

経済マンスリー

I. 日本

～回復が期待される半導体サイクルと日本の輸出～

II. 米国

～リベラル色の強い選挙公約が目立つ民主党の
大統領選候補指名争い～

III. 欧州

～英 EU 離脱期限は再度延期、
英国議会は 12 月 12 日の解散総選挙へ～

IV. アジア

～米中摩擦の激化もあり中国企業の東南アジアへの
生産移転が活発化～

V. 中国

～米中摩擦激化に歯止めかかるも
今後のマクロ経済環境改善は依然視界不良～

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（10 月）～

I. 日本

～回復が期待される半導体サイクルと日本の輸出～

1. 実体経済の動向

日本の輸出は減速色を強める海外経済の影響を受けて弱含んでいる。もっとも、世界の製造業や半導体セクターの動きに目を向けると復調の兆しがみられることから、日本の輸出についても先行き下げ止まりが期待できる動きとなっている。

日本の製造業はグローバルサプライチェーンに深く組み込まれていることから、日本の輸出は世界の製造業の動きに概ね連動する（第1図）。この点、世界の製造業 PMI をみると、今年7月頃には一旦底入れの動きをみせており、今後グローバルな生産活動が復調に転じる可能性を示唆しているといえる。問題はそのまま来年に掛けて世界的に製造業が回復していくのかであるが、ここで広範な分野の川上に位置する半導体セクターの動きを確認すると、世界の半導体出荷額が下げ止まっているのが目を引く。これは一義的には2016年後半から翌年にかけてのブームの後に長引いた循環的反動減が一巡してきたことを示すものとみられるが、例えば、世界随一の半導体生産能力を有する台湾の電子部品業の動向をみると、生産や出荷に先行する固定資産投資が大幅に伸びており、半導体サイクルの回復局面を見据えたと思われる積極的な動きが確認できる（第2図）。また、主要な半導体関連企業の業績や投資計画からも底入れ感が窺われる。半導体製品が昨今のデジタル化の動きを受けて家電や自動車、産業機械など多種多様な機械器具に組み込まれるようになっていることを考えると、これは製造業全体の回復に先行する動きとも解釈されうる。

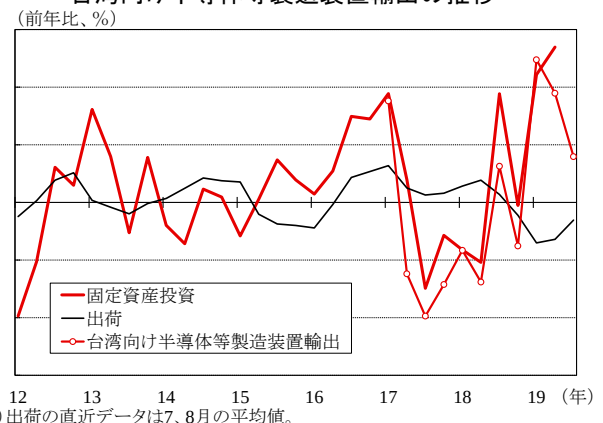
米中通商摩擦の長期化、深刻化等の世界経済の下振れリスクには引き続き警戒が必要だが、半導体セクターを始めとする世界の製造業の底入れを受けて今後日本の輸出が持ち直す可能性は相応にあらう。日本経済が構造的に輸出の好不調の影響を受けやすいことを踏まえると、足元消費増税を受けて個人消費の軟化が懸念される中、これまで弱含みで推移してきた輸出が拡大に転じれば、景気にとって力強い下支えとなり得よう。

第1図：輸出と世界の半導体出荷額、製造業PMIの推移



（資料）財務省、世界半導体市場統計、Markitより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：台湾の電子部品業の固定資産投資、出荷と台湾向け半導体等製造装置輸出の推移



（注）出荷の直近データは7、8月の平均値。

（資料）台湾經濟部統計、財務省統計より三菱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 10 月の決定会合で政策金利等は不変としつつもフォワードガイダンスの修正を行った（第 1 表）。即ち、現状認識として「『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、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢」との判断を示した上で、「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」としつつ、従来の「少なくとも 2020 年春頃まで」という時期への言及を削除した。これにつき黒田総裁は、「緩和方向を意識した日銀のスタンスを明確にした」と述べ、長期的な金融緩和の継続と、将来的なマイナス金利深掘りの可能性を示唆した。

もっとも、マイナス金利の深掘りには依然距離があろう。今回声明文と共に公表された別紙では、先行き、一旦の需給ギャッププラス幅の縮小を織り込みつつも、「均してみれば現状程度のプラスを維持」と予想しており、目先の需給ギャッププラス幅縮小が市場の追加緩和予想へ直結するのを牽制する形になっている。また、景気面では、国内の消費増税の影響は想定範囲内に止まっている模様であるほか、海外でも米中通商協議の部分合意、英国の EU 離脱での離脱協定案修正合意成立や離脱期限再々延期等により政治・政策起因の不透明感はやや後退するなか、製造業は依然軟調ながらも内外の半導体サイクルに持ち直しの兆しがみられるようになっている。更に、足元米国 FRB、欧州 ECB とともに一旦追加金融緩和は打ち止めとする姿勢を滲みだし始めている。これらを踏まえると、為替相場や海外情勢急変等のトリガーがない限り、日銀は当面現状の緩和策を継続し、マイナス金利深掘り等の大きな金融緩和に踏み切る判断には至らないものと予想する。

