

NEWS RELEASE

2019年2月15日
株式会社三菱総合研究所**2018～2020年度の内外景気見通し****－ 不透明感強まる世界経済、20年にかけて成長減速へ －**

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、2018年10-12月期GDP速報の発表を受け、2018～2020年度の内外景気見通しを発表いたしました。

日本の実質成長率予測値:2018年度+0.6%、2019年度+0.7%、2020年度+0.5%

(前回予測値(12月10日):2018年度+0.8%、2019年度+0.7%)

海外経済

米国は、良好な雇用・所得環境が消費を下支えするとみられる一方、米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落に加え、議会のねじれに伴う予算審議の難航も予想されることから、18年の3%近い高成長から減速し、19年は前年比+2.1%、20年は同+2.0%と予測する。

ユーロ圏は、消費を中心に内需の堅調が予想される一方、海外需要の減速による輸出・生産の伸び鈍化が見込まれる。加えて、英国のEU離脱(19年3月末に合意なし離脱を想定)による景気の下振れ圧力も強まるだろう。19年、20年ともに1%台前半の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、米中貿易摩擦の影響による輸出減少や内需減速が重石となる一方、景気下支え策が一定の効果を示し、成長の急減速は回避される見込み。19年は前年比+6.2%、20年は同+6.0%と予測する。

日本経済

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を背景に輸出は減少する一方、雇用・所得環境の改善持続や消費税増税前の駆け込み需要から内需の堅調が見込まれ、前年比+0.7%と潜在成長率並みの成長を予測する。20年度は、半導体の需要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。

世界経済のリスク要因

世界経済の先行きの不透明感は強い。20年にかけて緩やかな減速にとどまらず、成長が失速するリスクも高まっている。世界経済の下振れ要因として、注意を払うべきは次の3点である。

- ① 米中貿易協議決裂と対立の一段激化: 米中貿易協議が決裂し、再び関税引き上げの応酬がエスカレートすれば、世界GDPの4割を占める米中経済の同時失速リスクが高まる。決裂を回避した場合でも、世界の覇権を巡る争いが短期で収束する可能性は低い。投資や技術力、安全保障など、貿易以外の分野でも米中対立が深刻化する可能性があり、世界経済の不安定要因となる。
- ② 中国経済の信用収縮: 米中貿易摩擦など輸出環境の悪化により経済の減速リスクが強まるなか、中国の社債のデフォルト率は急上昇している。政府は金融・財政面から景気下支え策を講じているが、政策運営の舵取りは難しい局面にある。過度な緩和は住宅バブルや不良債権拡大につながる一方、対策が不十分であれば信用収縮など経済の急失速を招きかねない。
- ③ 複合要因による中堅/新興国の失速: アジアの中堅/新興国は、中国経済減速や半導体需要調整の悪影響を受けやすい輸出構造にあるほか、金融市場でリスク回避姿勢が一段と強まれば資金流出圧力も高まる。米中に加えて中堅/新興国経済まで失速すれば、世界経済への影響大。

目次

1. 総論	4
世界経済の成長率予測 総括表	9
2. 日本経済	10
日本経済の成長率予測 総括表	19
3. 米国経済	20
4. ユーロ圏経済	22
5. 中国経済	24
6. 新興国経済 (ASEAN・インド・ブラジル)	26

(1) 概観

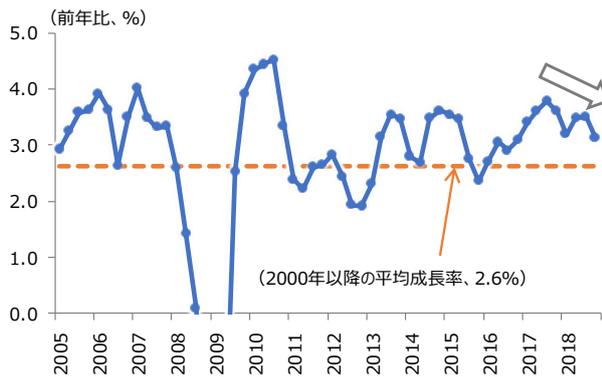
世界経済が緩やかに減速、不確実性の高まりから金融市場が不安定化

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 31ヶ国の実質 GDP 成長率（※世界の GDP の約 80%をカバー）をみると、18 年 10-12 月期は前年比+3.2%と、17 年半ばの同+3.7%から減速傾向にある（図表 1-1）。企業の景況感を示す製造業 PMI（購買担当者景気指数）の世界平均の値は、17 年末の 54.4 をピークに 19 年 1 月には 50.7 まで低下。新興国の同指数は、19 年 1 月に景気判断の境目となる 50 を 2 年 7 ヶ月ぶりに割り込んだ。

金融市場では、18 年 10 月以降に先進国を中心に株価が下落に転じ、特に 18 年 12 月中旬から 19 年始めにかけて急落した。株価の下落とともに、原油安や先進国の国債利回り低下（債券高）が進行し、世界の金融市場において、一時、先進国を中心にリスク資産から安全資産へ資金をシフトさせる動きが強まった。

金融市場において投資家のリスク回避姿勢が強まった背景としては、①米中貿易摩擦の影響顕在化、②中国経済の減速、③世界の半導体需要の調整局面入り、といった景気の下振れ要因が顕在化したことに加え、④米国の金融政策の行方など、世界経済の先行きに対する不確実性が高まったことがある。経済政策の不確実性指数は、97 年の統計開始以来、最も高い水準に達した（図表 1-2）

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 の 31 ヶ国の合計。
出所：Bloomberg、IMF「World Economic Outlook」より三菱総合研究所作成

図表 1-2 経済政策の不確実性指数



注：直近値は 19 年 1 月。
出所：Economic Policy Uncertainty より三菱総合研究所作成

米中貿易摩擦の影響と中国経済の減速が顕在化

18 年 7-9 月に相次いで実施された米中間での関税引上げが实体经济に影を落とし始めている。米中間の貿易額は、18 年 11 月に全体としても減少に転じたが、関税引上げ対象品目の貿易額は 18 年 10 月から既に減少に転じており、減少幅は全体よりも大きい（図表 1-3）。18 年 12 月から行われている米中貿易協定により、2,000 億ドル分の中国製品に対する制裁関税率の引上げ（10%→25%）は一旦延期されたが、交渉の行方は不透明であり先行きの不確実性は高い状況にある。

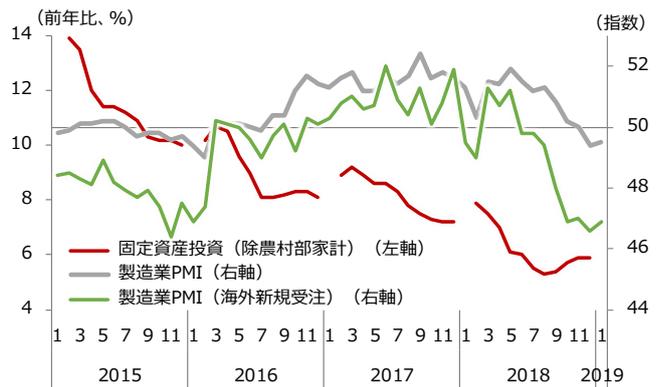
こうしたなか、中国経済の減速感が強まっている。中国政府は 17 年頃から過剰生産問題への対応などから計画的に投資の抑制などを進め一定の成果を上げてきたが、そこに米中貿易摩擦が勃発したことで、意図せざる減速圧力が強まった。中国 PMI は 18 年 12 月に景気判断の境目となる 50 を割り込んでおり、なかでも海外新規受注の指数が大きく悪化している（図表 1-4）。中国農業農村部によれば、18 年 12 月までに約 740 万人の農民工（農村からの出稼ぎ労働者）が都市部から地元に戻ったとされており、雇用環境の悪化も警戒される。中国政府は景気の悪化を防ぐために金融緩和や減税の継続などを実施しているが、景気の悪化に歯止めをかけられていない。

図表 1-3 米中間の貿易額



注：直近値は 18 年 11 月。HS コード 6 桁ベースの輸出入額をもとに計算。中国の輸出入は春節要因により 1-3 月期の振れが大きくなる傾向がある。
出所：関税引上げ対象品目は PIIE、貿易額は米センサス局より三菱総合研究所作成

図表 1-4 中国の固定資産投資、製造業 PMI



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

世界の半導体需要の調整局面入り

世界の半導体需要は趨勢的に上昇トレンドにあることには変わりはないものの、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入ったとみられる（図表 1-5）。16 年半ばからの回復はスーパーサイクルと呼ばれ、半導体製造装置なども含めた関連財への需要増加が世界経済の押し上げ要因となってきたが、こうした追い風が剥落しつつある。

輸出に占める半導体関連比率の高い、台湾、マレーシア、フィリピン、韓国では、輸出減速による景気の減速感が強まっている。日本でも半導体製造装置の実質輸出が、18 年 10-12 月期に前年比▲11.8%と大幅な減少に転じた。

過去のシリコンサイクルの山から谷までの期間をみると、概ね 1 年半前後である。今回の調整局面がボトムアウトするのは 20 年前半になる可能性があり、世界経済の下振れ要因となるだろう。

(2) 世界経済の見通し

海外経済は 20 年にかけて成長減速

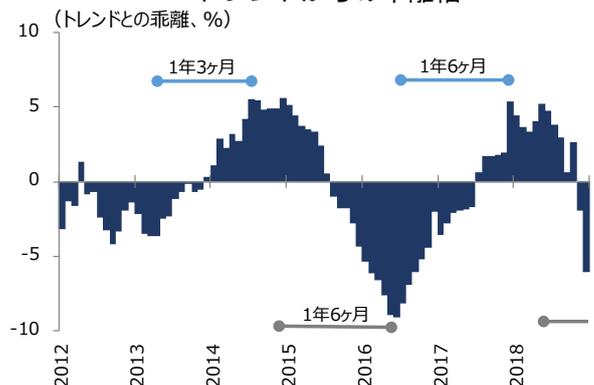
海外経済は、20 年にかけて米国と中国を中心に成長減速を見込む。主な予測の前提は（図表 1-6）参照。

米国は、良好な雇用・所得環境が消費を下支えするとみられる一方、米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落に加え、議会のねじれに伴う予算審議の難航も予想されることから、18 年の 3%近い高成長から減速し、19 年は前年比+2.1%、20 年は同+2.0%と予測する。

ユーロ圏は、消費を中心に内需の堅調が予想される一方、海外需要の減速による輸出・生産の伸び鈍化が見込まれる。加えて、英国の EU 離脱（19 年 3 月末に合意なし離脱を想定）による景気の下振れ圧力も強まるだろう。19 年、20 年ともに 1%台前半の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、米中貿易摩擦の影響による輸出減少や内需減速が重石となる一方、景気下支え策が一定の効果を示し、成長の急減速は回避される見込み。19 年は前年比+6.2%、20 年は同+6.0%と予測する。

図表 1-5 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 1-6 予測（標準シナリオ）の前提

- 米中貿易摩擦：米中貿易協議は決裂を回避、既に実施済みの 2,000 億ドル 10%の関税は継続
- 英国の EU 離脱：19 年 3 月末に合意なし離脱
- 米国金融政策：政策金利の引上げは 19 年 1 回、20 年 0 回、資産規模の圧縮ペースは現状維持

出所：三菱総合研究所作成

日本経済は輸出環境の悪化により成長減速

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を背景に輸出は減少する一方、雇用・所得環境の改善持続や消費税増税前の駆け込み需要から内需の堅調が見込まれ、前年比+0.7%と潜在成長率並みの成長を予測する。20年度は、半導体の需要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

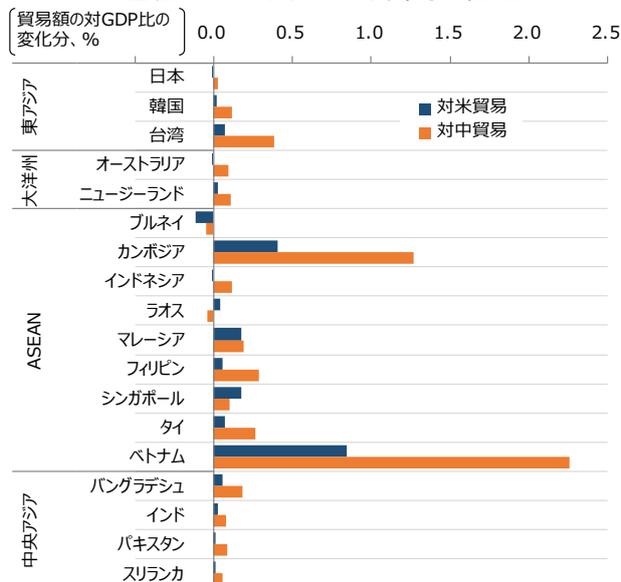
世界経済のベースシナリオは、上記のとおり20年にかけて緩やかな減速を予測するが、「緩やか」とどまらず成長が失速するリスクも高まっている。世界経済の下振れ要因として注意を払うべきは、①米中貿易協議決裂と対立の一段激化、②中国経済の信用収縮、③複合要因による中堅／新興国の成長失速、の3つである。

① 米中貿易協議決裂と対立の一段激化

1つめのリスクは、米中貿易協議の決裂と米中対立の一段の激化である。今後、米中貿易協議が決裂し、再び関税引上げの応酬がエスカレートすれば、最大で米国の実質GDPは▲0.8%p、中国は▲2.1%p下振れする可能性がある。また、仮に米中貿易協議が決裂を回避したとしても、米国が中国に対する強硬姿勢を軟化させる可能性は低いとみている。米中間の問題は、単に貿易面での不均衡にとどまらない。投資や技術力、安全保障などあらゆる分野で中国が世界への影響力を強めており、米中対立は長期化が予想される。

現在、特にアジアを中心に中国の影響力が徐々に拡大している。まず貿易面では、多くのアジア諸国で対中貿易（輸出と輸入の和）の対GDP比は拡大した（図表1-7）。対米貿易も拡大しているが、多くの国において、対中貿易の拡大幅の方が大きい。また、技術覇権の面から見ると、AI（人工知能）や量子コンピュータの分野では米中が拮抗、商用ドローンやエクサスケールコンピューティングの分野では中国が米国を上回るとされる（図表1-8）。こうしたトレンドを踏まえると、米中間の摩擦は多面的に継続するとみられ、米中経済および周辺国経済への影響がさらに拡大する可能性には注意が必要だ。

図表 1-7 対米・対中貿易の変化



注：輸出入額の対GDP比について、14年平均から18年平均への変化を比較したもの。
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-8 米国と中国の科学技術競争の現状

中国優位	エクサスケールコンピューティング (次世代高性能コンピューティング)
	商用ドローン
接戦	AI
	量子コンピュータ
米国優位	ハイパフォーマンスコンピューティング (高性能コンピューティング)
	バイオテクノロジー
	ナノテクノロジー
	クラウドコンピューティング
	人と協働できるロボット

注：技術的優位性の判断は、企業数、国際マーケットシェア、研究開発費総額、特許出願数、格付けの高いジャーナルへの論文掲載数、出版物あたりの引用数によるもの。この判断は、今後の政策や研究開発費の増加で変わる可能性がある。
出所：「2017 Report to Congress of the U.S.-China Economic and Security Review Commission」より三菱総合研究所作成

② 中国経済の信用収縮

2つめのリスクは、中国経済の信用収縮である。中国では18年に実施した預金準備率引下げや中央銀行による資金供給拡大に加え、18年12月には中央銀行が金融政策のスタンスを「穏健で中立的な金融政策」から「穏健な金融政策」と表現を改め、今後さらに緩和的な金融政策に舵を切ると考えられる。

