

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は政治・政策面の不透明感は続くなかでも
減速に一巡感がみられる展開に～

日本

～内需は消費増税後も底堅さを維持、外需も底打ちの兆し～

米国

～米中通商摩擦の再激化リスクは燦るも、景気は堅調に推移する見込み～

欧州

～域内外にリスクを抱えつつも個人消費を中心に内需が景気を下支え～

アジア・豪州

～景気が減速するなか重層的な政策対応を進める中国、内需主導の
安定成長を見込むその他アジア、資源輸出が景気を下支えする豪州～

中南米

～低成長が続くブラジル、急減速したメキシコ、
デフォルトが現実味を帯びてきたアルゼンチン～

原油価格

～原油需給が概ね均衡で推移するなか、原油価格は緩やかに上昇～

見通しの概要

世界経済は政治・政策面の不透明感は続くなかでも減速に一巡感がみられる展開に

2019 年の世界経済は、引き続き米中対立や英国の EU 離脱等の政治・政策要因の不透明感を大きく残しつつ、製造業中心に調整色の強い展開のまま年末を迎えるとみられる。

詳細は各国パートに譲るとしても、主要国の実質 GDP 成長率に関し、昨年実績と今年の着地予想を比較すると、先進国では米国が前年比+2.9%（2018 年、以下同）→同+2.3%（2019 年、以下同）、ユーロ圏が+1.9%→+1.2%と、ともに 2019 年は 2018 年に比べて顕著な減速を示すとみられるし、新興国でも最大の経済規模を持つ中国が+6.6%→+6.1%となるのを始め、アジア、中南米諸国の多くで軒並み成長率が切り下されると予想されている。こうしたなか、日本では+0.7%→+0.7%（年度ベース）と数字上は著変がないとみられるものの、輸出や受注、生産等の統計をみれば、やはり今年に入ってからからの景気の弱さは否めない。

今次の世界的な景気減速の特徴を改めて解析すると、①グローバルな製造業の景気循環（2016 年後半～2017 年の景気好調の反動継続）、②米中対立、英国の EU 離脱、中東情勢等政治・政策要因に絡む不透明感（サプライチェーンに対する影響への懸念を含む）、③デレバレッジ（過剰債務削減）等に伴う中国の投資主導景気の減速（及びその貿易を通じた世界への波及）、④（環境問題が特定の産業分野での規制強化を通じてマクロ的なインパクトを持ったと推定される例として）自動車の排ガス規制強化による世界的な販売下押し、などの要因が複合的に重なったものと解釈するのがやはり最大公約数的なところであり、これらはいずれも製造業がその中心にいる。一方で、⑤製造業の不振が非製造業にまで拡大して景気全体を後退に至らせる展開はみられない、⑥特に労働市場では、製造業雇用こそ各国で不振なものの、非製造業雇用への影響は今のところ限定的で、その結果家計所得の伸びが底堅さを維持していることに繋がっている、⑦よって、景気減速が長期化しつつも、多くの国で個人消費を中心に内需が底堅く推移して景気の底割れを防いでいる、といった点も指摘でき、実際、先の 2019 年の主要国実質 GDP 成長率着地予想をみても、地域固有の原因を抱える香港、アルゼンチンを除けばマイナス成長のところはほとんどない。

以上のような現状認識を前提にした場合、2020 年の世界経済を見通すにおいても、引き続き①～④をどうみるかが鍵となる公算が高い。そこで、ここでは「米中関係」「米国の通商政策」「中国の投資動向」「自動車排ガス規制」に関して考察した上で、それらが来年のグローバルな製造業動向にどのようなインプリケーションがあるかを考えてみたい。

まず、「米中関係」については、両国の国内事情次第で何らかの「部分合意」が妥結される可能性はこの先十分あると思われるが、こうした米中「合意」に国内向け演出ではない本質的・抜本的解決策が盛り込まれると期待することは益々困難となっている。

米中間では、従来の貿易不均衡、技術覇権、安全保障等の諸問題に加え、ここに来て米国の香港人権・民主主義法案の成立にみられるように人権問題も取り上げられるようになっており、国のあり方を巡る全面対立の様相も呈している。双方の国内情勢をみても、米国では議会で典型的にそうであるように対中警戒感超党派的広がりをみせているし、共産党の指導が強化されている中国でも米国に弱腰を見せられる状況にはない。したがって、来年も技術覇権や安全保障の問題をベースに対立は長期化・常態化するだろう。但し、2019 年比でみて質的量的に次元の異なる対立のエスカレーションがあるかどうかは別の問題である。米中間の追加関税賦課は昨年 7 月から本格化しているが、一部品目の取扱に不透明な部分も残るものの、来年になると効果が一巡する可能性があるし、企業や個人も米中対立を前提とした行動様式が一般化しよう。

「米国の通商政策」全般については、引き続きトランプ政権の手法に関して予見が難しい状態が続き、また新 NAFTA であるところの米国・メキシコ・カナダ協定 (USMCA) が米国で批准されるかどうかは不確定要因のままである。ただ、主要国に対して自動車関税のような大規模な制裁関税を打ち出す可能性は後退しているようである。

「中国の投資動向」については、同国企業部門や不動産分野の過剰投資・過剰債務構造を考えれば、引き続き減速傾向を辿り、嘗てのような世界景気の牽引役を期待するのは難しい。もっとも、昨年以降の対米通商摩擦の影響によって観察された沿海部もしくは外資系企業の外需関連生産活動の劇症的減速を、中国全体の傾向に当て嵌めて解釈するのは必ずしも適切ではない。通商摩擦関連のマイナス効果が一巡すれば、中国当局が成長率低下のペースをコントロールするなか、中国景気減速の世界経済へのインパクトは低下しよう。

「自動車排ガス規制」は、特に欧州等において地球温暖化問題に対する世論や当局の関心次第で更に厳格化する可能性は否定できない。もっとも、2018 年→2019 年の差分は歴史的にも大きいものだった可能性があり、2019 年→2020 年の差分のマイナス・インパクトは低下するものと想定する。

以上の想定に立つて数量的影響を判断した場合、この 2~3 年世界的に製造業を下押ししてきた圧力は、ベース効果（前年比効果が一巡する等）や岩盤効果（最低限の需要まで一旦落ち込むとそれ以上落ちない）によって和らぐ可能性が出てもおかしくはないと考えられる。実際、半導体出荷（2016~2017 年の好調の反動）や日本の工作機械受注（中国の投資需要低迷の第三国への影響）、ドイツの自動車生産（環境規制の影響）といった製造業の中でも大きな打撃を受けているとみられる個別分野をみても、絶対水準の落ち込みは大きかったものの、既に過去の最低水準まで達していることから先行きについては上向く兆候もみられている。グローバルなマクロ指標でみても、OECD 景気先行指数などの合成指標からは、製造業循環は 2 年程度の収縮局面を経て先行き拡大局面へ転換する可能性が示唆されている。そして、もしそうであれば、製造業の荷動きを示す世界貿易、即ち各国の輸出入についても緩やかながら回復に転じる可能性が高い（次頁第 1 図）。

第1図: OECD景気先行指数(OECD+非加盟6カ国)と
世界製造業PMI、世界貿易数量の推移



こうしてみると、2020 年は政治・政策・地政学起点の不確定要素が相変わらず並び、特段のプラス材料も想定できないながらも、世界的に製造業の底打ち感・灰汁抜け感が意識されるようになり、非製造業の堅調地合持続も併せ考えれば、年央前後までには世界景気全体として底堅さを再認識できる展開になるのではないかと考えられる。各国別にはゲタの影響もあるため 2019 年比での濃淡はあるが、先進国では米国で前年比 +1.9%、ユーロ圏で同 +1.2%、日本で同 +0.7% といった前年並み成長率を予想する。なお、日本については、消費増税の影響は教育無償化や軽減税率等の各種政策対応で限定的に止まるとの想定である。また、新興国では、NIEs (同 +1.9%) や ASEAN (同 +4.8%)、インド (同 +7.0%、年度ベース) などが成長率を 2019 年比で加速させる一方、中国では投資需要の減速を反映して同 +5.8% と遂に +6% を割る伸び率となろう。中南米については、各国とも固有のリスクに応じ、同 +1.5% (ブラジル、メキシコ) から同▲2.0% (アルゼンチン) という成長率を予想する。

(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)		71.14	1,434	3.3	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4
	先進国・地域	46.48	937	2.3	1.7	1.5	2.0	1.4	1.6
	新興国	24.67	497	5.2	4.6	4.8	3.5	4.1	4.0
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.96	100	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
	アジア11カ国・地域	21.58	435	6.0	5.3	5.3	2.3	2.6	2.7
	中国	13.37	269	6.6	6.1	5.8	2.1	2.8	2.7
	インド(年度ベース)	2.72	55	6.8	6.1	7.0	3.4	3.6	4.1
	NIEs4カ国・地域	3.04	61	2.8	1.4	1.9	1.4	0.8	1.3
	韓国	1.72	35	2.7	1.9	2.2	1.5	0.5	1.2
	台湾	0.59	12	2.7	2.2	2.0	1.4	0.7	1.0
	香港	0.36	7	3.0	▲ 1.3	0.5	2.4	2.3	2.4
	シンガポール	0.36	7	3.1	0.8	1.9	0.4	0.6	1.0
	ASEAN5カ国	2.46	50	5.2	4.7	4.8	2.8	2.3	2.8
	インドネシア	1.02	21	5.2	5.0	5.1	3.2	3.1	3.6
	タイ	0.50	10	4.1	2.7	3.0	1.1	0.7	1.1
	マレーシア	0.36	7	4.7	4.4	4.5	1.0	0.7	1.9
	フィリピン	0.33	7	6.2	5.8	5.9	5.2	3.3	3.1
	ベトナム	0.24	5	7.1	6.8	6.6	3.5	2.6	3.2
	オーストラリア	1.42	29	2.7	1.8	2.4	1.9	1.5	1.8
	米州	米国	20.58	415	2.9	2.3	1.9	2.4	1.8
中南米6カ国		4.46	90	1.4	0.7	1.4	7.5	9.5	8.8
ブラジル		1.87	38	1.1	0.9	1.5	3.7	3.8	3.6
メキシコ		1.22	25	2.0	0.1	1.5	4.9	3.7	3.5
アルゼンチン		0.52	10	▲ 2.5	▲ 3.0	▲ 2.0	34.3	55.0	50.0
欧州	ユーロ圏19カ国	13.64	275	1.9	1.2	1.2	1.8	1.2	1.4
	ドイツ	3.95	80	1.5	0.5	1.0	1.9	1.4	1.4
	フランス	2.78	56	1.7	1.3	1.3	2.1	1.2	1.4
	イタリア	2.08	42	0.9	0.2	0.6	1.2	0.7	1.0
	英国	2.83	57	1.4	1.3	1.4	2.5	1.8	1.8
	ロシア	1.66	33	2.3	1.1	1.6	2.9	4.5	3.5

<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	3.3	3.4	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

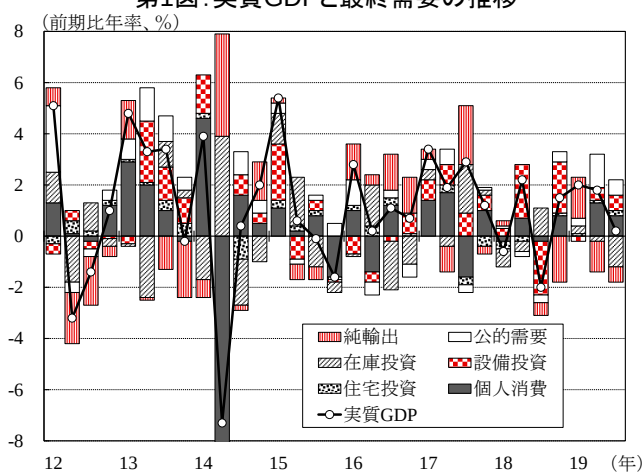
～内需は消費増税後も底堅さを維持、外需も底打ちの兆し～

1. 日本経済の概況

7-9月期の実質GDP成長率（1次速報値）は前期比年率+0.2%と4四半期連続で増加した（第1図）。中国やアジア向けの輸出不振にみられるように外需の弱さが残る中で在庫投資の下押し幅が拡大したが、個人消費や設備投資等が増加し、全体では小幅ながらプラスを維持した。

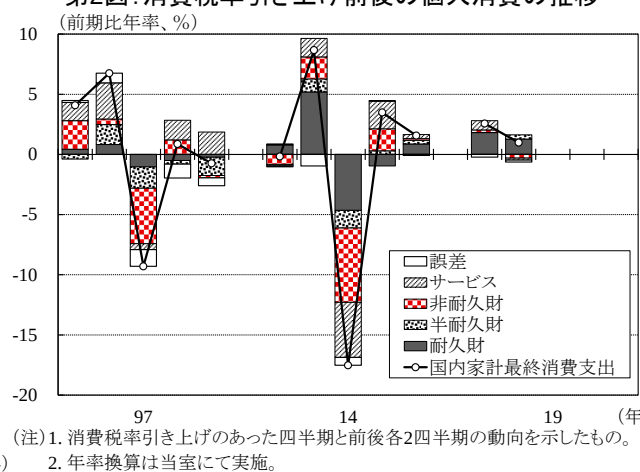
今回個人消費は10月の消費税率引き上げの直前ということもあり需要変動の規模が注目されたが、全体では2四半期連続増加の前期比年率+1.4%で、家電や宝飾品、日用品等の一部品目で駆け込みがみられたものの、前回の増税直前にあたる2014年1-3月期の個人消費が同+8.1%と大幅な増加だったことを踏まえると、今回の増加幅は控えめなものに止まったといえよう。中身を財別に確認すると、『耐久財』は自動車で取得税減税等の対策が講じられていることもあり、前期比の伸びが小幅に止まった他、軽減税率の対象となる食料品（酒類を除く）が含まれる『非耐久財』が前期比マイナスとなるなど、政策効果があったといえそうだ（第2図）。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：消費税率引き上げ前後の個人消費の推移



(注)1. 消費税率引き上げのあった四半期と前後各2四半期の動向を示したものの。
2. 年率換算は当室にて実施。
(資料)内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

より長期にみた場合、日本経済には毎四半期安定的なプラス寄与をもたらす需要項目は見当たらないが、各需要項目がプラス寄与とマイナス寄与を目まぐるしく交代させるなかで、時折自然災害等各種のショックで四半期ベースのマイナス成長を記録しながらも、均してみれば+1%弱程度の潜在成長率を実現している状況にあるといえる。

2. 先行きの見通し及びそのキーポイント

この先、個人消費は、消費増税後の経過観察が当面必要ながらも、堅調な雇用・所得環境に支えられ底堅く推移することに加え、来年の東京オリンピック・パラリンピックに掛けては消費者心理の高まりやスポーツ関連需要の盛り上がり等が景気の追い風となると期待される場所である。また投資も、企業収益が非製造業中心に堅調さを維持するなか、効率化・省力化等の設備投資は息長く続くことが見込まれるほか、東京オリンピック・パラリンピック後も大規模な公共事業や市街地再開発等が多数控えていることから、内需は腰折れせず、緩やかな拡大基調が続くと見てよいだろう。

他方、外需については、米中通商協議や米大統領選など引き続き不透明な要素が多いところだが、足元で幾つか観察されるようになってきた各国の製造業景況感の底打ちの兆候を踏まえれば、世界的な貿易量の回復を通じて日本の輸出も持ち直しに転じる可能性は相応に見込めよう。

以上を踏まえると、2019年度、2020年度の実質 GDP 成長率はそれぞれ前年度比+0.7%、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、懸案の米中通商摩擦に関しては、足元協議の続く部分合意の成否に関わらず、両者の間には根本的な対立が残り続けると予想されることから、企業・消費者マインドにとっては引き続き一定の重石となることは避けられないだろう。両国それぞれの国内事情（中国は国内景気情勢等、米国は大統領選等）も複雑に絡んで関係が緊張する展開となる場合は、上記見通しは相応に下振れする可能性を含んでいることには十分留意されよう。

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	0.7	0.7
個人消費	1.0	0.4	0.4	0.5
住宅投資	▲ 0.7	▲ 4.3	0.5	▲ 4.9
設備投資	4.6	3.5	1.5	1.2
在庫投資(寄与度)	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0
公的需要	0.6	▲ 0.1	2.6	1.4
純輸出(寄与度)	0.4	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.0
輸出	6.5	1.6	▲ 1.1	1.2
輸入	4.0	2.2	0.4	1.3
名目GDP	2.0	0.5	1.3	1.2
GDPデフレーター	0.1	▲ 0.2	0.6	0.5

(資料) 内閣府統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

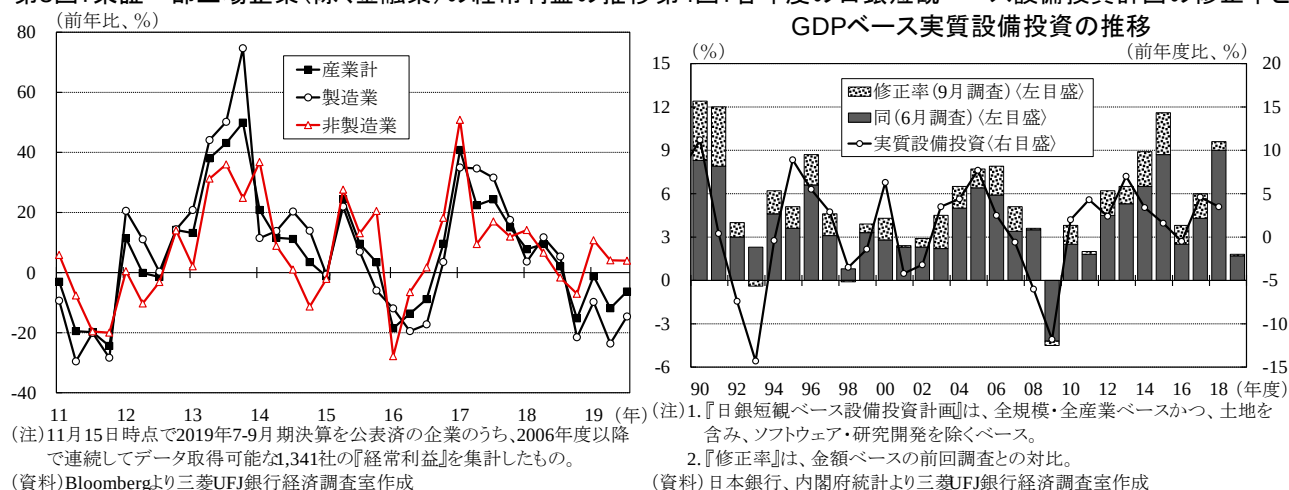
(1) 底堅い企業収益を背景に、企業の投資意欲は維持

7-9 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▲6.3%と、4 四半期連続で減益となった（次頁第 3 図）。もっとも、製造業が輸出鈍化等を受けて同▲14.6%と 4 四半期連続で減益の一方、非製造業は底堅い内需を背景に同+3.9%と 3 四半期連続で増益となるなど、製造業の不調を非製造業が補うという業種別の濃淡がはっきりする展開が続いている。

