

経済マンスリー

I. 日本

～慎重姿勢を強める企業の海外需給見通し～

II. 米国

～FRBは利上げ継続姿勢を維持も、市場はこの先の利上げに懐疑的～

III. 欧州

～イタリアに続きフランスでも浮上した財政問題～

IV. アジア

～成長持続に向けて高度化が求められるフィリピンの産業政策～

V. 中国

～硬軟織り交ざる対米摩擦激化への備え～

VI. 原油

～需要の減退懸念から足元下落も、先行きの需給は改善へ～

I. 日本

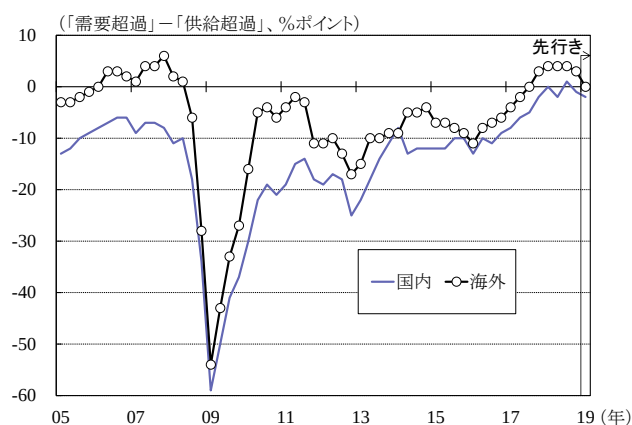
～慎重姿勢を強める企業の海外需給見通し～

1. 実体経済の動向

企業が先行きの事業環境に対する見通しを慎重化させている。今月発表された日銀短観の12月調査によると、企業の景況感の3ヵ月後見通しは大企業製造業、非製造業ともに現状比▲4%ポイント低下した。現状判断は比較的良好な水準にあり、強気な設備投資計画にみられるように企業の投資姿勢も依然前向きな中でも、下期経常利益計画が下方修正され先行きの業況判断が慎重になっているのは、一つには深刻化する人手不足による人件費増が重石となっているものとみられるが、とりわけ製造業においては、企業が米中貿易摩擦の影響等による外需後退への懸念を強めていることも大きな要因と考えられる。

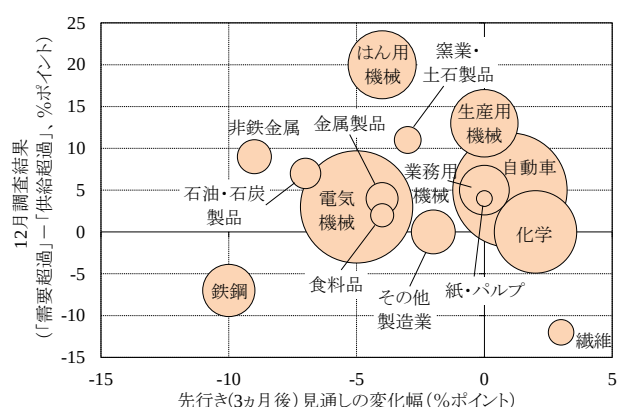
実際、日銀短観12月調査の大企業製造業の海外需給判断DIは、2016年6月調査時より上昇してきたが、2018年に入り3四半期連続で同水準となった後、今回下落に転じた（第1図）。さらに先行きは▲3%ポイントの比較的大きな低下を見込んでおり、水準自体は依然として高いものの、慎重な見方が増えていることが確認できる。ただし、業種別にみると濃淡があり、半数を超える業種で見通しが慎重化しているものの、輸出規模が大きい「自動車」や「化学」などでは改善見通しとなっている（第2図）。リーマンショック前の2007年12月調査時にも先行き見通しが▲3%ポイント悪化したが、この時には全業種が横ばいか悪化の見通しであったことを踏まえれば、現在の局面はまだ本格調整の兆しとまではいえず、各業界、企業において米中貿易摩擦の影響を見極めていく段階といえよう。足元、米中貿易は、今月初の米中首脳会談に基づく追加関税猶予期間の下で90日の交渉中であり、加えて日米貿易は日米物品貿易協定（TAG）の本格交渉が来年から開始される。これら交渉の行方は、先行きの外需や企業マインドに与える影響が大きいとみられ、注視が必要である。

第1図：大企業製造業の製商品需給判断



(資料) 日本銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：業種別海外需給判断(大企業・製造業)



(注) バブルの大きさは品目別輸出額規模(2017年)。

(資料) 日本銀行、財務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

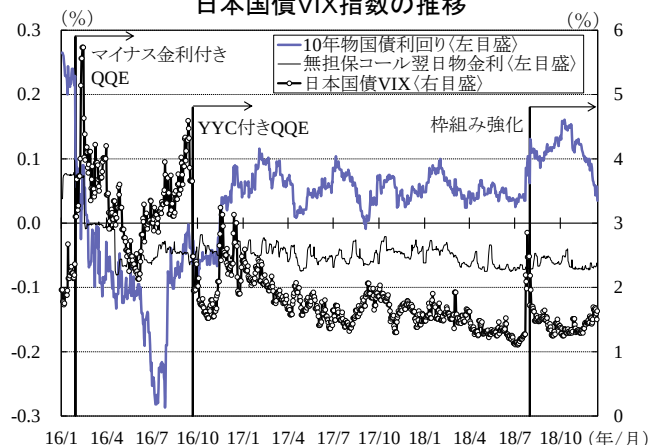
日銀は 12 月 19-20 日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。今回の一つのポイントは、足元広がっている海外経済の減速懸念や米国発の金融市場の軟化を日銀がどう評価しているかであったが、この点、黒田総裁は会見で、内外情勢について、「海外のリスクには十分注意が必要だが、現時点でその中心的な見通しが変わった、あるいは日本経済の見通しが変わったということはない」と従来の姿勢を維持した。