(2) 為替

ドル円相場は、10 月に入って過度な利下げ織り込みが修正される形で米国金利が上昇し、日米金利差が拡大したこと等から 1 ドル 108 円台で推移した（第 3 図）。その後、FRB が 3 会合連続となる利下げを決定する一方、日銀は大きく動かない中でも円高圧力は強まっていない。先行きは、米国景気の相対的な堅調さはドル高要因であり、FRB の利下げ打ち止め感も考慮すると、現行水準で揉み合い円高が進行する状況には至らないと予想する。

第1表: 10月の金融政策決定会合のポイント

政策金利のフォワードガイダンス	
今回	「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注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。
従来	海外経済の動向や消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している。

「物価安定の目標」に向けたモメンタムの評価	
マクロ的な需給ギャップは、いったん、プラス幅を縮小するとみられる。もっとも、見通し期間を通じて、景気の拡大基調が続くもとで、マクロ的な需給ギャップは、均してみれば現状程度のプラスを維持すると考えられる。	
中長期的な予想物価上昇率は、指標ごとに動きが幾分異なるが、総じてみると、横ばい圏内で推移している。先行き、マクロ的な需給ギャップがプラスを維持していくもとで、中長期的な予想物価上昇率は、上昇傾向をたどると考えられる。	

(資料) 日本銀行資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第3図: ドル円相場と日米10年物国債利回り差の推移



(横田 裕輔、芥子 和史)

主要経済金融指標(日本)
2019年11月1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	5月	6月	7月	8月	9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)	0.4 (0.1)	▲ 0.7 (▲ 0.4)	0.2 (1.3)	0.0 (▲ 0.5)	
鉱工業生産指数	2.9	0.3	1.4 (1.3)	▲ 2.5 (▲ 1.7)	0.6 (▲ 2.3)	2.0 (▲ 2.1)	▲ 3.3 (▲ 3.8)	1.3 (0.7)	▲ 1.2 (▲ 4.7)	1.4 (1.1)
鉱工業出荷指数	2.2	0.2	1.0 (1.1)	▲ 2.1 (▲ 1.6)	1.0 (▲ 2.7)	1.3 (▲ 1.8)	▲ 4.0 (▲ 4.9)	2.7 (1.9)	▲ 1.3 (▲ 4.5)	1.3 (2.0)
製品在庫指数	5.1	0.2	0.9 (1.7)	0.9 (0.2)	0.9 (3.0)	0.5 (1.5)	0.4 (3.0)	▲ 0.2 (2.5)	▲ 0.1 (2.6)	▲ 1.6 (0.7)
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]	106.4 [104.9]	109.8 [104.2]	107.5 [105.5]	110.5 [104.4]	107.9 [105.2]
国内企業物価指数	2.7	2.2	0.1 (2.3)	▲ 0.8 (0.9)	0.4 (0.6)	▲ 0.1 (0.7)	▲ 0.6 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.6)	▲ 0.3 (▲ 0.9)	0.0 (▲ 1.1)
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 (0.8)	▲ 0.1 (0.6)	0.1 (0.6)	0.1 (0.5)	▲ 0.1 (0.3)
稼働率指数 (2015年=100)	102.7	102.5	104.7 [103.8]	100.5 [102.2]	102.4 [103.3]	103.9 [104.0]	101.2 [101.5]	102.3 [101.3]	99.3 [102.8]	
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)	▲ 7.8 (▲ 3.7)	13.9 (12.5)	▲ 6.6 (3.0)	▲ 2.4 (▲ 14.5)	
製造業	9.2	3.8	▲ 4.1 (▲ 0.6)	▲ 7.7 (▲ 8.0)	2.5 (▲ 8.5)	▲ 7.4 (▲ 10.5)	▲ 1.7 (▲ 7.1)	5.4 (▲ 9.4)	▲ 1.0 (▲ 17.4)	
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)	▲ 9.0 (3.0)	30.5 (30.0)	▲ 15.6 (10.2)	▲ 8.0 (▲ 12.1)	
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)	5.0 (▲ 4.2)	▲ 5.0 (▲ 6.2)	0.2 (▲ 3.2)	2.5 (▲ 7.0)	8.6 (7.7)
建設受注	0.7	6.5								
民需	0.6	14.5	(▲ 9.8)	(36.9)	(▲ 12.9)	(▲ 16.9)	(▲ 4.2)	(26.9)	(▲ 25.9)	(▲ 6.8)
官公庁	▲ 5.4	▲ 15.0	(▲ 5.3)	(52.6)	(▲ 10.5)	(▲ 20.8)	(▲ 4.7)	(28.9)	(▲ 28.4)	(▲ 9.3)
公共工事請負金額	▲ 4.3	1.1	(▲ 22.6)	(4.3)	(▲ 16.3)	(▲ 18.1)	(23.0)	(34.4)	(▲ 29.9)	(5.9)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	94.6 (▲ 2.8)	95.3 (0.7)	(3.6)	(5.9)	(4.2)	(10.5)	(1.0)	(28.5)	(2.2)	(4.6)
新設住宅床面積	94.6 (▲ 3.7)	95.3 (1.0)	95.5 (0.6)	94.2 (5.1)	91.8 (▲ 4.7)	90.0 (▲ 8.7)	92.2 (0.3)	91.0 (▲ 4.1)	89.1 (▲ 7.1)	89.7 (▲ 4.9)
小売業販売額	1.9	1.6	(2.3)	(7.6)	(▲ 0.6)	(▲ 4.5)	(5.2)	(1.0)	(▲ 0.8)	(▲ 1.0)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.3	0.0	(2.0)	(0.7)	(0.7)	(1.3)	(0.5)	(▲ 2.0)	(1.8)	(9.1)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	0.3	0.0	0.2 (1.1)	▲ 0.2 (2.0)	0.6 (3.3)	5.5 (6.0)	▲ 2.8 (2.7)	▲ 0.9 (1.0)	2.4 (1.0)	
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	71.7	69.2	68.6 [71.6]	69.8 [71.0]	67.5 [68.8]	71.6 [70.6]	64.2 [66.1]	71.5 [70.9]	70.2 [70.4]	70.4 [70.4]
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.4	▲ 1.7	0.0 (▲ 2.6)	▲ 0.7 (▲ 2.1)	1.0 (▲ 2.4)	1.0 (▲ 2.9)	▲ 0.3 (▲ 2.7)	▲ 0.8 (▲ 0.9)	▲ 1.6 (▲ 2.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.7	0.9	(1.5)	(▲ 0.8)	(▲ 0.1)	(▲ 0.5)	(0.4)	(▲ 1.0)	(▲ 0.1)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	99	1	▲ 40	96	86	82	88	97	95	
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]	1.62 [1.61]	1.61 [1.61]	1.59 [1.62]	1.59 [1.63]	1.57 [1.63]
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	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	48.3 [52.3]	46.0 [49.5]	44.5 [48.7]	44.1 [47.9]	44.0 [48.8]	41.2 [47.1]	42.8 [48.7]	46.7 [48.3]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,367 (▲ 0.2)	8,110 (▲ 3.1)	2,070 (▲ 1.7)	1,916 (▲ 6.1)	2,074 (▲ 1.6)	695 (▲ 9.4)	734 (6.4)	802 (14.2)	678 (▲ 2.3)	702 (13.0)

