

# 内外経済の見通し

## 見通しの概要

～各国の政治情勢、政策ミックスが波乱材料となるも、  
世界経済は緩やかな成長を持続～

## 日 本

～景気は、力強さを欠きつつも個人消費の持ち直しが支えとなり、  
緩やかな回復軌道を辿る見通し～

## 米 国

～企業活動への逆風が和らぐ中、景気は緩やかな回復基調に復する見通し～

## 欧 州

～ユーロ圏は内需が景気を下支え、英国は EU 離脱懸念が重しに～

## ア ジ ア

～底堅い内需が下支えするものの、外需の伸び悩みが成長ペースを抑制～

## オーストラリア

～景気は家計部門が下支えとなり、緩やかな回復基調を辿る見通し～

## 中南米

～景気の下押し圧力は徐々に緩和するも、景気回復は 2017 年にずれ込み～

## 原油価格

～供給超過幅の縮小を背景に、原油価格は回復～

## 見通しの概要

### 各国の政治情勢、政策ミックスが波乱材料となるも、世界経済は緩やかな成長を持続

5月26～27日に日本で開催された先進国首脳会議（G7伊勢志摩サミット）では、世界経済に関し、「回復は続いているが、成長は引き続き緩やかでばらつきがあり」「下方リスクが高まってきている」という認識の下、「3本の矢のアプローチ、すなわち相互補完的な財政、金融、及び構造政策の重要な役割を再確認」した。

年初の金融市場動揺も落ち着き、ドルや原油価格にも投資家の「リスクオン」の機運が戻ってきたのが感じられるなか、「新たな危機」が差し迫っている状況かどうかは議論あるところだが、一方でサミットの指摘のように世界経済の成長がもたついているのも確かである。特に新興国では、中国が過剰投資の調整を主因に減速を続けているほか、ブラジル、ロシアなどの資源国もマイナス成長に陥っており、NIES諸国も貿易の不振から成長率は低迷している。

もともと、世界経済の停滞を新興国や資源国のせいだけにするのは酷というものである。先進国についても、前例のない金融緩和にも関わらず（利上げに転じた米国も依然金利の絶対水準は緩和的である）、近年、成長力の一段の切り下がり、即ち慢性的な成長力不足に直面する「セキュラー・スタグネーション」に陥っているように見えるからである。

世界経済が低成長に陥っている背景には、人口動態や技術革新の変化など中長期的要因が存在しており、本来循環的な景気変動を調整する金融政策だけで対処できないのは明らかとなっている。実際、伊勢志摩首脳宣言でも「金融政策のみでは、強固で、持続可能な、かつ、均衡ある成長に繋がらない」との認識が改めて示され、「構造改革を進展させること並びに構造的な課題への対処に際して自ら模範を示す」旨のコミットが確認されている。

他方で、サミットで世界経済の低成長リスクが議題にはなったものの、先進各国では、人口高齢化もあって雇用情勢が（従来の指標でみる限り）少なからぬ国で歴史的な改善をみせている状況であり、インフレ率低下も考えると、嘗てよく語られた「悲惨指数（消費者物価上昇率+失業率）」は極めて良好（低水準）ということになるのも事実である。低金利も、資金運用サイドに利子所得の激減という打撃をもたらしながらも、資金調達サイドの借入を促進し、住宅を始めとする不動産市場を押し上げている状況である。したがって、経済の実相は非常に複雑であり、以下に述べる世界経済見通しにおいても、伝統的な観点から単純に好不況を判断するのも難しくなっているという点には留意しておきたい。

まずアジアでは、過剰投資の調整に陥っている中国が最大の焦点である。中国で構造改革が最も求められていることは言うまでもないが、政府は過剰生産能力の削減とそれに伴う人的資源の移動という構造政策に着手しており、該当産業のバランスシートの推移などにその進捗を窺うことができる。但し、単に構造改革のみを推進することが社会の安定を維持する上で危険なことは当局も理解しており、インフラ投資の加速や重工業の比率の高い東北三省向けの投資促進政策、あるいは金融緩和など財政・金融政策の動員との合わせ

技の政策ミックスとなっている。これらのマクロ政策の下支えを考えると、過去の過剰債務累積の金融システムへの負荷や足元再び過熱している住宅市場など留意されるリスクは残るものの、中国経済は緩やかな減速のなかで小康状態を保つ動きが続くだろう。

その他のアジア諸国については、引き続き貿易面での下押し圧力は続きそうだ。但し、ASEAN 諸国を中心に内需は堅調であり、これに加えて各国で景気刺激の財政政策や規制緩和策が発動されている。これまでの資源価格低下によりインフレ率が落ち着いていることも金融政策面で追い風だ。こうしたことを踏まえると、当面緩やかな回復が続くと想定して良からう。

米国経済については、家計部門を中心とした内需堅調を背景に景気回復が続こう。米国は金融面では逸早く異例の緩和政策からの「出口戦略」に踏み切っているが、それでも賃金やインフレ率の加速度合いは鈍く、海外市場のリスクもあって利上げのペースは従来になく緩やかなものとなっている。そのこと自体は景気拡大を長期化することに一役買っているものと見られ、足元の原油相場回復もエネルギー産業への打撃緩和が期待できる一方で価格上昇がマクロ的に悪影響を及ぼすレベルでもない。早ければ6月にも実施される二度目の利上げの影響や大統領選挙の帰趨を睨んだ金融市場の動きなどには留意を要するものの、今年から来年に掛けてなおも内需中心の自律的な回復を維持することができよう。

他方、欧州経済をみても、南北格差問題や不良債権問題等構造問題が残り、輸出環境にも不透明感が漂うものの、内需中心に景気回復が続いているのは米国同様である。今後は昨年まで観察された原油安による実質所得の押し上げ効果は剥落するとみられるものの、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費は底堅く推移するほか、設備投資についても金融緩和の効果等からペントアップディマンドの顕在化がみられることから、当面景気は堅調に推移するとみる。但し、6月の英国 EU 離脱を巡る国民投票には要注意である。仮に EU 離脱が賛成多数という結果となると、英国を始め欧州経済の不透明感が高まり、景気に大きな下押し圧力が掛かることは想定しておく必要がある。

国内に目を転じると、この1年間、四半期毎の実質 GDP 成長率がプラス、マイナス交互に現れる展開となっていることにみられる通り、景気回復ペースは依然鈍い。成長力の基調としては、海外景気低迷や暖冬等の影響があれば容易にマイナス成長に陥る状況といえる。もっとも、今後海外経済は総じて安定に向かうと予想されること、設備投資も企業の計画等をみても基調として底堅いとみられることに加え、雇用・所得環境の改善から雇業者報酬が堅調な伸びを続けていくことを勘案すると、一方的に悲観する状況ではない。肝心の個人消費についても、年前半の円高からインフレ率の抑制を通じたプラスの効果が期待できるほか、各種の制度要因で先食いされていた耐久財需要の反動減も徐々に解消に向かう見込みである。為替を始めとする金融市場の急激な変動には引き続き留意が必要だが、今年から来年に掛けて潜在成長率を若干上回る程度の成長を実現することができるものとみる。

現在先進各国で、非従来型の政党・政治家の躍進や先述の英国 EU 離脱問題など、今まででは想像できなかったような政治情勢が現出していることを踏まえると、世界経済の構

造問題に起因する閉塞感が地政学的な変動とも相俟って政治面でも表面化している可能性が考えられる。その意味では、構造政策の打ち出しや金融・財政政策との政策ミックスは単に経済問題に止まらず、各国とも大きな政治課題になっているとさえ言える。今年から来年にかけて各国でいくつか重要な選挙・投票が実施されることになるが、各国民がどう判断するのか、そしてそれに基づく政策形成がどうなるのか、引き続き目が離せない状況と言えよう。

(経済調査室長 佐藤 昭彦)

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)	61.07	1,465	2.8	2.6	2.9	2.3	3.9	3.4			
先進国・地域	40.19	964	2.0	1.7	2.0	0.2	0.8	1.8			
新興国	20.88	501	4.4	4.2	4.7	6.2	9.8	6.4			
日本(年度ベース)	4.17	100	0.8	0.7	0.9	▲ 0.0	0.2	0.8	1,497	1,791	1,578
アジア11カ国・地域	17.61	423	6.1	5.9	5.6	2.0	2.3	2.5	6,003	6,442	5,859
中国	10.98	263	6.9	6.5	6.0	1.5	2.0	1.9	3,306	3,752	3,562
インド(年度ベース)	2.09	50	7.6	7.9	7.7	4.9	5.0	5.5	▲ 185	▲ 218	▲ 332
NIEs4カ国・地域	2.50	60	2.1	2.2	2.5	0.6	1.3	1.7	2,493	2,571	2,483
韓国	1.38	33	2.6	2.6	2.8	0.7	1.3	1.9	1,059	1,143	1,040
台湾	0.52	12	0.8	1.4	2.3	▲ 0.3	1.2	1.3	762	733	702
香港	0.31	7	2.4	1.6	1.9	3.0	2.6	2.4	97	151	169
シンガポール	0.29	7	2.0	2.1	2.3	▲ 0.5	▲ 0.2	0.6	575	545	572
ASEAN5カ国	2.03	49	4.8	4.8	4.9	3.1	2.7	3.5	389	336	146
インドネシア	0.86	21	4.8	5.0	5.1	6.4	4.1	4.6	▲ 178	▲ 179	▲ 221
マレーシア	0.30	7	5.0	4.8	4.5	2.1	2.0	2.3	90	91	98
タイ	0.40	10	2.8	3.0	3.4	▲ 0.9	0.5	1.8	316	318	209
フィリピン	0.29	7	5.8	6.0	5.8	1.4	2.0	3.1	84	53	29
ベトナム	0.19	5	6.7	6.3	6.2	0.6	3.0	4.2	77	54	31
オーストラリア	1.22	29	2.5	2.6	2.9	1.5	1.6	2.0	▲ 584	▲ 480	▲ 430
米国	17.95	431	2.4	1.9	2.4	0.1	1.4	2.4	▲ 4,841	▲ 4,719	▲ 4,876
中南米7カ国	4.46	107	▲ 1.0	▲ 1.6	1.4	17.1	35.5	19.3	▲ 1,573	▲ 1,065	▲ 935
ブラジル	1.77	42	▲ 3.8	▲ 3.8	0.0	9.0	7.0	5.5	▲ 589	▲ 240	▲ 200
メキシコ	1.14	27	2.5	2.2	2.6	2.7	3.0	3.3	▲ 324	▲ 300	▲ 300
アルゼンチン	0.59	14	1.8	▲ 2.0	3.5	16.5	35.0	19.0	▲ 159	▲ 100	▲ 100
ユーロ圏19カ国	11.54	277	1.6	1.5	1.5	0.0	0.2	1.3	3,636	3,210	3,341
ドイツ	3.36	81	1.7	1.7	1.5	0.1	0.5	1.5	2,838	2,424	2,389
フランス	2.42	58	1.2	1.3	1.4	0.1	0.2	1.0	▲ 46	▲ 50	▲ 31
イタリア	1.82	44	0.8	0.8	1.0	0.1	0.1	0.9	390	283	327
英国	2.85	68	2.3	1.9	2.2	0.1	0.3	1.7	▲ 1,283	▲ 1,141	▲ 1,110
ロシア	1.32	32	▲ 3.7	▲ 1.3	0.5	15.5	6.8	5.7	658	482	490
<b>&lt;参考&gt;</b>											
世界42カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.2	3.0	3.4	3.3	5.1	4.0			

(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

# I. 日本

## ～景気は、力強さを欠きつつも個人消費の持ち直しが支えとなり、緩やかな回復軌道を進む見通し～

### 1. 日本経済の概況

1-3月期の実質 GDP（1次速報値）は前期比年率+1.7%と2四半期ぶりに増加した（第1図）。個人消費が同+1.9%と高めの伸びとなったことがプラス成長の主因だが、この中にはうるう年による日数増分の押し上げ効果（年率1%pt程度）が含まれている点には留意が必要である。この効果を除けば実質 GDP は概ね横這い圏内の動きであったとみられ、景気の回復ペースが依然として鈍いことが改めて示されたといえる。

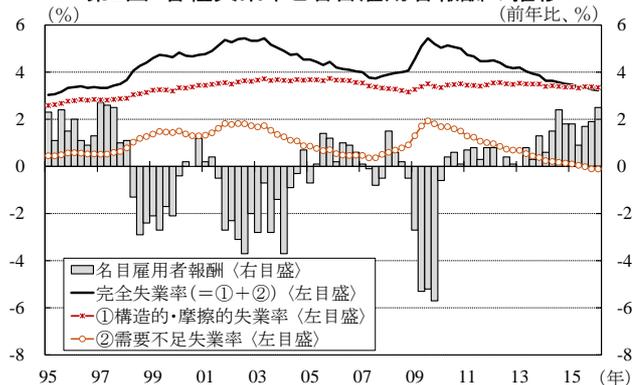
もともと、輸出は同+2.4%と小幅ながらも増加しており、海外経済が万全ではない中ではまずまずの結果だといえるし、設備投資は同▲5.3%と3四半期ぶりに減少したものの、ここ2四半期の高めの伸びの反動が出た面があり水準としては低いわけではない。また、雇用と賃金トータル動きを映す名目雇用者報酬が、前年比+2.5%と18年半ぶりの伸び率を記録した点も見逃せない（第2図）。背景には労働需給の引き締めがあるが、当室の試算によると、不況による労働需要の減少によって生じる失業の度合いを表す『需要不足失業率』はゼロをやや下回る水準まで低下している。個人消費は、消費増税が実施された2014年4-6月期からの2年間、ほとんど同水準の推移に止まり景気回復の重石となってきたが、所得面からはサポートされている状況にあるといえてよい。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：各種失業率と名目雇用者報酬の推移



(注)1.『構造的・摩擦的失業率』は、当室による推計値。  
2.『需要不足失業率』は、『完全失業率』から『構造的・摩擦的失業率』を差し引いたもの。

(資料)総務省、厚生労働省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

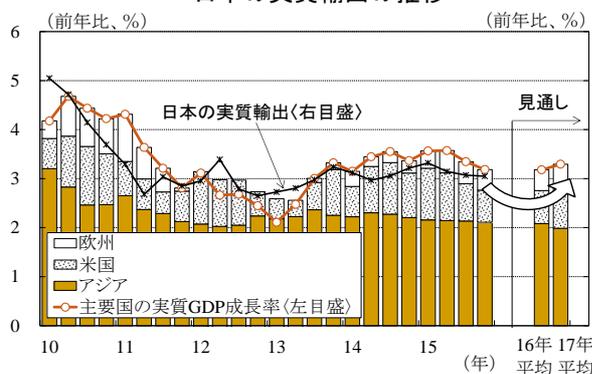
この先の景気を展望すると、円高の進展が個人消費を上向かせるきっかけになり得ると考えている。円高の進展は、確かに企業にとっては利益を押し下げる要因となるものの、家計に対しては物価の押し下げを通じてプラスの効果を与えるものである。2012年後半から円相場は大きく切り下がったが、円安要因による物価上昇は家計にとって好ましいこ

とではなく、生活防衛意識の高まりから支出の過度な抑制に繋がったとみられる。この先も、労働需給の引き締めを受けた雇用・所得環境の改善は続く見通しであるが、ここに既往の円安による物価嵩上げ効果の剥落、さらには円高進展による物価の押し下げ効果が加わることで、個人消費は持ち直し基調に転じると予想する。2017年4月に予定されていた消費増税は延期される見通しであり、少なくとも短期的には個人消費にとってプラス材料となる。

海外経済については、構造調整下にある中国経済の減速が下押し圧力を掛け続ける一方、内需主導の回復が続く先進国が支えとなり全体としては次第に安定に向かうと想定され、輸出は緩やかながらも増加基調で推移すると見込まれる（第3図）。個人消費と輸出という国内外のベースとなる需要が回復基調を辿ることで企業の投資に対するマインドは概ね維持され、設備投資も緩やかな増勢を維持するだろう。今年度の実質GDP成長率は前年度比+0.7%、来年度は同+0.9%と、力強さを欠きながらも潜在成長率を若干上回る程度の成長は可能と考えられる（第1表）。

海外経済、金融市場は年初に比べ落ち着きを取り戻してきているとはいえ、海外発・金融市場発のリスクには引き続き注意が必要である。仮に中国経済が失速したり米国経済が景気後退に陥ったりした場合、輸出の腰折れと想定を大幅に上回る円相場の上昇が同時に起きる可能性があり、国内経済にも深刻な悪影響を与えることになろう。

第3図: 主要国の実質GDP成長率と日本の実質輸出の推移



(注)『主要国の実質GDP成長率』は、米国、欧州、アジア11カ国の実質GDP成長率を、ドルベースの名目GDP額にて加重平均したもの。  
(資料) 各国統計、オランダ経済政策分析局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表: GDP計数の見通し

	2015年度 実績	2016年度 見通し	2017年度 見通し
実質GDP	0.8	0.7	0.9
個人消費	▲0.3	0.1	0.8
住宅投資	2.4	0.9	1.1
設備投資	1.6	1.1	2.2
在庫投資(寄与度)	0.4	▲0.1	▲0.0
公的需要	0.8	1.9	0.5
純輸出(寄与度)	0.1	0.1	0.0
輸出	0.4	1.9	2.9
輸入	▲0.1	1.3	3.2
名目GDP	2.2	1.5	1.2
GDPデフレーター	1.4	0.9	0.2

(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

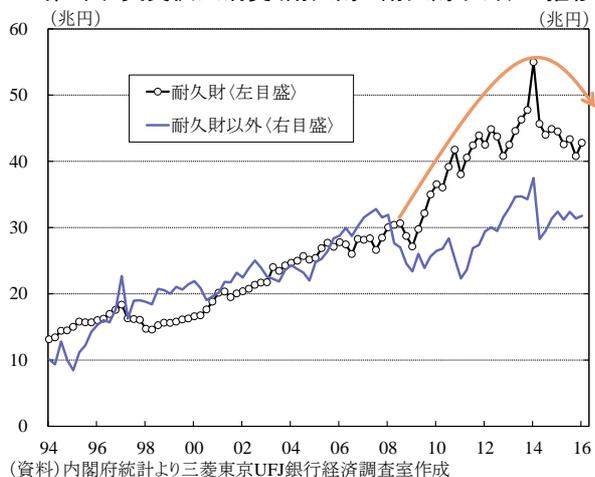
### (1) 個人消費停滞の要因

GDPの約6割を占める個人消費がもたつきから脱することなしに、景気が回復軌道を進めることは難しい。消費増税以降の個人消費停滞の要因を探るため、その中身の推移をみていくと、耐久財以外の消費は相応に持ち直している一方、耐久財消費は水準を切り下げられており、低迷の主因が耐久財消費にあることがわかる（第4図）。また、より長期的には、

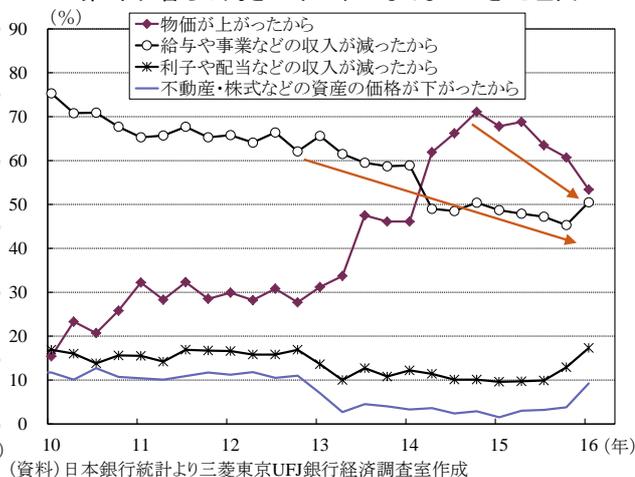
耐久財消費が 2009 年以降、それ以前のトレンドから大きく上振れしていることにも気がつく。消費増税前の駆け込み需要に加え、エコカー補助金制度や家電エコポイント制度、また地上デジタル放送への移行といった耐久財の新規購入や買い替えを促す政策・イベントが相次いで実施されてきたことがその背景にある。こうした押し上げは需要の先食い過ぎないため、その反動が足元の耐久財消費を下押ししているといえる。当室の試算では、耐久財消費は 2009 年から 2014 年にかけて正味 8 兆円程度押し上げられたものの、昨年とその半分程度の調整は終了したとみられる。残り半分の下押し圧力は依然残るわけだが、所得改善による押し上げ効果がそれを上回ることで、耐久財消費の底入れはそれ程遠くないとみている。

消費を下押ししてきたとみられる家計の節約志向にも和らぎの兆しが出てきた。日銀のアンケート調査における消費者の暮らし向きに関する質問では、円安による物価嵩上げ効果の一巡や原油安などを受け、暮らし向きの悪化要因を物価と答える消費者の割合は 2014 年の後半をピークに低下に転じている（第 5 図）。また、堅調な雇用・所得環境を背景に、暮らし向きの悪化要因として収入の減少を挙げる割合も長らく低下傾向にある。円高の進展もあって物価の上昇見通しが落ち着いて行き、収入の増加期待が引き続き改善することで、生活防衛意識からくる支出の抑制は次第に弱まっていくと考えられる。

