

経済マンスリー

I. 日本

～人手不足への対応が設備投資の下支え要因に～

II. 米国

～激化する米中貿易摩擦、
かつての日米貿易摩擦からのインプリケーション～

III. 欧州

～ECB は資産購入終了を決定するも、政策金利正常化には慎重姿勢～

IV. アジア

～発足後 1 年が経過した韓国・文在寅政権の評価と今後の課題～

V. 中国

～デレバレッジの妨げとなる貿易戦争の兆し～

VI. 原油

～OPEC 総会で増産合意も、供給懸念払拭には至らず～

I. 日本

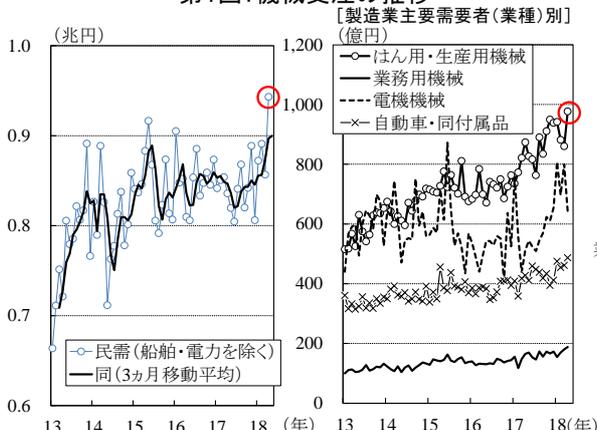
～人手不足への対応が設備投資の下支え要因に～

1. 実体経済の動向

企業収益と設備投資の伸びが 1-3 月期に鈍化する中で、先行きの設備投資動向を示す機械受注は足元で再び上向いている（第 1 図）。内閣府の機械受注統計において、民間設備投資の先行指標とされる「船舶・電力を除く民需」（季節調整済み）の受注額は 4 月に前月比+10.1%の 9,431 億円となり、基調判断が「持ち直しの動きがみられる」から「持ち直している」に 8 ヶ月ぶりに上方修正された。内訳をみると、非製造業（船舶・電力を除く）の同+0.4%に対し製造業の伸びは同+22.7%と際立っており、とりわけ「はん用・生産用機械製造業」からの受注増の寄与が大きい。「はん用・生産用機械製造業」の伸びは 2017 年以降加速しているが、その背景として、国内において企業がいよいよ人手不足への対応を迫られていることが大きいとみられる。4 月の有効求人倍率は 1.59 倍と歴史的な水準にあるが、財務省の企業ヒアリング調査によれば、企業の約 7 割が人手不足を抱えており、解消策として主に「採用取組強化（80.4%）」や「業務環境改善（43.6%）」等を挙げている（第 2 図）。「業務環境改善」の内容をみると、「業務プロセスの見直し（69.8%）」が最も多く、次いで「設備投資（62.6%）」を実施するとした企業の割合が大きい。生産や物流の自動化設備の導入等による省力化・効率化への取り組みが、生産用機械を中心とした設備投資需要を活発化させている状況が窺える。少子高齢化という構造要因も背景に、人手不足への対応は企業にとって最重要課題の一つとなりつつあり、省力化投資は一段と加速していく見通しである。

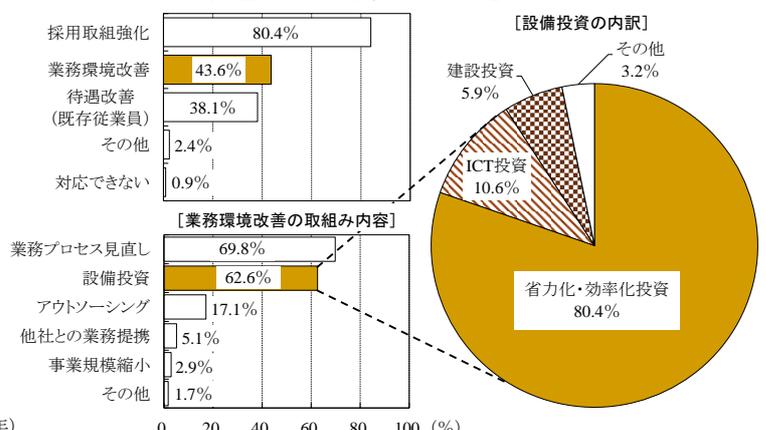
足元では米国の通商政策を巡って懸念が高まる等、海外要因により企業が設備投資の様子見姿勢を強めるリスクには十分な注意が必要であるが、こうした少子高齢化、人手不足という中長期的な課題への対処は企業の新たな投資動機として存在感を高めていく公算が大きい。そして、このことが先行き、設備投資の底堅さを支えていくと期待される。

第1図: 機械受注の推移



(注) 季節調整値
(資料) 内閣府統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 人手不足解消に向けた取り組み



(注) 企業ヒアリング調査。対象全1,341社のうち、人手不足感があると回答した企業951社が対象。
(資料) 財務省資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融政策・市場の動向

日銀は6月14-15日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定し、これまで「1%程度」としていた物価の現状判断を「0%台後半」に下方修正した。実際、22日に公表された5月の生鮮食品を除くコア消費者物価上昇率は前年比+0.7%（4月:同+0.7%）と、需給ギャップが5四半期に亘り需要超過を維持するなかでも、伸び率は依然として高まってきていない（第3図）。黒田総裁は会合後の記者会見で、「2%の物価安定の目標に向けたモメンタムは維持されている」としつつも、物価の上昇が鈍い要因として、デフレマインドの存在や非製造業を中心とした省力化・IT関連投資の進展、インターネット販売の拡大などを指摘し、7月の展望レポートに向けて更に議論を深めていく旨発言した。前回の展望レポートにおいて物価目標の達成時期を削除したことも併せると、日銀は物価上昇に向けて既に長期戦の構えに転じていると考えられ、現行の金融政策の大枠は当面変わらないことが想定される。

