

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は、先進国を中心に、緩やかな回復基調を維持する見通し～

日 本

～消費増税のマイナス影響は想定範囲にとどまり、回復基調が持続～

米 国

～金融出口戦略が進むなか、緩やかな景気回復が持続～

西 欧

～ユーロ圏の景気回復ペースは緩慢、英国は内需主導の回復が持続～

ア ジ ア

～景気は緩やかな回復持続を見込むも、不透明感が幾分強まる～

オーストラリア

～緩やかな景気回復が持続するも、資源投資ブーム時の成長ペースには届かず～

中南米

～一進一退のブラジル、回復に向かうメキシコ、インフレに苦しむアルゼンチン～

ロシア・中東欧

～ロシアでの景気後退リスクが高まる一方、中東欧経済は持ち直し基調を辿る公算～

原油価格

～非 OPEC 生産は拡大するが、地政学リスクを背景に原油価格の下値は限定的～

見通しの概要

世界経済は、先進国を中心に、緩やかな回復基調を維持する見通し

世界経済は先進国とりわけ米国を中心に全体として回復基調にあるが、各地域それぞれに抱える課題は重く、今後 2014 年から 2015 年にかけての改善ペースは緩やかなものにとどまる見通しである。

米国経済は、リーマン危機後の構造調整のさらなる進展を背景に、一進一退を繰り返しながらも、緩やかな自律的回復を続けている。今後も、雇用・所得環境の改善を受けた消費の拡大や、企業の堅調な投資活動に支えられて、回復ペースを緩やかながらも高めていくものと予想される。当面の米国経済にとって最大のチャレンジは、今後中長期の時間軸で進められることになる金融緩和の出口戦略である。米国経済、さらには、世界経済に与える影響に注視が怠れない。

欧州経済は、昨年 4～6 月期以降、1 年半にわたり続いたマイナス成長からようやく脱し、緩やかな持ち直し局面にある。ただ、このまま直ちに持続的な成長経路にまで復せるかとなると、周縁国の成長力の弱さや、金融機関における不良債権の増嵩など、債務危機を引き起こした根本問題は依然根強く残存していることから、未だ相当な時間が必要な情勢である。

アジア経済は、総じて安定した成長が続くも、そのペースは緩慢なものにとどまっている。この先 2014 年から 2015 年にかけても、域内 GDP の 6 割弱を占める中国経済が、安定成長期への移行を視野に、中期的に緩やかな減速を続けていく過程にあることから、大きく成長ペースが加速することは難しい情勢である。ただ、先進国向け輸出の持ち直しと成長力豊かな内需に支えられて、2013 年並みの成長率（6%台前半）は確保し、引き続き世界の成長センターとしての位置付けは維持し得る見込みである。

こうしたなか、わが国経済は、デフレ脱却と本格的な経済再生に向け、着実に歩みを進めつつある。金融・財政政策の効果が広く波及し、経済の前向きな好循環がしっかりと作用し始めたことから、2014 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率は、個人消費や設備投資の力強い拡大を中心に、6 四半期連続のプラス成長を記録した。先行きについても、景気はこのまま回復基調を続け得る公算が高い。家計の所得環境改善は個人消費の底支えとなることが期待されるし、企業部門でも、雇用・設備における余剰感の解消や、企業業績の大幅な改善などが、設備投資の増勢を強めることが期待される。こうした経済の好循環が、成長戦略における規制・税制を中心とする構造改革を通じて一段と強まることにより、2014 年度の実質 GDP 成長率は、消費増税のマイナス影響を乗り切って、前年比+1%強を確保するものと見込まれる。さらに、2015 年度には、消費税率 10%への再引上げのマイナス影響を加味しても、実質 GDP 成長率は同+1%台半ばに達するものと予想される。

(経済調査室長 松宮 基夫)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2013年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
日本(年度ベース)	4.81	100	2.3	1.2	1.5	0.8	2.9	1.9	79	438	604
米国	16.80	349	1.9	2.3	2.9	1.5	1.6	2.0	▲ 3,793	▲ 3,907	▲ 3,927
ユーロ圏	12.72	265	▲ 0.4	0.8	0.9	1.3	0.8	1.0	303	295	280
ドイツ	3.64	76	0.4	1.5	1.6	1.6	1.3	1.5	275	263	251
フランス	2.74	57	0.2	0.7	0.9	1.0	0.9	1.1	▲ 43	▲ 40	▲ 35
イタリア	2.07	43	▲ 1.9	0.3	0.4	1.3	0.6	0.9	17	20	32
英国	2.54	43	1.7	2.5	2.3	2.6	1.6	1.8	▲ 1,112	▲ 1,460	▲ 1,089
アジア11か国・地域	15.34	319	6.2	6.1	6.1	3.7	3.6	3.6	3,389	3,366	3,111
中国	9.18	191	7.7	7.2	6.9	2.6	3.1	3.0	1,828	1,633	1,455
インド(年度ベース)	1.87	39	4.6	5.5	5.7	10.0	6.4	6.3	▲ 388	▲ 423	▲ 414
NIEs4か国	2.28	47	2.9	3.5	3.7	1.7	2.1	2.5	1,971	1,968	1,859
韓国	1.22	25	3.0	3.4	3.7	1.3	1.7	2.4	799	702	641
台湾	0.49	10	2.1	3.5	3.7	0.8	1.6	1.7	577	548	583
香港	0.27	6	3.0	3.3	3.7	4.3	4.2	3.9	51	75	92
シンガポール	0.30	6	4.1	3.9	4.0	2.4	2.5	2.9	544	644	543
ASEAN5か国	2.01	42	5.2	4.8	5.3	4.5	4.7	4.9	▲ 21	188	211
インドネシア	0.87	18	5.8	5.6	5.4	6.4	6.3	6.2	▲ 291	▲ 192	▲ 179
マレーシア	0.31	6	4.7	5.4	4.8	2.1	3.3	3.8	126	207	239
タイ	0.39	8	2.9	1.0	4.3	2.2	2.4	2.9	▲ 28	65	48
フィリピン	0.27	6	7.2	6.6	6.2	3.0	3.6	3.5	94	92	91
ベトナム	0.17	4	5.4	5.4	6.0	6.6	6.2	6.9	77	16	12
オーストラリア	1.51	31	2.4	2.8	2.8	2.4	2.7	2.5	▲ 406	▲ 364	▲ 303
中南米7か国	5.26	110	2.3	1.9	2.7	8.2	11.6	9.8	▲ 1,306	▲ 1,269	▲ 1,188
ブラジル	2.25	47	2.3	1.8	2.0	6.2	6.4	5.8	▲ 811	▲ 790	▲ 720
メキシコ	1.18	24	1.1	2.7	3.7	3.8	4.0	3.5	▲ 223	▲ 240	▲ 260
アルゼンチン	0.47	10	3.0	▲ 0.4	1.0	10.6	28.0	25.0	▲ 43	▲ 15	▲ 15
ロシア、中東欧3か国	2.97	62	1.2	0.9	1.1	5.2	5.3	4.8	259	238	146
ロシア	2.12	44	1.3	0.2	0.5	6.8	6.9	5.9	330	360	280
チェコ	0.20	4	▲ 0.9	1.5	1.8	1.4	1.1	1.8	▲ 19	▲ 15	▲ 20
ハンガリー	0.13	3	1.1	2.0	1.6	1.7	0.5	1.5	41	28	26
ポーランド	0.52	11	1.6	3.0	3.2	0.9	1.7	2.2	▲ 93	▲ 135	▲ 140

- (注) 1. 『2013年』(一部の国・地域を除く)は実績値、『2014年』と『2015年』は5月時点の見通し。
 2. 『名目GDP』と『経常収支』は、各為替レートの見通し値に基づいて米国ドル建てに換算したもの。『中南米7か国』の名目GDPは、2012年実績。
 3. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。
 4. 『ユーロ圏』は『ドイツ』、『フランス』、『イタリア』のほか、アイルランド、エストニア、オーストリア、オランダ、キプロス、ギリシャ、スペイン、スロバキア、スロベニア、フィンランド、ベルギー、ポルトガル、マルタ、ルクセンブルク、ラトビアの計18か国。
 5. 『日本』、『インド』は、年度(4月～翌年3月)ベース。
 6. 『中南米7か国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルーの計7か国。

(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

I. 日本

～消費増税のマイナス影響は想定範囲にとどまり、回復基調が持続～

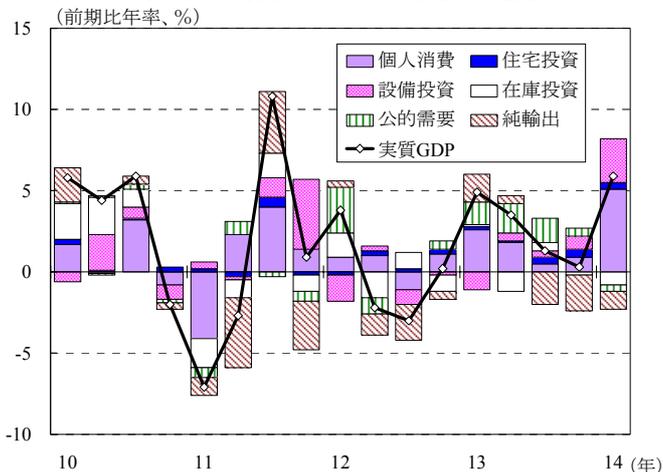
1. 日本経済の概況

個人消費に加えて設備投資も成長率の押し上げに大きく寄与

日本経済は回復を続けている。直近 1-3 月期の実質 GDP（1 次速報値）は前期比年率+5.9%の高い伸びとなり、6 四半期連続でプラス成長となった（第 1 図）。需要項目別にみると、個人消費が消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあって加速し、全体を大きく押し上げた。また、設備投資も同+21.0%と急伸した。一方、これまで景気を下支えしてきた公的需要はマイナス寄与となった。

4 月に入ってからは、自動車販売や百貨店の売り上げが落ち込むなど、消費税率引き上げに伴うマイナスの影響が顕現化している。ただし、その落ち込み度合いは想定範囲内にとどまっており、企業が抱いていた個人消費腰折れの懸念も徐々に後退しているようだ。内閣府の景気ウォッチャー調査によると、高額商品を取り扱う百貨店や家電量販店などでは、消費増税前の 3 月調査において先行きに対する慎重な見方が広がっていたが、増税後の 4 月調査をみると、そうした懸念は概ね払拭されたことがうかがえる（第 1 表）。また、飲食関連、レジャーや旅行・交通などサービス関連においては、事前の懸念自体が限定的にとどまっていた模様である。

第 1 図：実質 GDP と最終需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 表：景気ウォッチャー調査における『家計動向関連』の先行き判断DI

	① 2013年 12月	② 2014年 3月	③ 2014年 4月	水準評価 (③2014年4月 -①2013年12月)	方向評価 (③2014年4月 -②2014年3月)
家計動向関連	53.4	31.3	49.8	▲ 3.6	18.5
小売関連	56.5	25.6	50.1	▲ 6.4	24.5
商店街・一般小売店	48.1	27.5	42.9	▲ 5.2	15.4
百貨店	66.2	18.5	58.9	▲ 7.3	40.4 ○
スーパー	54.9	26.8	51.6	▲ 3.3	24.8 ○
コンビニエンスストア	48.1	35.3	55.2	▲ 7.1 ○	19.9
衣料品専門店	47.8	26.2	43.4	▲ 4.4	17.2
家電量販店	75.6	12.2	48.7	▲ 26.9	36.5 ○
乗用車・自動車備品販売店	67.2	22.0	48.3	▲ 18.9	26.3 ○
その他小売店	54.8	30.7	52.8	▲ 2.0	22.1 ○
飲食関連	43.3	32.2	46.8	▲ 3.5 ○	14.6
サービス関連	50.4	41.2	50.7	0.3	9.5
旅行・交通関連	50.7	41.6	52.8	▲ 2.1 ○	11.2
通信会社	55.3	39.7	50.0	▲ 5.3	10.3
レジャー施設関連	48.8	44.3	52.3	▲ 3.5 ○	8.0
その他サービス	45.5	38.8	44.8	▲ 0.7 ○	6.0
住宅関連	48.1	39.5	46.2	▲ 1.9	6.7

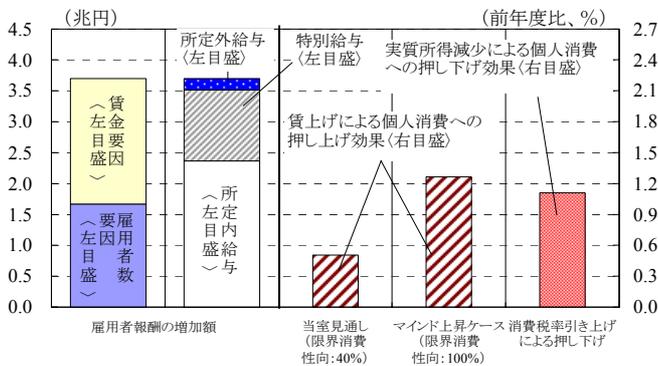
(注)『水準評価』は、消費増税後の反動減が織り込まれていない2013年12月と2014年4月との比較。
『方向評価』は、2014年4月の2014年3月からの変化幅。どちらも、改善幅の上位5業種を『○』とした。
(資料)内閣府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用・所得環境の改善が消費を底支えする見込み

雇用・所得環境については改善の動きが広がっており、今後、消費を底支えする要因として加わってくると期待される。今春闘では、企業収益の大幅な回復等を背景として、高めの賃上げ率や一時金の積み増しが実現した。かつ、雇用者数の増加も想定されることから、雇用者報酬全体は2014年度に3.5兆円程度押し上げられる見込みである（第 2 図）。また、ベースアップの実施やボーナスの増加等によって消費マインドが想定以上に強まる可能性もあり、その場合には個人消費を一段と押し上げることとな

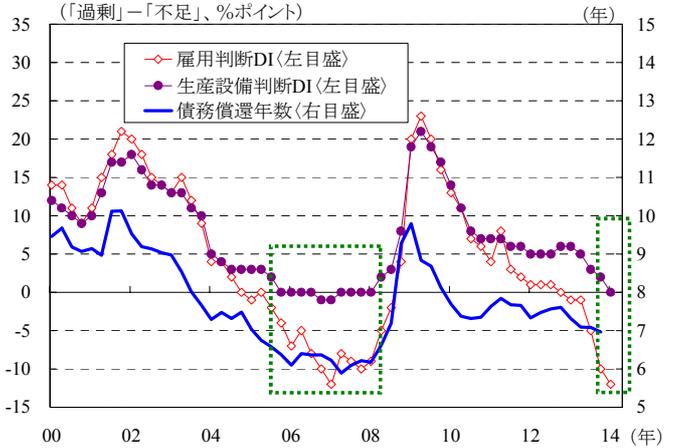
ろう。消費増税によるマイナス影響の、少なくとも一部を相殺すると見込まれる。こうした結果、個人消費は比較的早期に持ち直しに転じ、個人消費の腰折れは回避される公算が大きい。

第2図：今春闘での賃上げによる2014年度の雇用者報酬と実質個人消費への押し上げ効果



(注) 1. 『個人消費への押し上げ効果』は、雇用者報酬増加額に、各ケースの限界消費性向を乗じて算出。デフレーターの変動も勘案。
 2. 雇用者数要因は、2014年度の増加見込み数をもとに算出。
 (資料) 内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：雇用・生産設備判断DIと企業の債務償還年数



(注) 『債務償還年数』は、有利子負債をキャッシュフロー(年率)で割ったもの。
 (資料) 日本銀行、財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

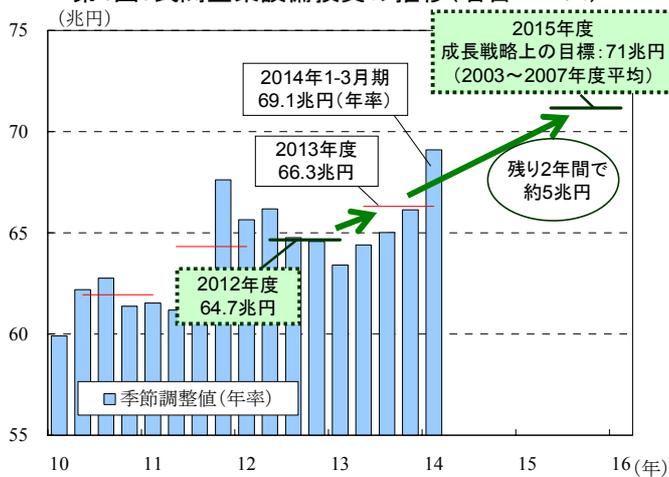
設備投資も増加方向で推移

企業部門の雇用と生産設備に対する過不足の判断及び債務償還年数の推移をみると、2006年前後に「雇用」、「設備」、「債務」といういわゆる3つの過剰が薄れた局面がみられる(第3図)。この時期においては、雇用者数が増加するとともに賃金が増加し、設備投資も拡大する等、企業の前向きな活動がみられたが、2008年のリーマン・ショックで頓挫する結果となった。足元において、3つの過剰は2006年前後並みに解消されてきており、企業が前向きな支出を決定する環境が整ってきているとみられる。実際、設備投資の大幅な増加が既に顕現化しており、こうした企業の前向きな活動は今後も続く可能性が高い(第4図)。

輸出数量は価格改定につれて増加する見通し

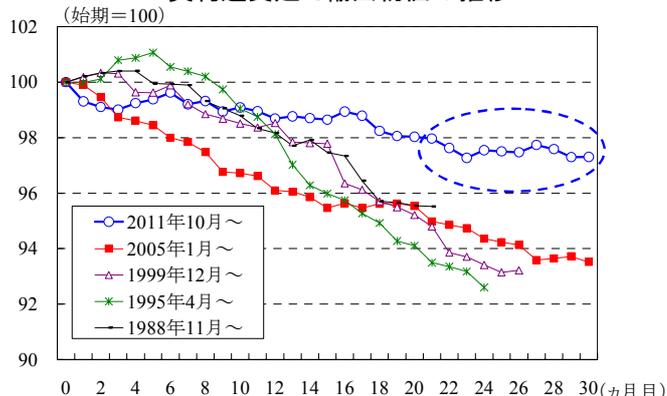
また、輸出については、足元、数量ベースで伸び悩みがみられるが、この要因としては、円安効果の销售价格への反映が遅れていることが挙げられる。外貨建ての销售价格を示す契約通貨建て輸出物価の推移をみると、2011年10月以降の円安局面では下落ペースが過去に比べ緩やかとなっている(第5図)。こうした動きから、輸出製品が最終消費財から中間・投資財にシフトするなか、為替変動が外貨建ての销售价格に反映されるまで

第4図：民間企業設備投資の推移(名目ベース)



(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：円安局面における主要輸出品目の契約通貨建て輸出物価の推移



(注) はん用・生産用・業務用機器、電気機器、電子部品・デバイス、情報通信機器、輸送用機器の契約通貨建て輸出物価を加重平均したもの。
(資料) 日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

の期間が長期化していることが窺える。先行きについては、輸出製品の価格改定が進むにつれて円安による輸出数量の押し上げ効果が徐々に本格化していくと見込まれる。

経済の好循環が回転し、再生の地歩を固めていく局面に

企業収益の拡大が雇用・所得環境の改善や設備投資につながるようになっており、経済の好循環は一段と強まっていると考えられる。2014年度には、消費増税のマイナス影響も見込まれるが、こうした好循環の動きを2月に成立した5.5兆円規模の補正予算や成長戦略に基づく投資減税などの措置がサポートすることで、実質GDP成長率は前年度比+1%強を確保し、2015年度も同+1%台半ばに達すると予想する。

2. 部門・項目別にみた現状と見通し

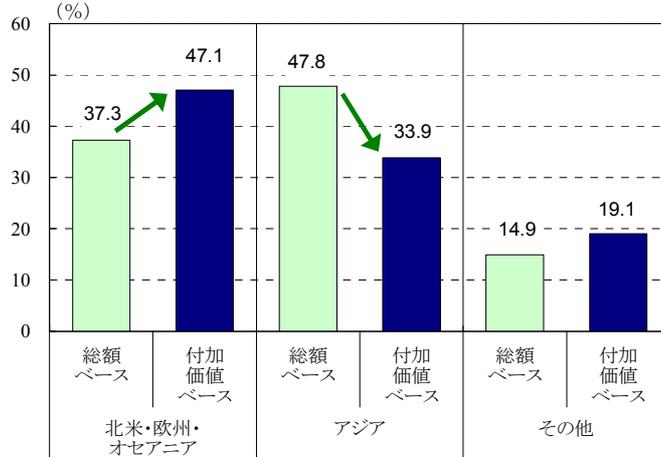
(1) 企業部門

輸出は、円安や先進国経済の回復などを背景に、一定の伸びを確保する見通し

GDPベースの実質輸出は1-3月期に前期比年率+26.3%の大幅増となった。ただし、GDP統計の元となる国際収支統計の見直しにより押し上げられている可能性が高く、実態としては輸出の伸び悩みが続いているとみられる。

先行きについては、円安に加えて、先進国経済の回復も日本の輸出を押し上げる方向に働くとみられる。日本の輸出の地域別シェアをみると、『総額ベース』ではアジアが半分程度を占める一方、“最終的な需要地”をベースにカウントした『付加価値ベース』では米国や欧州など先進国の比率が高く、これらの国々での景気動向により影響を受けやすいことを示している(第6図)。今後、先進国において成長率が緩やかに高まっていくと想定されるなか、輸出も一定の伸びを確保する公算が大きい。

第6図：日本の地域別輸出シェア（2009年時点）



(資料)OECD統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

設備投資の回復傾向が鮮明化

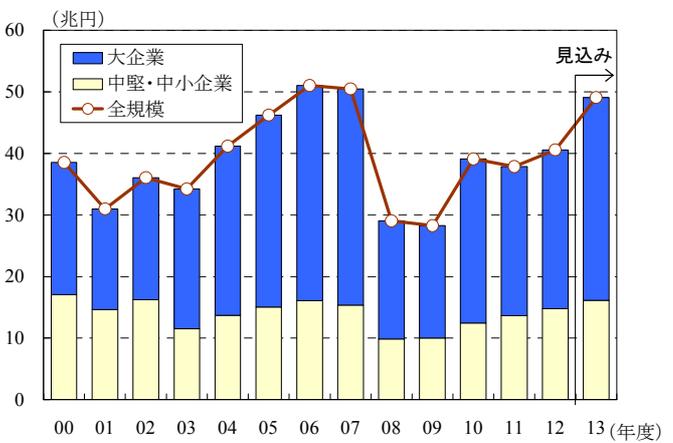
実質設備投資は1-3月期に前期比年率+21.0%の大幅増となり、4四半期連続で拡大した。設備投資の先行指標となる機械受注額（船舶・電力を除く民需）をみても、製造業・非製造業ともに増加トレンドが維持されており、設備投資の回復傾向が鮮明になってきたといえる（第7図）。企業業績の面でも、企業全体の2014年3月時点での2013年度の経常利益見込み額が48兆円とリーマン・ショック前のピークであった2006年度の51兆円に迫る水準を取り戻している（第8図）。この先も、国内外の需要改善や好業績に支えられた企業のキャッシュフローの増加に、投資減税をはじめとする政策面のサポートも加わり、設備投資の回復を支えていく見通しである。これまで繰延べ・先送りされてきた更新投資の実行が見込まれる他、足元、雇用の不足感が高まりつつあることやエネルギー価格が高止まりしていることから、合理化や省エネのための投資に取り組む企業も増加するとみられる。

第7図：実質設備投資と機械受注額の推移



(注)2014年4-6月は内閣府の見通し。
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：企業規模別の経常利益の推移



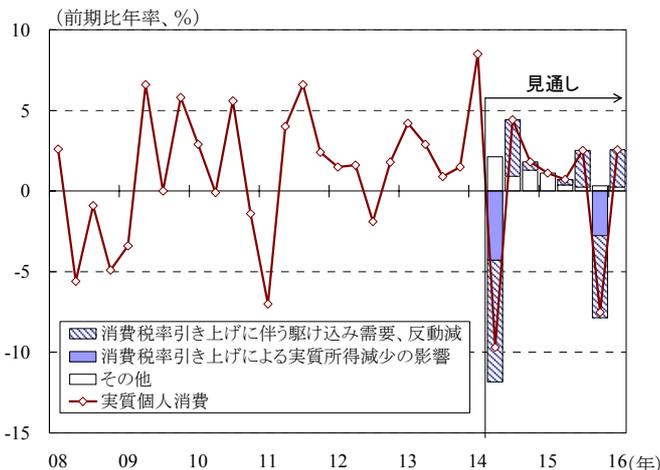
(注)『見込み』は、2014年3月調査時点での2013年度計画。
(資料)日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

フルタイム労働者の増加も個人消費押し上げに寄与

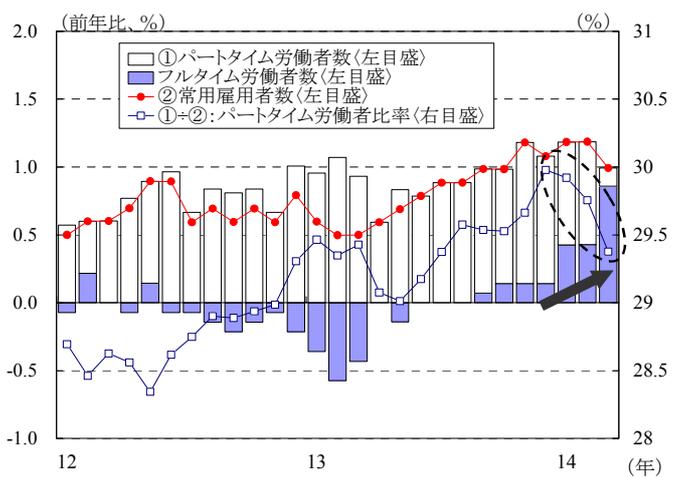
1-3 月期の実質個人消費は前期比年率+8.5%と、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあって大きく加速した（第9図）。とりわけ自動車や家電等を含む耐久財（同+66.9%）や被服及び履物などの半耐久財（同+28.1%）が急伸し、全体を押し上げた。先行きをみると、4-6 月期は消費増税を受けた駆け込み需要の反動や実質所得の低下の影響で一時的な落ち込みは避けられない見通し。もっとも、企業活動が活発化するなか、雇用・所得の改善が個人消費を底支えするとみられる。先ほどみた賃上げに加え、雇用者数も増加が続いており、内訳をみると、パートタイム労働者の伸びを、フルタイム労働者の伸びが上回るようになっている（第10図）。企業活動の活発化を背景に雇用の不足感が高まるなか、非正規社員の正社員化を進める企業もみられるようになっており、こうした動きは、家計所得を押し上げるとともに消費マインドを改善させる効果も期待できる。

第9図：実質個人消費の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：雇用形態別にみた雇用者数の推移

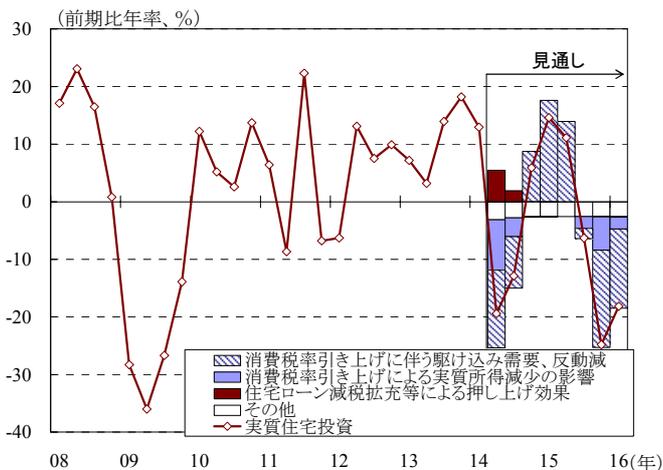


(資料)厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

住宅投資は駆け込み需要の反動などの下押し圧力を、住宅ローン減税の拡充等が一部緩和する展開に

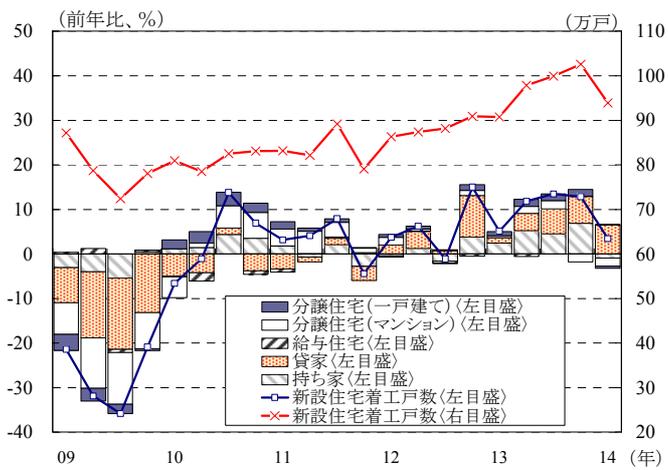
実質住宅投資は、1-3 月期に前期比年率+12.9%と 8 四半期連続で増加した（第11図）。一方、住宅投資の先行指標である新設住宅着工件数は、既に駆け込み需要の反動が表れ、減少基調にある。先行きに関しては、駆け込み需要の反動や税率引き上げによる実質所得の低下が引き続き押し下げ要因になるとみられる。ただし、雇用・所得環境の改善や住宅ローン減税の拡充に加え、相続税法改正を控えた貸家着工の増加も消費税率引き上げの影響を一定程度緩和すると見込まれる（第12図）。

第11図:実質住宅投資の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図:利用関係別にみた新設住宅着工戸数の推移



(資料)国土交通省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 政府部門

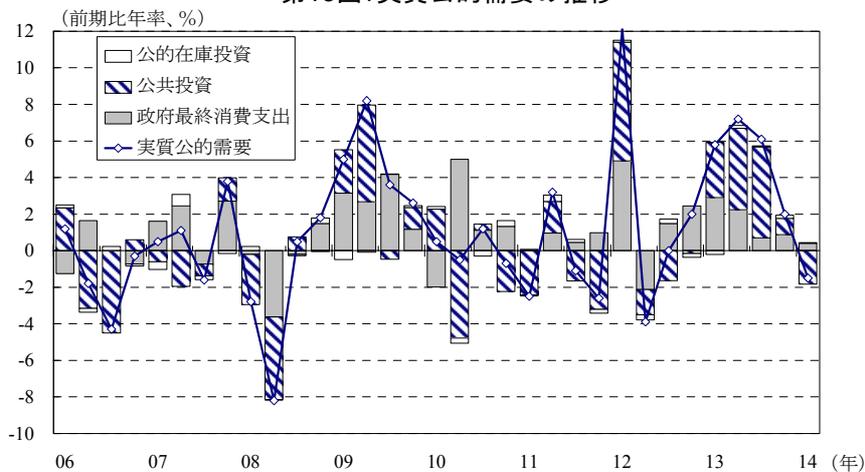
公需は、公共投資を
中心に 7 四半期ぶ
りの減少

1-3 月期の実質公的需要は GDP ベースで前期比年率▲1.5%と、7 四半期ぶりに減少した(第 12 図)。これまで増加を続けてきた公共投資が、昨年 2 月に成立した 2012 年度補正予算(公共投資分 3.3 兆円)による押し上げ効果の縮小に伴い同▲9.4%のマイナスに転じた。一方、政府最終消費支出は、医療費や介護費の現物給付が拡大傾向を続けるなか、引き続き増加している。

