

経済マンスリー

I. 日本

～景況感是非製造業を中心に底堅く、構造的な課題解決に向けた投資を重視～

II. 米国

～過去の利下げ局面からのインプリケーション～

III. 欧州

～追加緩和を示唆した ECB、マイナス金利の副作用緩和策の導入は必要か～

IV. アジア

～住宅ローン規制の影響は限定的であり、内需の堅調は維持されるタイ～

V. 中国

～米中対立長期化への備えを強めるなか米中首脳会談へ～

VI. 原油

～米国シェールオイルが原油価格の上値抑制要因に～

I. 日本

～景況感是非製造業を中心に底堅く、構造的な課題解決に向けた投資を重視～

1. 実体経済の動向

今月 13 日に公表された法人企業景気予測調査で、景気の方角感を示す大企業・全産業の「貴社の景況判断」BSIは+0.8%ポイントと 2 四半期ぶりにプラスに転じた（第 1 図）。業種別にみると、製造業は▲3.4%ポイントと 2 四半期連続で「下降」の回答が「上昇」を上回った一方、非製造業は+2.9%ポイントと 10 四半期連続でプラス圏を維持した。今回の調査は 5 月 15 日を基準日として実施されており、5 月上旬の米中摩擦の激化を受けた各企業の見立てが一定程度織り込まれていたとみられる中、製造業の景況感の落ち込み幅は前期から改善し、非製造業の景況感の改善幅が拡大するなど、全体として景況感の底堅さが確認できる内容となった。

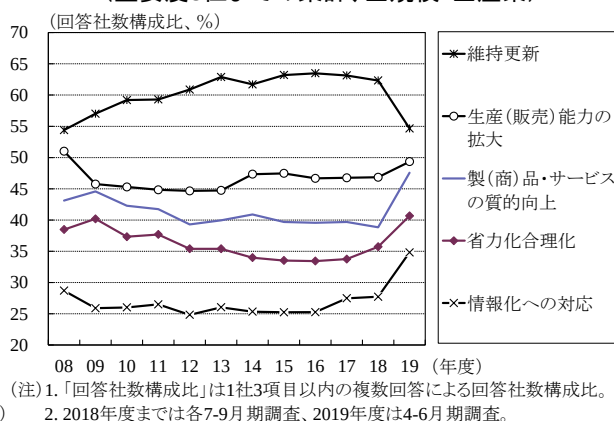
また、全規模・全産業の設備投資における重要度について、「維持更新」を上位 3 項目に挙げた企業が前年から減少する一方、「製（商）品・サービスの質的向上」や「省力化合理化」、「情報化への対応」を挙げた企業が増加していることが確認できる（第 2 図）。これは、多くの企業が付加価値や生産性の向上、競争力強化といった構造的な課題への取り組みを強化していることを反映したものとみられるが、これらに関連する投資は、景況感が多少悪化した場合でも、即座に延期や中止となるようなことは考えづらく、先行きの設備投資全体を下支えしていくと考えられる。

米国の対外政策に関して、対中国に限らず、対メキシコ（不法移民問題と関税措置のリンク）や対イラン（制裁強化）でも強硬姿勢が目立ち、対日本でも貿易交渉が佳境を迎えるとみられるなど、外需を取り巻く環境に不透明感が燦る状況には変わらないが、現時点では企業の景況感が急速に悪化するような状況には至っていないとみられる。こうした中で企業が事業環境を見極めた上で高精度化や IoT 化、人手不足への対応といった将来の成長に必要な布石を着実に打っていくことで、設備投資は底堅さを維持すると見込まれる。

第1図：大企業の「貴社の景況判断」BSIの推移



第2図：各年度における設備投資のスタンス
(重要度3位までの集計、全規模・全産業)



2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

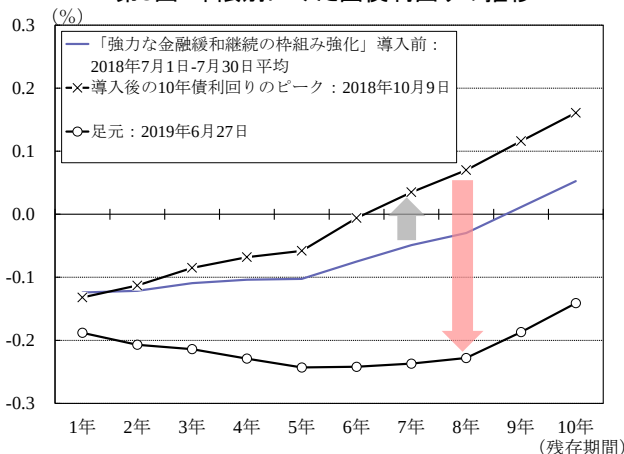
米欧の中央銀行がハト派姿勢を強めている。FRBは6月のFOMCで「判断するのを辛抱強く待つ」との政策方針を「情報を注視し、適切に行動」と改め、必要に応じて利下げを行う可能性を示唆した。ECBも6月の政策理事会で政策金利の据え置き期間を「2019年末まで」から「2020年前半まで」に修正したほか、ドラギ総裁は18日、物価目標の達成が脅かされれば「追加の刺激策が必要になる」と述べ、追加利下げや資産購入に言及した。

