

経済マンスリー

I. 日本

～出生数の国際比較とイノベーション～

II. 米国

～米中は第1段階の通商合意に達するも前途は多難～

III. 欧州

～上昇を続けるドイツの住宅価格～

IV. アジア

～中国からの“回帰投資”の流れが今後も見込まれる台湾～

V. 中国

～新型肺炎の長期化リスク等には要注意～

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（1月）～

I. 日本

～出生数の国際比較とイノベーション～

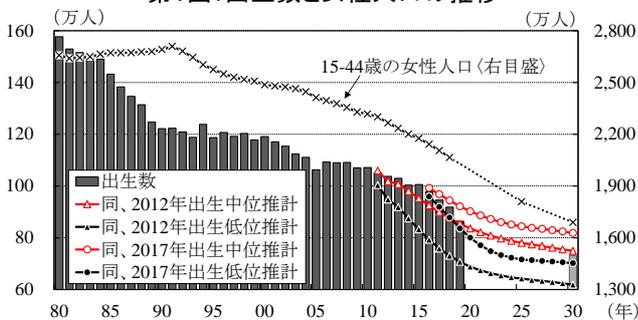
1. 実体経済の動向

昨年末に公表された 2019 年の日本人の国内出生数（推計値）は 86.4 万人となった（第 1 図）。90 万人を切る水準は耳目を集めるものであったが、同時に注目されたのはその減少ペースである。2005 年の 110 万人割れから 2016 年の 100 万人割れまでに 11 年かかった一方、100 万人割れから今回の 90 万人割れまでは僅か 3 年を要したに過ぎない。

もっとも、出産する女性の多くが含まれる 15-44 歳女性人口が減少していることから、今回の出生数の減少加速はある程度予想されたものである。実際、出生数を推計対比で見ると、より保守的な合計特殊出生率を前提としていた 2012 年公表の出生中位推計値が昨年の出生数を相当程度正確に言い当てている。ここで、足元の人口動態から先行きを予測すると、まず 15-44 歳女性人口は 2030 年に 2018 年比▲18.2%減となり、出生率不変との前提の下で同年の出生数は 73 万人前後になると計算される。今後出生率が改善する場合でも 15-44 歳女性人口の絶対数減少がほぼ確定している中で、出生数、ひいては人口が安定的な推移に移行することはやはり想定し難く、経済構造や社会保障制度等につき本格的な人口減少時代に向けた総合的対策が急務であることは論を待たない。

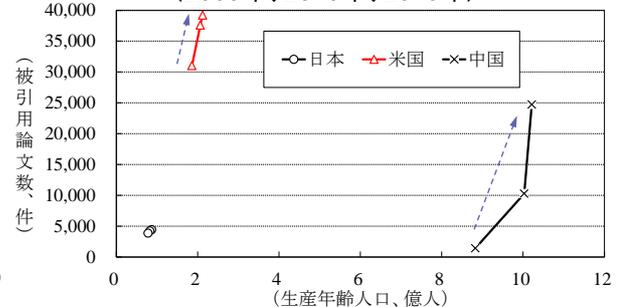
恒常的にイノベーションをもたらす観点からは出生数の国際比較にも注目する必要がある。デジタル化や環境問題深刻化の中、イノベーションの有無が経済パフォーマンスを左右する度合いは今後高まっていくとみられており、その前提となるイノベティブな人材を数的に輩出するためには一定以上の人口規模はやはり重要と考えられるためである。この点、他国の年間出生数をみると、米国 379 万人（2018 年）、中国 1,465 万人（2019 年）、インドに至っては約 2,500 万人（2016 年）と日本と規模が圧倒的に異なっている。我が国としては、将来更に拡大する生産年齢人口の数的な差も踏まえた上で、中長期的観点から戦略的に人材投資を強化することが求められる時代になっているといえよう（第 2 図）。

第1図：出生数と女性人口の推移



(注) 1. 『出生数』は、2019年は外国人の日本での出産および日本人の海外での出産を含まない推計値ベース。2030年は『女性人口』を基に当室にて試算。
2. 『出生数』の各推計値は死亡中位前提。
3. 『女性人口』は各年10月1日時点。2025年は2015年の5-34歳の女性人口、2030年は2015年の0-29歳の女性人口をそれぞれ引用。
(資料) 厚生労働省、総務省統計、国立社会保障・人口問題研究所資料より
三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：生産年齢人口と被引用論文数の推移
(2000年、2010年、2015年)



(注) 1. 『被引用論文数』は「分数カウント法」(論文1件あたりの貢献度を集計)を用い、被引用数が各分野の上位10%に入る論文を抽出し、補正した数。
2. 著者の国籍ではなく、論文の著者所属に記載の国・地域をベースに集計。
3. 矢印の方向は2000年から2015年にかけての動きを示す。
(資料) 国連、文部科学省 科学技術・学術政策研究所統計より
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

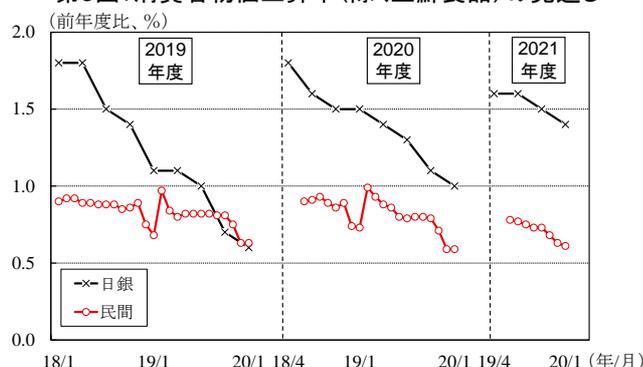
日銀は1月20-21日開催の決定会合で金融政策の現状維持を決めた。黒田総裁は会合後の記者会見で、海外経済をめぐる下振れリスクはひと頃より幾分低下しているものの依然として大きいと昨年12月の会見から警戒トーンを据え置き、緩和方向を意識した政策運営が当分続くとの見通しを示した。他方、物価については、基調は変わっておらず、2%の物価安定目標に向けて物価上昇率は高まっていくとの認識を変えなかった。但し、消費者物価上昇率の政策委員による見通しの中央値は2019～2021年度まで各▲0.1%ポイント下方修正されており（第3図）、足元のリスク要因を切っ掛けに成長率が鈍化し物価の伸びが下押しされる可能性も残るため、世界経済の動向を引き続き注視する必要がある。

