

# 内外経済の見通し

## 見通しの概要

～世界経済は政治・政策リスクの高まりのなかでも緩やかな拡大を維持する  
見通し～

## 日本

～底堅い内需が景気を支える構図は不変も、外需の下押しリスクに要警戒～

## 米国

～米中貿易摩擦が激化も堅調な個人消費が緩やかな景気拡大をサポート～

## 欧州

～域外要因に懸念は残るも、内需を中心に景気の底堅さを維持～

## アジア・豪州

～外需の回復には時間を要するも、内需主導の安定成長は概ね維持～

## 中南米

～回復力の鈍いブラジル、スタグフレーション下のアルゼンチン、  
メキシコにも下方リスク～

## 原油価格

～需給が均衡水準で落ち着くことで、原油価格は60ドル程度で推移～

## 見通しの概要

### 世界経済は政治・政策リスクの高まりのなかでも緩やかな拡大を維持する見通し

3ヵ月前の世界経済見通し改訂の際、GDPギャップに規定される長期（10年単位）の景気循環と製造業サイクルにより主導される短期（2～3年単位）の景気循環を想定した上で、長期循環については主要各国の金融面での不均衡が大きく目立たないなか雇用情勢は引き続き歴史的に堅調であることを勘案すると近々下降局面に向かうとは考えにくく、したがって短期の製造業サイクルが足元悪化しているとしても1年以内に自律的なボトムアウトが予想できると述べた。

今回の見通しでは2020年まで予測期間を延ばしているが、基本的な考え方は現在も当てはまると考える。春先以降の主要先進国や中国の製造業景気を見ると、不振は続いているものの、各種PMIで測られる水準をみると、欧州債務危機時（2012～2013年）、商品市況暴落時（2014年後半～2016年前半）と同レベルは維持しており、突き抜けて悪いとはいえない。製造業の中でも循環的な好不況を示し易い半導体や自動車といったセクターをみても、一昨年までの投資若しくは販売好調の反動による不振が続いているものの、①両セクターの弱さが目立つ中国では金融財政政策による景気対策が着実に進められている、②ICT技術進歩は構造的に半導体需要を支えるとみられ、スマホ販売不振などで下を向いている半導体サイクルもいずれ反転が期待できる、③自動車については米中という二大市場での販売不振が続いているが、成熟した先進国である米国はともかく、中国市場は年間新車販売台数300万台程度で飽和してしまうことは想定しにくい、等を勘案すると、一方的に悲観視する必要はないと考えられる。雇用・所得環境が底堅い点を踏まえれば、最終需要は腰折れせずに拡大を続け、今年から来年にかけて製造業の調整も出口に向かうのではなかろうか。日本も含め企業の設備投資が思いのほか堅調であることも、企業の先行き見通しが必ずしも総悲観に陥っているわけではないことを示しているといえる。

とはいえ、現在は経済見通しを出すにあたってどうしてもダウンサイドを強く意識せざるを得ない局面であるのも事実である。言うまでもなく、各国の政策・政治要因、なかんづく米国トランプ政権の打ち出す対外政策が予測不能で、その内容や影響度も従来の延長線上では測れない次元の展開となっているからである。足元でも、米中摩擦のエスカレーションや不法移民問題を起点とする米国の対メキシコ関税が大きく取り沙汰されている。

現時点でこれらの政策をどう評価しておくかであるが、まず后者のメキシコについては、北米自由貿易協定（NAFTA）見直しとして既に米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）が合意されており、貿易問題は両国政府間で一旦の解決をみていると考えるのが相当である。そもそも足元の関税措置は、「貿易摩擦」に

起因するものではなく、不法移民対策を選挙公約としていたトランプ大統領が、メキシコ政府に対応を促すための手段として関税という手段を選好したことによるものと見るができる。メキシコ側も不法移民対策に前向きである点を踏まえ、何らかの両国合意が成立することで関税問題が泥沼化することは避けられるのではないかとと思われる。一方で中国との対立は、貿易問題というよりは技術覇権や安全保障に関わる問題となっていることから、関税は当面双方向で応酬が続く公算が高い。何らかの合意が一時的になされる可能性もあるが、米国が合意履行の検証可能性に拘っている点を勘案すれば、対立の構図は残り続けるとみられるべきだろう。

もちろん、こうした政策要素については、政治的意図を抱える政策当事者がいつまであるいはどこまで強硬姿勢を貫くかは読み辛く、来年が米大統領選挙年であることを踏まえれば尚更である。「再選を狙うトランプ大統領としては、景気や金融市場にあまりに負荷をかける政策を続けられまい」とする見方もあるが、安全保障が政策のベースにある点や対外的な対決姿勢が強い政治指導者としてのイメージに資するという計算もあるであろう点を踏まえれば、本当に「経済・景気最優先」と言えるかどうかは依然予断を許さない。

この点に関して今一つ注目されるのは金融政策である。FRB は年末年初の不安定な金融市場や製造業を中心とした内外景気の停滞を受け、春先に掛けて様子見姿勢へと舵を切った。したがって、2 月時点での「今年 2 回の利上げ」との政策金利見通しは、今回「当面金利変更なし」に変更するのが相当と判断する。但し、極めて異例で過去にも類似例の乏しい強硬な通商政策が続くなか、企業、家計あるいは金融市場がネガティブに反応する可能性はあり、金融緩和の中和効果が期待されても不思議ではない状況である。事実トランプ大統領はツイッター等で公然と FRB による利下げを求めており、米国債市場でも利下げ催促相場的に長期金利が低下している。中央銀行の独立性が重視される米国のような先進国に関し「大統領からの圧力により利下げが実施されるであろう」との金利見通しを示すことは躊躇われるものの、トランプ政権が従来の政策的・政治的常識をいくつも引っ繰り返してきたことは留意される。従来の FRB の政策枠組みを前提とする限り、労働需給の逼迫を背景に大統領選挙後の来年末には利上げが再開されるとみるが、FRB は金融政策の枠組みを再点検中であり、そこでどのような結論が出されるかは注意しておく必要がある。

米中対立を中国側から見た場合の景気への影響についても今一つ整理しておく、確かに米国との関税応酬や特定企業への経済制裁などが中国経済への下押しとなることは間違いない。しかし、近年の中国の経済成長の大半が、米国との摩擦の主戦場となっているハイテク産業分野によって駆動されているのかどうかについては議論の余地がある。中国は日本で言えば 1960 年代に相当する都市化の過程にあると考えられ、短期的な過剰投資は観察されるものの、中長期的には依

然インフラ投資や不動産投資の巨大な潜在需要が存在するとみられる。中国の経済成長を主として担っているのはそうした投資需要であり、だからこそ米中対立の影響に対する景気対策として、インフラ投資という実績且つ即効性のある手段が活用されているものと考えられる。したがって、過剰債務といった金融面の指標には留意する必要があるものの、こうした景気対策は成長下支えに有効なはずであり、▲1.0%程度と目される米中対立のマイナス影響は概ね相殺されるものと考えられる。但し、米国の関税や制裁措置に伴い、先端産業中心に中資外資を問わずサプライチェーン見直しを余儀なくされるのは必至であり、個別セクターや金融市場での影響には注意する必要がある。

今年後半から来年に掛けては、欧州情勢も目が離せない。英国 EU 離脱問題は、当面辞任するメイ首相の後任に焦点が当たろうが、誰が新首相になろうと次の離脱期限である 10 月末に向けて再び紛糾する可能性が高い。また、今秋に EU、ECB の指導部交替も予定されており、新指導部体制でどのような政策が指向されるかも来年の景気を占うにあたっての変数となる。但し、政治・政策要因は留保した場合、欧州でも良好な雇用・所得環境が景気サポート要因であることは間違いなく、来年前半には製造業の調整一巡が確認され、ECB の政策金利引き上げが視野に入ってくる。

最後に、日本については足元の景気判断と消費増税が当面の焦点となる。中国を中心とした外需の弱さに伴い製造業では調整色が強まっているものの、企業収益全体は尚も堅調であり、家計の雇用・所得、企業の投資双方とも底堅さを維持している。消費増税についても、各種の負担軽減策や家計支援策（軽減税率、教育無償化等）が措置されていることを踏まえると、景気が大きく停滞する可能性は低いと考えられる。来年にかけては東京五輪で消費者マインド面も下支えされる公算が高いことから、今年、来年ともに+0.7%程度の成長は可能であろう。

（経済調査室長 佐藤 昭彦）

世界経済見通し総括表

|                                  | 名目GDP(2018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 | 2018年実績         | 2019年見通し | 2020年見通し | 2018年実績         | 2019年見通し | 2020年見通し | 2018年実績   | 2019年見通し | 2020年見通し |
| 世界41カ国・地域<br>(名目GDPで加重平均)        | 70.97        | 1,431  | 3.3             | 2.9      | 2.7      | 2.5             | 2.4      | 2.4      |           |          |          |
| 先進国・地域                           | 46.32        | 934    | 2.2             | 1.9      | 1.5      | 2.0             | 1.6      | 1.8      |           |          |          |
| 新興国                              | 24.66        | 497    | 5.2             | 4.9      | 5.0      | 3.6             | 3.9      | 3.6      |           |          |          |
| 日本(年度ベース)                        | 4.96         | 100    | 0.6             | 0.7      | 0.7      | 0.8             | 0.8      | 0.8      | 1,750     | 1,662    | 1,635    |
| アジア11カ国・地域                       | 21.50        | 433    | 6.0             | 5.6      | 5.5      | 2.3             | 2.3      | 2.4      | 2,311     | 1,896    | 1,803    |
| 中国                               | 13.41        | 270    | 6.6             | 6.2      | 6.0      | 2.1             | 2.3      | 2.1      | 491       | 478      | 404      |
| インド(年度ベース)                       | 2.72         | 55     | 6.8             | 7.3      | 7.4      | 3.4             | 3.7      | 4.1      | ▲ 601     | ▲ 713    | ▲ 762    |
| NIEs4カ国・地域                       | 2.93         | 59     | 2.8             | 2.0      | 2.2      | 1.4             | 1.4      | 1.6      | 2,207     | 2,076    | 2,146    |
| 韓国                               | 1.62         | 33     | 2.7             | 2.0      | 2.2      | 1.5             | 1.5      | 1.8      | 766       | 645      | 678      |
| 台湾                               | 0.59         | 12     | 2.7             | 1.9      | 2.0      | 1.4             | 0.8      | 1.0      | 683       | 675      | 701      |
| 香港                               | 0.36         | 7      | 3.0             | 2.2      | 2.3      | 2.4             | 2.2      | 2.2      | 107       | 103      | 97       |
| シンガポール                           | 0.36         | 7      | 3.1             | 2.2      | 2.3      | 0.4             | 0.8      | 1.0      | 651       | 653      | 670      |
| ASEAN5カ国                         | 2.44         | 49     | 5.2             | 4.8      | 4.9      | 2.8             | 2.5      | 2.8      | 214       | 55       | 15       |
| インドネシア                           | 1.02         | 21     | 5.2             | 5.1      | 5.1      | 3.2             | 3.2      | 3.6      | ▲ 311     | ▲ 308    | ▲ 302    |
| タイ                               | 0.49         | 10     | 4.1             | 3.1      | 3.2      | 1.1             | 1.1      | 1.2      | 377       | 324      | 296      |
| マレーシア                            | 0.35         | 7      | 4.7             | 4.4      | 4.5      | 1.0             | 0.7      | 2.1      | 76        | 75       | 73       |
| フィリピン                            | 0.33         | 7      | 6.2             | 5.9      | 5.9      | 5.2             | 3.3      | 3.1      | ▲ 66      | ▲ 90     | ▲ 99     |
| ベトナム                             | 0.24         | 5      | 7.1             | 6.5      | 6.2      | 3.5             | 3.1      | 3.5      | 138       | 54       | 47       |
| オーストラリア                          | 1.42         | 29     | 2.8             | 2.4      | 2.6      | 1.9             | 1.6      | 2.0      | ▲ 304     | ▲ 328    | ▲ 379    |
| 米国                               | 20.49        | 413    | 2.9             | 2.5      | 1.7      | 2.4             | 2.0      | 2.1      | ▲ 4,885   | ▲ 4,935  | ▲ 4,985  |
| 中南米6カ国                           | 4.47         | 90     | 1.2             | 1.3      | 1.9      | 8.1             | 9.4      | 8.1      | ▲ 901     | ▲ 840    | ▲ 930    |
| ブラジル                             | 1.87         | 38     | 1.1             | 1.2      | 2.0      | 3.7             | 4.0      | 4.0      | ▲ 145     | ▲ 250    | ▲ 300    |
| メキシコ                             | 1.22         | 25     | 2.0             | 2.0      | 1.7      | 4.9             | 3.8      | 3.6      | ▲ 222     | ▲ 230    | ▲ 240    |
| アルゼンチン                           | 0.52         | 10     | ▲ 2.5           | ▲ 2.0    | 0.5      | 34.3            | 45.0     | 36.0     | ▲ 280     | ▲ 80     | ▲ 100    |
| ユーロ圏19カ国                         | 13.67        | 276    | 1.8             | 1.3      | 1.5      | 1.8             | 1.3      | 1.6      | 3,954     | 3,810    | 4,505    |
| ドイツ                              | 4.00         | 81     | 1.5             | 1.1      | 1.5      | 1.9             | 1.6      | 1.5      | 2,909     | 2,984    | 3,382    |
| フランス                             | 2.78         | 56     | 1.7             | 1.3      | 1.4      | 2.1             | 1.5      | 1.5      | ▲ 84      | ▲ 256    | ▲ 35     |
| イタリア                             | 2.07         | 42     | 0.8             | 0.3      | 0.7      | 1.2             | 1.1      | 1.1      | 520       | 432      | 458      |
| 英国                               | 2.83         | 57     | 1.4             | 1.3      | 1.3      | 2.5             | 1.9      | 2.1      | ▲ 1,090   | ▲ 951    | ▲ 942    |
| ロシア                              | 1.63         | 33     | 2.3             | 1.3      | 1.5      | 2.9             | 5.0      | 4.3      | 1,058     | 850      | 740      |
| <参考>                             |              |        |                 |          |          |                 |          |          |           |          |          |
| 世界41カ国・地域<br>(購買力平価ベースのGDPで加重平均) |              |        | 4.0             | 3.6      | 3.5      | 2.6             | 2.6      | 2.7      |           |          |          |

(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

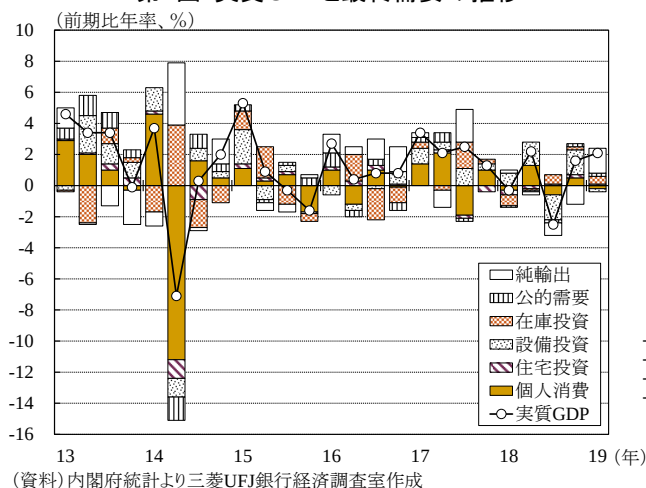
### ～底堅い内需が景気を支える構図は不変も、外需の下押しリスクに要警戒～

#### 1. 日本経済の概況

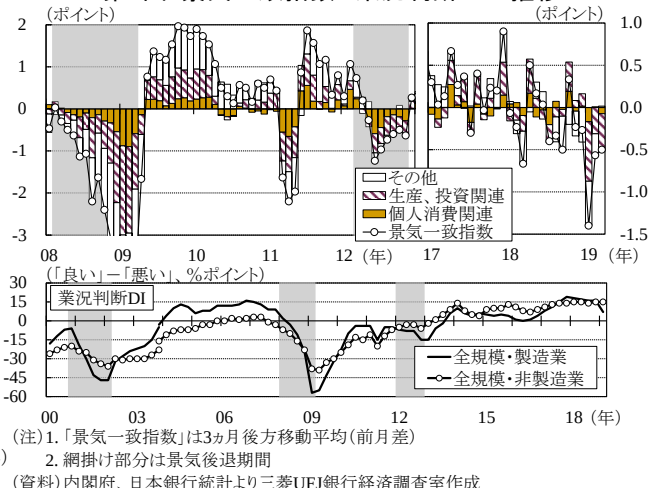
1-3 月期の実質 GDP（1 次速報値）は前期比年率+2.1%と 2 四半期連続で増加した（第 1 図）。プラス寄与の大部分が輸入の減少と振れの大きい在庫投資によるものだが、個人消費は横這い圏を維持したほか、設備投資の減少も前期の高い伸びの反動による面が大きく、水準も加味すれば企業の投資マインドは維持されているとみられる。景気の実態には数字ほどの強さはないものの、一定の底堅さは確認できる内容だったといえよう。

足元の景気の状態を確認するため、内閣府が公表する景気動向指数（CI）をみると、景気の現状を示す一致指数は 3 月に前月差▲0.9 ポイントと低下し、また、3 ヶ月後方移動平均の前月差が 5 ヶ月連続でマイナスとなったことで（第 2 図）、機械的に判定される景気の基調判断は 6 年 2 ヶ月ぶりに「悪化」へと引き下げられた。これは景気が後退局面にある可能性が高いことを示すとされるが、足元の状態には過去の景気後退局面とは異なる様子もうかがえ、日本経済が後退局面に入ったと判断するのは時期尚早であろう。まず、一致指数を要因別にみると、リーマンショックや欧州債務危機の際には、生産や投資等の製造業関連や個人消費関連など幅広い指標が悪化していた。一方、足元の低下は製造業関連の悪化が主因であり、個人消費関連は底堅さを維持している。同様に、日銀短観の 3 月調査でも、製造業の業況判断 DI は 7%ポイント（前回調査比▲9%ポイント）と低下したが、非製造業は 15%ポイント（同±0%ポイント）と高水準であり、景況感は維持されている。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



