

# 経済マンスリー

## I. 日本

～投資を包括的に捉える新基準の GDP 統計～

## II. 米国

～レーガノミクス時と足元の経済環境の相違点～

## III. 欧州

～2016 年の景気は底堅く推移、来年は政治動向がリスク要因～

## IV. アジア

～資本流出への警戒は燻るものの、  
アジア諸国のリスク耐性は総じて高い～

## V. 中国

～足元の景気は改善をみせるも、先行きには不透明感～

## VI. 原油

～OPEC と非 OPEC が協調減産に合意～

# I. 日本

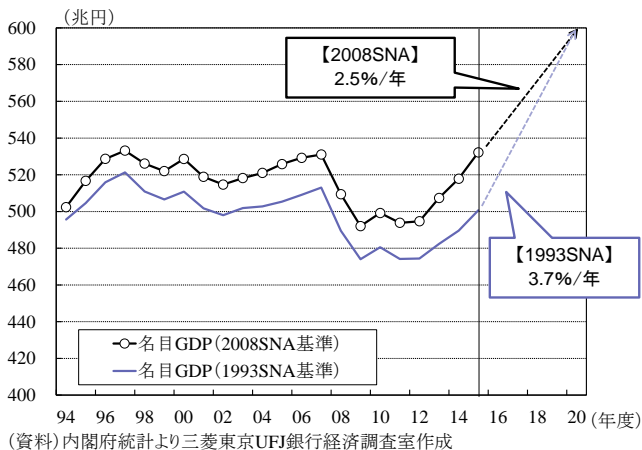
## ～投資を包括的に捉える新基準の GDP 統計～

### 1. 実体経済の動向

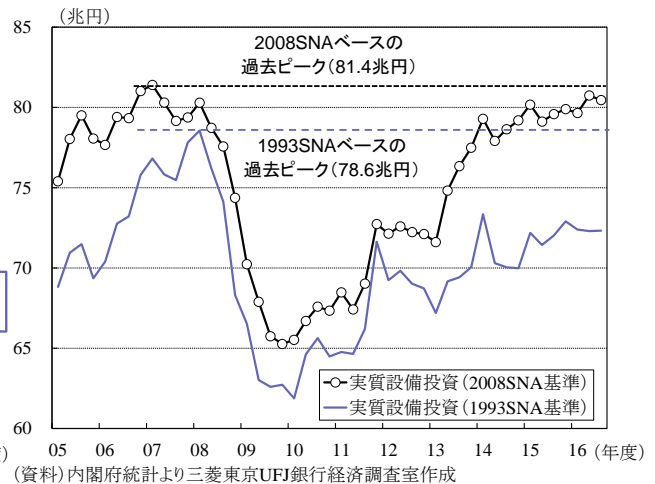
12月8日に公表された7-9月期のGDP二次速報から、2009年の国連合意に基づく国際統計基準である「2008SNA」に対応する等の形で、国民経済計算（GDP統計）が改定された。従前の「1993SNA」からの最大の変更点は「研究開発（R&D）の資本化」であり、企業等の研究開発費をこれまでの“消費的支出（主に中間消費）”ではなく、将来の付加価値創出に繋がるストックを生み出す“投資的支出”に位置づけることで、直近2015年度の名目GDPの水準が19.2兆円押し上げられた。他にも「特許等サービスの扱い変更」や「防衛装備品の資本化」、「所有権移転費用の精緻化」など幅広い改定が行われた結果、2015年度の名目GDPは500.6兆円から532.2兆円へと合わせて31.6兆円増加しており、政府が目標とする“名目GDP600兆円”の実現をサポートする改定となった（第1図）。

今回の改定では過去の実質GDP成長率も見直され、安倍政権発足以降では、2013年度が前年比+2.6%（改定前比+0.6%p）、2014年度が同▲0.4%（同+0.5%p）、2015年度が同+1.3%（同+0.4%p）といずれも上方修正されているが、なかでも大きく姿を変えたのが実質設備投資の伸び方である。従前の設備投資は、アベノミクスの下で企業収益が過去最高水準を更新する中でも伸びを欠く姿となっていたが、今回改定により研究・開発投資が新たに設備投資に含まれたことで、過去の伸び率が大きく高まり、足元の投資額がリーマン・ショック前の過去ピークに迫る水準を回復している形となった（第2図）。これは、わが国企業が、生産・営業設備等の実物投資には慎重さを見せつつも、研究開発も含めて見れば、自らの持続的成長に必要な投資自体はしっかりと進めてきていることを示唆している。新基準の設備投資は、わが国企業の先行きの競争力を占う包括的な指標としても、有効なものといえるだろう。

