

NEWS RELEASE

2019年8月9日
株式会社三菱総合研究所

2019、2020年度の内外景気見通し

－ 減速する世界経済、米中対立の激化で強まる下押し圧力 －

株式会社三菱総合研究所(本社:東京都千代田区、代表取締役社長:森崎孝)は、2019年4-6月期GDP速報の発表を受け、2019、2020年度の内外景気見通しを発表しました。

日本の実質成長率予測値:2019年度+0.8%、2020年度+0.5%

(前回予測値(6月10日):2019年度+0.7%、2020年度+0.5%)

海外経済

米国は、堅調な雇用・所得環境が続くものの、米中貿易摩擦の影響が段階的に顕在化し、消費や投資、輸出の重しとなる見込み。18年の3%近い高成長から減速し、19年は前年比+2.2%、20年は同+1.9%と予測する。

ユーロ圏は、英国の合意なきEU離脱による景気下振れの可能性が高まるなか、世界経済減速による輸出・生産の悪化、雇用・所得環境の改善ペース鈍化による消費減速を予想する。19年、20年ともに、前年比+1%台前半の低い成長にとどまると予測する。

新興国は、米中経済の減速、半導体需要の調整など輸出環境の悪化を背景に、成長減速を見込む。中国は、政府による追加的な景気下支え策が一定の効果を示すとみられるが、内需の減速や米中貿易摩擦の激化による成長減速は避けられない。19年は前年比+6.1%、20年は同+6.0%と予測する。

日本経済

19年度は、米中経済の減速や半導体需要の調整を背景に輸出が減少する一方、堅調な雇用・所得環境により内需は底堅い推移が見込まれ、前年比+0.8%と潜在成長率並みの成長を予測する。消費税増税による景気の振れは、過去の増税時に比べて小幅にとどまる見込み。20年度は、半導体需要の調整一巡により輸出・生産が持ち直す一方、年度後半にかけて増税対策効果の剥落から内需の伸びが鈍化するとみられ、同+0.5%と減速を予測する。

世界経済のリスク要因

世界経済の先行きは不透明感が強い。20年にかけて世界経済が景気後退に陥るリスク要因として、次の3点がある。

- ① 米中分断の深刻化：対中制裁関税の第4弾（関税率10%）が現実味を増す中で、この先関税率が25%まで引き上げられれば、世界GDPが▲0.5%ポイント下振れる見込み。対立の激化は、両国経済の消耗を招くほか、貿易や投資、サプライチェーンの寸断を通じて世界の企業活動を停滞させる。
- ② 金融危機への発展：米中対立の一段の激化が、人民元の急落など為替市場にも飛び火しつつある。また、地政学的にも世界各地で緊張が高まっている。こうした複合要因により、金融市場において投資家がリスク資産から資金を引き揚げる動きが継続的に強まれば、既に高い水準にある投資家のリスク回避度が一段と高まり、世界的な金融危機に発展するリスクがある。
- ③ 中国経済の信用収縮：中国は、米国との通商対立に加え、国内の信用収縮に伴う成長の急減速リスクを抱える。中国では既に企業・家計債務が高水準にあり、社債のデフォルト額も増加している。中国政府が経済政策運営を誤り、信用収縮を招けば、中国経済に急ブレーキがかかりかねない。

目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 総括表	10
2. 日本経済	12
日本経済の成長率予測 総括表	20
3. 米国経済	22
4. ユーロ圏経済	24
5. 中国経済	26
6. 新興国経済 (ASEAN・インド・ブラジル)	28

1. 総論

(1) 概観

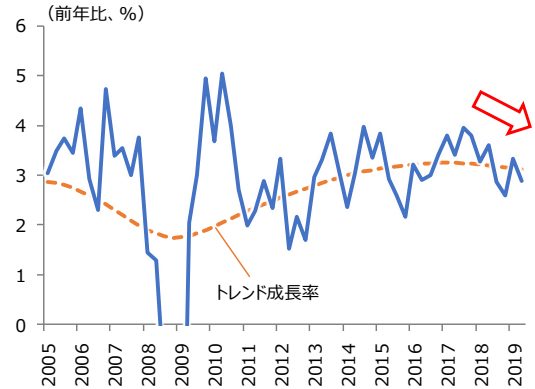
貿易・生産の停滞を背景に、世界経済は減速

世界経済は拡大基調を維持しているものの、成長の速度は緩やかに低下している。主要 34 国の実質 GDP 成長率（※世界の GDP の約 80%をカバー）は、ならしてみると 17 年半ば以降は減速傾向にある（図表 1-1）。

世界経済の成長減速の背景には、貿易・生産の停滞がある。世界の貿易量は 18 年 11 月以降に失速、世界の生産量も減速が続いている（図表 1-2）。投資面でも、貿易摩擦が本格化し始めた 18 年後半から直接・証券投資の双方で落ち込みがみられており、特に直接投資は、振れがあるものならしてみれば減少基調にある（図表 1-3）。背景には、①米中貿易摩擦、②中国経済の減速、③半導体需要の調整、などがある（詳細は後述）。

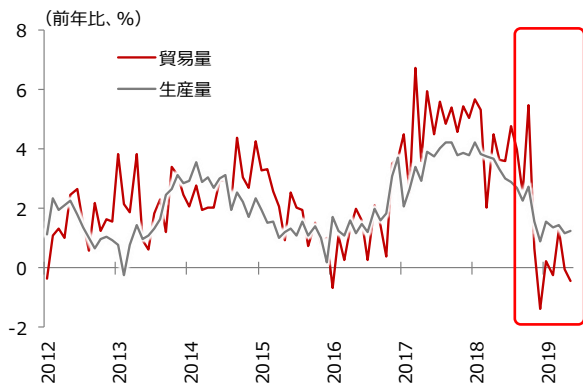
金融市場も極めて不安定な状況にある。二転三転する米中貿易協議を受けて（詳細は後述）、19 年入り後の株価は乱高下を繰り返している。足元では、7 月末の米中協議が不調に終わり、8 月に米国が対中制裁関税第 4 弾の発動を表明すると、株価は大幅に下落。株価の予想変動率の大きさを示す VIX 指数も急上昇している。

図表 1-1 世界の実質 GDP 成長率



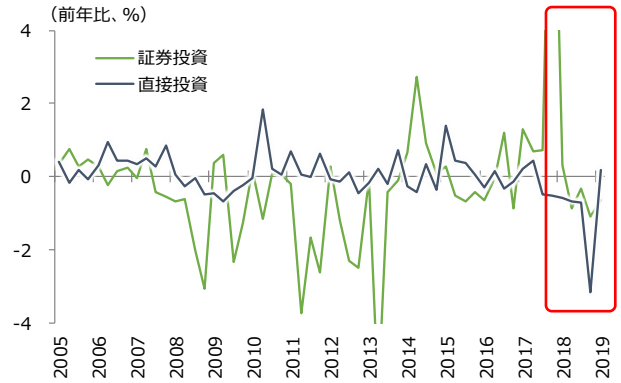
注：実質 GDP 成長率（後方 2 四半期移動平均）をドル建て名目 GDP ウェイトで加重平均。米国、ユーロ圏、日本、英国、中国、台湾、韓国、シンガポール、香港、ASEAN5、インド、ブラジルの 34 国の合計。
出所：Bloomberg、IMF 「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-2 世界の貿易量・生産量



出所：オランダ経済政策分析局より三菱総合研究所作成

図表 1-3 世界の直接・証券投資



出所：IMF Data より三菱総合研究所作成

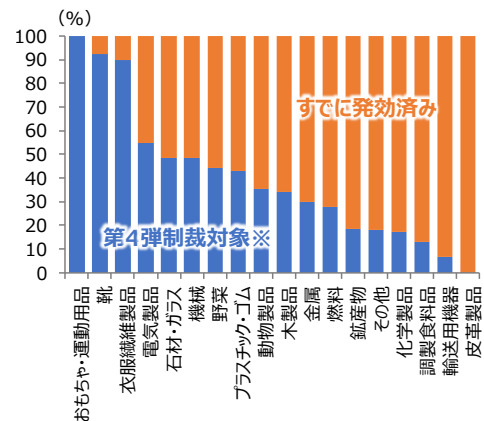
米中貿易協議再開も、対中制裁関税第 4 弾の実施を表明

19 年 6 月、G20 で行われた米中首脳会談では、貿易協議の再開が合意されたほか、米国は①対中制裁第 4 弾（発動済みの対中制裁に含まれていない残りの中国製品（約 3,000 億ドル相当）への関税引き上げ）の発動見送り、②5 月に発動された中国ファーウェイ社に対する禁輸措置の一部緩和も併せて発表した。

しかしその後、7 月末に再開された米中協議が不調に終わると、G20 で表明した第 4 弾の発動見送りをわずか 2 カ月で覆し、9 月 1 日から関税率 10%で発動すると表明。加えて、中国が意図的に人民元安を誘導したとして 94 年以来となる為替操作国への認定を行い、米国は中国への圧力を一段と強めている。対する中国も米国農産品の購入見合わせを表明しており、両者の対立は、一段と激化している。

米中協議自体は継続されるとみられ、G20 の時のように今後の協議の展開次第では発動が見送られる可能性も残されているが、現時点では第 4 弾（関税率 10%）の発動が現実味を増している。第 4 弾では、携帯電話やパナコ

図表 1-4 品目別の対中制裁対象割合



注：医薬品やレアアースは除外される。
出所：ピーターソン国際経済研究所より三菱総合研究所作成

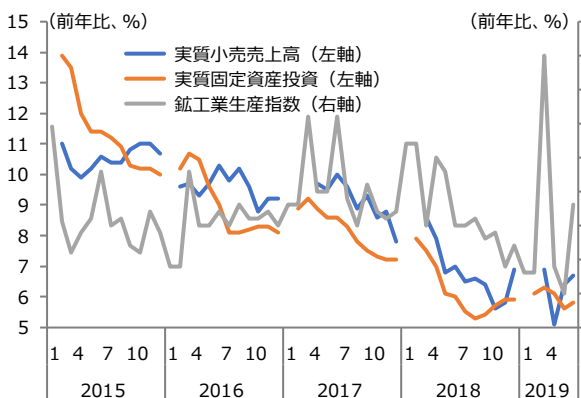
ン、衣料品、おもちゃなどの消費者向け製品も対象となっており（図表 1-4）、発動されれば、米国消費の一段の減速は避けられないだろう。

中国経済は一部指標に持ち直しも、成長減速が続く

中国の19年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+6.2%と、1-3月期の同+6.4%から減速した。四半期ベースのGDPが公表されている92年以降で最低の水準だ。19年の政府目標である「6.0%~6.5%」のレンジ内ではあるが、減速が続いている。直近の月次指標をみると一部指標に持ち直しの動きもみられるが、全体としては減速している。鉱工業生産は、19年3月に前年比+8.5%と約4年半ぶりとなる高い伸びを記録したほか、6月も同+6.3%と高めの伸びをみせた（図表 1-5）。一方、投資は4-6月期に再び減速したほか、消費も排ガス規制適用前の駆け込み需要を除くと減速基調にある（詳細は中国経済 P.26）。

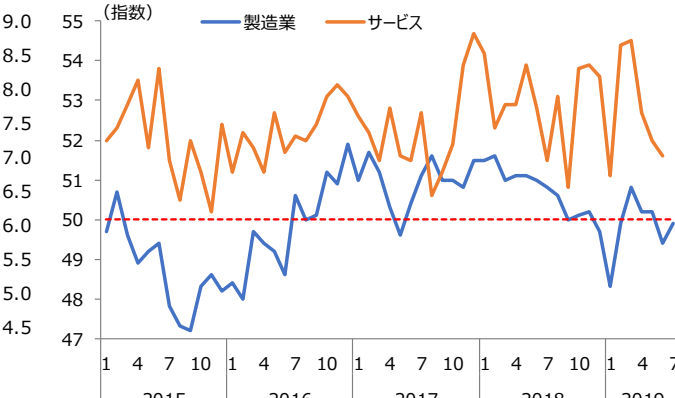
こうした状況を踏まえ、中国企業の景況感も19年第2四半期以降悪化が続く（図表 1-6）。特に製造業PMIは、好不況の判断の境目となる50を下回っており、民間企業の投資活動などへの悪影響も懸念される。民間企業の固定資産投資の伸びは、19年入り後に低水準で推移しており、今後も米中貿易摩擦を主因として先行き不透明感な状況が続けばさらなる減速も視野に入る。

図表 1-5 中国の小売、投資、生産



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-6 中国の企業景況感 (PMI)

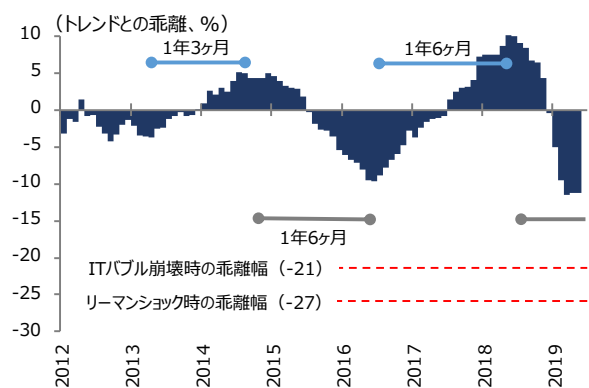


出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

半導体需要の調整が続く、米国の中国ハイテク製品排除で調整長期化も

世界の半導体需要は調整局面が続いている。トレンドを除去した循環的な半導体需要の変動（シリコンサイクル）は、18年半ばにピークアウトし、足もとでは調整局面にある（図表 1-7）。背景には、①スマートフォン需要の減少（買い替えサイクルの長期化などにより世界シェアの3割程度を占める中国市場が不振）、②自動車販売台数の減少による車載電子部品の需要減、③世界的な成長減速による企業の設備投資姿勢の慎重化、などが挙げられる。

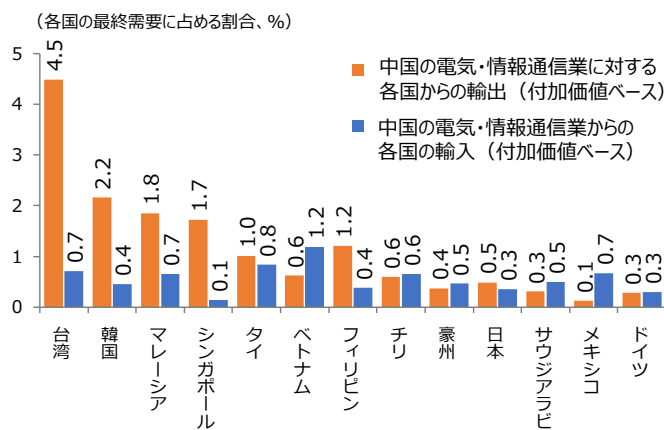
図表 1-7 半導体世界売上高（実質）のトレンドからの乖離幅



注：世界半導体売上高を米国の生産者物価指数（電子部品・デバイス）で実質化し、季節調整を行ったものに、HP フィルタをかけてトレンドを算出。

出所：Semiconductor Industry Association、米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 1-8 中国ハイテク製品排除による影響



注：2015年データ。分母は各国の最終需要、分子は中国の電気・情報通信業に対する付加価値の輸出入。

出所：OECD「Trade in Value Added」より三菱総合研究所作成

過去のシリコンサイクルの山から谷までの平均的な期間をみるとおおむね1年半前後であり、通常のサイクルであれば、19年末から20年前半にはボトムアウトする可能性が高いが、中国経済の減速度合い、米国による中国ハイテク企業への制裁などの状況次第では、調整局面が長期化するリスクもある。中国ファーウェイ社に対する禁輸措置は一部緩和されたが、米国輸出管理改革法（ECRA）に基づき、中国ハイテク企業に対する同様の措置が講じられる可能性は否定できない。中国ハイテク企業との取引停止による各国経済への影響は、台湾や韓国などが大きく（図表1-8）、アジア経済の下振れ要因となる。

(2) 内外経済の見通し

海外経済は19年、20年ともに低めの成長

世界経済の実質GDP成長率は、18年の前年比+3.5%から減速し、19年、20年ともに同+3.0%程度と低めの成長を見込む。主な予測の前提は図表1-9参照。

米国は、堅調な雇用・所得環境は続くものの、米中貿易摩擦の影響が段階的に顕在化し、消費や投資、輸出の重しとなることから、20年にかけて成長減速を見込む。18年の3%近い高成長から減速し、19年は前年比+2.2%、20年は同+1.9%と予測する。

ユーロ圏は、英国の合意なきEU離脱による景気下振れの可能性が高まるなか、世界経済減速による輸出・生産の悪化、雇用・所得環境の改善ペース鈍化による消費の減速が予想される。19年、20年ともに、前年比+1%台前半の低い成長にとどまると予測する。

新興国は、米中経済の減速、半導体需要の調整など輸出環境の悪化を背景に、成長減速を見込む。中国は、政府による追加的な景気下支え策が一定の効果を示すとみられるが、内需の減速や米中貿易摩擦の激化などを主因とする先行き不透明感の拡大により、成長減速は避けられない。19年は前年比+6.1%、20年は同+6.0%と予測する。

日本経済も外需環境の悪化と消費税増税により成長減速

日本経済は、19年度は、米中経済の減速や半導体需要の調整を背景に輸出は減少が予想される一方、堅調な雇用・所得環境による内需の堅調が見込まれ、前年比+0.8%と潜在成長率並みの成長を予測する。消費税増税による景気の振れは過去の増税時に比べて小幅にとどまる見込み。20年度は、半導体需要の調整一巡により輸出・生産の持ち直しが見込まれるものの、年度後半にかけて増税対策の効果剥落が予想されることから内需の伸びが鈍化し、同+0.5%と減速を予測する。