第4図: 実質個人消費(耐久財と耐久財以外)の推移



第5図: 暮らし向きにゆとりがなくなってきた理由

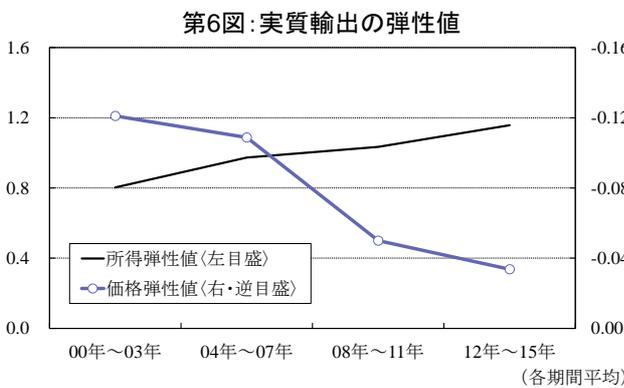


## (2) 円高進展の影響

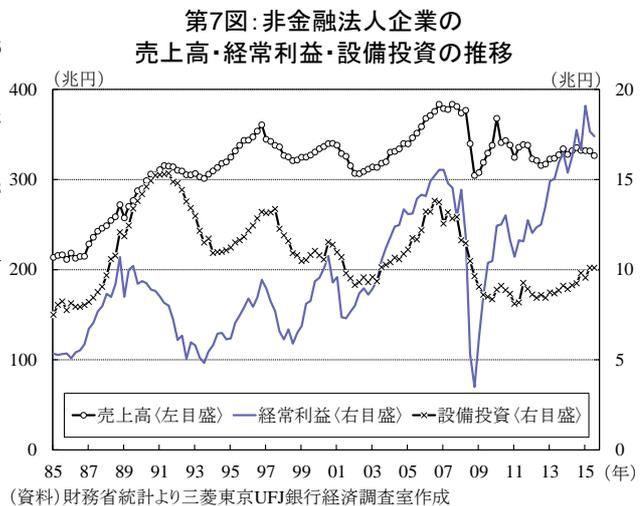
円高の進展は輸出や設備投資に悪影響を及ぼすことはないのか。世界全体の実質輸入と実質実効為替レートを説明変数に実質輸出関数を推計すると、為替影響を示す価格弾性値はリーマン・ショック以降に大きく低下している（第 6 図）。これは、輸出企業が為替相場の変動の如何に関わらず現地の販売価格を安定させる傾向を強めていることを示している。本見通しで想定している程度の円高であれば、値上げによる価格競争力の低下の度合いは限定的に止まると考えられる。この先、海外経済は次第に安定に向かうと想定しており、輸出は先進国を中心とした海外経済の底堅い成長とともに、緩やかながらも増加基調

を辿るとみられる。

また、円高は企業収益を下押しするが、必ずしも設備投資の減少には直結しない。円高と企業収益の関係を試算すると、1円の円高・ドル安は、製造業を中心に経常利益を約▲0.7%減少させる。すなわち、この先、1ドル110円前後の水準が続くことを前提とすると、今年度の経常利益は為替影響により▲7%程度押し下げられる計算となる。しかしながら、そもそも設備投資は売上高との連動性が高く、企業の投資判断においては、海外収益の円換算レートにより大きく変動する経常利益よりも、ビジネスの需要面を反映する売上高の動向が重視されていることが読み取れる（第7図）。この点、内外需要の柱である個人消費と輸出は緩やかな改善傾向を辿る見込みであり、設備投資にとっては下支えとなる。日銀短観の3月調査における今年度の設備投資計画もここ数年と同程度の走り出しとなっており、設備投資の緩やかな拡大傾向が続くことを示唆している。



(注)1.『所得弾性値』は世界実質輸入が1%pt増加したときの、『価格弾性値』は実質実効為替レートが1%pt増価したときの、実質輸出の変化率。  
2. 世界実質輸入、実質実効為替レートをを用いて実質輸出関数を推計し(暦年ベース、期間20年でローリング)、それぞれの係数を弾性値とした。  
(資料) 日本銀行、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

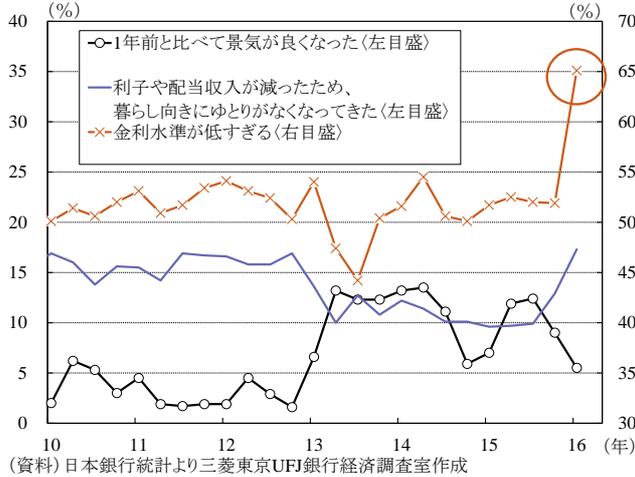
### (3) マイナス金利政策の実需への影響

マイナス金利政策は果たして実需を刺激し景気を浮揚させる効果を持つのだろうか。同政策は導入されてまだ4ヵ月しか経っておらず効果の見極めにはデータの蓄積が必要であろうが、景気の先行きをみる上で外すことができないポイントである。

日銀によるアンケートの3月調査で、家計がマイナス金利政策をどのように受け止めているのかを確認すると、金利水準の見方についての質問に対し、「低すぎる」との回答が大きく増加し過去最大となった（第8図）。また、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も、「利子や配当などの収入が減ったため」との回答割合が大きく上昇している。こうした中、現在の景況感に関する質問では、1年前に比べて「良くなった」との回答が減少しており、マイナス金利政策は家計に対しネガティブな印象を与えた可能性が大きいことを示唆している。消費関数を推計し実質金利変動の影響を検証しても、実質金利の低下は消費に対してプラスの効果を持たないとの結果となっており、アンケート調査で示された家計の受け止め方と整合的である（第2表）。総じて、マイナス金

利政策によって個人消費が喚起される効果はあまり期待できないと考えられる。

第8図：家計の景気や暮らし向き、金利水準に対する見方



第2表：個人消費関数の推計結果

推計式： $C = \alpha + \beta * Y(-1) + \gamma * S(-1) + \delta * I + \epsilon * dm1 + \zeta * dm2$

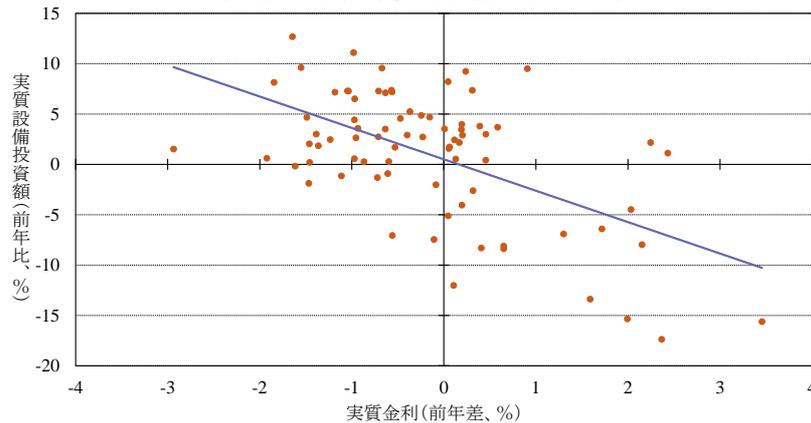
C: 実質家計最終消費支出前年比、Y: 実質可処分所得前年比、S: 実質家計純金融資産残高前年比、I: 実質金利(預金金利)前年差、dm1: 消費増税ダミー、dm2: 東日本大震災ダミー

推計期間	$\alpha$	$\beta$	$\gamma$	$\delta$
2002.1Q~ 2015.1Q	-0.00 (-0.01)	0.36 (2.84)	0.20 (4.47)	-0.00 (-0.66)
	$\epsilon$	$\zeta$	adjR <sup>2</sup>	DW比
	0.03 (4.88)	-0.03 (-3.84)	0.66	1.89

(注) 括弧内はt値。  
(資料) 内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

他方で、設備投資に関しては、金利の低下は一定程度、需要を喚起する効果を持つと考えられる。実質設備投資と実質金利の関係を散布図でみると、実質金利の低下が実質設備投資にプラスの効果を与えることが示唆されており、設備投資関数を推計しても同様の結果が得られる(第9図)。もっとも、金利水準はマイナス金利政策導入以前から既にかかなりの低水準にある。金利の低下余地が大きいことを勘案すると、追加的な投資押し上げ効果は限定的に止まると考えるべきである。

第9図：実質設備投資額と実質金利の関係

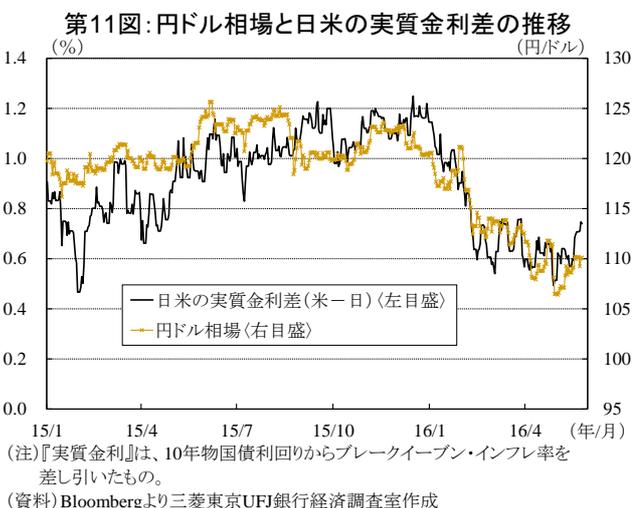
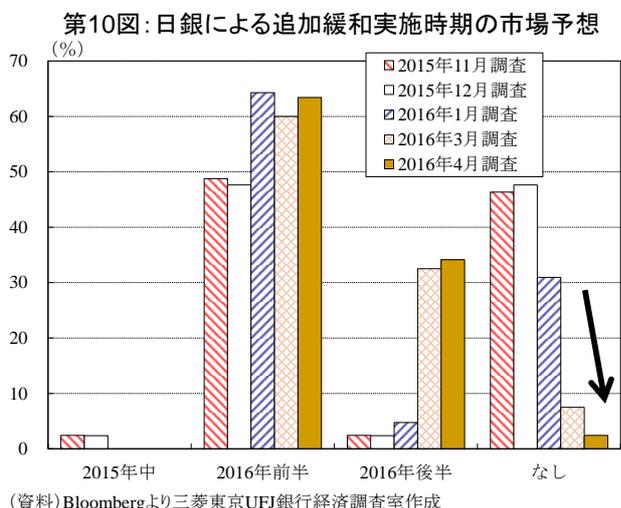


(注) 『実質金利』は、新規貸出約定平均金利(長期)から国内需要デフレーターの前年比を差し引いたもの。  
(資料) 内閣府、日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 金融政策・市場の動向

日銀によるマイナス金利政策の導入は、市中金利全般に強い下押し圧力を掛け、長期金利は▲0.1%程度のマイナスが常態化している。見方を替えれば、同政策の導入は市場参加者に対し、限界が近いと指摘されていた量的緩和のほかにも異次元の金融緩和手法があることを認識させたともいえる。今後の追加緩和の有無について Bloomberg が定期的に行っているアンケート調査の結果をみると、昨年12月には「追加緩和あり」を予想していたのは全体の約半数程度に過ぎなかったが、3月には90%を超え、4月は98%とほとんどが追加緩和の実施を見込むようになっている（第10図）。

円ドル相場は、マイナス金利政策導入直後には1ドル121円まで円安が進んだが、その後は円買い・ドル売りが優勢となり、足元では1ドル110円前後で推移している。円高の進展には、世界経済の先行き不透明感が強まる中で、日本のインフレ期待の相対的な低下や、米国の早期利上げ期待の後退に伴う米国金利の低下などが影響したとみられ、円ドル相場は実質金利（＝10年物国債利回り－ブレイクイーブン・インフレ率）の日米間の差に概ね沿った動きとなっている（第11図）。この先、世界経済が徐々に安定しリスク回避的な円買いの動きが沈静化に向かう中で、米国は緩やかながらも利上げを継続すると想定している。日米の金融緩和の方向性の違いが意識され易くなることで、円ドル相場は、現状の水準から更に大きく円高方向に進むのではなく、振れを伴いつつも横ばい圏内かやや円安方向の推移になると予想する。



(鶴田 零、宮道 貴之、金堀 徹、横田 裕輔、下郷 慶)

日本経済・金融見通し

見通し→

	2014				2015				2016				2017	2015年度	2016年度	2017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			
<b>1. 実体経済</b>																
実質GDP（前期比年率、%）	5.5	▲ 8.1	▲ 2.7	2.1	5.4	▲ 1.7	1.6	▲ 1.7	1.7	0.0	1.2	1.4	1.2	0.8	0.7	0.9
個人消費	9.4	▲ 18.2	0.2	2.3	0.8	▲ 3.2	2.0	▲ 3.3	1.9	▲ 1.0	0.6	0.7	0.8	▲ 0.3	0.1	0.8
住宅投資	9.2	▲ 36.4	▲ 25.5	▲ 1.0	8.7	9.0	6.8	▲ 4.1	▲ 3.0	3.6	2.0	1.6	1.6	2.4	0.9	1.1
設備投資	23.1	▲ 17.0	▲ 2.1	▲ 0.7	16.3	▲ 6.2	2.7	4.7	▲ 5.3	1.6	2.4	2.5	2.6	1.6	1.1	2.2
在庫投資（寄与度）	▲ 2.0	5.1	▲ 2.5	▲ 0.9	2.3	1.3	▲ 0.3	▲ 0.5	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	▲ 0.1	▲ 0.0
公的需要	▲ 1.9	▲ 2.8	2.3	1.0	▲ 1.0	3.6	▲ 1.1	▲ 0.3	2.6	2.4	2.0	2.4	1.3	0.8	1.9	0.5
うち、公共投資	▲ 8.5	▲ 10.4	4.7	3.9	▲ 10.7	12.6	▲ 8.5	▲ 13.1	1.3	4.9	5.7	8.2	1.6	▲ 2.2	2.0	▲ 1.1
純輸出（寄与度）	▲ 0.8	3.5	0.2	1.5	0.4	▲ 1.4	0.5	0.3	0.8	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
財貨・サービスの輸出	25.9	0.0	6.1	14.2	8.9	▲ 17.8	10.8	▲ 3.1	2.4	0.6	2.6	3.0	3.1	0.4	1.9	2.9
財貨・サービスの輸入	25.6	▲ 16.1	4.0	4.6	6.0	▲ 9.8	6.8	▲ 4.3	▲ 1.8	2.0	3.4	3.4	3.3	▲ 0.1	1.3	3.2
名目GDP（前期比年率、%）	5.2	▲ 0.4	▲ 2.7	4.1	8.2	▲ 0.6	2.9	▲ 0.7	2.0	1.5	1.7	1.9	1.2	2.2	1.5	1.2
GDPデフレーター（前年比、%）	0.1	2.2	2.0	2.3	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9	1.3	0.8	0.7	0.8	1.4	0.9	0.2
鉱工業生産（前期比、%）	2.3	▲ 3.0	▲ 1.4	0.8	1.1	▲ 1.3	▲ 1.0	0.1	▲ 1.0	▲ 0.2	0.3	0.3	0.3	▲ 1.0	▲ 0.7	1.1
国内企業物価（前年比、%）	2.0	4.3	4.0	2.4	0.4	▲ 2.2	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.4	▲ 4.0	▲ 1.9	▲ 0.3	1.5	▲ 3.2	▲ 1.2	1.7
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	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.4	0.7	▲ 0.0	0.2	0.8
<b>2. 国際収支</b>																
貿易収支（10億円）	▲ 4,114	▲ 2,344	▲ 2,451	▲ 1,550	▲ 176	▲ 407	▲ 376	356	980	1,282	1,230	1,138	932	630	4,582	1,979
経常収支（10億円）	▲ 1,104	1,098	1,137	2,936	3,550	3,992	3,983	4,801	4,938	4,982	4,963	4,901	4,726	17,975	19,572	17,611
<b>3. 金融</b>																
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	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 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	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
10年物国債利回り（%）	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.3	▲ 0.0	0.2
円相場（円/ドル）	103	102	104	115	119	121	122	121	115	109	109	110	110	120	109	112

(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)  
2016年5月31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	2015年	2016年			
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	12月	1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.9	0.8	1.6 (1.8)	▲ 1.7 (0.7)	1.7 (▲ 0.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 1.1	0.8	0.0 (1.2)	▲ 0.2 (0.6)	▲ 0.1 (0.3)	▲ 0.6 (▲ 0.6)	1.2 (▲ 0.6)	▲ 0.9 (1.6)	0.1 (▲ 0.1)	
鉱工業生産指数	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0 (▲ 0.9)	0.1 (▲ 0.8)	▲ 1.0 (▲ 1.6)	▲ 1.2 (▲ 2.1)	2.5 (▲ 4.2)	▲ 5.2 (▲ 1.2)	3.8 (0.2)	0.3 (▲ 3.5)
鉱工業出荷指数	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 0.7 (▲ 0.8)	0.4 (▲ 0.8)	▲ 2.0 (▲ 2.4)	▲ 1.4 (▲ 2.5)	2.0 (▲ 5.4)	▲ 4.1 (▲ 1.6)	1.8 (▲ 0.7)	1.5 (▲ 3.6)
製品在庫指数	6.1	1.8	▲ 0.5 (2.0)	▲ 0.5 (0.0)	2.4 (1.8)	0.4 (0.0)	▲ 0.3 (0.2)	▲ 0.2 (▲ 0.9)	2.9 (1.8)	▲ 1.7 (0.1)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.0	115.0	114.7 [113.2]	114.9 [113.8]	116.3 [113.0]	116.3 [112.7]	116.2 [111.6]	114.5 [113.5]	118.3 [114.0]	115.7 [113.7]
国内企業物価指数	2.7	▲ 3.2	▲ 1.1 (▲ 3.7)	▲ 1.4 (▲ 3.7)	▲ 1.4 (▲ 3.4)	▲ 0.3 (▲ 3.5)	▲ 1.0 (▲ 3.2)	▲ 0.3 (▲ 3.4)	▲ 0.1 (▲ 3.8)	▲ 0.3 (▲ 4.2)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	2.8	0.0	0.0 (▲ 0.1)	0.0 (0.0)	▲ 0.8 (▲ 0.1)	0.1 (0.1)	▲ 0.3 (0.0)	▲ 0.1 (0.0)	▲ 0.1 (▲ 0.3)	▲ 0.1 (▲ 0.3)
稼働率指数 (2010年=100)	100.6	98.0	97.6 [99.1]	97.9 [100.7]	97.3 [101.4]	97.2 [101.2]	99.9 [103.9]	94.5 [100.5]	97.5 [99.9]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.8	4.1	▲ 6.5 (▲ 0.9)	2.6 (2.1)	6.7 (3.4)	1.0 (▲ 3.6)	15.0 (8.4)	▲ 9.2 (▲ 0.7)	5.5 (3.2)	
製造業	7.0	6.2	▲ 9.6 (▲ 1.1)	▲ 3.0 (▲ 3.1)	13.7 (4.3)	▲ 3.0 (▲ 13.1)	41.2 (25.4)	▲ 30.6 (▲ 12.3)	19.7 (2.7)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 3.3	2.5	▲ 4.9 (▲ 0.8)	5.6 (6.3)	3.5 (2.6)	4.5 (3.3)	1.0 (▲ 4.6)	10.2 (8.7)	▲ 6.9 (2.7)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	4.4	▲ 2.3	▲ 1.8 (▲ 1.3)	▲ 1.7 (▲ 4.2)	▲ 2.4 (▲ 5.5)	▲ 2.4 (▲ 6.0)	4.2 (▲ 10.7)	▲ 8.1 (▲ 1.5)	2.6 (▲ 4.8)	6.0 (▲ 2.9)
建設受注	8.2	▲ 0.9	(▲ 3.5)	(▲ 1.8)	(2.4)	(14.8)	(▲ 13.8)	(▲ 12.4)	(19.8)	
民需	4.8	7.9	(11.6)	(1.9)	(▲ 0.4)	(30.0)	(▲ 23.1)	(▲ 11.8)	(20.1)	
官公庁	22.9	▲ 15.6	(▲ 13.1)	(▲ 4.0)	(0.4)	(▲ 2.4)	(▲ 12.1)	(▲ 17.8)	(13.7)	
公共工事請負金額	(▲ 0.3)	(▲ 3.8)	(▲ 8.0)	(▲ 4.0)	(1.2)	(▲ 9.6)	(▲ 2.6)	(▲ 2.2)	(5.0)	(10.6)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	88.0 (▲ 10.8)	92.1 (4.6)	91.7 (6.2)	86.8 (▲ 0.7)	94.7 (5.5)	86.0 (▲ 1.3)	87.3 (0.2)	97.4 (7.8)	99.3 (8.4)	
新設住宅床面積	(▲ 15.2)	(2.1)	(2.8)	(▲ 1.5)	(3.1)	(▲ 3.4)	(▲ 2.2)	(5.2)	(6.2)	
小売業販売額	▲ 1.2	0.8	(0.8)	(▲ 0.2)	(▲ 0.3)	(▲ 1.1)	(▲ 0.2)	(0.4)	(▲ 1.0)	(▲ 0.8)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 5.1	▲ 1.2	0.5 (0.7)	▲ 2.1 (▲ 3.3)	0.5 (▲ 2.6)	1.0 (▲ 4.4)	▲ 0.6 (▲ 3.1)	1.7 (1.2)	0.5 (▲ 5.3)	0.2 (▲ 0.4)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.2	73.6	73.4 [74.6]	73.1 [74.4]	72.8 [74.3]	72.9 [73.7]	72.3 [74.5]	74.6 [72.9]	71.5 [75.4]	74.2 [73.6]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	2.0	▲ 1.3	0.1 (▲ 0.9)	▲ 0.2 (▲ 0.9)	▲ 1.2 (▲ 2.1)	▲ 0.2 (▲ 0.9)	▲ 0.2 (▲ 2.8)	▲ 1.0 (▲ 1.9)	▲ 0.2 (▲ 1.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.2	(0.5)	(0.2)	(0.7)	(0.0)	(0.0)	(0.7)	(1.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	77	98	95	104	98	106	98	94	102	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.11	1.23	1.22 [1.10]	1.22 [1.12]	1.26 [1.15]	1.27 [1.14]	1.28 [1.14]	1.28 [1.15]	1.30 [1.16]	1.34 [1.17]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.5	3.3	3.4	3.3	3.2	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.6	48.8	49.5 [48.7]	47.7 [43.6]	45.6 [49.3]	48.7 [45.2]	46.6 [45.6]	44.6 [50.1]	45.4 [52.2]	43.5 [53.6]
企業倒産件数 (実数、件数)	9,543 (▲ 9.4)	8,684 (▲ 9.0)	2,092 (▲ 14.1)	2,152 (▲ 3.1)	2,144 (▲ 5.6)	699 (1.8)	675 (▲ 6.3)	723 (4.4)	746 (▲ 13.1)	695 (▲ 7.0)