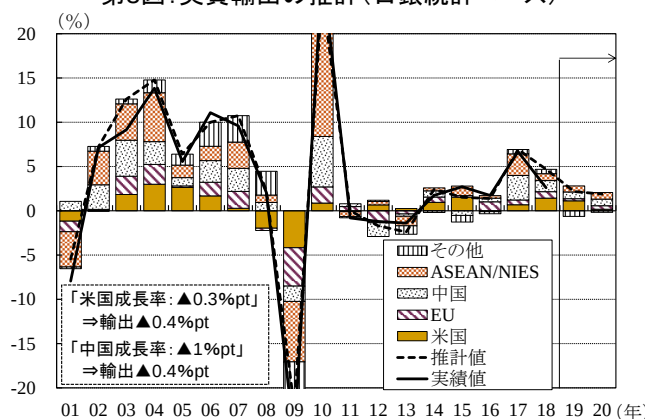
第2図: 景気一致指数と業況判断DIの推移



先行きの国内景気のリスクは、10 月に予定される消費増税と外需の一段の減少である。このうち消費増税は、個人消費を支える家計の所得環境が底堅く、軽減税率や教育無償化等の政策対応も予定されていることから、消費への下押し影響は限定的に止まるとみられ、来年 2020 年の東京五輪にかけては消費者マインドの改善も景気を支えるものとみられる。五輪後には一時的な調整は予想されるものの、都心部の再開発や先送りされていた地方圏

の建設需要、底堅いインバウンド需要等の支えもあり、景気は腰折れには至らない公算が大きい。他方、外需には底入れの兆しが現れつつあるものの、足元で強硬姿勢を強める米国の通商政策への警戒感が改めて高まっている。とりわけ懸念されるのは、米国に次ぐ経済大国である中国との通商摩擦の激化であるが、追加関税による両国の実質 GDP へのインパクトを貿易チャネルからの影響に限って試算すると、互いの輸入品全てに 25%の追加関税を掛けた場合でも、米国は▲0.3%ポイント、中国は▲1.0%ポイント程度と見込まれ、これらが日本経済に与える影響は、実質輸出で▲0.8%ポイント、実質 GDP で▲0.1%ポイント強程度に止まる（第 3 図）。もちろん、この試算は企業マインドや金融市場経由の影響は含んでおらず、そうした経路を通じた景気への圧力が想定以上に拡大する可能性も十分考えられるが、当室では、外需の落ち込みに伴う金融市場の混乱やマインドの慎重化はメインシナリオとはせず、2019 年度、2020 年度の実質 GDP 成長率はそれぞれ前年度比+0.7%と緩やかな伸びは確保できると予想する（第 1 表）。但し、上述の米中通商協議に加え、日米通商協議や足元俄かに持ち上がったメキシコへの関税導入等の帰趨とその影響には引き続き十分な警戒が必要である。

第3図: 実質輸出の推計(日銀統計ベース)



(注) 推計は、各国向け実質輸出を実質GDP成長率とドル円相場をもとに重回帰した上で、通関輸出のウェイトに応じて積み上げ。

(資料) 日銀、IMF統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表: GDP計数の年度見通し

|           | 2017年度<br>(実績) | 2018年度<br>(実績) | 2019年度<br>(見通し) | 2020年度<br>(見通し) |
|-----------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 実質GDP     | 1.9            | 0.6            | 0.7             | 0.7             |
| 個人消費      | 1.1            | 0.4            | 0.4             | 0.5             |
| 住宅投資      | ▲0.7           | ▲4.2           | 0.7             | ▲4.9            |
| 設備投資      | 4.5            | 3.2            | 1.4             | 1.2             |
| 在庫投資(寄与度) | 0.1            | 0.2            | 0.1             | 0.1             |
| 公的需要      | 0.5            | ▲0.1           | 1.3             | 1.2             |
| 純輸出(寄与度)  | 0.4            | ▲0.1           | ▲0.2            | ▲0.1            |
| 輸出        | 6.4            | 1.3            | 0.1             | 1.4             |
| 輸入        | 4.1            | 2.0            | 1.0             | 1.7             |
| 名目GDP     | 2.0            | 0.5            | 1.4             | 1.3             |
| GDPデフレーター | 0.1            | ▲0.2           | 0.7             | 0.6             |

(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) 外需減速等により製造業は落ち込みが続くも、内需中心の非製造業が下支え

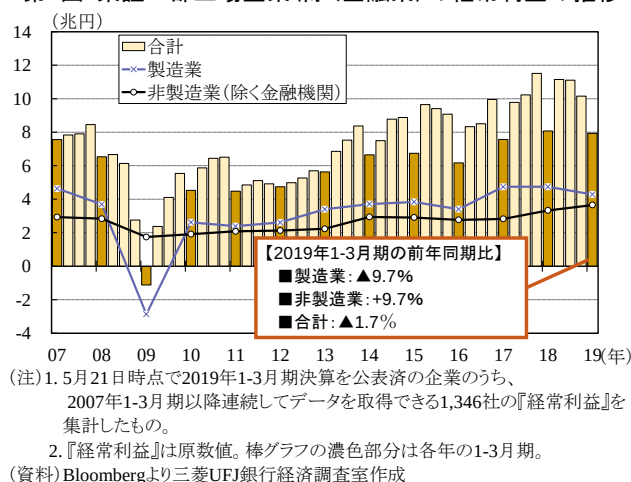
1-3 月期の東証一部上場企業（除く金融業）の経常利益は前年比▲1.7%と、2 四半期続けてマイナスとなったものの、1-3 月期の利益額としては 2007 年 1-3 月期以降で過去 2 番目に高い水準を確保した（第 4 図）。業種別では、製造業が輸出の減少等を受けて同▲9.7%と 2 四半期連続で減益となった一方、非製造業は底堅い内需を背景に同+9.7%と 2 四半期ぶりに増益に転じている。今後の企業収益は、製造業は輸出や生産の減少が一定の重石となるものの、内需中心の非製造業が下支えすることで、全体としては底割れしないと見込まれる。

投資行動に目を転じると、製造業においても、今年度の設備投資計画は前年度比+6.2%と高い伸びとなっている（第 5 図）。人手不足等の構造的な課題に対処するため

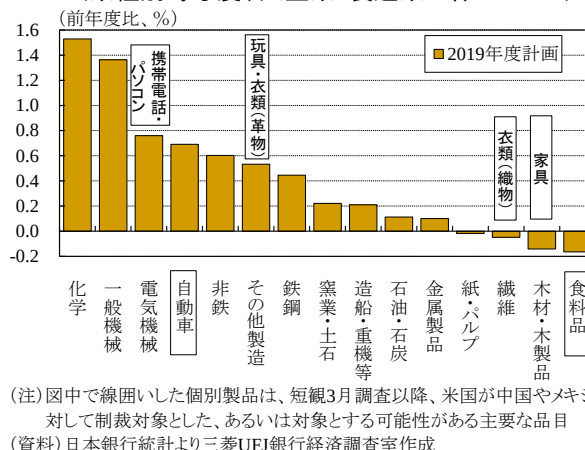


の投資ニーズが根強いとみられるなか、外需依存度の高い産業でもまずまずの計画が示されている。米国の通商政策に関しては、足元の中国やメキシコとの摩擦の激化が、金融市場や制裁対象品目の商流に関わる企業の投資行動に与える影響には十分な警戒が必要だが、少なくとも後者については現時点において生産移転や価格転嫁等の対策を含め影響を見極めようとしている企業が多く、投資自体が恒久的に中止になるわけではないと考えられる。また、非製造業は、今年度の設備投資計画が例年より高めの伸びを維持する中、製造業に比べて外需の影響を受けにくいこともあり、投資マインドは底堅く推移すると見込まれる。

第4図：東証一部上場企業（除く金融業）の経常利益の推移



第5図：日銀短観3月調査における設備投資計画  
(業種別寄与度、大企業・製造業全体：+6.2%)



## (2) 良好な雇用・所得環境が消費を下支え、消費増税による腰折れは回避

1-3 月期の実質雇用者報酬は前年比+0.8%と、タイトな労働需給を背景に 16 四半期連続で前年比プラスとなった。先行きも引き続き緩やかな改善を見込むが、その背景に指摘できるのが今春闘である。全体の賃上げ率は 2.1%（うちベア 0.5%）と昨年並みを維持しており、米中対立等を受けて先行きの不透明感が増すなかでも、企業は人手確保のための賃上げを継続している（第 6 図）。今年度から大企業を対象に導入された残業規制では、残業時間の抑制に伴う残業代の減少はあるものの、人手不足が深刻な中、長時間労働者と短時間労働者間での労働時間の調整や、非正規から正規への雇用形態の転換等が行われるとみられることから、所得への影響は限定的と考えられる。

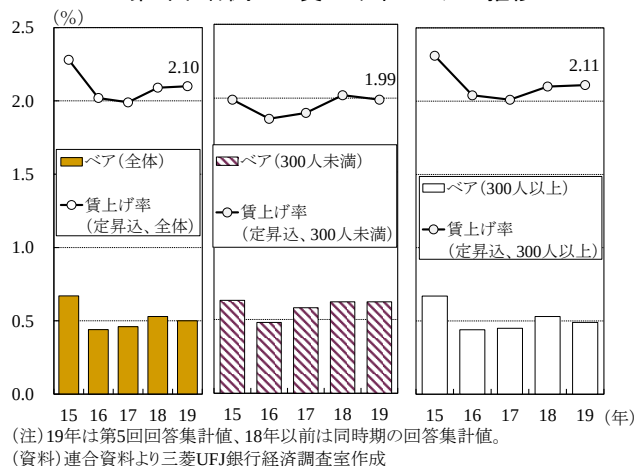
また、今年 10 月には消費増税が予定されているが、2014 年時の消費増税では「緩和的金融政策+緊縮的財政政策」の組み合わせのなか、単純な駆け込みとその反動というのを超えて消費が低迷したのに対し、今回は金融政策の緩和は更に強化されていることに加え、財政政策についても家計への急激なネット負担増とならないような各種措置が予定されていることから、消費へのインパクトは限られると考えられる。即ち、軽減税率や教育無償化等の恒久的な措置に加えキャッシュレス還元等の時限措置が用意されており、後者の時限措置が終了する 2020 年度以降も家計の実質負担額増加は前回増税時の 5 分の 1 程度に止まる見込みである。

消費者マインドは、米中間の対立や金融市場の動揺などを背景に短期的にやや悪化して

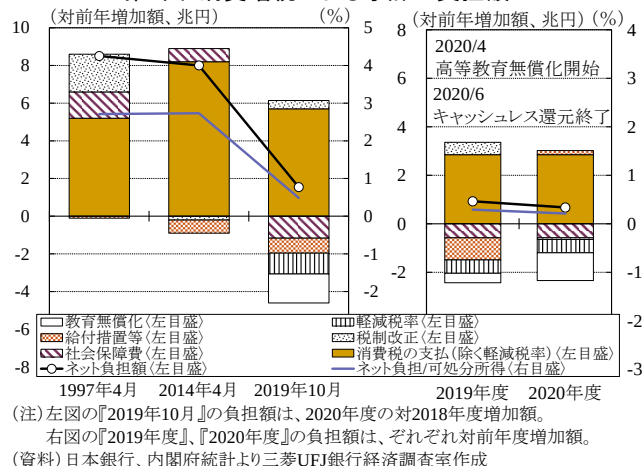


いる様子が窺われるものの、良好な雇用・所得環境が下支えとなる構図は変わらないと考える。これらを勘案すると、消費増税前後で家計所得、消費者マインドが急変するとは考えにくく、先行きの個人消費も底堅く推移することが見込まれる（第7図）。

第6図：春闘での賃上げ率とベアの推移



第7図：消費増税による家計の負担額



### 3. 金融政策・市場の動向

#### (1) 金融政策

日銀は4月24-25日の決定会合で「政策金利のフォワードガイダンスの明確化」と「強力な金融緩和の継続に資する措置の実施」を決定した（第2表）。前者では、現状の金利水準を維持する期間を「少なくとも2020年春頃まで」とする文言が追加されたが、従来から消費増税の影響を見極めるには半年程度かかるとみられており、今回の決定は緩和でも引き締めでもなく、純粋に時期の明確化が行われたと解釈できる。後者は、現行政策の持続性確保のため、金融機関の担保不足など一部の副作用へ対応したと推察される。

同時に公表された展望レポートでは、政策委員の物価見通しが、新たに追加された2021年度でも前年度比+1.6%と、黒田総裁就任後の9年間に渡って2%の物価目標に届かずとの見方が示された。実際、足元の物価動向をみると、4月のコア消費者物価は前年比+0.9%、物価の基調を示すコアコアベースは同+0.6%と緩やかな伸びに止まり、今後は教育無償化や携帯電話通信料の引き下げ等による下押し影響も顕在化する見込みである。

もともと、日銀は、目先の物価動向のみならず、物価上昇のモメンタムを左右する需給ギャップも重視している。この点、日銀が公表する需給ギャップをみると、昨年10-12月期で+2.23%と、自然災害等による攪乱もあるものの、人手不足を背景とした労働需給の引き締まりが改善に寄与し、26年半ぶりの高水準を記録している（第8図）。日銀は、物価が大きく高まらない中でも、需給ギャップが崩れない限りは「物価上昇のモメンタムは維持されている」と評価するスタンスであり、今回の決定もそうした姿勢を改めて示したものと読み取れる。したがって、急激な円高等のトリガーがない限り日銀は粘り強く現行政策を続ける（大きな政策変更には動かない）と予想され、フォワードガイダンスも踏まえれば、正常化方向への動きは2020年中頃以降となるとみられる。

## (2) 為替

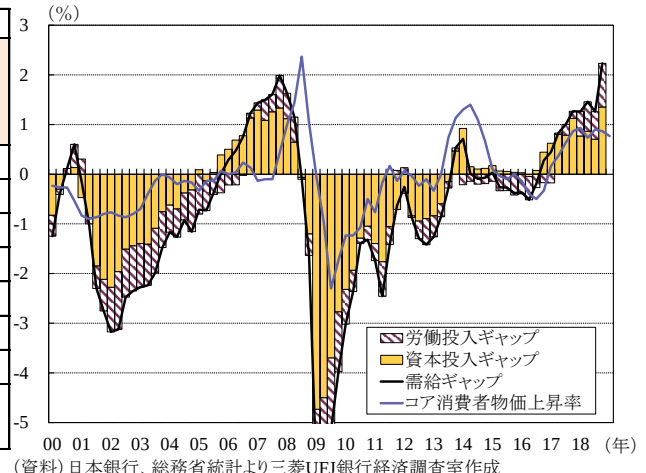
ドル円相場は、4月は概ね1ドル111円台で推移していたものの、米中間の追加関税の応酬や、米国が対メキシコ関税の導入を表明したことに伴うリスク回避の動き等から足元は1ドル108円程度で推移している。先行きも、米国の通商政策を巡る動きなどから振れることはあっても、一定の日米金利差が引き続き存在することから円高の定着は回避され、1ドル110円程度で推移するものと予想する。

第2表：4月の金融政策会合における政策修正の概要

| 項目                              | 内容                                                                                           |
|---------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 政策金利の<br>フォワード<br>ガイダンス<br>明確化  | 海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、<br>当分の間、少なくとも2020年春頃まで、<br>現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定 |
| 強力な<br>金融緩和の<br>継続に資する<br>措置の実施 | 日本銀行適格担保の拡充                                                                                  |
|                                 | 企業債務に関する信用力要件の緩和など                                                                           |
|                                 | 成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進                                                                      |
|                                 | 実績に応じた貸出利用枠の設定、期限の延長                                                                         |
|                                 | 国債保管供給の要件緩和                                                                                  |
|                                 | 最低品貸料の引き下げ、銘柄別の売却上限の撤廃等                                                                      |
|                                 | ETF貸付制度の導入                                                                                   |
|                                 | 日銀が保有するETFを市場参加者に一時的に貸し付ける<br>ことを可能にする制度の導入を検討                                               |

(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：需給ギャップとコア消費者物価の推移



(横田 裕輔、芥子 和史、伊勢 友理)

