平成 30 年（2018 年）9 月 21 日

経済マンスリー

Ⅰ. 日本
～企業業績は引き続き好調も、先行きの下押しリスクに要警戒～

Ⅱ. 米国
～トランプ政権は中国に対して更なる制裁関税賦課を決定～

Ⅲ. 欧州
～ECB は景気下振れリスクへの警戒トーンを強める～

Ⅳ. アジア
～通貨安定に向けて難しい政策運営が続くインドネシア・ジョコ政権～

Ⅴ. 中国
～対米摩擦の激化・長期化に備える中国の政策対応～

Ⅵ. 原油
～当面は高値が続く原油価格～

三菱UFJ銀行
MUFG

Ⅰ．日本

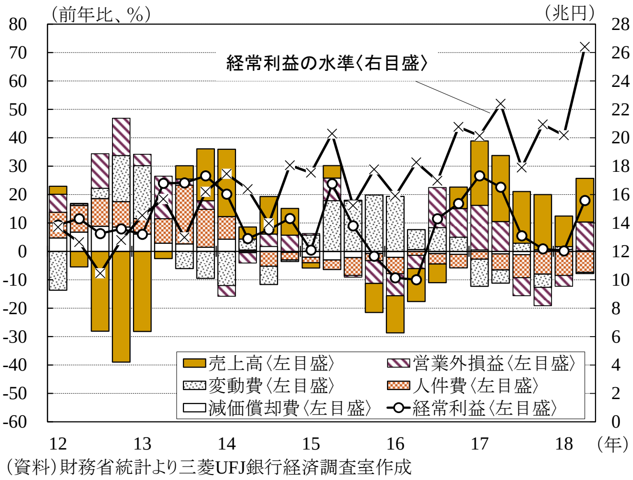
～企業業績は引き続き好調も、先行きの下押しリスクに要警戒～

1. 実体経済の動向

企業業績の好調が続いている。法人企業統計によると、2018 年 4-6 月期の全産業（金融業、保険業除く）の売上高は前年比+5.1％と 7 四半期連続の増収、経常利益は同+17.9％と 5 四半期ぶりに伸びが加速して 8 四半期連続の増益を確保し、利益水準も過去最高を記録した（第 1 図）。経常利益の前年比変動を要因分解すると、人手不足を背景とした人件費の上昇といった押し下げ要因を抱えつつも、堅調な内外需要を反映した売上高の増加や、海外現地法人ほか子会社からの受取配当金の増加等により営業外損益がプラス寄与に転じたこと等が、直近での高い伸びに繋がった。さらに、こうした「成長型の増益」を背景に、企業は投資姿勢を強めており、4-6 月期の実質設備投資は前期比年率+12.8％（GDP 統計ベース）に達した。

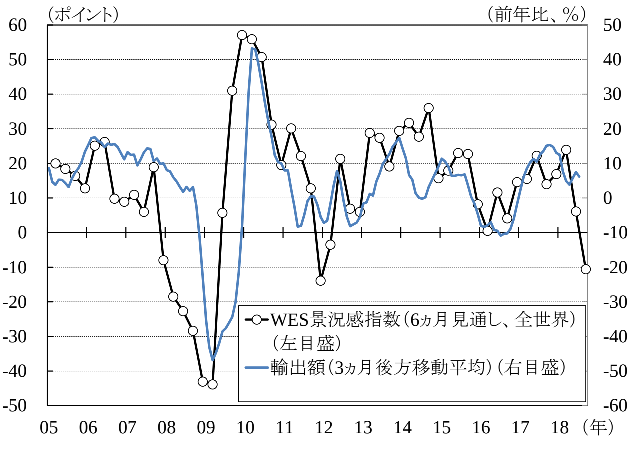
もっとも、現在の収益環境の持続性については慎重に見極めていく必要がある。独 Ifo 経済研究所が世界各国の経済研究機関や金融機関等を対象に実施している世界経済アンケート調査「World Economic Survey、WES」の景況感指数（World Economic Climate）をみると、“先行き 6 ヵ月見通し”が足元で大きく低下し、欧州債務危機に見舞われていた 2011 年 10-12 月期以来の水準となった（第 2 図）。目下の世界経済は堅調であるにも関わらず見通しがこれ程落ち込んでいるのは、貿易摩擦への警戒感の高まりと、その潜在的インパクトの大きさを示しているといえよう。本指数はアンケート調査に基づいている為、今後の政策の行方次第で方向感が変わり得る性質のものではある。ただ、これまで日本の輸出との関連性もみられたことから、先行きの輸出環境の悪化を通じて、貿易摩擦の激化が企業収益の下押し要因となり、ひいては設備投資の増勢にも影響を及ぼすリスクについて十分な警戒を要するだろう。

第1図：非金融法人企業の経常利益の推移



（資料）財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：WES景況感指数（先行き）と輸出額の推移



（資料）Ifo経済研究所、財務省より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融政策・市場の動向

日銀は 9 月 18-19 日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。今回の注目は、日銀が 7 月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」後の市場の動きをどう評価しているかであった。この点、黒田総裁は会合後の会見で「夏場は取引が細り易く実勢を見極めにくい時期であり、現状での評価は性急」としつつも、8 月の債券市場サーベイで 3 年ぶりに市場の機能度が『改善した』との回答が『低下した』との回答を上回ったことに触れたほか、「一頃よりも取引が活発化し、国債の値動きも幾分増している」と述べた。

