

経済マンスリー

【経済概況】

I. 日 本

～復調の兆しが見え始めた個人消費～

II. 米 国

～FRB は利上げを見送り、長期的な金利見通しも引き下げ～

III. 欧 州

～景気の下振れリスクに備え、ECB は量的緩和策の手直しを検討～

IV. ア ジ ア

～金融・財政政策の効果が ASEAN の自動車市場の回復をサポート～

V. 中 国

～過度な懸念は一旦和らぐも、投資の減速による景気下押しは継続～

VI. 原 油

～OPEC は 8 年ぶりの減産で合意～

I. 日本

～復調の兆しが見え始めた個人消費～

1. 実体経済の動向

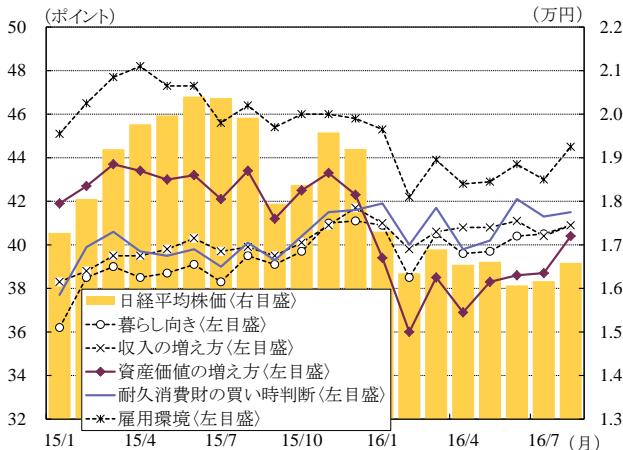
今月 8 日に 2 次速報値が公表された 4-6 月期の個人消費は前期比年率+0.7%と、1-3 月期の同+2.8%に引き続きプラスを確保した。うるう年による日数増減の影響を均せば、2 四半期連続で 1%台後半の拡大が続いた格好であり、16 日に公表された内閣府『月例経済報告』でも基調判断が引き上げられるなど、個人消費に復調の兆しが見え始めている。

この背景として、まずは、家計の雇用・所得環境の改善が続く中、円高や原油安に伴う物価下落が実質所得を押し上げたことが考えられるが、加えて、海外経済の不透明感から年初に大幅な下落に見舞われた株式市場が落ち着きを取り戻していることも大きいとみられる。内閣府の『消費動向調査』の消費者意識指標の動きをみると、1 月から 2 月にかけて“資産価値の増え方”が一気に悪化し、同時に“暮らし向き”をはじめとする他の指標も水準を大きく切り下げている（第 1 図）。これは、金融市場の混乱が消費者マインド全般の冷え込みを招いたことを示唆している。その後も、英国の EU 離脱選択などに伴う円高進行が企業収益の悪化を通じて株価の重石となっはいるものの、株式市場が総じて底堅さを保ってきたことで、消費者マインドへの悪影響が逡減してきたことがうかがわれる。

また、足元で、2014 年 4 月の消費増税や累次の消費喚起策がもたらした耐久消費財の需要先食いの反動減の影響が和らぐ兆しが出てきたことも、個人消費の先行きには明るい材料となる。経済産業省『鉱工業指数』の消費財出荷動向をみると、耐久消費財の出荷が 6 月、7 月と 2 ヶ月連続で増加しており（第 2 図）、上述の『消費動向調査』の“耐久消費財の買い時判断”指標も、ごく緩やかではあるが持ち直してきている。

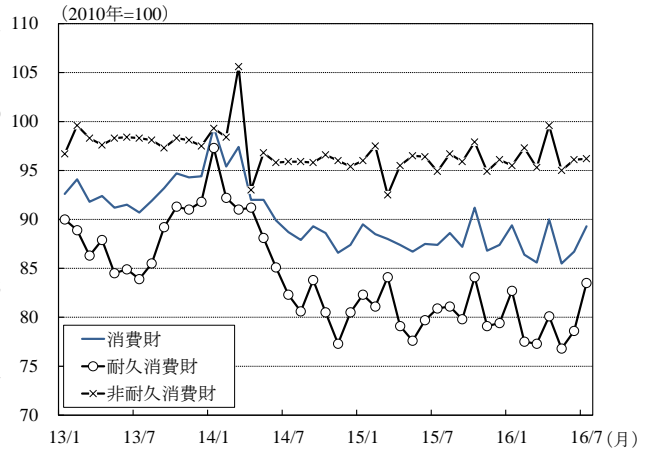
この先、政府が 6 月に決定した消費増税延期や 8 月に発表した経済対策による政策効果も次第に現れていくものとみられ、個人消費は底堅さを増していくことが予想される。

第1図: 消費者意識指標と日経平均株価



(資料) 内閣府統計およびBloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 消費財の出荷動向



(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

日銀は9月20-21日の決定会合で、これまでの経済・物価動向と政策効果について「総括的な検証」を行った上で、金融緩和強化のための新たな枠組みとして、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール」と、金融緩和の継続期間を明確化、長期化した「オーバーシュート型コミットメント」を主な内容とする「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した（第1表）。その背景には、「総括的な検証」で、今後の政策の方向性として、適合的期待によるインフレ期待の引き上げには時間がかかる可能性があるため、フォワード・ルッキングな期待形成を強める必要があること、金融政策をより持続性、柔軟性があるスキームにする必要があることが示されたことがある。「イールドカーブ・コントロール」では、従来のマイナス金利政策に加えて、新たに10年物国債利回りをゼロ%程度に誘導することが盛り込まれた。長期国債保有残高の年間増加額は当面、従来の80兆円を目処としているが、増加目標自体は撤廃され、金融政策は事実上、「量」から「金利」へと転換されたこととなる。そのため、今後の追加緩和についても、マイナス金利深掘りが中心となると考えられる。黒田総裁は、長期金利の誘導目標の引き下げも政策オプションとして挙げているが、「総括的な検証」のなかでイールドカーブのフラット化に対する弊害を指摘しており、実行するにはハードルが高い。先行きの金融政策としては、現状の経済状況では現状のイールドカーブが最適と日銀が判断している以上、大きな外部環境の変動がない限り、当面、追加緩和は行わず現状を維持するものと予想する。

