

経済マンスリー

I. 日本

～企業は外需変動への警戒感を高めつつも底堅い投資意欲を維持～

II. 米国

～トランプ大統領の予算教書が示すもの～

III. 欧州

～ECB は政策金利正常化の開始時期を先送り～

IV. アジア

～輸出の鈍化には注意を要するも、
内需主導で堅調な成長が続く見込み～

V. 中国

～対米摩擦対応が焦点となった全人代～

VI. 原油

～需給両面のダウンサイドリスクを抱え一進一退が続く原油価格～

I. 日本

～企業は外需変調への警戒感を高めつつも底堅い投資意欲を維持～

1. 実体経済の動向

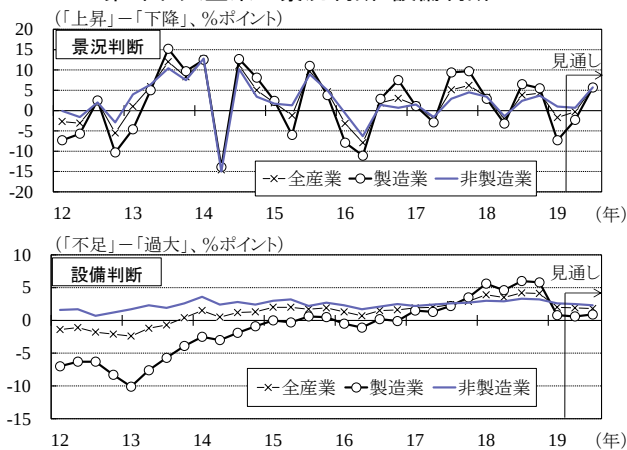
外需の減速を受け、国内景気の先行き不透明感が高まっている。足元では中国向けを中心とした輸出や生産の落ち込みがとりわけ製造業の企業収益を下押しし、企業心理を悪化させている。今月財務省が公表した法人企業景気予測調査の1-3月期結果をみると、大企業の景況判断指数（BSI）は全産業で▲1.7%ポイントと、3四半期ぶりにマイナスに転じているが、非製造業は+1%ポイントとプラスを維持している一方で、製造業では大きく低下し▲7.3%ポイントとなり、外需の変調が色濃く反映される結果となった（第1図）。

設備投資に関しても、設備ストックの過不足をみる設備判断 BSI は大企業製造業で+0.8%ポイントと、依然「不足」が「過大」を上回っているものの、前期からの変化では▲5%ポイント低下と世界金融危機後としては最大の下げ幅となった。10-12月期までの設備投資実績は高水準で推移しているが、足元では輸出・生産の減速に先行き需要への警戒感も加わり、2017年から高まっていた設備の不足感が急速に和らいでいるとみられる。

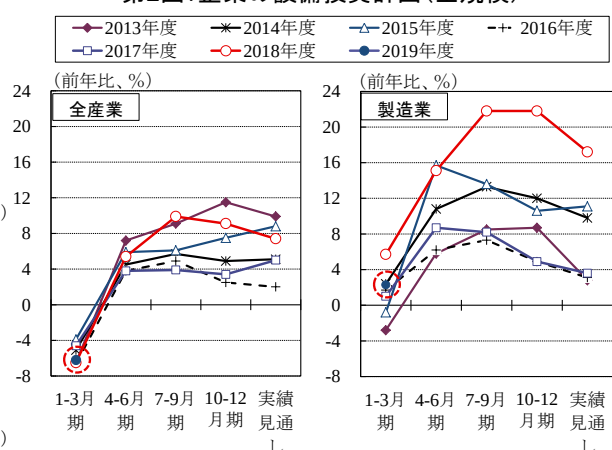
他方、調査結果からは企業の投資意欲自体は依然として底堅さを保っていることもうかがえる。2019年度設備投資計画をみると、全体では前年度比▲6.2%（注）と前年1-3月期調査時の2018年度計画を小幅に上回る水準であり、製造業は同+2.3%と前年度計画は下回るもののプラスを維持、例年との比較でも低い水準ではない（第2図）。足元は外需の先行き不透明感が燦るものの、米中貿易協議の進展への期待や、構造的な人手不足への対応としての省力化・効率化投資へのニーズの強さが、成長に必要な投資を着実に進めようとする企業の計画を支えているとみられる。先行きの設備投資は、企業の様子見姿勢に伴う一定の下押しは避けられないものの、現時点では米中の更なる制裁関税の応酬や世界経済の失速に至る可能性は限定的と判断されることから、底堅い伸びを維持できよう。

