

経済マンスリー

I. 日本

～消費増税前の駆け込みが波乱要因となり得るも、
個人消費は底堅さを維持～

II. 米国

～FRBは 10 年半ぶりに利下げを実施～

III. 欧州

～ユーロ圏製造業の苦境が続く背景には在庫循環がある模様～

IV. アジア

～米中対立による追い風を今後の成長に繋げたいベトナム～

V. 中国

～米中摩擦に伴う危機感を追い風に改革開放強化～

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（7 月）～

I. 日本

～消費増税前の駆け込みが波乱要因となり得るも、個人消費は底堅さを維持～

1. 実体経済の動向

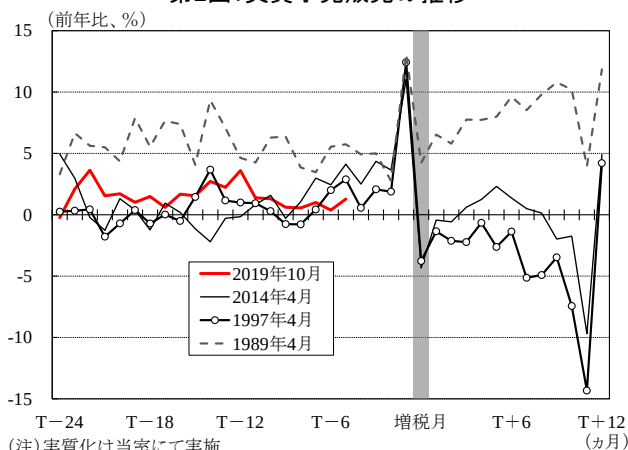
消費税率の10%への引き上げまで残り約2ヵ月となった。今回は税率の引き上げ幅が+2%ポイントと前回の+3%ポイントより小さいことに加え、政府の政策対応も手厚く、個人消費への影響は前回に比べて限定的に止まるとみられる。一方、過去増税時は消費の駆け込みと反動が生じており、今回も実際に起きれば一時的な景気攪乱要因となり得る。

駆け込み消費とその反動は、その場で消費されるサービスよりも、使用の効用が続き、買い置き・買い溜めも可能な財で集中的に発生すると考えられる。過去の局面の小売販売をみると、直前に大きく増加し、以降は反動と実質負担増加が下押し要因となり、弱めの伸びが続いた（第1図）。今回は食料品等への軽減税率導入やポイント還元策等により、駆け込みは前回比減少するとみられるが、今後増税前のセール実施や増税に合わせた本体価格値上げへの警戒感から、駆け込みはやはり一定程度生じると想定される。

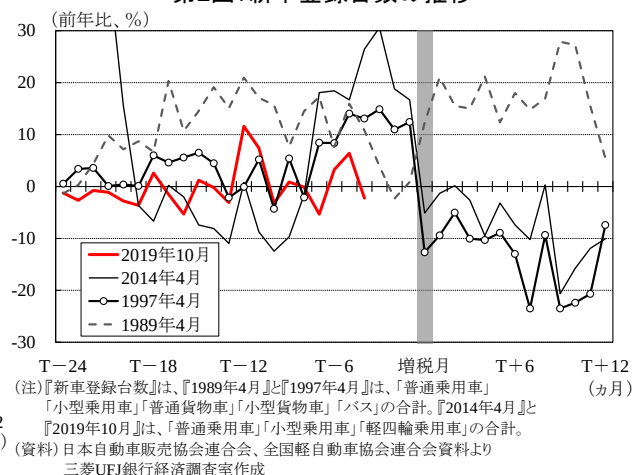
もともと、単価の高い品目として自動車の動向を確認すると、前回増税時は増税後の購入に対する自動車取得税減税やエコカー減税拡充等の措置が講じられたにも関わらず、駆け込みと反動がみられた。一方、今回は、自動車税減税等の措置がある点は同様だが、前回駆け込み需要が確認された増税4～5ヵ月前の時点における需要増がみられない（第2図）。この差の背景として、前回は1年半後の2015年10月に10%への再引き上げが予定され需要が増えやすかったことや、今回は前回から約5年しか経過しておらず、買い替え需要が喚起されにくいこと等が考えられる。

足元の消費の環境をみると、タイトな雇用情勢を背景に所得の改善は継続しており、先行きも底堅い所得環境が個人消費を支える構図は維持されよう。自然災害、外発的ショック等が重なるリスクには留意が必要だが、今回の駆け込みが比較的小規模に止まりそうなことも勘案すると、消費増税に起因して消費が腰折れする可能性は低いとみて良いだろう。

第1図: 実質小売販売の推移



第2図: 新車登録台数の推移



2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

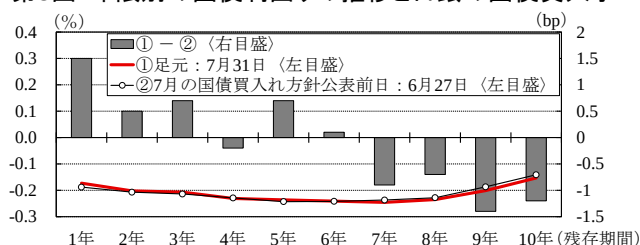
日銀は 7 月 29-30 日の決定会合で金融政策の現状維持を決定した。声明文には「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」との一文が追加されたが、これにつき黒田総裁は「かなり金融緩和に向けて前向きになった」と述べた。ECB が追加緩和を示唆し、利下げが広く予想された FOMC を翌日に控える中、緩和姿勢を鮮明化して市場を牽制する狙いがあったとみられる。

