

経済マンスリー

[日本]

米中貿易摩擦を背景に減速感が強まる輸出

1. 実体経済の動向

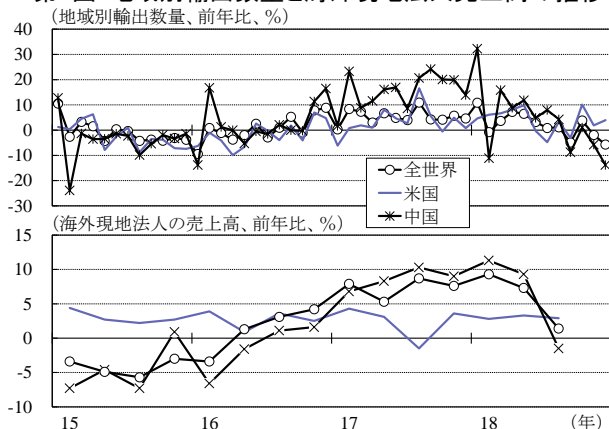
米中通商対立が続く中で輸出の減速感が強まっている。2018 年 12 月の貿易統計の輸出数量指数は、前年比▲5.8%と前月に続き減少した。国別では、米国向けは同+3.9%とプラスを維持する一方、中国向けが同▲13.8%と落ち込み、全体を大きく押し下げた（第 1 図）。日本企業の中国現地法人業績をみても、販売の 7 割が中国国内向けで追加関税の直接的影響が限定的とみられる中でも、2018 年後半から売上が急減しており、現地での投資の様子見や納入先を通じた最終製品の輸出減等、間接的な影響が現れ始めたとみられる。

言うまでもなく、輸出減少は企業収益を下押しする。輸出と企業の売上高の推移を確認すると、製造業は元より、商社や物流など非製造業の売上高との連関性も強い（第 2 図）。足元の企業収益は、直近 7-9 月期まで 9 四半期連続で対前年増益と堅調を維持しているが、人手不足による人件費の増加を増収効果でカバーする構造となっており、輸出の落ち込みが一段と進めば、こうした構図が崩れかねない。

もともと、輸出全体に占める中国向けの割合は約 2 割であるが、同じく 2 割程度を占める米国向けは堅調を維持しており、外需が全面的に崩れている状態ではない。また、12 月の法人企業景気予測調査の結果をみても、来年度の売上見通しを「今年度並み」や「増加する」とみる企業が全体の 7 割を占め、内需が底堅い中で、企業が必ずしも先行きを悲観的に見ているわけではないことが確認される。足元で原油価格が下落したことも、投入物価の低下という意味において企業収益にとっては明るい材料といえる。

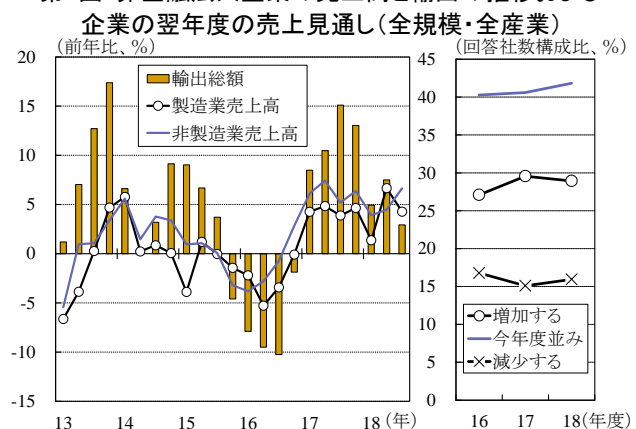
これらを踏まえると、輸出の減速が直ちに企業収益の悪化を通じた国内景気失速に繋がる状況にないとみられる。ただし、10 月に消費増税を控える中で、中国の景気落ち込みに米国の失速が重なるような場合には日本経済に変調を来すおそれがある。関税引き上げの猶予期限が 3 月 1 日に迫る米中通商協議の先行きと影響には十分な警戒が必要である。