一方、7 月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化（以下枠組み強化）」以降、事実上の変動幅（+0.2～▲0.2%）内の上方を推移していた長期金利については、海外金利の急低下に同期して軟調に推移している（第 3 図）。「枠組み強化」では、長期金利の変動幅を拡大すれば、強含みで推移していた海外金利に合わせて本邦長期金利もバンドの天井まで上昇し、イールド・カーブのスティープ化をある程度許容できるという狙いがあったとも考えられる。これは、イールド・カーブのフラット化による金融仲介機能等への副作用の累積や米欧との緩和度のギャップを踏まえて、その是正を図り金融政策を緩やかに正常化していく過程の第一歩とみられたが、足元の海外金利低下により一旦仕切り直しになった観もある。もっとも、長期金利の動きについて問われた黒田総裁は、「欧米の長期金利が下がる中で、日本の長期金利も下がっており、これ自体は何ら問題ではない」、「金利の動きが経済・物価、内外の金融市場を反映しているのであれば、むしろ国債市場の機能が高まる」とし、マイナス圏への突入も許容範囲としていることから、正常化はまだ切迫した政策課題とはいえず、当面は運用面の変更などが正常化の中心メニューとなろう。

(2) 為替

ドル円相場は 11 月以降、概ね 1 ドル 113 円を中心とした水準で推移していたものの、その後広がった海外経済の減速懸念や世界的な金融市場の軟化に伴うリスク回避の動きなどから、足元は 1 ドル 110 円程度となっている（第 4 図）。もっとも、先行きについては、米中通商摩擦など海外情勢の変化から振れることはあるとしても、日米金利差は引き続き存在することから急激な円高の進行・定着は避けられると予想する。

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：ドル円相場と日米10年物国債利回りの推移



(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12月26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	2018年			2018年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率(前期比年率)	0.9	1.9	▲ 1.3 (1.2)	2.8 (1.4)	▲ 2.5 (0.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.6	1.8	▲ 0.5 (1.3)	0.9 (1.1)	▲ 0.8 (0.2)	▲ 0.1 (0.9)	0.4 (0.8)	▲ 1.0 (▲ 1.2)	1.9 (2.3)	
鉱工業生産指数	0.8	2.9	▲ 1.1 (1.8)	1.2 (1.2)	▲ 1.3 (▲ 0.1)	▲ 0.4 (2.1)	0.3 (0.2)	▲ 0.4 (▲ 2.5)	2.9 (4.2)	
鉱工業出荷指数	0.6	2.2	▲ 1.3 (0.8)	2.1 (1.6)	▲ 1.9 (▲ 0.5)	▲ 2.1 (0.9)	1.8 (0.6)	▲ 2.0 (▲ 2.9)	3.5 (5.7)	
製品在庫指数	▲ 1.4	5.2	3.0 (5.2)	▲ 2.6 (2.4)	1.2 (3.5)	0.2 (3.2)	▲ 0.2 (2.8)	1.2 (3.5)	▲ 1.3 (▲ 0.7)	
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	100.7	102.2	106.6 [100.2]	104.1 [100.3]	104.6 [99.6]	105.8 [100.1]	102.7 [98.1]	105.2 [100.6]	104.7 [105.0]	101.5 [101.5]
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.6 (2.5)	0.6 (2.4)	0.9 (3.0)	0.4 (3.0)	0.0 (3.0)	0.3 (3.0)	0.4 (3.0)	▲ 0.3 (2.3)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.2	0.7	▲ 0.1 (0.9)	0.4 (0.7)	0.2 (0.9)	0.1 (0.8)	0.3 (0.9)	0.1 (1.0)	0.2 (1.0)	0.0 (0.9)
稼働率指数 (2015年=100)	99.2	102.7	101.9 [100.7]	103.2 [102.8]	101.4 [102.5]	100.3 [101.6]	102.7 [103.1]	101.2 [102.8]	105.2 [102.8]	103.4 [103.4]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.5	▲ 0.8	3.3 (0.2)	2.2 (8.0)	0.9 (4.8)	11.0 (13.9)	6.8 (12.6)	▲ 18.3 (▲ 7.0)	7.6 (4.5)	
製造業	▲ 4.6	9.2	2.5 (10.6)	5.5 (17.8)	▲ 2.0 (8.5)	11.8 (21.2)	6.6 (13.9)	▲ 17.3 (▲ 5.5)	12.3 (3.9)	
非製造業 (除く船舶、電力)	4.3	▲ 7.8	3.4 (▲ 6.9)	▲ 0.4 (0.3)	3.5 (2.0)	10.9 (7.7)	6.0 (11.6)	▲ 17.1 (▲ 8.0)	4.5 (5.1)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	0.3	7.0	▲ 0.7 (8.0)	0.7 (4.0)	▲ 1.5 (1.6)	▲ 0.2 (5.0)	3.6 (1.8)	▲ 2.0 (▲ 1.3)	5.4 (7.2)	
建設受注	4.0	0.7	(2.6)	(▲ 7.4)	(▲ 2.2)	(▲ 9.3)	(0.5)	(1.0)	(▲ 16.5)	
民需	5.1	0.6	(1.0)	(1.3)	(1.1)	(▲ 9.7)	(▲ 0.1)	(9.4)	(▲ 10.1)	
官公庁	8.4	▲ 5.4	(▲ 0.4)	(▲ 29.9)	(▲ 17.7)	(▲ 41.5)	(0.8)	(▲ 13.5)	(▲ 25.4)	
公共工事請負金額	4.1	▲ 4.3	(▲ 15.6)	(1.5)	(▲ 4.3)	(▲ 2.9)	(▲ 2.2)	(▲ 7.6)	(9.5)	(▲ 5.2)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	97.4 (5.8)	94.6 (▲ 2.8)	89.2 (▲ 8.0)	96.8 (▲ 1.8)	95.3 (▲ 0.2)	95.8 (▲ 0.7)	95.7 (1.6)	94.3 (▲ 1.5)	95.0 (0.3)	
新設住宅床面積	(4.1)	(▲ 3.7)	(▲ 9.2)	(▲ 3.6)	(▲ 0.9)	(▲ 1.6)	(0.5)	(▲ 1.6)	(2.2)	
小売業販売額	▲ 0.2	1.9	(1.4)	(1.3)	(2.2)	(1.5)	(2.7)	(2.2)	(3.6)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.6	0.2	1.1 (0.6)	▲ 1.4 (▲ 1.3)	1.4 (1.0)	▲ 1.1 (0.4)	3.5 (2.8)	▲ 4.5 (▲ 0.5)	1.8 (1.0)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	72.1	71.7	71.4 [73.0]	69.4 [74.6]	70.2 [70.3]	69.9 [70.3]	70.7 [70.3]	69.9 [70.3]	70.0 [71.2]	71.7 [71.7]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.4	▲ 1.1 (▲ 1.2)	1.6 (0.6)	▲ 3.2 (▲ 2.5)	▲ 3.1 (▲ 1.8)	▲ 0.1 (▲ 1.9)	▲ 0.6 (▲ 3.6)	2.2 (▲ 0.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.4	0.7	(1.4)	(2.2)	(1.1)	(1.6)	(0.8)	(0.8)	(1.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	103	105	25	6	▲ 11	▲ 11	▲ 5	▲ 16	▲ 18	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.39	1.54	1.59 [1.44]	1.60 [1.49]	1.63 [1.52]	1.63 [1.51]	1.63 [1.52]	1.64 [1.53]	1.62 [1.55]	1.56 [1.56]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.5	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3	2.4	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	46.4	50.5	49.1 [48.7]	48.1 [49.2]	48.0 [50.3]	46.6 [49.9]	48.7 [50.0]	48.6 [51.1]	49.5 [52.0]	51.0 [54.1]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,381 (▲ 3.5)	8,367 (▲ 0.2)	2,041 (▲ 1.8)	2,107 (▲ 3.7)	2,017 (▲ 0.7)	702 (▲ 1.7)	694 (8.6)	621 (▲ 8.5)	730 (▲ 0.4)	718 (6.1)

