

経済マンスリー

I. 日本

～雇用者報酬増加に加えて可処分所得の下押し圧力も一旦緩和へ～

II. 米国

～高まる米中貿易摩擦激化への懸念～

III. 欧州

～景気は堅調ながらも、ユーロ高の影響が相応に顕在化～

IV. アジア

～総選挙後の成長戦略推進が求められるマレーシア～

V. 中国

～激化する対米摩擦を視野に多面的に政策展開～

VI. 原油

～原油価格上昇の背景にある中東の原油供給を巡る動き～

I. 日本

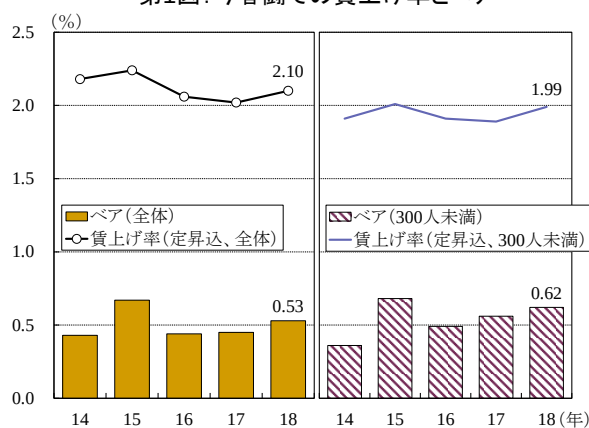
～雇用者報酬増加に加えて可処分所得の下押し圧力も一旦緩和へ～

1. 実体経済の動向

連合が4月19日に公表した今春闘の第4回回答集計では、賃上げ率（定昇込）が2.10%と3年ぶりに前年を上回り、ベアも0.53%と前年比で上昇した（第1図）。特に組合員が300人未満の組合では、賃上げ率（定昇込）が1.99%、ベアが0.62%と、第二次安倍政権発足以降で最も高かった2015年に迫る水準となっている。構造的な人手不足が深刻化する中、人員確保が相対的に難しい中小企業において賃上げの動きが加速している状況がうかがえる。雇用者数についても、企業の旺盛な採用意欲を背景に当面は増加傾向が続くとみられることから、先行きの雇用者報酬は増加を辿る見通しである。

一方、家計所得を捉える上では、雇用者報酬に加え、実際の手取り収入を表す可処分所得の動きも重要である。GDP統計の可処分所得は四半期速報毎の公表がないが、年度ベースで、安倍政権が発足した2012年度から2016年度にかけての変化をみると、雇用者報酬が+16.8兆円増加する一方、可処分所得は+7.9兆円の増加に止まる（第1表）。この乖離の要因としては、所得の改善に伴う所得税等の増加（可処分所得への影響額▲2.7兆円）を除くと、家計が受け取る年金等の伸び悩み（同+0.9兆円）や、社会保険料等の負担増（同▲7.1兆円）といった社会保障関連が受取りと支払いの両面から可処分所得を抑制してきたことが確認できる。ただし、年金給付では、特例水準の解消を目的とした給付水準の引き下げを2015年度までに終え、2018年度はマクロ経済スライドの実施による給付抑制も見送られている。加えて、社会保険料負担も、年金保険料の段階的引き上げが2017年に完了した。言うまでもなく、長期的にみれば、少子高齢化の下で社会保障関連の給付抑制と負担増加は不可避とみられるものの、少なくとも短期的には、これら要因による可処分所得の下押し圧力の一服が見込まれる。2018年度については、雇用者報酬の増加と合わせ、可処分所得でみた家計の所得環境は改善が予想される。

第1図：今春闘での賃上げ率とベア



（注）18年は第4回回答集計値、17年以前は同時期の回答集計値。
（資料）連合資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：家計の可処分所得の内訳

	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年度	12→16年度 可処分所得 に対する影響
雇用者報酬	253.1	254.9	259.6	263.5	269.9	16.8
受取 ① 営業余剰・ 混合所得（純）	38.3	39.2	38.0	39.3	37.3	▲ 1.0
財産所得（ネット）	23.0	22.4	24.4	25.0	24.5	1.5
現物社会移転以外の 社会給付	77.3	77.6	76.9	77.7	78.2	0.9
支払 ② 所得・富等に課される 経常税	26.0	27.8	28.1	28.8	28.7	▲ 2.7
純社会負担	71.4	72.6	74.9	76.7	78.5	▲ 7.1
その他（ネット）	2.9	3.0	3.1	2.8	3.5	▲ 0.5
可処分所得（①-②）	291.3	290.6	292.8	297.2	299.3	7.9

（資料）内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 物価の動向

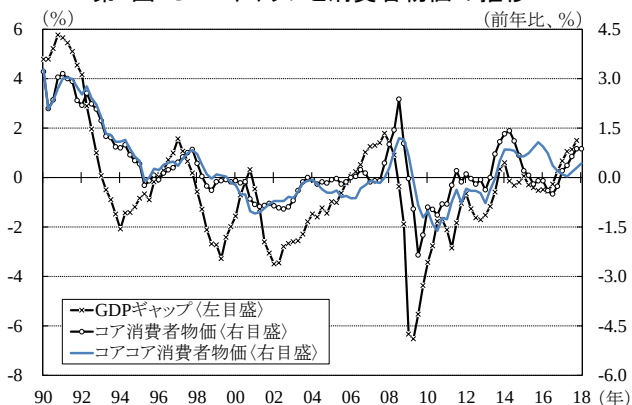
日銀が4日に公表したGDPギャップ（(実質GDP－潜在GDP)/潜在GDP）は+1.5%とリーマン・ショック前のピークである2007年10-12期以来の高水準となり、足元で需給が一層引き締まっている様子が示された（第2図）。一方で、物価の基調は依然として強まっていない。3月の生鮮食品を除くコアベースの消費者物価は前年比+0.9%と高めの伸びを維持したものの、上昇の大部分はエネルギー価格や2017年中に生じた円安など外部要因によるものであり、物価の基調を示す生鮮食品及びエネルギーを除くコアコアベースでは同+0.5%と緩やかな伸びに止まっている。