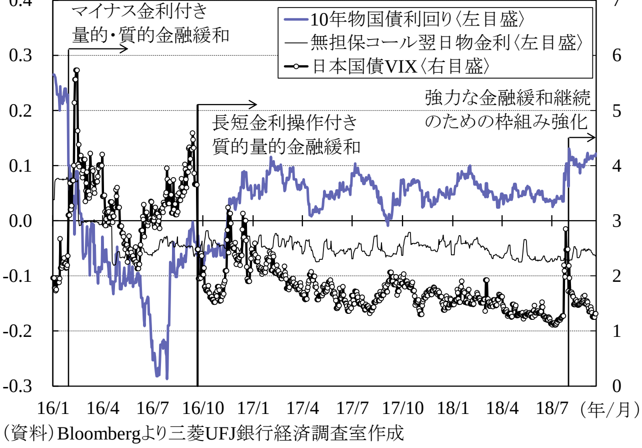
この間の金融市場の動きを振り返ると、まず、10 年物国債利回りは、7 月会合以前は概ね 0.05％程度で推移していたものの、足元では水準が切り上がり、0.1％を僅かに上回って推移している（第 3 図）。また、無担保コール翌日物金利は、マクロ加算残高の基準比率が引き上げられた 8 月の積み期間（8 月 16 日-9 月 15 日）平均で▲0.057％と、7 月の同▲0.065％から僅かに上昇した（注）。10 年物国債のボラティリティを示す日本国債 VIX 指数も、政策調整観測が出始めた 7 月末から 8 月上旬にかけて急騰した（但し、9 月中旬には元の水準に戻している）。市場の機能度は限界的には改善したといえるだろう。

しかし、市場には依然 2019 年中の政策調整を予想する向きも少なくない（第 4 図）。背景には、市場参加者の大部分が 7 月の決定について、国債市場や金融仲介機能への影響等の副作用への対応を不十分とみていることが挙げられよう。市場機能の更なる改善を目指して再度政策の微修正が加えられる可能性も念頭に置きつつ、今後の金融システムレポートでの分析内容や市場動向等を注視していく必要があるだろう。

ドル円相場は、米国経済の堅調等を受けて米国金利が上昇するなか、足元は 1 ドル 112 円程度で推移している。先行きも、海外情勢の変化等から一時的に振れることはあっても、基調としては日米金融政策の方向性の違いを受け、現状程度の円安水準が続くと予想する。

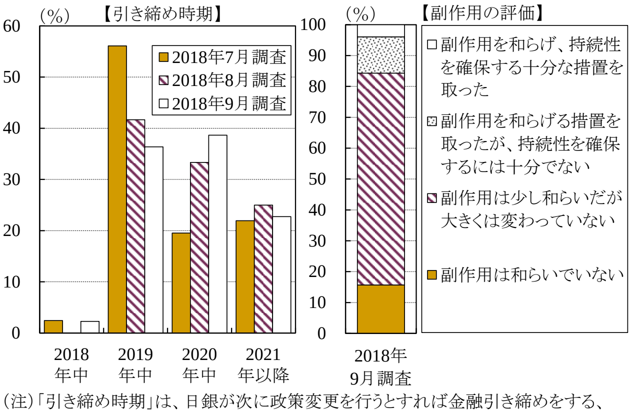
（注）日銀当座預金残高は、0.1％の付利が適用される「基礎残高」とゼロ金利が適用される「マクロ加算残高」、マイナス金利が適用される「政策金利残高」の 3 層構造。政策金利残高を有する金融機関は、▲0.1％を上回る金利であれば資金を市場へ放出するインセンティブがある。一方、マクロ加算残高に余裕がある金融機関は、その範囲内であればマイナス金利の資金調達をするインセンティブがある。マクロ加算残高の基準比率引き上げにより政策金利残高が減少し、マクロ加算残高が増加すれば、資金の出し手が減り、受け手が増える為、理論上は市場金利に上昇圧力がかかる。

第3図：10年物国債利回りと無担保コール翌日物金利、日本国債VIX指数の推移



（資料）Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：日銀の金融引き締め実施時期の市場予想と副作用の評価



