

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済は新たな安定を模索するなかで緩やかに上向く方向に～

日 本

～マインドの改善が支出の拡大をサポートし、景気は底堅さを増す展開に～

米 国

～内需を牽引役とした自律的な景気拡大が持続する見込み～

西 欧

～ECB の追加緩和に支えられ、緩やかな回復基調を維持～

ア ジ ア

～外需の下押しは徐々に緩和するも、回復ペースは力強さを欠く展開～

オーストラリア

～資源価格の低迷が景気の重石に～

中南米

～ブラジル、アルゼンチンは深刻な不況へ、メキシコは緩やかな拡大を維持～

ロシア・中東欧

～ロシアの景気低迷は当面継続、中東欧は個人消費が支えに～

原油価格

～供給超過が根強く、原油価格は低迷～

見通しの概要

世界経済は新たな安定を模索するなかで緩やかに上向く方向に

2015 年も残すところ一ヵ月となったが、やや気忙しいながら今年の世界経済を振り返るとすると、ギリシャの混乱に始まり、年央には中国発のグローバルな市場の動揺が話題を独占、直近では欧州でキナ臭い事件が発生するなど目まぐるしい展開の中、通してみると減速感の強まった一年だったといえるのではないだろうか。そして、その減速感が、成長のフロンティアであったはずの新興国でより強まったのが特徴である。

特に、世界経済の中での存在感を高めた中国が、公式統計から窺われる以上の減速感を示したことで、新興国経済全般に対する過度な期待が剥落し、原油等資源価格に広範な調整圧力をかけたこと、さらにそれが資源国や資源関連企業にもたらした負の影響がここまで深刻化したことは、大方の年初の想定を大きく超えたのではないだろうか。8 月の中国人民元切り下げを契機とした世界同時株安は、こうした世界経済の変化に戸惑う投資家の不安心理を象徴的に示した出来事だったともいえる。

他方、欧米経済が循環的な景気拡大局面にあったことは、世界経済の失速回避に寄与したとみられる。特に米国が、年初の悪天候やドル高などの逆風もこなしながら、国内需要を中心とした自律的な成長力を示したのは、往年の「米国一人勝ち」とまでいえるほどの好調さはないにせよ、世界一の経済大国の面目躍如たる観があった。

こうした中、日本経済については、回復基調が腰折れはしなかったものの、持続的な成長に点火しないもどかしさの目立つ展開だったと総括できよう。企業収益こそ堅調推移を示したものの、輸出が新興国経済の減速の影響で横這い圏内の動きに止まり、企業マインドも慎重化、それを受けて設備投資も 4-6 月期、7-9 月期と連続して弱い動きとなった。

今回の一連の新興国の減速の遠因を改めて考えると、リーマン・ショックを契機とした金融危機にその源流を求めることができる。すなわち、金融危機で先進国は一斉に大規模金融緩和に踏み切り、それによる金利の低下は、新興国経済への過度な期待を伴いながら先進国から新興国への資金流入をもたらした。また、中国ではいわゆる「4 兆元対策」による景気対策が発動され、ただでさえ投資過剰体質であった中国経済を更なる投資によって再加速させた。さらに、これら新興国の経済成長への期待が、需給逼迫予想による資源価格の高騰を持続させたわけである。

現在、多くの新興国あるいは資源国が減速に見舞われているのは、上記の要因が逆回転を始め、積み上がった不均衡が調整する動きと解釈することができるだろう。即ち、過剰投資の調整を余儀なくされている中国を始め、新興国経済の減速が資源価格下落、貿易落ち込みとシンクロナイズしながら進行しているわけである。また、米国が金融政策正常化への模索を始めるなかで、新興国から米国への資金還流圧力が生じ、新興国は資源安、貿易落ち込みに加え、金融市場の動揺にも見舞われるなど、複合的な調整を余儀なくされている。その余波は、循環的な回復局面にある先進国にも一部押し寄せている。

それでは、こうした現状を踏まえ、新年の内外経済はどのように展望できるだろうか。まず、震源地の一つである中国の動向が焦点になるのは間違いない。中国は、現在、過剰投資の調整を行いながら、投資主導から消費主導へと成長モデルの移行を図る経済構造の転換局面にある。気になるのは次なる主役とされる消費の動向だが、安定した雇用・所得環境を背景に引き続き拡大基調を維持するとみられるのはサポート材料の一つである。また、投資についても、重工業や不動産こそ大幅減速を余儀なくされるものの、次の5ヵ年計画でも重視されている都市化推進の中で、インフラ投資の拡大が相応の寄与をみせるものと見込まれる。したがって、投資減速のインパクトは残るものの、経済全体がこのまま急失速していくことは想定しにくい。今年に入ってから大幅な減少に転じて世界を慌てさせた輸出入についても、数量ベースでは徐々に安定していくなか、価格要因による下押し要因も徐々に剥落していこう。これらに伴い、他の新興国、資源国も徐々に落ち着きを取り戻す動きとなろう。ただし、中国は新しい5ヵ年計画の初年度でもあり、政治や対米関係などとも合わせ、構造調整の行方はよく注視しておく必要がある。

欧米経済については、新興国経済減速の影響は残るものの、現在の自律的な回復のモメンタムは途切れまい。過去、米国は利上げが結果的に景気後退の引き金を引くケースが多く、米国の金融出口戦略の行方は一つの焦点となるが、今回は、経済の不均衡を是正するための利上げというより、金融政策正常化のための水準調整の色彩が強く、米国経済にはそれを消化するだけの力はあるとみられる。但し、先日のパリの事件が示した通り、地政学リスクが再び高まってきたことは留意されよう。中東では、既存政府が機能していない地域が広がり、現地武装勢力あるいは欧米国内（Home-grown）の過激派によるテロと欧米の軍事行動という暴力の連鎖が続く様相をみせている。各国協調による総合的な対策が望まれるところだが、事態の推移によっては、世界経済に暗い影を落とす可能性がある。

国内に目を転じると、好調な企業収益が、設備投資や賃上げなど企業の前向きな支出に繋がるかが焦点となろう。この点、直近の経済成長率が2四半期連続でマイナス成長とはなったものの、各種マインド調査の結果からは景気の腰折れという様相は窺われず、回復基調自体は維持されているとみられる。したがって、海外の不透明感が更に高まるような事態にならなければ、高水準の企業収益をベースに、所得・雇用環境の改善を通じて消費、投資が底堅く拡大していく展開になろう。

今年は、資源価格の「クラッシュ」が各種経済主体に大きな調整圧力を掛け続けた一年であったが、新しい均衡価格を模索するなかで、価格が底這いを続けたとしても、来年になると前年比マイナス要因は徐々に剥落していく。その意味で、今年が「不均衡の調整局面」だったとすれば、来年は「新たな安定の模索局面」となるものとみられ、世界経済は緩やかながらも上向いていくものと予想する。

（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45カ国・地域 (名目GDPで加重平均)		64.83	1,453	2.8	2.6	2.8	2.7	3.0	3.8			
先進国・地域		42.55	954	1.8	1.9	2.1	1.3	0.2	1.4			
新興国		22.28	499	4.8	3.8	4.2	5.4	8.3	8.3			
アジア・オセアニア	日本(年度ベース)	4.46	100	▲ 0.9	1.0	1.7	2.8	0.2	1.2	721	1,299	1,135
	アジア11カ国・地域	17.05	382	6.4	5.9	5.9	2.7	2.0	2.4	4,339	5,603	4,819
	中国	10.36	232	7.3	6.8	6.5	2.0	1.5	1.9	2,197	2,996	2,529
	インド(年度ベース)	2.05	46	7.4	7.6	7.9	6.0	4.9	5.2	▲ 275	▲ 192	▲ 231
	NIEs4カ国・地域	2.54	57	3.3	2.1	2.6	1.6	0.7	1.5	2,189	2,504	2,294
	韓国	1.41	32	3.3	2.4	2.9	1.3	0.7	1.6	892	955	788
	台湾	0.53	12	3.9	1.1	2.4	1.2	▲ 0.1	1.2	653	774	670
	香港	0.29	7	2.5	2.3	2.0	4.4	2.9	2.6	56	85	76
	シンガポール	0.31	7	2.9	2.1	2.5	1.0	▲ 0.3	0.6	588	690	760
	ASEAN5カ国	2.10	47	4.7	4.7	4.9	4.5	3.3	3.3	228	295	227
	インドネシア	0.89	20	5.0	4.8	5.0	6.4	6.5	4.3	▲ 275	▲ 196	▲ 183
	マレーシア	0.34	8	6.0	4.8	4.9	3.1	2.3	2.4	145	109	114
	タイ	0.40	9	0.9	2.7	3.2	1.9	▲ 0.7	1.6	154	205	173
	フィリピン	0.28	6	6.1	5.8	6.0	4.1	1.4	2.5	109	88	75
	ベトナム	0.19	4	6.0	6.4	6.3	4.1	0.7	4.1	95	88	48
	オーストラリア	1.44	32	2.7	2.2	2.3	2.5	1.5	2.2	▲ 396	▲ 436	▲ 430
米州	米国	17.35	389	2.4	2.5	2.6	1.6	0.1	1.9	▲ 3,895	▲ 4,463	▲ 4,750
	中南米7カ国	5.23	117	0.7	▲ 1.1	▲ 0.4	11.9	23.7	25.6	▲ 1,587	▲ 1,380	▲ 1,110
	ブラジル	2.35	53	0.1	▲ 3.3	▲ 2.3	6.4	9.7	7.0	▲ 1,047	▲ 600	▲ 400
	メキシコ	1.29	29	2.1	2.5	2.8	4.1	2.8	3.0	▲ 265	▲ 300	▲ 300
	アルゼンチン	0.54	12	0.5	1.0	▲ 1.5	23.9	16.0	30.0	▲ 51	▲ 100	▲ 100
欧州	ユーロ圏19カ国	13.46	302	0.9	1.4	1.5	0.4	0.1	0.9	2,954	2,784	2,650
	ドイツ	3.87	87	1.6	1.6	1.7	0.8	0.4	1.4	2,649	2,599	2,424
	フランス	2.83	64	0.2	1.0	1.3	0.6	0.0	0.9	▲ 277	▲ 216	▲ 50
	イタリア	2.15	48	▲ 0.4	0.7	0.8	0.2	0.0	0.7	364	347	283
	英国	2.95	66	2.9	2.4	2.3	1.5	0.0	0.6	▲ 1,530	▲ 1,249	▲ 1,205
	ロシア、中東欧3カ国	2.75	62	1.3	▲ 1.4	0.5	5.3	10.2	5.3	588	549	492
	ロシア	1.86	42	0.6	▲ 3.6	▲ 0.5	7.8	15.3	7.1	595	520	500
	チェコ	0.21	5	2.0	4.2	2.4	0.4	0.5	1.5	13	19	10
	ハンガリー	0.14	3	3.7	2.7	2.2	▲ 0.2	0.0	2.2	57	35	32
	ポーランド	0.55	12	3.3	3.5	3.3	0.0	▲ 0.8	1.4	▲ 76	▲ 25	▲ 50

<参考>

世界45カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)		3.3	3.0	3.3	3.4	4.0	4.5
----------------------------------	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

(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45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。

(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

～マインドの改善が支出の拡大をサポートし、景気は底堅さを増す展開に～

1. 日本経済の概況

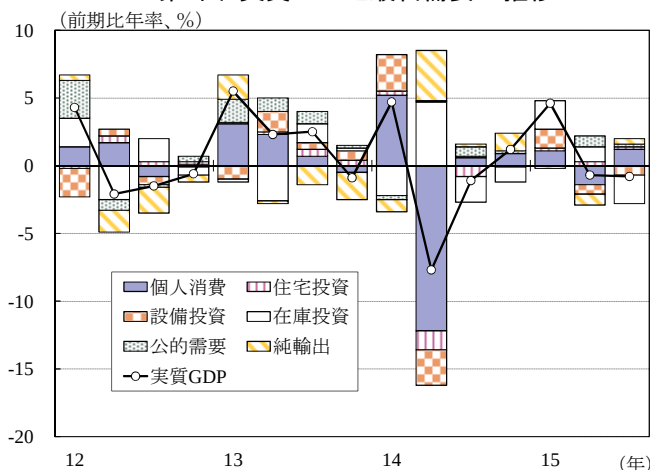
実質 GDP 成長率は
2 四半期連続でマ
イナスとなるも、在
庫投資を除いた最
終需要は持ち直し

7-9 月期の実質 GDP は前期比年率▲0.8%と 2 四半期連続でマイナス成長となった。景気が踊り場にあることが示された格好だが、需要項目別にみると景気の底堅さを示す材料も多い（第 1 図）。まず内需の中心である個人消費は同+2.1%と、雇用・所得環境の改善を背景に概ね順調に回復した。また、世界経済減速の影響を受けて 4-6 月期に大きく落ち込んだ輸出も、先進国向けを中心に同+10.9%と持ち直しに転じている。設備投資が 2 四半期連続でマイナスとなったことは懸念材料だが、在庫投資を除く最終需要はプラスに転じており、景気の後退局面入りは回避されたといえる。

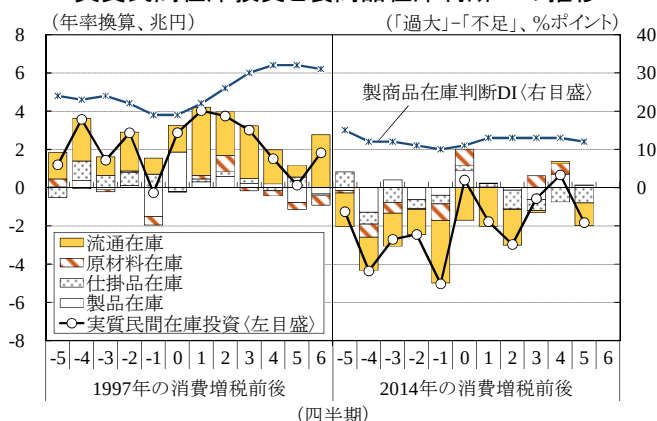
在庫調整は短期・軽
微に止まる公算

なお、在庫投資は GDP がマイナス成長となる主因となったが、先行き、成長率を大きく押し下げる要因となる可能性は小さいと考えられる。在庫投資の動きをみると、4-6 月期に製品在庫等で若干の積み上がりがみられたが、それ以前はむしろ減少基調で推移しており、在庫調整は足元で概ね完了したと考えてよいだろう（第 2 図）。日銀短観の『製商品在庫判断 DI』も上昇しておらず、1997 年の消費増税後に流通段階を中心に在庫が積み上がり、過剰感が一気に高まった頃の動きとは大きく異なっている。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



第2図：1997年と2014年の消費税率引き上げ前後の実質民間在庫投資と製商品在庫判断DIの推移



所得から支出への
前向きな循環を企
業や家計のマイン
ド改善がサポート
し、景気は底堅さを
増していく展開に

景気は在庫調整の動きも影響しもたつきがみられたが、支出拡大のベースとなる企業や家計の所得の改善傾向は維持されている。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現状程度の水準で安定的に推移する中、堅調な企業収益が、設備投資の持ち直し、また家計の所得改善を通じた消費支出の拡大に順調に繋がる展開を予想する。足元でやや慎重化している企業や家計のマインドが徐々に改善していく

ことも、こうした前向きな動きを円滑にさせよう。世界経済に関しては、米国や欧州など先進国の景気回復のモメンタムが、中国など新興国、資源国経済の軟調による下押し圧力を最終的に上回ると考えられ、日本の輸出も増勢を維持するとみられる。軟調な設備投資についても、海外経済の先行き不透明感が徐々に払拭されるにつれて、先送りされてきた投資需要が顕在化してくるだろう。今年度の実質 GDP は前年度比+1.0%と、年度前半の低調さから脱し、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。

海外経済の変調を 切っ掛けとした輸 出・設備投資の大幅 減がリスク要因

こうしたメインシナリオに対する下振れ要因として警戒すべきは、海外経済の想定を上回る悪化である。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、日本の輸出が腰折れを余儀なくされるだけでなく、企業マインドの萎縮を通じ設備投資も大幅に減少する可能性が大きい。更なるリスクシナリオとして想定されるのは、消去法的な円買いも同時に進行することで企業収益が大幅に減少し、経済の好循環が途切れてしまう展開ということになる

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	1.0	1.7
個人消費	▲ 3.1	0.6	1.6
住宅投資	▲ 11.6	3.7	3.2
設備投資	0.5	0.2	4.5
在庫投資(寄与度)	0.5	0.1	▲ 0.1
公的需要	0.8	0.9	0.6
純輸出(寄与度)	0.6	0.1	0.1
輸出	7.9	1.3	3.0
輸入	3.6	0.9	3.0
名目GDP	1.6	2.2	1.8
GDPデフレーター	2.5	1.2	0.1

(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

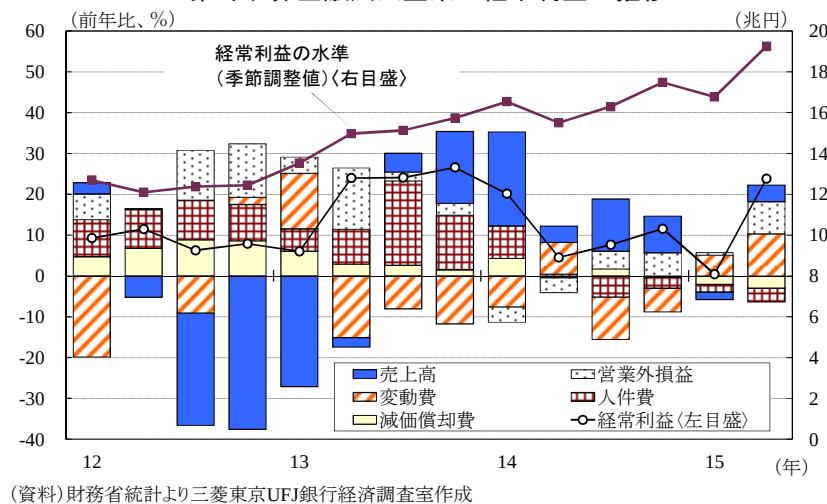
過去最高水準にある企業収益はこの先も堅調に推移する見通し

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 4-6 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 20 兆円弱と、過去最高を更新した（第 3 図）。東証一部上場企業の四半期決算を集計すると、7-9 月期の経常利益も前年同期比で増益を確保しており、

足元でも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、原油などの国際商品市況の下落が、企業収益全体の押し上げに引き続き寄与しているとみられる。また、経常利益の前年比伸び率を要因分解すると、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する動きが継続している。高水準の収益により、企業に前向きな支出を拡大させる余地が出てきたことは間違いないと評価できる。

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見込めば、国内外の需要回復を背景に底堅く推移する可能性が高い。問題はこれが雇用・所得環境の改善を通じた個人消費の拡大や企業の前向きな投資に繋がっていくかであり、以下それを考察する。

第3図：非金融法人企業の経常利益の推移



(2) 家計の支出増を支える雇用・所得環境

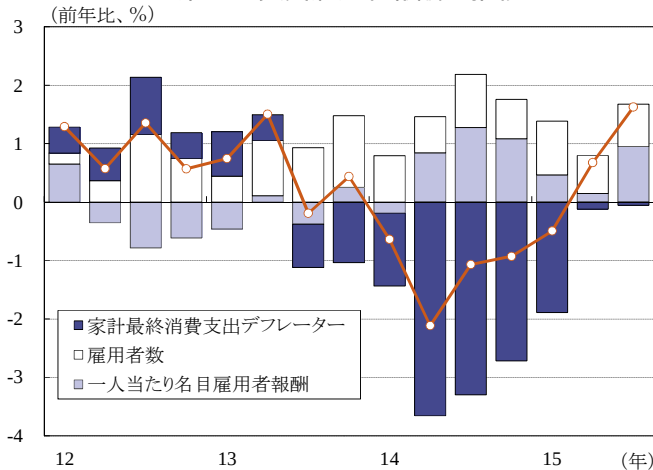
雇用者所得の改善
と節約志向の和ら
ぎが家計支出の増
加を促す見込み

労働需給の引き締めを受け、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。実質雇用者報酬は、雇用者数の安定的な拡大や賃金の上昇に加え、消費増税影響の一巡や原油価格下落による物価の押し下げもあり、増加傾向で推移している（第4図）。足元の実質雇用者報酬は、消費増税直前の水準を上回るどころまで回復した格好となっている。労働需給の引き締めを受けた雇用・所得環境の全般的な改善は、今後も継続する公算が大きい。

個人消費は、4-6月期には天候不順や家計の節約志向の高まりなどから低迷したものの、7-9月期には増加に転じた。先行きの個人消費は、雇用・所得環境の改善に加え、節約志向も次第に和らぐことで緩やかな増加基調を辿るだろう。日本リサーチ総合研究所の『消費者心理調査』から家計の1年後の物価見通し及び収入見通しの動きをみると、『物価 DI（「上がる」－「下がる」）』は概ね高水準横ばい圏内にある一方、『収入 DI（「増える・やや増える」－「減る・やや減る」）』は2015年に入って上昇傾

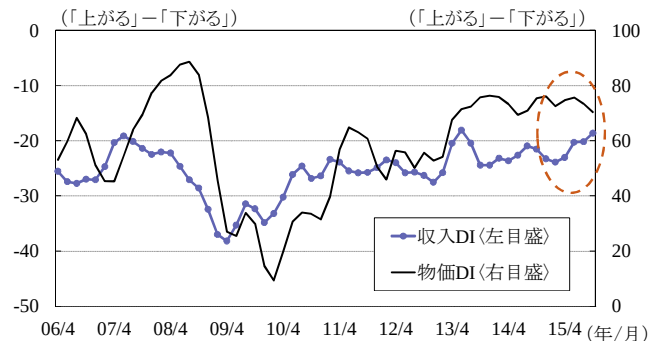
向が続いている（第5図）。物価上昇期待に収入の増加期待が追いつくことで、家計の節約志向も和らいでいくと見込まれる。

第4図：実質雇用者報酬の推移



（資料）内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：収入DIと物価DIの推移



（注）1. 『収入DI』は、今後1年間の自分または家族の収入について、「増える」、「やや増える」と答えた割合の合計から、「減る」、「やや減る」と答えた割合の合計を引いたもの。『物価DI』は、今後1年間の物価について、「上がる」と答えた割合から「下がる」と答えた割合を引いたもの。

2. 後方2期移動平均値。

（資料）日本リサーチ総合研究所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（3）設備投資を左右する企業マインド

海外経済の先行き不透明感が和らぐにつれ、先送りされていた設備投資は次第に実施に移されていく見込み

設備投資は7-9月期に前期比年率▲5.0%と、2四半期連続の減少となった。設備投資の軟調の要因を探るため、日銀短観で『国内・海外の需給判断DI』をみると、国内の需給は2000年以降で最も引き締まった状態にあると企業が判断している一方で、海外の需給環境は緩やかに悪化しているとみていることが示されている（第6図）。4-6月期の輸出の大幅減少や中国を始めとする新興国経済の先行き不透明感の高まりなどを受け、企業が設備投資に対して慎重姿勢を強めている可能性が示唆される。他方、企業収益は過去最高水準にある上に、雇用の不足感の高まりや設備ストックの過剰感の解消など、設備投資が拡大し易い環境は整っている。また、日銀短観などで示されている今年度の企業の設備投資計画は依然として高い水準にあり、企業の潜在的な投資需要は強い状態が足元でも概ね維持されていると考えられる。

後述するように、先進国を中心に海外経済は次第に安定化に向かい、輸出は今後も増加基調を維持する公算が大きい。内外経済の先行きに対する不透明感が和らぐことで、先送りされてきた企業の設備投資計画は次第に実行へと移されていくと予想する。設備投資は、このところの軟調から早晩脱し、先行きは増加基調に転じると予想する。

