

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済の回復ペースは依然緩やかにとどまる見通し～

日 本

～企業の前向きな支出行動の明確化を起点に、景気は底堅さを増す見通し～

米 国

～一時的な下押し影響の解消後は、
家計需要の拡大を軸とした緩やかな回復基調が持続～

西 欧

～原油安や大規模な量的金融緩和策が景気を下支えするも、成長ペースは緩やか～

ア ジ ア

～資源安と金融緩和が内需拡大の支えとなるも、
輸出の伸び悩みにより力強さを欠く展開～

オーストラリア

～資源価格の下落が輸出や設備投資へ波及、景気は低調にとどまる見通し～

中南米

～2015 年はブラジルがマイナス成長、中南米全体でもゼロ成長に減速～

ロシア・中東欧

～ロシアは景気後退が当面継続、中東欧は内需が支えとなる見込み～

原油価格

～原油価格は底打ち後も、供給超過を背景に上値は限定的～

見通しの概要

世界経済の回復ペースは依然緩やかにとどまる見通し

世界経済は一部に弱さを抱えながらも先進国を中心に緩やかな回復基調にあるが、各地域それぞれに抱える課題は重く、この先 2015 年後半から 2016 年にかけての回復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」が米国さらには新興国経済に及ぼす影響、②債務問題と向き合う欧州と構造調整の只中にある中国の先行き、③低位な資源価格を背景としたロシアをはじめとする資源国・新興国経済の不調等には、特別な留意が必要な状況である。

米国経済は、ドル高の影響等から製造業を中心に一部弱めの動きもみられるが、労働市場の改善に裏打ちされた底固い家計支出に牽引され、着実に回復を続けている。この先も、雇用・所得環境の改善に支えられ、原油安の追い風も受けつつ、回復ペースを緩やかに高めていくものと見込まれる。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ろう。ボラティリティー高まる債券・為替市場の動向等も含めて、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、不調が深刻さを増していく状況には一旦歯止めが掛かった格好ながら、依然として回復の足取りは重い。混迷続くギリシャ情勢やロシア経済の再悪化リスクからも依然目が離せない。周縁国経済の成長力不足や不良債権の増嵩など、2011 年のソブリン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、ECB の大規模な量的緩和による成長下支えを勘案してもなお、持続的な成長経路に復するには未だ相当なステップ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。この先も、域内 GDP の 6 割強を占める中国経済が、過剰設備投資など様々な構造問題に対峙しつつ中期的に減速を続けていく過程にあることから、成長ペースの大幅な加速を期待することは難しい情勢である。ただ、先進国向けの輸出や成長力豊かな内需に支えられて、ここ数年並みの実質 GDP 成長率（2012～2014 年：6%強）は確保し、引き続き世界の成長センターとしての役割は担い続け得る見込みである。

こうしたなか、わが国経済は、昨秋以降、景気回復の足取りがより確かなものとなりつつある。企業収益が過去最高水準にあること等を背景に、企業が「設備投資」「雇用の拡大」「賃上げ」など様々な面で、その活動を徐々に積極化させており、これが経済の好循環の勢いが増すことに繋がっている。この先も、大規模な金融緩和の継続で円安基調が定着することや、法人減税を初めとした成長戦略の効果が徐々に浸透していくことなどを背景に、企業の収益環境は概ね良好な状態が維持される可能性が高い。日本経済は、企業活動のさらなる積極化による好循環の加速・拡大から、一段と底堅さを増していくことが期待される。実質 GDP 成長率は 2015、2016 年度と続けて、潜在成長率を上回る +1% 台後半に達し得る見込みである。

（経済調査室長 松宮 基夫）

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2014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	2014年実績	2015年見通し	2016年見通し	2014年実績	2015年見通し	2016年見通し	2014年実績	2015年見通し	2016年見通し
世界44カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	64.82	1,453	2.8	2.6	3.0	2.7	2.3	2.7			
先進国・地域	42.60	955	1.7	1.8	2.1	1.3	0.4	1.6			
新興国	22.23	498	4.9	4.1	4.7	5.3	6.0	4.7			
日本(年度ベース)	4.46	100	▲0.9	1.8	1.7	2.8	0.4	1.4	710	1,197	1,126
アジア11カ国・地域	17.04	382	6.4	6.1	6.0	2.7	2.2	2.5	4,352	5,380	5,037
中国	10.38	233	7.4	6.8	6.5	2.0	1.5	1.8	2,197	3,129	2,970
インド(年度ベース)	2.05	46	7.3	7.6	7.9	6.0	5.4	5.6	▲275	▲255	▲339
NIEs4カ国・地域	2.54	57	3.2	3.2	3.2	1.6	0.9	1.8	2,189	2,234	2,200
韓国	1.42	32	3.3	3.2	3.3	1.3	0.9	1.9	892	900	878
台湾	0.53	12	3.8	3.4	3.5	1.2	0.2	1.2	653	671	620
香港	0.29	6	2.5	2.3	2.0	4.4	3.1	3.0	56	51	31
シンガポール	0.31	7	2.9	3.2	3.3	1.0	0.3	1.2	588	612	671
ASEAN5カ国	2.06	46	4.6	5.0	5.2	4.5	3.7	3.9	241	272	206
インドネシア	0.89	20	5.0	5.2	5.4	6.4	6.4	5.1	▲262	▲197	▲195
マレーシア	0.33	7	6.0	4.8	5.0	3.1	2.5	2.6	151	118	123
タイ	0.37	8	0.7	3.5	3.7	1.9	0.2	2.4	131	184	117
フィリピン	0.28	6	6.1	6.1	6.0	4.2	2.4	3.0	127	101	87
ベトナム	0.19	4	6.0	6.1	6.3	4.1	2.5	5.0	94	65	75
オーストラリア	1.44	32	2.7	2.2	2.5	2.5	1.7	2.3	▲361	▲389	▲366
米国	17.42	391	2.4	2.2	2.7	1.6	0.3	2.2	▲4,106	▲4,114	▲4,682
中南米7カ国	5.23	117	0.8	0.0	1.7	11.5	14.3	10.3	▲1,574	▲1,585	▲1,330
ブラジル	2.35	53	0.1	▲1.5	0.6	6.3	8.5	5.5	▲1,040	▲900	▲800
メキシコ	1.28	29	2.1	2.6	3.4	4.0	3.0	3.2	▲265	▲300	▲300
アルゼンチン	0.54	12	0.5	▲1.0	0.8	23.9	24.0	24.0	▲51	▲80	0
ユーロ圏19カ国	13.44	301	0.9	1.1	1.2	0.4	0.1	0.9	2,954	2,784	2,650
ドイツ	3.86	87	1.6	1.3	1.5	0.8	0.4	1.4	2,649	2,599	2,424
フランス	2.85	64	0.2	0.9	1.0	0.6	0.0	0.9	▲277	▲216	▲50
イタリア	2.15	48	▲0.4	0.5	0.6	0.2	0.0	0.7	364	347	283
英国	2.95	66	2.8	2.4	2.3	1.5	0.2	1.3	▲1,613	▲1,243	▲1,185
ロシア、中東欧3カ国	2.75	62	1.3	▲1.8	0.4	5.3	9.2	4.9	588	518	447
ロシア	1.86	42	0.6	▲4.1	▲0.7	7.8	13.7	6.5	595	540	520
チェコ	0.21	5	2.0	2.5	2.6	0.4	0.5	1.6	13	8	▲5
ハンガリー	0.14	3	3.6	2.9	2.3	▲0.2	▲0.1	2.5	57	48	42
ポーランド	0.55	12	3.3	3.5	3.5	0.0	▲0.5	1.5	▲76	▲78	▲110

<参考>

世界44カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.4	3.1	3.5	3.4	3.1	3.2			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

- (注) 1. 『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)。
 2. 『日本』、『インド』の掲載数値は年度(4月～翌年3月)ベースであり、『世界44カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。
 3. IMFの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『チェコ』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米7カ国』、『ロシア』、『ハンガリー』、『ポーランド』。
 4. 『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

～企業の前向きな支出行動の明確化を起点に、景気は底堅さを増す見通し～

1. 日本経済の概況

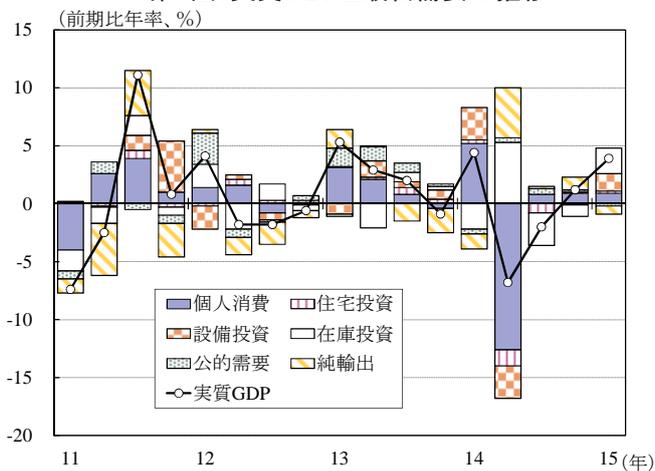
実質 GDP 成長率は民間需要を中心に加速

景気は緩やかな回復が続いている。1-3 月期の実質 GDP（2 次速報値）は前期比年率+3.9%と、民間需要を中心に 2 四半期連続でプラス成長となり、成長率も加速した（第 1 図）。需要項目別では、個人消費が緩やかながらも 3 四半期連続で前期比増加したほか、設備投資が足元で伸び率を拡大させた。在庫投資も、企業による在庫調整の動きが和らいだことなどを受けて、3 四半期ぶりに成長率を押し上げる要因となった。

企業は“攻め”の姿勢を着実に強めてきている

景気の先行きを見通す上では、経済の要となる企業行動に前向きな変化が現れてきている点が注目される。企業による利益配分のスタンスに関するアンケート調査（直近 2 月調査の回答法人数は資本金 1 千万円以上の 12,620 社）をみると、企業は利益の重点配分先を、『内部留保』や『有利子負債の削減』から、『設備投資』や『新規雇用の拡大』、『従業員への還元』などへとシフトさせようとしていることがわかる（第 1 表）。企業は、財務体質が健全化し利益水準も過去最高圏内で推移する中で、国内での事業基盤の維持・拡充といった“攻め”の姿勢を、着実に強めてきていることを示唆している。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



第1表：各年度における利益配分のスタンス
(重要度1位、全規模・全産業)

	11年度 (1)	12年度	13年度	14年度 (2)	②-①
設備投資	23.7	24.2	25.2	25.7	+2.1
出資、M&A	1.7	1.9	2.0	1.8	+0.1
新規雇用の拡大	1.4	2.7	3.4	3.3	+1.9
従業員への還元	8.8	10.1	10.1	11.7	+2.9
株主への還元	11.7	12.6	12.9	13.0	+1.3
有利子負債の削減	14.3	14.3	14.0	12.7	▲1.6
内部留保	26.5	23.2	22.7	21.9	▲4.6

(注) 1. 直近調査の回答法人数は資本金1千万円以上の12,620社。
2. 調査時点は、11年度が11月、その他の年度は2月。

(資料)内閣府・財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国内での事業基盤の維持・拡充に向けた動きが顕在化

企業による国内での事業基盤の維持・拡充に向けた支出の拡大は、景気が回復基調を維持する上だけでなく、日本経済が中長期の時間軸で持続的な成長を遂げていく上でも重要である。具体的な動きを確認していくと、まず人的資源の面では、就業者数は、2013 年以降、足元まで安定的な増加基調を維持している（第 2 図）。人手不足の強まりを受け、企業はこれまで十分に活用されてこなかった女性や高齢者を積極的に採用・登用し

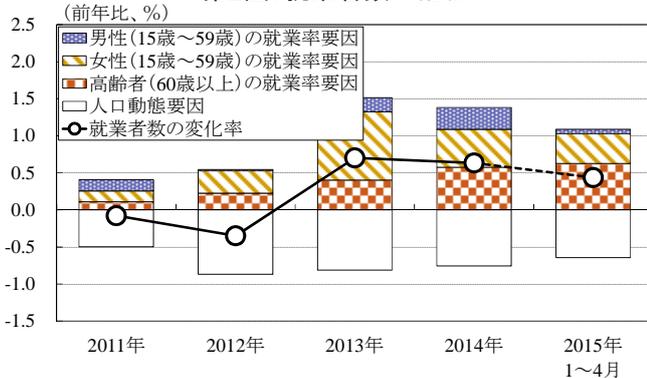
ている。こうした層の就業率が着実に上昇することで、少子高齢化による就業者数への下押し圧力を凌ぎ、就業者数の増加を実現している。

あわせて、過度な円高の是正を含むビジネス環境の全般的な改善や設備ストックの過剰感解消などを受け、国内での投資を再評価する動きが顕在化してきている。国内外での設備投資の動向をみると、海外設備投資比率（海外現地法人設備投資額を、海外現地法人と国内法人の設備投資の合計額で除したもの）は、2013年頃にピークアウトし、緩やかながらも低下基調に転じている（第3図）。需要の拡大が見込める新興国を中心に現地生産を重視する大きな流れは変わらないとみられるが、これまで先送りされてきた維持・更新投資を含め、国内拠点を再整備する動きは徐々に進展しているとみられる。

企業の前向きな支出行動の明確化を受け、実質GDP成長率は今年度、来年度ともに1%台後半を確保する見通し

今後も、大規模な金融緩和の継続で円安基調が定着することや、法人減税を初めとした成長戦略の効果が徐々に浸透していくことなどを背景に、企業の収益環境は概ね良好な状態が維持される公算が大きい。日本経済は、企業の前向きな支出行動の更なる明確化を起点とした好循環の回転加速で、次第に底堅さを増していこう。海外経済の下振れなどのリスクには注意が必要だが、実質GDP成長率は今年度、来年度ともに、潜在成長率を上回る+1%台後半に達すると予想する。日本経済は、2017年4月に予定されている次回消費増税を前に、中長期的な成長力の底上げ実現に向けて一歩ずつ前進していく見通しである。

第2図：就業者数の推移



(注) 1. 『人口動態要因』は、各区分それぞれの年齢階級ごと、2011年から2014年の15歳以上人口に、2010年から2013年の就業率をそれぞれ乗じて算出した就業者数をベースに算出したもの。
2. 『2015年』は1~4月の平均値。
(資料) 総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：製造業の海外設備投資比率の推移



(注) 1. 『海外設備投資比率』は、海外現地法人設備投資額を、海外現地法人設備投資額と国内法人設備投資額の合計で除したもの。
2. 資本金1億円以上の製造業が対象。
(資料) 財務省、経済産業省統計より三菱東京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、世界経済の緩やかな回復と円安基調の定着を背景に、増加基調を維持する公算

輸出は増加を続けている。GDP ベースの実質輸出は 1-3 月期に前期比年率+9.9%と、3 四半期連続で高めの伸びとなった。貿易統計から主要国・地域別の実質輸出額を試算すると、中国向けは弱含んだものの、米国向けが高い伸びを続け、EU 向けも持ち直している。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）は、全体としては低下傾向で推移している一方、日本のシェアは横這い、または僅かながら改善してきている（第 4 図）。これまでの円安の進展が価格競争力の改善に寄与し、輸出を押し上げる要因になっていると考えられる。

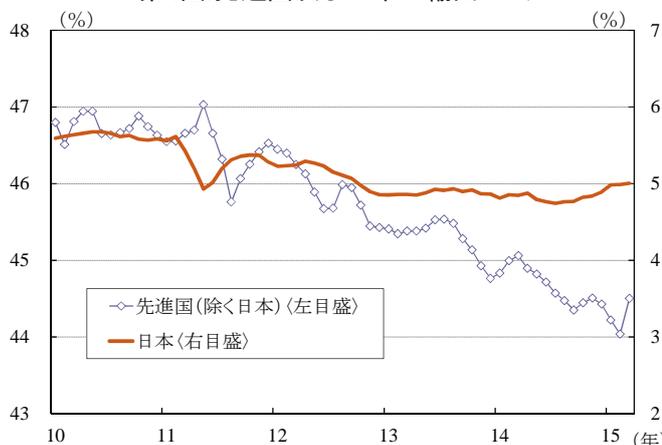
この先、輸出は緩やかな増加基調で推移する公算が大きい。主要輸出先である米国やアジア経済の回復が緩やかになると予想されるため、増勢の強まりは見込み難いが、円安基調の定着が輸出を下支えする見通しである。

堅調な企業収益等を背景に、今後の設備投資は増勢を強める見込み

実質設備投資は 1-3 月期に前期比年率+11.0%と、3 四半期連続の増加となり増加幅も拡大した。設備ストックの過剰感が解消される中、企業収益が堅調に推移していることが、設備投資の回復に繋がったとみられる。国内実物投資収益率（営業利益を金融資産を除く総資産で除したもの）と海外直接投資収益率を比べると、最近では国内実物投資収益率が上回って推移する場合も多い（第 5 図）。国内事業の収益率改善は、国内で設備投資を行うインセンティブを高める一つの要因になっていると考えられる。

設備投資に先行する機械受注は、消費増税直後に一旦大きく落ち込んだが、その後は足元 1-3 月期まで 3 四半期連続で増加している。円安基調の定着などを背景に企業収益が増加基調で推移することに加え、景気の安定を受けて企業の先行き見通しや投資マインドの改善も見込まれ、今後の設備投資は増勢を強めていく公算が大きい。

第4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5図:海外直接投資・国内実物投資収益率の推移



(注) 『国内実物投資収益率』は、営業利益を、金融資産を除く総資産で除したもの。金融業と保険業を除く全産業ベース。
(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) 家計部門

個人消費は、家計所得の改善を背景に、緩やかな増勢を維持する見通し

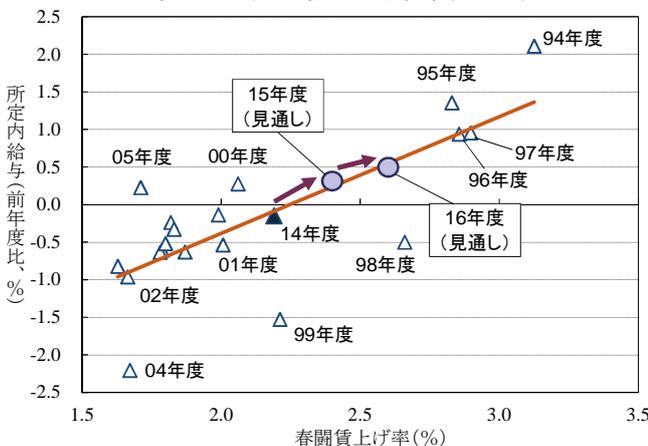
1-3 月期の実質個人消費は、前期比年率+1.5%と 3 四半期連続の増加となったものの、そのペースは緩やかに止まった。消費増税に伴う実質購買力の低下や消費者マインド回復のたつきが、消費の抑制要因になっていると考えられる。もっとも、家計のマインドは足元で徐々に上向いてきているようだ。景気ウォッチャー調査の「家計動向関連」指標や、消費動向調査の「消費者態度指数」は、昨年の終わり頃をボトムに上昇基調で推移している。消費者マインドはこの先も、雇用・所得環境の全般的な改善などを受けて回復傾向で推移し、家計所得の改善が個人消費の増加に繋がりやすい環境になっていくと見込まれる。

先行きの個人消費は、実質所得の改善を背景に緩やかな増加が続くと予想する。賃金の行方に大きな影響を及ぼす春闘の妥結状況を見ると、大企業や正社員に止まらず、中小企業や非正規社員においても昨年を超える賃上げが実現しつつある。来春闘では、労働需給の一段の逼迫や物価上昇基調の定着、企業収益の改善などを背景に、今春闘をさらに上回る賃上げが実現する公算が大きい。所定内給与は、来年度にかけて増勢を強めていくと見込まれる（第6図）。賃金の改善に景気回復による雇用者数の増加が加わることで、雇用者報酬は、名目ベース、実質ベースともに堅調な回復を続けるだろう（第7図）。来年度の終わりには、2017年4月に予定される消費増税前の駆け込み需要も個人消費を押し上げると見込まれる。

住宅投資は、駆け込み需要の反動の影響が和らぎ、4 四半期ぶりのプラスに

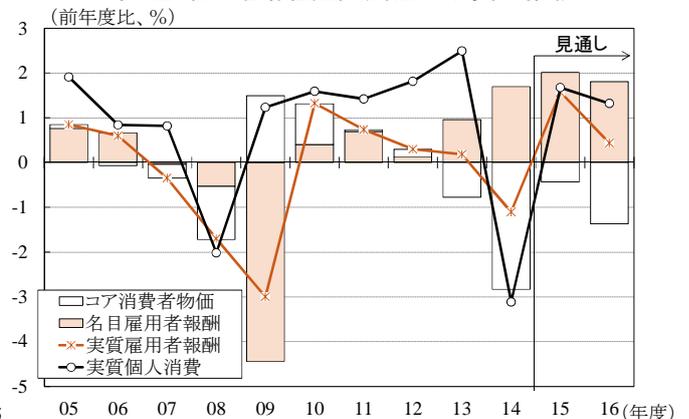
1-3 月期の実質住宅投資は、前期比年率+7.0%と 4 四半期ぶりに増加した。先行する新設住宅着工は、駆け込み需要の反動の影響が一巡したことで昨年半ばには底入れしており、工事進捗ベースの住宅投資もここへきてプラスに転じた形である。この先も、家計所得の改善や低金利の継続などを背景に、住宅投資は持ち直し基調で推移すると見込まれる。来年度には、消費増税前の駆け込み需要も押し上げ要因の一つとなるだろう。

第6図:所定内給与と春闘賃上げ率



(注) リーマン・ショック直後の2009年度を除く。
(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7図:雇用者報酬と実質個人消費の推移



(注) 『実質雇用者報酬』は、『名目雇用者報酬』を『コア消費者物価』で除したものの。

(資料) 内閣府、総務省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 政府部門

公共投資が予算の早期執行の一巡を受けピークアウト

公共投資は、高水準を維持しつつも、減少傾向を辿る公算

実質公的需要は1-3月期に前期比年率▲0.9%と4四半期ぶりに減少した(第8図)。政府最終消費支出は、医療・介護費の現物給付が増加傾向を辿る中でプラスを維持しているが、公共投資が、2013年度補正予算や2014年度予算の早期執行の一巡を受けて減少し、全体を押し下げた。

この先、2月に成立した2014年度補正予算の執行が公共投資を下支える見通しだが、同補正予算では家計や企業の所得支援を通じた民間需要の喚起に力点が置かれており、公共投資の予算規模は2013年度補正予算の半分以下に抑えられている。先行指標である公共工事の請負額と受注額も2月から前年割れが続いており、今後の公共投資は、高水準を維持しつつも減少傾向が続く公算が大きい。

(4) 物価

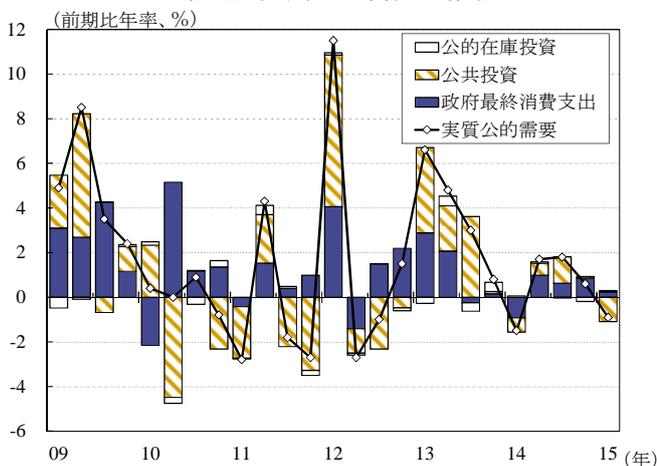
原油価格の下落により、消費者物価の上昇率はゼロ近傍まで縮小するも、基調は底堅い

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1-3月期に前年比+0.1%と8四半期連続で上昇したが、原油価格下落の影響で上昇率はゼロ近傍まで縮小した。もっとも、物価の上昇基調は保たれているとみられる。原油価格の影響を受け易い項目を除いた消費者物価の変動を、消費税率引き上げの直接的な影響を除く季節調整値で確認すると、財・サービス価格ともに上昇が続いている(第9図)。長らく横這い圏内の動きが続いていたサービス価格は、労働需給の逼迫などを背景に足元では比較的速いペースで上昇しており、消費者物価全体の底堅さを支える大きな要因となっている。

マクロ需給やインフレ期待の改善で、消費者物価は上昇率を拡大へ

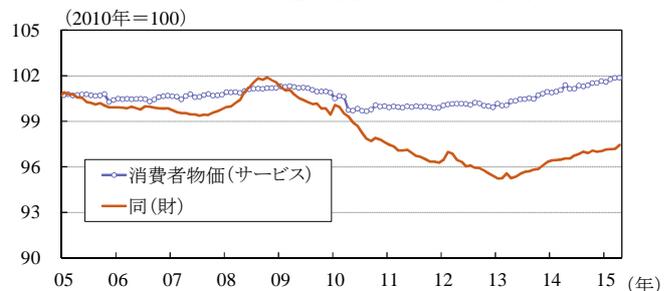
原油価格下落による物価押し下げ効果は次第に弱まり、2016年前半にはプラス影響に転じると見込まれる。こうした中、マクロ的な需給やインフレ期待が緩やかに改善することを背景に、消費者物価は再び上昇幅を拡大させる見通しである。

第8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9図: 財・サービス別の消費者物価水準の推移 (原油価格の影響を受け易い項目を除く)



(注) 1. 原油価格の影響を受け易い項目として、『消費者物価(サービス)』から航空運賃、外国パック旅行、『同(財)』から石油製品、電気代、都市ガス代を除外した。
2. 『消費者物価(サービス)』は持家の帰属家賃を除く。
3. 消費税率引き上げの直接的な影響を除く。
4. 当室にて季節調整。