（注）「引き締め時期」は、日銀が次に政策変更を行うとすれば金融引き締めをする、と予想するエコノミストにその実施時期を尋ねたもの。
（資料）Bloomberg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9月21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				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率（前期比年率）	1.2	1.6	0.9	▲ 0.9	3.0	***	***	***	***	***
			(2.0)	(1.0)	(1.3)					
全産業活動指数	0.6	1.8	0.7	▲ 0.5	0.9	1.0	0.1	▲0.8		
			(1.8)	(1.3)	(1.0)	(1.4)	(1.6)	(0.2)		
鉱工業生産指数	1.0	4.1	1.6	▲ 1.3	1.3	0.5	▲0.2	▲1.8	▲0.2	
			(4.6)	(2.4)	(1.9)	(2.6)	(4.2)	(▲ 0.9)	(2.2)	
鉱工業出荷指数	0.8	3.3	0.8	▲ 1.1	1.9	1.6	▲1.6	0.3	▲2.0	
			(3.1)	(1.5)	(2.2)	(3.6)	(3.3)	(▲ 0.2)	(1.2)	
製品在庫指数	▲ 4.0	3.9	2.2	3.4	▲ 1.9	▲0.6	0.6	▲1.9	▲0.2	
			(1.9)	(3.9)	(2.4)	(1.7)	(2.5)	(2.4)	(2.8)	
生産者製品在庫率指数	112.9	112.4	112.1	114.9	114.7	113.8	113.9	116.5	117.0	
（2010年=100）			[109.7]	[111.1]	[111.8]	[113.1]	[111.7]	[110.7]	[112.4]	[110.1]
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.9	0.6	0.6	0.3	0.5	0.3	0.4	0.0
			(3.3)	(2.5)	(2.4)	(2.0)	(2.6)	(2.8)	(3.0)	(3.0)
消費者物価	▲ 0.2	0.7	0.4	▲0.1	0.4	▲0.1	0.0	0.1	0.1	0.3
（季調済、全国、除く生鮮食品）			(0.9)	(0.9)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.9)
稼働率指数	98.6	101.7	102.7	101.0	102.0	104.2	102.0	99.8	99.2	
（2010年=100）			[100.1]	[100.1]	[101.8]	[103.5]	[100.3]	[101.7]	[100.6]	[102.5]
機械受注	0.5	▲ 0.8	0.3	3.3	2.2	10.1	▲3.7	▲8.8	11.0	
（船舶、電力を除く民需）			(0.0)	(0.2)	(8.0)	(9.6)	(16.5)	(0.3)	(13.9)	
製造業	▲ 4.6	9.2	3.5	2.5	5.5	22.7	1.3	▲15.9	11.8	
			(13.3)	(10.6)	(17.8)	(23.5)	(26.2)	(6.6)	(21.2)	
非製造業	4.3	▲ 7.8	▲2.1	3.4	▲0.4	0.4	0.2	▲7.0	10.9	
（除く船舶、電力）			(▲ 9.7)	(▲ 6.9)	(0.3)	(▲ 1.1)	(8.4)	(▲ 4.6)	(7.7)	
資本財出荷	1.4	6.2	3.1	▲ 0.5	0.5	2.5	▲ 4.6	▲ 1.1	▲ 0.7	
（除く輸送機械）			(7.2)	(7.0)	(4.2)	(9.5)	(3.8)	(0.0)	(5.4)	
建設受注	4.0	0.7								
			(4.0)	(2.6)	(▲7.4)	(4.0)	(▲18.7)	(▲6.5)	(▲9.3)	
民需	5.1	0.6								
			(3.5)	(1.0)	(1.3)	(8.3)	(▲8.0)	(3.6)	(▲9.7)	
官公庁	8.4	▲ 5.4								
			(6.3)	(▲0.4)	(▲29.9)	(1.3)	(▲36.9)	(▲44.4)	(▲41.5)	
公共工事請負金額	4.1	▲ 4.3								
			(1.1)	(▲15.6)	(1.5)	(5.5)	(3.5)	(▲5.6)	(▲2.9)	(▲2.2)
新設住宅着工戸数（年率万戸）	97.4	94.6	94.8	89.2	96.8	99.2	99.6	91.5	95.8	
	(5.8)	(▲2.8)	(▲2.4)	(▲8.0)	(▲1.8)	(0.3)	(1.3)	(▲7.1)	(▲0.7)	
新設住宅床面積	(4.1)	(▲3.7)	(▲3.2)	(▲9.2)	(▲3.6)	(▲2.1)	(0.1)	(▲8.9)	(▲1.6)	
小売業販売額	▲ 0.2	1.9								
			(1.9)	(1.4)	(1.3)	(1.5)	(0.6)	(1.7)	(1.5)	
実質家計消費支出	▲ 1.6	0.4	▲ 0.6	1.1	▲ 1.4	▲ 1.6	▲ 0.2	2.9	▲ 1.1	
（2人以上、季調済）			(0.5)	(0.6)	(▲ 1.3)	(▲ 1.3)	(▲ 1.4)	(▲ 1.2)	(0.4)	
平均消費性向	72.1	71.7	71.3	71.4	69.4	70.2	72.3	66.1	69.9	
（実数、季調済、%）			[71.8]	[73.0]	[74.6]	[73.1]	[77.0]	[73.8]	[70.3]	[70.3]
所定外労働時間	▲ 0.7	0.4	0.3	▲1.1	1.6	0.4	1.3	▲0.3	▲3.1	
（全産業・5人以上）			(1.2)	(▲1.2)	(0.6)	(0.0)	(0.9)	(0.9)	(▲1.8)	
現金給与総額	0.4	0.7								
（全産業・5人以上）			(0.7)	(1.4)	(2.2)	(0.6)	(2.1)	(3.3)	(1.6)	
常用雇用者数（前年差）	103	105	133	25	6	13	7	0	▲ 11	
（全産業・5人以上、万人）										
有効求人倍率	1.39	1.54	1.57	1.59	1.60	1.59	1.60	1.62	1.63	
（実数、季調済、倍）			[1.41]	[1.44]	[1.49]	[1.47]	[1.49]	[1.50]	[1.51]	[1.52]
完全失業率	3.0	2.7	2.7	2.5	2.4	2.5	2.2	2.4	2.5	
（実数、季調済、%）										
景気ウォッチャー（現状判断DI）	46.4	50.5	53.3	49.1	48.1	49.0	47.1	48.1	46.6	48.7
（季調済、%ポイント）			[49.8]	[48.7]	[49.2]	[48.5]	[49.1]	[50.0]	[49.9]	[50.0]
企業倒産件数	8,381	8,367	2,106	2,041	2,107	650	767	690	702	694
（実数、件数）	(▲3.5)	(▲0.2)	(1.0)	(▲1.8)	(▲3.7)	(▲4.4)	(▲4.4)	(▲2.3)	(▲1.7)	(8.6)

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				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	8月
通関輸出	▲3.5	10.8	(13.0)	(4.9)	(7.5)	(7.8)	(8.1)	(6.7)	(3.9)	(6.6)
価格	▲6.0	5.5	(7.9)	(0.8)	(1.8)	(0.5)	(1.5)	(3.4)	(3.0)	(5.4)
数量	2.7	5.0	(4.8)	(4.1)	(5.6)	(7.2)	(6.4)	(3.2)	(0.9)	(1.1)
通関輸入	▲10.2	13.7	(17.0)	(7.5)	(7.5)	(6.0)	(14.1)	(2.6)	(14.6)	(15.4)
価格	▲10.0	8.8	(10.9)	(3.6)	(6.1)	(3.8)	(7.0)	(7.5)	(10.2)	(10.5)
数量	▲0.2	4.4	(5.5)	(3.7)	(1.4)	(2.1)	(6.6)	(▲4.5)	(4.1)	(4.5)
経常収支(億円)	210,188	218,127	43,257	58,821	49,589	18,451	19,383	11,756	20,097	
貿易収支(億円)	57,851	45,936	11,527	7,246	10,904	5,738	▲ 3,038	8,205	▲ 10	
サービス収支(億円)	▲ 13,813	▲ 5,378	▲1,975	2,127	▲ 6,343	▲ 5,015	423	▲ 1,751	▲ 1,744	
金融収支(億円)	247,407	196,174	30,753	75,622	43,667	4,254	33,208	6,206	▲ 8,319	
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,264,283	1,268,287	1,258,748	1,256,018	1,254,477	1,258,748	1,256,276	1,259,305
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	112.95	108.20	109.05	107.43	109.69	110.03	111.37	111.06