(2) 金融市場

債券市場の動きをみると、10年債利回りは昨年9月に一時▲0.3%近くまで低下したのち昨年末にはプラス圏まで浮上し、その後はゼロ%を挟んだ動きが続いている。一方、20年債利回りに目を転じると、同様に昨年末にかけて上昇しているが、超長期債にも関わらず昨年のボトムから上昇幅は10年債利回りとはほぼ同程度に止まっている（第4図）。

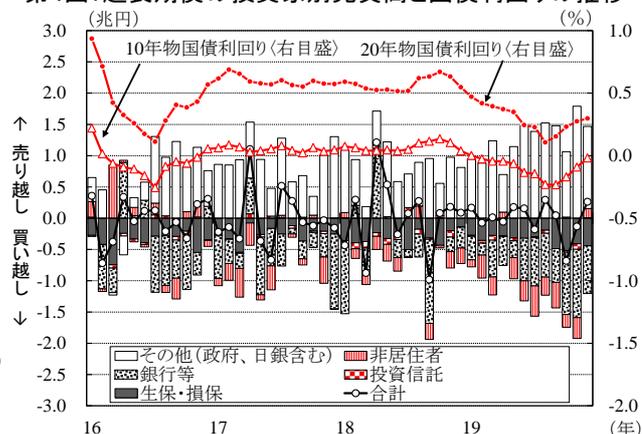
結果として、イールドカーブのスティープ化も中々進まない状況にあるが、黒田総裁自身も前出の記者会見の場で、昨年12月の会見での発言内容を繰り返す形で「もう少し超長期の金利は上がってもおかしくはない」と述べるなど、超長期債利回りの動向に注目している様子が窺える。この点、日銀は20年債の買入額を段階的に減らしているが、同時に10年債の買入額も減らしており、結果的に利回り差が拡大しにくくなっているものと考えられる。こうした中、20年債の買入額をさらに減らして利回り上昇を促していくことも実務的には可能だが、昨年9月以降の利回り上昇局面で『生保・損保』や『銀行等』が買い越し幅を拡大させてきており（再掲第4図）、超長期債の買い需要は引き続き旺盛であるとみられる。今後リスクオンの流れが継続し、国債利回りが一段と上昇しやすい展開となった場合でも、一定の債券需要が超長期債の利回りの上昇を抑え、ひいてはイールドカーブのスティープ化実現が遠のく可能性がある点には留意する必要がある。

第3図：消費者物価上昇率(除く生鮮食品)の見通し



(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。『日銀』の2019年1月以前および『民間』の同年2月以前は消費増税の直接的な影響を除くベース。それ以降は消費増税の直接的な影響を含むベース。
(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：超長期債の投資家別売買高と国債利回りの推移



(注)『銀行等』は農林系金融機関や信用金庫、その他金融機関を含む。
(資料)日本証券業協会統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

(芥子 和史)

主要経済金融指標(日本)
2020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)