## 日本経済・金融見通し

2019年1～3月期のGDP統計（1次速報値）反映後

見通し

|                         | 2018  |       |       |       | 2019   |       |       |        | 2020  |       |       |       | 2021  | 2018年度 | 2019年度 | 2020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、%）          | ▲ 0.3 | 2.2   | ▲ 2.5 | 1.6   | 2.1    | 0.8   | 2.2   | ▲ 3.2  | 0.8   | 1.5   | 1.7   | 0.9   | 0.7   | 0.6    | 0.7    | 0.7     |
| 個人消費                    | ▲ 0.5 | 2.4   | ▲ 1.1 | 0.9   | ▲ 0.3  | 2.3   | 3.1   | ▲ 6.4  | 1.3   | 1.7   | 1.9   | 0.9   | 0.8   | 0.4    | 0.4    | 0.5     |
| 住宅投資                    | ▲ 9.3 | ▲ 8.1 | 3.4   | 5.9   | 4.5    | 3.2   | 2.4   | ▲ 13.3 | ▲ 8.1 | ▲ 3.6 | ▲ 2.8 | ▲ 2.0 | ▲ 1.2 | ▲ 4.2  | 0.7    | ▲ 4.9   |
| 設備投資                    | 5.1   | 9.8   | ▲ 9.7 | 10.3  | ▲ 1.2  | 2.8   | 3.4   | ▲ 3.4  | 2.0   | 2.1   | 1.5   | 1.3   | 1.2   | 3.2    | 1.4    | 1.2     |
| 在庫投資（寄与度）               | ▲ 0.7 | ▲ 0.1 | 0.6   | 0.2   | 0.5    | ▲ 0.4 | 0.1   | 0.0    | 0.1   | 0.1   | 0.2   | 0.0   | ▲ 0.1 | 0.2    | 0.1    | 0.1     |
| 公的需要                    | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 | ▲ 0.8 | 1.0   | 0.7    | 1.4   | 1.3   | 1.9    | 1.6   | 1.2   | 1.1   | 0.8   | 0.6   | ▲ 0.1  | 1.3    | 1.2     |
| うち、公共投資                 | ▲ 5.0 | ▲ 2.6 | ▲ 7.3 | ▲ 5.6 | 6.2    | 2.8   | 3.2   | 4.9    | 3.2   | 1.2   | 0.8   | ▲ 0.8 | ▲ 2.0 | ▲ 3.8  | 2.3    | 1.5     |
| 純輸出（寄与度）                | 0.2   | ▲ 0.2 | ▲ 0.8 | ▲ 1.2 | 1.6    | ▲ 1.0 | ▲ 0.6 | 1.0    | ▲ 0.5 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | ▲ 0.1  | ▲ 0.2  | ▲ 0.1   |
| 財貨・サービスの輸出              | 3.9   | 2.8   | ▲ 7.9 | 4.8   | ▲ 9.4  | 5.3   | 1.4   | 1.4    | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.2   | 1.2   | 1.3    | 0.1    | 1.4     |
| 財貨・サービスの輸入              | 3.0   | 4.2   | ▲ 4.1 | 12.7  | ▲ 17.2 | 11.2  | 4.9   | ▲ 3.9  | 4.5   | 1.8   | 1.7   | 1.4   | 1.2   | 2.0    | 1.0    | 1.7     |
| 名目GDP（前期比年率、%）          | ▲ 0.8 | 1.2   | ▲ 2.5 | 1.9   | 3.3    | 0.9   | 3.1   | ▲ 2.0  | 1.5   | 1.8   | 2.7   | 0.2   | 1.5   | 0.5    | 1.4    | 1.3     |
| GDPデフレーター（前年比、%）        | 0.5   | ▲ 0.1 | ▲ 0.4 | ▲ 0.3 | 0.2    | 0.5   | 0.6   | 0.9    | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.3   | 0.4   | ▲ 0.2  | 0.7    | 0.6     |
| 鉱工業生産（前期比、%）            | ▲ 0.9 | 0.8   | ▲ 0.7 | 1.4   | ▲ 2.5  | 0.8   | 1.4   | ▲ 1.4  | 1.0   | 1.1   | 1.1   | ▲ 2.3 | ▲ 0.6 | 0.3    | 0.1    | 1.0     |
| 国内企業物価（前年比、%）           | 2.5   | 2.6   | 3.1   | 2.3   | 0.9    | 0.8   | 0.6   | 2.9    | 2.7   | 2.6   | 2.2   | 0.5   | 0.6   | 2.2    | 1.8    | 1.5     |
| 消費者物価（除く生鮮食品、<br>前年比、%） | 0.9   | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 0.8    | 0.8   | 0.6   | 1.0    | 1.0   | 0.9   | 1.0   | 0.6   | 0.6   | 0.8    | 0.8    | 0.8     |
| 2. 国際収支                 |       |       |       |       |        |       |       |        |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 貿易収支（10億円）              | 816   | 856   | ▲ 70  | ▲ 91  | 148    | ▲ 54  | ▲ 242 | ▲ 348  | ▲ 120 | ▲ 260 | ▲ 297 | ▲ 692 | ▲ 307 | 707    | ▲ 765  | ▲ 1,556 |
| 経常収支（10億円）              | 4,967 | 5,439 | 4,667 | 4,299 | 4,891  | 4,696 | 4,486 | 4,379  | 4,596 | 4,457 | 4,515 | 4,154 | 4,574 | 19,414 | 18,158 | 17,700  |
| 3. 金融                   |       |       |       |       |        |       |       |        |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 無担保コール翌日物（%）            | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0  | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1  | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0  | ▲ 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   | 0.1   | 0.1   | ▲ 0.0  | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | 0.0    | 0.1   | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.0    | 0.0    | 0.2     |
| 円相場（円／ドル）               | 108   | 109   | 112   | 113   | 110    | 110   | 109   | 109    | 109   | 108   | 108   | 108   | 108   | 111    | 109    | 108     |

(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6月4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)

|                                 | 2017年度           | 2018年度           | 2018年            |                  | 2019年            | 2018年            | 2019年            |                  |                   |                  |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|
|                                 |                  |                  | 7-9月期            | 10-12月期          | 1-3月期            | 12月              | 1月               | 2月               | 3月                | 4月               |
| 実質GDP成長率(前期比年率)                 | 1.9              | 0.6              | ▲ 2.5<br>(0.1)   | 1.6<br>(0.2)     | 2.1<br>(0.8)     | ***              | ***              | ***              | ***               | ***              |
| 全産業活動指数                         | 1.8              | 0.9              | ▲ 0.4<br>(0.4)   | 0.9<br>(1.4)     | ▲ 0.5<br>(0.3)   | ▲ 0.1<br>(▲ 0.1) | 0.0<br>(1.0)     | ▲ 0.2<br>(0.3)   | ▲ 0.4<br>(▲ 0.4)  |                  |
| 鉱工業生産指数                         | 2.9              | 0.3              | ▲ 0.7<br>(0.1)   | 1.4<br>(1.3)     | ▲ 2.5<br>(▲ 1.7) | 0.1<br>(▲ 2.0)   | ▲ 2.5<br>(0.7)   | 0.7<br>(▲ 1.1)   | ▲ 0.6<br>(▲ 4.3)  | 0.6<br>(▲ 1.1)   |
| 鉱工業出荷指数                         | 2.2              | 0.2              | ▲ 1.2<br>(▲ 0.3) | 1.0<br>(1.1)     | ▲ 2.1<br>(▲ 1.6) | 0.3<br>(▲ 3.1)   | ▲ 2.4<br>(▲ 0.1) | 1.6<br>(▲ 0.3)   | ▲ 1.3<br>(▲ 4.0)  | 1.7<br>(▲ 1.5)   |
| 製品在庫指数                          | 5.1              | 0.2              | 0.4<br>(3.5)     | 0.9<br>(1.7)     | 0.9<br>(0.2)     | 1.3<br>(1.7)     | ▲ 0.9<br>(1.2)   | 0.4<br>(1.4)     | 1.4<br>(0.2)      | 0.0<br>(1.2)     |
| 生産者製品在庫率指数<br>(2015年=100)       | 101.9            | 105.0            | 105.0<br>[99.6]  | 105.6<br>[102.6] | 105.9<br>[104.3] | 107.2<br>[101.3] | 105.0<br>[104.7] | 105.5<br>[103.4] | 107.2<br>[104.9]  | 104.5<br>[102.8] |
| 国内企業物価指数                        | 2.7              | 2.2              | 0.9<br>(3.1)     | 0.1<br>(2.3)     | ▲ 0.8<br>(0.9)   | ▲ 0.6<br>(1.5)   | ▲ 0.6<br>(0.6)   | 0.3<br>(0.9)     | 0.3<br>(1.3)      | 0.3<br>(1.2)     |
| 消費者物価<br>(季調済、全国、除く生鮮食品)        | 0.7              | 0.8              | 0.2<br>(0.9)     | 0.4<br>(0.9)     | ▲ 0.2<br>(0.8)   | ▲ 0.1<br>(0.7)   | 0.2<br>(0.8)     | 0.1<br>(0.7)     | 0.0<br>(0.8)      | 0.1<br>(0.9)     |
| 稼働率指数<br>(2015年=100)            | 102.7            | 102.5            | 101.9<br>[102.5] | 104.7<br>[103.8] | 100.5<br>[102.2] | 104.2<br>[105.1] | 100.0<br>[100.2] | 101.0<br>[102.8] | 100.6<br>[103.7]  |                  |
| 機械受注<br>(船舶、電力を除く民需)            | ▲ 0.8            | 2.8              | 1.5<br>(4.8)     | ▲ 3.2<br>(2.0)   | ▲ 3.2<br>(▲ 2.5) | ▲ 0.3<br>(0.9)   | ▲ 5.4<br>(▲ 2.9) | 1.8<br>(▲ 5.5)   | 3.8<br>(▲ 0.7)    |                  |
| 製造業                             | 9.2              | 3.8              | ▲ 1.0<br>(8.5)   | ▲ 4.1<br>(▲ 0.6) | ▲ 7.7<br>(▲ 8.0) | ▲ 4.4<br>(▲ 5.3) | ▲ 1.9<br>(▲ 7.5) | 3.5<br>(▲ 9.1)   | ▲ 11.4<br>(▲ 7.6) |                  |
| 非製造業<br>(除く船舶、電力)               | ▲ 7.8            | 2.1              | 3.4<br>(2.0)     | ▲ 1.9<br>(4.5)   | ▲ 0.3<br>(1.8)   | 5.6<br>(6.5)     | ▲ 8.0<br>(1.0)   | ▲ 0.8<br>(▲ 2.0) | 13.4<br>(4.1)     |                  |
| 資本財出荷<br>(除く輸送機械)               | 7.0              | ▲ 0.3            | ▲ 1.4<br>(1.6)   | 1.6<br>(1.3)     | ▲ 7.4<br>(▲ 6.9) | ▲ 0.6<br>(▲ 4.8) | ▲ 7.9<br>(▲ 8.2) | 3.8<br>(▲ 3.6)   | ▲ 1.5<br>(▲ 8.5)  | 0.6<br>(▲ 9.4)   |
| 建設受注                            | 0.7              | 6.5              |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |
| 民需                              | 0.6              | 14.5             |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |
| 官公庁                             | ▲ 5.4            | ▲ 15.0           |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |
| 公共工事請負金額                        | ▲ 4.3            | 1.1              |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |
| 新設住宅着工戸数(年率万戸)                  | 94.6<br>(▲ 2.8)  | 95.3<br>(0.7)    | 95.0<br>(▲ 0.2)  | 95.5<br>(0.6)    | 94.2<br>(5.1)    | 96.1<br>(2.1)    | 87.2<br>(1.1)    | 96.7<br>(4.2)    | 98.9<br>(10.0)    | 93.1<br>(▲ 5.7)  |
| 新設住宅床面積                         | ▲ 3.7            | (1.0)            | (▲ 0.9)          | (2.3)            | (7.6)            | (3.9)            | (3.0)            | (7.0)            | (12.9)            | (▲ 2.5)          |
| 小売業販売額                          | 1.9              | 1.6              |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |
| 実質家計消費支出<br>(2人以上、季調済)          | 0.3              | 0.0              | 1.5<br>(1.0)     | 0.2<br>(1.1)     | ▲ 0.2<br>(2.0)   | ▲ 0.1<br>(1.9)   | 0.7<br>(2.1)     | ▲ 2.0<br>(1.9)   | 0.1<br>(2.1)      |                  |
| 平均消費性向<br>(実数、季調済、%)            | 71.7             | 69.2             | 70.6<br>[70.6]   | 68.6<br>[71.6]   | 69.8<br>[71.0]   | 65.5<br>[71.6]   | 70.4<br>[73.3]   | 69.8<br>[69.3]   | 69.4<br>[70.6]    | 69.9<br>[69.9]   |
| 所定外労働時間<br>(全産業・5人以上)           | 0.5              | ▲ 1.6            | ▲ 2.6<br>(▲ 2.5) | ▲ 0.1<br>(▲ 2.3) | ▲ 0.7<br>(▲ 2.1) | ▲ 2.6<br>(▲ 4.3) | 0.7<br>(▲ 1.9)   | 2.5<br>(▲ 0.9)   | ▲ 2.6<br>(▲ 3.5)  |                  |
| 現金給与総額<br>(全産業・5人以上)            | 0.7              | 0.9              |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |
| 常用雇用者数(前年差)<br>(全産業・5人以上、万人)    | 99               | 1                | ▲ 34             | ▲ 40             | 96               | ▲ 36             | 100              | 96               | 93                |                  |
| 有効求人倍率<br>(実数、季調済、倍)            | 1.54             | 1.62             | 1.62<br>[1.52]   | 1.62<br>[1.56]   | 1.63<br>[1.59]   | 1.63<br>[1.58]   | 1.63<br>[1.59]   | 1.63<br>[1.59]   | 1.63<br>[1.59]    | 1.63<br>[1.60]   |
| 完全失業率<br>(実数、季調済、%)             | 2.7              | 2.4              | 2.4              | 2.4              | 2.4              | 2.4              | 2.5              | 2.3              | 2.5               | 2.4              |
| 景気ウォッチャー(現状判断DI)<br>(季調済、%ポイント) | 50.5             | 47.8             | 48.0<br>[50.4]   | 48.3<br>[52.3]   | 46.0<br>[49.5]   | 46.8<br>[52.9]   | 45.6<br>[49.9]   | 47.5<br>[49.0]   | 44.8<br>[49.6]    | 45.3<br>[49.5]   |
| 企業倒産件数<br>(実数、件数)               | 8,367<br>(▲ 0.2) | 8,111<br>(▲ 3.1) | 2,017<br>(▲ 0.7) | 2,070<br>(▲ 1.7) | 1,917<br>(▲ 6.1) | 622<br>(▲ 10.6)  | 666<br>(4.9)     | 589<br>(▲ 4.5)   | 662<br>(▲ 16.1)   | 645<br>(▲ 0.8)   |

## 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)

|               | 2017年度    | 2018年度    | 2018年     |           | 2019年     | 2018年     | 2019年     |           |           |           |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|               |           |           | 7-9月期     | 10-12月期   | 1-3月期     | 12月       | 1月        | 2月        | 3月        | 4月        |
| 通関輸出          | 10.8      | 1.9       | (2.9)     | (1.3)     | (▲3.9)    | (▲3.9)    | (▲8.4)    | (▲1.2)    | (▲2.4)    | (▲2.4)    |
| 価格            | 5.5       | 2.5       | (4.0)     | (2.8)     | (1.2)     | (2.0)     | (0.7)     | (▲0.6)    | (3.4)     | (2.0)     |
| 数量            | 5.0       | ▲0.6      | (▲1.1)    | (▲1.4)    | (▲5.0)    | (▲5.8)    | (▲9.0)    | (▲0.6)    | (▲5.6)    | (▲4.3)    |
| 通関輸入          | 13.7      | 7.2       | (12.4)    | (11.2)    | (▲2.0)    | (1.9)     | (▲0.8)    | (▲6.5)    | (1.2)     | (6.5)     |
| 価格            | 8.9       | 5.7       | (10.2)    | (6.9)     | (▲0.2)    | (4.1)     | (▲1.4)    | (0.0)     | (0.8)     | (2.3)     |
| 数量            | 4.4       | 1.4       | (2.0)     | (4.0)     | (▲1.8)    | (▲2.2)    | (0.5)     | (▲6.5)    | (0.4)     | (4.1)     |
| 経常収支(億円)      | 221,749   | 194,144   | 56,944    | 26,018    | 61,251    | 4,644     | 6,004     | 26,768    | 28,479    |           |
| 貿易収支(億円)      | 45,396    | 7,068     | 545       | ▲6,423    | 2,245     | 2,180     | ▲9,648    | 4,892     | 7,001     |           |
| サービス収支(億円)    | ▲4,567    | ▲6,378    | ▲1,658    | ▲3,066    | 4,306     | ▲1,081    | ▲1,512    | 2,366     | 3,451     |           |
| 金融収支(億円)      | 206,805   | 214,974   | 44,864    | 27,016    | 90,833    | 604       | 27,087    | 25,527    | 38,219    |           |
| 外貨準備高(百万ドル)   | 1,268,287 | 1,291,813 | 1,259,673 | 1,270,975 | 1,291,813 | 1,270,975 | 1,279,297 | 1,281,846 | 1,291,813 | 1,293,499 |
| 対ドル円レート(期中平均) | 110.80    | 110.88    | 111.44    | 112.87    | 110.17    | 112.45    | 108.95    | 110.36    | 111.21    | 111.66    |

## 3. 金融

|                         | 2017年度 | 2018年度 | 2018年              |                    | 2019年              | 2018年              | 2019年              |                    |                    |                    |
|-------------------------|--------|--------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                         |        |        | 7-9月期              | 10-12月期            | 1-3月期              | 12月                | 1月                 | 2月                 | 3月                 | 4月                 |
| 無担保コール翌日物金利             | ▲0.050 | ▲0.062 | ▲0.063<br>[▲0.054] | ▲0.066<br>[▲0.042] | ▲0.054<br>[▲0.048] | ▲0.068<br>[▲0.042] | ▲0.064<br>[▲0.040] | ▲0.055<br>[▲0.042] | ▲0.044<br>[▲0.062] | ▲0.068<br>[▲0.063] |
| ユーロ円TIBOR<br>(3ヵ月物)     | 0.065  | 0.062  | 0.077<br>[0.062]   | 0.050<br>[0.063]   | 0.037<br>[0.078]   | 0.050<br>[0.063]   | 0.030<br>[0.068]   | 0.030<br>[0.068]   | 0.050<br>[0.097]   | 0.050<br>[0.097]   |
| 新発10年国債利回り              | 0.045  | ▲0.095 | 0.125<br>[0.060]   | ▲0.010<br>[0.045]  | ▲0.095<br>[0.045]  | ▲0.010<br>[0.045]  | 0.000<br>[0.080]   | ▲0.015<br>[0.045]  | ▲0.095<br>[0.045]  | ▲0.045<br>[0.050]  |
| 都銀貸出約定平均金利<br>(前期、月比増減) | 0.817  | 0.751  | 0.775<br>(▲0.014)  | 0.759<br>(▲0.016)  | 0.751<br>(▲0.008)  | 0.759<br>(▲0.013)  | 0.759<br>(0.000)   | 0.758<br>(▲0.001)  | 0.751<br>(▲0.007)  |                    |
| 日経平均株価<br>(225種、末値)     | 21,454 | 21,206 | 24,120<br>[20,356] | 20,015<br>[22,765] | 21,206<br>[21,454] | 20,015<br>[22,765] | 20,773<br>[23,098] | 21,385<br>[22,068] | 21,206<br>[21,454] | 22,259<br>[22,468] |
| M2平残                    | (3.7)  | (2.7)  | (2.9)              | (2.5)              | (2.3)              | (2.4)              | (2.3)              | (2.4)              | (2.4)              | (2.6)              |
| 広義流動性平残                 | (3.1)  | (2.2)  | (2.2)              | (2.0)              | (2.1)              | (1.9)              | (1.9)              | (2.1)              | (2.4)              | (2.2)              |
| 貸出・預金動向                 |        |        |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                    |
| 貸出残高<br>(平残)            | 銀行・信金計 | 銀行・信金計 | (2.8)              | (2.2)              | (2.2)              | (2.3)              | (2.4)              | (2.4)              | (2.3)              | (2.4)              |
|                         |        | 銀行計    | (2.8)              | (2.2)              | (2.2)              | (2.4)              | (2.5)              | (2.4)              | (2.4)              | (2.5)              |
|                         |        | 都銀等    | (2.0)              | (1.0)              | (0.7)              | (1.6)              | (1.6)              | (1.6)              | (1.5)              | (1.8)              |
|                         |        | 地銀     | (3.6)              | (4.3)              | (4.5)              | (4.1)              | (4.3)              | (4.2)              | (4.1)              | (4.0)              |
|                         |        | 地銀Ⅱ    | (3.0)              | (▲0.4)             | (▲0.5)             | (▲0.8)             | (▲0.9)             | (▲0.8)             | (▲0.8)             | (▲8.7)             |
|                         |        | 信金     | (2.7)              | (2.1)              | (2.2)              | (1.7)              | (2.0)              | (1.9)              | (1.7)              | (1.6)              |
| 実質預金<br>+CD<br>(平残)     | 3業態計   | 3業態計   | (4.2)              | (3.4)              | (3.7)              | (3.2)              | (3.1)              | (3.1)              | (3.1)              | (2.6)              |
|                         |        | 都銀     | (5.9)              | (4.9)              | (5.3)              | (4.7)              | (4.5)              | (4.7)              | (4.6)              | (3.6)              |
|                         |        | 地銀     | (2.5)              | (2.7)              | (3.0)              | (2.6)              | (2.3)              | (2.4)              | (2.3)              | (3.9)              |
|                         |        | 地銀Ⅱ    | (2.1)              | (▲1.3)             | (▲1.3)             | (▲1.8)             | (▲2.0)             | (▲1.8)             | (▲1.9)             | (▲8.1)             |