3. 金融

	2016年度	2017年度	2017年	2018年		2018年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	8月
無担保コール翌日物金利	▲ 0.045	▲ 0.050	▲ 0.042	▲ 0.048	▲ 0.065	▲ 0.063	▲ 0.061	▲ 0.071	▲ 0.070	▲0.059
			[▲0.043]	[▲0.042]	[▲0.054]	[▲0.054]	[▲0.053]	[▲0.056]	[▲0.054]	[▲0.049]
ユーロ円TIBOR	0.057	0.065	0.063	0.078	0.084	0.097	0.078	0.078	0.091	0.091
(3ヵ月物)			[0.056]	[0.056]	[0.056]	[0.056]	[0.056]	[0.056]	[0.075]	[0.056]
新発10年国債利回り	0.065	0.045	0.045	0.045	0.030	0.050	0.030	0.030	0.060	0.110
			[0.040]	[0.065]	[0.075]	[0.015]	[0.040]	[0.075]	[0.075]	[0.010]
都銀貸出約定平均金利	0.847	0.817	0.828	0.817	0.789	0.793	0.794	0.789	0.788	
(前期、月比増減)			(▲0.003)	(▲0.011)	(▲0.028)	(▲0.024)	(0.001)	(▲0.005)	(▲0.001)	
日経平均株価	18,909	21,454	22,765	21,454	22,305	22,468	22,202	22,305	22,554	22,865
(225種、末値)			[19,114]	[18,909]	[20,033]	[19,197]	[19,651]	[20,033]	[19,925]	[19,646]
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.9)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(2.9)
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(3.3)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.3)	(2.2)
貸出・預金動向										
貸出残高(平残) 銀行・信金計	(2.4)	(2.8)	(2.6)	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(1.9)	(2.1)	(2.0)	(2.2)
銀行計	(2.4)	(2.8)	(2.6)	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(1.9)	(2.1)	(2.0)	(2.2)
都銀等	(1.2)	(2.0)	(1.7)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.6)	(0.3)	(0.7)
地銀	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.5)	(4.1)	(3.6)	(4.4)	(4.5)	(4.5)	(4.5)
地銀Ⅱ	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(2.8)	(0.6)	(2.7)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.5)
信金	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.2)
実質預金＋CD(平残) 3業態計	(3.8)	(4.2)	(4.3)	(3.5)	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.8)	(3.7)
都銀	(5.5)	(5.9)	(6.1)	(4.9)	(5.2)	(5.3)	(5.1)	(5.3)	(5.4)	(5.2)
地銀	(2.3)	(2.5)	(2.5)	(2.2)	(2.8)	(2.3)	(3.2)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
地銀Ⅱ	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(1.6)	(▲0.2)	(1.7)	(▲1.1)	(▲1.1)	(▲1.2)	(▲1.3)

(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

～トランプ政権は中国に対して更なる制裁関税賦課を決定～

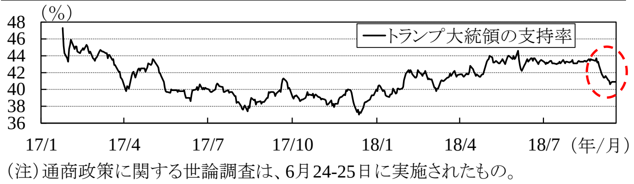
米中貿易摩擦は一段と緊張が高まっている。トランプ政権は既に中国からの輸入品 500 億ドルに対し 25%の追加関税を賦課しているが、9 月 17 日には更に 2,000 億ドル規模の中国産品への追加関税を 24 日から発動することを決定した（税率は年内 10%、来年以降 25%）。決定に先立ち米国通商代表部（USTR）が実施した公聴会やパブリックコメントでは、企業・業界団体から反対や除外措置を求める声が相次いだが、政権は公表済検討リストからの除外品目を最小限に止めた。一方、中国商務省は報復措置を講じる方針を表明したが、トランプ大統領は中国が報復措置を取れば更に 2,670 億ドル規模の輸入品に課税する方針も示しており、実施されれば中国からの輸入品のほぼ全てが追加関税の対象となる。片や、同盟国との通商交渉は、概ね軟着陸を目指す方向にあるようである。NAFTA 再交渉は 8 月 27 日に米国・メキシコ間で合意に達し、米国の NAFTA 離脱のリスクが大幅に低下、EU との交渉でも USTR は早期の通商協定締結を目指す方針を示している。

中国への強硬姿勢と同盟国との決定的な対立回避は、概ね支持政党別有権者の意向を絶妙に踏まえたものといえる（第 1 図）。トランプ大統領の支持率が足元で低下する中、今回の決定は、支持率の回復と中間選挙での勝利を目指した戦術との側面もあろう。もっとも、関税増加分は米国民・企業への増税に等しく、中国による報復措置の影響も踏まえれば、支持率上昇に繋がるかは依然不透明と言わざるを得ない。新たに関税が賦課される品目（5,745 品目）をみると、実施済みの 500 億ドルの関税対象と比較して中国からの輸入への依存度が高い品目が多く（第 2 図）、また最終消費財も多数含まれていることから、物価への影響が顕現し易いと考えられる。中国への制裁関税拡大はトランプ政権の企図に反して国民からの支持や求心力を失う結果となる可能性があり、目先の中間選挙のみならず、2 年後の大統領選挙も見据えた場合、大規模関税賦課が実体経済に与える影響や、それを受けた世論、政権と議会の関係性の変化などに注視する必要がある。