（4）輸出を方向づける海外経済と円相場

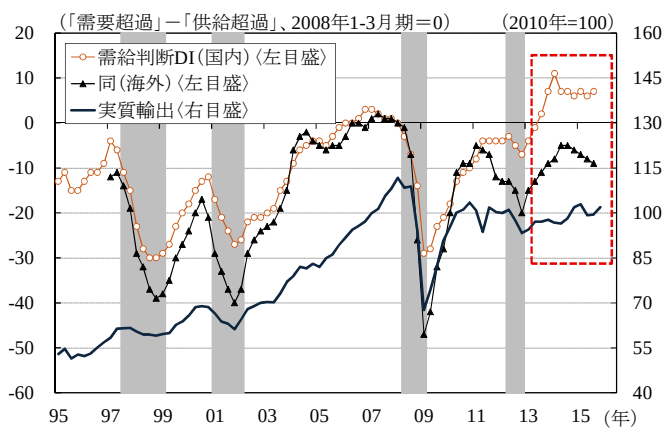
7-9月期の輸出は前期比年率+10.9%と4-6月期の落ち込みから持ち直し、増加幅も二桁と大きなものとなった。日本の輸出は、世界経済の景気動向、すなわち輸出先各国・地域の輸入と連動して推移している（第7図）。輸

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

出先各国・地域の輸入は、米国経済の年初の一時的な足踏みや、中国での在庫調整の動きなどが影響し今年前半は弱含んで推移したが、足元では再び増勢に転じている。世界経済が先進国を中心に安定度を増しつつあることを示唆しており、それに伴い日本の輸出も4-6月の大幅減少から持ち直し、緩やかな増加基調に復してきている。

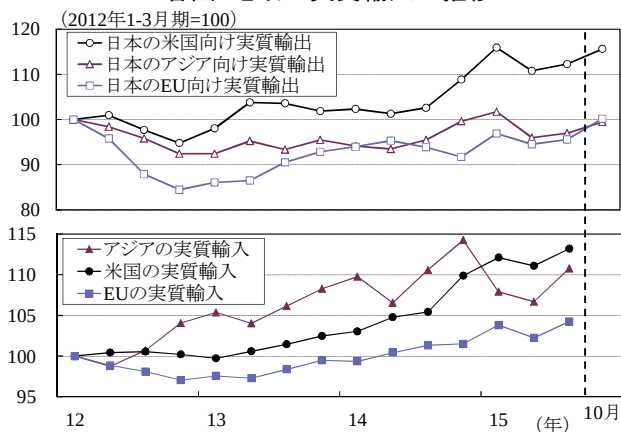
輸出は今後も増勢を維持する公算が大きい。米国や欧州など先進国の景気回復のモメンタムを考えると、同地域向けの輸出堅調は、中国など新興国向け輸出の軟調を相殺して余りある展開が予想される。また、円ドル相場は、日銀による大規模な金融緩和の継続を背景に現状程度の円安水準で推移する見通しであり、日本の輸出を引き続き価格面からサポートするだろう。

第6図：需給判断DIと実質輸出の推移



(注) 1. 『実質輸出』の2015年10-12月期は、10月のデータ。
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

第7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



(資料) オランダ経済政策分析局等統計より三菱東京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、現行政策を続けつつ物価の基調の改善度合いを見極める見込み

日銀は昨年10月31日に拡大した『量的・質的金融緩和』を継続している。今年10月30日の金融政策決定会合で公表した展望レポートでは、実質GDP成長率と消費者物価上昇率の見通しを下方修正し、『物価安定の目標』を達成する時期を、従来の『2016年度前半頃』から『2016年度後半頃』に後ずれさせた。その理由について、黒田総裁は会合後の会見で、エネルギー価格の下振れが主因であり、物価の基調は着実に改善していると説明し、現時点で追加緩和は必要ないとの認識を示した。実際、原油価格の影響を受けやすい品目を除いた消費者物価の水準をみると、財、サービス価格ともに2013年初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みてとれる（第8図）。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ものと予想する。

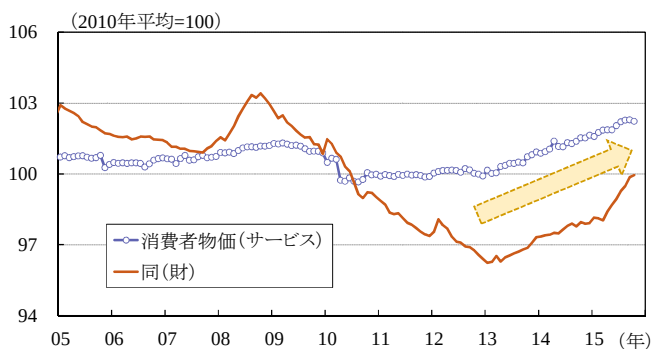
10年物国債利回りは、10月下旬に約半年振りに0.3%を割り込むなど、低水準での推移が続いている。先行きについては、利上げが近づく米国金

長期金利は、上昇方向に転じるもそのペースはごく緩やかに止まり、円ドル相場は、1ドル120円台前半程度の水準が維持される見通し

利の上昇や日本経済のファンダメンタルズの緩やかな改善などを背景に長期金利は徐々に上昇方向に転じると見込まれる。もっとも、日銀の大規模な金融緩和が引き続き大きな下押し圧力となるため、そのペースはごく緩やかなものに止まるだろう。

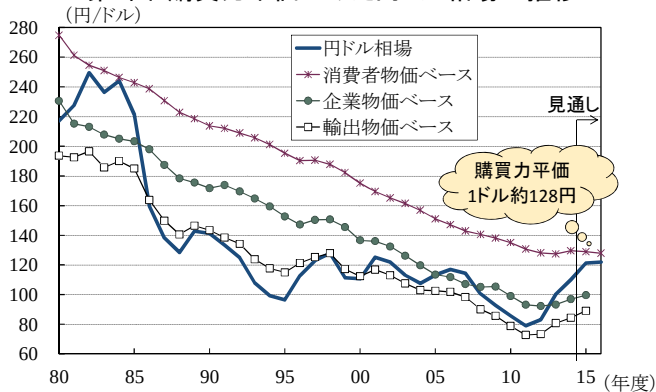
円ドル相場は、1ドル120円程度での取引が続いていたが、11月に入り、FRBの利上げ観測の高まりから米国金利が上昇し、日米金利差が拡大したことなどを背景に、1ドル123円前後まで円安が進んでいる。先行きについては、場面によってはリスク回避的な円買いが強まる可能性はあるものの、米国の利上げ実施を背景とした日米金利差の拡大を受け、ドル買い・円売りが生じやすい展開になると見込まれる。もっとも、日米間の購買力平価から円ドル相場をみると、過去の上限を画してきた消費者物価ベース（2016年度は1ドル128円程度）に近づきつつあり、円安方向へ大きく進む可能性も小さい（第9図）。円ドル相場は、概ね1ドル120円台前半程度の水準が定着すると見込まれる。

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、米国労働省、米国商務省統計、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、％）	4.7	▲ 7.7	▲ 1.1	1.2	4.6	▲ 0.7	▲ 0.8	1.8	2.0	1.6	1.7	1.6	3.8	▲ 0.9	1.0	1.7
個人消費	8.8	▲ 18.5	0.9	1.4	1.7	▲ 2.3	2.1	1.4	1.6	1.2	1.1	1.2	6.1	▲ 3.1	0.6	1.6
住宅投資	9.0	▲ 35.9	▲ 24.5	▲ 2.7	8.1	10.1	8.0	1.9	1.6	2.0	7.8	4.5	▲ 5.1	▲ 11.6	3.7	3.2
設備投資	20.4	▲ 16.6	1.0	0.0	10.1	▲ 4.8	▲ 5.0	2.5	5.8	5.6	5.5	5.3	5.0	0.5	0.2	4.5
在庫投資（寄与度）	▲ 2.2	4.7	▲ 1.9	▲ 1.1	2.1	1.1	▲ 2.1	0.4	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	0.5	0.1	▲ 0.1
公的需要	▲ 1.3	0.4	3.0	0.6	▲ 0.1	3.3	0.7	▲ 0.5	0.1	0.6	0.6	0.6	1.1	0.8	0.9	0.6
うち、公共投資	▲ 2.9	1.5	7.0	0.8	▲ 5.2	8.6	▲ 1.3	▲ 6.6	▲ 2.1	0.6	0.6	0.8	3.2	2.0	0.0	▲ 0.5
純輸出（寄与度）	▲ 0.9	3.7	0.2	1.3	▲ 0.2	▲ 0.8	0.4	0.3	0.1	▲ 0.2	0.0	0.1	0.0	0.6	0.1	0.1
財貨・サービスの輸出	25.7	1.7	6.5	12.0	8.0	▲ 16.1	10.9	3.4	2.5	2.3	2.5	2.5	2.3	7.9	1.3	3.0
財貨・サービスの輸入	26.1	▲ 15.6	4.4	3.5	7.8	▲ 10.8	7.1	2.1	2.3	3.6	2.6	2.4	2.5	3.6	0.9	3.0
名目GDP（前期比年率、％）	4.9	0.5	▲ 1.9	2.7	9.0	0.6	0.1	1.5	0.4	2.5	2.6	1.8	2.5	1.6	2.2	1.8
GDPデフレーター（前年比、％）	0.1	2.1	2.1	2.3	3.5	1.5	2.1	1.3	0.0	0.1	▲ 0.0	0.0	0.3	2.5	1.2	0.1
鉱工業生産（前期比、％）	2.3	▲ 3.0	▲ 1.4	0.8	1.5	▲ 1.4	▲ 1.2	2.3	0.4	0.8	0.8	1.5	1.6	▲ 0.4	0.1	3.7
国内企業物価（前年比、％）	2.0	4.3	4.0	2.4	0.5	▲ 2.2	▲ 3.6	▲ 2.2	▲ 0.6	0.8	1.5	1.8	2.0	2.8	▲ 2.2	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	▲ 0.1	0.1	0.5	0.8	1.1	1.4	1.6	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	▲ 223	▲ 683	▲ 352	▲ 841	▲ 800	▲ 932	▲ 1,197	▲ 1,905	▲ 6,566	▲ 2,099	▲ 4,834
経常収支（10億円）	▲ 1,331	800	501	2,665	3,868	4,217	3,688	4,120	3,711	3,797	3,711	3,490	2,827	7,931	15,736	13,825
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	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.5	0.4	0.6
円相場（円／ドル）	103	102	104	115	119	121	122	120	121	121	122	122	122	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11月27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	2015年			2015年				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率(前期比年率)	2.1	▲ 0.9	4.6 (▲ 0.8)	▲ 0.7 (1.0)	▲ 0.8 (1.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	2.2	▲ 1.1	1.1 (▲ 1.2)	▲ 0.3 (1.4)	▲ 0.1 (1.2)	0.6 (2.4)	▲ 0.1 (1.5)	▲ 0.1 (1.5)	▲ 0.2 (0.4)	
鉱工業生産指数	3.2	▲ 0.4	1.5 (▲ 2.1)	▲ 1.4 (▲ 0.5)	▲ 1.2 (▲ 0.4)	1.1 (2.3)	▲ 0.8 (0.0)	▲ 1.2 (▲ 0.4)	1.1 (▲ 0.8)	
鉱工業出荷指数	2.9	▲ 1.1	1.7 (▲ 2.4)	▲ 2.4 (▲ 0.3)	▲ 0.6 (▲ 0.6)	0.6 (1.8)	▲ 0.4 (▲ 0.8)	▲ 0.7 (0.6)	1.4 (▲ 1.5)	
製品在庫指数	▲ 1.2	6.2	1.0 (6.2)	1.1 (4.0)	▲ 0.9 (2.1)	1.5 (4.0)	▲ 0.8 (2.7)	0.3 (2.1)	▲ 0.4 (2.1)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	106.3	112.0	112.3 [103.1]	114.0 [108.7]	115.6 [113.2]	113.5 [112.0]	112.2 [110.2]	119.2 [117.9]	115.5 [111.5]	[112.6]
国内企業物価指数	1.9	2.8	▲ 1.6 (0.5)	0.3 (▲ 2.2)	▲ 1.0 (▲ 3.6)	▲ 0.2 (▲ 2.4)	▲ 0.3 (▲ 3.1)	▲ 0.6 (▲ 3.6)	▲ 0.6 (▲ 4.0)	▲ 0.6 (▲ 3.8)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.8	2.8	▲ 0.7 (2.1)	0.6 (0.1)	0.0 (▲ 0.1)	0.1 (0.1)	0.0 (0.0)	0.0 (▲ 0.1)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	0.0 (▲ 0.1)
稼働率指数 (2010年=100)	100.0	100.6	101.7 [104.7]	97.6 [101.2]	96.8 [99.1]	97.1 [99.4]	96.9 [98.8]	96.0 [98.3]	97.4 [100.3]	[100.6]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	11.5	0.8	6.3 (3.3)	2.9 (12.4)	▲ 10.0 (▲ 0.9)	▲ 7.9 (16.6)	▲ 3.6 (2.8)	▲ 5.7 (▲ 3.5)	7.5 (▲ 1.7)	
製造業	10.2	7.0	2.3 (5.2)	12.1 (27.5)	▲ 15.3 (▲ 1.1)	▲ 14.0 (25.0)	▲ 5.3 (3.8)	▲ 3.2 (4.5)	▲ 5.5 (▲ 8.7)	
非製造業 (除く船舶、電力)	12.1	▲ 3.3	8.5 (1.4)	▲ 1.7 (2.3)	▲ 6.5 (▲ 0.8)	0.6 (10.4)	▲ 6.0 (1.8)	▲ 6.1 (▲ 9.5)	14.3 (3.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	5.5	4.3	1.2 (▲ 1.1)	▲ 2.1 (2.5)	▲ 1.9 (▲ 0.8)	2.0 (4.7)	0.7 (0.4)	▲ 5.6 (0.6)	0.8 (▲ 2.8)	
建設受注	20.1	8.2	(11.6)	(▲ 1.5)	(▲ 3.5)	(15.4)	(▲ 4.0)	(▲ 15.6)	(6.7)	
民需	14.2	4.8	(43.2)	(22.6)	(11.6)	(21.4)	(12.2)	(7.7)	(13.4)	
官公庁	31.2	22.9	(▲ 6.6)	(▲ 39.6)	(▲ 13.1)	(▲ 8.9)	(▲ 14.3)	(▲ 24.4)	(0.8)	
公共工事請負金額	17.7	▲ 0.3	(▲ 9.3)	(▲ 2.9)	(▲ 8.0)	(▲ 1.8)	(▲ 10.1)	(▲ 1.3)	(▲ 10.9)	(▲ 4.8)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	98.7 (10.6)	88.0 (▲ 10.8)	89.8 (▲ 5.4)	95.8 (7.6)	92.3 (6.2)	103.3 (16.3)	91.4 (7.4)	93.1 (8.8)	90.0 (2.6)	
新設住宅床面積	(9.9)	(▲ 15.2)	(▲ 9.0)	(4.2)	(2.8)	(11.5)	(4.6)	(3.4)	(0.6)	
小売業販売額	2.9	▲ 1.2	(▲ 4.8)	(2.9)	(0.8)	(1.0)	(1.8)	(0.8)	(▲ 0.1)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.9	▲ 5.1	1.4 (▲ 6.5)	▲ 3.2 (0.5)	0.5 (0.7)	▲ 3.0 (▲ 2.0)	0.6 (▲ 0.2)	2.5 (2.9)	▲ 1.3 (▲ 0.4)	▲ 0.7 (▲ 2.4)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	75.5	74.2	74.6 [78.3]	73.7 [73.6]	73.4 [74.6]	73.7 [74.8]	71.4 [75.0]	74.3 [73.6]	74.6 [75.1]	73.3 [74.2]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	4.8	2.0	0.3 (▲ 0.6)	▲ 0.9 (▲ 1.6)	▲ 0.2 (▲ 0.9)	0.6 (▲ 0.8)	▲ 0.2 (▲ 0.7)	▲ 1.0 (▲ 0.8)	1.2 (▲ 0.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.2	0.5	(0.2)	(▲ 0.7)	(0.5)	(▲ 2.5)	(0.9)	(0.4)	(0.4)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	45	77	90	96	95	97	96	94	96	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.97	1.11	1.15 [1.05]	1.18 [1.09]	1.23 [1.10]	1.19 [1.10]	1.21 [1.10]	1.23 [1.10]	1.24 [1.10]	1.24 [1.10]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.9	3.5	3.5	3.3	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.1
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	54.0	46.6	49.3 [55.2]	52.6 [44.8]	49.5 [48.7]	51.0 [47.7]	51.6 [51.3]	49.3 [47.4]	47.5 [47.4]	48.2 [44.0]
企業倒産件数 (実数、件数)	10,536 (▲ 10.0)	9,543 (▲ 9.4)	2,272 (▲ 7.6)	2,296 (▲ 12.1)	2,092 (▲ 14.1)	824 (▲ 4.7)	787 (▲ 10.7)	632 (▲ 13.0)	673 (▲ 18.6)	742 (▲ 7.2)

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	2015年			2015年				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
通関輸出	10.8	5.4	(9.0)	(6.7)	(3.7)	(9.5)	(7.6)	(3.1)	(0.5)	(▲2.2)
価格	10.2	3.9	(5.0)	(7.3)	(6.8)	(9.5)	(8.4)	(7.5)	(4.6)	(2.5)
数量	0.6	1.3	(3.8)	(▲0.6)	(▲2.8)	(0.0)	(▲0.7)	(▲4.1)	(▲3.9)	(▲4.6)
通関輸入	17.4	▲0.9	(▲9.3)	(▲5.1)	(▲5.8)	(▲2.9)	(▲3.1)	(▲3.1)	(▲11.0)	(▲13.4)
価格	14.6	1.2	(▲5.1)	(▲3.1)	(▲4.0)	(▲1.5)	(▲0.2)	(▲2.4)	(▲9.2)	(▲10.0)
数量	2.3	▲2.1	(▲4.6)	(▲2.2)	(▲1.9)	(▲1.4)	(▲2.9)	(▲0.7)	(▲1.9)	(▲3.8)
経常収支(億円)	14,715	79,309	44,177	37,637	49,301	5,615	18,086	16,531	14,684	
貿易収支(億円)	▲110,187	▲65,659	▲3,311	▲678	▲3,519	1,156	▲1,080	▲3,261	823	
サービス収支(億円)	▲34,448	▲27,482	▲2,801	▲6,266	▲1,710	▲1,878	▲1,836	578	▲452	
金融収支(億円)	▲17,549	133,088	63,894	46,954	58,588	4,156	9,170	19,384	30,034	
外貨準備高(百万ドル)	1,279,346	1,245,316	1,245,316	1,242,935	1,248,936	1,242,935	1,242,316	1,244,150	1,248,936	1,244,211
対ドル円レート(期中平均)	100.23	109.92	119.07	121.35	122.23	123.75	123.23	123.23	120.22	120.06

3. 金融

	2013年度	2014年度	2015年			2015年				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
無担保コール翌日物金利	0.073	0.068	0.073 [0.074]	0.067 [0.067]	0.074 [0.067]	0.072 [0.067]	0.074 [0.066]	0.076 [0.069]	0.073 [0.066]	0.076 [0.059]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.223	0.194	0.171 [0.215]	0.169 [0.211]	0.169 [0.210]	0.169 [0.210]	0.169 [0.210]	0.169 [0.210]	0.169 [0.210]	0.169 [0.192]
新発10年国債利回り	0.640	0.400	0.400 [0.640]	0.455 [0.565]	0.350 [0.525]	0.455 [0.565]	0.410 [0.530]	0.380 [0.490]	0.350 [0.525]	0.300 [0.450]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.077	1.006	1.006 (▲0.019)	0.987 (▲0.019)	0.969 (▲0.018)	0.987 (▲0.016)	0.982 (▲0.005)	0.980 (▲0.002)	0.969 (▲0.011)	
日経平均株価 (225種、末値)	14,828	19,207	19,207 [14,828]	20,236 [15,162]	17,388 [16,174]	20,236 [15,162]	20,585 [15,621]	18,890 [15,425]	17,388 [16,174]	19,083 [16,414]
M2平残	(3.9)	(3.3)	(3.5)	(3.9)	(4.0)	(3.9)	(4.0)	(4.2)	(3.8)	(3.6)
広義流動性平残	(3.7)	(3.3)	(3.5)	(4.3)	(4.5)	(4.5)	(4.6)	(4.7)	(4.2)	(3.9)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.0)	(2.3)	(2.5)	(2.5)	(2.4)	(2.6)	(2.7)	(2.6)	(2.5)
	銀行計	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.6)	(2.5)	(2.6)	(2.8)	(2.7)	(2.5)
	都銀等	(1.7)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.2)	(1.4)	(1.7)	(1.5)	(1.4)
	地銀	(3.2)	(3.7)	(4.0)	(4.0)	(3.9)	(3.9)	(3.8)	(3.8)	(3.7)
	地銀Ⅱ	(1.4)	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.2)
	信金	(0.3)	(1.4)	(1.6)	(1.9)	(1.9)	(2.0)	(2.1)	(2.3)	(2.3)
実質預金 + CD (平残)	3業態計	(3.8)	(3.3)	(3.9)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.5)	(4.0)	(3.6)
	都銀	(3.7)	(3.4)	(4.7)	(5.4)	(5.4)	(5.3)	(5.5)	(5.8)	(4.2)
	地銀	(4.3)	(3.3)	(3.1)	(3.3)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.3)	(3.1)
	地銀Ⅱ	(2.5)	(3.1)	(3.1)	(2.9)	(2.9)	(2.8)	(2.6)	(2.6)	(2.3)

(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

～内需を牽引役とした自律的な景気拡大が持続する見込み～

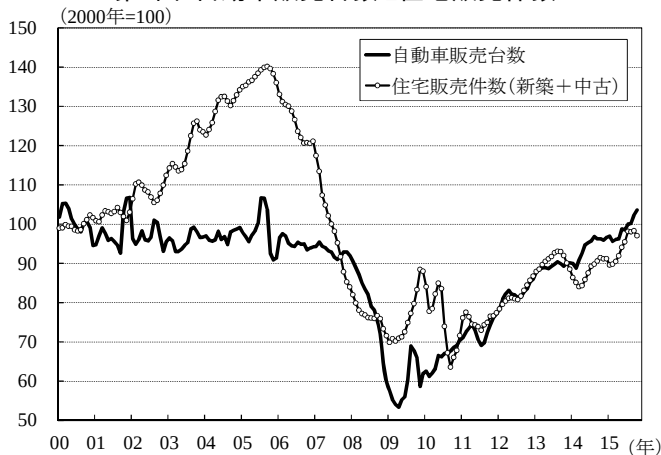
1. 米国経済の現状

7-9 月期の実質 GDP 成長率は在庫調整の影響等を受けて減速するも、内需は底堅く推移

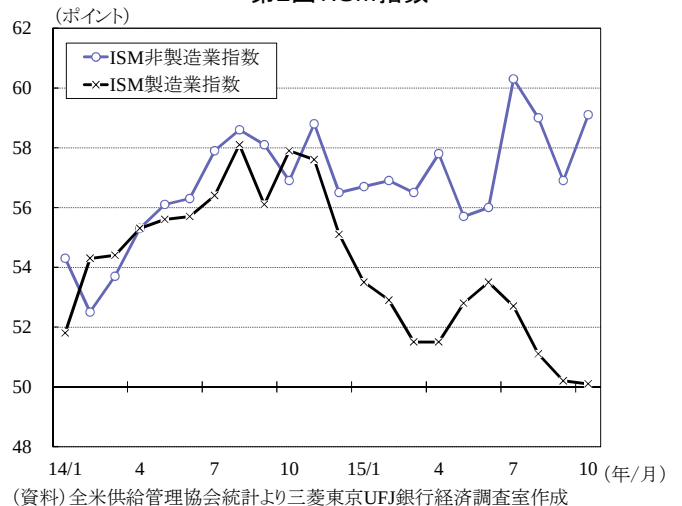
米国の 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.1%と、在庫調整の影響（在庫投資の寄与度：同▲0.6%ポイント）に加え、輸出やエネルギー関連投資の低迷が続いたことも下押しとなり、4-6 月期の同+3.9%から減速した。もともと、個人消費を中心に内需は拡大基調を維持しており、国内の民間最終需要（個人消費＋住宅投資＋設備投資）は同+3.1%と底堅い伸びを示した。

労働市場の動向に目を転じると、10 月の非農業部門雇用者数の前月比増加幅は 2 ヶ月連続の 20 万人割れから 27.1 万人に再拡大したほか、失業率は FOMC 参加者が想定する均衡水準（4.9～5.2%）である 5.0%まで低下した。雇用・所得環境の改善が続く中、10 月以降も自動車などの個人消費が堅調を維持し、住宅販売は底堅く推移している（第 1 図）。企業活動では、製造業と非製造業の二極化が鮮明となっている。ISM 指数を基に企業の景況感をみると、新興国・資源国経済減速やドル高の影響による輸出の停滞などを受けて、製造業が勢いを欠く一方、内需拡大を追い風に非製造業は堅調が続いている（第 2 図）。