（注）1-3月期調査における翌年度設備投資計画は例年低水準の伸びとなり、4-6月期に急上昇する傾向がある。

第1図：大企業の景況判断・設備判断BSI



第2図：企業の設備投資計画（全規模）



2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

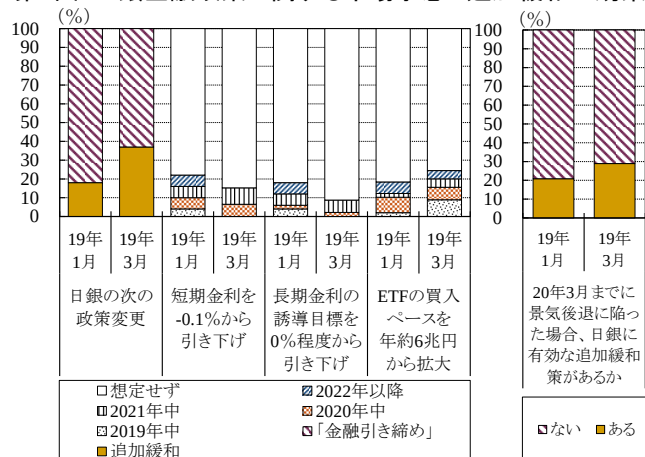
日銀は3月14-15日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。今回の注目点は、内外経済に弱い動きがみられ、世界的に中央銀行からハト派寄りの発言が聞かれるなか、日銀が足元の景気をどう評価するか、また、将来の追加緩和について何らかの示唆が得られるか、であった。公表文では、海外経済や輸出・生産の判断を引き下げたものの、国内経済全体では「緩やかに拡大している」との判断を維持した。この理由について黒田総裁は、海外経済の減速が輸出、生産に影響していると認めた上で、設備投資や消費等の内需は堅調であるほか、中国では大規模な景気対策が先行きの成長を支えるとみられること等を指摘し、経済のメインシナリオは不変とした。また、追加緩和の是非を問われた際には、2%の物価目標達成に向けたモメンタムは維持されており、「現在の強力な金融緩和を粘り強く続けることが最も適切」と従来の説明を繰り返し、緩和期待と距離を置いた。

こうした日銀の姿勢は、異次元の金融緩和の効果に関し懐疑的な見解を示す一部の政策議論とも無縁ではなかろう。昨年11月に日銀金融経済研究所から名目金利の下限引き上げが景気拡張に繋がりうることを示す分析が公表され、今年1月には元米財務長官のサマーズ氏らが、マイナス金利導入が銀行貸出を抑制する可能性を示す論文を発表している。これらは強力な金融緩和がもたらす金融仲介機能への副作用や追加緩和の有効性を学術的観点から批判的に論じたものだが、市場参加者の調査で、日銀の次の政策変更を「追加緩和」と予想する割合が一定数いる中でも長短金利の引き下げまでは想定せずというのが多数派であることを鑑みると（第3図）、実務家にも同様の見方を共有する者は多いようだ。急激な円高等のトリガーがない限り追加緩和の政策機運は生まれにくい状況であり、かといって海外経済の不透明感から出口にも動き辛い中、日銀は当面現状の金融政策を維持するものと思われる。

(2) 為替

ドル円相場は、足元1ドル111円前後で安定的に推移している（第4図）。先行きは、米中貿易摩擦やBrexitを巡る動きなど海外情勢の変化から振れることはあるとしても、一定の日米金利差が引き続き存在することから、概ね現状程度の水準で推移する公算である。