第1図：通商政策に関する世論調査の結果とトランプ大統領の支持率の推移

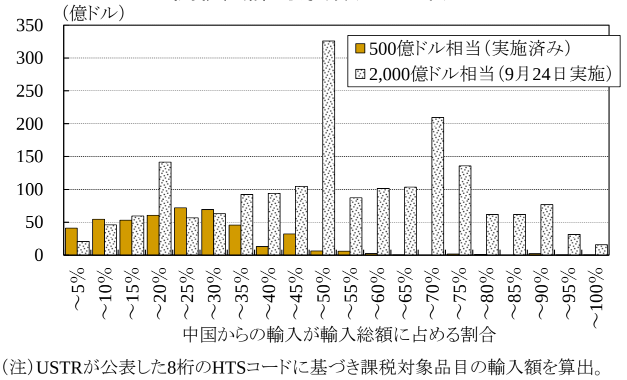
（%）

質問事項		全体	共和党支持層	民主党支持層	無党派層
中国が貿易赤字削減努力をしなかった場合、2,500億ドルの関税賦課を支持するか	支持	59	85	45	48
	不支持	41	15	55	52
G7加盟国が貿易赤字削減努力をしなかった場合、関税を賦課することを支持するか	支持	49	83	27	41
	不支持	51	17	73	59



（注）通商政策に関する世論調査は、6月24-25日に実施されたもの。
（資料）Harvard CAPS/Harris Poll、Real Clear Politics資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中国からの輸入が輸入総額に占める割合別にみた関税賦課対象額（2017年）



（注）USTRが公表した8桁のHTSコードに基づき課税対象品目の輸入額を算出。但し、統計上、関税賦課の対象から除外されたスマートウォッチ、ブルートゥースデバイスの輸入額が『～50%』の範囲に含まれている。
（資料）米国商務省統計、USTR資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（玉城 重人）

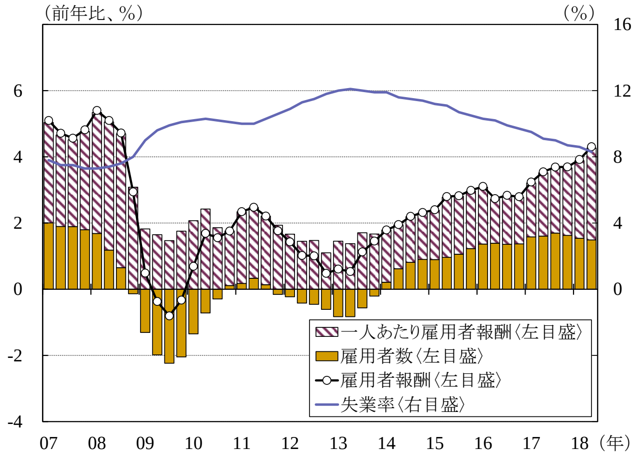
Ⅲ. 欧州

～ECB は景気下振れリスクへの警戒トーンを強める～

ユーロ圏の景気拡大ペースは昨年から鈍化しているが、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.4％と堅調な伸びを維持した。需要項目別の内訳をみると、純輸出の寄与度は 2 四半期連続でマイナスとなったものの、総固定資本形成が成長を牽引し、また、個人消費も雇用・所得環境の改善持続（第 1 図）をベースに堅調に推移した。こうした中、欧州中央銀行（ECB）の 9 月 13 日の理事会では金融政策の変更はなく、ECB が同時に公表した経済見通しでは、実質 GDP 成長率は前回（6 月）から小幅に下方修正されたものの、今年が前年比＋2.0％、来年が同＋1.8％と、潜在成長率を上回るペースで景気拡大が続く見通しが維持された。もっとも、先行きについて ECB は「ユーロ圏の成長見通しを巡るリスクは依然として概ね均衡している」としつつも、「保護主義の台頭や新興国経済の脆弱性、金融市場のボラティリティの高まりに関連する不確実性は、最近より顕著になっている」と、従来に比べて下振れリスクへの警戒トーンを強めた点には留意が必要である。

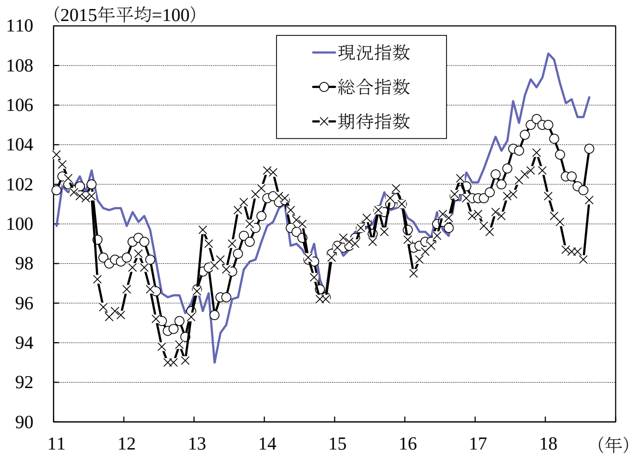
欧州を取り巻く経済環境を俯瞰すると、足元の景気が堅調な一方で、先行き不透明感はむしろ高まっていると認識すべきであろう。EU と米国の通商交渉については 7 月下旬の米 EU 首脳会談合意で報復合戦の動きはひとまず回避され、悪化の続いていたドイツの企業景況感も直近 8 月には期待指数を中心に大きく改善している（第 2 図）が、米中貿易摩擦激化の世界的な影響はこれからであるし、米 EU 間の自動車関税の取り扱いについても予断は許さない。また、英国の EU 離脱交渉やトルコ情勢、財政悪化懸念が燻るイタリアの来年度予算案など、欧州内あるいは近隣においてもその帰趨よっては金融市場の混乱を惹起しかねないイベントが複数存在している。ECB は年内で新規資産購入を終了し、来年秋には預金ファシリティ金利を引き上げる形で金融政策正常化を進める方針を示しているが、米 FRB の金融正常化過程同様、ECB も金融市場や実体経済の動向によっては出口戦略の実施を先送りせざるを得なくなる可能性を十分念頭に置いているものと思われる。

