

# 経済マンスリー

## 【経済概況】

### I. 日 本

～家計にとっては負担感が強い日銀による異例の金融緩和策～

### II. 米 国

～内需を軸に景気が底堅さを維持する中、  
製造業活動にも復調の兆し～

### III. 西 欧

～ギリシャ問題の再燃、  
英国の EU 離脱論など欧州発のリスクが高まる～

### IV. ア ジ ア

～インフレ落ち着きと米国利上げ観測後退を受け  
追加利下げを実施したインド～

### V. 中 国

～短期的には経済安定化の兆しも先行きは楽観視できず～

### VI. 原 油

～主要産油国が増産凍結合意を見送り～

# I. 日本

## ～家計にとっては負担感が強い日銀による異例の金融緩和策～

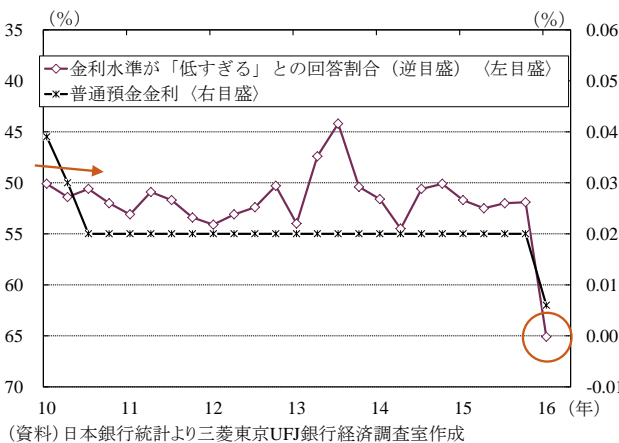
### 1. 実体経済の動向

日銀による『生活意識に関するアンケート調査』の2016年3月分調査（今年11日公表）は、マイナス金利政策導入後としては初回の調査に当たり、同政策が家計にどのように受け止められているのかを示す結果となった。まず、マイナス金利政策と直接関わる“金利水準についての見方”に関する質問では、今回「低すぎる」との回答割合が急上昇し、上昇幅は2006年に現行調査が始まって以来、最大となった（第1図）。実際に普通預金金利は2月から3月にかけて低下しており、「低すぎる」との回答が増加したことに違和感はないが、過去に同程度の幅で普通預金金利が低下した際には「低すぎる」との回答割合にほとんど変化はみられなかった。預金金利もマイナスになるのではという憶測が惹起されたことや、MMFといった馴染みのある金融商品の募集停止・償還の動きが一気に顕在化したことなどが、マイナス金利政策に対するネガティブな印象を強めた可能性がある。

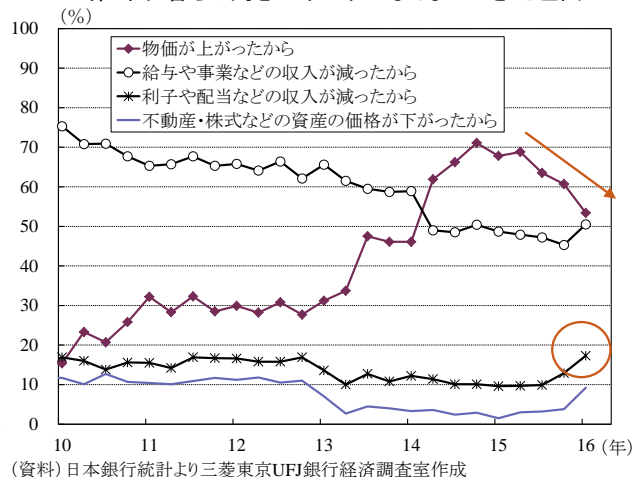
“暮らし向きにゆとりがなくなってきた理由”を尋ねた別の質問では、「利子や配当などの収入が減ったから」という回答割合が今回の調査で大きく上昇しており、こちらもマイナス金利政策がマインドの悪化に繋がっている可能性を示唆している（第2図）。また、消費者物価の上昇率が足元でゼロ前後まで縮小する中、「物価が上がったから」という回答割合がこのところ低下していることも改めて注目される。物価が上がることは、やはり家計にとっては好ましくないと受け止められているようである。

日銀は、異例の金融緩和策を駆使して2%の物価安定目標の実現を目指しているが、こうした政策は、少なくとも家計に関しては、マインドの改善や消費支出の拡大と本質的に相性が悪いといえる。物価上昇率を明確に上回る賃金の上昇でもない限り、却ってマインドの低迷長期化の方向に作用している可能性もある。

第1図：金利水準が「低すぎる」との回答割合と  
普通預金金利の推移



第2図：暮らし向きにゆとりがなくなってきた理由



## 2. 金融政策・市場の動向

### (1) 金融政策、長期金利

マイナス金利政策の導入は金融機関の景況感にも影響を与えている。日銀短観の3月調査では、金利低下による預貸金利鞘の縮小や運用環境の悪化等への懸念から、銀行・信金等の業況判断DIは大きく低下した(第3図)。一方、企業からみた金融機関の貸出態度判断DIは前回調査に比べ上昇しており、企業が金融機関の貸出態度の緩和化を実感していることを示唆している。運用利回りが全般的に低下するなか、相対的に利回りの高い貸出に対して金融機関が前向きに取り組む姿勢が現れている可能性はあるが、実際に貸出が増加するには企業の成長期待が改善し、資金需要が高まることが欠かせない。政府は、6月にも公表される成長戦略改訂版で、このところ遅れが目立ち始めている成長戦略を捩入れできるか、問われている。

