

内外経済の見通し

見通しの概要

～世界経済の回復ペースは依然緩やかにとどまる見通し～

日 本

～好循環の回転を原油価格の下落等がサポートし、景気は緩やかな回復が続く見通し～

米 国

～家計需要の拡大を牽引力に、緩やかな回復基調を維持する見通し～

西 欧

～ユーロ圏は原油安・ユーロ安が景気を下支えするも、1%弱の低成長が続く～

ア ジ ア

～資源安が内需拡大の支えとなるも、輸出の伸び悩みが成長ペースを抑制～

オーストラリア

～資源価格下落の影響で、景気は減速傾向が続く～

中南米

～ブラジルはリセッション入り、アルゼンチンは景気低迷が長期化～

原油価格

～供給超過が続き、原油価格の上値は重い見込み～

見通しの概要

世界経済の回復ペースは依然緩やかにとどまる見通し

世界経済は一部に弱さを抱えながらも全体として緩やかな回復基調にあるが、各地域それぞれに抱える課題は重く、この先 2015 年の成長ペースは、原油安の追い風を受けながらも、依然として緩やかなものにとどまる見通しである。多くの懸念材料の中でも、特に、①米国の金融緩和「出口戦略」開始がもたらす影響、②デフレ懸念を強める欧州と構造調整の只中にある中国の先行き、③資源価格下落とそれを背景としたロシアなど資源国を中心とした新興国経済の悪化などには、特別な留意が必要な状況である。

米国経済は、リーマン危機後の構造調整のさらなる進展を背景に、昨春以降、景気回復の足取りがより確かなものとなりつつある。危機後の設備投資長期抑制に起因する潜在成長率低下や、労働市場の弛み・賃金伸び悩みといった懸念材料も徐々に改善に向かいつつあり、この先、雇用・所得環境の改善に支えられて、原油安の追い風も受けつつ、回復ペースを緩やかに高めていくものと期待される。当面の米国経済にとって最大の課題は、何と言っても、未曾有の金融緩和からの出口戦略であろう。ドル高も含めた米国経済への成長下押し圧力の強さ、さらには、世界経済に与える影響に注視が怠れない。

欧州経済は、不調が深刻さを増していく状況には一旦歯止めが掛かった格好ながら、依然として回復の足取りは弱い。ロシア経済悪化の影響から目が離せない状況が続いているほか、消費者物価上昇率がマイナス圏まで落ち込むなど、デフレ突入の懸念も現実味を帯び始めている。周縁国経済の成長力の弱さや不良債権の増嵩など、2010年のソブリン危機を引き起こした根本問題が依然根強く残存していることもあり、ECBの大規模な量的緩和による成長下支えを勘案してもなお、持続的な成長経路に復するには未だ相当なステップが必要な情勢である。

アジア経済は、総じて安定した成長が続いているものの、そのペースは緩慢なものにとどまっている。この先も、域内 GDP の 6 割弱を占める中国経済が、様々な構造問題に対峙しつつ中期的に緩やかな減速を続けていく過程にあることから、大きく成長ペースが加速することは難しい情勢である。ただ、米国向けを中心とする輸出や成長力豊かな内需に支えられて、2015 年も、前年並みの実質 GDP 成長率（6%強）は確保し、引き続き世界の成長センターとしての位置付けは維持し得る見込みである。

こうしたなか、わが国経済は、消費増税に伴う駆け込み需要反動の悪影響がようやく和らぎ、昨秋以降、緩やかな回復基調に復している。輸出数量が円安の定着に支えられ増勢を加速させているほか、設備投資も堅調な企業収益を背景に持ち直しの兆しをみせている。この先 2015 年度についても、企業収益の拡大基調が継続する中で、賃金の増加や雇用の拡大を通じた家計所得の改善が経済の好循環を促し、景気は引き続き回復基調を維持するものと見込まれる。原油価格の下落や成長戦略をはじめとする各種政策効果の発現にも支えられ、2015 年度の実質 GDP 成長率は 2% 近い高めの水準を確保し得る見通しである。

(経済調査室長 松宮 基夫)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2013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	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
日本(年度ベース)	4.82	100	2.1	▲0.9	1.9	0.8	2.9	0.4	83	713	1,245
米国	16.77	348	2.2	2.4	2.9	1.5	1.6	0.3	▲4,003	▲4,014	▲3,303
ユーロ圏	12.72	264	▲0.4	0.9	0.8	1.3	0.4	▲0.2	3,026	2,954	2,784
ドイツ	3.64	76	0.1	1.6	1.3	1.6	0.8	0.3	2,549	2,649	2,599
フランス	2.74	57	0.3	0.4	0.5	1.0	0.6	0.0	▲369	▲277	▲216
イタリア	2.07	43	▲1.7	▲0.4	0.3	1.3	0.2	▲0.2	205	364	347
英国	2.54	53	1.7	2.6	2.7	2.6	1.5	0.2	▲1,199	▲1,529	▲1,149
アジア11カ国・地域	15.73	326	6.6	6.4	6.2	3.6	2.9	2.5	3,473	4,216	4,827
中国	9.49	197	7.7	7.4	6.9	2.6	2.0	1.6	1,828	2,483	2,213
インド(年度ベース)	1.86	39	6.9	7.4	7.6	9.5	6.9	6.5	▲324	▲378	▲286
NIEs4カ国	2.37	49	3.0	3.2	3.4	1.7	1.6	1.2	1,960	2,178	2,126
韓国	1.30	27	3.0	3.3	3.4	1.3	1.3	1.1	811	894	789
台湾	0.49	10	2.2	3.7	3.7	0.8	1.2	1.0	553	653	603
香港	0.27	6	2.9	2.3	3.0	4.3	4.4	3.1	51	48	84
シンガポール	0.30	6	4.4	2.9	3.4	2.4	1.0	0.3	545	582	650
ASEAN5カ国	2.01	42	5.1	4.6	5.2	4.5	4.5	4.4	9	278	207
インドネシア	0.87	18	5.6	5.0	5.4	6.4	6.4	6.9	▲291	▲218	▲192
マレーシア	0.31	6	4.7	6.0	4.8	2.1	3.1	3.6	126	152	125
タイ	0.39	8	2.9	0.7	3.9	2.2	1.9	1.0	▲25	135	94
フィリピン	0.27	6	7.2	6.1	6.2	2.9	4.2	2.7	104	114	96
ベトナム	0.17	4	5.4	6.0	5.9	6.6	4.1	3.2	95	94	85
オーストラリア	1.51	31	2.0	2.7	2.2	2.4	2.5	1.9	▲459	▲361	▲277
中南米7カ国	5.41	112	2.5	0.5	0.3	8.1	12.2	13.1	▲1,382	▲1,430	▲1,475
ブラジル	2.25	47	2.5	▲0.1	▲1.0	6.2	6.4	6.5	▲811	▲910	▲790
メキシコ	1.26	26	1.4	2.1	3.1	3.8	3.9	3.4	▲265	▲260	▲300
アルゼンチン	0.61	13	2.9	▲1.6	▲2.0	10.6	24.0	24.0	▲48	▲60	▲80
ロシア、中東欧3カ国	2.95	61	1.2	1.3	▲2.1	5.2	8.1	9.7	281	556	275
ロシア	2.10	43	1.3	0.6	▲4.1	6.8	11.4	13.1	341	567	370
チェコ	0.20	4	▲0.7	2.5	2.6	1.4	0.5	1.8	▲29	▲4	▲11
ハンガリー	0.13	3	1.1	3.1	2.3	1.7	▲0.1	2.0	39	38	26
ポーランド	0.52	11	1.7	3.0	3.2	0.9	0.0	1.1	▲70	▲45	▲110

(注)1.『2013年』と『2014年』(一部の国・地域を除く)は実績値、『2015年』は3月時点の見通し。

2.『名目GDP』と『経常収支』は、各為替レートの見通し値に基づいて米国ドル建てに換算したものを。

3.『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)。

4.『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。

5.『日本』、『インド』は、年度(4月～翌年3月)ベース。

6.『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、ペルーの計7カ国。

(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

～好循環の回転を原油価格の下落等がサポートし、景気は緩やかな回復が続く見通し～

1. 日本経済の概況

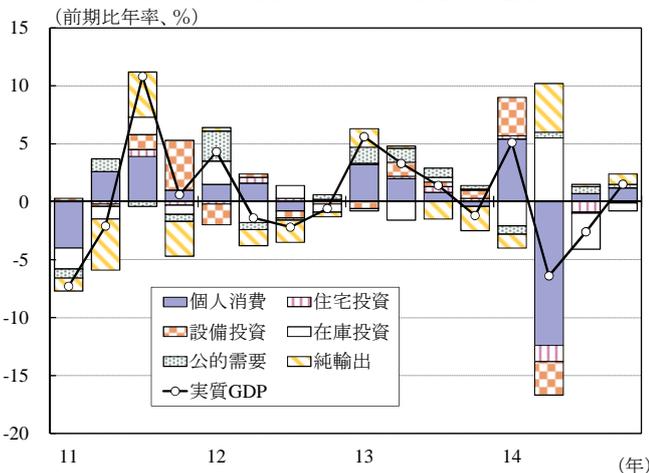
GDP は 3 四半期ぶりに増加も、回復ペースは緩やか

景気は回復基調を維持している。昨年 10-12 月期の実質 GDP (2 次速報値) は前期比年率+1.5%と、3 四半期ぶりにプラス成長となった。需要項目別では、輸出が 2 四半期続けて高めの伸びとなったほか、在庫投資も前期より押し下げ幅が大きく縮小した。一方、国内民間最終需要は、消費税引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響が和らぎ、全体としては持ち直しに転じたものの、そのペースは緩やかである (第 1 図)。民需の中心である個人消費の増勢があまり強まらなかったことが影響している。

消費増税に伴う駆け込み需要と反動減の動きは概ね収束

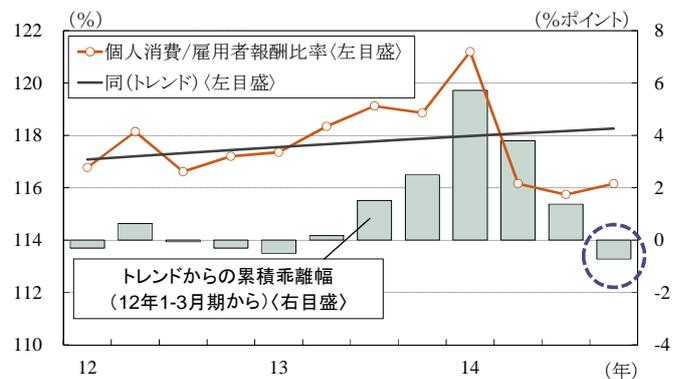
個人消費の先行きを見通す上で、駆け込み需要とそれに伴う反動減の動きが概ね収束したとみられる点は重要である。名目個人消費を名目雇用者報酬で除した擬似的な消費性向について、駆け込み需要が顕在化する前の 2012 年 1-3 月期を起点にトレンドからの累積乖離度をみると、昨年 10-12 月期にはゼロ以下の水準まで低下している (第 2 図)。駆け込み需要と反動減の大きさは事前の想定を上回り、個人消費の回復を遅らせる要因となってきたが、こうした下押し圧力は概ね解消したとみてよいだろう。今後には、所得の改善が支出の増加にスムーズに繋がる展開を予想する。

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: 個人消費/雇用者報酬比率の
実績とトレンドの推移



(注)『個人消費/雇用者報酬比率』は、名目個人消費を名目雇用者報酬で除したもの。『トレンド』は、HPフィルターにて算出。

(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今春闘では昨年を上回る賃上げが実現する公算

今後の家計所得、ひいては日本経済を見通す上で大きなポイントとなるのは、今春闘でどの程度の賃上げ率を実現するかであろう。賃金は、企業収益の改善を家計所得の拡大に繋ぐ結節点である。そこで、今春闘を取り巻く環境を昨年と比較すると、まず、労働分配率は円安等を背景とした企業収益の改善を受けて低下している一方、労働需給の引き締めりで企業の人手不足感は強まるなど、賃金引上げの余地は拡大しているといえる (第

1表)。また、消費者物価は、消費増税の直接的な影響を除いても昨年と比べ上昇率が高まっており、昨年を上回るベースアップが実現する条件は整っている。春闘を前に毎年実施されている労務行政研究所によるアンケート調査で、経済全体にとって“望ましい”賃上げ率を問うた結果をみても、経営側はやや慎重な面もあるが、労働者側は強気の姿勢を強めており、全体として賃上げに向けた気運が高まっていると解釈できる。今春闘では、昨年を上回る高めの賃上げ率を期待できそうだ。

原油価格の下落も 景気の追い風に

原油価格の下落も、海外への所得流出を抑制することを通じ、景気の追い風となる。10%の原油価格の下落が日本経済へ与える直接的な影響を試算すると、輸入金額を年間約1.4兆円減少させることで企業や家計などの国内経済主体の所得を同額改善させ、最終的には個人消費と設備投資を合計約0.5兆円、GDP比で約0.1%押し上げる効果を持つ（第2表）。直近1月の円建て原油輸入価格は前年同月比▲33%と大きく下落している。原油価格の下落は、一定の規模で今後の景気を下支え・底上げする要因となるだろう。

2015年度の成長率は2%近くに達する見通し

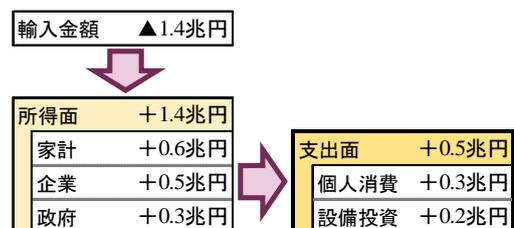
今年度の実質GDPは、年度前半を中心とした消費増税による下押しが影響し前年度比1%近いマイナスとなるが、2015年度については2%近い高めの成長率を確保する見通しである。円安基調の定着により企業収益の拡大基調が継続する中で、賃金の増加や雇用の拡大を通じた家計所得の回復が好循環の回転を促し、景気は回復基調を維持すると見込む。

第1表：春闘を取り巻く環境整理

	2014年 (昨年)	2015年 (今回)	賃上げ率 への影響	【参考】1997年 (デフレ直前)
労働分配率 (前年実績、%)	62.9	61.6	↑	66.9
雇用判断DI(「過剰」-「不足」) (前年12月時点、%ポイント)	▲10	▲15	↑	5
労働生産性上昇率 (前年実績、%)	2.7	0.4	↓	2.3
コア消費者物価上昇率 (前年実績、%)	0.4	1.1	↑	0.2
労働側からみた 望ましい賃上げ率	3.04	3.35	↑	3.60
経営側からみた 望ましい賃上げ率	2.46	2.52	→	2.50
賃上げ率(定昇+ベア) (当年実績、%)	2.19	2.5程度	-	2.90

(注)1.『コア消費者物価上昇率』は、消費税率引き上げの直接的な影響を除く。
2. 2015年の『賃上げ率』は当室による見通し。
(資料)各種統計・資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：「10%の原油価格下落」が及ぼす
日本経済への直接的な影響試算



(注)『所得面』には、消費者物価下落による家計の実質所得改善効果を含む。
(資料)各種統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 部門・項目別にみた現状と見通し

(1) 企業部門

輸出は、円安基調の定着に海外経済の緩やかな回復が加わることで、増勢が維持される見通し

輸出は増勢が強まっている。GDP ベースの実質輸出は昨年 10-12 月期に前期比年率+11.5%と、7-9 月期の同+6.2%に続き 2 四半期連続で増加し、増加率も上昇した。貿易統計から主要国・地域別の実質輸出額（≒輸出数量）を試算すると、EU 向けは減少が続いているものの、米国やアジア向けは増勢が強まる方向にある（第 3 図）。また、品目別では、一般機械や電気機器、化学製品などの増加が目立つ。既往の円安が日本製品の価格競争力の改善に寄与し、輸出の増勢を支えているとみられる。

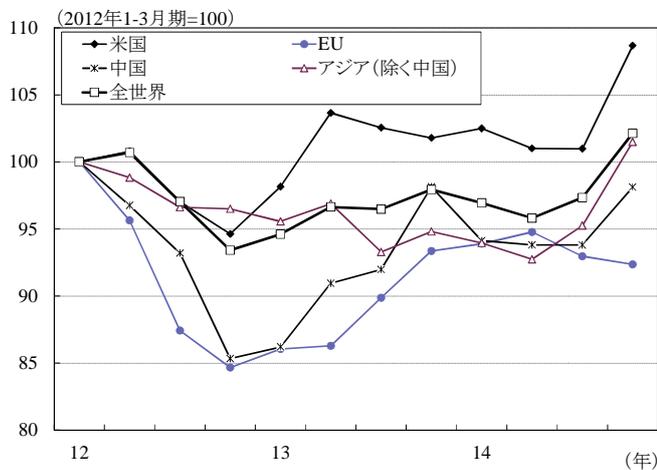
先行きについても、輸出は増加基調で推移する公算が大きい。円安基調の定着を背景とした価格競争力の高まりに加え、米国を中心とする海外経済の回復を受けて、所得面からも輸出の増勢が支えられる見通しである。

堅調な企業収益等を背景に、設備投資は徐々に増勢を強める公算

実質設備投資は昨年 10-12 月期に前期比年率▲0.3%と 3 四半期連続でマイナスとなった。もっとも、マイナス幅は縮小を続けており、足元では概ね横這い圏の動きとなっている。国内外の需要が持ち直す中で設備ストックの過剰感は解消されており、堅調な企業収益が投資の持ち直しに繋がりとつあると考えられる。

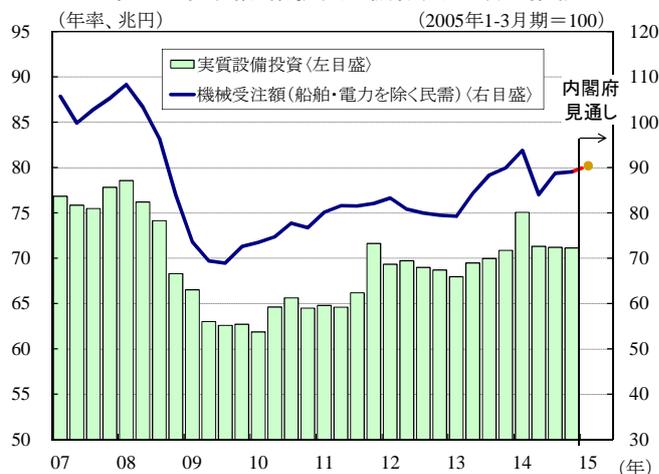
今後の設備投資については、先行指標である機械受注の動きなどからも、1-3 月期にはプラス転化する公算が大きい（第 4 図）。その後についても、企業収益は、10-12 月期の経常利益が過去最高を更新するなど、足元でも引き続き堅調に推移している。また、雇用の不足感に起因する省人化・省力化のニーズは高まっており、日銀による大規模緩和を背景に実質金利も低水準となっている。景気が安定感を増し、企業の先行き見通しがより改善されるにつれ、設備投資の増加ペースは高まっていくと予想する。

第3図：国・地域別の実質輸出額の推移



(資料) 財務省、日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：実質設備投資と機械受注額の推移



(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

来年度の個人消費は、実質所得の明確な改善を受け、反転増加へ

昨年10-12月期の実質個人消費は、前期比年率+2.0%と2四半期連続で増加しものの、力強さにはやや欠ける結果となった。消費増税に伴う駆け込み需要の反動の影響は、和らいできているものの、引き続き消費を抑制する要因として残ったとみられる。一方、消費者マインドの悪化には歯止めがかかっている（第3表）。景気ウォッチャー調査の「家計動向関連」指標や消費動向調査による「消費者態度指数」をみると、家計の景況感は、消費増税や天候不順などの影響で昨年の夏場から秋口にかけて悪化が続いたものの、足元では下げ止まり、回復しつつあることが示されている。

先行きの個人消費は、実質所得の着実な改善を受け、来年度には反転増加に向かうと予想する（第5図）。まず、賃金については、前述した通り今春闘で昨年を上回る賃上げ率が実現する可能性が大きく、ベースとなる所定内賃金は来年度には明確なプラスになると見込まれる。こうした賃金の上昇に、景気回復による雇用者数や所定外労働の増加が加わることで、来年度の名目雇用者報酬は今年度に続き高めの増加率を維持する見通しである。さらに、実質ベースでみると、原油価格の下落や、昨年4月に実施された消費増税の影響が一巡することが、所得面および消費の明確なプラス要因となるだろう。