(2) 長期金利、為替

日銀の決定会合直後、金融市場は円安、金利上昇で反応した。円ドル相場は一時1ドル102円台後半まで下落したが、米国の利上げ見送りが決まると、円高・ドル安方向に進み、足元では同100円程度で推移している。

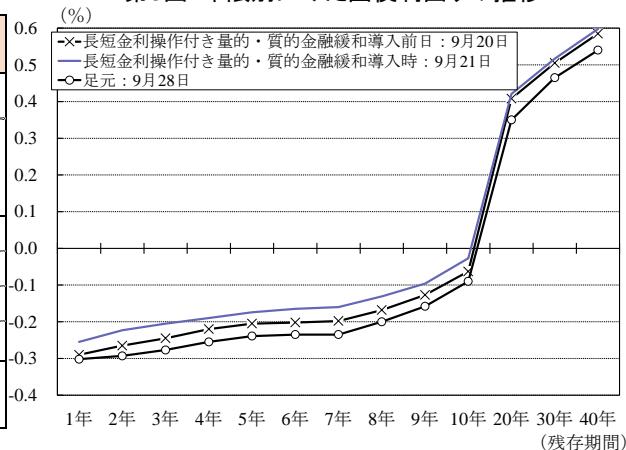
10年物国債利回りは一時、0.005%と3月以来のプラス圏に浮上したが、その後は再びマイナスとなり、イールドカーブ全体は会合前を下回る水準まで低下している（第3図）。

第1表:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組み

緩和手段		内容	
イールドカーブ・コントロール	短期金利	政策金利残高への適用金利	▲0.1%
	長期金利	10年物国債利回りの誘導目標 (長期国債の買入れ増加額)	ゼロ%程度 (概ね80兆円を目処、 但し、増加ベースの 数値目標はなくなる)
資産買入れ方針		J-REITの買入れ増加額	900億円
		ETFの買入れ増加額	6兆円
		社債	3.2兆円維持
		CP	2.2兆円維持
オーバーシュート型コミットメント		コア消費者物価の前年比上昇率の実績値が 安定的に2%を超えるまで マネタリーベースの残高は拡大方針を継続	

(注) 下線部分は、従来の枠組みから変更された点。
(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 年限別にみた国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(宮道 貴之、金堀 徹)

主要経済金融指標(日本)
2016年9月29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)

