

NEWS RELEASE

2019年5月21日
株式会社三菱総合研究所

2019、2020年度の内外景気見通し

ー 減速する世界経済、米中貿易摩擦の激化で強まる不確実性 ー

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1-3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いたしました。

日本の実質成長率予測値:2019年度+0.7%、2020年度+0.5%

(前回予測値(3月8日):2019年度+0.7%、2020年度+0.5%)

海外経済

米国は、良好な雇用・所得環境は続くものの、既往の減税効果の一巡や米中貿易摩擦の影響顕在化を背景に、内需は20年にかけて減速を見込む。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+1.9%と予測する。ユーロ圏は、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、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、米中貿易摩擦の激化などの景気下振れ圧力に対し、財政による下支え策が一定の効果を示すとみられるが、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。

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、成長率が大幅に下振れるリスクもはらむ。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 米中貿易摩擦の一段の激化: 米中間での通商協議が決裂し、米国が中国からの全輸入品に制裁関税を課す事態に発展すれば、米国は▲0.8%ポイント、中国は▲1.9%ポイント成長率が下振れる可能性がある。米中の消耗戦は、貿易や金融市場を通じて世界経済の下振れ要因となる。
- ② 金融市場のリスク回避姿勢の更なる強まり: 米中貿易摩擦の一段の激化などをきっかけに先行きの不確実性が更に高まれば、金融市場においてリスク資産から資金を引き上げる動きが一層強まるだろう。株安は逆資産効果やマインド悪化を通じて消費や投資の下振れ要因となるほか、国際資金フローの逆流は新興国経済の下振れ要因にもなる。
- ③ 世界経済の同時失速: 世界GDPの6割を占める米中欧経済が同時に失速するリスクが高まっている。火種は米中貿易摩擦や英国のEU離脱だけではない。中国では既に企業・家計債務が高水準にある。これらの不良債権化が金融機関の信用問題にまで発展すれば、信用収縮が起き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	9
2. 日本経済	12
日本経済の成長率予測 総括表	21
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) 概観

貿易・生産の停滞を背景に世界経済は減速、金融市場は不安定化

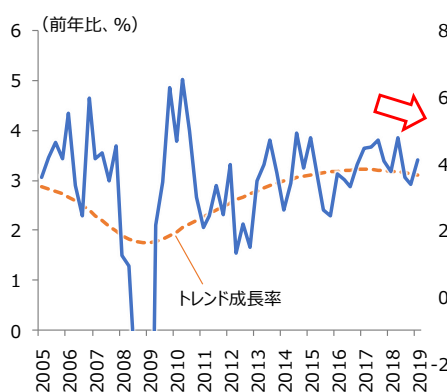
世界経済は拡大基調を維持しているものの、成長の速度は緩やかに低下している。主要 31 ヶ国の実質 GDP 成長率（※世界の GDP の約 80%をカバー）は、均してみると 17 年半ば以降は減速傾向にある（図表 1-1）。

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、17 年から 18 年にかけて高い伸びを見せていたが、18 年 11 月以降に失速した（図表 1-2）。世界の生産量も伸びが鈍化している。

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要因とみられる。

金融市場は不安定な状況にある。18 年末に大幅に下落した株価は年明け以降に持ち直しの動きをみせていたものの、米国トランプ大統領が、対中制裁関税の引上げを表明すると（5 月 5 日）、株価は再び下落に転じた。株価の予想変動率の大きさを示す VIX 指数も上昇している（図表 1-3）。

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 世界の貿易・生産



出所：オランダ経済政策分析局、IMF より三菱総合研究所作成

図表 1-3 株価と VIX 指数



注：直近値は 19 年 5 月 20 日。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

米中貿易摩擦は再び激化

18 年 7-9 月に実施された米中間の関税引上げの後、米中間の通商協議進展などを理由に、一段の関税引上げは延期されていたが、米国は 5 月 10 日に、中国からの 2,000 億ドルの輸入品に課している制裁関税率を 10%から 25%に引き上げる措置に踏み切った。これに対して中国は、米国からの 600 億ドルの輸入品に上乗せしている関税を 10%から 25%に引き上げるなど対抗措置を発表した。米国は更に、未だ制裁関税の対象となっていない残りの品目（およそ 3,000 億ドル分）にも 25%の追加関税を課す手続きを開始しており、早ければ 6 月末にも実施される可能性がある。

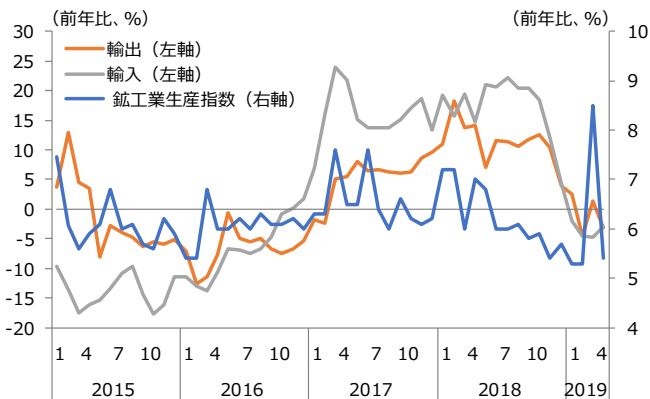
一方で、米中間の通商交渉自体は決裂したわけではなく、状況の打開に向けた協議が続く。米国が急速に態度を硬化させた原因を、米中通商交渉の中国側トップである劉鶴副首相は「文章の表現を推敲していく中での互いの認識のずれ」と表現したが、同時に双方の主張に関する溝の深さも露わとなった。劉鶴副首相は、合意に至っていない点として、①米国が追加関税を撤廃すること、②米国からの輸入拡大目標を米国が勝手に変えないこと、③国家の尊厳を尊重した表現とすること、の 3 点を挙げており、双方がどこまで歩み寄れるかが注目される。

互いの主張の相違点が交渉中に公表されたことで、仮に今後妥結に至ったとしても、妥結文書を見ればどちらが譲歩したのかが明確となってしまふ。米国側としては、中国に譲歩したと捉えられれば議会からの批判は避けられず、また同様に中国側としても米国に譲歩したと捉えられれば共産党内部や世論から批判されることとなろう。両国ともに今後の体制の持続可能性を毀損する可能性が高く、「引き分け」的な玉虫色の妥結に至る可能性が低まったともいえよう。

中国経済は減速基調も、政策効果で一部指標に持ち直しの動き

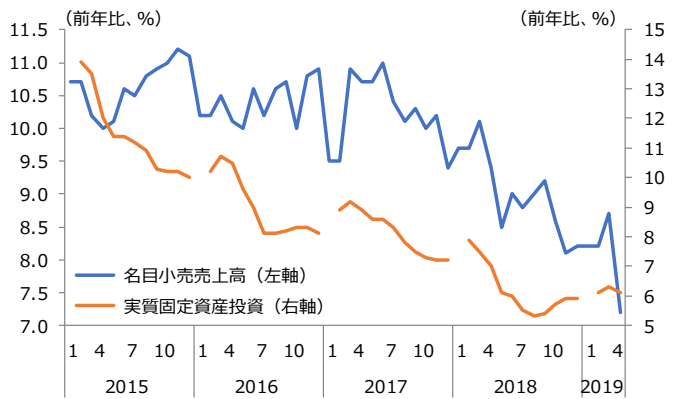
中国の19年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.4%と18年10-12月期と同じ成長率となった。19年の政府目標である「6.0%~6.5%」のレンジ内ではあるが、均してみれば減速基調にある。ただし、直近の月次指標をみると、いくつか改善がみられる指標がある（詳細は中国経済 P.26 参照）。特に鉱工業生産は持ち直しの動きをみせており、19年3月には前年比+8.5%と一時伸びが急拡大した（図表1-4）。政府の景気下支え策などによって一部の国内生産が改善したことが要因として挙げられる。消費や投資は依然として低調な推移が続いている（図表1-5）。政策的に経済を下支えしている間に、不良債権処理や国有企業改革などを通じた持続的な成長が実現できなければ、中国経済の減速圧力は再び強まるだろう。

図表 1-4 中国の鉱工業生産、輸出入



注：輸出入は3ヶ月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

図表 1-5 中国の固定資産投資、小売売上高



出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

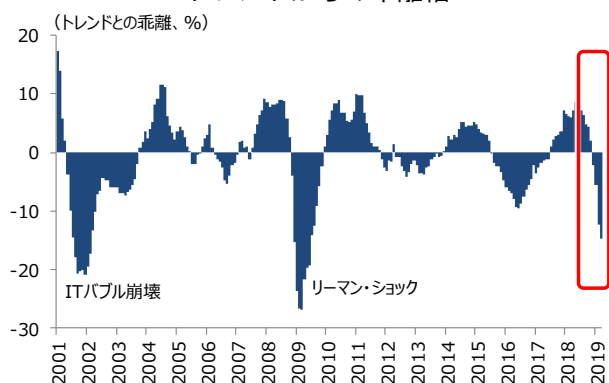
半導体需要の調整色強まる

世界の半導体需要は調整色が強まっている。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1-6）。トレンドからの乖離幅は、01年のITバブル崩壊時や08-09年のリーマン・ショック時に迫る水準にある。

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）。

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概ね1年半前後であり、19年後半から20年前半にはボトムアウトする可能性が高いとみているが、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。

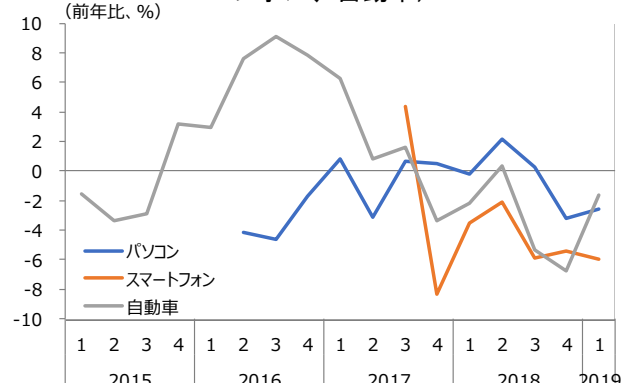
図表 1-6 半導体世界売上高（実質）の
トレンドからの乖離幅



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 1-7 世界出荷台数（パソコン、スマートフォン、自動車）



注：四半期ベース。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

(2) 内外経済の見通し

海外経済は 20 年にかけて成長減速

世界経済は、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 1-8 参照。

米国は、良好な雇用・所得環境は続くものの、既往の減税効果の一巡や米中貿易摩擦の影響顕在化を背景に、内需は 20 年にかけて減速を見込む。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+1.9%と予測する。

ユーロ圏は、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。

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、米中貿易摩擦の激化などの景気下振れ圧力に対し、財政による下支えが一定の効果を示すとみられるが、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。

図表 1-8 予測の前提

- 米中貿易摩擦：米国による対中制裁関税は 2,000 億ドル分を 25%に引き上げ、中国は対抗措置として 600 億ドル分を 25%に引き上げ
- 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：資産規模の圧縮は 19 年 9 月に終了、政策金利の引き上げは 19 年、20 年ともに 0 回

出所：三菱総合研究所作成

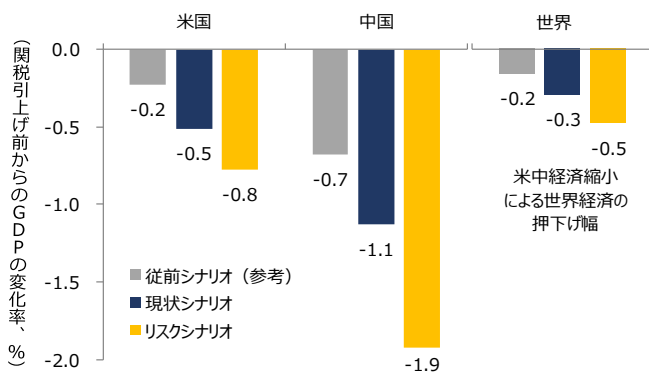
(3) 世界経済のリスク要因

世界経済は 20 年にかけて緩やかに減速すると予測するが、緩やかな減速にとどまらず成長率が大幅に下振れるリスクもはらむ。世界経済の下振れ要因として注意を払うべきは、①米中貿易摩擦の一段の激化、②金融市場のリスク回避姿勢の更なる強まり、③世界経済の同時失速、の3つである。

① 米中貿易摩擦の一段の激化

今後、米中通商協議が決裂し、未だ対中制裁関税の対象となっていない残りの約 3,000 億ドルに対しても 25%の関税が課されれば、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 1-9)。残りの 3,000 億ドル分の中には、携帯電話機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につながりやすい (図表 1-10)。米中貿易摩擦は、両国の経済規模の大きさから世界経済に与える影響も大きい。特に中国を介するグローバルバリューチェーンに深く組み入れられている台湾、韓国、ASEAN 諸国などへの影響は大きく表れるだろう。これらの国々の一部では中国の代替生産地として米国向け輸出が拡大する可能性もあるが、総じて米中間の貿易停滞によるマイナスの影響の方が大きいとみられ、輸出の下振れ圧力が強まる可能性が高い。

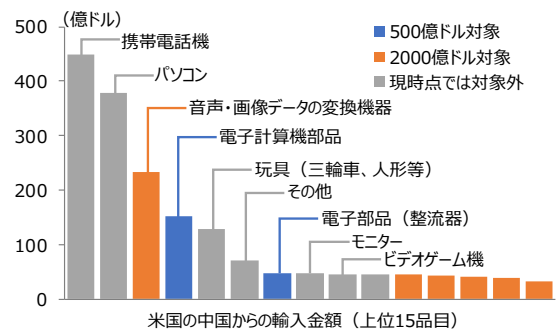
図表 1-9 米中関税引き上げの経済影響



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、従前シナリオは、米国が 2,000 億ドル (10%)、中国が 600 億ドル (10%)。現状シナリオは、米国が 2,000 億ドル (25%)、中国が 600 億ドル (25%)。リスクシナリオは、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 1-10 米国の中国製品輸入額 (関税対象品目別)



注: HS コード 6 桁ベース、2017 年データ。

出所: UN Comtrade、Peterson Institute より三菱総合研究所作成

② 金融市場のリスク回避姿勢の更なる強まり

米中貿易摩擦の一段の激化などをきっかけに先行きの不確実性が更に高まれば、金融市場においてリスク資産から資金を引き揚げる動きが一層強まるだろう。

主要国の株式時価総額と名目 GDP との関係を見ると、16 年以降高水準で推移している。先行きの企業収益拡大に対する市場の期待が強いことを意味する。18 年以降、両者の乖離幅は縮小傾向にあるが、依然として高水準にある (図表 1-11)。

