

経済マンスリー

I. 日本

～底打ちの動きがみられる中国向け輸出～

II. 米国

～第 1 段階の合意に達するも、米中対立激化リスクは
今後も根深く残存～

III. 欧州

～英国総選挙では保守党が大勝、次の焦点は EU 離脱後の FTA 交渉～

IV. アジア

～追加緩和の余地が乏しく引き続きバーツ高が外需の重石となるタイ～

V. 中国

～対米通商摩擦が続くなか、政府の経済政策運営方針は
長期安定を意識～

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（12 月）～

I. 日本

～底打ちの動きがみられる中国向け輸出～

1. 実体経済の動向

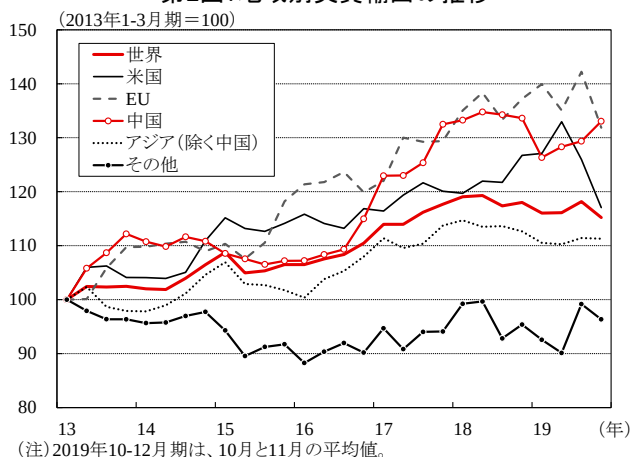
日本の輸出は世界経済の減速や政治・政策等要因の先行き不透明感の継続などを受けて昨年後半以降弱含んでいる。もっとも、今年半ばから地域別の強弱において一つの逆転が発生しているのは注目されるところである。

実質輸出の推移を地域別にみると、昨年後半から今年初めにかけては中国向けの減少と欧米向けの増加が相殺する形で全体としては底割れを回避する格好となっていた。しかし、その後は、米国向けが自動車や一般機械を中心に一転して大幅に落ち込む一方、その下押し圧力を緩和する格好で中国向けが回復の動きを示していることがわかる（第1図）。

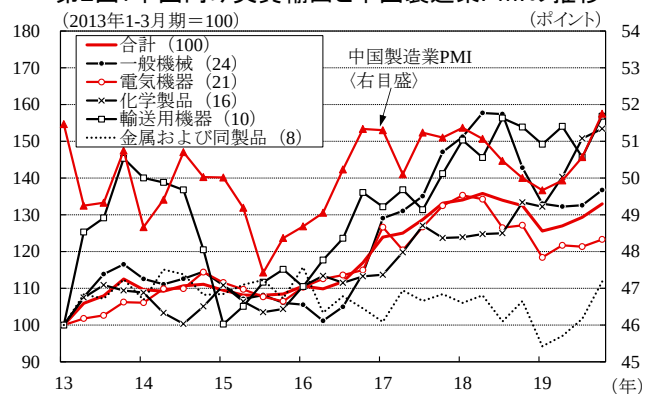
中国向けの実質輸出を財別に確認すると、『輸送用機器』は一進一退の動きが続いているが、『化学製品』が他国向けと同様に依然堅調を維持しているのに加え、金額ベースで上位2項目の『一般機械』や『電気機器』がそれぞれ年初にかけて減少した分を幾分取り戻す形で全体を押し上げている（第2図）。これは中国国内におけるシャドーバンキング規制強化の影響一巡や米中摩擦を受けた対応の浸透等が同国製造業にもプラス材料となっていることを映じた動きと推察され、実際、中国の製造業PMIをみると、日本の中国向け輸出の復調に同期を取る形で足元上昇している。

先行き、米中通商協議の帰趨はなおも不透明であるが、両国の対立が小康状態入りし、且つ中国経済自体も一定の景気対策により緩やかな減速に止まるのであれば、本邦からの中国向け輸出も、回復ペースが急加速するような展開は当面想定し辛いものの、足元の底打ちから緩やかに底固め、底離れへと移行するものとみられる。足元大幅に落ち込んでいる米国向けの輸出に関しても、米国の内需が利下げ効果もあって堅調であることを踏まえると、一方的な落ち込みが続くとは考え難い。輸出シェアの約4割を占める米中両国向けがともに底堅い推移となることで、来年の日本の輸出全体についても緩やかな復調が期待できよう。

第1図：地域別実質輸出の推移



第2図：中国向け実質輸出と中国製造業PMIの推移



2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

日銀は 12 月 18-19 日開催の決定会合で金融政策の現状維持を決めた。黒田総裁は会合後の記者会見で、米中通商摩擦や英国の EU 離脱問題に関して一段の状況悪化が回避されたと評価しつつも、海外経済のリスクは全体としては高い水準にあり、緩和方向を意識した政策運営が引き続き適当であるとしているが、米国 FRB が政策金利を据え置き、暫く様子見を続けると見込まれる中、内外経済の変調や米中摩擦など政治・政策リスクが再燃する事態とならない限りは、日銀は現状程度の金融緩和策を継続するものと考えられる。

