

# 内外経済の見通し

## 見通しの概要

～世界経済は、懸念材料を抱えながらも、緩やかな回復基調を維持する見通し～

## 日 本

～企業・家計の所得面の増勢継続を支えに、景気は先行き回復基調を維持～

## 米 国

～企業部門の堅調さが家計部門へも波及し、緩やかな回復が持続する見通し～

## 西 欧

～ユーロ圏は低成長が続く、英国は底堅さを維持する見込み～

## ア ジ ア

～輸出の持ち直しとインフレ率低下を支えに、景気は堅調を維持する見通し～

## オーストラリア

～資源価格下落の影響で、2015 年の成長率は 2%台前半まで減速～

## 中南米

～2015 年も低成長の見通し、ブラジルは低迷、アルゼンチンは深刻な不況が続く～

## ロシア・中東欧

～ロシアは原油安を受け景気後退へ、  
中東欧はユーロ圏経済減速を受け成長ペースは鈍化～

## 原油価格

～供給過剰感が払拭されず、原油価格の重しに～

## 見通しの概要

### 世界経済は、懸念材料を抱えながらも、緩やかな回復基調を維持する見通し

世界経済は一部に弱さを抱えながらも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 2015 年にかけての成長ペースは依然として緩やかなものにとどまる見通しである。多くの懸念材料の中でも、特に、①米国の金融緩和「出口戦略」開始がもたらす影響、②デフレ懸念を強める欧州と構造調整の只中にある中国の先行き、③資源価格下落と、それを背景としたロシアなど資源国を中心とした新興国経済の悪化などには、特別な留意が必要な状況である。

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、景気回復の足取りがより確かなものとなりつつある。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、賃金伸び悩みや労働市場の“Slack”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に高めていくものと期待される。当面の米国経済にとって最大の課題は、何と言っても、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、牽引役であるドイツ経済の減速を受け、成長のモメンタムが一段と低下、消費者物価上昇率もゼロ近傍まで低下するなど、デフレ突入の懸念が現実味を帯び始めて来た。ロシア経済悪化の影響からも、ますます目が離せない状況となってきた。周縁国経済の成長力の弱さや銀行不良債権の増嵩など、2010年のユーロ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いているものの、そのペースは緩慢なものにとどまっている。この先 2015 年にかけても、域内 GDP の 6 割弱を占める中国経済が、様々な構造問題に対峙しつつ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、米国向けを中心とする輸出や成長力豊かな内需に支えられて、2014 年並みの実質 GDP 成長率 (6%強) 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、消費増税の景気下押し圧力に夏場の天候不順が重なり、2014 年度前半の成長率は個人消費を中心に大きく落ち込む結果となった (年率▲2.5%)。ただ、幸いにも、底流にある経済の基調をみると、企業と家計の所得環境が引き続き堅調さを維持しているなど、これまでの政策効果を起点とする経済の好循環は途絶えていないと判断できる状況にある。景気はこの先、足元の停滞感から徐々に脱し、再び回復基調に復し得るものと期待される。2015 年度のわが国経済は、大規模な金融緩和や法人減税を含む成長戦略の効果が徐々に発現していく中で、経済の好循環が勢いを増し、実質 GDP 成長率は前年度比+1%台後半まで回復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	2.1	▲ 0.4	1.7	0.8	3.0	0.8	83	421	579
米国	16.77	349	2.2	2.3	2.8	1.5	1.7	1.6	▲ 4,003	▲ 4,004	▲ 3,878
ユーロ圏	12.72	265	▲ 0.4	0.8	0.6	1.3	0.5	0.7	3,026	2,974	2,806
ドイツ	3.64	76	0.1	1.4	0.9	1.6	1.0	0.9	2,549	2,341	2,588
フランス	2.74	57	0.3	0.3	0.2	1.0	0.6	0.8	▲ 369	▲ 407	▲ 354
イタリア	2.07	43	▲ 1.9	▲ 0.4	0.3	1.3	0.2	0.5	205	259	237
英国	2.54	53	1.7	2.9	2.4	2.6	1.5	1.2	▲ 1,133	▲ 1,439	▲ 1,337
アジア11カ国・地域	15.34	319	6.3	6.1	6.0	3.6	3.0	3.0	3,481	4,313	3,999
中国	9.18	191	7.7	7.3	6.9	2.6	2.1	2.2	1,828	2,483	2,213
インド(年度ベース)	1.87	39	4.5	5.5	5.7	9.5	7.1	6.3	▲ 324	▲ 378	▲ 369
NIEs4カ国	2.28	47	2.9	3.2	3.5	1.7	1.7	1.8	1,968	1,996	1,937
韓国	1.22	25	3.0	3.3	3.5	1.3	1.4	1.5	799	794	659
台湾	0.49	10	2.1	3.6	3.7	0.8	1.3	1.5	573	549	594
香港	0.27	6	2.9	2.1	3.2	4.3	4.1	3.6	51	71	90
シンガポール	0.30	6	3.9	3.2	3.7	2.4	1.6	1.9	545	582	593
ASEAN5カ国	2.01	42	5.2	4.7	5.2	4.5	4.5	5.2	9	211	218
インドネシア	0.87	18	5.8	5.3	5.4	6.4	6.1	7.5	▲ 291	▲ 218	▲ 192
マレーシア	0.31	6	4.7	5.9	4.8	2.1	3.2	3.6	126	193	225
タイ	0.39	8	2.9	0.8	4.3	2.2	2.1	2.5	▲ 25	84	53
フィリピン	0.27	6	7.2	6.3	6.2	2.9	4.3	3.7	104	87	80
ベトナム	0.17	4	5.4	5.9	5.9	6.6	4.2	5.3	95	65	52
オーストラリア	1.51	31	2.1	2.7	2.3	2.4	2.6	2.4	▲ 458	▲ 386	▲ 291
中南米7カ国	5.41	113	2.5	0.8	1.5	8.1	12.8	13.1	▲ 1,343	▲ 1,300	▲ 1,290
ブラジル	2.25	47	2.5	0.3	0.6	6.2	6.4	6.2	▲ 811	▲ 800	▲ 730
メキシコ	1.26	26	1.1	2.2	3.5	3.8	3.9	3.5	▲ 263	▲ 250	▲ 280
アルゼンチン	0.61	13	2.9	▲ 1.6	▲ 2.0	10.6	30.0	35.0	▲ 48	▲ 60	▲ 85
ロシア、中東欧3カ国	2.95	61	1.2	1.0	0.0	5.2	5.4	6.6	282	575	373
ロシア	2.10	44	1.3	0.3	▲ 1.1	6.8	7.5	8.7	341	586	468
チェコ	0.20	4	▲ 0.7	2.5	2.6	1.4	0.5	1.8	▲ 29	▲ 4	▲ 11
ハンガリー	0.13	3	1.1	3.1	2.3	1.7	▲ 0.1	2.0	39	38	26
ポーランド	0.52	11	1.7	3.0	3.2	0.9	0.0	1.1	▲ 70	▲ 45	▲ 110

(注) 1. 『2013年』は実績値、『2014年』と『2015年』は12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。

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

### ～企業・家計の所得面の増勢継続を支えに、景気は先行き回復基調を維持～

#### 1. 日本経済の概況

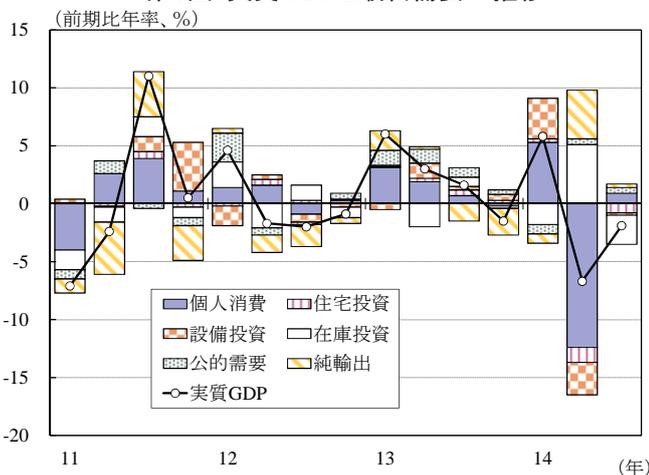
個人消費を中心に回復の動きにもたつき

景気は回復の動きにもたつきがみられる。7-9月期の実質GDP（2次速報値）は前期比年率▲1.9%と2四半期連続のマイナス成長となった。成長率が低迷した主因は個人消費である。消費増税の悪影響が残る中で、夏場の天候不順も重なり、小幅な持ち直しに止まった（第1図）。また、設備投資も小幅ながらもマイナスとなり反動減からの戻りの鈍さを示したほか、在庫投資は成長率を大きく押し下げる要因となった。総じて、内需を中心とする需要面の弱さが示された格好である。

企業収益、雇用者報酬は7-9月期も堅調に推移

一方、企業や家計の所得面の回復は着実に続いている。まず、企業所得についてだが、7-9月期の経常利益（金融業・保険業を除く）は、国内需要のもたつきを受けて非製造業では前期比小幅に減少したものの、製造業では前期比1割以上増加し、全体でも増益を確保した（第2図）。金額水準としては、四半期ベースで16兆円前後に達しており、リーマン・ショック前の好況期を上回り過去最高レベルを維持している。円安等を背景とした海外投資収益や輸出採算の改善が全体の収益を押し上げる構図が続いており、好循環の回転の結節点となる企業収益は堅調に推移している。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



第2図：業種別にみた経常利益の推移



家計所得も改善方向にある。労働需給の引き締まりを背景に企業の採用意欲は旺盛な状態が続いており、雇用者所得は、雇用者数と一人当たり賃金の両面から増加している。GDP統計ベースの名目雇用者報酬は前期比で4四半期連続の増加となり、7-9月期は実質ベースでも前期比増加に転じた（第3図）。物価上昇に家計所得の増加が追いついてきている。

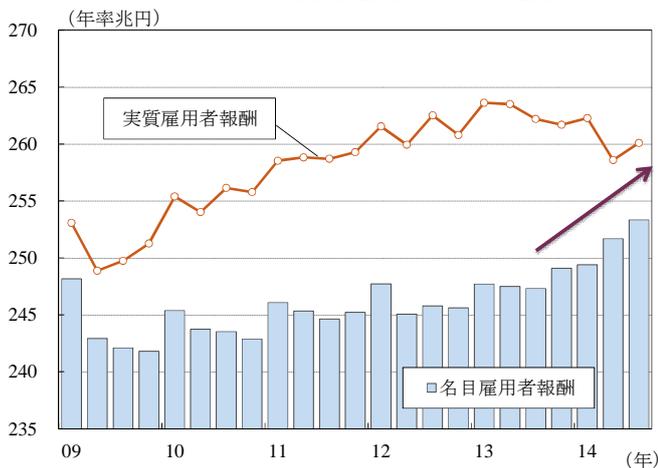
駆け込み需要の反動は大きいですが、長期的にみると家計のマインドは高めを維持

個人消費の低迷には、物価上昇による実質購買力の低下や天候不順等が影響しているが、消費増税前の駆け込み需要が非常に大きかったことの反動が出ている面が強いことも事実だ。名目個人消費を名目雇用者報酬で除したものを擬似的な消費性向とみなし、トレンドからの乖離度合いをみると、7-9月期は2%を越えるマイナス乖離となっている（第4図）。過去にマイナス乖離幅が2%を越えた時期は、1998年の金融危機時や2008年のリーマン・ショック時、2011年の東日本大震災時だけであり、足元の消費支出の弱さは際立っている。もっとも、消費者態度指数で同じ時期の家計のマインドを比べると、足元の水準は過去3度の消費低迷時と比べ高い水準を維持しており、過去の景気回復局面と比べてもそれほど低いわけではない。消費者態度指数は足元でやや弱含んでおり注意が必要だが、駆け込み需要の反動が和らぐにつれて、消費支出の低迷が景気全体の悪化をもたらし、企業収益・家計所得の落ち込みに繋がる悪循環に陥ることは回避される可能性が高まってこよう。

企業の前向きな支出・投資活動が好循環の回転を加速

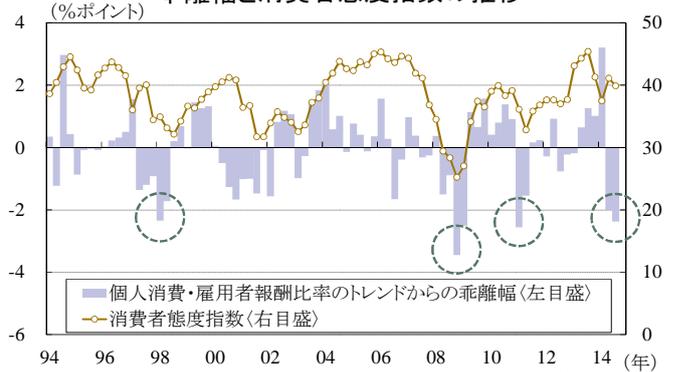
2014年度の実質GDP成長率は、年度前半の景気低迷が響き前年度比小幅なマイナスになる見通しだが、企業・家計の所得面の回復が需要の持ち直しにつながっていくことで、景気は回復基調を維持すると見込まれる。2015年度は、大規模な金融緩和や法人減税を含む成長戦略の効果が徐々に浸透する中で、好循環の回転で景気は引き続き回復基調で推移する見通しである。2015年10月に予定されていた消費増税の延期は、短期的には成長率に対してプラスに作用することになるだろう。

第3図：名目・実質雇用者報酬の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：個人消費・雇用者報酬比率のトレンドからの乖離幅と消費者態度指数の推移



(注) 1. 『個人消費・雇用者報酬比率』は、名目個人消費を名目雇用者報酬で除したもの。『トレンド』は、HPフィルターにて算出。  
2. 『消費者態度指数』は、調査方法変更による段差を修正。  
(資料)内閣府統計より三菱東京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などを背景に、持ち直しが続く見通し

輸出は緩やかに持ち直している。GDP ベースの実質輸出は 7-9 月期に前期比年率+5.2%と 2 四半期ぶりに増加した。貿易統計から主要国・地域別の実質輸出額を試算すると、米国や EU、中国向けが伸び悩んだ一方で、輸出先の約 4 割を占める ASEAN や NIEs 向けが増加した。また、直近 10 月はいずれの主要国・地域向けも増加している（第 5 図）。

先行きについては、輸出は持ち直しが続く公算が大きい。世界経済が緩やかな回復傾向を辿る中で、世界全体の輸入需要も高まっていくと見込まれる。これまでの円安継続を受けた価格競争力の高まり等を背景に、世界輸出に占める日本の輸出のシェアは概ね同水準を維持している。日本の輸出品は、各地域の輸入需要改善の恩恵を受け易い状態にあるといえる。

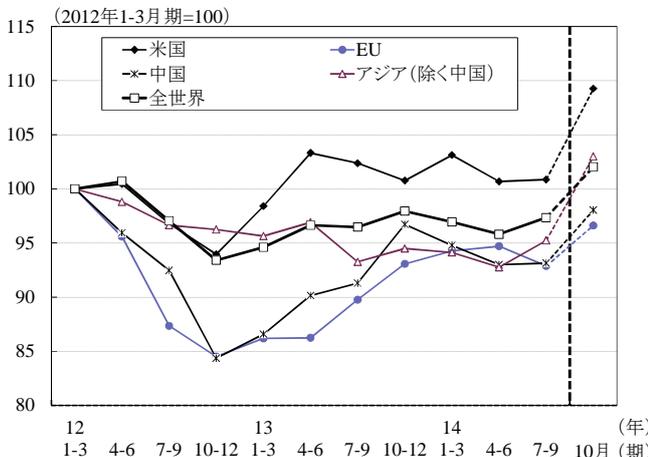
企業の投資意欲は底堅く、設備投資は増勢を維持する公算

実質設備投資は 7-9 月期に前期比年率▲1.5%と小幅ながらマイナスとなり、2 四半期連続で減少した。ただ、企業の投資意欲は引き続き底堅く、設備投資の増加基調そのものは維持されているとみられる。

9 月調査の日銀短観で全規模・全産業ベースの今年度の設備投資計画をみると、6 月調査、9 月調査ともに高めの上方修正が行われ、両調査時点の修正率は合計 8.9%ポイントとバブル期以降で最高であった 1996 年度を上回った。過去に修正幅が今年度と同程度だった年度の GDP ベースの実質設備投資は、前年度比+5%程度の高い伸びを示している（第 6 図）。

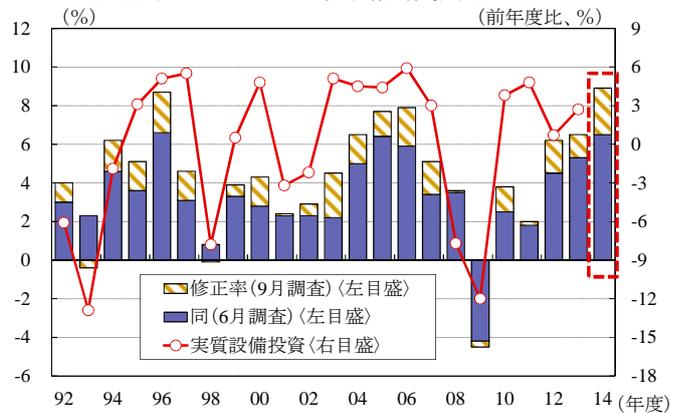
企業の堅調な収益と良好なバランスシート、設備ストックの過剰感解消や雇用の不足感に起因する省人化・省力化のニーズの高まり、さらには日銀の追加金融緩和による実質金利の低下なども加味すれば、今後の企業の設備投資は増勢を維持する公算が大きい。

第5図：地域別の実質輸出額の推移



(資料) 財務省、日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：各年度の日銀短観ベース設備投資計画の修正率とGDPベース実質設備投資の推移



(注)『修正率』は、金額ベースの前回調査との対比。

(資料) 日本銀行、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 家計部門

個人消費の回復ペースは鈍いものの、雇用・所得環境の改善を背景に回復へ

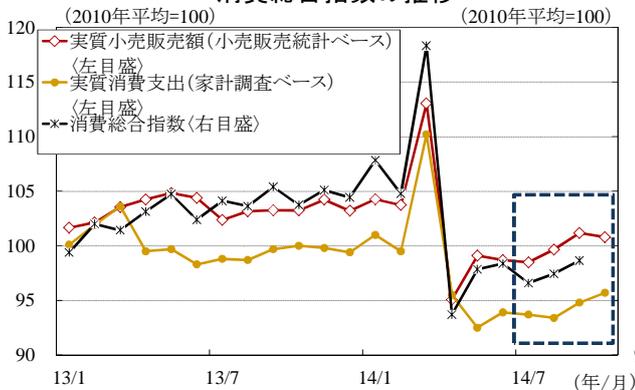
7-9 月期の実質個人消費は前期比年率+1.5%と 2 四半期ぶりに増加したものの、増加率は小幅に止まった。もっとも、実質ベースの消費関連指標の動向を月次でみると、8 月以降は持ち直しの動きが徐々にはっきりしてきている（第 7 図）。消費増税後の反動減や夏場の天候不順等の影響で今年度前半の個人消費は低迷したものの、こうした下押し圧力は和らぐ方向にあるとみられる。

個人消費は先行き、消費増税のマイナス影響が和らいでいく一方、堅調な企業収益や労働需給の引き締まりを背景に雇用・所得環境の改善が続くため、緩やかな増加基調で推移する公算が大きい。雇用者報酬は、雇用者数が増勢を強める中、今春闘の高めの賃上げなどを背景に増加基調を維持している。先行きも、経団連がまとめた大手企業の今冬の賞与・一時金（76 社の組合員平均）は前年比+5.8%と昨年に続き高い伸びとなっているなど、増勢が続く可能性が高い（第 8 図）。また、原油価格の下落や株価の上昇等も影響し、消費者マインドは次第に安定していくと見込まれ、個人消費の回復をサポートする要因となるだろう。

住宅投資は 2 四半期連続のマイナスも、先行する新設住宅着工には持ち直しの動き

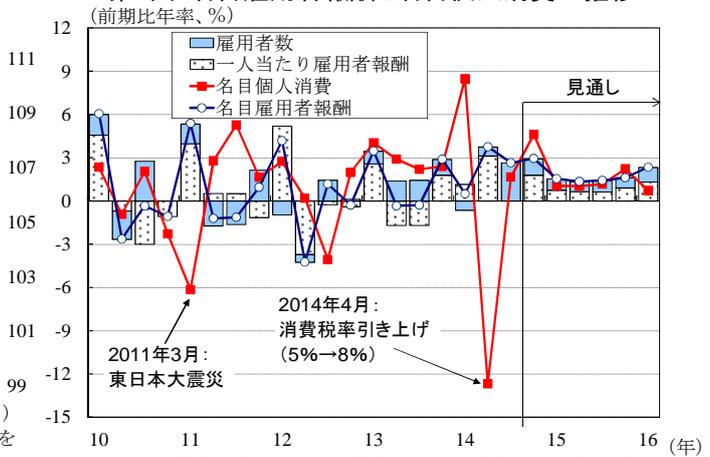
7-9 月期の実質住宅投資は前期比年率▲24.4%と 2 四半期連続で大幅なマイナスとなった。駆け込み需要の反動減が長く続いていることに加え、労働者賃金や資材価格の上昇による工事費用の高騰などの影響も受けたとみられる。一方、住宅投資の先行指標である新設住宅着工件数は、7 月を底に 3 ヶ月連続で増加している。9 月には増税後で初めて持家、貸家、給与住宅、分譲住宅の全てが前月比プラスとなり、10 月は貸家、分譲住宅の増加が全体の押し上げに寄与した。進捗ベースでカウントされる住宅投資も 10-12 月期には底打ちする見通しである。

第7図: 実質小売販売額と実質消費支出、消費総合指数の推移



(注) 『実質小売販売額』は、小売販売額を、「財」から「電気・都市ガス・水道」を除いた消費者物価で実質化したもの。当室にて季節調整。  
(資料) 総務省、経済産業省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図: 名目雇用者報酬と名目個人消費の推移



(注) 『一人当たり雇用者報酬』は、『名目雇用者報酬』を『雇用者数』で除したもの。  
(資料) 総務省、内閣府統計より三菱東京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、公共投資が増加

公共投資は高水準を維持しつつも、ピークアウトへ

実質公的需要は7-9月期に前期比年率+1.9%と2四半期連続で増加した(第9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+8.9%と増加幅を拡大した。公共投資は、消費増税後の国内民需のもたつきを一部補う役目を果たしたといえる。

この先の公共投資は、昨年度補正予算や今年度当初予算の執行を下支えに、水準としては高い状態を維持するとみられる。ただし、上記補正予算の規模は、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く、先行指標となる公共工事の請負金額と受注額も足元で減少に転じている。こうしたことから、公共投資は早晩ピークアウトする公算が大きい。

### (4) 物価

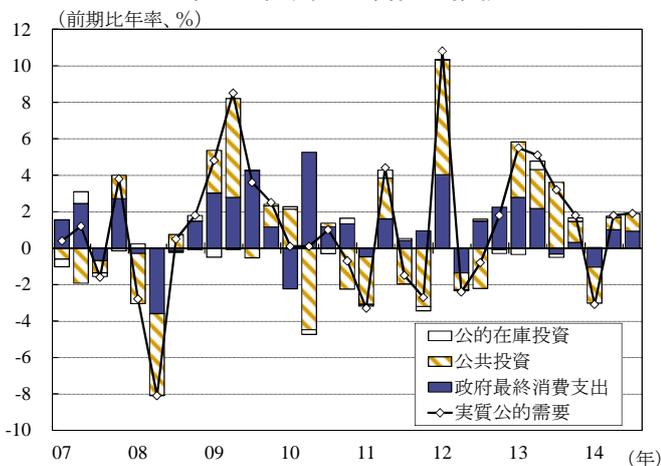
原油価格の下落を受け、消費者物価の上昇率は鈍化

消費者物価は暫く伸びを鈍化させるも、その後は需給ギャップ改善を背景に上昇率を徐々に拡大

消費者物価は、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7-9月期に前年比+1.1%と6四半期連続の上昇となったものの、4-6月期の同+1.3%からはプラス幅が縮小した。インフレ期待には一定の底堅さがみられるものの、円安効果の減衰や原油価格の下落をうけたエネルギー価格の伸び率鈍化が、上昇幅を縮小させる要因となった。

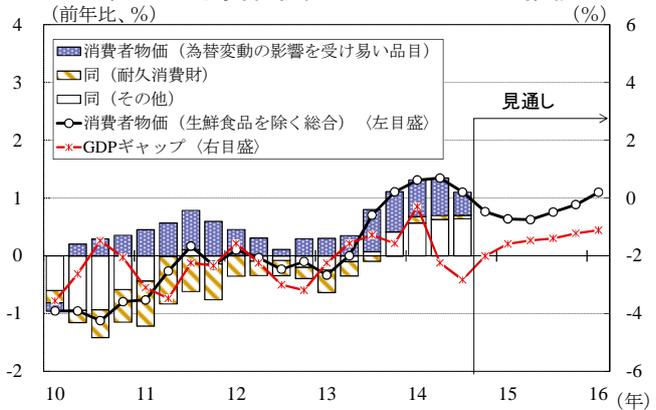
この先暫くは、原油価格の大幅な下落を受けてエネルギー価格が低下傾向で推移するため、消費者物価上昇率は前年比+1%を下回る展開が予想される。ただ、その後は、円安基調が続く中で、景気の緩やかな回復を背景とした需給ギャップの改善を受け、消費者物価は再び伸びを徐々に高めていく見通しである(第10図)。2014年度のコア消費者物価(消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース)は前年度比+1.0%、2015年度は同+0.8%と予想する。