(3) 世界経済のリスク要因

世界経済は、19年、20年ともに前年比+3%程度のやや低めの成長が続くと予測するが、成長率が大幅に下振れるリスクもはらむ。主要国の景気後退確率をみると、18年半ば以降に上昇傾向にあり、直近では主要国平均で25%程度となっている（図表1-10）。世界GDPの6割を占める米中欧経済が同時に失速すれば、世界経済へのインパクトは大きい。

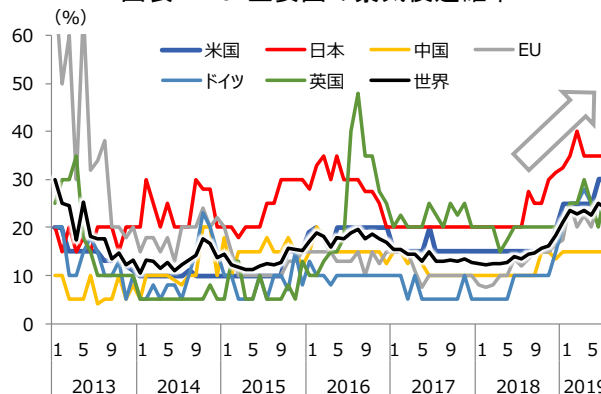
世界経済の下振れ要因として注意を払うべきは、地政学リスクの高まり（イラン、北朝鮮、トルコなど）に加え、①米中分断の深刻化、②金融危機への発展、③中国経済の信用収縮、の3つである。

図表1-9 予測の前提

- **米中貿易摩擦**：米国による対中制裁関税は第3弾（2,000億ドル分、25%）までを継続、中国も第3弾までの対抗措置を継続
- **英国のEU離脱**：19年10月末に合意なし離脱、英国—EU間の新たな貿易協定の締結は21年以降
- **米国金融政策**：政策金利は19年7月に引き下げた後、20年末まで据置き。資産規模の圧縮は19年7月に終了

出所：三菱総合研究所

図表1-10 主要国の景気後退確率



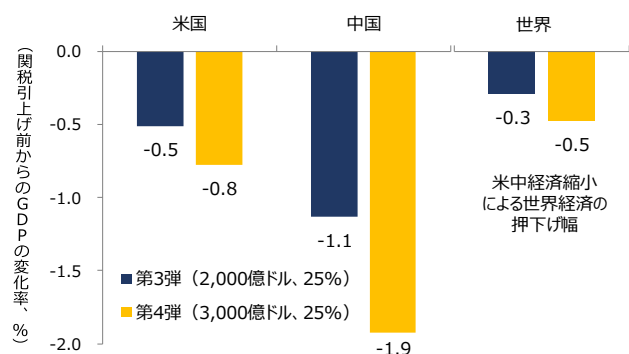
注：1年以内に景気後退に陥る確率に関するエコノミスト等の回答を集計したもの。

出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

① 米中分断の深刻化

トランプ大統領が対中制裁関税第4弾の実施（関税率10%）を表明したことで、G20における米中首脳会談を経て生まれた米中協議妥結への機運はかき消された。9月に対中制裁関税の第4弾（関税率10%）が発動され、さらに関税率が25%まで引き上げられれば、最大で米国の実質GDPは▲0.8%p、中国は▲1.9%p、世界経済は▲0.5%p 下振れする可能性がある（図表1-11）。前述のとおり、残りの3,000億ドル分の中には、携帯電話やパソコンをはじめ消費財が多く含まれており、直接的に消費者の負担となる。第1弾から第4弾までの関税引き上げによる米国消費者物価の押し上げ幅（当社試算）は+0.6%pとなる（図表1-12）。

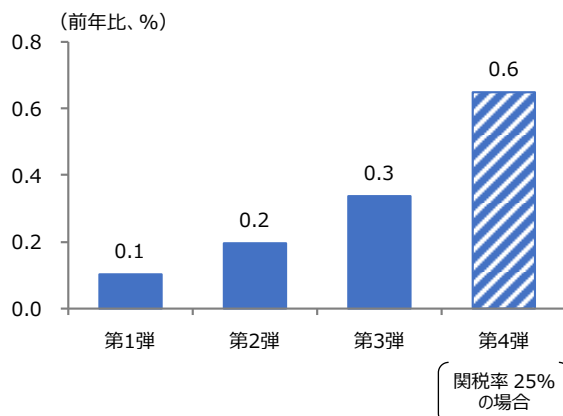
図表 1-11 米中関税引き上げの経済影響



注：シナリオの関税前提は、いずれも米国が鉄鋼・アルミと500億ドル（25%）に制裁関税、中国が500億ドル（25%）に対抗関税までは共通とする。加えて、第3弾シナリオは、米国が2,000億ドル（25%）、中国が600億ドル（25%）。第4弾シナリオは、米国が2,000億ドル（25%）+3,000億ドル（25%）、中国が600億ドル（100%）。

出所：GTAPモデルを用いて三菱総合研究所作成

図表 1-12 関税上昇による米国の消費者物価押し上げ効果



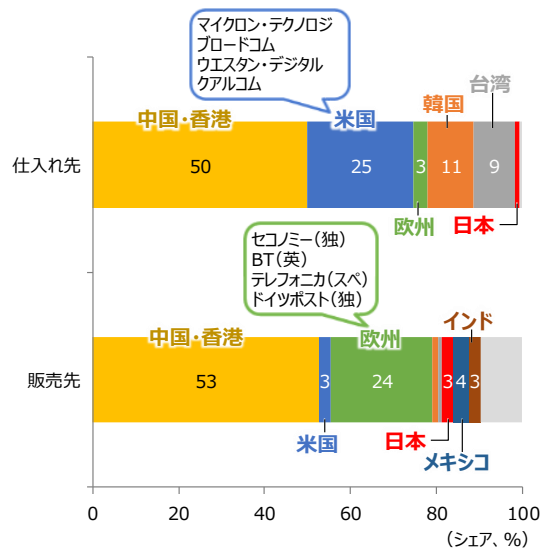
出所：関税引き上げ対象品目はPIIE、貿易額は米センサス局「USA Trade Online」、BEA「Input-Output Accounts Data」より三菱総合研究所作成

関税以外の分野での米中対立も激化していく可能性が高い。米国は、①海外からの米国企業買収など投資による技術流出を防ぐことを目的とした外国投資リスク審査近代化法（FIRMA）、②米国製品の輸出による技術流出を防ぐことを目的とした輸出管理改革法（ECRA）を通じて、非関税分野での規制も強めている。前述のとおり、中国ハイテク製品排除の動きが強まれば、サプライチェーン上の結びつきの深いアジア各国の下振れ要因となるほか、中国ハイテク企業の輸入調達先としてウェイトの大きい米国や、同企業の輸出版売先としてウェイトの大きい欧州にも影響が及ぶ（図表1-13）。

加えて、中国で検討中とされる非関税分野での報復措置にも注意が必要だ。これは、米国の取引停止措置に基づいて中国ハイテク企業との取引を停止した外国企業を念頭に、「非商業目的で中国企業への供給を妨げたり停止したり」した場合、他の中国企業との取引も制限される可能性があるものだ。この中国版エンティティリスト（取引停止リスト）が現実になった場合、外国企業は米国か中国か踏み絵を踏まされるリスクに直面する。

こうした関税・非関税分野での米中間の対立激化は、米中間の貿易や投資の分断を招き、金融市場やサプライチェーンを通じて世界経済の下振れ要因となる。

図表 1-13 ファーウェイ社の国別取引先



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

② 金融危機への発展

トランプ大統領による対中制裁関税第4弾の表明などを受けて、投資家のリスク回避度は高まっており、チャイナショック時に近い水準に達しつつある（図表 1-14）。今後、非関税分野や為替も含めた米中対立の一段の激化が、米中経済の大幅な減速や人民元の急落を伴う消耗戦に発展する可能性は否定できない。地政学的にも、イラン、北朝鮮、トルコ、ベネズエラ、香港などで緊張が高まっており、軍事衝突に発展する可能性もある。こうした複数の要素が重なった場合、市場では株式などのリスク資産から資金を引き揚げる動きが一段と強まり、金融危機に発展するリスクがある。

金融市場の安定性を測るため、リスク資産である株式の保有主体比率を用いて指数化した（図表 1-15）。日米ともに「不安定な保有主体」による株式保有比率が上昇している。不安定な保有主体とは、不況になると株式を売却しやすい保有主体であり、一般には金融機関や家計などを指す。日米ともに同比率が過去平均に比べて既に高水準にあり、米中対立の本格化などのリスクが顕在化した場合、株式を中心に資産価格が大きく調整される可能性もある。

こうしたリスク資産からの資金流出は、国際金融市場を通じて新興国へも波及する。金融市場では米国利下げ観測の高まりなどが支えとなり、新興国へも再び資金が流入しつつあるが、それが逆流すれば新興国経済にも下振れ要因となる。

図表 1-14 リスク回避度指数（MRI-RA Index）

（2000年1月=100）

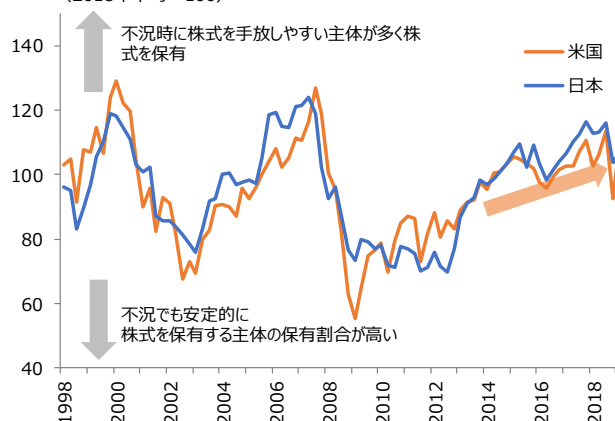


注：①新興国株式、②先進国株式、③商品、④新興国為替、⑤新興国債券、⑥先進国為替、⑦先進国債券の価格変動（前週差）を標準化し、⑥、⑦の平均変化率から①～⑤の平均変化率を引いたものをMRI-RA Index の変化分として作成。直近は19年8月6日。

出所：三菱総合研究所作成

図表 1-15 日米金融市場の保有主体の安定性

（2018年平均=100）



注：株式の保有者ごとにボラティリティを計算し、景気変動などにより保有／売却しやすい主体が金融商品を保有している割合が高まったときに指数が大きくなるよう指数化。14年平均を100とした。

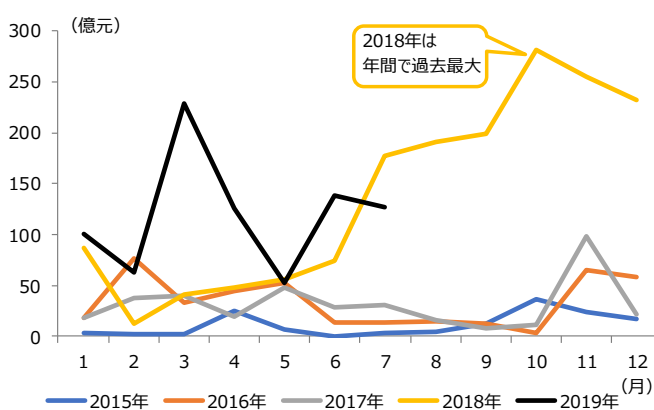
出所：資金循環統計（日本銀行）および Financial Accounts of the United States（FRB）より三菱総合研究所作成

③ 中国経済の信用収縮

中国は、米国との通商対立に加え、国内の信用収縮に伴う成長の急減速という火種も抱える。企業・家計債務の対 GDP 比は、未だ非常に高い水準にある。企業・家計の双方とも懸念が高まるが、特に直近でデフォルトが増加している企業債務に注目が集まる。19年1-7月の社債のデフォルト累積額は836億元となった。過去最大のデフォルト額となった18年と比べても1-7月までの累計で上回っている（図表1-16）。今後経済の減速がさらに顕著になれば、デフォルト額はさらに増加することも想定される。また対 GDP 比での家計債務も拡大を続けている。19年6月の住宅価格は同5月よりも伸びが鈍化したものの、前年比で+10.3%の上昇となり、不動産価格の上昇は依然家計を圧迫している。

中国政府には、不動産価格の急変動や不良債権の拡大を抑えつつ民営企業等への資金供給を拡大させる、という非常に難易度の高い金融政策のかじ取りが求められている。政策運営を誤り、信用収縮を招けば、20年にかけて中国の実質成長率は6%を大きく割り込んで失速し、失業の増加や政治に対する国民の不満の増加につながりかねない。

図表 1-16 中国の社債のデフォルト額（月別）



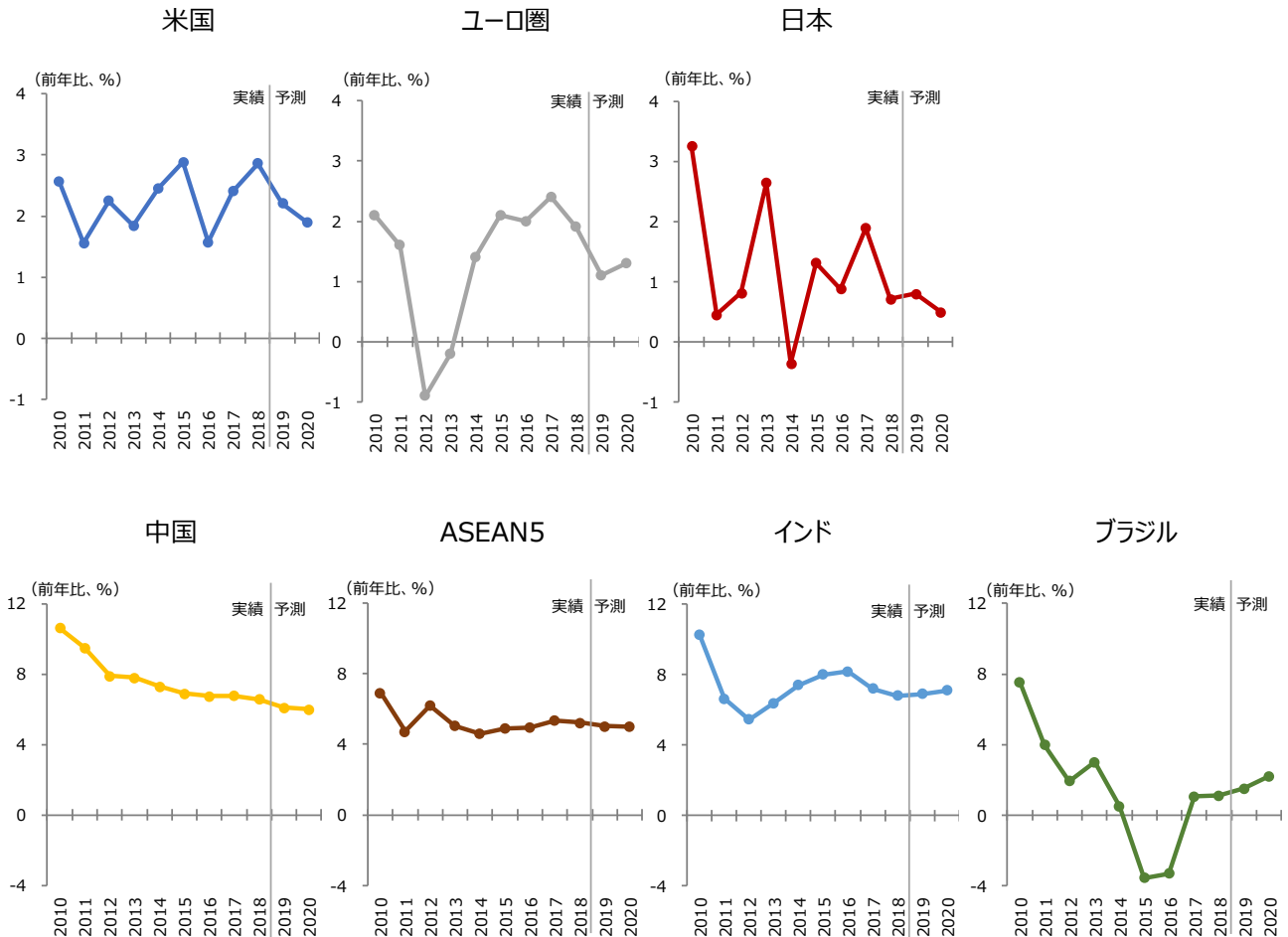
出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 1-17 世界の実質 GDP 成長率予測

(前年比、%) ■ : 予測	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
米国	2.4	2.9	2.2	1.9
ユーロ圏	2.4	1.9	1.1	1.3
日本 (年度)	1.9	0.7	0.8	0.5
中国	6.8	6.6	6.1	6.0
ASEAN5	5.4	5.2	5.0	5.0
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.1
マレーシア	5.7	4.7	4.5	4.5
フィリピン	6.7	6.2	6.1	6.1
タイ	4.0	4.1	3.8	3.7
ベトナム	6.8	7.1	6.7	6.5
インド (年度)	7.2	6.8	6.9	7.1
ブラジル	1.1	1.1	1.5	2.2
世界平均	3.6	3.5	3.0	3.0

