

# 経済マンスリー

## I. 日本

～収益見通しの底堅さや人手不足対策が設備投資意欲を下支え～

## II. 米国

～景況感下げ止まりが鮮明化しつつある米国経済～

## III. 欧州

～外需の懸念が続くも、内需に下支えされるドイツ経済～

## IV. アジア

～足元減速感を強めるも、年半ば以降持ち直しが期待できるインド～

## V. 中国

～米中対立の長期化懸念と中国の経済成長モデル～

## VI. 原油

～協調減産延長に対するロシアの消極姿勢が  
原油価格の上値抑制要因に～

# I. 日本

## ～収益見通しの底堅さや人手不足対策が設備投資意欲を下支え～

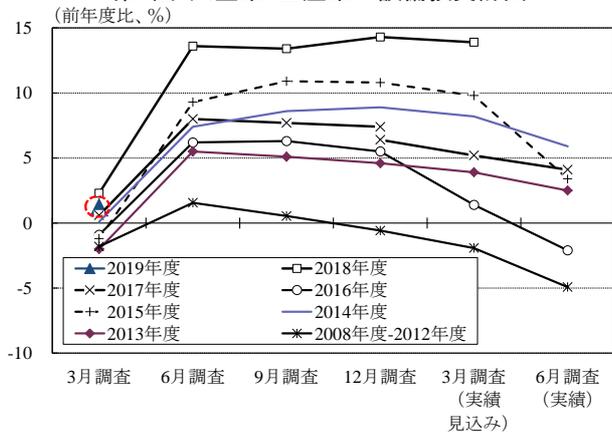
### 1. 実体経済の動向

今月公表の日銀短観3月調査では、大企業の業況判断DIが製造業で12%ポイント（前回12月調査比▲7%ポイント）、非製造業で21%ポイント（同▲3%ポイント）と悪化した一方、今年度の設備投資計画は、大企業・全産業ベースで前年度比+1.2%と例年に比べて高めの水準を維持した（第1図）。投資計画と関係の深い今年度の経常利益計画をみると、足元の輸出や生産の弱さを反映して全規模・全産業ベースで同▲0.7%と小幅減益を見込むが、半期ベースでは下期に増益に転じる計画となっており、先行きの収益環境に対する見立てが大きく崩れていないことが、企業の投資意欲を下支えしているとみられる。

さらに、3月の法人企業景気予測調査の結果からは、利益配分における重要度について、「従業員還元」や「新規雇用拡大」を上位3項目に挙げた企業が前年から減少する一方で、「設備投資」や「新製品・新技術等の研究・開発」を挙げた企業が増加していることが確認できる（第2図）。これは、小売店でのセルフレジ導入や案内・照会対応のタブレット移行にみられるように、国内で深刻化する人手不足をICTやAIを活用した設備投資により克服しようとする動きが企業の間には広がっていることと整合的である。また、利益配分の最重要項目に「設備投資」を挙げた企業の割合も、回答社数全体の30.2%と統計開始以来の高水準に達しており、多くの企業が短期的な業況変動のみに左右されることなく利益を必要な投資に振り向ける姿勢を維持していることがうかがえる。

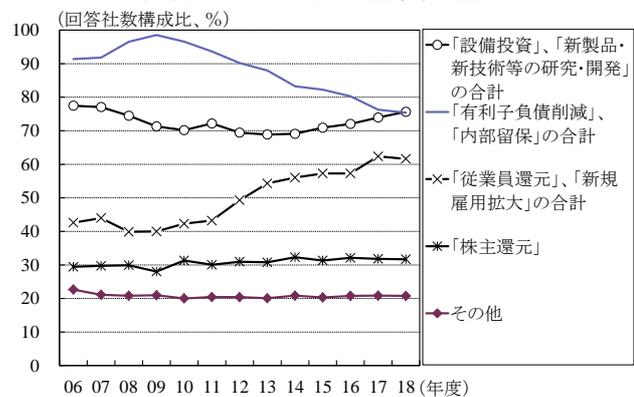
先行き、外需の不透明感が燻る中、企業の様子見姿勢の強まりが投資の計画通りの実行を鈍らせる可能性はあるものの、欧米では金融政策正常化路線が修正され、中国でも経済対策により景気失速が回避されると見込まれることから、外需が全面的に崩れる懸念は限定的といえる。また、人手不足への対応策としての投資ニーズは構造的なものとして今後一段と強まり得ることから、企業の設備投資は全体として底堅さを維持する可能性が高い。

第1図:大企業・全産業の設備投資計画



(注)含む土地、除くソフトウェアベース。  
(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:各年度における利益配分のスタンス  
(重要度3位までの集計、全規模・全産業)



(注)「回答社数構成比」は1社3項目以内の複数回答による回答社数構成比  
(資料)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

足元で主要国の中央銀行が急速に「ハト派」化している。FRBは1月のFOMCで様子見姿勢への転換を示唆した後、3月には政策金利据え置きとバランスシート縮小の早期停止を決定（第1表）、ECBも、3月の理事会で政策金利の据え置き期間を「（少なくとも）2019年夏まで」から「（同）2019年末まで」に延長している。こうしたなか、日本でも、景気の先行き不透明感から日銀の次の政策変更を追加緩和とみる向きが出始めている。