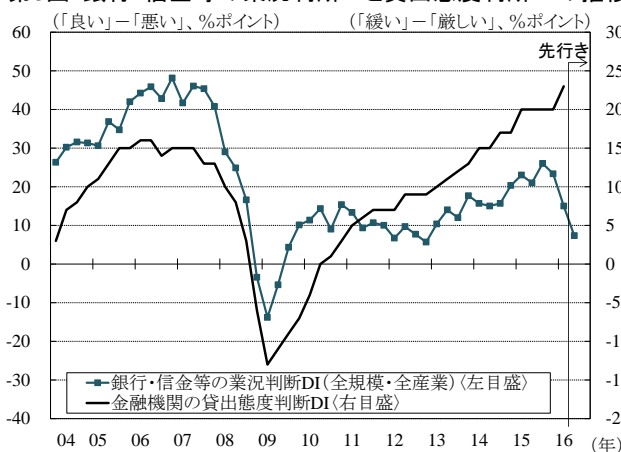
10年物国債利回りは、マイナス金利政策の導入などを受けて2月上旬に史上初めてマイナスとなり、足元では▲0.1%程度の推移が続いている。

### (2) 為替

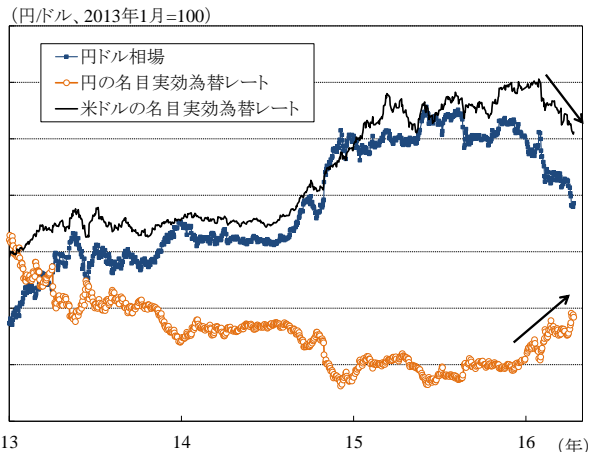
円ドル相場は2月以降、円買い・ドル売りの動きが強まり、足元では1ドル107円台まで上昇している(第4図)。円とドルの名目実効為替レートの推移をみると、円は2013年11月以来の水準まで円高が進む一方、ドルもドル安方向に進んでおり、円高・ドル安の進展には、円とドル双方に要因があることを示している。円高の要因としては、リスク回避による円買いの動きが強まっていることや、日本のインフレ期待が相対的に大きく低下し実質金利が高止まりしていることなどが挙げられる。ドル安の要因としては、米国の利上げ予想時期の後退に伴う米国金利の低下などが考えられる。

先行きは、インフレ期待の低迷を受けた日本の実質金利高止まりが継続する可能性には注意が必要であるが、米国の景気が堅調に推移して行けば、利上げ実施の環境が整うことでドル売り圧力が薄まると同時に、投資家のリスク回避姿勢も和らぐことで円買い圧力も次第に弱まっていくと予想される。

第3図: 銀行・信金等の業況判断DIと貸出態度判断DIの推移



第4図: 円ドル相場と名目実効為替レートの推移



(鶴田 零、金堀 徹)