(資料)総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・市場の現状と見通し

(1) 金融政策と長期金利

日銀は『物価安定の目標』の達成時期を後ろ倒しするも、現時点での追加緩和は必要なしとの見解

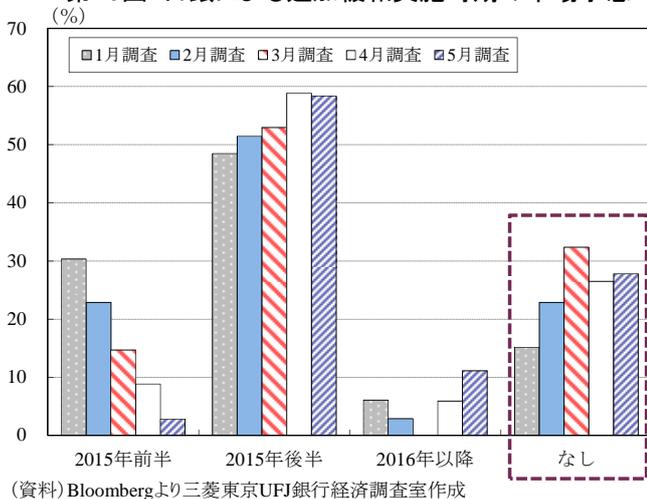
日銀は4月30日の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決めるとともに、最新の展望レポートを公表した。その中で日銀は、今年度と来年度の実質GDP成長率見通しを0.1%ポイントずつ、消費者物価上昇率の見通しを0.2%ポイントずつ、それぞれ1月時点の見通しから下方修正した上で、『物価安定の目標』を達成する時期を『2015年度を中心とする期間』から『2016年度前半頃』に後ろ倒しさせた。黒田総裁は会合後の記者会見で、マクロ的な需給ギャップと中長期的な物価上昇率で規定される物価の基調は着実に改善していると強調し、現段階で追加緩和を行う必要はないとの認識を示した。こうした中、日銀の追加緩和に関する市場関係者へのアンケート調査では、足元、回答者の約4分の1が「追加緩和なし」を予想しており、追加緩和に対する市場の期待は後退気味となっている（第10図）。日銀は当面、現行政策を維持しながら、物価の基調の改善度合いを見極めていくものとみられる。

長期金利は、大規模緩和の継続がファンダメンタルズの改善、海外金利の上昇等の押し上げ圧力を吸収し、上昇ペースは緩やかとなる見込み

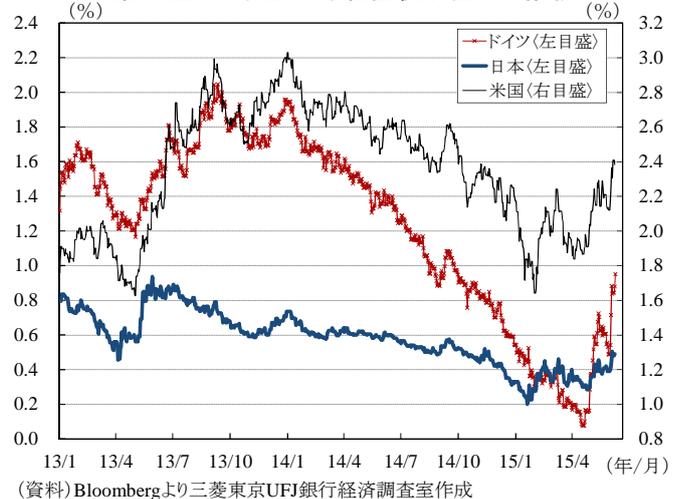
10年物国債利回りは、1月中旬に史上初の0.1%台をつけた後、ボラティリティが急激に高まるなかで上昇基調に転じ、3月中旬には一時0.4%台半ばまで上昇した。その後は一旦低下したものの、足元では欧州金利の上昇を背景に再び水準が切り上がっている（第11図）。欧州金利の上昇は、上昇幅こそ違うものの、日銀が『量的・質的金融緩和』を導入した2013年4月以降や、今年1月以降の日本の長期金利の動きと類似しており、下がりすぎた金利の水準調整がなされているものと考えられる。

長期金利は先行き、日本経済のファンダメンタルズの改善や、利上げが視野に入る米国金利の上昇などが押し上げ圧力となり、上昇基調で推移するとみられる。もっとも、日銀の大規模緩和の継続がその押し上げ圧力を吸収するため、そのペースは引き続き緩やかなものに止まるだろう。

第10図：日銀による追加緩和実施時期の市場予想



第11図：日米独10年物国債利回りの推移



(2) 為替

円ドル相場は、足元で円安・ドル高が強まっているが、マクロ環境面の裏付けはあまり強くない可能性も

円相場は対ドルで、一時2002年6月以来の1ドル125円80銭台まで下落するなど、円安・ドル高の動きが強まっている。もっとも、円安の動きを支えるとされる日米の長期金利差は、依然として横ばい圏内の動きから脱していない(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への期待が市場を動かしている側面はあるものの、日米長期金利差などに現われてくるマクロ環境面の裏付けはあまり強くない可能性があることには留意すべきである。

短期的には円高方向への揺り戻しも想定されるが、円安基調は次第に定着する見込み

先行きを展望すると、まず数ヵ月程度の短期の時間軸では、米国での利上げのタイミングやその後のペースを巡る思惑から、相場が上下方向に振れ易い展開となる可能性がある。また、前述の円ドル相場と日米長期金利差の関係からすると、円ドル相場が一旦円高方向へ調整されることも想定される。一方、やや長い時間軸では、日米金融政策の方向性の違いを背景に、円安基調が徐々に定着していく展開を予想する(第13図)。リーマン・ショック後の円ドル相場との相関が強く、日米の量的な金融緩和度合いを示す日米マネタリーベース比(日本÷米国)は、今後も上昇基調が続くだろう。また、日本の長期金利が日銀の大規模緩和の継続で低位で推移する一方、米国の長期金利は、中長期的なインフレ期待や成長期待の安定などを背景に上昇基調で推移すると見込まれるため、日米長期金利差も次第に拡大すると考えられる。

第12図: 円ドル相場と日米10年物国債金利差の推移



(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

2015年1～3月期のGDP統計（2次速報値）反映後

見通し

	2013				2014				2015				2016	2014年度	2015年度	2016年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	5.3	2.9	2.0	▲ 0.9	4.4	▲ 6.8	▲ 2.0	1.2	3.9	2.0	1.3	1.8	1.6	▲ 0.9	1.8	1.7
個人消費	5.1	3.5	1.4	▲ 0.6	8.7	▲ 19.0	1.4	1.5	1.5	2.3	1.8	1.4	0.8	▲ 3.1	1.7	1.3
住宅投資	3.4	6.3	19.8	12.3	8.3	▲ 36.6	▲ 23.3	▲ 2.5	7.0	3.2	2.4	2.0	1.6	▲ 11.7	1.0	2.9
設備投資	▲ 6.6	10.8	3.4	6.2	21.9	▲ 17.9	0.3	1.0	11.0	2.2	4.0	5.5	5.8	0.4	4.5	5.6
在庫投資（寄与度）	▲ 0.2	▲ 2.1	0.8	0.3	▲ 2.2	5.3	▲ 2.8	▲ 1.0	2.2	▲ 0.3	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	▲ 0.1
公的需要	6.6	4.8	3.0	0.8	▲ 1.5	1.7	1.8	0.6	▲ 0.9	▲ 0.4	▲ 1.7	▲ 0.6	0.4	0.7	▲ 0.6	0.4
うち、公共投資	25.0	12.3	22.1	0.6	▲ 3.5	2.9	6.6	0.4	▲ 5.9	▲ 6.2	▲ 12.9	▲ 7.0	▲ 1.2	2.0	▲ 6.1	▲ 1.0
純輸出（寄与度）	1.6	0.1	▲ 1.5	▲ 2.1	▲ 1.3	4.3	0.2	1.1	▲ 0.7	0.7	0.0	0.3	0.2	0.6	0.4	0.1
財貨・サービスの輸出	17.1	12.5	▲ 1.5	0.3	26.8	▲ 0.1	6.5	13.5	9.9	0.4	1.3	3.5	3.6	8.0	4.8	3.0
財貨・サービスの輸入	4.5	10.1	7.6	13.1	29.3	▲ 19.3	4.3	5.8	12.2	▲ 3.7	1.3	1.8	2.7	3.7	2.8	2.6
名目GDP（前期比年率、%）	4.8	1.3	1.9	▲ 0.3	5.5	0.2	▲ 2.7	3.1	9.4	2.9	▲ 0.3	1.8	2.1	1.6	2.9	2.1
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	0.1	2.2	2.1	2.4	3.4	1.9	1.7	0.9	0.0	2.5	1.1	0.4
鉱工業生産（前期比、%）	0.5	1.6	1.8	1.8	2.3	▲ 3.0	▲ 1.4	0.8	1.5	▲ 0.4	0.6	0.7	0.7	▲ 0.4	1.7	3.6
国内企業物価（前年比、%）	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	2.0	4.3	4.0	2.4	0.4	▲ 1.9	▲ 1.2	0.6	3.9	2.8	0.2	3.2
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	2.7	2.1	0.1	0.3	0.5	0.9	2.8	0.4	1.4
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	▲ 2,047	▲ 1,506	▲ 2,327	▲ 2,918	▲ 3,954	▲ 2,093	▲ 2,659	▲ 1,846	74	389	▲ 311	▲ 377	▲ 630	▲ 6,571	▲ 929	▲ 2,740
経常収支（10億円）	918	2,388	780	▲ 242	▲ 1,331	800	501	2,665	3,733	4,149	3,516	3,500	3,295	7,810	14,460	13,722
3. 金融																
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	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.5	0.5	0.9
円相場（円／ドル）	92	99	99	101	103	102	104	115	119	120	121	121	121	110	121	122

（注）『無担保コール翌日物』は、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)
2015年6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)

	2013年度	2014年度	2014年		2015年	2014年	2015年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(前期比年率)	2.1	▲ 0.9	▲ 2.0 (▲ 1.4)	1.2 (▲ 1.0)	3.9 (▲ 0.9)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	1.9	▲ 1.4	0.4 (▲ 1.7)	1.0 (▲ 1.3)	0.3 (▲ 1.8)	0.2 (▲ 0.9)	0.4 (▲ 1.8)	0.2 (▲ 1.2)	▲ 1.3 (▲ 2.4)	
鉱工業生産指数	3.2	▲ 0.4	▲ 1.4 (▲ 0.8)	0.8 (▲ 1.5)	1.5 (▲ 2.1)	0.2 (▲ 0.1)	4.1 (▲ 2.6)	▲ 3.1 (▲ 2.0)	▲ 0.8 (▲ 1.7)	1.0 (▲ 0.1)
鉱工業出荷指数	2.9	▲ 1.1	▲ 0.5 (▲ 0.8)	0.9 (▲ 1.9)	1.7 (▲ 2.4)	▲ 0.2 (▲ 0.1)	5.5 (▲ 2.1)	▲ 4.4 (▲ 2.9)	▲ 0.6 (▲ 2.3)	0.4 (0.0)
製品在庫指数	▲ 1.2	6.2	1.1 (4.1)	0.9 (6.2)	1.0 (6.2)	▲ 0.1 (6.2)	▲ 0.4 (5.6)	1.1 (7.0)	0.4 (6.2)	0.0 (6.3)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	106.3	112.0	113.2 [109.4]	113.8 [104.6]	112.3 [103.1]	112.7 [104.1]	109.0 [99.9]	113.4 [104.2]	114.4 [105.3]	112.8 [105.6]
国内企業物価指数	1.9	2.8	0.5 (4.0)	▲ 1.3 (2.4)	▲ 1.7 (0.4)	▲ 0.5 (1.8)	▲ 1.3 (0.3)	▲ 0.1 (0.4)	0.3 (0.7)	0.1 (▲ 2.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.8	2.8	0.2 (3.2)	▲ 0.1 (2.7)	▲ 0.7 (2.1)	0.0 (2.5)	▲ 0.3 (2.2)	▲ 0.1 (2.0)	0.2 (2.2)	0.1 (0.3)
稼働率指数 (2010年=100)	100.0	100.6	99.1 [97.8]	100.7 [100.2]	101.7 [104.7]	101.2 [101.4]	104.3 [106.3]	101.0 [103.8]	99.8 [104.1]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	11.5	0.8	3.8 (2.4)	0.7 (▲ 2.6)	6.3 (3.3)	5.6 (11.4)	2.5 (1.9)	▲ 1.4 (5.9)	2.9 (2.6)	3.8 (3.0)
製造業	10.2	7.0	10.7 (10.2)	2.4 (8.6)	2.3 (5.2)	10.4 (27.1)	▲ 3.2 (7.3)	▲ 0.6 (13.8)	0.3 (▲ 0.1)	10.5 (16.3)
非製造業 (除く船舶、電力)	12.1	▲ 3.3	▲ 3.4 (▲ 2.7)	▲ 1.1 (▲ 9.6)	8.5 (1.4)	5.0 (2.0)	8.0 (▲ 1.9)	▲ 5.0 (0.5)	4.7 (3.6)	▲ 0.6 (▲ 5.5)
資本財出荷 (除く輸送機械)	5.5	4.3	1.0 (7.2)	2.7 (5.0)	1.2 (▲ 1.1)	▲ 0.4 (6.7)	10.7 (3.0)	▲ 12.0 (▲ 3.2)	0.0 (▲ 2.3)	3.2 (3.5)
建設受注	20.1	8.2	(▲ 15.0)	(12.9)	(11.6)	(7.5)	(27.5)	(1.0)	(10.8)	(▲ 12.1)
民需	14.2	4.8	(▲ 26.4)	(8.9)	(43.2)	(4.6)	(43.6)	(49.6)	(39.3)	(33.6)
官公庁	31.2	22.9	(0.6)	(14.1)	(▲ 6.6)	(▲ 5.8)	(27.9)	(▲ 23.0)	(▲ 7.4)	(▲ 62.9)
公共工事請負金額	17.7	▲ 0.3	(▲ 3.9)	(▲ 6.0)	(▲ 9.3)	(1.0)	(▲ 13.7)	(2.3)	(▲ 12.4)	(4.4)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	98.7 (10.6)	88.0 (▲ 10.8)	86.8 (▲ 13.6)	86.8 (▲ 13.8)	89.8 (▲ 5.4)	88.3 (▲ 14.7)	86.4 (▲ 13.0)	90.5 (▲ 3.1)	92.0 (0.7)	91.3 (0.4)
新設住宅床面積	(9.9)	(▲ 15.2)	(▲ 17.9)	(▲ 19.3)	(▲ 9.0)	(▲ 19.5)	(▲ 17.3)	(▲ 6.3)	(▲ 2.1)	(▲ 2.4)
小売業販売額	2.9	▲ 1.2	(1.4)	(0.6)	(▲ 4.8)	(0.1)	(▲ 2.0)	(▲ 1.7)	(▲ 9.7)	(5.0)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.9	▲ 5.1	0.4 (▲ 5.4)	1.7 (▲ 3.4)	1.4 (▲ 6.5)	0.2 (▲ 3.4)	▲ 0.3 (▲ 5.1)	0.8 (▲ 2.9)	2.4 (▲ 10.6)	▲ 5.5 (▲ 1.3)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	75.5	74.2	74.6 [74.4]	74.5 [75.1]	74.6 [78.3]	73.8 [75.2]	74.6 [75.3]	72.9 [75.3]	76.5 [84.4]	73.0 [74.6]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	4.8	2.0	▲ 1.1 (2.6)	0.1 (0.9)	0.3 (▲ 0.6)	▲ 0.3 (0.3)	1.9 (1.3)	▲ 1.9 (▲ 0.7)	▲ 0.1 (▲ 2.4)	▲ 0.2 (▲ 2.4)
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.2	0.5	(1.1)	(0.4)	(0.2)	(0.9)	(0.6)	(0.1)	(0.0)	(0.9)
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	45	77	76	76	90	80	90	95	84	96
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.97	1.11	1.10 [0.95]	1.12 [1.01]	1.15 [1.05]	1.14 [1.03]	1.14 [1.04]	1.15 [1.05]	1.15 [1.07]	1.17 [1.08]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.9	3.5	3.6	3.5	3.5	3.4	3.6	3.5	3.4	3.3
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	54.0	46.6	48.7 [52.1]	43.6 [53.6]	49.3 [55.2]	45.2 [55.7]	45.6 [54.7]	50.1 [53.0]	52.2 [57.9]	53.6 [41.6]
企業倒産件数 (実数、件数)	10,536 (▲ 10.0)	9,543 (▲ 9.4)	2,436 (▲ 8.5)	2,222 (▲ 13.5)	2,272 (▲ 7.6)	686 (▲ 8.5)	721 (▲ 16.5)	692 (▲ 11.5)	859 (5.5)	748 (▲ 18.1)

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)

	2013年度	2014年度	2014年		2015年	2014年	2015年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
通関輸出	10.8	5.4	(3.2)	(9.1)	(9.0)	(12.8)	(17.0)	(2.5)	(8.5)	(8.0)
価格	10.2	3.9	(2.9)	(6.6)	(5.0)	(8.6)	(5.3)	(4.7)	(5.1)	(6.0)
数量	0.6	1.3	(0.3)	(2.4)	(3.8)	(3.9)	(11.1)	(▲2.1)	(3.2)	(1.8)
通関輸入	17.4	▲0.9	(2.4)	(1.2)	(▲9.3)	(1.9)	(▲9.1)	(▲3.6)	(▲14.4)	(▲4.2)
価格	14.6	1.2	(3.1)	(4.9)	(▲5.1)	(3.8)	(▲3.0)	(▲7.7)	(▲4.6)	(▲4.3)
数量	2.3	▲2.1	(▲0.7)	(▲3.5)	(▲4.6)	(▲1.8)	(▲6.3)	(4.5)	(▲10.3)	(0.1)
経常収支(億円)	14,715	78,100	16,310	15,124	42,968	2,259	614	14,401	27,953	13,264
貿易収支(億円)	▲110,187	▲65,708	▲24,221	▲17,782	▲3,359	▲3,821	▲8,642	▲1,431	6,714	▲1,462
サービス収支(億円)	▲34,448	▲28,102	▲9,221	▲6,656	▲3,421	▲3,583	▲4,013	▲1,087	1,678	▲5,245
金融収支(億円)	▲17,549	137,492	28,075	22,468	68,297	6,270	▲3,584	23,402	48,479	6,486
外貨準備高(百万ドル)	1,279,346	1,245,316	1,264,405	1,260,548	1,245,316	1,260,548	1,261,103	1,251,112	1,245,316	1,250,073
対ドル円レート(期中平均)	100.23	109.92	103.92	114.56	119.07	119.40	118.24	118.57	120.39	119.55

3. 金融

	2013年度	2014年度	2014年		2015年	2014年	2015年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
無担保コール翌日物金利	0.073	0.068	0.067 [0.073]	0.064 [0.072]	0.073 [0.074]	0.068 [0.074]	0.074 [0.073]	0.076 [0.077]	0.070 [0.072]	0.061 [0.065]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.223	0.194	0.210 [0.228]	0.184 [0.220]	0.171 [0.215]	0.179 [0.220]	0.173 [0.220]	0.171 [0.212]	0.170 [0.212]	0.170 [0.212]
新発10年国債利回り	0.640	0.400	0.525 [0.680]	0.330 [0.735]	0.400 [0.640]	0.330 [0.735]	0.275 [0.620]	0.330 [0.580]	0.400 [0.640]	0.340 [0.620]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.077	1.006	1.048 (▲0.019)	1.025 (▲0.023)	1.006 (▲0.019)	1.025 (▲0.012)	1.024 (▲0.001)	1.021 (▲0.003)	1.006 (▲0.015)	1.007 (0.001)
日経平均株価 (225種、末値)	14,828	19,207	16,174 [14,456]	17,451 [16,291]	19,207 [14,828]	17,451 [16,291]	17,674 [14,915]	18,798 [14,841]	19,207 [14,828]	19,520 [14,304]
M2平残	(3.9)	(3.3)	(3.0)	(3.5)	(3.5)	(3.6)	(3.4)	(3.5)	(3.6)	(3.6)
広義流動性平残	(3.7)	(3.3)	(3.2)	(3.5)	(3.5)	(3.6)	(3.4)	(3.4)	(3.7)	(4.0)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計		(2.0)	(2.4)	(2.2)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.6)
	銀行計		(2.3)	(2.5)	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.8)	(2.6)	(2.7)
	都銀等		(1.7)	(1.4)	(1.1)	(1.7)	(1.4)	(1.7)	(1.3)	(1.5)
	地銀		(3.3)	(3.8)	(3.7)	(3.8)	(4.0)	(3.9)	(4.1)	(4.1)
	地銀II		(1.4)	(2.9)	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.0)
信金		(0.3)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	(1.6)	(1.5)	(1.6)	(1.7)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計		(3.8)	(3.3)	(2.8)	(3.8)	(3.9)	(4.2)	(3.8)	(3.9)
	都銀		(3.7)	(3.4)	(2.4)	(4.4)	(4.7)	(5.1)	(4.7)	(4.7)
	地銀		(4.3)	(3.3)	(3.2)	(3.2)	(3.1)	(3.3)	(2.9)	(3.1)
	地銀II		(2.5)	(3.1)	(3.1)	(3.3)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(2.9)

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

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

II. 米国

～一時的な下押し影響の解消後は、家計需要の拡大を軸とした緩やかな回復基調が持続～

1. 米国経済の現状

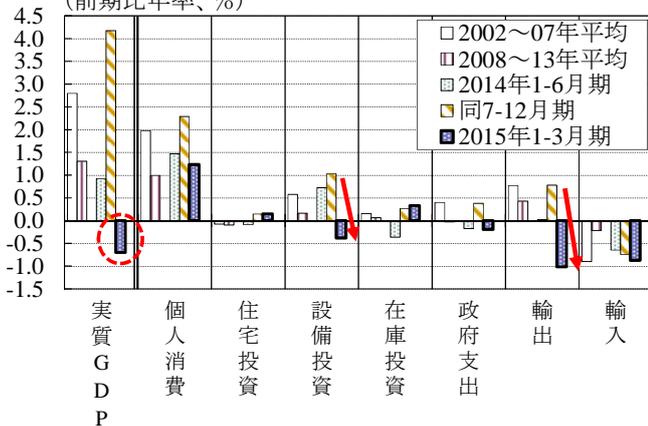
1-3 月期の実質 GDP 成長率は 1 年ぶりの前期比マイナス

米国の 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、ドル高やエネルギー関連産業での投資抑制の影響に、悪天候や西海岸の港湾ストライキに伴う物流停滞といった一時的な要因も重なったことで、前期比年率▲0.7%と 1 年ぶりに減少した（第 1 図）。もっとも、足元にかけて天候が回復し、物流停滞の影響も和らぐ中、緩やかながら各所で復調の動きが広まってきている。

各所で復調の動きが緩やかに進展

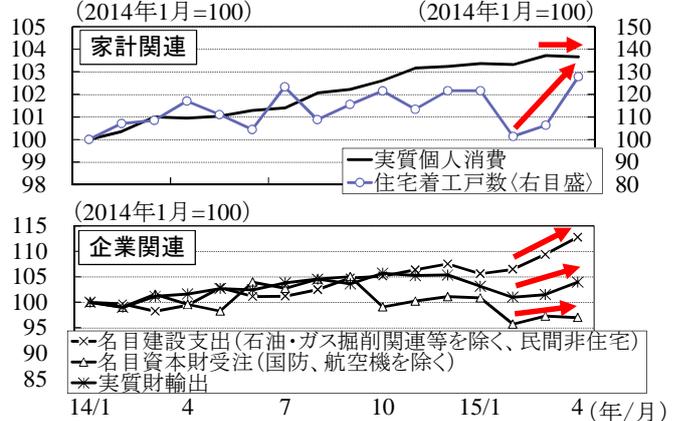
月次指標を基に、まず家計部門の動向を確認すると、実質個人消費は悪天候の影響が解消された後も、今のところ緩やかな持ち直しに止まっているが、住宅着工戸数は 4 月にかけて顕著に拡大し、2007 年 11 月以来の水準を回復した（第 2 図）。他方、企業部門では、製造業活動の減速に底打ちの兆しがみられるものの、ドル高や原油安のマイナス影響が残存し、輸出や資本財受注は勢いを欠いている。但し、サービス業を中心とした非製造業は堅調を維持しているほか、このところ石油・ガス掘削関連等を除く民間非住宅建設支出の拡大ペースなども加速している。また、労働市場では悪天候の影響を受け易い建設業等の雇用増加が一時鈍化したものの、直近 5 月には前月比+30 万人近い雇用増が実現した。

第1図：実質GDP成長率と需要項目別の寄与度
(前期比年率、%)



(注) 需要項目は、『実質GDP成長率』に対する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2図：家計・企業関連の需要動向
(2014年1月=100)



(注) 『住宅着工戸数』と『名目資本財受注』は、それぞれ住宅投資と機械設備投資の先行指標であり、『名目資本財受注』は輸出向けを含む。
(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

(1) 概要

4-6 月期以降は成長率が上向き、緩やかな回復基調に復する見通し

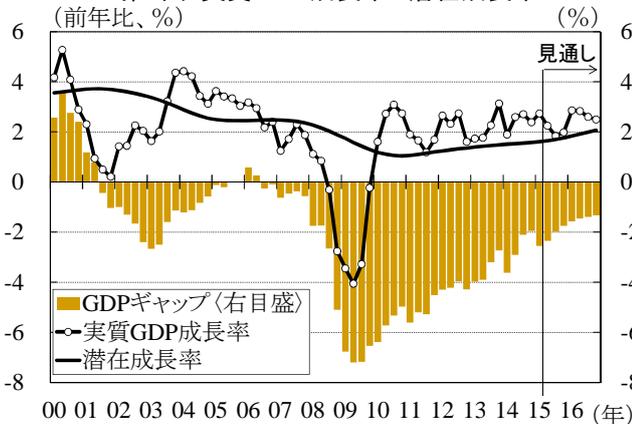
米国経済は、今後も緩やかな回復基調を維持する見込みだ（第 3 図）。悪天候などの一時的な下押し影響がなくなる 4-6 月期は成長率が上向き公算が高い。その後も、雇用・所得環境の改善が続くと想定される中、原油安による実質購買力向上の影響が顕在化してくることなどで、家計需要は徐々に回復ペースを速めていくと予想される。また、企業部門ではドル

高や一部企業への原油安のマイナスの影響が残存するものの、家計を中心とした内需の拡大や、ドル高・原油安を通じた交易条件の改善を下支えとして企業収益が底堅く推移し、設備投資も回復に向かうであろう。この結果、成長率も高まっていくと想定されるが、特に2016年入り後はFRBによる利上げの影響を受けて、成長ペースは抑えられる見込みである。