今後の公共投資は
高水準ながら前年
割れ

この先の公共投資は、水準としては高い状態が続くものの、前年割れで推移する公算が大きい。今年 2 月に成立した 2013 年度補正予算(公共投資分 1.7 兆円)の執行が当面の公共投資の下支えとして残るが、規模の面で 2012 年度補正予算分の剥落を補うまでには至らないとみられる。

第13図:実質公的需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価

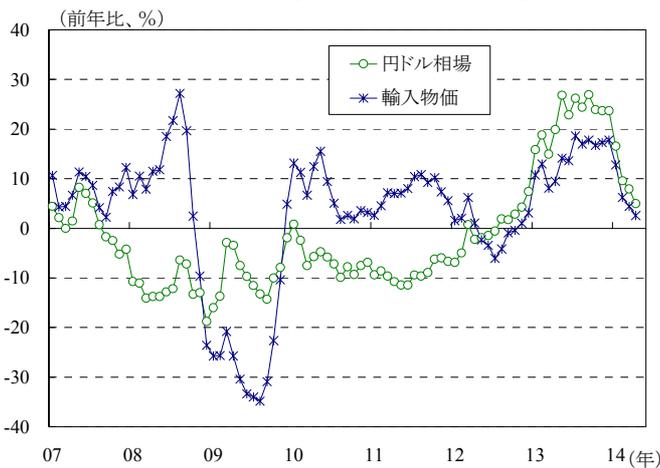
消費税率引き上げ分は順調に価格へ転嫁された模様

4月の消費者物価は、生鮮食品を除くコアベースで前年比+3.2%と、3月に比べ増加率が1.9%ポイント伸長した。消費税率引き上げによる直接的な押し上げ効果が、非課税品目や経過措置対象品目のウェイトを勘案して1.7%ポイント程度と推測されていたことを勘案すると、消費増税分の価格転嫁は概ね順調に進んでいるといえる。

需給ギャップの改善等を背景に、消費者物価は上昇基調を維持

消費者物価の川上に位置する輸入物価は、円安の影響の一巡でこのところ上昇率が明確に鈍化している(第14図)。こうした動きは、今後、消費者物価の上昇率に対して、一時的な下押し圧力となる可能性がある。ただし、基調としては、景気回復を背景に需給ギャップの改善が続くことに、インフレ期待の緩やかな高まりが加わって、消費者物価は上昇ピッチを少しずつ速める見通しである(第15図)。2014年度のコア消費者物価(消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース)は前年度比+0.9%、2015年度には同+1.2%と予想する。

第14図: 輸入物価と円ドル相場の推移



(資料) 日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図: 消費者物価とGDPギャップの推移



(注) 1. 『消費者物価』は、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース。
2. 『GDPギャップ』は、実質GDPと潜在実質GDPの差額を潜在実質GDPで除したもの。
(資料) 総務省、内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

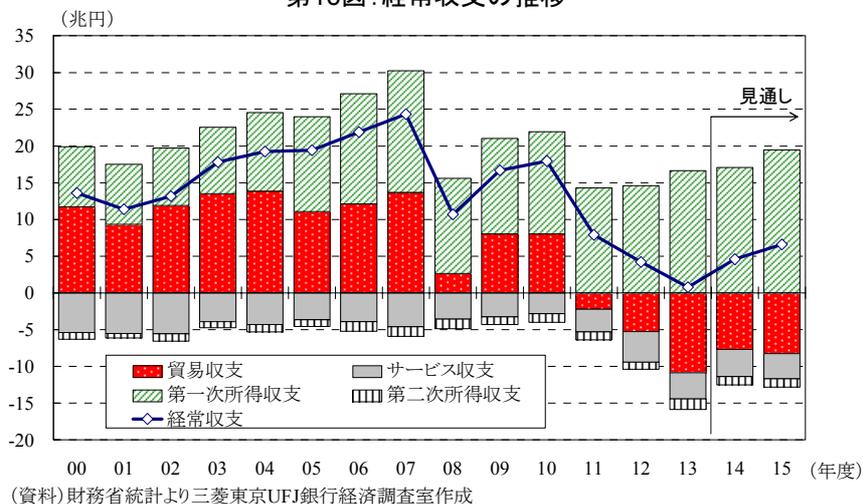
(5) 経常収支

貿易赤字を第一次所得収支の黒字が補い、経常収支は黒字を維持

2013年度の経常収支は7,900億円の黒字となったが、黒字幅は3年連続で減少し、1980年度以来の低水準となった(第16図)。昨年度後半以降、円安に伴う輸入価格の上昇や、駆け込み需要も含めた内需の拡大などで輸入金額が膨らむと同時に輸出が広く伸び悩んだことから、貿易収支が悪化し、経常収支も単月ベースでしばしば赤字を記録した。こうしたなか、第一次所得収支については、これまでの対外純資産の蓄積をベースに、円安によって海外からの所得受取額が円建てで膨らんだこともあり、黒字幅が拡大を続けている。先行きについては、円安による輸出数量押し上げ効果の顕現化や駆け込み需要が一段落したことで輸入の伸び鈍化が見込まれ、貿易赤字幅の急拡大には歯止めがかかるとみられる。一方、第一次所得収

支については、対外純資産の積み上がりをベースに海外経済も安定的に推移すると想定されることから、黒字が一段と拡大していくと考えられる。こうした結果、経常収支は黒字を維持すると見込まれる。

第16図：経常収支の推移



3. 金融政策・市場の現状と見通し

(1) 金融政策と長期金利

大規模緩和策は相応の効果を発揮しており、日銀は当面、現行政策を維持する見通し

日銀は、昨年4月に導入した「量的・質的金融緩和」を継続している。同緩和策の効果波及度合いについて、黒田総裁が掲げた3つの評価軸、『長めの金利や資産価格への働き掛け』、『期待の抜本的転換』、『ポートフォリオ・リバランス効果』で改めて整理すると、全体として相応の効果を発揮しているといえる(第2表)。足元の長期金利は黒田総裁就任時と同水準である0.6%程度で安定しており、株価も高めの水準を維持。また、マーケットが織り込むインフレ期待は徐々に強まっている模様であり、企業の中長期的な成長期待も小幅ながら上昇に転じた。こうしたなかで、金融機関の貸出残高は増加基調で推移している。日銀は今後も暫く、現行政策を維持しながらその効果の波及度合いを見極めるスタンスを維持するものと予想する。

ファンダメンタルズ改善等からの上昇圧力を日銀の大規模緩和が吸収し、長期金利は低水準が続く見通し

10年物国債利回りは、前述の通り日銀による大規模な国債購入の効果で0.6%前後の低位で安定推移している。先行きについては、国内実体経済の成長力や物価トレンドが緩やかに強まるなか、金融出口戦略を進める米国の金利は上昇基調での推移が見込まれ、長期金利に対する上向きの圧力は次第に強まっていくと予想される(第17図)。もっとも、日銀による大規模緩和策の継続がこうした上昇圧力をかなりの程度相殺し、長期金利の上昇ペースはごく緩やかにとどまる見通しである。

第2表：黒田総裁就任時と現在の金融経済指標

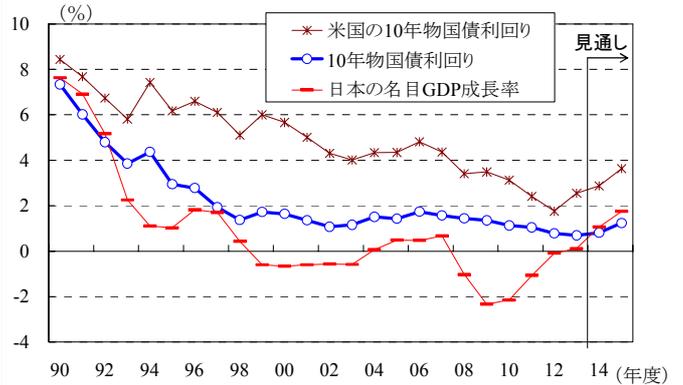
		黒田総裁 就任時	現在	変化幅
長めの金利や 資産価格への 働き掛け	10年物国債利回り (%)	0.60	0.61	+0.01
	日経平均株価 (円)	12,398	14,304	+1,906
期待の 抜本的転換	ブレイク・イーブン・ インフレ率(5年物、%)	1.4	2.4	+1.0
	今後5年間の 実質経済成長率(%)	1.2	1.5	+0.3
ポートフォリオ・ リバランス効果	国内銀行の 保有国債残高(兆円)	166.6	134.1	▲32.5
	国内銀行の 貸出残高(兆円)	441.5	453.2	+11.7
	国内銀行の 保有外国証券残高(兆円)	44.2	45.0	+0.8

(注) 1. 『黒田総裁就任時』は2013年3月時点、『現在』は2014年4月時点
 (『ポートフォリオ・リバランス効果』関連の指標は2014年3月時点)。

2. 『今後5年間の実質経済成長率』は、内閣府「企業行動に関する
 アンケート調査」ベース。

(資料)内閣府・日本銀行統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：10年物国債利回りと米国の10年物国債利回り、
日本の名目GDP成長率の推移



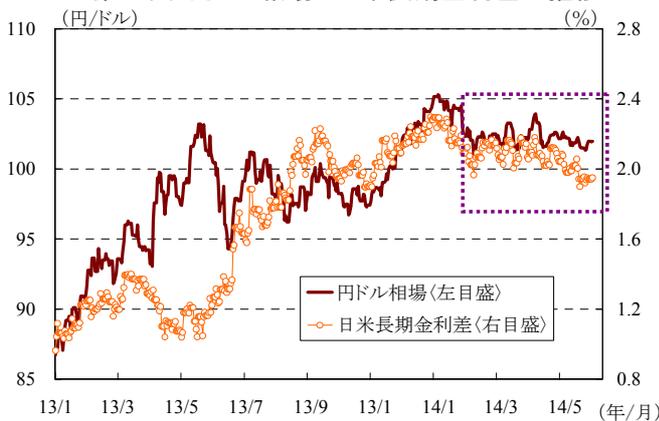
(注) 『日本の名目GDP成長率』は、後方3年移動平均値で、消費税率
 引き上げによるGDPデフレーターへの直接的な影響を除いたベース。
 (資料)内閣府統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 為替

円相場は 1 ドル
100 円前半で膠
着状態に

円ドル相場は、1月上旬に一時1ドル105円まで円が売られる場面もみられたが、2月に入ってから足元まで100円前半の狭いレンジでの推移となっている。昨年5月にFRB議長が資産買入れ策の縮小開始を示唆したことを切っ掛けに大きく円高方向へと巻き戻されて以来、円ドル相場は日米長期金利差との連動を強めている(第18図)。海外に目を転じると、中国経済の動向やウクライナ情勢の帰趨などリスク要因は少なくなく、今後も消去法的、リスク回避的な円買いが膨らんでくる局面が折に触れ到来することは、覚悟しておく必要がある。

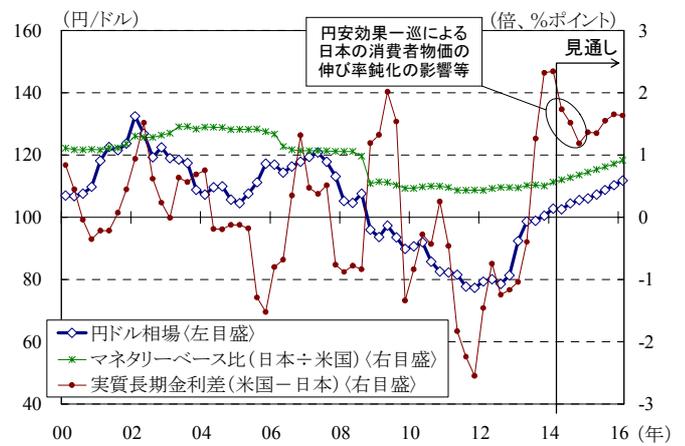
第18図：円ドル相場と日米長期金利差の推移



(注) 『日米長期金利差』は、米国の10年物国債利回りから日本の10年物
 国債利回りを引いたもの。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：円ドル相場と日米のマネタリーベース比、
実質長期金利差の推移



(資料) Bloomberg、日本銀行統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

日銀による大規模
緩和の継続を受け
た内外金利差の拡
大を背景に、再び円
安方向へ

先行きでは、前述した通り、円ドル相場と日米長期金利差との連動性が強まるなかで上昇が見込まれる米国長期金利と低位に止まる日本長期金利との差が徐々に広がっていくことや、大規模な金融緩和の継続で日本のマネタリーベースの増大が予想される（第19図）。こうしたなか、円ドル相場は早晩膠着状態を脱し、緩やかな円安基調で推移していく見通しである。

（宮城 充良、鶴田 零、宮道 貴之、金堀 徹）

日本経済・金融見通し

見通し

	2012				2013				2014				2015	2013年度	2014年度	2015年度
	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			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	3.8	▲ 2.2	▲ 3.0	0.2	4.9	3.5	1.3	0.3	5.9	▲ 5.1	4.3	2.6	2.1	2.3	1.2	1.5
個人消費	1.5	1.6	▲ 1.9	1.8	4.2	2.9	0.9	1.5	8.5	▲ 9.7	4.4	1.8	1.1	2.5	0.3	0.5
住宅投資	▲ 6.3	13.1	7.5	9.9	7.2	3.2	13.9	18.2	12.9	▲ 19.4	▲ 12.9	5.9	14.6	9.5	▲ 1.4	▲ 0.8
設備投資	▲ 10.9	2.5	▲ 6.4	▲ 1.5	▲ 7.6	4.1	2.9	5.8	21.0	▲ 5.4	6.1	5.6	5.8	1.7	5.2	5.8
在庫投資（寄与度）	1.5	▲ 1.6	1.0	▲ 1.0	0.1	▲ 1.2	0.5	▲ 0.2	▲ 0.8	0.7	0.4	0.2	0.1	▲ 0.3	0.2	0.0
公的需要	12.1	▲ 3.9	0.0	2.0	5.8	7.2	6.1	2.0	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	4.5	▲ 0.1	0.6
うち、公共投資	45.4	▲ 7.9	▲ 9.3	▲ 0.9	19.3	28.3	30.4	4.8	▲ 9.4	▲ 8.1	▲ 6.6	▲ 5.9	▲ 4.7	15.3	▲ 4.6	▲ 0.8
純輸出（寄与度）	0.4	▲ 1.3	▲ 2.2	▲ 0.5	1.7	0.5	▲ 2.0	▲ 2.2	▲ 1.1	1.7	1.0	0.5	0.2	▲ 0.5	0.4	0.3
財貨・サービスの輸出	11.8	▲ 2.1	▲ 15.1	▲ 11.6	18.1	12.1	▲ 2.6	1.8	26.3	5.7	7.8	5.7	3.9	4.7	8.5	4.6
財貨・サービスの輸入	8.1	5.9	▲ 1.4	▲ 7.3	4.6	7.3	10.1	15.5	27.7	▲ 4.7	2.0	3.2	3.0	7.1	6.9	3.1
名目GDP（前期比年率、%）	3.6	▲ 3.9	▲ 3.9	0.6	3.1	3.5	0.8	0.8	5.1	1.7	5.4	2.5	1.4	1.9	2.9	2.4
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	0.0	1.5	2.0	1.5	1.9	▲ 0.4	1.7	0.8
鉱工業生産（前期比、%）	0.8	▲ 2.2	▲ 3.2	▲ 1.9	0.5	1.6	1.8	1.8	2.9	▲ 2.6	0.2	0.4	0.6	3.2	1.3	2.3
国内企業物価（前年比、%）	0.3	▲ 1.1	▲ 1.9	▲ 0.9	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	1.9	4.0	4.0	3.9	4.0	1.9	3.9	3.4
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	3.0	2.9	2.8	3.0	0.8	2.9	1.9
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	▲ 677	▲ 947	▲ 1,313	▲ 1,015	▲ 1,947	▲ 1,664	▲ 2,314	▲ 2,805	▲ 3,797	▲ 2,038	▲ 1,775	▲ 1,782	▲ 2,076	▲ 10,864	▲ 7,672	▲ 8,263
経常収支（10億円）	1,688	1,150	780	1,389	922	1,845	565	1	▲ 1,402	741	1,211	1,388	1,247	790	4,586	6,619
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
10年物国債利回り（%）	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0	0.7	0.8	1.2
円相場（円／ドル）	79	80	79	81	92	99	99	101	103	103	104	106	106	100	105	110

(注)『無担保コール翌日物』は、2013年1~3月期以前が誘導目標(期末値)、2013年4~6月期以後が取引金利(期末月の月中平均値)。『3ヵ月物ユーロ円TIBOR』、『10年物国債利回り』、『円相場』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)
2014年5月30日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2012年度	2013年度	2013年		2014年	2013年	2014年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(前期比年率)	0.7	2.3	1.3 (2.4)	0.3 (2.5)	5.9 (3.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.1	1.9	0.5 (1.8)	0.3 (1.9)	1.6 (3.1)	0.0 (2.2)	1.7 (3.5)	▲1.1 (2.2)	1.5 (3.6)	
鉱工業生産指数	▲2.9	3.2	1.8 (2.3)	1.8 (5.8)	2.9 (8.2)	0.5 (7.2)	3.9 (10.6)	▲2.3 (7.0)	0.7 (7.4)	▲2.5 (4.1)
鉱工業出荷指数	▲1.8	2.9	1.2 (1.5)	2.6 (6.5)	4.6 (7.4)	0.2 (6.4)	5.1 (9.3)	▲1.0 (6.5)	▲0.2 (6.5)	▲5.0 (2.4)
製品在庫指数	▲3.0	▲1.4	▲0.1 (▲3.5)	▲1.9 (▲4.3)	0.2 (▲1.4)	▲0.2 (▲4.3)	▲0.4 (▲3.9)	▲0.9 (▲3.4)	1.4 (▲1.4)	▲0.5 (▲1.9)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.4	106.2	109.4 [116.4]	104.6 [117.7]	102.6 [113.4]	104.1 [117.7]	99.3 [113.3]	103.2 [113.3]	105.4 [112.9]	103.5 [108.2]
国内企業物価指数	▲1.1	1.9	0.8 (2.2)	0.2 (2.5)	0.2 (1.9)	0.3 (2.5)	0.1 (2.4)	▲0.1 (1.8)	0.0 (1.7)	2.8 (4.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲0.2	0.8	0.4 (0.7)	0.3 (1.1)	▲0.1 (1.3)	▲0.1 (1.3)	0.2 (1.3)	0.1 (1.3)	▲0.1 (1.3)	2.1 (3.2)
稼働率指数 (2010年=100)	95.4	100.0	97.8 [95.1]	100.2 [93.1]	106.0 [95.1]	101.4 [94.0]	107.7 [94.7]	104.9 [95.2]	105.3 [95.4]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲3.0	11.5	4.8 (9.6)	1.9 (13.3)	4.2 (16.4)	▲12.1 (6.7)	8.1 (23.6)	▲4.6 (10.8)	19.1 (16.1)	
製造業	▲10.1	10.2	8.1 (8.2)	2.0 (14.8)	3.9 (22.1)	▲7.8 (5.5)	4.9 (24.0)	▲4.6 (8.0)	23.7 (29.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.8	12.1	▲0.2 (10.4)	4.9 (12.4)	▲1.0 (11.8)	▲11.5 (7.6)	6.1 (23.1)	▲5.1 (12.6)	8.5 (6.6)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲6.0	5.6	1.1 (▲0.2)	4.8 (10.8)	10.8 (16.8)	▲0.1 (7.6)	14.3 (22.2)	▲4.8 (14.8)	2.2 (14.9)	▲6.1 (10.0)
建設受注	2.4	20.1	(48.7)	(18.1)	(1.6)	(4.9)	(15.2)	(12.3)	(▲8.8)	
民需	2.6	14.2	(60.6)	(10.7)	(▲18.0)	(▲3.5)	(6.2)	(▲18.4)	(▲27.4)	
官公庁	5.3	31.2	(29.9)	(37.1)	(34.7)	(31.6)	(13.7)	(38.6)	(39.8)	
公共工事請負金額	10.3	17.7	(22.5)	(5.0)	(16.8)	(7.5)	(28.8)	(3.7)	(18.1)	(10.0)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	89.3 (6.2)	98.7 (10.6)	100.4 (13.5)	102.6 (12.9)	93.9 (3.4)	105.5 (18.0)	98.7 (12.3)	91.9 (1.0)	89.5 (▲2.9)	
新設住宅床面積	(4.8)	(9.9)	(13.0)	(13.8)	(0.5)	(17.1)	(10.5)	(▲2.4)	(▲6.2)	
小売業販売額	0.3	2.9	(1.2)	(3.0)	(6.6)	(2.5)	(4.4)	(3.6)	(11.0)	(▲4.4)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.6	0.9	▲0.3 (0.7)	▲0.2 (0.6)	4.6 (2.3)	▲0.4 (0.7)	1.6 (1.1)	▲1.5 (▲2.5)	10.8 (7.2)	▲13.3 (▲4.6)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.8	75.5	74.8 [74.1]	74.6 [74.5]	78.8 [76.2]	75.0 [75.1]	75.9 [76.1]	75.9 [77.3]	85.1 [77.1]	74.2 [73.6]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲0.3	4.4	0.7 (4.0)	1.6 (6.0)	2.1 (7.1)	▲0.2 (5.6)	0.8 (7.0)	0.4 (5.8)	2.3 (8.4)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲0.7	0.1	(▲0.4)	(0.4)	(0.1)	(0.5)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.7)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	107	45	43	49	54	48	55	54	55	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.82	0.97	0.95 [0.81]	1.01 [0.82]	1.05 [0.85]	1.03 [0.83]	1.04 [0.84]	1.05 [0.85]	1.07 [0.87]	1.08 [0.88]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.3	3.9	4.0	3.9	3.6	3.7	3.7	3.6	3.6	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.3	54.0	52.1 [43.0]	53.7 [41.6]	55.2 [53.3]	55.7 [45.8]	54.7 [49.5]	53.0 [53.2]	57.9 [57.3]	41.6 [56.5]
企業倒産件数 (実数、件数)	11,719 (▲7.7)	10,536 (▲10.0)	2,664 (▲8.8)	2,571 (▲11.0)	2,460 (▲11.4)	750 (▲15.7)	864 (▲7.4)	782 (▲14.6)	814 (▲12.3)	914 (1.6)

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2012年度	2013年度	2013年		2014年	2013年	2014年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
通関輸出	▲2.1	10.8	(12.7)	(17.4)	(6.6)	(15.3)	(9.5)	(9.8)	(1.8)	(5.1)
価格	4.0	10.2	(12.1)	(12.5)	(6.0)	(12.4)	(9.7)	(4.2)	(4.4)	(3.0)
数量	▲5.8	0.6	(0.6)	(4.3)	(0.7)	(2.5)	(▲0.2)	(5.4)	(▲2.5)	(2.0)
通関輸入	3.4	17.4	(17.5)	(24.1)	(17.6)	(24.8)	(25.1)	(9.0)	(18.2)	(3.4)
価格	2.5	14.6	(18.2)	(18.4)	(10.3)	(19.1)	(15.9)	(9.6)	(5.9)	(4.7)
数量	1.0	2.3	(▲0.5)	(4.8)	(6.5)	(4.7)	(8.0)	(▲0.5)	(11.6)	(▲1.3)
経常収支(億円)	42,233	7,899	13,523	▲14,311	▲8,600	▲6,799	▲15,890	6,127	1,164	
貿易収支(億円)	▲52,474	▲108,642	▲22,463	▲31,002	▲40,123	▲10,733	▲23,454	▲5,334	▲11,336	
サービス収支(億円)	▲41,864	▲35,779	▲9,106	▲11,319	▲7,451	▲3,746	▲4,674	▲1,934	▲843	
金融収支(億円)	20,255	▲28,589	30,689	▲28,031	▲18,353	▲19,224	▲14,720	▲7,319	3,686	
外貨準備高(百万ドル)	1,254,356	1,279,346	1,273,446	1,266,815	1,279,346	1,266,815	1,277,058	1,288,206	1,279,346	1,282,822
対ドル円レート(期中平均)	83.08	100.23	98.94	100.45	102.78	103.46	103.94	102.13	102.27	102.56

3. 金融

	2012年度	2013年度	2013年		2014年	2013年	2014年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
無担保コール翌日物金利	0.083	0.073	0.073	0.072	0.074	0.074	0.073	0.077	0.072	0.065
			[0.085]	[0.084]	[0.083]	[0.082]	[0.083]	[0.087]	[0.078]	[0.072]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.312	0.223	0.228	0.220	0.215	0.220	0.220	0.212	0.212	0.212
			[0.327]	[0.318]	[0.270]	[0.308]	[0.292]	[0.269]	[0.250]	[0.228]
新発10年国債利回り	0.560	0.640	0.680	0.735	0.640	0.735	0.620	0.580	0.640	0.620
			[0.765]	[0.795]	[0.560]	[0.795]	[0.740]	[0.665]	[0.560]	[0.600]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.184	1.077	1.125	1.102	1.077	1.102	1.096	1.093	1.077	1.078
			(▲0.028)	(▲0.023)	(▲0.025)	(▲0.012)	(▲0.006)	(▲0.003)	(▲0.016)	(0.001)
日経平均株価 (225種、末値)	12,398	14,828	14,456	16,291	14,828	16,291	14,915	14,841	14,828	14,304
			[8,870]	[10,395]	[12,398]	[10,395]	[11,139]	[11,559]	[12,398]	[13,861]
M2平残	(2.5)	(3.9)	(3.8)	(4.2)	(4.0)	(4.2)	(4.3)	(4.0)	(3.6)	(3.4)
広義流動性平残	(0.5)	(3.7)	(3.5)	(4.4)	(4.1)	(4.5)	(4.5)	(4.1)	(3.7)	(3.1)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.9)	(2.0)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.1)
	銀行計	(1.1)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.6)	(2.5)	(2.4)	(2.2)
	都銀等	(▲0.2)	(1.7)	(1.9)	(1.8)	(1.6)	(2.0)	(1.8)	(1.6)	(1.3)
	地銀	(2.9)	(3.3)	(3.2)	(3.3)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	(3.4)	(3.5)
	地銀Ⅱ	(0.8)	(1.4)	(0.7)	(2.0)	(2.4)	(2.1)	(2.3)	(2.4)	(2.5)
信金	(▲0.7)	(0.3)	(0.1)	(0.5)	(0.9)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(1.2)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.2)	(3.8)	(3.8)	(3.9)	(3.6)	(3.8)	(4.1)	(3.5)	(3.1)
	都銀	(1.8)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.2)	(3.5)	(3.8)	(3.2)	(2.5)
	地銀	(2.8)	(4.3)	(4.5)	(4.5)	(4.2)	(4.4)	(4.7)	(4.1)	(3.9)
	地銀Ⅱ	(1.8)	(2.5)	(2.1)	(3.2)	(3.1)	(3.3)	(3.3)	(2.9)	(3.0)

(注) 新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料) 内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

II. 米国

～金融出口戦略が進むなか、緩やかな景気回復が持続～

1. 米国経済の現状

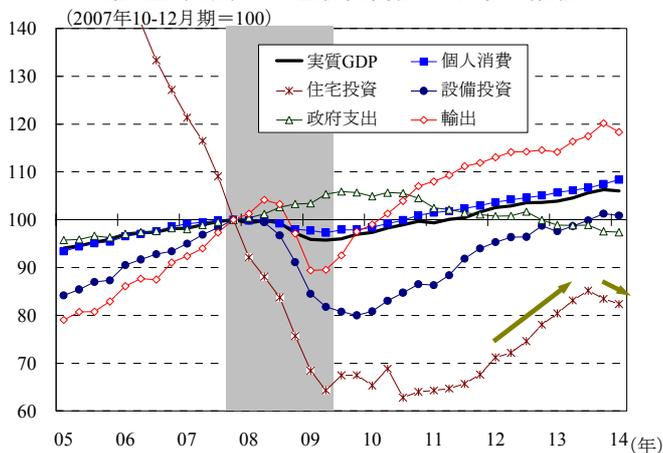
悪天候の影響もあり、成長率は一時的に下振れ

米国経済は、昨年末からの記録的な寒波の影響などで、成長率が一時的に押し下げられたが、緩やかな回復基調は維持している。1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.0%と、10-12月期の同+2.6%から急減速、今回同様、悪天候に見舞われた2011年第1四半期以来のマイナス成長となった。最終需要項目の中では、個人消費のみが同+3.1%と高めの伸びを維持し、成長率を押し上げたが、在庫投資をはじめその他の項目は揃って成長率を押し下げた。なかでも、住宅投資は12四半期連続で増加した後、直近は2四半期連続の減少となり、潮目の変化が窺える（第1図）。

春以降は回復持続も、ペースは引き続き緩やか

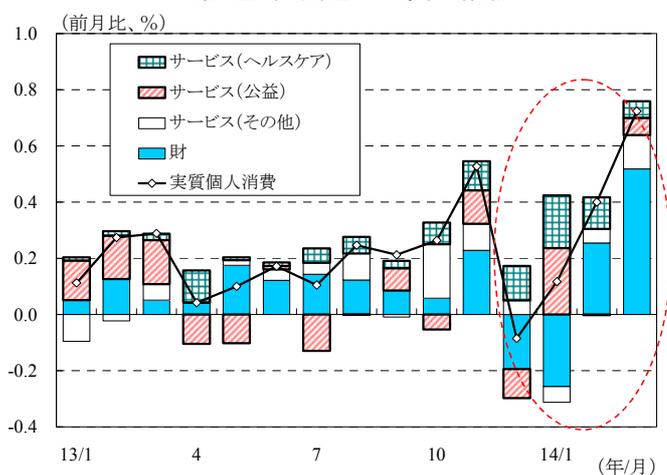
足元の経済指標は総じて改善方向にあり、春以降も回復が持続していることを示唆する内容となっている。但し、4月の小売売上高は前月比+0.1%と、3月の同+1.5%から伸びが大きく鈍化するなど、回復ペースは緩やかにとどまっている。昨年末以降の個人消費の好調は、可処分所得が伸び悩むなか、厳冬に伴う暖房等の光熱費やオバマケア導入に伴うヘルスケア関連支出の増加などにより押し上げられた面もあり、割り引いてみておく必要がある（第2図）。

第1図: 実質GDPと最終需要の水準の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 実質個人消費の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

(1) 実体経済

当面の成長率は+2%台にとどまる見通し

米国経済の先行きを展望すると、家計部門ではバランスシート調整の進展と雇用回復による消費の拡大が見込まれ、企業の設備投資も景気を押し上げる方向に働くと予想される。また財政面からの下押し圧力が緩和され

る点も景気にはプラスに作用しよう。具体的には、与野党が、強制歳出削減措置の緩和を含む今後 2 年間の予算案で基本合意しているほか、2015 年 3 月まで債務上限を凍結していることもあり、当面の財政問題を巡る不透明感は後退している。一方、金融出口戦略の実施が成長ペースを抑制する方向に作用するため、当面の成長率は潜在成長率をやや下回る水準にとどまることが予想される。2015 年にかけては、雇用・所得環境の改善に伴い内需が底堅さを増すことで、実質 GDP 成長率は 2% 台後半に向け徐々に伸びを高めていくと予想する（第 3 図）。