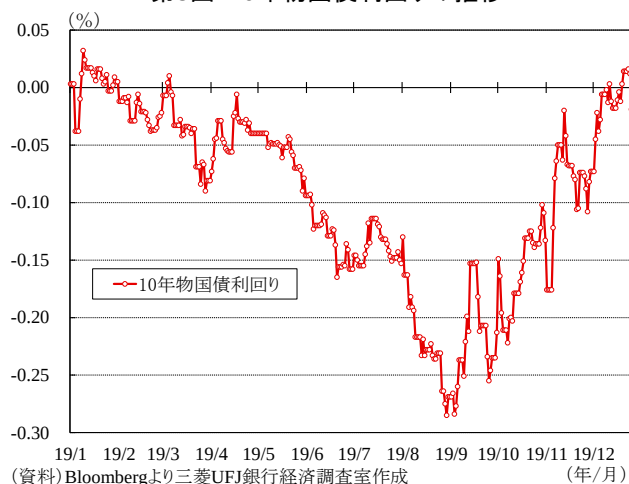
(2) 金融市場

12 月は、米中通商摩擦の緩和や英国による「合意無しの EU 離脱」リスクの低減等を受けて中旬頃から金融市場でリスクオンの流れが強まる展開となった。

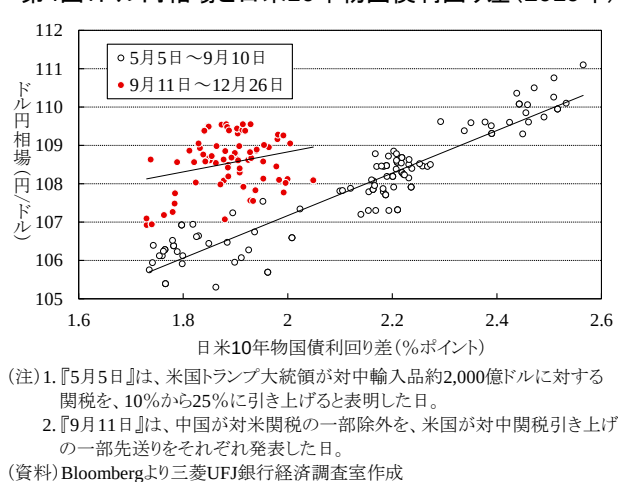
まず債券市場では、10 年物国債利回りが今年 3 月以来となるプラス圏まで上昇した(第 3 図)。同利回りは、米中関係をはじめ各種リスク要因の先行き不透明感が強まっていた 8 月下旬に日銀の想定する変動幅(「ゼロ%程度」を中心に概ね±0.1%の倍程度)を超えて低下する場面もみられたが、その後市場のリスク認識の修正に合わせて反転しており、フォワードガイダンス修正等で日銀が緩和スタンスを明確にした 10 月の決定会合以降も上昇基調が継続してプラス圏に到達した格好となる。但し、この水準では一定の債券投資需要が見込めるため、今後も一方的に金利が上昇するとは限らない点には留意が必要である。

ドル円相場については、1 ドル 109 円台半ばまで円安が進んだ。日米金利差とドル円相場の関係を確認すると、前者が拡大(縮小)すれば後者が上昇(下落)するという関係が緩やかに認められるが、米中間で関税賦課の応酬が続いていた 5 月 5 日～9 月 10 日に比べ、米中協議進展の期待が高まった 9 月以降では円安方向にシフトしていることが分かる(第 4 図)。こうしたシフトは先行き懸念の後退によるリスクオンで円が相対的に売られたためであるが、日米の金利の方向性が当面不変と広く予想されているなか、為替市場の関心は日米金利差以外の材料に向かっているとと言える。米中対立等の帰趨次第で先行き不透明感が再び市場で意識され、金利差不変下でも円高が進展する展開には注意が必要である。

第3図:10年物国債利回りの推移



第4図:ドル円相場と日米10年物国債利回り差(2019年)



(芥子 和史)