**出口戦略を受けた
金融市場や新興国
経済の反応には、幅
広い注視が必要**

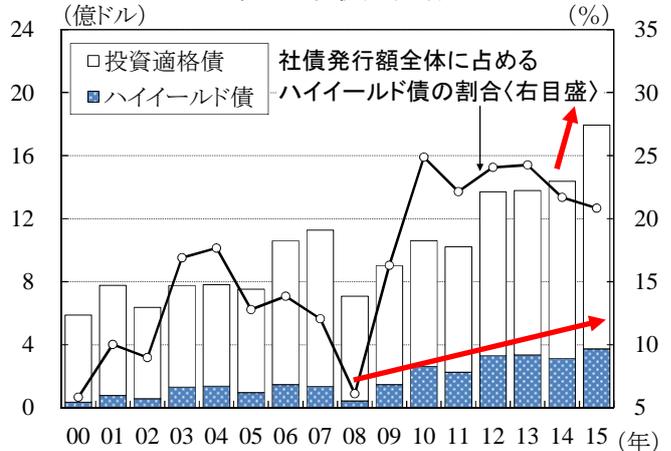
景気下振れの最大のリスクは、利上げを含めた出口戦略の影響が想定以上に大きくなることである。債券市場では、利上げに伴う金利上昇への警戒感などを背景に、年初以降、企業の社債発行が急増しており、ハイイールド債の発行額も増加基調が続いている（第4図）。企業全体でみた債務償還年数（有利子負債残高÷総貯蓄）は、今のところ過去の平均的な水準にあるものの、2010年半ば以降、上昇が続いている点には注意しておく必要がある。また、FRBのイエレン議長からも「割高」とであると指摘されている株価や、減速感が強まってきている中国をはじめとした新興国経済など、リスク要因は多い。今後、出口戦略が進む中で、国内外の金融市場や新興国経済に混乱が生じる場合には、米国経済への下押し圧力が強まる虞がある。

第3図: 実質GDP成長率と潜在成長率



(注)『潜在成長率』は、米国議会予算局(CBO)による推計値。
(資料)米国商務省統計、議会予算局資料等より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 社債発行額



(注)2015年は、5月までの実績を年率換算したもの。
(資料)SIFMA統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

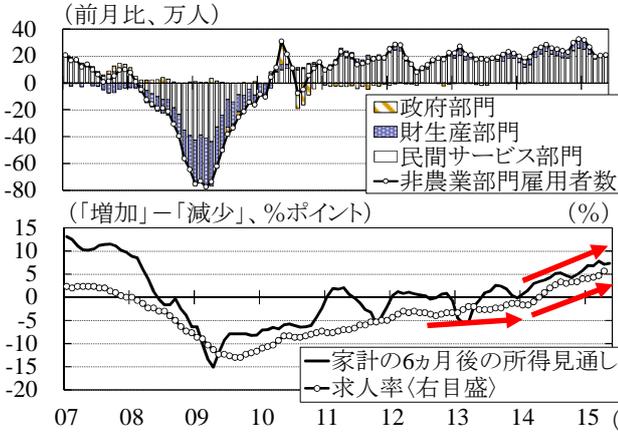
家計需要は、雇用・所得環境の改善や原油安の影響等をサポートとして、徐々に回復ペースを速めていく公算

今後、米国経済が再び勢いを取り戻す上で鍵を握るのは、家計需要の復調と再加速である。足元の雇用・所得環境を確認すると、サービス業を中心とした雇用増加が堅調を維持し、求人率は金融危機前を上回る水準まで上昇するなど、労働需給の改善が持続している（第5図）。また、雇用環境の良化は、家計の所得見通しの改善にも結びついている。

こうした中、実質個人消費は昨年半ば以降、原油安やドル高によるインフレ抑制が押し上げ要因となり、伸び率を高めてきた（第6図）。但し、

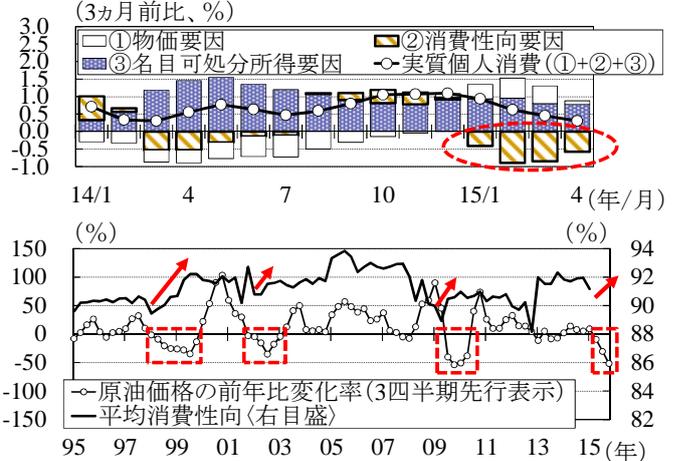
年初以降は景況感の悪化などが影響したとみられる平均消費性向の低下が下押し要因となっている。ここで、過去、原油価格が大幅に下落した局面における平均消費性向の動向を確認してみると、原油安が始まってから概ね3四半期後に、平均消費性向が上昇する傾向にあることがわかる。これは、家計が原油安とそれに伴う実質購買力の向上が持続的であることを確認した上で、消費を拡大していたことなどが背景にあると考えられる。原油価格は、足元にかけて幾分上昇しているものの暫くは低水準で推移する公算が高い。この先、雇用拡大等を通じた家計所得の改善が持続すると予想される中、実質個人消費は原油安のプラス効果が顕在化してくることで、前期比年率+3%強まで徐々に回復ペースを速めていくと想定される。

第5図：雇用者数と求人率、家計の所得見通し



(注)いずれも3ヵ月移動平均値。
(資料)米国労働省、カンファレンスボード統計より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：実質個人消費の変動要因と消費性向の長期推移



(注)『実質個人消費』とその『変動要因』は、3ヵ月移動平均値。
(資料)米国商務省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業部門

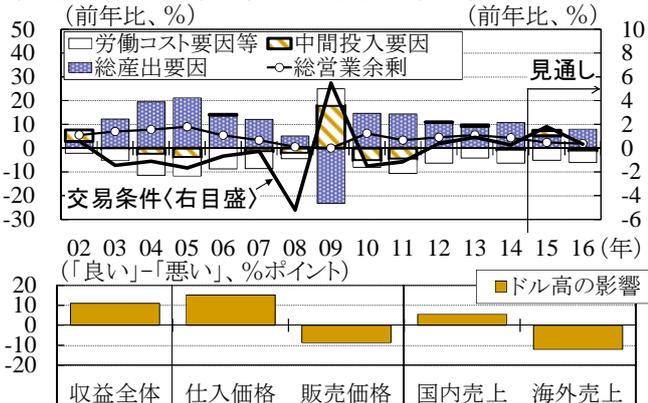
企業収益は内需の回復や交易条件改善を下支えに底堅さを維持、設備投資も回復へ

企業部門では、悪天候や西海岸港湾のストライキによる物流停滞の影響が解消した後も、ドル高や原油安のマイナスの影響が残存する見込みだ。輸出は、足元で上向きつつあるものの、カナダ（2014年の輸出シェア：19%）やメキシコ（同：15%）、中国（同：8%）といった主要輸出先の経済が伸び悩む中、ドル高の影響を受けて、当面は緩やかな回復に止まる公算が高い。企業収益においては、今後もドル高に伴う外国子会社利益の目減りや輸出採算の悪化、エネルギー関連産業での大幅減益などが下押し圧力となる見込みだ。但し、ドル高の影響に関する企業アンケートの結果をみると、仕入価格の改善や国内売上の拡大を通じて、ドル高がトータルで収益にプラスになるとの回答が相対的に多い（第7図）。この先、ドル高や原油安に伴う交易条件の改善を通じた中間投入コストの軽減や、家計需要を中心とした内需の回復が下支えとなることで、企業収益は底堅さを維持すると想定される。

企業の設備投資では、1-3月期の実質GDP成長率を前期比年率で約

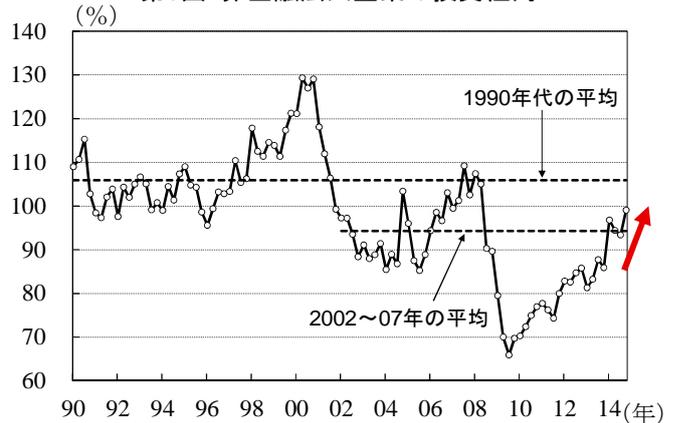
0.5%ポイント押し下げた鉱業の構築物投資など、原油・ガス関連の投資抑制が年央にかけても下押し圧力として残存する公算が高い。もっとも、企業全体での投資抑制スタンスは和らぐ方向にあり、金融危機後、大幅に低下した投資性向は前回の景気回復局面の平均を上回り、1990年代の水準に近づきつつある（第8図）。この先、景気が再び勢いを取り戻し、企業収益が底堅さを維持すると見込まれる中、設備投資は回復に向かうと予想される。

第7図：総営業余剰の変動要因とドル高に関するアンケート



(注) 1. 『交易条件』は、輸出デフレーター÷輸入デフレーター。
2. 『アンケート』対象企業の収益に占める海外の割合は14.3%。
米国企業全体の収益に占める海外の割合は約20%。
(資料) 米商務省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：非金融法人企業の投資性向



(注) 『投資性向』は、非金融法人企業の資本支出(設備投資+在庫)を内部留保で除したもの。
(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 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

FRB は、4月のFOMCで景気の現状を「一時的な影響を一部反映して冬場に減速した」と判断した上で、先行きは「緩やかなペースで拡大する」との見方を維持した。但し、後日発表された議事録の内容などからは、多くのFOMC参加者がドル高や中国経済減速の影響などに対する警戒感を強めている様子が窺われる。また、利上げについては、「労働市場の一段の改善」が確認され、「インフレ率が中期的に2%に戻るとの合理的確信」が得られれば、利上げが妥当になるとの見解を維持している。

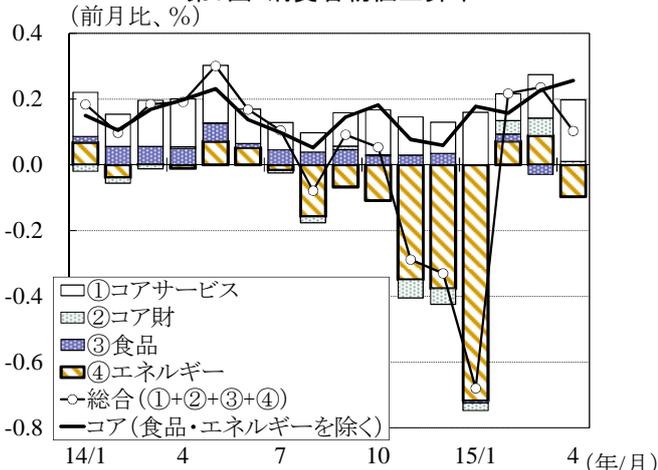
労働市場では需給の緩やかな改善が持続し、5月の失業率は5.5%とFRBが想定する均衡水準(5.0~5.2%)に近づいている。今後、FRBは年後半以降、労働市場の一段の改善を確認した上で、利上げを開始すると予想される。また、インフレの動向について消費者物価指数を基に確認してみると、年初まではエネルギー価格の下落により前月比大幅な低下が続いたが、足元では原油安の下押し影響が一服している(第9図)。もっとも、今後は、コアベースのサービス物価がGDPギャップの縮小とともに伸びを高めていくと考えられる一方、コアの財物価ではドル高の影響による下押し圧力が暫く残存する可能性が高い。実体経済では、ドル高や原油安の影響に加え、海外経済の動向にもリスク要因が残存し、コアベースのインフレ

率も当面は2%を下回る推移が続くと想定される中、FRBは利上げ開始後も、慎重に出口戦略を進めていく見通しである。

先行きの長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込み

先行きの長期金利は、初期局面の利上げが緩やかなペースで進むと想定されることや、欧州を中心としたデフレ懸念が暫くは残存する公算が高いこと、世界的な金融緩和状態の継続を受けた米国債への需要が根強く残るとみられることなどから、上昇ペースが緩やかとなる見込みである。但し、足元にかけての長期金利は、2月初の1.6%台から2%台半ばまで上昇してきている（第10図）。背景には、欧州金利の急上昇に加え、利上げを含む出口戦略が金融市場等に与える影響への警戒感が強まってきていることなどがあると考えられる。前回2004年6月の利上げ開始時にも、長期金利は同年4月初からの3ヵ月間で約0.7%ポイント上昇した。今後も、実体経済や金融政策の先行きへの不透明感の高まりなどを受けて、長期金利の変動が大きくなるリスクには注意が必要だ。

第9図：消費者物価上昇率



(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10図：10年物国債利回りの要因分解



(注)『タームプレミアム』は、Adrian, Crump and Moench (2013)の「無裁定5要因ターム・ストラクチャー・モデル」に基づく。

(資料)ニューヨーク連銀統計等より三菱東京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				2016	2014年	2015年	2016年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	2.7	1.8	4.5	3.5	▲ 2.1	4.6	5.0	2.2	▲ 0.7	2.6	3.3	2.8	2.7	2.4	2.2	2.7
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	3.2	4.4	1.8	2.0	3.2	3.1	3.0	2.5	2.8	2.9
住宅投資	7.8	19.0	11.2	▲ 8.5	▲ 5.3	8.8	3.2	3.8	5.0	9.8	7.5	5.6	4.6	1.6	6.0	5.2
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	9.7	8.9	4.7	▲ 2.8	3.4	7.5	6.6	6.1	6.3	3.8	6.0
在庫投資（寄与度）	0.7	0.3	1.5	▲ 0.3	▲ 1.2	1.4	▲ 0.0	▲ 0.1	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
政府支出	▲ 3.9	0.2	0.2	▲ 3.8	▲ 0.8	1.7	4.4	▲ 1.9	▲ 1.1	1.8	1.0	0.6	0.4	▲ 0.2	0.5	0.6
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	▲ 0.5	0.6	1.1	▲ 1.7	▲ 0.3	0.8	▲ 1.0	▲ 1.9	0.4	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.4
輸出	▲ 0.8	6.3	5.1	10.0	▲ 9.2	11.1	4.5	4.5	▲ 7.6	5.9	3.9	2.2	2.1	3.2	1.7	2.6
輸入	▲ 0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.3	▲ 0.9	10.4	5.6	2.3	4.2	5.0	5.1	4.0	5.1	4.7
国内民間最終需要	3.4	2.3	2.9	4.2	1.0	3.8	4.1	4.5	1.2	2.5	4.1	3.8	3.6	3.1	3.1	3.5
名目GDP（前期比年率、%）	4.2	2.9	6.2	5.0	▲ 0.8	6.8	6.4	2.4	▲ 0.9	4.6	5.2	4.7	4.5	3.9	3.2	4.5
鉱工業生産（前期比年率、%）	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.7	4.1	4.6	▲ 0.7	2.3	4.3	3.3	3.2	4.2	2.7	3.1
失業率（%）	7.7	7.5	7.2	7.0	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.3	5.2	5.1	6.2	5.4	5.0
生産者物価（前年比、%）	1.5	1.5	1.2	0.8	1.6	2.8	2.5	0.8	▲ 3.2	▲ 2.5	▲ 1.4	0.7	4.7	1.9	▲ 1.6	3.5
消費者物価（前年比、%）	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	1.8	1.2	▲ 0.1	0.1	0.3	1.0	2.5	1.6	0.3	2.2
2. 国際収支																
貿易収支（億ドル）	▲ 1,776	▲ 1,771	▲ 1,779	▲ 1,691	▲ 1,813	▲ 1,882	▲ 1,811	▲ 1,852	▲ 1,888	▲ 1,800	▲ 1,853	▲ 1,847	▲ 1,927	▲ 7,358	▲ 7,388	▲ 8,209
経常収支（億ドル）	▲ 1,055	▲ 1,061	▲ 1,013	▲ 873	▲ 1,010	▲ 973	▲ 989	▲ 1,135	▲ 1,053	▲ 995	▲ 1,040	▲ 1,026	▲ 1,065	▲ 4,106	▲ 4,114	▲ 4,682
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	0.38	0.13	0.13	1.13
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	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.7	0.3	0.3	1.1
10年物国債利回り（%）	2.0	2.0	2.7	2.7	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0	2.1	2.4	2.6	2.8	2.5	2.3	3.0

(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

～原油安や大規模な量的金融緩和策が景気を下支えするも、成長ペースは緩やか～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

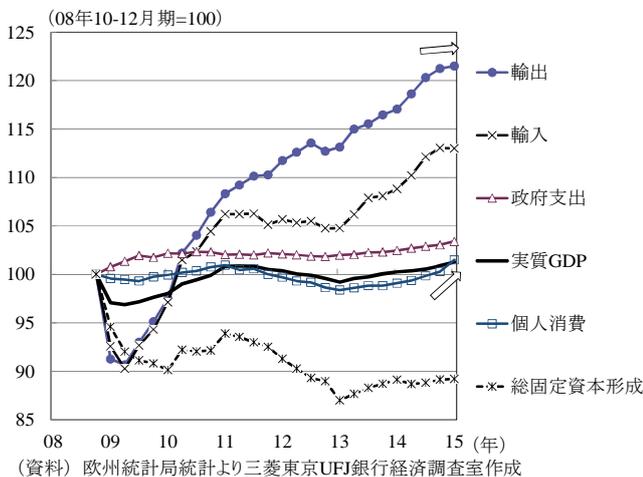
ユーロ圏経済は緩やかに持ち直し

1-3 月期は前期比+0.4%成長、原油安の恩恵でフランスなど内需型経済の成長ペースが加速

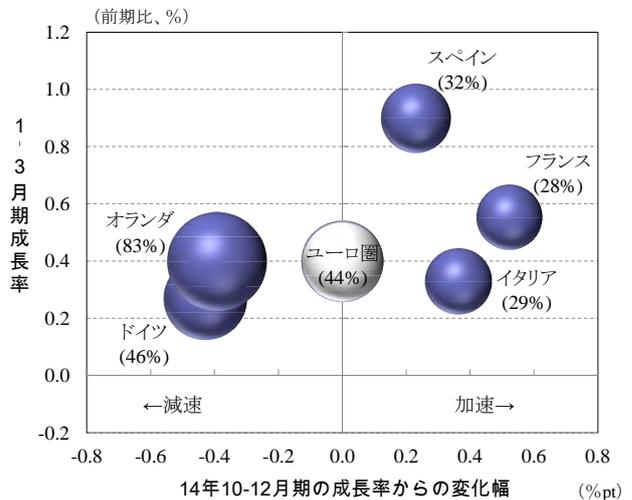
ユーロ圏経済は緩やかに持ち直している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%と、直近 4 年間で最大の伸びを記録した。需要項目別にみると、原油安を背景とした実質所得の拡大により個人消費（同+0.5%）が最大の牽引役となった（第 1 図）。一方、輸出（同+0.6%）は米国や中国の景気減速等を受けて伸び悩んだ。国別にみると、ドイツ（同+0.3%）やオランダ（同+0.4%）など輸出ウェイトの高い国は減速した一方、スペイン（同+0.9%）やフランス（同+0.6%）、イタリア（同+0.3%）などの内需型国は原油安の恩恵等もあり、成長率が加速した。（第 2 図）。

物価は、エネルギー価格の下落一服を受けて、5 月の消費者物価上昇率（HICP）は前年比+0.3%と 6 ヶ月ぶりにプラスに回帰し、デフレ懸念は和らぎつつある。こうしたなか、ドイツの 10 年国債利回りは 4 月半ばに 0.05%まで低下した後、デフレ懸念の後退を背景に急反発した。6 月上旬には一時 1%台まで上昇するなど、金利の振れ幅が大きくなっている。

第 1 図：ユーロ圏の需要項目別 GDP 水準



第 2 図：ユーロ圏主要国の実質 GDP 成長率



(2) 今後の見通し

原油安の追い風が吹くなか、大規模な量的金融緩和策とユーロ安が景気を下支え

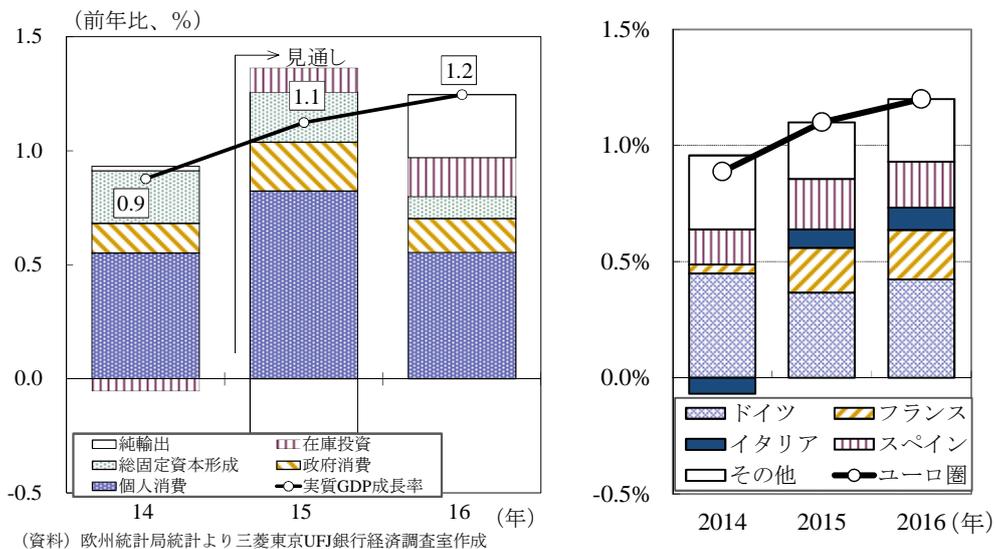
今後のユーロ圏経済は、引き続き原油安が追い風となるほか、大規模な量的金融緩和策とユーロ安も景気を下支えする見込みである。今後は原油価格の緩やかな上昇に伴い、消費押し上げ効果は徐々に縮小するとみられるが、雇用・所得環境の改善と相俟って、個人消費を下支えする見込みである。また、ユーロ安が価格競争力の改善を通じて輸出をサポート

ートするとみられ、輸出相手先経済の不振に伴う外需の伸び悩みを一定程度相殺することが期待される。

周縁国を中心とした需要の弱さは変わらず、2016年も成長ペースは緩慢

デフレ懸念は後退しつつあるが、周縁国を中心に需要の本格回復には至らず、ロシアやギリシャ情勢、高水準にある不良債権比率等が引き続き経済の重石となりうる。以上を踏まえると、2015年のユーロ圏の実質GDP成長率は前年比+1.1%、2016年も同+1.2%と、その回復はごく緩やかに止まる見通しである（第3図）。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率（見通し）



(3) ユーロ安の輸出への影響

ユーロ安の効果が顕在化するのこれから

ユーロ相場は、欧州中央銀行（ECB）が利下げや貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO）を発表した2014年半ば以降、下落基調にある。今年3月の国債購入開始を受けてユーロ相場は一段と下落し、3月中旬には一時1ユーロ=1.04ドル台まで下落、足元では同1.1ドル台で推移している。

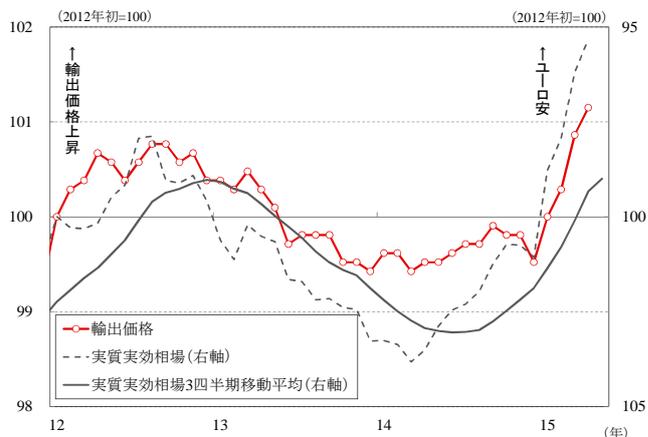
大幅なユーロ安にも関わらず、海外需要の低迷もあって特に輸出数量の回復は遅れているが（第4図）、ユーロ建ての輸出価格は上昇傾向にあり（第5図）、今後、ユーロ安効果の浸透による輸出の持ち直しが期待できる。

第4図：ドイツのEU外向け輸出とユーロ相場



(注)輸出データは3カ月移動平均。
(資料)ドイツ連邦銀行、ドイツ連邦統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：実質実効相場と輸出価格



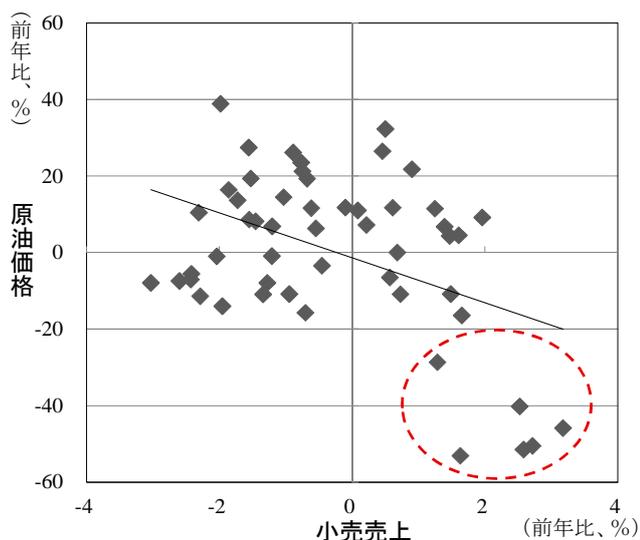
(資料)ドイツ連邦銀行、ドイツ連邦統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 原油安の個人消費への影響

原油安による消費
押し上げ効果は今
後縮小するも、消費
は底堅さを維持

1-3月期の成長率を押し上げた個人消費の動向をみると、前年比50%近く下落した原油価格の恩恵もあり(第6図)、4月以降も堅調に推移している。4月の小売売上は自動車燃料や食料品を中心に底堅い伸びを維持した(第7図)。この先、原油価格が緩やかに持ち直すにつれ、消費の押し上げ効果は徐々に縮小するとみられるものの、雇用・所得環境の改善も相俟って、消費は回復傾向を続けると期待できる。