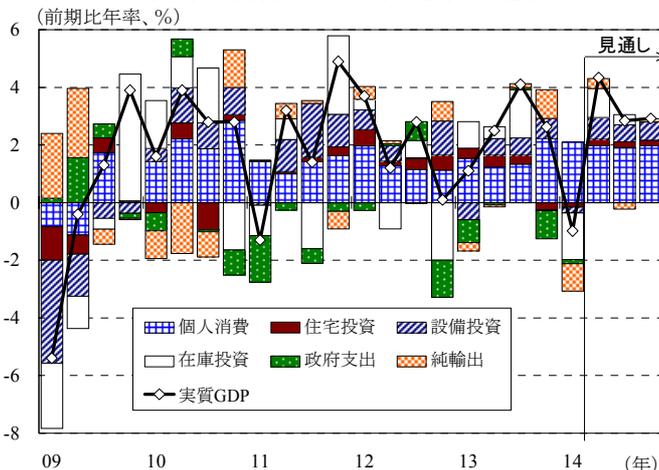
QE3 縮小は、住宅投資などを通じて成長を抑制

FRB による量的緩和第 3 弾 (QE3) の縮小は、既に住宅市場を中心に成長の抑制要因になっていると考えられる。昨年 5 月の QE3 縮小観測浮上に伴う金利上昇に加え、これまでの所得増加を上回るペースでの住宅価格上昇などを背景に、家計の住宅取得能力が大きく低下し、住宅投資の鈍化につながっている模様である（第 4 図）。この先、景気回復に伴う所得増加が住宅取得能力の改善につながるものが期待されるものの、金利上昇が住宅投資の重石になるとみられ、拡大ペースは QE3 が実施されていた頃に比べ緩やかにとどまる公算が高い。

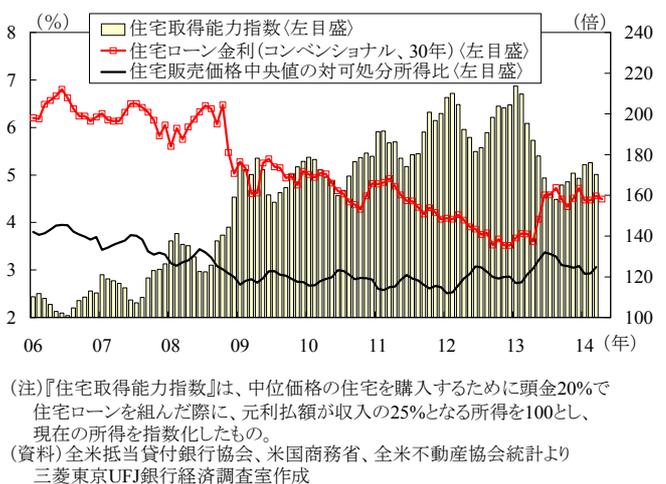
金融出口戦略実施に伴う内外金融市場の反応には引き続き目配りが必要

景気の下振れリスクとしては、大幅な金融緩和状態から始まる出口戦略の実施に伴う国内外の金融市場や新興国経済の反応などが考えられ、引き続き幅広い注視が求められる。あわせて、中国経済の動向など外部環境の変化にも、引き続き目配りが必要である。

第3図: 実質GDPと最終需要の推移



第4図: 住宅ローン金利・住宅価格と住宅取得能力指数



(2) 家計部門と企業部門

家計部門のバランスシート調整進展と雇用回復が成長をサポート

住宅投資の牽引力が弱まるなか、今後、家計部門のバランスシート調整の進展と雇用回復を受けた消費拡大が景気を支えるものと見込まれる。負債の可処分所得に対する比率が 90 年代のトレンドに回帰するなど、家計のバランスシート調整は最終局面に入ったと考えられ、新たな借入余地も広がりつつある。また、緩やかな雇用回復が続くなか、所得も増加すると

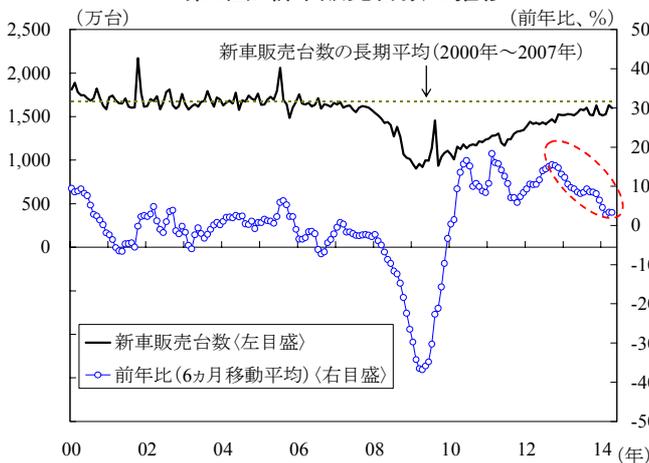
見込まれ、消費は増加基調を維持していくことが予想される。ただし、乗用車など耐久財ではペントアップ需要が一巡してきた兆しも窺われる(第5図)。今後の消費にとって、裾野の拡大が鍵となろう。

労働市場については、高水準のパートタイム労働者や長期失業者など需給の緩みが残るものの、民間部門の雇用者数は景気後退前の2008年1月のピークの水準を回復した。また、失業者に占める自発的離職者の割合も緩やかな上昇基調を辿るなど、労働市場が活発化してきた兆しもみられるようになっている。業種別にみると、回復が先行する娯楽関連や製造業の一部等では賃金上昇も窺える。今後、家計消費の裾野の拡大に伴い、雇用回復にも裾野の広がりが期待される。

企業部門のペントアップ需要が徐々に顕現化

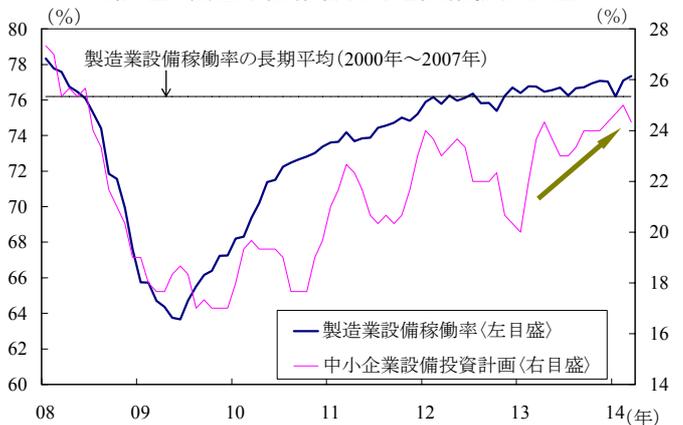
一方、企業部門では生産・消費活動の活発化に伴い、ペントアップ需要の顕現化に伴う設備投資の拡大が見込まれる。製造業の設備稼働率が2000年以降の長期平均の水準を回復するなか、全米独立事業者協会による中小企業を対象とした調査では、3~6ヵ月後に設備投資を拡大すると回答した割合が増加するなど、企業の設備投資意欲の高まりが窺える(第6図)。長期にわたる投資の抑制により、構造物を中心に資本ストックの経過年数(ビンテージ)が上昇傾向にあり、潜在的な設備更新需要は着実に高まっているとみられる。企業部門については、過剰な資本設備や負債等の構造問題を抱えておらず、潤沢なキャッシュフローや社債スプレッドの低位安定など良好な資金調達環境も投資拡大の支えとなろう。

第5図: 新車販売台数の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 製造業設備稼働率と設備投資計画



(注)『中小企業設備投資計画』は、今後3~6ヵ月後に設備投資を拡大すると回答した企業の割合。

(資料) FRB、全米独立事業者協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策と長期金利

FRB は引き続き、慎重に出口戦略を進める見通し

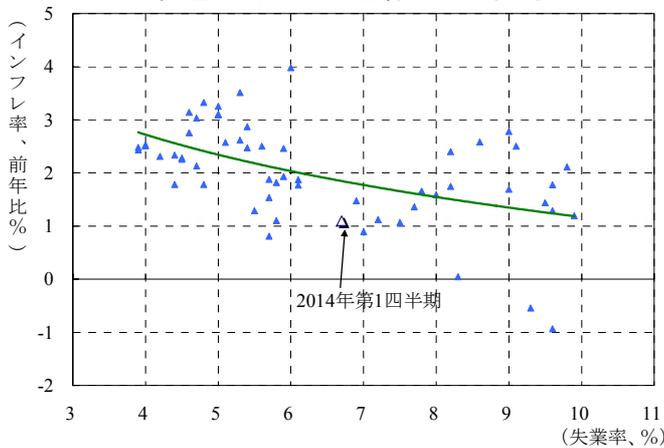
金融政策に関して、FRB は今年1月以降、資産買入額の段階的縮小を進めている。一方、異例の超低金利政策についてFRBは、労働市場にかなりの需給の緩みが存在し、インフレ率が長期にわたって2%を下回るような場合には政策金利の据え置きが続くことを示唆している。インフレ率については、需給ギャップが残るなか、引き続き低めとなることが予想さ

れる。労働需給が引き締まるにつれて賃金などの伸びが徐々に高まり、利上げの環境が整ってくるのは、2015年後半以降となろう（第7図）。加えて、急激な金利上昇は住宅市場等に与える影響も大きいことから、FRBは引き続き実体経済の動静を広く見極めながら、慎重に出口戦略を進めていくとみられる。

長期金利は足元で低下するも、徐々に上昇方向へ

長期金利は、引き続き低水準で推移している。5月半ばには、超低金利の長期化観測、ウクライナ情勢の緊迫化等を受けた「質への逃避」需要の増大などから、10年物国債利回りは一時2.5%を下回る水準まで低下した（第8図）。今後、QE3縮小および景気回復に伴い、金利上昇圧力が掛かり易くなるとみられるが、FRBの慎重な政策運営もあり、一方向的な金利上昇は回避されよう。

第7図：フィリップス曲線(2000年以降)



(注)『インフレ率』は、個人消費支出(PCE)デフレーターの前年比伸び率。
 (資料)米国商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：10年物国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(宮城 充良、福地 亜希)

米 国 経 済 ・ 金 融 見 通 し

見通し

	2012				2013				2014				2015	2013年	2014年	2015年
	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			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	4.1	2.6	▲ 1.0	4.3	2.8	2.9	2.8	1.9	2.3	2.9
個人消費	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	2.0	3.3	3.1	2.9	2.8	2.9	2.9	2.0	2.8	2.9
住宅投資	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	14.2	10.3	▲ 7.9	▲ 5.0	7.5	6.9	6.6	6.8	12.2	1.8	6.7
設備投資	5.8	4.5	0.3	9.8	▲ 4.6	4.7	4.8	5.7	▲ 1.6	6.0	4.7	5.0	6.5	2.7	3.5	6.2
在庫投資（寄与度）	0.4	▲ 0.9	0.6	▲ 2.0	0.9	0.4	1.7	▲ 0.0	▲ 1.6	1.0	0.3	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1
政府支出	▲ 1.4	0.3	3.5	▲ 6.5	▲ 4.2	▲ 0.4	0.4	▲ 5.2	▲ 0.8	0.0	0.0	0.0	▲ 1.0	▲ 2.2	▲ 1.2	▲ 0.3
純輸出（寄与度）	0.4	0.1	▲ 0.0	0.7	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	1.0	▲ 1.0	0.3	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.1
輸出	4.2	3.8	0.4	1.1	▲ 1.3	8.0	3.9	9.5	▲ 6.0	7.1	5.3	6.5	5.5	2.7	3.5	5.5
輸入	0.7	2.5	0.5	▲ 3.1	0.6	6.9	2.4	1.5	0.7	3.5	5.9	4.7	5.1	1.4	2.9	5.5
国内民間最終需要	3.9	2.4	1.9	3.4	1.5	2.7	2.7	3.2	2.1	3.5	3.2	3.4	3.6	2.5	2.9	3.5
名目GDP（前期比年率、%）	5.8	3.0	4.9	1.6	2.8	3.1	6.2	4.2	0.3	5.6	4.7	5.0	4.8	3.4	3.8	4.9
鉱工業生産（前期比年率、%）	5.2	3.8	1.6	2.4	4.2	1.9	2.5	4.9	4.5	7.4	3.4	3.7	3.2	2.9	4.5	3.6
失業率（%）	8.2	8.2	8.0	7.8	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.6	6.5	6.3	6.0	7.4	6.5	5.7
生産者物価（前年比、%）	3.4	1.0	1.5	1.7	1.5	1.4	1.2	0.9	1.5	2.2	2.3	2.5	2.4	1.2	2.1	2.7
消費者物価（前年比、%）	2.8	1.9	1.7	1.9	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7	1.5	1.6	2.0
2. 国際収支																
貿易収支（億ドル）	▲ 1,936	▲ 1,865	▲ 1,790	▲ 1,824	▲ 1,787	▲ 1,750	▲ 1,784	▲ 1,718	▲ 1,816	▲ 1,810	▲ 1,805	▲ 1,810	▲ 1,805	▲ 7,039	▲ 7,240	▲ 7,248
経常収支（億ドル）	▲ 1,208	▲ 1,105	▲ 1,067	▲ 1,023	▲ 1,050	▲ 968	▲ 964	▲ 811	▲ 974	▲ 979	▲ 974	▲ 979	▲ 974	▲ 3,793	▲ 3,907	▲ 3,927
3. 金融																
FFレート誘導目標（%）	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
10年物国債利回り（%）	2.0	1.8	1.6	1.7	2.0	2.0	2.7	2.7	2.8	2.6	2.8	3.0	3.1	2.4	2.8	3.5

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値(現状「0~0.25%」の中間値)。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅲ. 西欧

～ユーロ圏の景気回復ペースは緩慢、英国は内需主導の回復が持続～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

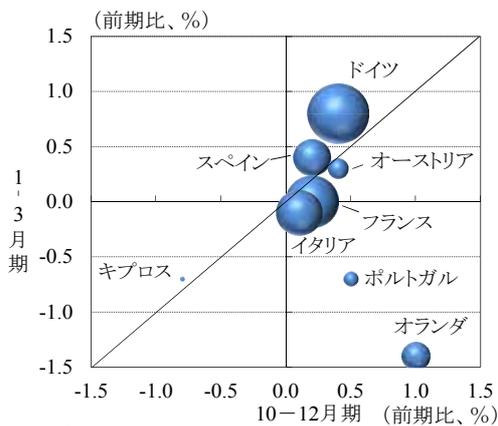
回復のモメンタムは高まらず

ユーロ圏経済は回復基調を辿っているが、そのモメンタムは高まっていない。ユーロ圏の1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.2%と4四半期連続でプラス成長を確保したものの、10-12月期から伸びは不変に止まった。国別にみると、内需の堅調なドイツ(同+0.8%)がユーロ圏経済全体の成長を牽引した一方、イタリア(同▲0.1%)やポルトガル(同▲0.7%)など周縁国は再びマイナス成長に転じた(第1図)。

スペイン、イタリアの不良債権比率は依然高水準

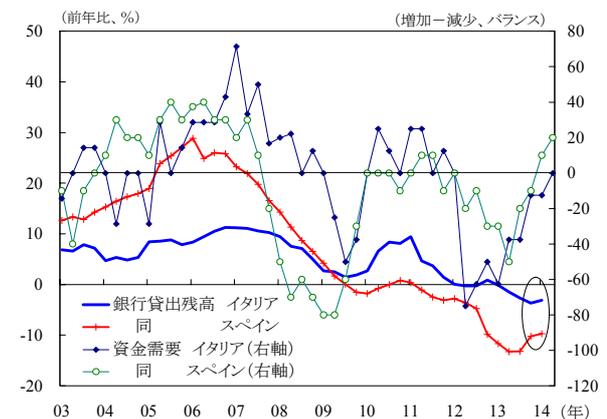
周縁国経済が明確な回復軌道を描きにくいのは、不良債権問題を抱え、金融面で目詰まりが続いているためである。不良債権比率をみると、スペインは13%台半ばで高止まり、イタリアは9%台後半まで上昇している。スペインの不良債権比率を業種別にみると、不動産バブル崩壊の影響で建設・不動産関連が際立って高いことに加え、近年では製造業や卸・小売も上昇しており、実体経済への影響が広がっている可能性が大きい。企業の資金需要は漸く戻りつつあるものの、不良債権の増加が続く状況下、銀行は貸出に慎重であり、両国の貸出残高は前年割れが続いている(第2図)。

第1図：ユーロ圏の実質GDP成長率



(注)バブルはユーロ圏18カ国に占める名目GDPのウェイト。
(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：イタリアとスペインの銀行貸出残高と資金需要



(資料)ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

デフレーションが長期化

懸案の物価は、4月の消費者物価上昇率(HICP総合)は前年比+0.7%と欧州中央銀行(ECB)の物価目標(2%未満かつ2%近く)を大幅に下回っている。ECBは「低成長下でのユーロ高」がデフレをもたらすことを懸念しており、6月にも追加金融緩和策に踏み切ることを示唆している。

こうしたなか、各国の長期金利は軒並み過去最低水準まで低下している。これは、リスクプレミアムの低下に加え、期待インフレ率の低下(デフレーションの長期化予想)を反映したものと考えられる。

(2) 今後の見通し

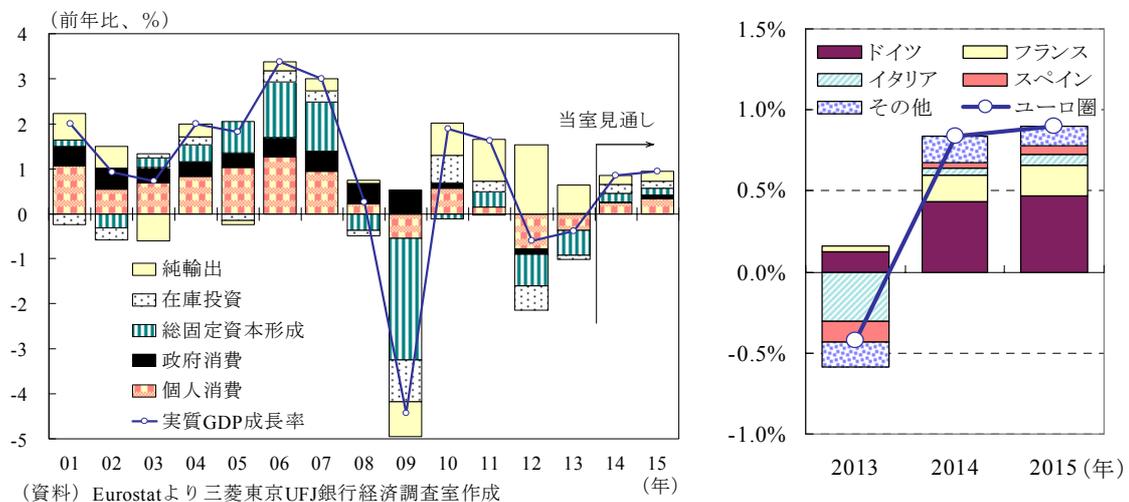
2015 年にかけても
1%弱の低成長にと
どまる

今後のユーロ圏経済を展望すると、海外景気の持ち直しを受け、2015 年にかけて回復基調を辿るとみられる。もっとも、回復ペースは緩慢で、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.8%、2015 年は同+0.9%と低成長に止まろう（第 3 図）。高い競争力を保持するドイツは、経済実態に比べ低い金利と割安な通貨を武器に、引き続きユーロ圏経済の牽引役となるものの、不良債権処理が道半ばである周縁国経済は辛うじてプラス成長を確保するに止まり、全体としては跛行性が残る見込みである。財政緊縮度合いが一時よりは緩和され、海外景気が緩やかながらも回復に向かうなど追い風が吹いているが、周縁国では今年 10 月に ECB による銀行包括査定の発表を控えて銀行は貸出拡大に慎重になること、また、若年層を中心にした高い失業率が続いていることなど懸念材料も多い。

目下のリスクはロ
シア・ウクライナ
情勢

とりわけ、ユーロ圏経済にとって目下のリスク要因は、緊張が続くロシア・ウクライナ情勢である。EU 全体では、原油消費量の約 3 割、天然ガス消費量の約 4 分の 1 をロシアからの輸入に依存しており、経済制裁の発動により供給制限が実施された場合、原油・ガス価格の高騰等を通じ生産、消費両面への影響が大きくなる虞がある。

第 3 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率（見通し）



(3) デフレーションの背景

物価の下落はサー
ビス部門へ拡大

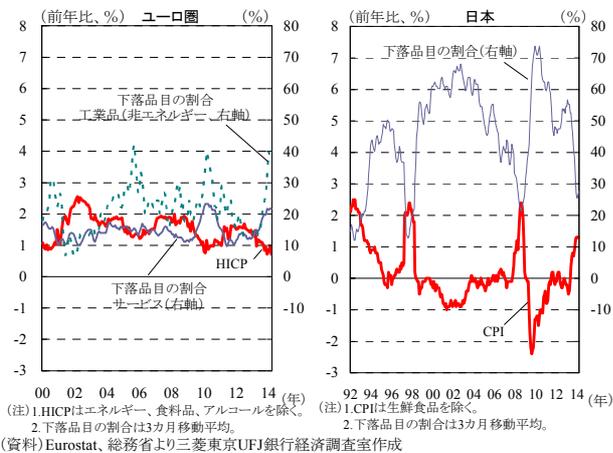
昨年 10 月以降、消費者物価上昇率（HICP 総合）は 7 ヶ月連続で 1%を下回っており、物価の下落品目の割合は全体の 3 割近くに達している。約 7 割の品目が下落した日本のデフレ局面と距離はあるが、工業品に加え、サービス部門でも下落品目の割合が上昇しており、物価下落品目の裾野は拡大している（第 4 図）。

デシインフレの要因は需給ギャップの拡大に加え、ユーロ高の影響も

デシインフレの根底には、需給ギャップの悪化（特に需要サイドの弱さ）があると考えられる。需給ギャップの推移をみると、グローバル金融危機後、一旦はマイナス幅が縮小に向かったが、欧州債務危機の深刻化に伴い再び拡大している（第5図）。

需給ギャップの拡大に加え、ユーロ相場の上昇もデシインフレの一因となっている。近年では輸入物価下落の影響を受けやすい工業品（非エネルギー）の下落品目の割合が増加している。さらに、ユーロ高を背景に輸出の伸びが抑制されることで（第6図）、需給ギャップが一段と悪化することにつながる点も重要な波及経路である。

第4図：ユーロ圏と日本の物価と下落品目の割合



第5図：需給ギャップと消費者物価指数



第6図：ユーロ圏外向け輸出と実質実効相場



(4) 金融政策

デシインフレの進行により実質金利は上昇傾向、追加金融緩和が必要な状況

ユーロ圏経済が緩やかながらも回復に向かっているのは、ECBによる積極的な金融緩和に支えられた側面も大きい。もともと、足元ではデシインフレの進行により、実質金利は上昇傾向にあり、金融政策は「引き締め」方向に転じているともいえる（第7図）。景気回復のモメンタムは依然弱く、回復基調を確りとしたものにするためには、金融面からの追加サ

ポートが必要な状況にありそうだ。

前述の通り、ECBは「低成長下でのユーロ高」を懸念しているが、これは需要の回復が鈍いなか、ユーロ高がデフレリスクを高めるためでもある。足元のユーロ高は、FRBとは対照的にECBのバランスシートも縮小していること（バランスシート格差拡大）も一因^(注1)と考えられる（第8図）。

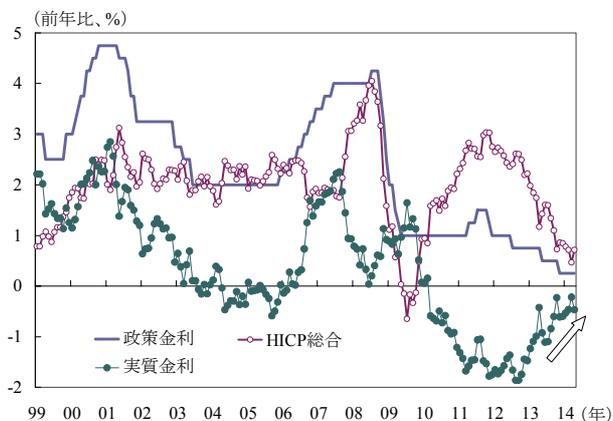
想定される追加金融緩和策は、利下げや長期資金供給策など

現時点で想定される追加金融緩和策は、利下げに加え、SMP（証券市場プログラム）^(注2)の不胎化停止や貸出促進を目的とした長期資金供給などがある。この他、ECBでは量的金融緩和についても議論されている模様である。政策効果を高めるために、複数の政策を組み合わせたものが発表されるとの予想が多い。

(注1) ECBのバランスシートの縮小は、2011年12月、2012年2月の2回にわたり実施された3年物LTRO（長期資金供給オペ）の期限前返済が進んでいることが主因。

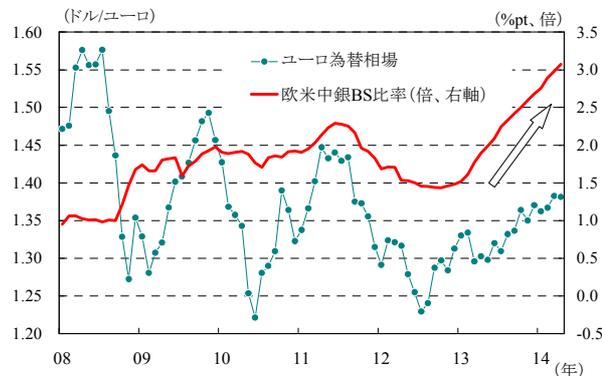
(注2) SMPは2010年5月～2012年3月にかけて実施されたECBによる国債購入プログラム。購入残高は最大約2,200億ユーロで、ECBが購入資金と同額の資金を週次で市場から吸収。なお、購入した国債は残存期間4～5年物が中心であるが、国債の対象国などの内訳は非公表。5月16日時点の残高は1,675億ユーロ。

第7図：ユーロ圏の実質金利



(注) 実質金利=政策金利-HICP総合。
(資料) Eurostat, ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：ユーロ相場とECB・FRBのバランスシート比率



(注) 『欧米中銀BS比率』=FRBの資産規模/ECBの資産規模、2008年8月=100として指数化。

(資料) ECB, FRB, Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

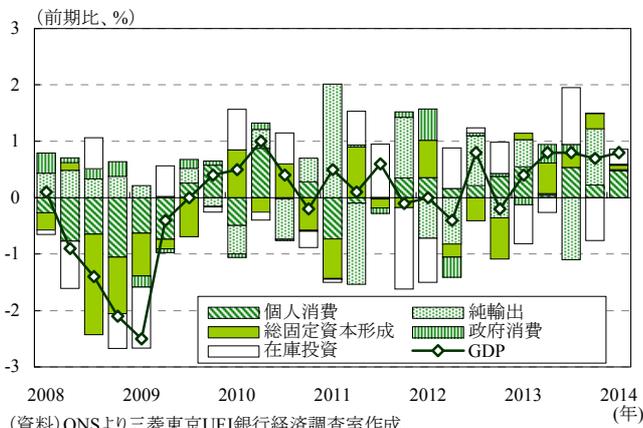
2. 英国

(1) 景気の現状

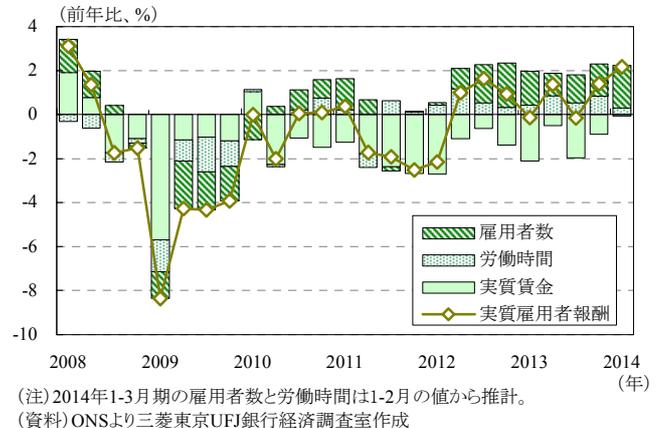
実質成長率は堅調な伸びが続く

英国経済は、堅調な景気回復が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は、5 四半期連続でプラスとなり、伸び率も前期比+0.8%と高成長が持続した（第 9 図）。需要項目別の内訳をみると、個人消費の伸び率が同+0.8%に加速し、成長率全体を押し上げた（寄与度は+0.5%ポイント）。実質雇用者報酬の堅調な増加が、家計の需要拡大に寄与している。特に足元にかけては、名目賃金の伸び率上昇とインフレ率の低下によって実質賃金の減少に歯止めがかかり、購買力の一段の増加に繋がった（第 10 図）。

第 9 図: 英国の実質 GDP 成長率



第 10 図: 英国の実質雇用者報酬



(2) 今後の見通し

内需は雇用・所得の増加を伴う好循環に

英国経済は、今後も家計部門を中心に内需主導の回復が持続すると予想する。雇用環境については、4 月の失業率（失業保険申請ベース）が 3.3%と、2008 年 10 月以来の水準まで低下したことに加え、企業の採用意欲も高まっている。購買担当者指数（PMI）の雇用見通し指数は足元、統計開始以来の最高水準にあり、先行きの雇用増加や賃金上昇を示唆している。昨年前半からの消費持ち直しや住宅市場の復調を起点とした現在の景気回復は、企業活動の拡大と雇用・所得の増加を伴う好循環に入りつつあるとみられる。

外需の回復力は当面限定的

一方、外需については、大陸欧州向けを中心に低調が続いている。ユーロ圏の内需持ち直しが力強さに欠けることに加え、南欧等における雇用コストの低下によって、英国の相対的な価格競争力が低下していることも一因と考えられる。ユーロ圏経済の成長は、先行きも緩やかなものに止まる公算が大きいため、外需の回復力は当面限定的とみられる。

足元までの高成長は持続的ではない

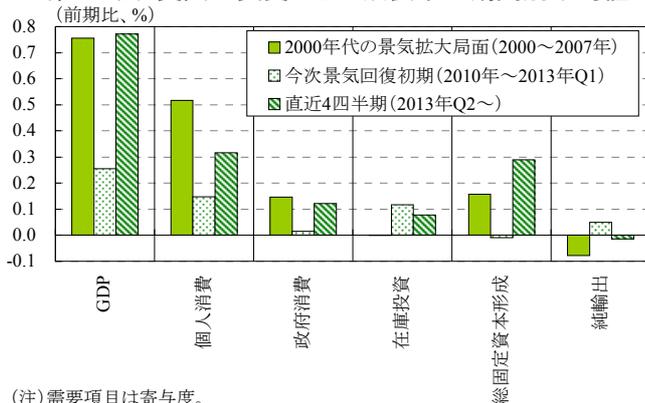
なお、先行きの成長率は、足元までに比べて緩やかなものとなる可能性が大きい。直近 4 四半期の実質 GDP 成長率の平均は前期比+0.8%と、2000 年代の景気拡大局面に匹敵する伸びとなっているが（第 11 図）、当時と

比べて世界経済全体の成長ペースは切り下がっている。こうしたことを踏まえると、最近の成長率はかなりのハイペースであり、持続的でないと考えるのが妥当であろう。特に足元は住宅投資の増加などから総固定資本形成が上振れしているが、建設投資の先行指標である建設業 PMI には頭打ちの兆しがみられる。加えて、製造業 PMI とサービス業 PMI にも昨年末以降、上昇一服の動きが出ている。いずれの指数も水準自体は今なお高いため、景気悪化が懸念されるほどではないが、少なくとも景気拡大のペースについては今後緩やかなものとなる可能性が大きい。