第1図：自動車販売台数と住宅販売件数



第2図：ISM指数



2. 今後の見通し

(1) 概要

個人消費を中心とした内需を牽引役に、自律的な景気拡大が持続

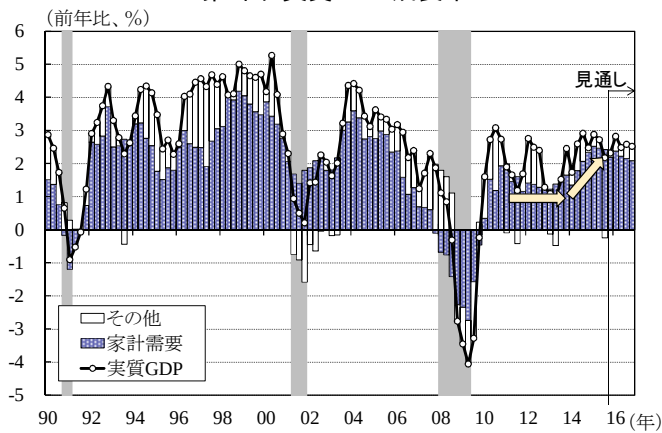
米国経済は、個人消費を中心とした内需を牽引役に、自律的な景気拡大を続けていく見込みだ（第 3 図）。住宅投資も加えた家計需要は、先行きも雇用・所得環境の改善が続くと想定される中、原油安のプラス効果も引き続きサポートとなり、増勢を維持しよう。企業部門では、一部でドル高

や原油安によるマイナス影響が残るものの、内需拡大や交易条件の改善を下支えに、収益は底堅く推移する見込みである。こうした中で、設備投資は、企業の成長期待の改善も追い風となり、増加基調を持続すると予想される。

利上げ進展下での新興国経済や金融市場の動向には注意が必要

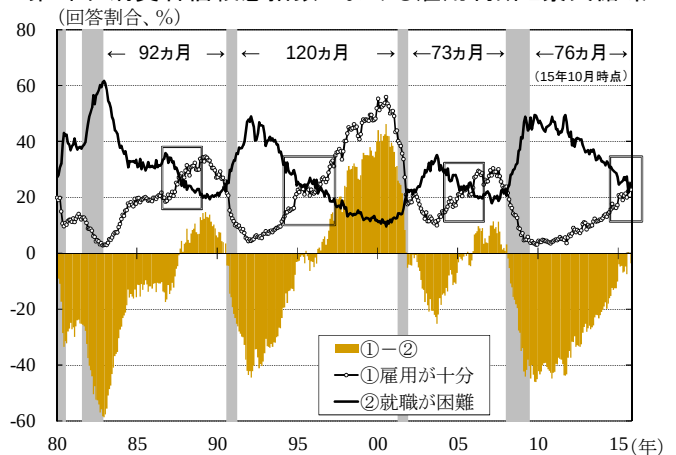
景気循環の面からみると、金融危機後の拡大期間は7年目に入り、米国経済は景気拡大の“年齢”を相応に重ねてきている。もっとも、消費者の雇用判断の動向を確認すると、過去、「雇用が十分」との回答が「就職が困難」との回答を上回る時期は、景気拡大期間の概ね中盤に位置している（第4図）。労働資源の未活用が漸く解消しつつある中、現状、景気の“成熟度合い”としては中盤頃に位置すると想定され、今後も暫く景気拡大が持続する余地があると考えられる。過去の景気循環で、後退局面入りのターニングポイントとなってきたFRBによる利上げも、初期局面の利上げペースが緩やかに止まる見込みであることから、国内経済への影響は小さいと考えられる。但し、8月中旬以降、中国ほか新興国経済減速への懸念の高まりなどを受けて、金融市場が不安定化したことなどを踏まえると、今後の利上げ進展下で、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経済への下方圧力が増幅し、米国経済に対する悪影響も大きくなる可能性がある点には注意が必要だ。

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：消費者信頼感指数における雇用判断と景気循環



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 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

(2) 家計部門

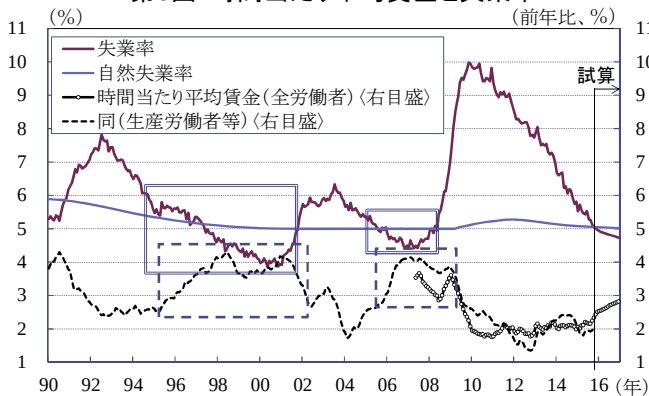
賃金上昇が所得拡大に寄与することで、家計需要は増勢を維持する公算

景気拡大の牽引役として期待される家計需要の帰趨は、雇用・所得環境の改善が持続するか否かにかかっているといえる。過去、失業率が十分に低下した局面を振り返ると、雇用者数の増加ペースが鈍化する一方、時間当たり平均賃金の伸び率は加速する傾向にあった（第5図）。実際、10月の賃金（民間の全労働者ベース）の伸び率は前年比+2.5%と、2009年7月以来の上昇ペースへと改善し、加速の兆しを見せ始めている。今後、雇

用者数の増加幅は縮小に向かうことが見込まれるものの、賃金の上昇ペース加速が所得拡大に寄与することで、個人消費を中心とした家計需要は増勢を維持していくと予想される。

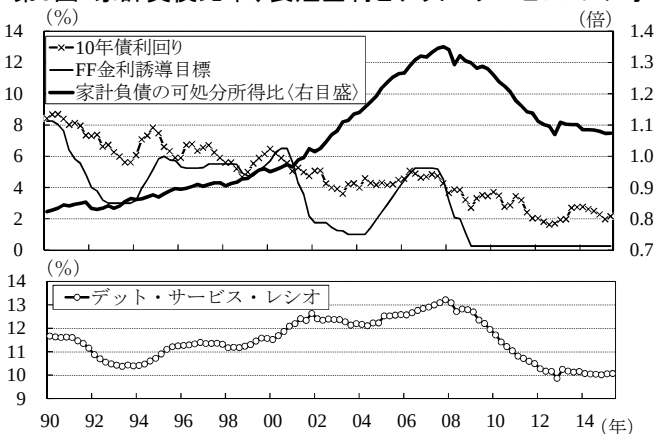
なお、先行き、FRB による利上げの進展に伴い、家計の借入金利は上昇に向かうと想定される。但し、利上げペースが緩やかとなる見込みであることや、家計の負債比率（可処分所得比）が低下してきていることを勘案すれば、家計需要を腰折れさせる程のインパクトはないと考えられる（第6図）。

第5図：時間当たり平均賃金と失業率



(注) 1.『自然失業率』は、議会予算局による推計値であり、先行きの『失業率』はFOMC参加者の見通し(中央値)を基に、当室にて補完推計。
2.『時間当たり平均賃金』は、3ヵ月移動平均値であり、先行きは失業率との関係性を基に試算。
(資料) 米国労働省統計、議会予算局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：家計負債比率、長短金利とデット・サービス・レシオ



(注)『デット・サービス・レシオ』は、住宅ローンと消費者信用の元利返済額を可処分所得で除したもの。
(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

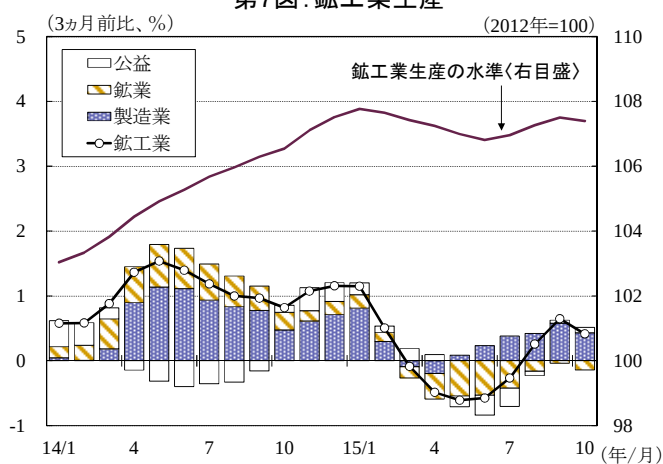
(3) 企業部門

一部でドル高や原油安のマイナス影響が残るものの、企業活動は底堅く推移する見込み

企業部門では、今後も一部でドル高や原油安によるマイナス影響が残ると予想される。原油価格が暫く低水準で推移すると見込まれる中、鉱業の生産や設備投資は抑制された状態が続くだろう。輸出も、主要輸出先国・地域の経済が伸び悩む中、ドル高による下押し圧力が続くともみられ、当面は勢いを欠く見込みである。

但し、企業全体でみれば、生産や収益は今後も底堅く推移する公算が高い。鉱工業生産は、足元にかけて輸出が低迷し、鉱業部門への逆風が続く中でも、製造業を中心に緩やかながら上向いてきている（第7図）。今後も内需の堅調を追い風に、生産活動は回復に向かう見込みだ。また、企業収益の面では、内需の堅調に加え、ドル高や原油安のプラス面である交易条件の改善を通じた原材料コストの抑制も下支えになるだろう（第8図）。先行き、企業収益が底堅く推移し、景気拡大が持続する中で、設備投資も増加基調を維持すると予想される。。

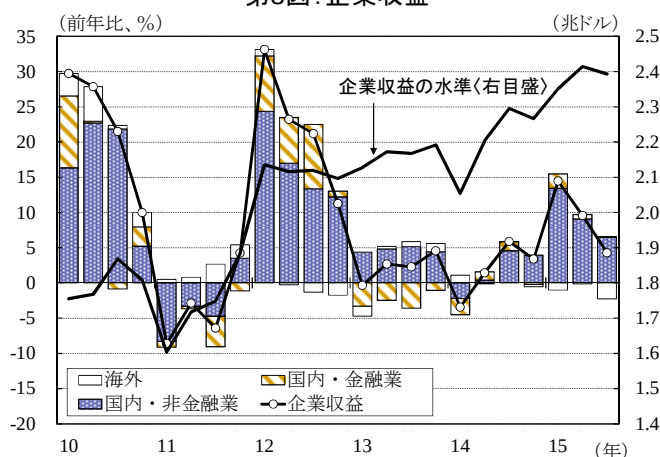
第7図：鉱工業生産



(注) 3ヵ月移動平均値。

(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：企業収益



(注) 『企業収益』は、在庫評価調整後の税引前利益。

(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

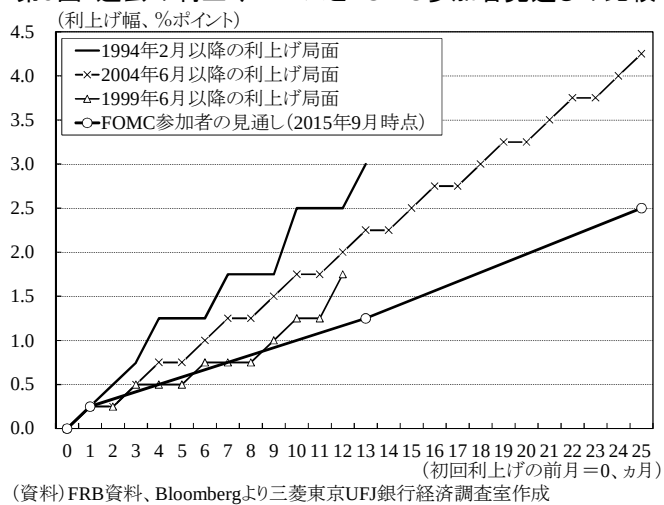
FRBによる利上げペースは過去に比べて緩やかとなる公算

金融政策では、10月雇用統計の堅調な結果などを受けて、FRBによる年内利上げの可能性が高まってきている。中期的な米国経済の動向を展望する上では、初回以降の利上げペースが注目となるが、10月のFOMC議事録で「緩和政策を緩やかに解除することが適切」と言及されたように、過去の利上げ局面に比べて、緩やかなペースとなる見込みだ（第9図）。FRBのデュアルマンドートのうち、労働市場については、ほぼFRBの想定水準に到達し、今後も改善が予想される一方、インフレ率は原油安やドル高の影響も受けて目標の2%を下回る推移が続いている。先行きについても、利上げが進展する環境下でドル高傾向が継続し、輸入物価の下落を通じた国内インフレへの下押し圧力が続く公算が高い。インフレ目標の達成には暫く時間を要する見込みである中、FRBは実体経済の動向に加え、新興国や金融市場の動静も見極めつつ、今後の利上げを慎重に判断していくと考えられる。

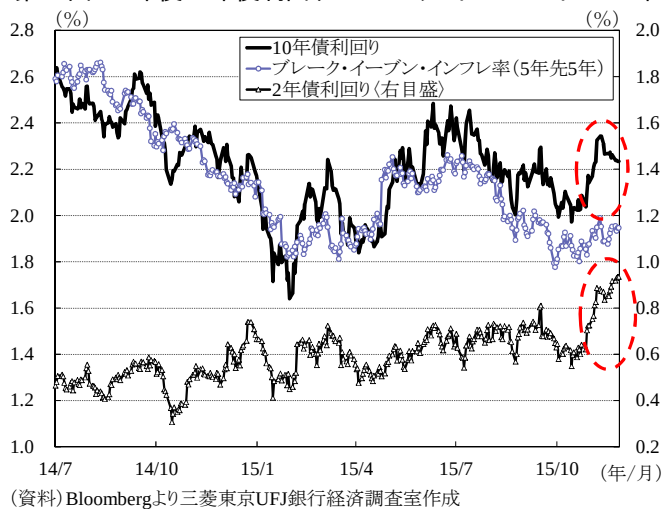
長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込み

長期金利は、10月下旬以降の利上げ観測の高まりを受けて、上昇傾向にある（第10図）。先行きも、利上げを含めた金融出口戦略の進展に伴い上昇が続くとみられるが、初期局面の利上げペースが緩やかに止まると予想されることに加え、暫くはインフレ率が抑制された状況が続くこと、主要国・地域の金融緩和スタンスが維持される中で米国債への需要が根強く残るとみられることなどから、長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込みである。

第9図：過去の利上げペースとFOMC参加者見通しの比較



第10図：10年債・2年債利回りとブレイク・イーブン・インフレ率



(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	3.9	2.1	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.5	2.6
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.6	2.7	3.1	2.9
住宅投資	▲ 2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	7.3	6.9	6.5	5.0	4.8	4.2	1.8	8.6	6.2
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	2.4	7.1	6.7	5.8	5.6	5.1	6.2	3.4	5.7
在庫投資（寄与度）	▲ 1.3	1.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.9	0.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	▲ 0.2
政府支出	0.0	1.2	1.8	▲ 1.4	▲ 0.1	2.6	1.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	▲ 0.6	0.7	0.8
純輸出（寄与度）	▲ 1.4	▲ 0.2	0.4	▲ 0.9	▲ 1.9	0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.3
輸出	▲ 6.7	9.8	1.8	5.4	▲ 6.0	5.1	0.9	1.8	2.4	2.3	2.1	2.8	3.4	1.4	2.2
輸入	2.8	9.6	▲ 0.8	10.3	7.1	3.0	2.1	2.9	3.9	4.6	4.6	4.3	3.8	5.1	3.7
国内民間最終需要	2.2	4.2	4.3	3.9	2.0	3.9	3.1	3.8	3.6	3.4	3.3	3.1	3.2	3.4	3.5
名目GDP（前期比年率、％）	0.6	6.9	6.0	2.2	0.8	6.1	3.4	4.4	4.5	4.4	4.3	4.3	4.1	3.6	4.4
鉱工業生産（前期比年率、％）	3.6	5.7	3.9	4.7	▲ 0.3	▲ 2.3	2.6	2.9	2.9	2.6	2.8	2.6	3.7	1.7	2.5
失業率（％）	6.6	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	6.2	5.3	4.8
生産者物価（前年比、％）	1.6	2.8	2.5	0.8	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.2	▲ 1.9	0.7	1.1	1.6	2.5	1.9	▲ 2.9	1.5
消費者物価（前年比、％）	1.4	2.1	1.8	1.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.6	1.5	1.7	2.0	2.3	1.6	0.1	1.9
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,843	▲ 1,881	▲ 1,831	▲ 1,860	▲ 1,922	▲ 1,884	▲ 1,892	▲ 1,943	▲ 2,022	▲ 2,057	▲ 2,067	▲ 2,097	▲ 7,415	▲ 7,639	▲ 8,244
経常収支（億ドル）	▲ 964	▲ 920	▲ 979	▲ 1,031	▲ 1,183	▲ 1,097	▲ 1,079	▲ 1,105	▲ 1,168	▲ 1,190	▲ 1,187	▲ 1,204	▲ 3,895	▲ 4,463	▲ 4,750
3. 金融															
FFレート誘導目標（％）	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	0.50-0.75	0.75-1.00	1.00-1.25	0-0.25	0-0.25	1.00-1.25
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	0.3	0.5	0.8	1.1	1.3	0.3	0.3	0.9
10年物国債利回り（％）	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0	2.2	2.2	2.2	2.3	2.5	2.7	2.9	2.5	2.1	2.6

（注）『FFレート誘導目標』は、期末値。『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

～ECB の追加緩和に支えられ、緩やかな回復基調を維持～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

消費主導の緩やかな持ち直しが持続

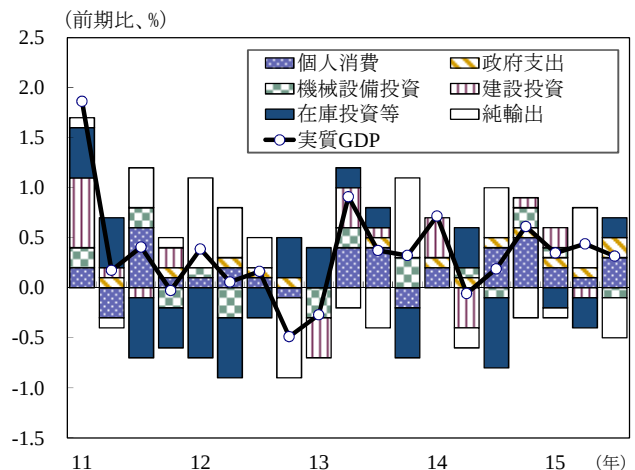
ユーロ圏では経済は緩やかな回復基調が続いている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、前期（同+0.4%）並みの成長ペースを維持した（第 1 表）。既に需要項目別の内訳が発表されたドイツの動向を確認すると、原油安の追い風もあり個人消費が前期から加速したほか、政府支出も拡大している。一方で、輸出は新興国経済減速の影響もあり大幅に減速し、純輸出はマイナス寄与に陥った（第 1 図）。国別にみると、スペインが同+0.8%と引き続き好調、また、フランスは同+0.3%に持ち直した一方で、ドイツは同+0.3%、イタリアも同+0.2%と、回復ペースにはばらつきがみられる。

第 1 表：ユーロ圏各国の実質 GDP 成長率

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

（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：ドイツの実質 GDP 成長率



（資料）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

(2) 今後の見通し

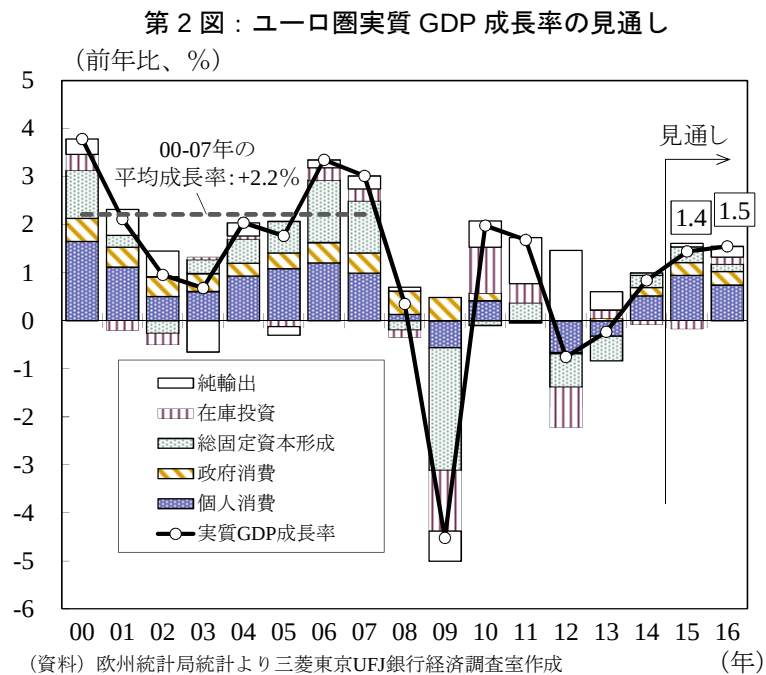
景気の下振れリスクに対し、ECB は追加緩和実施を示唆

緩やかな回復基調を維持

新興国経済減速の影響は、ユーロ圏においても製造業受注が伸び悩み、鋳工業生産が足踏みするなど輸出の下振れリスクが高まっている。これに対し、欧州中央銀行（ECB）は成長や物価の下振れリスクの高まりを指摘しており、12 月にも追加緩和策を発表する意図を示唆している。今後のユーロ圏経済は、引き続き雇用の改善や減税などに支えられた個人消費の拡大や、ECB の追加緩和、各国の財政スタンスの緩和による政府支出の増加等を背景に、緩やかな回復が続く見込みである。このほか、難民の大量流入による財政支出の拡大や消費の押し上げ効果も期待される。2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.4%、2016 年も同+1.5%と回復基調を維

持する見通しである（第2図）。

ただし、ドイツ自動車不正問題や、パリ同時多発テロを受けフランスを中心とした域内周辺国における消費・投資・観光マインドの大幅な悪化など、現時点では定量的に計りきれない新たなリスク要因による不透明感も高まっている。さらに、ギリシャ向け金融支援は今のところ順調に遂行されているが、この先再び緊縮疲れなどから融資の実行が滞る可能性などのリスクも引き続きみておく必要がある。



(3) 見通し上のキーポイント

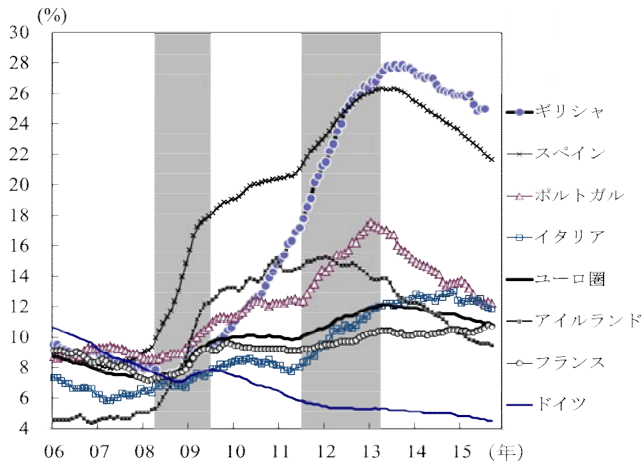
①堅調を維持する個人消費

雇用環境の改善が続くなか、個人消費は堅調

減税などの効果も消費を下支え

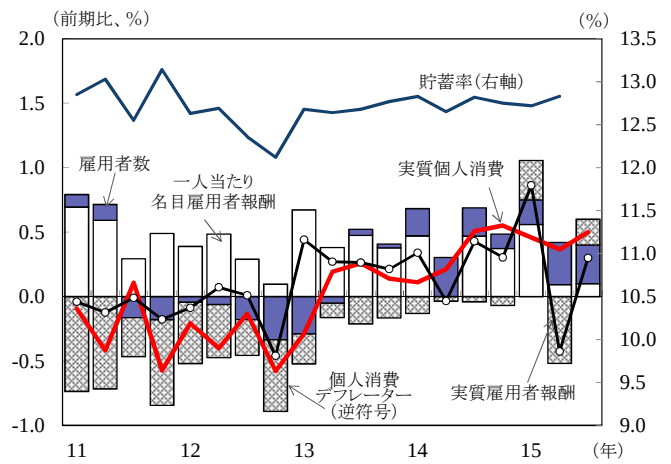
ユーロ圏の失業率は9月に10.8%と、雇用者数の緩やかな増加を背景に、低下基調が続いている（第3図）。雇用環境の改善が続くなか、7-9月期は原油価格下落を反映して消費者物価上昇率が一時前年比マイナスに陥ったこともあり、実質雇用者報酬、実質個人消費ともに緩やかな加速傾向にある（第4図）。この先、これまでの原油安効果は徐々には剥落するとみられるものの、雇用の改善基調が続いていることや、ユーロ圏各国で順次導入されている減税なども下支えに、個人消費は、2016年にかけても堅調を維持する見込みである。