第6図：原油価格とユーロ圏の小売売上



(資料)欧州統計局統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：ユーロ圏の小売売上



(資料)欧州統計局統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) スペイン経済の動向

スペイン経済は 7
年ぶりの高成長、牽
引役は個人消費

住宅価格は下げ止
まり

失業率や不良債権
比率は依然高水準

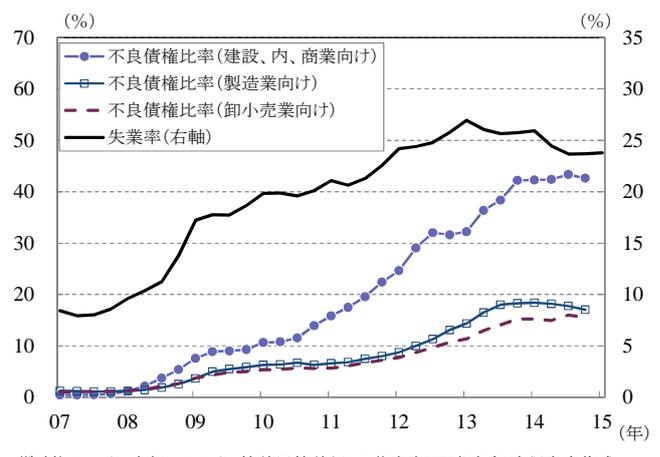
1-3 月期の実質 GDP 成長率は、フランス、イタリア、スペインなど内
需型国で、原油安の恩恵等を受け加速した。とりわけスペインは、前期比
+0.9%と 7 年ぶりの高成長を記録した。牽引役は個人消費 (同+0.7%) で、
自動車販売は政府の販売促進策が奏効し、20 ヶ月連続でプラスを維持し
ている。また、これまで大幅な調整が続いていた住宅価格も昨年 10-12 月
期に約 7 年ぶりに前期比上昇に転じた。名目 GDP 比でみた住宅価格は、
昨年後半以降、価格が急上昇を開始した 2002 年頃の水準で下げ止まって
いる (第 8 図)。ただし、20%台前半で高止まりしている失業率は足元で
再び小幅上昇しているほか、不良債権比率は不動産バブル崩壊の影響が大
きい建設業のみならず、製造業や卸小売業においても高水準が続いている
など (第 9 図)、経済の基盤は依然脆弱とみられる。

第 8 図：スペインの住宅価格



(資料) スペイン中銀、スペイン統計庁より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図 スペインの失業率と不良債権比率



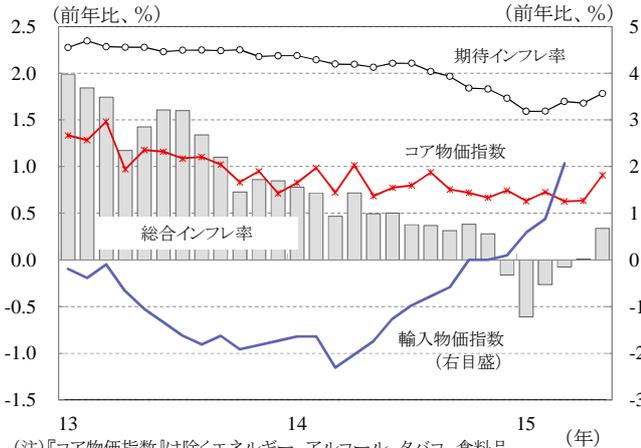
(資料) スペイン中銀、スペイン統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 物価と金融政策

消費者物価上昇率
は前年比プラスに
転じたものの、コア
インフレ率や生産
者物価は依然低位

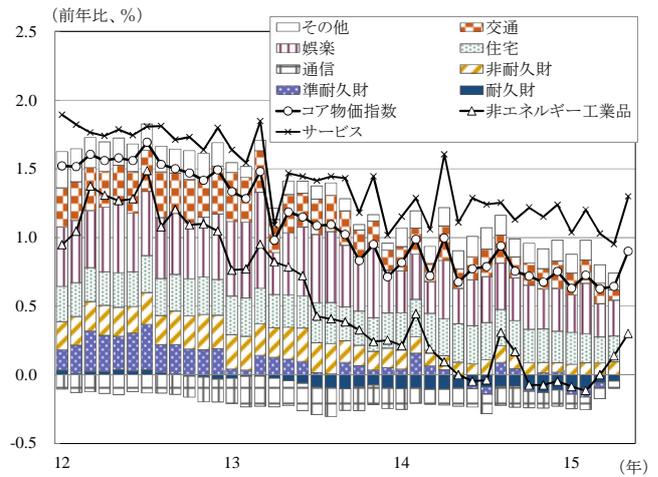
5 月の消費者物価上昇率は前年比+0.3%と 6 ヶ月ぶりにプラスに転じた。
もっとも、これはユーロ安を受けた輸入物価の上昇やエネルギー価格の
下落一服による下押し圧力緩和の影響が大きいとみられ、コア物価は同
+0.9%と小幅加速したものの、引き続き低位に止まっている (第 10 図)。
コア物価の内訳をみると、耐久財や非耐久財などの非エネルギー工業品
や、サービス価格のうち家財関連の上昇ペースが弱い (第 11 図)。また、
生産者物価も依然としてマイナス圏にあるなど、物価上昇圧力が高まる
状況ではなく、2016 年にかけても消費者物価上昇率は前年比+1%未満の
伸びに止まるとみられる。

第10図：ユーロ圏の物価動向



(注)『コア物価指数』は除くエネルギー、アルコール、タバコ、食料品。
『期待インフレ率』は5年先5年ブレイクイーブンインフレ率。
(資料)欧州統計局統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：ユーロ圏のコア物価指数



(注)『コア物価指数』は除くエネルギー、アルコール、タバコ、食料品。
(資料)欧州統計局統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ECB は安定的に資産購入を継続

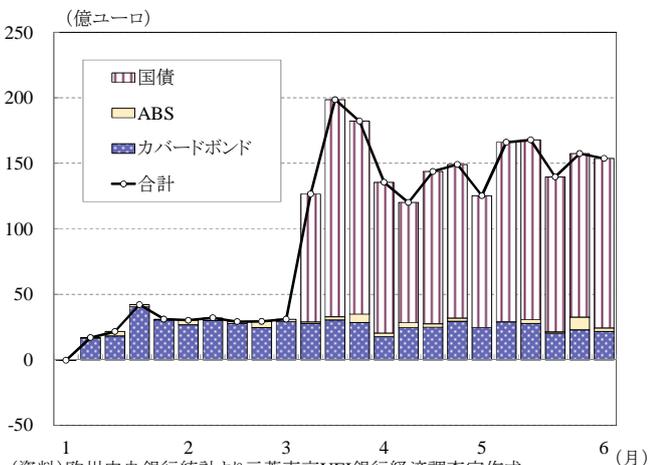
デフレ懸念が和らぐなか、市場では資産購入の早期打ち切り観測が台頭

ECB は QE の完遂や夏場を前に国債購入の前倒しを宣言

このようにインフレ圧力が依然弱いなか、ECB は3月以降、国債を中心に月額600億ユーロの目標に沿うペースで資産購入を継続している(第12図)。前述の通り、5月の消費者物価上昇率が前年比プラスに転じたことや、3月の民間向け銀行貸出残高が約3年ぶりに前年比プラスを記録するなど(第13図)、デフレ懸念が和らぐなかで、市場では早くも資産購入の打ち切り観測が台頭している。こうした思惑や国債の流動性低下を背景に、長期金利が急上昇しボラティリティも高まっている。

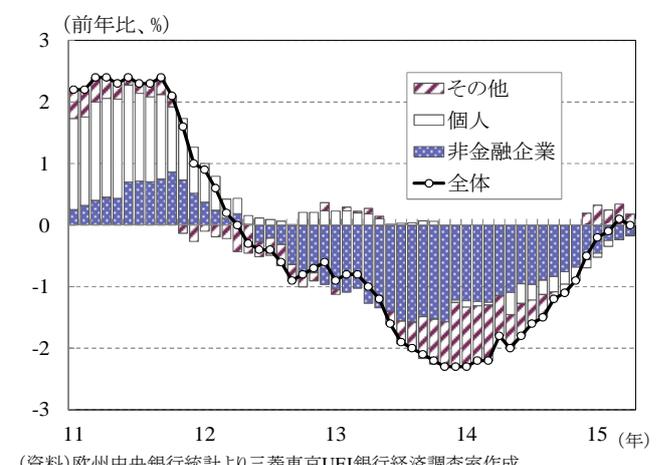
かかる状況下、ECB は6月3日に開催された定例理事会において、2015年の物価見通しを前年比+0.3% (前回3月時点は同0.0%) に上方修正したものの、2016年は同+1.5%で据え置いた。ドラギ総裁は、ECB の物価目標(2%未満かつ2%近く)への回帰は依然時間を要することから、当初の計画通り2016年9月まで資産購入継続することを改めて宣言した。

第12図：ECBによる資産購入額(週次)



(資料)欧州中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：ユーロ圏の民間向け銀行貸出



(資料)欧州中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

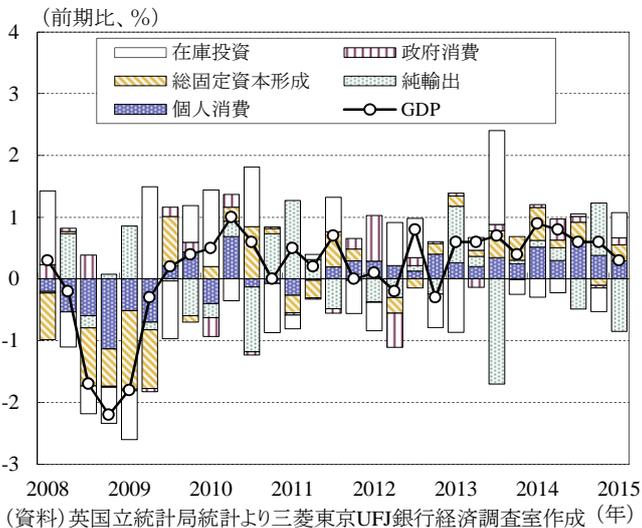
2. 英国

(1) 景気の現状～堅調な景気拡大が継続

1-3月期の成長率は
今回の景気拡大局
面では最も低い伸
びに

英国景気の拡大ペースは、昨年前半の高い伸びから徐々に緩やかなものになってきている。2015年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%に減速し、今回のプラス成長局面では最も低い伸びとなった（第14図）。輸出の低調と輸入の底堅い伸びを受け、純輸出の寄与度が同▲0.9%ポイントとなり、成長率を大きく押し下げた。内需については、個人消費が堅調を維持する一方、総固定資本形成の伸びは減速傾向にある。1-3月期の総固定資本形成は前期比+1.5%と増加したが、前期の落ち込み（同▲0.6%）の反動による部分も大きいとみられる。前年比でみた伸び率は+3.4%と、昨年4-6月期のピーク（前年比+9.2%）から大きく鈍化している。住宅市況の沈静化や、総選挙（5月7日）を巡る不透明感から企業マインドが慎重化したことなどが投資の伸びを抑えたと考えられる。もっとも、足元の住宅市場では先行指標を中心に底打ちの動きがみられるほか（第1表）、国内政局についての不透明感も後退しており、景気がここから大きく崩れる可能性は限定的と判断される。

第14図：英国の実質GDP成長率



第1表：英国の住宅関連指標

	2014年		2015年				
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
住宅販売件数 (万件)	10.0	9.9	9.8	9.6	9.9	10.0	9.7
RICS指数	▲16.3	▲12.8	▲8.8	▲4.2	2.7	▲2.8	3.8
新規問い合わせDI ONS	10.4	10.0	9.7	8.7	7.6	9.4	
住宅価格 (前年比) Halifax (前月比)	▲0.4	0.5	1.1	1.9	▲0.4	0.6	1.6
住宅ローン承認件数 (万件)	5.9	5.9	6.0	6.1	6.2	6.2	6.8
住宅ローン金利 (%)	2.21	2.17	2.08	2.01	1.96	1.99	1.95
PMI住宅建設指数	61.0	60.3	59.2	59.8	60.4	59.4	57.2

(注) 網掛け部分は、前月と比べて住宅市況の改善を示唆する動き。

(資料) 英国立統計局、英中銀、英王立公認不動産鑑定士協会、Markit、Halifax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～2016年にかけて緩やかな景気減速を予想

雇用・所得環境の
改善が景気を底支
え

先行きの景気は底堅さを保ちつつも、2014年に比べて緩やかな拡大ペースになると予想する。まずプラス要因からみていくと、住宅市況は、今年後半から来年初にかけて再び上昇に転じる公算が大きい。また、失業率は足元5.5%と、5%台前半とされる自然失業率に近づいており、先行き賃金上昇圧力の高まりが予想される（第15図）。加えて、総選挙で勝利を収めた与党保守党は、中間層向け減税^(注1)を公約しており、雇用・所得

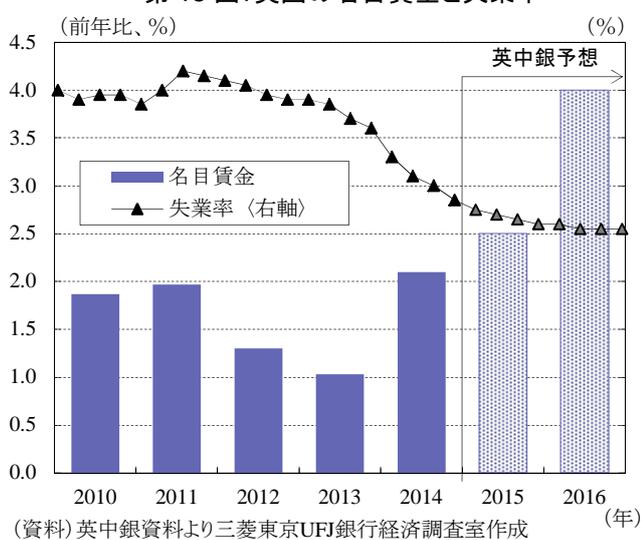
環境の一段の改善が家計需要を支えよう。

原油安の効果一巡、
中銀の利上げ、歳出
抑制が景気の重し
に

一方、原油安の効果一巡や 2016 年に行われる可能性の高い英中銀 (BOE) の利上げ開始が景気の減速要因になるとみる。また、保守党政権は財政健全化を進める方針であり、現在の計画では 2018 年度までの財政収支黒字化が目標とされている (第 16 図)。財政赤字の縮小は、公務員数の削減など、主に歳出面の緊縮を通じて行われる方針となっており、政府支出の抑制も景気の重しとなろう。

(注 1) 所得控除額の引き上げ (10,500 ポンド→12,500 ポンド)、所得税率 40% が適用される所得額の引き上げ (41,865 ポンド→50,000 ポンド) 等。

第 15 図: 英国の名目賃金と失業率



第 16 図: 英国の財政赤字削減計画

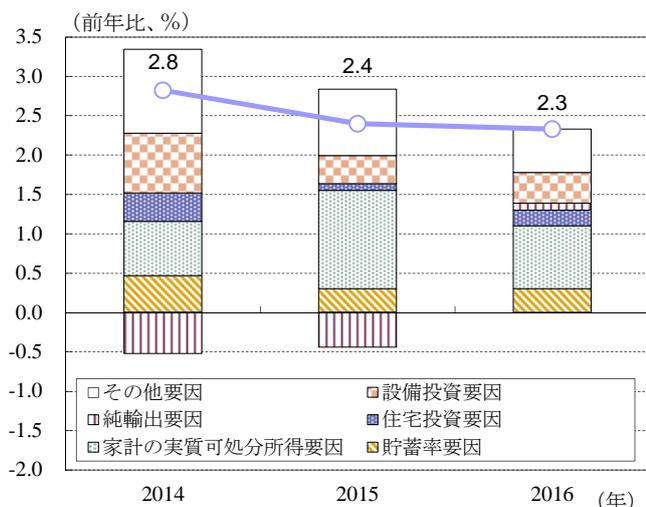


以上から、2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.4%と、2014 年 (同 +2.8%、6 年ぶりの高成長) から減速するとみる。また、2016 年についても同+2.3%と、小幅な減速を予想する (第 17 図)。

潜在的なリスクは
英国の EU 離脱懸
念

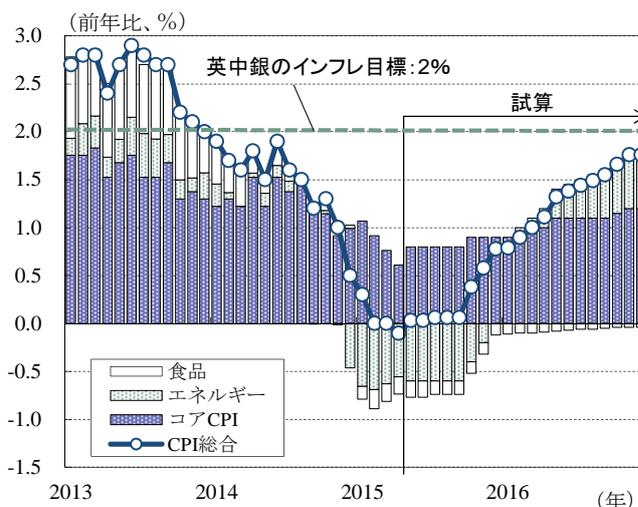
こうしたなか、景気に対する潜在的なリスクとして、2017 年末までに行われることとなった、英国の EU 離脱の是非を問う国民投票が警戒される。今のところ世論調査では、「EU への加盟継続を望む」意見が 40%強を占め、「EU 離脱を望む」意見 (30%台半ば) を上回っているため、EU 離脱が直ちに現実化するとは考えられていない。加えて、キャメロン政権が今後取り組む、英国と EU の関係についての交渉が成果を挙げれば、世論は EU 残留の方向へより傾こう。しかし現時点では、態度未定の有権者も少なくないとみられるほか、EU との交渉が不芳に終わった場合には、失望感から EU 離脱派が増加する可能性も想定される。当面は予断を許さない状況が続くとみられ、仮に EU 離脱に対する警戒感が高まった場合には、設備投資や海外からの直接投資の下振れリスクが顕在化しよう。

第 17 図：英国の実質 GDP 成長率の要因分解



(資料) 英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図：英国の消費者物価(CPI)



(資料) 英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 物価・金融政策～英中銀は 2016 年に利上げ開始の公算

物価下落は一時的なものに止まる公算

4 月の消費者物価 (CPI) 上昇率は、原油安や食料品価格の下落を主因として、前年比▲0.1%とマイナスに転じた。ただし、経済全体の需給バランスに関する BOE の推計によると、供給の超過幅 (デフレギャップ) は対 GDP 比 0.5%程度まで縮小しており、物価下落は一時的なものに止まる可能性が高い。

英中銀は 2016 年後半にかけて出口戦略を具体化

先行きの物価動向については、2015 年中は原油安の影響残存などから低インフレの継続が見込まれる。一方 2016 年は、エネルギー価格の上昇や需給バランスのタイト化を背景に、インフレ率は BOE が目標とする前年比+2%に近づくと予想する (第 18 図)。2016 年には住宅市況の持ち直しが見込まれることもあり、BOE は年後半にかけ、利上げに向けた出口戦略を具体化させ始めるとみる。

(ロンドン駐在 高山 真)

西欧経済の見通し総括表

(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)		
	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)
ユーロ圏	0.9	1.1	1.2	0.4	0.1	0.9	2,954	2,784	2,650
ドイツ	1.6	1.3	1.5	0.8	0.4	1.4	2,649	2,599	2,424
フランス	0.2	0.9	1.0	0.6	0.0	0.9	▲ 277	▲ 216	▲ 50
イタリア	▲ 0.4	0.5	0.6	0.2	0.0	0.7	364	347	283
英国	2.8	2.4	2.3	1.5	0.2	1.3	▲ 1,613	▲ 1,243	▲ 1,185

(2) 需要項目別見通し

(単位: %)

	ユーロ圏			英国		
	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)
名目GDP	1.8	1.2	1.6	4.6	3.8	4.2
実質GDP	0.9	1.1	1.2	2.8	2.4	2.3
<内需寄与度>	0.9	1.4	1.0	3.3	2.8	2.2
<外需寄与度>	0.0	▲ 0.2	0.3	▲ 0.5	▲ 0.4	0.1
個人消費	1.0	1.5	1.0	2.5	2.7	1.9
政府消費	0.6	1.0	0.7	1.7	1.4	0.8
総固定資本形成	1.2	1.1	0.5	7.8	3.1	3.7
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.2
輸出	3.7	3.3	3.1	0.6	3.1	0.8
輸入	4.0	4.2	2.7	2.2	4.2	0.5

- (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、リトアニアの計19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

～資源安と金融緩和が内需拡大の支えとなるも、輸出の伸び悩みにより力強さを欠く展開～

1. アジア経済の現状

全体として力強さに欠ける展開

アジア経済は緩やかな成長を続けているが、総じて力強さに欠ける展開となっている。直近 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、多くの国で前期から鈍化した（第 1 表）。中国では、不動産市場の調整継続や過剰投資の抑制など景気への下押し圧力が強まっており、前年比+7.0%（2014 年 10-12 月期：同+7.3%）へ減速した。NIEs でも、輸出の伸び悩み等を受け、成長ペースが減速ないし略横這いで推移した。ASEAN については、相対的に高めの成長を維持しているものの、資源国であるインドネシアやマレーシアで輸出の減速を主因に下押し圧力が強まっている。また、タイでも、同+3.0%と前期から成長率の加速がみられたが、家計のバランスシート調整や輸出の伸び悩みが重石となり回復ペースは引き続き緩やかである。

第 1 表：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率

(前年比、%)

	2013年				2014年				2015年
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
中国	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4	7.5	7.3	7.3	7.0
韓国	2.1	2.7	3.2	3.5	3.9	3.4	3.3	2.7	2.5
台湾	1.4	2.6	1.4	3.4	3.4	3.9	4.3	3.5	3.4
香港	3.4	3.1	3.1	2.8	2.7	2.0	2.9	2.4	2.1
シンガポール	1.5	4.0	5.0	5.4	4.6	2.3	2.8	2.1	2.6
NIEs	2.0	2.9	3.1	3.6	3.8	3.2	3.4	2.7	2.6
インドネシア	5.6	5.6	5.5	5.6	5.1	5.0	4.9	5.0	4.7
マレーシア	4.3	4.6	4.9	5.0	6.3	6.5	5.6	5.7	5.6
タイ	5.3	2.7	2.6	0.7	▲ 0.4	0.9	1.0	2.1	3.0
フィリピン	7.7	7.9	6.8	6.1	5.6	6.7	5.5	6.6	5.2
ベトナム	4.8	5.0	5.5	6.0	5.1	5.3	6.1	7.0	6.0
ASEAN5	5.6	5.2	5.1	4.7	4.4	4.8	4.5	5.0	4.7
インド	4.7	7.0	7.5	6.4	6.7	6.7	8.4	6.6	7.5
アジア11カ国・地域	5.7	6.5	6.7	6.6	6.4	6.4	6.5	6.2	6.1

(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

2016 年にかけてのアジアの実質成長率は 6% 近辺に止まる見込み

アジア経済の先行きを展望すると、資源安の継続が引き続き ASEAN・インドを中心に内需の下支えとなることが見込まれる一方、外需の伸び悩みが NIEs を中心に成長ペースを下押しする公算が高い。また、2016 年にかけて、米国での金融出口戦略実施に伴う緩和的な金融環境の縮小・終了が、消費や投資拡大ペースの抑制を通じて成長の重石になることが予想される。アジア 11 カ国・地域の実質 GDP 成長率は、2015 年が前年比+6.1%、2016 年は同+6.0%となる見込みである（第 2 表）。

中国では構造調整を背景に緩やかな成長ペースの減速が続く

国別にみると、まず中国では、不動産市場の調整継続や過剰設備投資の抑制などを背景に、景気の減速が続く見通しである。但し、資源や重工業への依存が高い地域を中心に景気失速リスクへの懸念が強まっていることなどから、財政・金融両面からの下支え策が強化される公算が高い。2015年の実質GDP成長率は前年比+6.8%、2016年には同+6%台半ばと緩やかな減速が続くと予想する。

NIEs 経済は輸出の不振を背景に力強さに欠ける展開

NIEsの実質GDP成長率は、2015年、2016年ともに同+3%程度に止まる見込みである。先進国経済は緩やかながら回復に向かうものの、最大の輸出先である中国経済の減速などに伴う輸出の伸び悩みなどから、景気は力強さに欠けるものとなろう。韓国では、金融緩和や不動産融資規制の緩和などを背景に、不動産取引の活発化など、一部景気対策の効果も窺われるが、依然高水準にある家計の利払い負担などが引き続き消費拡大の重石になるとみられる。また、米ドルペッグ制により金利が米金利に連動する香港では、米国の出口戦略実施に伴う金利上昇が、不動産投資の抑制等を通じ、成長を下押しする公算が高い。

ASEAN 経済はごく緩やかな加速にとどまる

ASEAN5カ国の実質GDP成長率は、2015年の同+5.0%から2016年には同+5.2%へと緩やかに加速する見込みである。インドネシアでは、予算執行の加速や直接投資回復がプラス材料ながら、引き締め的な金融政策や外需不振が引き続き重石になるとみられる。タイでも、高水準の家計債務が消費の抑制要因となることや、輸出の伸び悩みなどが今後も成長ペースを抑制するとみられ、2015年の成長率は同+3.5%、2016年は同+3.7%と、力強さに欠ける回復となろう。

第2表:アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2014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、%	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
中国	10.38	60.9	7.4	6.8	6.5	2.0	1.5	1.8	2,197	3,129	2,970
韓国	1.42	8.3	3.3	3.2	3.3	1.3	0.9	1.9	892	900	878
台湾	0.53	3.1	3.8	3.4	3.5	1.2	0.2	1.2	653	671	620
香港	0.29	1.7	2.5	2.3	2.0	4.4	3.1	3.0	56	51	31
シンガポール	0.31	1.8	2.9	3.2	3.3	1.0	0.3	1.2	588	612	671
NIEs	2.54	14.9	3.2	3.2	3.2	1.6	0.9	1.8	2,189	2,234	2,200
インドネシア	0.89	5.2	5.0	5.2	5.4	6.4	6.4	5.1	▲262	▲197	▲195
マレーシア	0.33	1.9	6.0	4.8	5.0	3.1	2.5	2.6	151	118	123
タイ	0.37	2.2	0.7	3.5	3.7	1.9	0.2	2.4	131	184	117
フィリピン	0.28	1.7	6.1	6.1	6.0	4.2	2.4	3.0	127	101	87
ベトナム	0.19	1.1	6.0	6.1	6.3	4.1	2.5	5.0	94	65	75
ASEAN5	2.06	12.1	4.6	5.0	5.2	4.5	3.7	3.9	241	272	206
インド	2.05	12.0	7.3	7.6	7.9	6.0	5.4	5.6	▲275	▲255	▲339
アジア11カ国・地域	17.04	100	6.4	6.1	6.0	2.7	2.2	2.5	4,352	5,380	5,037
			実績	→見通し		実績	→見通し		実績	→見通し	

