

# 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

～好循環の回転加速で消費増税を乗り切り、景気は回復基調を持続～

## 米 国

～企業から家計への波及改善を支えに、成長率は緩やかながらも高まる展開に～

## 西 欧

～ユーロ圏は 1%弱の低成長が続く、英国は消費主導の堅調な回復が持続～

## ア ジ ア

～中国経済の減速は何とか緩やかなペースに止まり、アジア経済全体は底堅さを維持～

## オーストラリア

～景気は回復傾向が続くも、設備投資の低調などを背景に成長ペースは緩やか～

## 中南米

～アルゼンチン、ブラジルは景気低迷が続く一方、メキシコは回復基調を維持～

## 原油価格

～根強い供給懸念を背景に、原油価格は高値圏で推移～

## 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、この先 2014 年から 2015 年にかけての成長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、景気回復の足取りをより確かなものとしつつある。危機後の設備投資長期抑制に起因する潜在成長率低下や、賃金伸び悩みに代表される企業から家計への好循環波及の遅れなどの懸念材料も徐々に改善に向かいつつあり、今後、雇用・所得環境の改善に支えられて、回復ペースを緩やかな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、何と云っても、未曾有の金融緩和からの出口戦略である。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、ようやく始まった持ち直しの動きがここに来て再び足踏み状態にある。加えて、デフレ懸念への対処やロシア経済減速の影響などからも目が離せない。周縁国経済の成長力の弱さや、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が依然根強く残存していることもあり、持続的な成長経路に復するには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 の約 6 割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、消費増税による一時的な景気の落ち込みはみられるものの、基調としては、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。これまでの政策効果を起点とする好循環が、消費増税で途絶えることなく確りと回転し続けていることから、景気はこの先再び回復基調に復し得る公算が高い。雇用の拡大と賃金の上昇による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、業績の改善や雇用・設備における需給の引き締まりが、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、成長戦略に盛り込まれた構造改革の着実な実践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、消費増税に伴う一時的な景気の落ち込みを乗り越え、前年比+1%弱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)	4.80	100	2.3	0.8	1.5	0.8	3.1	1.9	83	454	589
米国	16.77	349	2.2	2.0	2.7	1.5	1.9	2.1	▲ 4,003	▲ 4,025	▲ 3,927
ユーロ圏	12.72	265	▲ 0.4	0.7	0.9	1.3	0.6	0.8	3,660	2,862	2,903
ドイツ	3.64	76	0.4	1.4	1.6	1.6	1.1	1.5	2,735	2,431	2,599
フランス	2.74	57	0.2	0.6	0.9	1.0	0.7	1.1	▲ 442	▲ 408	▲ 368
イタリア	2.07	43	▲ 1.9	0.2	0.4	1.3	0.4	0.7	161	179	247
英国	2.54	53	1.7	2.9	2.6	2.6	1.6	1.8	▲ 1,138	▲ 1,460	▲ 1,089
アジア11カ国・地域	15.34	319	6.3	6.1	6.1	3.6	3.3	3.7	3,460	3,633	3,243
中国	9.18	191	7.7	7.2	6.9	2.6	2.4	3.0	1,828	1,782	1,466
インド(年度ベース)	1.87	39	4.6	5.5	5.7	10.0	7.9	6.5	▲ 324	▲ 390	▲ 399
NIEs4カ国	2.28	47	2.9	3.4	3.7	1.7	1.9	2.4	1,968	2,010	1,957
韓国	1.22	25	3.0	3.4	3.7	1.3	1.7	2.4	799	794	692
台湾	0.49	10	2.1	3.6	3.7	0.8	1.6	1.7	573	559	594
香港	0.27	6	2.9	2.5	3.4	4.3	3.7	3.9	51	79	95
シンガポール	0.30	6	4.1	3.9	4.0	2.4	1.5	1.9	545	578	576
ASEAN5カ国	2.01	42	5.2	4.7	5.3	4.5	4.6	5.6	▲ 12	231	219
インドネシア	0.87	18	5.8	5.3	5.4	6.4	6.1	7.8	▲ 291	▲ 211	▲ 200
マレーシア	0.31	6	4.7	5.9	4.8	2.1	3.5	3.8	118	186	221
タイ	0.39	8	2.9	1.0	4.3	2.2	2.4	2.9	▲ 28	98	54
フィリピン	0.27	6	7.2	6.6	6.2	3.0	4.2	3.7	94	92	91
ベトナム	0.17	4	5.4	5.4	6.0	6.6	5.1	6.4	95	66	53
オーストラリア	1.51	31	2.4	2.9	2.7	2.4	2.7	2.5	▲ 447	▲ 363	▲ 294
中南米7カ国	5.26	110	2.4	1.2	2.2	7.9	12.8	11.7	▲ 1,342	▲ 1,285	▲ 1,265
ブラジル	2.25	47	2.5	0.9	1.5	6.2	6.4	5.8	▲ 811	▲ 790	▲ 720
メキシコ	1.18	24	1.1	2.5	3.5	3.8	3.9	3.5	▲ 259	▲ 240	▲ 260
アルゼンチン	0.47	10	2.9	▲ 2.0	0.0	10.8	35.0	35.0	▲ 43	▲ 60	▲ 85
ロシア、中東欧3カ国	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』は実績値、『2014年』と『2015年』は9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を。

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カ国。

5. 『日本』、『インド』は、年度(4月～翌年3月)ベース。

6. 『中南米7カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルーの計7カ国。

(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

### ～好循環の回転加速で消費増税を乗り越え、景気は回復基調を継続～

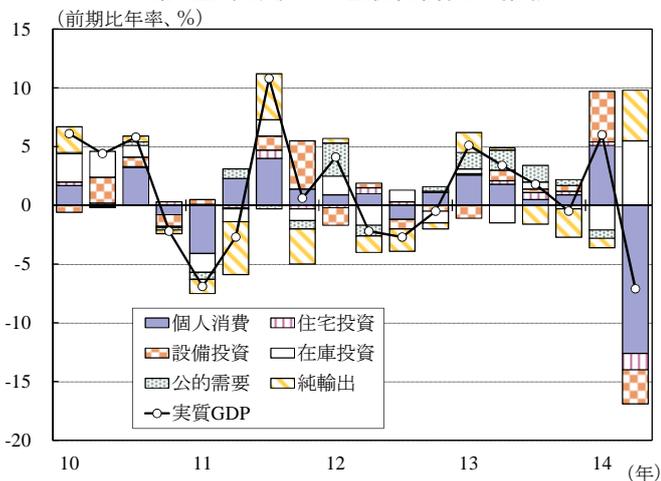
#### 1. 日本経済の概況

消費増税の影響で景気は一旦落ち込むも、企業からみた需給バランスはそれほど悪化していない

景気は4月の消費税率引き上げを受けて一旦落ち込んだ。4-6月期の実質GDP（2次速報値）は前期比年率▲7.1%と、個人消費や住宅投資を中心に駆け込み需要の反動減が鮮明に現れ、大幅なマイナス成長となった（第1図）。純輸出は、内需の減少を受けて輸入が大幅なマイナスとなったためGDPを押し上げる要因となったが、輸出は軟調に推移した。

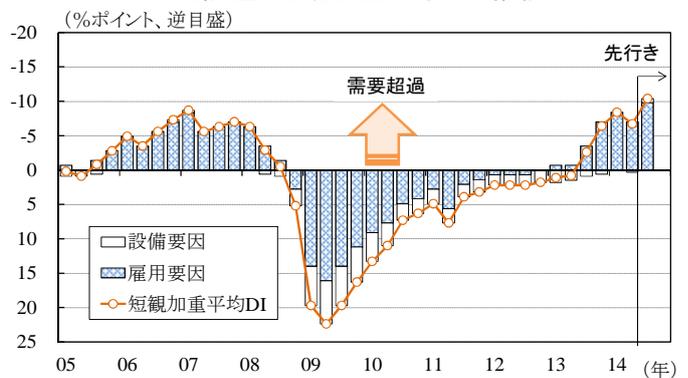
GDPの大幅な落ち込みで景気の先行きが懸念されるどころだが、企業はGDP統計が示している程には景気の落ち込みを強く意識しているわけではない。日銀短観の生産・営業用判断DIと雇用人員判断DIを資本と労働の分配率を用いて加重平均した『日銀短観加重平均DI』で、企業からみたマクロ的な需給バランスの状態をチェックすると、確かに4-6月期には一旦需給の緩みが意識されたものの、その落ち込み幅はそれほど大きくなく、7-9月期には需給が再び引き締まることを予想する姿が描かれている（第2図）。中身をみても、昨年前半からすでに不足感が強まっている雇用面だけでなく、足元では設備面でも不足感が出てきており、需給の緩みが企業の前向きな支出活動を抑制する可能性は小さいといえる。

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2図: 短観加重平均DIの推移



(注) 1. 生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出。

2. 生産・営業用設備判断DIによる変化分を『設備要因』、雇用人員判断DIによる変化分を『雇用要因』とした。

(資料)日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

企業の採用意欲の高まりを受けた家計所得の改善持続で、個人消費は回復へ

需給の引き締まりが概ね維持されていることは、雇用の拡大と賃金の上昇を通じた家計所得の増加を促し、個人消費の回復をもたらす大きな要因となる。今春闘で高めの賃上げが実現したことを背景に賃金が増勢を強める中、雇用環境も明確に改善している。男女の年齢階級別就業率の推移をみると、足元の就業率は、過去の景気のピーク時と比べ女性や高齢者で顕著に上昇している（第3図）。企業の採用意欲の高まりとそれに伴う賃金の上昇を背景に、幅広い層で労働市場への参加が積極化していることを示

しているといえる。こうした動きは、中長期的な視点でも需給両面で日本経済の成長力底上げに寄与することになるだろう。

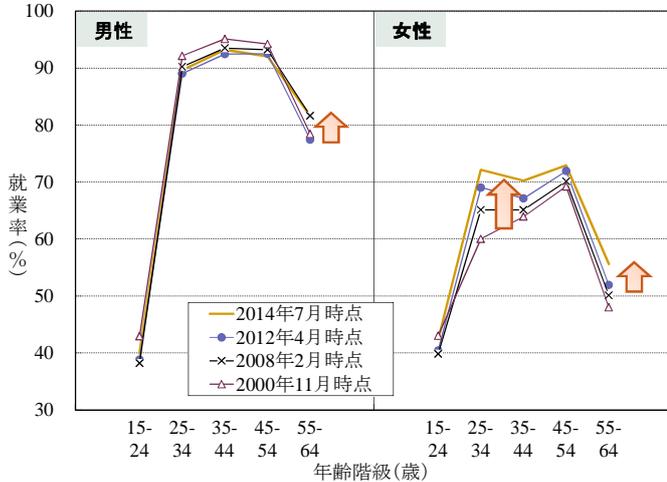
### 設備投資の拡大を政府による成長戦略の着実な実行が後押し

企業による設備投資拡大の動きもしっかりしている。6月調査の日銀短観では、今年度の大企業の設備投資計画が前回3月調査比で5.8%、上方修正された(第4図)。6月調査の修正率としてはバブル期の1991年以來の高さであり、消費増税後も企業の投資マインドは堅調に推移していることを物語っている。設備ストックの過剰感が概ね解消し、個人消費を含む需要が底堅く推移していく中で、設備投資は、製造業では更新・合理化投資、非製造業では能力増強投資を中心に、今後も高めの伸びを維持するだろう。法人実効税率の引き下げを含む政府による成長戦略の着実な実行も、企業による投資拡大の動きを後押しする。

### 企業の前向きな支出・投資活動が好循環の回転を加速

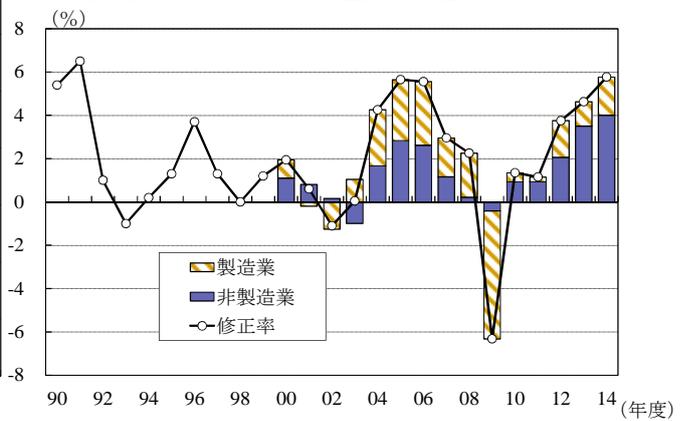
需給の引き締まりを背景とした企業の前向きな支出・投資活動の活発化により、日本経済は好循環の回転が加速、消費税率引き上げによるマイナス影響を乗り切り、回復基調を維持すると予想する。4-6月期の大きな落ち込み以降は比較的高めの成長が続き、今年度の実質GDP成長率は+1%弱を確保できる見通しである。2015年度も、10%への消費税率引き上げが景気を下押しする要因となるものの、好循環の回転継続で+1%台半ばを維持すると予想する。

第3図: 男女の年齢階級別就業率の推移



(資料) 総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 日銀短観の各年6月調査における設備投資の修正率(大企業・全産業ベース)



(注) 『修正率』は、3月調査との対比。

(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. 部門・項目別にみた現状と見通し

### (1) 企業部門

輸出は、先進国経済の回復と円安の定着などを背景に、持ち直していく見通し

輸出はアジアや米国向けを中心に軟調な推移が続いている。GDPベースの実質輸出は4-6月期に前期比年率▲2.0%と3四半期ぶりに減少した。背景には、世界経済の伸び悩みに伴うグローバルな輸入需要の弱さがあるとみられる。先進国の輸出シェア(世界全体の輸出に占める先進国のウェイト。実質ベース)をみると、全体としては低下傾向で推移する中で、日

本のシェアは過度な円高が是正され始めた 2013 年以降、概ね同水準を維持している（第 5 図）。足元の輸出の軟調が、必ずしも競争力の低下や海外への生産移転といった日本独自の要因ばかりによるわけではないことを示唆している。

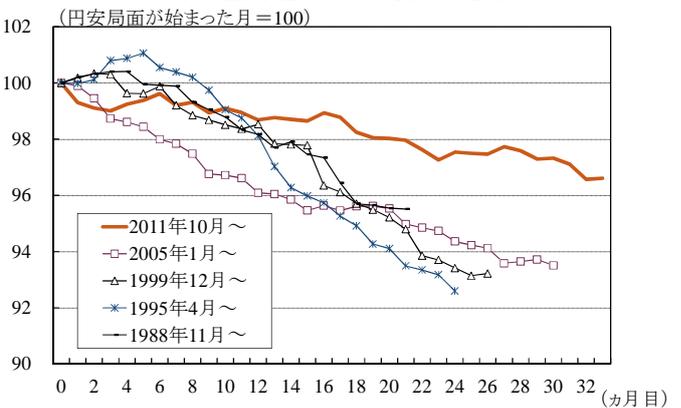
先行きについては、輸出は緩やかに持ち直していく公算が大きい。まず、先進国を中心とした世界経済の緩やかな回復に合わせ、グローバルな輸入需要も次第に増勢を強めていくと見込まれる。また、日本の輸出製品が最終消費財から中間財・投資財へとシフトしていることなどから、為替変動が販売価格に反映されるまでの期間が長期化しているとみられるものの、契約通貨建ての輸出物価はペースは過去に比べ緩やかながら着実に低下基調を辿っている（第 6 図）。円安を背景とした価格競争力の改善は、輸出数量の押し上げに一定の効果を発揮すると考えられる。

第5図: 先進国及び日本の輸出シェア



(注) 2005年価格の実質ベース。後方3ヵ月移動平均値。  
(資料) オランダ経済政策分析局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6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

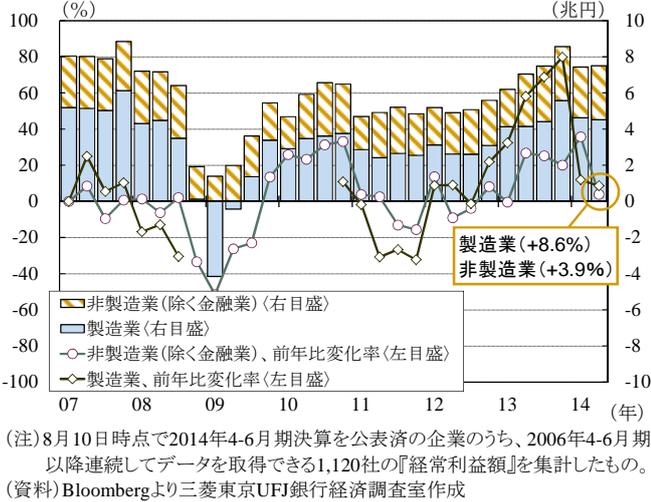
### 設備投資は消費増税に伴う振れを伴いつつも、増加トレンドを維持

実質設備投資は 4-6 月期に前期比年率▲18.8%と 5 四半期ぶりに減少した。記録的な増加幅となった 1-3 月期は、企業収益や投資マインドの改善に加え、一部企業で消費税率引き上げ前の駆け込みや、ソフトウェアのサポート切れに伴う一時的な需要増が発生していたとみられ、その反動が 4-6 月期に現れた模様だ。

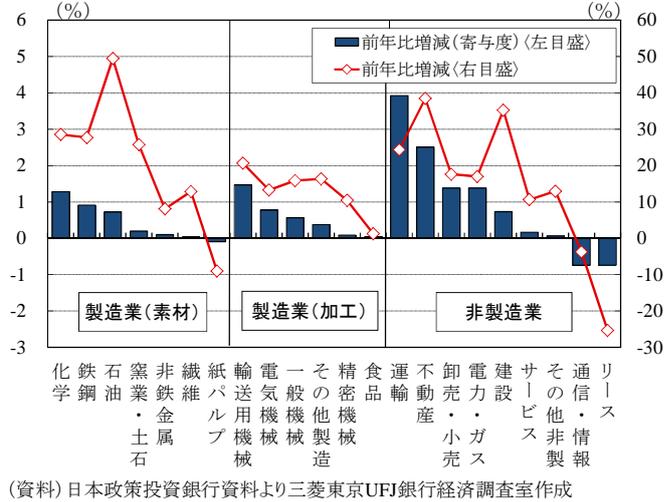
設備投資の増加基調そのものは維持されており、7-9 月期には再び増勢に転じる公算が大きい。東証一部上場企業の 4-6 月期決算をみると、製造業だけでなく、内需落ち込みによる売上への影響度合いが相対的に強いと考えられる非製造業でも経常利益ベースで増益を確保しており、その金額もリーマン・ショック前の過去ピークに迫る水準に達している（第 7 図）。収益が回復基調を維持していることは、企業の景況感を維持し、投資マインドの改善に寄与するだろう。8 月公表の日本政策投資銀行によるアンケート調査で今年度の設備投資計画（対象は資本金 10 億円以上の大企業）をみても、化学や鉄鋼、輸送用機器といった製造業を含め幅広い業種で投

資の拡大が計画されている（第8図）。設備ストックの維持・補修や合理化・省力化に関わる投資の顕在化に加え、非製造業では、運輸や不動産、卸・小売などを中心に営業能力強化のための投資も活発化する見通しである。

第7図：東証一部上場企業(除く金融業)の経常利益の推移



第8図：大企業の2014年度設備投資計画

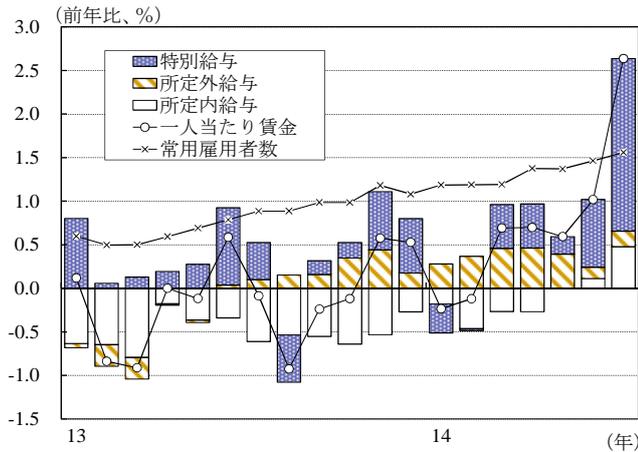


(2) 家計部門

個人消費は消費税率引き上げにより一旦落ち込むも、雇用・所得環境の改善を背景に回復へ

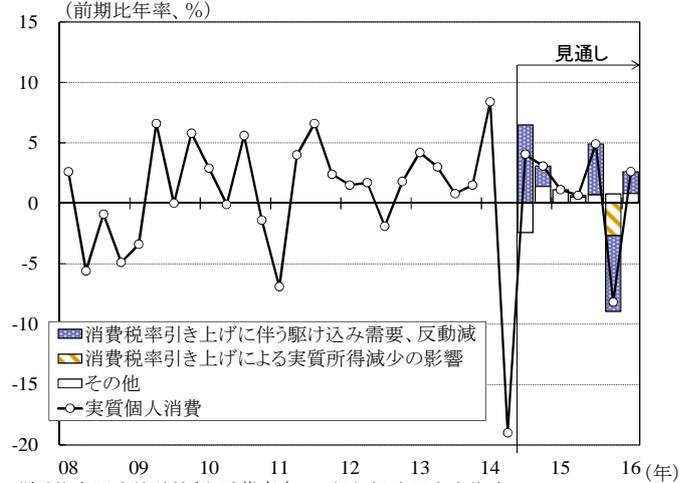
4-6月期の実質個人消費は前期比年率▲19.0%と大幅に減少した。駆け込み需要の反動減と消費税率引き上げによる実質購買力低下の影響が現れた格好である。今後の個人消費については、夏場の悪天候の影響もあって持ち直しの動きが足元でやや鈍っているものの、雇用・所得環境の改善を背景に回復基調を維持する可能性が高そうだ。雇用者数が増勢を強める中、7月の賃金は、所定内給与がプラス幅を拡大させたほか、ボーナスを含む特別給与も大幅に増加している（第9図）。今春闘の最終集計によると、定昇とベアが含まれる賃上げ率は2.07%と昨年比0.36%ポイントの上昇、一時金支給額は約154万円と同6.0%の増加と大幅に改善する結果となった。こうした結果が、マクロベースでみた実際の賃金にも反映されてきたとみられる。企業の採用意欲の高まりを受けた雇用の拡大と賃金の上昇で家計所得の増勢は今後も続く予想され、個人消費の回復を支える見込まれる（第10図）。