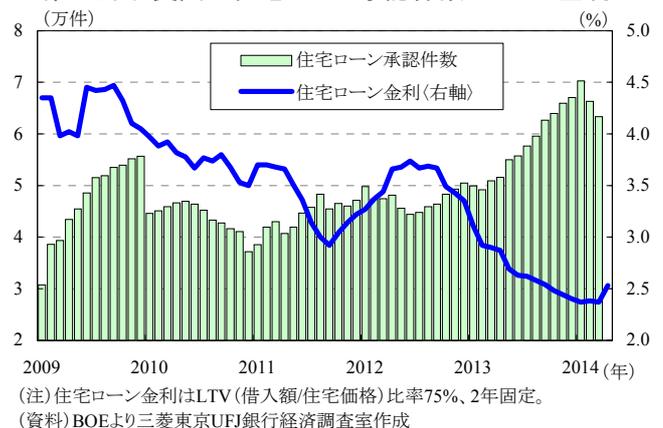
住宅市場に関しても、住宅ローン金利の低下に歯止めがかかり、ローン承認件数も頭打ちになるなど（第 12 図）、これまで加速一辺倒であった状況にわずかながら変化がみられる。もっとも、年率+10%近い住宅価格の上昇が続くなか、住宅市場の過熱リスクが後退したと考えるのは時期尚早であろう。

2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%と 2007 年以来の高い伸びになる見通しで、また 2015 年についても同+2.3%と底堅い推移を予想する。

第 11 図：英国の実質 GDP 成長率の期間別平均値



第 12 図：英国の住宅ローン承認件数とローン金利



(3) 金融政策

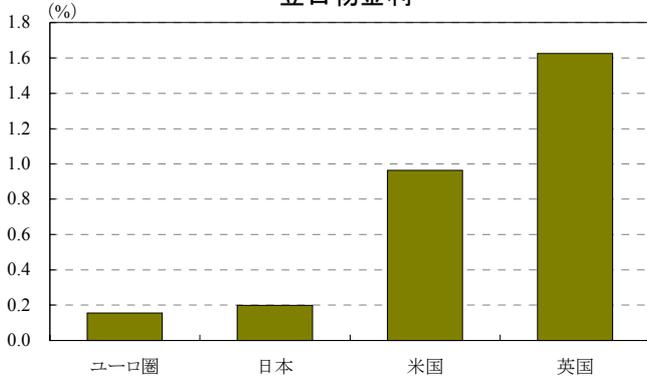
金融市場は来年初の利上げを織り込む

足元の景気堅調や住宅市場の過熱懸念から、早期利上げ観測が台頭している。金融市場は、英国中銀 (BOE) が主要中銀で最も早い来年初に利上げを実施することを織り込んでおり、2015 年末には政策金利が 1% 台後半に達すると見込んでいる (現行 0.5%) (第 13 図)。

もっとも、経済全体の需給バランスは、今しばらく供給超過の状態が続くとみられ^(注3)、またインフレ率も BOE の目標水準を下回り、鈍化傾向にある (第 14 図)。そのため、住宅市場の過熱リスクに対しては、ローンの規制や購入支援策の見直しといった利上げ以外のアプローチがまず検討されよう。来年 5 月に総選挙が予定されていることも勘案すると、利上げは来年後半以降となる可能性が大きいと考える。

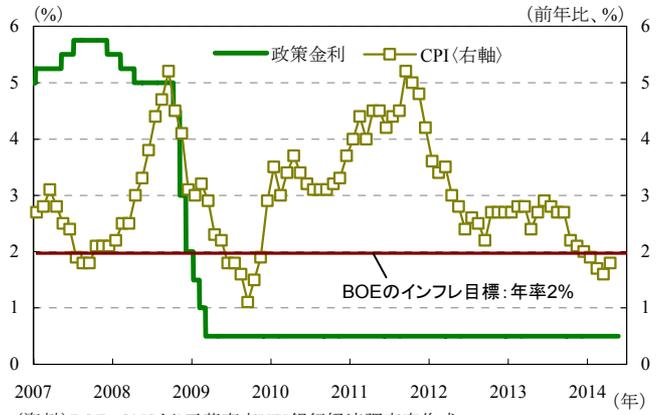
(注3) BOEは足元、GDP比1~1.5%程度のデフレギャップが存在するとみている。

第13図:金融市場が織り込む2015年12月時点の翌日物金利



(注)5月22日時点のOISより算出。
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図:英国の住宅ローン残高と返済比率



(資料)BOE、ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

表: 西欧経済の見通し

(1) 総括表

	名目GDP規模 2013年 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)
ユーロ圏	12,716	▲ 0.4	0.8	0.9	1.3	0.8	1.0	303	295	280
ドイツ	3,636	0.4	1.5	1.6	1.6	1.3	1.5	275	263	251
フランス	2,737	0.2	0.7	0.9	1.0	0.9	1.1	▲ 43	▲ 40	▲ 35
イタリア	2,072	▲ 1.9	0.3	0.4	1.3	0.6	0.9	17	20	32
英国	2,536	1.7	2.5	2.3	2.6	1.6	1.8	▲ 1,112	▲ 1,460	▲ 1,089

(2) 需要項目別見通し

(単位: %)

	ユーロ圏			英国		
	2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (見通し)	2015年 (見通し)
名目GDP	1.1	1.6	1.4	3.5	4.9	5.3
実質GDP	▲ 0.4	0.8	0.9	1.7	2.5	2.3
<内需寄与度>	▲ 1.0	0.7	0.7	1.8	2.5	2.5
<外需寄与度>	0.6	0.2	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.3
個人消費	▲ 0.7	0.4	0.6	2.2	1.8	1.6
政府消費	0.1	0.1	0.4	0.7	1.1	0.8
総固定資本形成	▲ 2.9	1.1	0.8	▲ 0.6	5.9	5.5
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6
輸出	1.4	2.5	2.1	1.0	1.8	3.4
輸入	0.0	2.3	1.8	0.5	1.7	4.1

(注) 1. ユーロ圏はドイツ、フランス、イタリアのほか、アイルランド、エストニア、オーストリア、オランダ、キプロス、ギリシャ、スペイン、スロバキア、スロベニア、フィンランド、ベルギー、ポルトガル、マルタ、ルクセンブルク、ラトビアの計18カ国。
2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
3. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率 (HICP)。

IV. アジア

～景気は緩やかな回復持続を見込むも、不透明感が幾分強まる～

1. アジア経済全般

(1) 現状

景気の回復ペースは引き続き緩やか

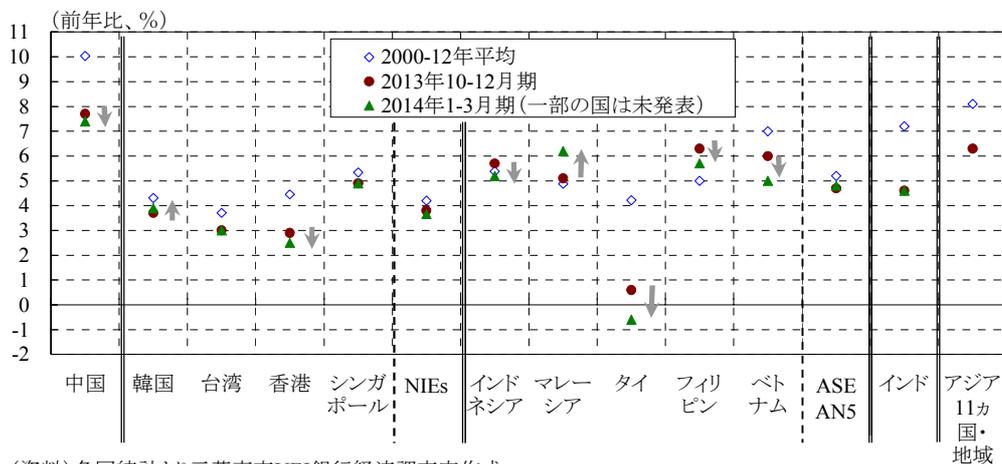
アジアでは景気回復が続くも、依然緩やかなペースに止まっている。直近 1-3 月期の実質 GDP 成長率をみると、韓国やマレーシアなどが加速する一方、中国やインドネシアなどで減速（第 1 図）。タイは前年比マイナス成長となった。輸出については、米国景気が悪天候で一時的に減速した影響もあり、1-3 月期の回復度合いは国によってばらつきがみられた。内需は、インフレ抑制のために利上げを実施したインドネシアやインドなどで引き続き減速傾向にある。

タイでは、自動車購入支援策の反動減や輸出の低迷が続くなか、昨年秋からの政局混迷が景気を一段と下押ししている。足元では、5 月 7 日にインラック前首相が退陣した後、5 月 22 日には軍事クーデターが発生。経済運営安定化の時期は、一段と遠退きかねない状況である。

金融市場は落ち着き

金融市場では、米国で量的金融緩和縮小が段階的に実施されているものの、アジア各国への影響は限られた。

第 1 図：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率



(2) 見通し

アジア経済全体の成長率は 6%程度が続く見込み

今後のアジア経済を展望すると、「中国経済の投資を中心とした減速」がマイナスに働く一方、「欧米景気の持ち直しを受けた輸出の緩やかな回復」と「ASEAN・インドの内需の底堅さ」がプラスに働くとみられる。この結果、アジア 11 カ国・地域の実質 GDP 成長率は、2014 年が前年比 +6.1%、2015 年が同+6.1%と 2013 年（同+6.2%）と同程度となる見通し

である（第2図、第2表）。

**中国経済は成長率
の緩やかな低下傾
向が続く**

中国は、2014年、2015年と成長率の低下が続こう。安定成長持続のために多岐に亘る構造改革が必要となるなか、過剰投資や信用の抑制は最優先の政策課題となっている。当面、投資の鈍化や住宅市場の減速などが内需を下押しする見通しである。さらに、輸出も過去数年の人民元高や先進国との相対規模縮小などから、以前の様な景気の牽引力は期待出来ない。また、現政権は改革実施を優先する方針とみられ、成長率が急速に低下しない限り、大規模な景気対策は実施されないであろう。成長率の緩やかな低下をメインシナリオとしているが、中国経済が構造的な問題を抱えている状況に変わりはなく、下振れリスクを抱えながらの状況が継続しよう。

**NIEs 経済の成長率
は加速へ**

NIEsは、米国を中心とした先進国向け輸出の回復を起点に、2013年の前年比+2.9%から総じて成長ペースが加速する見通しである。NIEs全体の成長率は、2014年に前年比+3.5%、2015年に同+3.7%を見込む。各国別の輸出以外の注目点として、香港では、割高な住宅価格の動向が指摘できる。米国の金融出口戦略が緩やかなペースに止まることで、香港の住宅価格も大幅な調整は回避されるとみているが、不確実性は高い。NIEsのなかでは最も景気の下振れリスクが大きく注視が必要だ。また、台湾では中台サービス貿易協定に反対する学生の立法院占拠などを受け、対中融和路線の修正を余儀なくされそうだ。短期的な景気への影響は限られようが、中長期的な成長力への影響は懸念される。韓国では、旅客船沈没事故の対応を巡り朴政権の支持率が急低下した。政策運営の停滞リスクが浮上しつつある。

**ASEAN 経済は底堅
さを維持する見通
し**

ASEAN5カ国の成長率(2013年実績前年比+5.2%)は2014年が同+4.8%、2015年が同+5.3%と底堅い成長を見込む。ただし、国ごとにはまちまちな状態である。ASEAN各国は近年、中間層が拡大し内需のウェイトが上昇。その経済成長へ与える影響も強まっている。

マレーシア、フィリピンは、短期的には大きな成長下押し要因を抱えておらず、引き続き堅調な景気回復が見込まれる。

**インドネシア経済
は底堅さを維持**

インドネシアは、底堅い成長を維持しよう。インフレ・通貨安に伴う金融引き締めを受けた内需の緩やかな減速は当面続く一方、大統領選挙後に見込まれる投資手控えの解消が景気の下支えとなろう。成長率は2014年が前年比+5.6%、2015年が同+5.4%と2013年(同+5.8%)よりは幾分低下するものの、過去平均(2000-12年：同+5.4%)と同程度を維持しよう。なお、インドネシアの経常収支と貿易収支の赤字幅は縮小し、物価も安定しつつあるが、内需抑制策などの効果も大きく、持続的な改善とまでは言えない状況である。仮に米国の金融出口戦略が早まるとの見方が強まれば、引き続き新興国の中では悪影響が大きく現れよう。4月に実施された総選挙では、野党の闘争民主党が国会で比較第一党を確保。7月の大統領選でも同党ウィドド氏の優勢が予想されており、その場合には10年ぶりの政

権交代となる。新政権の政策は依然不透明な部分もあり、今後の動向が注目される。

タイ経済は政局混迷の影響で当面低迷

タイは、暫く経済の低迷が続く見通しである。5月22日に軍事クーデターが発生し情勢は流動的であるが、新政権発足と経済運営の正常化までには1年近くを要しそうだ。当面、①消費者・企業マインドの悪化、②観光客の減少、③海外からの投資の低迷、④政府によるインフラ投資の抑制などが続く見通しであり、2014年の成長率は2013年の同+2.9%から大きく低下、同+1.0%に止まろう。新政権発足に向けた動きが進展すると想定される2015年には、抑制されていた消費や投資が持ち直し、同+4.3%の成長率を予想する。

ベトナム経済は緩やかな回復が続く

ベトナムは、引き続き緩やかな景気回復が続く見通しである。但し、解決途上にある不良債権問題が内需の下押しとなるほか、足元で生じた中国との領有権を巡る関係悪化が下振れリスクとして指摘される。ベトナムは中国からの輸入割合が大きいほか、近年は多国籍企業の直接投資によりサプライチェーンの一角を担いつつある。仮に、中国との関係悪化が深刻化すれば、ベトナム経済の成長鈍化に止まらず、他国への影響も懸念される。

インド経済は緩やかな回復に止まる

インドは景気回復に向かうものの、その改善ペースは緩やかに止まる見通しである。インフレ率の低下により消費は最悪期を脱する見込みながら、利払い負担の増加などもあり、投資の加速は見込みにくい状況である。なお、インド下院の総選挙では野党インド人民党が勝利し、10年ぶりに政権交代が実現した。モディ新政権による経済政策の効果は中長期的なものが中心となるだろうが、マインドの好転などは短期的に期待出来そうだ。

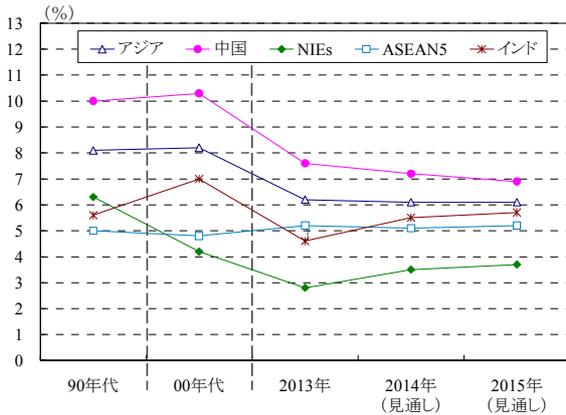
アジア経済全体の下振れリスクは、中国経済の失速など

アジア全体でみた景気の一段の下振れリスクは、①金融環境の悪化などを受けた中国経済の失速、②タイの政局混迷長期化によるサプライチェーン障害への波及、③南シナ海の領有権などを巡るベトナム(やフィリピン)と中国との関係の一段の悪化、両国間の貿易・投資の大幅減少、④米国の金融引き締め観測を受けた新興国の株価・通貨の大幅下落、などが挙げられる。

金融政策については、このところ政策金利を据え置く国が多い状況にある(第1表)。この先、インドネシア・インドは当面引き締めスタンスを維持するとみられるが、物価が落ち着く2014年終盤以降は利下げ実施が見込まれる。

(竹島 慎吾、栗原 浩史)

第2図:アジアの実質 GDP 成長率見通し



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表:アジア主要国・地域の政策金利

	政策金利の変化幅(bp)						政策金利の直近値(%)
	2013年				2014年		
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4月-直近	
中国	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.00
韓国	0.00	▲0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50
台湾	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.88
インドネシア	0.00	0.25	1.25	0.25	0.00	0.00	7.50
マレーシア	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00
タイ	0.00	▲0.25	0.00	▲0.25	▲0.25	0.00	2.00
フィリピン	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	3.50
ベトナム	▲1.00	▲1.00	0.00	0.00	▲0.50	0.00	6.50
インド	▲0.50	▲0.25	0.25	0.25	0.25	0.00	8.00

(注) 中国の現在の主要政策金利は明確でないが、本表では貸出基準金利を掲載。

(資料) 各国中央銀行資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表:アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2012年)		実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	(10億ドル)	シェア、%	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
中国	8,221	58.1	7.7	7.2	6.9	2.6	3.1	3.0	1,828	1,633	1,455
韓国	1,130	8.0	3.0	3.4	3.7	1.3	1.7	2.4	799	702	641
台湾	474	3.3	2.1	3.5	3.7	0.8	1.6	1.7	577	548	583
香港	263	1.9	3.0	3.3	3.7	4.3	4.2	3.9	51	75	92
シンガポール	277	2.0	4.1	3.9	4.0	2.4	2.5	2.9	544	644	543
NIEs	2,143	15.1	2.9	3.5	3.7	1.7	2.1	2.5	1,971	1,968	1,859
インドネシア	879	6.2	5.8	5.6	5.4	6.4	6.3	6.2	▲291	▲192	▲179
マレーシア	305	2.2	4.7	5.4	4.8	2.1	3.3	3.8	126	207	239
タイ	366	2.6	2.9	1.0	4.3	2.2	2.4	2.9	▲28	65	48
フィリピン	250	1.8	7.2	6.6	6.2	3.0	3.6	3.5	94	92	91
ベトナム	156	1.1	5.4	5.4	6.0	6.6	6.2	6.9	77	16	12
ASEAN5	1,955	13.8	5.2	4.8	5.3	4.5	4.7	4.9	▲21	188	211
インド	1,842	13.0	4.6	5.5	5.7	10.0	6.4	6.3	▲388	▲423	▲414
アジア11カ国・地域	14,161	100	6.2	6.1	6.1	3.7	3.6	3.6	3,389	3,366	3,111

(注) インドは年度(4月~3月)ベース。

(3) インドとインドネシアにおける政権交代の影響

インドとインドネシアで10年ぶりの政権交代の公算

インドとインドネシアでは、いずれも5年ぶりに総選挙が実施された。インドでは最大野党インド人民党(BJP)が単独過半数を獲得、ナレンドラ・モディ氏が新首相に就任した。インドネシアでも最大野党闘争民主党(PDI-P)が事前予想を幾分下回りながらも比較第一党を確保、7月の大統領選挙でも同党ジョコ・ウィドド氏の優勢が予想されている。

次期政権下で改革スピードの加速が期待されるインド

近年は、両国ともに景気減速下で経常赤字や高インフレといったマクロ不均衡が表面化、次期政権の経済政策に対する期待が高まっていた。程度の差こそあれ、両国が取り組むべき課題は、規制緩和やインフラ整備などを通じた投資の促進、補助金改革などを通じた財政再建や過剰消費の抑制および国内貯蓄の拡大で共通している。

両国の次期政権またはその有力候補の経済政策を、現政権と比較してみると、幾分期待の度合いが異なる(第3表)。インドのモディ新政権は、

燃料を中心とした補助金改革を進めるほか、財政再建に向けて懸案の財・サービス税（GST）導入を推進していく考え。厳しい解雇規制が残る労働関連法の見直しや土地収用問題の改善、高速道路や都市ガスなどのインフラ投資もマニフェストに盛り込まれた。国内の物流インフラの効率化を通じたインフレ抑制効果が期待される総合小売業の外資規制緩和に対して反対が明記されたが、総じて見れば多くの構造改革の前進に期待が持てる。

インドネシアでは改革の方向性には依然不透明な部分も

インドネシアでも燃料補助金の削減、それによる財源確保と道路や空港・港湾、工業団地等のインフラ投資の拡大については、具体的な政策目標が提示され前進が期待される。ただし、労働市場の規制緩和や外資規制などの方向性は依然不透明である。

これらを踏まえると、次期政権による経済改革は、両国共に前進が期待できそうだ。インドでは投資拡大を起点とした国内の供給力拡大が雇用・所得・支出への好循環に繋がるには相当の時間を要するとみられるが、中期的に見れば今回の政権交代が経済回復への分岐点になることが見込まれる。他方、インドネシアについては、引き続き連立政権が予想されることなどから改革実行のスピードは幾分限られる公算が大きい、インフラ投資促進などを通じ成長をサポートすると考えられる。

（シンガポール駐在 中村 逸人）

第3表：インドとインドネシアの次期政権の経済政策の評価

	インド		インドネシア	
	前政権の政策	次期政権の政策の方向感	現政権の政策	次期政権の政策の方向感
補助金削減	<ul style="list-style-type: none"> 2012年9月、2013年1月、同5月に燃料補助金削減 支払い制度を効率化 2013年9月、貧困層8億人へ食料を提供する食糧法が可決 	<ul style="list-style-type: none"> 依然補助金負担大 食糧法成立は財政再建に逆風 財政赤字は2013年度、2014年度に縮小見込みも支出構成は悪化 	<ul style="list-style-type: none"> 2005年以降、計4度に亘り燃料補助金を削減、燃料小売価格は都度上昇（2008年12月には引き下げも実施） 	<ul style="list-style-type: none"> ルビアンで再び原油市況と補助金付き燃料価格の価格差拡大 補助金負担大、インフラ予算圧迫
財政赤字削減	<ul style="list-style-type: none"> グローバル金融危機後、財政赤字が急拡大 2016年度に▲3.0%目標を盛り込んだ財政改革ロードマップ発表 	<ul style="list-style-type: none"> GST導入に向けて州政府と協力を推進（BJPマニフェスト） GST導入を支持（モディ氏） 	<ul style="list-style-type: none"> 国家財政法（財政赤字の名目GDP比が3%未満）等、法的な拘束の下、財政赤字は比較的小規模 補助金支出がインフラ資源を圧迫 	<ul style="list-style-type: none"> 財政については明確な方向性は見えていないが補助金の削減自体は財政効率化に寄与
外資規制緩和 法制・制度整備	<ul style="list-style-type: none"> 2012年9月、10月、2013年8月に外資規制を緩和 総合小売業への参入を現地調達比率や後方インフラ投資を条件に出資上限51%で許可 民間航空、放送、保険・年金、通信、保健の規制緩和 	<ul style="list-style-type: none"> 総合小売業の外資規制緩和には反対（BJPマニフェスト） 雇用創出分野・インフラ特殊技術関連等を中心にFDI推進（BJPマニフェスト） 	<ul style="list-style-type: none"> 2007年に新投資法制定、以降同年12月、2010年にネガティブリストを改正、段階的に外資規制を緩和 2014年5月の第3次改正では医薬品製造・ベンチャー・キャピタル等の規制が緩和の一方、倉庫・小売・エネルギーの一部で規制強化も 	<ul style="list-style-type: none"> 2014年のネガティブリスト改正について外資系企業からは規制強化に対する不満の声が不明確 投資認可所要日数を15日以下に短縮（大統領選マニフェスト）
労働規制緩和	<ul style="list-style-type: none"> 総じて労働者保護の強い政策を採用 	<ul style="list-style-type: none"> 厳しい解雇規制存在 複雑かつ時代に合わない労働法を見直す（BJPマニフェスト） 	<ul style="list-style-type: none"> 労働法の改正案を国会に提出も、労働組合や労働者によるデモが発生、野党の抵抗も大きく改正は見送りに 	<ul style="list-style-type: none"> 労働政策に対する明確な言及はないが、PDI-P・メガワティ元政権下で成立した2003年労働法は硬直的な労働市場の要因
土地収用の改善	<ul style="list-style-type: none"> 1984年の土地収用法を改正、土地収用プロセスを透明化し、関係者間での争議を減らす・住民への補償を厚くすることが目的 	<ul style="list-style-type: none"> 土地収容の長期化、コストの上昇への懸念高まる 	<ul style="list-style-type: none"> 土地収用問題に対処するため「国家土地利用政策」により非耕作地の取得とその開発について検討（BJPマニフェスト） 	<ul style="list-style-type: none"> △
インフラ投資促進	<ul style="list-style-type: none"> インフラ案件に係る汚職問題の影響で大型インフラ投資の許可認可が大幅に遅延 	<ul style="list-style-type: none"> 内閣投資委員会を設置、許認可手続き一部進展も、財政硬直化により公共インフラ投資は限定的 	<ul style="list-style-type: none"> 2009年1月に新鉱業法が施行、川下産業の育成を目的に未加工鉱石の輸出規制が強化 	<ul style="list-style-type: none"> 2014年1月からニッケル・ボーキサイト輸出が事実上国禁に 未加工鉱石の輸出規制を踏襲する考え（大統領選マニフェスト）
		<ul style="list-style-type: none"> 新たに100都市を建設 高速道路網「ダイヤモンド四角形プロジェクト」、都市ガス網・光ファイバー網等のインフラ投資を積極的に推進（BJPマニフェスト） 	<ul style="list-style-type: none"> 2011年策定のインドネシア経済開発加速化・拡大マスタープランを公表、2025年まで総額4,012兆ルピアの投資を計画 スマトラ縦断高速鉄道、島嶼間の橋梁、港湾整備等に遅れが目立つ 	<ul style="list-style-type: none"> ジャカルタ州知事時代には都市交通システムを中心にインフラ整備に注力 道路2,000km、10空港・10港湾の新設・補修、工場団地10か所の新設、インフラ開発銀行の新設（大統領選マニフェスト）

（注）『評価』のうち、○は前・現政権の政策・足元の状況から改善が込みまれるもの、△は大きな変化がないもの、×は悪化が見込まれるもの。

（資料）インド人民党マニフェスト、インドネシア大統領選マニフェスト、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 中国

(1) 現状

景気は引き続き減速

中国経済は減速を続けている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +7.4% となり、昨年 10-12 月期の同 +7.7% から低下。地方政府ごとの実質 GDP 成長率を 1-3 月期と昨年通年で比較すると、全ての地方で 1-3 月期の成長率が低下している（第 4 表）。内陸の「西部」において低下幅の大きな地方政府が多いほか、「東部」の河北省と海南省、「中部」の黒龍江省と山西省でも低下幅が大きかった。直近 4 月の月次指標も、生産や消費など総じて低調な状態が続いている（第 5 表）。

このような景気減速の背景として、①不安定な金融環境からの景気抑制的な動き、②地方政府の高成長志向の一部是正、③住宅市場の増勢鈍化、④綱紀粛正による（高額）消費抑制の継続、⑤大気汚染深刻化による工場操業抑制などが指摘できよう。

消費者物価・住宅価格は上昇率が鈍化

消費者物価については、直近 4 月に前年比 +1.8% となり、昨年 10 月（同 +3.2%）をピークに上昇率が鈍化。また、住宅価格も 4 月に同 +6.4%（70 都市上昇率の単純平均）となり、昨年 12 月（同 +9.2%）をピークに上昇率が切り下がってきている。

景気減速を受け、政府は政策を微調整

景気減速を受け、政府は小型の景気下支え策（小企業向け優遇税制措置の拡大、中西部を中心とした鉄道網整備加速、低所得者向け住宅建設加速など）や「農村金融機関の預金準備率引き下げ」を 4 月に発表。政府高官は依然、短期且つ大型の景気対策には消極的な姿勢を示している。

金融政策運営では、農村金融機関以外の預金準備率は据え置かれ、貸出基準金利なども変更されず。公開市場操作を中心に運営されるなか、短期金利の中央銀行誘導目標が不明なこともあり、中央銀行の政策スタンスは引き続き掴みづらい状況にある。代表的な短期金利である 7 日物レポ金利は、このところ 4% を下回る水準で比較的落ち着いた推移となっている。

第 4 表：地方政府別みた実質 GDP 成長率

		①13年			②14年1Q			②-①				
		13年	14年1Q	差	13年	14年1Q	差	13年	14年1Q	差		
東部	1 河北省	8.2	4.2	▲4.0	10.4	9.6	▲0.8	17 安徽省	10.4	9.6	▲0.8	
	2 海南省	9.9	7.3	▲2.6	10.1	9.3	▲0.8	18 江西省	10.1	9.3	▲0.8	
	3 天津市	12.5	10.6	▲1.9	9.0	8.7	▲0.3	19 河南省	9.0	8.7	▲0.3	
	4 福建省	11.0	9.4	▲1.6	20 雲南省	12.1	7.7	▲4.4	21 寧夏回族自治区	9.8	6.9	▲2.9
	5 遼寧省	8.7	7.4	▲1.3	22 甘肅省	10.8	7.9	▲2.9	23 広西チワン族自治区	10.2	8.0	▲2.2
	6 広東省	8.5	7.2	▲1.3	24 四川省	10.0	8.1	▲1.9	25 陝西省	11.0	9.2	▲1.8
	7 浙江省	8.2	7.0	▲1.2	26 内蒙古自治区	9.0	7.3	▲1.7	27 貴州省	12.5	10.8	▲1.7
	8 山東省	9.6	8.7	▲0.9	28 重慶市	12.3	10.9	▲1.4	29 青海省	10.8	10.1	▲0.7
	9 江蘇省	9.6	8.8	▲0.8	30 新疆ウイグル自治区	-	-	-	31 チベット自治区	-	-	-
	10 上海市	7.7	7.0	▲0.7	全国	7.7	7.4	▲0.3				
中部	11 北京市	7.7	7.1	▲0.6								
	12 黒龍江省	8.0	4.1	▲3.9								
	13 山西省	8.9	5.5	▲3.4								
	14 吉林省	8.3	7.0	▲1.3								
	15 湖北省	10.1	9.2	▲0.9								
	16 湖南省	10.1	9.2	▲0.9								

(注) 色付けは、『14年1Q』の成長率が『13年』に比べて2%ポイント以上低下した箇所。
(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 表：主な月次指標

	13年			14年				直近の評価
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	
輸出(前年比、%)	5.6	12.7	4.3	10.6	▲18.1	▲6.6	0.9	○
輸入(前年比、%)	7.0	5.3	8.3	9.9	10.0	▲11.3	0.8	△
固定資産投資(年初末、前年比、%)	20.1	19.9	19.6	-	17.9	17.6	17.3	△
小売売上高(前年比、%)	13.3	13.7	13.6	11.8	12.2	11.9		△
工業生産(前年比、%)	10.3	10.0	9.7	8.6	8.8	8.7		△
製造業PMI	51.4	51.4	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4	△
非製造業PMI	56.3	56.0	54.6	53.4	55.0	54.5	54.8	○
消費者物価(前年比、%)	3.2	3.0	2.5	2.5	2.0	2.4	1.8	-
生産者物価(前年比、%)	▲1.5	▲1.4	▲1.4	▲1.6	▲2.0	▲2.3	▲2.0	-

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家統計局発表の指標。

2. 色付けは、伸び率または指数が前月から低下した箇所。

(資料) 中国国家統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 見通し

成長率は緩やかな
低下傾向が続く見
通し

先行きを展望すると、中国経済は成長率の緩やかな低下傾向が続く見通しである。「輸出の回復」や「綱紀粛正の消費への悪影響一巡」が小幅プラスに働く一方、「信用拡大の抑制」や「構造改革の本格化」を受けた「投資の鈍化」や「住宅投資の鈍化」がマイナスに影響しよう（第3図）。その結果、実質GDP成長率は2013年の前年比+7.7%から、2014年に同+7.2%、2015年に同+6.9%まで鈍化すると予想される。中長期の視点で安定的且つ持続可能な成長が志向されるなか、「信用拡大の抑制」は政権にとって最優先の政策課題であろう。