この背景には、まず、需給の引き締まりが物価に波及するまでにはある程度のタイムラグが生じることがある。過去の経験則によると、GDPギャップの変化は2四半期から6四半期程度の遅れを伴ってコアコア消費者物価上昇率に変化をもたらす傾向にあり、需給の引き締まりが本格的に物価に反映されてくるのはこれからであると考えられる。

他方で、近年、物価の需給に対する感応度そのものが低下していることを内閣府や日銀等が指摘しており、確かにGDPギャップとコアコア消費者物価上昇率の関係からも確認できるが、第二次安倍政権発足以降は再び感応度が高まってきている（第3図）。戦後2番目の長さとなる景気回復を背景に企業マインドが改善しており、人手不足の深刻化に伴う人件費の増大も相俟って、企業の値上げ姿勢が強まりつつあることが感応度の上昇に繋がっているとみられる。また、円安への転換やそれに伴う生産の国内回帰の動きを受け、長期的に上昇トレンドにあった消費財の輸入浸透度が足元低下しており、価格に為替の影響を受ける輸入品の消費者物価に占める割合が下がったことも影響していると推察される。

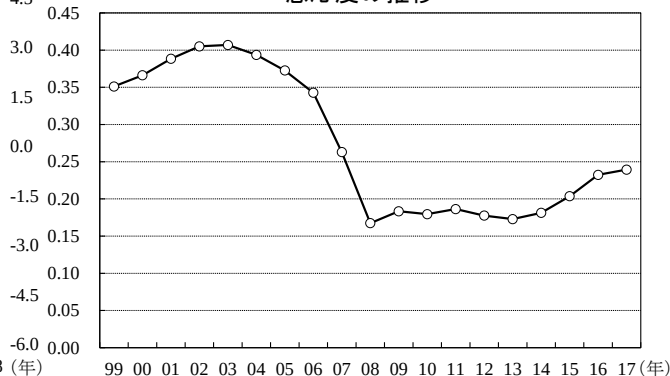
年初に急激に進行した円高は物価の下押し要因となるものの、先行きは日米の金利差に従って再び円安方向に戻すとみられ、物価への影響は一時的なものに止まると考えられる。足元の円ドル相場をみると、日米首脳会談を無難に終えて目先の円高リスクへの警戒感が弱まったことなどを受け、既に1ドル109円台前半まで値を戻している。先行きの物価は、円高などにより一旦伸びは鈍化するものの、需給の引き締まりや、春闘の結果を受けた人件費による押し上げが顕在化することで、徐々に上昇の基調を強めていく見通しである。

第2図：GDPギャップと消費者物価の推移



(注)『コア消費者物価』は「生鮮食品を除く総合」、
『コアコア消費者物価』は「生鮮食品及びエネルギーを除く総合」。
(資料)日本銀行、総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図：GDPギャップに対する消費者物価上昇率の感応度の推移



(注) 1.『消費者物価』は「生鮮食品及びエネルギー・公共サービスを除く総合」。
2.「GDPギャップ」を用いて消費者物価を期間15年で単回帰したもの。
(資料)日本銀行、総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(横田 裕輔、下郷 慶)

主要経済金融指標(日本)
2018年4月25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)