こうしたなか、日銀の金融政策の方向性にも注目が集まったが、日銀は6月の決定会合で金融政策の現状維持を決定し、景気・物価の判断も据え置いた。ただし、「海外経済を巡る下振れリスクは大きいとみられ、わが国の企業や家計のマインドに与える影響も注視していく必要がある」との文言が公表文に追加され、日銀が海外経済への警戒感を一段と強めたことが示唆される。黒田総裁は会見で、こうしたリスクに注視し、2%の物価上昇に向けたモメンタムが損なわれれば、「躊躇なく追加緩和を検討する」と述べたほか、副作用が小さく「ネットでも最も効果のある措置をとる」と発言した。もっとも、イールドカーブが低下・フラット化し、逆イールドも発生している状況下（第3図）、金融仲介機能への副作用を鑑みれば、日銀は急激な円高進行等のトリガーがない限りマイナス金利深掘り等の明確な利下げに踏み切るとは考え難い。現状の枠組みを維持しつつ、まずはフォワードガイダンスの修正など比較的实施のハードルが低い政策で対応すると見込まれる。

(2) 為替

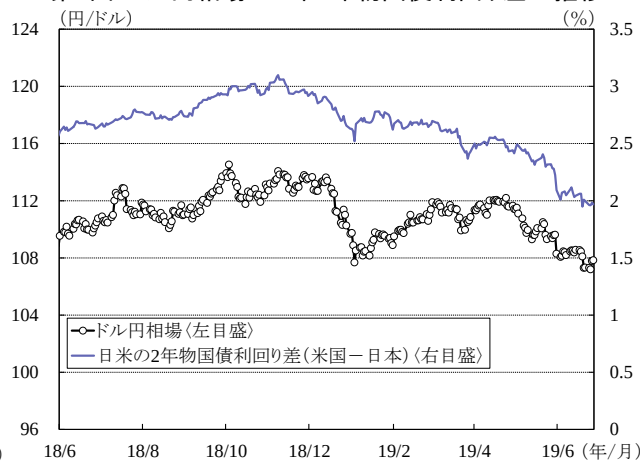
ドル円相場は、5月の米中間の追加関税応酬や米国が対メキシコ関税の導入を一時表明したことに伴うリスク回避の動き等から1ドル108円台まで円高が進行し、その後、FRBがハト派姿勢を強めたこと等から足元は同107円台で推移している（第4図）。先行きも、米国の通商政策を巡る動き等からリスク回避的な円高が生じることは考えられ、FRBの方針転換を受けた米国金利の低下も円高圧力として残ろう。但し、絶対水準として一定の日米金利差が引き続き存在することや、米国景気の相対的な堅調さはドル買い要因とも考えられることから、一方的な円高進行は回避できるものと予想する。

第3図：年限別にみた国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ドル円相場と日米2年物国債利回り差の推移



(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6月27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)

