

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は中国発の不安材料の影響を受けながらも、
先進国の回復に支えられ緩やかな拡大を続ける見通し～

日 本

～好循環の回転は途切れておらず、景気は内需を中心に底堅く推移する見通し～

米 国

～雇用・所得環境の改善が続く中、家計需要を軸とした景気拡大が続く見込み～

西 欧

～足取りは重いながらも緩やかな回復が継続～

ア ジ ア

～外需が伸び悩むなか、底堅い内需が景気を下支え～

オーストラリア

～資源価格の下落が景気を抑制～

中南米

～資源価格が低迷するなか、低成長が続く見通し～

原油価格

～供給超過が続き、原油価格は低水準で推移～

見通しの概要

世界経済は中国発の不安材料の影響を受けながらも、先進国の回復に支えられ緩やかな拡大を続ける見通し

第二次大戦後、世界経済の基調は概ね米国を始めとする先進国景気が規定してきたとあって良い。しかし、我々は今その構図が初めて本格的に揺らぎつつあるのを目の当たりにしているのかもしれない。

先進国経済は一部に弱さを抱えながらも緩やかな回復基調にあるが、今や世界第二位の巨大な規模にまで成長した中国経済が固有の原因により減速基調を続けるなか、貿易や商品市況といったチャネルを通じて他の新興国や資源国に大きな影響を与えており、金融市場の動揺も伴いながら世界経済の先行きを極めて不透明なものにしている。中国経済に集まる注目は今や局面によっては米国経済のそれを上回るほどである。

となると、この先2015年後半から2016年にかけての世界経済を見通すにあたっては、次のようなポイントに注視する必要があるだろう。即ち、①先進国経済回復の持続力、とりわけ金融緩和「出口戦略」を模索する米国及び依然として量的緩和の最中にある日欧各地域の景気循環局面見極めと外的ショックへの耐久性、②「新常态」に向けた構造調整の只中にある中国経済の先行き、③中国経済減速及びそれに関連する商品市況の低迷が他の新興国・資源国経済に与える影響、である。

まず米国経済は、年前半、悪天候や原油安に伴う石油産業の不振等から一部弱めの動きもみられたが、労働市場の改善に裏打ちされた底堅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、内需中心に回復ペースを緩やかに高めていくものと見込まれる。これを受けて来年初までには、未曾有の緩和水準にある金融政策の正常化の次なるステップとして利上げに踏み切るものと思われる。この動きは債券・為替・株式といった金融市場に相応の影響を与えるであろうが、十分に市場と対話しながらの実施となるはずであり、重大な混乱は避けられよう。

欧州経済は、年央にかけて混迷続くギリシャ情勢が注目を集めたものの、EU、ギリシャ双方の歩み寄りにより、ギリシャのユーロ圏離脱といった未知の展開に陥る事態は避けられ、足取りは重いながらも回復基調を維持している。引き続き周縁国経済の成長力不足や財政・不良債権問題など、経済格差を抱えた地域を単一の通貨と金融政策で運営するユーロの枠組みに起因する問題が根深く残るものの、ECBの大規模緩和による成長下支え及びユーロ安、原油安の追い風を受けつつ、緩やかな成長を持続するものとみられる。

わが国経済については、4-6月期の実質GDP成長率が3四半期ぶりにマイナスに陥り、景気回復の動きは一旦足踏みしたようにもみえる。これは節約志向が強まっている個人消費と年初の米国経済軟化等の影響を受けた輸出が減少に転じたためである。しかし、円安定着を背景に企業収益が過去最高水準にあり、企業が設備投資、雇用拡大、賃上げなどの面で活動を積極化させることで所得増→需要増→所得増の好循環につながる動きは継続しているとみられる。この先も日銀による金融緩和の継続とそれを受けた為替相場の安定を前提とすれば、企業収益環境は概ね良好な状態が維持されよう。したがって、

好調な企業収益を背景として設備投資の拡大と雇用・賃金の改善が着実なものとなり、延いては個人消費回復も足取りを確かなものにする可能性が高い。また、かかる内需の堅調は、新興国経済の弱さを十分吸収することが可能であろう。実質 GDP 成長率は今年度が前年度比+1.3%、2016 年度が同+1.7%と、潜在成長率を上回る 1%台半ばに達し得るとみられる。

こうした先進国の状況に対し、中国経済はこれまでに累積された過剰投資に起因するストック調整等の影響で減速は免れ得ない状況である。2015 年の上半期は中国政府が目標としている 7%成長を達成したものの、先行きについては過剰設備投資の調整を起点とする経済全体の構造調整のなかで、成長ペースは7%を割り込んでくる可能性が高い。また、投資マネーの流出やそれに伴う外貨準備の減少などマネーフローの動向にも十分留意が必要である。但し、次なる成長を支える新たなインフラ投資の加速や金融緩和といった財政・金融政策の総動員が想定されること、株価の大幅な調整にも関わらず個人消費は堅調な雇用環境を背景に底堅いこと等を考えると、急失速は避けられよう。

一方、その他のアジア経済は、資源国を中心に商品市況の低迷、通貨安に悩む国も見られ始めており、中国への輸出依存度の高い国も難しい経済運営を強いられている。但し、地域全体では先進国向けの輸出や内需の成長力に支えられ、大幅な景気底割れは避けられよう。また、商品市況の低迷が物価の安定を通じて内需の下支えになっている国もあり、中国発とされる商品市況調整を全てネガティブに捉えることも一方的だろう。一部の国で政治情勢や治安情勢にリスクを抱えてはいるものの、地域全体としてはここ数年程度の実質 GDP 成長率の下限（6%程度）は維持するものとみられる。

なお、足元商品市況が各国にもたらす悲喜こもごもについては、付加価値が詰め込まれているわけではないコモディティ価格が、結局のところ資源国と非資源国間のトレードオフの所得移転問題であることを認識する必要があるだろう。特に中国については、その「爆買い」が新興国ブーム、資源国ブームをもたらし、世界的な資源価格の急騰を招いたことを考えると、内には相応の成長を約しながらも、対外的には経済減速が認知されることによって資源安となる方が結果的には交易条件の改善に繋がることに留意が必要である。世界中が中国経済の先行きを懸念して商品相場が低迷している足許の状況が、資源純輸入国の中国にとって実は有利になる一面がある点は無視し得ない。

結論としては、2016 年までの世界経済を見通した場合、中国経済の減速が主要貿易相手国や資源国を巻き込みながら世界同時不況をもたらすまでのインパクトを持つとまでみる必要はないだろう。しかしながら、人民元切り下げ後に発生した一連の世界的な金融市場動揺は、中国経済の影響力が米国のそれに匹敵するほどにまでなったことを改めて認識させるものであった。今後我々は、世界経済を展望するにあたって、予見可能な将来、中国の影響力が大きくなることはあれ縮小することはないであろうことを前提としつつその内外経済運営に注視していく必要があるだろう。

(経済調査室長 佐藤 昭彦)

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) | 64.75 | 1,451 | 2.8 | 2.6 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 3.0 | | | |
| 先進国・地域 | 42.53 | 953 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 1.3 | 0.3 | 1.5 | | | |
| 新興国 | 22.23 | 498 | 4.9 | 4.0 | 4.4 | 5.4 | 7.1 | 6.0 | | | |
| 日本(年度ベース) | 4.46 | 100 | ▲0.9 | 1.3 | 1.7 | 2.8 | 0.2 | 1.2 | 721 | 1,354 | 1,239 |
| アジア11カ国・地域 | 17.04 | 382 | 6.4 | 6.0 | 6.0 | 2.7 | 2.2 | 2.6 | 4,394 | 5,695 | 5,157 |
| 中国 | 10.38 | 233 | 7.4 | 6.8 | 6.5 | 2.0 | 1.6 | 1.9 | 2,197 | 3,342 | 2,913 |
| インド(年度ベース) | 2.05 | 46 | 7.4 | 7.6 | 7.9 | 6.0 | 5.4 | 5.6 | ▲237 | ▲255 | ▲339 |
| NIEs4カ国・地域 | 2.54 | 57 | 3.2 | 2.6 | 3.1 | 1.6 | 1.0 | 1.8 | 2,189 | 2,296 | 2,255 |
| 韓国 | 1.42 | 32 | 3.3 | 2.8 | 3.4 | 1.3 | 0.9 | 1.9 | 892 | 900 | 878 |
| 台湾 | 0.53 | 12 | 3.8 | 1.9 | 3.0 | 1.2 | 0.2 | 1.2 | 653 | 690 | 630 |
| 香港 | 0.29 | 6 | 2.5 | 2.3 | 2.0 | 4.4 | 3.3 | 3.0 | 56 | 94 | 76 |
| シンガポール | 0.31 | 7 | 2.9 | 2.8 | 3.3 | 1.0 | 0.3 | 1.2 | 588 | 612 | 671 |
| ASEAN5カ国 | 2.06 | 46 | 4.6 | 4.7 | 5.1 | 4.5 | 3.5 | 3.8 | 244 | 312 | 328 |
| インドネシア | 0.89 | 20 | 5.0 | 4.8 | 5.2 | 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 | 2.7 | 3.5 | 1.9 | ▲0.5 | 1.9 | 134 | 209 | 181 |
| フィリピン | 0.28 | 6 | 6.1 | 5.8 | 6.0 | 4.1 | 2.2 | 3.0 | 127 | 124 | 130 |
| ベトナム | 0.19 | 4 | 6.0 | 6.1 | 6.3 | 4.1 | 1.6 | 5.0 | 95 | 59 | 88 |
| オーストラリア | 1.44 | 32 | 2.7 | 2.2 | 2.3 | 2.5 | 1.7 | 2.2 | ▲364 | ▲401 | ▲449 |
| 米国 | 17.35 | 389 | 2.4 | 2.5 | 2.7 | 1.6 | 0.2 | 2.0 | ▲3,895 | ▲4,238 | ▲4,682 |
| 中南米7カ国 | 5.23 | 117 | 0.7 | ▲0.4 | 0.8 | 11.8 | 18.8 | 15.7 | ▲1,587 | ▲1,520 | ▲1,390 |
| ブラジル | 2.35 | 53 | 0.1 | ▲2.1 | ▲0.1 | 6.3 | 9.5 | 5.5 | ▲1,047 | ▲800 | ▲300 |
| メキシコ | 1.28 | 29 | 2.1 | 2.4 | 3.3 | 4.0 | 3.0 | 3.0 | ▲265 | ▲250 | ▲300 |
| アルゼンチン | 0.54 | 12 | 0.5 | 0.5 | ▲1.5 | 23.9 | 16.0 | 30.0 | ▲51 | ▲100 | ▲50 |
| ユーロ圏19カ国 | 13.44 | 301 | 0.8 | 1.1 | 1.2 | 0.4 | 0.1 | 0.9 | 2,954 | 2,784 | 2,650 |
| ドイツ | 3.86 | 86 | 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 | 3.0 | 2.4 | 2.3 | 1.5 | 0.1 | 1.1 | ▲1,741 | ▲1,356 | ▲1,219 |
| 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) | | | 3.3 | 3.0 | 3.4 | 3.4 | 3.5 | 3.7 | |
|----------------------------------|--|--|-----|-----|-----|-----|-----|-----|--|

- (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

～好循環の回転は途切れておらず、景気は内需を中心に底堅く推移する見通し～

1. 日本経済の概況

4-6 月期の実質 GDP は 3 四半期ぶりに減少

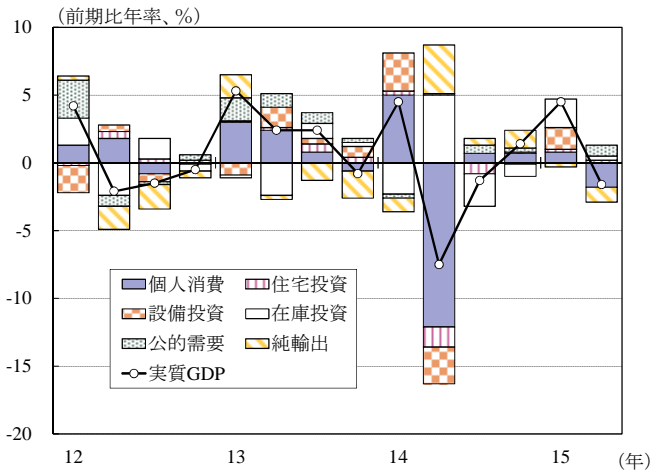
4-6 月期の実質 GDP（1 次速報値）は前期比年率▲1.6%と 3 四半期ぶりのマイナス成長となり、景気回復の動きが一旦足踏み状態となっていたことが示された（第 1 図）。需要項目別では、個人消費と輸出が減少し全体を押し下げる主因となった。個人消費は、雇用・所得環境は改善傾向にあるものの、家計の節約志向の強まりに天候不順も加わって、同▲3.0%と 4 四半期ぶりに減少した。また、輸出は、アジアや米国向けを中心に同▲16.5%と 6 四半期ぶりのマイナスとなった。こうした中、住宅投資は同+8.0%と 2 四半期連続で増加し、公的需要は、公共投資が 2014 年度補正予算の執行などに伴い 2 四半期ぶりに高い伸びを示すなど、同+3.1%と一定の景気下支えの役目を果たした。

所得から支出への好循環の回転は途切れておらず、景気は内需を中心に底堅く推移する見通し

景気回復の動きにはもたつきがみられたものの、支出拡大のベースとなる所得の改善傾向は維持されており、経済の好循環の回転が途切れたわけではない。この先の景気を概観すると、日銀による大規模な金融緩和を背景に円相場が概ね 1 ドル 120 円前後で推移する中、堅調な企業収益を起点に、所得の改善が国内需要の拡大に繋がる循環メカニズムがしっかりと機能することで、景気は底堅く推移するものと考えられる。世界経済に関しては、米国を中心とした先進国の景気回復のモメンタムが、中国など新興国経済の軟調による下押し圧力を最終的に上回る展開を予想しており、日本の輸出も増勢が維持されると見込まれる。この結果、今年度の実質 GDP は前年度比+1.3%と、潜在成長率を上回る成長を確保できると予想する（第 1 表）。2016 年度については、金融緩和の継続に法人減税等の政策効果の浸透も加わり、企業による前向きな支出の拡大が明確化し、好循環の回転も安定していくと見込まれる。2017 年 4 月の消費増税前の駆け込み需要もあり、実質 GDP は前年度比+1.7%に達するだろう。

こうしたメインシナリオに対する下振れ要因としては、やはり海外経済の想定を上回る悪化が挙げられよう。仮に中国経済が失速状態に陥り世界経済全体が大きく悪化する事態となれば、日本の輸出は腰折れを余儀なくされるだろう。リスク回避の円高も同時に進行することで企業収益は大幅に減少し、経済の好循環が途切れてしまう展開には警戒が必要である。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表: GDP計数の年度見通し

| | (前年度比、%) | | |
|-----------|----------------|-----------------|-----------------|
| | 2014年度 (実績) | 2015年度 (見通し) | 2016年度 (見通し) |
| 実質GDP | ▲ 0.9 | 1.3 | 1.7 |
| 個人消費 | ▲ 3.1 | 0.6 | 1.4 |
| 住宅投資 | ▲ 11.7 | 2.2 | 2.9 |
| 設備投資 | 0.5 | 4.5 | 5.6 |
| 在庫投資(寄与度) | 0.5 | 0.0 | ▲ 0.1 |
| 公的需要 | 0.8 | 0.5 | 0.4 |
| 純輸出(寄与度) | 0.6 | 0.0 | 0.1 |
| 輸出 | 7.9 | 0.1 | 3.0 |
| 輸入 | 3.6 | ▲ 0.1 | 2.6 |
| 名目GDP | 1.6 | 2.3 | 2.0 |
| GDPデフレーター | 2.5 | 1.0 | 0.3 |

(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通し上のキーポイント

(1) 好循環の要となる企業収益

過去最高水準にある企業収益はこの先も堅調に推移し、好循環回転の原動力となる見通し

経済の好循環の要となる企業収益は好調に推移している。直近1-3月期の非金融法人企業の経常利益(法人企業統計ベース)は季節調整値で16兆円強と、過去最高だった前期と比べると小幅に減少したものの、リーマン・ショック前の好況期を上回る水準を維持した(第2図)。東証一部上場企業の四半期決算を集計すると、4-6月期の経常利益も前年同期比で2割以上の増益となっており、企業収益の改善基調に大きな変化はみられない。円安を背景とした輸出採算の改善や海外投資収益の円建て受け取り額の拡大等が、企業収益全体の押し上げに寄与していると考えられる。また、経常利益の前年比伸び率を要因分解すると、2013年頃までは、売上高が減少する一方で人件費や減価償却費を抑えることで増益を確保する傾向がみられたが、最近では、売上高の増加と人件費や減価償却費の拡大が両立する中で増益を確保している。高水準の収益が、企業による人員増強、投資拡大といった前向きな動きに繋がっており、後述のように、家計所得・個人消費や設備投資の伸びの起点となっている姿が窺える。

企業収益はこの先も、日銀による金融緩和の継続とそれを受けた為替相場の安定を前提とすれば、国内需要の回復などを背景に底堅く推移する可能性が高く、経済の好循環回転の原動力になると見込まれる。

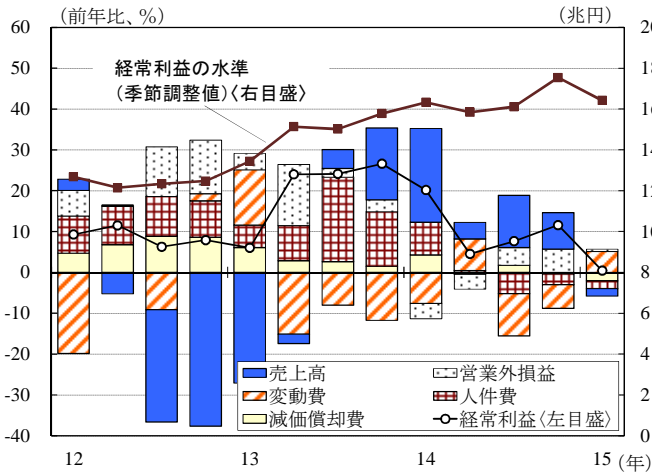
(2) 設備投資を左右する企業マインド

好調な企業収益に
支えられ、設備投資
は再び増勢を強め
ていく見通し

設備投資は4-6月期に前期比年率▲0.3%と、3四半期ぶりのマイナスとなった。ただしこれは、1-3月期の高い伸び(同+11.7%)の反動が現れた影響が大きいとみられ、設備投資の水準自体は年率換算で約73兆円と、昨年度の約72兆円を超える高い状態を維持している。

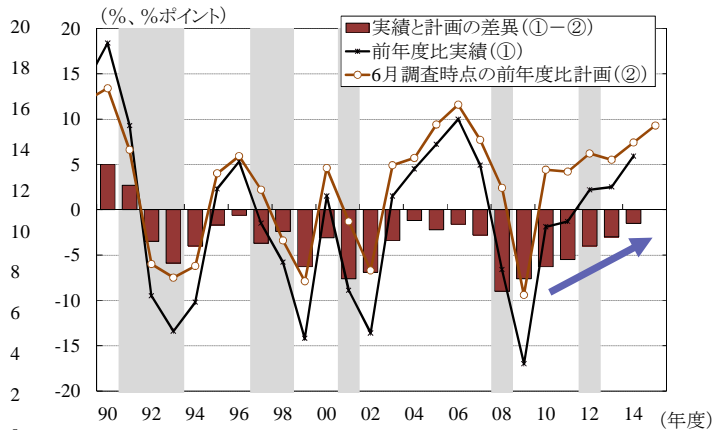
先行きの設備投資は、堅調な企業収益に支えられ再び増勢を強めていくものと予想する。既に国内の設備ストックの過剰感は解消され、企業の有利子負債の重石も取れている中、キャッシュフローの増加が前向きな設備投資に繋がりがやすい環境は整っている。企業の投資意欲の高まりは、各種設備投資計画調査に現れている。6月調査の日銀短観で示された今年度の大企業の設備投資計画は前年度比+9.3%と、自動車や電機といった製造業が牽引する形で2006年度以来の高い伸びが見込まれている。さらに、各年度の設備投資計画(6月調査時点)と実績を比較すると、リーマン・ショック後に大きく低下していた計画の“実現率”の改善が進んでいることも分かる。歴史的な好業績を背に、企業の設備投資拡大のモメンタムは着実に強まっていると判断される。

第2図: 非金融法人企業の経常利益の推移



(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 各年度の大企業の設備投資実績と計画の差異



(注) 1. 設備投資は、含む土地、除くソフトウェアベース。
2. 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 家計の支出を支える雇用・所得環境

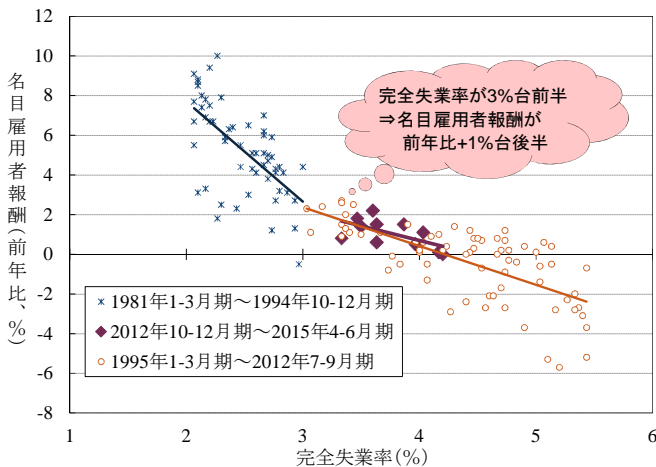
需給の引き締まり
を背景に、雇用者所
得は改善が続き、家
計支出の増加を促
す見込み

労働需給の引き締まりを受け、企業は雇用の確保やそのための賃上げを積極化させており、雇用・所得環境は改善が続いている。賃金の行方に大きな影響を及ぼす春闘の妥結結果をみると、今春闘では17年ぶりの高い賃上げが実現した。中小企業や非正規労働者でも昨年より高い賃上げ率で妥結しており、賃上げの機運は大企業・正社員のものに止まらず、広く全体に波及してきている。労働需給の引き締まり度合いを表す完全失業率と、雇用と賃金トータルの改善度合いを示す名目雇用者報酬の関係からは、完全失業率が3%台前半である現状がこの先も続けば、名目雇用者報酬は前

年比+1%台後半程度の伸びが続くと考えられる（第4図）。

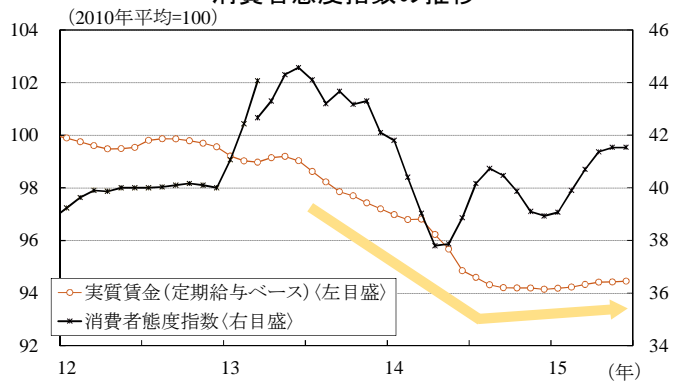
個人消費は4-6月期に減少したものの、先行きは徐々に回復に向かう公算が高い。家計を取り巻く状況をみると、消費者マインドは持ち直し傾向にあり、実質賃金（所定内給与と所定外給与を合計した定期給与ベース）も底入れし緩やかな上昇方向にある（第5図）。消費者の節約志向は足元でやや強まっているものの、今春闘で実現した高めの賃上げが給与に反映され、所得の増加が実感されるようになるにつれて、徐々に和らいでいくだろう。家計所得の改善が消費に繋がりやすい環境となることで、先行きの個人消費は緩やかな増加基調を辿ると見込まれる。