一方で、現状の中国全体への資金供給の伸びはまだ限定的だ。マネーサプライのうち M2（現金通貨＋預金通貨＋準通貨＋CD（国内銀行発行の預金通貨、準通貨））の伸びは趨勢的に低下しており、リーマンショック時のような伸び拡大はみられない（図表 1-9）。この背景には、過度な資金供給が引き起こす不動産バブルへの警戒や、民間債務の再拡大につながりかねない懸念がある。

こうしたなか、社債のデフォルトが急増している（詳細は中国経済 P.25 参照）。社債発行残高に占めるデフォルト比率は全体では 0.6%だが、省によってはこの比率を大幅に上回る。例えば重厚長大型の産業比率が高い遼寧省では、社債発行残高のうち 5%近くがデフォルトに至っているほか、上海市でもデフォルト率は 1.6%となっている（図表 1-10）。

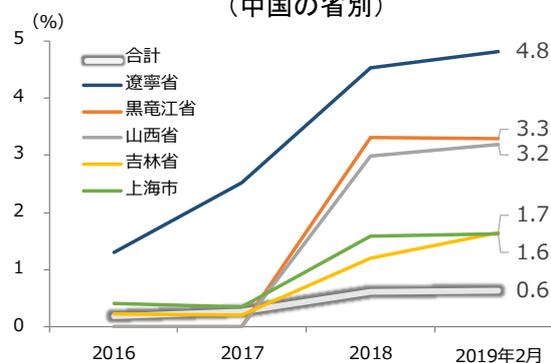
中国政府には、不動産の価格急騰・下落や不良債権の拡大を抑えつつ民間企業等への資金供給を拡大させる、という非常に難易度の高い金融政策の舵取りが求められている。仮に、政策運営を誤り、急激な信用収縮を招けば、20 年にかけて中国の実質成長率は 6%を大きく割り込んで失速し、失業の増加や政治に対する国民の不満の増加につながりかねない。

図表 1-9 中国のマネーサプライ (M2)



出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 1-10 社債発行残高に占めるデフォルト比率 (中国の省別)



注：債券市場（上海、深圳および銀行間）で取引される債券のうち、国債・地方債および金融債を除いた社債が対象。国有企業社債や、地方債に区分されない融資平台の社債なども残高に含まれる。

出所：Wind より三菱総合研究所作成

③ 複合要因による中堅／新興国の失速

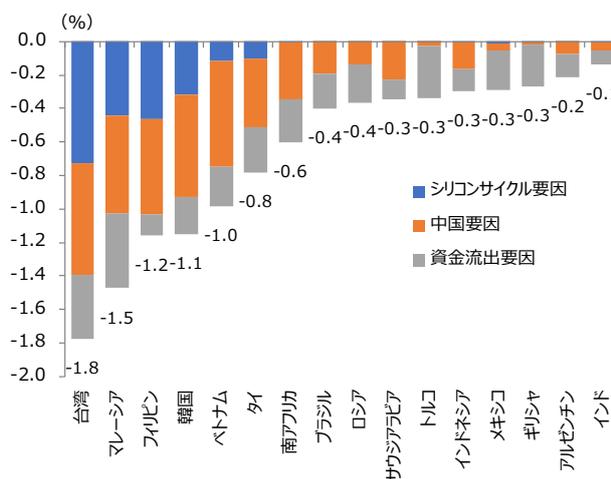
3 つめのリスクは、複数の要因が同時に顕在化することで、一定の経済規模を持つ中堅／新興国の成長が大きく下振れする可能性である。

①中国経済の減速、②世界の半導体需要の調整局面入り、③投資家のリスク回避姿勢の強まりなど、中堅／新興国の経済をとりまく外部環境が悪化しているためだ。①、②は輸出や企業収益の悪化、③は資金流出圧力の強まりによる輸入インフレをもたらす。

上記①～③による各国経済への影響をみると、台湾、マレーシア、フィリピン、韓国などアジア地域を中心に下振れリスクが大きい結果となった（図表 1-11）。これらの国は、半導体輸出比率が高いことに加え、中国向けの輸出比率も高いためだ。

アジアでは、通貨危機時に必要となるドル資金を相互に融通しあう枠組み（チェンマイイニシアチブや二国間の通貨スワップ協定）が整備されており、通貨危機に発展するリスクは小さいとみている。ただし、世界 GDP の 4 割を占める米中経済が減速するなかで、さらに東アジア・東南アジア経済（世界 GDP の約 1 割）の急減速は世界経済にとって軽視できないリスクである。

図表 1-11 中堅／新興国の実質 GDP 下振れ幅



注：シリコンサイクル要因は世界の半導体需要（HS コード 8541,8542）が▲5%減、中国要因は中国向け輸出が▲5%減、資金流出要因は恐怖指数（VIX 指数）が 5%上昇かつ海外からの与信残高が▲5%減を仮定し、各国の実質 GDP への影響をシミュレーションしたもの。

出所：Bloomberg、IMF などをもとに三菱総合研究所作成

世界経済・金融市場の動向

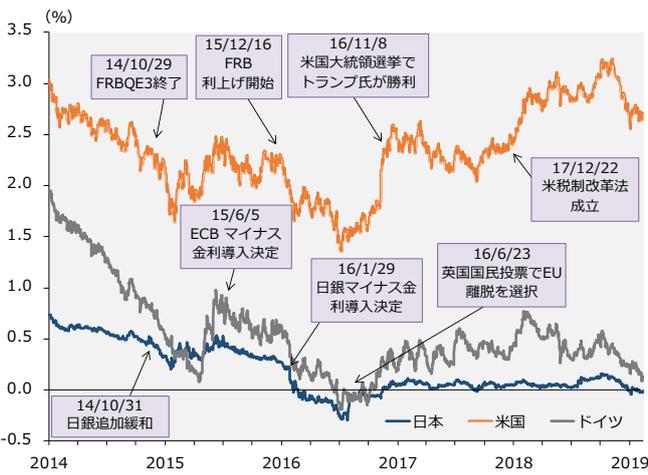
図表 1-12 世界の購買担当者景気指数



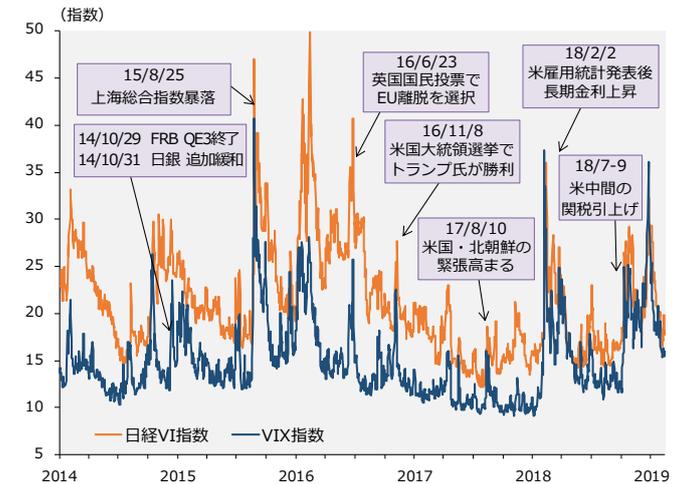
図表 1-13 世界の株価指数



図表 1-14 日米独の 10 年物国債利回り



図表 1-15 日米株価の予想変動率指数



図表 1-16 為替相場



図表 1-17 商品市況



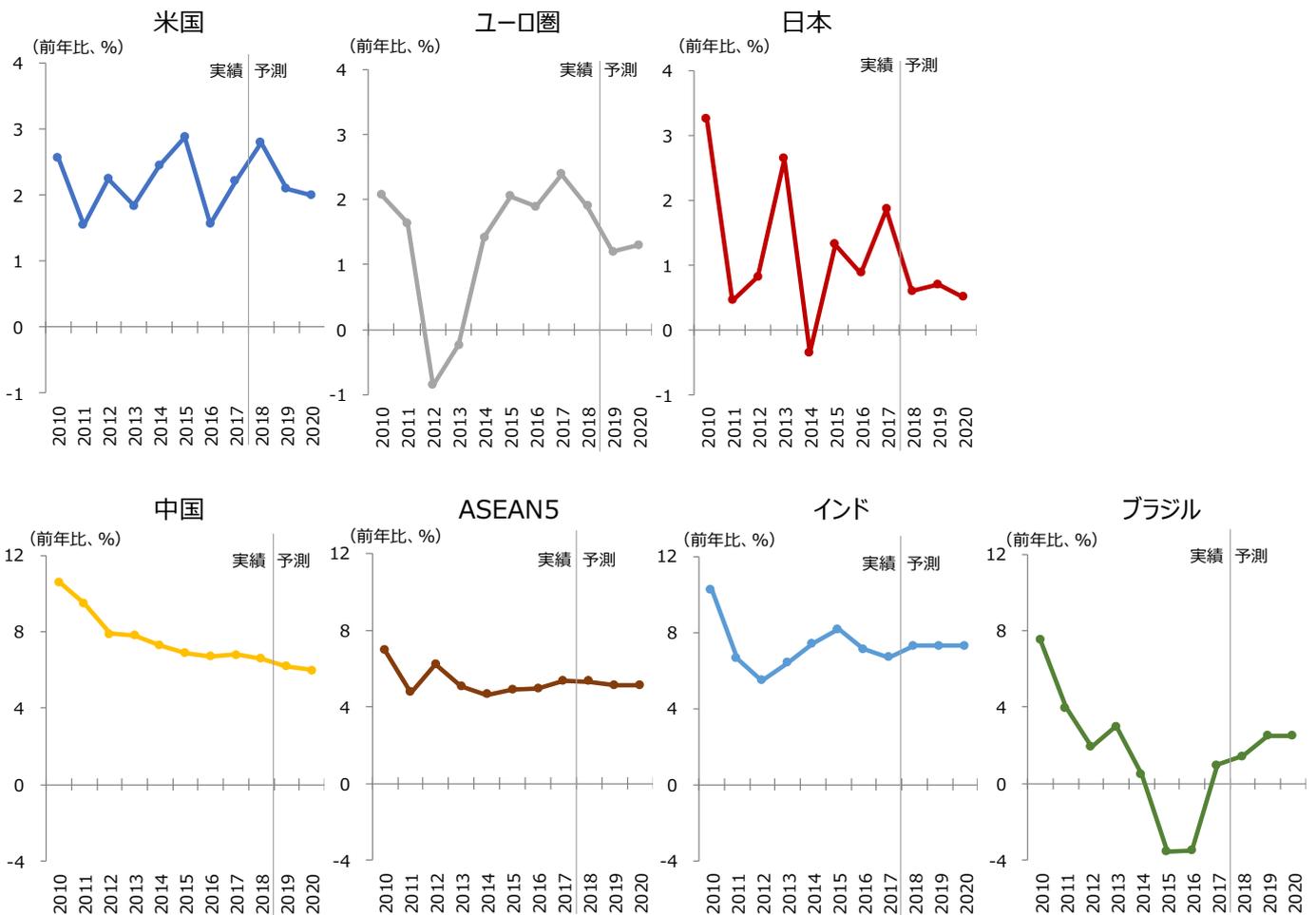
注 1：株価の予想変動率指数は「恐怖指数」とも呼ばれる。指数が高いほど、市場が予想する 1 ヶ月先の株価の変動が大きいことを示す。
 注 2：新興国通貨は MSCI Emerging Currency Index。
 注 3：直近値は 2 月 14 日（日本時間）。
 出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-18 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	2.2	2.8	2.1	2.0
ユーロ圏	2.4	1.9	1.2	1.3
日本 (年度)	1.9	0.6	0.7	0.5
中国	6.8	6.6	6.2	6.0
ASEAN5	5.3	5.3	5.1	5.1
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.2
マレーシア	5.9	4.7	4.6	4.6
フィリピン	6.7	6.2	6.2	6.4
タイ	3.9	4.2	3.9	3.7
ベトナム	6.8	7.1	6.7	6.5
インド (年度)	6.7	7.3	7.3	7.3
ブラジル	1.0	1.4	2.5	2.5
世界平均	3.5	3.5	3.1	3.1

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 等、予測は三菱総合研究所作成



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作成

2. 日本経済

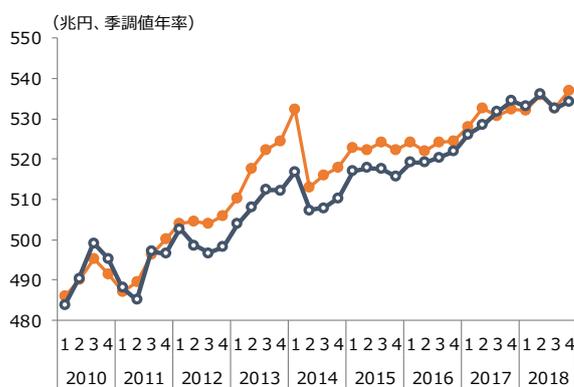
(1) 概観

18年10-12月期はプラス成長も趨勢的に成長減速

18年10-12月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.3%（年率+1.4%）となった（図表2-1）。外需は引き続き不振だが、7-9月期の自然災害による悪影響の剥落などから内需が回復し、2四半期ぶりにプラス成長となった。

消費は、雇用・所得環境の改善が継続するなか、自然災害の影響で落ち込んだ前期の反動もあり、同+0.6%と2四半期ぶりに増加に転じた。設備投資は同+2.4%と回復基調を維持したほか、政府消費が同+0.8%と伸び、内需の押し上げ要因となった。一方、輸出は同+0.9%と2四半期ぶりにプラスに転じたものの、前期の減少に比べれば回復力は鈍く、外需全体では同▲0.3%pと3四半期連続のマイナス寄与となった。

図表 2-1 実質 GDP の水準



出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

円高・株安と原油安が進行、消費者マインドは悪化続く

総論 (P.4) で述べたように、投資家のリスク回避姿勢の強まりから、円高・株安と原油安が進行している。18年9月末から19年1月中旬にかけて、為替は5円円高、日経平均株価は3,500円安（約15%安）、原油価格（WTI）は1バレル当たり20ドル安となった。当社のマクロモデルを用い、実質GDPへの影響をシミュレーションすると、円高と株安のみであれば▲0.2%pの下振れ要因になるが（図表2-2左）、原油安による上振れ要因も加味すると、ほぼ相殺される結果となった（図表2-2右）。

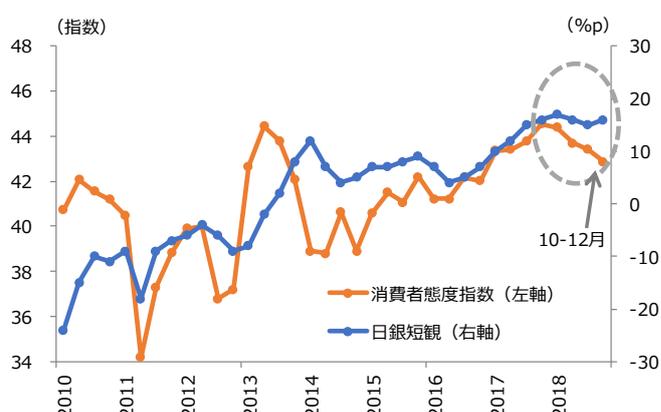
こうしたなか、消費者マインドを示す消費者態度指数は高水準ながらも17年末をピークに悪化傾向にある（図表2-3）。18年7-9月に相次いだ自然災害の影響は落ち着きつつあるものの、金融市場が不安定化するなかで、後述するように生産や輸出の減速感も強まっており、景気の先行きが今よりも悪化するとの見方が徐々に増えてきている。