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	5月	6月	7月	8月	9月
通関輸出	10.8	1.9	(1.3)	(▲3.9)	(▲5.6)	(▲7.8)	(▲6.6)	(▲1.5)	(▲8.2)	(▲5.2)
価格	5.5	2.5	(2.8)	(1.2)	(0.7)	(1.2)	(▲1.2)	(▲3.1)	(▲2.4)	(▲2.9)
数量	5.0	▲0.6	(▲1.4)	(▲5.0)	(▲6.2)	(▲8.9)	(▲5.5)	(1.6)	(▲6.0)	(▲2.3)
通関輸入	13.7	7.2	(11.2)	(▲2.0)	(▲0.1)	(▲1.4)	(▲5.2)	(▲1.1)	(▲11.9)	(▲1.5)
価格	8.9	5.7	(6.9)	(▲0.2)	(0.0)	(▲0.2)	(▲2.0)	(▲7.3)	(▲6.2)	(▲7.8)
数量	4.4	1.4	(4.0)	(▲1.8)	(▲0.1)	(▲1.2)	(▲3.2)	(6.7)	(▲6.1)	(6.8)
経常収支(億円)	221,749	192,434	26,018	59,541	45,676	16,501	12,549	19,999	21,577	
貿易収支(億円)	45,396	6,963	▲6,423	2,141	▲16	▲6,561	7,662	▲745	509	
サービス収支(億円)	▲4,567	▲7,123	▲3,066	3,561	▲1,046	1,677	795	▲2,299	233	
金融収支(億円)	206,805	212,310	27,016	88,169	65,220	31,913	38,471	9,170	16,299	
外貨準備高(百万ドル)	1,268,287	1,291,813	1,270,975	1,291,813	1,322,279	1,307,975	1,322,279	1,316,452	1,331,583	1,322,581
対ドル円レート(期中平均)	110.80	110.88	112.87	110.17	109.85	109.83	108.06	108.22	106.27	107.41

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	5月	6月	7月	8月	9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]	▲0.050 [▲0.061]	▲0.063 [▲0.071]	▲0.071 [▲0.070]	▲0.046 [▲0.059]	▲0.059 [▲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]	0.049 [0.078]	0.049 [0.078]	0.049 [0.091]	0.009 [0.091]	0.009 [0.050]
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]	▲0.095 [0.030]	▲0.165 [0.030]	▲0.160 [0.060]	▲0.280 [0.110]	▲0.215 [0.125]
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)	0.753 (0.002)	0.749 (▲0.004)	0.747 (▲0.002)	0.746 (▲0.001)	
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]	20,601 [22,202]	21,276 [22,305]	21,522 [22,554]	20,704 [22,865]	21,756 [24,120]
M2平残	(3.7)	(2.7)	(2.5)	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.4)
広義流動性平残	(3.1)	(1.9)	(1.6)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	銀行・信金計	(2.8)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.3)	(2.3)
		銀行計	(2.8)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.8)	(2.4)	(2.4)
		都銀等	(2.0)	(1.0)	(1.2)	(1.6)	(2.4)	(2.8)	(2.3)	(2.5)
		地銀	(3.6)	(4.3)	(4.3)	(4.1)	(5.1)	(4.9)	(4.6)	(4.4)
		地銀Ⅱ	(3.0)	(▲0.4)	(▲0.8)	(▲0.8)	(▲6.6)	(▲5.6)	(▲5.7)	(▲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	3業態計	(4.2)	(3.4)	(3.2)	(3.1)	(2.5)	(2.6)	(2.3)	(2.1)
		都銀	(5.9)	(4.9)	(4.6)	(4.7)	(3.5)	(3.7)	(3.1)	(2.7)
		地銀	(2.5)	(2.7)	(2.6)	(2.3)	(3.4)	(3.2)	(3.1)	(3.1)
		地銀Ⅱ	(2.1)	(▲1.3)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲6.2)	(▲5.2)	(▲5.4)	(▲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

