日本や EU との通商交渉においても決定的な対立は避けられる可能性が高いことを示唆している。

この先、労働市場の改善継続を背景に個人所得の拡大が続く中、個人消費は底堅さを維持する公算が大きい。企業収益も伸びを鈍化させつつも堅調に推移し、雇用の拡大と設備投資の増加を支えよう。財政政策による押し上げ効果が減衰していく中でこれまでのような高い成長は望めないものの、2%弱とみられる潜在成長率程度の拡大ペースが維持される見通しである（第 1 図）。政策・政治面の不透明感は燦り続けるものの、金融市場が落ち着きを保ち、実体経済の底堅さが確認されれば、様子見姿勢に転じた FRB も再び利上げの可能性を探る展開になると予想する。

2. 見通し上のキーポイント

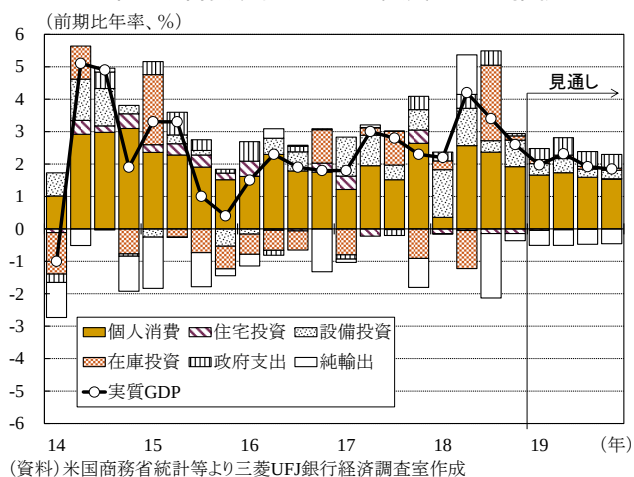
（1）拡大を続ける個人所得を背景に堅調さを保つ個人消費

12 月の小売売上高は前月比▲1.2%と大方の予想に反して急減したが（第 2 図）、これは昨年終盤の株価下落や政府閉鎖、消費者マインドの悪化等によるものと考えられる。既に株価・マインドは持ち直しているほか、消費を支える所得については雇用者増加数の面でも賃金上昇率の面でも改善が続いている点を踏まえると、小売売上高の落ち込みは一時的なものに止まる可能性が高い。

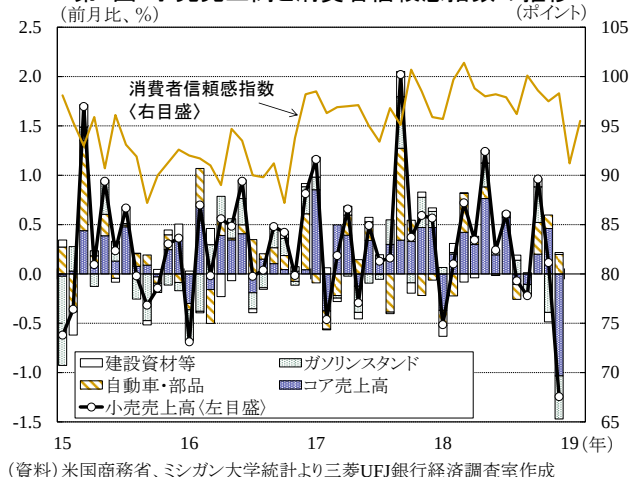
雇用面では、1 月の非農業部門雇用者数は前月比+30.4 万人と強い伸びを示した。直近 3 ヶ月の平均でも同+24.1 万人と 2017 年平均の同+17.9 万人、2018 年平均の同+22.3 万

人を超えて推移しており、景気回復期間が長期に及ぶ中でも雇用者数の伸びに鈍化はみられない。求人率でみる企業の採用意欲は引き続き強く、この先は流石にペースダウンをしつつも雇用者数の増加自体は続く見込みである。また、労働市場の改善が続く中、賃金上昇率も前年比+3%を越えて推移している。中小企業の賃金引き上げ計画等からは、この先も緩やかな賃金上昇が続くことが示唆される。雇用者数の増加と賃金の上昇により、個人所得は同+4%程度での増加が続く公算が高く、個人消費を堅調に支える展開となろう。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：小売売上高と消費者信頼感指数の推移



(2) 底堅さを維持する企業収益

企業収益は昨年を通して高い伸びを続けてきたが、これまでの累積的な利上げの効果や人件費の上昇、米中貿易摩擦等による先行き不透明感の高まり等から、先行きについては懸念が広がっている。実際、法人減税のインパクトが薄れていくに従い、この先の企業収益の伸びが鈍化していくことは避けられないと見込まれる。もっとも、景気後退の切っ掛けとなるほどに悪化する可能性は依然小さいと考えられる。

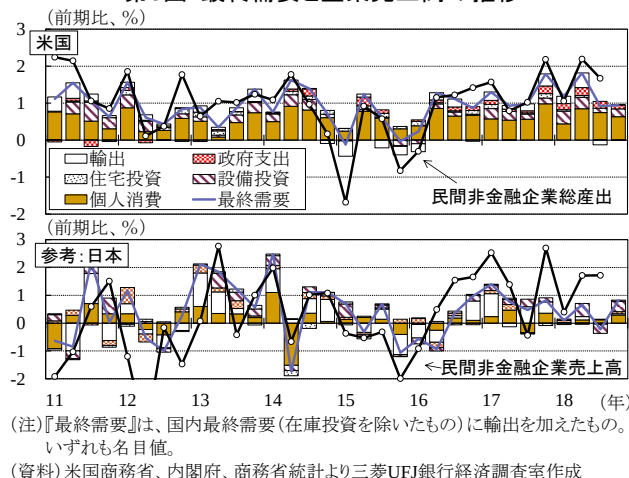
まず、企業の売上高は、上述の通り個人消費の拡大継続が見込まれる中、底堅さを維持する可能性が大きい。売上高は最終需要（ここでは、国内最終需要（在庫投資を除いたもの）に輸出を加えたものと定義）と概ね連動するが、米国の最終需要は個人消費の動きに大きく左右される（第3図。対して、日本は輸出の影響が大きい）。

また収益率の面でも、過去に比べ安定度が高まっている。非金融法人企業の税引き後利益について、前回景気拡大局面（2002年1-3月期～2007年10-12月期）の最後の2年間と足元の2年間（2016年7-9月期～2018年7-9月期）を比較すると、人件費による下押し圧力は概ね同程度である一方で、商品市況の安定や原油の自給化を受け付加価値率が高水準で安定的に推移していることに加え、低金利・低債務により利払い負担が軽いこと、そして法人減税により税負担が抑制されていること等が収益力を高めている（第4図）。

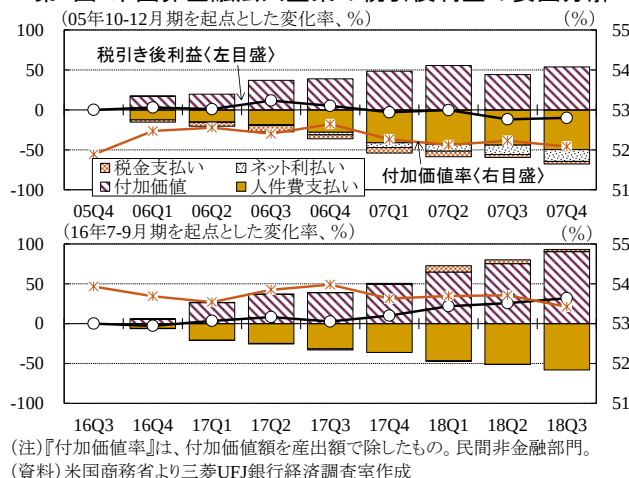
堅調な企業収益を背景に、企業の設備投資意欲は高めの水準が維持されている。足元では設備投資の先行指標である資本財受注が弱含んでいるものの、一時的な下振れの範囲内とみられ、設備投資の腰折れは回避されるとみられる。企業収益と雇用者所得、設備投資