第9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10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やすい品目』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。  
 (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

日銀は追加緩和を実施、大規模な金融緩和は暫く継続される見通し

日銀は10月31日の金融政策決定会合で、長期国債の年間買入れ額を従来の約50兆円から約80兆円へと30兆円拡大すること、長期国債の買入れの平均残存期間を現状の約7年から7年～10年程度まで約3年延長することを柱とした追加金融緩和の実施を決定した(第1表)。仮に日銀が追加緩和後の買入れペースを続けた場合、日銀が保有する長期国債の残高は2017年末に440兆円に達し、総発行残高に占める日銀の保有割合は50%を超える水準まで上昇すると試算される(第11図。資産買入れ策を終了したFRBの今年10月末時点の長期国債保有割合は約21%)。2015年度中の物価安定目標の達成は難しいため、日銀による大規模緩和は暫く継続される可能性が高く、日銀の保有比率の継続的な上昇は金利の下押し要因として市場で強く意識され続けるだろう。先行きの長期金利には、買入れの平均残存年限の延長による影響も加わって、これまでより一層、低下圧力がかかってくるものと考えられる。

ファンダメンタルズ改善等の上向き圧力を、日銀の大規模緩和等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に

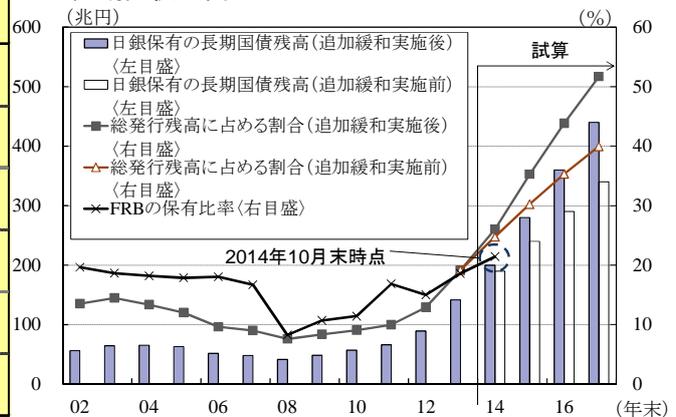
10年物国債利回りは足元で0.4%台に下落し、低水準での推移が続いている。日銀の大規模な国債購入による需給の引き締めや、欧米など海外金利の弱含みなどがその背景にあると考えられる。先行きについては、日本経済の成長力やインフレ率の改善基調が徐々に強まるほか、利上げが視野に入ってくる米国金利が上昇方向に推移することで、長期金利に対する上昇圧力は次第に強まると予想する。もっとも、日銀の大規模な金融緩和の継続がこうした上向きの圧力をかなりの程度吸収すると見込まれるほか、欧州でのデフレ懸念等も下押し圧力となり、長期金利の上昇ペースはごく緩やかに止まるだろう。

第1表: 追加金融緩和の概要

	従来	今回の追加緩和
マネタリーベース(前年末比)	約60~70兆円	約80兆円
長期国債(前年末比)	約50兆円	約80兆円
平均残存期間	7年程度	7~10年程度
ETF(前年末比)	約1兆円	約3兆円
買入れ対象	-	JPX日経平均400に連動するETFを追加
J-REIT(前年末比)	約300億円	約900億円

(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図: 買入れペースを維持した場合の日銀保有の長期国債残高と総発行残高に占める割合の推移



(注)『日銀保有の長期国債残高』は財投債を除くベース。  
(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

## (2) 為替

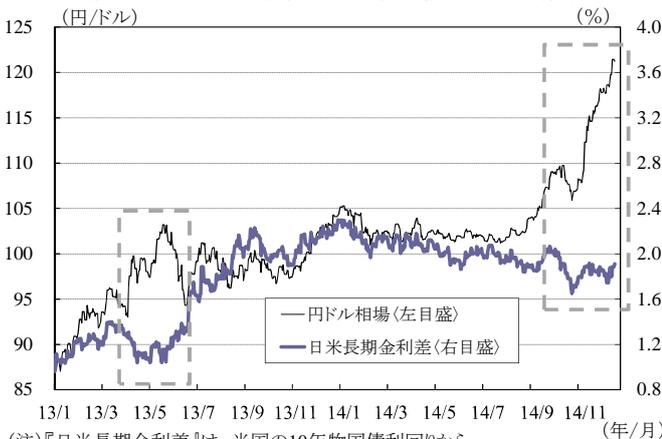
円ドル相場は円安が急進するも、円安を支えるマクロ環境面の裏づけはそれほど強くない可能性も

円ドル相場は、10月31日の日銀の追加緩和決定後に円安基調を強め、一時2007年7月以来の1ドル121円台まで円安・ドル高が進んだ。日本の貿易相手国の対円レートを加重平均し、インフレ率を調整した実質実効為替レートでみても、円相場は10月に既に過去最低レベルにあり、円ドル相場が更に下落した11月には過去最低を更新する可能性が高い。もっとも、足元の日米の長期金利差は2%ポイント前後と、1ドル102円程度での取引が続いていた今年8月までと同程度である(第12図)。日米金融政策の方向性の相違を背景とした日米金利差拡大予想など、先行きへの期待・予想が相場を動かしているとの側面はあるものの、このところの急速な円安の動きを支えるとされるマクロ環境面の裏づけはそれほど強くない可能性があることには注意が必要である。

金融緩和の強化によって、日米の金融緩和度合いや長期金利差がこれまで以上に明確化

先行きについては、数ヵ月といった短期の時間軸では、上記の円ドル相場と日米長期金利差の関係からすると、去年の「量的・質的緩和」導入後の動きと同様に、期待先行でオーバーシュートした分の反動から一時的に円高方向へ調整される局面がくるものと予想する(第13図)。もっとも、もう少し長い時間軸では、日銀の追加緩和により、これまで以上に日本と米国の量的な金融緩和度合いの違いが明確になってくるため、リーマン・ショック後の円ドル相場の動きと相関が強い日米マネタリーベース比(日本÷米国)は上昇基調が強まることが想定される。また、日本の長期金利が低位に押し止められることにより、日米の長期金利差も広がりやすい状況になってくると考えられる。ドル円相場の円安基調はしばらく継続する見通しである。

第12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13図:円ドル相場と日米のマネタリーベース比、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、玉城 重人、横田 裕輔)

日本経済・金融見通し

2014年7～9月期のGDP統計（2次速報値）反映後

見通し→

	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、%）	6.0	3.0	1.6	▲ 1.5	5.8	▲ 6.7	▲ 1.9	4.4	2.8	1.2	1.1	1.3	1.6	2.1	▲ 0.4	1.7
個人消費	5.1	3.2	1.1	▲ 0.3	8.9	▲ 18.8	1.5	3.6	1.9	0.5	0.6	0.8	0.7	2.5	▲ 2.7	1.3
住宅投資	3.9	9.2	18.2	9.0	9.6	▲ 34.3	▲ 24.4	6.6	3.2	2.4	2.4	2.0	1.6	9.3	▲ 10.6	1.1
設備投資	▲ 3.5	10.2	2.1	4.1	27.2	▲ 17.6	▲ 1.5	5.0	7.2	5.5	5.8	4.8	5.6	4.0	0.8	5.3
在庫投資（寄与度）	0.1	▲ 2.0	0.8	▲ 0.2	▲ 1.8	5.1	▲ 2.5	0.7	0.3	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	▲ 0.5	0.6	▲ 0.0
公的需要	5.5	5.1	3.2	1.8	▲ 3.1	1.8	1.9	0.4	▲ 0.2	0.0	▲ 1.3	▲ 0.4	0.6	3.2	0.6	▲ 0.1
うち、公共投資	19.6	13.0	22.2	6.5	▲ 10.4	3.7	5.5	▲ 1.6	▲ 4.7	▲ 3.9	▲ 10.7	▲ 5.9	0.0	10.3	1.1	▲ 4.8
純輸出（寄与度）	1.7	0.2	▲ 1.5	▲ 2.3	▲ 0.8	4.2	0.3	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	▲ 0.5	0.7	0.3
財貨・サービスの輸出	17.9	12.4	▲ 2.4	0.8	28.0	▲ 1.8	5.2	5.8	5.1	4.7	3.9	3.6	3.5	4.7	6.2	4.6
財貨・サービスの輸入	4.1	9.5	7.1	15.5	27.2	▲ 19.9	3.0	2.2	2.8	3.3	3.0	2.7	2.8	6.7	2.1	2.9
名目GDP（前期比年率、%）	4.7	1.6	0.9	0.7	5.5	0.4	▲ 3.1	6.6	2.6	3.4	▲ 1.1	2.4	1.8	1.8	1.6	2.2
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	0.1	2.1	2.1	1.8	2.1	0.8	0.5	0.0	0.4	▲ 0.3	1.9	0.4
鉱工業生産（前期比、%）	0.5	1.6	1.8	1.8	2.9	▲ 3.8	▲ 1.9	0.9	0.2	0.8	0.6	0.5	0.4	3.2	▲ 1.3	1.6
国内企業物価（前年比、%）	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	2.0	4.3	4.0	2.5	1.7	▲ 1.0	▲ 1.2	▲ 0.9	0.3	1.9	3.1	▲ 0.8
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	2.8	2.6	0.6	0.8	0.9	1.1	0.8	3.0	0.8
<b>2. 国際収支</b>																
貿易収支（10億円）	▲ 1,947	▲ 1,664	▲ 2,314	▲ 2,805	▲ 3,908	▲ 2,211	▲ 2,540	▲ 1,978	▲ 1,976	▲ 1,613	▲ 2,376	▲ 2,340	▲ 2,414	▲ 10,971	▲ 8,706	▲ 8,743
経常収支（10億円）	922	1,845	565	1	▲ 1,378	688	645	1,579	1,601	2,036	1,385	1,532	1,571	831	4,512	6,524
<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	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.5	0.6

（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』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12月10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	2014年			2014年				
			1-3	4-6	7-9	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.0	2.1	5.8 (2.5)	▲6.7 (▲0.3)	▲1.9 (▲1.3)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.1	1.9	1.6 (3.2)	▲3.4 (▲0.9)	▲0.1 (▲1.6)	▲0.4 (▲1.7)	0.0 (▲2.4)	1.0 (▲0.8)		
鉱工業生産指数	▲2.9	3.2	2.9 (8.2)	▲3.8 (2.7)	▲1.9 (▲1.0)	0.4 (▲0.7)	▲1.9 (▲3.3)	2.9 (0.8)	0.2 (▲1.0)	
鉱工業出荷指数	▲1.8	2.9	4.6 (7.4)	▲6.8 (1.3)	▲0.8 (▲0.5)	0.7 (▲0.1)	▲2.1 (▲3.7)	4.4 (1.7)	0.4 (▲0.6)	
製品在庫指数	▲3.0	▲1.4	0.2 (▲1.4)	4.6 (2.8)	1.1 (4.0)	0.9 (2.9)	0.9 (4.6)	▲0.7 (4.0)	▲0.4 (3.9)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.4	106.2	102.6 [113.4]	107.7 [108.3]	113.0 [109.4]	109.1 [109.2]	118.5 [110.7]	111.4 [108.2]	112.4 [105.5]	[104.3]
国内企業物価指数	▲1.1	1.9	0.3 (2.0)	3.0 (4.3)	0.5 (4.0)	0.4 (4.4)	▲0.2 (3.9)	0.0 (3.6)	▲0.8 (2.9)	▲0.2 (2.7)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲0.2	0.8	▲0.1 (1.3)	2.7 (3.3)	0.2 (3.2)	0.2 (3.3)	▲0.2 (3.1)	▲0.1 (3.0)	0.1 (2.9)	
稼働率指数 (2010年=100)	95.4	100.0	106.0 [95.1]	101.4 [96.3]	98.1 [97.8]	98.1 [97.8]	96.4 [96.7]	99.9 [98.9]		[99.9]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲3.0	11.5	4.2 (16.4)	▲10.4 (▲0.4)	5.6 (2.4)	3.5 (1.1)	4.7 (▲3.3)	2.9 (7.3)		
製造業	▲10.1	10.2	3.9 (22.1)	▲8.5 (4.1)	12.6 (10.2)	20.3 (13.4)	▲10.8 (2.5)	12.0 (13.4)		
非製造業 (除く船舶、電力)	2.8	12.1	▲1.0 (11.8)	▲6.7 (▲3.1)	▲1.2 (▲2.7)	▲4.3 (▲7.4)	10.7 (▲7.0)	1.7 (3.5)		
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲6.0	5.6	10.8 (16.8)	▲8.0 (8.1)	0.1 (7.2)	5.2 (11.1)	▲7.7 (2.0)	2.7 (7.9)	6.4 (6.4)	
建設受注	2.4	20.1	(1.6)	(35.9)	(▲15.0)	(24.4)	(8.6)	(▲40.3)	(15.7)	
民需	2.6	14.2	(▲18.0)	(9.5)	(▲26.4)	(22.8)	(▲16.1)	(▲45.2)	(▲2.2)	
官公庁	5.3	31.2	(34.7)	(143.0)	(0.6)	(52.3)	(16.7)	(▲32.9)	(41.1)	
公共工事請負金額	10.3	17.7	(16.8)	(14.4)	(▲3.9)	(3.5)	(▲8.1)	(▲8.2)	(▲7.4)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	89.3 (6.2)	98.7 (10.6)	93.9 (3.4)	88.8 (▲9.3)	86.2 (▲13.6)	83.9 (▲14.1)	84.5 (▲12.5)	88.0 (▲14.3)	90.4 (▲12.3)	
新設住宅床面積	(4.8)	(9.9)	(0.5)	(▲13.4)	(▲17.9)	(▲18.2)	(▲16.9)	(▲18.6)	(▲17.6)	
小売業販売額	0.3	2.9	(6.6)	(▲1.8)	(1.4)	(0.6)	(1.2)	(2.3)	(1.4)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.6	0.9	4.6 (2.3)	▲9.0 (▲5.2)	▲0.5 (▲5.4)	▲0.2 (▲5.9)	▲0.3 (▲4.7)	1.5 (▲5.6)	0.9 (▲4.0)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.8	75.5	78.8 [76.2]	73.8 [74.0]	74.7 [74.8]	75.3 [73.4]	73.0 [74.3]	75.5 [75.6]	74.2 [75.3]	[74.9]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲0.3	4.4	2.1 (7.1)	0.6 (5.1)	▲2.0 (2.2)	▲0.6 (2.9)	▲1.4 (1.0)	1.5 (2.9)	▲0.9 (0.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲0.7	0.1	(0.1)	(0.8)	(1.5)	(2.4)	(0.9)	(0.7)	(0.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	107	45	54	65	76	77	77	75	73	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.82	0.97	1.05 [0.85]	1.09 [0.90]	1.10 [0.95]	1.10 [0.94]	1.10 [0.95]	1.09 [0.96]	1.10 [0.98]	[1.01]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.3	3.9	3.6	3.6	3.6	3.8	3.5	3.6	3.5	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.3	54.0	55.2 [53.3]	44.8 [55.1]	48.7 [52.1]	51.3 [52.3]	47.4 [51.2]	47.4 [52.8]	44.0 [51.8]	41.5 [53.5]
企業倒産件数 (実数、件数)	11,719 (▲7.7)	10,536 (▲10.0)	2,460 (▲11.4)	2,613 (▲8.0)	2,436 (▲8.5)	882 (▲13.9)	727 (▲11.2)	827 (0.8)	800 (▲16.5)	736 (▲14.6)

## 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	2014年			2014年				
			1-3	4-6	7-9	7月	8月	9月	10月	11月
通関輸出	▲2.1	10.8	(6.6)	(0.1)	(3.2)	(3.9)	(▲1.3)	(6.9)	(9.6)	
価格	4.0	10.2	(6.0)	(1.1)	(2.8)	(2.9)	(1.6)	(4.0)	(4.6)	
数量	▲5.8	0.6	(0.7)	(▲1.0)	(0.3)	(1.0)	(▲2.9)	(2.8)	(4.8)	
通関輸入	3.4	17.4	(17.6)	(2.7)	(2.4)	(2.4)	(▲1.4)	(6.3)	(3.1)	
価格	2.5	14.6	(10.3)	(2.1)	(3.1)	(2.7)	(3.3)	(3.2)	(4.8)	
数量	1.0	2.3	(6.5)	(0.5)	(▲0.6)	(▲0.3)	(▲4.5)	(3.0)	(▲1.7)	
経常収支(億円)	42,233	8,312	▲8,187	3,571	16,668	4,167	2,871	9,630	8,334	
貿易収支(億円)	▲52,474	▲109,709	▲41,190	▲20,230	▲23,744	▲8,281	▲8,318	▲7,145	▲7,666	
サービス収支(億円)	▲41,864	▲34,522	▲6,194	▲8,970	▲9,182	▲4,590	▲2,508	▲2,083	▲2,165	
金融収支(億円)	20,255	▲23,521	▲13,285	18,909	26,427	4,463	6,790	15,174	12,077	
外貨準備高(百万ドル)	1,254,356	1,279,346	1,279,346	1,283,921	1,264,405	1,276,027	1,278,011	1,264,405	1,265,925	1,269,079
対ドル円レート(期中平均)	83.08	100.23	102.78	102.13	103.92	101.72	102.96	107.09	108.06	116.22

## 3. 金融

	2012年度	2013年度	2014年			2014年				
			1-3	4-6	7-9	7月	8月	9月	10月	11月
無担保コール翌日物金利	0.083	0.073	0.074 [0.083]	0.067 [0.073]	0.067 [0.073]	0.066 [0.073]	0.069 [0.073]	0.066 [0.072]	0.059 [0.070]	0.065 [0.073]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.312	0.223	0.215 [0.270]	0.211 [0.228]	0.210 [0.228]	0.210 [0.228]	0.210 [0.228]	0.210 [0.228]	0.192 [0.221]	0.182 [0.220]
新発10年国債利回り	0.560	0.640	0.640 [0.560]	0.565 [0.855]	0.525 [0.680]	0.530 [0.795]	0.490 [0.720]	0.525 [0.680]	0.450 [0.590]	0.420 [0.600]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.184	1.077	1.077 (▲0.025)	1.067 (▲0.010)	1.048 (▲0.019)	1.066 (▲0.001)	1.061 (▲0.005)	1.048 (▲0.013)	1.041 (▲0.007)	
日経平均株価 (225種、未値)	12,398	14,828	14,828 [12,398]	15,162 [13,677]	16,174 [14,456]	15,621 [13,668]	15,425 [13,389]	16,174 [14,456]	16,414 [14,328]	17,460 [15,662]
M2平残	(2.5)	(3.9)	(4.0)	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.1)	(3.2)	(3.6)
広義流動性平残	(1.0)	(3.7)	(3.9)	(3.1)	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
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)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.7)
	銀行計	(1.1)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.8)
	都銀等	(▲0.2)	(1.7)	(1.6)	(1.3)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.2)	(2.0)
	地銀	(2.9)	(3.3)	(3.4)	(3.6)	(3.7)	(3.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)
	地銀Ⅱ	(0.8)	(1.4)	(2.4)	(2.5)	(2.9)	(2.8)	(2.9)	(3.0)	(3.3)
信金	(▲0.7)	(0.3)	(0.9)	(1.2)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	(1.6)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.2)	(3.8)	(3.6)	(2.8)	(2.8)	(2.6)	(2.8)	(2.9)	(4.0)
	都銀	(1.8)	(3.7)	(3.2)	(2.1)	(2.4)	(2.0)	(2.4)	(2.7)	(4.8)
	地銀	(2.8)	(4.3)	(4.2)	(3.6)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
地銀Ⅱ	(1.8)	(2.5)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.3)	(3.2)	(3.0)	(3.3)	(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、保証事業者協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## II. 米国

### ～企業部門の堅調さが家計部門へも波及し、緩やかな回復が持続する見通し～

#### 1. 米国経済の現状

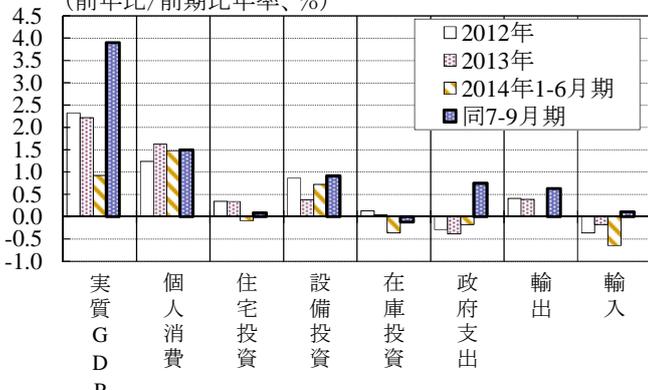
7-9月期は年前半比で成長ペースが加速

米国経済は緩やかな回復基調が続いている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.9%と、年前半（1-6月期：同+0.9%）と比べて成長ペースが加速した（第1図）。政府支出のうち国防費の急増が同+0.7%ポイント分の押し上げに寄与している点は割り引いてみておく必要があるものの、個人消費（同+2.2%）や設備投資（同+7.1%）が底堅く推移したほか、輸出も伸びを高めた。

企業部門は堅調を維持、家計部門は回復にやや勢いを欠くも労働市場の改善は持続

部門毎に個別の指標をみると、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の堅調な伸びが続いているほか、景況感も高水準を維持し、それぞれ危機前の平均を上回っている（第1表）。他方、家計部門は、賃金の伸び悩みが続く中、小売売上高や住宅販売などで回復にやや勢いを欠く状況が続いている。もっとも、労働市場の改善傾向は持続している。非農業部門雇用者数は直近3ヵ月の平均増加ペースが28万人弱に達し、失業率は6%割れの水準まで低下、雇用関連の指標を幅広くみても労働需給の「緩み」は和らぐ方向にある。

第1図：実質GDP成長率と需要項目別の寄与度  
(前年比/前期比年率、%)



(注) 需要項目は、『実質GDP成長率』に対する前年比/前期比年率の寄与度。

(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	8月	9月	10月	11月	評価
企業	製造業生産指数(前年比、%)	2.8	3.7	3.6	3.4	-	○
	製造業ISM指数(%)	55.5	59.0	56.6	59.0	58.7	○
	非国防資本財受注(除く航空機)(前年比、%)	7.9	7.3	8.3	8.2	-	○
家計	コア小売売上高(前年比、%)	5.8	4.8	4.2	4.2	-	△
	自動車販売台数(年率、百万台)	16.8	17.4	16.3	16.3	17.1	△
	新築住宅販売戸数(年率、万戸)	117	45	46	46	-	×
	中古住宅販売戸数(年率、万戸)	672	505	518	526	-	△
	非農業部門雇用者数(前月差、万人)	15.2	20.3	27.1	24.3	32.1	○
	時間当たり賃金(前年比、%)	2.8	2.5	2.3	2.2	2.2	△

(注) 1. 『コア小売売上高』は、自動車、ガソリン、建材・園芸用品を除いたもの。

2. 『評価』は、直近3ヵ月の伸び/水準が危機前平均(03年7月～06年)を上回る場合「○」、下回る(5割以上)の場合「△」、5割以下の場合「×」とした。

(資料) FRB、米国商務省、全米不動産協会、米国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

今後も2%台半ばの成長ペースを維持する見通し

米国経済の先行きを展望すると、雇用・所得環境の改善を通じて企業部門の堅調さが家計部門へも波及し、内需を軸とした好循環が強まることで、緩やかな回復基調が持続する見込みである。今のところ、賃金の伸びは低位に止まっているものの、この先、労働需給と労働生産性の改善が徐々に進展することで、賃金の回復ペースも緩やかに高まり、個人消費を押し上

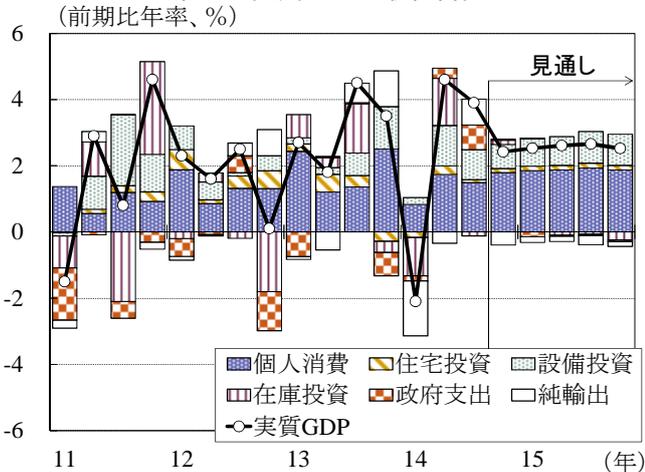
げると想定される。2015年にかけては、FRBによる金融出口戦略の影響が成長を抑制する方向に作用し、欧州・中国を中心とした世界経済の減速も下押し要因となる見込みだが、内需が原油価格の下落にも助けられ底堅さを増していく中で、実質GDP成長率は前期比年率+2%台半ばのペースを維持していく見通しだ（第2図）。