19 年 2 月時点の株式時価総額/名目 GDP 比率は 1.10 倍であり、1.0 倍まで調整されるだけでも、10%の株安圧力となる。株価下落は、逆資産効果やマインドを通じて、消費や投資を中心に経済の下振れ要因となる。

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 19 年 2 月以降のリスク回避度の低下により、(一部トルコなどを除き) 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 1-11 主要国の株式時価総額/名目 GDP



注: World Federation of Exchanges 加盟国の 65 ヶ国を対象に、株式時価総額および名目 GDP を足し上げて算出。

出所: World Federation of Exchanges および IMF より三菱総合研究所作成

③ 世界経済の同時失速

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1-12)。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。

米国経済は、2%程度への減速にとどまらず、潜在成長率(1%台後半)を下回る水準にまで減速するリスクに注意が必要だ。米中通商協議が決裂し対中制裁関税の更なる引上げに踏み切れば、实体经济への影響とともに金融市場が大きく不安定化するだろう。また、米国議会のねじれに伴う政治的対立が、20年の大統領選に向けて一段と先鋭化する可能性もある。

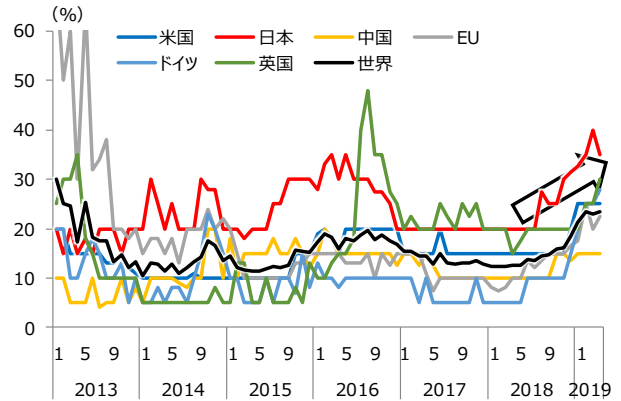
中国経済は、信用収縮に伴う成長の急減速に注意が必要だ。企業・家計債務の対GDP比は、未だ非常に高い水準にある(図表1-13)。企業債務は政府主導の構造改革の成果もあり緩やかながらも減少に転じた一方で、家計債務は増加を続けている。

家計債務の増加の背景には、所得の伸びを上回る住宅価格の上昇がある(図表1-14)。特に18年入りの住宅価格の伸び加速が家計債務を圧迫している。家計支出に占める住宅費用のシェアは増加傾向にあり、家賃やローン返済負担が消費を圧迫している(図表1-15)。この傾向が続けば、企業債務に加えて家計債務でも不良債権が拡大する可能性がある。不良債権の拡大が、金融仲介機能の低下や金融機関の信用問題にまで発展すれば、信用収縮が起こる可能性も否定できない。

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舵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。

米中経済に加え、欧州経済の下振れリスクにも注意が必要だ。英国のEU離脱は19年10月末まで延期されたが、議会を含め多様な英国内の意見を一本化し、かつEUとの合意に持ち込むことは極めて難しい道にのりであろう。英国の合意なし離脱による欧州経済の下振れは想定内であるが、①米国による欧州製品への関税引上げ、②イタリアなど財政問題を抱える国での金利上昇、が顕在化すれば、欧州経済の成長率が1%を下回る水準まで低下する可能性がある。

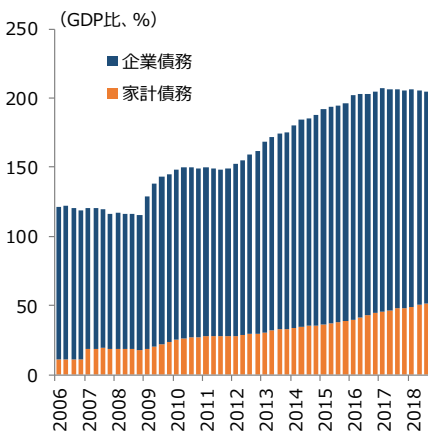
図表 1-12 主要国の景気後退確率



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。

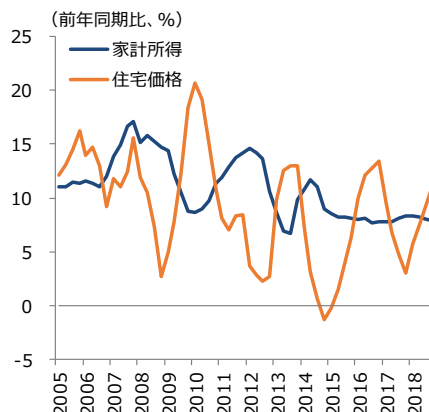
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 1-13 中国の債務残高



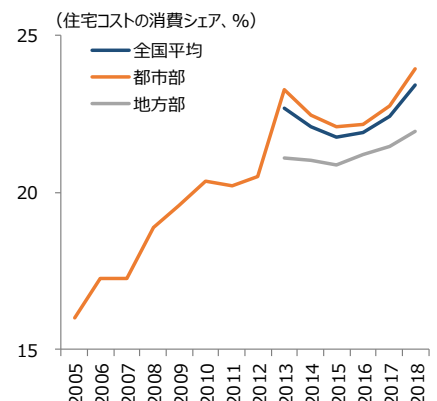
出所：BISより三菱総合研究所作成

図表 1-14 所得・住宅価格



出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-15 家計支出に占める住宅コストのシェア



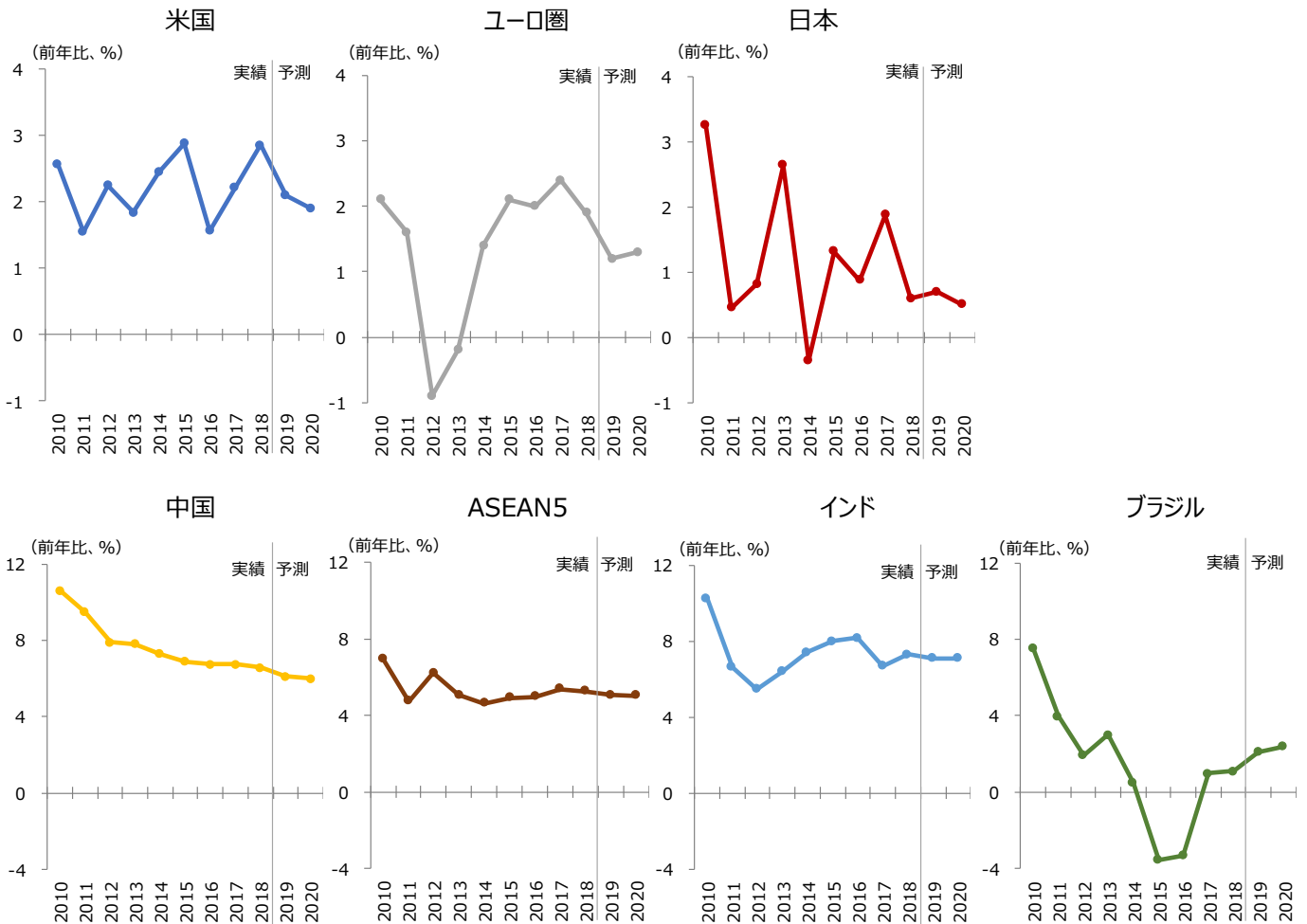
出所：CEICより三菱総合研究所作成

図表 1-16 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	2.9	2.1	1.9
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	6.1	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	5.9	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	3.9	3.7
ベトナム	6.8	7.1	6.7	6.5
インド (年度)	6.7	7.3	7.1	7.1
ブラジル	1.0	1.1	2.1	2.4
世界平均	3.5	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 等、予測は三菱総合研究所作成

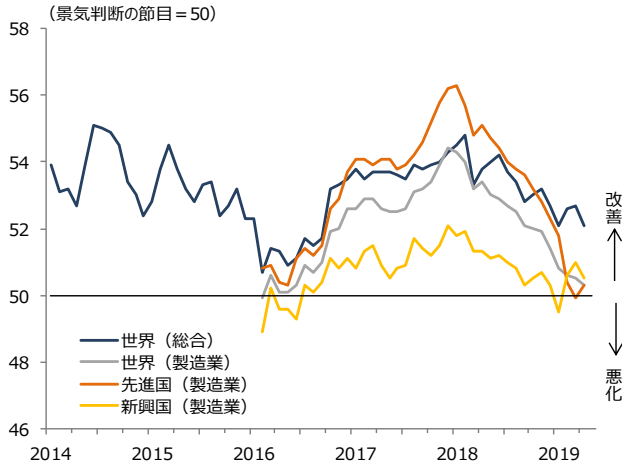


注：暦年で表示。日本とインドのみ年度（4月～3月）。

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

世界経済・金融市場の動向

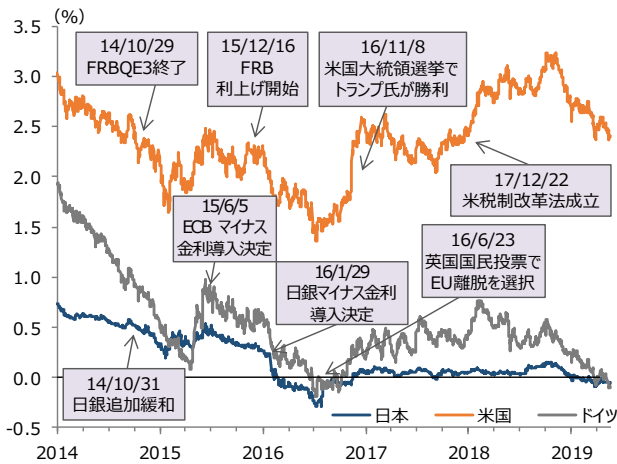
図表 1-17 世界の購買担当者景気指数



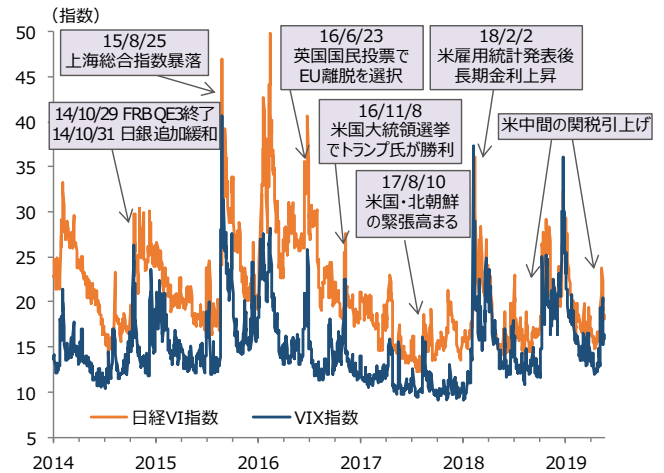
図表 1-18 世界の株価指数



図表 1-19 日米独の10年物国債利回り



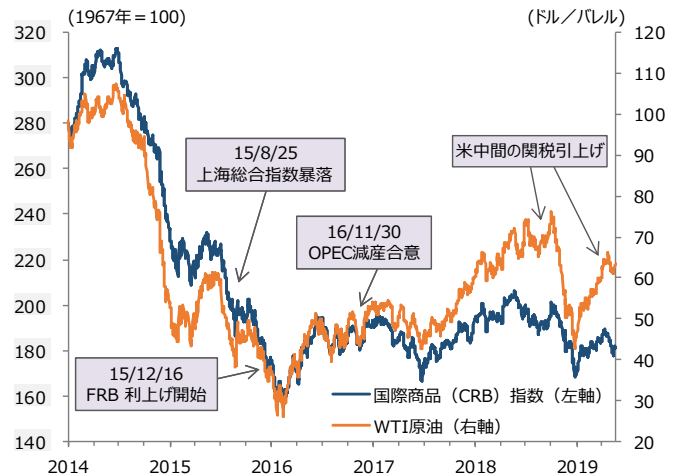
図表 1-20 日米株価の予想変動率指数



図表 1-21 為替相場



図表 1-22 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5月20日（日本時間）。

出所：Bloomberg より三菱総合研究所作成

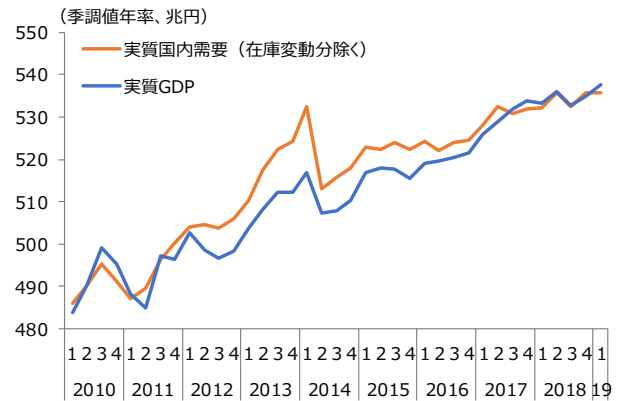
(1) 概観

19年1-3月期はプラス成長も中身は悪い

19年1-3月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.5%（年率+2.1%）と高めの成長となった（図表2-1）。ただし、中身を見ると輸入の大幅減や在庫の増加によるところが大きい。消費、設備投資、輸出は揃って減少しており、内外需ともに振るわない結果となった。