の緩やかな拡大並存が継続する蓋然性は相応にあると考えて良いだろう。

第3図：最終需要と企業売上高の推移



第4図：米国非金融法人企業の税引後利益の要因分解



3. 金融政策と長期金利

FRB は昨年 12 月以降、ハト派姿勢を強めている。1 月の FOMC 声明文では、政策金利の緩やかな引き上げを続ける姿勢への言及が削除され、様子見に転じた。FOMC 参加者の景気現状認識は概ね不変であり、この先も景気拡大の継続を見込んでいるなかで利上げの停止／資産縮小の早期終了へと金融政策が大きく転換したのは、インフレの加速がみられないことに加え、海外経済の減速懸念や株価を始めとする金融市場の動揺を FRB が重視したため、「データ次第」との面が強まっている。

もっとも、「データ次第」とは二つの意味において利上げサイクルの終了を必ずしも意味しまい。一つは、まさに「データ次第」であるだけに、景気や金融市場が落ち着きを取り戻せば FRB の判断も変わるということである。この点、昨年 12 月末にかけ大きく下落した株価は、足元で下落前の水準を回復しており、市場のボラティリティも低下している。この先、金融市場が落ち着きを保ち、実体経済の底堅さが確認されれば、FRB は再び利上げのタイミングを探ることとなろう。もう一つは「データ次第」と言いつつも、FRB がモデルによる判断を完全に放棄したとは考えにくいことである。この点、テイラールールをベースに自然利子率の変動を加味した金融政策ルール（修正テイラールール）に基づけば、適切な FF 金利水準は 3%程度と試算され、現在の FF 金利は依然緩和的との評価になる（第 5 図）。実際、FF 金利は FOMC 参加者が想定する中立金利レンジ（2.5%～3.5%）の下限に達したに過ぎない。

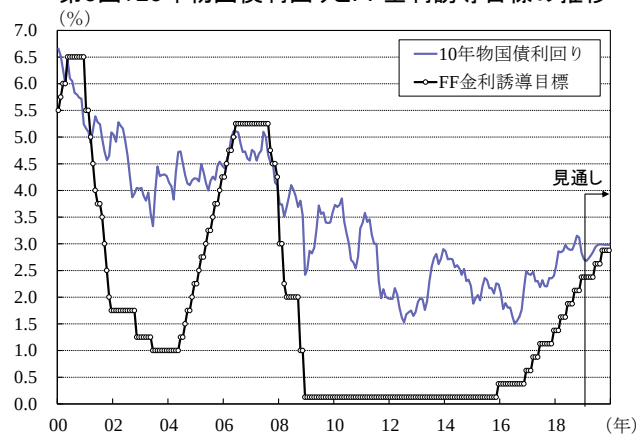
雇用を中心とする景気の底堅さを踏まえれば、修正テイラールールが示す水準、また、FOMC 参加者が想定する中立金利レンジの中央値まであと 2 回程度の利上げは可能とみられ、利上げが再開する中で長期金利も 3%程度までは上昇する余地があろう（第 6 図）。

第5図：修正テイラールールに基づくFF金利の推移



(資料) 米国商務省、FRB、ニューヨーク連銀統計、米国議会予算局資料より
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央値。
(資料) Bloomberg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	3.4	2.6	2.0	2.3	1.9	1.8	2.2	2.9	2.4
個人消費	1.8	2.9	2.2	3.9	0.5	3.8	3.5	2.8	2.4	2.5	2.3	2.2	2.5	2.6	2.7
住宅投資	11.1	▲ 5.5	▲ 0.5	11.1	▲ 3.4	▲ 1.3	▲ 3.6	▲ 3.5	▲ 1.4	▲ 0.8	▲ 0.3	0.2	3.3	▲ 0.2	▲ 1.7
設備投資	9.6	7.3	3.4	4.8	11.5	8.7	2.5	6.2	2.4	3.0	1.7	1.8	5.3	7.0	3.5
在庫投資（寄与度）	▲ 0.8	0.2	1.0	▲ 0.9	0.3	▲ 1.2	2.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.3
政府支出	▲ 0.8	0.0	▲ 1.0	2.4	1.5	2.5	2.6	0.4	2.0	3.2	2.7	2.5	▲ 0.1	1.5	2.1
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.9	▲ 0.0	1.2	▲ 2.0	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.6
輸出	5.0	3.6	3.5	6.6	3.6	9.3	▲ 4.9	1.6	1.9	2.2	2.1	1.9	3.0	3.9	1.5
輸入	4.8	2.5	2.8	11.8	3.0	▲ 0.6	9.3	2.7	3.9	4.2	4.0	3.8	4.6	4.6	4.1
国内民間最終需要	3.3	3.2	2.3	4.3	2.1	4.4	3.1	3.1	2.3	2.5	2.1	2.1	3.0	3.2	2.7
名目GDP（前期比年率、％）	3.9	4.2	4.8	5.1	4.3	7.6	4.9	4.6	4.2	4.7	4.1	3.9	4.2	5.2	4.6
鉱工業生産（前期比年率、％）	1.0	5.0	▲ 1.5	7.7	2.5	5.2	4.9	4.6	1.6	2.6	1.5	1.3	1.6	4.1	2.9
失業率（％）	4.6	4.4	4.3	4.1	4.1	3.9	3.8	3.8	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	3.0	2.7	2.4	2.1	2.2	2.2	2.3	2.9	2.2
消費者物価（前年比、％）	2.5	1.9	2.0	2.1	2.2	2.7	2.6	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.4	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,983	▲ 1,999	▲ 1,968	▲ 2,124	▲ 2,208	▲ 2,031	▲ 2,270	▲ 2,280	▲ 2,374	▲ 2,448	▲ 2,493	▲ 2,537	▲ 8,075	▲ 8,788	▲ 8,888
経常収支（億ドル）	▲ 1,077	▲ 1,218	▲ 1,034	▲ 1,161	▲ 1,217	▲ 1,012	▲ 1,248	▲ 1,239	▲ 1,316	▲ 1,373	▲ 1,401	▲ 1,429	▲ 4,491	▲ 4,717	▲ 4,767
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	2.25-2.50	2.50-2.75	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	2.6	2.7	2.8	3.0	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	3.0	2.7	2.9	3.0	3.0	2.3	2.9	2.9

（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

～景気は減速しつつも、個人消費を中心に底堅さを維持～

1. ユーロ圏

ユーロ圏景気は 2018 年後半から減速感が強まっており、10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と前期同様の低い伸びに止まった（第 1 表）。主要国別にみると、ドイツの実質 GDP 成長率は同+0.0%と辛うじてマイナス成長は避けられたものの、自動車新規規制への対応遅れ（後述）等が影響し、回復ペースは鈍かった。フランスでは政府の経済改革への抗議行動の影響を受けて、個人消費が不冴えだった。イタリアは財政不安を受けた景況感悪化や長期金利上昇が影響したとみられ、2 四半期連続のマイナス成長となった。

今年に入っても、英国の EU 離脱交渉の難航や米中貿易摩擦等、政治・政策面の先行き不透明感が残存しているが、今年前半には英国の EU 離脱交渉や貿易摩擦を巡る動きに一定の方向性が出てくると見込まれ、また、フランスにおける抗議行動も沈静化に向かいつつある。先行き不透明感がある程度払拭されるのに伴い、足元で悪化が目立つ企業マインドにも灰汁抜け感が出てくるものと予想される。

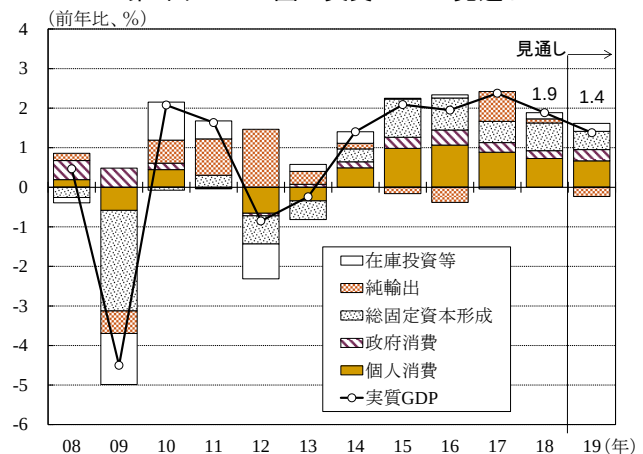
先行き、ユーロ圏全体では、中国など主要相手国の景気減速を背景に輸出は増加ペースが鈍化するものの、個人消費は雇用・所得環境の改善持続を背景に堅調さを保つとみられ、加えて主要国では政府支出の拡大が見込まれる。今年の実質 GDP 成長率は前年比+1.4%と潜在成長率（同+1%台半ば）をやや下回る拡大ペースとなる見通しだが（第 1 図）、個人消費が下支えする形で景気の底堅さは維持されるものとみられる。