### 金融出口戦略を受けた内外金融市場の反応には留意が必要

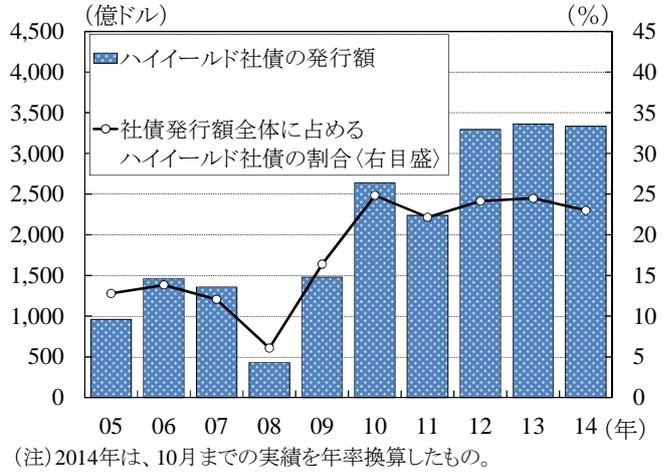
景気下振れの最大のリスクは、大幅な金融緩和状態からの出口戦略の影響で国内外の金融市場や新興国経済が大きく動揺し、米国経済への下押し圧力が強まることだ。2013年5月に資産買入れ縮小開始が示唆された際、新興諸国の通貨や株価が大きく下落したように、米国金融政策の動静が国際金融市場へ与えるインパクトは大きいと見込まれる。高リスク資産への資金フローの拡大が続いている点も気懸かりだ（第3図）。足元で世界経済減速への懸念が高まる中、グローバルベースの資金フローの動向には幅広い注視が怠れない。

また、政治面の動向にも留意が必要だ。中間選挙で共和党が圧勝したことにより、上下院の「ねじれ」に代わって、議会と大統領が完全な「ねじれ」状態となった。今後、議会と大統領の対立が激化した場合、政府機関閉鎖や債務上限問題といった混乱が再燃する可能性がある点はリスクとしてしておく必要があるだろう。

第2図：実質GDPと最終需要



第3図：ハイイールド社債の発行額



## (2) 家計部門と企業部門

雇用・所得環境の改善に加えて、原油価格下落も追い風となり、個人消費は回復基調を維持

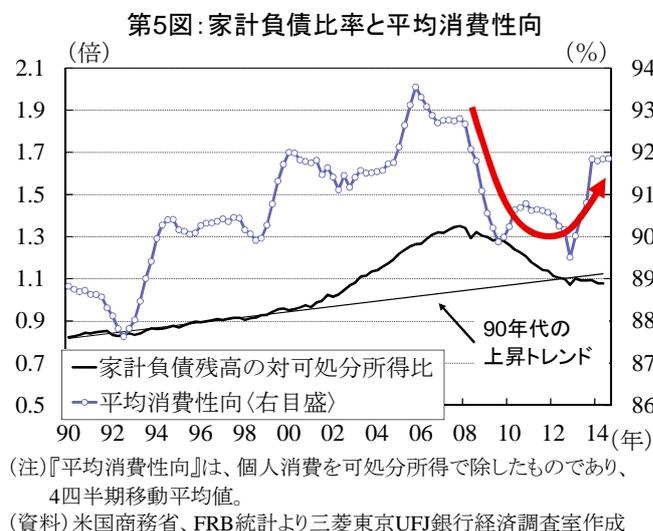
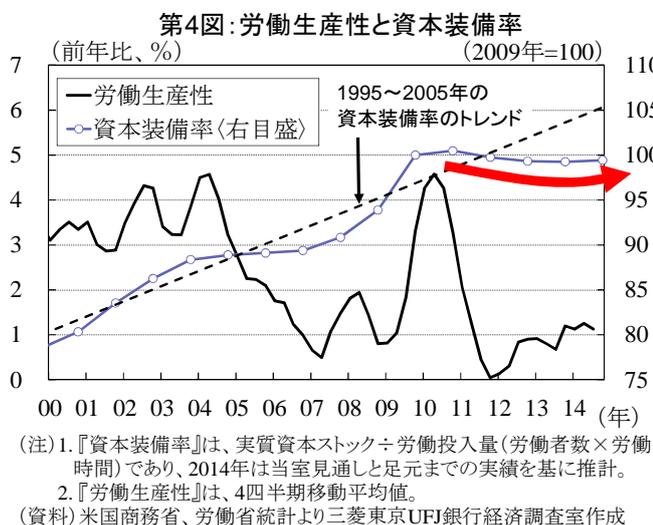
今後の米国経済が回復基調を持続する上で鍵を握るのは、賃金上昇を通じた個人消費の回復だ。労働市場では、非農業部門雇用者数の増加や失業率の低下が続いていることに加えて、足元にかけては「就業者率」や「求人率」といった労働需給の「緩み」を示唆する一部の指標も改善ペースを加速させている。

一方、賃金の伸びは依然横ばい推移が続いている。賃金伸び悩みの背景

には、金融危機以降、労働生産性が停滞する中で、企業が労働コストを抑制してきたことがあると考えられる。企業のコスト抑制姿勢が根強い中、賃金回復が本格化するためには労働生産性の上昇が不可欠だが、これまではリーマンショック後の深い景気後退からの脱却の過程で企業が守りの経営を余儀なくされたことなどを背景に設備投資の回復が遅れ、資本装備率の低下が続いたことで、生産性向上が妨げられてきた(第4図)。但し、リーマンショックから5年余りを経て、漸く構造調整圧力が一服し、足元で設備投資の回復が底堅さを増しつつある中、資本装備率にも上向きの兆しが見え始めている。この先、労働市場の需給と労働生産性の改善が徐々に進展する中で、賃金の伸びも緩やかに高まっていくことが想定される。

また、家計部門では2009年以降、大幅に拡大した債務圧縮のために消費が抑制されてきたが、足元にかけて、こうした調整が一巡したこともプラス要因となろう。債務調整の進展に伴う借入余地の拡大を受けて、消費性ローン残高が増加基調にあるほか、消費性向は2000年代前半の水準まで再上昇している(第5図)。

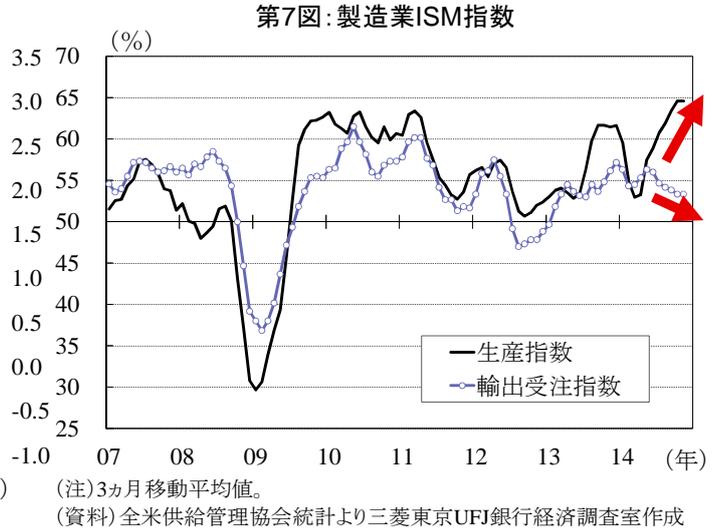
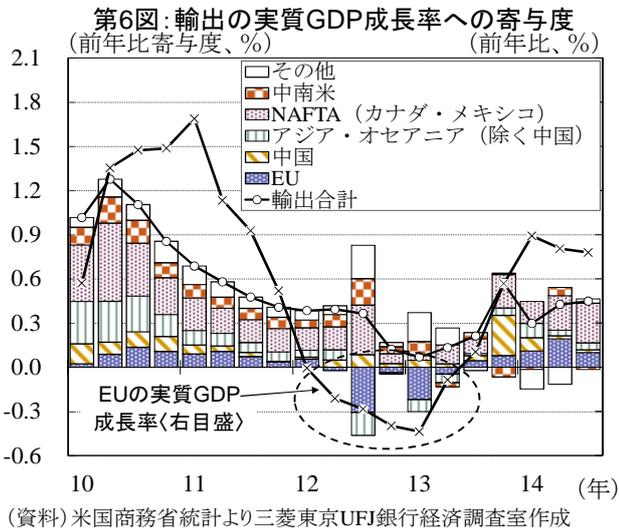
雇用・所得環境の改善持続や債務調整の一巡に加えて、原油価格下落もエネルギー関連価格の下落による家計の実質所得増加を通じて消費を底上げするとみられる。こうしたことから、個人消費はこの先も緩やかな回復基調を維持する公算が高い。



**世界経済減速は企業活動の下押しとなるも、底堅さを増す内需が牽引役に**

企業部門では、欧州や中国を中心とした世界経済の減速が輸出や企業収益の下押し要因となる見込みである。国・地域別の輸出動向をみると、景気減速への懸念が高まる欧州(EU)向けは全体の2割弱を占めており、欧州債務危機の影響が和らいだ2013年半ば以降は成長率への押し上げ寄与も高まっている(第6図)。また、実質GDPに占める輸出のシェアが高まる傾向(2005年:10%⇒2013年:13%)にある点からも、世界経済減速による輸出の減退には留意が必要だ。

但し、製造業 ISM 指数の動向をみると、足元で輸出受注指数が軟調となる中でも、生産指数は拡大基調を維持している（第7図）。海外経済減速は輸出を一定程度下押しするとみられるが、この先、個人消費を中心とした内需が底堅さを増していく中で、企業の生産活動は堅調を維持すると見込まれる。



### (3) 金融政策と長期金利

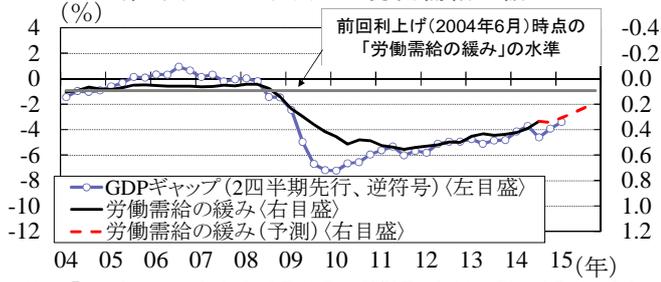
FRB は引き続き、慎重に出口戦略を進める見通し

金融政策では、FRB は 10 月の FOMC で資産買入の終了を決定した。あわせて、利上げの開始時期は経済指標の結果次第であることを改めて強調し、引き続き実体経済の動静を幅広く見極めながら、慎重に出口戦略を進めていく姿勢を示している。労働市場では、「労働参加率」が過去最低水準で推移していることや、経済的理由によるパートタイム労働者等を含む「広義失業率」の改善が緩慢である点などから、需給の「緩み」が依然大きいことが示唆されるが、前述の通り、一部の雇用関連指標は改善ペースを加速させている。この先も緩やかな景気回復が持続する中、GDP ギャップの縮小に遅行する形で労働市場の「緩み」は改善に向かうと想定される（第8図）。他方、物価面では、コアベースの消費者物価上昇率は FRB の目標水準 2% を幾分下回る水準で安定しているものの、世界的なデイスインフレ懸念の高まり等を受けて、市場の期待インフレ率は低下傾向にある。家計のインフレ期待も足元にかけてやや低下しており、物価の下振れリスクには目配りしておく必要があるだろう。

長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込み

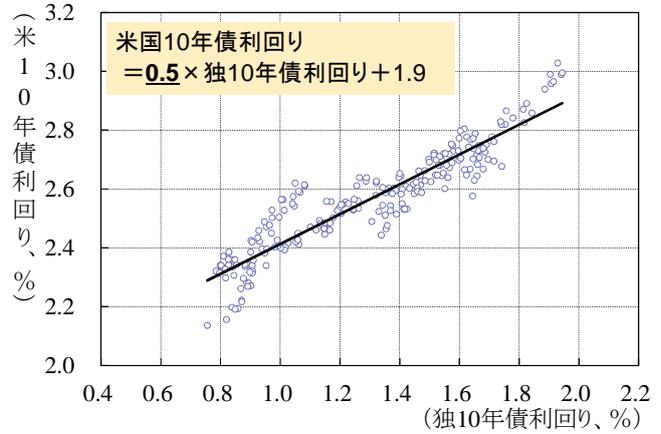
長期金利は、出口戦略の進展に伴い、徐々に上昇圧力が高まる見込みだ。もともと、当面は世界的なデイスインフレ懸念が残存する可能性が高いこと、追加金融緩和の実施が予想される欧州の金利には下方圧力が強まり、米国金利の上昇も一定程度抑制されるとみられることなどから、長期金利の上昇ペースは緩やかとなる公算が高い（第9図）。

第8図: GDPギャップと労働需給の緩み



(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。  
 3. 『労働需給の緩み(予測)』は、各構成指標が2014年3月～11月平均のペースで改善した場合。  
 (資料) 米国商務省、議会予算局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 米国とドイツの10年物国債利回りの関係 (2014年1月～)



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(坂東 輝昭)

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	4.6	3.9	2.4	2.5	2.6	2.7	2.5	2.2	2.3	2.8
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	2.2	2.7	2.7	2.8	2.9	2.8	2.4	2.3	2.7
住宅投資	7.8	19.0	11.2	▲ 8.5	▲ 5.3	8.8	2.7	4.1	4.3	4.5	4.8	4.6	11.9	1.5	4.4
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	9.7	7.1	5.6	6.4	6.7	7.2	7.0	3.0	6.2	6.7
在庫投資（寄与度）	0.7	0.3	1.5	▲ 0.3	▲ 1.2	1.4	▲ 0.1	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0
政府支出	▲ 3.9	0.2	0.2	▲ 3.8	▲ 0.8	1.7	4.2	0.2	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 2.0	▲ 0.1	0.4
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	▲ 0.5	0.6	1.1	▲ 1.7	▲ 0.3	0.8	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	▲ 0.2	▲ 0.1
輸出	▲ 0.8	6.3	5.1	10.0	▲ 9.2	11.1	4.9	4.7	5.3	5.6	5.7	6.7	3.0	3.3	5.7
輸入	▲ 0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.3	▲ 0.7	6.5	5.5	5.6	6.5	6.4	1.1	3.8	5.4
国内民間最終需要	3.4	2.3	2.9	4.2	1.0	3.8	3.0	3.2	3.4	3.4	3.6	3.5	2.8	2.8	3.4
名目GDP（前期比年率、%）	4.2	2.9	6.2	5.0	▲ 0.8	6.8	5.3	3.9	4.2	4.4	4.6	4.5	3.7	3.8	4.6
鉱工業生産（前期比年率、%）	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.7	3.3	2.5	3.0	3.2	3.3	2.9	2.9	3.9	3.2
失業率（%）	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.2	6.1	5.9	5.8	5.7	5.7	5.6	7.4	6.2	5.7
生産者物価（前年比、%）	1.5	1.5	1.2	0.8	1.6	2.8	2.4	1.5	0.7	0.7	1.4	2.5	1.2	2.1	1.3
消費者物価（前年比、%）	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	1.8	1.4	1.2	1.1	1.8	2.3	1.5	1.7	1.6
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,776	▲ 1,771	▲ 1,779	▲ 1,691	▲ 1,823	▲ 1,893	▲ 1,821	▲ 1,840	▲ 1,821	▲ 1,794	▲ 1,865	▲ 1,836	▲ 7,017	▲ 7,377	▲ 7,317
経常収支（億ドル）	▲ 1,055	▲ 1,061	▲ 1,013	▲ 873	▲ 1,021	▲ 985	▲ 990	▲ 1,001	▲ 974	▲ 938	▲ 1,001	▲ 964	▲ 4,003	▲ 3,998	▲ 3,878
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	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
10年物国債利回り（%）	2.0	2.0	2.7	2.7	2.8	2.6	2.5	2.3	2.4	2.5	2.5	2.7	2.4	2.6	2.5

（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

#### ～ユーロ圏は低成長が続く、英国は底堅さを維持する見込み～

#### 1. ユーロ圏

##### (1) 景気の現状

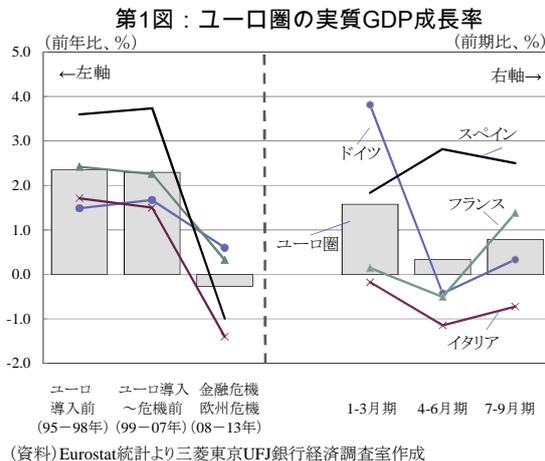
ユーロ圏経済は、低成長が続く

ユーロ圏経済は低成長が続いている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%とプラス成長を維持したものの、景気の基調は弱い。国別にみると、ドイツ（同+0.2%）、フランス（同+0.3%）は辛うじてプラス成長を確保した。周縁国ではスペイン（同+0.5%）はプラス成長を維持した一方、イタリア（同▲0.1%）は過去 13 四半期間、2 度のゼロ成長を除き景気後退が続いている（第 1 図）。需要項目別にみると、個人消費や輸出がプラスに寄与した一方、設備投資を含む総固定資本形成が大幅に減少し、成長率を押し下げた（第 2 図）。

設備投資が大幅に減速

デフレリスクの高まりを受け、ECB は追加金融緩和姿勢を強化

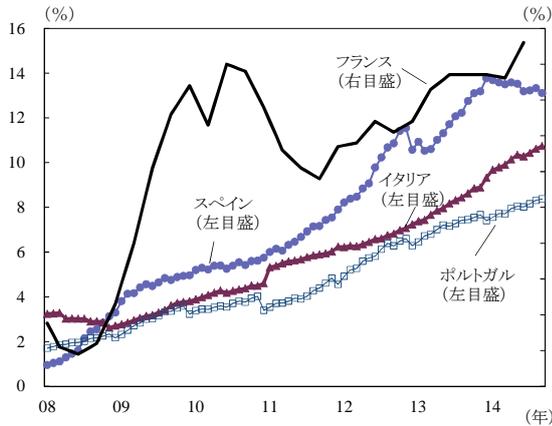
懸案の物価は 11 月も低い伸びに止まっている。エネルギーや食品等を除くコア物価も、非エネルギー工業品を中心にドイツやフランスで一段と減速した。デフレリスクの高まりを受け、欧州中央銀行（ECB）は、9 月に初めて実施した貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO）に続き、10 月にはカバードボンド、11 月には資産担保証券（ABS）の買入れを開始するなど、金融緩和姿勢を強化している。



周縁国の不良債権比率は高止まり

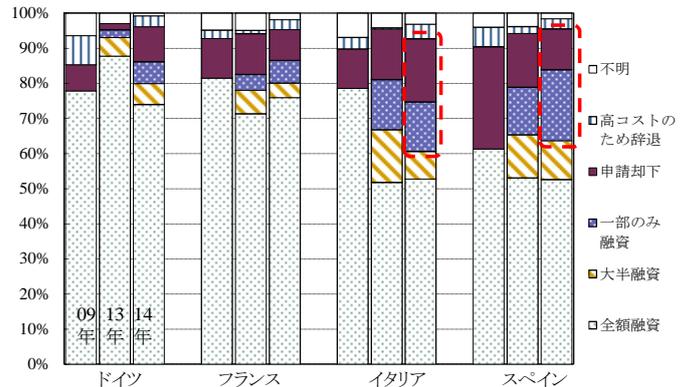
周縁国の不良債権比率は 9 月末時点でスペインが 13.1%、イタリアが 10.7%と高止まりしている（第 3 図）。ECB が貸出増加を狙う中小企業向けの調達環境は依然厳しく、イタリアやスペインで 3 割近くが満額融資を得られぬ状況が続いている（第 4 図）。

第3図：ユーロ圏各国の不良債権比率



(資料) 各国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：中小企業向け融資の申請結果



(注) 2009年、2013年、2014年(4月～9月)の調査結果。  
(資料) ECB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

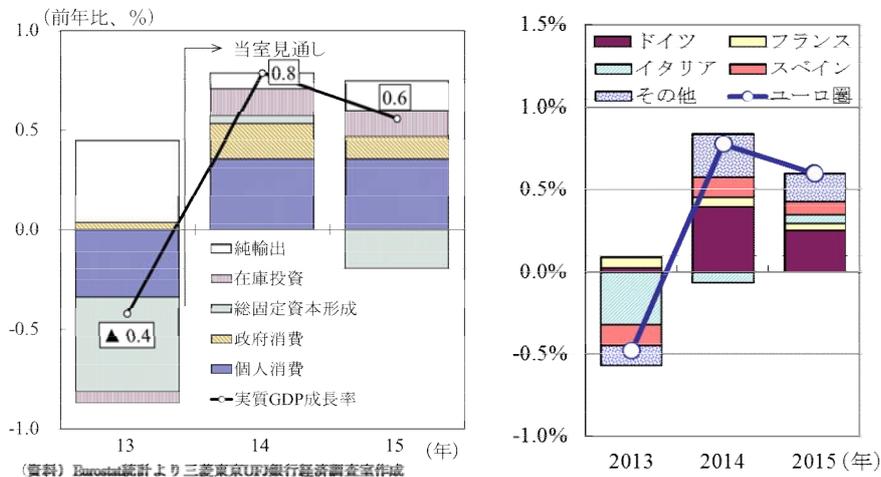
ロシア経済減速の影響は、ドイツ経済を中心に、ユーロ圏全体の重石に

2015年にかけてもユーロ圏経済は、底ばいの動きが続く見込みである。ロシア経済は、欧米による経済制裁強化に加え、資源エネルギー価格の大幅下落の影響が加わり、2015年はマイナス成長に陥る公算が大きい。ロシア経済減速の影響は、同国との経済的結びつきがEU諸国の中で相対的に強いドイツ経済を中心に、ユーロ圏経済の重石になる。ユーロ安や低インフレに伴う実質所得の増加など景気下支え要因はあるものの、周縁国を中心に需要は弱く、日本型デフレに陥るリスクが高まっている。

2015年にかけても1%を下回る低成長に止まる見込み

ECBはデフレを回避すべく、2015年前半にも国債購入を含む量的緩和に踏み切る公算が大きい。これにより、景気の底割れは回避されるとみられるが、明確な回復軌道を描くには至らず、2015年にかけても1%を下回る成長ペースに止まる見込みである。

第5図：ユーロ圏の実質GDP成長率（見通し）

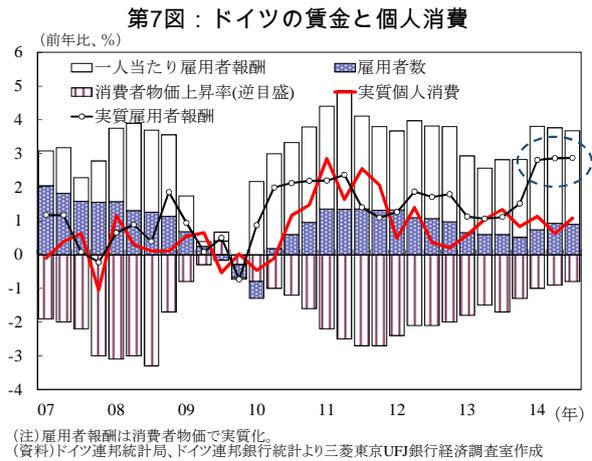
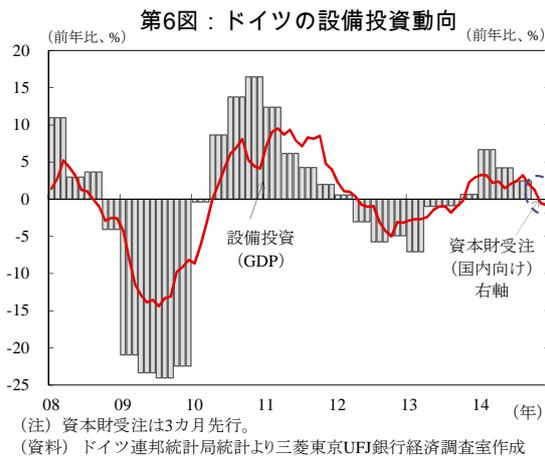