もともと、日銀がマイナス金利深掘りなどの大胆な追加緩和に動くとするにはまだ材料不足である。そもそも、FRBやECBの「ハト派」化については、一旦金融緩和からの出口戦略へと明確に舵を切っていたところからの再転換であり、「強力な金融緩和継続」を掲げ続ける日銀とは同列に論じられない。その上で経済動向をみると、外需に不透明感が残るものの、足元では米中の経済指標に底入れの兆しが現われ、懸念が幾分後退している。また、物価面では、3月のコア消費者物価こそ前年比+0.8%と依然伸び率は高まらないものの、日銀が公表した昨年10-12月期の需給ギャップは+2.23%と、26年半ぶりの高水準を記録している。災害等により前期に設備稼働率が落ちた反動の押し上げはあるものの、人手不足を背景とした労働需給の引き締まりが需給ギャップ改善に寄与しており、物価上昇のモメンタムは維持されていると判断できる数字である。加えて、日銀が金融政策運営において重視すべきリスクとして挙げる金融仲介機能に関しても、4月の金融システムレポートで約6割の地域金融機関が10年後に最終赤字に陥るとの試算が示される等、日銀は寧ろ警戒感を引き上げている状況である。これらを踏まえれば、急激な円高等のトリガーがない限り日銀は更なる緩和に動き辛く、当面現状の金融政策を維持するものとみられる。

### (2) 為替

ドル円相場は、FRBが3月のFOMCでハト派姿勢を強めたこと等から一時1ドル109円台まで円高が進行したものの、足元は1ドル112円程度で推移している（第3図）。先行きは、米中貿易協議や日米二国間協定交渉を巡る動き等海外情勢の変化から振れることはあっても、一定の日米金利差が引き続き存在するため現状程度の水準で推移する公算である。

第1表: 主要中央銀行の政策スタンスと国債利回り

	最近の動き	2年債	5年債	10年債
米国	政策金利を当面据え置きことを示唆、バランスシートの早期縮小停止を決定	2.39	2.37	2.56
欧州	政策金利の据え置き期間を「少なくとも19年末まで」に延長 マイナス金利の副作用を緩和する措置を検討	独 ▲ 0.58	▲ 0.40	0.02
		仏 ▲ 0.52	▲ 0.23	0.37
		伊 0.25	1.50	2.45
豪州	政策の方向性を利上げから中立に修正	1.51	1.56	1.95
ニュージーランド	今後の政策の方向性を据え置きから利下げに修正	1.46	1.65	1.97
日本	当分の間、極めて低い金利水準の維持を想定	▲ 0.15	▲ 0.16	▲ 0.03
英国	緩やかに限定的な引き締め方針を維持	0.76	0.86	1.20
カナダ	政策の方向性は利上げを維持	1.61	1.61	1.76

(注) 1. 網掛け部分は、ハト派化した中央銀行。  
2. 金利は19日16時時点。

(資料) 各国中央銀行、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3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

(横田 裕輔、芥子 和史)