	2015年度	2016年度	2017年			2017年		2018年		
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	11月	12月	1月	2月	3月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.4	1.2	2.4 (1.5)	2.4 (1.9)	1.6 (2.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.9	0.6	1.6 (2.5)	▲ 0.3 (1.5)	0.8 (1.9)	1.0 (1.9)	0.6 (1.9)	▲ 1.8 (1.8)		
鉱工業生産指数	▲ 0.9	1.0	1.8 (5.6)	0.5 (4.0)	1.6 (4.6)	0.7 (3.6)	1.8 (4.5)	▲ 4.5 (2.9)	2.0 (1.6)	
鉱工業出荷指数	▲ 1.1	0.8	1.4 (5.2)	0.6 (3.8)	0.8 (3.1)	1.9 (2.4)	2.0 (4.3)	▲ 4.5 (2.2)	1.6 (0.7)	
製品在庫指数	1.1	▲ 4.0	▲ 0.3 (▲ 2.8)	▲ 1.4 (▲ 2.5)	2.2 (1.9)	▲ 0.6 (2.8)	0.0 (1.9)	▲ 0.5 (1.5)	0.5 (1.6)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.9	112.9	111.8 [116.0]	111.1 [114.3]	112.7 [109.7]	111.3 [108.0]	111.7 [108.9]	113.7 [111.2]	114.0 [111.1]	[111.0]
国内企業物価指数	▲ 3.3	▲ 2.4	0.5 (2.1)	0.4 (2.8)	0.9 (3.3)	0.4 (3.5)	0.2 (3.0)	0.3 (2.7)	0.1 (2.6)	▲ 0.1 (2.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲ 0.2	0.6 (0.4)	0.0 (0.6)	0.4 (0.9)	0.1 (0.9)	0.0 (0.9)	0.2 (0.9)	0.1 (1.0)	▲ 0.1 (0.9)
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	98.6	101.8 [96.3]	101.6 [98.0]	102.7 [100.1]	102.3 [100.5]	103.9 [101.1]	98.6 [99.3]	101.9 [100.8]	[100.2]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	4.1	0.5	▲ 3.4 (▲ 1.0)	2.8 (▲ 2.5)	0.3 (0.0)	5.5 (4.1)	▲ 9.3 (▲ 5.0)	8.2 (2.9)	2.1 (2.4)	
製造業	6.2	▲ 4.6	2.6 (3.5)	6.2 (9.2)	3.5 (13.3)	0.0 (14.2)	▲ 8.5 (3.0)	9.9 (16.8)	8.0 (21.4)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.5	4.3	▲ 8.1 (▲ 4.5)	0.0 (▲ 10.1)	▲ 2.1 (▲ 9.7)	6.0 (▲ 3.9)	▲ 5.3 (▲ 10.9)	4.4 (▲ 7.0)	0.0 (▲ 10.4)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 2.2	1.4	3.5 (6.3)	1.2 (4.3)	3.1 (7.2)	2.4 (5.7)	3.1 (10.4)	▲ 3.4 (9.5)	▲ 1.4 (3.1)	
建設受注	▲ 0.9	4.0	(0.7)	(▲ 4.7)	(4.0)	(20.5)	(▲ 8.1)	(0.9)	(19.2)	
民需	7.9	5.1	(▲ 7.0)	(5.0)	(3.5)	(15.6)	(▲ 1.4)	(▲ 11.4)	(18.4)	
官公庁	▲ 15.6	8.4	(19.9)	(▲ 34.3)	(6.3)	(22.0)	(▲ 9.5)	(28.1)	(12.6)	
公共工事請負金額	▲ 3.8	4.1	(2.6)	(▲ 7.9)	(1.1)	(5.0)	(▲ 6.4)	(▲ 12.8)	(▲ 20.2)	(▲ 14.5)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	92.1 (4.6)	97.4 (5.8)	98.7 (1.1)	95.4 (▲ 2.4)	94.8 (▲ 2.4)	96.2 (▲ 0.4)	93.6 (▲ 2.1)	85.6 (▲ 13.2)	92.6 (▲ 2.6)	
新設住宅床面積	(2.1)	(4.1)	(1.0)	(▲ 3.7)	(▲ 3.2)	(▲ 1.2)	(▲ 2.9)	(▲ 14.9)	(▲ 5.6)	
小売業販売額	0.8	▲ 0.2	(2.5)	(2.0)	(1.9)	(2.1)	(3.6)	(1.5)	(1.7)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.2	▲ 1.6	0.8 (0.2)	▲ 0.4 (0.0)	▲ 0.6 (0.5)	1.4 (1.7)	▲ 1.6 (▲ 0.1)	2.8 (2.0)	▲ 1.5 (0.1)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	72.1	74.6 [72.3]	70.3 [71.3]	71.3 [71.8]	71.7 [72.1]	70.9 [72.0]	74.5 [71.5]	69.3 [75.1]	[72.4]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 1.3	▲ 0.7	▲ 0.3 (0.9)	▲ 0.2 (0.9)	0.3 (1.2)	0.6 (1.5)	▲ 0.8 (1.5)	▲ 1.7 (▲ 2.0)	1.4 (▲ 0.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.2	0.4	(0.5)	(0.2)	(0.7)	(0.9)	(0.9)	(1.2)	(1.0)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	98	103	131	130	133	136	129	25	30	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.23	1.39	1.49 [1.35]	1.52 [1.37]	1.57 [1.41]	1.56 [1.41]	1.59 [1.43]	1.59 [1.43]	1.58 [1.44]	[1.45]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.3	3.0	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.4	2.5	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	48.8	46.4	49.2 [41.4]	50.3 [45.5]	53.3 [49.8]	54.1 [50.5]	53.9 [50.7]	49.9 [49.4]	48.6 [48.8]	48.9 [47.9]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,684 (▲ 9.0)	8,381 (▲ 3.5)	2,188 (2.8)	2,032 (▲ 2.6)	2,106 (1.0)	677 (▲ 2.3)	696 (▲ 2.0)	635 (5.0)	617 (▲ 10.3)	789 (0.4)

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2015年度	2016年度	2017年			2017年		2018年		
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	11月	12月	1月	2月	3月
通関輸出	▲0.7	▲3.5	(10.5)	(15.1)	(13.0)	(16.2)	(9.4)	(12.3)	(1.8)	(2.1)
価格	2.0	▲5.8	(5.2)	(8.8)	(8.1)	(10.1)	(4.6)	(2.7)	(4.1)	(0.3)
数量	▲2.7	2.4	(5.1)	(5.8)	(4.6)	(5.5)	(4.5)	(9.3)	(▲2.1)	(1.8)
通関輸入	▲10.2	▲10.2	(16.2)	(14.8)	(17.0)	(17.3)	(15.0)	(7.8)	(16.6)	(▲0.6)
価格	▲8.4	▲10.7	(10.8)	(12.8)	(12.7)	(14.3)	(8.6)	(5.0)	(4.4)	(4.1)
数量	▲1.9	0.5	(4.9)	(1.8)	(3.9)	(2.6)	(5.9)	(2.6)	(11.7)	(▲4.5)
経常収支(億円)	182,720	210,188	45,988	70,061	43,257	13,407	7,965	6,074	20,760	
貿易収支(億円)	2,999	57,851	9,574	17,588	11,527	1,991	5,250	▲6,666	1,887	
サービス収支(億円)	▲13,140	▲13,813	▲2,878	▲2,652	▲1,975	189	▲1,941	▲1,682	1,227	
金融収支(億円)	242,596	247,407	43,982	45,817	30,753	17,486	18,645	12,072	15,390	
外貨準備高(百万ドル)	1,262,099	1,230,330	1,249,847	1,266,310	1,264,283	1,261,242	1,264,283	1,268,535	1,261,749	1,268,287
対ドル円レート(期中平均)	120.13	108.37	111.06	111.01	112.95	112.92	112.97	110.77	107.82	106.00