主要経済金融指標(日本)  
2016年4月20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		2016年		
			4-6	7-9	10-12	11月	12月	1月	2月	3月
実質GDP成長率(前期比年率)	2.0	▲ 1.0	▲ 1.4 (0.7)	1.4 (1.7)	▲ 1.1 (0.7)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	2.2	▲ 1.1	▲ 0.3 (1.4)	0.0 (1.3)	▲ 0.1 (0.6)	▲ 1.1 (1.3)	▲ 0.9 (▲ 0.5)	2.0 (▲ 0.7)		
鉱工業生産指数	3.2	▲ 0.5	▲ 1.3 (▲ 0.8)	▲ 1.0 (▲ 0.9)	0.1 (▲ 0.8)	▲ 1.1 (1.4)	▲ 1.2 (▲ 2.1)	2.5 (▲ 4.2)	▲ 5.2 (▲ 1.2)	
鉱工業出荷指数	2.9	▲ 1.2	▲ 1.3 (▲ 0.5)	▲ 0.7 (▲ 0.8)	0.4 (▲ 0.8)	▲ 2.4 (0.7)	▲ 1.4 (▲ 2.5)	2.0 (▲ 5.4)	▲ 4.1 (▲ 1.6)	
製品在庫指数	▲ 1.2	6.1	0.3 (3.9)	▲ 0.9 (2.0)	▲ 0.2 (0.0)	0.3 (▲ 0.4)	0.4 (0.0)	▲ 0.2 (0.2)	▲ 0.4 (▲ 0.9)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	106.3	112.0	114.0 [108.7]	114.7 [113.2]	114.7 [113.8]	115.5 [116.1]	117.4 [112.7]	112.3 [109.4]	118.7 [112.9]	[115.6]
国内企業物価指数	1.9	2.7	0.4 (▲ 2.2)	▲ 1.1 (▲ 3.7)	▲ 1.4 (▲ 3.7)	▲ 0.1 (▲ 3.7)	▲ 0.3 (▲ 3.5)	▲ 1.0 (▲ 3.2)	▲ 0.3 (▲ 3.4)	▲ 0.1 (▲ 3.8)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.8	2.8	0.6 (0.1)	0.0 (▲ 0.1)	0.0 (0.0)	0.1 (0.1)	0.1 (0.1)	▲ 0.3 (0.0)	▲ 0.1 (0.0)	
稼働率指数 (2010年=100)	100.0	100.6	98.0 [101.2]	97.6 [99.1]	97.9 [100.7]	98.2 [100.2]	97.2 [101.2]	99.9 [103.9]	94.5 [100.5]	[99.9]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	11.5	0.8	3.0 (12.4)	▲ 6.5 (▲ 0.9)	2.6 (2.1)	▲ 9.7 (1.2)	1.0 (▲ 3.6)	15.0 (8.4)	▲ 9.2 (▲ 0.7)	
製造業	10.2	7.0	5.8 (27.5)	▲ 9.6 (▲ 1.1)	▲ 3.0 (▲ 3.1)	▲ 6.6 (1.3)	▲ 3.0 (▲ 13.1)	41.2 (25.4)	▲ 30.6 (▲ 12.3)	
非製造業 (除く船舶、電力)	12.1	▲ 3.3	▲ 0.5 (2.3)	▲ 4.9 (▲ 0.8)	5.6 (6.3)	▲ 12.7 (1.5)	4.5 (3.3)	1.0 (▲ 4.6)	10.2 (8.7)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	5.5	4.4	▲ 1.6 (2.7)	▲ 1.8 (▲ 1.3)	▲ 1.7 (▲ 4.2)	▲ 0.4 (▲ 1.5)	▲ 2.4 (▲ 6.0)	4.2 (▲ 10.7)	▲ 8.1 (▲ 1.5)	
建設受注	20.1	8.2	(▲ 1.5)	(▲ 3.5)	(▲ 1.8)	(5.7)	(14.8)	(▲ 13.8)	(▲ 12.4)	
民需	14.2	4.8	(22.6)	(11.6)	(1.9)	(▲ 6.0)	(30.0)	(▲ 23.1)	(▲ 11.8)	
官公庁	31.2	22.9	(▲ 39.6)	(▲ 13.1)	(▲ 4.0)	(9.0)	(▲ 2.4)	(▲ 12.1)	(▲ 17.8)	
公共工事請負金額	17.7	▲ 0.3	(▲ 2.9)	(▲ 8.0)	(▲ 4.0)	(3.3)	(▲ 9.6)	(▲ 2.6)	(▲ 2.2)	(5.0)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	98.7 (10.6)	88.0 (▲ 10.8)	95.6 (7.6)	91.7 (6.2)	86.8 (▲ 0.7)	87.9 (1.7)	86.0 (▲ 1.3)	87.3 (0.2)	97.4 (7.8)	
新設住宅床面積	(9.9)	(▲ 15.2)	(4.2)	(2.8)	(▲ 1.5)	(2.7)	(▲ 3.4)	(▲ 2.2)	(5.2)	
小売業販売額	2.9	▲ 1.2	(2.9)	(0.8)	(▲ 0.2)	(▲ 1.1)	(▲ 1.1)	(▲ 0.2)	(0.4)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.9	▲ 5.1	▲ 2.7 (0.5)	0.5 (0.7)	▲ 2.1 (▲ 3.3)	▲ 2.2 (▲ 2.9)	1.0 (▲ 4.4)	▲ 0.6 (▲ 3.1)	1.7 (1.2)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	75.5	74.2	74.2 [74.0]	73.4 [74.6]	73.1 [74.4]	73.0 [75.3]	72.9 [73.7]	72.3 [74.5]	74.6 [72.9]	[75.4]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	4.8	2.0	▲ 0.9 (▲ 1.6)	0.1 (▲ 0.9)	▲ 0.2 (▲ 0.9)	▲ 0.6 (▲ 0.9)	▲ 0.2 (▲ 0.9)	▲ 0.2 (▲ 2.8)	▲ 1.0 (▲ 1.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.2	0.5	(▲ 0.7)	(0.5)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.9)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	45	77	96	95	104	101	106	98	93	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.97	1.11	1.18 [1.09]	1.22 [1.10]	1.26 [1.12]	1.26 [1.12]	1.27 [1.14]	1.28 [1.14]	1.28 [1.15]	[1.16]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.9	3.5	3.3	3.4	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	54.0	46.6	52.6 [44.8]	49.5 [48.7]	47.7 [43.6]	46.1 [41.5]	48.7 [45.2]	46.6 [45.6]	44.6 [50.1]	45.4 [52.2]
企業倒産件数 (実数、件数)	10,536 (▲ 10.0)	9,543 (▲ 9.4)	2,296 (▲ 12.1)	2,092 (▲ 14.1)	2,152 (▲ 3.1)	711 (▲ 3.3)	699 (1.8)	675 (▲ 6.3)	723 (4.4)	746 (▲ 13.1)

## 2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2013年度	2014年度	2015年			2015年		2016年		
			4-6	7-9	10-12	11月	12月	1月	2月	3月
通関輸出	10.8	5.4	(6.7)	(3.7)	(▲4.6)	(▲3.4)	(▲8.0)	(▲12.9)	(▲4.0)	(▲6.8)
価格	10.2	3.9	(7.4)	(6.8)	(▲0.6)	(▲0.3)	(▲3.8)	(▲4.1)	(▲4.2)	(▲5.8)
数量	0.6	1.3	(▲0.6)	(▲2.9)	(▲4.1)	(▲3.1)	(▲4.4)	(▲9.1)	(0.2)	(▲1.0)
通関輸入	17.4	▲1.0	(▲5.3)	(▲5.9)	(▲13.9)	(▲10.2)	(▲18.0)	(▲17.8)	(▲14.2)	(▲14.9)
価格	14.6	1.2	(▲3.2)	(▲4.1)	(▲11.8)	(▲11.6)	(▲13.7)	(▲13.5)	(▲12.2)	(▲19.1)
数量	2.3	▲2.1	(▲2.2)	(▲1.9)	(▲2.5)	(1.7)	(▲5.0)	(▲5.0)	(▲2.3)	(5.2)
経常収支(億円)	23,930	87,245	37,205	48,709	34,479	11,059	9,401	5,208	24,349	
貿易収支(億円)	▲110,445	▲65,890	▲581	▲3,488	954	▲3,041	1,943	▲4,110	4,252	
サービス収支(億円)	▲34,330	▲27,252	▲6,415	▲2,238	▲5,212	603	▲1,983	▲2,267	1,595	
金融収支(億円)	▲9,829	137,595	44,248	54,646	49,065	25,006	14,161	12,154	31,667	
外貨準備高(百万ドル)	1,279,346	1,245,316	1,242,935	1,248,936	1,233,214	1,233,008	1,233,214	1,248,107	1,254,149	1,262,099
対ドル円レート(期中平均)	100.23	109.92	121.35	122.23	121.48	122.54	121.84	118.25	115.02	113.07