第3図：ユーロ圏各国の失業率



(注)シャドー部は、リーマンショックと欧州債務問題を受けた景気後退期。
(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

第4図：ユーロ圏の実質雇用者報酬



(注)1.2015年7-9月期のデータは当室試算。
2.『実質雇用者報酬』は『名目雇用者報酬』を『個人消費デフレーター』で実質化。
(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新興国経済減速の影響

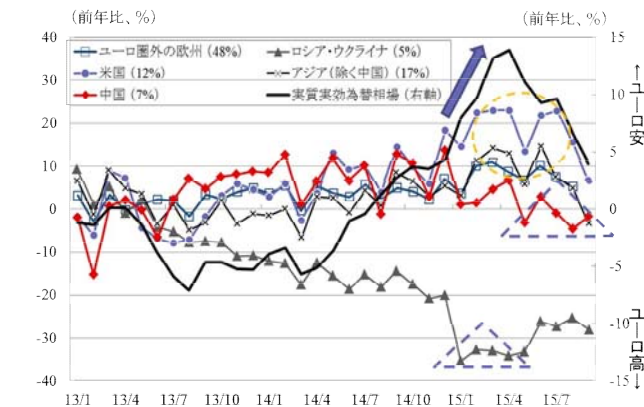
新興国経済減速の影響を受けて輸出が減速

ユーロ圏の輸出は2015年前半こそ、米国向けやユーロ圏外の欧州（主に英国）向けがECBの量的金融緩和を受けたユーロ安の恩恵もあり拡大してきたが、年央よりアジア向けが減速、とりわけ中国向けは足元で前年比マイナスへ転化している（第5図）。実際、先行指標とされるドイツの製造業受注をみると、ユーロ圏外向けの受注が落ち込んでいる（第6図）。この先も中国経済が過剰投資の抑制などから減速し、新興国全体の需要低迷が続く見通しである。

ただし、ECBの追加緩和と米英の需要がある程度相殺

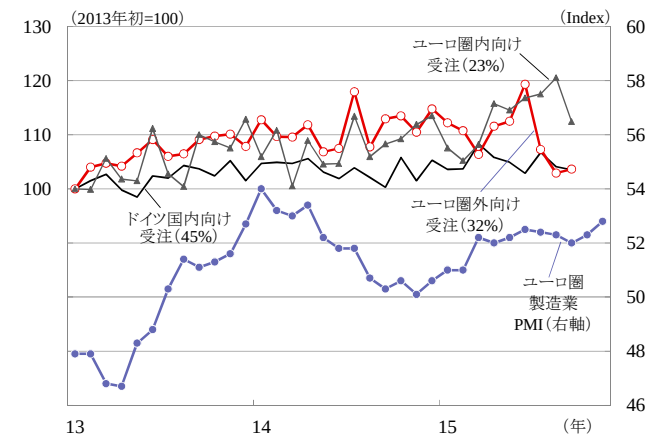
ただし、12月にも見込まれるECBの追加緩和策導入により、再びユーロ安基調が強まる可能性があること、また、この先米国や英国など主要輸出先の景気が底堅く推移するとみられることから、新興国需要の低迷はある程度まで相殺されるものと考えられる。

第5図：ユーロ圏の輸出動向



(注)データの()内は輸出相手先のウェイト。
(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6図：ユーロ圏の製造業PMIとドイツの製造業受注



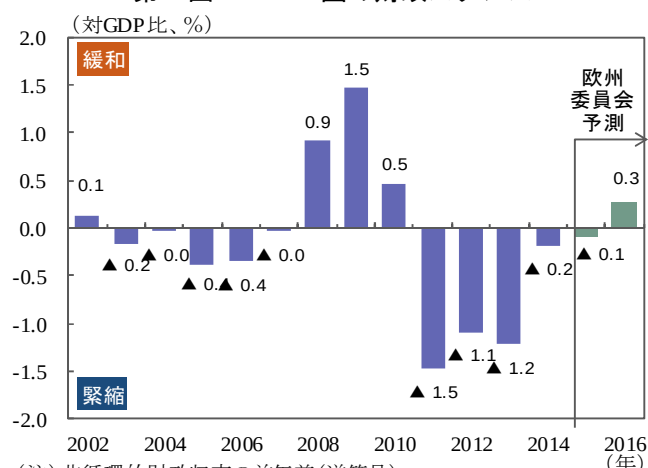
(注)受注データの()内はウェイト。
(資料)ドイツ連邦統計局、Markit統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③ 財政スタンス

財政スタンスの緩和が景気のサポート要因に

この先のユーロ圏経済のサポート要因に各国財政の緩和スタンスも挙げられる。欧州委員会の試算によると、2016年のユーロ圏全体の財政スタンスは6年ぶりに緩和に転じる見込み（緩和幅は対GDP比0.3%）である（第7図）。ユーロ圏各国は、2010年の債務問題深刻化以降、財政緊縮を通じて信認回復を図ってきた経緯がある。しかしながら、過度な緊縮は消費や投資の伸び悩みを通じて経済成長も抑制したため、その反省を踏まえ、成長促進策にも力を入れる動きが進んでいる。具体的には各国の財政赤字をEU統一基準であるGDP比3%以内に収める目標達成年の先送りを容認し、減税などの景気刺激策を順次実施している（第2表）。もっとも、これらの方針転換が可能となった背景には、債務問題に対する懸念後退というポジティブな側面もある一方、反財政緊縮世論が高まるなか、各国で大型選挙も控え一定の対応を余儀なくされている部分もあるとみられる。また、難民の受入対応などの財政出動もGDPを一定程度押し上げると見込まれる。

第7図：ユーロ圏の財政スタンス



(注) 非循環的財政収支の前年差(逆符号)。

(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：ユーロ圏主要国の財政緩和策

ドイツ	・難民支援予算の拡大(対GDP比0.2%) ・個人税控除、子供がいる世帯への税控除、子供手当の引き上げ等(同0.25%)
フランス	・個人所得税率の引下げ(20億ユーロの負担軽減) ・企業の社会保障負担の軽減や家族手当控除、特別社会連帯負担金(Special Social Solidarity Contributions: CS3)のフェーズアウト等を通じた企業の税負担の軽減(2016年に計330億ユーロ相当の負担軽減)
イタリア	・2016年に実施予定となっていた関税およびVAT税率引き上げを2017年に延期(対GDP比1.0%) ・自宅住居に係る不動産税控除(同0.21%)
スペイン	・個人所得税率の引下げ(25.77億ユーロの負担軽減) ・企業税率引下げ(14年30%→15年28%→16年25%、▲23.41億ユーロの負担軽減)

(資料) 各国政府より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) ギリシャ情勢：財政緊縮・金融支援の頓挫のリスク

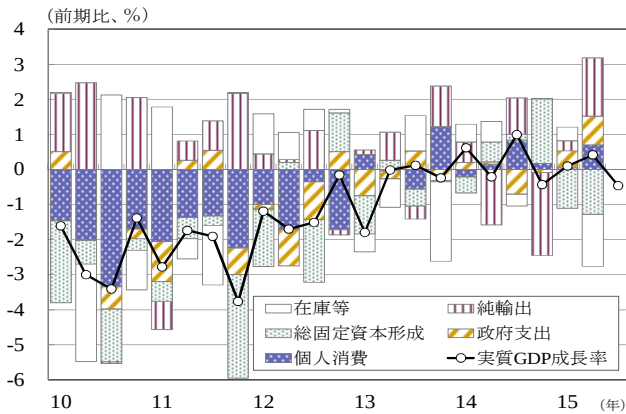
ギリシャ向け次回金融支援の実施は概ね目処も、この先の財政緊縮頓挫のリスクが残存

ギリシャの7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.5%と、3四半期ぶりのマイナスに陥った（第8図）。第3次金融支援の決定以降、ギリシャの消費者信頼感の底を打ち持ち直しつつあるが（第9図）、銀行閉鎖などの資本規制や追加の財政緊縮が経済活動を圧迫しており、ギリシャ政府は2015年はゼロ成長に止まるとみている。金融支援に関しては、11月23日にギリシャはユーロ圏と、次回金融支援条件である改革プログラムをめぐり合意に至り、20億ユーロの実施が承認された。

しかしながら11月12日には早くも同国の主要労組による24時間のゼネストが実施され、1月にSYRIZA党が政権を握ってから初めて、政府機関が閉鎖、公共交通機関が停止するなど、数千人の公務員、年金生活者、

失業者が金融支援の条件である緊縮策への不満を訴えた。ギリシャは金融支援を継続して受けるためには財政緊縮を進め、支援条件をクリアする必要があるが、国民の間に緊縮策への不満が根強いことから、緊縮疲れにより支援が頓挫するリスクが依然燻っている。

第8図：ギリシャの実質 GDP 成長率



第9図：ギリシャの鉱工業生産と消費者信頼感

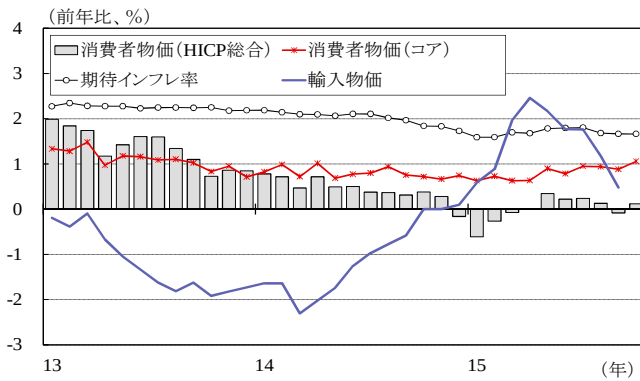


(5) 金融政策

物価の下振れリスクに対し、ECB は追加緩和の意図を示唆

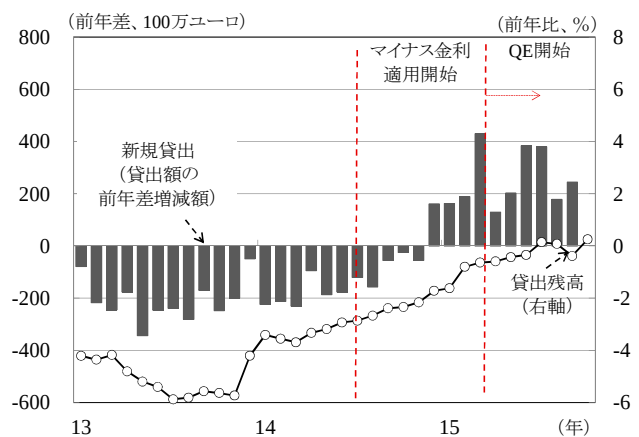
ユーロ圏の消費者物価上昇率は9月に一旦前年比マイナスに陥った後、10月は同+0.1%となった（第10図）。エネルギー価格の下落が主因であるが、エネルギーなどを除くコアインフレ率も同+1.0%近辺の低位に止まり期待インフレ率もじりじりと低下するなか、低インフレの長期化が見込まれる。これに対し、ECB は成長と物価の下振れリスクの高まりを指摘した上で、次回12月理事会で追加金融緩和の意図を示唆している。現行の資産購入プログラムの柔軟性を幾度も強調しており、追加緩和策として具体的には、資産購入期間（現行は16年9月まで）の延長や、対象資産や購入規模の拡大（現行は国債含む毎月600億ユーロ）、中銀預金の金利（現行▲0.2%）の引き下げ、追加緩和バイアス維持の表明、等が想定される。ECB による資産購入開始後も企業向け貸出の回復は弱く、追加緩和で貸出の一段の下支えや、米FRBによる12月利上げ観測も再び高まるなか、ユーロ安を通じた輸出と物価の押し上げを狙っているとみられる（第11図）。

第 10 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 11 図：ユーロ圏の企業向け銀行貸出



(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

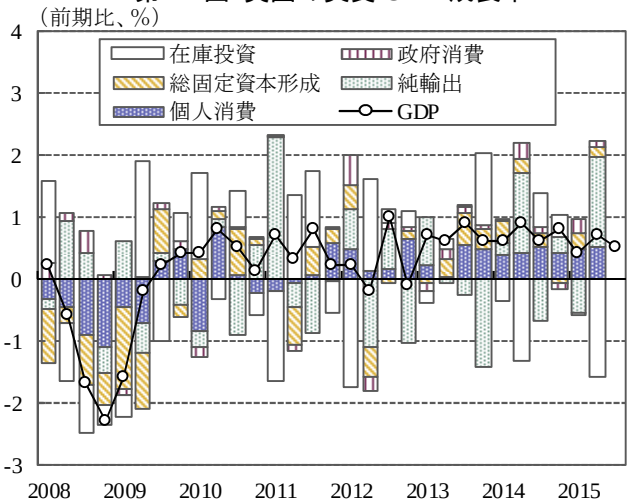
(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状～景気は底堅さを維持

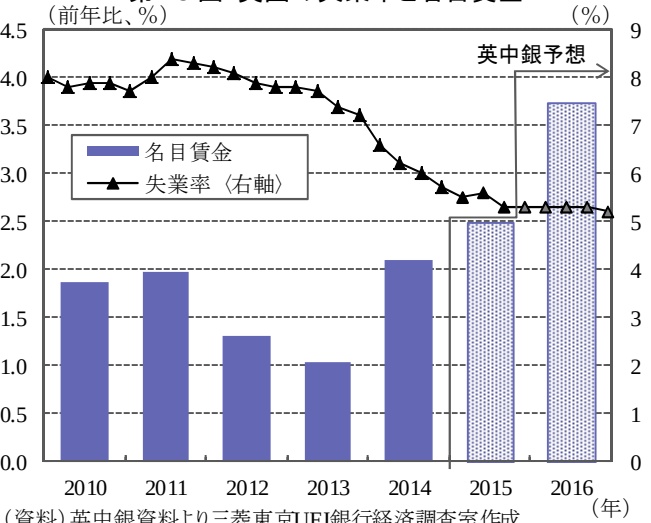
足下の失業率は自 英国景気は、底堅い拡大が継続している。7-9 月期の実質 GDP 成長率
然失業率並みの水 は前期比+0.5%と、前期に比べ幾分減速したものの（第 12 図）、10 月の
準まで改善 購買担当者指数（PMI）の総合指数は 55.4 と、7-9 月期の平均（55.0）を
上回っており、景気の基調は引き続きしっかりと判断される。と
くに足元にかけては、雇用環境の改善が一段と進み、失業率は 5.3%（7
～9 月の平均値）と、自然失業率（5%台前半）並みの水準まで低下した
（第 13 図）。

第 12 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 13 図：英国の失業率と名目賃金



(資料) 英中銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

(2) 今後の見通し～国内民間需要が引き続き景気を牽引する公算

雇用・所得環境の
一段の改善が家計
を後押し

先行きの景気も、民間部門を牽引役とする内需の好循環により底堅く推移すると予想する。まず家計部門については、雇用・所得環境の改善持続が期待される。英中銀（BOE）は、労働需給のタイト化から 2016 年の名目賃金上昇率は、前年比+3%台後半に加速するとみている（前掲第 13 図）。また、住宅市況は 2014 年前半以降沈静化傾向にあったが、来年にかけて再び勢いを増す公算が大きい。住宅ローン承認件数などの先行指標は既に上昇傾向にあるほか、住宅販売件数も今年央から上向きに転じ始めた。

設備投資も底堅い
伸びの持続が期待
される

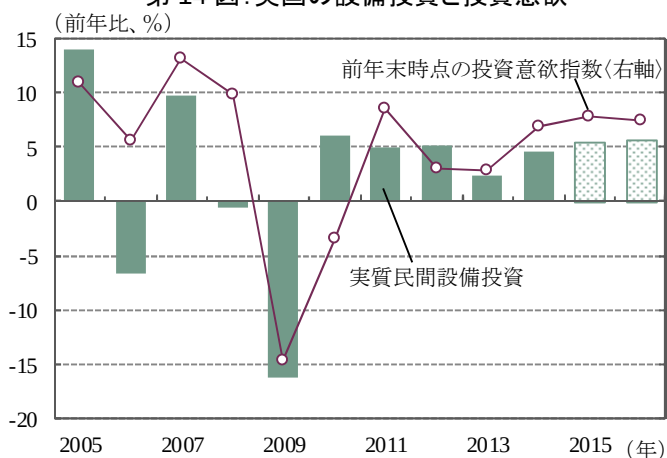
企業部門についても、投資意欲が比較的高めの水準で推移しており、設備投資の底堅い伸びの持続が期待される（第 14 図）。一方、政府部門は財政緊縮が景気の重しとなろう。英国の財政赤字は、2014 年時点で対 GDP 比 5%超と高水準にあり、政府は 2019 年までの黒字化に向けて緊縮を続ける方針を掲げている。

外需については、輸出先の半分以上を占めるユーロ圏の景気持ち直しが追い風となるが、ポンド高・ユーロ安の影響から力強さに欠ける状態が続く公算が大きい。ユーロについては、欧州中央銀行（ECB）が金融緩和を推進するとみられる一方、ポンドは英中銀（BOE）の利上げ接近（後述）を背景に強含みが想定されるためである。

潜在的なリスクは
英国の EU 離脱懸
念

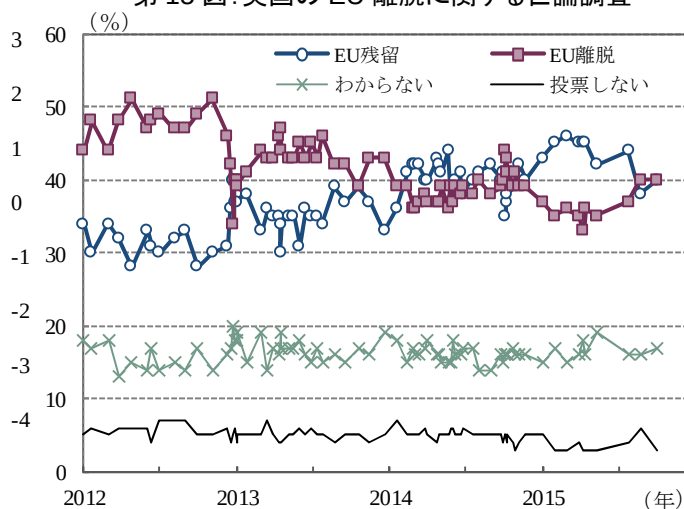
以上の要因を踏まえ、2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.4%、2016 年は同+2.3%と予想する。なお、下振れリスク要因として、英国の EU 離脱懸念に留意する必要がある。特に最近の世論調査では、残留派と離脱派が拮抗し、予断を許さない情勢となっている（第 15 図）。EU からの離脱が現実味を帯びてきた場合には、設備投資や海外からの直接投資の抑制といった景気下押し圧力が高まるとみられる。

第 14 図：英国の設備投資と投資意欲



(注) 1. 2015 年と 2016 年の実質民間設備投資は当室予想値。
2. 2015 年末分の投資意欲指数は 2015 年 10 月の数値。
(資料) 英国立統計局、英中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：英国の EU 離脱に関する世論調査



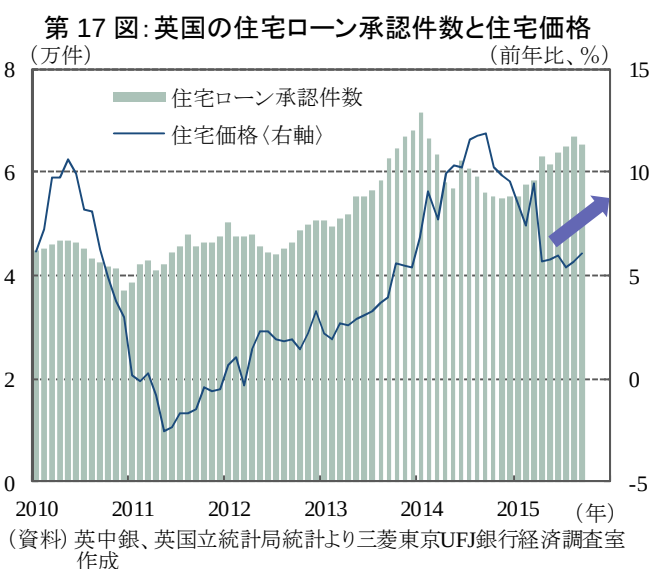
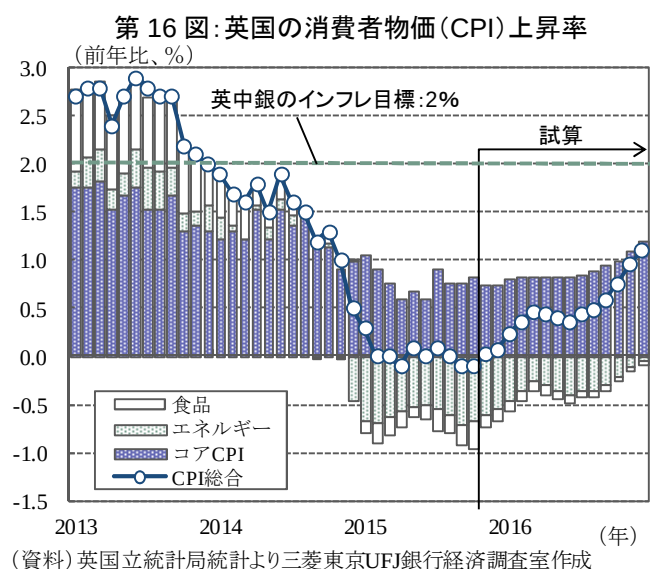
(資料) YouGov資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 物価・金融政策～英中銀の利上げ開始は、基本的には 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

消費者物価（CPI）上昇率は、原油価格の下落等から前年比ゼロ%前後で推移しており（コアインフレ率は同+1%前後）、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 16 図）。ただし、経済全体の需給バランスを示す GDP ギャップをみると、足元の供給超過幅は対 GDP 比 0.5%程度（BOE 試算）まで縮小しており、潜在的なインフレ圧力は徐々に高まってきていると判断される。

先行きは、原油安効果が徐々に剥落するとみられるなか、景気拡大の持続による需給バランスのタイト化に伴い、基調としてのインフレ圧力は上昇傾向を辿ろう。加えて、前述した賃金上昇の加速により、人件費の面でもインフレ圧力は高まってくると予想する。また、住宅市況の持ち直しが進むことで、来年中頃には住宅バブルの再燃回避の観点からも、金融引き締めが必要が増すとみられる（第 17 図）。



初回利上げの時期は 2016 年半ば過ぎ頃と予想

以上のような経済面での想定を踏まえると、初回利上げは 2016 年の半ば過ぎであろうと基本的には考えられる。ただし最終的な判断には、英国の EU 離脱の是非を問う国民投票の実施時期も考慮する必要があるだろう。当該国民投票は、今のところ 2017 年末までの実施が決まっているのみで、具体的な日程は未定だが、2016 年中に行われる可能性も指摘されている。BOE は国民投票直前の利上げは回避するとみられるほか、仮に離脱が選択され、先行き不透明感が高まった場合には、相当期間利上げを先送りする可能性が大きい

（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	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
	(実績)	(見通し)	(見通し)	(実績)	(見通し)	(見通し)	(実績)	(見通し)	(見通し)
ユーロ圏	0.9	1.4	1.5	0.4	0.1	0.9	2,954	2,784	2,650
ドイツ	1.6	1.6	1.7	0.8	0.4	1.4	2,649	2,599	2,424
フランス	0.2	1.0	1.3	0.6	0.0	0.9	▲ 277	▲ 216	▲ 50
イタリア	▲ 0.4	0.7	0.8	0.2	0.0	0.7	364	347	283
英 国	2.9	2.4	2.3	1.5	0.0	0.6	▲ 1,530	▲ 1,249	▲ 1,205