但し、足元では注目すべき動きも出てきている。日銀は年初以降、自然利子率や物価などをテーマとして、職員によるワーキングペーパーを公表してきた（第1表）。とりわけ、3月公表の“Natural Rate of Interest in Japan”では、趨勢的に低下傾向にある日本の自然利子率が、足元では1%程度まで高まっているとの試算結果が市場関係者の注目を集めた。黒田総裁が5月の講演で、「自然利子率が上昇すれば、金融緩和の効果は増す^(注1)」と発言したことを踏まえれば、現状の緩和度合いは相対的に強まっていると解釈することが可能である。黒田総裁は去る3月の記者会見でも、「予想物価上昇率が上がれば、名目の誘導目標を上げて緩和効果は変わらず出口ではない、というロジックが成り立つか」との問いに対し、「理屈としては成り立つ」と一定の理解を示している。これらを併せて考えれば、前述の自然利子率に関する議論などを基に、物価の伸びが大きく高まらないなかでも、緩和度合いが変わらない範囲で金融政策の微調整に動く可能性はあるだろう。

（注1）金融緩和度合いは、「自然利子率－実質金利（＝名目金利－期待インフレ率）」で計測される。名目金利の変動が少ない現状では、自然利子率の上昇や、期待インフレ率引き上げによる実質金利の低下が実現すれば、金融緩和度合いは強まることになる。

第3図：消費者物価と需給ギャップの推移



（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」。
直近は4-5月の平均値。

（資料）内閣府、総務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：日銀職員による自然利子率・物価等に関するワーキングペーパー

公表日	題名	要旨
2018/1/31	Population Aging and the Real Interest Rate in the Last and Next 50 Years …(①)	○日本で過去50年間に生じた実質金利の低下幅640bpのうち270bp程度が人口動態の変化に起因 ○一方、先行き50年間の人口動態の変化は、実質金利を現水準から大きく乖離させる程の効果は持たず ○今後、先進各国においても人口動態の変化による実質金利の低下が終息に向かう可能性を示唆
3/14	Natural Rate of Interest in Japan …(②)	○日本の自然利子率は趨勢的な低下傾向にあり、80年代の約4%から直近5年間では約0.3%まで低下。 ○自然利子率の低下の多くは中立技術の変化に起因 ○将来の自然利子率の予想値にも、趨勢的な低下傾向や、その変動に占める中立技術の重要性が観察 ○金融仲介活動の機能度の寄与は中立技術に次いで大きく、90年代の銀行危機時に自然利子率を押し下げ
6/13	わが国の自然利子率の決定要因	○同日に公表された①、②の日本語版を整理したもの
6/18	インターネット通販の拡大が物価に与える影響	○インターネット通販の拡大は、既存小売企業との競合が強まっているとみられる財を中心に物価下押しに作用