主要経済金融指標(日本)  
2019年4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	11月	12月	1月	2月	3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)	▲ 0.4 (1.1)	▲ 0.6 (▲ 0.3)	▲ 0.2 (0.6)		
鉱工業生産指数	0.8	2.9	0.8 (1.3)	▲ 0.7 (0.1)	1.4 (1.3)	▲ 0.9 (1.9)	0.1 (▲ 2.0)	▲ 2.5 (0.7)	0.7 (▲ 1.1)	
鉱工業出荷指数	0.6	2.2	1.4 (1.6)	▲ 1.2 (▲ 0.3)	1.0 (1.1)	▲ 1.5 (1.1)	0.3 (▲ 3.1)	▲ 2.4 (▲ 0.1)	1.6 (▲ 0.3)	
製品在庫指数	▲ 1.4	5.1	▲ 1.9 (2.5)	0.4 (3.5)	0.9 (1.7)	0.1 (0.4)	1.3 (1.7)	▲ 0.9 (1.2)	0.4 (1.4)	
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	100.7	101.9	104.0 [100.3]	105.0 [99.6]	105.6 [102.6]	104.5 [101.5]	107.2 [101.3]	105.0 [104.7]	105.5 [103.4]	[104.9]
国内企業物価指数	▲ 2.4	2.7	0.7 (2.6)	0.9 (3.1)	0.1 (2.3)	▲ 0.3 (2.3)	▲ 0.6 (1.5)	▲ 0.6 (0.6)	0.3 (0.9)	0.3 (1.3)
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)	0.0 (0.9)	▲ 0.1 (0.7)	0.2 (0.8)	0.1 (0.7)	0.0 (0.8)
稼働率指数 (2015年=100)	99.2	102.7	103.3 [102.8]	101.9 [102.5]	104.7 [103.8]	105.0 [103.4]	104.2 [105.1]	100.0 [100.2]	101.0 [102.8]	[103.7]
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)	▲ 0.1 (0.8)	▲ 0.3 (0.9)	▲ 5.4 (▲ 2.9)	1.8 (▲ 1.5)	
製造業	▲ 4.6	9.2	4.7 (17.8)	▲ 1.0 (8.5)	▲ 4.1 (▲ 0.6)	▲ 4.4 (▲ 0.0)	▲ 4.4 (▲ 5.3)	▲ 1.9 (▲ 7.5)	3.5 (▲ 9.1)	
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)	1.8 (1.4)	5.6 (6.5)	▲ 8.0 (1.0)	▲ 0.8 (▲ 2.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	0.3	7.0	1.0 (4.3)	▲ 1.4 (1.6)	1.6 (1.3)	▲ 3.3 (2.2)	▲ 0.6 (▲ 4.8)	▲ 7.9 (▲ 8.2)	3.8 (▲ 3.6)	
建設受注	4.0	0.7	(▲ 7.4)	(▲ 2.2)	(▲ 9.8)	(▲ 10.7)	(▲ 3.7)	(19.8)	(▲ 3.4)	
民需	5.1	0.6	(1.3)	(1.1)	(▲ 5.3)	(▲ 9.2)	(1.4)	(15.2)	(6.3)	
官公庁	8.4	▲ 5.4	(▲ 29.9)	(▲ 17.7)	(▲ 22.6)	(▲ 7.4)	(▲ 29.7)	(22.6)	(▲ 13.5)	
公共工事請負金額	4.1	▲ 4.3	(1.5)	(▲ 4.3)	(3.6)	(▲ 5.2)	(4.6)	(▲ 4.1)	(20.4)	(3.7)
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)	95.5 (▲ 0.6)	96.1 (2.1)	87.2 (1.1)	96.7 (4.2)	
新設住宅床面積	(4.1)	(▲ 3.7)	(▲ 3.6)	(▲ 0.9)	(2.3)	(0.8)	(3.9)	(3.0)	(7.0)	
小売業販売額	▲ 0.2	1.9	(1.3)	(2.2)	(2.0)	(1.4)	(1.3)	(0.6)	(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)	0.2 (0.3)	▲ 0.1 (1.9)	0.7 (2.1)	▲ 2.0 (1.9)	
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]	70.1 [71.7]	65.5 [71.6]	70.4 [73.3]	69.8 [69.3]	[70.6]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.5	1.4 (0.3)	▲ 2.6 (▲ 2.5)	▲ 0.1 (▲ 2.3)	▲ 1.5 (▲ 2.6)	▲ 2.6 (▲ 4.3)	0.7 (▲ 1.9)	1.6 (▲ 1.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.7	(1.7)	(0.9)	(1.5)	(1.7)	(1.5)	(▲ 0.6)	(▲ 0.8)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	102	99	▲ 17	▲ 36	▲ 40	▲ 43	▲ 37	99	90	
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]	1.63 [1.56]	1.63 [1.58]	1.63 [1.59]	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	2.5	2.4	2.5	2.3	
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]	49.5 [52.9]	46.8 [52.9]	45.6 [49.9]	47.5 [49.0]	[49.6]
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)	718 (6.1)	622 (▲ 10.6)	666 (4.9)	589 (▲ 4.5)	662 (▲ 16.1)

## 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		2019年		
			4-6月期	7-9月期	10-12月期	11月	12月	1月	2月	3月
通関輸出	▲3.5	10.8	(7.5)	(2.9)	(1.3)	(0.1)	(▲3.9)	(▲8.4)	(▲1.2)	(▲2.4)
価格	▲6.0	5.5	(1.8)	(4.0)	(2.8)	(2.1)	(2.0)	(0.7)	(▲0.6)	(3.4)
数量	2.7	5.0	(5.6)	(▲1.1)	(▲1.4)	(▲1.9)	(▲5.8)	(▲9.0)	(▲0.6)	(▲5.6)
通関輸入	▲10.2	13.7	(7.5)	(12.4)	(11.2)	(12.5)	(1.9)	(▲0.8)	(▲6.6)	(1.1)
価格	▲10.0	8.9	(6.0)	(10.2)	(6.9)	(7.9)	(4.1)	(▲1.4)	(▲0.1)	(0.7)
数量	▲0.2	4.4	(1.3)	(2.0)	(4.0)	(4.2)	(▲2.2)	(0.5)	(▲6.5)	(0.4)
経常収支(億円)	216,686	221,749	49,931	56,944	26,018	8,211	4,644	6,004	26,768	
貿易収支(億円)	57,863	45,396	10,700	545	▲6,423	▲5,396	2,180	▲9,648	4,892	
サービス収支(億円)	▲13,779	▲4,567	▲5,961	▲1,658	▲3,066	401	▲1,081	▲1,512	2,366	
金融収支(億円)	249,879	206,805	52,261	44,864	27,016	11,316	604	27,087	25,527	
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,258,748	1,259,673	1,270,975	1,258,264	1,270,975	1,279,297	1,281,846	1,291,813
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	109.05	111.44	112.87	113.37	112.45	108.95	110.36	111.21

