

経済マンスリー

I. 日本

～米中貿易摩擦を背景に減速感が強まる輸出～

II. 米国

～ISM製造業指数の急落は景気後退を示唆しているのか～

III. 欧州

～ECB は成長見通しのリスク評価を下方修正～

IV. アジア

～輸出と投資の拡大を支えに安定成長が続くベトナム経済～

V. 中国

～安定成長期の成長減速基調を踏まえた慎重な景気対策の動き～

VI. 原油

～OPEC 協調減産と米国シェールの増産鈍化で需給は引き締めへ～

I. 日本

～米中貿易摩擦を背景に減速感が強まる輸出～

1. 実体経済の動向

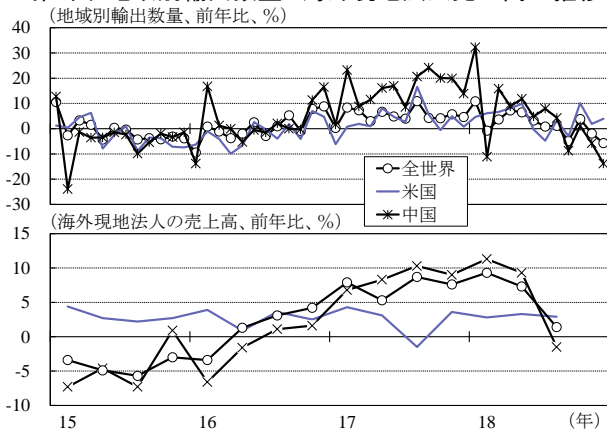
米中通商対立が続く中で輸出の減速感が強まっている。2018年12月の貿易統計の輸出数量指数は、前年比▲5.8%と前月に続き減少した。国別では、米国向けは同+3.9%とプラスを維持する一方、中国向けが同▲13.8%と落ち込み、全体を大きく押し下げた（第1図）。日本企業の中国現地法人業績をみても、販売の7割が中国国内向けで追加関税の直接的影響が限定的とみられる中でも、2018年後半から売上が急減しており、現地での投資の様子見や納入先を通じた最終製品の輸出減等、間接的な影響が現れ始めたとみられる。

言うまでもなく、輸出減少は企業収益を下押しする。輸出と企業の売上高の推移を確認すると、製造業は元より、商社や物流など非製造業の売上高との連関性も強い（第2図）。足元の企業収益は、直近7-9月期まで9四半期連続で対前年増益と堅調を維持しているが、人手不足による人件費の増加を増収効果でカバーする構造となっており、輸出の落ち込みが一段と進めば、こうした構図が崩れかねない。

もともと、輸出全体に占める中国向けの割合は約2割であるが、同じく2割程度を占める米国向けは堅調を維持しており、外需が全面的に崩れている状態ではない。また、12月の法人企業景気予測調査の結果をみても、来年度の売上見通しを「今年度並み」や「増加する」とみる企業が全体の7割を占め、内需が底堅い中で、企業が必ずしも先行きを悲観的に見ているわけではないことが確認される。足元で原油価格が下落したことも、投入物価の低下という意味において企業収益にとっては明るい材料といえる。

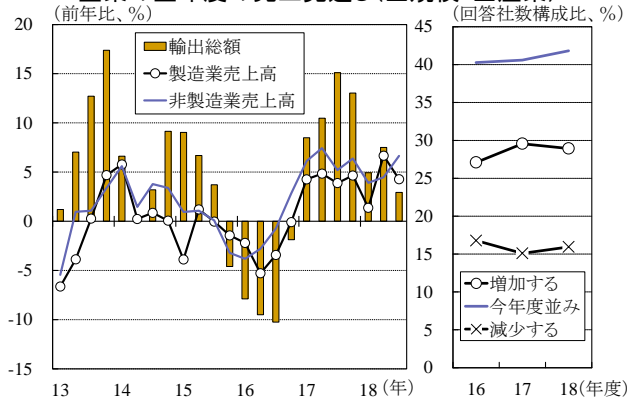
これらを踏まえると、輸出の減速が直ちに企業収益の悪化を通じた国内景気失速に繋がる状況にないとみられる。ただし、10月に消費増税を控える中で、中国の景気落ち込みに米国の失速が重なるような場合には日本経済に変調を来たすおそれがある。関税引き上げの猶予期限が3月1日に迫る米中通商協議の先行きと影響には十分な警戒が必要である。

第1図：地域別輸出数量と海外現地法人売上高の推移



(注)「海外現地法人の売上高」は、ドル建て換算時の前年比
(資料)財務省、経済産業省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：非金融法人企業の売上高と輸出の推移および企業の翌年度の売上見通し(全規模・全産業)



(注)「売上見通し」の調査時点は各年の11月中旬。2018年度は11月15日時点。
(資料)財務省、内閣府統計より三菱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