住宅投資は、着工の持ち直しを受けて1-3月期にはプラス転化

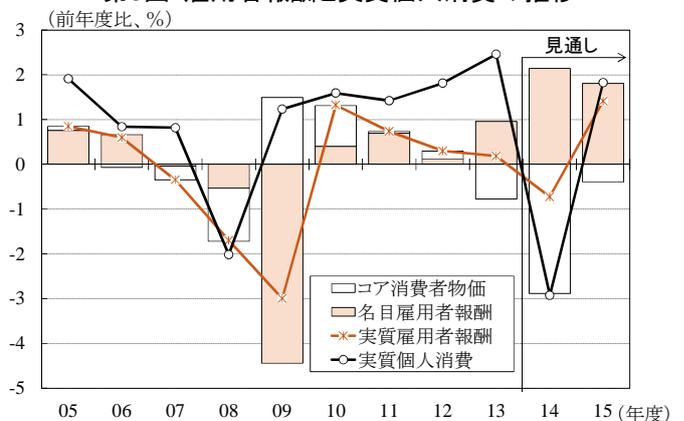
昨年10-12月期の実質住宅投資は前期比年率▲4.6%と3四半期連続で減少したものの、消費増税の影響は和らいできており、マイナス幅は大きく縮小した。住宅投資の先行指標である新設住宅着工件数は、貸家や持家を中心に緩やかな持ち直しが続いており、10-12月期には前期比+2.3%と3四半期ぶりにプラスに転じた。今後の住宅投資は、住宅着工件数の持ち直しが実際の工事の増加に繋がっていくことで、1-3月期には増加に転じる公算が大きい。

第3表：家計の景況感の推移

指標名		14年7月	8月	9月	10月	11月	12月	15年1月	2月
景気ウォッチャー調査	家計動向関連								
	小売関連	48.2	44.4	46.2	41.1	37.6	42.5	42.9	48.0
	飲食関連	49.1	45.7	43.5	37.8	38.6	45.1	39.7	49.4
	サービス関連	51.5	47.9	48.4	45.8	44.0	47.3	46.6	49.1
	住宅関連	51.2	49.4	46.8	42.6	39.1	44.8	46.6	48.1
消費動向調査	消費者態度指数								
	暮らし向き	38.5	39.1	37.1	36.4	34.9	36.0	35.8	-
	収入の増え方	39.1	38.5	38.2	38.0	37.6	38.7	38.5	-
	雇用環境	48.7	47.8	46.6	44.7	42.8	44.1	44.7	-
	耐久消費財の買い時判断	39.6	39.5	37.8	36.5	35.4	36.3	37.3	-

(注) 表の色付き部分は、指標が前月から改善したことを示す。
(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：雇用者報酬と実質個人消費の推移



(注) 『実質雇用者報酬』は、『名目雇用者報酬』を『コア消費者物価』で除したものである。

(資料) 内閣府、総務省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 政府部門

公共投資は予算の早期執行一巡により、増加幅が縮小

公共投資は高水準を維持しつつも、ピークアウトへ

実質公的需要は昨年 10-12 月期に前期比年率+1.3%と 3 四半期連続で増加したものの、その伸びは徐々に鈍化してきている（第 6 図）。公共投資が、2013 年度補正予算や 2014 年度予算の早期執行が一巡したことを受け、増加幅を大きく縮小させた。

今後は、2 月に成立した 2014 年度補正予算の執行が進むことになるが、その中身を見ると家計や企業の所得支援に重点が置かれており、公共投資の予算規模は前年度補正予算の半分以下に止められている。先行指標である公共工事の請負額と受注額は既に前年割れに転じており、この先の公共投資は高水準を維持しつつも、減少に転じる公算が大きい。

(4) 物価

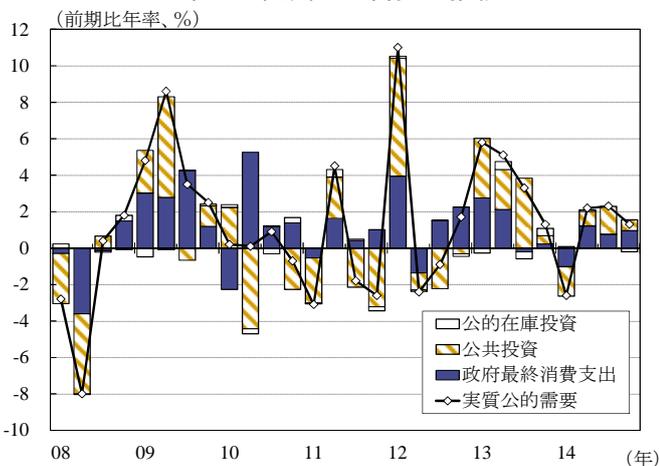
原油価格の大幅下落を背景に、消費者物価上昇率は縮小が続く

消費者物価上昇率は一旦ゼロ近傍まで縮小する公算

消費者物価は、生鮮食品を除くコアベース（消費税率引き上げの直接的な影響を除く）で昨年 10-12 月期に前年比+0.7%と 7 四半期連続で上昇したものの、4-6 月期の同+1.3%をピークに上昇率は縮小が続いた。原油価格の大幅下落による下押し圧力が強まってきていることが背景にある。一方、マクロ的な需給が改善方向にあることや、企業や家計のインフレ期待に一定の底堅さがみられることなどは、引き続き物価の上昇基調を支える要因となっている。

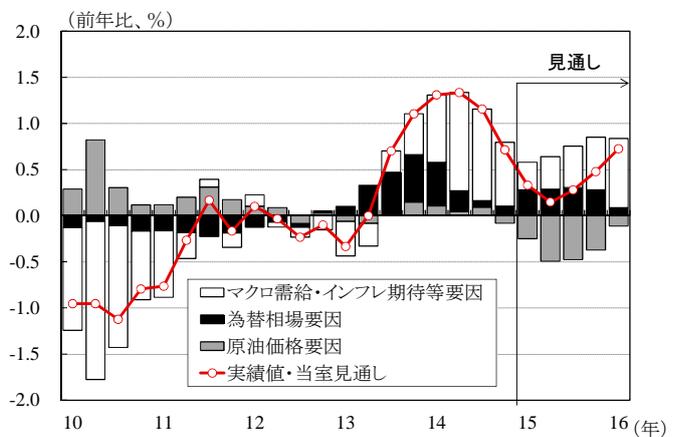
消費者物価上昇率は、原油価格下落の影響が最も強く現れる 2015 年度前半まではプラス幅の縮小が続き、一旦ゼロ近傍まで低下する公算が大きい。その後は、原油価格下落の影響が一巡する中で、マクロ需給の改善やインフレ期待の定着等を背景に、再び上昇率が拡大すると見込まれる（第 7 図）。2016 年 1-3 月期のコア消費者物価は前年比+0.7%まで持ち直すと予想するが、日銀が掲げる 2%の物価安定目標には届かない公算が大きい。

第6図: 実質公的需要の推移



(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 消費者物価(生鮮食品を除く総合、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース)の推移



(資料) 総務省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の現状と見通し

(1) 金融政策と長期金利

日銀は2015年度の物価見通しを下方修正したものの、2年で2%の物価安定の目標の達成見通しは維持

ファンダメンタルズ改善等の上向き圧力を、日銀の大規模緩和等がかなりの程度吸収し、長期金利の上昇ペースはごく緩やかに

日銀は昨年10月31日に強化した『量的・質的金融緩和』を継続している。日銀保有の長期国債残高は、昨年12月末には目標通り200兆円まで増加し、その平均残存期間も6年超まで長期化した。日銀は追加緩和後に掲げた買入れ目標を着実に実行しているといえる。こうした中、1月の金融政策決定会合で行った『展望レポート』の中間評価では、原油価格の下落による影響などを反映し、2015年度のコア消費者物価見通しを前年度比+1.0%にまで大きく引き下げたが、2015年度を中心とする見通し期間の中盤に消費者物価上昇率が2%に達するという見通しは維持した。

黒田総裁は最近の記者会見で、原油価格の下落は中長期的には経済活動の改善を通じて物価を押し上げる方向に働くことを強調している。また、物価の基調を決定するのはマクロ的な需給ギャップと予想物価上昇率であるとし、原油価格が下落している中でも企業や家計の中長期的なインフレ期待はしっかりと維持されているとの認識も示している。こうした発言などを受け、市場では追加緩和への期待が足元でやや後退している模様だ。

10年物国債利回りは、昨年10月の日銀の追加緩和決定後に一段と低下基調が強まり、年明け1月中旬には史上初の0.1%台をつけた。その後は、ボラティリティが急激に高まる中で上昇基調に転じており、足元では0.4%前後で推移している。長期金利が0.2%を切るような異例の低水準では、多くの買い手にとって魅力が薄れ、あるいは先行きの反転リスクがより警戒されるようになったとみられ、長期金利が上昇した一つの要因になったと考えられる。国債の応札倍率は低下傾向を辿り、小さければより好調な入札とされるテール（平均落札価格と最低落札価格の差）も大きく上昇している（第8図）。

もともと、金利が上昇し国債価格がある程度低下してくれば、長期金利の動きは次第に安定し、ファンダメンタルズや金融政策などに即した動きに収斂していく展開となるだろう。先行きでは、日本経済の成長力の改善基調の強まりや、利上げが視野に入っている米国金利が上昇方向に推移することなどが長期金利の押し上げ要因となる一方、日銀の大規模な金融緩和の継続や、ECBによる量的緩和策導入を背景とした欧州金利の低下などが押し上げ圧力の大部分を吸収し、長期金利は上昇するも、そのペースは当面ごく緩やかに止まると予想する。

(2) 為替

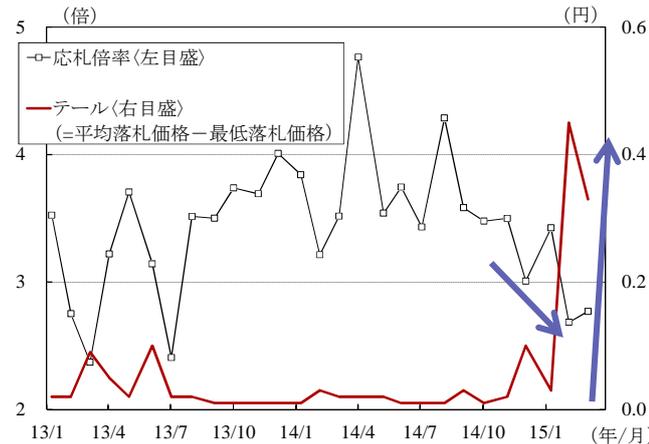
円ドル相場は急速な円安の動きが足元で一服

円ドル相場は、日銀による追加緩和直前である昨年10月中旬の1ドル105円程度から12月上旬には122円近くまで急ピッチで円安が進んだが、その後はやや方向感を欠く展開となり、足元では概ね1ドル121円前後での取引が続いている。円相場の水準について、日本の貿易相手国の対円レートを加重平均し、インフレ率格差を調整した実質実効為替レートでみると、昨年12月には1973年の変動相場制移行直前の水準まで円安が進んだが、1月には若干上昇している。日銀が大規模な追加緩和を実施した昨年10月以降の日米の金利差（米国－日本）の推移をみると、長期的な成長期待やインフレ動向が反映されやすい10年物国債金利差は殆ど拡大していない。これまでの円安の動きを支えてきたとされるマクロ環境面の裏づけはそれほど強くない可能性があり、円安のさらなる進行が今年に入って一服している一つの要因になっていると考えられる。

日米長期金利差の拡大等を背景に、緩やかな円安基調が続く見通し

先行きについては、やや長い目でみれば、日本の長期金利が日銀の大規模緩和の継続等を背景に低位に押し留められる一方、米国の長期金利は、中長期的なインフレ期待や成長期待の安定等を背景に上昇基調で推移すると見込まれ、日米の長期金利差は次第に拡大していくと予想される。リーマン・ショック後の円ドル相場の動きと相関が強い日米マネタリーベース比（日本÷米国）も、両国の金融政策の方向性の違いから上昇基調が続くことが想定され、円ドル相場は円安基調を維持する公算が大きい（第9図）。

第8図：10年物国債の応札倍率とテールの推移



(注)『応札倍率』は「応募額」を「落札・割当額」で除したもの。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：円ドル相場と日米のマネタリーベース比、長期金利差の推移



(資料) Bloomberg、日本銀行統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(鶴田 零、宮道 貴之、金堀 徹、玉城 重人、横田 裕輔)

日本経済・金融見通し

2014年10～12月期のGDP統計（2次速報値）反映後

見通し→

	2013				2014				2015				2016	2013年度	2014年度	2015年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	5.6	3.3	1.4	▲ 1.2	5.1	▲ 6.4	▲ 2.6	1.5	3.0	2.5	1.9	1.5	1.6	2.1	▲ 0.9	1.9
個人消費	5.2	3.3	1.3	▲ 0.7	9.0	▲ 18.7	1.1	2.0	2.3	2.3	1.8	0.9	0.8	2.5	▲ 2.9	1.8
住宅投資	4.5	7.8	17.7	10.7	10.0	▲ 35.3	▲ 25.1	▲ 4.6	6.6	3.2	2.4	2.0	1.6	9.3	▲ 11.9	0.5
設備投資	▲ 4.3	9.2	3.0	5.2	25.8	▲ 18.5	▲ 0.6	▲ 0.3	4.0	5.9	6.1	5.5	5.8	4.0	▲ 0.2	4.4
在庫投資（寄与度）	▲ 0.2	▲ 1.6	0.4	0.1	▲ 2.1	5.5	▲ 3.1	▲ 0.7	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.5	0.4	▲ 0.1
公的需要	5.8	5.1	3.3	1.3	▲ 2.6	2.2	2.3	1.3	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 1.8	▲ 0.6	0.4	3.2	0.9	▲ 0.4
うち、公共投資	21.1	13.4	23.6	2.6	▲ 8.6	4.5	8.7	3.3	▲ 4.7	▲ 6.2	▲ 12.9	▲ 7.0	▲ 1.2	10.3	2.7	▲ 5.5
純輸出（寄与度）	1.6	0.2	▲ 1.5	▲ 2.1	▲ 1.2	4.2	0.2	0.9	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	▲ 0.5	0.7	0.5
財貨・サービスの輸出	18.4	12.8	▲ 2.0	▲ 0.7	28.8	▲ 1.3	6.2	11.5	5.8	4.9	4.1	3.8	3.6	4.7	7.3	5.6
財貨・サービスの輸入	5.5	9.7	7.2	12.5	30.3	▲ 19.7	4.2	5.3	2.6	3.2	2.8	2.5	2.7	6.7	2.9	3.2
名目GDP（前期比年率、%）	4.7	2.1	1.2	▲ 0.3	5.6	1.2	▲ 3.5	3.9	8.0	4.0	0.5	0.8	2.1	1.8	1.6	3.0
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	0.1	2.2	2.0	2.4	3.4	1.9	1.7	0.8	0.0	▲ 0.3	2.5	1.1
鉱工業生産（前期比、%）	0.5	1.6	1.8	1.8	2.9	▲ 3.8	▲ 1.9	1.7	3.0	0.1	0.7	0.7	0.7	3.2	▲ 0.4	3.8
国内企業物価（前年比、%）	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	2.0	4.3	4.0	2.4	▲ 2.2	▲ 4.1	▲ 3.8	▲ 2.8	3.8	1.9	2.1	▲ 1.7
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	3.3	3.2	2.7	2.3	0.1	0.3	0.5	0.7	0.8	2.9	0.4
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	▲ 1,947	▲ 1,664	▲ 2,314	▲ 2,805	▲ 3,907	▲ 2,211	▲ 2,589	▲ 1,801	▲ 1,176	▲ 677	▲ 1,304	▲ 1,649	▲ 1,724	▲ 10,971	▲ 7,777	▲ 5,355
経常収支（10億円）	922	1,845	565	1	▲ 1,378	688	603	2,838	3,697	4,226	3,694	3,446	3,467	831	7,826	14,833
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	0-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
10年物国債利回り（%）	0.7	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.5	0.6
円相場（円／ドル）	92	99	99	101	103	102	104	115	118	118	119	120	121	100	110	119

（注）『無担保コール翌日物』は、2013年1～3月期が誘導目標（期末値）、2013年4～6月期以後が取引金利（期末月の月中平均値）。『3ヵ月物ユーロ円TIBOR』、『10年物国債利回り』、『円相場』は、期中平均値。
 （資料）各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)
2015年3月11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)

	2012年度	2013年度	2014年			2014年				2015年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.0	2.1	▲ 6.4 (▲ 0.3)	▲ 2.6 (▲ 1.4)	1.5 (▲ 0.8)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.1	1.9	▲ 3.4 (▲ 0.9)	▲ 0.1 (▲ 1.6)	0.8 (▲ 1.3)	1.3 (▲ 0.7)	0.1 (▲ 0.9)	0.0 (▲ 2.0)	▲ 0.3 (▲ 0.9)	
鉱工業生産指数	▲ 2.9	3.2	▲ 3.8 (2.7)	▲ 1.9 (▲ 1.0)	1.7 (▲ 1.5)	2.9 (0.8)	0.4 (▲ 0.8)	▲ 0.5 (▲ 3.7)	0.8 (0.1)	4.0 (▲ 2.6)
鉱工業出荷指数	▲ 1.8	2.9	▲ 6.8 (1.3)	▲ 0.8 (▲ 0.5)	2.2 (▲ 1.6)	4.4 (1.7)	0.6 (▲ 0.4)	▲ 1.4 (▲ 4.5)	1.0 (0.3)	5.8 (▲ 1.9)
製品在庫指数	▲ 3.0	▲ 1.4	4.6 (2.8)	1.1 (4.0)	▲ 0.1 (5.9)	▲ 0.7 (4.0)	▲ 0.4 (3.8)	1.1 (6.5)	▲ 0.7 (5.9)	▲ 0.6 (5.7)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.4	106.2	107.7 [108.3]	113.0 [109.4]	113.8 [104.6]	111.4 [108.2]	112.3 [105.5]	117.0 [104.3]	112.0 [104.1]	108.1 [99.3]
国内企業物価指数	▲ 1.1	1.9	3.0 (4.3)	0.5 (4.0)	▲ 1.3 (2.4)	0.0 (3.6)	▲ 0.8 (2.9)	▲ 0.3 (2.6)	▲ 0.5 (1.8)	▲ 1.3 (0.3)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.2	0.8	2.7 (3.3)	0.2 (3.2)	▲ 0.1 (2.7)	▲ 0.1 (3.0)	0.0 (2.9)	0.0 (2.7)	0.0 (2.5)	▲ 0.3 (2.2)
稼働率指数 (2010年=100)	95.4	100.0	101.4 [96.3]	98.1 [97.8]	100.7 [100.2]	99.9 [98.9]	100.6 [99.4]	99.8 [99.9]	101.8 [101.4]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 3.0	11.5	▲ 10.4 (▲ 0.4)	5.6 (2.4)	0.4 (▲ 2.6)	2.9 (7.3)	▲ 6.4 (▲ 4.9)	1.3 (▲ 14.6)	8.3 (11.4)	▲ 1.7 (1.9)
製造業	▲ 10.1	10.2	▲ 8.5 (4.1)	12.6 (10.2)	0.8 (8.6)	12.0 (13.4)	▲ 5.5 (2.9)	▲ 7.0 (▲ 4.8)	24.1 (27.1)	▲ 11.3 (7.3)
非製造業 (除く船舶、電力)	2.8	12.1	▲ 6.7 (▲ 3.1)	▲ 1.2 (▲ 2.7)	▲ 0.7 (▲ 9.6)	1.7 (3.5)	▲ 7.5 (▲ 10.2)	0.5 (▲ 21.2)	7.2 (2.0)	3.7 (▲ 1.9)
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 6.0	5.6	▲ 8.0 (8.1)	0.1 (7.2)	3.7 (5.3)	2.7 (7.9)	6.2 (6.2)	▲ 2.8 (2.0)	1.3 (7.6)	12.8 (3.7)
建設受注	2.4	20.1	(35.9)	(▲ 15.0)	(12.9)	(▲ 40.3)	(15.7)	(16.9)	(7.5)	(27.5)
民需	2.6	14.2	(9.5)	(▲ 26.4)	(8.9)	(▲ 45.2)	(▲ 2.2)	(32.0)	(4.6)	(43.6)
官公庁	5.3	31.2	(143.0)	(0.6)	(14.1)	(▲ 32.9)	(41.1)	(20.9)	(▲ 5.8)	(27.9)
公共工事請負金額	10.3	17.7	(14.4)	(▲ 3.9)	(▲ 6.0)	(▲ 8.2)	(▲ 7.4)	(▲ 10.4)	(1.0)	(▲ 13.7)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	89.3 (6.2)	98.7 (10.6)	89.1 (▲ 9.3)	86.8 (▲ 13.6)	86.8 (▲ 13.8)	87.7 (▲ 14.3)	88.6 (▲ 12.3)	87.3 (▲ 14.3)	88.3 (▲ 14.7)	86.4 (▲ 13.0)
新設住宅床面積	(4.8)	(9.9)	(▲ 13.4)	(▲ 17.9)	(▲ 19.3)	(▲ 18.6)	(▲ 17.6)	(▲ 20.7)	(▲ 19.5)	(▲ 17.3)
小売業販売額	0.3	2.9	(▲ 1.8)	(1.4)	(0.6)	(2.3)	(1.4)	(0.5)	(0.1)	(▲ 2.0)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.6	0.9	▲ 8.1 (▲ 5.2)	0.0 (▲ 5.4)	1.4 (▲ 3.4)	1.1 (▲ 5.6)	0.7 (▲ 4.0)	0.4 (▲ 2.5)	0.2 (▲ 3.4)	▲ 0.3 (▲ 5.1)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.8	75.5	74.0 [74.2]	74.7 [74.9]	74.0 [74.6]	75.1 [75.3]	74.2 [75.5]	75.5 [74.6]	73.8 [75.2]	74.6 [75.3]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.3	4.4	0.6 (5.1)	▲ 2.0 (2.2)	0.0 (0.5)	1.5 (2.9)	0.0 (1.8)	▲ 0.7 (0.0)	▲ 0.3 (0.0)	1.9 (1.0)
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.1	(0.8)	(1.5)	(0.7)	(0.7)	(0.2)	(0.1)	(1.3)	(1.3)
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	107	45	65	76	76	75	73	74	80	82
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.82	0.97	1.09 [0.90]	1.10 [0.95]	1.12 [1.01]	1.10 [0.96]	1.10 [0.99]	1.12 [1.01]	1.14 [1.03]	1.14 [1.04]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.3	3.9	3.6	3.6	3.5	3.6	3.5	3.5	3.4	3.6
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.3	54.0	44.8 [55.1]	48.7 [52.1]	43.6 [53.7]	47.4 [52.8]	44.0 [51.8]	41.5 [53.5]	45.2 [55.7]	45.6 [54.7]
企業倒産件数 (実数、件数)	11,719 (▲ 7.7)	10,536 (▲ 10.0)	2,613 (▲ 8.0)	2,436 (▲ 8.5)	2,222 (▲ 13.5)	827 (0.8)	800 (▲ 16.5)	736 (▲ 14.6)	686 (▲ 8.5)	721 (▲ 16.5)