## 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	11月	12月	1月	2月	3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]	▲0.070 [▲0.048]	▲0.068 [▲0.042]	▲0.064 [▲0.040]	▲0.055 [▲0.042]	▲0.044 [▲0.062]	
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]	0.030 [0.068]	0.030 [0.068]	0.050 [0.097]	
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]	0.085 [0.035]	▲0.010 [0.045]	0.000 [0.080]	▲0.015 [0.045]	▲0.095 [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)	0.772 (▲0.005)	0.759 (▲0.013)	0.759 (0.000)	0.758 (▲0.001)		
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]	22,351 [22,725]	20,015 [22,765]	20,773 [23,098]	21,385 [22,068]	21,206 [21,454]	
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.1)	(2.9)	(2.5)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(2.5)	(2.2)	(2.0)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(2.1)	(2.4)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.8)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.4)	(2.4)	(2.3)	(2.4)
	銀行計	(2.4)	(2.8)	(2.0)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.5)	(2.4)	(2.4)	(2.5)
	都銀等	(1.2)	(2.0)	(0.5)	(0.7)	(1.2)	(0.9)	(1.6)	(1.6)	(1.5)	(1.8)
	地銀	(3.5)	(3.6)	(4.1)	(4.5)	(4.3)	(4.4)	(4.3)	(4.2)	(4.1)	(4.1)
	地銀Ⅱ	(3.1)	(3.0)	(0.6)	(▲0.5)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.9)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.8)
信金	(2.3)	(2.7)	(2.3)	(2.2)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(1.9)	(1.7)	(1.6)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.8)	(4.2)	(3.8)	(3.7)	(3.2)	(3.0)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
	都銀	(5.5)	(5.9)	(5.2)	(5.3)	(4.6)	(4.3)	(4.5)	(4.7)	(4.7)	(4.6)
	地銀	(2.3)	(2.5)	(2.8)	(3.0)	(2.6)	(2.5)	(2.4)	(2.2)	(2.3)	(2.4)
地銀Ⅱ	(2.1)	(2.1)	(▲0.2)	(▲1.3)	(▲1.8)	(▲1.8)	(▲1.8)	(▲1.9)	(▲2.0)	(▲1.9)	

(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、保証事業者協会統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## II. 米国

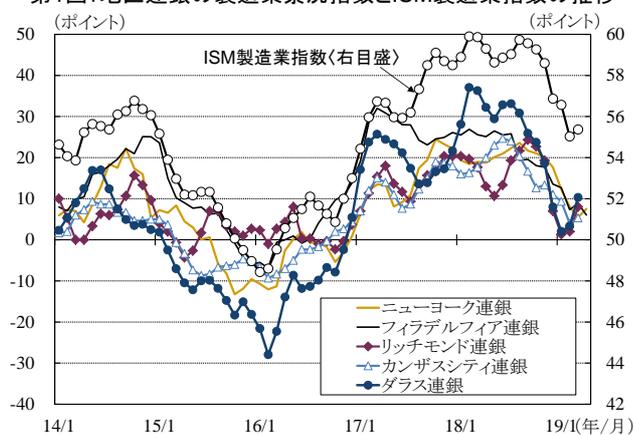
### ～景況感下げ止まりが鮮明化しつつある米国経済～

世界経済の減速や年末年初の金融市場動揺等を受けて FRB が「様子見」姿勢に転じた米国であるが、足元では景気の底堅さが改めて確認される展開となっている。家計部門をみると、非農業雇用者数は 1-3 月期に月平均で前月比+18 万人増と堅調な伸びを維持しており、消費者信頼感指数や小売売上も冬場の一時的な落ち込みから回復をみせている。一方、企業部門では、製造業生産指数が 1 年半ぶりに 3 ヶ月連続で前月比マイナスとなるなどハードデータには一部弱さが残るものの、昨年後半から軒並み悪化していた ISM 製造業景況指数や各地区連銀景況指数等のソフトデータは、この 1~2 ヶ月で下げ止まり乃至反転の兆しを見せており、企業が先行きの自信を取り戻し始めたことが窺える（第 1 図）。

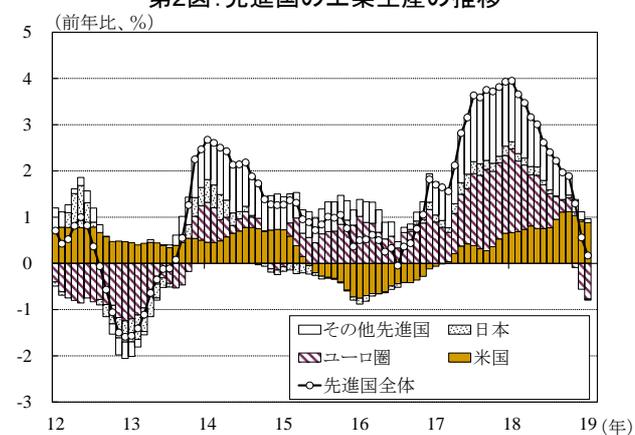
昨年後半から年初にかけての米国の景況感悪化は、当時の FRB の利上げ姿勢やそれを受けた金融市場の動揺などの影響があったとみられるが、実体面でも生産活動の鈍化に伴う製造業の減速が認められる点で日欧など他の先進国と共通している。但し、先進各国の工業生産データを確認すると、ユーロ圏や日本などの低迷に比べると、米国では、対中摩擦影響や利上げの累積的影響等が囁かれながらもそれほど減速していないことがわかる（第 2 図）。米国の製造業は中国のサプライチェーンとの関係が日欧の製造業ほど深くなく、中国経済減速の影響が相対的に小さかったことが推察される。