第1図：名目GDP600兆円（2020年度）を実現するために必要な名目GDP成長率



第2図：実質設備投資の推移



## 2. 金融政策・市場の動向

### (1) 金融政策、長期金利

日銀は、今月 19 日-20 日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決めた。米大統領選後、米国金利は大きく上昇しているが、決定会合後の記者会見で黒田総裁は、「海外金利の上昇に応じてわが国の長期金利も上昇してよいとか、長期金利の操作目標を引き上げるということは全く考えておりません」と述べ、長期金利の操作目標は外部要因に影響されないとの見解を示した。実際、11 月中旬に米国金利の急騰によって年限が 10 年未満の日本国債利回りが上昇した際には、2 年債と 5 年債について「指値オペ」を実施し、12 月中旬に 10 年を超える年限の国債利回りが上昇した際には、10 年超の国債買入れ額の増額を行うなど、日銀は急な金利上昇に対して抑え込む努力を行ってきた（第 1 表）。日銀が先般の「総括的な検証」で、金融緩和が実体経済に対して与える効果は、自然利子率の概念をイールドカーブ全体に拡張した「均衡イールドカーブ」と実際の実質イールドカーブの差で測られると説明している通り、「均衡イールドカーブ」やインフレ期待の上昇が伴っていないにも関わらず、名目金利の上昇を認めてしまうと、金融緩和効果が小さくなってしまふということだろう。日銀は、2%の目標に向けて順調に物価が上昇しつつ、明確な景気回復やインフレ期待の改善が続くような状況にならない限り、長期金利の操作目標の引き上げは行わず、現状の「ゼロ%程度」を維持すると考えられる。

### (2) 為替

円ドル相場は、FRB の利上げ決定後に一段とドル高・円安が強まり、12 月 15 日には 2 月以来の 1 ドル 118 円台まで下落した。米大統領選後の各通貨の対ドル変化率をみると、円の下落幅は資金流出が懸念される新興国通貨よりも大きい（第 3 図）。日本では、日銀のイールドカーブ・コントロールにより金利上昇が抑えられていることで、米国との金利差が他国よりも開き易くなっていることが要因とみられる。先行き、円ドル相場は、基本的に日米の実質金利差に沿った動きとなると見込まれるが、米国の金利上昇は期待先行感が強く一旦は行き過ぎが修正されると予想されるため、円ドル相場も相応に円高方向へ調整されるものとみられる。

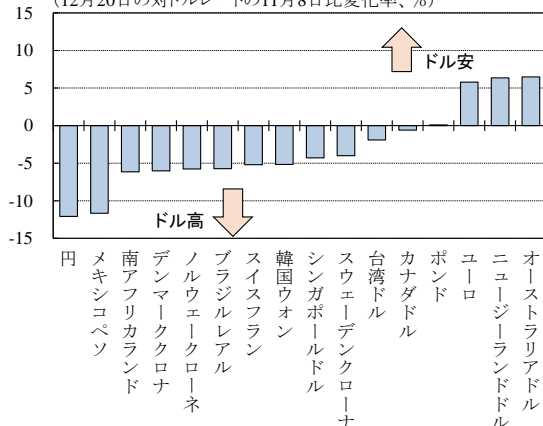
第1表:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入後の日銀の行動

日時	行動	対象	具体的な内容
9月30日	国債買入れ減額	5年超10年以下	買入れ額を前回の4,300億円から4,100億円に減額
10月4日	国債買入れ減額	10年超25年以下	買入れ額を前回の2,000億円から1,900億円に減額
	国債買入れ減額	25年超	買入れ額を前回の1,200億円から1,100億円に減額
11月17日	指値オペ	2年	買入れ利回りを▲0.09%に設定、入札なし
	指値オペ	5年	買入れ利回りを▲0.04%に設定、入札なし
12月14日	国債買入れ増額	10年超25年以下	買入れ額を前回の1,900億円から2,000億円に増額
	国債買入れ増額	25年超	買入れ額を前回の1,100億円から1,200億円に増額
	国債買入れオファー日程の告知	-	次回の買入れオファーを12月16日に行うことを事前に告知

(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:各通貨の対ドル変化率

(12月20日の対ドルレートとの11月8日比変化率、%)



(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12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)