	2014年度	2015年度	2015年		2016年		2016年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	8月	
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.9	0.8	▲ 1.7 (0.7)	2.1 (0.2)	0.7 (0.8)	***	***	***	***	***	
全産業活動指数	▲ 1.1	0.9	▲ 0.2 (0.6)	0.0 (0.4)	0.4 (0.1)	0.9 (▲ 0.2)	▲ 1.3 (0.3)	1.0 (0.1)	0.3 (▲ 0.7)		
鉱工業生産指数	▲ 0.5	▲ 1.0	0.1 (▲ 0.8)	▲ 1.0 (▲ 1.6)	0.2 (▲ 1.8)	0.5 (▲ 3.3)	▲ 2.6 (▲ 0.4)	2.3 (▲ 1.5)	▲ 0.4 (▲ 4.2)		
鉱工業出荷指数	▲ 1.2	▲ 1.2	0.4 (▲ 0.8)	▲ 2.0 (▲ 2.4)	0.2 (▲ 2.0)	1.6 (▲ 3.4)	▲ 2.6 (▲ 1.0)	1.7 (▲ 1.7)	0.7 (▲ 4.0)		
製品在庫指数	6.1	1.8	▲ 0.5 (0.0)	2.4 (1.8)	▲ 1.3 (0.0)	▲ 1.7 (0.1)	0.4 (0.8)	0.0 (0.0)	▲ 2.4 (▲ 1.8)		
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.0	115.0	114.9 [113.8]	116.3 [113.0]	116.5 [113.8]	115.7 [113.7]	117.8 [114.8]	116.0 [112.8]	117.3 [112.7]	116.3 [116.3]	
国内企業物価指数	2.7	▲ 3.2	▲ 1.4 (▲ 3.7)	▲ 1.4 (▲ 3.4)	▲ 0.6 (▲ 4.3)	▲ 0.4 (▲ 4.2)	0.1 (▲ 4.3)	▲ 0.1 (▲ 4.2)	0.0 (▲ 3.9)	▲ 0.3 (▲ 3.6)	
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	2.8	0.0	0.0 (0.0)	▲ 0.7 (▲ 0.1)	0.4 (▲ 0.4)	0.0 (▲ 0.4)	▲ 0.1 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.4)	▲ 0.2 (▲ 0.5)		
稼働率指数 (2010年=100)	100.6	98.0	97.9 [100.7]	97.3 [101.4]	95.4 [98.0]	96.5 [99.3]	94.2 [96.8]	95.6 [98.0]	96.2 [97.7]	97.4 [97.4]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.8	4.1	2.6 (2.1)	6.7 (3.4)	▲ 9.2 (▲ 6.5)	▲ 11.0 (▲ 8.2)	▲ 1.4 (▲ 11.7)	8.3 (▲ 0.9)	4.9 (5.2)		
製造業	7.0	6.2	▲ 3.0 (▲ 3.1)	▲ 13.7 (4.3)	▲ 13.4 (▲ 12.9)	▲ 13.3 (▲ 14.8)	▲ 6.4 (▲ 21.5)	17.7 (▲ 3.8)	0.3 (▲ 1.4)		
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 3.3	2.5	5.6 (6.3)	3.5 (2.6)	▲ 5.0 (▲ 1.0)	▲ 3.9 (▲ 3.0)	▲ 0.3 (▲ 2.5)	2.1 (1.8)	8.6 (11.3)		
資本財出荷 (除く輸送機械)	4.4	▲ 2.3	▲ 1.7 (▲ 4.2)	▲ 2.4 (▲ 5.5)	3.4 (▲ 2.7)	5.2 (▲ 3.7)	▲ 1.4 (▲ 1.1)	1.0 (▲ 2.9)	0.6 (▲ 4.9)		
建設受注	8.2	▲ 0.9	(▲ 1.8)	(2.4)	(1.5)	(▲ 16.9)	(34.5)	(▲ 2.4)	(▲ 10.9)		
民需	4.8	7.9	(1.9)	(▲ 0.4)	(3.9)	(▲ 24.8)	(51.9)	(1.9)	(▲ 5.8)		
官公庁	22.9	▲ 15.6	(▲ 4.0)	(0.4)	(▲ 0.4)	(8.6)	(▲ 17.8)	(3.2)	(▲ 23.6)		
公共工事請負金額	(▲ 0.3)	(▲ 3.8)	(▲ 4.0)	(1.2)	(4.0)	(10.6)	(1.4)	(▲ 1.8)	(▲ 6.9)	(12.0)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	88.0 (▲ 10.8)	92.1 (4.6)	86.8 (▲ 0.7)	94.7 (5.5)	100.5 (4.9)	99.5 (9.0)	101.7 (9.8)	100.4 (▲ 2.5)	100.5 (8.9)		
新設住宅床面積	(▲ 15.2)	(2.1)	(▲ 1.5)	(3.1)	(3.1)	(4.8)	(8.9)	(▲ 3.0)	(6.2)		
小売業販売額	▲ 1.2	0.8	(▲ 0.2)	(▲ 0.3)	(▲ 1.4)	(▲ 0.9)	(▲ 2.1)	(▲ 1.3)	(▲ 0.2)	(▲ 2.1)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 5.1	▲ 1.2	▲ 2.2 (▲ 3.3)	0.5 (▲ 2.6)	▲ 0.2 (▲ 1.2)	0.3 (▲ 0.4)	▲ 1.4 (▲ 1.1)	▲ 1.3 (▲ 2.3)	2.5 (▲ 0.5)		
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.2	73.6	73.1 [74.4]	72.8 [74.3]	72.9 [74.2]	74.2 [73.6]	75.2 [74.8]	69.4 [74.3]	69.3 [71.9]	74.1 [74.1]	
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	2.0	▲ 1.3	▲ 0.2 (▲ 0.9)	▲ 1.2 (▲ 2.1)	0.0 (▲ 1.2)	0.7 (▲ 0.9)	▲ 0.9 (▲ 1.8)	1.4 (▲ 1.0)	▲ 0.9 (▲ 1.9)		
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.2	(0.2)	(0.7)	(0.6)	(0.0)	(▲ 0.1)	(1.4)	(1.2)		
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	77	98	104	98	93	94	91	95	97		
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.11	1.23	1.26 [1.12]	1.29 [1.15]	1.36 [1.18]	1.34 [1.17]	1.36 [1.18]	1.37 [1.19]	1.37 [1.21]	1.22 [1.22]	
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.5	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0		
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.6	48.8	47.7 [43.6]	45.6 [49.3]	42.6 [52.6]	43.5 [53.6]	43.0 [53.3]	41.2 [51.0]	45.1 [51.6]	45.6 [49.3]	
企業倒産件数 (実数、件数)	9,543 (▲ 9.4)	8,684 (▲ 9.0)	2,152 (▲ 3.1)	2,144 (▲ 5.6)	2,129 (▲ 7.2)	695 (▲ 7.1)	671 (▲ 7.3)	763 (▲ 7.4)	712 (▲ 9.5)	726 (14.9)	

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)