消費は同▲0.1%と小幅ながら減少に転じたほか、設備投資は前期の反動もあり同▲0.3%と減少した。輸出も中国向けの減少などから同▲2.4%の減少となった。こうした内外需の減少を背景とする在庫の増加が+0.1%pのプラス寄与となったほか、輸入が同▲4.6%と大幅に減少し、GDP成長率の押し上げ要因となった。在庫変動分を除く実質国内需要では同0.0%の横ばいとなった（図表2-1）。

図表 2-1 実質 GDP の水準



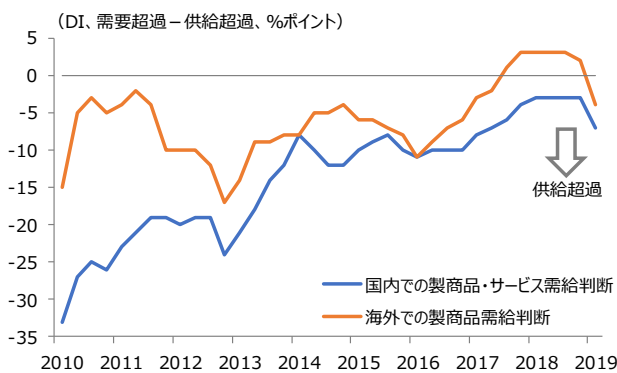
注：四半期ベース。
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

海外需要の悪化が鮮明に、企業・消費者マインドは一段と慎重化

海外需要の悪化が鮮明になっている。日銀短観によると、企業の「海外での製商品需給判断」は19年1-3月期に大幅に悪化した（図表2-2）。中国経済の減速や半導体関連需要の調整などが要因とみられる。各種経済指標の低下・減少傾向も強まっており、19年3月には、景気動向指数に基づく景気の基調判断が6年2ヶ月ぶりに「悪化」となった。

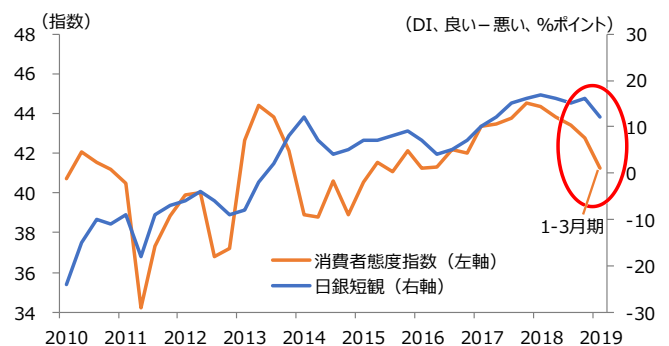
消費者マインドも悪化が続く。消費者態度指数は17年末をピークに低下局面にあり、19年1-3月期は低下幅が一段と拡大した（図表2-3）。約半年後に迫った消費税増税に加え、外需の悪化による生産の悪化が雇用・所得面にも一部波及しつつあることから、「暮らし向き」や「雇用環境」を中心に景気の先行きへの不安が拡大している。消費者マインドの悪化が続けば、比較的堅調に推移している内需にも悪影響が及びかねない。

図表 2-2 国内および海外の需給判断 DI



注：大企業全産業。
出所：日本銀行「短観」より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「消費動向調査」、日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

(2) 輸出・生産の動向

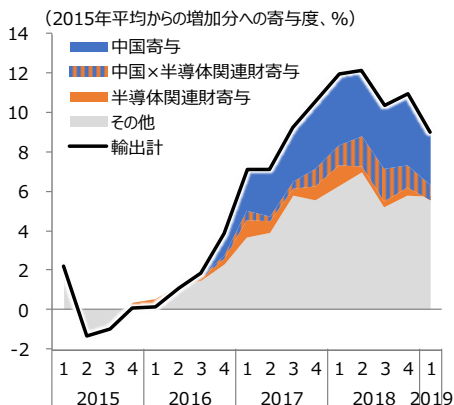
アジア向けを中心に輸出減少、生産にも波及

19年1-3月期の輸出は、季調済前期比▲2.4%と2四半期ぶりに減少した。均してみれば、18年半ば以降、輸出は減少基調にある。15年以降の輸出の回復分のうち、約半分を占める中国向けと半導体関連の輸出減少が全体を押し下げている（図表2-4）。

製造業の輸出環境は幅広い業種で悪化している（図表2-5）。前出の海外需給判断DIを業種別にみると、電気機械を筆頭に、生産用機械やはん用機械、自動車が軒並み低下した。半導体需要の調整、中国経済の減速、米国や中国での自動車販売不振が背景にあるとみられる。

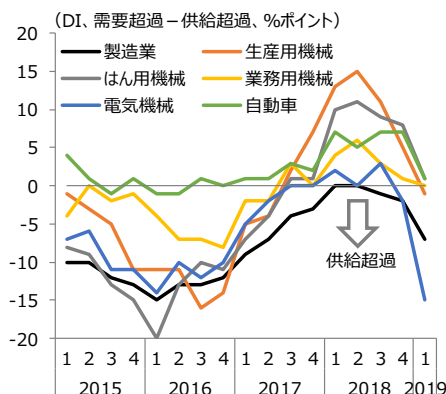
輸出の減少を受け、19年1-3月期の鉱工業生産は同▲2.6%と2四半期ぶりに減少した。18年後半以降、生産は緩やかな減少基調にある。業種別にみると、生産用機械工業（半導体製造装置が含まれる）や電子部品・デバイス工業で大幅な減少となった（図表2-6）。

図表 2-4 輸出の要因別寄与度



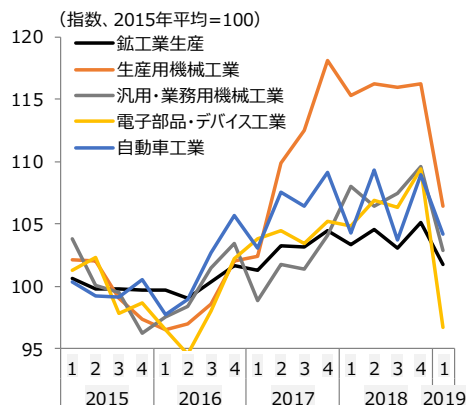
注：四半期ベース。
出所：財務省「貿易統計」、日本銀行「実質輸出入」、「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 企業の海外需給判断 DI



注：四半期ベース。全規模合計。
出所：日本銀行「短観」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：経済産業省「鉱工業生産」より三菱総合研究所作成

19年度の輸出は減少に転じる

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。20年度は、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▲2.1%、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、輸出の減少が響き19年度は▲1.3%と減少を見込む。20年度も+0.3%と小幅な回復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・生産の下振れリスクとして、次の2つに警戒が必要である。

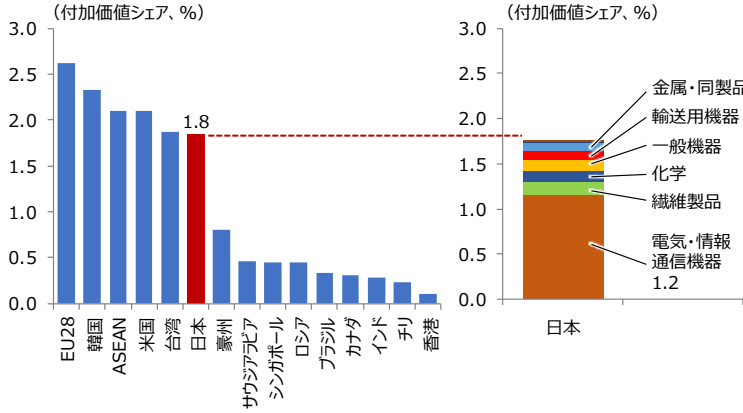
第1に、米中貿易摩擦の一段の激化である。関税引上げにより中国から米国への輸出が減少した場合、中国向けに部品等を供給する国にも間接的に影響が及ぶ。中国の米国向け輸出に占める付加価値シェアを国・地域別にみると、日本のシェアは1.8%と相対的に高く、米国による対中制裁関税の影響を間接的に受けやすい国のひとつである（図表2-7左）。業種別内訳をみると、電気・情報通信機器の割合が高い（図表2-7右）。

第2に、日米物品貿易協定（TAG）交渉の行方に注目すべきだ。19年4月に行われた閣僚級の交渉では、農産品の輸入関税引下げは過去に環太平洋経済連携協定（TPP）で合意した水準を限度とすることで概ね合意したほか、自動車関税やデジタル貿易の交渉を優先させることも確認されたとみられる。

今後の交渉過程において、米国は自動車への追加関税（20%または25%）の適用をちらつかせ、①金融・保険分野を含む日本のサービス市場開放や②自動車を筆頭とする対米貿易黒字の大幅な削減など厳しい要求を突き付けてくる可能性もある。日本の米国向け自動車関連輸出は5.4兆円であり、仮に20%の追加関税が課されれば日本企業は1.1兆円の関税負担が生じる。それと比較して、日本の農産品輸入関税引下げによる米国の利益は400~600億円にとどまることから、農産品の関税引下げだけでは米国側は納得しないだろう。米国がサービス分野での市場開放を迫る背景には、日本のサービス市場における米国系企業のシェア低下もある。外資系企業（非製造業）の日本売上高をみると、アジア系企業に押され、アメリカ系企業は売上を落としている（図表2-8）。

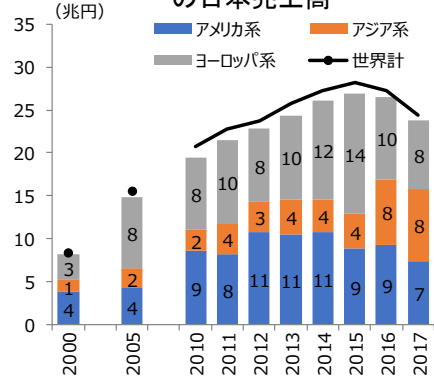
為替についても、19年4月の交渉で、米国は通貨切り下げを自制する為替条項の導入を要求する声が国内にあることに言及した。為替条項が合意文書に盛り込まれれば、市場が円高に振れやすくなるリスクがある。

図表 2-7 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）



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

図表 2-8 外資系企業（非製造業）の日本売上高



注：資本の国籍別。
出所：経済産業省「外資系企業活動報告」より三菱総合研究所作成

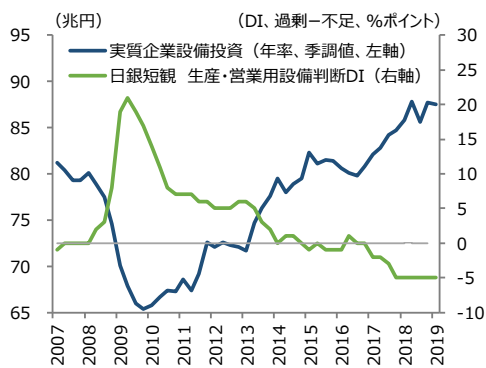
(3) 設備投資の動向

企業の設備投資ニーズは依然強いものの、増勢は鈍化

19年1-3月期の民間企業設備投資は、季調済前期比▲0.3%と2四半期ぶりに減少した（図表 2-9）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。ただし、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模様だ。企業が最も重視する利益配分先を見ても、「設備投資」の割合は高く、大企業を中心に上昇している（図表 2-10）。低金利や景気の回復傾向が続くなか、企業は利益配分先として、有利子負債削減や内部留保よりも設備投資を優先させているとみられる。

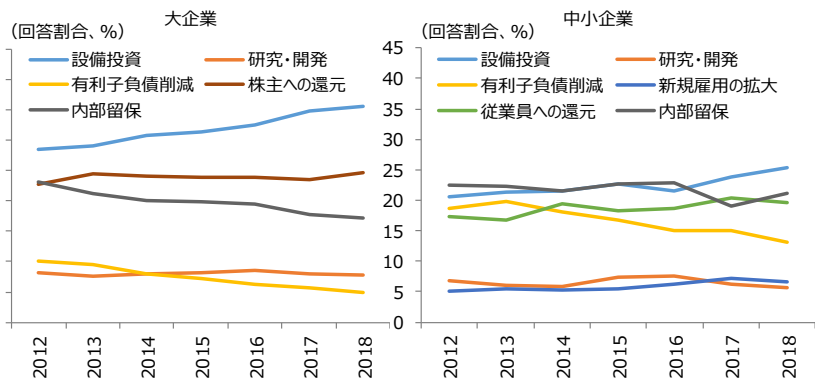
先行きの設備投資は、上記の①～③を背景に高水準での推移を見込むが、増加ペースは20年度にかけて鈍化するだろう。背景には、中国経済の減速や半導体需要の調整など輸出環境の先行きに対する不確実性の高まるなか、製造業の設備不足感が一段と強まる状況ではなくなりつつあることがある（図表 2-9）、実質設備投資の伸びは、18年度の前年比+3.2%から鈍化し、19年度+1.0%、20年度+1.0%と予測する。

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 企業の利益配分のスタンス



注：今年度の利益配分先として最も重要と回答した企業の割合。各年度とも1-3月調査。回答割合が5%以上の項目を記載。
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

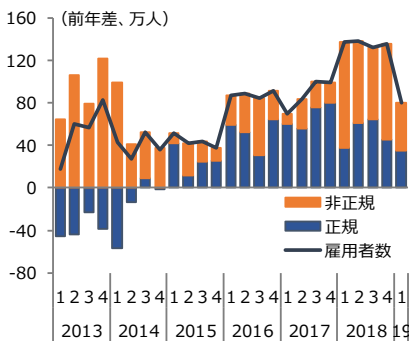
(4) 雇用・所得の動向

労働需給は引き続き改善も、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%台半ばと構造失業率2.7%を下回って推移している。ただし、就業者数は19年1-3月期に前年差+81万人と伸びが鈍化した(図表2-11)。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2-12)。