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)

	2012年度	2013年度	2014年			2014年				2015年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	
通関輸出	▲2.1	10.8	(0.1)	(3.2)	(9.2)	(6.9)	(9.6)	(4.9)	(12.8)	(17.0)
価格	4.0	10.2	(1.1)	(2.8)	(6.6)	(4.0)	(4.6)	(6.7)	(8.6)	(5.3)
数量	▲5.8	0.6	(▲1.0)	(0.3)	(2.4)	(2.8)	(4.8)	(▲1.7)	(3.9)	(11.1)
通関輸入	3.4	17.4	(2.7)	(2.4)	(1.2)	(6.3)	(3.1)	(▲1.6)	(1.9)	(▲9.0)
価格	2.5	14.6	(2.1)	(3.1)	(4.8)	(3.2)	(4.9)	(5.8)	(3.8)	(▲2.9)
数量	1.0	2.3	(0.5)	(▲0.6)	(▲3.5)	(3.0)	(▲1.7)	(▲7.0)	(▲1.8)	(▲6.3)
経常収支(億円)	42,233	8,312	3,571	16,345	14,537	9,830	8,334	4,330	1,872	614
貿易収支(億円)	▲52,474	▲109,709	▲20,230	▲24,227	▲17,990	▲7,107	▲7,666	▲6,368	▲3,956	▲8,642
サービス収支(億円)	▲41,864	▲34,522	▲8,970	▲9,198	▲6,570	▲1,995	▲2,165	▲1,063	▲3,342	▲4,013
金融収支(億円)	20,255	▲23,521	18,909	27,583	22,594	16,649	12,077	5,064	5,452	▲3,584
外貨準備高(百万ドル)	1,254,356	1,279,346	1,283,921	1,264,405	1,260,548	1,264,405	1,265,925	1,269,079	1,260,548	1,261,103
対ドル円レート(期中平均)	83.08	100.23	102.13	103.92	114.56	107.09	108.06	116.22	119.40	118.24

3. 金融

	2012年度	2013年度	2014年			2014年				2015年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	
無担保コール翌日物金利	0.083	0.073	0.067 [0.073]	0.067 [0.073]	0.064 [0.072]	0.066 [0.072]	0.059 [0.070]	0.065 [0.073]	0.068 [0.074]	0.074 [0.073]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.312	0.223	0.211 [0.228]	0.210 [0.228]	0.184 [0.220]	0.210 [0.228]	0.192 [0.221]	0.182 [0.220]	0.179 [0.220]	0.173 [0.220]
新発10年国債利回り	0.560	0.640	0.565 [0.855]	0.525 [0.680]	0.330 [0.735]	0.525 [0.680]	0.450 [0.590]	0.420 [0.600]	0.330 [0.735]	0.275 [0.620]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.184	1.077	1.067 (▲0.010)	1.048 (▲0.019)	1.025 (▲0.023)	1.048 (▲0.013)	1.041 (▲0.007)	1.037 (▲0.004)	1.025 (▲0.012)	1.024 (▲0.001)
日経平均株価 (225種、末値)	12,398	14,828	15,162 [13,677]	16,174 [14,456]	17,451 [16,291]	16,174 [14,456]	16,414 [14,328]	17,460 [15,662]	17,451 [16,291]	17,674 [14,915]
M2平残	(2.5)	(3.9)	(3.2)	(3.0)	(3.5)	(3.1)	(3.2)	(3.6)	(3.6)	(3.4)
広義流動性平残	(1.0)	(3.7)	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.3)	(3.3)	(3.5)	(3.5)	(3.4)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.9)	(2.0)	(2.2)	(2.5)	(2.3)	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.5)
	銀行計	(1.1)	(2.3)	(2.3)	(2.7)	(2.4)	(2.4)	(2.8)	(2.8)	(2.6)
	都銀等	(▲0.2)	(1.7)	(1.3)	(1.1)	(1.7)	(1.2)	(1.3)	(2.0)	(1.4)
	地銀	(2.9)	(3.3)	(3.6)	(3.7)	(3.8)	(3.7)	(3.7)	(3.8)	(3.9)
	地銀Ⅱ	(0.8)	(1.4)	(2.5)	(2.9)	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(3.2)	(3.2)
信金	(▲0.7)	(0.3)	(1.2)	(1.4)	(1.5)	(1.4)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.2)	(3.8)	(2.8)	(2.8)	(3.8)	(2.9)	(3.3)	(4.0)	(4.2)
	都銀	(1.8)	(3.7)	(2.1)	(2.4)	(4.4)	(2.7)	(3.4)	(4.8)	(4.7)
	地銀	(2.8)	(4.3)	(3.6)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(2.9)
	地銀Ⅱ	(1.8)	(2.5)	(3.0)	(3.1)	(3.3)	(3.0)	(3.3)	(3.3)	(3.1)

(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

～家計需要の拡大を牽引力に、緩やかな回復基調を維持する見通し～

1. 米国経済の現状

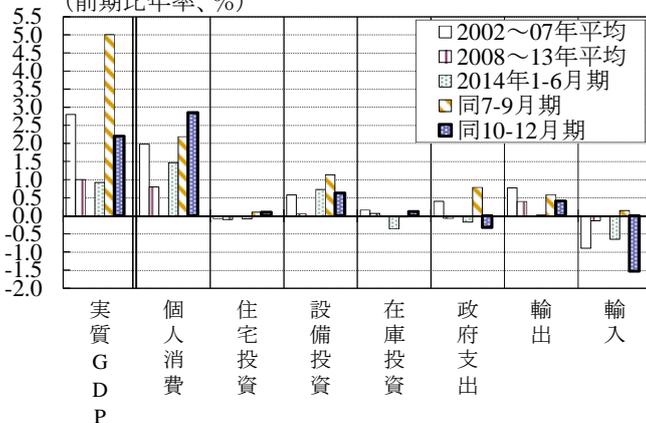
10-12 月期の実質 GDP 成長率は、底堅さを維持

米国経済は緩やかな回復基調が続いている。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+2.2%と、輸入（同+10.1%）の急増や政府支出のうち国防費（同▲12.4%）の大幅減少等を背景に 7-9 月期（同+5.0%）から減速したものの、個人消費（同+4.2%）を中心とした国内民間需要は底堅さを維持した（第 1 図）。

企業の設備投資が足元鈍化する一方、個人消費は底堅さを増す傾向

個別の指標をみると、部門毎の回復ペースに、足元でもばらつきがみられる。企業部門では、製造業生産が底堅く推移し、設備稼働率は危機前平均を上回る水準が続いているものの、ドル高やエネルギー産業で顕在化している原油安のマイナスの影響等を受けて、景況感の改善には頭打ちの兆しがみられる（第 1 表）。資本財受注も勢いを欠いており、10-12 月期の GDP ベースの機械設備投資は前期比年率+0.9%（7-9 月期：同+11.0%）と伸びが大幅に鈍化した。他方、家計部門では、住宅市場の回復がやや勢いを欠くものの、労働市場の改善が続いていることに加えて、原油安による実質所得拡大も追い風となり、個人消費は底堅さを増す傾向にある。

第1図: 実質GDP成長率と需要項目別の寄与度
(前期比年率、%)



(注) 需要項目は、『実質GDP成長率』に対する前期比年率の寄与度。
(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1表: 主要経済指標

	危機前平均	2014年		2015年		評価	
		11月	12月	1月	2月		
企業	製造業生産指数(前年比、%)	2.8	4.9	4.7	6.0	—	○
	製造業設備稼働率(%)	77.3	79.0	78.9	78.9	—	○
	製造業ISM指数(%)	55.5	57.6	55.1	53.5	52.9	△
	非国防資本財受注(除航空機)(前年比、%)	7.9	1.4	1.6	4.2	—	×
家計	コア小売売上高(前年比、%)	5.8	4.7	4.5	5.6	—	△
	自動車販売台数(年率、百万台)	16.8	17.1	16.8	16.6	16.7	△
	新築住宅販売戸数(年率、万戸)	117	45	48	48	—	×
	中古住宅販売戸数(年率、万戸)	672	495	507	482	—	△
	非農業部門雇用者数(前月差、万人)	15.2	42.3	32.9	23.9	29.5	○
時間当たり賃金(前年比、%)	2.8	2.3	1.9	2.0	1.6	△	

(注) 1. 『コア小売売上高』は、自動車、ガソリン、建材・園芸用品を除いたもの。
2. 『時間当たり賃金』は、民間の生産従事者・非管理労働者ベース。
3. 『評価』は、直近3ヵ月の伸び/水準が危機前平均(2003年7月~2006年)を上回る場合「○」、下回る(5割以上)場合「△」、5割以下の場合「×」とした。

(資料) FRB、米国商務省、全米不動産協会、米国労働省統計より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

(1) 実体経済

家計需要の拡大を牽引力に、緩やかな回復基調を維持する見通し

先行きの米国経済は、家計需要の拡大を牽引力に、緩やかな回復基調を維持する見通しである（第 2 図）。雇用者数が着実に増加する中、家計全体でみた所得の増加ペースは足元で加速している。時間当たり賃金の回復

ペースは依然緩やかながら、この先、労働需給と生産性の改善に合わせて、徐々に伸びを高めていくと予想される。また、当面は原油安による実質所得押し上げも個人消費の底上げに寄与するだろう。ドル高や海外経済の減速、原油安によるエネルギー産業の業績悪化などは企業活動の抑制要因となるものの、家計部門の回復が底堅さを増していくことで、経済全体でのマイナスの影響はある程度相殺される見込みだ。

出口戦略を受けた 金融市場や新興国 経済の反応には、幅 広い注視が必要

景気下振れのリスクは、大幅な金融緩和状態からの出口戦略の影響が想定以上に大きくなることである。株式市場では2月末にかけて、各国・地域の中銀による金融緩和実施等を背景に、世界的に株価が上昇方向にあった。但し、足元ではFRBによる利上げ実施への警戒感の高まりを受けて、株価は下落傾向にある(第3図)。今後、出口戦略が進展する中で、国内外の金融市場や新興国経済が大きく混乱する場合には、米国経済への下押し圧力が強まる虞がある。

政治面では3月15日に債務上限の一時撤廃期限が到来するが、秋頃までは新規国債を発行せずとも財務省の資金繰りにより何とか対応が可能とみられている。また、来年には大統領選挙を控える中、デフォルトに至るまでの事態悪化は回避される公算が高い。但し、財政運営を巡る一時的な混乱が、企業や家計のマインド悪化を通じて景気を下押しするリスクには警戒しておく必要があるだろう。



(注)『潜在実質GDP成長率』は、米国議会予算局(CBO)による推計値。
(資料)米国商務省統計、議会予算局資料等より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注)『先進国株価』と『新興国株価』はMSCIインデックス。
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門と企業部門

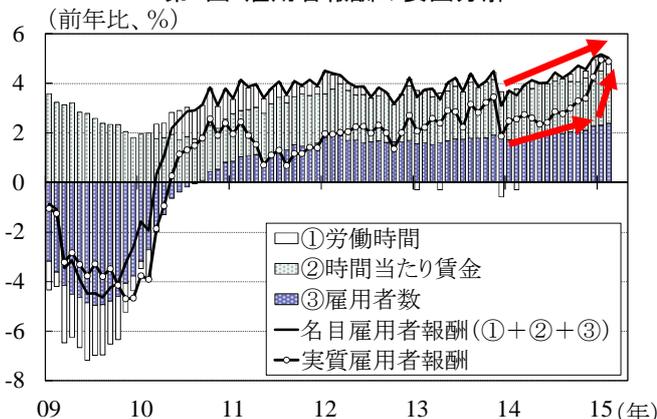
家計需要は、雇用・ 所得環境の改善や 原油安を追い風に、 底堅さを増してい く見込み

先行きの家計需要は、金融危機以降の債務圧縮に伴う消費抑制の影響が一巡する中で、雇用・所得環境の改善持続や原油安を背景に、底堅さを増していく見込みだ。労働市場では、失業者に占める自発的離職者の割合が上昇し、また、労働参加率の低下にも底打ちの兆しがみられるなど、労働需給の緩やかな改善が続いている。こうした中、雇用者数の増加と労働時

間の拡大を背景に、名目雇用者報酬の増加ペースは速まっている（第4図）。更に、原油安やドル高を背景としたインフレ鈍化を受けて、実質ペースでの伸び率は一段と加速している。

先行きも家計所得が拡大基調を維持する上で、鍵を握るのは賃金の回復動向だ。雇用統計ベースの時間当たり賃金の伸びは、依然として前年比+2%程度に止まっているものの、前述した労働需給の改善は、いずれ賃金面にも反映されてくると期待される。また、家計需要の拡大を下支えに、今後も企業の設備投資が底堅さを維持することで、金融危機以降、生産性向上の妨げを通じて賃金上昇を抑制してきた資本装備率の低下にも歯止めがかかると予想される（第5図）。この先、労働需給の改善と生産性向上の進展が賃金押し上げに寄与し、所得拡大が持続することで、家計需要は個人消費を中心に回復基調を維持する公算が高い。

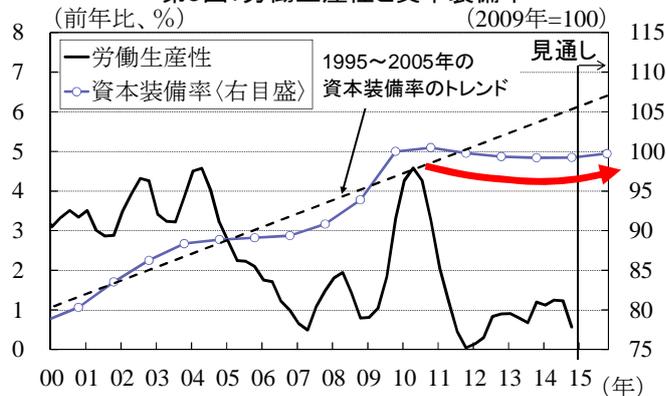
第4図：雇用者報酬の要因分解



(注)『実質雇用者報酬』は、個人消費支出デフレーターにより実質化。直近は、デフレーターが前月から横這いとして試算。

(資料)米国労働省、商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：労働生産性と資本装備率



(注)1.『資本装備率』は、実質資本ストック÷労働投入量(労働者数×労働時間)であり、直近の実質資本ストックは過去の償却率を基に推計。

2.『労働生産性』は、4四半期移動平均値。

(資料)米国商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

企業活動は家計需要の拡大を下支えとして、底堅さを維持する公算

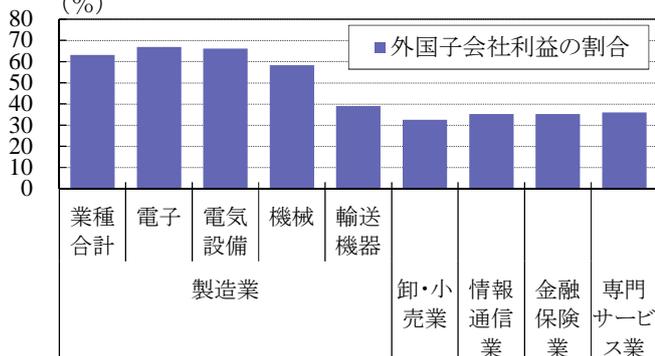
企業部門では、①ドル高の進展や、②エネルギー産業を中心に顕在化してきている原油安のマイナスの影響が下押し要因となる見込みだ。まず、①点目のドル高の影響を貿易面からみると、輸出先の成長ペース鈍化に加え、ドル高によって企業の価格競争力が低下することで、輸出数量への下押し圧力が掛かってくると予想される。また、価格競争力の低下を避けるべく、企業がドル建ての輸出価格を引き下げれば、収益減につながり得る。ドル高が企業利益に及ぼす影響では、企業全体の付加価値のうち約2割を占める多国籍企業において、外国子会社の利益がドル換算額の目減りによって抑制されるという経路もある。特に、外国子会社利益の割合が6割程度を占める製造業を中心に、マイナスの影響が大きくなる可能性がある（第6図）。

他方、②点目の原油安の影響により、シェール関連産業の設備投資は暫く停滞する見込みだ。既に、大手のエネルギー関連企業では、設備投資計画の下方修正が出てきている。企業全体の設備投資に占める石油・ガス採

掘業のシェアは約6%だが、シェール関連投資が活発化する中、2010年以降は実質GDP成長率を年平均で約0.1%ポイント押し上げてきた。原油安が長期化する場合、同業種での設備投資減退の影響が大きくなる可能性がある。また、シェール産業が集積しているダラス連銀の管轄地区では、製造業活動全般に急減速の兆しがみられるなど、エネルギー関連業種以外へのマイナス影響の波及にも幅広い注視が必要だ。

もともと、こうしたドル高や原油安がもたらすプラスの効果は、しっかりと存在する。企業利益の面では、ドル高による輸入価格の下落や原油安を通じた仕入コストの改善等により、マイナスの影響が緩和される見込みだ。また、需要面では、家計需要の拡大が輸出やシェール産業での設備投資減退の影響を和らげるだろう。加えて、足元では、鉱工業生産が堅調を維持し、設備稼働率も高めの水準が持続している中、金融危機後に大きく低下した企業の投資性向は上昇傾向にある(第7図)。今後も家計需要を牽引力に緩やかな景気回復が続くとみられる中、企業の投資抑制スタンスが和らいでいくことで、設備投資は底堅さを維持すると予想される。