こうしたなか、同期の設備投資に目を転じると、前期比年率+3.5%、2 四半期連続の増加と小じっかりとした展開が続いている。外需鈍化等を受けて製造業を中心に慎重さが残るものの、省力化・効率化や情報化投資への意欲は引き続き維持されているとみられ、9 月調査の日銀短観における全規模・全産業ベースの設備投資計画（2019 年度分）でも前回調査比+0.1%ポイントと小幅ながら上方修正されている（第 4 図）。

先行きについても、国内分も含めた売上高が底堅いことや商品市況が比較的落ち着いていること、足元為替が企業の想定レートから大幅に乖離していないこと等を支えに、企業収益は底堅く推移すると見込まれ、設備投資の大きな制約になることは考えにくい。となれば、人手不足やデジタル化という大きな流れが続く中で、収益力や競争力を維持・改善する必要性から、先行きも企業は成長に必要な投資を進めていくものと見込まれよう。

第3図：東証一部上場企業（除く金融業）の経常利益の推移 第4図：各年度の日銀短観ベース設備投資計画の修正率と GDPベース実質設備投資の推移



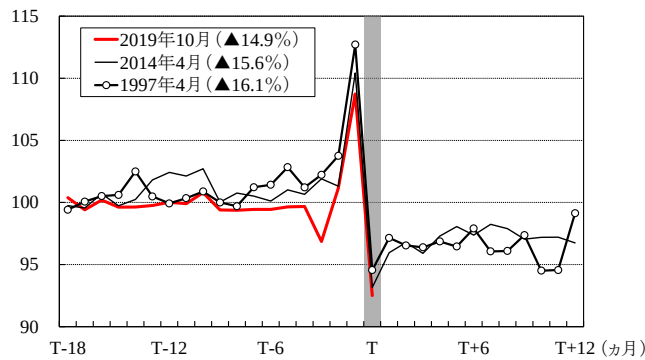
(2) 消費増税による個人消費への影響は限定的に

7-9 月期の実質雇用者報酬は前年比+1.1%と、製造業・非製造業ともにタイトな労働需給が続く中、統計が取得できる 1995 年以降で最長となる 18 四半期連続の増加となった。世界経済の減速を受け、製造業を中心に新規求人数は減少を続けているものの、労働需給が直ちに悪化するような状況には至っておらず、堅調な雇用・所得環境が個人消費を支える構図は維持されているといえる。

先行きの個人消費を占う上で重要となるのが 10 月に実施された消費増税の影響である。消費の駆け込みと反動減は一時的な景気の攪乱要因に、物価上昇による実質所得の低下は中長期的な消費の押し下げ要因にそれぞれなり得る。前者について、小売販売の動向を確認すると、9 月には駆け込みとみられる販売増が生じ、翌 10 月には台風の影響もあって大きな落ち込みが見られた。但し、過去の消費増税時には半年程度前から消費の盛り上がりが生じていたことを踏まえれば、今回の駆け込みの規模は控えめであり、今後の反動減も限定的となることが予想される（次頁第 5 図）。また、後者につき、消費増税前後の消費者物価上昇率を比較すると、軽減税率・教育無償化等の政策対応や企業の値下げ等から上昇幅の拡大は殆ど生じなかった（次頁第 6 図）。教育無償化の対象となるのは家計の一部に限られることに注意する必要はあるものの、2014 年の増税時に比べれば実質所得の

減少も限定的になるとみられる。低下を続けていた消費者マインドが 10 月以降持ち直しに転じ、今後改善が期待されることも踏まえれば、個人消費は一時的に軟化しつつも腰折れには至らず、緩やかな増加基調に復すると見込まれる。

第5図:実質小売販売の推移



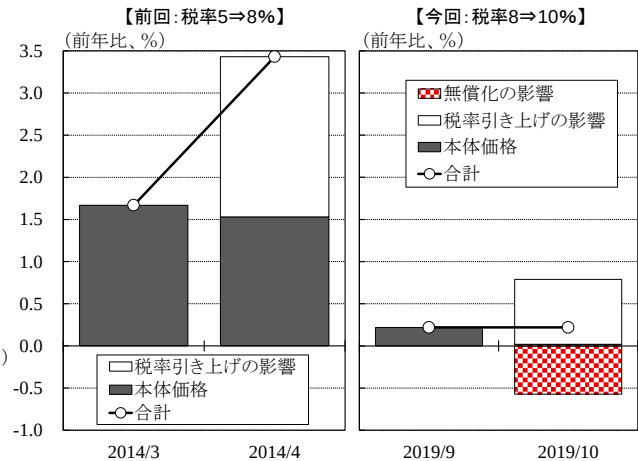
(注) 1. 実質化、季節調整は当室にて実施。実質化には消費者物価の財指数を用いた。

2. Tは増税月、T-18からT-16の平均値を100とした。

3. カッコ内はT-1からTの変化率を表す。

(資料) 経済産業省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図:消費増税前後の消費者物価の変動



(資料) 総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

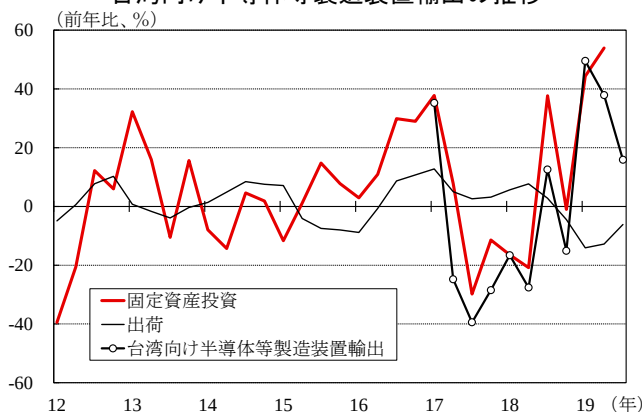
(3) 世界的な製造業調整の一巡に伴い輸出は底入れへ

グローバルに製造業の減速が続いてきたという今年の世界経済の展開に加え、来年に向け米中対立や米大統領選挙、英国の EU 離脱、中東情勢等海外には不透明な要因が依然多く残ることから、外需の先行きについては不安も残したままの年越しとなる。もっとも、海外の製造業の動向をみると、一部には底入れの兆しもみられるようになっている点には注目しておく必要がある。例えば、世界の製造業 PMI や半導体出荷額は今年に入り下げ止まりが確認されている。特に半導体に関しては、長引いた循環的反動減の一巡効果に加え、例えば世界随一の半導体生産能力を有する台湾の電子部品業が固定資産投資を伸ばしていることから、IoT 化や 5G 関連需要を見据えたと思われる積極的な動きが出てきたとみるべきであろう（次頁第 7 図）。半導体業界は広範な分野の川上に位置することも勘案すると、今後半導体セクターを始めとする世界の製造業の底打ちを受け、日本の輸出需要にもプラスの影響が及ぶ可能性は相応にあると考えられる。

また、中国向けの低迷が目立つ工作機械受注も、水準をみるとリーマンショック以降で最低レベルに近付いていることから、追加的なマイナスインパクトは限られるなかで循環的な回復を期待することができよう（次頁第 8 図）。

なお、来年については、東京オリンピック・パラリンピックに合わせたインバウンド需要も外需に貢献するとともに関連需要への波及効果を期待できよう。

第7図：台湾の電子部品業の固定資産投資、出荷と
台湾向け半導体等製造装置輸出の推移



(注)『出荷』の直近データは7、8月の平均値。
(資料)台湾経済部統計、財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第8図：工作機械受注の推移



(注)季節調整は当室にて実施。
(資料)日本工作機械工業会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

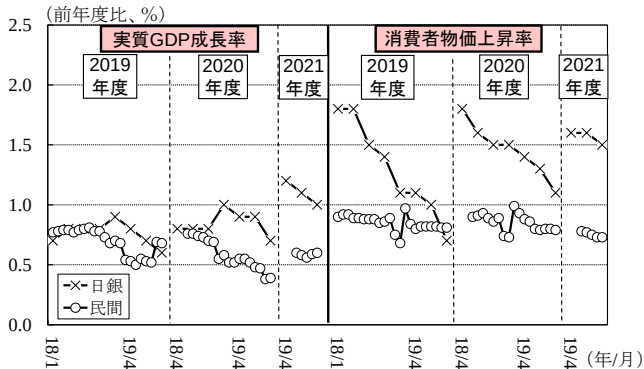
日銀は10月30-31日の決定会合でフォワードガイダンスの修正を行った。政策金利について、「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」としつつ、従来の「少なくとも2020年春頃まで」という時期への言及を削除したことで、現在の金融緩和を特定の期限を設けず当面継続することと将来的なマイナス金利深掘りの選択肢を引き続き温存することを示唆した。この前提となっている政策委員の大勢見通しを同時に公表された展望レポートで確認すると、国内経済では回復シナリオ自体は維持されたものの、景気、物価ともに全ての年で下方修正され（次頁第9図）、海外経済でも、「成長ペースの持ち直し時期がこれまでの想定よりも遅れる」と見通しを下方修正している。

11月11日公表の10月会合における「主な意見」から詳細を確認すると、まず、経済情勢では、海外経済減速の国内需要への波及は限定的とする声が多く見られた。また、物価については、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れは、「一段と高まる状況ではないものの、注意が必要」という見方が主流となっている。これを受け、金融政策運営では、フォワードガイダンスの見直しを検討する意見が多く掲載されているが、追加緩和に関する議論は前回会合から幾分トーンダウンしている様子も読み取れる。黒田総裁は会合後の同5日、名古屋における懇談会の挨拶でフォワードガイダンスについて言及し、「政策金利について『下方バイアス』があることを明確に」と述べたものの、「追加緩和手段を政策金利の引き下げに限定したわけではない」とも付言し、その時々々の経済・物価・金融情勢を踏まえた政策運営を行う方針を再確認した。これらを踏まえると、為替相場や海外情勢急変等のトリガーがない限り、マイナス金利深掘り等の大きな金融緩和に踏み切る判断には至らず、日銀は当面現状の緩和策を継続する可能性の方が高いと考えられる。

(2) 為替

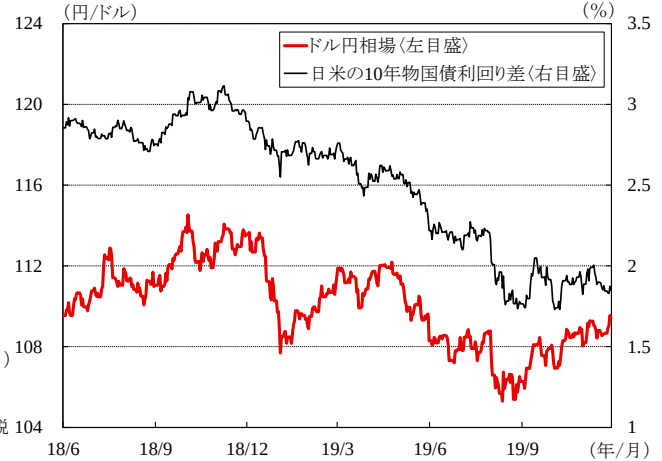
ドル円相場は、米国 FRB が 10 月の FOMC で 3 会合連続となる利下げを実施しつつも、今後暫くは様子見とするスタンスを示唆するなか、11 月は概ね 1 ドル 108～109 円台で推移してきた（第 10 図）。先行きも、日米金利差は概ね維持されると見込まれ、米国景気の相対的な堅調さはドル高要因であることも考慮すると、ドル円相場は現行水準で揉み合い、円高が一方向的に進行する状況には至らないと予想する。

第9図：実質GDP成長率と消費者物価上昇率の見通し



（資料）日本銀行、日本経済研究センター資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第10図：ドル円相場と日米10年物国債利回り差の推移



（資料）Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

（横田 裕輔、廣中 愛弓、芥子 和史）

日本経済・金融見通し

2019年7～9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、%）	▲ 0.6	2.2	▲ 2.0	1.5	2.0	1.8	0.2	▲ 2.3	0.7	1.5	1.7	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
個人消費	▲ 0.4	1.3	▲ 0.3	1.4	▲ 0.1	2.4	1.4	▲ 5.5	1.3	1.4	1.9	0.9	0.8	0.4	0.4	0.5
住宅投資	▲ 9.1	▲ 5.9	1.5	4.7	4.3	2.0	5.7	▲ 14.5	▲ 8.1	▲ 3.6	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 4.3	0.5	▲ 4.9
設備投資	2.0	14.1	▲ 12.2	13.3	▲ 1.5	2.8	3.5	▲ 3.6	1.8	2.1	1.6	1.4	1.3	3.5	1.5	1.2
在庫投資（寄与度）	▲ 0.7	▲ 0.4	1.1	0.0	0.3	▲ 0.2	▲ 1.2	0.4	0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	0.0
公的需要	0.2	▲ 0.8	▲ 1.4	1.7	1.4	5.6	2.4	2.0	1.6	1.2	1.2	0.8	0.6	▲ 0.1	2.6	1.4
うち、公共投資	▲ 2.9	▲ 4.3	▲ 9.7	▲ 3.8	7.4	8.8	3.4	4.8	3.2	1.4	1.2	▲ 0.8	▲ 2.0	▲ 4.0	4.2	1.6
純輸出（寄与度）	0.2	0.0	▲ 0.5	▲ 1.8	1.6	▲ 1.2	▲ 0.6	1.0	▲ 0.5	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.0
財貨・サービスの輸出	3.5	3.0	▲ 7.1	4.6	▲ 7.9	2.0	▲ 2.6	2.0	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6	▲ 1.1	1.2
財貨・サービスの輸入	2.4	3.1	▲ 4.9	16.2	▲ 15.6	8.8	0.9	▲ 3.7	4.5	1.6	1.4	1.2	1.2	2.2	0.4	1.3
名目GDP（前期比年率、%）	▲ 0.6	0.8	▲ 1.8	1.5	3.7	1.5	1.2	▲ 1.9	2.3	1.4	2.8	▲ 0.5	2.5	0.5	1.3	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	0.7	0.6	0.8	0.7	0.2	0.3	▲ 0.2	0.6	0.5
鉱工業生産（前期比、%）	▲ 0.9	0.8	▲ 0.7	1.4	▲ 2.5	0.6	▲ 0.6	▲ 1.1	0.6	0.9	0.7	▲ 0.6	▲ 0.3	0.3	▲ 1.8	0.8
国内企業物価（前年比、%）	2.5	2.6	3.1	2.3	0.9	0.6	▲ 0.9	0.4	1.3	1.4	1.0	0.6	0.6	2.2	0.4	0.9
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	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.4	0.5	0.8	0.7	0.6
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	816	856	▲ 70	▲ 91	139	▲ 405	18	▲ 286	▲ 100	▲ 234	▲ 179	▲ 678	▲ 217	696	▲ 773	▲ 1,309
経常収支（10億円）	4,967	5,439	4,667	4,299	4,705	4,920	4,853	4,607	4,798	4,674	4,734	4,240	4,706	19,243	19,178	18,353
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	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
円相場（円／ドル）	108	109	112	113	110	110	107	108	108	107	107	107	107	111	108	107

(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11月29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	2019年			2019年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.9	0.7	2.0 (0.9)	1.8 (0.9)	0.2 (1.3)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	1.8	0.8	▲ 0.5 (0.3)	0.5 (0.2)	0.3 (1.2)	▲ 0.7 (▲ 0.4)	0.2 (1.2)	0.0 (▲ 0.6)	1.5 (2.9)	
鉱工業生産指数	2.9	0.3	▲ 2.5 (▲ 1.7)	0.6 (▲ 2.3)	▲ 0.5 (▲ 0.8)	▲ 3.3 (▲ 3.8)	1.3 (0.7)	▲ 1.2 (▲ 4.7)	1.7 (1.3)	▲ 4.2 (▲ 7.4)
鉱工業出荷指数	2.2	0.2	▲ 2.1 (▲ 1.6)	1.0 (▲ 2.7)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	▲ 4.0 (▲ 4.9)	2.7 (1.9)	▲ 1.3 (▲ 4.5)	1.5 (2.2)	▲ 4.3 (▲ 7.1)
製品在庫指数	5.1	0.2	0.9 (0.2)	0.9 (3.0)	▲ 1.7 (0.9)	0.4 (3.0)	▲ 0.2 (2.5)	▲ 0.1 (2.6)	▲ 1.4 (0.9)	1.2 (2.5)
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	101.9	105.0	105.9 [104.3]	106.9 [104.0]	108.8 [105.0]	109.8 [104.2]	107.5 [105.5]	110.5 [104.4]	108.4 [105.2]	113.5 [105.1]
国内企業物価指数	2.7	2.2	▲ 0.8 (0.9)	0.4 (0.6)	▲ 0.6 (▲ 0.9)	▲ 0.6 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.6)	▲ 0.3 (▲ 0.9)	0.0 (▲ 1.1)	1.1 (▲ 0.4)
消費物价 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.7	0.8	▲ 0.2 (0.8)	0.4 (0.8)	▲ 0.1 (0.5)	▲ 0.1 (0.6)	0.1 (0.5)	0.1 (0.5)	▲ 0.1 (0.3)	0.2 (0.4)
稼働率指数 (2015年=100)	102.7	102.5	100.5 [102.2]	102.4 [103.3]	100.6 [101.9]	101.2 [101.5]	102.3 [101.3]	99.3 [102.8]	100.3 [101.7]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 0.8	2.8	▲ 3.2 (▲ 2.5)	7.5 (4.1)	▲ 3.5 (▲ 2.7)	13.9 (12.5)	▲ 6.6 (0.3)	▲ 2.4 (▲ 14.5)	▲ 2.9 (5.1)	
製造業	9.2	3.8	▲ 7.7 (▲ 8.0)	2.5 (▲ 8.5)	▲ 0.9 (▲ 10.2)	▲ 1.7 (▲ 7.1)	5.4 (▲ 9.4)	▲ 1.0 (▲ 17.4)	▲ 5.2 (▲ 4.4)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 7.8	2.1	▲ 0.3 (1.8)	13.1 (15.9)	▲ 7.3 (3.6)	30.5 (30.0)	▲ 15.6 (10.2)	▲ 8.0 (▲ 12.1)	2.6 (11.8)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	7.0	▲ 0.3	▲ 7.4 (▲ 6.9)	2.5 (▲ 6.6)	2.9 (▲ 0.3)	▲ 5.0 (▲ 6.2)	0.2 (▲ 3.2)	2.5 (▲ 7.0)	8.9 (8.1)	▲ 11.7 (▲ 11.8)
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)								
新設住宅床面積	(▲ 3.7)	(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								
平均消費性向 (実数、季調済、%)	71.7	69.2								
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.4	▲ 1.7								
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								
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.54	1.62								
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.7	2.4								
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	50.5	47.8								
企業倒産件数 (実数、件数)	8,367 (▲ 0.2)	8,110 (▲ 3.1)								