第1表：欧州主要国の実質GDP成長率の推移

	2017年				2018年			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
ユーロ圏	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.4	0.2	0.2
ドイツ	1.1	0.5	0.6	0.5	0.4	0.5	▲ 0.2	0.0
フランス	0.8	0.6	0.6	0.7	0.2	0.2	0.3	0.3
イタリア	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2
スペイン	0.8	0.9	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
ポルトガル	0.7	0.4	0.6	0.8	0.4	0.6	0.3	-
ギリシャ	0.1	1.3	0.5	0.2	0.5	0.4	1.0	-

（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

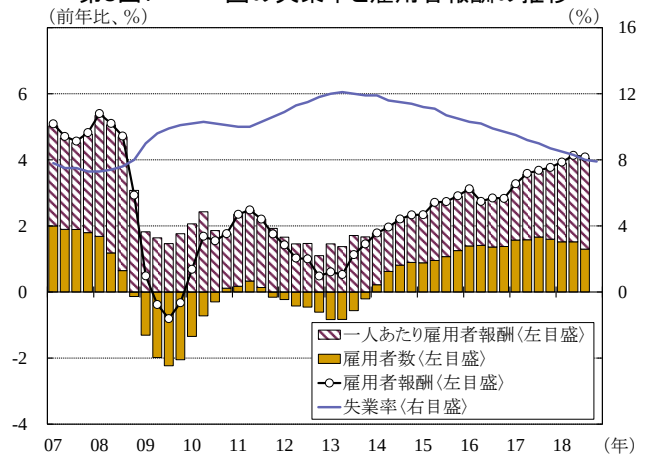


（資料）欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) 見通し上のキーポイント

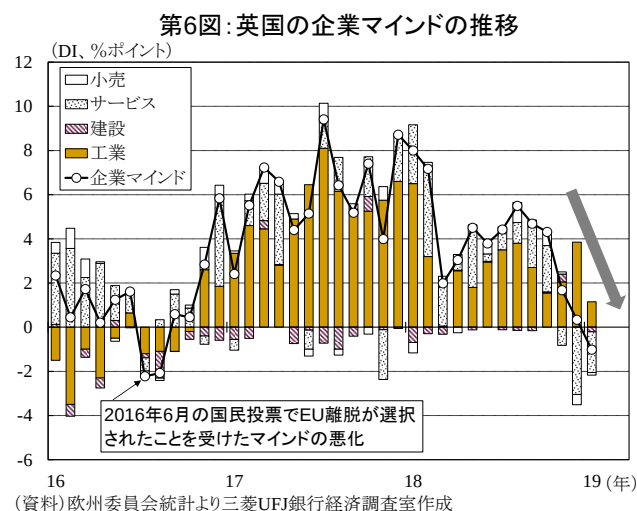
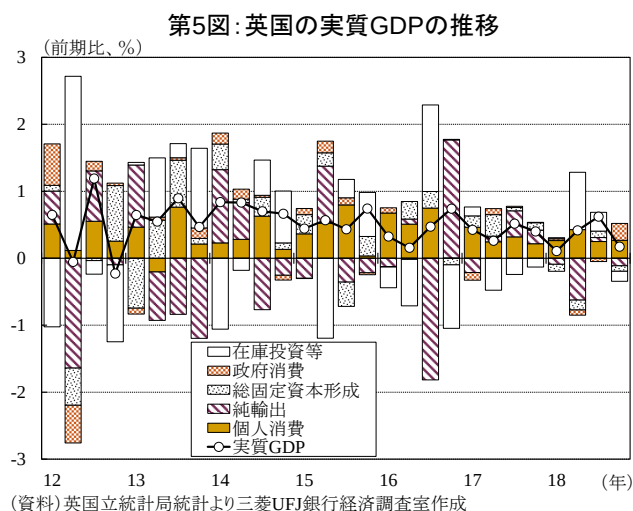
ユーロ圏の鉱工業生産は昨年秋以降、大幅に悪化している。これは、9 月から EU で導入された「国際調和排出ガス・燃費試験法」への対応の遅れによる自動車生産の急減の影響が大きい。もっとも、域内で経済規模が最大のドイツでは、新規規制導入前後の駆け込み

但し、後述の英国の EU 離脱や欧州議会の選挙（5 月）等、政治・政策イベントの帰趨には引き続き注意が必要となろう。



2. 英国

昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.2%と前期の同+0.6%から大きく減速した（第 5 図）。個人消費は同+0.4%と底堅い伸びを維持したが、総固定資本形成が同▲0.5%と減少に転じ、成長率を押し下げた。総固定資本形成の内訳では、設備投資が同▲1.4%と 2016 年 1-3 月期以来の落ち込み幅となった。設備投資の落ち込みの背景には、EU 離脱プロセスの難航や世界景気の失速懸念等を受けた企業マインドの悪化もしくは Brexit や米中協議の帰趨を見極めたいという企業の様子見姿勢があるとみられる（第 6 図）。



英国の EU 離脱については、英政府・EU 間の離脱協定に関する交渉は昨年 11 月に合意に達したが、協定発効に必要な英議会での批准手続きが暗礁に乗り上げている。離脱予定日である 3 月 29 日が近付くなか、英政府は離脱の短期的な延期も視野に入れ始めた。2 月 26 日にメイ首相は、3 月 12 日までに行うとしている離脱協定の議会採決で協定が否決され、さらに議会が「合意無しの EU 離脱」を認めないと議決した場合には、離脱延期の是非を問う採決を行う考えを表明した（第 2 表）。もっとも、メイ首相は離脱の延期は 6 月末までの 1 回限りとしているため、事態打開のための十分な時間が確保できるとはいえない。短期間の延期後に、英国が結局、合意無しの離脱を余儀なくされ、物流の混乱などから景気後退に陥るリスクは引き続き警戒されよう。

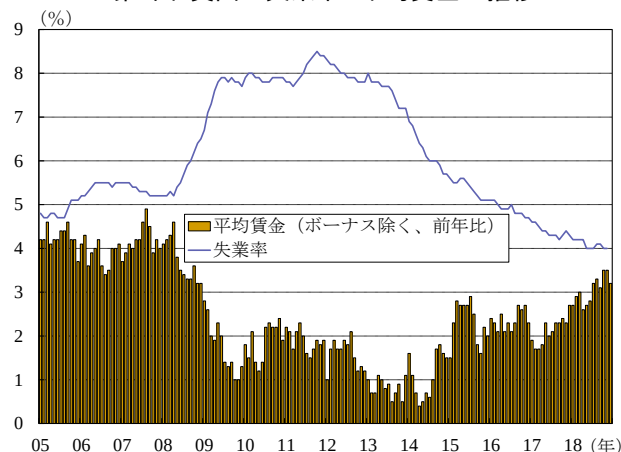
経済の地合いに目を向けると、前述したように企業マインドの悪化等が重しとなっているが、大きく崩れているわけではない。とくに雇用・所得環境は良好で、足元の失業率は 4%と、英中銀（BOE）が自然失業率とみる 4.25%を下回る水準まで改善している（第 7 図）。労働需給のタイト化を背景に賃金の上昇幅も拡大傾向にあり、家計支出の下支えとなることが見込まれる。先行き不透明感が後退すれば、設備投資の持ち直しなども想定され、通年で前年比+1%台前半の緩やかな成長を維持する程度の素地は整っている。