(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

インド経済は、投資の緩やかな持ち直しで回復持続へ

インドでは、消費・投資の持ち直しに牽引され、緩やかなながらも回復が続くと予想する。資源安などに伴うインフレ率低下と実質購買力の改善が個人消費を下支えするほか、今年に入り3度にわたる利下げも資金調達コストの低下等を通じて設備投資や消費のプラス材料となろう。モディ政権下で拡大している直接投資も景気を下支えする公算。実質GDP成長率は、2015年度の同+7.6%に対し、2016年度が同+7.9%と緩やかに高まる見通しである。

インフレ圧力緩和で、金融緩和の動きが続く

金融政策面では、資源安に伴うインフレ圧力の緩和を受け、アジア主要国・地域で金融緩和の動きが続いている（第3表）。中国は預金準備率の引き下げのほか、昨年11月以降3回目となる追加利下げを5月に実施。タイでは3、4月と2会合連続の利下げ、インドでは6月に今年3度目となる利下げ、韓国では3月に続き6月に追加利下げが実施された。

今後についても、インフレ率の低位安定が続くなか、緩和的な金融政策が続くと想定されるが、米国金融出口戦略の影響も睨みつつ、徐々に緩和度合いは縮小に向かうとみられる。インフレ目標達成や経常赤字縮小への配慮が必要なインドネシアでは、引き締め的な金融政策が維持されよう。

第3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、%)						政策金利の変化 (2014年7月～直近)	足元の政策 スタンス
		2014年			2015年		直近の加 減速		
		4-6 月期	7-9 月期	10-12 月期	1-3 月期	直近			
	中国	2.2	2.0	1.5	1.2	1.5	↓	▲40bp、▲25bp、▲25bp (2014年11月)(2015年3月)(同5月)	緩和
N I E S	韓国	1.6	1.4	1.0	0.6	0.4	↓	▲25bp、▲25bp、▲25bp、▲25bp (2014年8月)(同10月) (2015年3月)(同6月)	緩和
	台湾	1.6	1.5	0.8	▲0.6	▲0.9	↓	不変	中立
	シンガポール	2.4	0.9	▲0.1	▲0.3	▲0.5	↓	通貨高ベースを 調整(2015年1月)	引き締めの 緩和
A S E A N S	インドネシア	7.1	4.4	6.5	6.5	6.8	↑	+25bp、▲25bp (2014年11月)(2015年2月)	引き締めの 緩和
	マレーシア	3.3	3.0	2.8	0.7	1.8	↓	+25bp (2014年7月)	中立
	タイ	1.7	2.0	1.1	▲0.5	▲1.0	↓	▲25bp、▲25bp (2015年3月)(2015年4月)	緩和
	フィリピン	4.4	4.7	3.6	2.4	2.2	↓	+25bp、+25bp (2014年7月)(同9月)	中立
	ベトナム	4.7	4.3	2.6	0.7	1.0	↓	不変	中立
	インド	8.1	7.4	5.0	5.3	4.9	↓	▲25bp、▲25bp、▲25bp (2015年1月)(同3月)(同6月)	緩和

(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. 『シンガポール』の金融政策の対象は為替。
 2015年1月の金融政策見直しでは自国通貨変動幅の傾斜を緩やかにし、引き締め度合いを緩和した。
 3. 『ベトナム』の『政策金利』はリファイナンスレート。
 4. 『直近』は、2015年4月の値。『直近の加減速』は、『2014年10-12月期』からの『直近』の変化の方向を示す。
 (資料) 各国統計、報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. アジア経済の注目点

(1) 資源安の影響

家計の実質購買力の改善を通じて内需を下支え

今後のアジア経済を展望する上で、資源安は引き続き大きなポイントの一つである。1-3月期のアジア主要国・地域の実質民間消費は、総じて堅調を保っており、資源安は非資源関連企業の収益改善に伴う雇用・賃金の

拡大や、インフレ率鈍化に伴う家計の実質購買力の改善を通じ、個人消費を中心とした内需の下支えになっているとみられる（第4表）。

加えて、資源安は、純輸出のプラス寄与押し上げやマイナス寄与の縮小を通じ、成長率を押し上げる方向に働いている。

原油価格は持ち直しの動きがみられるが、2015年を通じて上値の重い状況が続くとみられ、アジアの多くの国にとっては、引き続き内需を中心とした景気の下支えとなる見込みである。

(2) 外需の伸び悩み

欧州や中国をはじめとする新興国向けの伸び悩みが成長を下押し

一方で、想定を上回る輸出の伸び悩みは、成長の追加的な下押し要因として留意が必要である。中国を除くアジア主要国・地域の輸出は1-3月期にマイナス幅を拡大させた（第1図）。価格下落により資源関連を中心に輸出額が減少しただけでなく、世界的な需要の伸び悩みを反映し、相対的に底堅かった非資源輸出額や輸出数量も足元にかけて伸びが鈍化・減少している。

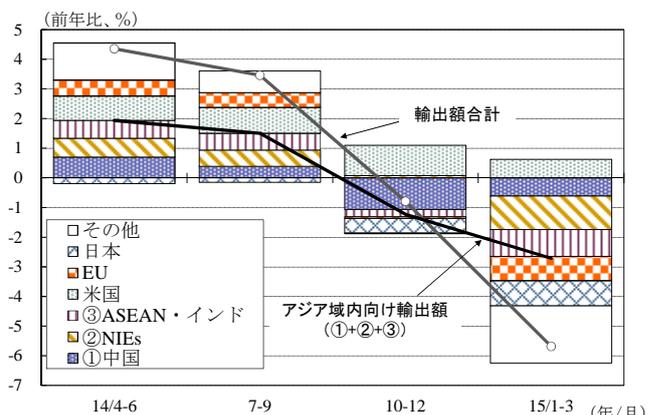
今後は、米国など先進国向けを中心とした輸出の持ち直しが支えになるとみられるが、中国や資源国など新興国の景気減速や、欧州経済の低成長に伴う輸出の持続的な伸び悩みが想定され、輸出依存度の高いNIEsなどを中心に成長を抑制する見込みである。

第4表：アジア主要国・地域の賃金と民間消費

	実質平均賃金				実質民間消費支出				
	2014年			2015年	2014年			2015年	
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	
中国	9.6	9.3	9.0	8.3	12.3	11.9	11.7	10.5	
N I E s	韓国	0.2	0.2	3.2	3.1	1.7	1.5	1.4	1.5
	台湾	▲0.0	0.3	1.0	2.2	3.3	3.8	2.4	2.5
	香港	0.7	▲7.5	▲2.5	N.A.	1.8	4.7	4.1	3.5
	シンガポール	0.5	1.4	0.9	3.3	3.1	1.9	2.2	2.8
A S E A N	インドネシア	8.4	11.5	9.4	N.A.	5.1	5.1	5.0	5.0
	マレーシア	4.0	2.8	0.5	5.3	6.5	6.8	7.6	8.8
	タイ	8.2	6.6	9.8	4.3	0.8	2.5	2.1	2.4
	フィリピン	5.7	6.8	5.0	5.4	5.7	4.9	5.0	5.4
	ベトナム	3.7	4.7	4.2	2.8	6.6	7.6	6.6	9.3
	インド	1.1	1.3	2.4	4.2	6.2	7.1	4.2	7.9

(注)1.『実質平均賃金』は、名目賃金を消費者物価上昇率で実質化したもの。『中国』は可処分所得、『フィリピン』は海外労働者送金で代替。
2.『実質民間消費支出』は、『中国』『ベトナム』は小売売上高を消費者物価上昇率で実質化したもの。
(資料)各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：仕向地別にみたアジア主要国・地域(除く中国)の輸出



(注)1.『ASEAN・インド』は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム、インド。
2.『輸出額』は、米ドルベース。
(資料)各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 米国金融出口戦略の影響

米金融出口戦略の実施に伴う緩和的な金融環境の縮小が成長ペースを抑制

また、2016年にかけて、米国での金融出口戦略実施に伴う緩和的な金融環境の縮小が、消費や投資拡大ペースを抑制し、アジアの成長抑制要因となることが予想される。但し、米金利の上昇ペースが緩やかにとどまるとみられることから、下押し圧力は限られよう。

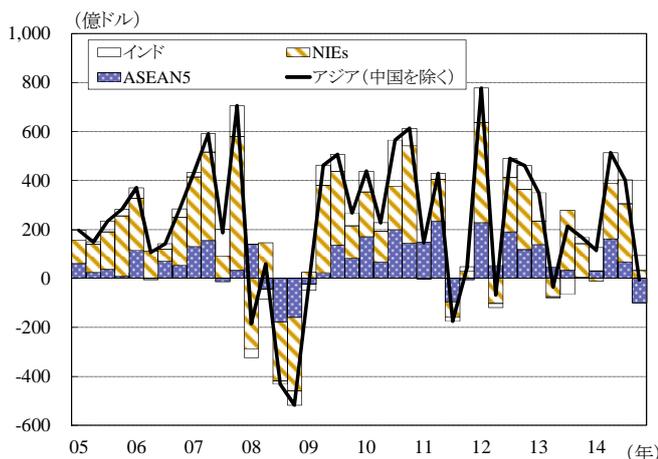
アジアでは、グローバル金融危機以降、米国における量的緩和や異例の

超低金利政策が長期化するなか、高金利や為替差益を狙った海外投資家の資金流入が続いてきたほか、資金調達コストの低下を受け、企業・家計が借入や債券発行などによる資金調達を拡大させてきた(第2図、第5表)。しかし、2014年の米国における資産買入れの段階的縮小・終了を受け、アジアへの証券投資は流入ペースが縮小、2014年第4四半期には、資源安に伴うリスク回避の動きもあり、流出超に転じた。

今後、①米国の利上げ開始に伴う米金利の上昇、ドル高の進行を受け、②アジアでは、資金流入ペースが鈍化または流出し、金利上昇や自国通貨安などを通じた資金調達環境の悪化が、③消費や投資など内需の拡大を抑制し、経済にマイナスの影響を及ぼすことが予想される。特に、米ドルペッグ制により金利が米金利に連動する香港をはじめ、過去数年間で企業や家計の債務残高が大きく膨らんだ国では、利払い負担の増大もあり、これまでのような債務の拡大を前提とした支出拡大が抑制され、成長ペースを制限することが予想される。

他方、インドネシアやインドなどでは、各部門の負債拡大の状況からみた金利上昇による直接的な影響は限られるとみられるものの、ドル高＝自国通貨の下落が、消費者物価上昇＝実質購買力低下を通じて消費の抑制に繋がり易い。今局面においては、資源安の継続もあり、過去のドル高局面に比べて相対的に物価の上昇は抑えられる公算が高いとみられるものの、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、不確実性が高く、留意が必要だ。

第2図：アジア主要国(除く中国)への証券投資



(注) ベトナムは、2005年第4四半期より統計開始、2014年第2四半期以降は未発表。
(資料) IMF、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表：アジア主要国・地域の部門別債務残高

	各部門の債務残高 (GDP比、%)			2007年末からの変化幅 (%pt)		
	家計	企業	政府	家計	企業	政府
中国	35.0	151.3	32.5	15.9	52.5	▲ 9.6
香港	63.7	222.2	37.8	12.6	90.5	29.5
韓国	81.9	103.9	51.5	9.7	13.3	6.8
シンガポール	59.9	81.0	49.8	20.9	22.6	13.6
インドネシア	16.4	21.9	13.0	4.1	6.3	▲ 5.4
マレーシア	131.5	130.7	60.5	17.8	21.1	13.2
タイ	73.5	53.9	53.5	25.9	4.7	12.1
インド	8.6	47.3	6.6	▲ 1.5	7.4	▲ 6.5

(注) 1. 債務残高は2014年9月末時点。『政府』は2014年12月末時点。
2. 『企業』は、社債および金融機関借入を含む。『政府』は、債券のみ。
3. 『変化幅』の網掛け部分は、10%pt以上の場合。
(資料) BIS、IMF、ADB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 中国：景気減速感が強まるなか、政策面からの下支えを強化

景気は一段と減速

中国では、1-3月期の実質GDP成長率が前年比+7.0%と前期(同+7.3%)から減速し、月次の経済指標も総じて軟調推移となっており、減速感が強まりが窺われる。特に、遼寧省、山西省などの石炭・鉄鉱石等、鉱物資源や鉄鋼・セメント等の重工業への依存が高い地域では、1-3月期の成長率が2015年通年の目標を大幅に下回り、景気失速が懸念される状況にある(第6表)。

住宅市場では、地方を中心に調整が長期化

懸案の住宅市場では、政府の住宅市場挺入れ策や不動産業者の値引き販売等もあり、大都市を中心に販売価格が前月の水準を上回る都市が増えつつある。一方、地方では価格下落が続いているほか、在庫水準が高止まりするなど、二極化が継続している(第3図)。年明け以降、不動産投資が前年比一桁の伸びに鈍化するなど、一段の落ち込みがみられる背景には、需要低迷に加え、社債の格下げ増加などに伴う不動産開発業者の資金調達環境悪化等も影響したとみられる。不動産・建設業は、鉄鋼・セメント等の関連産業を含めてGDPの16%を占め、経済全体への波及効果は大きい。

第6表：中国の地方政府の成長率目標と実績

		①	②	③	前年差	目標比									
		2014年	2015年	2015年	②-①	③-②	①	②	③	前年差	目標比				
		実績	1Q実績	目標			2014年	2015年	2015年	②-①	③-②				
		(%、%ポイント)													
東部	1	北京市	7.3	6.8	7.0	▲0.5	▲0.2	中部	17	安徽省	9.2	8.6	8.5	▲0.6	0.1
	2	天津市	10.0	9.3	9.0	▲0.7	0.3		18	河南省	8.9	7.0	8.0	▲1.9	▲1.0
	3	上海市	7.0	6.6	-	▲0.4	-		19	江西省	9.7	8.8	9.0	▲0.9	▲0.2
	4	江蘇省	8.7	8.4	8.0	▲0.3	0.4		20	内蒙古自治区	7.8	7.0	8.0	▲0.8	▲1.0
	5	浙江省	7.6	8.2	7.5	0.6	0.7		21	重慶市	10.9	10.7	10.0	▲0.2	0.7
	6	広東省	7.8	7.2	7.5	▲0.6	▲0.3		22	陝西省	9.7	6.9	10.0	▲2.8	▲3.1
	7	福建省	9.9	8.5	10.0	▲1.4	▲1.5		23	寧夏回族自治区	8.0	7.0	8.0	▲1.0	▲1.0
	8	山東省	8.7	7.8	8.5	▲0.9	▲0.7		24	新疆ウイグル自治区	10.0	6.9	9.0	▲3.1	▲2.1
	9	河北省	6.5	6.2	7.0	▲0.3	▲0.8		25	青海省	9.2	7.5	8.0	▲1.7	▲0.5
	10	海南省	8.5	4.7	8.0	▲3.8	▲3.3		26	四川省	8.5	7.4	7.5	▲1.1	▲0.1
東北部	11	遼寧省	5.8	1.9	6.0	▲3.9	▲4.1	西部	27	広西チワン族自治区	8.5	7.6	8.0	▲0.9	▲0.4
	12	吉林省	6.5	5.8	6.5	▲0.7	▲0.7		28	チベット自治区	10.8	10.0	12.0	▲0.8	▲2.0
	13	黒龍江省	5.6	4.8	6.0	▲0.8	▲1.2		29	雲南省	8.1	7.2	8.5	▲0.9	▲1.3
中部	14	湖北省	9.7	8.5	9.0	▲1.2	▲0.5	30	甘粛省	8.9	7.8	8.0	▲1.1	▲0.2	
	15	湖南省	9.5	8.4	8.5	▲1.1	▲0.1	31	貴州省	10.8	10.4	10.0	▲0.4	0.4	
	16	山西省	4.9	2.5	6.0	▲2.4	▲3.5	地方目標の加重平均		8.3	7.3	8.0	▲1.0	▲0.6	
							全国	7.4	7.0	7.0	▲0.4	0.0			

(注) 1. 『前年差』・『目標比』における色付けは、『2015年1Q』の成長率が『2014年実績』・『2015年目標』に比べて2%ポイント以上下回った箇所。

2. 上海市は2015年の成長目標を定めぬ方針を発表。加重平均に際しては、上海市の2015年の成長目標が7.0%として推計。

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

構造改革を継続しつつも、景気失速の回避に向けた政策対応強化で減速ペースは緩やかに

先行きを展望すると、過去の過剰な信用・投資拡大の調整余地は依然大きく、政府は緩やかな成長ペースの低下を容認しつつ、構造改革を継続していくとみられる。但し、景気失速回避に向けた財政・金融両面からの下支え強化により、減速ペースは緩やかなものとなることが見込まれる。

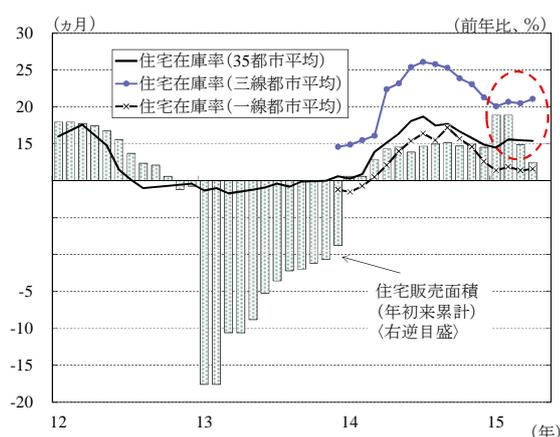
中国人民銀行は、2月と4月の2度にわたる預金準備率引き下げに加え、5月には11月以降3度目となる追加利下げを実施した。企業や地方政府

の資金調達コストの引き下げを通じた景気の急失速の回避に加え、5月の預金保険制度導入や地方債発行などを睨んだ流動性供給による金融市場の安定確保などの狙いもあったとみられる。もっとも、預金準備率は18%（全金融機関）と前回の金融緩和局面である2009年の15%に対して依然高水準にあり、追加的な緩和余地はあるとみられる。他方、中央政府も、鉄道・道路など交通インフラを中心に投資の認可を加速している。昨年10月以降の投資認可累計額は約2兆元（GDP比3%）に達し、今後、投資が実行段階に移るにつれて、下振れリスクが強まっている地方を中心に経済を下支えすることが見込まれる。

地方政府債務問題と景気減速下での急速な株高に留意が必要

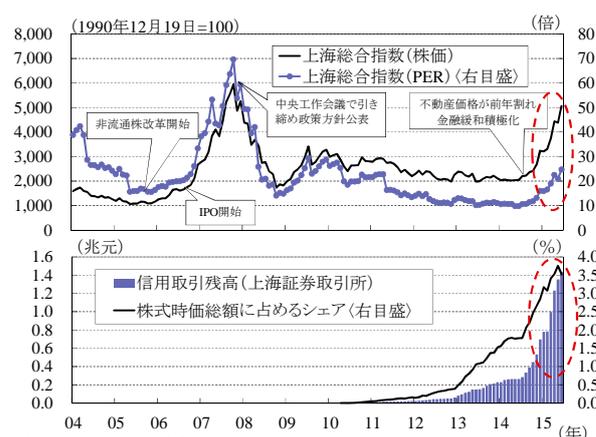
当面のリスクとしては、①地方政府債務問題、②景気減速下での株高などが挙げられる。第1に、不動産市場の低迷が続くなか、土地譲渡金収入への依存度が高い地方政府の財政・債務を巡る問題は、当面の経済・金融市場不安定化リスクの一つとして引き続き注視が必要である。2015年に償還を迎える地方政府債務残高は2.8兆元と2014年（3.6兆元）に続き高水準にあり、中央政府は3月中旬に地方政府債務交換プログラムを公表し（地方債発行枠は当初の総額1兆元から6月に2兆元へ拡大）、8月頃までを目途とした借換債の発行を促している。同プログラムに基づき、江蘇省政府が5月と6月に合計約1,000億元の地方債を発行したほか、新疆ウイグル自治区、湖北省など地方債の発行が相次いでいる。借り換えが必要な地方政府債務残高は引き続き高水準にあり、引き続き予断を許さない状況が続くとみられる。

第3図：中国の住宅販売面積と住宅在庫率の推移



(資料) 中国国家统计局、上海易居房地产研究院統計より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：中国の株価と株価収益率、信用取引残高



(注) 2015年6月9日時点。
(資料) 上海証券取引所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2に、景気減速下での急ピッチでの株高にも細心の注意が必要だ。昨年11月に中国人民銀行が利下げに転じて以降、株価が7割強上昇し（上海総合指数）、4月に当局が株式の信用取引に関わる規制強化や空売り規制の緩和を打ち出したほか、5月には一部の証券会社が信用取引融資の条件を厳格化するなど、景気減速下での株高に警戒感が強まりつつある（第4図）。住宅市場の低迷や理財商品への投資抑制などで投資先が限られる

なか、個人投資家に対する株式投資規制の緩和^(注)などもあり、株式市場への資金流入が拡大したとみられる。上海総合指数に限ってみれば、足元の株価収益率（PER）は25倍と2007年の株高局面のピーク時（70倍）に比べて低いが、2009年に発足した新興企業向け市場「創業板」のPERは6月初めに一時147倍まで上昇するなど過熱感が強まっている。信用取引等を利用したレバレッジの急拡大が相場を押し上げている面もあり、その反転が金融市場の不安定化に繋がるリスクには留意が必要だ。

(注) A株（人民元建て）市場の口座は、2015年4月13日から1人20口座まで開設可能となった（従来は1人1口座）。

(5) タイ：輸出の伸び悩みと高水準の家計負債が今後も回復ペースを抑制

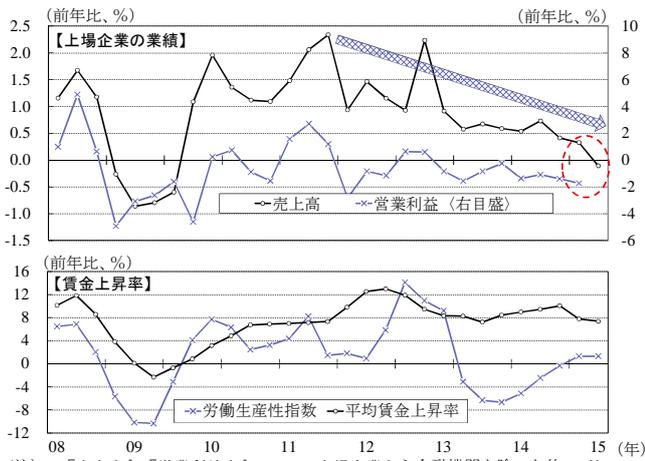
持ち直しの動きも引き続き回復ペースは緩やか タイ経済は持ち直しの動きがみられるが、そのペースは緩やかなものに止まっている。1-3月期の実質GDP成長率は、政府の景気刺激策などによる公共建設投資の拡大を主因に、前年比+3.0%と前期（同+2.3%）から加速したが、前期比では+0.3%と小幅なプラスに止まった。

回復のペースが緩やかなものに止まっている要因として、輸出の伸び悩みが挙げられる。輸出は、中国の減速や欧州の低成長などに伴う需要の伸び悩みのほか、1月からのEU一般特惠関税の適用除外、資源価格下落などにより石油製品や農産物を中心に低迷し、成長を下押ししている。更に、輸出企業を中心とした企業収益の悪化が、追加投資余力の制限やマインド悪化などを通じて内需の拡大を抑制している（第5図）。同国では、2011年の大洪水や昨年の一季度的な景気低迷を経るなかでも、最低賃金の大幅引き上げや労働需給の逼迫を受け過去5年間で平均8%の賃金上昇が続いており、大洪水以降は企業業績の趨勢的な低下がみられる。持続的な人件費上昇が、企業収益の圧迫要因に繋がっているとみられることも出来る。

輸出伸び悩みや家計のバランスシート調整が回復を抑制 今後も観光業での持ち直しに加え、在庫調整の進展などによる生産底入れの動きや、政府投資の効果が徐々に発現し、内需中心の持ち直しが続く公算が高い。但しそのペースは引き続き緩やかなものとなる見込みである。

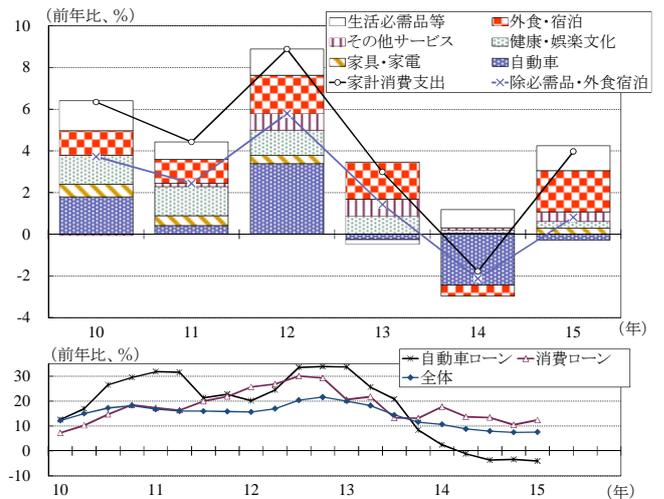
まず、外需が伸び悩むなか、当面、輸出主導での高成長は望みにくい。加えて家計消費については、耐久財や非必需品などを中心に伸び悩みが続いている。家計負債が依然高水準にあるうえ、農産物価格下落を背景にした農家の所得減少に伴う返済負担の増加もあり、家計の借入を前提とした消費拡大が難しくなっていることなどから、今後も内需の回復を抑制する見通しである（第6図）。

第5図:タイの上場企業の業績と賃金上昇率



(注) 1. 『売上高』『営業利益率』は、SET上場企業から金融機関を除いた約400社の売上高規模で加重、且つ中央平均値の比較。
 2. 『賃金上昇率』と『労働生産性』は3四半期移動平均。
 (資料) Bloomberg、タイ商務省・タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図:タイの家計消費と家計向けローン