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	2019年			2019年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
通関輸出	10.8	1.9	(▲3.9)	(▲5.6)	(▲5.0)	(▲6.6)	(▲1.5)	(▲8.2)	(▲5.2)	(▲9.2)
価格	5.5	2.5	(1.2)	(0.7)	(▲2.8)	(▲1.2)	(▲3.1)	(▲2.4)	(▲2.9)	(▲5.0)
数量	5.0	▲0.6	(▲5.0)	(▲6.2)	(▲2.2)	(▲5.5)	(1.6)	(▲6.0)	(▲2.3)	(▲4.4)
通関輸入	13.7	7.2	(▲2.0)	(▲0.1)	(▲4.9)	(▲5.2)	(▲1.1)	(▲11.9)	(▲1.5)	(▲14.8)
価格	8.9	5.7	(▲0.2)	(0.0)	(▲7.1)	(▲2.0)	(▲7.3)	(▲6.2)	(▲7.7)	(▲9.2)
数量	4.4	1.4	(▲1.8)	(▲0.1)	(2.3)	(▲3.2)	(6.7)	(▲6.1)	(6.8)	(▲6.1)
経常収支(億円)	221,749	192,434	59,541	45,676	57,706	12,549	19,999	21,577	16,129	
貿易収支(億円)	45,396	6,963	2,141	▲16	▲225	7,662	▲745	509	11	
サービス収支(億円)	▲4,567	▲7,123	3,561	▲1,046	▲1,665	795	▲2,299	233	401	
金融収支(億円)	206,805	212,310	88,169	65,220	70,322	38,471	9,170	16,299	44,854	
外貨準備高(百万ドル)	1,268,287	1,291,813	1,291,813	1,322,279	1,322,581	1,322,279	1,316,452	1,331,583	1,322,581	1,324,468
対ドル円レート(期中平均)	110.80	110.88	110.17	109.85	107.30	108.06	108.22	106.27	107.41	108.12

3. 金融

	2017年度	2018年度	2019年			2019年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	6月	7月	8月	9月	10月
無担保コール翌日物金利	▲0.050	▲0.062	▲0.054 [▲0.048]	▲0.060 [▲0.065]	▲0.059 [▲0.063]	▲0.063 [▲0.071]	▲0.071 [▲0.070]	▲0.046 [▲0.059]	▲0.059 [▲0.059]	▲0.022 [▲0.060]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.065	0.062	0.037 [0.078]	0.049 [0.084]	0.022 [0.077]	0.049 [0.078]	0.049 [0.091]	0.009 [0.091]	0.009 [0.050]	0.009 [0.050]
新発10年国債利回り	0.045	▲0.095	▲0.095 [0.045]	▲0.165 [0.030]	▲0.215 [0.125]	▲0.165 [0.030]	▲0.160 [0.060]	▲0.280 [0.110]	▲0.215 [0.125]	▲0.150 [0.130]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.817	0.751	0.751 (▲0.008)	0.749 (▲0.002)	0.738 (▲0.011)	0.749 (▲0.004)	0.747 (▲0.002)	0.746 (▲0.001)	0.738 (▲0.008)	0.741 (0.003)
日経平均株価 (225種、末値)	21,454	21,206	21,206 [21,454]	21,276 [22,305]	21,756 [24,120]	21,276 [22,305]	21,522 [22,554]	20,704 [22,865]	21,756 [24,120]	22,927 [21,920]
M2平残	(3.7)	(2.7)	(2.3)	(2.5)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.5)
広義流動性平残	(3.1)	(1.9)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(2.1)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.8)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.1)	(2.3)	(2.3)	(2.1)	(2.0)	(2.0)
貸出残高 (平残)										
銀行計	(2.8)	(2.2)	(2.4)	(2.6)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
都銀等	(2.0)	(1.0)	(1.6)	(2.4)	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(2.1)	(2.1)	(2.0)
地銀	(3.6)	(4.3)	(4.1)	(5.1)	(4.3)	(4.6)	(4.4)	(4.3)	(4.3)	(4.4)
地銀Ⅱ	(3.0)	(▲0.4)	(▲0.8)	(▲6.6)	(▲5.7)	(▲5.6)	(▲5.7)	(▲5.7)	(▲5.7)	(▲5.7)
信金	(2.7)	(2.1)	(1.7)	(1.4)	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(1.2)	(1.0)	(1.0)
3業態計	(4.2)	(3.4)	(3.1)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.1)	(2.3)	(2.5)	(2.6)
実質預金 +CD (平残)										
都銀	(5.9)	(4.9)	(4.7)	(3.5)	(3.1)	(3.1)	(2.7)	(3.1)	(3.4)	(3.6)
地銀	(2.5)	(2.7)	(2.3)	(3.4)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.2)
地銀Ⅱ	(2.1)	(▲1.3)	(▲2.0)	(▲6.2)	(▲5.4)	(▲5.4)	(▲5.4)	(▲5.4)	(▲5.5)	(▲5.5)

(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

～米中通商摩擦の再激化リスクは燦るも、景気は堅調に推移する見込み～

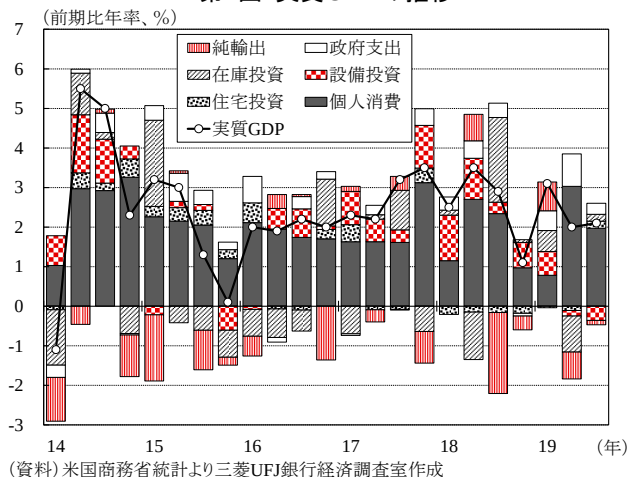
1. 米国経済の概況

7-9 月期の実質 GDP 成長率（改定値）は前期比年率+2.1%と、前期（同+2.0%）から小幅に加速した（第 1 図）。設備投資は、鉱業関連の構築物投資や航空機関連の機器投資が大きく減少したことを受け、前期からマイナス幅が拡大したが、個人消費は同+2.9%の伸びと、前期（同+4.6%）からは鈍化しつつも、今次景気拡大局面下の平均（同+2.4%）を上回る高い伸びを確保した。また、住宅ローン金利の低下により住宅投資も7 四半期ぶりにプラス成長となる等、総じてみれば堅調な成長が続いているといえよう。直近数年の成長率の推移を概観すると、大規模な減税や連邦支出の拡大等を受け 2018 年は切り上がって推移した後、2019 年はその押し上げ効果が剥落しつつも年率+2%弱とみられる潜在成長率を上回るペースで推移している。

足元の経済情勢をみると、雇用や賃金は幾分鈍化しつつも底堅い増加基調を維持していることが確認でき、史上最長の景気拡大記録を更新中なのは間違いない。ただ、9 月に発動した対中関税措置の影響で、同月の対中輸出入額のマイナス幅は拡大しており、12 月 15 日に発動予定の関税措置が実施された場合には更なる下押しは避けられないとみられる。米中通商協議については 10 月中旬に発表された第 1 段階の「暫定合意」以降、一時的な妥結への期待感が高まっていたが、足元では第 1 段階の「正式合意」に向けた交渉が難航していると報じられており、更に香港情勢の激化やそれを受けた米国議会の対中感情の悪化、香港人権・民主主義法案へのトランプ大統領の署名実施等を踏まえると、通商協議のみならず米中関係全般に再び不透明感が強まったと判断せざるを得ない。

金融面に目を転じると、金融政策では、景気の不透明感を主な理由として FRB が 7 月以降の FOMC で予防的な連続利下げに動いたが、3 回目の利下げとなった 10 月の会合では今後の利下げ打ち止めを示唆した。株式相場は、米中協議の展開による振れはあるもの

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	▲ 1.7	1.4
設備投資	6.4	2.2	0.9
在庫投資(寄与度)	0.1	0.2	▲ 0.0
政府支出	1.7	2.2	1.3
純輸出(寄与度)	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	3.0	▲ 0.0	1.0
輸入	4.4	1.6	1.6
名目GDP	5.4	4.1	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

の7月以降の利下げを好感して過去最高値圏で推移、他方、長期金利は、一時追加利下げを大きく織り込んだものの、9月上旬を底に期待を修正する形で上昇する動きが続いている。

2. 先行きの見通し及びそのキーポイント

2020年の米国経済を見通すにおいてまず留意すべきは、外には米中関係の帰趨、内には大統領選挙という変数である。このうち後者については、現在ウクライナ疑惑に関する大統領弾劾手続が議会で進行しており、共和党が過半数を占める上院で最終的に弾劾が成立する可能性は低いとしても、仮に下院で弾劾決議案が可決され、上院での弾劾裁判が開始されれば選挙戦に何らかの影響を与えることは考えられる。この場合、政権交代がありうるという予想が市場参加者に広がると、現行政策の継続性に対する懸念や大企業に厳しい民主党候補の公約への警戒等から金融市場に動揺が走るリスクも否定はできない。

もっとも、現時点ではそうしたリスクはテールリスクとし、また後述の通り米中通商摩擦の景気への追加的下押し圧力も限界的なものになると仮定すると、引き続き米国経済は、GDPの約7割を占める個人消費の動向が鍵を握る状況にある。この点、個人消費のベースとなる雇用者報酬は、その構成要素である雇用者数および賃金の底堅い増加に支えられる形で安定的に推移している。したがって、米国経済は来年にかけても個人消費が牽引する形で潜在成長率程度の拡大ペースを確保する蓋然性が最も高いだろう（前頁第1表）。実質GDP成長率は2019年が前年比+2.3%で着地したのち、ゲタの関係でやや鈍化するものの、2020年も同+1.9%と底堅く推移するものと予想する。

金融政策については、10月FOMC後の記者会見でパウエル議長が「今後入手されるデータが見通しに沿っている限り、現在の政策スタンスは引き続き適切である可能性が高い」と発言する等、FRBは当面金利を据置くことを示唆しているが、来年にかけて経済全体が引き続き緩やかな成長を続ける一方で大統領選挙が本格化するなかでは、上にも下にも政策変更する機運は生じにくいとみられ、金利は現行水準で維持されると予想する。但し、第1段階の正式合意に向けた交渉が決裂するなど米中通商摩擦が再激化し経済の先行き不透明感が強まる場合は、7月以降の予防的利下げ時と同様に更なる利下げに踏み切る可能性は排除されまい。

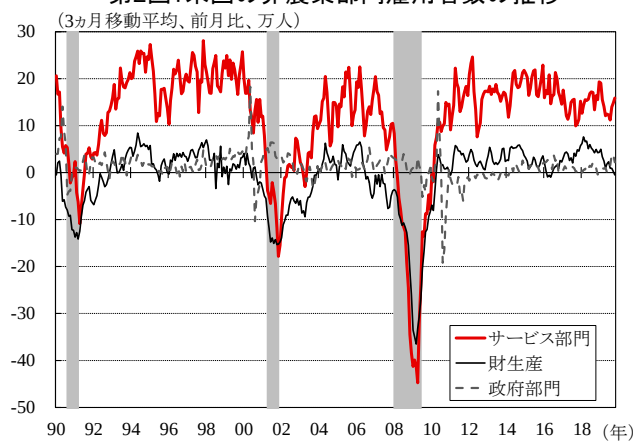
(1) 底堅い増加を続ける所得を背景に堅調さを保つ個人消費

足元の雇用環境を確認すると、足元10月の非農業部門雇用者数は前月比+12.8万人と前月から鈍化したものの、8、9月の実績が大幅に上方修正されたことや、10月の実績にはGMストライキの下押し影響（約5万人程度の下押し影響とみられる）が含まれていたことなどを踏まえると、雇用は景気拡大期間が過去最長を更新する中でも、依然として底堅いペースで増加していると評価できる。

非農業部門雇用者数を部門別に分解すると、財生産部門の伸びは大きく鈍化している一方、雇用者数全体の7割を占めるサービス部門は増加ペースが若干切り下がったものの依

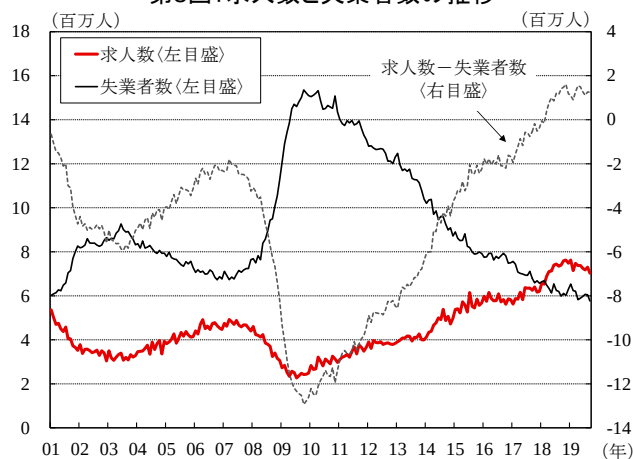
然として底堅さを維持しており、サービス部門の雇用吸収力の高さを窺わせる（第2図）。実際、米国では求人数が失業者を上回る状況が続くなど、企業の求人需要は依然歴史的な強さを保っている（第3図）。

第2図：米国の非農業部門雇用者数の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期。
(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：求人数と失業者数の推移

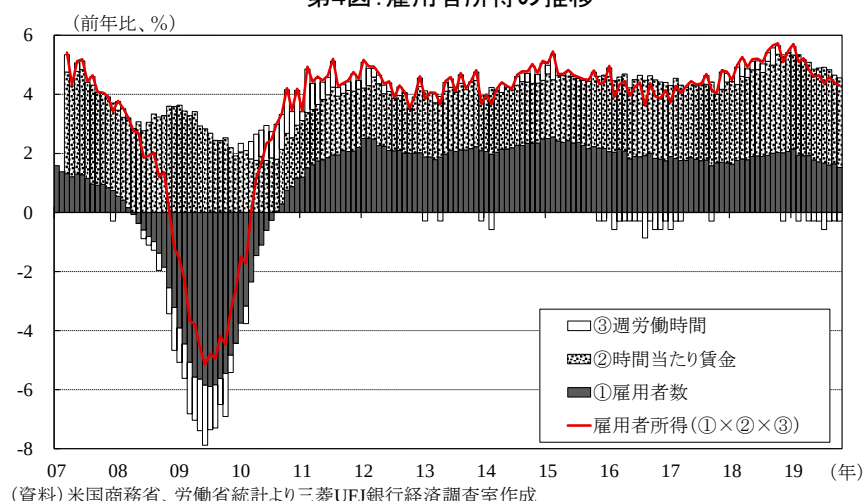


(資料) 米国労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

また、賃金上昇率は、昨年8月以降1年以上年率+3%を越える高い水準で推移しており、11月27日に公表された地区連銀経済報告（ページブック）の「大半の地域で緩やかな賃金上昇が続いている」との報告も踏まえれば、賃金の底堅い上昇が続くことも期待できる。したがって、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%程度、実質で同+3%程度での増加が続く公算が大きい（第4図）。

こうした堅調な雇用者所得の伸びを受け、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。

第4図：雇用者所得の推移



(資料) 米国商務省、労働省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2) 米中通商摩擦の動向

米中対立は足元通商摩擦の形で最も多くの注目を集めているが、その根底には安全保障問題や技術覇権争いの問題があるため、当面抜本的な解決が図られる可能性は小さいとみるべきであろう。この点、10月10-11日の米中閣僚級協議後にトランプ大統領が「第1段

階の合意に達した」と発言したことから、通商問題に関しては一時的に妥結に至るとの期待も一部に高まっているのも事実である。しかし、足元の香港情勢の激化を受け、香港の一国二制度が機能しているかを毎年検証すること等を定める「香港人権・民主主義法案」が11月下旬に米国議会両院でほぼ全会一致で可決され、同月27日にはトランプ大統領が署名を実施、これに対し中国及び香港政府が「本法律が内政干渉に当り、非常に遺憾である」との声明を即座に発表するなど、緊張が急速に高まりつつある。第1段階の正式合意ですら双方にとって容易ではない状況が浮き彫りになり、また仮に何らかの政治的成果を望む双方の利害一致から第1段階の正式合意が成立したとしても、根本的に両国関係が改善に向かうと期待するのは難しいだろう。正式合意が成立した場合でも、「追加関税の段階的な撤廃」（中国側の報道官発言）にまで至る可能性は小さく、12月15日に予定の関税措置が延期される程度に止まるのではないだろうか。

但し、米中対立が続くということは、それに伴う景気への新規のマイナス影響が毎年追加的に発生するということを経済主体が必ずしも意味しないことには注意が必要である。対立構図が双方の当局者で「管理」され、更にエスカレーションする展開を避けられるのであれば、経済主体が米中対立をニューノーマルとして認識する織り込み効果や前年比等での影響が一巡するベース効果などから、景気への下押し圧力は徐々に中立化する展開になるものと考えられる。