第3図：日銀金融政策に関する市場予想と追加緩和の効果



(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)
2019年3月22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			2019年	
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	10月	11月	12月	1月	2月
実質GDP成長率(前期比年率)	0.9	1.9	1.9 (1.5)	▲ 2.4 (0.1)	1.9 (0.3)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.6	1.8	0.9 (1.1)	▲ 0.8 (0.2)	1.0 (1.1)	2.2 (2.5)	▲ 0.5 (1.1)	▲ 0.4 (▲ 0.3)		
鉱工業生産指数	0.8	2.9	1.2 (1.2)	▲ 1.3 (▲ 0.1)	1.9 (1.2)	2.9 (4.2)	▲ 1.0 (1.5)	▲ 0.1 (▲ 1.9)	▲ 3.4 (0.3)	
鉱工業出荷指数	0.6	2.2	2.1 (1.6)	▲ 1.9 (▲ 0.5)	1.8 (1.0)	3.5 (5.7)	▲ 1.2 (0.9)	0.0 (▲ 3.1)	▲ 3.4 (▲ 0.4)	
製品在庫指数	▲ 1.4	5.2	▲ 2.6 (2.4)	1.2 (3.5)	0.5 (1.9)	▲ 1.3 (▲ 0.7)	0.1 (0.6)	1.7 (1.9)	▲ 1.4 (1.3)	
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	100.7	102.2	104.1 [100.3]	104.6 [99.6]	104.9 [102.6]	104.7 [105.0]	102.4 [101.5]	107.6 [101.3]	106.4 [109.7]	[104.1]
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.7 (2.6)	0.9 (3.1)	0.1 (2.3)	0.4 (3.0)	▲ 0.3 (2.3)	▲ 0.6 (1.5)	▲ 0.6 (0.6)	0.2 (0.8)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.2	0.7	0.4 (0.7)	0.2 (0.9)	0.4 (0.9)	0.1 (1.0)	0.0 (0.9)	▲ 0.1 (0.7)	0.2 (0.8)	0.1 (0.7)
稼働率指数 (2015年=100)	99.2	102.7	103.2 [102.8]	101.4 [102.5]	105.3 [103.8]	105.2 [102.8]	106.3 [103.4]	104.3 [105.1]	99.4 [99.8]	[102.4]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.5	▲ 0.8	1.6 (8.0)	1.5 (4.8)	▲ 3.2 (2.0)	7.7 (4.5)	▲ 0.1 (0.8)	▲ 0.3 (0.9)	▲ 5.4 (▲ 2.9)	
製造業	▲ 4.6	9.2	4.7 (17.8)	▲ 1.0 (8.5)	▲ 4.1 (▲ 0.6)	8.5 (3.9)	▲ 4.4 (▲ 0.0)	▲ 4.4 (▲ 5.3)	▲ 1.9 (▲ 7.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	4.3	▲ 7.8	0.4 (0.3)	3.4 (2.0)	▲ 1.9 (4.5)	3.9 (5.1)	1.8 (1.4)	5.6 (6.5)	▲ 8.0 (1.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	0.3	7.0	0.7 (4.0)	▲ 1.5 (1.6)	2.0 (0.9)	5.4 (7.2)	▲ 3.9 (1.6)	▲ 1.2 (▲ 5.4)	▲ 8.1 (▲ 9.4)	
建設受注	4.0	0.7								
民需	5.1	0.6	(▲ 7.4)	(▲ 2.2)	(▲ 9.8)	(▲ 16.5)	(▲ 10.7)	(▲ 3.7)	(19.8)	
官公庁	8.4	▲ 5.4	(1.3)	(1.1)	(▲ 5.3)	(▲ 10.1)	(▲ 9.2)	(1.4)	(15.2)	
公共工事請負金額	4.1	▲ 4.3	(▲ 29.9)	(▲ 17.7)	(▲ 22.6)	(▲ 25.4)	(▲ 7.4)	(▲ 29.7)	(22.6)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	97.4 (5.8)	94.6 (▲ 2.8)	96.6 (▲ 1.8)	95.0 (▲ 0.2)	95.5 (0.6)	95.0 (0.3)	95.5 (▲ 0.6)	96.1 (2.1)	87.2 (1.1)	
新設住宅床面積	(4.1)	(▲ 3.7)	(▲ 3.6)	(▲ 0.9)	(2.3)	(2.2)	(0.8)	(3.9)	(3.0)	
小売業販売額	▲ 0.2	1.9	(1.3)	(2.2)	(2.0)	(3.6)	(1.4)	(1.3)	(0.6)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.6	0.3	▲ 0.9 (▲ 1.3)	1.5 (1.0)	0.2 (1.1)	1.5 (1.0)	0.2 (0.3)	▲ 0.1 (1.9)	0.7 (2.1)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	72.1	71.7	68.8 [74.0]	70.6 [70.6]	68.6 [71.6]	70.4 [71.6]	70.1 [71.7]	65.5 [71.6]	70.4 [73.3]	[69.3]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.5	1.3 (0.3)	▲ 2.7 (▲ 2.5)	0.1 (▲ 2.3)	2.2 (0.0)	▲ 0.6 (▲ 2.6)	▲ 3.5 (▲ 4.3)	▲ 1.0 (▲ 3.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.7	(1.7)	(0.9)	(1.5)	(1.1)	(1.7)	(1.5)	(1.2)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	102	99	▲ 17	▲ 36	▲ 40	▲ 41	▲ 43	▲ 37	89	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.39	1.54	1.61 [1.49]	1.62 [1.52]	1.62 [1.56]	1.62 [1.55]	1.63 [1.56]	1.63 [1.58]	1.63 [1.59]	[1.59]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	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	48.7 [49.7]	48.0 [50.4]	48.3 [52.3]	48.6 [51.1]	49.5 [52.9]	46.8 [52.9]	45.6 [49.9]	47.5 [49.0]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,381 (▲ 3.5)	8,367 (▲ 0.2)	2,107 (▲ 3.7)	2,017 (▲ 0.7)	2,070 (▲ 1.7)	730 (▲ 0.4)	718 (6.1)	622 (▲ 10.6)	666 (4.9)	589 (▲ 4.5)

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			2019年	
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	10月	11月	12月	1月	2月
通関輸出	▲3.5	10.8	(7.5)	(2.9)	(1.3)	(8.2)	(0.1)	(▲3.9)	(▲8.4)	(▲1.2)
価格	▲6.0	5.5	(1.8)	(4.0)	(2.8)	(4.3)	(2.1)	(2.0)	(0.7)	(▲0.6)
数量	2.7	5.0	(5.6)	(▲1.1)	(▲1.4)	(3.8)	(▲1.9)	(▲5.8)	(▲9.0)	(▲0.6)
通関輸入	▲10.2	13.7	(7.5)	(12.4)	(11.2)	(20.0)	(12.5)	(1.9)	(▲0.8)	(▲6.7)
価格	▲10.0	8.9	(6.0)	(10.2)	(6.9)	(8.8)	(7.9)	(4.1)	(▲1.4)	(▲0.1)
数量	▲0.2	4.4	(1.3)	(2.0)	(4.0)	(10.3)	(4.2)	(▲2.2)	(0.5)	(▲6.5)
経常収支(億円)	210,188	218,127	49,775	57,137	25,199	13,099	7,572	4,528	6,004	
貿易収支(億円)	57,851	45,936	10,661	617	▲6,647	▲3,217	▲5,591	2,162	▲9,648	
サービス収支(億円)	▲13,813	▲5,378	▲6,118	▲1,645	▲3,351	▲2,330	121	▲1,142	▲1,512	
金融収支(億円)	247,407	196,174	53,095	44,004	28,568	15,479	11,205	1,883	27,087	
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,258,748	1,259,673	1,270,975	1,252,873	1,258,264	1,270,975	1,279,297	1,281,846
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	109.05	111.44	112.87	112.78	113.37	112.45	108.95	110.36