(注) 『生活必需品等』は、食品や衣服、住居関連費など。2015年は第1四半期。
 (資料) タイ国家経済社会開発局、タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希、土屋 祐真、前原 佑香、中村 逸人)

V. オーストラリア

～資源価格の下落が輸出や設備投資へ波及、景気は低調にとどまる見通し～

1. 景気の現状

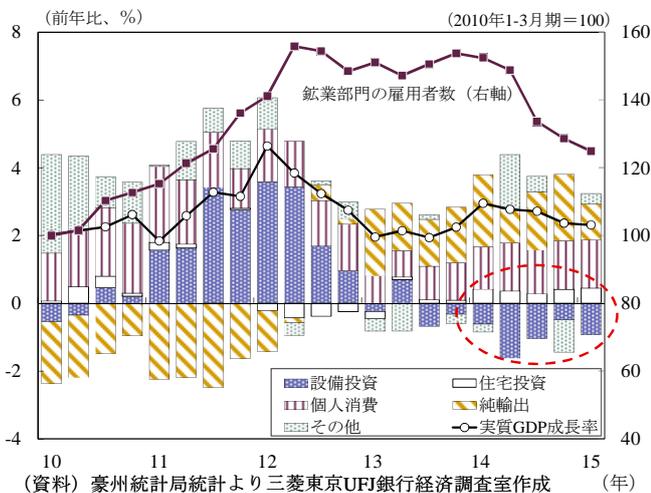
豪州経済は減速傾向が続く

豪州経済は資源価格下落の影響を受け、減速傾向が続いている。1-3月期の実質GDP成長率は前年比+2.3%と、昨年10-12月期（同+2.4%）から一段と減速した（第1図）。需要項目別にみると、住宅価格や株価上昇による資産効果や低金利を背景に個人消費（同+2.6%）が引き続き堅調を維持したほか、住宅投資が同+9.2%と大幅な伸びを記録した。一方、鉱業部門の落ち込みを主因に企業の設備投資（同▲6.1%）はマイナス幅を拡大させた。輸出は実質ベース（≒数量ベース）でやや加速したが、名目ベースでみると、主要輸出品目である鉄鉱石を中心に価格が下落し輸出金額は大きく減少した（第2図）。

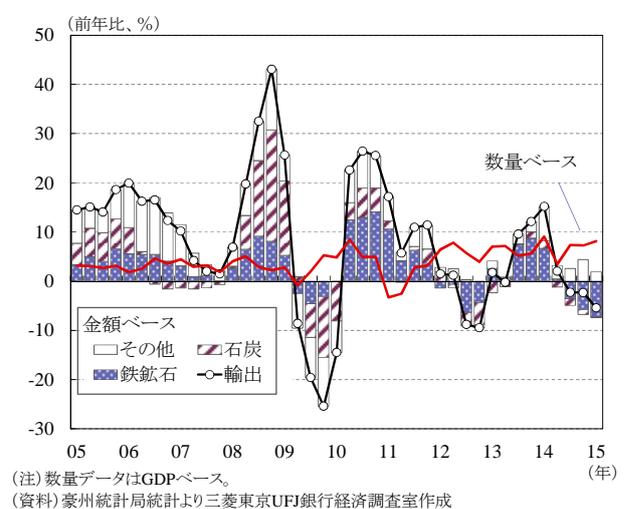
輸出額は資源価格の下落を背景に落ち込み

景気減速が続く中、1-3月期の消費者物価上昇率が前年比+1.3%と前期（同+1.7%）をさらに下回ったことを受け、豪州準備銀行（RBA）は5月、インフレ見通しを下方修正するとともに、2月に続き利下げを実施した。

第1図： 実質GDP成長率と鉱業部門の雇用



第2図： 輸出動向



2. 今後の見通し

資源価格の下落が輸出、設備投資等に影響

今後の豪州経済は、資源価格の下落が輸出や設備投資へと波及し、また、個人消費も軟調な雇用環境を背景にした賃金の伸び悩みを受けて、徐々に鈍化するとみられる。一方で、好調が続いている住宅投資は今後ピークアウトに向かうものの、低金利を背景に当面は堅調を維持する見込みである。以上を踏まえると、実質GDP成長率は2015年に前年比+2.2%に減速した後、2016年も同+2.5%と低めの伸びにとどまる見通しである（第1表）。

第 1 表：豪州経済の見通し

	2014年	2015年	2016年
実質GDP成長率 (%)	2.7	2.2	2.5
消費者物価上昇率 (%)	2.5	1.7	2.3
経常収支 (億ドル)	▲ 361	▲ 389	▲ 366

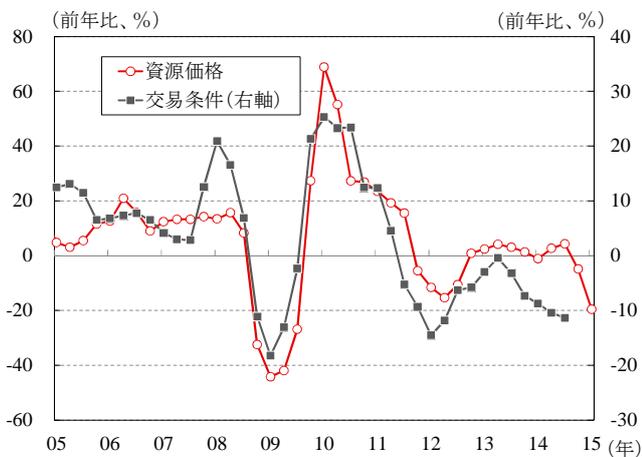
見通し

(1) 資源価格下落の輸出への影響

資源価格の下落を受けて、交易条件は悪化が継続とみられる(第3図)。もともと、昨年初来約 40%下落した豪州の輸出商品価格は今年後半以降は下げ止まるとみられ、景気の下押し圧力は徐々に縮小すると期待される。

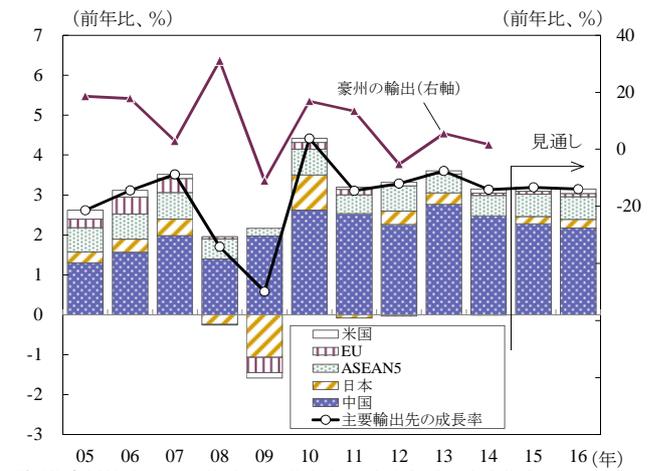
外需動向をみると、最大の輸出先である中国で住宅市場の調整や過剰設備の抑制を起点とした景気減速が継続とみられるほか、米国や EU 経済等も力強さを欠くと想定され、海外需要は総じて低めの伸びが続く見通しである(第4図)。

第 3 図：資源価格と交易条件



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 4 図：主要輸出先の成長率



(資料) 豪州統計局、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 資源価格下落の設備投資及び財政への影響

設備投資は非鉱業部門においても抑制

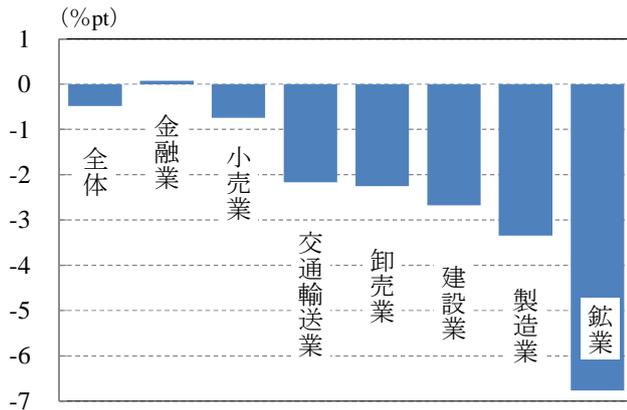
民間設備投資は資源投資ブームの終焉に資源価格下落の影響が加わり、直近 2 年に亘り落ち込みが続いている。設備稼働率は鉱業部門のほかにも製造業、卸小売業、交通輸送業を中心に過去平均から大幅に下振れており、企業は設備投資や生産を抑制している(第5図)。

政府は税収下振れから財政収支見通しを下方修正

さらに、資源価格下落の影響は財政面にも及んでいる。財務省は 5 月、2015 年度の予算案を発表すると同時に、資源関連税収や所得税等の下振れを受けて、財政収支見通しを昨年 12 月に続いて再び下方修正した(第6図)。2015 年度(2015 年 7 月～2016 年 6 月)の財政赤字は昨年 12 月

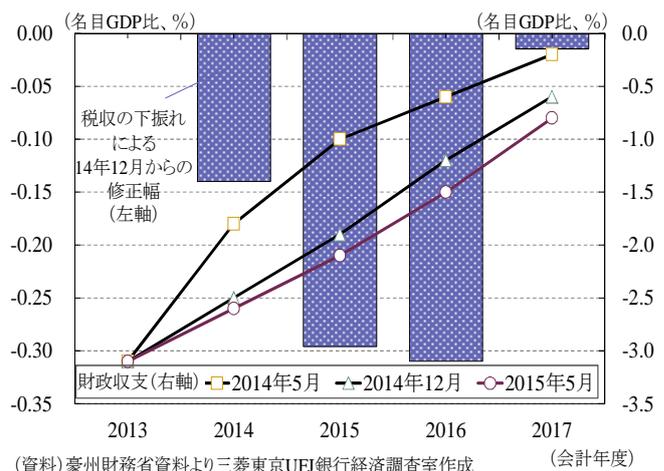
時点の名目 GDP 比▲1.9%から同▲2.1%へ、2016年度は同▲1.2%から同▲1.5%へそれぞれ引き下げられた。今般発表された予算案は、総じてみれば緊縮型を維持しているが、国民の強い反発から支持率や消費者マインドの大幅低下を招いた前年の状況を回避するため、中小企業支援策や育児家計支援策などを盛り込んだ。

第5図：設備稼働率（過去平均からの乖離幅）



(注) データは過去平均(1997~2014年)からの乖離幅。
 (資料) NAB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：財政収支見通しの変化



(資料) 豪州財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (会計年度)

(3) 低金利による景気の下支え

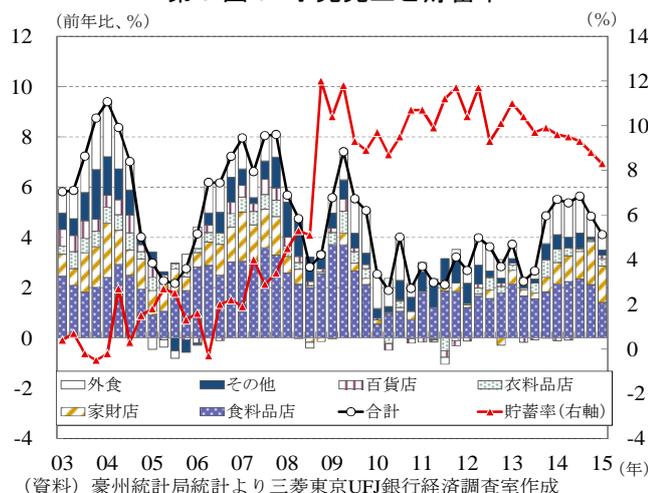
個人消費は伸びが徐々に鈍化

これまで堅調だった個人消費は耐久財や外食を中心に伸びが鈍化している（第7図）。賃金が伸び悩むなか、今後も消費は鈍化傾向が続くと想定される。

他方、住宅投資は好調続く

他方、住宅価格はシドニーを中心に上昇傾向が続いている。2月と5月のRBAによる利下げを受けて、民間銀行は速やかに貸出金利を引き下げており、これに伴い住宅ローン残高が持ち直しの動きをみせている（第8図）。また、住宅ローンの承認件数も増加が継続している。民間非金融企業向け銀行貸出も緩やかに加速しており、今後の成長の下支え要因になると期待される。

第7図：小売売上と貯蓄率



第8図：住宅価格と銀行貸出残高



3. 物価と金融政策

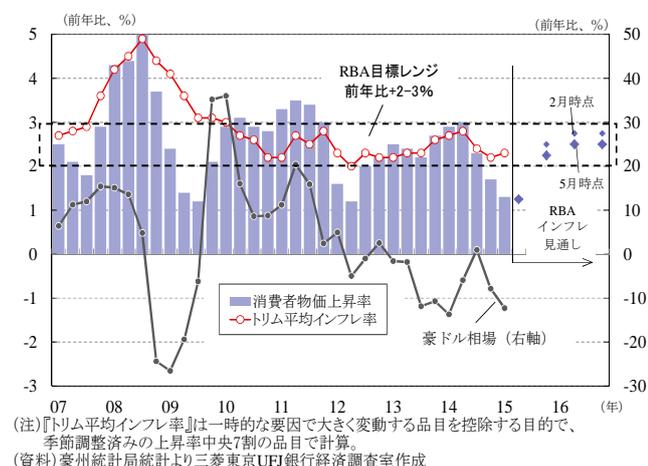
物価上昇圧力は弱く、中銀は5月に利下げを実施

1-3月期の消費者物価指数(CPI)は前年比+1.3%と、前期(同+1.7%)をさらに下回り、2四半期連続でRBAの目標レンジ(同+2~3%)以下となった(第9図)。ガソリン価格の大幅な下落が交通運輸価格等を押し下げたほか、低調な内需を反映して非貿易財の伸びが小幅にとどまった。この先も所得が伸び悩み、消費の鈍化傾向が続くと想定されることから、物価上昇圧力は弱い状態となる見通しである。

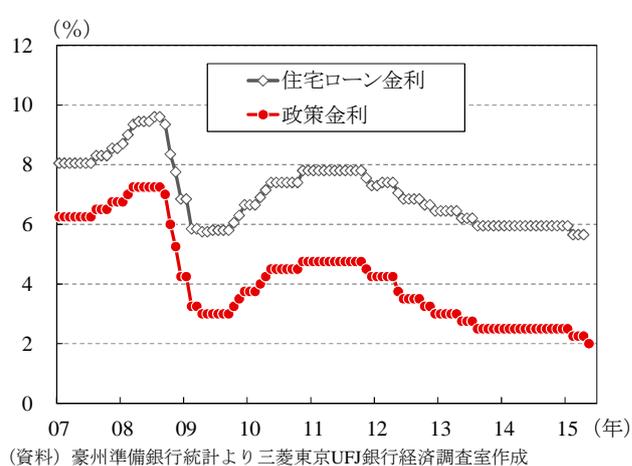
追加利下げの可能性も排除せず

かかる状況下、RBAは5月、インフレ見通しを下方修正するとともに、2月に続き利下げを実施し、政策金利を過去最低の2.00%に引き下げた(第10図)。6月の理事会ではこれまでの金融政策の効果浸透を見極めたいとして政策金利を据え置いたが、追加緩和の可能性は排除しなかった。景気の下支えを図るべく、年内にもう一段の利下げを実施するタイミングを探っているとみられる。

第9図：消費者物価指数



第10図：政策金利と貸出金利



(大幸 雅代)

VI. 中南米

~2015年はブラジルがマイナス成長、中南米全体でもゼロ成長に減速~

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（ブラジル、アルゼンチン、メキシコ、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー）の景気は、一次産品価格の下落の影響もあり総じて低迷している。特に原油への依存度が高いベネズエラの2014年の実質GDP成長率は前年比▲3.5%と低迷、ブラジルも同+0.1%とゼロ近傍まで減速した。アルゼンチンについては政府統計では同+0.5%と辛うじてプラス成長を維持したが、民間推計ではマイナス成長に陥ったとみられている。

これら3カ国とは対照的に、太平洋同盟諸国（メキシコ、コロンビア、チリ、ペルー）の景気は、相対的に堅調を維持している。もっとも、一次産品価格下落の影響を完全には避けられず、2014年の実質GDP成長率はメキシコ（前年比+2.1%）、チリ（同+1.9%）、ペルー（同+2.4%）共に同+2%前後に止まった。コロンビア（同+4.6%）は、治安改善とインフラ投資拡大により、唯一高めの成長率を維持した。この結果、2014年の中南米主要7カ国の実質GDP成長率は同+0.8%と前年（同+2.7%）から減速した（第1表、第1図）。太平洋同盟諸国が景気を下支えした一方、ブラジル、アルゼンチン、ベネズエラがマイナス寄与となった。

景気が相対的に堅調な太平洋同盟諸国と景気が低調な3カ国（ブラジル、アルゼンチン、ベネズエラ）との差をもたらした一因は、インフレ抑制の成否であると考えられる。2014年の太平洋同盟諸国のインフレ率は前年比+3%台で安定推移した一方、ブラジルは同+6.3%、アルゼンチンは同+23.9%（政府統計の12月末値）、ベネズエラは同+57.3%に達している（第2図）。

2015年はゼロ成長、2016年も1%台の成長に止まる公算

2015年の中南米主要7カ国の成長率はゼロ近傍に止まる見通しである。2016年は資源価格の緩やかな持ち直しが期待できるものの、米国の利上げの影響等もあり成長ペースは抑制されよう。2016年の成長率は前年比+1.7%と低位に止まるとみられる。

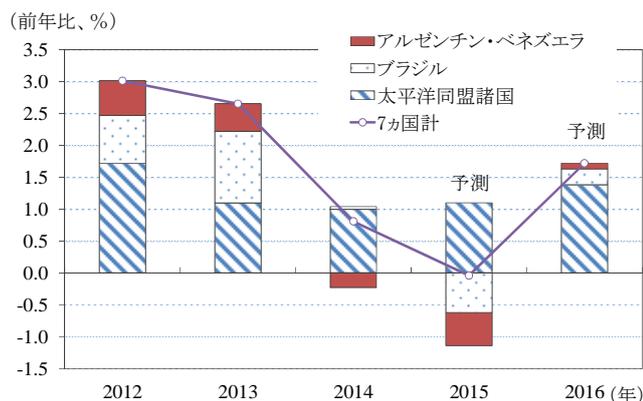
第1表 中南米経済の見通し

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
ブラジル	0.1	▲1.5	0.6	6.3	8.5	5.5	▲1,040	▲900	▲800
メキシコ	2.1	2.6	3.4	4.0	3.0	3.2	▲265	▲300	▲300
アルゼンチン	0.5	▲1.0	0.8	23.9	24.0	24.0	▲51	▲80	0
中南米全体(注)	0.8	0.0	1.7	11.5	14.3	10.3	▲1,574	▲1,585	▲1,330

(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。

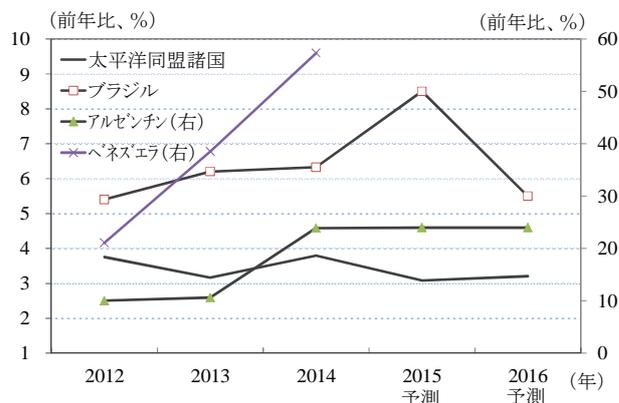
7カ国とは、ブラジル、アルゼンチン、メキシコ、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー

第1図:中南米7カ国の実質GDP成長率と寄与度



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

2. ブラジル

(1) 景気の現状

景気は再び悪化、
2014年は辛うじて
プラス成長

ブラジルの景気は悪化している。四半期毎の成長率の推移をみると、2014年4-6月期に前期比▲1.4%と大きく落ち込んだ後、7-9月期は同+0.2%、10-12月期は同+0.3%と緩やかに回復したが、2015年1-3月期は同▲0.2%と再びマイナスに転じた(第3図)。民間消費が同▲1.5%と低迷したほか、固定資本形成も同▲1.3%と7四半期連続でマイナスとなった。景気悪化の原因は、①外需の悪化、②財政引き締め、③インフレ高進による実質所得の減少などである。

輸出は年明け後も
減速が続く

まず、外需をみると、1月~4月の輸出は前年比▲16.3%と大幅に減少した。輸出の不振は一次産品輸出が振るわないことが主因だが、工業品の輸出先であるアルゼンチンやベネズエラの景気悪化も影を落としている。アルゼンチン向け輸出は同▲15.6%、ベネズエラ向けは同▲30.4%と減少が続いている(第4図)。

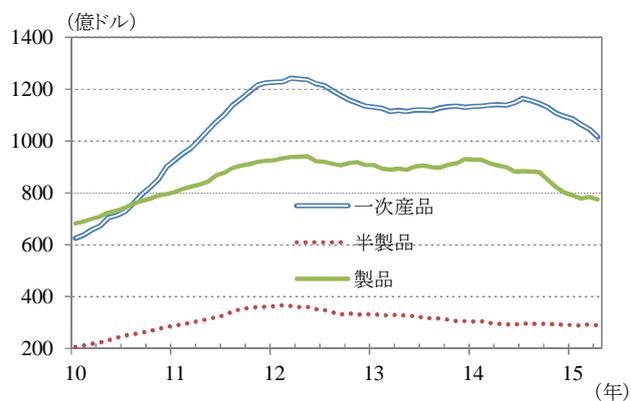
また、財政引き締めも景気の下押し材料となっている。政府は外貨建て国債の投資適格級維持のため、財政引き締めを続けている。この結果、1-3月期の政府消費は前期比▲1.3%と2四半期連続で減少した。これは、リーマンショックがあった2008年10-12月期以来、最大の減少幅である。

第3図: 実質GDP、経済活動指数



(資料) Thomson Reuters Datastream

第4図: 品目別輸出



(注) 12ヵ月累計額

(資料) Thomson Reuters Datastream

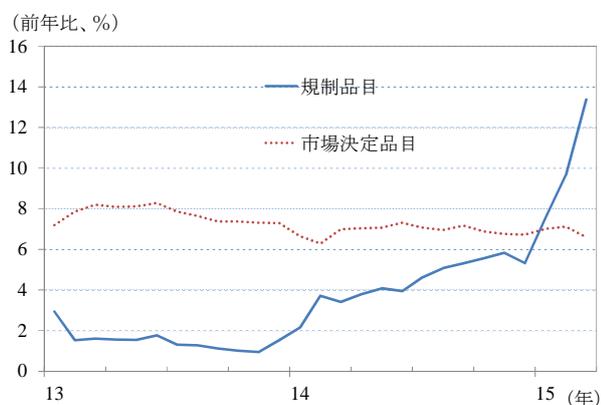
景気悪化による歳入減を受けて、政府は歳出削減方針を発表

政府は、2014年に名目GDP比▲0.6%とマイナスとなったプライマリー・バランス（基礎的収支）を、2015年は同1.1%の黒字とすることを目標に当初予算を組んだ。しかし、最近になって景気の悪化から、歳入が700億レアル減少する見通しとなったため、投資支出を中心に同額の歳出削減を行う方針を発表した。ルセフ大統領の看板政策であった経済活性化計画（PAC）は、257億レアルの大幅削減が計画されている。他には、住宅政策や保健、教育などでも100億レアル超の歳出削減が予定されている。

公共料金の引き上げやレアル安でインフレ率は前年比8%台へ上昇

財政再建のために、増税や公共料金の引き上げが始まっており、インフレ率は年明け後、急上昇している。政府が価格を決める規制品目の物価上昇率は、昨年12月は前年比+5.3%であったが、1月は同+7.6%、3月には同+13.4%に跳ね上がっている（第5図）。加えて、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もあり、4月の消費者物価上昇率は同+8.2%と、中央銀行のインフレ目標レンジ上限（同+6.5%）を大きく超えている（第6図）。

第5図: 消費者物価内訳



(資料) Thomson Reuters Datastream

第6図: 消費者物価



(資料) Thomson Reuters Datastream

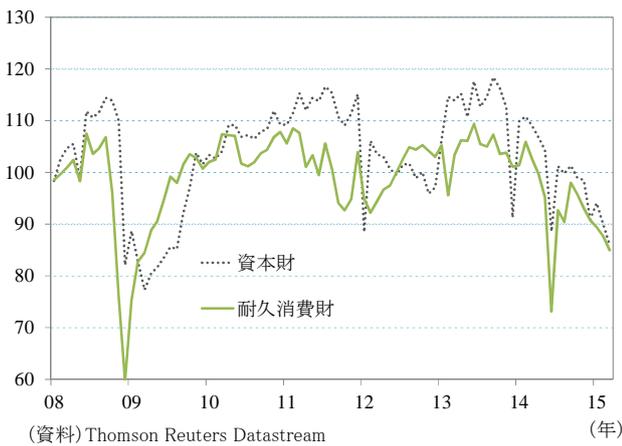
インフレによる実質所得の目減りにより、消費も低迷している。1-3月期の自動車登録台数は、前年比▲17.1%と大きく落ち込んだ。耐久消費財生産も同▲15.4%と落ち込んでいる。

内外景気の不透明感から、企業は設備投資に慎重

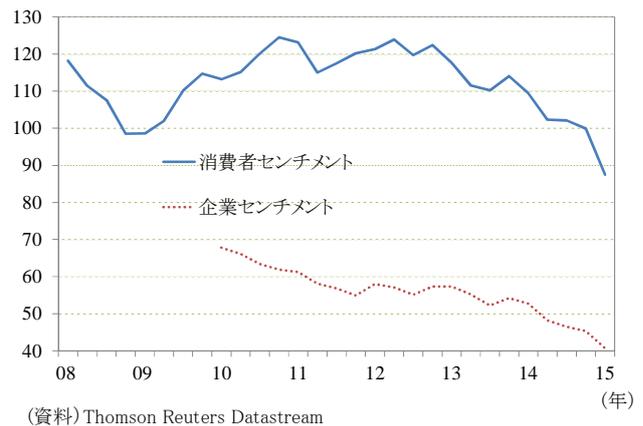
雇用環境も悪化が目立つ。4月の失業率は6.4%と昨年の4.9%から1.5ポイント上昇している。また、内外景気の不透明感が強いことから、企業は設備投資に慎重になっている。1-3月期の資本財生産は前年比▲18.1%と大幅に落ち込んだ。こうした状況下、企業と消費者のマインドは共に低迷している（第8図）。