併せて黒田総裁は、イールドカーブがフラット化している状況につき、「もう少しスティープになった方が正常」との見解も示した。この点に関しては、先の 6 月 10-11 日に開催された債券市場参加者会合で、フラット化の原因として、①海外投資家にとっての日本国債の為替ヘッジコストを加味した投資妙味の高まり、②日銀の大規模緩和が続く中、特に中期ゾーンの国債需給の逼迫、③超長期債へのイールドハンティングの動き等が指摘されており、需給逼迫や流動性の低下が顕著な期間の国債について買入量の調整を求める声が上がっていたことも背景にあったとみられる。実際、日銀は 6 月 28 日公表の「当面の長期国債等の買入れの運営について」において、残存期間「1 年超 3 年以下」の国債は一回あたりオファー金額のレンジを引き上げた一方、「3 年超 5 年以下」と「10 年超 25 年以下」を引き下げている（第 3 図）。買入れを増額した年限の国債利回りには低下圧力が、減額した年限には上昇圧力が夫々かかることになるため、これはフラット化の修正を念頭に置いた対応だったと考えられる。黒田総裁の発言も踏まえれば、先行きの緩和姿勢を示しつつ、買入量の調整等も続けることで、今後もフラット化の修正を図るものとみられる。

(2) 為替

ドル円相場は、FRB のハト派化を受けて 6 月に一時 1 ドル 107 円を割り込んだものの、7 月の FOMC では継続的な利下げ観測が後退し、足元は同 109 円台まで戻している（第 4 図）。先行きも、米国の通商政策を背景としたリスク回避の動きや米国金利の低下等が円高圧力となるものの、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考えられることから、一方的な円高進行は回避できると予想する。

第3図：年限別の国債利回りの推移と日銀の国債買入オペ



残存期間	1回あたりオファー予定額(億円)		実際のオファー額(億円)		差額 (②-①)
	6月方針	7月方針	6月 最終回①	7月の 各回②	
1年超	2,500～	2,500～	3,500	3,800	300
3年以下	4,500程度	5,000程度			
3年超	3,000～	2,500～			▲200
5年以下	5,500程度	5,000程度	4,000	3,800	▲200
10年超	1,000～	1,000～			
25年以下	3,000程度	2,500程度	2,000	1,800	▲200