第9図：1人当たり賃金と雇用者数の推移



(注)従業員5名以上。  
(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

第10図：実質個人消費の推移

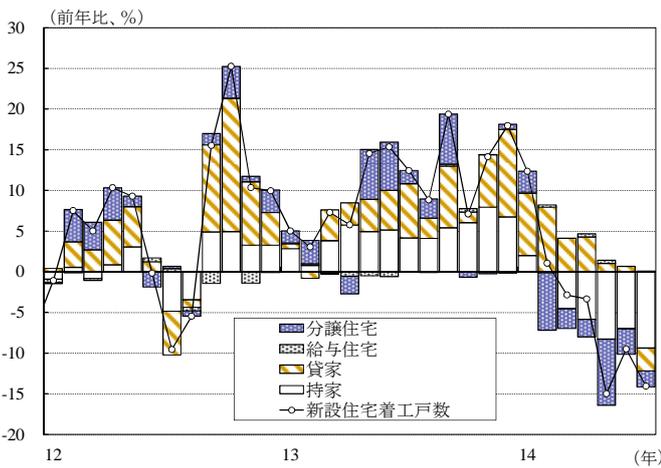


(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

住宅投資は駆け込み需要の反動減により大幅な落ち込み

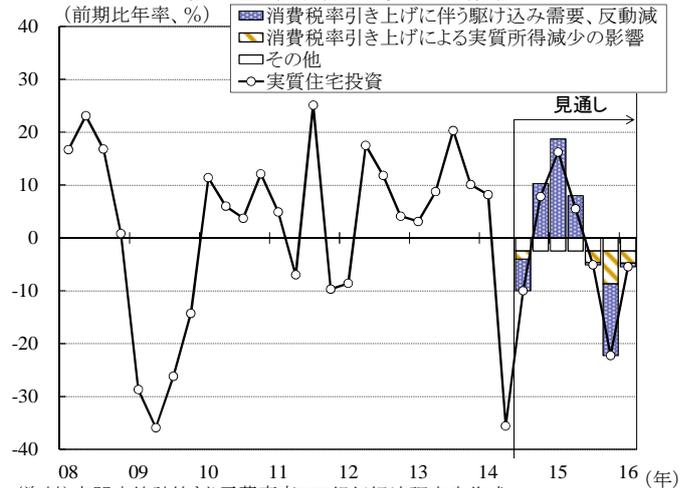
4-6月期の実質住宅投資は前期比年率▲35.6%と9四半期ぶりのマイナスとなった。先行指標である新設住宅着工件数は、昨年末をピークに持家や分譲住宅を中心に減少基調を辿っており、進捗ベースでカウントされる住宅投資もここにきて減少に転じた(第11図)。先行きの住宅投資は、駆け込み需要の反動減が暫く続くほか、中長期的にも世帯数の増加ペースの鈍化が下押し要因になると見込まれる。ただし、2015年10月に実施される予定の消費税率引き上げを前にした駆け込み需要が、住宅投資を一時的に押し上げると予想する(第12図)。

第11図：利用関係別の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

第12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

### (3) 政府部門

補正予算の執行本格化により、公共投資の減少幅が縮小

実質公的需要は4-6月期に前期比年率▲0.2%と概ね横ばいとなった(第13図)。政府最終消費支出が、医療費や介護費の現物給付の拡大を主因に増加したほか、公共投資が今年2月に成立した2013年度補正予算の執行の本格化を背景に同▲2.0%とマイナス幅を縮小させた。

今後の公共投資は一旦プラス転化も、長続きはせず

この先の公共投資は、2013年度補正予算の執行を下支えに高い水準を維持し、7-9月期には一旦プラスに転じる公算が大きい。ただし、上記補正予算の規模は、前年度の公共投資拡大局面を支えた2012年度補正予算と比べて小さいことから、増勢はそれほど長くは続かないだろう。

### (4) 物価

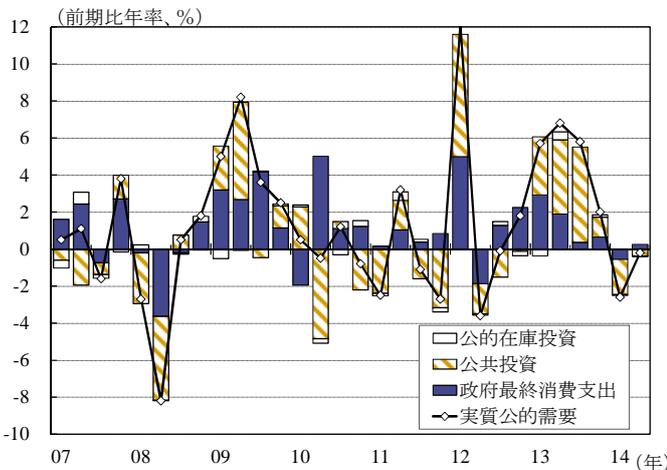
円安効果の減衰などで消費者物価上昇率は一旦頭打ち

消費者物価は底堅い推移が続いているが、足元では上昇ペースの拡大が一服している。4-6月期の消費者物価上昇率は、生鮮食品を除くコアベース(消費税率引き上げの直接的な影響を除く)で前年比+1.3%程度と、1-3月期と概ね同水準となった。円安による物価押し上げ効果が一巡してきていることが背景にあるほか、駆け込みの反動による個人消費の落ち込みも耐久消費財価格などの伸び率縮小に影響している可能性がある。

需給ギャップの引き締まりを背景に、消費者物価は上昇基調を維持

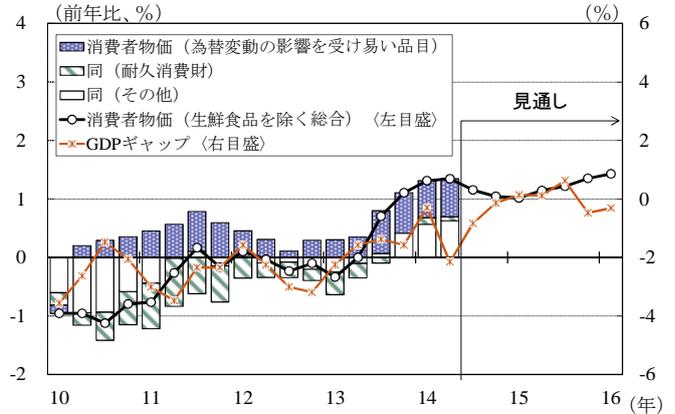
先行きは、円安効果の減衰などを背景に年末頃までは伸びが鈍化する局面が続くだろう。その後は、景気の回復基調が維持されることでマクロ的な需給は引き締まった状態が続くと見込まれることなどから、消費者物価上昇率は再び緩やかに拡大していくと見込まれる(第14図)。今年度のコア消費者物価(消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース)は前年度比+1.1%、2015年度には同+1.2%と緩やかな上昇基調が続くと予想する。

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

第14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.『為替変動の影響を受け易い品目』は、エネルギー、航空運賃、外国パック旅行。  
3.『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

### 3. 金融政策・市場の現状と見通し

#### (1) 金融政策と長期金利

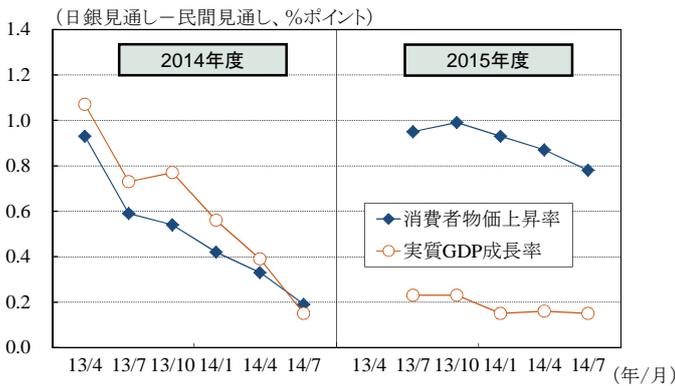
2015 年度中の物価安定目標の達成は難しく、現状緩和策は暫く維持される見通し

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。7月の金融政策決定会合では、消費者物価上昇率が2015年度頃に2%の物価安定の目標に達するという見通しが維持された。もっとも、日銀の物価見通しは民間と比べかなり強気である。日銀と民間の見通しを比較すると、今年度については、民間の実質GDP成長率見通しが上方修正されることで日銀見通しとの差が縮小し、それと歩調を合わせて両者の消費者物価見通しも近づく結果となっている(第15図)。一方、2015年度については、成長率見通しの日銀と民間との差異は0.2%ポイント程度に過ぎないため、今年度のように需給ギャップが民間の想定以上に改善することで両者の物価見通しが収斂していく姿は描き難い。日銀は、現状の大規模緩和策を暫く継続しながら、その効果を見極めていくスタンスを暫く維持するだろう。

ファンダメンタルズ改善等の上向き圧力を、日銀の大規模緩和がかなりの程度吸収し、長期金利の上昇ペースはごく緩やかなものに

10年物国債利回りは、足元で0.5%前後まで低下しており、引き続き低水準での推移が続いている。日銀の大規模な国債購入による需給の引き締めや、欧米など海外金利の弱含みなどがその背景にあるとみられる。先行きについては、日本経済の成長力やインフレ率の改善基調が強まるほか、利上げが視野に入ってくる米国金利が上昇方向に推移することで、長期金利に対する上昇圧力は次第に強まると予想する(第1表)。もっとも、日銀の「量的・質的金融緩和」の継続がこうした上向きの圧力をかなりの程度吸収すると見込まれるため、長期金利の上昇ペースはごく緩やかに止まるだろう。

第15図: 日銀見通しと民間見通しの差異



(注) 1. 『日銀見通し』は政策委員による見通しの中央値、『民間見通し』は「ESPフォーキャスト調査」に基づく民間調査機関(約40)の見通しの平均値。  
2. 『消費者物価上昇率』は、生鮮食品を除く総合、かつ消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース。  
(出所) 日本銀行、日本経済研究センター資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表: 長期金利に影響を与える要因の整理

要因	指標	指標の見通し	長期金利への影響方向と重要度
ファンダメンタルズ	インフレ率	上昇	↑
	実質経済成長率	上昇	↑
財政プレミアム	財政収支	改善	↓
	国債発行残高の平均残存期間	徐々に長期化	↑
金融政策	マネタリーベース	長期国債の買い増しで急速に拡大	↓
	日銀保有国債残高の平均残存期間	長期化	↓
	政策金利・付利金利	低水準が継続	↓
海外金利	米国金利	緩やかに上昇	↑
ポートフォリオ・リバランス	株価	上昇	↑
	貸出	緩やかに増加	↑
	為替相場	円安が進展	↑
政策・制度	経済政策の継続性	自民党を中心とした安定政権	↑
	金融規制(バーゼルⅢ)	流動性の高い安全資産を一定量保有	↓

(資料) 各種資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 為替

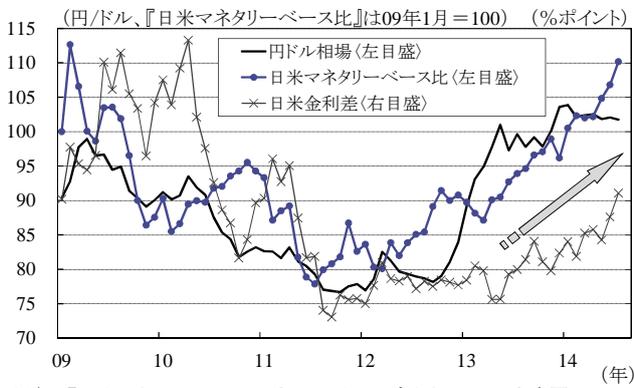
円ドル相場は足元で円売りの動きが強まる

円ドル相場は1ドル102円前後の狭いレンジでの取引が続いていたが、足元では円売りの動きが強まっている。リーマン・ショック後の円ドル相場の動きと相関が高い日米マネタリーベース比（日本÷米国）は、日銀が大規模緩和を継続する一方、FRBは資産買入れの縮小を整齐と進めているため、足元で上昇基調が強まっている（第16図）。また、金利面でみても、日米の2年物国債利回り差（米国－日本）は、米国金利の上昇を受けて緩やかながらも拡大基調にある。相場膠着の背後では円安・ドル高を促す動きが維持されていたといえ、こうした動きが円ドル相場にも徐々に反映されてきた可能性がある。

日米長期金利差の拡大が円安・ドル高圧力に

先行きの円ドル相場は、緩やかな円安・ドル高方向の動きが進展すると予想する。前述の通り、日本では大規模な金融緩和策が継続されることで長期金利は低水準に止まる一方、米国では利上げが視野に入ってくるにつれて長期金利には上昇圧力がかかってくる。日本のインフレ率が底堅く推移する中で、日米の実質長期金利差は次第に拡大していくと見込まれる（第17図）。地政学リスクの高まりなどを受けた消去法的な円買いの動きには引き続き注意が必要だが、円が売られやすい地合いが続く見通しである。

第16図：円ドル相場と日米マネタリーベース比及び金利差



(注) 1. 『日米マネタリーベース比』は、日本のマネタリーベースを米国のマネタリーベースで除したものを、2009年1月を100として指数化。  
2. 『日米金利差』は、米国の2年物国債利回りから日本の2年物国債利回りを引いたもの。

(資料) 日本銀行統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：円ドル相場と日米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

(鶴田 零、宮道 貴之、金堀 徹、横田 裕輔)

日本経済・金融見通し

見通し

2014年4～6月期のGDP統計（2次速報値）反映後

	2013				2014				2015				2016	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			
<b>1. 実体経済</b>																
実質GDP（前期比年率、%）	5.1	3.4	1.8	▲ 0.5	6.0	▲ 7.1	4.8	3.6	2.3	0.6	2.8	▲ 3.7	2.2	2.3	0.8	1.5
個人消費	4.2	3.0	0.8	1.5	8.4	▲ 19.0	4.1	3.1	1.1	0.6	4.9	▲ 8.1	2.6	2.5	▲ 2.3	1.0
住宅投資	3.1	8.8	20.3	10.1	8.2	▲ 35.6	▲ 10.0	7.8	16.2	5.5	▲ 5.1	▲ 22.3	▲ 5.5	9.5	▲ 7.1	▲ 0.0
設備投資	▲ 7.6	7.2	2.2	3.9	34.8	▲ 18.8	8.5	5.6	5.8	3.8	7.8	4.2	6.3	2.7	3.4	5.6
在庫投資（寄与度）	0.4	▲ 1.5	0.6	▲ 0.3	▲ 2.1	5.5	0.7	0.2	0.1	▲ 0.7	▲ 1.1	0.1	0.0	▲ 0.5	1.0	▲ 0.3
公的需要	5.7	6.8	5.8	2.0	▲ 2.6	▲ 0.2	1.8	0.7	▲ 0.2	0.6	1.2	1.0	0.6	4.2	0.3	0.8
うち、公共投資	20.1	25.2	31.6	5.8	▲ 9.8	▲ 2.0	5.3	0.2	▲ 4.7	▲ 0.8	3.2	2.0	0.0	15.1	0.2	0.1
純輸出（寄与度）	1.7	0.2	▲ 1.6	▲ 2.4	▲ 0.8	4.3	0.4	0.5	0.4	0.1	▲ 0.1	0.9	▲ 0.2	▲ 0.5	0.7	0.3
財貨・サービスの輸出	18.1	12.8	▲ 2.8	1.1	28.6	▲ 2.0	3.3	5.7	5.0	4.4	4.3	4.1	3.6	4.8	5.9	4.5
財貨・サービスの輸入	4.8	9.6	7.3	15.7	28.0	▲ 20.6	0.8	3.2	3.0	4.1	5.7	▲ 1.2	5.3	7.0	1.8	3.3
名目GDP（前期比年率、%）	4.4	1.2	1.5	0.9	6.4	▲ 0.7	4.1	4.5	1.9	2.1	2.7	0.2	1.9	1.9	2.6	2.3
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	2.0	2.0	1.5	1.8	0.2	0.5	1.2	1.4	▲ 0.4	1.8	0.9
鉱工業生産（前期比、%）	0.5	1.6	1.8	1.8	2.9	▲ 3.8	▲ 1.3	0.8	0.6	1.0	1.5	▲ 1.0	0.0	3.2	▲ 0.8	2.1
国内企業物価（前年比、%）	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	1.9	4.4	4.1	3.9	4.0	2.0	2.3	4.4	4.6	1.9	4.1	3.3
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	3.3	3.2	3.0	3.0	1.1	1.2	2.6	2.7	0.8	3.1	1.9
<b>2. 国際収支</b>																
貿易収支（10億円）	▲ 1,947	▲ 1,664	▲ 2,314	▲ 2,805	▲ 3,908	▲ 2,182	▲ 2,023	▲ 1,862	▲ 1,873	▲ 1,850	▲ 2,305	▲ 2,018	▲ 2,222	▲ 10,971	▲ 7,940	▲ 8,395
経常収支（10億円）	922	1,845	565	1	▲ 1,378	641	1,106	1,416	1,543	1,687	1,341	1,737	1,684	831	4,707	6,449
<b>3. 金融</b>																
無担保コール翌日物（%）	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	0.1	0.1	0.1	0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	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（%）	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3	1.3	0.7	0.7	1.2
円相場（円／ドル）	92	99	99	101	103	102	103	104	106	107	109	110	112	100	104	110

（注）『無担保コール翌日物』は、2013年1～3月期が誘導目標（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9月11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		2014年				
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月	
実質GDP成長率(前期比年率)	0.7	2.3	▲0.5 (2.5)	6.0 (3.0)	▲7.1 (▲0.1)	***	***	***	***	***	
全産業活動指数	0.1	1.9	0.3 (1.9)	1.6 (3.2)	▲3.3 (▲0.9)	1.7 (3.8)	▲4.4 (▲0.9)	0.6 (▲1.4)	▲0.4 (▲0.5)		
鉱工業生産指数	▲2.9	3.2	1.8 (5.8)	2.9 (8.2)	▲3.8 (2.7)	0.7 (7.4)	▲2.8 (3.8)	0.7 (1.0)	▲3.4 (3.1)	0.2 (▲0.9)	
鉱工業出荷指数	▲1.8	2.9	2.6 (6.5)	4.6 (7.4)	▲6.8 (1.3)	▲0.2 (6.5)	▲5.0 (2.4)	▲1.0 (▲0.8)	▲1.9 (2.2)	0.7 (▲0.1)	
製品在庫指数	▲3.0	▲1.4	▲1.9 (▲4.3)	0.2 (▲1.4)	4.6 (2.8)	1.4 (▲1.4)	▲0.5 (▲1.9)	3.0 (0.8)	2.0 (2.8)	0.8 (2.8)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.4	106.2	104.6 [117.7]	102.6 [113.4]	107.7 [108.3]	105.4 [112.9]	103.7 [108.2]	107.8 [106.3]	111.5 [110.3]	108.9 [109.2]	
国内企業物価指数	▲1.1	1.9	0.2 (2.5)	0.2 (1.9)	3.1 (4.3)	0.0 (1.7)	2.9 (4.2)	0.3 (4.4)	0.1 (4.5)	0.4 (4.3)	
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲0.2	0.8	0.3 (1.1)	▲0.1 (1.3)	2.7 (3.3)	▲0.1 (1.3)	2.1 (3.2)	0.3 (3.4)	0.2 (3.3)	0.2 (3.3)	
稼働率指数 (2010年=100)	95.4	100.0	100.2 [93.1]	106.0 [95.1]	101.4 [96.3]	105.3 [95.4]	103.0 [96.0]	102.3 [97.0]	98.9 [96.0]	98.9 [97.8]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲3.0	11.5	1.9 (13.3)	4.2 (16.4)	▲10.4 (▲0.4)	19.1 (16.1)	▲9.1 (17.6)	▲19.5 (▲14.3)	8.8 (▲3.0)	3.5 (1.1)	
製造業	▲10.1	10.2	2.0 (14.8)	3.9 (22.1)	▲8.5 (4.1)	23.7 (29.5)	▲9.4 (19.3)	▲18.6 (▲3.8)	6.7 (▲1.3)	20.3 (13.4)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.8	12.1	4.9 (12.4)	▲1.0 (11.8)	▲6.7 (▲3.1)	8.5 (6.6)	0.9 (16.7)	▲17.8 (▲19.9)	4.0 (▲4.1)	▲4.3 (▲7.4)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲6.0	5.6	4.8 (10.8)	10.8 (16.8)	▲8.0 (8.1)	2.2 (14.9)	▲6.9 (9.1)	▲1.5 (5.1)	▲0.1 (10.0)	5.5 (11.4)	
建設受注	2.4	20.1	(18.1)	(1.6)	(35.9)	(▲8.8)	(104.9)	(13.7)	(9.3)	(24.4)	
民需	2.6	14.2	(10.7)	(▲18.0)	(9.5)	(▲27.4)	(35.2)	(▲6.0)	(3.6)	(22.8)	
官公庁	5.3	31.2	(37.1)	(34.7)	(143.0)	(39.8)	(418.4)	(55.3)	(62.1)	(52.3)	
公共工事請負金額	10.3	17.7	(5.0)	(16.8)	(14.4)	(18.1)	(10.0)	(21.1)	(14.3)	(3.5)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	89.3 (6.2)	98.7 (10.6)	102.6 (12.9)	93.9 (3.4)	88.8 (▲9.3)	89.5 (▲2.9)	90.6 (▲3.3)	87.2 (▲15.0)	88.3 (▲9.5)	83.9 (▲14.1)	
新設住宅床面積	(4.8)	(9.9)	(13.8)	(0.5)	(▲13.4)	(▲6.2)	(▲6.9)	(▲19.4)	(▲13.6)	(▲18.2)	
小売業販売額	0.3	2.9	(3.0)	(6.6)	(▲1.8)	(11.0)	(▲4.3)	(▲0.4)	(▲0.6)	(0.5)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.6	0.9	▲0.2 (0.6)	4.6 (2.3)	▲9.0 (▲5.2)	10.8 (7.2)	▲13.3 (▲4.6)	▲3.1 (▲8.0)	1.5 (▲3.0)	▲0.2 (▲5.9)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.8	75.5	74.6 [74.5]	78.8 [76.2]	73.8 [74.0]	85.1 [77.1]	74.2 [73.6]	70.3 [74.0]	74.8 [73.0]	75.3 [73.4]	
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲0.3	4.4	1.6 (6.0)	2.1 (7.1)	0.6 (5.1)	2.3 (8.4)	▲0.4 (6.4)	▲0.5 (4.9)	▲1.2 (3.9)	▲1.5 (1.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲0.7	0.1	(0.4)	(0.1)	(0.8)	(0.7)	(0.7)	(0.6)	(1.0)	(2.6)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	107	45	49	54	65	55	62	65	69	72	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.82	0.97	1.01 [0.82]	1.05 [0.85]	1.09 [0.90]	1.07 [0.87]	1.08 [0.88]	1.09 [0.90]	1.10 [0.92]	1.10 [0.94]	
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.3	3.9	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.8	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.3	54.0	53.7 [41.6]	55.2 [53.3]	44.8 [55.1]	57.9 [57.3]	41.6 [56.5]	45.1 [55.7]	47.7 [53.0]	51.3 [52.3]	
企業倒産件数 (実数、件数)	11,719 (▲7.7)	10,536 (▲10.0)	2,571 (▲11.0)	2,460 (▲11.4)	2,613 (▲8.0)	814 (▲12.3)	914 (1.6)	834 (▲20.1)	865 (▲3.5)	882 (▲13.9)	

