

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は政治・政策リスクが極めて高いなかでも底堅さを維持する見通し～

日本

～内需は底堅さを維持も、海外経済の減速長期化やリスクには要警戒～

米国

～米中通商摩擦の不確実性は高まるも堅調な個人消費が景気拡大を後押し～

欧州

～減速感が強まるも、個人消費を中心に景気の底堅さは維持する見込み～

アジア・豪州

～外需の軟調は当面続くも、内需主導の安定成長は概ね維持～

中南米

～拡大テンポが鈍るブラジル・メキシコ、
スタグフレーションに喘ぐアルゼンチン～

原油価格

～需要減退懸念が意識され、原油価格は上値の重い展開に～

見通しの概要

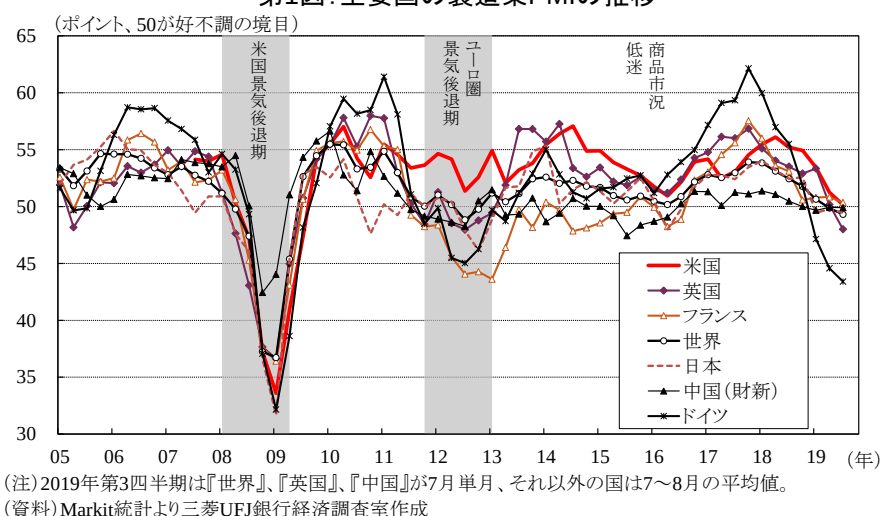
世界経済は政治・政策リスクが極めて高いなかでも底堅さを維持する見通し

世界経済は3ヵ月前に比べて政治・政策面での不透明感が更に高まるなかで製造業を中心に調整色を強めている。

主要国の4-6月期実質GDP成長率を確認すると、欧州で英国やドイツが前期比マイナス成長となったほか、米国でも個人消費は好調ながらも設備投資や外需のマイナス寄与で1-3月期に比較して減速、中国では現行統計開始以来の低成長というのが話題となり、他の新興国でも前期に比べて減速する国が相次いだ（正確には、アジア諸国は加速国と減速国が区々、中南米諸国は総じて減速）。こうした中、本邦では前期比年率+1.8%と民間最終需要を中心に堅さを維持したものの、数字としてはやはり年初のペースから減速、また生産や企業部門のマインドが低迷した。

このような成長率減速あるいは景況感停滞の中心にあるセクターは引き続き製造業であり、その背景については改めて確認しておく必要がある。各国の製造業関連統計を確認すると、生産指数や購買担当者指数が減速に転じたのは、欧州、日本、中国では2017年末～2018年初から、米国では2018年半ばからである（第1図）。業種別には、ほぼ全てのセクターに亘って不振が続いているといえるが、特に半導体／電子・電気機械や自動車といった基幹セクターの調整が長引いていることは改めて注意しておく必要がある。これらセクターはいずれも景気加速時の2016年後半～2017年に掛けてのブームの循環的反動の最中にあることに加え、米中間を始めとする通商摩擦の広がりや英国のEU離脱問題等既存のグローバル・サプライチェーンの再構築を迫る事態が収拾の兆しを見せていないことが重石になっているからだ。

第1図：主要国の製造業PMIの推移

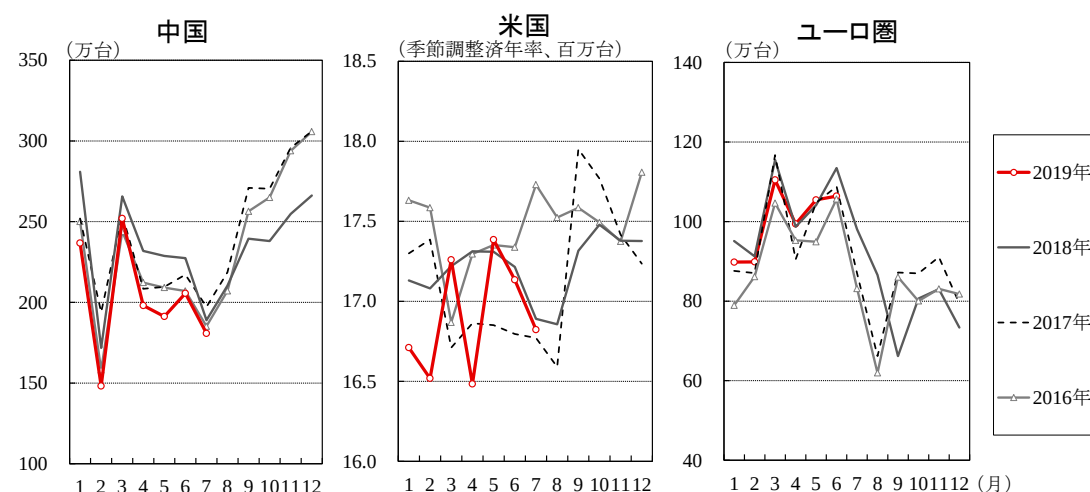


まず半導体／電子・電気機械については、世界的なスマホの販売不振等に加え、米中対立の主戦場ともいえるべきハイテク・デジタル分野の中核的業界であることが不透明感に拍車を掛けている。米中間の摩擦は単に貿易赤字を巡るものに止まらず、安全保障や技術覇

権を巡っての対立の様相を深めているが、これまで中国が半導体や電子・電気機械の分野で企業のグローバル・サプライチェーンのハブとなってきたなかで、今や米国のトランプ大統領がツイッターで「米国企業は直ちに中国の代替地を探し始めることが命じられている」と宣言する状況である。米国による制裁関税で中国から米国向け輸出のコスト競争力が大幅に低下することが懸念され、中国を中心とするサプライチェーンの変更を米国政府高官が公然と要請するなかでは、米国企業に限らず世界的に企業の投資に対する様子見ムードは高まらざるを得ない。中国自身も、2017 年末以降の「デレバレッジ（過剰債務削減）」政策により、シャドーバンキング規制を強化したことが中小企業を中心とする民間部門への資金調達環境に負の影響をもたらしたとされており、これらが相乗効果となって、中国における原材料や半導体製造装置等の資本財への需要も低迷し、貿易チャネルを通じて世界に波及している。

自動車については、同様に 2017 年までの世界的な好調の反動という側面が強いが、各国によって様相はやや異なる（第 2 図）。世界最大の自動車市場である中国は 2017 年までの減税による販売促進の反動がやや長引いているのに加え、米中対立激化に伴う消費者の不安心理も働いているとみられ、年初来累積で前年比二桁減の販売が続く状況となっている。また、欧州でも南欧諸国で販売不振が続いており、これが欧州最大の規模を持つドイツの自動車産業を直撃しているようだ。これに比較すると北米や日本での販売減は軽微だが、米国が「安全保障」を理由とした関税発動のカードを各国に示しているほか、環境規制強化やシェアリングの拡大などゲームチェンジ的な構造変化が進行しており、業界固有の先行き不透明感は極めて強い。

第 2 図：主要地域の自動車販売台数の推移

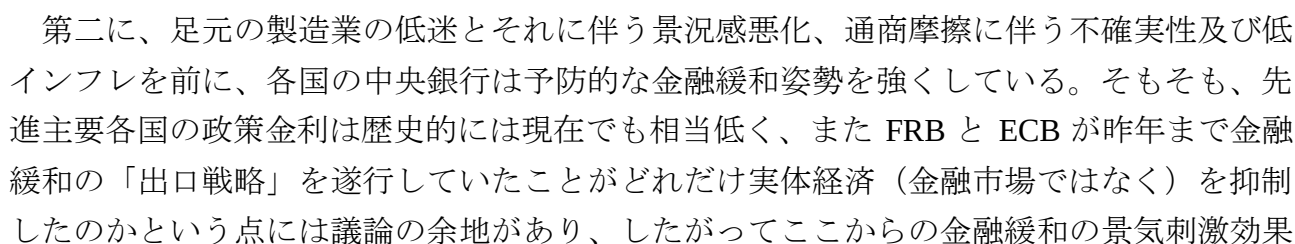


(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

このように、半導体／電子・電気機械や自動車を始め製造業の動向は、景気サイクルのみならず、通商政策・安全保障政策やイノベーション、環境規制といった、政策要因や次世代的要因からも踊り場に来ている可能性がある。このうち、政策要因に不透明感が強いのは疑いようがない。来年米国大統領選挙を控える中で、米中対立がどういう帰趨を辿り、世界経済にどういった影響を及ぼすのか予想するのは困難であり、金融政策を司る米 FRB のパウエル議長ですら（金融政策への示唆という文脈の中とはいえ）「現在の状況に対す

もともと、政策の不確実性は大きいという前提条件付きながら、次の理由により、この「製造業不況」は深刻な調整にまでには至らず、「先行き不透明感」に伴う企業の投資見合わせ要因の前年比下押し効果も一巡するなかで、むしろ来年前半以降は灰汁抜け感が徐々に出てくる展開を予想する。

第3図: 日独の個人消費と消費者マインドの推移



（特に実物投資喚起）についても多くを期待できない可能性がある。しかし、少なくとも一ついえることは、株式市場を始めとする金融市場に対してはポジティブなメッセージとなっており、非合理的な「質への逃避」が自己実現的に金融市場の危機を招くという悪循環の芽は抑制していると考えられる。なお、低金利下で金融緩和余地が小さくなっているのを踏まえ、もう一つのマクロ経済政策である財政政策に期待する議論もみられるようになっているが、先進国中もっとも景気停滞が懸念されているドイツが財政収支は黒字であり、財政出動の余地が比較的大きいことは幸いといえる。

第三に、景況感悪化の震源地である製造業、特に半導体／電子・電気機械と自動車についても、構造的な需要屈折に直面したとは考えにくく、いずれは長期の需要増加トレンドに復帰してくることが想定される。前者であれば、AIや5Gなどキーワードに代表されるICTあるいはデジタル分野の技術進歩は日進月歩であり、それとともに見込まれる構造的な需要増が、遠くない将来、短期の在庫調整圧力を吸収すると考えられる。これは、半導体製造装置などの資本財についてもいえることである。また、自動車も、中国や将来的にはインドなどのモータリゼーションを考えると需要そのものの拡大はこの先も着実に見込める。また、中国や欧州、あるいは米国の一部州等を先頭に、環境規制強化などに応じた技術あるいはビジネスモデル面での構造転換が進行しており、足元の需要低迷について中長期的に悲観する必要までではないのではないか。

これらを踏まえて、来年にかけての世界景気を総論的に展望すると、過去の製造業の景気サイクルから推定して、現下の製造業の調整は来年前半までずれ込む可能性が高いが、個人消費を中心とする家計部門需要の堅調をストッパーに持ち堪え、その後は企業部門も徐々に復調の傾向を示し始め、各々の潜在成長率程度の成長軌道に復帰するというのがメイン・シナリオとなる。仮に家計部門の最終需要が底堅く、金融市場の資金調達環境も著変がないのであれば、企業部門も緩やかながら循環的な回復が見込めることに加え、R&Dも含めた投資活動をいつまでも見合わせるのは将来に向けて致命傷にもなりかねず、新たな貿易秩序を見据えてグローバル・サプライチェーンに変更を加えつつも投資活動は継続すると考えられるからだ。この大局観を元に、2020年は米国で前年比+2%程度、ユーロ圏では+1.4%程度、日本では+0.7%程度、中国では+6%程度の成長を予想する。

以上のメイン・シナリオに対し、実際の展開を左右する幾つかの不確定要因にも触れておくべきであろう。そのうち最大のものは、繰り返しになるが、米中通商摩擦の帰趨である。米中の対立は、通商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という点はもとより明白であり、そもそも早期の抜本的解決を期待するのは困難と言わざるを得ない。したがって、それぞれが国内景気への打撃を和らげるための様々な措置を打ち出すに至っているが、一つ触れておくべきなのは、米国が対中輸入品のなかでもこれまで関税未賦課だった消費財を中心とする品目群にもいわゆる「第4弾」の関税賦課（9月1日以降）を表明した直後に、中国からの輸入シェアが高くしたがって代替が効き難い品目についてはクリスマス商戦等個人消費への影響を鑑みて年末に延期したことをどう考えるかである。即ち、「国内経済への直接的インパクトが大きく、したがって選挙戦への影

響も鑑みて結局本格的な関税発動は難しい」とみるか、「サプライチェーン変更を促すためにも米国はいずれ関税を発動する（企業が中国を中心とするサプライチェーンを短期間で変更するのは難しいために今回は関税発動を猶予したに過ぎない）」とみるか、二つの見方がありうる。この点、米国企業のなかには「トランプ政権の対中政策を支持する」ものの「サプライチェーン変更には時間がかかる」ことを訴える向きも少なからずあること、前述の通りトランプ大統領自ら米国企業に対して中国を代替する生産拠点を探す検討の要請（“order”）をしていること等を考えると、後者を想定しておいた方が保守的であろう。

この場合、米国経済は主として個人消費への影響が、中国経済は主として国内生産・投資への影響が顕在化することになるが、8月の関税応酬エスカレーション後の更に高い税率がお互いフルに適用される前提では、米国では▲0.4%ポイント程度、中国では▲1.2%ポイント程度の成長下押し圧力が見込まれる。これらを、米国では既存の成長余力で吸収し、中国では財政・金融政策あるいは個別の産業政策にて中和するとみられるものの、米中間の措置の応酬も含め実際の展開が結局どうなるかはやはり現時点では予見し辛いといわざるを得ない。足元までの米国トランプ政権の動きとそれに対する中国政府の反応をみると、米国側は中国側に国内景気動向や資本流出という弱点があると想定し、中国側は米国側に来年の大統領選挙という弱点があると想定した交渉戦術を互いに繰り出している観があるが、実際には夫々に思い違いやすれ違いも多々あるとみておくべきだろう。

また、各地域の中央銀行、取分け FRB と ECB の金融政策展開も大きな不確定要素だ。製造業が不振でインフレ率も低いとはいえ、各国で失業率が歴史的水準にまで切り下がっていることを考えると、本来であれば大幅な利下げが正当化される局面とは考えにくく、教科書的には小幅の保険的な利下げをして様子見をするのが相当であり、メイン・シナリオとしてはその展開を予想する。しかし、トランプ大統領が対中貿易摩擦や大統領選挙を見据えた国内景気の維持を念頭に前例のない形で大幅利下げ要求を公言している状況を踏まえると、教科書通りの展開とならない可能性も十分ありえる。その場合、欧州は欧州で景況感低迷と低インフレ率により金融緩和を視野に入れつつある ECB との間でどんな相乗作用が働くとも限らず、日銀など他の中央銀行の意思決定にも影響を及ぼすことは十分考えられよう。ただ、これもトランプ政権と FRB の関係始め年末頃までの実際の展開次第で来年の金利環境がどうなるかの前提は大きく変わってくる。

英国の EU 離脱や欧州各国の政局、日本の消費増税影響、日米二国間通商交渉の帰趨、中東情勢なども見通し上の変数となる。このうち、英国の EU 離脱と日本の消費増税について触れるとすると、前者については、ジョンソン政権が「如何なる形であれ 10 月末に離脱」というのを志向する中で情勢は極めて不透明になってきたと判断せざるをえない。英国議会の総意を踏まえると、内閣不信任案→解散という形で 10 月末の離脱期限は小幅延長される可能性は残るが、ジョンソン首相も 9 月～10 月の英議会休会を決めるなど、情勢は政局上の駆け引き次第という様相を呈している。仮に英・EU 間、ジョンソン政権・英国議会間等で何らかの妥協が成立して、「合意なき離脱」が回避される展開となれば、英国を含む欧州経済における不透明感は徐々に払拭され、企業投資の再開などから景

気持ち直しの追い風となろう。一方、「合意なき離脱」となる場合は、英国は物流の混乱等から景気後退を経験する可能性が高く、また EU 側も負の影響は免れまい。

日本の消費増税に関しては、愈々実施まで約 1 ヶ月となった。足元駆け込み需要はそれほど顕在化していないが、9 月には相応に観察される可能性が高い。しかし、各種の軽減策や需要平準化策が講じられている点を考えると、過去に比べると景気への影響は限られよう。日本でも、雇用と消費の堅調は維持されており、加えて人手不足対応の観点から企業の設備投資も底堅く推移している。上記の通り世界情勢に不透明感は強いものの、来年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、外部的な大きなショックがなければ+0.7%程度の成長は十分可能であろう。

(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、%)		
	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
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	70.97	1,430	3.3	2.8	2.7	2.5	2.3	2.4
先進国・地域	46.32	933	2.3	1.7	1.6	2.0	1.5	1.7
新興国	24.66	497	5.2	4.8	4.8	3.5	3.8	3.7
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.96	100	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
	アジア11カ国・地域	21.50	433	6.0	5.4	5.5	2.3	2.3
	中国	13.41	270	6.6	6.2	6.0	2.1	2.1
	インド(年度ベース)	2.72	55	6.8	6.8	7.0	3.4	3.6
	NIEs4カ国・地域	2.93	59	2.8	1.7	2.1	1.4	1.4
	韓国	1.62	33	2.7	2.0	2.2	1.5	0.9
	台湾	0.59	12	2.7	1.9	2.0	1.4	0.8
	香港	0.36	7	3.0	0.8	1.8	2.4	2.4
	シンガポール	0.36	7	3.1	1.0	1.9	0.4	0.7
	ASEAN5カ国	2.44	49	5.2	4.7	4.8	2.8	2.4
	インドネシア	1.02	21	5.2	5.0	5.1	3.2	3.1
	タイ	0.49	10	4.1	2.8	3.1	1.1	1.1
	マレーシア	0.35	7	4.7	4.4	4.5	1.0	0.7
	フィリピン	0.33	7	6.2	5.8	5.9	5.2	3.3
	ベトナム	0.24	5	7.1	6.5	6.2	3.5	3.1
	オーストラリア	1.42	29	2.8	1.9	2.4	1.9	1.5
米州	米国	20.49	413	2.9	2.3	1.9	2.4	1.9
	中南米6カ国	4.47	90	1.4	0.8	0.8	7.5	9.0
	ブラジル	1.87	38	1.1	0.7	0.5	3.7	4.0
	メキシコ	1.22	25	2.0	0.5	0.7	4.9	3.7
	アルゼンチン	0.52	10	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 2.0	34.3	50.0
欧州	ユーロ圏19カ国	13.67	275	1.9	1.2	1.4	1.8	1.3
	ドイツ	4.00	81	1.5	0.6	1.4	1.9	1.4
	フランス	2.78	56	1.7	1.3	1.4	2.1	1.3
	イタリア	2.07	42	0.9	0.2	0.7	1.2	0.8
	英国	2.83	57	1.4	1.2	1.4	2.5	1.9
	ロシア	1.63	33	2.3	1.3	1.5	2.9	5.0

