

経済マンスリー

I. 日本

～訪日外国人客数の増加でインバウンド需要は成長が継続へ～

II. 米国

～拡大する企業部門債務をどうみるべきか～

III. 欧州

～低迷の際立つドイツの自動車産業は環境規制が重石に～

IV. アジア

～規制要因等による自動車販売低迷はみられるも
基調は堅調なインドの個人消費～

V. 中国

～米中摩擦長期化で問われる民間企業政策の有効性～

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（9 月）～

I. 日本

～訪日外国人客数の増加でインバウンド需要は成長が継続へ～

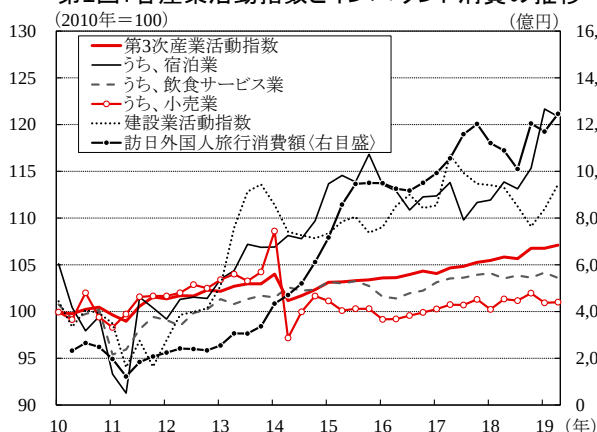
1. 実体経済の動向

インバウンド需要の拡大は、少子高齢化が進む日本にとって極めて重要な成長ドライバーと言われている。訪日客の日本での消費支出額は、それ自体は年間 5 兆円弱（名目ベース）と GDP の約 1%に止まるものの、今後もその拡大が続けば、宿泊や外食、小売等の観光関連産業の成長や、それらに紐づくホテル建設やインフラ整備、さらには雇用拡大を通じて経済の活性化に繋がると考えられる（第1図）。

インバウンド需要の推移を改めて確認すると、足元再び成長が加速しているのは特筆に値する（第2図）。国・地域別では、今年1月に中国で電子商務法が施行されたことを受けて同国からの訪日客の代理購入が制限され、インバウンド消費を牽引してきた彼らのいわゆる「爆買い」に影響が出ると懸念されたが、その後も人数は前年比+10万人/月のペースで増加を続け、今年7月には単月で100万人に達するなど、未だ日本人気は衰えていないとみられる。中国人訪日客の一人当たり旅行支出をみると、「買物代」は12万円弱と引き続き各国・地域の中で群を抜いて多く、結果金額ベースの寄与も大きくなっている。

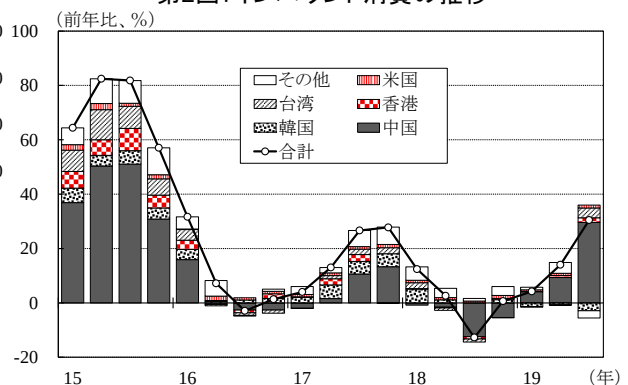
インバウンド需要の先行きを占うと、日本の食や歴史、文化等に対する外国人の関心が根強い中、ビザ発給要件の緩和やLCC就航の誘致といった訪日客受入促進策は引き続き奏功しており、送客側各国の良好な雇用・所得環境に加え、今年から来年にかけての大型スポーツイベントも新たな訪日客需要を掘り起こす切っ掛けになり得ると考えられる。したがって、足元日韓関係の悪化を受けて韓国分が減少してはいるものの、中国をはじめ各国からの訪日客数が堅調を維持することで全体としては増加基調が続くとみてよいだろう。但し、観光を巡る世界的な競争が激しさを増す中で、インバウンド需要を着実かつ持続的に取り込んで日本経済を活性化するためには、決済や通信、交通インフラの整備、多言語・文化対応等の訪日客受入体制を更に充実させていくことが求められよう。

第1図: 各産業活動指数とインバウンド消費の推移



(注)『訪日外国人旅行消費額』の季節調整は当室にて実施。
(資料)経済産業省、観光庁統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: インバウンド消費の推移



(注)直近は7-8月の訪日客数データを基に当室にて試算。試算方法は、人数は7-8月の合計を3ヵ月換算した値、単価は前年7-9月期の値に本年4-6月期の前年比を乗じた値とし、人数と単価を乗じて算出される消費額を前年と比較。
(資料)観光庁、日本政府観光局統計より三菱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9月の決定会合で金融政策の現状維持を決めた。声明文では『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れについて、より注意が必要な情勢になりつつある」とした上で、次回会合で「経済・物価動向を改めて点検」する旨の記述が追加された（第1表）。

この文言の解釈として、次回会合における政策修正の地ならしとみる向きもあるものの、ECBが利下げと資産購入の再開を決定し、FRBも2会合連続の利下げを実施するなか、市場を牽制する意味合いの方が大きかったものと考えられる。実際、黒田総裁は会合後の会見で、次回会合において追加緩和をしない可能性も十分あり得るかという問いに対して否定はしなかったほか、海外経済の減速や下振れリスクの高まりを強調する一方、米国経済の堅調さやITサイクルの下げ止まりの兆し、中国の景気対策の効果を指摘するなど、やや楽観的な見方も併せて示している。また、黒田総裁は会合後の24日、大阪で開催された懇談会における挨拶で、次回会合までに判明する情報を踏まえて点検を行うが、現時点ではその結果に予断を持っていないことや、金融政策のベネフィットとコストを比較衡量した上で適切な措置を執ることが重要という考え方などを確認した。次回会合は消費増税による影響を見極められる時期には至っていないことも鑑みると、現段階で追加緩和が既定路線ということは考え難いだろう。仮に追加緩和を行う場合でも、急激な円高の進行・定着や海外経済の腰折れなどのトリガーがない限り、マイナス金利深掘りといった副作用の大きい手段は避け、比較的实施のハードルが低い政策実施に止まるものと予想する。