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

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

## Ⅱ. 米国

### ～米中貿易摩擦が激化も堅調な個人消費が緩やかな景気拡大をサポート～

#### 1. 米国経済の概況

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.1%と、前期（同+2.2%）から加速した。輸出の伸びの加速（同+4.8%、前期同+1.8%）と輸入の伸びのマイナス転化（同▲2.5%、前期同+2.0%）を背景に純輸出の寄与度が同+1.0%ポイントと 3 四半期ぶりにプラス転化したことや、在庫投資の寄与度が拡大したことが要因である。項目別にみると、個人消費は、1 月下旬まで継続した政府機関の一部閉鎖や昨年末までの株価の大幅下落、悪天候等の影響により、自動車を中心とする耐久財消費が減少したことで、同+1.3%の伸びと前期の同+2.5%から鈍化した。ただ、非耐久財消費・サービス消費が堅調に推移しており、個人消費全体でみれば底堅さを見せた形である。他方、設備投資は、機械設備投資の伸び率の鈍化を受け、同+2.3%の伸びと前期の同+5.4%から減速した。また、住宅投資（同▲3.5%）は 5 四半期連続の減少と、引き続き弱含んでいる。

4 月以降についても、個別経済指標を見ると、鉱工業生産や資本財受注等一部指標には弱さが見られるものの、後述の通り、個人消費の動向を示す小売売上高での明確な持ち直しの動き等も踏まえると、拡大ペースを鈍化させながらも、4-6 月期も景気の拡大基調は続いているものと推察される。米国の景気循環における直近の底は 2009 年 6 月とされるため、4-6 月期が終了した時点で今次景気拡大は 10 年目を迎えることとなり、1990 年代から 2001 年にかけての景気拡大期間の最長記録（120 ヶ月＝10 年間）に並ぶこととなる。

この先、どこまで景気拡大期間記録を伸ばすかは注目されるところである。目下の焦点であるところの米中貿易摩擦については、4 月まで一部に交渉妥結の期待感が高まっていたものの、5 月上旬にトランプ大統領が関税の引き上げ再開を表明以降、急速に激化している（第 1 表）。こうした米中間の対立の底流には、中長期的な両国間の技術覇権競争があり、また其々の国内情勢を勘案すると、短期間で根本的な解決にまで漕ぎ着けるのは容易ではないと予想される状況である。

第1表：米中貿易摩擦に関する足元の状況

| 日付    | 概要                                                                                  |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 5月5日  | トランプ大統領が対中輸入品約2,000億ドルに対する関税の再引き上げを表明                                               |
| 5月10日 | 米国が対中輸入品約2,000億ドルに賦課されている追加関税率を10%から25%に引き上げ                                        |
| 5月13日 | 米国が対中輸入品約3,000億ドルについても追加関税を賦課する計画を表明<br>中国も対抗措置として6月1日から対米輸入品約600億ドルへの追加関税率の引き上げを表明 |
| 5月15日 | 米国が中国通信機器大手に対する実質的な輸出入禁止措置を発表                                                       |

(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

また、足元では米国への不法移民流入の対策が不十分として、トランプ政権がメキシコからの全輸入品に対して 5%の追加関税を掛ける方針を発表するなど、米中以外でも貿易の波乱要因が持ち上がっている（2018 年のデータによると、メキシコからの輸入額は米国の全輸入額の 14%と、中国（21%）に次ぐ第 2 位を占める）。



こうしたなか、先行きについては、米国経済のファンダメンタルズの強さと米中貿易摩擦等政策要因が起因の下押し圧力をどう評価するかがポイントとなろう。経済の約 3 分の 2 を占める個人消費をみると、上述の通り 1-3 月期に一部弱さがみられたものの、労働市場の改善持続を背景に個人所得の拡大が継続する中、当面底堅さを維持する公算が大きい。米中貿易摩擦の影響については、①今後の協議や対抗措置の展開、②家計・企業等へのマインド面での影響等、依然読み切れない部分は大きいものの、貿易の米国経済に対するウェイトからすれば、その影響は限定的とみられる。また、対メキシコ関税措置は、そもそも「貿易問題」ではなく「不法移民問題」に起因する措置であり、メキシコ政府も同問題の解決に向け米国政府と話し合う方針を明確にしていること等を勘案すると、現時点では関税賦課長期化のシナリオは回避されると想定する。但し、トランプ政権発足当初に打ち出された財政政策による押し上げ効果が今後減衰していく中ではこれまでのような高い成長は見込み難く、来年にかけては 2%弱とみられる潜在成長率程度の拡大ペースにまで減速してくる可能性が高いだろう（第 1 図）。また、足元の貿易摩擦激化等に伴い注目度が下がっているものの、今年 3 月に復活した債務上限問題についても、引き続き動向を注視していく必要がある。

金融政策については、FRB は現在「当面様子見」の姿勢に転じており、内部では金融政策の枠組み再点検中としている。こうしたなか、足元の米中貿易摩擦のエスカレーションや対メキシコ関税措置等により世界経済の悪化懸念が再び台頭し、米国債市場でも利下げ催促相場的に長期金利が急落するなど、落ち着きを取り戻していた金融市場にも警戒感が広がっている。一方、足元までの低インフレ率は「一時的である」と FOMC メンバーが判断していること等も総合的に勘案すると、FRB は当面金利を上下ともに動かし辛く、このまま据え置きを続けるものと予想する。金融政策枠組み再点検の結果及び 2020 年の大統領選挙は先行きの波乱材料であるため、FRB が本来の中立金利を目指して利上げを再開するとしても大統領選挙終了後の来年年末となろう。

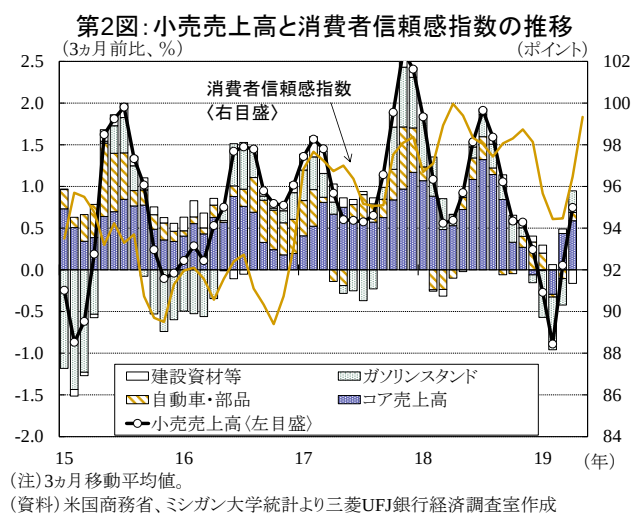
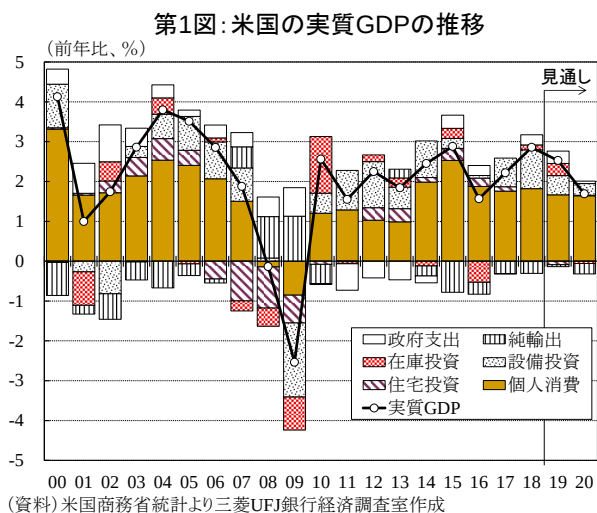
## 2. 見通し上のキーポイント

### (1) 拡大を続ける雇用と所得を背景に堅調さを保つ個人消費

個人消費の動向を示す代表的な指標である小売売上高を消費者マインドを表す消費者信頼感指数と並べると、年末年始の小売売上高の落ち込みは、昨年終盤の株価下落や政府機関の一部閉鎖等を背景とした消費者マインドの低下によるものであったことが示唆される。堅調な個人所得に加え、年初来から株価が概ね持ち直していることを背景とした消費者マインドの回復を受け、足元では持ち直しの動きを明確に示している（第 2 図）。この先も米中貿易摩擦や対メキシコ関税措置を受けた消費者マインドの動向には留意されるものの、ベースとなる個人所得が堅調を維持できれば消費も底堅い推移が見込めるものと予想する。

この点、雇用面をみると、足元 4 月の非農業部門雇用者数は前月比+26.3 万人と高い伸びを示している。同雇用者数の前月比増加幅の平均を取ると、2019 年は 4 月までで同

+20.5 万人と、2018 年の同+22.3 万人こそ下回るものの、好不調の目安とされる同+20 万人を超えて推移しており、依然として雇用者数は前年比+2%弱程度のペースで堅調に増加していると評価される。また、労働市場の改善が続く中、賃金上昇率も前年比+3%を越えて推移しており、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。斯かる雇用者数の増加と賃金の上昇等を掛け合わせると、個人所得は同+5%程度での増加が続く公算が大きく、延いては個人消費を堅調に支える展開となろう。



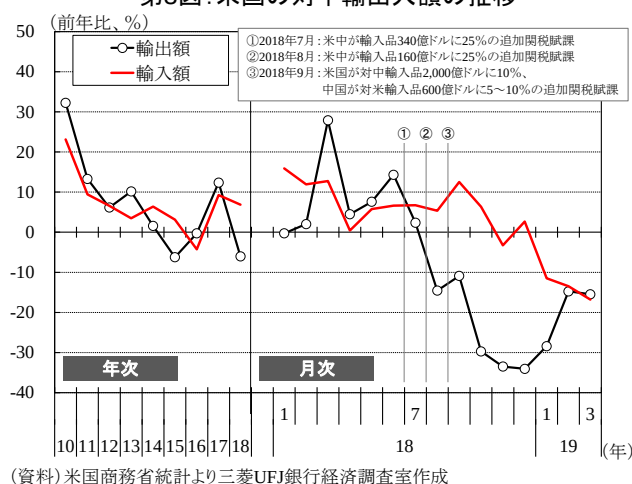
## (2) 米中貿易摩擦の影響

米国の対中国向け輸出入の推移をみると、米中間の追加関税の応酬の影響は既に顕著に現出している。まず、米国の対中国輸出をみると、昨年7月の中国による追加関税賦課以降、8月より前年比マイナスの伸びに転化、12月には前年比▲34%の大幅な減少を記録した（第3図）。対中国輸入をみても、9月より伸び率の鈍化が始まり、直近3月では3ヵ月連続で前年比▲10%超のマイナスの伸びを記録している。5月13日に米中両国が公表した更なる追加関税の賦課が発動されれば、輸出入両面においてマイナス幅が拡大する公算は大きいだろう。米中間の対立の底流には、中長期的な両国間の技術覇権競争があり、またそれぞれの国内情勢を勘案すると、短期間で根本的な解決にまで漕ぎ着けるのは容易ではないと予想されることから、こうした貿易チャネルのマイナス影響は当面続くことを覚悟する必要があるものと思われる（25%の追加関税がフルに掛かることの前年比効果は、これから最低1年は持続することに加え、国内物価への影響やサプライチェーンの変更等の負担は更に長期間続く）。

ただし、米中貿易摩擦の貿易チャネルを通じた実質GDPへの影響を試算すると、米国については実質GDP成長率を▲0.3%ポイント押し下げるに止まり、米国の内需の底堅さを勘案すれば、米中貿易摩擦が景気に与える影響は限定的であると考えられる（第4図）。米中貿易摩擦の経済へのインパクトについては、貿易チャネル以外の影響、即ち企業マイノリティの悪化とそれに伴う設備投資の抑制等が考えられる。しかし、地区連銀景況報告等を

みる限り、全米各地域で強い悪影響が想定されている状況ではなく、また連邦議会でも依然党派を問わず対中強硬論が優勢である点を鑑みると、農業州等の一部を除けば、選挙民が米中摩擦の悪影響を選出議員に訴えている状況でもなさそうだ。今後も十分に注意を払う必要があるものの、本件に米国景気を失速に追い込むまでの影響を想定するに足る状況証拠は見られない。

第3図:米国の対中輸出入額の推移



第4図:米中相互の関税賦課が  
米国の実質GDP成長率に与える影響の試算

|                                                   |        |
|---------------------------------------------------|--------|
| 対中輸出の価格弾性値                                        | ▲ 1.3  |
| 中国による対米対抗関税の平均関税率(%)                              | 18.2   |
| 企業による価格への転嫁率(%)                                   | 48     |
| 対中実質輸出への影響(%)                                     | ▲ 11.1 |
| 中国向け輸出が輸出全体に占める割合(2018年、%)                        | 7.2    |
| 実質輸出への影響(%)                                       | ▲ 0.8  |
| GDPに占める財輸出の割合(2018年、%)                            | 9.6    |
| 対中輸出における米国内の付加価値率(%)                              | 90     |
| 輸出減少による実質GDP成長率への影響(%ポイント)①                       | ▲ 0.1  |
| 米中の関税賦課を受けた米国民間部門の実質的な所得減少による実質GDP成長率への影響(%ポイント)② | ▲ 0.2  |
| 米中相互の関税賦課が実質GDP成長率に与える影響(①+②)(%ポイント)              | ▲ 0.3  |

(注)『中国による対米対抗関税』については、現在対抗関税が付加されていない品目についても平均で15%の関税が付加されると仮定。  
 『価格への転嫁率』は、輸出における為替レートのパススルー率を参考とした。

(資料) 米国商務省、労働省統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 金融政策と長期金利

金融政策については、FRBは年末年始にかけての金融市場動揺や世界経済の減速懸念を背景に、1月に「緩やかな金利引き上げ姿勢」から「様子見姿勢」に転じることを示唆し、更に3月のFOMCにおいて利上げを見送るとともに、FRBが保有する証券残高の段階的縮小を今年9月末で終了することを決定するなど、年初以降ハト派的な姿勢を強めている。実際、投票メンバーの今年の利上げ回数見通し中央値は2回から0回に減少している。こうした中、足元の米中貿易摩擦のエスカレーションや対メキシコ関税措置等により世界経済の悪化懸念が再び台頭しており、米国債市場でも利下げ催促相場的に長期金利が2年10ヵ月ぶりの水準に急落するなど、落ち着きを取り戻していた金融市場にも警戒感が広がっている。

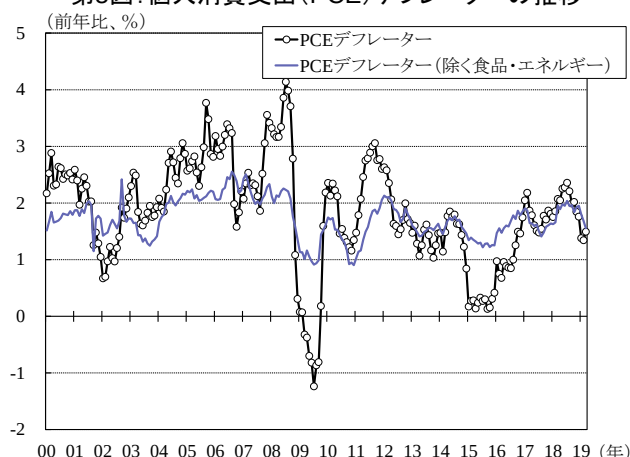
これとは別に、昨年11月に明らかにしたように、FRB内部では今年中という時間軸で金融政策の枠組み再点検が進められており、6月には専門家会合も予定されている。その議論の方向性は未だ明らかではないものの、インフレ率の評価が一つの焦点とされている。即ち、2%のインフレ目標は一時的に達成すれば良いのではなく、景気後退期も含めた一定期間の平均インフレ率が2%になるようにすべきとの見解が取り沙汰されているようである。FRBの重視する個人消費支出(PCE)デフレーター伸び率は近年前年比+2%を下回ることが多いことから、これはこの先PCEデフレーター伸び率を当面前年比+2%を上回って推移させるほどの緩和的な金融政策を許容する考え方であるとも解釈される(第5図)。

もともと、FOMCの議事録を確認する限り、多くのFOMCメンバーは足元までの低イ

ンフレ率を「一時的である」と判断しているようであり、インフレ指標のみに依拠して利下げを実施する機運はまだ生まれていないと思われる。また、FRB が伝統的に重視してきた失業率などの雇用指標は歴史的に良好な水準にある。したがって、これらを総合的に勘案すると、FRB は当面金利を上下ともに動かし辛く、年内はこのまま据え置きを続けるものと予想する（第 6 図）。

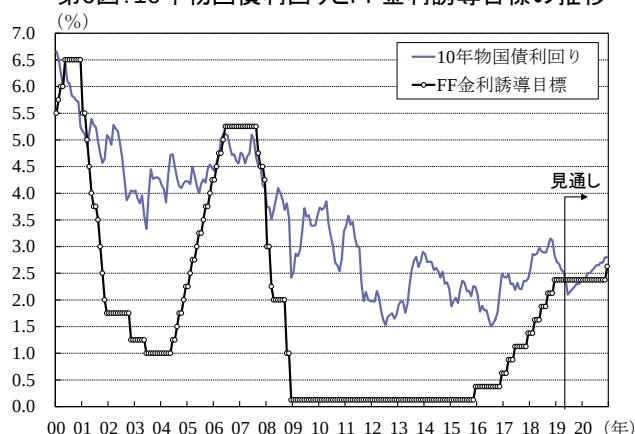
年末から来年にかけては、金融政策枠組み再点検の結果及び 2020 年の大統領選挙が波乱材料である。後者については、現在民主党候補が相当数立候補しており、どのような選挙戦になるかは依然判然としない。しかし、来年に掛けて潜在成長率へのある意味自然な減速が予想されるなかで、大統領選挙を意識するトランプ政権からの公然の利下げ圧力に FRB がどう対処するかは一つの焦点ともなろう（「枠組み再点検」はその予防線とも考えられる）。現時点では、新しい金融政策の枠組みがどうなるかという点は留意されるものの、大統領選挙終了後の来年年末には労働需給の逼迫を根拠に本来の中立金利を目指して利上げ再開が志向される可能性は相応にあるものと考えられる。