<参考>

世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)		4.0	3.5	3.5	2.6	2.5	2.6
----------------------------------	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

- (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

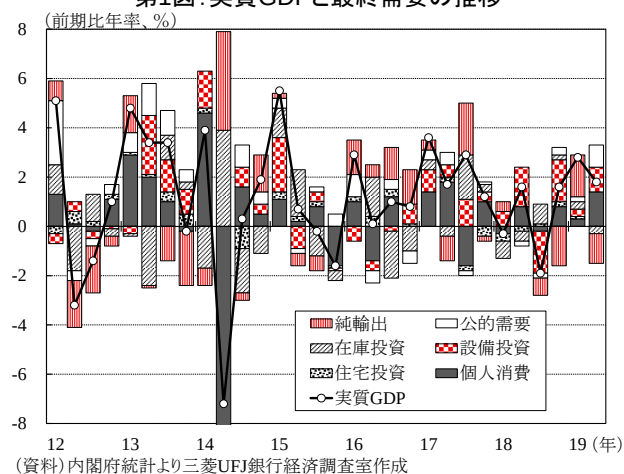
～内需は底堅さを維持も、海外経済の減速長期化やリスクには要警戒～

1. 日本経済の概況

4-6 月期の実質 GDP（1 次速報値）は前期比年率+1.8%と 3 四半期連続で増加した（第 1 図）。輸出が伸び悩む中、輸入が前期に減少した反動や底堅い内需を反映して増加し、純輸出（輸出－輸入）が実質 GDP を押し下げたものの、個人消費や設備投資が堅調で、全体としては比較的高い伸びとなった。また、同時に 1-3 月期の個人消費がプラスに改訂され、設備投資と同じく 3 四半期連続のプラス成長となるなど、内需の底堅さが確認できる内容だったといえよう。

供給側の統計で足元の景気の状態を確認すると、全産業活動指数のうち、鉱工業生産指数は輸出鈍化等を受けてマイナスに振れやすくなっているが、第 3 次産業活動指数は総じて堅調を保っている（第 2 図）。製造業はこのところ、世界経済の減速を背景に調整局面に入っているとみられるが、底堅い雇用・家計所得が個人消費を下支えすることで、全体として緩やかな成長が続いている構図である。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



第2図: 全産業活動指数と実質GDPの推移



2. 先行きの見通し及びそのキーポイント

先行きに関しては、やはり減速色を強める海外経済の影響を受けた輸出の弱含みと国内経済への波及が焦点となる。実質輸出は今年 6 月まで 8 ヶ月連続で前年比減少し、7 月は前年比+0.5%と増加に転じたものの、依然底打ちしたとは言い切れず、したがって、足元までの輸出の減少やそれに伴う企業マインドの悪化の長期化が国内雇用や設備投資姿勢に与える影響は気になるところだ。

この点、まず肝心の輸出について海外景気動向をみると、2 割の輸出シェアがある米国経済は堅調であり、同じくシェア 2 割の中国も、米中通商摩擦や自動車販売不振等の不透明要素を抱えつつも、成長率は緩やかな鈍化に止まり、輸入（日本から見ると輸出）も来年は復調に向かうとみられる。欧州や他のアジア諸国も個人消費などの内需は今後も底堅

さを維持しよう。したがって、本邦輸出全体は来年前半以降持ち直しに向かうとみられる。

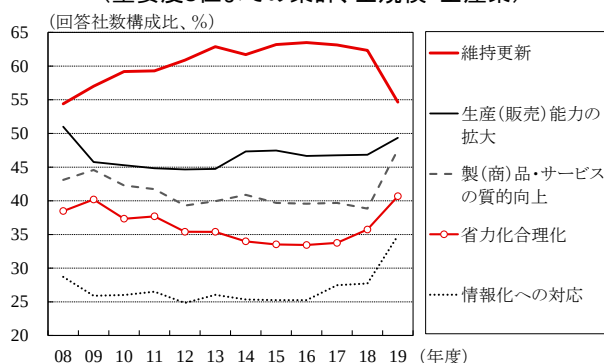
国内雇用に関してはタイトな状況が続いているが、これが人口動態に起因する構造的なものであることも勘案すると、外需に不透明感があるからといって非製造業も含めた企業の雇用意欲が大きく崩れることは当面考えにくい。設備投資に関しても、能力増強投資こそ内外需要動向に左右されやすいものの、人手不足に関連した省力化・合理化投資は引き続き活発であるほか、不透明な時代こそその R&D 投資も高水準が維持されよう（第 3 図）。これらを踏まえると、企業が先行き雇用や設備投資を大幅に絞る可能性は小さく、むしろ必要な採用や投資は着実に進めると考えられる。

10 月に予定される消費税率の引き上げに関しては、後述のように個人消費を支える雇用・所得環境が底堅さを維持する中で、軽減税率や教育無償化等の手厚い政策対応もあり、影響が限定的に止まるとの見方は不変である。また、消費増税後は、来年の東京五輪に向けて消費者心理の高まりが期待されるところである。消費増税、東京五輪ともにある程度は消費の反動減が予想されることから、通年での消費の高い伸びは期待できないものの、今年度から来年度に掛けて実質 GDP 成長率に対し前年度比+0.3%程度の安定した寄与は見込めそうだ。このほか、大規模な公共事業や市街地再開発等が多数予定されていることに加え、近年増加基調の訪日客数が東京五輪の追い風もありさらに伸長するとみられる。

こうしたことを踏まえると、2019 年度、2020 年度の実質 GDP 成長率はそれぞれ前年度比+0.8%、同+0.7%と緩やかな伸びを確保すると予想する（第 1 表）。

但し、足元では、日米二国間交渉に関して進展が報じられている一方で、米中通商摩擦や英国の EU 離脱問題等外需に関する各種不透明要因のリスクは年前半に比べても明らかに次元の異なる高まりをみせていることには警戒が必要である。これら諸問題の混迷が海外経済の予想外の減速や金融市場の動揺、企業・消費者マインドの低下をもたらせば、上記本邦景気見通しは相応に下振れしうる可能性があることには十分留意されよう。

第3図：各年度における設備投資のスタンス
（重要度3位までの集計、全規模・全産業）



(注) 1. 「回答社数構成比」は1社3項目以内の複数回答による回答社数構成比。

2. 2018年度までは各7-9月期調査、2019年度は4-6月期調査。

(資料) 内閣府、財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：GDP計数の年度見通し

(前年度比、%)

	2017年度 (実績)	2018年度 (実績)	2019年度 (見通し)	2020年度 (見通し)
実質GDP	1.9	0.7	0.8	0.7
個人消費	1.0	0.5	0.5	0.5
住宅投資	▲ 0.7	▲ 4.4	▲ 1.3	▲ 5.3
設備投資	4.6	3.5	2.5	1.1
在庫投資(寄与度)	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1
公的需要	0.5	▲ 0.1	1.9	1.3
純輸出(寄与度)	0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.0
輸出	6.5	1.5	▲ 1.0	1.4
輸入	4.0	2.1	0.6	1.6
名目GDP	2.0	0.5	1.5	1.2
GDPデフレーター	0.1	▲ 0.2	0.6	0.6

(資料) 内閣府統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

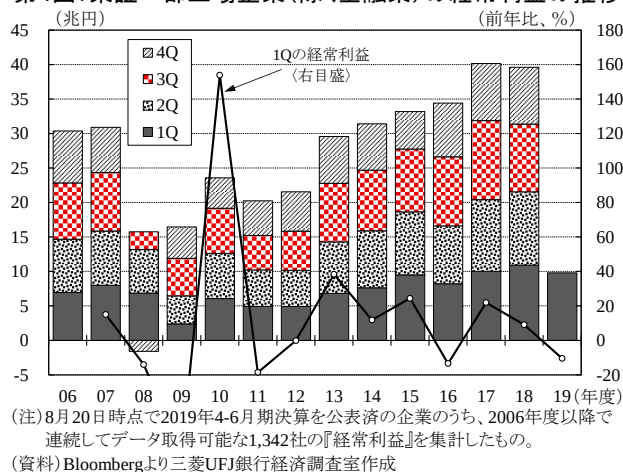
(1) 企業収益を左右する円高進行や生産減少

4-6 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▲10.5%と、2 四半期ぶりに減少した（次頁第 4 図）。業種別では、製造業が輸出の鈍化等を受けて同▲22.9%と

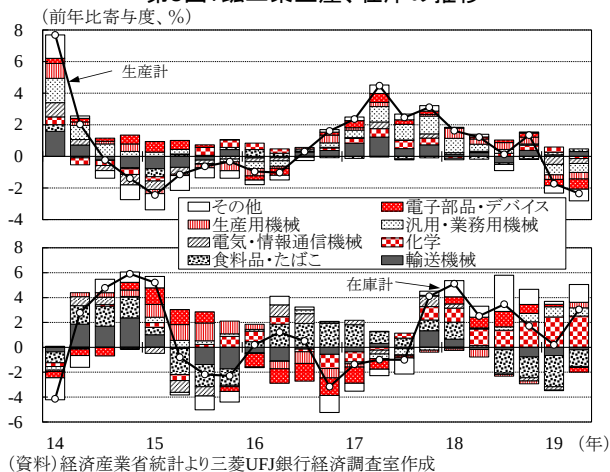
3 四半期連続で減益となった一方、非製造業は底堅い内需を背景に同+5.2%と 2 四半期連続で増益となっており、「貿易停滞による製造業の不振、雇用・個人消費の底堅さを背景とした非製造業の堅調」という世界的に共通するパターンは日本でも観察される。企業収益の先行きに関しては、輸出減少や円高進行が一定の重石になると見込まれる一方、国内分も含めた売上高全体は底堅いこと（4-6 月期は同+0.4%と 10 四半期連続で増加）や原油価格が昨年度を下回って推移していることなどは支えとなる。為替に関しては、年平均 1 円の円高が製造業の経常利益を押し下げる効果（為替要因のみ）は年間▲1.2%ポイント、また、商社や物流等の一部業種でも取引条件の見直し等を余儀なくされることから非製造業でも同▲0.3%ポイントの影響が及ぶと試算されるが、足元から一段と円高が進行し定着しない限り、企業収益は底割れには至らないと見込まれる。

製造業の生産活動に焦点を当てると、消費財関連の業種は底堅さを維持する一方、資本財関連の業種は輸出鈍化等を受けて生産が減少するというパターンが見られる（第 5 図）。こうした中、汎用・業務用機械工業では生産減にも係わらず在庫が増加し、化学工業では 5 四半期連続で在庫が大きく積み上がるなど、一部の業種では在庫調整が長引く可能性を抱えている。したがって、結果として生産全体の回復が後ずれしていく公算が高い点には留意が必要だ。しかし、資本財や原材料等の生産財は来年前半にも海外景気の持ち直しに伴い輸出主導で復調が予想されること、またその間も底堅い内需の恩恵を受ける消費財関連の生産が下支えすることで、生産全体は基調として持ち直していくと見込まれる。

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：鉱工業生産、在庫の推移



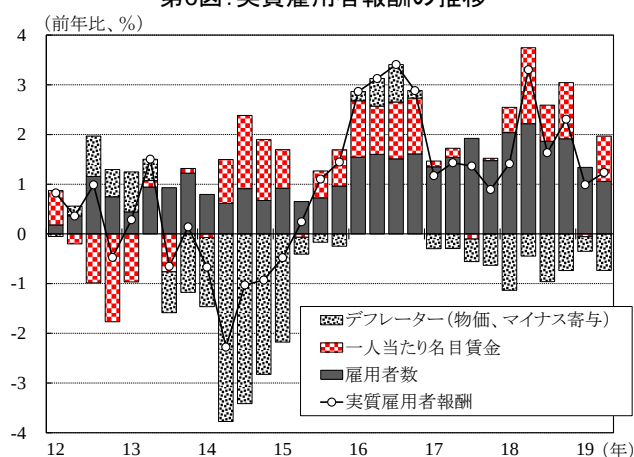
（2）底堅い家計所得が下支えとなり、増税による消費腰折れは回避

4-6 月期の実質雇用者報酬は前年比+1.2%と、雇用者数の増加や賃金の上昇を背景に 17 四半期連続（統計が取得できる 1995 年以降、最長に並ぶ）で前年比プラスとなった（次頁第 6 図）。直近 7 月の有効求人倍率は 1.59 倍と引き続き企業の労働需要の強さとそれに伴う労働需給逼迫を示唆しており、人口動態上の労働供給余力を勘案すれば、雇用者数は少なくとも来年までは増加基調を維持する可能性が高い。賃金についても今春闘のベアが 0.56%と、世界経済の先行き不透明感が強まるなかでも、人手不足（労働需給逼迫）等を背景に前年（0.54%）を上回る伸びとなっており、当面は上昇が続くとみられる。

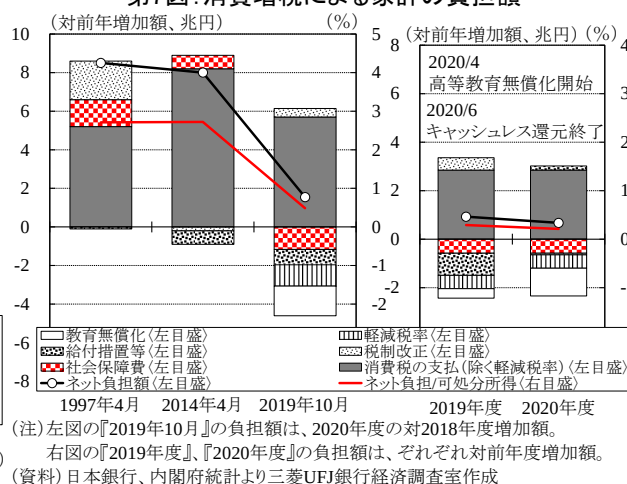
雇用・所得環境の改善が続くなか、4-6 月期の個人消費は、ゴールデンウィークが 10 連

休となったことで外食や旅行等のサービス消費の増加による下支えもあり、前期比年率+2.5%と堅調な伸びとなった。ごく足元をみると、米中通商摩擦の長期化や、10月に控える消費増税等を背景に消費者マインドが悪化しており、一部の消費指標にも弱含みがみられることには注意を要するが、個人消費は基本的には家計所得を変数として推移するとみられ、雇用・所得環境が堅調ななかでは個人消費も底堅い推移が見込まれよう。消費増税の影響については、駆け込み需要とその反動は付き物であり、短期的には景気の攪乱要因として顕在化することは避けられないとみられる。但し、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、更に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の増加は前回2014年増税時の5分の1程度となり、可処分所得の押し下げ効果は0.5%程度に止まると試算されることから、消費の腰折れは回避される見込みである（第7図）。個人消費は2019年7-9月期の強めの伸びの後、10-12月期は一時的にマイナス成長が見込まれるが、2020年以降はプラス成長を回復すると予想する。

第6図：実質雇用者報酬の推移



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7月29-30日の決定会合で金融政策の現状維持を決めた。声明文には「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との一文が追加され、先行きの緩和姿勢を鮮明化した。また、同時に公表された展望レポートでは、政策委員の大勢見通しは経済、物価ともに小幅に下方修正されたものの（次頁第8図）、メインシナリオ自体は前回から据え置かれた。一方、海外経済を中心とした下振れリスクや、経済の下振れが物価面に波及するリスクなどが強調され、日銀が警戒感を一段と引き上げたことが示唆される内容であった。

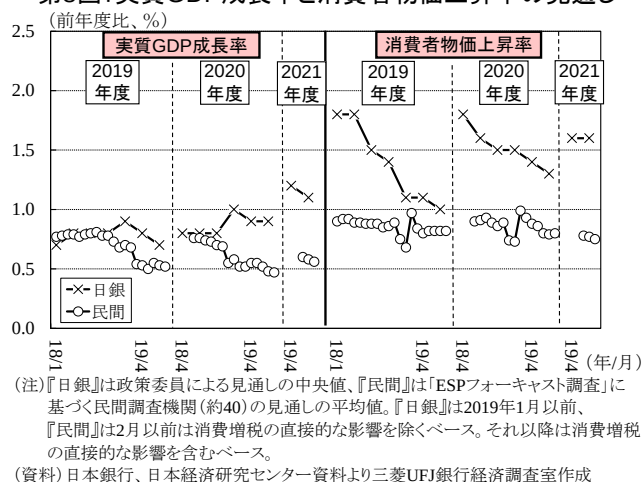
8月7日公表の7月会合における「主な意見」から詳細を確認すると、まず、経済情勢については、海外経済の下振れリスクを懸念する意見が多数見られ、「年後半からの回復シナリオが後ずれする可能性」や「景気後退に向かう可能性」を指摘する声もあった。こ

れを受け、金融政策運営については、金融緩和の強化や予防的な金融緩和の必要性に言及する意見が増加したが、他方では副作用の存在や日本の金融緩和度合いが既に欧米以上に強力になっていること等から、更なる緩和には依然慎重な見方も多い。この点、雨宮副総裁も1日の会見で、「色々な金融政策手段がもたらす効果や副作用の比較衡量については、おそらく他国よりも、より慎重に注意深く検討すべき状況になっている」との見解を示している。これらを踏まえると、先行きの追加緩和に際し、基本的にはマイナス金利深掘りといった副作用の大きい手段は避け、まずはフォワードガイダンスの修正など比較的实施のハードルが低い政策で対応することが予想される。但し、FRBが合計1%ポイント程度的大幅利下げを実施もしくは実施する公算が高まった場合や、それらに伴い急激に円高が進行し且つ定着する兆しが見える場合には、日銀がマイナス金利深掘り等の明確な利下げに踏み切る可能性も否定はできないように思われる。

(2) 為替

ドル円相場は、春先以降、米国金利の低下が円高圧力となっていることが窺えるが、8月入り後は、米中通商摩擦を巡る双方の制裁・対抗措置応酬を受けて米金利の先安感が一段と高まったことに加え、リスク回避の円買いもみられることから、1ドル105円前後の攻防に移行している（第9図）。先行きは、米金利の先安感が既に十分相場に織り込まれていることや米国景気の相対的な堅調さはドル買い要因でもあることから更に一方的な円高進行は回避され、来年までを展望すると、概ね1ドル106円程度で推移するものと予想する。