（資料）日本銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（菱木 由美子、横田 裕輔）

主要経済金融指標(日本)
2018年6月27日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2016年度	2017年度	2017年		2018年	2018年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.2	1.6	2.0 (2.0)	1.0 (1.9)	▲0.6 (1.1)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.5	1.7	▲0.1 (1.5)	0.7 (1.8)	▲0.4 (1.3)	▲1.1 (1.8)	0.4 (1.1)	0.0 (1.2)	1.0 (1.5)	
鉱工業生産指数	1.0	4.1	0.5 (4.0)	1.6 (4.6)	▲1.3 (2.4)	▲4.5 (2.9)	2.0 (1.6)	1.4 (2.4)	0.5 (2.6)	
鉱工業出荷指数	0.8	3.3	0.6 (3.8)	0.8 (3.1)	▲1.1 (1.5)	▲4.5 (2.2)	1.6 (0.7)	1.2 (1.4)	1.6 (3.6)	
製品在庫指数	▲4.0	3.9	▲1.4 (▲2.5)	2.2 (1.9)	3.4 (3.9)	▲0.5 (1.5)	0.5 (1.6)	3.3 (3.9)	▲0.6 (1.7)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.9	112.4	111.1 [114.3]	112.1 [109.7]	114.9 [111.1]	113.7 [111.2]	114.0 [111.1]	117.1 [111.0]	113.8 [113.1]	[111.7]
国内企業物価指数	▲2.4	2.7	0.4 (2.8)	0.9 (3.3)	0.6 (2.5)	0.3 (2.7)	0.1 (2.6)	▲0.1 (2.1)	0.2 (2.1)	0.6 (2.7)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲0.2	0.7	0.0 (0.6)	0.4 (0.9)	▲0.1 (0.9)	0.2 (0.9)	0.1 (1.0)	▲0.1 (0.9)	▲0.1 (0.7)	0.0 (0.7)
稼働率指数 (2010年=100)	98.6	101.7	101.6 [98.0]	102.7 [100.1]	101.0 [100.1]	98.6 [99.3]	101.9 [100.8]	102.4 [100.2]	104.2 [103.5]	[100.3]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.5	▲0.8	2.8 (▲2.5)	0.3 (0.0)	3.3 (0.2)	8.2 (2.9)	2.1 (2.4)	▲3.9 (▲2.4)	10.1 (9.6)	
製造業	▲4.6	9.2	6.2 (9.2)	3.5 (13.3)	2.5 (10.6)	9.9 (16.8)	8.0 (21.4)	▲17.5 (1.5)	22.7 (23.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	4.3	▲7.8	0.0 (▲10.1)	▲2.1 (▲9.7)	3.4 (▲6.9)	4.4 (▲7.0)	0.0 (▲10.4)	2.2 (▲4.9)	0.4 (▲1.1)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	1.4	6.2	1.2 (4.3)	3.1 (7.2)	▲0.5 (7.0)	▲3.4 (9.5)	▲1.4 (3.1)	3.0 (8.3)	2.5 (9.5)	
建設受注	4.0	0.7	(▲4.7)	(4.0)	(2.6)	(0.9)	(19.2)	(▲4.0)	(4.0)	
民需	5.1	0.6	(5.0)	(3.5)	(1.0)	(▲11.4)	(18.4)	(▲1.1)	(8.3)	
官公庁	8.4	▲5.4	(▲34.3)	(6.3)	(▲0.4)	(28.1)	(12.6)	(▲13.5)	(1.3)	
公共工事請負金額	4.1	▲4.3	(▲7.9)	(1.1)	(▲15.6)	(▲12.8)	(▲20.2)	(▲14.5)	(5.5)	(3.5)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	97.4 (5.8)	94.6 (▲2.8)	95.5 (▲2.4)	94.8 (▲2.4)	89.2 (▲8.0)	85.6 (▲13.2)	92.6 (▲2.6)	89.5 (▲8.3)	99.2 (0.3)	
新設住宅床面積	(4.1)	(▲3.7)	(▲3.7)	(▲3.2)	(▲9.2)	(▲14.9)	(▲5.6)	(▲7.2)	(▲2.1)	
小売業販売額	▲0.2	1.9	(2.0)	(1.9)	(1.4)	(1.5)	(1.7)	(1.0)	(1.5)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲1.6	0.4	▲0.4 (0.0)	▲0.6 (0.5)	1.1 (0.6)	2.8 (2.0)	▲1.5 (0.1)	▲0.1 (▲0.2)	▲1.6 (▲1.3)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	72.1	71.7	70.3 [71.3]	71.3 [71.8]	71.4 [73.0]	74.5 [71.5]	69.3 [75.1]	70.6 [72.4]	70.2 [73.1]	[77.0]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲0.7	0.4	▲0.2 (0.9)	0.3 (1.2)	▲1.1 (▲1.2)	▲1.7 (▲2.0)	1.4 (▲0.9)	▲0.1 (▲0.9)	0.4 (0.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.4	0.7	(0.2)	(0.7)	(1.4)	(1.2)	(1.0)	(2.0)	(0.6)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	103	105	130	133	25	25	30	21	13	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.39	1.54	1.52 [1.37]	1.57 [1.41]	1.59 [1.44]	1.59 [1.43]	1.58 [1.44]	1.59 [1.45]	1.59 [1.47]	[1.49]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.8	2.7	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	46.4	50.5	50.3 [45.5]	53.3 [49.8]	49.1 [48.7]	49.9 [49.4]	48.6 [48.8]	48.9 [47.9]	49.0 [48.5]	47.1 [49.1]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,381 (▲3.5)	8,367 (▲0.2)	2,032 (▲2.6)	2,106 (1.0)	2,041 (▲1.8)	635 (5.0)	617 (▲10.3)	789 (0.4)	650 (▲4.4)	767 (▲4.4)

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)

	2016年度	2017年度	2017年		2018年	2018年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	1月	2月	3月	4月	5月
通関輸出	▲3.5	10.8	(15.1)	(13.0)	(4.9)	(12.3)	(1.8)	(2.1)	(7.8)	(8.1)
価格	▲5.8	6.0	(8.8)	(8.1)	(2.4)	(2.7)	(4.1)	(0.3)	(3.0)	(3.7)
数量	2.4	4.5	(5.8)	(4.6)	(2.6)	(9.3)	(▲2.1)	(1.8)	(4.6)	(4.2)
通関輸入	▲10.2	13.7	(14.8)	(17.0)	(7.4)	(7.8)	(16.6)	(▲0.5)	(5.9)	(14.0)
価格	▲10.7	10.1	(12.8)	(12.7)	(4.7)	(5.0)	(4.4)	(4.5)	(4.4)	(7.2)
数量	0.5	3.3	(1.8)	(3.9)	(2.6)	(2.6)	(11.7)	(▲4.8)	(1.5)	(6.3)
経常収支(億円)	210,188	217,362	70,061	43,257	58,057	6,074	20,760	31,223	18,451	
貿易収支(億円)	57,851	45,818	17,588	11,527	7,128	▲6,666	1,887	11,907	5,738	
サービス収支(億円)	▲13,813	▲6,029	▲2,652	▲1,975	1,476	▲1,682	1,227	1,931	▲5,015	
金融収支(億円)	247,407	194,144	45,817	30,753	73,592	12,072	15,390	46,130	4,254	
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,266,310	1,264,283	1,268,287	1,268,535	1,261,749	1,268,287	1,256,018	1,254,477
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	111.01	112.95	108.20	110.77	107.82	106.00	107.43	109.69