	2014年度	2015年度	2015年		2016年		2016年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	8月	
通関輸出	5.4	▲0.7	(▲4.6)	(▲7.9)	(▲9.5)	(▲10.1)	(▲11.3)	(▲7.4)	(▲14.0)	(▲9.6)	
価格	3.9	2.1	(▲0.6)	(▲4.7)	(▲8.3)	(▲5.7)	(▲9.1)	(▲10.1)	(▲11.9)	(▲10.4)	
数量	1.3	▲2.7	(▲4.1)	(▲3.2)	(▲1.3)	(▲4.6)	(▲2.4)	(3.1)	(▲2.4)	(0.9)	
通関輸入	▲1.0	▲10.3	(▲13.9)	(▲15.7)	(▲18.8)	(▲23.3)	(▲13.7)	(▲18.7)	(▲24.7)	(▲17.3)	
価格	1.2	▲8.5	(▲11.8)	(▲14.9)	(▲17.6)	(▲17.0)	(▲16.7)	(▲19.1)	(▲21.5)	(▲20.3)	
数量	▲2.1	▲1.8	(▲2.5)	(▲0.8)	(▲1.3)	(▲7.5)	(3.6)	(0.4)	(▲4.0)	(3.8)	
経常収支(億円)	87,245	180,028	34,479	59,636	46,620	18,785	18,091	9,744	19,382		
貿易収支(億円)	▲65,890	5,419	954	8,534	15,006	6,971	399	7,636	6,139		
サービス収支(億円)	▲27,252	▲11,451	▲5,212	2,414	▲4,514	▲4,012	1,174	▲1,676	▲2,223		
金融収支(億円)	137,595	238,095	49,065	90,136	70,264	14,793	40,994	14,478	36,737		
外貨準備高(百万ドル)	1,245,316	1,262,099	1,233,214	1,262,099	1,265,402	1,262,509	1,253,967	1,265,402	1,264,750	1,256,053	
対ドル円レート(期中平均)	109.92	120.13	121.48	115.45	108.17	109.88	109.15	105.49	103.90	101.27	

3. 金融

	2014年度	2015年度	2015年		2016年		2016年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	4月	5月	6月	7月	8月	
無担保コール翌日物金利	0.068	0.063	0.076 [0.064]	0.035 [0.073]	▲0.050 [0.067]	▲0.037 [0.061]	▲0.059 [0.069]	▲0.055 [0.072]	▲0.043 [0.074]	▲0.043 [0.076]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.194	0.157	0.169 [0.184]	0.122 [0.171]	0.060 [0.169]	0.060 [0.170]	0.060 [0.169]	0.059 [0.169]	0.058 [0.169]	0.058 [0.169]	
新発10年国債利回り	0.400	▲0.050	0.270 [0.330]	▲0.050 [0.400]	▲0.230 [0.455]	▲0.085 [0.340]	▲0.120 [0.390]	▲0.230 [0.455]	▲0.195 [0.410]	▲0.070 [0.380]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.006	0.924	0.956 (▲0.013)	0.924 (▲0.032)	0.886 (▲0.038)	0.914 (▲0.010)	0.904 (▲0.010)	0.886 (▲0.018)	0.885 (▲0.001)		
日経平均株価 (225種、末値)	19,207	16,759	19,034 [17,451]	16,759 [19,207]	15,576 [20,236]	16,666 [19,520]	17,235 [20,563]	15,576 [20,236]	16,569 [20,585]	16,887 [18,890]	
M2平残	(3.3)	(3.6)	(3.4)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	(3.4)	(3.3)	
広義流動性平残	(3.3)	(4.0)	(3.8)	(3.5)	(2.4)	(2.8)	(2.3)	(2.1)	(1.9)	(1.7)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.2)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(2.0)	(2.1)	
	銀行計	(2.5)	(2.5)	(2.3)	(2.2)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(2.0)	(2.0)	
	都銀等	(1.4)	(1.2)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(1.0)	(0.9)	(0.6)	(0.5)	
	地銀	(3.8)	(3.7)	(3.7)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	
	地銀II	(2.9)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.4)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	
信金	(1.4)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.3)		
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.3)	(3.7)	(3.2)	(3.0)	(3.3)	(3.2)	(3.3)	(3.5)	(3.3)	
	都銀	(3.4)	(4.5)	(3.6)	(3.6)	(4.7)	(4.6)	(4.7)	(4.6)	(4.4)	
	地銀	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(2.4)	(1.9)	(1.8)	(1.7)	(2.1)	(2.2)	
地銀II	(3.1)	(2.5)	(2.3)	(2.1)	(1.9)	(2.0)	(1.8)	(1.8)	(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

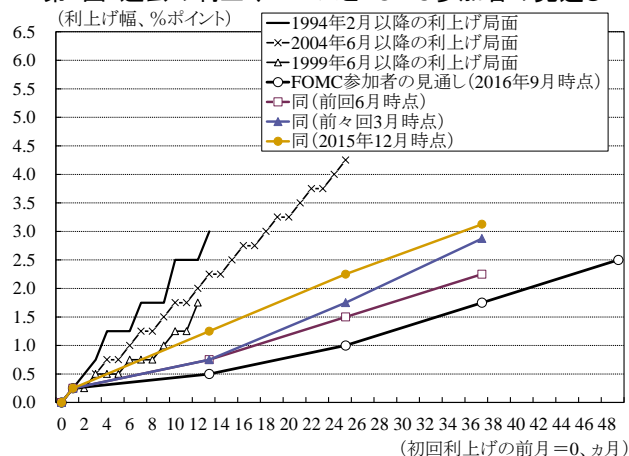
II. 米国

～FRB は利上げを見送り、長期的な金利見通しも引き下げ～

米国経済は、内需を牽引役に緩やかな回復基調を維持しているものの、9月に発表された経済指標は、ISM 指数が予想外に大きく落ち込んだことに加え、小売売上高や鉱工業生産が前月から弱含むなど、景気の現状に対し懸念を抱かせる結果となった。こうした中、FRB は9月20-21日の FOMC で政策金利の据え置きを決定した。声明文では、今回利上げを見送った要因について、「利上げに対する論拠が強まったと判断しているが、当面は（雇用の最大化と物価の安定という）目標達成に向けた進展が続いている一段の証拠を待つことを決めた」と説明され、景気回復の持続性の確認に万全を期したいとの意向が示された。もっとも、景気・物価に対するリスク評価において「短期的なリスクは概ねバランスしている」との文言が追加され、昨年12月の利上げ時を最後に外されていた「バランス」の文言が復活したことで、年内利上げに対しては引続き前向きであることも示されている。