(2) 為替

ドル円相場は、9月初に米中協議の進展期待が高まったことなどを受け、1ドル108円程度まで円安が進行した（第3図）。その後、米欧中銀が追加緩和を実施する一方、日銀は金融政策の現状維持を決定するなかでも、相場は足元まで概ね同水準を維持している。先行きは、米国金利の先安感が十分相場に織り込まれていることや、米国景気の相対的な堅調さはドル買い要因でもあることから一方的な円高進行・定着は回避されるとみられ、来年までを展望すると、1ドル106円程度での推移を予想する。

第1表：主要中央銀行の政策スタンス

	最近の動き
米国	7月、9月のFOMCで政策金利を25bpずつ引き下げ
欧州	9月の政策理事会で政策金利の据置期間を「インフレ見通しが予測対象期間において2%をやや下回るものの、十分に近い水準に向かってしっかりと上昇するまで、そして物価の上昇が基調的なインフレの動きに確実に反映されるまで」と方針変更。政策金利を10bp引き下げ、資産購入再開を決定
豪州	政策金利を6月、7月に25bpずつ引き下げ、その後据え置き
ニュージーランド	政策金利を5月に25bp、8月に50bp引き下げ
日本	7月の決定会合で声明文に「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 9月会合では、次回会合で「経済・物価動向を改めて点検」と決定
カナダ	「緩和の度合いは適切」との見方を維持
英国	7月の政策委員会「Brexit」の影響次第で緩和、引き締めのどちらの可能性もある」旨確認

(注) 網掛け部分は、ハト派化した中央銀行。

(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2年物国債利回り差の推移



(横田 裕輔、芥子 和史)

主要経済金融指標(日本)
2019年9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)

	2017年度	2018年度	2018年	2019年		2019年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.9	0.7	1.8 (0.3)	2.2 (1.0)	1.3 (1.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	1.8	0.8	0.9 (1.4)	▲ 0.5 (0.3)	0.5 (0.2)	0.8 (0.8)	0.4 (0.1)	▲ 0.7 (▲ 0.4)	0.2 (1.3)	
鉱工業生産指数	2.9	0.3	1.4 (1.3)	▲ 2.5 (▲ 1.7)	0.6 (▲ 2.3)	0.6 (▲ 1.1)	2.0 (▲ 2.1)	▲ 3.3 (▲ 3.8)	1.3 (0.7)	▲ 1.2 (▲ 4.7)
鉱工業出荷指数	2.2	0.2	1.0 (1.1)	▲ 2.1 (▲ 1.6)	1.0 (▲ 2.7)	1.8 (▲ 1.4)	1.3 (▲ 1.8)	▲ 4.0 (▲ 4.9)	2.7 (1.9)	▲ 1.4 (▲ 4.6)
製品在庫指数	5.1	0.2	0.9 (1.7)	0.9 (0.2)	0.9 (3.0)	0.0 (1.2)	0.5 (1.5)	0.4 (3.0)	▲ 0.2 (2.5)	0.0 (2.7)
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	101.9	105.0	105.6 [102.6]	105.9 [104.3]	106.9 [104.0]	104.6 [102.8]	106.4 [104.9]	109.8 [104.2]	107.5 [105.5]	110.5 [104.4]
国内企業物価指数	2.7	2.2	0.1 (2.3)	▲ 0.8 (0.9)	0.4 (0.6)	0.4 (1.3)	▲ 0.1 (0.7)	▲ 0.6 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.6)	▲ 0.3 (▲ 0.9)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.7	0.8	0.4 (0.9)	▲ 0.2 (0.8)	0.4 (0.8)	0.1 (0.9)	▲ 0.1 (0.8)	▲ 0.1 (0.6)	0.1 (0.6)	0.1 (0.5)
稼働率指数 (2015年=100)	102.7	102.5	104.7 [103.8]	100.5 [102.2]	102.4 [103.3]	102.2 [104.3]	103.9 [104.0]	101.2 [101.5]	102.3 [101.3]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 0.8	2.8	▲ 3.2 (2.0)	▲ 3.2 (▲ 2.5)	7.5 (4.1)	5.2 (2.5)	▲ 7.8 (▲ 3.7)	13.9 (12.5)	▲ 6.6 (0.3)	
製造業	9.2	3.8	▲ 4.1 (▲ 0.6)	▲ 7.7 (▲ 8.0)	2.5 (▲ 8.5)	16.3 (▲ 8.2)	▲ 7.4 (▲ 10.5)	▲ 1.7 (▲ 7.1)	5.4 (▲ 9.4)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 7.8	2.1	▲ 1.9 (4.5)	▲ 0.3 (1.8)	13.1 (15.9)	1.2 (12.6)	▲ 9.0 (3.0)	30.5 (30.0)	▲ 15.6 (10.2)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	7.0	▲ 0.3	1.6 (1.3)	▲ 7.4 (▲ 6.9)	2.5 (▲ 6.6)	0.7 (▲ 9.3)	5.0 (▲ 4.2)	▲ 5.0 (▲ 6.2)	0.2 (▲ 3.2)	2.4 (▲ 7.1)
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)	95.5 (0.6)	94.2 (5.1)	91.8 (▲ 4.7)	93.1 (▲ 5.7)	90.0 (▲ 8.7)	92.2 (0.3)	91.0 (▲ 4.1)	89.1 (▲ 7.1)
新設住宅床面積	(▲ 3.7)	(1.0)	(2.3)	(7.6)	(▲ 0.6)	(▲ 2.5)	(▲ 4.5)	(5.2)	(1.0)	(▲ 0.8)
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	0.2 (1.1)	▲ 0.2 (2.0)	0.6 (3.3)	▲ 1.4 (1.3)	5.5 (6.0)	▲ 2.8 (2.7)	▲ 0.9 (1.0)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	71.7	69.2	68.6 [71.6]	69.8 [71.0]	67.5 [68.8]	66.9 [69.9]	71.6 [70.6]	64.2 [66.1]	71.5 [70.9]	70.4
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.4	▲ 1.7	0.0 (▲ 2.6)	▲ 0.7 (▲ 2.1)	1.0 (▲ 2.4)	1.4 (▲ 1.8)	1.0 (▲ 2.9)	▲ 0.3 (▲ 2.7)	▲ 0.8 (▲ 0.9)	
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	▲ 40	96	86	88	82	88	97	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.54	1.62	1.62 [1.56]	1.63 [1.59]	1.62 [1.61]	1.63 [1.60]	1.62 [1.61]	1.61 [1.61]	1.59 [1.62]	1.63
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	50.5	47.8	48.3 [52.3]	46.0 [49.5]	44.5 [48.7]	45.3 [49.5]	44.1 [47.9]	44.0 [48.8]	41.2 [47.1]	42.8 [48.7]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,367 (▲ 0.2)	8,111 (▲ 3.1)	2,070 (▲ 1.7)	1,917 (▲ 6.1)	2,074 (▲ 1.6)	645 (▲ 0.8)	695 (▲ 9.4)	734 (6.4)	802 (14.2)	678 (▲ 2.3)