3. 金融

	2016年度	2017年度	2018年			2018年			2019年	
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	10月	11月	12月	1月	2月
無担保コール翌日物金利	▲0.045	▲0.050	▲0.065 [▲0.054]	▲0.063 [▲0.054]	▲0.066 [▲0.042]	▲0.060 [▲0.037]	▲0.070 [▲0.048]	▲0.068 [▲0.042]	▲0.064 [▲0.040]	▲0.055 [▲0.042]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.057	0.065	0.084 [0.056]	0.077 [0.062]	0.050 [0.063]	0.050 [0.063]	0.050 [0.063]	0.050 [0.063]	0.030 [0.068]	0.030 [0.068]
新発10年国債利回り	0.065	0.045	0.030 [0.075]	0.125 [0.060]	▲0.010 [0.045]	0.130 [0.065]	0.085 [0.035]	▲0.010 [0.045]	0.000 [0.080]	▲0.015 [0.045]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.847	0.817	0.789 (▲0.028)	0.775 (▲0.014)	0.759 (▲0.016)	0.777 (0.002)	0.772 (▲0.005)	0.759 (▲0.013)	0.759 (0.000)	
日経平均株価 (225種、末値)	18,909	21,454	22,305 [20,033]	24,120 [20,356]	20,015 [22,765]	21,920 [22,012]	22,351 [22,725]	20,015 [22,765]	20,773 [23,098]	21,385 [22,068]
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.1)	(2.9)	(2.5)	(2.7)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.4)
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(2.5)	(2.2)	(2.0)	(2.1)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(2.1)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	銀行・信金計	(2.4)	(2.8)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.4)	(2.3)
		銀行計	(2.4)	(2.8)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.5)	(2.4)	(2.4)
		都銀等	(1.2)	(2.0)	(0.5)	(0.7)	(1.1)	(0.9)	(1.6)	(1.5)
		地銀	(3.5)	(3.6)	(4.1)	(4.5)	(4.3)	(4.3)	(4.2)	(4.2)
		地銀Ⅱ	(3.1)	(3.0)	(0.6)	(▲0.5)	(▲0.8)	(▲0.9)	(▲0.8)	(▲0.8)
	信金		(2.3)	(2.7)	(2.3)	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(1.9)	(1.7)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	3業態計	(3.8)	(4.2)	(3.8)	(3.2)	(3.4)	(3.0)	(3.1)	(3.1)
		都銀	(5.5)	(5.9)	(5.2)	(4.6)	(4.3)	(4.5)	(4.7)	(4.7)
		地銀	(2.3)	(2.5)	(2.8)	(2.6)	(2.8)	(2.5)	(2.4)	(2.3)
		地銀Ⅱ	(2.1)	(2.1)	(▲0.2)	(▲1.3)	(▲1.7)	(▲1.8)	(▲1.9)	(▲2.0)

(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

～トランプ大統領の予算教書が示すもの～

3月11日、トランプ大統領は議会宛に2020会計年度予算教書を提出した。予算策定権限は議会にあり、予算教書はあくまで大統領による議会への要望書との位置付けに過ぎないが、トランプ大統領の中長期的な政策の方向性を見通す上では役に立つ。

今回の予算教書で注目されるのは、裁量的支出^(注1)における国防費の増額と、義務的支出における社会保障費の削減である。長期予算見通しにおいて、ベースライン（予算教書における経済見通しの下で現行法を継続した場合に見込まれる額）対比で、国防費は国際的な力学の変化等を背景に5,100億ドル（10年間累計、以下同様）の増額を見込む一方、メディケア^(注2)で8,460億ドル、メディケイドで2,710億ドルの削減を見込んでいる。トランプ大統領は大統領選挙期間中、メディケア、メディケイド等の給付金支出の維持を訴えていたが、共和党本来の姿勢である給付金支出の制限へと舵を切っているようだ（第1表）。また、その他の注目点として、国境の壁建設費用として2020会計年度に86億ドルを要求しているほか、インフラ投資費用として10年間で1,990億ドルが計上されている。

財政収支の面からは、メディケア、メディケイド等一部抑制項目はあるものの、全体としてはこの先も大幅な歳出増が見込まれている（第1図）。財政赤字の縮小は専ら、非常に高い経済成長率（実質で年率3%程度を想定）による歳入増に頼っており、財政健全化という中長期的な課題については強い政策意志は窺われない。結果として、政府債務残高は2022年に20兆ドルを突破し、対名目GDP比率で82.1%に達する。

今回の予算教書は民主党にとっては受け入れ難く、特に多数を占める下院民主党は大きく異なる予算案を策定するとみられる。3月2日に復活した債務上限への対応を含め、議会が財政問題にどのような姿勢で臨むのか注目されるほか、予算教書と下院民主党が作成する予算案の相違は、2020年の大統領選を見通す上でも大きな意味をもつ可能性がある。