第1図：ユーロ圏の失業率と雇用者報酬の推移



（資料）欧州連合統計局、欧州中央銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ドイツのIfo企業景況感指数の推移



（資料）Ifo経済研究所統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（篠原 令子）

Ⅳ. アジア

～通貨安定に向けて難しい政策運営が続くインドネシア・ジョコ政権～

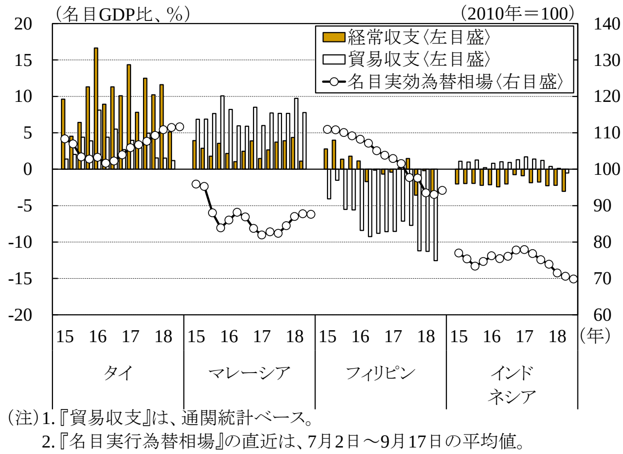
足元、米国金利の上昇及びドル高に加えて、米中通商摩擦の激化やトルコ情勢への懸念などもあり、新興国からの大規模な資金流出と通貨下落への警戒が高まっている。経常赤字や外貨準備など対外バランス面での脆弱性に加えて、国内の政策運営面でも不安定さを抱えるトルコやアルゼンチンなどに比べて、ASEAN 各国通貨の下落幅は相対的に限られるものの、インドネシア・ルピアについては軟調さが目立つ（第 1 図）。

インドネシアは経常赤字国であり、元々通貨が売られやすい傾向にあるが、足元では堅調な内需に伴う輸入増加を背景に、貿易収支が黒字から 4 年半ぶりに赤字に転じる形で経常赤字が拡大しており、外国為替市場で懸念が高まっている経緯にある。

一括りに新興国と言っても、対外バランスのショック耐性は区々であり、対外債務や外貨準備の水準などを考えると、インドネシアはトルコやアルゼンチンに比べれば相対的に安全性が高いといえ、通貨危機の様相を呈する可能性は小さい。しかし、政府・中銀としては、通貨価値安定化に向け、利上げに止まらず、経常赤字削減のための輸入抑制策に乗り出さざるを得ない状況になっている。具体的には、国産パーム油のバイオ燃料転用促進策（9 月 1 日～）、国産品で代替可能な消費財を対象に企業が輸入時に納付する「輸入前払い法人税」の税率引き上げ（9 月 13 日～）などである。また、大規模な資本財輸入を伴う国営企業の大規模プロジェクトを見直す方針を打ち出しており、政府が 8 月に国会提出した 2019 年予算案も、インフラ分野などへの支出を抑制している（第 2 図）。

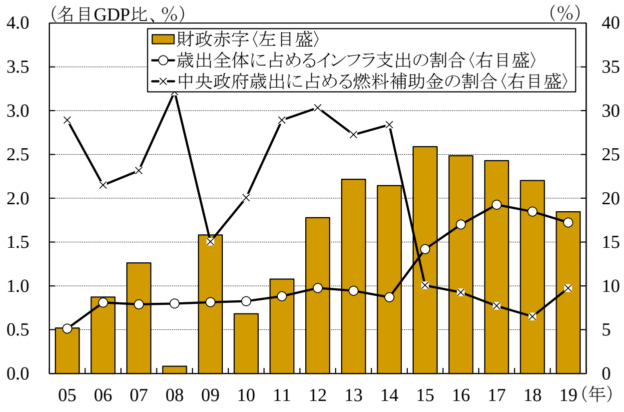
もっとも、こうした輸入抑制策は内需抑制的な側面もあるため、来年 4 月に大統領選挙を控えるジョコ政権としても景気への配慮は意識せざるを得ない。実際、2015 年に原則廃止とした燃料補助金復活や、金融引き締め下の住宅ローン規制緩和（8 月）などの動きが見られる。通貨価値安定と国内内需底支えの両立に向けて安定感のある政策運営を行うことができるか、今後とも注視が必要である。

第1図：ASEAN主要国の経常収支と実効為替相場の推移



（注）1.『貿易収支』は、通関統計ベース。
2.『名目実行為替相場』の直近は、7月2日～9月17日の平均値。
（資料）BIS、各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：インドネシアにおける財政収支の推移



（注）1. 2018年以降は予算案。
2.『歳出』は、中央政府歳出と地方政府への移転支出を含む。
（資料）インドネ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

～対米摩擦の激化・長期化に備える中国の政策対応～

米中間の貿易摩擦は激しさを増している。米政府は 7 月、8 月と対中関税を発動し、中国政府も報復関税で対抗した（規模はともに約 500 億ドル）。さらに 9 月 17 日、米政府が 2,000 億ドル相当の中国からの輸入品に対する追加関税を 24 日から発動する旨を発表した（税率は当初の 10%から来年には 25%に引き上げ）。これに伴い、米中貿易協議再開は困難となった模様であるが、元より米国側の要求が中国の成長戦略「中国製造 2025」に関わる以上、対立が解消する地合には未だないと考えられる。肝心の輸出をみると、8 月は全体の伸びが 5 ヵ月ぶりに二桁を割り込んだが（第 1 表）、アジア向けの減速が大きく、実は米国向けは前年比＋13.2%と前月（同＋11.2%）から加速している。但し、追加関税対象品目の拡大とともに、米国向けも含め今後一段の悪化は避けられないと見られる。