(資料) Eurostat統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) ドイツ経済の回復力

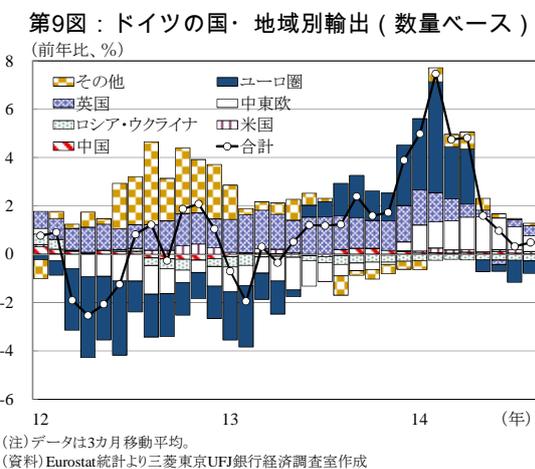
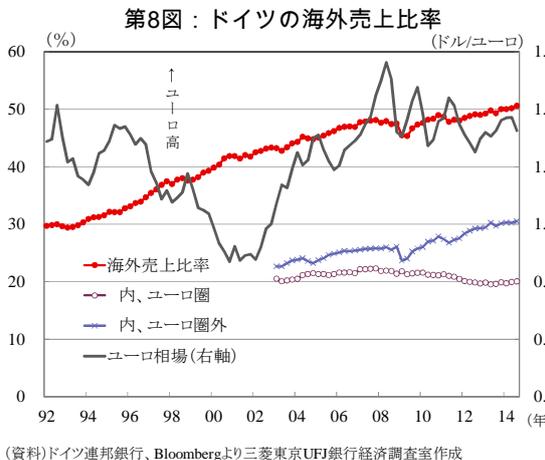
ロシア経済減速の  
ドイツへの影響は、  
輸出から設備投資  
に波及

ロシア経済減速のドイツへの影響は、輸出（ロシア向け輸出：年初来約▲20%減少）から設備投資に波及している。7-9月期のドイツの機械・設備投資（GDPベース）は前年比+2.5%と1-3月期をピークに減速している。設備投資の先行指標とされる国内資本財受注も8月以降前年割れにある（第6図）。一方、良好な雇用環境や、原油価格下落による実質所得の向上を背景に、消費はこれまでのところ底堅さを維持している（第7図）。



ロシア経済減速は  
中東欧を含む貿易  
縮小をもたらす懸  
念あり

ドイツの成長の源泉は、製造業を中心とした高い国際競争力を武器にした海外需要の取り込みである（第8図）。とりわけ、中東欧との生産分業やロシア・中国など拡大する新興国需要の取り込みによりユーロ圏経済の牽引役になってきた。この先、ドイツにとっては低い実質金利や安価なユーロ相場により輸出競争力は維持されるとみるが、ロシア経済の減速で、ユーロ圏と生産分業体制を敷く中東欧を含む貿易縮小がスパイラル的に生じる可能性もある（第9図）。

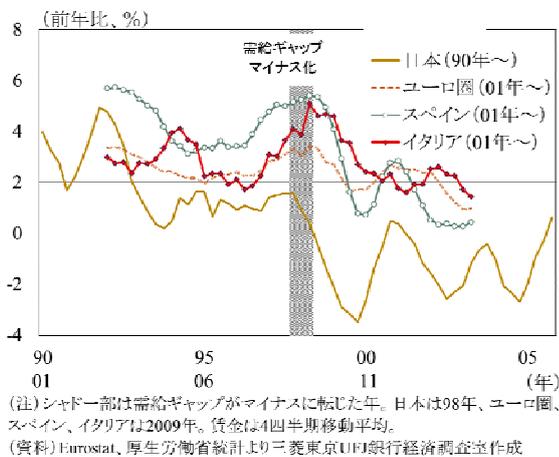


#### (4) 日本型デフレリスク

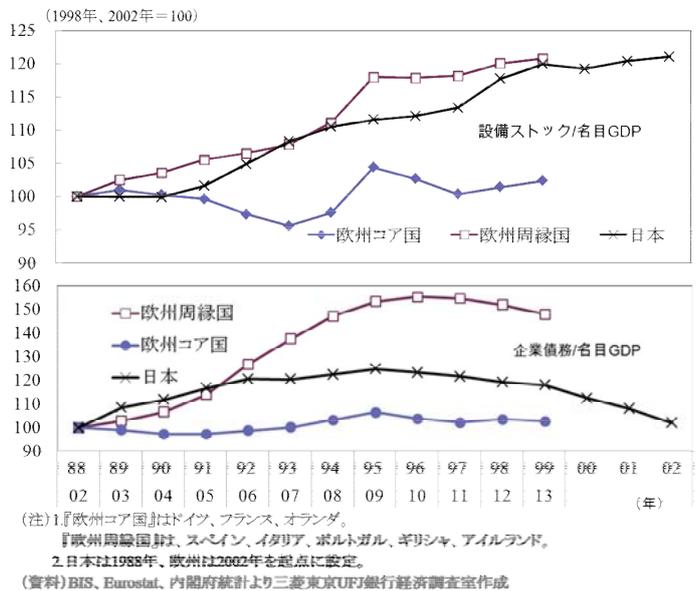
物価は前年比 +0.3%まで低下  
 ユーロ圏の11月の消費者物価上昇率(HICP)は、前年比+0.3%まで低下した。エネルギーや食品等を除くコア物価も、非エネルギー工業品を中心にドイツやフランスを中心に一段と減速している。

周縁国ではバブル崩壊後の日本型デフレと類似性あり  
 ユーロ圏では通貨切り下げの選択肢がない状況下、周縁国を中心に競争力回復のため賃金上昇率を抑制する動きが継続している(第10図)。また、周縁国を中心に設備ストック・企業債務が過剰な状態にあり、スペインやイタリアなど周縁国では、バブル崩壊後の日本型デフレとの類似性がみられる(第11図)。

第10図：ユーロ圏と日本の賃金上昇率



第11図：設備ストックと企業債務の過剰感



#### (5) ECBの金融政策

12月、ECBは追加緩和策を見送り  
 デフレ懸念の高まりに対応しECBは、今年6月以降、政策金利の引き下げ等に加え、貸出条件付長期資金供給オペ(TLTRO)や資産担保証券(ABS)及びカバードボンドの購入といった広義の量的緩和策を打ち出した。12月の理事会では、成長率とインフレ率の見通しを大幅に下方修正したものの、足元急速に下落しているエネルギー価格の物価への影響を見極めるのに時間を要することに加え、TLTROを含む一連の緩和策の効果を見極めたいとして、追加緩和策の発表は見送った。

ECBが「意図」する1兆ユーロのバランスシート拡大は不確実性が大きい  
 ECBがバランスシートの拡大を「意図」する1兆ユーロは、ユーロ圏の名目GDPの約1割に相当し、緩和の規模としてはFRBの量的緩和第3弾(QE3)とほぼ同程度である(第1表)。ただし、ECBが狙い通りにバランスシートを拡大できるかについては、現時点では不確実性が大きいとみられている。まずTLTROは、9月18日に行われた第1回オペの資金供給額が826億ユーロと事前予想(注1)を大幅に下回った。また、ユーロ

圏における ABS とカバードボンドの発行残高のうち、ECB の購入対象となりうるものは約 2 兆ユーロに止まる。加えて、そのうち約 7,000 億ユーロは ECB が既に担保として受け入れており、追加的な買入余地は限定的である。

(注 1) ブルームバーグの調査による予想レンジは 1,000~3,000 億ユーロ (中央値 1,500 億ユーロ) であった。

第 1 表: 日米欧中銀の近年の量的緩和政策

	ECB	FRB	日銀
	TLTRO+ カバードボンド・ ABS購入	QE3	量的・質的緩和
中銀の バランス シート 拡大額	1兆ユーロ (1.25兆ドル)	1.7兆ドル	132兆円 (1.16兆ドル)
拡大額の 対GDP比	10.4%	10.3%	27.8%
拡大率	約1.5倍	約1.6倍	約1.8倍
期間	2014年9月 ~2016年後半 (約2年間)	2012年10月 ~2014年11月 (2年2ヵ月)	2013年4月から 約2年間

第 2 表: ECB による量的緩和の試算

	(億ユーロ)	
	コンセンサスシナリオ	保守的シナリオ
TLTRO (①)	5,750	4,130
民間債権買入計 (②=③+④+⑤)	5,000	3,585
ABS買入 (③)	2,000	684
カバードボンド買入 (④)	1,500	1,489
社債買入 (⑤)	1,500	1,412
小計 (⑥=①+②)	10,750	7,715
国債買入 (⑦-⑥)	2,750	5,785
総資金供給額 (⑦=⑧+⑨)	13,500	13,500
バランスシート拡大目標 (⑧)	10,000	10,000
LTRO返済分 (⑨)	3,500	3,500

【試算の前提】
コンセンサスシナリオ: TLTRO、ABS、カバードボンドはBloombergサーベイの中央値を使用。社債は、発行残高がカバードボンドに近い場合、カバードボンドと同程度と仮定。
保守的シナリオ: 第1回入札の応札額が826億ユーロ、第1-2回入札における最大資金供給額が4,000億ユーロであることから、利用率を41.3% (826÷(4,000÷2))と仮定。TLTRO全体の最大資金供給額1兆ユーロ (ECB見積り) に41.3%を掛けて算出。民間債権は、それぞれの既存発行残高の10% (FRBのQE3、日銀の量的・質的緩和における資産買入額の既存発行残高に対する比率の平均) を買い入れると仮定。

(注) 1. 1ユーロ=1.25ドル、1ドル=114円として計算。  
2. 日銀については、2014年10月31日決定の追加緩和措置は含まず。  
(資料) 各中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

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

ECB は、バランスシート拡大を確実なものにするため、買入対象資産を拡大し、ABS やカバードボンドと比べ発行残高が格段に大きい国債の購入に踏み切るとみられる。

想定される国債購入の規模感  
は 3,000~6,000 億ユーロ

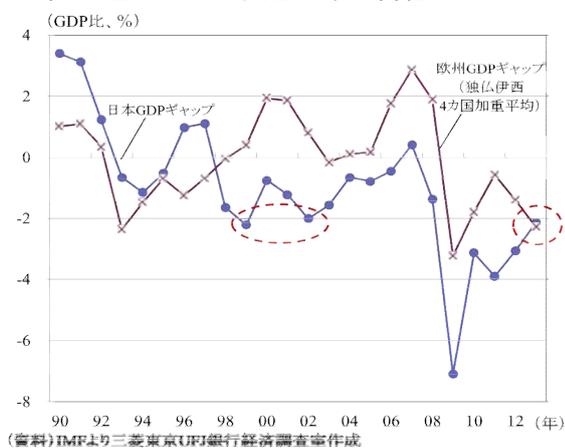
主要機関を対象とした調査によると、TLTRO 及び ABS・カバードボンド買入による資金供給額は、合計 9,250 億ユーロ (中央値) と見込まれている。社債も購入対象となりうることや、2015 年初に 3 年物長期資金供給オペ (LTRO、現在の残高は約 3,500 億ユーロ) の期限が到来することも勘案すると、不足分は 3,000 億ユーロ弱となる見込みである (第 2 表のコンセンサスシナリオ)。したがって、市場に相応の影響を与えるためには、3,000 億ユーロを上回る規模の国債購入が必要と考えられる。また、TLTRO と民間資産購入によるバランスシート拡大額をより保守的に見積もった場合 (第 2 表の保守的シナリオ)、不足分は 6,000 億ユーロ近くになる。以上を踏まえ、ECB による国債購入の規模感は 3,000 億~6,000 億ユーロと想定される。

足元の需給ギャップから試算すると、1 兆ユーロを上回る拡大が必要となる可能性も

もっとも、足元の需給ギャップ (IMF 試算: 約▲2%) を埋めるために必要なバランスシートの拡大額は、1.3 兆ユーロ (FRB による米 QE における推計方法を基に試算) と ECB が狙う 1 兆ユーロを上回る可能性もあ

ると考えられる（第12図、第3表）。需給ギャップ推計のばらつきを考慮すると、1兆ユーロは最低限必要な規模とみなすことが可能である。

第12図：ユーロ圏と日本の需給ギャップ



第3表：需給ギャップを埋めるために必要な ECB バランスシート拡大額の試算

B/S拡大額 (兆ユーロ)	ユーロ圏 GDP ギャップ (%)	GDPギャップを埋めるために必要な 長期金利低下幅 (bp)		1千億ドル 当たりの金利 押し下げ(bp) (FRB試算)	長期金利乗数 (FRB試算)
		(兆ドル)	①/②		
1.0	1.3	1.6	64.0	5.0	2.5
1.3	1.6	2.0	80.0	5.0	2.5
1.5	1.8	2.3	92.0	5.0	2.5
1.6	2.0	2.5	100.0	5.0	2.5

(注) 1ユーロ=1.25ドル。

(資料) FRB資料を基に三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国債購入の決定時期は、2015年初から春先にかけてと予想

国債購入の時期については、デフレ懸念の増大に歯止めを掛けるためには、早期決定が望ましいものの、ECB内でもドイツ連銀を中心に反対論・慎重論が根強く、調整が必要である。カバードボンドとABSの買入の進捗状況に加え、12月11日に実施される第2回TLTROの利用額を確認した上で、ECBは国債購入の最終的な要否・規模を判断するとみられる。以上を踏まえると、ECB理事会における決定は2015年初から春先にかけてと予想する。

(大幸 雅代、ロンドン駐在 高山 真)

## 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

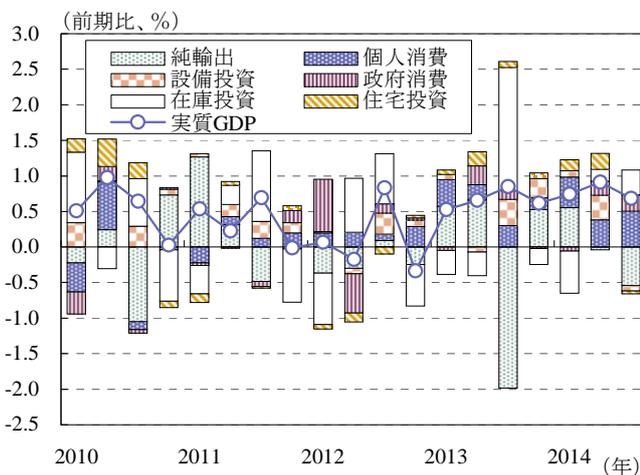
英国経済は、堅調な景気拡大が続いている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.7%と、2013 年初以降の平均（同+0.7%）並みの高い伸びを維持した（第 13 図）。7-9 月期は、純輸出のマイナス寄与拡大に加え、設備投資が前期の大幅増加の反動から減少に転じた一方、個人消費の伸び加速や在庫投資のプラス寄与拡大が成長率を押し上げた。

### (2) 景気は底堅さを維持する公算

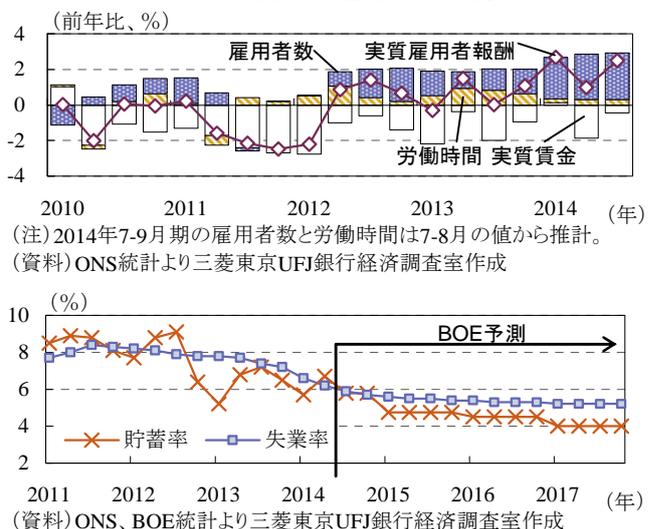
景気は今後も消費を中心に底堅さを維持する公算

景気は今後も、個人消費を起点とする好循環に支えられ、底堅さを維持する公算が大きい。足元の雇用環境をみると、雇用者数の堅調な伸びが続いており、失業率は 6%と約 6 年ぶりの水準まで低下した（第 14 図）。英中銀（BOE）は、失業率は 2015 年末にかけ 5%台前半まで低下すると見込んでいる。実質賃金の伸びはマイナス基調が続いているが、先行きは労働需給のタイト化に加え、エネルギー価格の下落等を受けてプラスに転じ、家計の実質所得を押し上げよう。また、緩和的な金融環境等を背景とする貯蓄率の低下も、所得の伸びと相まって消費の拡大基調を支えるとみる。

第 13 図：英国の実質 GDP 成長率



第 14 図：英国の雇用所得環境



住宅市況の沈静化が景気拡大ペースの鈍化要因に

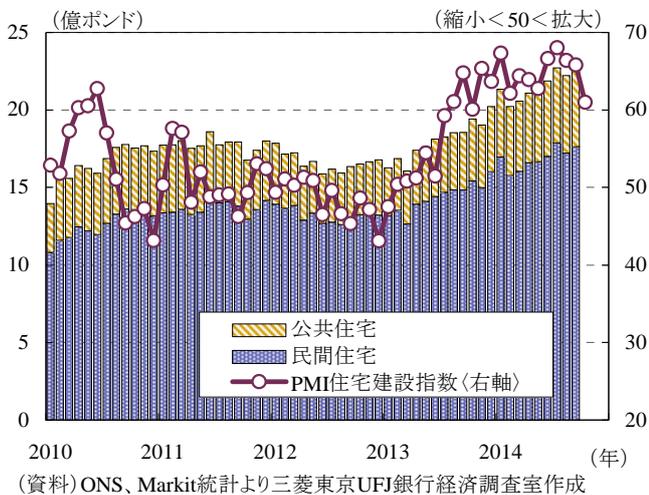
一方、住宅市場では、これまで過熱気味であった市況に沈静化の動きが増えてきている。10月の住宅販売件数は、約1年ぶりに10万戸を割り込み、同月の住宅ローン承認件数も2013年6月以来の低水準となった。建設業購買担当者指数（PMI）の住宅建設指数も7月をピークに低下傾向にあり、堅調が続いてきた住宅建設にも減速の兆しが現れ始めた（第 15 図）。前述したように、景気の底堅さは今後も持続が見込まれるものの、牽引役

の一つであった住宅部門が減速に転じることで、景気の拡大ペースは緩やかなものとなっていく可能性が大きい。

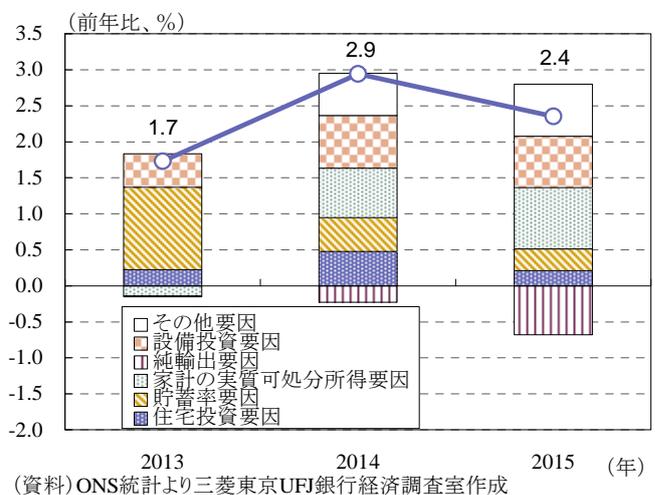
### ユーロ圏景気の下振れリスクは要警戒

また、ユーロ圏を中心とする大陸欧州の景気低迷も下押し要因となろう。英国の輸出は約半分が EU 向けであり、実質輸出（GDP ベース）は足元まで3 四半期連続で前期比マイナスとなっている。先行きも、大陸欧州の景気が低調に推移するなか、相対的に堅調な内需を反映して純輸出（輸出－輸入）のマイナス幅は一段と拡大することが見込まれる（第 16 図）。EU 域内貿易に対する英国の依存度は、他の欧州主要国に比べて低いとはいえ（注<sup>2</sup>）、ユーロ圏景気の先行き不透明感は強く、さらなる下振れリスクに対し当面は警戒が必要と考える。

第 15 図：英国の実質住宅建設額と PMI 住宅建設指数



第 16 図：英国の実質 GDP 成長率の要因分解



(注<sup>2</sup>)EU 域内向け輸出の GDP に対する比率は、英国が 9.3%であるのに対し、ドイツは 22.8%、フランスは 12.6%、イタリアは 13.5%、スペインは 14.7%。

### (3) 英中銀はインフレ見通しを下方修正

利上げ開始は早くとも 2015 年後半以降と予想

BOE は 11 月のインフレーションレポートにおいて、インフレ見通しを下方修正し、2015 年末時点での CPI 上昇率を前年比+1.4%とした（前回 8 月の見通しでは同+1.7%）。一方、失業率が自然失業率とされる 5.5%まで低下する時期については、2015 年 4-6 月期との見通しが示された。基調としてのインフレ圧力が高まり始める時期は、2015 年後半以降とみられ、少なくとも同年前半まで政策金利は現在の 0.5%に据え置かれる公算が大きい。

(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	0.8	0.6	1.3	0.5	0.7	3,026	2,974	2,806
ドイツ	0.1	1.4	0.9	1.6	1.0	0.9	2,549	2,341	2,588
フランス	0.3	0.3	0.2	1.0	0.6	0.8	▲ 369	▲ 407	▲ 354
イタリア	▲ 1.9	▲ 0.4	0.3	1.3	0.2	0.5	205	259	237
英 国	1.7	2.9	2.4	2.6	1.5	1.2	▲ 1,133	▲ 1,439	▲ 1,337

(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	1.2	1.0	3.5	5.2	5.5
実質GDP	▲ 0.4	0.8	0.6	1.7	2.9	2.4
<内需寄与度>	▲ 0.9	0.7	0.5	1.9	3.2	3.0
<外需寄与度>	0.4	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.7
個人消費	▲ 0.6	0.8	0.8	1.6	2.1	2.2
政府消費	0.2	0.9	0.6	0.7	1.6	1.4
総固定資本形成	▲ 2.4	0.6	▲ 0.9	3.2	7.7	6.0
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
輸出	2.1	3.4	3.5	0.5	▲ 1.7	▲ 1.2
輸入	1.2	3.5	3.6	0.5	▲ 0.9	1.1

- (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

### ～輸出の持ち直しとインフレ率低下を支えに、景気は堅調を維持する見通し～

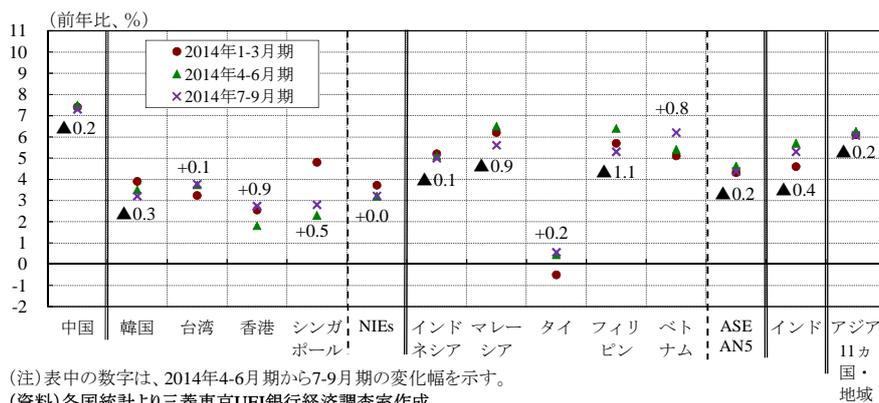
#### 1. アジア経済の現状

全体としてみれば  
緩やかな景気回復  
を継続

アジアでは緩やかな景気回復が続いている。直近 7-9 月期の実質 GDP 成長率は国毎に強弱まちまちだが、アジア全体で見れば前年比+6.1%と、年前半とほぼ同程度の伸びを維持した（第 1 図）。国・地域別にみると、中国では、政府が構造調整優先の引き締めスタンスを維持するなか、過剰生産能力の調整に加え、住宅市場の調整に起因する下押し圧力の強まりなどを背景に前年比+7.3%まで減速。NIEs では、内需の低迷が続く韓国を除き、輸出拡大を支えに加速。ASEAN では、マレーシアやフィリピンが外需のプラス寄与縮小などを主因に成長ペースを鈍化させたものの、堅調な内需を支えに相対的に高めの成長率を維持した。一方、クーデター発生から半年が経過したタイでは、政策運営の正常化につれて、内需を中心に緩やかに持ち直しがみられるが、輸出の伸び悩みもあり、底這いが続いている。

直近の製造業 PMI で、景気の動きを確認すると、韓国・香港・インドネシアで 50 割れが続くなど、インドを除いて足踏みの動きがみられる。民主化デモの影響が大きいとみられる香港を除き、多くの国・地域では、足元、中国や欧州向け輸出の伸び悩みなど、景気の先行き不透明感の強まり等が景気の本質を弱含ませる要因になっていると考えられる。