第4図：名目雇用者報酬と完全失業率



(資料)内閣府、厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：実質賃金(定期給与ベース)と消費者態度指数の推移



(注)1. 定期給与は、所定内給与と所定外給与の合計。
2. 『実質賃金(定期給与ベース)』、『消費者態度指数』ともに、季節調整値の後方3ヵ月移動平均値。

(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

(4) 輸出を方向づける海外経済と円相場

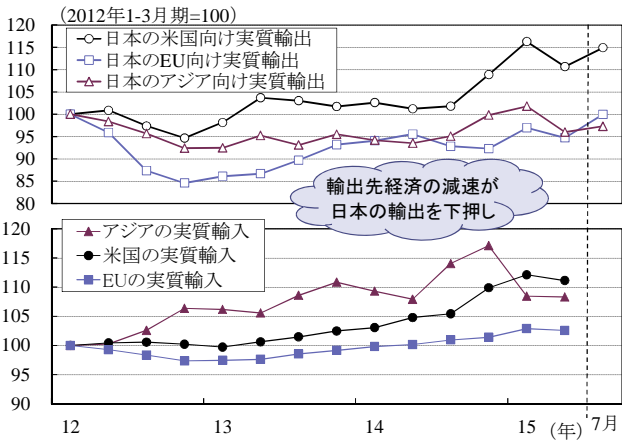
輸出は、景気が堅調な先進国向けを中心に増勢を維持する公算、円相場の安定もサポート材料

4-6月期の輸出は、これまでの比較的高い伸びの反動もあって6四半期ぶりに減少した。日本の各国・地域向け実質輸出と各国・地域の実質輸入を並べると、日本の輸出減少が輸出先各国・地域の輸入減少によるものであることがみてとれる（第6図）。輸出の減少は、年初の一時的な米国景気の足踏みを含む海外経済の軟化という所得面の影響が大きかったと考えられる。

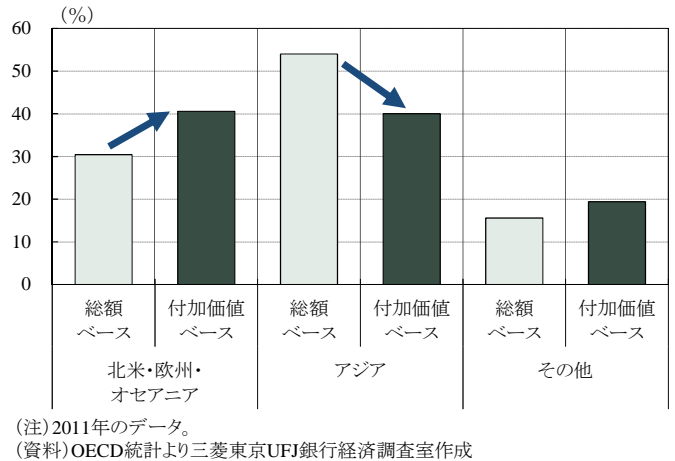
輸出の減少は一時的に止まり、この先は増加基調で推移すると予想する。世界経済は先進国の回復に支えられ緩やかな拡大が続く見通しであり、各国・地域の輸入も持ち直しに向かうと想定される。なお、日本の輸出の地域別シェアをみると、通常の『総額ベース』ではアジア向けが半分以上を占め米国や欧州など先進国向けは約3割に止まるが、“最終的な需要地”を基にカウントした『付加価値ベース』ではアジア向け、先進国向けどちらも4割程度となっている（第7図）。高付加価値品が中心の日本の輸出にとって、先進国の景気回復がもたらすプラスの効果は見た目以上に大きいといえるだろう。また、現状程度の円安が今後も続くことを前提とすれば日本の輸出品の価格競争力は概ね維持され、輸出増のサポート材料とな

ろう。実際、直近7月の輸出の動きをみると、米国やEU向けは4-6月の水準を越えて増加方向にあり、アジア向けについても下げ止まりの兆しが現れている。

第6図: 日本の各国・地域向け実質輸出と
各国・地域の実質輸入の推移



第7図: 日本の地域別輸出シェア
 (『総額ベース』と『付加価値ベース』)



3. 金融政策・市場の動向

原油価格の影響を除いた物価の基調は強まっており、日銀は当面、現行政策を維持する見込み

日銀は今月6-7日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決めた。消費者物価上昇率は、原油価格下落の影響などで前年比ゼロ%近傍まで低下しているが、黒田総裁は、マクロ的な需給ギャップと中長期的な予想物価上昇率で規定される物価の基調は底堅く推移していると述べ、現時点では追加緩和は必要ないとの認識を示している。実際、原油価格の影響を受け易い品目を除いた消費者物価の水準を季節調整値でみると、2013年初めから上昇に転じており、物価の基調が強まっていることがわかる(第8図)。財とサービスの価格の伸び率を2013年1月から足元まで平均すると、財の価格が円安の影響もあって前月比年率+1.2%のペースで上昇しているのに加え、横ばい圏内の動きが続いていたサービスの価格も同+0.9%のペースで上昇が続いている。日銀は当面、現行政策を維持しながら、こうした物価の基調の改善度合いを見極めていくと考えられる。

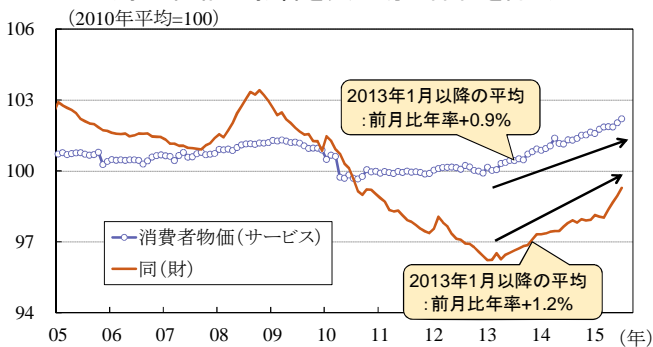
本邦金利は米国での利上げを受けて低水準ながらも緩やかに上昇する一方、円ドル相場は1ドル120円前半程度の水準が定着する見通し

10年物国債利回りは、7月上旬に一時0.5%台まで上昇したが、その後は水準を切り下げ、足元では0.3%台後半の推移となっている。もっとも、先行きでは、日銀の大規模緩和が引き続き押し下げ圧力となる一方、利上げが近づく米国金利の上昇や日本経済のファンダメンタルズの改善などが押し上げ要因となり、低水準ながらも緩やかな上昇基調で推移すると見込まれる。

円ドル相場は、暫く1ドル124円前後での取引が続いていたが、その後は投資家のリスク回避姿勢の強まりから円が買われる展開となり、足元では同120円前後で推移している。今後も、世界経済の先行きに対する懸念

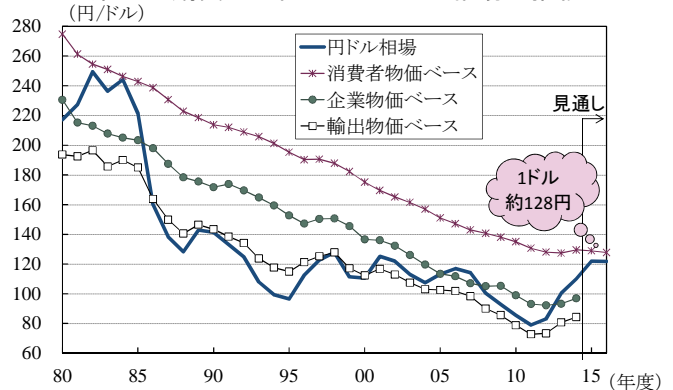
等からリスク回避の円買いが断続的に強まる場面も想定されるが、日米金利差の拡大観測などを背景に、基調としてはドル買い・円売りの動きが生じ易い地合いになるとみられる。もっとも、日米間の購買力平価から円ドル相場をみると、過去に上限を画してきた消費者物価ベース（1ドル128円程度）に近づきつつあり、大きく円安方向へ進む可能性も大きくない（第9図）。総じてみると、1ドル120円台前半程度の水準が定着する展開を予想する。

第8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品目を除く）



(注) 1. 原油価格の影響を受け易い品目として、『消費者物価(サービス)』から航空運賃、外国バック旅行、『同(財)』から石油製品、電気代、都市ガス代を除外。また、『消費者物価(サービス)』からは持家の帰属家賃を除外。
2. 消費税率引き上げの直接的な影響を除いた上で、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

第9図：購買力平価でみた円ドル相場の推移



(注) 1. 購買力平価 = 基準年次のレート(73年平均1ドル=271.4円) × (日本の物価指数 / 米国の物価指数)
2. 『輸出物価』は、輸出物価指数ベースと輸出デフレーターベースの単純平均。
(資料) 総務省、日本銀行、内閣府、米労働省、米商務省統計、Bloomberg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

見通し

| | 2014 | | | | 2015 | | | | 2016 | | | | 2017 | 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、%） | 4.5 | ▲ 7.5 | ▲ 1.3 | 1.4 | 4.5 | ▲ 1.6 | 2.6 | 1.9 | 1.5 | 1.2 | 1.6 | 1.6 | 3.9 | ▲ 0.9 | 1.3 | 1.7 |
| 個人消費 | 8.5 | ▲ 18.4 | 1.2 | 1.2 | 1.4 | ▲ 3.0 | 3.1 | 2.1 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 1.2 | 6.1 | ▲ 3.1 | 0.6 | 1.4 |
| 住宅投資 | 8.4 | ▲ 36.9 | ▲ 22.9 | ▲ 2.4 | 7.0 | 8.0 | 2.4 | 2.0 | 1.6 | 2.0 | 7.8 | 4.5 | ▲ 5.1 | ▲ 11.7 | 2.2 | 2.9 |
| 設備投資 | 21.6 | ▲ 17.3 | ▲ 0.2 | 0.9 | 11.7 | ▲ 0.3 | 6.9 | 5.8 | 5.8 | 5.6 | 5.5 | 5.3 | 5.0 | 0.5 | 4.5 | 5.6 |
| 在庫投資（寄与度） | ▲ 2.3 | 5.0 | ▲ 2.4 | ▲ 0.9 | 2.1 | 0.3 | ▲ 0.7 | ▲ 0.3 | 0.0 | 0.0 | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | ▲ 0.4 | 0.5 | 0.0 | ▲ 0.1 |
| 公的需要 | ▲ 1.2 | 0.6 | 2.3 | 1.1 | 0.1 | 3.1 | ▲ 1.1 | ▲ 0.9 | 0.1 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 1.1 | 0.8 | 0.5 | 0.4 |
| うち、公共投資 | ▲ 2.7 | 0.9 | 7.1 | 1.1 | ▲ 4.7 | 10.7 | ▲ 8.9 | ▲ 8.5 | ▲ 2.0 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 3.2 | 2.0 | ▲ 1.2 | ▲ 1.0 |
| 純輸出（寄与度） | ▲ 1.0 | 3.6 | 0.5 | 1.3 | ▲ 0.3 | ▲ 1.1 | 0.7 | 0.4 | 0.3 | ▲ 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.6 | 0.0 | 0.1 |
| 財貨・サービスの輸出 | 24.6 | 2.3 | 7.3 | 11.6 | 6.7 | ▲ 16.5 | 5.5 | 3.7 | 3.8 | 2.3 | 2.5 | 2.5 | 2.3 | 7.9 | 0.1 | 3.0 |
| 財貨・サービスの輸入 | 25.6 | ▲ 14.6 | 3.7 | 3.4 | 7.4 | ▲ 9.8 | 1.3 | 1.8 | 2.3 | 3.6 | 2.6 | 2.4 | 2.5 | 3.6 | ▲ 0.1 | 2.6 |
| 名目GDP（前期比年率、%） | 5.0 | 0.8 | ▲ 2.6 | 3.2 | 9.0 | 0.1 | 0.6 | 1.7 | 3.0 | 1.7 | 0.7 | 1.6 | 6.2 | 1.6 | 2.3 | 2.0 |
| GDPデフレーター（前年比、%） | 0.1 | 2.2 | 2.1 | 2.4 | 3.5 | 1.6 | 1.4 | 0.7 | 0.4 | 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.6 | 2.5 | 1.0 | 0.3 |
| 鉱工業生産（前期比、%） | 2.3 | ▲ 3.0 | ▲ 1.4 | 0.8 | 1.5 | ▲ 1.4 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.4 | 0.8 | 1.5 | 1.6 | ▲ 0.4 | 0.6 | 3.5 |
| 国内企業物価（前年比、%） | 2.0 | 4.3 | 4.0 | 2.4 | 0.4 | ▲ 2.2 | ▲ 3.2 | ▲ 1.8 | 0.9 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 1.9 | 2.8 | ▲ 1.7 | 1.6 |
| 消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%） | 1.3 | 3.3 | 3.2 | 2.7 | 2.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 1.5 | 2.8 | 0.2 | 1.2 |
| 2. 国際収支 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 貿易収支（10億円） | ▲ 3,954 | ▲ 2,093 | ▲ 2,659 | ▲ 1,846 | 78 | ▲ 245 | ▲ 58 | ▲ 90 | ▲ 110 | ▲ 116 | ▲ 489 | ▲ 681 | ▲ 691 | ▲ 6,566 | ▲ 503 | ▲ 1,978 |
| 経常収支（10億円） | ▲ 1,331 | 800 | 501 | 2,665 | 3,868 | 4,211 | 4,135 | 4,098 | 4,072 | 4,090 | 3,758 | 3,607 | 3,639 | 7,931 | 16,516 | 15,094 |
| 3. 金融 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 無担保コール翌日物（%） | 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（%） | 0.2 | 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 | 0.2 |
| 10年物国債利回り（%） | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 0.5 | 0.5 | 0.9 |
| 円相場（円／ドル） | 103 | 102 | 104 | 115 | 119 | 121 | 123 | 122 | 121 | 121 | 122 | 122 | 122 | 110 | 122 | 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8月28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 | | | | |
|------------------------------|--------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | | | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 |
| 実質GDP成長率(前期比年率) | 2.1 | ▲ 0.9 | 1.4 (▲ 1.0) | 4.5 (▲ 0.8) | ▲ 1.6 (0.7) | *** | *** | *** | *** | *** |
| 全産業活動指数 | 1.9 | ▲ 1.4 | 1.0 (▲ 1.3) | 0.3 (▲ 1.8) | ▲ 0.9 (0.7) | ▲ 1.3 (▲ 2.4) | 0.1 (1.4) | ▲ 0.5 (▲ 0.4) | 0.3 (1.2) | |
| 鉱工業生産指数 | 3.2 | ▲ 0.4 | 0.8 (▲ 1.5) | 1.5 (▲ 2.1) | ▲ 1.4 (▲ 0.5) | ▲ 0.8 (▲ 1.7) | 1.2 (0.1) | ▲ 2.1 (▲ 3.9) | 1.1 (2.3) | |
| 鉱工業出荷指数 | 2.9 | ▲ 1.1 | 0.9 (▲ 1.9) | 1.7 (▲ 2.4) | ▲ 2.4 (▲ 0.3) | ▲ 0.6 (▲ 2.3) | 0.6 (0.2) | ▲ 1.9 (▲ 3.2) | 0.6 (1.8) | |
| 製品在庫指数 | ▲ 1.2 | 6.2 | 0.9 (6.2) | 1.0 (6.2) | 1.1 (4.0) | 0.4 (6.2) | 0.4 (6.6) | ▲ 0.8 (3.9) | 1.5 (4.0) | |
| 生産者製品在庫率指数 (2010年=100) | 106.3 | 112.0 | 113.8 [104.6] | 112.3 [103.1] | 114.0 [108.7] | 114.4 [105.3] | 113.2 [105.6] | 115.4 [108.5] | 113.5 [112.0] | [110.2] |
| 国内企業物価指数 | 1.9 | 2.8 | ▲ 1.3 (2.4) | ▲ 1.7 (0.4) | 0.4 (▲ 2.2) | 0.3 (0.7) | 0.1 (▲ 2.1) | 0.2 (▲ 2.2) | ▲ 0.2 (▲ 2.4) | ▲ 0.2 (▲ 3.0) |
| 消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品) | 0.8 | 2.8 | ▲ 0.1 (2.7) | ▲ 0.7 (2.1) | 0.6 (0.1) | 0.2 (2.2) | 0.1 (0.3) | 0.0 (0.1) | 0.1 (0.1) | 0.0 (0.0) |
| 稼働率指数 (2010年=100) | 100.0 | 100.6 | 100.7 [100.2] | 101.7 [104.7] | 97.6 [101.2] | 99.8 [104.1] | 99.4 [102.2] | 96.4 [101.9] | 97.1 [99.4] | [98.8] |
| 機械受注 (船舶、電力を除く民需) | 11.5 | 0.8 | 0.7 (▲ 2.6) | 6.3 (3.3) | 2.9 (12.4) | 2.9 (2.6) | 3.8 (3.0) | 0.6 (19.3) | ▲ 7.9 (16.6) | |
| 製造業 | 10.2 | 7.0 | 2.4 (8.6) | 2.3 (5.2) | 12.1 (27.5) | 0.3 (▲ 0.1) | 10.5 (16.3) | 9.9 (44.6) | ▲ 14.0 (25.0) | |
| 非製造業 (除く船舶、電力) | 12.1 | ▲ 3.3 | ▲ 1.1 (▲ 9.6) | 8.5 (1.4) | ▲ 1.7 (2.3) | 4.7 (3.6) | ▲ 0.6 (▲ 5.5) | ▲ 4.0 (2.5) | 0.6 (10.4) | |
| 資本財出荷 (除く輸送機械) | 5.5 | 4.3 | 2.7 (5.0) | 1.2 (▲ 1.1) | ▲ 2.1 (2.5) | 0.0 (▲ 2.3) | 2.6 (3.0) | ▲ 1.4 (▲ 0.4) | 2.0 (4.7) | |
| 建設受注 | 20.1 | 8.2 | (12.9) | (11.6) | (▲ 1.5) | (10.8) | (▲ 12.1) | (▲ 7.4) | (15.4) | |
| 民需 | 14.2 | 4.8 | (8.9) | (43.2) | (22.6) | (39.3) | (33.6) | (10.2) | (21.4) | |
| 官公庁 | 31.2 | 22.9 | (14.1) | (▲ 6.6) | (▲ 39.6) | (▲ 7.4) | (▲ 62.9) | (▲ 27.5) | (▲ 8.9) | |
| 公共工事請負金額 | 17.7 | ▲ 0.3 | (▲ 6.0) | (▲ 9.3) | (▲ 2.9) | (▲ 12.4) | (4.4) | (▲ 14.0) | (▲ 1.8) | (▲ 10.1) |
| 新設住宅着工戸数(年率万戸) | 98.7 (10.6) | 88.0 (▲ 10.8) | 86.8 (▲ 13.8) | 89.8 (▲ 5.4) | 95.8 (7.6) | 92.0 (0.7) | 91.3 (0.4) | 91.1 (5.8) | 103.3 (16.3) | |
| 新設住宅床面積 | (9.9) | (▲ 15.2) | (▲ 19.3) | (▲ 9.0) | (4.2) | (▲ 2.1) | (▲ 2.4) | (3.5) | (11.5) | |
| 小売業販売額 | 2.9 | ▲ 1.2 | (0.6) | (▲ 4.8) | (2.9) | (▲ 9.7) | (4.9) | (3.0) | (1.0) | (1.6) |
| 実質家計消費支出 (2人以上、季調済) | 0.9 | ▲ 5.1 | 1.7 (▲ 3.4) | 1.4 (▲ 6.5) | ▲ 3.2 (0.5) | 2.4 (▲ 10.6) | ▲ 5.5 (▲ 1.3) | 2.4 (4.8) | ▲ 3.0 (▲ 2.0) | 0.6 (▲ 0.2) |
| 平均消費性向 (実数、季調済、%) | 75.5 | 74.2 | 74.5 [75.1] | 74.6 [78.3] | 73.7 [73.6] | 76.5 [84.4] | 73.0 [74.6] | 74.3 [71.3] | 73.7 [74.8] | 71.4 [75.0] |
| 所定外労働時間 (全産業・5人以上) | 4.8 | 2.0 | 0.1 (0.9) | 0.3 (▲ 0.6) | ▲ 0.9 (▲ 1.6) | ▲ 0.1 (▲ 2.4) | ▲ 0.2 (▲ 2.4) | ▲ 0.3 (▲ 1.7) | 0.6 (▲ 0.8) | |
| 現金給与総額 (全産業・5人以上) | ▲ 0.2 | 0.5 | (0.4) | (0.2) | (▲ 0.7) | (0.0) | (0.7) | (0.7) | (▲ 2.5) | |
| 常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人) | 45 | 77 | 76 | 90 | 96 | 84 | 96 | 95 | 97 | |
| 有効求人倍率 (実数、季調済、倍) | 0.97 | 1.11 | 1.12 [1.01] | 1.15 [1.05] | 1.18 [1.09] | 1.15 [1.07] | 1.17 [1.08] | 1.19 [1.09] | 1.19 [1.10] | 1.21 [1.10] |
| 完全失業率 (実数、季調済、%) | 3.9 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.3 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | 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 | 43.6 [53.6] | 49.3 [55.2] | 52.6 [44.8] | 52.2 [57.9] | 53.6 [41.6] | 53.3 [45.1] | 51.0 [47.7] | 51.6 [51.3] |
| 企業倒産件数 (実数、件数) | 10,536 (▲ 10.0) | 9,543 (▲ 9.4) | 2,222 (▲ 13.5) | 2,272 (▲ 7.6) | 2,296 (▲ 12.1) | 859 (5.5) | 748 (▲ 18.1) | 724 (▲ 13.1) | 824 (▲ 4.7) | 787 (▲ 10.7) |

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 | | | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 |
| 通関輸出 | 10.8 | 5.4 | (9.1) | (9.0) | (6.7) | (8.5) | (8.0) | (2.4) | (9.5) | (7.6) |
| 価格 | 10.2 | 3.9 | (6.6) | (5.0) | (7.3) | (5.1) | (6.0) | (6.4) | (9.5) | (8.4) |
| 数量 | 0.6 | 1.3 | (2.4) | (3.8) | (▲0.6) | (3.2) | (1.8) | (▲3.8) | (0.0) | (▲0.7) |
| 通関輸入 | 17.4 | ▲0.9 | (1.2) | (▲9.3) | (▲5.1) | (▲14.4) | (▲4.1) | (▲8.6) | (▲2.9) | (▲3.2) |
| 価格 | 14.6 | 1.2 | (4.9) | (▲5.1) | (▲3.1) | (▲4.6) | (▲4.2) | (▲3.5) | (▲1.5) | (▲0.2) |
| 数量 | 2.3 | ▲2.1 | (▲3.5) | (▲4.6) | (▲2.2) | (▲10.3) | (0.1) | (▲5.3) | (▲1.4) | (▲2.9) |
| 経常収支(億円) | 14,715 | 79,309 | 15,124 | 44,177 | 37,658 | 28,203 | 13,264 | 18,809 | 5,586 | |
| 貿易収支(億円) | ▲110,187 | ▲65,659 | ▲17,782 | ▲3,311 | ▲909 | 6,714 | ▲1,462 | ▲473 | 1,026 | |
| サービス収支(億円) | ▲34,448 | ▲27,482 | ▲6,656 | ▲2,801 | ▲5,922 | 1,598 | ▲5,245 | 1,037 | ▲1,714 | |
| 金融収支(億円) | ▲17,549 | 133,088 | 22,468 | 63,894 | 40,122 | 47,149 | 6,486 | 36,290 | ▲2,654 | |
| 外貨準備高(百万ドル) | 1,279,346 | 1,245,316 | 1,260,548 | 1,245,316 | 1,242,935 | 1,245,316 | 1,250,073 | 1,245,755 | 1,242,935 | 1,242,316 |
| 対ドル円レート(期中平均) | 100.23 | 109.92 | 114.56 | 119.07 | 121.35 | 120.39 | 119.55 | 120.74 | 123.75 | 123.23 |