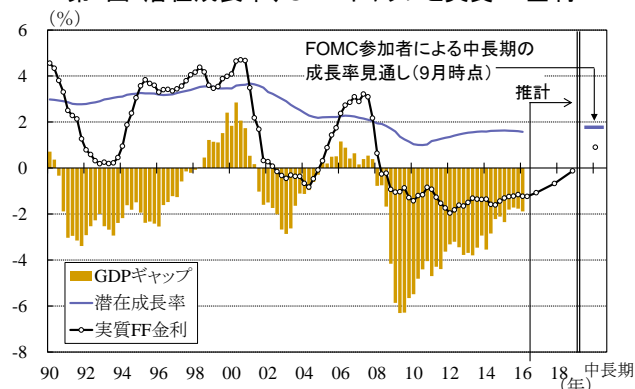
今回の FOMC で注目されるのは、参加者による政策金利見通しが一段と引き下げられたことである（第1図）。中央値でみると、利上げの実施については2016年が2回から1回へ、2017年が3回から2回へと減少する見通しとなり、中長期的な FF 金利の到達点も3.0%から2.9%に引き下げられた。中長期の成長期待が弱まっていることが FF 金利の到達点を低い水準に止め、循環的な景気回復力が想定を下回ったことが早期利上げの必要性を弱める要因になっているとみられる。FOMC 参加者による中長期の成長率見通しの中央値が2.0%から1.8%に引き下げられたように、FRB の中でも潜在成長率の低下が共通認識となりつつあるようだ。また、景気動向を GDP ギャップで確認すると、危機時に広がった GDP ギャップが依然として残っていることに加え、今年前半の成長率が潜在成長率より低い+1%内外に止まったことで、足元では GDP ギャップのマイナス幅はむしろ拡大したとみられる（第2図）。需給の引き締めを受けた物価上昇圧力が下振れたことも、利上げペースを遅らせることとなった理由と考えられる。

第1図: 過去の利上げペースとFOMC参加者の見通し



(資料)FRB資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 潜在成長率、GDPギャップと実質FF金利



(注)1.『潜在成長率』と『GDPギャップ』は、米国議会予算局による推計値。
 2.『実質FF金利』は、「FF金利」と「コア個人消費支出デフレーターの前年比変化率」の差。『推計』値は、2016年9月のFOMC参加者見通し(中央値)に基づく。
 (資料)FRB、米国議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

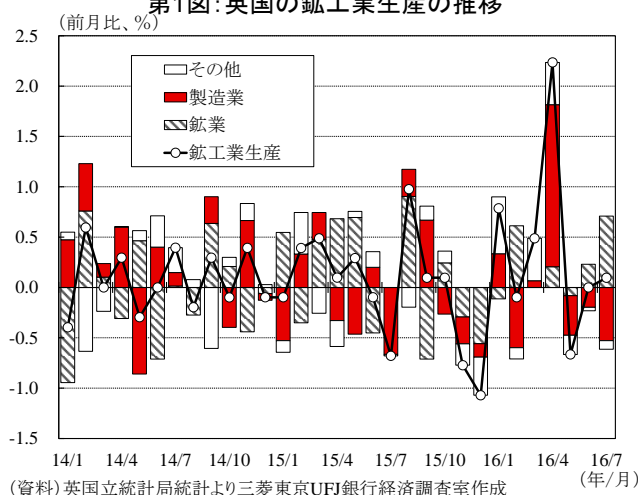
Ⅲ. 欧州

～景気の下振れリスクに備え、ECB は量的緩和策の手直しを検討～

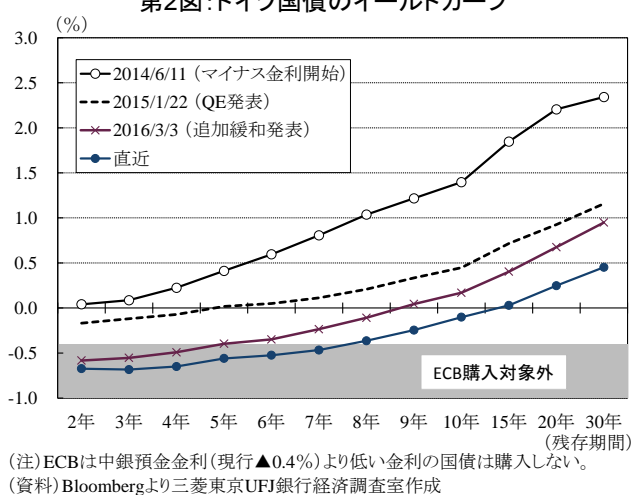
欧州経済は 4-6 月期までは概ね堅調を維持してきた。しかし、その後英国では、EU 離脱選択（Brexit）を受けて購買担当者指数（PMI）が 7 月に大幅に悪化、8 月はポンド安による輸出向け受注の改善等を受け反発し、国民投票後の一時的なショックは一巡したとみられるものの、昨年後半以降のマイナス悪化傾向は不変である。ハードデータである鉱工業生産をみても、Brexit 後の 7 月は製造業で 3 ヶ月連続の減少を示した（第 1 図）。他方、ユーロ圏の指標をみると、9 月の PMI がサービス業を中心に悪化し、総合指数は 52.6 と業況の拡大・縮小の境目である 50 は上回っているものの、20 ヶ月ぶりの低水準をつけた。英国に比べ Brexit の影響は明らかに小さいが、昨年来の景気押し上げ要因であった原油安効果の剥落なども含めて、年前半にみられた勢いには弱まる兆しも出てきている。