第8図：実質GDP成長率と消費者物価上昇率の見通し



第9図：ドル円相場と日米2年物国債利回り差の推移



（横田 裕輔、芥子 和史、伊勢 友理）

日本経済・金融見通し

2019年4～6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	1.6	▲ 1.9	1.6	2.8	1.8	0.9	▲ 3.5	0.7	1.6	1.8	1.0	0.8	0.7	0.8	0.7
個人消費	▲ 0.5	1.5	▲ 0.5	1.5	0.4	2.5	2.6	▲ 6.8	1.3	1.7	1.9	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5
住宅投資	▲ 9.6	▲ 7.3	3.1	5.5	2.3	1.0	▲ 1.6	▲ 14.5	▲ 8.1	▲ 3.6	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 4.4	▲ 1.3	▲ 5.3
設備投資	4.0	10.6	▲ 10.0	11.4	1.7	6.1	1.2	▲ 3.6	1.8	2.1	1.6	1.4	1.3	3.5	2.5	1.1
在庫投資（寄与度）	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	0.2	0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	0.1
公的需要	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.7	1.3	0.9	3.8	1.5	1.9	1.6	1.2	1.1	0.8	0.6	▲ 0.1	1.9	1.3
うち、公共投資	▲ 3.9	▲ 4.6	▲ 7.1	▲ 5.1	5.6	4.0	3.2	4.8	3.2	1.1	0.8	▲ 0.8	▲ 2.0	▲ 4.0	2.6	1.4
純輸出（寄与度）	0.4	0.0	▲ 0.7	▲ 1.6	1.7	▲ 1.2	▲ 0.8	0.9	▲ 0.6	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	4.1	3.2	▲ 8.2	4.9	▲ 7.6	▲ 0.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	▲ 1.0	1.4
財貨・サービスの輸入	2.3	3.4	▲ 4.6	15.4	▲ 16.0	6.7	5.6	▲ 3.7	4.5	1.6	1.4	1.2	1.2	2.1	0.6	1.6
名目GDP（前期比年率、%）	▲ 0.6	0.6	▲ 1.7	1.7	4.2	1.7	2.1	▲ 2.5	1.7	1.4	3.2	0.1	1.9	0.5	1.5	1.2
GDPデフレーター（前年比、%）	0.5	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	0.1	0.4	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8	0.3	0.4	▲ 0.2	0.6	0.6
鉱工業生産（前期比、%）	▲ 0.9	0.8	▲ 0.7	1.4	▲ 2.5	0.5	0.5	▲ 1.1	0.7	1.0	0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	0.3	▲ 1.2	1.4
国内企業物価（前年比、%）	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲ 0.7	1.8	2.3	1.8	2.1	0.6	0.6	2.2	1.0	1.3
消費者物価（除く生鮮食品、 前年比、%）	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	1.0	1.0	0.9	0.9	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	139	▲ 393	▲ 36	▲ 260	▲ 132	▲ 222	▲ 282	▲ 650	▲ 248	696	▲ 821	▲ 1,402
経常収支（10億円）	4,967	5,439	4,667	4,299	4,705	4,848	4,992	4,763	4,911	4,839	4,794	4,441	4,858	19,243	19,514	18,933
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	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
円相場（円／ドル）	108	109	112	113	110	110	107	106	106	106	106	106	106	111	107	106

(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8月30日時点

経済調査室 (Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2017年度	2018年度	2018年	2019年		2019年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.9	0.7	1.6 (0.3)	2.8 (1.0)	1.8 (1.2)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	1.8	0.8	0.9 (1.4)	▲ 0.5 (0.3)	0.5 (0.2)	▲ 0.4 (▲ 0.5)	0.8 (0.8)	0.5 (0.1)	▲ 0.8 (▲ 0.3)	
鉱工業生産指数	2.9	0.3	1.4 (1.3)	▲ 2.5 (▲ 1.7)	0.6 (▲ 2.3)	▲ 0.6 (▲ 4.3)	0.6 (▲ 1.1)	2.0 (▲ 2.1)	▲ 3.3 (▲ 3.8)	1.3 (0.7)
鉱工業出荷指数	2.2	0.2	1.0 (1.1)	▲ 2.1 (▲ 1.6)	1.0 (▲ 2.7)	▲ 1.3 (▲ 4.0)	1.8 (▲ 1.4)	1.3 (▲ 1.8)	▲ 4.0 (▲ 4.9)	2.6 (1.8)
製品在庫指数	5.1	0.2	0.9 (1.7)	0.9 (0.2)	0.9 (3.0)	1.4 (0.2)	0.0 (1.2)	0.5 (1.5)	0.4 (3.0)	▲ 0.3 (2.4)
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	101.9	105.0	105.6 [102.6]	105.9 [104.3]	106.9 [104.0]	107.2 [104.9]	104.6 [102.8]	106.4 [104.9]	109.8 [104.2]	107.4 [105.5]
国内企業物価指数	2.7	2.2	0.1 (2.3)	▲ 0.8 (0.9)	0.4 (0.6)	0.3 (1.3)	0.3 (1.2)	▲ 0.1 (0.6)	▲ 0.5 (▲ 0.1)	0.0 (▲ 0.6)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.7	0.8	0.4 (0.9)	▲ 0.2 (0.8)	0.4 (0.8)	0.0 (0.8)	0.1 (0.9)	▲ 0.1 (0.8)	0.0 (0.6)	0.1 (0.6)
稼働率指数 (2015年=100)	102.7	102.5	104.7 [103.8]	100.5 [102.2]	102.4 [103.3]	100.6 [103.7]	102.2 [104.3]	103.9 [104.0]	101.2 [101.5]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 0.8	2.8	▲ 3.2 (2.0)	▲ 3.2 (▲ 2.5)	7.5 (4.1)	3.8 (▲ 0.7)	5.2 (2.5)	▲ 7.8 (▲ 3.7)	13.9 (12.5)	
製造業	9.2	3.8	▲ 4.1 (▲ 0.6)	▲ 7.7 (▲ 8.0)	2.5 (▲ 8.5)	▲ 11.4 (▲ 7.6)	16.3 (▲ 8.2)	▲ 7.4 (▲ 10.5)	▲ 1.7 (▲ 7.1)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 7.8	2.1	▲ 1.9 (4.5)	▲ 0.3 (1.8)	13.1 (15.9)	13.4 (4.1)	1.2 (12.6)	▲ 9.0 (3.0)	30.5 (30.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	7.0	▲ 0.3	1.6 (1.3)	▲ 7.4 (▲ 6.9)	2.5 (▲ 6.6)	▲ 1.5 (▲ 8.5)	0.7 (▲ 9.3)	5.0 (▲ 4.2)	▲ 5.0 (▲ 6.2)	0.3 (▲ 3.1)
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 (▲ 2.8)	95.3 (0.7)	95.5 (0.6)	94.2 (5.1)	91.8 (▲ 4.7)	98.9 (10.0)	93.1 (▲ 5.7)	90.0 (▲ 8.7)	92.2 (0.3)	91.0 (▲ 4.1)
新設住宅床面積	(▲ 3.7)	(1.0)	(2.3)	(7.6)	(▲ 0.6)	(12.9)	(▲ 2.5)	(▲ 4.5)	(5.2)	(1.0)
小売業販売額	1.9	1.6								
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.3	0.0	0.2 (1.1)	▲ 0.2 (2.0)	0.6 (3.3)	0.1 (2.1)	▲ 1.4 (1.3)	5.5 (6.0)	▲ 2.8 (2.7)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	71.7	69.2	68.6 [71.6]	69.8 [71.0]	67.5 [68.8]	69.4 [70.6]	66.9 [69.9]	71.6 [70.6]	64.2 [66.1]	70.9 [70.9]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.4	▲ 1.7	0.0 (▲ 2.6)	▲ 0.7 (▲ 2.1)	1.0 (▲ 2.4)	▲ 2.6 (▲ 3.5)	1.4 (▲ 1.8)	1.0 (▲ 2.9)	▲ 0.3 (▲ 2.7)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.7	0.9								
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	99	1	▲ 40	96	86	93	88	82	88	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.54	1.62	1.62 [1.56]	1.63 [1.59]	1.62 [1.61]	1.63 [1.59]	1.63 [1.60]	1.62 [1.61]	1.61 [1.61]	1.59 [1.62]
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	50.5	47.8	48.3 [52.3]	46.0 [49.5]	44.5 [48.7]	44.8 [49.6]	45.3 [49.5]	44.1 [47.9]	44.0 [48.8]	41.2 [47.1]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,367 (▲ 0.2)	8,111 (▲ 3.1)	2,070 (▲ 1.7)	1,917 (▲ 6.1)	2,074 (▲ 1.6)	662 (▲ 16.1)	645 (▲ 0.8)	695 (▲ 9.4)	734 (6.4)	802 (14.2)

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		2019年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	3月	4月	5月	6月	7月
通関輸出	10.8	1.9	(1.3)	(▲3.9)	(▲5.6)	(▲2.4)	(▲2.4)	(▲7.8)	(▲6.6)	(▲1.5)
価格	5.5	2.5	(2.8)	(1.2)	(0.7)	(3.4)	(2.0)	(1.2)	(▲1.2)	(▲3.1)
数量	5.0	▲0.6	(▲1.4)	(▲5.0)	(▲6.2)	(▲5.6)	(▲4.3)	(▲8.9)	(▲5.5)	(1.6)
通関輸入	13.7	7.2	(11.2)	(▲2.0)	(▲0.1)	(1.2)	(6.5)	(▲1.4)	(▲5.2)	(▲1.2)
価格	8.9	5.7	(6.9)	(▲0.2)	(0.0)	(0.8)	(2.3)	(▲0.2)	(▲2.0)	(▲7.4)
数量	4.4	1.4	(4.0)	(▲1.8)	(▲0.1)	(0.4)	(4.1)	(▲1.2)	(▲3.2)	(6.7)
経常収支(億円)	221,749	192,434	26,018	59,541	45,134	27,871	17,074	15,948	12,112	
貿易収支(億円)	45,396	6,963	▲6,423	2,141	101	6,960	▲982	▲6,509	7,593	
サービス収支(億円)	▲4,567	▲7,123	▲3,066	3,561	▲1,245	3,269	▲3,127	1,372	509	
金融収支(億円)	206,805	212,310	27,016	88,169	57,499	37,742	▲12,667	32,451	37,715	
外貨準備高(百万ドル)	1,268,287	1,291,813	1,270,975	1,291,813	1,322,279	1,291,813	1,293,499	1,307,975	1,322,279	1,316,452
対ドル円レート(期中平均)	110.80	110.88	112.87	110.17	109.85	111.21	111.66	109.83	108.06	108.22

3. 金融

	2017年度	2018年度	2018年	2019年		2019年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	3月	4月	5月	6月	7月
無担保コール翌日物金利	▲0.050	▲0.062	▲0.066 [▲0.042]	▲0.054 [▲0.048]	▲0.060 [▲0.065]	▲0.044 [▲0.062]	▲0.068 [▲0.063]	▲0.050 [▲0.061]	▲0.063 [▲0.071]	▲0.071 [▲0.070]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.065	0.062	0.050 [0.063]	0.037 [0.078]	0.049 [0.084]	0.050 [0.097]	0.050 [0.097]	0.049 [0.078]	0.049 [0.078]	0.049 [0.091]
新発10年国債利回り	0.045	▲0.095	▲0.010 [0.045]	▲0.095 [0.045]	▲0.165 [0.030]	▲0.095 [0.045]	▲0.045 [0.050]	▲0.095 [0.030]	▲0.165 [0.030]	▲0.160 [0.060]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.817	0.751	0.759 (▲0.016)	0.751 (▲0.008)	0.749 (▲0.002)	0.751 (▲0.007)	0.751 (0.000)	0.753 (0.002)	0.749 (▲0.004)	0.747 (▲0.002)
日経平均株価 (225種、末値)	21,454	21,206	20,015 [22,765]	21,206 [21,454]	21,276 [22,305]	21,206 [21,454]	22,259 [22,468]	20,601 [22,202]	21,276 [22,305]	21,522 [22,554]
M2平残	(3.7)	(2.7)	(2.5)	(2.3)	(2.5)	(2.4)	(2.5)	(2.6)	(2.3)	(2.4)
広義流動性平残	(3.1)	(1.9)	(1.6)	(1.7)	(1.8)	(2.0)	(2.0)	(1.8)	(1.7)	(1.9)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.3)	(2.3)
銀行計	(2.8)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.8)	(2.4)	(2.5)
都銀等	(2.0)	(1.0)	(1.2)	(1.6)	(2.4)	(1.8)	(2.1)	(2.8)	(2.3)	(2.5)
地銀	(3.6)	(4.3)	(4.3)	(4.1)	(5.1)	(4.0)	(5.9)	(4.9)	(4.6)	(4.4)
地銀Ⅱ	(3.0)	(▲0.4)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲6.6)	(▲0.8)	(▲8.6)	(▲5.6)	(▲5.6)	(▲5.7)
信金	(2.7)	(2.1)	(2.0)	(1.7)	(1.4)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.3)	(1.2)
3業態計	(4.2)	(3.4)	(3.2)	(3.1)	(2.5)	(3.1)	(2.6)	(2.6)	(2.3)	(2.1)
実質預金 +CD (平残)										
都銀	(5.9)	(4.9)	(4.6)	(4.7)	(3.5)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.1)	(2.7)
地銀	(2.5)	(2.7)	(2.6)	(2.3)	(3.4)	(2.4)	(3.9)	(3.2)	(3.1)	(3.1)
地銀Ⅱ	(2.1)	(▲1.3)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲6.2)	(▲1.9)	(▲8.1)	(▲5.2)	(▲5.4)	(▲5.4)

(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

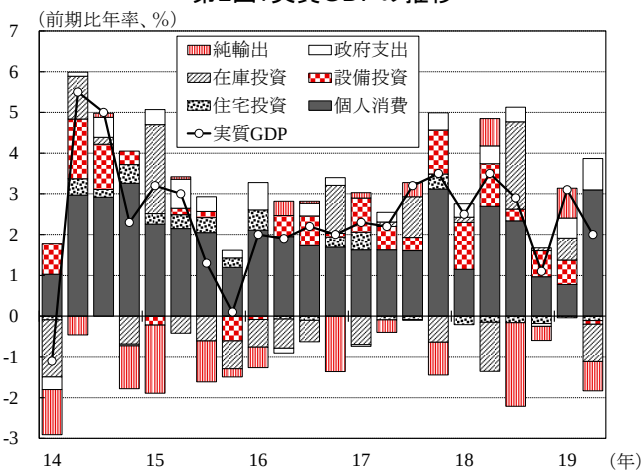
～米中通商摩擦の不確実性は高まるも堅調な個人消費が景気拡大を後押し～

1. 米国経済の概況

4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.0%と、前期（同+3.1%）から再び減速に転じた（第 1 図）。石油関連製品の製造業や自動車販売業関連での在庫調整の動きを受け、在庫投資の寄与度が 1 年ぶりにマイナスに転化（同▲0.9%ポイント、前期：同+0.5%ポイント）したことや、民間航空機等を中心とした輸出の減少（同▲5.8%、前期：同+4.1%）を背景に純輸出の寄与度も同▲0.7%ポイントとマイナスに転化したことが減速の主因である。また設備投資も、石油・天然ガスや商業・ヘルスケア関連産業の構築物投資が減少したことを受け、同▲0.6%の伸びと 2016 年 1-3 月期以来約 3 年ぶりのマイナスに転じている。一方、個人消費は同+4.7%の伸びと前期の同+1.1%から大幅に加速した。1-3 月期は 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、悪天候等を背景に個人消費の伸びは鈍化していたが、その影響が剥落したことで財・サービス消費共に前期からの反動も加わって加速したとみられる。2018 年以降、個人消費はやや振れの大きい展開となっているが、均せば年率+3%程度の成長が続いているといえる。

足元の経済情勢を確認すると、経済指標では鉱工業生産や資本財受注等の統計には弱さが見られるが、後述の通り、消費動向を示す小売売上高の伸びが明確に持ち直していることを踏まえると、7-9 月期も景気の拡大基調は続いているものと推察される。一方、G20 での米中首脳会談を経て一旦小康状態となっていた米中通商摩擦は、8 月 1 日にトランプ大統領が関税未賦課の対中輸入品約 3,000 億ドル相当に対する 10%の追加関税賦課（9 月 1 日以降、以下第 4 弾関税措置）を表明し、その後中国も報復措置を発表、それにトランプ大統領が更なる関税率引き上げで対抗するなど、再度激化している。なお、一時懸念された連邦債務・予算上限問題は、8 月上旬に超党派予算法が成立し、一旦決着をみている。

第1図: 実質GDPの推移



第1表: GDP計数の暦年見通し

	2018年 (実績)	2019年 (見通し)	2020年 (見通し)
実質GDP	2.9	2.3	1.9
個人消費	3.0	2.6	2.5
住宅投資	▲ 1.5	▲ 2.5	0.4
設備投資	6.4	2.9	1.8
在庫投資(寄与度)	0.1	0.1	▲ 0.1
政府支出	1.7	2.3	1.4
純輸出(寄与度)	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	3.0	0.0	1.1
輸入	4.4	1.8	1.9
名目GDP	5.4	4.2	4.0

(資料) 米国商務省統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 先行きの見通し及びそのキーポイント

米国景気の先行きについては、個人消費の強さと外需・製造業の不振の綱引き及び第4弾関税措置を含めた米中通商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。結論を先取りするならば、米国経済は、設備投資等企業部門需要においてやや先行き慎重にみる必要はあるものの、GDPの約70%を占める個人消費は当面堅調地合を続け、来年にかけても年率+2%弱とみられる潜在成長率程度の拡大ペースを確保する可能性が高いだろう（前頁第1表）。第4弾関税措置の影響は、今後の協議や対抗措置の展開、家計・企業のマインドへの影響等、依然読み切れない部分は大きく警戒が必要だが、貿易の米国経済に対するウェイトが低いことや個人消費が堅調なことを勘案すれば現時点では吸収可能だと想定する。

金融政策については、FRBは9月のFOMCで▲0.25%ポイントの追加利下げを実施し、その後は来年に掛けて金利据え置きを指向しよう。但し、米中通商摩擦激化への対応やトランプ大統領からの圧力により更なる利下げを余儀なくされる可能性も少なからず考えられる状況といえる。

(1) 底堅い増加を続ける雇用と所得を背景に堅調さを保つ個人消費

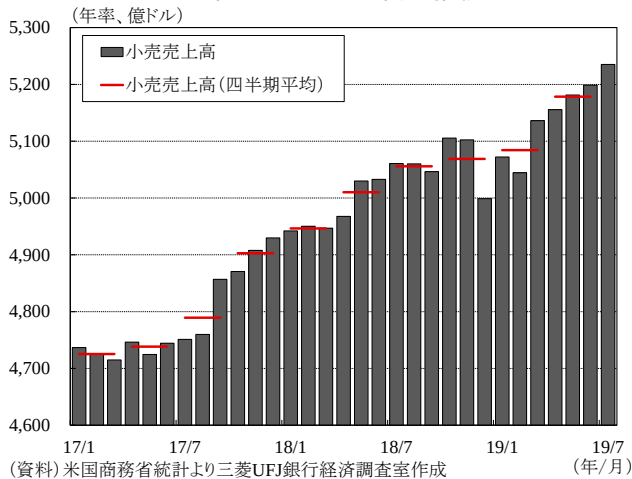
個人消費の動向を示す代表的指標である小売売上高をみると、約7割を占めるコア小売売上高（小売売上高から自動車、建材・園芸等、ガソリンスタンド売上を除いたもの）が直近7月に前月比+0.7%（速報値）の伸びを記録しており、7-9月期の個人消費も相応に強い成長が期待できる（次頁第2図）。米国経済がこの先も堅調地合を維持できるかは、こうした個人消費の強さが持続可能かどうかにか懸かっているといっても過言ではない。

消費動向は「消費能力」と「消費意欲」に分けて考えられるが、まず前者について雇用・所得環境を確認すると、雇用面では、足元7月の非農業部門雇用者数は前月比+16.4万人と製造業が停滞する中でも引き続き増加基調を維持している。これは、2018年通年の前月比増加幅平均である同+22.3万人からは幾分伸びが鈍化しているものの、景気拡大期間が過去最長の10年を越えたと見られるなか、依然として年率+1%台半ばの底堅いペースで雇用者が増加しているものと評価できる。賃金上昇率も昨年8月以降1年近く年率+3%を越えて高い水準で安定的に推移しており、また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、個人所得は名目で同+4%台程度、実質で同+3%台程度での増加が続く公算が大きく、延いては「消費意欲」が不変とすれば個人消費の伸びも同率で支える展開となろう（次頁第3図）。