## 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	2015年		2016年			
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	12月	1月	2月	3月	4月	
通関輸出	5.4	▲0.7	(3.7)	(▲4.6)	(▲7.9)	(▲8.0)	(▲12.9)	(▲4.0)	(▲6.8)	(▲10.1)	
価格	3.9	2.1	(6.8)	(▲0.6)	(▲4.7)	(▲3.8)	(▲4.1)	(▲4.2)	(▲5.8)	(▲5.7)	
数量	1.3	▲2.7	(▲2.9)	(▲4.1)	(▲3.2)	(▲4.4)	(▲9.1)	(0.2)	(▲1.0)	(▲4.6)	
通関輸入	▲1.0	▲10.3	(▲5.9)	(▲13.9)	(▲15.7)	(▲18.0)	(▲17.8)	(▲14.2)	(▲14.9)	(▲23.3)	
価格	1.2	▲8.5	(▲4.1)	(▲11.8)	(▲14.9)	(▲13.7)	(▲13.5)	(▲12.0)	(▲19.0)	(▲17.1)	
数量	▲2.1	▲1.8	(▲1.9)	(▲2.5)	(▲0.8)	(▲5.0)	(▲5.0)	(▲2.5)	(5.2)	(▲7.5)	
経常収支(億円)	87,245	179,752	48,709	34,479	59,360	9,401	5,208	24,349	29,804		
貿易収支(億円)	▲65,890	6,299	▲3,488	954	9,414	1,943	▲4,110	4,252	9,272		
サービス収支(億円)	▲27,252	▲12,109	▲2,238	▲5,212	1,757	▲1,983	▲2,267	1,595	2,429		
金融収支(億円)	137,595	245,338	54,646	49,065	97,379	14,161	12,154	31,667	53,558		
外貨準備高(百万ドル)	1,245,316	1,262,099	1,248,936	1,233,214	1,262,099	1,233,214	1,248,107	1,254,149	1,262,099	1,262,509	
対ドル円レート(期中平均)	109.92	120.13	122.23	121.48	115.45	121.84	118.25	115.02	113.07	109.88	

## 3. 金融

	2014年度	2015年度	2015年		2016年	2015年		2016年			
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	12月	1月	2月	3月	4月	
無担保コール翌日物金利	0.068	0.063	0.074 [0.067]	0.076 [0.064]	0.035 [0.073]	0.075 [0.068]	0.074 [0.074]	0.033 [0.076]	▲0.003 [0.070]	▲0.037 [0.061]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.194	0.157	0.169 [0.210]	0.169 [0.184]	0.122 [0.171]	0.169 [0.179]	0.169 [0.173]	0.098 [0.171]	0.098 [0.170]	0.060 [0.170]	
新発10年国債利回り	0.400	▲0.050	0.350 [0.525]	0.270 [0.330]	▲0.050 [0.400]	0.270 [0.330]	0.095 [0.275]	▲0.065 [0.330]	▲0.050 [0.400]	▲0.085 [0.340]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.006	0.924	0.969 (▲0.018)	0.956 (▲0.013)	0.924 (▲0.032)	0.956 (▲0.009)	0.954 (▲0.002)	0.943 (▲0.011)	0.924 (▲0.019)		
日経平均株価 (225種、末値)	19,207	16,759	17,388 [16,174]	19,034 [17,451]	16,759 [19,207]	19,034 [17,451]	17,518 [17,674]	16,027 [18,798]	16,759 [19,207]	16,666 [19,520]	
M2平残	(3.3)	(3.6)	(4.0)	(3.4)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	
広義流動性平残	(3.4)	(4.1)	(4.5)	(3.9)	(3.5)	(3.7)	(3.8)	(3.6)	(3.2)	(2.7)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.4)	(2.2)	(2.0)	(2.2)
	銀行計	(2.5)	(2.5)	(2.7)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.0)	(2.2)
	都銀等	(1.4)	(1.2)	(1.6)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(1.1)	(1.0)	(0.7)	(1.0)
	地銀	(3.8)	(3.7)	(3.9)	(3.7)	(3.4)	(3.7)	(3.6)	(3.5)	(3.3)	(3.4)
	地銀II	(2.9)	(3.2)	(3.4)	(3.2)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.4)
信金	(1.4)	(2.2)	(2.1)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.3)	(3.7)	(4.3)	(3.2)	(3.0)	(2.9)	(2.9)	(3.1)	(3.0)	(3.2)
	都銀	(3.4)	(4.5)	(5.4)	(3.6)	(3.6)	(3.0)	(3.1)	(4.0)	(3.8)	(4.6)
	地銀	(3.3)	(3.0)	(3.3)	(3.0)	(2.4)	(2.8)	(2.6)	(2.3)	(2.1)	(1.8)
地銀II	(3.1)	(2.5)	(2.7)	(2.3)	(2.1)	(2.3)	(2.4)	(2.1)	(1.9)	(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

### ～企業活動への逆風が和らぐ中、景気は緩やかな回復基調に復する見通し～

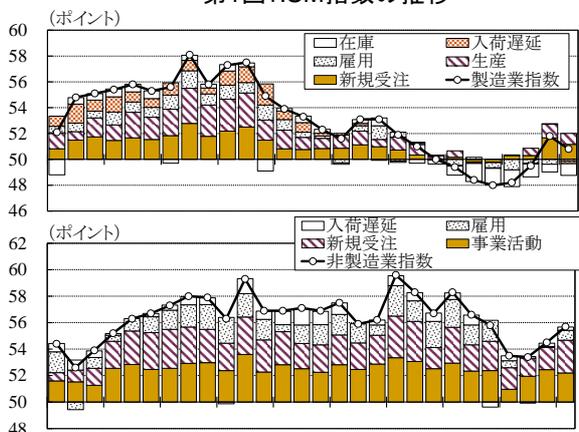
#### 1. 米国経済の概況

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.8%に止まった。需要項目別にみると、輸出（同▲2.0%）は、海外経済の減速やこれまでのドル高の影響が続き、2 四半期連続で減少した。設備投資（同▲6.2%）も、原油安によるエネルギー関連投資の減少継続や、期中の金融市場混乱による投資マインド悪化を受け大幅な減少となり、在庫投資も 3 四半期続けてマイナス寄与となった。家計関連需要をみても、住宅投資（同+17.1%）こそ加速したが、個人消費（同+1.9%）は堅調を維持していた自動車販売の減速を受け増勢が鈍化した。

但し、景気回復の牽引役である家計需要を取り巻く基礎的条件は良好な状態が続いているほか、企業部門でもこのところ先行きの景気復調を示唆する動きが増えてきている。雇用・所得環境をみると、1-3 月期に景気が減速する中でも改善基調が維持されており、個人消費等を支える実質可処分所得も堅調に拡大している。直近 4 月は雇用の増加ペースが前月比+16 万人に鈍化したものの、3 ヶ月平均では同+20 万人の増勢を確保し、賃金の伸びも緩やかな加速傾向を保っている。こうした中、4 月には自動車販売が復調し、小売売上全体も大幅な増加するなど、個人消費が 4-6 月期に再加速する可能性がみえ始めた。

企業部門に目を転じて、2 月中旬以降、原油価格が上昇に転じ、為替もドル安方向に推移する中、ISM 製造業指数は 3 月に新規受注指数や生産指数の改善を受けて分岐点の 50 を回復し、非製造業指数も 4 月にかけて 2 ヶ月連続で改善している（第 1 図）。一方でこうした原油価格上昇とドル安には、企業や家計のコスト負担増加を通じたマイナス面の影響も考えられるところではあるが、2014 年後半から 2015 年末にかけての原油安・ドル高の進展度合いに比べると足元の反転は小幅に止まっており、交易条件や消費者マインドの動向からも顕著な悪影響は窺われない（第 2 図）。

第1図: ISM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: ドル相場・原油価格と交易条件、消費者マインド



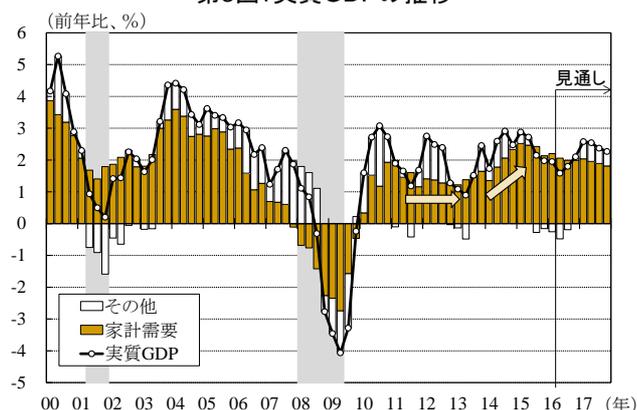
(注) 『交易条件』は「輸出物価指数」を「輸入物価指数」で除したものの。  
(資料) 米国商務省、FRB、ミシガン大学統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 今後の見通し

今後の米国経済は、年初の減速から立ち直り、再び緩やかな回復基調に復すると予想される（第3図）。今後も労働市場の改善傾向が続き、需給が緩やかに引き締まる中で、雇用の増勢は徐々に鈍化していく見込みだが、賃金の上昇ペース加速が家計所得の押し上げに寄与し、個人消費などの拡大を下支えしていく見込みである。企業部門では、製造業やエネルギー関連産業など一部セクターにおけるドル高・原油安のマイナス影響が一巡するなか、輸出や設備投資は緩やかに持ち直していくと想定される。金融政策では、これまでのドル高・原油安がラグを伴って販売価格に転嫁されることで暫くインフレを抑制するとみられるほか、世界の経済や金融環境に引続き懸念が残る状況下、FRBによる利上げは当面緩やかなペースで進められる公算が高く、金利上昇を通じた実体経済への悪影響も軽微に止まると想定される。

見通しに対するリスク要因として、金融市場の動向には引き続き警戒しておく必要がある。昨年夏場にも金融市場混乱の切っ掛けとなった中国など新興国経済減速への懸念に加え、足元では英国のEU離脱を巡る6月下旬の国民投票や11月の米国大統領選挙など、米国内外の政治動向が混乱に結びつくリスクが高まっている。なお、エネルギー等の一部セクターの大幅な業績悪化などを受けて、金融機関の商工業ローンの不良債権比率が上昇し、同ローンへの貸出態度厳格化が続いている点は留意される（第4図）。原油価格が底打ちするなかで企業業績への下押し圧力は徐々に弱まっていき、資金調達環境の全般的な悪化は避けられるとみられるものの、今後の状況を注視する必要がある。

第3図: 実質GDPの推移

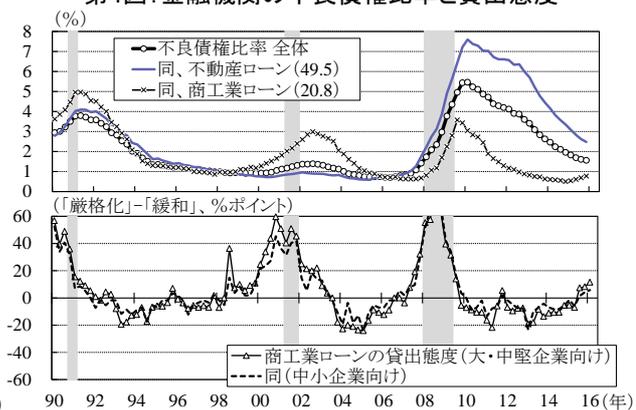


(注) 1. 『家計需要』は、「個人消費」と「住宅投資」の合計。

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: 金融機関の不良債権比率と貸出態度



(注) 1. ローン種類別『不良債権比率』の括弧内は、全ローン残高に占めるシェア。

2. 網掛け部分は、景気後退期間。

(資料) FDIC、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 3. 見通し上のキーポイント

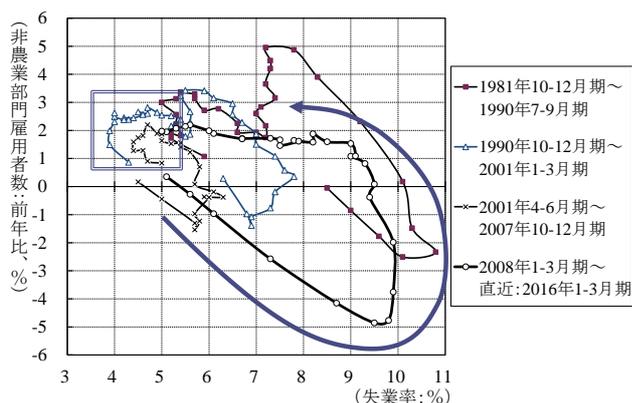
### (1) 労働市場の成熟度合いと今後の改善ペース

今後の景気回復の持続性を見通す上では、家計の需要拡大を支える雇用・所得環境の改善動向が引き続き重要なポイントになる。先に述べた通り、4月の雇用統計では非農業部

門雇用者数の増勢が鈍化した。過去の景気循環を振り返ると、景気の回復・拡大が続き、失業率が十分に低下した局面では雇用の増加ペースが鈍化する傾向にあることを確認できる（第5図）。この背景には、労働市場の改善が進展するとともに労働供給の拡大余地が狭まり、雇用増加が抑制されることがあると考えられる。

足元でも、企業の求人意欲が強まっていることや、賃金の上昇ペースが緩やかながら加速してきていることは、労働市場の改善が進んでいることを示している。雇用の増勢鈍化についても、労働需給の引き締まりを反映した動きとして過度に悲観的に捉える必要はないと考えられる。一方で、正規雇用を希望するパートタイム労働者等を含む広義失業率の改善が失業率に比べてやや遅れていることや、昨年秋以降、労働参加率が上昇してきていることなどは、今後も労働供給拡大を通じた需給の改善余地が幾分か残っていることも示唆しており（第6図）、労働市場が急激に逼迫し、過熱するような状況は避けられるとみられる。こうしたことから、労働市場は雇用の増勢を徐々に弱めながらも、当面、緩やかな回復基調を維持し、個人消費等の拡大を下支えしていくと予想される。

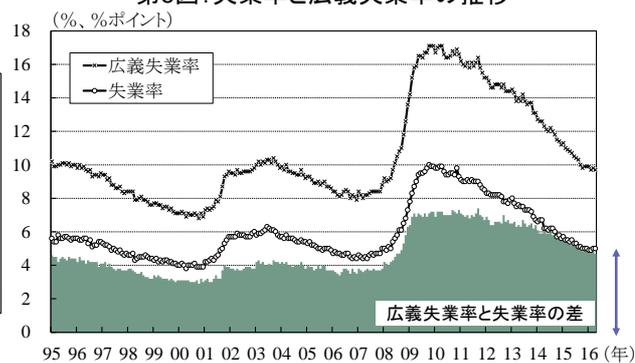
第5図：景気循環毎の非農業部門雇用者数と失業率



(注)各期間は、景気拡大局面のピークの翌年から次の拡大局面のピーク、または「直近:2016年1-3月期」まで。

(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

第6図：失業率と広義失業率の推移



(注)『広義失業率』とは、『失業者数』に『就職を希望しているものの過去4週間求職活動をしていないため失業者数に加えられなかった者の数』及び『フルタイムでの就職を希望しているものの経済的理由からパートタイムにて働いている者の数』を加えて算出した失業率。

(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 企業活動への下方圧力と収益の行方

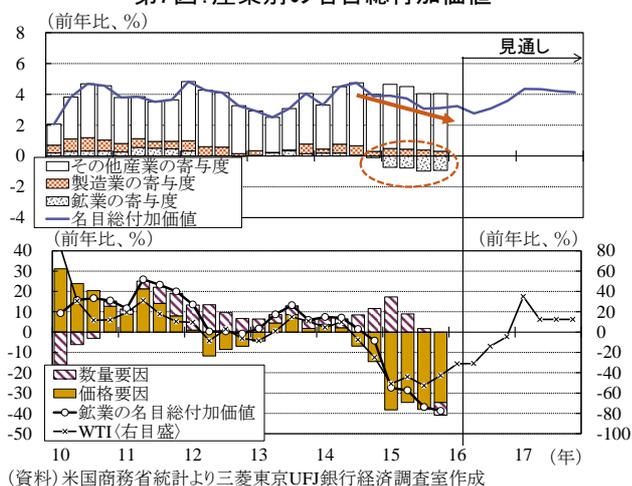
これまで、ドル高・原油安や海外経済の減速は、製造業やエネルギー関連産業といった一部セクターへの下押し圧力となり、輸出やエネルギー関連投資の減少を通じて成長ペースを抑制してきた。企業収益や家計所得等への分配原資となる名目ベースの付加価値（＝GDP）の動向から、これまでのドル高・原油安の影響を確認してみると、昨年10-12月期にかけては原油安による鉱業の不振が産業全体の付加価値拡大を抑制し、企業収益への下方圧力となってきた（第7図）。一方製造業やその他産業では、ドル高は一面では輸出の減少やドルベースでの海外収益の減少を通じて収益への下押し圧力となったとみられるが、交易条件の改善や内需拡大が負の影響を上回り、全体としては堅調に推移している。

足元では原油価格が底打ちしており、エネルギー関連の設備投資減少にも歯止めがかかることが期待できる。また、輸出は、急激なドル高進行の一服や主要輸出先国・地域の景気復調をうけ、今後、緩やかに持ち直していくと想定される。原油価格は緩やかな上昇に

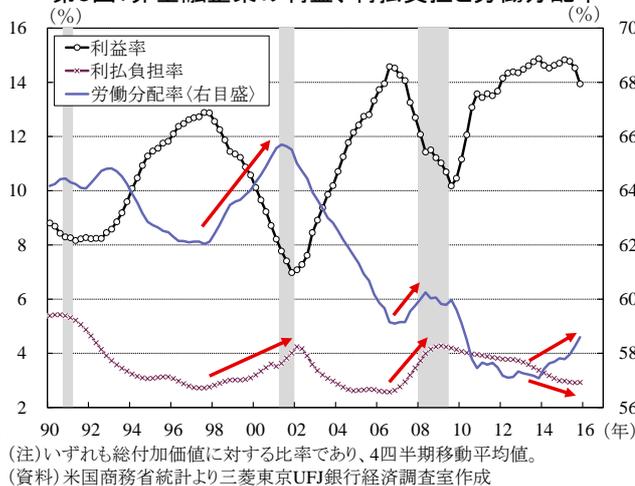
止まるとみられることから、交易条件の大幅な悪化は回避される中で、鉱業低迷の影響が徐々に和らぐことが最大の要因となり、企業収益は持ち直していくこととなろう。

但し、米国と主要国・地域の金融政策の方向性の乖離により、今後も基調としてはドル高傾向が続くと考えられること、海外景気の回復も緩慢なものに止まると想定されることなどを勘案すると、企業収益の持ち直しも緩やかなペースとなることが予想される。また、企業収益の先行きをみる上で、このところの労働分配率上昇は注意点となる（第8図）。通常、労働分配（家計所得）の増加は個人消費等の拡大に繋がるが、前述したような労働供給の拡大が進展しない場合には、急激な需給逼迫と賃金の急加速による労働コスト増大が企業収益を圧迫し、雇用の失速や設備投資の抑制に結びつく可能性もある。先行き、労働市場の改善に伴う労働分配の拡大と企業収益回復のバランスが保たれるか、目配りしておく必要があるだろう。

第7図：産業別の名目総付加価値



第8図：非金融企業の利益、利払負担と労働分配率

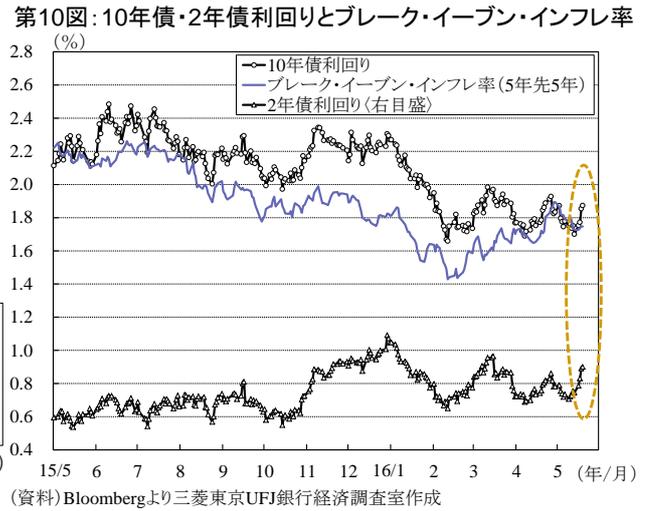
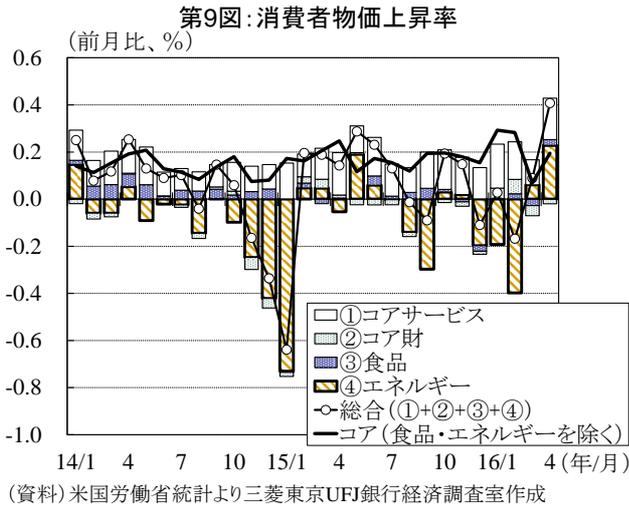