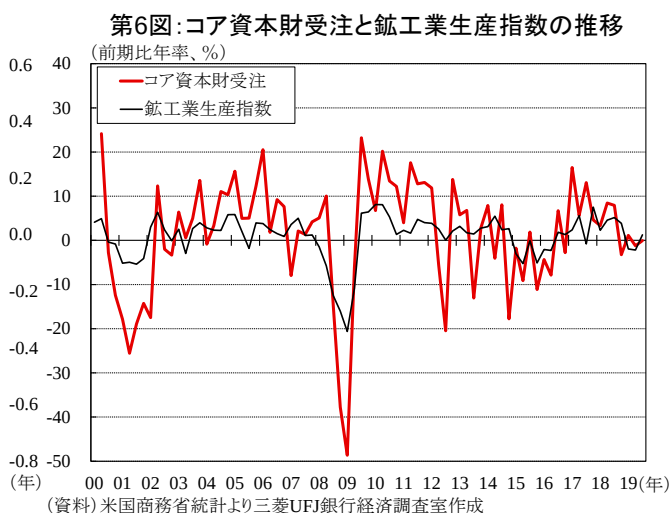
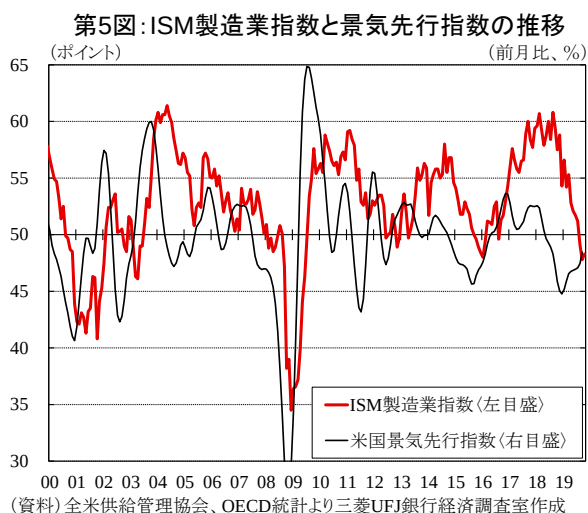
(3) 設備投資の先行き

設備投資は足元2四半期連続で減少しており、その背景には米中通商摩擦の激化に伴う先行き不透明感の強まりや世界経済の成長鈍化、製造業の循環要因等が考えられる。ただ、各種指標等を確認すると、足元持ち直しの兆しが確認できる。

ISM製造業指数とOECDが公表する米国の景気先行指数を並べてみると、景気先行指数がISM製造業指数に半年から1年程度先行していることがわかるが（次頁第5図）、米国の景気先行指数の伸び率は昨年末に底打ちしていることは特筆される。これは、株価や住宅指標、耐久財新規受注、製造業信頼感指数といった指標が改善に転じているためとみられるが、それらを踏まえると早晩ISM製造業指数の底入れも視野に入ったものと想定される。また設備投資に先行するコア資本財受注（航空機を除く非国防資本財）は2017年初頃からは伸び率が鈍化していたが、直近3四半期は略横這いと伸び率の低下は止まっている（次頁第6図）。鉱工業生産指数も、1-3月期、4-6月期と2四半期連続で前期比マイナスの伸びを記録していたものの、7-9月期には前期比年率+1.4%とプラス圏に戻っている。こうした持ち直しの動きは11月の地区連銀経済報告の「前回の地区連銀経済報告公表時（10月）よりも、多くの地区が製造業の活動拡大を報告した」という記述とも整合的といえよう。

金融面では、FRBが7月から3会合連続で利下げを実施しており、緩和的な金融政策が設備投資の持ち直しを後押しすることが考えられる。米中通商摩擦については依然不透明な状況が続いているものの、前述の通り米中対立の長期化は既に経済主体の予想に織り込

まれつつあるとみるべきだろう。企業によるグローバル・サプライチェーン変更がどの程度インパクトを持つかはなおも予想が難しいものの、米中対立が米国国内の設備投資に及ぼす下押し圧力は次第に中立化してくることが期待できよう。



3. 金融政策と長期金利

FRBは7月末に開催されたFOMCで、2008年12月以来10年7ヵ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%）を実施後、9月、10月のFOMCでもそれぞれ▲0.25%ポイントの利下げを実施し、足元FF金利誘導目標は1.50～1.75%となっている。

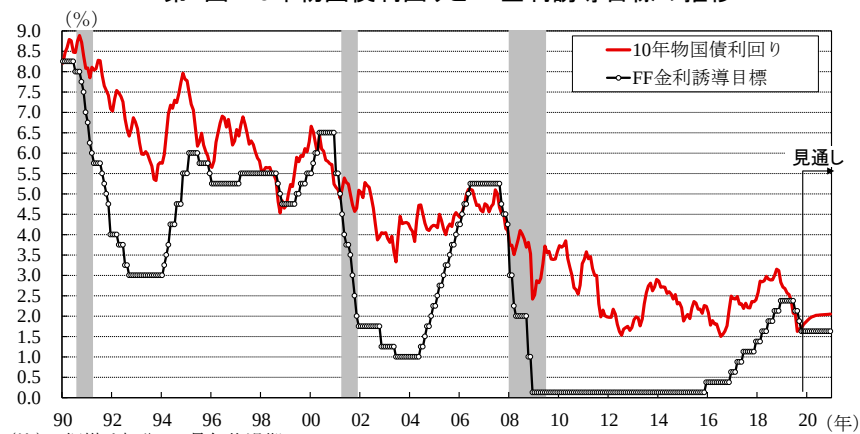
一方、直近10月FOMCの声明文では、7月時点では記載されていた「持続的な経済活動の拡大等に向け、適切に行動する（act as appropriate）」との政策運営スタンスが「情報を引き続き注視する（continue to monitor）」に変更され、10月FOMC後の記者会見でパウエル議長も「今後入手されるデータが見通しに沿っている限り、現在の政策スタンスは引き続き適切である可能性が高い」、「見通しに対して重要な再評価を促す進展があれば、それに沿った対応をする」等と発言するなど利下げの打ち止めを示唆する形となった。

金融政策を改めて長めに振り返ると、FRBは2015年末から息の長い利上げを続けたわけだが、昨年末の金融市場の動揺を踏まえて様子見姿勢に転じ、さらに年央以降は、世界景気減速の米国への波及の可能性、米中通商摩擦の激化、低インフレ率等を踏まえ、予防的利下げを実施し、先行した利上げ分のうち0.75%ポイント分を相殺する形となった。その上で、現行水準を「適切」としているということは、実質的に中立金利の再評価を行っているとも考えられ、やはり当面政策金利を上方向にも下方向にも動かす判断は行わないだろう（次頁第7図）。

但し、大きな経済的ショックをもたらすイベントがあれば話は変わってくる。足元香港人権・民主主義法案の成立を受けて、貿易赤字、技術覇権、安全保障に加えて人権問題での対立も米中通商交渉に波及する可能性が取り沙汰されている。第1段階の「正式合意」に向けた交渉の決裂、12月15日の対中関税措置の予定通りの発動、それに対する中国側

の対抗措置、あるいは香港情勢の激化とそれに対する米中の対応等、米中間だけでもダウンサイド・リスクは多く、これらが顕在化する場合は、7月以降の予防的利下げ時と同様に、足元様子見姿勢に転じているFRBが更なる利下げに踏み切る可能性は否定できない。

第7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

(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	2.1	2.0	1.9	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	4.6	2.9	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	▲ 3.0	5.1	1.8	1.0	0.9	0.9	0.9	▲ 1.5	▲ 1.7	1.4
設備投資	8.8	7.9	2.1	4.8	4.4	▲ 1.0	▲ 2.7	1.0	1.5	2.0	2.1	2.1	6.4	2.2	0.9
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	0.2	▲ 0.0
政府支出	1.9	2.6	2.1	▲ 0.4	2.9	4.8	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.7	2.2	1.3
純輸出（寄与度）	0.0	0.7	▲ 2.1	▲ 0.4	0.7	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	0.8	5.8	▲ 6.2	1.5	4.1	▲ 5.7	0.9	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	3.0	▲ 0.0	1.0
輸入	0.6	0.3	8.6	3.5	▲ 1.5	0.0	1.5	1.2	2.0	1.9	1.9	1.8	4.4	1.6	1.6
国内民間最終需要	2.5	4.3	3.0	1.8	1.6	3.3	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	3.4	2.4	2.2
名目GDP（前期比年率、％）	5.0	7.1	4.8	2.9	3.9	4.7	3.8	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	5.4	4.1	4.0
鉱工業生産（前期比年率、％）	2.3	4.6	5.2	3.9	▲ 1.9	▲ 2.3	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	2.0	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	2.9	1.8	1.8
消費者物価（前年比、％）	2.2	2.7	2.6	2.2	1.6	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.4	1.8	2.0
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 2,207	▲ 2,064	▲ 2,279	▲ 2,323	▲ 2,167	▲ 2,233	▲ 2,214	▲ 2,260	▲ 2,167	▲ 2,233	▲ 2,214	▲ 2,260	▲ 8,873	▲ 8,973	▲ 9,073
経常収支（億ドル）	▲ 1,140	▲ 1,073	▲ 1,257	▲ 1,439	▲ 1,362	▲ 1,282	▲ 1,249	▲ 1,280	▲ 1,310	▲ 1,341	▲ 1,371	▲ 1,401	▲ 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	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75	1.50-1.75	2.25-2.50	1.50-1.75	1.50-1.75
3ヵ月物ユーロドル金利（％）	1.9	2.3	2.3	2.6	2.7	2.5	2.2	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	2.3	2.3	1.6
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	2.0	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

～域内外にリスクを抱えつつも個人消費を中心に内需が景気を下支え～

1. ユーロ圏

(1) 景気の概況

ユーロ圏の 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と前期並みの弱めの伸びに止まった。前期同様個人消費を中心とする内需が景気を下支えしつつも、製造業や外需の弱さが依然成長の頭を押さえているといえ、主要国別にも明暗が分かれる結果となった。即ち、フランスはユーロ圏の平均を上回る同+0.3%と民間内需に支えられ前期並みの伸びを確保する一方、イタリア、ドイツはともに同+0.1%とほぼ横這い圏の推移となった。なお、2 四半期連続のマイナス成長が懸念されていたドイツはかろうじて景気後退入りを回避した形であるが、依然成長ペースは弱いと評価せざるを得ない（第 1 表）。

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	7-9	
ユーロ圏	0.4	0.4	0.2	0.2	0.4	0.2	0.2	2018年 (実績)
ドイツ	0.1	0.4	▲ 0.1	0.2	0.5	▲ 0.2	0.1	2019年 (見通し)
フランス	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	2020年 (見通し)
イタリア	0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	
英国	0.1	0.5	0.6	0.3	0.6	▲ 0.2	0.3	

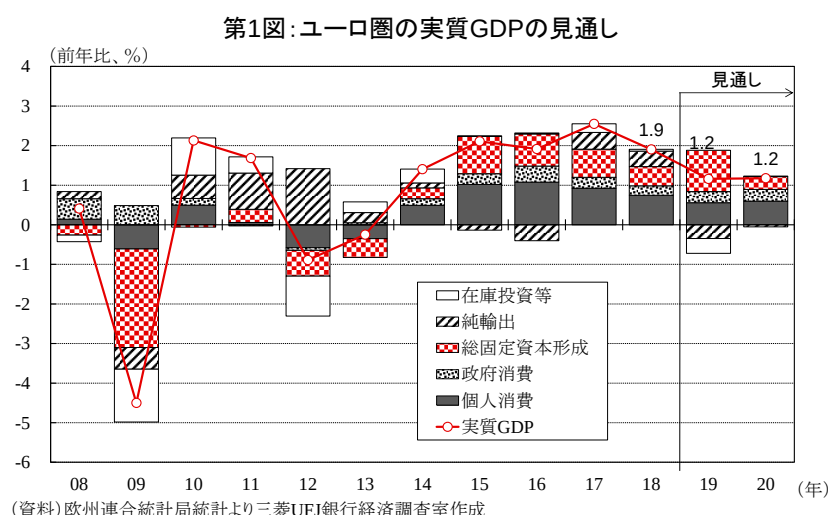
(資料) 欧州連合統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

もう少し長めの時間軸でみた場合、ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、2018 年後半以降の 5 四半期のうち今年 1-3 月期を除いた 4 四半期が前期比+0.2%と不冴えな伸びとなっている。この背景には、域外景気の鈍化に伴う外需鈍化や、2017 年末から 2018 年初をピークとした製造業サイクルの下降トレンドが一義的に挙げられる。まず、輸出については、当初の EU 離脱期限（3 月末）を控えた英国向け輸出の駆け込み大幅増の反動を受けて減少した 4-6 月期を除けば、総じて底堅く推移しているものの、伸びは鈍化基調にあり、2017 年後半のような力強さはみられない。また、代表的な経済指標である鉱工業生産の推移を改めて国別に確認すると、取り分け弱さが目立つのは域内最大の工業国であるドイツであり、特に自動車産業の落ち込みが激しい。この点、ドイツの自動車生産のうち 4 分の 3 程度を占める自動車輸出の動向をみると、世界最大の自動車市場である中国向けはそれほどの低迷をみせておらず、むしろ欧州向けの減少が自動車輸出全体を押し下げる格好となっている。これは、欧州債務危機後の自動車ペントアップ需要の一巡や、在庫調整に加え、EU の環境規制厳格化等、域内の複合的な要因が自動車産業に大きな影響を与えているとみられる。とりわけ環境規制については、ドイツの 4 都市の一部地域で既に旧排ガス規制レベルのディーゼル車の走行が禁止され、ドイツ以外の EU 主要都市でもディーゼル車の乗入禁止が今後予定されているほか、2020 年には EU 内で新燃費規制の導入も決定されるなど厳格化のテンポが上

がっている。これら環境規制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はやはり否定できない。

(2) 先行きの見通し及びそのキーポイント

製造業の低迷が長期化し、欧州域内外の様々な懸念材料も燦り続けるものの、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、底堅い民間内需が経済全体の緩やかな拡大を支える構図は維持されるとみられる。加えて、主要国では政府支出の拡大による下支えも見込まれる。実質 GDP 成長率は、今年は前年比+1.2%で着地した後、ゲタの影響もあり 2020 年も同+1.2%と潜在成長率（同+1%台半ば）を下回る成長ペースになると予想するが（第 1 図）、年後半には製造業の回復を受けて、緩やかに成長率が拡大していく展開になるとみられる。



① 製造業・設備投資の動向

ユーロ圏の製造業生産低迷の背景には、外需鈍化や環境規制厳格化による自動車産業への影響のほか、在庫調整の進行が考えられる。実際、足元の在庫 DI は、英国の EU 離脱問題に伴う在庫積み増しもあって欧州債務危機時を超える水準まで悪化しており、こ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。但し、来年には英 EU 離脱を巡る不透明感が緩和されるとみられることや、在庫 DI の過去の循環的な動きを踏まえると、徐々に当該負の影響は和らいでくるとみられ、来年半ばには景気へのインパクトは限定的になると考えられる（次頁第 2 図）。

自動車産業の低迷についても、ドイツの自動車産業の景況感をみると自動車生産の 4 分の 3 を占める輸出の期待指数に底打ちの兆しがみられる（次頁第 3 図）。また、各種業界予想を踏まえると来年には欧州の新車需要も下げ止まるとみられることに加え、昨年後半以降の生産減の反動も見込まれるため、自動車生産は底入れし、徐々に持ち直していくとみられる。但し、その回復ペースは環境規制が重石となり、緩慢なものとなろう。

設備投資については、生産の弱さが長期化するなか、足元設備稼働率は低下傾向にある（次頁第 4 図）。企業の設備投資に係る資金需要も前期比横這いを示唆する水準に低下し

ていることから、当面設備投資の鈍化は避けられまい。ただ、自動車産業の底入れや在庫調整局面の解消が見込まれることに加え、世界製造業 PMI に足元で底打ちの兆しがみられることから、来年にはユーロ圏外需も持ち直すとみられ、生産活動は緩やかに回復し、設備逼迫感も徐々に高まろう。加えて、後述の通り英国の EU 離脱を巡る不透明感が緩和されるとのメインシナリオを前提とすれば、来年以降設備投資は緩やかな拡大基調を取り戻す公算が高いとみられる。

第2図：ユーロ圏の鉱工業生産と製造業在庫DIの推移



(注) 製造業在庫DIは逆目盛

(資料) 欧州連合統計局、欧州委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：ドイツ自動車産業の鉱工業生産と景況感の推移

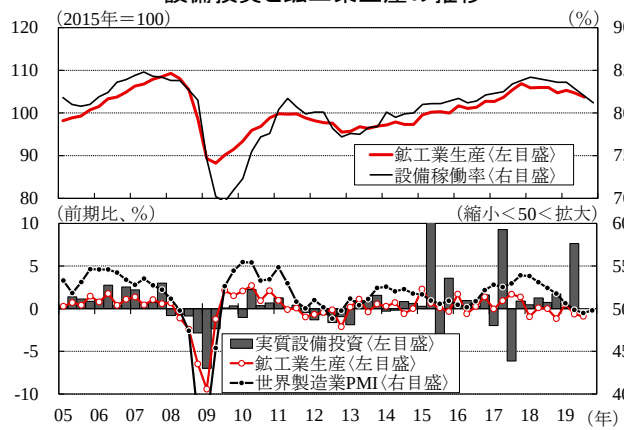


(資料) 欧州連合統計局、Ifo経済研究所統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

② 個人消費の動向

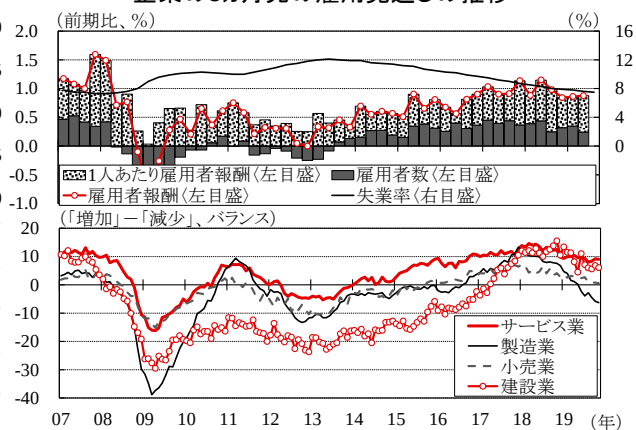
最大の需要項目である個人消費を取り巻く環境をみると、失業率が世界金融危機前の水準近くまで低下するなか、企業の雇用見通しも全就業者数の4分の3程度を占めるサービス業を中心に高水準を維持している（第5図）。1人あたり雇用者報酬の伸びも依然堅調で、消費者マインドも高水準を維持していることをみても、景気鈍化の影響が雇用・所得環境に打撃を与えている様子は窺えない。従って、引き続き良好な雇用・所得環境は維持され、個人消費の拡大、ひいては景気の拡大基調を支える構図は持続可能とみてよからう。