（注1）裁量的支出は毎年度予算策定が必要、義務的支出は不要（恒久法で歳出権限が付与されている）。

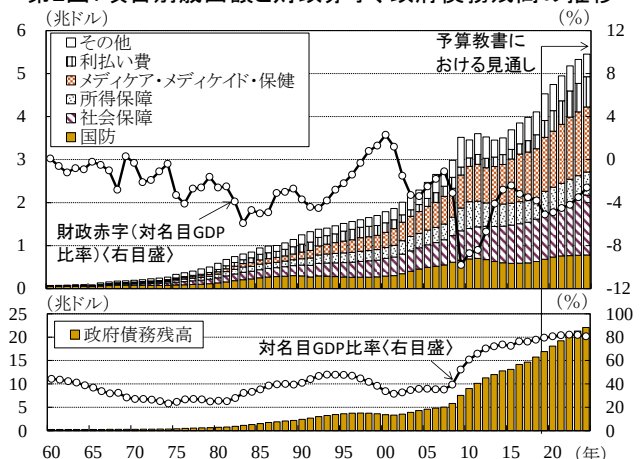
（注2）メディケアは高齢者向け公的医療保険。メディケイドは低所得者向け公的医療保険。

第1表：トランプ大統領の予算教書で示された
歳出項目毎の予算額の変化

		2018 会計年度 予算教書 (初年度)	2019 会計年度 予算教書	2020 会計年度 予算教書 (今回)
ベースライン見直しからの 変化幅（兆ドル）	裁量的支出	▲1.8	▲1.7	▲0.6
	国防	+0.0	+0.3	+0.5
	非国防	▲1.8	▲1.9	▲1.1
	義務的支出	▲2.5	▲1.7	▲1.9
	メディケア	▲0.0	▲0.6	▲0.8
	メディケイド	▲0.6	▲0.3	▲0.3
	その他	▲1.9	▲0.8	▲0.8

（資料）行政管理予算局資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：項目別歳出額と財政赤字、政府債務残高の推移



（資料）行政管理予算局資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（玉城 重人）

Ⅲ. 欧州

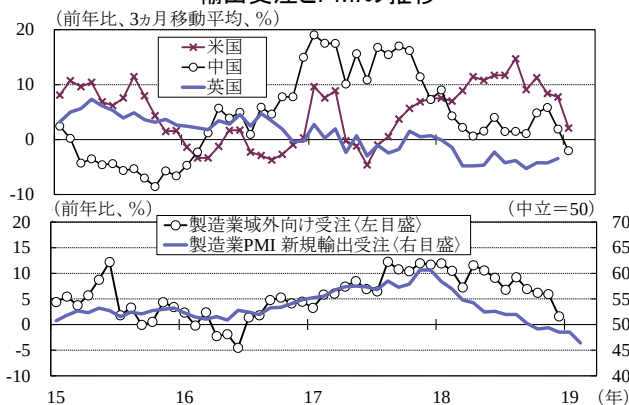
～ECB は政策金利正常化の開始時期を先送り～

欧州中央銀行（ECB）は3月7日の理事会で、域内要因（独自自動車生産減少と伊経済低迷）と対外要因（世界的な貿易量低下、米中貿易摩擦を受けた企業景況感悪化）双方を挙げて今年の経済見通しを下方修正した上で、政策金利据え置き期間に関する方針を従来の「2019年の夏まで」から「2019年末まで」に変更、併せてオペレーション面では、貸出条件付き長期資金供給オペ第3弾（TLTRO3）の実施（今年9月～2021年3月）を決定した。後者は、TLTRO2（2016～17年実施）の満期償還を控えた域内銀行の借り換え資金調達を考慮したものである。また、成長見通しを巡るリスク評価については、前回1月理事会と同様の対外要因（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）を背景に「依然ダウンスайдに傾斜」と警戒姿勢を続けている。

今般の ECB の方針変更により、政策金利正常化の端緒となる預金ファシリティ金利（現状▲0.40%）の引き上げは、当初予想された今秋から来年以降に後ずれすると見込まれる。当面は、政治・政策上の先行き不透明感や成長の下押し要因である外部環境が注目点となるが、今年前半に英国の EU 離脱交渉や米中貿易摩擦を巡る動きに一定の方向性が出てくれば、前者の先行き不透明感はある程度払拭されよう。しかし、ユーロ圏の輸出環境については、中国向け輸出低迷や製造業の輸出受注および PMI の悪化等、厳しい状況であり（第1図）、企業の雇用見通しは低下している（第2図）。これが新規雇用抑制にまで至れば ECB の政策判断にも影響を及ぼしかねず、今後の進展を注視する必要がある。

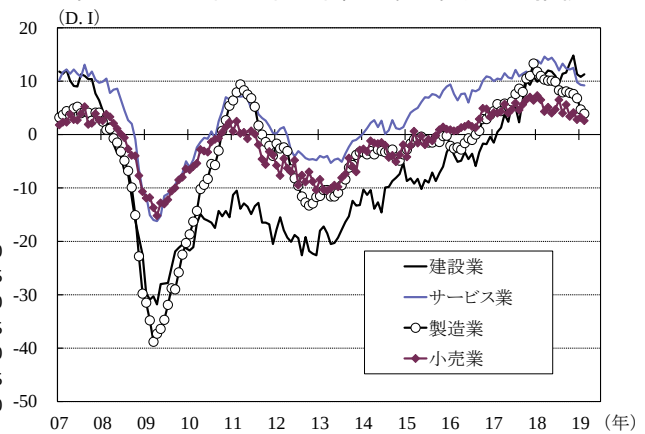
金融政策運営を見通す上では、ECB 次期総裁人事も注視すべき点である。ドラギ総裁は今年10月末で退任するが、次期総裁は欧州議会選挙（5月23-26日）後に決定されるとみられている。次期総裁の政策スタンスは、政策金利正常化の開始時期に影響を与え得るため、出身国がどこになるかも含め目配りする必要があるだろう。