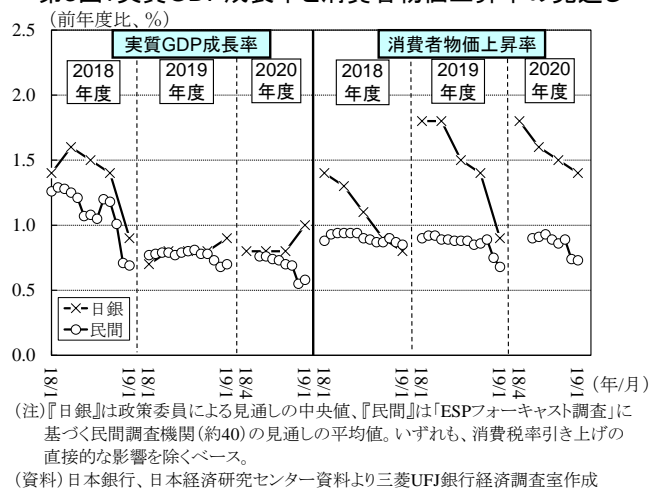
日銀は1月22-23日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。展望レポートでは、経済に対する中心的な見方に変更はないものの、海外経済を巡る下振れリスクが強まっている旨が付記され、リスク認識を引き上げた様子が見取れる。また、物価について、消費者物価見通しの中央値は、原油価格の急落を主因に2019年度を中心に大きく下方修正されている(第3図)。昨年7月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」は、金融政策の正常化へ向けた第一歩と考えられたが、海外経済への警戒感が高まり、物価目標への距離も遠のくなか、正常化への動きは当面見送られるものとみられる。一方、一部では追加緩和の観測が出始めたものの、今年度の中間決算で地銀の6割超が減益となるなど、長期の低金利環境による金融仲介機能への影響などを踏まえれば、思い切った緩和には動きづらい状況と考えられる。実際、黒田総裁は会見で、昨年末から年初にかけてリスクオフの動きを「やや過敏」と評したほか、マイナス金利の導入に繋がった前回の原油価格下落局面と現下の違いを強調しており、こうした追加緩和の観測と距離を置く発言をしている。これらを踏まえれば、日銀は当面、現状政策を維持するものとみられる。

(2) 為替

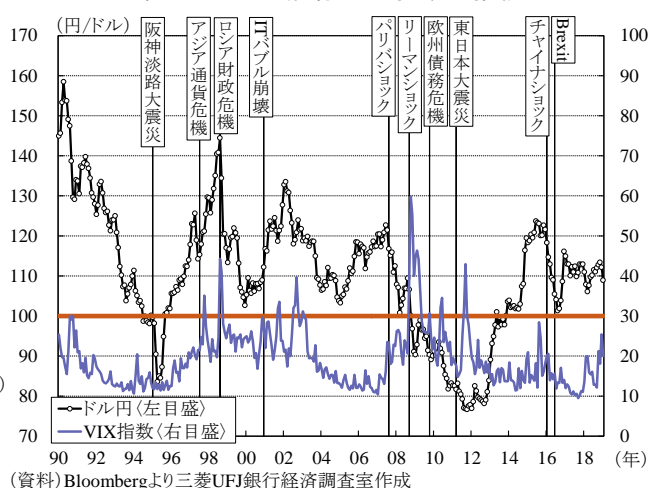
ドル円相場は、昨年終盤の海外経済の減速懸念の広がりや世界的な金融市場の軟化を受けて円高が進行し、年初の薄商いの中、1月3日には1ドル105円を割り込んだ。その後、金融市場が落ち着きを取り戻すにつれて値を戻し、足元1ドル109円台で推移している。

ドル円相場と日米実質金利差の関係から判断すれば、幅をもって見る必要はあるものの、足元は1ドル110円程度の水準感であり、少なくとも金利差からは一段と円高が進行する状況ではない。長期的な推移をみても、心理的な節目といわれる1ドル100円を大きく割り込んだのは阪神淡路大震災後と、リーマン・ショックからアベノミクス前の、世界的な金融ショックや大規模災害が重なっていた期間に限られる(第4図)。リスクイベントが生じた際には円高に振れるものの、とりわけ近年は短期間で修正されており、先行き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: 実質GDP成長率と消費者物価上昇率の見直し



第4図: ドル円相場とVIX指数の推移



(横田 裕輔、芥子 和史)