主要経済金融指標(日本)
2019年12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	2019年			2019年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.9	0.3	2.6 (0.8)	2.0 (0.9)	1.8 (1.7)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	1.8	0.8	▲ 0.5 (0.3)	0.5 (0.2)	0.5 (1.3)	0.2 (1.2)	0.0 (▲ 0.6)	1.9 (3.4)	▲ 4.3 (▲ 3.3)	
鉱工業生産指数	2.9	0.3	▲ 2.5 (▲ 1.7)	0.6 (▲ 2.3)	▲ 0.5 (▲ 0.8)	1.3 (0.7)	▲ 1.2 (▲ 4.7)	1.7 (1.3)	▲ 4.5 (▲ 7.7)	▲ 0.9 (▲ 8.1)
鉱工業出荷指数	2.2	0.2	▲ 2.1 (▲ 1.6)	1.0 (▲ 2.7)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	2.7 (1.9)	▲ 1.3 (▲ 4.5)	1.5 (2.2)	▲ 4.5 (▲ 7.3)	▲ 1.7 (▲ 7.7)
製品在庫指数	5.1	0.2	0.9 (0.2)	0.9 (3.0)	▲ 1.7 (0.9)	▲ 0.2 (2.5)	▲ 0.1 (2.6)	▲ 1.4 (0.9)	1.3 (2.6)	▲ 1.1 (1.5)
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	101.9	105.0	105.9 [104.3]	106.9 [104.0]	108.8 [105.0]	107.5 [105.5]	110.5 [104.4]	108.4 [105.2]	113.4 [105.1]	115.4 [104.5]
国内企業物価指数	2.7	2.2	▲ 0.8 (0.9)	0.4 (0.6)	▲ 0.6 (▲ 0.9)	0.0 (▲ 0.6)	▲ 0.3 (▲ 0.9)	0.0 (▲ 1.1)	1.1 (▲ 0.4)	0.2 (0.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.7	0.8	▲ 0.2 (0.8)	0.4 (0.8)	▲ 0.1 (0.5)	0.1 (0.6)	0.1 (0.5)	▲ 0.1 (0.3)	0.2 (0.4)	0.2 (0.5)
稼働率指数 (2015年=100)	102.7	102.5	100.5 [102.2]	102.4 [103.3]	100.6 [101.9]	102.3 [101.3]	99.3 [102.8]	100.3 [101.7]	95.8 [104.8]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 0.8	2.8	▲ 3.2 (▲ 2.5)	7.5 (4.1)	▲ 3.5 (▲ 2.7)	▲ 6.6 (0.3)	▲ 2.4 (▲ 14.5)	▲ 2.9 (5.1)	▲ 6.0 (▲ 6.1)	
製造業	9.2	3.8	▲ 7.7 (▲ 8.0)	2.5 (▲ 8.5)	▲ 0.9 (▲ 10.2)	5.4 (▲ 9.4)	▲ 1.0 (▲ 17.4)	▲ 5.2 (▲ 4.4)	▲ 1.5 (▲ 15.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 7.8	2.1	▲ 0.3 (1.8)	13.1 (15.9)	▲ 7.3 (3.6)	▲ 15.6 (10.2)	▲ 8.0 (▲ 12.1)	2.6 (11.8)	▲ 5.4 (2.9)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	7.0	▲ 0.3	▲ 7.4 (▲ 6.9)	2.5 (▲ 6.6)	2.9 (▲ 0.3)	0.2 (▲ 3.2)	2.5 (▲ 7.0)	8.9 (8.1)	▲ 11.9 (▲ 12.0)	▲ 6.1 (▲ 14.5)
建設受注	0.7	6.5		(36.9)	(▲ 12.9)	(▲ 2.7)	(26.9)	(▲ 25.9)	(▲ 6.8)	(6.4)
民需	0.6	14.5		(52.6)	(▲ 10.5)	(▲ 3.9)	(28.9)	(▲ 28.4)	(▲ 9.3)	(17.3)
官公庁	▲ 5.4	▲ 15.0		(4.3)	(▲ 16.3)	(▲ 2.0)	(34.4)	(▲ 29.9)	(5.9)	(▲ 17.5)
公共工事請負金額	▲ 4.3	1.1		(5.9)	(4.2)	(12.2)	(28.5)	(2.2)	(4.6)	(5.1)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	94.6 (▲ 2.8)	95.3 (0.7)	94.2 (5.1)	91.8 (▲ 4.7)	90.0 (▲ 5.4)	91.0 (▲ 4.1)	89.1 (▲ 7.1)	89.7 (▲ 4.9)	87.9 (▲ 7.4)	83.4 (▲ 12.7)
新設住宅床面積	(▲ 3.7)	(1.0)	(7.6)	(▲ 0.6)	(▲ 0.3)	(1.0)	(▲ 0.8)	(▲ 1.0)	(▲ 4.5)	(▲ 10.8)
小売業販売額	1.9	1.6		(0.7)	(0.7)	(2.9)	(▲ 2.0)	(1.8)	(9.2)	(▲ 7.0)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.3	0.0	▲ 0.2 (2.0)	0.6 (3.3)	2.5 (4.1)	▲ 0.9 (1.0)	2.4 (1.0)	5.5 (10.5)	▲ 11.5 (▲ 4.0)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	71.7	69.2	69.8 [71.0]	67.5 [68.8]	72.5 [70.6]	71.5 [70.9]	70.2 [70.4]	75.8 [70.4]	65.2 [70.4]	70.1
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.4	▲ 1.7	▲ 0.7 (▲ 2.1)	1.0 (▲ 2.4)	▲ 1.2 (▲ 1.0)	▲ 0.8 (▲ 0.9)	▲ 1.6 (▲ 2.0)	1.6 (0.0)	0.2 (▲ 1.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.7	0.9		(▲ 0.8)	(▲ 0.1)	(▲ 0.3)	(▲ 1.0)	(▲ 0.1)	(0.5)	(0.0)
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	99	1	96	86	100	97	95	107	109	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.54	1.62	1.63 [1.59]	1.62 [1.61]	1.58 [1.62]	1.59 [1.62]	1.59 [1.63]	1.57 [1.63]	1.57 [1.62]	1.57 [1.63]
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.2	2.4	2.4	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	46.0 [49.5]	44.5 [48.7]	43.6 [48.0]	41.2 [47.1]	42.8 [48.7]	46.7 [48.3]	36.7 [48.6]	39.4 [49.5]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,367 (▲ 0.2)	8,110 (▲ 3.1)	1,916 (▲ 6.1)	2,074 (▲ 1.6)	2,182 (8.2)	802 (14.2)	678 (▲ 2.3)	702 (13.0)	780 (6.8)	727 (1.3)

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	2019年			2019年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
通関輸出	10.8	1.9	(▲3.9)	(▲5.6)	(▲5.0)	(▲1.5)	(▲8.2)	(▲5.2)	(▲9.2)	(▲7.9)
価格	5.5	2.5	(1.2)	(0.7)	(▲2.8)	(▲3.1)	(▲2.4)	(▲2.9)	(▲5.0)	(▲3.1)
数量	5.0	▲0.6	(▲5.0)	(▲6.2)	(▲2.2)	(1.6)	(▲6.0)	(▲2.3)	(▲4.4)	(▲5.0)
通関輸入	13.7	7.2	(▲2.0)	(▲0.1)	(▲4.9)	(▲1.1)	(▲11.9)	(▲1.5)	(▲14.7)	(▲15.7)
価格	8.9	5.7	(▲0.2)	(0.0)	(▲7.1)	(▲7.3)	(▲6.2)	(▲7.7)	(▲9.2)	(▲8.2)
数量	4.4	1.4	(▲1.8)	(▲0.1)	(2.3)	(6.7)	(▲6.1)	(6.8)	(▲6.1)	(▲8.1)
経常収支(億円)	221,749	192,434	59,541	45,676	57,706	19,999	21,577	16,129	18,168	
貿易収支(億円)	45,396	6,963	2,141	▲16	▲225	▲745	509	11	2,540	
サービス収支(億円)	▲4,567	▲7,123	3,561	▲1,046	▲1,665	▲2,299	233	401	▲995	
金融収支(億円)	206,805	212,310	88,169	65,220	70,322	9,170	16,299	44,854	8,799	
外貨準備高(百万ドル)	1,268,287	1,291,813	1,291,813	1,322,279	1,322,581	1,316,452	1,331,583	1,322,581	1,324,468	1,317,322
対ドル円レート(期中平均)	110.80	110.88	110.17	109.85	107.30	108.22	106.27	107.41	108.12	108.86