図表 2-2 市況変動による実質 GDP への影響

		円高・株安のみ			円高・株安+原油20ドル安		
		為替	為替	為替	為替	為替	為替
株	為替	不変	5円高	10円高	不変	5円高	10円高
	不変	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
	5%安	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%
	10%安	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%
	15%安	-0.1%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
	20%安	-0.1%	-0.2%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%

出所：三菱総合研究所作成

図表 2-3 家計と企業のマインド指標



出所：内閣府、日本銀行より三菱総合研究所作成

(2) 輸出・生産の動向

アジア向け輸出の減少などから輸出は横ばい圏内

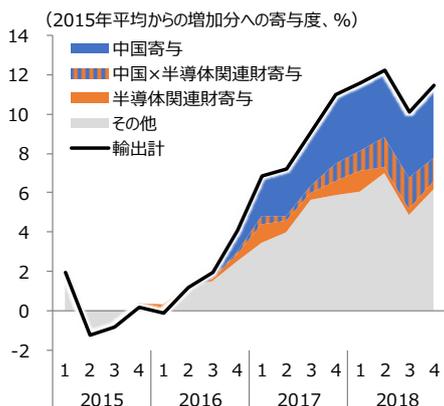
18年10-12月期の輸出は、季調済前期比+0.9%と2四半期ぶりに増加したものの、18年7-9月期の自然災害による生産落ち込みからの反動で増加した面も大きい。均してみれば、18年入り後の輸出は横ばい圏内で推移している。輸出先別にみると、米国向け輸出は緩やかな増加基調を維持しているものの、中国およびASEAN向けの輸出が緩やかに減少傾向にある。

15年以降の輸出の回復分のうち、半分程度が中国向けと半導体関連の輸出増加によるものである（図表2-4）。総論 (P.5) のとおり、世界経済が減速するなか、中国経済の減速と半導体需要の調整局面入りも足もとで顕在化しており、輸出の牽引役が不在の状況である。半導体等電子部品および半導体製造装

置の輸出は、18 年末にかけて大幅に減少した（図表 2-5）。半導体需要の調整は地域経済にも影響が及ぶ。特に、半導体製造装置メーカーの主要工場が立地する宮城県、山梨県、熊本県などでは¹、輸出の下振れが長期化した場合、雇用も含めた地域経済への影響が懸念される。

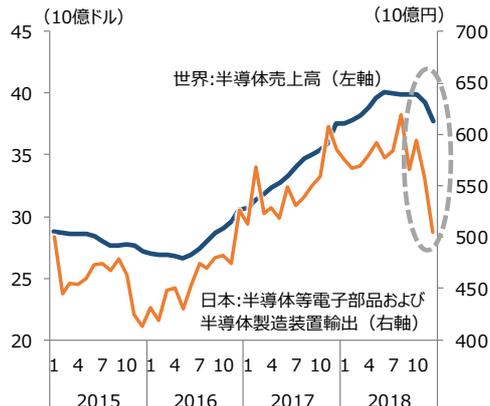
上記の輸出と同様に、18 年 10-12 月期の鉱工業生産は季調済前期比+2.0%と 2 四半期ぶりに増加した。ただし、均してみれば 18 年入り後は一進一退の動きを続けている。在庫水準はほぼ一定で推移しており、生産・出荷の動きが鈍るなかでも在庫が積み上がっている状況ではない。生産を業種別にみると、一般機械、化学が堅調だ。これらの業種では外需の悪化により新規の受注は落ち込みつつあるが、過去の受注残高が依然として高水準にあることから、現時点での生産への影響は小さいとみられる。一方で、輸送機械は海外需要の不振などから、生産が横ばい圏内で推移している（図表 2-6）。

図表 2-4 輸出の要因別寄与度



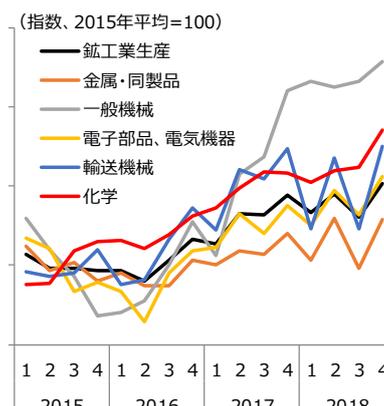
注：四半期ベース。
出所：日本銀行「実質輸出入」、「企業物価指数」、財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 半導体関連輸出



注：世界の半導体売上高は図表 1-5 参照。
出所：日本銀行「企業物価指数」、財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 産業別の鉱工業生産指数



注：四半期ベース。
出所：日本銀行「実質輸出入」、「企業物価指数」、財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

19 年度にかけて輸出は減少局面へ

輸出の先行きは、19 年度は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、減少局面に入るとみる。一方、20 年度は中国経済の減速は続くものの、半導体需要の調整一巡から再び増加に転じるだろう。実質輸出の伸びは、18 年度+1.7%、19 年度▲0.3%、20 年度+0.7%と予測する。これまでのような外需による成長牽引は期待しにくい状況となる。

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、輸出の伸び鈍化を背景に、18 年度+1.7%、19 年度+0.3%、20 年度+0.2%と低い伸びにとどまると予測する。

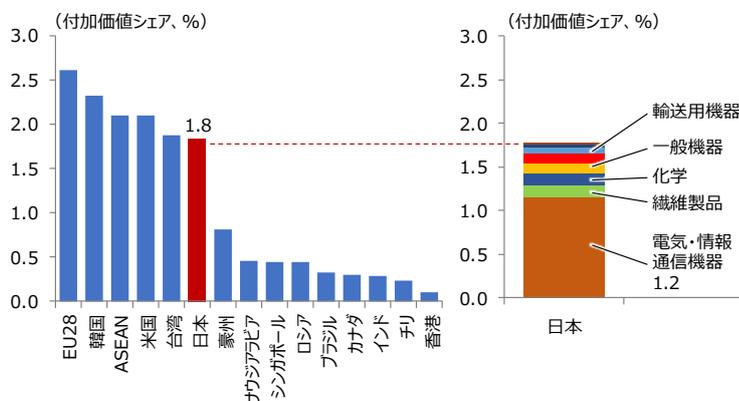
米中貿易摩擦と対米輸出環境悪化がリスク

輸出・生産の先行きの下振れリスクとして、次に 2 つに警戒が必要である。

第 1 に、米中貿易摩擦の一段の激化である。関税引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付加価値シェアを国・地域別にみると、日本のシェアは 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（図表 2-7 左）。業種別内訳をみると、電気・情報通信機器の割合が高い（図表 2-7 右）。

次に、新 NAFTA (USMCA) や日米物品貿易協定 (TAG) による日本企業の輸出環境の悪化

図表 2-7 中国の米国向け輸出に占める付加価値シェア 各国のシェア（製造業計） 日本シェアの業種別内訳



注：2015 年データ。分母は中国製造業による米国向け輸出の付加価値総額（中国国内分を含む）。
出所：OECD「Trade in Value Added」より三菱総合研究所作成

¹ MRI Economic Review 「半導体製造装置産業の地域経済効果と今後の課題」2018 年 3 月参照。
https://www.mri.co.jp/opinion/column/ecorev/ecorev_20180313.html

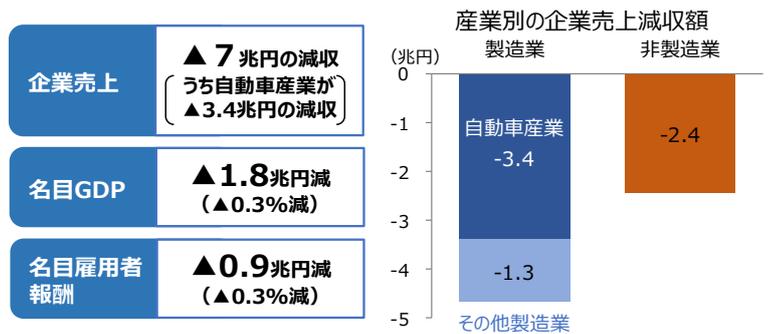
である。USMCAは各国議会による承認が得られれば19年中に発効する見込みだ。現状では、米国で販売される日本車の約4分の1が、NAFTAの無税輸出の恩恵を受けているとみられるが、USMCAが発効すれば、現状の調達構造のままでは無税輸出の対象となる車種がほぼゼロとなる。

さらに、今後交渉が開始されるTAGの行方にも注目だ。18年12月に米国通商代表部（USTR）が議会に通知した対日交渉での要求事項では、対日貿易赤字の削減を優先事項とし、日本市場における自動車や農産物、薬などの分野での非関税障壁の改善などが挙げられている。自動車の対米輸出の数量規制は今回の要求事項では触れられなかったが、今後の交渉過程で浮上してくる可能性は否定できない。

TAG交渉が決裂すれば、自動車に25%の制裁関税が課される可能性もある。その場合、完成車のみならず部品にも関税が課されるため、現状の調達構造のままでは、米国市場における日本車は価格競争力を失う。仮に、米国向け自動車輸出が半減した場合、自動車産業の売上は▲3.4兆円の減収となり、日本企業全体では▲7兆円の減収となる（図表2-8）。

為替については、「日本の不当な為替操作阻止」が盛り込まれた。11年を最後に日本は為替介入を実施していないが、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リスクがある。

図表 2-8 対米自動車輸出半減の日本経済への影響



出所：内閣府「SNA産業連関表」より三菱総合研究所作成

(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、20年度にかけて増勢鈍化

18年10-12月期の民間企業設備投資は、季調済前期比+2.4%と2四半期ぶりに増加した。高水準は維持しているものの、やや増勢が鈍化している。中国経済の減速や半導体需要の調整局面入りなど輸出環境の先行きに対する不確実性が高まるなか、製造業の設備不足感が一段と強まる状況ではなくなりつつある（図表2-9）。

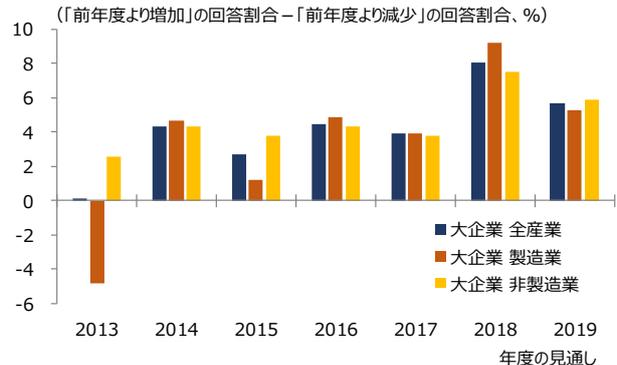
先行きの設備投資は、①情報化関連投資、②既存設備の維持・補修投資、③人手不足の深刻化を背景とする自動化・省力化投資、など設備投資に対する構造的なニーズが強い状況の継続が予想されることから高水準での推移を見込むが、増加ペースは20年度にかけて鈍化を予想する。財務省「法人企業景気予測調査（18年10-12月調査）」によると、19年度の設備投資（大企業）が18年度から増加するとの回答が前年に比べて減少（21.4%→19.5%）、逆に減少するとの回答が増加（13.3%→13.8%）しており、両者の差分は18年度から縮小している（図表2-10）。中国経済や半導体需要の影響を受けやすい業種を中心に設備投資計画が下方修正されている可能性がある。実質設備投資の伸びは、18年度+3.3%、19年度+1.6%、20年度+0.9%と予測する。

図表 2-9 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 2-10 設備投資の見通し



注：各年度について、前年度の10-12月期に次年度の見通しを調査。出所：財務省「法人企業景気予測調査」より三菱総合研究所作成

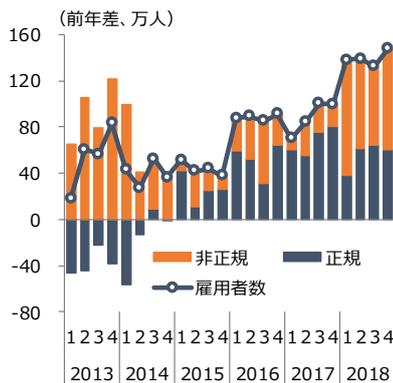
(4) 雇用・所得の動向

雇用環境は引き続き改善、賃金は緩やかに上昇も力強さに欠ける

雇用環境は、引き続き改善している。18年10-12月期の就業者数は前年差+148万人となり、非常に高い伸びが継続した。雇用者数増減の内訳をみると、正規雇用の堅調な伸びが続いているほか、18年入り後、非正規雇用の伸びが一段と拡大している（図表2-11）。非正規雇用の伸びの内訳では、65歳以上のシニア層の増加が続いているほか、18年入り後は、15-24歳の若年層の増加ペースが拡大している。雇用環境の改善が若年層にも広がっていることが示唆される（図表2-12）。

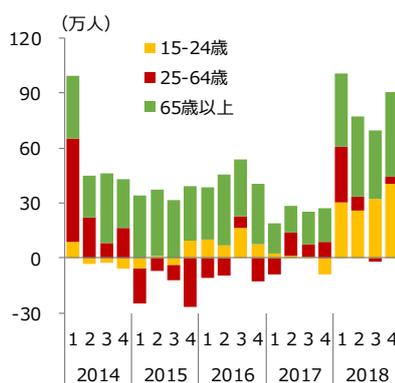
所得環境は、労働需給逼迫を背景に緩やかに改善している。18年10-12月期において、パートタイム労働者の時間当たり所定内給与は前年比+2.3%となったほか、就業者全体の7割を占める正規雇用などの一般労働者の所定内給与は同+0.8%となり、いずれも伸びが緩やかに高まっている（図表2-13）。

図表 2-11 雇用者数の増減



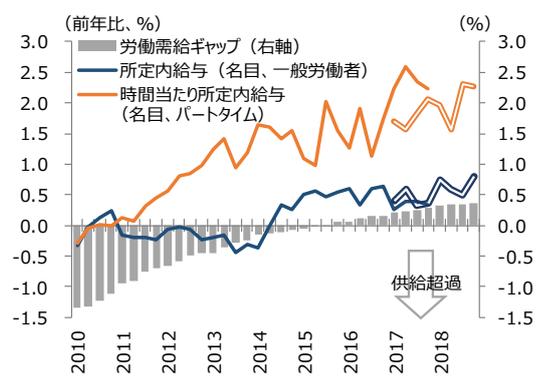
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 非正規雇用者数の増減



出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 労働需給ギャップと賃金



注：労働需給ギャップは三菱総合研究所推計。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

20年度にかけて就業者数は伸び鈍化も、所得水準の緩やかな上昇続く

先行きは、労働需給の逼迫を背景に、高齢者層や女性を中心に引き続き就業者比率の上昇が見込まれるものの、20年度にかけて人口の減少ペースが強まっていくことから、就業者数の伸び低下が見込まれる。就業者数の伸びは、18年度前年比+1.7%、19年度同+0.5%、20年度同+0.3%と予測する。

賃金は、こうした労働需給の逼迫を映じて、正規を中心に拡大基調をたどると予想している。一人当たりの名目雇用者報酬の伸びは、18年度+1.3%、19年度+1.0%、20年度+1.1%と、緩やかな上昇傾向の継続を予測する。