先行きについては、中国も含め世界的にも製造業景況感に底打ちがみられるのは心強い材料であり、元々相対的には軽度の落ち込みに止まった米国にとっては、生産が回復すれば景気は潜在成長率程度の強さを維持できよう。実際、リアルタイムに実質 GDP 成長率を予測するアトランタ連銀の GDP Now でも、1-3 月期について 3 月半ば頃まで前期比年率 +0.5% 程度としていた予測値を、足元では潜在成長率を超える同 +2.8% と推計している。但し、目下耳目を集めている米中摩擦は、貿易面のみならず先端技術など多方面の分野に及んでいることから、もともと米国景気は足腰が強いとはいえ、今後本格的影響が顕在化する可能性もあり、その動向には尚も注視が必要である。

第1図：地区連銀の製造業景況指数とISM製造業指数の推移



第2図：先進国の工業生産の推移



(杉江 次郎)

### Ⅲ. 欧州

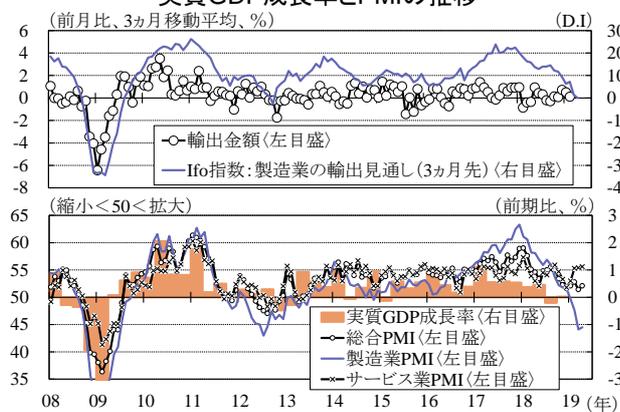
#### ～外需の懸念が続くも、内需に下支えされるドイツ経済～

ユーロ圏経済の低成長が続いている。実質 GDP 成長率は、2018 年後半に入って前期比 +0.1～0.2%に減速し、今年に入っても製造業 PMI が直近 4 月まで 3 ヶ月連続で好不況の分かれ目となる 50 を下回るなど、製造業を中心に景況感の悪化が続いている。こうしたなか、IMF が 4 月 9 日に公表した世界経済見通しでは、2019 年の同地域の実質 GDP 成長率見通しが 1 月時点の同 +1.6%から同 +1.3%に下方修正された。

上記の 2019 年成長率見通しにおいてとりわけ大きな下方修正となったのが、域内最大の経済規模を持つドイツで、IMF は同国の昨年後半からの成長の弱さが今年前半まで持ち越されるとして、1 月時点での前年比 +1.3%との予想を同 +0.8%に下方修正した。また、4 月 17 日にはドイツ政府自身も同年の成長率見通しを従前の同 +1.0%から同 +0.5%に下方修正している。こうした成長率見通し引き下げの背景としては、外需の厳しさが輸出依存度の高いドイツにおいて特段景況感悪化に繋がり易かったという点が指摘できる。実際、Ifo 経済研究所公表の 3 月の製造業輸出見通し（3 ヶ月先）は欧州債務危機時と同水準まで低下しており、中国経済減速等が影響したとみられる（第 1 図）。中国経済には足元安定化の兆しが見えるものの、英国の EU 離脱交渉や米中貿易摩擦等の外部要因が残ることも併せ考えると、外需低迷に伴う景気下振れリスクになお警戒が必要なことは間違いない。

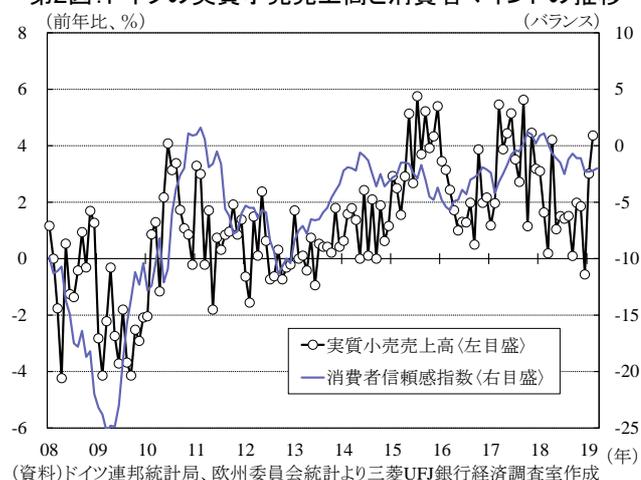
もともと、ドイツ経済を見る上において、GDP の約 6 割を占める小売・サービス業の動向は無視し得ない。この点、サービス業 PMI は年明け以降堅調な水準を回復しているほか、消費者マインドも底堅い推移を続けており、欧州債務危機時とは明らかに異なる動きとなっている（第 2 図）。実際、ハードデータである実質小売売上高の伸びも年初から持ち直しを見せている。外需の不安要素に加え、5 月の欧州議会選挙前後に政治的な不透明感が台頭する可能性には十分留意が必要なが、ドイツ経済はこうした内需の堅調さに下支えされ、失速は回避しつつ引き続き底堅く推移し、ユーロ圏景気を支えよう。

第1図：ドイツの輸出金額と製造業輸出見通し、  
実質GDP成長率とPMIの推移



(注) 2019年4月のPMIデータは速報値(回答総数の約85%を基準に算出)  
(資料)ドイツ連邦統計局、Ifo経済研究所、Markit統計より  
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ドイツの実質小売売上高と消費者マインドの推移