第5図: 個人消費支出 (PCE) デフレーター の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 10年物国債利回り とFF金利誘導目標の推移



(注) 2008年12月以降の『FF金利誘導目標』は、誘導目標レンジの中央値。

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(杉江 次郎)

米 国 経 済 ・ 金 融 見 通 し

見通し→

|                | 2018      |           |           |           | 2019      |           |           |           | 2020      |           |           |           | 2018年     | 2019年     | 2020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、％） | 2.2       | 4.2       | 3.4       | 2.2       | 3.1       | 1.9       | 1.9       | 1.3       | 1.8       | 1.7       | 1.7       | 1.6       | 2.9       | 2.5       | 1.7       |
| 個人消費           | 0.5       | 3.8       | 3.5       | 2.5       | 1.3       | 2.5       | 2.5       | 2.5       | 2.4       | 2.3       | 2.2       | 2.1       | 2.6       | 2.4       | 2.4       |
| 住宅投資           | ▲ 3.4     | ▲ 1.3     | ▲ 3.6     | ▲ 4.7     | ▲ 3.5     | ▲ 2.0     | ▲ 0.3     | 0.2       | 0.9       | 0.9       | 0.9       | 0.9       | ▲ 0.3     | ▲ 2.7     | 0.4       |
| 設備投資           | 11.5      | 8.7       | 2.5       | 5.4       | 2.3       | 3.0       | 1.7       | 1.8       | 1.9       | 2.0       | 2.1       | 2.1       | 6.9       | 3.3       | 2.0       |
| 在庫投資（寄与度）      | 0.3       | ▲ 1.2     | 2.3       | 0.1       | 0.6       | ▲ 0.5     | ▲ 0.2     | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.1       | 0.3       | ▲ 0.1     |
| 政府支出           | 1.5       | 2.5       | 2.6       | ▲ 0.4     | 2.5       | 3.2       | 2.7       | ▲ 2.0     | 0.5       | 0.3       | 0.3       | 0.2       | 1.5       | 1.8       | 0.4       |
| 純輸出（寄与度）       | ▲ 0.0     | 1.2       | ▲ 2.0     | ▲ 0.1     | 1.0       | ▲ 0.2     | ▲ 0.3     | ▲ 0.3     | ▲ 0.3     | ▲ 0.3     | ▲ 0.2     | ▲ 0.2     | ▲ 0.3     | ▲ 0.0     | ▲ 0.3     |
| 輸出             | 3.6       | 9.3       | ▲ 4.9     | 1.8       | 4.8       | 2.5       | 2.5       | 2.3       | 2.3       | 2.3       | 2.3       | 2.3       | 4.0       | 2.4       | 2.3       |
| 輸入             | 3.0       | ▲ 0.6     | 9.3       | 2.0       | ▲ 2.5     | 3.0       | 3.4       | 3.2       | 3.1       | 3.1       | 3.0       | 2.9       | 4.5       | 2.0       | 3.1       |
| 国内民間最終需要       | 2.1       | 4.4       | 3.1       | 2.7       | 1.3       | 2.4       | 2.3       | 2.3       | 2.3       | 2.2       | 2.1       | 2.1       | 3.2       | 2.4       | 2.2       |
| 名目GDP（前期比年率、％） | 4.3       | 7.6       | 4.9       | 4.1       | 3.6       | 4.2       | 4.1       | 3.4       | 3.8       | 3.7       | 3.7       | 3.6       | 5.2       | 4.2       | 3.7       |
| 鉱工業生産（前期比年率、％） | 2.3       | 4.6       | 5.2       | 3.9       | ▲ 1.9     | 1.8       | 1.5       | 1.7       | 1.1       | 1.0       | 1.1       | 1.0       | 3.9       | 1.8       | 1.3       |
| 失業率（％）         | 4.1       | 3.9       | 3.8       | 3.8       | 3.9       | 3.7       | 3.6       | 3.6       | 3.6       | 3.6       | 3.6       | 3.6       | 3.9       | 3.7       | 3.6       |
| 生産者物価（前年比、％）   | 2.8       | 3.0       | 3.0       | 2.8       | 2.0       | 2.1       | 2.2       | 2.2       | 2.1       | 2.0       | 1.9       | 1.9       | 2.9       | 2.1       | 2.0       |
| 消費者物価（前年比、％）   | 2.2       | 2.7       | 2.6       | 2.2       | 1.6       | 2.1       | 2.0       | 2.1       | 2.1       | 2.1       | 2.2       | 2.2       | 2.4       | 2.0       | 2.1       |
| 2. 国際収支        |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 貿易収支（億ドル）      | ▲ 2,233   | ▲ 2,055   | ▲ 2,295   | ▲ 2,331   | ▲ 2,175   | ▲ 2,221   | ▲ 2,266   | ▲ 2,312   | ▲ 2,175   | ▲ 2,221   | ▲ 2,266   | ▲ 2,312   | ▲ 8,913   | ▲ 9,013   | ▲ 9,113   |
| 経常収支（億ドル）      | ▲ 1,239   | ▲ 1,036   | ▲ 1,266   | ▲ 1,344   | ▲ 1,344   | ▲ 1,376   | ▲ 1,409   | ▲ 1,441   | ▲ 1,474   | ▲ 1,506   | ▲ 1,538   | ▲ 1,570   | ▲ 4,885   | ▲ 4,935   | ▲ 4,985   |
| 3. 金融          |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |           |
| FFレート誘導目標（％）   | 1.50-1.75 | 1.75-2.00 | 2.00-2.25 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.50-2.75 | 2.25-2.50 | 2.25-2.50 | 2.50-2.75 |
| 3ヵ月物ユーロドル金利（％） | 1.9       | 2.3       | 2.3       | 2.6       | 2.7       | 2.6       | 2.6       | 2.5       | 2.5       | 2.5       | 2.5       | 2.6       | 2.3       | 2.6       | 2.5       |
| 10年物国債利回り（％）   | 2.8       | 2.9       | 2.9       | 3.0       | 2.7       | 2.3       | 2.2       | 2.3       | 2.4       | 2.6       | 2.7       | 2.8       | 2.9       | 2.4       | 2.6       |

（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

#### ～域外要因に懸念は残るも、内需を中心に景気の底堅さを維持～

#### 1. ユーロ圏

##### (1) 景気の概況

ユーロ圏景気は昨年後半から自動車排ガス新規制導入の影響や域外景気の鈍化による外需の低迷等を背景に減速感が強まっていたものの、1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.4%と持ち直した。自動車セクターにおける排ガス新規制導入対応の生産調整等の影響が一巡したことが背景と考えられる。主要国別の成長率をみると、まずドイツでは同 +0.4%と、堅調な個人消費や建設投資に支えられ、2 四半期連続でプラス成長を記録したほか、フランスでも同 +0.3%と、政府の経済改革への抗議行動の影響が薄れ、個人消費の伸びが加速した。不振が続いていたイタリアでも同 +0.1%と、主要セクターの生産増加に加え、純輸出がプラスに寄与し、3 四半期ぶりにプラス成長に回復した（第1表）。

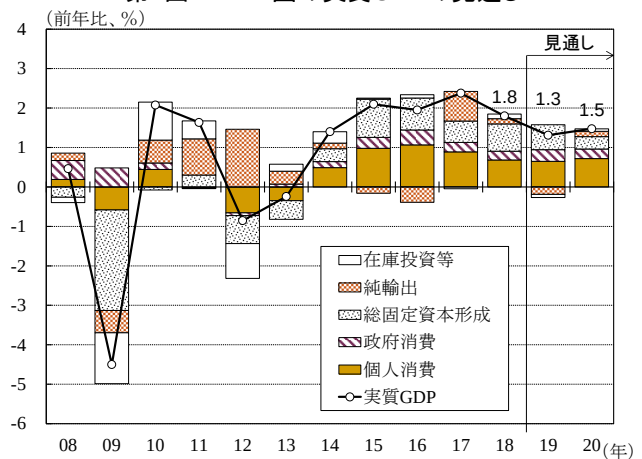
ユーロ圏には、後述の通り欧州域内外の様々な懸念材料が残り続けるものの、基本的には良好な雇用・所得環境に支えられた個人消費を中心に民間内需は堅調に推移するとみられ、加えて主要国では政府支出の拡大が見込まれている。実質 GDP 成長率は今年こそ昨年末の発射台の低さを反映して前年比 +1.3%と減速するも、2020 年には同 +1.5%と潜在成長率（同 +1%台半ば）並みの拡大ペースを取り戻すとみられる（第1図）。

第1表：欧州主要国の実質GDP成長率の推移

|      | (前期比、%) |     |       |       | (前年比、%)       |                |                |
|------|---------|-----|-------|-------|---------------|----------------|----------------|
|      | 2018年   |     |       |       | 2018年<br>(実績) | 2019年<br>(見通し) | 2020年<br>(見通し) |
|      | 1-3     | 4-6 | 7-9   | 10-12 | 1-3           |                |                |
| ユーロ圏 | 0.4     | 0.4 | 0.1   | 0.2   | 0.4           | 1.8            | 1.3            |
| ドイツ  | 0.4     | 0.5 | ▲ 0.2 | 0.0   | 0.4           | 1.5            | 1.1            |
| フランス | 0.3     | 0.2 | 0.3   | 0.4   | 0.3           | 1.7            | 1.3            |
| イタリア | 0.1     | 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | 0.1           | 0.8            | 0.3            |
| 英国   | 0.1     | 0.4 | 0.7   | 0.2   | 0.5           | 1.4            | 1.3            |

(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



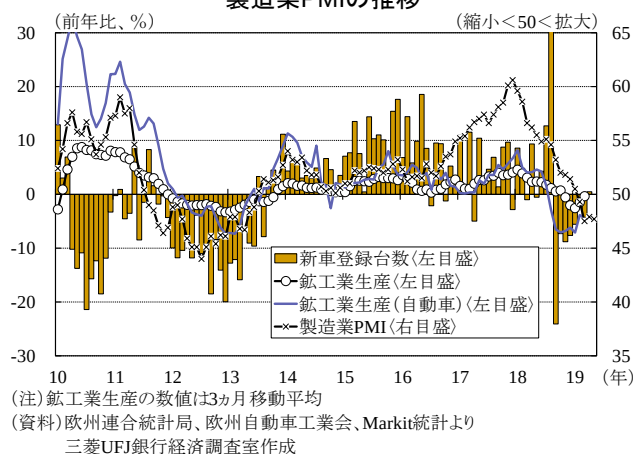
##### (2) 見通し上のキーポイント

足元の鉱工業生産は、昨年の自動車生産減速の要因となった自動車排ガス新規制対応という一時的な影響が後退したことを受けて底打ちの兆しをみせており（次頁第2図）、前向きな材料と考えられる。需要面では、輸出の減速は当面続くと見込まれるが、欧州では景気全体への影響度という点で内需は外需を上回っていると考えていいだろう。この点、最大の需要項目である個人消費を取り巻く環境をみると、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の伸びは依然堅調である。消費者マ

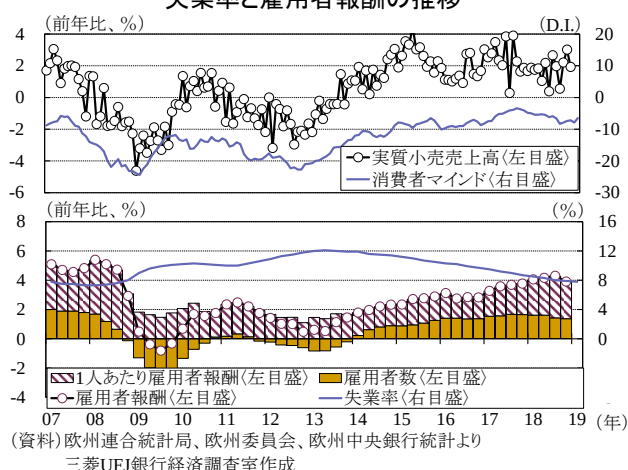
インドもここ 10 年程度のレンジにおいては高めといえる水準を維持している点を踏まえれば、来年まで展望した場合でも、良好な雇用・所得環境が個人消費の拡大、ひいては景気の回復基調を支える構図は持続できるとみて良からう（第 3 図）。また設備投資についても、設備稼働率が高水準にあることや、緩和的な資金調達環境が維持されていることなどを受け、底堅く推移すると見込まれる。

但し、昨年後半からの外需低迷の一因である英国の EU 離脱交渉迷走や米中貿易摩擦等の政治・政策面の先行き不透明感は依然残存している。英国の「合意無しの EU 離脱」や米中対立の際限なきエスカレーションへの懸念は高まっており、これらの影響を受けて関係国の経済が腰折れすることになれば、外需が一層低迷する虞もある。5 月 23 日から 26 日にかけて行われた欧州議会選挙については、二大政治会派の「欧州人民党」と「社会民主進歩連盟」の合計議席数が直接選挙導入後初めて過半数を割るという事態に至ったものの、第 3 勢力のリベラル会派との連携により過半数は確保可能であるため、欧州懐疑派の極端な政策が先鋭化する懸念は後退したとみられる。但し、国別の結果をみると、欧州懐疑派が第 1 党である国もあり（ルペン党首率いる国民連合が第 1 党を維持したフランスや、サルビーニ党首率いる同盟が第 1 党に躍り出たイタリア、EU 離脱を唯一の目標に掲げるブレグジット党が大勝を収めた英国など）、今回の選挙結果が欧州各国の今後の国政に大きな影響を及ぼす可能性は否定できない。また、今年秋に任期を迎える EU 指導部（欧州委員長、EU 大統領、ECB 総裁等）の後任人事についても、既に独仏間で次期欧州委員長の人選を巡る対立がみられ、新たな会派構成の中で議論がどう進展するののかも注目される。域内外の政治・政策イベントの帰趨には引き続き警戒が必要であろう。

第2図：ユーロ圏の鉱工業生産と新車登録台数、製造業PMIの推移



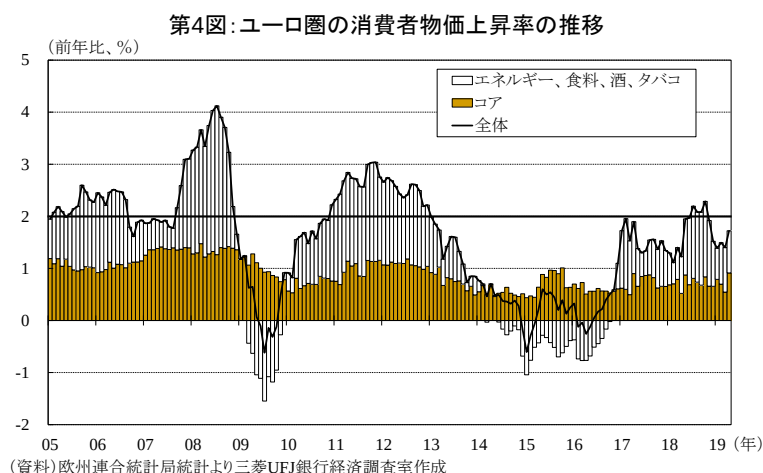
第3図：ユーロ圏の実質小売売上高と消費者マインド、失業率と雇用者報酬の推移



金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は 3 月 7 日の理事会で政策金利の据え置き期間に関する方針を、従来の「2019 年夏まで」から「2019 年末まで」に変更し、利上げ開始時期の先送りを明示した。消費者物価上昇率は昨年 11 月以降、原油価格の下落を主因に ECB の目標である「前年比+2%弱」を下回っており、エネルギー、食料、酒、タバコを除いたコアベースでも上昇ペースは依然鈍い（第 4 図）。したがって、当面大きな政策変更は考えにくい。昨年まで、ドラギ現 ECB 総裁は、政策金利引き上げの道筋をつけ



てから花道を飾るとも一部で目されていたものの、その可能性はほぼなくなったということになる。したがって、今年秋までに EU、ECB の新指導部体制が固まることになるという政治日程やその過程の議論について一層の注意が必要となってくる。現在の緩和的金融政策を巡っては、ドイツと南欧諸国では温度感がかなり異なるからである。但し、いずれにせよ、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、ユーロ圏景気が安定的な拡大ペースを維持しつつ、EU、ECB 新指導部の政策運営への信認が確認されるであろう 2020 年年央まで待つ必要があるものと予想する。

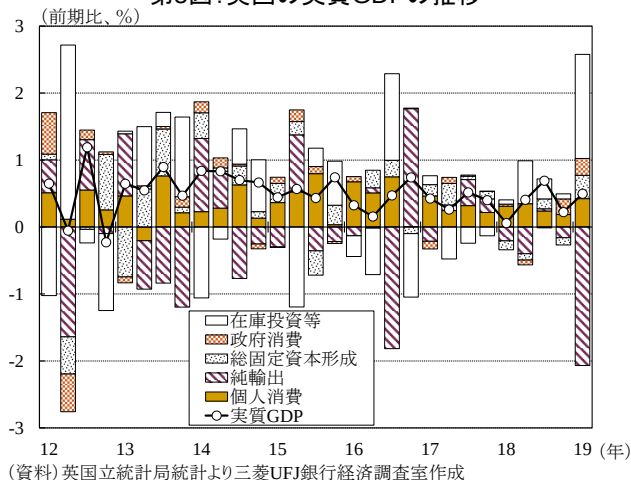


## 2. 英国

1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.5%と昨年 10-12 月期の同+0.2%から持ち直したが、一時的な要因によるところが大きい（次頁第 5 図）。需要項目別の内訳をみると、総固定資本形成の一部である政府投資が大きく上振れ（10-12 月期：同+0.5%→1-3 月期：同+8.1%）したほか、「合意無しの EU 離脱」を警戒した家計の駆け込み購入が個人消費を押し上げた（10-12 月期：同+0.3%→1-3 月期：同+0.6%）。