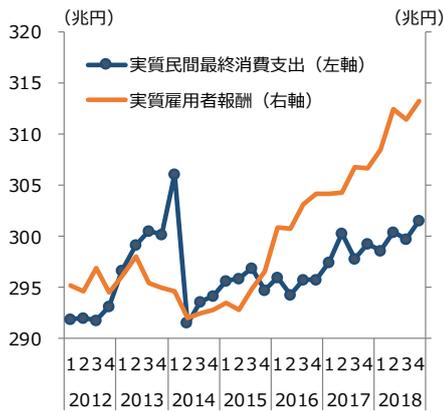
(5) 消費の動向

消費は緩やかに増加も、消費者マインドは慎重化が継続

18年10-12月期の実質民間最終消費支出は、7-9月期の自然災害による下押しからの反動増もあり、前期比+0.6%と、2四半期ぶりの増加となった（図表2-14）。消費の水準でも、10-12月期は自然災害前の4-6月期の水準を上回っており、消費は緩やかながらも増加傾向を維持している。

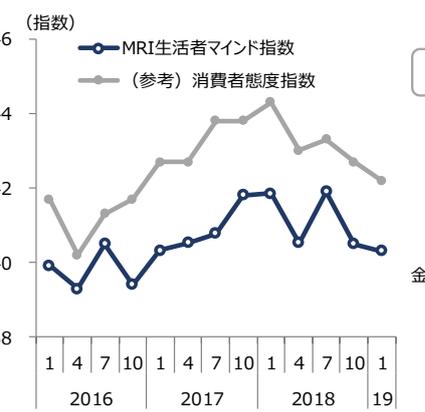
ただし、消費者マインドの悪化が18年に入ってから継続しており、消費増加の重石となっている点には注意が必要である。当社の生活者市場予測システム（mif）アンケートを用いて生活者5,000人を対象に調査・作成した「MRI生活者マインド指数」によると、家計の消費に対する姿勢は、19年1月に2四半期連続で悪化した（図表2-15）。消費姿勢を慎重化させた要因をみると、18年10月から19年1月にかけて、「将来に対する不安の増加」を挙げる人の割合が高まっている。米中の貿易摩擦の激化などによる将来に対する不安がマインドを慎重化させている可能性がある（図表2-16）。

図表 2-14 消費支出と雇用者報酬



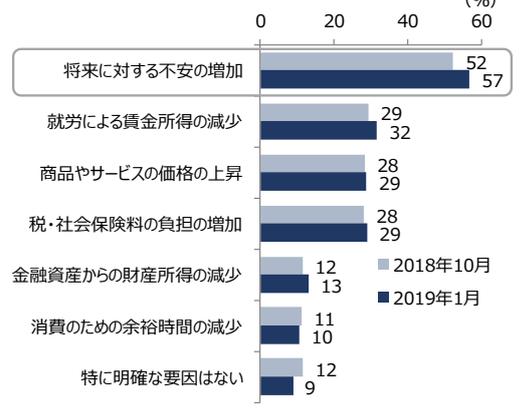
注：四半期ベース。
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 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 (19年1月実施、回答者5,000人)

図表 2-16 消費姿勢慎重化の要因



注：消費姿勢を慎重化させたと回答した者に占める回答割合。
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1月実施、回答者5,000人)

消費税増税による消費の腰折れは回避される見込み

先行きの消費は、労働需給逼迫を背景とした賃金の上昇などが見込まれることから、消費は緩やかなペースで回復していくとみる。

19年10月の消費税率引上げに伴い、19年度後半には実質所得の低下が予想されるものの、①キャッシュレス決済に対するポイント還元、②住宅や自動車への購入支援などの消費刺激策、③幼児教育の無償化や通信料引下げによる家計負担の軽減効果もあり、増税後の大幅な消費低迷は回避されると見込む (図表 2-17)。消費増税による実質消費の伸びへの影響は、19年度は駆け込み増と反動減がほぼ相殺される形でゼロ、20年度は実質所得の低下の影響から▲0.5%pと予想する。

実質民間最終消費支出の伸びは、18年度+0.7%、19年度+0.9%、20年度0.0%と予測する。

図表 2-17 実質消費支出への増税影響



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作成

増税分の段階的な転嫁で、需要変動はなだらかに

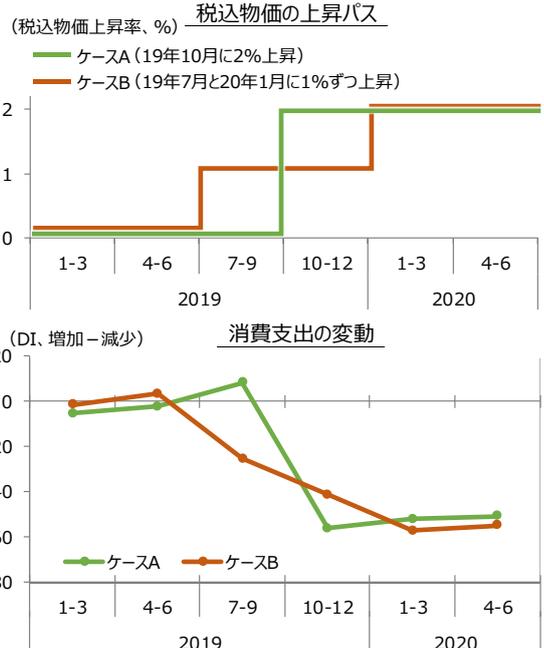
19年10月の消費税率引上げでは、その前後に消費支出の変動が予想されるが、その変動幅は、企業が小売価格を引き上げるタイミングにも左右される。

欧州では、消費税率 (付加価値税率) が引き上げられる半年~3ヶ月前から小売価格の値上げが始まり、結果的に増税前の駆け込み需要と反動減が均される傾向にある。

仮に日本でも、企業の値上げのタイミングが増税の前や後に分散し、結果的に段階的に税込価格が引き上げられた場合、消費支出の変動はどの程度均されるのだろうか。前記の mif 調査を用いて、税込価格の上昇パスの違いによる消費行動の変化を調査した。

結果をみると、まず、税込価格が1度に2%上昇する場合、19年7-9月期に駆け込み需要が発生し、19年10-12月期に消費は大幅に減少する (図表 2-18)。一方、税込価格が2段階で1%ずつ上昇する場合、増税前後の大幅な需要変動はみられず、増税後の水準に向けて緩やかに減少していくパスをたどる。

図表 2-18 税込価格の上昇パスと消費支出の変動



注：下図のDIは消費支出の変化について①大きく増加=2、②増加=1、③変わらない=0、④減少=-1、⑤大きく減少=-2として回答者シェアを乗じて集計。
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1月実施、回答者5,000人)

日本では、過去の消費税引上げ時に、増税前の小売価格引上げが規制されていた経緯もあり、増税時に一斉に値上げする慣習が根強い。現在はそうした規制や指導は行われておらず、

自由に価格設定ができる状況ではあるが、過去の慣行を鑑みるに、19年10月も一斉値上げとなる可能性が高い。今後、政府が企業の自由な価格設定を積極的に促していくことで、企業行動が変化すれば、大規模は需要変動緩和策を講じなくとも、需要が自然と平準化される可能性がある。

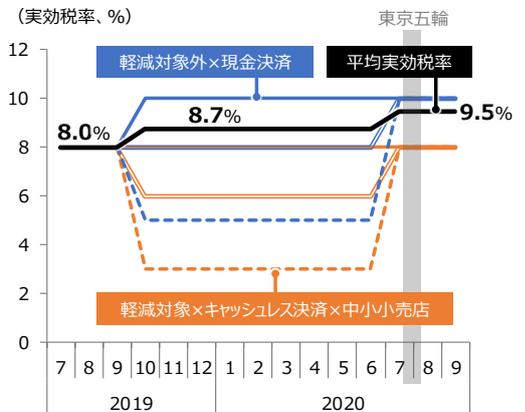
ポイント還元により、実効税率では2段階の増税に

上記の段階的な消費税率の引上げを意図したものではないとみられるが、需要変動緩和策として実施されるキャッシュレス決済へのポイント還元により、実効税率では2段階の増税となる。

19年10月～20年6月にかけて、中小小売店でのキャッシュレス決済に対して5%（大手系列チェーンは2%）のポイント還元が実施される。その結果、ポイント還元の実施期間においては、購入する商品・サービスが、①軽減税率の対象か、②決済手段は現金かキャッシュレス決済か、③購入店舗は中小小売店か大規模小売店か、④中小小売店の場合、大手系列チェーン店かそれ以外か、など購入パターンによって、実効税率としては6つの税率が存在することになる（図表2-19）。

これらを消費額ウェイトで加重平均した平均的な実効消費税率は、19年10月に8.7%、ポイント還元が終了する20年7月に9.5%となる（軽減税率対象品目があることから最終的にも10%にはならない）。

図表 2-19 実効消費税率



注：課税対象品目、軽減税率対象品目のウェイトは消費者物価のウェイトを利用、キャッシュレス比率は40%、中小小売店比率は37%、中小小売店のうち大手系列比率は50%を利用。
出所：各種資料より三菱総合研究所作成

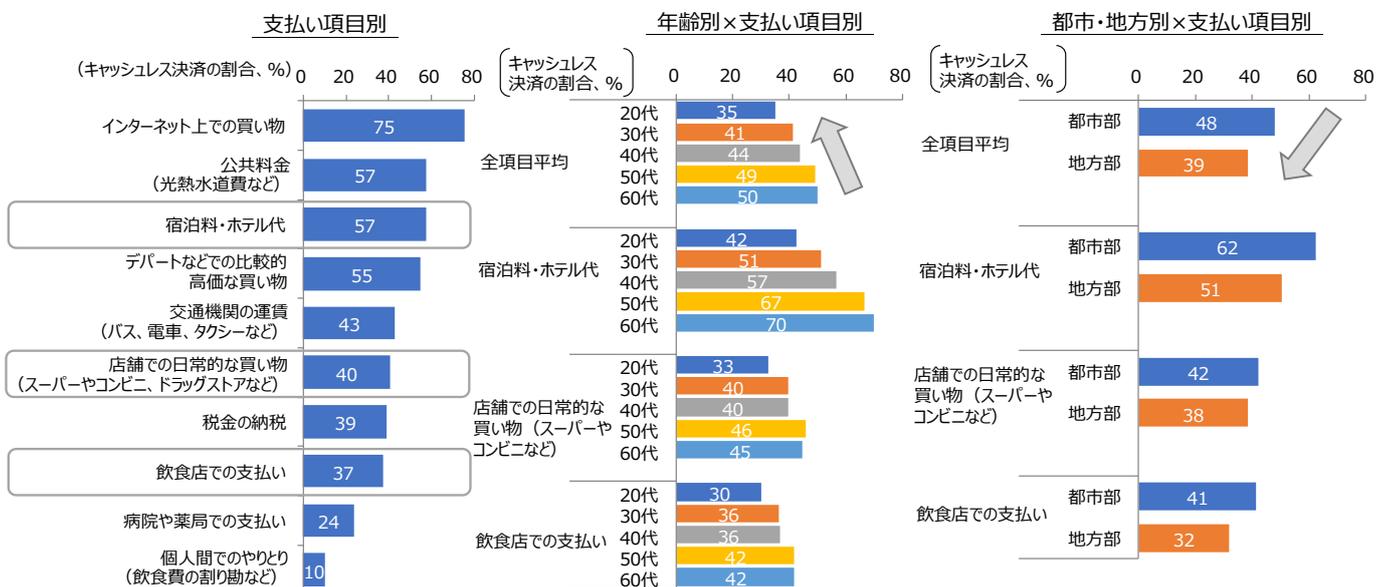
キャッシュレス決済の利用状況に偏り

キャッシュレス決済に対するポイント還元は、キャッシュレス化を政策的に促す狙いがあるが、前記のmif調査によると、キャッシュレス決済比率には支払い項目や年齢層、地域ごとに偏りがある（図表2-20）。支払い項目別では、ポイント還元対象が含まれる項目のうち、「宿泊料・ホテル代」（57%）は同比率が50%を超えているものの、「店舗での日常的な買い物（スーパーやコンビニ、ドラッグストアなど）」（40%）や「飲食店での支払い」（37%）など比較的少額の決済では低い水準にとどまる。

年齢別では、若い年齢層ほどキャッシュレス比率が低いとの結果になった。若年層はQRコード決済などの普及率が高いとみられるものの、クレジットカード保有率や利用限度額が低いことが影響しているとみられる。また、都市・地方別では、都市部（48%）よりも地方部（39%）の方が低い。インバウンド需要の取り込みに向けて、地方部でのキャッシュレス決済比率の向上余地は大きい。

今回のポイント還元により、日常的な少額決済、あるいは若年層、地方部などを中心にキャッシュレス決済が普及していくことが期待される。

図表 2-20 キャッシュレス決済比率



注：クレジットカード、デビットカード、電子マネーなどでの支払い、口座引落しはキャッシュレス支払いとして回答。
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1月実施、回答者 5,000人)

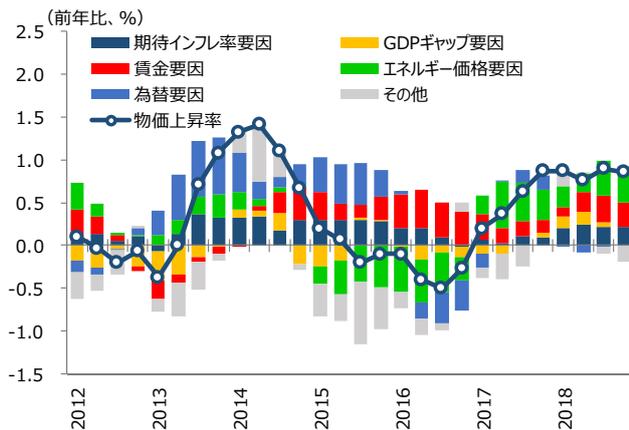
(6) 物価の動向

物価の基調は依然として弱い

18年10-12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+0.9%と7-9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2-21）。企業や家計の予想物価上昇率は依然として低位で推移しているが、一部の指標では伸びが緩やかに拡大する動きもみられる（図表2-22）。

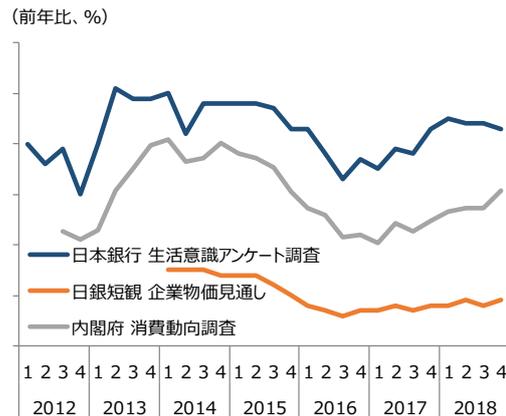
このように物価の伸びはプラス基調では推移しているものの、生鮮食品・エネルギー除く総合指数は同+0.3%と小幅のプラスにとどまっており、内生的な物価上昇圧力は力強さを欠く状況にある。

図表 2-21 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 2-22 1年後の物価上昇率の見通し



出所：日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、「日銀短観」、内閣府「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