注：暦年で表示。日本とインドのみ年度（4月～3月）。世界平均は、上記掲載国の成長率を名目 GDP ウェイトで加重平均した成長率。

出所：実績は米国商務省、Eurostat、IMF、CEIC 等、予測は三菱総合研究所

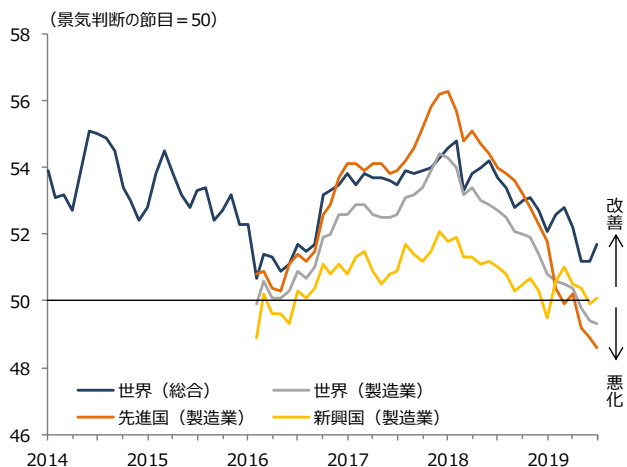


注：暦年で表示。日本とインドのみ年度（4月～3月）。

出所：実績は米国商務省、Eurostat、IMF 等、予測は三菱総合研究所

世界経済・金融市場の動向

図表 1-18 世界の購買担当者景気指数



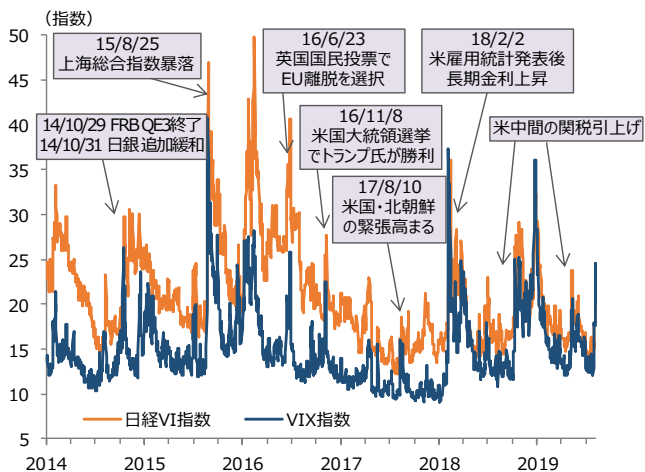
図表 1-19 世界の株価指数



図表 1-20 日米独の 10 年物国債利回り



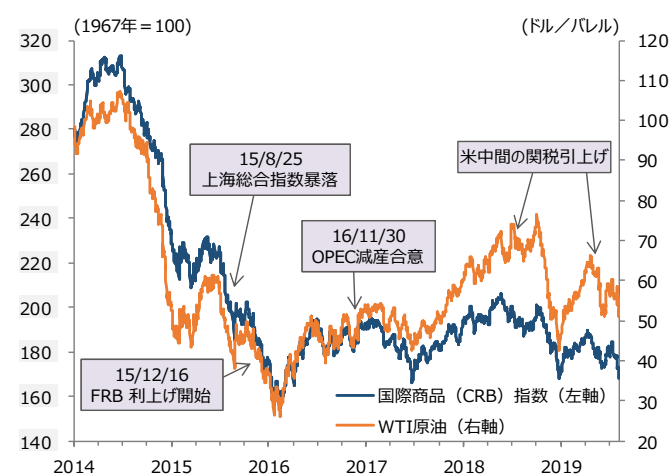
図表 1-21 日米株価の予想変動率指数



図表 1-22 為替相場



図表 1-23 商品市況



注 1：株価の予想変動率指数は「恐怖指数」とも呼ばれる。指数が高いほど、市場が予想する 1 カ月先の株価の変動が大きいことを示す。

注 2：新興国通貨は MSCI Emerging Currency Index。

注 3：直近値 8 月 8 日（日本時間）。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

2. 日本経済

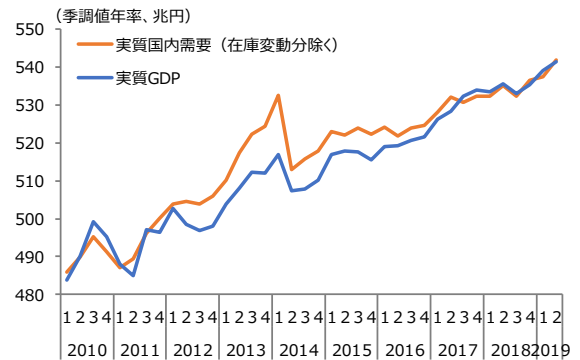
(1) 概観

19年4-6月期は内需中心にプラス成長

19年4-6月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.4%（年率+1.8%）と3四半期連続でのプラス成長となった（図表2-1）。輸出は弱かったものの、消費や設備投資など内需が堅調な伸びをみせた。

消費はGW大型化による旅行などサービス消費の増加に加えて耐久財消費も増加し、同+0.6%と高めの伸びとなった。設備投資は同+1.5%と3四半期連続で増加した。そのほか、政府最終消費は前期の反動もあり同+0.9%の増加となり、公需も成長の押し上げ要因となった。一方、輸出は同▲0.1%とほぼ横ばいであったほか、輸入は内需の拡大を背景に同+1.6%と増加し、GDP成長率の押し下げ要因となった。在庫変動分を除く実質国内需要は同+0.8%の増加となった（図表2-1）。

図表 2-1 日本の実質 GDP の水準



注：四半期ベース。

出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

国内需要は底堅いものの、製造業や消費者のマインドは一段と悪化

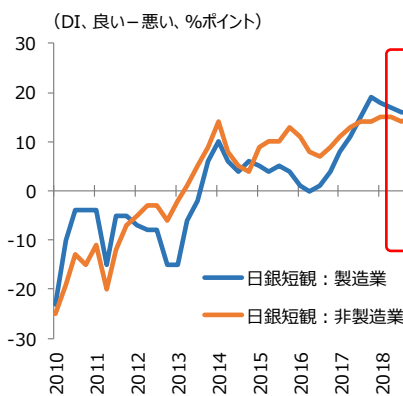
国内需要は底堅く推移している。消費税増税の駆け込み購入に備えた増産もあって生産がやや持ち直し、19年5月には景気動向指数に基づく景気判断は「悪化」から「下げ止まり」へと上方修正された。日銀短観をみても、非製造業の業況判断は過去に比べて高い水準を維持している（図表2-2）。

一方、海外需要の悪化は続いている。中国経済の減速や半導体関連需要の調整などを背景に、製造業の業況判断は約3年ぶりの低水準となった。先行きの下振れリスクとして米中経済の悪化や米通商政策など輸出環境の悪化を挙げる企業の割合は18年よりも高い（図表2-3）。消費者マインドも悪化が続く（図表2-4）。消費者態度指数は19年以降に低下幅が一段と拡大し、14年4月の消費税増税直後に近い水準まで悪化した。19年10月に予定される消費税増税に加え、外需の悪化が雇用・所得面にも一部波及しつつあることから、「暮らし向き」や「雇用環境」を中心に景気の先行きへの不安が拡大している。消費者マインドの悪化が続けば、比較的堅調に推移している国内需要にも悪影響が及びかねない。

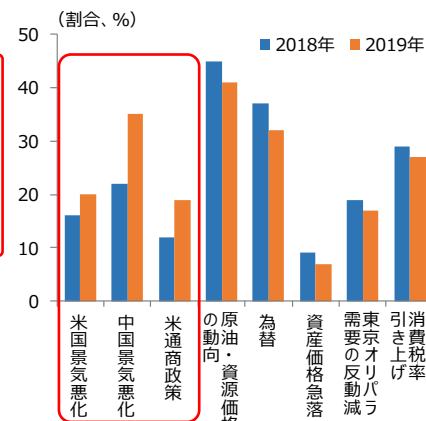
図表 2-2 企業のマインド指標

図表 2-3 先行きの事業の下振れリスク

図表 2-4 家計のマインド指標

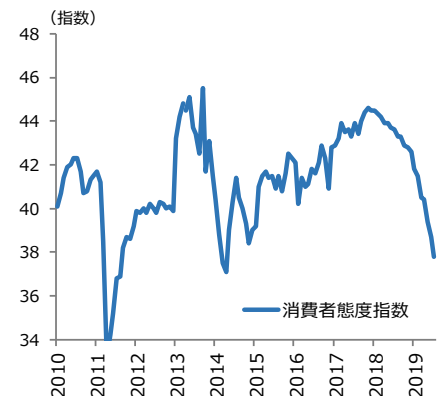


出所：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成



注：企業による3つまでの複数回答。

出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査（19年6月、18年6月）」より三菱総合研究所作成



出所：内閣府「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

(2) 輸出・生産の動向

アジア向けを中心に輸出は減少傾向が継続、生産にも波及

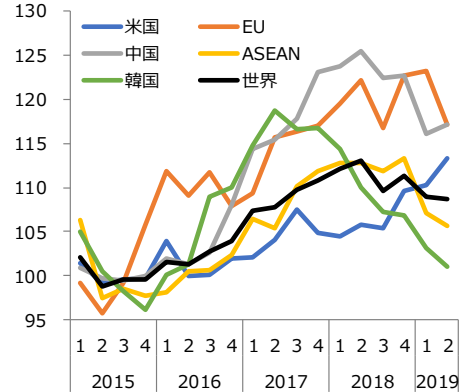
19年4-6月期の輸出は、季調済前期比▲0.1%と小幅ながらも2四半期連続で減少した。18年半ば以降、アジア向けを中心に輸出は減少基調にある。国別にみると、中国向けが18年前半に比べて低い水準で推移（図表2-5）。米中摩擦による中国経済の減速感の強まりに加え、中国の米国向け輸出の減少に伴う中国向け部品輸出の減少などが押し下げ要因となっている。また、中国向け輸出の減少や世界的な半導体関連需要の調整の影響を受けるASEAN向けや韓国向けも減少している。

輸出に含まれる訪日外国人によるインバウンド消費は、季調済前期比+2.9%と2四半期ぶりに増加したものの、ならしてみれば伸びが鈍化している。訪日外客数は、18年半ば以降、各国経済の減速感の強まりや円高の進行などを背景に、中国や韓国、台湾、香港など東アジア諸国からの訪日外客数は伸びが鈍化または減少に転じている（図表2-6）。

加えて、韓国との関係悪化の影響も顕現化しつつある。19年7月以降、日本の対韓輸出の規制強化に対して、韓国では日本製品の不買運動や日本への旅行中止なども発生している。韓国向け輸出やインバウンド消費に関して、韓国向け輸出やインバウンド消費が日本経済に占める割合はそれぞれ約0.3%、約0.1%と小さいものの、地域別には濃淡がある。韓国との結びつきが相対的に強い九州・沖縄などでは経済の下押し圧力が強くなる（図表2-7）。

図表 2-5 仕向け地別の実質輸出

(指数、2015年平均=100)

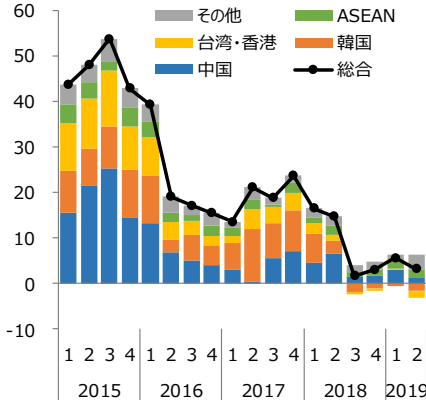


注：四半期ベース。

出所：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 国別訪日外客数

(前年比、寄与度、%)

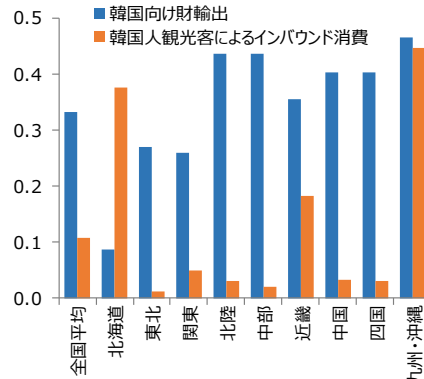


注：四半期ベース。

出所：日本政府観光局（JNTO）「訪日外客数・出国日本人数」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 韓国向け輸出・インバウンド消費

(域内総生産に占める割合、%)

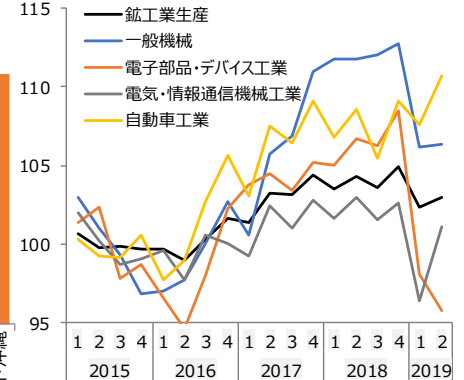


注：訪日外客数と消費額、輸出額は18年、域内総生産は15年のデータ。

出所：日本政府観光局（JNTO）、観光庁、内閣府、財務省より三菱総合研究所作成

図表 2-8 業種別の鉱工業生産指数

(指数、2015年平均=100)

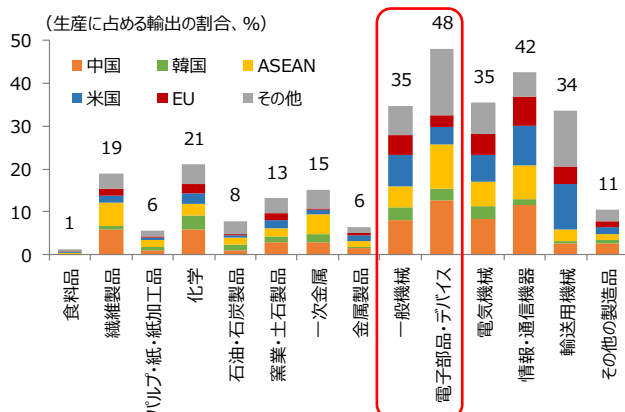


注：四半期ベース。一般機械は生産用機械工業および汎用・業務用機械工業。

出所：経済産業省「鉱工業生産」より三菱総合研究所作成

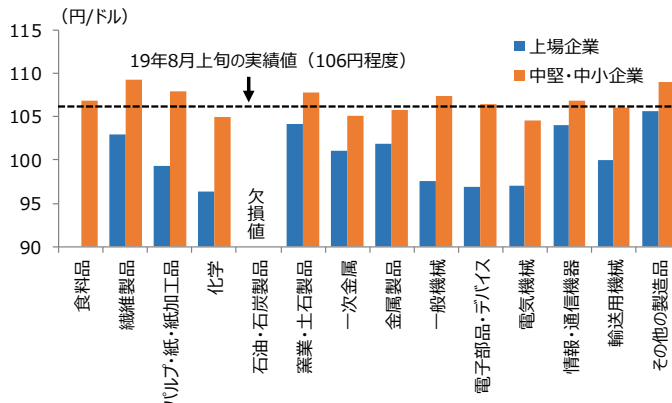
19年4-6月期の鉱工業生産は季調済前期比+0.5%と2四半期ぶりに増加した。ただし、ならしてみれば、18年入り後は横ばい圏内での推移にとどまる。業種別にみると、19年10月に予定される消費税増税の駆け込み購入に備えた増産により自動車工業は高めの伸びとなった一方、中国を中心とするアジア向け輸出の減少を背景に電子部品・デバイス工業や一般機械では18年に比べて低い水準で推移した（図表2-8）。これらの産業では、中国やASEANを中心に生産に占める輸出比率が高く、海外経済の減速による影響を受けやすい構造となっている（図表2-9）。

図表 2-9 製造業の産業別の輸出依存度



注：17 暦年。一般機械は汎用・生産用・業務用機械。
出所：内閣府「産業連関表」、財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-10 日本の輸出企業の採算円レート



注：各年 1 月に調査を実施。一般機械は汎用・生産用・業務用機械。
中堅・中小企業は資本金 1-10 億円の企業（上場企業を除く）。
出所：内閣府「平成 30 年度企業行動に関するアンケート調査結果」
より三菱総合研究所作成

20 年度前半にかけて輸出は減少が続く

輸出の先行きは、20 年度前半にかけて、中国をはじめアジア向け輸出の減少、半導体関連需要の伸び鈍化を背景に、減少傾向が続くとみる。その後は、半導体需要の調整一巡から輸出は再び増加に転じるものの、中国経済の減速が続くことなどから、小幅のプラスにとどまる見込み。実質輸出の伸びは、19 年度▲1.8%、20 年度+0.8%と予測する。 鉱工業生産の先行きは、雇用・所得環境の改善を背景に内需は堅調を持続するものの、輸出の減少が響き 19 年度は▲1.4%と減少を見込む。20 年度も+0.5%と小幅な回復にとどまると予測する。

米中貿易摩擦の一段の激化などによる輸出環境悪化がリスク

輸出・生産の下振れリスクとして、米中貿易摩擦の一段の激化を中心に次の 4 つに警戒が必要である。

第 1 に、米国による対中制裁関税第 4 弾 (3,000 億ドル規模の中国製品への追加関税) の実施である。関税引き上げにより中国から米国への輸出が減少した場合、中国向けに部品等を供給する国にも間接的に影響が及ぶ。中国の米国向け輸出に占める日本の付加価値シェアは 1.8%と相対的に高く、米国による対中制裁関税の影響を間接的に受けやすい国のひとつである。