## 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				
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月
通関輸出	▲2.1	10.8	(17.4)	(6.6)	(0.1)	(1.8)	(5.1)	(▲2.7)	(▲1.9)	(3.9)
価格	4.0	10.2	(12.5)	(6.0)	(1.1)	(4.4)	(3.0)	(0.7)	(▲0.3)	(2.9)
数量	▲5.8	0.6	(4.3)	(0.7)	(▲1.0)	(▲2.5)	(2.0)	(▲3.4)	(▲1.6)	(1.0)
通関輸入	3.4	17.4	(24.1)	(17.6)	(2.7)	(18.2)	(3.4)	(▲3.5)	(8.5)	(2.3)
価格	2.5	14.6	(18.4)	(10.3)	(2.1)	(5.9)	(4.8)	(0.5)	(1.2)	(2.7)
数量	1.0	2.3	(4.8)	(6.5)	(0.5)	(11.6)	(▲1.3)	(▲4.0)	(7.2)	(▲0.3)
経常収支(億円)	42,233	8,312	▲14,311	▲8,187	3,112	1,597	1,874	5,228	▲3,991	4,167
貿易収支(億円)	▲52,474	▲109,709	▲31,002	▲41,190	▲19,934	▲11,554	▲7,804	▲6,759	▲5,371	▲8,281
サービス収支(億円)	▲41,864	▲34,522	▲11,319	▲6,194	▲9,586	▲554	▲6,597	▲682	▲2,306	▲4,590
金融収支(億円)	20,255	▲23,521	▲28,031	▲13,285	3,543	1,180	▲16,342	9,056	10,829	4,463
外貨準備高(百万ドル)	1,254,356	1,279,346	1,266,815	1,279,346	1,283,921	1,279,346	1,282,822	1,283,920	1,283,921	1,276,027
対ドル円レート(期中平均)	83.08	100.23	100.45	102.78	102.13	102.27	102.56	101.79	102.05	101.72

## 3. 金融

	2012年度	2013年度	2013年			2014年				
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月
無担保コール翌日物金利	0.083	0.073	0.072	0.074	0.067	0.072	0.065	0.068	0.067	0.066
			[0.084]	[0.083]	[0.073]	[0.078]	[0.072]	[0.073]	[0.074]	[0.073]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.312	0.223	0.220	0.215	0.211	0.212	0.212	0.210	0.210	0.210
			[0.318]	[0.270]	[0.228]	[0.250]	[0.228]	[0.228]	[0.228]	[0.228]
新発10年国債利回り	0.560	0.640	0.735	0.640	0.565	0.640	0.620	0.570	0.565	0.530
			[0.795]	[0.560]	[0.855]	[0.560]	[0.600]	[0.860]	[0.855]	[0.795]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.184	1.077	1.102	1.077	1.067	1.077	1.078	1.077	1.067	1.066
			(▲0.023)	(▲0.025)	(▲0.010)	(▲0.016)	(0.001)	(▲0.001)	(▲0.010)	(▲0.001)
日経平均株価 (225種、未値)	12,398	14,828	16,291	14,828	15,162	14,828	14,304	14,632	15,162	15,621
			[10,395]	[12,398]	[13,677]	[12,398]	[13,861]	[13,775]	[13,677]	[13,668]
M2平残	(2.5)	(3.9)	(4.2)	(4.0)	(3.3)	(3.6)	(3.5)	(3.3)	(3.0)	(3.0)
広義流動性平残	(1.0)	(3.7)	(4.3)	(3.9)	(3.1)	(3.6)	(3.3)	(3.0)	(2.9)	(2.9)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.9)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.3)
	銀行計	(1.1)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.4)	(2.3)
	都銀等	(▲0.2)	(1.7)	(1.8)	(1.6)	(1.3)	(1.3)	(1.1)	(1.3)	(1.4)
	地銀	(2.9)	(3.3)	(3.2)	(3.4)	(3.6)	(3.4)	(3.5)	(3.6)	(3.7)
	地銀Ⅱ	(0.8)	(1.4)	(2.0)	(2.4)	(2.5)	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(2.8)
信金	(▲0.7)	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.2)	(0.9)	(1.1)	(1.2)	(1.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.2)	(3.8)	(3.9)	(3.6)	(2.8)	(3.1)	(3.0)	(2.9)	(2.6)
	都銀	(1.8)	(3.7)	(3.7)	(3.2)	(2.1)	(2.5)	(2.3)	(2.4)	(1.7)
	地銀	(2.8)	(4.3)	(4.5)	(4.2)	(3.6)	(3.8)	(3.9)	(3.6)	(3.4)
	地銀Ⅱ	(1.8)	(2.5)	(3.2)	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.1)	(3.3)

(注)新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は未値、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、保証事業協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## II. 米国

### ～企業から家計への波及改善を支えに、成長率は緩やかながらも高まる展開に～

#### 1. 米国経済の現状

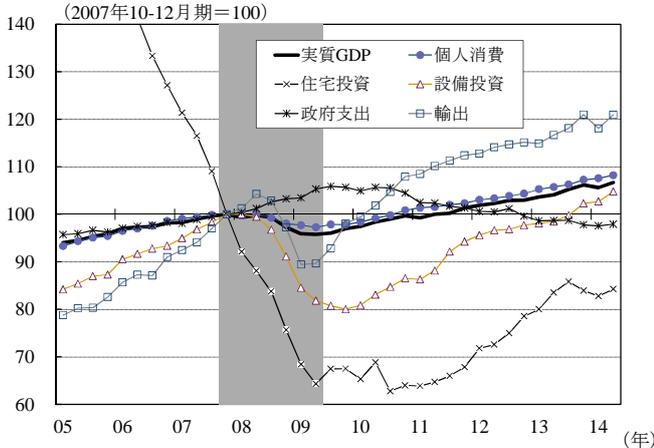
4-6月期は悪天候の影響からの反動もあり急反発

米国経済は緩やかな回復基調が続いている。1-3月期の実質GDP成長率は、悪天候の影響などで前期比年率▲2.1%と大きく押し下げられたが、4-6月期には、その反動もあり、同+4.2%と急反発をみせた。もっとも、前半の6ヵ月では同+0.8%と、2013年通年の2.2%に対して半分以下の成長ペースにとどまった。1-6月期の動きを最終需要項目別にみると、個人消費が同+2.1%とやや伸び悩んだほか、住宅投資も同▲3.2%とマイナスの伸びとなった。一方、企業の設備投資は同+5.4%と高めの伸びを維持し、成長率の押し上げに寄与した（第1図）。

企業部門と家計部門の間に温度差

個別の指標を詳しく見ると、企業部門と家計部門との間に温度差が窺われる（第1表）。企業部門では、製造業生産や、設備投資の先行指標とされる資本財受注などの回復の勢いが増し、かつ危機前の平均を上回っている。一方、小売や住宅販売など家計部門では、各種指標上で伸び悩みがみられる。

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1表：主要経済指標（2014年）

		危機前平均	6月	7月	8月	評価
企業	製造業生産指数(前年比、%)	2.8	3.5	4.9	N.A	○
	非国防資本財受注(除く航空機)(前年比、%)	7.9	5.7	8.3	N.A	○
家計	コア小売売上高	5.8	4.2	3.7	N.A	△
	自動車販売台数(年率、百万台)	16.8	16.8	16.4	17.4	○
	新築住宅販売戸数(年率、万戸)	117	42	41	N.A	×
	中古住宅販売戸数(年率、万戸)	672	503	515	N.A	△
	非農業部門雇用者数(前月差、万人)	15.2	26.7	21.2	14.2	△
時間当たり賃金(前年比、%)		2.8	2.3	2.3	2.5	△

(注) 1. 『コア小売売上高』は、自動車、ガソリン、建材・園芸用品を除くベース。  
2. 『評価』は、直近の伸び率/水準が危機前平均(03年7月～06年)を上回る場合は「○」、下回る(5割以上)の場合は「△」、5割以下の場合は「×」とした。

(資料) FRB、ICSC、商務省、全米不動産協会、労働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

年後半も緩やかなペースでの成長が続く見通し

米国経済の先行きを展望すると、景気回復6年目に入り、構造調整に伴う下押し圧力が緩和するなか、個人消費の裾野の広がりや企業の設備投資拡大など、内需を中心に緩やかな回復を続けていくとみられる。もっとも、企業から家計への景気回復の波及が遅れるなか、当面は賃金の低い伸びが個人消費の拡大を抑える公算が高い。このため、年後半も2%台半ばと緩

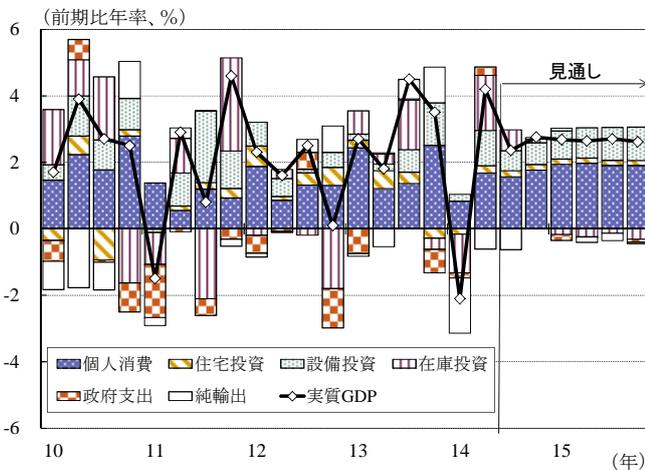
やかなペースでの成長が続き、通年の実質 GDP 成長率は 2%程度にとどまる見通しである。2015 年にかけては、雇用・所得環境の改善に伴い内需が底堅さを増すことで、成長ペースは幾分高まる見込みだが、金融出口戦略の進展に伴う金利上昇が成長ペースを抑制する方向に働くこともあり、成長率は 2%台後半と緩やかな成長が続くと予想する（第 2 図）。

**金融出口戦略に伴う内外金融市場の反応には引き続き留意が必要**

最大の景気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、ウクライナ情勢の緊迫化等、地政学リスクの高まりや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。

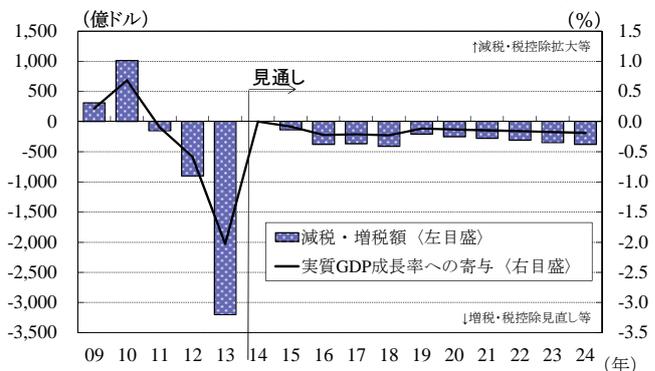
また財政面では、足元の財政バランスは改善方向にあり、目先、財政面からの景気への下押し圧力の緩和が見込まれるものの、中長期的には緊縮財政に伴う下押し圧力は残っている（第 3 図）。また秋の中間選挙では、民主党が苦戦を強いられる公算が高く、共和党が下院に加え上院でも過半数を占めることになれば、足元既に法案成立率が過去 20 年で最低水準に落ち込むなど、停滞色が強い政治情勢に一段と影が差す恐れがあり、政治が経済に与える影響からも目が離せない。

第2図: 実質GDPと最終需要の推移



(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3図: 減税/増税による実質GDPへの影響



(注) 2014年以降の『増税・税控除見直し額』は、議会予算局ベースライン予測（現行の予算に関わる既存の法令等を基準に、推計期間中に新しい政策決定が行われないことを前提とし、また、労働力、生産性、貯蓄率などの長期トレンドに基づいて推計したもの）。

(資料) 米国商務省、議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**(2) 家計部門と企業部門**

個人消費は、賃金上昇ペースが引き続き緩やかにとどまることから、一段の加速にはまだ時間が必要

今後の米国経済が回復力を強めていく上で拠り所としたいのが、雇用の質的改善と個人消費の加速である。まず、労働市場の現況を確認すると、失業率こそ比較的順調に低下基調を辿っているが、労働参加率が過去最低水準に低下している影響が無視できないほか、職探しを断念した労働者や経済的理由でのパートタイム労働者を含む広義失業率が依然高水準にあり、平均失業期間も長期化したままであるなど、需給の「緩み」が大きく、労働市場の改善は依然道半ばにある（第 2 表、第 4 図）。この背景には、

労働生産性の伸び悩みが続くなか、企業部門では人件費を抑えることで高い収益率を確保する格好となっていることが影響していると考えられる（第5図）。このため、過去に比べて企業から家計への波及度合いが弱く、当面の賃金上昇ペースは引き続き緩やかとなる見通しである。

家計部門では、これまでの景気回復や雇用増加等を背景に、消費者信頼感指数が約7年ぶりの水準まで高まっているものの、所得の伸びが限られるなか、消費の一段の加速には、まだ時間を要しよう。

第2表：FRBが重視する各種雇用指標の動向

	危機前平均 (00-07年)	2008年以降の 最悪値	2008年以降の 最善値	直近値 (14年8月)	
失業率	5.0%	10.0% (09年10月)	4.9% (08年2月)	6.1%	△
労働参加率 (労働力人口÷就業可能人口)	66.4%	62.8% (14年8月)	66.2% (08年1月)	62.8%	×
平均失業期間	16.7週	40.7週 (11年12月)	16.5週 (08年3月)	32.4週	×
就業者率 (就業者÷生産年齢人口)	63.0%	58.2% (13年10月)	62.9% (08年1月)	59.0%	×
失業者に占める長期失業者(27週以上)の割合	17.5%	45.3% (10年4月)	16.9% (08年3月)	31.2%	△
広義失業率	8.7%	17.2% (10年4月)	9.0% (08年2月)	12.0%	△
失業者に占める 自発的離職者の割合	11.4%	5.5% (10年9月)	11.1% (08年4月)	9.0%	△

(注) 1. 『直近値』の評価は、『2008年以降の最悪値』を基準に、『危機前平均』との差の50%以上改善した場合を△、50%未満の場合を×とした。

2. 『広義失業率』は、職探しを断念した労働者、経済的理由でのパートタイム労働者を含む。

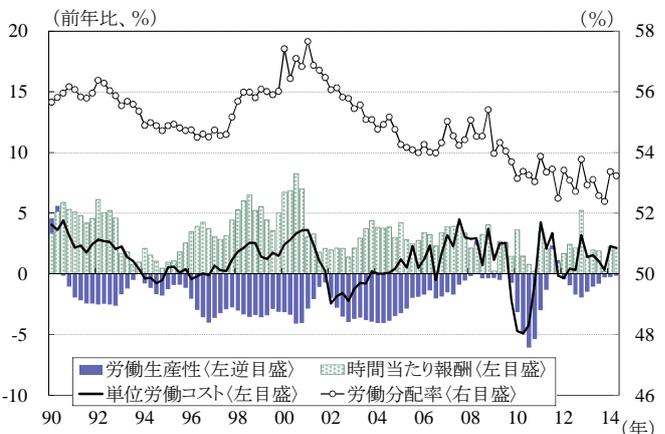
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：労働市場の流動性と賃金上昇率



(注) 3ヵ月移動平均。  
(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：労働生産性と労働分配率の推移



(注) 労働分配率は簡便法(雇用者所得÷GDP)により算出。  
(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

### 住宅市場の動向も 個人消費の先行き に影響

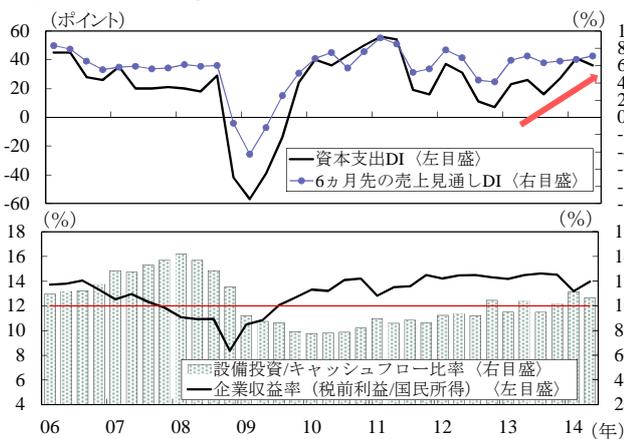
また、個人消費・景気の先行きに影響を与える要因として、個人消費に1年程度の先行性が認められる住宅市場の動向にも目配りが必要である。足元の住宅販売は、年初来の金利低下などを支えに、中古住宅を中心に持ち直しの動きがみられるが、所得増加ペースを上回る価格上昇や世帯形成の遅れなどから、新築一戸建て住宅では回復に遅れが目立つ。この先、景気回復に伴う緩やかな所得増加が住宅購入環境の改善に繋がることが期待されるものの、一方で金融出口戦略の進行にあわせた金利上昇が重石になるとみられる。

### 企業の設備投資は 一段と改善へ

他方、企業部門では、設備投資意欲の高まりが窺える。経済団体ビジネ

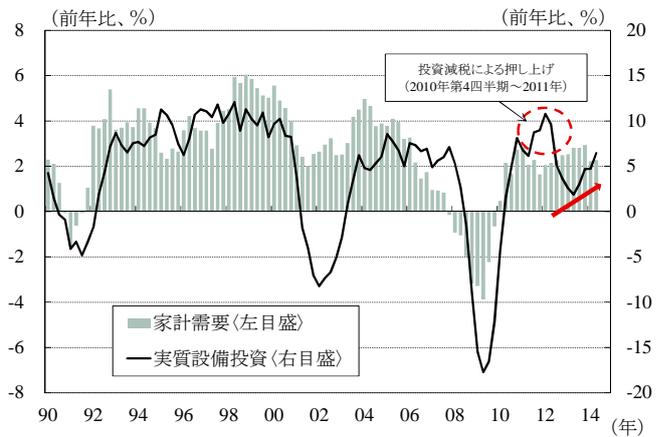
スラウンドテーブルの非製造業を含む経営者を対象とした調査によれば、景気の先行き見通しの改善などを受け、資本支出DIが上昇方向にある(第6図)。実際の設備投資もキャッシュフローを上回る水準まで高まってきている(設備投資の対キャッシュフロー比率は1-3月期、4-6月期ともに100%超)。企業収益率(税前利益/国民所得)が高水準を維持しており、また、過剰な資本ストックや負債等の構造問題を抱えていない点なども踏まえると、設備投資は徐々に伸びを高めていくことが予想される(第7図)。

第6図: 企業の景況感と設備投資キャッシュフロー比率



(資料) ビジネスラウンドテーブル、商務省、FRB統計等より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 家計需要と設備投資



(注) 『家計需要』は、実質個人消費と実質住宅投資の合計。  
(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

### (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

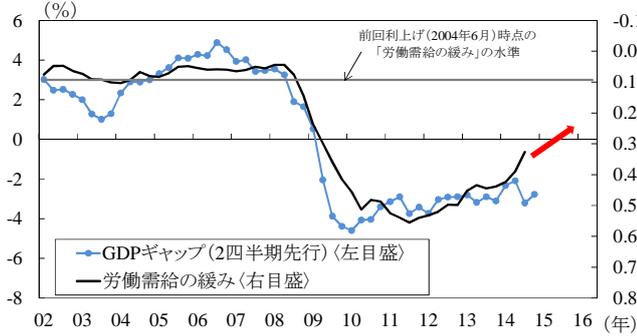
金融政策に関しては、FRB による資産買入策の終了が視野に入り、焦点は利上げのタイミングに移りつつある。金融政策の先行きを占う上では、労働市場の改善ペースが重要な鍵を握る。労働市場では、高水準のパートタイム労働者や長期失業者など需給の「緩み」が、GDP ギャップの縮小に遅行する形で縮小基調を辿っているが、前回 2004 年 6 月の利上げ時の水準に比べて、まだかなりの「緩み」が残っている(第 8 図)。また、年前半の成長率が低めにとどまった影響で GDP ギャップの縮小が遅れていることもあり、労働需給の「緩み」が今後も順調な改善基調を辿るかは不透明である。FRB は、実体経済の動静を広く見極めながら、引き続き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、一段の低下余地は限られる見込み

長期金利は、引き続き低水準で推移している。超低金利の長期化観測に加え、8 月には、地政学リスクの高まりを受けた「質への逃避」需要の増大、欧州での金利低下の影響などもあり、10 年物国債利回りは 2.3% 台と 2013 年 6 月以来の水準まで低下した(第 9 図)。期待インフレ率が 2% 台前半で安定推移するなか、金利低下余地は限られ、今後、金融政策正常化が視野に入るにつれ、上昇圧力が徐々に強まるとみられるものの、外部環