(資料)ドイツ連邦統計局、欧州委員会統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(山田 遼)

## IV. アジア

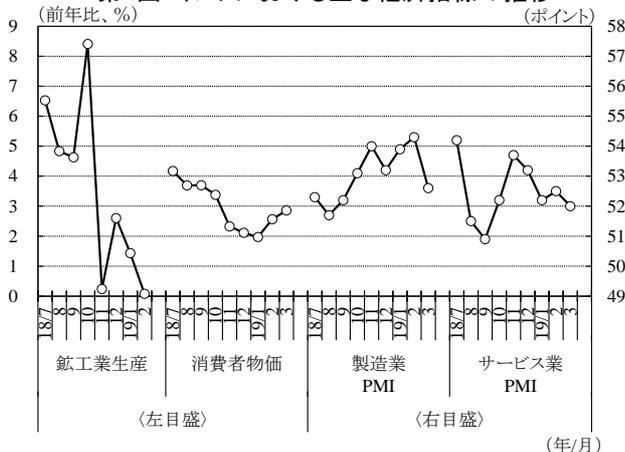
### ～足元減速感を強めるも、年半ば以降持ち直しが期待できるインド～

インド経済は減速感を強めている。実質 GDP 成長率をみると、世界景気拡大と同期して 2017 年後半から加速したが、2018 年 1-3 月期に前年比+8.1%のピークを記録した後は輸出鈍化などから 3 四半期連続で低下、同年 10-12 月期は同+6.6%まで減速した。足元の月次指標をみても、マインド指標である製造業・サービス業 PMI こそ 3 月にそれぞれ 52.6 ポイント、52.0 ポイントと共に好不況の分かれ目である 50 ポイントを上回ったものの、足の遅いハードデータである鉱工業生産は 2 月が同+0.1%と昨年末以降の低迷を脱せていない（第 1 図）。物価面では、3 月の消費者物価上昇率が同+2.9%と前月（同+2.6%）から若干加速したものの、引き続き目標（同+4.0%）を下回っている。

こうしたなか、インド準備銀行（中央銀行）は、4 月 4 日に行われた金融政策決定会合で政策金利を 6.25%から 6.00%へと、2 月に続く今年 2 回目の利下げを実施した（第 2 図）。アジア諸国の多くが、米国の利上げ観測が後退し、自国通貨安定、インフレ圧力低下という環境の中でも今後の政策余地を残す観点から金利を据え置いているのに対し、こうしたインドの動きは特筆すべき動きといえる。これは、前述の通りインフレ率が低位に止まっていることが後押ししている面はあるものの、昨年 12 月にモディ政権との対立で退任したとされるパテル前総裁の後任として就任したダス新総裁のもと、インド準備銀行が景気挺入れを優先している側面が大きいとみられる。ダス総裁は政策金利変更幅の柔軟化を示唆する発言もしているため、更に大胆な金融緩和に踏み切る可能性も否定できない。

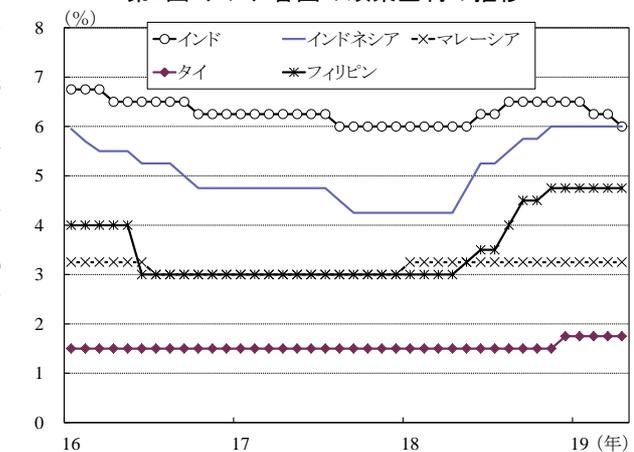
インド経済は、鉱工業生産の動きから推定する限り今年 1-3 月期は更に減速した可能性が高い。但し、先行きについては、先進国や中国の製造業関連指標には底打ちの兆しがみられることから、貿易チャンネルを通じてインドの生産や輸出も持ち直しが期待できる。また、緩和的な金融政策が個人消費をサポートすることに加え、今回の選挙で与党優位とみられるなか政治不安の後退もあり、経済は年半ば以降持ち直してくるものとみられる。

第1図：インドにおける主な経済指標の推移



(資料)インド準備銀行、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：アジア各国の政策金利の推移



(資料)各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(高瀬 将平)

## V. 中国

### ～米中対立の長期化懸念と中国の経済成長モデル～

1-3月期の中国の実質 GDP 成長率は前年比+6.4%となり、1年ぶりに下げ止まった。月次経済指標をみても、内需項目では3月の投資や生産、PMI、小売の数字が揃って小幅加速乃至改善している（第1表）。内外から中国固有のリスクと目される巨額の債務残高を再拡大させないよう、過大な景気刺激策を回避する慎重な政策的配慮がなされているため、リーマン・ショック後のような急回復は見込めないものの、昨年後半以降に発動された景気対策の効果により景気は小康を取り戻しつつあるといえる。