3. 金融

	2015年度	2016年度	2017年			2017年		2018年		
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	11月	12月	1月	2月	3月
無担保コール翌日物金利	0.063	▲0.045	▲0.054 [▲0.050]	▲0.054 [▲0.046]	▲0.042 [▲0.043]	▲0.048 [▲0.049]	▲0.042 [▲0.044]	▲0.040 [▲0.045]	▲0.042 [▲0.038]	▲0.062 [▲0.042]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.157	0.057	0.056 [0.060]	0.062 [0.057]	0.063 [0.056]	0.063 [0.056]	0.063 [0.056]	0.068 [0.056]	0.068 [0.056]	0.097 [0.056]
新発10年国債利回り	▲0.050	0.065	0.075 [▲0.230]	0.060 [▲0.085]	0.045 [0.040]	0.035 [0.020]	0.045 [0.040]	0.080 [0.085]	0.045 [0.050]	0.045 [0.065]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.924	0.847	0.842 (▲0.005)	0.831 (▲0.011)	0.828 (▲0.003)	0.835 (0.001)	0.828 (▲0.007)	0.827 (▲0.001)	0.827 (0.000)	
日経平均株価 (225種、末値)	16,759	18,909	20,033 [15,576]	20,356 [16,450]	22,765 [19,114]	22,725 [18,308]	22,765 [19,114]	23,098 [19,041]	22,068 [19,119]	21,454 [18,909]
M2平残	(3.5)	(3.6)	(3.9)	(4.0)	(3.9)	(4.0)	(3.6)	(3.4)	(3.2)	(3.2)
広義流動性平残	(3.7)	(1.8)	(2.8)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(3.5)	(3.3)	(3.0)	(2.8)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.4)	(2.4)	(3.1)	(3.1)	(2.6)	(2.7)	(2.5)	(2.3)	(2.1)	(2.0)
銀行計	(2.5)	(2.4)	(3.2)	(3.2)	(2.6)	(2.7)	(2.4)	(2.3)	(2.1)	(1.9)
都銀等	(1.2)	(1.2)	(2.8)	(2.8)	(1.7)	(1.8)	(1.2)	(1.1)	(0.6)	(0.3)
地銀	(3.7)	(3.5)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.5)	(3.6)	(3.5)
地銀Ⅱ	(3.2)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
信金	(2.2)	(2.3)	(2.8)	(2.7)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
3業態計	(3.7)	(3.8)	(4.5)	(4.5)	(4.3)	(4.4)	(4.0)	(3.8)	(3.5)	(3.3)
実質預金 +CD (平残)										
都銀	(4.5)	(5.5)	(6.5)	(6.4)	(6.1)	(6.3)	(5.7)	(5.3)	(4.9)	(4.5)
地銀	(3.0)	(2.3)	(2.6)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.4)	(2.2)	(2.0)
地銀Ⅱ	(2.5)	(2.1)	(2.3)	(2.3)	(2.0)	(2.2)	(1.8)	(1.6)	(1.7)	(1.5)

(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

～高まる米中貿易摩擦激化への懸念～

4月3日、米国通商代表部（USTR）は通商法 301 条に基づく一連の中国への制裁措置の中で、500 億ドルにのぼる関税対象品目リストを公表した。翌日には中国が対抗措置として同規模の関税案を公表、これに対しトランプ大統領が 1,000 億ドル規模の追加関税を検討するよう USTR に指示するなど、報復の応酬が貿易戦争に繋がる懸念が高まっている。

中国からの年間 500 億ドルの輸入分に対する 25%の関税賦課は、米国経済にどのような影響を与えるだろうか。まず、関税賦課は最大 125 億ドル（＝500 億ドル×25%）のコストアップとなる。これに相当する所得減を起点とした最終的な影響は、民間の限界支出性向を 0.7（1990 年から 2016 年までのデータを用いて算出）とすれば、乗数効果を通じ最大 292 億ドル（＝125 億ドル×0.7／（1－0.7））の GDP 減少（▲0.2%）となる。但し、関税対象品目リストをみると、携帯電話など輸入の大半を中国製品が占める品目は除外されている（第 1 表）。中国からの輸入割合が低い品目は、第三国からの輸入で代替される可能性が高く、この場合、コスト上昇幅は抑制されて経済へのマイナス影響も緩和される。

一方、中国からの輸入を国内生産が代替する場合には、米国経済にプラスとなることもあり得るが、関税対象品目を含み産業の輸入比率（＝輸入／（国内生産＋輸入））をみると、『音声・映像装置』や『コンピューター・周辺機器』で高く、他の産業でも 2000 年以降に比率が高まったものが多い（第 1 図）。賃金など高い生産コストを背景に、国内生産基盤が既に毀損された品目も多いとみられ、国内生産による代替は限定的となろう。

今回の関税賦課は米国経済自身にも負の影響を及ぼすが、現状規模であれば、その度合いは小さいと考えられる。但し、中国の対抗関税により米国の対中輸出が他国に代替されれば深刻なダメージとなり得るほか、更なる関税規模拡大や関税率引き上げが実施されればマイナス影響は拡大する。また、関税の影響を先読み・深読みした金融市場がリスクオフの動きを強め、それ自体が実体経済に負の影響を及ぼす可能性にも注意を要しよう。