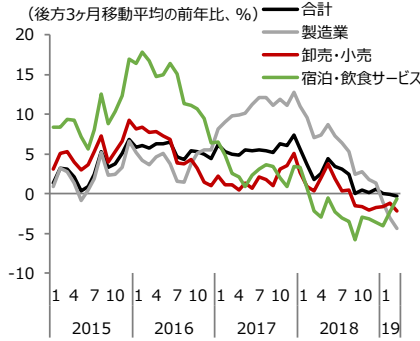
一方、所得環境は緩やかな改善基調を維持している。19年1-3月期のパートタイム労働者の時間当たり所定内給与は前年比+2.0%となったほか、就業者全体の7割を占める正規雇用などの一般労働者の所定内給与は同+1.0%となり、いずれも伸びが緩やかに高まっている(図表2-13)。

図表 2-11 雇用者数



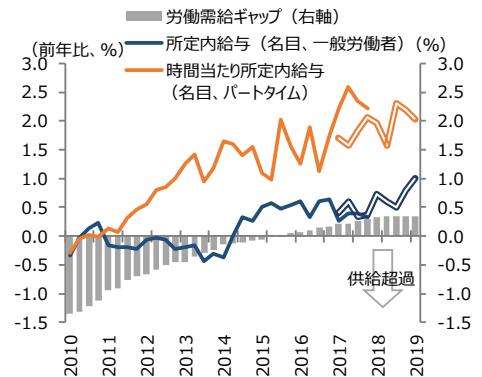
注：四半期ベース。
出所：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 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 2-13 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

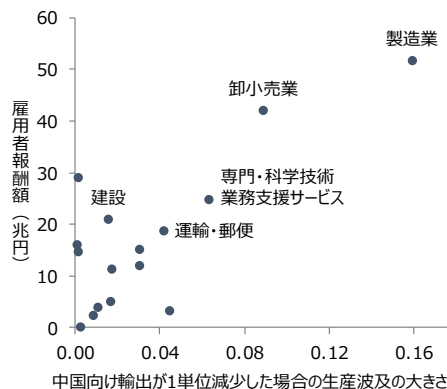
輸出・生産減少による雇用・所得への影響懸念

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ですが、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い(図表2-14、横軸)。これらの業種は雇用者報酬額でも規模が大きい(図表2-14、縦軸)。

15年以降の実質雇用者報酬の増加分のうち、輸出増加の寄与をみると、およそ5兆円であり、雇用者報酬増加分の4分の1を占める(図表2-15)。19年度はこの押し上げ効果縮小が予想されることから雇用者報酬の伸びは鈍化する可能性が高い。

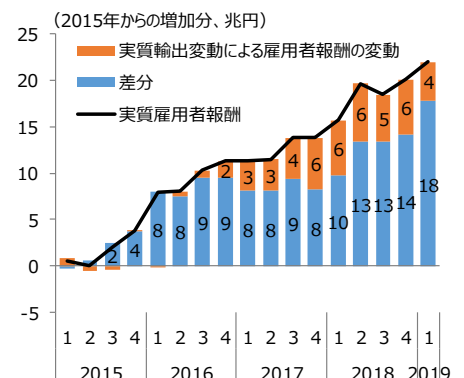
20年度は、輸出・生産の下振れ圧力は徐々に緩和される一方で、消費税増税後の内需の伸び鈍化も予想され、一人当たりの名目雇用者報酬の伸びは、19年度+0.4%、20年度+1.2%と緩やかな伸びにとどまると予測する。

図表 2-14 中国向け輸出減少による各産業への影響



注：2018年データ。
出所：内閣府「国民経済計算」「SNA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 2-15 輸出変動による雇用者報酬への影響



注：四半期ベース。
出所：内閣府「国民経済計算」「SNA産業連関表」より三菱総合研究所作成

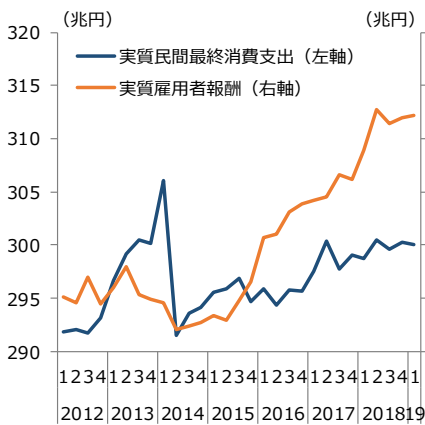
(5) 消費の動向

消費は均してみれば緩やかに増加も、消費者マインドは一段と慎重化

19年1-3月期の実質民間最終消費支出は、前期比▲0.1%の減少となった。消費はこのところ四半期毎に増加と減少を繰り返しているが、均してみれば緩やかな増加基調にある。ただし、雇用者報酬の改善ペースに比べて消費の伸びが弱い状況が続いている（図表 2-16）。

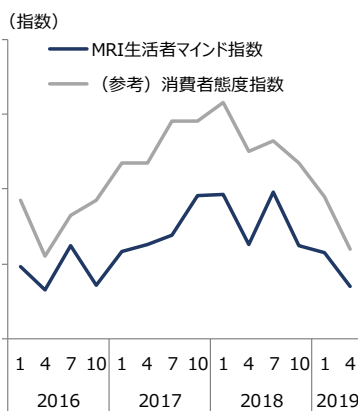
背景には消費者マインドの悪化がある。当社の生活者市場予測システム（mif）を用いて生活者 5,000 人を対象に調査・作成した「MRI 生活者マインド指数」によると、家計の消費に対する姿勢（3ヶ月前からの変化）は、18年後半から3四半期連続で悪化し、16年10月に並ぶ低水準となった（図表 2-17）。消費姿勢を慎重化させた要因をみると、「将来に対する不安の増加」が引き続き高い割合を占めたほか、「商品やサービスの価格の上昇」を挙げる人の割合が高まった（図表 2-18）。継続的な電気・都市ガス料金の上昇などが影響した可能性がある。

図表 2-16 消費支出と雇用者報酬



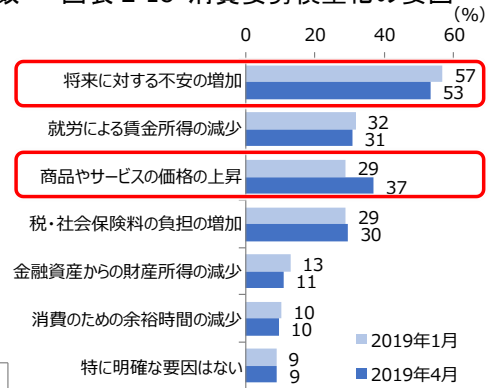
注：四半期ベース。
出所：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-17 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4月実施、回答者 5,000人）

図表 2-18 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 1,339 人に占める回答割合。

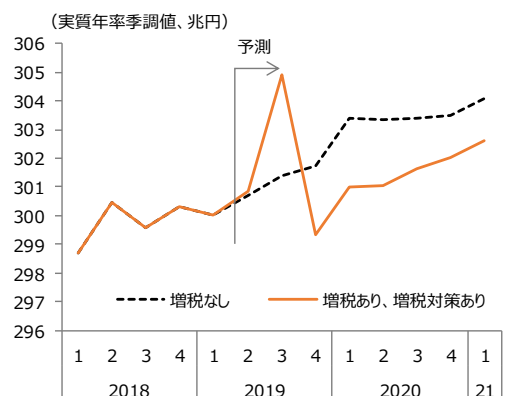
出所：三菱総合研究所「生活者市場予測システム（mif）」アンケート調査（19年4月実施、回答者 5,000人）

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、19年9月にかけては消費税増税前の駆け込み需要が本格化し、過去のトレンドを上回るペースでの増加が見込まれる。19年度後半は消費税率引上げに伴う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であろう（図表 2-19）。

消費税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、19年度+0.5%、20年度+0.1%と予測する。

図表 2-19 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

ポイント還元が消費税増税後の消費を下支え

19年10月から20年6月にかけて実施されるキャッシュレス決済に対するポイント還元は、①消費税増税後の消費の下支えと、②キャッシュレス化を促す狙いがあるが、どの程度効果があるのだろうか。

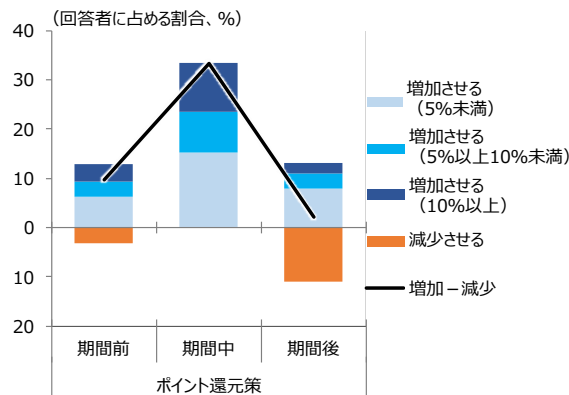
前述の mif 調査の結果をみると、キャッシュレス化に対するポイント還元は、消費税増税後に消費を押し上げることが期待される。ポイント還元期間中には、約3割の世帯が消費を増加させる（図表 2-20）。ただし、ポイント還元による消費の押し上げ効果は、ポイント還元期間中にとどまる。ポイント還元期間後は消費を減少させる世帯が増え、世帯全体でみると、消費の押し上げ効果は剥落するからだ。

キャッシュレス決済の利用率上昇は期待薄

ポイント還元によるキャッシュレス決済の利用率上昇は小幅にとどまる可能性が高い。「ポイント還元策を機に（キャッシュレス決済の）利用開始を考えている」との回答割合は総じて低い（図表 2-21）。最も高い「QRコード決済」でも8%、「その他電子マネー」で6%にとどまる。「ポイント還元策を機に還元策期間のみの利用を考えている」との回答を合わせても、ポイント還元を機に何らかのキャッシュレス決済の利用開始を考えている人は少ないことがわかる。

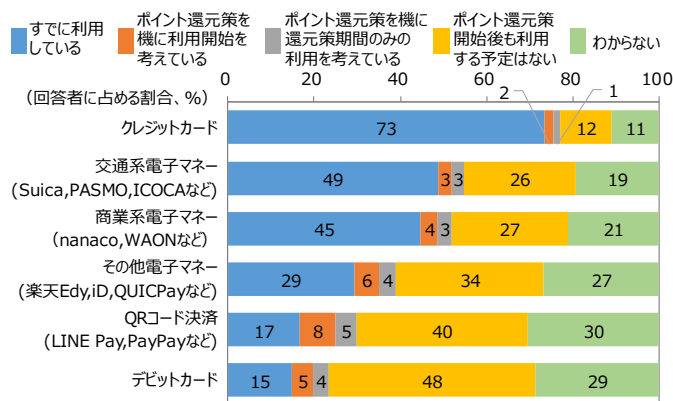
キャッシュレス決済を利用しない理由をみると、「現金での決済が良い（キャッシュレス決済のメリットを感じない）」との回答割合が3割程度あるほか、「他のキャッシュレスサービスを既に利用している」もクレジットカード以外では3割程度を占める（図表 2-22）。現金派が依然として多いほか、キャッシュレス決済手段はひとつで十分と考えている人が多いとの解釈が可能だ。ただし、それ以外の理由をみると、「キャッシュレス決済を利用できる店舗が限られている」や「キャッシュレス決済の使い方がわからない」などを挙げる人もいる。今回の措置をきっかけに利用可能な店舗が増えるなどすれば、キャッシュレス決済の利用拡大につながる可能性がある。今回のポイント還元を機にこうした課題の解決も同時に進め、キャッシュレス決済が普及することが期待される。

図表 2-20 ポイント還元による消費の変化



注：矛盾した回答を除いた 4,333 人が集計対象。
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4月実施、回答者5,000人）

図表 2-21 ポイント還元策によるキャッシュレス決済の変化



注：「ポイント還元策の実施により、各キャッシュレス決済をどのように変化させるか」の回答。
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4月実施、回答者5,000人）

図表 2-22 キャッシュレス決済を利用しない理由

	現金での決済が良い (メリットを感じない)	他のキャッシュレスサービスを既に利用している	利用できない (審査が通らない、スマホを持っていない)	キャッシュレス決済だと、使いすぎてしまう可能性がある	カードを持ち歩くのが面倒	個人情報の漏えいや悪用などセキュリティ面の懸念がある	利用できる店舗が限られている	利用開始の手続きが面倒	使い方がわからない
クレジットカード	43	12	23	13	10	10	5	5	4
交通系電子マネー (Suica, PASMO, ICOCAなど)	29	36	9	6	9	9	5	5	7
商業系電子マネー (nanaco, WAONなど)	32	31	11	4	8	8	9	5	6
その他電子マネー (楽天Edy, iD, QUICPayなど)	31	33	9	5	9	9	8	6	5
QRコード決済 (LINE Pay, PayPayなど)	29	32	10	6	7	7	6	6	8
デビットカード	26	31	14	5	4	4	7	7	10

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4月実施、回答者5,000人）

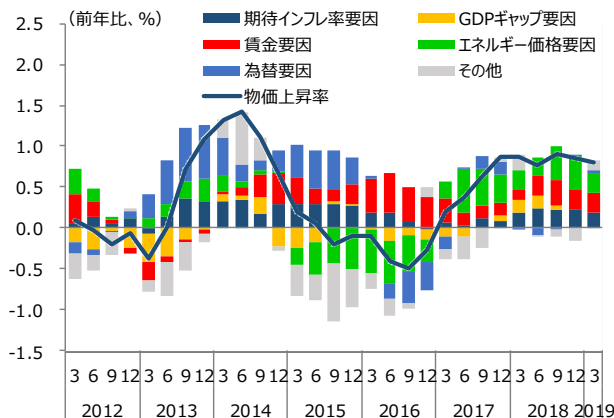
(6) 物価の動向

物価の基調は依然として弱い

19年1-3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、18年10-12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2-23)。エネルギー価格は、原油価格は伸びが鈍化しつつあるものの天然ガス価格の上昇などから、前年比+6.5%程度の高い伸びとなっており、家計の負担感を高めている可能性がある(図表2-24)。