(資料) Bloomberg、日本銀行資料より三菱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7月31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	2月	3月	4月	5月	6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	0.8	▲ 0.4 (0.4)	0.9 (1.4)	▲ 0.5 (0.3)	▲ 0.2 (0.3)	▲ 0.4 (▲ 0.5)	0.8 (0.7)	0.3 (0.0)	
鉱工業生産指数	2.9	0.3	▲ 0.7 (0.1)	1.4 (1.3)	▲ 2.5 (▲ 1.7)	0.7 (▲ 1.1)	▲ 0.6 (▲ 4.3)	0.6 (▲ 1.1)	2.0 (▲ 2.1)	▲ 3.6 (▲ 4.1)
鉱工業出荷指数	2.2	0.2	▲ 1.2 (▲ 0.3)	1.0 (1.1)	▲ 2.1 (▲ 1.6)	1.6 (▲ 0.3)	▲ 1.3 (▲ 4.0)	1.8 (▲ 1.4)	1.3 (▲ 1.8)	▲ 3.3 (▲ 4.2)
製品在庫指数	5.1	0.2	0.4 (3.5)	0.9 (1.7)	0.9 (0.2)	0.4 (1.4)	1.4 (0.2)	0.0 (1.2)	0.5 (1.5)	0.3 (2.9)
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]	105.5 [103.4]	107.2 [104.9]	104.6 [102.8]	106.4 [104.9]	109.4 [104.2]
国内企業物価指数	2.7	2.2	0.9 (3.1)	0.1 (2.3)	▲ 0.8 (0.9)	0.3 (0.9)	0.3 (1.3)	0.3 (1.2)	▲ 0.1 (0.6)	▲ 0.5 (▲ 0.1)
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)	0.1 (0.7)	0.0 (0.8)	0.1 (0.9)	▲ 0.1 (0.8)	▲ 0.1 (0.6)
稼働率指数 (2015年=100)	102.7	102.5	101.9 [102.5]	104.7 [103.8]	100.5 [102.2]	101.0 [102.8]	100.6 [103.7]	102.2 [104.3]	103.9 [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)	1.8 (▲ 5.5)	3.8 (▲ 0.7)	5.2 (2.5)	▲ 7.8 (▲ 3.7)	
製造業	9.2	3.8	▲ 1.0 (8.5)	▲ 4.1 (▲ 0.6)	▲ 7.7 (▲ 8.0)	3.5 (▲ 9.1)	▲ 11.4 (▲ 7.6)	16.3 (▲ 8.2)	▲ 7.4 (▲ 10.5)	
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)	▲ 0.8 (▲ 2.0)	13.4 (4.1)	1.2 (12.6)	▲ 9.0 (3.0)	
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)	3.8 (▲ 3.6)	▲ 1.5 (▲ 8.5)	0.7 (▲ 9.3)	5.0 (▲ 4.2)	▲ 5.0 (▲ 6.2)
建設受注	0.7	6.5								
民需	0.6	14.5	(▲ 2.2)	(▲ 9.8)	(36.9)	(▲ 3.4)	(66.1)	(▲ 19.9)	(▲ 16.9)	(▲ 4.2)
官公庁	▲ 5.4	▲ 15.0	(1.1)	(▲ 5.3)	(52.6)	(6.3)	(91.5)	(▲ 8.5)	(▲ 20.8)	(▲ 4.7)
公共工事請負金額	▲ 4.3	1.1	(▲ 4.3)	(3.6)	(5.9)	(20.4)	(3.7)	(2.5)	(10.5)	(1.0)
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)	96.7 (4.2)	98.9 (10.0)	93.1 (▲ 5.7)	90.0 (▲ 8.7)	92.2 (0.3)
新設住宅床面積	(▲ 3.7)	(1.0)	(▲ 0.9)	(2.3)	(7.6)	(7.0)	(12.9)	(▲ 2.5)	(▲ 4.5)	(5.2)
小売業販売額	1.9	1.6	(2.2)	(2.0)	(0.7)	(0.6)	(1.0)	(0.4)	(1.3)	(0.5)
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)	▲ 2.0 (1.9)	0.1 (2.1)	▲ 1.4 (1.3)	5.5 (6.0)	
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]	69.8 [69.3]	69.4 [70.6]	66.9 [69.9]	71.6 [70.6]	[66.1]
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)	2.5 (▲ 0.9)	▲ 2.6 (▲ 3.5)	1.3 (▲ 1.8)	1.1 (▲ 2.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.7	0.9	(0.9)	(1.5)	(▲ 0.8)	(▲ 0.7)	(▲ 1.3)	(▲ 0.3)	(▲ 0.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	99	1	▲ 34	▲ 40	96	96	93	88	82	
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 [1.60]	1.62 [1.61]	1.61 [1.61]
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.5	2.4	2.4	2.3
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]	47.5 [49.0]	44.8 [49.6]	45.3 [49.5]	44.1 [47.9]	44.0 [48.8]
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)	589 (▲ 4.5)	662 (▲ 16.1)	645 (▲ 0.8)	695 (▲ 9.4)	734 (6.4)

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	2月	3月	4月	5月	6月
通関輸出	10.8	1.9	(2.9)	(1.3)	(▲3.9)	(▲1.2)	(▲2.4)	(▲2.4)	(▲7.8)	(▲6.6)
価格	5.5	2.5	(4.0)	(2.8)	(1.2)	(▲0.6)	(3.4)	(2.0)	(1.2)	(▲1.2)
数量	5.0	▲0.6	(▲1.1)	(▲1.4)	(▲5.0)	(▲0.6)	(▲5.6)	(▲4.3)	(▲8.9)	(▲5.5)
通関輸入	13.7	7.2	(12.4)	(11.2)	(▲2.0)	(▲6.5)	(1.2)	(6.5)	(▲1.4)	(▲5.2)
価格	8.9	5.7	(10.2)	(6.9)	(▲0.2)	(0.0)	(0.8)	(2.3)	(▲0.2)	(▲2.1)
数量	4.4	1.4	(2.0)	(4.0)	(▲1.8)	(▲6.5)	(0.4)	(4.1)	(▲1.2)	(▲3.2)
経常収支(億円)	221,749	192,434	56,944	26,018	59,541	25,928	27,871	17,074	15,948	
貿易収支(億円)	45,396	6,963	545	▲6,423	2,141	4,881	6,960	▲982	▲6,509	
サービス収支(億円)	▲4,567	▲7,123	▲1,658	▲3,066	3,561	1,789	3,269	▲3,127	1,372	
金融収支(億円)	206,805	212,310	44,864	27,016	88,169	23,473	37,742	▲12,667	32,451	
外貨準備高(百万ドル)	1,268,287	1,291,813	1,259,673	1,270,975	1,291,813	1,281,846	1,291,813	1,293,499	1,307,975	1,322,279
対ドル円レート(期中平均)	110.80	110.88	111.44	112.87	110.17	110.36	111.21	111.66	109.83	108.06