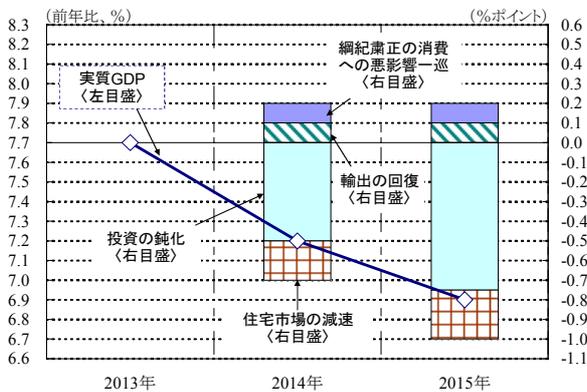
政策対応は微調整
に止まる見込み

なお、3月の全国人民代表大会（全人代）で今年の成長率目標は7.5%に設定されたが、李首相は「柔軟性と許容範囲がある」と発言を加えた。成長率が7.5%から多少下振れる（下振れる可能性が高まる）程度では、大規模な景気対策実施には到らず、政策対応は微調整に止まろう。

下振れリスクは、金
融環境の大幅悪化
など

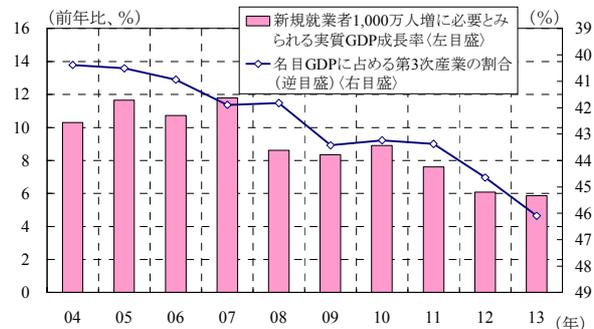
この点につき、政権が重視する雇用面からみても、7.5%成長に固執する必要性は薄れつつある。中国では、労働集約度合いの高い第3次産業の経済に占める割合上昇などにより、1%の経済成長で生み出される（＝経済成長に必要となる）就業者数は増加方向にある。このため、2014年の都市部新規就業者の政府目標（1,000万人以上）は、近年の成長率と就業者の関係でみると、6%程度の成長でも達成される可能性がある（第4図）。
景気の一段の下振れリスクは、①理財・信託商品のデフォルトなどに伴う金融環境の大幅悪化、②国有企業・地方政府プラットフォーム向け融資・債権の不良化急増に伴う金融環境の大幅悪化、③住宅・商業用不動産価格の大幅調整、④環境問題の深刻化に伴う経済活動の抑制、などが挙げられる。政府のコントロールにより、これらの顕在化は何とか回避されるとみているが、不確実性は高く、下振れリスクを抱えながらの状態が続こう。

第3図：実質GDP成長率へ影響を与える主な要因



(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：都市部就業者1,000万人増に必要なとみられる実質GDP成長率と第3次産業の割合



(注) 1. 2014年の都市部新規就業者の政府目標は1,000万人以上。2013年は900万人以上との目標に対して実績1,310万人。

2. 当該年の実質GDP成長率と都市部新規就業者の関係から算出。

(資料) 中国国家统计局、社会保障部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント①～住宅市場

住宅市場は減速が鮮明化

見通し上のキーポイントとしてはまず、住宅市場の動向が挙げられる。住宅価格は2013年に上昇が顕著となった後、足元では前述の通り上昇ペースが鈍化してきている。また、販売用住宅着工面積（1-3月：前年比▲27.2%）や住宅販売面積（1-3月：同▲5.7%）などは減少に転じている（第6表）。

住宅市場減速の背景は複合的

住宅市場減速の背景として、①2013年10月頃からの（地方）政府による住宅価格抑制策強化（2軒目の住宅購入時の頭金最低比率引き上げなど）、②住宅・不動産関連の金融環境の悪化、③このところの住宅供給過剰、④住宅価格の（可処分所得比などでみた）割高感などが指摘できる。

住宅市場の減速はしばらく続く見通し

今後の住宅市場は、これらが重石、下押し圧力となることで、暫く減速が続く見通しである。ただし、上記①からの下押し圧力は今後軽減される公算が大きい。事実、安徽省や浙江省の一部地方政府は早くも住宅規制の緩和に乗り出しており、今後、他の地方政府の追随も見込まれる。また、②からの下押し圧力も、幾分改善される可能性がある。中央銀行は5月、住宅ローン審査の迅速化を銀行に要請。住宅・不動産関連の金融環境改善に取り組む姿勢を示している。こうしたことから、大幅な住宅市場調整や住宅価格下落は回避されそうだ。

住宅市場減速の景気への悪影響として、(a)住宅投資の抑制、(b)住宅関連消費の抑制（第5図）、(c)住宅価格下落による個人消費への逆資産効果、(d)住宅の担保価値毀損による資金調達環境悪化、(e)地方政府の土地譲渡金収入減少などが考えられる。

地方政府の土地譲渡金収入の動向にも注意が必要

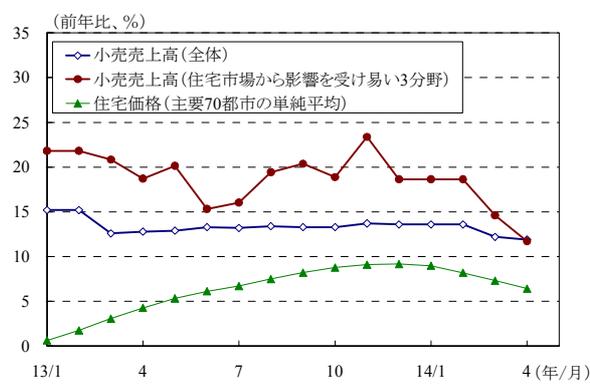
このうち(e)について、地方政府の土地譲渡金収入は、2013年に前年比+44.7%（4.1兆元）へ回復した後、1-3月期も同+40.3%と高めの上昇率を記録していたところ（前掲第6表）。土地譲渡金収入減少が大幅となる際には、地方政府の債務返済能力にも注視が必要となろう。

第6表：住宅・不動産関連指標

指標	2013年 (1-3月)	2013年 (4-6月)	2013年 (7-9月)	2013年 (10-12月)	2014年 (1-3月)	現状 評価
① 全国の住宅価格 (70都市平均、前年比)	1.8%	5.2%	7.5%	9.0%	8.2%	▲
② 北京の住宅価格 (前年比)	5.9%	11.7%	15.0%	16.2%	12.4%	▲
③ 上海の住宅価格 (前年比)	3.7%	10.2%	15.4%	18.1%	15.4%	▲
④ 販売用住宅着工面積 (前年比)	▲0.8%	5.8%	14.1%	28.2%	▲27.2%	×
⑤ 住宅販売面積 (前年比)	41.2%	23.8%	14.9%	7.2%	▲5.7%	×
⑥ 住宅ローン新規増加額 (前年比)	36.8%	187.6%	163.2%	23.6%	15.2%	▲
⑦ 固定資産投資(不動産業、前年比)	24.1%	22.2%	18.2%	19.8%	16.3%	▲
⑧ オフィス着工面積 (前年比)	▲1.3%	13.1%	8.6%	35.0%	▲21.5%	×
⑨ 地方政府土地譲渡金 収入(前年比)	46.6%	46.0%	55.5%	36.2%	40.3%	○

(資料) 中国国家统计局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：小売売上高と住宅価格



(注)『小売売上高(住宅市場から影響を受け易い3分野)』は、家具、建材、家電の上昇率を単純平均した数値。

(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 見通し上のキーポイント②～ “信用拡大の抑制”

“信用拡大の抑制” は長期にわたって継続へ
見通し上のキーポイントとして、2つ目には“信用拡大の抑制”が挙げられる。社会融資総量^(注1)のうち新規実行額をみると、2014年1-3月に前年比▲9%となり、2013年7-9月、10-12月に続いてマイナスとなった。内訳では、高リスク先への債権を多く含むとみなされている委託・信託貸付などの抑制が目立つ。社会融資総量の残高は、名目GDP比180%程度(2013年末)と依然高水準であるため、“信用拡大の抑制”は長期(5～10年)に亘って続く見通しである。

急速な信用収縮は回避されるも、リスクは存在
急速な信用収縮については、政府がコントロールし回避されるとみられるが、暫くは重大なリスクとして残り続けよう。なかでも理財・信託商品は、①残高規模が大きいこと、②短期間の調達であること、③高リスク先の投融资との結び付きが強いこと、などから金融システムへ大きな影響を与え得るため、特に注意が必要といえる。

特に理財・信託商品の動向に注意が必要
仮に理財・信託商品でデフォルト圧力が高まった場合、損失負担の主体によって金融システムや経済への影響が異なろう(第7表)。まず、組成・販売金融機関が損失を負担するシナリオでは、カウンターパーティリスクが高まり、中国国内で金融危機的状況が発生するリスクがある。個人投資家がデフォルトを負担するシナリオでは、信用の収縮が景気を下押すことに加え、社会不安が一段と高まるリスクがある。中央・地方政府が損失負担するシナリオでは、緊縮財政運営が景気の下押しとなるが、短期的な景気への悪影響度合いは相対的には最も軽いと考えられる。

(注1) 実体経済が金融機関(銀行、証券、保険などの金融機関ならびに証券市場)などから調達した資金の合計額。

第7表: 理財・信託商品でデフォルト(圧力)が大規模となった際に想定されるシナリオ

損失負担	想定されるリスク	概要	景気への悪影響度合い
組成・販売金融機関 (デフォルトを抑制) シナリオA	中国国内で金融危機的状況が発生	①金融機関は大規模な損失負担で、デレバレッジを強める ②不十分な情報開示と複雑な商品性が、金融機関のカウンターパーティリスク上昇に拍車、金融市場は凍結状態に ③預金保険が存在しないなか、預金者による銀行への取り付け(騒ぎ)が頻発 ④景気は大幅に失速し、マイナス成長に ⑤資本規制の存在から、海外への金融危機の波及は抑制される可能性がある	●●●
(個人)投資家 シナリオB	信用が急速に縮小、抗議デモが相次ぎ社会不安が高まる	①個人投資家は理財・信託商品の解約へ殺到、理財・信託商品は期間のミスマッチが大きいと、大規模な流動性リスクに直面 ②流動性リスクに金融機関が融資で対応するも、経済全体でみた信用は急速に縮小、景気を下押し ③元本保証と受け止めていた個人投資家は抗議デモを実施、社会不安が一段と高まる ④個人投資家は手元資金の範囲内での投資が多いため、保有資産の売却圧力は限定的、但し高額消費などは抑制される	●●
中央・地方政府 (デフォルトを抑制) シナリオC	緊縮財政が景気を下押し、モラルハザードが助長され問題は先送り且つ拡大	①損失負担で中央・地方政府の財政状況が悪化、緊縮財政運営が景気の下押しに ②政府保有の米国債や海外資産が大規模に売却される展開も想定される ③モラルハザードが助長され、理財・信託商品は拡大基調を維持	●

(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 見通し上のキーポイント③～改革の進展状況

改革実現に向けた動きはまずまず 見通し上のキーポイントの3つ目として、改革の進展状況を確認しておきたい。中国経済は多くの構造問題を抱えており、中長期的に成長率が下方屈折するリスクを抑制し、安定成長を維持するために、多くの改革実施が不可避な状況となっている。昨年11月の三中全会で打ち出された改革案（『決定』）に関し、急速な実現は困難ながら、足元までの実現に向けた動きはまずまずと評価できる（第8表）。過去3ヵ月程度では特に、「国有企業改革」（国有企業の一部事業の民間開放）や「金融自由化」（為替レートの変動幅拡大や民間銀行試行プログラムなど）における進展が目立っている。

新型都市化政策にはリスクも存在 改革実現に向けた動きのなかで、3月には国務院から新型都市化計画が発表された。計画は2014～20年を対象としており、“人の都市化”を重視する方針を打ち出している。中国における従来の都市化の問題点は、①“建物の都市化”や“土地の都市化”への偏重、②必ずしも戸籍転換を伴わない都市部常住人口の増加、など。今回の計画は、都市化の質的転換を促すものとなっている。

しかしながら、①初めて掲げられた戸籍ベースの都市化率目標は高めであること（2012年実績：35.3%→2020年目標：45%前後）、②インフラ整備に依然として数値目標が多いこと（公共交通利用率・水道普及率・汚水処理率など）などから、一段の地方財政悪化や過剰投資をもたらす可能性も否定できない。今後の取り組み状況に留意が必要である。

（栗原 浩史）

第8表：三中全会の主要決定事項（経済関連）の進展状況

決定事項		実現 難易度	進展状況	進展 評価
土地 改革	農民の土地権利拡大（農村部の集団所有地の譲渡や貸出、共同抛出を認める）	高	-	△
	土地売却収入の分配制度を確立	高	-	△
戸籍	小都市での登録制限を完全に撤廃、中都市での登録制限を徐々に緩和、大都市は人口を管理	高	(12月)第一回都市化工作会議を開催、都市化推進の原則を公表 (3月)新型都市化計画公表	○
税制・ 財政	地方政府の債券発行容認、都市建設の透明且つ標準化された資金調達制度を創設	中	(12月)債務調査結果公表、(1月)農村部の土地使用権を担保にした借り入れを認める試験的プログラムを年内に慎重に実行する、(3月)10の地方政府の試験的債券発行を承認	○
	中央・地方政府間の歳出責任を是正、地方税制改善（直接税の割合を拡大）	高	-	△
	不動産税の推進	高	-	△
国有 企業	国有企業の国庫納付金比率を20年までに30%へ引き上げ（納付金は民生の保障と改善へ）	高	(3月)中央企業の国庫納付金比率を引き上げ	○
	国有企業改革への民間参加奨励	中	(2月)シノベック、マーケティング部門の最大30%を売却し、民間資本受入へ、(3月)中国鉄路総公司、今年発足予定の開発基金に民間投資受入へ、(3月)中信集団、香港子会社へ大規模な資産売却を発表、(4月)国家電網、事業の一部を民間へ開放へ、(3月)CNPC、6つの事業分野を民間に開放へ	◎
金融	人民元の取引規制緩和と加速、相場形成メカニズム改善、資本自由化	中	(3月)為替レートの変動幅拡大、(4月)上海・香港株式市場の相互取引試行 (4月)国務院、資本市場の健全な発展促進に関する意見	○
	金利自由化の加速	低	(11月)貸出金利の新たなベンチマークを導入 (12月)CDを解禁	○
	民間による金融機関設立容認	低	(3月)天津・上海・浙江・広東で民間銀行試行プログラムを開始する(10社)	○
その他	価格統制の緩和（水、石油、天然ガス、電気、輸送、通信等）	中	-	△
	「一人っ子政策」の緩和（夫婦どちらかが1人っ子であれば、第二子出産を認める）	低	(12月)全人代で決定 (1月以降)地方毎に順次緩和を実施中	済

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. NIEs

(1) 韓国

景気は回復基調が
強まる

韓国経済は回復基調が強まっている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.9%と、過去 10 年間の平均成長率とほぼ同程度まで回復(第 6 図)。民間消費は同+2.6%と堅調に推移、輸出も同+4.6%と 2 四半期続けて加速した。

成長率は 2015 年
かけて緩やかに加
速する見込み

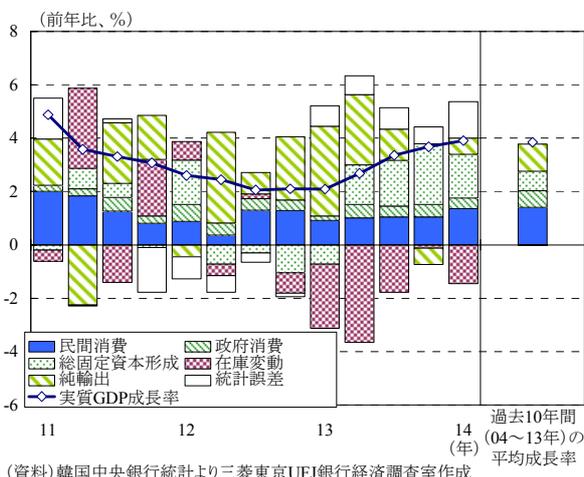
今後の韓国経済は、内外需ともに持ち直しが続き、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+3.4%、2015 年は同+3.7%と緩やかな加速を予想する。

輸出については、最大の輸出先である中国(2013 年の輸出シェア: 26.1%)の減速が下押しするものの、先進国経済の回復などを追い風に、今後も一定の伸びを確保すると見込まれる。輸出を牽引役として、消費や投資といった内需も底堅く推移するだろう。また、2 月下旬に朴大統領が発表した「経済革新 3 カ年計画」(2014~17 年)は、ベンチャー企業育成のために 3 年間で約 4 兆ウォン(約 4,000 億円)を投じることや、規制緩和による投資の促進、雇用の創出などを掲げており、今後の成長への寄与が期待される(第 9 表)。

もっとも、足元では 4 月に発生した旅客船沈没事故の政治・経済への影響が強まりつつある。消費や企業の広告活動などで自粛の動きが続いている状況を受けて、政府は内需刺激策の予算 7.8 兆ウォン(約 7,800 億円)の執行を前倒しで実施することを決定した。短期的な景気の腰折れは回避されるとみられるが、事故後の政府の対応が問題視されたことなどで、朴政権の支持率は急低下している。仮に、6 月 4 日の統一地方選挙の結果が朴政権の政策運営を揺るがすものとなれば、痛みを伴う改革や規制緩和といった政策の推進力が損なわれる可能性もある。

(坂東 輝昭)

第 6 図：実質 GDP 成長率



第 9 表：経済革新 3 カ年計画の主な概要

目標	指針	行動計画
国民幸福時代の実現	経済基盤の強化に向けた改革実施	<ul style="list-style-type: none"> 公共部門改革 債務の削減、年金制度の見直し 民間部門改革 不公正取引の是正、労使関係の改善 セーフティネット強化 失業補償の拡充
	創造経済の推進	<ul style="list-style-type: none"> 創造経済 中小企業の成長支援、新産業の育成、起業家支援 未来への投資 研究開発投資の拡大、エネルギー供給の安定 海外市場の開拓 FTAの推進、中小企業の活動支援
	内需促進	<ul style="list-style-type: none"> 消費の振興 家計の負債比率改善、住宅市場の改革 投資の促進 規制緩和、サービス産業の重点育成 女性と若年者の雇用創出 労働のフレキシブル化

(資料)韓国企画財政部資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

緩やかな回復が続

台湾経済は緩やかな回復が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.1%と昨年 10-12 月期 (同+2.9%) から幾分加速。内訳をみると、政府消費が前年比マイナスとなったものの、輸出 (同+3.9%) や個人消費 (同 2.7%) は堅調を維持した。

その後の月次指標をみても、4 月の輸出が前年比+6.2%、輸出受注が同+8.9%となり、共に好調な結果。このところの輸出は、品目でみるとスマートフォンなどが伸び、地域別には中国向けが弱め一方で米国や EU 向けが回復している (第 7 図)。

今後の成長ペースは輸出を起点に高まる見通し

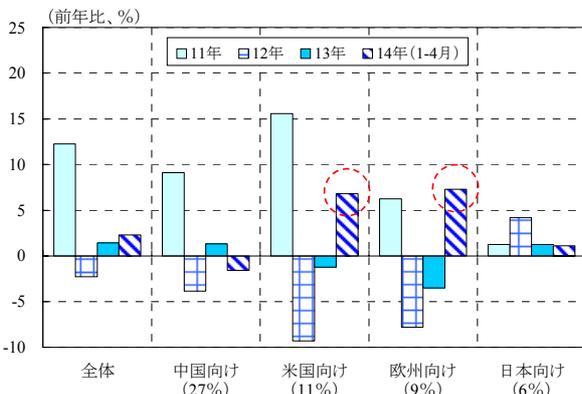
今後の台湾経済は成長ペースがやや高まろう。実質 GDP 成長率は、2013 年の前年比+2.1%から、2014 年は同+3.5%、2015 年は同+3.7%への加速が見込まれる。輸出は、減速が続く中国向けの動向は不透明ながら、欧米を中心とした先進国向けで、引き続き回復が期待できる。主力のスマートフォンについては、世界的な普及一巡まで、今暫く順調な輸出拡大が続くそう。台湾経済は典型的な輸出主導型であり、内需も遅行して底堅さを増すとみられる。足元の失業率は 4%程度と 2008 年以来の低水準にあり、消費者物価も 0~2%程度で安定 (第 8 図)。輸出を起点とした経済の好循環がもたらされ易い状況といえる。

馬政権の対中融和路線は一定程度修正を余儀なくされる可能性も

なお、3 月に中台サービス貿易協定 (昨年 6 月調印) に反対する学生が立法院 (議会) を占拠。政権側が監査法制定などで譲歩したことにより事態は収束したものの、馬政権の対中融和路線は一定程度の修正を余儀なくされる可能性がある。台湾は、2 月に中国と当局間の直接対話メカニズム形成で合意するなど、中国との経済協力深化も期待されていたところであった。中国经济との関係が深い台湾にとって、中期的な経済への影響が懸念される。

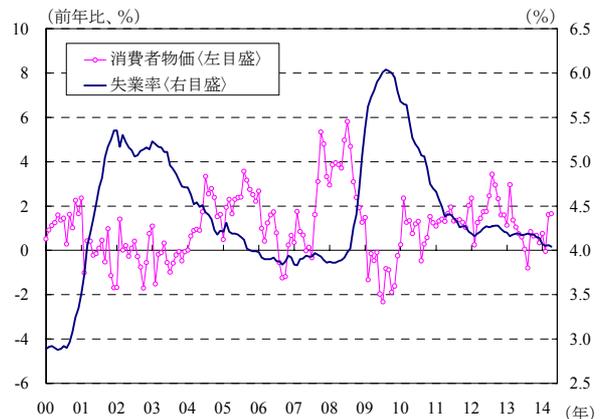
(栗原 浩史)

第 7 図: 相手先別にみた輸出



(注) 括弧内の数値は、輸出に占める各国・地域の2013年のウェイト。
(資料) 台湾財政部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図: 消費者物価と失業率



(資料) 台湾予算会計統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 香港

緩やかな景気回復が続く

香港では、緩やかな景気回復が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%となり、昨年 10-12 月期（同+2.9%）から幾分減速。内訳では、財輸出が大きく減速したものの、投資や政府支出は底堅く推移した。輸出の減速は、悪天候による米国景気の一時的鈍化などが背景にあると考えられる。

外需の持ち直しを受け、成長率は小幅ながら高まる展開を予想

今後の香港経済は、外需の持ち直しを受け、緩やかに成長率が高まろう。ただし、不動産市場の減速で内需が伸び悩むことで、成長率加速は小幅に止まりそうだ。実質 GDP 成長率は、2013 年の前年比+3.0%から 2014 年に同+3.3%、2015 年に同+3.7%と段階的に高まっていくと予想する。外需は、成長率低下が見込まれる中国向けで力強い伸びは期待しづらいが、米国や欧州向けが持ち直そう。

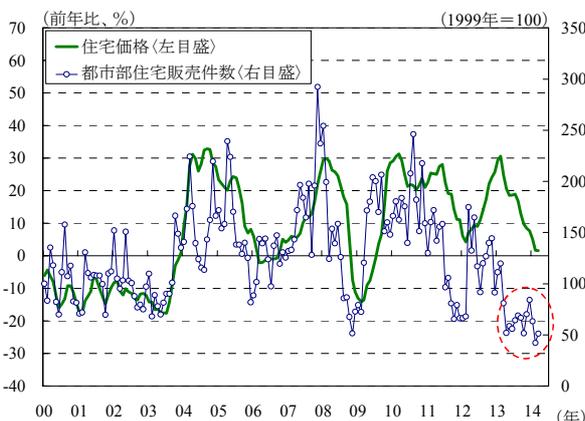
不動産価格の動向が焦点

見通し上のポイントは、引き続き不動産市場の動向である。香港の住宅・商業用不動産価格（オフィス・小売施設・工場）は、2008 年以降に大きく上昇した後、米国の量的金融緩和縮小（観測）や香港政府の不動産規制強化などを受け、昨年半ば頃より横這いで推移。また、住宅販売件数などは低迷が顕著になっている状況だ（第 9 図）。今後の不動産価格については、①米国の金融出口戦略は緩やかなペースに止まる可能性が高いこと、②不動産市場への下押し圧力が強まった際には、政府による規制緩和（印紙税規定変更など）が見込まれること、などから大幅な調整は回避されると見込むが、不確実性は高く注視が必要である。

中国向け与信の動向にも注視が必要

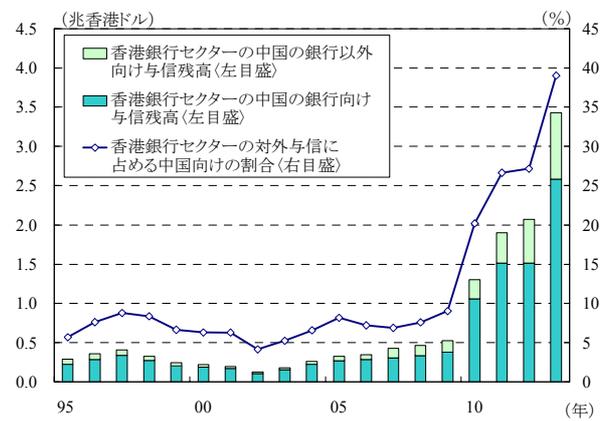
また、香港銀行セクターの中国向け与信の動向も注目される。香港銀行セクターの中国向け与信（「銀行向け」と「銀行以外向け」の合計）は、2010 年頃より急拡大しており、2013 年末時点では対外与信全体の 39%程度に達している（第 10 図）。中国経済は、信用が積み上がっているなかで、しばらく成長率の低下傾向が見込まれる状況。香港の銀行セクターにとって、不良債権が増加するリスクも否定できない。（栗原 浩史）

第 9 図: 住宅価格と販売件数



(資料) 香港評価局、法務局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図: 銀行セクターの中国向け与信



(資料) 香港金融管理局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) シンガポール

輸出拡大を主因に
景気は回復基調を
維持

シンガポール経済は回復基調が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+4.9%と前期から変わらず、引き続き堅調に推移しているといえる。輸出が同+6.8%と高い上昇率を示したほか、個人消費も同+2.8%と6 四半期ぶりに上昇率が加速した。業種別には、製造業が輸出の拡大に牽引され約 2 年ぶりの高成長、サービス業も卸・小売や運輸・倉庫などを中心に底堅く推移した。

2015 年にかけても
外需が牽引役とな
り、底堅い成長を見
込む

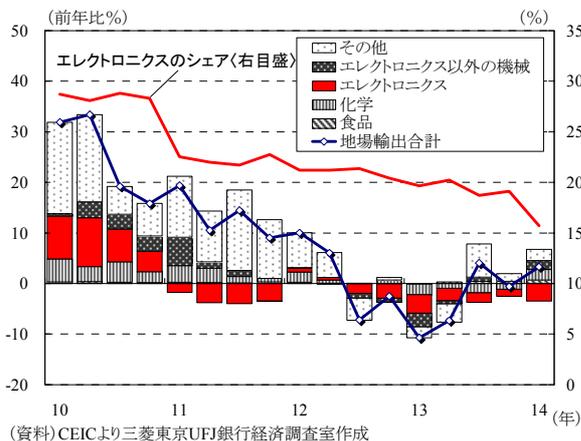
先行きも外需に牽引され、景気は堅調な推移を続ける見込みだ。輸出は主力産業であったエレクトロニクスの競争力低下が近年懸念されていたが、輸送・精密エンジニアリングや石油関連、医薬を含む化学などが競争力を付けつつある（第 11 図）。足元でもエレクトロニクス輸出が依然前年比マイナス圏で推移するなか、化学やエレクトロニクス以外の機械輸出はプラスに転じている。内需面では、良好な雇用環境と賃金上昇が引き続き個人消費の支えとなろう。物価は需給の引き締まりを映じて緩やかな上昇基調を辿るとみられる。ただし、その上昇ペースは、住宅価格・賃料や車両購入権価格が政府・中央銀行の過熱抑制策を受けて落ち着きを取り戻しており、家計の購買力を損なわない程度に止まろう。こうしたなか、実質 GDP 成長率は 2014 年に前年比+3.9%、2015 年も同+4.0%と昨年同様、NIEs で最も高い成長が見込まれる。

外国人労働者の流
入規制による労働
力確保難が成長の
抑制要因に

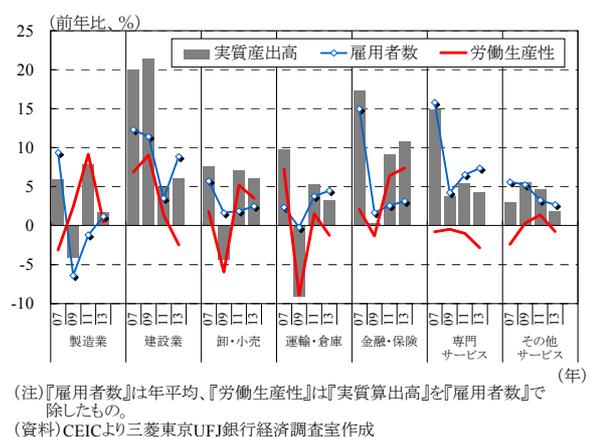
一方、景気抑制要因として懸念される点が、外国人労働者の規制強化の問題である。外国人労働者の規制は、人口増に伴う国民の不満の緩和と国全体の労働生産性を向上させることを目的に 2010 年から強化され始めた。しかしながら、金融保険業を除けば生産性の顕著な改善は窺えず、労働力流入が減少した分だけ成長も抑制されるという構図である（第 12 図）。2014 年度予算にも生産性・技術革新クレジット制度や ICT 活用支援などの施策が盛り込まれたものの、生産性向上に向けた取り組みは今のところ道半ばにあるといえる。

（シンガポール駐在 中村 逸人）

第 11 図：輸出（除く再輸出）



第 12 図：業種別にみた生産性と雇用者数



4. ASEAN

(1) インドネシア

投資の鈍化と規制強化に伴う輸出減により、成長率は幾分低下

インドネシア経済は幾分減速している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.2%と昨年 10-12 月期の同+5.6%からやや低下し、2009 年 7-9 月期以来の低成長となった。個人消費（同+5.6%）が底堅さを保った一方、総固定資本形成（同+5.1%）は鈍化傾向。加えて、輸出（同▲0.8%）も、輸出品の高付加価値化を目的に、未加工鉱石の輸出を禁じる規制が今年 1 月に本格導入された影響などで、減少に転じた（第 13 図）。