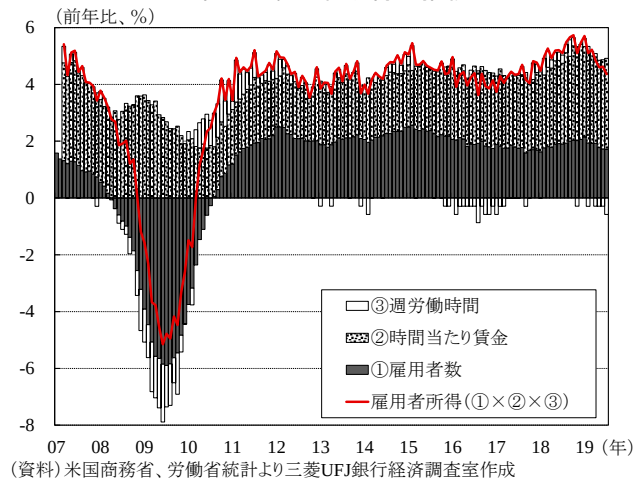
他方、後者の「消費意欲」については、米中摩擦の行方や実際の関税のインパクト、金融市場動向、更には来年の大統領選の展開なども影響する可能性がある。但し、上述のように雇用情勢が安定を維持するとみられることから、「消費意欲」が継続的に大きく落ち込むことは考えにくい。

以上を考えると、4-6 月期の伸び率は出来過ぎとしても、個人消費は来年にかけて引き続き実質 GDP 成長率に対して年率+2%弱程度の底堅い寄与を示す公算が大きいと考えられよう。また、これは外需や投資の停滞を吸収するバッファーにもなりえよう。

第2図：小売売上高の推移



第3図：雇用者所得の推移



（2）第4弾関税措置の影響

第4弾関税措置については、8月1日の公表後、8月13日には一部品目の課税賦課が当初の予定日だった9月1日から12月15日に延期されることが発表された。9月1日から関税が賦課される品目（HTSコードベース）と12月15日に関税賦課が延期された品目（同）に分けると、前者は3,232品目と、品目数では第4弾関税対象全品目（3,812品目）の約85%を占める（次頁第2表）。一方、輸入金額（2018年通年ベース。以下同）でみると、後者の対中輸入額が1,560億ドルと、第4弾関税対象全品目の対中輸入額（2,694億ドル）の約58%と過半を占めることになる。これらの内訳は、携帯電話やノートパソコン、玩具等の消費財が大半を占めるが（次頁第3表）、対中依存度（対中輸入金額の米国の輸入金額全体に占める割合）が約87%と、9月から関税が賦課される品目のそれ（約24%）を大きく上回っている。既に発動済の第1～3弾関税措置の対象品目と比べて、こうした消費財は他国からの輸入品で代替するのは困難であり、関税賦課による価格上昇の影響が消費者に直接的に及びやすいことから、トランプ大統領の説明通り、関税賦課延期が今年末のクリスマス商戦への影響を回避しようとしたためだったのは明らかである。

現時点では、中国の追加報復措置やそれに対する米国の対抗措置、その後一転して通商協議再開が示唆されるなど目まぐるしく情勢が変化しており、12月15日以降どうなるかも予断を許さない。米国の対抗措置については、大統領選挙への影響を鑑みて対中依存度の高い消費財への関税賦課は再延長が繰り返されるというシナリオも考えられるが、米中間の底流には中長期的な技術覇権や安全保障上の対立があり、またトランプ大統領自身が「われわれは中国を必要としておらず、率直に言うと、中国がいない方がはるかに良いだろう」、「米国企業は直ちに中国の代替地を探し始めることが命じられている」とツイートしていることから、やはり米国企業に対し中国をハブとするサプライチェーンの見直

第2表：米国による第4弾関税措置の概要

	対中 (億ドル) ①	輸入額 全体 (億ドル) ②	対中依存度 (%) ①/②	品目数 (品)
第4弾関税対象(5月時点)	2,694	6,411	42	3,812
9月1日から実施	1,107	4,553	24	3,232
12月15日から実施	1,560	1,790	87	555
除外	27	68	40	25

【参考】

第1弾関税対象(昨年7月発動)	306	4,826	6	818
第2弾関税対象(昨年8月発動)	146	1,169	13	279
第3弾関税対象(昨年9月発動)	2,131	10,177	21	5,745

(注)『輸入額』は、2018年通年の実績。

(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3表：関税賦課が12月に延期された品目の
対中輸入額上位10品

順位	品目名	対中 (億ドル) ①	輸入額 全体 (億ドル) ②	対中依存度 (%) ①/②
1	携帯電話	432	528	82
2	ノートパソコン	375	397	94
3	玩具	119	141	85
4	ビデオゲーム機	54	55	98
5	パソコン等のモニター	46	55	84
6	女性用履物	21	26	78
7	食卓用・キッチン用器具	20	23	83
8	LEDランプ	18	19	94
9	クリスマス用装飾品	17	18	95
10	テレビ用トランスミッション	15	17	91

(注)『輸入額』は、2018年通年の実績。

(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

しを迫るために最終的には関税を発動する可能性は高くなっているとみるべきだろう。

第4弾関税措置を含めた米中通商摩擦の貿易チャンネルを通じた実質 GDP への影響は、米中両国が相手国からの輸入品全額に対して 30%の関税を賦課するというシナリオを想定した場合でも、米国については▲0.4%ポイントの下押しに止まると試算され、米国の内需の底堅さを勘案すれば、その影響は吸収可能であると現時点では想定される。関税政策の行方を見極めるため様子見で見送られてきた企業の投資活動もある程度の見切り発車で再開される動きも予想され、米中通商摩擦が米国企業部門の継続的縮小に繋がるとみるのも時期尚早だろう。但し、今後の協議や対抗措置の展開、家計・企業のマインドへの影響等、依然読み切れない部分は大きく、最大限の警戒が必要な状況に変わりはない。

3. 金融政策と長期金利

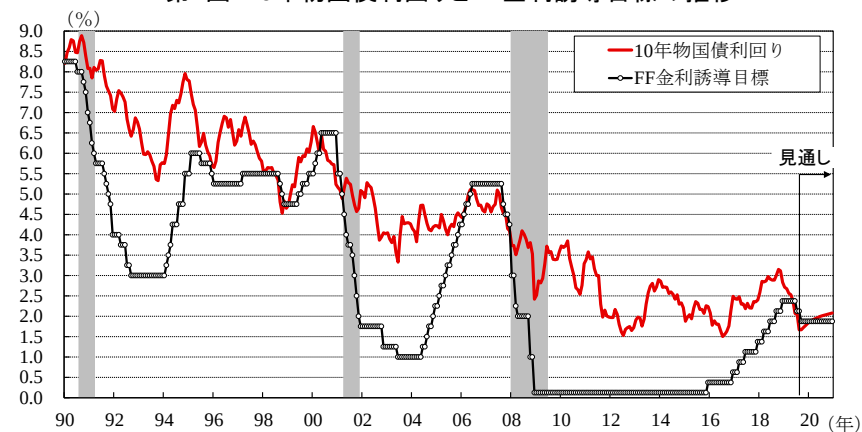
FRB は 6 月の FOMC において金融政策のスタンスを年初来の「判断するのを辛抱強く待つ」から「情報を注視し、適切に行動する」へと修正し、利下げ方向に大きく舵を切る形となった。四半期毎に公表される FOMC 参加者による政策金利見通しでも、3 月は全 17 人が年内金利据置き又は利上げを予想していたが、6 月は約半数の 8 人が年内利下げ予想に転じる形となった。その上で、7 月末に開催された FOMC では、広く予想されていた通り、2008 年 12 月以来 10 年 7 ヶ月ぶりとなる政策金利 (FF 金利) 誘導目標レンジの引き下げ (2.25%~2.50%⇒2.00%~2.25%) が実施され、併せて、当初 9 月末での終了を予定していた保有証券残高の段階的縮小を 2 ヶ月前倒しし、今年 7 月末で終了することが決定された。

パウエル議長は FOMC 後の記者会見で、今回の利下げの意図・理由として、「弱含む世界経済や通商問題からの下方リスクに備えた保険的な措置」、「不確実性の高まり等が実体経済に及ぼす悪影響を相殺するための措置」、「インフレ率を FRB が目標とする前年比+2%へと速やかに回帰させるための措置」の 3 点を指摘し、予防的な措置である旨を強調している。また、今後の金融政策運営については、今回の利下げは基本的には (景気) サイクル中盤における (政策) 調整であり、追加利下げ判断はデータ次第である趣旨の発言をするなど、確定した経路がないことも念押ししている。

しかし、7月 FOMC の声明文では、6月の FOMC 声明文から記載された「情報を注視し、適切に行動する」スタンスが引き続き踏襲され、「不確実性は依然として残存している」との認識も示されたことや、8月下旬に開催されたジャクソンホール会議でパウエル議長が第4弾関税措置の公表を発端に通商問題に係る不確実性が再び高まっていることや世界経済が減速色を強めているといった認識を示したことも勘案すると、やはり FRB は9月の FOMC で▲0.25%ポイントの追加利下げを実施するものと考えてよいだろう。その先については、足元の FF 金利水準（2%程度）が既に低く、更なる危機に備えて利下げ余地を温存する観点、あるいは米国経済は引き続き底堅い成長が続くと見られること等を勘案して、FRB は更なる追加利下げには慎重となり、来年末にかけて金利据え置きを指向するものと予想する（第4図）。

但し、金融政策決定を取り巻く環境が従来とは異なる様相を呈している点には十分な警戒が必要であり、従来以上に金利の下振れリスクには注意しておかなければならない。トランプ大統領から FRB やパウエル議長に対する公然の利下げ要求は7月末の利下げ決定を経ても和らぐことはなく、「FRB およびパウエル議長は、7月の利下げについて（パウエル議長が否定した）長期に亘る一連の利下げの始まりと発言すべきだった」、「FRB は7月の利下げの他に追加で3回の利下げをすべき」、「我々の問題は中国ではなく FRB だ」等とその具体性が増している。これに対して、FRB の歴代議長が中央銀行の独立性確保を訴える声明を出す動きなどもみられたものの、トランプ大統領は意に介していないように見える。2020年には大統領選挙が控えており、足元いくつかの世論調査でトランプ大統領の支持率が民主党のバイデン大統領候補の支持率を下回る結果も出ているなか、選挙を意識するトランプ大統領は景気の減速や株価の下落を許容することはできず、FRB に対してより強く利下げを要求することも想像されよう。こうしたことを踏まえると、教科書通りの展開とはならない可能性も否定できず、実際、市場参加者の多くはトランプ大統領の発言や姿勢等も材料視し、年内追加で3回の利下げを織り込みつつある状況である。これ

第4図：10年物国債利回りとFF金利誘導目標の推移



(注) 1. 網掛け部分は、景気後退期。

2. 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

が長期金利の低下を促し、長短金利差の逆転が景気後退を想起させ、株式相場がネガティブに反応するという展開も繰り返されている。現在のところパウエル議長以外の FRB 高官からのメッセージも、追加利下げが必要とする声と当面様子見すべきとする声が交錯しているが、米中通商摩擦の激化やトランプ大統領からの圧力、更にはそれらを材料視する金融市場に催促される形で、10 月以降必ずしも経済指標が十分弱含んでいないなかでも FRB が複数回利下げに追い込まれるリスク・シナリオにはやはり目配りが必要といえよう。

(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、％）	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	1.8	2.1	2.0	1.9	1.9	1.8	2.9	2.3	1.9
個人消費	1.7	4.0	3.5	1.4	1.1	4.7	2.5	2.5	2.4	2.2	2.2	2.1	3.0	2.6	2.5
住宅投資	▲ 5.3	▲ 3.7	▲ 4.0	▲ 4.7	▲ 1.0	▲ 2.9	▲ 0.3	0.2	0.9	0.9	0.9	0.9	▲ 1.5	▲ 2.5	0.4
設備投資	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲ 0.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	6.4	2.9	1.8
在庫投資（寄与度）	0.1	▲ 1.2	2.1	0.1	0.5	▲ 0.9	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	▲ 0.1
政府支出	1.9	2.6	2.1	▲ 0.4	2.9	4.5	2.7	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.7	2.3	1.4
純輸出（寄与度）	0.0	0.7	▲ 2.1	▲ 0.4	0.7	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	0.8	5.8	▲ 6.2	1.5	4.1	▲ 5.8	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	3.0	0.0	1.1
輸入	0.6	0.3	8.6	3.5	▲ 1.5	0.1	3.4	1.2	2.0	1.9	1.9	1.8	4.4	1.8	1.9
国内民間最終需要	2.5	4.3	3.0	1.8	1.6	3.5	2.3	2.3	2.3	2.1	2.1	2.1	3.4	2.4	2.3
名目GDP（前期比年率、％）	5.0	7.1	4.8	2.9	3.9	4.6	3.9	4.2	4.0	3.9	3.9	3.8	5.4	4.2	4.0
鉱工業生産（前期比年率、％）	2.3	4.6	5.2	3.9	▲ 1.9	▲ 2.1	1.3	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	3.9	1.0	1.1
失業率（％）	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5	3.9	3.7	3.5
生産者物価（前年比、％）	2.8	3.0	3.0	2.8	1.9	1.9	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	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.4	1.9	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 2,207	▲ 2,064	▲ 2,279	▲ 2,323	▲ 2,165	▲ 2,227	▲ 2,272	▲ 2,317	▲ 2,165	▲ 2,227	▲ 2,272	▲ 2,317	▲ 8,873	▲ 8,973	▲ 9,073
経常収支（億ドル）	▲ 1,140	▲ 1,073	▲ 1,257	▲ 1,439	▲ 1,304	▲ 1,352	▲ 1,384	▲ 1,415	▲ 1,447	▲ 1,478	▲ 1,508	▲ 1,539	▲ 4,910	▲ 4,960	▲ 5,010
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	1.75-2.00	1.75-2.00	1.75-2.00	1.75-2.00	1.75-2.00	1.75-2.00	2.25-2.50	1.75-2.00	1.75-2.00
3ヵ月物ユーロドル金利（％）	1.9	2.3	2.3	2.6	2.7	2.5	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.4	2.0
10年物国債利回り（％）	2.8	2.9	2.9	3.0	2.7	2.3	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.9	2.1	2.0

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

（資料）各種統計、Bloomberg等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

Ⅲ. 欧州

～減速感が強まるも、個人消費を中心に景気の底堅さは維持する見込み～

1. ユーロ圏

(1) 景気の概況

ユーロ圏の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と鈍化した。個人消費が下支えとなった一方で、当初の英国の EU 離脱期限（3 月 29 日）を控えた英国向けの駆け込み的な輸出増の反動減等を受けたとみられる。主要国別の成長率をみると、まずドイツは同▲0.1%と、内需は底堅かったものの、輸出の減少が下押し要因となり、3 四半期ぶりのマイナス成長に転落したほか、フランスは同+0.3%と政府・民間共に投資は堅調だった一方、在庫投資の減少が下押し要因となり前期並みの伸び、イタリアも内・外需ともにほぼ横這いで推移しゼロ成長となるなど、総じて弱めの成長ペースとなった（第1表）。

より長目に見た場合、ユーロ圏の実質 GDP 成長率は 2018 年 7-9 月期から今年 4-6 月期までの 4 四半期のうち 3 四半期が前期比+0.2%と不況な伸びに止まっており、うちドイツは 2 四半期でマイナス成長を記録、イタリアもほぼ横這いの成長率が続くなか 2 四半期でマイナス成長となっている。

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				2019年		
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	
ユーロ圏	0.4	0.4	0.2	0.2	0.4	0.2	2018年 (実績)
ドイツ	0.1	0.4	▲ 0.1	0.2	0.4	▲ 0.1	2019年 (見通し)
フランス	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	2020年 (見通し)
イタリア	0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	
英国	0.1	0.4	0.7	0.2	0.5	▲ 0.2	

(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

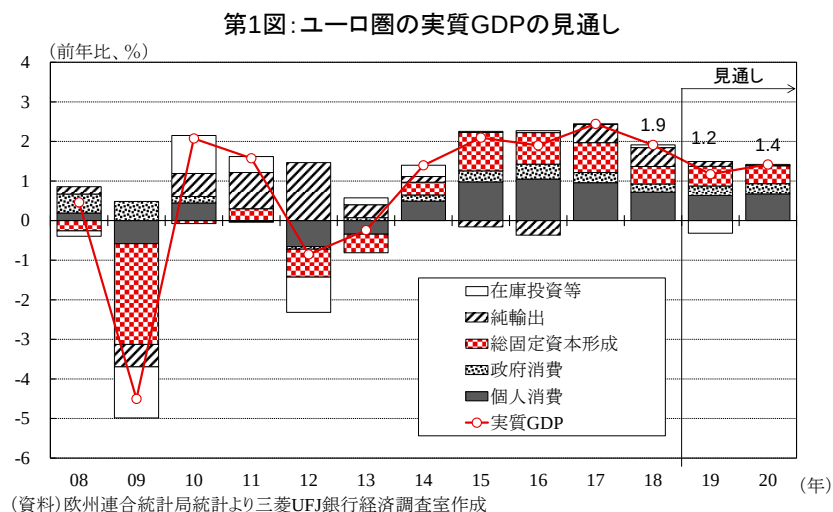
2018 年以降ユーロ圏の景気もたついている背景には幾つかの複合的な要因が指摘される。代表的なものとしては、英国の EU 離脱交渉混迷、イタリアの財政懸念など欧州域内の要因に加え、中国の景気減速や米中あるいは米 EU の通商摩擦激化による不透明感の高まりなどが挙げられる。もっとも、こうした懸念材料を並べると欧州景気の先行きに強い黄色信号が灯っているかに感じられるが、世界金融危機時や欧州債務危機時のような金融市場の危機を契機とした劇症的な景気失速が起こっているわけではなく、これらイベントと個々の経済指標との関連も必ずしも明らかではない。

経済指標を丹念に比較すると、雇用・所得や消費などは比較的堅調であるが、やはり弱さが目立つのは生産などの製造業関連の指標である。更に、生産の低迷を国別に確認すると、域内最大の工業国であるドイツの弱さが目立ち、取り分け自動車業界の落ち込みが激しくなっている。これは、世界最大である中国の自動車市場が台数ベースで前年比二桁の縮小を示すなか、外資系最大のプレゼンスを誇るドイツの自動車メーカーも打撃を受けているためと言われることが多いが、中国におけるドイツ車販売の落ち込みは前年比数%のマイナスに止

まっており、ドイツから中国への輸出も輸送機械を含めそれほどの低迷をみせていない。むしろ西欧諸国、中でも南欧（イタリア、スペイン等）の自動車販売が月によって一桁台後半のマイナスで落ち込むことがあることを考えれば、欧州債務危機後の自動車のペントアップ需要が一巡した可能性があり、加えて、域内外の不透明感の高まりや後述の在庫調整等、複合的な要因がドイツメーカーに取り分け強く影響を与えている可能性が考えられる。