3. 金融

| | 2013年度 | 2014年度 | 2014年 | | | 2015年 | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | | | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 |
| 無担保コール翌日物金利 | 0.073 | 0.068 | 0.064 [0.072] | 0.073 [0.074] | 0.067 [0.067] | 0.070 [0.072] | 0.061 [0.065] | 0.069 [0.068] | 0.072 [0.067] | 0.074 [0.066] |
| ユーロ円TIBOR (3ヵ月物) | 0.223 | 0.194 | 0.184 [0.220] | 0.171 [0.215] | 0.169 [0.211] | 0.170 [0.212] | 0.170 [0.212] | 0.169 [0.210] | 0.169 [0.210] | 0.169 [0.210] |
| 新発10年国債利回り | 0.640 | 0.400 | 0.330 [0.735] | 0.400 [0.640] | 0.455 [0.565] | 0.400 [0.640] | 0.340 [0.620] | 0.390 [0.570] | 0.455 [0.565] | 0.410 [0.530] |
| 都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減) | 1.077 | 1.006 | 1.025 (▲0.023) | 1.006 (▲0.019) | 0.987 (▲0.019) | 1.006 (▲0.015) | 1.007 (0.001) | 1.003 (▲0.004) | 0.987 (▲0.016) | |
| 日経平均株価 (225種、末値) | 14,828 | 19,207 | 17,451 [16,291] | 19,207 [14,828] | 20,236 [15,162] | 19,207 [14,828] | 19,520 [14,304] | 20,563 [14,632] | 20,236 [15,162] | 20,585 [15,621] |
| M2平残 | (3.9) | (3.3) | (3.5) | (3.5) | (3.9) | (3.6) | (3.6) | (4.1) | (3.9) | (4.1) |
| 広義流動性平残 | (3.7) | (3.3) | (3.5) | (3.5) | (4.3) | (3.7) | (4.0) | (4.5) | (4.4) | (4.3) |
| 貸出・預金動向 | | | | | | | | | | |
| 貸出残高 (平残) | 銀行・信金計 | | (2.5) | (2.5) | (2.5) | (2.6) | (2.6) | (2.5) | (2.5) | (2.6) |
| | 銀行計 | | (2.3) | (2.5) | (2.7) | (2.7) | (2.7) | (2.6) | (2.5) | (2.7) |
| | 都銀等 | | (1.7) | (1.4) | (1.7) | (1.5) | (1.6) | (1.3) | (1.2) | (1.4) |
| | 地銀 | | (3.3) | (3.8) | (3.8) | (4.1) | (4.0) | (4.1) | (3.9) | (4.0) |
| | 地銀II | | (1.4) | (2.9) | (3.1) | (3.0) | (3.0) | (3.0) | (3.2) | (3.4) |
| 信金 | | (0.3) | (1.4) | (1.5) | (1.7) | (1.9) | (1.9) | (1.9) | (1.9) | (2.0) |
| 実質預金 +CD (平残) | 3業態計 | | (3.8) | (3.3) | (3.8) | (3.9) | (4.0) | (4.6) | (4.3) | (4.4) |
| | 都銀 | | (3.7) | (3.4) | (4.4) | (4.7) | (5.0) | (6.0) | (5.3) | (5.6) |
| | 地銀 | | (4.3) | (3.3) | (3.2) | (3.2) | (3.1) | (3.5) | (3.4) | (3.4) |
| | 地銀II | | (2.5) | (3.1) | (3.3) | (3.1) | (2.9) | (2.9) | (2.9) | (2.8) |

(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

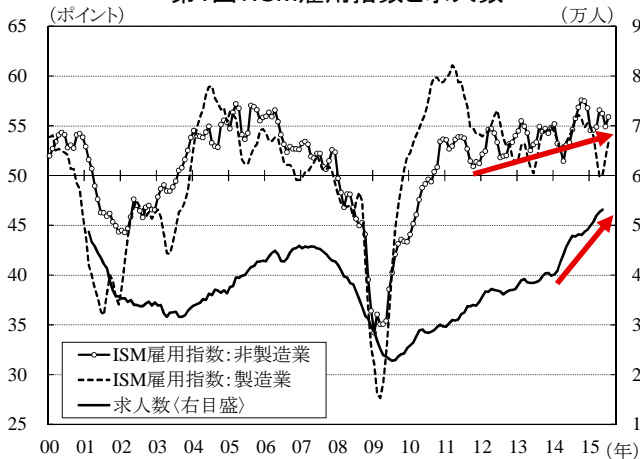
～雇用・所得環境の改善が続く中、家計需要を軸とした景気拡大が続く見込み～

1. 米国経済の現状

4-6 月期の実質 GDP 成長率は 1-3 月期から復調 米国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.7%と、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下押し影響を受けた 1-3 月期 (同+0.6%) から復調した。需要項目別にみると、個人消費 (同+3.1%) が加速したほか、設備投資 (同+3.2%) はエネルギー関連を除く構造物投資などが拡大、輸出 (同+5.2%) は 1-3 月期の大幅減少から持ち直した。

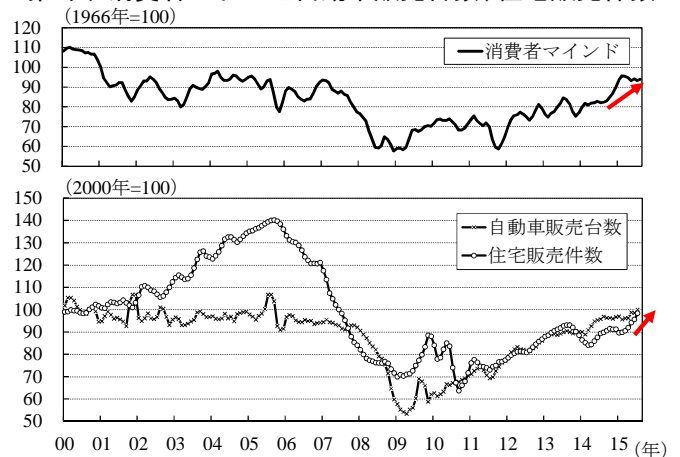
雇用・所得環境の改善などを追い風に、家計需要の増加ペースは加速傾向 労働市場では需給の改善が持続している。求人数は昨年初以降、加速しており、これを受けて雇用者数も、全体の 7 割超を占める非製造業を中心に増勢を強めている (第 1 図)。こうした雇用・所得環境の改善や原油安の継続などを追い風に、消費者マインドは徐々に水準を切り上げており、家計関連の需要は着実に拡大している (第 2 図)。小売売上は、自動車販売の増加などを背景に、直近 7 月にかけて 5 ヶ月連続で前月比増加しているほか、住宅販売件数 (新築・中古の合計) も増加が続いており、直近 7 月には 2007 年 5 月以来の水準を回復した。

第1図: ISM雇用指数と求人数



(注) 3ヵ月移動平均値。
(資料) 米国労働省、全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 消費者マインドと自動車販売台数、住宅販売件数



(注) 3ヵ月移動平均値。
(資料) ミシガン大学、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

雇用・所得環境の改善が続く中、家計需要を軸とした景気拡大が持続する見込み 先行きの米国経済は、家計需要を軸とした景気拡大が持続する見込みだ (第 3 図)。個人消費を中心とした家計需要は、金融危機後の債務調整の一巡や労働市場の正常化の進展などを背景に、景気拡大局面が 6 年を経過した足元にかけて、漸く本格的に成長の牽引役を担いつつある。今後も、

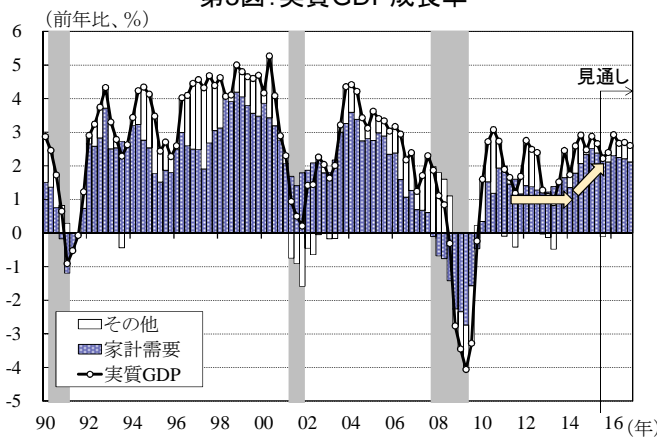
雇用・所得環境の改善が持続すると想定される中、原油安による実質購買力の向上や消費者マインド押し上げといったプラス効果もサポートとなり、家計需要は底堅く増勢を維持していく見込みだ。

他方、企業部門では、一部でドル高・原油安によるマイナスの影響が残るものの、内需の拡大や交易条件の改善を下支えとして収益は底堅く推移しよう。設備投資については、米国らしいイノベーションを伴って大幅に拡大することが期待されるようなセクターこそ見当たらないものの、企業の成長期待の改善などを追い風に、増加基調を維持すると予想される。2016年入り後も、FRBによる利上げはあるものの、景気は拡大基調を維持できると考えられる。

出口戦略が進展する環境下での中国経済の動向には警戒が必要

米国経済は、景気拡大局面の年齢を重ねてきてはいるものの、現時点で国内に大きな不均衡は見当たらない。また、未曾有の金融緩和状態からの出口戦略も、初期局面の利上げは緩やかなペースに止まる見込みであることから、国内経済自体への大きな影響はないと考えられる。但し、中国経済の動向に世界中の警戒感が高まっている中、出口戦略が新興国を中心とした海外経済に及ぼす影響には留意が必要だ。金融市場では8月中旬以降、中国経済減速への懸念などを背景に、資産価格への下方圧力が強まっている（第4図）。今後、利上げを含めた出口戦略が進展する環境下で、中国経済の減速度合いが強まる場合には、金融市場の混乱や新興国を中心とした海外景気への下押し圧力が増幅し、米国経済に対する悪影響も大きくなる虞がある。

第3図：実質GDP成長率



(注)1. 『家計需要』は、「個人消費」と「住宅投資」の合計。

2. 網掛け部分は、景気後退期間。

(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：S&P500指数とVIX指数



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

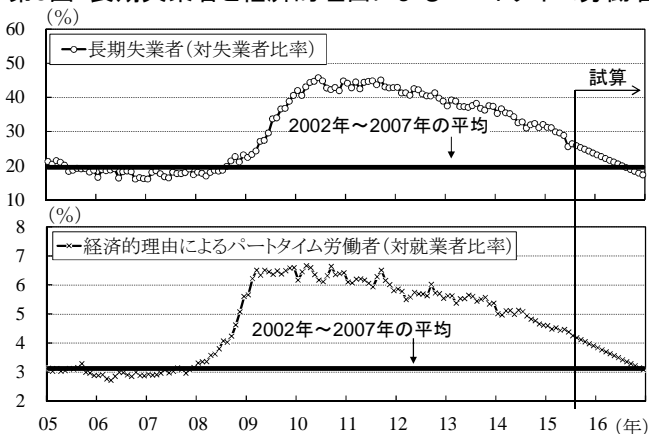
(2) 家計部門

雇用・所得環境の改善や原油安のプラス効果をサポートとして、家計需要は増勢を維持する公算

家計を取り巻く雇用・所得環境は改善が持続し、家計需要を下支えしていく見込みである。雇用者数は、今後も景気拡大が続く中で、非製造業を中心とした増勢が継続すると予想される。加えて、長期失業者や経済的理由によるパートタイム労働者の減少といった労働市場の需給改善が一段と進展することで、賃金の上昇ペースも徐々に加速し、家計所得の増加に寄与しよう（第5図）。

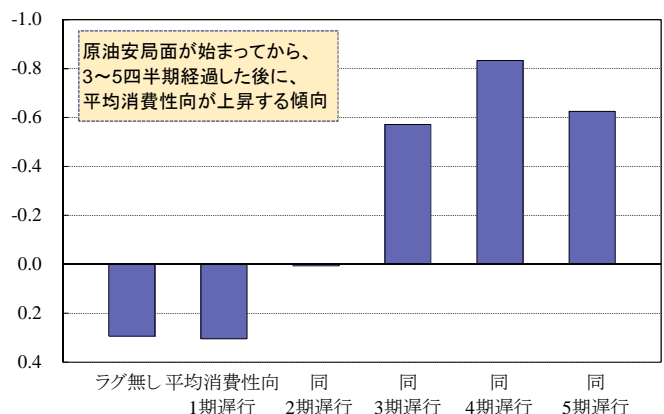
当面は、原油安のプラス効果も家計需要を底上げする見込みだ。足元にかけて原油価格が低水準で推移する中、先行きもインフレ鈍化による実質購買力の向上がプラスに作用すると想定される。また、過去の原油安局面でも3～5四半期程度の期間において平均消費性向が上昇したパターンが観察されていることから、今回も消費者マインドの改善がラグをもって消費を押し上げる公算が高い（第6図）。このように、雇用・所得環境の改善に加え、原油安のプラス効果もサポートとなることで、家計需要は今後も底堅く増勢を維持していくものとみられる。

第5図：長期失業者と経済的理由によるパートタイム労働者



(注) 1. 『長期失業者』は、失業期間が27週以上の失業者。
2. 先行きは、過去1年の改善ペースが続いたとした場合の推移。
(資料) 米労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：原油価格と平均消費性向の時差相関係数



(注) 『時差相関係数』は、1997年1-3月期～1998年10-12月期、2001年1-3月期～2001年10-12月期、2008年7-9月期～2009年1-3月期の原油安局面の平均。
(資料) 米商務省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業部門

企業収益が底堅さを維持する中、成長期待の改善などを追い風に、設備投資は増加基調を継続

企業部門では、先行きも一部でドル高や原油安のマイナス影響が残存すると想定されるが、交易条件の改善や家計を中心とした内需の堅調が支えとなり、生産や収益は底堅さを維持する見込みだ。

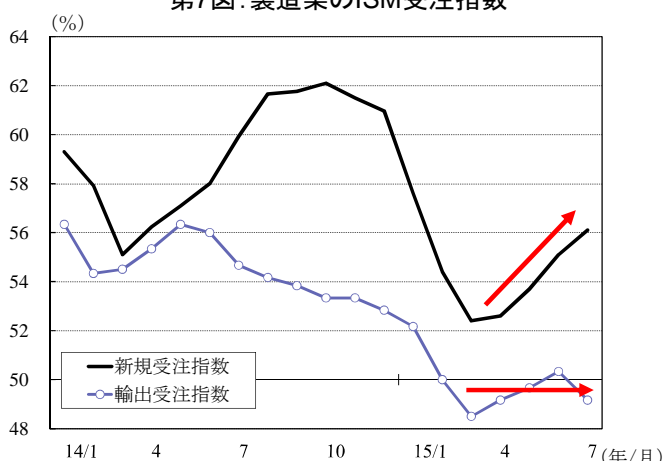
生産面では、輸出が勢いを欠く中、原油安の影響による石油関連の停滞も下押しとなっているが、個人消費が再び勢いを取り戻したことで、自動車など耐久財を中心に製造業の生産は持ち直す傾向にある。ISM 指数を基に製造業の受注動向を確認すると、輸出受注が停滞する中でも、新規受注は上向いてきている（第7図）。先行きも、家計を中心とした内需の拡大に牽引されて、企業の生産活動は回復に向かうと予想される。

企業収益については、シェール関連産業の業績悪化やドル高による外国子会社の換算利益の目減りの影響などが、今後も下押し要因として残ろう。もっとも、企業全体で見ると、ドル高・原油安による交易条件の改善を通じた原材料（中間投入）コストの減少が、着実に収益の底上げに寄与するとみられる（第8図）。内需の拡大も支えとなることで、企業収益は今後も底堅く推移する見込みだ。

また、設備投資の動向に目を転じると、経済環境の正常化進展により、企業の成長期待が改善し、金融危機後に強まった投資抑制スタンスは和らいできていると考えられる。今後も景気拡大が続き、企業収益も底堅さを維持すると見込まれる中で、設備投資も増加基調を持続すると予想される。

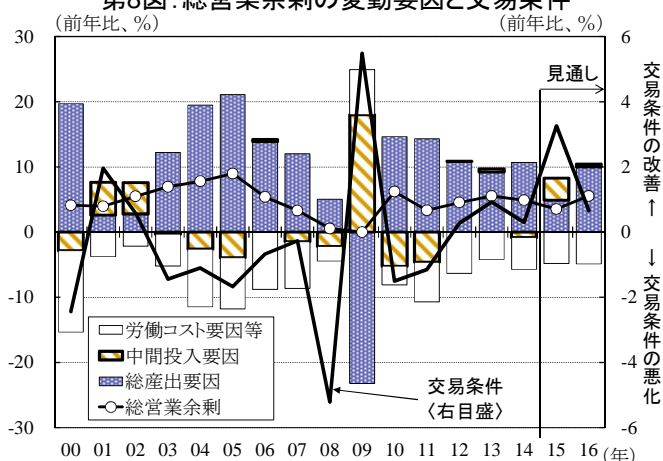
輸出は、4-6月期に持ち直したものの、ドル高や主要輸出先経済の伸び悩みを受けて、先行きも軟調に推移する公算が高い。但し、外需の伸び悩みは堅調な内需により充分吸収されるものとみられる。なお、景気減速への懸念が強まっている中国向けの輸出が全体に占める割合は約7%（GDPに占める割合は約1%）に止まり、経済全体への影響は限定的である。

第7図：製造業のISM受注指数



(注) 3ヵ月移動平均値。
(資料) 全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：総営業余剰の変動要因と交易条件



(注) 『交易条件』は、輸出デフレーター÷輸入デフレーター。
(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

(4) 金融政策と長期金利

FRBは金融市場の動
静も注視しつつ、引
き続き慎重に出口戦
略を進める見通し

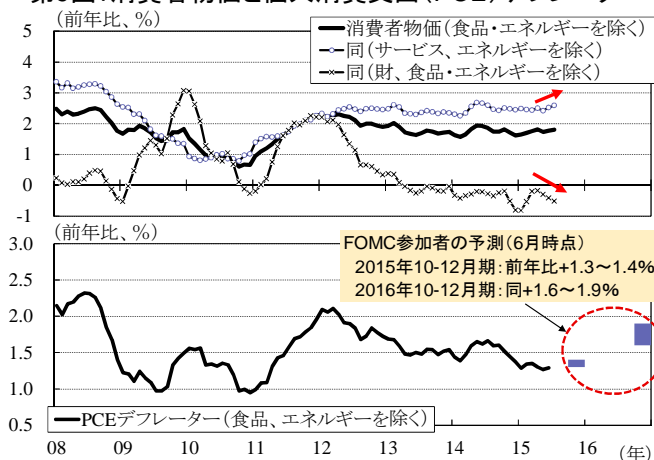
FRBは、7月のFOMCにおいて、労働市場に関する現状判断を上方修正した上で、「労働市場が更に幾分か改善」し、「インフレ率が中期的に2%に戻るとの合理的確信」が得られれば、利上げが妥当になるとの見解を示した。労働市場では、雇用者数の増勢が続き、7月時点の失業率(5.3%)はFOMC参加者が想定する均衡水準(5.0~5.2%)近傍まで低下しているほか、長期失業などの幅広い雇用指標も改善傾向が続いている。「更に幾分」の改善が必要とされているものの、労働市場はFRBが利上げを判断できる環境に近づいているとみられる。他方、インフレの動向を食品・エネルギーを除くコアベースの消費者物価を基に確認してみると、ドル高な

どの影響を受けて財物価の下落が続いていることで、コア物価全体の前年比伸び率も概ね横這い圏の推移が続いている（第9図）。但し、景気が再び勢いを取り戻す中、先行きはGDPギャップの縮小とともにサービス物価が徐々に上昇ペースを速め、コア物価全体の伸びも緩やかに高まっていくと予想される。今後、年終盤には利上げ実施の条件が充足される環境が整うとみられるが、足元、中国経済の減速懸念が金融市場の混乱に結びつき、資産価格への下方圧力が強まっている状況下、FRBは市場の動静も注視しつつ、利上げを含めた出口戦略を慎重に進めていく見通しである。

長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込み

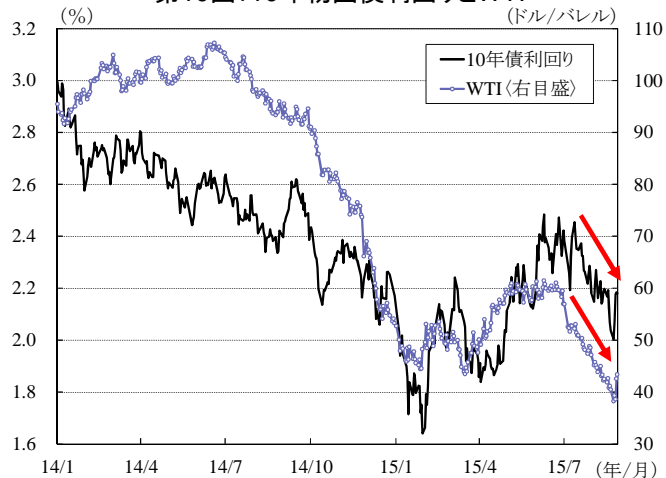
長期金利は、7月中旬にかけて2.5%近辺で推移した後、原油価格の再下落や中国経済減速に対する警戒感の高まりなどを受けて、足元2.2%前後に低下している（第10図）。先行きの長期金利は、FRBによる利上げを控え、年終盤にかけて上昇傾向で推移すると予想される。但し、その後は、初期局面の利上げが緩やかなペースで進むと想定されることや、原油安の長期化により暫くはインフレ期待が高まりづらい状況が続くとみられること、主要国・地域が金融緩和状態を維持する中で米国債への需要が根強く残ると公算が高いことなどから、長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込みである。

第9図：消費者物価と個人消費支出（PCE）デフレーター



(注)直近値は、『消費者物価』が7月、『個人消費支出デフレーター』が6月。
(資料)米労働省、商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：10年物国債利回りとWTI