第1図：ユーロ圏の主要相手国別の輸出数量と輸出受注とPMIの推移



（資料）欧州連合統計局、欧州中央銀行、Markit統計より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ユーロ圏企業の業種別雇用見通しの推移



（注）3か月先の見通し。
（資料）欧州委員会資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（篠原 令子）

IV. アジア

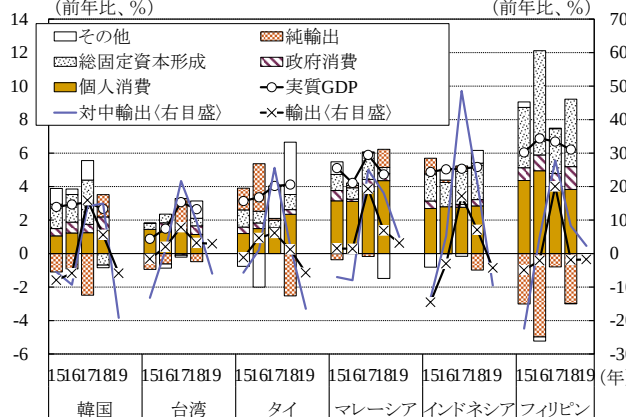
～輸出の鈍化には注意を要するも、内需主導で堅調な成長が続く見込み～

多くのアジア諸国では世界経済の減速等を背景に輸出の伸びが鈍化しており、成長率の下押し要因となっている。2018 年の実質 GDP 成長率における純輸出の寄与度をみると、台湾、タイ、インドネシアにおいてマイナスに転じたほか、フィリピンではマイナス幅が大きく拡大している（第 1 図）。足元では輸出の低調が更に強まっており、1 月では韓国、タイ、インドネシアで前年比マイナスとなった。輸出の内訳をみると、特に全体の 2 割程度を占める中国向けが大幅に減少しており、シャドーバンキング規制強化や米中摩擦等を背景とした同国の景気減速の影響がアジア各国にも波及する格好となっている。

2008 年の金融危機以降、アジア各国の中国向け輸出が 2015 年に最も落ち込んだのは記憶に新しい。今後中国経済が米中摩擦の激化などにより更に減速した場合には、輸出が当時と同程度まで落ち込む可能性がある。その場合において想定される中国向け輸出の減少幅の各国 GDP に対する割合を試算すると、輸出の対中依存度が大きいシンガポール、台湾では 1.7%と非常に大きい一方、同依存度が 3%未満と小さいフィリピン、インドネシアではそれぞれ 0.5%、0.3%とそれほど大きくない（第 1 表）。総じて、NIEs 諸国の方が ASEAN 主要国より貿易の対中依存度が大きく、その分中国経済の減速による影響が大きくなると考えられる。

但し、2015 年においてもほとんどの国で中国向けも含め輸出が前年比マイナスとなっているものの、個人消費を始めとする堅調な内需が成長を下支えし、景気の底割れは回避されている。今回においても、世界経済の減速などに伴い先行き輸出の減速は不可避ながら、良好な雇用・所得環境や通貨、インフレの安定に伴う緩和的な金融政策の維持などを背景に個人消費が底堅く推移することや、政府によるインフラ投資にも支えられる点を勘案すれば、アジア諸国の経済の先行きを過度に悲観視する必要はなく、全体としては引き続き堅調に推移するものと思われる。

第1図: アジア主要国・地域の実質GDPと輸出の推移
(前年比、%)



(注) 2019年は1月の実績。

(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表: 中国経済の失速による対中輸出減少幅の
各国GDPに対する割合の試算

	2015年の 対中輸出 (前年比、%)	対中輸出が 各国のGDPに 占める割合 (%)	輸出減少幅の 各国GDPに 対する割合 (%)
シンガポール	▲ 10.4	16.7	1.7
台湾	▲ 13.4	12.3	1.7
マレーシア	▲ 7.8	9.3	0.7
韓国	▲ 5.6	9.2	0.5
タイ	▲ 7.1	6.5	0.5
フィリピン	▲ 20.4	2.6	0.5
インドネシア	▲ 14.5	2.3	0.3

(注) 『対中輸出が各国のGDPに占める割合』は2017年実績。

(資料) UNCTAD等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(高瀬 将平)

V. 中国

～対米摩擦対応が焦点となった全人代～

2019 年に入り、投資・消費等内需関連指標は、経済対策効果に加え、先行きの対策期待もあり景気失速への不安が薄らいだことから底打ちの兆しがみえる（第 1 表）。一方、中国製品への追加関税賦課による対米輸出へのダメージは昨年終りの頃からようやく顕在化し始めた状況で（第 1 図、1-2 月は前年比▲14.6%）、今後も相当期間、輸出全体に強い下押し圧力をかけると考えられる。