第4図：ユーロ圏の鉱工業生産と設備稼働率、設備投資と鉱工業生産の推移



(資料) 欧州連合統計局、欧州委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5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



(資料) 欧州連合統計局、欧州委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

③ 引き続き残る不透明要素

ユーロ圏景気は一部に底入れ感がみられるものの、下方リスクも数多い。まず、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あるいは米 EU の通商摩擦等、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、12 月 12 日の英議会総選挙の結果次第では英国の EU 離脱を巡る情勢が再び混乱に向かう可能性もあるほか、米中通商交渉についても一時的な妥結に至るとの期待が一部にみられる一方で再激化する蓋然性も十分に考えられる。これら情勢の悪化は、当然関係国経済及びユーロ圏外需の腰折れに繋がりがかねない。

また、欧州の政局不安も依然燻っている。たとえばドイツでは、欧州議会選挙で大敗を喫した連立与党の社会民主党（SPD）が、その後複数の州議会選挙でも敗北を続けており、SPD の連立政権離脱観測は依然消えていない。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。

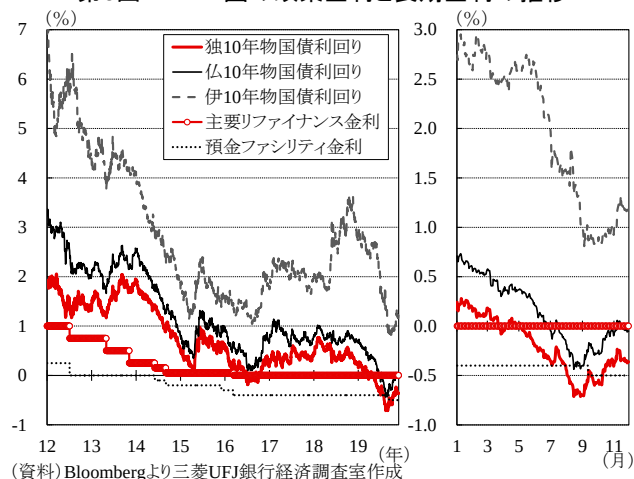
④ 金融政策の展望

欧州中央銀行（ECB）は 9 月 12 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依然ダウンサイドに傾斜している。これらリスクは主に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に関係している」という景気認識を示した上で、マイナス金利の深掘り（預金ファシリティ金利を▲0.4%から▲0.5%に引き下げ）や、月間 200 億ユーロに上る資産購入プログラムの再開等、大規模な追加金融緩和パッケージを打ち出した。しかし、追加緩和余地が乏しいとみられるなか、これら大規模な緩和策の導入を決定したことで、却って政策運営の手詰まり感を印象付ける結果となった。実際、9 月の政策理事会以降、ドラギ前総裁をはじめとする複数の ECB 高官から財政政策の重要性を訴える発言が相次いでいることなどを受け、足元では金融市場の追加緩和期待が急速に後退している（次頁第 6 図）。

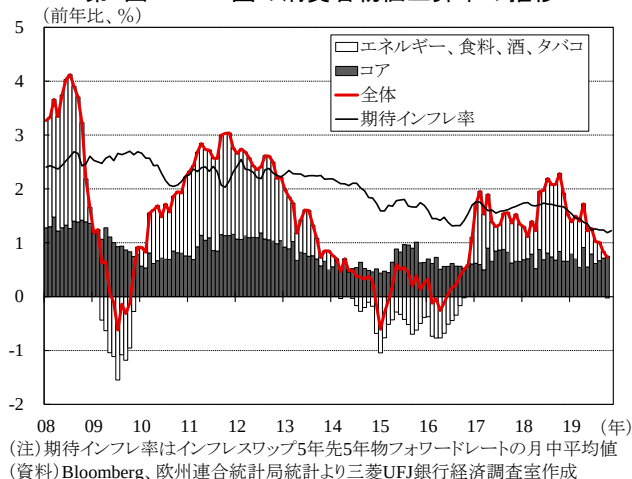
11 月に就任したラガルド総裁体制下での金融政策を展望すると、引き続き緩和的運営が維持されるとみられるが、政策の手詰まり感が窺えるなか、更なる利下げには慎重な姿勢を示すと考える。ユーロ圏でも中銀預金金利の階層化による域内銀行へのマイナス金利副作用緩和策が導入されたものの、依然マイナス金利の副作用が意識されているところでもある。また、ドラギ前総裁が「過大評価の緩やかな兆候がある」と言及したように、一部の国で住宅価格が歴史的な高水準に上昇している点も、追加緩和を検討するにあたり懸念材料となろう。更に、9 月の政策理事会議事要旨からは大規模な政策パッケージの導入について、複数の ECB 理事が反対姿勢を示していたことが確認されているため、更なる追加緩和に踏み切ることは容易ではなかろう。他方、足元の物価上昇率は前年比+0.7%と低迷しており、期待インフレ率も低水準での推移が続いている（次頁第 7 図）。足元のインフレ率低迷は昨年後半の原油価格上昇によるところが大きく、エネルギーや食料品を除いたコアベースでのインフレ基調は安定しているものの、今後見込まれるユーロ圏景気の

拡大ペースは、ECB の物価目標（前年比+2%）に接近する物価上昇をもたらすほど強くはない。従って、少なくとも 2020 年中は利上げへの方針転換も想定しづらく、政策金利は据置かれると予想される。

第6図：ユーロ圏の政策金利と長期金利の推移



第7図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



2. 英国

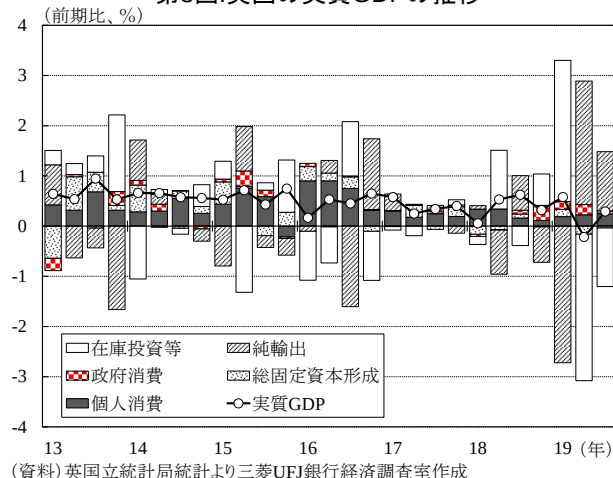
英国の 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.3%と 2 四半期ぶりにプラス成長を確保した（次頁第 8 図）。EU からの離脱を巡る不透明感などを受け、総固定資本形成は同▲0.2%と引き続き冴えなかったものの、良好な雇用・所得環境を背景に個人消費が同+0.8%と堅調な伸びを維持し、景気を支えた。

足元の家計の所得環境を確認すると、名目賃金が 9 月に前年比+3.6%と高い伸びを維持し、ポンド安の一服などから物価の伸びも落ち着くなか、実質賃金は同+2%程度で安定的に増加している（次頁第 9 図）。失業率も 7-9 月期に 3.8%と引き続き歴史的な低水準にある。こうしたなか、消費者マインドも概ね底堅さを保っており、個人消費の足腰はしっかりしている。

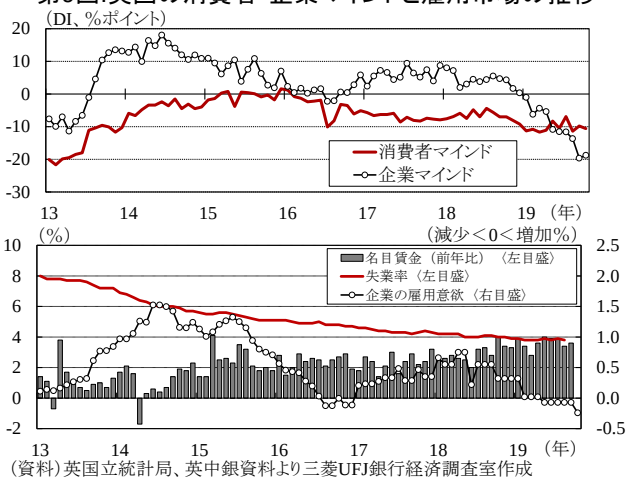
他方、企業部門は、2016 年の EU 離脱を問う国民投票後、投資マインドが趨勢的に低下してきたが、特に足元では、生産能力の逼迫度合いに関する企業の見方が急速に和らいでおり、投資に対する慎重姿勢が一段と鮮明化してきた（次々頁第 10 図）。さらに、企業の雇用姿勢にも慎重化の兆しが見えはじめている。企業はこれまで、EU 離脱の帰趨が定まらずに事業環境の先行きが不透明ななか、将来に余剰設備を抱えるリスクを避けるべく、設備投資よりも雇用拡大を優先して供給能力不足に対処してきたが、EU 離脱を巡る政治の混乱が長期化し、更に海外経済においても減速感が強まったことで、いよいよ雇用も含めた供給能力全体の調整が始まった可能性がある。直近のマインド調査が、合意無しの EU 離脱への危機感が急速に高まっていた時期に実施された点を割り引いて考える必要はあるが、合意無しの EU 離脱が確定する場合はもとより、EU 離脱の帰趨が定まらないという場合でもそれが長期化すればするほど、企業の投資・雇用マインドへの下押し圧力が累積的に強まり、企業部門の不振が雇用市場を通じて家計部門へと波及していくリスクが

高まることになろう。

第8図:英国の実質GDPの推移



第9図:英国の消費者・企業マインドと雇用市場の推移



この点、英国の EU 離脱の方向性を決定付ける 12 月 12 日の総選挙は、先行きの英国経済にとって極めて重要な意味を持つ。英国と EU の交渉団は 10 月 17 日に離脱協定の修正案に合意したが、審議時間が限られる中で議会の承認には至らず、10 月末に予定されていた離脱日は来年 1 月末まで延期された。こうしたなか、少数与党を脱して議会の主導権を取り戻したい保守党と、ジョンソン政権下での離脱を阻止したい野党の思惑が一致し、約 4 年半で 3 度目となる解散総選挙の実施が決まった。

主要政党の EU 離脱に関するスタンスは、離脱色が強い政党から順に、ブレグジット党が「合意無しの離脱」、保守党が「合意ありの離脱」を掲げ、労働党は、EU との近い関係を保った形での離脱（ソフトブレグジット）と EU 残留を選択肢とする国民投票の実施、自由民主党は離脱撤回を主張している。すなわち、二大政党のうち、保守党が単独過半数を獲得すれば、来年 1 月末までに現在の離脱協定案を議会が可決して「合意ありの離脱」が成立するとみられる一方、労働党が勝利した場合には、EU との離脱協定案の再交渉が必要となり、国民投票の実施にも通常 6 ヶ月程度の準備期間が必要とされることから、離脱日が 1 月末から再び延長される可能性が出てくる（次頁第 11 図）。

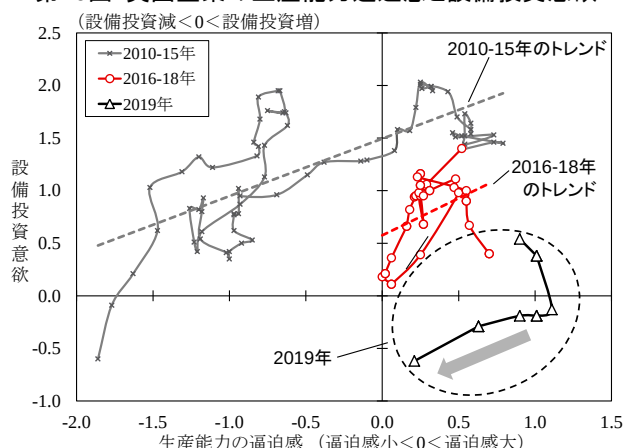
現時点の世論調査や政党間の選挙区調整の動きを見る限り、保守党が選挙戦を優位に進めることが想定される。直近の調査によれば保守党の支持率は 30% 台後半と、20% 台後半の労働党以下を引き離している上、ブレグジット党が保守党の現職がいる選挙区に候補者を擁立しないことを決めたことが、国民の約半数を占めるとされる EU 離脱派の票の獲得に有利に働く可能性が高い。また、英国の選挙制度は第一党に有利な単純小選挙区制である。従って、先行きは 1 月末の「合意ありの離脱」がもっとも蓋然性の高いシナリオと予想されよう。

これを前提とすれば、EU 離脱に起因する不透明感の緩和が、企業が抑制してきた設備投資の再開や雇用姿勢の底堅さを支える展開となる可能性が高い。金融政策の面では、英中銀は慎重に利上げを進めていく方針を維持しているが、米欧中銀が再び緩和方向に舵を切った状況下、内外景気の弱さを警戒する総裁の発言等も勘案すれば拙速な引き締めは動

く可能性は低く、政府による大規模な経済対策の実施も併せ勘案すれば、英国の景気は緩やかな拡大を維持すると予想する。実質 GDP 成長率は、2019 年に前年比+1.3%で着地した後、2020 年は同+1.4%と僅かに加速しよう。

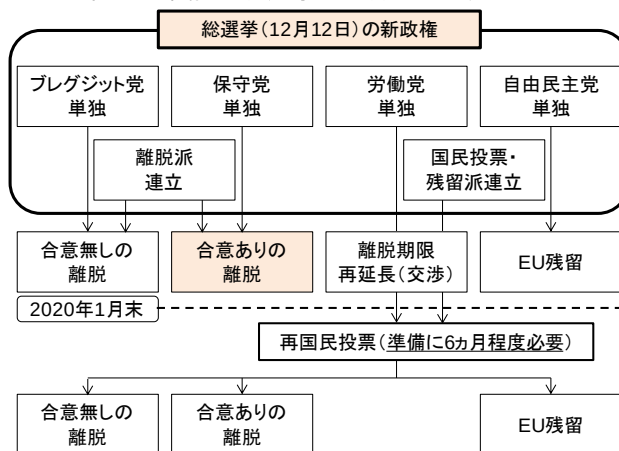
ただし、選挙結果が事前の世論調査から乖離することはままあり、特に今回のように世論を二分する大きな争点があるケースでは、有権者の戦略的投票（純粋な支持政党ではなく、特定の結果を得るために状況を見ながら戦略的に投票先を変える行動）が増えることも想定される。この点では、最終的な EU 残留のほか、可能性は限定的ながら合意無しの離脱のリスクも依然として残されている点には留意が必要である。

第10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11図：英国の総選挙とEU離脱の想定ルート



(資料) 各種資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. ロシア

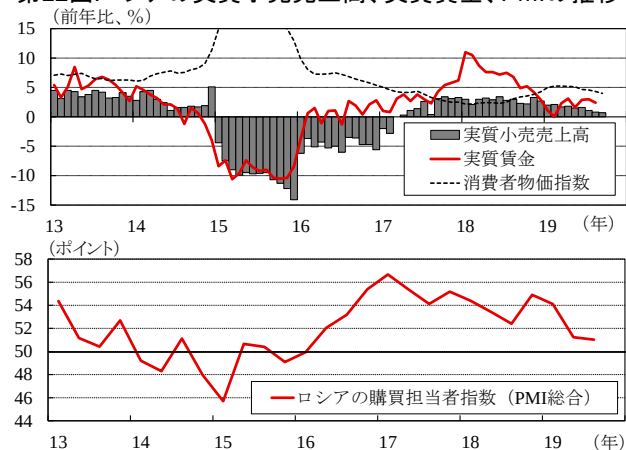
ロシアの 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+1.7%となり、4-6 月期の同+0.9%からは加速した（次頁第 12 図）。もっとも、政府は在庫要因の一時的な寄与が大きいと説明しており、足元で実質小売売上高の伸びが鈍化し、購買担当者指数（PMI）も悪化していることを踏まえると、依然として景気の停滞からは抜け出していないと考えられる。

先行き、消費の重石となってきた物価の上昇については、昨年を通じて進んだルーブル安が今年に入って一服しており、ルーブル相場が影響を受けやすい原油価格も足元で底堅く推移していることから（次頁第 13 図）、輸入物価の上昇に起因する消費への下押し圧力は低減していくことが予想される。また、ロシア中銀が 6 月から 4 度の利下げを実施し、政策金利が年初の 7.75%から足元で 6.5%に低下していることも、企業や家計の資金調達の面で景気の下支え要因となろう。

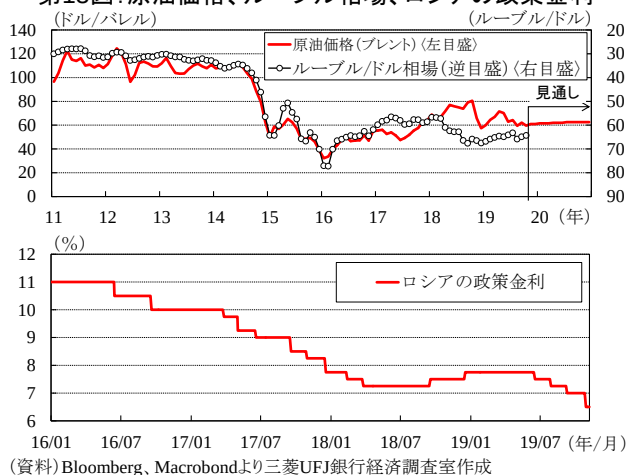
他方、ロシアでは米欧の経済制裁が累積的に国内外からの投資の重石となっており、2019 年 8 月にも米国が制裁強化に踏み切るなど、当面は制裁が緩むことは期待しにくい。また、政府が世界 5 位以内の経済大国化を目指して 2019 年に開始した総額 25.7 兆ルーブル（約 4,000 億ドル相当）の大規模国家プロジェクトも、2019 年の上半期を終えた時点で連邦予算の執行率が 3 割程度に止まっており、財源の約 3 割を民間資金に頼る計画であることなども勘案すると、先行きの景気の起爆剤となるかは未知数である。

したがって、ロシアの景気は今後も持ち直しが続くものと予想するが、実質 GDP 成長率は 2019 年に前年比+1.1%、2020 年に同+1.6%と、緩やかなペースに止まる公算が大きい。