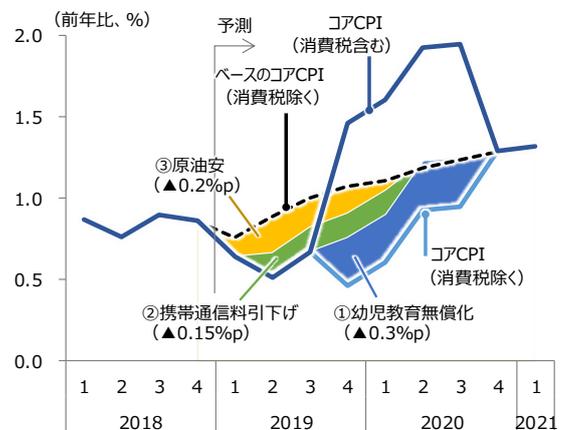
幼児教育無償化と携帯通信料引下げ、原油安の3つの要因が物価を下押し

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、①19年10月開始の幼児教育の無償化（生鮮食品除く総合（コアCPI）を▲0.3%p押し下げ）、②一部通信会社が表明している携帯通信料の引下げ（同▲0.15%p押し下げ）、③18年末以降の原油安（同▲0.2%p押し下げ）の3つの特殊要因によって、19年度は合計で▲0.6%p程度物価の伸びが低下するとみられる（図表2-23）。なお、物価見通しの前提となる為替は、米国の利上げペースが鈍ることから20年度末にかけて110円程度で推移すると想定。原油価格（WTI）は、19年度末にかけて1バレル当たり50-60ドル程度での推移を見込む。

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年度に一旦低下し、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。18年度+0.8%、19年度+0.6%（消費税の影響を含めると+1.1%）、20年度+1.1%（消費税の影響を含めると+1.6%）と予測する。

図表 2-23 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作成

(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

18年10-12月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.3%（年率+1.4%）となった。外需は引き続き不振だが、7-9月期の自然災害による悪影響の剥落などから内需が回復し、2四半期ぶりにプラス成長となった。

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+0.7%と潜在成長率並みの成長を見込む（前回見通し（12月10日）から変更なし）。

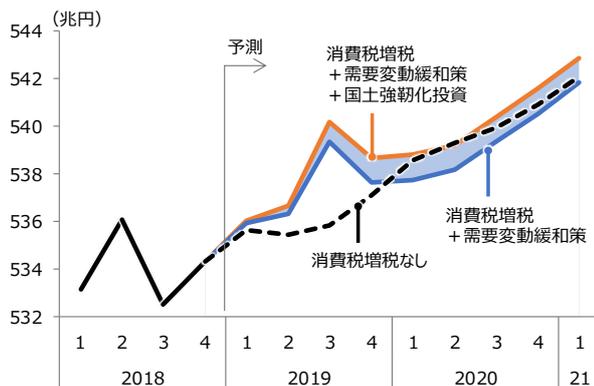
19年10月の消費税率引上げを前提としており、年度前半の駆け込み需要と後半の反動減が予想される。ただし、①ポイント還元や各種減税などによる税負担の軽減、②国土強靱化のための公共投資の増加、③幼児教育無償化や通信料の値下げなどによる家計負担の軽減、の3つが19年度中に相次いで実施される。これらが景気の下支え要因となることから、駆け込み後の一時的な反動減はあるものの、増税による日本経済の景気腰折れリスクは小さいとみる（図表2-24）。日本の景気回復局面は、19年1月に戦後最長を更新することはほぼ確実であり、19年の消費税増税後に日本経済が景気後退に陥る可能性は低いだろう。

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（図表2-25）。

こうした経済状況を踏まえると、日銀の金融政策は、20年度にかけて現状維持となる公算が大きい。19年度、20年度と潜在成長率並みの成長にとどまれば、マクロの需給ギャップの改善は一服するとみられ、一段と物価上昇圧力が強まる状況ではない。前記のとおり幼児教育無償化など特殊要因もあるものの、物価上昇率が消費税除くベースで前年比+1%程度の伸びにとどまるなかで、日銀が金融政策の正常化への動きを進める可能性は低いとみる。

先行きに対するリスクは、総論（P.6-7）で挙げた3つの世界経済リスク（①米中貿易協議決裂と対立の一段激化、②中国経済の信用収縮、③複合要因による中堅／新興国の成長失速）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 2-24 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作成

図表 2-25 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作成

図表 2-26 2018~2020 年度の日本の実質 GDP 成長率予測

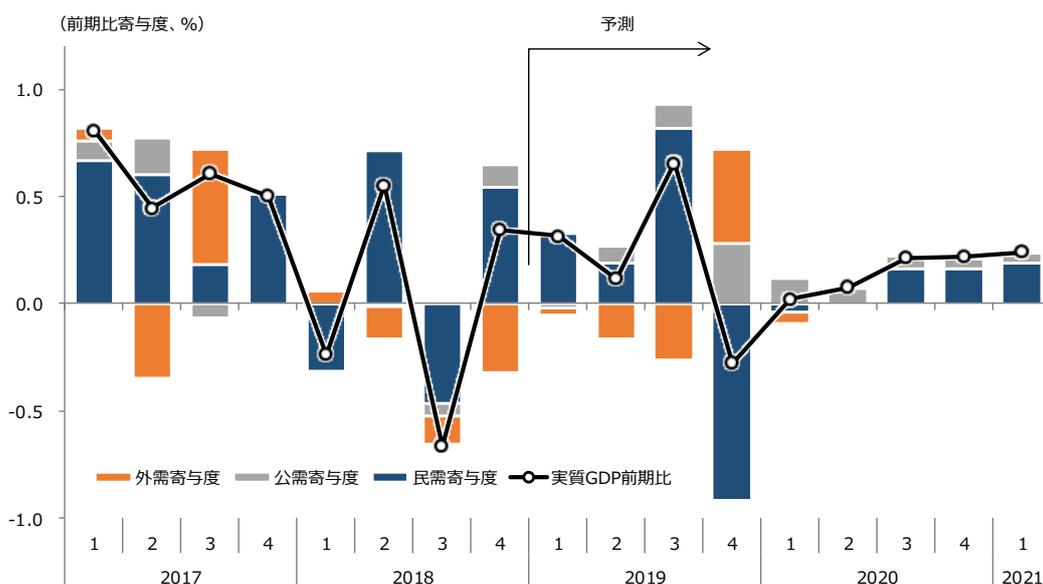
項目	実績		予測					
	2017年度		2018年度		2019年度		2020年度	
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度
実質GDP	1.9	***	0.6	***	0.7	***	0.5	***
内需	1.5	1.5	0.9	0.8	1.1	1.1	0.3	0.3
民間	1.8	1.3	1.1	0.8	1.0	0.7	▲ 0.1	▲ 0.1
民間最終消費支出	1.1	0.6	0.7	0.4	0.9	0.5	▲ 0.0	▲ 0.0
民間住宅投資	▲ 0.7	0.0	▲ 4.5	▲ 0.1	1.0	0.0	▲ 6.8	▲ 0.2
民間企業設備投資	4.6	0.7	3.3	0.5	1.6	0.3	0.9	0.2
民間在庫投資	***	0.1	***	0.0	***	▲ 0.1	***	0.0
公需	0.6	0.1	0.1	▲ 0.0	1.4	0.4	1.6	0.4
政府最終消費支出	0.4	0.1	1.0	0.2	1.3	0.3	1.2	0.2
公的固定資本形成	0.5	0.0	▲ 3.9	▲ 0.2	1.6	0.1	3.0	0.1
外需(純輸出)	***	0.4	***	▲ 0.3	***	▲ 0.4	***	0.1
輸出	6.4	1.1	1.7	0.3	▲ 0.3	▲ 0.0	0.7	0.1
輸入	4.0	▲ 0.6	3.1	▲ 0.5	1.8	▲ 0.3	▲ 0.1	0.0
名目GDP	2.0	***	0.4	***	1.7	***	1.8	***

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所作成

図表 2-27 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	-0.2%	0.6%	-0.7%	0.3%	0.3%	0.1%	0.7%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
	前期比年率	-0.9%	2.2%	-2.6%	1.4%	1.3%	0.5%	2.6%	-1.1%	0.1%	0.3%	0.9%	0.9%	1.0%

出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所作成



出所：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所作成

図表 2-28 日本経済予測の総括表

(単位：10億円、%)

	年度				年度（前年比）				
	2017 実績	2018 予測	2019 予測	2020 予測	2017 実績	2018 予測	2019 予測	2020 予測	
名目	国内総生産 (= GDP)	547,443	549,516	558,759	568,837	2.0%	0.4%	1.7%	1.8%
	民間最終消費支出	303,239	306,405	312,947	318,379	1.4%	1.0%	2.1%	1.7%
	民間住宅投資	17,221	16,720	17,223	16,320	1.1%	▲2.9%	3.0%	▲5.2%
	民間設備投資	86,157	90,016	92,288	93,955	5.4%	4.5%	2.5%	1.8%
	民間在庫品増加	681	808	435	504	***	***	***	***
	政府最終消費支出	107,565	108,642	110,476	112,264	1.1%	1.0%	1.7%	1.6%
	公的固定資本形成	27,579	26,984	27,901	29,228	2.3%	▲2.2%	3.4%	4.8%
	公的在庫品増加	85	16	106	267	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,917	▲74	▲2,617	▲2,081	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	98,236	101,300	102,035	104,075	10.5%	3.1%	0.7%	2.0%
	財貨・サービス輸入	93,319	101,374	104,651	106,156	11.7%	8.6%	3.2%	1.4%

(単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、%)

実質	国内総生産 (= GDP)	531,796	534,737	538,570	541,002	1.9%	0.6%	0.7%	0.5%
	民間最終消費支出	298,905	300,969	303,682	303,676	1.1%	0.7%	0.9%	▲0.0%
	民間住宅投資	16,050	15,325	15,477	14,431	▲0.7%	▲4.5%	1.0%	▲6.8%
	民間設備投資	84,444	87,200	88,603	89,420	4.6%	3.3%	1.6%	0.9%
	民間在庫品増加	765	801	450	520	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,426	107,453	108,889	110,161	0.4%	1.0%	1.3%	1.2%
	公的固定資本形成	25,971	24,969	25,358	26,127	0.5%	▲3.9%	1.6%	3.0%
	公的在庫品増加	98	15	108	269	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲1,312	▲2,645	▲4,637	▲3,866	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,376	92,949	92,712	93,366	6.4%	1.7%	▲0.3%	0.7%
	財貨・サービス輸入	92,688	95,594	97,349	97,233	4.0%	3.1%	1.8%	▲0.1%

	年度				年度（前年比）				
	2017 実績	2018 予測	2019 予測	2020 予測	2017 実績	2018 予測	2019 予測	2020 予測	
指数	鉱工業生産指数	103.5	104.3	104.6	104.9	2.9%	0.7%	0.3%	0.2%
	国内企業物価指数	99.3	101.6	103.4	105.9	2.7%	2.3%	1.7%	2.4%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.4	101.2	102.2	103.9	0.7%	0.8%	1.1%	1.6%
	GDPデフレーター	102.9	102.8	103.7	105.1	0.1%	▲0.1%	1.0%	1.3%
	完全失業率	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	94.6	96.1	89.1	83.4	▲2.8%	1.5%	▲7.2%	▲6.5%

(単位：10億円、%)

対外バランス	経常収支（10億円）	21,813	18,142	15,186	15,079	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,056	▲192	▲1,732	▲931	***	***	***	***
	貿易収支	4,594	628	▲1,368	▲923	***	***	***	***
	輸出	78,324	81,894	82,675	84,328	10.6%	4.6%	1.0%	2.0%
	輸入	73,731	81,266	84,043	85,251	13.4%	10.2%	3.4%	1.4%
	通関収支戻（10億円）	2,446	▲2,363	▲4,431	▲4,049	***	***	***	***
通関輸出	79,222	81,680	82,272	83,918	10.8%	3.1%	0.7%	2.0%	
通関輸入	76,766	84,043	86,703	87,968	13.6%	9.5%	3.2%	1.5%	

為替	国債10年物利回り	0.05%	0.06%	0.09%	0.21%	***	***	***	***
	M2	981,695	1,009,448	1,042,904	1,081,237	3.7%	2.8%	3.3%	3.7%
	日経平均株価	20,984	21,970	21,268	22,146	19.8%	4.7%	▲3.2%	4.1%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	53.6	63.0	55.3	58.5	12.1%	17.5%	▲12.3%	5.9%
	円/ドル レート	110.8	110.9	110.0	110.0	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.171	1.159	1.141	1.141	***	***	***	***
円/ユーロ レート	129.7	128.5	125.5	125.5	***	***	***	***	

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作成

3. 米国経済

18年10-12月期は成長減速を予想

18年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は、米政府機関の一部閉鎖を受けて、公表が延期されている。当社では前期比年率+2.0%前後の成長率を見込み、前期（同+3.4%）から伸びが低下したものの、潜在成長率を上回る成長持続を予想する。ただし、米国経済の先行きは、①米中貿易協議の結果、②FRBの金融政策の行方に左右され得る。

複数の要因が重なり、株価が一時急落

18年12月半ばから年末にかけて米国株価が急落した。12月24日の終値は、17年9月上旬以来、約1年3ヶ月ぶりの安値となった。今回の米国株価急落のきっかけは、①18年中に4度目となるFOMCによる利上げ（12月19日）であった。しかし理由はそれだけではない。②予算をめぐる議会対立による政府機関閉鎖、③中国経済の減速と米国企業の収益悪化懸念、④米中貿易協議の行方の不透明感など様々な悪材料が重なったことが背景にある。その後、19年1月末にかけて株価は回復し12月の急落前の水準まで戻っているが、米国経済政策の不確実性、米国経済の減速などを背景に、金融市場は不安定化しやすい地合いにある。

家計部門は依然堅調も、企業の景気見通しが悪化

金融市場が不安定化するなかでも、家計部門の経済活動は堅調だ。消費は、①良好な雇用・所得環境、②減税による押し上げ効果を背景に、18年10-12月期も拡大基調を維持。失業率は、直近11ヶ月において4%以下（CBO（議会予算局）が発表している長期の自然失業率は約4.6%）で推移しており、賃金も直近6ヶ月において前年比+3%程度と高い伸びを続けている。

一方で、企業活動には若干の陰りが見え始めている。ISM景況指数において、製造業は18年8月に約14年ぶりの高水準を、非製造業は同年9月に過去最高値を記録したが、同年12月には両指数とも大きく下落した。製造業指数はその後、若干反発したものの、景況指数は以前の水準には戻っていない。

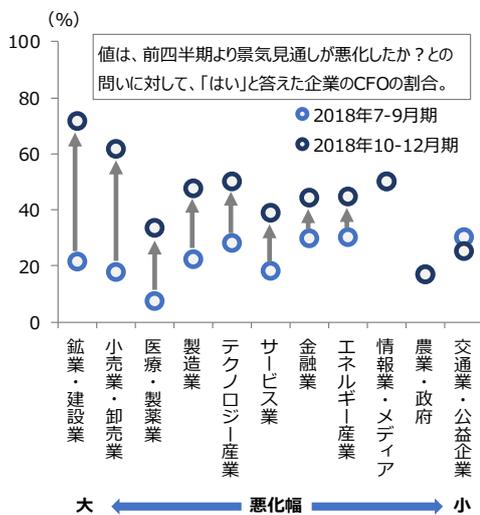
加えて、米国企業の景気見通しも悪化した（図表3-2）。企業による景気見通し（18年10-12月期）を産業別にみると、鉱業・建設業、小売業・卸売業、医療・製薬業、製造業、テクノロジー産業で、大きく悪化した。こうした産業では米国の輸入関税引上げに伴う、①他国の報復関税による輸出減少、②中間投入コストの上昇、という2つの経路を通じた企業収益への影響が大きいと予想される（図表3-3）。米中間をはじめとする通商対立は、企業の景気見通しを慎重化させているとみられる。