主要経済金融指標(日本)
2019年1月30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 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12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 (0.1) | 0.4 (0.8) | ▲1.1 (▲1.3) | 2.1 (2.5) | ▲0.3 (1.2) | |
| 鉱工業生産指数 | 0.8 | 2.9 | ▲1.1 (1.8) | 1.2 (1.2) | ▲1.3 (▲0.1) | 0.3 (0.2) | ▲0.4 (▲2.5) | 2.9 (4.2) | ▲1.0 (1.5) | |
| 鉱工業出荷指数 | 0.6 | 2.2 | ▲1.3 (0.8) | 2.1 (1.6) | ▲1.9 (▲0.5) | 1.8 (0.6) | ▲2.0 (▲2.9) | 3.5 (5.7) | ▲1.2 (0.9) | |
| 製品在庫指数 | ▲1.4 | 5.2 | 3.0 (5.2) | ▲2.6 (2.4) | 1.2 (3.5) | ▲0.2 (2.8) | 1.2 (3.5) | ▲1.3 (▲0.7) | 0.1 (0.6) | |
| 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] | 102.7 [98.1] | 105.2 [100.6] | 104.7 [105.0] | 102.4 [101.5] | [101.3] |
| 国内企業物価指数 | ▲2.4 | 2.7 | 0.6 (2.5) | 0.6 (2.4) | 0.9 (3.0) | 0.0 (3.0) | 0.3 (3.0) | 0.4 (3.0) | ▲0.3 (2.3) | ▲0.6 (1.5) |
| 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) | 0.2 (0.9) | 0.1 (1.0) | 0.1 (1.0) | 0.0 (0.9) | ▲0.1 (0.7) |
| 稼働率指数 (2015年=100) | 99.2 | 102.7 | 101.9 [100.7] | 103.2 [102.8] | 101.4 [102.5] | 102.7 [103.1] | 101.2 [102.8] | 105.2 [102.8] | 106.3 [103.4] | [105.1] |
| 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) | 6.8 (12.6) | ▲18.3 (▲7.0) | 7.6 (4.5) | ▲0.0 (0.8) | |
| 製造業 | ▲4.6 | 9.2 | 2.5 (10.6) | 5.5 (17.8) | ▲2.0 (8.5) | 6.6 (13.9) | ▲17.3 (▲5.5) | 12.3 (3.9) | ▲6.4 (▲0.0) | |
| 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) | 6.0 (11.6) | ▲17.1 (▲8.0) | 4.5 (5.1) | 2.5 (1.4) | |
| 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) | 3.6 (1.8) | ▲2.0 (▲1.3) | 5.4 (7.2) | ▲3.9 (1.6) | |
| 建設受注 | 4.0 | 0.7 | (2.6) | (▲7.4) | (▲2.2) | (0.5) | (1.0) | (▲16.5) | (▲10.7) | |
| 民需 | 5.1 | 0.6 | (1.0) | (1.3) | (1.1) | (▲0.1) | (9.4) | (▲10.1) | (▲9.2) | |
| 官公庁 | 8.4 | ▲5.4 | (▲0.4) | (▲29.9) | (▲17.7) | (0.8) | (▲13.5) | (▲25.4) | (▲7.4) | |
| 公共工事請負金額 | 4.1 | ▲4.3 | (▲15.6) | (1.5) | (▲4.3) | (▲2.2) | (▲7.6) | (9.5) | (▲5.2) | (4.6) |
| 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) | 95.7 (1.6) | 94.3 (▲1.5) | 95.0 (0.3) | 95.7 (▲0.6) | |
| 新設住宅床面積 | (4.1) | (▲3.7) | (▲9.2) | (▲3.6) | (▲0.9) | (0.5) | (▲1.6) | (2.2) | (0.8) | |
| 小売業販売額 | ▲0.2 | 1.9 | (1.4) | (1.3) | (2.2) | (2.7) | (2.2) | (3.6) | (1.4) | (1.3) |
| 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) | 3.5 (2.8) | ▲4.5 (▲0.5) | 1.8 (1.0) | 1.1 (0.3) | |
| 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] | 70.7 [70.3] | 69.9 [70.3] | 70.0 [71.2] | 70.6 [71.7] | [70.9] |
| 所定外労働時間 (全産業・5人以上) | ▲0.7 | 0.5 | ▲1.0 (▲1.2) | 1.3 (0.3) | ▲2.7 (▲2.5) | ▲0.2 (▲1.9) | ▲0.6 (▲3.6) | 2.2 (0.0) | ▲0.6 (▲2.6) | |
| 現金給与総額 (全産業・5人以上) | 0.5 | 0.7 | (1.0) | (1.7) | (0.9) | (0.6) | (0.7) | (1.1) | (1.7) | |
| 常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人) | 102 | 99 | 3 | ▲17 | ▲36 | ▲29 | ▲39 | ▲41 | ▲43 | |
| 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 [1.52] | 1.64 [1.53] | 1.62 [1.55] | 1.63 [1.56] | [1.59] |
| 完全失業率 (実数、季調済、%) | 3.0 | 2.7 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.4 | 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 | 49.1 [48.7] | 48.1 [49.2] | 48.0 [50.3] | 48.7 [50.0] | 48.6 [51.1] | 49.5 [52.0] | 51.0 [54.1] | 48.0 [53.9] |
| 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) | 694 (8.6) | 621 (▲8.5) | 730 (▲0.4) | 718 (6.1) | 622 (▲10.6) |

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 | 2018年 | | | 2018年 | | | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 1-3月期 | 4-6月期 | 7-9月期 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
| 通関輸出 | ▲3.5 | 10.8 | (4.9) | (7.5) | (2.9) | (6.6) | (▲1.3) | (8.2) | (0.1) | (▲3.9) |
| 価格 | ▲6.0 | 5.5 | (0.8) | (1.8) | (4.0) | (5.4) | (3.7) | (4.3) | (2.1) | (2.1) |
| 数量 | 2.7 | 5.0 | (4.1) | (5.6) | (▲1.1) | (1.1) | (▲4.9) | (3.8) | (▲1.9) | (▲5.8) |
| 通関輸入 | ▲10.2 | 13.7 | (7.5) | (7.5) | (12.4) | (15.5) | (7.1) | (20.0) | (12.5) | (1.9) |
| 価格 | ▲10.0 | 8.8 | (3.6) | (6.1) | (10.3) | (10.5) | (10.1) | (8.8) | (7.9) | (4.1) |
| 数量 | ▲0.2 | 4.4 | (3.7) | (1.4) | (1.9) | (4.5) | (▲2.7) | (10.3) | (4.3) | (▲2.2) |
| 経常収支(億円) | 210,188 | 218,127 | 58,821 | 49,775 | 57,137 | 18,270 | 18,486 | 13,099 | 7,572 | |
| 貿易収支(億円) | 57,851 | 45,936 | 7,246 | 10,661 | 617 | ▲2,529 | 3,193 | ▲3,217 | ▲5,591 | |
| サービス収支(億円) | ▲13,813 | ▲5,378 | 2,127 | ▲6,118 | ▲1,645 | 158 | ▲242 | ▲2,330 | 121 | |
| 金融収支(億円) | 247,407 | 196,174 | 75,622 | 53,095 | 44,004 | 20,421 | 31,940 | 15,479 | 11,205 | |
| 外貨準備高(百万ドル) | 1,230,330 | 1,268,287 | 1,268,287 | 1,258,748 | 1,259,673 | 1,259,305 | 1,259,673 | 1,252,873 | 1,258,264 | 1,270,975 |
| 対ドル円レート(期中平均) | 108.37 | 110.80 | 108.20 | 109.05 | 111.44 | 111.06 | 111.89 | 112.78 | 113.37 | 112.45 |