中央銀行は昨年10月の大統領選挙直後から利上げを実施しており、政策金利は現在13.75%と2009年1月以来の高水準に達している。消費者への調査によると、今後12ヵ月の期待インフレ率は、5月時点で8.9%に上昇している。更に、12%を超えると予想する消費者が全体の14%に増加している（2014年12月時点では8.9%）。

第7図:財別鉱工業生産



第8図:センチメント指標



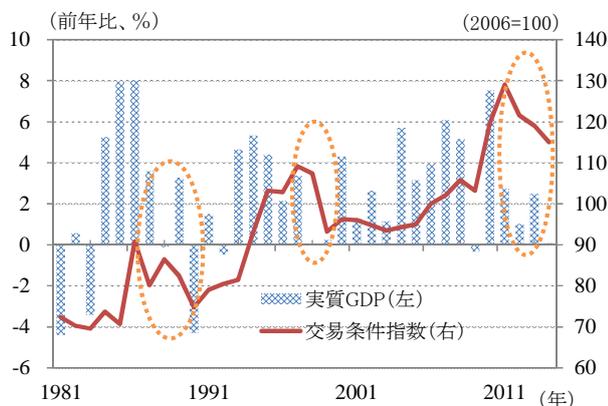
(2) 見通し

1980年代からのブラジル経済を振り返ると、景気は一次産品価格の動向に左右されてきたことがわかる。一次産品価格が上昇し交易条件が改善する局面では高成長となりやすく、逆に一次産品価格が下落し交易条件が悪化する局面では、景気後退に陥りやすい（第9図）。

これまで好況時に構造改革を先送りしたことで、インフレ体質が温存

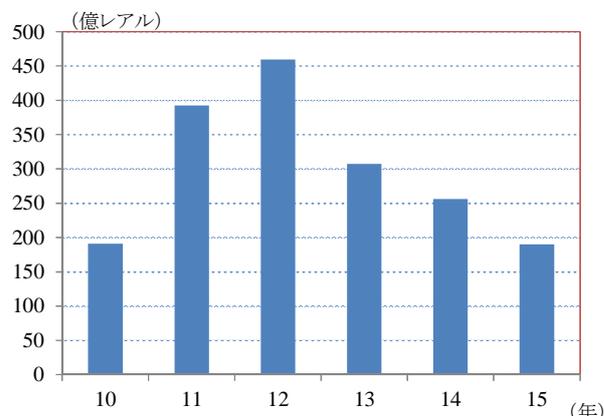
好況時に構造改革を先送りし、消費拡大がインフレをもたらす体質が温存された結果、高インフレと双子の赤字（経常赤字と財政赤字の並存）の問題を抱えている。ただし、80年代や90年代と異なり、外貨借入が大幅には累積しておらず、近年では債務危機を免れている。

第9図: 交易条件と実質GDP成長率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第10図: 1-3月期の基礎的収支



(資料) Thomson Reuters Datastream

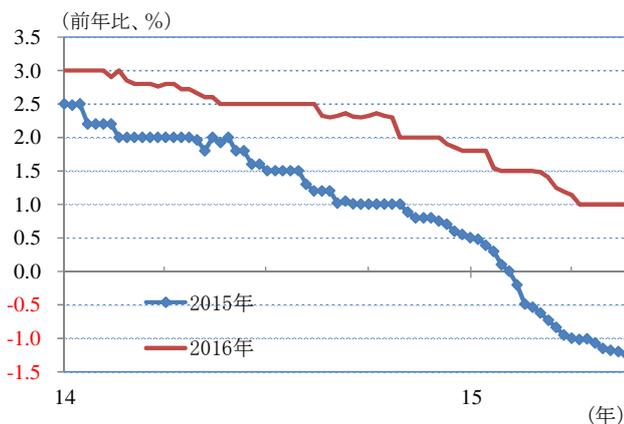
財政再建に着手したことは朗報

財政規律重視派のレヴィ財務相は、財政支出の削減を進めており、内外の投資家の信認を得ている。だが、1-3月期の基礎的収支（統合予算ベース）は190億レアルの黒字と2010年並みの水準に止まった（第10図）。GDP比1.1%の黒字目標に向けた進捗率は29%であるが、支出が年後半にかさみやすい傾向を考えると達成へのハードルは高いといえる。

2015年の成長率は前年比▲1.5%、2016年も同+0.6%に止まる公算

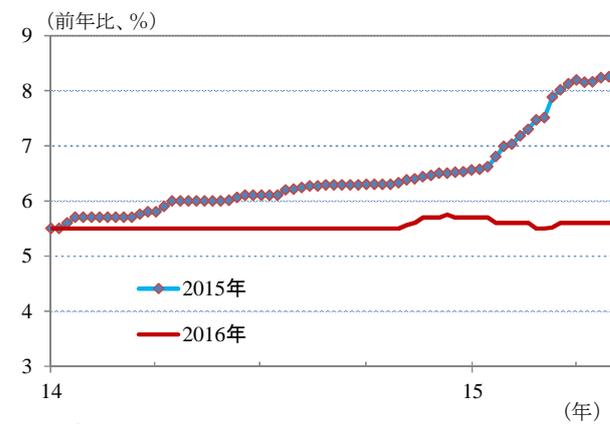
2015年のブラジル経済は低迷が続き、実質GDP成長率は前年比▲1.5%とマイナスに陥る見込みである。中央銀行が集計する現地エコノミストの予想によると、年初は前年比+0.5%であったが足元では同▲1.2%まで低下している（第11図）。2016年も緊縮財政が続く見込みであり、成長率は同+0.6%と低位に止まるだろう。

第11図: 実質GDP成長率の民間予想(平均)



(資料) Thomson Reuters Datastream

第12図: 消費者物価上昇率の民間予想(平均)



(資料) Thomson Reuters Datastream

インフレは 2016 年にかけて低下の見込み

インフレ率は景気後退と財政金融政策の引き締め、公共料金引き上げの一巡で、今後は鈍化しよう。2016 年の消費者物価上昇率は、2015 年の前年比+8.5%から同+5.5%へ低下する見込みである。インフレがピークアウトする見込みであることから、利上げの最終局面に近づいているとみられる。

政権の求心力低下による緊縮策の頓挫がリスク

今後のリスクは、ルセフ政権の求心力が低下し、財政緊縮策が頓挫することが考えられる。現在下院では定数 513 議席に対して与党が 304 議席を占めるが、大統領の所属する労働者党は 66 議席に過ぎない（与党第一党は 70 議席を有する民主運動党）。上院では定数 81 議席に対して与党が 53 議席を占めるが、労働者党は 12 議席に過ぎない（与党第一党は民主運動党で 18 議席）。政権の国会内基盤は弱く、財政調整法案への投票では、連立相手の他党だけでなく労働者党からも造反議員が出ている。

ルセフ政権への支持率は 12%、不支持率が 64%（4 月）となっており、痛みを強いる緊縮策をやり遂げることは決して容易ではないことに留意が必要だろう。

3. アルゼンチン

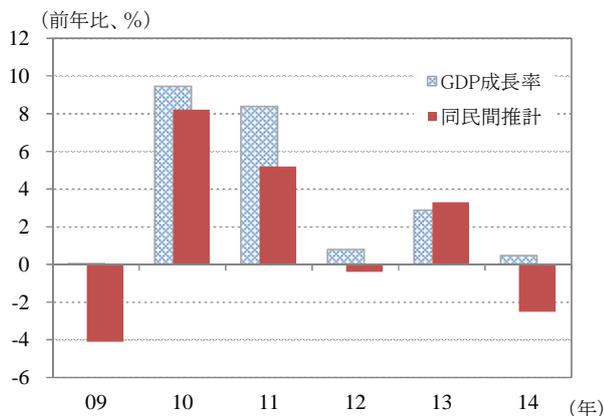
(1) 景気の現状

民間推計では 2014 年の実質 GDP 成長率はマイナス

2014 年のアルゼンチン経済は同年 7 月に発生したテクニカルデフォルトの影響もあり、大幅に悪化した。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輸入が減少し、国内生産に悪影響が広がった。2014 年の実質 GDP 成長率は政府発表ベースでは前年比+0.5%と辛うじてプラス成長となったが、民間推計（各機関の平均値）では同▲2.5%と過去 6 年間で 3 回目のマイナス成長に陥ったとされている（第 13 図）。

もっとも、足元の景気は持ち直しの兆しがみられる。2014 年 1 月の為替急落のショックが和らぎ、前年比+30%近くに達した生産者物価の上昇が一巡し低下してきたこと（第 14 図）、今年 10 月の大統領選挙を控え政府が消費喚起策を開始したこと、などから消費者マインドが上向いており（第 15 図）、製造業生産にも底打ちの兆しが見られる（第 16 図）。

第13図: GDP成長率(政府発表ベース)



(資料) Thomson Reuters Datastream

第14図: 生産者物価



(資料) Thomson Reuters Datastream

第15図: 消費者信頼感



(資料) Thomson Reuters Datastream

第16図: 製造業生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

消費者物価は 30% 前後の高い上昇率が続く

消費者物価上昇率は、政府統計では3月には前年比+16.5%まで低下してきた。民間コンサルタントが独自に集計した消費者物価上昇率の平均値は、昨年への切り下げ直後の同+40%台からは低下したものの、依然として同+29.8% (3月) と高止まっている。

外貨準備高は小幅増加

外貨不足が深刻化しているアルゼンチンであるが、足元では外貨準備が増加している (第17図)。昨年のテクニカルデフォルトで、起債は事実上、不可能になっていたが、アルゼンチン国内法に基づく外国通貨建て債券の起債に成功した。また、南半球の収穫期が到来し、農産物の輸出シーズンが始まったことも重なり、同国の外貨準備高は年末から25億ドル増加し、4月末時点で339億ドルに回復した。

第17図:外貨準備高



(資料) Thomson Reuters Datastream

第18図:対外取引



(資料) Thomson Reuters Datastream

(2) 見通し

消費刺激策により、短期的には景気を下支えするも、インフレの加速が成長を抑制

政府が打ち出した消費喚起策は、今年10月の大統領選挙に向けた選挙対策の色合いも濃い。具体的には白物家電購入を促進するためのクーポン(1割引き相当)を発行するほか、30%近い賃上げを容認し、実質所得を維持する方針などが打ち出されている。また、雇用確保のため公務員を増員することで対応している。ラテンアメリカ経済研究所(FIEL)の調査によると、過去5年の雇用増加率は、民間が年平均ゼロ%であるのに対し、公務員は同+4.6%と高い。

こうした政策は財政負担を伴うものであり、FIELの推計によると、2015年の財政赤字はGDP比7.0%(2014年:同6.7%)に膨らむ見通しである。財政赤字のファイナンスは中央銀行がまかなっており、一時、伸びが鈍化していたマネタリーベースは、昨年終盤から再加速し、足元で前年比+30%台の伸びとなっている(第19図)。こうした刺激策により、景気は短期的には下支えされるとみるが、通貨の増発がインフレを加速させ、結果として、成長を抑制することになる。

対外取引面でも懸念が残る。外貨準備は増加しているが、外貨獲得能力はむしろ悪化している。通貨当局は、年間12%程度のペソ下落を容認しているが、同国の高いインフレ率を相殺するには十分ではない。この結果、実質為替レートは上昇しており、2014年1月の通貨切り下げ効果は既に大方が失われている(第20図)。

このように現在のアルゼンチンの経済政策は持続可能とは言い難い状況であり、今年10月の大統領選挙後に誕生する新政権は政策の修正を迫られる可能性もあろう。

第19図: マネタリーベース



(資料) Thomson Reuters Datastream

第20図: 為替レート



(資料) Thomson Reuters Datastream

今年10月の大統領選挙後も、不安定な経済状態が続く可能性も

アルゼンチンでは、大統領の3選は認められておらず、現職のフェルナンドス大統領は出馬できない。大統領派は、後継者としてシオリ・ブエノスアイレス州知事を擁立するとみられる。有力な対抗馬として、マクリ・ブエノスアイレス市長、マサ下院議員の名前が浮上している。

最近の世論調査によると、シオリ氏への支持率が33.4%と最も高く、以下、マクリ氏が27.3%、マサ氏が20.1%となっている。決選投票で野党が候補者を一本化すれば逆転は可能であるとみられるが、今後、政府の狙い通り短期とはいえ景気回復が実現すると、シオリ氏に票が更に流れる可能性もある。一方、マクリ氏は政策の大胆な転換を主張しているが、ポピュリスト政策に慣れた国民が緊縮政策をどこまで受け入れるかは不透明である。大統領選後も、アルゼンチンの経済政策が抜本的に転換される保証はなく、不安定な経済状態が続くリスクが残っている。

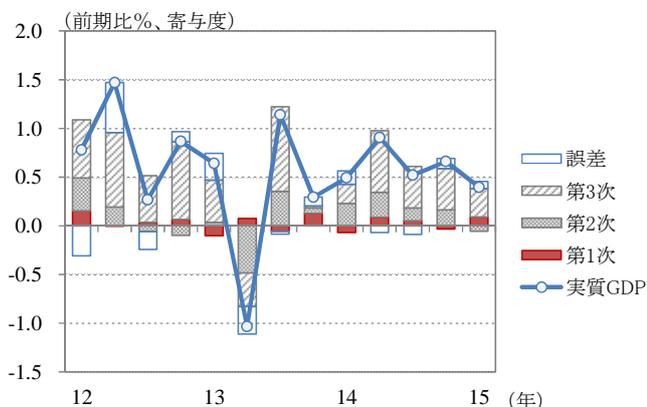
4. メキシコ

(1) 景気の現状

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.4%へ減速

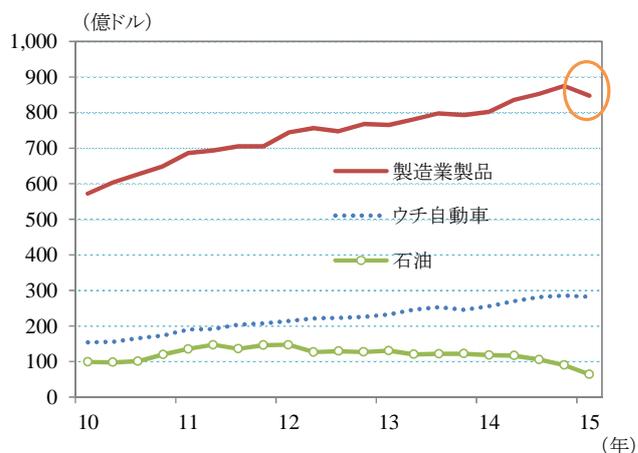
メキシコ経済は足踏みしている。1-3 月期の実質 GDP 成長率（速報）は前期比+0.4%と、10-12 月期の同+0.7%から小幅減速した。産業別にみると、製造業、鉱業（石油）が全体の成長率を0.1%ポイント押し下げた（第21図）。製造業の不振は、悪天候や港湾ストライキなどの一時的な要因もあり、マイナス成長に止まった米国経済の影響が大きいとみられる。実際、1-3 月期の製品輸出額は前期比▲3.1%と振るわなかった（第22図）。また、鉱業部門の減速は原油価格下落の影響が大きい。

第21図:実質GDP、産業別寄与度



(資料) Thomson Reuters Datastream

第22図:メキシコの輸出



(資料) Thomson Reuters Datastream

良好な雇用環境が
消費を下支え、設備
投資も堅調維持

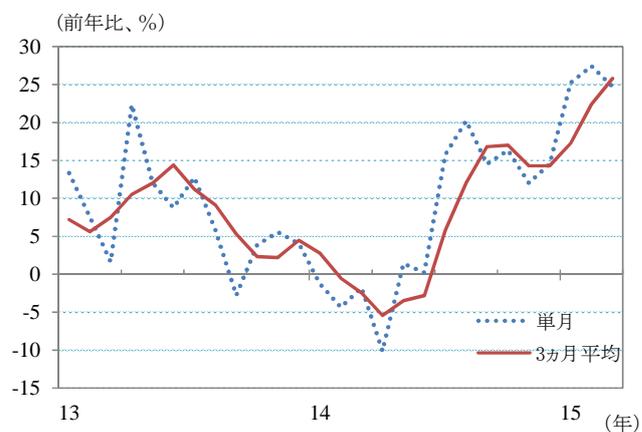
もっとも、景気の回復基調は崩れていないとみられる。小売売上高も自動車販売も好調が続いている（第 23、24 図）。消費を支えているのは、良好な雇用環境である。4 月の失業率は 4.3%と、リーマンショック後で最も低い水準にある（第 25 図）。また、フルタイムの雇用者数が増加するなど、雇用の質も改善している（第 26 図）。更に、実質賃金（1-4 月期：前年比+4.9%）も上昇している。

第23図:小売売上(数量)



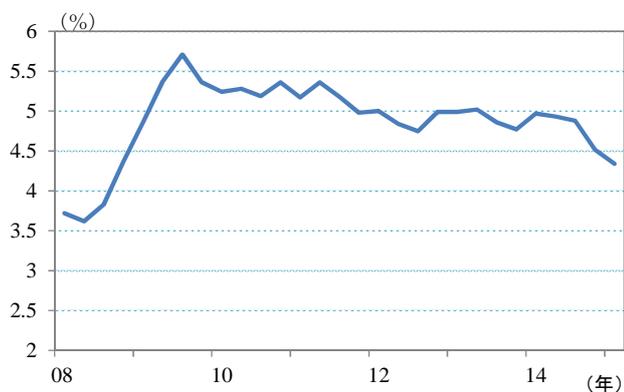
(資料) Thomson Reuters Datastream

第24図:自動車販売台数



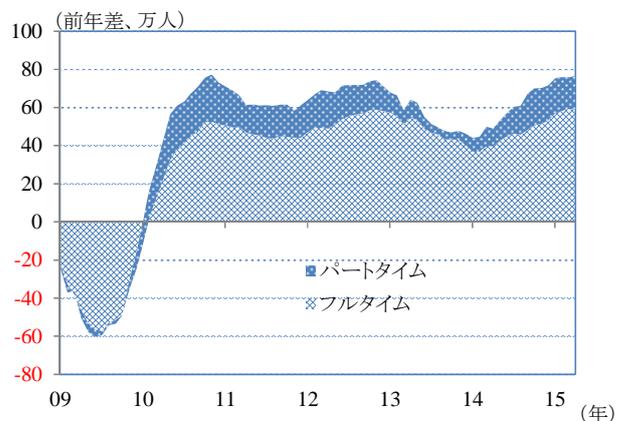
(資料) Thomson Reuters Datastream

第25図:失業率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第26図:正規雇用増減



(資料) Thomson Reuters Datastream

インフレ率は原油価格下落に加え、電話料金の引き下げなどを受け低下

インフレ率は足元で低下傾向が顕著になっている(第27図)。ガソリン価格の低下に加え、今年1月の長距離電話料金の引き下げなどが背景にある。一方、川上の物価動向を示す生産者物価は、前年比ゼロ近辺まで持ち直している(第28図)。

第27図:消費者物価



(資料) Thomson Reuters Datastream

第28図:生産者物価



(資料) Thomson Reuters Datastream

(2) 見通し

米景気の回復が景
気回復を下支え

構造改革により、
今後 10 年間で潜
在成長率を 1%押
し上げる可能性も

メキシコは北米の生産拠点としての地位を固めており、米国、カナダ向けの製品輸出の比率が高い。4-6 月期以降、米国経済が成長ペースを回復するにつれ、輸出増加と、それに伴う内需拡大に支えられ、2015 年の成長率は緩やかながら加速する見込みである。昨年来のペソ安で価格競争力が回復していることも追い風となろう（第 29 図）。2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.6%、2016 年には同+3.4%へ緩やかに持ち直すとする。

物価は安定基調が続くと考えられるが、ペソ安傾向が続いていることから、年後半から 2016 年にかけては、徐々にインフレ圧力が高まっていくことが予想される。

中長期的には構造改革が潜在成長率を押し上げることが期待される。2014 年 8 月にはエネルギー部門改革関連法案が成立し、外資導入による生産能力の拡大や効率化が見込まれている。エネルギーの他にも、金融や通信分野でも改革が進んでおり、経済協力開発機構（OECD）は、こうした一連の構造改革が今後 10 年間の潜在成長率を年間 1%押し上げると試算している。

第29図:ドル建て単位労働コスト



今後のメキシコの課題は、米国の利上げへの対応である。メキシコ経済は、過去の米国の利上げ局面で資本流出に見舞われ、金融市場の波乱を経験している。最近公開された中央銀行の金融政策委員会議事録によると、5人の委員のうち2名は米利上げの前に利上げを実施することを主張。一方、他の2名は景気の現状を鑑み、早期利上げに反対しており、委員会の意見は割れていた。今後、中央銀行からのメッセージに注意する必要があるが、米国の利上げとほぼ同時に利上げに着手する可能性が高いとみておくべきであろう。

(国際通貨研究所 森川 央)

Ⅶ. ロシア・中東欧

～ロシアは景気後退が当面継続、中東欧は内需が支えとなる見込み～

1. ロシア・中東欧経済の概況

- ロシアは大幅に景気が悪化** ロシア経済は、原油安やルーブルの下落等を受け、2015年初にかけて大幅に悪化した。一方、中東欧経済は、原油安が内需押し上げの一因となり、概ね底堅く推移している。
- ロシアの景気後退は当面継続すると予想** 先行きを展望すると、ロシアでは景気の加速度的な悪化には歯止めがかかるとみられるが、景気後退は当面継続が予想される。雇用・所得環境の悪化や信用収縮が景気を下押しすることに加え、原油価格やルーブルの再下落リスクにも留意しておく必要がある。
- 中東欧経済は、内需が景気のけん引役に** 中東欧については、足元のユーロ圏景気の持ち直しなど外需面に明るい兆しもみられるが、しばらくは、内需が景気の主なけん引役を果たすと予想される。各国共通の景気押し上げ要因としては、雇用・所得環境の改善持続やEU基金を原資とする公共投資が挙げられる。ポーランドでは、国内市場が比較的大きいこともあって、内需主導の景気拡大は相対的にしっかりしたものとなる。チェコについては、財政の拡大余地がある程度確保されていることもプラス要因である。一方、ハンガリーは、2014年に高い伸びを示した総固定資本形成がピークアウトすることにより、成長率は減速する可能性が高い。

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)		
	2014年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)
ロシア	1,850	0.6	▲4.1	▲0.7	7.8	13.7	6.5	595	540	520
ポーランド	547	3.3	3.5	3.4	0.0	▲0.5	1.5	▲76	▲78	▲110
チェコ	206	2.0	2.5	2.6	0.4	0.5	1.6	13	8	▲5
ハンガリー	137	3.6	2.9	2.3	▲0.2	▲0.1	2.5	57	48	42
ロシア・中東欧	2,739	1.3	▲1.8	0.4	5.3	9.2	4.9	588	518	447

2. 主要国の動向

(1) ロシア

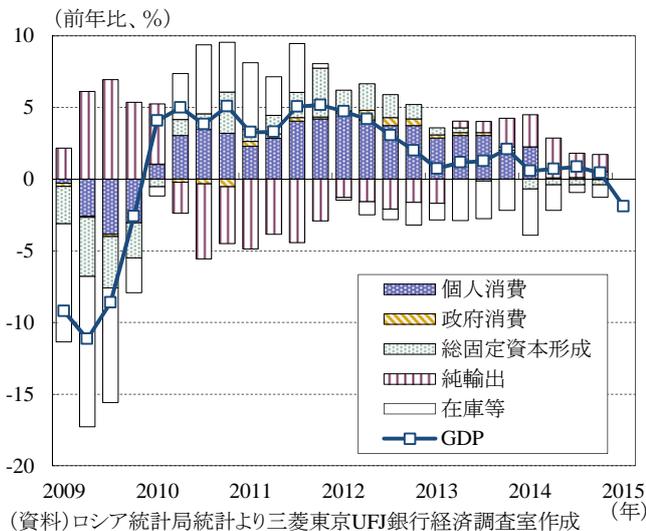
①景気の現状

2015年1-3月期は
大幅マイナス成長

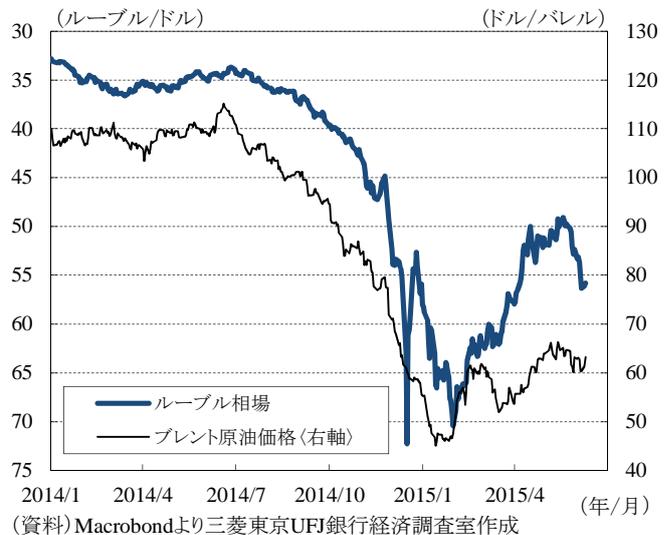
ロシアの景気は、2015年初にかけて大幅に悪化した。1-3月期の実質GDP成長率は前年比▲1.9%と、2009年10-12月期以来のマイナス成長となった(第1図)。季節調整済み前期比の成長率は未発表だが、前期比▲2%前後の落ち込みとなったと見込まれる(2014年10-12月期は同+0.0%)。ルーブルの急落や食料品輸入禁止措置(注1)等を受けたインフレ高進が家計を圧迫したほか、欧米などの経済制裁を背景とした海外への資本流出、原油安、企業マインドの慎重化等も景気を大きく下押しした。

足元については、原油価格の下げ止まりに加え、政府・中銀の各種措置(注2)を受けたルーブルの反発など、情勢悪化が一服する兆しも一部で見られる(第2図)。しかし経済全体としては、これまでの急速な景気悪化を起点とする負の循環が強まりつつあり、当面マイナス成長が継続する可能性が高まっている。