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				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	8月
通関輸出	10.8	1.9	(1.3)	(▲3.9)	(▲5.6)	(▲2.4)	(▲7.8)	(▲6.6)	(▲1.5)	(▲8.2)
価格	5.5	2.5	(2.8)	(1.2)	(0.7)	(2.0)	(1.2)	(▲1.2)	(▲3.1)	(▲2.4)
数量	5.0	▲0.6	(▲1.4)	(▲5.0)	(▲6.2)	(▲4.3)	(▲8.9)	(▲5.5)	(1.6)	(▲6.0)
通関輸入	13.7	7.2	(11.2)	(▲2.0)	(▲0.1)	(6.5)	(▲1.4)	(▲5.2)	(▲1.1)	(▲11.9)
価格	8.9	5.7	(6.9)	(▲0.2)	(0.0)	(2.3)	(▲0.2)	(▲2.0)	(▲7.3)	(▲6.2)
数量	4.4	1.4	(4.0)	(▲1.8)	(▲0.1)	(4.1)	(▲1.2)	(▲3.2)	(6.7)	(▲6.1)
経常収支(億円)	221,749	192,434	26,018	59,541	45,134	17,074	15,948	12,112	19,999	
貿易収支(億円)	45,396	6,963	▲6,423	2,141	101	▲982	▲6,509	7,593	▲745	
サービス収支(億円)	▲4,567	▲7,123	▲3,066	3,561	▲1,245	▲3,127	1,372	509	▲2,299	
金融収支(億円)	206,805	212,310	27,016	88,169	57,499	▲12,667	32,451	37,715	9,170	
外貨準備高(百万ドル)	1,268,287	1,291,813	1,270,975	1,291,813	1,322,279	1,293,499	1,307,975	1,322,279	1,316,452	1,331,583
対ドル円レート(期中平均)	110.80	110.88	112.87	110.17	109.85	111.66	109.83	108.06	108.22	106.27

3. 金融

	2017年度	2018年度	2018年	2019年		2019年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	8月
無担保コール翌日物金利	▲0.050	▲0.062	▲0.066 [▲0.042]	▲0.054 [▲0.048]	▲0.060 [▲0.065]	▲0.068 [▲0.063]	▲0.050 [▲0.061]	▲0.063 [▲0.071]	▲0.071 [▲0.070]	▲0.046 [▲0.059]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.065	0.062	0.050 [0.063]	0.037 [0.078]	0.049 [0.084]	0.050 [0.097]	0.049 [0.078]	0.049 [0.078]	0.049 [0.091]	0.009 [0.091]
新発10年国債利回り	0.045	▲0.095	▲0.010 [0.045]	▲0.095 [0.045]	▲0.165 [0.030]	▲0.045 [0.050]	▲0.095 [0.030]	▲0.165 [0.030]	▲0.160 [0.060]	▲0.280 [0.110]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.817	0.751	0.759 (▲0.016)	0.751 (▲0.008)	0.749 (▲0.002)	0.751 (0.000)	0.753 (0.002)	0.749 (▲0.004)	0.747 (▲0.002)	
日経平均株価 (225種、末値)	21,454	21,206	20,015 [22,765]	21,206 [21,454]	21,276 [22,305]	22,259 [22,468]	20,601 [22,202]	21,276 [22,305]	21,522 [22,554]	20,704 [22,865]
M2平残	(3.7)	(2.7)	(2.5)	(2.3)	(2.5)	(2.5)	(2.6)	(2.3)	(2.3)	(2.4)
広義流動性平残	(3.1)	(1.9)	(1.6)	(1.7)	(1.8)	(2.0)	(1.8)	(1.7)	(1.8)	(1.8)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計		(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.3)	(2.1)
	銀行計		(2.8)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.5)	(2.8)	(2.4)
	都銀等		(2.0)	(1.0)	(1.2)	(1.6)	(2.4)	(2.1)	(2.8)	(2.5)
	地銀		(3.6)	(4.3)	(4.3)	(4.1)	(5.1)	(4.9)	(4.9)	(4.4)
	地銀Ⅱ		(3.0)	(▲0.4)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲6.6)	(▲8.6)	(▲5.6)	(▲5.7)
	信金		(2.7)	(2.1)	(2.0)	(1.7)	(1.4)	(1.5)	(1.3)	(1.2)
実質預金 +CD (平残)	3業態計		(4.2)	(3.4)	(3.2)	(3.1)	(2.5)	(2.6)	(2.6)	(2.3)
	都銀		(5.9)	(4.9)	(4.6)	(4.7)	(3.5)	(3.6)	(3.7)	(3.1)
	地銀		(2.5)	(2.7)	(2.6)	(2.3)	(3.4)	(3.9)	(3.2)	(3.1)
	地銀Ⅱ		(2.1)	(▲1.3)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲6.2)	(▲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