第 2 に、米国市場と中国市場の同時アクセスが制限される可能性である。5 月に米国がファーウェイ社をエンティティリスト (EL) に追加した結果、米国の部品や技術を得て生産した製品のファーウェイ社への輸出が事実上禁止され、輸出すると米国市場での取引が禁止される。一方、中国は中国版 EL の作成を検討している。具体的な内容は公表されていないが、米国版 EL に従い、中国企業との取引を停止した企業に対し、中国市場での取引を禁止するとみられる。今後、米国版 EL に掲載される中国企業が増加した場合や、中国版 EL が正式に公表された場合、米中双方で取引を行う日本企業は、米国市場と中国市場の片方でしか取引ができなくなる可能性がある。

第 3 に、日米物品貿易協定 (TAG) の交渉の行方である。一方的な農産品への日本の関税引き下げを求める米国と、農産品の関税引き下げには工業製品への米国の関税引き下げが必要とする日本の間には、主張の隔たりがある。トランプ米大統領は 5 月 17 日、自動車への追加関税の判断を最大 180 日先送りすると発表しており、依然として自動車への追加関税をちらつかせている。TAG 交渉が決裂し、米国が自動車への追加関税 (20%または 25%) を適用すれば、日本の自動車産業および経済への影響は甚大だ。

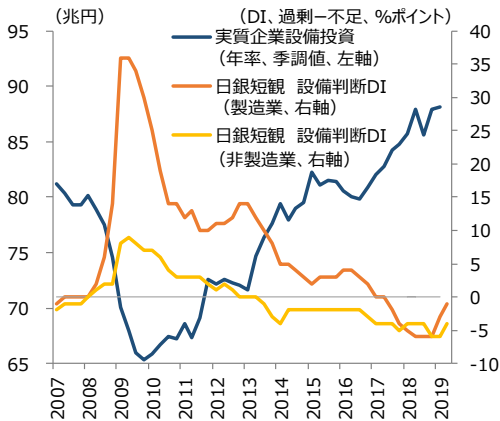
第 4 に、一段の円高の進行である。今後も連続して米国で利下げが行われる観測が高まった場合や、金融市場のリスク回避度が強まった場合、円高圧力が強まる。また、TAG 交渉において、為替条項が合意文書に盛り込まれれば、市場が円高に振れやすくなる。輸出企業の採算円レートを見ると、1 ドル 100 円台後半となっている (図表 2-10)。一段と円高が進めば、中堅・中小企業を中心に採算割れとなる業種が増加しかねない。

(3) 設備投資の動向

企業の設備投資ニーズは依然強いものの、増勢は鈍化

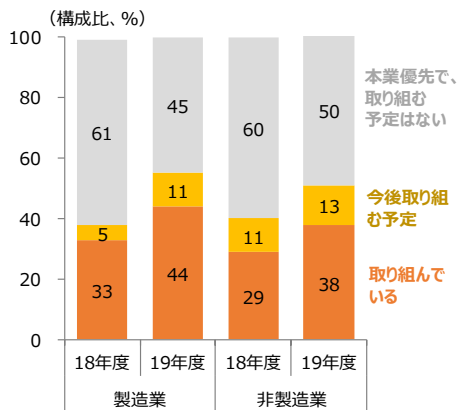
19年4-6月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+1.5%と3四半期連続で増加した(図表2-11)。輸出・生産の減少を背景に、企業の投資姿勢はやや慎重化しているものの、①情報化関連投資、②既存設備の維持・補修投資、③人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化投資、など設備投資に対する構造的なニーズが強い状況が続いている。約4~5割の企業が中長期的な成長市場開拓に取り組んでおり、こうした動きも設備投資を下支えしている模様だ(図表2-12)。輸出・生産が大幅に減少している一般機械などでも、日銀短観の6月調査時点では、過去平均並みの設備投資の伸びが計画されている。

図表 2-11 設備投資と設備判断DI



出所：内閣府「国民経済計算」、日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

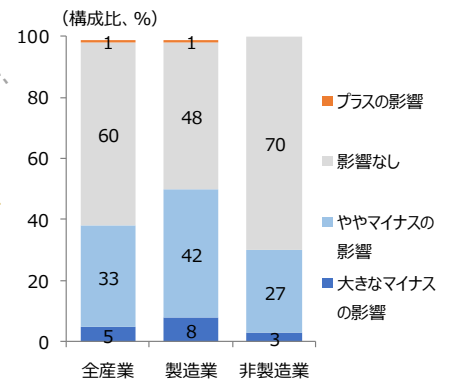
図表 2-12 中長期的な成長市場開拓の取り組み



注：対象企業は、大手企業のグループ子会社や特定のプロジェクトのために設立された3セク企業等も含む。

出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(19年6月)」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 米通商政策の影響



出所：日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(19年6月)」より三菱総合研究所作成

ただし、日本政策投資銀行の調査によると、米通商政策が企業業績や設備投資に対してマイナスの影響があるとの回答が、製造業では全体の50%を占めるほか、非製造業でも30%に上る(図表2-13)。総論(P.7)で挙げた米中貿易摩擦が一段と激化すれば、堅調な設備投資への下振れ圧力が強まる。

先行きの設備投資は、上記の①~③を背景に高水準での推移を見込むが、増加ペースは20年度にかけて徐々に鈍化していくだろう。製造業の設備不足感はやや和らいでいるほか(図表2-11)、米中貿易摩擦の激化、米中経済の減速、半導体需要の調整など輸出環境の先行きに対する不確実性の高まりが重しとなろう。実質設備投資の伸びは、18年度の前年比+3.5%から徐々に減速し、19年度+2.7%、20年度+1.2%と予測する。

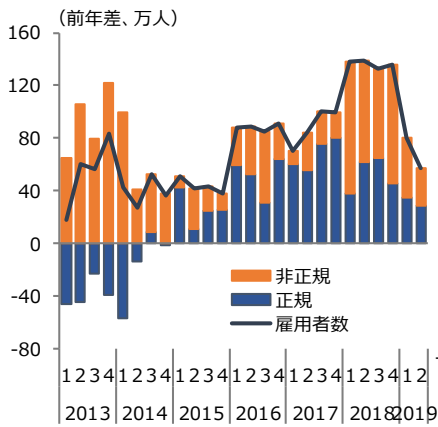
(4) 雇用・所得の動向

労働需給は引き続き逼迫も、就業者数の伸びは鈍化

労働需給は引き続き逼迫しており、失業率は2%台前半と構造失業率2.7%(当社推計)を下回って推移している。ただし、雇用者数は19年4-6月期に前年差+57万人と伸びが鈍化した(図表2-14)。18年平均の140万人近い伸びからの反動に加え、輸出・生産の減少やインバウンド需要の鈍化を背景に、一部業種で雇用調整圧力が強まっている可能性がある。業種別の新規求人数をみると、製造業や卸売・小売業、宿泊・飲食サービス業を中心に新規求人が減少に転じている(図表2-15)。

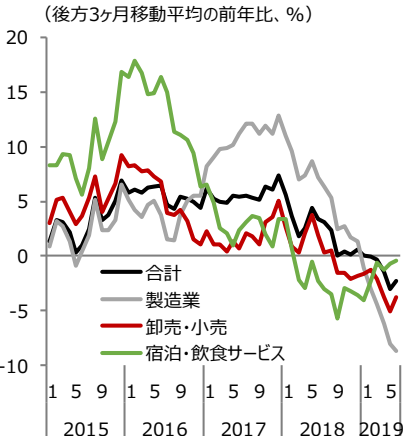
一方、所得環境は緩やかな改善基調を維持している。19年4-6月期のパートタイム労働者の時間当たり所定内給与(共通事業所ベース)は前年比+2.0%となったほか、就業者全体の7割を占める正規雇用などの一般労働者の所定内給与(同)は同+0.7%と、いずれも伸びが緩やかに高まっている(図表2-16)。

図表 2-14 雇用者数



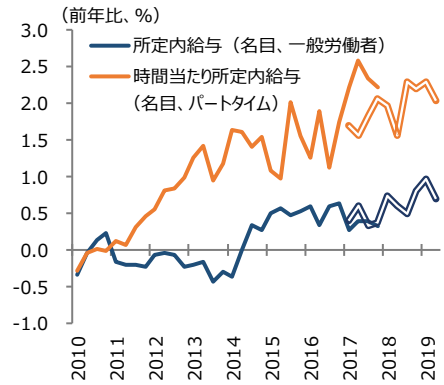
注：四半期ベース。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 新規求人数



出所：厚生労働省「一般職業紹介状況」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 賃金



注：四半期ベース。17年以降の二重線の部分は、共通事務所の前年同期比（厚生労働省が公表する参考資料をもとに当社試算）。
出所：厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱総合研究所作成

輸出・生産減少が波及し、雇用者報酬全体では 20 年度にかけて伸び鈍化を予想

先行きは、当面は輸出・生産の減少による雇用・所得への下振れ圧力が強まる点に注意が必要だ。就業者数に占める製造業の割合は 16%（18 年）にとどまるが、製造業とかかわりの深い非製造業への波及も含めると影響は増幅される。中国向け輸出減少による生産高への影響は、当然ながら製造業が最も大きい。卸小売業や専門・科学技術・業務支援サービス業（リース・人材派遣・広告など）、運輸郵便業などでも高く、これら 3 業種と製造業を合わせた雇用者報酬額は全体の約半分を占める。

19 年度の名目雇用者報酬は、前年比+1.8%と、18 年度の同+2.8%から伸びが鈍化する可能性が高い。20 年度は、輸出・生産の下振れ圧力は徐々に緩和される一方で、消費税増税後の内需の伸び鈍化も予想され、同+1.4%と予測する。もっとも、就業者数の伸び鈍化の影響を考慮した一人当たり名目雇用者報酬では、19 年度が前年比+1.1%、20 年度が同+1.2%と 1%程度の伸びが続く見込み。

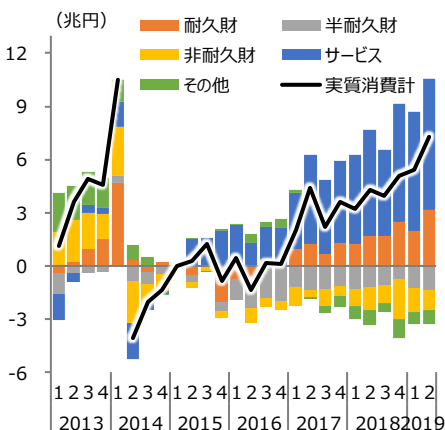
(5) 消費の動向

消費は大型連休効果もあり増加

19 年 4-6 月期の実質民間最終消費支出は、前期比+0.6%の増加となった（図表 2-17）。サービス消費を中心に緩やかな増加基調を維持している。

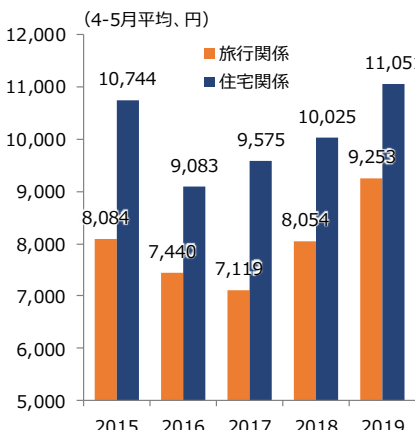
改元に伴うGWの大型化により、4-5 月は旅行や住宅関連など非日常的な支出が拡大した（図表 2-18）。旅行は宿泊費などが大幅に増加し前年比+15%、住宅関連もリフォーム代などを中心に同+10%となった。また、7 月に入り記録的な日照不足が続いているが、4-6 月期はむしろ日照時間が平年を大きく上回っており（図表 2-19）、天候要因も衣料品や飲料などを中心に消費にプラスに寄与したとみられる。

図表 2-17 実質消費支出



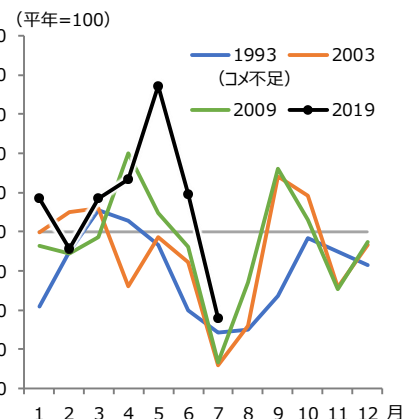
注：四半期ベース。
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-18 GW の消費



注：各年とも 4-5 月の平均値。旅行関係、住宅関係の合計。
出所：総務省「家計消費状況調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 日照時間



出所：気象庁より三菱総合研究所作成

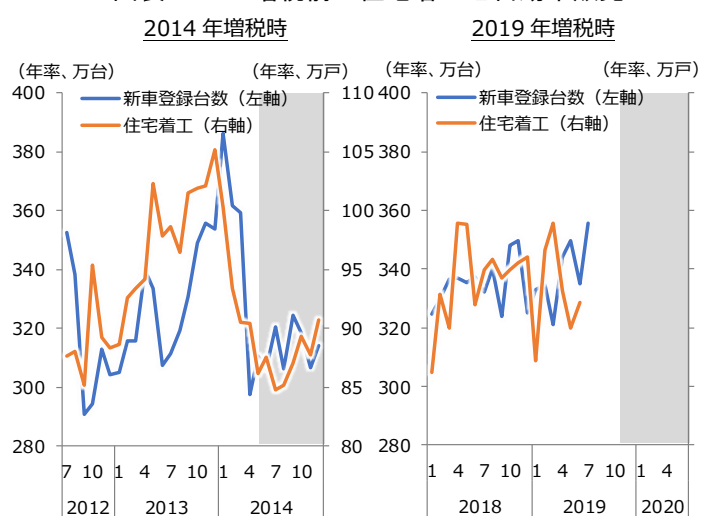
増税前の駆け込み需要は前回の半分程度にとどまる見込み

前回 14 年 4 月の消費税引き上げ時（5%→8%）には、直前の 1-3 月期の消費が季調済前期比で+2.0%増加した。しかし、今回 19 年 10 月は、駆け込み需要が先行して発現しやすい住宅着工や自動車販売の動きをみても、前回増税時のような盛り上がりが見られていない（図表 2-20）。

増税前に消費を増やす予定の有無について、当社の生活者市場予測システム（mif）を用いて 5,000 人を対象に調査を実施した。耐久財やサービスなど何らかの品目について、いずれの品目も「増税前に増やす予定なし」が全体の 48%、「検討中／わからない」が 27%となった（図表 2-21）。残る 25%についても、約半数が何らかの品目について「既に消費を増やした」と回答しており、9 月末までの追加的な消費の伸びは限定的となろう。7-9 月期の消費の伸びは、前述の日照不足・長雨の影響も加わり、季調済前期比+1%弱と前回増税時の半分程度にとどまる見込み。

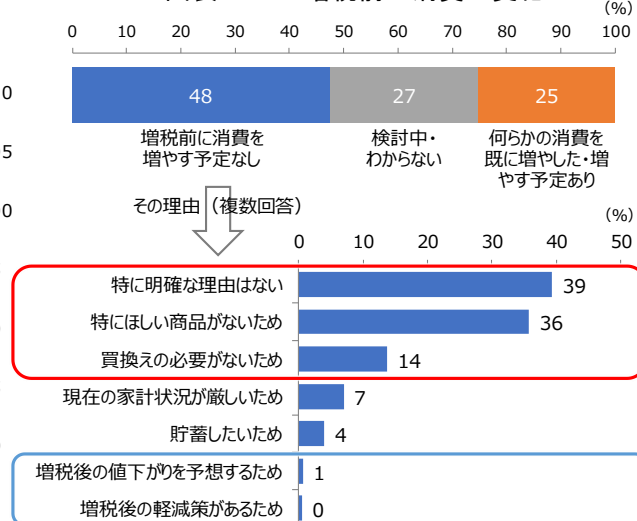
消費を増やさない理由としては、「特に明確な理由がない（39%）」、「特に欲しい商品がない（36%）」、「買い替えの必要がない（14%）」といった消極的な理由が目立ち、増税後の負担軽減策や増税後の値下がりを見越して駆け込み消費を行っていないとの回答はわずかであった。

図表 2-20 増税前の住宅着工と自動車販売



出所：日本自動車販売協会連合会、国土交通省より三菱総合研究所作成

図表 2-21 増税前の消費の変化



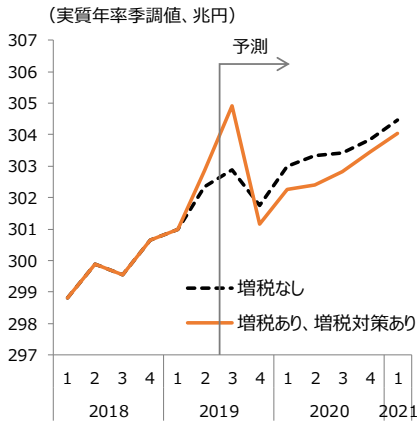
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート調査（19 年 7 月実施、回答者 5,000 人）

20 年度にかけて消費の伸びは鈍化

先行きの消費は、消費税増税などによる振れを伴いつつ、ならしてみれば 20 年度にかけて伸びが鈍化していきだろう（図表 2-22）。増税による振れは、駆け込み需要が小さくなる分、反動減も相応に小さくなる可能性が高い。19 年度後半から 20 年度前半にかけては、消費税引き上げに伴う実質所得の低下が予想されるものの、教育無償化や通信料引き下げによる家計負担の軽減などの効果もあり、増税後の大幅な消費低迷は回避される見込み。ただし、20 年度後半には各種政策効果の剥落に加え五輪特需の反動もあり、消費は弱い動きとなる可能性がある（図表 2-23）。実質民間最終消費支出の伸びは、19 年度+0.9%、20 年度+0.1%と予測する。