第12図:ロシアの実質小売売上高、実質賃金、PMIの推移



第13図:原油価格、ルーブル相場、ロシアの政策金利



(山田 遼、宮道 貴之)

IV. アジア・豪州

～景気が減速するなか重層的な政策対応を進める中国、内需主導の安定成長を見込むその他アジア、資源輸出が景気を下支えする豪州～

1. アジア・豪州経済の概況

アジア・豪州の 7-9 月期の実質 GDP 成長率をみると、域内最大の経済規模を持つ中国は前期から減速したほか、大規模デモが続く香港では 10 年ぶりにマイナス成長となった一方で、その他アジアでは前期より加速する国・地域が少なからずみられた（第 1 表）。中国については、そもそもシャドーバンキング抑制などのデレバレッジ（過剰債務削減）の下押し圧力があるなかで米国の追加関税による悪影響も内外需に浸透してくる展開となっており、政府は景気対策や対外開放政策、産業政策、財政・金融政策等を組み合わせた重層的な政策対応に舵を切っている模様である。一方、中国以外のその他アジアについては、個人消費を中心とした堅調な内需が景気を下支えしているなか、一部の国では昨年後半以降軟調が続いていた外需に底打ちの兆しがみられており、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、中国経済はデレバレッジと米中通商摩擦を主体とする下押し圧力が続くものの、減速ペースは政策の調整範囲に止まり、失速は回避されるとみられる。その他アジアは引き続き個人消費やインフラ投資が堅調を維持することに加え、輸出も世界的な製造業底打ちの動きに合わせ足元の回復を持続させる見込みである。但し、米中摩擦の先行きは尚も不透明であり、中国経済への想定以上の打撃や経済主体のリスク回避行動（金融市場混乱、需要減等）、香港デモの長期化等には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

(前年比、%)										
	2018年				2019年			2018年 (実績)	2019年 (見通し)	2020年 (見通し)
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期			
アジア11カ国・地域	6.3	6.2	5.8	5.7	5.4	5.2	n.a	6.0	5.3	5.3
中国	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.0	6.6	6.1	5.8
インド(年度ベース)	7.7	8.0	7.0	6.6	5.8	5.0	n.a	6.8	6.1	7.0
NIEs	3.3	3.2	2.2	2.5	1.5	1.7	1.4	2.8	1.4	1.9
韓国	2.8	2.8	2.0	3.1	1.7	2.0	2.0	2.7	1.9	2.2
台湾	3.2	3.3	2.4	1.8	1.7	2.4	2.9	2.7	2.2	2.0
香港	4.6	3.5	2.9	1.2	0.6	0.4	▲ 2.9	3.0	▲ 1.3	0.5
シンガポール	4.7	4.2	2.4	1.9	1.1	0.1	0.1	3.1	0.8	1.9
ASEAN5	5.5	5.3	5.0	5.2	4.8	4.7	4.8	5.2	4.7	4.8
インドネシア	5.1	5.3	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	5.2	5.0	5.1
タイ	5.0	4.7	3.2	3.6	2.8	2.3	2.4	4.1	2.7	3.0
マレーシア	5.3	4.5	4.4	4.7	4.5	4.9	4.4	4.7	4.4	4.5
フィリピン	6.6	6.2	6.0	6.3	5.6	5.5	6.2	6.2	5.8	5.9
ベトナム	7.5	6.7	6.8	7.3	6.8	6.7	7.3	7.1	6.8	6.6
豪州	3.1	3.1	2.7	2.4	1.7	1.4	n.a	2.7	1.8	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 中国経済の概況と見通し

中国経済は 2018 年後半以降、減速基調が目立ち、直近 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.0%と本年通年の目標（同+6.0~6.5%）の下限に達した。10 月までの月次経済指標も、輸出入、固定資産投資、生産、PMI（購買担当者指数）等、総じて減速方向にある。また、個別産業ではあるが、影響力の大きい自動車産業の動きを確認しておく、販売台数は依然前年を下回る水準で推移している。一部地域で渋滞対策のために導入していたナンバープレートの発給制限緩和を行ったこと等を背景に、足元で販売台数の前年比減少幅が縮小しているほか、生産にも持ち直しの兆しがみえるものの、まだ楽観はできない。

このように減速色が強い中国経済ではあるが、もとより中国は高度成長期から安定成長期への移行に伴う緩やかな成長率低下の過程にあると同時に、リーマン・ショック後の大型景気対策の負の遺産である過剰債務の削減への政策的取り組みも本格化していたことを考慮すれば、減速は減速でも緩やかなものに止まる限りにおいては中国政府の既定路線であったと考えられる。しかし、デレバレッジ政策の一環として 2017 年末から続くシャドーバンキング規制の強化が、銀行からの資金調達が難しくシャドーバンキングに依存せざるを得ない民間企業の資金難を招いたことや、そもそもこのタイミングで米国との通商摩擦がここまでエスカレートして景気に下押し圧力となったことは想定外の事態であっただろう。したがって、こうした内憂外患の状況に対し政策的対応は不可欠であり、現在政府としては、外資誘致持続及び市場歪曲的との批判を覆すための開放政策、産業競争力強化のための産業政策、生産性向上と景気対策を兼ねたインフラ投資、あるいはその他の財政政策・金融政策といったマクロ経済政策等を組み合わせた重層的な政策対応に舵を切っている模様である。

これらを考え合わせると、中国経済は当面デレバレッジと米中通商摩擦を主体とする複合的な下押し圧力を受けて減速を続けるものの、一定の景気対策で埋め合わせる展開が続くなか景気の顕著な失速は回避されるだろう。但し、経済成長率については、2019 年が前年比+6.1%で着地した後、2020 年は同+5.8%と、象徴的であった+6%の大台を割り込む水準を許容するものと予想する。

なお、米中間では合意の条件を巡り未だに熾烈な交渉が続けられていると報じられ、また、足元で緊迫化する香港情勢とそれに伴う米国の対応が米中交渉に影響を及ぼす可能性も浮上している。第 1 段階の「正式合意」に時間を要するのみであればまだしも、仮に決裂した場合、双方の制裁合戦は一段とエスカレートし、経済への強い逆風となるのみならず、米中合意を前提にリスクオンの流れが強まっている世界の金融市場においても混乱は避けられまい。こうした中国経済を取り巻く様々な政治・経済のダウンサイドリスクには引き続き注視を要しよう。

② 対米通商摩擦の展開

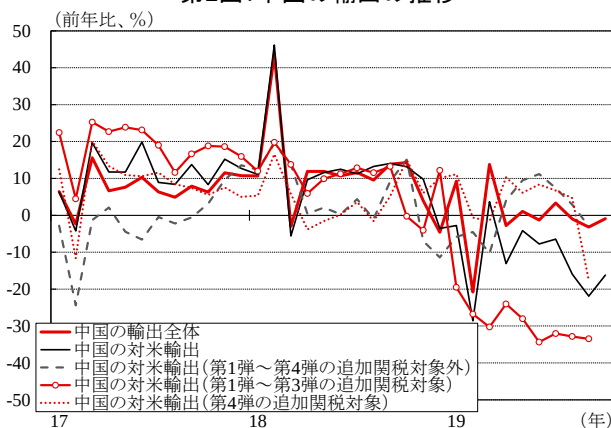
米中通商協議は足元で再び不透明感を増している。米中対立の根底には安全保障問題や技術覇権争いがあるため、中長期的かつ根本的な解決は難しいものの、10月10-11日に開催された米中閣僚級協議を受けて、トランプ米大統領が「第1段階の合意に達した」と発言したことから（所謂「暫定合意」）、通商問題に関して一時妥結に至るとの期待が高まっていた。もっとも、足元では香港情勢の激化を受けて、米国議会で「香港人権・民主主義法案」がほぼ全会一致で可決され、トランプ大統領の署名も経て成立したことから、通商問題とは別ルートの対立が交渉を困難にする可能性が高まっている。

仮に政治的な成果を望む米中両国の利害が一致し、第1段階の「正式合意」に達した場合にも、両国関係が根本的に改善に向かうことは想定し難く、良くて12月15日に予定される1,600億ドル相当の米国の対中輸入品への追加関税回避程度に止まり、発動済みの第1弾～第4弾（3,600億ドル相当分）の追加関税撤廃は困難とみられることから、引き続き制裁関税が中国経済への下押し圧力となることは避けられまい。

こうしたなか、足元の中国の輸出動向を確認すると、米国の制裁関税による重石は大きく、10月の対米輸出は前年比▲16.2%と大幅減少しており、輸出全体（同▲0.9%）を強く押し下げている（第1図）。追加関税の影響について把握可能な米国の輸入統計をみると、昨年7月から9月にかけて制裁が発動された第1弾～第3弾の課税対象品は、足元で前年比3割超減少しているほか、9月1日から制裁が発動された第4弾の課税対象品についても9月以降急減していることが確認できる。これらを踏まえると、少なくとも関税導入が一巡する来年末までは対米輸出の前年比マイナス効果が続き、中国全体の輸出の重石となることが予想される。

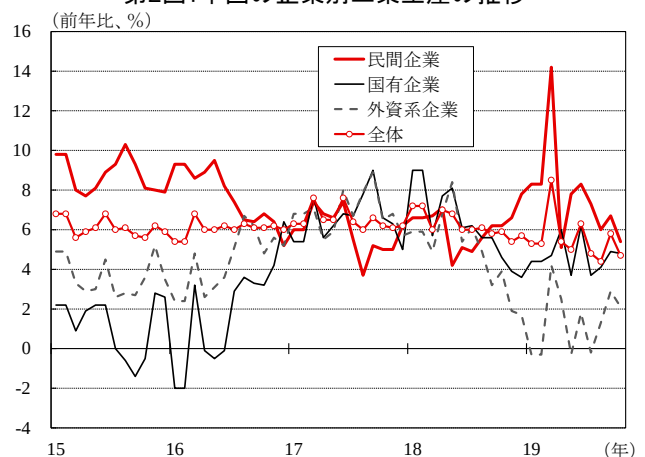
なお、輸出減が生産動向に与える影響については、2018年半ば以降、特に外資系企業の伸びの鈍化が激しく、米中通商摩擦が外需の悪化という直接的影響のみならず、グローバル・サプライチェーンの変調という構造的な変化をもたらしている可能性も指摘できる（第2図）。

第1図：中国の輸出の推移



(注)『中国の対米輸出(品目別)』は米国側統計ベース。
(資料)中国海関、米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中国の企業別工業生産の推移



(資料)中国国家統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

③ 内需の行方と経済・金融政策

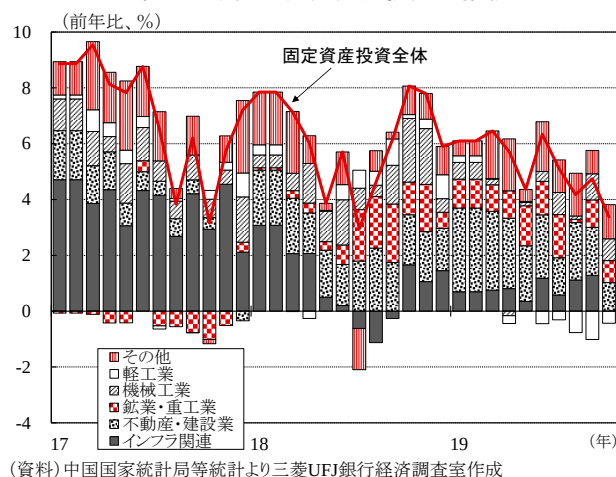
インフラ投資については、その資金源となる地方专项債（特定プロジェクトの建設資金調達のために発行される債券）の本年の発行枠が大幅拡大されたほか、专项債資金を公共事業プロジェクトの資本金へ充当することが許容されるといった制度整備もなされたが、これまでのところ伸び率は低く、中央政府が想定した効果が十分に顕在化しているとは言い難い（第3図）。このため、9月4日の国务院常务会议では、地方政府に対し、本年分の特別地方債を9月末までに発行完了、10月末までにプロジェクトに資金交付するよう指示するとともに、来年分の地方专项債の前倒し発行を決定した。さらに、11月13日の同会議では港湾インフラを始めとする一部インフラ事業の最低自己資本比率の引き下げ（25%→20%）も決定している。こうした政策拡充により先行き伸びは加速に向かうとみられる。

また、産業分野の投資では、軽工業向けは厳しい環境が続くとみられるものの、機械工業向けでは政府による産業育成を目的とした減税・補助金等の支援策並びに積極的な5G移行の推進等が期待できることから、来年も底堅く推移するものと予想される。

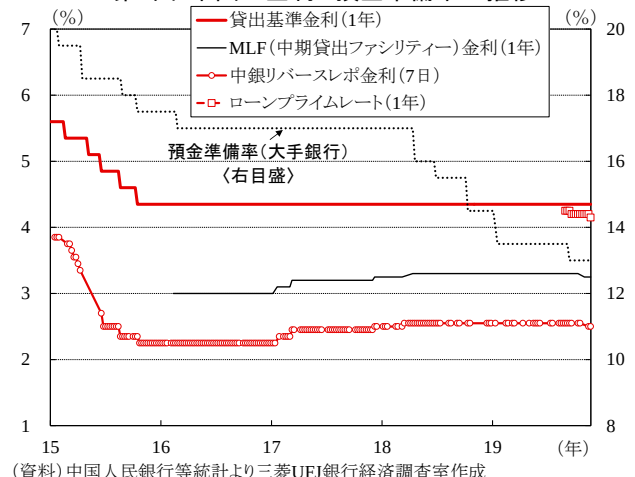
個人消費に目を転じると、米中摩擦長期化に伴うマインド面での下押し圧力は自動車等の大型耐久財需要で続く可能性がある。但し、現時点で雇用・所得環境に著変はなく、また政府が雇用安定を最優先事項に位置付けて大規模な職業技能訓練を含む対策拡充も視野に入れていることを考慮すれば、この先も雇用・所得面の安定が消費を下支えする構図は持続しよう。実際、オンライン店舗によるバーゲンセールが行われた11月11日（独身の日）には、中国最大手の電子商取引企業の取引額が前年比+26%と大幅増加しており、節約志向を考慮に入れても、相応に強い購買意欲が窺われる。

金融政策については、11月5日にMLF（中期貸出ファシリティ）金利の引き下げ（3.3%→3.25%）、18日にリバースレポ金利の引き下げ（2.55%→2.5%）、20日にLPR（ローンプライムレート）の引き下げ（4.2%→4.15%）を行っているものの、下げ幅は小幅に止まっており、実質的な効果は限られよう（第4図）。むしろ、これだけの小刻みな政策調整は当局のデレバレッジへの目配りを感じさせるものとなっている。

第3図：中国の固定資産投資の推移



第4図：中国の金利と預金準備率の推移



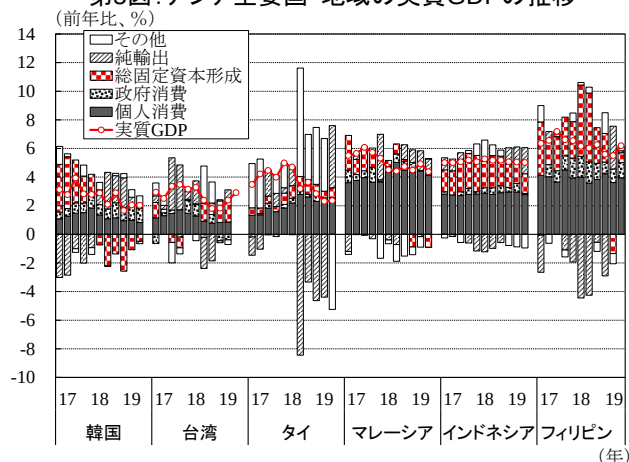
最後に、米中対立の長期化を念頭に置いて政策運営を進めているとされている中長期的な成長力の強化に繋がる改革・開放の加速については、具体的には足元で知的財産権の保護強化を含む「ビジネス環境改善条例」の採択や銀行・保険分野の外資参入規制の緩和等が実施されている。米中摩擦によるマイナスインパクトを補って外資を惹きつけるためにはこうした環境整備は不可欠なだけに妥当な方向性であることは間違いない。但し、従来から、外資系企業には法規制自体は整備されても執行が伴わず、満足すべき市場アクセスが得られないという不満が根強い点が指摘されており、そこに踏み込めない限り目に見えた成果は得られない恐れがある点は留意しておきたい。

(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、景気全体として底入れ乃至は底打ちの兆候がみられる。7-9 月期の実質 GDP 成長率を地域別にみると、ASEAN 諸国ではマレーシアが前期から減速したものの、その他の国は同水準または加速し、全体では前年比+4%後半を記録している（第 5 図）。NIEs 地域は同+1%半ばの成長に止まっているものの、香港が逃亡犯条例改正に伴うデモ激化により同▲2.9%とマイナス成長に陥ったため、韓国、台湾、シンガポールは底堅く推移している。インドについては、7-9 月期のデータが未発表ながら、自動車販売が環境規制対応に伴う車両価格の上昇等により軟調に推移していること等を踏まえると、低迷が続いた可能性が高い。

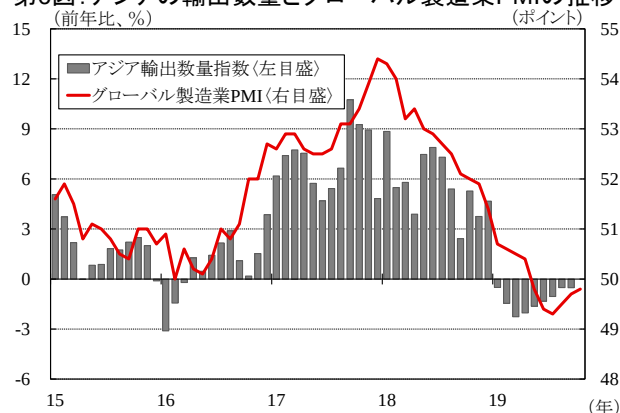
ASEAN 諸国、NIES 地域が総じて堅調なのは内需が引き続き底堅く推移しているためで、個人消費をみると良好な雇用・所得環境や景気に配慮した経済政策等に支えられ、ASEAN 諸国では同+4~7%、NIEs 地域ではマイナスとなった香港を除けば同+1%後半の伸びを確保している。一方で、軟調だった外需が足元漸く持ち直しの兆しをみせていることも見逃せない。外需依存度の高い主要国の輸出を合成してみると、グローバル製造業 PMI と連動もしくは先取りする形で底打ちの兆しが見られるようになっている（第 6 図）。