3. 金融

	2017年度	2018年度	2019年			2019年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
無担保コール翌日物金利	▲0.050	▲0.062	▲0.054 [▲0.048]	▲0.060 [▲0.065]	▲0.059 [▲0.063]	▲0.071 [▲0.070]	▲0.046 [▲0.059]	▲0.059 [▲0.059]	▲0.022 [▲0.060]	▲0.043 [▲0.070]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.065	0.062	0.037 [0.078]	0.049 [0.084]	0.022 [0.077]	0.049 [0.091]	0.009 [0.091]	0.009 [0.050]	0.009 [0.050]	0.018 [0.050]
新発10年国債利回り	0.045	▲0.095	▲0.095 [0.045]	▲0.165 [0.030]	▲0.215 [0.125]	▲0.160 [0.060]	▲0.280 [0.110]	▲0.215 [0.125]	▲0.150 [0.130]	▲0.080 [0.085]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.817	0.751	0.751 (▲0.008)	0.749 (▲0.002)	0.738 (▲0.011)	0.747 (▲0.002)	0.746 (▲0.001)	0.738 (▲0.008)	0.741 (0.003)	
日経平均株価 (225種、末値)	21,454	21,206	21,206 [21,454]	21,276 [22,305]	21,756 [24,120]	21,522 [22,554]	20,704 [22,865]	21,756 [24,120]	22,927 [21,920]	23,294 [22,351]
M2平残	(3.7)	(2.7)	(2.3)	(2.5)	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.8)
広義流動性平残	(3.1)	(1.9)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.7)	(2.0)	(2.5)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.8)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.1)	(2.3)	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(2.1)
貸出残高 (平残)										
銀行計	(2.8)	(2.2)	(2.4)	(2.6)	(2.3)	(2.4)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.3)
都銀等	(2.0)	(1.0)	(1.6)	(2.4)	(2.2)	(2.5)	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(2.2)
地銀	(3.6)	(4.3)	(4.1)	(5.1)	(4.3)	(4.4)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
地銀Ⅱ	(3.0)	(▲0.4)	(▲0.8)	(▲6.6)	(▲5.7)	(▲5.7)	(▲5.7)	(▲5.7)	(▲5.7)	(▲5.7)
信金	(2.7)	(2.1)	(1.7)	(1.4)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
3業態計	(4.2)	(3.4)	(3.1)	(2.5)	(2.3)	(2.1)	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(3.0)
実質預金 +CD (平残)										
都銀	(5.9)	(4.9)	(4.7)	(3.5)	(3.1)	(2.7)	(3.1)	(3.4)	(3.6)	(4.2)
地銀	(2.5)	(2.7)	(2.3)	(3.4)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.4)
地銀Ⅱ	(2.1)	(▲1.3)	(▲2.0)	(▲6.2)	(▲5.4)	(▲5.4)	(▲5.4)	(▲5.5)	(▲5.5)	(▲5.3)

(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

～第1段階の合意に達するも、米中対立激化リスクは今後も根深く残存～

米中政府は12月13日、通商協議において知的財産権や技術移転、貿易拡大等7つの項目を含む第1段階合意に達した旨をそれぞれ発表した（第1表）。この合意成立を受け、米国は同月15日に予定していた対中輸入品約1,600億ドル相当への関税措置実施を見送り、また正式署名から30日後には今年9月に発動済の対中輸入品約1,100億ドル相当への追加関税も引き下げる予定としている（15%⇒7.5%）。なお、正式署名につきライトハイザー米国通商代表部（USTR）代表は「2020年1月第1週を目指す」としている。

米中通商摩擦が世界経済の下押し圧力となってきたことを考えると、今回の合意はポジティブな材料であることは間違いない。しかし、これで両国の対立が根本的な解消に向かうと考えるのは早計であろう。両国が公表したプレスリリースの内容には隔たりがあるほか、合意内容履行のハードルも高いからである。USTRの公表資料では、中国は2017年の対米財・サービス輸入額をベースとしつつ「今後2年間合計で少なくとも2,000億ドル輸入を増やす」とされているが、仮に増加目標額を2020年、2021年で均等按分すると年間で2,863億ドル（＝2017年実績1,863億ドル＋1年当たり目標額1,000億ドル）の輸入が必要となり、これは2019年実績（足元実績を年率換算）の1,688億ドルを約70%も上回る極めて高い水準となる（第1図）。合意内容の履行状況を監視する仕組みの導入も予定されていることから、目標達成が不可能になった場合、合意不履行を理由とした米国の関税措置復活、それに対する中国の対抗措置といった今年何度も見られた米中摩擦の激化が再び繰り返される可能性もある。

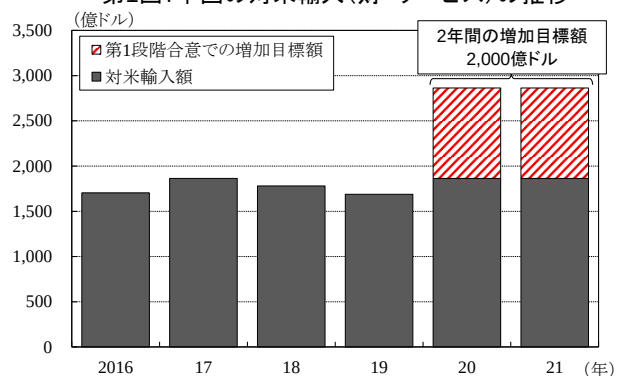
また、第1段階の合意には、貿易赤字の拡大や雇用の喪失に繋がると米国が批判する中国政府による産業補助金の見直し等、両国の主張が激しく対立する論点は含まれていない。これらは第2段階以降の交渉で議論の俎上に載せられるとみられるが、第1段階以上に合意のハードルは高く、交渉の難航は必至である。足元米中対立は小康状態にあるが再激化リスクを強く孕んでいるという解釈が相当であり、引き続き警戒は怠れない状況といえる。