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	2月	3月	4月	5月	6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]	▲0.055 [▲0.042]	▲0.044 [▲0.062]	▲0.068 [▲0.063]	▲0.050 [▲0.061]	▲0.063 [▲0.071]
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]	0.050 [0.097]	0.050 [0.097]	0.049 [0.078]	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]	▲0.015 [0.045]	▲0.095 [0.045]	▲0.045 [0.050]	▲0.095 [0.030]	▲0.165 [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)	0.758 (▲0.001)	0.751 (▲0.007)	0.751 (0.000)	0.753 (0.002)	0.749 (▲0.004)
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]	21,385 [22,068]	21,206 [21,454]	22,259 [22,468]	20,601 [22,202]	21,276 [22,305]
M2平残	(3.7)	(2.7)	(2.9)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.6)	(2.3)
広義流動性平残	(3.1)	(1.9)	(1.9)	(1.6)	(1.7)	(1.7)	(2.0)	(2.0)	(1.8)	(1.7)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.3)
貸出残高 (平残)										
銀行計	(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(2.8)	(2.4)
都銀等	(2.0)	(1.0)	(0.7)	(1.2)	(1.6)	(1.5)	(1.8)	(2.1)	(2.8)	(2.3)
地銀	(3.6)	(4.3)	(4.5)	(4.3)	(4.1)	(4.1)	(4.0)	(5.9)	(4.9)	(4.6)
地銀Ⅱ	(3.0)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲8.6)	(▲5.6)	(▲5.7)
信金	(2.7)	(2.1)	(2.2)	(2.0)	(1.7)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.3)
3業態計	(4.2)	(3.4)	(3.7)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(2.6)	(2.6)	(2.3)
実質預金 +CD (平残)										
都銀	(5.9)	(4.9)	(5.3)	(4.6)	(4.7)	(4.7)	(4.6)	(3.6)	(3.7)	(3.1)
地銀	(2.5)	(2.7)	(3.0)	(2.6)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(3.9)	(3.2)	(3.1)
地銀Ⅱ	(2.1)	(▲1.3)	(▲1.3)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲2.0)	(▲1.9)	(▲8.1)	(▲5.2)	(▲5.4)

(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

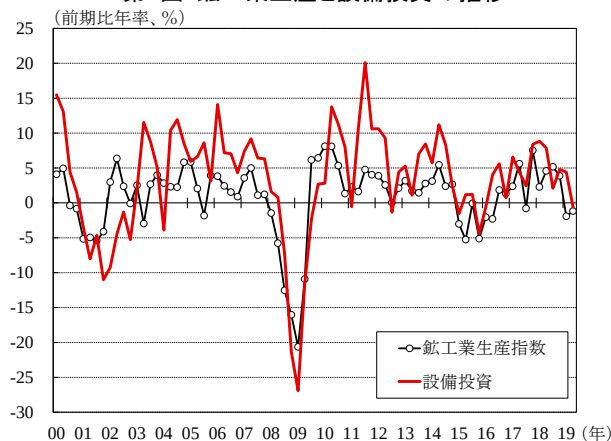
～FRB は 10 年半ぶりに利下げを実施～

7 月 30～31 日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）において、広く予想されていた通り、政策金利の誘導目標レンジが 2.25%～2.5%から 2.00%～2.25%へ 0.25%ポイント引き下げられた。政策金利の引き下げは 2008 年 12 月以来 10 年半ぶりである。採決では、投票権を持つ 10 名中 2 名（ジョージ・カンザスシティ連銀総裁とローゼングレン・ボストン連銀総裁）が政策金利の据え置きを主張して反対票を投じた。

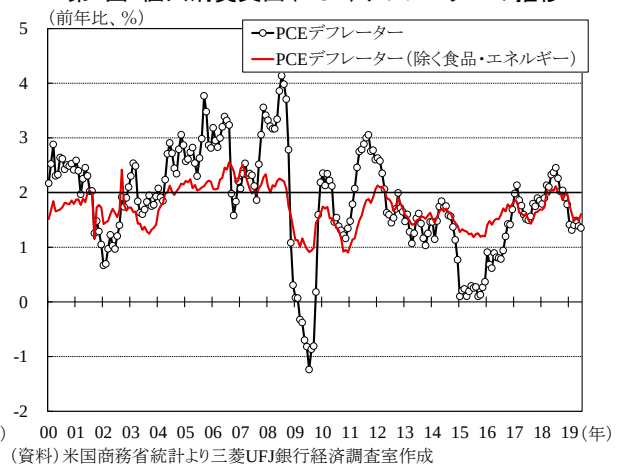
今回の FOMC の決定は金融市場では幾分タカ派的と受け止められたが、概ねこれまでの FRB 高官の発言等に沿った想定範囲内の結果と受け止められよう。パウエル FRB 議長は FOMC 後の記者会見において、今回の利下げの意図・理由として、①「弱含む世界経済や通商問題からの下方リスクに備えた保険的な措置」、②「不確実性の高まり等が実体経済に及ぼす悪影響を相殺するための措置」、③「インフレ率が FRB が目標とする前年比+2%へと速やかに回帰させるための措置」の 3 点を指摘している。