第1図：地域別輸出数量と海外現地法人売上高の推移



(注)「海外現地法人の売上高」は、ドル建て換算時の前年比
(資料)財務省、経済産業省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：非金融法人企業の売上高と輸出の推移および



(注)「売上見通し」の調査時点は各年の11月中旬。2018年度は11月15日時点。
(資料)財務省、内閣府統計より三菱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

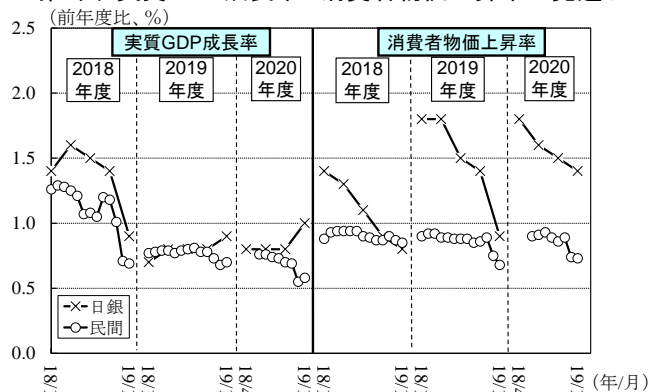
日銀は1月22-23日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。展望レポートでは、経済に対する中心的な見方に変更はないものの、海外経済を巡る下振れリスクが強まっている旨が付記され、リスク認識を引き上げた様子が見取れる。また、物価について、消費者物価見通しの中央値は、原油価格の急落を主因に2019年度を中心に大きく下方修正されている(第3図)。昨年7月の「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」は、金融政策の正常化へ向けた第一歩と考えられたが、海外経済への警戒感が高まり、物価目標への距離も遠のくなか、正常化への動きは当面見送られるものとみられる。一方、一部では追加緩和の観測が出始めたものの、今年度の中間決算で地銀の6割超が減益となるなど、長期の低金利環境による金融仲介機能への影響などを踏まえれば、思い切った緩和には動きづらい状況と考えられる。実際、黒田総裁は会見で、昨年末から年初にかけてリスクオフの動きを「やや過敏」と評したほか、マイナス金利の導入に繋がった前回の原油価格下落局面と現下の違いを強調しており、こうした追加緩和の観測と距離を置く発言をしている。これらを踏まえれば、日銀は当面、現状政策を維持するものとみられる。

(2) 為替

ドル円相場は、昨年終盤の海外経済の減速懸念の広がりや世界的な金融市場の軟化を受けて円高が進行し、年初の薄商いの中、1月3日には1ドル105円を割り込んだ。その後、金融市場が落ち着きを取り戻すにつれて値を戻し、足元1ドル109円台で推移している。

ドル円相場と日米実質金利差の関係から判断すれば、幅をもって見る必要はあるものの、足元は1ドル110円程度の水準感であり、少なくとも金利差からは一段と円高が進行する状況ではない。長期的な推移をみても、心理的な節目といわれる1ドル100円を大きく割り込んだのは阪神淡路大震災後と、リーマン・ショックからアベノミクス前の、世界的な金融ショックや大規模災害が重なっていた期間に限られる(第4図)。リスクイベントが生じた際には円高に振れるものの、とりわけ近年は短期間で修正されており、先行きも日米金利差は引き続き存在することから急激な円高の進行・定着は避けられると予想する。