(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

| | 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. 実体経済 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 実質GDP（前期比年率、%） | ▲ 0.9 | 4.6 | 4.3 | 2.1 | 0.6 | 3.7 | 2.5 | 2.8 | 2.8 | 2.7 | 2.6 | 2.4 | 2.4 | 2.5 | 2.7 |
| 個人消費 | 1.3 | 3.8 | 3.5 | 4.3 | 1.8 | 3.1 | 2.9 | 3.1 | 3.0 | 2.9 | 2.8 | 2.6 | 2.7 | 3.0 | 2.9 |
| 住宅投資 | ▲ 2.8 | 10.4 | 3.4 | 10.0 | 10.1 | 7.8 | 8.7 | 6.9 | 6.5 | 5.0 | 4.8 | 4.2 | 1.8 | 8.4 | 6.3 |
| 設備投資 | 8.3 | 4.4 | 9.0 | 0.7 | 1.6 | 3.2 | 7.7 | 7.1 | 6.7 | 5.8 | 5.6 | 5.1 | 6.2 | 3.9 | 6.3 |
| 在庫投資（寄与度） | ▲ 1.3 | 1.1 | ▲ 0.0 | ▲ 0.0 | 0.9 | 0.2 | ▲ 0.8 | ▲ 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | ▲ 0.1 |
| 政府支出 | 0.0 | 1.2 | 1.8 | ▲ 1.4 | ▲ 0.1 | 2.6 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | ▲ 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 純輸出（寄与度） | ▲ 1.4 | ▲ 0.2 | 0.4 | ▲ 0.9 | ▲ 1.9 | 0.2 | ▲ 0.1 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | ▲ 0.5 | ▲ 0.3 | ▲ 0.2 | ▲ 0.6 | ▲ 0.4 |
| 輸出 | ▲ 6.7 | 9.8 | 1.8 | 5.4 | ▲ 6.0 | 5.2 | 3.0 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.8 | 3.4 | 1.7 | 2.6 |
| 輸入 | 2.8 | 9.6 | ▲ 0.8 | 10.3 | 7.1 | 2.8 | 3.3 | 4.9 | 5.1 | 5.0 | 4.6 | 4.3 | 3.8 | 5.4 | 4.6 |
| 国内民間最終需要 | 2.2 | 4.2 | 4.3 | 3.9 | 2.0 | 3.3 | 3.9 | 3.8 | 3.7 | 3.5 | 3.4 | 3.1 | 3.2 | 3.4 | 3.6 |
| 名目GDP（前期比年率、%） | 0.6 | 6.9 | 6.0 | 2.2 | 0.8 | 5.9 | 4.1 | 4.5 | 4.6 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 4.1 | 3.6 | 4.5 |
| 鉱工業生産（前期比年率、%） | 3.6 | 5.7 | 3.9 | 4.7 | ▲ 0.2 | ▲ 2.0 | 2.8 | 3.4 | 3.2 | 3.0 | 3.0 | 2.6 | 3.7 | 1.8 | 2.8 |
| 失業率（%） | 6.6 | 6.2 | 6.1 | 5.7 | 5.6 | 5.4 | 5.3 | 5.2 | 5.1 | 5.0 | 5.0 | 4.9 | 6.2 | 5.4 | 5.0 |
| 生産者物価（前年比、%） | 1.6 | 2.8 | 2.5 | 0.8 | ▲ 3.2 | ▲ 3.3 | ▲ 2.7 | ▲ 1.2 | 1.6 | 1.8 | 2.2 | 2.2 | 1.9 | ▲ 2.6 | 1.9 |
| 消費者物価（前年比、%） | 1.4 | 2.1 | 1.8 | 1.2 | ▲ 0.1 | ▲ 0.0 | 0.0 | 0.9 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 1.6 | 0.2 | 2.0 |
| 2. 国際収支 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 貿易収支（億ドル） | ▲ 1,843 | ▲ 1,881 | ▲ 1,831 | ▲ 1,860 | ▲ 1,890 | ▲ 1,844 | ▲ 1,853 | ▲ 1,847 | ▲ 1,927 | ▲ 2,090 | ▲ 2,134 | ▲ 2,058 | ▲ 7,415 | ▲ 7,434 | ▲ 8,209 |
| 経常収支（億ドル） | ▲ 964 | ▲ 920 | ▲ 979 | ▲ 1,031 | ▲ 1,133 | ▲ 1,039 | ▲ 1,040 | ▲ 1,026 | ▲ 1,065 | ▲ 1,215 | ▲ 1,246 | ▲ 1,156 | ▲ 3,895 | ▲ 4,238 | ▲ 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 | 0.38 | 0.63 | 0.88 | 1.13 | 0.13 | 0.13 | 1.13 |
| 3ヵ月物ユーロドル金利（%） | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.7 | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 0.3 | 0.3 | 1.1 |
| 10年物国債利回り（%） | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.3 | 2.0 | 2.2 | 2.2 | 2.4 | 2.6 | 2.8 | 3.0 | 3.1 | 2.5 | 2.2 | 2.9 |

(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

～足取りは重いながらも緩やかな回復が継続～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

4-6月期は個人消費
と輸出主導で底堅
い成長

ユーロ圏では、年央にかけて混迷の続いたギリシャ情勢が注目を集めたものの、ギリシャ向け第3次金融支援が実現したことで、最悪の事態は避けられた。こうしたなか、ユーロ圏の実体経済は足取りは重いながらも回復基調を維持しており、4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、前期(同+0.4%)並みの成長ペースを維持した(第1表)。既に需要項目別の内訳が発表されたドイツやフランスの動向を確認すると、原油安の追い風もあり個人消費が引き続き堅調だったことに加えて、ユーロ安を受け輸出も持ち直している様子が窺われ、独仏2カ国でユーロ圏GDPの約半分の規模を占めることを考えると、ユーロ圏全体でも同様の恩恵を受けているものと考えられる(第1図)。

ただし、国別にはドイツが同+0.4%、スペインが同+1.0%と加速した一方、イタリアは同+0.2%、フランスは同▲0.0%となるなど、まだら模様である。

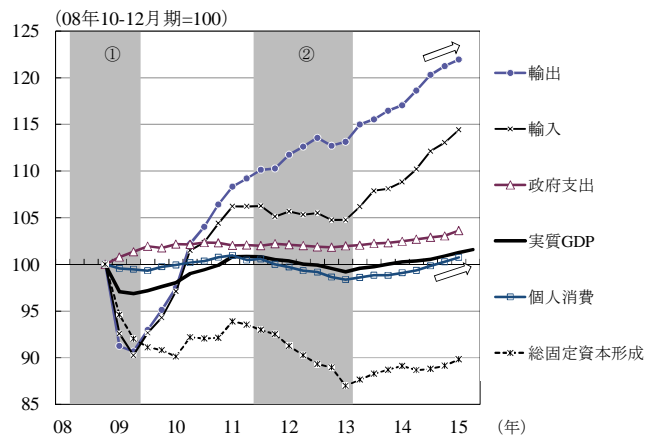
第1表：ユーロ圏各国の実質GDP成長率

(前期比、%)

| | 2014 | | | | 2015 | |
|-------|------|------|------|-------|------|------|
| | 1-3 | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 |
| ユーロ圏 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| ドイツ | 0.7 | ▲0.1 | 0.2 | 0.6 | 0.3 | 0.4 |
| フランス | ▲0.2 | ▲0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.7 | ▲0.0 |
| イタリア | ▲0.2 | ▲0.2 | ▲0.1 | 0.0 | 0.3 | 0.2 |
| スペイン | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 1.0 |
| ポルトガル | ▲0.5 | 0.5 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| ギリシャ | 0.9 | ▲0.1 | 0.8 | ▲0.2 | 0.0 | 0.8 |

(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：ユーロ圏の需要項目別GDP水準



(注) シヤド一部は①リーマンショック、②欧州債務危機を受けたユーロ圏の景気後退期。
(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

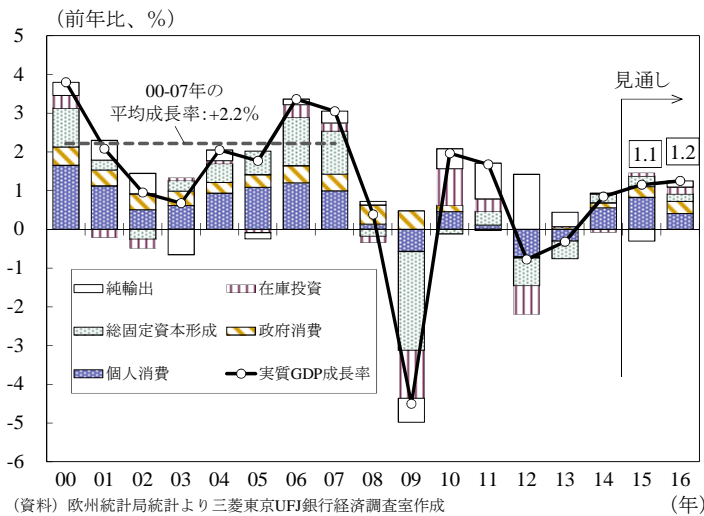
当面は原油安・ユーロ安・財政緊縮の緩和など循環的な回復を続ける見通し

今後のユーロ圏経済は、相対的に経済基盤が強く底力のあるドイツが下支え役となり、原油安を受けた個人消費の拡大や、ユーロ安に伴う輸出の増加、各国の財政緊縮の緩和による政府支出の増加等を背景に循環的な回復を続ける見通しである。中国を始めとする新興国経済の先行き不透明感、ユーロ圏経済にも輸出のチャンネルを通じて影響を与えると想定されるが、ユーロ安による輸出のサポートはその下押し圧力を相応に吸収するも

のと考えられる。結果として、2015年、2016年には前年比+1%台前半のごく緩やかなペースで成長を続けるものと見込まれる（第2図）。

ただし、引き続き周縁国経済の成長力不足や財政・不良債権問題など、構造的な問題が根深く残る状況は変わらない。混迷の続いたギリシャ情勢は、同国向け第3次金融支援が実現したが、この先、再び緊縮疲れなどから融資の実行が滞る可能性も燻っている。また、ウクライナ情勢の緊迫やロシア経済の失速などの悪材料も下押し要因として残ろう。

第2図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の見通し



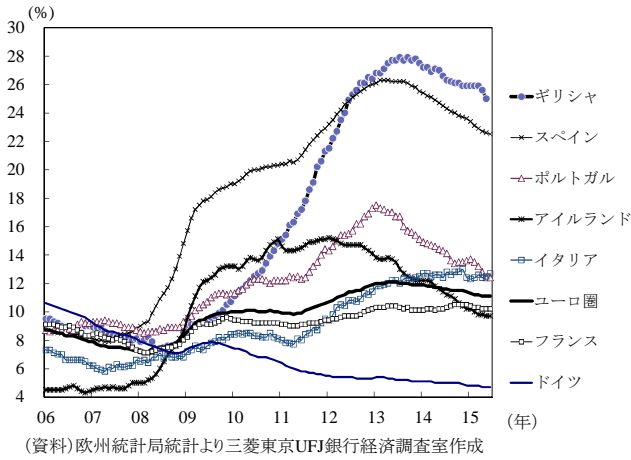
(3) 需要項目別の動向

①個人消費

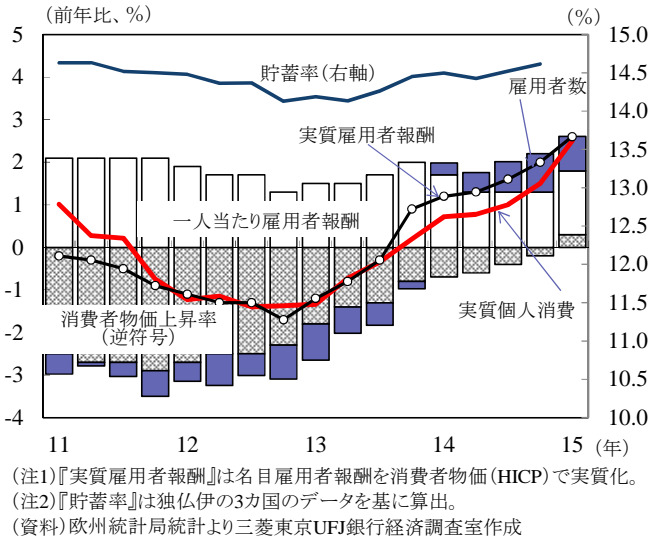
雇用環境の改善と
原油安が当面の消費
を下支え

ユーロ圏の個人消費は、雇用環境の改善と原油安の追い風もあり、当面緩やかな回復が続くものと見込まれる。家計の収入面では、一人当たり雇用者報酬が底堅く推移するなか、失業率の改善が示すとおり労働需給が好転していることを受けて雇用者数も昨年初頭以降、前年比増加に転じている。さらに足元の原油価格下落を反映して消費者物価の上昇も抑えられており、結果として実質雇用者報酬、実質個人消費ともに緩やかに加速している（第3図、4図）。

第3図：ユーロ圏各国の失業率



第4図：ユーロ圏の実質雇用者報酬



②政府支出

財政緊縮の緩和が
政府支出拡大を後
押し

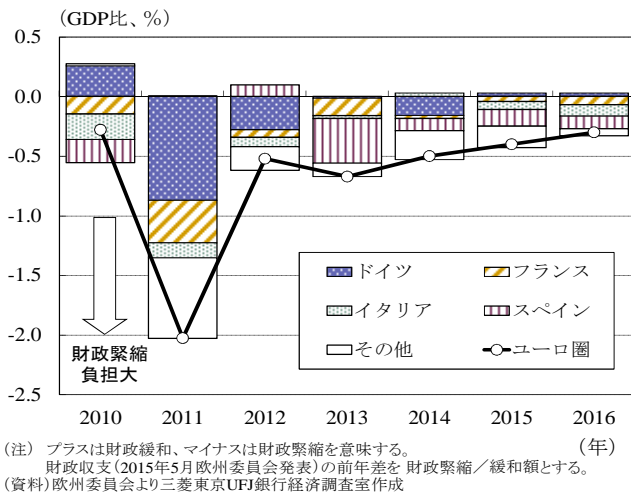
ユーロ圏の政府支出は1-3月期に前期比+0.6%と伸びが加速した。欧州債務危機後のプラス成長期間(13年-14年)の平均(同+0.1%)と比べても、大幅な加速である。これまで財政緊縮により政府支出は抑制され続けてきたが、各国が緊縮一辺倒から成長促進路線へ転換し始めていることから、その下押し圧力も徐々に緩和しており、今後は政府支出の増加が成長に相応に寄与する見込みである(第5図)。

③設備投資

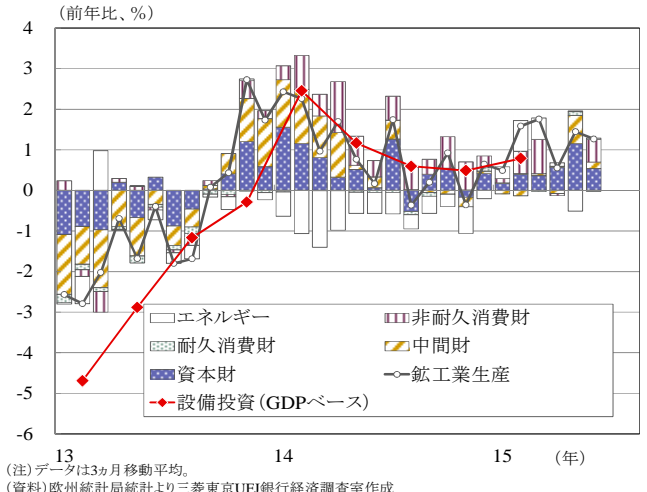
資本財生産が増加
を続けるなど、設備
投資にも持ち直し
の兆し

ユーロ圏の鉱工業生産は底堅い推移が続いており、とりわけ設備投資の先行指標とされる資本財生産が堅調を維持している(第6図)。企業の資金需要も増加するなか、銀行貸出残高がドイツやフランスなどの大国を中心に前年比プラスを続けており、設備投資が徐々に持ち直す兆しが窺える。

第5図：財政緊縮の下押し圧力



第6図：ユーロ圏の鉱工業生産と設備投資

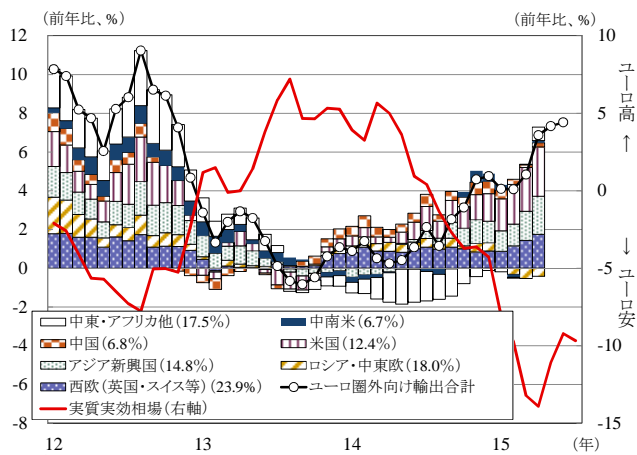


④輸出

ユーロ安が価格競争力の改善を通じて輸出をサポート

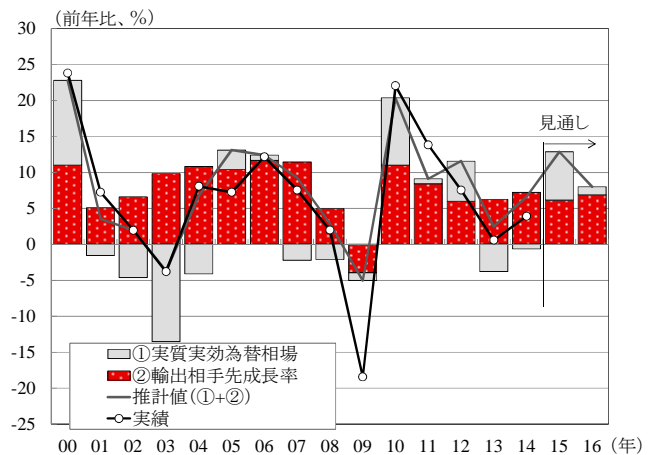
足元の輸出はユーロ安を背景に伸びが加速している（第7図）。国別には中国向けが鈍化し、ロシア・中東欧向けが減少する一方、米国向けが牽引している。この先は中国経済の減速が新興国の成長ペースを抑制し、世界経済の成長も緩やかに止まるなか、所得要因から外需に下押し圧力はかかると思われるが、ユーロ安の定着が、価格競争力の改善を通じて輸出をサポートする見通しである（第8図）。

第7図：ユーロ圏外向け輸出動向（金額ベース）



(注) 輸出データは3ヵ月移動平均。()はシェアを示す。
(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：実質輸出の要因分解と見通し



(資料) 欧州統計局統計、欧州中央銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) ギリシャ向け第3次金融支援合意

ギリシャはEUとの債務交渉が長期化し、7月5日にはギリシャの国民投票でEUなど債権団の要求する緊縮策が否決されるなど混迷を極めた。しかしその後、ギリシャが債権団の求める厳しい緊縮策を受け入れる条件で、総額860億ユーロ規模の第3次金融支援が決定した。欧州委員会の試算ではこの先3年間のギリシャの必要資金817億ユーロをカバーする規模である。

8月20日には第1弾の融資が実行され、同日、ギリシャはECB向けの国債償還を完了した。当面の資金繰り懸念が後退したギリシャは、デフォルトやユーロ離脱のリスクなど最悪の事態を免れた形となる。ただし、海外送金などの規制は続いており、欧州委員会は今年から2016年にかけて資本規制や新緊縮策によりギリシャ経済が再びマイナス成長に陥ると予想している。また、今回分を加えた支援総額はギリシャのGDP規模の約160%、一般政府債務残高の同200%を超えるとみられ、財政再建の持続性には懸念が残る。実際、IMFは7月14日に発表した「債務持続性分析」で、持続的な財政再建のためには債務削減が必要との見方を示している。一方、ドイツを中心としたEU内では債務削減に慎重な見方が太宗を占め

ており、実現へのハードルは高いとみられる。ギリシャ問題は一旦落ち着いたが、同様の問題が再燃する可能性は高く、今後もユーロの枠組みが試される状況燻り続けると考えられる。

(5) 金融政策

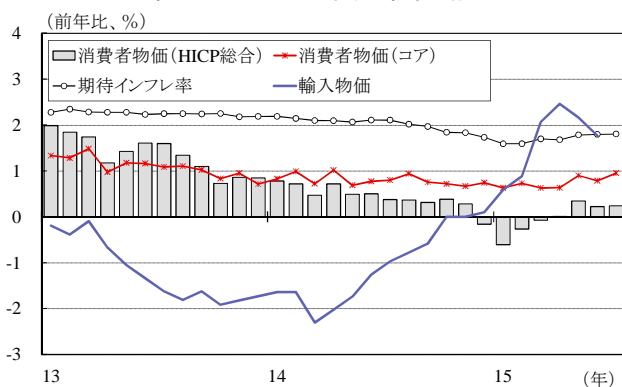
企業の価格決定力が弱いなか、インフレ圧力が高まる環境にはないが、デフレ懸念は後退

ECBは3月以降、低金利やユーロ安を通じて景気の下支えを図り、貸出促進を促す狙いから、毎月600億ユーロを超えるペースで資産購入を継続している（量的緩和：QE）。こうしたなか、ユーロ圏の消費者物価上昇率は、7月に前年比+0.2%と4ヵ月連続でプラスを記録しており、昨年末から年明けにかけて高まったデフレ懸念は後退した形となっている（第9図）。長期金利をみると、ドイツ10年債利回りは5月～6月にかけて1%近辺まで急上昇したが、足元の原油安を受けて再び下落基調にある（第10図）。

ECBは引き続き低金利やユーロ安を通じて景気の下支えを狙う

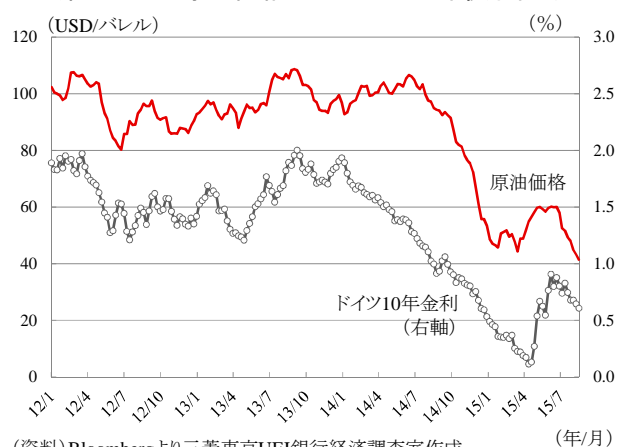
QEを受けて期待インフレ率は持ち直しつつあるが、原油安や低成長が続くなか、実体面でインフレ圧力が強まる状況にはなく、長期金利は当面低水準で推移する見込みである。為替面では、ECBがQEを続ける一方で、米FRBは早晚利上げに向かうと見込まれるため、金融政策の方向性の違いを背景に、ユーロには相対的に下落圧力がかかり続けよう。ユーロ圏経済が緩やかな成長を続けるなか、市場ではQEの早期打ち切り観測がたびたび持ち上がっているが、ECBは少なくとも2016年9月までは実施するものと考えられる。

第9図：ユーロ圏の物価動向



(注) 1. 『消費者物価(コア)』は、『同(HICP総合)』からエネルギー、食料品、アルコールおよびタバコを除いたもの。
2. 『期待インフレ率』は、5年先5年のブレイク・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10図：原油価格とドイツ10年債利回り