（2）先行きの見通し及びそのキーポイント

製造業が低迷しており、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、先行きユーロ圏全体としては、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。実質 GDP 成長率は今年こそ外需の鈍化や在庫調整の進行が重石となり前年比+1.2%と減速するも、2020 年には同+1.4%と潜在成長率（同+1%台半ば）程度の拡大ペースに持ち直すと予想する（第 1 図）。但し、後述の通り足元では英国の「合意無しの EU 離脱」の懸念が高まってきている。これが現実となる場合には物流の混乱や企業・消費者マインドの低迷が下押し要因となるなど、ユーロ圏と英国双方に影響は避けられない。それでも、夫々お互いにとって貿易相手国としてのウェイトが異なることから、ユーロ圏経済は景気後退には至らないとみられる。

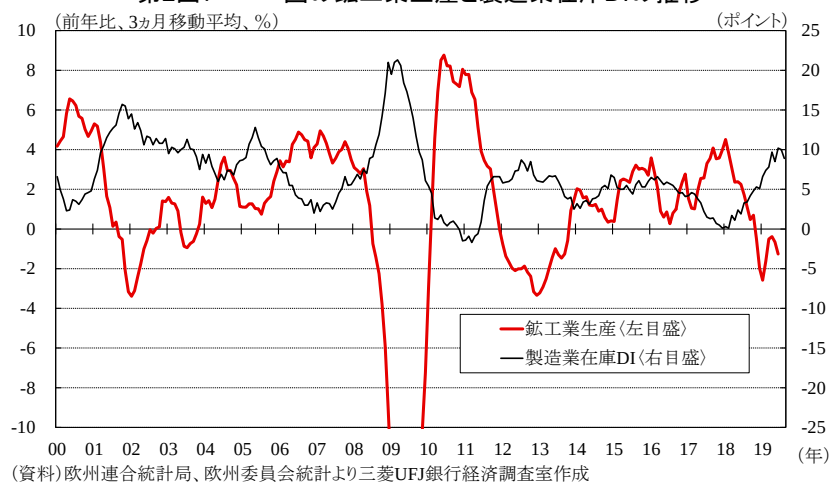


① 製造業の動向

ユーロ圏の域外輸出は、4-6 月期こそ 3 月末の英国の EU 離脱期限（当初）を見据えた対英駆け込み輸出の反動減で前期比落ち込んだとみられるが、2018 年以降中国向けも含めて総じて底堅く推移している。また、後述の通り個人消費は堅調で、設備投資も振れを伴いながらも増勢を維持している。にも関わらず、ドイツを始めユーロ圏の製造業生産は停滞しているわけで、考えられるのは在庫調整の進行が景気の重石となっている状況である。実際、ユーロ圏の実質 GDP 上の在庫投資は昨年 10-12 月期と今年 1-3 月期の 2 四半期連続でマイナスに寄与しており、4-6 月期も足元の在庫 DI や鉱工業生産の推移を踏まえる

とマイナスに寄与した可能性が高い（第2図）。在庫DIの悪化度合いを勘案すると、在庫調整の負の影響が当面続くことは不可避とみられるが、過去の在庫DIの循環的な動きや各種業界の予想を踏まえると、年末前後からは徐々に当該負の影響は薄らいでくるとみられ、来年には景気のインパクトは限定的になると考えられる。

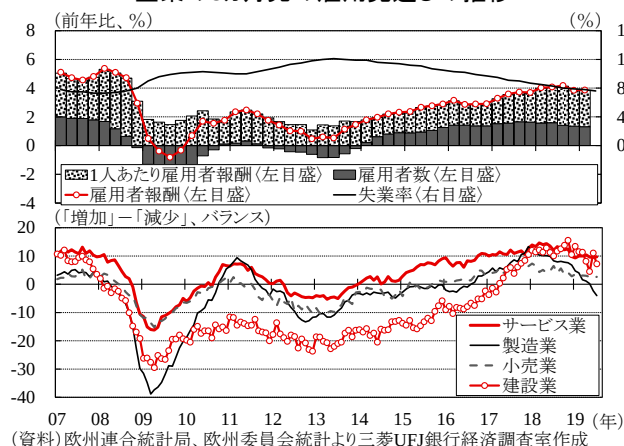
第2図：ユーロ圏の鉱工業生産と製造業在庫DIの推移



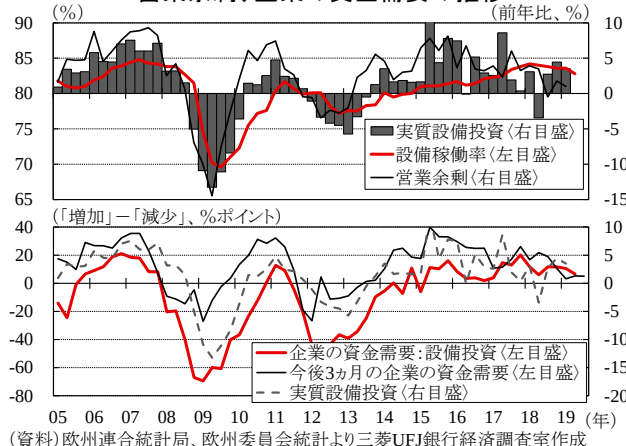
② 個人消費・設備投資の動向

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、失業率が世界金融危機前の水準近くまで低下するなか、企業の雇用見通しも全就業者数の4分の3程度を占めるサービス業を中心に高水準を維持している（次頁第3図）。1人あたり雇用者報酬の伸びも依然堅調であり、消費者マインドも高めの水準を維持していることを踏まえれば、来年まで展望した場合でも、良好な雇用・所得環境は維持され、個人消費の拡大、ひいては景気の拡大基調を支える構図は持続できるとみてよからう。また設備投資についても、設備稼働率が依然高水準にあることや、来年にかけて在庫調整局面が解消していくであろうこと、企業の設備投資に係る資金需要も依然として底堅さを見せていること等を踏まえれば（次頁第4図）、景気の下支えとなるものとみられる。

第3図：ユーロ圏の失業率と雇用者報酬、企業の3ヵ月先の雇用見通しの推移



第4図：ユーロ圏の設備稼働率と実質設備投資、営業余剰、企業の資金需要の推移



③ 引き続き残る不透明要素

一方で、ユーロ圏には、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通商摩擦、あるいはイタリアの政局・財政問題等域内外の政治・政策面での不透明感は根強く残存している。後述の通り、英国の EU 離脱を巡る情勢は極めて不透明であるうえ、米中対立は米国が対中追加関税第 4 弾の発動を発表し、中国が報復措置を打ち出すなど引き続き懸念はあり、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、ユーロ圏の外需が腰折れする虞もある。また、先の欧州議会選挙後も欧州の政局不安は払拭されていない。10 月末に任期を迎えるユンケル欧州委員長の後任となるフォンデアライエン独防衛相の任命プロセスでは、欧州議会で可決に必要な過半数の賛成票を僅か 9 票しか上回ることができなかったことから（ユンケル委員長任命時は過半数を 48 票上回る）、主要政党会派間でも足並みが揃っていない様子が窺える。国単位の政局をみても、イタリアでは、8 月に連立政権を担う右派政党「同盟」が連立相手の「五つ星運動」との連立解消を企図した内閣不信任案を提出したことを発端に、連立瓦解→「五つ星運動」と左派の民主党の 2 党による新たな連立政権の樹立、と新たな展開がみられたが、新連立を組む両党は政策面で隔たりがあり、政局への懸念は熾り続ける。ドイツでは、欧州議会選挙で連立政権を組む社会民主党（SPD）が大敗を喫し、SPD の連立政権離脱による総選挙観測が広まるなど、不安定さを増している。欧州議会選挙の結果から、EU 全体でみれば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ものの、国単位での政治不安がユーロ圏景気の重石となる可能性もあり、域内外の政治・政策イベントの帰趨には引き続き最大限の注意が必要だろう。

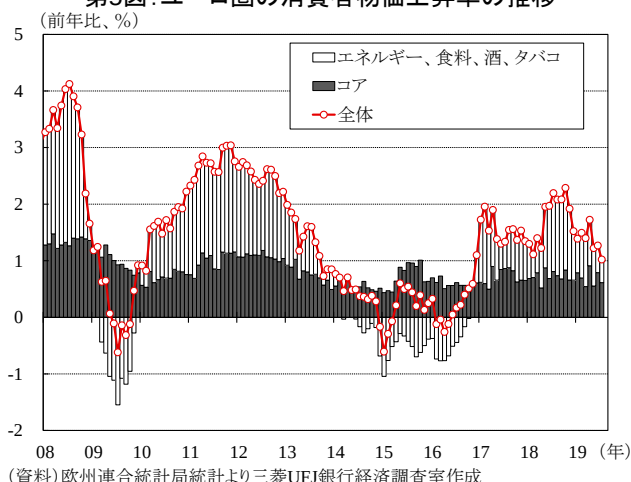
④ 金融政策の展望

金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は 7 月 25 日の政策理事会で、「ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは、地政学要因や保護主義台頭の脅威、新興市場の脆弱性に関連する不確実性の長期にわたる存在を反映し、依然ダウンサイドに傾斜している」という景気認識を示した上で、政策金利について、従来の「2020 年前半まで現行水準に止まる」という方針を「2020 年前半まで現行水準もしくはそれを下回る水準に止まる」へと変更した。これは、それまでの「金融緩和出口戦略」を完全に修正し将来の利下げを示唆したもので、再び明確な金融緩和姿勢に転じたといえる。同時に、①フォワードガイダンスの強化、②マイナス金利の副作用緩和策（中銀当座預金の金利階層化）、③資産購入の再開といった追加緩和策の検討を ECB の委員会に指示しており、利下げ以外の緩和策についても可能性を広げている。更に、ECB は低迷するインフレ率の引き上げを企図し、足元の消費者物価上昇率が目標（前年比+2%弱）を大幅に下回る 1%台前半で推移しているなか（次頁第 5 図）、同目標を超える物価上昇率を許容する方針も示した（ECB は「物価目標の対称にコミットする」と表現）。このような足元の軟調な経済指標や物価上昇率の低迷に対する彼らの認識を踏まえれば、ECB は示唆通り、ドラギ現総裁の任期が到来する前の 9 月に政策金利の引き下げ（預金ファシリティ金利を▲0.4%→▲0.5%）に踏み切

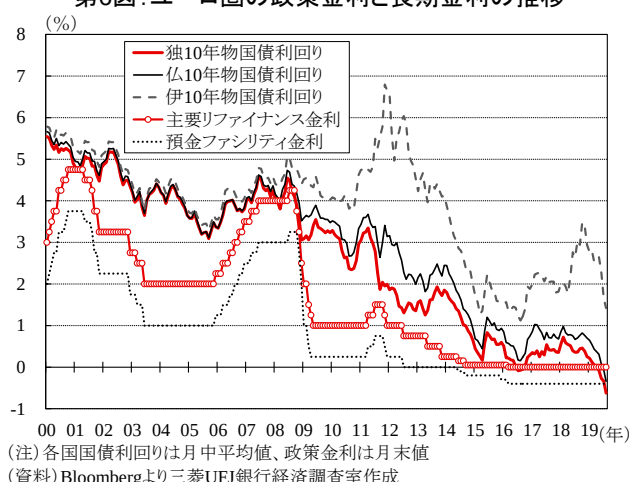
り、併せて資産購入の再開等、様々な緩和策を組み合わせた政策パッケージを講じると予想される（なお、7月の政策理事会では「たとえば利下げや資産購入などの組み合わせによる政策パッケージとする方がより効果的であることは、これまでの経験からも明白」という意見があったことが議事要旨から確認されている）。

その先の展開については、米国 FRB については 9 月に 0.25% の追加利下げに止まり、ユーロ圏についても来年にかけて緩やかに景気の拡大ペースを取り戻すとの前提の上で、10 月以降更なる利下げには慎重な姿勢を示すと考える。欧州でもマイナス金利深掘りについて金融仲介機能への影響等副作用が意識されているところでもある。但し、金融市場に目を向けると、米国で大幅な利下げが織り込まれているなか、欧州でもこれを背景に、来年半ばまでに、現状から更に▲0.4%ポイント程度の利下げが市場に織り込まれており、実際、ドイツやフランスの 10 年物国債利回りは政策金利を大幅に下回る水準で推移している（第 6 図）。仮に米国が思い切った利下げに踏み切る場合には、金利差縮小によるユーロ高が進むことで、ユーロ圏の輸出に影響が出るとみられることから、ECB も更なる追加利下げに踏み切らざるを得なくなる可能性は否定できない。

第5図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



第6図：ユーロ圏の政策金利と長期金利の推移



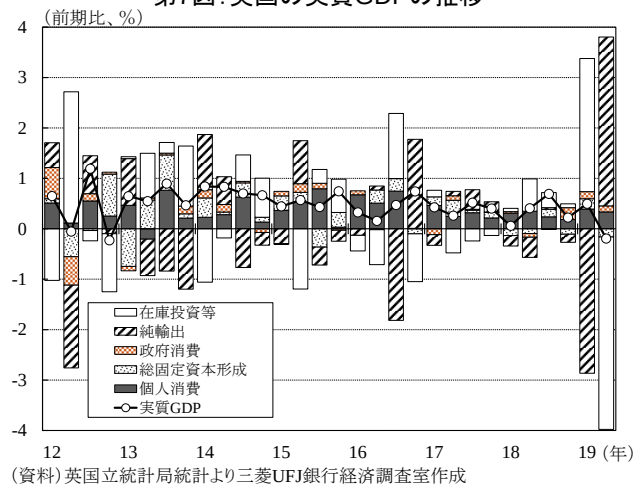
2. 英国

英国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比▲0.2%と 2012 年 10-12 月期以来のマイナスを記録した（次頁第 7 図）。もっとも、これは 1-3 月期に当初の EU 離脱予定日の 3 月 29 日を前に、「合意無しの EU 離脱」を警戒した企業や家計が予防的な備蓄に動いたことに対する反動の影響が大きい。直近 2 四半期を均してみれば、実質 GDP 成長率は同+0.2%程度となり、英国の景気は減速しつつも一定の底堅さを保っていると判断される。

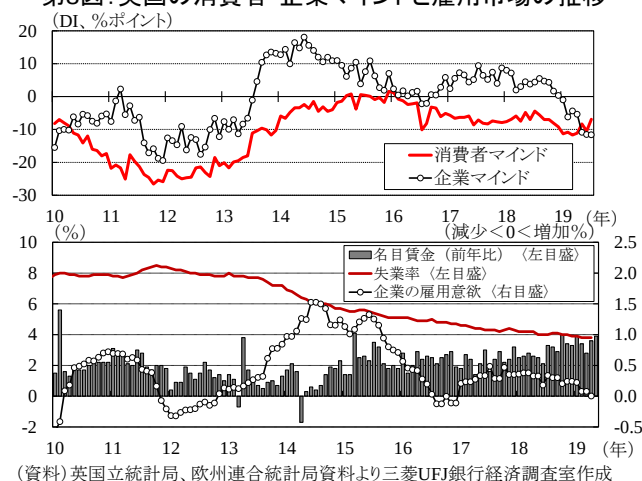
足元の景気は、製造業を中心に企業部門の弱さが目立つ一方、家計部門の安定的な所得拡大と堅調な消費により底堅く支えられるという、世界的に共通のパターンが踏襲されている。消費者と企業のマインドは「合意無しの EU 離脱」の懸念が高まった 4 月頃にかけて揃って一時悪化したが、離脱日の 10 月末までの延長が決定後、企業の慎重姿勢は変わらない一方、消費者マインドは改善に転じており、明暗が分かれている（次頁第 8 図）。

背景には離脱日が一旦遠のいたこともあるが、より根本的には家計の雇用・所得環境が歴史的に良好な状態にあることが大きいとみられる。4-6 月期の失業率は 3.9%と低位にあり、名目雇用者報酬も前年比+4.1%と高い伸びが続くなかでは、EU 離脱に伴う不安感を個人が消費行動に反映させるというところにまで至らないのだろう。一方、企業部門では、EU 離脱が選択された 2016 年の国民投票後、投資の様子見姿勢が強まり、EU 離脱後を見据えた投資戦略の見直しも進む中で、生産能力の逼迫度合いと設備投資意欲の関係が明確に下方シフトしているようだ（次頁第 9 図）。

第7図：英国の実質GDPの推移



第8図：英国の消費者・企業マインドと雇用市場の推移



もともと、英国の場合、この状況は、先行きが読めない中で設備投資を抑える一方、当面の対応として雇用での代替を図る企業行動に支えられている面もある。EU 離脱を巡る不透明感の高まりから企業の雇用姿勢にも足元愈々慎重化の兆しがみられることも踏まえれば、他の先進国ほど安定しているとは考えるべきでないだろう。即ち、先行きについては、企業の長期的な投資・雇用姿勢を左右する EU 離脱の帰趨が決定的に重要となる。

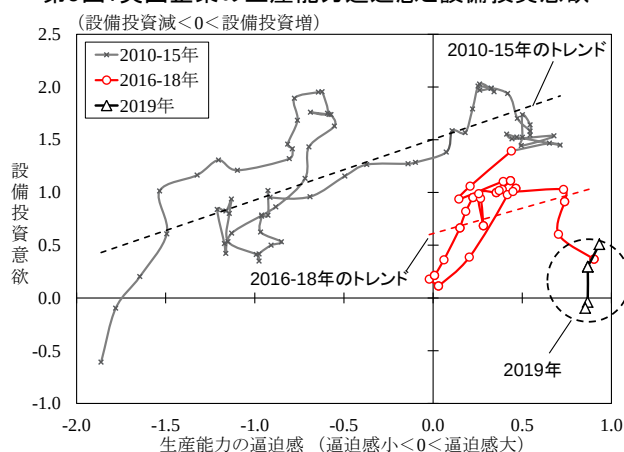
EU 離脱の帰趨については、ボリス・ジョンソン新首相が 7 月 24 日に就任して以降、不透明さを増しており、様々な可能性が想定される（次頁第 10 図）。ジョンソン首相は主要閣僚の多くを強硬離脱派で固め、最終的な「合意無しの EU 離脱」も辞さない姿勢で、EU との離脱協定案の再交渉の模索と経済対策を含めた離脱への備えを並行して進めている。一方、議会の勢力図をみると、与野党の議席数は拮抗しており、差は僅か 1 議席（議長等を除いた投票数ベース）に過ぎない。EU が離脱協定案再交渉を拒否するなか、野党は「合意無しの離脱」の阻止を目的に与党から造反議員が出ることを見越して 9 月早々にも何らかの行動に移るとみられているが、足元ジョンソン首相は 9 月 9 日の週から 10 月 13 日までの議会閉会を決定することで応じている。これは、離脱協定の批准に必要な英国議会の開催日数の確保が難しくなる中、このまま時間切れによる合意無しの離脱に至る可能性が俄かに高まってきていることを意味する。この先の展開は、合理的な予測は難しく、情勢は政局上の駆け引き次第という様相を呈しているといえる。

これを踏まえ、以下「合意無しの離脱」か「それ以外（合意ありの離脱、離脱撤回などあらゆるシナリオ）」に場合分けをすると、前者の場合、実体経済については、物流の混

乱やポンド安・インフレ、あるいは企業・消費者マインドの低迷から 2020 年は前年比 ▲1% 台のマイナス成長に陥る可能性が高いと考えられる。金融政策においては、カーニー英中銀総裁が「合意無しの離脱」の場合には「何らかの刺激策を講じる可能性が高い」と述べている通り、0.25%（現状比 ▲0.5% ポイント）までの利下げに踏み切ると予想されるが、景気後退を緩和する効果は限定的だろう。