	2017年度	2018年度	2018年		2019年	2019年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.9	0.7	▲ 2.6 (0.1)	1.8 (0.3)	2.2 (0.9)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	1.8	0.9	▲ 0.4 (0.4)	0.9 (1.4)	▲ 0.4 (0.3)	0.0 (1.0)	▲ 0.2 (0.3)	▲ 0.3 (▲ 0.3)	0.9 (1.0)	
鉱工業生産指数	2.9	0.3	▲ 0.7 (0.1)	1.4 (1.3)	▲ 2.5 (▲ 1.7)	▲ 2.5 (0.7)	0.7 (▲ 1.1)	▲ 0.6 (▲ 4.3)	0.6 (▲ 1.1)	
鉱工業出荷指数	2.2	0.2	▲ 1.2 (▲ 0.3)	1.0 (1.1)	▲ 2.1 (▲ 1.6)	▲ 2.4 (▲ 0.1)	1.6 (▲ 0.3)	▲ 1.3 (▲ 4.0)	1.8 (▲ 1.4)	
製品在庫指数	5.1	0.2	0.4 (3.5)	0.9 (1.7)	0.9 (0.2)	▲ 0.9 (1.2)	0.4 (1.4)	1.4 (0.2)	0.0 (1.2)	
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	101.9	105.0	105.0 [99.6]	105.6 [102.6]	105.9 [104.3]	105.0 [104.7]	105.5 [103.4]	107.2 [104.9]	104.6 [102.8]	[104.9]
国内企業物価指数	2.7	2.2	0.9 (3.1)	0.1 (2.3)	▲ 0.8 (0.9)	▲ 0.6 (0.6)	0.3 (0.9)	0.3 (1.3)	0.4 (1.3)	▲ 0.1 (0.7)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.7	0.8	0.2 (0.9)	0.4 (0.9)	▲ 0.2 (0.8)	0.2 (0.8)	0.1 (0.7)	0.0 (0.8)	0.1 (0.9)	▲ 0.1 (0.8)
稼働率指数 (2015年=100)	102.7	102.5	101.9 [102.5]	104.7 [103.8]	100.5 [102.2]	100.0 [100.2]	101.0 [102.8]	100.6 [103.7]	102.2 [104.3]	[104.0]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 0.8	2.8	1.5 (4.8)	▲ 3.2 (2.0)	▲ 3.2 (▲ 2.5)	▲ 5.4 (▲ 2.9)	1.8 (▲ 5.5)	3.8 (▲ 0.7)	5.2 (2.5)	
製造業	9.2	3.8	▲ 1.0 (8.5)	▲ 4.1 (▲ 0.6)	▲ 7.7 (▲ 8.0)	▲ 1.9 (▲ 7.5)	3.5 (▲ 9.1)	▲ 11.4 (▲ 7.6)	16.3 (▲ 8.2)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 7.8	2.1	3.4 (2.0)	▲ 1.9 (4.5)	▲ 0.3 (1.8)	▲ 8.0 (1.0)	▲ 0.8 (▲ 2.0)	13.4 (4.1)	1.2 (12.6)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	7.0	▲ 0.3	▲ 1.4 (1.6)	1.6 (1.3)	▲ 7.4 (▲ 6.9)	▲ 7.9 (▲ 8.2)	3.8 (▲ 3.6)	▲ 1.5 (▲ 8.5)	0.7 (▲ 9.3)	
建設受注	0.7	6.5								
民需	0.6	14.5								
官公庁	▲ 5.4	▲ 15.0								
公共工事請負金額	▲ 4.3	1.1								
新設住宅着工戸数(年率万戸)	94.6 (▲ 2.8)	95.3 (0.7)	95.0 (▲ 0.2)	95.5 (0.6)	94.2 (5.1)	87.2 (1.1)	96.7 (4.2)	98.9 (10.0)	93.1 (▲ 5.7)	
新設住宅床面積 (▲ 3.7)	(1.0)	(▲ 0.9)	(2.3)	(7.6)	(3.0)	(7.0)	(12.9)	(▲ 2.5)		
小売業販売額	1.9	1.6								
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.3	0.0	1.5 (1.0)	0.2 (1.1)	▲ 0.2 (2.0)	0.7 (2.1)	▲ 2.0 (1.9)	0.1 (2.1)	▲ 1.4 (1.3)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	71.7	69.2	70.6 [70.6]	68.6 [71.6]	69.8 [71.0]	70.4 [73.3]	69.8 [69.3]	69.4 [70.6]	66.9 [69.9]	[70.6]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.5	▲ 1.6	▲ 2.6 (▲ 2.5)	▲ 0.1 (▲ 2.3)	▲ 0.7 (▲ 2.1)	0.7 (▲ 1.9)	2.5 (▲ 0.9)	▲ 2.6 (▲ 3.5)	1.3 (▲ 1.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.7	0.9								
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	99	1	▲ 34	▲ 40	96	100	96	93	88	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.54	1.62	1.62 [1.52]	1.62 [1.56]	1.63 [1.59]	1.63 [1.59]	1.63 [1.59]	1.63 [1.59]	1.63 [1.60]	[1.61]
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.3	2.5	2.4	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	50.5	47.8	48.0 [50.4]	48.3 [52.3]	46.0 [49.5]	45.6 [49.9]	47.5 [49.0]	44.8 [49.6]	45.3 [49.5]	44.1 [47.9]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,367 (▲ 0.2)	8,111 (▲ 3.1)	2,017 (▲ 0.7)	2,070 (▲ 1.7)	1,917 (▲ 6.1)	666 (4.9)	589 (▲ 4.5)	662 (▲ 16.1)	645 (▲ 0.8)	695 (▲ 9.4)

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)

	2017年度	2018年度	2018年		2019年	2019年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	1月	2月	3月	4月	5月
通関輸出	10.8	1.9	(2.9)	(1.3)	(▲3.9)	(▲8.4)	(▲1.2)	(▲2.4)	(▲2.4)	(▲7.8)
価格	5.5	2.5	(4.0)	(2.8)	(1.2)	(0.7)	(▲0.6)	(3.4)	(2.0)	(1.2)
数量	5.0	▲0.6	(▲1.1)	(▲1.4)	(▲5.0)	(▲9.0)	(▲0.6)	(▲5.6)	(▲4.3)	(▲8.9)
通関輸入	13.7	7.2	(12.4)	(11.2)	(▲2.0)	(▲0.8)	(▲6.5)	(1.2)	(6.5)	(▲1.5)
価格	8.9	5.7	(10.2)	(6.9)	(▲0.2)	(▲1.4)	(▲0.0)	(0.8)	(2.3)	(▲0.3)
数量	4.4	1.4	(2.0)	(4.0)	(▲1.8)	(0.5)	(▲6.5)	(0.4)	(4.1)	(▲1.2)
経常収支(億円)	221,749	194,144	56,944	26,018	61,251	6,004	26,768	28,479	17,074	
貿易収支(億円)	45,396	7,068	545	▲6,423	2,245	▲9,648	4,892	7,001	▲982	
サービス収支(億円)	▲4,567	▲6,378	▲1,658	▲3,066	4,306	▲1,512	2,366	3,451	▲3,127	
金融収支(億円)	206,805	214,974	44,864	27,016	90,833	27,087	25,527	38,219	▲12,667	
外貨準備高(百万ドル)	1,268,287	1,291,813	1,259,673	1,270,975	1,291,813	1,279,297	1,281,846	1,291,813	1,293,499	1,307,975
対ドル円レート(期中平均)	110.80	110.88	111.44	112.87	110.17	108.95	110.36	111.21	111.66	109.83