第2表: 英国の EU 離脱に関する今後の注目日程

3月12日まで	英議会での離脱協定の採決(①)
3月13日まで	①の採決で離脱協定が否決された場合、「合意無しの EU 離脱」の是非を英議会での採決(②)
3月14日まで	②の採決で「合意無しの EU 離脱」が否決された場合、離脱延期の是非を英議会での採決(③)
3月21-22日	EU サミット。③の採決で離脱延期が可決された場合、英国と他の加盟国が延期を協議する可能性
3月29日	現在定められている英国の EU 離脱予定日
6月20-21日	EU サミット
6月30日	メイ首相が念頭に置いている、離脱を延期した場合の離脱予定日

(資料) 各種報道より三菱 UFJ 銀行経済調査室作成

第7図: 英国の失業率と平均賃金の推移



(資料) 英国立統計局、英中銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

物価については、1月の消費者物価(CPI)上昇率が前年比+1.8%となり、BOEの目標である同+2%を2年ぶりに下回った(12月は同+2.1%)。もっとも、インフレ率の鈍化は原油安が主因であり、コアCPI上昇率は同+1.9%と12月から変化していない。先行きも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。

BOEは2017年11月と2018年8月にそれぞれ0.25%ポイントの利上げを行い、政策金利を0.75%に引き上げた。今後も基本的には、マクロ的な需給バランスが徐々に需要超過状態に向かっていくとの判断に基づき、インフレ抑制のため緩やかかつ小幅な利上げを継続することを方針としている。ただし当該方針は、英国のEU離脱が混乱なくスムーズに行われることが前提となっている。そのため、離脱協定発効の目処が立ち、先行き不透明感が後退するまで利上げは見送られる可能性が高い。

また、英国が「合意無しのEU離脱」に陥った場合の対応について、カーニー総裁は2月26日の議会で、どちらかといえば景気下支えのために利下げを行う可能性が高いと発言した。従来BOEは、合意無しの離脱は景気悪化をもたらす一方、輸入品不足やポンド安を通じてインフレ圧力を高める可能性もあるため、利上げ・利下げ両方の対応がありうるとしてきたが、そこから一歩踏み込んだ見解が示されたといえる。

(篠原 令子、高山 真)

IV. アジア・豪州

～中国の減速は重石となり続けるも、内需主導の安定成長は概ね維持～

1. アジア・豪州経済の概況

アジア・豪州の2018年10-12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は前期から減速する一方、ASEAN諸国を中心に多くの国が前期を上回った（第1表）。中国については3四半期連続の減速で、過剰債務の削減（デレバレッジ）による投資下押しに、対米輸出品に対する追加関税の影響が顕在化する形で外需悪化が加わったことが主因である。一方、中国以外のアジア諸国・地域については、中国向けの減少もあり輸出の伸びは鈍化しているものの、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。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、中国経済の減速は重石となり続ける一方、ASEAN諸国を中心に個人消費やインフラ投資が堅調さを維持するほか、先進国経済が減速しつつも拡大基調を維持することから輸出の緩やかな拡大も見込まれる。このため、成長ペースはやや鈍化するものの、概ね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引き続き警戒が必要である。

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	10-12月期	2017年 (実績)	2018年 (実績)	2019年 (見通し)
アジア11カ国・地域	6.0	6.0	6.2	6.2	6.3	6.2	5.8	5.7	6.1	6.0	5.7
中国	6.8	6.8	6.7	6.7	6.8	6.7	6.5	6.4	6.8	6.6	6.2
インド(年度ベース)	6.1	6.0	6.8	7.7	7.7	8.0	7.0	6.6	7.1	7.3	7.5
NIEs	3.0	2.9	3.9	3.1	3.3	3.2	2.2	2.5	3.2	2.8	2.4
韓国	2.9	2.8	3.8	2.8	2.8	2.8	2.0	3.1	3.1	2.7	2.5
台湾	2.9	2.5	3.4	3.5	3.2	3.3	2.4	1.8	3.1	2.7	2.1
香港	4.4	3.9	3.6	3.4	4.6	3.5	2.9	1.3	3.8	3.0	2.4
シンガポール	2.5	2.8	5.5	3.6	4.7	4.2	2.4	1.9	3.6	3.2	2.5
ASEAN5	5.0	5.3	5.6	5.5	5.5	5.3	5.0	5.1	5.4	5.2	5.0
インドネシア	5.0	5.0	5.1	5.2	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.2	5.1
タイ	3.4	3.9	4.3	4.0	4.9	4.6	3.2	3.7	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	4.7	5.9	4.7	4.5
フィリピン	6.5	6.6	7.2	6.5	6.6	6.2	6.0	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	7.1	6.8	7.1	6.5
豪州	2.2	2.1	2.8	2.4	3.0	3.1	2.8	n.a	2.4	3.0	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

習近平政権は近年、リーマン・ショック後の大型景気対策の負の遺産というべき過剰債務の削減に本腰を入れ、投資減速に伴う緩やかな成長率の低下を容認してきた。シャドーバンキング規制強化に伴い、2018 年半ばにかけインフラ投資は鈍り（第 1 図）、想定通り、同投資を支える地方政府債務の肥大化に歯止めがかかったようだ。反面、このシャドーバンキング規制強化は民間企業に資金難が広がるという弊害も生んだ。更に、昨年 7-9 月に合計 2,500 億ドル（年率換算）の対米輸出品への追加関税賦課という形での米中通商摩擦の激化は輸出の担い手である民間企業の一段の苦境を想起させるものであった。

もっとも、実際に輸出低迷が目立ち始めたのは去年の終わり頃である。対米輸出が前年比で減少したのは 12 月以降であり（第 2 図）、前倒し輸出により悪影響の表面化が遅れたとみられる。米中通商協議は進展し、3 月 1 日の交渉期限も一旦延長されたものの、依然、妥結への障壁は高いと報じられている。いずれにせよ、制裁関税撤廃となるほどの好結果は考えにくく、今後、前倒し輸出の反動も含め、米国向けを中心とした輸出の悪化は避け難い。

習政権としては、社会の安定という面からも、また、2020 年に 2010 年比で実質 GDP を倍増するという長期目標の達成という面からも、大幅な成長減速は容認できまい。このため、既に昨年半ばから景気重視のスタンスに転換し、さらに 10 月の中央政治局会議では民間企業振興の方針を強く打ち出し、中央政府・地方政府ともに政策拡充に注力している。金融面では、民間企業向け貸出増加を目的として、預金準備率が引き下げられ、12 月には通常の中期オペ金利よりも低利の新金融調節ツールが導入された。財政面では、中小企業向けに法人税、付加価値税及び各種地方税の減税が決定された（2019～2021 年、年間 2,000 億元）。さらに国務院は、民間企業・中小企業に対する政府・国有企業の未払い代金の早期支払いも指示し、地方政府も、民間企業救済基金の設立、株式公開等直接金融に対する支援金の支給などを決めている。

また、インフラ投資の促進も既定路線で、中央政府は昨年後半から地下鉄・鉄道建設や脆弱分野の補強に重点を置いて進めている。その資金源として地方債の発行を促しており、この結果、シャドーバンキング残高の圧縮にもかかわらず、インフラ投資は 10 月から再び前年比拡大に転じた。一方、民間企業が主体となる製造業投資には年末から陰りが出てきており、先行き不透明感の拡大に加え、民間企業の資金難が窺われる。暗黙の政府保証が期待できる国有企業に優先的に貸出を行ってきた国有銀行の姿勢を変革させるのにどこまで有効策を打ち出せるか、これまでも何度となく、金融当局が試みてきただけに実効性が問われるところである。

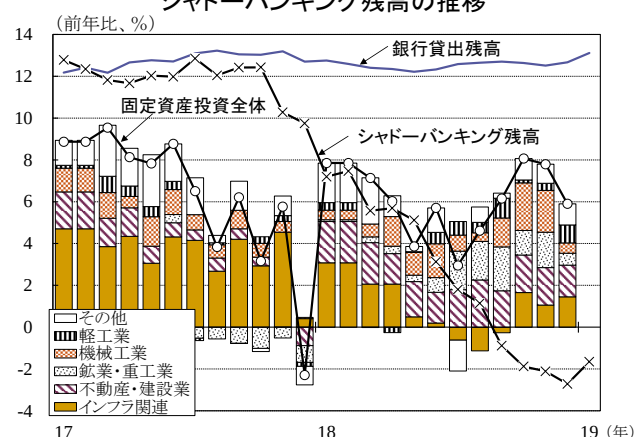
なお、不動産投資については、昨年に住宅主導で既に増勢が強まっていたところだけに、景気挺入れのために全面的な規制緩和による一段の加速は予想し難い。中央政府は本年の方針として、土地・住宅価格の安定と不動産市場の健全な発展促進を掲げ、投資目的の住