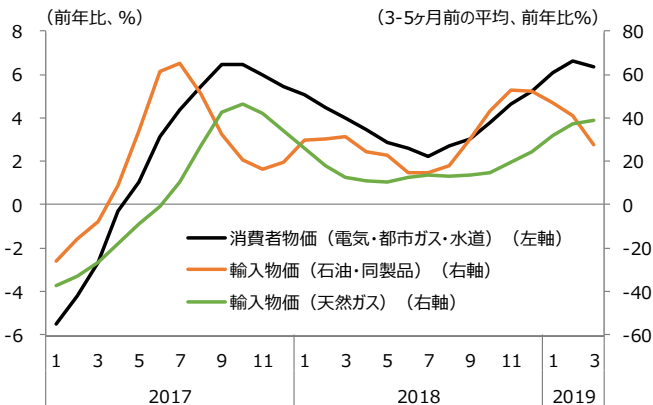
生鮮食品・エネルギー除く総合指数は同+0.4%と小幅のプラスにとどまっており、内生的な物価上昇圧力は依然として力強さを欠く状況にある。

図表 2-23 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 2-24 消費者物価、輸入物価



出所：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

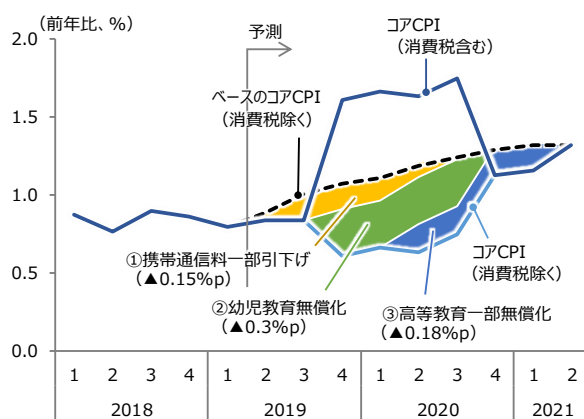
教育無償化と携帯通信料引下げが物価を下押し

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2-25)。なお、物価見通しの前提となる為替は、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65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。19年度+0.6%(消費税の影響を含めると+1.1%)、20年度+1.0%(消費税の影響を含めると+1.5%)と予測する。

図表 2-25 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

19年1-3月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.5%（年率+2.1%）と高めの成長となった。ただし、中身を見ると輸入の大幅減や在庫の増加によるところが大きい。消費、設備投資、輸出は揃って減少しており、内外需ともに振るわない結果となった。

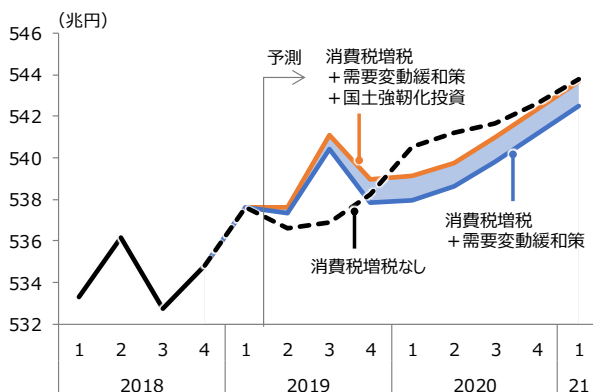
19年度の日本経済は、米中経済の減速や半導体需要の調整局面入りを背景に、輸出は減少が予想されるものの、労働需給の逼迫による雇用・所得環境の改善持続により、内需を中心に前年比+0.7%と潜在成長率並みの成長を見込む（前回見通し（3月8日）から変更なし）。

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2-26）。

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2-27）。

先行きに対するリスクは、総論（P.7-8）で挙げた3つの世界経済リスク（①米中貿易摩擦の一段の激化、②金融市場のリスク回避姿勢の更なる強まり、③世界経済の同時失速）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。

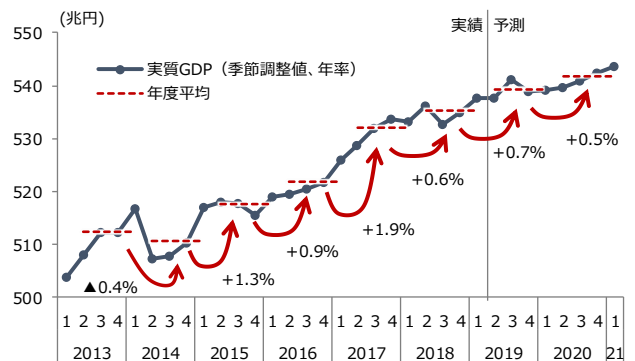
図表 2-26 消費税増税による実質 GDP への影響



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 2-27 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 2-28 2019、2020 年度の日本の実質 GDP 成長率予測

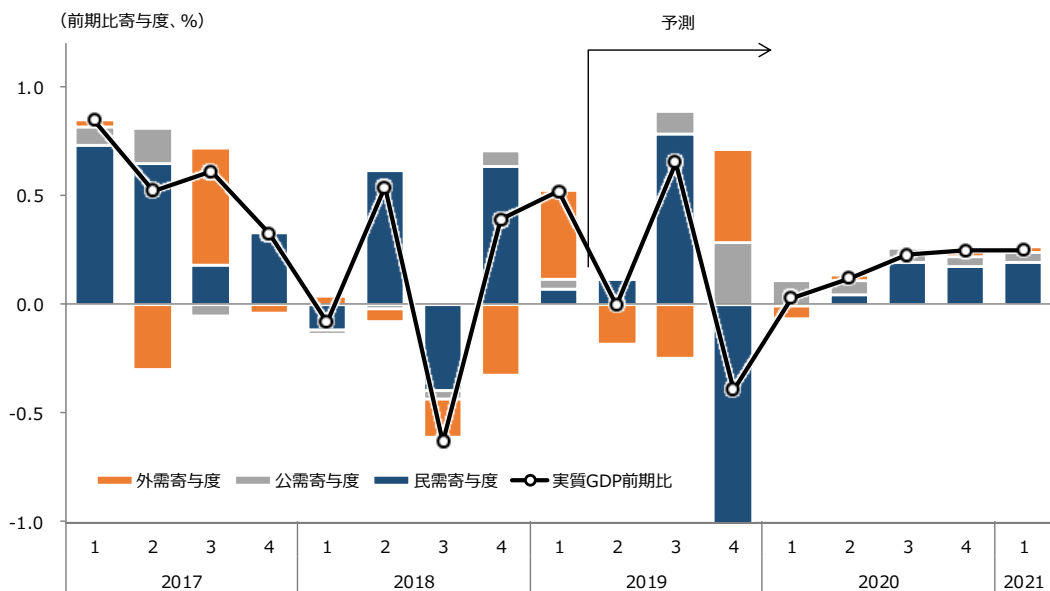
項目	実績				予測			
	2017年度		2018年度		2019年度		2020年度	
	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度	前年比	寄与度
実質GDP	1.9	***	0.6	***	0.7	***	0.5	***
内需	1.5	1.5	0.8	0.7	0.8	0.8	0.3	0.3
民需	1.8	1.3	1.1	0.8	0.6	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1
民間最終消費支出	1.1	0.6	0.4	0.2	0.5	0.3	0.1	0.1
民間住宅投資	▲ 0.7	0.0	▲ 4.2	▲ 0.1	0.7	0.0	▲ 6.7	▲ 0.2
民間企業設備投資	4.5	0.7	3.2	0.5	1.0	0.2	1.0	0.2
民間在庫投資	***	0.1	***	0.2	***	▲ 0.0	***	▲ 0.0
公需	0.5	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	1.4	0.3	1.5	0.4
政府最終消費支出	0.4	0.1	0.8	0.2	1.0	0.2	1.1	0.2
公的固定資本形成	0.5	0.0	▲ 3.8	▲ 0.2	2.4	0.1	3.1	0.1
外需（純輸出）	***	0.4	***	▲ 0.1	***	▲ 0.1	***	0.1
輸出	6.4	1.1	1.3	0.2	▲ 2.1	▲ 0.4	0.7	0.1
輸入	4.1	▲ 0.6	2.0	▲ 0.3	▲ 1.7	0.3	▲ 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作成

図表 2-29 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%	0.5%	-0.6%	0.4%	0.5%	0.0%	0.7%	-0.4%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
	前期比年率	-0.3%	2.2%	-2.5%	1.6%	2.1%	0.0%	2.6%	-1.6%	0.1%	0.5%	0.9%	1.0%	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 2-30 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 実績	2019 予測	2020 予測	2017 実績	2018 実績	2019 予測	2020 予測	
名目	国内総生産 (= GDP)	547,496	550,099	559,904	569,921	2.0%	0.5%	1.8%	1.8%
	民間最終消費支出	303,231	305,397	310,181	316,103	1.4%	0.7%	1.6%	1.9%
	民間住宅投資	17,221	16,767	17,184	16,292	1.1%	▲2.6%	2.5%	▲5.2%
	民間設備投資	86,142	89,648	90,716	92,326	5.4%	4.1%	1.2%	1.8%
	民間在庫品増加	738	1,695	1,637	1,417	***	***	***	***
	政府最終消費支出	107,565	108,579	110,050	111,670	1.1%	0.9%	1.4%	1.5%
	公的固定資本形成	27,579	27,006	28,163	29,489	2.3%	▲2.1%	4.3%	4.7%
	公的在庫品増加	85	19	104	284	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,934	988	1,868	2,340	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	98,276	100,368	98,017	99,827	10.5%	2.1%	▲2.3%	1.8%
財貨・サービス輸入	93,342	99,380	96,150	97,487	11.7%	6.5%	▲3.3%	1.4%	

(単位：2011暦年連鎖方式価格10億円、%)

実質	国内総生産 (= GDP)	531,818	535,186	539,194	541,674	1.9%	0.6%	0.7%	0.5%
	民間最終消費支出	298,897	300,049	301,526	301,837	1.1%	0.4%	0.5%	0.1%
	民間住宅投資	16,039	15,367	15,469	14,436	▲0.7%	▲4.2%	0.7%	▲6.7%
	民間設備投資	84,423	87,124	88,024	88,922	4.5%	3.2%	1.0%	1.0%
	民間在庫品増加	822	1,673	1,645	1,425	***	***	***	***
	政府最終消費支出	106,420	107,300	108,353	109,532	0.4%	0.8%	1.0%	1.1%
	公的固定資本形成	25,963	24,983	25,583	26,371	0.5%	▲3.8%	2.4%	3.1%
	公的在庫品増加	98	32	146	325	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲1,296	▲1,935	▲2,277	▲1,499	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,418	92,622	90,643	91,270	6.4%	1.3%	▲2.1%	0.7%
財貨・サービス輸入	92,713	94,556	92,920	92,769	4.1%	2.0%	▲1.7%	▲0.2%	

	年度				年度（前年比）				
	2017 実績	2018 実績	2019 予測	2020 予測	2017 実績	2018 実績	2019 予測	2020 予測	
指数	鉱工業生産指数	103.5	103.7	102.4	102.7	2.9%	0.2%	▲1.3%	0.3%
	国内企業物価指数	99.3	101.5	103.3	106.0	2.7%	2.2%	1.7%	2.6%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.4	101.2	102.3	103.9	0.7%	0.8%	1.1%	1.5%
	GDPデフレーター	102.9	102.8	103.8	105.2	0.1%	▲0.2%	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	95.3	89.4	83.8	▲2.8%	0.7%	▲6.1%	▲6.3%

(単位：10億円、%)

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	22,175	19,414	18,302	18,059	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,083	69	▲219	477	***	***	***	***
	貿易収支	4,540	707	▲266	82	***	***	***	***
	輸出	78,283	80,317	77,342	78,770	10.6%	2.6%	▲3.7%	1.8%
	輸入	73,743	79,610	77,608	78,688	13.4%	8.0%	▲2.5%	1.4%
	通関収支戻（10億円）	2,446	▲1,589	▲861	▲534	***	***	***	***
通関輸出	79,222	80,710	78,757	80,212	10.8%	1.9%	▲2.4%	1.8%	
通関輸入	76,766	82,299	79,618	80,746	13.6%	7.2%	▲3.3%	1.4%	

為替	国債10年物利回り	0.05%	0.06%	0.10%	0.20%	***	***	***	***
	M2	981,695	1,008,261	1,029,362	1,048,299	3.7%	2.7%	2.1%	1.8%
	日経平均株価	20,984	21,973	21,464	22,030	19.8%	4.7%	▲2.3%	2.6%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	53.6	62.9	61.5	64.8	12.1%	17.4%	▲2.3%	5.3%
	円/ドル レート	110.8	110.9	110.0	110.0	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.171	1.158	1.136	1.136	***	***	***	***
円/ユーロ レート	129.7	128.4	124.9	124.9	***	***	***	***	

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

19年1-3月期は成長加速も、内需は減速傾向

19年1-3月期の実質GDP成長率は、季調済前期比年率+3.2%と前期(同+2.2%)から伸びが加速したが、中身をみると、在庫の増加や輸入の減少によるところが大きく、数字ほど米国経済が良い状況ではない。消費や投資の伸びは前期から低下しており、内需の伸びは減速傾向にある(図表3-2)。

雇用・所得環境が堅調を維持も、消費は伸び鈍化

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%)で推移し、賃金は前年比+3%台前半と高い伸びを持続(図表3-3)。ただし、雇用者数の伸びはやや鈍化した(18年10-12月期の平均前月差+23.3万人から、19年1-3月期には同+18.0万人へ縮小)。雇用・所得環境の先行きは、堅調さを維持しつつも雇用者数の増加ペースは緩やかになると見込む。

一方、消費は伸びが鈍化している。実質個人消費は、18年10-12月期の前期比年率+2.5%から、19年1-3月期は同+1.2%に減速。①既往の減税効果の剥落、②株安などによる消費者マインドの悪化に加え、③政府機関の一部閉鎖、④寒波などの特殊要因も消費の足を引っ張った。消費の先行きは、株価や消費者マインドは弱めの動きが予想されるものの、上記③、④などの特殊要因の剥落に加え、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。