	2017年度	2018年度	2019年			2019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)	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)	0.0 (▲ 0.6)	1.9 (3.4)	▲ 4.8 (▲ 3.8)	0.9 (▲ 2.8)	
鉱工業生産指数	2.9	0.3	▲ 2.5 (▲ 1.7)	0.6 (▲ 2.3)	▲ 0.5 (▲ 0.8)	▲ 1.2 (▲ 4.7)	1.7 (1.3)	▲ 4.5 (▲ 7.7)	▲ 1.0 (▲ 8.2)	
鉱工業出荷指数	2.2	0.2	▲ 2.1 (▲ 1.6)	1.0 (▲ 2.7)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	▲ 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)	▲ 0.1 (2.6)	▲ 1.4 (0.9)	1.3 (2.6)	▲ 0.9 (1.6)	
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]	110.5 [104.4]	108.4 [105.2]	113.4 [105.1]	115.9 [104.5]	[107.2]
国内企業物価指数	2.7	2.2	▲ 0.8 (0.9)	0.4 (0.6)	▲ 0.6 (▲ 0.9)	▲ 0.3 (▲ 0.9)	0.0 (▲ 1.1)	1.1 (▲ 0.4)	0.2 (0.1)	0.1 (0.9)
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 (0.5)	0.0 (0.3)	0.1 (0.4)	0.1 (0.5)	0.1 (0.7)
稼働率指数 (2015年=100)	102.7	102.5	100.5 [102.2]	102.4 [103.3]	100.6 [101.9]	99.3 [102.8]	100.3 [101.7]	95.8 [104.8]	95.5 [105.0]	[104.2]
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)	▲ 2.4 (▲ 14.5)	▲ 2.9 (5.1)	▲ 6.0 (▲ 6.1)	18.0 (5.3)	
製造業	9.2	3.8	▲ 7.7 (▲ 8.0)	2.5 (▲ 8.5)	▲ 0.9 (▲ 10.2)	▲ 1.0 (▲ 17.4)	▲ 5.2 (▲ 4.4)	▲ 1.5 (▲ 15.0)	0.6 (▲ 12.8)	
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)	▲ 8.0 (▲ 12.1)	2.6 (11.8)	▲ 5.4 (2.9)	27.8 (22.5)	
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)	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)	(▲ 25.9)	(▲ 6.8)	(6.4)	(▲ 1.2)	
民需	0.6	14.5	(52.6)	(▲ 10.5)	(▲ 3.9)	(▲ 28.4)	(▲ 9.3)	(17.3)	(▲ 16.1)	
官公庁	▲ 5.4	▲ 15.0	(4.3)	(▲ 16.3)	(▲ 2.0)	(▲ 29.9)	(5.9)	(▲ 17.5)	(▲ 8.0)	
公共工事請負金額	▲ 4.3	1.1	(5.9)	(4.2)	(12.2)	(2.2)	(4.6)	(5.1)	(11.3)	(▲ 3.6)
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)	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)	(▲ 0.8)	(▲ 1.0)	(▲ 4.5)	(▲ 10.8)	
小売業販売額	1.9	1.6	(0.7)	(0.7)	(2.9)	(1.8)	(9.2)	(▲ 7.0)	(▲ 2.1)	
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)	2.4 (1.0)	5.5 (10.5)	▲ 11.5 (▲ 4.0)	2.6 (▲ 1.4)	
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]	70.2 [70.4]	75.8 [70.4]	65.2 [70.4]	66.9 [70.1]	[65.5]
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)	▲ 1.6 (▲ 2.0)	1.6 (0.0)	0.2 (▲ 1.8)	▲ 2.2 (▲ 2.7)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.7	0.9	(▲ 0.8)	(▲ 0.1)	(▲ 0.3)	(▲ 0.1)	(0.5)	(0.0)	(0.1)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	99	1	96	86	100	95	107	109	110	
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 [1.63]	1.57 [1.63]	1.57 [1.62]	1.57 [1.63]	[1.63]
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.7	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.4	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]	42.8 [48.7]	46.7 [48.3]	36.7 [48.6]	39.4 [49.5]	39.8 [46.8]
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)	678 (▲ 2.3)	702 (13.0)	780 (6.8)	727 (1.3)	704 (13.2)

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	8月	9月	10月	11月	12月
通関輸出	10.8	1.9	(▲3.9)	(▲5.6)	(▲5.0)	(▲8.2)	(▲5.2)	(▲9.2)	(▲7.9)	(▲6.3)
価格	5.5	2.5	(1.2)	(0.7)	(▲2.8)	(▲2.4)	(▲2.9)	(▲5.0)	(▲3.1)	(▲4.6)
数量	5.0	▲0.6	(▲5.0)	(▲6.2)	(▲2.2)	(▲6.0)	(▲2.3)	(▲4.4)	(▲5.0)	(▲1.9)
通関輸入	13.7	7.2	(▲2.0)	(▲0.1)	(▲4.9)	(▲11.9)	(▲1.5)	(▲14.7)	(▲15.6)	(▲4.9)
価格	8.9	5.7	(▲0.2)	(0.0)	(▲7.1)	(▲6.2)	(▲7.7)	(▲9.2)	(▲8.2)	(▲6.0)
数量	4.4	1.4	(▲1.8)	(▲0.1)	(2.3)	(▲6.1)	(6.8)	(▲6.1)	(▲8.1)	(1.2)
経常収支(億円)	221,749	192,434	59,541	45,676	57,603	21,517	15,802	18,168	14,368	
貿易収支(億円)	45,396	6,963	2,141	▲16	▲312	459	28	2,540	▲25	
サービス収支(億円)	▲4,567	▲7,123	3,561	▲1,046	▲1,637	125	64	▲995	1,630	
金融収支(億円)	206,805	212,310	88,169	65,220	67,091	16,013	40,652	8,799	5,728	
外貨準備高(百万ドル)	1,268,287	1,291,813	1,291,813	1,322,279	1,322,581	1,331,583	1,322,581	1,324,468	1,317,322	1,323,750
対ドル円レート(期中平均)	110.80	110.88	110.17	109.85	107.30	106.27	107.41	108.12	108.86	109.18

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	8月	9月	10月	11月	12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]	▲0.046 [▲0.059]	▲0.059 [▲0.059]	▲0.022 [▲0.060]	▲0.043 [▲0.070]	▲0.038 [▲0.068]
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]	0.009 [0.091]	0.009 [0.050]	0.009 [0.050]	0.018 [0.050]	0.021 [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]	▲0.280 [0.110]	▲0.215 [0.125]	▲0.150 [0.130]	▲0.080 [0.085]	▲0.025 [▲0.010]
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)	0.746 (▲0.001)	0.738 (▲0.008)	0.741 (0.003)	0.737 (▲0.004)	
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]	20,704 [22,865]	21,756 [24,120]	22,927 [21,920]	23,294 [22,351]	23,657 [20,015]
M2平残	(3.7)	(2.7)	(2.3)	(2.5)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.7)	(2.7)
広義流動性平残	(3.1)	(1.9)	(1.7)	(1.8)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.9)	(2.4)	(2.7)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.8)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(2.1)	(1.8)
	銀行計	(2.8)	(2.2)	(2.4)	(2.6)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(1.9)
	都銀等	(2.0)	(1.0)	(1.6)	(2.4)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(1.6)
	地銀	(3.6)	(4.3)	(4.1)	(5.1)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.2)
	地銀II	(3.0)	(▲0.4)	(▲0.8)	(▲6.6)	(▲5.7)	(▲5.7)	(▲5.7)	(▲5.7)	(▲5.7)
信金	(2.7)	(2.1)	(1.7)	(1.4)	(1.1)	(1.2)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(0.9)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(4.2)	(3.4)	(3.1)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.8)
	都銀	(5.9)	(4.9)	(4.7)	(3.5)	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.6)	(3.6)
	地銀	(2.5)	(2.7)	(2.3)	(3.4)	(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)	(▲5.5)	(▲5.5)	(▲5.3)	(▲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、保証事業者協会統計等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