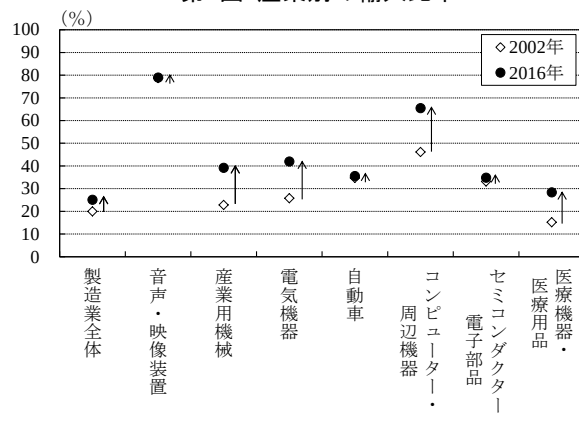
第1表：USTRが公表した、対中制裁関税 賦課対象品目
（HSコード4桁ベースでの上位10品目）

HTS コード (4桁)	品目	中国から の輸入額 (億ドル)	輸入 総額 (億ドル)	中国から の輸入 割合 (%)
制裁対象品目 合計		464	6,651	7.0
8528	テレビ受像機器、モニター、プロジェクター	45	130	34.5
8443	印刷機、その他のプリンター	28	97	29.1
8536	電気回路の開閉用、保護用、接続用の機器	17	86	20.1
8413	液体ポンプ、液体エレベーター	17	76	22.4
8703	乗用自動車その他の自動車	17	1,771	1.0
8471	自動データ処理機及び読取機（記憶装置）	17	83	20.3
8431	重機等に利用する部品	17	80	21.1
9018	医療用又は獣医用の機器	15	224	6.7
8541	半導体デバイス、発光ダイオード	13	42	29.6
7606	アルミニウムの板、シート及びストリップ	12	32	36.4

（注）USTRが公表した8桁のHTSコード1,333品目に基づき対象品目の輸入額を算出し、4桁の中分類毎に集計したもの。

（資料）USTR資料、米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：産業別の輸入比率



（注）『輸入比率』は、「輸入額」を「国内総産出額」と「輸入額」の和で除して算出。

（資料）米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（玉城 重人）

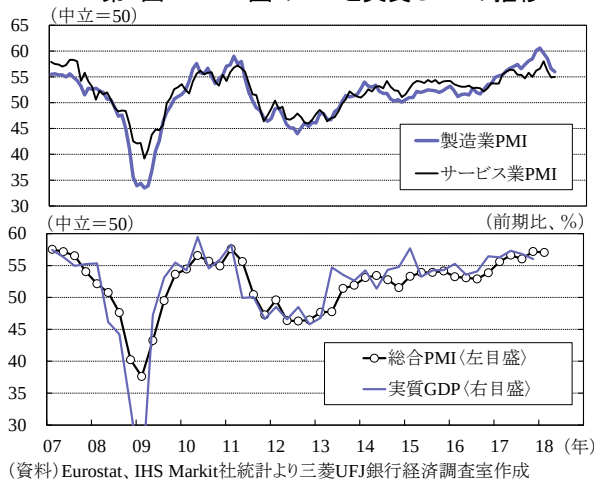
Ⅲ. 欧州

～景気は堅調ながらも、ユーロ高の影響が相応に顕在化～

ユーロ圏景気は、今年に入っても総じてみれば堅調さを保っている。景気全般の動きを示すユーロ圏の総合ベースの購買担当者指数（PMI）は、1～3月の平均では約7年ぶりの高水準を維持していることから、5月2日に公表される1-3月期の実質GDPも堅調な伸びを確保したと見込まれる（第1図）。しかしながら、各種経済指標をみると、これまで比較的急速に進んできたユーロ高の影響が、製造業を中心に相応に表れ始めている模様である。4月のユーロ圏の製造業PMIは4ヵ月連続の低下となったが、内訳項目では、新規輸出受注が5ヵ月連続で低下し、2016年10月以来の低水準となったことが目立っており、4-6月期にかけてのモメンタムは明らかに低下している。他の経済指標をみても、欧州委員会公表の3月のユーロ圏製造業マインドは2ヵ月連続で低下し、2月の鉱工業生産は3ヵ月連続で前月比マイナスとなった。域外向け名目輸出も拡大ペースが鈍ってきている。2、3月については寒波による物流停滞等の一時的な要因も指摘されているが、製造業のデータが増勢の鈍化を示しているのは否定し難い。

ユーロ高の進展は、金融政策に対しても影響を及ぼしている。3月のユーロ圏の消費者物価上昇率は前年比+1.3%と前月からは伸びを高めたものの、ここ1年ほどはユーロ高の進展とともに徐々に水準を切り下げてきており、ECBの物価目標（前年比+2.0%弱）の早期達成は依然として視野に入っていない（第2図）。ECBは「為替動向は不確実性とリスクの重大な源泉であり、引き続き注視が必要」と、ユーロ高に対する警戒を強めているが、そもそも、ユーロ高進展の背景には市場における金融緩和縮小観測の強まりがあった。ECBは、金融政策正常化を前進させようとするユーロ高を招き、それが却って金融政策の正常化を遅らせる要因になるというジレンマに陥っているとも言える。金融政策の正常化、取分け影響の大きい利上げ開始時期の示唆については、金融市場への影響を十分考慮しながら、細心の注意を払って行われることとなろう。

第1図：ユーロ圏のPMIと実質GDPの推移



第2図：ユーロ圏の消費者物価とユーロ相場の推移



(篠原 令子)