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.4	1.3	2.8 (0.4)	1.8 (0.9)	1.3 (1.1)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 1.1	0.9	0.0 (0.4)	0.4 (0.1)	0.5 (0.8)	0.2 (▲ 0.7)	0.2 (1.7)	0.0 (1.2)	0.2 (▲ 0.2)	
鉱工業生産指数	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0 (▲ 1.6)	0.2 (▲ 1.8)	1.3 (0.4)	▲ 0.4 (▲ 4.2)	1.3 (4.5)	0.6 (1.5)	0.0 (▲ 1.4)	
鉱工業出荷指数	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 2.0 (▲ 2.4)	0.2 (▲ 2.0)	0.7 (▲ 0.6)	0.7 (▲ 4.0)	▲ 1.1 (1.6)	1.8 (0.7)	2.0 (▲ 2.0)	
製品在庫指数	6.1	1.8	2.4 (1.8)	▲ 1.3 (0.0)	▲ 2.6 (▲ 2.0)	▲ 2.4 (▲ 1.8)	0.3 (▲ 1.6)	▲ 0.5 (▲ 2.0)	▲ 2.1 (▲ 3.0)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.0	115.0	116.3 [113.0]	116.5 [113.8]	117.3 [114.7]	117.3 [112.7]	113.6 [116.3]	114.9 [115.1]	114.2 [113.0]	[115.5]
国内企業物価指数	2.7	▲ 3.2	▲ 1.5 (▲ 3.5)	▲ 0.6 (▲ 4.4)	▲ 0.2 (▲ 3.6)	0.0 (▲ 4.0)	▲ 0.3 (▲ 3.6)	0.0 (▲ 3.2)	▲ 0.1 (▲ 2.7)	0.4 (▲ 2.2)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	2.8	0.0	▲ 0.7 (▲ 0.1)	0.4 (▲ 0.4)	▲ 0.2 (▲ 0.5)	▲ 0.2 (▲ 0.5)	0.0 (▲ 0.5)	0.0 (▲ 0.5)	0.1 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.4)
稼働率指数 (2010年=100)	100.6	98.0	97.3 [101.4]	95.4 [98.0]	97.2 [97.6]	96.2 [97.7]	98.7 [97.4]	96.7 [97.7]	98.1 [98.4]	[98.2]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.8	4.1	6.7 (3.4)	▲ 9.2 (▲ 6.5)	7.3 (6.5)	4.9 (5.2)	▲ 2.2 (11.6)	▲ 3.3 (4.3)	4.1 (▲ 5.6)	
製造業	7.0	6.2	13.7 (4.3)	▲ 13.4 (▲ 12.9)	4.5 (▲ 0.5)	0.3 (▲ 1.4)	▲ 4.0 (2.0)	▲ 5.0 (▲ 1.5)	▲ 1.4 (▲ 9.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 3.3	2.5	3.5 (2.6)	▲ 5.0 (▲ 1.0)	8.2 (11.8)	8.6 (11.3)	▲ 1.9 (19.6)	▲ 0.9 (7.8)	4.6 (▲ 3.9)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	4.4	▲ 2.3	▲ 2.4 (▲ 5.5)	3.4 (▲ 2.7)	1.0 (0.4)	0.6 (▲ 4.9)	0.2 (2.5)	0.3 (3.3)	2.1 (1.7)	
建設受注	8.2	▲ 0.9	(2.4)	(1.5)	(7.4)	(▲ 10.9)	(13.8)	(16.3)	(15.2)	
民需	4.8	7.9	(▲ 0.4)	(3.9)	(▲ 3.5)	(▲ 5.8)	(9.7)	(▲ 9.2)	(24.4)	
官公庁	22.9	▲ 15.6	(0.4)	(▲ 0.4)	(51.8)	(▲ 23.6)	(27.7)	(136.7)	(▲ 7.1)	
公共工事請負金額	(▲ 0.3)	(▲ 3.8)	(1.2)	(4.0)	(6.8)	(▲ 6.9)	(12.0)	(18.1)	(▲ 10.0)	(▲ 5.7)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	88.0 (▲ 10.8)	92.1 (4.6)	94.7 (5.5)	100.5 (5.4)	98.2 (7.1)	100.5 (8.9)	95.6 (2.5)	98.4 (10.0)	98.3 (13.1)	
新設住宅床面積	(▲ 15.2)	(2.1)	(3.1)	(3.6)	(5.1)	(6.2)	(2.3)	(6.7)	(8.9)	
小売業販売額	▲ 1.2	0.8	(▲ 0.3)	(▲ 1.4)	(▲ 1.3)	(▲ 0.2)	(▲ 2.2)	(▲ 1.7)	(▲ 0.2)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 5.1	▲ 1.2	0.5 (▲ 2.6)	▲ 0.2 (▲ 1.2)	▲ 0.5 (▲ 2.4)	2.5 (▲ 0.5)	▲ 3.7 (▲ 4.6)	2.8 (▲ 2.1)	▲ 1.0 (▲ 0.4)	▲ 0.6 (▲ 1.5)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.2	73.6	72.8 [74.3]	72.9 [74.2]	70.6 [73.4]	69.3 [71.9]	70.4 [74.1]	72.0 [74.3]	70.9 [73.2]	72.9 [73.0]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	2.0	▲ 1.3	▲ 1.2 (▲ 2.1)	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.2 (▲ 1.5)	▲ 0.9 (▲ 1.9)	▲ 0.8 (▲ 2.0)	1.9 (▲ 0.9)	▲ 0.1 (▲ 0.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.2	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(1.2)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	77	98	98	93	102	97	106	105	101	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.11	1.23	1.29 [1.15]	1.36 [1.18]	1.37 [1.22]	1.37 [1.21]	1.37 [1.22]	1.38 [1.23]	1.40 [1.24]	1.41 [1.26]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.5	3.3	3.2	3.2	3.0	3.0	3.1	3.0	3.0	3.1
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.6	48.8	45.6 [49.3]	42.6 [52.6]	45.2 [49.5]	45.1 [51.6]	45.6 [49.3]	44.8 [47.5]	46.2 [48.2]	48.6 [46.1]
企業倒産件数 (実数、件数)	9,543 (▲ 9.4)	8,684 (▲ 9.0)	2,144 (▲ 5.6)	2,129 (▲ 7.3)	2,088 (▲ 0.2)	712 (▲ 9.5)	726 (14.9)	649 (▲ 3.6)	683 (▲ 8.0)	693 (▲ 2.5)