目下大きな注目を集める米中通商交渉の動きをみると、両国政府高官から合意が近い旨の発言が相次いでいる。確かに、交渉の長期化ないし決裂は、①輸出依存度が高い中国には不利、②米国でも株価下落をもたらす兼ねず、米トランプ政権も来年の選挙を考慮すれば避けたいところ、などにより、一旦何らかの合意が成立することは十分考えられる。

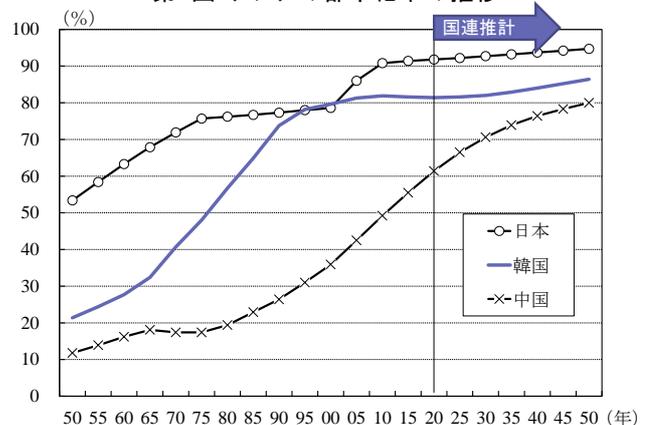
但し、米中の多方面に亘る主導権争いが一回の合意によって終わることはなく、グローバル・サプライチェーンを脅かす対立の火種は残るとの見方が一般的であろう。その場合、中国の経済成長モデルがどの程度影響を受けるのかは興味深い論点となる。これまで、安価な労働力に加え、外資導入による技術移転や先進国向けを中心とする輸出拡大が成長の原動力だったことは間違いないが、労働コストの優位性は低下して久しく、ここに来て米中対立が技術移転や輸出拡大に関する不透明感も高めているためである。しかし、内需拡大という点では、約14億人の人口大国で大規模な都市化が依然進行中という事実は見逃すべきではない。類似した都市景観を持つ東アジアの先行事例である日韓をみると、日本では1970年代半ばまで、韓国では1990年代半ばまでとそれぞれ都市化が飽和するまでは高度成長期が持続していたことが観察される。人口動態上、中国の都市化進行が後半局面入りしているのは間違いなさそうだが、飽和までは依然数十年単位の距離が推定され（第1図）、米国を脅かすまでに向上している技術水準も併せ勘案すると、景気対策の射程にある短期のみならず、中長期においても中国の成長余力はまだ侮れないものと考えられる。

第1表：中国の主な経済指標の推移

	2018年		2019年		
	11月	12月	1月	2月	3月
実質GDP(前年比、%)	6.4		6.4		
輸出(前年比、%)	3.9	▲4.6	▲4.6		14.2
輸入(前年比、%)	2.9	▲7.6	▲3.2		▲7.6
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	5.9	5.9	6.1		6.3
小売売上高(前年比、%)	8.1	8.2	8.2		8.7
工業生産(前年比、%)	5.4	5.7	5.3		8.5
製造業PMI	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5
非製造業PMI	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8
消費者物価(前年比、%)	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3
生産者物価(前年比、%)	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4

(注) 1. 『製造業PMI』『非製造業PMI』は国家统计局発表の指標。  
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) 中国国家统计局等統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：アジアの都市化率の推移



(注) 日本の2000年前後の上昇は市町村合併に伴う統計上の動きを反映したもの。  
(資料) 国連統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

## VI. 原油

### ～協調減産延長に対するロシアの消極姿勢が原油価格の上値抑制要因に～

原油価格（WTI 期近物）は、世界経済の減速に伴う需要減退懸念がある中でも、OPEC等の協調減産や、イランとベネズエラの生産減等を受けた需給の引き締まりに加え、リビア情勢の緊迫化等もあり、足元では1バレル60ドル前半まで上昇している（第1図）。

もともと、この先価格が一本調子で上昇する可能性は低いとみられる。その理由の1つとして指摘されているのが、6月末に期限を迎える協調減産の延長に対するロシアの消極的な姿勢である。同国では4月9日にノバク・エネルギー相が「年後半に需給が均衡する見通しであれば、減産の延長は不要だ」と発言したほか、プーチン大統領も「ロシア政府は現行の価格に満足している」と発言している。

ロシアが減産に消極的な要因は、同国の石油産業の構造にある。国営石油会社が生産を一括管理している中東や中南米の国とは異なり、同国では国営企業と民間企業が混在している。一部の企業は上場しており、株主に対する説明責任という点で自社の利益を追求する必要があることから、政府による生産調整を受け入れ難いという側面がある。実際、ノバク・エネルギー相が「ロシア国内で減産中止の圧力が高まっている」と発言したことが報じられている。あわせて、政府は民間企業の産油量を直接的に決定することができず、石油関連税率の操作という間接的手段しかないため、産油量のコントロール自体がOPEC諸国と比べて難しい面も指摘できる。