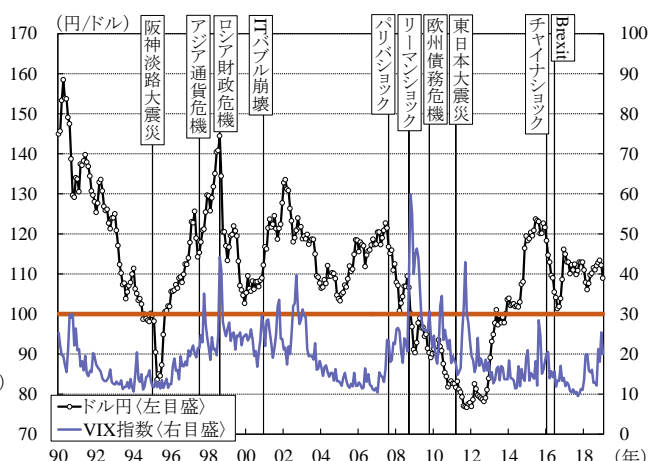
第3図: 実質GDP成長率と消費者物価上昇率の見直し



(注)『日銀』は政策委員による見通しの中央値、『民間』は「ESPフォーキャスト調査」に基づく民間調査機関(約40)の見通しの平均値。いずれも、消費税引き上げの直接的な影響を除くベース。

(資料)日本銀行、日本経済研究センター資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第4図: ドル円相場とVIX指数の推移



(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)
2019年1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)