## 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	2016年			2016年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
通関輸出	5.4	▲0.7	(▲7.9)	(▲9.5)	(▲10.2)	(▲14.0)	(▲9.6)	(▲6.9)	(▲10.3)	(▲0.4)
価格	3.9	2.1	(▲4.7)	(▲8.3)	(▲11.1)	(▲11.9)	(▲10.3)	(▲11.1)	(▲9.0)	(▲7.3)
数量	1.3	▲2.7	(▲3.2)	(▲1.3)	(1.0)	(▲2.4)	(0.8)	(4.7)	(▲1.4)	(7.4)
通関輸入	▲1.0	▲10.3	(▲15.7)	(▲18.8)	(▲19.5)	(▲24.6)	(▲17.2)	(▲16.2)	(▲16.4)	(▲8.8)
価格	1.2	▲8.5	(▲14.9)	(▲17.6)	(▲18.9)	(▲21.5)	(▲20.2)	(▲14.9)	(▲14.3)	(▲12.0)
数量	▲2.1	▲1.8	(▲0.8)	(▲1.3)	(▲0.7)	(▲4.0)	(3.8)	(▲1.5)	(▲2.4)	(3.6)
経常収支(億円)	87,245	180,028	59,636	45,955	57,599	19,382	20,008	18,210	17,199	
貿易収支(億円)	▲65,890	5,419	8,534	14,959	14,995	6,139	2,432	6,424	5,876	
サービス収支(億円)	▲27,252	▲11,451	2,414	▲4,951	▲3,865	▲2,223	▲525	▲1,118	▲1,719	
金融収支(億円)	137,595	238,095	90,136	71,315	97,490	36,737	29,220	31,533	7,446	
外貨準備高(百万ドル)	1,245,316	1,262,099	1,262,099	1,265,402	1,260,145	1,264,750	1,256,053	1,260,145	1,242,792	1,219,291
対ドル円レート(期中平均)	109.92	120.13	115.45	108.17	102.40	103.90	101.27	102.04	103.82	108.18

## 3. 金融

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	7月	8月	9月	10月	11月
無担保コール翌日物金利	0.068	0.063	0.035 [0.073]	▲0.050 [0.067]	▲0.046 [0.074]	▲0.043 [0.074]	▲0.043 [0.076]	▲0.052 [0.073]	▲0.037 [0.076]	▲0.049 [0.078]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.194	0.157	0.122 [0.171]	0.060 [0.169]	0.057 [0.169]	0.058 [0.169]	0.058 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]
新発10年国債利回り	0.400	▲0.050	▲0.050 [0.400]	▲0.230 [0.455]	▲0.085 [0.350]	▲0.195 [0.410]	▲0.070 [0.380]	▲0.085 [0.350]	▲0.050 [0.300]	0.020 [0.300]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.006	0.924	0.924 (▲0.032)	0.886 (▲0.038)	0.865 (▲0.021)	0.885 (▲0.001)	0.880 (▲0.005)	0.865 (▲0.015)	0.866 (0.001)	
日経平均株価 (225種、末値)	19,207	16,759	16,759 [19,207]	15,576 [20,236]	16,450 [17,388]	16,569 [20,585]	16,887 [18,890]	16,450 [17,388]	17,425 [19,083]	18,308 [19,747]
M2平残	(3.3)	(3.6)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.5)	(3.7)	(4.0)
広義流動性平残	(3.3)	(3.9)	(3.4)	(2.2)	(1.6)	(1.7)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.9)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.3)	(2.4)	(2.2)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.2)	(2.4)	(2.4)
	銀行計	(2.5)	(2.5)	(2.2)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.2)	(2.4)	(2.4)
	都銀等	(1.4)	(1.2)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(1.2)
	地銀	(3.8)	(3.7)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	(3.5)	(3.4)	(3.5)	(3.7)
	地銀II	(2.9)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(2.9)	(2.9)	(2.8)	(2.9)	(3.1)
信金	(1.4)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.3)	(3.7)	(3.0)	(3.3)	(3.4)	(3.5)	(3.3)	(3.6)	(4.3)
	都銀	(3.4)	(4.5)	(3.6)	(4.7)	(4.8)	(4.9)	(4.4)	(5.1)	(6.1)
	地銀	(3.3)	(3.0)	(2.4)	(1.9)	(2.2)	(2.1)	(2.2)	(2.1)	(2.5)
地銀II	(3.1)	(2.5)	(2.1)	(1.9)	(1.9)	(1.8)	(1.9)	(2.1)	(2.2)	

(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

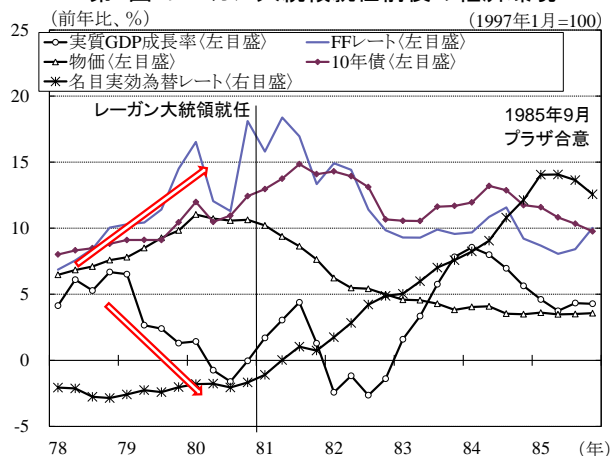
### ～レーガノミクス時と足元の経済環境の相違点～

大統領選挙でのトランプ氏勝利以降、金利上昇・ドル高の進展が続いている。政策の類似性等からトランプ氏の財政政策をレーガノミクスに重ね合わせ、さらなる金利上昇・ドル高の進展を予想する向きもあるが、その想定は妥当であろうか。レーガン大統領就任時の経済環境を整理し、相違点を確認する。