II. 米国

～米中は第1段階の通商合意に達するも前途は多難～

1月15日、トランプ大統領と中国の劉鶴副首相は第1段階の通商合意文書に署名した。合意文書は全7章85頁から成るが、章毎の分量は区々であり、『中国による貿易の拡大』の章が28頁と最も多く、合意文書全体の約3分の1を占めている(第1表)。更に、中国が米国の農産品・海産物に対する非関税障壁の改善を約束した『農産品貿易』の章と合わせると、貿易に関する章は合計51頁に達し、全体の半分以上が割かれたことになる。今回の合意においては、11月に大統領選挙を控えるトランプ政権が、経済へのプラス効果が大きく有権者にもアピールし易い中国への輸出拡大に、最も重きを置いたことを示していると言えよう。

もともと、輸出拡大目標達成のハードルは非常に高いと言わざるを得ない。『中国による貿易の拡大』の章では詳細な数値目標が設定されており、中国が2020・2021年の2年間で財(工業製品、農産品、エネルギー)・サービスの米国からの輸入額を、2017年を基準として少なくとも2,000億ドル拡大することを約束している。このうち財の輸入目標額は1,621億ドルと全体の4分の3以上を占めており、仮にこの目標通りに輸入額が増加した場合、2020年以降の金額推移は相当に非連続な動きとなる(第1図)。これだけ高い目標になるとむしろ目標未達の可能性もその分高くなるといえるが、目標達成が困難であることが明らかとなった時点で、その時に行われているであろう第2段階の通商協議において米国側に有利な交渉材料とする意図も考えられる。

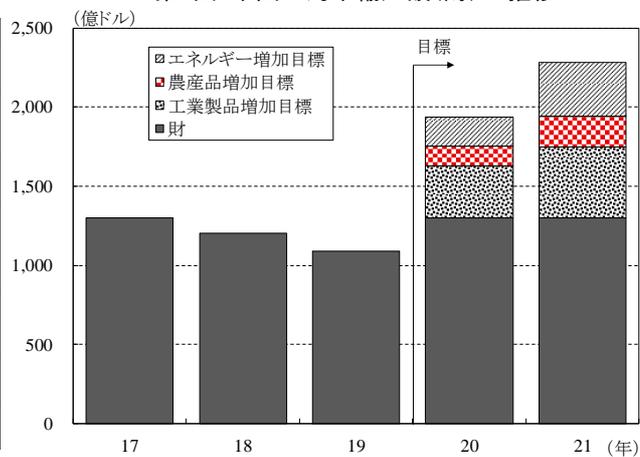
なお、今回の合意文書では触れられなかった、中国の産業政策や国有企業への補助金などについては、中国の国家主権に関わる分野であり協議の難航が予想されたためか、今後どのような形で取り扱われるかについて米中両国から明言されていない。今回の合意により一時急速に先鋭化した米中通商摩擦が一旦小康状態となったことは前向きに評価できるものの、米中対立を巡る不透明感は今後も燻り続けると想定しておくべきだろう。

第1表: 第1段階の合意文書(全85頁)の概要

タイトル	頁数	主な内容
知的財産権	18	中国は、企業秘密の不正流用、特許・医療関連知的財産権の侵害等への実効的な対策を講ずる。
技術移転	3	両国はともに相手国に技術移転への圧力はかけず、技術移転は相互の合意のもと自発的に行われるものとする。
農産品貿易	23	中国は、米国の農産品・海産物に対する多くの非関税障壁を改善する。
金融サービス	4	中国は、証券会社、保険会社、資産運用会社、先物会社への外資の出資上限規制を撤廃する。中国は、米国企業の中国市場でのビジネス拡大に係る各種障壁を取り払う。
マクロ経済政策と為替レート	3	両国は、為替レートの競争的な切り下げを慎む。両国は、外国為替市場についてデータを引き続き公表する。
中国による貿易の拡大	28	中国は、2020年から2年間、米国からの輸入額を2017年を基準として2,000億ドル以上増加させる。
相互評価と紛争解決	6	両国は、合意の実行状況を議論する枠組みの創設し、またマクロ経済対話も再開する。

(資料)米国通商代表部資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図: 中国の対米輸入額(財)の推移



(資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(田中 隆祐)

Ⅲ. 欧州

～上昇を続けるドイツの住宅価格～

近年、ドイツの住宅価格上昇ペースが加速している。一般物価上昇を考慮した実質ベースでみると、足元では過去最高水準にあり（第1図）、前年比上昇率の5年移動平均をみても、直近5年が過去半世紀の中でも最も高い。

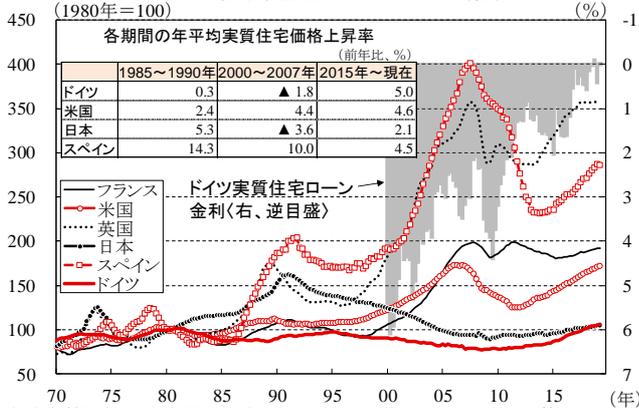
世界的な金利低下傾向が始まった1980年代以降を俯瞰した場合、日米英伊西豪等住宅バブルを経験した主要先進国は少なくないが、ドイツはそうした経験がほぼ皆無の国であった。この要因としては、家計の債務を敬遠する傾向、持家志向の相対的な低さ、独特の都市構造（都市が分散し、大都市の住宅需給逼迫が起こりにくい）、厳格な都市計画等に加え、先進国の住宅バブルの代表例である2000年代半ばでは、東西ドイツ統一後の構造改革の遅れにより周辺諸国に比してドイツの景気が立ち遅れたことも指摘されている。