消費者と企業のマインドは「合意無しの EU 離脱」懸念が高まった 4 月にかけて悪化傾向を辿っており、基調としてみると景気に対する逆風は強まっていると考えられる（次頁第 6 図）。設備投資については、昨年後半以降 EU 離脱を巡る協議の迷走から様子見ムードが高まったことを受けて企業の投資意欲が急激に慎重化している。実質 GDP の設備投資は直近の 1-3 月期こそ前期比+0.5%とプラスの伸びを示したが、昨年 10-12 月期までは 4 四半期連続の前期比マイナスであり、足元の投資意欲慎重化も勘案すると、1-3 月期の実質設備投資の増加は一時的な反発に過ぎず、基調としては軟調が続いていると考えられる。また、雇用・所得環境に関しても、1-3 月期の失業率が 3.8%と 1974 年以来の低水準となったほか、賃金上昇率も緩やかな高まりをみせるなど、足元までは良好な状態を維持している点ではユーロ圏と共通しているものの、EU 離脱論議という英国特有の事情から企業の雇用意欲が慎重化している点を踏まえると、いつまでも磐石とはいえない。

第5図：英国の実質GDPの推移



第6図：英国の消費者・企業マインドの推移



先行きについては、英国の EU 離脱の帰趨が決定的な重要性を持つ。この点、離脱協定の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ことから、先行き不透明な情勢が当面継続する可能性が高い（第 2 表）。批准の期限は当初の今年 3 月 29 日から紆余曲折を経て同 10 月 31 日に延期されたものの、英議会通過の目処は依然立っていない。加えて、メイ首相は 4 回目の離脱協定案採決を国民再投票と関連付ける方針を示したことから身内の保守党内部からも決定的に離反され、辞任表明を余儀なくされている（5 月 24 日）。次期首相に強硬離脱派が選出されれば「合意無しの離脱」リスクが更に高まろう。

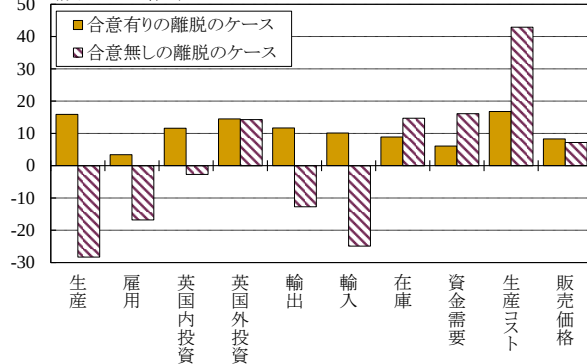
こうしたことから、今後も EU 離脱をめぐる先行き不透明感が景気を下押しする状況が当面続くのは避けられない。EU 離脱が正式決定した後の景気展開は、その離脱形態によって大きく異なろう。4 月の協議でも見られた通り、英 EU 双方の政治指導部には「合意無しの離脱」を避けたい意思があると推察されるため、決定的に「合意無しの離脱」が選択されない限りは、年率+1%台前半の緩やかな成長は可能であろう（「合意ありの離脱」あるいは「離脱撤回」などの動きがあれば、企業の雇用・設備投資意欲の持ち直しなどが支えとなる分上振れが考えられる）。一方、英国企業は「合意無しの離脱」は生産、雇用、国内投資、輸出等の減少に繋がるとみており、それが現実のものとなった場合、英国経済は景気後退に陥る可能性が高い（第 7 図）。

第2表：英国のEU離脱をめぐる最近の主な動き

| 2018年    |                                                                                                  |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 11月13日   | 英・EU間の交渉官レベル協議で離脱協定に関する合意成立。協定発効には双方の議会の承認が必要。                                                   |
| 2019年    |                                                                                                  |
| 1月15日    | 英下院が離脱協定を否決（1回目）。北アイルランド国境の管理厳格化回避のための予備策（バックストップ）に対し、閣外協力政党の民主統一党（DUP）が反発したほか、与党保守党内の強硬離脱派も反対。  |
| 3月12日    | 英下院が離脱協定を否決（2回目）。                                                                                |
| 3月21～22日 | EUサミットで、当初3月29日とされていた英国のEU離脱予定日の延期を決定。①英議会が4月12日までに離脱協定を可決した場合は5月22日、②可決しなかった場合は4月12日が新たな離脱予定日に。 |
| 3月29日    | 英下院が離脱協定を否決（3回目）。                                                                                |
| 4月10日    | 臨時EUサミットで、英国のEU離脱協定批准期限を2019年10月末まで延期することを決定。                                                    |
| 5月24日    | メイ首相が辞任表明。                                                                                       |
| 7月       | 保守党新党首（＝新首相）選出予定。                                                                                |
| 10月31日   | 英国のEU離脱協定批准期限。離脱協定の可決が期限の延長がなければ11月1日に「合意無しのEU離脱」に。                                              |

(資料) 各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図：英国企業が想定する英国のEU離脱の影響



物価については、消費者物価（CPI）上昇率が英中銀（BOE）の目標である前年比+2%前後で高止まりしている（4月は同+2.1%）。BOEは、英国のEU離脱が大きな混乱なく行われれば、需給バランスが徐々に需要超過状態に向かうと想定している。そのため「合意ありの離脱」即ち離脱協定発効の目処が立てば、インフレ抑制のための緩やかかつ小幅な利上げを再開しよう（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実施）。一方、「合意無しの離脱」のケースに関しては、利下げも視野に入れた対応が予想される。

### 3. ロシア

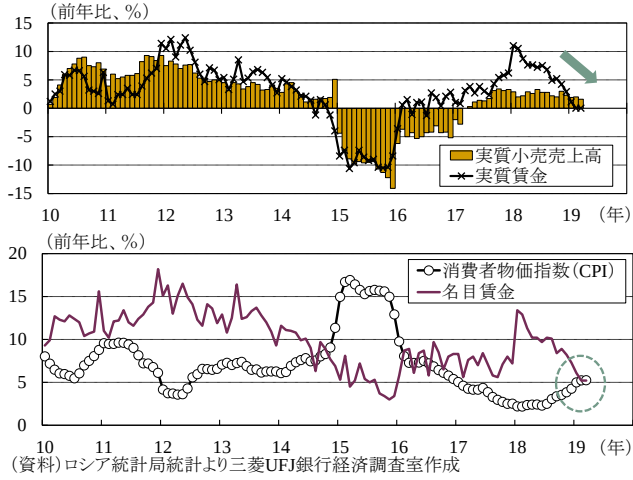
1-3月期の実質GDP成長率は前年比+0.5%と、昨年10-12月期の同+2.7%から大きく鈍化し、5四半期ぶりの低い伸びとなった。需要項目別の内訳は未公表だが、実質小売売上高の伸び率縮小（10-12月期：同+2.4%→1-3月期：同+1.8%）などから判断して、個人消費の鈍化が影響した可能性が高い（次頁第8図）。足元の実質賃金をみると、名目賃金、物価両方の一時的な要因によって下押しされており、個人消費の弱さにつながっていると考えられる。まず名目賃金は、昨年初の最低賃金引き上げの反動により伸びが低くなっている。またインフレ率は、昨年秋にかけてのルーブル安進行を受けた輸入インフレや今年1月の付加価値税率引き上げ（18%→20%）により押し上げられている。

もともと、雇用環境は良好な状態を維持しており、3月の失業率は4.7%（未季調値）と前年同月から▲0.3%ポイント改善していることを勘案すると、前述の一時的な要因を除けば、景気の基調は底堅さを保っており、今後も緩やかな拡大傾向を辿る公算が大きいとみる。政府のインフラ投資プロジェクト（2018年5月発表）の実行本格化が景気のけん引役として期待されるほか、企業の雇用・設備投資意欲も改善が続いている（次頁第9図）。また物価についても、ルーブル相場は既に昨年末以降持ち直しに転じており、先行きも安定的な推移が予想されることから、輸入インフレ圧力は先行き徐々に後退していくとみる。ルーブル相場の主な決定要因である原油価格は、来年にかけて約60ドル/バレル前後（WTI価格）とほぼ横ばいで推移すると予想されるため<sup>（注）</sup>、ルーブル相場が大きく崩れる可能性は小さい。

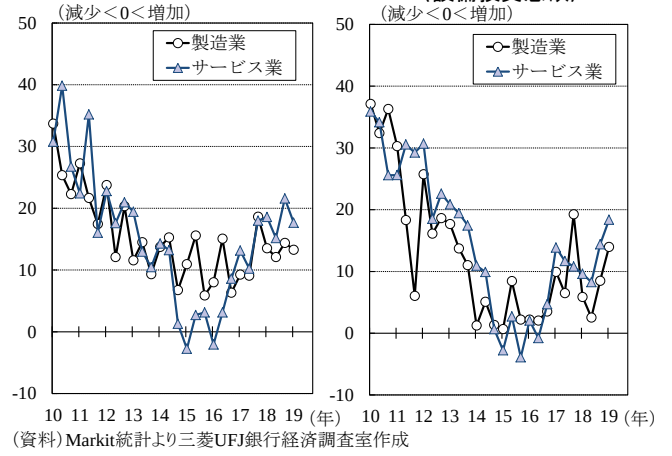
（注）原油見通しの詳細は「原油価格の見通し」ご参照。

2019年の実質GDP成長率は前年比+1.3%と、2018年の同+2.3%からは減速するものの緩やかな景気拡大が続くと見込まれる。2020年については、付加価値税率引き上げの影響一巡などを背景に同+1.5%と若干の持ち直しを予想する。

第8図:ロシアの実質小売売上高と実質賃金の推移



第9図:ロシア企業の雇用・設備投資意欲の推移  
〈雇用意欲〉



(山田 遼、高山 真)

## IV. アジア・豪州

### ～外需の回復には時間を要するも、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1-3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と同水準になる一方、その他のほとんどの国が前期を下回った（第1表）。中国については昨年、前半が6%台後半の成長率だったのに対し、後半は6%半ばまでに減速したが、今年に入ってもそのペースを維持した格好となったわけで、政府のデレバレッジ（過剰債務の削減）から景気安定への方針転換に基づく内需挺入れ策の効果が、対米輸出品に対する追加関税の悪影響を相殺したとみられる。一方、中国以外のアジア諸国・地域については、中国向けの減少等により輸出は引き続き軟調に推移しているものの、個人消費を中心とした堅調な内需を牽引役に景気は若干減速しつつも安定した拡大を続けている。豪州も、個人消費は減速しつつも引き続き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、中国経済の減速等により輸出は当面軟調に推移するものの、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見込みである。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投資家のリスク回避による金融市場の混乱、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

（前年比、%）

|            | 2017年 |         | 2018年 |       |       |         | 2019年 | 2018年<br>（実績） | 2019年<br>（見通し） | 2020年<br>（見通し） |
|------------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|---------------|----------------|----------------|
|            | 7-9月期 | 10-12月期 | 1-3月期 | 4-6月期 | 7-9月期 | 10-12月期 | 1-3月期 |               |                |                |
| アジア11カ国・地域 | 6.2   | 6.1     | 6.3   | 6.2   | 5.8   | 5.7     | 5.4   | 6.0           | 5.6            | 5.5            |
| 中国         | 6.7   | 6.7     | 6.8   | 6.7   | 6.5   | 6.4     | 6.4   | 6.6           | 6.2            | 6.0            |
| インド（年度ベース） | 6.8   | 7.7     | 7.7   | 8.0   | 7.0   | 6.6     | 5.8   | 6.8           | 7.3            | 7.4            |
| NIES       | 3.9   | 3.1     | 3.3   | 3.2   | 2.2   | 2.5     | 1.5   | 2.8           | 2.0            | 2.2            |
| 韓国         | 3.8   | 2.8     | 2.8   | 2.8   | 2.0   | 3.1     | 1.8   | 2.7           | 2.0            | 2.2            |
| 台湾         | 3.4   | 3.5     | 3.2   | 3.3   | 2.4   | 1.8     | 1.7   | 2.7           | 1.9            | 2.0            |
| 香港         | 3.6   | 3.4     | 4.6   | 3.5   | 2.9   | 1.2     | 0.5   | 3.0           | 2.2            | 2.3            |
| シンガポール     | 5.5   | 3.6     | 4.7   | 4.2   | 2.4   | 1.9     | 1.2   | 3.1           | 2.2            | 2.3            |
| ASEAN5     | 5.6   | 5.4     | 5.5   | 5.3   | 5.0   | 5.1     | 4.8   | 5.2           | 4.9            | 4.9            |
| インドネシア     | 5.1   | 5.2     | 5.1   | 5.3   | 5.2   | 5.2     | 5.1   | 5.2           | 5.1            | 5.1            |
| タイ         | 4.5   | 3.9     | 5.0   | 4.7   | 3.2   | 3.6     | 2.8   | 4.1           | 3.1            | 3.2            |
| マレーシア      | 6.1   | 5.7     | 5.3   | 4.5   | 4.4   | 4.7     | 4.5   | 4.7           | 4.4            | 4.5            |
| フィリピン      | 7.2   | 6.5     | 6.6   | 6.2   | 6.0   | 6.3     | 5.6   | 6.2           | 5.9            | 5.9            |
| ベトナム       | 7.5   | 7.7     | 7.5   | 6.7   | 6.9   | 7.1     | 6.8   | 7.1           | 6.5            | 6.2            |
| 豪州         | 2.8   | 2.4     | 3.1   | 3.1   | 2.7   | 2.3     | n.a   | 2.8           | 2.4            | 2.6            |

（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

5 月に入り米トランプ政権は対中関税引き上げを再開し、一部にみられた米中協議妥結への期待を吹き飛ばした。米国は 10 日から年間 2,000 億ドル相当の対中輸入品について関税率を引き上げたのみならず（10→25%、但し、足元技術的な理由から短期間延期の動きがみられる）、13 日には残る 3,000 億ドル相当の対中輸入品へ課税する方針を打ち出した。これに対抗して、中国も年間 600 億ドル相当の対米輸入品に対してさらに税率を引き上げる措置を表明している（6 月 1 日実施）。

ここで、昨年 7-9 月にかけて導入された米国の対中関税（いわゆる第 1～3 弾、合計 2,500 億ドル）の足元までの影響を考察する。まず、仮に全ての対米輸出品に 25%の追加関税が賦課され、その半分が米国内の需要者に価格転嫁される（残りは中国の輸出業者が価格引き下げにより負担）という前提を置いた場合、過去の対米輸出動向の価格弾力性から推計して、年間で▲33%ポイントの対米輸出押し下げ効果が出ると試算される。したがって、4 月までの発動分に基づく追加関税率実績は平均約 6%にとどまることを勘案すると、足元の影響は▲8%ポイント程度という計算になる。実際のデータでは、駆け込み等の攪乱要因が一巡した年初以降対米輸出の落ち込みは本格化しており、1-4 月では「前年比」でみて▲10.1%と大幅な減少を記録している。これが「前年比」ではなく、「関税なかりせばの場合」に比べてどの程度下振れした数字なのかは推計が難しいものの、過去 5 年平均で対米輸出と近い伸び率を示してきたことからベンチマークになると考えられる EU 向け輸出（1-4 月で前年比+7.7%）と比較すると、▲18%ポイントもの乖離が生じているとみることができる。これは約 6%の平均関税率上昇にしては大きな影響を受けているように見えるが、昨年来の前倒し輸出の反動が残っている可能性も考慮すると、足元の対米輸出の減少はほぼ想定内といえるだろう（第 1 図）。しかしながら、米中交渉は完全に決裂したわけではないものの、早ければ本年後半には対米輸出品は全て課税対象となることから、その輸出押し下げ効果を実質 GDP 対比で換算して▲1%ポイント程度の下押し圧力（当室試算）となるシナリオは現実味を増しているといえよう。

もっとも、それがそのまま実質 GDP 成長率に反映されるわけではない。中国政府は米国との交渉を進めながらも、3 月の全人代では本年の経済運営方針の筆頭に「安定成長の維持」を掲げ、米中摩擦によるマイナスインパクトをカバーし得る規模の景気対策を盛り込んでいるからである。財政面では、①企業の税・社会保障負担の軽減（2 兆元、前年の減税規模に比べ 7,000 億元増）、並びに、②インフラ投資の下支えのための地方債発行増（前年の発行額に比べ 8,000 億元増）を明示（第 2 表）、一方、金融面では、主要目標に初めて「GDP 比でみた債務残高の安定」を採用して、債務の再拡大に歯止めをかけつつも、中小民間企業に広がる「資金難・調達コスト高」問題の緩和を志向し、③5 大国有銀行に対して中小企業向け貸出残高を前年比+30%以上拡大するという指示を明記している。全人代の決定を踏まえ、財政（付加価値税率、社会保険料率の引き下げ、行政費用削減）、



金融（農村商業銀行の預金準備率引き下げ）両面で政策の具体化や実施が迅速に進められているところである。

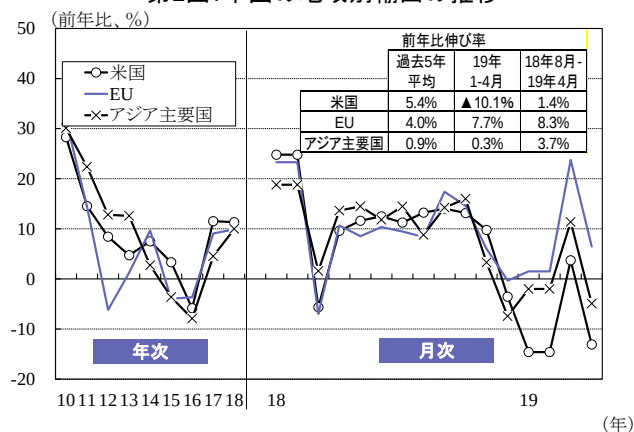
こうした政策下、成長を底支える役割を担うインフラ投資は堅調持続が見込まれよう。インフラ投資は景気重視への政策シフトに伴い昨年 10 月から前年比拡大基調に復しているが、今後も地方債発行の大幅増により支えられよう。一方、製造業投資は民間企業向け融資拡大策の効果に左右されそうである。製造業投資には昨年末から陰りが出ており、その背景として輸出低迷や先行き不安に加え、従前のデレバレッジ政策の影響による民間企業の資金難が指摘されている。当局は 2017 年から現在に至るまで民間中小企業向け融資拡大に向けた施策を拡充してきたが、これまでのところ、その効果が十分発現していないとの評価が大勢を占めており、有効策の追求が急務となつてこよう。

不動産投資については大半を占める住宅投資に支えられ、底堅い推移が予想される。住宅投資は金融緩和や購入規制緩和の広がりなどから、本年に入り前年比+10%台後半という高水準にまで加速しているが、中央政府は過熱気味の市況を警戒し、既に 10 都市の地方政府にその抑制を指示していることから、一旦は減速が避け難い状況にある。ただし、中央政府としては対米摩擦による外需悪化が進行する足元の環境では住宅市況の不安定化に伴う内需不振も看過できず、その回避に向け機動的に対策を打つと思われる。