3. 金融

	2016年度	2017年度	2017年		2018年	2018年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	1月	2月	3月	4月	5月
無担保コール翌日物金利	▲0.045	▲0.050	▲0.054 [▲0.046]	▲0.042 [▲0.043]	▲0.048 [▲0.042]	▲0.040 [▲0.045]	▲0.042 [▲0.038]	▲0.062 [▲0.042]	▲0.063 [▲0.054]	▲0.061 [▲0.053]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.057	0.065	0.062 [0.057]	0.063 [0.056]	0.078 [0.056]	0.068 [0.056]	0.068 [0.056]	0.097 [0.056]	0.097 [0.056]	0.078 [0.056]
新発10年国債利回り	0.065	0.045	0.060 [▲0.085]	0.045 [0.040]	0.045 [0.065]	0.080 [0.085]	0.045 [0.050]	0.045 [0.065]	0.050 [0.015]	0.030 [0.040]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.847	0.817	0.831 (▲0.011)	0.828 (▲0.003)	0.817 (▲0.011)	0.827 (▲0.001)	0.827 (0.000)	0.817 (▲0.010)	0.793 (▲0.024)	
日経平均株価 (225種、末値)	18,909	21,454	20,356 [16,450]	22,765 [19,114]	21,454 [18,909]	23,098 [19,041]	22,068 [19,119]	21,454 [18,909]	22,468 [19,197]	22,202 [19,651]
M2平残	(3.6)	(3.7)	(4.0)	(3.9)	(3.2)	(3.4)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)
広義流動性平残	(1.8)	(3.2)	(3.6)	(3.6)	(3.0)	(3.2)	(2.9)	(2.9)	(3.1)	(3.0)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.8)	(3.1)	(2.6)	(2.1)	(2.3)	(2.1)	(2.0)	(2.0)
	銀行計	(2.4)	(2.8)	(3.2)	(2.6)	(2.1)	(2.3)	(2.1)	(1.9)	(1.9)
	都銀等	(1.2)	(2.0)	(2.8)	(1.7)	(0.7)	(1.1)	(0.6)	(0.3)	(0.3)
	地銀	(3.5)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.5)	(3.5)	(3.6)	(3.5)	(3.6)
	地銀II	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.7)	(▲0.5)
信金	(2.3)	(2.7)	(2.7)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.3)	(2.3)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.8)	(4.2)	(4.5)	(4.3)	(3.5)	(3.8)	(3.5)	(3.3)	(3.8)
	都銀	(5.5)	(5.9)	(6.4)	(6.1)	(4.9)	(5.3)	(4.9)	(4.5)	(5.1)
	地銀	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.5)	(2.2)	(2.4)	(2.2)	(2.0)	(2.3)
地銀II	(2.1)	(2.1)	(2.3)	(2.0)	(1.6)	(1.6)	(1.7)	(1.5)	(1.7)	(▲1.1)

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

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

II. 米国

～激化する米中貿易摩擦、かつての日米貿易摩擦からのインプリケーション～

トランプ大統領は6月15日、中国からの輸入品340億ドルに対し7月6日以降25%の追加関税を賦課することを決定した(第1表)。4月4日に公表していた500億ドル規模の品目リストから、一般意見公募を経て最終消費財を中心に160億ドル分の品目が除外されたが、新たに半導体等を中心に160億ドル規模の追加関税賦課検討品目リストも公表しており(関税賦課実施時期は未定)、当初予定通り500億ドル規模の輸入品に追加関税をかける方針である。中国は即座に報復措置を決定したが、これに対してトランプ大統領は更に、輸入品2,000億ドルに対する10%の追加関税賦課検討を指示している。

1960年代以降、日米間でも、対象を繊維、鉄鋼、自動車、半導体と変えつつ貿易摩擦が続いた経緯がある。当時は米国企業や業界団体からの産業保護の要請を切っ掛けとして米国政府が対応に乗り出したのに対し、現在は米国政府が主導して他国への圧力を強めている点に違いがある。このため、かつての日米貿易摩擦においては、当該業界の景況悪化時に摩擦が激化し対日圧力が増大するものの、景気回復等により業界からの要請が弱まり、また、米国内の当該製品の需要側から保護主義的な政策への反発が強まれば、圧力が低下するという面があった。一方、現在の米中貿易摩擦は、貿易慣行を是正し貿易赤字を縮小するという強い姿勢をトランプ政権自らが打ち出していることから、緊張緩和の糸口を見い出すことがより難しい。また、最近の世論調査によれば、中国のみを対象とした関税賦課への支持率は52%と過半数を超えており、対象国を限定しない鉄鋼等への関税賦課に対する支持率(31%)よりもかなり高い(第2表)。日米半導体摩擦では、日本の経済的脅威を懸念する米国内世論の高まりもあり、日本にとって非常に厳しい交渉となった。近年、中国の経済面・安全保障面での急速な追い上げに対する警戒感が米国民の間で高まっているとすれば、関税賦課等の痛みを伴う政策が消費者(国民)にも受け入れられやすいものとなろう。米中貿易摩擦は、更に長期化・深刻化する可能性が高そうだ。

第1表:6月15日に公表された対中制裁関税の概要

	品目	中国からの輸入額(億ドル)	輸入総額に占める中国製品のシェア(%)
7月6日から25%の追加関税が賦課される主な品目	電気回路の開閉用、保護用、接続用の機器	17	20.1
	液体ポンプ、液体エレベーター	17	22.4
	重機等に利用する部品	17	21.1
	乗用自動車その他の自動車	17	0.9
	自動データ処理機及び読取機(記憶装置)	15	19.3
追加関税対象から除外された主な品目	テレビ受像機器、モニター、プロジェクター	45	34.5
	印刷機、その他のプリンター	21	31.0
	アルミニウムの板、シート及びストリップ	12	36.4
新たに公表された主な追加関税賦課検討品目	集積回路	27	8.2
	その他の固有の機能を有する電気機器	15	25.9
	半導体デバイス、発光ダイオード	8	13.5
	鉄鋼製の構造物及びその部品	8	26.0
	半導体、集積回路の製造機器	8	10.2