IV. アジア

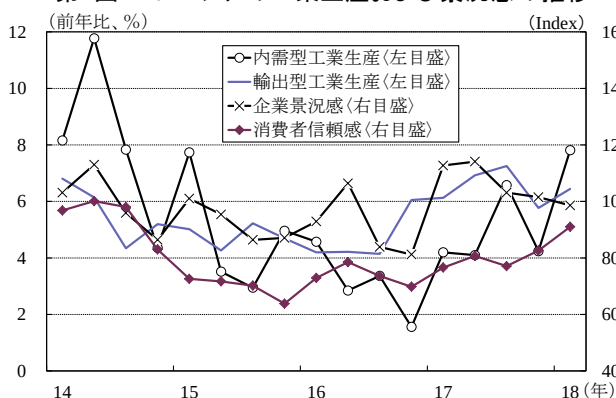
～総選挙後の成長戦略推進が求められるマレーシア～

マレーシア経済は堅調な拡大が続いている。2017 年の実質 GDP 成長率は前年比+5.9%と、ASEAN 主要国のなかではインドネシア（同+5.1%）やタイ（同+3.9%）を上回る高水準となった。年明け以降も、工業生産が主力の電子・電機を中心とする輸出型に加えて、鉄鋼、自動車などの内需型でも伸びを高めるなど、堅調を維持している（第 1 図）。先行き、雇用・所得環境や消費者マインドの改善を受けた個人消費の拡大が見込まれるほか、輸出も世界経済の堅調を受けて緩やかな増勢を維持し、景気拡大が続くとみられる。

こうしたなか、ナジブ首相は 4 月初めに連邦議会下院（定数 222、任期 5 年）を解散した。5 月 9 日に予定されている総選挙は、ナジブ首相率いる与党連合・国民戦線（BN）が経済成長の実績を強調し政権維持を狙うのに対して、マハティール前首相を首相候補とする野党連合・希望連盟（PH）は現政権の汚職体質などを批判し政権交代を目指す構図であるが、現時点では与党が優勢との見方が多い。与党勝利による政策の継続性は、当面の景気安定に寄与することが見込まれる。

ナジブ政権の政策運営を振り返ると、まず、財政改革を始めとする中長期的な経済安定化策については概ね評価できる。2010 年以降、燃料などに対する補助金を段階的に削減したのに加え、2015 年 4 月には物品サービス税を導入し、資源安を受け石油・ガス関連収入が落ち込むなかでも財政赤字の縮小を実現してきた（第 2 図）。他方、2010 年に発表した成長戦略『新経済モデル』では、マレー系および先住民を保護・優遇するブミプトラ政策の見直しや非熟練外国人労働者への依存度引き下げなどを通じて経済の高度化・効率化を図る方針を示したものの、その後ブミプトラ政策は再強化されたほか、外国人労働者が合法的な就労者だけでも労働力人口の依然 2 割程度を占めるなど進捗は芳しくない。BN は、選挙公約として所得格差是正策などを掲げているが、選挙後の政府は、産業高度化に寄与するような成長戦略にこそ本腰を入れて取り組む必要がある。

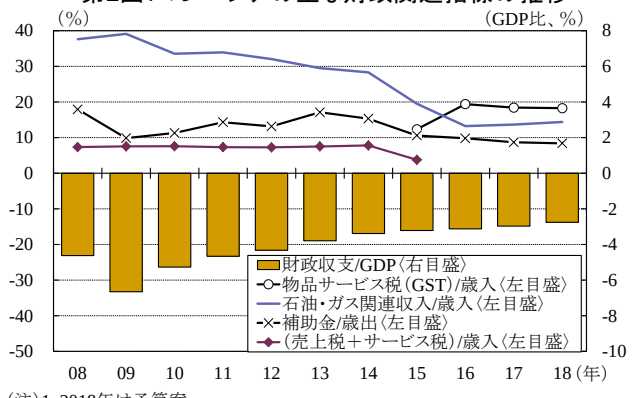
第1図：マレーシアの工業生産および景況感の推移



(注) 生産の直近は2018年1月。

(資料) マレーシア統計局、マレーシア経済研究所統計より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：マレーシアの主な財政関連指標の推移



(注) 1. 2018年は予算案。

2. 『石油・ガス関連収入』は、石油所得税、ロイヤリティ収入（石油・ガス）、国有石油会社ペトロナスからの受取配当金の合計。

(資料) マレーシア財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希)

V. 中国

～激化する対米摩擦を視野に多面的に政策展開～

1-3 月期の実質 GDP 成長率は 3 四半期連続で前年比+6.8%となり、2018 年の政府目標（同+6.5%）達成に向けて好発進した（第 1 表）。不動産に牽引された投資の加速が純輸出のマイナス寄与を補ったものとみられる。ただし、直近 3 月の経済指標は工業生産（同+6.0%）、固定資産投資（同+7.5%）ともに 1-2 月から減速した上、輸出に至っては同▲2.7%と減少に転じており、人民元高などが影響した模様である。これに加え、米国との通商摩擦の激化も考えれば、景気の先行きは必ずしも楽観し難い状況といえる。

こうした状況に対し、中国当局は硬軟混ぜた多面的な政策を展開している。まず、米国政府の制裁関税対応では、3 月 23 日に豚肉を含む 128 品目（2017 年の対米輸入額約 30 億ドル）、4 月 4 日には大豆を始めとする農産品、航空機、自動車、化学製品等 106 品目（同約 500 億ドル）と米国の鉄鋼・アルミニウム、知的財産権侵害の制裁規模に合わせる形で報復関税対象を拡大しており、徹底抗戦の構えをみせている。