3. 金融

	2017年度	2018年度	2018年		2019年	2019年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	1月	2月	3月	4月	5月
無担保コール翌日物金利	▲0.050	▲0.062	▲0.063 [▲0.054]	▲0.066 [▲0.042]	▲0.054 [▲0.048]	▲0.064 [▲0.040]	▲0.055 [▲0.042]	▲0.044 [▲0.062]	▲0.068 [▲0.063]	▲0.050 [▲0.061]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.065	0.062	0.077 [0.062]	0.050 [0.063]	0.037 [0.078]	0.030 [0.068]	0.030 [0.068]	0.050 [0.097]	0.050 [0.097]	0.049 [0.078]
新発10年国債利回り	0.045	▲0.095	0.125 [0.060]	▲0.010 [0.045]	▲0.095 [0.045]	0.000 [0.080]	▲0.015 [0.045]	▲0.095 [0.045]	▲0.045 [0.050]	▲0.095 [0.030]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.817	0.751	0.775 (▲0.014)	0.759 (▲0.016)	0.751 (▲0.008)	0.759 (0.000)	0.758 (▲0.001)	0.751 (▲0.007)	0.751 (0.000)	
日経平均株価 (225種、末値)	21,454	21,206	24,120 [20,356]	20,015 [22,765]	21,206 [21,454]	20,773 [23,098]	21,385 [22,068]	21,206 [21,454]	22,259 [22,468]	20,601 [22,202]
M2平残	(3.7)	(2.7)	(2.9)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.7)
広義流動性平残	(3.1)	(1.9)	(1.9)	(1.6)	(1.7)	(1.4)	(1.7)	(2.0)	(2.0)	(1.9)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.6)
銀行計	(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(2.8)
都銀等	(2.0)	(1.0)	(0.7)	(1.2)	(1.6)	(1.6)	(1.5)	(1.8)	(2.1)	(2.8)
地銀	(3.6)	(4.3)	(4.5)	(4.3)	(4.1)	(4.2)	(4.1)	(4.0)	(5.9)	(4.9)
地銀Ⅱ	(3.0)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲8.6)	(▲5.6)
信金	(2.7)	(2.1)	(2.2)	(2.0)	(1.7)	(1.9)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	(1.5)
3業態計	(4.2)	(3.4)	(3.7)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(2.6)	(2.6)
実質預金 +CD (平残)										
都銀	(5.9)	(4.9)	(5.3)	(4.6)	(4.7)	(4.7)	(4.7)	(4.6)	(3.6)	(3.7)
地銀	(2.5)	(2.7)	(3.0)	(2.6)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(3.9)	(3.1)
地銀Ⅱ	(2.1)	(▲1.3)	(▲1.3)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲1.9)	(▲2.0)	(▲1.9)	(▲8.1)	(▲5.2)

(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

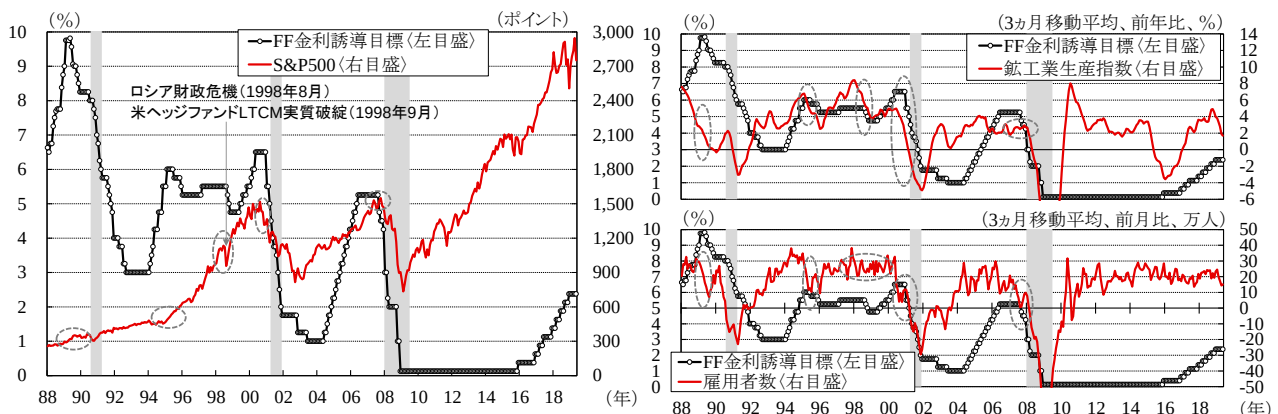
～過去の利下げ局面からのインプリケーション～

6月18-19日に開催されたFOMCにおいてFRBは、見通しに対する不確実性の高まりとインフレ圧力の弱さを受けて、金融政策スタンスを年初来の「判断するのを辛抱強く待つ」から「情報を注視し、適切に行動する」へと修正した。また、四半期毎に公表されるFOMC参加者の政策金利見通しをみると、前回（3月）は全17人が年内金利据置き又は利上げを予想していたが、今回は約半数の8人が年内利下げ予想に転じている。同じく8人が据置に止まるなど判断が大きく分かれた異例のパターンとも言えるが、直近5月のFOMCと比べても利下げ方向のバイアスに舵を切ったのは明らかである。

過去30年、株価、生産、雇用等の経済指標が利下げ開始局面でどう振る舞いをみせていたかを確認すると、まず株価（S&P500）は多くの場合において（最）高値圏にあったことから（第1図）、FRBは株価の大幅調整などを目印に利下げを開始するわけではなさそうだ。これに対し、鉱工業生産指数と雇用者数増加幅については、ほとんどの局面で伸びの顕著な減速が利下げ開始に先行していることがわかる。今次局面を見た場合、生産の低迷は利下げを誘う材料であり、最高値圏にある株価も利下げを否定する材料にならないが、FRBのマネーでもある雇用については直ちに利下げが必要とは言い難い。