(注)8桁のHTSコードを基に2017年の輸入額を算出し、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2表:トランプ政権の通商政策に関する世論調査
(キニピック大学が5月31日~6月5日に実施)

- 鉄鋼輸入への25%の関税、アルミニウム輸入への10%の関税賦課に賛成か、反対か (%)

	全体	共和党支持層	民主党支持層	無党派層
賛成	31	56	9	31
反対	50	20	72	52
分からない・無回答	19	23	19	17

- 中国からの輸入製品に対し関税を引き上げることに賛成か、反対か (%)

	全体	共和党支持層	民主党支持層	無党派層
賛成	52	75	27	55
反対	36	14	57	35
分からない・無回答	12	12	16	10

(資料)キニピック大学資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

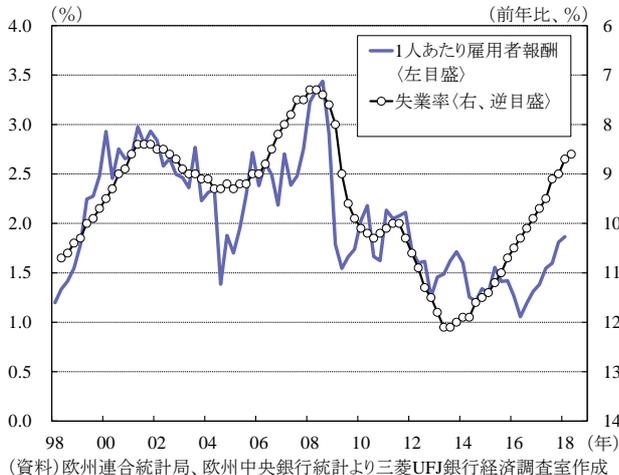
(玉城 重人)

Ⅲ. 欧州

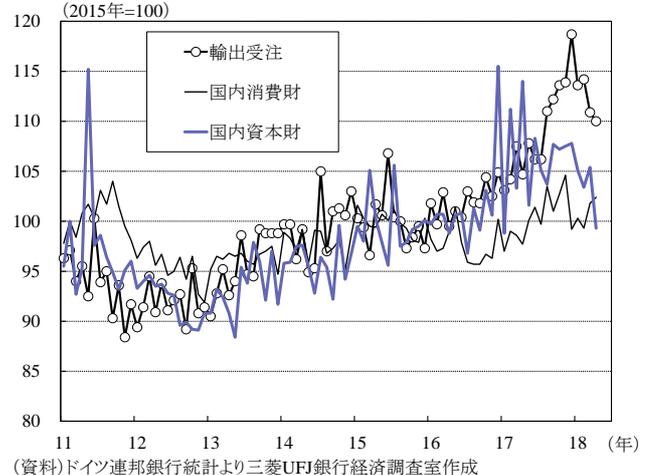
～ECBは資産購入終了を決定するも、政策金利正常化には慎重姿勢～

欧州中央銀行（ECB）は6月14日の理事会で、①資産購入額（月間300億ユーロ）を10月以降150億ユーロに減額し12月末で終了すること、②購入資産の満期償還に伴う再投資は新規資産購入の停止後も継続し、必要に応じて延長すること、を決定した。ECBは資産購入終了の背景について、中期的なインフレ目標（前年比+2.0%弱）達成に向けて前進がみられたとしているが、賃金上昇率の緩やかな持ち直しが続いていることにより、インフレ目標達成の自信を深めていると考えられる（第1図）。さらに考え得る背景として、加盟国の財政規律の緩みを避ける目的があろう。仮にECBが資産購入を継続して加盟国の国債を買い続ければ、拡張的財政政策を掲げている新政権下で財政悪化が警戒されているイタリアの財政ファイナンスを手助けすると捉えられかねない事情もあったと推察される。今回の決定によりECBは出口戦略を一步前進させたものの、政策金利については少なくとも来年夏まで現行水準で据え置く方針を同時に示している。示唆された利上げ開始時期は来年秋以降と大方の市場予想（来年6月）から後ずれし、ECBの政策金利正常化への慎重姿勢が浮き彫りとなった格好である。ECBは景気の基調的な強さは不変との認識だが、保護主義の台頭や市場のボラティリティの高まりによる不確実性の強まりをリスク要因として指摘している。ユーロ圏景気は、昨年までの高めの成長率からの反動という側面が強いものの、輸出や設備投資を中心に既に減速傾向にある。域内で経済規模が最大のドイツの4月までの製造業受注をみると、既往のユーロ高の影響等を受けて輸出受注の停滞感が強まっており、国内資本財も減少傾向にある（第2図）。マインド面をみると、6月の製造業購買担当者景況指数（PMI）は6ヵ月連続で低下しており、足元では米国との貿易摩擦の激化も下押し要因の一つとなっているとみられる。景気は個人消費を中心に底堅さを維持する公算が高いが、ECBは先行き、企業マインドの悪化が投資や新規雇用の抑制を通じて実体景気をさらに下押しすることがないか注視していく構えである。

第1図：ユーロ圏の1人あたり雇用者報酬と失業率の推移



第2図：ドイツの製造業受注の推移



(篠原 令子)