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
	(実績)	(見通し)	(見通し)	(実績)	(見通し)	(見通し)
名目GDP	1.7	1.5	1.6	4.7	3.6	3.9
実質GDP	0.9	1.4	1.5	2.9	2.4	2.3
<内需寄与度>	0.8	1.4	1.4	3.2	1.8	2.3
<外需寄与度>	0.1	0.1	0.2	▲ 0.4	0.6	0.1
個人消費	0.9	1.7	1.4	2.6	2.8	2.0
政府消費	0.8	1.3	1.3	1.9	2.0	1.5
総固定資本形成	1.3	1.6	0.8	7.5	3.7	5.0
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.2	▲ 1.3	▲ 0.1
輸出	3.9	4.4	2.8	1.8	3.0	1.4
輸入	4.2	4.6	2.7	2.8	1.0	1.1

- (注) 1. ユーロ圏はドイツ、フランス、イタリアのほか、アイルランド、エストニア、オーストリア、オランダ、キプロス、ギリシャ、スペイン、スロバキア、スロベニア、フィンランド、ベルギー、ポルトガル、マルタ、ルクセンブルク、ラトビア、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

～外需の下押しは徐々に緩和するも、回復ペースは力強さを欠く展開～

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 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.9%（4-6 月期：同+7.0%）へ減速、足元、月次の経済指標からも減速の継続が窺われる。

輸出依存の高い NIEs を中心に減速、ASEAN も総じて勢いを欠く

その他のアジアでも、輸出依存度の高い NIEs を中心に成長率は減速しており、台湾については同▲0.6%（同+0.6%）と 6 年ぶりのマイナス成長となったほか、シンガポールも同+1.9%（同+2.0%）と低い伸びに止まった。ASEAN については相対的に底堅いものの、やはり総じて勢いを欠く状況が続いている。インドネシアでは、輸出の低迷に加えて、ルピア安に伴う物価上昇が実質購買力の低下や消費者マインドの悪化等を通じて個人消費の拡大を抑制しており、成長率は同+4.7%と 3 四半期連続で 5%を下回った。マレーシアでも、物品・サービス税（GST）導入の影響などで同+4.7%（同+4.9%）へ減速。タイについては、公共投資の拡大や観光客の持ち直し継続によるサービス輸出が下支えする一方、財輸出の不振が個人消費や民間投資など内需に波及し、同+2.9%（同+2.8%）と低めの伸びに止まった。

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や信用抑制の継続など構造調整を背景に、成長ペースの減速が続こう。但し、投資は重工業を中心に鈍化が続く一方、サービス業を中心に総じて雇用・所得環境は安定しており、また物価も低位安定していることから家計部門の需要拡大は維持され景気を下支えすると見込まれる。また、金融緩和に加え、インフラ投資や歳出拡大など財政からの下支えもあり、景気失速は回避されるとみられ、2016 年にかけて前年比+6%台半ばへの減速に止まると予想する（第 1 表）。

外需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なか、外需への依存度や内需の底堅さなどが景気の行方を左右しよう。輸出については、先進国を中心とした緩やかな需要の回復や資源安の影響の一巡などで徐々に持ち直しが見込まれるものの、中国経済の減速の影響もあり回復ペースは限られよう。このため輸出依存度の高い NIEs の実質 GDP 成長率は、2015 年の同+2%近辺に対し、2016 年についても同+2%台半ばに止まると予想する。

ASEAN・インドは
内需を中心に緩や
かに回復

ASEANについても外需の伸び悩みの影響は免れないものの、良好な雇用・所得環境を背景に内需が総じて底堅いことや、景気刺激策による下支えもあり、2016年にかけて同+4%台後半の成長を維持するとみられる。インドネシアでは、輸出の低迷が引き続き重石となるものの、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、外需依存度の低さやインフレ率の低下に伴う実質所得の改善が追い風となり、内需を中心に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
の失速や米国の利
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、中国経済の一層の変調が挙げられる。仮に資産バブル崩壊やそれに伴う不良債権の増加が景気失速懸念を強め株価や通貨の下落などにつながると、他のアジア諸国もマイナスの影響は免れない。これに加え、米国の利上げが更に金融・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	7.3	6.8	6.5	2.0	1.5	1.9	2,197	2,996	2,529
韓国	1.42	8.3	3.3	2.4	2.9	1.3	0.7	1.6	892	955	788
台湾	0.53	3.1	3.9	1.1	2.4	1.2	▲0.1	1.2	653	774	670
香港	0.29	1.7	2.5	2.3	2.0	4.4	2.9	2.6	56	85	76
シンガポール	0.31	1.8	2.9	2.1	2.5	1.0	▲0.3	0.6	588	690	760
NIEs	2.54	14.9	3.3	2.1	2.6	1.6	0.7	1.5	2,189	2,504	2,294
インドネシア	0.89	5.2	5.0	4.8	5.0	6.4	6.5	4.3	▲275	▲196	▲183
マレーシア	0.33	1.9	6.0	4.8	4.9	3.1	2.3	2.4	145	109	114
タイ	0.37	2.2	0.9	2.7	3.2	1.9	▲0.7	1.6	154	205	173
フィリピン	0.28	1.7	6.1	5.8	6.0	4.1	1.4	2.5	109	88	75
ベトナム	0.19	1.1	6.0	6.4	6.3	4.1	0.7	4.1	95	88	48
ASEAN5	2.06	12.1	4.7	4.7	4.9	4.5	3.3	3.3	228	295	227
インド	2.05	12.0	7.4	7.6	7.9	6.0	4.9	5.2	▲275	▲192	▲231
アジア11カ国・地域	17.04	100	6.4	5.9	5.9	2.7	2.0	2.4	4,339	5,603	4,819
			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

2. 見通し上のキーポイント

(1) 中国経済：投資の減速に伴う成長下押しが続くが、一部では安定化の兆しも

投資の抑制を中心に減速が続くが、個人消費は総じて堅調

中国経済は、投資の減速を起点とした減速が続いている。但し、不動産市場の調整や過剰な生産能力を抱える重工業での投資の減速が成長を下押す一方、個人消費の堅調が景気を下支えするという経済の二極化が鮮明となりつつある。月次の主な経済指標でも、小売売上高が総じて堅調を維持する一方、投資や生産の減速が続くという姿がみてとれる(第2表)。

投資はインフラ分野の堅調や資金調達環境の安定化もプラス材料

固定資産投資の業種別内訳では、不動産や重工業分野を中心に減速が続く一方、運輸・倉庫のほかインフラ分野などを中心に底堅い伸びを維持しており、投資の中身も明暗が分かれている(第1図)。また足元、年初に比べ資金調達環境が一部で安定化しつつある点もプラス材料と言える。昨年終盤以降、中央政府は景気下支えに向け鉄道や高速道路などインフラ分野の投資認可を加速させてきたが、不動産市場の低迷の影響で、地方政府の主要な財源である土地譲渡収入が伸び悩むなか、地方政府債務の管理強化に伴う資金面での制約や反腐敗取締り強化の影響などもあり、実際の投資拡大に繋がらない問題が指摘されていた。しかし、地方政府債の発行等による資金調達に加え、年央以降、保険資金を活用した基金の設立、財政余剰金の活用等、中央政府が投資拡大に向けた支援策を相次いで打ち出したことなどもあり、政府予算による投資に拡大傾向が窺われる。

夏場以降の過剰な「中国減速リスク」は一旦沈静化

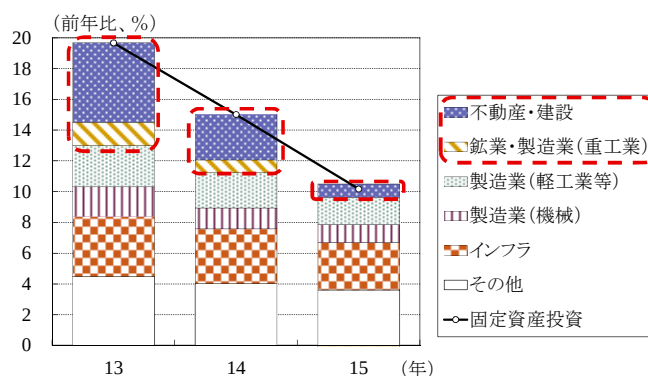
この他、中国の株式市場や人民元相場が落ち着きをみせていることや、10月末の五中全会で示された第13次5カ年計画(2016年～2020年)の主要目標が概ね想定される内容に止まったこともあり、夏場以降の世界的な株価下落や資源国を中心とした新興国通貨の下落など、「中国減速リスク」を巡る幾分過剰とも言える反応は一旦沈静化している。

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

	6月	7月	8月	9月	10月	評価
輸出(前年比、%)	1.9	▲ 8.4	▲ 5.5	▲ 3.7	▲ 6.9	×
輸入(前年比、%)	▲ 6.5	▲ 8.2	▲ 13.8	▲ 20.4	▲ 18.8	×
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	×
小売売上高(前年比、%)	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	△
工業生産(前年比、%)	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	×
製造業PMI	50.2	50.0	49.7	49.8	49.8	×
非製造業PMI	53.8	53.9	53.4	53.4	53.1	△
消費者物価(前年比、%)	1.4	1.6	2.0	1.6	1.3	-
生産者物価(前年比、%)	▲ 4.8	▲ 5.4	▲ 5.9	▲ 5.9	▲ 5.9	-

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家統計局発表の指標。
2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したもの。
3. 『評価』は、直近の伸び率/指数の水準と半年前と比べた加減速度合い等から判断。
(資料) 中国国家统计局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：中国の固定資産投資(都市部、業種別)



(注) 1. 2015年は1-10月期実績。
2. 『重工業』は、石油・化学品、非金属鉱物、鉄鋼、非鉄金属、金属製品等。
3. 『機械』は、一般機械、特殊機械、電機、自動車等。
4. 『インフラ』は、運輸・倉庫、水利・環境・公共施設。
5. 『その他』は、1次産業、公益、その他3次産業。
(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

この先も資本ストックの調整による景気下押し圧力が続く

消費は雇用所得環境の安定や都市化、所得格差の縮小などが下支え

財政・金融両面からの下支えもあり、景気失速は回避

中長期的な成長に向けた改革推進と短期的な安定成長確保との間で難しい舵取りが求められる

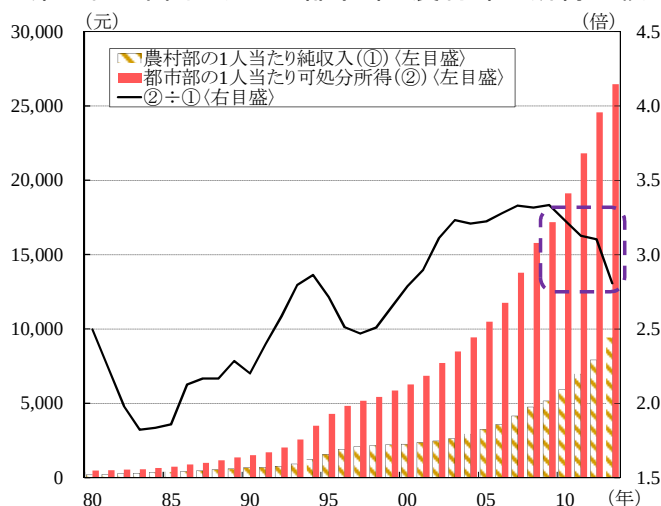
先行きを展望すると、過去の過剰な資本ストックの調整余地は依然大きく、重工業を中心とした投資の減速による景気下押し圧力が続くと思われる。過剰投資の調整は短期間では困難であり、政府のコントロールのもと、時間をかけて調整するとみられる。

今後の中国経済の牽引役として期待される個人消費については、サービス業を中心に総じて安定した雇用・所得環境が支えとなることが見込まれる。4-6月期の都市部求人数をみると、製造業や建築業などで前年割れとなる一方、交通・運輸、金融、情報通信等のサービス業を中心に前年を上回る伸びを示している。また都市化に伴う消費行動の多様化や都市部と農村部の所得格差の縮小による消費の裾野の広がりなども、サポート材料となろう（第2図）。

加えて、金融緩和や歳出の拡大など政府の対応余地も十分にあり、景気の失速までは想定し難い。前述の通り、地方政府の資金調達環境の安定化を受け、足元、政府予算による投資の拡大や政府の歳出拡大傾向も鮮明となっており、来年に向けて景気の下支えが見込まれる。

なお、五中全会では次期5カ年計画において中高速成長を維持し、2020年のGDPと都市・農村部住民の1人当たりの所得を2010年比で倍増させる方針が再確認された（第3表）。生産年齢人口が既にピークアウトし、労働投入や過剰な投資拡大による成長が見込めないなか、産業構造の高度化や民間資本の活用による経済の効率化などが潜在成長率を引き上げるための重要な鍵を握るとみられる。但し、過剰生産能力の削減など中長期的な成長に向けた実効性のある改革を実現するには、一定の景気減速を許容しなくてはならない反面、不良債権や失業率の増加等を通じて経済・社会の不安定化を招く虞もある。短期的な経済・社会の安定確保とのバランスをどう図るのか、難しい舵取りが求められよう。

第2図：中国における都市部と農村部の所得比較



(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：中国の第13次5カ年計画の目標と主な方針

主要目標		✓ 2020年までの小康(ややゆとりのある)社会実現 ✓ 2020年までにGDPと1人当たり所得を2010年比で倍増 ✓ 産業高度化を推進 ✓ 経済成長への消費の寄与を大きく高める ✓ 戸籍人口の都市化率を加速
目標実現に向けた理念	① 創新 (イノベーション)	■ 「革新」を国家発展の基礎とする ■ インターネット強国、国家ビッグデータ戦略 ■ 「中国製造2025」を推進
	② 協調	■ 新型工業化・情報化、都市化、農業近代化 ■ 経済建設と国防建設の融合的発展
	③ 緑色 (グリーン発展)	■ 資源節約と環境保護の基本国策を堅持 ■ 最も厳しい環境保護制度を実施
	④ 開放	■ 互恵主義の開放戦略を堅持 ■ グローバル経済における公共財供給に積極的に参与、発言力を高める ■ 「一帯一路」建設の推進
	⑤ 共享	■ 所得格差の縮小、労働報酬の上昇と労働生産性向上の一致 ■ 持続可能な社会保障制度の確立 ■ 計画出生の基本国策を堅持しつつ、夫婦一組に二人目の子どもまで認める政策を全面的に実施

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) その他アジア：安定した雇用・所得環境が内需を下支え、輸出は底入れを窺う展開

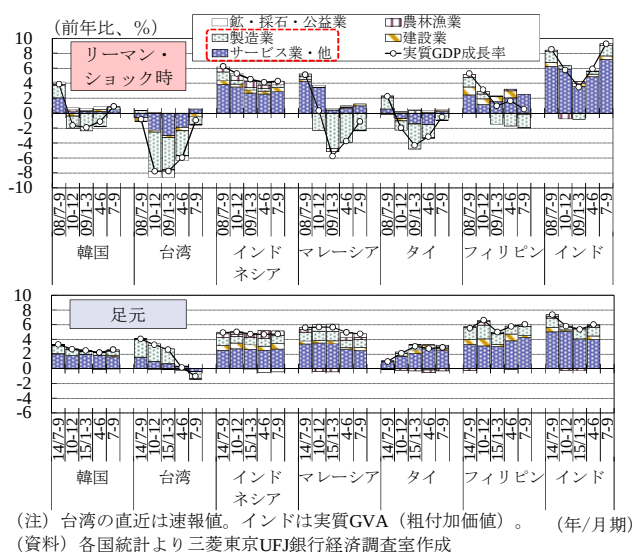
雇用・所得環境の安定を通じて内需を下支え、輸出も底入れを窺う展開へ

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をはじめ全地域向けに大幅に落ち込み、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3図、第4図）。リーマン・ショック時は輸出数量の落ち込みが大きく、最大で前年比▲20～40%の減少を記録したのに対し、足元は資源安に伴う価格要因の影響が大きく、輸出数量は一部を除き概ね同▲10%以内の減少にとどまっている。また、内需向けを中心に製造業が底堅いこともあり、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。中国向け輸出についても、数量ベースでは底入れの兆しがみられ、2016 年にかけて価格要因が一巡してくることなどを踏まえると、輸出は下げ止まりから底入れを窺う展開が見込まれる。

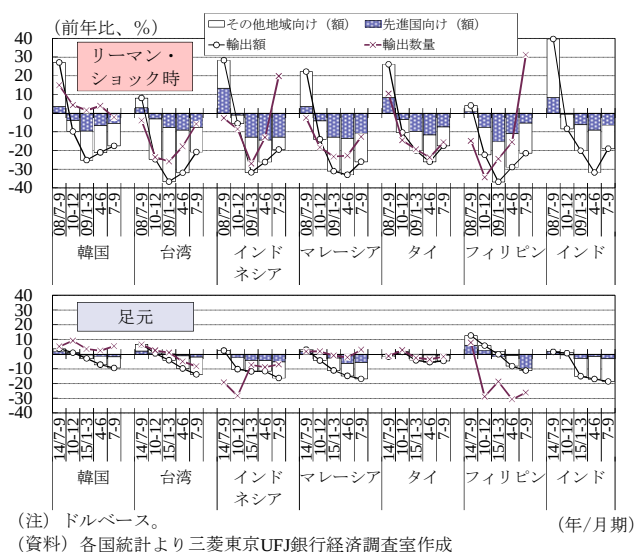
相次ぐ景気刺激策も下支えに

加えて、各国政府は景気刺激策を相次いで打ち出しており、低所得者層支援やインフラ投資拡大・予算執行加速などを通じ、内需の下支えとなることが期待される。具体的には、マレーシアでは、9月に中小企業への資金繰り支援・家計支援への追加資金投入などを中心とする景気刺激策を打ち出したほか、10月に公表した2016年度の予算案には低所得者層支援策が盛り込まれた。タイでは、8月の内閣改造を受け、9月に低所得者や中小企業向けの金融支援を中心とする内需刺激策が発表された。インドネシアでも、9月に重複規制廃止や許認可迅速化といった経済政策第1、2弾を発表して以降、足元までにエネルギー関連料金の引き下げや税制減免を含む政策を第6弾に至るまで矢継ぎ早に打ち出し、景気下支えを図っている。

第3図：アジア主要国・地域の産業別実質 GDP 成長率



第4図：アジア主要国・地域の輸出



(3) タイ経済：公共投資と観光の下支えに加え、輸出持ち直しや内需刺激策が景気をサポート

持ち直しが続くも
依然 ASEAN 諸国
比低い成長ペース

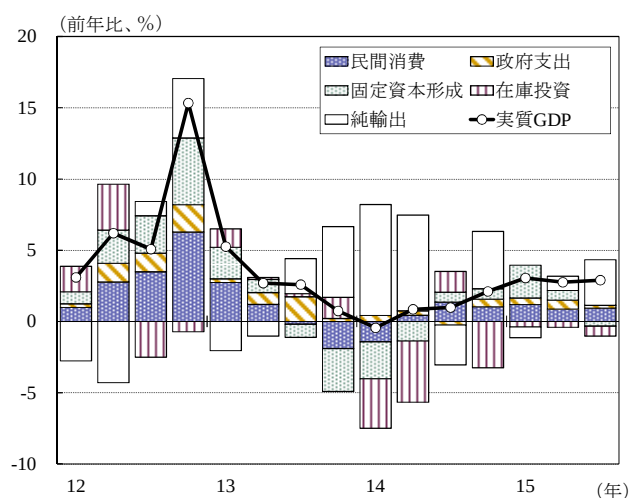
タイ経済は回復が続いているが、そのペースは依然緩やかであり、ASEAN 諸国のなかでは相対的に低めの成長に止まっている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期に続き公共投資や観光セクターの拡大が下支えしたが、財輸出の低迷の影響で民間設備投資や消費などの内需も振るわず、前年比+2.9%と低めの伸びが続いた（第 5 図、第 6 図）。

回復ペースが依然緩やかな背景として、タイは GDP に占める輸出の割合が 75%（2014 年）と ASEAN 諸国のなかでも高いことが挙げられる。財輸出の低迷が、輸出企業の収益圧迫を通じ設備投資を抑制しているほか、賃金の伸び悩みやマインドの悪化を通じて消費を下押しするなど、内需に波及していると考えられる。実際、足元の輸入をみると、資本財の減少が二桁に拡大しているほか、消費財も減少に転じており、投資や消費など内需の弱さを反映している。

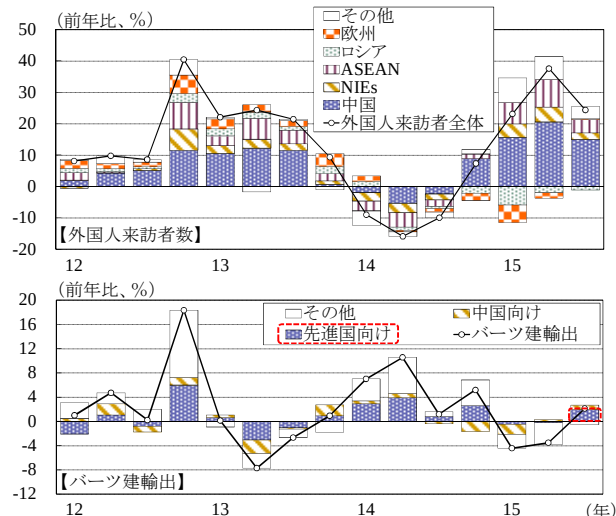
公共投資と観光の
下支えに加え、輸出
や刺激策が景気を
サポート

今後も、公共投資や観光セクターの拡大が成長を下支えする見込みだ。観光セクターは、8 月のテロの影響もあり、9 月にかけて観光客数が一旦伸び悩んだものの、ホテル・レストラン業をみると、依然前年比二桁の成長を維持しているなど、悪影響は限定的となっている。また、輸出が為替下落などによる支えもあり、足元で先進国向けを中心に底入れの兆しをみせていることに加え、9 月に政府が低所得者や中小企業向けの金融支援を中心とする内需向けの景気刺激策を打ち出したことも景気のサポート要因となろう。実際、10 月の企業・消費者のマインドは年初来初めて改善に転じたほか、足元の企業の生産在庫動向にも底入れの兆しがみられる。今後、先進国向けを中心とした輸出の持ち直しや景気刺激策を支えに、内需が徐々に力強さを取り戻していくとみられる。

第 5 図：タイの実質 GDP 成長率の推移



第 6 図：タイの外国人来訪者数とパーツ建輸出



(4) 金融政策：米国利上げの影響を睨みつつも景気に配慮した政策運営に

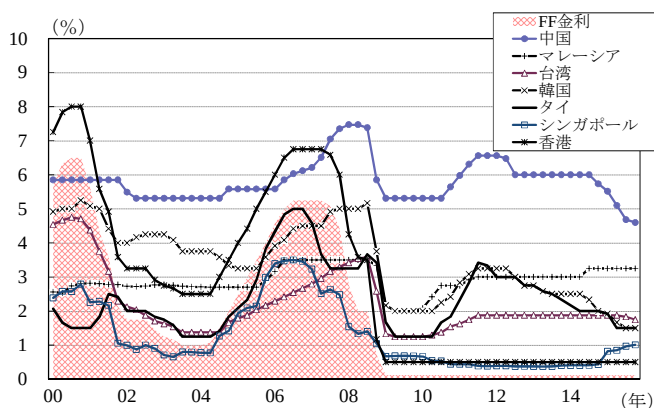
前回 2004 年の米国
利上げ時には多く
の国が追随した動
き

2016 年にかけて米国の利上げが視野に入るなか、アジア各国の金融政策運営の行方も注目される。前回 2004 年の米国利上げ局面においては、アジア経済は米国経済との連動性が高く、景気は回復傾向、物価も上昇基調がみられ、対米金利差拡大に伴う輸入インフレ抑制の狙いなどもあり、多くの国が追随して利上げを実施した（第 7 図）。