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

2. 英国

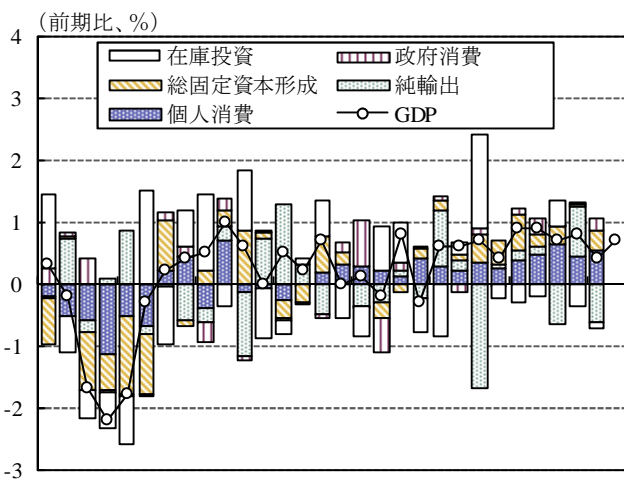
(1) 景気の現状～景気は底堅さを維持

4-6月期の成長率は
前期比+0.7%に加速

英国景気は、底堅い拡大が継続している。4-6月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.7%となり、前期の同+0.4%から加速した（第11図）。産業別の内訳をみると、全体の8割弱を占めるサービス業の伸び率が同+0.7%（前期は同+0.4%）に高まり、全体を押し上げた。良好な雇用・所得環境や消費者マインドの改善、原油安などを背景とする個人消費の堅調が引き続き景気を牽引した模様である。

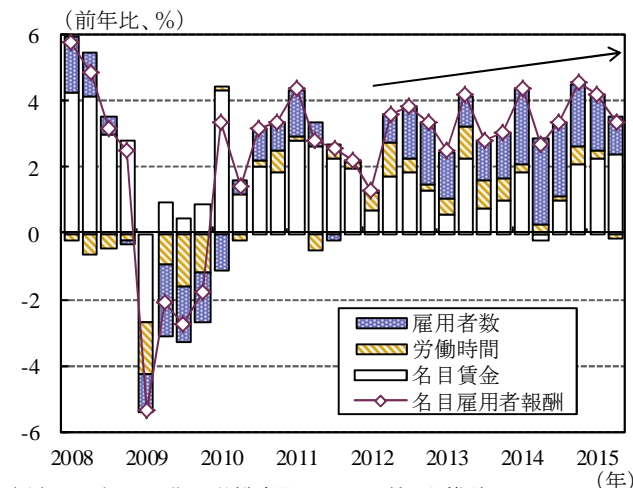
とくに、足元の名目雇用者報酬の伸びをみると、雇用者数要因と労働時間要因の寄与が減少する一方、1人あたり名目賃金要因による押し上げ幅が拡大している（第12図）。直近の失業率は5.6%と、自然失業率とされる5%台前半に近づいており、賃金上昇圧力が高まり始めたと判断される。

第11図：英国の実質 GDP 成長率



(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 (年)

第12図：英国の名目雇用者報酬



(注) 2015年4-6月期の労働時間は4-5月の値から推計。
(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 (年)

(2) 今後の見通し～内需の好循環を軸とする底堅い景気拡大が続く公算

雇用・所得環境の
一段の改善や住宅
市況の底打ちが先
行きの景気を牽引

先行きの景気も、雇用・所得環境の一段の改善や住宅市況の底打ち等を起点として底堅く推移すると予想する。家計部門の需要拡大を背景に、企業部門の設備投資等も拡大傾向を辿ろう。

まず、雇用・所得環境については、労働需給のタイト化を反映して、名目賃金の伸びの拡大持続が予想される。英中銀（BOE）の予測によれば、失業率は2016年末にかけて5%前後まで低下し、名目賃金の上昇率は、2014年末の前年比+2.1%から、2015年末には同+3%、2016年末には同+3.75%に加速が見込まれている。

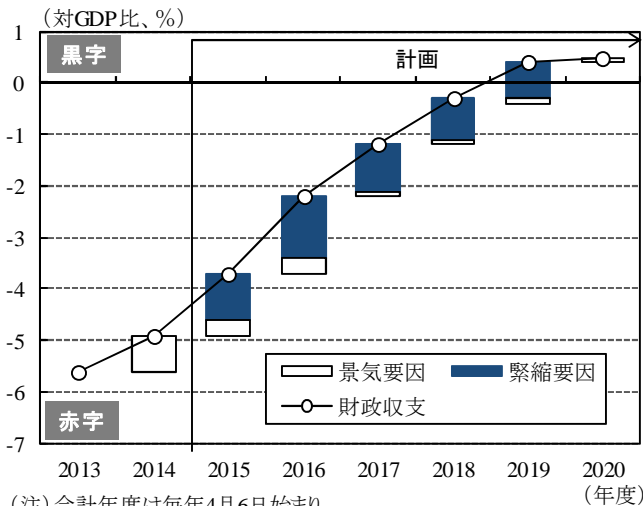
また、住宅市況は昨年後半以降、沈静化傾向にあるが、先行指標となる英王立公認不動産鑑定士協会（RICS）新規問い合わせ指数（不動産業者に対する住宅購入希望者からの問い合わせ動向を示すもの）は、昨年末から上昇に転じ、直近7月は昨年2月以来の高水準となるなど、市況の底打

ちを示唆している。したがって住宅市況は、来年初にかけて再び勢いを増すとみられ、住宅投資の増加や引越しに伴う家財購入、持ち家価格上昇による資産効果の増大などが景気の押し上げ要因となろう。

財政緊縮は相応の影響をもたらすが、景気の底堅さを損なうには至らない見込み

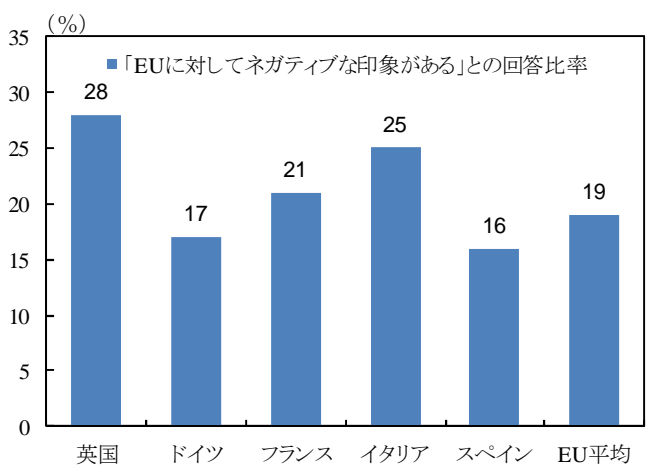
一方、景気に対する下押し要因として、財政緊縮の影響が挙げられるが、景気の底堅さを損なうには至らない見込みである。キャメロン政権は2010年の発足以来、財政健全化を重要課題のひとつとしており、7月に発表された新予算では、2019年度（2019年4月～2020年3月）の財政収支黒字化が目標に掲げられた（第13図）。財政赤字削減の大部分は、歳出抑制を中心とする財政緊縮によって達成する計画であり、とくに2015年度は、前年対比で緊縮幅が大きい相応の影響が想定される。

第13図：英国の財政赤字削減計画



(注) 会計年度は毎年4月6日始まり。
(資料) 英財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：EUに対する印象についての世論調査結果



(注) 調査時点は2015年5月。
(資料) 欧州委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

昨年は、追加的な財政緊縮が一旦見送られたこともあり、実質GDP成長率が前年比+3.0%（暦年ベース）と8年ぶりの高い伸びとなったが、同程度の高成長を今年も維持することは難しいであろう。ただし、前述した民需の強さを牽引役として、同+2%台前半の底堅い伸びを確保することは可能とみる。2015年の実質GDP成長率は同+2.4%、2016年度は同+2.3%と予想する。

潜在的なリスクは英国のEU離脱懸念

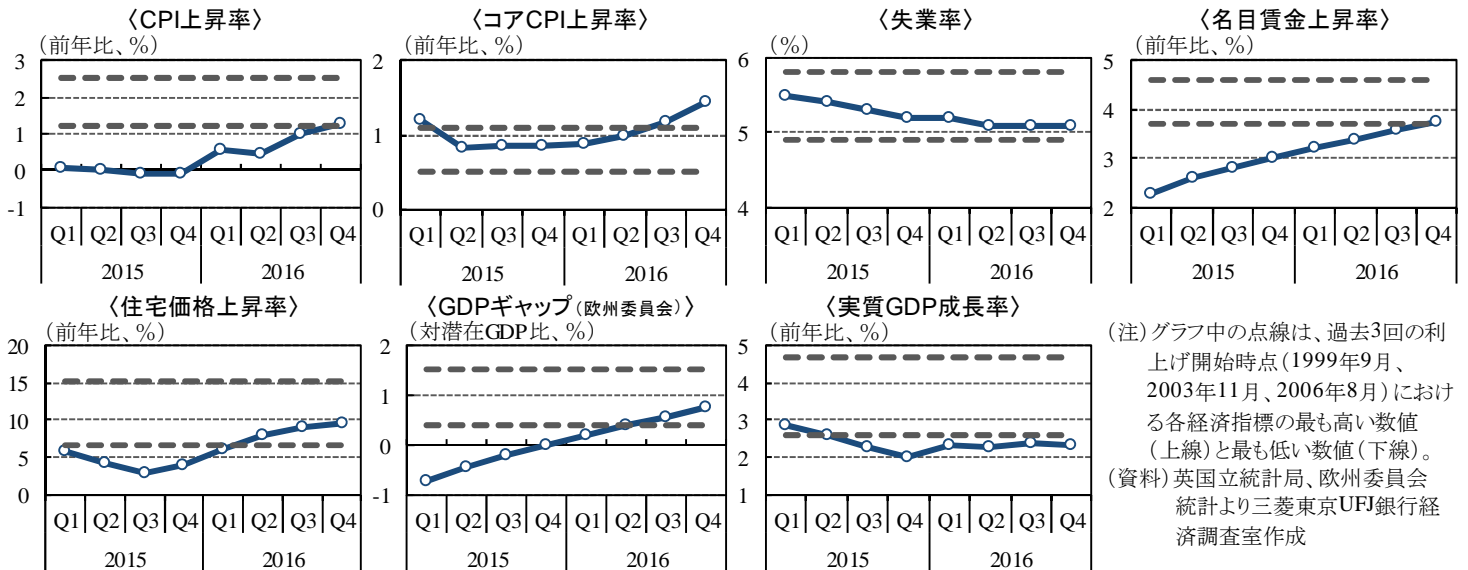
潜在的な景気下振れ要因としては、中国景気の失速懸念等を背景とする世界経済の先行き不透明感の増大に加え、英国独自のリスクとして、EU離脱の是非を問う国民投票（2017年末までに実施予定）が挙げられる。現時点の世論調査では残留派が優勢だが、英国ではEUに対するネガティブな印象が根強く存在しており（第14図）、投票実施まで予断を許さない状況が続こう。仮に離脱派が優勢となった場合、設備投資や海外からの直接投資の抑制といった景気下押し圧力が高まるとみられる。

(3) 物価・金融政策～英中銀の利上げ開始は2016年半ば過ぎと予想

足元のインフレ率は前年比ゼロ%前後で推移

足元の消費者物価（CPI）上昇率は前年比ゼロ%前後と、BOEが目標とする同+2.0%を大きく下回っているだけでなく、過去の利上げ開始時点の下限である同+1.2%と比べてもかなり低水準で推移している（第15図）。7月以降、原油安が再進行していることもあり、BOEは今しばらく政策金利の据え置きを続ける公算が大きい。

第15図：英国の金融政策関連指標の先行き予測



一方、2016年までを展望すると、底堅い景気拡大の持続を受けて、経済全体の需給バランスは徐々にタイト化していくとみられる。労働需給が一段と引き締まるなか、賃金上昇圧力の高まりもインフレ押し上げ要因となってこよう。加えて、住宅価格の上昇率も二桁台に近づいていくと予想される。

初回利上げの時期は2016年半ば過ぎ頃と予想

原油安の影響残存によりCPI上昇率の加速は、2016年中も緩やかなものに止まる可能性があるが、基調としてのインフレ圧力の高まりや住宅市場の過熱リスク増大に対応し、BOEは政策金利の引き上げに着手するとみる。初回利上げの時期としては、物価動向や住宅市況に関し、上記のような動きが統計上で確認される2016年半ば過ぎ頃を想定する。

(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 (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) |
| ユーロ圏 | 0.8 | 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 | 0.1 | 1.1 | ▲ 1,741 | ▲ 1,356 | ▲ 1,219 |

(2) 需要項目別見通し

(単位: %)

| | ユーロ圏 | | | 英国 | | |
|------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| | 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) |
| 名目GDP | 1.8 | 1.2 | 1.6 | 4.6 | 3.7 | 3.9 |
| 実質GDP | 0.8 | 1.1 | 1.2 | 3.0 | 2.4 | 2.3 |
| <内需寄与度> | 0.9 | 1.5 | 1.1 | 3.5 | 2.9 | 2.6 |
| <外需寄与度> | 0.0 | ▲ 0.3 | 0.2 | ▲ 0.6 | ▲ 0.5 | ▲ 0.3 |
| 個人消費 | 1.0 | 1.5 | 0.7 | 2.5 | 3.0 | 2.0 |
| 政府消費 | 0.6 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 1.4 |
| 総固定資本形成 | 1.2 | 1.4 | 1.0 | 8.6 | 4.1 | 4.8 |
| 在庫投資 (寄与度) | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | ▲ 0.0 | 0.3 |
| 輸出 | 3.7 | 3.3 | 3.1 | 0.5 | 3.4 | 0.9 |
| 輸入 | 4.0 | 4.4 | 3.0 | 2.4 | 4.6 | 1.9 |

- (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

～外需が伸び悩むなか、底堅い内需が景気を下支え～

1. アジア経済の現状と見通しの概要

多くの国で成長ペースは鈍化

アジアでは多くの国で成長ペースが鈍化している。域内最大の経済規模を持つ中国では、不動産市場の調整継続や過剰投資の抑制などを背景に減速傾向が続いており、直近 4-6 月期の実質 GDP 成長率こそ、前年比+7.0%と前期（同+7.0%）と同水準を維持したものの、月次の経済指標は減速の継続を示唆している。その他のアジアでも、韓国が同+2.2%（前期：同+2.5%）、台湾が同+0.5%（同+3.8%）、シンガポールが同+1.7%（同+2.8%）と輸出依存度の高い NIEs を中心に成長ペースは減速している。ASEAN やインドについては相対的に高めの伸びを維持しているが、成長ペースは鈍化がみられる。インドネシアでは、資源安に伴う輸出の落ち込みに加え、昨年末の燃料価格引き上げとルピア安に伴う物価上昇が自動車販売などの耐久財を中心に個人消費の伸びを抑制しており、成長率は同+4.7%（同+4.7%）と 2 期連続で 5% を下回った。マレーシアでも、資源安や物品・サービス税（GST）導入などの影響で同+4.9%（同+5.6%）へ減速。タイについては、公共投資の拡大や観光の持ち直し継続によるサービス輸出が下支えしたものの、財輸出の低迷や干ばつに伴う個人消費の伸び悩みなどが重石となり、同+2.8%（同+3.0%）と低い伸びにとどまった。

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

先行きを展望すると、まず中国では、過剰な資本ストックの調整及び信用抑制の継続などを背景に、成長ペースの減速が続く見通しである。但し、投資の鈍化が続くなかでも、サービス業を中心に雇用・所得環境は総じて堅調で、物価も安定するなか、家計部門の需要拡大は維持され景気を下支えするものと見込まれる。また、政府も成長戦略に資するインフラ投資や金融緩和など財政・金融両面からの下支えを実施する用意があり、景気失速は回避されるとみられる。結果、2016 年にかけて前年比+6%台半ばへの減速にとどまろう（第 1 表）。

輸出の伸び悩みが引き続き成長ペースを抑制

その他のアジア諸国・地域では、輸出の伸び悩みが引き続き成長ペースを抑制するとみられる。輸出は、先進国向け輸出を中心に持ち直しが見込まれるものの、中国経済の減速や資源安の継続などで全体の回復ペースは緩やかとなるとみられる。このため輸出依存度の高い NIEs の実質 GDP 成長率は、2015 年が同+2%半ば、2016 年についても同+3%程度の成長を予想する。韓国では、感染症拡大による消費マインド悪化や観光客減少などを通じた一時的な押し下げ要因が剥落することに加え、政府の景気刺激策などが景気の下支えとなろう。

ASEAN・インドは
内需を中心に緩や
かに加速

ASEAN5 カ国でも中国経済の減速や資源安の継続の影響は免れないこ
とから、実質 GDP 成長率は 2015 年についても 2014 年に続き同+4%台後
半の成長にとどまろう。一方で、旺盛な内需を牽引役として 2016 年には
再び同+5%台への成長に戻ることが見込まれる。インドネシアでは、引
き締めの金融政策や外需不振が引き続き重石になるとみられるが、予算
執行の加速や直接投資回復が押し上げ要因になろう。タイでは、引き続き
観光客の持ち直しや公共投資の拡大などを支えに緩やかな回復が続こう。
インドでは、消費・投資の持ち直しに牽引され、成長ペースは緩やかなが
らも回復が続き、2016 年度にかけて同+7%台後半の成長率が見込まれる。

リスクは中国経済
の失速や米国利上
げに伴う金融・資
産市場への影響

当面のリスクとしては、中国経済が失速し、他のアジア諸国へのネガテ
ィブインパクトが一段と大きなものになることが挙げられる。こうした中
で、米国利上げが更に金融・資産市場に打撃を与える展開となれば域内が
大きな調整局面に陥ることにもなりかねず留意が必要である。

第 1 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 | 1.6 | 1.9 | 2,197 | 3,342 | 2,913 |
| 韓国 | 1.42 | 8.3 | 3.3 | 2.8 | 3.4 | 1.3 | 0.9 | 1.9 | 892 | 900 | 878 |
| 台湾 | 0.53 | 3.1 | 3.8 | 1.9 | 3.0 | 1.2 | 0.2 | 1.2 | 653 | 690 | 630 |
| 香港 | 0.29 | 1.7 | 2.5 | 2.3 | 2.0 | 4.4 | 3.3 | 3.0 | 56 | 94 | 76 |
| シンガポール | 0.31 | 1.8 | 2.9 | 2.8 | 3.3 | 1.0 | 0.3 | 1.2 | 588 | 612 | 671 |
| NIEs | 2.54 | 14.9 | 3.2 | 2.6 | 3.1 | 1.6 | 1.0 | 1.8 | 2,189 | 2,296 | 2,255 |
| インドネシア | 0.89 | 5.2 | 5.0 | 4.8 | 5.2 | 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 | 2.7 | 3.5 | 1.9 | ▲0.5 | 1.9 | 134 | 209 | 181 |
| フィリピン | 0.28 | 1.7 | 6.1 | 5.8 | 6.0 | 4.1 | 2.2 | 3.0 | 127 | 124 | 130 |
| ベトナム | 0.19 | 1.1 | 6.0 | 6.1 | 6.3 | 4.1 | 1.6 | 5.0 | 95 | 59 | 88 |
| ASEAN5 | 2.06 | 12.1 | 4.6 | 4.7 | 5.1 | 4.5 | 3.5 | 3.8 | 244 | 312 | 328 |
| インド | 2.05 | 12.0 | 7.4 | 7.6 | 7.9 | 6.0 | 5.4 | 5.6 | ▲237 | ▲255 | ▲339 |
| アジア11カ国・地域 | 17.04 | 100 | 6.4 | 6.0 | 6.0 | 2.7 | 2.2 | 2.6 | 4,394 | 5,695 | 5,157 |

(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

2. 見通し上のキーポイント

(1) 中国経済の実態：減速は続くが、緩やかなペースは変わらず

中国経済の実態に
ついては冷静な判
断が求められる

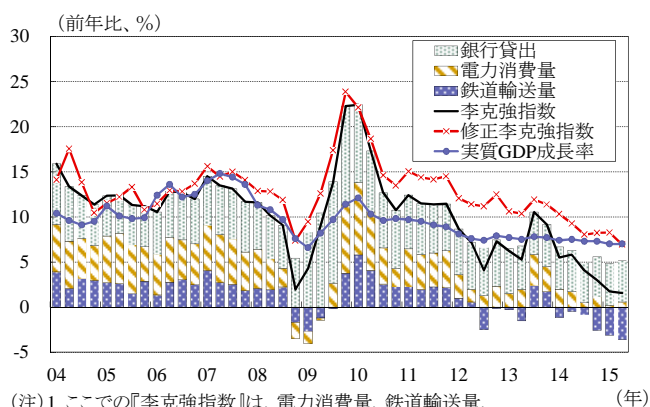
足元、世界第2位の規模となった中国経済の「変調」が、世界経済の先
行きに大きな不透明感を投げかけている。中国経済の行く末がここまで世
界の耳目をそば立てたのは、恐らく史上初めてではないかとも思われるが、
そうであれば尚のこと、中国経済の実態については冷静な判断が求められ
る処である。確かに中国経済は、過去の過剰投資の調整に伴い緩やかな減

速局面にある。但し、減速は2011年頃から続いており、足元で急減速しているわけではない。実際、GDP統計よりも経済の実態を反映するものとして注目される所謂「李克強指数」は、鉄道輸送量の減少の影響で足元大きく低下しているが、鉄道輸送は物流に占めるシェアが約1割程度かつ石炭・コークスの輸送が中心となっており、経済構造の変化や経済実態を十分に反映していない面もある点には留意が必要だ（第1図）。鉄道輸送量の代わりに、物流の8割弱を占める高速道路を用いて修正した指数でみると、市場がみているほど実態は悪くない可能性が示唆される。

株価下落の影響は限定的、輸入も底打ちの動き

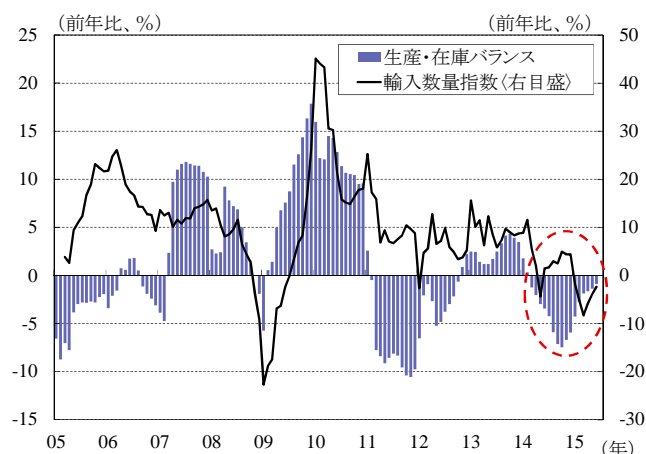
今このタイミングで「中国の減速」に焦点が当たっている背景には、①株価が大幅下落し、政府の対応に対する海外投資家の不信感を招いたこと、②底堅く推移していた輸出入がここに来て大きく減速し、マイナス成長に陥っていること、③人民元が切り下げられたことなども、中国経済の苦境を示すものとして受け止められたと考えられる。株式相場については、もとよりファンダメンタルズから乖離した投機的な要因が大きく、いつ調整が起きてもおかしくない状況にあったと言えるが、家計資産に占める株式の割合は小さく、上昇局面においても消費に顕著なプラス効果は観察されなかったこと、企業の株式市場を通じた資金調達割合も小さいこと等を踏まえると、実体経済を大きく毀損するものとは考え難い。但し、政府の当事者能力のクレディビリティを損なった点については引き続き留意が必要である。輸出入の減速については、資源安に加え、中国国内の在庫調整が影響している。資源関連や自動車など一部の業種では在庫調整が長引く可能性をみておく必要もあるが、全体としてみると調整は進展しつつあり、輸入数量も底打ちの動きがみられる（第2図）。

第1図：実質GDP成長率と李克強指数の推移



(注) 1. ここでの『李克強指数』は、電力消費量、鉄道輸送量、銀行貸出残高の前年比伸び率を同ウェイトで加重平均したもの。
 2. 『修正李克強指数』は、『李克強指数』の構成項目のうち、鉄道輸送量の代わりに高速道路輸送量を用いて推計。
 (資料) 中国国家統計局、中国鉄路総公司、中国電力企業連合会、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2図：中国の生産・在庫バランスと輸入数量の推移