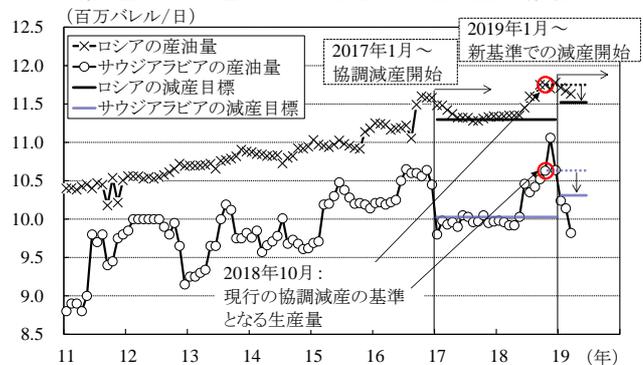
ロシアは米国に次ぐ世界第2位の産油国として世界の原油供給の11%を占め（2018年時点）、現在の同国の減産目標は昨年10月比▲23万バレル（日量）とサウジアラビアに次ぐ水準である（第2図）。過去にサウジアラビアのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相は、同国の減産実施の前提条件として「ロシア等を含むOPEC等での減産」を挙げており、ロシアの減産への消極姿勢はOPECを含めた減産体制の持続性そのものへの懸念とも直結する。足元の供給懸念材料は少なくないものの、こうしたロシアの減産に対する消極姿勢は原油市場における心理的重石として当面の価格の上値を抑えることが予想されよう。

第1図：原油価格（WTI期近物）と需給バランスの推移



(資料)IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ロシアとサウジアラビアの産油量の推移



(注)1.両国の昨年後半の増産は、イランの供給懸念の高まりへの対応に加え、ベネズエラの生産減等を補充すべく、昨年6月のOPEC総会で実質的な増産が決定されたことを踏まえた対応。

2.ロシアの産油量はNGL等を含む。

(資料)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)	66.94	1,355	3.3	3.3	3.0	2.2	2.5	2.3			
先進国・地域	43.81	887	2.3	2.3	1.9	1.7	2.0	1.7			
新興国	23.13	468	5.3	5.2	5.0	3.1	3.6	3.4			
日本(年度ベース)	4.94	100	1.9	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8	1,968	1,590	1,410
アジア11カ国・地域	19.67	398	6.1	6.0	5.7	2.0	2.3	2.3	3,941	2,302	1,932
中国	12.06	244	6.8	6.6	6.2	1.6	2.1	2.2	1,951	491	337
インド(年度ベース)	2.65	54	7.1	7.3	7.5	3.6	3.4	3.6	▲ 487	▲ 601	▲ 713
NIEs4カ国・地域	2.78	56	3.2	2.8	2.4	1.4	1.4	1.6	2,371	2,195	2,217
韓国	1.53	31	3.1	2.7	2.5	1.9	1.5	1.7	785	766	711
台湾	0.57	12	3.1	2.7	2.1	0.6	1.4	1.1	829	683	720
香港	0.34	7	3.8	3.0	2.4	1.5	2.4	2.4	147	107	103
シンガポール	0.34	7	3.6	3.2	2.5	0.6	0.4	1.0	610	639	683
ASEAN5カ国	2.32	47	5.4	5.2	5.0	3.0	2.8	2.9	408	217	91
インドネシア	1.02	21	5.1	5.2	5.1	3.8	3.2	3.6	▲ 162	▲ 311	▲ 280
タイ	0.46	9	3.9	4.1	3.8	0.7	1.1	1.1	502	377	302
マレーシア	0.31	6	5.9	4.7	4.5	3.8	1.0	1.3	83	79	80
フィリピン	0.31	6	6.7	6.2	6.1	2.9	5.2	3.9	▲ 79	▲ 66	▲ 76
ベトナム	0.22	4	6.8	7.1	6.5	3.5	3.5	3.8	64	138	65
オーストラリア	1.39	28	2.4	2.8	2.8	1.9	1.9	2.0	▲ 361	▲ 305	▲ 364
米国	19.49	394	2.2	2.9	2.4	2.1	2.4	2.1	▲ 4,491	▲ 4,885	▲ 4,792
中南米6カ国	4.66	94	1.6	1.2	1.9	6.7	8.0	6.6	▲ 770	▲ 899	▲ 850
ブラジル	2.05	42	1.1	1.1	2.2	3.4	3.7	4.0	▲ 72	▲ 145	▲ 300
メキシコ	1.16	23	2.1	2.0	2.0	6.0	4.9	3.7	▲ 194	▲ 222	▲ 230
アルゼンチン	0.64	13	2.9	▲ 2.5	▲ 1.4	22.8	34.2	25.0	▲ 316	▲ 280	▲ 100
ユーロ圏19カ国	12.65	256	2.4	1.9	1.4	1.5	1.8	1.5	4,097	3,954	3,707
ドイツ	3.70	75	2.2	1.4	1.2	1.7	1.9	1.6	2,958	2,909	2,665
フランス	2.59	52	2.3	1.6	1.3	1.2	2.1	1.5	▲ 148	▲ 84	▲ 133
イタリア	1.95	39	1.7	0.8	0.3	1.3	1.2	1.1	507	520	475
英国	2.64	53	1.8	1.4	1.3	2.7	2.5	1.9	▲ 984	▲ 1,098	▲ 903
ロシア	1.58	32	1.6	2.3	1.3	3.7	2.9	4.2	332	1,138	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)			3.9	3.9	3.7	2.3	2.6	2.4			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

(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。