宅購入の抑制や中・低所得層の実需の充足を重視している。また、価格上昇が目立つ中小都市にはその要因である住宅移転補助金の圧縮を指示する一方、市況が低迷する地域における規制緩和の広がりも容認している。個別の地域情勢に合わせた政策対応が進むなか、住宅投資は小幅減速とはいえ底堅い推移が予想される。

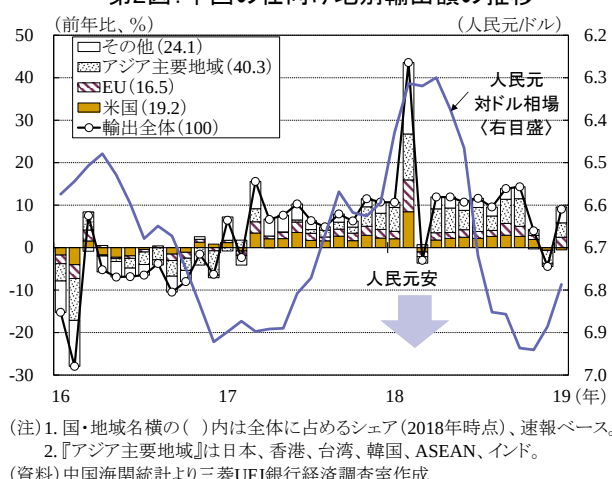
個人消費については、少子高齢化、住宅ローンの返済負担の増大、減税による自動車販売促進の反動といった、中長期から短期に至る様々な重石要因は残るものの、ベースとしての所得・雇用環境の堅調と足元の消費振興策に支えられ、大幅減速は避けられよう。消費振興策としては、個人所得税減税に加え、省エネ・エコ対応の車・家電の購入補助金等の挺入れ策が導入される見込みである。1月の中央政府10省庁連名の消費促進策は地方政府に対策を促すものが多く、具体性に乏しかったが、商務部は4月には具体策を打ち出すとしている。

米中摩擦の行方は未だ不透明感が強く、経済へのインパクトも正確には測り難いが、その悪影響が強まる状況でも、当面、中国政府には金融・財政等多面的な政策で景気失速を回避する余地があるとみて良からう。ただし、対策の具体的中身とその有効性、並びに債務再拡大の場合の「チャイナリスク」懸念台頭の可能性については注視を要する。

第1図：中国の固定資産投資、銀行貸出・シャドーバンキング残高の推移



第2図：中国の仕向け地別輸出額の推移



(2) その他アジア諸国・地域

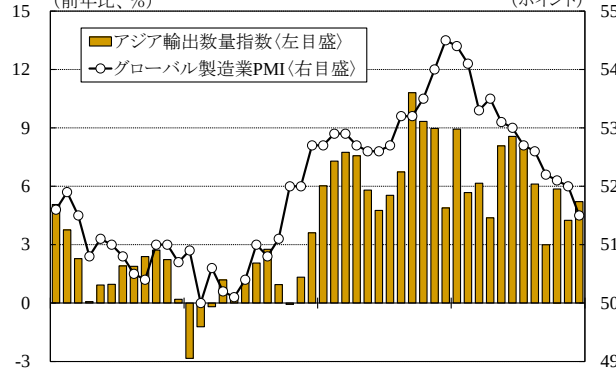
中国以外のアジア諸国・地域では、良好な雇用・所得環境や景気に配慮した財政政策および緩和的な金融政策の継続により個人消費を中心に内需の底堅さが続く予想する。外需に関しては、足元の輸出減速が懸念材料であるが、グローバルベースでの製造業の景況感悪化が示唆するほどの数量ベースで落ち込みを見せているわけではない（第3図）。世界的な製造業の生産活動軟化は、10年前の金融危機以降で3度目のものといえるが、今回は半導体サイクルなどの循環的な要因や中国・欧州での自動車生産の落ち込み（前者は減税による販売増の反動、後者は排ガス規制強化の影響）のほか、米中貿易摩擦の影響などが推定される。米中貿易摩擦の帰結は未だ予見し難いものの、他の要因は循環的もしくは一時的なものであることから、現時点では製造業の軟調が過去2回に比べて大幅に深刻

化するとまで見る材料は乏しい。先進国経済全体でも、減速しつつも潜在成長率並みの拡大ペースを維持し得るとみられることから、製造業の減速もいずれは一巡し、アジア諸国の輸出も緩やかながら増加を続けると予想される

中国以外のアジア諸国にとって、地理的に近く経済的な結び付きも密接な中国経済の動向も焦点の一つである。足元では米中貿易摩擦の影響などで中国における米国向け輸出が減少し、それに伴いアジア各国の中国向け輸出も減少しており、中国経済の変調がアジア諸国の経済成長率の下押し要因であることは間違いない。もっとも、中国の実質 GDP 成長率が 1%ポイント減速した場合における中国向け輸出の減少による各国 GDP への直接的な影響を試算すると、中国向け輸出の各国 GDP に占める割合が比較的大きいシンガポール、ベトナムでも、それぞれ▲0.4%ポイント、▲0.3%ポイントとそれほど大きくない（第 2 表）。また、同割合が 10%未満であるマレーシア、タイなどは GDP への影響が▲0.2%ポイント以下である。実際には、中国の実質 GDP 成長率低下幅は 1%ポイントには至らないと想定され（2018 年の実質 GDP 成長率が前年比+6.6%に対し、2019 年は同+6.2%の見込み）、各国の GDP への影響は更に限られよう。総じて、中国経済の減速によりアジア諸国は一定の悪影響は受けるものの、中国経済が失速状態に陥らない限り、堅調な個人消費やインフラ投資にも支えられ、各国経済が腰折れする可能性は低いと言える。

なお、米国の利上げ観測後退に伴い新興国通貨全般は増価基調に転じている。今年に入り ASEAN 主要国は政策金利を据え置いており、インドについては 2 月に 0.25%ポイント引き下げた（6.50%→6.25%）。通貨の安定を受けてインフレ率も概ね低位で推移しており、通貨防衛的若しくはインフレ牽制的な金融引き締めを余儀なくされる可能性は低下したと言える。したがって、緩和的な金融政策の継続が予想される点も、民間需要にとって下支え要因となろう。

第3図: アジアの輸出数量とグローバル製造業PMIの推移
(前年比、%) (ポイント)



(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2表: 中国の景気悪化が対中輸出減少を通じて
各国経済へ与える影響の試算

	対中 輸出金額 (億ドル)	名目 GDP (億ドル)	対中輸出が 各国のGDPに 占める割合 (%)	各国GDP への影響 (%ポイント)
シンガポール	518	3,105	16.7	▲ 0.4
ベトナム	312	2,236	14.0	▲ 0.3
台湾	713	5,788	12.3	▲ 0.3
マレーシア	292	3,145	9.3	▲ 0.2
韓国	1,421	15,379	9.2	▲ 0.2
タイ	294	4,500	6.5	▲ 0.2
フィリピン	80	3,135	2.6	▲ 0.1
インドネシア	230	10,159	2.3	▲ 0.1

(注) 1.『各国GDPへの影響』は中国のGDP成長率が1.0%ポイント悪化、中国の輸入弾性値が2.5の場合。輸入弾性値は2005年から2017年のデータを用いて算出。

2.『対中輸出金額』及び『名目GDP』は2017年実績。

(資料) UNCTAD等より三菱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。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は内需が引き続き堅調に推移するなか、外需の伸びが加速し前年比+3.7%と前期（同+3.2%）を上回った