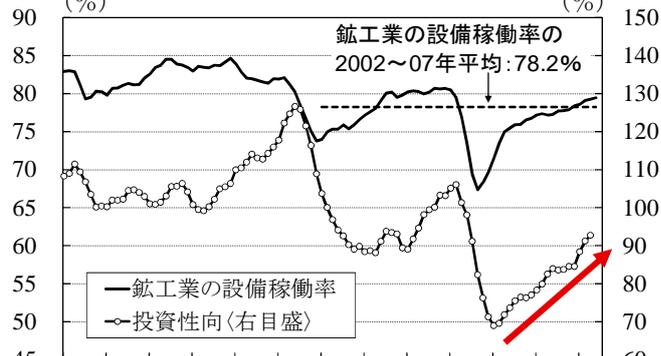
第6図: 多国籍企業の利益に占める外国子会社利益の割合 (%)



(注)『外国子会社利益の割合』は、「多国籍企業の親会社の利益」と「親会社が議決権の50%超を有する外国子会社の利益」の合計に対する割合であり、2012年の実績。

(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 設備稼働率と非金融法人企業の投資性向 (%)



(注)『投資性向』は、非金融法人企業の資本支出(設備投資+在庫)を内部留保で除いたものであり、4四半期移動平均値。

(資料)FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策と長期金利

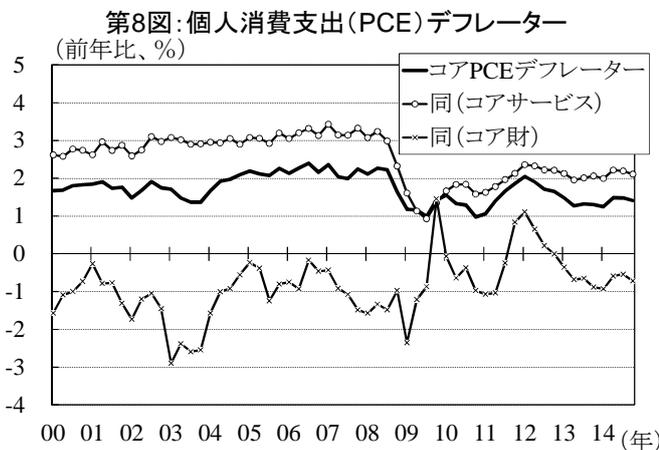
FRB は引き続き、慎重に出口戦略を進める見通し

金融政策では、FRB は1月のFOMCで金利政策に関するフォワード・ガイダンスを維持した。声明文では、景気の現状判断を上方修正する一方、政策判断で考慮する要素に「国際情勢」を追加した。後日、発表されたFOMC議事録やイエレン議長の議会証言の内容をみても、海外経済減速やドル高等が実体経済や金融市場に及ぼす影響に対して、FRBが警戒感を強めている様子が窺われる。物価の動向をみると、食品とエネルギー関連を除いたコアベースの個人消費支出デフレーターの上昇率は、FRBの目標水準である2%を下回る推移が続いている(第8図)。この先、コアベースのサービス価格はGDPギャップの縮小とともに上昇ペースを徐々に速めていくと予想されるが、コアベースの財価格は原油安やドル高の影

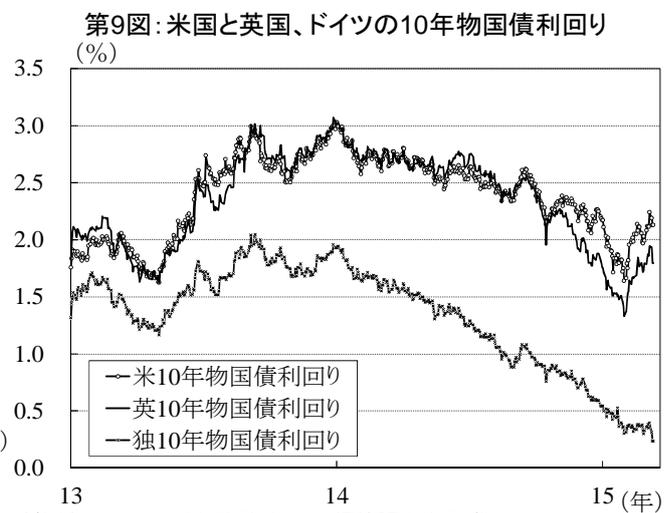
響等により、当面の間、下押し圧力が残る公算が高い。労働市場の改善が続く一方、インフレの下方リスクは高まる状況にあり、ドル高による外需の下振れ等も懸念される中、FRBは実体経済や金融市場の動静を幅広く見極めながら、引き続き慎重に出口戦略を進めていくと想定される。

先行きの長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込み

長期金利は2%台前半の低水準で推移している(第9図)。この背景には、欧州を中心としたデフレへの懸念、世界経済減速や地政学リスクの高まりを受けた「質への逃避需要」、他の先進国などに比べて高金利にある米国債への需要の高まり等があるとみられる。今後の長期金利は、出口戦略の進展に伴い、徐々に上昇圧力が高まると考えられる。但し、デフレ懸念が払拭されるまでには暫く時間を要する公算が高いこと、世界的な金融緩和を背景に米国債への需要が高まる傾向が続くとみられることなどから、長期金利の上昇ペースは緩やかとなる見込みである。



(注)『コアサービス』は、サービス価格全体からエネルギー関連を除く。
『コア財』は、財価格全体から食品とエネルギー関連を除く。
(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



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(坂東 輝昭)

米国経済・金融見通し

見通し

	2013				2014				2015				2013年	2014年	2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	2.7	1.8	4.5	3.5	▲ 2.1	4.6	5.0	2.2	2.4	2.5	2.6	2.4	2.2	2.4	2.9
個人消費	3.6	1.8	2.0	3.7	1.2	2.5	3.2	4.2	2.8	3.1	3.2	2.9	2.4	2.5	3.2
住宅投資	7.8	19.0	11.2	▲ 8.5	▲ 5.3	8.8	3.2	3.4	5.6	5.9	5.5	5.0	11.9	1.6	5.1
設備投資	1.5	1.6	5.5	10.4	1.6	9.7	8.9	4.8	4.0	6.1	7.0	6.7	3.0	6.3	6.0
在庫投資（寄与度）	0.7	0.3	1.5	▲ 0.3	▲ 1.2	1.4	▲ 0.0	0.1	▲ 0.2	0.0	0.2	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
政府支出	▲ 3.9	0.2	0.2	▲ 3.8	▲ 0.8	1.7	4.4	▲ 1.8	0.6	0.5	0.5	0.4	▲ 2.0	▲ 0.2	0.7
純輸出（寄与度）	▲ 0.1	▲ 0.5	0.6	1.1	▲ 1.7	▲ 0.3	0.8	▲ 1.2	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 0.7	0.2	▲ 0.2	▲ 0.5
輸出	▲ 0.8	6.3	5.1	10.0	▲ 9.2	11.1	4.5	3.2	2.3	1.7	1.2	1.4	3.0	3.1	2.9
輸入	▲ 0.3	8.5	0.6	1.3	2.2	11.3	▲ 0.9	10.1	3.2	6.3	7.1	5.3	1.1	4.0	5.6
国内民間最終需要	3.4	2.3	2.9	4.2	1.0	3.8	4.1	4.3	3.1	3.7	3.9	3.6	2.8	3.0	3.7
名目GDP（前期比年率、%）	4.2	2.9	6.2	5.0	▲ 0.8	6.8	6.4	2.3	3.2	4.5	4.7	4.5	3.7	3.9	4.2
鉱工業生産（前期比年率、%）	4.2	1.9	2.5	4.9	3.9	5.7	4.1	4.3	3.0	3.3	3.4	2.9	2.9	4.2	3.7
失業率（%）	7.7	7.5	7.2	7.0	6.6	6.2	6.1	5.7	5.7	5.6	5.6	5.5	7.4	6.2	5.6
生産者物価（前年比、%）	1.5	1.5	1.2	0.8	1.6	2.8	2.5	0.8	▲ 2.3	▲ 2.0	▲ 1.0	0.9	1.2	1.9	▲ 1.1
消費者物価（前年比、%）	1.7	1.4	1.6	1.2	1.4	2.1	1.8	1.2	▲ 0.1	0.0	0.3	1.0	1.5	1.6	0.3
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,776	▲ 1,771	▲ 1,779	▲ 1,691	▲ 1,813	▲ 1,882	▲ 1,811	▲ 1,852	▲ 1,720	▲ 1,695	▲ 1,688	▲ 1,686	▲ 7,017	▲ 7,358	▲ 6,789
経常収支（億ドル）	▲ 1,055	▲ 1,061	▲ 1,013	▲ 873	▲ 1,021	▲ 984	▲ 1,003	▲ 1,006	▲ 862	▲ 828	▲ 812	▲ 801	▲ 4,003	▲ 4,014	▲ 3,303
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
10年物国債利回り（%）	2.0	2.0	2.7	2.7	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0	2.3	2.5	2.7	2.4	2.5	2.4

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値(現状「0~0.25%」の中間値)。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅲ. 西欧

～ユーロ圏は原油安・ユーロ安が景気を下支えするも、1%弱の低成長が続く～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏の景気の
基調は依然弱い

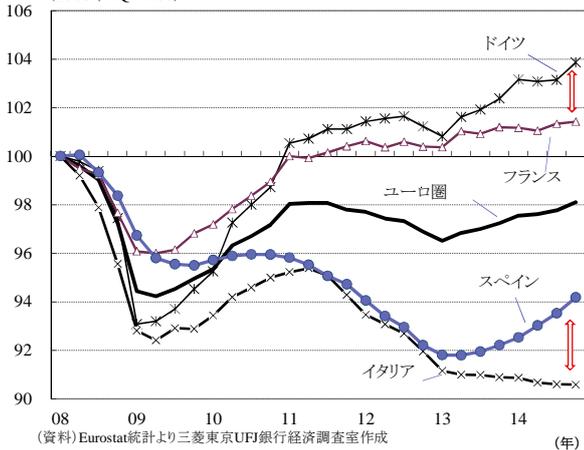
ユーロ圏経済は原油安の追い風もあり、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%とやや持ち直したが、景気の基調は依然弱い。国別にみると、回復ペースの差が広がっている（第 1 図）。ドイツ（同+0.7%）は持ち直したが、フランス（同+0.2%）は引き続き低調であった。周縁国ではスペイン（同+0.5%）は回復が続く一方、イタリアはゼロ成長に止まった。また、需要項目別にみると、原油価格下落を受けた実質所得の増加が個人消費を押し上げたが、設備投資は低迷が続いている（第 2 図）。

デフレリスクの高
まりを受け、ECB
は国債購入含む追
加緩和策を決定

物価面では、需要の伸び悩みを背景にデフレリスクが一段と高まっている。2月の消費者物価上昇率は前年比▲0.3%と昨年12月以降マイナスが続いている。デフレを回避すべく欧州中央銀行（ECB）は、1月に国債購入を含む追加緩和策を決定した。3月9日から開始した資産買入は総額1.1兆ユーロ以上に達する見込みである。予想を上回る規模の量的金融緩和策を受け、ユーロ相場は3月10日には一時1ユーロ=1.06ドル台と、2003年4月以来の水準まで下落した。

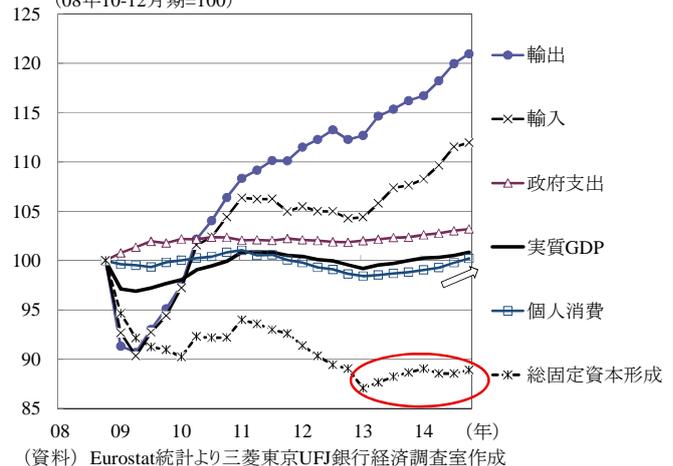
第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率

(2008年1Q=100)



第 2 図：ユーロ圏の需要項目別 GDP

(08年10-12月期=100)

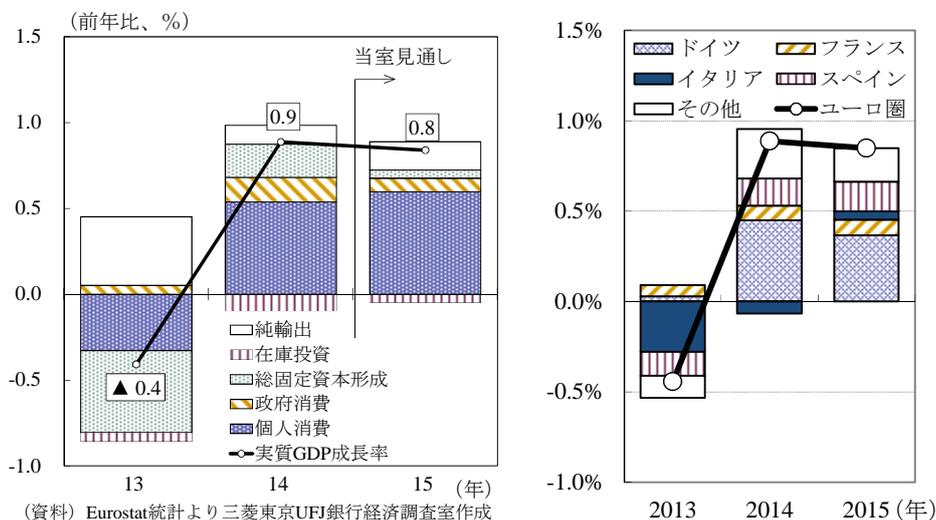


(2) 今後の見通し

原油安、量的金融緩和、ユーロ安が景気を下支えするも、2015年も1%弱の成長に止まる公算

2015年のユーロ圏経済は、原油安の追い風が吹くなか、大規模な量的金融緩和策とユーロ安が景気を下支えする見込みである。原油価格下落による実質所得の増加が個人消費を押し上げるほか、ユーロ安が交易条件の改善を通じて、外需の伸び悩みを一定程度相殺することが期待できる。しかし、高水準の不良債権を抱える周縁国の回復力は依然脆弱であり、ロシアや中国など新興国経済の減速が引き続き重石となりうる。以上を踏まえると、2015年のユーロ圏の実質GDP成長率は、2014年に続いて1%弱に止まる見通しである（第3図）。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率（見通し）

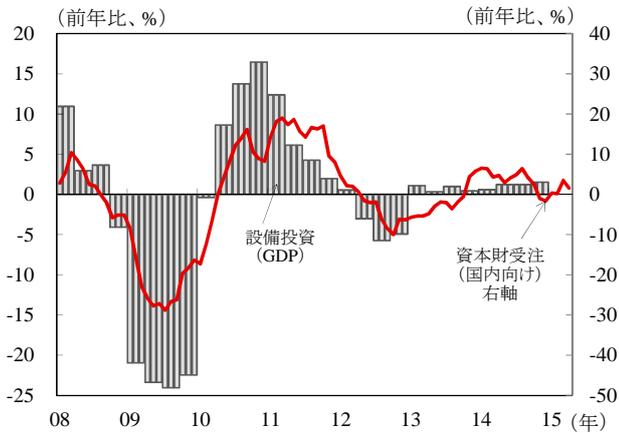


ドイツは家計部門が堅調を維持する一方、企業部門は低調

ドイツ経済は昨年4-6月期以降、ロシア経済悪化の影響で輸出・投資中心に減速したが、10-12月期は良好な雇用環境（失業率は過去最低水準）が続くなか、原油価格下落による実質所得の増加も相まって、消費が牽引役となり持ち直した。もっとも、家計部門が堅調を維持する一方、企業部門は低調である。ロシア・中国など新興国経済減速の影響で輸出が伸び悩んでいることに加え、設備投資も低調に止まっている（第4図）。株価はECBによる追加金融緩和策もあり年初来最高値圏にあるが、企業収益は足踏みしている（第5図）。

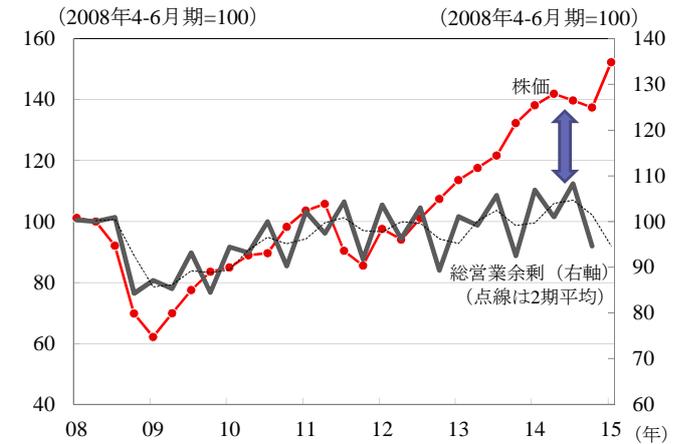
この先、原油安が個人消費を押し上げることや、ドイツにとっては安価なユーロ相場が輸出を下支えするとみるが、以下で述べるようにロシア経済を取り巻く環境は一段と悪化しており、引き続き企業部門の重石となることが想定される。

第4図：ドイツの資本財受注と設備投資



(注)資本財受注は3カ月先行。
 (資料)ドイツ連邦統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ドイツの株価と企業収益



(資料)ドイツ連邦統計局、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) ロシア経済減速の影響

経済制裁、原油安、
 資本流出等により、
 ロシア経済を取り
 巻く環境は一段と
 悪化

ロシア経済を取り巻く環境は、欧米による経済制裁強化に原油安の影響が加わり、一段と厳しさを増している。資本流出が加速し（2014年の民間資本ネット流出額は1,515億ドルと前年の610億ドルから大幅に拡大）、今年に入り大手格付機関2社が投資不適格級への格下げを発表した。2014年の実質GDP成長率は、消費の鈍化や投資の減速等からゼロ近辺まで低下したが（第6図）、2015年は前年比▲4.1%と2009年のリーマンショック時（同▲7.8%）以来の大幅なマイナス成長に陥る見通しである。

ロシア経済の減速を受け、同国向け輸出は、多くの国で10-12月期も前年比二桁のマイナスが続いている（第1表）。輸出全体の伸び悩みが予想されるなか、同国との経済的結びつきがEU諸国の中では相対的に強いドイツを中心に、引き続きユーロ圏経済の重石となる公算が大きい。

第6図：ロシアの実質GDP成長率



(資料)ロシア統計局、ロシア中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：ユーロ圏のロシア向け輸出

	上:輸出全体の伸び 下:内、ロシア向け (前年比、%)					ロシア向け 輸出シェア (%)	ロシア向けの 寄与度 (%ポイント)
	2014年						
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	通年	2013年	2014年
ユーロ圏	1.1	0.5	2.6	2.0	1.5	2.5	▲0.3
	▲11.6	▲14.4	▲12.3	▲16.9	▲13.8		
ドイツ	3.0	1.9	5.8	3.4	3.5	3.2	▲0.6
	▲12.1	▲17.2	▲18.0	▲22.6	▲17.5		
イタリア	1.4	0.8	2.2	2.3	1.7	2.7	▲0.3
	▲7.6	▲11.4	▲10.3	▲16.8	▲11.5		
フランス	▲0.1	▲2.3	0.6	1.7	▲0.0	1.6	▲0.2
	0.9	▲24.7	▲15.4	▲3.7	▲10.7		
スペイン	1.3	▲0.9	4.2	2.9	1.8	1.2	▲0.1
	▲9.4	▲4.7	▲5.3	▲19.0	▲9.6		

(資料)Eurostat統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

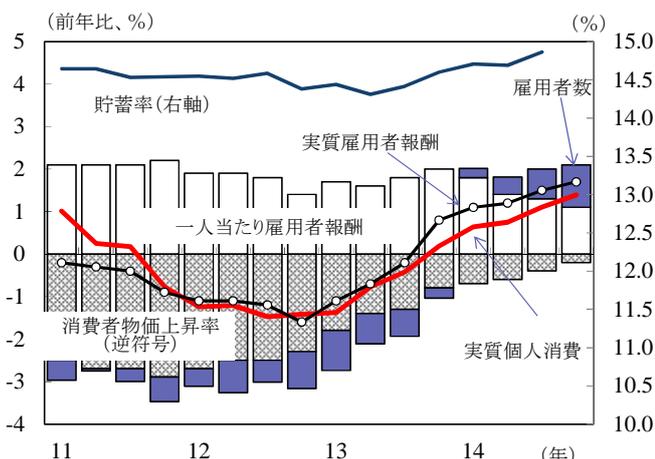
(4) 原油下落の個人消費への影響

原油価格の下落を受けた実質所得の増加が個人消費を押し上げ

昨年終盤の個人消費を押し上げた原油安は、2015 年もプラス効果が期待できる。実質雇用者報酬の伸び率は緩やかに高まっているが、項目別寄与度をみると、2014 年以降、雇用者数の寄与度が高まる一方、一人当たりの雇用者報酬の寄与度は低下しており、雇用環境の改善を通じた所得の増加ペースはほぼ横ばいに止まっている（第7図）。今後も、原油安を受けた物価下落が実質ベースでみた雇用者報酬にプラスに働くことが期待できる。