海外企業の機械・設備投資は低迷、直接投資は 5 年ぶりの前年割れ

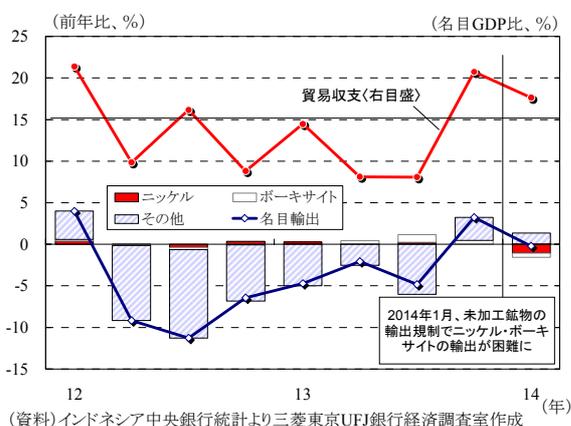
総固定資本形成は、海外企業による機械・設備など建設以外の投資を中心に鈍化してきている（第 14 図）。直近 1-3 月期は対内直接投資実行額も 2009 年 1-3 月期以来、5 年ぶりのマイナスとなった。海外企業の投資減速の背景には、4 月の総選挙と 7 月の大統領選挙を前にした投資手控えのほか、インフレや金利高、インフラ不足、外資規制・労働規制などが指摘できる。大統領選の有力候補であるジョコ・ウィドド氏や比較第一党となった闘争民主党の労働市場における規制緩和や外資規制面の方向性は不明確であるが、大統領選後は投資手控えの解消が見込まれる。実質 GDP 成長率は 2014 年に前年比+5.6%、2015 年に同+5.4%と底堅い成長が続く見通しである。

インフレ率は目先鈍化へ

物価については、昨年 5 月の燃料価格引き上げの影響が一巡し、インフレ率は目先大きく鈍化しよう。ただし、ルピア安による輸入物価上昇圧力が残るほか、燃料補助金の追加削減の可能性も排除できない。中央銀行は当面政策金利の高め維持を通じて、物価抑制と経常赤字削減を目指すと思われる。

（シンガポール駐在 中村 逸人）

第 13 図：名目輸出



第 14 図：総固定資本形成



(2) マレーシア

内需が鈍化するなか、輸出拡大が景気を牽引

マレーシア経済は国内民間需要が緩やかに減速する一方で、輸出の拡大により景気は堅調に推移している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.2%と昨年 10-12 月期の同+5.1%から加速し、2012 年 10-12 月期以来 5 四半期ぶりの高さとなった。輸出が同+7.9%と 3 年半ぶりの高い伸びを記録したことが主因。他方、個人消費と総固定資本形成はそれぞれ同+7.1%、同+6.3%と減速が続いた。昨年 9 月の燃料補助金削減、同 10 月の砂糖補助金の廃止、今年 1 月の電力料金引き上げが企業と家計のセンチメントの悪化に繋がっている模様だ。

利上げ観測と来年 4 月の GST 導入により消費は伸び悩む展開

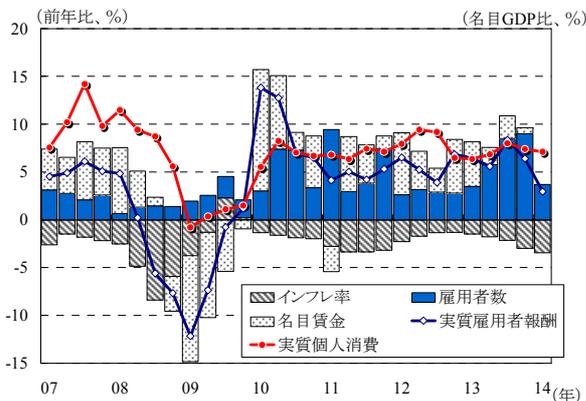
今後については、個人消費は上昇率の鈍化が継続する可能性が高い。実質雇用者報酬は、雇用者数と名目賃金の上昇率の鈍化に昨年後半以降のインフレ率の上昇が加わって、直近 1-3 月期には前年比+3.0%と約 4 年ぶりの低い上昇率を示した（第 15 図）。インフレ率が加速するなか、2013 年末時点で名目 GDP 比 86.8%まで拡大した家計債務の問題にも対応するため、中央銀行は年内にも利上げを実施するとの観測が強まっており、市中金利は上昇傾向にある。このため、資金調達コスト上昇と個人向けローンの増加率鈍化が耐久消費財を中心とした個人消費の抑制要因となろう。加えて、2015 年 5 月に予定される GST の導入が家計の実質購買力を低下させることから、2015 年にかけても個人消費は伸び悩む展開が予想される。

消費の鈍化を輸出拡大が下支え、2015 年も景気は底堅さ維持

一方、輸出は堅調な拡大を続ける公算が大きい。マレーシアは輸出依存度が 2013 年時点で 82.9%と、タイ（73.6%）やベトナム（73.5%）と比較しても高く、且つ先進国向けの高付加価値品輸出の割合が大きいことから、この先予想される先進国景気の回復から受けるメリットは相対的に大きいと考えられる（第 16 図）。これらを踏まえると、実質 GDP 成長率は 2013 年の前年比+4.7%から 2014 年に同+5.4%へ加速した後、2015 年も同+4.8%と外需に支えられる形で底堅く推移する見通しだ。

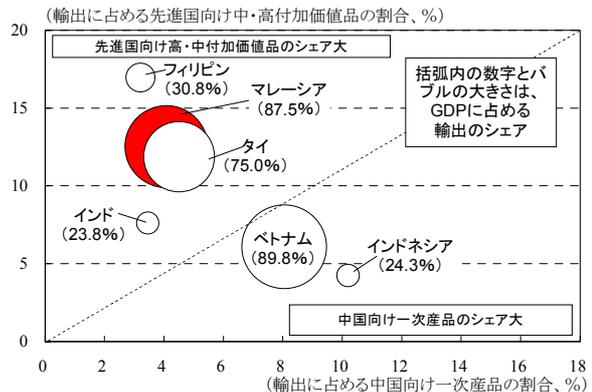
（シンガポール駐在 中村 逸人）

第 15 図：雇用者報酬と個人消費



(注) 雇用者報酬は製造業。
(資料) CEIC、マレーシア中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 図：輸出依存度と輸出の品目別シェア



(注) 輸出の品目別シェアは 2012 年時点。輸出依存度は GDP ベース、2013 年時点。
(資料) UNCTAD、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ

政局混迷の影響により 1-3 月期はマイナス成長

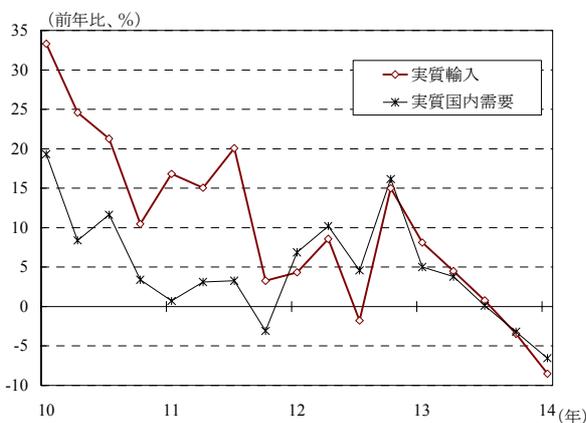
タイでは政局混迷による経済への悪影響が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は内需の減少により前年比▲0.6%と、大洪水による被害を受けた 2011 年 10-12 月期以来のマイナスとなった。民間消費（同▲3.0%）は、2012 年末に期限切れとなった自動車購入支援策の反動減による影響が続いたことに加えて、政局混迷による消費者マインドの悪化や所得鈍化が下押し圧力となった。総固定資本形成（同▲9.8%）を投資の主体別にみると民間（同▲7.3%）、政府（同▲19.3%）がともに減少し、種類別にみても機械設備投資（同▲8.9%）と建設投資（同▲11.8%）が減少する結果となった。企業の投資マインドの停滞、投資案件の認可遅延、予算執行の遅れなどが重なって、投資を抑制した。また、内需減退を受けて輸入（同▲8.5%）も大幅に減少した（第 17 図）。財輸出（同+0.8%）は小幅に回復したものの、外国人観光客の減少によりサービス輸出（同▲4.2%）が下押しされた結果（第 18 図）、輸出全体（同▲0.4%）では 6 四半期ぶりに減少した。

新政権の発足までには 1 年余りを要する可能性

タイ経済ではこの先も、暫く停滞が続く見込みである。5 月 22 日の軍事クーデターにより、タクシン派と反タクシン派が互いに歩み寄りをみせない膠着状態からは抜け出し、今後は新政権発足に向けた動きが徐々に進展していくと想定される。2006 年 9 月のクーデター発生時は、約 1 カ月後の 10 月に暫定政権が発足、翌 2007 年 8 月に新憲法を公布・施行、同年 12 月に総選挙、2008 年 2 月に新政権が発足と、クーデター発生から新政権発足までに約 1 年 5 カ月を要した（第 10 表）。

今回も同様の流れで事態が進むと仮定すると、新政権発足までに 1 年余りを要するとみられるが、その間、混迷収束への道筋が徐々に明らかとなるなかで、企業や消費者のマインド悪化を通じた経済への悪影響は逡減していくと考えられる。一方、資金調達法案が違憲判決を受けた運輸インフ

第 17 図：実質国内需要と実質輸入



(資料)タイ国家経済社会開発委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図：外国人観光客数



(注) 1. 『観光客数』は、当室にて季節調整。

2. 『トレンド』の算定期間は、2008年1-3月期から2013年7-9月期。

(資料)タイ入管管理局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ラ投資計画など、インラック政権下で策定された計画の多くは、実行が大幅に遅延する見込みである。また、少なくとも戒厳令が解除されるまでの間は、外国人観光客数が減少基調を辿る公算が大きい。海外からの投資については、5月からタイ投資委員会（BOI）が投資案件の承認業務を再開したものの、海外企業は当面の投資を様子見するとみられる。

2014年の成長率は前年比+1.0%止まり、2015年は新政権発足に向けた動きが進展して持ち直し

この結果、2014年の実質GDP成長率は前年比+1.0%まで抑制されるだろう（第19図）。消費と投資の低迷により、内需に限れば2009年以来のマイナス成長となる見込みだ。輸入も内需の低迷に合わせて減少すると考えられるが、サービス輸出は1月の非常事態宣言と今回5月の戒厳令発令により外国人観光客数が下押しされるため、減少を余儀なくされるだろう。新政権発足に向けた動きが進展すると想定される2015年は、抑制されていた消費や投資が持ち直し、同+4.3%の成長率を予想する。

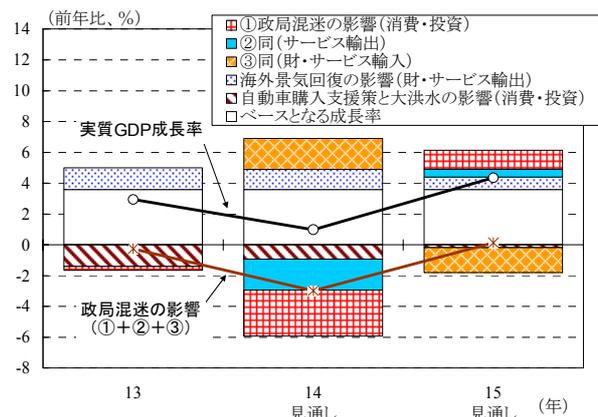
（坂東 輝昭）

第10表：2006年9月のクーデター発生後の動向

日付	出来事	クーデター発生からの経過期間
2006年9月19日	クーデター発生	-
10月1日	暫定憲法公布・施行、暫定首相就任	約1ヵ月
10月9日	暫定政権発足	
2007年1月26日	戒厳令解除	約4ヵ月
8月19日	新憲法の是非を問う国民投票実施	約11ヵ月
8月24日	新憲法公布・施行	
12月23日	新憲法に基づく下院総選挙	約1年3ヵ月
2008年1月21日	新国会召集	約1年4ヵ月
2月6日	新政権発足	約1年5ヵ月

（資料）各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：実質GDP成長率の変動要因



（資料）タイ国家経済社会開発委員会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

高成長を維持するも、足元では台風被害の影響が下押し

フィリピン経済は高成長が続いている。2013年の実質GDP成長率（前年比+7.2%）は、アジア主要国の中では中国（同+7.7%）に次ぐ高さとなった。ただし、昨年11月の台風被害の影響が足元でも続いており、1-3月期の実質GDP成長率は同+5.7%と、2011年10-12月期以来の低水準となった。月次統計では、3月の工業生産額が同▲0.8%と11ヵ月ぶりのマイナス、稼働率は昨年12月をピークに低下傾向にある（第20図）。実質GDP成長率に対する在庫投資の寄与度（同▲0.9%ポイント）は5四半期ぶりのマイナスとなっており、生産面で生じた悪影響を反映したものとみられる。一方、民間消費（同+5.8%）や固定資本形成（同+11.2%）は堅調を維持、輸出（同+12.6%）は昨年10-12月期（同+3.2%）から加速した。

2014年と2015年には6%台の成長を確保する見通し

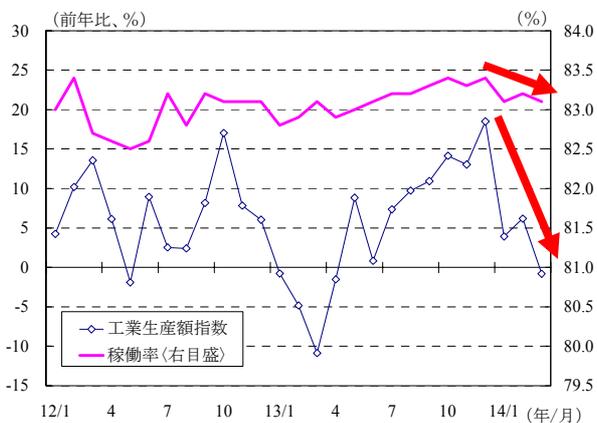
今後のフィリピン経済は、暫く台風被害の影響により下押しされるものの、復興需要や堅調な内需を牽引役として拡大を続け、2014年の実質GDP成長率は前年比+6.6%、2015年は同+6.2%と高めの成長を維持するだろう。

個人消費については、雇用環境の改善持続が見込まれることや、個人消費に対して約2割の規模となる海外労働者送金の増加が引き続きサポート要因となるだろう。海外労働者送金（米ドル建て）はリーマン・ショック以降、主に労働者数の増加を通じ、概ね前年比+5~10%のペースで増加を続けているが、この先、先進国の景気が回復するなかで、労働者の賃金上昇を通じた伸び率の拡大も期待できる（第21図）。

海外からの直接投資も増加傾向が続くとみられる。フィリピン経済区庁（PEZA）が公表した1~4月の投資認可額は前年比+25%、PEZA登録企業の従業員数も同+17%と、いずれも増加傾向が続いている。この先も固定資産投資や雇用の拡大などを通じて、フィリピンの成長率底上げに寄与する見込みだ。

（坂東 輝昭）

第20図：工業生産額と稼働率



(5) ベトナム

緩やかな回復が継続

ベトナム経済は緩やかな回復が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.0%とまずまずの結果。自動車販売は同+29.1%と回復基調が続くなか、実質小売売上高は同+6.0%と底堅く推移、輸出も同+12.2%と堅調に推移した（第 22 図）。

成長率は緩やかに加速する見込みながら、南シナ海情勢の動向には留意が必要

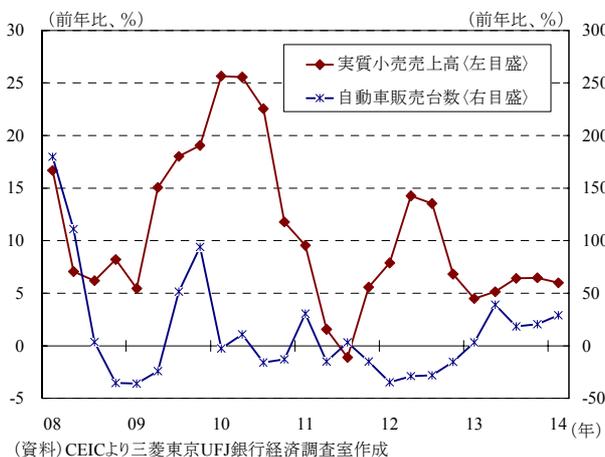
2014 年と 2015 年の実質 GDP 成長率は、不良債権問題が残るなかでも前年比+5.4%、同+6.0%と緩やかに加速していく見込みである。

輸出は、先進国経済の緩やかな回復にあわせて拡大傾向が続くと予想される。特に、近年の輸出増加を牽引してきた携帯電話は、海外大手メーカーにおいてベトナムでの生産能力を拡充する動きが相次いでおり、今後も輸出押し上げに寄与することが期待できる。消費も、雇用と物価が安定するなかで底堅さを維持する見込みだ。

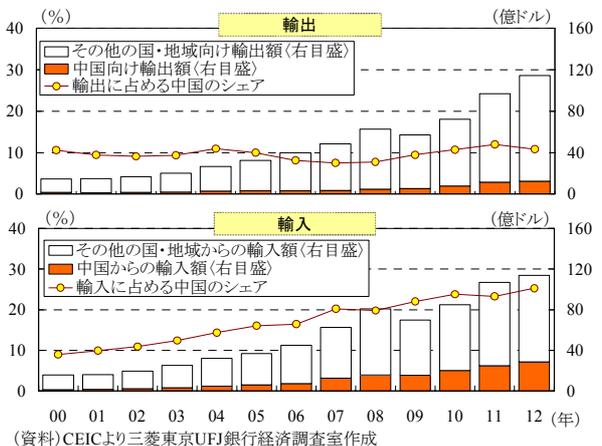
ただし、5 月初旬以降の対中関係悪化が一段と深刻化する場合には、経済への大きな下押し圧力が生じる虞がある。投資と貿易の側面から中国とベトナムの経済的繋がりを確認してみると、まず投資面では中国からベトナムへの直接投資新規認可額は 2013 年に 23 億ドルと前年の 8 倍に急増した。もっとも、GDP 比 1%程度に止まることから、投資が急減した場合にも影響は限定的と考えられる。貿易面では、中国からの輸入を通じた結び付きが緊密である（2012 年の中国からの輸入シェアは 25%。第 23 図）。輸出は、海外メーカーからの委託生産品が中心であることから、ベトナム製品への不買運動が発生する可能性は低いとみられる。もっとも、ベトナムはアジア系製造業の加工・組立拠点であるため、反中デモの過熱によりサプライチェーンが分断される場合などには、輸出・輸入の両面から経済への悪影響が拡大する可能性がある点には留意しておく必要がある。

（坂東 輝昭）

第 22 図：実質小売売上高と自動車販売台数



第 23 図：輸出入額と中国のシェア



5. インド

内需を中心に低迷が継続、対外収支は改善が一服

インド経済は引き続き低迷状態にある。足元の経済指標も、自動車販売台数が 1-3 月期に前年比▲6.9%の大幅減の後、4 月には同▲9.5%と減少幅が一段と拡大。鉱工業生産は 1-3 月期に同▲0.5%と 2 四半期連続のマイナス、輸出も同▲2.1%と 3 四半期ぶりに減少する等、総じて冴えない結果となっている。高金利とインフレが内需を抑制するなか、昨年末以降のルピー反発が輸出の重石となった。対外収支面では、昨年後半に金を中心とした輸入減によって貿易赤字が大きく縮小したが、金輸入の縮小余地が乏しくなるなか、輸出伸び悩みを受けてここ数ヶ月は改善傾向が一服している。

インフレ率低下により消費は最悪期を脱する見込み

引き続きインフレ懸念が根強いなか、インド中銀は、今年 1 月に設定した「2015 年までに消費者物価上昇率を 8%未満へ低下させる」という目標に向けて、当面は引き締めスタンスを維持しよう（第 24 図）。金融引き締めや輸入物価上昇圧力の一服により、インフレ率は緩やかに鈍化に向かうと予想される。このため、2014 年後半にかけて家計の実質購買力低下にも歯止めがかかり、個人消費は最悪期を脱していくことが見込まれる。

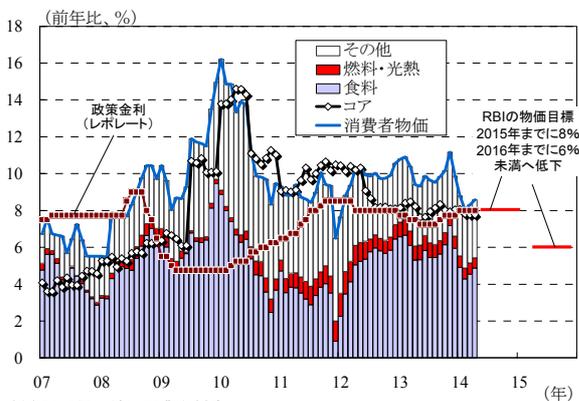
投資の加速は見込みにくい状況

投資に関しては、過去の借入にかかる利払い負担が増大しており、金利高が引き続き重石となろう（第 25 図）。一方、2015 年には首相直轄下で 1,000 億ルピー以上の大型インフラ投資案件を集中審議する内閣投資委員会（CCI）で承認された 300 件以上の投資プロジェクトが徐々に顕在化するとみられるほか、新政権の構造改革が投資マインドを上向かせることも期待される。結果、実質 GDP 成長率は 2014 年度に前年比+5.5%、2015 年度は同+5.7%と回復には転じるものの、その改善ペースは緩やかに止まろう。

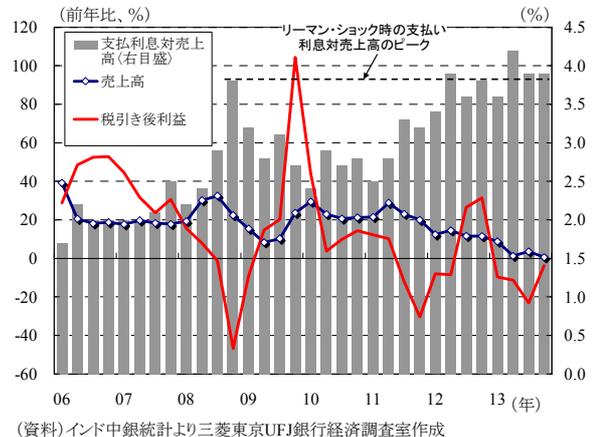
2014、2015 年度も緩やかな回復に止まる見込み

（シンガポール駐在 中村 逸人）

第 24 図：消費者物価と政策金利



第 25 図：企業業績と利払い負担



V. オーストラリア

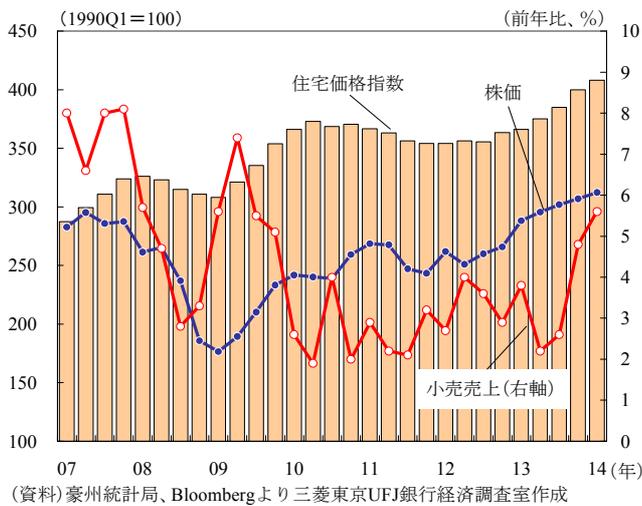
～緩やかな景気回復が持続するも、資源投資ブーム時の成長ペースには届かず～

1. 景気の現状

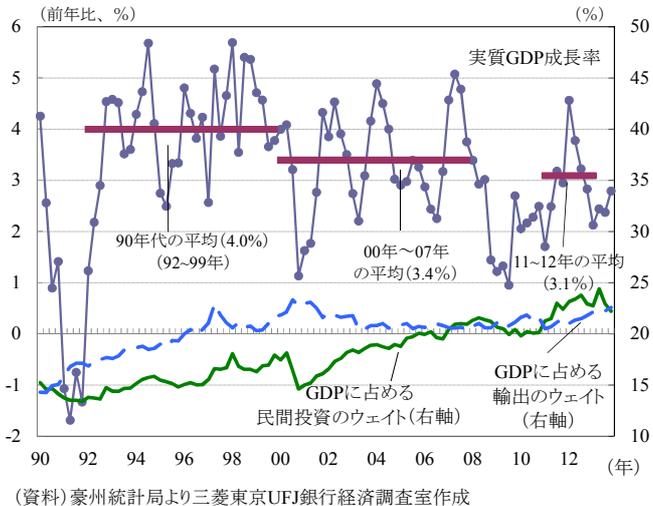
資産効果を背景に消費が好調

豪州経済は緩やかに回復している。住宅価格や株価の上昇による資産効果を背景に消費が好調なことに加え（第1図）、輸出は中国向けを中心に堅調を維持している。一方、資源投資ブームの終焉を受けて、機械設備など、投資は低調にとどまっている。

第1図：住宅価格・株価と小売売上



第2図：実質 GDP 成長率



2. 今後の見通し

2015 年にかけて緩やかな回復が持続するも、資源投資ブーム時の成長ペースには届かず

今後の豪州経済を展望すると、緩やかな回復が続くとみられる。低金利や政府の住宅購入支援策（初回購入者への補助金など）を背景に住宅投資の拡大が予想されるほか、住宅価格の上昇を受けた資産効果により、消費が景気の牽引役となる見込みである。加えて、海外経済の持ち直しを背景にした輸出の回復も景気を支えよう。

2014年の実質 GDP 成長率は前年比+2.8%と2013年の同+2.4%から小幅加速、2015年も前年並みの同+2.8%と予想する（第1表）。もっとも、投資の鈍化を背景に、2011-12年の資源投資ブーム時の平均成長率（3%程度）には届かないとみる（第2図）。

第1表：豪州経済の見通し

	2013年	2014年	2015年
実質GDP成長率 (%)	2.4	2.8	2.8
消費者物価上昇率 (%)	2.4	2.7	2.5
経常収支 (億ドル)	▲ 406	▲ 364	▲ 303

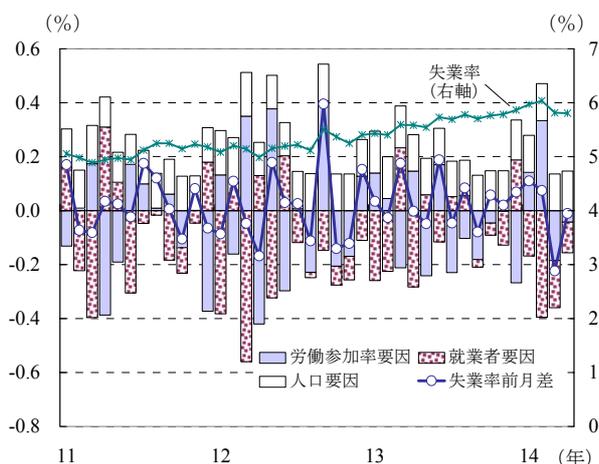
見通し

(1) 見通し上のキーポイント①～雇用環境

失業率は小幅低下
するも、雇用の質の
改善は進まず

雇用環境は依然軟調である。4月の失業率は5.8%と直近のピークである2月(6.1%)から小幅に低下したものの、失業率の変動要因をみると、「労働参加率の低下」が失業率の低下に寄与した一方、「就業者数の増加」による寄与は限定的である(第3図)。また、就業者数の増加のうち8割はパートタイム(2011-12年は3割弱)であり、雇用の質の改善も進んでいない。資源部門の雇用増加が頭打ちとなるなか、自動車関連を中心に雇用削減の発表が相次いでいる。また、政府は5月に発表した予算案で公務員の削減を盛り込んだ。非鉱業部門の企業収益は頭打ちとなっており(第4図)、資源部門に代わる雇用の受け皿としては十分とはいえない。ただし、近年では教育や医療サービス部門での雇用増加が顕著となっていることに加え、足元で好調な消費を受け、小売関連の雇用も増加が期待される。

第3図：失業率の要因分解



(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：企業収益



(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 見通し上のキーポイント②～消費の持続性

消費は資産効果を
背景に好調を維持

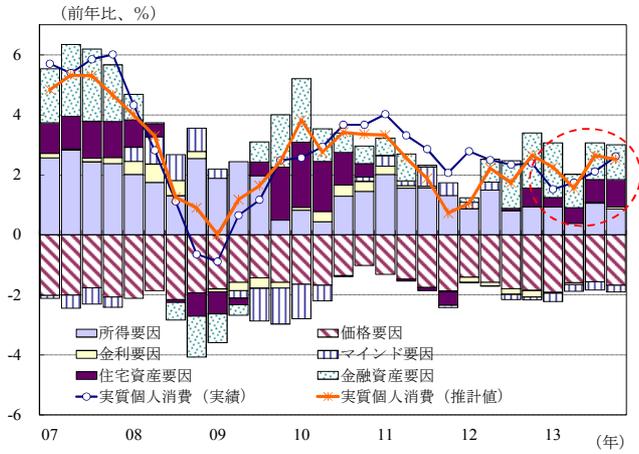
雇用が軟調ななかでも、消費はこれまでのところ好調を維持している。3月の小売売上は前年比+5.7%と、家財や外食などを中心として2月から伸びが加速した。住宅価格や株価上昇による資産効果が主因とみられる(第5図)。また、賃金の伸びが鈍化するなか、貯蓄率の低下から窺われる消費マインドの向上もサポート要因と考えられる(第6図)。

今後資産効果は逡
減する見込み

2012年後半より上昇ペースの加速が続いている住宅価格は、足元まで約15%上昇したが、過去の上昇局面の上昇率(2005~2008年:約25%、2009~2010年:約20%)から鑑みると、上昇余地は依然残っているといえなくもない。しかしながら、既に一部地域で上昇ペースが鈍化し始めているなど、今後資産効果は逡減していくと見込まれる。また、5月の予算案で発表された富裕層を対象にした3年間の時限増税や補助金の廃止

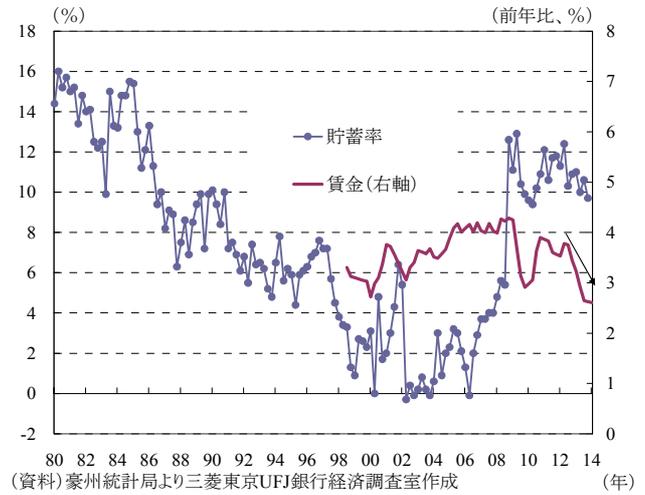
などは消費の抑制要因となるとみられる。

第5図：実質個人消費の要因分解



(注)「所得」は名目可処分所得、「価格」は個人消費デフレーター、「金利」はクレジットカード金利、「マインド」は消費者信頼感、「住宅資産」と「金融資産」は家計の資産データを使用。
(資料) 豪州準備銀行、豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：貯蓄率と賃金



(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

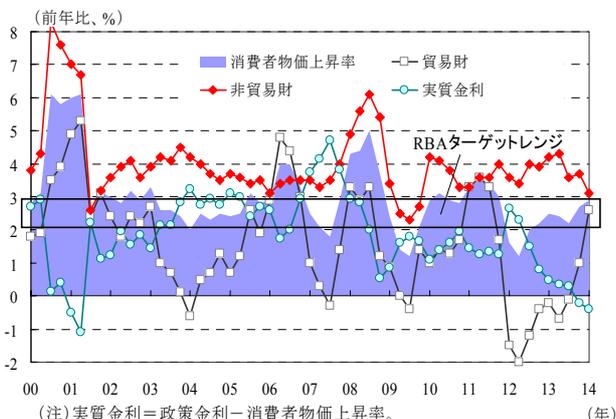
(3) 金融政策

消費者物価上昇率は1-3月期に前年比+2.9%（10-12月期：同+2.7%）へ加速した（第7図）。昨年来の豪ドル安の影響を受けた貿易財価格の上昇が大きく影響した。一方、非貿易財価格は賃金の伸び悩み等を反映して上昇率が鈍化した。