こうした中 ECB は 9 月 8 日、ユーロ圏経済が金融政策の効果もあって底堅く推移していると判断し、2016～18 年の成長率・物価見通しを、Brexit の影響を考慮しながらもそれ以前のものから概ね不変とした。量的緩和策についても大幅な拡充は見送り、「現在のプログラムの円滑な実施を引き続き確保するための政策オプションを検討するよう関連委員会に指示した」と述べるに止めた。同様の言及は 2014 年 12 月及び 15 年 10 月にもなされており、いずれも翌理事会にて追加施策が導入されたことから、年内にも検討結果を踏まえた何らかの動きがあると考えられる。想定される選択肢としては、景気の下振れリスクが残存する中で現状の緩和的な金融環境を維持するため、17 年 3 月までの資産購入の期限延長が有力視されている。ただし、ECB は現在、利回りが中銀預金金利と同じ▲0.4% までの債券を購入対象としていることから、ドイツでは残存期間 8 年未満の国債が購入対象外という問題がある（第 2 図）。この購入対象債券不足に対応するため、購入価格規制や発行体あたりの購入上限の緩和、各国別の購入割合の変更が具体的に検討されることとなろう。もっとも、銀行の収益悪化への配慮もあり、マイナス金利の深掘りについては引き続き慎重姿勢を崩さないとみられる。

第1図：英国の鉱工業生産の推移



第2図：ドイツ国債のイールドカーブ



（大幸 雅代）

IV. アジア

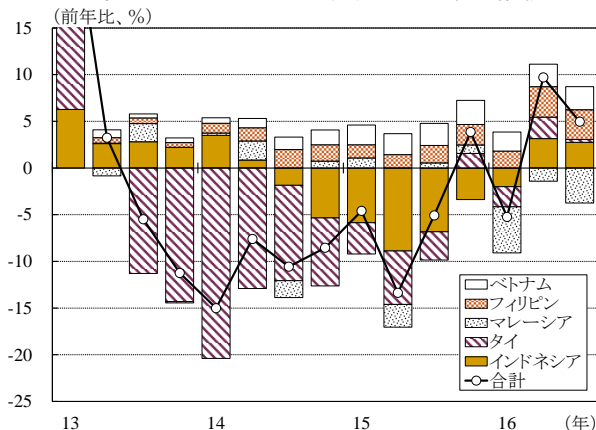
～金融・財政政策の効果が ASEAN の自動車市場の回復をサポート～

アジアでは、ASEAN を中心に個人消費が堅調であり、その拡大ペースは徐々に高まっている。耐久財消費の主力である自動車販売台数は足元で増勢に転じており、消費回復の一因となっているといえる（第1図）。国別にみると、フィリピンやベトナムで所得水準の向上に伴い自動車の普及が進んでおり好調な伸びが続くほか、ASEAN で第1、2位の市場規模をもつインドネシアとタイも持ち直しが鮮明である。後述する通り、個別のマイナス要因の一巡や中銀・政府の金融・財政政策によるサポートを受け、インフレの低位安定による実質所得の改善が消費の拡大につながり易くなっていると考えられる。

まず、インドネシアでは、2013 年半ばから 2015 年初にかけて政府が段階的に補助金を削減したことでガソリン価格が上昇していたことや、通貨安に伴う輸入車価格の上昇が自動車販売の下押し要因となっていた。足元では、原油価格が 1 バレル 40 ドル台で推移し国内市況が落ち着きを取り戻しているほか、通貨価値の安定からインフレ率も鈍化してきており、政府が昨年末から個人所得減税などを含む景気刺激策を相次ぎ打ち出していることも支えとなって、4-6 月期の販売台数が 2 年ぶりにプラスとなった。先行き、政府が自動車ローン規制を緩和する方針を表明しているほか、中銀も年初来 5 度目となる利下げを実施（9月23日、第2図）しており、更なる消費の追い風となるとみられる。

タイでは、2012 年末まで実施された政府の自動車購入支援策による需要先食いの反動に加え、2014 年以降の政局の混乱や輸出不振を背景とする消費者マインド悪化や賃金の伸び悩みを受け自動車販売は低迷していた。足元ではこうした反動減が一巡したことに加え、家計向け補助金など政府の財政政策が所得の支えとなり、販売台数は増勢に転じている。中銀が政策金利を史上最低近辺で据え置くなか、貸出金利が低下し自動車ローン残高も 2 年ぶりに増加に転じており、政府の財政政策の効果も継続することから、持ち直しの動きはこの先も維持されるとみられる。

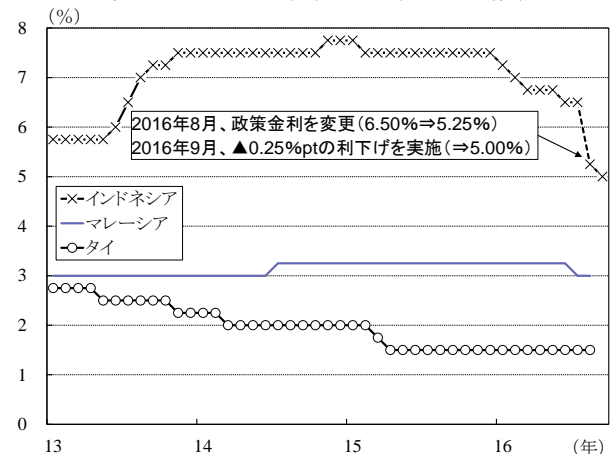
第1図：ASEAN5の自動車販売台数の推移



(注) 直近は8月まで。

(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：ASEAN主要国の政策金利の推移



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(土屋 祐真)