レーガン大統領が就任した1981年は、70年代末の第二次オイルショックを起点としたスタグフレーションの只中にあり、ボルカーFRB議長の下でインフレ沈静化を目指した金融引き締めが進められていた（第1図）。米国経済はインフレ上昇による実質個人消費の減少と、金利上昇による住宅投資、設備投資の減少を主因に、79年から82年の間に二度の景気後退に陥った。こうした環境下、レーガノミクスにおける大規模な減税政策は家計の可処分所得持ち直しをサポートし、また、低水準にあった消費性向の回復やインフレ率の低下も加わり、1983年以降実質個人消費は大幅に増加、景気は急速に回復した（第2図）。金融市場では、金融引き締めが長期に及んだことで主要国との金利差拡大が続きドル高が進展したが、ドル高は製造業を中心とした企業活動にマイナスの影響を与えた一方で、輸入物価の低下を通じインフレの抑制に寄与した。政府・FRBはインフレ率引き下げによるプラス効果を重視しドル高を容認していたと考えられる。もっとも、84年以降、インフレ率が落ち着いた一方、景気の急回復が一巡する中で、ドル高による企業部門へのマイナス影響がより注目されることとなり、85年のプラザ合意によりドル高は人為的に修正された。

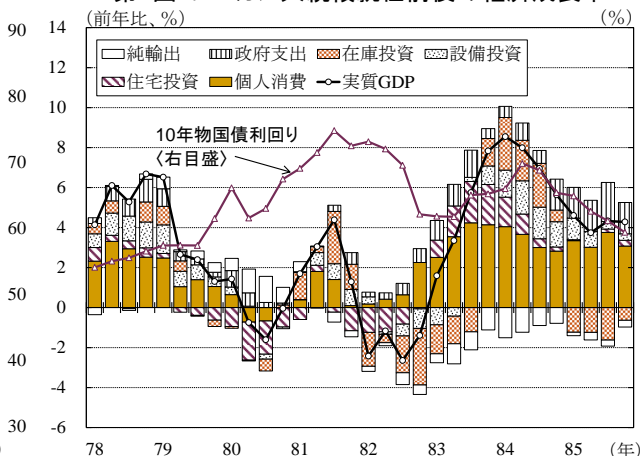
翻って足元の経済環境をみると、個人消費は堅調に推移しており、インフレ率は依然として低位にある。こうした中では、金利上昇とドル高は、製造業を中心とした企業部門や住宅投資等へのマイナスの影響がより強く意識され易いといえる。市場でも金利上昇・ドル高による景気回復ペースの鈍化が懸念され、結果的に行き過ぎた金利上昇・ドル高は修正される可能性が高い。

第1図：レーガン大統領就任前後の経済環境



(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

第2図：レーガン大統領就任前後の経済成長率



(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

(玉城 重人)

### Ⅲ. 欧州

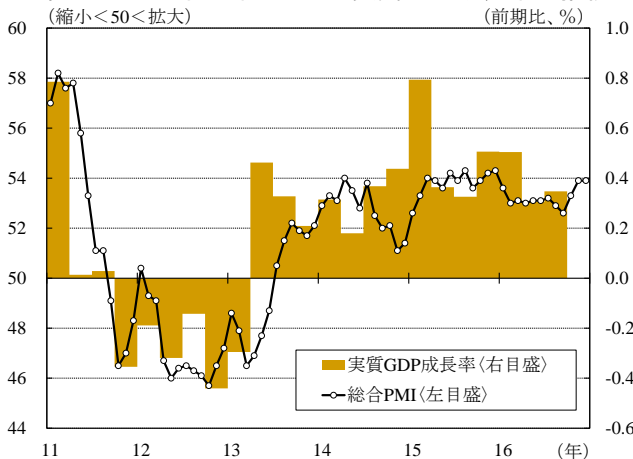
#### ～2016年の景気は底堅く推移、来年は政治動向がリスク要因～

企業景況感は改善が続いている。ユーロ圏の総合 PMI は 12 月も 53.9 と、ドイツやフランスの製造業での改善を背景に高い水準を維持した（第 1 図）。鉱工業生産は 10 月に前月比▲0.1%と弱含んだが、生産に先行する製造業受注がドイツで堅調であることや、イタリアでも下げ止まりつつあることから、12 月にかけては回復が見込まれる。また家計部門をみても、消費者信頼感 は 4 ヶ月連続で改善したほか、実質小売売上は 10 月に前月比+1.1%と増加した。実質 GDP 成長率は、10-12 月期も底堅い推移が続くとみられる。

他方、インフレ率は 11 月に前年比+0.6%と ECB の目標を下回る推移が続いており、12 月 8 日の理事会では金融緩和の継続が決定された。具体的には、資産購入プログラム（APP）の期限が 2017 年 3 月から同年 12 月まで延長され、購入対象債券の制限は緩和された。購入計画額については、現状維持との市場コンセンサスに反し、2017 年 4 月以降は月額 800 億ユーロから 600 億ユーロに減額されたが、発表後の会見でドラギ総裁は、減額が“テーパリング”ではないと強調したほか、「必要であれば 2017 年末以降も APP を継続する」「取りうるべきどのような手段でも取る」と述べ、緩和姿勢の継続を明確にした。ドイツ国債を中心に購入対象債券の不足懸念が高まり易い状況が今後も継続するなか、購入計画額の減額により緩和終了に踏み出したと解釈されることを避けるためとみられる。