今後の金融政策運営について、パウエル議長は「追加利下げ判断はデータ次第である」、「長期にわたる一連の利下げの始まりではない」、「（利下げが）一度だけとは言っていない」、「今回の利下げは基本的には（景気）サイクル中盤における（政策）調整だと考えている」等と述べるなど、政策金利の先行きについて確定した経路がないことを強調した。確かに、次回 9 月 17～18 日に開催される FOMC までに足元弱含む企業の設備投資等の顕著な回復がみられれば、一旦利下げを見送る可能性もあろう（第 1 図）。ただ、足元再開された米中通商協議には目立った進展がなく、企業の投資に対する慎重姿勢が早期に緩むことは想定し難く、インフレ率にも加速の兆候はみられない（第 2 図）。加えて今回の FOMC 声明文において、「不確実性は依然として残存している」との認識が示され、6 月の FOMC 声明文から記載された「情報を注視し、適切に行動する」スタンスが引き続き記載されたことも勘案すると、次回 9 月の FOMC で追加利下げが実施される蓋然性は相応に高いと言えそうだ。

第1図：鉱工業生産と設備投資の推移



第2図：個人消費支出 (PCE) デフレーター推移



(杉江 次郎)

Ⅲ. 欧州

～ユーロ圏製造業の苦境が続く背景には在庫循環がある模様～

ユーロ圏製造業は厳しい状況が続いている。鉱工業生産と製造業受注は前年の水準を下回って推移しているほか、マインド面をみても、7月の製造業 PMI は6ヵ月連続で好不況の分かれ目となる50を下回るなど、依然苦境の中にある。

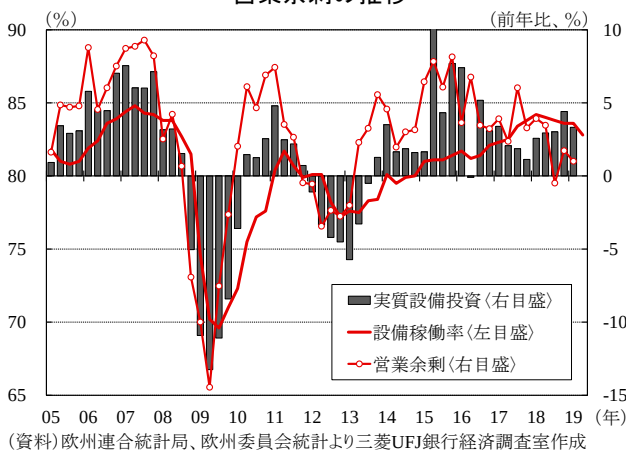
他方、GDP を構成する最終需要をみると、最大の需要項目である個人消費は、良好な雇用・所得環境や高水準な消費者マインドを背景に堅調さを維持している。企業部門についても、昨年後半からユーロ圏外の景気鈍化を受けて低調だった外需は、足元の伸びは鈍化しつつも底堅さをみせているほか、設備投資も高水準な設備稼働率を背景に堅調な伸びを維持しており（第1図）、全体をみれば概ね堅調であるとみていいだろう。

最終需要が堅調な中で製造業の低迷が続く背景には、大規模な在庫調整の進行が考えられる。実際、GDP 上の在庫投資は2018年10-12月期、2019年1-3月期と2四半期連続でマイナス寄与を示しているし、製造業の在庫DIをみても、足元では欧州債務危機時を超える水準にあり、2018年初までの生産好調の反動的な調整が大きく現れていることが窺える（第2図）。欧州では英国のEU離脱を始め政策的な不透明要因が多いことが景気低迷の帰責事由とする向きも強いが、実際は循環的調整によるところも大きいとみられる。

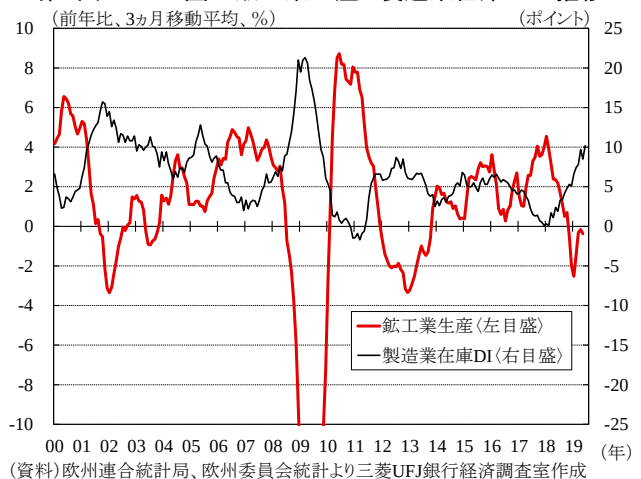
在庫調整の影響が一巡する時間の推定には幅を持つてみる必要があるが、過去の在庫DIの推移をみると1～2年程度でピークアウトする傾向にあり、在庫DIの直近の「底」が昨年2月だったことを踏まえると、年末前後には徐々に影響が薄らいでこよう。

なお、欧州中央銀行は7月25日の政策理事会で、政策金利の水準について「2020年前半まで現行水準もしくはそれを下回る水準にとどまる」と方針を変更し、利下げ等将来の更なる追加緩和を示唆している。追加緩和が生産等のハードな指標をどこまで改善させるかは不透明だが、米中貿易摩擦や英EU離脱等リスク要因があるなかで、少なくともマインド面で製造業は一定程度下支えされ、一方的な景況感の悪化は回避できると考えられる。

第1図：ユーロ圏の設備稼働率と実質設備投資、
営業余剰の推移



第2図：ユーロ圏の鉱工業生産と製造業在庫DIの推移



(山田 遼)