原油価格が 10%下落した場合、物価下落と実質所得の増加を通じ、実質個人消費を 0.1%ポイント弱押し上げる効果が見込まれる（第8図）。2015 年の原油価格（WTI）は、年間平均で前年比 4 割近い下落が見込まれ、実質消費を約 0.3%ポイント押し上げることが期待できる。

第7図：ユーロ圏の実質雇用者報酬



(注1) 実質雇用者報酬は名目雇用者報酬を消費者物価(HICP)で実質化。
 (注2) 貯蓄率は独仏伊の3カ国のデータを基に算出。
 (資料) Eurostat統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図 10%の原油価格下落がもたらす実質個人消費への影響試算

原油価格(WTI)の10%の下落(前年比、%)		▲ 10.0
物価への影響	原油価格1%の変化に対するエネルギー価格指数の変化幅(前年比、%ポイント)	0.14
	個人消費価格指数の全体に占めるエネルギー価格のウェイト	0.11
原油価格10%の下落による個人消費価格指数の変化幅(前年比、%ポイント)		▲ 0.15
実質所得への影響	原油価格10%の下落による実質所得の変化幅(前年比、%ポイント)	0.15
実質個人消費への影響	実質所得1%の変化に対する実質個人消費の変化幅(前年比、%ポイント)	0.52
	原油価格10%の下落による実質個人消費の変化幅(前年比、%ポイント)	0.08

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

(5) ECBの金融政策

過去2回のTLTROは低調

ECBは、昨年6月以降、中銀預金金利のマイナス化に加え、貸出条件付長期資金供給オペ(TLTRO)や資産担保証券(ABS)・カバードボンドの購入を含む金融緩和策を打ち出してきた。もっとも、昨年9月と12月に実施されたTLTROの応札額は合計約2,100億ユーロと上限(4,000億ユーロ)の半分程度に止まり事前予想を大幅に下回った。

3月以降、ECBは国債購入を開始

需要の弱さに原油安が加わり、デフレリスクが一段と高まるなか、ECBは1月の理事会で、国債を含む毎月600億ユーロの資産購入策を打ち出した。資産購入は3月から少なくとも2016年9月まで、あるいは物価目標の安定的な達成が展望できるまで継続する方針である。ECBには、株高など資産効果やユーロ安等を通じ景気の下支えを図る狙いがあると推察される。ただし、ECBが貸出増強を狙う周縁国では、不良債権比率が

高止まるなか、銀行は中小企業向け融資に慎重な姿勢を崩しておらず、貸出残高の減少に歯止めがかかっていない。一連の金融緩和策の効果が貸出増加につながるまでには相応の時間を要する見込みである。

(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状～堅調な景気拡大が継続

実質成長率は堅調な伸びが続く

英国経済は、拡大基調が継続している。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.5%と、7-9 月期の同+0.7%からは減速したが、底堅い伸びを維持した（第 9 図）。10-12 月期は、建設投資の減少が成長率を押し下げたとみられる一方、輸出が 3 四半期ぶりに増加に転じたことが押し上げ要因となった。加えて、個人消費も引き続き堅調を維持した。また、2014 年通年の成長率は前年比+2.6%と、先進主要 7 カ国（G7）中で最も高くなった見込みである。

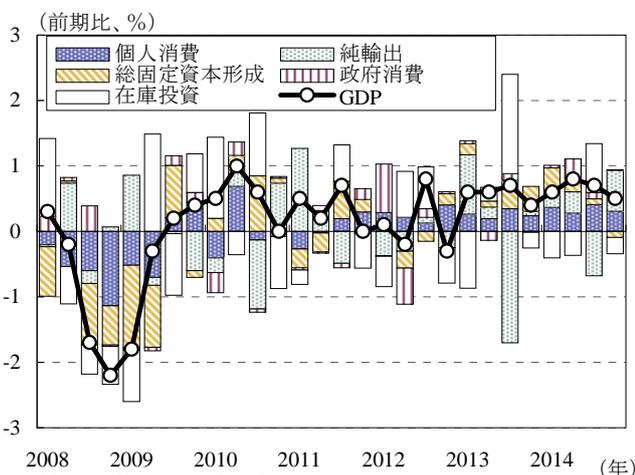
(2) 今後の見通し～内需主導の景気拡大が持続

先行きについては、住宅市況の沈静化が景気の下押し要因となるものの、雇用・所得環境の一段の改善や原油安が押し上げ要因となり、景気は引き続き底堅さを維持すると予想する。

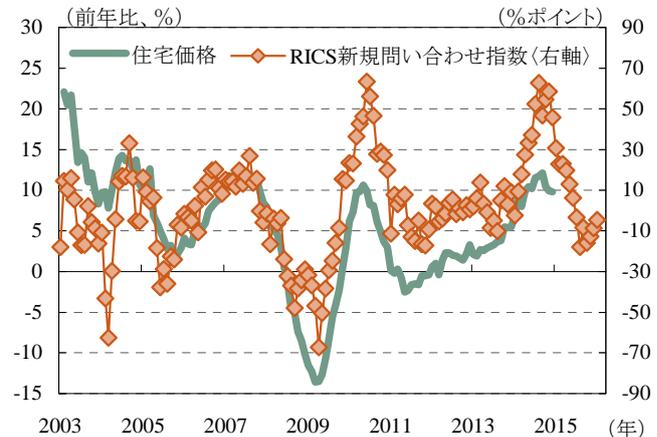
今年半ばにかけて住宅市況の沈静化が景気の重石に

住宅市場をみると、足元でも価格は前年比+10%前後の高い伸びが続いているが、先行指標である住宅購入に関する新規問い合わせ件数は大きく減少している（第 10 図）。住宅市況は、今年半ばにかけて沈静化が明確になり、住宅投資の鈍化や資産効果の減少が景気の重石となろう。ただし、新規問い合わせ件数には、このところ底打ちの動きもみられるため、住宅市場は大幅な調整は回避し、年後半から来年にかけて持ち直しに転じるとみられる。

第 9 図：英国の実質 GDP 成長率



第 10 図：英国の住宅価格と RICS 新規問い合わせ指



雇用・所得環境は一段の改善が見込まれる

一方、2015年は、雇用・所得環境の改善進展が期待される。雇用者数の堅調な伸びが続くなか、直近の失業率は5.7%と、2008年以来初めて6%を下回った（第11図）。企業サーベイにおける雇用見通しは高水準で推移しており、失業率は低下基調が続く公算が大きい。加えて、名目賃金の上昇率も高まり始めており、先行き労働需給のタイト化を背景に、所得増加を牽引する要因のひとつとなろう。また、貯蓄率の低下（＝消費性向の上昇）も所得の増加と相まって、消費を押し上げるとみる。

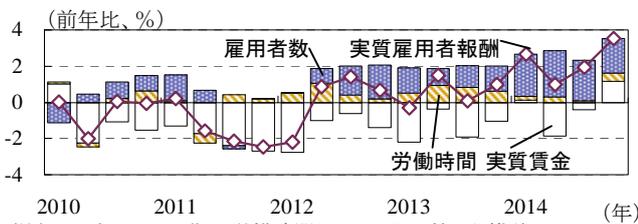
原油安も景気の押し上げ要因に

原油価格の低下も景気の追い風として期待される。英中銀（BOE）の分析では、原油価格の10%の下落は実質GDPを年間で0.08%押し上げると試算されている。これに当室の原油価格見通し（2015年のWTIの年間平均58ドル/バレル）を当てはめると、2015年における押し上げ幅は0.2%程度となる見込みである。

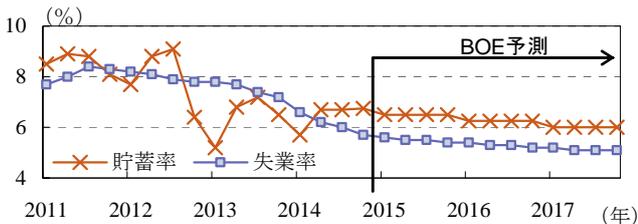
ユーロ圏景気の下振れリスクは当面要警戒

以上の要因から、英国の景気は今後も底堅く推移する公算が大きい（第12図）。ただし、ユーロ圏を中心とする大陸欧州の景気低調は懸念材料である。当面は、地政学的リスクの高まり等によるユーロ圏景気の下振れに対し、警戒が必要と考える。

第11図：英国の雇用・所得環境

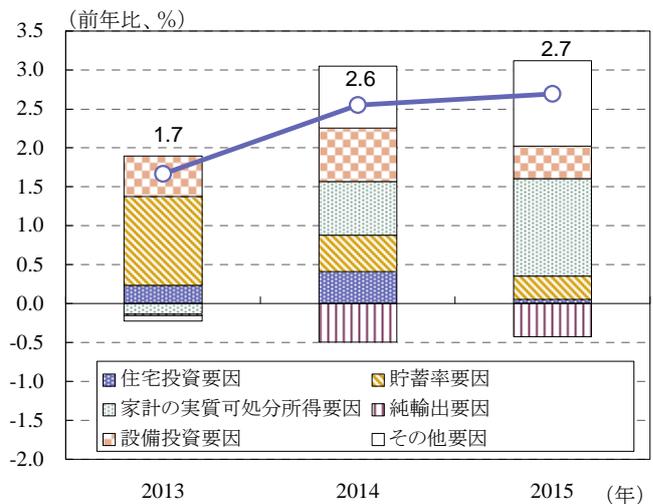


(注)2014年10-12月期の労働時間は10-11月の値から推計。
(資料)ONS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料)ONS、BOE統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：英国の実質GDP成長率の要因分解



(資料)ONS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 足元のインフレ率は鈍化も、デフレリスクは限定的

コアCPIは比較的高めの伸びが継続

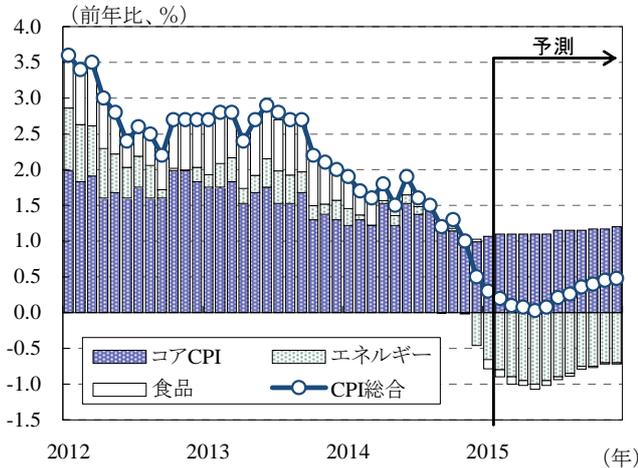
インフレ率は大きく鈍化しており、1月の消費者物価（CPI）上昇率は前年比+0.3%に低下した（第13図）。もっとも、インフレ鈍化の主因はエネルギー価格の大幅下落であり、食品・エネルギー価格を除いたコアCPIは、同+1%台前半の伸びが続いている。経済全体の需給バランスは、デフレギャップ（需要<供給）状態にあるものの、その幅は対GDP比0.5~1.0%前後まで縮小している（第14図）。このため、物価が全般的に下落するデフレ局面入りのリスクは限定的とみられる。

CPI上昇率は当面、同+1%を下回る状態が続くと予想されるが、来年初

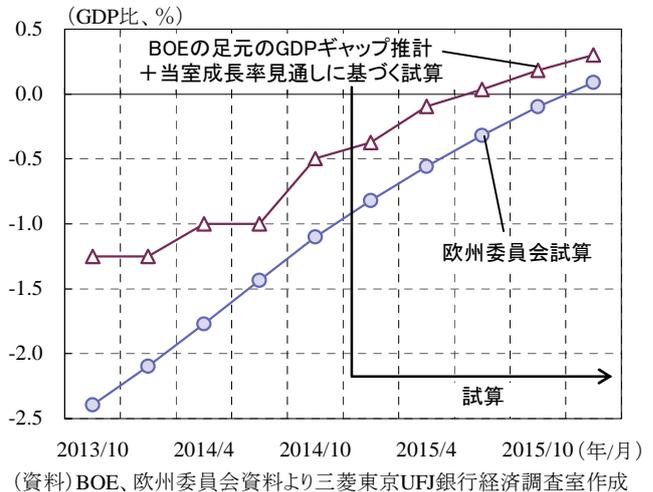
政策金利は2015年中は据え置き、2016年に利上げに向けた出口戦略を具体化させ始めると想定する。

にかけ、需給バランスのインフレギャップ化、賃金上昇、原油安の影響剥落等を背景に伸びが高まってこよう。英中銀（BOE）は、2015年中は政策金利を現在の0.5%に据え置く可能性が大きく、2016年に利上げに向けた出口戦略を具体化させ始めると想定する。

第13図：英国の消費者物価(CPI)



第14図：英国のGDPギャップ



(ロンドン駐在 高山 真)

西欧経済の見通し総括表

(1) 総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)
ユーロ圏	▲ 0.4	0.9	0.8	1.3	0.4	▲ 0.2	3,026	2,954	2,784
ドイツ	0.1	1.6	1.3	1.6	0.8	0.3	2,549	2,649	2,599
フランス	0.3	0.4	0.5	1.0	0.6	0.0	▲ 369	▲ 277	▲ 216
イタリア	▲ 1.7	▲ 0.4	0.3	1.3	0.2	▲ 0.2	205	364	347
英国	1.7	2.6	2.7	2.6	1.5	0.2	▲ 1,199	▲ 1,529	▲ 1,149

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (見通し)
名目GDP	0.9	1.8	0.7	3.5	4.5	4.4
実質GDP	▲ 0.4	0.9	0.8	1.7	2.6	2.7
<内需寄与度>	▲ 0.8	0.8	0.7	1.8	2.9	3.1
<外需寄与度>	0.4	0.1	0.2	▲ 0.0	▲ 0.5	▲ 0.4
個人消費	▲ 0.6	1.0	1.1	1.7	2.0	2.4
政府消費	0.2	0.7	0.4	▲ 0.3	1.5	1.1
総固定資本形成	▲ 2.4	1.0	0.2	3.4	6.8	4.0
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.3	0.2	0.6
輸出	2.1	3.7	3.4	1.5	0.4	0.5
輸入	1.3	3.8	3.3	1.4	1.8	1.8

(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

～資源安が内需拡大の支えとなるも、輸出の伸び悩みが成長ペースを抑制～

1. アジア経済の現状

全体として緩やかな成長を継続

アジア経済は緩やかな成長を続けている。直近 10-12 月期の実質 GDP 成長率は国毎に強弱まちまちだが、アジア全体としてみれば前年比+6% 台前半での底堅い成長を維持した（第 1 表）。国・地域別にみると、中国では、過剰生産能力の問題や住宅市場の調整等を背景に景気への下押し圧力が強まっているが、財政・金融両面からの下支えもあり、前年比+7.3% と前期並みの成長率を確保した。NIEs は、輸出の伸び悩みを受け減速。ASEAN では、マレーシアやインドネシアなどで資源輸出の減速が下押し要因となったものの、堅調な内需を支えに主要 5 カ国の成長率は揃って小幅加速した。クーデター以降、底這いが続いていたタイでも、同+2.3% と持ち直しの動きがみられた。他方、インドでは、統計基準年の改定を受け、同+7.5% と相対的に高い伸びを示したが、前期からは鈍化した。

第 1 表：アジア主要国・地域の実質 GDP 成長率

(前年比、%)

	2000-12 年平均	2013年				2014年			
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
中国	10.0	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4	7.5	7.3	7.3
韓国	4.3	2.1	2.7	3.4	3.7	3.9	3.5	3.2	2.7
台湾	3.7	1.4	2.6	1.4	3.4	3.4	3.9	4.3	3.4
香港	4.5	3.2	2.8	2.8	2.8	2.6	1.8	2.7	2.2
シンガポール	5.3	1.5	4.0	5.0	5.4	4.6	2.3	2.8	2.1
NIEs	4.3	2.0	2.9	3.1	3.7	3.7	3.2	3.3	2.7
インドネシア	5.4	5.6	5.6	5.5	5.6	5.1	5.0	4.9	5.0
マレーシア	4.9	4.2	4.5	5.0	5.1	6.2	6.5	5.6	5.8
タイ	4.2	5.4	2.9	2.7	0.6	▲ 0.5	0.4	0.6	2.3
フィリピン	5.0	7.7	7.9	7.0	6.3	5.6	6.4	5.3	6.9
ベトナム	7.0	4.8	5.0	5.5	6.0	5.1	5.3	6.1	7.0
ASEAN5	5.2	5.6	5.2	5.1	4.7	4.3	4.6	4.3	5.0
インド	n.a.	n.a.	7.0	7.5	6.4	n.a.	6.5	8.2	7.5
アジア11カ国・地域	8.2	6.2	6.4	6.7	6.6	6.1	6.4	6.4	6.3

(注) 1. インドの実質GDP成長率は2011年度基準。2012年度以前および2013年第1四半期と2014年第1四半期は未公表。

2. 2000-12年平均、2013年第1四半期、2014年第1四半期の『アジア11カ国・地域』はインドの旧基準の統計を用いて算出。

(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. アジア経済の見通し

2015年のアジア経済は6%台前半に止まる見込み

2015年のアジア経済を展望すると、ASEAN・インドにおける内需の堅調に加え、足元の資源安が多くのアジア諸国・地域の成長率を押し上げる方向に働くことが見込まれる。一方、安定成長への移行を目指す中国で成長ペースの減速が続くことに加え、欧州経済の低迷や資源国での景気減速などが輸出の伸び悩みを通じて成長を下押しするとみられる。また、米国

の金融出口戦略に伴う影響もあり、アジア全体としての成長ペース加速は見込み難い。アジア 11 カ国・地域の実質 GDP 成長率は、2014 年の前年比+6.4%に対し、2015 年は同+6.2%と緩慢に止まる見込みである(第2表)。

米金融出口戦略の実施に伴う金融市場への影響には引き続き留意が必要

米国の金融出口戦略については、アジア域内でも、金融市場への一定の影響が及ぶことは避けられまい。利上げペースが緩やかに止まる公算が大きいことから、深刻な不安定化は回避されるとみているが、過去に例を見ない金融緩和状態からの出口戦略となるため不確実性が高い。例えば、米ドルペッグ制により金利が米金利に連動する香港では、住宅価格の上昇が依然続いているうえ、経済規模に対する住宅ローン残高や不動産セクターの割合が高く、米金利上昇はこうしたセクターを通じた調整圧力を強めることになりうる。また、米国の利上げがドル高・アジア通貨安の急進展につながれば、外貨建て債務の返済負担の増加や債務拡大を前提とした支出拡大が困難となることにより、景気への下押し圧力が強まる虞れがある。

第2表: アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2013年)		実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
中国	9.18	59.8	7.7	7.4	6.9	2.6	2.0	1.6	1,828	2,138	2,780
韓国	1.22	8.0	3.0	3.3	3.4	1.3	1.3	1.1	811	894	789
台湾	0.49	3.2	2.2	3.7	3.7	0.8	1.2	1.0	553	653	603
香港	0.27	1.8	2.9	2.3	3.0	4.3	4.4	3.1	51	48	84
シンガポール	0.30	2.0	4.4	2.9	3.4	2.4	1.0	0.3	545	582	650
NIEs	2.28	14.9	3.0	3.2	3.4	1.7	1.6	1.2	1,960	2,178	2,126
インドネシア	0.87	5.7	5.6	5.0	5.4	6.4	6.4	6.9	▲291	▲218	▲192
マレーシア	0.31	2.0	4.7	6.0	4.8	2.1	3.1	3.6	126	152	125
タイ	0.39	2.5	2.9	0.7	3.9	2.2	1.9	1.0	▲25	135	94
フィリピン	0.27	1.8	7.2	6.1	6.2	2.9	4.2	2.7	104	114	96
ベトナム	0.17	1.1	5.4	6.0	5.9	6.6	4.1	3.2	95	94	85
ASEAN5	2.01	13.1	5.1	4.6	5.2	4.5	4.5	4.4	9	278	207
インド	1.87	12.2	6.9	7.4	7.6	9.5	6.9	6.5	▲324	▲378	▲286
アジア11カ国・地域	15.34	100	6.6	6.4	6.2	3.6	2.9	2.5	3,473	4,216	4,827