## 3. 金融

	2013年度	2014年度	2015年			2015年		2016年			
			4-6	7-9	10-12	11月	12月	1月	2月	3月	
無担保コール翌日物金利	0.073	0.068	0.067 [0.067]	0.074 [0.067]	0.076 [0.064]	0.078 [0.065]	0.075 [0.068]	0.074 [0.074]	0.033 [0.076]	▲0.003 [0.070]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.223	0.194	0.169 [0.211]	0.169 [0.210]	0.169 [0.184]	0.169 [0.182]	0.169 [0.179]	0.169 [0.173]	0.098 [0.171]	0.098 [0.170]	
新発10年国債利回り	0.640	0.400	0.455 [0.565]	0.350 [0.525]	0.270 [0.330]	0.300 [0.420]	0.270 [0.330]	0.095 [0.275]	▲0.065 [0.330]	▲0.050 [0.400]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.077	1.006	0.987 (▲0.019)	0.969 (▲0.018)	0.956 (▲0.013)	0.965 (▲0.004)	0.956 (▲0.009)	0.954 (▲0.002)	0.943 (▲0.011)		
日経平均株価 (225種、末値)	14,828	19,207	20,236 [15,162]	17,388 [16,174]	19,034 [17,451]	19,747 [17,460]	19,034 [17,451]	17,518 [17,674]	16,027 [18,798]	16,759 [19,207]	
M2平残	(3.9)	(3.3)	(3.9)	(4.0)	(3.4)	(3.3)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	
広義流動性平残	(3.7)	(3.4)	(4.3)	(4.5)	(3.9)	(3.9)	(3.7)	(3.8)	(3.6)	(3.2)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.0)	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.4)	(2.2)	(2.0)
	銀行計	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.7)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.0)
	都銀等	(1.7)	(1.4)	(1.4)	(1.6)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(1.1)	(1.0)	(0.7)
	地銀	(3.2)	(3.7)	(4.0)	(3.9)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.5)	(3.3)
	地銀Ⅱ	(1.4)	(2.9)	(3.1)	(3.4)	(3.2)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.3)
信金	(0.3)	(1.4)	(1.9)	(2.1)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.8)	(3.3)	(4.3)	(4.3)	(3.2)	(3.2)	(2.9)	(2.9)	(3.1)	(3.0)
	都銀	(3.7)	(3.4)	(5.4)	(5.4)	(3.6)	(3.6)	(3.0)	(3.1)	(4.0)	(3.8)
	地銀	(4.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(2.8)	(2.6)	(2.3)	(2.1)
地銀Ⅱ	(2.5)	(3.1)	(2.9)	(2.7)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.1)	(1.9)	

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

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

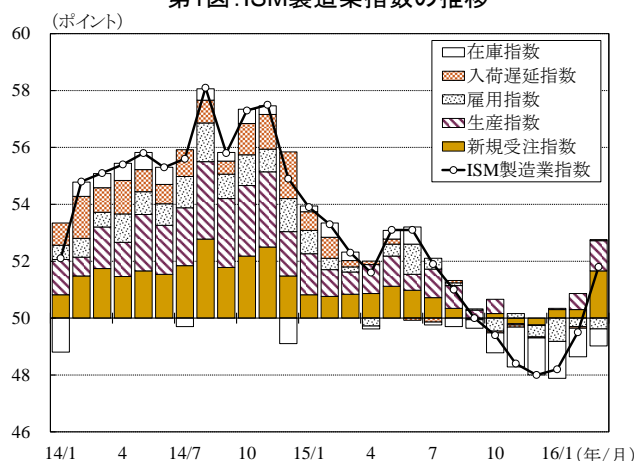
## II. 米国

### ～内需を軸に景気が底堅さを維持する中、製造業活動にも復調の兆し～

米国の製造業活動に復調の兆しが見え始めている。製造業の景況感調査では、3月のISM指数が新規受注指数と生産指数の改善を受けて、6ヵ月ぶりに分岐点の50を回復した(第1図)。速報性の高い4月のニューヨーク連銀調査結果も大幅に改善している。こうした景況感改善の背景には、①個人消費を軸に内需が底堅いこと、②在庫調整の進展、③ドル高の一服等があると考えられる。①に関し、小売売上の動向をみると、3月の名目売上は自動車販売の減少を主因に前月比0.3%減少したが、自動車等を除くコア売上は3ヵ月連続で増加し、当室試算による実質ベースのコア売上は1-3月期も前期比年率+4.0%程度(10-12月期:同+4.2%)の伸びを保っている。②の在庫動向をISM指数で確認すると、製造業在庫指数は分岐点割れが続くものの、4ヵ月連続で上昇し、在庫調整一巡が近いことを示唆している。また、③についてドルの名目実効レートをみると、早期の利上げ観測後退等により1月中旬以降、ドル安傾向にある。製造業生産は3月まで2ヵ月連続で減少していることから、引き続き注視は怠れないが、今後内需が底堅く推移し、在庫調整圧力やドル高基調が和らぐ中で、製造業活動は徐々に回復の度合いを増していくと予想される。