低インフレの継続、
景気の弱さなども
あり、金融政策は景
気に配慮

これに対し、足元は資源安を背景にインフレは総じて低位安定が続き、景気が力強さに欠けることから、金融政策面からも下支え期待が根強い。為替については、昨年後半以降、資源安や人民元切り下げのほか、米国利上げ観測の高まりを背景に下落基調が続き、特にマレーシアやインドネシアでは、アジア通貨危機以来の水準まで下落した（第 8 図）。もっとも、足元では米国の利上げが相応に織り込まれつつあるとみられるほか、インドネシアやマレーシアでは政府の景気刺激策や来年度予算案の内容への好感などもあり、年央に比べ下落圧力は弱まっている。インドネシアでは昨年終盤の燃料価格引き上げ以降、物価の高止まりや通貨下落の進行などもあり、引き締めの金融政策運営を続けざるを得なかったが、足元ではインフレの沈静化や通貨の下げ止まりなどもあり、利下げ期待が強まりつつある。11 月には政策金利こそ据え置いたものの、預金準備率の引き下げ（8.0%→7.5%）を実施した。他のアジア諸国・地域の金融政策についても、徐々に緩和度合いは縮小に向かうとみられるものの、物価の低位安定が続くなか、米国金融出口戦略の影響を睨みつつも、国内景気をより重視した政策運営が予想される。この先、米国の利上げペースは緩やかとなる公算が大きいことから、アジア金融市場への深刻な不安定化は回避されるとみているが、過去に例を見ない金融緩和状態からの出口戦略となるため不確実性が高く、木目細かな対応が求められよう。

第 7 図：アジア主要国・地域の政策金利

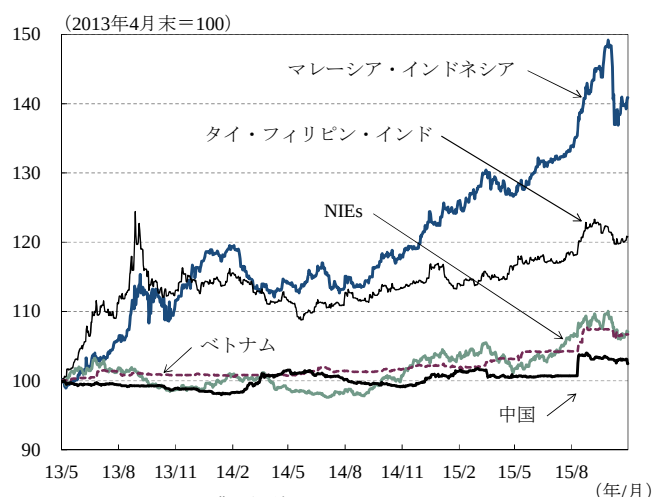


(注) 1. 四半期平均値。

2. シンガポールの金融政策の対象は為替のため、3ヵ月SIBOR金利を参考値として掲載。マレーシアの2004年3月以前は、政策金利と近似するIMF公表の「money market rate」を掲載。

(資料) 各国統計、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図：アジア主要国・地域の為替レート



(注) 複数国の為替指数は、購買力平価ベースGDPで加重平均したもの。

(資料) Bloomberg、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希、土屋 祐真、中村 逸人)

V. オーストラリア ～資源価格の低迷が景気の重石に～

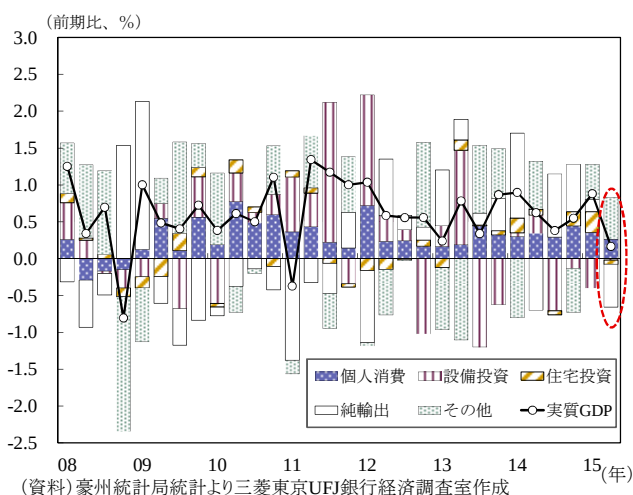
1. 景気の現状

資源価格下落と輸出低迷を背景に減速が続いてきたが、最悪期を脱する兆しも

豪州経済は減速が続いている。4-6 月期の実質 GDP 成長率（前期比）は輸出の大幅なマイナスを受けてほぼゼロ成長まで近づいた（第 1 図）。最大の輸出相手先である中国経済減速の影響を大きく受けており、またそれに伴う資源価格の下落も響いている。

ただし、足元の月次指標をみると、9 月の輸出は資源価格の持ち直しもあり、17 ヶ月ぶりに前年比プラスに転じている（第 1 表）。また、家計部門では、失業率もピークアウトしつつあり、さらに 9 月の新政権発足後、消費者信頼感がやや持ち直しの動きをみせるなど、最悪期を脱する兆しも窺える。

第 1 図： 実質 GDP 成長率



第 1 表： 主な経済指標の推移

	7月	8月	9月	10月	11月
小売売上高（前月比、%）	▲ 0.1	0.4	0.4		
住宅着工許可件数（前年比、%）	19.6	4.7	21.4		
失業率（%）	6.3	6.2	6.2	5.9	
賃金指数（除く賞与）（前年比、%）	2.3				
消費者物価指数（前年比、%）	1.5				
輸出（前年比、%）	▲ 2.2	▲ 0.7	5.2		
RBA商品価格指数（米ドル建）	64.0	62.7	62.8	62.1	
為替相場（A\$/US\$）	0.731	0.711	0.702	0.714	
消費者信頼感指数	92.3	99.5	93.9	97.8	101.7

（注）色掛け部分は、伸び率/指数が前月から改善したもの。

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

2. 今後の見通し

資源価格下落の影響は不可避だが、低金利や豪ドル安が成長を下支え

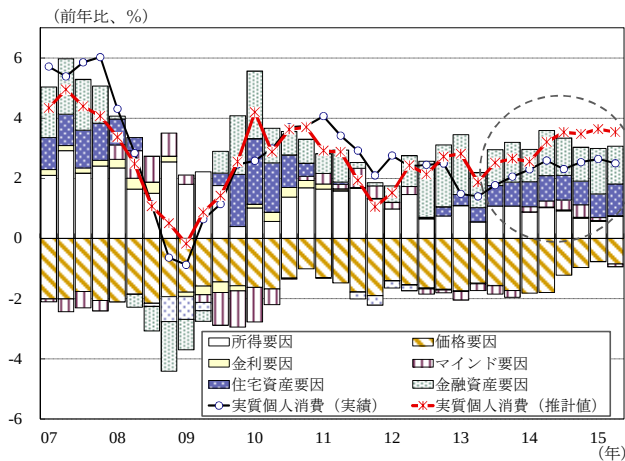
豪州経済は、中国経済減速の影響を資源価格の下落とともに大きく受け、財輸出の大幅な下押しは避けられない状況は不変である。設備投資についても、資源投資ブームの終焉後、投資全体の約 6 割を占める鉱業部門が大きく減少している。資源需要の中期的な盛り上がりが見込みにくい状況下では、資源価格の低迷が長期化するとみられ、企業は投資拡大に慎重姿勢を維持しており、製造業などについても投資の減少が続く見通しである。

一方で、低金利政策を背景にした堅調な住宅投資が資産効果を通じて引き続き個人消費を支えている（第 2 図）。この先住宅市場がピークアウトに向かうなか、資産効果も徐々に剥落するとみられるが、代わって GDP の 7 割近くを占めるサービス部門を中心とした雇用の回復が消費の支えになると考えられる。加えて、豪ドル安を受け高い伸びを記録して

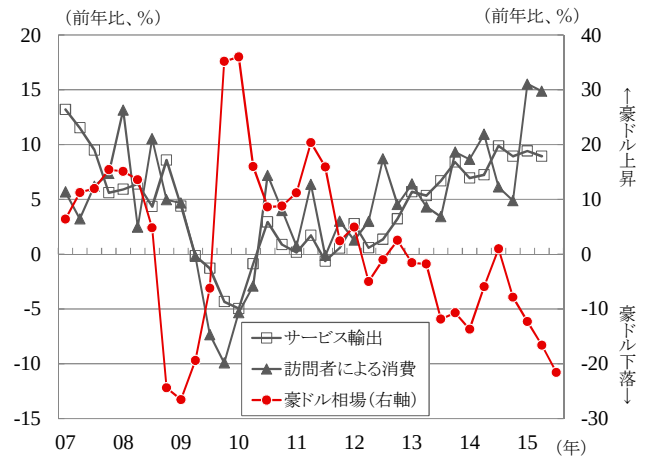
いる観光や留学を中心としたサービス輸出も当面の下支え要因になると見込まれる（第3図）。

このような一定の下支え要因が、資源価格下落の影響を一部補うとみられ、実質 GDP 成長率は 2015 年に前年比+2.2%（前年：同+2.7%）の減速に止まり、2016 年も同+2.3%の伸びを維持できる見通しである（第2表）。

第2図：実質個人消費の要因分解



第3図：サービス輸出と豪ドル相場



第2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	1.5	2.2
経常収支（億ドル）	▲ 396	▲ 436	▲ 430

見通し

3. 見通しのキーポイント

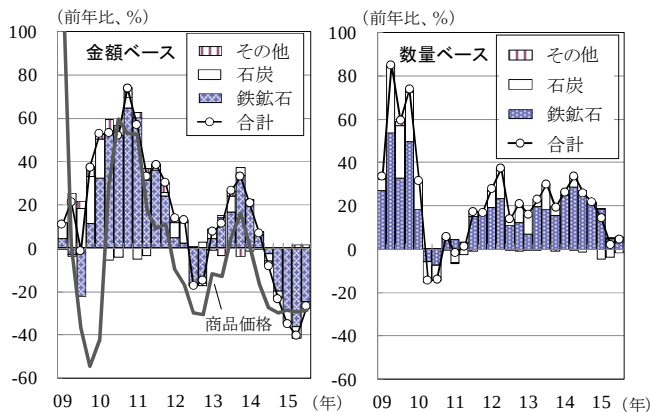
（1）中国経済減速と資源価格下落の影響

中国経済減速や資源価格下落の影響は企業部門を中心に続く

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調整などを背景に、緩やかな減速が続く見通しである。中国向けの輸出は商品価格の下落を主因に金額ベースで大幅なマイナスが続いており、数量ベースでも、大幅に減速し、ほぼゼロ成長に近づいている（第4図）。この先も資源価格は低迷が続くとみられ、財輸出の下押しは避けられないと考えられる。

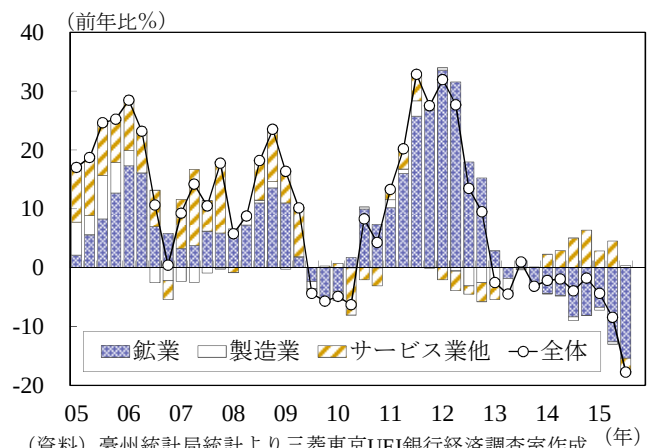
資源投資ブーム終焉後、設備投資は鉱業部門で大幅に落ち込んでいる。製造業も小幅なマイナスが続いており、サービス業の持ち直しだけでは補いきれない状況である。企業は、景気の回復軌道が明確に確認できない現状下では、投資に慎重な姿勢を崩しておらず、投資の抑制は当面続く見込まれる（第5図）。

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

第5図：設備投資の推移（名目ベース）



(資料) 豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

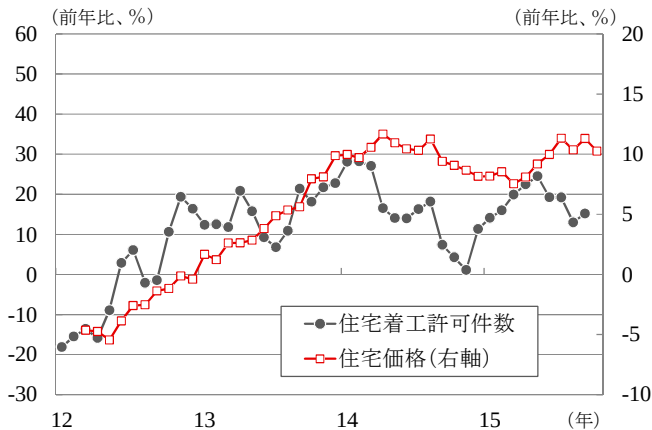
(2) 住宅市場の動向

住宅市場のピークアウト感もみられる

住宅部門をみると、シドニーやメルボルンなど都市部を中心に価格上昇が続いているが、ピークアウト感もみられる。住宅価格はこれまで、豪州準備銀行（RBA）の低金利政策の結果として、景気減速下にも関わらず上昇を続けてきた。とりわけシドニーにおいてその傾向が顕著であった。ただし、足元の住宅価格は依然高水準ながら伸びは弱まり、住宅着工許可件数も減速傾向にあるなど、住宅市場の過熱はこの先鈍化する兆しも窺える（第6図）。

豪金融監督庁（APRA）は既に昨年12月、投資向け住宅融資の増加ペースを前年比10%未満に抑えるよう銀行への指導を開始し、民間銀行は投資向け住宅ローンの貸出基準厳格化やローン金利の引き上げなどで対応してきた。その後10月に豪州大手銀行が相次ぎ居住向け住宅ローン金利も引き上げるに及び（第7図）、景気減速下で実質的な金融引き締めが進行するとの見方から、RBAに対して追加利下げ観測が高まる局面も見られた。もっとも、居住用住宅ローン金利引き上げは、住宅市場の軟着陸に向けた動きとも評価でき、必ずしも金融緩和で中和すべきものではないという見方が一般的である。

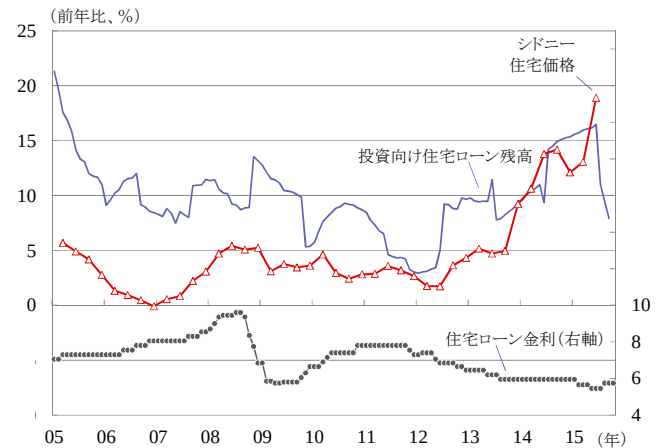
第6図：住宅価格と着工許可件数



(注) 許可件数は3ヵ月移動平均。

(資料) 豪州統計局、Corelogic統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：住宅市場の動向



(資料) 豪州準備銀行、豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 雇用環境

雇用環境の悪化には歯止め

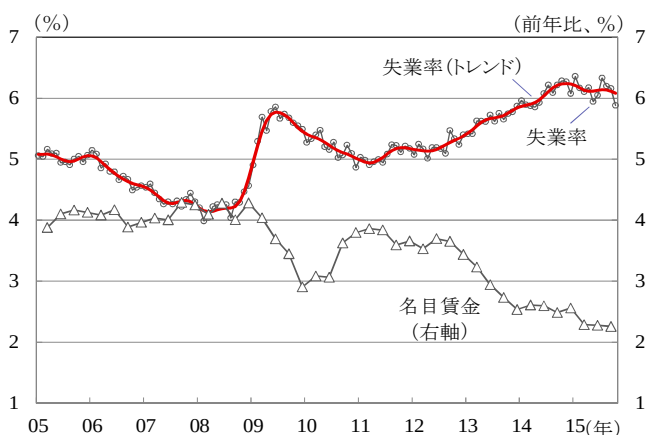
このように資源価格低迷の影響が長期化し、住宅市場も徐々にピークアウトが見込まれる一方で、代わって経済の支えとなるのはGDPの6割を占める消費と考えられる。

サービス業の雇用が大幅に落ち込んでいる鉱業部門の受け皿に

雇用・所得環境をみると、10月の失業率は雇用者数の増加を背景に5.9%に低下した(第8図)。雇用者数は前年比約+2%の緩やかな増加傾向が続いており、宿泊・外食・小売や医療などのサービス業が、資源投資ブームの終焉後、雇用が大幅に落ち込んでいる鉱業部門の受け皿となっている(第9図)。また、雇用の先行指標となる求人広告数や欠員率などの雇用関連指標は改善がみられるなど、この先雇用環境の悪化に歯止めがかかり、足元まで低い伸び率に止まっている賃金も、徐々に下げ止まるとみられる。

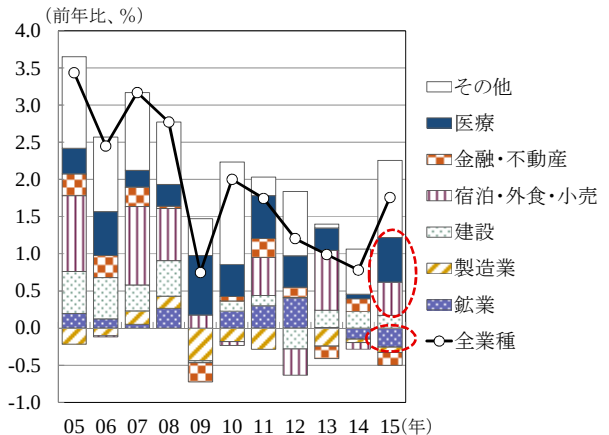
こうした雇用環境改善の兆しは、景気刺激策の導入に意欲をみせているターブル新政権への期待と相俟って、消費者心理を支えている。

第8図：失業率と賃金



(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：業種別雇用者数



(注) 2015年のデータは8月までを年換算。

(資料) 豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 物価と金融政策

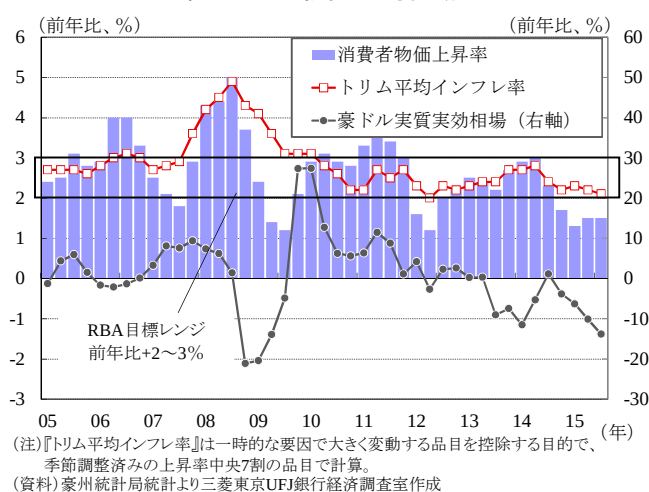
インフレ圧力は抑制

低インフレは長期化するとみられるも、中銀は当面政策金利を据え置くと予想

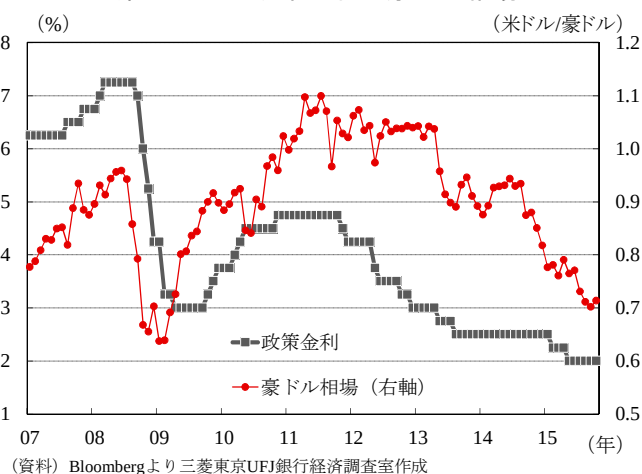
インフレ圧力は抑制されている。7-9月期の消費者物価上昇率は前年比+1.5%と、大幅な豪ドル安にも関わらず、12ヵ月連続でRBAの目標レンジ（同+2-3%）を下回っている（第10図）。RBAの重視するトリム平均インフレ率も同+2.1%と、同目標の下限にある。物価の下振れを受けて、RBAの追加緩和期待が急速に高まったが、11月の理事会では6会合連続で政策金利を据え置いた（第11図）。RBAは追加利下げの可能性は排除せず、声明文ではむしろ低金利を受けたビジネス環境の改善や雇用の持ち直しなど、景気改善の兆候を評価する姿勢が確認された。

RBAは従来、主に豪ドル安誘導を目的に利下げを実施してきたが、直近では現状の豪ドル相場につき「資源価格に見合った調整をしている」と肯定的な見方を示している。更なる利下げは消費や投資浮揚効果が乏しくなりつつある一方、住宅価格の上昇を助長しかねず、実際、スティーブンス総裁もその効果に疑問を投げかけている。追加利下げは雇用環境回復の遅れ、あるいは一段の資源安による物価の下振れなどが条件になると考えられる。

第10図：物価と為替動向



第11図：政策金利と豪ドル相場



（大幸 雅代）

VI. 中南米

～ブラジル、アルゼンチンは深刻な不況へ、メキシコは緩やかな拡大を維持～

1. 中南米経済の概況

資源価格の低迷で
景気悪化が続く

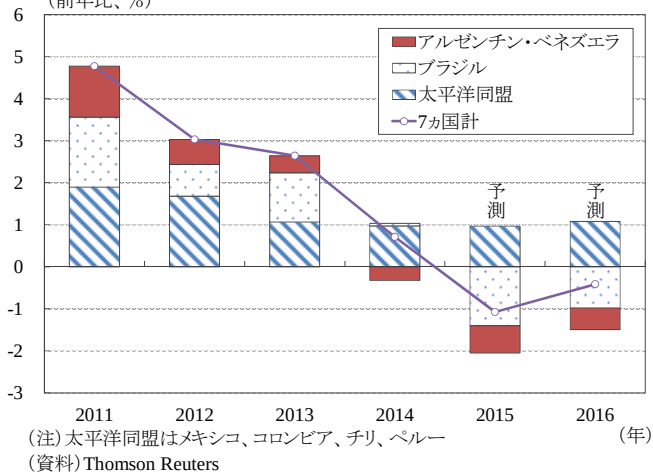
中南米主要7カ国（ブラジル、アルゼンチン、メキシコ、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー）の景気は、一次産品価格下落の影響で減速感が強まってきている。主要7カ国の中で一次産品比率が最も高いベネズエラの2015年の実質GDP成長率は2桁に迫るマイナスになる見通しである。また、域内最大の経済規模を誇るブラジルの成長率も前年比▲3.3%とリーマン・ショック時（2009年：同▲0.2%）を下回る見込みである。

中南米主要7カ国の成長率は、2015年、2016年共にマイナス成長

景気が比較的堅調であった太平洋同盟諸国（メキシコ、コロンビア、チリ、ペルー）にも、一次産品価格下落の影響が及んできており、2015年の主要7カ国の実質GDP成長率は前年比▲1.1%とマイナス成長に陥るとみられる（第1図）。

中南米諸国は総じて輸出に占める一次産品への依存度が高いのみならず（第1表）、鉱山や油田開発など設備投資や歳入面でも一次産品への依存が高い。2016年については、世界経済の持ち直しに伴い一次産品需要も回復するとみられるが、そのペースは緩やかに止まる見込みである。こうした状況下、2016年もマイナス成長が続くものと予想する。

第1図:中南米7カ国の実質GDP成長率と寄与度
(前年比、%)



第1表:輸出に占める一次産品の比率

ベネズエラ	96%
コロンビア	71%
ペルー	67%
チリ	62%
ブラジル	49%
アルゼンチン	47%
メキシコ	14%

(注) 1. 一部、半製品（大豆油等）含む。
2. ベネズエラは石油の比率。
3. 2014年データ。ベネズエラのみ2013年。
(資料) 各国統計、Thomson Reuters