第 1 図：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率



#### 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、中国経済の減速や欧州経済の低迷が下押し圧力となる一方、ASEAN・インドにおける内需の堅調に加え、米国を中心とした世界経済の持ち直しを受けた輸出の緩やかな回復が成長率を押し上げる方向に働くとみられる。成長トレンドが下向きとみられる中

国を除けば、今年前半のアジア経済を下押ししていた要因のうち、①通貨安等に伴う物価上昇圧力（インド）、②政局混迷（タイ）、③選挙を控えた不透明感（インドネシアとインド）などが後退しつつあるほか、足元の原油価格の下落に伴うインフレ率の低下は、多くのアジア諸国・地域の内需拡大にとってプラスとなることが期待される。このため、来年にかけて、中国以外のアジア経済は、安定感を高めると見込まれる。アジア 11 カ国・地域の実質 GDP 成長率は、2014 年の前年比+6.1%に対し、2015 年は同+6.0%とほぼ同程度の成長が続く見通しである（第 1 表）。

当面のリスクとしては、欧州経済の減速に伴う輸出の伸び悩みや、米国金融出口戦略実施に伴う金融・資産市場への影響などが挙げられる。

**欧州経済の減速は  
輸出の持ち直しの  
抑制要因に**

輸出については、景気減速懸念が強まっている欧州経済、特に域内最大の規模を持つドイツ経済の動向については目配りが必要だ。足元の輸出実績をみると、中国を除くアジア域内向けおよび米国向けが堅調を維持する一方、欧州向けで伸び悩みの動きが窺われる。アジア全体からの輸出に占めるドイツ向けの割合は低いものの（10 カ国・地域：1.9%、中国：3.0%、2013 年実績）、輸出依存度およびドイツ向け輸出の割合が高い香港、ベトナムでは相対的に大きな影響が予想される。また、ドイツ経済の減速はユーロ圏経済全体の失速につながりかねず、アジアにとっても輸出持ち直しの抑制要因となり得る。

**米金融出口戦略の  
実施に伴う資産価  
格の調整リスクに  
は留意**

また、米国における金融出口戦略の実施に伴う金融市場の不安定化および資産価格の調整のリスクには留意する必要がある。超低金利政策が長期化するなか、アジア主要国の住宅価格は過去数年で大きく上昇している。

**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	7.3	6.9	2.6	2.1	2.2	1,828	2,483	2,213
韓国	1.22	8.0	3.0	3.3	3.5	1.3	1.4	1.5	799	794	659
台湾	0.49	3.2	2.1	3.6	3.7	0.8	1.3	1.5	573	549	594
香港	0.27	1.8	2.9	2.1	3.2	4.3	4.1	3.6	51	71	90
シンガポール	0.30	2.0	3.9	3.2	3.7	2.4	1.6	1.9	545	582	593
NIEs	2.28	14.9	2.9	3.2	3.5	1.7	1.7	1.8	1,968	1,996	1,937
インドネシア	0.87	5.7	5.8	5.3	5.4	6.4	6.1	7.5	▲291	▲218	▲192
マレーシア	0.31	2.0	4.7	5.9	4.8	2.1	3.2	3.6	126	193	225
タイ	0.39	2.5	2.9	0.8	4.3	2.2	2.1	2.5	▲25	84	53
フィリピン	0.27	1.8	7.2	6.3	6.2	2.9	4.3	3.7	104	87	80
ベトナム	0.17	1.1	5.4	5.9	5.9	6.6	4.2	5.3	95	65	52
ASEAN5	2.01	13.1	5.2	4.7	5.2	4.5	4.5	5.2	9	211	218
インド	1.87	12.2	4.5	5.5	5.7	9.5	7.1	6.3	▲324	▲378	▲369
アジア11カ国・地域	15.34	100	6.3	6.1	6.0	3.6	3.0	3.0	3,481	4,313	3,999

(注)インドは年度(4月～3月)ベース。

(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

この先の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、過去に例を見ない金融緩和状態からの出口戦略となるため、不確実性は高い。特に香港やマレーシアでは実質ベースの価格上昇ピッチが速いうえ、経済規模に対する住宅ローン残高または住宅・建築セクターの割合が高く、急な金利上昇は調整圧力を強める要因となりかねず、注視する必要がある。

#### 中国経済は成長率の緩やかな低下傾向が続く

国別にみると、まず中国では、過剰生産能力の調整に加え、信用の抑制や不動産市場の減速などが引き続き景気の下押し要因となり成長率の低下傾向が続こう。実質 GDP 成長率は 2014 年が前年比+7.3%、2015 年が同+6.9%を予想する。なお、成長率の低下ペースが緩やかに止まり、雇用と物価の安定が維持されれば、今後も政府の引き締め策の緩和は景気腰折れの回避に向けた限定的なものにとどまるとみられる。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 年の成長率目標は引き下げられる公算が高いとみられる。下振れリスクとしては、不動産（住宅）市場の調整の深刻化が挙げられる。不動産（住宅）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、経済・金融環境全般の不安定化にも繋がり易い。

#### NIEs 経済の成長率は緩やかに加速へ

NIEs の実質 GDP 成長率（2013 年実績：同+2.9%）は、米国や中国を除くアジア域内向け輸出の回復を支えに、2014 年（同+3.2%）、2015 年（同+3.5%）と成長ペースがごく緩やかに加速する見通しである。但し、最大の輸出先である中国のほか、欧州向け輸出の伸び悩み等もあり、力強さに欠ける回復に止まろう。韓国では、利下げや政府の経済対策が内需の支えになるとみられるが、通貨高等による企業業績の低迷や高水準の家計債務等は景気回復の重石となるだろう。香港では、10 月以降の民主化デモに伴う景気へのマイナスの影響は限定的とみられるものの、住宅市場の調整リスクには目配りが必要だ。また台湾では、11 月末の統一地方選挙における与党大敗を受け、対中関係強化を進めてきた馬総統が党主席を引責辞任しており、対中政策の停滞による経済へのマイナスの影響が懸念される。

#### 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 年同+4.7%、2015 年同+5.2%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底堅さを維持するも、インフレが消費を抑制

インドネシアは、新政権発足に伴い、政策の不透明感が後退し、これまで手控えられてきた投資の拡大などを背景に、景気は堅調な推移が見込まれる。もっとも、11 月の燃料価格引き上げに伴う物価上昇が消費の抑制要因となる公算が高く、成長率は 2014 年の同+5.3%に対し、2015 年が同+5.4%と略同水準での推移を予想する。

#### タイ経済は経済運営正常化とともに徐々に持ち直しへ

タイ経済は、2015 年にかけて緩やかながら持ち直しが続こう。実質 GDP 成長率は 2014 年に同+0.8%に止まった後、2015 年には同+4.3%を見込む。

9月にプラユット暫定政権が発足し、経済運営の正常化につれて、企業や家計の景況感も改善しつつある。今後は、抑制されていた消費や投資が徐々に出てこよう。ただし、購入支援策の反動減が続く自動車販売は当面低迷が続くとみられるほか、家計の過剰債務の調整継続に加え、輸出も、豪州やインドネシア向けの自動車を中心に伸び悩みが予想されることなどから、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。但し、不良債権処理などの構造問題が引き続き内需の下押し圧力となるほか、領有権を巡る中国との関係悪化も下振れリスクとしてしておく必要がある。

**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、当面の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 年度が同+5.5%、2015 年度が同+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、財政再建の継続や中央銀行による高めの政策金利維持などにより、当面の回復ペースは緩やかなものに止まるとみられる。

### 3. アジア経済の注目点

#### (1) 資源価格の下落がアジア経済に与える影響

**東アジアやタイ・インドで資源安のメリット大、マレーシアではマイナスの影響**

6月下旬以来、資源価格の下落が鮮明となっている。足元の原油価格は WTI、北海ブレントともに 2009 年以來の水準へ下落した。一般的に資源価格の下落は交易条件の変化を通じて資源の純輸出国から純輸入国への所得移転をもたらす。アジア主要国中、韓国や台湾、タイ、香港、インドは鉱物性燃料の純輸入が名目 GDP 比 5%超に達する一方、マレーシアとインドネシアは純輸出国である（第 2 図）。2015 年にかけて足元の原油や天然ガス、石炭価格が続いた場合、前述の純輸入国では鉱物性燃料の純輸入額が GDP 比で最大 1%程度改善すると見込まれる一方、マレーシアでは純輸出額が同 0.3%程度縮小することとなる。

**原油市況下落を追い風に懸案の補助金改革が進展**

原油価格の下落は、アジア各国の燃料補助金削減の追い風としても働いている。インド政府は、10 月に長らく財政の重石となってきたディーゼル燃料の補助金を廃止したが、原油市況下落の恩恵で廃止後の小売価格は廃止前の水準を僅かながら下回っており、物価上昇や消費減退を引き起こすことなく補助金負担を削減し得た。マレーシアでも、10 月に補助金付きガソリンとディーゼル燃料の価格が引き上げられた後、12 月には補助金自体が撤廃された。補助金撤廃による価格上昇が懸念されたが、インド同様、原油市況下落の恩恵に預かり、撤廃後の小売価格はガソリンで撤廃前から小幅低下、ディーゼル燃料で僅かに上昇するに止まっている。

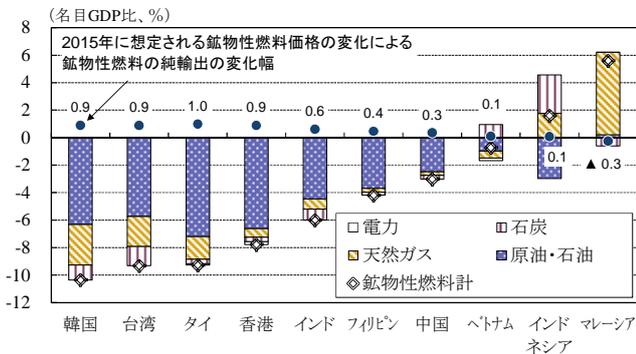
他方、インドネシアでは 11 月に補助金付きのガソリン及びディーゼル燃料の価格が引き上げられた（引上げ幅は其々 30.8%、36.4%）結果、イ

資源依存度の高い国では企業収益悪化や資源関連の財政収入減等のマイナス影響が顕在化

インフレ率は今後一年に亘って2%程度高まることが予想される。補助金削減に先んじて導入された低所得者向け補償策が家計所得を一部下支えするとは言え、燃料価格の引き上げが消費の抑制要因となることは避けられないだろう。同時に、資源価格下落はベトナムやインドネシア、マレーシア等、資源部門への依存度が高い国で企業の収益悪化に繋がるほか（第3図）、特に財政面で石油収入や国営石油会社からのロイヤリティ収入への依存度が高いマレーシア（2014年度予算では連邦政府歳入の15.4%、国営石油会社からの直接税収も含めれば28.0%）では、政府の収入減といったマイナスの影響ももたらされることとなる。

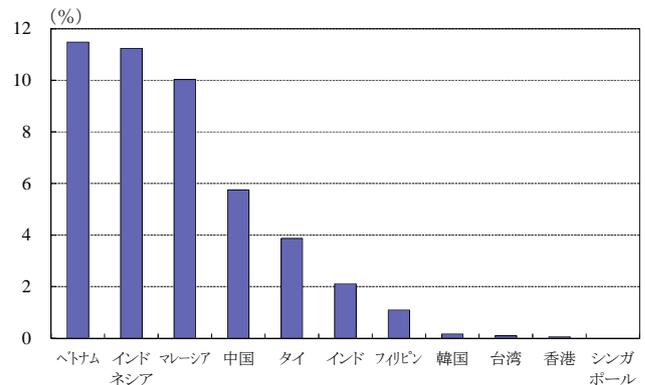
アジアでは原油をはじめとした鉱物性燃料の純輸入国が多く、全体としては資源価格の下落によるプラスの影響が大きいと考えられる。但し、国・セクター毎に見れば燃料補助金の削減を通じた財政負担の軽減という形でメリットが顕在化する国（インド等）、産業面・財政面で資源国としてのデメリットが発生する国（ベトナムやインドネシア、マレーシア）や補助金削減による物価上昇・消費抑制によりメリットが及び難い国（インドネシア等）といった具合に、相当な違いが生じることが予想される。

第2図：アジア主要国の鉱物性燃料の純輸出



(注)『2015年に想定される鉱物性燃料価格の変化による鉱物性燃料の純輸出の変化幅』は、2014年10月時点の自国通貨換算の原油価格(WTI、北海ブレンド、ドバイの平均)、石炭価格(豪州産燃料炭)、天然ガス(インドネシア産液化天然ガス)が2015年12月まで継続した場合の2015年の前年比変化率の平均。  
(資料) UNCTAD統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：アジア主要国の GDP に占める鉱業・採石業



(注)『中国』は2011年、『香港』は2012年、『インド』は2013年度(4月～翌3月)、その他の国は2013年。  
(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

マレーシアとフィリピンは金利据え置き、韓国と中国が利下げ、インドネシアは利上げを実施

エネルギー価格の下落に伴うインフレ率の低下を受け、アジア各国・地域の金融政策にも変化が窺える。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、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が、その後はインフレ率の低下を受け、政策金利を据え置いている(第2表)。一方、韓国では、低迷する内需の浮揚に向けて8月に続き10月にも追加利下げを実施、中国でも11月に2年4ヵ月ぶりの利下げを実施したが、インフレ率の低下を受けた実質金利の上昇も利下げの背景の一つとして考えられる。他方インドネシアでは、燃料補助金削減に伴うインフレ抑制に向け、11月に利上げを実施した。

韓国や中国では追加利下げの可能性も

今後の金融政策を展望すると、インフレ圧力が緩和するなか、多くの国・地域では当面は金利が据え置かれる可能性が高いとみられる。さらに、韓国や中国では、今後の景気動向によっては追加利下げの可能性もみておく必要がある。インドでは、足元で既に2015年初までの目標を下回る水準までインフレ率が低下しており、今後の物価動向を見極めたうえで、利下げの可能性も視野に入りつつある。唯一、物価が上昇方向にあるインドネシアでは、当面引き締め的な金融政策が維持される公算が高い。

第2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
	2013年	2014年			直近	直近の 加減速		
		1-3月期	4-6月期	7-9月期				
ベトナム	6.6	4.8	4.7	4.3	2.6	↓	—	▲50bp(3月)
タイ	2.2	1.2	1.7	1.8	1.6	↓	0.5-3.0%	▲25bp(3月)
韓国	1.3	1.1	1.6	1.4	1.0	↓	2.5-3.5%	▲25bp(8月) ▲25bp(10月)
中国	2.6	2.3	2.2	2.0	1.6	↓	—	▲40bp(11月)
シンガポール	2.4	1.0	2.4	0.9	0.1	↓	—	不変 (通貨高)
台湾	0.8	0.8	1.6	1.9	1.8	↓	—	不変
インド	10.0	8.4	8.1	7.4	5.5	↓	2015年1月までに 8%未満	+25bp(1月)
マレーシア	2.1	3.5	3.3	3.0	2.8	↓	—	+25bp(7月)
フィリピン	3.0	4.1	4.4	4.7	4.3	↓	3.0-5.0%	+25bp(7月) +25bp(9月)
インドネシア	6.4	7.8	7.1	4.4	6.2	↑	3.5-5.5%	+25bps(11月)

(注)1. 香港は米ドルペッグ制を採用し、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(インドは事実上のインフレターゲット)。  
 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『インドネシア』、『韓国』、『タイ』、『ベトナム』が11月、その他の国・地域は10月実績。『直近の加減速』は、『2014年7-9月期』からの『直近』の変化の方向を示す。  
 (資料)各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 中国における2年4ヵ月ぶりの利下げの狙い

中国人民銀行が2年4ヵ月ぶりに利下げを実施

中国では、11月21日、中国人民銀行が2年4ヵ月ぶりに利下げを実施した(1年物貸出基準金利: 6.0%→5.6%、1年物預金金利: 3.0%→2.75%)。今年4月頃から中国人民銀行は、小規模企業や農業支援を目的に一部の銀行を対象とした預金準備率の引き下げや手形再割引枠の拡大、住宅ローン規制の一部緩和など、対象となる分野や範囲を限定した選択的な金融緩和措置を実施し、基準金利の引き下げ等による全面的な金融緩和には慎重な姿勢を維持してきた。政府高官が「雇用の増加と物価の安定が維持される限り、改革方針と相容れない対策は今後も見送る」方針を強調、10月の7-9月期GDP公表時の記者会見でも「雇用と物価は全体として安定的」、

「成長鈍化は合理的な範囲内」との見方を示していたことなどから、不動産市況の底割れ回避を目的とした限定的な緩和が続くとみられていた。

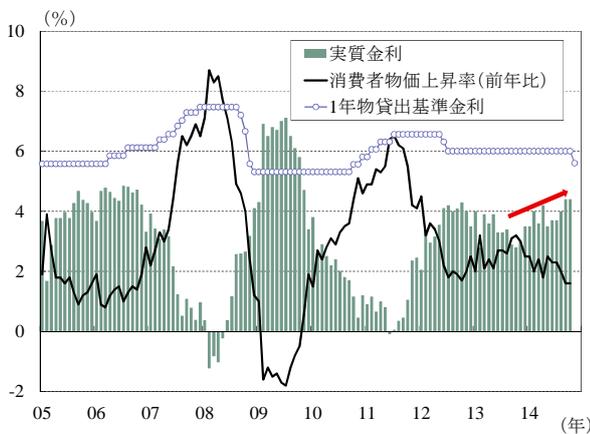
**利下げの主な狙いは、中小企業や地方政府の資金調達コスト引き下げ**

しかし、今回利下げに転じた背景には、不動産（住宅）市場の調整に伴い景気への下押し圧力が強まるなか、インフレ率の低下により実質金利が上昇しつつあることを踏まえ、中小企業や地方政府の資金調達コストの引き下げにより景気の失速を回避する目的のほか、元高圧力の緩和による輸出競争力改善等の狙いなどもあったとみられる。実際、消費者物価上昇率は9月、10月と2ヵ月連続で前年比+1.6%と5年ぶりの低水準へ低下、実質金利は年初に比べ約1%上昇した格好となっていた（第4図）。中国人民銀行も、今回の利下げについて、「依然として中立的な措置」である点を強調しつつも、「物価上昇率が総じて反落傾向にあり」、「適正な実質金利の水準を維持する」必要があったと説明している。

**住宅市場の調整は緩やかなペースにとどまる見通し**

減速感が強まっている住宅市場では、10月には販売面積のマイナス幅が縮小に転じるなど、悪化に一部歯止めがかかりつつあり、住宅価格の大幅調整は何とか回避されるとみられる（第3表）。もっとも建設中の住宅を含めた在庫面積は増加傾向が続いており、調整には時間を要しよう。

第4図：中国の消費者物価上昇率と政策金利の推移



(注)『実質金利』は、1年物貸出基準金利－消費者物価上昇率。  
 (資料)中国国家统计局、中国人民銀行統計より  
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：住宅・不動産関連指標の推移

指標		6月	7月	8月	9月	10月	現状
①	全国の住宅価格(70都市平均)	4.0	2.4	0.5	▲1.1	▲2.5	9月以降、前年割れ
	北京の住宅価格	6.4	4.0	2.1	0.4	▲1.3	
	上海の住宅価格	7.0	4.1	1.5	▲0.8	▲2.0	
②	不動産投資額(年初来)	14.1	13.7	13.2	12.5	12.4	減速傾向
③	不動産着工面積(年初来)	▲16.4	▲12.8	▲10.5	▲9.3	▲5.5	マイナス幅が縮小傾向
	うち住宅着工面積	▲19.8	▲16.4	▲14.4	▲13.5	▲9.8	
④	不動産販売面積(年初来)	▲6.0	▲7.6	▲8.3	▲8.6	▲7.8	10月にマイナス幅が小幅縮小
	うち住宅販売面積	▲7.8	▲9.4	▲10.0	▲10.3	▲9.5	
⑤	不動産在庫面積	24.5	24.7	26.6	28.0	28.4	増加が続く

(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

**地方経済の下支えに向けインフラ投資を加速**

また、1-9月期の実質GDP成長率は、全国ベースで見れば前年比+7.4%と2013年通年(同+7.7%)に対し、▲0.3%ポイントの低下にとどまっているものの、地方政府別にみると、低下幅には開きがあり、特に、地方での成長鈍化が目立つ(第4表)。政府は10月以降、新規の鉄道建設を中心にインフラ計画を相次いで承認しており、併せて利下げを行うことで、インフラ投資を加速させ、地方経済の下支えを図っていくものとみられる。

さらに、利下げによる中長期金利の低下は、地方政府の借り換えコストの低下を通じた財政破綻リスク低減効果も期待される。住宅市場の調整等を受け、地方政府の主な収入源であった土地譲渡金収入は、伸び悩みが鮮

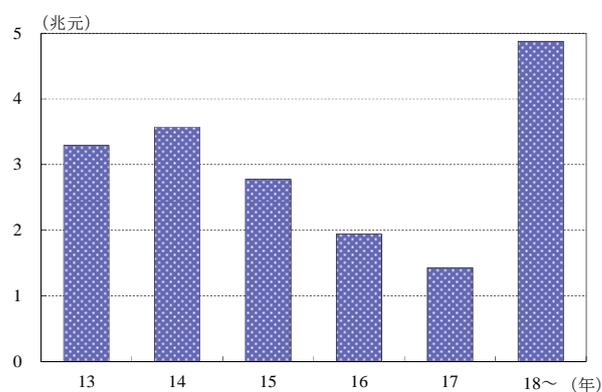
明化している。こうしたなか、地方政府債務残高は、2015 年にかけても高水準の償還が見込まれており、中長期債等への借り換えによる債務圧力の分散が喫緊の課題となっている（第 5 図）。8 月末に政府が予算法を改正、9 月には地方政府の予算管理に関する包括的ガイドラインを公表するなど、地方政府の裁量的な資金調達に向けた改革を進めているが、地方債の自主起債試行対象地域が債務残高（GDP 比）が比較的低い健全な地域が中心であり、試行対象外地域での資金調達は引き続き間接金融等の手段に依存せざるを得ない状況に変わりはなく、目配りが必要だ。

第 4 表：中国の地方政府別にみた実質 GDP 成長率

		①13年	②14年 1-9月期	②-①			①13年	②14年 1-9月期	②-①
		(%、%ポイント)					(%、%ポイント)		
東部	1 天津市	12.5	10.0	▲ 2.5	中部	17 江西省	10.1	9.5	▲ 0.6
	2 遼寧省	8.7	6.2	▲ 2.5		18 湖北省	10.1	9.5	▲ 0.6
	3 河北省	8.2	6.2	▲ 2.0		19 河南省	9.0	8.5	▲ 0.5
	4 福建省	11.0	9.5	▲ 1.5		20 雲南省	12.1	8.0	▲ 4.1
	5 海南省	9.9	8.7	▲ 1.2		21 甘肅省	10.8	8.5	▲ 2.3
	6 山東省	9.6	8.7	▲ 0.9		22 寧夏回族自治区	9.8	7.6	▲ 2.2
	7 広東省	8.5	7.6	▲ 0.9		23 広西チワン族自治区	10.2	8.3	▲ 1.9
	8 江蘇省	9.6	8.8	▲ 0.8		24 貴州省	12.5	10.7	▲ 1.8
	9 浙江省	8.2	7.4	▲ 0.8		25 重慶市	12.3	10.8	▲ 1.5
	10 上海市	7.7	7.0	▲ 0.7		26 四川省	10.0	8.5	▲ 1.5
中部	11 北京市	7.7	7.3	▲ 0.4	西部	27 チベット自治区	12.1	10.7	▲ 1.4
	12 山西省	8.9	5.6	▲ 3.3		28 陝西省	11.0	9.6	▲ 1.4
	13 黒龍江省	8.0	5.2	▲ 2.8		29 青海省	10.8	9.5	▲ 1.3
	14 吉林省	8.3	6.5	▲ 1.8		30 内モンゴル自治区	9.0	7.7	▲ 1.3
	15 安徽省	10.4	9.1	▲ 1.3		31 新疆ウイグル自治区	11.0	9.8	▲ 1.2
	16 湖南省	10.1	9.2	▲ 0.9		全国	7.7	7.4	▲ 0.3

(注) 網掛けは、『14年1-9月期』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 図：中国の償還期限別地方政府債務残高



(注) 1. 地方政府債務残高は、2013年6月末時点。  
2. 2013年については、7月～12月に償還期限を迎える債務残高の合計、2018年については、2018年以降に償還期限を迎える債務残高の合計。  
(資料) 中国審計署資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 徐々に政策運営の正常化が進むタイ経済の回復ペース