(注) 1. 『生産・在庫バランス』=生産前年比伸び率-在庫前年比伸び率。
 2. 『輸入数量指数』は3ヵ月移動平均。
 (資料) 中国国家統計局、海関総署統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

人民銀行は経済・金融の安定化に向け追加の金融緩和を実施

こうしたなか中国人民銀行は、8月中旬に人民元を約4.5%切り下げたほか、同月25日には11月以降5度目となる追加利下げを実施、同時に預金準備率の引き下げを決定した(預金準備率の引き下げは9月6日から)。

今回の措置の背景には、中国経済の減速懸念を受けた一段の資源安や世界的な株安の連鎖など、金融市場の不安定化を受けて、経済・金融市場の安定を重視する姿勢を示す狙いがあったとみられる。また、6月以降、人民元買い介入に伴う金融市場の流動性逼迫などを受けて、金利上昇圧力が強まっていたことを踏まえると、追加の金融緩和により企業の資金調達コストを引き下げる必要性も強まりつつあったと考えられる（第3図）。

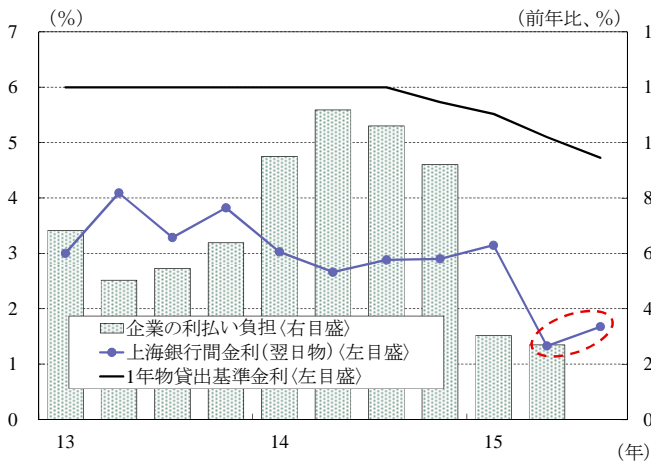
この先も資本ストックの調整による景気下押しが続くが、「新常态」へのソフトランディングとして受容されるべき

先行きを展望すると、過去の過剰な資本ストックの調整余地は依然大きく、景気下押し圧力として残ることは間違いない。もっとも、元々過剰投資体質の問題が指摘されている中で「新常态」へのソフトランディングを実現するのであれば、投資の減速を受容しなくてはならない局面は到来するはずである。この点、今後の中国経済の牽引役として期待される個人消費に目を転じると、成長鈍化が続くなかでも、都市部新規雇用増加数が、サービス業を中心に政府目標（年1,000万人増）に沿ったペースでの伸びを確保するなど、雇用・所得環境は総じて安定している。このため個人消費も、住宅市場の調整や綱紀粛正などを背景に、住宅関連や高額商品での伸び悩みがみられるものの、総じて底堅い伸びを維持しており、今後も景気の下支えとなることが見込まれる。

資源安に加え、金融緩和・インフラ投資の加速なども景気を下支え

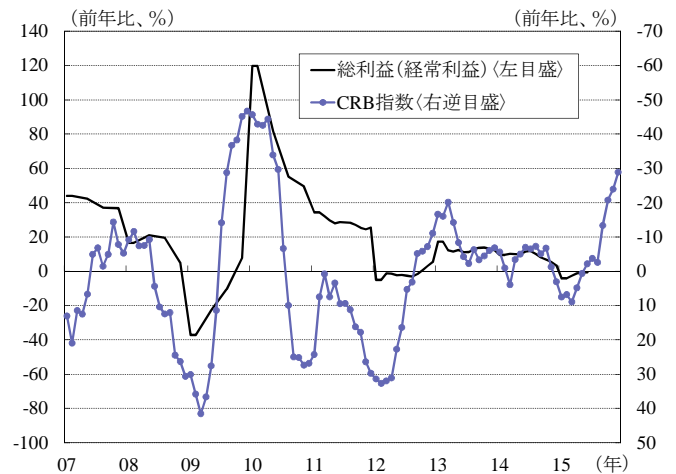
また、資源純輸入国の中国にとっては、国際商品相場の低迷が、今後有利に働く可能性も指摘される。資源安の継続は投入コストの低下に伴う企業収益の下支えや低インフレを通じた家計の実質購買力改善を通じて景気を下支えしよう（第4図）。加えて、金融緩和や財政支出の拡大、インフラ投資の加速など政府の対応余地は残されており、景気の失速までは想定し難い。実際、政府は、インフラ投資計画の承認加速や、重要プロジェクトの着工促進、通年の経済社会発展の主要目標の達成に向けた予算執行加速、政府系金融機関の債券発行（約6兆元）を通じた資金面からのサポート等により景気下支えを強化する方針を示している。

第3図：中国の主要金利と企業の利払い負担



(注)『企業の利払い負担』は年初来累計値。
 (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4図：中国の企業収益と商品価格の推移



(注)『総利益』は年初来累計、『CRB指数』は9ヵ月後方ラグ。
 (資料) 中国国家统计局、Bloomberg統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

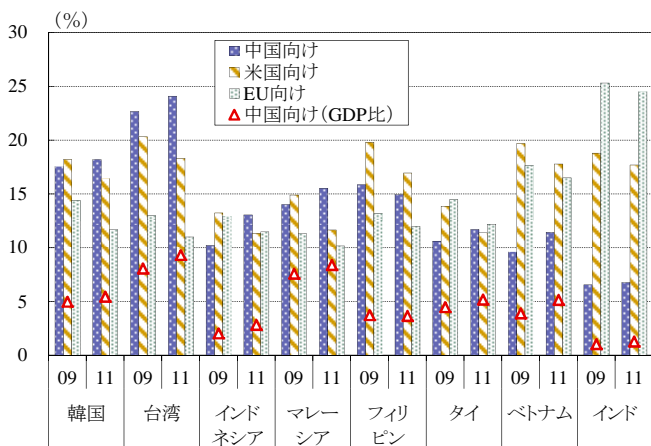
(2) 中国経済減速の他のアジア経済への影響

中国における最終
需要の減少は NIEs
や資源国を中心に
成長を下押し

中国経済の減速に伴うアジア経済への影響は、直接的には、中国の輸入需要の減少は NIEs（アジア諸国・地域の対中輸出）の減少を通じて波及すると考えられる。主要国・地域の輸出の付加価値部分について、最終需要地別のシェアをみると、中国への依存度は軒並み高まる方向にあり、従来に比べ中国経済の影響を受け易くなっているとみられる。但し、NIEs（韓国、台湾）や資源国（インドネシア、マレーシア）では、中国のシェアが最大である一方、他のアジア諸国では欧米諸国のシェアが依然として高く、欧米諸国の回復で中国経済減速の影響をある程度打ち返すことが可能と言える（第5図）。

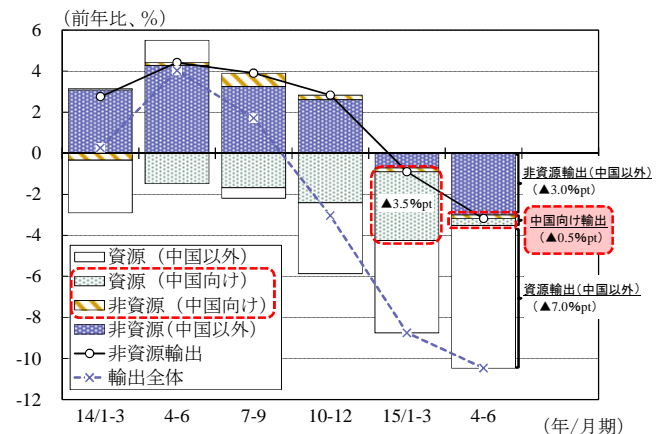
なお ASEAN では、価格下落に伴う資源輸出の減少を主因に輸出の低迷が続く一方で、輸入額も減少しており、成長率への影響は限定的となっている。中国向け輸出については、2015 年初にかけて資源を中心に落ち込み幅が拡大したものの、足元マイナス幅は縮小している（第6図）。

第5図：最終需要地別付加価値シェア



(注) 各国・地域の輸出総額のうち、第三国を経由・加工したものを含め、当该国における付加価値部分について、最終需要地別にみたもの。
(資料) OECD、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ASEAN4 の輸出



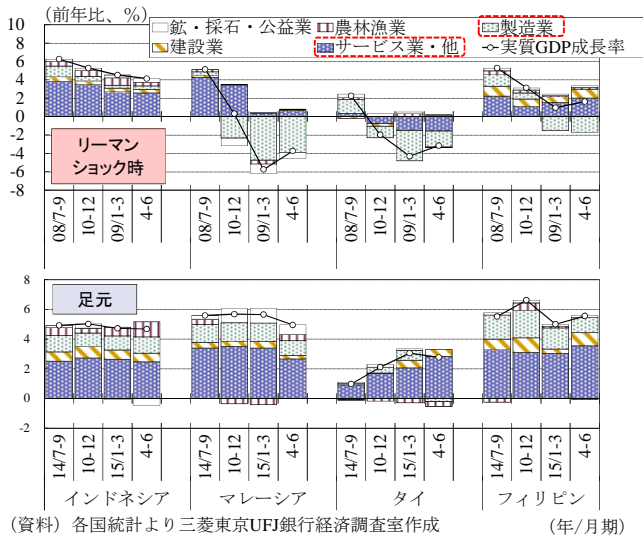
(注) 1. ASEAN4は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン。
2. 中国向け輸出は、中国の輸入をASEAN4からの中国向け輸出とみなした。
(輸出統計では第三国・地域経由の中国向け輸出を特定出来ないため)
(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 安定した雇用・所得環境が内需を下支え

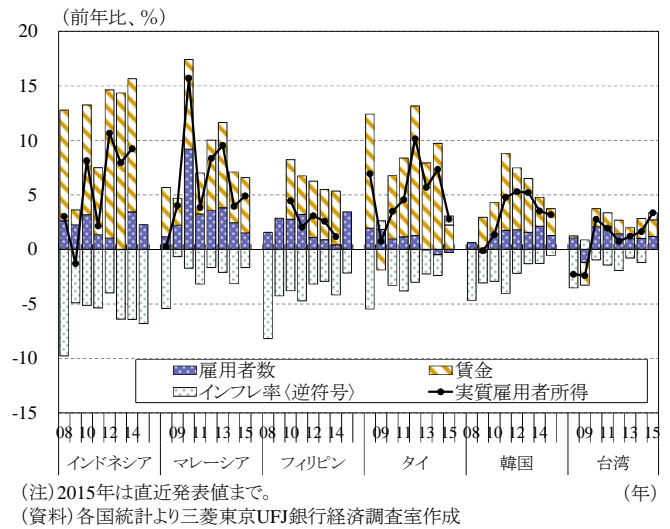
欧米向け輸出の堅
調は雇用・所得環
境の安定を通じて
内需を下支え

リーマン・ショック時の状況を振り返ると、最大の輸出先である欧米諸国向け輸出の大幅な落ち込みを受けて、タイやマレーシアなど ASEAN 諸国でも、製造業の急減速が所得の伸び悩み等を通じて内需にも波及、サービス業も失速を余儀なくされた（第7図、第8図）。これに対し足元は、タイを除き、先進国向け輸出や内需向けが底堅く製造業が大幅な落ち込みに至っていないこともあり、雇用・所得環境は総じて安定を維持、サービス業の拡大を通じて景気を下支えする格好となっている。

第7図:ASEAN4の産業別実質GDP成長率



第8図:アジア主要国・地域の実質雇用者所得



所得水準の上昇に伴う消費の多様化、裾野拡大も追い風に

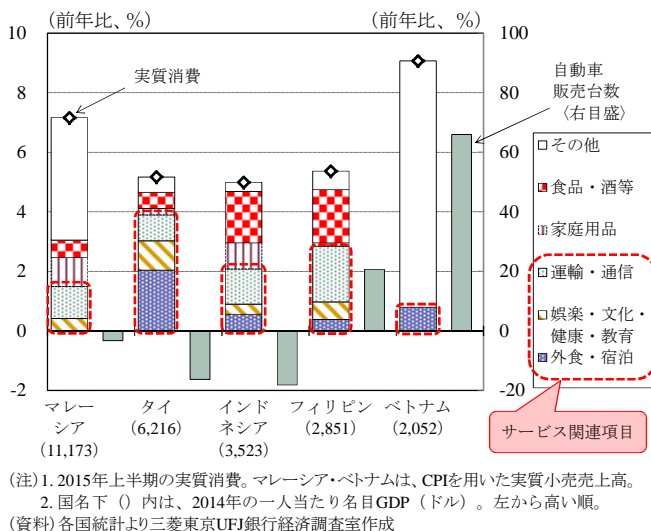
ASEAN 諸国の消費を品目別にみると、自動車販売こそ、マレーシアやインドネシアの燃料価格上昇（補助金改革）やタイ政府の購入支援策の反動減などから減少が続いているものの、「外食・宿泊」や「娯楽・文化・健康・教育」、「運輸・通信」等のサービス関連項目が底堅く、全体を押し上げており、所得水準上昇に伴う消費の多様化、裾野拡大が示唆される（第9図）。

インフラ投資の拡大も下支え

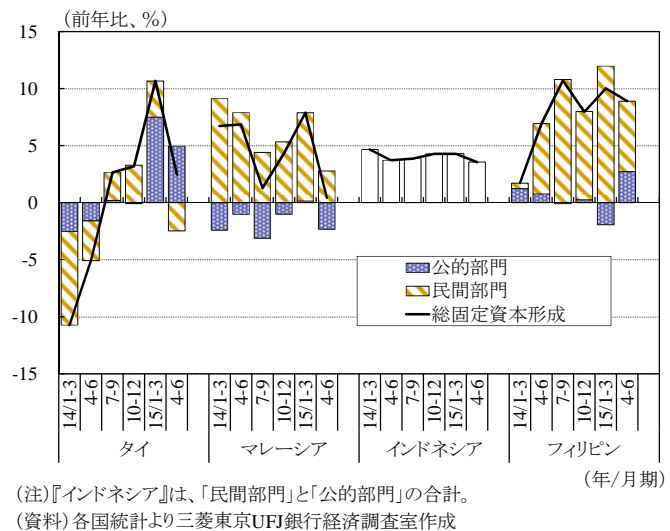
また、投資についても、企業の設備投資など民間部門での投資が伸び悩みをみせるなかでも自国の投資環境改善を目的とした公共部門のインフラ投資がプラスの伸びを維持し、全体を下支えしている（第10図）。

年後半以降、フィリピンやインドネシアでは公共事業の遅れ解消が、成長率押し上げに寄与するとみられるほか、2016年にかけて、先進国向け輸出の拡大を起点とした企業収益の改善が、雇用・所得増加を通じた消費の押し上げや企業の設備投資の拡大などに繋がることを見込まれよう。

第9図:ASEANの消費



第10図:ASEANの総固定資本形成



(4) タイ経済：内外需ともに伸び悩むなか、公共投資と観光セクターの回復が下支え

持ち直しが続くが
回復ペースは依然
緩やか

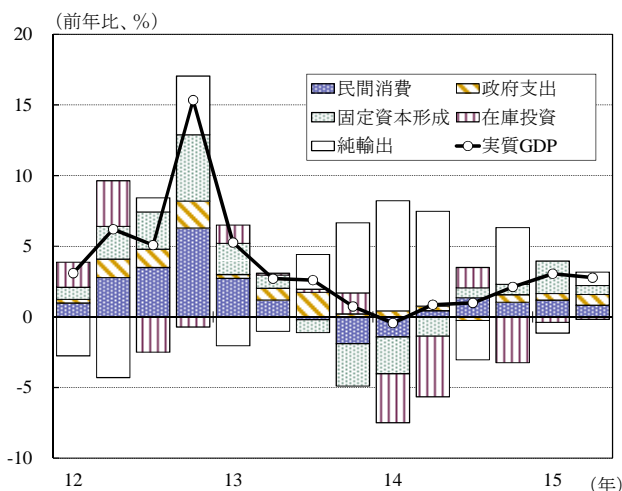
タイ経済は持ち直しが続いているが、そのペースは依然緩やかである。4-6月期の実質 GDP 成長率は、政府の景気刺激策実施に伴う政府支出や公共建設投資に加え、観光の持ち直し継続によるサービス輸出拡大が下支えしたものの、財輸出の低迷や干ばつなどの影響などから消費も振るわず、前年比+2.8%と低めの伸びにとどまった（第11図、第12図）。

回復のペースが依然緩やかな要因として、輸出の低迷が企業収益の圧迫を通じ設備投資を抑制しているほか、雇用者賃金の伸び悩みを通じて内需を下押ししていると考えられる。加えて、高水準の家計負債や干ばつ長期化による農家所得の減少といった消費の抑制要因により、内需も相対的に低い伸びにとどまっている。

この先も公共投資
と観光セクターの
回復が景気を下支
えする見込み

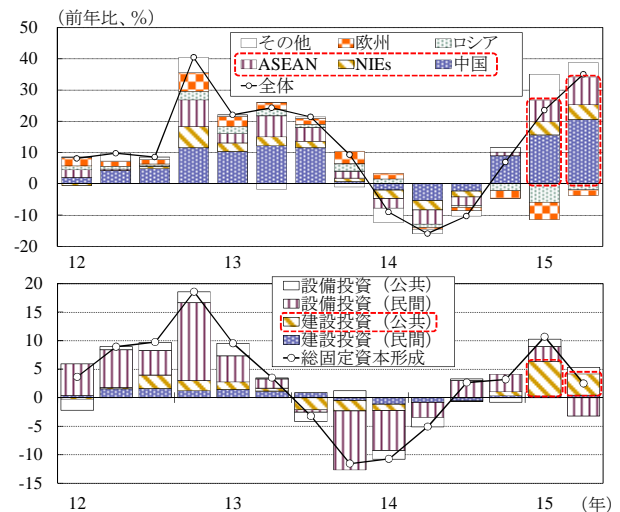
今後も観光客の持ち直しに加え、公共投資の拡大が成長を下支えする見込みである。昨年10月に発表された投資予算執行や投資認可手続き加速などの政府の景気刺激策は、名目 GDP 比 2%強の規模に相当し、計画通り実施されれば相応の景気下支えが見込まれる。輸出は、他の ASEAN 諸国同様、資源価格下落に伴う価格要因により減速している面も大きい。EU 一般特惠関税の適用除外なども重なり急回復は見込み難い。輸出の低迷が引き続き生産や企業業績の下押し要因となり、当面緩やかな回復ペースが続こう。加えて、8月にバンコク中心部で発生したテロの影響については、現時点では限定的とみられるが、今後多発した際には名目 GDP 比約1割を占める観光セクターへの打撃となり、更なる下押し要因となるリスクもみておかなければならないだろう。

第11図：タイの実質 GDP 成長率の推移



(資料)タイ国家経済社会開発局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：タイの外国人来訪者数と総固定資本形成



(資料)タイ観光庁、国家経済社会開発局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 資源国通貨の下落が目立つが、新興国の中では相対的に小幅

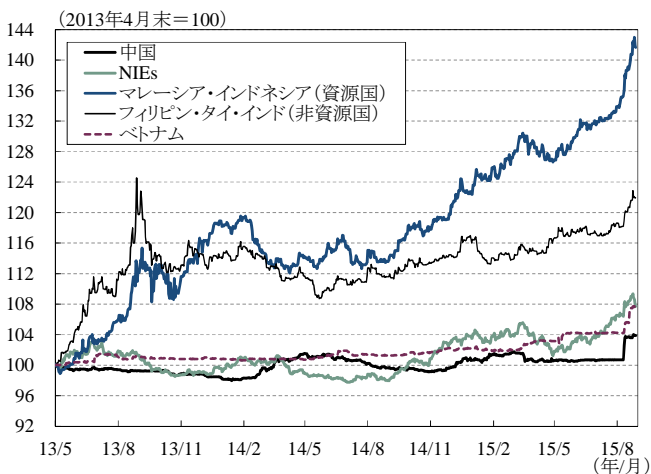
資源安に加え、米国
利上げ観測の高まり、
人民元切り下げ
等で通貨安が進行

昨年後半以降、資源安を背景とした資源国通貨の下落が進行している（第13図）。足元では米国利上げ観測の高まりや人民元切り下げ等を受け、一段の通貨安が進行（ベトナムも通貨切り下げ、バンド拡大で対応）。特に、マレーシアでは、政治の不透明感の強まりもあり、8月に入りリングgitが一段と下落、足元では17年ぶりの安値圏となる1ドル=4.1リングgit前後とアジア通貨の中でも下落幅が目立つ。

もっとも、1997～98年のアジア通貨危機と足元の実質実効為替レートの動きを比較すると、アジア通貨危機時は、インドネシア・ルピアが単月で約4割下落したのをはじめ、タイ・バーツやマレーシア・リングgitについても大幅な下落を余儀なくされた（第14図）。一方、足元は、ブラジル・リアルやロシア・ルーブルが大幅な下落幅をみせているのに対し、アジア諸国通貨の下落は小幅にとどまっている。

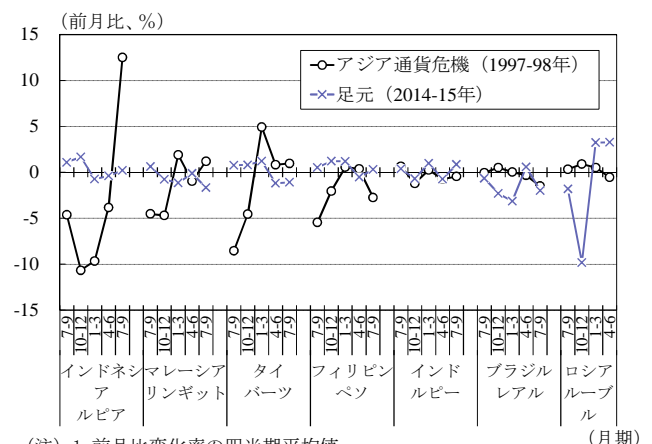
今後も対米利ざや縮小を見込んだ通貨安圧力がかかり続けるとみられるが、現状水準は米国の利上げが相応に織り込まれているとみられ、ペースは緩やかなものにとどまろう。

第13図：アジア主要国の対ドル為替相場



(注) 複数国の為替指数は、購買力平価ベースのGDPで加重平均したもの。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：主な新興国の実質実効為替レート



(注) 1. 前月比変化率の四半期平均値。
2. 2015年7-9月期は、ASEAN4カ国は8月26日、その他は7月まで。
2015年8月はRIETI日次レートをを用いた当室推計。
(資料) BIS、RIETIより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希、富田 潤、土屋 祐真、前原 佑香、中村 逸人)