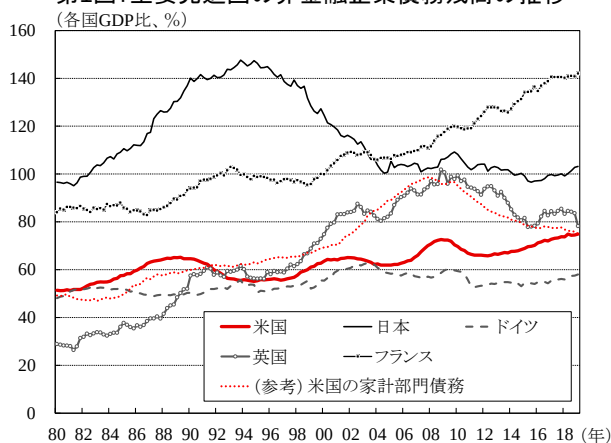
～拡大する企業部門債務をどうみるべきか～

米国企業部門の債務残高は拡大を続けている。FRBの資金循環統計で非金融企業債務残高の名目GDP比をみると、2009年3月末に73.6%と当時のピークを記録した後一時低下したが、再び上昇に転じており、直近6月末時点には73.8%と過去最高を更新した。こうした企業債務の拡大に対して、FRBの金融安定報告書で「企業債務は歴史的な高水準にある」とのリスクが指摘される等、金融不均衡の蓄積を懸念する声もある。

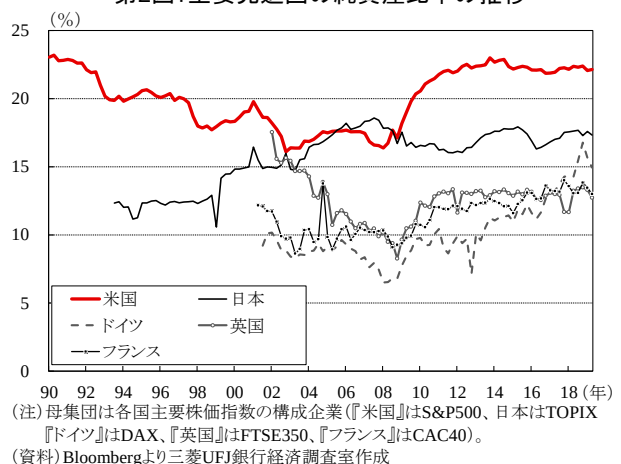
但し、米国の当該比率は上述の通り過去との比較では最高水準にあるものの、国際比較を行うと違った姿がみえてくる。主要先進国の同比率（以下では平仄を合わせる観点から国際決済銀行が公表する値を使用。最新値は3月末時点）をみると、米国は73.8%とドイツ（58.0%）は上回る一方、日本（103.2%）や英国（78.2%）、フランス（142.0%）は下回っている（第1図）。したがって、経済構造の違いには留意する必要があるものの、米国企業部門が先進国経済として限界まで債務を拡大させているかには疑問も残る。また、金融不均衡の蓄積はその規模だけでなくスピードも問題となるが、米国で現在観察されている程度の上昇は、日本のバブル期（1980年代後半～90年代初頭）や同じ米国でもリーマンショック前の家計部門などに比べると相当に次元が異なる。更に、これとは別に上場企業の数字として先進国の代表的な株価指数構成銘柄の純資産比率（純資産÷総資産）をみても、米国ではリーマンショック以降に切り上がっており、足元の水準（20%台前半）は他国と比較してかなり高いだけでなく、歴史的にも高い水準にあることが窺える（第2図）。従って、米国企業は財務の頑健性も相応に維持していると評価してよいだろう。

個別セクターにリスクが偏在する可能性のほか、製造業を中心にみられる実体経済の減速が企業収益、返済原資たるキャッシュフローに悪影響を及ぼしうる点、予防的とはいえFRBの金融政策の緩和方向への転換がこの先債務の過度な拡大を助長するリスクがある点等には留意が必要であるが、現時点で、米国企業部門が全体として後々景気後退を惹き起こしうる程の大きな金融不均衡を蓄積しているとは判断されないのではなかろうか。

第1図：主要先進国の非金融企業債務残高の推移



第2図：主要先進国の純資産比率の推移



（杉江 次郎）

Ⅲ. 欧州

～低迷の際立つドイツの自動車産業は環境規制が重石に～

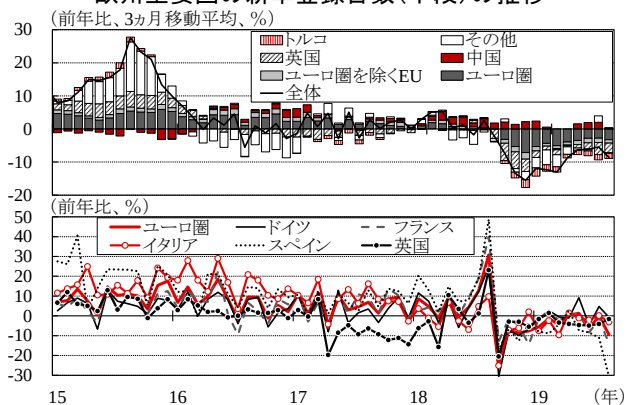
欧州中央銀行（ECB）は9月12日の政策理事会で、①3年半ぶりのマイナス金利深掘り（預金ファシリティ金利を▲0.4%から▲0.5%に引き下げ）に加え、②フォワードガイダンスの強化、③資産購入プログラム（APP）の再開、④中銀当座預金金利の階層化、⑤貸出条件付き長期資金供給オペ第3弾の条件緩和の5つからなる金融緩和策を打ち出した。