それでもFRBが利下げ方向のバイアスに舵を切ったのは、冒頭にある通り、金融政策の判断においてFOMC参加者が米中貿易摩擦の激化等に代表される「（FRB自体の）経済見通しに対する不確実性」の存在に重きを置く姿勢を強めているからであろう。これはすなわち、不確実性を払拭する事象（例えば、米中貿易交渉が大きく進展し互いに賦課しあっている関税が撤廃される、生産の急回復等）が見られない限り、利下げに踏み切れることを意味しよう。G20大阪サミットにおける米中首脳会合の帰趨を予測することは困難だが、対立の根深さを踏まえると大胆な合意がなされる蓋然性は相当低く、また、インフレ率にも加速の兆候はみられないため、FRBは早晚利下げに踏み切る公算が大きい。

第1図：FF金利誘導目標とS&P500、鉱工業生産指数、非農業部門雇用者の推移



（杉江 次郎）

Ⅲ. 欧州

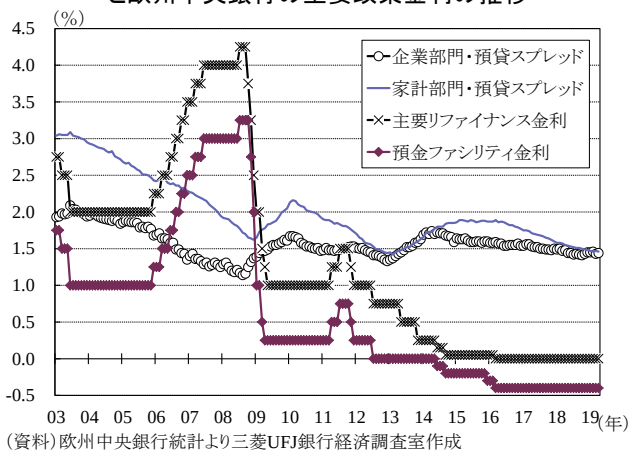
～追加緩和を示唆した ECB、マイナス金利の副作用緩和策の導入は必要か～

欧州中央銀行（ECB）は6月6日の政策理事会で、政策金利の据え置き期間に関する方針を、従来の「2019年末まで」から「2020年前半まで」に変更し、利上げ開始時期の後ろ倒しを明示した。更に6月18日には、ドラギ総裁が「状況の改善がみられず、インフレ目標の達成が危ぶまれる状況となれば、追加金融緩和が必要になる」と述べたうえで、①フォワードガイダンスの強化、②利下げとマイナス金利の副作用緩和策、③資産購入の再開といった具体策について踏み込んで発言するなど、緩和姿勢を示唆している。

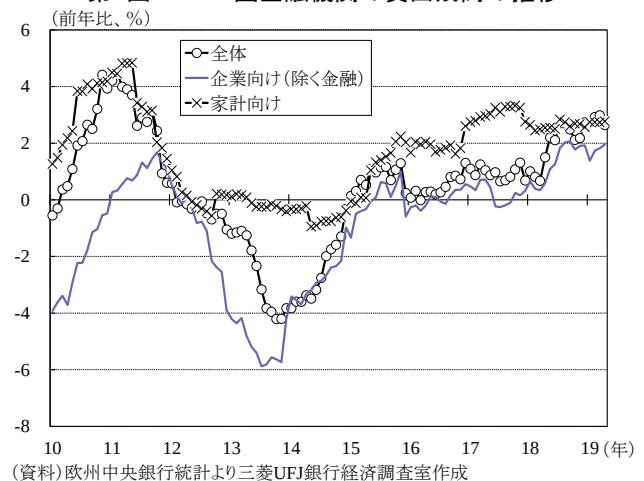
追加緩和の手法まで踏み込んで言及した背景として、ドラギ総裁は英国の EU 離脱交渉、一部新興国の脆弱性、世界貿易の成長の3点に関する不確実性が3月時点比拡大した点を挙げているが、加えて、足元でユーロ圏の鉱工業生産が前年比マイナス圏で低迷し、消費者物価上昇率についても昨年11月以降伸びが鈍化していることも考慮されたと思われる。

ECB の追加緩和策について具体的に考察すると、大規模な資産購入の再開は、ドイツ等の国債1銘柄あたりの資産購入上限（33%）の引き上げ等、基本ルールの変更が必要になるため現実的ではない。やはり一義的には、市場が織り込む通り利下げの可能性が高いとみるべきだろう。その場合には、マイナス金利の金融機関への副作用にも改めて注目する必要があるが、その範囲は銀行の超過準備へのマイナス金利だけに止まらない。ユーロ圏の銀行の企業・家計部門の預貸スプレッドは、マイナス金利の導入後減少傾向にあり（第1図）、ECB が利下げに踏み切った場合、それに合わせてスプレッドにも更に低下圧力がかかると考えられるためである。この点、足元のユーロ圏の金融機関の貸出残高は12.5兆ユーロ程度だが、現状の伸びである前年比+3%程度（第2図）の貸出増（残高要因）による収益貢献ではスプレッド低下（金利要因）の負の影響を相殺することは難しいとみられる。利下げに踏み切る場合には、やはり金利階層化等、マイナス金利の副作用緩和に向けて何らかの具体策が打ち出される可能性が高いとみていいだろう。

第1図：ユーロ圏の銀行の企業・家計部門の預貸スプレッド
と欧州中央銀行の主要政策金利の推移



第2図：ユーロ圏金融機関の貸出残高の推移



(山田 遼)