#### 4. 金融政策と長期金利

金融政策を巡る動向では、4月のFOMC議事要旨で、大半の参加者が経済の改善が継続すれば「6月の利上げが適切になる」との見解を示していたことが明らかとなった。それを受けて市場参加者の利上げ観測が再び高まっている。FRBは昨年12月の利上げ実施以降、海外経済の動向や金融環境に対するリスク認識を強め、計3回のFOMCでは利上げ実施を見送ってきたが、足元ではそのスタンスが大きく変化してきているといえる。この変化には、①先述したように雇用環境の改善が堅調に進んでいること、②インフレ率およびインフレ期待を押し下げていた原油安に反転の動きが確認され、物価上昇率が緩やかながら加速基調にあること（第9図）、③年初来の金融市場の動揺が落ち着いてきたこと、の大きく3点が影響している。中でも①②についてはFRBのデュアル・マンデート（2つの使命）が確りと果たされているという点でFOMC参加者の強気な姿勢を支えている。こうした状況を踏まえると、年内2回の利上げを見込み、次回の利上げは早ければ6月にも実施されるとみている。但し、6月の英国のEU離脱の是非を問う国民投票を巡り金融市場に混乱の兆しが生じる場合は利上げ延期もありえよう。

長期金利は、2月中旬に一時1.6%台まで低下し、その後も2%割れの推移が続いている

が、足元、利上げ観測の高まりを受けて上昇してきている（第10図）。今後もFRBが利上げスタンスを維持する中で、長期金利は上昇傾向が続くと予想される。但し、原油価格が当面低位で推移し、ドル高基調も変わらないとみられるため、インフレへの下押し影響は今後も残り、利上げペースも緩やかに止まると予想されること、主要国・地域の金融政策が緩和状態にある中で米国債への需要も根強いとみられることなどから、先行き、長期金利の上昇は緩やかなものに止まろう。



(玉城 重人)

米国経済・金融見通し

見通し

	2014				2015				2016				2017	2015年	2016年	2017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	1~3			
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	2.0	1.4	0.8	2.4	2.9	2.6	2.4	2.4	1.9	2.4
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.0	2.4	1.9	2.9	2.6	2.5	2.5	3.1	2.6	2.5
住宅投資	▲ 2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	8.2	10.1	17.1	6.5	6.4	6.3	5.5	8.9	10.1	5.5
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	2.6	▲ 2.1	▲ 6.2	2.8	5.8	5.2	4.5	2.8	0.1	4.5
在庫投資（寄与度）	▲ 1.3	1.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.9	0.0	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.2	▲ 0.2	▲ 0.0
政府支出	0.0	1.2	1.8	▲ 1.4	▲ 0.1	2.6	1.8	0.1	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6	0.7	1.1	0.7
純輸出（寄与度）	▲ 1.4	▲ 0.2	0.4	▲ 0.9	▲ 1.9	0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2
輸出	▲ 6.7	9.8	1.8	5.4	▲ 6.0	5.1	0.7	▲ 2.0	▲ 2.0	2.9	2.6	2.7	2.9	1.1	0.5	2.9
輸入	2.8	9.6	▲ 0.8	10.3	7.1	3.0	2.3	▲ 0.7	▲ 0.2	2.7	3.1	3.5	3.6	4.9	1.4	3.4
国内民間最終需要	2.2	4.2	4.3	3.9	2.0	3.9	3.1	2.0	1.2	3.0	3.3	3.1	3.0	3.3	2.5	2.9
名目GDP（前期比年率、%）	0.6	6.9	6.0	2.2	0.8	6.1	3.3	2.3	1.4	4.2	4.6	4.3	4.3	3.5	3.2	4.3
鉱工業生産（前期比年率、%）	2.2	5.5	2.5	3.7	▲ 1.9	▲ 2.7	1.5	▲ 3.3	▲ 1.6	1.9	3.5	2.9	2.6	0.3	▲ 0.1	2.5
失業率（%）	6.7	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	5.0	4.9	4.9	4.8	5.3	4.9	4.7
生産者物価（前年比、%）	1.6	2.8	2.5	0.8	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 1.7	▲ 1.9	▲ 1.2	0.3	2.4	▲ 3.3	▲ 1.1	2.1
消費者物価（前年比、%）	1.4	2.1	1.8	1.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.1	1.2	1.4	1.9	2.6	0.1	1.4	2.4
2. 国際収支																
貿易収支（億ドル）	▲ 1,843	▲ 1,881	▲ 1,831	▲ 1,860	▲ 1,922	▲ 1,893	▲ 1,905	▲ 1,873	▲ 1,869	▲ 1,960	▲ 1,995	▲ 2,000	▲ 2,006	▲ 7,593	▲ 7,824	▲ 8,035
経常収支（億ドル）	▲ 964	▲ 920	▲ 979	▲ 1,031	▲ 1,180	▲ 1,108	▲ 1,299	▲ 1,253	▲ 1,099	▲ 1,185	▲ 1,215	▲ 1,220	▲ 1,222	▲ 4,841	▲ 4,719	▲ 4,876
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	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	0.75-1.00	0.25-0.50	0.75-1.00	1.25-1.50
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.8	1.0	1.0	1.2	0.3	0.9	1.4
10年物国債利回り（%）	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0	2.2	2.2	2.2	1.9	1.9	2.0	2.2	2.3	2.1	2.0	2.4

(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. 欧州

#### ～ユーロ圏は内需が景気を下支え、英国は EU 離脱懸念が重しに～

#### 1. ユーロ圏

##### (1) 景気の現状

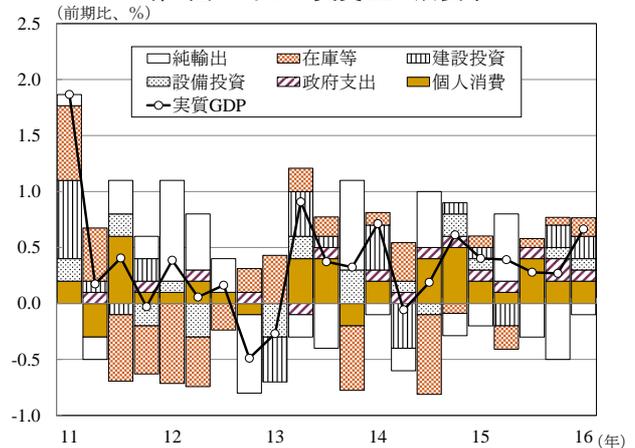
ユーロ圏経済は堅調に推移している。1-3 月期の実質 GDP 成長率はドイツ（前期比 +0.7%）、フランス（同+0.6%）、イタリア（同+0.3%）がともに前期から加速するなか、ユーロ圏全体でも同+0.5%を記録した（第 1 表）。既に需要項目別の内訳が発表されたドイツの動向を確認すると、個人消費や設備投資等の内需が成長を押し上げた一方、堅調な内需を映じて輸入の伸びが輸出を上回ったため、純輸出（輸出－輸入）はマイナスに寄与した（第 1 図）。

第1表: ユーロ圏の実質GDP (前期比、%)

	2014		2015		2016		
	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
ユーロ圏	0.3	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3	0.5
ドイツ	0.2	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.7
フランス	0.3	0.2	0.6	▲ 0.1	0.4	0.4	0.6
イタリア	▲ 0.1	▲ 0.1	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3
スペイン	0.6	0.7	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
ポルトガル	0.8	0.3	0.7	0.8	0.4	0.6	0.1
ギリシャ	1.4	▲ 0.8	0.1	0.3	▲ 1.3	0.1	▲ 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

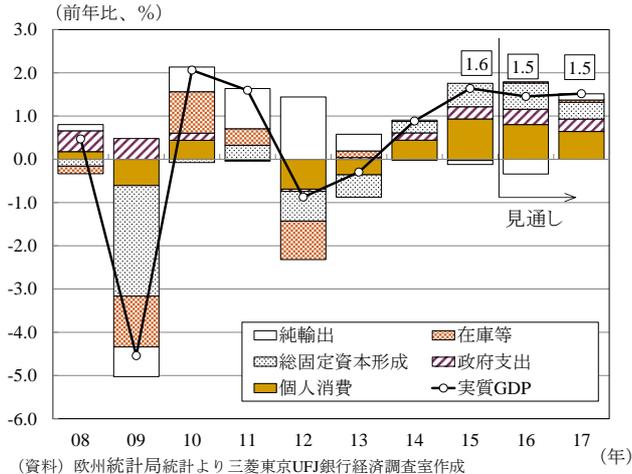


(資料) ドイツ連邦統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

##### (2) 今後の見通し

これまでのユーロ圏経済は、欧州債務問題を受けた財政緊縮等の影響で内需が抑制されるなか、海外需要が成長を牽引してきたが、2015 年は純輸出が 6 年ぶりのマイナスに転ずる一方で、内需の回復がいよいよ鮮明化してきたと評価できる。そして 2016 年以降もこの内需主導の構図は続くとも見てよいだろう。即ち、個人消費については、これまで追い風だった原油安効果こそ徐々に剥落するとみられる一方で、雇用・所得環境の改善持続に支えられ当面堅調を維持すると考えられる。加えて、長らく低迷が続いていた企業の設備投資も、ECB による金融緩和のサポートもあり、債務危機以降累積されたペントアップデマンドの顕在化が見込まれることから、回復持続が期待できる。他方、2015 年は新興国向けを中心に減速した輸出も、今後は先進国向けを中心に持ち直していくものと予想される。こうしたことから、6 月に国民投票を控える英国の EU 残留を前提として、ユーロ圏経済は 2016 年、17 年ともに前年比+1.5%程度の緩やかな成長が続く見通しである（第 2 図）。

第2図：ユーロ圏実質GDP成長率の見通し

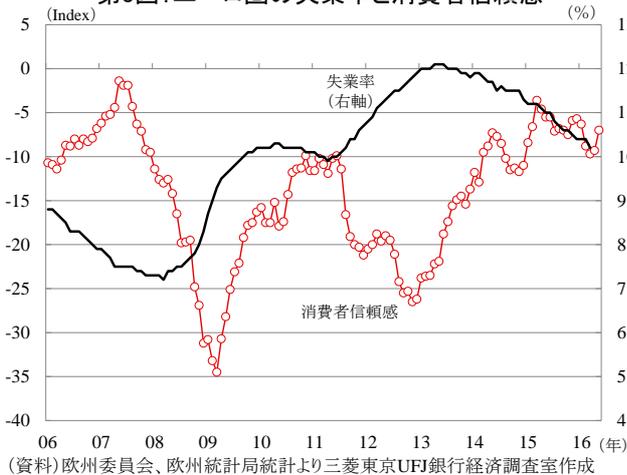


### (3) 見通し上のキーポイント

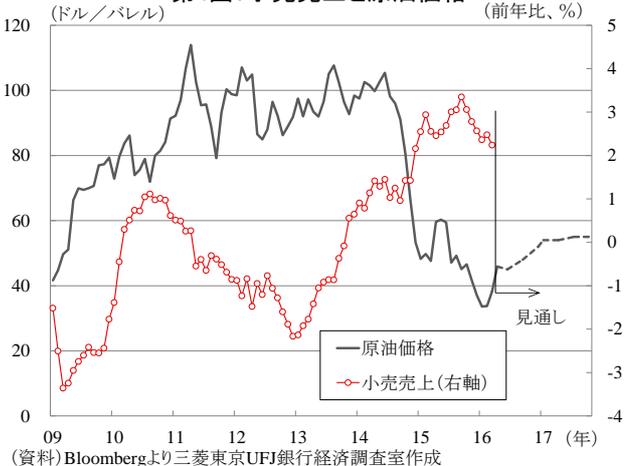
#### ①底堅さを維持する内需

ユーロ圏の雇用・所得環境が改善するなか、個人消費は当面堅調を維持しよう。ユーロ圏の失業率は債務危機に伴う景気後退を受けて上昇し、2013年4-6月期にピークの12.1%をつけたが、その後は緩やかな改善が続き、1-3月期は10.3%まで低下している（第3図）。この間、消費者信頼感をみると、雇用環境の改善を受けて総じて上昇が続いており、直近1年は▲5と▲10の間を推移するなど債務危機前の水準を保っている。テロ等の地政学的な逆風もあったことを鑑みれば、消費マインドは比較的良好といえる。これまでみられた原油安の消費押し上げ効果については、この先原油価格が緩やかに上昇するに伴い徐々に剥落する見込みであるが、雇用の改善が消費を下支えする効果の方が上回る見通しである。

第3図：ユーロ圏の失業率と消費者信頼感

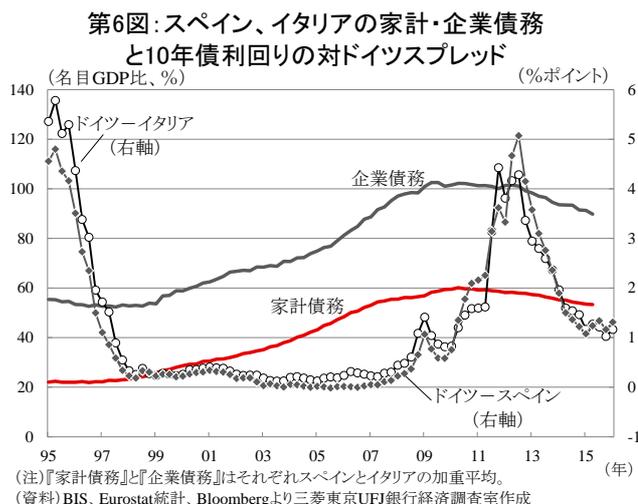
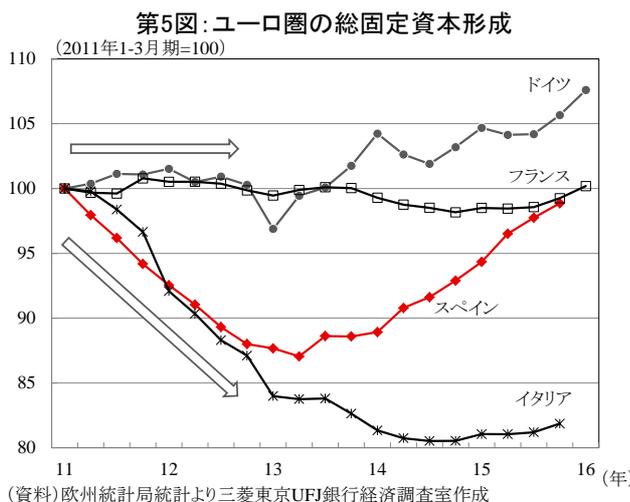


第4図：小売売上と原油価格

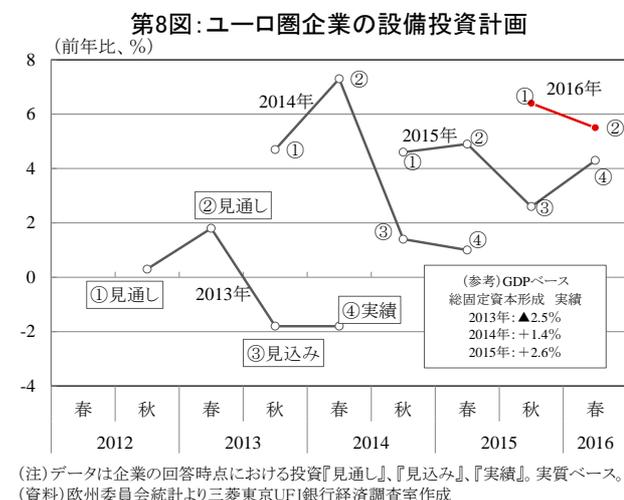
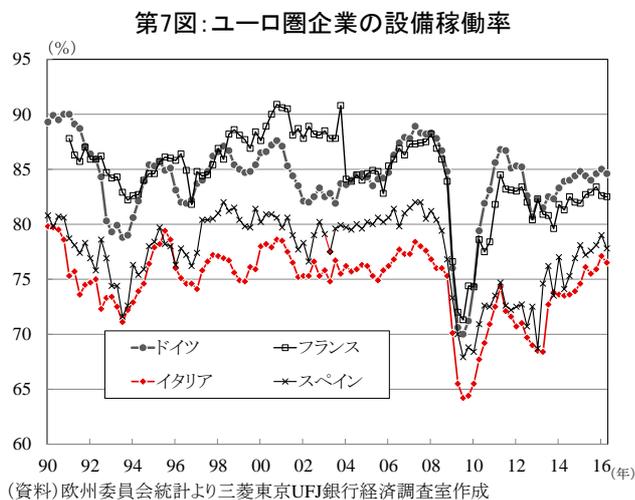


次に投資動向をみると、ECBによる金融緩和が続くなか、先行き債務危機以降に累積されたpent-up demandの顕在化が見込まれる。債務危機以降の各国の投資動向を振り返ると、ドイツやフランスは債務危機以降も概ね同水準を維持したのに対し、スペインやイタリアでは危機前に比べ2割程度落ち込んだことがわかる（第5図）。スペインや

イタリア等の南欧諸国では、ユーロ導入からリーマン・ショックまでの間、経済・通貨統合による金利低下のメリットを活かし、家計や企業が債務を漸次拡大させてきた経緯にある（第6図）。しかし、ギリシャの財政粉飾を発端に、南欧諸国の財政不安と同諸国の国債を大量に保有する金融機関の経営不安が高まったことで、銀行の貸出余力が低下、貸出基準も厳格化したため、スペインやイタリアでは一時、中小企業の約4割が希望する融資を受けられない状況に陥った。企業側も売上急減から投資を大幅に控えざるを得なくなり、結果として設備投資の長期停滞に陥ったわけである。



足元の状況をみると、これまでの投資不足によるペントアップディマンドが累積されるなか、ECBによる一連の金融緩和策を受け、債務危機以降高止まりしていた南欧の貸出金利は低下する一方、需要の回復に伴い企業の設備稼働率は漸く長期平均を上回り、設備投資を拡大させやすい状況になってきた（第7図）。実際、ユーロ圏企業の設備投資調査をみても、2016年は設備投資を一段と拡大する見通しとなっている（第8図）。加えて、2015年以降、EU主導で実施されている官民双方から資金を募り戦略的な投資拡大を目指す投資促進プログラムも下支えが期待される。この他、建設投資も金利低下に伴う住宅需要や難民向け住宅の建設などを受け、堅調に推移することが見込まれよう。



## ②外需は緩やかに持ち直し

足元のユーロ圏の輸出はユーロ高の進行と輸出相手先の需要伸び悩みが相俟って減速している。アジア向けの伸びはほぼゼロにとどまり、これまで堅調を維持していたユーロ圏外の欧州の欧州向けにおいても、国民投票を巡る動揺が広がる英国向けが低調である（第9図）。しかし、この先は、自律的な景気拡大が続く米国向けが堅調を維持し、英国向けもEU残留を前提に徐々に底堅さを取り戻すものと考えられる。新興国向けについても、2016年中はマイナス成長が見込まれるロシア向けなどが重しになるものの、2017年はアジア向けも含め持ち直しに向かうとみられる。

為替動向をみると、ユーロ相場はECBの一連の金融緩和策を受け、2014年から2015年前半にかけて実質実効ベースで約15%下落し輸出拡大の追い風となったが、その後は追加金融緩和が実施されたにも関わらず、むしろユーロ高が進展した。もっとも、この先はECBの金融緩和継続と米国の緩やかな利上げが見込まれるなか、ユーロ相場の更なる上昇余地は限定的と考えられる（第10図）。

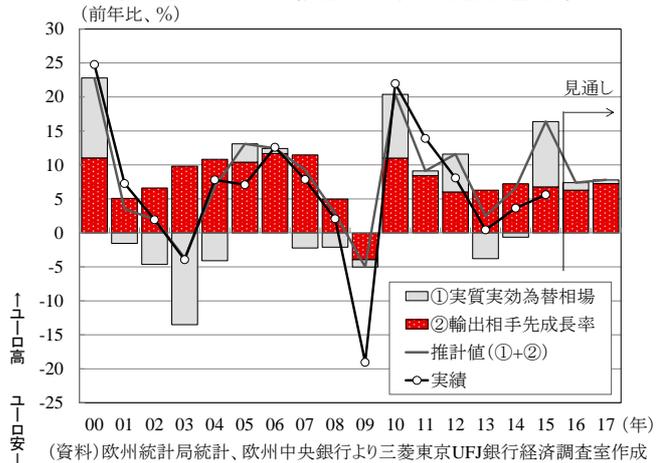
第9図：ユーロ圏の輸出と実質実効相場



(注) 輸出データは3ヵ月移動平均。

(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

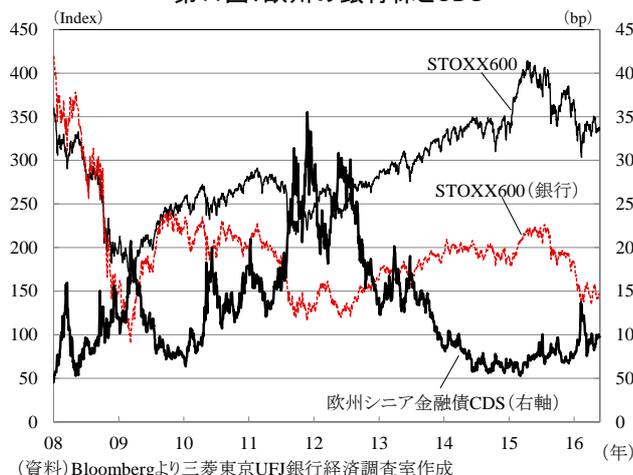
第10図：ユーロ圏輸出の所得・為替要因分解



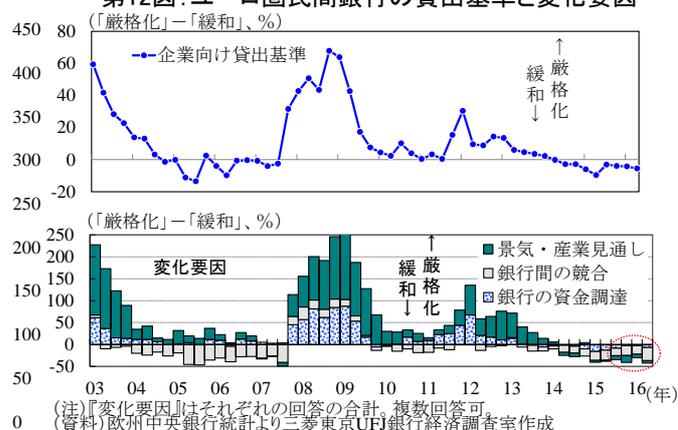
## ③金融市場の動向とギリシャ情勢

金融市場では年初に銀行株が急落、金融債のCDSが急上昇するなど混乱したが、足元では沈静化している（第11図）。また、懸念された銀行の貸出姿勢の厳格化は顕在化していない（第12図）。もっとも、周縁国を中心に高水準が続く企業債務や不良債権問題など、潜在的な信用不安は継続している。