(第4図)。需要項目別の内訳をみると、個人消費が雇用・所得環境の改善や低金利を背景に引き続き高い伸びを維持し、総固定資本形成も前期より伸びが加速した。輸出も、プーケット沖で発生した観光船転覆事故の影響が一巡し外国人観光客数が回復したことなどにより、サービスを中心にプラスに転化した。

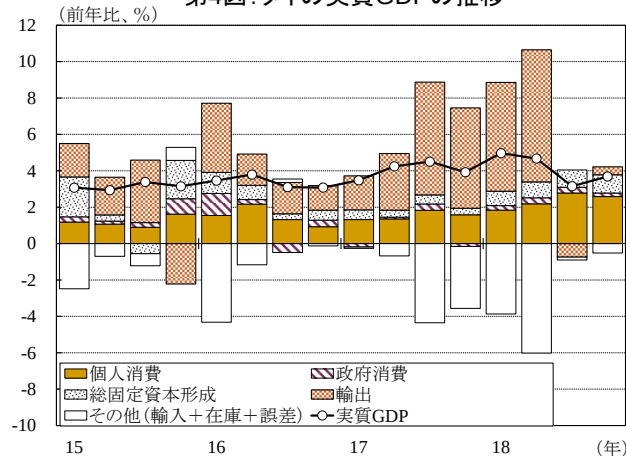
先行き、安定した雇用・所得環境や消費者マインドの改善などを背景に個人消費が堅調を維持するなか、内需を中心に緩やかなペースでの成長が続くことが見込まれる。今年の3月には民政移管に向けた総選挙が予定されており、その結果やスムーズに実施されるかなどが注目されるところではあるが、「東部経済回廊（EEC）」開発などの重要プロジェクトは、民政移管後も法律に基づき進められる計画であることなどから、インフラ投資や景気支援策によるプラス効果も持続する見込みで、結果として緩やかな景気拡大トレンドは保たれよう。

(3) 豪州

豪州経済は緩やかな拡大を続けている（第5図）。個人消費が雇用・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、投資も、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もあり堅調に推移している。

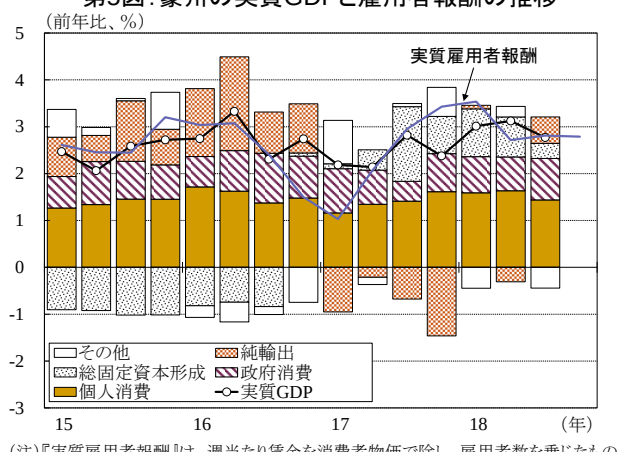
先行きについても、景気は緩やかなペースでの拡大が続くと予想される。個人消費は雇用・所得環境の改善をベースに底堅さは維持される見通しである。また、企業の収益拡大や良好な景況感を背景に、非鉱業部門を中心とした設備投資の回復が続くほか、政府によるインフラ投資の拡大も引き続き景気のサポート要因となろう。更に、準備銀行（中銀）は、賃金上昇率の安定や燃料価格の低下などを受けてインフレ率の見通しを引き下げており、今後の金融政策について従来の引き締めスタンスを取り下げたことから、当面の低金利持続が内需の支えとなる公算が大きい。外需についても、海外経済は減速しつつも拡大基調は維持される見通しであることに加え、今年から液化天然ガスプロジェクトが本格稼働することもあり、輸出の増勢は保たれるとみられる。

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と雇用者報酬の推移



(注)『実質雇用者報酬』は、週当たり賃金を消費者物価で除し、雇用者数を乗じたもの。
(資料)豪州統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子、高瀬 将平、土屋 祐真)

V. 中南米

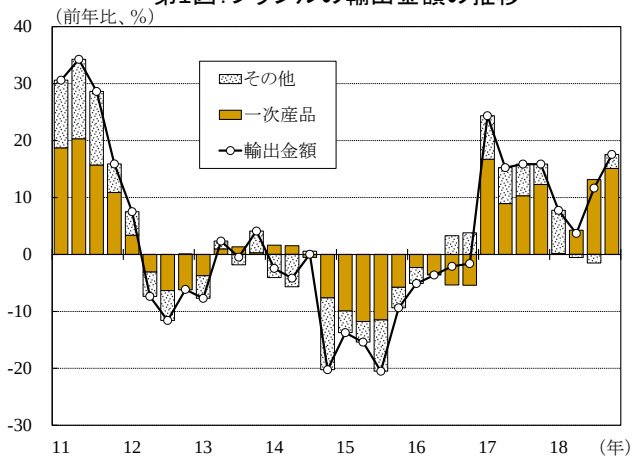
～緩やかに回復中のブラジル、不況下のアルゼンチン、 2%成長が続くメキシコ～

1. ブラジル

ブラジル経済は緩やかに回復している。牽引役となっているのは輸出で、特に大豆や鉄鉱石など一次産品が好調である（第1図）。大豆輸出の増加は、中国による米国産大豆への関税賦課により中国の需要がブラジル産大豆へと代替した影響が大きいとみられる。

一方、内需は依然として勢いを欠いている。昨年10-12月期の失業率は緩やかな低下基調にあるとはいえ、その水準は11.6%と未だ高い（第2図）。就業者数は2018年に前年から130万人増加（同+1.4%増）したが、中身をみると自営業や非正規雇用が中心であり、所得全体の伸びは緩やかである。個人消費の回復が鈍いことなどが影響し、昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+1.1%と小幅な増加に止まっている。

第1図：ブラジルの輸出金額の推移



(資料)ブラジル地理統計院統計より国際通貨研究所作成

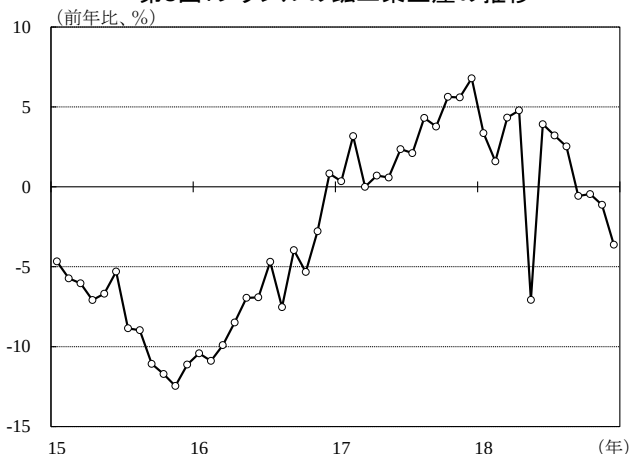
第2図：ブラジルの失業率の推移



(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

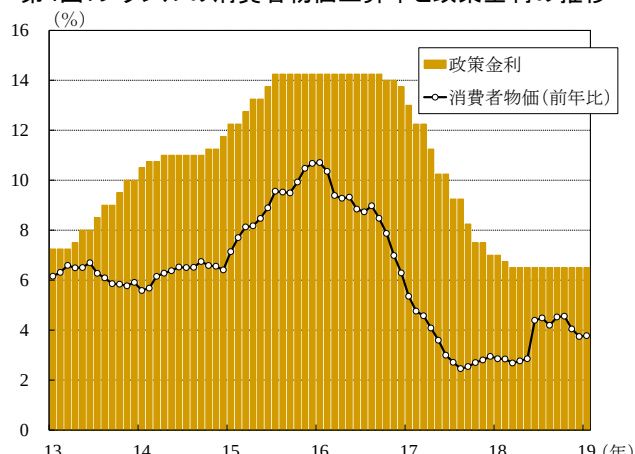
鉱工業生産も2018年通年では同+0.9%と小幅ながらプラスとなったが、10-12月期については同▲1.7%と伸び悩みが目立つ（第3図）。この間、鈍い景気回復を反映し、インフレ率は低位で安定している。1月の消費者物価上昇率は同+3.8%と、中央銀行の目標の中心（同+4.5%）を下回っている。物価安定を受けて、足元の政策金利は1999年以降で最も低い水準（6.5%）が維持されている（第4図）。