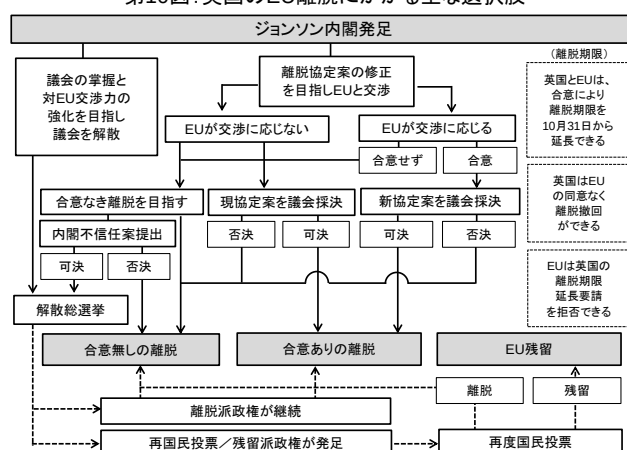
一方、何らかの経路で「合意無しの離脱」を回避できる場合（メイン・シナリオ）は、様子見のために延期されてきた企業の設備投資が離脱後に一部実施に移されることや、政府の拡張的な財政政策も期待できることなどから、2019 年の実質 GDP 成長率は前年比 +1.2%、2020 年は同 +1.4% と緩やかに拡大するものと予想する。金融政策においては、物価が前年比 +2% の目標近傍で高止まりしており、ポンド安の進行も勘案すれば、現状の政策金利（0.75%）を維持する公算が大きいとみるべきだろう。

第9図：英国企業の生産能力逼迫感と設備投資意欲



（資料）英中銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第10図：英国のEU離脱にかかる主な選択肢



（資料）各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（山田 遼、宮道 貴之）

IV. アジア・豪州

～外需の軟調は当面続くも、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4-6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し、その他アジア諸国は複数の国が前期より減速したものの、概ね安定した成長を維持した（第1表）。中国については対米輸出品に対する追加関税による悪影響が内外需に浸透してきたものの、政府は既に3月の全人代で相当な規模の景気対策（主として財政政策・金融緩和）を用意したこともあり、更なる追加景気刺激策は限定し、米国との通商摩擦の長期化に備えて経済の足腰を強化する構造改革に力点を置く構えを窺わせている。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が引き続き軟調に推移していることを主因に成長率としては減速しつつも、個人消費を中心とした堅調な内需を牽引役に総じて景気は安定した拡大を続けていると評価できる。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、中国経済は構造的な投資調整圧力に米中通商摩擦の内外需への悪影響が重なることで減速を余儀なくされる一方、他のアジア諸国は当面中国向け等を中心とした輸出不振と個人消費やインフラ投資の堅調が交錯する展開となりつつも、来年前半以降は世界的な製造業調整の一巡の追い風を受け復調に向かう見込みである。但し、米中通商摩擦激化に伴う中国経済の急減速や失速、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大幅悪化等のリスクには域内全般に亘り引き続き警戒が必要である。

第1表：アジア・豪州の実質GDP成長率

	2017年	2018年				2019年		(前年比、%)		
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	2018年 (実績)	2019年 (見通し)	2020年 (見通し)
アジア11カ国・地域	6.1	6.3	6.2	5.8	5.7	5.4	n.a	6.0	5.4	5.5
中国	6.7	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.6	6.2	6.0
インド(年度ベース)	7.7	7.7	8.0	7.0	6.6	5.8	n.a	6.8	6.8	7.0
NIEs	3.1	3.3	3.2	2.2	2.5	1.5	1.7	2.8	1.7	2.1
韓国	2.8	2.8	2.8	2.0	3.1	1.7	2.1	2.7	2.0	2.2
台湾	3.5	3.2	3.3	2.4	1.8	1.7	2.4	2.7	1.9	2.0
香港	3.4	4.6	3.5	2.9	1.2	0.6	0.5	3.0	0.8	1.8
シンガポール	3.6	4.7	4.2	2.4	1.9	1.2	0.1	3.1	1.0	1.9
ASEAN5	5.4	5.5	5.3	5.0	5.2	4.8	4.7	5.2	4.7	4.8
インドネシア	5.2	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.0	5.2	5.0	5.1
タイ	3.9	5.0	4.7	3.2	3.6	2.8	2.3	4.1	2.8	3.1
マレーシア	5.7	5.3	4.5	4.4	4.7	4.5	4.9	4.7	4.4	4.5
フィリピン	6.5	6.6	6.2	6.0	6.3	5.6	5.5	6.2	5.8	5.9
ベトナム	7.7	7.5	6.7	6.8	7.3	6.8	6.7	7.1	6.5	6.2
豪州	2.4	3.1	3.1	2.7	2.4	1.8	n.a	2.8	1.9	2.4

(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

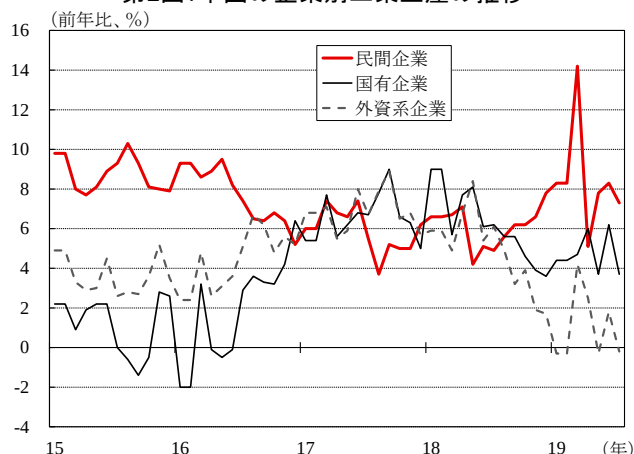
① 中国経済の概況と対米通商摩擦の現状

2018 年前半まで前年比+6%台後半の成長率を記録していた中国経済は、同年後半から俄かに減速色を強め、直近 4-6 月は同+6.2%にまで伸び率を鈍化させた。個別の月次経済指標をみても、輸出入、固定資産投資、生産、PMI（購買担当者指数）、小売売上高など総じて減速を示している。特に生産指数では、外資系企業の生産指数がその他の企業の生産指数に比べて落ち込みが激しく（第 1 図）、中国をハブとするグローバル・サプライチェーンの変調を示唆している。

これらは、米国との通商摩擦が本格化し始めたのと符合が一致するが、それに先立って 2017 年末から「デレバレッジ（過剰債務削減）」政策の一環としてシャドーバンキング規制を強化したことも、民間企業の資金調達環境を悪化させた要因として指摘されている。もともと中国は経済の発展段階が上昇するのに伴って、それまでのハイペースの投資にスピード調整を余儀なくされており、それが長期に渡る緩やかな成長率低下に繋がっていると認識されるが、投資の裏側にある債務にも当局の整理が入ったことが景気に一段の下押し圧力をかけていると考えられる。また、今や世界最大の規模を誇る自動車市場についても、2017 年までの減税による需要喚起策の反動が長期化しており、今年に入ってからの販売台数累計は前年比で二桁マイナスの縮小をみせている。中国経済は、内憂外患的な試練の局面に立たされているといっても過言ではない。

なお、中国でも他の主要国同様、雇用情勢の堅調は失業率等の指標上確認される。もっとも、一部には失業者にカウントされない農民工の帰休なども囁かれており、状況は予断を許さない。

第1図: 中国の企業別工業生産の推移



第2図: 中国の輸出と米国の追加関税



こうした中、米中通商摩擦は昨年来、小康を挟みつつも激化の一途を辿っている。今年 6 月下旬の米中首脳会談で交渉再開となったものの、7 月末の交渉が不調に終わるや、8 月 1 日、米トランプ大統領は残るほぼ全てに相当する年間約 3,000 億ドル相当の対中輸入品

に課税すると表明した（いわゆる第4弾、追加税率10%、9月1日実施。なお、米政府は8月13日、クリスマス商戦を念頭に、このうちスマートフォン、玩具等対中依存度が高い消費財を中心に約1,600億ドル相当分に対し発動を12月15日まで延期するとした）。これに対し、8月23日、中国政府が年間750億ドル相当の対米輸入品に対する新たな報復関税（9月1日、12月15日実施、税率5%ないし10%）を発表すると、米国側はすかさず第4弾の追加税率を10%から15%に引き上げるとし、更に課税済みの年間2,500億ドル相当の対中輸入品についても10月1日に税率を25%から30%に引き上げるとするなど状況は一気にエスカレートした。

この課税済みの米国の追加関税について影響が把握可能な米国統計をみると、課税対象品の対中輸入（中国からみると対米輸出）は合計で足元約3割減まで落ち込んでいる（前頁第2図）。中国統計では輸出はASEAN向けなど増加基調を続ける地域もあり、一定程度、埋め合わされているとはいえ、来年にかけて米国の追加関税対象拡大により外需への逆風が強まることは避けられない。米中が相互に輸入品にかけあう追加関税が30%にまで引き上げられた場合、その半分以上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）という前提を置くと、中国の輸出押し下げ効果、並びに相互の関税賦課に起因する中国企業・家計部門の実質的な所得減少を合計した実質GDPへの下押し圧力は▲1.2%ポイント程度まで膨らむ（当室試算）。

かかる状況下、8月5日には、人民元の対ドル相場が11年ぶりに1ドル＝7元の節目を超えて下落し、米国が中国を為替操作国に認定するに至っている。もっとも、中国当局にとっては市場の元売り圧力が強まるなかで若干の元安を容認したものに過ぎない動きと考えるべきだろう。資本流出リスクや対外債務返済負担増を踏まえれば今後も中国当局にとって許容可能な人民元の下落幅はさほど大きいとは思われず、いずれにせよ輸出への下支え効果は限定されよう。

② 中国当局の政策対応

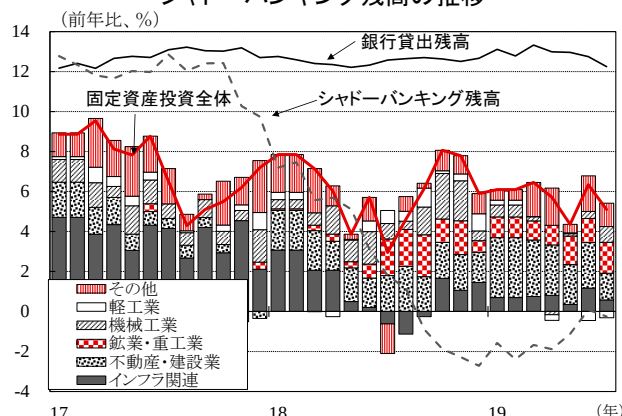
米中通商摩擦が激化する中、7月30日には中央政治局会議が開催された。同会議は例年、以降の経済政策方針を決定する重要な位置付けであるが、その後の米国の制裁強化を

第2表：今後の経済政策方針の概要（中央政治局会議）

供給側改革	供給側改革の深化、産業高度化・サプライチェーンのレベルアップ
消費	国内の潜在需要の掘り起こしを通じた消費拡大
投資	製造業投資の安定、老朽団地の改造等脆弱部分補強プロジェクト、情報基盤等新型インフラ建設の加速
体制メカニズム改革	体制メカニズム改革の深化、経済発展の活力の増強
企業	具体策を通じた民間企業の発展支援、代金未払い問題の解決、「ゾンビ企業」の清算加速
経済貿易摩擦	「6つ（雇用・金融・対外貿易・外資・投資・予想）の安定」政策を全面实施し、経済貿易摩擦に有効に対応
対外開放	対外開放を強化し一連の重大開放措置を早急実施
金融	金融の供給側改革、民間企業への中長期融資増
新市場	「科创板（ハイテク新興企業向け株式市場）」の整備
不動産	住宅投機回避、不動産の長期・有効な管理メカニズムを実施、不動産を短期的経済刺激の手段としない
雇用	雇用優先政策を確実に実施し、大卒者・農民工・退役軍人等の重点層の雇用対策に注力

（資料）中国政府資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3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



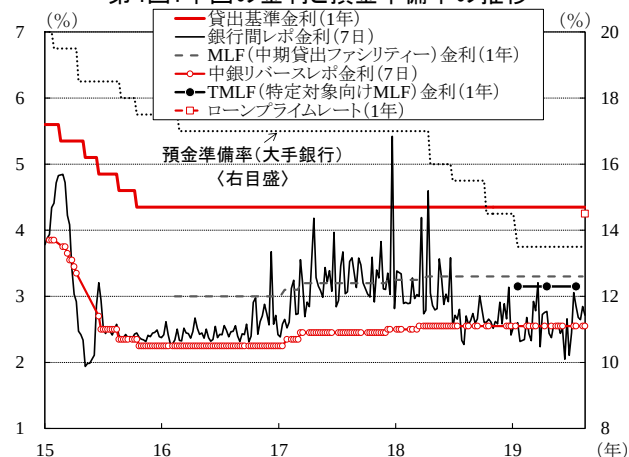
（資料）中国国家統計局等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

見越したかのように米国との長期戦を意識した方針が打ち出されていることは注目に値する。具体的には、経済システム改革の推進を強調し、また、消費面では自国市場の掘り起こしにより海外依存度を低下させる方向性を志向、投資面では脆弱な分野の補強や通信ネットワークなど新型インフラ建設を重視している（前頁第2表）。一方で、債務拡大への警戒から不動産投資を景気刺激の手段としない旨明言しており、短期的な追加対策には慎重なスタンスである。中国当局の立場に立つと、そもそも3月の全人代で実質GDP成長率を+1%ポイント程度押し上げる景気対策（当室試算）を盛り込んだ以上、その効果を見極める前に安直に追加対策を投入するのは得策ではなく、また、効果を引き出すための制度整備^(注)も必要であるということであろう。

(注) 例えば、全人代の景気対策の目玉の一つはインフラ建設資金充当のための地方专项債（特定のプロジェクト建設の資金調達のために発行される債券）発行枠の大幅拡大であるが、これは足元のインフラ投資の伸びが鈍かった（前頁第3図）ことに対する対策と捉えることができる。これまでインフラプロジェクトには、着手にあたり地方政府が準備すべきプロジェクト資本金（総投資額の2割程度）手当ての問題があったが、6月に中央政府は、従来は政府の負債調達であるために認めていなかった专项債資金のプロジェクト資本金への充当を許容するという手を打っている。これに专项債自体の発行枠拡大を加えると、先行きインフラ投資の加速を見込むことができよう。

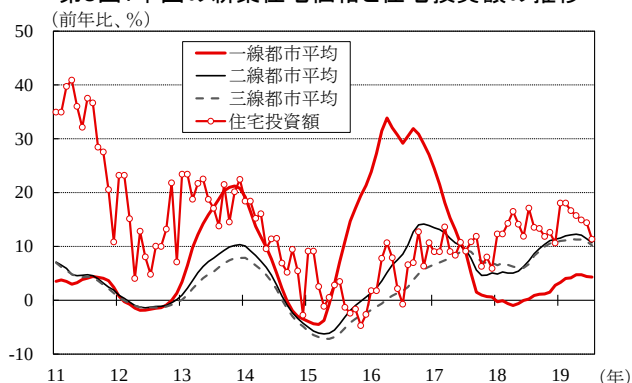
一方、シャドーバンキング規制強化による資金調達環境の悪化に輸出低迷が加わって、製造業投資は軽工業を中心に不冴えが続いている。既に中国当局は、（シャドーバンキングではなく）銀行本体による民間企業向け融資拡大の指示を出しているが、効果は未だ十分に顕在化していない。こうしたなか、8月16日の国务院常务会议では貸出金利低下と融資難問題の解決に向けて金利形成メカニズムの改革等が打ち出された。これを受け、翌17日、中国人民銀行（中央銀行）は18銀行が報告する貸出金利に基づき算出されるローンプライムレート（LPR）を毎月20日に公表することとし、銀行に対して貸出の際の参照金利をこれまでの貸出基準金利からLPRに切り替えるよう指示した。もっとも20日に実際に発表されたLPRは貸出基準金利と比べ1年物で0.1%低いに過ぎず（第4図）、また、国有企業向け貸出主体の銀行のスタンスに影響を与えるものでもない。製造業投資への押し上げにつながる民間企業の資金難改善には更なる有効策が求められるところである。

第4図：中国の金利と預金準備率の推移



(資料) 中国人民銀行等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：中国の新築住宅価格と住宅投資額の推移



(注) 1. 『一線都市』は、北京、上海、広州、深圳の4都市。
2. 『二線都市』は、一線都市以外の直轄市、省都、副省級都市の31都市。
3. 『三線都市』は、主要70都市から一、二線都市を除く35都市。

(資料) 中国国家统计局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

③ 主要な内需の動向及び先行きの見通し

中国における投資の長期減速傾向は、当面経済成長率に対し構造的な下押し圧力を掛け続けると考えられるが、個別には、不動産投資、なかんずく大半を占める住宅投資は2016年以降今年初までむしろ加速傾向にあった。今年初からは減速基調に転じているが、7月時点でも前年比+11.4%という高水準にある（前頁第5図）。住宅市況が過熱気味となっている地域の地方政府に対する中央政府の警告が増えつつあり、また、前述の通り7月の中央政治局会議で不動産を短期的な景気刺激の手段としないと明言されたこともあり、今後も二桁成長が持続することは見込み難いが、一方で、米中摩擦下では住宅市況の不安定化による景気悪化も容認できず、厳しい引き締めも行えないことから、1桁台後半程度の堅調な伸びは持続しよう。前述の通り、政策的にインフラ投資も加速するとみられるため、向こう1年程度を展望した場合は、投資は成長の下支え役に回る可能性が高い。

個人消費は、米中摩擦長期化に伴う先行き不安が消費者マインドの重石となるなか、減速基調が続くようである。消費振興策への期待もあったが、4月の意見募集稿に盛り込まれていた新車登録規制の緩和やエコ家電補助金といった短期策は6月の確定版では削除されるなど内容が縮小された。8月に発表された20項目の消費対策も、①ナイトタイムエコノミーの活発化に向けた深夜営業拡大のための環境整備、②地方政府への新車登録規制緩和につながる具体策追求の要求、③企業へのリサイクルによる安価なグリーン家電の供給の要望などにとどまり、政府は一段の景気悪化に備え余力を残した格好である。但し、政府は労働集約型産業を中心とした失業増を念頭に雇用支援策拡充に余念がなく、所得面からの一定の消費の底支え効果は期待されよう。

以上の内需項目は全体として、米中通商摩擦等の外需の逆風から受ける▲1%程度の成長下押し圧力を吸収するとみられ、結果、2019年は前年比+6.2%、2020年も同様の海外起因のリスクに晒されながらも同+6.0%の経済成長は可能と考えられる。

なお、米政府の対中制裁が追加関税・個別企業への取引規制ともにエスカレートが続いているのに対し、中国政府は抑制的な対抗措置を講じつつ、米中摩擦の長期化を見据えて改革開放を加速し成長力の強化を急いでいる感がある。当面は、中国政府が経済実態を見極めながら景気対策の規模を調整するなか、中国経済の減速は急激なものとはならず、小幅にとどまると予想する。但し、米国の対中強硬姿勢が外資系企業などによるグローバル・サプライチェーンの変更を想定以上のペースで促す場合や人民元安・資本流出、更には香港の「逃亡犯条例」改正への反対運動やそれに対する当局の対応の過激化等で收拾がつかなくなった場合など、中国経済を取り巻いて様々な政治・経済リスクがあることも事実であり、その顕在化の兆候には十分な注意が必要であろう。