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)

	2016年度	2017年度	2018年			2018年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
通関輸出	▲3.5	10.8	(4.9)	(7.5)	(2.9)	(3.9)	(6.6)	(▲1.3)	(8.2)	(0.1)
価格	▲6.0	5.5	(0.8)	(1.8)	(4.0)	(3.0)	(5.4)	(3.7)	(4.3)	(2.1)
数量	2.7	5.0	(4.1)	(5.6)	(▲1.1)	(0.9)	(1.1)	(▲4.9)	(3.8)	(▲1.9)
通関輸入	▲10.2	13.7	(7.5)	(7.5)	(12.4)	(14.7)	(15.5)	(7.1)	(19.9)	(12.5)
価格	▲10.0	8.8	(3.6)	(6.1)	(10.3)	(10.2)	(10.5)	(10.1)	(8.7)	(7.9)
数量	▲0.2	4.4	(3.7)	(1.4)	(1.9)	(4.0)	(4.5)	(▲2.7)	(10.3)	(4.2)
経常収支(億円)	210,188	218,127	58,821	49,775	56,698	20,097	18,384	18,216	13,099	
貿易収支(億円)	57,851	45,936	7,246	10,661	1,030	▲10	▲2,193	3,233	▲3,217	
サービス収支(億円)	▲13,813	▲5,378	2,127	▲6,118	▲2,220	▲1,744	▲61	▲415	▲2,330	
金融収支(億円)	247,407	196,174	75,622	53,095	42,652	▲8,319	19,128	31,843	15,479	
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,268,287	1,258,748	1,259,673	1,256,276	1,259,305	1,259,673	1,252,873	1,258,264
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	108.20	109.05	111.44	111.37	111.06	111.89	112.78	113.37