V. 中国

～過度な懸念は一旦和らぐも、投資の減速による景気下押しは継続～

中国経済は投資の抑制を起点とした減速傾向が続いているが、足元の経済指標が幾分改善したこともあり、過度な懸念は一旦和らいでいる。直近8月の月次経済指標を確認すると、製造業PMIが50.4と3ヵ月ぶりに50を上回り、工業生産が前年比+6.3%（7月：同+6.0%）へ小幅加速したほか、固定資産投資（都市部、年初来累計）も同+8.1%と前月と同じ伸びを維持した（第1表）。固定資産投資の業種別内訳をみると、鉱業や重工業などの減速が全体を下押しした一方、鉄道や道路などのインフラ投資拡大が下支えした。

先行きを展望すると、インフラ投資や個人消費の拡大による景気下支えが見込まれるものの、過剰な資本ストックや債務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が続くとみられる。政府は今年後半の経済政策運営方針として、各地方レベルでの進捗管理や罰則強化などで過剰生産能力削減に本腰を入れる構えをみせているほか、9月初めのG20首脳会議（中国・杭州）で習近平国家主席は、鉄鋼・石炭業界の過剰生産能力を削減する姿勢を対外的にも強調した。

こうしたなか、商業銀行の不良債権は増加傾向が続いているが、公表ベースでは1.4兆元（不良債権比率1.75%、6月末時点）と依然低水準にあり、本邦の「要注意先」に相当する「関注類」を含めても4.8兆元（同5.8%）となっている。但し、上場企業の財務データから税引後のキャッシュフローがマイナスとなっている企業が保有する負債の額が全体の負債額に占める割合を計算すると約10%に達し（第2表）、この10%を使って試算した回収に懸念のある債権額は12兆元に拡大する。本試算は、比較的財務コンディションが良好と思われる上場企業のみを対象としており、非上場企業を含むマクロ全体でみた回収懸念債権額は更に膨らむ可能性がある。各銀行はこれまでに業務純益での引当や不良資産の資産管理会社などへの売却、証券化などを通じて不良債権の処理を徐々に進めているが、企業の過剰設備・債務の調整が本格化すれば、実体経済に対する下押し圧力が更に強まることも懸念される。

第1表：中国の主な月次経済指標の推移

	2016年				
	4月	5月	6月	7月	8月
輸出(前年比、%)	▲3.5	▲5.5	▲5.3	▲5.4	▲2.8
輸入(前年比、%)	▲11.1	▲0.4	▲8.4	▲12.5	1.5
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1
小売売上高(前年比、%)	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6
工業生産(前年比、%)	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3
製造業PMI	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4
非製造業PMI	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5

(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の。

(資料) 中国国家統計局等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：潜在的に危険な負債額の比率(2015年末時点)

業種	企業数 (社)	負債額 (億元)	潜在的に 危険な 企業数 (社)	潜在的に 危険な 負債額 (億元)	潜在的に 危険な 負債額の 比率 (%)
全企業	2,893	88,306	205	9,128	10.3
採掘業	76	11,046	16	633	5.7
うち石炭採掘	27	3,634	7	379	10.4
製造業	1,881	28,064	170	5,064	18.0
非製造業	936	49,197	n.a.	3,431	7.0

(注)1. 『潜在的に危険な企業』は、2015年の税引後のキャッシュフローが赤字の企業。

2. 『潜在的に危険な負債額』は、潜在的に危険な企業の負債額。

(資料) 各社決算資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希)

VI. 原油

～OPEC は 8 年ぶりの減産で合意～

原油価格（WTI 期近物）は 8 月初めに 1 バレル＝39 ドル台と 3 ヶ月半ぶりの安値をつけたが、OPEC 非公式会合が 9 月下旬に開催されるとの発表を受けて供給過剰解消への期待が高まり、同月中旬以降は同 40 ドル台後半にレンジを切り上げた（第 1 図）。9 月も引き続き非公式会合の行方に注目が集まり、増産凍結合意への期待や合意見送り観測が入り混じる展開が続く中、WTI は同 45 ドル近辺の狭いレンジで推移した。同月 28 日、アルジェリアでの会合で OPEC が市場の事前予想に反して減産で合意すると、WTI は前日比 +2.38 ドルと大幅上昇し、同 47.05 ドルと 3 週間ぶりの高値となっている。