それがここに来て住宅価格上昇が目立つようになった背景には、①非伝統的な金融緩和政策により住宅ローン金利が過去の最低水準を遥かに下回って低下し、②良好な雇用・所得環境と相俟って住宅需要を喚起している、③他方で、新規住宅供給量は必要とされる供給量に比して引き続きその3分の2程度に止まっている、といった要因が挙げられよう。

もともと、住宅価格の動きのみを切り取って過度に警戒するのは早計であろう。ドイツの家計債務残高／名目GDP比をみると、欧州中央銀行（ECB）によるマイナス金利導入や資産購入プログラムの開始等大規模な金融緩和政策が採られた後も54%前後で推移し、経済成長に見合った動きをみせているといえる（第2図）。他の主要先進国と比較しても低位にあり、バブル期の日本や世界金融危機前に他の欧米先進国でみられたような住宅価格の高騰と家計債務の急拡大が同時に発生する「金融不均衡」の状況とは異なっている。

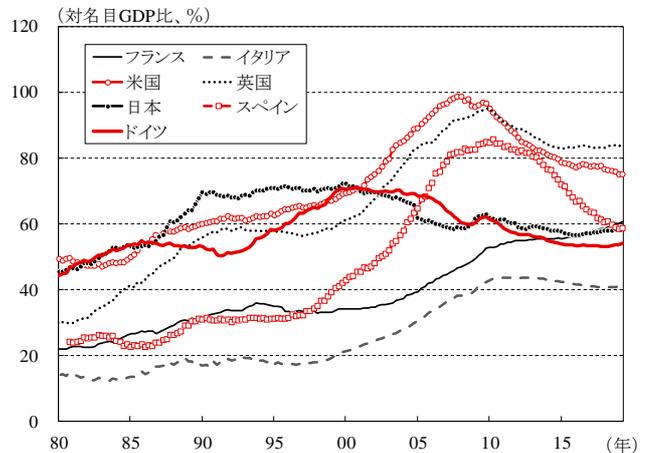
ECBの緩和的な政策運営は当面続くと思われるため、少なくとも一部は超低金利環境に起因しているとみられる住宅価格上昇には注視しておくべきだろう。但し、現時点においてはバランスシート面でドイツ家計部門の健全性は失われていないものとみられる。

第1図：主要先進国の実質住宅価格とドイツの実質住宅ローン金利の推移



(注) 実質住宅ローン金利は統計の制約上ユーロ導入後の公表値から算出。
(資料) ドイツ連邦統計局、ECB、OECD統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：主要先進国の家計債務残高の推移



(資料) BIS統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(山田 遼)

IV. アジア

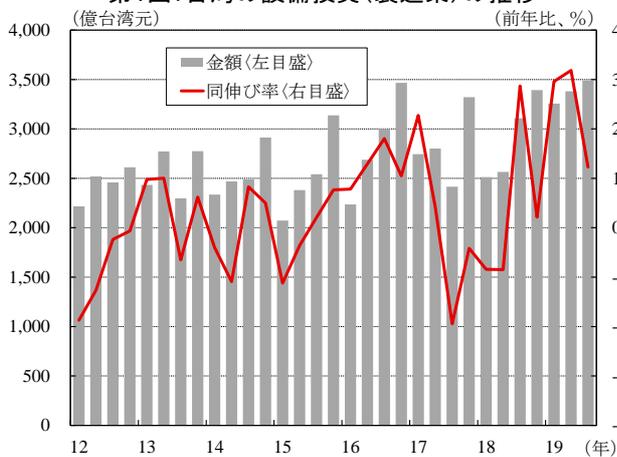
～中国からの“回帰投資”の流れが今後も見込まれる台湾～

1990年代初頭に台湾から中国への投資が解禁されて以来、中国の安価な賃金や環境規制の低さ、言語の共通性等の事業環境を背景に台湾企業の中国進出は大きく進んできた。しかし、近年、中国における賃金上昇や環境規制の厳格化等に加え、2018年後半からの米中摩擦激化による産業立地条件悪化もあり、生産拠点を中国から台湾に戻す“回帰投資”が多くみられるようになってきている。台湾経済部によれば、昨年の回帰投資額は約7,000億台湾元以上（164社合計、認可額ベース）で、名目GDP比4.0%程度と相応の規模であり、少なからず景気の追い風になっていると考えられる。実際、製造業の設備投資は、半導体セクターの底入れ等も相まって、昨年7-9月期は3四半期連続前年比二桁増かつ、金額ベースでは3,491億台湾元と統計が遡れる2007年以降で最大となっている（第1図）。

昨年1月から実施されている「歓迎台商回台投資行動方案」（台湾への回帰投資促進プログラム）も、こうした台湾回帰の流れを後押ししていると考えられる。同プログラムでは、「米中通商摩擦の影響を受けている」、「中国に投資して2年以上経過している」、「台湾へ回帰し投資また拡張する工場生産ラインはスマート技術を有する」等の条件を満たせば、企業は借入金利の補助や外国人労働者受入枠の拡大、事業用地の斡旋といった優遇措置を受けられる（第1表）。条件の筆頭に米中摩擦を据えているところに、米中の対立激化を好機として回帰投資を加速させ、景気の追い風にしようとする蔡英文政権の意図がみとれる。