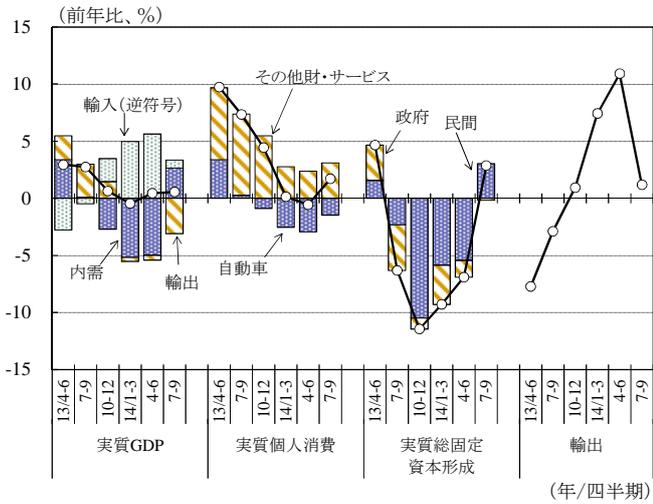
内需を中心に緩やかに持ち直し

クーデター発生から約半年が経過したタイでは、内需を中心に持ち直しつつあるが、回復ペースは緩やかである。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、輸出の落ち込みが重石となり、前年比+0.6%と小幅加速に止まった（第 6 図）。個人消費については、家計の消費マインド改善に支えられて持ち直しつつあるが、家計の過剰債務の調整継続や農村所得の伸び悩み等を背景に自動車を中心として伸び率は低いままである。

輸出の伸び悩みに留意

こうした中、暫定政権は経済運営の安定化を着実に進めており、対応策を講じてきた外国人来訪者数の下げ止まりで観光収入減少の歯止めが見込まれる他、10 月には農家への現金給付や予算執行加速等を中心とした景気刺激策（3,240 億バーツ、GDP 比 2.7%）を閣議決定しており、当面の景気下支えが見込まれる。輸出はエレクトロニクスや機械類を中心に持ち直しが見込まれるが、主要品目である自動車輸出は資源価格下落の悪影響が強い豪州向けや、現地生産拡充に伴う輸入代替進展を背景としたインドネシア向けの伸び悩みが重石となる可能性がある（第 5 表）。加えて天然ゴム輸出も在庫調整が一巡するまでは低迷が続くとみられる。こうしたことから、タイ経済の回復は当面緩やかなペースに止まる見通しである。

第6図:タイの主要経済指標推移



(資料)CEIC統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表:タイの主要輸出品と国・地域別輸出額

(前年比、%)

	シェア (2013年)	2012年	2013年	2014年		
				1Q	2Q	3Q
合計	100	5.2	▲ 1.3	8.8	9.1	0.2
主要品目別						
電子工学製造品	14.3	3.4	▲ 2.8	8.7	10.3	5.4
自動車製造品	13.8	29.5	5.3	11.9	8.8	▲ 1.0
農産物加工品	12.2	6.7	▲ 4.8	0.1	4.6	4.9
機械・備品製造品	7.8	4.4	1.8	17.9	21.6	11.1
石油製造品	5.7	18.7	▲ 3.1	▲ 8.3	10.5	▲ 4.5
天然ゴム	3.6	▲ 29.4	▲ 7.7	▲ 8.3	▲ 16.0	▲ 22.6
主要輸出先別						
ASEAN	25.9	7.1	2.7	2.7	10.8	4.2
中国	11.9	4.9	▲ 0.6	3.7	6.0	▲ 3.4
米国	10.0	7.2	▲ 1.4	9.2	16.0	6.6
欧州 (EU27)	9.8	▲ 7.4	0.5	13.4	22.2	4.6
日本	9.7	0.8	▲ 7.3	10.7	5.2	2.0
豪州	4.5	25.2	3.6	▲ 10.4	▲ 11.9	▲ 11.7

(注) パーツ建て。  
(資料)タイ関税局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希、土屋 祐真、シンガポール駐在 中村 逸人)

## V. オーストラリア

### ～資源価格下落の影響で、2015年の成長率は2%台前半まで減速～

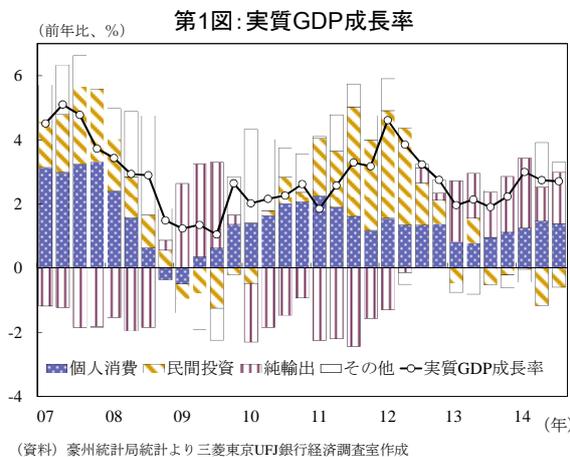
#### 1. 景気の現状

豪州経済は資源価格下落の影響で減速

豪州経済は、資源投資ブーム終焉後も住宅価格や株価の上昇による資産効果を背景に個人消費が牽引役となり、緩やかな回復基調を維持してきたが、足元では資源価格下落の影響で減速している。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+2.7%と、前期から幾分減速した（第1図）。内訳をみると、個人消費が堅調を維持する一方、企業の設備投資は鉱業部門の落ち込みを主因にマイナスが続いている。また、資源価格の大幅下落を受け、交易条件が3四半期連続で前年比マイナスと4年ぶりの低水準にあるなか、国民所得は2四半期連続のマイナスに陥った（第2図）。

豪ドルは約4年半ぶりの低水準

こうしたなか、豪州準備銀行（RBA）は12月の政策理事会において政策金利は据え置いた一方、景気浮揚のためには一段の豪ドルの低下が「必要」と豪ドル安を望む姿勢を強めた。豪ドルは資源価格の下落により下落傾向にあったが、景気の減速懸念から一段と下落し、足元では一時1豪ドル=0.82ドル台と、2010年以來の水準で推移している。



#### 2. 今後の見通し

資源価格下落の影響で、2015年の成長率は2%台前半まで減速

今後の豪州経済は、低金利やインフレ率低下に伴う実質購買力の向上が個人消費を下支えするものの、これまで景気を牽引してきた住宅投資がピークアウトしつつあることや資源価格下落による輸出の伸びが抑制されることを背景に、2015年の実質GDP成長率は前年比+2%台前半まで減速するとみる（第1表）。

第1表：豪州経済の見通し

	2013年	2014年	2015年
実質GDP成長率 (%)	2.1	2.7	2.3
消費者物価上昇率 (%)	2.4	2.6	2.4
経常収支 (億ドル)	▲ 458	▲ 386	▲ 291

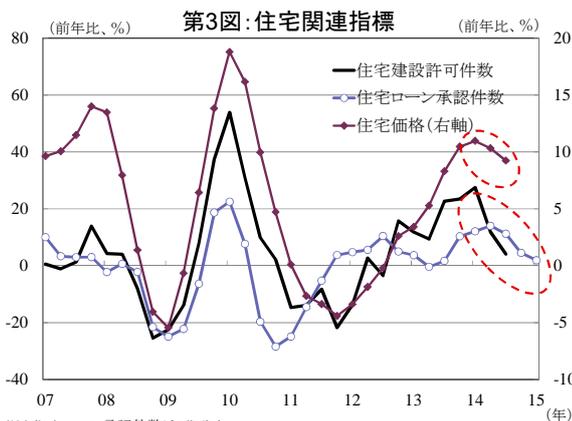
見通し →

## (1) 住宅市場

RBA は投資目的の住宅購入の増加など住宅市場の不均衡拡大を警戒

住宅建設許可件数や住宅ローン承認件数など一部の住宅関連指標にピークアウトの兆候がみられるなか（第3図）、RBA は投資目的の住宅購入の増加など住宅市場で不均衡が拡大していることを警戒している。個人向け新規銀行貸出額に占める投資用住宅ローンの割合は、今年9月時点で41.4%と上昇傾向にある。

住宅市場減速の影響が顕在化した場合の景気への波及経路を確認すると、住宅投資の減少や住宅関連消費の抑制、金融市場の不安定化リスクなどが考えられる。これらの波及経路に関連する主な指標をみると、名目GDPに占める住宅投資の割合や消費に占める家財の割合、住宅ローン残高（名目GDP比）などは日米と比べ高い（第2表）。中銀は、住宅市場の過熱や不均衡に起因するリスクは、貸し手である銀行よりも借り手である家計にかかる逆資産効果の方が大きいとみており、注視が必要である。



第2表：住宅市場に関する指標（日米中比較）

	豪州	米国	日本	中国
名目GDPに占める住宅投資の割合	4.8%	3.1%	2.9% (2012年)	6.4%
個人消費に占める家具の割合	16.7%	4.2% (2012年)	3.5%	6.7%
住宅資産残高 (名目GDP比)	115.5%	115.5%	216% (2012年)	72.8% (試算値)
住宅ローン残高 (名目GDP比)	85.8%	51.7% (ホームエクイティローンは含まず)	37.5% (2012年)	17.2% (銀行取扱い分のみ)

(注1) 豪州の『個人消費に占める家具の割合』は、小売売上占める家財品店の割合。

(注2) データは特記ない限り2013年。

(資料) 各国統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

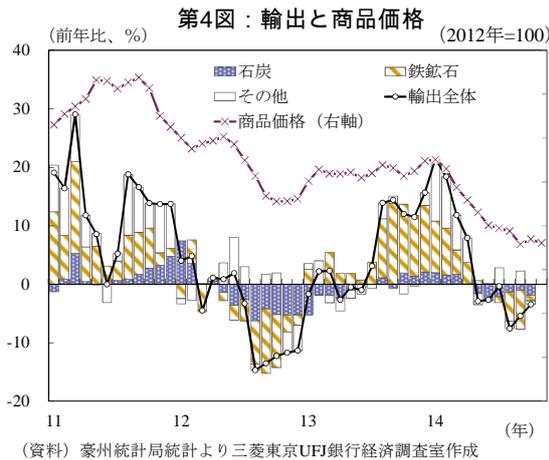
## (2) 輸出と設備投資動向

資源価格の下落を受け、輸出は5月以降前年割れが続く

輸出は鉄鉱石や石炭など資源価格の下落を背景に、5月以降、前年割れの状況にある（第4図）。とりわけ鉄鉱石価格は、豪州からの供給増と中国を中心とした新興国の需要減による供給過剰感の高まりを受け、年初来約40%下落している。今後も主力輸出先の中国では成長減速が続く見込みであることから、供給過剰が続く虞が強く、価格の大幅な上昇は見込みにくい。名目GDPに占める鉱業の割合は約1割に止まるものの、輸出額に占める鉱業の割合は7割強（内、鉄鉱石約4割、原料炭1割）に上り、資源輸出の拡大を狙う豪州経済にとっては向かい風が吹いている。

設備投資は鉱業部門、非鉱業部門共に低迷が続く見込み

こうした資源価格の下落を受け、企業は鉱業部門の設備投資を一段と抑制するとみられる。また、非鉱業部門も企業収益が頭打ちとなるなか、設備稼働率も長期平均を下回っており、設備投資は当面、低迷が続くとみる（第5図）。



## 3. 物価と金融政策

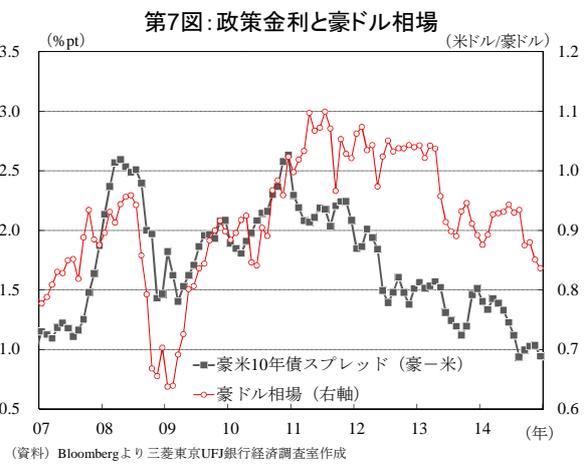
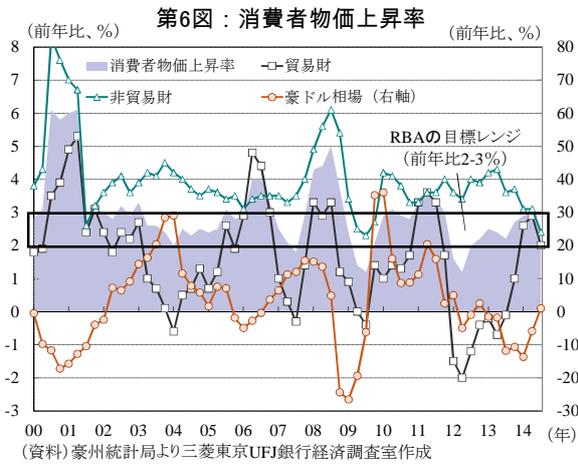
インフレ率は賃金の伸び悩みや炭素税廃止を受けて大幅に低下

7-9月期の消費者物価上昇率は前年比+2.3%と前期（同+3.0%）から大幅に低下した（第6図）。賃金の伸び悩みに加え、7月の炭素税廃止がインフレ率を押し下げたことで、RBAの目標レンジ（前年比+2~3%）内に収まった。企業収益が伸び悩むなか、雇用の改善にはしばらく時間を要するとみられるため、賃金の伸びは今後も低調に止まる見込みである。需要面からの物価上昇圧力は弱く、豪ドルが現行水準で推移した場合でも、物価は目標レンジ内で推移するとみられる。

RBAは12月も政策金利を据え置くも、市場では利下げ観測が台頭

RBAは12月も政策金利を過去最低の2.5%に据え置いたが、景気減速を受け、市場では利下げ観測が台頭している。豪ドル相場は、RBAが景気浮揚のためには一段の豪ドル安を望む姿勢を強めており、米国が金融出口戦略を進めるなか、米国との金利差（10年債）は縮小が続く公算が大

きく（第7図）、豪ドルの下落圧力は続くと考えられる。



(大幸 雅代)

## VI. 中南米

### ～2015 年も低成長の見通し、ブラジルは低迷、アルゼンチンは深刻な不況が続く～

#### 1. 中南米経済の概況

中南米主要 7 カ国の 2014 年の実質 GDP 成長率は、前年比+0.8%へ減速

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、近年の一次産品価格の下落もあり総じて低迷しており、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.8%に止まる見込みである（第 1 表）。

もともと、景気の状態は金融・財政の政策余地などにより異なっている。景気が比較的底堅さを維持しているのは、メキシコ、チリ、ペルーなどの太平洋同盟諸国である。メキシコでは、景気回復が続く米国向け輸出が下支えとなっている。また、インフレ率が低く、財政が比較的健全なチリやコロンビアでは、金融・財政政策が景気を下支えしている。チリでは利下げ（2013 年 10 月以降累計 200bps）に加え、今年 9 月には緊急経済対策（5 億ドル相当）を発表したほか、2015 年予算では歳出拡大（前年比+9.8%）を打ち出した。また、産油国であるコロンビアは、インフラ投資の拡大により高めの成長率が続いている。これらの国では 2015 年にかけても、金融・財政政策に支えられ緩やかな回復が見込まれる。

メキシコなど太平洋同盟諸国が中南米経済を支える一方、アルゼンチン、ベネズエラは深刻な不況が続く

一方、ブラジルは、インフレ加速に伴い金融引き締めを余儀なくされており、2015 年にかけても景気低迷が続く見込みである。また、アルゼンチンやベネズエラでは物価高騰で深刻な不況に見舞われており（第 2 図）、2014 年、2015 年と 2 年連続でマイナス成長に陥る公算が大きい。

こうした状況を踏まえると、2015 年の中南米主要 7 カ国の実質 GDP 成長率は、太平洋同盟諸国の下支えにより底割れは回避するものの、前年比+1.5%と低い伸びに止まるだろう（第 1 図）。

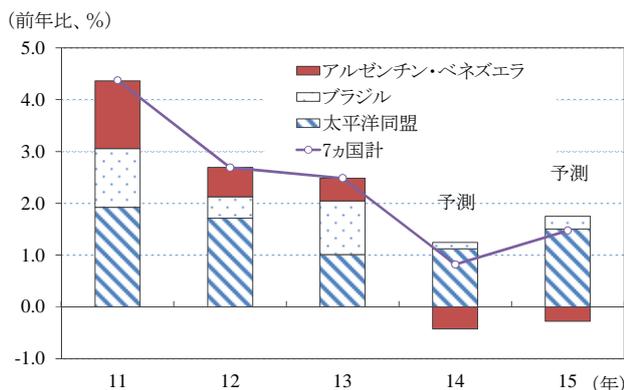
第1表 中南米経済の見通し

	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	0.3	0.6	6.2	6.4	6.2	▲ 811	▲ 800	▲ 730
メキシコ	1.1	2.2	3.5	3.8	3.9	3.5	▲ 263	▲ 250	▲ 280
アルゼンチン	2.9	▲ 1.6	▲ 2.0	10.6	30.0	35.0	▲ 48	▲ 60	▲ 85
中南米全体(注)	2.5	0.8	1.5	8.1	12.8	13.1	▲ 1,343	▲ 1,300	▲ 1,290

(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2013年ドル建て名目GDPによる。

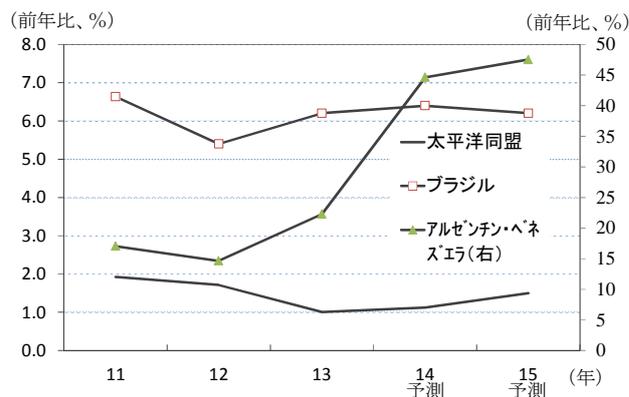
7カ国とは、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

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:中南米諸国の消費者物価上昇率



(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

## 2. ブラジル

### (1) 景気の現状

7-9 月期の実質 GDP 成長率はかろうじてプラス

7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%となり、3 四半期ぶりのプラス成長となった(第3図)。政府消費(同+1.3%)、固定資本形成(同+1.3%)が成長率に対しプラスに寄与した一方、GDP の 6 割強を占める個人消費は同▲0.3%と再びマイナスとなった(第4図)。固定資本形成の回復は朗報だが、過去 1 年間で金額ベースで 11%減少したことを考えると、まだ小反発の域を出ていないといえる。

また、財政赤字が膨らんでおり、今後には財政引き締めを求められる公算が大きく、ここも景気回復の重石になると考えられる。

第3図:実質GDP



(資料) Thomson Reuters Datastream

第4図:主な需要項目の動き



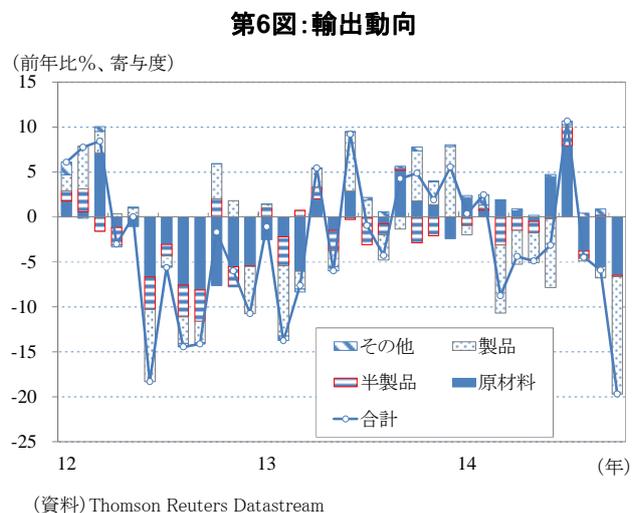
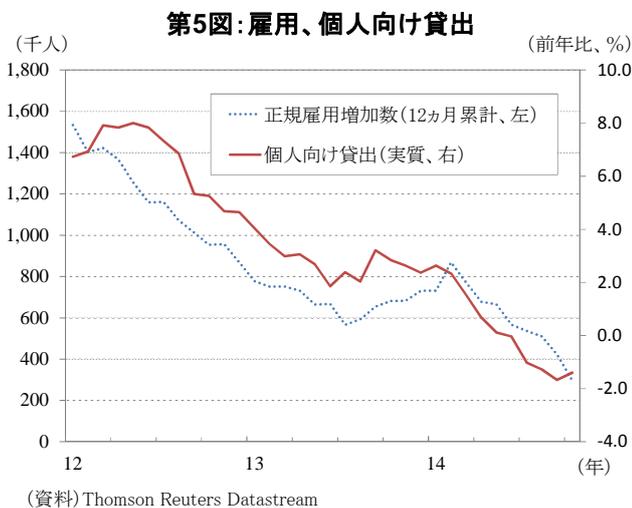
(資料) Thomson Reuters Datastream

## 雇用の悪化に加え、個人向け貸出も鈍化

消費低迷の背景には雇用の増加ペースが鈍化していることに加え、近年消費を支えてきた個人向け貸出が急速に鈍化し、実質ベースでは前年割れになっていることも挙げられる。金利上昇による資金需要の減退に加え、景気悪化に伴う不良資産比率上昇を受け、銀行が貸出に慎重になっていると考えられる（第5図）。

## 資源輸出の不振に加え、アルゼンチン向け製品輸出も悪化

外需も不振が続いている。資源需要の減退に加え、工業品輸出も大幅に減速し、10月の輸出は前年比▲19.7%と急減した。輸出の不振は景気低迷が深刻化しているアルゼンチンの影響が大きい。アルゼンチン向け製品輸出は1-10月累計で前年比約3割減、乗用車は同約4割減と大幅に落ち込んだ。輸出の大幅減速を受け、1-10月累計の貿易収支は▲19億ドルの赤字を計上した。



## (2) 顕在化する問題～インフレ高止まりと財政収支の悪化

### インフレ率は中銀の目標レンジを超える水準が続く

消費者物価上昇率はジリジリと上昇してきており、10月には前年比+6.6%と、6月以降、中央銀行の目標レンジ(4.5%±2.0%)を超えている(第7図)。景気減速下にも関わらずインフレが高進する理由は、レアル安による輸入物価の上昇や、名目成長率に連動した最低賃金引き上げ制度による持続的な賃金上昇などが挙げられよう。

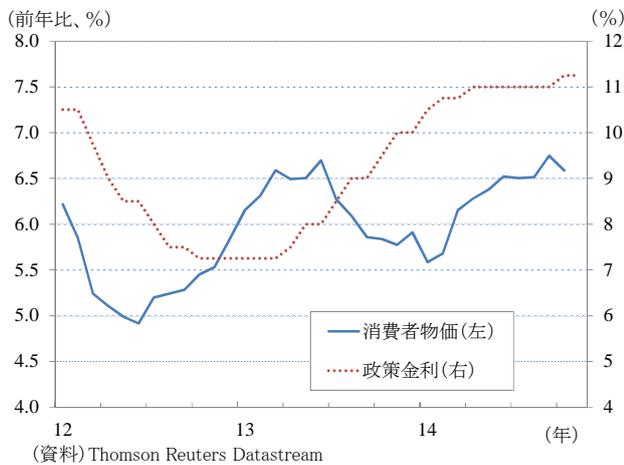
レアル安は足元で一段と進行しており、11月半ばには一時、1ドル=2.6レアル台まで下落した。これは、前回(8月)インフレレポートの想定(1ドル=2.25レアル)を約15%下回っており、この水準が続いた場合、2015年末にかけてもインフレ率が中央銀行の目標レンジを上回る状態が持続する虞が高まっている。

**インフレ圧力の高まりを受け、中銀は大統領選挙直後に利上げを再開**

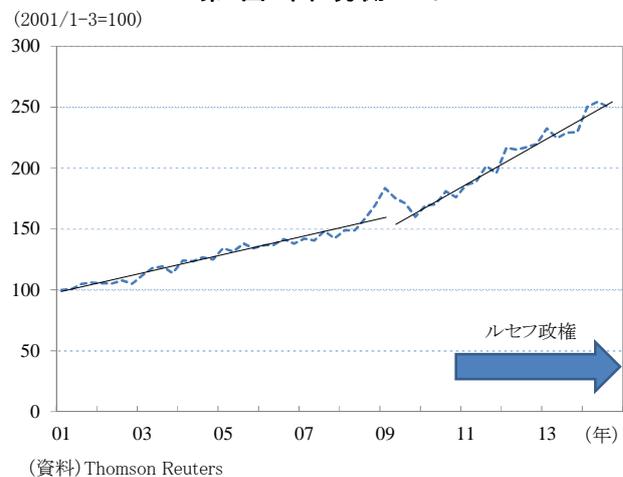
中央銀行は今年4月以降、政策金利を据え置いてきたが、インフレ圧力が再び高まったことを受け、大統領選挙直後の10月に利上げを再開。12月にも追加利上げを行い、政策金利を2度にわたり累計0.75%ポイント引き上げ11.75%とした。

利上げにより中央銀行としてインフレ阻止の姿勢を鮮明にしたわけだが、インフレの背景には高コスト体質がある。単位労働コストの推移をみると、2011年のルセフ政権誕生以降、上昇率が加速しており（第8図）、ブラジル製造業の競争力は一段と低下しているとみられる。かねてから高コスト体質是正の必要性が叫ばれてきたが、状況はむしろ悪化しているといえる。