第11図: 欧州の銀行株とCDS



第12図: ユーロ圏民間銀行の貸出基準と変化要因



この点、懸案だったギリシャ情勢は、ギリシャ向け融資が承認され、当面のデフォルトリスクは後退している。すなわち5月9日、ギリシャは次回融資を受ける前提条件となっていた年金改革や税改革法案を議会で可決、これを受け、ユーログループは同24日の会合において、ギリシャ向け融資を承認することを決定している。現行の金融支援プログラム下の第2弾トランシェとして複数回に分けて合計103億ユーロ支払われることになり、ギリシャはまず、6月に75億ユーロを受け取る事となる。これにより、7月にかけて控える大口の債務返済の目処はつくともよかろう。また、ユーログループはギリシャとIMFが要求する債務軽減に関し、現行プログラムが終了する2018年時点で判断するという道筋を一先ず定めたため、これまでギリシャの財政再建は持続不可能として金融支援を控えていたIMFが、今年後半以降に支援に参加する方向となったこともポジティブな材料である。ユーログループ側は債務軽減に応じる姿勢を示し、またIMFの関与も見えてきたという点で、ギリシャ支援協議は一步前進したと評価できるわけである。但し、債務軽減の実現は2017年秋のドイツ総選挙以降になることや、その具体策が極めて曖昧であることなど、不透明感が依然残る状況は変わらないと言わざるを得ない。

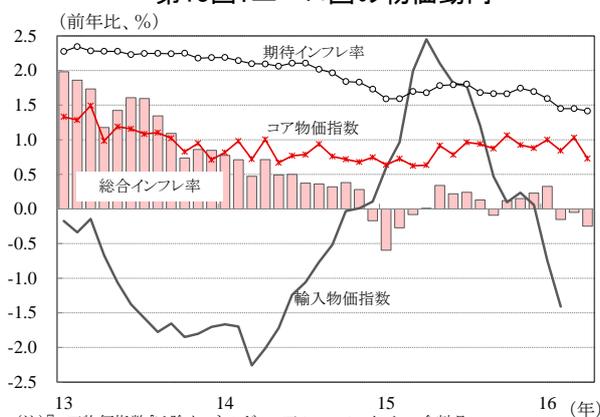
#### (4) 物価と金融政策

ユーロ圏の消費者物価上昇率(HICP)は4月に前年比▲0.2%と、再びマイナスに陥った。エネルギー価格下落の影響が大きいですが、エネルギー、タバコ、食料品を除くコアインフレ率の伸びも鈍化している(第13図)。こうしたなか、ECBは3月、年初来の原油価格の急落や新興国経済の不透明感の高まりを受け、量・質共に拡大させる追加金融緩和策を発表した。具体的には、①中銀預金金利を含む全ての政策金利の引き下げ、②資産購入額の拡大、③購入対象への投資適格社債(非金融)の追加、④新たな4年物長期資金供給オペ(TLTRO II)の開始などである。このうち、TLTRO IIは一定規模の貸出増を達成した銀行に対して、ECBが金利(ボーナス)を支払う仕組み(貸出金利にマイナス金利を適用)であり、マイナス金利による銀行収益悪化に配慮したものとされる。さらに4月に

は社債購入プログラムの詳細を発表し（実施は6月より）、着実に金融緩和を進めている。

3月にECBが民間銀行に対し実施した調査では、約2割の民間銀行が量的緩和（QE）による追加流動性が企業や家計向け貸出増加に「やや貢献した」と回答するも、収益性は悪化したとの回答が目立った（第2表）。また、マイナス金利の影響は、住宅ローン中心に貸出規模の増加につながるも、それ以上に預貸スプレッド縮小や金利収入の減少に見舞われたとみられ、金融緩和の副作用を民間銀行も実感している様子が窺える。このようにQEと比較するとマイナス金利の副作用が大きいことも考慮し、ECBはこの先の金融政策の軸足を従来の「金利」から「量的緩和」にシフトさせている。今後、ECBは銀行の収益悪化に配慮し、追加利下げには慎重姿勢を続けるものとみてよいだろう。

第13図：ユーロ圏の物価動向



(注)『コア物価指数』は除くエネルギー、アルコール、タバコ、食料品。  
『期待インフレ率』は5年先5年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2表：金融緩和後の民間銀行の変化(16年3月調査)

QEによる追加流動性の用途の変化	著しい貢献	やや貢献	変化なし
企業向け貸出	0	20	80
家計向け貸出	0	15	85
資産購入(国債以外)	0	1	99
債務借換	1	8	90
QEによる銀行の状況変化	改善・増加	変化なし	悪化・減少
収益性	9	63	28
総資産	8	89	3
流動性	26	72	0
資金調達環境	22	76	2
マイナス金利による影響	改善・増加・上昇	変化なし	悪化・減少・低下
金利収入(企業向け)	0	19	81
貸出金利(企業向け)	2	50	48
預貸スプレッド(企業向け)	4	64	32
貸出規模(企業向け)	7	89	5
住宅ローン規模(家計向け)	19	78	3

(注)数字は回答銀行数の割合(合計100%)  
(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)

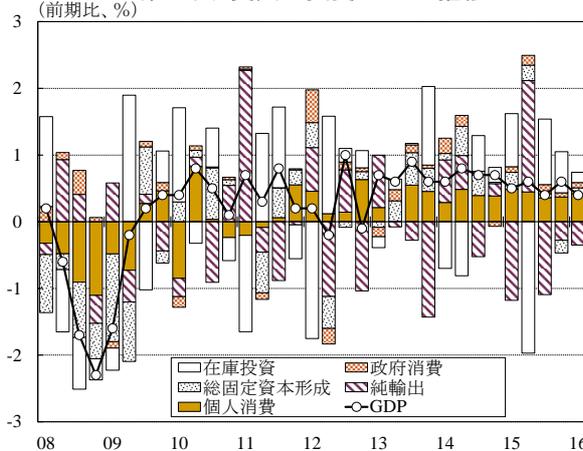
## 2. 英国

### (1) 景気の現状～EU 離脱懸念が重しに

英国景気は2013年以降、底堅い拡大基調を維持してきたが、足元では弱含みの動きがみられる。1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%と、前期の+0.6%から減速した（第14図）。輸出が減少に転じたことに加え、在庫投資の寄与度縮小や民間設備投資の2四半期連続の減少など、全般的に企業部門の弱さが目立った。4-6月期に入ってから、4月の購買担当者指数（PMI）の総合指数が約3年振りの低水準となるなど、弱い動きが続いている。

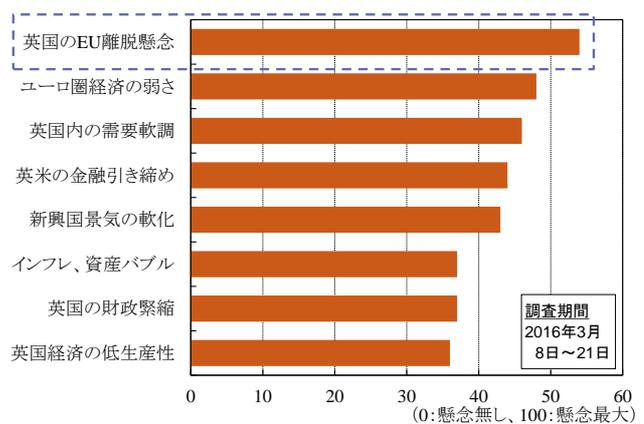
年初以降の景気弱含みは、世界的な株安進行も要因の一つだが、英国については欧州連合（EU）からの離脱懸念が企業マインドをさらに下押しした模様である。英国では、EU離脱の是非を問う国民投票が6月23日に予定されており、企業を対象としたアンケート調査をみると、EU離脱が経営上の最大の懸念となっている（第15図）。

第14図：英国の実質GDPの推移



(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

第15図：英国企業がリスクとみている各種要因



(注)回答企業が各要因のリスク度合いを0から100で評価した値の平均。

(資料)デロイト統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 今後の見通し～EU 離脱が回避されれば、景気は底堅い拡大に回帰

英国景気の先行きは、6月23日の国民投票に大きく左右されよう。世論調査をみると、足元は残留支持がリードしているものの、離脱支持との差はわずかであり、予断を許さない状況にある(第3表)。そのため、仮に国民投票で残留が選択されるとしても、少なくとも投票日までは、先行き不透明感の強さが景気の逆風となる公算が大きい。実際、企業の雇用意欲DIと設備投資意欲DIは、1-3月期にマイナスに転じており(第16図)、目先は企業マインドの慎重化から景気下押し圧力が高まるとみられる。

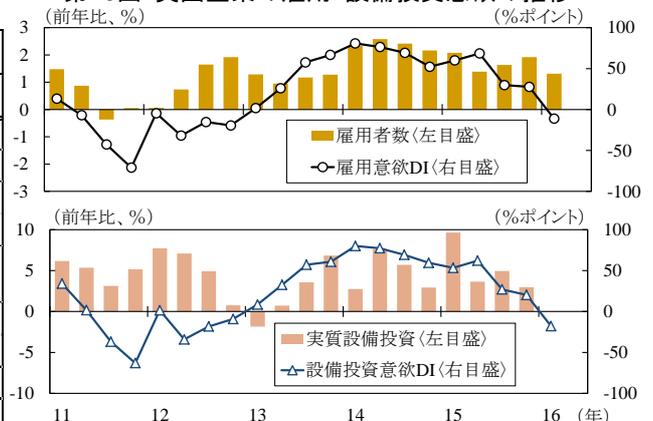
国民投票の結果、EU 残留が確定すれば、先行き不透明感の後退によるマインドの好転が期待される。年前半に手控えられていた採用と設備投資が実行に移されることで、景気は反発に転じよう。その場合の実質GDP成長率は、2016年が前年比+1.9%、2017年が同+2.2%と予想する。一方、国民投票でEUからの離脱が選択された場合は、先行き不透明感が一段と強まり、景気は失速を余儀なくされよう。

第3表：英国のEU残留・離脱に関する世論調査結果

調査会社	調査終了日	EU残留支持率 (%)	EU離脱支持率 (%)	残留支持率のリード (%ポイント)	
				(%ポイント)	前回
BMG	5/25	44	45	▲1	▲2
Survation	5/24	44	38	6	7
YouGov	5/24	41	41	0	4
ORB	5/22	54	37	17	14
ICM (オンライン)	5/22	42	40	2	▲1
Opinium	5/19	44	40	4	1
ComRes	5/17	52	41	11	11
Ipsos Mori	5/16	48	35	13	8
ICM (電話)	5/15	43	34	9	8
TNS	5/12	34	37	▲3	3
平均		45	39	6	6

(資料)各社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：英国企業の雇用・設備投資意欲の推移

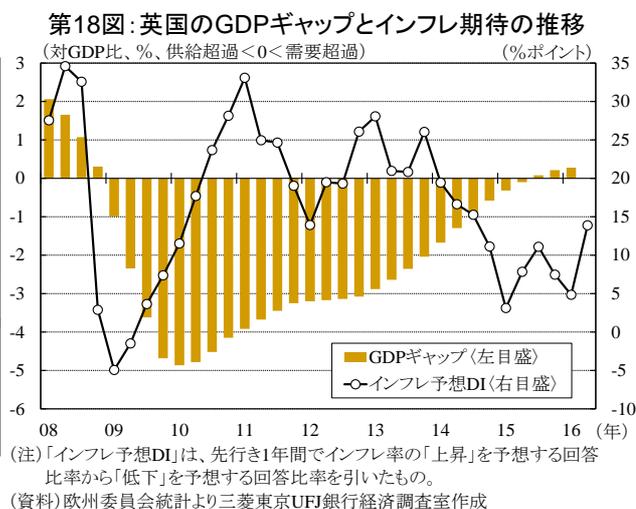
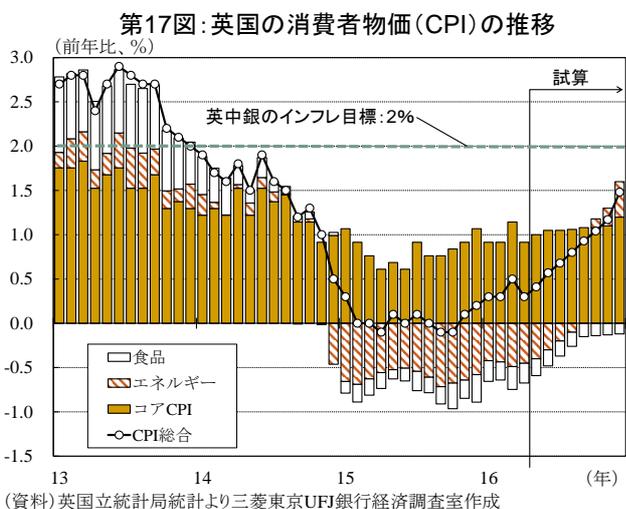


(注)「雇用・設備投資意欲DI」は、今後の雇用/設備投資増加を予想する回答の比率から減少を予想する回答の比率を引いたもの。

(資料)デロイト統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 物価・金融政策～物価下押し圧力は後退傾向

インフレ率は、依然として低水準にあるものの、上向き傾向で推移している（第17図）。物価の基調を取り巻く環境をみると、まず、経済全体の需給バランスは、足元でほぼ均衡状態となり、供給過剰（デフレギャップ）による物価下押し圧力は解消している（第18図）。また、消費者のインフレ期待は、原油価格と相関性が高いことから、原油価格の持ち直し持続とともに上昇が予想される。英国のEU離脱が回避され、景気が底堅さを回復していけば、インフレ圧力は徐々に高まっていく。もっとも、英中銀（BOE）のインフレ率目標である、前年比+2%が視野に入るまでには、今しばらく時間を要する公算が大きい。BOEの利上げは早くとも2017年中頃と予想する。



## 3. ロシア

### (1) 景気の現状～落ち込みに歯止めが掛かりつつある

ロシアの景気には下げ止まりの動きがみられる。1-3月期の実質GDP成長率は前年比▲1.2%となり、昨年10-12月期の同▲3.8%からマイナス幅が大きく縮小した（第19図）。季節調整値は未発表だが、1-3月期の成長率は前期比プラスに転じた可能性もある。

景気下押し圧力緩和の要因の一つは、インフレ率の低下である。2014年末以降、消費者物価（CPI）の上昇率は、ルーブル急落に伴う輸入インフレや食品輸入禁止措置（注1）による食品価格の高騰などから、前年比+10%を上回り（第20図）、実質購買力を大きく押し下げた。しかし、今年初にかけ、通貨安や食品禁輸の影響一巡を受けてインフレは減速に転じ、4月のCPI上昇率は同+7.3%まで鈍化した。加えて、海外への急速な資本流出が収束したことや、金融機関の貸出態度の厳格化が一服したことなども、景気が下げ止まりつつある要因と考えられる。

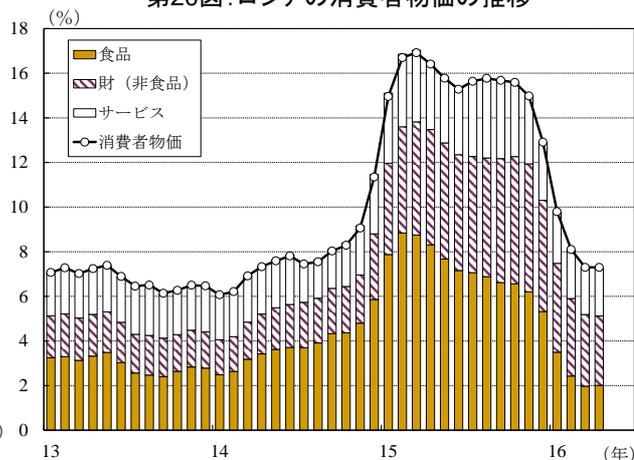
(注1) ロシアは、欧米等による経済制裁への対抗措置として、2014年8月、欧米産の生鮮食品や乳製品などについて、輸入禁止措置を導入した。

第19図:ロシアの実質GDPの推移



(注)2015年10-12月期以降の前期比成長率は未公表。  
(資料)ロシア統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20図:ロシアの消費者物価の推移



(資料)ロシア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～マイナス成長脱却後も、景気は当面低調に推移する公算

ロシアの景気は後退局面を抜け出しつつあるが、力強い回復に転じることは期待しにくい。まず、ロシア経済に大きな影響を与える、原油価格の動向については、今年初に大底こそ付けたとみられるものの、世界的な原油の供給過剰が上値を抑えると予想する（第21図）。ロシアは、輸出の約6割を石油・天然ガスが占め、また連邦政府の歳入の約半分が石油・天然ガス関連であるなど、エネルギー資源への依存度が高く、原油価格が低水準に留まることは、引き続き経済の重しとなろう。

とくに財政面では、ロシア政府は、今年初にかけての原油価格下落を受け、各省庁予算の10%削減（当初予算比）を決定した。また、財政赤字の補填に充てられる、政府準備基金の残高も、2016年末には対GDP比2%を割り込む恐れがあり（第22図）、2017年に掛けて一段の財政緊縮を余儀なくされる可能性も否定できない。

加えて、金融政策からの景気のサポートも限定的なものに止まろう。ロシア中銀は、インフレ抑制と通貨防衛のため、政策金利を11%という高水準に据え置いている。インフレ率は、年初にかけて大きく低下したが、中銀が中期的な目標とする前年比+4%を依然として大きく上回っている。また、ルーブル相場と相関性が高い、原油価格の反発が力強さを欠くなか、利下げがルーブルの再下落と輸入インフレ再燃のきっかけとなるリスクも根強く存在している。昨年に比べてインフレ率が低下したことで、ある程度利下げ余地が生じてきたことは確かだが、中銀は引き続き金融緩和に慎重な姿勢を維持し、利下げは小幅なものに止めると予想する。

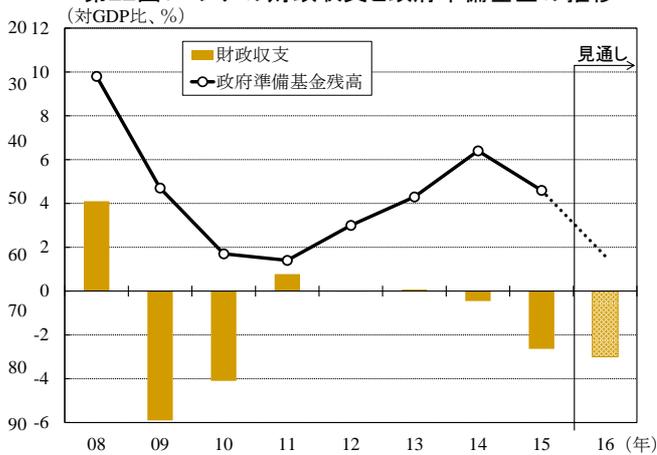
ロシアの実質GDP成長率は、2016年は前年比▲1.3%と、2015年（同▲3.7%）から落ち込み幅は縮小するが、2年連続のマイナス成長となると予想する。2017年については、プラス成長に転じるものの、成長率は同+0.5%と緩やかな伸びに止まるとみる。

第21図：原油価格とルーブル相場の推移



(資料)Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第22図：ロシアの財政収支と政府準備基金の推移



(資料)ロシア財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

欧州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)		
	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)
ユーロ圏	1.6	1.5	1.5	0.0	0.2	1.3	3,636	3,210	3,341
ドイツ	1.7	1.7	1.5	0.1	0.5	1.5	2,838	2,424	2,389
フランス	1.2	1.3	1.4	0.1	0.2	1.0	▲ 46	▲ 50	▲ 31
イタリア	0.8	0.8	1.0	0.1	0.1	0.9	390	283	327
英国	2.3	1.9	2.2	0.1	0.3	1.7	▲ 1,283	▲ 1,141	▲ 1,110
ロシア	▲ 3.7	▲ 1.3	0.5	15.5	6.8	5.7	658	482	490

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	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)
名目GDP	2.9	1.7	2.2	2.6	2.8	4.3
実質GDP	1.6	1.5	1.5	2.3	1.9	2.2
<内需寄与度>	1.7	1.8	1.4	2.9	2.5	2.4
<外需寄与度>	▲ 0.1	▲ 0.3	0.1	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.2
個人消費	1.7	1.5	1.2	2.7	1.9	1.6
政府消費	1.3	1.7	1.4	1.5	1.6	0.9
総固定資本形成	2.6	3.0	1.9	4.1	2.0	5.8
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	0.0	0.1	▲ 0.4	0.3	0.2
輸出	4.9	2.2	2.8	5.1	1.1	1.0
輸入	5.6	3.2	2.7	6.3	2.7	1.6

- (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

### ～底堅い内需が下支えするものの、外需の伸び悩みが成長ペースを抑制～

#### 1. アジア経済の現状と見通しの概要

##### (1) 現状

アジア経済は総じて力強さを欠く状況が続いており、1-3 月期は多くの国・地域で成長ペースが鈍化した。域内最大の経済規模を持つ中国では、過去の過剰投資の調整を起点とした景気への下押しが続いており、直近 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.7%（10-12 月期：同+6.8%）へ減速し、月次の主な経済指標も一進一退の動きが続いている。