第1表：米中通商協議の第1段階合意の概要

米国側発表分		中国側発表分 内容
項目	内容	
1. 知的財産権	営業秘密、製薬関連の知的財産権、海賊版、偽造品等に関する問題への対応	米国側と同様、 ①知的財産権 ②技術移転 ③食品・農産品 ④金融サービス ⑤為替・通貨 ⑥貿易の拡大 ⑦双方による評価・紛争解決 の7項目で合意と発表（但し、貿易の拡大に関する数値目標等の詳細な内容は発表されず）
2. 技術移転	中国の不公平な技術移転慣行への対応	
3. 農業	貿易に係る構造的な障壁の撤廃、米国の農畜産品輸出の劇的な拡大	
4. 金融サービス	米国金融サービス事業者に対する営業・投資障壁の撤廃	
5. 通貨	通貨政策の透明性確保、不公平な通貨慣行の是正	
6. 貿易の拡大	中国は2017年の対米財・サービス輸入額をベースとしつつ今後2年間合計で少なくとも2,000億ドル輸入を増やし、2021年以降数年間も同様の軌道で輸入を拡大	
7. 紛争解決	合意内容の履行を確保する仕組みの導入	

（資料）USTR、中国国務院プレスリリースより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：中国の対米輸入（財・サービス）の推移



（注）1. 2019年は足元までの実績を年率換算。

2. 2020、2021年の対米輸入額は2017年実績をベースとし、2年間の増加目標額を2020年、2021年で均等に配分したケースを図示。

（資料）米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（杉江 次郎）

Ⅲ. 欧州

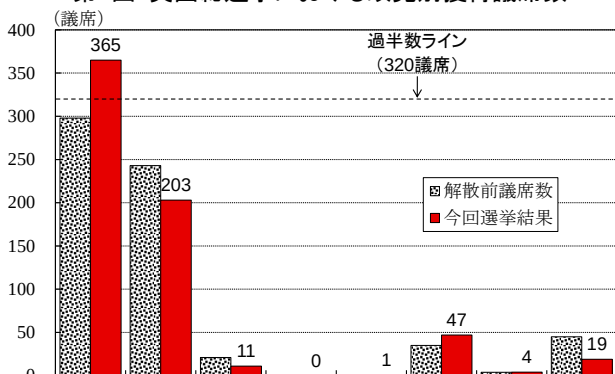
～英国総選挙では保守党が大勝、次の焦点は EU 離脱後の FTA 交渉～

英国の EU 離脱の帰趨を決することとなった 12 月 12 日の英国総選挙では、与党・保守党が全 650 議席の過半数を大幅に超える大勝を収めた（第 1 図）。これを受け、ジョンソン首相と EU の交渉団が先に合意した離脱協定修正案に基づく 2020 年 1 月末の「合意ありの EU 離脱」となることはほぼ確実となった。

離脱後は 2020 年末までの移行期間に入り、この間英国と EU は自由貿易協定（FTA）交渉を進めることになる。移行期間中に FTA が成立しない場合、2020 年末に実質的に「合意無しの離脱」となってしまうことになるが、過去最短とされる EU・韓 FTA の通商交渉でも約 4 年を要していることから、現状のままでは FTA の交渉期間として十分でないとの見方が多い。移行期間は 1 度に限り最長 2022 年末まで延長可能だが（2020 年 7 月 1 日までに英・EU 間で合意される必要あり。尚、EU は延長に応じるとみられる）、まず必要とされる英国側からの延長申請については、早くもジョンソン首相が離脱協定修正案の国内関連法案に移行期間の延長を禁じる条項を新たに盛り込み、改選後の英下院において当該法案骨子が可決されている。これは交渉戦術の 1 つとも考えられるが、このまま法案が成立する公算は高く、既に「実質合意無し離脱」のリスクが高まっていると言えよう。

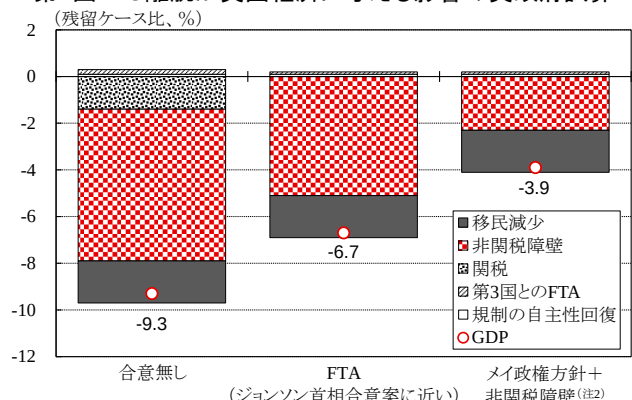
また、離脱協定修正案のうち、将来の EU との関係性に関する「政治宣言」をみると、メイ前首相が取り纏めた合意案には盛り込まれていた「財分野の規制を EU に合わせることを検討する旨の条項」が削除されるなど、非関税障壁の拡大が避けられない内容で、仮に FTA が成立したとしても、財貿易への強い逆風が予想される。実際、昨年 11 月公表の英政府試算でも、現修正案に近いケースでは、新たな経済関係への移行から 15 年後の英国の GDP 水準は残留ケース比▲6.7%と、メイ前首相合意案に近いケース（同▲3.9%）より影響が大きいとしている（第 2 図）。実際の影響は FTA の内容次第だが、FTA が成立したとしても、英国経済が被る負の影響は小さくない点には改めて注意が必要であろう。

第1図：英国総選挙における政党別獲得議席数



(注) 過半数は全議席のうち正副議長と議決権を行使しないシン・フェイン党を除く
(資料) 英国議会より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：EU離脱が英国経済に与える影響の英政府試算



(注) 1. 新たな経済関係への移行から15年後のGDPの水準を比較
2. 当試算はメイ政権方針より非関税障壁が大きくなる前提で英政府が算出
(資料) 英国政府より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(山田 遼)