2. 主要国の動向

(1) ブラジル

①景気の現状

4-6 月期の実質
GDP 成長率は前年
比▲2.6%とマイナ
ス幅が拡大

7-9 月期の財政赤字
は GDP 比▲14.2%
へ悪化

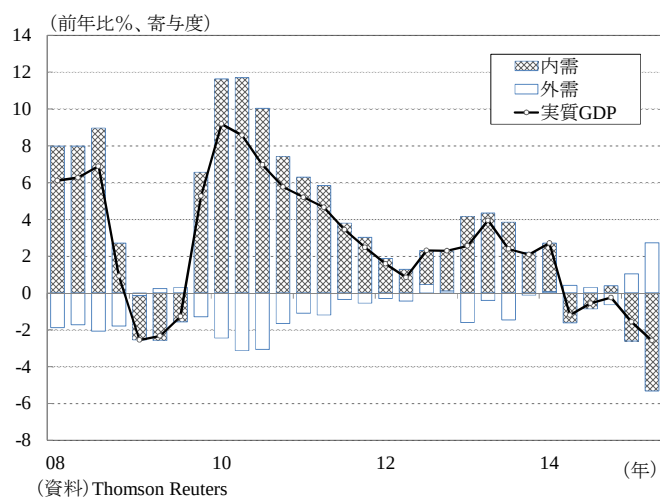
大手格付け機関の
一角が外貨建て国
債を投機級に格下
げ

ブラジルの景気後退は長引き、その深刻度も増している。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比▲2.6%と、1-3 月期の同▲1.6%からマイナス幅が拡大、景気悪化による輸入減少で外需が 2.7%ポイント成長を押し上げたものの、内需は▲5.3%ポイントと大幅なマイナス寄与となった(第2図)。

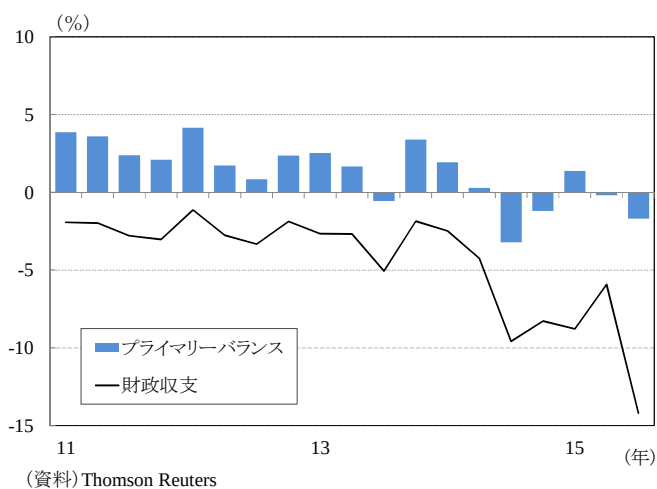
足元でも景気悪化が続いている。10 月の失業率は 7.9%へ上昇し、11 月の消費者物価上昇率は、ついに前年比+10%に達した。低迷する景気が税収の低下をもたらし、歳出削減が更に景気を下押しするという悪循環が続いている。政府は赤字削減策を打ち出したものの、2015 年のプライマリー・バランス(基礎的収支)を黒字化することは難しい情勢で、10 月には今年目標を GDP 比▲0.85%へ再度下方修正した(当初目標の+1.1%から 7 月には+0.15%へ下方修正)。金利上昇に加え、通貨下落による外貨利払い負担の増加も手伝い、利払いを含む 7-9 月の財政収支は GDP 比▲14.2%に悪化した(第3図)。

財政収支の悪化を受け、大手格付け機関のスタンダード&プアーズ社が、9 月にブラジルの外貨建て国債の格付けを投機級に格下げした。これにより、レアルの下落に拍車がかかり、レアルの対ドルレートは一時、1 ドル=4.24 レアルまで下落した。その後、当局のレアル買い介入を受け 1 ドル=3.8 レアル台まで回復したが、レアル安の物価への悪影響はこれから出てくると考えられる。

第2図:実質GDP成長率



第3図:財政収支 (GDP比)



②見通し

2016年も2年連続 のマイナス成長へ

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いためである（第4図）。このようにブラジル経済を取り巻く環境は厳しく、景気低迷は長期化するとみておくべきであろう。2015年の成長率は前年比▲3.3%とリーマン・ショック時（2009年：同▲0.2%）を大幅に下回り、2016年も同▲2.3%と2年連続のマイナス成長となろう。

インフレ期待が再び上昇

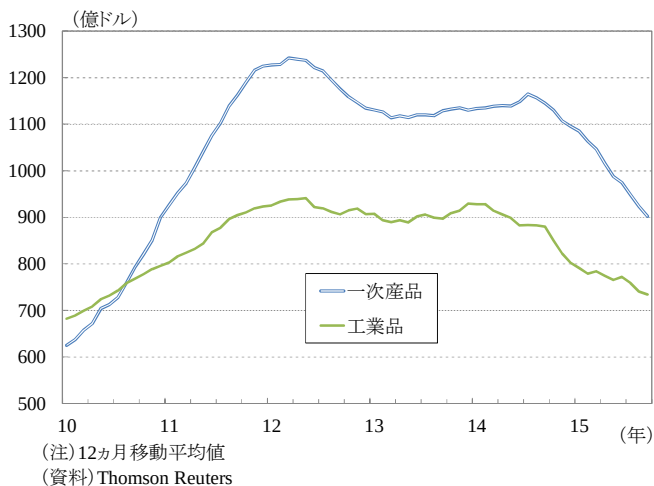
金融面からのサポートも期待しにくい。これまでの利上げによるインフレ抑制効果への期待から民間機関のインフレ予想は、2015年に入り、低下傾向を辿っていたが、S&P社による格下げがあった9月以降、インフレ見通しが再び上昇に転じている（第5図）。ブラジル中銀は8月から政策金利を据え置いてきたが、格下げなどによりリアルが再び売り込まれるような展開となれば、利上げの再開も視野に入ってくるとみられる。

格下げが続いた場合、「ブラジル売り」が誘発される 虞も

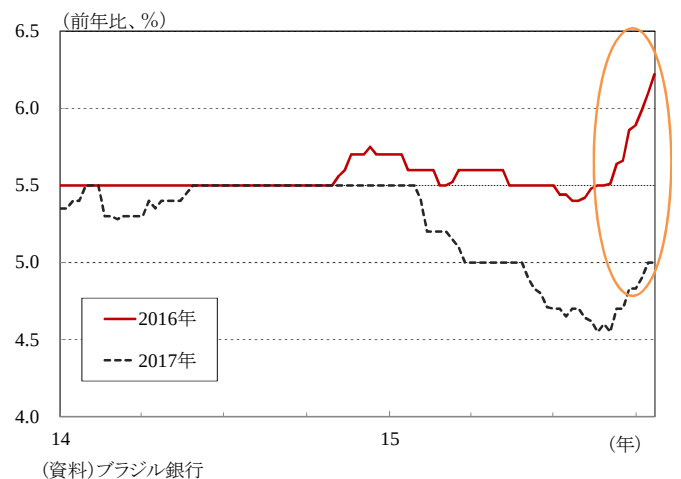
更なる格下げの動きには留意が必要である。現在、大手格付け会社3社のうち投資不適格としているのは1社のみだが、もう1社が投資不適格級への格下げに踏み切った場合、年金基金などの海外機関投資家は規定上、ブラジル国債を売却せざるを得なくなり、「ブラジル売り」が誘発される虞がある。

政府はそうした事態を回避するため財政赤字削減策を策定しているが、緊縮策を嫌う議会が法案を骨抜きにしており、実効性が伴っていない。この状況が続けば、2016年もプライマリーバランスは赤字が続き、残り2社が格下げに動く可能性もあるといえる。

第4図:品目別輸出



第5図:消費者物価上昇率の民間予想（平均）



(2) アルゼンチン

①景気の現状

選挙前の需要喚起策で景気はやや回復

アルゼンチン経済は持ち直しの動きがみられる。4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+2.3%と 1-3 月期（同+2.1%）から緩やかに持ち直している。アルゼンチンの公式統計の信憑性には疑問があるが、民間のラテンアメリカ経済研究所が発表している製造業生産も上昇傾向を辿っていることから、景気は回復過程にあると言えそうだ。

消費者物価は実態 25%前後の高い上昇率が続く

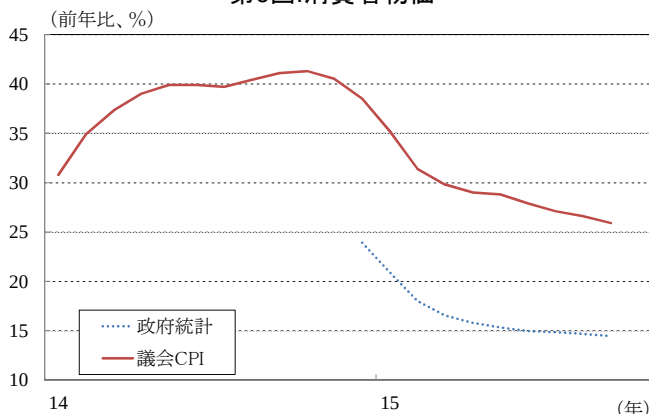
景気回復の主因は、大統領選挙を控え「バラマキ」政策がとられたことによる。もっとも、こうした政策は財政赤字やインフレといった副作用をもたらしている。足元の財政赤字は GDP 比 7%台にまで膨らんでいる。また、民間コンサルタントが独自に集計した消費者物価上昇率（議会 CPI）の平均値は、9 月に前年比+25.9%と、政府統計を大きく上回っている（第 6 図）。内需拡大により輸入が増加した結果、外貨準備高は再び 300 億ドルを割り、輸入の 5.3 ヶ月分という危機的な水準に落ち込んでいる。

②見通し

大統領選挙で当選したマクロ氏は為替取引規制の撤廃を表明、ペソ急落で 2016 年はインフレ高進、景気悪化の厳しい年に

11 月 22 日に実施された大統領選挙で中道右派、ビジネス寄りとされる野党候補マクリ氏が勝利した。同氏は、大統領就任後は速やかに為替取引規制を撤廃し、ペソ相場の形成を市場に委ねると表明した（事実上の通貨切り下げ容認）。為替市場（NDF）は既にペソの下落加速を織り込んでおり、今後 1 年で 8 割程度下落すると予想されている（第 7 図）。為替の下落で輸出競争力の回復が期待される一方、その副作用として、今でも高いインフレ率がさらに上昇するであろう。2016 年はインフレ高進に伴う内需減退によりマイナス成長に陥るとみられる。

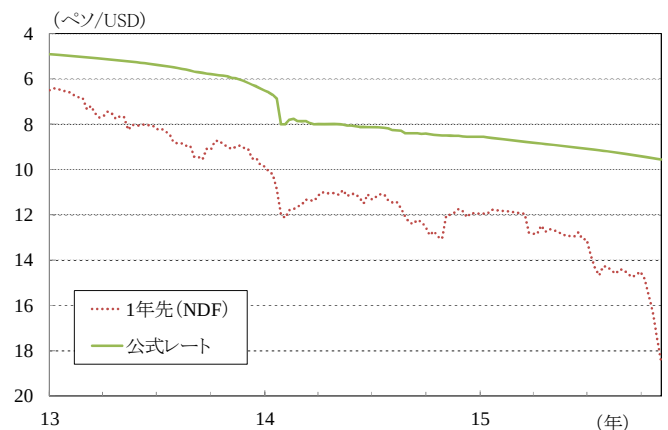
第6図:消費者物価



(注)議会CPIとは、野党議員が発表している民間コンサルタント会社8社の推計を平均した値。首都圏のみの調査に基づく。

(資料) Thomson Reuters

第7図:為替レート



(注)NDFは、Non-Deliverable Forwardの略。

(資料) Thomson Reuters

(3) メキシコ

①景気の現状

製造業が下支えとなり、景気は緩やかに回復

メキシコ経済も原油価格下落の影響を受けているが、米国の景気回復の追い風を受ける製造業が下支えとなり、緩やかに持ち直している。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+2.6%と 4-6 月期（同+2.3%）から小幅加速した。設備投資が増加基調であることに加え、雇用もフルタイム労働者を中心に顕著に増加している（第 8、9 図）。

物価は低位安定

物価は低位安定している。変動の激しいエネルギーと食品を除いたコア物価上昇率は、年明け以降、前年比+2%台前半で安定している。消費者物価全体の上昇率も+2.5%（9 月）に止まっており、物価安定が実質所得の拡大に貢献している。

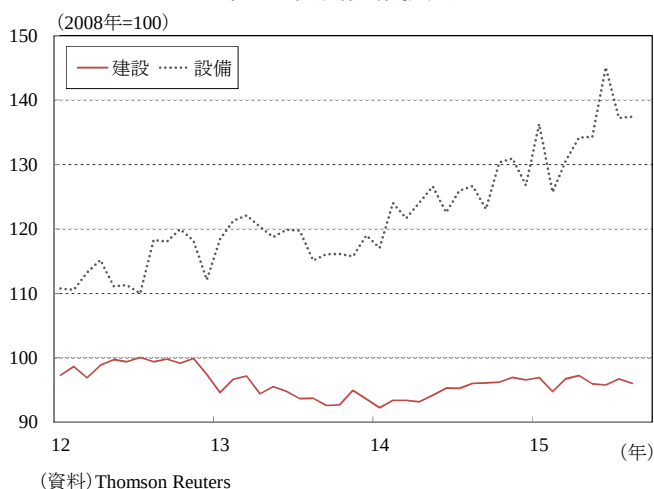
②見通し

2015 年の成長率は前年比 +2.2 %、2016 年は同+2.8%へ緩やかに加速

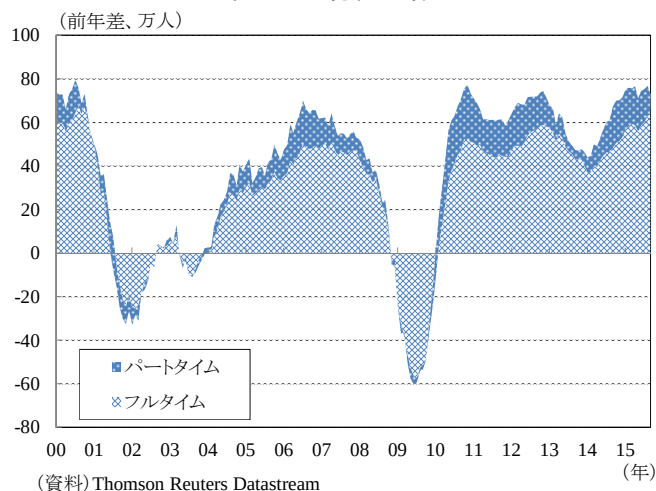
今後については、主要輸出先である米国向け輸出の増加を起点とした景気回復が続くことが見込まれる。今年に入って進行したペソ安の追い風もあり、2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%、2016 年は同+2.8%へさらに成長率が高まる見通しである。

メキシコの課題は、経常赤字が増加するなか、海外資金の流入にやや陰りがみられることである。米国が利上げ局面に入れば、新興国からの資金引き上げが本格化し、相対的に景気が堅調なメキシコといえども影響を免れないとみられる。資金流出を抑制するため、メキシコも米国に追随し利上げを開始する可能性が高い。ただ、利上げは小幅に止まることが想定され、景気への悪影響は限定的となろう。

第8図:実質設備投資



第9図:正規雇用増減



第2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	▲ 3.3	▲ 2.3	6.4	9.7	7.0	▲ 1,047	▲ 600	▲ 400
メキシコ	2.1	2.5	2.8	4.1	2.8	3.0	▲ 265	▲ 300	▲ 300
アルゼンチン	0.5	1.0	▲ 1.5	23.9	16.0	30.0	▲ 51	▲ 100	▲ 100
中南米全体（注）	0.7	▲ 1.1	▲ 0.4	11.9	23.7	25.6	▲ 1,587	▲ 1,380	▲ 1,110

（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。

主要7カ国は、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. ロシア・中東欧

～ロシアの景気低迷は当面継続、中東欧は個人消費が支えに～

1. ロシア・中東欧経済の概況

ロシア経済は、原油安や経済制裁の影響により 2015 年初以降大幅に悪化した。年央以降は、景気の悪化ペースに緩和の動きがみられるが、引き続き基調は弱い。一方、中東欧については、原油安が購買力を底上げし、雇用・所得環境の改善と相まった消費の拡大が景気を支えている。

ロシアの景気低迷 は当面継続の公算

先行きを展望すると、ロシア経済は景気後退の最悪期を脱した後も、低迷を余儀なくされる公算が大きい。原油価格は引き続き低水準で推移するとみられるほか、経済制裁の早期解除も期待しにくいためである。厳しい所得環境や企業の資金調達難が続くなか、財政状況の悪化に伴う政府の支出削減も景気下押し要因となろう。また、原油価格の下振れ懸念など潜在的なリスクも根強く残る公算が大きい。

中東欧経済は、消費 が景気の支えに

中東欧については、これまで公共投資の押し上げ要因となってきた EU 基金の執行が端境期に入るため、投資の勢いが弱まるとみられる。もっとも、各国とも雇用・所得環境の改善持続を追い風に消費が底堅さを保つとみられるため、景気が大きく崩れる懸念は小さい。ただし、ドイツ車両メーカーによる排ガス規制不正問題は、同国向け輸出の割合が総じて高い中東欧諸国にとって相対的に大きな影響を及ぼす恐れがあり、今後の進展に注意が必要である。

第 1 表：ロシア・中東欧経済の見通し

	名目GDP (10億ドル)	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)			経常収支 (億ドル)		
	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	▲3.6	▲0.5	7.8	15.3	7.1	595	520	500
ポーランド	548	3.3	3.5	3.3	0.0	▲0.8	1.4	▲76	▲25	▲50
チェコ	205	2.0	4.2	2.4	0.4	0.5	1.5	13	19	10
ハンガリー	137	3.7	2.7	2.2	▲0.2	0.0	2.2	57	35	32
ロシア・中東欧	2,739	1.3	▲1.4	0.5	5.3	10.2	5.3	588	549	492

2. 主要国の動向

(1) ロシア

①景気の現状

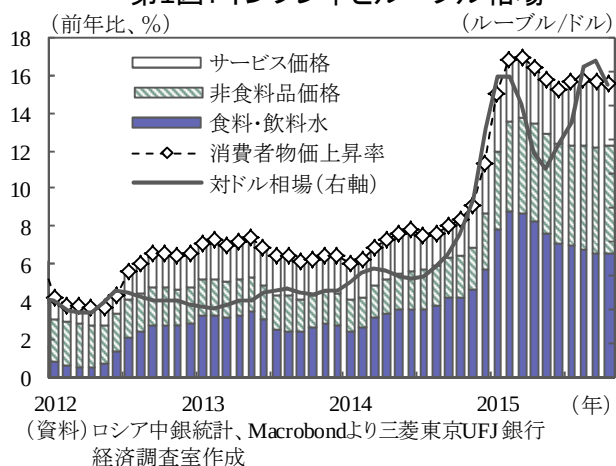
原油価格急落や経済制裁により景気は大幅に悪化

ロシアの景気は、原油価格急落や欧米による経済制裁を背景に、2015年初以降大幅に悪化した。原油安は、基幹産業であるエネルギーセクターを直撃しただけでなく、大幅な通貨安の要因ともなり、インフレ急騰が消費の深刻な落ち込みに繋がった（第1図）。また、制裁によって海外からの資金調達が制限されたことに加え、通貨防衛のための中銀の大幅利上げ（2014年12月）も一因となり、企業投資の減少が加速した。なお、中銀は今年1月末から段階的に利下げを始めたが、8月以降はインフレリスクの再燃を受け、金利を据え置いている。その結果、足下の政策金利は11%と、依然として近年の平均（5%台後半）を大きく上回る水準にある。

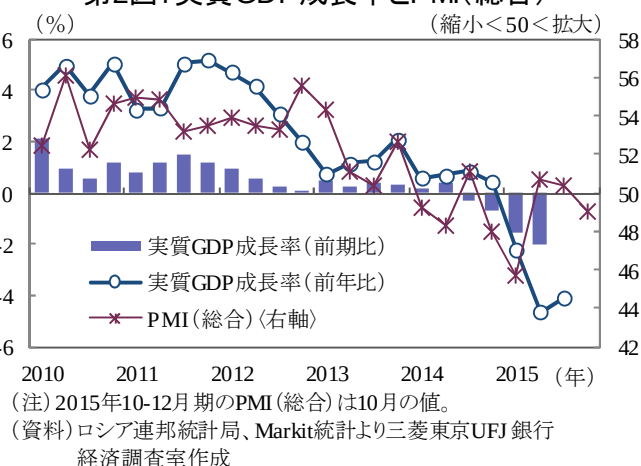
年央以降、景気悪化ペースは緩和も、基調は引き続き弱い

もともと、年央以降の経済動向に目を向けると、景気の悪化ペースに緩和の動きがみられ、7-9月期の実質GDP成長率は前年比▲4.1%と、前期（同▲4.6%）からマイナス幅が縮小した（第2図）。季節調整済み前期比の成長率は未発表だが、7-9月期は前期比ゼロ%近傍まで改善した可能性がある（前期は同▲2.0%）。ただし10月に、購買担当者指数（PMI）の総合指数が再度落ち込んでいることなども併せて考えると、景気の現状は、急速な悪化は一服したものの反発力は乏しく、基調は引き続き弱い、と認識しておくべきであろう。

第1図：インフレ率とルーブル相場



第2図：実質GDP成長率とPMI(総合)



財政赤字が拡大

また財政に関しては、防衛費や社会福祉関連費の増加により、今年1月から10月までの連邦政府の歳出累計額が、前年比+13.6%となった。同期間のインフレ率（同+15.9%）は若干下回るが、歳出拡大がある程度は景気の下支えになっているといえる。一方、歳入は原油・ガス関連収入の減少などから前年を下回っており、2015年の財政赤字は対GDP比3.0%

に拡大が見込まれている（2014年の財政赤字は同1.2%）。

2015年の実質GDP成長率については、年前半における景気的大幅悪化とその後の反発力の弱さを踏まえ、前年比▲3.6%と予想する。

②見通し

原油安と経済制裁の継続により景気は当面低迷

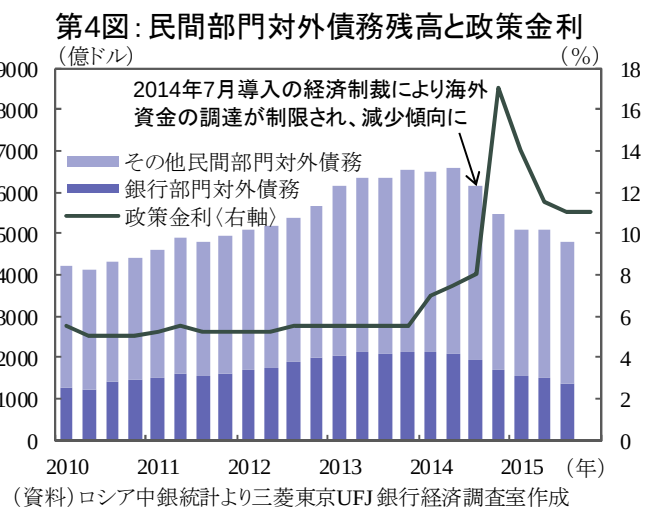
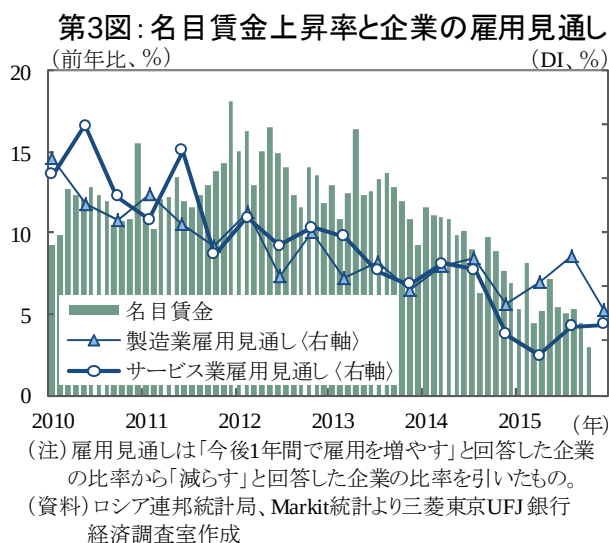
先行きを展望すると、景気後退の最悪期を脱した後も、ロシア経済は低迷を余儀なくされる公算が大きい。原油価格が引き続き低水準で推移するとみられるほか^(注1)、経済制裁も継続が予想されるためである。なお制裁については、テロ対策におけるロシアとの協調の必要性が増すなか、欧米諸国が対露融和路線に転じるとの見方が一部にはある。しかし原則論として、東ウクライナ情勢の安定化という制裁解除の条件が変化した訳ではない。同地域の安定化に向けては引き続き課題が残されており（外国人戦闘員の退去、非正規軍の武装解除、ウクライナ政府による国境管理再開等）、現時点では制裁早期解除の可能性は小さいとみる。