来年は、1 月に英最高裁が Brexit に際しての議会決議の必要性についての判決を下すほか、春にはオランダの下院選挙、フランスの大統領選挙などの重要な政治イベントが控えている。また、イタリアではレンツィ首相の辞任を受け、議会任期満了の 2018 年 5 月を待たずに解散総選挙が実施される可能性もある。こうした政治イベントが EU/ユーロ体制を揺るがす事態に繋がるとは考えにくいだが、不確実性の高まりによる金融市場の動揺や企業・家計のマインドの萎縮などを通じて、実体経済に少なからぬ影響を与え得る点には注意が必要である。

第1図：ユーロ圏の総合PMIと実質GDP成長率の推移

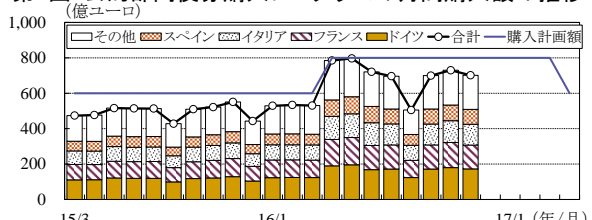


(資料)Markit、欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：12月8日のECB理事会の決定内容

政策手段	内容
・政策金利	不変
・資産購入プログラム	実施期限の延長：2017年3月→同年12月 毎月の購入金額の減額： ・800→600億ユーロ（2017年4月以降） 購入対象債券の拡大（必要に応じて）： ・残存期間下限を2年から1年 ・現状▲0.4%の下限金利を撤廃
・証券貸出プログラム	利便性の拡充（担保に現金を追加等）

第2図：公的部門債券購入プログラムの月間購入額の推移



(注)『購入計画額』と『合計』の差額は、カバード債、ABS、社債の購入によるもの。  
(資料)欧州中央銀行資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香)

## IV. アジア

### ～資本流出への警戒は燃るものの、アジア諸国のリスク耐性は総じて高い～

11月以降、世界的に米ドル高・新興国通貨安が急速に進行しており、アジアも例外ではない。今回のアジア主要通貨の下落幅を過去の危機時と比較すると、当初の下落幅としては2013年のバーナンキ・ショック時に近く、なかでもマレーシアの下落幅はやや目立っている。もっとも、今回の米ドル高・新興国通貨安は、11月の米大統領選や12月の米FOMC結果を受けた米新政権の拡張的財政政策による景気押し上げや米金利上昇への期待を背景とした米国への資金還流が主因であり、過去の危機時のように、新興国自体に大きな構造的な問題があり通貨が売り込まれた局面とは本質的に異なる。各国のファンダメンタルズ・リスク耐性は総じて改善しているほか、多くの国が変動相場制に移行していること、通貨スワップ協定などのセーフティネットの拡充が進展していることから、通貨危機のようなテール・リスクの顕現は回避される公算が高い。実際、危機への耐性を示す代表指標である外貨準備高を、IMFの試算による「必要とされる準備高」と比べると、マレーシアを除く大半の国で必要額を充足している（第1表）。

アジアの実体経済に目を転じると、安定した雇用・所得環境や財政面からの下支えもあり、内需の底堅さが続いている。加えて、輸出の回復傾向が鮮明化しつつあり、先行き、輸出の緩やかな持ち直しも徐々に景気を押し上げると予想される。金融政策については、インドやインドネシアの中銀が、追加利下げを見込む市場予想に反し12月は政策金利を据え置くなど、一部で資本流出への警戒が柔軟な金融政策運営上の制約要因となりつつあるのは事実である。但し、物価の低位安定が続くなか、ベースとなる米国の利上げペースは過去の利上げ局面に比べ緩やかになる見込みであることなどから、今後も金融市場の動向には細心の注意を払いながらも、景気に配慮した金融政策運営を続け得るとみられる。また、アジア各国の為替レートと実質輸出は総じて逆相関の関係にあり（第1図）、緩やかな通貨安は、輸出依存度の高いNIEsやマレーシア・タイを中心に価格競争力の向上を通じて輸出拡大の支えになることも想定される。

第1表：アジア主要国の外貨準備高と通貨騰落率

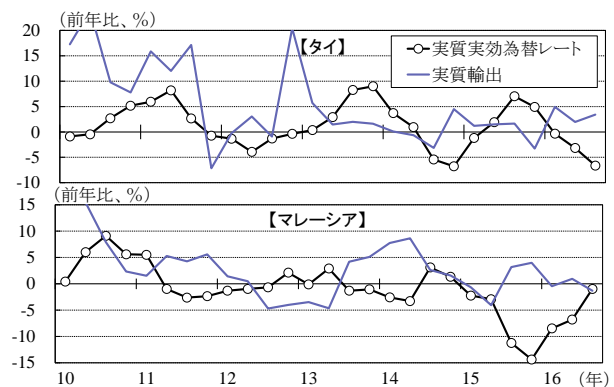
	①外貨準備高 (2015年末時点、 億ドル)	②必要とされる 準備高(億ドル)	充足率 (①÷②、%)	通貨騰落率 (米大統領選から 足元まで、%)
中国	34,061	28,455	120	▲ 2.3
韓国	3,680	2,974	124	▲ 5.2
インドネシア	1,059	866	122	▲ 2.9
マレーシア	953	1,150	83	▲ 6.6
タイ	1,633	758	216	▲ 3.0
フィリピン	807	352	229	▲ 2.6
ベトナム	369	-	-	▲ 1.9
インド	3,556	2,305	154	▲ 1.9