ECB がこれほど大きな政策パッケージを打ち出した背景には、米中通商摩擦や英国のEU 離脱などの不透明要因もあるが、やはりユーロ圏景気の低迷、中でも域内最大の経済規模を持つドイツが4-6月期にマイナス成長に陥るほどの不振に陥っていることが大きく影響している。このうち、同国で特に不振なのが製造業、なかんずく自動車産業である。

この要因として、世界最大である中国の自動車市場が縮小している影響を挙げる向きも多いが、ドイツからの自動車輸出（同国自動車生産台数の4分の3以上）の伸び率を確認すると、中国向けは依然概ねプラスで推移しており、寧ろトルコを含む欧州向け輸出が大幅に減少しているのが全体を押し下げていることが分かる（第1図上段）。実際、欧州主要国の新車登録台数をみても殆どの国で前年比マイナス圏に沈んでおり（第1図下段）、ドイツの自動車産業の不振は寧ろ欧州における販売不振が主因とみてよからう。

欧州の自動車販売不振は、英国のEU 離脱を巡る先行き不透明感等、複合的な要因によるものとみられるが、新車登録台数の伸びが昨年9月の自動車排ガス新規制導入を境に非連続にマイナス基調に転じたことを踏まえると、環境規制が強く影響を与えている可能性がある。実際、EU の主要都市ではディーゼル車の乗入禁止が予定され、ドイツの4都市では既に旧排ガス規制レベルのディーゼル車の走行が禁止されている（第1表）。こうした状況下では、現行規制に準拠した自動車が数年後には走行禁止になる可能性が意識され、消費者が購入を手控えていることが考えられる。環境規制厳格化の流れ自体は今後も続くとみられ、当面はドイツの自動車産業、ひいてはユーロ圏景気全体の重石となりそうだ。

第1図：ドイツの仕向地別自動車（除くバス）輸出（上段）と
欧州主要国の新車登録台数（下段）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1表：EU主要都市における自動車環境規制

都市名	時期	ディーゼル	ガソリン
ハンブルク(独)	2018年5月31日	市内2カ所での走行禁止 ^(注1)	通行可
シュトゥットガルト(独)	2019年1月1日	市内全域での走行禁止 ^(注1)	通行可
ダルムシュタット(独)	2019年6月1日	市内2カ所での走行禁止 ^(注1)	ユーロ1～2は走行禁止
ベルリン(独)	2019年8月	市内15カ所での走行禁止 ^(注1)	通行可
パリ(仏)	2024年までに	市内への乗入禁止目標	2030年までに市内への乗入禁止 ^(注2)
ローマ(伊)		通行禁止目標	通行可
マドリード(西)	2025年までに	通行禁止	通行可
ロンドン(英)	2030年までに	中心地への乗入禁止 ^(注2)	
ミラノ(伊)		中心地への乗入禁止 ^(注2)	
アムステルダム(蘭)		通行禁止	
ブリュッセル(白)		通行禁止	

（注）1. 旧排ガス規制レベルのディーゼル車が対象

2. 2025年までにバスは全量ゼロエミッションバスに移行

（資料）各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（山田 遼）

IV. アジア

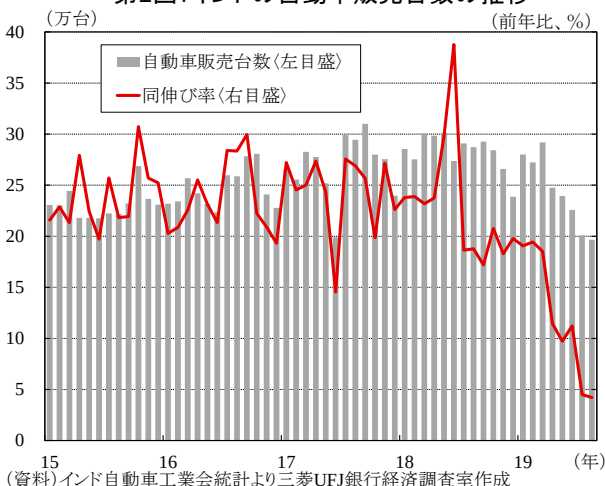
～規制要因等による自動車販売低迷はみられるも基調は堅調なインドの個人消費～

インド経済は今年前半拡大ペースの鈍化がみられ、4-6月期の実質 GDP 成長率は前年比 +5.0%と 2013 年 1-3 月期以来の低水準となった。個人消費が約 4 年半ぶりの低い伸びとなったほか、政府消費の伸びも鈍化し、総固定資本形成も低めの伸びが続いた。

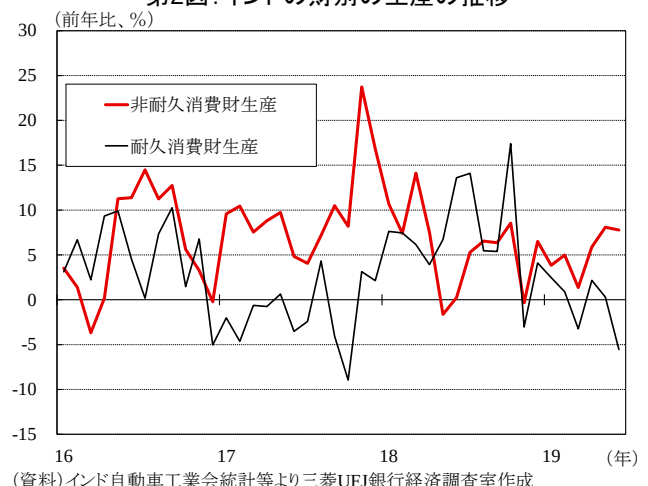
こうした景気減速は、一見世界経済の減速と同期したものにもみえるが、海外景気と連動するはずの輸出は増加していることから、実際にはインド特有の事情によるところも大きい点には注意を要する。というのは、個人消費の減速は主に自動車販売台数の大幅減少による可能性が高く、更にそれは販売金融の不振や来年 4 月に導入予定の新排ガス規制等が関係しているからである。実際、自動車販売の推移をみると昨年後半以降低迷しているが（第 1 図）、個別ノンバンク破綻事案を受けて販売金融業者間に資金調達難が拡大したことや、新規規制導入決定（昨年 10 月）に伴い規制未対応の旧モデルは将来的に走行禁止になるとの思惑が消費者に広がり買い控えの動きがみられたこと等が背景として指摘されており、春先以降は選挙に伴う政策の不透明感（4-5 月）も重なったとみられる。新規規制対応モデルが登場（6 月）した足元は価格上昇等も加わり、落ち込みは更に加速している。