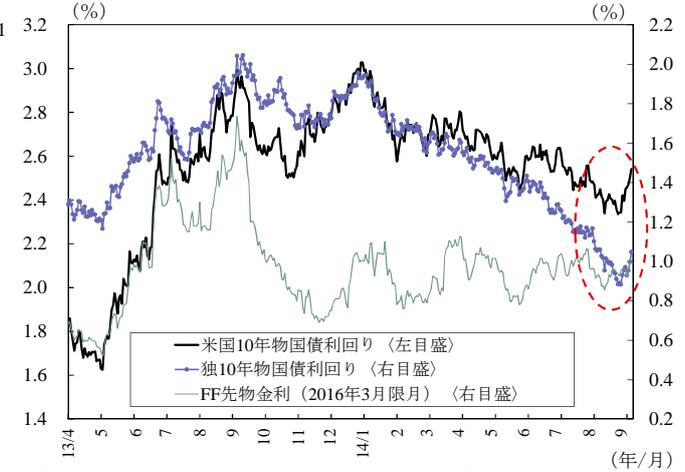
境の変化等で、市場が一時的に不安定化し得る点には留意すべきだろう。

第8図: GDPギャップと労働需給の緩みの推移



(注) 1. 『GDPギャップ』は、潜在成長率(議会予算局推計)と実際の成長率との乖離。  
 2. 『労働需給の緩み』は、失業率、労働参加率、平均失業期間、就業者、失業者に占める長期失業者(27週以上)の割合、広義失業率、失業者に占める自発的離職者の割合について、2000年～2007年平均値からの乖離(失業率については、完全失業率との乖離)の標準偏差を推計したもの。  
 (資料) 米国商務省、議会予算局、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 米独10年物国債利回りとFF先物金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希)

米 国 経 済 ・ 金 融 見 通 し

見通し →

	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. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	2.7	1.8	4.5	3.5	▲ 2.1	4.2	2.4	2.8	2.7	2.6	2.7	2.6	2.2	2.0	2.7
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	2.3	2.6	2.9	2.9	2.8	2.8	2.4	2.3	2.7
住宅投資	7.8	19.0	11.2	▲ 8.5	▲ 5.3	7.2	5.9	5.5	5.3	5.0	5.0	4.8	11.9	1.7	5.4
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	8.4	4.7	5.0	6.5	7.0	7.5	7.5	3.0	5.6	6.4
在庫投資（寄与度）	0.7	0.3	1.5	▲ 0.3	▲ 1.2	1.7	0.6	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.1	0.0
政府支出	▲ 3.9	0.2	0.2	▲ 3.8	▲ 0.8	1.4	0.0	0.0	▲ 1.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.5	▲ 2.0	▲ 0.6	▲ 0.2
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	▲ 0.5	0.6	1.1	▲ 1.7	▲ 0.6	▲ 0.6	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	0.2	▲ 0.3	▲ 0.1
輸出	▲ 0.8	6.3	5.1	10.0	▲ 9.2	10.1	5.9	6.6	6.3	5.5	6.0	7.0	3.0	3.3	6.4
輸入	▲ 0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.0	9.0	5.0	4.6	5.5	6.3	6.0	1.1	4.9	6.1
国内民間最終需要	3.4	2.3	2.9	4.2	1.0	3.5	2.8	3.1	3.5	3.6	3.6	3.6	2.8	2.7	3.4
名目GDP（前期比年率、%）	4.2	2.9	6.2	5.0	▲ 0.8	6.4	4.3	4.8	4.7	4.7	4.8	4.7	3.7	3.7	4.8
鉱工業生産（前期比年率、%）	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.3	2.1	3.2	3.0	2.9	3.1	2.8	2.9	3.8	3.1
失業率（%）	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.2	6.2	6.1	6.0	5.7	5.7	5.6	7.4	6.3	5.8
生産者物価（前年比、%）	1.5	1.4	1.2	0.9	1.6	2.8	2.8	3.0	2.8	2.6	2.7	3.0	1.2	2.6	2.8
消費者物価（前年比、%）	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	2.1	2.2	2.3	2.0	2.0	2.2	1.5	1.9	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,776	▲ 1,771	▲ 1,779	▲ 1,691	▲ 1,823	▲ 1,893	▲ 1,805	▲ 1,810	▲ 1,805	▲ 1,810	▲ 1,815	▲ 1,820	▲ 7,017	▲ 7,330	▲ 7,248
経常収支（億ドル）	▲ 1,055	▲ 1,061	▲ 1,013	▲ 873	▲ 1,112	▲ 960	▲ 974	▲ 979	▲ 974	▲ 979	▲ 984	▲ 989	▲ 4,003	▲ 4,025	▲ 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
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
10年物国債利回り（%）	2.0	2.0	2.7	2.7	2.8	2.6	2.5	2.7	2.9	3.2	3.5	3.8	2.4	2.6	3.3

(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

～ユーロ圏は1%弱の低成長が続く、英国は消費主導の堅調な回復が持続～

#### 1. ユーロ圏

##### (1) 景気の現状

ユーロ圏経済は足踏み

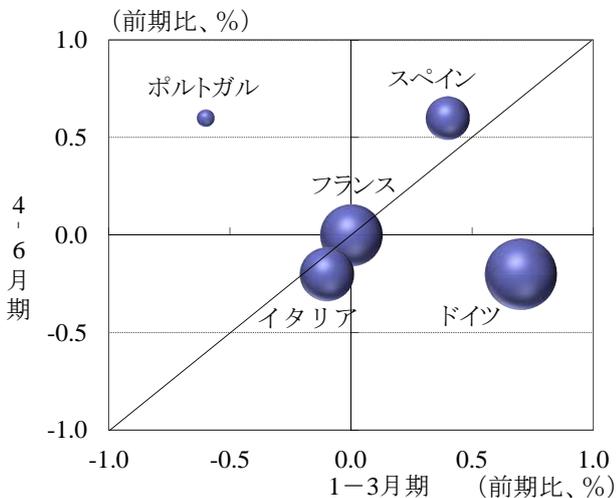
ユーロ圏経済は足踏みしている。4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比横ばいと1-3月期（同+0.2%）から減速した。牽引役であったドイツ（同▲0.2%）がマイナス成長に陥ったほか、フランスは前期に続き横ばいに止まった。周縁国ではスペイン（同+0.6%）は回復基調を維持する一方、イタリアは再び景気後退局面入りした（第1図）。

イタリアは再び景気後退局面入り

ドイツのマイナス成長は、暖冬により前期大幅に伸びた建設投資の反動減が主因であり、消費は堅調を維持、輸出も緩やかな回復傾向が続いている。ただし、輸出については、ロシア向けは年初来2桁減が続いており（第2図）、ウクライナ情勢の緊迫化を受けたロシア経済減速の影響が顕在化しているとみられる。

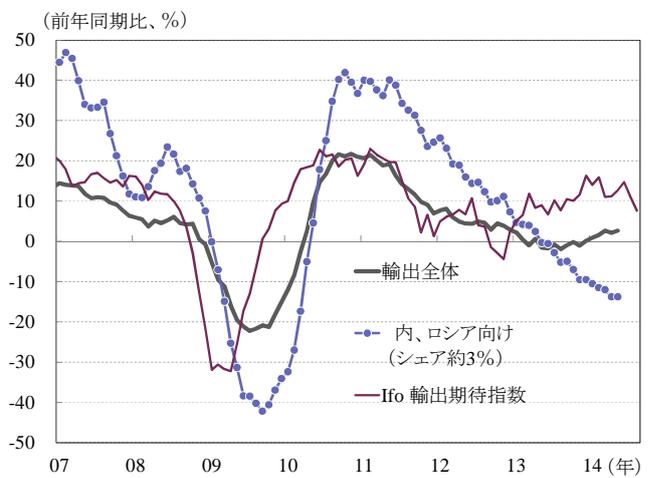
ドイツのロシア向け輸出は年初来、2桁減が続く

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：ドイツの輸出動向



(注) 輸出データは半年蓄積。  
(資料) ドイツ連邦統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

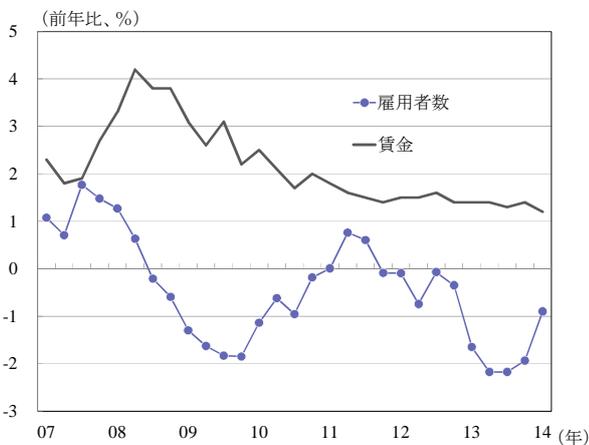
イタリアは内外需  
ともにふるわず

スペインは輸出主  
導で回復

イタリア経済は内外需共にふるわない状況にある。雇用者数の前年割れが続くなか、賃金の伸びは加速せず（第3図）、内需は低迷が続いている。イタリアとは対照的に、スペインでは景気の底打ち感が出ている。輸出が持ち直していることに加え、低迷が続いていた消費も回復に向かっている。もっとも、消費の中身をみると、政府の販売促進策により自動車販売は大幅に伸びているが、自動車を除く小売売上の回復ペースは加速感がみられない（第4図）。

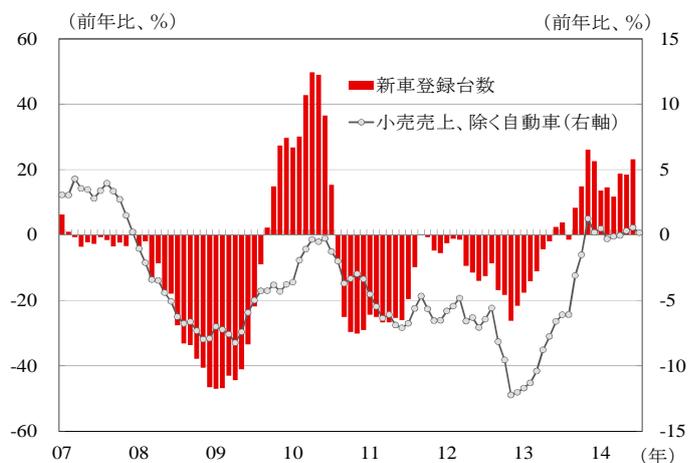
スペインで輸出が回復している背景には、大幅な雇用・賃金削減を可能にした労働市場改革などの経済改革が奏功しつつあると考えられる。こうした改革により、企業は柔軟な雇用調整・労働コストの削減が可能になり、価格競争力の改善を通じ輸出の回復につながっている。他方、こうした改革は家計に失業率の上昇など痛みを強いている。4-6月期の失業率は24.7%とピーク時から小幅低下したものの、周縁国の中ではギリシャに次ぐ高水準にある。業種別の就業者数をみると、不動産バブル崩壊の影響で2008年以降、建設業が激減。雇用吸収力が大きい製造業の回復は鈍く、「輸出増→雇用・所得増」という好循環につながりにくい状況にある。

第3図：イタリアの雇用者数と賃金



(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：スペインの小売売と自動車販売



(資料)スペイン統計局、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

低インフレが長期  
化

ECBは6月に続き、  
9月にも追加金融  
緩和策を発表

懸案の物価は、8月の消費者物価上昇率（HICP 総合）が前年比+0.3%まで減速し、欧州中央銀行（ECB）の物価目標（2%未満かつ2%近く）を大幅に下回る状況が続いている。ECBは「低インフレの長期化」が期待インフレ率の低下を通じて、デフレリスクを高めることを懸念しており、6月に中銀預金のマイナス金利導入や、貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）などの追加金融緩和策を発表した。9月には追加利下げに加え、10月からの資産担保証券（ABS）およびカバードボンドの買取プログラムの開始を発表した。

## (2) 今後の見通し

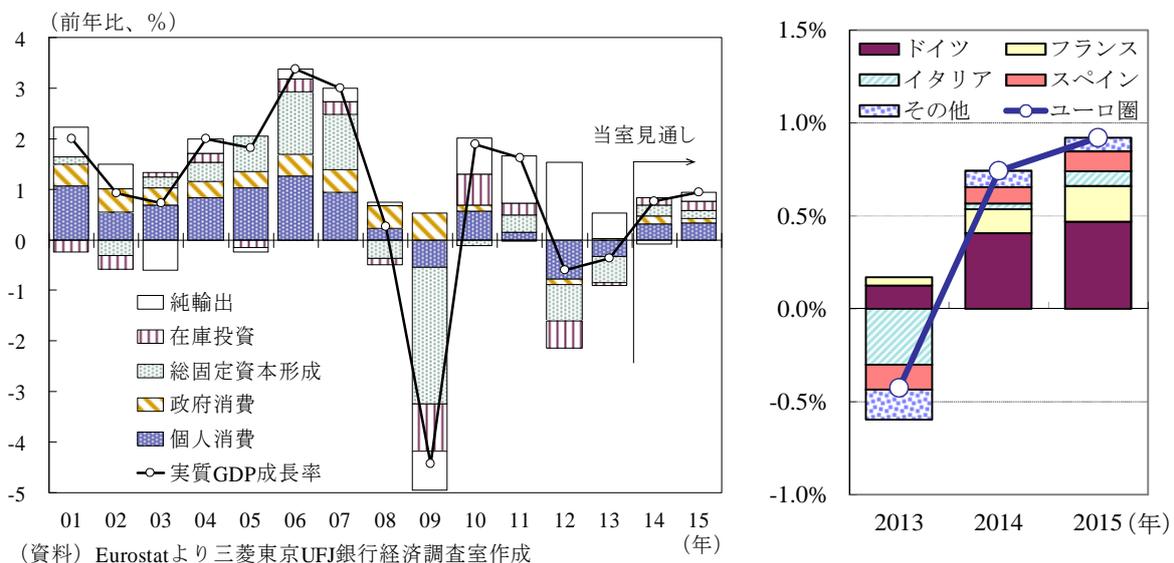
2015 年にかけても  
1%弱の低成長に止  
まる

今後のユーロ圏経済を展望すると、追加金融緩和策や海外景気を持ち直しが景気の一定の下支えになるとみられるが、内需の回復ペースは緩慢で、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%、2015 年は同+0.9%と 1%弱の低成長に止まると予想する（第 5 図）。とりわけ、不良債権処理が道半ばである周縁国は、辛うじてプラス成長を確保するに止まる見込みである。

目下のリスクはロ  
シア・ウクライナ  
情勢の緊迫化に伴  
う輸出、投資の抑制

ユーロ圏経済にとっての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。7 月のマレーシア航空機墜落を契機に、EU・米国がロシアに対し経済制裁を強化、これに対抗すべくロシアは一部食料品の輸入を禁止するなど緊張感が高まっている。ロシア向け輸出の減少を通じた各国の成長率押し下げの影響は限定的であるとみるが、企業マインドの悪化による設備投資の抑制など間接的な影響が拡大する懸念もある（詳細は後述）。ユーロ圏の中では、ドイツは相対的にロシア向け輸出比率が高く、ロシア経済減速の影響を受けやすいといえる。ドイツは内需が堅調であること、経済実態に比べ安価な通貨や低い金利を武器に景気の腰折れリスクは小さいとみるが、ロシア・ウクライナ情勢を巡る下振れリスクには注意が必要である。

第 5 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率（見通し）



### (3) 物価と金融政策

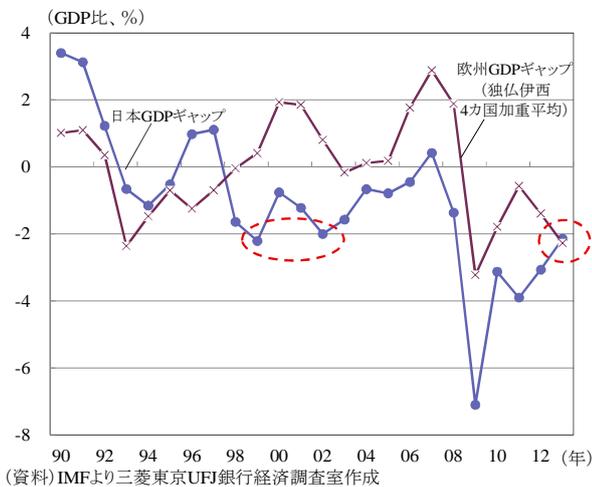
エネルギーや食料品が物価全体を押し下げ

低インフレの主因を品目別にみると、エネルギーと食料品・アルコール・タバコが物価全体を押し下げている。6月の追加金融緩和策を受けて、低インフレの一因となっていたユーロ高が反転しており、輸入物価の下落圧力は緩和しつつあるが、①内需の回復が脆弱であること、②ロシアの一部食料品輸入禁止を受け、輸出先を失った在庫がユーロ圏域内に流通し、食料品価格の押し下げ圧力になること、などから物価上昇圧力は当面弱いといえそうだ。

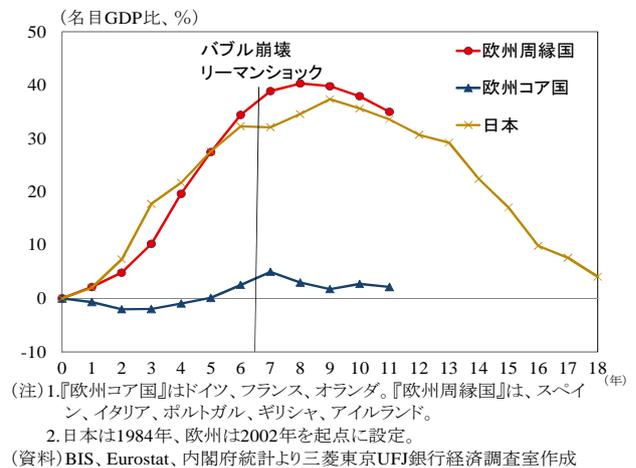
低インフレの長期化に伴い、デフレリスクが高まっている。デフレリスクをみる上で影響が大きい需給ギャップをみると、2008～09年のグローバル金融危機以降、一旦は縮小に向かったものの、欧州債務危機の深刻化に伴い再拡大している。足元では日本のデフレ局面における最大の供給超過幅とほぼ同程度の規模にまで拡大している（第6図）。

また、企業債務残高（GDP比）をみると、ドイツやフランスなどコア国の調整圧力はさほどではないものの、イタリア、スペインなど周縁国では調整は半ばであり（第7図）、企業のバランスシート調整を通じて中期的にデフレ圧力がかかりやすい状況が続く見込みである。

第6図：日本とユーロ圏の GDP ギャップ



第7図：日本とユーロ圏の企業債務残高



ECBは9月に追加金利下げ、および2種類の資産買取プログラムの開始を発表

デフレリスクの高まりを受けて、ECBは6月の金融緩和策（中銀預金金利のマイナス化やTLTROの実施など）に続き、9月4日には追加金利下げ（政策金利を各々0.1%ポイント引き下げ）と、資産担保証券（ABS）およびカバードボンドの買取プログラムの実施を決定した。資産買取プログラムの詳細は、10月の理事会で発表される予定であるが、9月から実施されるTLTROとあわせて、ECBのバランスシート拡大とそれに伴う一段のユーロ安が期待される。

**追加金融緩和策の背景には、インフレ期待の低下**

6月の追加金融緩和からわずか3ヵ月という短期間で追加策を打ち出した背景には、ドラギ総裁が8月22日の米ジャクソンホール演説で言及した通り、インフレ期待の低下がある。今回の金融緩和は市場予想よりも早いタイミングで実施されたが、これは政策金利（主要リファイナンス金利は0.05%）が事実上の下限に達したことを示すことで、9月18日に実施予定の第1弾のTLTROの積極的な利用を促す狙いがあるとみられている。

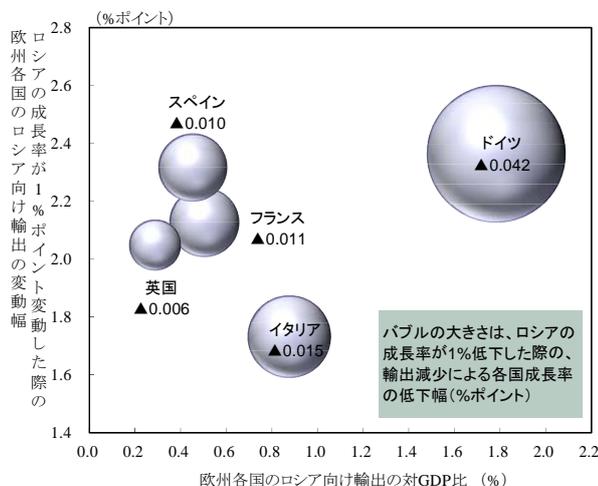
追加金融緩和策と同時に発表されたECBスタッフによる物価見通しでは、2014年のインフレ率は前回比0.1%ポイントの引き下げに止め、2015年、2016年の見通しは据え置かれた。ECBは一連の緩和策により、インフレ期待の更なる低下は抑制されるとみているが、足元でロシア・ウクライナ情勢による景気下振れリスク等も高まっており、予断を許さない状況にある。

**(4) ロシア・ウクライナ情勢の影響**

**ロシア向け輸出減少に加え、マインド悪化を通じた間接的な影響波及も**

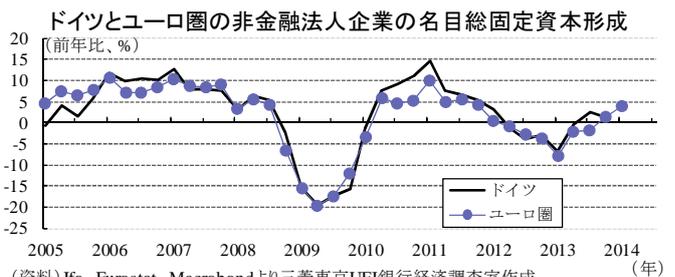
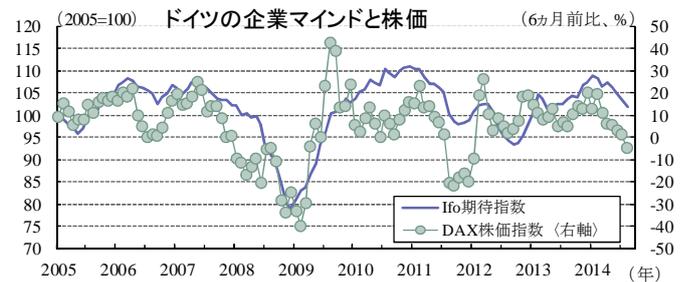
足元でロシア・ウクライナ情勢は緊迫した状況が続いている。7月のマレーシア航空機墜落を契機に、EU・米国がロシアに対し経済制裁を強化、これに対抗すべくロシアは一部食料品の輸入を禁止するなど緊張感が高まっている。ロシアの食品輸入禁止の影響は軽微とみられるが、ロシアの景気悪化も欧州の輸出押し下げ要因となる（第8図）。特にドイツは、ロシア向け輸出の所得弾性値とGDPシェアが他の欧州主要国比大きいため、今後の情勢次第では、マインド悪化による間接的な影響が一段と拡大する虞もある。ドイツの株価と企業マインドは軟化傾向にあり、これらと相関性が大きい設備投資の下押しが懸念される（第9図）。