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 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12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] | ▲0.059 [▲0.049] | ▲0.059 [▲0.058] | ▲0.060 [▲0.037] | ▲0.070 [▲0.048] | ▲0.068 [▲0.042] | |
| 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 [0.056] | 0.050 [0.056] | 0.050 [0.063] | 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] | 0.110 [0.010] | 0.125 [0.060] | 0.130 [0.065] | 0.085 [0.035] | ▲0.010 [0.045] | |
| 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) | 0.786 (▲0.002) | 0.775 (▲0.011) | 0.777 (0.002) | 0.772 (▲0.005) | | |
| 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] | 22,865 [19,646] | 24,120 [20,356] | 21,920 [22,012] | 22,351 [22,725] | 20,015 [22,765] | |
| M2平残 | (3.6) | (3.7) | (3.2) | (3.1) | (2.9) | (2.9) | (2.8) | (2.7) | (2.3) | (2.4) | |
| 広義流動性平残 | (1.9) | (3.1) | (2.6) | (2.5) | (2.2) | (2.2) | (2.2) | (2.1) | (1.9) | (1.9) | |
| 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) | (2.2) | (2.3) | (2.2) | (2.1) | (2.4) |
| | 銀行計 | (2.4) | (2.8) | (2.1) | (2.0) | (2.2) | (2.2) | (2.3) | (2.2) | (2.2) | (2.5) |
| | 都銀等 | (1.2) | (2.0) | (0.7) | (0.5) | (0.7) | (0.7) | (1.1) | (1.1) | (0.9) | (1.6) |
| | 地銀 | (3.5) | (3.6) | (3.5) | (4.1) | (4.5) | (4.5) | (4.5) | (4.3) | (4.4) | (4.3) |
| | 地銀II | (3.1) | (3.0) | (2.8) | (0.6) | (▲0.5) | (▲0.5) | (▲0.6) | (▲0.8) | (▲0.8) | (▲0.9) |
| 信金 | (2.3) | (2.7) | (2.5) | (2.3) | (2.2) | (2.2) | (2.2) | (2.1) | (2.0) | (2.0) | |
| 実質預金 +CD (平残) | 3業態計 | (3.8) | (4.2) | (3.5) | (3.8) | (3.7) | (3.7) | (3.6) | (3.4) | (3.0) | (3.1) |
| | 都銀 | (5.5) | (5.9) | (4.9) | (5.2) | (5.3) | (5.2) | (5.2) | (4.8) | (4.3) | (4.5) |
| | 地銀 | (2.3) | (2.5) | (2.2) | (2.8) | (3.0) | (3.0) | (2.9) | (2.8) | (2.5) | (2.4) |
| 地銀II | (2.1) | (2.1) | (1.6) | (▲0.2) | (▲1.3) | (▲1.3) | (▲1.4) | (▲1.7) | (▲1.8) | (▲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

～ISM 製造業指数の急落は景気後退を示唆しているのか～

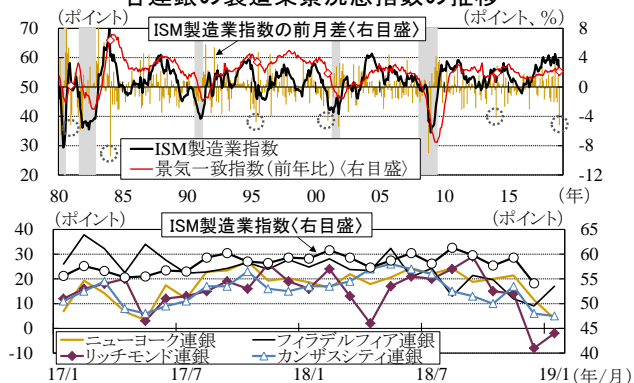
昨年終盤の株価下落や、政府機関閉鎖の長期化、米中摩擦の激化・長期化懸念等から、家計・企業のマインドが大幅に悪化している。1月のミシガン大学消費者信頼感指数は前月から7.6ポイント低下したほか、昨年12月のISM製造業指数も前月から5.2ポイント低下と1980年以降で8番目の低下幅となっており、景気の先行き懸念が高まっている。

ISM製造業指数の急落は景気後退を示唆しているのだろうか。1980年以降で同指数が景気後退局面以外で5ポイント以上低下したのは、今回を除いて2回、4ポイント以上の低下まで含めれば5回ある(第1図)。このうち、急落の後1年以内に景気後退に陥ったのは1980年12月と2000年12月の2回あるが、これらのケースでは4つの主要ハード・データで構成される景気一致指数の前年比がゼロ近傍にある、または伸びが急速に鈍化しているなどのハード・データの弱含みがソフト(マインド)・データの悪化と並行していたという特徴がある。他方、足元では景気一致指数の前年比はこれまでと同水準を維持しており、ハード・データは景気の底堅さを示している。例えば、景気一致指数の構成指数の一つである鉱工業生産指数をみると、原油価格が弱含む中でも鉱業生産が安定して増加しており、製造業生産も堅調に推移している(第2図)。そもそもISM製造業指数の水準は基準となる50を依然として十分に上回っているほか、先行きについても、各地方連銀が公表する製造業景況感指数の一部では持ち直しの動きがある。今回のISM製造業指数の急落は、実体経済の変調を示唆しているというよりは、通商を含む政治リスクへの懸念を示す面が強いものといえ、その低下幅の大きさを過度に懸念する必要は無いだろう。

もともと、1月25日に、2月15日までのつなぎ予算が成立し政府機関閉鎖は終了したが、トランプ大統領と民主党の対立を考えれば、この先も政治の不透明感は続こう。米中貿易交渉の結果次第では更なるマインド悪化も懸念され、景気が「気」から自己実現的に悪化していくことがないか、ソフト・ハード双方のデータを丹念にみていく必要がある。