個人消費については、2017 年末までの減税による自動車販売促進の反動の長期化もあり、減速基調が続いているものの、当局による一段の消費・雇用振興策による底支えが見込まれる。全人代では、対米摩擦を踏まえ、輸出市場への依存度を引き上げる上で国内市場振興策のプライオリティが格段に高まっており、4 月には自動車・家電の消費促進策の意見募集に着手、また、職業訓練強化による雇用振興策も提案している。

米中間の制裁関税の応酬が激化してきたことから、中国経済へのダメージは一段と大きくなる公算が高まっているが、当面、中国政府には金融・財政等多方面から景気対策を展開し、大幅な成長減速を回避する余力はあるとみられる。もっとも、債務増による「チャイナリスク」の肥大化に加え、米政府が中国通信大手に対する部品・サービス等の供給禁止に動くなど制裁は一段と激しさを増しており、企業のサプライチェーン変更等に伴うマイナスインプクトが膨らむ可能性については注視を要する。

第1図: 中国の地域別輸出の推移



(注)『アジア主要地域』は日本、香港、台湾、韓国、ASEAN、インド。  
(資料) 中国海関統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表: 全人代を踏まえた景気対策

|                       |                                                             | GDP押し上げ<br>効果 |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------|---------------|
| 企業向け<br>税・社会保障<br>負担減 | 付加価値税率引き下げ(1兆元)                                             | 0.4%          |
|                       | 企業の社会保険料率引き下げ(3,000億元)                                      |               |
|                       | 各種行政費用の削減(3,000億元)                                          |               |
| 地方債発行<br>増            | インフラ投資の下支え                                                  | 0.9%          |
| 中小企業向<br>け<br>金融支援    | 国有大銀行は中小企業向け貸出残高を前年<br>比+30%以上拡大                            | n.a.          |
|                       | 国家信用担保基金は中小企業10万社以上に<br>総額2,000億元以上の資金調達を支援。                |               |
|                       | 農村商業銀行の預金準備率を引き下げ、同<br>措置に伴う余裕資金2,800億元を全額、中小企<br>業向け貸出に充当。 |               |

(資料) 中国政府資料等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## (2) その他アジア諸国・地域

中国以外のアジア諸国・地域では、良好な雇用・所得環境や景気に配慮した財政政策および緩和的な金融政策の継続により、個人消費を中心に内需の底堅さが続くと予想する。

4月の自動販売台数をみると、インドネシアでは選挙前の買い控え等の要因により前年比▲17.8%と減少しているが、タイ、マレーシアではそれぞれ同+8.7%、同+6.2%と底堅く推移している。インドネシアの減少要因が選挙による一時的なものであることや、各国の自動車普及率が未だ低水準であることから、今後も概ね増加ペースは維持されよう。所得については、1-3月期の平均賃金がタイ、マレーシア（製造業）で同+1.9%、同+7.0%であり、インドネシアでも2018年通年で同+4.6%と堅調に推移している。各国の失業率が低位で推移しているなど雇用環境が引き続き良好であることに加え、政府による低所得者向けの支援策もあり、所得の伸びも維持される見込みである。また、各国政府は引き続き積極的にインフラ投資を行う姿勢をみせており、更なる内需の拡大に寄与するであろう。

外需に関しては、足元世界的な製造業の軟化や中国経済の減速等により輸出が前年比でマイナスとなっている（第2図）。この度の生産活動の軟化は、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。先行きについても、足元の減少要因には一時的なものが含まれているものの、製造業の回復にはある程度の時間を要すると考えられることに加え、米中貿易摩擦の激化といったマイナス要因の長期化もあり、今後も軟調な推移が続く見込みである。

米中貿易摩擦については、前述の通り、追加関税の引き上げによる中国の米国向け輸出減少の余波が、サプライチェーンを通じてアジア諸国の中国向け輸出の更なる減少、更にはそれによる成長の鈍化へと波及することが懸念される。中国の米国向け輸出が▲30%減少した場合における、アジア各国の対中輸出に含まれる付加価値の減少分をそれぞれの名目GDP比でみると、約▲0.1%ポイントから約▲0.4%ポイントの規模であることが分かる（第3図）。これらはアジア諸国の成長率水準からすれば総じて小さいものだが、輸出チャンネルからの影響のみを考慮したものであり、対立が長期化した場合には、企業マインドの悪化による設備投資の抑制や、世界的な製造業の不振に追い打ちをかけることで更にマイナスの影響が大きくなる可能性が考えられる。

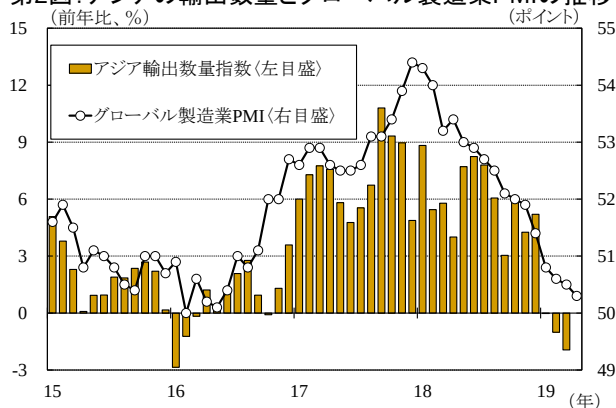
一方で、アジア諸国の対米輸出をみると、タイ、ベトナム、台湾では今年に入り伸びが加速している。また、いくつかの企業が生産拠点を中国からその他のアジア諸国へ移転する考えを表明している。したがって、米国の追加関税を回避するため輸出代替（米国の輸入者が調達先を中国からアジア諸国に変更等）や企業による中国からの生産拠点の移転といったプラスの影響も存在するとみるべきだろう。実際、アジア開発銀行（ADB）の試算では、米中が互いに全輸入額に対して25%の追加関税を賦課した場合、貿易転換効果等によりアジア新興国全体（除く中国）の実質GDPは約+0.2%押し上げられるとしている。

こうした輸出減少によるマイナスと生産代替等によるプラスの影響が究極的にどう作用

するかを見極めるのは容易ではないが、サプライチェーンの変更には相応の時間を要すること等を鑑みれば、短期的にはマイナスの影響が勝り経済成長の下押し要因となろう。

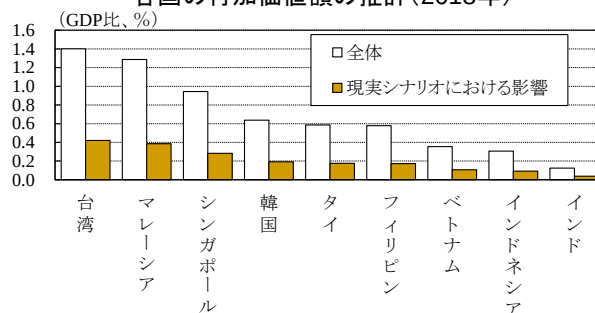
なお、米国の利上げ観測後退により通貨が安定していることや、それに伴いインフレ率も概ね低位で推移していることから、足元では複数の国が政策金利を引き下げている。先行き、米国金利の上昇が引き続き見込みにくいなか通貨・物価共に概ね安定した推移が続く公算であり、緩和的な金融政策が民間需要の下支えとなる状況は持続しよう。但し、韓国等の一部の国では高い対中依存度を持つ貿易構造等から米中対立の激化に伴い通貨が大きく下落しており、対立が一段と激化した場合には、投資家のリスク回避姿勢が強まり更なる通貨安に陥る可能性も否定できない。

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：中国の米国向け輸出に含まれる各国の付加価値額の推計（2018年）



(注) 1. 中国の対米輸出に占める各国の付加価値比率は2015年時点から一定と仮定し、2018年の中国の対米輸出に占める各国の付加価値額を推計、GDP比率を計算したもの。  
2. 『現実シナリオ』は、中国の対米輸出が30%減少することを想定。  
(資料) OECD、米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 【タイ】

タイ経済は伸びが鈍化しているものの、底割れは回避している。1-3月期の実質GDP成長率は、個人消費を中心とした内需が堅調を維持する一方、外需が軟調に推移したため前年比+2.8%と2014年10-12月期以来の低水準に留まった（第4図）。需要項目別の内訳を更に確認すると、個人消費は雇用・所得環境の改善や低金利を背景に同+2.2%と引き続き高い伸びを維持し、政府消費も同+0.4%と前期より伸びが加速した。一方で、輸出は世界的な生産活動の軟化や中国経済の減速等により同▲3.8%と大幅に減少した。

先行き、輸出の軟調は当面続くと想定されるものの、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ど、内需を中心に緩やかなペースでの成長が続くものと予想される。

なお、4月に行われた下院選挙では、タクシン派政党、親軍政政党共に単独での過半数獲得には至らなかったものの、親軍政派が反タクシン派等との連立により最大派閥になるとみられている。選挙結果確定後も大きな政治的混乱は生じておらず、観光などの需要には前向きな材料となろう。また、「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等から、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、結果として鈍化しつつも緩やかな景気拡大ト

レンドに資するものと考えられる。

### (3) 豪州

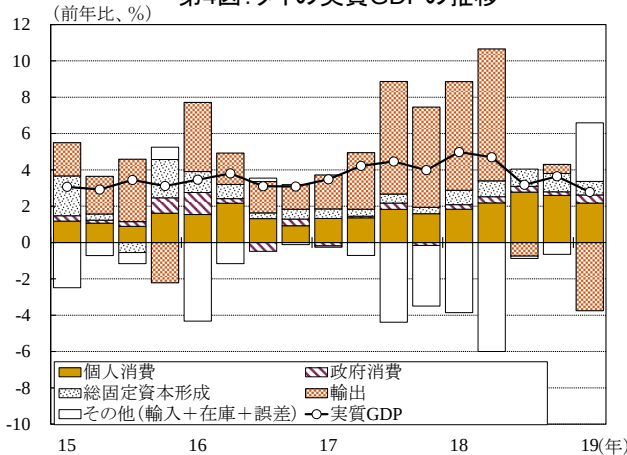
豪州経済は昨年後半から減速しており、1-3 月期の実質 GDP 成長率についても、自然災害の影響などもあり引き続き緩やかな伸びとなった可能性が高い（第 5 図、GDP 統計は 6 月 5 日に発表予定）。個人消費の拡大ペースが、家計所得の伸び悩みや住宅価格下落などを受けて鈍化しており、成長の重石となっている。

先行き、経済成長率は昨年からは鈍化するものの、2%台の緩やかな水準は維持されるものと予想する。まず、個人消費はベースとなる家計所得がポイントであるが、足元の所得の伸び悩みには干ばつによる農家収入減少など一時的な要因も含まれており、労働市場をみれば依然良好である。雇用環境の引き締めや減税効果（後述）などによる所得の改善を踏まえれば、消費は徐々に持ち直すとみられる。住宅市況の更なる悪化が裁量消費を抑制する逆資産効果の可能性には注意が必要だが、住宅価格の高騰が社会問題化していたことも併せ考えると、低金利環境を支えとして現状程度の価格調整で一巡すれば大きな問題にはならないとみてよからう。

また、5 月の総選挙で勝利した現政権は、新年度予算案にて追加の所得減税（10 年間で 1,580 億豪ドル、GDP 比 8%）のほか、法人減税、新たなインフラ投資計画を打ち出しており、これに準備銀行（中銀）による緩和的な金融政策も加わって、財政・金融政策総動員による内需下支え効果が期待できる（中銀は 6 月 4 日、2 年 10 ヶ月ぶりに政策金利を 0.25%引き下げ、過去最低の 1.25%にすると決定）。企業の収益拡大を背景とする設備投資の回復も引き続き景気のサポート要因となろう。

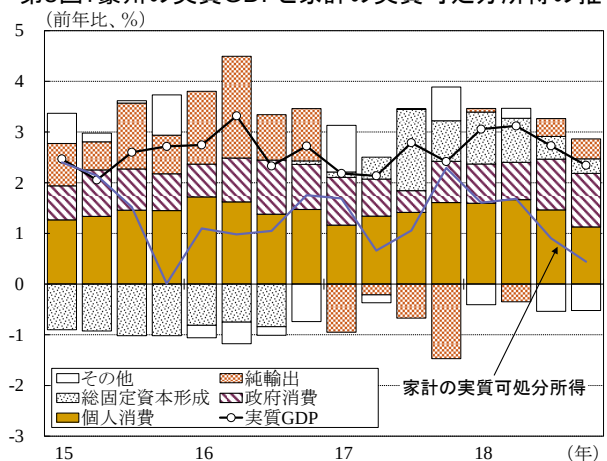
更に、豪州の貿易構造は一次産品が多く、電気機械産業や自動車産業のサプライチェーンが複雑に絡まるものではないことから、輸出についてアジア諸国ほどのマイナス影響を受けていないことも前向きな材料となる。海外経済は減速しつつも拡大基調は維持される見通しであることなどから、来年にかけても輸出の増勢は保たれるとみてよからう。

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と家計の実質可処分所得の推移



（資料）豪州統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（萩原 陽子、高瀬 将平、土屋 祐真）



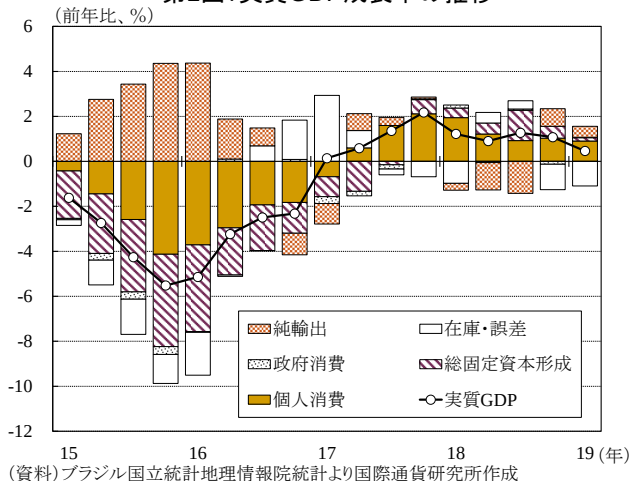
## V. 中南米

### ～回復力の鈍いブラジル、スタグフレーション下のアルゼンチン、メキシコにも下方リスク～

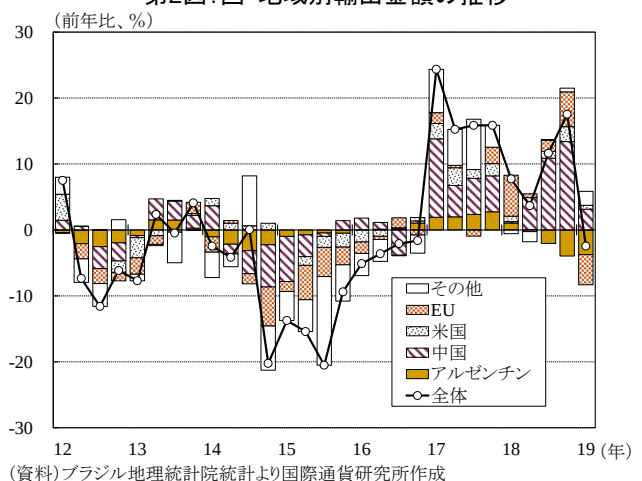
#### 1. ブラジル

ブラジル経済は低調に推移している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+0.5%と昨年 10-12 月期の同+1.1%から大きく伸びが鈍化し、前期比ベースでは▲0.2%と 2 年ぶりにマイナス成長となった（第 1 図）。国内要因では、在庫調整の動きが景気を下押ししたほか、鉱滓ダム決壊による採掘中止等も景気の足を引っ張ったとみられる。輸出については、中国向けの伸びが大きく鈍化し、スタグフレーションに陥っているアルゼンチン向けは引き続き前年割れ、そして足元では EU 向けも前年比減少に転じている（第 2 図）。2017 年以降世界景気の拡大に若干遅れながらも回復してきたブラジル経済だが、本格的回復局面に移行する前に世界経済の減速によって頭を押さえられる格好になったといえる。

第1図：実質GDP成長率の推移



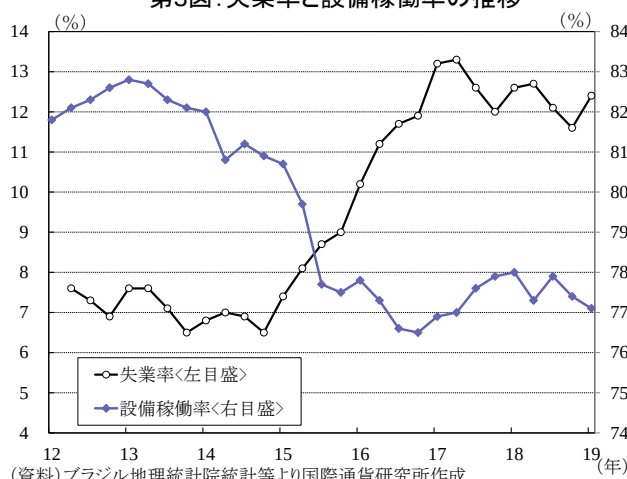
第2図：国・地域別輸出金額の推移



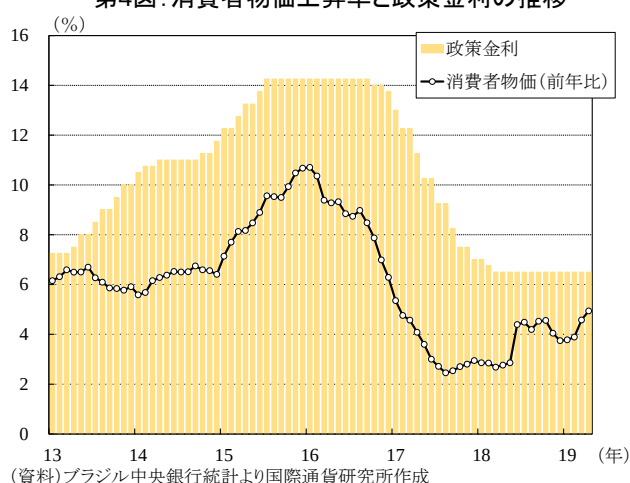
経済活動の鈍さを反映して、1-3 月期の失業率は 12.4%まで再上昇し、製造業の設備稼働率は 77.1%に低下している。労働、資本ともに、景気悪化が深刻であった 2016-17 年からスラックの改善は遅々として進んでいない（次頁第 3 図）。こうした回復の遅れは 2019 年度の税収不足を招くことになり、政府は年度途中での歳出カットを余儀なくされている。5 月には、教育予算削減への抗議から学生デモが発生した。政府は教育予算の削減を否定しているが、そのしわ寄せは他の公共事業などに現われており、今後、景気の足を引っ張ることが懸念される。