米中対立や香港情勢等を背景に注目されていた1月11日の台湾総統選挙で、現職の蔡氏は過去最多得票数（817万票）で圧勝したことに加え、同日の立法委員選挙で与党の民進党が過半数を維持したことを踏まえると、同プログラムを含む各種政策の方向転換は暫く考え難い。選挙結果を受けて、台中関係の緊張が高まりつつある点には注意を要するものの、こうした台湾への投資・生産回帰の流れは続き、今後も景気の下支えとなろう。

第1図：台湾の設備投資（製造業）の推移



(資料) 台湾経済部統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1表：「歓迎台商回台投資行動方案」の概要

実施期間	2019年1月～2021年12月
必須条件	1. 米中通商摩擦の影響を受けていること 2. 対中投資歴が2年以上であること 3. 台湾へ回帰し投資また拡張する工場生産ラインは、スマート技術を有すること
特定条件	以下の条件の内、最低でも1つを満たすこと 1. イノベーション領域に属すること (IoT、スマート機械、グリーンエネルギー等の7産業) 2. 高付加価値製品及び中核部品関連産業に属すること 3. グローバルサプライチェーンの中核的な地位にあること 4. 自社ブランドの国際販売網があること 5. 投資項目が重点産業政策と関連があること
期間	最大5年
優遇措置	借入金利補助 (中小企業: 1.5%、大企業: 0.1%～0.5%) 外国人労働者受入枠拡大 事業用地斡旋、水・電気の安定供給、税務専門サービス

(資料) 台湾経済部より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(高瀬 将平)

V. 中国

～新型コロナウイルスの長期化リスク等には要注意～

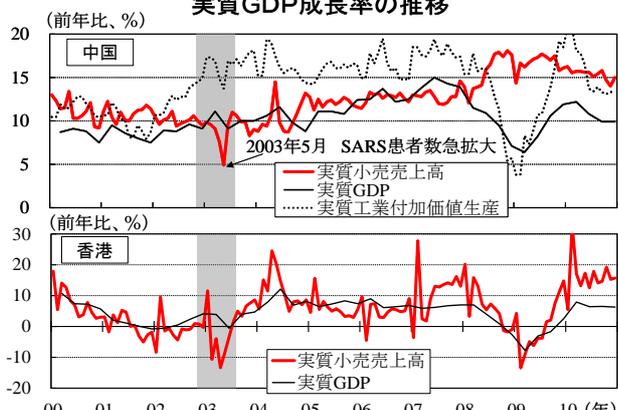
湖北省武漢市で発生した新型コロナウイルスの感染が拡大している。報道ベースでは、1月30日時点の感染者数は世界全体で7,806人（うち中国7,711人）、死者数は170人（全て中国）とこの1週間で急増した。こうしたなか、中国政府は感染拡大防止のため、武漢を離れる航空便、鉄道、バス等の運行取り止めや、団体旅行・パック旅行の禁止、春節休暇の延長やそれに伴う企業活動の休止等の前例のない非常措置に踏み切っている。

過去の類似例として、2002年から2003年にかけて発生したSARS（重症急性呼吸器症候群）の事例を確認すると、中国の実質小売売上高は患者数が急拡大した2003年5月に前年比+4.9%と伸びが急減速したものの、患者数が一服した同年6月には同+9.6%まで回復している。感染の中心地である香港でも似た動きがみられ、同年4月に前年比▲13.4%となったものの、同年7月には前年比プラスとなっている（第1図）。また、生産や実質GDP成長率等の統計についても減速は限定的となっている。SARS発生時の状況と単純な比較はし難いが、仮に短期間で終息するのであれば、一時的に統計が大きく振れることはあっても、中国経済に急減速をもたらす事態は回避できるものと思われる。

もっとも、現時点では感染拡大の範囲や致死率の遷移等について見通すのは難しい。また、2003年頃と異なり、今の中国経済は安定成長への移行に伴う緩やかな減速期にあり、米中摩擦も抱えていることから、外的ショックへの耐性は以前よりも低下していると思われる。加えて、今回は交通の要衝である武漢を含む広範な地域を事実上封鎖するという非常事態になっている。封鎖の長期化や対象地域拡大が必要な状況に陥れば、物流の停滞や生産停止、消費抑制に繋がり、中国経済への下押し圧力が格段に増すことになる。

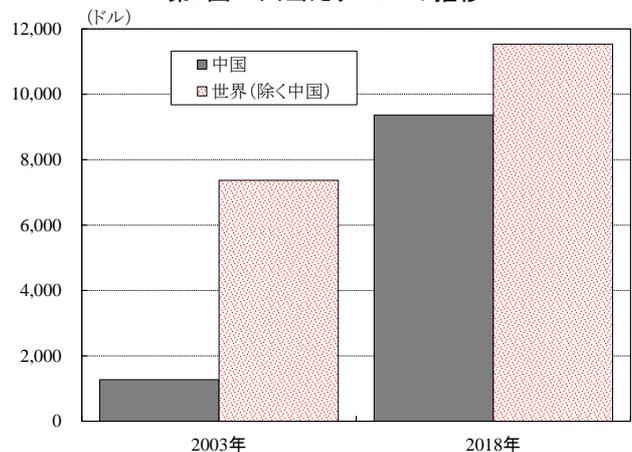
世界経済へのインパクトという点においても前回とは異なっている。中国の1人当たりGDPを確認すると、2018年は2003年の約7倍に拡大しており（第2図）、少なからぬ産業でグローバル・サプライチェーンの枢要な一翼を担っていることから影響力が増大している。生産活動の長期停滞が世界経済全体への重石になる可能性にも注意が必要となろう。