第3図：ブラジルの鉱工業生産の推移



(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4図：ブラジルの消費者物価上昇率と政策金利の推移



(資料) ブラジル中央銀行統計等より国際通貨研究所作成

上記のように、現在のブラジルは「堅調な輸出」と「依然弱い内需」の組み合わせの中での回復であり、アジアを中心とする新興国経済が輸出減速の一方で堅調な内需で安定成長を続けているのとはやや様相を異にしている。ただ、景気の先行きについては、他の新興国経済のパターンと相似してくる可能性が高い。即ち、最大の輸出先である中国経済が減速を続けるとみられることから、いずれブラジルの一次産品輸出の伸びも鈍化していくと見込まれる一方で、雇用・所得環境が緩やかながらも循環的な改善を続けることを背景に、景気回復の牽引役は内需に移っていくとみられる。但し、その際に焦点となるのは社会保障制度改革と税制改革の帰趨である。

ボルソナロ新大統領は改革に熱心なパウロ・ゲデス氏を経済相に起用、同氏は2月に入り大規模な社会保障費削減構想を発表した。現在ブラジルでは、最も若い場合は52歳から年金受給が可能であるが、これは国際的にみて突出して低い。そのため同構想では、男性の年金支給開始年齢を65歳に、女性の支給開始年齢を62歳に段階的に引き上げていくほか、受給に必要な最低払い込み期間を延長するなど、諸外国並みの制度に近づけることが指向されている。政府は、改革が実現すれば10年間で1.1兆リアル（1年当たりでは2017年の名目GDPの1.0%に相当）の歳出削減が可能とも試算している。更に、政府は法人税減税（最高税率を現在の35%から15～20%に引き下げ）と州ごとに異なる税制の簡素化により民間投資を刺激し、内需主導の成長に導くことを目指す方針である。

意欲的な内容ではあるが、議会内での基盤が弱い新政権が、テメル前政権が断念した内容以上の改革を実現できるのか疑問が残る。社会保障制度改革には議会で3分の2以上の賛成が必要であり、議員の賛同を得るために改革が骨抜きにされていくことが懸念される。2019年のブラジル経済は緩やかな成長が続く見通しだが、現時点で改革の進展が企業マインドの改善や金融市場の好転を通じて景気を押し上げる効果を大きく見積もることは難しく、実質GDP成長率は前年比+2.2%とブラジルとしては低水準に止まるだろう。

2. アルゼンチン

アルゼンチンでは、2018 年 5 月に発生した通貨危機の影響が実体経済を強く下押ししている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲3.5%と 2 四半期連続でマイナスとなった。10-12 月期以降についても、月次指標からは景気悪化が続いていると推察される（第 5 図）。通貨危機によって失われたアルゼンチン経済の信頼を回復するために、マクリ政権と IMF は財政・金融政策の引き締めによるインフレ終息・為替相場の安定を優先しており、当面の景気悪化は止むを得ない面もある。

緊縮策はインフレ抑制という点では効果を上げ始めている。昨年 12 月の消費者物価は前年比でみると+47.6%と依然として高いが、前月比ベースでは 9 月の+6.5%をピークに上昇率が徐々に低下してきており、12 月は+2.6%まで縮小している（第 6 図）。1 月は再びインフレ率が小幅上昇したため手放しで楽観はできないものの、総じてインフレ率は低下基調にあり、為替市場も落ち着きを取り戻してきている。また、好天を背景に農作物は豊作となる見通しであり、収穫期となる 4 月以降の農産物輸出は増加し、景気の拡大に寄与するだろう。

但し、緊縮策は暫く続けざるを得ないので、景気の軟調は当面続くだろう。前年比でみた実質 GDP 成長率がプラスに転換するのは今年の終盤になってからと予想する。2019 年の実質 GDP 成長率は前年比▲1.4%と、2 年連続のマイナス成長となる見通しである。なお、10 月から 11 月にかけて実施される大統領選挙の動向には注意が必要である。現在、出馬が予想されている候補は、現職のマクリ大統領とフェルナンデス前大統領だが、不景気は現職にとって不利な材料である。今後、フェルナンデス候補優勢となれば IMF との関係が再び悪化するという懸念を呼び、アルゼンチン売りを再燃させる可能性がある。

第5図：アルゼンチンの製造業生産・消費者マインドの推移



第6図：アルゼンチンの消費者物価の推移



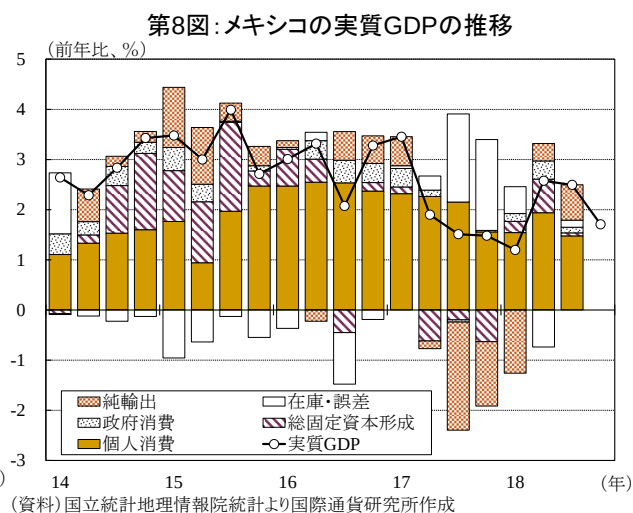
3. メキシコ

オブラドール新大統領は昨年 12 月の就任早々、最低賃金の引き上げ、公企業における汚職の摘発を開始、また、地域間格差の解消を目指した公共事業の配分見直しも表明した。

国民はこうした政策を好感しており、昨年末以降、消費者信頼感指数は一段と上昇している（第7図）。但し、実際の生産・支出活動はやや精彩を欠いている。2018年10-12月の実質GDP成長率は前年比+1.7%となり、7-9月期の同+2.5%から減速した（第8図、尚2018年通年の成長率は同+2.0%）。消費者とは違い、不安定な対米関係、米国の金融政策の先行きなどが企業活動の重石になった模様である。

2019年のメキシコ経済を展望すると、景気の押し下げ要因と押し上げ要因が相殺し、実質GDP成長率は同+2.0%と2018年並みとなる見通しである。景気押し下げ要因としては、米国景気の減速が挙げられる。対米輸出は輸出全体の約8割（2018年）を占めており、米国の減速はいずれ輸出鈍化を通じてメキシコ経済に響いてくる。また、米国との外交関係は今後とも不透明要因として残るだろう。二転三転する国境の壁問題が象徴するように、米国トランプ政権の対メキシコ政策は予想が困難である。更に米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の批准についても、米議会では紛糾が予想される。無協定状態はメキシコが最も避けたい事態であり、批准見通しが確実になるまでは、企業は様子見姿勢となり投資を控える可能性がある。

他方、景気押し上げ要因としては、公共事業の増加が見込まれる。昨年の政府の基礎的財政収支は名目GDP比0.6%の黒字（推計）であり、財政発動の余地は残っている。また、消費者物価上昇率は1月に前年比+4.4%と縮小傾向にあり、原油価格の下落等を背景に2019年は通年で同+3.7%まで低下する見通しである。したがって、為替相場の安定次第ではあるが、現在8.25%と高く設定されている政策金利には引き下げ余地があり、年後半には利下げの実施が景気のサポート材料として期待できるだろう。



(国際通貨研究所 森川 央)