	2016年度	2017年度	2018年			2018年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP成長率(前期比年率)	0.9	1.9	▲1.3 (1.2)	2.8 (1.4)	▲2.5 (0.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.6	1.8	▲0.5 (1.3)	0.9 (1.1)	▲0.8 (0.1)	0.4 (0.8)	▲1.1 (▲1.3)	2.1 (2.5)	▲0.3 (1.2)	
鉱工業生産指数	0.8	2.9	▲1.1 (1.8)	1.2 (1.2)	▲1.3 (▲0.1)	0.3 (0.2)	▲0.4 (▲2.5)	2.9 (4.2)	▲1.0 (1.5)	
鉱工業出荷指数	0.6	2.2	▲1.3 (0.8)	2.1 (1.6)	▲1.9 (▲0.5)	1.8 (0.6)	▲2.0 (▲2.9)	3.5 (5.7)	▲1.2 (0.9)	
製品在庫指数	▲1.4	5.2	3.0 (5.2)	▲2.6 (2.4)	1.2 (3.5)	▲0.2 (2.8)	1.2 (3.5)	▲1.3 (▲0.7)	0.1 (0.6)	
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	100.7	102.2	106.6 [100.2]	104.1 [100.3]	104.6 [99.6]	102.7 [98.1]	105.2 [100.6]	104.7 [105.0]	102.4 [101.5]	[101.3]
国内企業物価指数	▲2.4	2.7	0.6 (2.5)	0.6 (2.4)	0.9 (3.0)	0.0 (3.0)	0.3 (3.0)	0.4 (3.0)	▲0.3 (2.3)	▲0.6 (1.5)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲0.2	0.7	▲0.1 (0.9)	0.4 (0.7)	0.2 (0.9)	0.2 (0.9)	0.1 (1.0)	0.1 (1.0)	0.0 (0.9)	▲0.1 (0.7)
稼働率指数 (2015年=100)	99.2	102.7	101.9 [100.7]	103.2 [102.8]	101.4 [102.5]	102.7 [103.1]	101.2 [102.8]	105.2 [102.8]	106.3 [103.4]	[105.1]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.5	▲0.8	3.3 (0.2)	2.2 (8.0)	0.9 (4.8)	6.8 (12.6)	▲18.3 (▲7.0)	7.6 (4.5)	▲0.0 (0.8)	
製造業	▲4.6	9.2	2.5 (10.6)	5.5 (17.8)	▲2.0 (8.5)	6.6 (13.9)	▲17.3 (▲5.5)	12.3 (3.9)	▲6.4 (▲0.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	4.3	▲7.8	3.4 (▲6.9)	▲0.4 (0.3)	3.5 (2.0)	6.0 (11.6)	▲17.1 (▲8.0)	4.5 (5.1)	2.5 (1.4)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	0.3	7.0	▲0.7 (8.0)	0.7 (4.0)	▲1.5 (1.6)	3.6 (1.8)	▲2.0 (▲1.3)	5.4 (7.2)	▲3.9 (1.6)	
建設受注	4.0	0.7	(2.6)	(▲7.4)	(▲2.2)	(0.5)	(1.0)	(▲16.5)	(▲10.7)	
民需	5.1	0.6	(1.0)	(1.3)	(1.1)	(▲0.1)	(9.4)	(▲10.1)	(▲9.2)	
官公庁	8.4	▲5.4	(▲0.4)	(▲29.9)	(▲17.7)	(0.8)	(▲13.5)	(▲25.4)	(▲7.4)	
公共工事請負金額	4.1	▲4.3	(▲15.6)	(1.5)	(▲4.3)	(▲2.2)	(▲7.6)	(9.5)	(▲5.2)	(4.6)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	97.4 (5.8)	94.6 (▲2.8)	89.2 (▲8.0)	96.8 (▲1.8)	95.3 (▲0.2)	95.7 (1.6)	94.3 (▲1.5)	95.0 (0.3)	95.7 (▲0.6)	
新設住宅床面積	(4.1)	(▲3.7)	(▲9.2)	(▲3.6)	(▲0.9)	(0.5)	(▲1.6)	(2.2)	(0.8)	
小売業販売額	▲0.2	1.9	(1.4)	(1.3)	(2.2)	(2.7)	(2.2)	(3.6)	(1.4)	(1.3)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲1.6	0.2	1.1 (0.6)	▲1.4 (▲1.3)	1.4 (1.0)	3.5 (2.8)	▲4.5 (▲0.5)	1.8 (1.0)	1.1 (0.3)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	72.1	71.7	71.4 [73.0]	69.4 [74.6]	70.2 [70.3]	70.7 [70.3]	69.9 [70.3]	70.0 [71.2]	70.6 [71.7]	[70.9]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲0.7	0.5	▲1.0 (▲1.2)	1.3 (0.3)	▲2.7 (▲2.5)	▲0.2 (▲1.9)	▲0.6 (▲3.6)	2.2 (0.0)	▲0.6 (▲2.6)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.7	(1.0)	(1.7)	(0.9)	(0.6)	(0.7)	(1.1)	(1.7)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	102	99	3	▲17	▲36	▲29	▲39	▲41	▲43	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.39	1.54	1.59 [1.44]	1.60 [1.49]	1.63 [1.52]	1.63 [1.52]	1.64 [1.53]	1.62 [1.55]	1.63 [1.56]	[1.59]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.0	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.5	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	46.4	50.5	49.1 [48.7]	48.1 [49.2]	48.0 [50.3]	48.7 [50.0]	48.6 [51.1]	49.5 [52.0]	51.0 [54.1]	48.0 [53.9]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,381 (▲3.5)	8,367 (▲0.2)	2,041 (▲1.8)	2,107 (▲3.7)	2,017 (▲0.7)	694 (8.6)	621 (▲8.5)	730 (▲0.4)	718 (6.1)	622 (▲10.6)

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)