中国以外のアジアについては、外需依存度の高い NIEs は輸出の低迷を背景に低めの成長が続いている。1-3 月期は韓国が前期比+0.4%（10-12 月期：同+0.7%）、シンガポールも前期比年率+0.2%（10-12 月期：同+6.2%）と減速、台湾も前期比年率こそ+3.1%（10-12 月期：同+0.8%）と加速したものの、前年比では▲0.7%と 3 四半期連続でマイナス圏に止まった。香港でも、資産価格の下落による個人消費の伸び悩みや来訪者数の減少によるサービス輸出の落ち込みなどが響き前期比▲0.4%（10-12 月期：同+0.2%）とマイナスに転じている。他方 ASEAN については、輸出低迷の影響を受けつつも、資源安に伴う実質所得の改善や政府の景気刺激策などもあり、内需を中心に底堅い成長を続けている。内需主導国の代表であるフィリピンをみると、堅調な個人消費に加え設備投資の拡大が輸出の不振を補い、前年比+6.9%（同+6.5%）とアジア主要国・地域のなかでも高い伸びを示した。外需依存型のタイについては、財輸出や個人消費の伸び悩みなどにより他の ASEAN 主要国に比べ低めの成長が続いているが、景気刺激策の実施に伴う政府支出の拡大や来訪者数の増加によるサービス輸出の拡大などを支えに同+3.2%（同+2.8%）と緩やかに加速している。他方、資源依存度の高いインドネシアやマレーシアでは、個人消費は底堅い成長を維持したものの、資源部門の投資抑制などが下押しし、インドネシアが同+4.9%（同+5.0%）、マレーシアも同+4.2%（同+4.5%）と、それぞれ前期から成長率を鈍化させた。インドは同+7.9%と内需を中心に高めの成長を続けている。

##### (2) 見通し

先行きを展望すると、まず中国では「新常态」への移行により構造調整が続くなか成長率の低下傾向が続く見込みである。投資については、政府が重点政策として掲げる「供給側改革」の実施に伴い、鉄鋼業や石炭業など重工業における過剰生産能力の削減による下押し圧力が続くと思われる。但し、都市化に伴うインフラ投資拡大やサービス業を中心に総じて安定している雇用・所得環境を背景とした家計部門の需要拡大などがサポート要因となろう。成長率は 2017 年にかけて前年比+6%近辺への減速に止まると予想する（第 1 表）。

その他のアジア諸国・地域では、中国経済の減速の影響が引き続き成長ペースを抑制す

るものの、個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、財政・金融政策による下支えもあり、2016年については略昨年並みの成長率が見込まれる。2017年にかけても資源価格の持ち直しに加え、先進国向けを中心とした輸出拡大を支えに緩やかな拡大が期待できる。このため外需依存度の高いNIEsの実質GDP成長率は、2016年の前年比+2.2%から2017年は同+2%台半ばに緩やかな持ち直しを予想する。ASEANについても、雇用・所得環境の安定に加えて減税や補助金などの景気刺激策による下支えもあり、個人消費を中心に内需が総じて底堅く、2017年にかけて同+4%台後半の成長を維持すると予想する。タイでは、政府支出や来訪者数（サービス輸出）の増加による景気下支えが続くとみられることに加え、輸出の持ち直しを起点に成長率は小幅ながらも高まっていく見通しである。インドネシアでは、資源部門の低迷こそ長引くとみられるものの、政府によるインフラ投資や非資源部門での投資拡大に加えて、利下げの効果（2015年2月以降、累積100bp）もあり緩やかな成長加速が見込まれる。インドでは物価の安定が見込まれるなか、政府の農村部対策や公務員給与引き上げも個人消費拡大の支えとなり、2017年度にかけて同+7%台後半と高めの成長率を維持しよう。

当面のリスクとしては、中国経済の不安定化が挙げられる。仮に、企業のデフォルト急増や住宅バブルの崩壊などに伴う金融機関の不良債権の増加が景気失速懸念を強め、株価や通貨の大幅下落に繋がると、他のアジア諸国もマイナス影響は免れないだろう。また、米国の追加利上げに伴う世界的なリスク・オフの動きの強まりなどで金融市場が再び不安定化し、資産市場に打撃を与える展開となれば、域内全体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(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	シェア、%	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017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
中国	10.98	62.4	6.9	6.5	6.0	1.5	2.0	1.9	3,306	3,752	3,562
韓国	1.38	7.8	2.6	2.6	2.8	0.7	1.3	1.9	1,059	1,143	1,040
台湾	0.52	3.0	0.8	1.4	2.3	▲0.3	1.2	1.3	762	733	702
香港	0.31	1.8	2.4	1.6	1.9	3.0	2.6	2.4	97	151	169
シンガポール	0.29	1.7	2.0	2.1	2.3	▲0.5	▲0.2	0.6	575	545	572
NIEs	2.50	14.2	2.1	2.2	2.5	0.6	1.3	1.7	2,493	2,571	2,483
インドネシア	0.86	4.9	4.8	5.0	5.1	6.4	4.1	4.6	▲178	▲179	▲221
マレーシア	0.30	1.7	5.0	4.8	4.5	2.1	2.0	2.3	90	91	98
タイ	0.40	2.2	2.8	3.0	3.4	▲0.9	0.5	1.8	316	318	209
フィリピン	0.29	1.7	5.8	6.0	5.8	1.4	2.0	3.1	84	53	29
ベトナム	0.19	1.1	6.7	6.3	6.2	0.6	3.0	4.2	77	54	31
ASEAN5	2.03	11.5	4.8	4.8	4.9	3.1	2.7	3.5	389	336	146
インド	2.09	11.9	7.6	7.9	7.7	4.9	5.0	5.5	▲185	▲218	▲332
アジア11カ国・地域	17.61	100	6.1	5.9	5.6	2.0	2.3	2.5	6,003	6,442	5,859

(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. 見通しのキーポイント

### (1) 中国経済：過剰調整下にありながらも政策効果が下支え

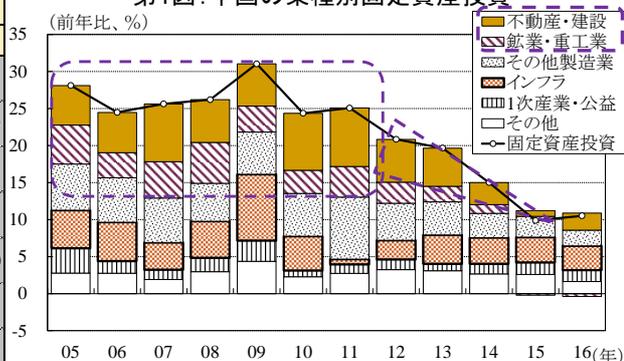
中国経済は、投資の抑制を起点とした減速傾向が続くなか、昨年来の金融緩和やインフラ投資など景気下支え策の効果の発現もあり、短期的には経済安定化の兆しも窺われる。4月の主な経済指標は3月に比べ全般的に弱めの動きとなったが、製造業PMI（国家統計局公表値）は景気判断の節目となる50を上回る水準を維持したほか、生産や投資についても1-2月期の平均を上回っている（第2表）。固定資産投資の業種別内訳をみると、過剰な生産設備を抱える鉱業や重工業などを中心に減速が続くなか、インフラ投資や不動産投資の再拡大などが下支えし（第1図）、足元、鉄鋼やセメントなど建設関連資材の生産増などが観察される。

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

	2015年		2016年			
	12月	1月	2月	3月	4月	
輸出(前年比、%)	▲ 1.7	▲ 18.4		11.5	▲ 1.8	
輸入(前年比、%)	▲ 7.6	▲ 16.4		▲ 7.6	▲ 10.9	
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	10.0	10.2		10.7	10.5	
小売売上高(前年比、%)	11.1	10.2		10.5	10.1	
工業生産(前年比、%)	5.9	5.4		6.8	6.0	
製造業PMI	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	
非製造業PMI	54.4	53.5	52.7	53.8	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。  
 3. 『輸出』、『輸入』、『固定資産投資』、『小売売上高』、『工業生産』の1月と2月は平均値。  
 (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：中国の業種別固定資産投資



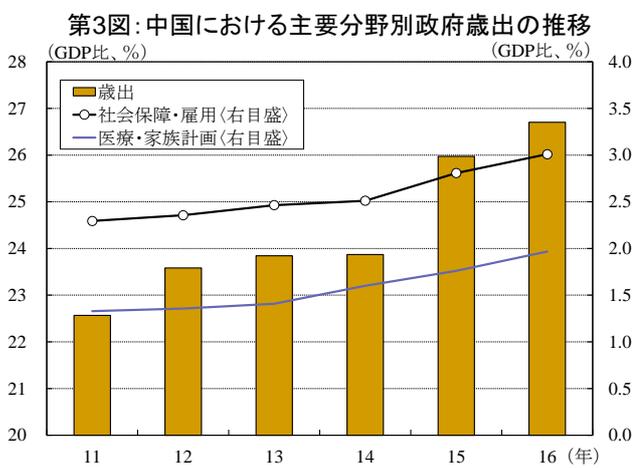
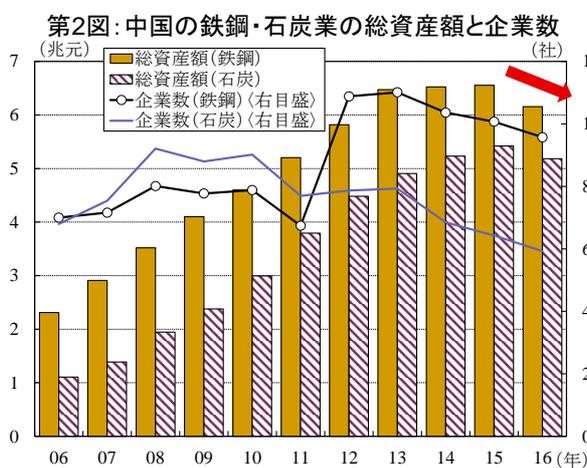
(注) 1. 『2016年』は4月まで。  
 2. 『鉱業・重工業』は、鉱業、石油精製、化学品、金属製品、非金属鉱物、鉄鋼、非鉄金属等。  
 3. 『インフラ』は、運輸・倉庫と水利・環境・公共施設。  
 (資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

先行きを展望すると、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見込みである。政府は今年については鉄鋼・石炭業でのリストラを重点的に推進する方針を示しており、金融当局も規律に違反する生産能力増強については融資を厳格に抑制する方針を強めている。実際、2016年に入り該当産業における企業の総資産額が減少に転じるなど、過剰生産能力の削減が動き出したとみることができる（第2図）。これに対し、不動産投資については、金利低下や不動産仲介業者やデベロッパー、P2P業者などによる「首付貸」（頭金ローン）の活用なども相俟って大都市を中心に住宅販売や投資が再活発化しており、上海市や深圳市などの政府は3月以降、頭金比率規制の強化や住宅購入要件の厳格化、「首付貸」の利用禁止など経済全体の減速が続くなかで敢えて住宅市場の過熱抑制に乗り出しているほどである。今後も人口流入に伴う需要増期待などが支えになるとみられるが、リーマン・ショック以降の不動産投資の推移を振り返ると、過熱抑制策などにより投資拡大期間は1年前後で一旦鈍化に転じるパターンが窺われる。足元、政府が都市部における不動産バブルや金融面での過剰なレバレッジ拡大を抑制したい方針であることや深圳など一部の大都市でも在庫が増加に

転じつつあることなどからも、来年にかけて投資拡大ペースが再び鈍る可能性をみておく必要がある。

このように過剰投資の調整圧力が長期化するなか、政府の景気対策は経済の減速ペースをコントロールする上で極めて重要となってくる。例えば、重工業への依存度が高い東北地方を中心に景気への下押し圧力が強まっていることを受け、政府は東北振興策として今後3年間でインフラや産業振興等に総額1.6兆元（遼寧省・吉林省・黒龍江省のGDP比28%）を投じるとしている。また過剰生産能力の削減を進める過程でも従業員の再雇用先の確保や年金支援などを通じて経済・社会の安定を維持する強調しており、これらの政策総動員を考えると、景気の失速は阻止されるとみて良いだろう。加えて、個人消費についても、所得の伸びこそやや鈍化がみられるものの、雇用はサービス業を中心に総じて安定が見込まれることから引き続き景気を下支えすることが期待できる。社会保障制度の拡充や雇用対策に重点を置いた歳出配分なども個人消費のサポート材料である（第3図）。

但し、中国経済の不安定化リスクには引き続き目配りが必要だ。足元にかけて国有企業を含む社債のデフォルトが増加しつつあり、不採算企業に対する政府の支援が弱まっている可能性が示唆される。社債による資金調達総額（約16兆元、16年3月末）からみると、これまでの社債デフォルトの規模は限定的ながら、低格付け社債利回りの上昇等を受け、足元では起債計画の中止が相次いでおり、企業の資金調達環境の悪化や金融機関の与信コスト上昇等を通じた景気への悪影響には留意しておきたい。

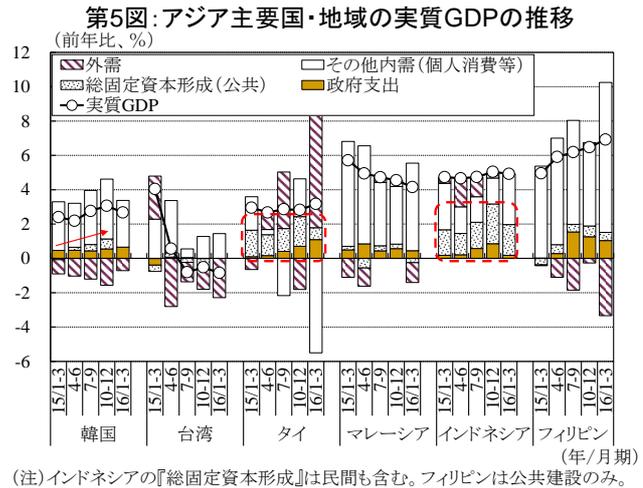
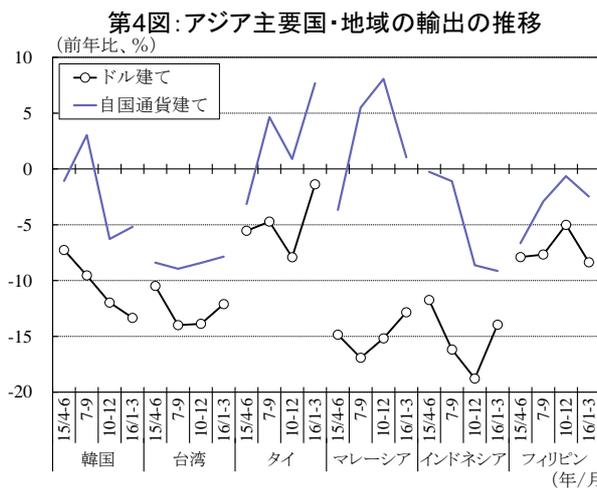


## (2) その他アジア：輸出不振が重石も雇用・所得環境安定や景気刺激策が内需を下支え

### ① 輸出：価格要因の剥落や先進国需要の拡大が下支え

中国以外のアジアでは輸出の不振が続いており景気の重石となっている。輸出額の減少は資源安を背景とする価格要因に因るところが大きいですが、中国を中心とする新興国経済の需要減少に加え、資源関連投資の落ち込みや資源国景気の低迷など世界的な財需要の鈍化も各国の輸出を押し下げている。但し、足元にかけては先進国の需要拡大が支えとなり輸

出に底入れや持ち直しの動きがみられる（第4図）。加えて、マレーシアやタイでは自国通貨換算の輸出が前年比プラスに転じている。特に大幅な通貨安が進展したマレーシアでは、先進国向けに主要輸出品目であるエレクトロニクス輸出が好調であることを鑑みると、通貨安による価格競争力改善も輸出の支えとなっていると推察される。先行き、資源価格の持ち直しによる価格要因の剥落や、先進国需要の拡大がアジアの輸出の支えとなろう。



## ② 内需：雇用・所得環境の安定や政府の財政政策が下支え

輸出の不振が続くなか、各国それぞれが外需の影響を受けやすい経済構造であるかどうか、景気の明暗の分かれ目の一つであるといえよう。例えば、NIEs やタイといった経済規模に対する輸出額が相対的に大きい外需依存型の経済構造を持つ国・地域では、主要輸出品目の減産が全体の生産の重石となり、投資の見送りにも繋がり景気全体を下押ししている。一方、インドネシアやフィリピンといった内需主導の経済構造を持つ国の生産や投資は、比較的底堅さを維持している。そして、外需依存型の国・地域においても、内需向けの品目は底堅さを維持していることから、アジア全体としては、今後各国で内需が底堅さを維持できるかがポイントと言える。この点、まず消費の鍵を握る雇用や賃金は各国増勢を維持しており消費のサポート要因となろう。また消費の内訳をみても、「外食・宿泊」や「娯楽・文化・健康・教育」といったサービス関連項目に底堅さがみられ、所得水準上昇に伴う消費の多様化、裾野拡大が消費の支えとなることが見込まれる。

加えて各国政府は昨年より景気刺激策を相次いで発表しており、インフラ投資や政府支出拡大も内需を支えよう。実際、インドネシアやタイでは公共投資が成長率押し上げ要因として発現してきており、民間投資の伸び悩みをカバーしている（第5図）。今後も政府予算執行による内需下支えが見込まれるほか、財政黒字国である韓国や財政赤字の縮小傾向が続くタイなどでは歳出拡大の余地がある。資源安に伴う歳入減を主因に財政赤字が拡大しているインドネシアやマレーシアでは、積極的な歳出拡大は望めないまでも追加の財政出動を伴わない規制緩和や手続き加速などにより内需を下支えするとみられる。

### ③ 金融政策：景気に配慮した政策運営が継続

緩和的な金融政策の継続も内需の支えとなろう。最近では台湾で3月に追加利下げ、インドネシアで年初から3ヵ月連続の利下げ、インドで4月に7ヵ月ぶりの利下げが実施されたほか、シンガポール通貨庁も4月に金融引き締めから中立に転換した。更に利下げ後も実際の銀行の貸出金利低下に至っていないなどの現状を踏まえ、より実効性を重視した政策運営への移行がみられる。具体的には4月にインドネシア中銀が政策金利を現行のBIレート（翌日物金利の誘導目標）から7日物リバースレートへ変更するなど政策金利体系を変更する方針を発表した（実施は8月19日～）。実際の市場金利がBIレートから大幅下方乖離するなどBIレートが政策金利として形骸化している実態を踏まえ、中銀が実際のオペレーションを通じて管理可能な金利を政策対象とすることで、金融政策の実効性を高める狙いがあるとみられる。景気が力強さに欠けるなか、インフレ率の落ち着きにより利下げ余地があることや、米国の利上げペースが緩やかになる見込みであることから、各中銀は今後も景気に配慮した金融政策運営を続けるとみられる。

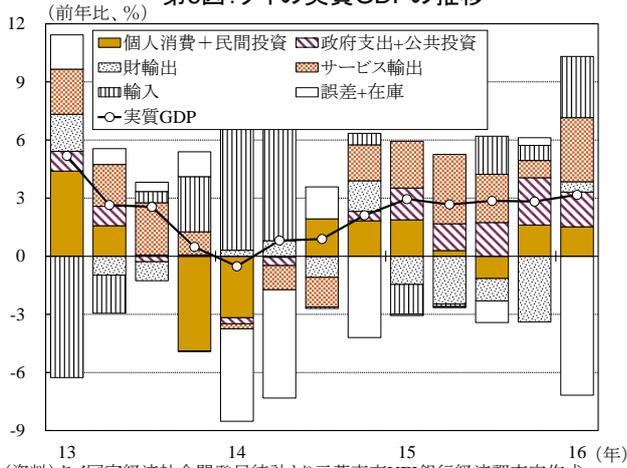
### (3) タイ経済：内需刺激策と観光による景気下支えが継続

タイ経済は他のASEAN諸国と比較して低めの成長が続いているが、1-3月期の実質GDPは前年比+3.2%と10-12月期（同+2.8%）から加速した（第6図）。

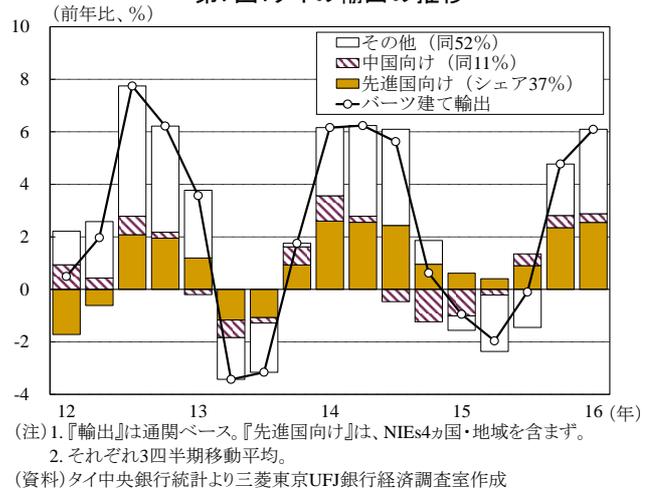
内訳をみると、政府の景気刺激策に伴う政府支出（同+8.0%）に加え、外国人来訪者数の増加を反映しサービス輸出（同+18.8%）が大きく伸び、全体を支えた。他方、財輸出は同+1.0%と5四半期ぶりにプラスとなったが、月次貿易統計で確認できる金など一物品目の押し上げ効果を割り引くと、伸びは極めて緩やかなものに止まったとみられる。個人消費（同+2.3%）は農家所得の減少や非農業部門賃金の伸びが依然緩やかなであることを背景に引き続き勢いを欠いたほか、民間投資（同+2.1%）も企業収益の伸び悩みなどから前期から小幅な加速に止まった。