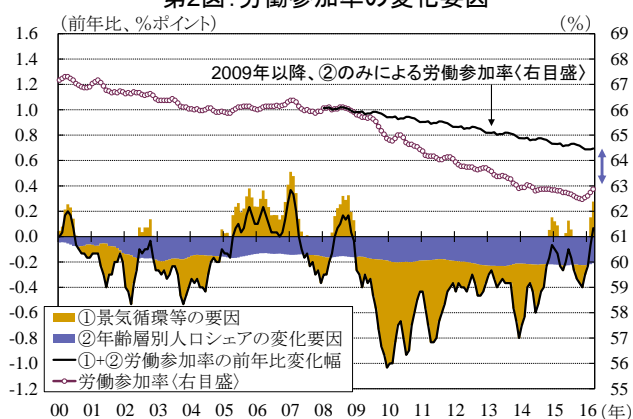
こうした中、イエレンFRB議長は3月29日の講演で、国際経済や金融市場の動向が見通しに及ぼすリスクに照らすと「金融政策調整を慎重に進めることが適切」であり、インフレに加速の兆しが見られる点についても持続性を判断するのは「時期尚早」との見解を示した。インフレ率については、その後発表された3月の消費者物価(除く食品・エネルギー)が前月比+0.1%と、1月、2月の同+0.3%から鈍化した。また、今後も景気が底堅く推移する中で、このところの労働参加率上昇が持続し、労働需給緩和に作用する場合には、賃金上昇を通じたインフレ圧力を和げる可能性もある(第2図)。現状、年内2回程度の利上げ実施が見込まれるが、FRBは海外要因の悪影響やインフレ基調の見極めにより慎重な姿勢を強めており、一段と緩やかな利上げペースとなる可能性もあるだろう。

第1図: ISM製造業指数の推移



(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2図: 労働参加率の変化要因



(注) 1. 『人口』の統計断層を調整したベース。  
2. 3ヵ月移動平均値。

(資料) 米国労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、坂東 輝昭)

### Ⅲ. 西欧

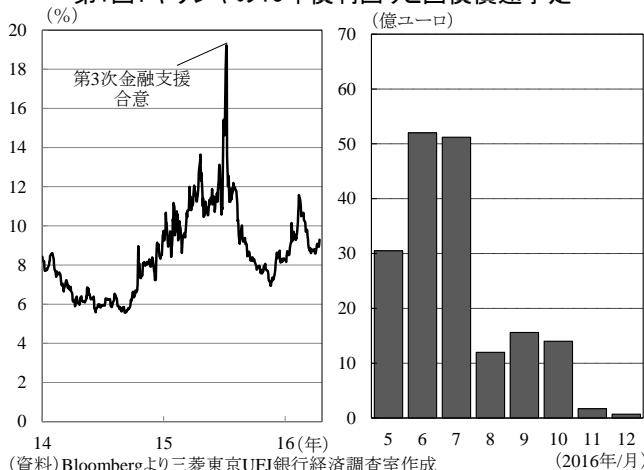
#### ～ギリシャ問題の再燃、英国の EU 離脱論など欧州発のリスクが高まる～

ユーロ圏経済は概ね堅調を維持している。年初来の新興国経済を巡る不透明感の強まりや金融市場の混乱を受けて、企業・消費者マインドは一旦悪化したが、足元では落ち着きを取り戻している。生産や輸出等の月次指標も底堅く、懸念されたほどの悪影響は現れていない。総合インフレ率は3月に前年比横ばい（2月は同▲0.2%）に持ち直し、デフレ突入の懸念は幾ばくか和らいでいる。

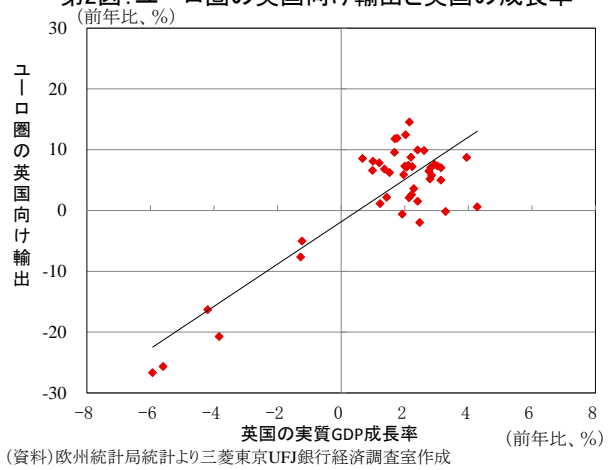
もともと、欧州経済を取り巻く不安要素は消えておらず、足元ではむしろ欧州発のリスクが高まっている状況である。まずギリシャでは、2015年7月に決定した第3次金融支援の合意条件である年金改革の進捗が不十分であるため、欧州委員会などの債権団との債務減免交渉等を巡る協議が難航し、追加融資の可否を決定する第1次評価が完了していない。こうした中、ギリシャの10年債利回りは足元9%台と高めの水準で推移している。ギリシャは6月と7月にそれぞれ約50億ユーロの国債償還（短期債含む）を控えており（第1図）、追加融資を得られない限り、償還資金の目処が立たないとみられる。