IV. アジア

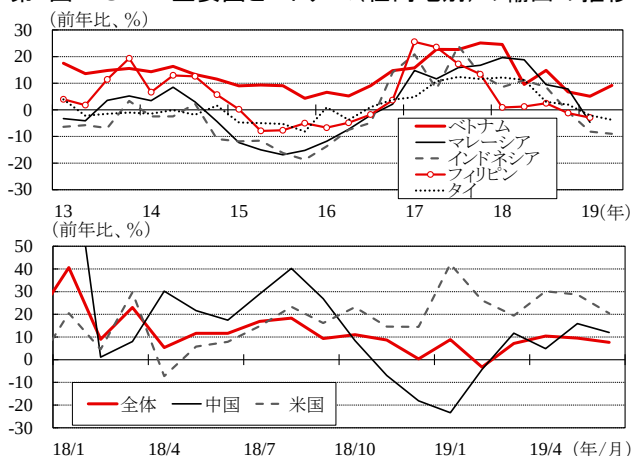
～米中対立による追い風を今後の成長に繋げたいベトナム～

ベトナム経済は安定した拡大を続けている。1-6 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 +6.8%と 1-3 月期（同+6.8%）と同水準となり堅調を維持した。産業別では、農林水産業の伸びが鈍化したものの、サービス業の伸びが加速し製造業も底堅い伸びを確保した。足元多くの国が前年比マイナスを記録している輸出についても、ベトナムは直近 2 四半期共にプラスを維持している（第 1 図）。

輸出が堅調を維持している背景には、衣類・履物が全輸出品の約 25%を占め、足元の自動車、半導体セクターの軟調による影響を受けにくい貿易構造に加え、前年比+20～30%と大幅な伸びで推移している米国向け輸出の好調も指摘できる。後者については、米国の対中追加関税回避のため、米国への輸出業者が輸出元を中国からベトナム等の周辺国に変更する輸出代替効果が追い風になっていると考えられる。米国側統計を用いてベトナムからの輸入を品目別にみると、1 月より電子機器の伸びが特に大幅な加速を示しており、年初から 5 月までの累計では金額ベースで全体の 30%以上を占めている（第 2 図）。

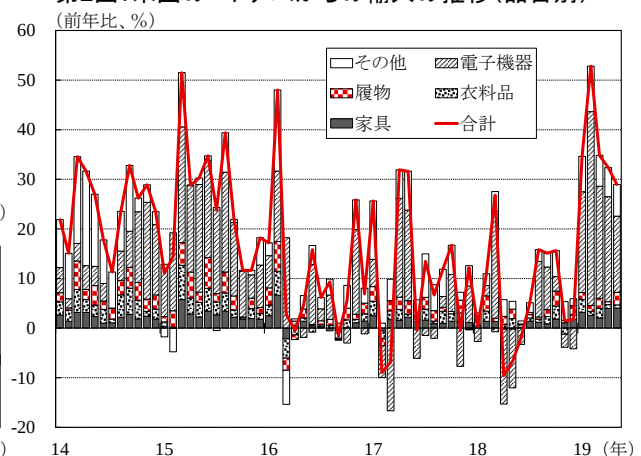
このように、ベトナム経済の堅調は外需の底堅い推移にも支えられており、実際米中対立の激化に伴い生産拠点を中国からベトナムに移転するという事例も確認されていること、更には環太平洋パートナーシップ協定（CPTTP）適用も始まっていること等から、グローバル企業のサプライチェーンの変更等がベトナムに有利になる形で経済成長の追い風になるシナリオが期待されている。但し、5 月に米国が主要貿易国のマクロ経済と為替政策に関する報告書において主要貿易国の定義の見直し等を行った結果、ベトナム等は新たに為替観察対象国に指定されており、今後、単純に米中対立に伴う恩恵を享受できるかといえるかは予断を許さない。ベトナムは、繊維等の労働集約型産業が中長期的により労働力が安価な国との競合に晒される可能性が高く、足元の好機を活かし産業構造の高度化を図って経済成長に繋がれるか、正念場を迎えているともいえるだろう。

第1図: ASEAN主要国とベトナム(仕向地別)の輸出の推移



(資料) 各国統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 米国のベトナムからの輸入の推移(品目別)



(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(高瀬 将平)

V. 中国

～米中摩擦に伴う危機感を追い風に改革開放強化～

2019 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.2%と前期（同+6.4%）から一段と減速した。対中輸入品への追加関税に加え、個別企業への輸出入規制など米国の制裁措置が強化され、その影響が内外需ともに浸透してきたといえるが、中国政府は米中対立の長期化も視野に入れ、景気対策の規模は嘗てに比べると抑制している感がある。