V. オーストラリア ～資源価格の下落が景気を抑制～

1. 景気の現状

資源価格下落の影響を受けて、企業部門が低迷

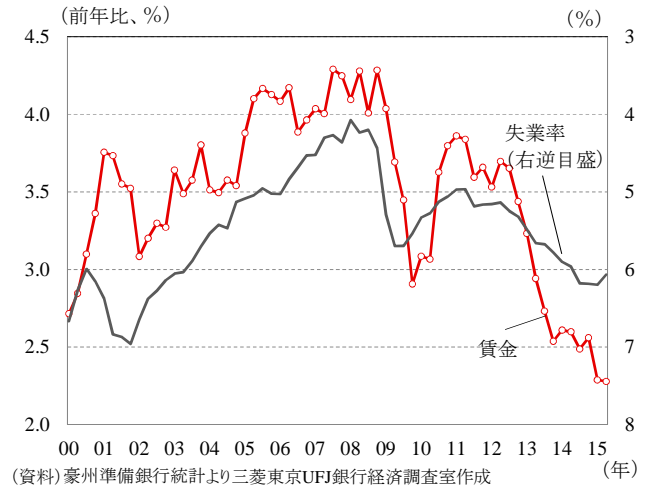
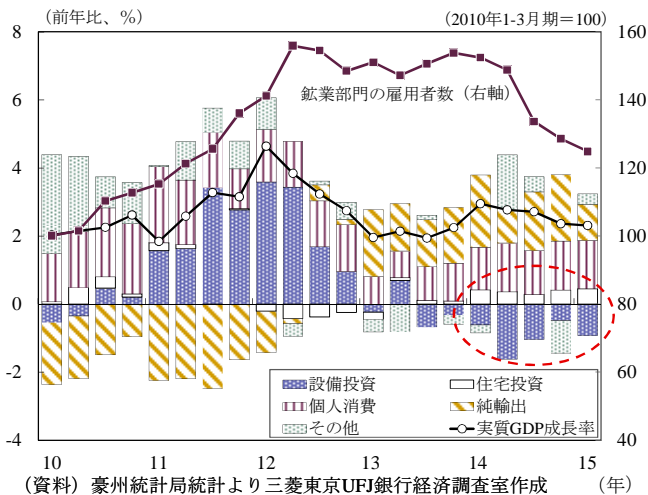
豪州経済は減速が続いている。住宅価格上昇の資産効果などを受けて消費は底堅く推移する一方、資源価格下落の影響で企業部門は低迷している。とりわけ民間の設備投資は大幅なマイナスが続いている（第1図）。足元では、8月半ばに中国経済の不透明感が再び大きく高まり、資源価格も一段と下落、企業・消費者マインドはさらに悪化している。

雇用環境も軟調

企業部門の低迷を受け、6月の失業率は6.0%と高止まりするなど、雇用・所得環境も軟調である。名目賃金は1-3月期、4-6月期と2四半期連続で前年比+2.3%と、上昇率を一段と切り下げ、1997年の統計開始以来最低の伸びが続いている（第2図）。

第1図： 実質 GDP 成長率

第2図： 失業率と名目賃金



2. 今後の見通し

資源価格の下落が豪州経済の成長を抑制

中国を最大の輸出相手国とする豪州は、中国経済減速の影響を資源価格の下落とともに大きく受けている。豪州準備銀行（RBA）は低金利政策による豪ドル安誘導で輸出を下支えする姿勢を維持しているが、中国の減速が当面続くことを考えると、輸出の大きな下押しは避けられまい。設備投資をみても、資源投資ブームの終焉後、鉱業部門における投資が大きく減少するなか、企業は投資拡大に慎重姿勢を維持しており、製造業などにおいても投資額の減少が続くとみられる。

一方で、住宅保有／買い替えに高い価値を置く国民性を背景に、足元の低金利により住宅投資は当面堅調を維持しよう。また、サービス業を中心に雇用者数が緩やかに増加する兆候がみられつつあることなどから、

賃金の伸びが鈍化するなかでも、個人消費の大幅な失速は回避すると考えられる。

以上を踏まえると、実質 GDP 成長率は 2015 年に前年比+2.2%と、昨年の同+2.7%から大幅に減速した後、2016 年も同+2.3%と低めの伸びに止まる見込みであり、潜在成長率とされる 3%近辺の成長は、当面見通せる状況にない（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 | 2.3 |
| 消費者物価上昇率 (%) | 2.5 | 1.7 | 2.2 |
| 経常収支 (億ドル) | ▲ 364 | ▲ 401 | ▲ 449 |

見通し

3. 見通しのキーポイント

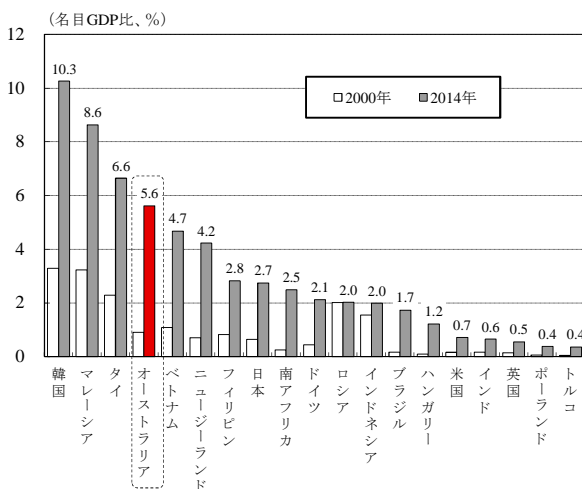
(1) 中国経済減速と資源価格下落の影響

豪州 GDP に占める中国向けの輸出ウエイトは日米欧の各国と比べると圧倒的に高い

今後、数量ベースでも低迷が想定される

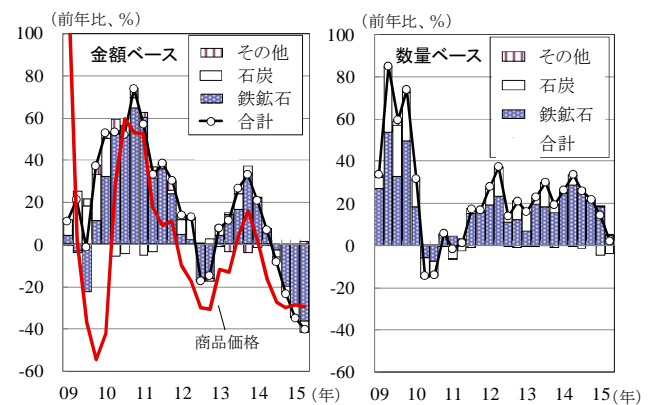
資源価格を左右する中国経済は、今後も過剰な資本ストックの調整及び信用抑制の継続などを背景に、減速が続く見通しである。豪州の中国向け輸出は名目 GDP 比約 6%と、先進国としては日米欧の各国と比べると相当に高い（第 3 図）。したがって、中国経済の減速は豪州の中国向け輸出に相応に影響するとみられ、これまでのところ、金額ベースでは昨年半ばから大幅なマイナスに転じている（第 4 図）。また、数量ベースでみると、前期までは前年比 20%近辺の増加を維持していたが、直近 4-6 月期は大幅に減速しており、この先も中国経済の減速が続く以上、同国向けの輸出も低迷する可能性が高い。

第 3 図：名目 GDP に占める中国向け輸出



(資料) IMF、各国統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 4 図：中国向けの輸出動向



(注) 輸出データは中国側の輸入統計を代用。
(資料) 豪州準備銀行統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 住宅部門と個人消費の下支え

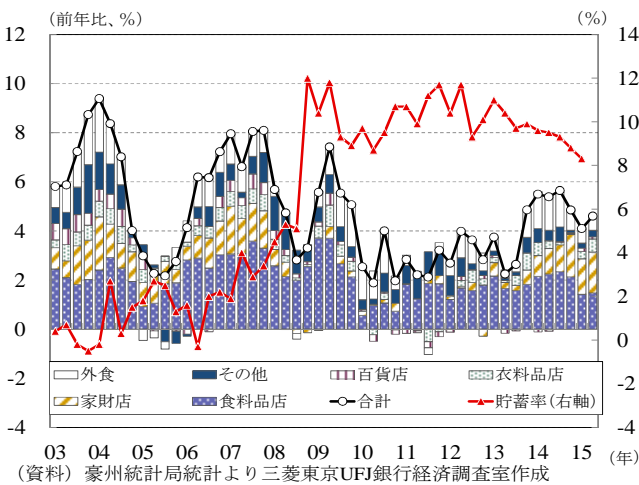
住宅投資は当面堅調を維持

住宅部門をみると、歴史的な低金利を背景に住宅需要が拡大しており、当面住宅投資は堅調を維持する見込みである。ただし、銀行の住宅ローン残高に占める『投資家』向けの比率が上昇するなど、住宅市場過熱に対する警戒を要する状況となっているなか、豪州全体の住宅価格の上昇率は鈍化し始めていることから、住宅投資はいずれピークを打つ可能性が高いとみられる。

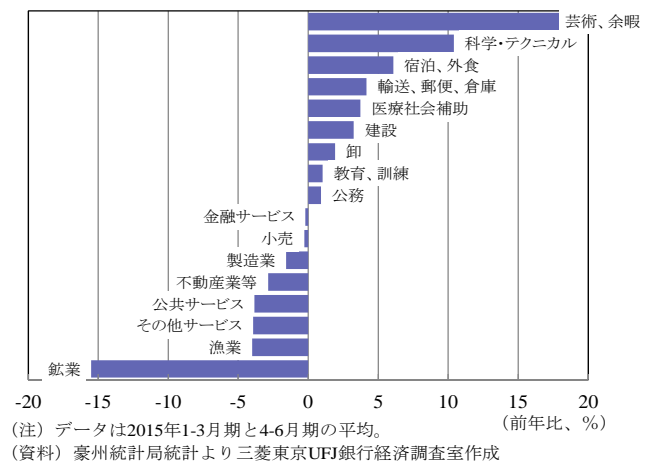
個人消費も消費性向の高まりや、サービス部門における雇用者数の増加が下支え

個人消費をみると、小売売上が家財店売上の拡大に支えられて堅調を維持しているのが目立つ（第5図）。これは、住宅投資が活発化するなか、関連消費も拡大していることを示すものであるが、住宅資産が可処分所得比5倍近くに上昇していることを背景に、資産効果のサポートもあることが示唆され、実際、貯蓄率はリーマンショック後に一旦上昇した水準から徐々に低下している。雇用者数は、景気が軟調ななか、宿泊や外食、医療・社会補助関連業種などが鉱業部門の落ち込みの受け皿となるなど、全体では緩やかに増加しつつあり（第6図）、賃金の伸びが弱いなかでも、個人消費の大幅な失速は回避されよう。

第5図：小売売上和貯蓄率



第6図：業種別雇用者数



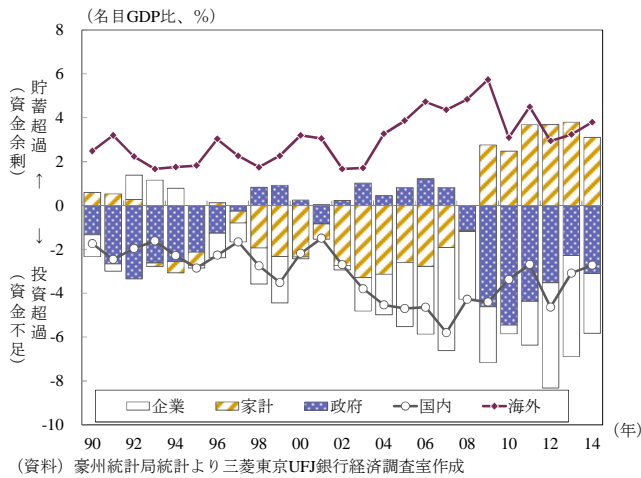
(3) 財政出動の余地

豪州の財政赤字は先進国では最低水準

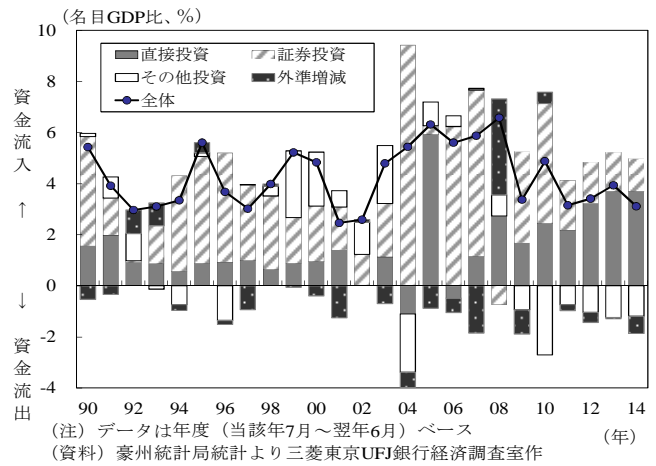
豪州政府は5月に発表した予算案において、政府の財政赤字見通しも再び下方修正したが、基本的な財政緊縮路線に変更はない。財政収支を他の先進国と比較すると、豪州は名目GDP比▲2.1%（2015年度計画）と、ほぼ最低水準にとどまっている。しかしながら、国内が資金不足（投資超過）にある豪州にとって、海外マネーでファイナンスする構図はこの先も不変と考えられ（第7図、8図）、海外からの安定的な資金流入を確保するためにも政府としては高格付け（現行AAA）を維持する必要がある。このため、先進国では最低水準の財政赤字を保ちながらも、大規模な財政出動は難しく、景気へのこ入れは見込み難いと考えられる。

国内が資金不足にある豪州は、海外からの安定的な資金流入を確保するには、高格付け維持が必要

第7図：豪州の貯蓄・投資バランス



第8図：海外からの流入資金



4. 物価と金融政策

インフレ圧力は抑制

豪州のインフレ圧力は抑制されている。4-6月期の消費者物価指数は前年比+1.5%と、前期の同+1.3%から小幅上昇したが、3四半期連続でRBAの物価目標(同+2~3%)を下回った(第9図)。

RBAは2013年8月の利下げを最後に、1年以上に亘り政策金利を据え置いてきたが、今年2月、景気減速が続いていたことと、資源価格が大幅に下落したこと、物価も落ち着いていることなどを背景に、約1年半ぶりの利下げに踏み切った(第10図)。以降、5月にも追加利下げを実施し、豪ドル安により輸出を下支えする姿勢を堅持している。7月の定例理事会議事録(7月7日開催)によると、RBAは「商品価格の下落を考えると、豪ドル安に伴う景気浮揚効果は想定よりも小さい」と評価し、豪ドル相場が実質実効ベースで足元まで前年比1割下落しているにもかかわらず、「さらなる通貨安が見込まれるとともに、不可欠である」との認識を示した。

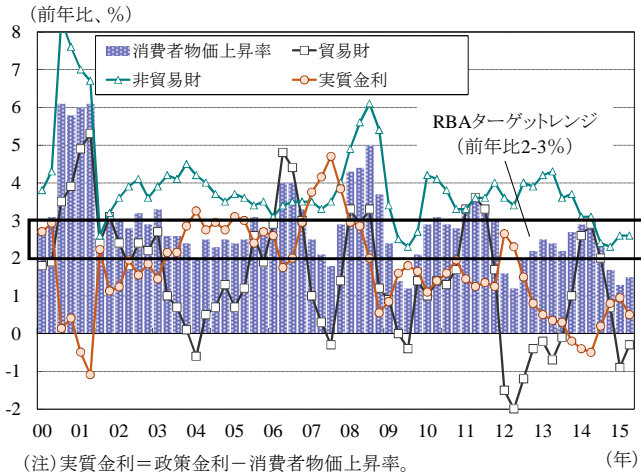
8月の会合では更なる通貨安を望む文言を削除

しかしその後、8月の理事会(4日開催)では政策金利を据え置くとともに、「さらなる豪ドル安を望む」という文言は削除した。これに伴い市場の追加緩和観測は一旦後退したが、8月半ばに中国経済の先行き不透明感が高まったことや、資源価格の一段の下落などを受けて、市場の追加緩和観測も再び高まっている。

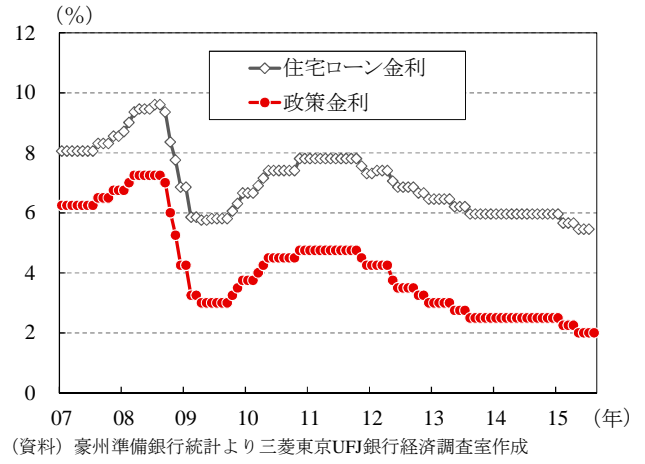
追加金融緩和に踏み切る可能性は依然残存

利下げにより住宅市場が一段と過熱するリスクはあるが、RBAは貸出基準の厳格化などをもって対応する方針であり、利下げによる景気浮揚を重視しているとみられる。景気が広範囲に亘り減速している上、財政の出動余地には限界がある以上、一段の豪ドル安を促すため、RBAが追加金融緩和に踏み切る可能性は依然残存している。

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

～資源価格が低迷するなか、低成長が続く見通し～

1. 中南米経済の概況

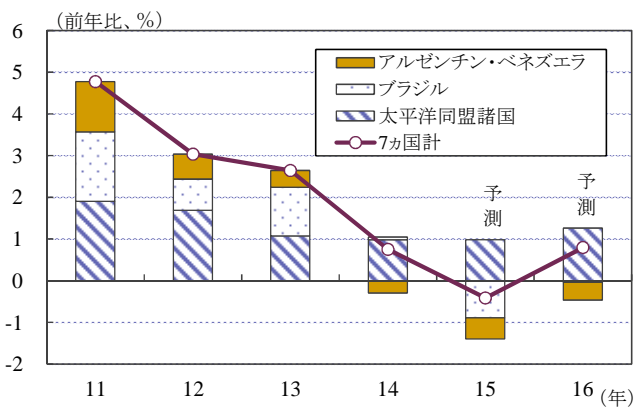
中南米主要7カ国の1-3月期の実質GDP成長率はゼロ成長に止まる

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、資源価格下落の影響で失速感が強まっている。1-3月期の実質GDP成長率をみると、原油への依存度が高いベネズエラは前年比▲3.7%（推計）、ブラジルも同▲1.6%と両国共にマイナス成長が続いている。また、これまで比較的堅調を維持してきた太平洋同盟諸国（メキシコ、コロンビア、チリ、ペルー）にも、資源価格下落の影響が及んでおり、中南米主要7カ国の1-3月期の実質GDP成長率はゼロ成長に止まり、足元で更に減速している模様である。

2015年はマイナス成長、2016年も低成長に止まる見通し

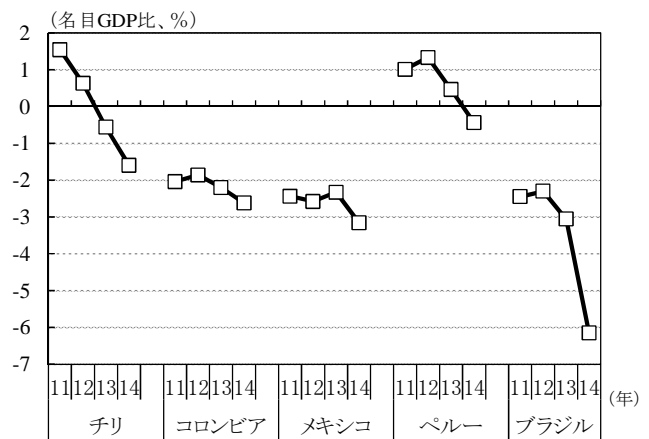
資源価格の低迷が見込まれるなか、今後も中南米経済は低成長が続くとみられる。主要7カ国の実質GDP成長率をみると、2015年は同▲0.4%程度のマイナス成長、2016年もプラスに転じるもの同+0.8%と低成長に止まろう（第1図）。各国の財政収支は総じて悪化しており（第2図）、財政政策による景気の下支えは期待し難い。また、米国の利上げが近づくなか為替は下落基調にあり、金融政策も難しい舵取りを迫られている。

第1図:中南米7カ国の実質GDP成長率と寄与度



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

第2図:各国の財政収支



(資料) Thomson Reuters

2. 主要国の動向

(1) ブラジル

①景気の現状

1-3月期の成長率は4四半期連続のマイナス成長

ブラジルの景気は一段と悪化している。1-3月期の実質GDP成長率は前年比▲1.6%と4四半期連続で減少し、かつ減少幅が拡大した。内訳を見ると民間消費、政府消費、固定資本形成が揃って前年割れし、内需が総崩れとなった。民間消費が前年割れとなるのは2003年7-9月期以来、約

12年ぶりのことである。

足元でも景気悪化が続いている。4-6月期の鉱工業生産は前年比▲6.7%と減少が続いている。消費及び投資の低迷を反映し、耐久財(同▲13.5%)、資本財(同▲22.5%)共に二桁減となった(第3図)。

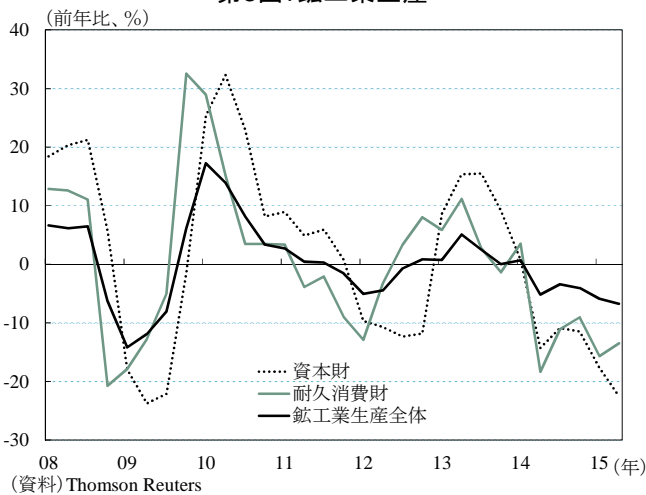
財政引き締めも景気の下押し要因に

また、財政引き締めも景気の下押し要因となっている。政府は外貨建て国債の投資適格級を維持すべく歳出削減を進めているが、景気悪化により税収が減少していることから財政収支の黒字化は計画通りに進んでいない。政府は2015年のプライマリーバランス(基礎的財政収支)目標をGDP比+1.19%から同+0.15%へ下方修正したが、目標達成は容易ではない状況にある。

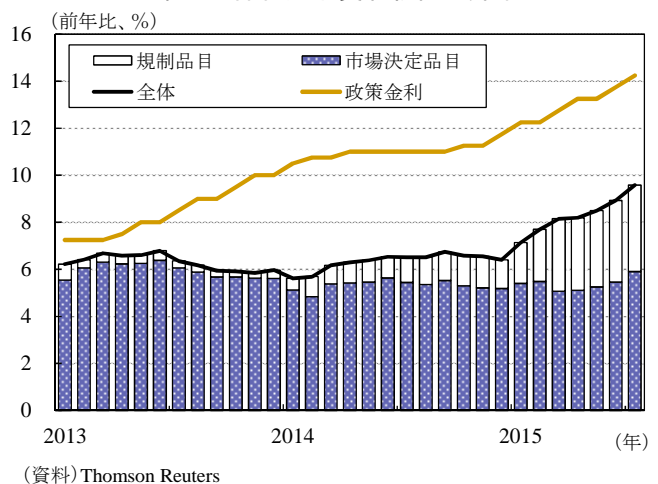
増税や公共料金の引き上げでインフレが加速

政府は公共投資の削減に加え、増税や公共料金を引き上げることで財政再建を図っている。この副作用として消費者物価上昇率は、政府が価格を決定する「規制品目」を中心として年明け後急上昇し、中央銀行の目標レンジ(2.5-6.5%)から大きく上方乖離した(第4図)。ただし、「市場決定品目」も高水準の伸びが続いていることから、中央銀行はインフレ懸念の高まりを抑制するため金融引き締め姿勢を維持しており、政策金利を7会合連続で14.25%まで引き上げている。