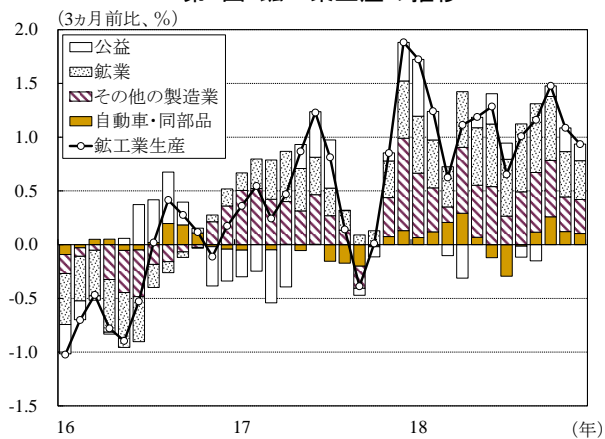
第1図: ISM製造業指数と景気一致指数、

各連銀の製造業景況感指数の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 全米供給管理協会、カンファレンスボード、各連銀統計より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 鉱工業生産の推移



(注) 3ヵ月移動平均値。
(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

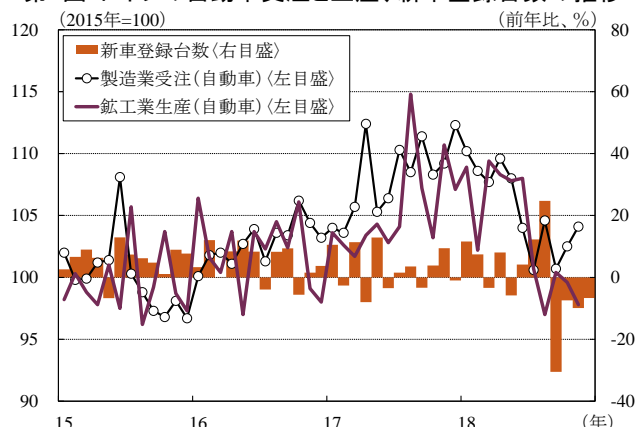
Ⅲ. 欧州

～ECBは成長見通しのリスク評価を下方修正～

欧州中央銀行（ECB）は1月24日の理事会で政策金利を据え置くとともに、「2019年の夏まで」政策金利を現行水準で据え置くとの昨年6月に出した方針を維持した。一方、ユーロ圏景気の先行きについては、「目先の成長モメンタムは、これまでの予想より弱まる可能性がある」と警戒感を強め、成長見通しを巡るリスク評価についても、前回12月理事会における「依然として概ね均衡しているが、ダウンサイドに向かっている」から「均衡」への言及が落ち「ダウンサイドに移行した」に変更された。挙げられた背景（地政学要因、保護主義の脅威、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）は前回同様だが、各要因を巡る不透明感が増す方向にあるとされたとみられる。

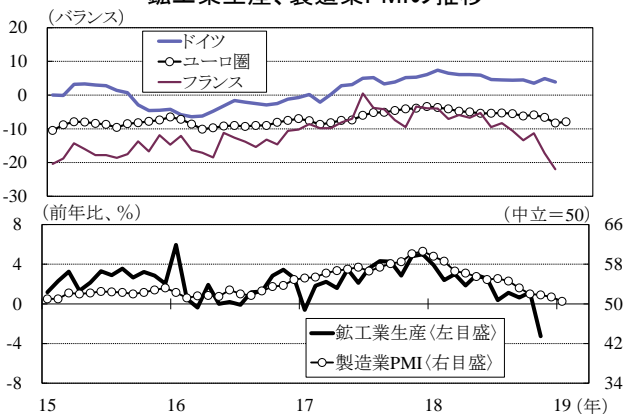
昨年7-9月期には一時的要因（新規制対応への遅れによる自動車生産の低迷）が成長の下押し要因になったとみられるが、足元では当該要因は灰汁抜けしつつある。域内最大の経済規模を有するドイツでは、自動車受注の落ち込みは底を打ったとみられ（第1図）、今後の自動車生産の持ち直しを示唆している。また、同国の消費者マインドは良好な水準を保っており（第2図）、経済改革への国民の反発が強まるフランスを除けばユーロ圏全体でも消費者マインドは足元まで堅調に推移していることから、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が下支えする形で景気の底堅さは維持されるものとみられる。但し、10-12月期以降も、混迷する英国のEU離脱交渉や、中国景気減速、米中貿易摩擦の継続等、内外環境の先行き不透明感が増すなか、製造業景況感悪化が続いており、鉱工業生産も不冴えである（第2図）。今のところ、こうした企業景況感悪化が新規雇用抑制等を通じて自己実現的に実体景気を下押しする展開になる兆候は少ないが、今回のECBの成長見通しのリスク評価の下方修正とも合わせ考えると、預金ファシリティ金利（現状▲0.40%）の引き上げを端緒とする政策金利正常化の開始時期は、当初予想された今年秋頃から12月頃以降に先送りされる可能性が高まったと判断してよさそうだ。

第1図：ドイツの自動車受注と生産、新車登録台数の推移



(資料)ドイツ連邦統計局、欧州自動車工業会統計より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ユーロ圏の消費者マインドと
鉱工業生産、製造業PMIの推移



(資料)欧州委員会、欧州連合統計局、Markit統計より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

(篠原 令子)