IV. アジア

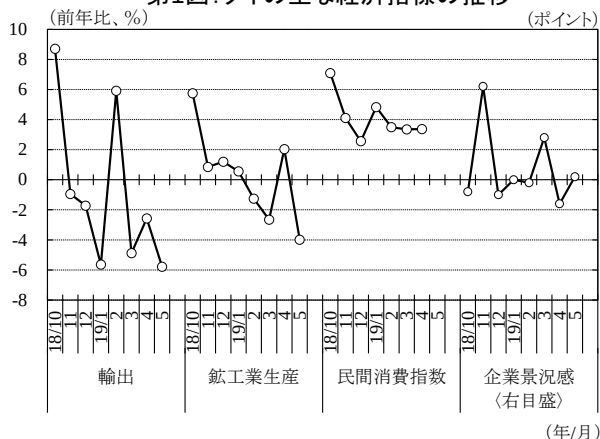
～住宅ローン規制の影響は限定的であり、内需の堅調は維持されるタイ～

タイでは外需は軟調に推移しているが、良好な雇用・所得環境を背景に底堅い内需が成長を下支えしている。足元の月次指標をみると、輸出は米国向けの一時的急増を記録した2月を除けば、昨年11月から前年比マイナスが続いており、5月も同▲5.8%と引き続き軟調に推移している（第1図）。鉱工業生産も、輸出の軟調等により低調な推移が続いており、5月は同▲4.0%と2014年8月以来のマイナス幅となった。これらを受け、企業マインドを示す企業景況感指数は、足元5月も50.1ポイントと引き続き好不調の分かれ目である50を挟んで一進一退の動きとなっている。これに対し、内需関連の主な指標である民間消費指数については、4月が同+3.4%と引き続き堅調な増加を続けている。

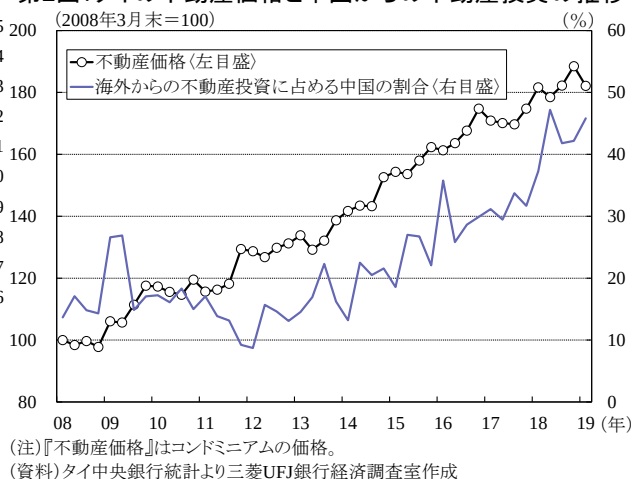
こうしたなか住宅市場では、タイ中央銀行が4月に住宅ローン規制の導入に踏み切ったことが話題になっている。これは、1軒目かつ1,000万バーツ以上の住宅は頭金20%以上、2軒目以降では頭金10～30%以上と頭金に制限を設けるもので、不動産価格がこの10年で2倍弱となるなど価格の高騰が問題となっている同国で（第2図）、投資目的の高額物件購入抑制を意図したものとみられている。一部には本規制により住宅購入が大きく減少し、個人消費にも影響するのではと懸念する向きも出ているほどだ。

もっとも、そもそも近年の住宅価格高騰の背景には、海外から、とりわけ中国からの投資拡大が指摘されている（2018年の中国からの不動産投資額は約400億バーツ）。また、同規制の対象が高価格または投資用物件に限定されること、ベースとなる低額の住宅需要は旺盛であることを考えると、一般家計の住宅購入への影響は総じて小さいと考えられ、住宅購入に付随することの多い家電等の耐久財消費への影響も限定的だろう。したがって、個人消費中心に底堅い内需が成長を下支えする構図はこの先も維持されると考えられる。本規制は、不動産バブルの発生と崩壊というより大きなリスクの拡大を未然に防ぐことを可能とし、タイ経済の安定的な成長維持に寄与するものと言えるだろう。

第1図：タイの主な経済指標の推移



第2図：タイの不動産価格と中国からの不動産投資の推移



(高瀬 将平)

V. 中国

～米中対立長期化への備えを強めるなか米中首脳会談へ～

昨年末以降、米国の対中輸入品への追加関税の影響が本格化してきた。対米輸出が前年比減少基調で輸出全体を押し下げているほか、工業生産・投資も減速が目立つ展開となっている（第1表）。加えて、米トランプ政権は6月15日、既に5月に発表していた2,000億ドル相当の対中輸入品（第3弾）に対する追加関税率の引き上げ（10→25%）の全面適用に踏み切り、残る対中輸入品ほぼ全て（第4弾）への課税に向けては公聴会（17～25日）の段階にまで推し進めるなど、中国への圧力を一段と強める構えである。6月下旬のG20首脳会議に際しての米中首脳会談開催が明らかになったものの、両国の意見の隔たりは依然として大きいといわれており、過去、度重なる交渉を経ても、結局は関税賦課対象が拡大してきたことからすれば、先行きは楽観し難い。