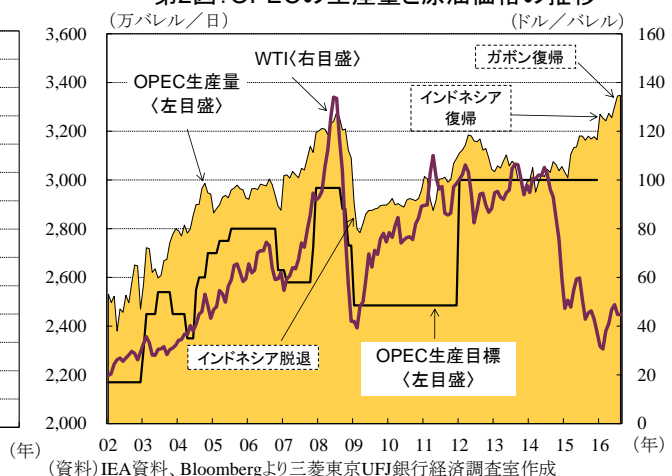
2008 年以來、約 8 年ぶりとなる減産合意の内容を具体的にみると、①OPEC 全体の原油生産量を 3,250～3,300 万バレル（日量、以下同）に制限すること（8 月生産実績：3,324 万バレル）、②11 月 30 日開催予定の OPEC 総会に向けて加盟各国代表から成る委員会を設置し、各国の生産水準を検討すること、が決定された。また、OPEC 非加盟国にも協力を求めるとしており、ロシアも協調していく方針とみられる。

OPEC は、今年 4 月のドーハ会合や 6 月の総会では、協調行動への合意ができずに終わったが、今回合意に達した背景には、原油価格の低迷が長引いており、サウジアラビアを始めとする産油国の経済・財政状況悪化への懸念が強まっていることがある。会合後の声明文では、こうした懸念に加え、原油安を背景とした石油部門への投資削減が将来的な供給不足につながるリスクも指摘されている。今後、国別の生産上限設定を巡っては、意見対立や調整難航も予想されることから減産の実効性を疑問視する向きもあり、原油価格が一方的に上昇するのは想定し難い。しかしながら、今回ようやく OPEC として原油安への対応策を決定したことは、下値不安を相応に軽減する材料となろう

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



第2図：OPECの生産量と原油価格の推移



(篠原 令子)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2015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	2015年実績	2016年見通し	2017年見通し	2015年実績	2016年見通し	2017年見通し	2015年実績	2016年見通し	2017年見通し
世界42カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	61.16	1,467	2.9	2.4	2.7	2.2	5.2	4.3			
先進国・地域	40.27	966	2.1	1.5	1.7	0.2	0.8	1.7			
新興国	20.89	501	4.4	4.2	4.8	6.2	13.8	9.5			
日本(年度ベース)	4.17	100	0.8	0.7	0.8	▲0.0	▲0.1	0.4	1,499	1,645	1,335
アジア11カ国・地域	17.61	422	6.1	5.8	5.6	2.0	2.2	2.4	5,939	5,683	5,221
中国	10.98	263	6.9	6.5	6.0	1.4	1.8	1.9	3,306	2,953	2,776
インド(年度ベース)	2.09	50	7.6	7.9	7.7	6.0	5.2	5.5	▲185	▲218	▲332
NIEs4カ国・地域	2.50	60	2.1	2.0	2.4	0.6	1.1	1.6	2,493	2,585	2,493
韓国	1.38	33	2.6	2.6	2.8	0.7	1.1	1.7	1,059	1,143	1,040
台湾	0.52	12	0.6	1.0	1.9	▲0.3	1.2	1.3	762	733	702
香港	0.31	7	2.4	1.1	1.7	3.0	2.6	2.2	97	165	179
シンガポール	0.29	7	2.0	2.2	2.3	▲0.5	▲0.5	0.6	575	545	572
ASEAN5カ国	2.03	49	4.8	4.8	4.9	3.1	2.6	3.3	325	362	284
インドネシア	0.86	21	4.8	5.0	5.1	6.4	4.0	4.3	▲178	▲179	▲221
マレーシア	0.30	7	5.0	4.2	4.5	2.1	2.0	2.2	90	72	87
タイ	0.40	10	2.8	3.1	3.3	▲0.9	0.4	1.8	320	381	310
フィリピン	0.29	7	5.9	6.1	6.0	1.4	1.9	3.0	84	51	69
ベトナム	0.19	5	6.7	6.1	6.2	0.6	2.6	4.2	9	38	39
オーストラリア	1.22	29	2.4	2.6	2.9	1.5	1.4	1.9	▲584	▲586	▲527
米国	18.04	433	2.6	1.4	2.1	0.1	1.3	2.1	▲4,630	▲4,735	▲4,837
中南米7カ国	4.47	107	▲1.0	▲1.6	1.6	17.1	54.3	33.8	▲1,573	▲985	▲995
ブラジル	1.77	42	▲3.8	▲3.5	0.8	9.0	7.0	5.5	▲589	▲180	▲200
メキシコ	1.14	27	2.5	2.2	2.6	2.7	2.8	3.3	▲324	▲330	▲350
アルゼンチン	0.59	14	1.8	▲2.0	2.5	16.5	38.0	25.0	▲159	▲100	▲130
ユーロ圏19カ国	11.54	277	2.0	1.5	1.1	0.0	0.3	1.3	3,636	3,105	3,011
ドイツ	3.36	81	1.7	1.5	1.2	0.1	0.5	1.5	2,838	2,233	2,072
フランス	2.42	58	1.3	1.2	1.1	0.1	0.3	1.0	▲46	▲55	▲35
イタリア	1.82	44	0.7	0.7	0.8	0.1	0.2	0.9	390	274	297
英国	2.85	68	2.2	1.7	0.8	0.1	0.8	2.1	▲1,532	▲1,308	▲1,007
ロシア	1.32	32	▲3.7	▲1.4	0.3	15.5	6.8	5.7	658	482	490
<参考> 世界42カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.3	2.9	3.3	3.3	6.8	5.3			

(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42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』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米7カ国』、『ロシア』。
 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

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。