3. 金融

	2016年度	2017年度	2018年			2018年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
無担保コール翌日物金利	▲0.045	▲0.050	▲0.048 [▲0.042]	▲0.065 [▲0.054]	▲0.063 [▲0.054]	▲0.070 [▲0.054]	▲0.059 [▲0.049]	▲0.059 [▲0.058]	▲0.060 [▲0.037]	▲0.070 [▲0.048]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.057	0.065	0.078 [0.056]	0.084 [0.056]	0.077 [0.062]	0.091 [0.075]	0.091 [0.056]	0.050 [0.056]	0.050 [0.063]	0.050 [0.063]
新発10年国債利回り	0.065	0.045	0.045 [0.065]	0.030 [0.075]	0.125 [0.060]	0.060 [0.075]	0.110 [0.010]	0.125 [0.060]	0.130 [0.065]	0.085 [0.035]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.847	0.817	0.817 (▲0.011)	0.789 (▲0.028)	0.775 (▲0.014)	0.788 (▲0.001)	0.786 (▲0.002)	0.775 (▲0.011)	0.777 (0.002)	
日経平均株価 (225種、末値)	18,909	21,454	21,454 [18,909]	22,305 [20,033]	24,120 [20,356]	22,554 [19,925]	22,865 [19,646]	24,120 [20,356]	21,920 [22,012]	22,351 [22,725]
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.8)	(2.7)	(2.3)
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(2.6)	(2.5)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(1.8)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計		(2.4)	(2.8)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.1)
	銀行計		(2.4)	(2.8)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.2)
	都銀等		(1.2)	(2.0)	(0.7)	(0.3)	(0.7)	(1.1)	(1.1)	(0.9)
	地銀		(3.5)	(3.6)	(3.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.3)	(4.4)
	地銀Ⅱ		(3.1)	(3.0)	(2.8)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.8)	(▲0.8)
	信金		(2.3)	(2.7)	(2.5)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.0)
実質預金 +CD (平残)	3業態計		(3.8)	(4.2)	(3.5)	(3.8)	(3.7)	(3.6)	(3.4)	(3.0)
	都銀		(5.5)	(5.9)	(4.9)	(5.3)	(5.4)	(5.2)	(4.8)	(4.3)
	地銀		(2.3)	(2.5)	(2.2)	(3.0)	(3.0)	(2.9)	(2.8)	(2.5)
	地銀Ⅱ		(2.1)	(2.1)	(1.6)	(▲0.2)	(▲1.3)	(▲1.2)	(▲1.7)	(▲1.8)

(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

～FRB は利上げ継続姿勢を維持も、市場はこの先の利上げに懐疑的～

金融市場は、米中貿易摩擦の激化・長期化による悪影響を含め、この先の米国経済失速への警戒感が高まっており、不安定さを増している。こうした中、FRBは12月18～19日のFOMCで政策金利(FF金利誘導目標)の2.25～2.50%への引き上げを決定、2019年の利上げ回数見通し(中央値)を9月時点の3回から2回に引き下げつつも、緩やかな利上げ自体は続ける姿勢を明確にした。最近の株価や長期金利の下落は、今次利上げサイクルの序盤に金融市場の動揺を理由として追加利上げが見送られた2016年3月FOMC前と同程度だが(第1表)、足元雇用環境の改善が更に進み物価が底堅く推移する中、FRBは利上げサイクルの佳境にあるとの判断に立ち市場の期待するような様子見姿勢は打ち出さなかった。

2000年中盤の前回利上げ局面との比較では、FRBは2005年12月のFOMC声明文で「(金融政策は)緩和的」との文言を削除、FF金利が中立的水準近傍にあることを示唆した後も利上げスタンスを維持(「The Committee judges that some further policy firming may (yet) be needed」)し、2006年6月まで4回の利上げを実施した。今回利上げ局面でも、今年9月に「緩和的」との文言を削除、更に今回12月の声明文では「the committee judges that some further gradual increases in the target range ~ will be consist with sustained expansion of economic activity」と前回利上げ局面におけるのと同様の利上げスタンスに関する文言を盛り込んでいるため、現時点でのFRBの利上げ継続意思は明確に類推できる。

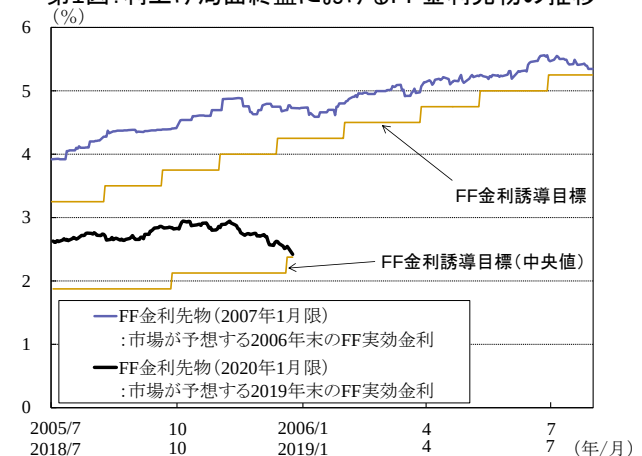
もっとも、2006年には原油価格の上昇等もありインフレ昂進懸念が根強く、また、景気にはやや過熱感もあったため、市場は依然FRBの決定に先んじて将来の利上げを織り込んでいたのに対し、足元では市場はこの先の利上げを殆ど織り込んでいない(第1図)。市場がFRBのスタンスに対し懐疑的な見方を続ければ、実際の追加利上げ実施時には金融市場急変を招く虞もあり(今回も19日の利上げ実施以降金融市場は不安定化)、FRBは市場との景気認識の違いを埋めるという課題を負っている。来年から毎FOMC後に実施されることとなる議長の記者会見を含め、今後の要人発言がこれまで以上に注目される。