もともと、個人消費の先行きを展望すると、必ずしも悲観する必要はあるまい。まず、金融面では、政府が公営銀行に 7 千億ルピーの資本注入を行い積極的な貸出姿勢をとるよう促す対策を打ち出しているほか、中銀による金融緩和（2 月以降計 1.1%ポイント政策金利を引き下げ）も実施されている。また、政府は 8 月下旬に規制導入後も引き続き旧モデルの走行を認めると明言し、現在の購入が不利益を生まないことを強調している。これらに市場の潜在性（普及率の低さ等）も加味すれば、今後の環境規制にもよるが、自動車販売低迷が長期化する懸念は低いと判断して良いだろう。更に、自動車以外に目を転じれば、例えば生産統計では衣類や食料品等が含まれる非耐久消費財は堅調に推移していること等から（第 2 図）、個人消費の基調は相応に底堅いと考えて良いものと思われる。

第1図：インドの自動車販売台数の推移



第2図：インドの財別の生産の推移



(高瀬 将平)

V. 中国

～米中摩擦長期化で問われる民間企業政策の有効性～

足元の中国経済の実績をみると、米中通商摩擦激化に伴う対米輸出の大幅減少の割に輸出全体はほぼ前年並みに持ち堪えているようにもみえるが、投資、小売売上、生産等の減速や輸入の顕著な減少をみても内需伸び悩みの長期化は明らかである（第1表）。

こうした中、中国がどのような経済対策を取るかは世界中の関心事となっているといっても過言ではないが、7月の中央政治局会議以降明らかになりつつあるのは、通商摩擦の長期化を念頭に、短期的景気刺激策ではなく、成長力の強化に繋がる経済システム改革の推進を強調していることである。中でも最大の主眼は、経済活動の起点となる企業、取り分け昨年11月の講話で習近平国家主席が明らかにした通り民間企業への支援である。

講話に従い、中央政府・地方政府ともに、①減税、②補助金、③金融支援（金融緩和を含む）などの財政金融政策的ツールに加え、④人材開発支援、⑤研究開発支援、⑥規制改革など民間支援策を拡充している（第2表）。中でも金融支援は講話前から金融当局が注力してきたものであるが、直近でも、9月4日の国務院常務会議で、3月の全人代で打ち出した政策の早期実施と一部拡充という形で、銀行向けの預金準備率の引き下げ（9月16日実施、2018年4月以降6回目、一部都市商業銀行向けに上乘せの引き下げあり）が盛り込まれている（なお、他に職業訓練加速・大規模化等が謳われている）。

但し、現時点では政策効果は目立っていない。預金準備率は昨年春から段階的に引き下げられているが、銀行貸出の伸び率の変動は極僅かであるほか、民間企業の資金調達難の原因であるシャドーバンキング残高抑制も続いている。8月に人民銀行は民間銀行が貸出の際に参照する金利の改革を行っているが、これも実質的な低下幅は限定的に止まっている。加えて、歴史的に民間企業は問題を起こさない限り放任されてきた経緯にあるが、習政権は2期目に入り民間企業「支援」とは別に「管理」も強化する動きをみせており、最近も地方政府による大手民間企業への人材派遣が物議を醸すなど、企業行動の萎縮を招く恐れも指摘されている。米中摩擦という難局だけに民間企業政策の有効性が問われよう。

第1表：中国の主な経済指標の推移

	2019年				
	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP(前年比、%)	6.2			n.a.	
輸出(前年比、%)	▲ 2.8	1.0	▲ 1.3	3.3	▲ 1.0
輸入(前年比、%)	4.2	▲ 8.5	▲ 7.3	▲ 5.3	▲ 5.6
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5
小売売上高(前年比、%)	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5
工業生産(前年比、%)	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4
製造業PMI	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5
非製造業PMI	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8
消費者物価(前年比、%)	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8
生産者物価(前年比、%)	0.9	0.6	0.0	▲ 0.3	▲ 0.8

(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2表：政府の主な民間企業支援策

中央政府・金融当局	
中国人民銀行	民間企業支援を目的とした預金準備率引き下げ
国家税務総局	民間企業に対する税負担軽減策
財政部	国家・省レベルの科学技術インキュベーターに対し不動産税、付加価値税を一部免除する税制優遇
雇用当局	民間企業の人材誘致を支援する採用週間を実施
全人代 常務委員会	中央・地方の政府各部門に民間企業・中小企業の発展のための法治環境・ビジネス環境の整備を要請
地方政府	
民間企業救済基金の設立	
新規上場企業や店頭市場新規登録企業に奨励金支給	
金融支援(民間企業向け融資増目標の提示、無闇な融資圧縮禁止等)	
税制優遇、納税困難な民間企業の支払い延期、社会保険料率引き下げ	
市場参入規制緩和、行政手続き簡素化等	

(資料) 中国政府資料・各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（9月）～

1. 原油価格の推移

9月の原油価格（WTI 期近物）は、各国の経済指標や米中、米イラン関係を巡る報道に反応しつつ、中旬まで約 55 ドル（1 バレル当たり、以下同）で推移していたが、14 日にサウジアラビアの石油施設が攻撃され原油供給に支障を来したことを受けて一時 63 ドル台まで急騰した。その後は同国のアブドルアジズ・エネルギー相が、産油量は 9 月中に回復する見通しである旨を発表したこと等から下落し、足元では 55 ドル台で推移している。