企業の景況感は製造業を中心に悪化

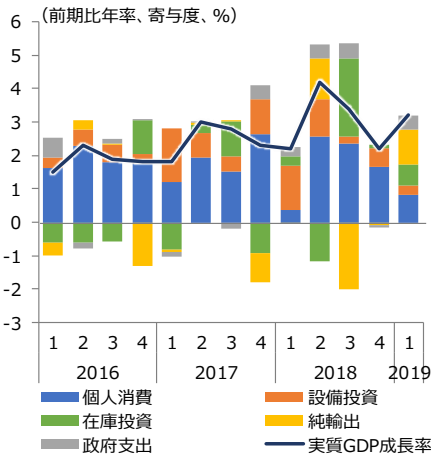
企業活動も軟調な動きが続いている。ISM景況指数は18年後半以降に低下傾向にある(図表3-4)。①米中貿易摩擦の影響顕在化、②消費者マインド悪化に伴う消費の鈍化などが要因とみられる。また、資本財新規受注(航空機および軍需除く)は18年入り後に伸びが鈍化傾向にある。米中通商協議の行方次第で先行きの事業環境が大きく変わりうるため、企業の投資スタンスが慎重化している。

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	2.2	2.9	2.1	1.9
個人消費	2.5	2.6	1.9	1.5
設備投資	5.3	6.9	3.5	2.7
住宅投資	3.3	▲0.3	▲1.9	1.8
在庫投資寄与度	▲0.0	0.1	0.1	0.1
政府支出	▲0.1	1.5	2.5	3.4
純輸出寄与度	▲0.4	▲0.3	▲0.0	▲0.2
輸出等	3.0	4.0	1.5	1.4
輸入等<控除>	4.6	4.5	1.2	2.0
FFレート誘導水準(年末)	1.25-1.5	2.25-2.5	2.25-2.5	2.25-2.5
失業率	4.3	4.1	4.1	4.2

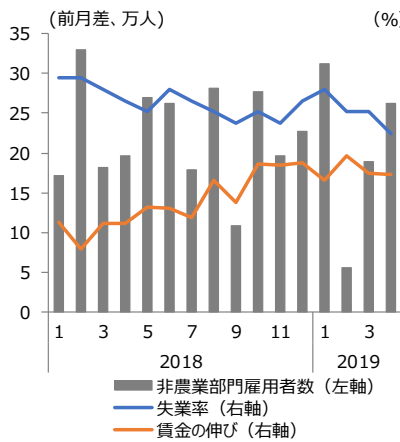
出所：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所作成

図表 3-2 実質 GDP 寄与度分解



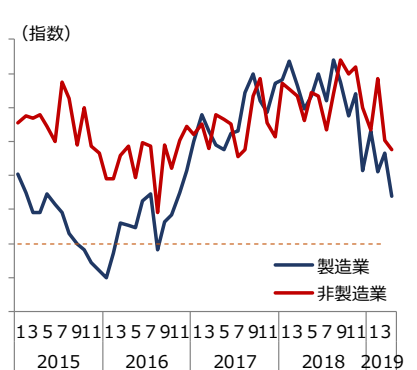
注：四半期ベース。
出所：米国労働省(BLS)より三菱総合研究所作成

図表 3-3 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 3-4 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

米中通商協議は状況が一転、関税率が引き上げられる結果に

既往の対中制裁関税の引上げが米国企業の生産・投資や景況感に重石となるなか、米中貿易摩擦は更に激しさを増している。米中間の通商協議は当初、妥結目前とみられていたが、5月上旬に状況が一転し、米国は2,000億ドル相当の中国製品に課している関税率を10%から25%に引き上げた。これに対し、中国が新たな報復措置を発表したほか、報復措置に対する更なる制裁関税として、米国はこれまで制裁関税の対象外としていた約3,000億ドル相当の中国製品に25%の制裁関税も検討している。今後、米中間の更なる関係悪化が懸念される。

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。EUによるエアバス社への補助金に対する制裁関税だ。米国側は、エアバス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、EU製品に対する同額規模の制裁関税を検討している。EU側も報復関税の検討を開始した。EUは、

米国にとって重要な貿易相手国であるだけに、今後の展開には注意すべきだ。

FRBは金融政策の正常化を一旦休止

米国経済の成長減速が見込まれるなか、FRBは金融政策のスタンスを転換した。19年3月開催のFOMCでは、当面FF金利の誘導目標値を2.25~2.50%に据え置くほか、17年9月から続いたバランスシート縮小を19年9月末で終了することも発表された。15年12月に開始された米国の金融政策正常化への動きは一旦休止となる。FOMC参加者による19年末のFF金利見通し(中位値)は、18年12月時点の2回から、わずか3ヶ月で0回に修正された。背景には、中国や欧州をはじめ世界経済の減速感が強まるなか、消費や設備投資の伸びが鈍化し、物価見通しも低下してきたことが挙げられる(図表3-5)。

次の一手が利上げ再開か、利下げに転じるかは現時点では明確にされておらず、経済状況を「忍耐強く注視」しながら判断していくこととなろう。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が、後述する下振れリスクの顕在化によって、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。

20年にかけて成長減速へ、19年は2.1%、20年は1.9%を予想

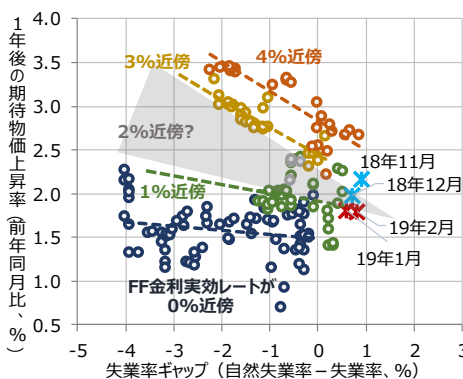
先行きの米国経済は、20年にかけて成長減速を見込む。良好な雇用・所得環境が消費を下支えすると予想されるものの、米中貿易摩擦の影響顕在化や既往の減税効果の剥落、議会のねじれに伴う予算審議の難航などにより、19年は前年比+2.1%まで成長減速を見込む。19年1-3月期の実績値が上振れた一方、対中制裁関税の引上げによる下振れにより、前回見通しから変更なし。20年は、貿易摩擦の影響が景気の重石となるほか、大統領選を控えるねじれ議会のもとで20年度予算(19年10月~)をめぐる審議難航も予想され、同+1.9%と予測する(前回から▲0.1%p下方修正)。見通しの前提として、米国が既に実施している対中制裁関税(2,000億ドル、25%まで)が、19年・20年の間は継続すると想定する。

米中通商協議の決裂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、米中通商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、交渉決裂による関税引上げを回避したとしても、米中間の合意が市場の想定よりも保護主義的な内容(発動済みの制裁関税を据え置くなど)となった場合、金融市場は不安定化する可能性がある。第2に、住宅価格の伸びの低下だ。軟調な動きを続ける住宅市場(図表3-6)が更に悪化すれば、消費性向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、議会のねじれに伴う、議会審議の難航である。現在、米国議会では、民主党が下院の過半数を占める。こうした状況のなか、20年の大統領選をにらみ、債務上限引上げ(9月頃まで)など様々な審議において、議会での対立が先鋭化する可能性がある。

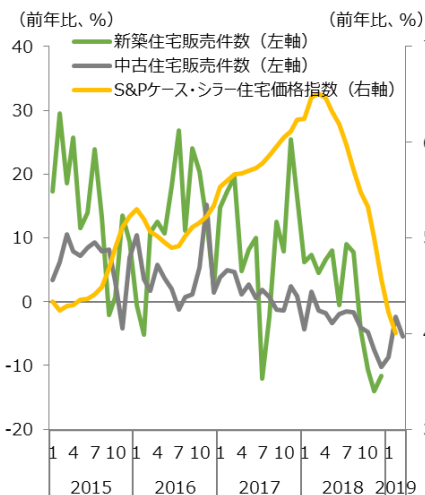
こうしたリスクが顕在化すれば、再び金融緩和局面へと移行せざるを得なくなるが、その場合の金融政策上の対応余地は、金利の面でも資産規模の面でも小さい(図表3-7)。今後、米国が経験する景気減速期が短く浅いものであれば対処可能とみるが、長く深い減速期へと突入した場合、利下げや資産規模の拡大には限度があることから、FRBは金融政策の難しいかじ取りを迫られることになるだろう。

図表 3-5 米国の物価と金利水準



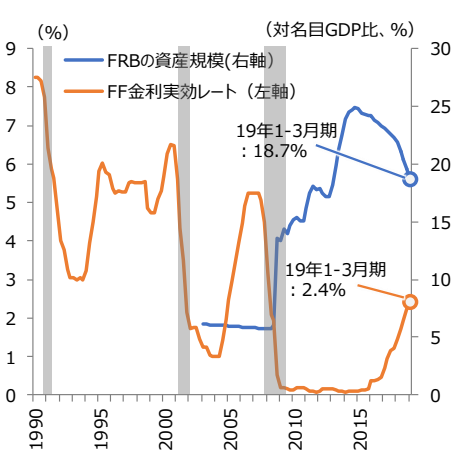
注：前後3ヶ月平均値。期間は2008~2010年を除く1990~2017年。点線は実効レートの水準に基づいた近似直線。実効レートが2%近傍のデータは少ないため近似直線は割愛。
出所：BLS、FRBより三菱総合研究所作成

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

図表 3-7 FF金利とFRB資産規模



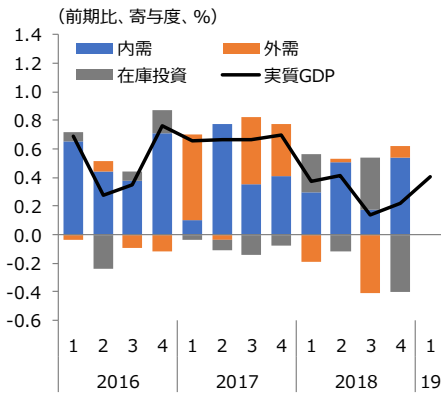
注：四半期平均。影の期間は、景気後退期。
出所：FRBより三菱総合研究所作成

4. ユーロ圏経済

外需の減速から、18年入り後は成長減速

19年1-3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.4%と前期（同+0.2%）から加速したものの、低い伸びが続いた（図表4-1）。外需の減速を主因に、実質GDPの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

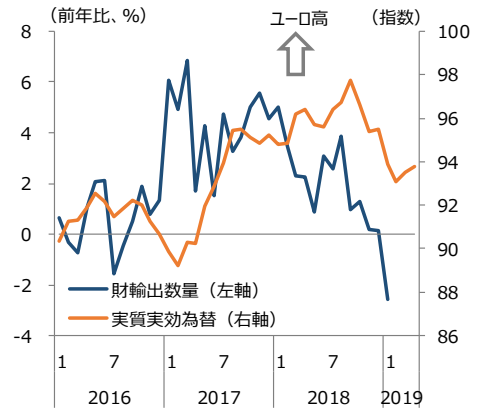
図表 4-2 個人消費・雇用者数



注：四半期ベース。

出所：Eurostat、ECB より三菱総合研究所作成

図表 4-3 財輸出数量・為替



注：財輸出数量は後方3ヶ月移動平均。

出所：Eurostat、国際決済銀行（BIS）より三菱総合研究所作成

消費は増加ペースがやや減速しているが、底堅い

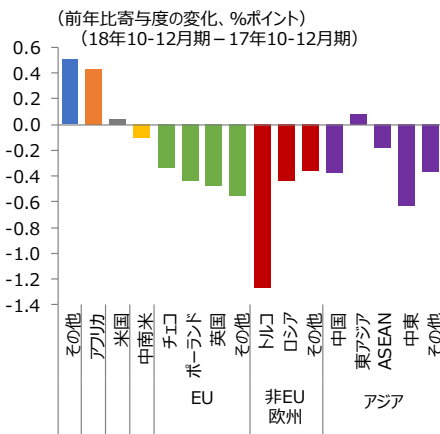
ユーロ圏の消費は底堅い。消費支出はやや減速したが前期比+0.2%程度の伸びを維持（図表4-2）。背景には、①雇用・所得環境の改善、②低金利による借入増加がある。雇用環境は、依然として企業の人手不足感が強いことから増加基調が続くとみるが、外需の減速により（後述）、雇用者数の増加ペースは鈍っていく見込み。先行きの消費は回復持続を見込むが、18年前半に比べて低い伸びとなる。

輸出の減速継続を主因に、製造業では生産・企業マインドが悪化

輸出は減速している。17年に前年比+5%前後であった財輸出数量の伸びは、ユーロ高や外需の減速などにより、19年には前年比マイナスに転じた（図表4-3）。通貨が大幅下落したトルコ向けのほか、英国や東欧向け、中国や中東向けの減速・減少が全体を押し下げている（図表4-4）。企業活動は製造業を中心に悪化している。製造業生産は、輸出の減速に加えて、排ガス規制変更の影響もあり、自動車産業を中心に幅広い業種で減少している（図表4-5）。製造業の景況感も約6年ぶりの低水準となった（図表4-6）。製造業生産の減少が続けば、比較的堅調な設備投資の伸びも鈍化しかねない。

先行きの輸出は、19年前半はゼロ近傍の伸びとなる。トルコ向け輸出の大幅な減少の影響が一巡する19年後半以降は増加に転じるものの、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、低めの伸びが続くだろう。生産は、消費を中心に内需向けは底堅い推移が続くものの、低調な輸出を背景に、緩やかな減速を見込む。

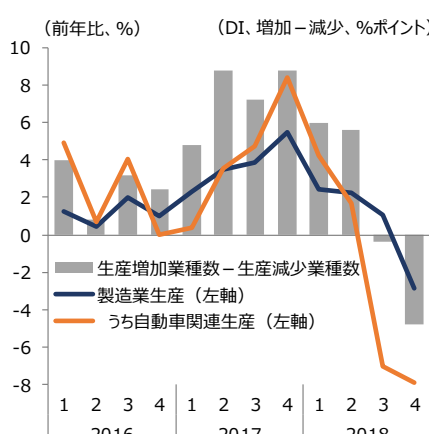
図表 4-4 財輸出数量への寄与度の変化



注：2010年基準。ユーロ圏外向け。

出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

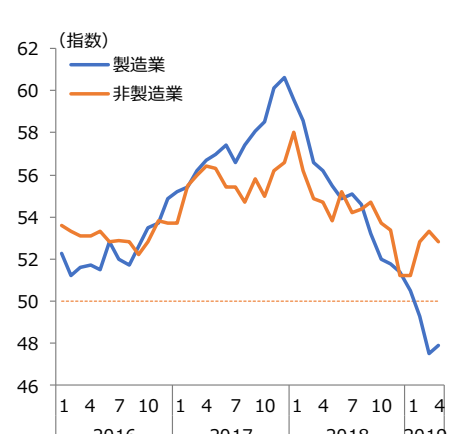
図表 4-5 製造業生産



注：製造業は24業種。

出所：Eurostat より三菱総合研究所作成

図表 4-6 購買担当者景気指数



出所：Bloomberg 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、外需の減速を主因に労働需給の逼迫度合いが緩み、賃金上昇率の鈍化が予想されることから、コアの消費者物価は同+1%前後の伸びが続くだろう。