**第7図：消費者物価、政策金利**



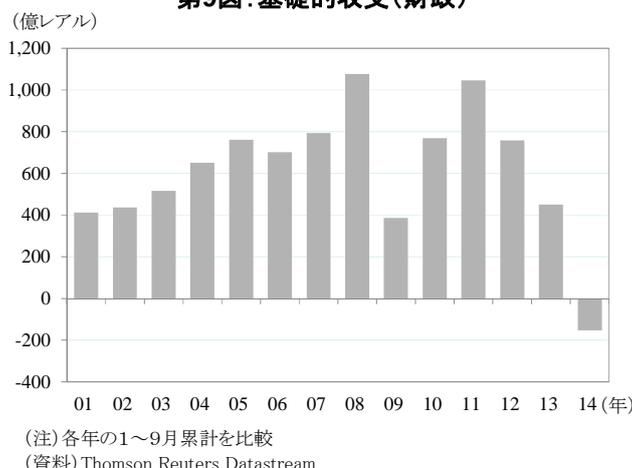
**第8図：単位労働コスト**



**基礎的財政収支が赤字へ転落、財政再建は「待ったなし」の状況**

インフレに続き顕在化している問題は財政収支の悪化である。景気減速による税収減と社会保障費などの負担増により、1-9月累計の基礎的財政収支（プライマリーバランス）は153億レアルの赤字となった。基礎的財政収支は、リーマン・ショック時でも黒字を確保しており、赤字に陥るのは1994年のリアルプラン導入以来初めてのことである。政府は2014年の基礎的財政収支の目標をGDP比1.9%の黒字としていたが、達成は極めて困難な状況にある（第9図）。基礎的財政収支の赤字化は、借り入れコストの上昇を招き、財政赤字を更に拡大させる可能性がある。2015年予算で有効な緊縮策が盛り込まれない場合、ブラジル国債は格下げにより投資不適格となる虞があり、財政再建は「待ったなし」の状況であるといえる。

第9図:基礎的収支(財政)



### (3) 見通し

10月に実施された大統領選挙は決選投票の末、現職のルセフ大統領が再選された。与党労働者党(PT)にとっては4期連続での大統領選勝利であるが、今回は3.28ポイント差という僅差での勝利となり、PTの得票率は徐々に低下している(第2表)。

第2表:2002年以降の大統領選挙(決選投票)の結果

	労働者党			対立候補		
	得票数	得票率	過半数獲得州	得票数	得票率	過半数獲得州
2002年 勝者	5279万票	61.27%	25州+連邦区	3338万票	38.72%	1州
			ルーラ			
2006年 勝者	5830万票	60.83%	19州+連邦区	3754万票	39.19%	7州
			ルーラ			
2010年 勝者	5575万票	56.05%	15州+連邦区	4371万票	43.95%	11州
			ルセフ			
2014年 勝者	5450万票	51.64%	15州	5104万票	48.36%	11州+連邦区
			ルセフ			

(資料)新聞報道等

ルセフ政権は財政再建に取り組むも、景気に配慮し慎重な緊縮策を探る公算

僅差での勝利に止まったルセフ大統領は、経済構造改革や競争力強化を訴えたネベス候補の政策をある程度取り込まざるを得ないとの見方が浮上している。実際、政府は低所得者保護のためガソリン価格を市場価格に比べ低く抑えるよう国営石油会社を「指導」してきたが、大統領選挙後、3%程度の値上げを容認しており、若干の路線修正がみられる。

もっとも、喫緊の課題である財政再建は国民に大きな痛みを強いることから、ルセフ大統領が本格的な改革に踏み込むことは期待しがたい。一段の債務拡大を抑制するためには、名目GDP比2~2.5%の基礎的財政収支の黒字を確保することが必要である。換言すれば、年間1,000億リアル規模の歳出削減/増税が求められるが、実際に同規模の歳出削減/増税を実行した場合、景気の大幅な減速は不可避である。ルセフ政権は財政悪化による格下げを回避するため努力をするとみられるが、景気に配慮し慎重な

緊縮策を探ることになるだろう。

## 2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.6%と低成長に止まる見込み

外需の持ち直しペースが緩やかに止まることが見込まれるなか、2015年の実質 GDP 成長率は前年比+0.6%と2014年（同+0.3%）に続き、低成長に止まろう。また、賃金と輸入インフレの圧力は根強く、2015年の消費者物価上昇率は前年比+6.2%と2014年（同+6.4%）に続き6%台での高止まりが続くとみる。

## 干ばつによる停電リスクに注意

なお、リスク要因として干ばつが挙げられる。ブラジルは今年、50年に一度ともいわれる干ばつに見舞われ、貯水量が減少している。水力発電への依存度が高いブラジルでは、2001年の干ばつで大規模な停電が発生した。火力発電所は当時より増加しているが、真夏を迎える来年1-3月期には停電による生産への影響にも注意が必要になろう。

## 3. アルゼンチン

### (1) 景気の現状

#### 景気はテクニカルデフォルトの影響もあり一段と悪化

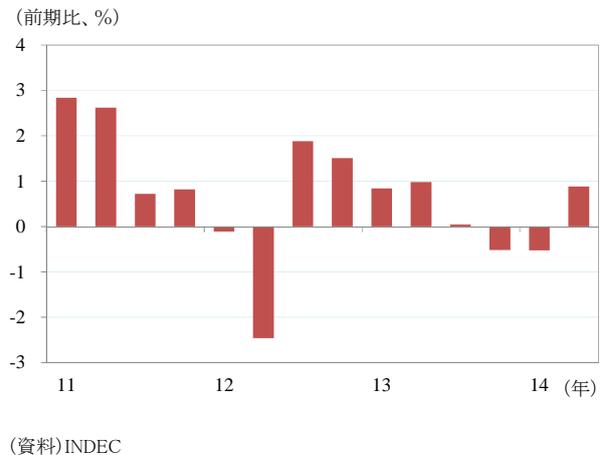
アルゼンチン経済は今年7月に発生したテクニカルデフォルトの影響もあり、一段と悪化している。外貨の調達が一層困難になったことで、生産に必要な中間財や資本財の輸入が減少し、生産に悪影響が広がっている。7-9月期の鉱工業生産は、ラテンアメリカ経済研究財団（FIEL）発表の統計によると前期比▲1.4%となった。なお、政府統計では同▲0.2%に止まっているが、実態の悪さが過小評価されているとの見方が多い（第10図）。

また、4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.9%（1-3月期：同▲0.5%）となったが（第11図）、他の関連統計とのかい離が大きく、民間調査機関は同▲0.4~▲0.8%のマイナス成長と推計している。

第10図：鉱工業生産



第11図：実質GDP成長率

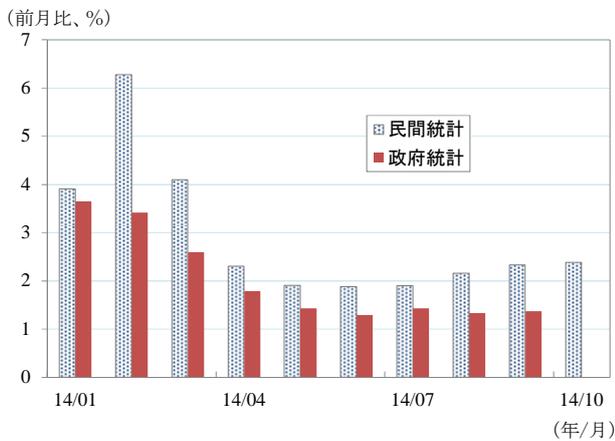


## 実態ベースの消費者物価上昇率は前年比40%前後

政府統計の信憑性に対する問題は、消費者物価統計でも生じている。政府は、新統計を昨年12月から公表しているが、最近では民間推計の消費者物価指数との乖離幅が拡大している（第12図）。また、ブエノスアイレス市発表の消費者物価指数など複数の消費者物価上昇率も、政府統計よりも高い伸びとなっており、民間統計の方が実態に近いとの見方が多い。

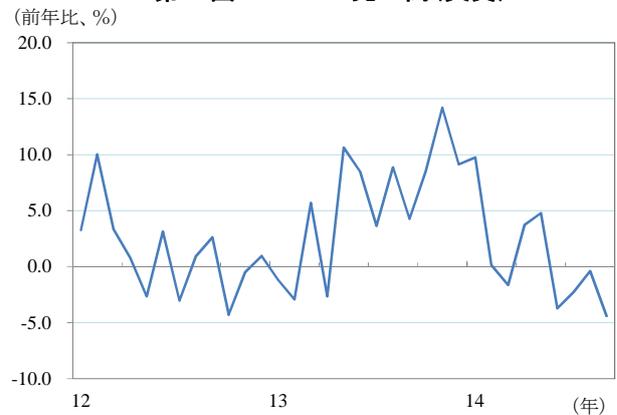
民間推計の消費者物価統計を基に実質所得を算出すると、9月は前年比▲4.8%と前年割れとなった。また、同様に実質ベースのスーパー売上高も足元で前年比マイナスになっている（第13図）。インフレに加え、実態比割高な為替レートもあり、アルゼンチンの輸出競争力は低下しているとみられる。7-9月期の輸出は前年比▲11.0%と大幅に減速した。

第12図: 消費者物価の比較



(資料) Thomson Reuters Datastream, State Street

第13図: スーパー売上高(実質)

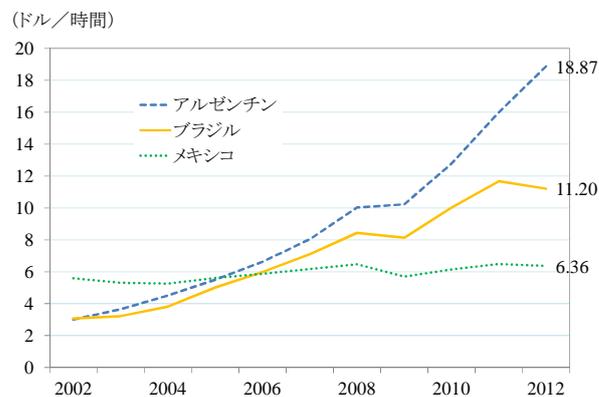


(注) State streetデータで実質化。

(資料) Thomson Reuters Datastream, State street

持続的なインフレにより労働コストは大幅に上昇している。製造業の時間当たりの労働コストは2012年時点で18.87ドルとブラジルの1.7倍、メキシコの3.0倍に達している（第14図）。足元でブラジルやメキシコとのインフレ率格差は拡大しており、アルゼンチンの競争力は一段と低下しているとみられる。

第14図: ラ米3カ国の製造業労働コスト



(注) 製造業の時給平均。ベネフィットや社会保障を含む。

(資料) US Department of Labor, BLS

政府は財輸入5ヵ月分を下回っている外貨準備高(9月：約287億ドル)を維持するため、外貨管理を一層強化した。この結果、輸入手続きに時間を要するようになったことも影響し、7-9月期の輸入は前年比▲14.9%と大幅に減少した。

**政府は経済統制を一層強化、民間企業への直接介入を開始**

こうした状況に対応すべく政府は、9月に新たな「供給法」を国会に提出し、下院は130対105で可決した。本法により政府は民間企業の生産量や価格、マージンを設定し、正当と認められない利益には罰金を科すことが可能になった。経済統制下では、企業活動の自由が失われ、滞貨や闇取引、資本逃避に拍車をかけることは歴史が示している。こうした状況が続けば、アルゼンチン経済は旧社会主義国で見られたような長期停滞に陥る虞もある。

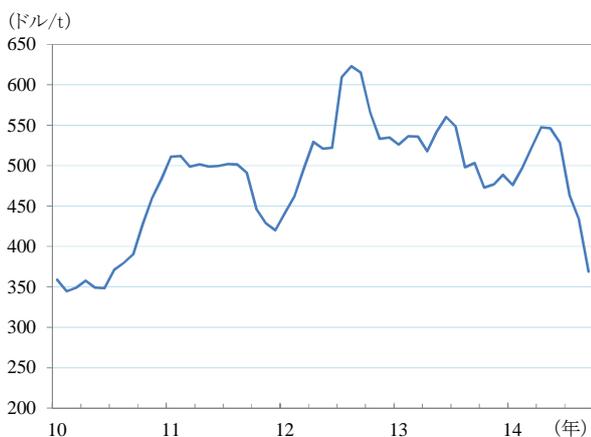
**(2) 見通し**

**経済統制に加え、主力輸出品の大豆価格の下落により、経済は厳しい状況が続く見込み**

経済統制の強化に加え、輸出の約4分の1を占める大豆価格の下落もあり、アルゼンチン経済は厳しい状況が続く見込みである。大豆価格は、北米の豊作により、直近価格(期近先物価格)は370ドル/トンと2010年7月以来の安値水準にあり、昨秋と比べ約3割下落している(第15図)。大豆は1割程度の増産が見込まれるが、価格下落の影響を補うことは難しいとみられる。

外貨獲得の主力手段である大豆輸出が減少するなか、2015年の対外債務の元本支払い予定額は約130億ドルと足元の外貨準備高の45%相当に達し、外貨繰りが厳しくなっている。金融市場では、実態比割高な公式レートを維持することが困難になり、通貨急落リスクを指摘する声もある(第16図)。

**第15図:大豆価格**



(資料) Thomson Reuter Datastream

**第16図:対ドルレート**



(資料) Thomson Reuters Datastream

## 2年連続でマイナス成長へ

政府による経済統制強化により、現政権下で、海外からの資本流入加速を期待することは困難である。2015年10月に実施予定の大統領選挙までは現行の政策が続くとみられ、経済が好転するシナリオを描くことは難しい。2014年の実質GDP成長率は前年比▲1.6%、2015年は同▲2.0%と2年連続でマイナス成長を予想する。消費者物価上昇率は、2014年は前年比+30%、2015年は同+35%と高い状態が続くとみられる。

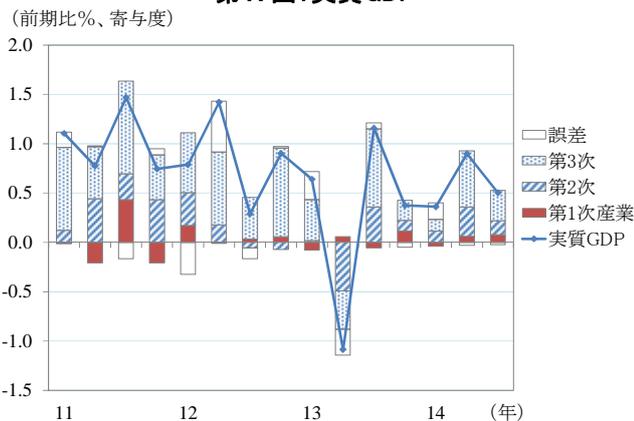
## 4. メキシコ

### (1) 景気の現状

7-9月期の実質GDP成長率は堅調維持、製造業が下支え

メキシコ経済は緩やかな回復が続いている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と4-6月期(同+0.9%)から鈍化したものの、比較的堅調を維持した(第17図)。産業別にみると、製造業を中心とした第2次産業が底堅く推移している。製造業の景況感は足元で大幅な改善が持続(第18図)、また、製造業生産は対米輸出に支えられ高い伸びを維持している。

第17図:実質GDP



(資料) Thomson Reuters Datastream

第18図:IMEF景況感指数



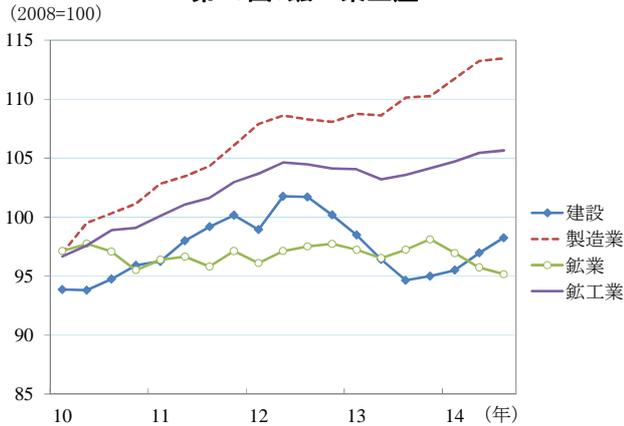
(資料) Thomson Reuters Datastream

米国向け輸出が堅調な製造業に加え、公共事業の増加を受け建設業も好調

製造業に加え、公共事業の増加を受け建設業も好調である(第19図)。1-9月期の公共事業発注額は前年比+33.7%と前年同期の同+2.8%から大幅に加速した。製造業と建設業の堅調を背景に雇用者数が増加、消費者マインドも改善している(第20図)。今後は、所得拡大を通じて消費増加が見込まれる。

一方、設備投資はやや足踏みし、7-8月期は前期比+0.1%に止まった。もっとも、海外の自動車関連企業の当地への進出や裾野産業の拡大が見込まれること、2015年は外資企業へ開放された石油セクターの投資増加が期待できることから、設備投資は堅調が続く見込みである。

第19図: 鉱工業生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

第20図: 消費者マインド、雇用



(資料) Thomson Reuters Datastream

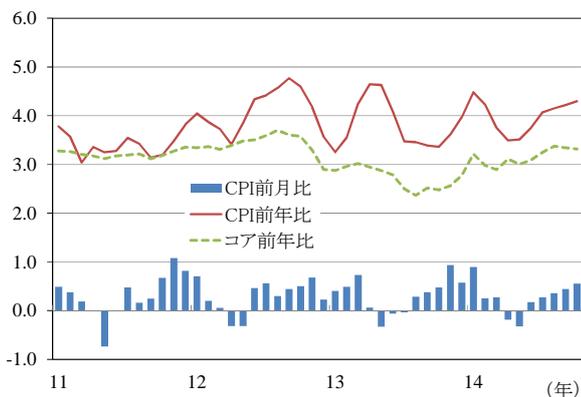
インフレ率はじり高が続くも、コア物価は3%台前半で安定

消費者物価上昇率は生鮮品の上昇を受けじり高となっている。10月は前年比+4.3%と、中央銀行の目標レンジ(2~4%)を4ヵ月連続で上回った(第21図)。もっとも、コア物価は同+3%台前半で安定。生鮮品の上昇ペースも10月後半以降は若干低下してきており、物価はピークは越えた可能性がある。

2015年はガソリン価格の下落などで物価は安定

2015年は、ガソリン価格の下落や電話料金の引き下げなど物価抑制要因があること、景気は回復基調にあるとはいえ、潜在成長率を下回っており、需要拡大がインフレを惹起する段階ではなく、物価は安定が見込まれる。こうした状況下、中央銀行は中立スタンスを維持するとみられる。

第21図: 消費者物価上昇率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第22図: メキシコの金融・為替環境



(資料) Thomson Reuters Datastream

## (2) 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

メキシコは米国向け製品輸出の比率が高く、資源価格下落の影響は比較的小さいと考えられる。メキシコ経済は、米国経済の回復持続に伴う輸出増加と公共事業の拡大に支えられ、2015年にかけて成長率は徐々に加速していこう。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22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えるだろう。こうした環境下、2015年の実質GDP成長率は前年比+3.5%と2014年の同+2.2%から加速が見込まれる。

政府への抗議行動が激化、観光への影響も懸念

メキシコ経済は、今年8月にエネルギー改革法案が成立したこと受け、政府が長年独占してきた石油・ガス産業の民間企業（含む外資）への開放が進むことで、中期的な成長が期待できる。一方、短期的には治安問題が景気に影を落とす懸念がある。9月に43名の大学生が麻薬組織に殺害された事件に現職の警察官や市長も関与していた疑いが浮上し、大きな社会問題となっている。抗議行動が活発化、事件が発生したゲレロ州では州議会が放火され、観光への影響も出始めている。

混乱が長期化した場合、構造改革の遅延につながる虞

既に、ビデガライ財務大臣は、国内経済に一定の悪影響を及ぼす可能性があることを認めているが、混乱が長期化した場合、政府が推進している構造改革の遅延につながる可能性がある。また、メキシコに対するイメージの悪化により、海外からの投資が敬遠される虞もあり、今後の動向には注意が必要だろう。

(国際通貨研究所 森川 央)

## Ⅶ. ロシア・中東欧

～ロシアは原油安を受け景気後退へ、中東欧はユーロ圏経済減速を受け成長ペースは鈍化～

### 1. ロシア・中東欧経済の概況

原油価格の下落を受け、一段と厳しさを増すロシア経済

ロシア経済は、今年初以降、ウクライナ情勢の緊迫化に伴う資本流出により、投資を中心に減速傾向にあったが、7月末の欧米による経済制裁強化に加え、足元の原油価格の大幅下落を受け、一段と厳しくなっている。一方、中東欧経済は、中国及びロシア経済減速の影響がドイツにも及ぶなか、景気回復の勢いに陰りがみられる。

資源エネルギー価格の下落を受け、2015年のロシア経済はマイナス成長へ

先行きを展望すると、ロシア経済は、経済制裁の影響が続くことが見込まれることに加え、成長の源泉である原油や天然ガスなど資源エネルギー価格の下落を受け、2015年はマイナス成長を余儀なくされよう。資源エネルギー部門は、輸出の約7割弱、中央政府歳入の半分近くを占めており、資源エネルギー価格下落の影響は大きい。

中東欧経済は、ユーロ圏経済減速の影響で成長ペースは鈍化

一方、中東欧経済は、比較的堅調な内需が下支えするものの、主力輸出先であるユーロ圏経済減速を受け、成長ペースは鈍化が見込まれる。ポーランドとチェコは、良好な雇用環境を背景に消費が底堅さを維持すること、健全な財政状況を背景に財政面での支援が期待できることが下支え要因として期待される。一方、ハンガリーは、財政支出抑制策への転換により、当面のけん引役は個人消費に限定され、景気は減速する見込みである。

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	2,097	1.3	0.3	▲1.1	6.8	7.5	8.7	341	586	468
ポーランド	518	1.7	3.0	3.2	0.9	0.0	1.1	▲70	▲45	▲110
チェコ	198	▲0.7	2.5	2.6	1.4	0.5	1.8	▲29	▲4	▲11
ハンガリー	132	1.1	3.1	2.3	1.7	▲0.1	2.0	39	38	26
ロシア・中東欧	2,945	1.2	1.0	0.0	5.2	5.4	6.6	282	575	373

## 2. 主要国の動向

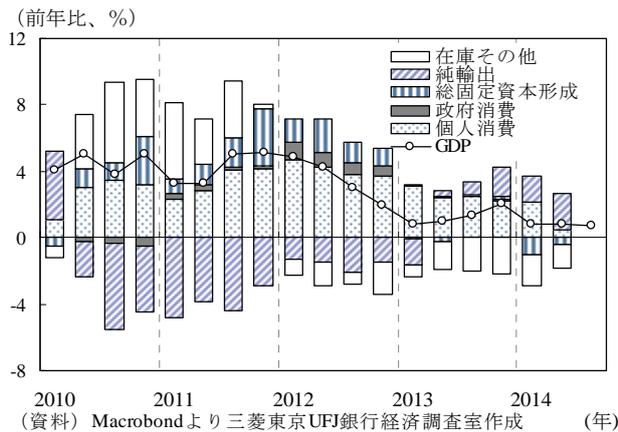
### (1) ロシア

#### ①景気の現状

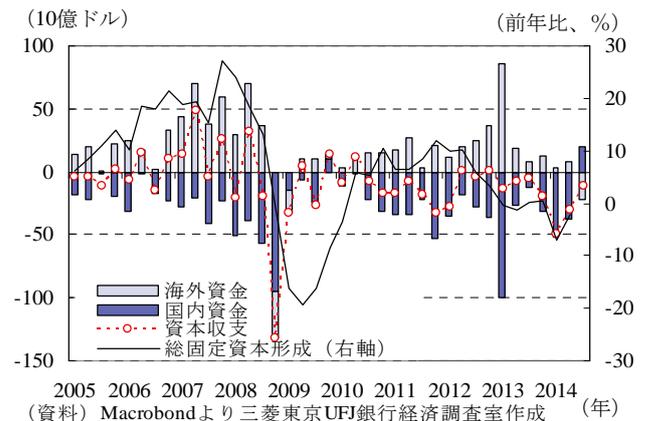
経済制裁強化に伴い景気減速が加速

ロシア経済は減速感が強まっている。7-9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前年比+0.7%と今年に入り 3 四半期連続で同+1%未満の成長に止まっている（第 1 図）。今年初以降、ウクライナ情勢の緊迫化に伴う資本流出により、投資及び個人消費は既に減速傾向にあったが、7 月末の欧米の経済制裁強化を受けて、資本流出が一段と加速し（第 2 図）、景気減速がより鮮明になった。1-9 月期のネット資本流出額は 852 億ドル（名目 GDP 比 4%程度）に上った。経済制裁により国際資本市場へのアクセスが制限されたことで、国内での資金調達コストが上昇。更に景気の先行き不透明感が強まったことで、設備投資が減速した。また、通貨安に伴うインフレ高進を受け実質賃金が低下し、個人消費も低迷している。