先行きを展望すると、内需刺激策と観光による景気下支えが続くなか、緩やかな輸出の持ち直しが徐々に成長を押し上げよう。まず内需については、大規模インフラ投資や法人・個人所得減税、干ばつ被害を受けている農家や低所得者向けの補助金などといった政府の景気刺激策の実施により、引き続き公共投資や政府支出の拡大、個人消費の下支えが見込まれる。加えて、中小企業向けの低利融資などの金融支援策を受けて、足元で企業の投資マインドには改善がみられており、今後の民間投資への寄与拡大が期待出来る。4月に主要地場銀行が相次いで金利引下げに踏み切ったことも投資の追い風となろう。また、観光セクター（観光収入は名目GDPの1割の規模）も、政府の各種誘致策もあり来訪者数の高めの伸びが続いており、引き続き景気下支えが見込めよう。輸出（パーツ建て）については、為替下落も支えに価格効果でプラス基調を維持しているが（第7図）、今後も全体の4割を占める先進国向けを中心に緩やかに持ち直していくとみられる。さらに輸出の回復は企業の収益改善を受けた投資マインド回復や非農業部門労働者の所得改善を通じ、徐々に成長を押し上げよう。

第6図：タイの実質GDPの推移



第7図：タイの輸出の推移



(福地 亜希、土屋 祐真、前原 佑香、中村 逸人)

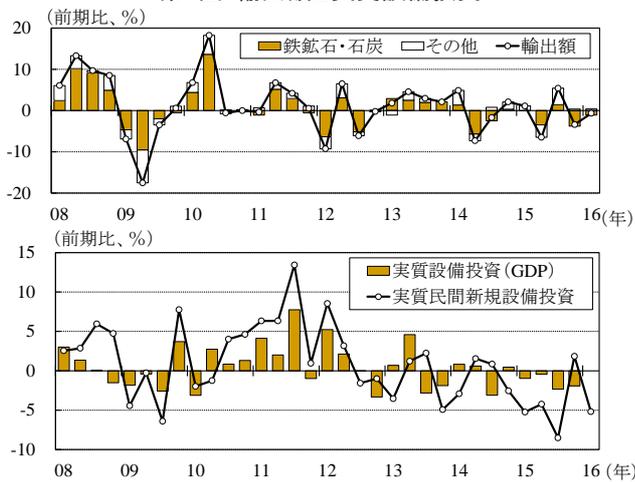
## V. オーストラリア

### ～景気は家計部門が下支えとなり、緩やかな回復基調を辿る見通し～

#### 1. 経済の現状

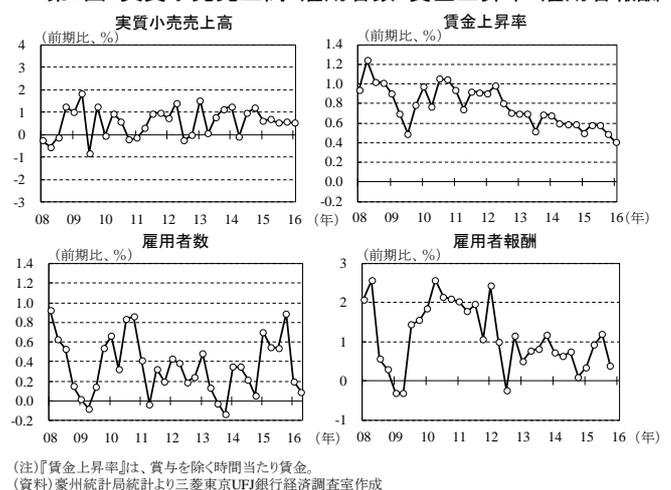
豪州経済は、企業部門の下押し圧力は依然根強いものの、家計部門が下支えとなり底堅く推移している。1-3 月期についてみると、企業部門は弱い動きが続いており、一次産品の影響を大きく受ける輸出額は前期比▲0.6%と、10-12 月期（同▲3.4%）に続き減少した。また、実質民間新規設備投資は鉱業関連の減少から同▲5.2%と再び減少に転じた（第 1 図）。他方、雇用・所得環境の底堅さを背景に、消費は堅調を維持している。雇用者数をみると同+0.2%（4 月も前月比+0.1%）、賃金上昇率も同+0.4%と小幅ながらも増加傾向が続いており、この結果、雇用者報酬も底堅く推移しているものとみられる（第 2 図）。これを受け、実質小売売上高は同+0.5%と前期並みの増加ペースを保っている。

第1図：輸出額と実質設備投資



(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

第2図：実質小売売上高・雇用者数・賃金上昇率・雇用者報酬



(注)「賃金上昇率」は、賞与を除く時間当たり賃金。

(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. 今後の見通し

豪州経済の今後を展望すると、引き続き緩やかな回復基調を辿るとみてよからう。資源価格の持ち直しやそれに伴う企業収益の下押し圧力緩和に伴い、成長の重石となっていた設備投資の減少幅は、緩やかにではあるが縮小していく可能性が高い。また輸出は、資源価格の持ち直しに加え、サービス輸出拡大により回復していくものと考えられる。低インフレの継続やサービス業を中心とした雇用増により実質雇用者報酬は増勢基調を維持し、消費も堅調に推移する見通しである。この結果、2016 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.6%、2017 年は同+2.9%と予想する（第 1 表）。

第1表: 豪州経済の見通し

	2015年				2016年	2015年	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
実質GDP(前期比、%)	0.9	0.3	1.1	0.6	-	2.5	2.6	2.9
同(前年比、%)	2.2	2.0	2.7	3.0	-	1.5	1.6	2.0
消費者物価(前年比、%)	1.3	1.5	1.5	1.7	1.3	1.5	1.6	2.0
経常収支(億ドル)	▲105	▲134	▲170	▲174	▲143	▲584	▲480	▲430

(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

### 3. 見通し上のキーポイント

#### (1) 設備投資の回復度合い

豪州経済の先行きを展望する上で、設備投資の回復度合いは重要なポイントとなる。設備投資の減少は鉱業の影響が大きいことから、鉱業の業績に大きく影響する鉄鉱石価格をみると、2016年に入り鉄鉱石価格が持ち直しに転じ、前年比で小幅ながらプラスの水準に復していることは、鉱業部門の企業収益の下押し圧力緩和に繋がるといえる(第3図)。もっとも、鉄鉱石価格のこれ以上の先高感乏しいため、鉱業関連の投資は低迷が続かざるをえないものとみられる。豪州統計局の投資計画調査(注1)によると、鉱業の民間新規設備投資額は2015/2016年度(注2)に前年度比▲28.2%、2016/2017年度に同▲32.1%と大幅減少が続く見込みである。

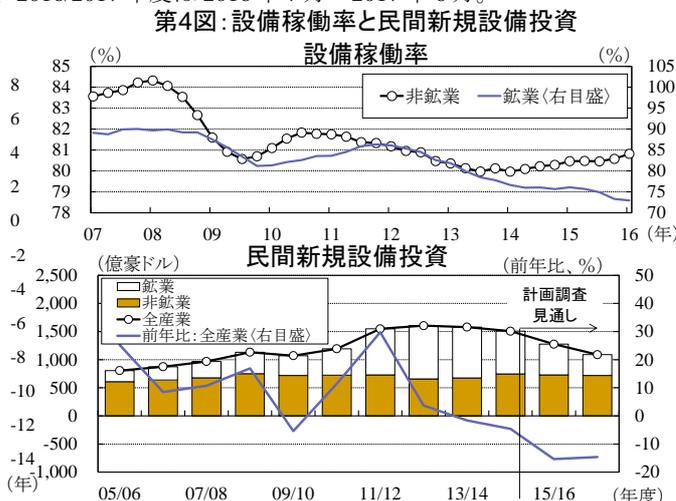
一方、非鉱業は企業収益が底割れを回避し、設備稼働率も上昇傾向にあることを踏まえると、設備投資は横ばい圏内の推移が見込まれる。非鉱業の同調査でも、2015/2016年度に同▲2.2%、2016/2017年度に同▲1.5%と小幅減に止まった。この結果、全産業では2015/2016年度に同▲15.3%、2016/2017年度に同▲14.6%と減少幅は縮小する見込みとなっている(第4図)。

(注1) 投資計画調査では非鉱業の範囲がGDP統計よりも小さい。投資計画調査の鉱業のウェイトは約5割であるのに対し、GDP統計の設備投資額の鉱業のウェイトは約3割である。

(注2) 2015/2016年度は2015年7月~2016年6月、2016/2017年度は2016年7月~2017年6月。



(注) 『鉄鉱石価格』は期中平均。直近は、4-5月の平均値。  
(資料) Bloomberg、豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

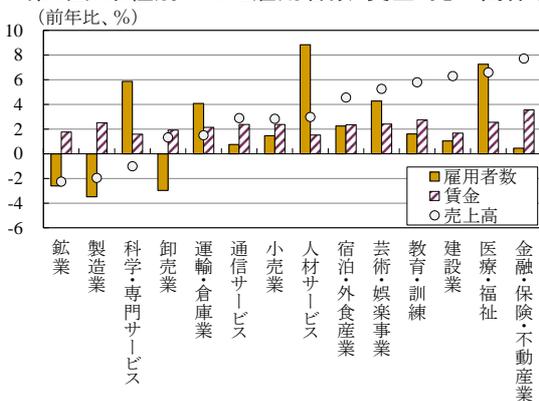


(注) 1. 『設備稼働率』は4四半期移動平均。  
2. 『設備稼働率』の『非鉱業』は、製造、建設、卸売・小売、運輸・倉庫、金融・不動産、娯楽・サービス業の平均。  
(資料) NAB、豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 消費の底堅さの持続性

消費の需要拡大を見通す上では、雇用・所得環境がポイントとなる。まず雇用面をみると、雇用の先行指標とされる求人広告数は1-4月に前年比+8.8%と高い伸びを示していることから、雇用の増加は当面続くとみられる。雇用の増勢を支えている医療・福祉などのサービス業は労働集約性が高く、直近3年間の売上高伸び率をみても相対的に大きいことから、今後も労働需要が喚起される可能性は高い(第5図)。賃金面では、賞与を除くベース賃金の上昇率は低下傾向にあるが、賞与を含む全体では1-3月期に前年比+2.5%と加速した。雇用者数の増加も加わり、1-3月期の企業の支払い給与総額は同+3.5%と4四半期連続で加速している(第6図)。これらを勘案すると、消費のベースとなる所得は底堅く推移すると見てよかろう。加えて消費者マインドも緩やかに改善しており、消費の底堅さは保たれる公算が大きい。

第5図:業種別にみた雇用者数・賃金・売上高伸び率



(注)1.『雇用者数』、『賃金』は、直近1年の平均。『売上高』は、直近3年の平均。  
2.『賃金』は、賞与を除く時間当たり賃金。

(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

第6図:賃金上昇率と消費者信頼感指数



(資料)豪州統計局、ウエストバンク銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (3) 住宅市場の過熱度合い

先行きを見る上でのリスクは住宅市場の過熱である。2015年の動向を振り返ると、住宅価格上昇率は年初の連続利下げ後に加速しており、連邦準備銀行(RBA)の決定会合の議事録で確認しても、2015年2月時点で住宅市場に対する評価は「押し上げられ続けている(continued to be bolstered)」へと強められていた(第2表)。一方、足元にかけては、低金利環境が続く中でも、豪州金融監督庁(APRA)による住宅融資基準の厳格化等の実施もあって過熱感は一旦和らぎ、RBAは直近5月3日の決定会合で住宅市場について「stabilised(安定)」との見方を示している。今後もAPRAによる規制の強化や豪州国税局(ATO)による課税措置強化により再過熱は回避されると見込まれるが、直近5月には住宅価格が再び加速を示すなど(第7図)、上昇圧力も相応に根強いとみられ、住宅市場に行き過ぎが生じていないか、常に注意を払う必要がある。

第2表: 連邦準備銀行(RBA)の住宅市場に関する見解

決定会合開催月	住宅市場に関するコメント
2014年12月	和らいできている (appeared to have eased)
2015年2月	押し上げられ続けている (continued to be bolstered)
3月	引き続き強い (remained strong)
4月	引き続き強い (remained strong)
5月	一部で引き続き強い (remained strong in Sydney and Melbourne)
6月	一部で非常に強い (remained very strong in Sydney and parts of Melbourne)
7月	きわめて強い (notable strength in Sydney)
8月	引き続き強い (remained strong)
9月	引き続き強い (remained strong)
10月	金融監督庁による指導が過熱リスクを抑制 (the response of the banks to supervisory measures implemented by APRA were helping to manage risks)
2016年2月	和らいでいる (eased)
3月	幾分和らいでいる (eased somewhat)
4月	穏やか (moderated)
5月	安定 (stabilised)

(注) 網掛け部分は、利下げ実施月。記載は全開催月ではない。  
 (資料) 豪州連邦準備銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 住宅価格と政策金利



(資料) CoreLogic、豪州連邦準備銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

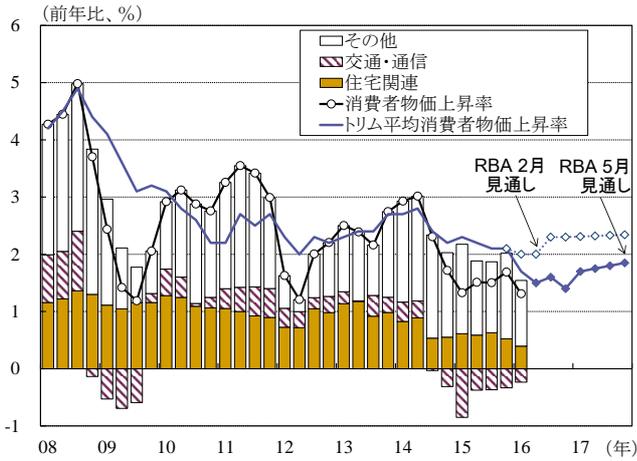
#### 4. 金融政策の動向

金融政策の動向を見る上では、物価と為替動向がポイントである。1-3 月期の消費者物価上昇率は前年比+1.3%と 10-12 月期の同+1.7%から鈍化し、RBA のインフレ目標レンジである 2%~3%を引き続き下回った (第 8 図)。費目別にみると総じて弱く、食料品価格の低下や住宅価格上昇率の加速一服に加え、通信や医療・福祉サービス価格上昇率の鈍化が物価上昇を抑制した。

こうした状況を受け、RBA は 5 月の定例会合で、政策金利を 2%から過去最低の 1.75%へ引き下げる事を決定し、消費者物価上昇率の見通しを 2018 年央までは目標レンジを下回る水準に引き下げた。5 月の利下げは、低インフレ回避という目的のほか、RBA が 4 月の議事録で豪ドル高に対する警戒を示していたことを鑑みれば、今年 2 月以降上昇していた豪ドル高抑制のための措置とも考えられる (第 9 図)。豪州政府が一段の豪ドル高を阻止する背景には、豪ドル安を追い風に対内投資の促進や輸出の拡大によって、産業の裾野を鉱業からサービス業や農業へ拡大し、経済基盤を強化したいという狙いがあると考えられる。

先行きを展望すると、RBA が消費者物価上昇率を目標レンジに回帰させるべく、年内に追加利下げを実施する可能性は残るが、住宅市場の過熱抑制と両睨みとなり、利下げ幅は最小限に止められることとなろう。

第8図:消費者物価上昇率



(資料) 豪州統計局統計、連邦準備銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図:豪ドル為替レート



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香)

## VI. 中南米

### ～景気の下押し圧力は徐々に緩和するも、景気回復は2017年にずれ込み～

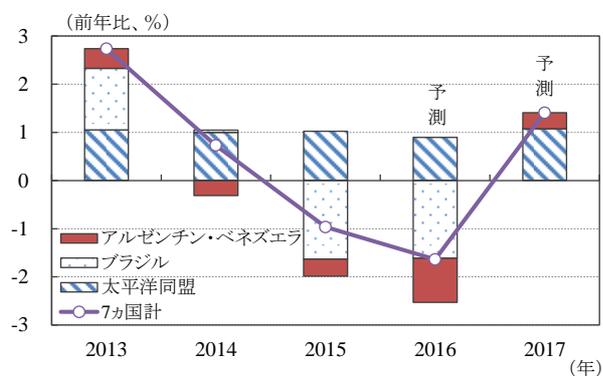
#### 1. 中南米経済の概況

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悪化が続いている。ブラジルの2015年の実質GDP成長率は前年比▲3.8%とリーマン・ショック時（2009年：同▲0.2%）を大きく下回った。一方、比較的景気が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、主要7カ国全体の成長率は同▲1.0%とマイナスに陥った（第1図）。

これらの国の中でベネズエラの景気悪化は最も深刻で、2015年の実質GDP成長率は同▲6%程度、消費者物価上昇率は同+100%を超えたとみられる。2016年は景気が更に悪化し、実質GDP成長率は同▲8%程度、消費者物価上昇率は同+300%に達する見込みである（第2図）。国民生活への影響は甚大で、食料品、医薬品、電力が不足している。2015年の議会選挙で優勢となった野党は大統領の罷免を問う国民投票を求めている。既に必要な署名を集めたが大統領側は国民投票を拒否しており、これを不満とする国民がデモを実施し警官隊と衝突する不穏な事態となっている。今後、予期せぬ政治的な混乱に発展する可能性もあり、情勢を注視していく必要がある。

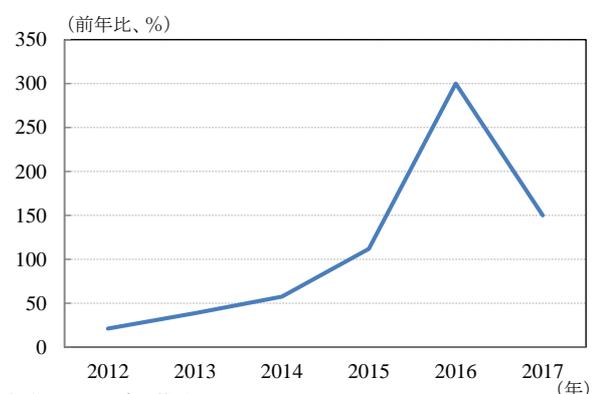
今後の中南米経済を展望すると、ブラジル、アルゼンチン、ベネズエラ（主要7カ国GDP合計の62%を占める）という域内大国の経済が振るわず、2016年の主要7カ国の実質GDP成長率は同▲1.6%と昨年の同▲1.0%から一段と悪化する見通しである。今後は一次産品価格の持ち直しを受け、景気の下押し圧力は徐々に緩和するとみられるが、景気回復は2017年にずれ込むだろう。

第1図: 中南米7カ国の実質GDP成長率と寄与度



(注) 太平洋同盟はメキシコ、コロンビア、チリ、ペルー。  
(資料) Thomson Reuters

第2図: ベネズエラの消費者物価上昇率



(注) 2015年以降は推計  
(資料) Thomson Reuters

## 2. ブラジル

### (1) 景気の現状

ブラジル経済は悪化が続いている。10-12月期の実質 GDP 成長率は前年比▲6.0%と 7-9月期の同▲4.5%からマイナス幅が一段と拡大した。内外需の寄与度をみると、外需は4.5%ポイント成長率を押し上げた格好となったが、これは内需の低迷（寄与度▲10.4%ポイント）を映じた輸入減少によるものである（第3図）。この結果、2015年の実質 GDP 成長率は▲3.8%と落ち込み幅はリーマン・ショック時を大幅に上回った。

2016年に入ってから景気悪化が続いている。インフレ高進や失業率の上昇で、消費者マインドは一段と冷え込んでおり、1-3月期の実質小売指数（自動車や建築資材を含む広義）は前年比▲10.3%と二桁減が続いている。（第4図）。

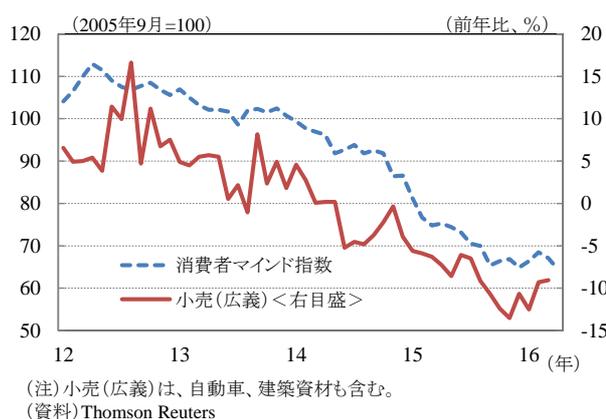
財政悪化にも歯止めがかかっていない。2014年以前の決算操作分を調整した結果、2015年の財政赤字は GDP 比▲11.5%に膨らんだ。金利を除いた基礎的収支も同▲4.2%と目標を大幅に下回っている。2016年に入っても、一時的要因による歳出増はないものの、景気悪化による税収減により 1-3月期の財政赤字は同▲5.7%、基礎的収支も同▲0.4%と赤字が続いている。今後は社会保障関連支出が更に増加する計画となっており、当面、基礎的収支の黒字化は難しいとみられる。

景気悪化に伴い、住宅価格は下落傾向が続いている。2月の住宅価格は前年比▲6.1%と11ヵ月連続の前年割れ、かつマイナス幅の拡大が続いている（第5図）。インフレ率を考慮した実質価格は同▲16.5%と大幅に下落しており、消費者マインドの悪化を通じ消費が抑制される可能性が高い。

第3図:ブラジルの実質GDP成長率



第4図:ブラジルの消費関連指標



### (2) 見通し

今後のブラジル経済を展望すると、内需の低迷が続くことに加え、政局の混迷が景気の重石となることが考えられ、2017年にかけてもブラジル経済は顕著な改善が見込みにくい。2016年の実質 GDP 成長率は前年比▲3.8%と前年並みのマイナス成長が続いた後、