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	2.2	2.8	2.1	2.0
個人消費	2.5	2.6	2.1	1.8
設備投資	5.3	6.8	3.5	3.1
住宅投資	3.3	▲0.1	▲0.9	1.8
在庫投資寄与度	▲0.0	0.0	▲0.0	0.1
政府支出	▲0.1	1.9	3.3	3.7
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.3	▲0.4	▲0.3
輸出等	3.0	3.4	1.8	2.2
輸入等<控除>	4.6	4.2	3.5	3.3
FFレート誘導水準（年末）	1.25-1.5	2.25-2.5	2.5-2.75	2.5-2.75
失業率	4.3	4.1	4.1	4.2

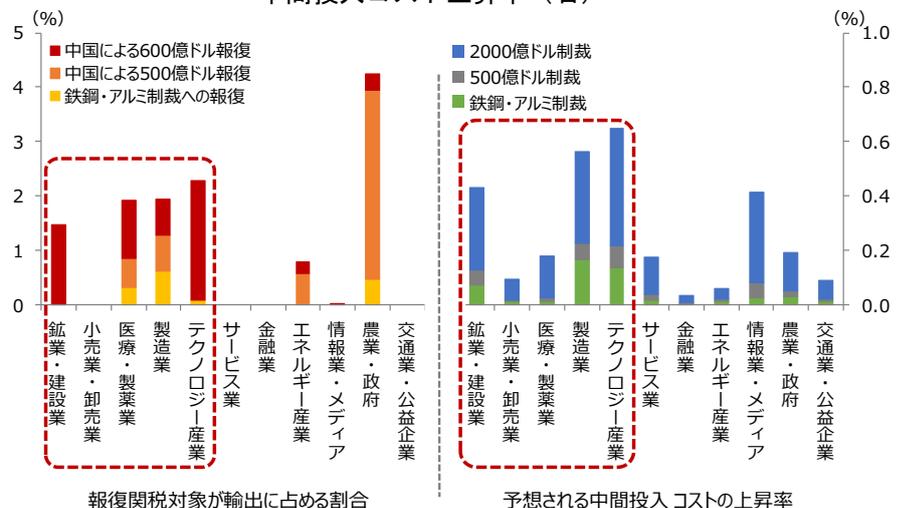
出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、
予測は三菱総合研究所作成

図表 3-2 産業別の景気見通し



注：情報業・メディア、農業・政府は7-9月期と10-12月期で変化なし。
出所：Duke CFO Global Business Outlook より
三菱総合研究所作成

図表 3-3 貿易摩擦による各産業の輸出への影響（左）と
中間投入コスト上昇率（右）



注1：分類は図表3-2の分類に基づき、データは利用可能ななかで最新。
注2：報復関税に農産品が多く含まれている一方で、農家の景気見通しが悪化していない理由は、政府による農家への補助金支給が挙げられる。
出所：USTR、UN Comtrade、UNCTAD、米国経済分析局、各種資料より三菱総合研究所作成

中国製品への追加制裁関税は一旦延期も、警戒感は依然強い

米国は19年1月に予定していた2,000億ドル規模の中国製品に対する制裁関税率の引上げ（10%→25%）を延期し、90日間（18年12月から19年2月末まで）の交渉期間を設けた。米中貿易協議のなかで、米国側は、対中貿易赤字の問題のみならず、中国企業による技術移転強要の問題や中国政府による特定産業への不適切な補助金などについても、中国側に解決策の提示を求めていくとみられている。米中間で妥協点を見出す可能性はあるものの、協議が決裂すれば、現在延期されている関税率引上げが再び発動されるとみられ、予断を許さない状況にある。

20年にかけて成長減速へ、19年は2.1%、20年は2.0%を予想

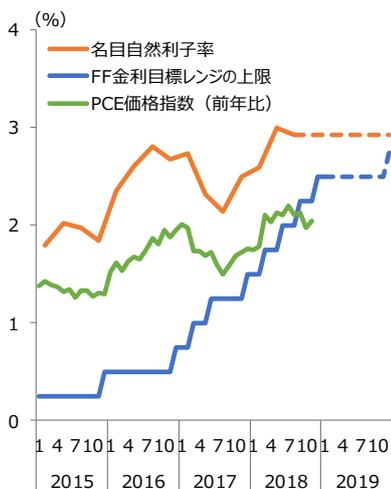
先行きの米国経済は、20年にかけて成長減速を見込む。良好な雇用・所得環境が消費を下支えすると予想されるものの、米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落、議会のねじれに伴う予算審議の難航などにより、19年は前年比+2.1%まで成長減速を見込む（前回から変更なし）。20年は、引き続き貿易摩擦が景気の重石となると予想されるほか、大統領選を控えるねじれ議会のもとで20年度予算（19年10月～）をめぐる審議難航も予想され、同+2.0%と予測する。見通しの前提として米中貿易協議の決裂は回避、既に実施済みの2,000億ドル10%は継続するも、一段の引上げは回避されると想定する。

経済の減速が見込まれるなか、米国FRBの政策金利は、19年中は1回（0.25%p）の利上げにとどまり、20年は利上げなしと予想する。その理由として、①米国の政策金利が中立金利に近い水準にある（図表3-4）、②世界経済減速による原油安がインフレ圧力を和らげる要因になる、③FRBのバランスシート縮小継続が量的な面での金融引締め効果をもたらす²、の3つがある。ただし、次に挙げるリスクが顕在化し、潜在成長率（1.8%程度）を下回る水準まで成長ペースが鈍化していく場合には、利下げすら視野に入ってくる。

貿易摩擦、株価・住宅価格、政治の3つの下振れリスク

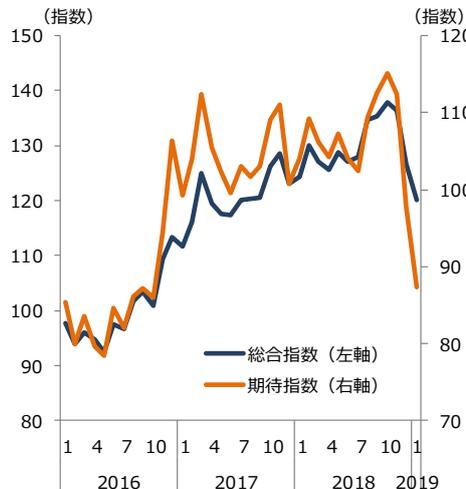
米国経済の下振れリスクは、第1に、米中貿易協議の決裂による対中制裁関税の更なる引上げである。輸入物価の一段の上昇による消費財価格の上昇、株価下落による逆資産効果やマインドの悪化、などを通じて消費の抑制要因となり得るほか、生産コスト増大や対抗措置に伴う輸出減少が企業収益を下押ししかねない。第2に、株価・住宅価格の下落である。18年末以降、金融市場の不安定化などの影響を受け、消費者マインドが悪化している（図表3-5）。今後、米国株価が再び不安定化した場合や、軟調な動きを続ける住宅市場（図表3-6）がさらに悪化した場合などには、消費性向の悪化や逆資産効果を通じて消費の下振れ要因となる。第3に、議会のねじれによる政府機関閉鎖の再発や債務上限問題を巡る混乱である。18年12月から続いた一部政府機関の閉鎖は一旦解除されたが、民主党が下院の過半数を握る状況のなか、20年の大統領選をにらみ議会での対立が先鋭化する可能性が高い。

図表 3-4 米国の物価と金利水準



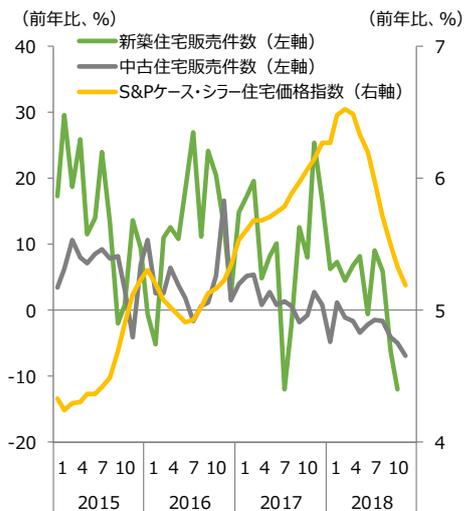
出所：FRED より三菱総合研究所作成

図表 3-5 消費者マインド



出所：カンファレンス・ボードより三菱総合研究所作成

図表 3-6 住宅の販売件数と価格



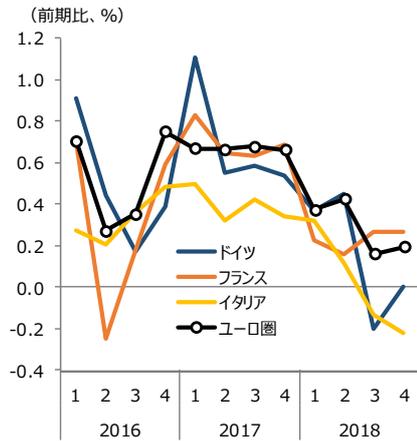
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

² パウエル FRB 議長は19年1月の記者会見で、中央銀行のバランスシート縮小のペースを見直す可能性があることを示唆したが、当社見通しでは既往の縮小ペースの維持を前提としている。

外需の減速から、18年入り後は成長減速

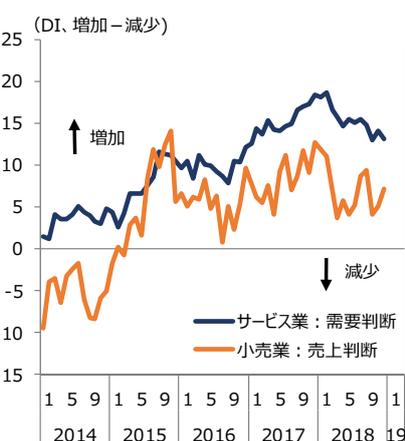
18年10-12月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.2%と前期から変わらず、低い伸びが続いた(図表4-1)。ドイツ(同+0.0%)は、18年9月の排ガス規制変更による消費の低迷が続き、横ばいでの推移となった。フランス(同+0.3%)は前期並みの伸びとなったほか、イタリア(同▲0.2%)では2四半期連続でマイナス成長となった。ユーロ圏は、外需の減速を主因に、18年入り後に回復ペースは鈍化している。

図表 4-1 実質 GDP 成長率



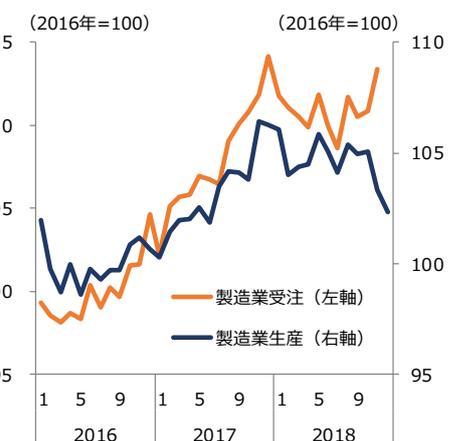
注：四半期ベース。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-2 企業の売上・需要判断



注：3ヶ月前と比べての判断。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-3 製造業の受注・生産



注：製造業生産は季節調整値。
出所：Eurostat, ECB より三菱総合研究所作成

消費は底堅い、雇用・所得環境も改善が継続

ユーロ圏の消費は堅調を維持している。企業の売上・需要判断は18年入り後にやや悪化しているものの、サービス業を中心に高水準を維持(図表4-2)。背景には、①雇用・所得環境の改善、②低金利による借入の増加などがある。人手不足感が強まるなか、雇用者報酬の伸びが加速。先行きも消費の回復持続を見込む。また、原油価格が低水準で推移すれば、消費の追い風となろう。

企業の景況感は悪化、輸出も減速傾向

ユーロ圏の企業活動は、改善ペースが鈍化している。18年以降、製造業の受注・生産は高水準ながらも増勢が一服(図表4-3)、企業の景況感も慎重化している(図表4-4)。実質財輸出は、内需拡大が続く米国向けが加速した一方、米中貿易摩擦やユーロ高を背景に17年に高い伸びとなった中国・欧州向けが失速しており、全体としては減速している(図表4-5)。

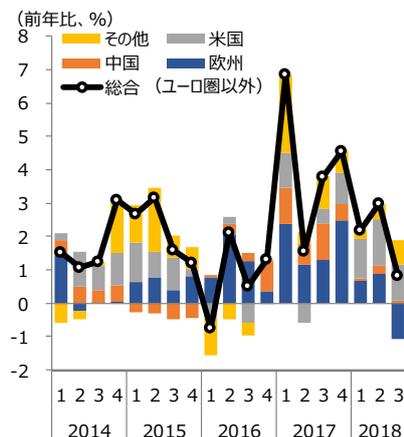
先行きの企業活動は、消費を中心に内需が底堅く推移するものの、中国や米国など主要な輸出相手国の景気減速が予想されることから、全体としては緩やかな減速を見込む。ユーロ圏GDPのうち、米国・中国・英国向けの輸出で得られる付加価値の割合は約8%を占め、これらの国の内需悪化がユーロ圏経済に与える影響は大きい(図表4-6)。

図表 4-4 購買担当者景気指数 (指数)



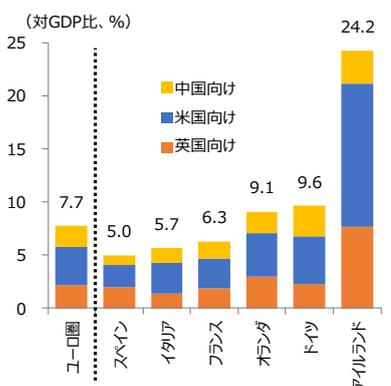
出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 4-5 仕向け地別の財輸出数量



注：四半期ベース。2010年基準。
出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-6 米中英向け付加価値輸出



注：米中英の需要に対して各国で産出される付加価値。第三国経由での輸出も含む。2015年。
出所：OECD「Trade in Value Added」より三菱総合研究所作成

物価上昇率は勢いを欠く、利上げ開始は 20 年後半以降

ユーロ圏の物価上昇率は勢いを欠いている。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、ユーロ高が物価の押下げ要因となる一方、家計の期待インフレ率の上昇や雇用者報酬の増加が押上げ要因となり、コアの消費者物価は 1%台前半の伸びとなろう。

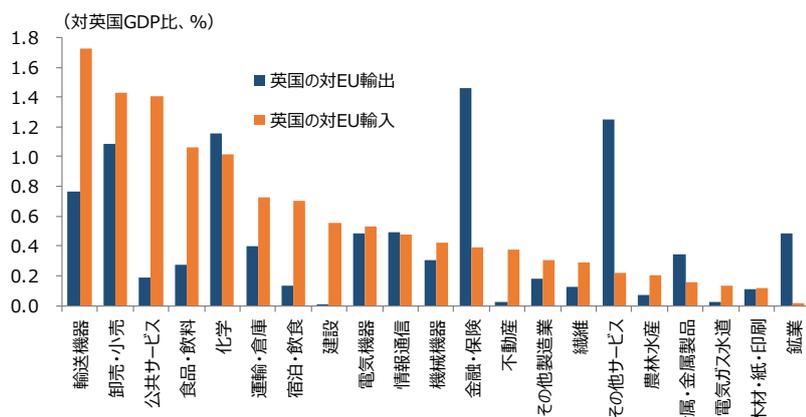
欧州中央銀行（ECB）は資産購入を 18 年末に終了。金融政策の正常化の次のステップは利上げとなるが、物価の伸びが鈍い状況が予想されることから、利上げ開始は 20 年後半以降を見込む。ユーロ圏経済の減速に加え、イタリアなど金融システムが改善途上の国もあり、利上げは慎重に行われるだろう。