雇用所得環境の厳しさが引き続き家計を下押し

家計については、名目賃金の伸びが大幅に鈍化していることや企業の雇用意欲の低下を踏まえると、当面は厳しい所得環境に置かれる公算が大きい（第3図）。インフレ率は先行き、ルーブル安の影響一巡やこれまでの内需の冷え込みを反映して低下が予想されるが、物価の落ち着きに比例して消費が回復する展開は望みにくい。

企業の資金調達難も継続の公算

また、インフレ率低下を受けた中銀の利下げ再開も想定されるが、原油安の継続に加え、米国金利の先高感が高まるなかで拙速な利下げを行えば、ルーブル安とインフレ高進の再発を招きかねない。金利の低下余地が限られ、また経済制裁に基づく海外資金調達の制限も継続することから、企業の資金調達環境は先行きも厳しく、投資の抑制要因となろう（第4図）。



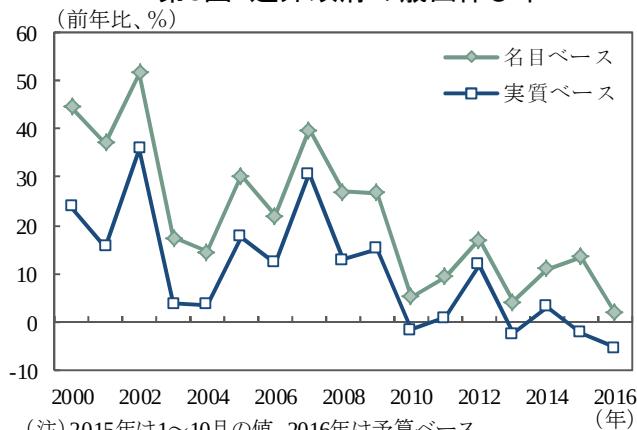
(注1) 原油価格については、当室「原油価格の見通し」（平成27年11月27日）ご参照。

財政の柔軟性は縮小方向

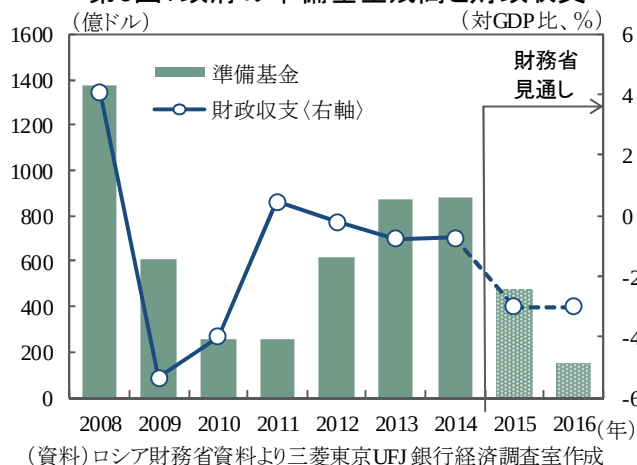
民需の低迷が予想されるなか、2016 年は政府部門の景気下支えも期待し難い状況である。2016 年の連邦政府予算案では、歳出の伸びは前年比 +2%程度に抑えられ、インフレを勘案した実質ベースでは同▲5%程度のマイナスとなっている（第5図）。また、財政赤字の大きさは対 GDP 比 3%と見込まれ、財源不足分を補填するため政府の準備基金^(注2)の取り崩しが進もう（第6図）。財務省は、2014 年末時点では約 880 億ドルあった同基金の残高が、2016 年末には 150 億ドル前後まで減少する可能性を指摘している。ロシアの財政的な柔軟性は縮小の方向にある。

（注 2）エネルギー関連税収が潤沢な時期に歳入の一部を積み立て、歳入下振れ時の補填財源とするもの。

第5図：連邦政府の歳出伸び率



第6図：政府の準備基金残高と財政収支



原油価格の下振れ懸念など潜在的なリスクは根強い

以上の要因から、ロシア景気は当面低迷が予想されるが、更なる下振れリスクも小さくなく、特に原油価格の動向には留意する必要がある。原油市況の先行きを取り巻く環境をみると、石油輸出国機構（OPEC）の産油量高止まりや、イランの原油輸出増加観測、中国をはじめとする新興国経済の失速懸念など、価格下押し要因が少なくない。原油価格が想定以上に軟化した場合、景気の一段の弱含みは避けられないとみられる。

2016 年の実質 GDP 成長率については同▲0.5%と、マイナス幅縮小を想定するが、当面は下振れリスクが根強く残るとみる。

(2) ポーランド

①景気の現状

個人消費を中心に
内需が引き続き景
気をけん引

ポーランド経済は、個人消費を中心に内需が堅調に推移しており、7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.9%と、昨年来の拡大ペースを維持した（第7図）。雇用情勢の改善や実質賃金の上昇が消費を押し上げているほか、企業投資も、景気の先行きに対する楽観の広がりや低金利を背景に増加傾向にある。また、ユーロ圏の景気持ち直しを受けた、同地域への輸出増加も景気拡大に寄与している。2015年の実質 GDP 成長率は、前年比+3.5%と前年（同+3.3%）を小幅に上回る見込みである。

②見通し

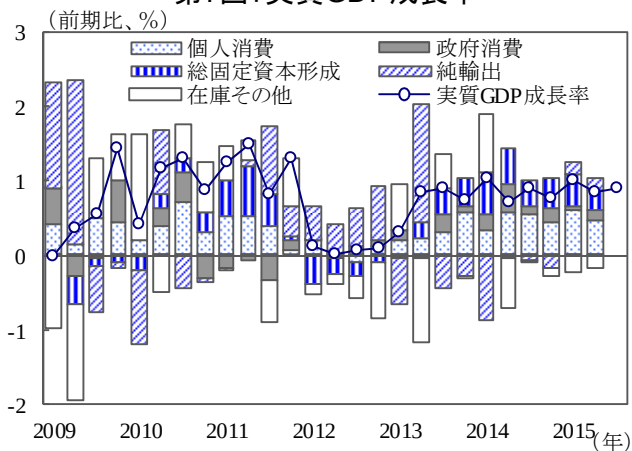
内需主導の底堅い
景気拡大を見込む

先行きについては、引き続き良好な雇用情勢や実質賃金の上昇継続に加え、低金利にも支えられ、個人消費は緩やかな拡大トレンドを維持しよう。一方、投資については、2016年以降、EU 予算が新規予算枠（2014-20 年中期予算）に移行することを考慮に入れる必要がある。即ち EU 予算に基づいて配分される基金は、インフラ建設等の原資となるが、事業執行の本格化は予算開始から4年目（今回の予算では2017年）以降と見込まれるため（第8図）、公共投資は一旦鈍化が予想される。ただし、企業の投資は、緩和的な金融環境や景況感の改善から拡大基調を維持するとみられ、投資が全体として下振れる可能性は小さい。

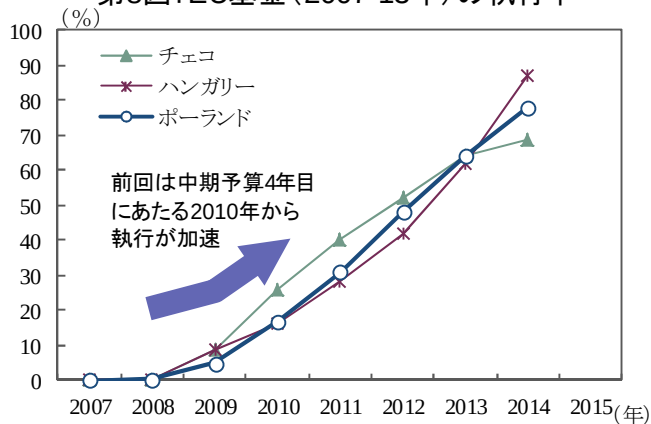
政権交代に伴い経
済政策が修正され
る可能性も

実質 GDP 成長率は、2016年も前年比+3.3%と底堅い伸びを保つとみる。ただし、10月の総選挙でポピュリスト的な性格が強い「法と正義」への政権交代が起こっており、新政権の下で既存の経済政策が修正される可能性が相応にあることには留意が必要である。

第7図：実質GDP成長率



第8図：EU基金（2007-13年）の執行率



(3) チェコ

①景気の現状

一時的要因による
成長率の振幅はあ
るが、基調は安定

2015 年前半のチェコ経済は、税制変更に伴う駆け込み的な在庫積み増しや、前期 EU 予算（2007-2013 年）の基金消化に向けた公共投資の加速などから成長率が大きく上振れた。一方、年央以降は通常の成長ペースに戻り始め、7-9 月期には、建設生産が 5 四半期ぶりに前期の水準を下回るなか、実質 GDP 成長率も前期比+0.5%に減速した（第 9 図）。もっとも、個人消費は堅調に推移し、輸出の拡大や景況感の改善も続くなど基調は安定している。2015 年の実質 GDP 成長率は、年前半の上振れを主因に前年比+4.2%と、2007 年以来の高い伸びとなろう。

②見通し

投資と外需につい
ては下押し要因が
存在

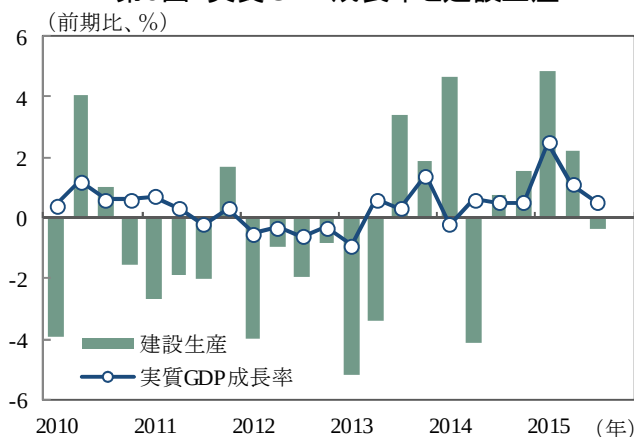
先行きに関しては、ポーランドと同様、EU 基金執行の端境期に入ることから公共投資の弱含みが予想される。また外需については、今年半ば以降、コロナの実質実効相場が上昇傾向にあるため、今後、影響の顕在化が警戒される（第 10 図）。加えて、チェコの製造業とドイツの自動車産業との結び付き強さを踏まえると、独車両メーカーによる排ガス規制不正問題も、外需下押し要因となる可能性が高い。

景気は個人消費が
けん引する見込み

もっとも、こうした景気に対する逆風は、雇用・所得環境の改善基調を途切れさせる程ではなく、今後も個人消費による景気のけん引が期待される。また、チェコの財政状況は、2015 年の一般政府財政赤字が対 GDP 比 1.9%（欧州委員会推計）に収まる見込みであるなど、ポーランド（同 2.8%）やハンガリー（同 2.3%）と比べて比較的余裕がある。景気下振れリスクに対する政策発動の余地は、ある程度確保されている。

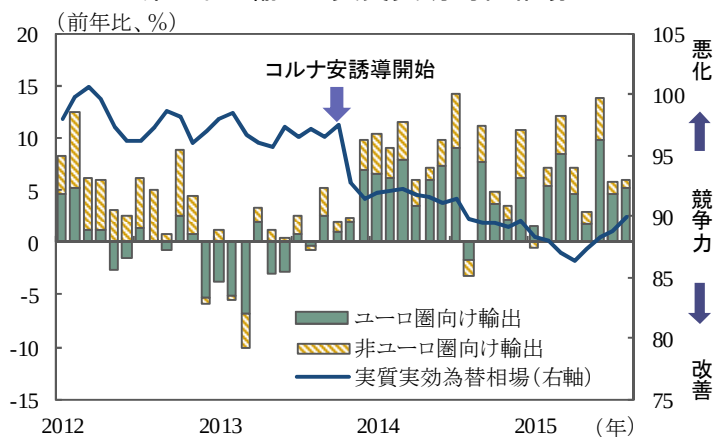
2016 年の実質 GDP 成長率は同+2.4%まで減速するとみるが、リーマンショック以降の景気拡大局面における巡航速度が同+2%台前半であることを踏まえれば、基本的には底堅い伸びの範疇といえよう。

第9図：実質GDP成長率と建設生産



(資料) チェコ統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：輸出と実質実効為替相場



(資料) チェコ統計局、BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) ハンガリー

①景気の現状

景気拡大ペースは
若干鈍化

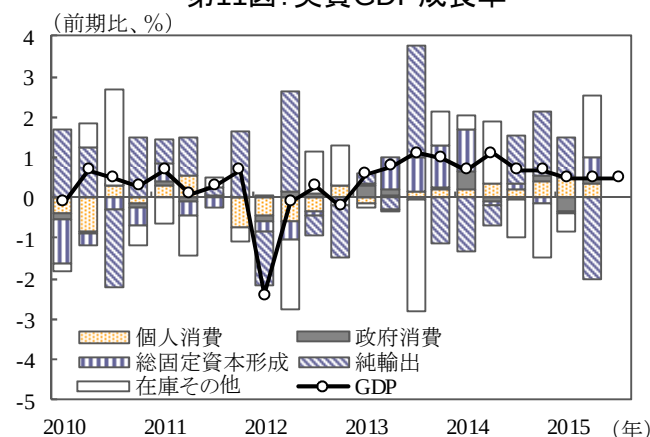
ハンガリー景気は安定的な拡大が持続しているが、EU 基金（2007-13 年分）の執行が 2014 年にピークアウトしたこともあり、伸びは若干鈍化している。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、3 四半期連続で前期比+0.5%となり、2013 年以降では最も緩やかな伸びが続いた。足下の景気については、実質所得の増加に支えられた消費の伸びがけん引役を担っている。過去の外貨建て住宅ローン契約で銀行が課した手数料の一部が違法とされ、それが家計に返還されたことも消費の追い風となった。なお、中銀は低インフレに対応して、3 月から 7 月にかけて利下げを実施し、政策金利を 1.35%まで引き下げた。こうした足元までの景気展開を踏まえ、2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.7%と予想する。

②見通し

投資の弱含みや銀行の貸出余力の低下が下押し要因に

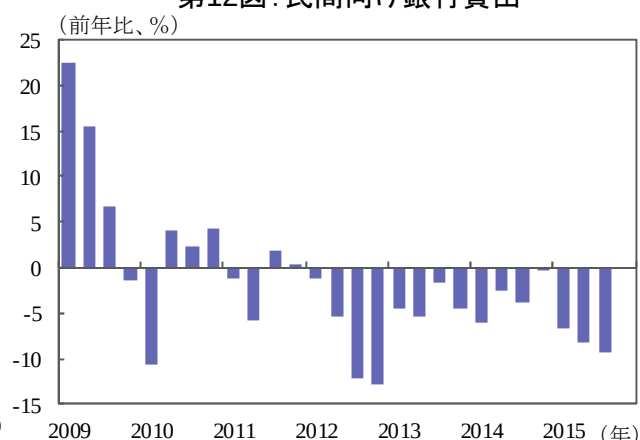
先行きについては、雇用・所得環境の改善持続に加え、来年 1 月以降の所得税率引き下げ（16%→15%）も恩恵となり、引き続き個人消費が景気を支えたとみる。一方、投資は、公共投資の軟化や中小企業への貸出援助策の一巡で弱含みとなろう。また銀行部門では、外貨建て債務保有者に対する政府の一連の救済策実施で負担が課せられたことが重しとなり、貸出の縮小が続いている。利下げを受けた借り入れ需要の増加が、実際の貸出増加に結び付かないリスクが懸念される。加えて、ドイツ車両メーカーの排ガス規制不正問題など、外需の要であるユーロ圏向け輸出についても逆風が想定される。実質 GDP 成長率については、2016 年は前年比+2.2%と、若干弱含みの展開を予想する。

第11図: 実質GDP成長率



(資料) ハンガリー統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図: 民間向け銀行貸出



(資料) ハンガリー中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 石原 尚子)

Ⅶ. 原油価格 ～供給超過が根強く、原油価格は低迷～

1. 価格動向

WTI は下落傾向を
辿り、11 月下旬に
1 バレル＝40 ドル
台前半に

原油価格（WTI 期近物）は 1 バレル＝40 ドル台で軟調に推移している（第 1 図）。WTI は 9 月中、概ね同 45 ドル近辺で推移し、10 月初旬にはロシアによるシリア軍事介入を受けて地政学リスクが高まったことから、いったん同 49 ドル台に上昇した。しかし、中国景気の先行き懸念や、米国の利上げ観測と欧州中央銀行（ECB）追加金融緩和観測を背景としたドル高を受けて、WTI は軟調に推移した。

11 月に入り、ブラジルのペトロブラスの労組ストライキやリビアの石油輸出ターミナル閉鎖により供給懸念が浮上し、WTI は 11 月 3 日に同 47 ドル台に上昇したが、その後は米国の原油在庫増加や石油輸出国機構（OPEC）の生産水準の高さ等から再び供給過剰が意識され、足元では同 40 ドル台前半で推移している。

投機筋の買い越し
額は一進一退の動
き

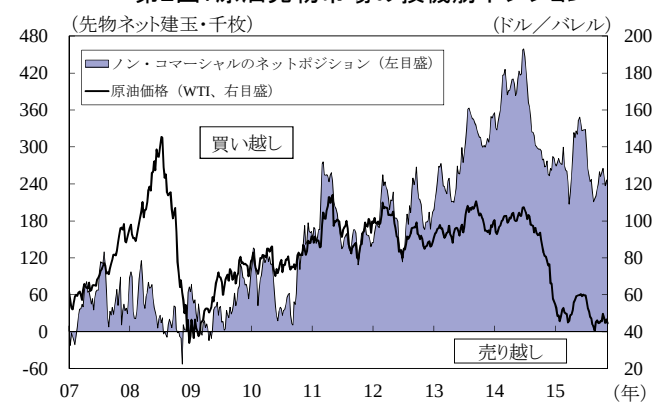
原油先物市場では、世界的な金融緩和を背景に投機マネーが大量に流入し、価格変動を増幅させてきた経緯もある。投機筋の買い越し額は 10 月以降、一進一退の動きとなっている（第 2 図）。

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）米国商品先物取引委員会、ニューヨークマーカンタイル取引所資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 需要・供給動向

7-9 月期の供給超過幅は依然高水準

世界の需給バランスは、7-9 月期に供給超過幅が前期から縮小したが、依然高水準にある。米国のガソリン需要が好調だった一方、供給は OPEC と非 OPEC とともに小幅な増加が続いたためである。

2016 年の世界の原油需要は底堅い伸びと予想

今後についてみると、まず需要については、先進国の原油需要は原油安の効果と景気回復を背景に好調な伸びが見込まれる。新興国についても景気はやや鈍化するものの、原油需要は堅調を維持し、世界需要全体では 2015 年通年で前年比+2%台と比較的高い伸びを示すとみられている。2016 年については、先進国の需要は前年からの反動が予想されるが、米国の景気拡大や新興国景気の持ち直しが見込まれるため、世界の原油需要は底堅い伸びを維持するとみられる。

米シェールオイル生産は減少傾向

供給面では、米国のシェールオイル生産量が 4 月をピークに減少している（第 3 図）。原油価格の低迷と石油掘削リグ稼働数の低水準推移を踏まえると、生産量は先行きも緩やかながら減少傾向を辿ると見込まれる。

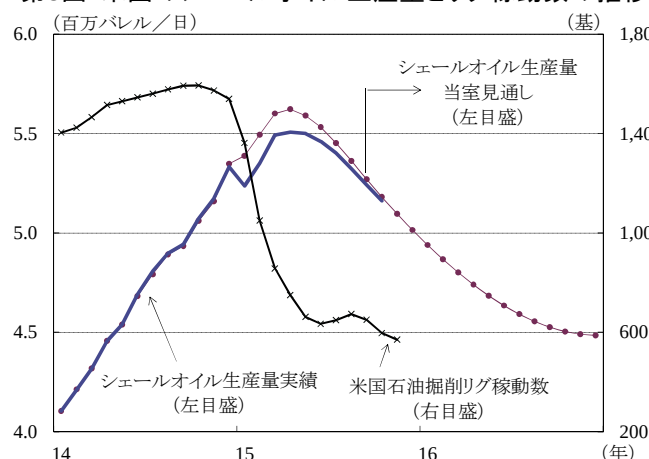
OPEC の市場シェア確保優先の姿勢に変化なし

他方、OPEC は目標（日量 3,000 万バレル）を上回る生産を続けている（第 4 図）。12 月 4 日開催予定の総会ではインドネシア（産油量：同 85 万バレル）の復帰に伴い生産目標が小幅に引き上げられる模様だが、市場シェア確保を優先する OPEC の姿勢に変化はないとみられ、今後も高水準の生産が続く可能性が高い。

2016 年にイラン増産の見込み

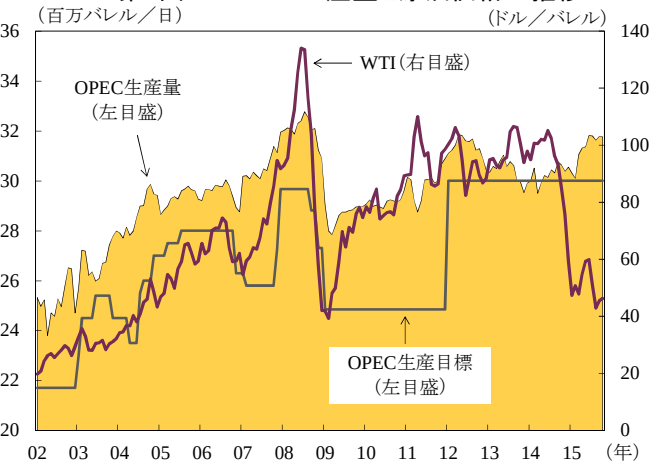
また、イラン核問題解決のための最終合意が 10 月 18 日に発効し、米欧等 6 カ国は対イラン制裁解除の準備段階に入った。2016 年前半に見込まれる制裁解除に伴い、イラン産原油の輸出再開が想定される。生産増加は緩やかなペースとなる見込みだが、世界の原油供給超過をさらに拡大させるため、イランを巡る動向を引き続き注視する必要がある。

第3図：米国のシェールオイル生産量とリグ稼働数の推移



（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

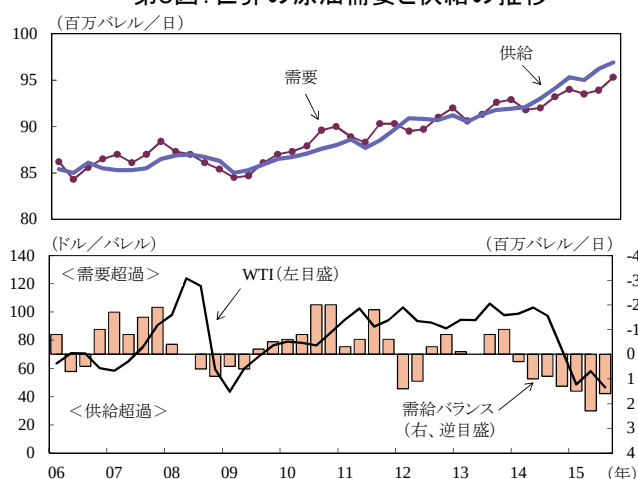
2016 年にかけて、
原油価格は四半期
平均 44～52 ドル台
の推移と予想

2016 年にかけても、世界の原油需給バランスは供給超過が続くと見込まれる。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底堅い伸びとなろうが、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は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 はイランの生産増加も加わり、高水準の生産が続くとみられる。

原油価格は当面、中国ほか新興国の景気失速懸念が払拭されない展開が続く、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 44～52 ドル台の推移が予想される。

(篠原 令子)

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

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	46.5	▲52.2%
2015/Q4	44	▲39.9%
2016/Q1	46	▲5.3%
2016/Q2	50	▲13.7%
2016/Q3	50	7.5%
2016/Q4	52	18.2%
2014年	92.9	▲5.2%
2015年	49	▲47.0%
2016年	50	0.5%

見通し

(注) 期中平均価格

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 石丸)

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

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