第 1 図:ロシアの実質 GDP 成長率



第 2 図:ロシアの民間対外資本フローと国内投資



ルーブルは史上最安値を更新

10 月以降、原油価格が大幅に下落しており、足元の景気は一段と厳しい状況にあるとみられる。かかる状況下、ルーブル相場は、史上最安値の更新が続き、11 月 10 日に中銀は変動相場制を導入した。その後も、下落傾向が続き、12 月 2 日には 1 ドル=54 ルーブル台まで下落した(第 3 図)。

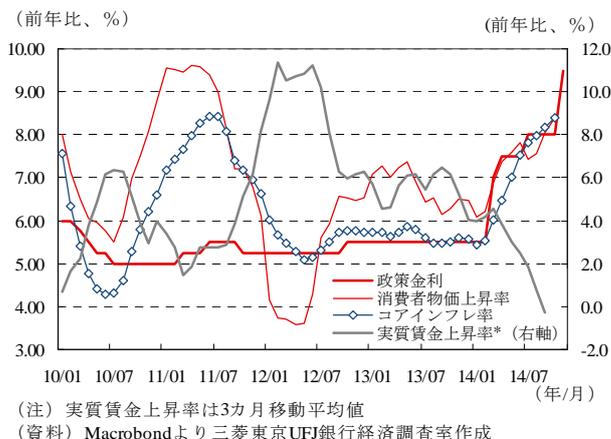
ルーブル安に食品輸入禁止の影響が加わり、インフレが高進

ルーブルの大幅下落に伴う輸入価格の上昇に加え、8 月初旬に導入された欧州からの食品輸入禁止措置に伴いインフレが高進、10 月の消費者物価上昇率は前年比+8.3%に達した。中銀はインフレを抑制すべく、10 月 31 日に政策金利 (1 週間物入札レポ金利) を 1.5%ポイント引き上げ 9.5%とした (第 4 図)。

第3図: ロシアの為替相場と原油価格の推移



第4図: ロシアの政策金利とインフレ率の推移



## ②見通し

原油価格の下落で、  
2015年はマイナス  
成長に

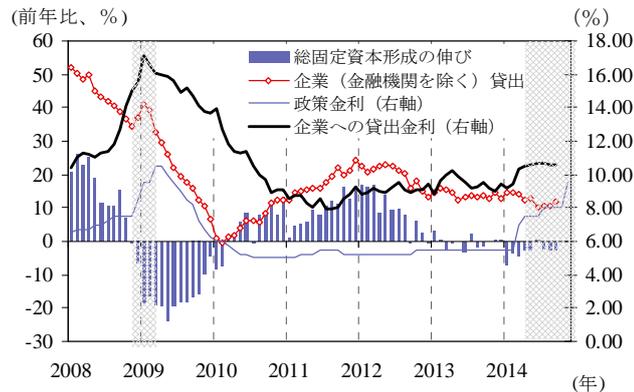
先行きを展望すると、ロシア経済は経済制裁の影響に加え、原油価格の下落を受け、2015年にかけて景気は一段と減速すると見込まれる。2015年は6年ぶりのマイナス成長を余儀なくされよう。

ロシア経済は、資源エネルギー部門に依存した経済構造である。輸出全体の約7割を占める資源エネルギー輸出の拡大に加え、原油価格に連動した課税制度は政府歳入の増加をもたらし、これが年金支給額の引き上げや国営企業への補助金という形で家計部門にも分配され、経済成長につながった。足元での原油価格の大幅下落により、こうしたメカニズムが崩れつつある。

金融引き締めは、投  
資を更に押し下げ

ロシア経済にとって喫緊の課題は、通貨下落とインフレ高進の悪循環を阻止することであるが、そのために中銀は、当面、金融引き締め姿勢を維持せざるを得ないであろう。年初5.5%であった政策金利は累計4%ポイント引き上げられたが、これは資本流出が加速したグローバル金融危機時の引き上げ幅に匹敵する。金融引き締めを受け、民間向け貸出の伸び率は急減速、総固定資本形成も大幅に落ち込んだ(第5図)。今次局面は、投資は利上げ以前から低迷しており、金融引き締めにより2015年にかけて投資は一段と減速すると見込まれる。また、インフレに伴う実質所得の下落により、個人消費も低迷が続く公算が大きい。

第5図：民間向け貸出金利と投資の推移



(資料)Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

原油安で財政余力は低下

景気が減速するなかで、下支え役として期待できるのは財政支出であるが、足元の原油（ウラル）価格は、政府の9月時点の想定（1バレル=100ドル）を大幅に下回っており、歳入不足に陥る公算が大きい。政府は、歳入が計画比不足した場合でも、2015年は予算案通り支出すると表明している。不足分については5,000億ルーブル（120億ドル相当、準備基金の約14%）までは準備基金から補填することを明らかにしているが、原油価格が一段と下落した場合、歳入不足幅が一段と大きくなる。2014年上半期の財政収支は黒字を確保しているが（第2表）、財政基盤はグローバル金融危機前ほど強固とはいえず、また、経済制裁下で、国際資本市場での資金調達が困難になるなか、調達余力は乏しくなっているといえる。

以上を踏まえると、2014年の実質GDP成長率は前年比+0.3%と辛うじてプラス成長を維持するものの、2015年は同▲1.1%とマイナス成長を余儀なくされるとみる（注1）。

（注1）ロシア中銀は、原油（ウラル）価格（平均値）が1バレル=84~86ドルで推移する場合、2015年の実質GDP成長率は同▲0.7%（経済制裁継続）と予測。また、経済開発省は、原油価格が1バレル=80ドルの前提で2015年の成長率は同▲0.8%とみている。

第2表：ロシアの財政状況

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 H1
財政収支	(対GDP比)	4.5	8.1	8.4	6.0	4.9	-6.3	-3.4	1.5	0.4	-1.3	1.7
エネルギー関連歳入を除く 財政収支(一般政府)	(対GDP比)	-	-	-2.6	-1.4	-0.9	-14.0	-11.7	-8.5	-9.9	-11.1	-
同(連邦政府)	(対GDP比)	-	-	-3.6	-2.0	-1.7	-13.0	-12.3	-9.6	-10.6	-10.6	-9.3
名目GDP成長率	(前年比、%)	28.9	26.9	24.6	23.5	24.2	-6.0	19.3	20.9	11.2	7.3	10.0
名目政府消費支出の伸び	(前年比、%)	22.1	26.2	28.4	22.9	28.0	9.6	7.5	16.5	17.7	9.7	8.5
消費者物価上昇率	(前年比、%)	10.9	12.7	9.7	9.0	14.1	11.7	6.9	8.5	5.1	6.8	7.0
ウラル原油価格	USD/バレル	34.6	50.5	61	69.7	93.9	60.9	78.3	109.7	110.8	108	106

(注) 2014年財政収支については、連邦政府のものを使用

## (2) ポーランド

### ①景気の現状

外需が鈍化するなか、内需が景気を下支え

ポーランド経済は、緩やかな回復が続いている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.9%と底堅い伸びとなった（第 6 図）。輸出はここ数年高い伸びを維持してきたロシア・ウクライナ向けや西欧向けを中心に減速、先行き不透明感から企業景況感は悪化したものの（第 7 図）、比較的良好な雇用環境を背景に個人消費が下支えした。インフレ圧力の後退を受け、中銀は 10 月に市場予想を上回る 0.5%ポイントの利下げを実施した。

### ②見通し

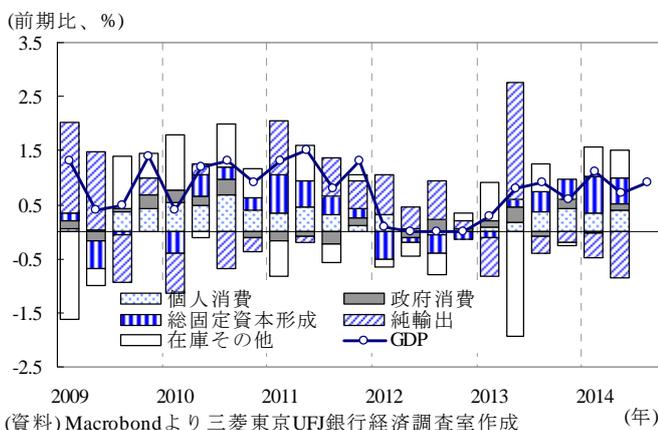
内需が下支えとなり、景気は緩やかな回復が持続

ポーランド経済は内需が下支えとなり、景気は緩やかな回復ペースを維持しよう。2015 年にかけてユーロ圏経済、ロシア経済ともに減速が見込まれ輸出環境は厳しいものの、良好な雇用環境と低インフレに支えられ、引き続き消費が景気を下支えよう。また、財政状況は、これまでの財政緊縮に加え、民間年金基金の一部国有化もあり足元で改善している。2015 年半ばに予定されている総選挙を前に、政府が景気刺激策を打ち出すことが見込まれ、消費押し上げ要因として期待できる。また、2014 年から 2020 年にかけて割り当てられる EU 基金（ポーランドへの割当額は加盟国中最大の 870 億ユーロ）を活用した道路、鉄道などのインフラ整備も、景気を下支えすることが見込まれる。

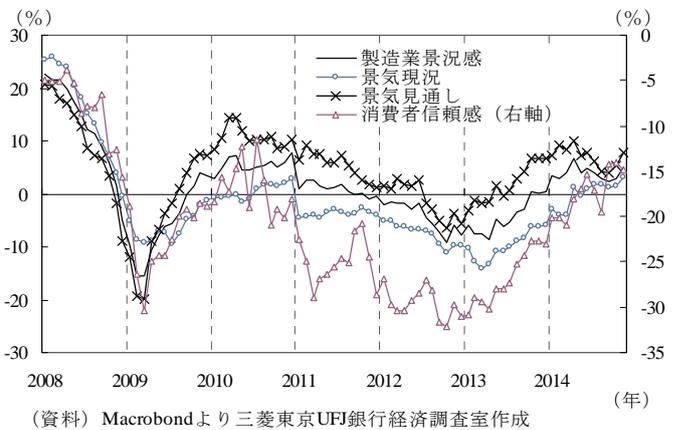
緩和的な金融環境が景気の下支えに

財政支出に加え、緩和的な金融環境も景気を支えよう。中銀は低インフレを理由に追加利下げの可能性を示唆しており、当面、金融緩和姿勢が続くことが予想される。利下げによって、家計向けの貸出金利も低下傾向を示している。良好な雇用環境を背景に家計の借入需要は伸びることが予想される。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 年には同+3.2%ともう一段加速すると予想する。

第 6 図: ポーランドの実質 GDP 成長率



第 7 図: ポーランドの企業・家計の景況感



### (3) チェコ

#### ①景気の現状

ユーロ圏の景気悪化を受け、景気回復の勢いは幾分鈍化

チェコ経済は、ユーロ圏の景気悪化を背景に景気回復の勢いは幾分弱まっている。7-9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.4%と前期の伸び率は上回ったものの、昨年10-12月期の同+1.1%をピークに減速傾向にある(第8図)。チェコ中銀は昨年11月以降、コロナ売り介入を実施し、コロナ安誘導で輸出を下支えしてきたが、輸出全体の約3分の1を占めるドイツ景気悪化の影響が生じている(第9図)。

一方、比較的良好な雇用環境を背景に消費は底堅さを維持している。家計の債務負担も低く、足元の低インフレが家計の実質賃金の増加を通じ個人消費を下支えしている。

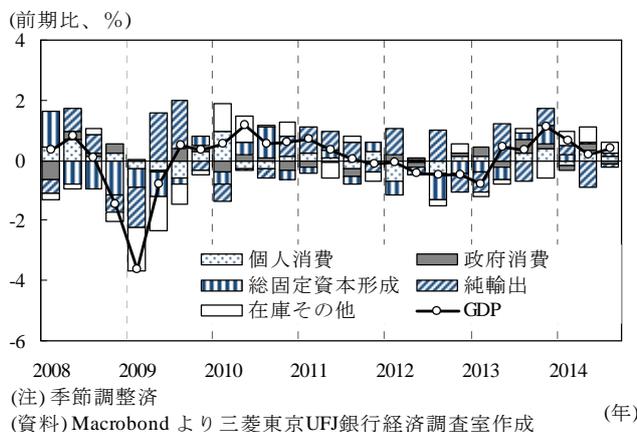
#### ②見通し

先行きを展望すると、輸出は低調な推移が見込まれるなか、堅調な雇用環境と政府の消費刺激策を受けた消費が景気を下支えしよう。2015年の実質GDP成長率は前年比+2.6%と、2014年の同+2.5%をやや上回るペースでの成長が見込まれる。

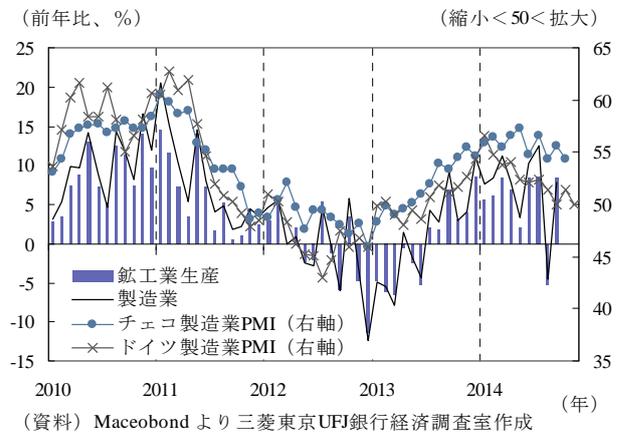
良好な雇用環境を背景にした消費が景気を下支え

個人消費については、失業率が低下基調を維持するなど良好な雇用環境にあわせて、堅調に伸びると見込まれる。また、物価の低位安定を受け、実質賃金がプラスの伸びを維持することも期待される。更に、財政緊縮の緩和も景気の下支え要因となろう。2013年の財政赤字はGDP比1.3%と5年ぶりに3%を下回った。2015年の予算案で、家計向け景気刺激策を盛り込むなど、これまでの財政緊縮姿勢を緩和させており、財政面からも景気を下支えよう。

第8図:チェコの実質GDP成長率



第9図:ドイツの景気とチェコの生産・企業景況感



#### (4) ハンガリー

##### ①景気の現状

政府支出抑制や輸出鈍化を受け、景気は減速

2014 年前半のハンガリー経済は、2007～2013 年期の EU 基金の繰越や中小企業を対象にした貸出支援策、また今年 4 月の総選挙を見据えた政策（公共料金の引き下げ、公共事業、雇用対策）に支えられ、前期比+0.9%と高い成長率を記録した。ただし、年後半に入ると、政府支出の抑制やユーロ圏向け輸出の減速を受け、7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.5%へ減速した（第 10 図）。政府は財政赤字を GDP 比 3%以内に抑制するため、7 月には 1,100 億フォリント（GDP 比 0.4%）に上る政府支出を凍結するとするなど、財政規律を重視する姿勢に転じた。一方、消費が景気を下支えした。失業率の低下や雇用者数の増加などを背景に消費者マインドは、比較的高水準を維持している（第 11 図）。

##### ②見通し

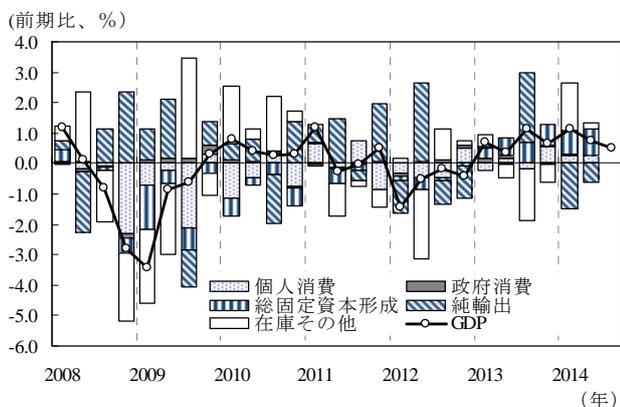
消費が景気を下支え

景気の先行きは、ユーロ圏の景気減速を受け輸出が低迷する一方、比較的安定した雇用環境を背景に消費が、景気を下支えするとみられる。消費については、家計向け外貨建てローンを巡る訴訟判決で、銀行に過去の外貨建てローン手数料の一部の返還義務が生じている。手数料の返還額は GDP 比 3%近くが見込まれており、消費の押し上げ要因となろう。

家計のバランスシート調整が景気の重石に

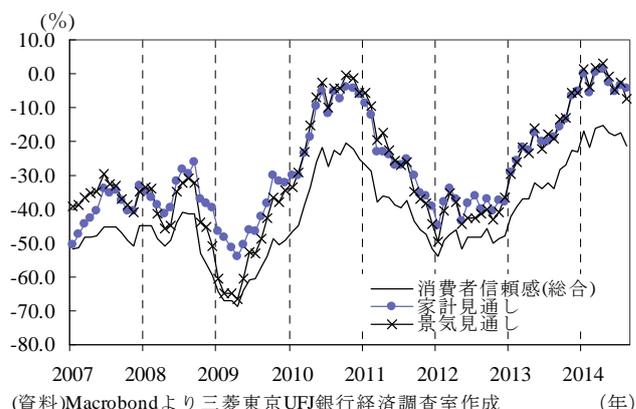
ただし、家計のバランスシート調整が引き続き景気の重石となるとみられる。ハンガリーフォリントは政府債務の大きさ（GDP 比約 77%）から下落圧力がかかりやすい傾向にあるが、家計部門は外貨建て債務比率が依然高水準にあり、為替変動に対し脆弱な構造にある。以上を踏まえ、2014 年の実質 GDP 成長率は、年前半の好調を受け前年比+3.1%まで高まるとみるが、2015 年には同+2.3%へ減速すると予想する。

第 10 図：ハンガリーの実質 GDP 成長率



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：ハンガリーの消費者信頼感



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 石原 尚子)

## VIII. 原油価格

### ～供給過剰感が払拭されず、原油価格の重しに～

#### 1. 価格動向

**OPEC 減産見送りを受けて、原油価格は急落**

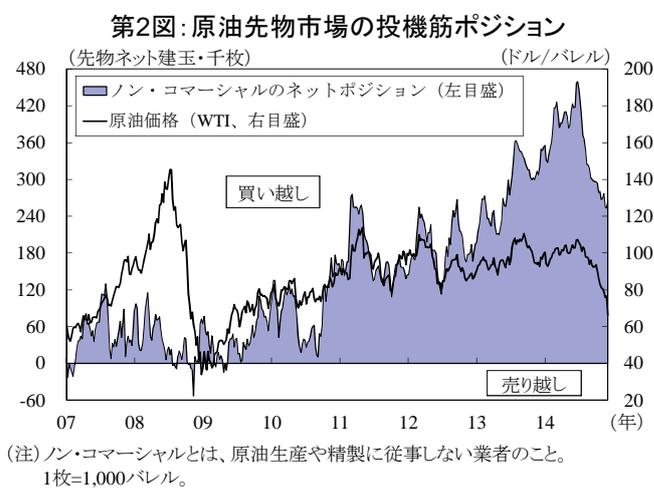
WTI（期近物）は大幅下落している（第1図）。10月に国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しや国際エネルギー機関（IEA）の原油需要見通しの下方修正、欧米の経済指標悪化等を受けて世界景気の減速懸念が急速に強まった一方、原油生産は拡大していることから供給超過が強く意識され、WTIは同月初の90.73ドルから同月末には80.54ドルと10ドル下落した。11月に入り75ドル近辺で推移していたが、27日の石油輸出国機構（OPEC）総会で減産が見送られたことを受けて、28日のWTIは66.15ドルに急落した。その後も下落が続き、12月10日のWTIは60.94ドルと5年5ヵ月振りの安値となっている。北海ブレント（期近物）も、10月初の94ドル台から、足元は64ドル台と大幅に下落している。

**投機筋の買い越し額は大幅減少**

原油先物市場における投機筋の買い越し額をみると、上半期は地政学リスクの高まりを背景に過去最高水準に積み上がっていたが、7月以降は地政学リスクの後退や需給緩和観測を背景に、大幅減少が続いている（第2図）。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



#### 2. 需要・供給動向

**供給超過が継続**

1～9月期の世界の需給バランスは、供給超過が続いている（第3図）。需要は堅調に推移した一方、OPECはリビアの生産回復、非OPECは米国の生産増加により供給が拡大したためである。

### 世界の原油需要は底堅い見込み

IEAによれば、2014年は新興国の原油需要が堅調な伸びを維持する一方、先進国は減少が見込まれ、世界全体では前年比+0.7%と2013年(同+1.3%)から低下すると予想されている。2015年については、先進国の需要が持ち直し、アジアや中東を中心に新興国の需要もやや伸びを高めるとみられ、世界全体では底堅い伸びが見込まれている。

### OPECは減産を見送り

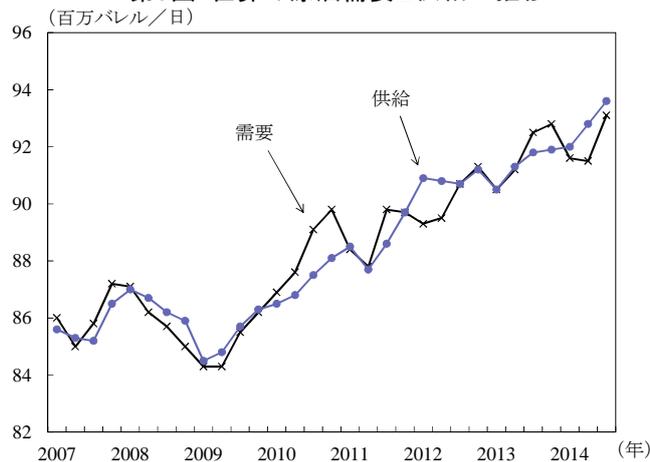
供給についてみると、11月27日のOPEC総会では生産目標(日量3,000万バレル)の据え置きが決定された。世界的な供給超過に対する懸念が高まる中、OPECは減産を見送り、市場シェア確保を優先した形となった。仮に減産しても、一方で米国のシェールオイル生産は増加傾向にあることから、価格押し上げ効果は限定的だったとみられる。

今後OPECは、リビアやイラクといった情勢不安が続く加盟国の生産動向を睨みつつ、OPEC全体としての産油量が大きく増減した場合には生産調整で対応する可能性もあろう。特にリビアの生産量は回復基調にあるが(第4図)、労働者の抗議行動や武装勢力の衝突といった情勢不安が続いており、生産に及ぼす影響を注視する必要がある。

### 非OPECの生産拡大が続く見込み

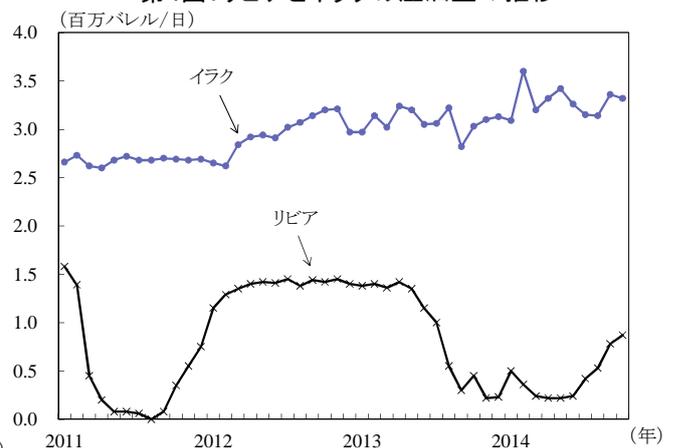
非OPECでは、米国のシェールオイルの生産拡大が続いている。原油安が続けばシェールオイルの開発投資が抑制され、生産拡大ペースが鈍化するおそれがあるが、当面の拡大基調は不変とみられる。2015年にかけても米国、カナダ、ブラジル等の非OPECの生産拡大が続くと見込まれる。

第3図: 世界の原油需要と供給の推移



(資料)IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: リビアとイラクの産油量の推移



(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73~80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、原油需要は底堅く推移しよう。供給については、米国を中心に非OPECの生産量は拡大傾向を辿り、OPECの生産量は生産目標に近い水準で推移すると見込まれる。こ

の結果、需給バランスは供給超過が続くとみられる。

10月以降、原油価格が急落した背景には、需要減退観測の台頭を契機に、供給超過に対する懸念が高まったことがある。目先は急落後の買い戻しが入ることも予想され、また冬場の暖房需要増加が買い材料となろうが、当面は変動の大きい展開が見込まれる。市場では根強い供給過剰感が払拭されず、原油価格の重しになろう。WTIは四半期平均73～80ドル台で推移すると予想される。今後、価格レンジを大きく切り上げるには、産油国の地政学リスクの高まりや米国シェールオイルの生産拡大ペース鈍化等の材料が必要になろう。

(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 (%)
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	97.3	▲8.1%
2014/Q4	76	▲22.1%
2015/Q1	73	▲26.0%
2015/Q2	75	▲27.2%
2015/Q3	78	▲19.8%
2015/Q4	80	5.3%
2013年	98.1	4.1%
2014年	94	▲4.4%
2015年	77	▲18.4%

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、宜しくお願い申し上げます。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います。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。