RBA は中立姿勢を維持

こうしたなか、RBA（豪州準備銀行）は5月も政策金利を8会合連続で2.5%に据え置いており、「金利の安定期間を設けることが最も妥当」と中立姿勢を維持した。政策金利から消費者物価上昇率を差し引いた実質金利は2四半期連続でマイナスにあるものの、軟調な雇用に加え、インフレ率が目標レンジの上限である3%以内に収まっていること、また、中銀・政府ともに今後も成長ペースは3%程度とみられるトレンドを下回ると予想していることから、当面は政策金利が据え置かれると予想する。

第7図：消費者物価指数



(注) 実質金利 = 政策金利 - 消費者物価上昇率。
(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：政策金利と豪ドル相場



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

VI. 中南米

～一進一退のブラジル、回復に向かうメキシコ、インフレに苦しむアルゼンチン～

1. 中南米経済の概況

2014年、中南米の景気は全般に低調となる見通し

2013年、中南米主要7カ国の実質GDP成長率は、2012年の前年比+2.7%から同+2.3%へ低下した。国別にみると、主要輸出先である米国の景気減速の影響を受けたメキシコ、資源需要減退の影響を受けたチリやベネズエラにおいて成長率の低下幅が大きくなっている。一方、ブラジルは財政出動、アルゼンチンは農産物輸出の増加により成長率はやや持ち直した。

2014年も、中南米の景気は全般に低調となり、実質GDP成長率は前年比+1.9%にとどまる見通しである。なかでも、アルゼンチンとベネズエラは、インフレの高進が成長率を大きく抑制する公算が大きい。一方、メキシコは、米国向け輸出の持ち直しやインフラ投資等により、成長率が高まると予想する。

第1表 中南米経済の見通し

	実質GDP成長率(%)				消費者物価上昇率(%)				経常収支(億ドル)			
	2012年	2013年	2014年	2015年	2012年	2013年	2014年	2015年	2012年	2013年	2014年	2015年
ブラジル	1.0	2.3	1.8	2.0	5.4	6.2	6.4	5.8	▲542	▲811	▲790	▲720
メキシコ	3.9	1.1	2.7	3.7	4.1	3.8	4.0	3.5	▲148	▲223	▲240	▲260
アルゼンチン	1.9	3.0	▲0.4	1.0	10.0	10.6	28.0	25.0	0	▲43	▲15	▲15
中南米全体 ^(注)	2.7	2.3	1.9	2.7	6.5	8.2	11.6	9.8	▲854	▲1,306	▲1,269	▲1,188

(注)全体の数値は主要7カ国の統計に基づく。各国の比重は2010年ドル建て名目GDPによる。

7カ国は、ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、チリ、コロンビア、ペルー、ベネズエラ。

2. ブラジル

(1) 景気の現状

景気は一進一退が続く

ブラジル経済は一進一退の状態にある。2013年10-12月期の実質成長率は前期比+0.7%と7-9月期の同▲0.5%からは回復したものの、昨年前半の平均成長率(同+0.9%)を下回っている。また、前年比の実質成長率は+1.9%となった。寄与度をみると、民間消費と政府消費で前年比+1.7%、固定資本投資が同+1.1%と全体を押し上げた。一方、統計誤差を含む在庫が同▲0.8%、純輸出は同▲0.1%となっており、消費が成長を主導する形となっている(第1図)。

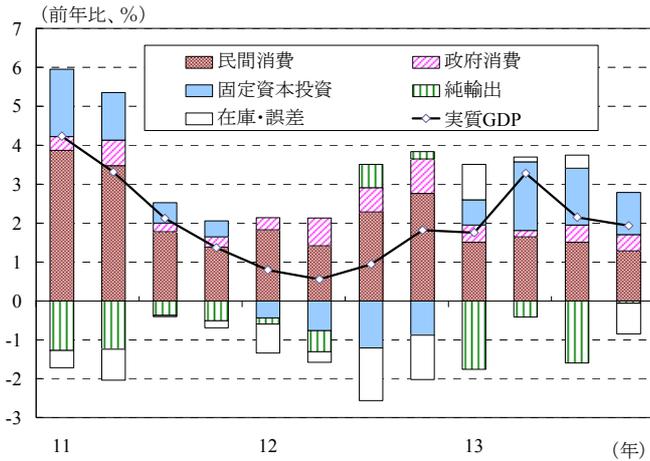
2014年に入ってから、景気が明確に加速する兆しはみられない。経済活動指数は、1-3月期に前期比+0.5%と、停滞が続いていることを示唆している。また、消費については、新車販売が低迷しており、輸出も隣国アルゼンチンの景気減速が響き1-3月期は前年割れとなっている。

財政による需要喚起はインフレ高進や経常赤字の拡大を招く結果に

2011年後半以降、低成長が続く中、ブラジル政府は景気刺激を目的とする経済対策を実施してきた。IMFによると、景気刺激策の規模は、2012年に名目GDP比0.6%、2013年に同1.2%、2014年に同1.3%と推計されている。こうした経済対策は一定の効果があったと考えられるが、副作用も

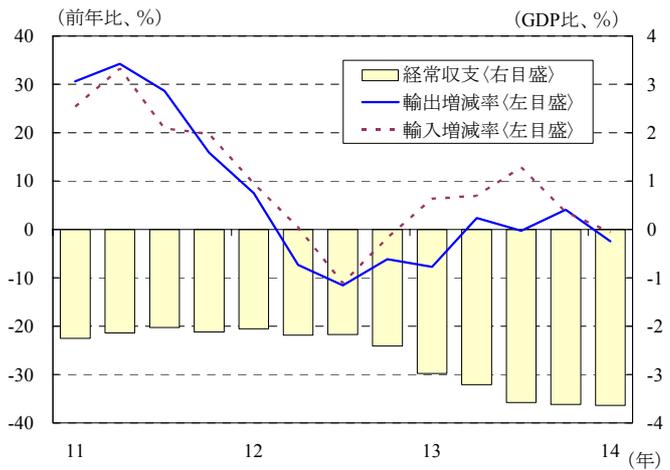
顕現化している。ブラジルの場合、インフラの不足など、供給力に制約があるため、度重なる景気刺激策の実施は、財政収支を悪化させるとともに、インフレ率の高止まりを招いた。ブラジルでは、成長率が+2%程度であるのに対し、消費者物価上昇率は+6.5%近辺に高止まりしている。また、消費が刺激されることで、輸入が増加し、経常収支の赤字幅を拡大させる結果となった。ブラジルの経常赤字は昨年後半から GDP 比 4%近くの水準が続いている（第2図）。

第1図: 実質GDPと需要項目別寄与度



(資料) IBGE, Thomson Reuters Datastream

第2図: 輸出入と経常収支の推移



(資料) IBGE, Thomson Reuters Datastream

(2) ブラジル経済の見通し

長期化する金融引き締めが内需を抑制、干ばつも不安要因

ブラジルは、財政政策でアクセルを踏みつつ金融政策でブレーキをかける状況に陥っている。2013年4月から利上げが始まり、開始時に7.25%だった政策金利は、5月22日時点で11.0%まで上昇したが、インフレ圧力は依然として衰えていない。特に今年は、これまで抑制されていた公共料金などの政府規制品目の価格が、厳しい財政状況を背景に引き上げられる可能性がある（第3図）。インフレと利上げが長期化するとの見方が広まってきたことで、消費者信頼感指数はリーマン・ショック後の2009年4-6月期以来の水準に低下している（第4図）。また、企業の景況感指数も悪化している。

さらに、今年、ブラジルが深刻な干ばつに見舞われていることも懸念される。ブラジルは水力発電への依存が高く、水不足は電力不足に直結すると考えられる。今後、計画停電を余儀なくされ、生産を抑制する可能性がある。

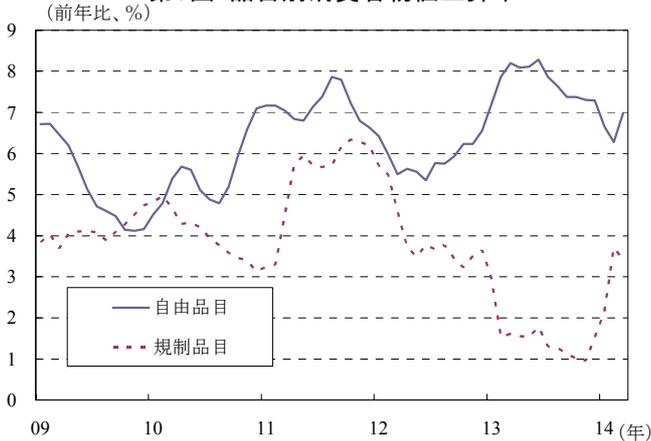
当面は低めの成長率と高めのインフレ率が続く見通し

2014年も10月の大統領選までは、拡張的な財政政策が続けられるとみられる。一方、中国経済の減速等による輸出の鈍化や金融引き締めの長期化が見込まれることから、実質GDP成長率は昨年の前年比+2.3%を下回る同+1.8%にとどまろう。また、インフレ率は中央銀行のインフレ目標の上限である同+6.5%に近い同+6.4%となろう。2015年は利上げの効果によ

りインフレ率は小幅低下し、同+5.8%と見込まれる。成長率はやや改善するが、本格的な回復には至らず今年並みの同+2.0%程度になると予想する。

2014年10月には、大統領選が行われる。現状では、現職のルセフ大統領再選の可能性が高いとされるが、新政権にはインフレ体質の克服に向け長年課題とされてきた供給力の強化に取り組むことが望まれる。

第3図: 品目別消費者物価上昇率



(資料) IBGE, Thomson Reuters Datastream

第4図: 消費者信頼感指数



(資料) FGV, Thomson Reuters Datastream

2. メキシコ

(1) 景気の現状

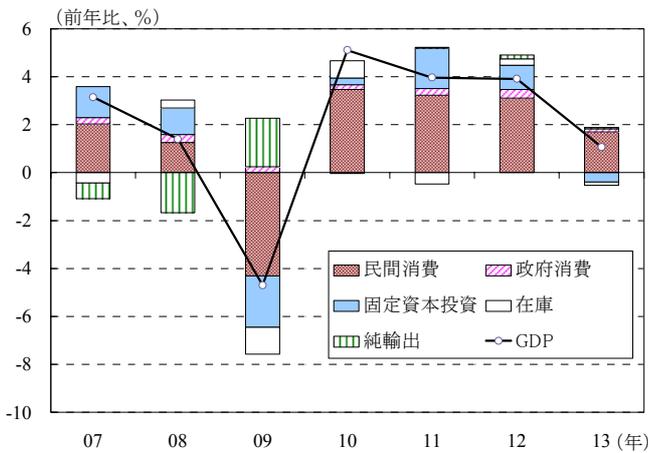
2013年の成長率は
米国景気の減速に
あわせて低迷

2013年、メキシコ経済は低迷が続き、実質GDP成長率は2012年の前年比+3.9%から同+1.1%へ大きく低下した(第5図)。メキシコの成長率低下の要因としては、米国景気の鈍化が挙げられる。2013年、米国の実質経済成長率が前年比+1.9%にとどまったこともあり、輸出全体の約8割を占める対米輸出も低調となった。また、出稼ぎ労働者などからの送金も減少し、消費の減速要因にもなった。加えて、政権交代に伴う政策執行の遅れから、公共投資が伸び悩んだことや9月に巨大ハリケーンが相次いでメキシコを襲ったことも成長率を抑制した模様である。

しかし、2014年に入り、回復の兆しがみられるようになってきている。米国経済の復調を受け、対米輸出が回復しており、経済活動指数からも2013年以降半以降の底打ちを確認することができる(第6図)。

景気減速を受け、インフレ率は落ち着いた動きになっている。消費者物価上昇率は足元で前年比+3.5%に低下しており、食品とエネルギーを除いたコア消費者物価上昇率は同+2%台後半となっている(第7図)。こうしたなか、メキシコ中央銀行は2013年に2回利下げを実施し、現在は政策金利を3.5%で据え置いている。2014年は、利下げの効果も徐々に表れてくると期待できる。

第5図: 実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(資料) INEGI, Thomson Reuters Datastream

第6図: 経済活動指数の推移



(資料) INEGI, Thomson Reuters Datastream

(2) メキシコ経済の見通し

米景気の回復、公共事業の増加により、今後は成長が加速

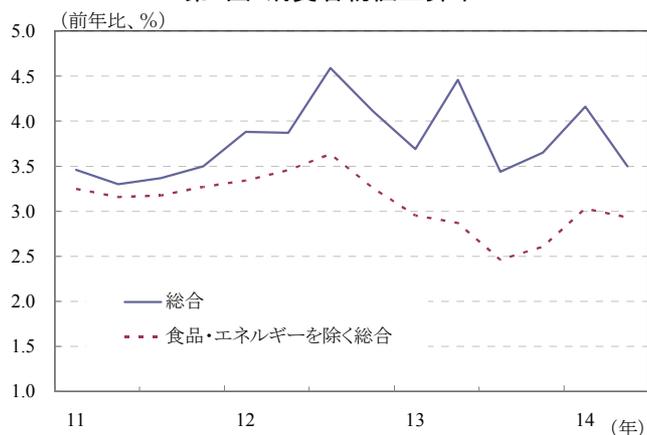
2014年に、メキシコ経済は回復局面に入ると考えられる。米国経済の回復に加え、国内では政府支出の増加が見込まれる。メキシコ政府は今年4月、大規模な長期インフラ投資計画を発表した。2014年から2018年の5年間の投資総額は7.7兆ペソ(約60兆円)で、メキシコのGDPの約10%に相当する規模である。既に公共投資は増加し始めており、1-3月期の公共投資額は前年比+73%となっている(第8図)。なお、メキシコの財政赤字は過去3年間、GDP比2.5%前後で安定している。

内外で好材料が重なる結果、2014年の実質成長率は前年比+2.7%に加速すると予想する。インフレ率が安定しており、当面、金利が据え置かれるとみられることも成長の支援材料となろう。中央銀行の試算によると、現在、メキシコ経済にはGDP比2%程度の需給ギャップ(生産能力の余力)がある。この余力が解消するのは2015年末頃になると考えられ、利上げ観測が浮上するのもその頃になるだろう。

構造改革も中長期的な成長押し上げ要因に

メキシコでは、教育、通信、財政など多岐にわたる分野で構造改革が進められているが、特に石油国有化政策の下、メキシコ石油公社(PEMEX)が独占してきた石油・ガス産業に、外資を含む民間企業の参入が可能になった点が注目される。メキシコは北米の自動車生産拠点として、数多くの外資系メーカーが進出しているが、今後はエネルギー分野においても外資系企業の進出が増加する可能性がある。当面、資本財輸入の増加も同時に見込まれるため、成長率への貢献は限られるが、将来的には生産性の向上を通じて成長力を高める効果なども期待される。こうしたことから、2015年の成長率は前年比+3.7%に加速すると見込まれる。

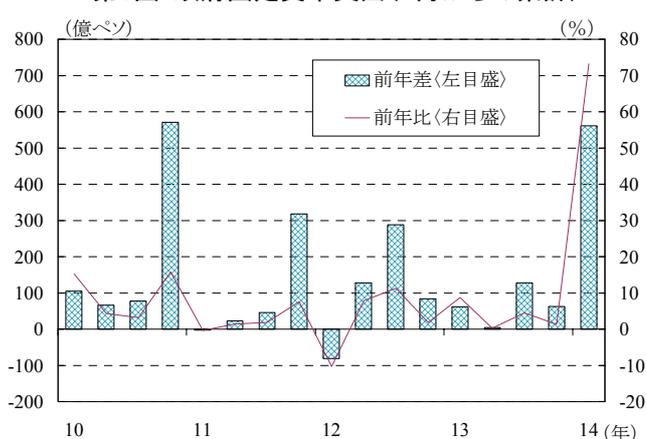
第7図: 消費者物価上昇率



(注)直近は4月の数字。

(資料)INEGI, Thomson Reuters Datastream

第8図: 政府固定資本支出(1月からの累計)



(資料)INEGI, Thomson Reuters Datastream

3. アルゼンチン

(1) 景気の現状

昨年10-12月以降、
景気は後退

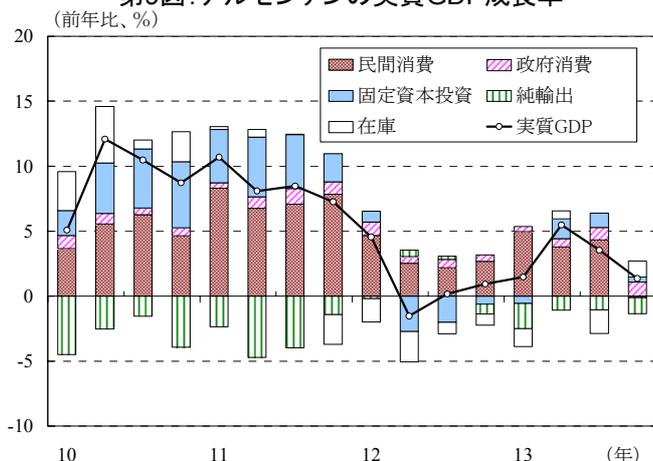
2013年のアルゼンチン経済は、農産品輸出の改善などに支えられ年央にかけて持ち直したが、10-12月期には成長率が大幅に鈍化し、前年比+1.4%となった。輸出が前年比▲12%となったうえ、民間消費が同▲0.2%、固定資本投資も同+1.9%にとどまるなど内需も不振となった(第9図)。長年のインフレによる輸出競争力の低下に加え、購買力低下による消費鈍化、不透明な政策を受けた投資マインドの悪化などにより、2013年の成長率は同+3.0%にとどまった。

2014年に入っても、景気の悪化は続いており、アルゼンチン経済は後退局面入りした可能性が高い。1-3月期の輸出は前年比▲9.1%と低迷し、貿易収支は前年比9割減となる1億ドルの黒字にとどまった(第10図)。長年のインフレによる競争力の低下や、主要な輸出先であるブラジルの景気低迷など悪材料が重なっている。その結果、1-3月期の鉱工業生産は前年比▲3.1%、自動車生産は同▲14.5%となった。厳しい輸入制限により生産に必要な部材が不足気味であることも生産の減少に拍車をかけている。

1-3月期の消費者物
価統計上昇率は年
率+40%超に

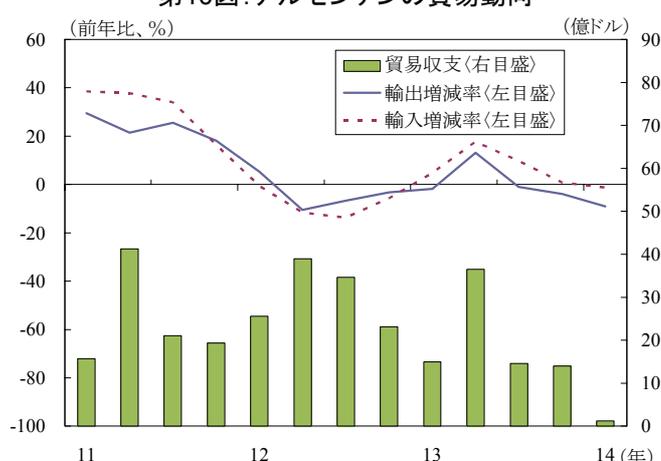
アルゼンチン政府は、長年、実態を反映していないという批判を受けていた消費者物価統計を見直し、昨年12月から新指標の発表を開始した。1-3月期の上昇率(季節調整前)を年率換算すると+45%となり、民間のインフレ統計(現在は前年比+40%前後)に近い結果となっている。一方、1-3月期の給与指数の上昇率は前年比+30%にとどまっており、家計の購買力も低下している。

第9図: アルゼンチンの実質GDP成長率



(資料) INDEC, Thomson Reuters Datastream

第10図: アルゼンチンの貿易動向



(資料) INDEC, Thomson Reuters Datastream

(2) アルゼンチン経済の見通し

金融引き締めが内需を抑制、ブラジル景気の低迷も逆風

1月末の為替相場の急落(対ドルで18%下落)を受け、中央銀行は金融引き締めを実施し、短期金利は30%近くまで引き上げられた(第11図)。こうしたなか、マネタリーベースの増加率は1年前の半分程度に鈍化してきており、引き締めは量的にも確認できる。ただし、インフレの鎮静化にはまだ時間がかかると思われ、当面、金融引き締めが内需の抑制要因となる。外需についても、ブラジルの景気低迷が続いていることや、為替は下落したものの、インフレによる競争力低下分を取り返すには至っていないことなどから、製品輸出の回復には時間がかかるだろう。

大豆が豊作、4-6月期の成長率は持ち直し、外貨準備高も回復へ

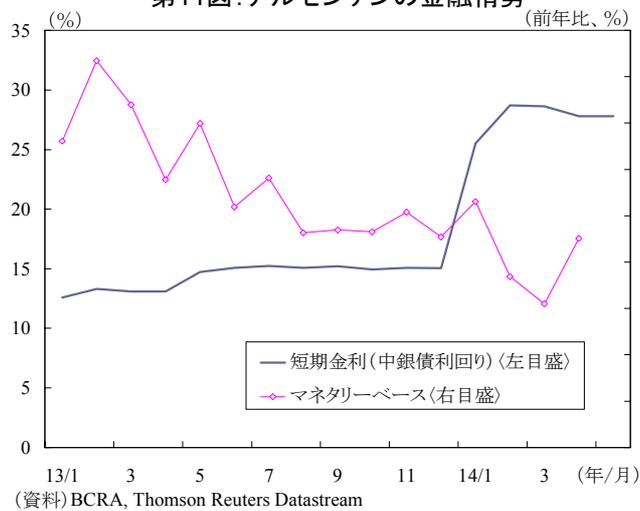
一方、穀物、特に大豆が2年続きの豊作となったことで、4-6月期の輸出は増加が期待できる。アルゼンチンの穀物は4-6月と7-9月期が輸出期となり、この時期の輸出に占める農産物の割合(加工品を含む)は、65%近くに上昇する(第12図)。今年是有数の豊作だった2011年並みの収穫が見込め、輸出額は240億ドルに達すると期待されている。これは、現在の外貨準備高(280億ドル前後)の約86%に相当する金額である。農産物輸出の拡大により、4-6月期の成長率はやや持ち直すが見込まれ、同時に外貨不足の懸念も和らぐだろう。

もっとも、農産物の輸出増加の効果は一時的なもので、高インフレによる価格競争力の低下というアルゼンチン経済の根本的な問題は依然として残される。インフレの抑制には、総需要の緊縮が必要となる。アルゼンチンにおいては、金融引き締めが実施されているが、インフレ率を考えると十分とはいえない。財政政策では、補助金の縮小が一部で実施されたが、全体としてみると、明確な変化はみられない。中央銀行が保有する国債はこの1年で3倍に急増しており、財政赤字の拡大がインフレの一因になっている可能性がある。また、アルゼンチンの場合、賃金交渉で政府の果たす役割が大きく、賃上げ率の圧縮も政府の課題となる。

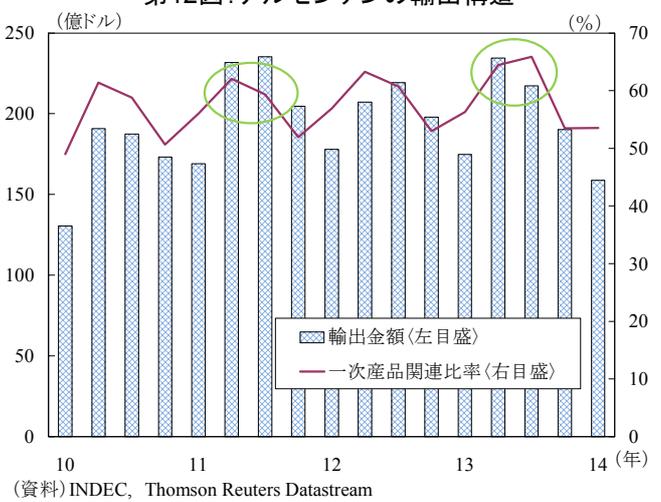
インフレ対策は不徹底に終わり、調整が長期化する公算

中長期的には、インフレ対策を優先することが望まれるが、アルゼンチンも来年、大統領選挙を控えており、国民に負担を強いる政策をとることは政治的に難しくなっていると思われる。インフレ対策は不徹底なものにとどまり、高インフレが長引くと同時に成長率の低迷も長期化する可能性が高い。インフレ率は2014年に前年比+28%、2015年に同+25%と高止まりし、実質成長率は2014年に同▲0.4%、2015年も同+1.0%にとどまると予想する。インフレ率が高止まりすることから、為替相場にも下落圧力がかかるとみられ、通貨急落のリスクは今後もくすぶり続けることとなる。

第11図:アルゼンチンの金融情勢



第12図:アルゼンチンの輸出構造



(国際通貨研究所 森川 央)

Ⅶ. ロシア・中東欧

～ロシアでの景気後退リスクが高まる一方、中東欧経済は持ち直し基調を辿る公算～

1. ロシア・中東欧経済の概況

ロシアはマイナス成長に転じ、先行きも軟調継続の公算

ロシア景気は、1-3 月期の実質 GDP 成長率がマイナスに転じるなど、急速に悪化している。ウクライナ情勢の緊迫を背景とした海外への資金流出加速が景気下振れの主たる要因である。一方、中東欧経済は、ドイツを中心とする西欧向け輸出の増加等に支えられ、回復傾向を辿っている。

先行きを展望すると、ロシア経済は、インフレ高進や中銀による利上げの影響から軟調が続く公算が大きい。加えて、輸出の約 7 割を占めるエネルギーの価格低下も景気の下押し要因となろう。

中東欧は、輸出増加等を追い風に持ち直し基調を辿る見込み

中東欧のなかでは、ポーランドで求人数の増加や企業の設備投資意欲の回復など、内需が一段と底堅さを増す兆しがみられる。また、金利低下を受けた家計向け貸出の伸びの高まりも、今後の景気押し上げ要因となろう。チェコは、雇用・所得環境の改善が遅れているものの、昨年 11 月以降中銀が実施している通貨安政策の効果に加え、財政緊縮の転換が先行きの景気持ち直しを支えよう。ハンガリーについても、輸出増加とそれに伴う設備投資の回復が期待される一方、足元までの景気の強さは、今年 4 月の総選挙を見据えた選挙対策も一因であるため、今後は対策効果の剥落からある程度の減速を余儀なくされよう。

第 1 表:ロシア・中東欧経済の見通し

	名目GDP (10億ドル)	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)			経常収支 (億ドル)		
	2013年 (実績)	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
ロシア	2,118	1.3	0.2	0.5	6.8	6.9	5.9	330	360	280
ポーランド	516	1.6	3.0	3.2	0.9	1.7	2.2	▲93	▲135	▲140
チェコ	198	▲0.9	1.5	1.8	1.4	1.1	1.8	▲19	▲15	▲20
ハンガリー	132	1.1	2.0	1.6	1.7	0.5	1.5	41	28	26
ロシア・中東欧	2,965	1.2	0.9	1.1	5.2	5.3	4.8	259	238	146

2. 主要国の動向

(1) ロシア

①景気の現状

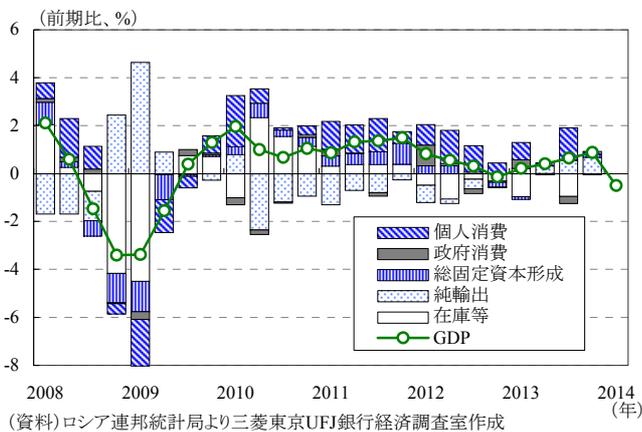
2014 年初から景気は急速に悪化

ロシア経済は、2012 年以降、エネルギー価格の頭打ちを主因として低調が続いてきた。昨年後半には、一旦持ち直しの兆しもみられたが、足元にかけて急速に悪化している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.5%と、マイナス成長に転じた（第 1 図）。同期は、ソチ五輪開催を受けた交通、飲食、宿泊等の需要増によって GDP が 0.3%弱押し上げられたとみられており（ロシア中銀試算）、五輪効果を除いた景気の基調は、GDP の数値以上に落ち込んでいる模様である。購買担当者指数（PMI）も、製造業指数が基準となる 50 を昨年 11 月以降下回って推移しており（4 月は 48.5）、サービス業指数も 4 月に 46.8 と約 5 年ぶりの低水準となった。

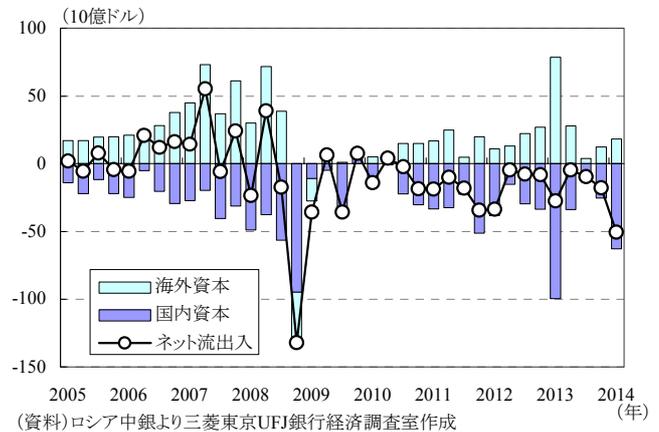
ウクライナ情勢の緊迫を背景に海外への資本流出が加速

急速な景気落ち込みの一因は、ウクライナ情勢の緊迫を背景とした海外への資本流出の加速である。今年 1-3 月期における国内民間資本の海外流出額は、628 億ドルに拡大した（第 2 図）。海外資本の流入も加味したネット対外フローも 506 億ドルの流出超と、既に昨年 1 年間の流出額（597 億ドル）に迫る額となっている。こうした資本流出が国内における設備投資や建設投資の下振れをもたらしたとみられる。

第 1 図：ロシアの実質 GDP 成長率



第 2 図：ロシアの民間資本対外フロー

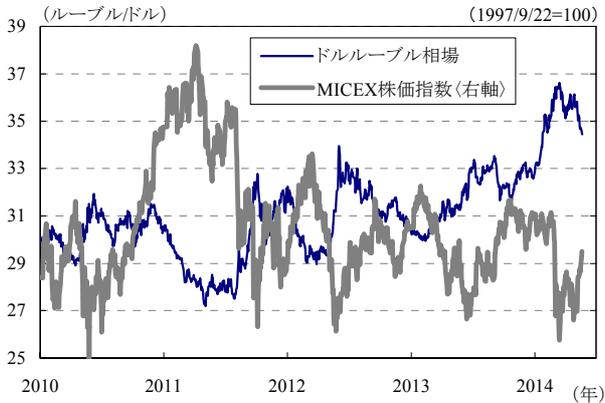


3 月半ばにかけて通貨安と株安が進

資本流出加速の影響は、金融市場でも顕著に現れた。年初以降ルーブル相場は大幅に下落し、3 月半ばには 1 ドル=36 ルーブル後半と過去最安値を更新した（年初から 3 月半ばまでの下落率は約 12%）（第 3 図）。株価も急落し、主要株価指標である MICEX 指数は、一時 2010 年以来の安値を記録した。こうしたなか、米格付け会社 S&P は 4 月 25 日にロシアのソブリン格付けを引き下げ、「BBB」から投資適格級としては最低水準の「BBB-」とした（第 4 図）^(注 1)。