加えて、英国では6月23日に実施されるEU離脱を問う国民投票を巡る不透明感が高まっている。EU残留派と離脱派の支持率は拮抗する中、ベルギーで発生したテロやキャメロン英国首相の金融取引を含むパナマ文書の流出など、残留キャンペーンに対する逆風も吹いている。また、英中銀（BOE）は4月、EU離脱問題の影響が企業の設備投資意欲や商業用不動産取引の延期等に現れ始めていると指摘した。国民投票で離脱派が過半数を得た場合、短期的には先行き不透明感が一段と強まり、2016~17年にかけての実質GDP成長率を残留の場合に比べて0.1~1%ポイント低下させるとみられている。ユーロ圏経済にとっては、英国の実質GDP成長率▲1%ポイントの低下につき同国向け輸出伸び率が3.5%ポイント程度減速するとみられ（第2図）、且つ、規模的にも英国向け輸出は全体の14%を占める（最大の輸出先）。さらにはポンド安がユーロ圏による輸出品の価格競争力を相対的に押し下げることも考えられ、輸出を中心に一定の悪影響を被ることになりそうだ。

第1図: ギリシャの10年債利回りと国債償還予定



第2図: ユーロ圏の英国向け輸出と英国の成長率



(竹島 慎吾、大幸 雅代)

## IV. アジア

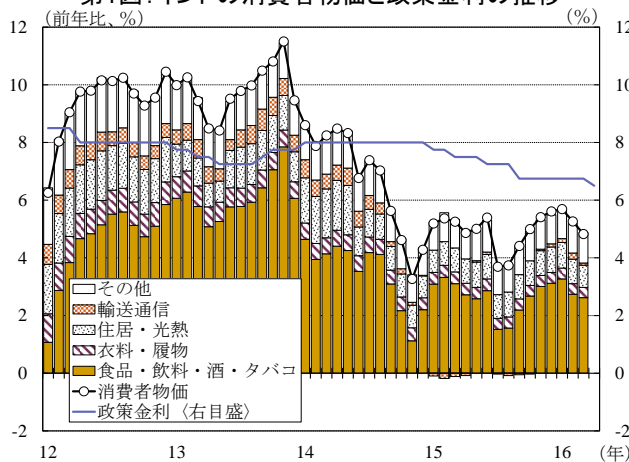
### ～インフレ落ち着きと米国利上げ観測後退を受け追加利下げを実施したインド～

アジア経済は輸出不振を背景に力強さを欠く状況が続いている。昨年高めの成長を維持してきたベトナムも 1-3 月期実質 GDP 成長率は輸出鈍化を通じた製造業減速等を主因に前年比+5.5%に減速した。こうしたなか各国中銀は金融政策による景気下支えを図っている。インドネシア中銀が年初から 3 ヶ月連続の利下げを実施、シンガポール通貨庁も今月金融引き締め政策を中立へ転換した。こうした動きは 7%台の成長を維持するインドも例外でなく同国準備銀行 (RBI) は今月、昨年 9 月以来となる利下げを実施した (第 1 図)。

インド経済は消費を牽引役に高い成長が続いているが、投資や生産等供給面の指標は力強さを欠いている。こうしたなか、これまでの原油安の影響で 3 月の消費者物価上昇率が前年比+4.8%と RBI 目標の 5%内に再び収まったことや、3 月の米国 FOMC で金融政策の現状維持が決定、参加者の利上げ見通しが下方修正される等 FRB の追加利上げ観測の後退が追い風となり、RBI は追加利下げに踏み切ったとみられる。加えて 2 月発表の 2016 年度政府予算案が財政赤字を名目 GDP 比▲3.5% (昨年度: 同▲3.9%) とし、且つ来年度以降 2 年間は同▲3%への縮小を見込む等財政規律を維持する内容だったことも利下げを後押ししたと考えられる (第 2 図)。同国では選挙を意識して家計向けの政策が優先されやすく、インフラ投資が十分に実施されてこなかった結果、供給力不足によりインフレが高まりやすい構造にある。今後、財政規律を維持しつつも供給能力を高める改革が求められるところであるが、2016 年度の予算案の中身をみると、灌漑設備の増設や地方道路整備といったインフラ投資増強が盛り込まれており、RBI も声明でインフラ整備等の財政政策が供給面の改善を通じ今後のインフレ抑制をサポートすると指摘している。

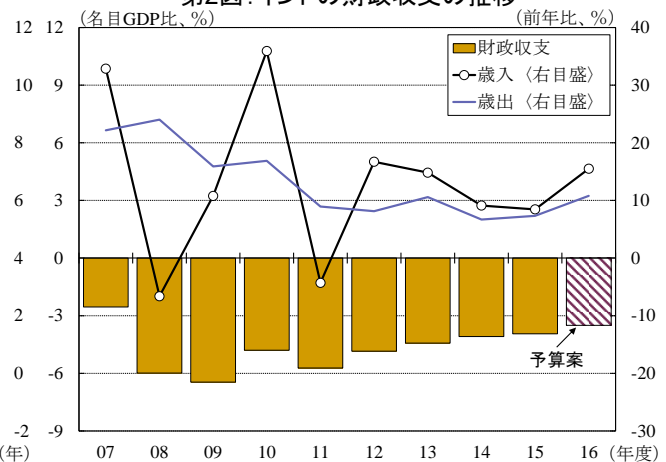
RBI は今後もインフレと金融市場動向を睨みつつ政策判断を行うとみられるが、当面はモンスーンの雨量に食品価格が左右されインフレの基調を見通し難い時期となる他、これまでの利下げ効果を見極めるタイミングでもあり追加利下げには慎重となる公算が大きい。

第1図: インドの消費者物価と政策金利の推移



(資料) インド中央統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: インドの財政収支の推移



(資料) インド財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、福地 亜希、土屋 祐真)