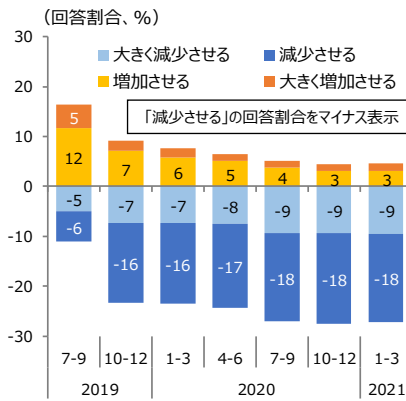
もっとも、増税後の消費が「伸び鈍化」にとどまらず「減少」に転じるリスクもある。前述のとおり海外経済の減速が雇用にも波及しつつある。輸出・生産が一段と悪化・長期化すれば、雇用・所得環境の悪化や株安などを通じて、消費スタンスがさらに慎重化する可能性がある。当社作成の「MRI 生活者マインド指数」によると、家計の消費に対する姿勢（3 カ月前からの変化）は既に約 3 年ぶりの低水準にある（図表 2-24）。総論（P.7-9）で挙げた海外経済のリスクの顕在化には注意が必要だ。

図表 2-22 増税による消費の変動



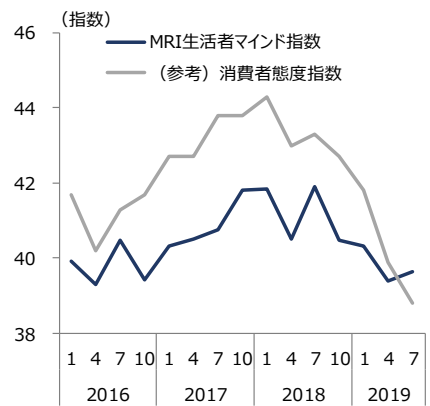
注：四半期ベース。
出所：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所

図表 2-23 消費意向（現在比）



注：残りの回答割合は「変化させない」。
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (19年7月実施、回答者 5,000人)

図表 2-24 MRI 生活者マインド指数



出所：内閣府「消費動向調査」、三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (回答者 5,000人)

(6) 物価の動向

物価の基調は依然として弱い

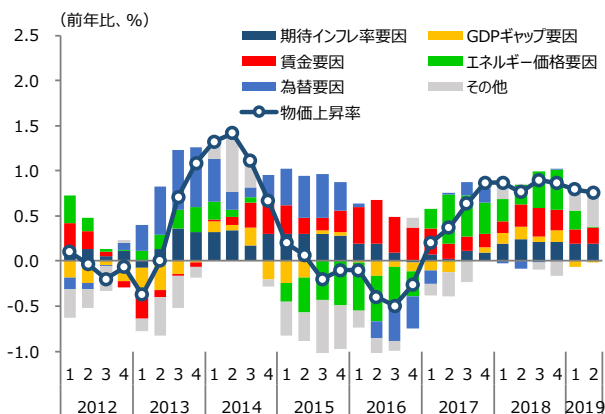
19年4-6月期の消費者物価指数の伸びは、生鮮食品を除く総合指数が前年比+0.8%と、19年1-3月期と同程度の伸びとなった。物価上昇の要因別内訳をみると、エネルギー価格要因が前年比でみれば依然としてプラスに寄与しているほか、賃金や期待インフレ率要因も物価を押し上げる方向に寄与している(図表 2-25)。生鮮食品・エネルギー除く総合指数では、同+0.6%と1-3月期の同+0.4%から緩やかに伸びを拡大しつつあるものの、内生的な物価上昇圧力は依然として力強さを欠く状況にある。

教育無償化と携帯通信料引き下げが物価を下押し

物価の先行きはどうか。労働需給の逼迫などによる賃金の上昇が引き続き物価上昇圧力となるものの、消費税増税や外需環境の悪化を背景にマクロの需給ギャップの改善ペースは鈍る可能性が高い。

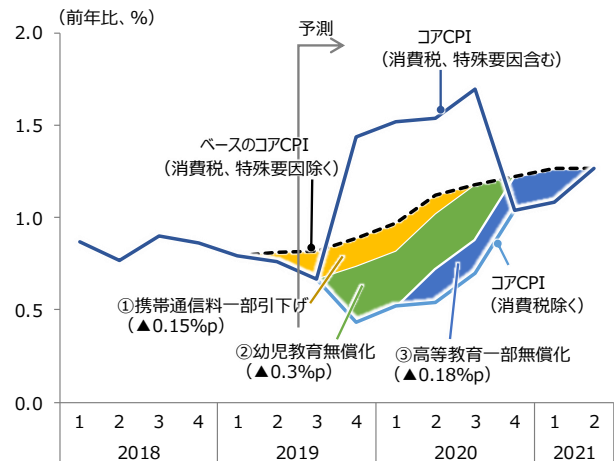
加えて、①一部通信会社が表明した携帯通信料の引き下げ(生鮮食品除く総合(コアCPI)を前年比▲0.15%p押し下げ)、②19年10月開始の幼児教育の無償化(同▲0.3%p押し下げ)、③20年4月開始の高等教育無償化(同▲0.18%p押し下げ)の3つの特殊要因が、19年度と20年度の物価の伸びを低下させる方向に寄与するとみられる(図表 2-26)。なお、物価見通しの前提となる為替は、20年度末にかけて105円程度で推移すると想定。原油価格(WTI)は、20年度末にかけて平均的には1バレル当たり60ドル程度での推移を見込む。

図表 2-25 物価上昇率の要因別内訳



注：物価は生鮮食品除く総合(消費税除く)。期待インフレ率(日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」の1年後の物価見通し)、賃金は一人当たり名目雇用者報酬、エネルギー価格は燃料輸入物価、為替は円ドルを使用。
出所：各種統計より三菱総合研究所作成

図表 2-26 物価の下押し要因



出所：実績は総務省、予測は三菱総合研究所

これらを踏まえると、コア CPI の伸びは、消費税の影響を除くベースで 19 年度にいったん低下し、その後 20 年度にかけて各種下振れ要因の剥落から+1%程度まで伸びを高める見込み。19 年度+0.5% (消費税の影響を含めると+1.0%)、20 年度+0.8% (消費税の影響を含めると+1.3%) と予測する。

(7) まとめ

20 年度にかけて成長減速も、景気後退は回避を見込む

19 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、季調済前期比+0.4% (年率+1.8%) と 3 四半期連続でのプラス成長となった。輸出は弱かったものの、消費や設備投資など内需が堅調な伸びをみせた。

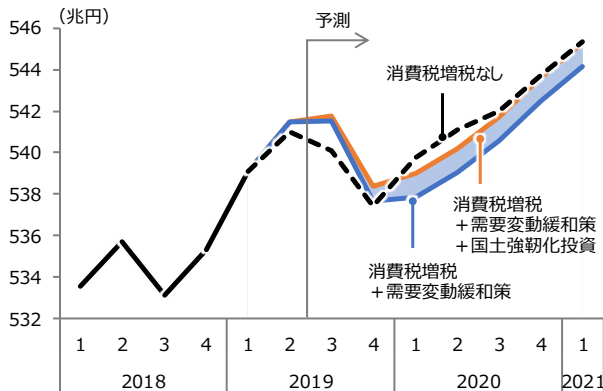
19 年度の日本経済は、米中経済の減速や半導体需要の調整局面入りを背景に、輸出は減少が予想されるものの、労働需給の逼迫による雇用・所得環境の改善持続により、内需を中心に前年比+0.8%と潜在成長率並みの成長を見込む (前回見通し (6 月 10 日) から+0.1%p の上方修正)。

上記の見通しは 19 年 10 月の消費税率引き上げを前提としており、年度前半の駆け込み需要と後半の反動減が予想される。ただし、①ポイント還元や各種減税などによる税負担の軽減、②国土強靱化のための公共投資の増加、③幼児教育無償化や通信料の引き下げなどによる家計負担の軽減、の 3 つが 19 年度中に相次いで実施される。これらが景気の下支え要因となることから、駆け込み後の一時的な反動減はあるものの、増税による日本経済の景気腰折れリスクは小さいとみる (図表 2-27)。

20 年度の日本経済は、半導体の需要調整一巡により輸出・生産はやや持ち直すものの、年度後半にかけてポイント還元策の終了や東京五輪関連の特需剥落も予想されることから内需の伸びが鈍化し、同+0.5%と減速を見込む (前回から変更なし)。

先行きに対するリスクは、総論 (P.7-9) で挙げた 3 つの世界経済リスク (①米中分断の深刻化、②金融危機への発展、③中国経済の信用収縮) が顕在化することである。輸出・生産の下振れや株価の下落などを通じて、日本経済にも負の影響が及ぶであろう。

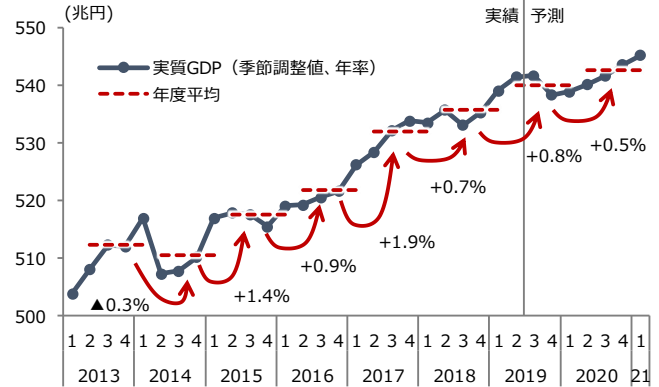
図表 2-27 消費税増税による実質 GDP への影響



注：需要変動緩和策には、キャッシュレス決済のポイント還元、住宅ローン減税などが含まれる。国土強靱化投資は、18 年度補正予算から 20 年度本予算の 3 ヶ年の事業費として約 7 兆円の投資が予定されている。

出所：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-28 実質 GDP の見通し



出所：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-29 2019、2020 年度の日本の実質 GDP 成長率予測

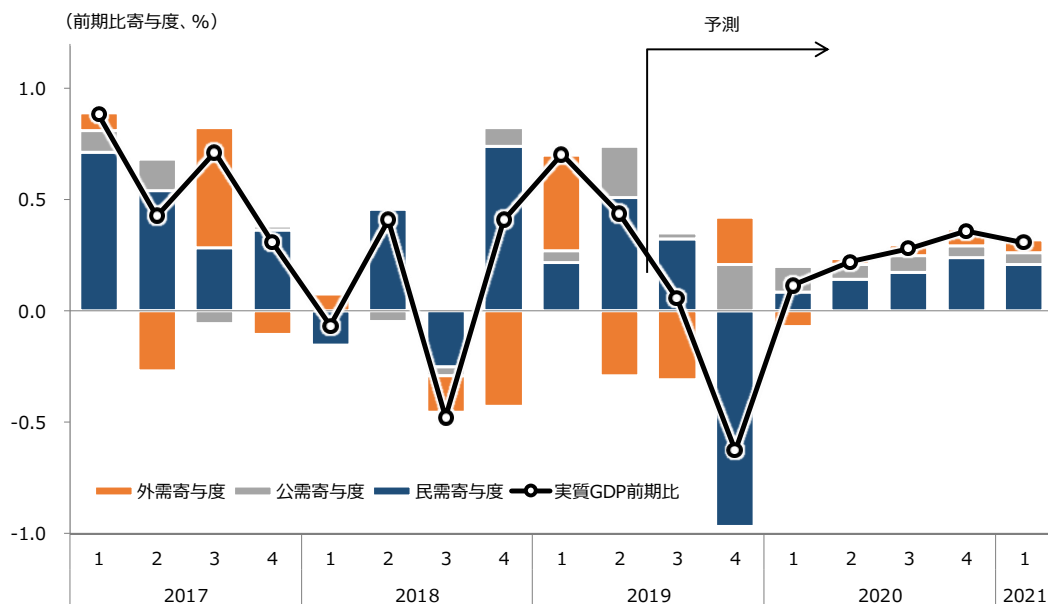
項目	実績				予測			
	2017年度		2018年度		2019年度		2020年度	
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度
実質GDP	1.9	***	0.7	***	0.8	***	0.5	***
内需	1.5	1.5	0.9	0.8	1.2	1.2	0.4	0.4
民間	1.8	1.3	1.2	0.8	1.0	0.7	0.1	0.1
民間最終消費支出	1.0	0.6	0.5	0.3	0.9	0.5	0.1	0.1
民間住宅投資	▲ 0.7	0.0	▲ 4.4	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 0.0	▲ 6.9	▲ 0.2
民間企業設備投資	4.6	0.7	3.5	0.6	2.7	0.4	1.2	0.2
民間在庫投資	***	0.1	***	0.1	***	▲ 0.1	***	0.0
公需	0.5	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	1.9	0.5	1.4	0.4
政府最終消費支出	0.4	0.1	0.9	0.2	1.5	0.3	0.9	0.2
公的固定資本形成	0.5	0.0	▲ 4.0	▲ 0.2	3.4	0.2	3.1	0.1
外需（純輸出）	***	0.4	***	▲ 0.1	***	▲ 0.4	***	0.1
輸出	6.5	1.1	1.5	0.3	▲ 1.8	▲ 0.3	0.8	0.1
輸入	4.0	▲ 0.6	2.1	▲ 0.4	0.3	▲ 0.0	0.2	▲ 0.0
名目GDP	2.0	***	0.5	***	1.8	***	1.8	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-30 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

	実績						予測						
	2018		2019				2020				2021		
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP 前期比	-0.1%	0.4%	-0.5%	0.4%	0.7%	0.4%	0.1%	-0.6%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%
実質GDP 前期比年率	-0.3%	1.6%	-1.9%	1.6%	2.8%	1.8%	0.2%	-2.5%	0.5%	0.9%	1.1%	1.4%	1.2%

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所



出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 2-31 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

		年度				年度（前年比）			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
		実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
目	国内総生産 (= GDP)	547,496	550,473	560,168	570,123	2.0%	0.5%	1.8%	1.8%
	民間最終消費支出	303,231	305,683	311,572	317,560	1.4%	0.8%	1.9%	1.9%
	民間住宅投資	17,221	16,736	16,802	15,907	1.1%	▲2.8%	0.4%	▲5.3%
	民間設備投資	86,142	89,906	92,375	94,170	5.4%	4.4%	2.7%	1.9%
	民間在庫品増加	738	1,552	816	888	***	***	***	***
	政府最終消費支出	107,565	108,644	110,451	111,908	1.1%	1.0%	1.7%	1.3%
	公的固定資本形成	27,579	26,951	28,360	29,717	2.3%	▲2.3%	5.2%	4.8%
	公的在庫品増加	85	14	91	274	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,934	988	▲300	▲301	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	98,276	100,490	97,745	99,491	10.5%	2.3%	▲2.7%	1.8%
財貨・サービス輸入	93,342	99,502	98,045	99,792	11.7%	6.6%	▲1.5%	1.8%	

(単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、%)

質	国内総生産 (= GDP)	531,887	535,693	540,150	542,705	1.9%	0.7%	0.8%	0.5%
	民間最終消費支出	298,847	300,209	302,799	303,185	1.0%	0.5%	0.9%	0.1%
	民間住宅投資	16,046	15,348	15,196	14,152	▲0.7%	▲4.4%	▲1.0%	▲6.9%
	民間設備投資	84,430	87,394	89,718	90,759	4.6%	3.5%	2.7%	1.2%
	民間在庫品増加	821	1,558	890	1,050	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,424	107,378	108,986	109,974	0.4%	0.9%	1.5%	0.9%
	公的固定資本形成	25,971	24,943	25,797	26,599	0.5%	▲4.0%	3.4%	3.1%
	公的在庫品増加	98	27	116	305	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲1,193	▲1,751	▲3,697	▲3,192	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,437	92,836	91,141	91,842	6.5%	1.5%	▲1.8%	0.8%
財貨・サービス輸入	92,631	94,587	94,838	95,034	4.0%	2.1%	0.3%	0.2%	

		年度				年度（前年比）			
		2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
		実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
指数	鉱工業生産指数	103.5	103.8	102.3	102.7	2.9%	0.2%	▲1.4%	0.5%
	国内企業物価指数	99.3	101.5	103.0	105.7	2.7%	2.2%	1.5%	2.5%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.4	101.2	102.3	103.6	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%
	GDPデフレーター	102.9	102.8	103.7	105.1	0.1%	▲0.2%	0.9%	1.3%
	完全失業率	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	94.6	95.3	86.6	82.2	▲2.8%	0.7%	▲9.2%	▲5.0%

(単位：10億円、%)

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	22,175	19,243	17,772	16,832	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,083	▲16	▲2,036	▲1,750	***	***	***	***
	貿易収支	4,540	696	▲2,273	▲2,310	***	***	***	***
	輸出	78,283	80,326	77,470	78,854	10.6%	2.6%	▲3.6%	1.8%
	輸入	73,743	79,630	79,743	81,163	13.4%	8.0%	0.1%	1.8%
	通関収支戻（10億円）	2,446	▲1,595	▲3,176	▲3,229	***	***	***	***
通関輸出	79,222	80,710	78,206	79,608	10.8%	1.9%	▲3.1%	1.8%	
通関輸入	76,766	82,304	81,382	82,836	13.6%	7.2%	▲1.1%	1.8%	