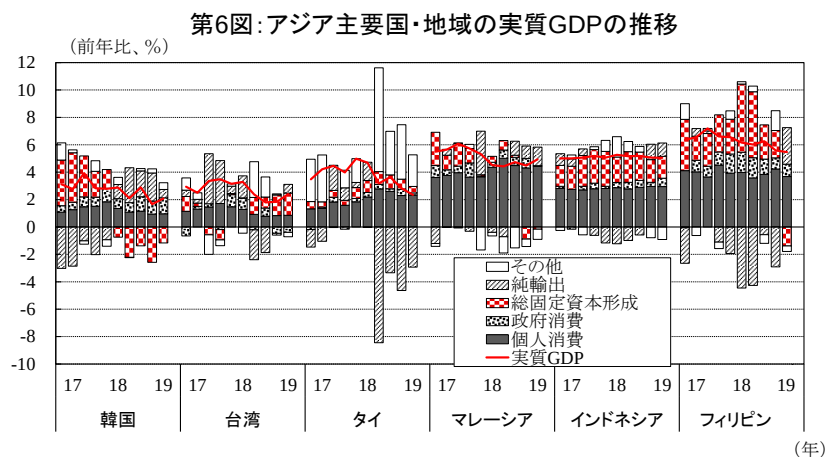
(2) その他アジア諸国・地域

中国以外のアジア諸国・地域では、総じて言えば、外需は軟調に推移しているものの、個人消費を中心とした内需の堅調が成長を支えているといえる。但し、その現れ方は国に

よって区々である。

ASEAN 諸国やインドは総じて個人消費や総固定資本形成の伸びが厚く、外需のインパクトを吸収して比較的安定した成長率を維持している国が多い。実質 GDP 成長率をみると、タイについては伸びの鈍化が目立つものの、その他の国では前年比+5~6%と安定した拡大を続けており、全体では同+4%台後半で推移している（第 6 図）。需要項目別にみると、純輸出については、タイでは半導体セクターや自動車セクターを中心とする世界的な製造業の軟化や中国経済の減速等に加え、パーツ高もあり、輸出が大幅に減少したことでマイナスとなっているものの、その他の国では輸入の減少を主因にプラスに寄与している。個人消費については、各国共に同+4~8%と安定した拡大を続けている。他方、NIEs 諸国は、貿易立国型経済であり中国への輸出依存も大きい分、足元貿易チャネルを通じて中国景気減速の影響を受け易いが、経済の成熟度が進んでいるため個人消費の伸びが相対的に薄く、輸出不振のマイナス寄与を吸収するバッファーが小さい。ここに最低賃金引き上げによる企業の雇用消極姿勢等にも影響を受けている韓国、逃亡犯条例の改正を発端にデモが激化している香港など、その国・地域特有の下押し圧力が加わっており、NIEs 諸国全体でみると、今年に入ってから同+1%台半ばの成長率に止まる状況だ。

但し、金融環境については緩和的な状況が続いている。米国の利下げにより通貨が概ね安定していることや、それに伴いインフレ率も低位で推移していることに加え、成長率が鈍化していることを背景に、複数の国が積極的に政策金利を引き下げており、8 月では、インド、インドネシア、タイ、フィリピンの 4 カ国が利下げを行っている。



(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

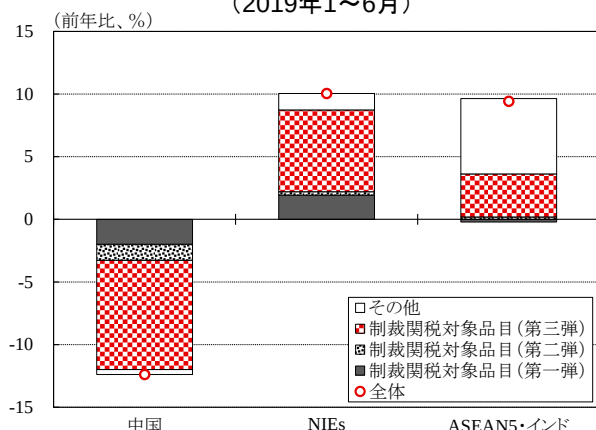
先行きについては、底堅い内需が成長を支える間に、軟調だった外需も徐々に底入れに向かう展開を予想する。米中通商摩擦の長期化は避けられないが、世界的な製造業の不振も半導体サイクルなどから推定すると、来年前半には循環的な底入れが期待できそうだ。一方で内需については、各国の失業率が概ね低位で推移しているなど雇用環境が引き続き良好であることに加え、低所得者向けの公的支援策等により所得の伸びは維持される見込みであり、それに伴い個人消費も底堅く推移するとみられる。また、各国政府は引き続き積極的にインフラ投資を行う姿勢をみせており、更なる内需の拡大に寄与すると考えられ

る。これに加え、世界的に金融緩和姿勢が強まっており、アジア諸国でも更に緩和的な金融政策が可能となっており、民間需要の下支えとなることが期待される。

米中貿易摩擦に関しては、追加関税を回避するために企業が生産拠点や輸出元を中国からその他アジア諸国に変更することにより、アジア諸国では米国向け輸出にプラスの影響が出ているとの指摘がある。実際に米国向け輸出の推移をアジア諸国からの輸入として米国側の統計で確認すると、1月から6月までの中国からの輸入が累積で前年比▲12.4%と減少しているのに対し、NIEs、ASEAN5・インドからはそれぞれ同+10.0%、同+9.4%と増加している（第7図）。品目別の内訳をみると、第3弾までの対中制裁関税対象品目の影響が中国ではマイナス方向に、NIEsではプラス方向にそれぞれ大きく出ている一方、ASEAN5・インドではその影響が相対的に小さいことがわかる。8月に入り、米国政府は残りのほぼ全ての品目に対中制裁関税を課す第4弾を9月から実施すると発表しており（但し、対中依存度の高い品目は12月に延期）、引き続き輸出代替の流れは維持されることが考えられる。この点、米国向け輸出に占める制裁関税第4弾対象品目の割合が比較的高いとみられるASEAN主要国に関しては、中国のマイナス分を代替してプラスの影響が大きくなる可能性がある（米国の各国からの輸入における制裁関税第4弾対象品目の割合が、韓国は約5%と低いのに対し、ベトナム、フィリピンでは約20%と相対的に高い）。

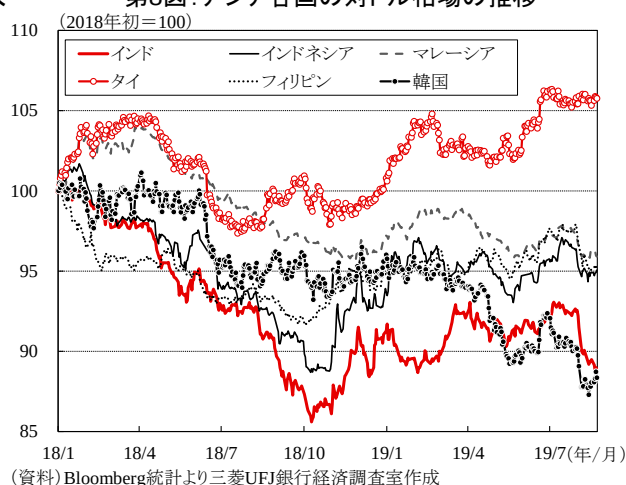
もともと、アジア諸国にとっても米中対立の激化は様々な観点からリスクでもある。まず、制裁関税第4弾の発動により中国経済が更に減速傾向を強めることで、アジア諸国の対中輸出がより一層減少する可能性がある。また、米国は5月に主要貿易国のマクロ経済と為替政策に関する報告書において、主要貿易国の定義の見直し等を行った結果、ベトナム、韓国、シンガポール、マレーシア等を為替観察対象国に新たに指定しており、米国との間にも火種は存在する。韓国等の一部の国の通貨は、高い対中依存度を持つ貿易構造等から米中対立の激化に伴い大きく下落しており（第8図）、対立が一段と激化した場合には、投資家のリスク回避姿勢が強まり更なる通貨安に陥る可能性も否定できないばかりか、米国からも為替操作を指摘されかねない。アジア諸国に輸出面で米中対立に伴う生産代替のプラス効果があるとしても、トータルでプラスか否かは予断を許さない。

第7図：品目別にみた米国のアジア主要国・地域からの輸入
(2019年1～6月)



(資料) 米国商務省統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第8図：アジア各国の対ドル相場の推移



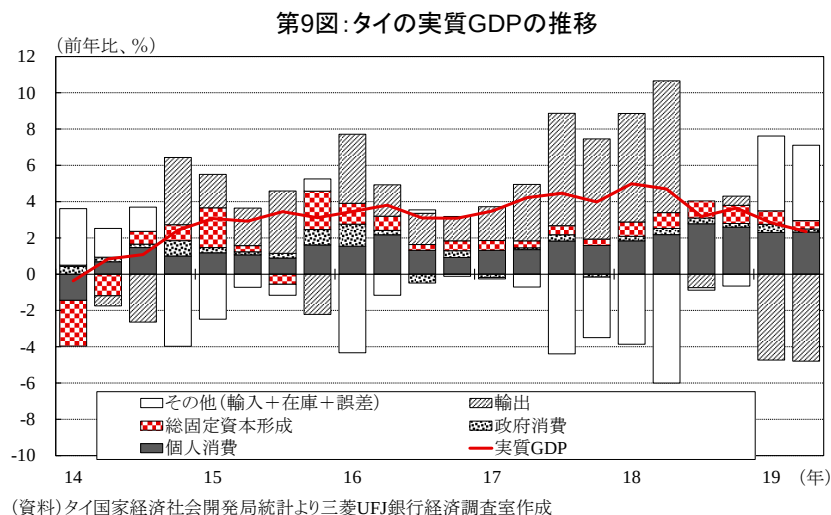
(資料) Bloomberg統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

【タイ】

タイ経済は昨年来総じて伸びの鈍化が続いており、4-6月期の実質 GDP 成長率は前年比 +2.3%と 2014 年 7-9 月期以来の低水準となった（第 9 図）。需要項目別の内訳を更に確認すると、内需は堅調を維持し、特に個人消費が雇用・所得環境の改善や低金利を背景に同 +4.4%と高い伸びを維持したものの、輸出が世界的な生産活動の軟化や中国経済の減速等により同▲6.1%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、内需が成長を支える構図は維持されよう。また、政府による新たな景気刺激策（総額 3,160 億バーツ、タイ財務省は実質 GDP 成長率を +0.55%ポイント程度押し上げる効果があるとの見解を示している）も来年にかけて成長に寄与してこよう。この結果、実質 GDP 成長率は 2019 年が同 +2.8%、2020 年は輸出不振も底打ちをみせるなかで同 +3.1%と幾分加速しよう。

なお、民政移管に向けて行われた下院選挙を経て、7 月にプラユット新政権が発足した。下院（定数 500 議席）での与党の議席数が 253 議席と与野党の議席数が拮抗していることや、与党が小規模政党を含めた 18 党連立であること等、政権運営には課題が残るものの、足元大きな政治的混乱は生じていない。また、「東部経済回廊（EEC）」開発などの重要プロジェクトが推し進められていること等から、インフラ投資や景気支援策によるプラス効果は持続する見込みで、総じて緩やかな景気拡大トレンドに資するものと考えられる。



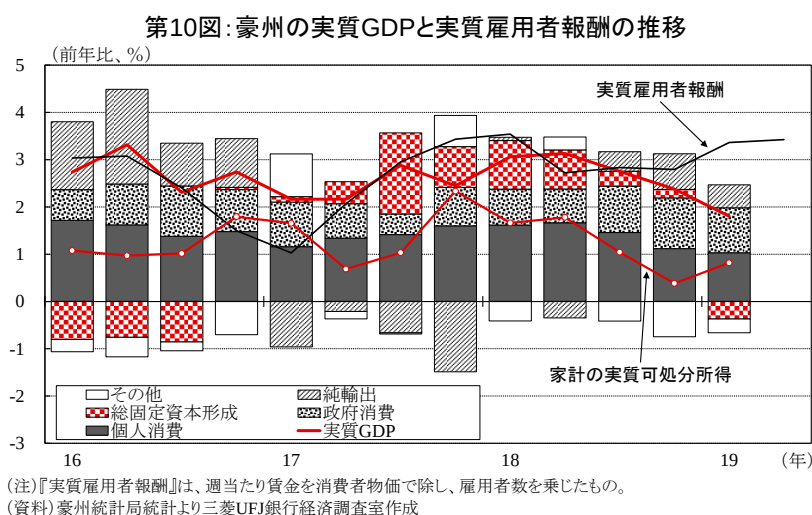
(3) 豪州

豪州経済は、個人消費の伸び鈍化を主因に昨年後半から減速しており、4-6 月期の実質 GDP 成長率についても引き続き緩やかな伸びとなった可能性が高い（次頁第 10 図、GDP 統計は 9 月 5 日に発表予定）。個人消費については、労働市場が依然良好で雇用者報酬自体は堅調に推移しているものの、税金支払いの負担が足元増加して家計可処分所得が伸び悩んでいることに加え、住宅価格が近年社会問題となるほどの高騰を経た後、昨年来の市況悪化で下落しており、自動車や家電などの耐久財や外食といった裁量的な品目を中心に逆資産効果が働いたことが逆風となっている。他方、外需については、輸出の軟調が景気

の重石になっているアジア諸国とは対照的に、豪州の輸出は昨年半ば以降前年比二桁の増加を続けている。豪州の貿易構造は鉄鉱石や石炭などを中心とする一次産品が輸出全体の8割を占めており、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アジア諸国とは異なる。実際、内容をみると、輸出の3割を占める中国向けの鉄鉱石が全体を押し上げており、中国のインフラ投資等の景気対策による影響が窺われる。

先行きを展望すると、経済成長率は昨年からは鈍化するものの、年率+2%前後の水準は今後も維持されるものと予想する。まず、可処分所得は、タイトな労働需給が当面持続するとみられるなか、7月に法案が成立した所得減税の効果（1,579億豪ドル、GDP比8%）などにより改善に向かうものと考えられる。また、住宅価格については、5月の総選挙を経て国内政治の不透明感が後退したことなどを受け、一部の主要都市で価格が上昇に転じるなど安定化の兆しがみられる。これらを踏まえると、目先消費の抑制効果は次第に和らいでいく公算が大きい。更に、政府が打ち出している法人減税策やインフラ計画に加え、準備銀行（中銀）による連続利下げ（中銀は6月に続き7月にも政策金利の引き下げを実施、先行き、必要があれば追加緩和も検討するとのスタンス）といった財政・金融政策が内需を下支えしよう。

なお、中国向けが足元の輸出好調を支えているとされる外需については、近年における急速な輸出の中国依存度の高まりや中国自体の景気の先行きが懸念されているなかでは、一見リスクが高いように見える。但し、中国では政策的にインフラ投資の加速が見込まれていること、その他の海外経済も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、当面豪州の輸出の増勢は保たれるものと想定できよう。



(萩原 陽子、高瀬 将平、土屋 祐真)

V. 中南米

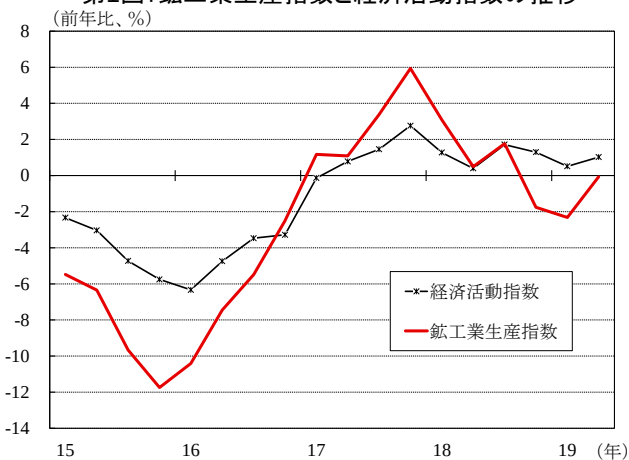
～拡大テンポが鈍るブラジル・メキシコ、 スタグフレーションに喘ぐアルゼンチン～

1. ブラジル

ブラジル経済の回復が遅れている。1-3 月期の実質 GDP 成長率が前年比+0.5%と昨年10-12 月期の同+1.1%から大きく伸びが鈍化したのに続き、4-6 月期に入っても目立った復調がみられない。4-6 月の鉱工業生産指数は前年比▲0.1%と軟調な推移が続いているほか、サービス業なども含み景気全体の動向を示すといわれる経済活動指数も同+1.0%と持ち直しの動きに力強さはない（第1図）。

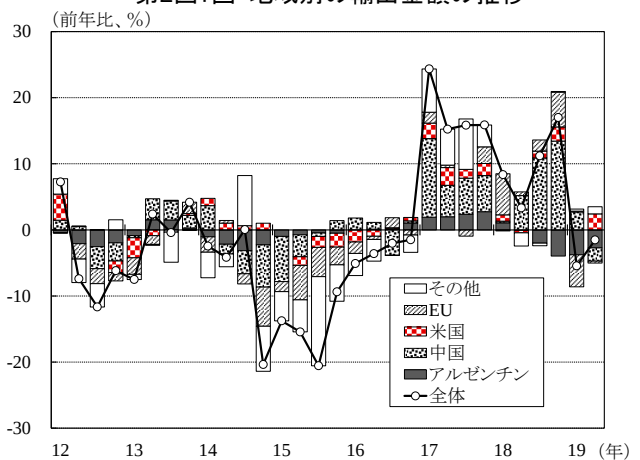
景気軟化の要因としては、2019 年 1 月の鉱山事故による鉱業セクターの落ち込みという一時的な事象も挙げられるが、やはり輸出の減少が大きいだろう。国・地域別の輸出をみると、スタグフレーションに陥っているアルゼンチン向けは既に 1 年前から減少が続いているが、今年に入り EU 向けも前年割れとなり、4-6 月期からは中国向けもマイナス転化した（第2図）。隣国アルゼンチン経済の混迷に加え、世界的な景気減速もブラジル経済に負の影響を及ぼし始めているといえる。

第1図：鉱工業生産指数と経済活動指数の推移



(資料) ブラジル地理統計院統計より国際通貨研究所作成

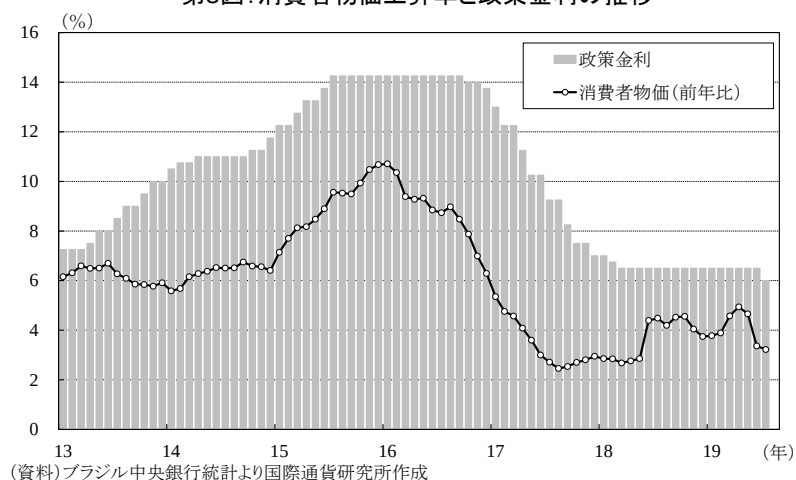
第2図：国・地域別の輸出金額の推移



(資料) ブラジル地理統計院統計より国際通貨研究所作成

経済活動の鈍さを映じて、労働や資本の逼迫度合いを示す指標も冴えない。4-6 月期の失業率は 12.3%と高止まりしており、製造業の設備稼働率は 77.6%まで低下している。IMF は GDP 比 3.7%の需要不足が発生していると試算している程だが、結果として、インフレ率は低位安定している。消費者物価上昇率は 6 月から前年比+4%を下回っている（次頁第3図）。ブラジル銀行は 7 月末に 16 ヶ月ぶりとなる利下げを実施し、政策金利は過去最低となる 6.0%まで低下している。