IV. アジア

～発足後1年が経過した韓国・文在寅政権の評価と今後の課題～

6月13日、韓国では昨年5月の文在寅（ムン・ジェイン）政権発足後初めての全国ベースの選挙となる統一地方選挙および国会議員補欠選挙の投開票が行われた。与党・共に民主党は、広域自治体（特別市・道）の市長・道知事選において、17地域中14地域で勝利したのを始め、同じく広域自治体の議会選、基礎自治体（市・郡・区）の長・議会選などでも圧勝した（第1表）。また、同党は国会議員補欠選挙でも12議席のうち11議席を押さえ、国会（定数300）の議席数を130議席へ増やした。今回の一連の選挙によって文政権の安定度は大きく増したと総括できよう。

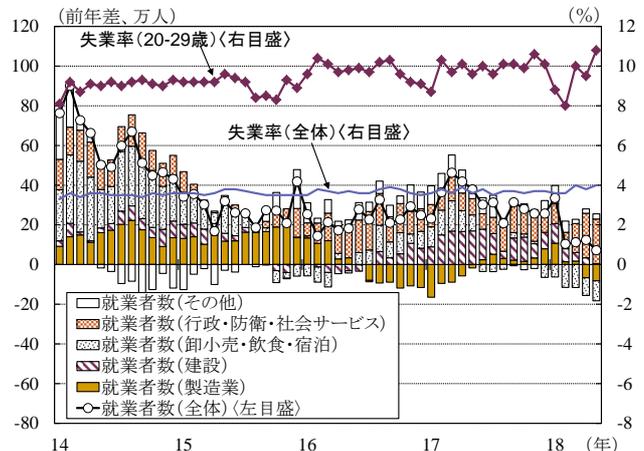
文政権は、平昌冬季五輪（2月）の成功や南北（4月）および米朝（6月）首脳会談の実現などが高く評価されており、文大統領が70%超の高い支持率を維持するなか、今回の選挙での圧勝に繋がったとみられる。他方、経済政策面での実績は限られるのが現状である。文政権は、家計の所得増加を起点に経済成長を目指す「所得主導成長」を最重要政策と位置付け、公共部門の雇用拡大や最低賃金の大幅引き上げなどを実施している。最低賃金については、2020年までに時給1万ウォンへの引き上げを目指しており、今年は7,530ウォン（前年比+16.4%）としたが、足元にかけては雇用の増加ペースが鈍り、失業率も若年層（20～29歳）を中心に高止まりしている（第1図）。就業者数を業種別にみると、行政・防衛・社会サービスなどの公共部門では増加が続いているものの、製造業などの民間部門で減少が目立つ。後者については、最低賃金引き上げが企業の雇用意欲を減衰させている可能性もあろう。文政権は、5月に若年層の雇用対策や地方支援策（造船や自動車などの企業がリストラを進めている地域が対象）を柱とする発足後2度目の補正予算（3.9兆ウォン、GDP比0.2%）を成立させた。文政権が今後も高い支持を維持するためには、雇用の受け皿となる中小企業の生産性向上や新たな成長産業の育成・支援による経済活性化策なども同時に推進していく必要がある。

第1表：韓国全国統一地方選挙・国会議員補欠選挙結果

	政党	区・市・郡長		政党	区・市・郡議会議員		
		今回	前回		今回	前回	
広域市長・道知事	民主	14	9	民主	151	80	
	自由	2	8		自由	53	117
	その他	1	0		その他	22	29
広域市・道議会議員	民主	605	349	民主	1,400	1,157	
	自由	113	416		自由	876	1,413
	その他	19	24		その他	265	299
国会議員補欠選挙	民主	11	3				
	自由	1	4				
	その他	0	5				

(注) 1. 『民主』は共に民主党、『自由』は自由韓国党。『前回』は2014年。
2. 『国会議員補欠選挙』の前回は、前回選挙時の議員の所属政党。
(資料) 韓国中央選挙管理委員会資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：韓国の業種別就業者数と失業率の推移



(資料) 韓国統計庁統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希)

V. 中国

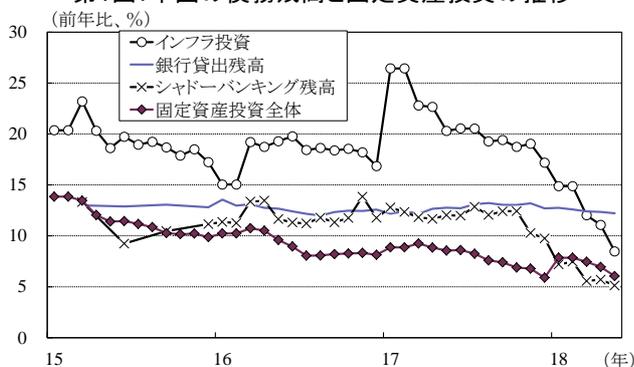
～デレバレッジの妨げとなる貿易戦争の兆し～

中国におけるデレバレッジ（過剰債務の削減）は経済の安定を維持していく上で重要な課題と言われて久しく、昨年（2017年）の共産党大会以降、政府は債務抑制に本腰を入れてきた。昨年11月に厳しいシャドーバンキング規制案が公表され（本年4月実施）、前年比二桁で伸びていたシャドーバンキング残高は直近5月に同+5.1%まで減速した（第1図）。これに伴い、1-5月累計の固定資産投資も同+6.1%まで鈍化してきた。特に過去5年に亘り年率約+20%のペースで増加してきたインフラ投資は同+8.5%と大きく減速しているが、これには地方政府債務拡大を懸念する中央政府のスタンスも反映されている。