VI. 原油

～供給起因の需給の引き締まりが先行きの原油価格を下支え～

1. 現状

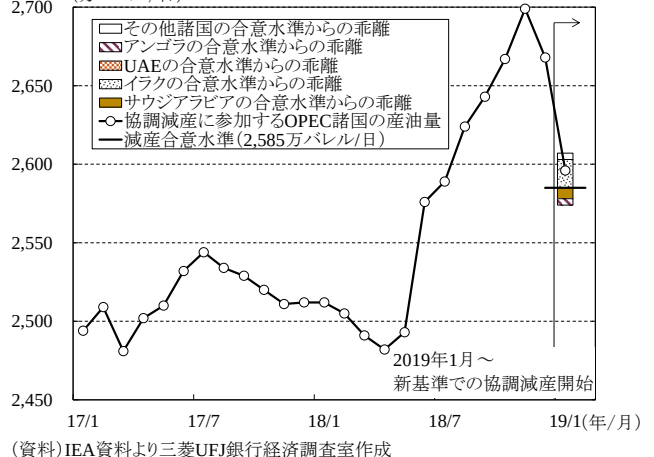
原油価格（WTI 期近物）は、需給の緩和（10-12 月期に 156 万バレル（日量、以下同）の供給超過）や、世界経済の先行き不透明感等から、年末に 42 ドル台（1 バレル当たり、以下同）と約 1 年半ぶりの安値を付けたが、足元は 56 ドル台に上昇している（第 1 図）。

原油価格が持ち直した背景には、年末に行き過ぎた投資家のリスクオフの動きが修正されたことや、OPEC の協調減産に対する期待が高まっていること（第 2 図）、米国がベネズエラの国営石油会社（PdVSA）を制裁対象に指定したこと等が挙げられる。

第1図：原油価格（WTI期近物）とVIX指数、
世界の需給バランスの推移



第2図：協調減産に参加するOPEC諸国の産油量の推移
(万バレル/日)



2. 今後の見通し

先行きについて、原油の需要面を見通すと、世界経済の循環的な減速に米中通商対立等に起因する下押し圧力も加わる中で、2019 年の伸びは前年比 120 万バレル程度の増加と、昨年伸びを下回る可能性が高い。

しかしながら、供給面の伸びも以下に述べる要因により抑制されることから、需給バランスの引き締まりが見込まれる（第 3 図）。まず、供給の伸びを牽引してきた米国シェールオイルは引き続き増産こそ見込むものの、WTI が損益分岐点とされる約 60 ドルを下回る中、生産の先行指数とされるリグ稼働数は足元減少に転じており、増産ペースは先行き鈍化する公算が大きい（第 4 図）。また、OPEC は全体として減産に転じることから、上記のシェール増産分を相当部分相殺する見込みである。具体的には、減産対象外であるイランとベネズエラ、リビアを除く OPEC が 1 月から昨年 10 月比 80 万バレル（OPEC、非 OPEC 合計で 120 万バレル）の協調減産を実施しており、同月の生産実績こそイラクの増産を主因に同 70 万バレル程度の減産に止まったものの、減産を主導するサウジアラビアのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相が「合意を十分に下回る水準で生産する」旨発言する形で同国による 2 月と 3 月の更なる減産を示唆したことから、この先は全体として目

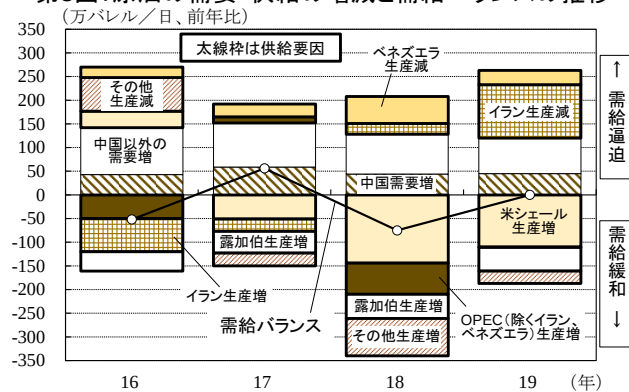
標が達成される公算が大きい。加えて、イランとベネズエラでは、米国の制裁を背景に一段の産油量の減少が見込まれる。即ち、イランは制裁適用除外がある中でも輸出量は生産量以上に減少していることから、いずれは輸出量に合わせて産油量が減少する可能性が高い^(注1)（第5図）。ベネズエラも、2018年に米国へ約50万バレル（日量換算）の原油を輸出した実績がある中で、1月28日には米トランプ政権が同国の国営石油会社（PdVSA）を制裁対象に指定^(注2)したことから、一定程度の生産減は避けられない見込みである。

（注1） 制裁の適用除外期限は5月4日であり、現時点で米国の対応は不透明。適用除外が延長されて輸出量が11月の制裁発動後の平均程度で推移した場合で、産油量は1月比30万バレル程度の減少、延長されずに日韓のイラン産原油輸入がゼロとなった場合は同50万バレル程度の減少が見込まれる。

（注2） 4月29日以降、米国企業とPdVSAの取引を禁じ（一部の企業は7月27日まで可）、非米国企業についても米国の金融システムを利用した取引を禁じるという内容。なお、ベネズエラは米国向けの代替先として中国やインド（2018年は夫々約30万バレル輸出）と物々交換取引を模索しているとの報道がある。

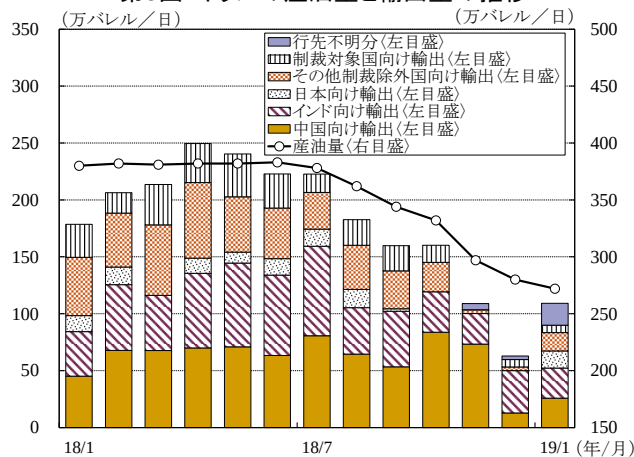
従って、先行きの原油価格は、需要の伸びの鈍化以上に生産の伸びが鈍化する需給状況を受けて底堅く推移する見込みから、2019年は年平均55ドルでの推移を予想する（第1表）。一方、イラン等が想定以上に減産した場合には価格の高騰が懸念されるが、需給均衡を目指すOPEC（供給余力270万バレル）が4月の総会で生産目標を調整するとみられるため、価格の振れはあるとしても高値サイドで定着する可能性は小さいと予想する。

第3図：原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



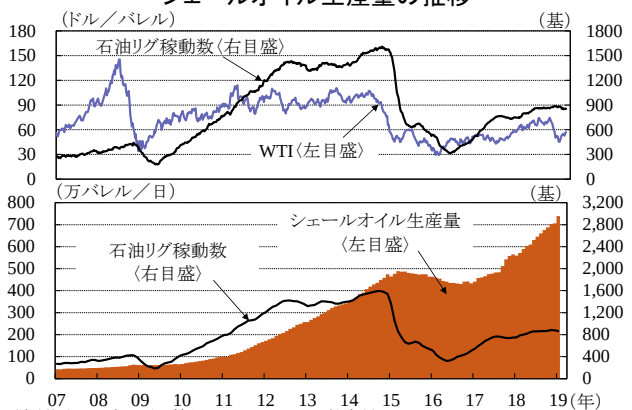
（注）1.その他生産はNGLも含む。
2.OPECはイラン、ベネズエラを除く。2019年1月現在の加盟国ベース。
3.2019年以降はIEA及び当室見通し。
（資料）IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：イランの産油量と輸出量の推移



（資料）IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：原油価格と米国の石油リグ稼働数及びシェールオイル生産量の推移



（資料）米国エネルギー情報局、Baker Hughes社資料、Bloomberg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	69.4	44.0%	75.8	45.4%
10-12月期	59.3	7.3%	68.6	11.6%
19年1-3月期	54	▲14.5%	62	▲8.1%
4-6月期	55	▲18.4%	63	▲15.7%
7-9月期	56	▲19.3%	64	▲16.1%
10-12月期	57	▲4.6%	64	▲6.7%
17年	50.9	17.0%	54.8	21.3%
18年	64.9	27.5%	71.7	30.9%
19年	55	▲14.6%	63	▲11.9%

（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: yasuhiko_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さ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。