	2016年度	2017年度	2018年			2018年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	8月	9月	10月	11月	12月
通関輸出	▲3.5	10.8	(4.9)	(7.5)	(2.9)	(6.6)	(▲1.3)	(8.2)	(0.1)	(▲3.9)
価格	▲6.0	5.5	(0.8)	(1.8)	(4.0)	(5.4)	(3.7)	(4.3)	(2.1)	(2.1)
数量	2.7	5.0	(4.1)	(5.6)	(▲1.1)	(1.1)	(▲4.9)	(3.8)	(▲1.9)	(▲5.8)
通関輸入	▲10.2	13.7	(7.5)	(7.5)	(12.4)	(15.5)	(7.1)	(20.0)	(12.5)	(1.9)
価格	▲10.0	8.8	(3.6)	(6.1)	(10.3)	(10.5)	(10.1)	(8.8)	(7.9)	(4.1)
数量	▲0.2	4.4	(3.7)	(1.4)	(1.9)	(4.5)	(▲2.7)	(10.3)	(4.3)	(▲2.2)
経常収支(億円)	210,188	218,127	58,821	49,775	57,137	18,270	18,486	13,099	7,572	
貿易収支(億円)	57,851	45,936	7,246	10,661	617	▲2,529	3,193	▲3,217	▲5,591	
サービス収支(億円)	▲13,813	▲5,378	2,127	▲6,118	▲1,645	158	▲242	▲2,330	121	
金融収支(億円)	247,407	196,174	75,622	53,095	44,004	20,421	31,940	15,479	11,205	
外貨準備高(百万ドル)	1,230,330	1,268,287	1,268,287	1,258,748	1,259,673	1,259,305	1,259,673	1,252,873	1,258,264	1,270,975
対ドル円レート(期中平均)	108.37	110.80	108.20	109.05	111.44	111.06	111.89	112.78	113.37	112.45

3. 金融

	2016年度	2017年度	2018年			2018年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	8月	9月	10月	11月	12月
無担保コール翌日物金利	▲0.045	▲0.050	▲0.048 [▲0.042]	▲0.065 [▲0.054]	▲0.063 [▲0.054]	▲0.059 [▲0.049]	▲0.059 [▲0.058]	▲0.060 [▲0.037]	▲0.070 [▲0.048]	▲0.068 [▲0.042]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.057	0.065	0.078 [0.056]	0.084 [0.056]	0.077 [0.062]	0.091 [0.056]	0.050 [0.056]	0.050 [0.063]	0.050 [0.063]	0.050 [0.063]
新築10年国債利回り	0.065	0.045	0.045 [0.065]	0.030 [0.075]	0.125 [0.060]	0.110 [0.010]	0.125 [0.060]	0.130 [0.065]	0.085 [0.035]	▲0.010 [0.045]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.847	0.817	0.817 (▲0.011)	0.789 (▲0.028)	0.775 (▲0.014)	0.786 (▲0.002)	0.775 (▲0.011)	0.777 (0.002)	0.772 (▲0.005)	
日経平均株価 (225種、末値)	18,909	21,454	21,454 [18,909]	22,305 [20,033]	24,120 [20,356]	22,865 [19,646]	24,120 [20,356]	21,920 [22,012]	22,351 [22,725]	20,015 [22,765]
M2平残	(3.6)	(3.7)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(2.9)	(2.8)	(2.7)	(2.3)	(2.4)
広義流動性平残	(1.9)	(3.1)	(2.6)	(2.5)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(1.9)	(1.9)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.8)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.1)
	銀行計	(2.4)	(2.8)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.5)
	都銀等	(1.2)	(2.0)	(0.7)	(0.5)	(0.7)	(0.7)	(1.1)	(1.1)	(0.9)
	地銀	(3.5)	(3.6)	(3.5)	(4.1)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.3)	(4.4)
	地銀II	(3.1)	(3.0)	(2.8)	(0.6)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.8)	(▲0.9)
信金	(2.3)	(2.7)	(2.5)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.8)	(4.2)	(3.5)	(3.8)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.4)	(3.1)
	都銀	(5.5)	(5.9)	(4.9)	(5.2)	(5.3)	(5.2)	(5.2)	(4.8)	(4.5)
	地銀	(2.3)	(2.5)	(2.2)	(2.8)	(3.0)	(3.0)	(2.9)	(2.8)	(2.4)
地銀II	(2.1)	(2.1)	(1.6)	(▲0.2)	(▲1.3)	(▲1.3)	(▲1.4)	(▲1.7)	(▲1.8)	

(注) 新築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

照会先：三菱UFJ銀行 経済調査室 横田 裕輔 yuusuke_yokota@mufg.jp
 芥子 和史 kazufumi_keshi@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、金融商品の販売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思わ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。