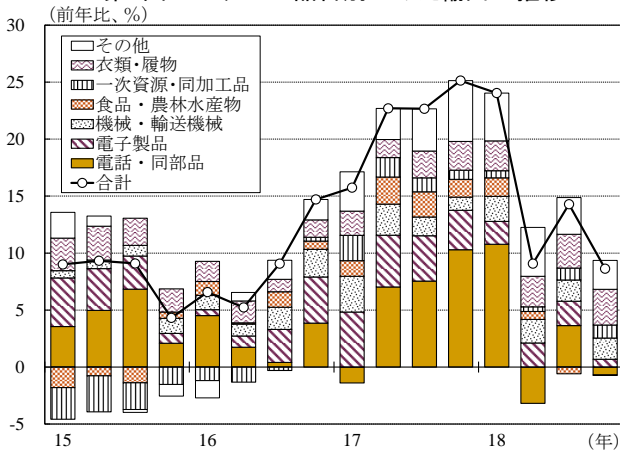
IV. アジア

～輸出と投資の拡大を支えに安定成長が続くベトナム経済～

グローバルな製造業の生産活動の軟化を映じ、アジアでも輸出を中心に景気の減速傾向がやや強まっているが、ベトナム経済は安定した成長を続けている。2018年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.3%（7-9月期：同+6.8%）へと加速し、2018年通年でも同+7.1%と政府目標（同+6.7%）を上回り、2007年以来の高い伸びとなった。通年の成長率を主要産業別にみると、建設業が同+9.2%へ加速したほか、サービス業も同+7.0%と堅調を維持、更に輸出を支える製造業は同+13.0%を記録した。輸出を品目別にみると、電話・同部品は前年の高水準の反動もあり拡大ペースが鈍っているものの、衣類・履物、機械等は堅調を保っている（第1図）。堅調な輸出が続く背景には、相対的に安価な労働コストと共に、ASEANの中央に位置し中国華南地域とも接している地理的優位性の活用などを狙った対内直接投資（FDI）の拡大が指摘でき、実際2018年のFDI認可額でも主力の製造業などでは概ね増加基調を維持した（第2図、なお全体は355億ドル、前年比▲1.2%と、前年に大型案件が集中した電力で反動が現われたため小幅減少）。

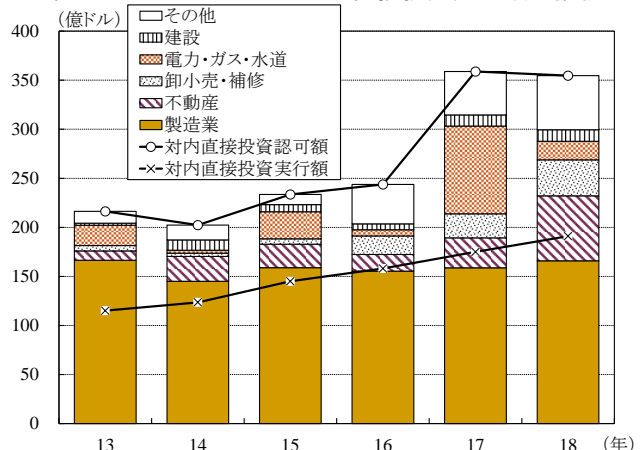
先行きについても、米中貿易摩擦長期化を背景とした中国からの生産・投資のシフト先として優位に立つとみられることもあり、安定した経済成長が続くことが見込まれる。包括的環太平洋連携協定（2019年1月14日発効）やEUとのFTA（2019年秋に発効予定）など広域経済連携への参加に伴う貿易や投資の拡大も中長期的に成長へのプラス効果が見込まれる。但し、これまでの段階的な関税撤廃や外資規制緩和等にも関わらず、世界銀行のビジネス環境ランキング（2019年）は190カ国中69位と前年の68位から順位を下げたほか、米ヘリテージ財団が公表している経済自由度指数（2018年）は186カ国中141位とASEAN加盟国中最下位に止まっている。輸入業者に対する事前手続きなど非関税措置の削減や国営企業改革によるビジネスの透明性向上等が課題として指摘されており、こうした面での改革推進も、民間投資の拡大による産業基盤の一層の強化には不可欠であろう。

第1図：ベトナムの品目別にみた輸出の推移



(資料)ベトナム統計総局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ベトナムにおける対内直接投資認可額の推移



(資料)ベトナム外国投資庁統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(高瀬 将平)