その一方で、中国は対外開放戦略のアピールにも注力している。4 月 10 日、博鳌（ボアオ）アジアフォーラムで習近平国家主席は過去 40 年の改革開放政策の成果を讃え、① 参入規制の大幅緩和、②投資環境改善、③知的財産権保護強化、④輸入拡大——の早期実現を強調、翌 11 日には中国人民銀行が外資出資規制を含む大規模な金融開放措置を、17 日には国家発展改革委員会が自動車分野の外資規制撤廃を発表している（第 2 表）。海外には実効性を疑問視する声もあるが、一先ず米国の主張にも配慮した姿勢といえる。

マクロ経済への配慮にも余念なく、昨年初来、人民銀行はオペ金利の引き上げを通じた市場金利の高め誘導を続け債務抑制を図ってきたが、4 月 17 日には約 2 年ぶりに預金準備率を引き下げ（25 日実施、下げ幅は 1%ポイント）、同措置に伴って生じた資金はまず中銀からの借入金返済に充当し、残りは中小企業向け融資に充てるよう指示した。同行は金融政策のスタンスは不変と強調しているが、内外の環境からマクロ経済への逆風が強まるなかで、密かに内需の底支えに向けて政策の軸足を移しつつある可能性もあろう。

第1表：中国の主な経済指標の推移

	2017年		2018年		
	11月	12月	1月	2月	3月
実質GDP(前年比、%)	6.8		6.8		
輸出(前年比、%)	11.5	10.8	24.0		▲ 2.7
輸入(前年比、%)	17.7	4.6	21.6		14.4
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	7.2	7.2	7.9		7.5
小売売上高(前年比、%)	10.2	9.4	9.7		10.1
工業生産(前年比、%)	6.1	6.2	7.2		6.0
製造業PMI	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5
非製造業PMI	54.8	55.0	55.3	54.4	54.6
消費者物価(前年比、%)	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1
生産者物価(前年比、%)	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家統計局発表の指標。
2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したもの。
3. 1-2月の『輸出』、『輸入』、『固定資産投資』、『小売売上高』、『工業生産』は2ヵ月累積値。

(資料) 中国国家统计局等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表：最近の対外開放政策の概要

金融分野(4月11日発表)	
6月までに実施	
1	銀行と金融資産管理会社の外資出資比率制限撤廃
2	証券会社、生命保険会社の外資出資比率上限を51%へ引き上げ、3年後撤廃
3	合併証券会社への中国側出資者のうち、最低1社は証券会社という条件を撤廃
4	5月1日より香港から上海・深圳への株式投資枠を4倍に拡大
5	条件に合致した海外投資家による保険代理業務や保険審査業務を許可
6	外資保険ブローカー会社の経営範囲を国内会社と同様に開放
12月までに実施	
1	信託、金融リース、自動車金融、消費者金融などの分野に外資を導入
2	新規設立の金融資産投資会社と理財会社には外資出資比率上限を設けない
3	外資銀行の業務範囲を大幅拡大
4	合併証券会社の業務範囲に単独の制限を設定せず、中国企業と同一とする
5	外資保険会社設立前に2年間駐在員事務所を開設という条件を撤廃
自動車分野(4月17日発表)	
1	2018年に新エネルギー自動車の外資出資比率制限を撤廃
2	2020年に商用車の外資出資比率制限を撤廃
3	2022年に乗用車の外資出資比率制限・合併先企業数(2社まで)制限を撤廃

(資料) 中国人民銀行、国家発展改革委員会等資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

VI. 原油

～原油価格上昇の背景にある中東の原油供給を巡る動き～

原油価格（WTI 期近物）は、2 月初旬に世界的な株安に伴う投資家のリスク回避姿勢の強まり等を受けて 59 ドル/バレル台まで下落した後、一進一退での推移が続いたが、その後上昇に転じ、4 月 19 日には一時 69 ドル台と 3 年 4 ヶ月ぶりの高値を付けた（第 1 図）。

米中の貿易摩擦への懸念や米国シェールオイルの増産観測が強まる中でも原油価格が上昇を続ける背景には、中東の原油供給を巡る二つの動きがある。第一に OPEC が主導する強固な協調減産体制である。減産順守率は昨年 7 月以降上昇を続け、3 月には 163%と、昨年 1 月の減産開始以降で最も高い水準に達した。4 月 12 日には、OPEC のバーキンズ事務局長が、2018 年末の期限以降も減産体制を維持する方向であると発言し、これもまた、枠組みの持続性に対する信頼を高め、原油価格の上昇につながっている。第二に中東での地政学リスクの一段の高まりである。4 月 13 日の米英仏によるシリア攻撃を受けて、米国とロシアの対立が先鋭化すると同時に、従前より燦々としていた米国とイラン、サウジアラビアとイラン等の対立を巡る地政学リスクが改めて意識されることとなった。特に、米国とイランの対立においては、トランプ大統領は、イランのイエメン内戦とシリア内戦への関与や、ミサイル・武器の拡散を主張し、米欧等 6 ヶ国がイランと結んだ核合意に、自らの要求が新たに織り込まれなければ合意を破棄する構えを示している（第 1 表）。核合意直前のイランの産油量は、足元の日量 380 万バレルの 7 割程度であり、合意の破棄が原油供給に与える影響は大きい。また、トランプ大統領は昨年 12 月に、エルサレムの首都認定宣言を行い、歴代大統領が 1999 年以降、執行を延期してきた在イスラエル米国大使館のエルサレム移転を決定する等、過去の政権とは一線を画した中東政策を進めており、それに伴う地域情勢の先行き不透明感が原油の供給不安につながっているとみられる。

足元では、5 月 12 日に米国の対イラン制裁停止の延長期限、同 14 日にはイスラエル建国 70 周年という節目を迎える。米国では外交チームが強硬派に傾きつつあるとされる中、11 月には中間選挙を控えており、原油価格は当面、振れやすい展開が続くだろう。