第8図： ロシア向け輸出減少による欧州への影響



(資料) Eurostat等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図： ロシア懸念のドイツへの影響



(資料) Ifo, Eurostat, Macrobond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～堅調な景気拡大が継続

実質成長率は堅調な伸びが続く

英国経済は、堅調な景気拡大が続いている。4-6月期の実質GDP成長率は、6四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10図）。実質小売売上高の伸びが前期から加速し、住宅建設も堅調に推移するなど、引き続き家計部門の好調が景気を牽引した。雇用の増加や消費者マインドの改善、歴史的な低金利環境などが家計部門の需要拡大に寄与している。

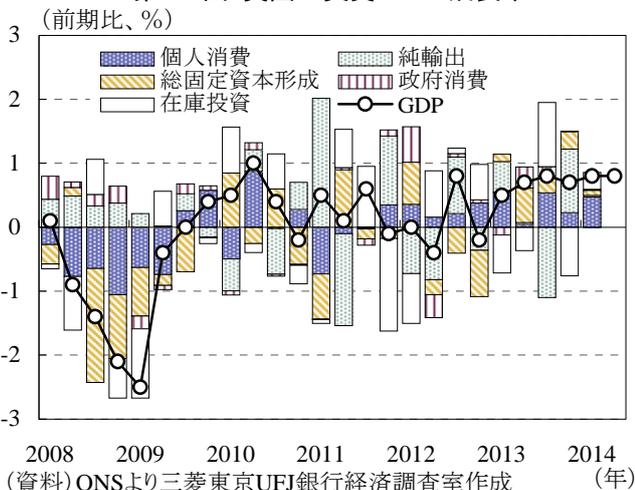
### (2) 今後の見通し～住宅市場の勢いは先行き一服の見込み

消費性向の上昇も消費の押し上げ要因

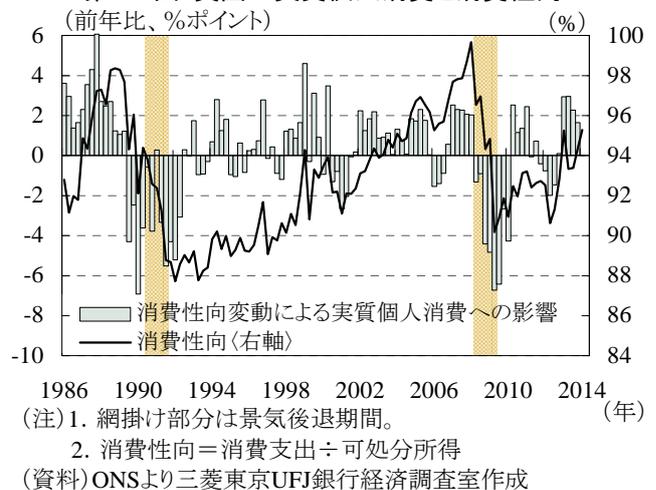
景気は今後も、家計部門、特に個人消費を牽引役に堅調を維持する公算が大きい。1人あたり賃金の伸び悩みが足元でも続いているが、労働時間と雇用者数の伸びが家計部門の購買力増加に貢献しよう。また、消費性向の上昇も消費の堅調を支えるとみる。英国の消費性向は、足元まで上昇傾向を辿っており、2013年1-3月期以降、実質個人消費の伸び率（前年比）は每期平均して2%ポイント程度押し上げられている（第11図）。消費性向の上昇は永続的なものにはなりえないが、英国では景気拡大期に消費性向が上昇する傾向がみられることや、足元の消費性向は95.3%と、前回のピークである99.7%を4%ポイント以上下回っていること等を勘案すると、今しばらくは消費の押し上げ要因となる可能性が大きい。ユーロ圏の低成長継続など、外需については明るい材料が少ないなか、内需における、個人消費を起点とした企業活動拡大と雇用・所得増というプラスの循環が引き続き景気を牽引すると予想する。

内需の好循環が引き続き景気の牽引役に

第10図：英国の実質GDP成長率



第11図：英国の実質個人消費と消費性向



**住宅市場については、当局の過熱抑制策が一定の効果**

なお住宅市場では、市況の加速一服を示唆する指標が増え始めた（第1表）。販売件数が減少に転じたほか、先行指標である新規問い合わせDIも、昨年1月以来初めてマイナスとなった。住宅価格も前月比ベースでは7月にかけて伸び率が鈍化傾向にある。これらの背景には、住宅市場の過熱懸念に対応した当局の規制・監督強化があるとみられる。英金融監督委員会（FPC）は今年に入ってから、借り手の返済能力審査の厳格化や年収倍率4.5倍以上の新規住宅ローンの制限（新規貸出額の15%以内）等を打ち出した。先行きを展望すると、当局による過熱抑制策の効果浸透に加え、来年には英中銀（BOE）が利上げを開始する可能性が大きく、住宅需要の伸びはある程度抑えられよう。英国の景気は、今後も全体としては堅調さを維持する一方、住宅市場の減速等により、足元までの高成長からは拡大ペースが緩やかなものになっていくと予想する。

第1表：英国の住宅関連指標

	2014年								評価
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	
住宅販売件数(万件)	10.3	11.0	10.4	10.3	10.2	10.3	10.1		↓ 2月をピークに低下傾向
RICS新規問い合わせDI	29.3	22.2	21.6	19.4	10.9	6.2	▲ 3.6	▲ 15.7	↓ 7月に昨年1月以来のマイナスに
住宅価格 ONS(前年比、%)	6.8	9.2	8.0	9.9	10.4	10.2			↑ 5、6月は約4年ぶりの二桁上昇
Hometrack(前月比、%)	0.3	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	0.1	0.1	↓ 春先以降、鈍化傾向に
住宅ローン承認件数(万件)	7.6	7.0	6.7	6.3	6.2	6.7	6.7		↓ 1月をピークに減少傾向
住宅ローン金利(%)	2.37	2.38	2.37	2.54	2.56	2.60	2.54	2.55	↑ 年初以降、上昇に転じる
PMI住宅建設指数	67.3	62.1	64.4	63.9	62.7	66.6	68.0	66.4	↑ 過去最高圏で推移

(資料)ONS、BOE、RICS、Hometrack、Markitより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**(3) 金融政策～英中銀は賃金動向重視の姿勢を示す**

**早期利上げ観測は後退**

英中銀（BOE）の8月のインフレーションレポート（以下、インフレレポート）では、利上げ開始の判断にあたって賃金動向を重視する方針が明らかになると同時に、賃金の伸びが当面低水準に止まるとの見通しが示された（2014年の賃金上昇率見通しは、前年比+2.5%から同+1.25%に下方修正）。BOEは従来、自然失業率を6%台前半（ILO基準）と想定してきたところ、足元で失業率が6.4%まで低下してきたにもかかわらず、賃金の伸び悩みが続いており（第12図）、今回のインフレレポートでは自然失業率の想定値が5.5%に引き下げられた。金融市場等では、年内の利上げ開始も有力視されていたが、同レポートの発表を受け、早期利上げ観測は後退した。

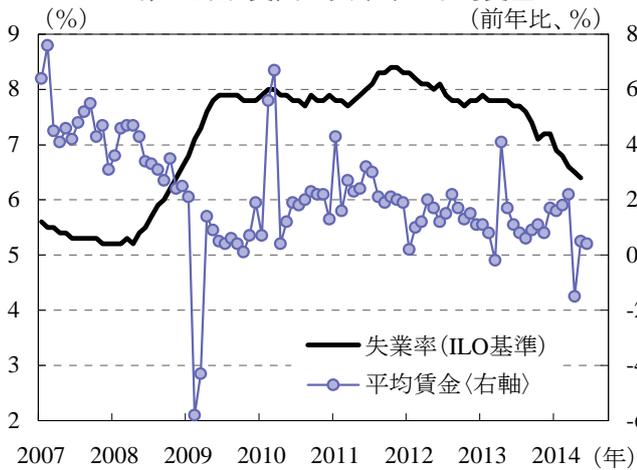
また、経済全体の需給バランスについても、GDP比1%程度のデフレギャップ（供給超過）状態にあるとの見方が示された。前回（5月）、前々回（2月）のインフレレポートでは、デフレギャップの大きさは同1～1.5%とされていたことからラフに試算すると、BOEは潜在成長率を2.4%程度

利上げ開始は来年半ば以降と予想

とみていると推察される。これは、英国の実質成長率の長期平均（2.6%）に近い一方、英予算責任局（OBR）の2%前後や欧州委員会の1%前半に比べると高めの見積もりである。

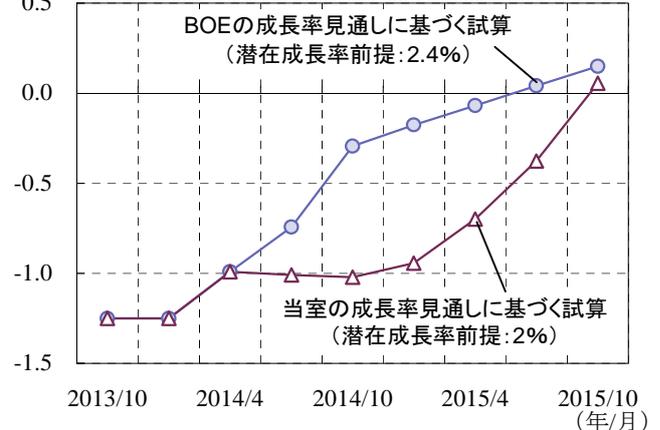
先行きの需給バランスの推移を試算したところ、潜在成長率の前提を2.4%とし、BOEの実質GDP成長率見通し（2014年：前年比+3.5%、2015年：同+3.0%）を当てはめたケースでは、デフレギャップの解消時期は2015年7-9月期となった（第13図）。また、潜在成長率の前提を2%とし、当室の景気見通し（2014年：前年比+2.9%、2015年：同+2.6%）を当てはめたケースでのデフレギャップ解消時期は、2015年10-12月期と試算された。いずれのケースも、相当の幅をもって評価する必要があるが、来年にかけての需給の引き締まりを背景に、賃金上昇率にも上向きの動きが出てくる可能性が高いとみる。なお、2015年は5月に総選挙が予定されており、景気への配慮が高まることも勘案すると、BOEによる利上げ開始は来年半ば以降と予想される。

第12図：英国の失業率と平均賃金



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：英国のGDPギャップ縮小ペース試算



(資料)ONS、BOE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

	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	▲ 0.4	0.7	0.9	1.3	0.6	0.8	3,660	2,862	2,903
ドイツ	0.4	1.4	1.6	1.6	1.1	1.5	2,735	2,431	2,599
フランス	0.2	0.6	0.9	1.0	0.7	1.1	▲ 442	▲ 408	▲ 368
イタリア	▲ 1.9	0.2	0.4	1.3	0.4	0.7	161	179	247
英国	1.7	2.9	2.6	2.6	1.6	1.8	▲ 1,138	▲ 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	1.4	1.3	3.5	5.3	5.6
実質GDP	▲ 0.4	0.7	0.9	1.7	2.9	2.6
<内需寄与度>	▲ 0.9	0.8	0.8	1.8	3.1	2.8
<外需寄与度>	0.5	▲ 0.0	0.2	0.2	▲ 0.2	▲ 0.2
個人消費	▲ 0.6	0.7	0.7	2.2	2.0	1.6
政府消費	0.2	0.8	0.4	0.7	1.1	0.8
総固定資本形成	▲ 2.8	1.0	0.8	▲ 0.6	9.0	7.5
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.5
輸出	1.5	2.4	2.1	1.0	1.2	3.2
輸入	0.4	2.7	1.9	0.5	1.6	3.8

- (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

～中国経済の減速は何とか緩やかなペースに止まり、アジア経済全体は底堅さを維持～

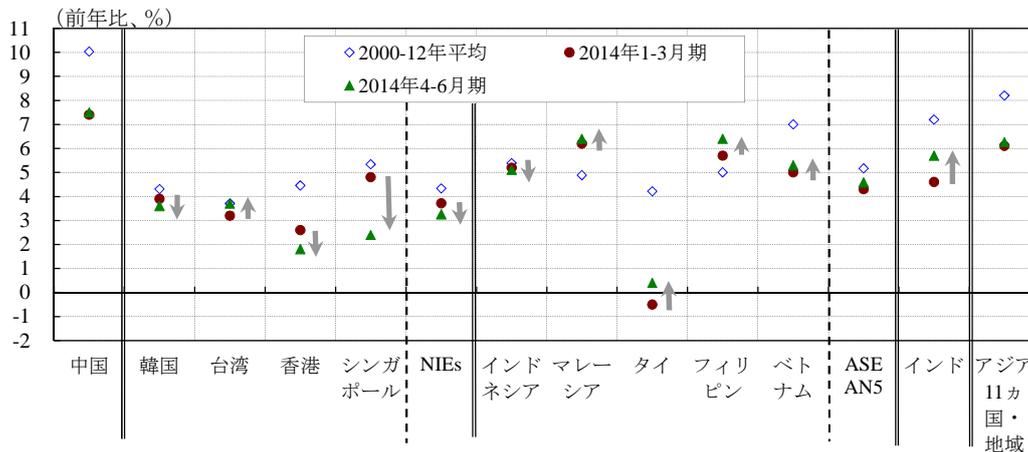
### 1. アジア経済の現状

景気の回復ペース  
はまずまず

アジアでは緩やかな景気回復が続いている。直近 4-6 月期の実質 GDP 成長率をみると、中国で小幅加速。NIEs では台湾が加速する一方、韓国、香港、シンガポールは減速。ASEAN ではマレーシア、フィリピン、ベトナムが加速し、タイが小幅プラス成長に回帰した一方、インドネシアは減速した（第 1 図）。国毎に加速・減速まちまちだが、アジア全体の成長率は 1-3 月期と同様前年比+6%程度を維持。域内 GDP の約 6 割を占める中国経済が中期的な減速過程にあるため、過去平均（2000-12 年：同+8.2%）に比べれば回復ペースは緩やかながら、底堅く推移していると言える。

足元において注目される国では、中国は、4 月以降の一連の景気下支え策（財政支出の加速や各種金融政策手段の緩和方向への調整）にも関わらず成長率の加速は小幅に止まり、直近 7 月の経済指標は再び軟化している状況である。タイでは、政局混迷などを受け昨年後半以降景気低迷が続いてきたが、クーデター後の軍事政権下で経済政策運営が徐々に正常化するなか、景気回復の兆しがみられる。インドでは、モディ新政権への期待感やインフレ率の落ち着きなどから、景気に底打ちの動きが出てきている。

第 1 図：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率



(資料)各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 2. アジア経済の見通し

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、「先進国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 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%となり2013年（同+6.3%）と同程度を維持する見通しである（第1表）。

**中国経済は成長率の緩やかな低下傾向が続く**

中国は、信用の抑制や不動産市場の減速、過剰生産能力の調整などが引き続き景気の下押し要因となり成長率は低下傾向が続こう。実質GDP成長率は2014年が同+7.2%、2015年が同+6.9%を予想する。

減速が鮮明化している不動産（住宅）市場は、経済全体へ大きな影響を与えるため注視が必要である。住宅市場では在庫や建設中物件が増大するなど調整余地が大きいとみられるものの、金融政策は緩和方向へ一先ず転じ、住宅購入規制も早めに緩和されつつあることなどから、調整は何とか緩やかなペースに止まる見通しである。

なお、成長率の低下ペースが緩やかに止まり、雇用情勢の安定が維持されれば、今後も大規模な景気対策は見送られよう。6月末時点で、政府の成長率目標（7.5%）は幾分未達も、より重要度が高いとみられる雇用関連目標の進捗率は順調である（第2表）。政府は2014年通年の成長率実績について目標からの多少の下振れを許容した後、2015年の成長率目標については引き下げを検討しよう。

第1表：アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2013年)		実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
中国	9.18	59.8	7.7	7.2	6.9	2.6	2.4	3.0	1,828	1,782	1,466
韓国	1.22	8.0	3.0	3.4	3.7	1.3	1.7	2.4	799	794	692
台湾	0.49	3.2	2.1	3.6	3.7	0.8	1.6	1.7	573	559	594
香港	0.27	1.8	2.9	2.5	3.4	4.3	3.7	3.9	51	79	95
シンガポール	0.30	2.0	4.1	3.9	4.0	2.4	1.5	1.9	545	578	576
NIEs	2.28	14.9	2.9	3.4	3.7	1.7	1.9	2.4	1,968	2,010	1,957
インドネシア	0.87	5.7	5.8	5.3	5.4	6.4	6.1	7.8	▲291	▲211	▲200
マレーシア	0.31	2.0	4.7	5.9	4.8	2.1	3.5	3.8	118	186	221
タイ	0.39	2.5	2.9	1.0	4.3	2.2	2.4	2.9	▲28	98	54
フィリピン	0.27	1.8	7.2	6.6	6.2	3.0	4.2	3.7	94	92	91
ベトナム	0.17	1.1	5.4	5.4	6.0	6.6	5.1	6.4	95	66	53
ASEAN5	2.01	13.1	5.2	4.7	5.3	4.5	4.6	5.6	▲12	231	219
インド	1.87	12.2	4.6	5.5	5.7	10.0	7.9	6.5	▲324	▲390	▲399
アジア11カ国・地域	15.34	100	6.3	6.1	6.1	3.6	3.3	3.7	3,460	3,633	3,243
			実績	一見通し		実績	一見通し		実績	一見通し	

(注)インドは年度(4月～3月)ベース。

第2表：中国政府の主要経済目標・計画の進捗状況

	2013年				2014年		
	目標	6月末の実績	6月末の進捗度・進捗率	(年末の実績)	目標	6月末の実績	6月末の進捗度・進捗率
実質GDP成長率(前年比)	7.5%前後	7.6%	○	7.7%	7.5%前後	7.4%	×
CPI(前年比)	3.5%前後	2.4%	—	2.6%	3.5%前後	2.3%	—
マネーサプライM2(前年比)	13%前後	14.0%	○	13.6%	13%前後	14.7%	○
固定資産投資(都市部、前年比)	18.0%	20.1%	○	19.6%	17.5%	17.3%	×
小売売上高(前年比)	14.5%	12.8%	×	13.1%	14.5%	12.1%	×
新規就業者数(都市部)	900万人以上	725万人	81%	1,310万人	1,000万人以上	737万人	74%
失業率(都市部)	4.6%以下	4.1%	○	4.05%	4.6%以下	4.08%	○
輸出入総額(前年比)	8%前後	8.6%	○	7.5%	7.5%前後	1.2%	×
財政赤字	1.2兆元	—	—	1.2兆元	1.35兆元	—	—
財政赤字(名目GDP比)	2.0%	—	—	2.1%	2.1%	—	—

(資料) 中国国家统计局、中国人民銀行統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

成長率の緩やかな低下をメインシナリオとしているが、中国経済は構造的な問題を数多く抱えており、下振れリスクの大きな状況が続こう。主要な下振れリスクとして、「不動産市場の調整深刻化」や「理財・信託商品のデフォルトなどを契機とした金融環境悪化」などが挙げられる。付言すると、不動産市場は地方政府財政（債務）や過剰設備業種との結び付きが強いため、「不動産市場の調整深刻化」は現状の中国経済においては特に、金融環境全般の不安定化にも繋がり易い状況である。

**NIEs 経済の成長率は緩やかに加速へ**

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年の同+2.9%から2014年（同+3.4%）、2015年（同+3.7%）と成長ペースが加速する見通しである。ただし、各国ともに内需に課題を抱えており緩やかな成長加速に止まろう。シンガポール、香港、台湾では、割高となっている住宅価格の下落、乃至上昇率鈍化が内需の抑制要因となりそうだ。動向を左右す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、住宅価格の大幅な調整までは回避されるとみているが不確実性は高い。韓国では、利下げや政府による経済対策が内需浮揚に寄与するとみられるが、通貨高による企業業績の低迷や家計債務が高水準にあることは景気回復の重石となるだろう。

**ASEAN 経済は底堅さを維持する見通し**

ASEAN5 カ国の実質 GDP 成長率（2013年実績同+5.2%）は2014年が同+4.7%、2015年が同+5.3%と底堅い成長を見込む。

マレーシアとフィリピンは、堅調な景気回復が続くものの利上げなどの影響もあり、2015年にかけて成長率は幾分鈍化する見通しである。

**インドネシア経済は投資手控えの解消などから底堅さを維持**

インドネシアは、底堅い成長を維持しよう。足元では、選挙前後の投資手控えや未加工鉱石の輸出規制による輸出低迷などを背景に景気減速が続いているが、今後は投資手控えの影響が剥落し景気は底堅く推移する見通しである。実質 GDP 成長率は2014年が同+5.3%、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。

**タイ経済は経済運営正常化とともに徐々に持ち直しへ**

タイは、景気低迷が続いているが、今後は緩やかながら持ち直しに向かう。実質 GDP 成長率は 2014 年に同+1.0%に止まった後、2015 年は同+4.3%を見込む。経済運営は全権を握る国家平和秩序評議会の下、徐々に正常化に向かっており、企業や家計の景況感は改善しつつある。今後は、抑制されていた消費や投資が徐々に持ち直そう。ただし、購入支援策の反動減が続く自動車販売や外国人観光客数は当面低迷することから、回復ペースは緩やかに止まろう。