第1表:FOMC前90日間と直前の金融・経済指標

		2016年3月15～16日 FOMC		2018年12月18～19日 FOMC	
		日付	値	日付	値
株価 (S&P500)	最高値 (%ポイント)	2015年 12月19日	2,078.4	2018年 9月20日	2,930.8
	最低値 (%ポイント)	2016年 2月11日	1,829.1	2018年 12月17日	2,545.9
	下落率 (%)	—	▲12.0	—	▲13.1
10年物 国債利回り	最高値 (%)	2015年 12月19日	2.31	2018年 11月8日	3.24
	最低値 (%)	2016年 2月11日	1.66	2018年 12月7日	2.85
	下落幅 (%ポイント)	—	▲0.6	—	▲0.4
失業率	直近値 (%)	2016年 2月	4.9	2018年 11月	3.7
賃金上昇率	直近値 (前年比、%)	2016年 2月	+2.4	2018年 11月	+3.1
コア個人消費 デフレーター上昇率	直近値 (前年比、%)	2016年 1月	+1.5	2015年 12月19日	+1.8

(資料) 米労働省、商務省統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図: 利上げ局面終盤におけるFF金利先物の推移



(玉城 重人)

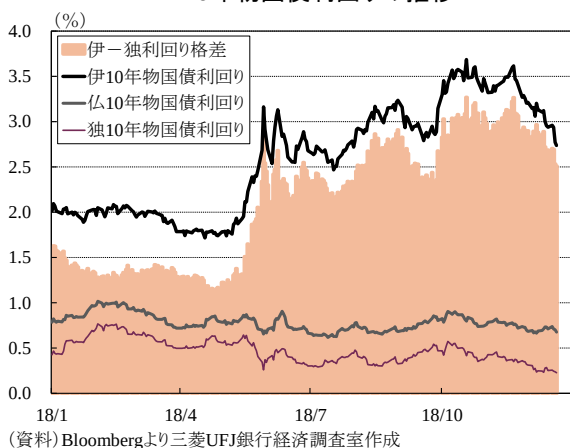
Ⅲ. 欧州

～イタリアに続きフランスでも浮上した財政問題～

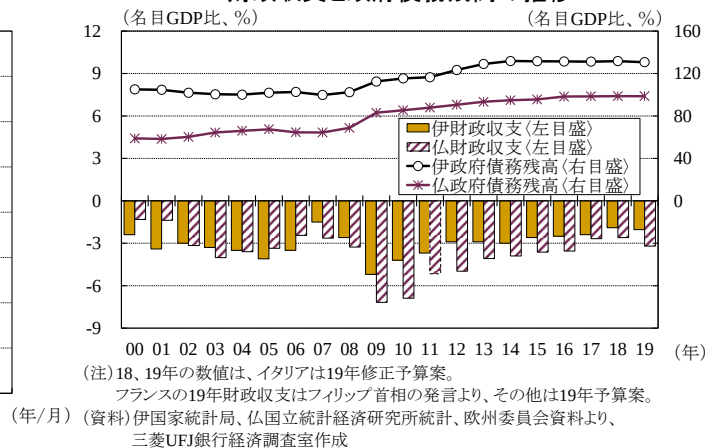
2019 年予算案を巡るイタリアと EU との対立が漸く解消に向かい始めている。伊政府が 10 月に欧州委員会（EC）へ提出した予算案は前政権下の財政再建計画から大きく後退する内容だったため EC 側は修正を要請したが、現政権は当初、総選挙時の公約を盾に財政赤字見通し 2.4%（GDP 比、以下同）を据え置く姿勢を崩さなかった。これに対し EC は同予算案が財政規律に違反するとして是正を勧告すべきと結論付け、一時は制裁金を賦課する「過剰財政赤字是正手続き」入りまで懸念されたが、結局伊政府が財政赤字見通しを 2.04%に引き下げる形で漸く EC と合意に至った（12 月 19 日）。金利上昇による経済・財政への悪影響の懸念がイタリアを譲歩させたものと考えられるが、足元の伊国債利回りは予算案発表前の水準に低下しており（第 1 図）、金融市場の懸念はひとまず払拭されたと判断できる。

一方、当初の強硬姿勢を軟化させた EU 側としても、足元でフランスの財政悪化観測が急速に高まる中、イタリアに財政規律順守を要求し難い事情があったと推察される。フランスでは 11 月下旬以降、マクロン政権が進める経済改革に対する抗議行動が各地で発生し、これに対してマクロン大統領は燃料税増税の凍結や政府負担による最低賃金の引き上げ等を発表した。抗議行動は沈静化に向かっている模様だが、今回の対策により 2019 年の財政赤字は予算上の 2.8%から 3%台前半に拡大すると見込まれ、EU の財政基準（3%以下）を超えることになる（第 2 図）。今のところフランス国債利回りは目立った上昇を示していないが（第 1 図）、今後具体的な修正予算が提示され EU の財政基準を満たせないことが明確となれば、マクロン政権が掲げる経済改革が頓挫することへの懸念と併せ、国債が大きく売られる可能性も否定できない。期限が迫る英国の EU 離脱に未だ着地点が見出せない中、欧州が域内第 3 位の経済大国で新たな難問を抱えることになれば景気下振れリスクを高めかねず、今後の展開に注意が必要だ。