英国 EU 離脱交渉は行き詰まり、19 年 3 月末に「合意なし離脱」の可能性高まる

英国の EU 離脱交渉は行き詰まっている。英国政府が EU と合意した離脱案は、アイルランド国境問題の解決策が見つかるまで英国全土を EU の関税同盟に残留させる「安全策」が盛り込まれていたが、この離脱案は 19 年 1 月の英国議会で大差で否決。その後、安全策の見直しを EU 側に求める方針を英国議会在可決した。ただし、EU 側は再交渉に応じる姿勢をみせていない。離脱時期の延期を模索する動きもみられるが、そのためには EU27 ヶ国の承認が必要であり、延期なしで 19 年 3 月末に「合意なし離脱」となる可能性が高い。仮に延期された場合でも、期限は欧州議会選挙前の 19 年 5 月下旬または欧州議会招集日の 19 年 7 月初になるとみられ、いずれにしても 19 年前半には離脱となるだろう。

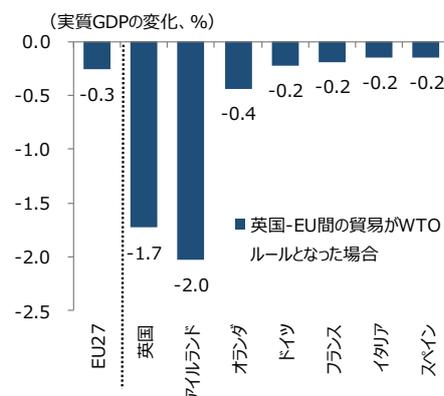
合意なし離脱となった場合、関税・通関手続きの復活や営業許可・協定の無効化などによって、英国は、EU や EU 外の第三国との間で、物・サービスの移動の自由度が低下し、EU 向けの輸出入が多い輸送機器、卸売・小売、食料・飲料、化学、金融・保険、その他サービスなどを中心に英国経済が下押しされかねない（図表 4-7）。合意なし離脱により、英国の実質 GDP は約▲1.7%p 減少するとみられる（図表 4-8）。また、EU 加盟国でも、実質 GDP が平均して約▲0.3%p 減少する見込みだ。

図表 4-7 英国の対 EU 輸出入：産業別



注：「英国の対 EU 輸入」は、三菱総合研究所による試算値。2015 年。
出所：OECD 「Trade in Value Added」より三菱総合研究所作成

図表 4-8 合意なし離脱の影響



出所：Felbermayr et al. (2017) "Economic Effects of Brexit on the European Economy" より三菱総合研究所作成

ユーロ圏の成長率は 1%台前半まで減速を予測

ユーロ圏経済は、雇用・所得環境の改善を背景に消費は堅調が予想されるほか、19 年は仏伊の財政支出拡大が経済の押し上げ要因となろう。一方、海外需要の減速を背景に輸出・生産は伸び鈍化が見込まれるほか、上記の通り、英国は 19 年 3 月末に合意なし離脱となる可能性が高まった。以上を踏まえ、ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、19 年を前年比+1.2% (前回+1.8%)、20 年は同+1.3%と予測する。本予測は、英国が 19 年 3 月末に EU 単一市場から離脱することを前提としているが、20 年末まで EU 単一市場にとどまる場合には、ユーロ圏の成長率は、19 年は同+1.3%、20 年は同+1.5%と予測する。

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	1.2	1.3
	-	-	(1.3)	(1.5)
ドイツ	2.2	1.5	1.0	1.3
フランス	2.2	1.5	1.3	1.2

注：() 内は合意なし離脱が回避され、移行期間を経て 21 年 1 月に離脱となった場合の予測値。
出所：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所作成

下振れリスクは、米中貿易協議の決裂と、ECB が出口戦略を模索するなかでの急激な金利上昇

リスク要因は、第 1 に、米中貿易協議の決裂による米中経済の下振れがある。ユーロ圏の米中向け付加価値輸出は大きい（対 GDP 比 6%程度、図表 4-6）。第 2 に、ECB が出口政策を模索するなかでのイタリアなど一部の国での金利の急激な上昇がある。金利が急上昇すれば、内需が押下げられる。

5. 中国経済

18年10-12月期の成長率は6.4%へ減速

中国経済は成長減速が続く。18年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と、7-9月期の+6.5%から伸びが低下し、暦年の実質GDPは前年比+6.6%となった(図表5-1)。産業別にみると、第2次産業は前年比+5.8%と18年7-9月期と比べ伸びが回復した一方、第3次産業は+7.4%と伸びが低下した。

内需が減速傾向にあるなか、輸出が急失速

需要項目別にみると、内需は引き続き減速傾向にある。固定資産投資(農村部家計を除く)は不動産やインフラ投資の減速などを背景に、伸びが低下傾向にある(図表5-2)。小売売上高(実質)は18年12月に伸びが拡大したものの、均してみれば減速傾向にある。

輸出額は、18年10-12月期に入り急減速した(図表5-3)。世界経済の減速に加えて、総論(P.5)で述べたように、18年7-9月期に相次いで引き上げられた米国の対中制裁関税の影響により、関税対象品目の米国向け輸出が大きく落ち込んだことが背景にある。

また、雇用は公式統計では堅調に推移しているものの、中国の求人サイト「智联招聘」(ジャオピン)によれば、18年7-9月期、10-12月期の求人数は前年同期比でそれぞれ▲27%、▲12%減少しており、雇用への影響が広がっている可能性がある。

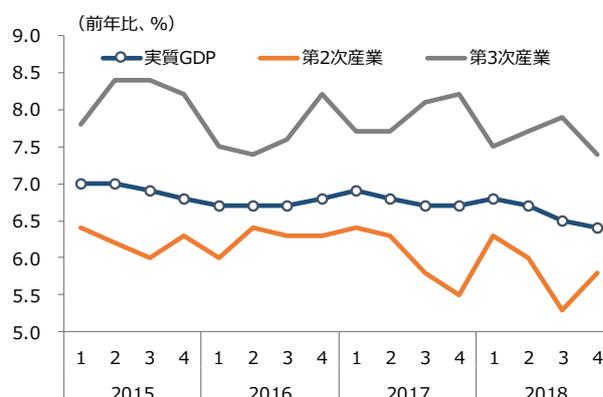
景気減速を受けて景気下支え策を強化

内外需ともに減速するなか、中国政府は政策面から景気を下支えする目的で18年に相次いで減税策を講じた。①基幹税である増徴税(付加価値税)の引下げ、②個人所得税の基礎控除額の引上げや課税率の改定、③法人税の控除追加などの減税措置を講じるとともに、運用面でも徴税を猶予しているとされる。また、関税についても、輸入コストの上昇緩和と、開かれた国内市場を海外にアピールする2つの狙いから、④18年7月と11月、19年1月に相次いで輸入関税を引下げた。

金融政策面でも、18年4月以降、預金準備率を相次いで引下げてきたほか、金融政策のスタンスを「穏健で中立的な金融政策」から「穏健な金融政策」に変更した。また、金融機関向けの資金供給についても、従来からの枠組みであるリバースレポ、中期貸出制度(MLF)に加え、新設された標的型中期貸出制度(TMLF)などを通じて市場への資金供給を強化している。

中国の景気対策は減税とインフラ投資だけで2兆5千億元(約40兆円、GDP比2.6%)超に上る。ただし、これら景気下支え策は、中国経済が直面する景気減速圧力を和らげるのに十分な規模でない可能性がある。既往の景気対策の規模は10年前のリーマンショック時の対策規模4兆元(GDP比11.4%)と比べれば小さく、内需の減速傾向に歯止めをかけるのに十分かは疑問が残る。

図表5-1 実質GDP成長率



注：四半期ベース。

出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-2 小売売上高、投資



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表5-3 輸出入額



注：過去3ヶ月の移動平均を用いて平滑化。

出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

米中貿易協議、中国がどこまで譲歩するか

米中間の関税引上げは一旦延期され、両国で協議を行っている。米国は、①米企業への技術移転の強要、②知的財産権の侵害、③非関税障壁、④サイバー攻撃、⑤サービスと農産物の中国市場の閉鎖性の5つを課題に掲げ交渉に臨んでいる。

今後の注目は、中国がどこまでの譲歩を受け入れるかだ。構造改革など中長期的な中国経済の体質強化に資する項目は一定の譲歩が期待されるが、技術力や安全保障の分野など世界に対する中国の影響力を低下させかねない項目では、米中間での妥協点が見いだせず協議が決裂するリスクは残る。

拡大する社債のデフォルト

前記のとおり緩和的な金融政策で景気下支えを図っているが、社債のデフォルト額（以下デフォルト額）は増加の一途をたどる。18年のデフォルト額は通年で1,500億元を超えており、さらに潜在的にデフォルト確率が高い投機的格付け（BBB-（マイナス）以下）の社債も増加している（図表5-4）。社債の発行残高全体に比べれば、デフォルト額の比率は小さいが（0.6%）、今後この比率が拡大すれば、金融機関の財務悪化などを通じて信用収縮につながるリスクが高まる。

中国企業の収益構造の変革が鍵

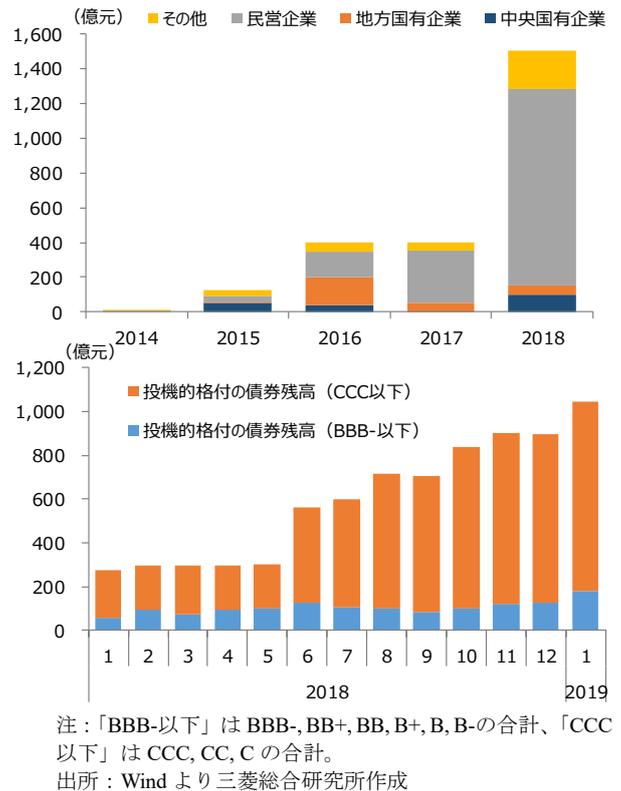
今後の中国経済の注目点は、短期的には米中貿易摩擦や景気下支え策の効果となるが、20年までを見通せば、中国企業の収益構造の変革が鍵となる。現状、全上場企業が稼ぎ出す利益の過半は金融業の利益であり、金融業への依存が深刻化している（図表5-5）。また近年、金融業以外の企業における金利や資本利潤、手数料収入などの本業以外の収入（営業外収入）が拡大傾向している（図表5-6）。短期的な利益を求めて製造業の企業などが金融商品や不動産への投資を拡大している可能性もあり、その場合は中長期的な成長力を損なうことになる。

20年にかけて6.0%まで成長減速

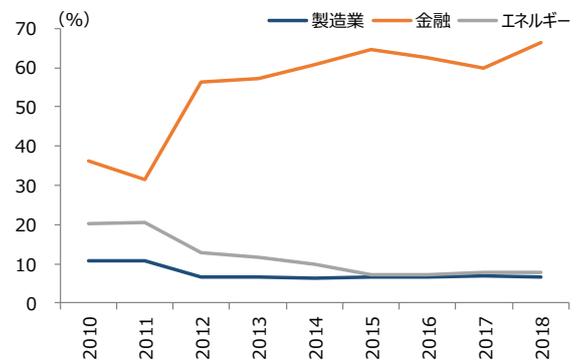
中国経済の先行きは、米中貿易摩擦による影響の顕在化に伴い輸出や内需の下振れが予想されるものの、政府による景気下支え策が一定の効果を示し、成長の急減速は回避される見込み。実質GDP成長率は、19年は前年比+6.2%（前回から変更なし）、20年は同+6.0%と予測する。

リスクは、第1に米中貿易交渉の決裂に伴う貿易摩擦のさらなるエスカレート、第2に信用収縮に伴う急減速である。第1は米中貿易協議が仮に妥結したとしても、その後構造改革の進捗に対して米国が不満を抱けば、対中姿勢が再び硬化しかねない。また第2は景気下支え策の副作用として、不良債権の拡大などにつながれば、金融システムの不安定化や信用収縮を引き起こし、中国経済のハードランディングを招きかねない。

図表 5-4 社債のデフォルト額（上）と格付け別残高（下）

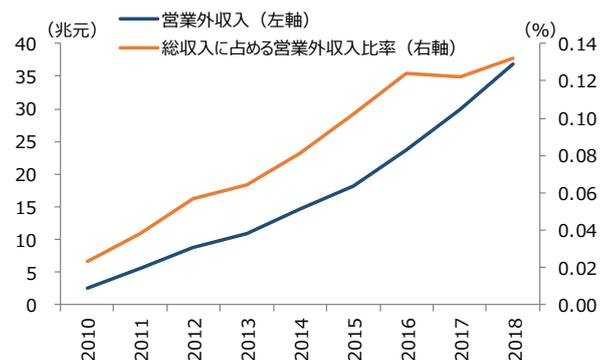


図表 5-5 産業別の EBITDA シェア



注：上海、深圳、香港の上場企業の EBITDA を総和として産業別の EBITDA の比率を計算。Alibaba は NYCE、Baidu は NASDAQ に上場しているため集計対象外。出所：Wind より三菱総合研究所作成

図表 5-6 営業外収入比率（金融業除く）



注：営業外収入は金利収入、資本利得、手数料収入の和。出所：Wind より三菱総合研究所作成

6. 新興国経済（ASEAN・インド・ブラジル）

(1) ASEAN 経済

ASEAN 経済は緩やかに減速

ASEAN 経済は、17 年後半以降に緩やかに減速している。既に 18 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率が発表されているインドネシアは前年比+5.2%、フィリピンは同+6.1%、ベトナムは同+7.1%、マレーシアは同+4.7%となった。今後公表されるタイについても、18 年入り後に成長率が低下傾向にある（図表 6-1）。

主に中国経済減速と半導体需要の調整により輸出減速

成長減速の第 1 の要因は、輸出の減速である。ASEAN5 の輸出は、18 年を通じて減速基調にある。

背景には主に 2 つの要因がある。まず、中国経済の減速感が強まっており、中国向け輸出比率の高いフィリピン（財輸出に占める中国向け比率は 28%）、マレーシア（同 25%）、ベトナム（同 21%）、インドネシア（同 17%）を中心に輸出が減速した。中国は、減税や金融緩和を通じて内需を下支えするとともに、開かれた市場をアピールする狙いもあり輸入関税引下げを実施しているものの、ASEAN から中国への輸出は減速している（図表 6-2）。