むしろ政府が注力しているのは改革開放策の強化のようである。6 月下旬の G20 首脳会議は米中首脳会談とその後の米朝首脳会談が強い印象を残したが、習近平国家主席は対外開放推進のアピールを主眼に置いていたようで、①「2019 年版外資参入ネガティブリスト」の公布を含む一層の市場開放、②関税率引き下げ等の主体的な輸入拡大、③懲罰的賠償制度導入、知財保護強化を主体とするビジネス環境の改善、④内外平等待遇の全面实施、⑤経済貿易交渉の推進という 5 項目の政策を公表した。公言通り、6 月 30 日には「2019 年版ネガティブリスト」を公布し、資源・製造・サービス等で規制緩和を進めた。また、7 月 20 日には中国人民銀行が 11 項目の金融開放策を発表し、債券業務の開放、並びに、証券会社・生命保険会社に対する出資規制緩和の前倒しなどを盛り込んだ（第 1 表）。こうした一連の動きからは、国際社会に対し自由貿易へのコミットや中国市場の開放性を訴えることによって、米国からの「市場歪曲的措置」等の非難を牽制する意図が窺える。

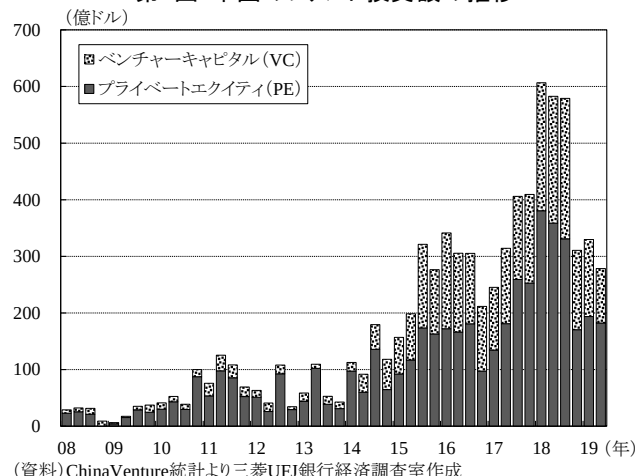
他方、国内改革面では、7 月 22 日に上海証取でハイテク新興企業向け株式市場「科创板」が取引開始となった。習国家主席が昨年 11 月の「国際輸入博覧会」で言及して以来、わずか 8 ヶ月の急展開であり、政府の元来の方針であったデレバレッジ（過剰債務削減）に米中摩擦深刻化が加わった結果、ハイテク新興企業の主要資金供給源であったファンド等の投資額が急減し（第 1 図）、新たな資金源開拓が急務だったという事情も窺われる。もともと、前身の「戦略的新興産業板」構想が提起されたのは 2013 年に遡るものであり、改革行程表にあったものでもある。過去、中国は外圧を改革開放の梃子としてきた歴史があるが、今回のような前例のなき外圧の中でどこまで改革が進むのか注目される処である。

第1表：新たな金融開放政策（2019年7月20日発表）

①	外資格付け会社による全ての債券の格付け容認
②	海外金融機関による銀行の資産運用小会社の設立への参加・出資を奨励
③	海外資産管理機関と中国系の銀行・保険会社の子会社の合併による外資過半出資の資産運用会社設立を容認
④	海外金融機関による年金管理会社の設立・出資を容認
⑤	外資による為替ブローカー会社の単独設立・出資の奨励
⑥	外資による生命保険会社への出資上限規制撤廃の前倒し（20←21年）
⑦	外資による保険資産管理会社への25%超の出資を容認
⑧	外資保険会社の市場参入について経営期間30年以上という条件を取り消し
⑨	外資による証券会社・証券ファンド管理会社への出資上限規制撤廃の前倒し（20←21年）
⑩	外資による銀行間債券市場における債券の引受主幹事を容認
⑪	海外機関投資家による銀行間債券市場投資の利便性向上

（資料）中国人民銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：中国のファンド投資額の推移



（萩原 陽子）

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（7月）～

1. 原油価格の推移

7月の原油価格（WTI 期近物）は、59ドル台（1バレル当たり、以下同）で始まり、OPEC等による協調減産の延長や、米国とイランの対立緊迫化等を受けて、上旬に61ドル程度まで上昇した。しかし、その後は米国の原油需要の鈍化や、中国の4-6月期の実質GDP成長率が1992年の統計公表以来最低となったこと等を受けて、需要減退懸念が改めて材料視され、50ドル台後半で一進一退を続けた。

2. 需給の動向

（1）需要

原油需要は、世界経済の循環的な減速や米中対立等による下押し圧力が継続しており、過去1年程度、概ね横這いで推移している。

（2）供給

OPEC等は7月1、2日の総会で、今年1月からの新基準での協調減産を来年の3月末まで延長する旨を決定した。同時にOPEC等による恒久的な協調を目指す協力憲章の草案が承認され、この先も需給均衡を追求する姿勢が改めて示された。

米国シェールオイルは、原油価格が採算目線とされる60ドルを割って推移するなか、リグ稼働数が減少を続けており、生産量の伸びは減速している。価格が60ドル程度で推移していることから、今後も生産量の鈍化が続く可能性が高い。