第1図：ドイツ、フランス、イタリアの
10年物国債利回りの推移



第2図：イタリアとフランスの
財政収支と政府債務残高の推移



（篠原 令子）

IV. アジア

～成長持続に向けて高度化が求められるフィリピンの産業政策～

アジア各国・地域の景気を俯瞰すると、グローバルベースでの製造業の生産活動軟化を映じ輸出を中心に減速傾向がやや強まっているが、内需が牽引するフィリピン経済は比較的堅調な拡大を続けている。主な月次経済指標をみると、乗用車販売こそ増税^(注)の影響などで低迷が続くなか、二輪車販売のほか、住宅や商業施設などの建設は高い伸びを維持した（第1表）。他方、懸案のインフレについては、増税の影響の一巡や、原油価格および農産物価格の下落などにより11月には消費者物価の伸びが鈍化した。安定した所得の増加に加え、増税影響の一巡や物価の安定などもあり、個人消費は堅調さを維持するとみられるほか、インフラ投資の拡大もあり、景気はこの先も総じて堅調な推移が見込まれる。

一方で、産業高度化を通じて中長期的な成長の鍵となる海外からの直接投資の低迷には注意を要する。対内直接投資認可額は、2017年に前年比半減し、2018年も伸び悩みが続いている（第1図）。長年、投資環境上の課題の一つとして指摘されるインフラ整備については、2016年発足のドゥテルテ政権が経済政策の中核に位置付け、インフラ関連支出を2017年のGDP比5.4%から2022年までに同7.3%への拡大を目指している。しかし、2016年の政権交代後の不透明感に加えて、同政権がインフラ投資の財源の一部を捻出すべく取り組む包括的税制改革^(注)により経済特区等における税制優遇措置が縮小される可能性があることなどが、海外企業の投資抑制に繋がっているとみられる。このため政府は、海外からの投資および雇用の減少を回避すべく、移行期間の設定のほか、電機・電子、自動車関連など戦略的産業に対する新たな税優遇措置を検討している。こうした施策に加えて、人材育成の強化等により労働集約的な輸出向け組立加工業にとどまらず幅広く海外からの投資を呼び込むことで、中長期的な成長に繋げるとする視点が重要である。

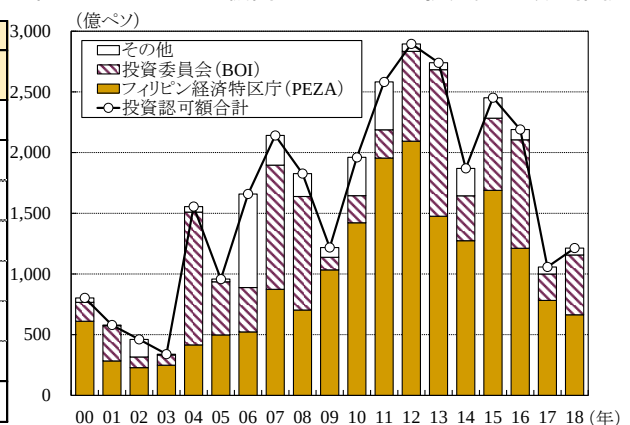
（注）今年1月の税制改革第1弾では、加糖飲料、酒・タバコ、石油製品、自動車等を対象に物品税増税を実施。第2弾（2019年実施予定）では、法人税率（現行30%）の段階的引き下げと投資優遇措置の合理化を計画。

第1表：フィリピンの主な経済・金融指標

	2017年		2018年				
	7-9 月期	10-12 月期	1-3 月期	4-6 月期	7-9 月期	10月	11月
実質GDP成長率	7.2	6.5	6.6	6.2	6.1	n.a.	
製造業生産	▲ 3.5	▲ 7.6	12.4	14.9	8.2	3.9	n.a.
民間建設許可件数	▲ 5.2	6.7	▲ 4.3	5.2	16.7	n.a.	n.a.
乗用車販売台数	13.6	25.1	▲ 8.5	▲ 16.2	▲ 16.2	▲ 9.2	▲ 23.4
二輪車販売台数	17.5	19.3	27.0	23.6	18.4	n.a.	n.a.
輸出	17.2	13.4	▲ 5.5	▲ 1.3	1.5	3.3	n.a.
輸入	8.7	21.1	6.9	19.6	22.2	21.4	n.a.
消費者物価	1.9	2.0	3.4	4.4	5.1	6.7	6.0

（資料）フィリピン統計局、自動車工業会、ASEAN自動車連盟統計より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：フィリピンの機関別にみた対内投資認可額の推移



（福地 亜希）

V. 中国

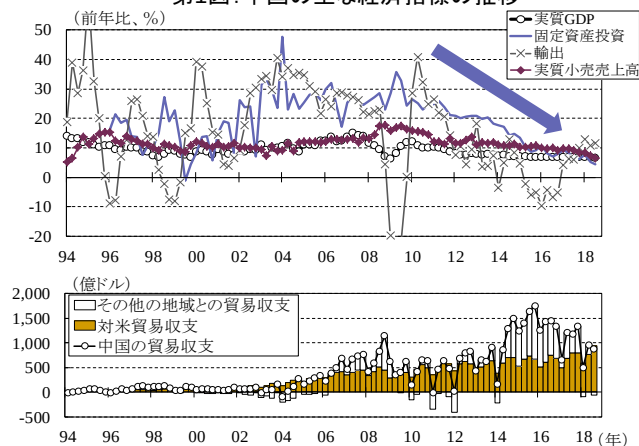
～硬軟織り交ざる対米摩擦激化への備え～

12月1日の米中首脳会談では、両国の追加関税応酬のエスカレーションが一時棚上げとされる暫定合意が成立した。即ち、米国による2,000億ドル相当の対中輸入品に対する追加関税率引き上げ（10→25%）開始は来年初から3月2日に延期、中国の対米輸入車向け追加関税は来年1月～3月の期間停止され、この間、米中間では90日間の期限で技術移転の強要、知的財産権の侵害など5分野について交渉を行うこととなる。