## V. 中国

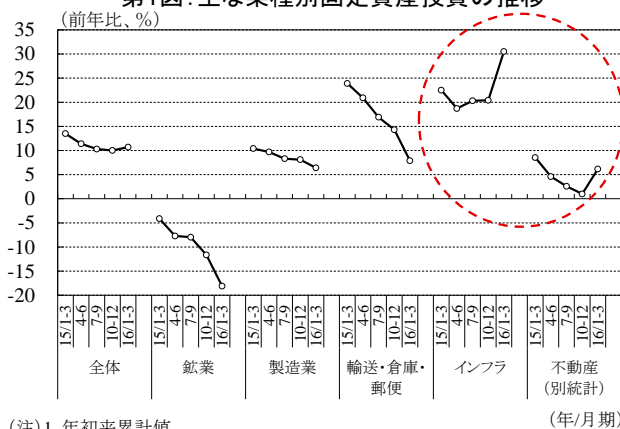
### ～短期的には経済安定化の兆しも先行きは楽観視できず～

中国経済は減速傾向が続いているが、短期的には安定化の兆しも窺われる。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.7%（10-12 月期：同+6.8%）へ小幅減速したものの、3 月分の主な経済指標をみると、固定資産投資（都市部、年初来累計）が同+10.7%（1-2 月：同+10.2%）、工業生産が前年比+6.8%（1-2 月：同+5.4%）と伸びを高めたほか、製造業 PMI（国家統計局公表値）が 8 ヶ月ぶりに景気判断の節目となる 50 を上回ったことなどから、中国経済に対する過度の悲観は後退している。固定資産投資の業種別内訳をみると、鉱業や重工業などを中心に減速が続くなか、インフラ投資や都市部における不動産投資の拡大などが下支えしたとみることができる（第 1 図）。

もともと、先行きについては過剰生産能力の削減など構造改革に伴う景気への下押し圧力は根強く、引き続き予断は許さない。政府は政府予算によるインフラ投資の今年上半期での前倒し実施などを通じて景気の下支えを図る方針を示しているが、インフラ投資は既存の投資計画の実行が中心で追加的な景気押し上げまでは見込み難い。

また、大都市を中心に持ち直しの動きがみられる不動産投資についても、政府が過熱抑制に乗り出しており、先行きの持続性については慎重にみる必要がある。具体的には、政府による挺入れ策や金融緩和等を受け、昨年半ば以降、住宅販売面積や住宅価格が前年比プラスに転じ（第 1 表）、一部の大都市では、住宅価格が前年比二桁の高騰をみせている。しかし、不動産仲介業者やデベロッパーのほかインターネットを經由した P2P 業者などによる「首付貸」（頭金ローン）を利用した住宅購入の活発化などレバレッジの高まりへの警戒などもあり、上海市や深圳市では、3 月以降、政府が住宅購入要件の厳格化や頭金比率規制の強化など過熱抑制策を打ち出しているところである。他方、高水準の在庫を抱える地方では調整が継続しており、不動産投資全般について引き続き楽観視はできない。

第1図: 主な業種別固定資産投資の推移



(注) 1. 年初来累計値。

2. 『インフラ』は、水利・環境・公共施設。

(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1表: 住宅・不動産関連指標の推移

指標	2015年		2016年		
	11月	12月	1月	2月	3月
① 住宅価格(70都市平均)	▲ 0.4	0.3	1.1	2.0	3.1
② 不動産投資額(年初来)	1.3	1.0	3.0		6.2
③ 不動産着工面積(年初来)	▲ 14.7	▲ 14.0	13.7		19.2
	▲ 15.3	▲ 14.6	9.7		14.8
④ 不動産販売面積(年初来)	7.4	6.5	28.2		33.1
	7.9	6.9	30.4		35.6
⑤ 住宅在庫面積	12.1	11.2	10.6		7.4
⑥ 建設中住宅在庫面積(年初来)	▲ 0.3	▲ 0.7	4.2		4.0

(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

(竹島 慎吾、福地 亜希)

## VI. 原油

### ～主要産油国が増産凍結合意を見送り～

原油価格は2月から持ち直し傾向にある（第1図）。3月半ば、主要産油国の増産凍結に関する協議が4月17日にカタールのドーハで開催されるとの発表を受けて、市場では増産凍結への期待が高まり、WTI（期近物）は1バレル＝40ドル近辺で推移した。4月に入り、イランが制裁前の水準に回復するまで増産する意向と伝えられると、WTIは4日に同35ドル台に下落したが、その後は増産凍結合意への期待と不安が入り混じる中、米国の原油在庫減少やドル安等が買い材料として加わり、12日のWTIは同42ドル台と4ヵ月振りの高値に上昇した。17日の産油国会合では合意が見送られたが、クウェートで大規模ストが発生したことから供給不安が生じ、18日のWTIは同39.78ドルとなった。

OPEC加盟国（リビアを除く）と非OPECのロシアとオマーン等が参加した主要産油国会合において増産凍結が見送られたのは、サウジアラビアとイランの意見対立が解消しなかったためである。サウジアラビアはイラン抜きで増産凍結はしないと主張したのに対し、イランは制裁前の水準（日量400万バレル）に回復するまで増産するとの姿勢を堅持し、直前になって同国は会合に出席せず増産凍結に合意しない、と報じられた。また、サウジアラビアとイランが政治的緊張関係にあることも合意見送りの背景にある。