次に、世界的な半導体需要の調整により、半導体関連財の輸出も減少している。ASEAN5 のなかで半導体関連財の輸出割合が高いのは、主にフィリピンとマレーシアの 2 ヶ国となるが、16 年以降の輸出増加を牽引してきた半導体関連需要の調整により、これらの国の輸出は減速した。

物価の伸びや金利が高止まりするなか、消費も減速

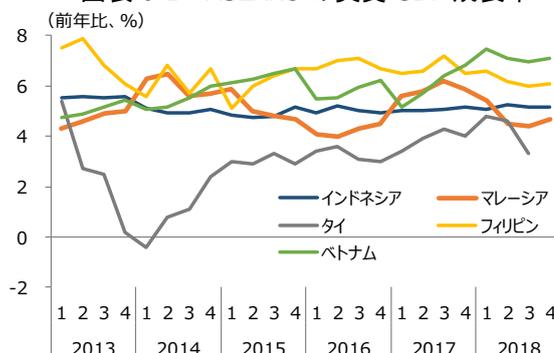
成長減速の第 2 の要因は、消費の減速である。インドネシアとフィリピンは、通貨安によるインフレ圧力を緩和するために、18 年に連続して政策金利の引き上げを行った。18 年後半は、通貨安の一服や原油安の影響から、インフレの加速は収まりつつあるが（図表 6-3）、物価の伸びや金利が高止まりするなか消費が減速している。

タイの総選挙とインドネシアの大統領選に注目

タイでは 14 年 5 月にクーデターが起こり、暫定軍事政権が 4 年半の間政権を維持してきたが、19 年 3 月にクーデター後初めての総選挙が行われる。

プラユット暫定首相率いる軍事政権は新空港、道路・鉄道、港湾施設などインフラ投資に重点をおき、東部経済回廊計画に投資家を呼び込もうとしている。先端産業にとって魅力的な投資環境を整備し、電気自動車やロボットなど次世代産業を育成することが目的だ。19 年 1 月の世論調査では現首相のプラユット氏が支持率を回復し、現時点で最有力候補となっている（図表 6-4）。そのプラユット氏を僅差で追うのが、タイ貢献党（タクシン派）のスダラット氏だ。同党は貧民層に現金給付を行う

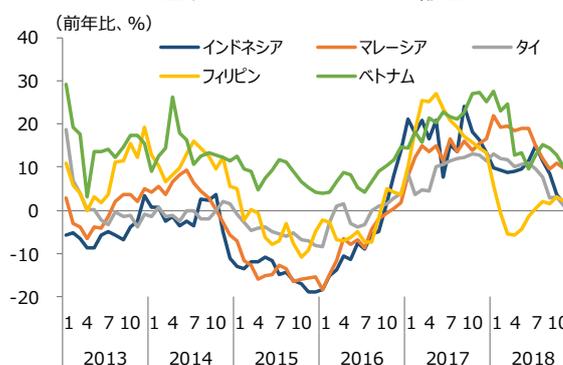
図表 6-1 ASEAN5 の実質 GDP 成長率



注：四半期ベース。

出所：Bloomberg、CEIC より三菱総合研究所作成

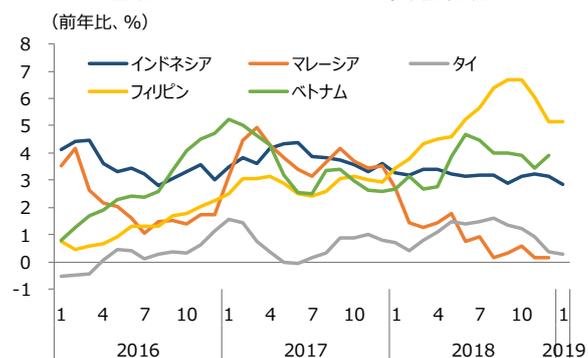
図表 6-2 ASEAN5 の輸出



注：過去 3 ヶ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 の消費者物価



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 6-4 タイの首相候補者と支持率

次期首相候補	現役職	政党	支持率	
			前回調査時 (11月) からの変化	
プラユット氏	暫定首相 (軍人)	国民国家の力党 (親軍派)	26%	↑
スダラット氏	元保健相	タイ貢献党 (タクシン派)	22%	↓
アピシット氏	元首相	民主党 (反タクシン派)	12%	↑
タナトン氏	大手自動車部品製造 タイ・サミット・グループ	新未来党	10%	↓

注：19 年 1 月 2-15 日実施時点。

出所：各種報道より三菱総合研究所作成

などの政策から貧民層や地方農村部での支持が高い。タクシン氏の人気は根強く同党は選挙の強さに定評がある。同党は2月に首相候補として王女の擁立に動いたものの、国王の意向を踏まえ選挙管理委員会は王女に資格がないと判断し、断念。今後、19年3月の総選挙に向けて、選挙戦は一層の激化が予想される。

インドネシアでは19年4月に大統領選が行われる。ジョコ現大統領はイスラム教組織の指導者を副大統領とし、イスラム教徒からの支持獲得が期待される。人材育成、インフラ投資、物価安定、汚職撲滅を公約に掲げる。対する野党第1党のプラボウォ党首は、若年層の支持を得る狙いから、元実業家の前ジャカルタ州副知事を副大統領に指名している。18年のルピア安時における現政権の対応の遅れや、若者層の高い失業率が続いている現状を批判し、雇用確保や社会保障などを重視している。ただし、現時点ではジョコ現大統領の支持率は6割台となっており、このままいけば再選の可能性が高い。

ASEAN5の成長率は20年にかけて減速へ

ASEAN5の成長率は、①米中をはじめとする世界経済の減速、②半導体需要の調整局面入りなど輸出環境の悪化を背景に、19年は前年比+5.1%と、18年の同+5.3%から成長減速を見込む。20年は、半導体需要の調整は一巡するものの、中国経済の減速は継続することなどから、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+5.1%（前回+5.2%）、20年は同+5.1%と予測する（図表6-5）。

先行きのリスクは、第1に米中貿易協議の決裂である。米中間で関税引き上げの応酬が再びエスカレートすれば、米中経済が急失速し、ASEANからの輸出も大きく下振れする。こうしたなかで、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、原油安に伴う産油国経済の下振れ（主にマレーシア、インドネシア）をもたらすだろう。第2に中国経済の減速がある。米中貿易協議が妥結したとしても、中国経済が不良債権問題の悪化などを通じて20年に6%を割り込む水準まで成長が減速する可能性がある。中国向け輸出比率の高い国を中心に影響が懸念される（図表6-6）。

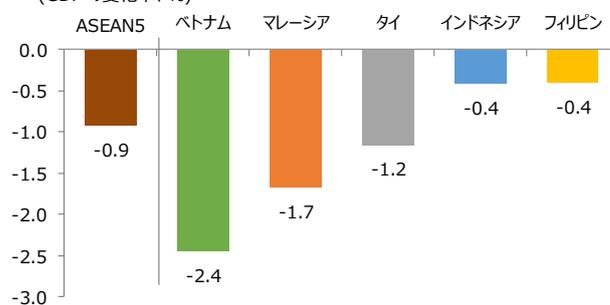
図表 6-5 ASEAN5の経済見通し

暦年ベース (前年比、%)	実績		予測	
	2017	2018	2019	2020
ASEAN5	5.3	5.3	5.1	5.1
インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.2
マレーシア	5.9	4.7	4.6	4.6
フィリピン	6.7	6.2	6.2	6.4
タイ	3.9	4.2	3.9	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作成

図表 6-6 中国経済減速のASEAN5への影響
(GDPの変化率、%)



注：中国のGDPが1%減少した場合の各国GDPへの影響。

出所：CEICより三菱総合研究所作成

(2) インド経済

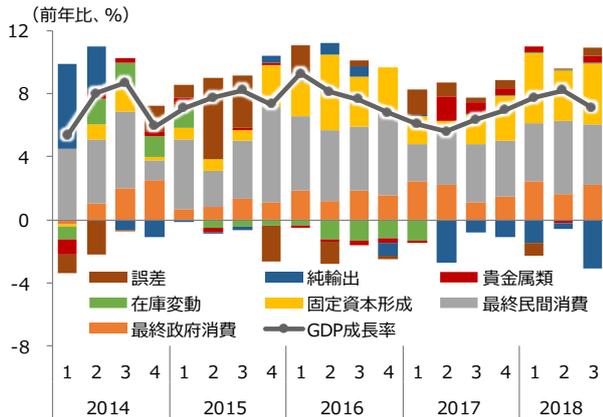
インフレは落ち着いているが、外需の減速から小幅ながら成長減速へ

18年7-9月期の実質GDP成長率は、5四半期ぶりに低下した（図表6-7）。18年4-6月期に比べて固定資本投資の寄与が拡大したものの、民間消費の寄与は縮小、輸入が輸出を上回り、純輸出（輸出－輸入）のマイナス寄与が拡大した。輸出先では中東や中南米向けが減少した。

為替相場をみると、18年は米国の金利上昇を背景にルピー安が進んでいたが、インドの政策金利の引き上げにより、18年10月以降はルピー安に歯止めがかかった。ただし、中期的にみれば、依然としてルピー安水準にあることから、引き続き警戒が必要な局面にある。一方、インフレについては原油安を背景に、現在のところ落ち着いている状況にある。（図表6-8）。

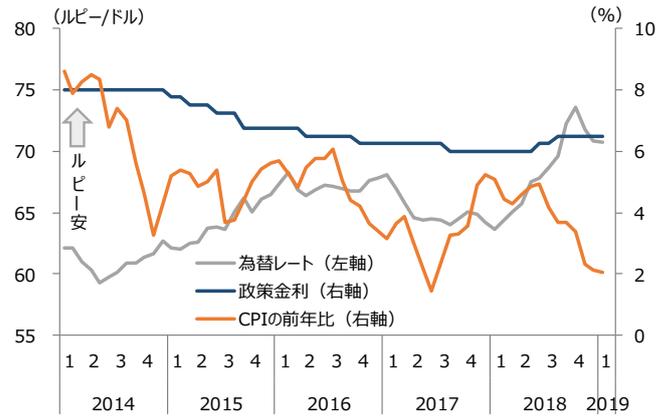
先行きは、世界経済の減速を背景に外需の減速が予想されることから19年にかけて小幅ながら成長減速を見込むものの、インフレの落ち着きなどを背景とする国内消費の回復、投資の増加を見込み、20年は前年並みの成長を予想する。インドの実質GDP成長率は、19年度は前年比+7.3%（前回から変更なし）、20年度は同+7.3%と予測する。

図表 6-7 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 6-8 為替、政策金利、消費者物価



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

地方選で与党が大敗するなか、19年5月までに下院総選挙

18年11-12月に行われたラジャスタンなど5つの州議会選挙ではいずれも現与党であるインド人民党(BJP)は大敗し、議席数は減少。国民会議派(INC)が第1党となった(図表6-9)。

これらの地方選挙は、19年5月までに行われる下院総選挙の前哨戦とも言われ、インド人民党は票数を伸ばすために拡張的な財政政策を行い、金融面でも銀行への規制強化を短期的に緩和したが、票にはつながらなかった。

背景には、物品・サービス税導入で企業収益が悪化、倒産や失業も増加しているほか、18年のルピー安に伴うインフレ上昇で国民の不満が高まったことがある。特に農村部では雨不足による不作などで貧困に苦しみ、政府への不満が高まっている。

19年5月までに実施される予定の下院総選挙に向けて、国民会議派は最低所得保証制度の導入を公約に掲げ、貧困層や農村部の支持を集めたい考えだ。国民会議派は農村部や貧民層向けの債務救済や若年層失業者への雇用創出を重視している。政権交代はないとみられるが現与党が大幅に議席数を減らすなど苦戦を強いられれば、政治基盤が弱まるとみられ、今後の構造改革の推進力にも影響が及ぶ可能性がある。

図表 6-9 インド州議会選挙結果

州	総議席数	インド人民党 (BJP)	国民会議派 (INC)
ラジャスタン	199	73	99
マディヤ・プラデシュ	230	109	114
チャッティスガル	90	15	68
ミゾラム	40	1	5
テランガナ	119	1	21

出所：各種報道より三菱総合研究所作成

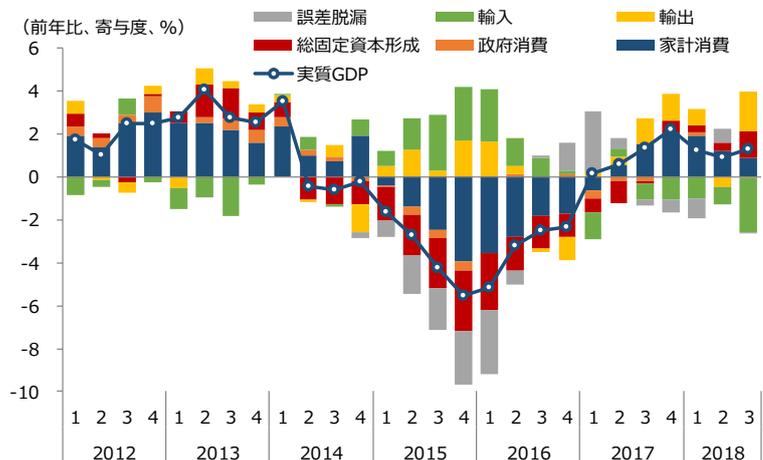
(3) ブラジル経済

家計消費が牽引しプラス成長維持へ

18年7-9月期のブラジルの実質GDP成長率は前年比+1.3%となり、4-6月期の+0.8%から小幅ながら伸びを拡大した。緊縮財政を背景に政府支出は縮小したものの、堅調な家計消費を下支えに総固定資本形成(投資)が加速した。輸出の寄与はマイナスからプラスに大幅回復したが、輸入の伸びが輸出の伸びを上回ったことから、純輸出では成長の下押し要因となった(図表6-10)。

18年9月にかけてリアル安が進んだが、新政権への期待などもあり、通貨安は沈静化しつつある。物価上昇率も18年12月に低下に転じた。ブラジル中央銀行は引き続きインフレを警戒しながらも18年3

図表 6-10 ブラジルの実質 GDP



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

月から19年2月まで7会合連続で政策金利を6.5%に据え置いている。

先行きは、20年にかけて緩やかな回復を見込む。中国を始めとした世界経済の減速や資源安による景気の下振れはあるものの、15-16年の経済低迷から回復過程にあり、依然成長の余地がある。また、19年1月に就任したボルソナロ新大統領の構造改革など政策運営への期待は高く、株価は上昇基調にある。20年にかけて緩やかな景気回復が持続し、実質GDP成長率は、19年が前年比+2.5%（前回+2.1%）、20年は同+2.5%と予測する。

新大統領と中銀新総裁の政策運営に注目

ブラジルの新大統領に就任したボルソナロ氏は、財政赤字解消を公約に掲げており、公社の民営化、税制や年金制度改革、汚職、失業率の改善が喫緊の課題となっている。

また、中央銀行の総裁も交代する。現総裁であるゴールドファイン氏は、マーケットとの関係は友好的であり中央銀行の独立性保ちインフレ目標への信頼を回復した。ゴールドファイン総裁の後任に指名されているロベルト・カンポス・ネット氏は、UCLA（米カリフォルニア大ロサンゼルス校）出身で大手銀行エコノミストという経歴を持つ。上院の承認を経て19年3月にも就任が予定されている。ゴールドファイン氏と同様に元エコノミストであるネット氏は、物価の安定を重視した政策運営を実施するとみられる。

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

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

【取材に関するお問い合わせ】

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。