2. 需給の動向

（1）需要

原油需要は、世界経済の減速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

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いる。8 月の生産量は前月比でやや増加しているものの、先行きはリグ稼働数の減少を受けて伸びが鈍化する可能性が高い。

OPEC は引き続き需給均衡を目指して協調減産を行っており、8 月の減産順守率は 120%とサウジアラビアの積極的な減産を主因に目標を超過達成している。9 月の産油量は、サウジアラビアの石油施設への攻撃による供給障害の影響もあり、8 月比で減少している公算が大きい。

3. 今月のトピックス

9 月 14 日、サウジアラビアの石油施設が攻撃され、同国の産油量の 58%、世界の産油量の 5.7%に相当する 570 万バレル（日量、以下同）の原油生産が停止した。世界の原油供給余力（321 万バレル）の約 7 割を占めるサウジアラビアでの供給障害は、有事の際の供給余力が相当程度低下することを意味していることから、16 日の原油価格は急騰した。17 日には、同国のアブドルアジズ・エネルギー相が 9 月末までに生産が回復する見通しである旨を発表したが^{（注）}、発表後も先物カーブは攻撃を受ける前と比較して 1～2 ドル程度上方にシフトしており、サウジアラビアの石油関連施設の防御態勢に対するリスク認識が改まり、斯かるリスクが原油市場に不可逆的に織り込まれた可能性を示唆している。

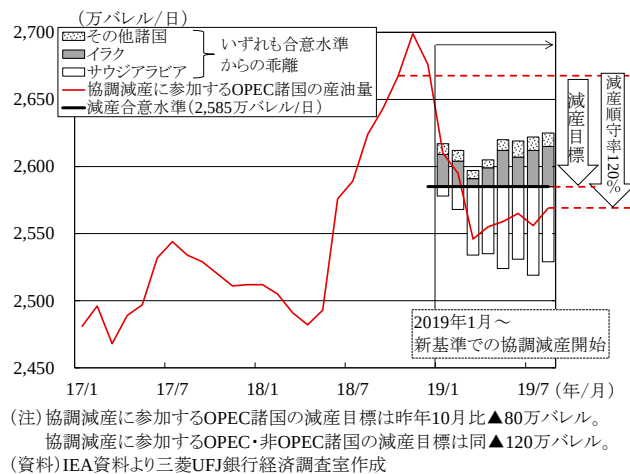
（注）23 日時点で、同国の生産量全体の 85%程度まで回復していると報道されている。

こうしたなか、米国は 20 日、サウジアラビアに米軍を増派すると表明したほか、イラン中央銀行を制裁対象に指定することを発表しており、中東情勢は一段と緊迫化している。