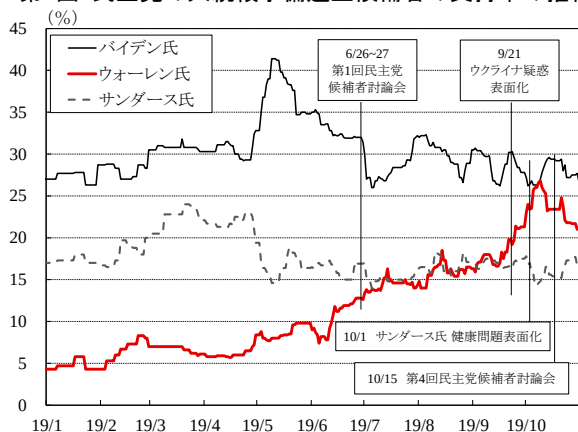
～リベラル色の強い選挙公約が目立つ民主党の大統領選候補指名争い～

米国では次期大統領選挙を約 1 年後に控え選挙運動が活発化してきたが、民主党内の大統領選候補指名争いに目を転じるとエリザベス・ウォーレン上院議員（以下、ウォーレン氏）の躍進が目立つ。ウォーレン氏の支持率推移をみると、今年 1 月時点では 5% 台と最有力候補のジョー・バイデン前副大統領（以下、バイデン氏）から大きく離されていたが、5 月以降順調に支持率が上昇し、10 月 8 日には一時的だがバイデン氏を抜いて指名争い立候補者の中で初めて支持率トップに立った（第 1 図）。過去の大統領選挙をみるといずれにせよ現職大統領の方が有利ではあるが、ウォーレン氏が民主党の大統領選候補となる可能性があることから、同氏が実現を目指す政策に注意を払う必要が出てきたと言える。

ウォーレン氏の選挙公約には、富裕層の純資産への課税実施や勤労者層等を対象とした学生ローン免除、公立大学の無償化、金融業界や巨大テック企業等の大企業を対象とした追加的な法人税の賦課等が含まれており、全体として所得再分配を通じた格差是正重視のリベラル寄りの政策が多い（第 1 表）。こうした政策が実現した場合、勤労者層の支出増が期待できる一方、富裕層の支出や企業の設備投資、米国の立地競争力等については、税負担の増加や規制の強化を受けて先行き不透明感が出てくる可能性もある。

対中政策については選挙公約では明示されていないが、ウォーレン氏は通商協定締結に先立ち全貿易相手国が遵守すべき最低基準を定めるとし、それには勤労者の権利の確保や先住民族や移民等の人権保護、信仰の自由の確保、環境保護等が含まれている。したがって、通商問題解決を主眼とするトランプ大統領よりもウォーレン氏の対中政策の方がより厳格になる可能性を示唆しているとも考えられる。今後は来年 2 月から始まる予備選挙で民主党の候補指名プロセスが正式に開始され、7 月の全国大会で候補者が決定される運びだが、まずは 11 月の第 5 回討論会を経た各立候補者の支持率の変動や、ウォーレン氏と政策理念が似通っているバーニー・サンダース上院議員の動向等に注視が必要であろう。

第1図：民主党の大統領予備選立候補者の支持率の推移



(資料) Real Clear Politicsより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(年/月)

第1表：ウォーレン氏の主な選挙公約

格差是正	学生ローンの免除・公立大学の無償化	・年収25万ドル以下の学生ローン債務者の債務を最大5万ドル免除 ・2年及び4年制公立大学の授業料無償化等
	富裕層への課税強化	・純資産が5,000万ドル以上の富裕層を対象に、純資産額に応じて課税
規制強化	法人課税の強化	・収益が1億ドル以上の企業を対象に、現行の法人税とは別に収益額に応じて課税
	金融業界への規制強化	・グラス・スティーガル法の復活 ・大銀行向けの自己資本、流動性、レバレッジ比率等の規制の再厳格化、プライベートエクイティ業界の改革等
	巨大テック企業への規制強化	・違法で反競争的なテック企業の合併を規制
社会保障	勤労者の権利拡大	・大企業の被雇用者に自社の取締役の40%以上を選出する権利を付与
	国民皆保険制度の導入等	・社会保障給付受給者への給付金を月200ドル引き上げ ・低所得者層や女性等の社会的弱者への給付引き上げ
政治改革	ロビー活動への課税	・ロビー活動費が年50万ドル以上の企業等を対象に、支出額に応じて課税