第1図：2000年代の中国及び香港の実質小売売上高と実質GDP成長率の推移



(注) 網掛け部分はSARSの発生時期。
(資料) 中国国家统计局、香港国勢調査統計局統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：1人当たりGDPの推移



(資料) IMF、国連統計より三菱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（1月）～

1. 原油価格の推移

1月の原油価格は、月初に米国とイランの対立激化を受け急騰し、一時65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、両国が抑制的な対応をとったことで本格的な武力衝突は回避され、中東情勢を巡る緊張が後退したこと等を背景に、59ドル台まで下落した（後述）。足元では、中国で新型肺炎感染拡大の、経済活動への影響に関する懸念が拮がったため一段と下落し、53ドル台で推移している。

2. 需給の動向

(1) 需要

昨年10-12月期の需要実績は10,145万バレル（日量、以下同）、前年比+1.9%と、原油消費世界第2位の中国や第3位のインドを中心に需要が伸びた。

(2) 供給

10-12月期の供給実績は10,119万バレル、前年比▲1.0%と減少した。米国による制裁でイラン産原油の供給量が大幅に減少していることや、原油価格の下支えを目的として協調減産に取り組むOPECプラスの供給減が主因である。なお、OPEC諸国の12月の減産順守率は181%と、減産目標を大幅に超過達成している。

(3) 需給バランス

上述の結果、10-12月期の原油需給バランスは、2四半期連続で需要超過となった。前期はサウジアラビアの供給障害による影響が大きく83万バレルの需要超過であったが、今期は26万バレルの需要超過となり、需給バランスは均衡に近づいた。

3. 今月のトピックス

今月2日（現地時間、以下同）に米国がイランの要人を殺害したことに端を発し、中東情勢が緊迫化した。8日にイランがイラク国内の米軍駐留基地に対して報復攻撃を行うと、両国間の緊張が一層高まったが、両国ともに更なる対立激化を望まない意向を示したことで、原油価格についても落ち着きを取り戻した。

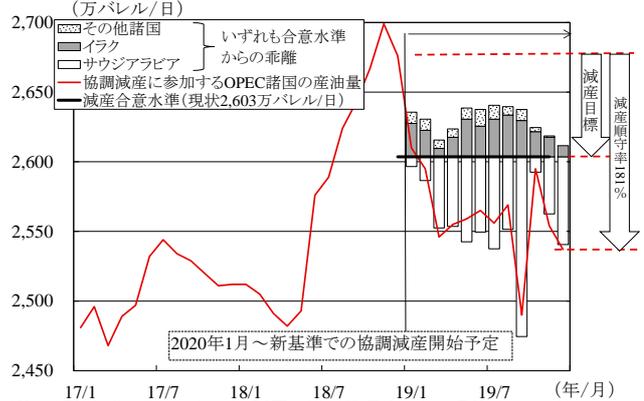
対立激化が原油価格に与えた影響を先物カーブで確認すると、昨年9月のサウジアラビアの石油関連施設攻撃時とは異なる値動きがみられた。今回は情勢緊迫化前後の価格上昇幅は約2ドルと比較的小さいうえ、3年先以降上昇していない。これは実際に供給障害が生じたことで防御態勢が懸念され、リスクが中長期的な形で価格に織り込まれたサウジアラビアの事例とは対照的といえる。イラン産原油が米国による制裁の影響で元々著しく減少していたことや、海峡封鎖等の動きが報じられなかったことから、原油市場では今回の事象が大規模かつ中長期的な供給減に繋がるものとは見做されなかったと考えられる。

原油価格(WTI期近物)と世界の需給バランスの推移



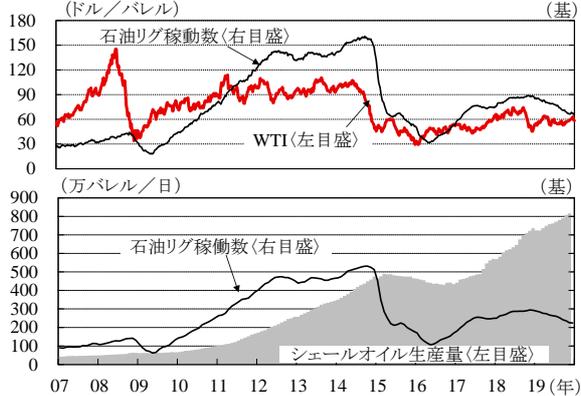
(資料)IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

協調減産に参加するOPEC諸国の産油量の推移



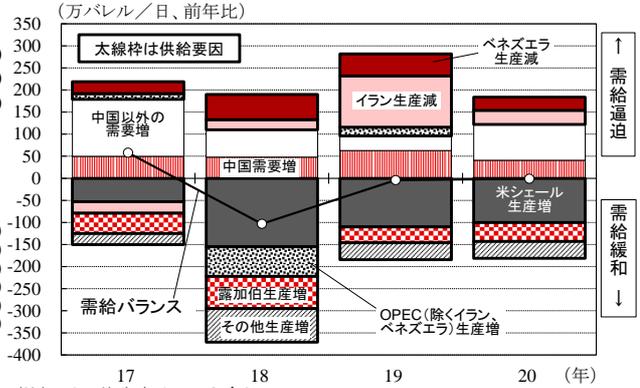
(注)協同減産に参加するOPEC諸国の減産目標は昨年10月比▲80万バレル。協同減産に参加するOPEC・非OPEC諸国の減産目標は同▲120万バレル。
(資料)IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