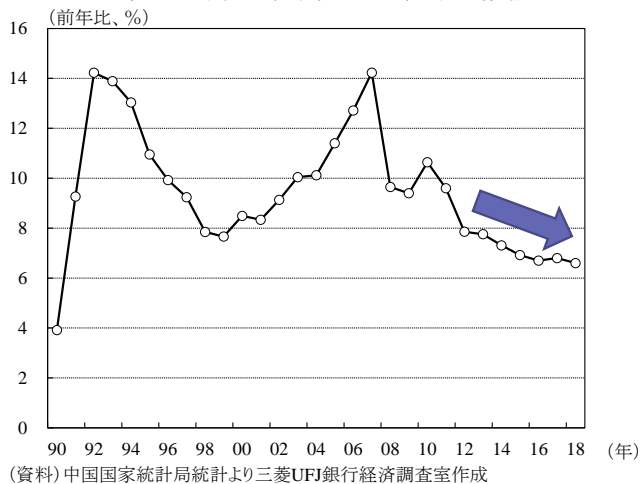
V. 中国

～安定成長期の成長減速基調を踏まえた慎重な景気対策の動き～

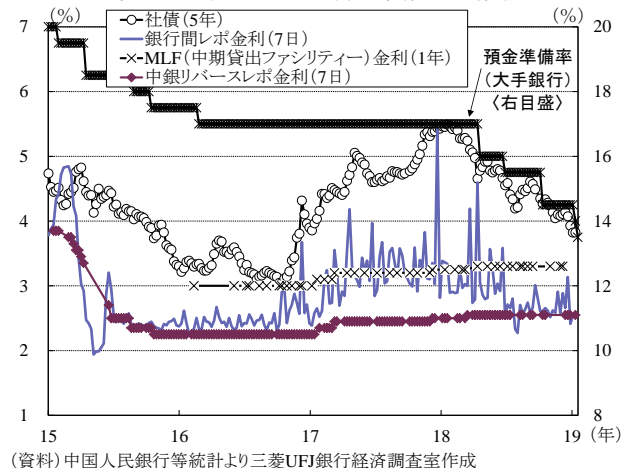
2018年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と3四半期連続で減速し、通年でも同+6.6%と前年から▲0.2%ポイントの減速となった。純輸出の寄与度の▲1.2%ポイントもの悪化が主因であるが、インフラ向け投資の大幅減速もみられ、消費の加速で補いきれなかった。海外報道は専ら28年ぶりの低成長という点に焦点が当たった観があるが、もともと中国では急変を回避するような経済運営がなされており（第1図）、相当長期間に渡って徐々に経済成長を減速させていくことは規定路線と考えられる（なお同+6.6%は政府目標の同+6.5%は上回っている）。

足元の局面でより注目されるのは、元々の成長減速基調に対し米中貿易摩擦の激化がどれだけ追加的な逆風となっているかである。昨年末以降、自動車販売の落ち込み、製造業活動の停滞、貿易統計における輸出入の前年比マイナス転化など、経済活動の急激な落ち込みを示唆する指標も散見されるようになってきているが、シャドーバンキング抑制、自動車減税による需要先食いの反動など既存国内政策の影響によるとみられる下押し圧力もあり、米中摩擦の悪影響を個別に抜き出すのはそれほど容易ではない。中国政府は、①金融面では、中国人民銀行は預金準備率を1月にも1%ポイント引き下げる（第2図）とともに、民間企業・中小企業向け融資拡大を促す目的で銀行向け貸出に通常の中期貸付（MLF）金利よりも0.15%低い金利を適用する「特定対象向け中期貸付ファシリティ（TMLF）」を創設、②財政面では、財政部が国務院常務会議の指示に従い、中小企業向けに法人税、付加価値税及び各種地方税を減税（2019～2021年、年間2,000億元）等の政策拡充を図るが、リーマン・ショック後の対策（所謂「4兆元対策」）に比べれば小規模な対策との評価が多いことから、米中摩擦による悪影響を特定できているというわけでもなかろう。むしろ、米中交渉の結果が見通せるまでの当面は、対米摩擦の悪影響とそれに対する需要対策がもたらしうる債務再拡大などの構造問題悪化に両睨みで臨むスタンスとみられる。逆に言うと、米中交渉の帰結次第では更に需要対策が上乘せされる可能性も見ておく必要がある。

第1図：中国の実質GDP成長率の推移



第2図：中国の金利と預金準備率の推移



(萩原 陽子)

VI. 原油

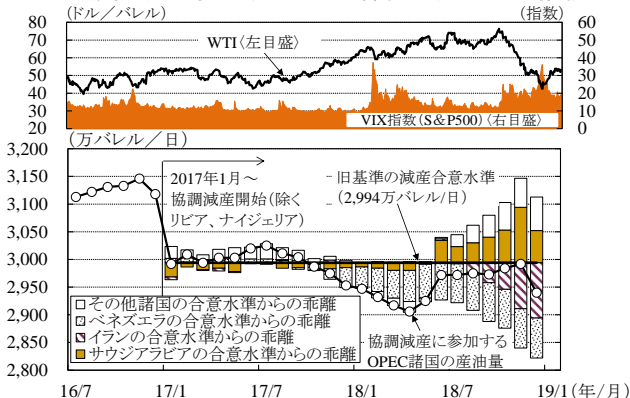
～OPEC 協調減産と米国シェールの増産鈍化で需給は引き締まりへ～

原油価格（WTI 期近物）は、需給緩和（10-12 月期に 115 万バレル（日量、以下同）の供給超過）や、世界経済の先行き不透明感等を背景に、12 月末に 1 バレル 42 ドル台まで下落したが、その後上昇に転じ、足元では 50 ドル台前半で推移している（第 1 図）。

原油価格が持ち直した背景には、投資家のリスクオフの動きが一旦和らいだことと需給面での OPEC 等の協調減産に対する期待の高まりが挙げられる。まず、投資家のリスクオフの動きは、株式市場や信用市場におけるのと同様、流石に年末年始の行き過ぎが修正されたといえる。次に、OPEC 等の協調体制については、昨年 12 月の OPEC・非 OPEC 閣僚級会合で減産の基準が見直され、1 月より昨年 10 月の産油量を新基準として 120 万バレルの減産が既に開始されている。それに先立ちサウジアラビアが昨年 12 月に前月比で約 40 万バレルの減産を実施していたことも判明し、加えてファリハ・エネルギー産業鉱物資源相の「1 月はさらに減産する」旨の発言が、協調減産の実効性に対する期待を高めている。