第3図：消費者物価上昇率と政策金利の推移



先行きについて、まず 2019 年の実質 GDP 成長率は、年前半の停滞が響き前年比 +0.7%と 2018 年の同+1.1%から鈍化するだろう。後述するようにアルゼンチン経済は厳しい状況が続く可能性が高く、米中通商摩擦激化から中国経済の先行きにも不安が生じているなど、外部環境は厳しい。足元アマゾン地域の森林火災を巡って惹起した欧州諸国等との対立でブラジル産素材への発注停止の動きが欧米メーカーの間にみられるのも気掛かりだ。前述した利下げや小規模な消費刺激策による景気下支えは見込まれるものの、内需を加速させる要因にも乏しい。2020 年についても景気回復の足取りは鈍く、実質 GDP 成長率は同+0.5%と低調な推移が続く見通しである。

もともと、中長期的に前向きな材料としては、構造改革が進み始めたことは挙げてよいだろう。前テメル政権下で労働法改革が実現したことにより、2017 年には年間 400 万件程度あった労働訴訟が 2018 年には 2 割程度減少した。ブラジルは労働者保護が手厚く、訴訟が頻発するなど企業にとってはコスト高の一因となっていたが、今後はコストの抑制が期待できる。また、長年の懸案であった年金制度改革の審議が進んでいることも特筆される。改革法案は既に下院を通過しており、上院も 9 月中には通過し、年内に成立する可能性が高い。政府によると、改革により向こう 10 年間で約 9,300 億レアル（約 25 兆円）の歳出削減効果が見込まれる。短期的には、家計所得の抑制により景気を下押しする要因となり得る点には留意が必要であるが、構造改革は長期的には企業の投資を促進することなどを通じて経済成長を支援する材料となるものと考えられる。

2. メキシコ

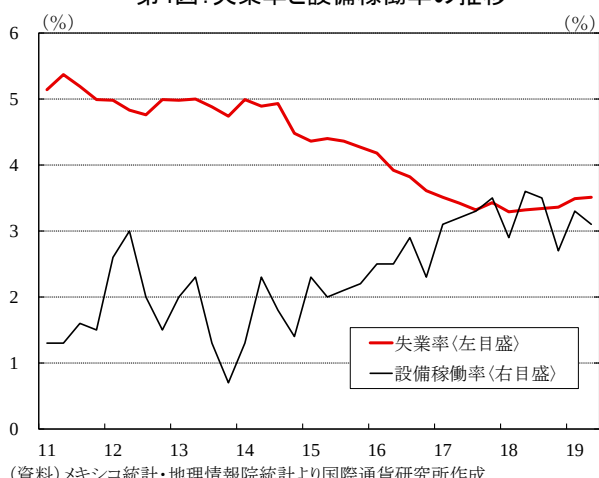
メキシコ経済も停滞が目立つ。需給の逼迫度合いを示す指標をみると、4-6 月期の失業率は 3.5%、設備稼働率は 81.1%と、近年では良好な水準を依然維持しているといえるが（次頁第 4 図）、景気の方角性は軟化しており、同期の実質 GDP 成長率は前年比▲0.8%と、2009 年 10-12 月期以来のマイナス成長に陥った（次頁第 5 図。前期比ベースでは横這い）。最大の輸出先である米国の製造業生産の伸び率が昨年後半から鈍化しており、対米

輸出は 2018 年の前年比+9.6%から 2019 年前半は同+5.6%に鈍化した。また、EU 向けや南米向けは軒並み前年割れとなっており、メキシコにも世界経済の鈍化の影響が出てきている格好である。景気鈍化の影響は物価にも現われ始めており、消費者物価上昇率は 2018 年通年で同+4.9%であったところ、直近 7 月には同+3.8%まで低下している。メキシコ銀行が定めるインフレ目標（同 3%±1%）の範囲内に収まってきており、同銀行は 8 月 15 日、米国 FRB が 7 月に利下げに転じたことも受け、昨年 12 月から 8.25%に据え置いていた政策金利を 0.25%引き下げた。

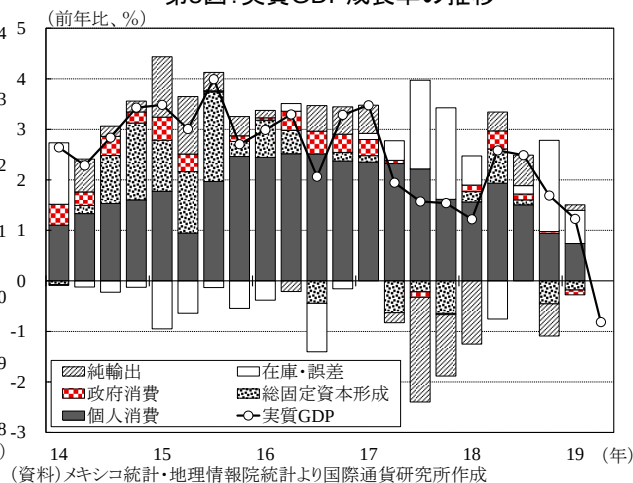
この先は、失業率が依然相対的には低いなか、所得や消費者マインドは底堅いとみられ、利下げの効果はこれから素直に現れると想定されることから、国内民需は一定の底堅さを保つとみてよいだろう。また、2018 年のプライマリーバランスは GDP 比+0.6%の黒字であり、財政発動の余地も相応にある。オブラドール政権は 7 月 29 日に総額 4,850 億ペソ（GDP 比 2%相当）の景気刺激策を発表したが、こうした財政政策の効果も景気のサポート要因とカウントできる。外需の面でも、最大の貿易相手国である米国の製造業は比較的マイルドな調整に止まり、来年以降は復調に向かうとみられることから、メキシコの輸出も徐々に持ち直し緩やかな増加が続くだろう。これらを踏まえると、2019 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.5%、2020 年も同+0.7%と、景気底割れは回避すると予想する。

なお、メキシコは、トランプ大統領の言動に度々振り回されてきた。最近でも、5 月 30 日にトランプ大統領が不法移民流入に対するメキシコ側の対策への不満から同国製品に追加関税を課す意向を表明し、その後メキシコが協力する姿勢を示したことを受けて無期限に延期するという顛末があった。引き続き動きを読みづらいトランプ大統領ではあるが、米国、メキシコ、カナダ間の自由貿易協定（USMCA）については政府間で一応の決着がついており（米、カナダの議会承認待ち）、移民問題でも両国間で一旦妥協が成立したことから、この先当面はメキシコに主な批判の矛先を向けることはないとみてよさそうである。

第4図：失業率と設備稼働率の推移



第5図：実質GDP成長率の推移



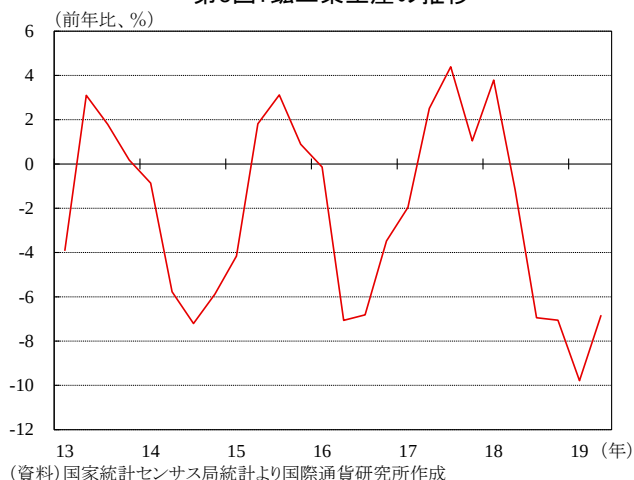
3. アルゼンチン

アルゼンチンは、昨年発生した通貨危機を受けた激しいインフレとその後の財政緊縮策を端緒とした厳しい不況に見舞われており、国民の不満も高まっている。2018 年の実質 GDP 成長率は前年比▲2.5%となり、2019 年 1-3 月期も同▲5.8%に落ち込んだ。4-6 月についても、輸出は穀物生産が大豊作となったこともあり好調に推移したものの、鉱工業生産は同▲6.8%と大きく落ち込んでおり、景気の厳しさは続いている（第 6 図）。インフレ面でも、同期の消費者物価上昇率は前年比+56.3%と、非常に高い伸びとなっているだけでなく、更に加速しつつある（第 7 図）。

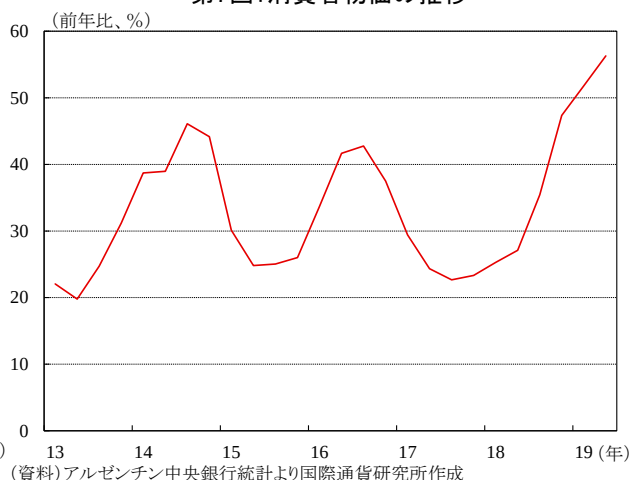
こうしたなか、先行きを見通す上で注目されるのは大統領選挙の行方である。景気落ち込みに対する国民の不満は現政権に向かっており、8 月 11 日に実施された大統領選挙の予備選では、ペロン党左派を支持基盤とするフェルナンデス候補が 47.5%の支持を集め、現職であるマクリ大統領の支持率を 15%ポイント以上引き離れた。マクリ陣営は選挙戦立て直しのために財政引き締めの見直しを進めようとしているが、10 月の本選まで残された時間はわずかである。政権交代は現実味を帯びてきており、選挙が終わり次期政権の経済政策が明らかになるまで、企業による投資は様子見姿勢が強まるだろう。また、フェルナンデス新政権成立の場合、緊縮策の大幅な見直しや、そのための IMF との再交渉（アルゼンチン政府は金融支援を受けた際に緊縮策の実施を約束していた）を表明するとみられる。その場合は、為替レートが再び下落し、インフレと景気悪化に拍車が掛かる虞がある。

これらを踏まえると、まず 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が避けられない見通しである。更にその先については、政権交代による経済政策の見直しとそれに伴う混乱が想定されるため、景気悪化は長期化する可能性が高い。2020 年の実質 GDP 成長率も同▲2.0%と 3 年連続のマイナス成長となる展開を予想する。

第6図: 鉱工業生産の推移



第7図: 消費者物価の推移



(国際通貨研究所 森川 央、戸松 篤志)

VI. 原油

～需要減退懸念が意識され、原油価格は上値の重い展開に～

1. 現状

原油価格（WTI 期近物）は、OPEC 等による協調減産の延長、イランを巡る中東情勢の緊迫化等を背景に、7 月上旬に 61 ドル程度（1 バレル当たり、以下同）まで上昇したが、その後は米中通商摩擦が激化したこと、7 月の中国の鉱工業生産が低い伸びとなったこと等から需要減退懸念が意識され、足元では 56 ドル台まで下落し、米中、米イラン間の遣り取りを巡る報道や各国景気動向に一喜一憂する展開となっている（第 1 図）。

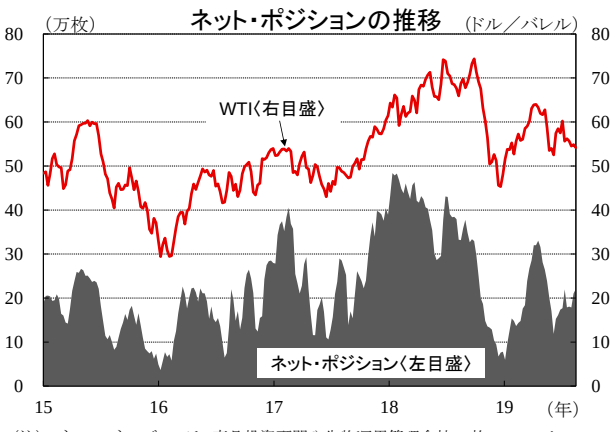
なお、先物市場の投機筋ネット買越ポジションは、価格が約 65 ドルで推移していた 4 月末頃と比較して縮小しており、市場は先行きに対し弱気になっていると言える（第 2 図）。

第1図：原油価格（WTI期近物）と世界の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）のネット・ポジションの推移



(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

原油価格は当面、世界経済の減速や米中対立の激化等を背景に、引き続き需要減退懸念が強く意識されることから、上値の重い展開が予想される。米国と中国はそれぞれ世界の原油需要の約 21% と 13%（2018 年時点）を占める二大消費国であるため、米中対立の激化は需要減退に大きく影響するものとして、実際の需要変動以上に市場で材料視されやすい。

実際の原油需給に目を向けると、4-6 月期は 45 万バレル（日量、以下同）の供給超過と供給超過幅の縮小が続いている。この先も、需要面では世界経済の減速等を背景に更なる伸びの鈍化が相応に見込まれる一方、供給面では米国シェールオイルの機動的な増減産と OPEC 等の協調体制によって生産量が調整され、需給全体は徐々に均衡に近づく展開になると予想する（次頁第 3 図）。

まず、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 でみて約 60 ドルがベンチマークとして機能しており、結果的に機動的な増減産をしていると見做すことができる。WTI が 60 ドルを下回るなかで、生産の先行指数とされるリグ稼働数は昨年末以降減少を続けており、先行き生産量の伸び鈍化に繋がる可能性が高い（次頁第 4 図）。また、OPEC 等については 7 月 1-2 日に開催された総会で今年

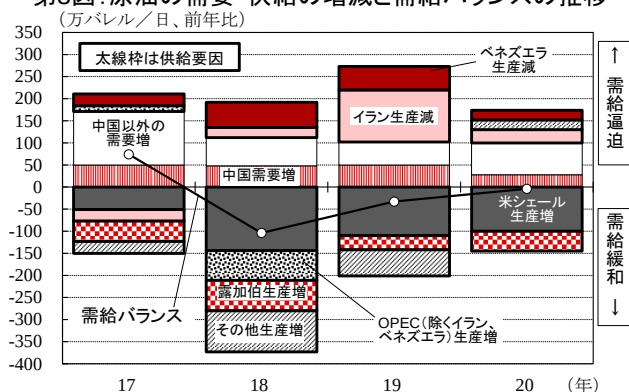
1月からの新基準での協調減産を来年3月末まで延長する旨を決定しており、足元では需給均衡を目指し、サウジアラビアを中心に目標を上回る水準で減産している（第5図）。加えて、今回の総会ではOPEC等による恒久的な協調を目指す協力憲章の草案が承認され、この先も需給均衡を追求する姿勢が改めて示された^(注)。

これらを踏まえ、原油価格は2019年～2020年にかけて年平均約57ドルでの推移になるものと予想する（第1表）。

但し、リスク要因として、米中対立や中東情勢といった上下双方向に大きく価格を変動させる材料に警戒は怠れない。米中対立の激化が世界景気悪化を通じて想定以上に原油需要を下押しする展開となれば、市場が意識する均衡価格水準の切り下がりが予想される一方、ホルムズ海峡を巡る緊張は価格急騰材料として燦り続けている。後者について、サウジアラビアは同海峡を経由しない輸出ルートを増強するため、同国の東西を結ぶパイプラインの拡張を目指しているほか、国際エネルギー機関（IEA）は加盟国に義務付けている在庫を放出する用意があるとしているが、前者は完成までに2年程度を要するほか、後者も一時的な対応策に過ぎない点は留意しておく必要がある。

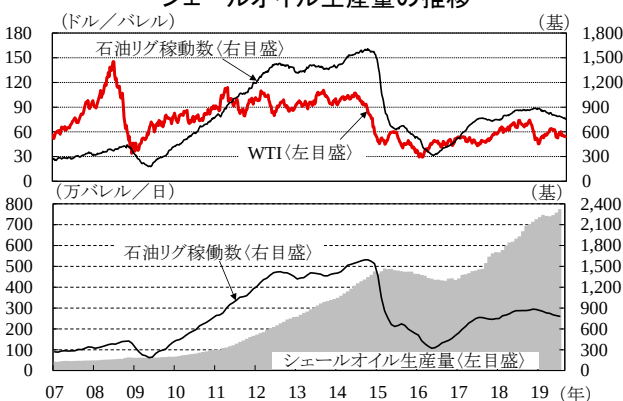
（注）足元では供給超過となっていることからOPEC等は協調減産を行っているが、個別国の供給障害等で需給が逼迫するような場合には、供給余力（7月時点で322万バレルを有する）を以て対応するとみられる。

第3図：原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



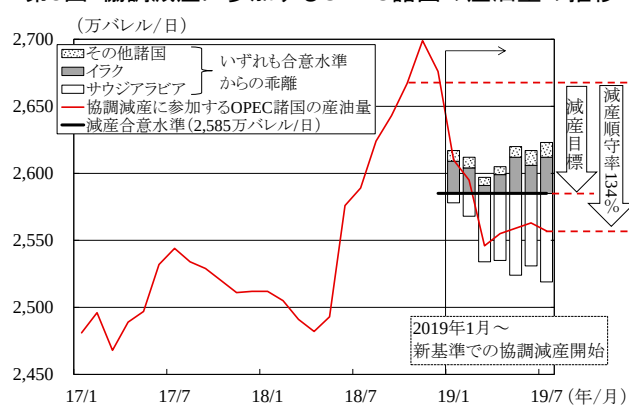
(注) 1.その他生産はNGLも含む。
2.OPECはイラン、ベネズエラを除く。2019年5月現在の加盟国ベース。
3.2019年以降はIEA及び当室見通し。
(資料) IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

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5図：協調減産に参加するOPEC諸国の産油量の推移



(注) 協調減産に参加するOPEC諸国の減産目標は昨年10月比▲80万バレル。
協調減産に参加するOPEC・非OPEC諸国の減産目標は同▲120万バレル。
(資料) IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：原油価格の見通し

	WTI期近物 (ドル/バレル)	前年比 (%)	ブレント期近物 (ドル/バレル)	前年比 (%)
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	59.9	▲11.8%	68.5	▲8.7%
7-9月期	56.0	▲19.3%	61.0	▲19.6%
10-12月期	56.0	▲5.6%	61.0	▲11.1%
20年1-3月期	56.5	2.9%	61.5	▲3.7%
4-6月期	56.5	▲5.7%	61.5	▲10.2%
7-9月期	57.0	1.8%	62.0	1.6%
10-12月期	57.0	1.8%	62.0	1.6%
18年	64.9	27.5%	71.7	30.9%
19年	56.7	▲12.6%	63.6	▲11.3%
20年	56.8	0.1%	61.8	▲2.9%

(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 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います。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。