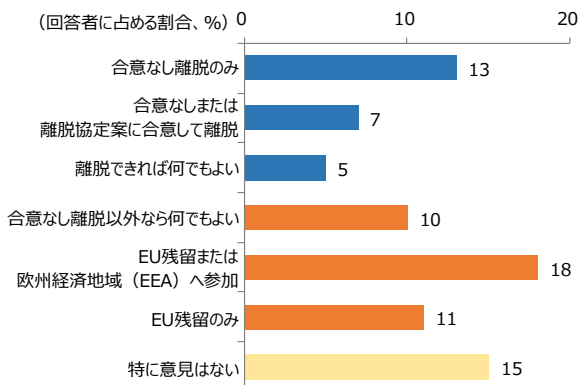
欧州中央銀行（ECB）はユーロ圏の景気減速を理由に、①銀行への低金利での資金供給（TLTRO3）を決定したほか、②現状の金利水準の維持を、少なくとも「19年夏まで」から「19年末まで」に延長。物価の伸びが鈍い状況が予想されることから、利上げ開始は 20 年後半以降を見込む。ユーロ圏経済の減速に加え、イタリアなど金融システムが改善途上の国もあり、利上げは慎重に行われるだろう。

19 年 10 月末まで離脱時期が延期も、英国の EU 離脱交渉は難航が続く見込み

英国の EU 離脱交渉は難航している。18 年 11 月に英国政府と EU が合意した離脱協定案は、19 年 3 月に英国下院で 2 度否決された。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（バックストップ）に離脱派議員が反対したため。英下院で離脱協定案が承認される目途が立たないなか、メイ首相は合意なし離脱を回避するため、EU に離脱延期を申請。19 年 3 月末に 19 年 4 月 12 日まで延期された離脱時期は、19 年 10 月末にまで再び延期された。

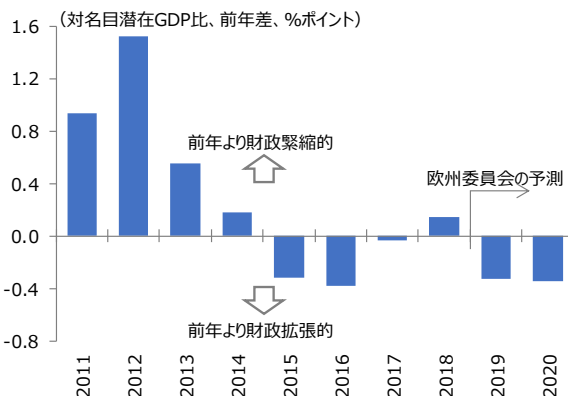
先行きも英国の EU 離脱交渉は難航が予想される。EU が離脱協定案の再交渉を否定するなか、交渉を前に進めるためには、英国側は国内の世論および議会をまとめる必要がある。しかし、国内には「合意なし離脱」から「EU 残留」まで幅広い意見があり（図表 4-7）、国内の意見調整・集約は難しい。19 年 10 月末までにアイルランド国境問題の解決策が見つかる見込みも低い。離脱期限が再々延期される可能性もあるが、標準シナリオとしては、19 年 10 月末の合意なし離脱を想定している。

図表 4-7 英国の EU 離脱交渉への意見



注：回答者に占める割合が 5%以上の意見のみ掲載。2019 年 1 月 7-8 日。
出所：YouGov より三菱総合研究所作成

図表 4-8 構造的財政収支



注：除く利払い費。
出所：欧州委員会 より三菱総合研究所作成

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（図表 4-8）、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+1.2%（前回から変更なし）、20 年は同+1.3%（変更なし）と予測する。本予測は、英国が 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	1.4	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、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

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、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上げが実施されれば、米国向け輸出が押し下げられる。第 2 に、ECB が出口政策を模索するなか、イタリアなど一部の国で金利が急激に上昇すれば、内需が押し下げられる。

19年1-3月期は前期と同じく6.4%成長

19年1-3月期の中国の実質GDP成長率は+6.4%と、18年10-12月期と同じ成長率となった(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、均してみれば減速基調にある。産業別にみると第2次産業は18年10-12月期よりも加速した一方、第3次産業では減速傾向が強まった。製造業では特に鉱工業生産が上昇に転じており、18年12月の+5.7%から19年3月には+8.5%へと一時伸びが急拡大した(総論P.5、図表1-4参照)。

内需はやや持ち直しも、輸入はなお大幅減

需要項目別にみると、内需は17-18年の水準と比べれば伸びが低下しているものの、一部の指標では足もとで持ち直しの動きがみられる。固定資産投資(農村部家計を除く)は特別政府債(地方債)や社債の拡大などを背景に堅調な推移を続けており、18年後半から徐々に伸びを拡大させている。小売売上高は19年4月に大きな減速をみせたが(図表5-2)、これには労働節による祝日数の差が影響しており、祝日数差の影響を除外すると前年比+8.7%前後となる。ただし、総論(P.8)で述べたように、不動産価格の上昇が家計収支を逼迫していることに加え、自動車販売台数など低迷が続く指標もあり、今後も警戒が必要な状況だ。一方、輸出入は減少が続く(図表5-3)。輸入は内需の弱さが、輸出は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の影響が続いている。

後述する景気対策と一部指標の持ち直しを受け、景況感にも改善の動きがみられる。財新が発表するPMIによると、製造業PMIは19年1月に大きく落ち込んだが3月には節目となる50を回復した(図表5-4)。

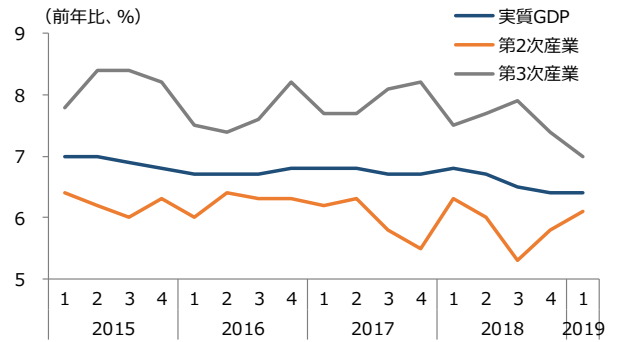
米中貿易摩擦の激化を受け今後は減速懸念

ただし今後は、米中貿易摩擦の激化を受け、輸出を始めとする各指標の悪化が予測される。先行きの中国経済は米中協議の結果および後述する政府による景気下支え策にかかっているが、仮に景気下支え策が早期に奏功したとしても、内需全体が持ち直すには時間を要するだろう。これまでの米中の関税報復の推移を見ても、18年7-9月期に関税が本格的に課されたのち減税や投資認可加速を行っても内需がやや持ち直すまで半年以上を要した。仮に米国が今後約3,000億ドル分にも制裁関税を課し、それが固定化すれば、中国経済へのインパクトは更に高まる。

財政・金融両面からの景気下支え

19年3月に開催された全人代では、財政政策として2兆元(約33兆円)規模の減税と社会保険料引下げを打ち出し、景気下支えを明確化した。増値税引下げや公的年金保険料の企業負担分の引下げといった減税策に加え、地方政府の債券発行枠の拡大なども打ち出した。

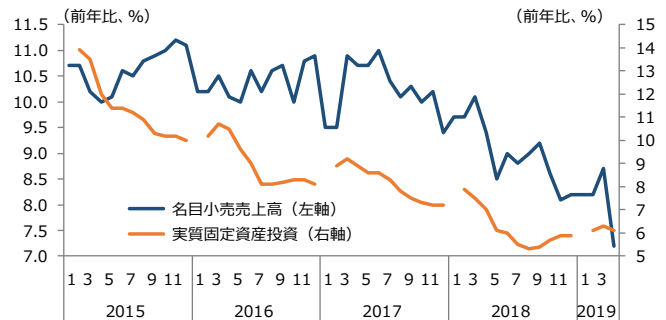
図表5-1 実質GDP成長率



注：四半期ベース。

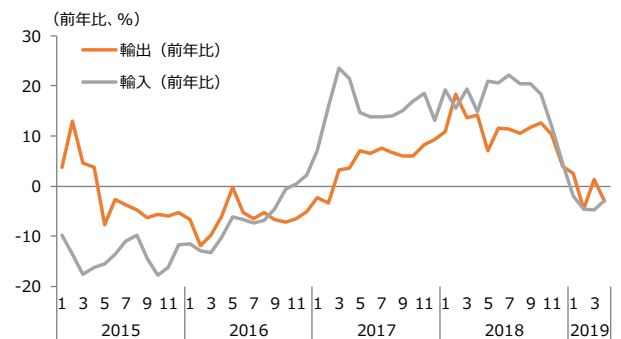
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

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

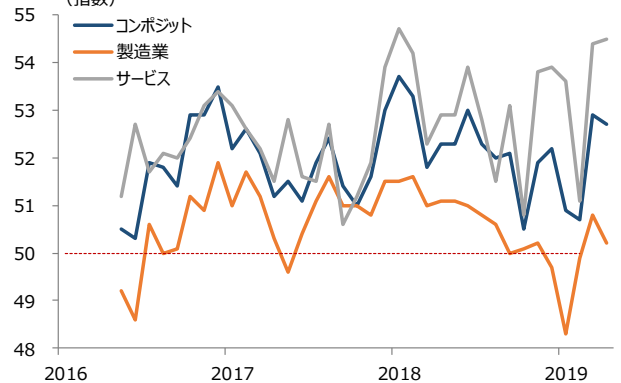
図表5-3 輸出入額



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

図表5-4 PMI (財新)



出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

財政の拡大は 18 年から継続的に実施しており、その成果は政府歳出の対 GDP 比（後方 4 四半期の合算）にも表れている（図表 5-5）。これらの財政政策は 19 年 1-3 月期の中国経済の下押しに寄与していたものの、米中貿易摩擦の激化に伴う更なる関税引上げには対応できておらず、今後追加的な財政政策の余地がどこまであるかが焦点となる。

金融政策の方向性は「穏健で中立的な」から「穏健な」のみに変更したほか、「19 年は大手国有銀行の中小向け融資を 30%以上増やす」方針を示した。しかし、「M2 や社会融資総量の伸び率が名目 GDP 成長率と見合ったものとする」ことも併せて強調された結果、リーマン・ショック時に機動的に行われたようなマネーストックの拡大は起こっていない。

不動産投資を拡大させない資金供給を模索

中国では特に小規模零細企業の資金繰りが問題視されており、金融政策を通じた資金繰りの改善が望まれている。一方で、単純にマネーストックを増加させると、不動産への投資増加と価格上昇を招き（図表 5-6）、結果として家計の債務負担の拡大や消費の下押しにつながる。そのため、①中国人民銀行による用途を限定した複数の貸出制度（MLF、TMLF、SLF など）を通じた市場への資金供給、②金利の市場化などを含めた金融サプライサイドの構造改革が検討されている。特に②に対する国内的な注目は大きいものの、どこまで改革を進められるかは注目される。

不良債権の拡大とその処理能力に注意

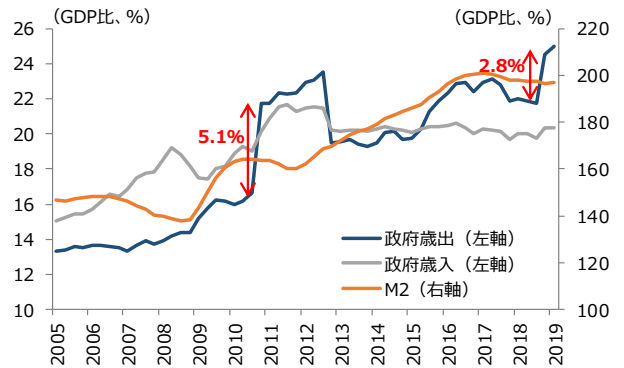
マクロでみると企業借入の対 GDP 比率は低下しているものの、依然として高い水準にあり警戒が必要だ。中国 A 株市場の上場企業を対象に ICR（インタレスト・カバレッジ・レシオ）別の負債額をみると、17 年決算から 18 年決算にかけて ICR が 1 を下回る企業の負債額が急増した（図表 5-7）。ICR が低い企業における債務は不良債権化リスクが高く、警戒が必要となる。政府は企業の債務償還能力を高めることを目的に企業向けの減税策を講じているが、根本的に ICR を改善するためには、国有企業等のガバナンス改革を進める必要がある。

20 年にかけて 6.0%まで成長減速

中国経済の先行きは、米中貿易摩擦の影響顕在化により経済の下振れが予想されるものの、政府による追加的な景気下支え策が講じられ、年間を通せば成長の急減速は回避される見込み。実質 GDP 成長率は、19 年+6.1%（前回から▲0.1%p 下方修正）、20 年+6.0%（変更なし）を予測。

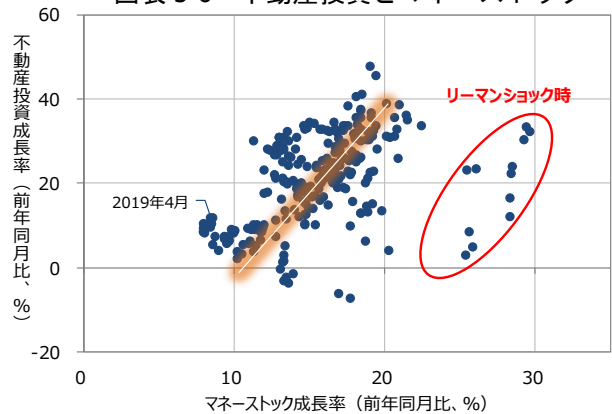
リスクは、米中貿易摩擦の更なる激化（総論 P.7）と信用収縮を伴う経済の急減速である。景気下支え策の副作用としてマネーストックおよび不動産価格が一時的に上昇し、その結果不良債権が拡大すれば、金融システムの不安定化や信用収縮を引き起こす。いわゆるバブル崩壊などの急激な信用収縮が起これば中国経済の急減速につながるが、仮に急減速を回避できたとしても、不良債権が拡大すればその処理のために今後成長が押し下げられる可能性が高い。