ベトナムは、輸出を牽引役に引き続き緩やかな景気回復を見込む。ただし、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、中国との領有権を巡る関係悪化も下振れリスクとして残存している。

**インド経済は底打ちも今後の回復ペースは緩やか**

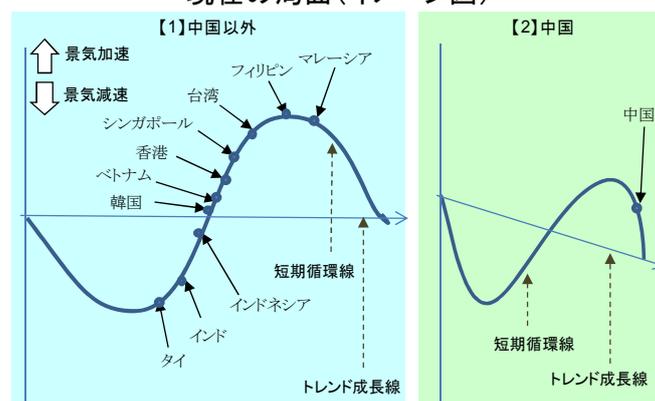
インドは、景気回復基調を辿るとみられるが、回復ペースは緩やかに止まる見通しである。実質 GDP 成長率は、2014 年が同+5.5%、2015 年が同+5.7%を見込む。モディ新政権の改革への期待感やインフレ率の低下傾向などが引き続き消費を支える要因として働こう。ただし、回復ペースは、企業の利払い負担の高止まり、中央銀行による高めの政策金利維持などにより緩やかに止まるとみられる。

このように、成長トレンドが下向きとみられる中国を別とすれば、今年前半のアジア経済を下押ししていた幾つかの要因(①通貨安に伴うインドネシアやインドでの物価上昇圧力、②タイの政局混迷、③インドネシアとインドでの選挙を控えた不透明感、④台湾や香港でのデモ活動)は弱まりつつある一方、追加的な悪材料は現在のところ限られている。今年後半から来年にかけて、中国以外のアジア経済については、力強い成長までは見込めないものの成長の安定感が高まりそうだ。

**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不動産市場や金融環境の悪化を受けた中国経済の失速、②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、③タイの政局再混迷・長期化によるサプライチェーン障害への波及、などが挙げられる。

**第 2 図: アジア各国の景気サイクルにおける現在の局面(イメージ図)**



(注) 本イメージ図における『トレンド成長線』は、方向のみを示し、成長率の水準は反映せず。  
(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. アジア経済の着目点

#### (1) 中国の理財・信託商品などの動向

信託商品の増加ペースは鈍化 中国では、理財・信託商品など急拡大してきた問題含みのものが混在する金融商品（取引）の返済能力が引き続き注目される。金融商品残高の増加ペースは、例えば信託商品残高が昨年+46%増加した後、今年1-6月は+15%に止まるなど、全般に抑制されつつあるが依然として経済成長率を上回っている状況（第3表）。現在のところ、政府が介入（救済）スタンスを強めているためか、デフォルトの増加などには至っていないが、残高の増加ペースが一段と抑制される過程で金融市場・実体経済へ悪影響が生じないか注視する必要がある。

第3表：中国の理財・信託商品などの動向

		①2012年末	②2013年末	③直近(6月末)	変化(①→②)	変化(②→③)	最近の動き
金融セクターの調達	銀行理財商品残高	7.1兆元	10.2兆元	12.7兆元	+44%	+27%	増加ペースは変わらず
	発行件数(フロー)	28,346件	41,115件	31,617件	+45%	昨年同年の77%	発行件数は増加傾向で、発行期間の短期化を示唆
	平均利回り	4.2%	5.5%	5.0%	+1.3%	▲0.5%	1月をピークに低下傾向
	信託商品残高	7.5兆元	10.9兆元	12.5兆元	+46%	+15%	増加ペースは鈍化
	集合信託の割合	25.2%	24.9%	26.4%	▲0.3%pt	+1.5%pt	再び上昇傾向
	不動産向けの割合	9.9%	10.0%	10.7%	+0.1%pt	+0.7%pt	ほぼ横這い
	MMF残高	—	0.6兆元	1.9兆元	—	+303%	急増
金融セクターの投融资	信託貸付残高	2.9兆元	4.7兆元	5.2兆元	+64%	+10%	増加ペースは鈍化
	委託貸付残高	5.8兆元	8.3兆元	9.6兆元	+44%	+16%	増加ペースはやや鈍化
	社債残高	7.3兆元	9.1兆元	10.4兆元	+25%	+14%	増加ペースは変わらず

(注)『社債残高』は、社会融資総量統計の数値を元に算出。

(資料) 中国人民銀行、中国信託業協会、中国証券投資基金業協会統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (2) タイのクーデター以降の経済政策と景気の回復状況

タイの経済運営は徐々に正常化 5月22日のクーデター以降、タイの全権を握る国家平和秩序評議会(NCPO)は、編成作業が遅れていた来年度(2014年10月～2015年9月)予算案や運輸インフラ整備計画の大枠を承認するなど、経済運営の正常化に向けた対応を着実に進めている(第4表)。

先行きの回復ペースは当面緩やかに止まる公算が高い こうしたなか、4-6月期の実質GDP成長率は前年比+0.4%とプラスに転じたものの、民間消費や投資の持ち直しは依然として緩やかなペースに止まっており、外国人観光客数も減少傾向が続いている(第5表)。家計の負債残高が高水準で推移し、金融機関が貸出態度を厳格化するなか、先行きも消費の回復は勢いを欠くとみられる。また、停滞が続く生産面では在庫調整圧力が残存しているため、生産回復が投資の押し上げに結び付くまでには暫く時間を要するだろう。更に、戒厳令が敷かれるなかで名目GDPの1割程度に相当する観光収入も暫く低迷するとみられることなどから、タイ経済の回復ペースは当面緩やかに止まる公算が高い。

第4表：国家平和秩序評議会が実施・決定した  
主な経済政策

政策	概要	景気への影響
「コメ担保融資制度」による 遅延融資資金の支払い	◇未払いとなっていた924億パーツの支払いを6月中に完了 (名目民間消費額の約1.4%相当)	○
大型投資案件の 認可手続き再開	◇認可が滞っていた大型投資案件約700件 (投資総額:約7,500億パーツ)の認可手続きを6月から再開 (名目総固定資本形成額の約2.4%相当)	○
大規模投資プロジェクトの 見直し・計画策定	◇前政権下で策定された大規模投資計画の見直しを実施。 ◇治水対策事業計画を来年度以降の年度予算内で実施すること、運輸インフラ整備計画(予算規模2.4兆パーツ)を8年間(2015~2022年)で実施することを決定	○
2015年度予算の策定	◇策定が遅れていた来年度(2015年10月~2016年9月)の予算案を承認 ◇9月4日に発足した暫定政権の下、予算の管理・執行を行う	△

(注)『景気への影響』は、足元の状況と比べ成長率を加速させる政策は『○』、  
不変(中立)の場合は『△』。  
(資料)各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表：タイの各種経済指標

	2014年						直近の 評価
	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	
実質GDP (前年比、%)	▲ 0.5	0.4					△
消費者信頼感指数 (ポイント)	70.1	71.2	67.8	70.7	75.1	78.2	○
民間消費指数 (前年比、%)	▲ 1.7	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 1.4	0.2	△
自動車販売台数 (前年比、%)	▲ 45.8	▲ 33.8	▲ 33.2	▲ 37.7	▲ 30.4	▲ 29.5	×
産業景況感指数 (ポイント)	85.8	85.8	84.0	85.1	88.4	89.7	○
民間投資指数 (前年比、%)	▲ 7.2	▲ 3.5	▲ 4.7	▲ 3.0	▲ 2.7	▲ 3.4	△
製造業生産指数 (前年比、%)	▲ 7.0	▲ 4.8	▲ 4.1	▲ 4.0	▲ 6.3	▲ 5.2	△
半導体(同)	5.8	11.2	7.0	9.5	16.8	23.8	○
輸送機械(同)	▲ 26.2	▲ 29.3	▲ 24.7	▲ 35.0	▲ 26.8	▲ 24.2	×
輸出数量 (前年比、%)	0.9	1.5	0.1	▲ 0.1	4.4	▲ 0.3	△
外国人観光客数 (前年比、%)	▲ 7.8	▲ 13.3	▲ 4.8	▲ 10.7	▲ 24.4	▲ 10.9	×

(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

(3) インドネシアの輸出規制と補助金削減の影響

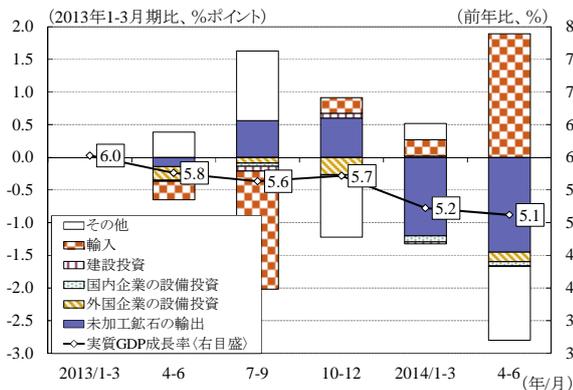
輸出規制によって  
大きく押し下げら  
れているインドネ  
シア経済

インドネシアでは選挙前後の投資手控えや未加工鉱石の輸出規制による輸出低迷を背景に景気減速が続いている。実質 GDP 成長率は昨年 10-12 月期の前年比+5.7%から今年 1-3 月期には同+5.2%、4-6 月期に同+5.1%へ減速したが、特に輸出規制による未加工鉱石の輸出減は成長率を平均 1% 強押し下げるなど影響が大きい(第3図)。2015 年にかけては、輸出規制が引き続き輸出の重石となる一方、投資手控えの影響が剥落し、景気全体では底堅さを保つ見通しである。

補助金削減下でも  
景気は底堅さを保  
つ公算が高い

今後の注目点の1つとして、燃料補助金削減に向けた動きが挙げられる。ジョコ・ウィドド次期大統領は段階的に補助金を削減する方針だが、10月の政権交代前に補助金削減に着手するよう現政権に働きかけている模様である。補助金削減は短期的には消費の抑制要因となるが、過去の削減時の動向から判断すると、その景気下押し幅は0.1~0.2%に止まると考えられ、景気は底堅さを保つ公算が高い(第6表)。

第3図：インドネシアの実質 GDP 成長率の変動要因



(注)『未加工鉱石の輸出』はニッケル・ボーキサイト・銅鉱石。  
(資料)インドネシア中銀統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6表：燃料補助金削減による成長率低下幅の試算

	補助金付きガソリン価格 (プレミアムガソリンRON88)				国内原油市況との 乖離率		消費者物 価上昇率 の加速幅	実質GDP 成長率の 低下幅
	削減前	削減後	削減幅	削減率	削減前	削減後		
	ルピア/リットル				%			
次回削減時 の試算	6,500	6,000	500	▲ 7.7	▲ 15.5	▲ 22.0	▲ 0.4	0.04
		7,000	1,000	7.7		▲ 9.0	0.4	▲ 0.04
		8,000	1,500	23.1		4.0	1.3	▲ 0.11
		8,500	2,000	30.8		10.5	1.8	▲ 0.14
		9,500	3,500	46.2		23.5	2.7	▲ 0.21
前回削減時 (2013年6月)	4,500	6,500	2,000	44.4	▲ 26.0	4.6	3.1	▲ 0.24

(注) 1. 『国内原油市況』は、ドル建て原油価格(ドル/バレル)をルピア建・リットル換算したもの。乖離率は削減直前月(次回については2014年7月)との比較。  
2. 『消費者物価上昇率の加速幅』の次回は、削減後の『補助金付きガソリン価格』の上昇率にCPI運輸の補助金付きガソリン価格に対する弾性値(0.471)およびCPI全体に占める運輸のウェイト(0.125)を乗じて計算。  
3. 『実質GDP成長率の低下幅』は、『消費者物価上昇率の加速幅』に実質個人消費の消費者物価に対する弾性値(-0.142)にGDPに占める個人消費の割合(55.4%)を乗じて計算。  
4. 網掛けセルは削減後の国内原油市況との乖離率が、前回削減時と同程度(約4%)のケース。  
(資料)インドネシア中銀、インドネシア統計局統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) インド経済の底打ちの動きと今後の回復ペース

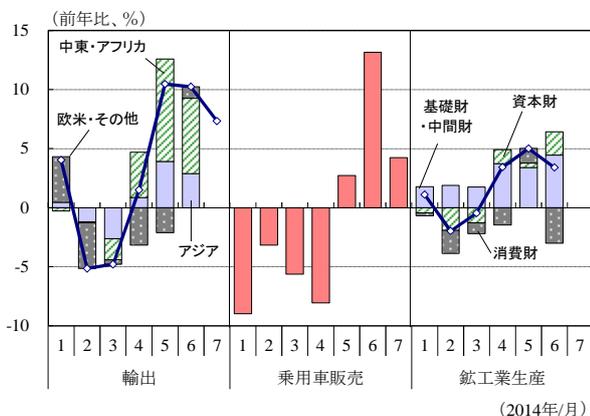
インド経済は新政  
権への期待感など  
から底打ちへ

景気の回復ペース  
は緩やかに止まる

インド経済には底打ちの動きが見られる。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.7%と 2012 年 1-3 月期以来の高い伸びを示した。月次指標を見ても、長らく低迷が続いてきた乗用車販売が 5 月以降増加に転じたほか、鉱工業生産も基礎財・中間財や資本財を中心に増加基調が継続(第 4 図)。新政権への期待感やインフレ率の鈍化により家計・企業のマインドが好転、支出・生産の拡大に繋がっている。中東やアフリカ向けを中心に増勢を保つ輸出もプラス材料だ。

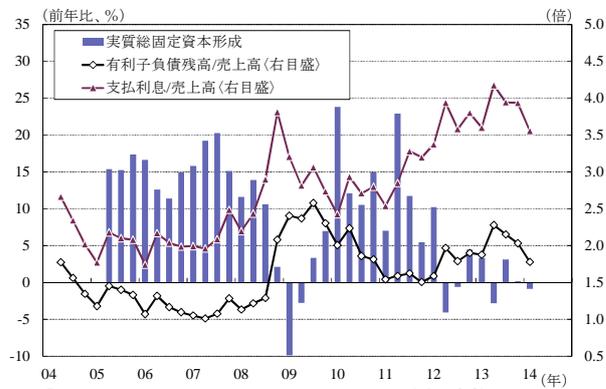
2015 年にかけても景気は回復基調を辿るとみられる。モディ政権下で公表された 2015 年度予算案は外資規制緩和やインフラ改善などの面でやや踏み込み不足との印象を受ける一方、財政規律の堅持などで改革姿勢が保たれた点は評価できる。政権の改革姿勢への期待に加え、インフレ率の緩やかな低下が消費を支える要因となろう。ただし、リーマン・ショック時並みに高まっている企業の利払い負担が中央銀行による政策金利の高水準維持と相俟って投資の重石となり続けるとみられる(第 5 図)。結果として、2015 年にかけての景気回復は緩やかなペースに止まる見通しだ。

第 4 図: インドの主要経済指標



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図: インドの総固定資本形成と企業の財務状況



(注)『有利子負債残高』は、公表がないため、支払利息(年率)を名目金利(レボ・レート)で除して求めた。

(資料)CEIC、インド中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) アジア各国・地域の金融政策の動向

マレーシアとフィリピンは利上げ、韓国は利下げを実施

アジア各国・地域の金融政策をみると、マレーシアがインフレ懸念と家計債務の積み上がりへの対応として7月に利上げを実施し、フィリピンがインフレ期待の高まりに対する予防的措置として7月と9月に利上げを実施した（第7表）。一方、韓国は旅客船の沈没事故以降、低迷する内需の浮揚に向けて利下げを実施した。

景気が堅調なマレーシア、フィリピンでは追加利上げの可能性あり

今後の金融政策を展望すると、景気が堅調に推移するマレーシアとフィリピンでは追加利上げが実施される可能性もある。また、インドネシアとインドでは、政策金利は当面引き締めの水準が維持される見込みである。他方、タイでは、中央銀行は政策金利据え置きスタンスをとっているが、今後の景気の回復度合いによっては利下げに動くことも想定される。韓国については、先般の利下げや政府による経済対策の効果を見極めるため追加利下げは実施されず、暫く政策金利は据え置かれる公算が高い。

第7表：アジア主要国・地域の金融政策

	消費者物価上昇率 (前年比)		2014年の インフレ目標	2014年の 政策金利 変化幅	最近の主な中銀コメント
	2013年	直近			
中国	2.6%	2.3%	—	不変	◇経済金融構造にポジティブな変化が表れ始めている(7月7日) ◇多くの金融政策ツールを弾力的に運用する(7月7日)
台湾	0.8%	2.1%	—	不変	◇不動産価格の上昇が、一部の特定地域から周辺地域へと広がっている(6月26日) ◇住宅ローンが投資に回っているケースもあり、規制を強化する(6月26日)
韓国	1.3%	1.4%	2.5-3.5%	▲25bp(8月)	◇インフレ圧力は先行き高まるものの、勢いは乏しい(8月14日) ◇企業・家計の景況感や家計負債の動向とあわせて、利下げと政府の経済政策の影響を注視する(8月14日)
シンガポール	2.4%	1.2%	—	不変 (通貨高)	◇大きな外的ショックが起こらなければ、経済は緩やかな拡大を続ける(4月14日) ◇労働力不足による人件費の上昇によりインフレ率は高止まりする(4月14日)
インドネシア	6.4%	4.0%	3.5-5.5%	不変	◇現行の金融政策は、物価安定と経常赤字幅の縮小に繋がっている(8月14日) ◇電力料金改定や食料品価格上昇のリスクは引き続き警戒していく(8月14日) ◇経常赤字がGDPに対して2.5%に縮小するまで金融緩和は行わない(8月21日)
マレーシア	2.1%	3.2%	—	+25bp(7月)	◇堅調な経済成長が見込まれ、インフレ率が長期平均を上回る中、金融緩和の度合いを調整するため利上げを実施する(7月10日) ◇金融環境を正常化することで、経済・金融の不均衡から生じるリスクを緩和することも利上げの目的(7月10日)
フィリピン	3.0%	4.9%	3.0-5.0%	+25bp(7月) +25bp(9月)	◇利上げ実施は、インフレ圧力とインフレ期待の高まりに対する予防的措置(7月31日) ◇インフレ率を目標範囲に止めるために追加措置を実施することをためらわない(8月5日)
タイ	1.0%	1.8%	0.5-3.0%	▲25bp(3月)	◇経済は第2四半期に改善の兆候が現れており、年後半は民間需要や財政政策が景気を押し上げる(8月6日) ◇インフレ圧力は落ち着いている(8月6日) ◇現行の金融緩和策は、潜在成長率を引き上げるための政府の改革を補完する長期的な金融安定を目指す方針と一致したもの(8月6日)
ベトナム	6.6%	4.3%	—	▲50bp(3月)	◇2014年末までは政策金利を更に引き下げることは難しく、為替の安定が主な目標となる(8月9日)
インド	9.5%	8.0%	(2015年1月までに 8%未満)	+25bp(1月)	◇食料品などの価格動向を見極めるのは時期尚早(8月5日) ◇2015年1月までにインフレ率を8%未満に抑える目標には依然として上振れリスクがあるが、6月時点に比べるとリスクのバランスが取れた状態にある(8月5日) ◇政策金利を必要以上に高水準に維持することはしない(8月5日)

- (注) 1. 香港は米ドルペッグ制を採用しており米国の金融政策に追随するため掲載せず。  
 2. 『インフレ目標』は、インフレターゲットを採用する国・地域の目標水準を掲載(事実上、インフレターゲットを採用する『インド』を含む)。  
 3. 『シンガポール』の金融政策の対象は為替、『通貨高』は引き締め方針。  
 4. 『タイ』の『消費者物価』と『インフレ目標』の対象はコア消費者物価。  
 5. 『ベトナム』の『政策金利』はリファイナンスレート。  
 6. 『消費者物価上昇率』の『2013年』は『インド』が年度(4月～翌3月)ベース、『直近』は『中国』、『シンガポール』、『マレーシア』、『インド』が7月、その他の国・地域は8月実績。

(資料) 各国中銀、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史、坂東 輝昭、シンガポール駐在 中村 逸人)

## V. オーストラリア

～景気は回復傾向が続くも、設備投資の低調などを背景に成長ペースは緩やか～

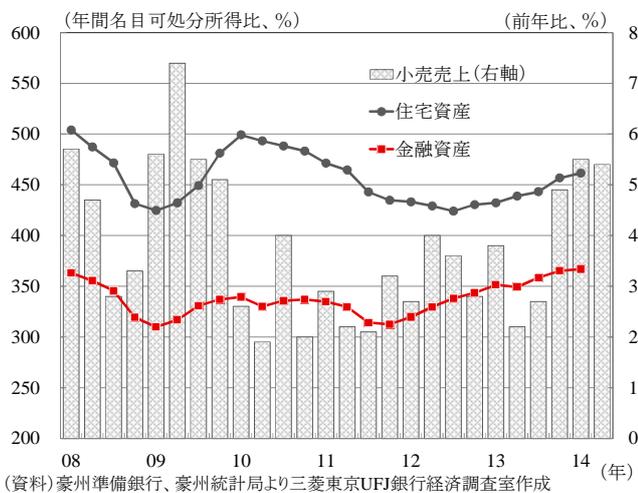
### 1. 景気の状態

緩やかな回復が継続も、4-6月期は減速

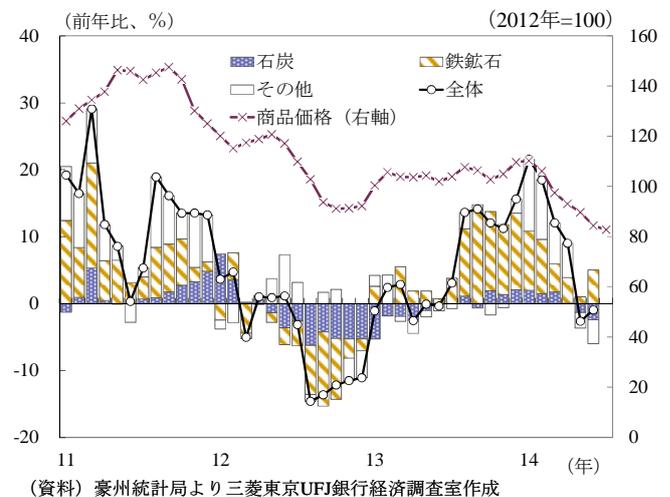
豪州経済は緩やかな回復が続いている。4-6月期の小売売上は前年比+5.4%と好調を維持した。軟調な雇用情勢を背景に所得が伸び悩むなか、住宅価格や株価の上昇による資産効果等を背景に（第1図）、家財や外食などが消費を牽引している。また、住宅投資も好調で、4-6月期の住宅建設は同+9.6%と高い伸びが続いている。