(注)インドは年度(4月~3月)ベース。実質GDP成長率は2011年度基準。2014年度は見込み。
(資料)各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中国経済は成長率の緩やかな低下傾向が続く

国別にみると、まず中国では、過剰生産能力の問題や不動産市場の調整により景気の下押し圧力が続く見通しである。3月の全国人民代表大会では、大方の予想通り 2015 年の成長率目標は 7%前後に引き下げられた。但し、地方政府では、資源や重工業への依存が高い省などを中心に、雇用・経済の安定確保に向け、2015 年の成長率目標を 2014 年実績から引き上げる動きもある。政府は構造調整を優先させるとみられるが、財政・金融両面からの下支えにより、景気失速は回避すると予想する。2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+6.9%と緩やかに成長ペースを切り下げるとみるが、住宅市場の調整圧力は強く、景気は下振れリスクが強い状況が続く見込み

である、住宅市場は、地方政府財政（債務）や過剰設備業種との結び付きが強いため、経済・金融環境全般の不安定化にも繋がり易く、木目細かな対応が必要と考えられる。

NIEs 経済の回復は力強さに欠ける展開

NIEs の実質 GDP 成長率は、2014 年の同+3.2%に対し、2015 年は同+3.4%と、同程度での推移を予想する。米国や ASEAN 向けを中心に輸出の回復が支えとなるものの、最大の輸出先である中国経済の減速や欧州経済の低迷等もあり、回復は力強さに欠けるものとなろう。韓国では、足元で生産や製造業の景況感が上向くなど持ち直しの兆しも窺われるが、家計の利払い負担が依然高水準にあることなどから、回復ペースは緩やかとなる公算。香港では、昨年の大規模デモの影響が残る観光業や米金利上昇によるマイナスの影響を受けやすい不動産業などが景気の勢いを制限することとなろう。

ASEAN 経済は緩やかな加速が見込まれる

ASEAN5 カ国の実質 GDP 成長率は、2014 年の同+4.6%から同+5.2%へと緩やかな加速が見込まれる。マレーシアは、資源安を受けた輸出の減速や 4 月の GST（物品・サービス税）導入の消費へのマイナスの影響などもあり成長率は鈍化が予想されるが、フィリピンは、インフレ沈静化に伴う実質購買力の改善で消費が堅調を維持し、2015 年も同+6%台の高成長が続く見込みである。また、インドネシアでは、利下げによる設備投資や消費の押し上げ、インフラ投資拡大などが支えとなり、2014 年の同+5.0%から 2015 年は同+5.4%への成長加速が見込まれる。

タイ経済は投資の伸び悩みと家計負債の調整が回復ペースを抑制

政局混迷の影響で低迷が続いていたタイ経済は、回復が続くとみられる。もっとも、そのペースは政府の投資予算執行の遅れや、高水準の家計債務が消費の抑制要因となることなどから、緩やかに止まる見込みである。2015 年の実質 GDP 成長率は同+3.9%へ持ち直すが、以前に比べると回復は力強さに欠けるものとなろう。

インド経済は緩やかながらも回復が続く見通し

インドでは、消費・投資の持ち直しに牽引され、緩やかながらも回復が続くと予想する。資源安などに伴うインフレ率低下と実質購買力の改善が個人消費を下支えするとみられるほか、1 月と 3 月の利下げも資金調達コスト低下を通じて設備投資や消費のプラス材料となろう。モディ政権下で拡大している直接投資も景気を下支えする公算。実質 GDP 成長率は、2014 年度見込みの同+7.4%に対し、2015 年度が同+7.6%と予想する。

3. アジア経済の注目点

(1) 資源安がアジア経済に与える影響

東アジアやタイ・インドで資源安のメリットを享受、マレーシアではマイナスの影響大

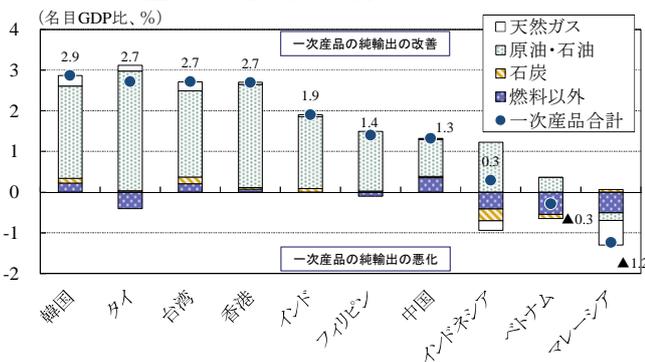
今年のアジア経済を展望する上で、資源安は引き続き大きなテーマの一つである。原油価格は 2 月以降、下げ止まりの動きもみられるが、2015 年を通じ上値の重い状況が続くとみられる。資源安は、一次的には交易条件の変化を通じた海外との所得移転という形で顕在化する。足元の資源安

が 2015 年を通じて続いた場合、一次産品の純輸出国であるマレーシアなどでは所得が海外へ流出する一方、資源の純輸入国では、交易条件の改善により、名目 GDP 比 1~3%程度の所得が実質的に流入する見込みである（第 1 図）。国内への波及経路をみると、①インフレ率鈍化に伴う家計の実質購買力の改善による個人消費の押し上げや、②非資源関連企業の企業収益改善に伴う設備投資、雇用・賃金の拡大が期待できる一方、資源国では、③資源関連企業の収益減少に伴う設備投資や雇用・賃金の抑制、④政府の資源関連収入減少に伴う歳出抑制、等を通じ景気を抑制する（第 2 図）。

家計部門がインフレ率鈍化・購買力改善を通じて最大のメリットを享受

いずれの国においても最大のメリットを享受するのは、インフレ率の鈍化を通じた実質所得の改善が期待される家計部門である。個人消費の押し上げ度合いは、インフレ率の低下幅や個人消費の物価に対する感応度、GDP に占める個人消費のウェイトによって異なる。大半の国で資源安が生じる前に比ベインフレ率は大幅に低下しており、2015 年についても、インフレ率は低位で推移する公算が大きい。補助金削減により小売価格上昇が懸念されたインドネシアでも、小売価格を市場連動制に変更したことでその後の資源安のメリットを享受しており、インフレ加速は回避される見込みである。インフレ率の低下幅や GDP に占める個人消費の割合が大きいタイやベトナムなどの ASEAN 諸国を中心に成長率押し上げ効果が期待できる。

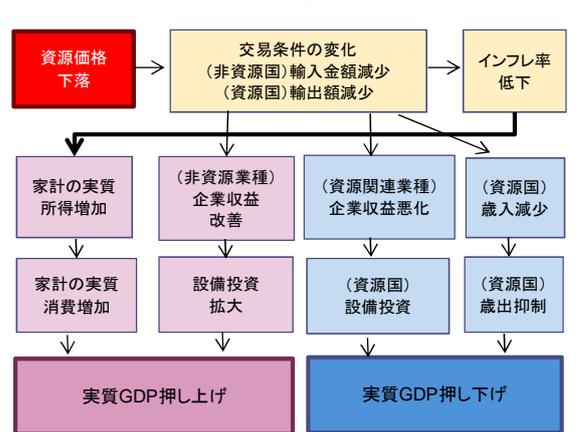
第 1 図：資源安によるアジア主要国・地域の一次産品の純輸出の変化幅（2015 年）



(注) 代表的な一次産品(食肉、魚肉、甲殻類、米、コーヒー、パーム油、天然ゴム、鉄鉱石、石炭、天然ガス) 価格が2015年1月から横這いであった場合の、2015年の一次産品の純輸出の変化幅。原油・石油のみ当室見直しを用いた。価格変化のみで輸出入の数量変化は考慮していない。

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

第 2 図：資源価格下落に伴うアジア経済への影響（波及経路）



(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

補助金削減を含めた財政収支への影響は、インドネシアは小幅プラス、マレーシアは小幅マイナスと明暗

一方、資源関連企業や資源関連歳入に依存するマレーシアとインドネシアの政府部門では、マイナスの影響が見込まれる。政府部門については両国共に、積年の課題であった燃料補助金の撤廃に踏み切ったが、財政面への影響は異なっている。マレーシア政府が1月に公表した補正予算では、原油安を受けて資源関連収入が大きく減少し、補助金削減による支出抑制幅を上回り、2015年度の財政収支目標は当初予算の名目 GDP 比▲3.0%か

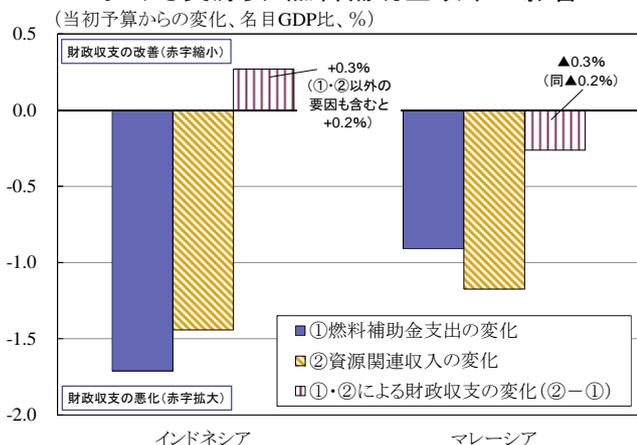
ら同▲3.2%へ下方修正された（第3図）。一方、インドネシアの補正予算でも資源関連収入が大幅減となったものの、補助金削減効果がより大きく、ネットの財政収支は同+0.3%（資源以外の要因も含めると同+0.2%）改善する見込みである。

企業部門への影響度合いについては、販売価格の下落に直面する資源関連企業でデメリットが顕在化する一方、その他の業種においては投入コスト低下に伴う利益率の改善という形でメリットが表れる。企業部門全体への影響は資源部門と非資源部門のシェアに因るが、マレーシアについて試算すると、石油・ガス関連企業での減益幅（名目GDP比▲0.8%）がその他業種でのコスト減による増益幅（同+0.4%）を上回り、企業収益全体では同▲0.4%程度の減少を余儀なくされるとみられる（第4図）。

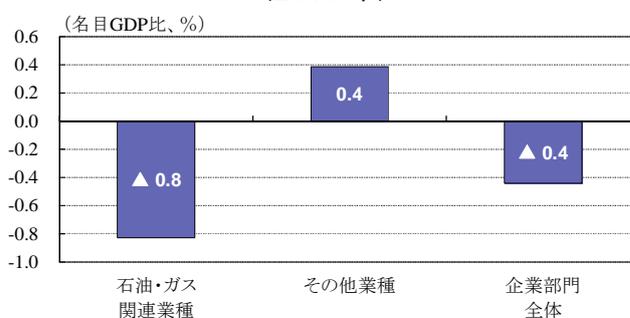
資源安は全体としてアジアの成長率を押し上げる一方、輸出の伸び悩みが成長を下押し

以上を踏まえると、マレーシアやインドネシアでは資源関連企業や政府部門でマイナスの影響が生じるものの、両国を含め個人消費の押し上げ効果が上回り、アジア各国・地域の実質GDP成長率を+0%～0.6%ポイント程度押し上げるとみられる。ただし、構造調整を進める中国で成長減速が続くことに加え、欧州経済の低迷や資源国での景気減速などが輸出の伸び悩みを通じて成長を下押しするとみられ、全体としてみると、成長率を加速させる程の勢いはないとみられる。

第3図：マレーシアとインドネシアの2015年補正予算における資源安・燃料補助金改革の影響



第4図：資源安によるマレーシアの企業収益の変化(2015年)



インフレ圧力緩和を受け、金融引き締め政策は緩和方向にシフト

資源安に伴うインフレ圧力の緩和を受け、金融政策面では引き締め度合いを緩和する動きが増えつつある（第3表）。1月と3月にインドで利下げ、シンガポールでも1月に通貨高ペースの抑制を通じた金融引き締め策の緩和が実施された。中国は昨年11月の利下げに続き、2月にも追加利下げを実施した。インドネシアでも、昨年11月に実施した利上げを相殺する形で、2月に利下げが実施されている。

今後の金融政策を展望すると、インフレ率が大きく低下するなか、利下

げに踏み切る動きがあると想定される。景気の下振れリスクが大きい中国では、追加の緩和措置の可能性もみておく必要がある。

第3表:アジア主要国・地域の金融政策

		消費者物価上昇率(前年比、%)					政策金利の変化 (2014年7月～直近)	政策の方向性	
		2013年	2014年		直近	直近の 加減速			
			(通年)	7-9月期					10-12月期
	中国	2.6	2.0	2.0	1.5	0.8	↓	▲40bp、▲25bp (2014年11月)(2015年2月)	引き締めの緩和
N I E s	韓国	1.3	1.3	1.4	1.0	0.8	↓	▲25bp、▲25bp (2014年8月)(同10月)	緩和
	台湾	0.8	1.2	1.5	0.8	▲0.9	↓	不変	中立
	シンガポール	2.4	1.0	0.9	▲0.1	▲0.4	↓	通貨高ベースを調整 (2015年1月)	引き締めの緩和
A S E A	インドネシア	6.4	6.4	4.4	6.5	7.0	↑	+25bp、▲25bp (2014年11月)(2015年2月)	引き締めの緩和
	マレーシア	2.1	3.1	3.0	2.8	1.0	↓	+25bp (2014年7月)	中立
	タイ	2.2	1.9	2.0	1.1	▲0.4	↓	不変	緩和
N 5	フィリピン	2.9	4.2	4.7	3.6	2.4	↓	+25bp、+25bp (2014年7月)(同9月)	中立
	ベトナム	6.6	4.1	4.3	2.6	0.9	↓	不変	中立
	インド	9.5	7.2	7.4	5.0	5.1	↓	▲25bp、▲25bp (2015年1月)(同3月)	引き締めの緩和

(注)1. 香港は米ドルペッグ制を採用し、米国の金融政策に追随するため掲載せず。
 2. 『シンガポール』の金融政策の対象は為替。
 2015年1月の金融政策見直しでは自国通貨変動幅の傾斜を緩やかにし、引き締め度合いを緩和した。
 3. 『ベトナム』の『政策金利』はリファイナンスレート。
 4. 『消費者物価上昇率』の『2013年』は『インド』が年度(4月～翌3月)ベース。
 5. 『直近』は2015年1月の値。『直近の加減速』は、『2014年7-9月期』からの『直近』の変化の方向を示す。
 (資料) 各国統計、報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 中国：構造調整継続による中長期的な成長力確保と短期的な景気失速の回避を両睨み

中小企業や地方を中心
に景気減速感
は強まりつつある

中国では、昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率が前年比+7.3%と前期並みの成長を確保、2014 年通年では同+7.4%と政府目標(同+7.5%前後)をほぼ達成したものの、いわゆる「李克強指数」^(注)でみた実体経済は減速の継続を示唆している(第5図)。また2月の製造業 PMI 指数(国家統計局公表値)は、2ヵ月連続の50割れとなり、企業規模別では中型企業(49.4)や小型企業(48.1)が50を下回り、大企業(50.4)に比べて景況感の不冴えが目立つ。

(注) 『李克強指数』は、2007年に李克強首相(当時は遼寧省党委員会書記)が、中国経済の動向をより良く反映するものとして言及した3つの指標(電力消費量、鉄道輸送量、銀行融資)から推計したもの。

懸案の住宅市場は引き続き調整圧力が強い。1月の住宅販売価格が深圳など2都市で前月比プラスとなるなど、大都市を中心に安定化の兆しも窺われるが、70都市平均ではマイナス幅が再拡大するなど二極化が鮮明化している。高水準の在庫を抱える地方都市では、住宅市場の調整余地は依然大きく、景気への下押し圧力として残り続けるとみられる。

中国人民銀行は2月、預金準備率の引き下げと追加利下げを実施

こうしたなか中国人民銀行は、昨年11月の利下げに続き、2月には全ての金融機関を対象にした預金準備率の引き下げ、さらに2月末には追加利下げを実施するなど、金融緩和策を矢継ぎ早に打ち出している。この背景には、過剰生産能力や住宅市場の調整に伴い景気(とりわけ地方)の下

振れリスクが高まるなか、急失速を未然に回避するためと考えられる。2015年に償還を迎える地方政府債務残高は2.8兆元と2014年（3.6兆元）に続き高水準にあり（第6図）、不動産市況が悪化するなか、土地譲渡金収入への依存度が高い地方政府を金融面から下支えする狙いも窺える。政府は「穏健（慎重）な金融政策と積極的な財政政策」を続ける方針を繰り返しているが、2014年の新規雇用者数は1,322万人と政府目標（1,000万人）を大幅に上回るなど雇用環境が良好を維持しており、景気失速を回避しつつ、構造調整を優先させる方針に変わりないと考えられる。

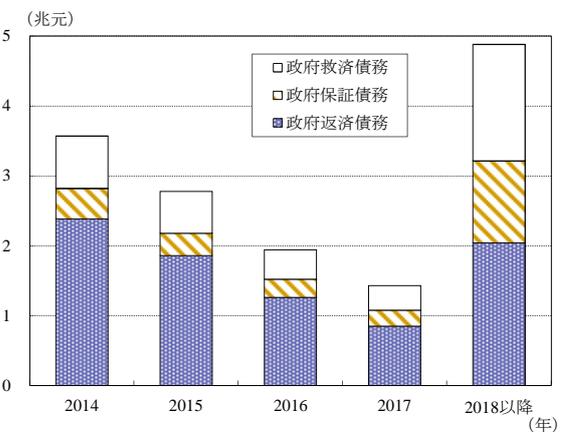
第5図：中国の実質GDP成長率と李克強指数



(注)『李克強指数』は、電力消費量、鉄道輸送量、銀行貸出残高の前年比伸び率から推計したもの。

(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

第6図：地方政府債務の償還期限



(資料)中国国家審計署統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2015年の成長率目標を7%前後に引き下げ

今後についても、中期的な安定成長に向け構造改革や過剰信用の抑制を継続するとみられることから、成長率は緩やかな減速傾向が続くとみられる。昨年12月に開催された中央経済工作会議では、「新常态（ニューノーマル）」への適応、具体的には中高速成長への移行、成長の質や生産性の向上を目指すことなどが決定された。これを踏まえ、3月の全国人民代表大会では、政府は2015年の成長率目標を7%前後に引き下げた。

但し、中央経済工作会議では同時に、2015年の経済運営方針として、第一に、安定成長を維持する方針が掲げられている。多くの地方政府が2015年の成長率目標を2014年の実績から引き下げるなか、一部の地方政府は2014年の実績を上回る水準に目標を設定している（第4表）。具体的には、①河北省、遼寧省、山西省などの石炭などの資源や鉄鋼・セメントなどの重工業への依存が高く、2014年の成長率実績が目標を大幅に下回るなど、景気失速リスクが高い地域や、②チベット自治区、雲南省など、経済発展段階がまだ低く一定の成長が必要な地域などである。過剰な信用拡大やバブルなどの副作用を伴うような、大規模な景気刺激策は引き続き回避されるとみられるものの、一定の雇用・経済の安定確保に向けた財政・金融両面からの下支えにより、減速ペースは緩やかなものとなることが見込まれる。

第4表：中国の地方政府の成長率目標と実績

		15年 目標	14年 実績比 (%pt)	14年 目標	14年 実績			15年 目標	14年 実績比 (%pt)	14年 目標	14年 実績
東部	1 北京市	7.0	▲ 0.3	7.5	7.3	中部	17 安徽省	8.5	▲ 0.7	9.5	9.2
	2 天津市	9.0	▲ 1.0	11.0	10.0		18 河南省	8.0	▲ 0.9	9.0	8.9
	3 上海市	-	-	7.5	7.0		19 江西省	9.0	▲ 0.7	10.0	9.7
	4 江蘇省	8.0	▲ 0.7	9.0	8.7		20 内モンゴル自治区	8.0	0.2	9.0	7.8
	5 浙江省	7.5	▲ 0.1	8.0	7.6		21 重慶市	10.0	▲ 0.9	11.0	10.9
	6 広東省	7.5	▲ 0.3	8.5	7.8		22 陝西省	10.0	0.3	11.0	9.7
	7 福建省	10.0	0.1	10.5	9.9		23 寧夏回族自治区	8.0	0.0	10.0	8.0
	8 山東省	8.5	▲ 0.2	9.0	8.7		24 新疆ウイグル自治区	9.0	▲ 1.0	11.0	10.0
	9 河北省	7.0	0.5	8.0	6.5		25 青海省	8.0	▲ 1.2	10.5	9.2
	10 海南省	8.0	▲ 0.5	10.0	8.5		26 四川省	7.5	▲ 1.0	9.0	8.5
東北部	11 遼寧省	6.0	0.2	9.0	5.8	27 広西チワン族自治区	8.0	▲ 0.5	10.0	8.5	
	12 吉林省	6.5	0.0	8.0	6.5	28 チベット自治区	12.0	1.2	12.0	10.8	
	13 黒龍江省	6.0	0.4	8.5	5.6	29 雲南省	8.5	0.4	11.0	8.1	
中部	14 湖北省	9.0	▲ 0.7	10.0	9.7	30 甘肅省	8.0	▲ 0.9	11.0	8.9	
	15 湖南省	8.5	▲ 1.0	10.0	9.5	31 貴州省	10.0	▲ 0.8	12.5	10.8	
	16 山西省	6.0	1.1	9.0	4.9	地方目標の加重平均	7.7	▲ 0.3	8.9	8.1	