米中の交渉スタンスを見ると、米国は交渉が妥結しない場合関税率引き上げを行うことを表明するなど強硬姿勢を続ける一方、中国政府は度々交渉の進展を示唆する発表を行っているほか、対米輸入の拡大や双方の火種となっている成長戦略「中国製造2025」を地方政府向け政策ガイドラインから外すなど融和的な姿勢が目立つ。中国経済の軌跡を振り返ると、2000年代までは投資と輸出の二大エンジンが経済成長を牽引していた姿が窺われるが、2010年代以降過剰投資問題や国内人件費上昇等もあってその両者とも徐々に減速しており、投資・輸出依存型経済モデルの構造転換が求められている局面にあったといえる（第1図）。中国からみると、正にその重要な局面に対米摩擦が降り掛かる形となった訳で、この融和的な姿勢は対米関係を何とか軟着陸させたい現われであろうと考えられる。

一方で、12月19～21日に開催された中央経済工作会议（翌年の経済政策方針を決定）は、来年の7大重要政策の冒頭に、製造業の質の高い発展の推進と強大な国内市場の構築促進を掲げており、米国の市場並びに高度技術へのアクセスが難度を増すなか、中国独自の市場・技術の追求に活路を見出そうとする意志の現われにもみえる。また、米中摩擦長期化とその経済的ダメージに備え、インフラ等の投資振興策などに加え、既に資金調達難にあり且つ輸出依存度が高い民間企業に対する財政・金融両面からの支援策が、中央政府に続いて地方政府でも拡充されている（第1表）。こうした動きを併せ考えると、中長期的な「自力更生」（習近平国家主席）実現のみならず目先も景気は底堅く推移すると予想されるところだが、反面、構造改革先送りや過剰投資問題再燃等には留意が必要となろう。

第1図：中国の主な経済指標の推移



第1表：地方政府の主な民間企業支援策

山東省	納税困難な民間企業に3ヵ月の繰り延べ、銀行の中小企業向け与信限度額の引き上げ(100万元→500万元)
河北省	銀行の中小企業向け与信限度額の引き上げ(100万元→500万元)、優良な中小企業向け無担保融資の普及方針を明示
安徽省	100億元超規模の民間企業救済基金を設定し、将来性がある民間企業を支援
北京市	民間企業の資金難解消のために350億元超規模の救済基金を確保
深圳市	民間企業安定発展基金の創設、社会保険料率の引き下げ、融資・社債発行におけるリスク保証の強化
重慶市	社会保険料率の引き下げ、所得税減税、一時的に困難な状況にある中小零細企業に対し低利のつなぎ融資、新規上場企業に奨励金
広東省	社会保険料率の引き下げ

（資料）中国政府等資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（萩原 陽子）

VI. 原油

～需要の減退懸念から足元下落も、先行きの需給は改善へ～

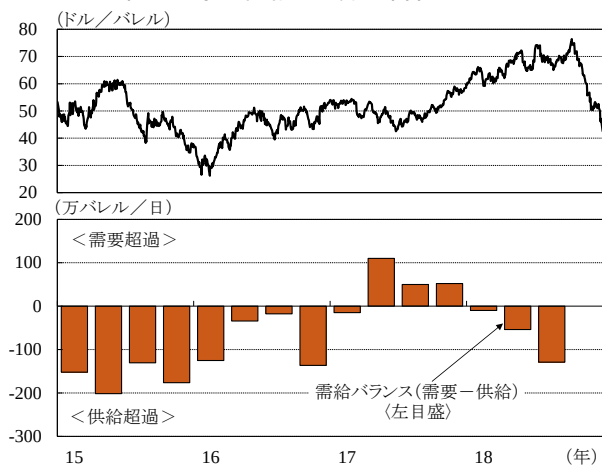
秋口まで 1 バレル 70 ドル超まで上昇していた原油価格（WTI 期近物）は、米国の対イラン制裁の一部適用除外等をきっかけに 50 ドル程度まで急落した後、OPEC・非 OPEC 閣僚級会合等による減産合意を受けて一旦下げ止まる動きも見せた。しかし、その後再び下落し、足元では 40 ドル台前半で推移している（第 1 図）。

OPEC 等の合意は「10 月の産油量実績から合計で 120 万バレル（日量、以下同）の減産実施」というものであり、7-9 月期の原油需給における供給超過（約 130 万バレル）を概ね相殺できる水準といえる（第 2 図）。しかし、この合意後も再び価格が軟化した背景としては、米中対立に起因する世界景気の先行き不透明感が大きいとみられる。特に、世界の原油需要の 13%を占め、2017 年には世界の需要増の約 40%を担った中国において 11 月の鉱工業生産や小売売上高等の経済指標が弱かったことは、市場で先行きの原油需給緩和に対する懸念を強く意識させるきっかけとなり、原油価格を下押ししている可能性が高い。