第3図: 鉱工業生産



第4図: 品目別消費者物価上昇率



②見通し

景気低迷が続く見込み

今後についても、ブラジル経済は低迷が続くことが予想される。金利の高止まりを受け、消費や投資の回復が遅れることに加え、資源価格の低迷が見込まれるなか、当面輸出の明確な持ち直しが期待しにくいためである(第5図)。

また、財政再建のために公共投資が当初計画より削減されていることも、景気の抑制要因となろう。1-7月の公共事業費は前年比▲37.2%と大幅減となった。ブラジルのインフラ不足は深刻で、物流費の高さや滞貨時間の長さは、いわゆる「ブラジル・コスト」と称されている。インフラ投資の抑制は、短期的に景気にとってマイナスとなるのみならず、中期的な成長

力を削ぐことにもつながる。

2016年にかけて、
マイナス成長が続く

景気の支援材料は、2016年以降はインフレ鈍化に伴い利下げが期待できることである。足元の消費者物価上昇率は加速しているが、これまでの利上げが奏功し、インフレ期待は上昇に歯止めがかかっている。中央銀行が集計している民間エコノミストらの消費者物価上昇率予想によると、2016年及び2017年の見通しは、それぞれ前年比+5.5%、同+4.6%と落ち着いている（第6図）。中銀は直近の声明で、当面の金利据え置きを示唆しており、利上げ局面は終了した公算が大きい。米国の金融政策の動向には注意が必要であるが、2016年は利下げが期待できる。

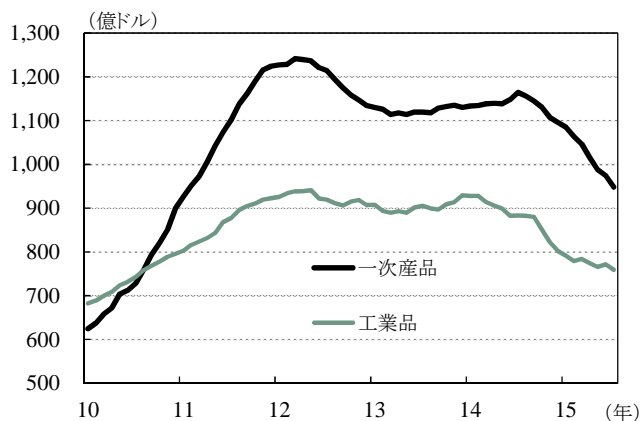
中銀は金利据え置きを示唆

以上を踏まえると、2015年通年の実質GDP成長率は前年比▲2.1%とマイナス成長に転じ、2016年も同▲0.1%と2年連続でマイナス成長が続くと予想する。

リスクは政局の混乱に伴う、レアルの急落

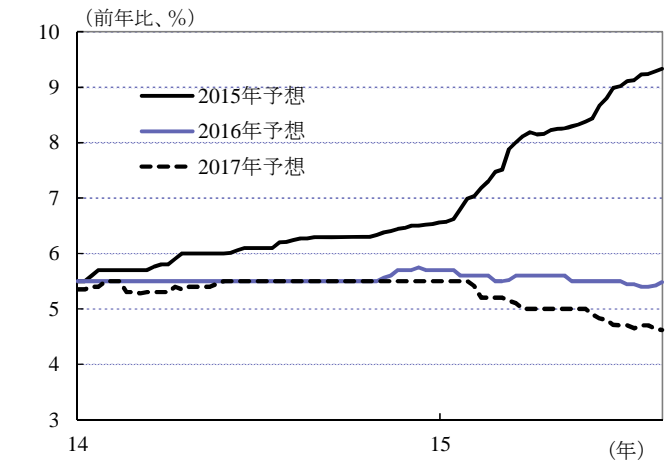
リスクは、政局の混乱が考えられる。ルセフ政権への支持率は景気悪化や国営企業をめぐる政治家の汚職疑惑により8%と低迷しており、大統領弾劾を求める声も高まってきている。政局混乱は、ブラジル政府への信認低下を招き、レアル急落というシナリオも想定しておく必要がある。

第5図：品目別輸出



(注) 12ヵ月移動平均
(資料) Thomson Reuters

第6図：消費者物価上昇率の民間予想(平均)



(資料) ブラジル中央銀行

(2) アルゼンチン

①景気の現状

景気は政府の消費喚起策を受け持ち直し

アルゼンチン経済は持ち直しの動きがみられる。主力の大豆輸出が好調なほか、消費者マインドも回復傾向が続いており（第7図）、消費を押し上げているとみられる。これは今年10月の大統領選挙を控えバラマキ型の政策が採られているため、政府は年金支給額や公務員給与の引き上げ、白物家電購入の補助金支給等の消費喚起策を打ち出している。これを受け、鉱工業生産も2014年10-12月期を底に4-6月期まで回復が持続している。

財政赤字の拡大やインフレといった副作用が顕在化

もともと、こうした政策は財政赤字やインフレといった副作用をもたらしている。ラテンアメリカ経済研究所の推計によると、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

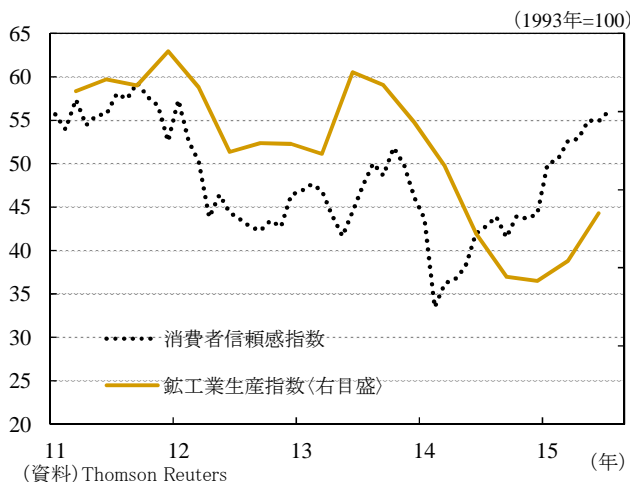
のファイナンスは中銀がまかなっており、マネーサプライ（M3）は前年比+34.6%（6月）と高い伸びとなっている。民間コンサルタントが独自に集計した消費者物価上昇率の平均値は、前年比+27.9%（6月）と高止まりしている（第8図）。

②見通し

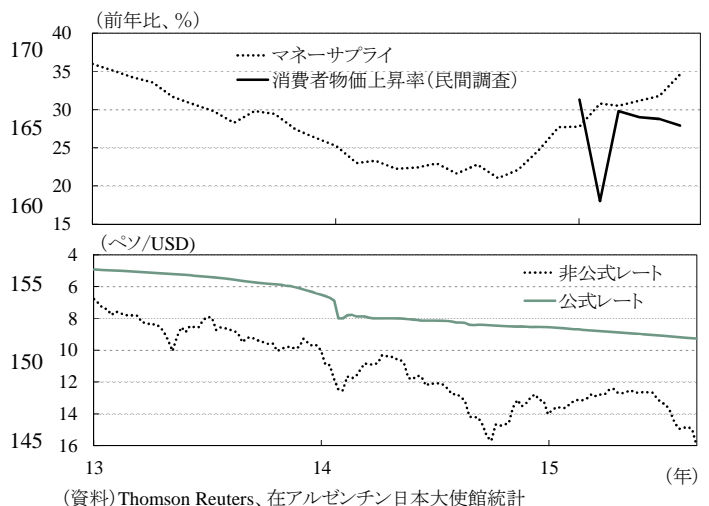
インフレ高進で景気は悪化、2016年は再びマイナス成長へ

こうした刺激策により、景気は短期的には下支えされるが、通貨の増発がインフレ加速をもたらし、成長を抑制することになる。2015年の実質GDP成長率は前年比+0.5%と前年並みの成長率を確保するとみられるが、2016年は同▲1.5%と再びマイナス成長に陥ると予想する。また、高いインフレ率は競争力の低下を招いており、いずれペソの下落を余儀なくされるとみられる。為替市場はすでにペソの下落加速を織り込んであり、非公式レートは公式レートに比べ7割程度減価している（第8図）。10月の大統領選挙後に誕生する新政権は、いずれ経済政策の修正を迫られる公算が大きいだろう。

第7図：消費者信頼感、鉱工業生産指数



第8図：CPI・マネーサプライ・対ドル為替レート



(3) メキシコ

①景気の現状

鉱業が低調な一方、好調な製造業が景気を下支え

メキシコ経済も原油価格下落の影響を受けているが、製造業が下支えとなり相対的には堅調を維持している。4-6月期の実質GDP成長率は前年比+2.2%と前期(同+2.6%)から小幅減速に止まった。生産動向をみると、原油価格下落を背景に鉱業が2014年初から緩やかな低下傾向が続く一方、米国の景気回復を追い風に製造業は緩やかな拡大が続いている(第9図)。これらを受け雇用・所得環境も2015年前半の実質所定内賃金上昇率が前年比+7.7%と高い伸びとなるなど良好を維持しており、消費についても堅調に推移している。また、企業マインドの改善から設備投資も底堅く推移している。

物価は低位安定

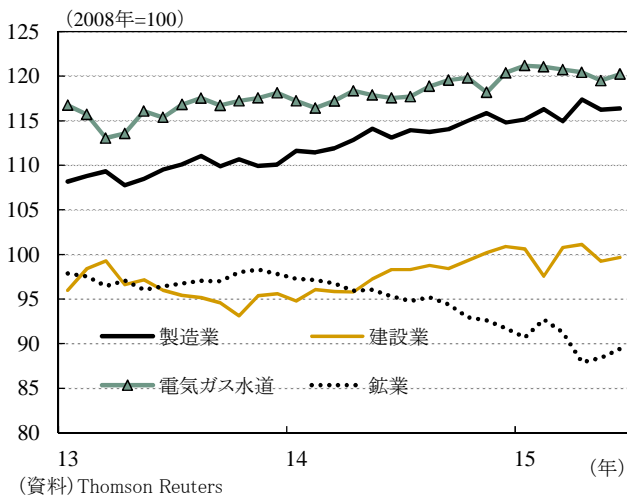
物価についてもマクロ経済のバランスの良さを反映して低位安定しており、年前半の消費者物価上昇率は前年比+2.7~3.2%に収まっている（6月の消費者物価上昇率は同+2.7%）。原油価格下落によるガソリン価格の低下に加え、電話料金の引き下げなどが物価安定の背景にある。

②見通し

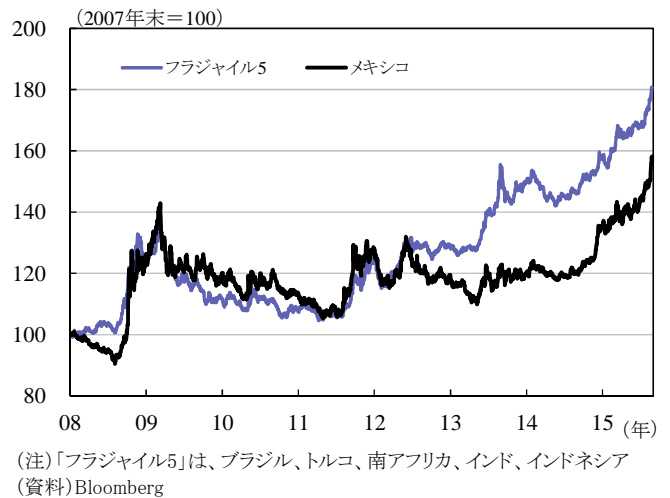
米国経済の回復を 追い風に、2016年 の成長率は3%台 前半へ加速

メキシコは北米の生産基地として地位を固めており、他の中南米諸国と比べて米国やカナダ向けの製品輸出の比率が高い。従って米国経済回復の恩恵を受けやすく、今後は、米国向け輸出の増加を起点とした景気回復が見込まれよう。2015年の実質GDP成長率は前年比+2.4%、2016年も成長ペースを徐々に高め同+3.3%と潜在成長率（3.5%前後）近辺まで高まると予想する。また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るだろう。金融政策については、他の新興諸国通貨に比べペソの下落幅は限られていることや（第10図）、相対的に経済・物価環境は安定していることから、米国に追随する可能性が高い。ただし、新興国リスクへの高まりを受け、米国を上回るペースでの利上げを余儀なくされる可能性には留意が必要である。

第9図：業種別生産指数



第10図：対ドル為替レート



第1表 中南米経済の見通し総括表

| | 実質GDP成長率(%) | | | 消費者物価上昇率(%) | | | 経常収支(億ドル) | | |
|----------|-------------|-------|-------|-------------|-------|-------|-----------|---------|---------|
| | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
| ブラジル | 0.1 | ▲ 2.1 | ▲ 0.1 | 6.3 | 9.5 | 5.5 | ▲ 1,047 | ▲ 800 | ▲ 700 |
| メキシコ | 2.1 | 2.4 | 3.3 | 4.0 | 3.0 | 3.0 | ▲ 265 | ▲ 250 | ▲ 300 |
| アルゼンチン | 0.5 | 0.5 | ▲ 1.5 | 23.9 | 16.0 | 30.0 | ▲ 51 | ▲ 100 | ▲ 50 |
| 中南米全体(注) | 0.7 | ▲ 0.4 | 0.8 | 11.8 | 18.8 | 15.7 | ▲ 1,587 | ▲ 1,520 | ▲ 1,390 |

(注) 全体の数値は主要7か国の統計に基づく。各国の比重は2014年ドル建て名目GDPによる。

主要7か国は、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。

2014年は実績、2015年、2016年は予測

(国際通貨研究所 森川 央)

Ⅶ. 原油価格

～供給超過が続き、原油価格は低水準で推移～

1. 価格動向

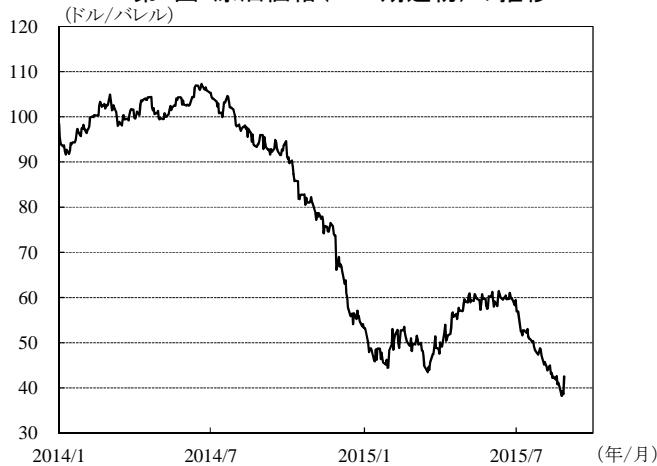
WTI は一時 1 バレル 37 ドル台と 2009 年以来の安値に下落

原油価格は 7 月以降、大幅に下落している（第 1 図）。WTI（期近物）はギリシャ債務問題や中国株急落を受けた投資家のリスク警戒姿勢の強まりを背景に、7 月 6 日（ギリシャ国民投票翌日）に 1 バレル＝52.53 ドル、前日比▲4.4 ドルと急落した。14 日にはイラン核協議最終合意が世界的な供給拡大につながると思惑が高まったことに加え、米国の石油リグ稼働数や原油在庫の増加等の売り材料やドル高を受けて、WTI は下落傾向を辿った。8 月に入ると、人民元切り下げを契機に中国景気先行き不安と投資家のリスク回避姿勢が急速に強まったことから WTI は下げ足を速め、8 月 24 日には世界的な株安が進む中、一時同 37.75 ドルと 2009 年 2 月以来の安値をつけた。しかし 25 日は中国当局の追加金融緩和を受けて投資家の過度なリスク回避が後退し、WTI はやや値を戻している。

投機筋の買い越し額は大幅減少

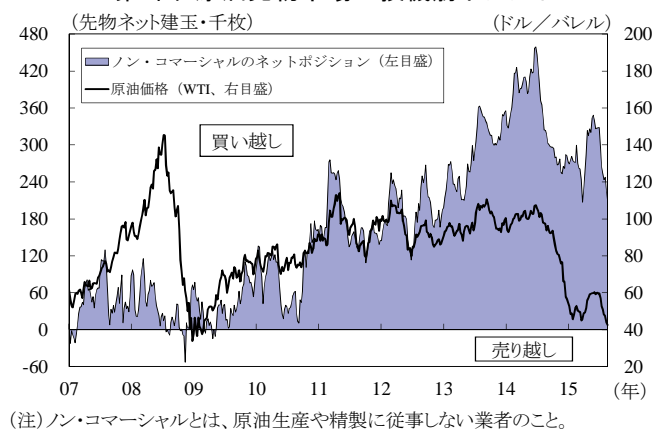
原油先物市場では、世界的な金融緩和を背景に投機マネーが大量に流入し、価格変動を増幅させてきた経緯にあるが、こうした投機筋の買い越し額は昨年 6 月をピークに減少に転じ、足許でも再び大幅減少が続いている（第 2 図）。

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

4-6 月期は供給超過幅が拡大

世界の需給バランスは 2014 年以降、供給超過が続いているが、今年 4-6 月期は石油輸出国機構 (OPEC) の生産増加を主因に超過幅がさらに拡大した。今後について需要と供給の両サイドをみると、まず需要については、先進国の原油需要は景気回復と原油安の効果为背景にプラスの伸びに転じると見込まれる。新興国についても、景気はやや鈍化するものの、原油需要は堅調な伸びとなり、世界需要全体では 2015 年通年で前年比+1%台

世界の原油需要は着実な伸びが継続

後半と昨年（同+0.8%）を上回るとみられる。2016年については、欧州の需要が前年の厳冬要因の反動からマイナスの伸びとなろうが、米国の景気拡大や新興国景気が底堅く推移すると見込まれるため、世界の原油需要は着実な伸びを示すと予想される。

米シェールオイル生産は減少基調の見込み

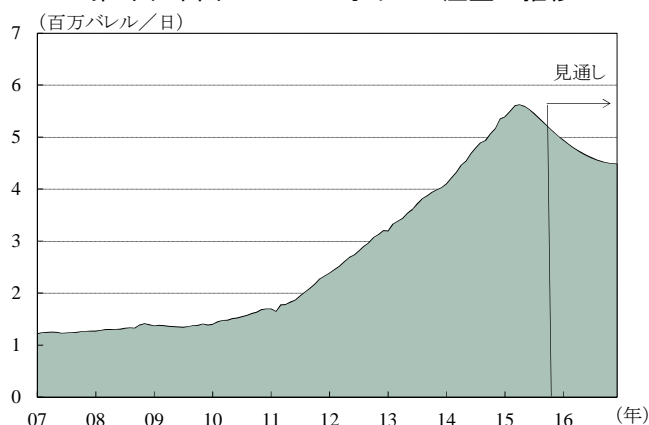
供給面では、注目される米国のシェールオイル生産量が4月をピークに3ヵ月連続で減少している（第3図）。7月以降の原油価格の大幅下落を踏まえると、生産量は緩やかながら先行きも減少基調を辿ると予想される。

OPECは減産しない方針を維持

他方、OPECの原油生産量は生産目標（日量3,000万バレル）を上回って推移している（第4図）。OPECは、世界的な供給超過の主因は米シェールオイル生産拡大との認識の下、市場シェア確保を優先して高水準の生産を続けている。今後、関係者が口先介入によって原油価格の底打ちを図ることもあり得ようが、OPECとして減産を決定する可能性は低い。また、2016年に向けては、イランの生産動向が重要なポイントとなる。7月14日、イランと欧米等6カ国は核問題について最終合意に到達、2016年実施が見込まれる経済制裁の解除後は、イラン産原油の輸出再開が想定される。生産増加は緩やかなものとなる見込みだが、世界の原油供給超過をさらに拡大させ、価格の上値を抑える要因となるため、その動向を注視する必要がある。

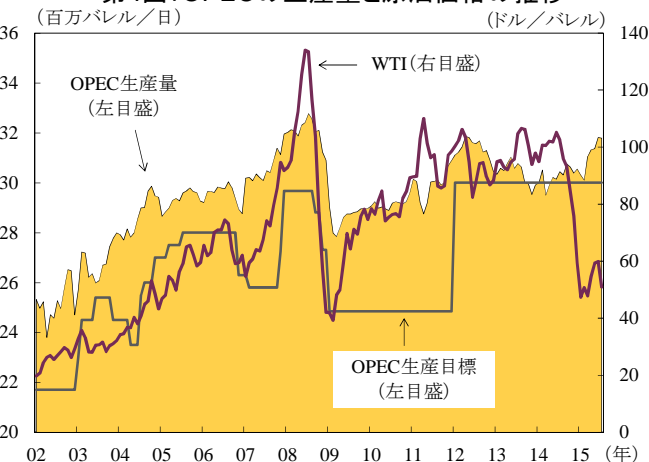
注目される今後のイラン生産増加ペース

第3図：米国のシェールオイル生産量の推移



(注) 試算の前提条件は、主要7産地についてリグ稼働数は2015年7月以降不変、新規リグ1基あたり生産量と既存油井の減少量の変化率は2015年1～8月の平均。
(資料) 米国エネルギー情報局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：OPECの生産量と原油価格の推移



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

3. 価格の見通し

2016年にかけて、原油価格は四半期平均43～52ドル台の推移と予想

2016年にかけて、世界の原油需給バランスは供給超過が続くとみられる。世界の需要は、先進国の景気拡大と新興国の成長持続を背景に着実な伸びとなろうが、依然として供給が上回るとみられるためである。供給については、米国のシェールオイル生産量こそ原油価格の低水準推移を背景に緩やかな減少基調を辿ると見込まれるものの、OPECは大幅減産しない姿勢を維持し、2016年にはイランの生産増加も加わるとみられる。

原油価格は当面、中国ほか新興国の景気失速懸念が重石となる展開が続
き低水準で推移しよう。2016年にかけて WTI は各四半期の平均で 43～52
ドル台の推移が予想される。

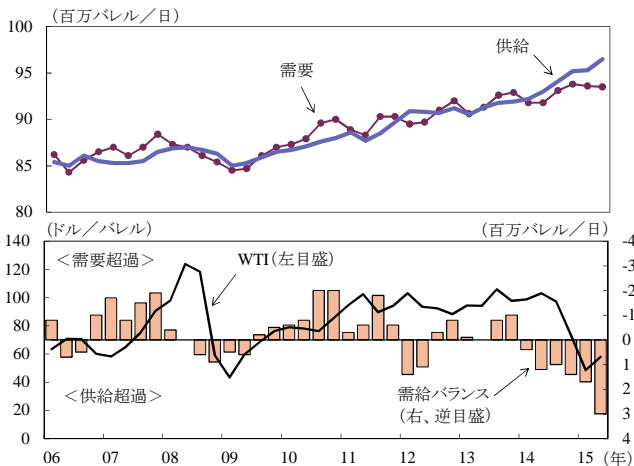
(篠原 令子)

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 | 58.0 | ▲43.7% |
| 2015/Q3 | 43 | ▲55.8% |
| 2015/Q4 | 44 | ▲39.9% |
| 2016/Q1 | 46 | ▲5.3% |
| 2016/Q2 | 50 | ▲13.7% |
| 2016/Q3 | 50 | 16.3% |
| 2016/Q4 | 52 | 18.2% |
| 2014年 | 92.9 | ▲5.2% |
| 2015年 | 48 | ▲47.9% |
| 2016年 | 50 | 2.3% |

見通し

第5図：世界の原油需要と供給の推移



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

(注) 期中平均価格

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 石丸)

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

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。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。