(注)IMFによる『必要とされる準備高(ARA:Assessment of Reserve Adequacy Metric)』の推計式は下記の通りで、ARAに対し100~150%の外貨準備高の保有(充足率)が適正とされる。

$$ARA = 5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{ブロード・マネー} + 30\% \times \text{短期対外債務残高} + 15\% \times \text{その他対外債務残高(中長期債務等)}$$

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

第1図：タイとマレーシアの実質実効為替レートと実質輸出



(注)タイの『実質実効為替レート』は、2四半期先行。

(資料)BIS、タイ国家経済社会開発委員会、マレーシア統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希)



## V. 中国

### ～足元の景気は改善をみせるも、先行きには不透明感～

中国の足元の経済指標は総じて改善を示している。11月には小売売上高（前年比+10.8%）も工業生産（同+6.2%）も加速し、PMIは製造業・非製造業ともに上昇した（第1表）。とりわけポジティブ・サプライズとなったのは8ヵ月振りに輸出が同+0.1%と増加に転じたことである（10月：同▲7.5%）。前年よりも営業日数が1日多いことによる押し上げ効果が指摘され、増加基調に復したとは即断し難いが、人民元相場は対ドルベースでも、通貨バスケットに基づく指数ベースでも2015年半ばのピークから約10%下落しており、輸出に下げ止まりの兆しが出始めたとしても不自然ではない（第1図）。

もともと、輸出の先行きには強い不透明感が漂っている。WTO加盟議定書には、2001年12月の加盟から15年経過後、WTO加盟国が中国製品のアンチダンピング（AD）の認定の際、中国ではなく第三国の価格を使用できるという条項は失効するとの規定がある。中国製品に対するAD発動件数は全体の約2割にも達するだけに中国の期待は大きかった。ところが、米国・EUともに中国を「市場経済国」と認定せず、第三国の価格に基づくADを続ける姿勢を示したため、中国政府はWTO提訴に踏み切った。加えて、米国が新政権となってどこまで対中輸入規制を強化するののかも未知数である。

こうしたなか、今月14～16日に中央経済工作会議（同年の回顧と翌年の経済政策方針を決定する重要会議）が開催された。同会議では、習近平政権が経済政策の中核に据える「供給側改革」の深化の方針に基づき、鉄鋼・石炭を中心とした過剰生産能力の解消や「ゾンビ企業」の処理といった構造調整路線が堅持された。また、不動産を投機の対象とする風潮に警鐘を鳴らし、バブル抑制のスタンスを強く打ち出している。一方、財政についてはさらなる積極化の方向性が示され、引き続きインフラ投資で景気を下支える政府の意志をうかがわせる。5年に1度の共産党大会という一大イベントを迎える2017年の安定成長が不可欠であるならば、国内における構造調整・不動産投資抑制圧力と海外における不確定要素への対応として、一定の財政出動は妥当な選択肢と言えよう。

第1表：主な月次経済指標の推移

	2016年				
	7月	8月	9月	10月	11月
輸出(前年比、%)	▲ 6.2	▲ 3.6	▲ 10.2	▲ 7.5	0.1
輸入(前年比、%)	▲ 12.6	1.5	▲ 1.8	▲ 1.4	6.7
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3
小売売上高(前年比、%)	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8
工業生産(前年比、%)	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2
製造業PMI	49.9	50.4	50.4	51.2	51.7
非製造業PMI	53.9	53.5	53.7	54.0	54.7

(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) 中国国家統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：輸出と人民元相場の推移



(注) 1. 『人民元指数(推計値)』は、CFETS人民元指数構成通貨に対する人民元実勢レートをCFETS公表ウェイトに基づき合成したものの。  
2. 旧正月による歪みを是正するため、1-2月の『輸出』は2ヶ月の合計を使用。  
(資料) 中国外国為替取引システム(CFETS)、中国海関等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

## VI. 原油

### ～OPEC と非 OPEC が協調減産に合意～

原油価格（WTI 期近物）は、11 月前半は OPEC 減産に対する不透明感や米国の原油在庫増加、ドル高を背景に 1 バレル＝40 ドル台前半で弱含みで推移した（第 1 図）。しかし、同月後半になると OPEC 関係者達から減産合意を楽観視する発言が相次ぐ中、WTI は同 40 ドル台後半に上昇し、30 日には OPEC が減産の具体策で合意したことを受けて同 49.44 ドルと 1 ヶ月ぶりの高値となった。さらに、非 OPEC 加盟国の協調減産への期待が高まる中、WTI は同 50 ドル台に上昇した。今月 10 日に OPEC と非 OPEC 加盟国が協調減産で合意すると、12 日の WTI は同 52 ドルと 1 年 5 ヶ月ぶりの高値となった。その後、14 日の米 FRB 追加利上げ決定を受けたドル高進行が圧迫材料となり、WTI は一旦弱含んだものの、足元では同 52 ドル近辺で推移している。