(資料) ウォーレン氏HPより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(杉江 次郎)

Ⅲ. 欧州

～英 EU 離脱期限は再度延期、英国議会は 12 月 12 日の解散総選挙へ～

10 月 17 日、英国と欧州連合（EU）の交渉団は、メイ前首相時に取り纏めた英国の EU からの離脱協定案に関し、懸案の北アイルランド問題への対応として英国が EU 関税同盟に残留する選択肢もあった「バックストップ条項」を削除する等の修正を行うことで合意に達した（第 1 表）。22 日には、英下院で、EU 離脱に必要な「離脱協定法案（WAB、離脱協定修正案に関する国内関連法案）」の骨子と具体的検討プロセスへの移行につき、賛成 329、反対 299 で可決され、情勢は更に大きく動いた。これら情勢を受け、EU は 29 日、既に提出済の英国の EU 離脱期限延期申請に対し最長 2020 年 1 月末までの離脱期限延期を決定した。

これまで英議会通过したことが無かった離脱協定案に関する法案の骨子が初めて可決された点については、一定の前進感があったと評価されよう。但し、離脱協定修正案では、英国本土と北アイルランドの間で税関チェックが行われることになるため、与党・保守党に閣外協力中の英国本土との一体性を重視する北アイルランド民主統一党（DUP）が反発し、WAB 骨子採決時も反対に回るなど、否定的に見る向きもある。また、WAB の実際の審議や具体的検討プロセスはまだ流動的である。

10 月末の EU 離脱を公約としていたジョンソン首相だったが、WAB 成立まで離脱協定修正案採決を保留する動議が英下院で可決され、他方 WAB の高速審議要請は否決されたため離脱延期は余儀なくされた。しかし、首相は議会勢力図のリセットにより今後の審議・採決を確実にするとみられる意図から 12 月 12 日の総選挙を提案、野党も 10 月末の「合意無しの離脱」の可能性が消失し、与党ペースで当面 WAB 審議が進むことを避けられることになるためこれを承諾、結局総選挙に臨む展開となった。

今回の総選挙は、各党が EU 離脱に関し様々な主張をするなか（第 2 表）、実質的に「二度目の国民投票」の様相を呈している。現在支持率が高い保守党が優位とみられるが、仮に同党が政権を維持することになれば、「合意ありの離脱」の蓋然性は更に高まろう。

第1表: 離脱協定修正案の主なポイント

項目	ポイント
バックストップ	バックストップ条項（移行期間終了（2020年末）までに恒久的解決策の準備が整わない場合、英国全体がEUとの関税同盟に暫定的に残留し、北アイルランドはEUの単一市場の規制に従う）は削除
関税同盟 単一市場	北アイルランドは、2021年に英国の他地域とともにEU関税同盟を離脱し、英国の関税領域にとどまる
	北アイルランドは、同議会の承認に基づき、農産品や製造品、付加価値税の取扱いに関するEUの規制に従う（＝EUの単一市場に残留）
	英国本土からアイルランド島内に流入する物品のうち、EUの単一市場に流入する可能性のあるものについてはEUの関税が賦課される
国境管理	アイルランド島内の国境には物理的な税関などは設けず、税関のチェックは、企業の事業所など、国境から離れた場所で行われる
	通関手続は電子化、簡素化し、英国による英国本土－北アイルランド間におけるEU関税の徴収代行により、アイルランド島内での税関設置を回避
適用期間	北アイルランドにおけるEUルール適用について、移行期間終了後、4年毎に北アイルランド議会の単純過半数による継続の承認を得る必要がある

（資料）欧州連合、各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表: 英国主要政党のEU離脱に関するスタンス

政党	スタンス
現・与党	保守党 党内は強硬離脱派と穏健離脱派に分かれるも、EU離脱支持方針では一致 離脱協定修正案とWABの成立を目指す
	北アイルランド民主統一党 EU離脱自体は支持 離脱協定修正案については、英国と北アイルランドの一体性の観点から「支持できない」と表明し、修正を目指す
現・野党	労働党 党内ではEU離脱派と残留派に分かれる EU離脱に関する国民投票の再実施をマニフェストに掲げる方針 党としてのEU離脱方針は総選挙後に決定する
	自由民主党 EU残留支持 「離脱阻止」を掲げ、国民投票再実施を志向
	スコットランド国民党 EU残留支持 離脱撤回を目指し、国民投票再実施を志向
無議席	ブレグジット党 EUからの早期離脱を目指す 「合意無しの離脱」が唯一の選択肢と主張