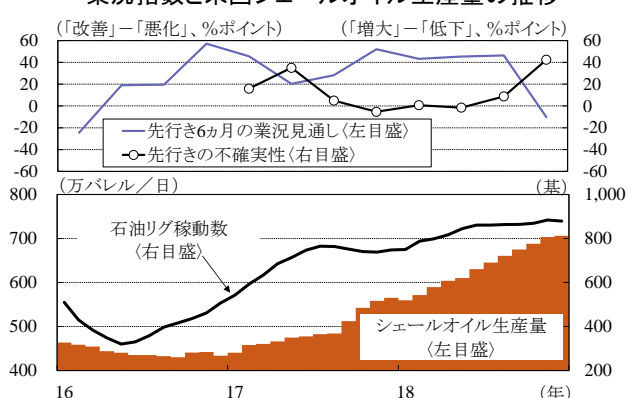
先行き、需要面では米中貿易摩擦が世界景気減速を通じ原油需要を下押しする可能性はあるものの、供給面では上記 OPEC 等の協調減産及び制裁下にあるイランやベネズエラの生産量の減少に加え、米国シェールオイルの増産ペース鈍化が見込まれること等がポイントとなろう。特に後者については、ダラス連邦準備銀行の調査によると、原油価格が米国シェールオイルの損益分岐点とされる 60 ドル程度を割り込む中で、米国の石油探査・生産企業及び石油サービス企業のこの先 6 ヶ月の業況見通しは、前期比「改善」－「悪化」の社数構成比が▲10%ポイント（9 月調査時は 46%ポイント）と大幅に悪化しており、先行きの不確実性への警戒を強めていることが見て取れる（第 2 図）。これら回答企業の半数以上は 2019 年の設備投資計画を下方修正しており、実際に米国のリグ稼働数も減少傾向にあることから、今後米国シェールオイルの増産ペースは鈍化する公算が大きいだろう。以上を踏まえると、先行きの価格は、景気要因の思惑で振れることはあるものの、需給が徐々に引き締まる中で、基調として緩やかに上昇していくものと予想する。

第1図：原油価格（WTI期近物）とVIX指数、
協調減産に参加するOPEC諸国の産油量の推移



(注) 2019年1月より新基準の協調減産を開始。OPEC諸国(除くイラン、ベネズエラ、リビア)の減産合意水準は2,594万バレル/日(2018年10月の産油量から▲80万バレル/日)。
(資料) OPEC、IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：米国の石油探査・生産企業と石油サービス企業の
業況指数と米国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、ダラス連邦準備銀行、Baker Hughes社資料より三菱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) | 66.85 | 1,353 | 3.3 | 3.3 | 3.1 | 2.2 | 2.6 | 2.5 | | | |
| 先進国・地域 | 43.78 | 886 | 2.3 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 2.0 | 1.8 | | | |
| 新興国 | 23.07 | 467 | 5.3 | 5.2 | 5.0 | 3.1 | 3.9 | 3.7 | | | |
| 日本(年度ベース) | 4.94 | 100 | 1.9 | 0.9 | 0.9 | 0.7 | 0.8 | 1.2 | 1,968 | 1,815 | 1,674 |
| アジア11カ国・地域 | 19.62 | 397 | 6.1 | 6.0 | 5.7 | 2.0 | 2.3 | 2.7 | 3,999 | 2,469 | 2,260 |
| 中国 | 12.01 | 243 | 6.8 | 6.6 | 6.2 | 1.6 | 2.1 | 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 | 2.9 | 2.6 | 1.4 | 1.5 | 1.7 | 2,371 | 2,404 | 2,457 |
| 韓国 | 1.54 | 31 | 3.1 | 2.7 | 2.6 | 1.9 | 1.5 | 1.8 | 785 | 796 | 862 |
| 台湾 | 0.57 | 12 | 3.1 | 2.7 | 2.3 | 0.6 | 1.4 | 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 | 3.3 | 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 | 2.8 | 3.2 | 467 | 254 | 131 |
| インドネシア | 1.02 | 21 | 5.1 | 5.2 | 5.1 | 3.8 | 3.2 | 3.6 | ▲ 173 | ▲ 270 | ▲ 288 |
| タイ | 0.46 | 9 | 3.9 | 4.1 | 3.8 | 0.7 | 1.1 | 1.5 | 502 | 315 | 292 |
| マレーシア | 0.31 | 6 | 5.9 | 4.8 | 4.7 | 3.8 | 1.0 | 2.1 | 95 | 89 | 99 |
| フィリピン | 0.31 | 6 | 6.7 | 6.2 | 6.1 | 2.9 | 5.2 | 4.5 | ▲ 22 | ▲ 49 | ▲ 61 |
| ベトナム | 0.22 | 4 | 6.8 | 7.1 | 6.5 | 3.5 | 3.5 | 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 | 2.4 | 2.1 | ▲ 4,491 | ▲ 4,817 | ▲ 4,867 |
| 中南米6カ国 | 4.65 | 94 | 1.7 | 1.3 | 1.9 | 6.7 | 9.6 | 6.4 | ▲ 732 | ▲ 820 | ▲ 810 |
| ブラジル | 2.06 | 42 | 1.1 | 1.2 | 2.7 | 3.4 | 4.4 | 4.5 | 55 | ▲ 180 | ▲ 300 |
| メキシコ | 1.15 | 23 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 6.0 | 4.6 | 3.7 | ▲ 191 | ▲ 220 | ▲ 220 |
| アルゼンチン | 0.64 | 13 | 2.9 | ▲ 2.8 | ▲ 2.8 | 22.8 | 44.0 | 22.0 | ▲ 316 | ▲ 230 | ▲ 100 |
| ユーロ圏19カ国 | 12.63 | 256 | 2.4 | 1.9 | 1.6 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 4,162 | 3,963 | 3,785 |
| ドイツ | 3.70 | 75 | 2.2 | 1.5 | 1.5 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 2,954 | 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 | 1.2 | 1.4 | 551 | 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 | 2.9 | 2.8 | | | |
|----------------------------------|--|--|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--|--|--|

(注)1.『2018年』の一部の国・地域は実績値。

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: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。