為替	国債10年物利回り	0.05%	0.06%	-0.12%	0.02%	***	***	***	***
	M2	981,695	1,008,259	1,030,662	1,050,792	3.7%	2.7%	2.2%	2.0%
	日経平均株価	20,984	21,973	21,124	21,615	19.8%	4.7%	▲3.9%	2.3%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	53.6	62.9	57.0	59.3	12.1%	17.4%	▲9.5%	4.0%
	円/ドル レート	110.8	110.9	107.4	106.0	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.171	1.158	1.123	1.123	***	***	***	***
円/ユーロ レート	129.7	128.4	120.6	119.1	***	***	***	***	

注：国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、及び為替レートは年度中平均。消費者物価は2015年基準。

出所：実績は各種統計、Bloomberg、予測は三菱総合研究所

3. 米国経済

19年4-6月期は景気拡大維持も、輸出の悪化が重しに

19年4-6月期（速報値）の実質GDP成長率は、前期比年率+2.1%と前期（同+3.1%）から伸びが減速した。個人消費の伸びが加速したものの、輸出の悪化や設備投資の減速が全体を押し下げた。特に、輸出は同▲5.2%と、前期の高い伸びから急減速しており、貿易摩擦の影響が懸念される。

堅調な雇用・所得環境に支えられ、消費は底堅く推移

雇用・所得環境は堅調さを維持している。失業率は4%以下（米議会予算局公表の自然失業率は約4.6%）で推移、賃金は前年比+3%台前半と堅調な伸びを持続（図表3-2）。ただし、18年末以降、労働時間が減少傾向にある（図表3-3）。製造業は、米中貿易摩擦の影響悪化を見越して、労働需要を減らしている可能性がある。サービス業では、①労働需給のミスマッチなどに伴う人手不足感の強まりに対し、労働時間を短縮することで対応している業種や、②内需の減速に伴い、賃金ではなく労働時間で調整している業種があるとみられる。先行きは、景気減速を背景に雇用者数の増加ペースが鈍化すると見込む。

消費は、伸びが底堅い。①既往の減税効果の剥落や②消費者マインドの悪化が消費の重しになっているものの、堅調な雇用・所得環境が下支えをしている。ただし、上記の労働時間の伸び鈍化の影響などから、時間当たり賃金の伸びほど消費が伸びていない。消費の先行きは、雇用・所得環境の緩やかな改善に支えられ底堅く推移するだろう。ただし、先述の労働時間の短縮が長引けば、家計所得の減少を通じて、個人消費を下押しする可能性もある。

企業の景況感は製造業に続き、非製造業も悪化傾向

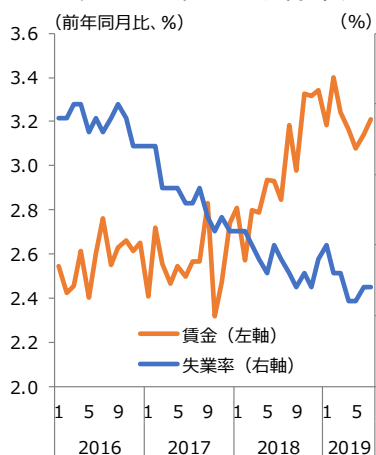
企業活動は軟調な動きが続いている。ISM景況指数は、製造業が18年後半以降に大きく悪化していたが、底堅く推移していた非製造業もここ数カ月で低下し、7月には約3年ぶりの低水準となった（図表3-4）。米中貿易摩擦に関して、①既往の制裁・報復関税の影響が顕在化していること、②今後の展開に不透明感が根強いことなどが要因とみられる。また、資本財新規受注（航空機および軍需を除く）は18年入り後に伸びが鈍化傾向にある。米中協議の結果次第で先行きの事業環境が大きく変わりうるため、企業の投資スタンスが慎重化している。

図表 3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
実質GDP	2.4	2.9	2.2	1.9
個人消費	2.6	3.0	2.4	1.8
設備投資	4.4	6.4	3.2	2.7
住宅投資	3.5	▲1.5	▲1.9	1.7
在庫投資寄与度	0.0	0.1	0.0	▲0.1
政府支出	0.7	1.7	2.8	3.4
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.1
輸出等	3.5	3.0	0.5	1.7
輸入等<控除>	4.7	4.4	1.7	1.9
FFレート誘導水準（年末）	1.25-1.5	2.25-2.5	2.0-2.25	2.0-2.25
失業率	4.3	4.1	4.1	4.2

出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所

図表 3-2 雇用・所得環境



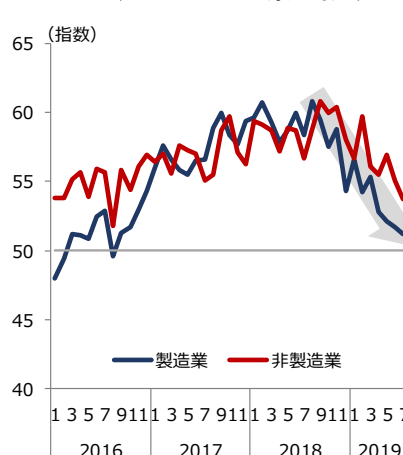
出所：米国労働省（BLS）より三菱総合研究所作成

図表 3-3 週当たり労働時間



注：前後3か月平均（直近値は6・7月平均）。出所：米国労働省より三菱総合研究所作成

図表 3-4 ISM 景況指数



出所：全米供給管理協会より三菱総合研究所作成

G20 を経て米中貿易協議が再開も、対中制裁第4弾を9月実施の可能性

米中の通商対立が、米国企業の生産・投資や、景況感に大きな重しとなるなか、米中貿易協議は7月上旬に再開された。加えて、5月に発動された中国ファーウェイ社に対する禁輸措置も一部緩和された。こうした動きを受け、両国間の緊張感は幾分か和らいだとみられていたが、トランプ大統領は8月上旬に、対中制裁第4弾（発動済みの対中制裁に含まれないほぼ全て中国製品、約3,000億ドルに対し、10%の制裁関税を課す計画）を9月1日から実施する旨を発表した。米政権は6月末に制裁第4弾の議会公聴会を終了し、即座に発動可能であるため、予断を許さない状況が続いている。

また、米政権は、EUに対する新たな関税措置の発動を検討している。米国側は、EUによるエアバス社への補助金によって自国企業が110億ドルの損害を被ったと主張、同額規模のEU製品に関税を課す検討をしている。6月下旬には、米国側が追加の制裁対象を公表したが、EU側も、米国のこうした動きに対し、報復関税の検討を開始した。制裁・報復対象の総額は米中対立のそれに比べ小さいものの、両国の関係悪化は米国・EU間の通商協議に悪影響を及ぼしかねない。

FRBによる利下げは1回にとどまり、20年にかけて金利据え置きを予想

19年7月開催のFOMCでは、FF金利誘導目標値を2.00~2.25%に引き下げた。加えて、バランスシート縮小も19年7月で終了となり、米国のFRBは金融緩和に動いた。パウエルFRB議長が7月の議会証言で「インフレ率が2%を大きく下回することは避けたい」と述べたように、今回の政策変更の背景には、米国の物価動向への強い懸念がある(図表3-5)。

FRBが今後、さらなる金融緩和に動くかは現時点で明確にされておらず、経済状況や国際情勢に照らしながら判断していくこととなる。当社では、下記の成長率見通しを前提に、政策金利は20年にかけて据え置きと予想する。

20年にかけて成長減速へ、19年は+2.2%、20年は+1.9%を予想

先行きの米国経済は、20年にかけて成長減速を見込む。堅調な雇用・所得環境が消費を下支えすると予想されるものの、米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落などにより、18年の前年比+2.9%から、19年は同+2.2%まで成長減速を見込む(4-6月期の上振れを反映し前回同+2.1%から上方修正)。20年は、引き続き貿易摩擦が景気の重しとなるほか、大統領選を控えるねじれ議会のもとで20年度予算(19年10月~)をめぐる審議難航も予想され、同+1.9%と予測する。見通しの前提として、米国が既に実施している対中制裁関税(第1弾~第3弾)が、19年、20年の間は継続すると想定する。

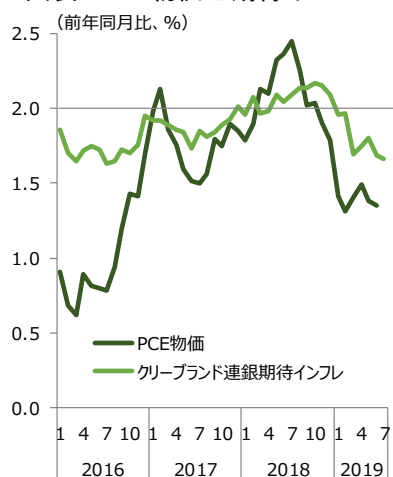
米中分断の深刻化が最大の下振れリスク

米国経済の下振れリスクは、第1に、米中分断の深刻化である。対中制裁関税のさらなる引き上げは、輸入物価上昇による消費財価格の上昇、株価下落による逆資産効果やマインド悪化、などを通じて消費を抑制するほか、生産コスト増大や対抗措置に伴う輸出減少が企業収益を下押ししかねない。また、関税引き上げを回避したとしても、投資や為替など非関税分野でも保護主義的な動きが一段と拡大し、米中の分断が深刻化する恐れがある。

第2に、企業債務の高まりである。現在、米国の企業債務は歴史的な高水準にある(図表3-6)。パウエル議長は5月の講演で、レバレッジド・ローン(信用力の低い企業向けの変動金利型融資)の残高が急増していることに関して警戒感を示した。企業債務の増加は、企業の債務返済負担を高め、経済活動の重しとなるだけでなく、景気悪化時には金融システムを不安定化させるリスクとなりかねない。

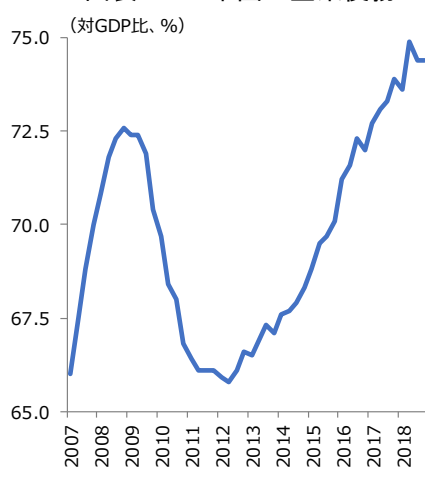
第3に、議会のねじれに伴う、議会審議の難航である。20年度予算案に関し、与野党ともに債務上限引き上げが必要であるとの認識で一致している。しかし、トランプ政権と下院で過半数を占める民主党との間には、予算の使い道や歳出規模の点で大きな隔たりがある(図表3-7)。こうした状況のなか、20年の大統領選をにらみ、債務上限引き上げ(9月頃まで)などさまざまな審議において、議会での対立が先鋭化する可能性がある。

図表 3-5 物価と期待インフレ率



出所：米国商務省、FRBより三菱総合研究所作成

図表 3-6 米国の企業債務



出所：国際決済銀行より三菱総合研究所作成

図表 3-7 下院のミニバス法案と予算教書に基づく裁量的経費

(単位は10億ドル)

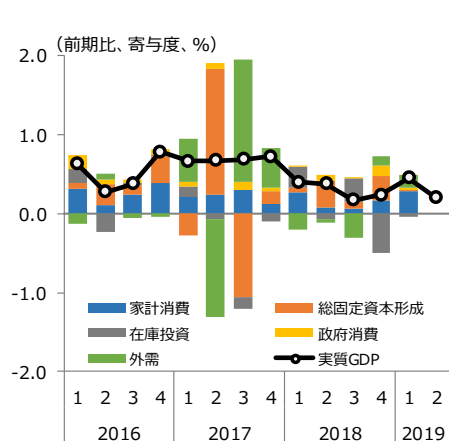
	下院通過のミニバス法案	予算教書
国防費	718.3	622.1
非国防費		
農業関連	24.4	24.3
商業・司法・科学関連	69.6	66.4
エネルギー関連	36.5	46.4
国土安全保障	51.7	49.7
労働・教育・医療関連	162.5	189.9

注：ミニバス法案とは、予算案策定に先立って、農業や国防といったテーマごとにまとめられ、審議される歳出法案のこと。出所：ホワイトハウス、責任ある連邦予算委員会より三菱総合研究所作成

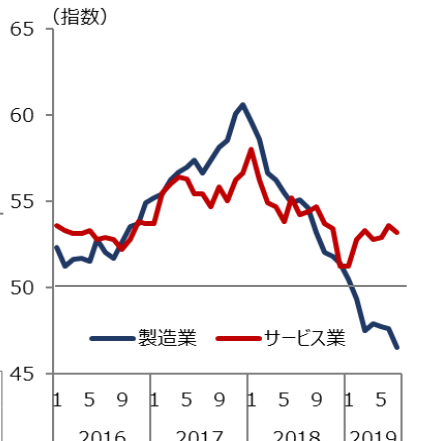
外需の減速から、18年入り後は成長減速

19年4-6月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.2%と前期（同+0.4%）から伸びが半減した（図表4-1）。19年の前半には、内需・外需ともに18年末の急減速から若干持ち直したが、18年入り後の外需の減速傾向は続いているとみられ、実質GDPの回復ペースも鈍い。

図表 4-1 ユーロ圏の実質 GDP 成長率 図表 4-2 企業景況感 (PMI) 図表 4-3 生産と輸出



注：四半期ベース。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成



出所：Eurostat より三菱総合研究所作成



注：財輸出数量は後方3カ月移動平均。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

生産・輸出は依然として低調、自動車産業の回復に遅れ

ユーロ圏の企業景況感は、製造業とサービス業で状況が異なる（図表4-2）。製造業は好不況の境目となる50を下回って推移する一方、サービス業は後述の堅調な内需に支えられ底堅く推移している。製造業の生産や財輸出は、年末年始の大幅な悪化から若干持ち直したものの、依然として低調だ（図表4-3）。背景には自動車産業の回復の遅れがある。排ガス規制変更の影響が和らぎ、ユーロ域内の自動車需要に持ち直しの動きがみられるものの、自動車の生産は減少が続いている（図表4-4）。EU域内向けを含む自動車関連輸出の減少が背景にあるとみられる（図表4-5）。影響力係数¹が大きい自動車産業の事業環境改善が遅れば、他産業の企業活動に悪影響が及びうる。

先行きの輸出は、米国など主要な輸出相手国の景気減速が予想されるため、低めの伸びが続くと予想。生産は、消費を中心に底堅い内需に支えられるものの、低調な輸出を背景に低い伸びが続くだろう。

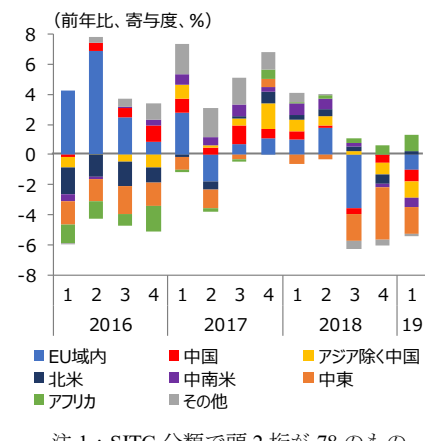
消費は増加ペースがやや減速しているが、底堅い

ユーロ圏の消費は底堅く、19年4-6月期は前期比+0.5%の伸びとなった。背景には、①雇用・所得環境の改善、②低金利による借り入れ増加がある。雇用環境は、失業率の低下は続いているものの、製造業の景況感悪化を背景に、雇用の見通しが悪化傾向にあるため、雇用者数の増加ペースは鈍ると予想する（図表4-6）。先行きの消費は、同+0.2%前後と低めの伸びになるだろう。

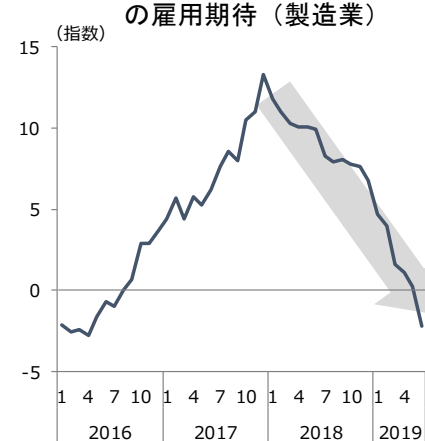
図表 4-4 自動車需要と生産 図表 4-5 仕向け地別自動車関連輸出 図表 4-6 企業による今後3カ月の雇用期待（製造業）



注：製造業は24業種。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成



注1：SITC分類で頭2桁が78のもの。
注2：EU域内は除くユーロ圏。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成



出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

¹ 影響力係数は、各部門の最終需要の変化が産業全体の生産量に与える影響の相対的強さを示す。

景気の減速を背景に、19年に1回の利下げを予想

ユーロ圏の物価上昇率は勢いを欠く。エネルギーや食品を除いたコアの消費者物価は、前年比+1%程度の伸びにとどまる。先行きは、家計の期待インフレ率の低下に加え、賃金の伸びが鈍化しつつあり、コアの消費者物価は同+1%台前半の伸びとなろう。

欧州中央銀行（ECB）は、7月末に行われた理事会で、少なくとも20年上期中は、①政策金利の水準を現状、またはそれ以下に維持すること、②必要に応じて、量的緩和を再開する準備があることを表明した。理事会後の記者会見において、ドラギ ECB 総裁は、①先述の製造業の悪化や世界景気の減速がユーロ圏の見通しへの重しとなっていること、②依然としてインフレ圧力が抑制されていることに、警戒感を示した。ECB スタッフによるユーロ圏の成長率およびコア物価の見通しは18年半ば以降に減速傾向にある（図表4-7）。景気減速感に加え、物価上昇率に勢いが無い現状を鑑み、当社では19年後半に1回の金利引き下げを予想する。