（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

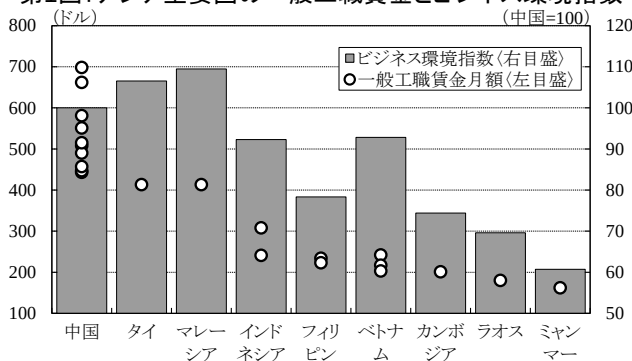
～米中摩擦の激化もあり中国企業の東南アジアへの生産移転が活発化～

中国は安価な労働力等を武器に長らく世界最大の生産拠点としての地位を維持してきたが、2000年代半ば以降、労働需給の逼迫や政府の所得拡大志向等による最低賃金の急速な引き上げを背景に人件費が大きく上昇したことで、生産拠点としての相対的優位性において近隣のアジア諸国の追い上げにあっている。実際、足元のアジア主要国の一般工職賃金を比較すると、東南アジア諸国は中国の主要都市と比較して賃金が安く、単純な人件費の観点では有利となっていることがわかる（第1図）。また、世界銀行が発表しているビジネス環境指数^(注)をみると、タイ、マレーシアは中国を上回っている。かかる状況を踏まえると、外資系企業・中国企業ともにいずれは中国での生産の海外移転を検討する必要に迫られていたといえる。米中摩擦激化により関税や制裁等の形で中国からの対米輸出に対し追加的な負担が賦課されたのはまさにそのタイミングで、昨年後半以降、輸出財生産企業を中心に中国から東南アジア諸国へ生産拠点を移転する話が珍しくなくなっている。

(注) ビジネス環境を起業のし易さ、電力供給の安定性等 10 項目で評価し指数化したもの。評価項目に賃金は含まれない。

生産拠点の移転には設備の建設等を伴うことから、統計への反映には時間を要するものの、意思決定が早いとされる中国企業では一部にその兆しが見え始めている。ASEAN 主要国の中で比較的輸出依存度の高いタイ、マレーシア、ベトナムに対する中国からの直接投資の推移をみると、ベトナムでは昨年中旬以降、大きく増加していることがわかる（第2図）。先行き、その他アジア諸国でも同様に中国企業の投資が増加し、更には外資系企業でも追随する動きが出る可能性がある。米中通商協議については、足元部分合意が報じられているが、米中対立の根底には安全保障上の問題や技術覇権争いが存在することを鑑みれば、中国のビジネス環境を劇的に回復させるような真の合意に至る道のりは非常に険しいと考えられる。また、斯かる状況を受けてアジア各国も積極的に法人税減税等の誘致策を打ち出し始めている。今後、企業の中国から東南アジアへの生産拠点移転が更にどの程度大きな流れになるか、アジア経済を見る上でも注目しておく必要があるだろう。

第1図: アジア主要国の一般工職賃金とビジネス環境指数

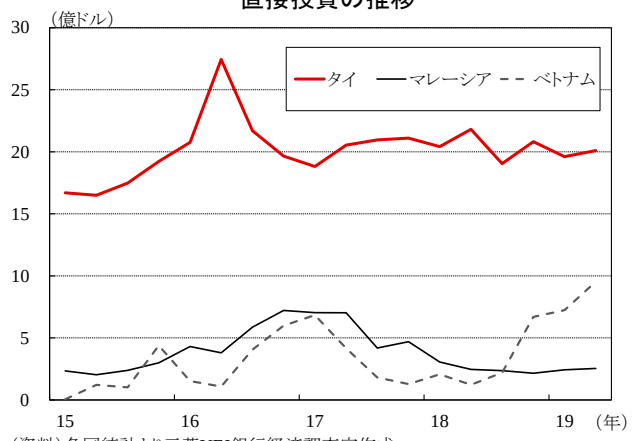


(注) 1. 『一般工職賃金月額』は、日系企業向けに調査した各国主要都市における分布 (18年12月～19年1月)。

2. 『ビジネス環境指数』は、世界銀行が190カ国・地域のビジネス環境を、「電力アクセス」や「建設許可取得手続」、「紛争解決」等10項目で評価。

(資料) 世界銀行等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: タイ、マレーシア、ベトナムに対する中国の直接投資の推移



(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

～米中摩擦激化に歯止めかかるも今後のマクロ経済環境改善は依然視界不良～

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.0%と前期（同+6.2%）から一段と減速した。中国経済に米中通商摩擦のエスカレーションによるマイナスの影響が浸透するなかでも、政府が景気対策を抑制気味に運営していることを反映していよう（第1表）。

米中摩擦の先行きを左右する交渉の動きをみると、10月10～11日の米中閣僚級協議では部分合意が成立し、世界の市場に一旦安堵感が広がった。とはいえ、米国側は同月15日に予定していた年間2,500億ドル相当の対中輸入品に対する税率引き上げ（25→30%）を先送りしたに過ぎない。一方、中国側は、①年間400～500億ドル相当の米農産品輸入、②知的財産権保護強化、③金融分野の市場開放等を約したが、何れも切り易いカードを切るに止めた感がある。というのは、中国政府は既に公言していた改革開放方針に沿って制度変更を進めており、協議に先立つ同月8日には知的財産権保護強化を含む「ビジネス環境改善条例」を採択、11日には証券会社等の出資上限規制撤廃の具体的日程を発表しているからだ。また、協議後の15日には、「外国銀行管理条例」「外国保険管理条例」を改正して銀行・保険分野の参入規制を大幅緩和し、16日には海外投資家による銀行間債券市場利用の利便性向上措置を発表している。双方、最低限の譲歩による制裁の一時休止の色彩が濃く、今後の摩擦緩和によるマクロ経済環境改善の道筋は依然として見通し難い。