米国側が攻勢を強める中、中国側は牽制として、高い供給力を誇るレアアースの対米輸出規制に度々言及している。もっとも、レアアース禁輸は代替品の使用を促し、中長期的には中国の優位性を低下させかねず得策ではないとの見方が一般的である。中国政府はこうした報復措置の強化よりもむしろ米中対立の長期化に備えた態勢固めに動いているように見える。その一つの現れが6月に公表された消費振興策で、4月の意見募集稿にあった新車登録規制の緩和やエコ家電補助金といった短期策を削除するなど内容を縮小しており、一段の景気悪化に備え余力を残した格好である。他方、金融システム不安回避策は強化している。金融当局は5月下旬に内モンゴル自治区の中小銀行を公的管理下に置くという20年ぶりの措置に踏み切り、これに伴い銀行間市場における調達が難しくなった中小銀行に対しては譲渡性預金に対する信用補完ツールを導入した。かねてより銀行間市場からの調達に依存して貸出を膨らませてきた中小銀行（第1図）は問題視されており、その整理再編の端緒となる可能性もある。もっとも、最大の長期対策は中国経済の効率性並びに技術力を最大限に引き上げる体制構築に向けた国有企業優先主義の是正を含む構造改革である。その改革は米国の対中要求とも重なるだけに習近平政権の対応が注目される。

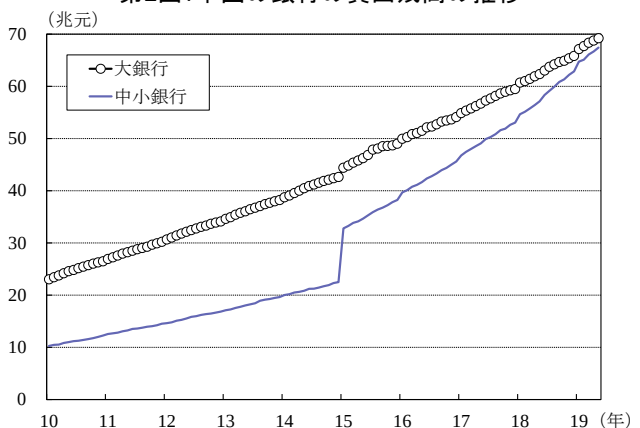
第1表：中国の主な経済指標の推移

	2019年				
	1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP(前年比、%)	6.4			n.a.	
輸出(前年比、%)	▲ 4.6		13.8	▲ 2.7	1.1
輸入(前年比、%)	▲ 2.9		▲ 7.8	4.0	▲ 8.5
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	6.1		6.3	6.1	5.6
小売売上高(前年比、%)	8.2		8.7	7.2	8.6
工業生産(前年比、%)	5.3		8.5	5.4	5.0
製造業PMI	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4
非製造業PMI	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3
消費者物価(前年比、%)	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7
生産者物価(前年比、%)	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6

(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の。

(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：中国の銀行の貸出残高の推移



(注) 2015年の統計変更により『中小銀行』のカバー範囲拡大。

(資料) 中国人民銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

VI. 原油

～米国シェールオイルが原油価格の上値抑制要因に～

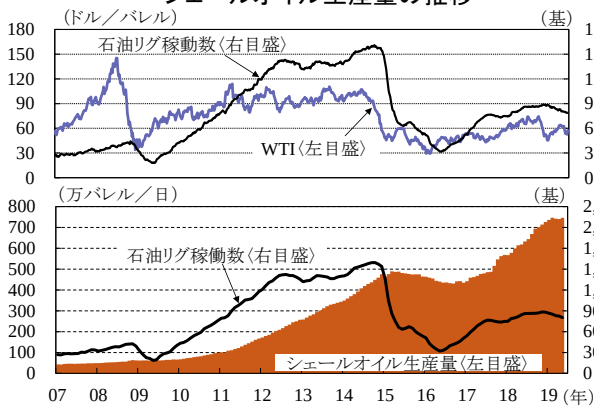
原油価格（WTI 期近物）は、米中対立等を受けた世界経済の先行き不透明感の強まり等を材料に、一時 50 ドル台（1 バレル当たり、以下同）まで下落したが、足元ではイランと米国の対立激化等中東情勢緊迫化を材料に 59 ドル台まで再上昇している（第 1 図）。

もともと、需給を見る限り、この先価格が一本調子で上昇する可能性は低いと予想される。その背景として、上記の通り需要面で世界経済の先行き不透明感による需要減退懸念が残っていることに加え、供給面では米国シェールオイルによる増産が指摘できる。米国シェールオイルについては、リグ稼働効率の向上や原油価格の回復等を背景に 2016 年末から増産が続いており、2018 年は世界の原油供給増加分の約 6 割を担った。足元ではリグ稼働数の減少を主因に生産量は頭打ちとなっているものの、注意されるのは「リグを稼働させて坑井を掘削する段階は完了しているが、水圧破碎等の生産開始に当たっての仕上げが未完了」である DUC（Drilled but Uncompleted）井戸の存在である^{（注）}（第 2 図）。一般に、シェール業者は掘削リグ企業から単位時間当たり定額でリグの提供を受けることが多いため、より多くの坑井を掘削する誘因が働き易い。一方で、油価低迷時には生産を開始することは経済合理的ではなく、結果 DUC 井戸は増加しやすいといわれている。DUC 井戸からの生産はもはやリグ稼働を必要としないため、現在のようにリグ稼働数が増加していない状況においても価格により生産量が急増する可能性は十分あるといえる。

足元では米国とイランの軍事的緊張が高まっており、中東情勢次第で高値に振れやすい展開には警戒が必要であるが、需給両面で価格抑制要因が相応に存在していることは念頭に入れておくべきだろう。