IV. アジア

～追加緩和の余地が乏しく引き続きパーツ高が外需の重石となるタイ～

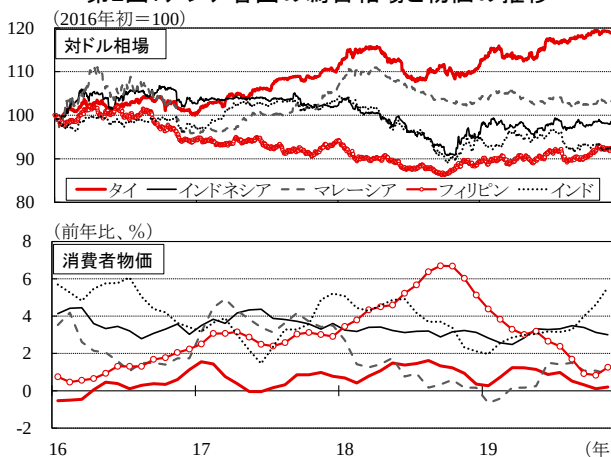
タイパーツ高が続いている。タイパーツの対ドル相場をみると、年前半は一時弱含む局面もみられたものの、足元 1 ドル＝30 バーツ台前半と約 6 年ぶりの水準にあり、アジア地域のなかで独歩高の状況が続いているといえる（第 1 図）。

タイはアジア通貨危機以降、対外バランス改善に注力してきた結果、経常収支が名目 GDP 比＋10%以上とその他アジア諸国と比べて黒字幅が厚いことに加え、近年の物価上昇率がその他アジア諸国の中で相対的に低いこともあって、安全通貨、購買力平価両方の観点からパーツ高圧力が加わり易い。これは、高金利によって通貨価値を維持する必要性が少ない（金融政策の自由度が高い）ことを意味し、実際、タイの政策金利は 2018 年までの米国の金融引き締め局面において相対的に上昇幅が小幅に止まっている（第 2 図）。

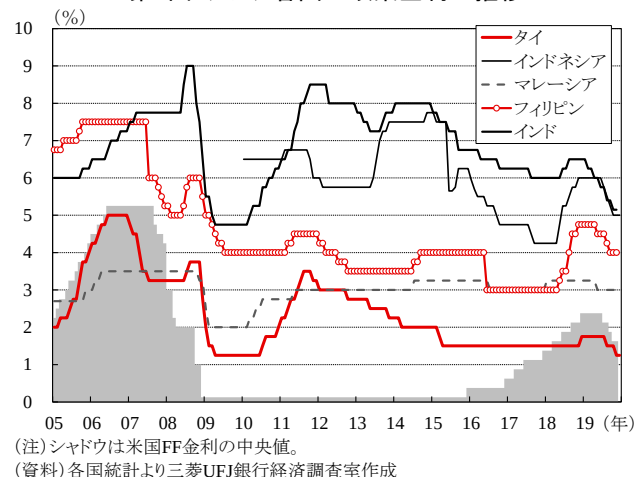
もっとも、足元のパーツ高進行は「為替相場の安定」の域を超えて輸出産業や観光業の逆風となっており、それに対する打ち手が様々な制約に直面している点には注意を要する。まず金融政策では、政策金利の引き下げという手段がありうるが、タイ中央銀行は 11 月に 0.25% の利下げを行った後、12 月は据え置きを余儀なくされている。これは、今後の緩和措置を残す必要があったためとされているが、金利の絶対水準が低下し過ぎて金融政策の自由度に制約が生じている可能性が示唆されることに加え、5 月に米国から為替観察対象国に指定されていることも見逃せない。このため同行は、11 月に資本流出規制の緩和措置（輸出収益の国内持込免除、海外証券投資の規制緩和、海外送金の規制緩和、国内での外貨建金取引の許可）も発表しているが、パーツ買い圧力の多くは海外投資家によるとみられるなか、国内企業・投資家を対象とした資本流出促進策がどこまで有効かは未知数であろう。

先行き、国内的な対策に限られる一方で、米国が当面政策金利を据え置く公算が大きいことから、パーツ高が続く外需の不振を通じて国内景気に下押し圧力をかける可能性がある点には注意を要する。

第1図：アジア各国の為替相場と物価の推移



第2図：アジア各国の政策金利の推移



(高瀬 将平)

V. 中国

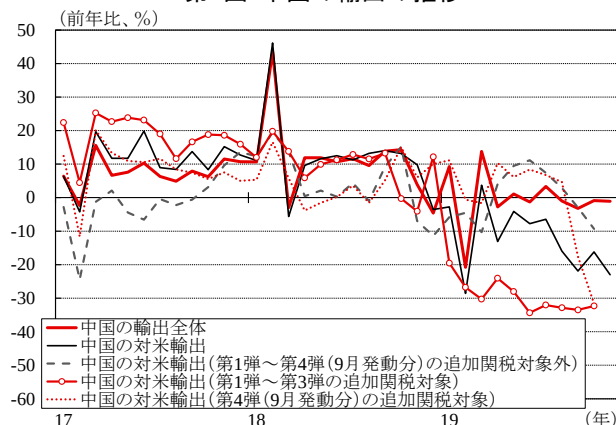
～対米通商摩擦が続くなか、政府の経済政策運営方針は長期安定を意識～

米中政府は12月13日、通商協議の第1段階合意に達した旨をそれぞれ発表した(詳細は経済マンスリー[米国]ご参照)。中国の対米輸出は昨年末以降急減しており、直近11月も前年比▲23.0%と輸出全体(同▲1.1%)を強く下押ししていることから(第1図)、今回の合意により更なる追加関税応酬が回避されたことは評価できる。もっとも、米中対立の本質は安全保障問題や技術覇権争いであることを踏まえれば、一時的な休戦に止まる可能性は否定できず、関税や先行き不透明感を通じ中国経済への重石が続くものと思われる。