こうした債務抑制策は、本来、IMF等国際金融機関の要請にも沿った妥当なもので、この結果としての投資減速は想定内の動きである。ただ、米中間の通商摩擦が「貿易戦争」と評されるほどエスカレートするという予想外の展開が同政策の妨げとなりつつある。米国は6月15日に制裁関税（税率25%）を課す500億ドル規模の中国製品の正式リストを発表し、うち340億ドル相当の品目については7月6日から実施予定である。これを受けて、翌16日、中国側も7月6日に実施する同額の報復関税リストを公表した。18日にはトランプ大統領が2,000億ドル（税率10%）の追加対象リスト作成指示に加え、中国が再び報復措置を発表すれば、さらに2,000億ドルの中国製品に関税をかけると警告したが、19日に中国政府は米国の制裁関税に量と質を組み合わせ合わせた総合的な措置で対抗するとした。これまで言及された米中両国の制裁規模は合計するとほぼ相互の貿易額をカバーする。

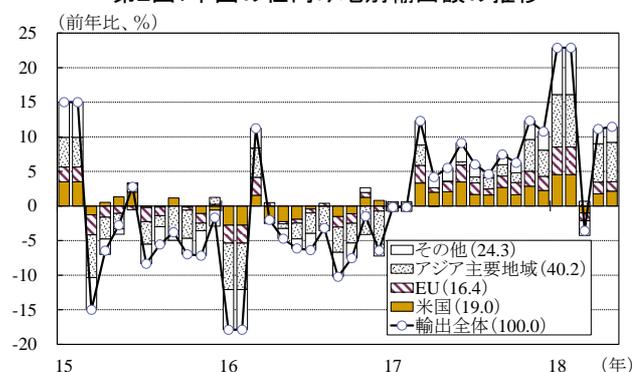
中国の輸出は直近5月も前年比二桁増と好調であるが（第2図）、今後の落ち込みへの警戒もあってか、中国当局は金融引き締め・デレバレッジの中断を余儀なくされている。中国人民銀行（中央銀行）は6月の米利上げに対してオペレーション金利の追従利上げを見送り、市場への資金供給を増やすとともに預金準備率の引き下げにも踏み切っている。対米通商摩擦の激化は貿易面に悪影響を及ぼすのみならず、国内問題である過剰債務の解消を間接的に遅らせる要因となり得ることも念頭に、今後の展開を注視する必要がある。

第1図：中国の債務残高と固定資産投資の推移



(注) 1. 『固定資産投資全体』、『インフラ投資』は年初来累計値。
2. 『シャドーバンキング残高』は実質的に迂回融資に近い委託貸付、信託貸付、銀行引受手形、社債の合計を使用。
(資料) 中国国家统计局、中国人民銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中国の仕向け地別輸出額の推移



(注) 1. 国・地域名横の()内は全体に占めるシェア(2017年時点)、速報ベース。
2. 『アジア主要地域』は日本、香港、台湾、韓国、ASEAN、インド。
3. 旧正月による変動を均すため、1-2月は2ヵ月合計値を使用。
(資料) 中国海関統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

VI. 原油

～OPEC 総会で増産合意も、供給懸念払拭には至らず～

原油価格（WTI 期近物）は、OPEC の協調減産体制の持続に対する期待の高まりや、中東の地政学リスクの強まり、イランやベネズエラの供給懸念等を背景に 4 月から上昇し、5 月 21 日には 72 ドル/バレル台と 3 年半ぶりの高値を付けた（第 1 図）。その後、米国シェールオイルの増産観測や、今月 22 日の OPEC 総会で協調減産が緩和されるとの思惑等から約 65 ドルまで軟化したが、会合後には再び反発し、足元で 70 ドル台となっている。

注目された 6 月 22 日の OPEC 総会では、OPEC12 カ国が供給不足回避、原油市場安定を目的に超過達成している減産順守率を 7 月 1 日から 100%へ低下させることでまず合意、次いで翌 23 日の OPEC 加盟国・非加盟国閣僚会合でも同様の合意がなされた。但し、減産緩和に反対するイラン等への配慮もあり、OPEC12 カ国の各国毎の具体的増産量は示されず、OPEC12 カ国と協調減産に参加している OPEC 非加盟国との間の増産量配分も曖昧さが残る内容であるため、現状からの増産量を正確に見通すことは難しい。

ただ仮に OPEC 加盟・非加盟国が 5 月生産量から日量 47～69 万バレル増産（OPEC 加盟国のみの順守率を 100%とする場合は同 69 万バレル、非加盟国を加えた場合は同 47 万バレル、第 1 表）しても、供給懸念を完全には払拭できないといえる。足元では、財政難で原油供給に支障を来すベネズエラにて、反米のマドゥロ大統領が再選し、米国の制裁強化で今後も減産が予想される。リビアでも、6 月 14 日に石油ターミナルが武装勢力に攻撃され、同 30 万バレル程度の減産影響が出ている。また、イランでは、26 日に米務省高官が同国産原油の輸入国に対し、11 月までに輸入停止を求める発言をしており、核合意前の制裁下の水準まで輸出が減少すれば、同 100 万バレルの減産影響が予想される。

以上を踏まえると、いずれは米国シェールオイルの増産が追いつくことで供給懸念は和らいでいくとみられるものの、今後も中東やベネズエラの地政学リスク、政治リスクは燻り続け、また OECD 原油・石油製品在庫も過去 5 年間の平均水準まで低下していることから、2018 年内の原油価格は高値圏で推移する公算が高い。

第1図: OECD諸国の原油・石油製品在庫と



(資料) Bloomberg、IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表: OPEC加盟国・非加盟国の原油生産量と減産順守率