第1図：原油価格（WTI期近物）と減産順守率の推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：トランプ大統領のイラン核合意に対する主張とサウジアラビアとイランの対立項目

イラン核合意の主な内容(2015年7月締結)		
- 遠心分離機を6,104基に削減し、10年間は5,060基のみ稼働すること。 15年間は濃縮ウランの保有量を300キロまでとし、濃縮率は3.67%までとすること。 - IAEAによるすべての核関連施設への定期的な査察に応じること。		
トランプ大統領の主張		
- イランは直ちに国際検査官が要請するすべての場所での査察に応じること。 - イランが核兵器保有に二度と近づけない条件とすること。 - 条項に期限を設けないこと。 - 長距離ミサイルと核兵器の問題は不可分であり、イランがミサイルの開発や試験を行った際には厳しい制裁を課すこと。		
項目	サウジアラビア	イラン
シリア	反アサド派を支援	アサド政権を支援
イエメン	ハディ暫定政権を支援	フーシ派を支援
カタール	断交	取り込み
イラク	シーア派政権と距離	シーア派政権に接近
レバノン	反ヒズボラを支援	ヒズボラを支援
イラン核合意	欧米に反発	欧米と交渉

(資料) 米国国務省資料、ホワイトハウス資料、各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(伊勢 友理)

世界経済見通し総括表

		名目GDP(2016年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
		兆ドル	日本＝100	2016年 実績	2017年 実績	2018年 見通し	2016年 実績	2017年 実績	2018年 見通し	2016年 実績	2017年 実績	2018年 見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)		63.02	1,267	2.7	3.3	3.4	2.0	2.2	2.3			
	先進国・地域	42.01	844	1.6	2.3	2.4	0.8	1.7	1.9			
	新興国	21.01	422	4.7	5.3	5.4	4.5	3.1	3.2			
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.98	100	1.2	1.8	1.3	▲ 0.2	0.7	0.9	1,880	1,931	2,082
	アジア11カ国・地域	18.15	365	6.0	6.1	5.9	2.2	2.0	2.3	4,843	4,088	3,904
	中国	11.22	226	6.7	6.9	6.4	2.0	1.6	1.8	2,022	1,649	1,608
	インド(年度ベース)	2.27	44	7.1	6.6	7.6	4.5	3.8	4.9	▲ 153	▲ 391	▲ 447
	NIEs4カ国・地域	2.57	52	2.5	3.2	2.8	1.1	1.4	1.5	2,521	2,380	2,363
	韓国	1.41	28	2.9	3.1	2.9	1.0	1.9	1.6	992	785	774
	台湾	0.53	11	1.4	2.9	2.4	1.4	0.6	1.3	813	842	798
	香港	0.32	6	2.1	3.8	2.8	2.4	1.5	2.2	127	143	145
	シンガポール	0.31	6	2.4	3.6	3.0	▲ 0.5	0.6	1.0	588	610	645
	ASEAN5カ国	2.15	43	4.9	5.4	5.3	2.3	3.0	3.2	453	450	380
	インドネシア	0.93	19	5.0	5.1	5.2	3.5	3.8	3.7	▲ 170	▲ 173	▲ 183
	マレーシア	0.30	6	4.2	5.9	5.4	2.1	3.8	2.8	70	94	92
	タイ	0.41	8	3.3	3.9	4.0	0.2	0.7	1.4	482	481	451
	フィリピン	0.30	6	6.9	6.7	6.3	1.3	2.9	3.8	▲ 12	▲ 25	▲ 9
	ベトナム	0.20	4	6.2	6.8	6.7	2.7	3.5	4.1	82	73	29
	オーストラリア	1.26	25	2.6	2.3	2.7	1.3	1.9	2.1	▲ 386	▲ 324	▲ 385
米州	米国	18.62	374	1.5	2.3	2.7	1.3	2.1	2.3	▲ 4,517	▲ 4,662	▲ 5,158
	中南米6カ国	4.15	83	▲ 0.5	1.7	2.6	10.9	6.8	5.8	▲ 823	▲ 804	▲ 1,060
	ブラジル	1.79	36	▲ 3.5	1.0	2.5	8.7	3.5	4.2	▲ 235	▲ 98	▲ 300
	メキシコ	1.08	22	2.9	2.0	2.4	2.8	6.0	3.5	▲ 228	▲ 188	▲ 250
	アルゼンチン	0.55	11	▲ 1.8	2.9	2.9	40.7	22.8	19.0	▲ 147	▲ 308	▲ 300
欧州	ユーロ圏19カ国	11.94	240	1.8	2.5	2.3	0.2	1.5	1.5	4,076	4,472	4,268
	ドイツ	3.48	70	1.9	2.5	2.3	0.4	1.7	1.8	2,973	2,971	3,094
	フランス	2.47	50	1.1	2.0	1.9	0.3	1.2	1.3	▲ 211	▲ 185	▲ 246
	イタリア	1.86	37	1.0	1.5	1.4	▲ 0.1	1.3	1.3	477	543	520
	英国	2.66	53	1.9	1.7	1.6	0.7	2.7	2.4	▲ 1,539	▲ 1,136	▲ 1,009
	ロシア	1.28	26	▲ 0.2	1.7	1.9	7.1	3.7	4.2	255	402	395

<参考>

世界41カ国・地域
(購買力平価ベースのGDPで加重平均)

(注)1.『2017年』の一部の国・地域は見込み値。

2.『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。

3.『日本』、『インド』の掲載数値は年度(4月～翌年3月)ベースであり、『世界41カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。

4. IMFの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米6カ国』、『ロシア』。

5.『中南米6カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ペルー。

(資料)各国統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiko_ishimaru@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。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。