(注) 1. 『14年実績』における色付けは、『14年目標』を1%ポイント以上下回った箇所。
『14年実績比』における色付けは、2015年の目標が2014年実績を上回る箇所。
2. 上海市は2015年の成長目標を定めない方針を発表。加重平均に際しては、上海市の2015年の成長目標が7.0%として推計。
(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ：持ち直しが見込まれるも家計負債の調整などが内需回復を抑制

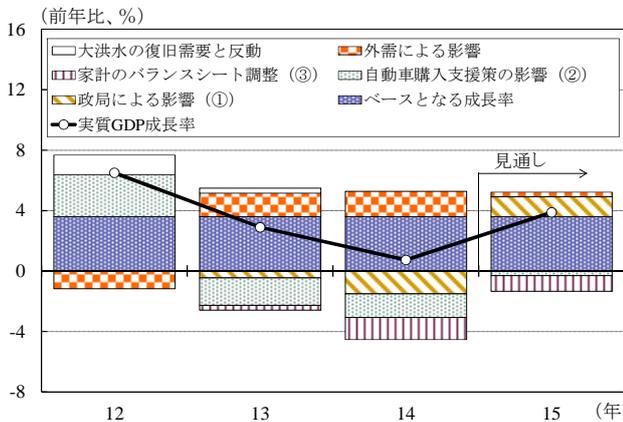
底入れの兆しをみせるも依然として鈍い内需の回復 タイの経済は、底入れしたとみられるが、内需の回復は依然として鈍い。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+2.3%と、輸出の持ち直しにより前期(同+0.6%)から加速したが、個人消費など内需は略前期並みの伸びに止まった。

内需の回復の鈍さには、①政局混迷の影響や②自動車購入支援策の反動、③家計のバランスシートの調整といった要因が影響していると考えられる(第7図)。暫定政権は昨年10月に投資予算執行や投資認可手続きの加速を軸とした景気刺激策を発表したが、2月末時点の投資予算執行率は18.1%と過去(2008~2014年度平均:27.2%)に比べ遅れている。対内直接投資は昨年終盤に持ち直しの動きがみられたが、投資奨励制度変更前の駆け込み要因もあった点は割り引く必要がある。加えて、高水準の家計負債も内需の重石となっている。自動車購入支援策などで自動車ローンを中心に農家向けローンが急増した結果、今では返済負担の増加による農家の可処分所得減少などを通じ内需を抑制していると思われる。

投資の伸び悩みや家計負債の調整継続などが内需回復を抑制 今後は、政局混迷の悪影響が徐々に和らぎ、マインドの改善等を通じて消費や観光面での持ち直しが見込まれるが、投資の伸び悩みや家計負債の調整継続などが引き続き抑制要因となり、回復ペースは緩やかに止まる見込みである。投資については、政府は今年1月実施された新投資奨励制度を一部見直すなど、企業が投資を様子見する可能性があり、一段の加速には時間を要する見込みである。家計負債については、増加ペースが鈍化し

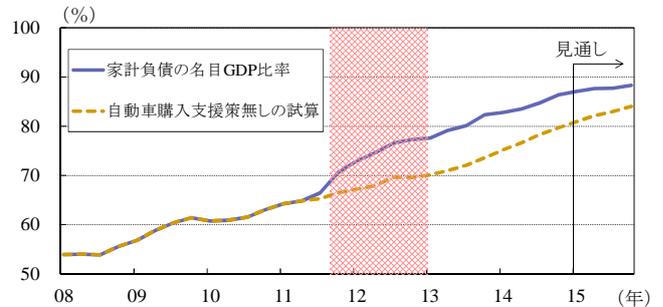
つつあるが、家計負債水準が名目 GDP 比 80%超と依然高水準にある。農産物価格の下落が続くなかで農家収入の大幅な増加も見込めず、当面、個人消費の抑制要因となる見込みである（第 8 図）。

第 7 図：タイの実質 GDP 成長率の変化要因



(注) 1. 『大洪水の復旧需要と反動』、『自動車購入支援策の影響』、『家計のバランスシート調整』は、消費と投資への影響として試算。
2. 『政局による影響』は消費・政府投資・サービス輸出への影響として試算。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図：タイの家計負債の名目 GDP 比率



(注) 1. 『家計負債』は、預金取扱金融機関とその他金融機関の合計。
2. 2015年の名目 GDP は当室見通し。自動車ローンの期間を7年(タイの一般的な車検期間)とし、地方部の自動車ローンは新規借入はせず返済を継続、都市部の自動車ローンと住宅など他のローンは支援策実施前の過去平均増加ペースで増加すると仮定。支援策無しの場合の試算は、各ローンが支援策実施前の過去平均増加ペースで増加した場合。
3. シヤドウは政府の自動車購入支援策実施期間。
(資料) タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) インド：インフレ率の鈍化や利下げ、企業収益改善により回復が期待される

インドの成長率は統計基準改定で大幅に上方修正されたが、実際の経済状況は好調とは言い難い

2月9日にインド政府が公表した新基準に基づく昨年10-12月の実質 GDP 成長率は前年比+7.5%となった(第9図)。これに先立ち、1月末に GDP 統計の算出方法の大幅改定(基準年改訂や要素費用から市場価格への変更等)が発表され、2013年の成長率が旧統計の同+4.7%(要素費用ベース)から同+6.9%(市場価格ベース)へ大きく上方修正された。新基準の成長率は旧統計の過去実績と比較して大幅に高まった印象を持つが、四半期毎の推移では7-9月期の同+8.2%から鈍化している。また、設備稼働率や生産、自動車販売等の周辺統計を見る限り、経済状況は好調とは言い難く、インド経済は基調として改善傾向にあるものの、そのペースは未だ緩やかと考えられる。

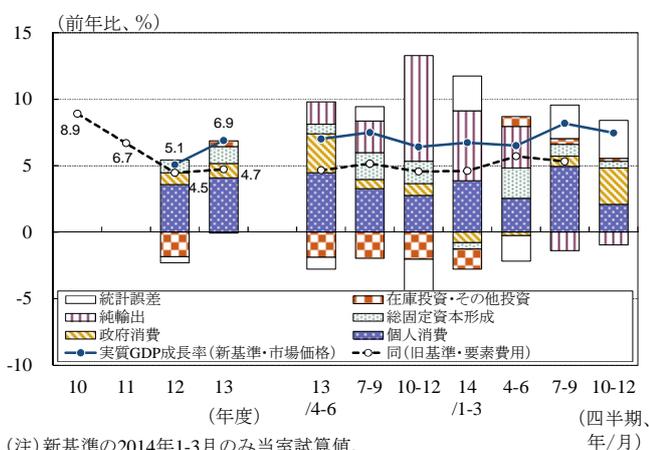
懸案のインフレは、これまでの金融引き締め効果や原油安により沈静化、中銀は利下げに踏み切る

今後の景気については、資源安や金融緩和方向への変化がプラス影響をもたらす見込みである。直近1月の消費者物価上昇率は前年比+5.1%と、原油安や食品価格の落ち着きを背景に昨年の同+7.2%や中銀の設定するインフレ目標(2016年までに6%未満)を大きく下回っている。こうしたなか、中銀は1月に緊急会合を開催し、政策金利であるレポ・レートを8.0%から7.75%へ引き下げ、3月にも追加利下げ(7.75%→7.5%)を実施した。2013年9月に就任したラジャン総裁の下でインフレ抑制を最優先課題に据え、金融政策を引き締めの運用してきた中銀だが、これまでの政策効果や資源安を追い風にインフレ率の安定を達成、また今後の物価の安定維持に向け政府が財政再建の姿勢を示したこともあり、利下げが可能

な状況となったとみられる。この先、インフレ率低下が個人消費を下支えするとみられるほか、利下げも資金調達コスト低下を通じて設備投資や自動車販売のプラス材料となろう。企業収益の伸びは改善傾向にあるが、このところリストラ効果だけでなく、売上高の増加が収益改善に貢献し始めている（第10図）。

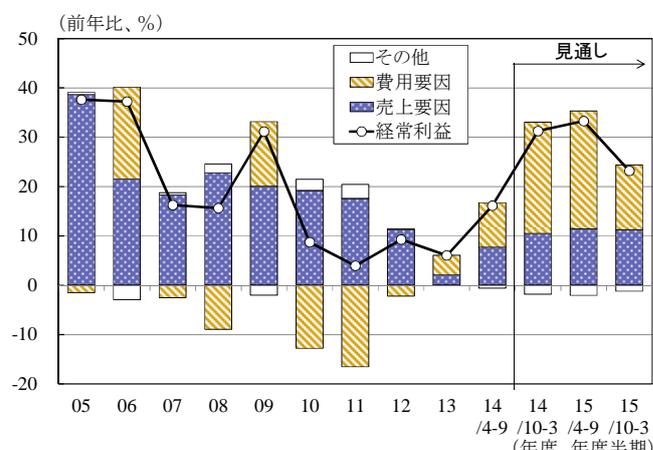
一方、持続成長の鍵を握る海外からの直接投資をみると、2014年1-11月期の流入額は266億ドルと2013年の220億ドルを大幅に上回った。業種別には、通信や金融のほか、モディ政権が投資誘致を積極的に進める製造業でも自動車や化学などで増加している。

第9図：インドの実質 GDP 成長率



(注) 新基準の2014年1-3月のみ当室試算値。
(資料) インド中央統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：インドの上場企業の企業収益



(資料) CEIC、インド準備銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

内需の持ち直しに
支えられ、緩やかな
がら回復が持続

2015年のインド経済は、消費・投資の持ち直しに支えられ、緩やかながら回復が続くと予想する。海外からの投資拡大が雇用や輸出の拡大をもたらす好循環に結びつくまでにはしばらく時間を要することもあり、2015年度の成長率は前年比+7.6%と前年(同+7.4%)からの加速ペースは緩やかに止まるとみる。中期的には、原油安やモディ政権への期待という追い風を活かし、積年の課題であったインフレの抑制や財政赤字の削減(燃料補助金削減)など、構造改革に着実に踏み出しており、持続成長につながる動きとして期待できる。

(福地 亜希、土屋 祐真、シンガポール駐在 中村 逸人)

V. オーストラリア

～資源価格下落の影響で、景気は減速傾向が続く～

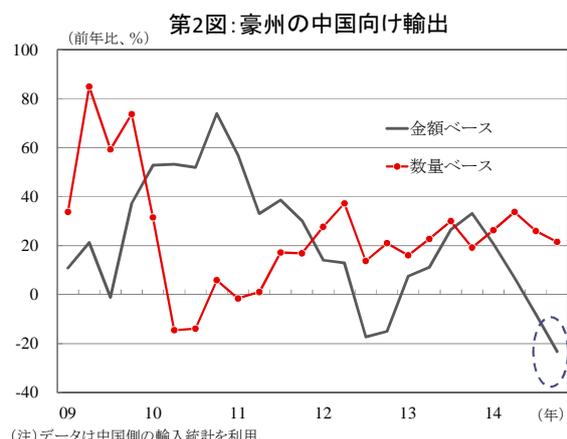
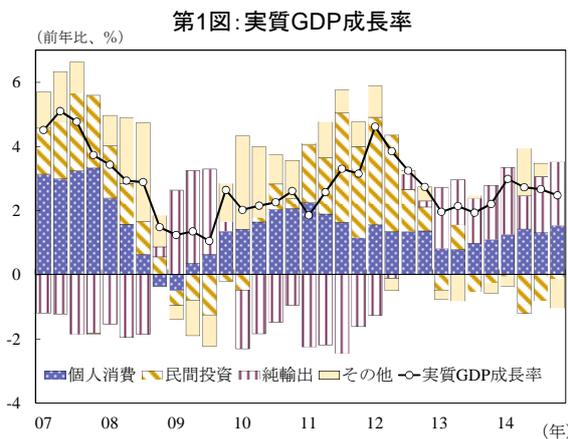
1. 景気の現状

豪州経済は昨年4-6
月期以降、減速傾向

豪州経済は、資源関連投資が落ち込むなか、住宅価格や株価の上昇に伴う資産効果等を背景に個人消費が堅調を維持し、緩やかな回復を続けていたが、昨年4-6月期以降は資源価格下落の影響を受け、減速傾向を鮮明化させている。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+2.5%と、7-9月期(同+2.7%)から小幅ながら低下した(第1図)。需要項目別にみると、住宅価格や株価上昇による資産効果や低金利を背景に個人消費(同+2.8%)が引き続き堅調を維持する一方、鉱業部門の落ち込みを主因に企業の設備投資(同▲3.2%)は前年割れが続いた。また、豪ドル安の進行もあり輸出(同+7.2%)は小幅鈍化に止まったが、名目ベースでみると主力輸出品である鉄鉱石価格の下落を受けマイナス幅が拡大している。最大の輸出国である中国向け輸出は、中国経済の緩やかな減速を背景に輸出数量が伸び悩み、さらに資源価格の下落が輸出額を大きく押し下げている(第2図)。

利下げを受け、豪ドルは約6年ぶりの水準まで下落

景気減速が続いていることを受け、豪州準備銀行(RBA)は2月の政策理事会において2013年8月以来となる利下げに踏み切った。市場では利下げ観測が台頭していたが、RBAが予想より早いタイミングで利下げを決定したことから、豪ドルは一時1豪ドル=0.76ドル台と約6年ぶりの水準まで下落した。



2. 今後の見通し

2015年の成長率は
2%台前半まで減速

2015年の豪州経済は、低金利やインフレ率低下に伴う実質購買力の向上などが個人消費を下支えするものの、資源価格下落による幅広いマイナス影響や、資源投資ブーム終焉後の景気を牽引してきた住宅投資がピークアウトに向かうことなどを背景に、2015年の実質GDP成長率は前年比+2.2%まで減速する見通しである(第1表)。

第1表：豪州経済の見通し

	2013年	2014年	2015年
実質GDP成長率 (%)	2.0	2.7	2.2
消費者物価上昇率 (%)	2.4	2.5	1.9
経常収支 (億ドル)	▲ 459	▲ 361	▲ 277

見通し

豪州は石炭や天然ガスなどの純輸出国であるが、原油は純輸入国であり（第2表）、原油価格の下落に限れば実質所得の増加を通じた個人消費などへのプラス効果が期待できる。一方、雇用環境をみると、失業率は上昇傾向にあり、賃金は低調な伸びに止まっている^(注)（第3図）。賃金が伸び悩む中でこれまで消費が堅調を維持し得た要因は、住宅価格や株価の上昇による資産効果が大きいと考えられる。ただし、住宅価格は依然高水準ながら上昇ペースを鈍化させており、今後、消費の押し上げ効果は徐々に限られてくる公算が大きい。

(注) 近年、賃金の伸びは失業率の動きと比べて乖離が目立っている。RBAは、その要因として、雇用市場の柔軟性の高まりを挙げている。具体的には、①（リーマンショック以降）労働者が雇用の安定と引き換えに、以前よりも低賃金を受け入れるようになったこと、②こうした環境下で、企業は販売先の需要の変化に柔軟に対応するため、賃金による雇用調整を進めやすくなったこと、など。

第2表：豪州のエネルギー関連貿易収支

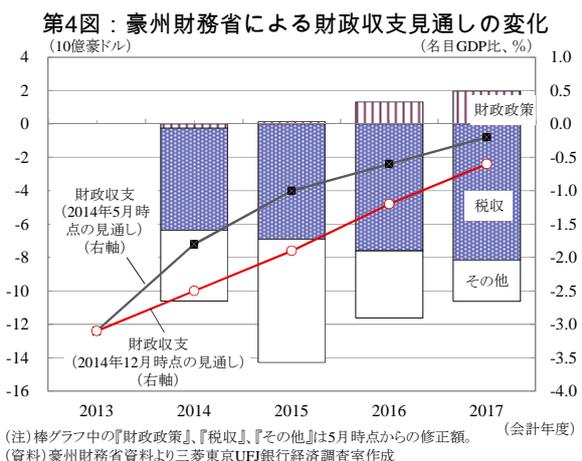
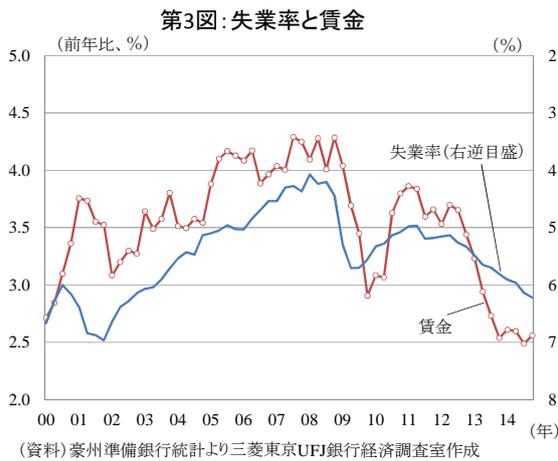
(名目GDP比、%)

	1990-99年	2000-09年	2010-13年	2014年9月
原油輸出	0.5	0.9	0.8	0.7
原油輸入	0.8	1.8	2.4	2.6
原油(ネット)	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 1.6	▲ 1.9
石炭輸出	1.5	2.2	2.9	2.3
ガス輸出	0.3	0.6	0.9	1.1
エネルギー合計(ネット)	1.6	1.9	2.2	1.4

(資料) 豪州準備銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

資源価格下落の影響は財政面にも

資源価格下落の影響は、輸出のみならず財政面にも及んでいる。財務省は昨年12月に発表した年央経済財政見通しで、2014会計年度（2014年7月～2015年6月）の財政赤字を5月時点の名目GDP比▲1.8%から同▲2.5%へ、2015年度を同▲1.0%から同▲1.9%へ下方修正した（第4図）。財政赤字拡大の背景は資源関連税収の大幅な下振れが主因である。財務省は、低金利と豪ドル安が景気を下支えするとみており、成長率見通し（2014年度：前年比+2.5%、2015年度：同+3.0%）を据え置いたが、今後、成長率が下振れし、財政赤字が更に拡大する可能性もある。



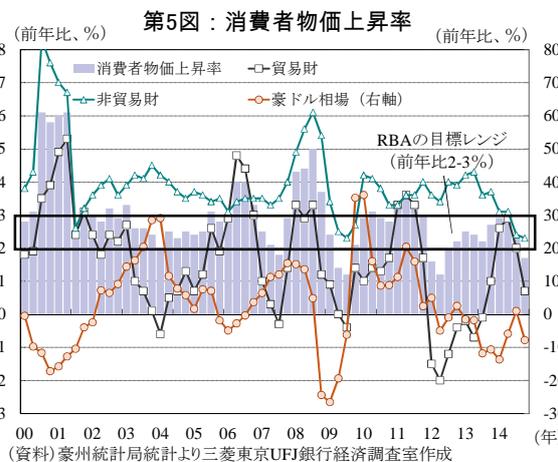
3. 物価と金融政策

インフレ率は RBA の目標レンジを下回る水準まで低下

10-12 月期の消費者物価上昇率は前年比+1.7%と前期 (同+2.3%) から一段と低下した (第 5 図)。賃金の伸び悩みに加え、昨年 7 月の炭素税廃止がインフレ率を押し下げたことで、RBA の目標レンジ (前年比 +2~3%) を下回った。企業収益が伸び悩むなか、賃金の伸びは今後も低位に止まる見込みであり、物価上昇圧力は弱いままとなる公算が大きい。