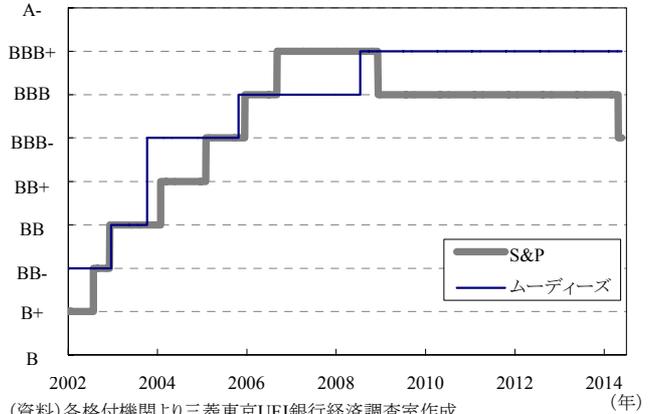
(注1) ムーディーズ社も3月末、ロシアの格付けについて引き下げ方向での見直しを発表(現在は「Baa1」(S&Pの「BBB+」に相当))。

第3図:ロシアの為替相場と株価



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図:ロシアのソブリン格付け



(資料) 各格付機関より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

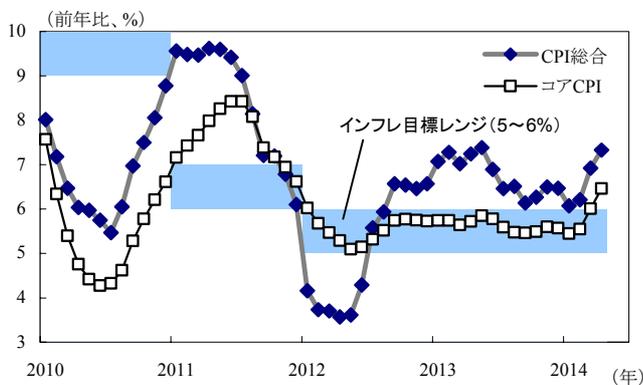
②見通し

4月以降、金融市場は持ち直しの方向にあるが、ウクライナ情勢を巡る不透明感が高まっており、引き続き予断を許さない状況にある。先行きの景気動向についても、ルーブル安の影響が顕在化することなどから、当面は下押し圧力が続く公算が大きい。

高インフレが個人消費の抑制要因に

通貨下落による輸入物価上昇からインフレ圧力が増大しており、4月の消費者物価(CPI)上昇率は前年比+7.3%と、中銀の目標レンジの上限である6%を大きく上回った(第5図)。コアCPIも同+6.5%と約2年半ぶりの上昇率となり、物価上昇が広範にわたっていることを示している。実質購買力の低下は、家計マインドの悪化要因となっており、足元の消費者信頼感指数は2011年初め以来の水準まで落ち込んでいる。ルーブルが大幅に値を戻す可能性は限定的とみられ、インフレ圧力は当面高止まりし、個人消費の抑制要因になると考えられる。

第5図:ロシアの消費者物価(CPI)



(注) コアCPIは総合から食料・ガソリン・公共料金を除いたもの。
(資料) ロシア中銀、ロシア連邦統計庁より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図:ロシアの政策金利



(資料) ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

利上げにより銀行
貸出の伸びは一段
と鈍化する見込み

また、中銀による利上げも景気の下押し要因となろう。ロシア中銀は、ルーブル安とインフレ高進に対応して、3月と4月に利上げを実施し、主要政策金利である1週間物入札レポ金利を5.5%から7.5%まで引き上げた(第6図)。民間向け銀行貸出の伸びは、2012年後半以降、緩やかな減速傾向を辿っているが、今後一段の鈍化は避けられないであろう。

中銀が前回、大幅利上げを行った2008年から2009年にかけての局面を振り返ると、1週間物入札レポ金利は4%ポイント(6.5%→10.5%)引き上げられた(第2表)。世界的な金融危機を背景とする海外への資本流出加速もあり、当時の民間向け銀行貸出の前年比伸び率は、マイナスまで落ち込んだ。今年3月と4月の利上げ幅は合計2%ポイントと、今のところ2008~2009年の利上げ幅の半分に止まっているものの、先行き中銀が再利上げを余儀なくされる可能性は否定できない。ウクライナ情勢等をきっかけとして、再度ルーブル安が進んだ場合には、インフレ圧力の増大だけでなく、金融引き締めによる景気の下押し圧力が強まろう。

エネルギー価格の
軟調も下押し要因
に

エネルギー価格の軟調も、引き続きロシア経済の重石となる公算が大きい。中国を始めとする新興国の景気回復が緩やかなものに止まるなか、米FRBの金融緩和縮小等が市況の押し下げ要因になるとみられるためである。IMF(国際通貨基金)によると、原油価格は2015年にかけて、足元の水準から1バレル=10ドル前後の下落が予想されている(第7図)。ロシアは、輸出の約7割が原油や天然ガスなどであるため、経済全体への影響も極めて大きく、成長率の低下は避けられないとみる。

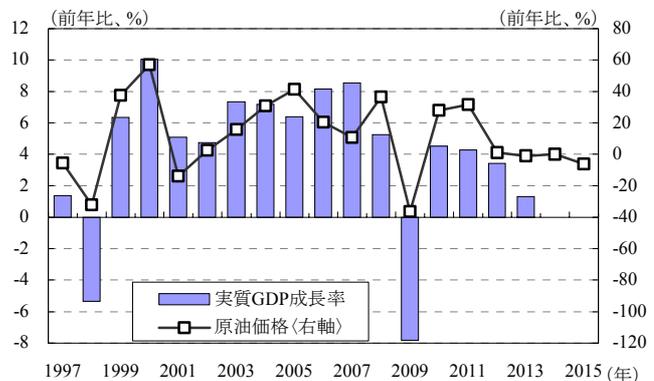
2014年の実質GDP成長率は、前年比ゼロ%近辺まで鈍化する公算が大きい。2015年については、インフレ服等により景気下押し圧力が若干緩和する一方、エネルギー価格の軟調継続が重石となり、成長率の持ち直しはごく小幅にとどまると予想する。なお、ウクライナ情勢が一段と深刻化した場合には、資本流出の更なる加速や欧米による経済制裁強化が想定され、景気の落ち込みがより大きなものとなろう。

第2表:ロシアの銀行貸出と政策金利

期間	2008年2月 ↓ 2009年2月	2009年4月 ↓ 2010年6月	2011年2月 ↓ 2012年9月	2014年3月 ↓ ?
政策金利の 変化方向	利上げ	利下げ	利上げ	利上げ
政策金利の 変化幅	+4.0% ポイント	▲5.5% ポイント	+0.5% ポイント	+2.0% ポイント
貸出伸び率 (前年比)の変化	+56.2% ↓ ▲2.7%	▲2.7% ↓ +27.2%	+27.2% ↓ +18.1%	+18.1% ↓ ?
同変化幅	▲58.9% ポイント	+29.9% ポイント	▲9.1% ポイント	?

(資料)ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図:ロシアの実質GDP成長率と原油価格



(注)原油価格はブレント、WTI、ドバイの単純平均。2014-15年はIMF予測値。
(資料)ロシア連邦統計局、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) ポーランド

①景気の現状

景気回復が力強さを増す

ポーランド経済は、2011 年末以降、他の中東欧諸国がマイナス成長に陥るなかでも、プラス成長を維持するなど、相対的に底堅い推移を続けてきた。昨年 4-6 月期以降、景気の持ち直しが鮮明になってきており、1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+1.1%と、2011 年 10-12 月期以来の高い伸びとなった（第 8 図）。需要項目別には、国内民需と輸出の拡大が成長率の加速に寄与した模様である。企業部門の雇用者数が昨年 10 月以降、前年水準を上回って推移するなど、雇用・所得環境の改善が進んでおり、消費者マインドも明るさを増している。また、輸出はドイツを中心に西欧向けが増加基調にある。

②見通し

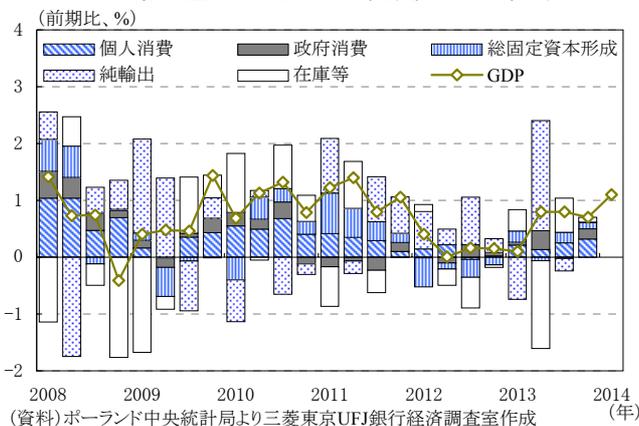
底堅い景気回復が持続する公算

先行きも、内需と外需の両面から景気回復が持続するとみられる。昨年 末以降、求人数が大きく増加しており、雇用・所得環境の一段の改善が見込まれる。企業の設備投資計画も緩やかではあるが上向いてきており、固定資本投資の回復継続が見込まれる。西欧経済の景気持ち直しは、過去に比べて緩やかではあるが、ポーランド経済と結び付きが強いドイツの底堅さが、企業部門の押し上げ要因になると予想される。

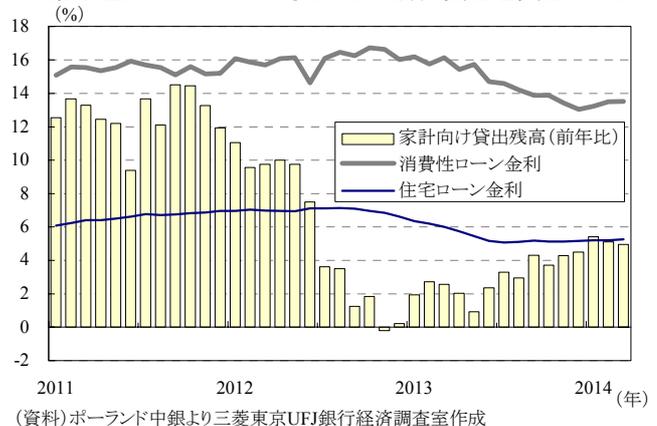
緩和的な金融環境の継続も景気の追い風に

緩和的な金融環境の継続も景気回復を支える一因となろう。中銀は 2013 年 7 月にかけて 2.25%ポイントの利下げ実施後、低インフレを理由として当面金利を据え置く方針を表明している。中銀の利下げに加え、金融機関の貸出基準緩和を反映して、家計向け貸出金利も低下している。貸出残高の伸びも高まっており（第 9 図）、今後の消費底上げ要因となることが見込まれる。2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+3.0%と 3 年ぶりの高い伸びとなり、2015 年も同+3.2%と底堅く推移すると予想する。

第 8 図：ポーランドの実質GDP成長率



第 9 図：ポーランドの家計向け銀行貸出と貸出金利



(3) チェコ

①景気の現状

景気は徐々に明るさを増す

チェコの景気は、昨年4-6月期にプラス成長に転じて以降、回復傾向を辿っている。1-3月期の実質GDP成長率は、前期比横ばいであったが（第10図）、これはたばこ税の増税に関連した在庫投資の下振れが主因とみられる。ユーロ圏、なかでも輸出先の約3分の1を占めるドイツの景気持ち直しを背景に輸出が増加基調で推移しており、景気回復を牽引している。また、チェコ中銀は昨年11月以降、コルナ売り介入を実施し、コルナ相場を1ユーロ=25コルナ台から同27コルナ台まで押し下げた。ユーロ圏全体としては景気回復が力強さを欠くなか、コルナ安が輸出拡大のもうひとつの要因となっているとみられる。内需についてもマインド改善を受けて、個人消費が持ち直し傾向にある。

②見通し

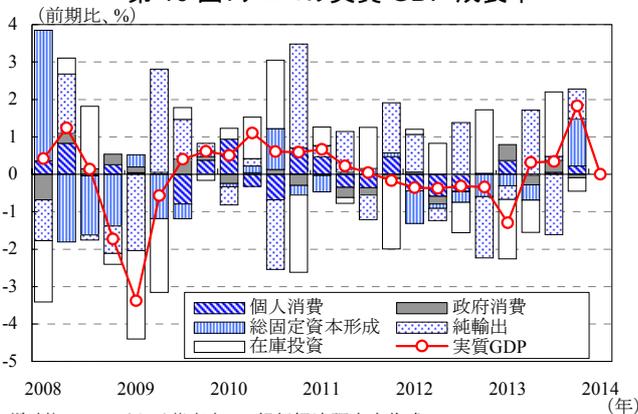
緩やかな景気回復が持続する公算

景気は先行きも、緩やかな回復傾向を辿ると予想する。輸出は、ドイツを始めとする西欧経済の景気持ち直しを背景に増加が続くとみられる。また、生産活動の活発化を受け、設備投資も増加基調に転じており、今後の景気回復を支えよう。加えて、財政緊縮の緩和も景気押し上げ要因のひとつである。2013年のチェコの一般政府財政赤字は、GDP比1.5%まで縮小し、5年ぶりに同3%を下回った。チェコ中銀の試算によると、減税や政府投資の増加などで、実質GDP成長率は2014年に0.2%ポイント、2015年に0.8%ポイント押し上げられる見込みである（第11図）^{（注2）}。ただし、雇用・所得環境の回復には今しばらく時間を要するため、景気回復は緩慢なペースに止まろう。2014年の実質GDP成長率は前年比+1.5%と2013年の同▲0.9%からプラスに転じ、2015年には小幅な加速を見込む。

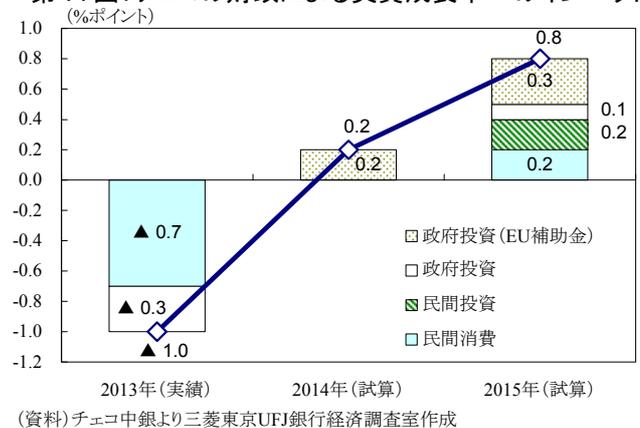
財政緊縮の緩和も景気押し上げに寄与する見込み

（注2）一般政府財政赤字の中銀予想値は、2014年GDP比1.4%、2015年同2.0%。

第10図: チェコの実質GDP成長率



第11図: チェコの財政による実質成長率へのインパクト



(4) ハンガリー

①景気の現状

景気の持ち直しが鮮明化

ハンガリー経済は、景気の回復基調が鮮明になってきている。1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比+1.1%と、前期の同+0.7%から加速し、5四半期連続のプラス成長となった（第12図）。西欧のなかでも特にドイツの景気持ち直しを受けて、自動車・同部品を中心に輸出が堅調に推移している。1-3月期は、実質小売売上高の伸び率が加速するなど、個人消費も底堅さを増している。失業率が低下基調にあり、2月は7.9%と2008年以来初めて8%を下回ったほか、4月の消費者信頼感指数は2006年以来の水準まで改善した。

②見通し

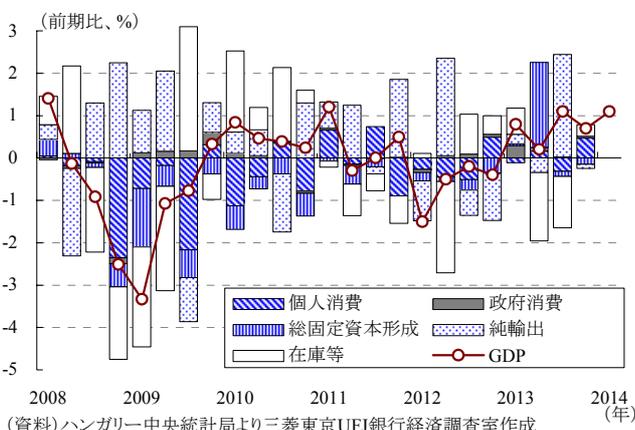
景気回復は継続するもペースは鈍化の公算

先行きも、海外景気の持ち直しを受けた輸出増加と、それに伴う設備投資の回復が景気を牽引すると予想する。中銀の中小企業向け貸し出し支援策も追い風となろう。企業の雇用意欲が高まってきており、家計部門では所得と消費の増加が期待される。

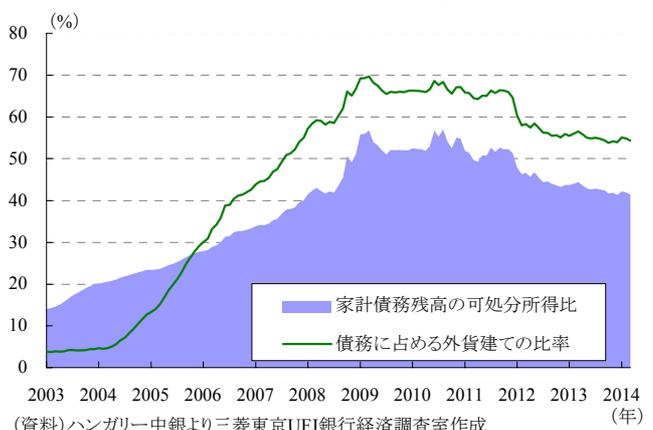
家計のバランスシート調整は引き続き景気の重しに

もっとも、足元までの景気の強さは、今年4月の総選挙を見据えた選挙対策（公共料金引き下げ、公共事業、雇用対策）が一因であり、今後は対策効果の剥落から内需はある程度の減速を余儀なくされよう。また、家計のバランスシート調整も引き続き景気の重石となる見込みである（第13図）。外貨建て債務比率が依然として高いことに加え、ハンガリーの通貨フォロントは政府債務の大きさから売られやすい傾向にある。そのため、通貨安によるバランスシート調整圧力の増大は、引き続き潜在的なリスク要因として注視が必要である。2014年の実質 GDP 成長率は前年比+2.0%まで加速するとみるが、2015年については同+1.5%へ減速すると予想する。

第12図：ハンガリーの実質 GDP 成長率



第13図：ハンガリーの家計債務残高



(5) トピックス～ロシアおよびウクライナと中東欧経済の関係

中東欧はロシアへのエネルギー依存度が高い

ウクライナ情勢を巡り先行き不透明感の強い状況が続くなか、中東欧諸国については、ロシアに対するエネルギー依存度の高さが懸念材料となっている(第3表)。ロシアからの原油・天然ガス供給途絶リスクとしては、①ロシアからウクライナへのガスパイプラインが停止し、ウクライナ経由の天然ガス供給が行われなくなるケース、②欧米の経済制裁により、ロシアからの原油・天然ガス輸入が制限される二つのケースが想定される。このうち①については、ベラルーシやバルト海などウクライナを経由しないルートのパイプラインによって供給が代替されれば、大きな影響は生じないとみられている。一方、②のケースは、短期間であれば備蓄^(注3)による対応が可能であるものの、長期化した場合、中東欧諸国は西欧以上に深刻な影響を被る恐れがある。

(注3) 足元の天然ガス備蓄量は、欧州全体で2～3ヵ月分程度。

第3表: 中東欧主要国の対ロシアエネルギー依存度

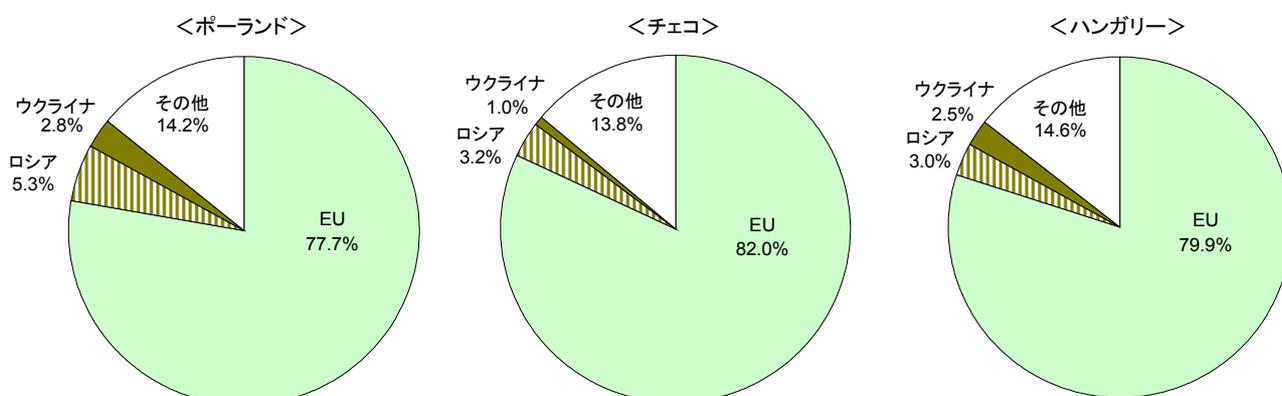
	ポーランド	チェコ	ハンガリー	ルーマニア	ブルガリア	リトアニア	(参考)EU	(参考)ドイツ
原油	91.6	57.6	91.7	14.5	95.8	96.0	29.9	38.2
天然ガス	82.0	100.0	51.0	21.2	95.7	100.0	24.3	41.6

(注) 国内消費量に占めるロシア産原油・天然ガスの比率
(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ポーランドはロシア、ウクライナ向けの輸出シェアが比較的高い

ロシアとウクライナの景気悪化が中東欧諸国の輸出下押し要因となる可能性も想定される。もっとも、中東欧主要3ヵ国の輸出相手国構成比をみると、EU向けが8割前後を占めており(第14図)、EU域内の景気が回復基調を辿っている間は、影響の顕在化は避けられるとみる。ただし、ポーランドについては、ロシア、ウクライナ向けの輸出シェアが合計8%と比較的高めであるため、今後の動向に留意する必要がある。

第14図: 中東欧主要3ヵ国の輸出相手国構成比率



(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

Ⅷ. 原油価格

～非 OPEC 生産は拡大するが、地政学リスクを背景に原油価格の下値は限定的～

1. 価格動向

WTI は地政学リスクを背景に高値圏で推移

WTI（期近物）は1月下旬以降、米国におけるパイプライン稼働による在庫減少期待や寒波による需要増加を背景に上昇傾向を辿り、さらに3月初めにはウクライナ情勢の緊迫を受けて104ドル台と約5ヵ月半振りの高値に上昇した（第1図）。その後、中国の景気減速懸念や米国の原油在庫増加等を背景に WTI は軟化した。4月以降はウクライナ情勢や不安定なリビア情勢、堅調な米経済指標が買い材料となる一方、米原油在庫増加が売り材料となり、WTIは100～104ドルの高値圏で推移している。

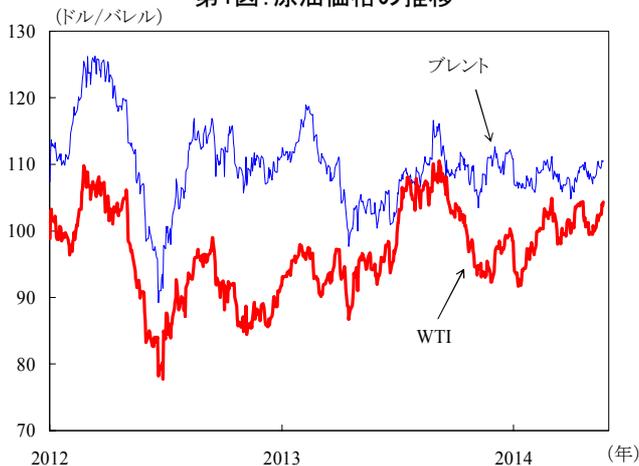
北海ブレントは堅調に推移

また、北海ブレント（期近物）は、ウクライナやリビアの情勢緊迫を背景に105～110ドルのレンジで堅調に推移している。ブレントと WTI の価格差は1月に平均12ドルであったが、足元では約7ドルに縮小している。

投機筋の買い越し額は過去最高

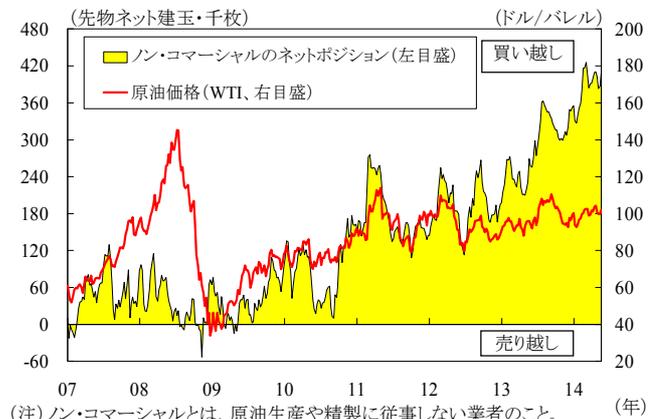
原油先物市場における投機筋の買い越し額は、2月下旬、ウクライナ情勢緊迫を受けてロシアの原油供給を巡る不安が高まったことから、過去最高額に達した（第2図）。その後もウクライナやリビア情勢の緊迫を背景に、買い越し額は高水準で推移している。

第1図：原油価格の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：原油先物市場の投機筋ポジション



(注) ノン・コマーシャルとは、原油生産や精製に従事しない業者のこと。
1枚=1,000バレル。
(資料) 米国商品先物取引委員会、ニューヨークマーカンタイル取引所資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 需要・供給動向

1～3 月期は供給超過

1～3 月期の世界の原油需給バランスは供給超過（＝在庫積み増し）となった（第3図）。欧米の需要が減少した一方、石油輸出国機構（OPEC）と米国の生産が増加したためである。

世界の原油需要は前年並みの伸びの見込み

1～3 月期の新興国の原油需要は前年比+2.4%と堅調な伸びとなったのに対し、先進国は同▲0.2%と落ち込んだ結果、世界全体では同+1.1%とやや低めの伸びとなった。しかしながら、今年の世界景気は緩やかに拡大す

るとみられ、原油需要は前年 (+1.4%) と同程度の伸びが見込まれる。

OPEC の生産量は ほぼ目標水準

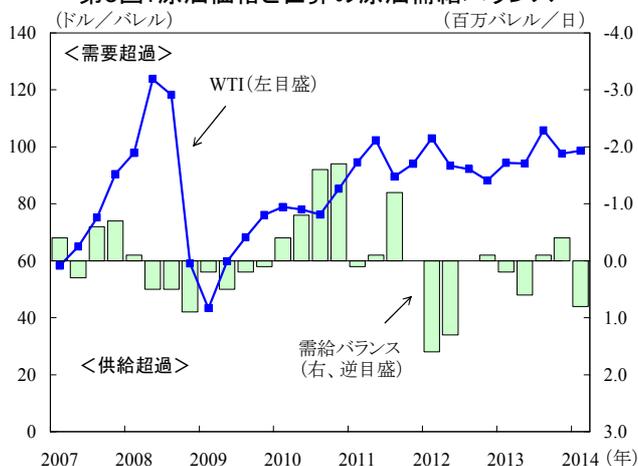
供給についてみると、OPEC の生産量は 1~4 月平均で日量 2,998 万バレルと生産目標 (同 3,000 万バレル) と同水準である。関係者から目立った発言もなされていないことから、6 月 11 日開催予定の OPEC 総会では生産目標の据え置きが予想される。

当面注視すべきポイントは、リビアの生産回復の時期とそのペースである。リビアの産油量は労働者や武装勢力等の抗議行動により 2013 年後半に急減し、2014 年に入っても低迷が続いている。今のところ生産回復の目処は立っていないが、仮に本格回復した時には、OPEC 全体として生産目標を上回ることになる。リビアの生産回復ペースと世界の原油需要の動向を睨みつつ、OPEC として生産調整を迫られることになる。

非 OPEC の生産拡大 が見込まれる

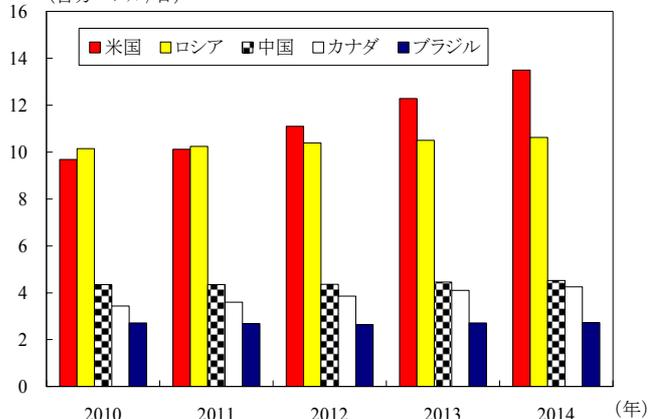
非 OPEC の生産は米国が牽引する形で拡大している。ロシアとウクライナの緊張状態が続いているが、これまでのところロシアの生産動向に変化はみられず、米国に次ぐ産油量で推移している。カナダのオイルサンド (=高粘度の原油を含む砂岩層) やブラジルの深海油田からの生産拡大も予想されており、2014 年も非 OPEC の生産は拡大傾向が続くとみられている (第 4 図)。

第3図: 原油価格と世界の原油需給バランス



(資料) IEA 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 非OPEC主要国の原油生産量の実績と見通し



(注) 2014年は米エネルギー情報局による見通し(2014年5月時点)。

(資料) 米エネルギー情報局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 価格の見通し

原油価格は四半期 平均 96~100 ドル 台の推移と予想

今年の世界の原油需要は、緩やかな景気拡大を背景に堅調な伸びが予想され、供給面では米国を始めとする非 OPEC の生産拡大が見込まれる。この結果、需給面からの価格上昇圧力は限られたものとどまろう。しかしながら、ウクライナやリビアの情勢緊迫を背景に供給懸念が根強い状況が続き、原油価格の下値も限定的とみられる。原油価格は四半期平均 96~100 ドル台で推移すると予想される。

(篠原 令子)

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
2012/Q1	103.0	8.9%
2012/Q2	93.4	▲8.8%
2012/Q3	92.2	3.0%
2012/Q4	88.2	▲6.2%
2013/Q1	94.4	▲8.4%
2013/Q2	94.2	0.9%
2013/Q3	105.8	14.8%
2013/Q4	97.6	10.6%
2014/Q1	98.6	4.5%
2014/Q2	100	6.2%
2014/Q3	99	▲6.4%
2014/Q4	96	▲1.6%
2012年	94.2	▲1.0%
2013年	98.1	4.1%
2014年	98	0.4%
2015年	97	▲1.2%

見通し ↓

(注) 期中平均価格

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiko_ishimaru@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくご申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。