中国政府はそれも織り込み済みの模様で、実際、李克強首相は10月14日に一部地方政府首脳を集めた内陸部陝西省の座談会で経済の下振れ圧力拡大に強い警戒感を示し、既に打ち出した減税等諸政策の実行、規制緩和やイノベーション推進、雇用対策を主体とする民生への貢献を促しながらも、大型景気刺激策への言及はなかった。21日公表の銀行貸出時の参照金利も据え置かれたことも踏まえると、海外で意識される「中国リスク」を増幅させかねない債務急増（第1図）を回避する意図が窺える。これは景気の緩やかな減速、債務削減、産業構造転換、外資誘致、社会の安定等全てに目配りしつつ米国との長期の摩擦を戦い抜く道を選択することを意味し、今後さらに難しい舵取りが予想されよう。

第1表：中国の主な経済指標の推移

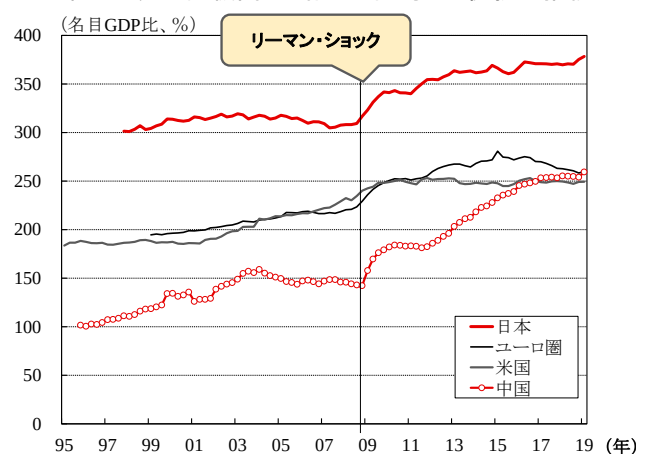
	2019年				
	5月	6月	7月	8月	9月
輸出(前年比、%)	1.0	▲1.3	3.3	▲1.0	▲3.2
輸入(前年比、%)	▲8.5	▲7.2	▲5.3	▲5.6	▲8.5
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4
小売売上高(前年比、%)	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8
工業生産(前年比、%)	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8
製造業PMI	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8
非製造業PMI	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7
消費者物価(前年比、%)	2.7	2.7	2.8	2.8	3.0
生産者物価(前年比、%)	0.6	0.0	▲0.3	▲0.8	▲1.2

(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。

(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：非金融機関(政府+企業+家計)債務の推移



(資料) 国際決済銀行統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（10月）～

1. 原油価格の推移

原油価格は、サウジアラビアの石油関連施設への攻撃を受けた供給懸念から、9月中旬に一時63ドル台（WTI期近物1バレル当たり、以下同）まで急騰したが、各国経済指標の弱含みや米中対立の先行き不透明感等を背景に弱気な需要見通しが優勢となり下落、10月中旬には52-54ドル台での小幅な値動きが続いた。その後、12月に開催予定のOPEC総会及びOPEC・非OPEC閣僚級会合で原油の減産幅拡大が検討されると報じられたこと等により再び56ドル台まで上昇するも、最終週に発表された中国の経済指標を受け、中国経済の減速に伴う原油需要の減退懸念が高まり、足元では54ドル台で推移している。

2. 需給の動向

（1）需要

7-9月期の原油需要は10,129万バレル（日量、以下同）と、世界経済の緩やかな拡大や原油価格の下落が需要を下支えし、前年比+1.3%と増加基調が続いている。

（2）供給

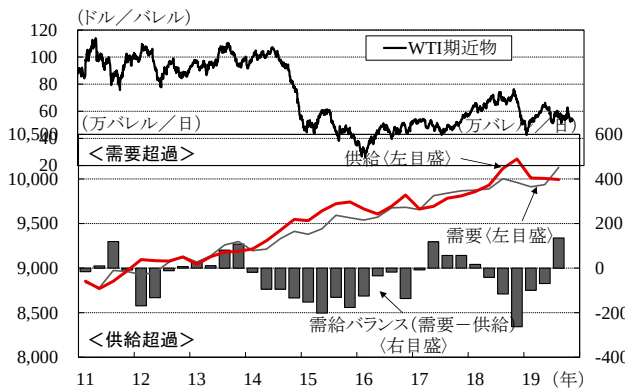
同期の原油供給は9,994万バレルと、OPEC等による協調減産により前年比▲1.2%となった。まず、協調減産に参加するOPEC諸国をみると、サウジアラビアでの供給障害を主因に9月の産油量は2,488万バレル（減産順守率236%）と単月で大きく減産となった。もっとも、生産の基調を規定するのは協調減産持続の方であり、同国の産油量が10月末時点で攻撃前の水準まで回復していても、OPEC諸国全体では依然前年比で減少傾向である。

他方、米国シェールオイル生産量は、781万バレル（7-9月期）、前年比+15.9%と依然増勢を保っている。もっとも、原油価格がシェールオイル生産の採算目線とされる60ドルを割って推移している中でリグ稼働数の減少が継続しており、流石に昨年までの右肩上がりは続かなくなっている。先行きについても、増産ペースの鈍化が続く可能性が高い。