中国政府は今回も新たな対米関税の発動で対抗すると表明したが、対象は 600 億ドル相当の輸入品に止まり、税率も当初発表の 5・10・20・25%の 4 段階から 5・10%の 2 段階に引き下げた。むしろ、対米摩擦の長期化を念頭に置き、直接的な対米対抗措置よりも、対外開放戦略の推進や対外経済協力支援などにより海外との経済的結び付きを強化し、国際連携によって米国に対抗しようという方向が観察される。4 月のボアオ・アジアフォーラムで習近平国家主席が示した方針に沿い、金融、自動車分野を中心とした外資規制緩和や自動車、家電等の関税引き下げを実施したのに加え、9 月の中国・アフリカ協力フォーラムにおける 600 億ドル規模の経済協力支援もその一環といえよう。

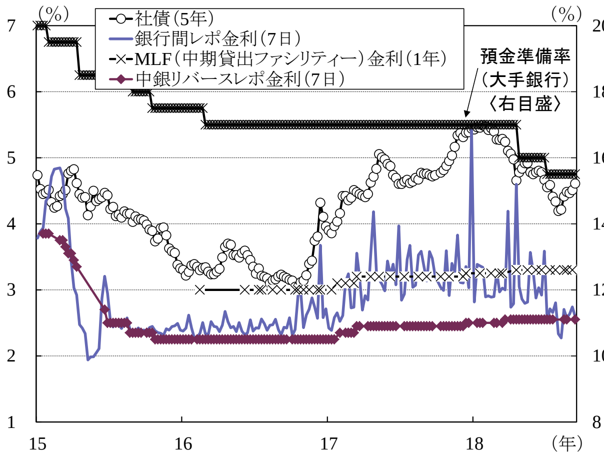
また、政府は対米輸出の減退を補う経済対策として、インフラ投資促進策に加え、追加減税（450 億元、集積回路等輸出品への付加価値税還付率引き上げを含む）、民間企業投資向けの規制緩和などを公表、金融面でも、過剰債務削減最優先の方針を切り替え、広義の金融緩和（預金準備率引き下げ、中小企業向けやインフラ向けの貸出支援、第 1 図）も強化している。米中貿易摩擦は中国経済にとって、より不利と見る向きも多いが、上記の対応を考えると中国の持久力については侮れないとみておくべきではなかろうか。

第1表：中国の主な経済指標の推移

	2018年				
	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP（前年比、%）		6.7		n.a.	
輸出（前年比、%）	12.1	12.1	11.2	12.2	9.8
輸入（前年比、%）	21.8	26.0	14.1	27.3	20.0
固定資産投資（都市部）（年初来、前年比、%）	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3
小売売上高（前年比、%）	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0
工業生産（前年比、%）	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1
製造業PMI	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3
非製造業PMI	54.8	54.9	55.0	54.0	54.2
消費者物価（前年比、%）	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3
生産者物価（前年比、%）	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1

（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。
（資料）中国国家統計局等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：中国の金利と預金準備率の推移



（資料）中国人民銀行等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（萩原 陽子）

Ⅵ．原油

～当面は高値が続く原油価格～

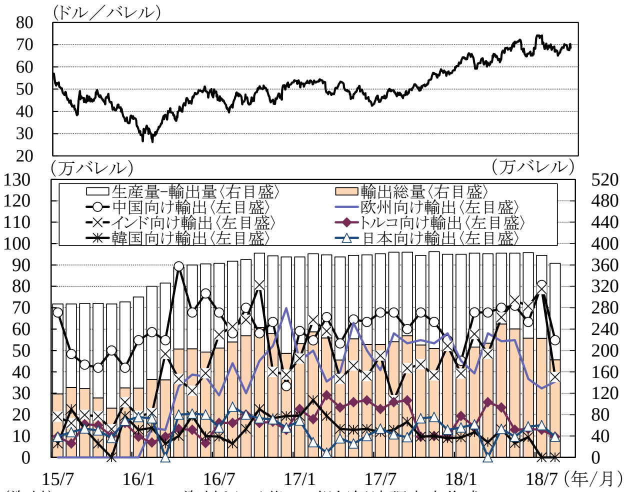
原油価格（WTI 期近物）は、サウジアラビアの増産が確認されたことや、米中貿易摩擦の激化がエネルギー需要を減退させるとの懸念につながったこと等から下落し、8 月中旬に 1 バレル 65 ドル台となった（第 1 図）。しかし、その後は 11 月に予定される米国の対イラン経済制裁に伴う供給懸念等を背景に、足元では 70 ドル程度まで再上昇している。

イラン産原油を巡る状況をみると、制裁の適用除外を求める各国政府と米国との協議が続いているが、各国の企業においては、米国での事業が行えなくなるリスクを回避すべく、既に輸入停止や輸入量の削減に向けた動きが広がっている。直近 8 月のイランの輸出量は日量 183 万バレルと、米国の核合意破棄前の 4 月時点に比べて約 3 割（同▲70 万バレル程度）減少しており、輸出先別では、欧州やトルコで 5 月以降、それぞれ同▲20 万バレル、同▲10 万バレル程度減少したほか、これまで底堅く推移してきた中国とインド向けも 8 月に大幅な減少に転じている。これを受けて、8 月のイランの産油量は 4 月と比べて同 19 万バレル減少しており、2016 年 7 月以来の水準となっている。

他方で、OPEC と米国シェールオイルの生産動向を確認すると、両者ともに増産を進めている（第 2 図）。OPEC では 6 月に減産緩和を決定し、協調減産に参加する OPEC 諸国の 8 月の産油量は、供給余力が大きいサウジアラビアの増産を主因に 4 月時点と比べて同 50 万バレル増加した。また、米国シェールオイルの生産量も、2017 年 8 月以降過去最高水準を更新し続けており、4 月から 7 月までの増産量は同 49 万バレルに達している。