こうしたなか、3 月 5～15 日、全国人民代表大会（全人代）が開催された。全人代の政府活動報告における経済運営方針の筆頭は昨年の「供給側改革」から「安定成長の維持」に変わり、その施策として、①税・社会保障負担の軽減（前年実績▲1.3 兆元に対し▲2 兆元に増額）、②民間企業・中小企業の「資金難・調達コスト高」問題の緩和、③地方債発行増（前年比 8,000 億元増額）によるインフラ投資の下支え——などが提示された。政府はこうして景気対策を拡充しつつも、実質 GDP 成長率の目標は昨年の同+6.5%から同+6.0～+6.5%へ引き下げており、小幅の成長減速を受け入れる構えである。李克強首相は、度々、「バラマキはしない」として過度な景気刺激策を否定しており、本年の政府活動報告でも改めて明言していることからすれば当然の帰結であろう。経済・社会発展目標の中に実質 GDP と並んで、初めて「GDP 比でみた債務残高の安定」が採用されたのも、債務の圧縮は小休止するにしても再拡大には歯止めをかけたい政府の意向がうかがわれる。

その成否は米中交渉の結果に左右されよう。当面は交渉継続により楽観ムードがあるが、依然、双方の隔たりは大きい。焦点である技術移転の強要については、禁止を明記した外国投資法が全人代で異例のスピード成立となったが、「自由意志と商業規則に基づく技術協力の奨励」の文言で骨抜きとなる恐れも指摘されている。また、最終的な妥結は米中首脳会談で決せられるといわれているが、2 月末の米朝首脳会談が成果なく終わって世界中を驚愕させた後だけに一段とハードルが高くなっている感がある。政府活動報告の一節にもあるとおり、「リスク回避における最悪の事態の想定が必要」との認識は妥当であろう。

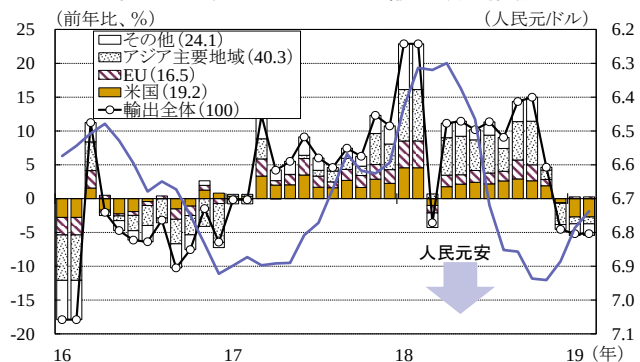
第1表：中国の主な経済指標の推移

	2018年			2019年	
	10月	11月	12月	1月	2月
実質GDP(前年比、%)	6.4			n.a.	
輸出(前年比、%)	14.3	3.9	▲4.6	▲4.6	
輸入(前年比、%)	20.3	2.9	▲7.6	▲3.1	
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	5.7	5.9	5.9	6.1	
小売売上高(前年比、%)	8.6	8.1	8.2	8.2	
工業生産(前年比、%)	5.9	5.4	5.7	5.3	
製造業PMI	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2
非製造業PMI	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3
消費者物価(前年比、%)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
生産者物価(前年比、%)	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1

(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(2018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

～需給両面のダウンサイドリスクを抱え一進一退が続く原油価格～

原油価格（WTI 期近物）は、世界景気の先行き不透明感等から一時的に弱含む場面がみられたものの、米国が1月末にベネズエラの国営石油会社（PdVSA）を制裁対象に指定したことや、2月のOPECの産油量が約4年ぶりの低水準となっていたこと等を背景に全体としては底堅さを維持し、足元では1バレル50ドル台後半で推移している（第1図）。

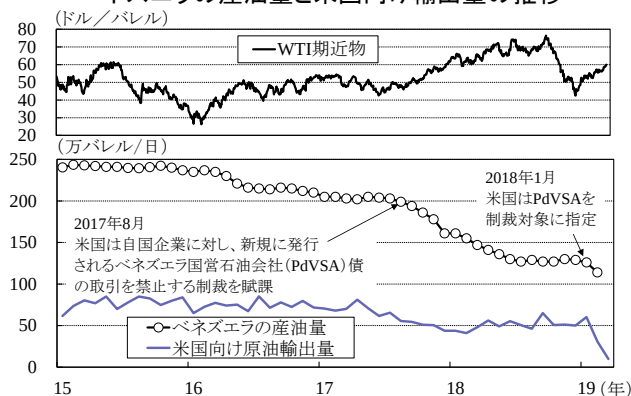
足元の原油市場は需給両面でダウンサイドリスクが意識されている。供給面では、まずOPEC等が減産合意遵守の姿勢を崩していない（3月17、18日の共同閣僚監視委員会で6月末までの減産合意確行を確認）なかで、イランとベネズエラ情勢が逼迫している。即ち、イランでは足元で輸出量が産油量以上に減少していることから、いずれは輸出量に合わせて産油量も減少する可能性が高い。ベネズエラに関しては、米国による上記制裁により4月29日以降米国企業とPdVSAの取引が禁じられることとなり（一部適用延期企業あり）、2月以降米国の同国からの原油輸入量は激減、先行きはゼロになることが予想される（注）。

（注）ベネズエラは米国に替わる輸出先としてインド等との取引を模索しているが、非米国企業も米金融システムを利用した取引が禁じられることからいずれにせよ同国の相当程度の生産減は不可避とみられる。

他方、需要面では世界経済の循環的な減速や米中通商対立等が下押しリスク要因として意識されるようになっており、昨年秋口の原油価格急落を始め、価格を押し下げる場面が目立っている。特に米国と中国は原油の二大消費国としてそれぞれ世界の消費の約20%と13%を占め、2018年はそれぞれ需要増分の約39%と35%を担ったことから、両国の景気が失速した場合は需要に与える影響が大きい（第2図）。