第1図:ロシアの実質GDP成長率



第2図:原油価格とルーブル相場



(注1) 2014年8月、ロシア政府は欧米等による経済制裁への対抗措置として、米国、カナダ、EU、ノルウェー、オーストラリアからの食料品輸入禁止を決定。対象品目は、肉、野菜・果物、魚、乳製品等で、期間は1年間。

(注2) 2014年12月、ロシア政府は、国営の輸出企業等に対して外貨建資産の保有上限を設定し、超過分を市場で売却することを指示した。

②見通し

景気後退は当面継続と予想

先行きを展望すると、景気の加速度的な悪化には歯止めがかかる可能性が高いものの、景気後退は当面継続が予想される。まず、今年初にかけ景気悪化の一因となったインフレ動向をみると、4月のCPI上昇率は前年比

+16.4%と、9ヵ月振りに低下した（第3図）。今後もルーブル相場が安定を維持できれば、輸入インフレ圧力の後退により、今年中にCPI上昇率は一桁台まで低下しよう。

雇用・所得環境の悪化や信用収縮が景気下押し要因に

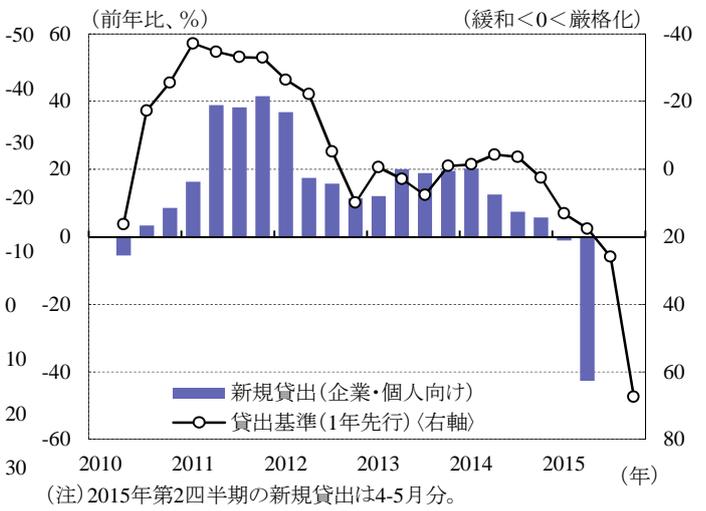
一方、足元では失業率の上昇や賃金の伸び鈍化など、雇用・所得環境から家計に対する逆風が強まり始めている。そのため、家計の購買力や消費意欲は、インフレ率が低下する程には高まらないとみる。

また、信用収縮による景気下押し圧力も増大が予想される。不良債権比率の上昇等を背景にロシアの銀行の新規貸出は大きく落ち込んでおり、また貸出基準も大幅に厳格化されている（第4図）。貸出基準の変化は、実際の新規貸出の伸びに対して半年から1年程度先行する傾向があるため、貸出は今後一段と縮小する公算が大きい。

第3図:ロシアのCPIと為替相場



第4図:ロシアの銀行新規貸出と貸出基準

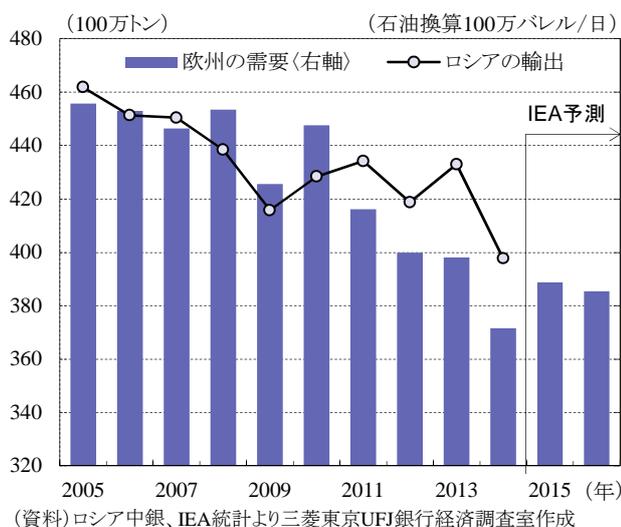


公需及び外需による景気下支えも限定的

国内民需の低迷が予想されるなか、公需や外需による景気下支えも限定的となる公算が大きい。ロシア政府が1月に策定した緊急経済対策は、金融機関への資本注入が中心であり、金融システム危機の抑止には寄与するとみられる一方、直接的な需要創出効果は小さい。また3月には、エネルギー関連歳入の減少を反映して、2015年予算が緊縮的なものに修正された。修正後の歳出伸び率は前年比+2.6%に止まり（2014年は同+11.1%）、インフレを勘案した実質ベースでは減額となる。

外需に関しても、輸出先の半分以上を占める欧州の低成長が重石となろう。とくに、ロシアの主要輸出品目である石油・ガスについての欧州の需要動向をみると、近年減少傾向が続いている（第5図）。2015年の需要は、記録的な暖冬であった2014年に比べ若干の増加見込みとなっているが、2016年には再度減少が予想されている。

第5図:ロシアの石油・ガス輸出と欧州の需要



第6図:新興国通貨の対ドル相場(2013年~2014年1月)



原油価格やルーブル相場の再下落が懸念される

加えて、当面の懸念要因として、原油価格やルーブル相場の再下落リスクが存在している。リスク顕在化のきっかけとしては、①イラン核開発交渉の最終合意や②米FRBによる利上げ開始、などが想定される。

①については、現在、6月末を期限として米国等6カ国とイランの間で交渉が継続中であり、最終合意に至った場合には、イランからの原油輸出増加観測を受けて原油価格が軟化する可能性がある。

②に関しては、一般に、米国の金融政策が緩和から引き締めに転じる局面では、新興国通貨が売られやすくなる傾向があり、ルーブルに対しても下落圧力の増加が予想される。実際、2013年に米FRBが量的緩和の縮小を決定した際には、経常赤字の大きな新興国を中心に通貨安が進行した(第6図)。経常黒字国であるロシアのルーブルは、相対的には小幅な下落に止まったものの、中銀の為替介入(約370億ドル)がなければ、より大きく下落していた可能性が高い。

また、上記のリスクの他にも、ウクライナ情勢の再悪化や、それに伴う欧米等の経済制裁強化リスクなどにも留意しておく必要がある。

以上を踏まえ、2015年の実質GDP成長率は前年比▲4.1%、2016年は同▲0.7%と、2年連続のマイナス成長を予想する。2016年にかけてマイナス幅は縮小するとみるが、下振れリスクも根強く残り、先行き不透明な状況が当面継続する公算が大きい。

(ロンドン駐在 高山 真)

(2) ポーランド

①景気の現状

個人消費を中心とした内需が景気をけん引

2014年のポーランド経済は、輸出が鈍化した一方、内需が堅調に推移し、通年の成長率は前年比+3.3%と、3年ぶりに加速に転じた。賃金上昇率の緩やかな高まりに加え、原油・食料品価格の下落が家計の実質購買力を増加させ、消費を押し上げた。また、生産が底堅く推移するなか、中銀の金融緩和を受けた金利低下が投資の増加に寄与した。

足元については、1-3月期の実質GDP成長率が前期比+1.0%となり、昨年10-12月期(同+0.8%)を上回った(第7図)。個人消費の堅調が持続したほか、ユーロ圏向け輸出の持ち直しなど、外需にも安定化の動きがみられる。また、中銀は3月、インフレ期待が低水準に止まっていることを理由として、政策金利を1.5%に引き下げた。

②見通し

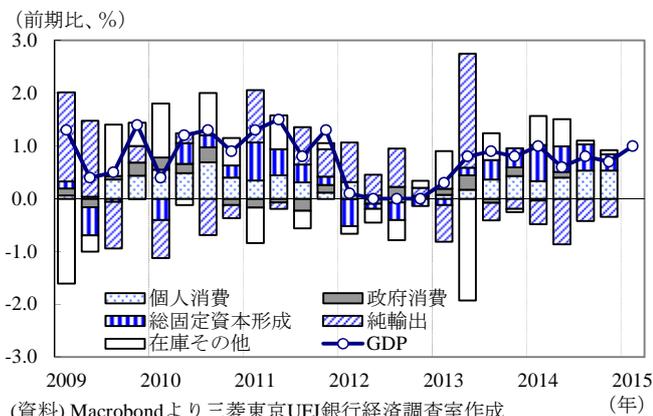
内需主導による、緩やかだが着実な景気拡大を見込む

先行きも、ユーロ圏景気については脆弱性が根強く残るとみられるなか、外需の景気牽引力は限定的なものに止まろう。もっとも、ポーランドは、中東欧諸国のなかでは比較的国内市場の規模が大きいいため、内需主導によって、緩やかではあるが着実な景気拡大が期待できる。

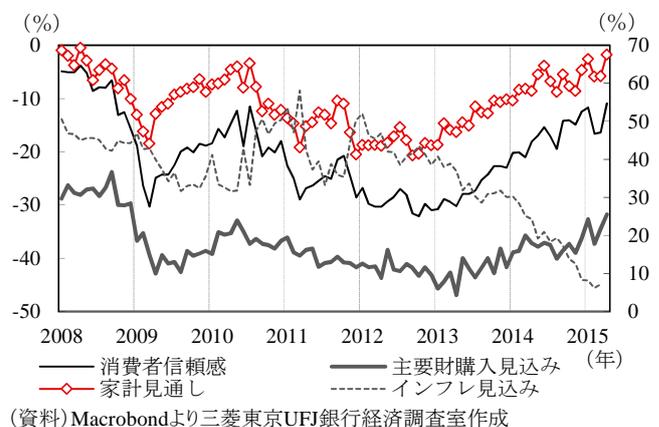
雇用・所得環境の改善継続を追い風として、家計のマインドは明るさを増しており、消費意欲も上向き傾向にある(第8図)。また公需に関しては、EU基金を原資とする公共投資に加え、今年秋には総選挙が予定されていることから、政府による景気刺激策実施も想定される。金融面では、まず3月に行われた利下げの効果が顕在化してこよう。さらに、中銀は低金利政策を当面維持する可能性が高く、緩和的な金融環境の持続と景況感の改善を背景とする貸出増加が景気の底上げに寄与するとみる。

実質GDP成長率は、2015年は前年比+3.5%と前年を小幅に上回り、また、2016年も同+3.4%と底堅い推移を予想する。

第7図: ポーランドの実質GDP成長率



第8図: ポーランドの消費者マインド



(3) チェコ

①景気の現状

緩やかな景気回復が続き、2014年は3年ぶりのプラス成長に

チェコ経済は、緩やかな景気回復が続いており、2014年の実質GDP成長率は前年比+2.0%と、プラスに転じた。個人消費については、ポーランドと同様、家計の実質購買力の増加が押し上げ要因となった。また、生産増加基調の定着や低金利を受けた、企業投資の増加に加え、財政緊縮一巡等を背景とする公共投資の拡大もあり、総固定資本形成の伸びがプラスに転じた（第9図）。輸出については、中銀が2013年11月に導入したコルナ安誘導策が押し上げ要因となった。

なお、2015年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+3.1%と、前期の同+0.4%から急伸した。ただしこれは、年初のタバコ増税に伴う在庫投資上振れというかく乱要因によるところが大きい。その他の経済指標から判断して、景気は引き続き緩やかなペースで回復を続けたとみられる。

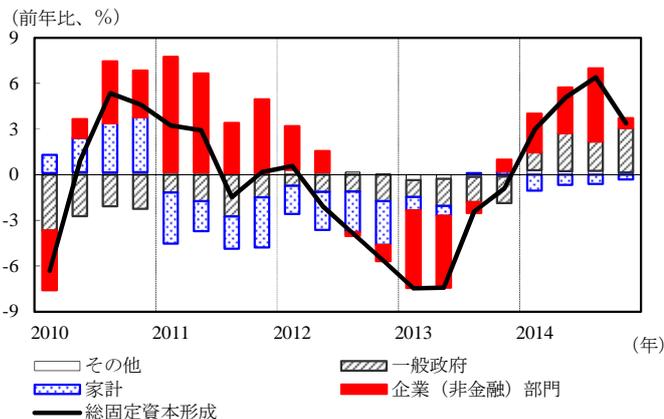
②見通し

内需は安定推移が見込まれる一方、外需は必ずしも楽観できず

内需の先行きに関しては、ポーランドと同じく、雇用・所得環境の改善持続やEU基金の活用が押し上げ要因となろう。またチェコは、歳出拡大の余地が比較的大きいこともプラス要因である。昨年のチェコの一般政府財政赤字は対GDP比2.0%と、ポーランド（同3.2%）やハンガリー（同2.6%）に比べて小幅に止まり、2015年予算には、公務員給与の引き上げや社会福祉支出の拡大が盛り込まれた。ただしチェコは、輸出額がGDPの8割を上回るなど、外需の影響が大きい。足元でもコルナは、実質実効ベースで下落傾向を辿っており（第10図）、中銀も少なくとも2016年央までは通貨安誘導を継続する方針だが、昨年程の輸出押し上げ効果が得られるかは不確定である。ユーロ圏景気は若干明るさを増しているとはいえ、下振れ懸念は根強く、外需の先行きについて楽観は難しい。

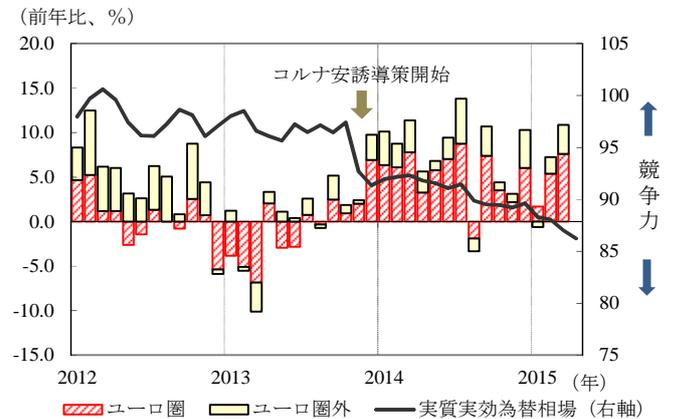
2015年の実質GDP成長率は前年比+2.5%、2016年については同+2.6%と予想する。

第9図：チェコの総固定資本形成の部門別寄与度



(資料) チェコ中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：チェコの輸出と実質実効為替相場



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) ハンガリー

①景気の現状

2014 年は政策効果が景気を押し上げ

2014 年のハンガリー経済は、財政・金融政策が追い風となり、実質 GDP 成長率が前年比+3.6%と、EU 加盟国ではアイルランドに次ぐ高成長率となった。EU 基金を利用した公共投資の拡大や中銀による貸出支援策を背景に、総固定資本形成が高い伸びを示し、成長率を押し上げた。また、公共料金の引き下げも原油・食料品価格の下落と相まって、家計の実質所得を増加させ、消費の持ち直しに寄与した。もっとも、こうした政策効果は、昨年後半以降ピークアウトしてきており、今年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.6%に減速した（第 11 図）。

金融政策では、3 月以降、根強い物価下押し圧力などを理由に連続利下げが行われ、足元の政策金利は 1.65%まで低下した。

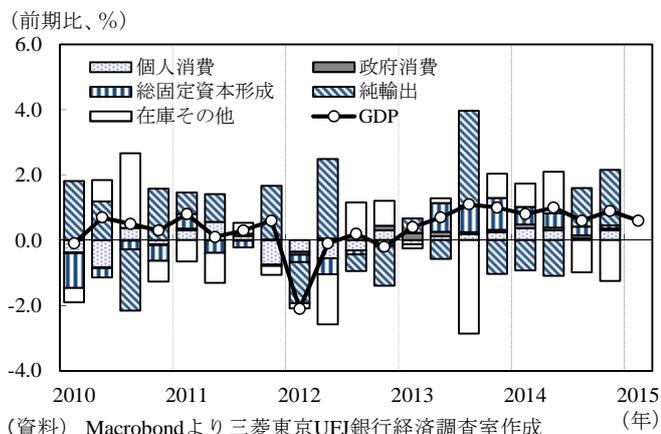
②見通し

投資の伸び一巡により、景気は減速へ

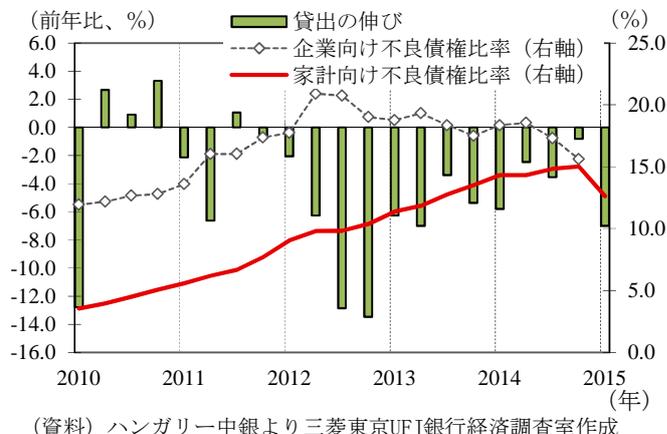
先行きの景気は、総固定資本形成の伸び一巡により、全体としては減速する公算が大きいものの、個人消費が下支えとなり、底堅さは維持しよう。ハンガリーの家計については、前述の 2 カ国同様、雇用・所得環境の改善が見込まれるだけでなく、金融面での恩恵が期待できるためである。まず、今年 2 月に完了した外貨建債務のフォロント建債務への変換で家計の為替リスクは大きく軽減されており、消費意欲の改善が見込まれる。6 月末にかけては、過去の外貨建ローン契約で銀行が課した手数料の家計への一部返還が行われ、GDP の約 3%に相当する金額が還付される予定である。もっとも、こうした措置は銀行部門の負担となり、不良債権比率が依然として二桁台にあることもあって、貸出等を抑制する恐れがある（第 12 図）。

2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%に、2016 年についても同+2.3%へ減速すると予想する。

第 11 図：ハンガリーの実質 GDP 成長率



第 12 図：ハンガリーの銀行貸出と不良債権比率



(ロンドン駐在 石原 尚子)

Ⅷ. 原油価格

～原油価格は底打ち後も、供給超過を背景に上値は限定的～

1. 価格動向

原油価格は3月中旬に43ドル台をつけた後、5月に60ドル台に上昇

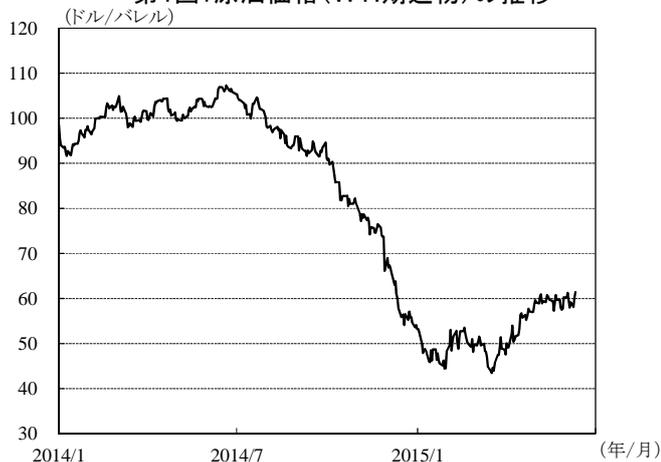
原油価格は3月中旬に底を打ち、回復傾向にある(第1図)。WTI(期近物)は3月17日、供給過剰懸念の強まりに合わせて1バレル43ドル台と6年振りの安値をつけたが、下旬には中東地域での地政学リスクの高まりを背景に同51ドル台に上昇した。4月半ばに米エネルギー情報局(EIA)が米国のシェールオイル生産が減少するとの見通しを発表した他、供給過剰の解消につながる材料が続いたことから、WTIは上昇傾向をたどった。

5月初めにはリビアの原油輸出減少や米国の原油在庫減少を受けて、WTIは同60ドル台に上昇したが、月下旬にはドル高の進行に伴い同57ドルに軟化した。6月2日には、供給過剰感の後退を背景に同61ドルと6ヵ月振りの高値に上昇した。その後は同60ドルを挟んで推移している。

投機筋の買い越し額は増加

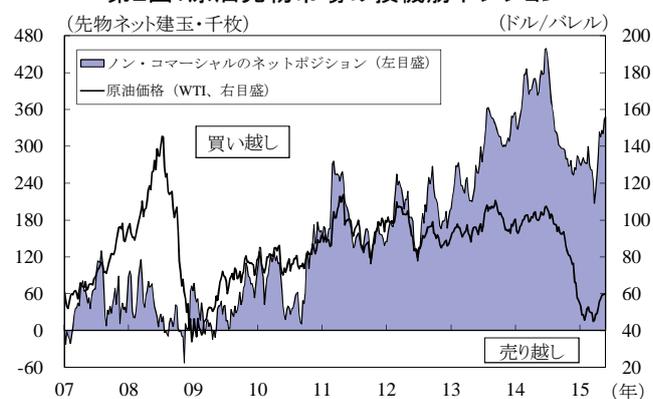
原油先物市場では、世界的な金融緩和を背景に投機マネーが大量に流入しており、価格変動を増幅させているとみられる。実際、投機筋の買い越し額は3月下旬以降、増加傾向にある(第2図)。

第1図: 原油価格(WTI期近物)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

供給超過幅が拡大

世界の需給バランスは供給超過が続いている(第3図)。1-3月期は、供給は前期からほぼ横這いだった一方、新興国の需要が減少したことから、供給超過幅は拡大した。

世界の原油需要の伸びは堅調な見込み

1-3月期は、ロシアやブラジルの原油需要が低迷したことから、新興国需要は前年比+1.9%にとどまった一方、欧州の需要回復を背景に先進国については同+1.2%とプラスの伸びに転じた。この結果、世界全体では同+1.6%となった。先行きも新興国の需要鈍化と先進国の需要回復が見込まれることから、世界全体では同+1%台前半と昨年（同+0.7%）を上回る伸びが見込まれている。

米国のシェールオイル生産減少

供給面で最も注目される米国のシェールオイルについては、主要7産地の生産量は5月に前月比減少に転じ（第4図）、6月と7月も減少が見込まれるなど、原油価格下落の影響が表れている。しかし、最近の原油価格の回復に伴い、再びシェールオイルの生産が持ち直す可能性があり、今後生産動向に留意する必要がある。

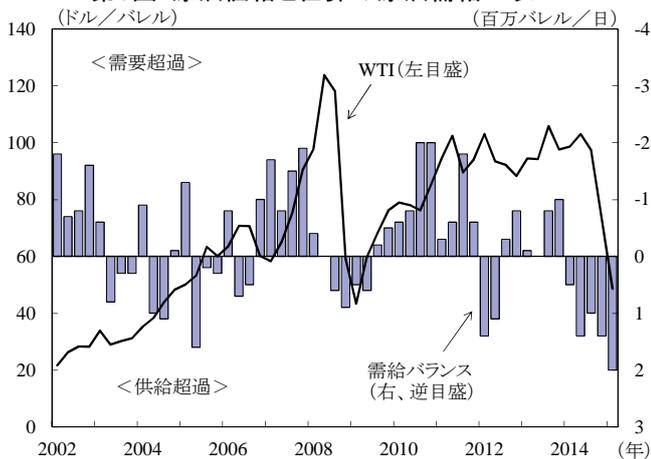
OPECは生産目標据え置き

6月5日開催の石油輸出国機構（OPEC）総会では生産目標（日量3,000万バレル）据え置きが決定された。OPECの1-4月の生産量は、サウジアラビアやイラクの生産増加を背景に生産目標を上回っているが、個別国の需要増加への対応として受け止められたとみられ、目標を変更する議論には至らなかった模様である。

注目されるイラン核協議の行方

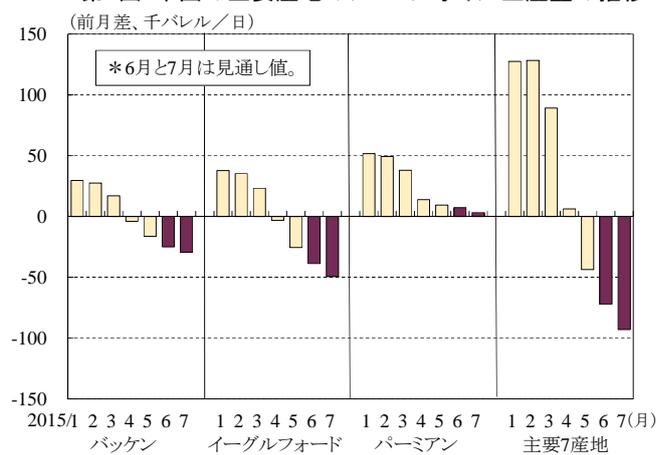
イランと欧米など主要6カ国は4月2日、核協議の枠組みで合意した。6月末期限の最終合意まで予断を許さないが、合意が実現すれば、経済制裁が解除され、イランからの原油輸出が再開されると見込まれている。合意の可能性、制裁解除の段階や必要期間は不透明だが、世界の原油供給に影響を及ぼす要因であり、合意の行方が注目される。

第3図：原油価格と世界の原油需給バランス



(資料)IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：米国の主要産地のシェールオイル生産量の推移



(資料)米エネルギー情報局(EIA)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

今年の原油価格は
四半期平均 54～65
ドル台の推移と予
想

今後は新興国の需要がロシアやブラジルの景気低迷等により鈍化する一方、先進国の需要回復により、世界の原油需要は堅調な伸びが見込まれる。供給については、OPECの生産量は引き続き市場シェア確保のために、目標を上回る水準で推移するとみられる。また、米国のシェールオイル生産量は減少に転じた模様だが、原油価格が回復傾向にあることを踏まえると、減少ペースは緩やかなものとなろう。

世界の原油の供給超過幅は昨年から縮小するとみられるが、供給超過が続くことや米シェールオイル生産が再び増加する可能性が市場で意識され、原油価格の上値は限定的となろう。今年のWTIは各四半期の平均で54～65ドル台の推移と予想される。

(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 (%)	
2014/Q1	98.6	4.5%	
2014/Q2	103.0	9.4%	
2014/Q3	97.3	▲8.1%	
2014/Q4	73.2	▲25.0%	
2015/Q1	48.6	▲50.7%	
2015/Q2	54	▲47.6%	見 通 し ↓
2015/Q3	61	▲37.3%	
2015/Q4	65	▲11.2%	
2016/Q1	65	33.8%	
2016/Q2	67	24.1%	
2016/Q3	70	14.8%	
2016/Q4	70	7.7%	
2014年	92.9	▲5.2%	
2015年	57	▲38.5%	
2016年	68	19.0%	

(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、弊行ホームページでもご覧いただけます。