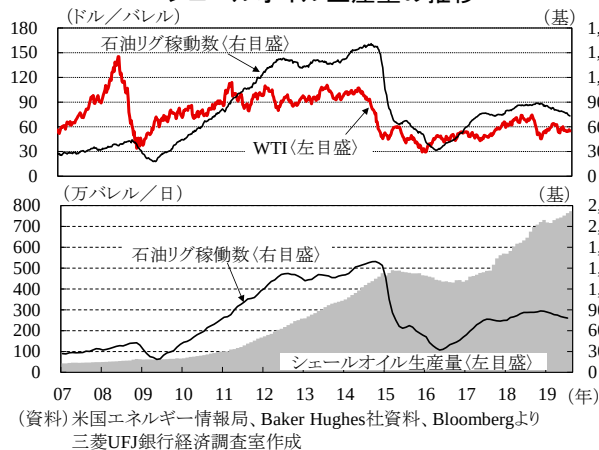
原油価格(WTI期近物)と世界の需給バランスの推移



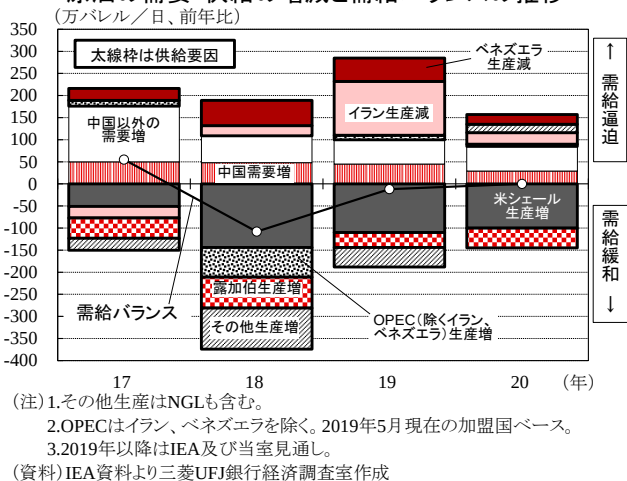
協調減産に参加するOPEC諸国の産油量の推移



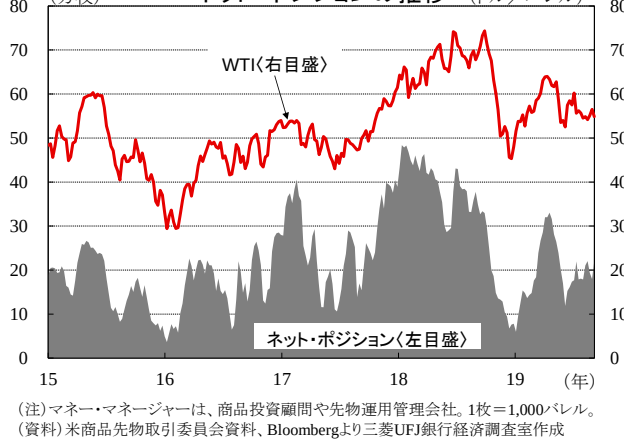
原油価格と米国の石油リグ稼働数及びシェールオイル生産量の推移



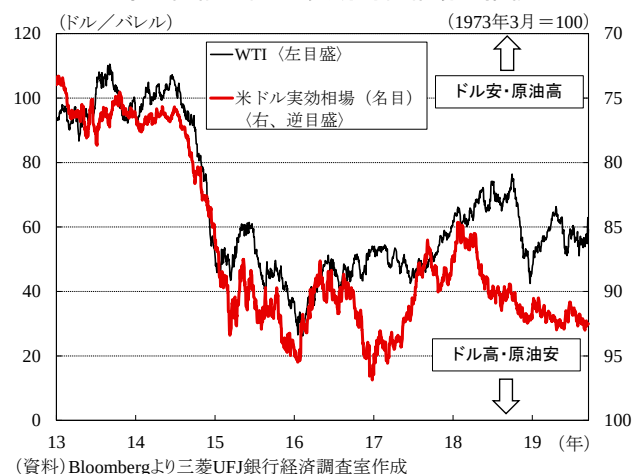
原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移

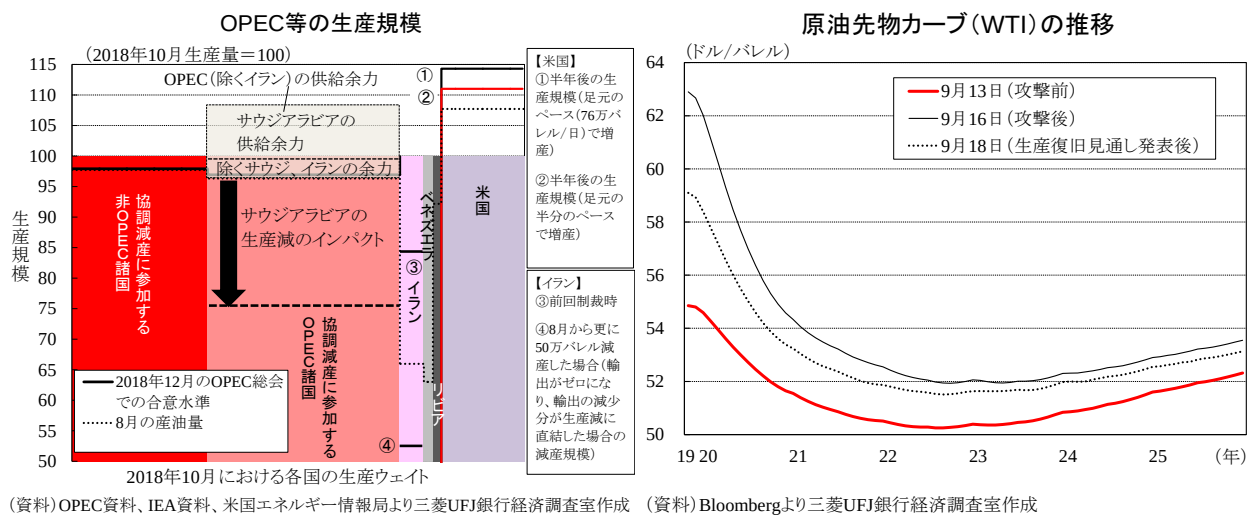


原油価格と投機筋(マネー・マネージャー)のネット・ポジションの推移



原油価格と米ドル実効為替相場の推移





(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、%)		
	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
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	70.97	1,430	3.3	2.8	2.7	2.5	2.3	2.4
先進国・地域	46.32	933	2.3	1.7	1.6	2.0	1.5	1.7
新興国	24.66	497	5.2	4.8	4.8	3.5	3.8	3.7
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.96	100	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
	アジア11カ国・地域	21.50	433	6.0	5.4	5.5	2.3	2.3
	中国	13.41	270	6.6	6.2	6.0	2.1	2.3
	インド(年度ベース)	2.72	55	6.8	6.8	7.0	3.4	3.6
	NIEs4カ国・地域	2.93	59	2.8	1.7	2.1	1.4	1.0
	韓国	1.62	33	2.7	2.0	2.2	1.5	0.9
	台湾	0.59	12	2.7	1.9	2.0	1.4	0.8
	香港	0.36	7	3.0	0.8	1.8	2.4	2.4
	シンガポール	0.36	7	3.1	1.0	1.9	0.4	0.7
	ASEAN5カ国	2.44	49	5.2	4.7	4.8	2.8	2.4
	インドネシア	1.02	21	5.2	5.0	5.1	3.2	3.1
	タイ	0.49	10	4.1	2.8	3.1	1.1	1.1
	マレーシア	0.35	7	4.7	4.4	4.5	1.0	0.7
	フィリピン	0.33	7	6.2	5.8	5.9	5.2	3.3
	ベトナム	0.24	5	7.1	6.5	6.2	3.5	3.1
	オーストラリア	1.42	29	2.8	1.9	2.4	1.9	1.5
米州	米国	20.49	413	2.9	2.3	1.9	2.4	1.9
	中南米6カ国	4.47	90	1.4	0.8	0.8	7.5	9.0
	ブラジル	1.87	38	1.1	0.7	0.5	3.7	4.0
	メキシコ	1.22	25	2.0	0.5	0.7	4.9	3.7
	アルゼンチン	0.52	10	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 2.0	34.3	50.0
欧州	ユーロ圏19カ国	13.67	275	1.9	1.2	1.4	1.8	1.3
	ドイツ	4.00	81	1.5	0.6	1.4	1.9	1.4
	フランス	2.78	56	1.7	1.3	1.4	2.1	1.3
	イタリア	2.07	42	0.9	0.2	0.7	1.2	0.8
	英国	2.83	57	1.4	1.2	1.4	2.5	1.9
	ロシア	1.63	33	2.3	1.3	1.5	2.9	5.0

<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	3.5	3.5	2.6	2.5	2.6
----------------------------------	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

- (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、弊社ホームページでもご覧いただけます。