	2016年11月に 合意した生産水準 参照水準(2016年 10月生産量 からの増減(①))		2018年5月生産量の 参照水準からの増減 (②)		順守率 (②/①)	減産緩和余地 (①-②)
	(万バレル/日)	(%)	(万バレル/日)	(%)		
アルジェリア	103.9	▲ 5.0	▲ 4.9	98%	▲ 0.1	
アンゴラ	167.3	▲ 7.8	▲ 22.1	283%	14.3	
エクアドル	52.2	▲ 2.6	▲ 1.8	69%	▲ 0.8	
赤道ギニア	12.8	▲ 1.2	▲ 2.0	167%	0.8	
ガボン	19.3	▲ 0.9	▲ 3.2	356%	2.3	
イラン	380.0	9.0	11.0	増産	▲ 2.0	
イラク	435.1	▲ 21.0	▲ 9.1	43%	▲ 11.9	
クウェート	270.7	▲ 13.1	▲ 12.8	98%	▲ 0.3	
カタール	61.8	▲ 3.0	▲ 3.8	127%	0.8	
サウジアラビア	1,005.8	▲ 48.6	▲ 52.4	108%	3.8	
UAE	287.4	▲ 13.9	▲ 14.3	103%	0.4	
ベネズエラ	197.2	▲ 9.5	▲ 70.7	744%	61.2	
12カ国計	2,993.5	▲ 117.6	▲ 186.1	158%	68.5	
リビア	対象外(生産上限 リビア:100、ナイジェリア:180)					
ナイジェリア	対象外(生産上限3,250)					
OPEC計	生産上限3,250					
非OPEC11計	1,830.9	▲ 55.0	▲ 33.0	60%	▲ 22.0	
OPEC・非OPEC計 (除くリビア、ナイジェリア)	4,824.4	▲ 172.6	▲ 219.1	127%	46.5	

(資料) OPEC、IEA資料より三菱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(2017年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2017年実績	2018年見通し	2019年見通し	2017年実績	2018年見通し	2019年見通し	2017年実績	2018年見通し	2019年見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	66.67	1,347	3.3	3.4	3.1	2.2	2.5	2.4			
先進国・地域	43.66	882	2.3	2.3	2.1	1.7	2.0	1.8			
新興国	23.01	465	5.3	5.3	5.1	3.1	3.5	3.6			
日本(年度ベース)	4.95	100	1.6	1.2	0.9	0.7	1.1	1.5	1,961	1,318	1,291
アジア11カ国・地域	19.63	396	6.1	6.0	5.7	2.0	2.5	2.6	3,969	3,349	3,179
中国	12.01	243	6.9	6.5	6.1	1.6	2.1	2.3	1,649	1,102	956
インド(年度ベース)	2.61	51	6.7	7.5	7.6	3.6	4.8	4.9	▲ 487	▲ 571	▲ 574
NIEs4カ国・地域	2.78	56	3.2	2.9	2.7	1.4	1.7	1.8	2,371	2,387	2,454
韓国	1.54	31	3.1	2.8	2.7	1.9	1.8	1.9	785	756	767
台湾	0.58	12	2.9	2.7	2.5	0.6	1.4	1.3	829	839	854
香港	0.34	7	3.8	3.9	3.0	1.5	2.5	2.7	147	148	160
シンガポール	0.32	7	3.6	3.0	2.7	0.6	0.7	1.2	610	644	673
ASEAN5カ国	2.32	47	5.4	5.3	5.2	3.0	3.1	3.1	436	431	342
インドネシア	1.02	21	5.1	5.2	5.2	3.8	3.5	3.6	▲ 175	▲ 196	▲ 214
マレーシア	0.31	6	5.9	5.4	5.1	3.8	2.7	2.6	94	112	108
タイ	0.46	9	3.9	4.2	3.7	0.7	1.2	1.5	481	488	429
フィリピン	0.31	6	6.7	6.3	6.2	2.9	4.6	4.0	▲ 25	▲ 31	▲ 37
ベトナム	0.22	4	6.8	6.7	6.5	3.5	3.7	4.0	61	57	56
オーストラリア	1.38	28	2.3	2.7	2.7	1.9	2.1	2.2	▲ 341	▲ 385	▲ 408
米国	19.39	392	2.3	2.7	2.4	2.1	2.5	2.1	▲ 4,491	▲ 5,918	▲ 5,968
中南米6カ国	4.64	94	1.7	2.3	2.3	6.9	7.0	6.4	▲ 777	▲ 930	▲ 1,050
ブラジル	2.05	42	1.0	2.0	2.3	3.4	4.0	4.5	▲ 98	▲ 220	▲ 350
メキシコ	1.15	23	2.0	2.4	2.4	6.0	4.1	3.7	▲ 194	▲ 250	▲ 250
アルゼンチン	0.64	13	2.9	1.4	1.0	24.8	27.0	22.0	▲ 313	▲ 250	▲ 250
ユーロ圏19カ国	12.61	255	2.6	2.2	1.8	1.5	1.5	1.4	4,439	4,335	4,096
ドイツ	3.68	74	2.5	2.0	1.8	1.7	1.7	1.6	2,971	3,188	3,055
フランス	2.58	52	2.3	1.9	1.7	1.2	1.6	1.4	▲ 185	▲ 272	▲ 241
イタリア	1.94	39	1.6	1.3	1.2	1.3	1.0	1.0	543	519	482
英国	2.62	53	1.8	1.6	1.5	2.7	2.5	2.2	▲ 1,065	▲ 1,011	▲ 991
ロシア	1.53	31	1.5	1.8	1.7	3.7	3.0	4.2	352	480	520

<参考>

世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.9	3.9	3.8	2.4	2.8	2.8			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

- (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.IMP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

照会先：三菱 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuihiro_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。