こうしたなか注目されるのは中国政府の経済政策運営方針だが、12月10-12日に開催された中央経済工作会议(翌年の経済政策方針を決定する会議)では、来年の6大重要政策の第1項で「革新」、「協調」等の行政運営指針が打ち出され、続く第2項では「貧困脱却」が掲げられた。昨年の同会議では「製造業の質の高い発展」と「強大な国内市場の形成」が第1項及び第2項で掲げられたことと比べると、来年は足元の景気減速を受けて、雇用対策等の民生安定により力点を置いた政策運営が意識されていると考えられる。実際、財政政策は引き続き「積極的」とした上で、賃金や基本的民生の保障について触れている(第1表)。

但し、実際の景気対策は大規模なものではなく、経済の長期的安定を意識した継続性のあるものとなりそうだ。特に金融政策では、「民間・零細企業の資金調達難・調達コストの問題を改善する」としつつも、昨年同様「穏健」のスタンスを維持し、「社会融資総量の伸びは経済成長に見合うものとする」ことが決定されている。加えて、不動産政策については改めて「投機対象ではない」と明示し、景気対策手段として利用しないことが念押しされている。過剰債務削減等に起因する構造的な景気減速や対米通商摩擦等の下押し圧力が続きつつも、中国政府としては過剰な景気対策や金融緩和で将来に禍根を残すことは避ける構えであり、目先の小幅な成長率低下は容認しつつ、国有企業改革や対外開放等の長期的な経済成長に資する構造改革を進める姿勢が改めて確認できたといえよう。

第1図: 中国の輸出の推移



第1表: 中央経済工作会议の概要抜粋

財政政策	・積極的な財政政策を継続。 ・財政政策は質と効率の向上に力を入れる。一般支出を圧縮し、重点分野の保障を確りと行い、賃金や基本的民生を保障する。
金融政策	・社会融資総量の伸びは経済成長に見合うものとし、引き続き経済全体の負債比率の安定を維持。 ・製造業の中長期融資を増やし、民間や零細企業の資金調達難、調達コストの問題を改善。
不動産政策	・「不動産は住むもので、投機対象ではない」という位置付けを維持。 ・各地域に合った政策を実施。
対外政策	・改革開放を深化させ、外資誘致と保護を強化。 ・多国間、2国間の自由貿易協定交渉を加速。

(資料) 中国国务院資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(伊勢 友理)

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（12月）～

1. 原油価格の推移

12月の原油価格は、月初の OPEC プラス^(注) 閣僚級会合等による減産幅拡大決定（後述）を受け、59 ドル台（WTI 期近物 1 バレル当たり、以下同）まで上昇した。その後、米中通商協議が第 1 段階の合意に達したとの発表があり、原油需要を左右する世界経済の先行きに対する警戒感が後退したことや、米ダウ工業株 30 種平均が連日史上最高値を更新するなど世界的な市場のリスクオンの流れが原油市場にも波及したこと等を背景に、更に上昇し、足元では 61 ドル台で推移している。

（注）石油輸出国機構（OPEC）及び、ロシアなど協調減産に協力する非 OPEC 産油国

2. 需給の動向

（1）需要

世界経済の緩やかな拡大が原油需要を下支えしており、7-9 月期の実績は前年比+0.9%、10-12 月期の見込み（当行概算値）は同+1.9%と、増加基調が続いている。

（2）供給

原油供給は、OPEC プラスが原油価格下支えを目的に実施している需給均衡のための減産分を米国シェールオイルの増産分が幾分上回るなかで減少幅が縮小する傾向にあり、7-9 月期の実績は前年比▲1.2%、10-12 月期は同▲0.5%（当行概算値）の見込みとなっている。

米国シェールオイルに関しては、7 週連続で減少が続いていたリグ稼働数が、12 月に入り増加に転じたほか、DUC 井戸（掘削済であるが水圧破碎等の仕上げ工程が未完成の井戸）を最終破碎することで、生産量が増加している。

他方、OPEC 諸国をみると、11 月の減産順守率はサウジアラビアの自主的な減産目標超過達成を主因に 154%と 100%を大きく超えており、抑制された生産水準で推移している。

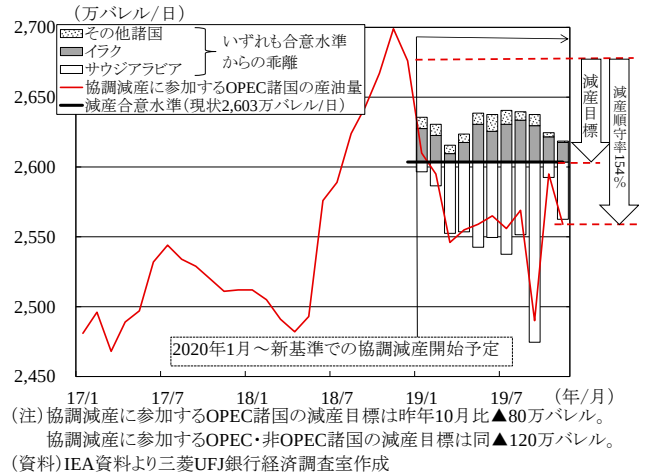
3. 今月のトピックス

今月 5-6 日に開催された OPEC 総会及び OPEC プラス閣僚級会合では、2020 年 1 月以降の協調減産幅（2018 年 10 月の生産実績からの減産幅）を現行の 120 万バレル（日量、以下同）から 170 万バレルに拡大する決定がなされた。同時にサウジアラビアは減産幅の自主的な上積み継続（40 万バレル）を表明したことから、実質的な OPEC プラスの減産量は 210 万バレル程度となる。これを OPEC プラスの 11 月の減産量実績（計 150 万バレル程度）と比較した場合は、サウジアラビアが 11 月比+20 万バレル、同国以外の OPEC 諸国が同+15 万バレル、非 OPEC 諸国が同+25 万バレルの追加減産が必要という計算となる。2020 年 3 月 5-6 日の OPEC プラス閣僚級会合等では、協調減産の延長是非が判断されるが、まずは今回の追加減産の合意が順守されるかどうか焦点となろう。