労働と資本の両面で低稼働状態が続く中、インフレ率は低位安定基調にある。直近 4 月の消費者物価上昇率は前年比+4.9%と、中央銀行の目標（同+2.75～5.75%）の範囲内に収まっている（次頁第 4 図）。これを受けて、足元の政策金利は 2018 年 3 月から、1999 年以降で最低の 6.5%に据え置かれている。

第3図：失業率と設備稼働率の推移



第4図：消費者物価上昇率と政策金利の推移



年後半には鉱山の採掘再開で生産増が期待できるが、この先も景気回復の足取りの重さは暫く残る公算が高い。主要貿易相手国をみると、アルゼンチン経済の回復は来年にずれ込むと予想されるほか、中国や欧州経済も力強さを欠いており、ブラジルからの輸出は鈍化が続こう。また、政府支出は厳しい財政状況を反映して景気に対してマイナス寄与となろう。2019年の実質 GDP 成長率は前年比+1.2%と、3年連続で同+1%前後の低成長に止まると予想される。2020 年になると、世界的な製造業調整の一巡や、低金利を受けた内需の持ち直し等を背景に、成長率は同+2.0%まで持ち直すと見込まれる。

近年続く経済の停滞感を打破するものとして期待されているのが年金制度改革である。ボルソナロ政権は構造改革の第一歩として年金制度改革に着手した。ブラジルでは現状、最短で 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。政府は支給開始年齢を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の改革を計画しており、これにより、政府と企業の負担軽減を目論む（今後 10 年間で 1 兆リアル強）。無論、年金の削減は「痛み」を伴うことから、議会での審議をはじめ各所で紆余曲折が予想される。とは言え、改革が完全に実現しないとしても、当初案の半分の削減効果であっても実現できれば大きな前進と受け止められ、企業マインドの改善や金融市場の好転を通じて中期的な成長期待を引き上げる可能性がある。今後の国会審議に注目したい。

## 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で、不況と激しいインフレが併存するスタグフレーションに陥っている。2018 年の実質 GDP 成長率は前年比▲2.5%とマイナス成長に陥り、2019 年に入っても景気の悪化は続いている。1-3 月期の鉱工業生産は同▲9.7%と 2 桁近い減少で、自動車販売も同▲56.7%と大幅な落ち込みを示している（次頁第 5 図）。他方、インフレ環境も引き続き厳しい状況にある。消費者物価上昇率は、昨年 9 月に前月比+6.5%まで加速した後は鈍化し、12 月には同+2.6%となっていたが

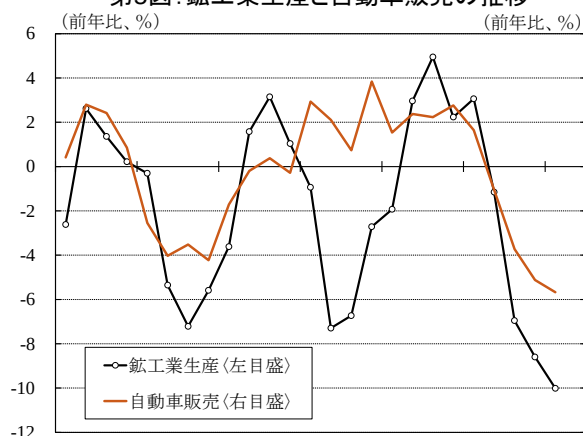


(第 6 図)、2019 年に入ると、公共料金が引き上げられたことに加え、公共料金の引き上げが他の商品・サービス価格の上昇をもたらす動きが強まり、労働組合も実質ベースでの所得の目減りを取り戻すべく高い賃上げを要求した。その結果、インフレ率は最加速することとなり、1-3 月期には年率でみると+56.6%もの上昇率を記録している。

各種世論調査によれば、経済情勢の悪化などを受けてマクリ大統領への支持が低下する一方、フェルナンデス前大統領の支持率が上昇してきている。前大統領は、外国人投資家や IMF と対峙し、左派色の強い国とのみ外交関係を深めつつ、経済政策面では企業の国有化推進、輸入制限、小売価格凍結などを行って経済の混迷を招いた。その結果、2015 年の大統領選挙でマクリ現大統領に敗れる結果となったが、低所得者層への配慮を重視していた前大統領には今も熱心な支持者が存在する。5 月 18 日、フェルナンデス前大統領は大統領選挙に出馬せず、アルベルト・フェルナンデス氏（前大統領と血縁関係なし）を大統領候補として推し、自らは副大統領候補となると発表した。A・フェルナンデス氏はフェルナンデス前大統領よりは中道寄りともされ、今後支持層を広げる可能性がある。

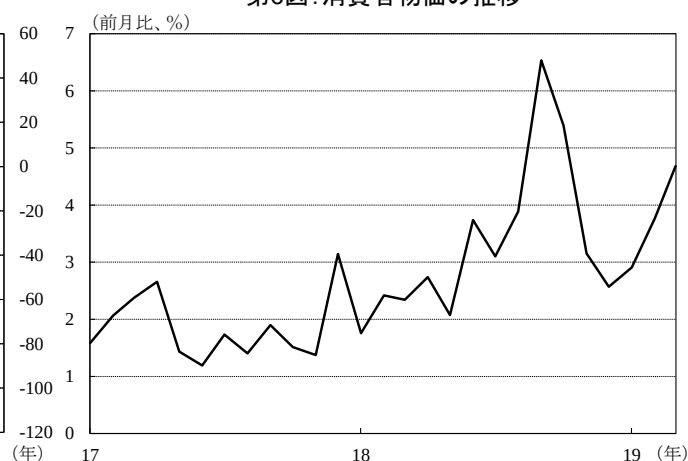
このように次回大統領選挙では「両フェルナンデス」が台風の目となる公算が高い。マクリ大統領は戦略の練り直しを迫られており、11 月の決選投票までは今後の政策の不透明感の高まりから投資が先送りされる展開が予想される。また、高いインフレ率が消費を抑える状況も当面続きそうである。2019 年の実質 GDP 成長率は前年比▲2.0%と、2 年連続のマイナス成長となる見通しである。さらに、アルゼンチンにとってはインフレ抑制が引き続き最優先の課題であり、大統領選の結果誰が大統領となっても、緊縮策を採らざるを得ないものと想定される 2020 年については、インフレ率の落ち着きが景気のプラス要因となろうが、実質 GDP 成長率は同+0.5%程度と低い伸びに止まるだろう。

第5図: 鉱工業生産と自動車販売の推移



(資料) 国家統計センサス局資料等より国際通貨研究所作成

第6図: 消費者物価の推移



(資料) アルゼンチン中央銀行資料より国際通貨研究所作成

### 3. メキシコ

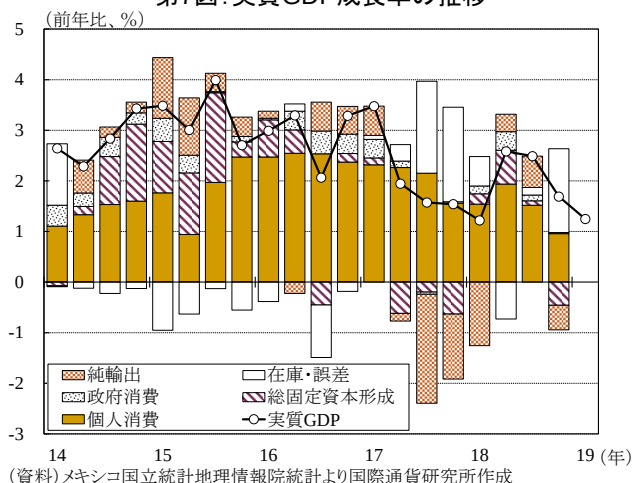
メキシコ経済は拡大基調を維持しつつも、そのペースはやや鈍化している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+1.2%となり、昨年 10-12 月期の同+1.7%から減速した（次頁第 7 図）。産業別に見ると、第 1 次産業は好調（同+5.8%）であったが、第 2 次産業は鉱

業と建設業の不振（それぞれ同▲7.6%、同▲0.8%）が響き同▲0.7%となり、第3次産業も同+1.9%と前期（同+2.7%）から減速した。一方、インフレ環境は徐々に好転している。消費者物価上昇率は2018年通年で前年比+4.9%であったが、1-3月期には同+4.1%まで低下し（第8図）、政策金利も昨年12月から8.25%に据え置かれている。

先行きについては、外部環境には不安材料が目立つ。最大の貿易相手国である米国経済は緩やかな鈍化方向と見込まれるほか、5月30日には米国トランプ大統領が不法移民の米国流入に対するメキシコの対策が不十分として全対墨輸入品に対して5%の追加関税（段階的に25%まで引き上げ）を掛ける方針を突如発表した。追加関税率5%による関税額は約174億ドル（2018年の対米輸出額約3,470億ドル×5%）と、2018年の名目GDP（約1.2兆ドル）の1.5%相当に当たり、仮に関税率が最大25%に引き上げられれば景気失速は避けられない。但し、本件は貿易問題ではなく不法移民問題に起因する措置であり、メキシコ政府も同問題の解決に向け米国政府と話し合う方針を明確にしていること等を勘案すると、現時点では関税賦課長期化のシナリオは回避されると想定する。

一方、景気下支え要因としては、金融・財政政策が挙げられる。オブラドール政権は地方間の格差是正を公約に掲げており、今年後半から公共事業の着工等が増加すると予想される。また、金融政策はインフレ環境の好転を受け、必要に応じて利下げを行う余地がある。上記を踏まえ、2019年の実質GDP成長率は、2018年と同じ前年比+2.0%、2020年は、米国景気の鈍化継続等により、成長率が小幅低下して同+1.7%程度となろう。

第7図：実質GDP成長率の推移



第8図：消費者物価の推移



（国際通貨研究所 森川 央）

## VI. 原油

### ～需給が均衡水準で落ち着くことで、原油価格は 60 ドル程度で推移～

#### 1. 現状

原油価格（WTI 期近物）は、OPEC 等の協調減産や、イランとベネズエラの生産減、イランと米・サウジアラビアの対立緊迫化等を背景に、4 月末に 66 ドル台（1 バレル当たり、以下同）まで上昇した（第 1 図）。しかし、その後は米中対立の激化や、米国によるメキシコへの関税賦課の表明等を受けて弱含み、足元では 50 ドル台半ばで推移している。

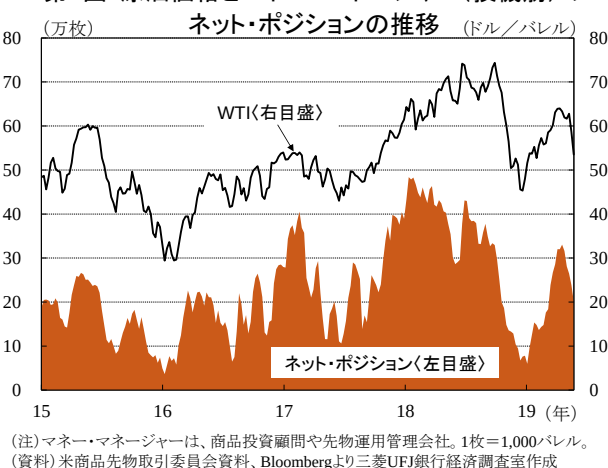
原油先物市場では、昨年末に急速に強まったリスク回避姿勢を受けて低下していた投機筋のネット買い越しポジションが、4 月末までに相応の買い越し水準を取り戻していたが、足元では再び投資資金が引き揚げられている（第 2 図）。

第1図:原油価格(WTI期近物)と需給バランスの推移



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

第2図:原油価格とマネー・マネージャー(投機筋)の



(注) マネー・マネージャーは、商品投資顧問や先物運用管理会社。1枚=1,000バレル。  
(資料) 米商品先物取引委員会資料、Bloomberg より三菱UFJ 銀行経済調査室作成

#### 2. 今後の見通し

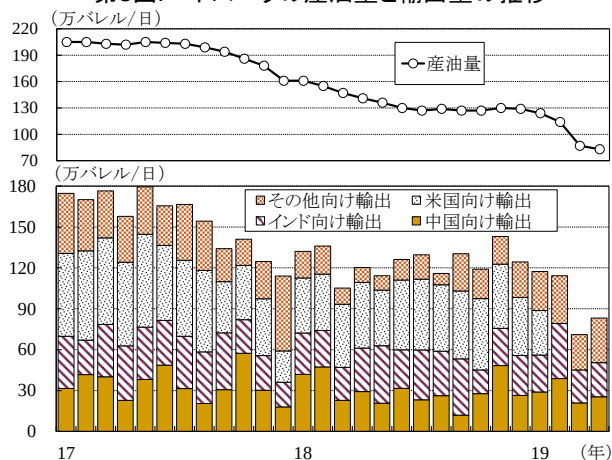
先行きの原油市場は需給両面に波乱材料を抱えている。まず、需要面では、世界経済の循環的な減速に米中対立等の下押し圧力が加わることが、原油需要の伸びの大幅な鈍化に繋がるとして材料視されている。米国と中国はそれぞれ世界の原油消費の約 21%と 13%（2018 年時点）を占める二大消費国であるため、米中対立の激化により両国経済が実際に失速した場合は需要への影響は大きい。ただし、現時点では思惑先行の側面が強く、実際の影響は両国の交渉次第といえる（米国の対墨関税賦課もほぼ同様のことがいえる）。

一方、供給面では、既にほぼ確実なものとして、米国制裁下のイランとベネズエラでの更なる生産減が挙げられる。米国のイラン産原油禁輸措置では、中国・日本等の 8 カ国・地域に認められていた適用除外が 5 月 2 日に撤廃された。中国とトルコの両政府は米国の措置を批判していることから、イランの原油輸出（4 月は約 90 万バレル（日量、以下同））が直ちにゼロとなる可能性は低いが、相当な輸出減が見込まれる。また、ベネズエラでは 4 月 29 日以降、米国企業と同国の国営石油会社の取引が禁じられ、非米国企業も米金融システムを介した取引を禁じられた。これを受けて、同国の米国向け原油輸出は足元でゼロとなっている（2018 年は約 50 万バレル）（第 3 図）。中国やインドは 4 月時点で輸入を継続

しており、今後もベネズエラ向け債権の回収分としての輸入が見込まれるが、同国では大規模停電等で原油生産に支障を来していることから、相当な生産減は不可避とみられる。

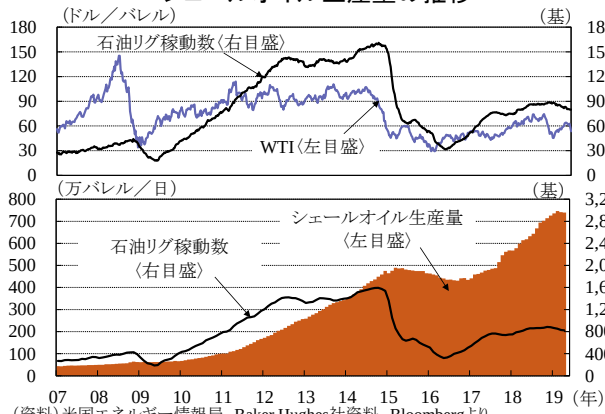
このように、需要面での大幅な減速は懸念としての側面が強い一方、供給面では実際の減少が見込まれるが、原油需給全体としては最終的に概ね均衡に落ち着くことが予想される（第4図）。それは、OPECの協調体制と米国シェールオイル双方で人為的な需給調整がされるとみられるためである。まず、OPECは5月のOPEC・非OPEC共同閣僚監視委員会で、需給均衡の追求を再確認している。加えて、サウジアラビアのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相は、現行の協調減産の期限である7月以降も減産体制を維持する旨言及しつつも、供給ショック事象の可能性を念頭に「需要に応じた生産を約束する」と発言している。OPECの供給余力をみても、4月時点で319万バレルと、イランやベネズエラの実産減を十分に補完可能である。また、米国シェールオイルについては、個々の生産業者の規模は小さく、統一的な意思はないが、WTIで約60ドルをベンチマークとして結果的に機動的な増減産をしているとされる（第5図）。これら2つが需給のバランスとして機能することから、今後の原油価格は、2019年は年平均約58ドル、2020年は同約60ドルでの推移を見込む（第1表）。ただし、米中対立や米国の対墨関税賦課の帰趨、ホルムズ海峡の緊張等の中東情勢次第で一時的に振れやすくなる局面は想定しておくべきだろう。

第3図：ベネズエラの産油量と輸出量の推移



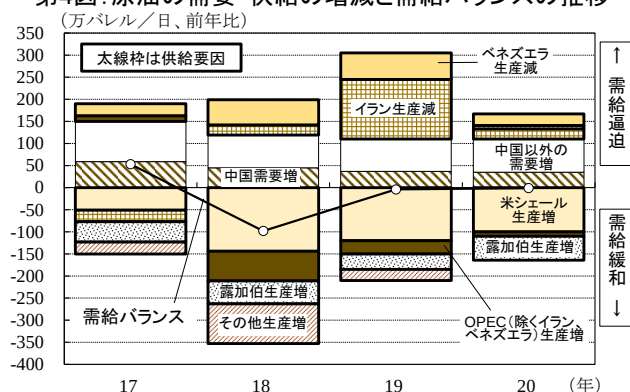
(資料) IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5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4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4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1表：原油価格の見通し

|          | WTI期近物<br>(ドル/バレル) | 前年比<br>(%) | ブレント期近物<br>(ドル/バレル) | 前年比<br>(%) |
|----------|--------------------|------------|---------------------|------------|
| 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 | 54.9               | ▲12.7%     | 63.8                | ▲5.1%      |
| 4-6月期    | 60.0               | ▲11.6%     | 68.0                | ▲9.3%      |
| 7-9月期    | 58.0               | ▲16.5%     | 66.0                | ▲13.0%     |
| 10-12月期  | 60.0               | 1.1%       | 68.0                | ▲0.9%      |
| 20年1-3月期 | 60.0               | 9.3%       | 68.0                | 6.5%       |
| 4-6月期    | 60.0               | 0.0%       | 68.0                | 0.0%       |
| 7-9月期    | 60.0               | 3.4%       | 68.0                | 3.0%       |
| 10-12月期  | 60.0               | 0.0%       | 68.0                | 0.0%       |

(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 鶴田）

TEL:03-3240-3204 E-mail:rei\_tsuruta@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。