2017年は同+0.0%とマイナス成長は回避するとみられるが、低迷が続く見込みである。

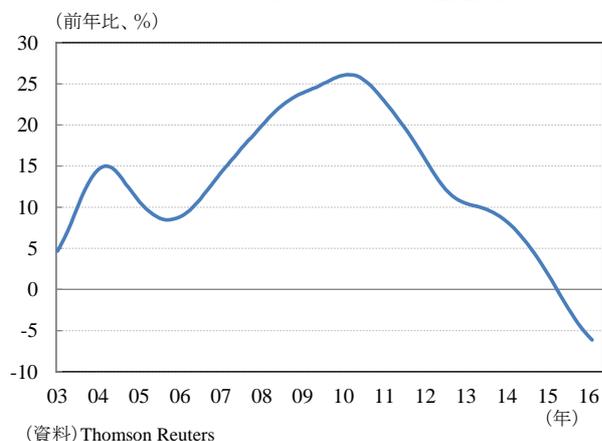
消費は、インフレ率が高止まるなか、雇用・所得環境の改善が見込みにくいこと、住宅価格の下落が重石となることなどから低迷が続く見通しである。また、内需の低迷に加え、外需の回復も緩やかに止まることが見込まれる中で企業の設備投資の回復も期待しにくい。一方、政府は財政赤字の拡大を容認し景気へ配慮する方針示しているが、財政状況は厳しく、一段の格下げを回避するため大幅な歳出増は難しい。

景気回復の重石となっている政局に目を転じると、5月11日、ルセフ大統領は弾劾裁判を受けるため最大180日間の停職に追い込まれるに至った。同大統領自身に収賄の疑惑は浮上していないものの、国営石油会社を巡る汚職事件で、側近の収賄容疑や捜査対象となったルーラ前大統領をかばおうとしたことが災いした模様である。これに伴い左派の労働者党は内閣から去り、大統領職を代行することになったテメル副大統領が属するブラジル民主運動党(PMDB)を中心とした新内閣が発足した。PMDBは中道政党と目されており、財政赤字の削減、経済活性化にむけてイニシアティブを発揮することへの期待が高まっているが前途は多難である。

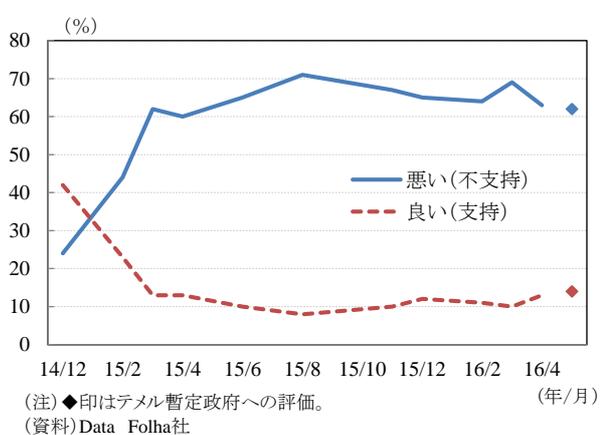
PMDBは下院で最大議席数を誇るとはいえ、513議席中67議席しか持たない小政党である。そのため過半数(257議席)を得るためには多くの政党の協力を取り付ける必要だが、不況の最中に思い切った赤字削減策に賛同する政党が多数出てくるとは考えにくい。更に、年金などの社会保障に関する法案は憲法もしくはそれに準じる法律によって規定されている場合が多く、改正には大多数の合意が必要であり、財政赤字削減のハードルは高いといえる。

また、発足直後のテメル暫定政権への支持率は14%に止まり、ルセフ前政権とほとんど変わっていない(第6図)。他の政党にとって、支持率が低いテメル暫定政権を積極的に支えるインセンティブは乏しいといえる。現在の国会の勢力図をみると、どの党が政権を担っても強いリーダーシップを発揮することは容易ではなく、当面は政局の混迷が続くとみられる。

第5図: ブラジルの住宅価格



第6図: ブラジル政府への評価(世論調査)



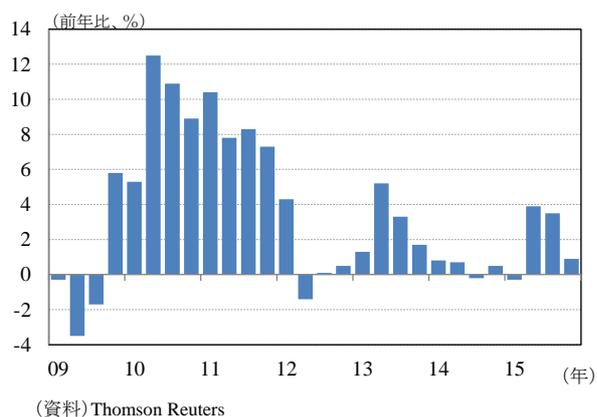
## 2. アルゼンチン

### (1) 景気の現状

2015年12月に就任したマクリ新大統領は、為替取引を自由化したほか、大豆を除く穀物の輸出税を撤廃するなど大きく政策転換を図っている。2月末には大方の予想よりも早く、債務不履行問題でホールドアウト債権者（満額返済を求める債権者）と和解し、4月には165億ドルのドル建て国債を発行、国際金融市場への復帰を果たした。

一方、景気は厳しい状況にある。実質GDP成長率は2015年4-6月期以降、前年比+3%台と堅調に推移していたが、10-12月期の実質GDP成長率は前年比+0.9%へ急減速した（第7図）。消費者信頼感指数は、2015年11月の大統領選挙まで政権交代期待から上昇傾向にあったが、12月の新政権誕生後は、公共料金の引き上げやペソの大幅切り下げによる輸入インフレ、雇用の削減を受け急低下している（第8図）。

第7図：アルゼンチンの実質GDP成長率



第8図：アルゼンチンの消費者信頼感

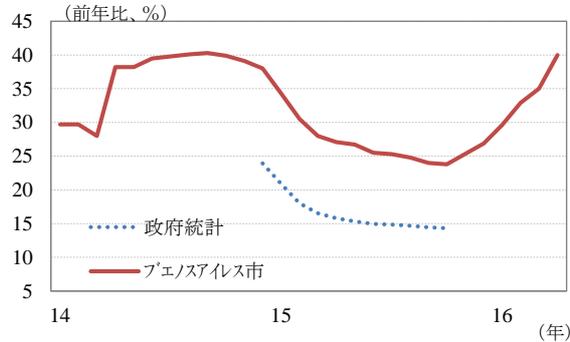


### (2) 見通し

全国ベースの消費者物価は現在公表されていないが、首都ブエノスアイレス市が発表した4月の消費者物価指数は前年比+40.5%とインフレが加速している。国民の間にインフレへの不満が高まるなか、4月には大規模なデモが発生しており、新大統領との蜜月期は終わりつつある。こうした状況を受け、下院は公務員、民間企業の隔てなく解雇を禁止する法案を可決し、大統領が進める構造改革路線への抵抗を始めた。大統領は拒否権を発動すると宣言しており、両者の対立が先鋭化している。

今後のアルゼンチン経済を展望すると、2016年は調整の年となり、実質GDP成長率は前年比▲2.0%とマイナス成長に転じる見込みだが、マクリ政権の改革路線を好感して外資の進出が始まっていること、為替自由取引化に伴うペソ安による輸出拡大効果も徐々に発現してくること、などから2017年は前年比+3.5%とプラス成長が期待できる。もっとも、新政権に対する国民の不信感が強まり、政局不安が高まる場合には景気回復が遅れる可能性もあると考えられる。

第9図:アルゼンチンの消費者物価



(注)ブエノスアイレス市CPIは市が発表している指標。一部未発表月は前後の月の平均値として補充。  
(資料) Thomson Reuters

## 2. メキシコ

### (1) 景気の現状

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+2.6%と堅調な伸びを示した。産業別にみると、商業や金融、不動産といった第 3 次産業 (同+3.7%) が景気を下支えしたものの、第 2 次産業は石油掘削業や建設業が伸び悩んだことに加え、主力である製造業も振るわなかったため同+0.4%と低迷した (第 10 図)。製造業の不振は米国の製造業生産の鈍化が遅れて波及してきているためと考えられる (第 11 図)。一方、建設業の不振は政府の石油関連収入の減少による公共事業削減の影響が大きいとみられる。

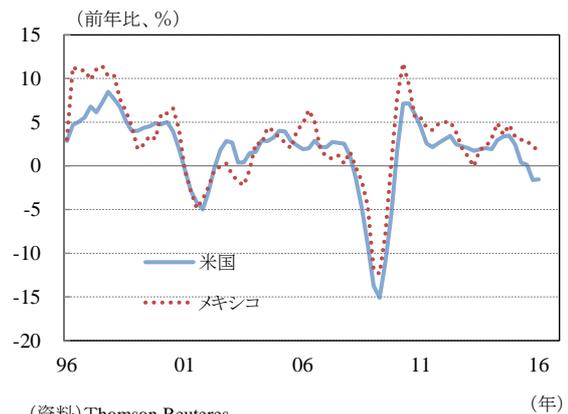
物価は引き続き安定している。4 月の消費者物価上昇率は前年比+2.5%、エネルギー、食品を除くコア物価は緩やかな上昇傾向にあるが、依然としてインフレ目標の中心である同+3.0%を下回っている (第 12 図)。もっとも、中央銀行であるメキシコ銀行は、昨年来のペソ安がインフレ圧力になることを警戒している模様である。5 月 5 日の金融政策委員会議事録によると、委員の一人が近い将来に利上げが必要になると主張した。

第10図:メキシコの実質GDP成長率



(資料) Thomson Reuters

第11図:米国とメキシコの製造業生産



(資料) Thomson Reuters

## (2) 見通し

メキシコ経済は足元まで堅調であるが、今後は製造業の鈍化が徐々に第3次産業にも波及し、成長率はやや鈍化すると考える。雇用者数の増減をみると2015年4月の前年比+76.6万人をピークに、今年4月は同+63.4万人まで鈍化している（第13図）。

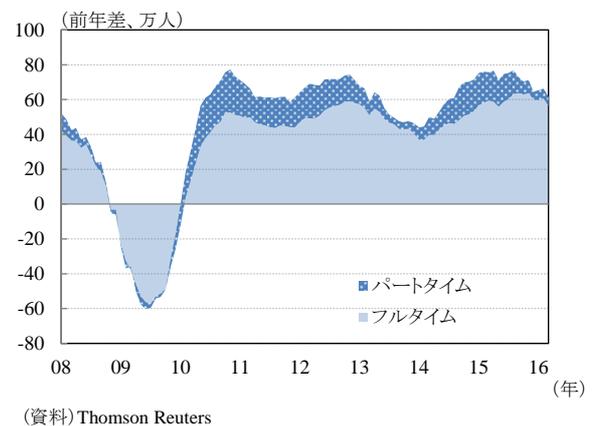
もともと、景気は鈍化してきているとはいえ、米国経済は内需主導で拡大が続く見込みであること、海外からの直接投資も依然として旺盛であることから、景気失速は回避できるだろう。2016年の実質GDP成長率は前年比+2.2%と2015年の同+2.5%から小幅鈍化するものの、2017年は製造業の持ち直しに伴い同+2.6%へ加速するだろう。

金融政策は米国に追随し引き締め方向となることが予想されるが、2016年は成長鈍化に伴いインフレ圧力は緩和すると考えられることから、引き締めペースは緩やかに止まるとみられる。

第12図：メキシコの消費者物価上昇率



第13図：メキシコの雇用増減数



第1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)		
	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)
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.8	0.0	9.0	7.0	5.5	▲ 589	▲ 240	▲ 200
メキシコ	2.5	2.2	2.6	2.7	3.0	3.3	▲ 324	▲ 300	▲ 300
アルゼンチン	1.8	▲ 2.0	3.5	16.5	35.0	19.0	▲ 159	▲ 100	▲ 100
中南米全体(注)	▲ 1.0	▲ 1.6	1.4	17.1	35.5	19.3	▲ 1,573	▲ 1,065	▲ 935

(注) 実質GDP成長率と消費者物価上昇率は主要7カ国(アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ)の数値を2015年のドル建て名目GDPウェイトで加重平均したもの。経常収支は主要7カ国の合計値。

(国際通貨研究所 森川 央)

## Ⅶ. 原油価格

### ～供給超過幅の縮小を背景に、原油価格は回復～

#### 1. 価格動向

原油価格（WTI期近物）は2月11日に1バレル=26.21ドルと2008年のリーマン・ショック後の最安値を更新したが、その後は主要産油国の増産凍結合意への期待や米ドル安を背景に同30ドル台に値を戻した（第1図）。3月半ば、主要産油国会合の開催詳細が発表されると、市場では増産凍結への期待が高まり、WTIは同40ドル近辺で推移した。4月17日の同会合で増産凍結合意は見送られたが、クウェートでのストライキ発生を受けて供給不安が生じたことが下支え要因となり、WTIは同40ドル台を維持し、その後も、投資家の過度なリスク警戒姿勢の後退を背景にWTIは堅調に推移し、5月に入りカナダやナイジェリア、リビア等で相次いで供給不安が生じると、WTIは同49ドル台と7ヵ月振りの高値に上昇し、5月26日には一時同50ドルをつけた。

原油先物市場では、投機筋といわれるマネー・マネージャー（＝商品投資顧問や先物運用管理会社）の買い越し額は、昨年末から年初にかけて急減したが、2月半ばをボトムに拡大に転じ、足元では約1年振りの高水準となっている（第2図）。

第1図：原油価格（WTI期近物）



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：マネー・マネージャーのネット・ポジションと原油価格



(注)マネー・マネージャーは、商品投資顧問や先物運用管理会社。1枚=1,000バレル。  
(資料)米商品先物取引委員会資料、Bloombergより、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

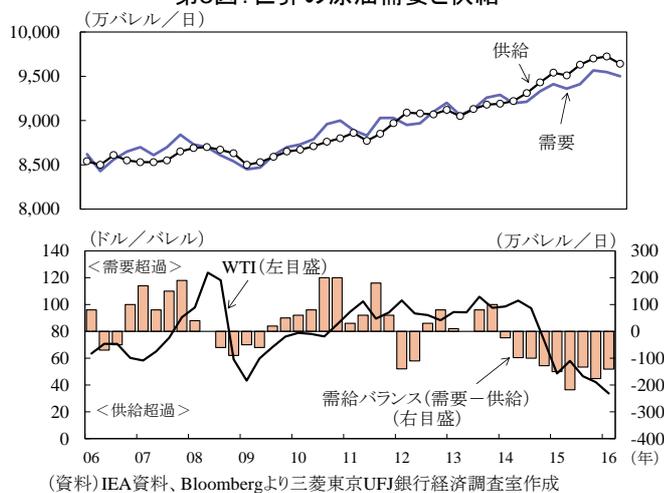
#### 2. 需要・供給動向

世界の原油需給バランスは供給超過が続いているが、1-3月期の超過幅は縮小した（第3図）。需要は前期比で減少したが、米国を中心に非OPEC諸国の供給減少の方が大きかったためである。

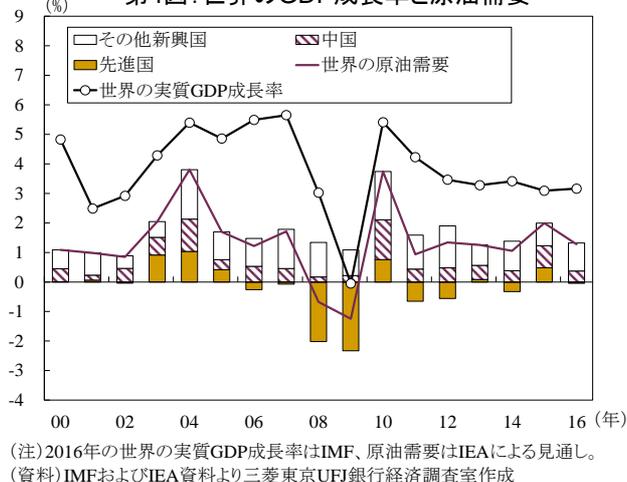
需要面では、1-3月期の世界の原油需要は前年比+1.5%と比較的高い伸びとなった。今後については、先進国の需要は高水準だった前年からの鈍化が予想されるが、中国やインドなど新興国の堅調な需要増加が見込まれることから、世界の原油需要は2016年通年で

底堅い伸びを維持するとみられる（第4図）。

第3図: 世界の原油需要と供給



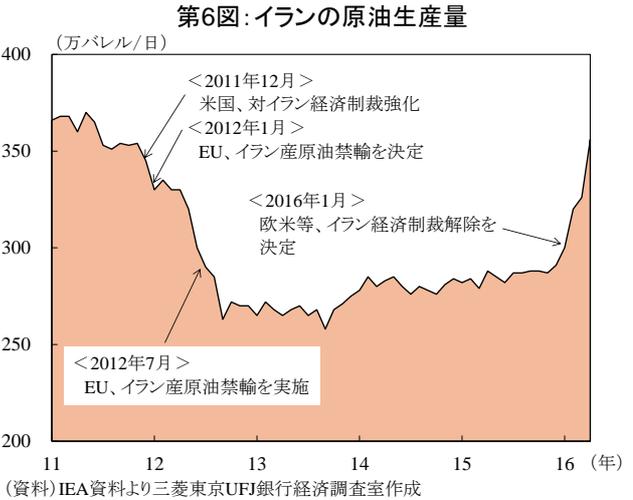
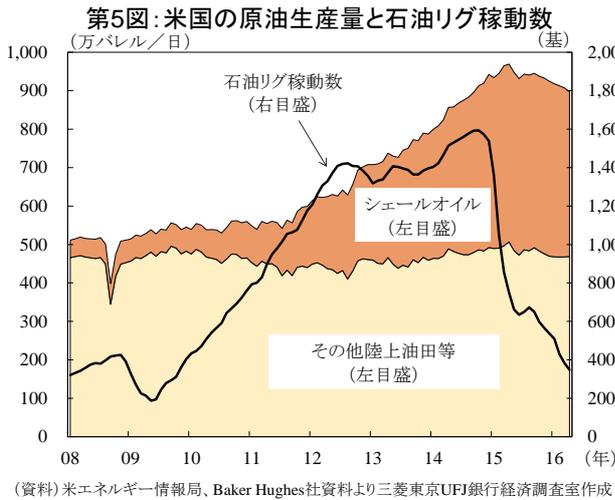
第4図: 世界のGDP成長率と原油需要



供給面では、米国のシェールオイル生産量は減少が続いており、今年に入り減少幅が拡大している（第5図）。原油価格の低迷とリグ稼働数の低下を踏まえると生産量は減少基調が続く、通年で前年から減少すると見込まれる。また、カナダでは、5月初めにオイルサンド（＝高粘度の原油を含む砂岩）の主要産地であるアルバータ州で発生した森林火災の影響により、石油生産施設は操業停止を余儀なくされている。ロイター通信の試算によれば、生産停止量は約100万バレル（日量、以下同様）とみられている。火災の沈静化に伴い石油生産は一部再開に向かっている模様だが、4-6月期のカナダの原油生産量は大きく落ち込むこととなろう。

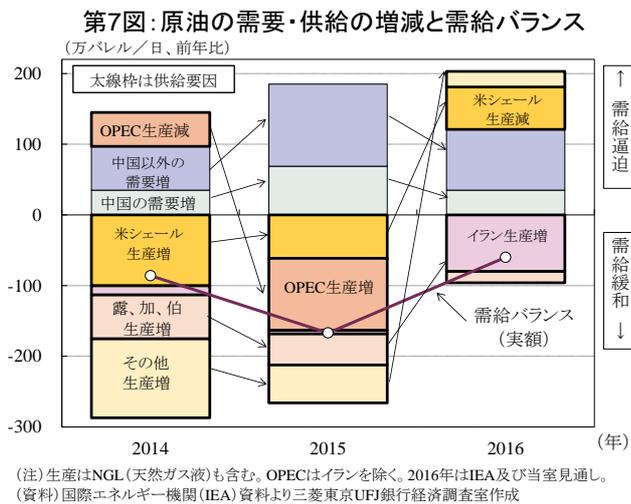
OPECについては、4月17日にOPEC加盟国（リビアを除く）とロシアとオマーン等による主要産油国会合が開催されたが、増産凍結合意は見送られた。サウジアラビアはイラン抜きで増産凍結はしないと主張したのに対し、イランは制裁前の水準に回復するまで増産するとの姿勢を堅持し、意見相違が解消しなかったためである。経済制裁解除に伴いイランは増産を続けており、4月の原油生産量は356万バレルと制裁強化前の水準に回復している（第6図）。輸出も中国向けを中心に増加していると伝えられており、今後も増産姿勢を維持するとみられる。他方、ナイジェリア（武装集団による石油生産施設襲撃）とリビア（東西勢力の対立）では生産量がやや減少しており、イラン増産分を小幅ながら相殺することとなろう。

6月2日にOPEC総会が予定されているが、原油価格が回復傾向にあることやサウジアラビアとイランの意見・政治的対立を踏まえると、増産凍結といった協調行動が決まる可能性は低い。



### 3. 価格の見通し

2016年の世界の需給バランス見通しを総括すると、イランの増産と米シェールオイルの生産減少がほぼ打ち消し合う形となり、結果として供給超過自体は続くとみられるものの、需要増加に伴い供給超過幅は縮小すると見込まれる(第7図)。こうした需給バランスの改善に伴い、原油価格は回復傾向を辿るとみられる。2016年4-12月のWTIは、各四半期の平均で45~52ドル台の推移が予想される。



原油価格の見通し

	WTI(期近物) (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
2015/Q1	48.6	▲50.7%
2015/Q2	58.0	▲43.7%
2015/Q3	46.5	▲52.2%
2015/Q4	42.2	▲42.4%
2016/Q1	33.6	▲30.8%
2016/Q2	45	▲22.3%
2016/Q3	48	3.2%
2016/Q4	52	23.3%
2017/Q1	54	60.6%
2017/Q2	54	20.0%
2017/Q3	55	14.6%
2017/Q4	55	5.8%
2015年	48.8	▲47.5%
2016年	45	▲8.4%
2017年	55	22.0%

(注) 期中平均価格

(篠原 令子)

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。