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



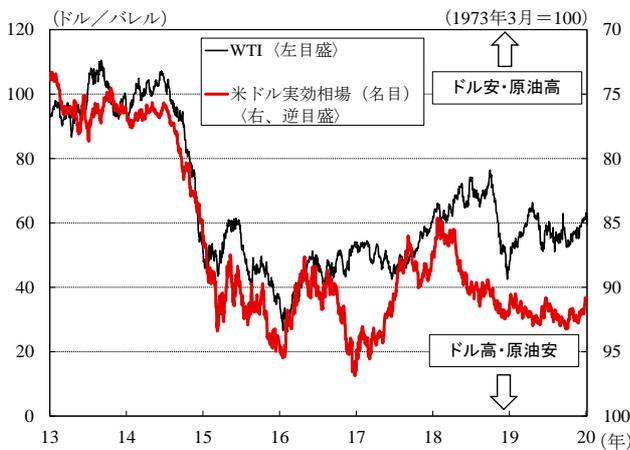
(資料)米国エネルギー情報局、Baker Hughes社資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油の需要・供給の増減と需給バランスの推移



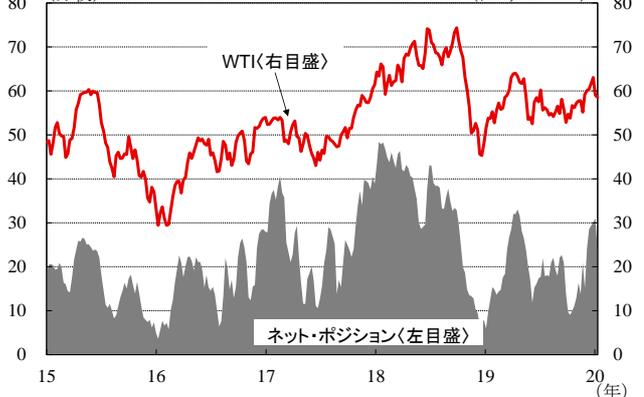
(注)1.その他生産はNGLも含む。
2.OPECはイラン、ベネズエラを除く。2020年1月現在の加盟国ベース。
3.2019年以降はIEA及び当室見通し。
(資料)IEA資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油価格と米ドル実効為替相場の推移



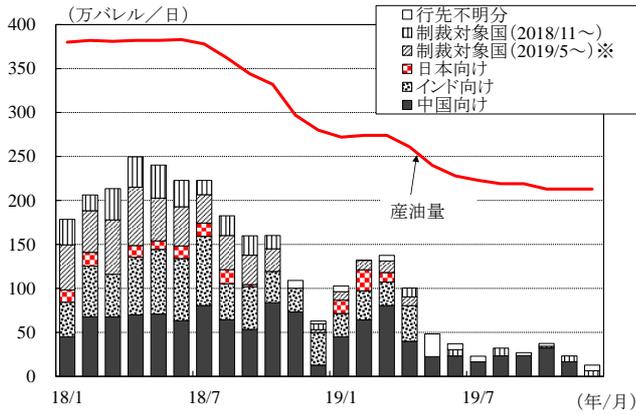
(資料)Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油価格と投機筋(資金運用業者)のネット・ポジションの推移



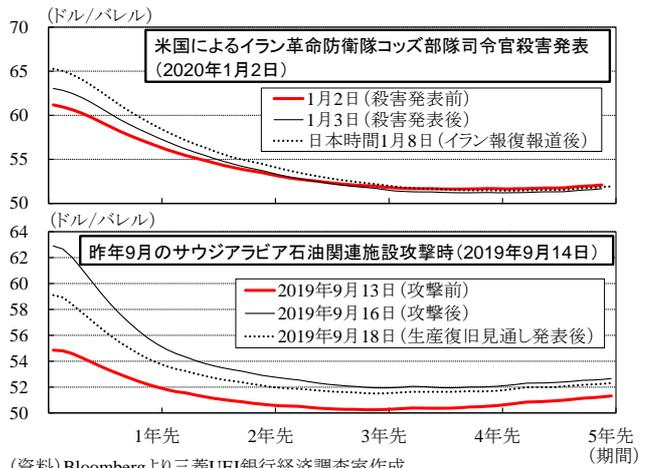
(注)資金運用業者は、商品投資顧問や先物運用管理会社。1枚=1,000バレル。
(資料)米商品先物取引委員会資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

イランの産油量と輸出量の推移



(注)『制裁対象国(2019/5~)』とは、韓国、トルコ、台湾、イタリア、ギリシャをさす。
 (資料)IEA資料、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

原油先物カーブ(WTI)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)	71.13	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	5.3	4.6	4.8	3.5	4.2	4.1
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	6.1	5.3	5.3	2.3	2.6	2.7
中国	13.37	270	6.7	6.1	5.8	2.1	2.9	2.8
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	1.6	1.9	1.4	0.7	1.3
韓国	1.72	35	2.7	2.0	2.2	1.5	0.4	1.2
台湾	0.59	12	2.7	2.7	2.0	1.4	0.6	1.0
香港	0.36	7	3.0	▲1.3	0.5	2.4	2.9	2.4
シンガポール	0.36	7	3.1	0.7	1.9	0.4	0.6	1.0
ASEAN5カ国	2.46	50	5.2	4.8	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	3.0	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	5.9	5.9	5.2	3.3	3.1
ベトナム	0.24	5	7.1	7.0	6.6	3.5	2.8	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	0.6	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	3.4	3.4	2.6	2.7	2.7
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

- (注) 1. 『2019年』の一部の国・地域は実績値。
 2. 『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)。
 3. 『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。
 4. 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』。
 5. 『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すよう、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。