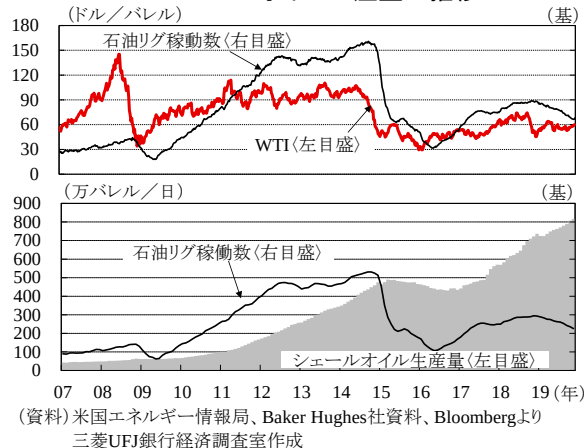
原油価格(WTI期近物)と世界の需給バランスの推移



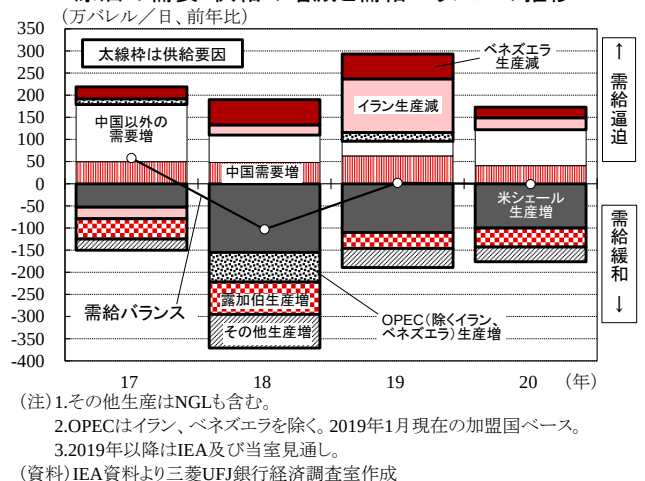
協調減産に参加するOPEC諸国の産油量の推移



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



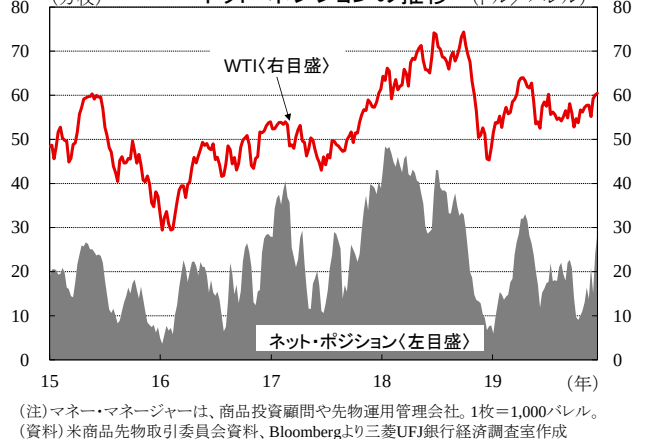
原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



原油価格と米ドル実効為替相場の推移



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



(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)	71.13	1,439	3.3	2.7	2.6	2.5	2.4	2.5
先進国・地域	46.46	940	2.2	1.7	1.5	2.0	1.4	1.6
新興国	24.67	499	5.2	4.6	4.8	3.5	4.2	4.2
日本(年度ベース)	4.94	100	0.3	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6
アジア11カ国・地域	21.58	437	6.0	5.3	5.3	2.3	2.6	2.9
中国	13.37	270	6.6	6.1	5.8	2.1	2.9	3.0
インド(年度ベース)	2.72	55	6.8	6.1	7.0	3.4	3.6	4.1
NIEs4カ国・地域	3.04	61	2.8	1.4	1.9	1.4	0.8	1.3
韓国	1.72	35	2.7	1.9	2.2	1.5	0.5	1.2
台湾	0.59	12	2.7	2.2	2.0	1.4	0.7	1.0
香港	0.36	7	3.0	▲ 1.3	0.5	2.4	2.3	2.4
シンガポール	0.36	7	3.1	0.8	1.9	0.4	0.6	1.0
ASEAN5カ国	2.46	50	5.2	4.7	4.8	2.8	2.3	2.8
インドネシア	1.02	21	5.2	5.0	5.1	3.2	3.1	3.6
タイ	0.50	10	4.1	2.7	3.0	1.1	0.7	1.1
マレーシア	0.36	7	4.7	4.4	4.5	1.0	0.7	1.9
フィリピン	0.33	7	6.2	5.8	5.9	5.2	3.3	3.1
ベトナム	0.24	5	7.1	6.8	6.6	3.5	2.6	3.2
オーストラリア	1.42	29	2.7	1.8	2.4	1.9	1.5	1.8
米国	20.58	416	2.9	2.3	1.9	2.4	1.8	2.0
中南米6カ国	4.46	90	1.4	0.7	1.4	7.5	9.5	8.8
ブラジル	1.87	38	1.1	0.9	1.5	3.7	3.8	3.6
メキシコ	1.22	25	2.0	0.1	1.5	4.9	3.7	3.5
アルゼンチン	0.52	11	▲ 2.5	▲ 3.0	▲ 2.0	34.3	55.0	50.0
ユーロ圏19カ国	13.64	276	1.9	1.2	1.2	1.8	1.2	1.4
ドイツ	3.95	80	1.5	0.5	1.0	1.9	1.4	1.4
フランス	2.78	56	1.7	1.3	1.3	2.1	1.2	1.4
イタリア	2.08	42	0.9	0.2	0.6	1.2	0.7	1.0
英国	2.83	57	1.4	1.3	1.4	2.5	1.8	1.8
ロシア	1.66	34	2.3	1.1	1.6	2.9	4.5	3.5

<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	3.3	3.4	2.6	2.7	2.8
----------------------------------	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

- (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。