OPEC と非 OPEC 加盟国は、「非 OPEC 加盟 11 カ国全体で 55.8 万バレル（日量、以下同）減産」することで合意したが、OPEC と同様、減産期間はまずは来年 1 月から 6 ヶ月間とし、市場動向や見通し次第でさらに 6 ヶ月間の延長もあり得る内容となっている。国別減産量は公式発表されていないが、報道等によればロシアは 30 万バレル、メキシコは 10 万バレルの減産に応じたとされている（第 1 表）。この結果、OPEC と非 OPEC 加盟国の減産量は計 176 万バレルとなり、これは世界の原油生産量の 1.8%に相当するが、今年の世界の原油供給超過幅 70 万バレル（IEA 見込み）を大きく上回る規模である。

今後の注目点は、合意通りに減産が実現するか否かである。各国の減産遵守状況に加え、減産適用外のリビアとナイジェリアについても生産回復の可能性に留意する必要がある。また、減産合意を受けて原油価格は同 50 ドル超えを維持しているが、こうした原油価格の回復が米国シェールオイルの生産持ち直しにつながることも予想される。来年は、これまで以上に非 OPEC 産油国の生産動向から目が離せない展開となろう。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



第1表：非OPEC加盟国の合意された減産量

	(万バレル/日)	
	11月時点の産油量	合意された減産量
ロシア	1,158.0	30.0
メキシコ	239.0	10.0
オマーン	102.0	4.5
アゼルバイジャン	79.8	3.5
カザフスタン	175.2	2.0
その他	151.2	5.8
11カ国計	1,905.2	55.8

(注)『その他』は、バーレーン、ブルネイ、赤道ギニア、マレーシア、スーダン、南スーダンの合計。  
(資料)IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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)	61.54	1,332	3.0	2.5	2.8	2.2	5.8	4.6			
先進国・地域	40.59	878	2.2	1.6	1.8	0.2	0.8	1.7			
新興国	20.96	454	4.5	4.2	4.8	6.2	15.5	10.1			
日本(年度ベース)	4.62	100	1.3	1.2	1.2	▲0.0	▲0.2	0.5	1,499	1,850	1,704
アジア11カ国・地域	17.61	381	6.1	5.8	5.7	1.9	2.2	2.4	5,935	5,297	4,934
中国	10.98	238	6.9	6.6	6.2	1.4	1.9	1.9	3,306	2,659	2,514
インド(年度ベース)	2.09	45	7.6	7.2	7.7	4.9	5.2	5.5	▲185	▲218	▲332
NIEs4カ国・地域	2.50	54	2.1	2.0	2.3	0.6	1.1	1.6	2,489	2,459	2,411
韓国	1.38	30	2.6	2.6	2.7	0.7	1.1	1.7	1,059	983	945
台湾	0.52	11	0.7	1.2	1.8	▲0.3	1.2	1.3	758	776	726
香港	0.31	7	2.4	1.3	1.7	3.0	2.6	2.2	97	154	168
シンガポール	0.29	6	2.0	1.5	2.1	▲0.5	▲0.6	0.6	575	545	572
ASEAN5カ国	2.03	44	4.8	4.8	4.9	3.1	2.4	3.3	325	398	341
インドネシア	0.86	19	4.8	5.0	5.1	6.4	3.6	4.3	▲178	▲179	▲221
マレーシア	0.30	6	5.0	4.2	4.5	2.1	2.0	2.2	90	72	87
タイ	0.40	9	2.8	3.1	3.2	▲0.9	0.2	1.6	320	381	310
フィリピン	0.29	6	5.9	6.5	6.0	1.4	1.8	3.0	84	51	69
ベトナム	0.19	4	6.7	6.2	6.2	0.6	2.8	4.2	9	74	96
オーストラリア	1.22	26	2.4	2.8	2.9	1.5	1.4	1.9	▲584	▲566	▲525
米国	18.04	390	2.6	1.6	2.4	0.1	1.2	2.2	▲4,630	▲4,708	▲4,837
中南米7カ国	4.53	98	▲0.4	▲1.8	1.2	17.1	61.7	36.6	▲1,586	▲995	▲1,035
ブラジル	1.77	38	▲3.8	▲3.5	0.8	9.0	7.0	5.5	▲589	▲200	▲250
メキシコ	1.14	25	2.6	2.1	2.0	2.7	2.8	3.3	▲327	▲330	▲340
アルゼンチン	0.63	14	2.5	▲2.0	2.5	16.5	38.0	25.0	▲159	▲100	▲130
ユーロ圏19カ国	11.60	251	2.0	1.5	1.1	0.0	0.3	1.2	3,583	3,418	3,108
ドイツ	3.37	73	1.7	1.5	1.2	0.1	0.3	1.3	2,839	2,860	2,500
フランス	2.42	52	1.5	1.2	1.1	0.1	0.3	1.0	▲49	▲409	▲230
イタリア	1.82	39	0.7	0.7	0.8	0.1	0.0	0.9	293	466	338
英国	2.86	68	2.2	1.9	0.8	0.0	0.7	2.3	▲1,531	▲1,346	▲1,046
ロシア	1.33	32	▲3.7	▲0.5	0.8	15.5	7.1	5.7	690	240	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)			3.4	3.0	3.4	3.3	7.5	5.6			

(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: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。