図表 5-5 財政政策と金融政策による下支え



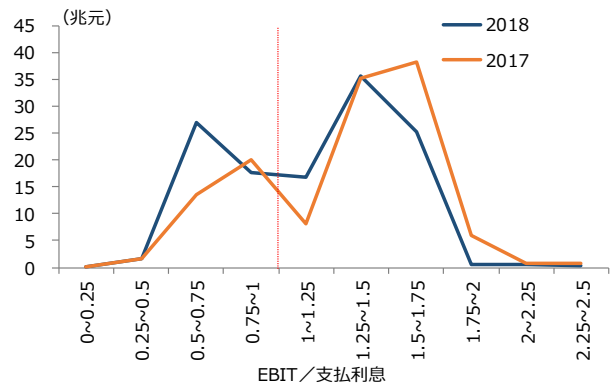
注：政府歳出、政府歳入および名目 GDP は後方 4 四半期の合算を用いて GDP 比を算出。M2 は後方 4 四半期の移動平均を使用。出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-6 不動産投資とマネーストック



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-7 上場企業の ICR と負債額



注：支払利息と EBIT（支払金利前税引前利益）を用いて ICR を算出。出所：Wind より三菱総合研究所作成

(1) ASEAN 経済

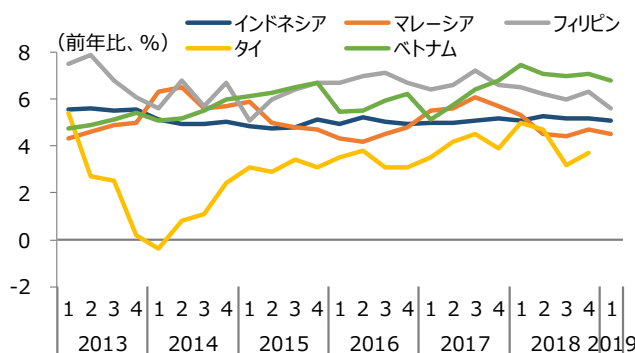
19年1-3月期の成長率は緩やかに減速

ASEAN 経済は中国経済減速の波を受け、緩やかに減速。既に19年1-3月期の実質GDP成長率が公表されているインドネシアは前年比+5.1%、ベトナム同+6.8%、フィリピン同+5.6%、マレーシア同+4.5%となったほか、まだ1-3月期のGDPが公表されていないタイについても、18年入り後に成長が減速傾向にある（図表6-1）。

中国経済減速を受け輸出は減少

成長減速の主因は輸出の減速である。ASEAN5は中国向け輸出比率が高く、中国経済の減速に伴い輸出の下振れ圧力が強まっており、19年に入り複数の国で輸出が前年割れしている（図表6-2）。特に中国向け輸出（19年1-3月期）は、電子機器がタイで前年同期比▲16%減少、ベトナムで同▲25%減少しており、輸出の下振れ要因となっている（図表6-3）。一方、米国向け輸出はタイ、ベトナムからの輸出が加速している（図表6-4）。特に電子機器の輸出（ベトナム同+77%）が大幅に伸びており、対中制裁関税の対象品目である電子機器（携帯電話部品を含む）を中心に、中国からの生産代替が進みつつある可能性がある。

図表 6-1 実質 GDP 成長率

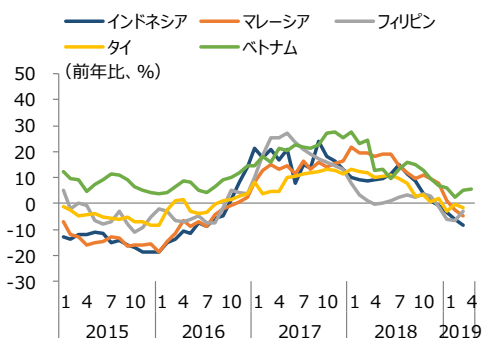


注：四半期ベース。
出所：Bloomberg、CEIC より三菱総合研究所作成

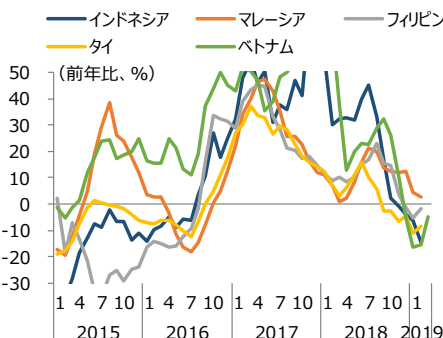
図表 6-2 輸出

図表 6-3 輸出（中国向け）

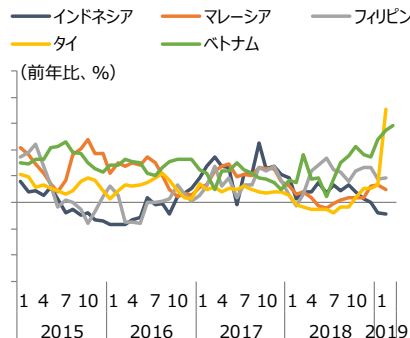
図表 6-4 輸出（米国向け）



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



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



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

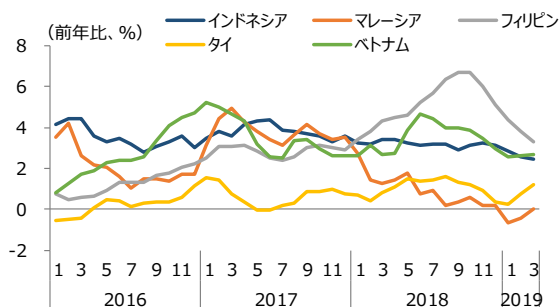
物価の伸びが鈍化、タイとマレーシアでは利下げを実施

ASEAN5の消費者物価は、緩やかに伸びが鈍化しており、インフレ圧力は緩和されつつある。物価上昇率が高かったフィリピンも落ち着きつつある（図表6-5）。こうしたなか、19年に入ってタイとマレーシアは利下げを行った。今後、各国の成長率や物価が一段と下振れする可能性が高まった場合には同様に金融政策のスタンスを緩和方向へシフトさせる可能性がある。

タイ総選挙は親軍派が得票率トップも政治は不安定化

19年3月にクーデター後初めての総選挙が行われた。小選挙区では、得票率は親軍派がトップとなったものの、議席数ではタクシン派が最大議席数を獲得した。ただし、比例代表では小選挙区議席数が多い政党への割当議席数を少なくする仕組みがあることから（図表6-6）、親軍派、タクシン派のいずれも連立政権による政権獲得を目指しており、政治的な基盤が不安定な政権となる可能性が高い。東方経済回廊など民間インフラ投資を呼び込むための政治的安定性が確保できなければ、経済や金融市場への影響が懸念される。

図表 6-5 消費者物価



出所：CEIC より三菱総合研究所作成

インドネシアは現ジョコ大統領が再選

19年4月に行われたインドネシア大統領選ではジョコ現大統領が再選を果たした。積極的なインフラ開発や安定した物価維持などの成果に加え、国民の大多数を占めるイスラム教徒の支持を集めたとみられる。2期目は24年までの5年間であり、雇用創出、外国投資の誘致、経常収支改善などが課題である。

ASEAN5の成長率は19年にかけて減速へ

ASEAN5の成長率は、19年にかけて、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%（前年から▲0.1%p下方修正）、20年は同+5.0%（同▲0.1%p下方修正）と予測する（図表6-7）。

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成長率が前年比+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。米中間の貿易摩擦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 6-6 タイの選挙結果

政党	小選挙区（定数350）		比例代表（定数150）
	得票率	獲得議席数	議席数（予想）
国民国家の力党（親軍派）	23.73%	97議席	18議席
タイ貢献党（タクシン派）	22.29%	136議席	0議席
民主党（反タクシン派）	11.11%	33議席	19議席
新未来党	17.63%	30議席	50議席
タイの誇り	10.51%	39議席	12議席

注：比例代表は小選挙区議席数が多い政党への割当議席数を少なくする仕組み。比例の残議席は他の少数政党への配分となる見込み。

出所：各種報道より三菱総合研究所作成

図表 6-7 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	3.9	3.7
ベトナム	6.8	7.1	6.7	6.5

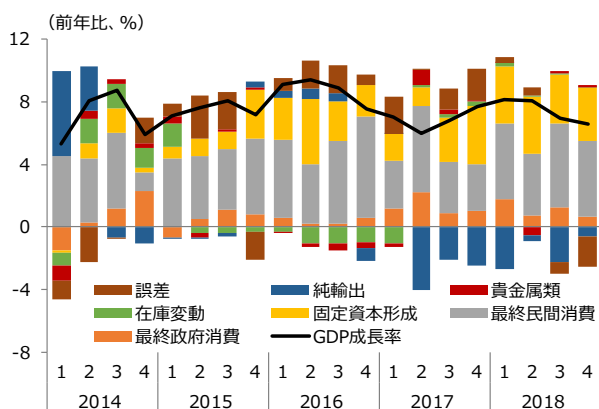
出所：実績はIMF等、予測は三菱総合研究所作成

(2) インド経済

18年10-12月期は成長減速

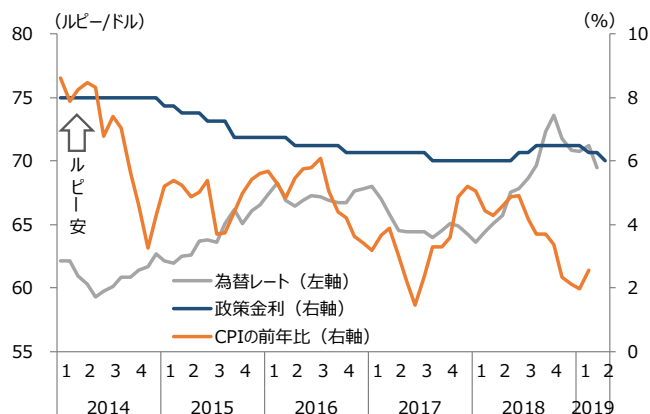
18年10-12月期の実質GDP成長率は、前年比+6.6%と前期（+7.1%）から減速した（図表6-8）。18年7-9月期に比べて民間消費と政府消費の寄与は縮小した。引き続き輸入が輸出を上回っているものの、輸出が加速したことから、純輸出（輸出－輸入）のマイナス寄与が縮小。輸出先では中国、欧州、ASEAN5、中東向けが増加した。

図表 6-8 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 6-9 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

金融政策では、インド中銀は19年2-3月に連続2回の利下げを行い、緩和姿勢に転じた（図表6-9）。通貨安の一服や原油価格の下落を背景に、18年半ば以降にインフレ圧力が低下している。政策金利の引下げはややラグを伴いつつも、消費・投資にプラスに寄与するとみられる。

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、20年にかけて緩やかな成長減速を見込む。インドの実質GDP成長率は、19年度は前年比+7.1%（前回から▲0.2%p下方修正）、20年度は同+7.1%（同▲0.2%p下方修正）と予測する。

政権与党は議席数を大幅に減らす見込み

インド下院選挙は、19年4月から5月にかけて地域毎に投票が行われ5月23日に一斉開票する。モディ首相が率いるインド人民党（BJP）の議席数は大幅に減少するとの見方が多く、政権は不安定化するとみられる。

最大野党である国民会議派（INC）は、失業対策のほかにも農産品の価格下落や雨不足による不作に苦しむ農民向けの借金帳消しや貧民向けの所得補助を政策として打ち出している。貧民層と国民の6割を占める農民の支持を集める狙いがある。

BJPはヒンズー教徒を基盤にしており、テロやパキスタンとの衝突を背景に安全保障を強調している。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可能性が高い。選挙後の不安定な政権運営により海外からの投資が鈍れば経済を下押ししかねない。パキスタンとの軍事的緊張拡大は、インド経済のリスク要因である。

(3) ブラジル経済

輸出・投資を中心に18年10-12月期は成長減速

18年10-12月期のブラジルの実質GDP成長率は、前年比+1.1%と7-9月期の+1.3%から小幅ながら伸びは鈍化した（図表6-10）。輸出と総固定資本形成（投資）の寄与が前期から縮小している。背景には通貨安に見舞われるアルゼンチン向け輸出額が同▲44%減少したことなどが挙げられる。一方、家計消費の寄与は僅かながらも前期から拡大した。通貨安の一服などによるインフレ率の低下などが背景にある。

20年にかけて回復持続もペースは緩やか

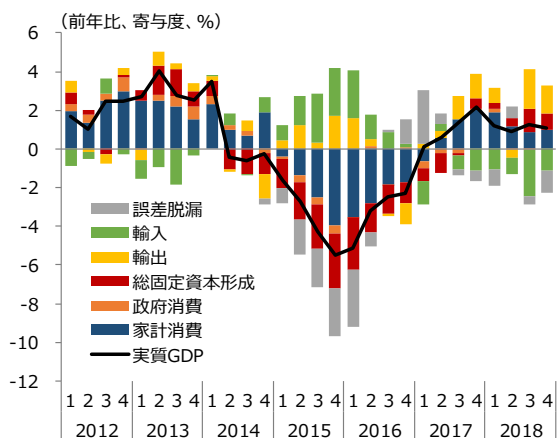
先行きは、20年にかけて成長率の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。ブラジル経済は15-16年の経済低迷から回復過程にあり依然成長の余地があるものの、中国を始めとした世界経済の減速や資源安による外部環境の悪化に加え、期待されていた新政権による構造改革の進捗遅れなどが背景にある。実質GDP成長率は、米中通商協議の不調など不確実性の高まりを受け、19年が前年比+2.1%（前回から▲0.4%p下方修正）、20年は同+2.4%（同▲0.1%p下方修正）と予測する。

新政権による構造改革の進展が鍵

ボルソナロ大統領は、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、失業率の改善など、取り組むべき課題は多い。年金制度改革で国民の同意を得られるか、票田である軍部関係者の既得権益にどこまで切り込むことができるか手腕が問われている。構造改革が停滞すれば、再び通貨安圧力が強まり、ブラジル経済成長率の下振れ要因となる。

19年3月に中央銀行総裁に就任したロベルト・カンポス・ネット氏は、前総裁に続き物価の安定を重視しており、過度な金融緩和には慎重な構えを示している。一方で、インフレ率は安定しているほか、世界経済の成長減速が経済の下振れ要因となることから、利上げにも動きにくい展開が予想される。政策金利は、当面据え置きの可能性が高いとみている。

図表6-10 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

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。