ジョンソン新首相のもとで、19年10月の合意なし離脱の可能性が高まる

7月末に行われた英国保守党党首選でジョンソン元外相が選ばれ、新首相に就任した。同首相はメイ前首相が取りまとめた離脱合意案の一部を修正した新たな案での合意を目指すと思われるが、その内容は英国に有利なものとなろう。具体的には、①アイルランド国境問題に関するバックストップ²の修正や破棄、②関税貿易一般協定（GATT）24条の適用³などを盛り込むとみられる。新首相のこのような姿勢に対し、EU側は再交渉の可能性を否定しており、19年10月末の合意なし離脱の可能性が高まった。

仮に、合意なし離脱が現実のものとなれば、英国の実質GDPは約▲1.7%p減少することが予想される（図表4-8）。また、EU加盟国でも、実質GDPが平均して約▲0.3%p減少する見込みだ。離脱期限が再々延期される可能性もあるが、標準シナリオとしては、19年10月末の合意なし離脱を想定している。

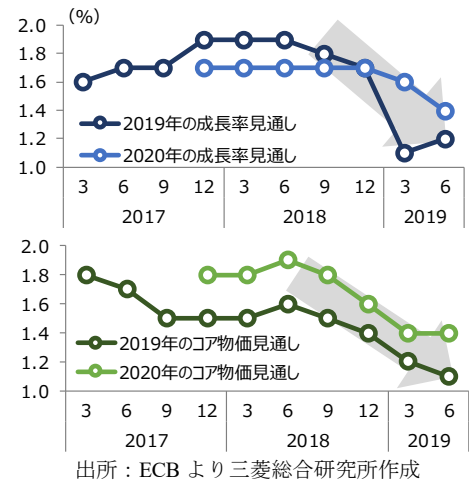
ユーロ圏は1%台前半の低めの成長を見込む

ユーロ圏経済は、19年は財政支出拡大が経済の押し上げ要因となる一方、英国のEU離脱の影響に加え、世界経済減速による輸出・生産の悪化、雇用・所得環境の改善ペース鈍化による消費の減速が見込まれることから、19年、20年ともに、1%台前半の低い成長にとどまる見込み。ユーロ圏の実質GDP成長率は、19年を前年比+1.1%（前回から▲0.1%p下方修正）、20年は同+1.3%（変更なし）と予測する。本予測は、19年10月に英国がEU単一市場から離脱することを前提としているが、19年10月までの合意あり離脱や離脱時期の再々延期などにより20年末までEU単一市場にとどまる場合には、ユーロ圏の経済成長率は、19年は同+1.3%、20年は同+1.5%と予測。

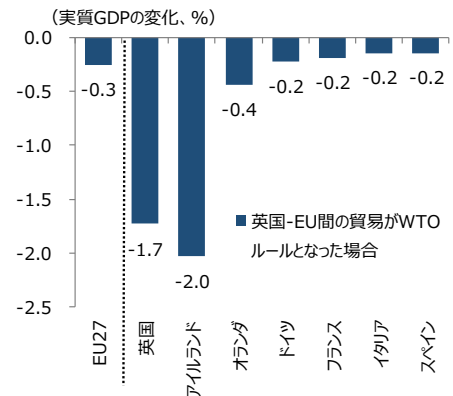
最大の下振れリスクは、米国・EU間の貿易協議の決裂

リスク要因は、第1に、英国のEU離脱交渉の行方である。合意なしでの離脱に際し、輸出や投資が減少するだけでなく、金融市場が大きく不安定化すれば、消費者マインドの悪化や逆資産効果を通じて消費に悪影響が及びうる。第2に、米国・EU間の貿易協議決裂がある。米国による自動車関税（20%または25%）の発動や他の工業製品への関税引き上げが実施されれば、米国向け輸出が押し下げられる。

図表4-7 ECBによるユーロ圏の成長率とコア物価の見通し



図表4-8 合意なし離脱の影響



図表4-9 ユーロ圏経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
ユーロ圏	2.4	1.9	1.1	1.3
	-	-	(1.3)	(1.5)
ドイツ	2.2	1.4	0.7	1.3
フランス	2.3	1.5	1.2	1.2

注：()内は合意なし離脱が回避され、20年末まで英国が単一EU市場にとどまる場合の予測値。
出所：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所作成

² 20年末までの移行期間に、英国とEUが貿易協定で合意しなかった場合、英国はEUの関税同盟内に留まらなければならないというもの。アイルランド国境に物理的な壁を設置することを回避するための策。

³ ジョンソン新首相は、GATT24条に基づけば、離脱後の通商協定交渉中にもEUとの自由貿易を続けられると主張するが、GATT24条の発動には英国とEU双方の合意が必要であり、合意なし離脱の場合は発動できない可能性が高い。

19年4-6月期は+6.2%成長へと減速

19年4-6月期の中国の実質GDP成長率は前年比+6.2%と、19年1-3月期の同+6.4%から減速した(図表5-1)。政府目標である「6.0%~6.5%」のレンジ内ではあるが、減速が続いている。産業別にみると第2次産業が再び減速した一方、第3次産業は横ばいとなった。

内需は一部持ち直しも、さらなる減速に警戒

需要項目別にみると、内需は一部の指標では足もとで改善の動きがみられる。まず消費をみると、小売売上高(実質)は19年4-6月期に入り減速が弱まった。物価は、消費者物価は上昇している一方で生産者物価の下落が続いている(図表5-2)。消費者物価上昇の背景には豚肉価格をはじめとする食品価格の上昇があり、需要増によるインフレよりもコストプッシュの側面が強い。さらに、小売売上高上昇の内訳をみると、18年を通じて減少に寄与していた自動車は6月に大幅にプラスに転じている(図表5-3)。これは19年7月から導入された排ガス規制に適合していない在庫を一掃するために大幅な値引きを実施した影響が大きいとみられ、7月以降は再び消費が低迷する可能性が高い。

一方、固定資産投資(農村部家計を除く)は減速が続く(総論P.5、図表1-5)。特別政府債(地方債)を通じた資金供給は拡大しているものの、肝心の民間企業による固定資産投資が低水準で推移している。この背景には米中対立を主因とした先行きの不透明感があるとみられ、今後も警戒が必要な状況だ。

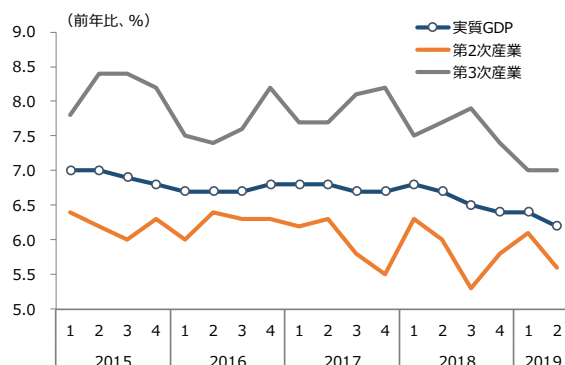
輸入は減少が続く(図表5-4)。内需の弱さに加えて、18年7-9月期に相次いで実施された米国による対中制裁関税に対する対抗措置の影響が続いている。輸出も同様に落ち込んでいるものの、輸入の落ち込みが大きいこと貿易収支は黒字を維持している。

4-6月期の指標では、唯一改善した消費も一時的な要因が大きく、7-9月期以降の減速が懸念される。こうした懸念を背景に、景況感も悪化が続いている。財新が発表するPMIによると、製造業PMIは19年6月に再び50を下回った(総論P.5、図表1-6)。

政府による景気下支え策も効果は限定的

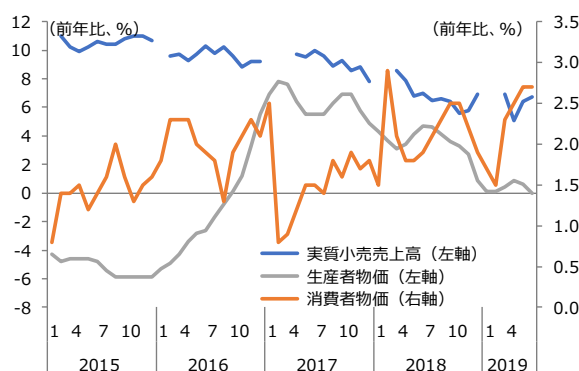
米中貿易摩擦の激化を受け、中国政府は2兆元規模の減税・社会保障費負担引き下げをはじめとする各種の経済対策を講じてきた。これは政府支出の対GDP比の増加率(対前年比で+3.2%、図表5-5)でも確認できるが、減税やインフラ投資促進、消費刺激策(購入補助金)といった施策による景気の下支え効果は、十分とは言えない。

図表 5-1 中国の実質 GDP 成長率



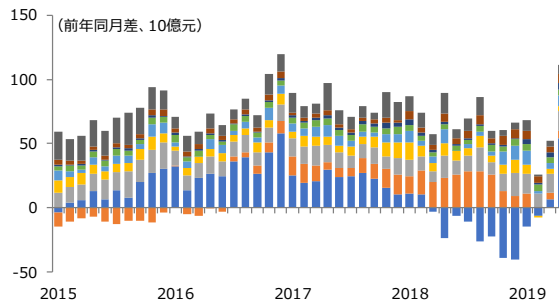
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-2 小売売上高、物価



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-3 小売売上高の要因分解



注：内訳は一定規模以上の企業のみが対象。
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-4 輸出入



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

こうしたなか、中国国家発展改革委員会などは19年6月に「重要消費財のグレードアップ推進と資源の循環的利用の円滑化に関する実施方案」を発表した。ここでは自動車、家電、スマートフォンなどの消費財について、①供給側のグレードアップ、②新規需要の拡大、③買い替え需要の喚起などが謳われている。具体的には研究開発支援や、補助金、公共事業による購買等を通じて景気刺激を図るものとみられるが、これも現状の景気減速圧力を鑑みると十分な対策とは言えない。今後はさらなる景気刺激策が必要になる可能性があるが、投資拡大を通じた景気刺激に依存しすぎると過剰投資や不良債権の問題が拡大する恐れがある。政策の難しいかじ取りが求められる。

中小金融機関の経営体力低下が表面化

中国政府は19年5月に内モンゴル自治区の包商（バオシャン）銀行を1年間公的管理下に置くことと発表した。政府による銀行の接収は20年ぶりとなり、同時に中小の金融機関の財務体力に対する不安が高まった。包商銀行をはじめとする中小銀行の経営は、シャドーバンキングに対する規制が強まる中で次第に悪化してきた。中小銀行が市場から資金を調達する際には、大規模銀行が主に用いる債権レポ市場ではなく、シャドーバンキングや譲渡性預金証書（NCD）市場が多く用いられる（図表5-6）。シャドーバンキングを通じた資金調達が困難になったことでNCDを通じた資金調達が拡大してきたが、近年中小銀行の経営への懸念などからNCDの金利が上昇（図表5-7）。包商銀行の接収は一時この傾向に拍車をかけた。

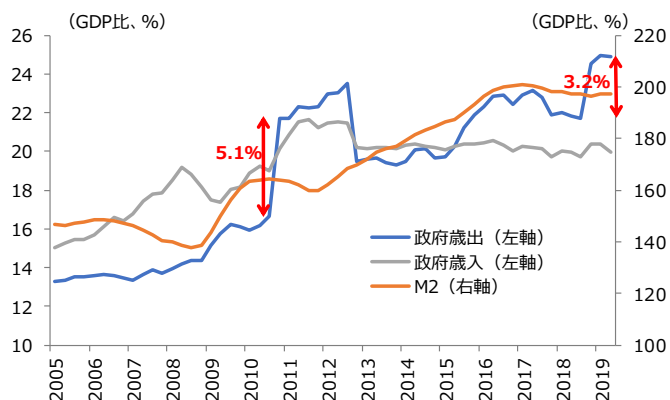
こうした傾向は、中国人民銀行（中央銀行）による資金供給強化によってひとまず落ち着いているものの、構造的に大規模銀行にのみ資金が集まる状況が変わらなければ同様の問題は再燃しかねない。実際NCDの金利推移を見ても、国有銀行の金利は中銀の資金供給により下落した一方で、都市・農業商業銀行の金利は上昇を続けている。

20年にかけて+6.0%まで成長減速

中国経済の先行きは、政府による追加的な景気下支え策の実施が予想されるものの、減速を続ける内需や米中貿易摩擦を主因とする先行き不透明感の拡大により減速傾向が続くと予想する。実質GDP成長率は、19年+6.1%（変更なし）、20年+6.0%（変更なし）を予測。

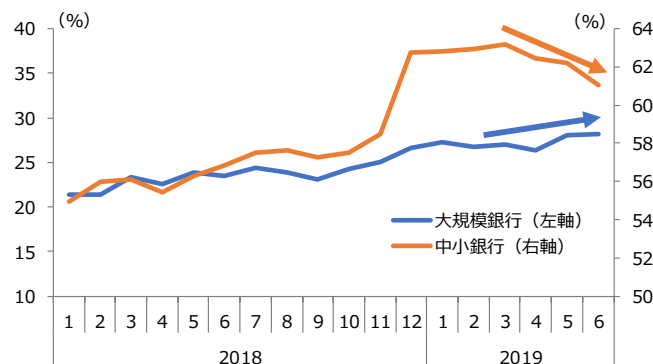
リスクは、米中貿易摩擦の一段の激化（総論P.7）と信用収縮を伴う経済の急減速である。景気下支え策の副作用としてマネーストックおよび不動産価格が一時的に上昇し、その結果不良債権が拡大すれば、金融システムの不安定化や信用収縮を引き起こす。いわゆるバブル崩壊などの急激な信用収縮が起これば中国経済の急減速につながるが、仮に急減速を回避できたとしても、不良債権が拡大すればその処理のために今後成長が押し下げられる可能性が高い。

図表 5-5 財政政策と金融政策による下支え



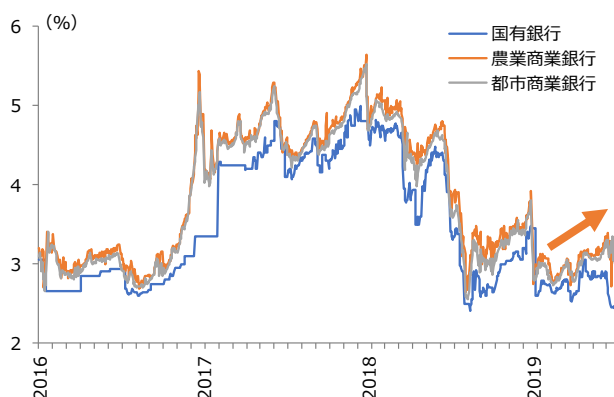
注：政府歳出、政府歳入および名目GDPは後方4四半期の合算を用いてGDP比を算出。M2は後方4四半期の移動平均を使用。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 5-6 銀行間取引に占めるNCD比率



注：大規模銀行は大型商業銀行、株式制商業銀行、外資銀行の平均。中小銀行はそれ以外の平均。
出所：Windより三菱総合研究所作成

図表 5-7 NCDの金利推移



出所：Windより三菱総合研究所作成

(1) ASEAN 経済

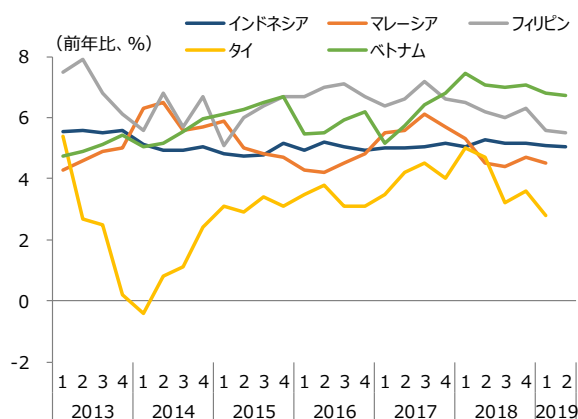
19年4-6月期の成長率は緩やかに減速

ASEAN 経済は中国経済減速の波を受け、緩やかに減速している。インドネシアは前年比+5.1%と伸びは前期と変わらなかったものの、ベトナムは同+6.7% (1-3 月期同+6.8%)、フィリピンは同+5.5% (1-3 月期同+5.6%) と、それぞれ緩やかに減速した (図表 6-1)。

輸出減速が経済を下押し

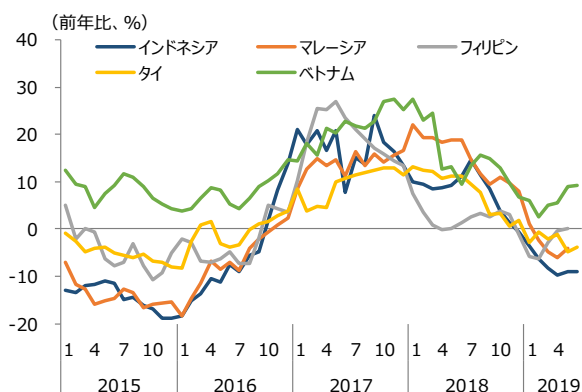
成長減速の主因は輸出の減速である。ベトナムを除く4カ月の輸出は前年比 (3カ月平均) でマイナスとなっている (図表 6-2)。この背景には米中両国向け輸出の低迷がある。特に ASEAN 各国から中国向けの輸出は19年に入り大きく減少した (図表 6-3)。中国向け輸出額を各国の GDP で割った比率は、17年以降高水準 (7%前後) で推移してきたが、米中貿易摩擦の激化を受けて一気に6%近くまで落ち込んだ。米国向け輸出比率も18年後半以降、低下傾向にある。