第5図: アジア主要国・地域の実質GDPの推移



(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6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

先行き、各国の失業率が概ね低位で推移していることや所得の伸びが安定していること等から、良好な雇用・所得環境は引き続き維持されると考えられ、個人消費を中心とした

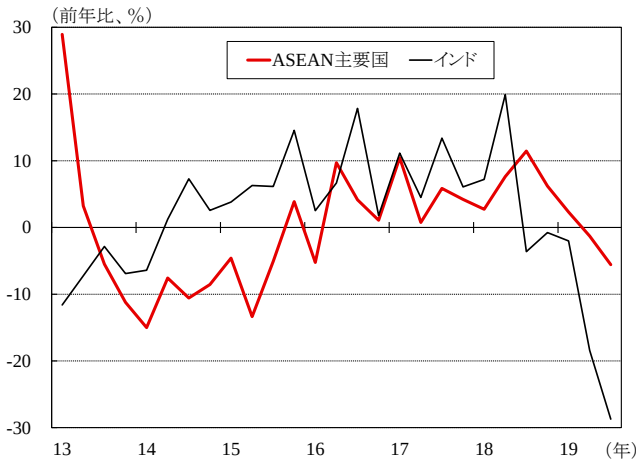
内需の底堅さが経済全体を支える構図は不変であろう。また、各国政府は余裕のある財政事情と低金利環境を背景に引き続き積極的にインフラ投資を行う見込みであり、更なる内需の拡大に寄与すると考えられる。更に、金融政策については、先進国の中央銀行が金融緩和を暫く継続する公算は大きく、アジア諸国も引き続き緩和的な政策の維持が可能であることから、民間需要の下支えとなることが見込まれる。

ここに外需の底打ちが加われれば、景気の反転は更に安定的なものとなるとみられるが、肝心なのは輸出の戻りの程度である。この点、アジア諸国も主要プレーヤーである半導体セクターをみると、長引いていた在庫調整局面が一巡したと思われる兆しが世界的な出荷動向等に現れていることは心強い。今後、持ち直しの動きが持続するかが鍵ではあるが、IoT の更なる加速や 5G 関連需要といった構造的な押し上げ要因等も踏まえれば、来年の展開には期待できよう。加えて、自動車セクターについても、今後、販売の回復が見込まれていること等から、徐々に製造業全体は持ち直しに転じ、アジア全体における輸出の回復をサポートするだろう。

なお、前述のインドにおける自動車販売の軟調については、足元 7-9 月期に前年比 ▲28.7% と大幅なマイナスを記録しているが（次頁第 7 図）、主要自動車メーカーが車体価格の引き下げを実施しているほか、政府も公営銀行に積極的な貸出姿勢をとるよう促す対策を打ち出しており、今後も大幅なマイナスが長期化する可能性は低いと言えよう。インドのみならず東南アジア諸国にも通じることだが、市場の潜在性（普及率の低さ等）が高いこともあり、総じて緩やかに持ち直しに転じることが期待できる。

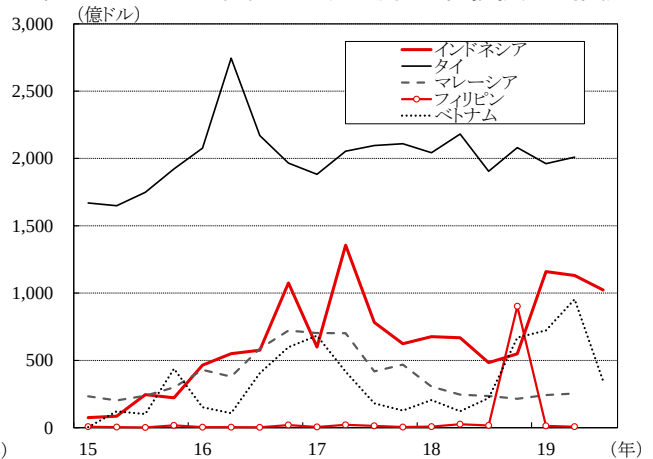
最後に、大きく注目を集めている米中通商摩擦がアジア各国に与える影響について触れると、中国経済の更なる減速による対中輸出の低迷や、投資家のリスク回避姿勢の強まりによる大幅な通貨安等、様々な観点からリスクであることは変わりがない。但し、追加関税賦課による中国の対米輸出減少が、サプライチェーンを通じてアジア諸国の対中輸出を下押ししている反面、ここにきて追加関税を回避するための代替輸出が各国の対米輸出にプラス影響を及ぼしているということも指摘されるようになっている。加えて、足元では輸出への影響のみにとどまらず、生産拠点移転の兆しも伺えることは特筆されよう。従来、中国が人件費上昇等により、生産拠点としての相対的優位性において近隣アジア諸国の追い上げにあってきたなか、米中対立激化という新しい事態が企業の中国内生産拠点の海外移転という意思決定を後押ししている可能性が考えられる。もちろん、それには設備の建設等を伴うことから、統計への反映には時間を要するものの、意思決定の早い中国企業では一部にその兆しが見え始めており、実際、ASEAN 主要国に対する中国の直接投資の推移を見ると、ベトナム、インドネシアでは昨年中旬以降、大きく増加する局面がみられたことが分かる（次頁第 8 図）。各国が追加の企業誘致策を相次いで発表していること等を踏まえれば、今後その他アジア諸国でも同様に中国企業の投資が増加し、更には外資系企業でも追随する動きが出ることが考えられる。

第7図:ASEAN主要国とインドの自動車販売の推移



(資料) 各国より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第8図:ASEAN主要国に対する中国の直接投資の推移



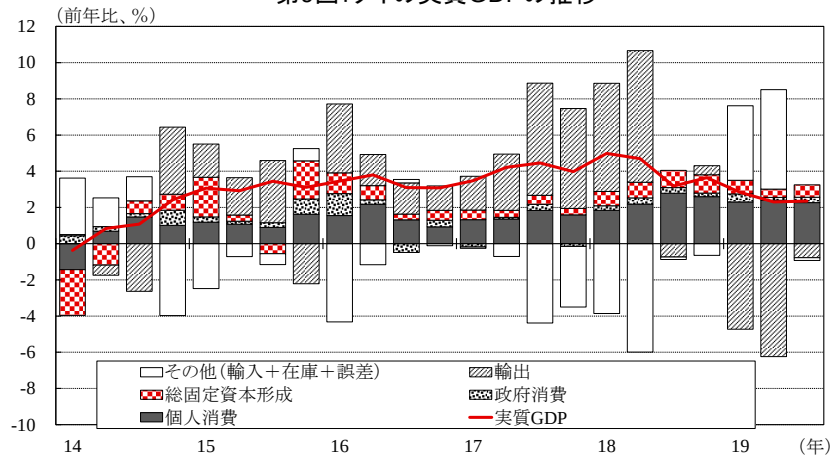
(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

【タイ】

タイ経済は昨年半ば頃より総じて成長率の鈍化が続いてきたが、7-9月期の実質GDPは前年比+2.4%の増加と前期（同+2.3%）から伸びが小幅に加速した（第9図）。需要項目別にみると、個人消費が雇用・所得環境の改善や低金利を背景に同+4.2%と高い伸びを維持したほか、輸出が同▲1.0%とマイナス幅が大きく縮小した。

先行き、安定した雇用・所得環境等を背景に個人消費が堅調を維持するなか、輸出もグローバル製造業PMIの底打ちに連動して緩やかに持ち直しに転じると見込まれる。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）や、「東部経済回路（EEC）」開発等の重要プロジェクトを中心としたインフラ投資も成長に寄与するだろう。この結果、実質GDP成長率は2019年が前年比+2.7%で着地した後、2020年は同+3.0%と幾分加速する展開を予想する。

第9図:タイの実質GDPの推移



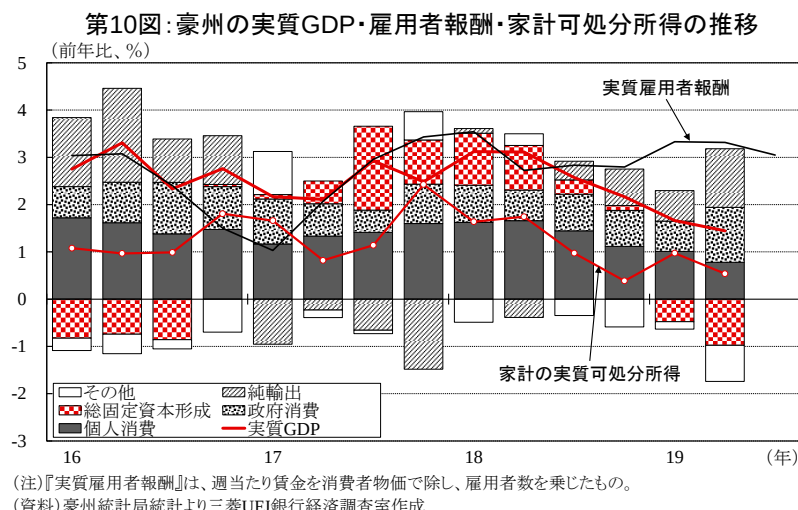
(資料) タイ国家経済社会開発局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(3) 豪州

豪州経済は、個人消費の伸び鈍化を主因に減速が続いており、7-9月期の実質GDP成長率も緩やかな伸びとなった可能性が高い（第10図、GDP統計は12月4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、徴税率向上によるとみられる税金支払いの負担増加等により可処分所得が伸び悩む中、昨年来の住宅市況悪化に伴う逆資産効果も相俟って、自動車や家電等の耐久財や外食といった裁量的な品目を中心に冴えない伸びとなっている。他方、外需については、輸出の軟調が景気の重石になってきた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。実際、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が輸出を下支えしている可能性を指摘できる。

先行きを展望すると、今年の実質GDP成長率については前年比+1%台後半（2018年：同+2.7%）への鈍化は避けられないものの、来年は同+2%台前半まで持ち直すものと予想する。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、政府による所得減税の効果等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等を受け、今年半ばに一部の主要都市で上昇に転じた後、足元でも回復が続いている。これらを踏まえると、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インフラ計画に加え、準備銀行（中銀）による金融緩和政策（中銀は6、7月に続き10月にも政策金利の引き下げを実施、現在史上最低水準にあるが、先行き必要があれば追加緩和も検討するとのスタンス）も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、相応のリスクは存在する。但し、目先の1年程度を展望する場合は、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拡大ペースが安定していく見通しであること等から、豪州の輸出の増勢は継続するものと想定できよう。



(萩原 陽子、伊勢 友理、高瀬 将平、土屋 祐真)

V. 中南米

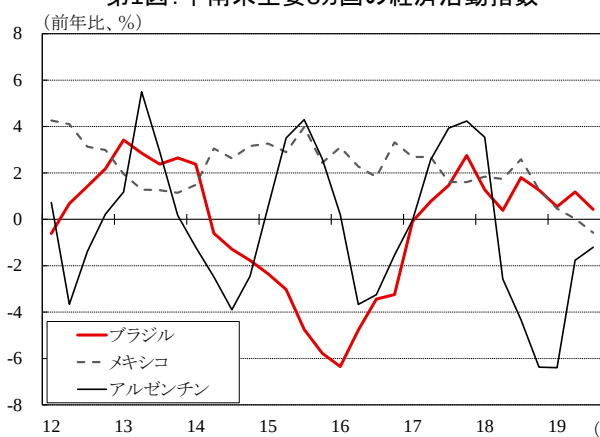
～低成長が続くブラジル、急減速したメキシコ、 デフォルトが現実味を帯びてきたアルゼンチン～

2019 年に入ってからの中南米主要 3 カ国の経済を振り返ると、総じて下り坂に入っていると評価される。各国の経済活動指数を見ると、低成長が続くブラジルでは上下動はあるも伸び率は鈍化トレンドであり、深刻なスタグフレーション下にあるアルゼンチンでは、昨年大きく低下した後、足元も前年割れが続いている。そして前年比+2%前後の伸びで安定していたメキシコでも昨年後半から伸び率の低下が始まり、足元でマイナスの伸びとなっている（第1図）。

1. ブラジル

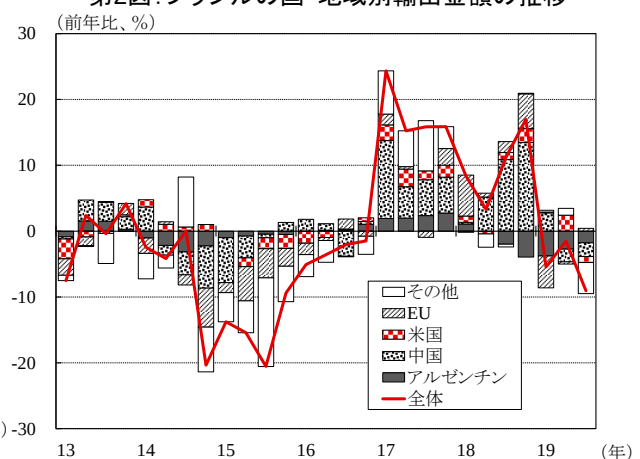
ブラジルの実質 GDP 成長率は、1-3 月期に前年比+0.5%を記録した後、4-6 月期には同+1.0%とやや持ち直したものの、結局上半期の成長率は同+0.7%の低い伸びにとどまった。輸出をみると、昨年後半から経済危機にある隣国アルゼンチン向けが減少に転じるなか、今年に入ってから中国向けも急速に落ち込みをみせており、7-9 月期には EU 以外の各国・地域向けが軒並み前年割れし、全体では前年比▲9.0%と上半期からマイナス幅が一層拡大している（第2図）。内需に目を転じると、7-8 月の小売売上高指数が前年比+3.6%と 4-6 月期（同+4.1%）に引き続き増勢を維持していることから個人消費は足元も増加しているとみられる一方、設備投資は 7-9 月期の機械・設備出荷が前年比▲7.3%（4-6 月期：同▲2.0%）と弱含んでいることを踏まえると、悪化していると評価される。

第1図：中南米主要3カ国の経済活動指数



（注）『ブラジル』と『メキシコ』の直近は7-8月の平均値。
（資料）各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ブラジルの国・地域別輸出金額の推移

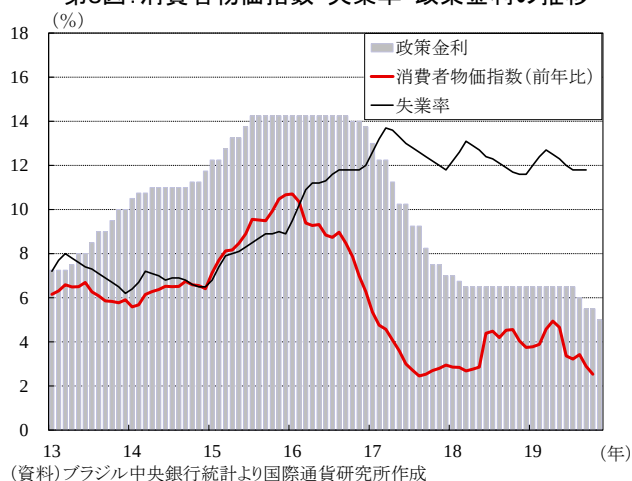


（資料）ブラジル地理統計院統計より国際通貨研究所作成

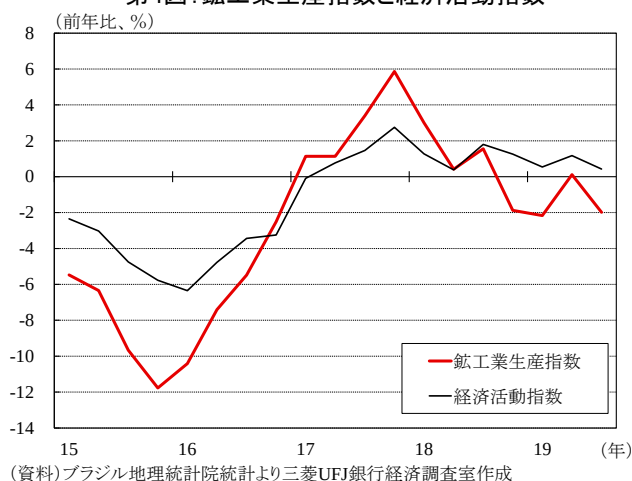
インフレ面をみると、消費者物価上昇率は、余剰労働力の存在（足元の失業率は 11.8%と、現統計が遡れる過去 7 年間の平均 9.7%を大きく上回っている）が賃上げ圧力を弱めていることなどを背景に、9 月には前年比+2.9%まで低下してきている（次頁第 3 図）。

インフレ率の低下を受け、ブラジル中央銀行は 2018 年 3 月から 6.5% に据え置いていた政策金利を 7 月以降 3 会合連続で 0.5% ポイント引き下げ、足元では 5.0% となっている。政策金利は既に過去最低水準となっているが、中銀は次回 12 月会合での利下げも示唆しており、実際に追加利下げが実施される可能性が高い。

第3図：消費者物価指数・失業率・政策金利の推移



第4図：鉱工業生産指数と経済活動指数



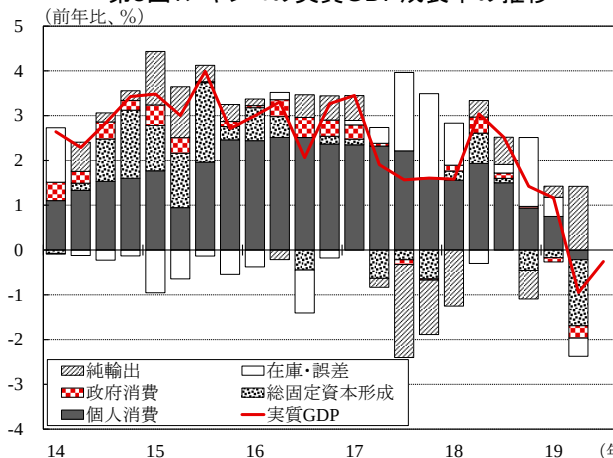
先行きについては、まず 2019 年の実質 GDP 成長率は、前半の低成長が響き、前年比 +0.9%（2018 年：同 +1.1%）に止まりそうである。10-12 月期には、消費刺激策として決定された FGTS（勤続年数保障基金。退職時に備えるための基金）の特例引き出しが成長率を押し上げると期待されるが、その効果は一時的だとみられる。2020 年についても、内外環境の厳しさを鑑みると景気回復の足取りは鈍いものにならざるを得ず、実質 GDP 成長率は同 +1.5% と同国の潜在成長率を大きく下回って低調に推移する展開となろう。外部環境については、後述の通り、隣国アルゼンチン経済は厳しい状況が続く可能性が高く、加えて米中通商摩擦の行方も依然不透明で、大きな好転は見込み難いと予想される（第 4 図）。内需に関しても、大幅な利下げによる下支えこそ相応に期待できるものの、財政については、前述の FGTS の効果は年後半には一巡すると考えられるほか、2016 年に成立した財政上限法（2036 年まで利払い以外の連邦歳出の伸びを前年のインフレ率以下に抑えるとした法律）の制約から大規模な支出拡大を期待することはできないだろう。