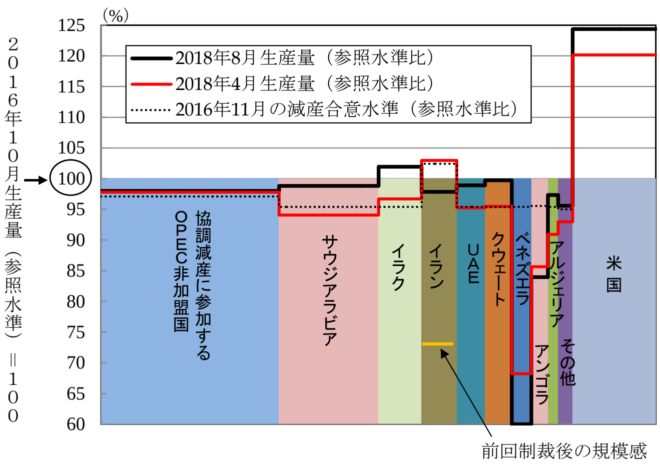
これらを踏まえると、実際の需給については、イラン減産等の影響を OPEC や米国シェールオイルの増産が相殺することで逼迫している状況にはなく、足元の原油高はイランの生産動向を巡る不透明感に押し上げられている面が大きいとみられる。この先も、11 月 4 日の制裁猶予期限に向けては、供給懸念が意識されやすい展開が続くことで、原油価格は高値での推移が見込まれるが、いずれは需給の緩和を反映し軟化に向かうと考えられる。

第1図：原油価格とイランの原油生産量・輸出量の推移



（資料）Bloomberg、IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：OPEC協調減産の参加国及び米国の生産量



（資料）OPEC、IEA、EIA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ヵ国・地域（名目GDPで加重平均）	66.67	1,347	3.3	3.3	3.1	2.2	2.6	2.4			
	先進国・地域	43.66	882	2.2	2.3	2.1	1.7	2.0	1.8			
	新興国	23.01	465	5.3	5.3	5.2	3.1	3.7	3.6			
アジア・オセアニア	日本（年度ベース）	4.95	100	1.6	1.3	0.9	0.7	1.0	1.5	1,968	1,934	1,797
	アジア11ヵ国・地域	19.63	396	6.1	6.0	5.8	2.0	2.5	2.6	4,005	3,290	3,000
	中国	12.01	243	6.9	6.6	6.2	1.6	2.1	2.3	1,649	965	834
	インド（年度ベース）	2.60	53	6.7	7.4	7.6	3.6	4.8	4.9	▲ 487	▲ 601	▲ 688
	NIEs4ヵ国・地域	2.78	56	3.2	2.9	2.7	1.4	1.6	1.7	2,371	2,416	2,462
	韓国	1.54	31	3.1	2.8	2.7	1.9	1.6	1.8	785	787	821
	台湾	0.58	12	2.9	2.8	2.5	0.6	1.6	1.3	829	863	842
	香港	0.34	7	3.8	3.5	3.0	1.5	2.3	2.5	147	122	135
	シンガポール	0.32	7	3.6	3.1	2.7	0.6	0.5	1.3	610	644	663
	ASEAN5ヵ国	2.32	47	5.4	5.3	5.2	3.0	3.0	3.1	472	511	392
	インドネシア	1.02	21	5.1	5.2	5.2	3.8	3.4	3.6	▲ 173	▲ 226	▲ 249
	マレーシア	0.31	6	5.9	5.2	5.0	3.8	1.6	2.2	95	118	117
	タイ	0.46	9	3.9	4.3	3.8	0.7	1.2	1.5	511	472	471
	フィリピン	0.31	6	6.7	6.2	6.2	2.9	4.7	4.0	▲ 25	▲ 22	▲ 35
	ベトナム	0.22	4	6.8	6.7	6.5	3.5	4.0	4.1	64	169	89
	オーストラリア	1.38	28	2.2	2.8	2.7	1.9	2.1	2.2	▲ 361	▲ 412	▲ 447
米州	米国	19.39	392	2.2	2.8	2.4	2.1	2.5	2.1	▲ 4,491	▲ 4,973	▲ 5,023
	中南米6ヵ国	4.64	94	1.7	1.7	2.4	6.9	7.8	6.4	▲ 777	▲ 850	▲ 910
	ブラジル	2.05	42	1.0	1.5	2.5	3.4	4.0	4.5	▲ 98	▲ 180	▲ 300
	メキシコ	1.15	23	2.0	2.4	2.2	6.0	4.1	3.7	▲ 194	▲ 250	▲ 250
	アルゼンチン	0.64	13	2.9	▲ 0.5	1.0	24.0	33.0	22.0	▲ 313	▲ 230	▲ 180
欧州	ユーロ圏19ヵ国	12.61	255	2.4	2.0	1.8	1.5	1.7	1.5	4,425	4,367	4,205
	ドイツ	3.68	74	2.2	2.0	1.9	1.7	1.7	1.6	2,968	3,156	2,964
	フランス	2.58	52	2.2	1.6	1.6	1.2	1.9	1.5	▲ 133	▲ 279	▲ 241
	イタリア	1.94	39	1.5	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	543	490	482
	英国	2.62	53	1.7	1.4	1.5	2.7	2.5	2.2	▲ 1,017	▲ 974	▲ 959
	ロシア	1.53	31	1.5	1.8	1.7	3.7	3.0	4.2	354	480	520

＜参考＞

世界41ヵ国・地域（購買力平価ベースのGDPで加重平均）		3.8	3.9	3.8	2.4	2.9	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ヵ国・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ヵ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19ヵ国』、『英国』。『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5ヵ国』、『中南米6ヵ国』、『ロシア』。
4.『中南米6ヵ国』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:yasuhiro_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すよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。