もともと、4-6月期の成長ペースは前年比+3.1%と、1-3月期（同+3.4%）から幾分減速した。輸出が鉄鉱石や石炭など資源価格の下落を背景に5月以降マイナスに転じており（第2図）、GDPベースでは4-6月期に同+5.4%と1-3月期の同+9.6%から減速した。また、企業の設備投資は鉱業部門の落ち込みを主因に、同▲10.9%と、前期（▲4.0%）からマイナス幅が一段と拡大した。

第1図：小売売上と家計資産



第2図：輸出と商品価格



### 2. 今後の見通し

今後の豪州経済は、低金利や政府の住宅支援策を背景に住宅投資は当面堅調が続くとみられるが、資産効果の逡減による消費の鈍化や資源部門における設備投資の減速等を背景に、3%程度の資源投資ブーム時の成長ペースには届かない公算が大きい。

雇用はサービス業中心に緩やかな改善が見込まれるが、住宅価格は一部地域で上昇ペースが鈍化しており、消費を牽引している資産効果は逡減すると考えられる。設備投資は、サービス業を中心に持ち直しの兆しが窺えるものの、これまでの牽引役であった資源部門で減速が続く見込みである。

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	2.9	2.7
消費者物価上昇率 (%)	2.4	2.7	2.5
経常収支 (億ドル)	▲ 447	▲ 363	▲ 294

見通し

### (1) 消費動向

雇用・所得環境は緩やかながらも改善へ

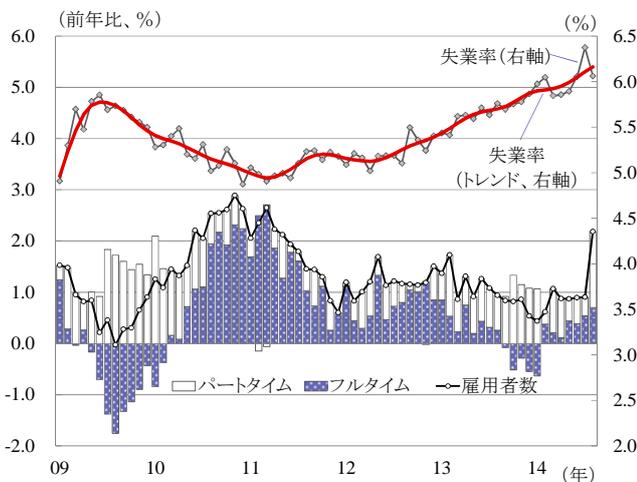
失業率は上昇傾向が続いている（第3図）。8月の失業率（6.1%）は7月の6.4%から低下したが、雇用者の増加のうち約9割がパートタイムであり、雇用の質の改善は進んでいない。もっとも、欠員数や求人広告数は底打ちの兆しが窺え、足元で雇用が増加しているサービス業を中心に、雇用・所得環境は緩やかながらも改善に向かうとみられる。

住宅価格上昇ペース鈍化により、資産効果は今後、逡減する見込み

他方、住宅価格は、雇用者所得比でみると割高な水準とまではいえませんが（第4図）、既に一部地域で上昇ペースが鈍化し始めるなど、今後の上昇ペースは鈍化する公算が大きい。

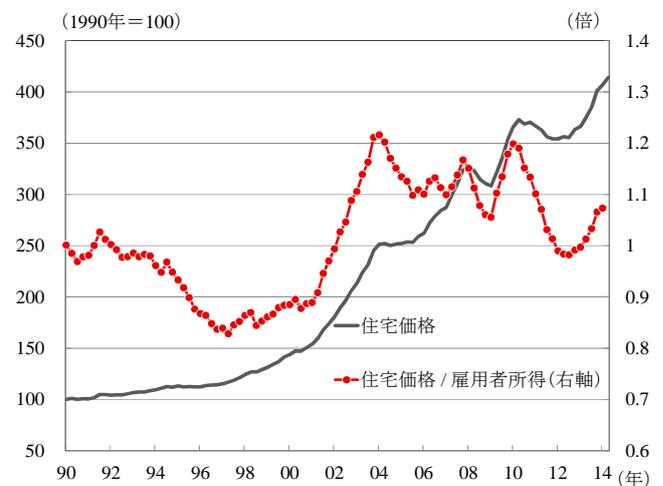
今後の消費は、雇用・所得環境の緩やかな改善が下支えする一方、住宅価格上昇による資産効果は逡減すると考えられ、消費の伸びは徐々に鈍化するとみられる。

第3図：失業率と雇用者数



(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：住宅価格と所得



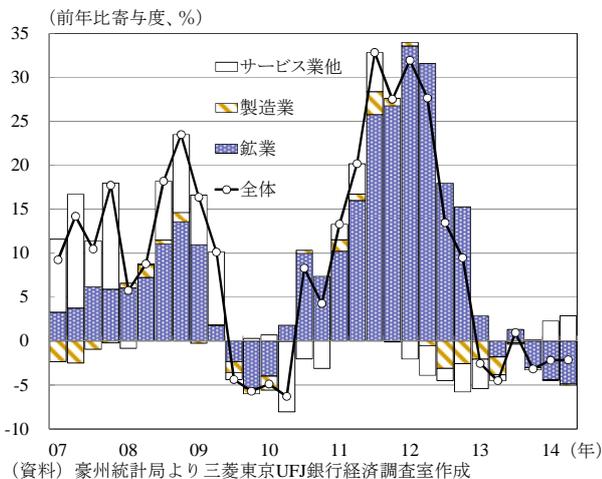
(資料) 豪州準備銀行、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 企業の設備投資動向

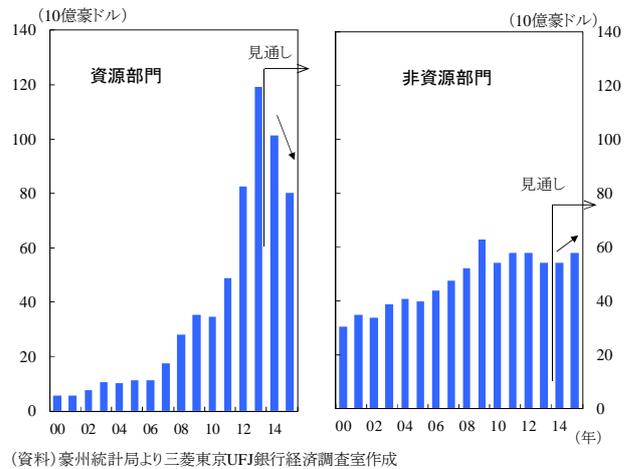
### 企業の設備投資は低調が続く見込み

企業の設備投資は低調が続いている。鉱業を除く非資源部門の設備投資は1-3月期、サービス業を中心に9-12月期に前年比プラスに転じた。4-6月期もサービス部門では増加が続いたが、鉱業（資源）部門はマイナス幅が拡大したほか、製造業も小幅ながらマイナスが続いている（第5図）。先行きをみると、4-6月期に非資源部門はサービス業が投資計画を上方修正したものの、投資全体でみると、これまで牽引役であった資源部門の落ち込みをカバーするには至らない状況である（第6図）。

第5図：企業の設備投資



第6図：企業の設備投資計画



## 3. 物価と金融政策

### 物価上昇率の加速は一服の見込み

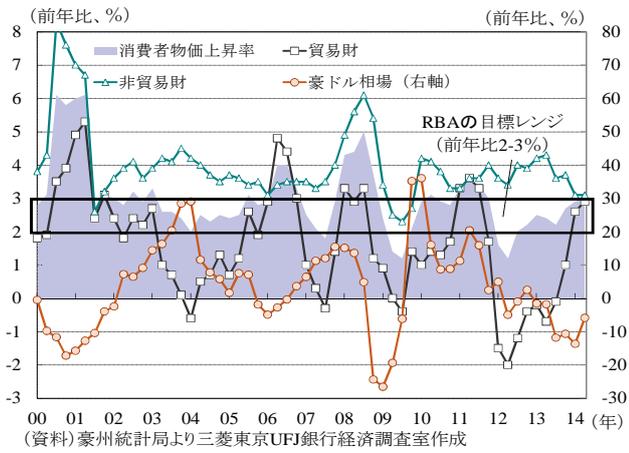
4-6月期の消費者物価上昇率は前年比+3.0%と前期（同+2.9%）から小幅加速し、豪州準備銀行（RBA）の目標レンジの上限に達した（第7図）。賃金が伸び悩むなか、非貿易財価格は下落が続く一方で、昨年来の豪ドル安を反映して貿易財価格の上昇ペースが加速した。

今後、貿易財価格は前年比ペースでみた豪ドルの下落幅縮小が見込まれること、同時に、非貿易財価格は軟調な雇用情勢に伴い賃金の伸び悩みが続くとみられることから、物価が一段と加速する状況ではなさそうだ。また、7月より炭素税が廃止されたことも物価の抑制要因になるとみられる。RBAはこれにより、導入時の押し上げ効果とほぼ同程度である年間約0.75%ptの物価押し下げを見込んでいる。

### 賃金が伸び悩むなか、金融政策は当面現状維持

こうしたなか、RBAは9月も政策金利を過去最低の2.50%に据え置き、「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（第8図）。物価や景気動向を鑑みると、RBAは当面政策金利を現在の水準に据え置くと考えられる。

第7図：消費者物価指数



第8図：政策金利と豪ドル相場



(大幸 雅代)

## VI. 中南米

### ～アルゼンチン、ブラジルは景気低迷が続く一方、メキシコは回復基調を維持～

#### 1. メキシコを中心とした太平洋同盟諸国が中南米経済を下支え

中南米主要7カ国（アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ）の景気は国によって大きく異なっている。これらの国を景気状況により3つのグループに分けると、①景気が比較的堅調なうえ、政策対応余力があるメキシコを中心とした太平洋同盟諸国（他にチリ、コロンビア、ペルー）、②スタグフレーションが深刻化しているアルゼンチン、ベネズエラ、③インフレ加速には歯止めがかかりつつあるものの、景気低迷に喘ぐブラジル、となる。

メキシコでは、FTAを梃子にした輸出促進策、財政規律と構造改革によるインフレ抑制が奏功

メキシコなど太平洋同盟諸国の景気が相対的に堅調を維持している理由は、自由貿易協定（FTA）を梃子に輸出志向の経済政策を積極的に推進していること、財政規律を維持し、市場開放を含む構造改革を進めることでインフレを抑制していること、などが挙げられる。物価の安定を受け、今年に入ってメキシコとチリは景気支援のため利下げに踏み切った。高インフレが続くアルゼンチン、インフレ抑制のため金融引き締め姿勢維持を余儀なくされているブラジルとは対照的である。

メキシコなど太平洋同盟諸国が中南米経済を下支え

中南米主要7カ国の実質GDP成長率は、2013年の前年比+2.4%から2014年には同+1.2%へ減速する見込みである（第1表）。2015年の成長率は同+2.2%へ持ち直すとみるが、メキシコを中心とした太平洋同盟諸国が中南米経済を下支えする構図が続くといえる（第1図）。

第1表 中南米経済の見通し

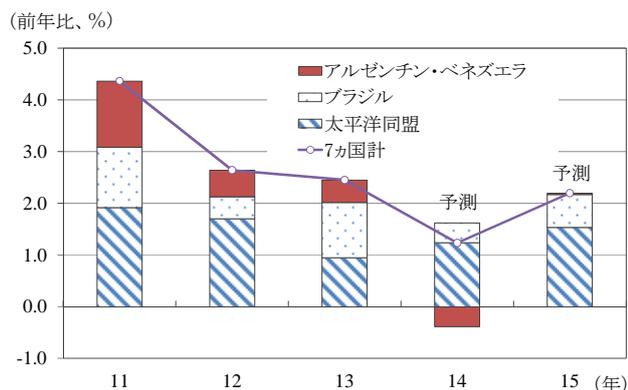
	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
ブラジル	2.5	0.9	1.5	6.2	6.4	5.8	▲ 811	▲ 790	▲ 720
メキシコ	1.1	2.5	3.5	3.8	3.9	3.5	▲ 259	▲ 240	▲ 260
アルゼンチン	2.9	▲ 2.0	0.0	10.8	35.0	35.0	▲ 43	▲ 60	▲ 85
中南米全体(注)	2.4	1.2	2.2	7.9	12.8	11.7	▲ 1,342	▲ 1,285	▲ 1,265

(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2012年ドル建て名目GDPによる。

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

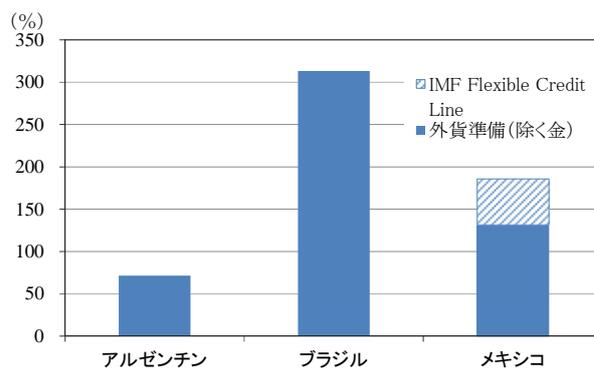
一方、対外ファイナンス面をみると、ブラジルは安定している。外貨準備の対外短期債務と経常赤字合計に対する比率（2013年）は300%超とIMFが安定の目安としている100%を大幅に上回っている（第2図）。また、メキシコの同比率も100%を超えているうえに、IMFにクレジットラインを設定しており安定感が高い。これに対し、アルゼンチンは同比率が71%に止まり、対外ファイナンスという点で非常に脆弱な構造といえる。

第1図:中南米7カ国の実質GDP成長率と寄与度



(注)太平洋同盟はメキシコ、チリ、コロンビア、ペルー  
(資料)Thomson Reuters Datastream

第2図:対外的安定性の比較



(注)外貨準備の対外短期債務と経常赤字の合計額に対する比率。経常黒字の場合はゼロとする。IMFは100%超であることを安定の目安としている。  
(資料)IMF, Thomson Reuters Datastream

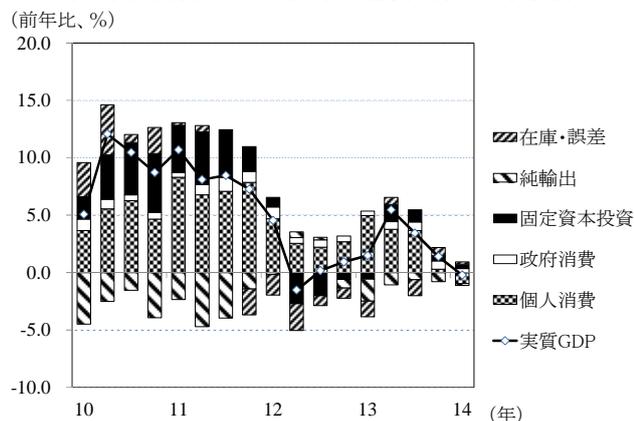
## 2. アルゼンチン

### (1) 深刻な不振に陥ったアルゼンチン経済

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年割れ

アルゼンチン経済は昨年後半から急速に悪化していたが、1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲0.2%とマイナス成長となった。景気減速の最大の要因は個人消費で、成長率全体を 1.0%ポイント押し下げた(第3図)。個人消費の減速は、インフレ高進により実質所得が大幅に低下したことが主因である(第4図)。

第3図:実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(資料)Thomson Reuters Datastream

第4図:民間推計CPIに基づく実質所得

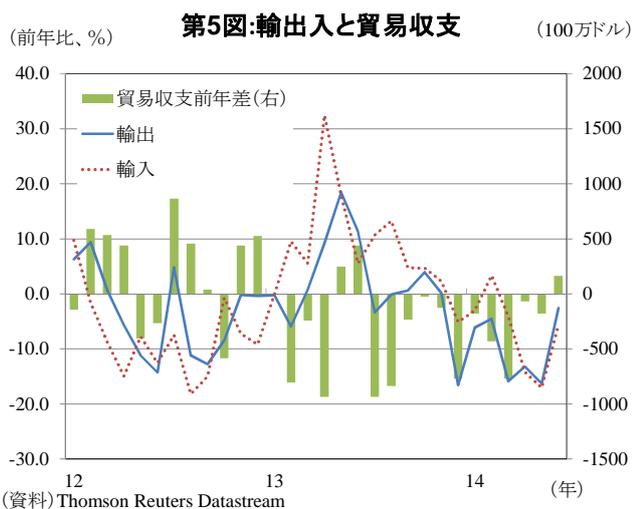


(資料)Datastream, State Street

民間推計の消費者物価(CPI)を基に実質所得を推計すると、4-5 月期は前年比▲7.8%と大幅マイナスとなった。実際、4-6 月期の自動車販売は前年比▲40.4%と深刻な不振に陥っている。また、先行き不透明感から設備投資も低迷している。

外需の動向をみると、穀物シーズンに当たる 4-6 月期の輸出は持ち直しており、前年比ベースのマイナス幅は縮小した(第5図)。他方、輸入は政府による輸入管理の厳格化を受け前年割れが続いている。輸入管理はサ

ービス貿易にも影響が及んでおり、4-6月期のサービス輸入（キャッシュベース）は前年比▲29.0%と大幅に落ち込んだ。この結果、6月の貿易黒字額は1年ぶりに前年同期を上回り、経常収支は2年ぶりに黒字（約12億ドル）となった。但し、例年、穀物輸出シーズンが終わる7-9月期には貿易黒字が急減することが多い。過去の国際収支危機は貿易黒字が急減する年末前後に発生していることから、今後の国際収支動向には注意が必要である。



## (2) インフレの原因と求められる政策

### 30%台後半のインフレ率が続く

消費者物価上昇率は1月の為替急落の影響で急加速しており、民間の推計では前年比+30%台後半に達している（第6図）。昨年12月分から公表を開始した政府の新統計でも、今年前半は同+33%（年率換算）上昇している。足元でインフレ加速に歯止めがかかる兆しもみられるが、大統領は最近になって景気てこ入れのため新たな消費喚起策を計画していることを表明しており、インフレが再加速する懸念は残っている。

### インフレの根本的な原因は拡張的な財政金融政策

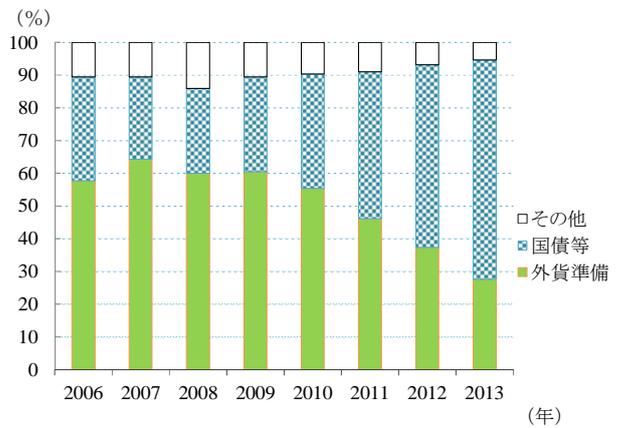
インフレの根本的な原因は拡張的な財政・金融政策にある。2011年以降、中央銀行の資産規模が急増しているが（第7図）、これは中銀が保有する国債が増加しているためであり（第8図）、財政赤字のファイナンスを中銀に依存していることの表れと考えられる。また、政府は公務員や国営企業の賃上げ要求を容認。政府の経済への介入が大きいアルゼンチンでは、公務員の賃上げ率が民間企業の基準となっていることから、全体として高い賃上げが実現することが多い。一方で、インフレ率の実態を反映しない割高な為替レートを人為的に維持しようとした結果、対外的な競争力を喪失することになり、経常収支の悪化や外貨準備の減少など対外的な安定性が損われている。

第7図:中央銀行の資産規模



(資料)アルゼンチン中央銀行

第8図:中央銀行保有資産の構成

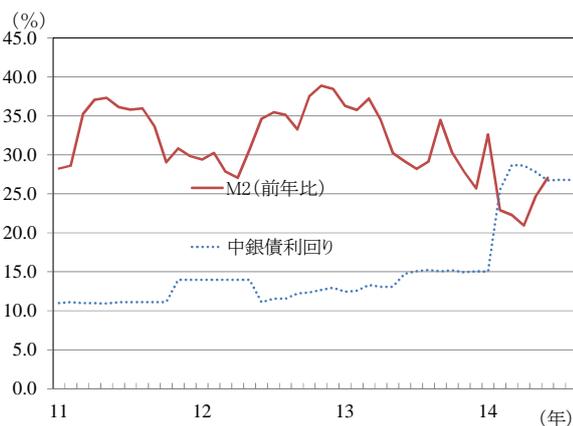


(資料)アルゼンチン中央銀行

### インフレ抑制のためにはペソ下落による国際競争力の回復が必要

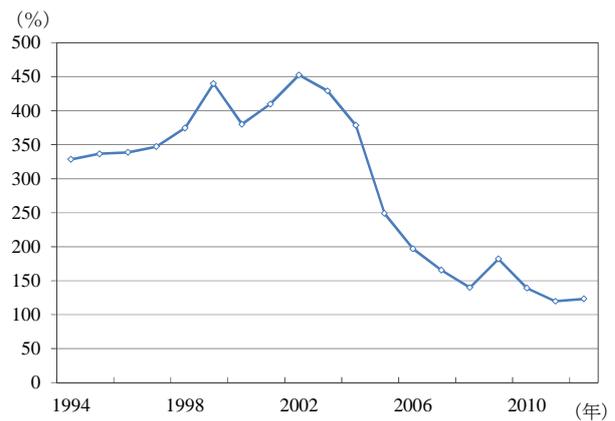
こうした八方ふさがりともいえる局面を打開するためには、長年のインフレで過大評価となっているアルゼンチン・ペソの下落を容認し国際競争力の回復を図ると同時に、通貨下落に伴うインフレを短期間に終息させるため思い切った引き締め政策が必要と考えられる。こうした政策により、景気は一段と悪化するものの、競争力回復による輸出急増により景気の早期回復を目指すことが可能と考えられる。しかしながら、目下のところ、こうした政策の転換はみられない。ペソは下落しているものの、マネーサプライ (M2) の伸び率は足元で再び増加しており、十分な金融引き締めが行われているとは言い難い。