3. 今月のトピックス

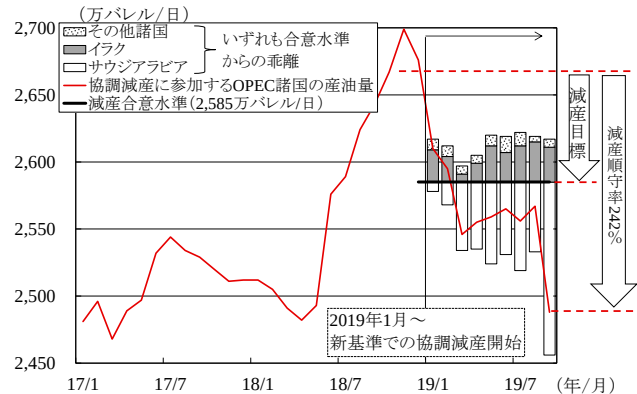
上述の結果、7-9月期の原油需給バランスは、6四半期ぶりに需要超過に転じた。但し、これはやはりサウジアラビアの供給障害の一時的影響によるもので、今後の需給は概ね均衡で推移するとみてよいだろう。需要面では世界経済の減速による需要の伸び鈍化が継続することが予想され、実際、国際エネルギー機関（IEA）は10月の月報で2020年の原油需要の見通しを前回9月の見通しから10万バレル下方修正している。供給面ではサウジアラビアとロシアがOPEC・非OPEC諸国の恒久的な増減産の協調に合意しており、引き続き需給均衡を目指して、需要に合わせた供給量の調整を実施していくとみられる。

原油価格(WTI期近物)と世界の需給バランスの推移



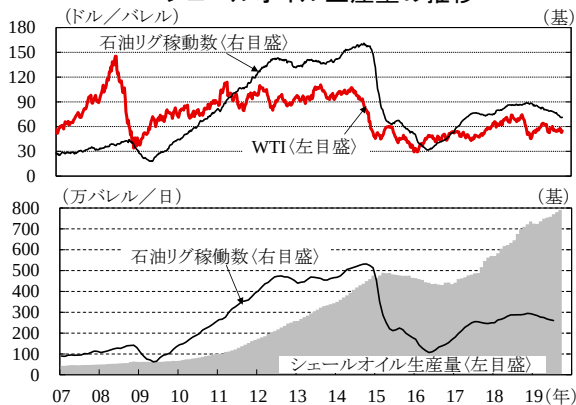
(資料)IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

協調減産に参加するOPEC諸国の産油量の推移



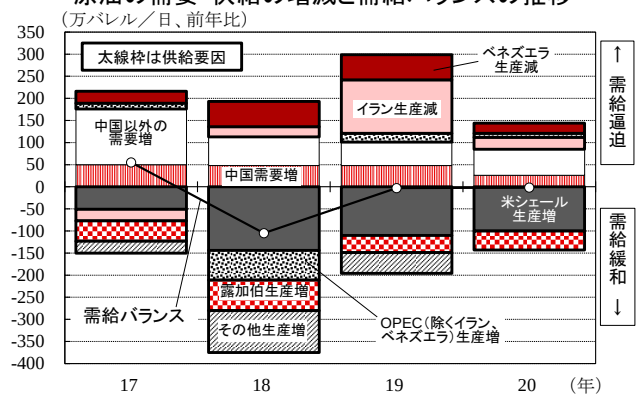
(注)協調減産に参加するOPEC諸国の減産目標は昨年10月比▲80万バレル。
協調減産に参加するOPEC・非OPEC諸国の減産目標は同▲120万バレル。
(資料)IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

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



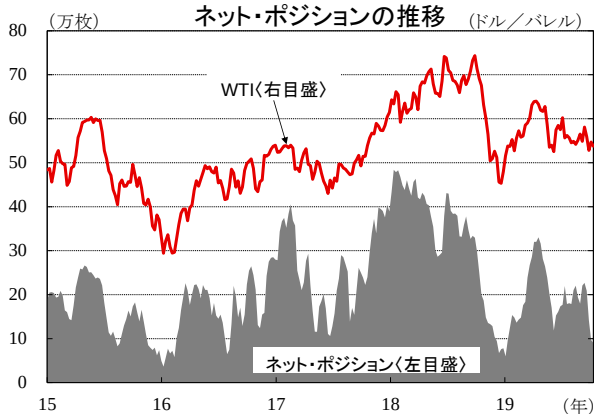
(資料)米国エネルギー情報局、Baker Hughes社資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

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

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

(廣中 愛弓)

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)	71.14	1,434	3.3	2.8	2.7	2.5	2.3	2.4
先進国・地域	46.48	937	2.3	1.7	1.6	2.0	1.5	1.7
新興国	24.67	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	21.58	435	6.0	5.4	5.5	2.3	2.3
	中国	13.37	269	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	3.04	61	2.8	1.7	2.1	1.4	1.0
	韓国	1.72	35	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	2.46	50	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	0.50	10	4.1	2.8	3.1	1.1	1.1
	マレーシア	0.36	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	20.58	415	2.9	2.3	1.9	2.4	1.9
	中南米6カ国	4.46	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	13.64	275	1.9	1.2	1.4	1.8	1.3
	ドイツ	3.95	80	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	2.08	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	1.66	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。