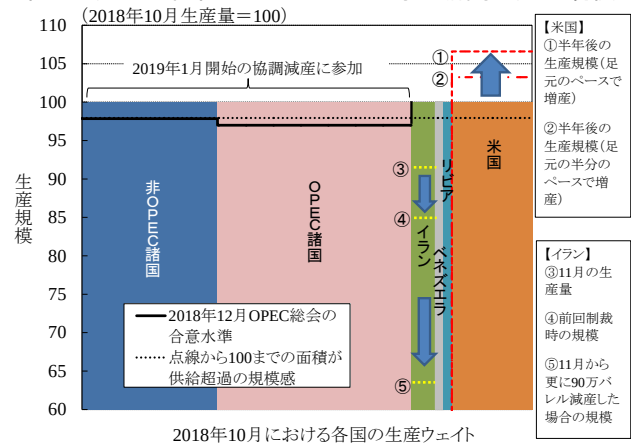
もともと、実際の原油需給を見通した場合、緩和傾向が長期化する展開は考えにくい。まず、需要面では、米中景気への懸念が先行しているものの、両国とも政策対応の余地がある点を考えれば大幅失速の可能性は低く、2019 年は世界全体で前年比 130 万バレル程度の需要増は見込めよう。一方、供給面は、来年 1 月から OPEC 等の協調減産開始が予定されるほか、米国シェールオイルについても、価格が足元の水準で推移を続けた場合、減産に転じることが見込まれる。また、そもそも足元の生産量には世界市場にアクセスできないイラン産原油が約 90 万バレル^(注)含まれており、それを除けば実質的な供給量はその分小さくなる。したがって、先行きの価格については、米中対立を巡って神経質な振れはあっても、実際の需給引き締まりが下支えとなり、更なる下落は回避されるのではないかとみられる。

（注）10 月時点でイランの輸出量が 4 月比 ▲170 万バレル（行き先不明分を除く）減少しているのに対し、生産量の減少は同 ▲80 万バレルに止まっており、差分はイラン国内での在庫として積み上がっているとみられる。

第1図：原油価格と世界の需給バランス



第2図：足元の供給超過及びOPEC等の協調減産の規模



（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)	66.83	1,353	3.3	3.3	3.1	2.2	2.7	2.5			
先進国・地域	43.77	886	2.3	2.3	2.0	1.7	2.0	1.9			
新興国	23.07	467	5.3	5.1	5.0	3.1	4.1	3.7			
日本(年度ベース)	4.94	100	1.9	0.9	0.9	0.7	1.0	1.4	1,968	1,815	1,678
アジア11カ国・地域	19.62	397	6.1	6.0	5.7	2.0	2.5	2.7	3,999	2,469	2,260
中国	12.01	243	6.9	6.6	6.2	1.6	2.2	2.4	1,649	412	361
インド(年度ベース)	2.60	53	6.7	7.4	7.6	3.6	4.4	4.8	▲ 487	▲ 601	▲ 689
NIEs4カ国・地域	2.78	56	3.2	2.8	2.6	1.4	1.5	1.7	2,371	2,404	2,457
韓国	1.54	31	3.1	2.6	2.6	1.9	1.6	1.8	785	796	862
台湾	0.57	12	3.1	2.7	2.3	0.6	1.5	1.4	829	857	829
香港	0.34	7	3.8	3.4	2.7	1.5	2.4	2.4	147	107	103
シンガポール	0.32	7	3.6	3.1	2.6	0.6	0.5	1.3	610	644	663
ASEAN5カ国	2.32	47	5.4	5.2	5.1	3.0	2.9	3.2	467	254	131
インドネシア	1.02	21	5.1	5.2	5.1	3.8	3.3	3.6	▲ 173	▲ 270	▲ 288
タイ	0.46	9	3.9	4.1	3.8	0.7	1.2	1.5	502	315	292
マレーシア	0.31	6	5.9	4.8	4.7	3.8	1.3	2.1	95	89	99
フィリピン	0.31	6	6.7	6.2	6.1	2.9	5.4	4.5	▲ 22	▲ 49	▲ 61
ベトナム	0.22	4	6.8	6.7	6.5	3.5	3.7	4.1	64	169	89
オーストラリア	1.38	28	2.4	3.2	2.8	1.9	1.9	2.1	▲ 361	▲ 435	▲ 447
米国	19.49	394	2.2	2.9	2.4	2.1	2.5	2.1	▲ 4,491	▲ 4,827	▲ 4,877
中南米6カ国	4.65	94	1.7	1.3	1.9	6.7	9.6	6.4	▲ 777	▲ 820	▲ 810
ブラジル	2.06	42	1.0	1.2	2.7	3.4	4.4	4.5	▲ 98	▲ 180	▲ 300
メキシコ	1.15	23	2.0	2.2	2.2	6.0	4.6	3.7	▲ 194	▲ 220	▲ 220
アルゼンチン	0.64	13	2.9	▲ 2.8	▲ 2.8	22.8	44.0	22.0	▲ 313	▲ 230	▲ 100
ユーロ圏19カ国	12.63	256	2.4	1.9	1.6	1.5	1.8	1.7	4,068	3,963	3,785
ドイツ	3.70	75	2.2	1.6	1.5	1.7	1.8	1.8	2,915	3,072	2,971
フランス	2.59	52	2.2	1.6	1.6	1.2	2.1	1.7	▲ 133	▲ 246	▲ 222
イタリア	1.94	39	1.6	1.1	0.9	1.3	1.3	1.4	554	487	386
英国	2.63	53	1.8	1.3	1.4	2.7	2.5	2.2	▲ 984	▲ 974	▲ 959
ロシア	1.58	32	1.5	1.6	1.3	3.7	2.9	4.2	333	1,058	850
＜参考＞											
世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.8	3.9	3.7	2.4	3.0	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.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

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。