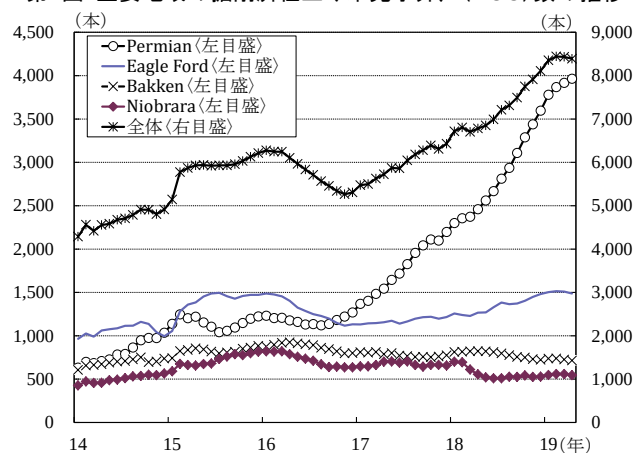
（注）米国の鉱業権は政府ではなく土地所有者に所属し、リース形式でシェール業者に売買される。土地所有者は、シェール業者の石油収入等の一部がロイヤリティとして入るため、シェール業者に掘削してもらうことが望ましく、リース契約の条件に 1 年間で何本以上掘削するという義務を定めている。また、シェール業者は掘削リグ企業との間で単位時間当たり定額にてリグの提供を受ける。

第1図：原油価格と米国の石油リグ稼働数及び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、Baker Hughes社資料、Bloombergより
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：主要地域の掘削済仕上げ未完了井戸（DUC）数の推移



（資料）米国エネルギー情報局より三菱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(2018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	2018年実績	2019年見通し	2020年見通し	2018年実績	2019年見通し	2020年見通し	2018年実績	2019年見通し	2020年見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	70.97	1,430	3.3	2.9	2.7	2.5	2.4	2.4			
先進国・地域	46.31	933	2.3	1.9	1.5	2.0	1.6	1.8			
新興国	24.66	497	5.2	4.9	5.0	3.6	3.9	3.6			
日本(年度ベース)	4.96	100	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	1,750	1,662	1,636
アジア11カ国・地域	21.50	433	6.0	5.6	5.5	2.3	2.3	2.4	2,311	1,896	1,803
中国	13.41	270	6.6	6.2	6.0	2.1	2.3	2.1	491	478	404
インド(年度ベース)	2.72	55	6.8	7.3	7.4	3.4	3.7	4.1	▲ 601	▲ 713	▲ 762
NIEs4カ国・地域	2.93	59	2.8	2.0	2.2	1.4	1.4	1.6	2,207	2,076	2,146
韓国	1.62	33	2.7	2.0	2.2	1.5	1.5	1.8	766	645	678
台湾	0.59	12	2.7	1.9	2.0	1.4	0.8	1.0	683	675	701
香港	0.36	7	3.0	2.2	2.3	2.4	2.2	2.2	107	103	97
シンガポール	0.36	7	3.1	2.2	2.3	0.4	0.8	1.0	651	653	670
ASEAN5カ国	2.44	49	5.2	4.8	4.9	2.8	2.5	2.8	214	55	15
インドネシア	1.02	21	5.2	5.1	5.1	3.2	3.2	3.6	▲ 311	▲ 308	▲ 302
タイ	0.49	10	4.1	3.1	3.2	1.1	1.1	1.2	377	324	296
マレーシア	0.35	7	4.7	4.4	4.5	1.0	0.7	2.1	76	75	73
フィリピン	0.33	7	6.2	5.9	5.9	5.2	3.3	3.1	▲ 66	▲ 90	▲ 99
ベトナム	0.24	5	7.1	6.5	6.2	3.5	3.1	3.5	138	54	47
オーストラリア	1.42	29	2.8	2.4	2.6	1.9	1.6	2.0	▲ 304	▲ 328	▲ 379
米国	20.49	413	2.9	2.5	1.7	2.4	2.0	2.1	▲ 4,885	▲ 4,935	▲ 4,985
中南米6カ国	4.47	90	1.2	1.3	1.9	8.0	9.4	8.1	▲ 893	▲ 840	▲ 930
ブラジル	1.87	38	1.1	1.2	2.0	3.7	4.0	4.0	▲ 145	▲ 250	▲ 300
メキシコ	1.22	25	2.0	2.0	1.7	4.9	3.8	3.6	▲ 216	▲ 230	▲ 240
アルゼンチン	0.52	10	▲ 2.5	▲ 2.0	0.5	34.3	45.0	36.0	▲ 275	▲ 80	▲ 100
ユーロ圏19カ国	13.67	275	1.8	1.3	1.5	1.8	1.3	1.6	3,954	3,810	4,505
ドイツ	4.00	81	1.4	1.1	1.5	1.9	1.6	1.5	2,909	2,984	3,382
フランス	2.78	56	1.7	1.3	1.4	2.1	1.5	1.5	▲ 84	▲ 256	▲ 35
イタリア	2.07	42	0.8	0.3	0.7	1.2	1.1	1.1	520	432	458
英国	2.83	57	1.4	1.3	1.3	2.5	1.9	2.1	▲ 1,090	▲ 951	▲ 942
ロシア	1.63	33	2.3	1.3	1.5	2.9	5.0	4.3	1,058	850	740
<参考>											
世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			4.0	3.6	3.5	2.6	2.6	2.7			

(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 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。