3. 地政学等の動向

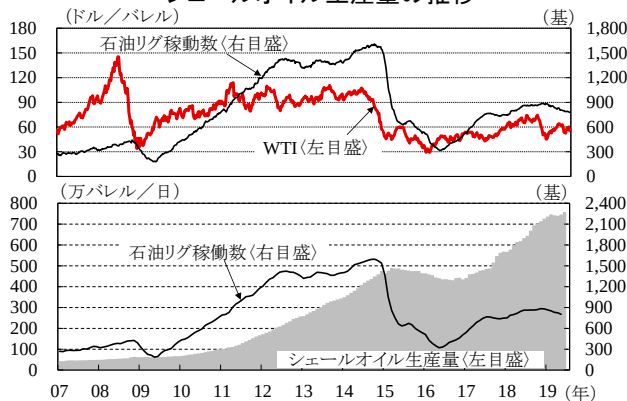
イランの原子力庁は7月8日、60日以内（9月6日まで）に核合意に参加する英独仏等との間で協議の進展がなければ、更なる核合意の義務停止を行うと発表した（足元では貯蔵量と濃縮度が核合意の上限を超過）。期限が約1ヵ月後に迫る中、28日には米国以外の核合意参加国とイラン間で緊急会合が開催された。今後も協議の継続が見込まれるものの、イランと欧州間の対立も先鋭化しているなか、進展は不透明である。こうした状況下において、国際エネルギー機関（IEA）のビロル事務局長は、ホルムズ海峡の緊張等を念頭に「原油市場の十分な供給を確保する」と発言し、緊急時にはIEA加盟国に義務付けられている原油在庫を放出することについて言及した。

原油価格(WTI期近物)と世界の需給バランスの推移



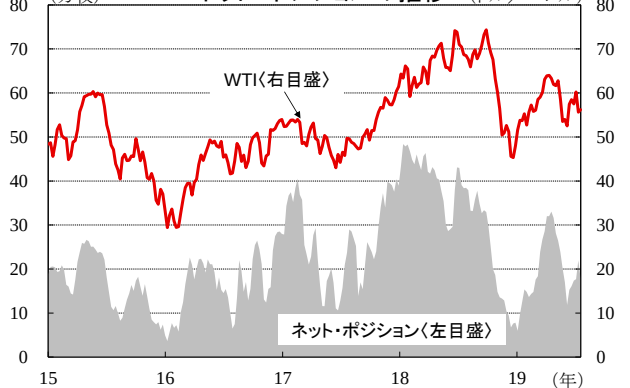
(資料) IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

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



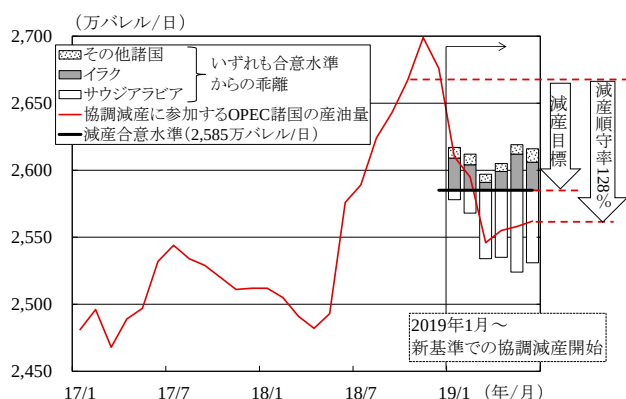
(資料) 米国エネルギー情報局、Baker Hughes社資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油価格と投機筋(マネー・マネージャー)のネット・ポジションの推移



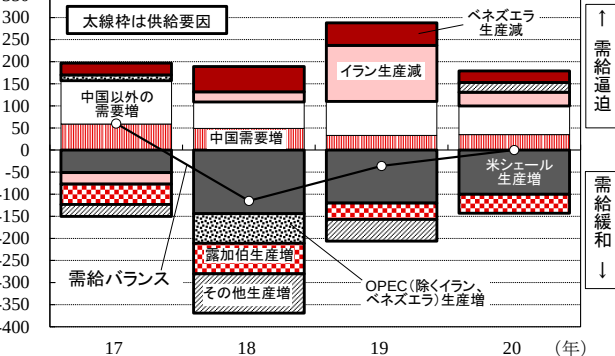
(注) マネー・マネージャーは、商品投資顧問や先物運用管理会社。1枚=1,000バレル。
(資料) 米商品先物取引委員会資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

協調減産に参加するOPEC諸国の産油量の推移



(注) 協調減産に参加するOPEC諸国の減産目標は昨年10月比▲80万バレル。
協調減産に参加するOPEC・非OPEC諸国の減産目標は同▲120万バレル。
(資料) IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



(注) 1. その他生産はNGLも含む。
2. OPECはイラン、ベネズエラを除く。2019年5月現在の加盟国ベース。
3. 2019年以降はIEA及び当室見通し。
(資料) IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油価格と米ドル実効為替相場の推移



(資料) Bloomberg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	46.32	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	1,660	1,634
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	1.9	1.3	1.5	1.8	1.3	1.6	3,966	3,810	4,505
ドイツ	4.00	81	1.4	1.1	1.5	1.9	1.6	1.5	2,895	2,984	3,382
フランス	2.78	56	1.7	1.3	1.4	2.1	1.5	1.5	▲ 179	▲ 256	▲ 35
イタリア	2.07	42	0.9	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	▲ 1,087	▲ 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。