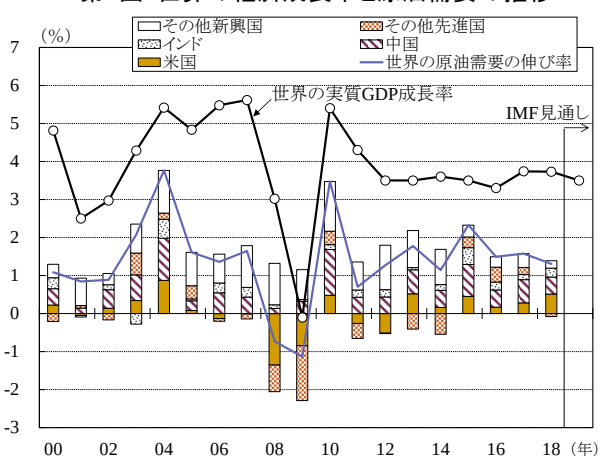
上記の通り、供給面では個別国要因が、需要面ではグローバルな地政学要因（米中対立）と景気要因が優位な状況だが、今後の実際の需給を考えた場合、前者では供給逼迫時の減産緩和というバックストップをOPECが用意していること、後者では米中協議の進展や中国の景気対策等を考えると一方的な需要落ち込みの可能性はまだ低いこと等から、ここから先の原油相場はむしろ方向感に乏しい一進一退の推移になるのではないかと思われる。

第1図：原油価格（WTI期近物）及び
ベネズエラの産油量と米国向け輸出量の推移



（注）2019年の1月以降の『米国向け原油輸出量』は、週次データの平均値を利用。それ以前は月次データ。
（資料）IEA資料、米国エネルギー情報局、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：世界の経済成長率と原油需要の推移



（資料）IMF、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年実績	2019年見通し	2017年実績	2018年実績	2019年見通し	2017年実績	2018年実績	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	3.0	2.2	2.5	2.3			
先進国・地域	43.77	886	2.3	2.3	1.9	1.7	2.0	1.7			
新興国	23.07	467	5.3	5.2	5.0	3.1	3.6	3.4			
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.94	100	1.9	0.7	0.8	0.7	0.8	1,968	1,590	1,410
	アジア11カ国・地域	19.62	397	6.1	6.0	5.7	2.0	2.3	3,941	2,302	1,932
	中国	12.01	243	6.8	6.6	6.2	1.6	2.1	1,649	491	337
	インド(年度ベース)	2.60	53	7.1	7.3	7.5	3.6	3.4	▲ 487	▲ 601	▲ 713
	NIEs4カ国・地域	2.78	56	3.2	2.8	2.4	1.4	1.4	2,371	2,195	2,217
	韓国	1.54	31	3.1	2.7	2.5	1.9	1.5	785	766	711
	台湾	0.57	12	3.1	2.7	2.1	0.6	1.4	829	683	720
	香港	0.34	7	3.8	3.0	2.4	1.5	2.4	147	107	103
	シンガポール	0.32	7	3.6	3.2	2.5	0.6	0.4	610	639	683
	ASEAN5カ国	2.32	47	5.4	5.2	5.0	3.0	2.8	408	217	91
	インドネシア	1.02	21	5.1	5.2	5.1	3.8	3.2	▲ 162	▲ 311	▲ 280
	タイ	0.46	9	3.9	4.1	3.8	0.7	1.1	502	377	302
	マレーシア	0.31	6	5.9	4.7	4.5	3.8	1.0	83	79	80
	フィリピン	0.31	6	6.7	6.2	6.1	2.9	5.2	▲ 79	▲ 66	▲ 76
	ベトナム	0.22	4	6.8	7.1	6.5	3.5	3.5	64	138	65
	オーストラリア	1.38	28	2.4	2.8	2.8	1.9	1.9	▲ 361	▲ 305	▲ 364
米州	米国	19.49	394	2.2	2.9	2.4	2.1	2.4	▲ 4,491	▲ 4,742	▲ 4,792
	中南米6カ国	4.65	94	1.6	1.2	1.9	6.7	8.0	▲ 770	▲ 869	▲ 850
	ブラジル	2.06	42	1.1	1.1	2.2	3.4	3.7	▲ 72	▲ 145	▲ 300
	メキシコ	1.15	23	2.1	2.0	2.0	6.0	4.9	▲ 194	▲ 220	▲ 230
	アルゼンチン	0.64	13	2.7	▲ 2.5	▲ 1.4	22.8	34.3	▲ 316	▲ 250	▲ 100
欧州	ユーロ圏19カ国	12.63	256	2.4	1.8	1.4	1.5	1.8	4,107	4,036	3,707
	ドイツ	3.70	75	2.2	1.4	1.2	1.7	1.9	2,958	2,911	2,665
	フランス	2.59	52	2.2	1.5	1.3	1.2	2.1	▲ 148	▲ 196	▲ 133
	イタリア	1.94	39	1.6	0.9	0.3	1.3	1.2	543	535	475
	英国	2.63	53	1.8	1.4	1.3	2.7	2.5	▲ 881	▲ 1,098	▲ 903
	ロシア	1.58	32	1.5	2.3	1.3	3.7	2.9	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)

(注)1.『2018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 鶴田)

TEL:03-3240-3204 E-mail:rei_tsuruta@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。