図表 6-1 実質 GDP 成長率



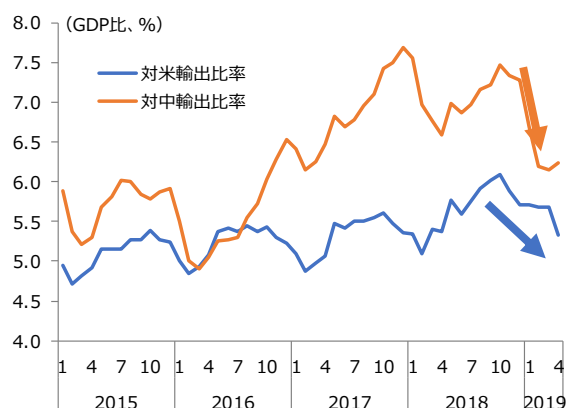
注：四半期ベース。
出所：Bloomberg、CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-2 輸出



注：過去3カ月の移動平均を用いて成長率を平滑化。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-3 ASEAN5 の GDP に対する対米輸出比率



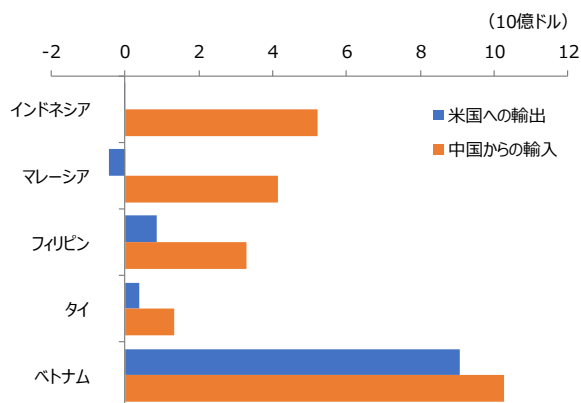
注：過去3カ月の移動平均を用いて成長率を平滑化。
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

ベトナムで増える対中輸入と対米輸出

輸出が好調なベトナムでは、他国と異なる動きがみられる。ASEAN5 各国における対米輸出および対中輸入の増減をみると、ベトナムのみ顕著に双方の金額が上昇している (図表 6-4)。

詳細は細品目ベースでの検証が必要となるが、中国からベトナムを経由した迂回輸出の拡大を示唆する動きともいえる。米国はこうした迂回輸出にも目を光らせており、こうした動きが継続するようであれば、ベトナムも制裁対象になってくる恐れがある。

図表 6-4 対米輸出・対中輸入増減



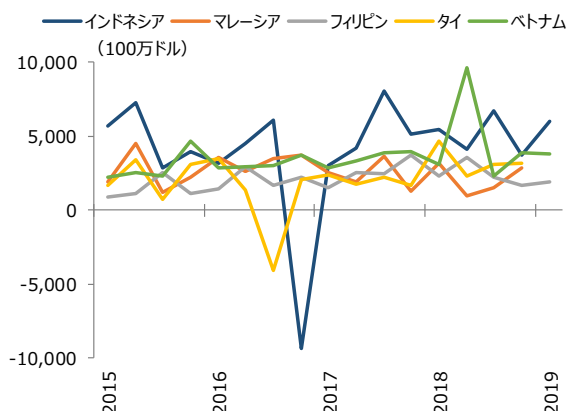
注：いずれも18年6月～19年5月と17年6月～18年5月の貿易額の差。
出所：米国商務省センサス局および CEIC より三菱総合研究所作成

直接投資は緩やかに拡大も、急速な拡大には至らず

ASEAN 各国への対内直接投資は、米中貿易摩擦の激化による中国からの生産拠点移管の増加を背景として、ベトナムを中心に今後拡大していくとみられる。

一方、19 年 1-3 月期までのデータを見る限りでは、ASEAN5 への対内直接投資に顕著な増加はみられていない（図表 6-5）。ASEAN にとって、中国からの生産移管は、輸出増や技術力底上げを通じて経済にプラスの影響を与えるとみられるものの、その効果が発現するまでにはラグが生じる。そのため、当面は輸出減を通じたマイナス影響の方が大きくなる可能性が高い。

図表 6-5 対内直接投資

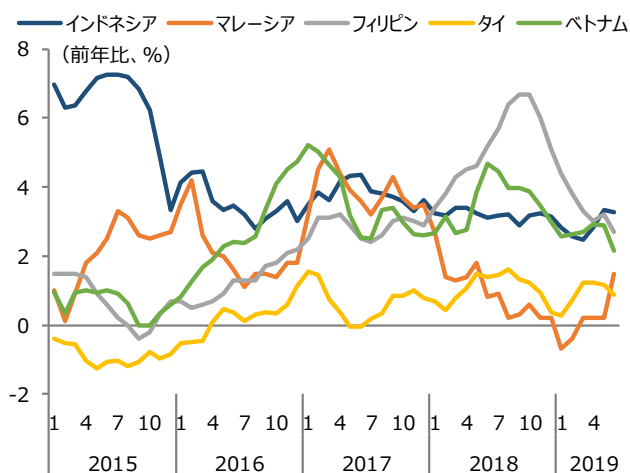


出所：IMF Data および CEIC より三菱総合研究所作成

物価の伸びは一部の国で上昇も、通貨は安定的に推移

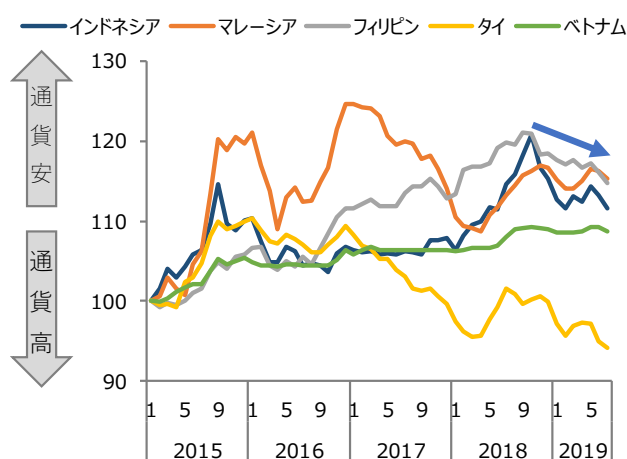
ASEAN5 の消費者物価の伸びは、これまで緩やかに鈍化してきたが、4-6 月期はインドネシア、マレーシアで伸びが拡大した（図表 6-6）。マレーシアは 5 月に、フィリピンは 5 月と 8 月に、インドネシアは 7 月にそれぞれ利下げを行ったことも物価の伸びが上昇した要因とみられる。特にインドネシアやフィリピンではこれまで弱かった通貨相場が安定したことで、利下げ余地が拡大した（図表 6-7）。

図表 6-6 消費者物価



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 6-7 為替



注：1 カ月間の平均値。15 年 1 月を 100 とした。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

ASEAN5 の成長率は 19 年、20 年ともに低めの成長にとどまる見込み

ASEAN5 の成長率は、19 年は、世界経済の減速による輸出の下振れが予想されることから 18 年に比べて成長減速を見込む。20 年は、中国経済の減速は継続するものの、内需の緩やかな拡大などを背景に 19 年並みの成長を見込む。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、19 年が前年比+ 5.0%（変更なし）、20 年は同+5.0%（変更なし）と予測する（図表 6-8）。

先行きのリスクは、第 1 に中国経済の失速である。中国経済が、政府の景気刺激策では成長減速圧力を抑えきれず、20 年にかけて実質 GDP 成長率が+6%を割り込む水準まで減速した場合には、ASEAN 各国の輸出は大きく下振れする。第 2 に、国際金融市場における新興国からの資金流出である。米中の通商対立の一段の激化や先進国経済の同時失速などにより、投資家のリスク回避姿勢が一段と強まれば、新興国からの資金流出に伴う通貨安とインフレ、意図せざる利上げが内需の下振れ要因となり、各国経済にマイナスの影響を与える。

図表 6-8 ASEAN5 の経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
ASEAN5	5.4	5.2	5.0	5.0
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.1
マレーシア	5.9	4.7	4.5	4.5
フィリピン	6.7	6.2	6.1	6.1
タイ	4.0	4.1	3.8	3.7
ベトナム	6.8	7.1	6.7	6.5

注：シャドー部分は予測値。

出所：実績は IMF 等、予測は三菱総合研究所

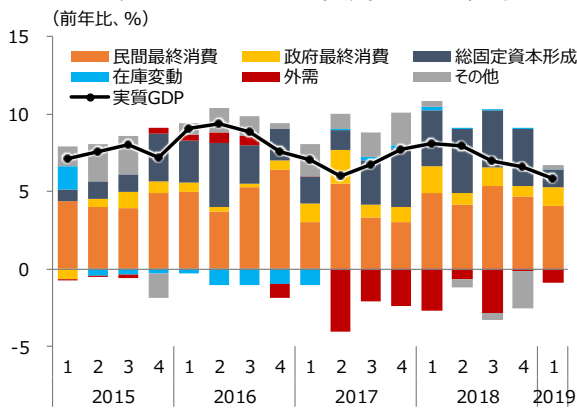
(2) インド経済

内需を中心に成長減速が続く、自動車販売は大幅減

19年1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+5.8%と前期(同+6.6%)から減速した(図表6-9)。18年1-3月期から4四半期連続で成長率が低下している。最終需要(輸入を除く)の7割を占める民間最終消費と総固定資本形成の伸びが鈍化している影響が大きい。

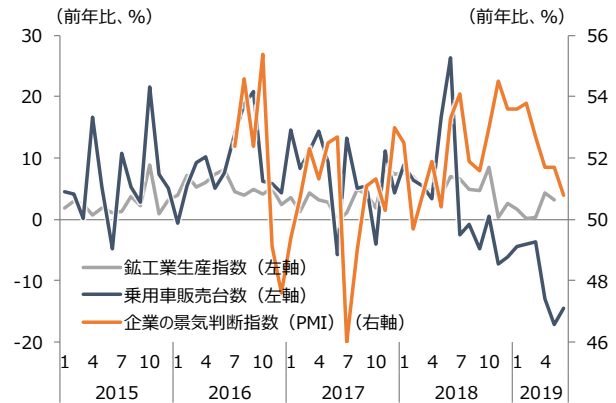
4月以降も成長減速が続いている(図表6-10)。企業の景気判断指数(PMI)は製造業・サービス業ともに悪化傾向にあり、好不況の境目となる50に近づいている。鉱工業生産の伸びは1-3月期に比すれば若干持ち直したものの伸びは鈍い。乗用車販売台数は4-6月期平均で前年比▲15%と大幅なマイナスであり、これは四半期ベースで02年の統計開始以降、最大の下落幅になる。18年6月の自賠責保険額の大幅引き上げを受けて需要が低迷しているところに、①モディ2次政権(6月発足)による消費刺激策を見据えた買い控え、②信用力の低下⁴で資金調達コストが上昇したノンバンクによるオートローンの貸出抑制、などの要因が加わったことが背景にある。

図表 6-9 インドの実質 GDP 成長率



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-10 生産、乗用車販売、PMI



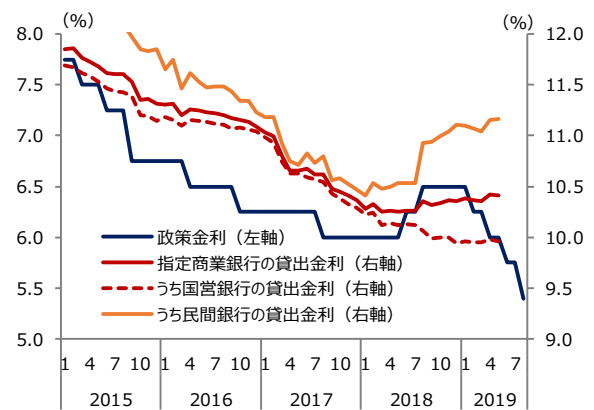
出所：CEIC より三菱総合研究所作成

連続利下げも、金融緩和効果は限定的

経済の減速を受けて、インド中銀は政策運営スタンスを「中立」から「緩和」へ転換し、19年2月、4月、6月、8月と4会合連続で利下げを行った。ただし、指定商業銀行(国営銀行、民間銀行、外国銀行の平均)による貸出金利は、19年に入りむしろ小幅ながら上昇しており、金融緩和効果は限定的だ(図表6-11)。指定商業銀行の貸出のうち4分の3を占める国営銀行は、過去の公的インフラ向けなどの不採算融資の蓄積で財務状況が悪化しているほか、残りの4分の1を占める民間・外国銀行は、国営銀行の資金調達増加による資金調達コスト上昇(クラウドファンディングアウト)が生じていることが背景にある。

財政面では、7月に19年度の正式な予算が決定された(5月の下院選を控え19年度は暫定予算案でスタートしていた)。歳出総額は前年比+13%増であり、農家の収入を2倍にするとの公約実現に向けて農業関連が同75%と大幅に伸びたほか、利払い費や防衛費の増加も全体を押し上げた。一方で期待されていた消費刺激策は小粒にとどまった。

図表 6-11 政策金利と銀行貸出金利



注：指定商業銀行は、国営銀行、民間銀行、外国銀行の平均。
出所：インド準備銀行より三菱総合研究所作成

20年度にかけて+7%程度の伸びを見込む

インド経済の先行きは、世界経済の減速が輸出や投資の下振れ要因となるほか、金融機能の低下を背景に消費や投資の伸びが鈍い状況が当面続くと思われる。インドの実質GDP成長率は、19年度は前年比+6.9%(前回から▲0.2%p下方修正)、20年度は同+7.1%(変更なし)と予測する。

⁴ 18年にインドの民間ノンバンク大手のIL&FSが債務不履行を起こし、ノンバンクへの信用不安が広がった。18年10月に政府が経営に介入し、再建を進めている。

(3) ブラジル経済

外需減退から 19 年の成長は鈍化

19 年 1-3 月期のブラジルの実質 GDP 成長率は前年比 +0.5%と一段と減速した（図表 6-12）。季調済前期比では▲0.2%と 16 年 10-12 月期以来のマイナス成長を記録した。経済的に結びつきが強いアルゼンチンの経済危機の影響から輸出の寄与が縮小したほか、総固定資本形成の伸びも鈍化している。1 月に発生したブラジル史上最悪の鉱山事故も供給面での下押し要因となっており、1-3 月期の鉱業部門の実質成長率は前年比▲3.0%、鉱工業部門全体では同▲1.1%となった。

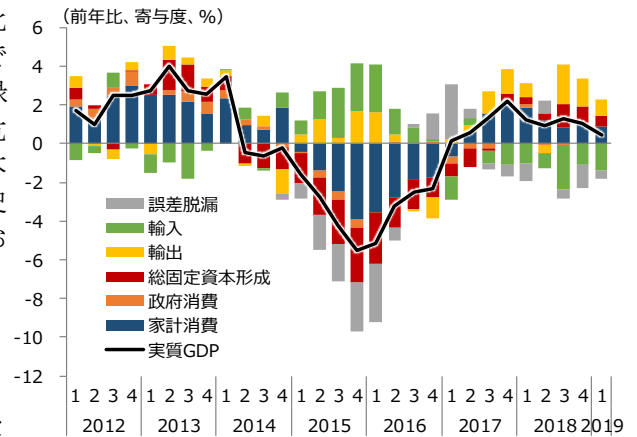
20 年にかけて成長率回復も回復ペースは鈍い見込み

先行きは、20 年にかけての成長率はやや上向くことを想定するが、力強さを欠く伸びにとどまる可能性が高い。6 月のメルコスール・EU 間の FTA 締結合意はプラス要因となるが、輸出全体の 4 割を占める中国、米国、アルゼンチンをはじめ世界経済の減速が予想されるなか、外需の大幅な寄与拡大は期待しにくい。実質 GDP 成長率は、19 年が前年比+1.5%（実績値の下振れなどを受けて前回から▲0.6%p 下方修正）、20 年は同+2.2%（前回から▲0.2%p 下方修正）と予測する。

ボルソナロ政権による構造改革の実現が鍵

財政赤字解消を公約に掲げるボルソナロ大統領は、公社の民営化、税制や年金制度改革、汚職、失業率の改善など、数多くの改革に着手している。中でも、年金制度改革をやり遂げられるかどうか、同政権の経済運営にとって大きな試金石となる。10 年間で約 1 兆 2,000 億レアルの財政負担軽減を掲げた政府の年金改革案は、軽減規模を 9,330 億レアル弱まで縮小させた法案が 8 月 7 日に下院を通過した。政府は 9 月中の上院での可決を目指す。根強い反対意見を抑えて可決成立するかは予断を許さない状況だ。改革が実現すれば、財政出動の余地が生まれるとともに、企業にとっても負担軽減が期待できる。一方、年金制度改革がとん挫すれば、構造改革全体に冷や水を指すこととなり、内需の冷え込みや通貨安圧力の強まりを通じて成長率を大きく鈍化させる可能性もある。19 年夏から秋にかけての政権運営が、ブラジル経済の先行きにとって重要な位置づけを持つ。

図表 6-12 ブラジルの実質 GDP 成長率



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

執筆担当者

武田洋子 森重彰浩 猪瀬淳也 新藤恵子 田中康就 谷口豪 山藤昌志

本件に関するお問い合わせ先

株式会社三菱総合研究所
〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目 10 番 3 号

【内容に関するお問い合わせ】

政策・経済研究センター
電話:03-6858-2717 メール:macro-ml@mri.co.jp

【報道機関からのお問い合わせ】

広報部
電話:03-6705-6000 メール:media@mri.co.jp

本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブ、および当社にてコンタクトのある記者の方々にもご案内しております。