第9図:金融関連指標



(資料) Thomson Reuters Datastream

第10図:対外債務(国民所得比)



(資料) Thomson Reuters Datastream

### (3) アルゼンチン経済の見通し

#### テクニカルデフォルトの影響は限定的

7月末に発生したテクニカルデフォルトは、法的な対応としてアルゼンチン政府がデフォルトを「選択」したことで発生したもので、外貨が枯渇したわけではない。そのため、内外経済に与える影響は限定的である。

しかし、前述の政策転換が遅れると、外貨準備減少への不安から資本逃避が加速し、国際収支危機に陥る虞が高まり、テクニカルではない字義通

りの債務不履行が発生する可能性も否定できない。第2図で示した通り、短期債務の借り換えが進まなければ、外貨準備は枯渇する懸念もある。

仮に、債務不履行となった場合も、アルゼンチンの国際金融市場での地位は大きくないことから、海外市場への影響は限定的とみられる。ただし、アルゼンチンにとっては、前回債務不履行を起こした2002年前後と比較すると、債務残高（国民所得比）は減少しているとはいえ（第10図）、実際に債務不履行となればその影響は小さくないだろう。2015年にかけても、インフレが高止まりし、2014年の実質GDP成長率は前年比▲2.0%、2015年は同0.0%と低迷が続くとみるが、国際収支に対する不安が高まれば、景気は更に減速する可能性もみておくべきだろう。

### 3. ブラジル

#### (1) 景気は後退局面入り、サッカーW杯の経済効果は限定的

4-6月期も景気は低迷、W杯の経済効果は観光業など一部に限定

ブラジルの4-6月期の実質GDP成長率は前期比▲0.6%と低迷した。同時に1-3月期も同▲0.2%に下方修正されたため、2四半期連続のマイナス成長となり、景気後退局面入りした。4-6月期は前年比ベースでも▲0.9%と前年割れとなった（第11図）。

4-6月期の新車販売は前年比▲12.3%と低迷。期待されたサッカー・ワールドカップ（W杯）の経済効果は観光業など一部に限られ、民間消費は1-3月期の前年比+2.2%から同+1.2%へ減速した。また、W杯期間中は臨時休業の増加による生産減の影響も小さくなく、4-6月期の鉱工業生産は同▲4.3%へ減速した。景気の先行き不透明感が高まっており、固定資本形成（設備投資）は同▲11.2%と前期の同▲2.1%から大幅に落ち込んだ。

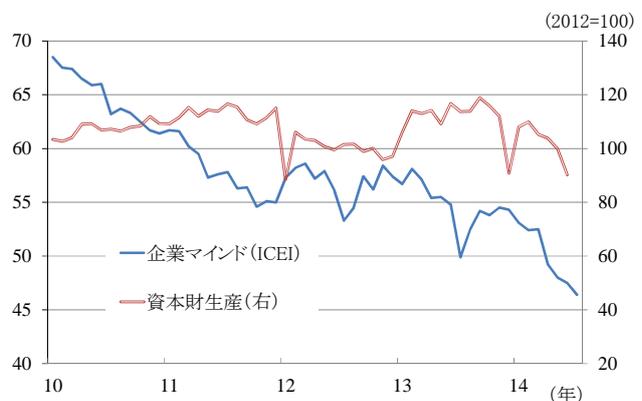
こうしたW杯のマイナス効果は7月には剥落するため、生産面では反動増も期待できるが、企業マインド指数は7月に入っても低迷が続いており、設備投資の不振が続いていることを示唆している（第12図）。

第11図:実質GDP成長率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第12図:企業マインドと投資関連指標



(注) ICBIはデフュージョンインデックス  
(資料) Thomson Reuters Datastream

製造業にとって、主要な輸出先であるアルゼンチン経済減速の影響は大きい

対外取引も低迷が続いている。4-6月期の輸出入は共にマイナス幅が拡大した。輸出は、主力の中国向け（主に資源）やアルゼンチン向け（主に工業品）が共に不振であった。とりわけ、景気減速が続くアルゼンチン向けが低迷しており、7月の同国向けは前年比▲33.6%とマイナス幅が一段と拡大した。ブラジルにとってアルゼンチンは第3位の輸出先（2013年、輸出全体の8.1%）であり、工業品のシェアが高い。自動車は工業品輸出全体の88%、同部品は55%を占めており、ブラジルの製造業にとって、アルゼンチン経済減速の影響は大きい。

インフレ率は高止まりが続く

インフレ率は高止まりが続いている。W杯後の7月も消費者物価上昇率は前年比+6.5%、食品やエネルギーなど変動の激しい品目を除いたコア物価も同+6.7%と高水準にある。近年のレアル安による輸入物価押し上げ効果が、主に耐久財で顕在化していることに加え、サービス価格も8%台で高止まりしている。景気減速にもかかわらず、供給制約により需給が緩和しないうえに、昨年まで最低賃金の上昇率が高かったこと（2012年+14%、2013年+9%）の影響が残っている。ブラジルでは、最低賃金の上昇率が年金にも適用されるため、物価全体に与える影響が大きい。

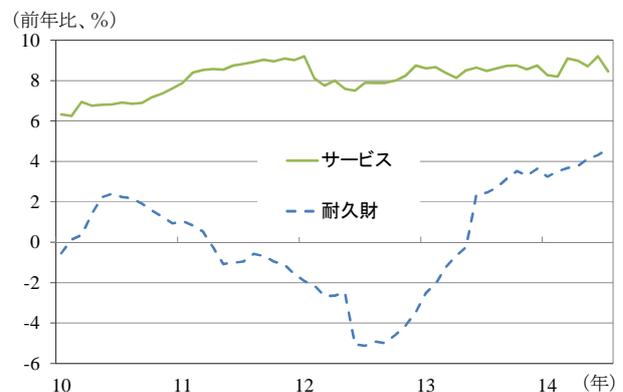
ただし、今年の最低賃金上昇率は+6.8%へ低下していること、レアル安については、足元の為替は中銀の為替介入もあり比較的安定していることなどから、今後、物価上昇率は徐々に鈍化してくるであろう。

第13図: 消費者物価上昇率



(注) 食品やエネルギーなど変動の激しい日用品を除いた消費者物価指数  
(資料) Thomson Reuters Datastream

第14図: 品目別消費者物価上昇率



(資料) Thomson Reuters Datastream

## (2) ブラジル経済の見通し

内外需とも成長ドライバーが見当たらず、2014年実質成長率は+0.9%に止まる見通し

景気回復の鍵を握るインフレ率が徐々に鈍化し、消費は緩やかながら持ち直しに向かうであろう。また、企業部門をみると、W杯の影響で4-6月期に停滞した生産は、7-9月期以降は反転するとみられる。もっとも、輸出については、アルゼンチン経済の低迷、中国の成長ペース減速による資源需要の伸びの鈍化など、伸びが加速する状況は見込みにくい。このように内外需共に成長ドライバーを欠く状況が続き、2014年の実質GDP成長率は前年比+0.9%、2015年は同+1.5%へやや持ち直すも低成長に止まる

とみる。

目下の注目材料は10月実施予定の大統領選挙である。景気悪化が鮮明になったことで、現職ルセフ大統領は厳しい選挙戦を強いられるだろう。一方、対立候補が掲げる経済政策はまだ明示されていない。今後は、景気対策などの具体策に注目が集まっていくだろう。

第15図: 金融・為替環境



(資料) Thomson Reuters Datastream

## 4. メキシコ

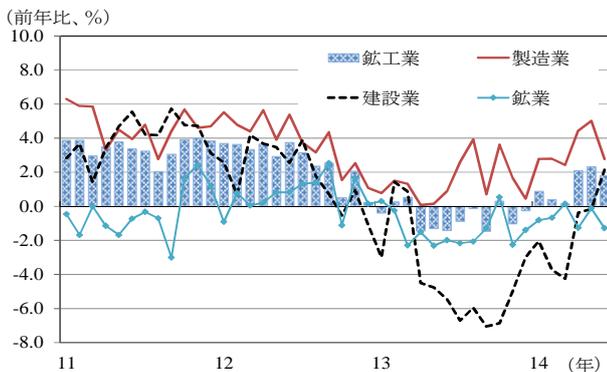
### (1) 昨年10-12月期を底に景気は緩やかに回復

4-6月期に入り回復  
傾向が鮮明に

メキシコ経済は回復傾向にある。4-6月期の実質GDP成長率は、前年比では+1.6%と1-3月期の+1.9%から鈍化したものの、季調済み前期比年率換算では+4.2%と1-3月期(+1.8%)から加速し、3四半期ぶりに4%を上回った。生産動向をみると、北米を襲った寒波の影響を受け、1-3月期まで大幅に落ち込んでいた建設業が足元で前年水準を上回ってきているうえ、月々の振れはあるが製造業も回復基調にある(第16図)。

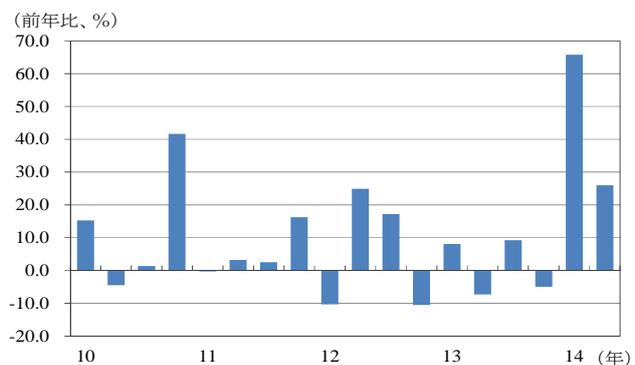
景気回復は最大輸出先である米国向けの輸出増加と公共投資の拡大に支えられている。昨年、公共事業は大統領選挙を控え、現職有利にならないよう抑制されていたが、今年に入って支出が急増しており(第17図)、建設業の回復に貢献している。

第16図: 鉱工業生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

第17図: 公共事業費



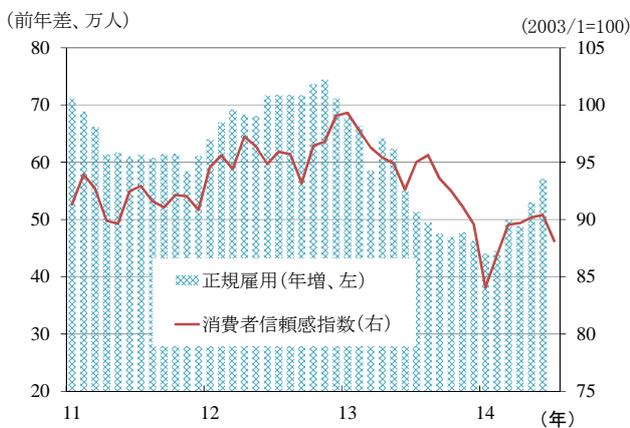
(資料) Thomson Reuters Datastream

## コア物価は 3%台前半で安定

生産と輸出の回復を受け、雇用者数も増加、家計のマインドも改善してきている（第 18 図）。今後は、所得拡大を通じて消費増加が見込まれる。

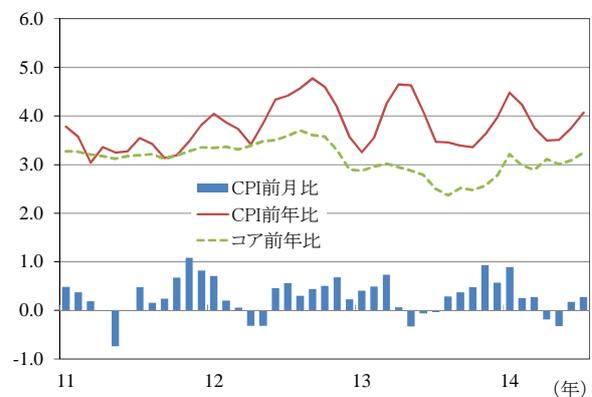
一方、消費者物価は足元で再び上昇しているが、食品とエネルギーを除いたコア物価上昇率は前年比 3%台前半で安定推移している。また、前月比の動きをみても、落ち着いた動きとなっている（第 19 図）。今年 1 月に実施された公共料金や一部食品への課税引き上げなどの影響で、年内のインフレ率は+4%超が続くとみられるが、2015 年以降は低下していく見通しである。景気は回復基調にあるとはいえ潜在成長率を下回っていると考えられ、需要拡大がインフレを惹起する段階ではないだろう。

第18図:消費者マインド、雇用



(資料) Thomson Reuters Datastream

第19図:消費者物価上昇率



(資料) Thomson Reuters Datastream

## (2) メキシコ経済の見通し

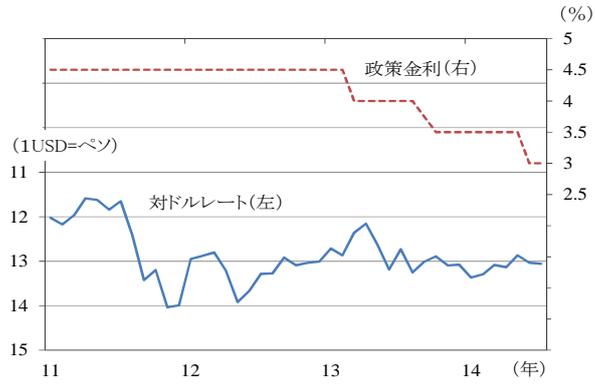
### 米景気の回復と公共事業、低金利が景気拡大をサポート

2015 年にかけてのメキシコ経済は、米国経済の回復と昨年積み残された公共投資に支えられ、回復傾向が続くだろう。6月に実施された利下げにより政策金利は 3%に低下し（第 20 図）、実質金利がマイナスとなっていることも景気回復を支援するだろう。これらの好条件を受け、2013 年は前年比+1.1%に止まった実質 GDP 成長率は、2014 年は同+2.5%、2015 年は同+3.5%へ加速する見込みである。

### エネルギー部門改革法案が成立、外資導入により産油量は拡大へ

メキシコ経済は、中期的にも明るい展望が持てる。国会で審議が続いていたエネルギー部門改革関連法案が 8 月に成立。今後、外資を含め民間企業と採掘契約交渉が始まり、改革は実現に向け大きく踏み出したことになる。メキシコの産油量は長らく低迷していたが、今後は外資導入により生産能力の拡大や効率化が期待できる。また、メキシコの経常赤字は GDP 比 2%程度と小さく、冒頭で触れたとおり外貨準備も潤沢な水準を有している。財政も健全を維持しており、外的ショックへの対応余力も大きいことから、成長性に加え安定性も高いといえる。

第20図:メキシコの金融・為替環境



(資料) Thomson Reuters Datastream

(国際通貨研究所 森川 央)

## Ⅶ. 原油価格

～根強い供給懸念を背景に、原油価格は高値圏で推移～

### 1. 価格動向

地政学リスクの高まりを受けて上昇後、下落

WTI（期近物）は6月中旬以降、イラク情勢緊迫化を受けて上昇し、1バレル＝106ドル近辺で推移した（第1図）。しかし7月2日、リビアで反政府勢力が制圧していた主要石油ターミナルが同国政府に引き渡される決定を受けて供給再開見通しが高まったことから、WTIは軟化した。7月下旬には、ウクライナ情勢緊迫化を受けてWTIは一時104ドル台に上昇したが、その後はリビアの供給再開や欧米の経済指標、米国の原油在庫統計が売り材料となって下落し、足元では92ドル近辺で推移している。

北海ブレント（期近物）はWTIと並行した動きとなっており、ブレントとWTIの価格差は約6～8ドルとなっている。

投機筋の買い越し額は7月以降、減少

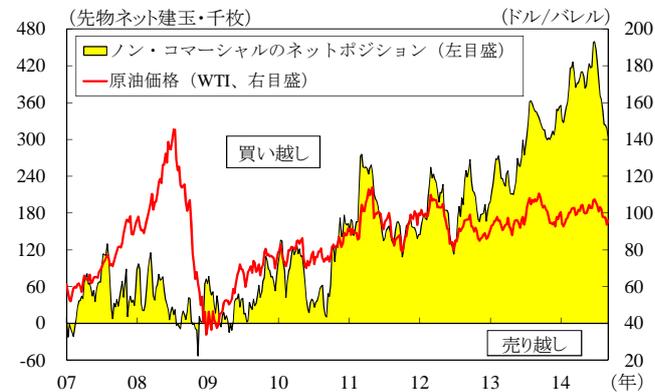
原油先物市場における投機筋の買い越し額は、ウクライナやイラク、リビアの情勢緊迫による地政学リスクの高まりを受けて過去最高水準で推移していたが、7月以降はリビアの供給再開見通し等、供給懸念がやや緩和したことを背景に、買い越し額は減少が続いている（第2図）。

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

上半期は供給超過

上半期は欧米の原油需要が減少した一方、米国やカナダの原油生産が増加した結果、世界の需給バランスは供給超過（＝在庫積み増し）となった（第3図）。

## 世界の原油需要の伸びは前年と同程度の見込み

国際エネルギー機関（IEA）によれば、今年は新興国の原油需要が堅調な伸びとなるが、先進国は小幅減少が見込まれる結果、世界全体では前年比+1.1%と昨年（同+1.2%）と同程度の伸びが予想されている。2015年については、アジアや中東など新興国の原油需要が好調に推移するとみられ、世界の原油需要は前年からやや伸びを高めるものと見込まれている。

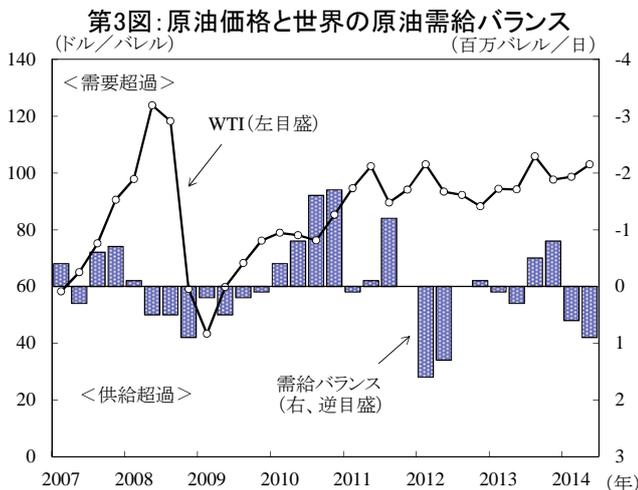
## イラクとリビアの生産動向を注視

供給についてみると、石油輸出機構（OPEC）ではイラクとリビアの生産動向がポイントである。イラクは、情勢緊迫の中で北部油田は生産停止状態だが、南部油田の生産には影響が出ていない模様であり、これまでのところ国全体として産油量の大幅減少は避けられている（第4図）。今後も、情勢緊迫がイラクの原油生産に影響を与えるか否か、注視する必要がある。

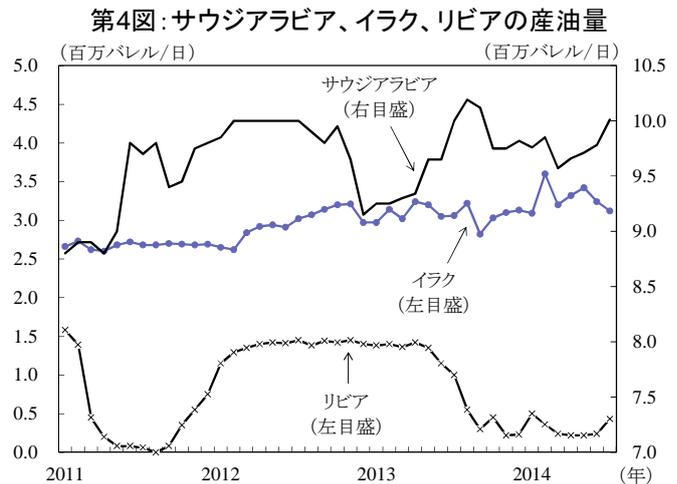
リビアについては、7月初めに反政府勢力が主要石油ターミナルを同国政府に引き渡して以降、生産は回復基調にある。足元では約60万バレル（日量、以下同様）と平時の産油量（約160万バレル）の約4割にとどまっているが、今後の生産回復ペースから目が離せない。OPECはイラクとリビアの動向を踏まえて、生産調整を実施することになるだろう。

## 非 OPEC の生産拡大が続く見込み

非 OPEC については、米国はシェールオイル増産を受けて7月の産油量が1987年以来の高水準となるなど、好調に推移している。また、カナダのオイルサンドやブラジルの深海油田からの生産も拡大すると予想されており、非 OPEC の生産は2015年にかけて拡大傾向が続くとみられる。



(資料) IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) IEA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 97～100 ドル台の推移と予想

世界景気は緩やかな拡大傾向を辿ると予想され、原油需要は堅調な伸びとなろう。供給面では、米国のシェールオイル増産を中心に非 OPEC の生産拡大が見込まれる。OPEC は加盟国の動向を睨みながら機動的に対応するとみられ、OPEC 全体としての生産に大きな変化はないであろう。この結果、需給バランスは緩和した状態が続くとみられる。しかしながら、イラクやウクライナ的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 97～100 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	103.0	9.4%
2014/Q3	100	▲5.5%
2014/Q4	97	▲0.6%
2015/Q1	97	▲1.6%
2015/Q2	99	▲3.9%
2015/Q3	100	0.0%
2015/Q4	97	0.0%
2012年	94.2	▲1.0%
2013年	98.1	4.1%
2014年	100	1.6%
2015年	98	▲1.4%

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、宜しくお願ひ申し上げます。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、弊社ホームページでもご覧いただけます。