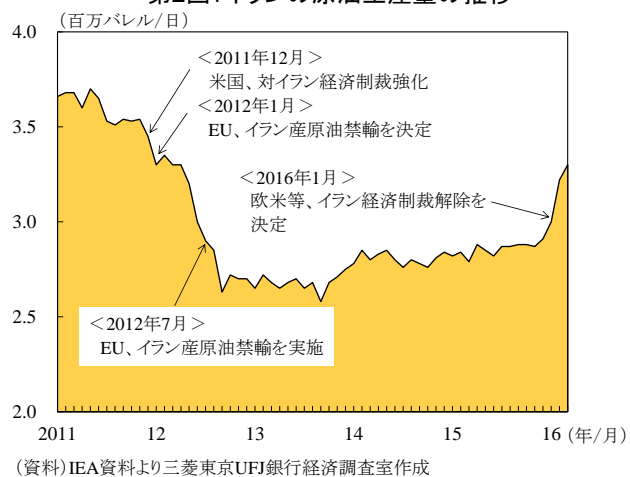
関係国は、6月2日開催予定のOPEC総会まで増産凍結について協議を続ける方針と伝えられている。しかしながら、イランは制裁解除を受けて増産を続けており（第2図）、制裁前の水準回復を目指す姿勢を崩さないとみられる。他方、サウジアラビアの1～3月の生産量は同約1,020バレルと横這いで推移している。今後のイランの増産ペースと、サウジアラビアの生産動向が引き続きポイントとなる。

2月以降は合意への期待を背景に原油価格が回復してきたが、今回、増産凍結が協議継続との中途半端な状況に止まったことから改めて供給過剰が懸念され、当面は下値が意識される展開が続くとみられる。

第1図：原油価格(WTI期近物)の推移



第2図：イランの原油生産量の推移



(竹島 慎吾、篠原 令子)

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年実績	2016年見通し	2014年実績	2015年実績	2016年見通し	2014年実績	2015年実績	2016年見通し
世界45カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	64.82	1,456	2.8	2.6	2.6	2.7	3.0	3.6			
先進国・地域	42.54	956	1.8	1.9	1.9	1.3	0.2	0.9			
新興国	22.28	500	4.8	3.8	3.9	5.4	8.4	8.8			
日本(年度ベース)	4.45	100	▲1.0	0.8	1.5	2.8	0.0	0.7	721	1,454	1,584
アジア11カ国・地域	17.05	383	6.4	6.0	5.9	2.7	1.9	2.3	4,263	5,691	5,191
中国	10.36	233	7.3	6.9	6.5	2.0	1.4	1.9	2,197	2,932	2,710
インド(年度ベース)	1.91	43	7.4	7.6	7.9	6.0	4.8	5.0	▲267	▲152	▲232
NIEs4カ国・地域	2.54	57	3.4	2.1	2.6	1.6	0.6	1.3	2,106	2,502	2,481
韓国	1.41	32	3.3	2.6	2.9	1.3	0.7	1.3	844	1,059	1,044
台湾	0.53	12	3.9	0.7	2.4	1.2	▲0.3	1.2	638	762	616
香港	0.29	7	2.6	2.4	2.0	4.4	3.0	2.6	36	106	91
シンガポール	0.31	7	3.3	2.0	2.5	1.0	▲0.5	0.6	588	576	730
ASEAN5カ国	2.10	47	4.6	4.8	4.9	4.5	3.2	3.0	228	409	233
インドネシア	0.89	20	5.0	4.8	5.0	6.4	6.4	4.3	▲275	▲178	▲175
マレーシア	0.34	8	6.0	5.0	4.9	3.1	2.1	2.0	145	87	102
タイ	0.40	9	0.8	2.8	3.2	1.9	▲0.9	1.0	154	333	212
フィリピン	0.28	6	6.1	5.8	6.0	4.2	1.4	2.5	109	78	46
ベトナム	0.19	4	6.0	6.7	6.3	4.1	0.6	3.2	95	88	48
オーストラリア	1.44	32	2.6	2.5	2.3	2.5	1.5	2.2	▲441	▲436	▲430
米国	17.35	390	2.4	2.4	2.4	1.6	0.1	1.3	▲3,895	▲4,841	▲4,770
中南米7カ国	5.23	117	0.7	▲1.3	▲1.3	11.8	24.3	26.1	▲1,611	▲1,459	▲1,120
ブラジル	2.35	53	0.1	▲3.8	▲3.5	6.3	9.0	7.0	▲1,042	▲589	▲450
メキシコ	1.29	29	2.3	2.6	2.1	4.0	2.7	3.0	▲240	▲330	▲300
アルゼンチン	0.54	12	0.5	0.5	▲1.5	23.9	16.5	35.0	▲59	▲100	▲80
ユーロ圏19カ国	13.46	302	0.9	1.6	1.5	0.4	0.0	0.5	3,022	3,423	2,650
ドイツ	3.87	87	1.6	1.7	1.7	0.8	0.1	0.9	2,656	2,740	2,424
フランス	2.83	64	0.2	1.2	1.3	0.6	0.1	0.6	▲242	▲30	▲50
イタリア	2.15	48	▲0.3	0.8	0.8	0.2	0.1	0.3	379	380	283
英国	2.95	66	2.9	2.3	2.1	1.5	0.1	0.3	▲1,524	▲1,283	▲1,141
ロシア、中東欧3カ国	2.75	62	1.4	▲1.7	0.0	5.5	10.6	8.1	518	714	474
ロシア	1.86	42	0.7	▲3.7	▲1.3	7.8	15.5	11.8	595	658	482
チェコ	0.21	5	2.0	4.2	2.4	0.4	0.3	1.5	4	16	10
ハンガリー	0.14	3	3.7	2.9	2.2	▲0.2	▲0.1	2.2	31	61	32
ポーランド	0.55	12	3.3	3.6	3.3	▲0.0	▲0.9	1.4	▲111	▲22	▲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)			3.4	3.0	3.1	3.4	4.0	4.5			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

- (注)1. 『2015年』の一部の国・地域は見込み値。  
 2. 『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)。  
 3. 『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。  
 4. 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』。  
 5. 『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

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:yasuhiro\_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せよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。