なお、10 月 22 日にブラジル議会上院は年金受給開始年齢の引き上げ等を含む年金改革法案を可決した。政府の試算では、2020 年からの 10 年間で約 8,000 億レアル（2018 年名目 GDP の約 11.7%）の財政負担軽減効果が見込まれるが、効果が表れてくるのは 2023 年以降とされ、当面の景気への影響は無いと考えていいだろう。

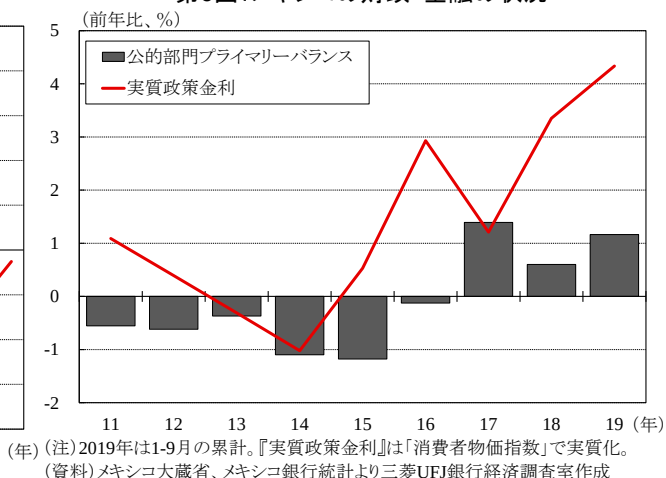
2. メキシコ

メキシコの実質 GDP 成長率は、2018 年後半より個人消費の顕著な減速と総固定資本形成の低迷がみられたことから伸び率を切り下げてきたが、2019 年の 4-6 月期には個人消費が前年比マイナスの伸びに転じたことに加え、総固定資本形成のマイナス幅も拡大したことから全体で前年比▲0.8%と四半期でのマイナス成長を記録した。この結果、2019 年上半期の実質 GDP 成長率は前年比+0.2%となり、2018 年の同+2.0%からも大きく見劣りする大幅減速となった。7-9 月期の同成長率についても同▲0.3%と、ややマイナス幅を縮小させたものの引き続き低迷している（第 5 図）。この景気低迷の原因としては主に次の 3 点が挙げられる。1 点目は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（直近 7-9 月期は前年比▲0.5%）、対米輸出が鈍化したことによりメキシコの製造業生産も低迷（直近 7-9 月期は同+0.2%）していることである。2 点目は、2015 年後半から始まった利上げにより実質政策金利が 2019 年（1-9 月期平均）には 4%を超えており、投資活動に影響を与えていることである（第 6 図）。3 点目は前政権下で 2017 年から財政政策が引き締め気味に運営されていたことであり、実際、公的プライマリーバランスは 2017 年から黒字を記録している。

第5図：メキシコの実質GDP成長率の推移



第6図：メキシコの財政・金融の状況



こうした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 年の前年比+4.9%から、直近 9 月には同+3.0%まで低下、メキシコ銀行（中央銀行）が定めるインフレ目標（同 3%±1%）の中心に達している。このような物価動向に加え、米 FRB が 7 月から利下げに転じたこともあって、メキシコ銀行は 8 月から 0.25%ポイントの利下げを 3 回実施し、直近の政策金利は 7.50%になっている。

先行きについて、まず 2019 年をみると、1～9 月の実績を踏まえる限り、通年の実質 GDP 成長率は同+0.1%の低成長にとどまらざるを得まい。一方、2020 年は年後半にかけて景気が回復していき、通年の成長率は同+1.5%になるものと予想する。これは、来年初までは米製造業低迷の影響が続くとみられるものの、今年 8 月以降の利下げの累積的効果と、同 7 月にオブラドール政権が発表した総額 4,850 億ペソ（GDP 比 2%相当）に

のぼる財政出動により、内需が徐々に回復していくことが見込まれるからである。また、肝心の米国の製造業も来年後半にかけては復調に向かうと考えられ、メキシコの輸出及び製造業部門の緩やかな持ち直しに寄与していくだろう。尚、足元まで景気に逆風であった引き締め気味の財政政策は、数値上大きな変化は予想されておらず、2019 年のプライマリーバランスは GDP 比+0.8% (IMF 予測)、2020 年についても現時点で計画されている刺激策を織り込んで同+0.9%となると見込まれている。逆にいうと、財政にはまだ拡大余地が残っているとも評価できよう。

一方、懸念材料として、米国議会による米国・メキシコ・カナダ間の自由貿易協定 (USMCA) 批准の成否が残っている。民主党の有力上院議員が反対しているほか、選挙を控えている議員らは貿易協定の改定に及び腰になる可能性がある。批准の遅れはメキシコ経済の先行きにとって不透明感を高める要因となる。

3. アルゼンチン

アルゼンチンでは、依然として通貨危機に起因する高いインフレと厳しい不況が続いているものの、農業部門及び輸出をみると、2019 年は穀物生産の大豊作を受けた農産物輸出の好調を背景に、1-9 月の貿易収支が 95 億ドルの黒字と前年の 64 億ドルの赤字から大幅に改善している。また、鉱工業生産も 4-6 月期の前年比▲6.6%から 7-9 月期は同▲1.1%へとマイナス幅が縮小し、最悪期を脱しつつあるようにもみえる（次頁第 7 図）。但し、2018 年の実質 GDP 成長率が前年比▲2.5%を記録した後、2019 年上半期の成長率は同▲4.1%と更に落ち込んでおり、景気は依然楽観できる状況にはない。

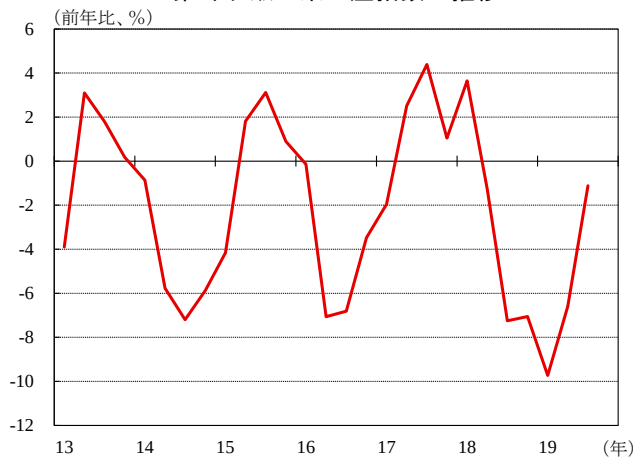
先行きについても、経済の低迷に政治面の不透明感の高まりも加わり、依然として警戒的にみておく必要がある。8 月の大統領選の予備選挙で野党候補のフェルナンデス氏が現職のマクリ大統領に予想以上に大差をつけたことで、左派政権が復活するとの観測が高まり同国からの外貨の流出が目立ち始めた。その結果、予備選後、貿易黒字が増加しているにもかかわらず外貨準備高は急速に減少している（次頁第 8 図）。その後もマクリ大統領の巻き返しはならず、10 月の本選では決選投票を待たずにフェルナンデス氏の当選が決定し、同氏は 12 月に正式に大統領に就任する運びとなった。フェルナンデス新大統領は、元大統領で新政権の副大統領に就任するクリスティナ・F・キルチネル氏よりは中道的との見方もあるが、マクリ政権の経済政策をそのまま引き継ぐことはまず考えられない。新政権は財政政策による成長を重視し、インフレに対しては価格統制で対抗する政策を採用する可能性が高い。

そして当面の最大の懸案事項は、IMF との交渉の行方である。フェルナンデス氏は選挙戦中、「国民を犠牲にしない」と発言しており、IMF がこれまで求めてきた緊縮政策を中止、あるいは縮小したうえで、IMF 融資の返済条件緩和を求めると思われる。ただ、IMF からの融資の繰り延べだけではアルゼンチンの外貨不安は払拭できないと思われ、同国政府発行の外貨建債券を保有している民間投資家に対しても、返済条件の緩和を求める可能性が大きい。但し、利害関係者が多い交渉を短期間でまとめることは容易ではなく、

2020 年に 19 世紀の建国以来 9 回目（2014 年の前回デフォルトからは約 6 年ぶり）となるデフォルトの可能性が現実味を帯びてきているとみるべきだろう。

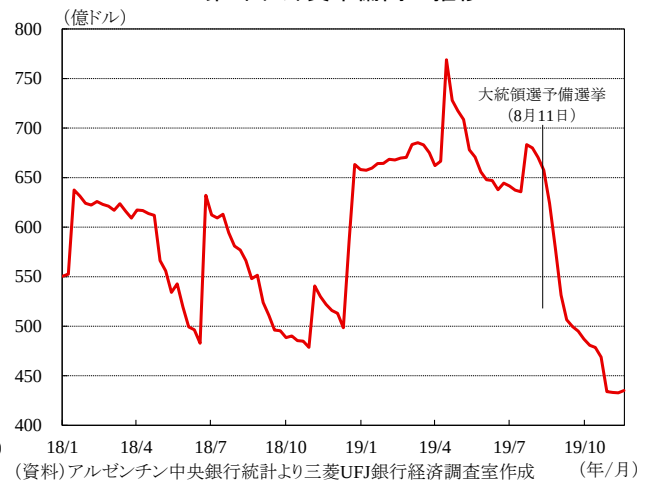
これらを踏まえ今後を展望すると、まず 2019 年の実質 GDP 成長率は前年比▲3.0%と、2 年連続のマイナス成長となる見通しだ。そして、2020 年も経済の混乱が続く可能性が高く、実質 GDP 成長率は▲2.0%と 3 年連続のマイナス成長となるだろう。

第7図：鉱工業生産指数の推移



(資料) 国家統計センサス局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第8図：外貨準備高の推移



(資料) アルゼンチン中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(国際通貨研究所 森川 央、戸松 篤志)

VI. 原油

～原油需給が概ね均衡で推移するなか、原油価格は緩やかに上昇～

1. 現状

原油需給の現状を確認すると、需要面では世界経済の減速を受け伸びが鈍化するなかで、供給面では OPEC 等が需給均衡を目指した協調減産に取り組んでいるほか、米国シェールオイルの増産ペースが鈍化しており、需給は概ねバランスしている（直近 7-9 月期は後述のサウジアラビアの石油関連施設攻撃による供給減もあって、一時的に需要超過に転換）。

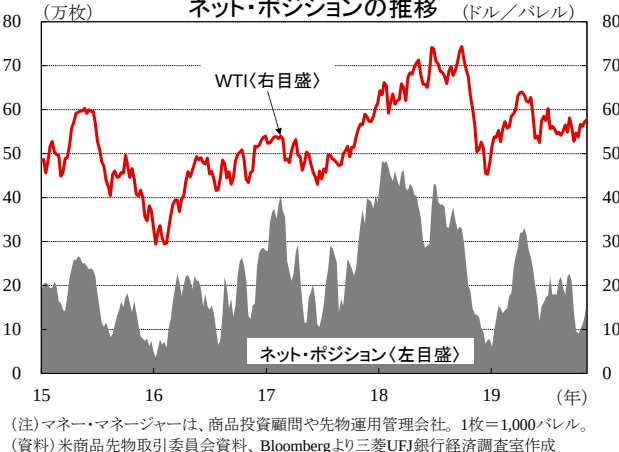
こうしたなか、直近の価格推移を確認すると、①9 月中旬にサウジアラビアの石油関連施設が攻撃されたことを受けて供給懸念が生じ、一時 54 ドル台（WTI 期近物 1 バレル当たり、以下同）から 63 ドル台まで急騰、②10 月初旬に米国及び中国の経済指標が軟調だったこと等を背景に需要減退懸念が生じ、一時 52 ドル台まで下落、などその時々で価格が上下する場面もあったが、前述の通り需給が概ね均衡していること等を背景に 50 ドル台後半に平均回帰する展開が続き、足元では 58 ドル台で推移している（第 1 図）。

なお、米商品先物市場における投機筋のネット・ポジションは、年初来最も投資資金が積み上がっていた 4 月中旬と比較すると縮小しているものの、10 月に入ってから再び積み上がりの動きをみせており、リスクオンが鮮明化している株式市場等と同様、先行きに対する市場の弱気姿勢は和らぐ方向に向かっているとみられる（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



第2図:原油価格と投機筋(マネー・マネージャー)の
ネット・ポジションの推移



2. 今後の見通し

需要面では、来年にかけ世界経済が本年と同程度で緩やかに成長すると見込まれること、軟調だった製造業も足元の半導体セクターや自動車セクターの動向をみると調整一巡の動きが出ていること等から、2020 年の原油需要は、本年と同程度の伸びを予想する。

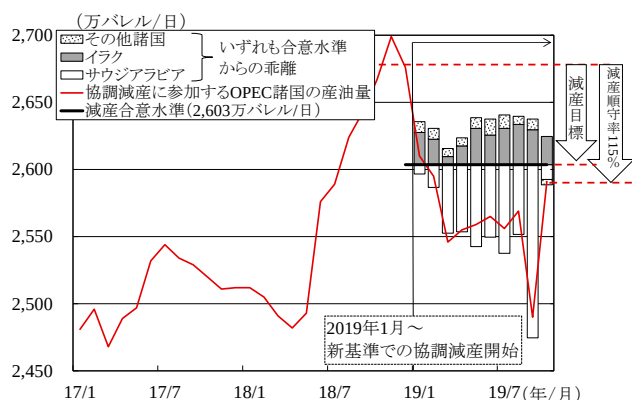
他方、供給面では、OPEC・非 OPEC 諸国の協調減産継続成否と米国シェールオイルの増産ペース鈍化により、供給増を需要増の範囲内に抑えられるかが鍵を握る。この点、協調減産に参加する OPEC 諸国の足元 10 月の産油量は 2,591 万バレル（日量、以下同）と、減

産幅において目標（2,603 万バレル）を超過達成している（減産順守率 115%、第 3 図）。同月に OPEC を主導するサウジアラビアと、非 OPEC 加盟国を代表するロシアが、恒久的な増減産の協調に合意したことも踏まえると、今後も需給均衡を目指し、需要に合わせた供給量の調整が見込まれ、12 月 5-6 日の OPEC 総会及び OPEC・非 OPEC 閣僚級会合では来年 3 月末に期限を迎える現行の協調減産が延長される可能性が高いと考えられる。また、米国シェールオイルに関しては、WTI で約 60 ドルを基準として機動的な増減産を実施しており、足元の原油価格が 60 ドルを下回るなか、リグ稼働数の減少が続いている点も鑑みると、今後も増産ペースは鈍化し、2020 年の供給増幅は今年のそれを有意に下回るとみられる（第 4 図）。

以上により、需給全体は概ね均衡で推移が続き（第 5 図）、今後の原油価格は 2019 年が年平均約 57 ドル、2020 年は同約 58 ドルと、50 ドル台後半のレンジでの動きになると予想する（第 1 表）。

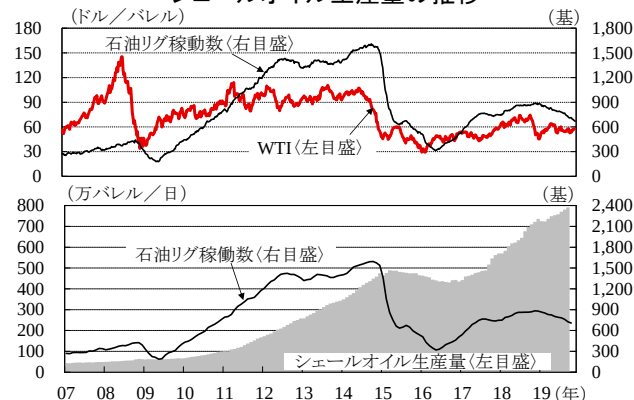
但し、香港問題も重なり不透明感が増した米中通商協議の行方や、中東情勢の悪化等による突発的な供給障害など、政治・政策リスクや地政学リスクが需給の先行きに対する思惑を通して原油価格を上下双方向に大きく揺さぶる展開には引き続き警戒が必要であろう。

第3図：協調減産に参加するOPEC諸国の産油量の推移



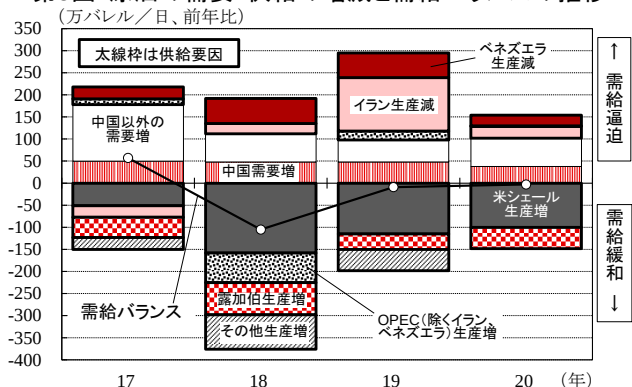
(注) 協調減産に参加するOPEC諸国の減産目標は昨年10月比▲80万バレル。
協調減産に参加するOPEC・非OPEC諸国の減産目標は同▲120万バレル。
(資料) IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

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：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11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 (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	56.4	▲18.8%	61.9	▲18.4%
10-12月期	56.0	▲5.6%	61.5	▲10.3%
20年1-3月期	57.0	3.8%	62.5	▲2.1%
4-6月期	57.5	▲4.0%	63.0	▲8.0%
7-9月期	58.0	2.8%	63.5	2.6%
10-12月期	58.5	4.5%	64.0	4.1%
18年	64.9	27.5%	71.7	30.9%
19年	56.8	▲12.5%	63.9	▲10.8%
20年	57.8	1.7%	63.3	▲1.1%

(注) 期中平均価格
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(廣中 愛弓)

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。