3 月は政策金利を据え置くも、RBA は追加利下げを示唆

RBA は 3 月 3 日の会合では政策金利を過去最低の 2.25% で据え置いたが (第 6 図)、声明文で「持続可能な需要の伸びとインフレ目標達成のためには、更なる金融緩和が適切となる可能性がある」と述べ、追加利下げに含みを残した。米国 FRB が金融出口戦略を進める一方で、RBA は景気浮揚のために一段の豪ドル安を望む姿勢を維持しており、相対的に豪ドルへの下落圧力は掛かりやすい状況は当面続くと考えられる。



(大幸 雅代)

VI. 中南米

～ブラジルはリセッション入り、アルゼンチンは景気低迷が長期化～

1. 中南米経済の概況

中南米主要7カ国の2014年の実質GDP成長率は、前年比+0.5%へ減速

中南米主要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）の景気は、一次産品価格の下落もあり総じて低迷している。2014年の実質GDP成長率は前年比+0.5%と前年（同+2.5%）から減速した模様である（第1表、第1図）。とりわけ、一次産品への依存度が高いブラジルやアルゼンチン、ベネズエラではマイナス成長となったとみられる。原油依存度が高いベネズエラは、油価下落が輸出の大幅減少を招き、景気悪化が深刻化している。同国国債の5年物クレジットデフォルトスワップ（CDS）価格は2月上旬時点で6,000ベースポイントに高騰、市場はデフォルトを織り込んでいる。アルゼンチンは引き続き外貨不足に苦しんでいるほか、7-9月期に景気が一旦持ち直したブラジルでも景気が再び悪化している。

2015年の成長率はメキシコを除き減速、ブラジルはマイナス成長

一方、太平洋同盟諸国（メキシコ、チリ、コロンビア、ペルー）も一次産品価格下落の影響はみられるが、これらの国ではインフレ率が低く（第2図）、財政が比較的健全なことから、金融・財政政策が景気を下支えしている。メキシコは低金利政策を維持（現行3.0%）、チリは利下げと財政支出を拡大（2015年の歳出：前年比+9.8%）させている。また、産油国のコロンビアはインフラ投資が景気を支えている。

2015年の成長率はメキシコを除き減速し、ブラジル、アルゼンチンはマイナス成長が続く見込み。2015年の中南米主要7カ国の実質GDP成長率は前年比+0.3%と2年連続で1%を下回る見通しである。

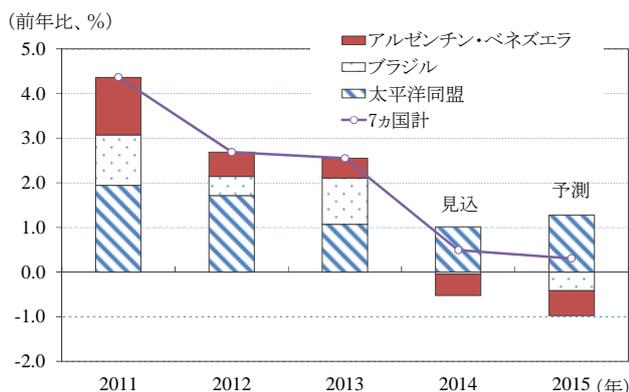
第1表 中南米経済の見通し

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
ブラジル	2.5	▲ 0.1	▲ 1.0	6.2	6.4	6.5	▲ 811	▲ 910	▲ 790
メキシコ	1.4	2.1	3.1	3.8	3.9	3.4	▲ 265	▲ 260	▲ 300
アルゼンチン	2.9	▲ 1.6	▲ 2.0	10.6	24.0	24.0	▲ 48	▲ 60	▲ 80
中南米全体(注)	2.5	0.5	0.3	8.1	12.2	13.1	▲ 1,382	▲ 1,430	▲ 1,475

(注) 全体の数値は主要7カ国の統計に基づく。各国の比重は2013年ドル建て名目GDPによる。

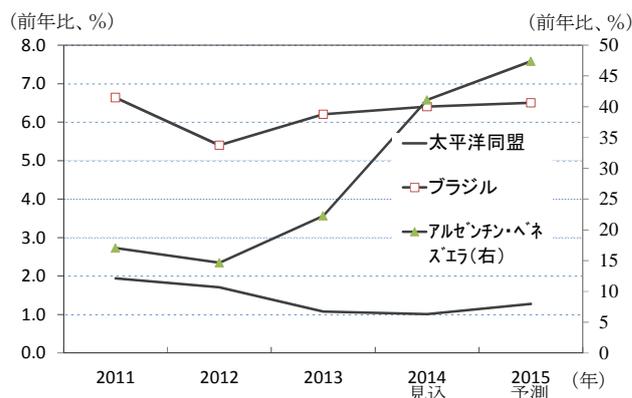
7カ国とは、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

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、チリ、コロンビア、ペルー。
(資料) Thomson Reuters Datastream

第2図:中南米諸国の消費者物価上昇率



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

2. ブラジル

(1) 景気の現状

景気は再び悪化、10-12月期は再度マイナス成長に転じた公算大

2014年前半に2四半期連続で前期比マイナス成長となったブラジルは、7-9月期に一旦プラス成長に回帰したが、10-12月期は再びマイナス成長に転じた公算が大きい。月次GDPともいわれる経済活動指数は10-12月期に前期比▲0.2%とマイナス(第3図)、鉱工業生産も同▲1.6%と不振であった。この結果、2014通年の成長率もマイナスとなったとみられる。

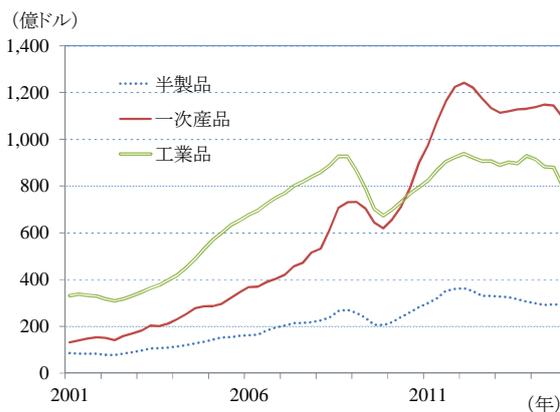
輸出は価格下落により一次産品輸出が振るわないことに加え、主力輸出先のアルゼンチンやベネズエラの景気後退により工業品輸出も減少に転じている(第4図)。アルゼンチン向け製品輸出は1-10月累計で前年比約3割減、乗用車は同約4割減と大幅に落ち込んだ。

第3図:経済活動指数、実質GDP



(資料) Thomson Reuters Datastream

第4図:ブラジルの品目別輸出



(注) 4四半期累計額
(資料) Thomson Reuters Datastream

インフレにより消費も低迷

インフレによる実質所得の目減りにより、消費も低迷している。1月の自動車販売は、昨年末で終了した減税の駆け込み需要の反動もあり、前年比▲18.8%と大きく落ち込んだ。12月の失業率は4.3%と低水準にあるが、

内外景気の不透明感から、企業は設備投資に慎重

インフレ率は加速、中銀は利上げを継続

これは求職断念者の増加により労働参加率が低下していることが主因と考えられる。2013年並みの労働参加率を前提にすると、失業率は6%前後まで上昇する。また、内外景気の不透明感が強いことから、企業は設備投資に慎重になっている。12月の資本財生産は前年比▲13.7%と大幅に落ち込んだ。かかる状況下、企業と消費者マインドは共に低迷している（第5図）。

1月の消費者物価上昇率は前年比+7.1%へ加速（第6図）、中央銀行のインフレ目標レンジ上限（6.5%）を大きく超えている。景気減速下にも関わらずインフレが高進する理由は、リアル安による輸入物価の上昇や名目成長率に連動した最低賃金引き上げ制度による持続的な賃金上昇などが挙げられる。この他、80年に一度といわれる干ばつが農産物価格の高騰を招いていることや、財政再建の一環として実施された各種補助金の削減や公共料金の引き上げも物価上昇要因として働いているとみられる。インフレ抑制のため、中央銀行は昨年10月の大統領選挙直後から4会合連続で利上げに踏み切った。

第5図：景気信頼感指数



第6図：消費者物価上昇率



(2) 転機を迎えた資源依存型の成長モデル

ブラジル経済は転機を迎えている。2000年代、ブラジルは資源需要の拡大や資源価格上昇による交易条件の改善が追い風となり好況を呈した（2004～2007年の平均成長率は4.8%）。新中間層が生まれ消費主導の景気拡大が続いた。内需拡大によるインフレ圧力の高まりに対しては、通貨高が歯止めとなった。ブラジル経済に対する長期的な成長期待が高まり、海外からの資本流入が続いたためである。

構造改革は先送り、インフレ、経常赤字、財政赤字が拡大

しかし、リーマンショックを経て2012年頃に資源価格がピークアウトすると、こうした追い風は止まった。成長率は低下し（2012～2014年の平均成長率は1.1%）、通貨も反落した。景気悪化に歯止めをかけるため、政府は財政によるテコ入れを続け、構造改革を先送りした。この結果、ブラジルの高コスト体質は温存され、インフレや経常赤字の拡大（後掲第2

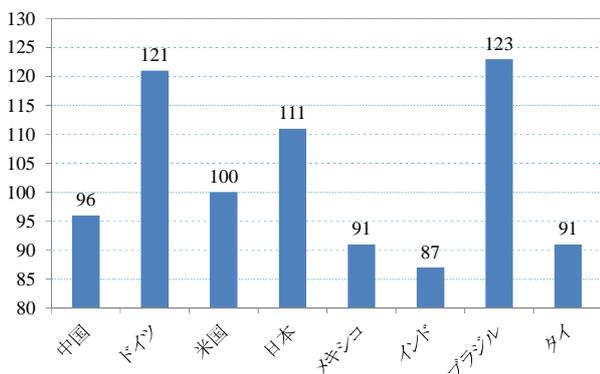
表)、財政赤字の拡大といった問題が顕在化している。

第7図は、主要国の製造業生産コストを比較したものであるが、ブラジルはドイツや日本よりも高コスト国となっている。また、財政状況も悪化している。2014年の基礎的収支(利払いを除いた収支)は2002年以降で初めて赤字に転落、財政収支もGDP比▲6.6%まで悪化した(第8図)。

ルセフ政権は、ようやく財政再建に着手するも、緊縮策への反発は強く、与党内でも足並みに乱れ

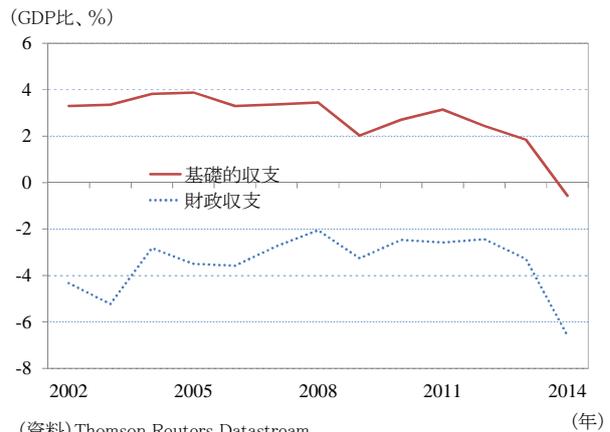
今年1月に正式に発足した第2期ルセフ政権は、財政規律重視派のレヴィ氏を財務相に起用し、2015年の基礎的収支をGDP比1.2%の黒字にすることを目標に掲げている。そのために、税控除の見直しや年金の削減、公共事業の削減などを進める方針を打ち出した。政府は、財政規律維持により内外投資家の信認を回復させ、投資流入を促進することを志向している。しかし、財政再建は短期的には景気悪化を伴う。ルセフ政権の支持率は1月には過去最低の23%まで低下しており、国民に不人気の緊縮策を実施することが難しくなりつつある。既に与党内からも緊縮策への反発が強まっているうえ、支持基盤である労働組合は年金削減への反発を強めており、一部の組合はデモを計画しているとの報道もある。

第7図: 主要輸出国の生産コスト比較



(注) 米国の生産コストを100とした指数(2014年)
(資料) ポストコンサルティンググループ

第8図: 政府の財政収支



(資料) Thomson Reuters Datastream

産業界も緊縮策へ反発

産業界からは電気料金値上げ方針に対し反発が高まっている。ブラジルは水力発電への依存度が高く、足元の干ばつが電力供給懸念をもたらしている。政府は増加している火力発電のコストを補うため産業用電力の値上げを計画しているが、産業界はコスト高により国際競争力を失うと反対している。このようにルセフ政権の政権運営は前途多難な状況にある。

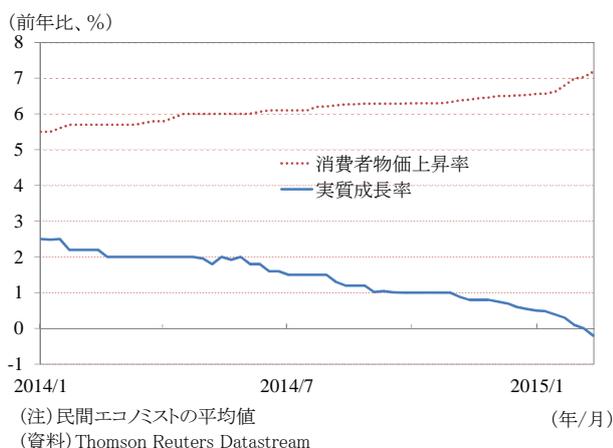
(3) 見通し

2015年の成長率は▲1.0%、2年連続のマイナス成長

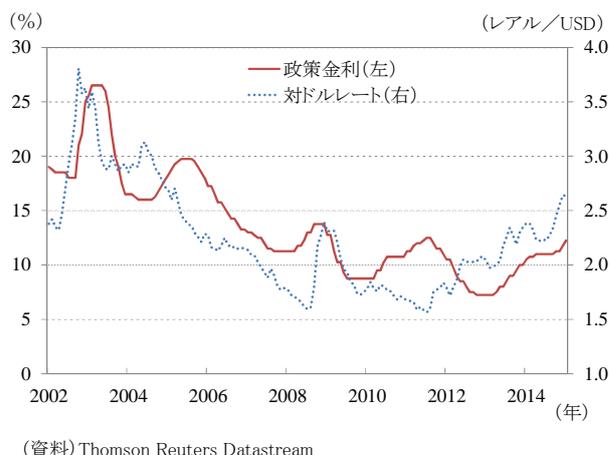
2015年もブラジル経済は低迷が続く見込みである。2015年の実質GDP成長率は前年比▲1.0%と2年連続でマイナス成長になる公算が大きい。中央銀行が集計する現地エコノミストの予想でも、2015年はマイナス成長との見方が多くなっている(第9図)。

通貨安に伴うインフレを抑制すべく金融引き締め策の継続により（第10図）、消費と投資の低迷が続く見込みである。また、原油価格の下落も悪材料である。ブラジルが進めている深海油田開発が遅延し、設備投資を抑制する可能性が高いからだ。実際、国営石油会社ペトロブラスは最近になって、業績悪化を理由に2015年の設備投資計画を3割削減することを発表した。同社の投資額はブラジルの設備投資全体の約1割を占めており、3割もの投資削減は、波及効果も含めて設備投資を大幅に抑制するとみられる。

第9図：2015年見通しの推移



第10図：政策金利と為替レート



下振れリスクとしては、干ばつによる電力不足が景気悪化に追い打ちをかける懸念がある。降雨不足が続くと、3月にも計画停電が実施される可能性がある。この場合、最大で実質GDPを1.5%押し下げるという試算もある。

国民の反発を受け、再び財政拡大路線への転換を余儀なくされた場合は、国債格下げのリスクも

また、緊縮財政への反発が拡大し、政府が再び財政拡大路線への転換を余儀なくされた場合、国債格下げのリスクが浮上する点にも留意が必要である。ブラジル国債（外貨建）の格付けは、スタンダード&プアーズが投資適格級としては最低ランク、ムーディーズは下から2番目のランクになっており、格下げが実施された場合、投資適格級を失うことにつながりかねない。経常収支はGDP比4%前後の赤字となっているが（第2表）、これまでは旺盛な海外からの投資流入が経常赤字をファイナンスしていた。外貨準備高は足元で3,500億ドルを超えており、当面の外貨繰りに不安はないとみられるが、投資適格の対象外となれば、資本流出が加速し、金融市場の波乱要因となりかねないことから注意が必要である。

第2表:ブラジルの経常収支

	2012年				2013年				2014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
経常収支(GDP比、%)	▲ 2.1	▲ 2.2	▲ 2.2	▲ 2.4	▲ 3.0	▲ 3.2	▲ 3.6	▲ 3.6	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.8	▲ 4.2
経常収支(億ドル)	▲ 120.6	▲ 131.9	▲ 89.0	▲ 201.0	▲ 247.0	▲ 184.8	▲ 171.0	▲ 208.3	▲ 252.6	▲ 183.8	▲ 194.7	▲ 278.4
財の貿易収支(同)	24.2	46.4	86.4	37.0	▲ 51.5	20.8	13.1	41.6	▲ 60.7	35.8	18.0	▲ 32.3
サービス・所得収支(同)	▲ 151.7	▲ 185.8	▲ 182.1	▲ 245.3	▲ 204.4	▲ 212.0	▲ 190.9	▲ 261.3	▲ 196.5	▲ 222.9	▲ 217.4	▲ 252.6
資本勘定(同)	3.8	5.5	▲ 32.2	4.1	2.8	3.8	2.7	2.6	1.9	1.4	0.8	1.7
金融勘定(同)	230.5	221.6	132.3	134.5	308.6	193.2	113.5	115.2	284.0	238.6	278.9	188.2
直接投資(同)	203.5	143.8	144.8	188.8	101.5	270.5	92.1	210.8	150.6	116.0	200.5	193.2
ポートフォリオ投資(同)	18.9	4.7	33.4	30.7	75.1	49.0	165.5	▲ 32.7	111.2	153.8	75.1	▲ 40.0
デリバティブ(同)	▲ 0.0	▲ 0.2	0.3	0.1	0.5	0.7	▲ 0.2	0.1	3.6	▲ 0.6	▲ 5.0	▲ 13.7
その他投資(同)	8.1	73.3	▲ 46.2	▲ 85.1	131.6	▲ 127.1	▲ 143.9	▲ 63.0	18.6	▲ 30.6	8.4	48.8

(資料) Thomson Reuters Datastream

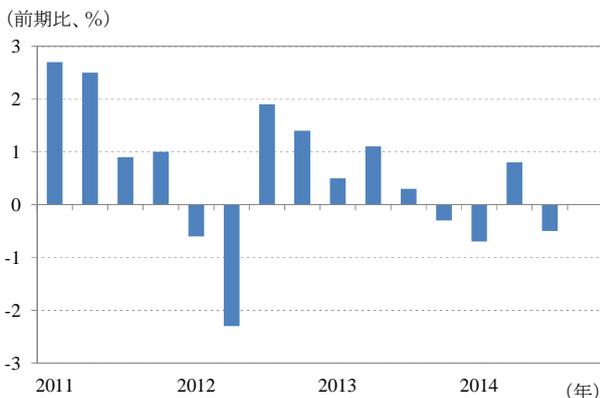
3. アルゼンチン

(1) 景気の現状

景気はテクニカル
デフォルトの影響
もあり一段と悪化

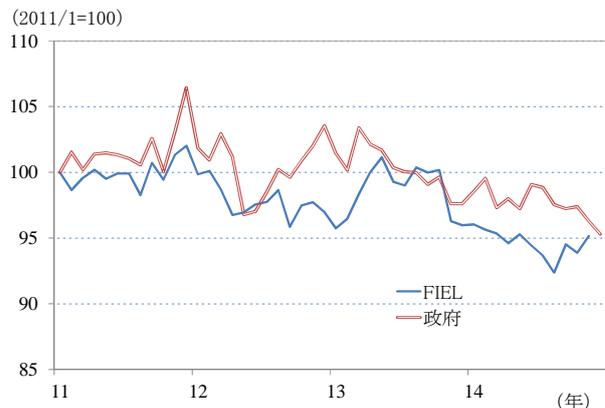
アルゼンチン経済は2014年7月に発生したテクニカルデフォルトの影響もあり、一段と悪化している。外貨の調達が一層困難になったことで、生産に必要な中間財輸入が減少し、生産に悪影響が広がっているからだ。7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.5%となった(第11図)。さらには、アルゼンチンの政府統計は信憑性が低いと見られており、民間の推計ではマイナス幅は一段と大きい。

第11図:実質GDP成長率



(資料) INDEC

第12図:鉱工業生産

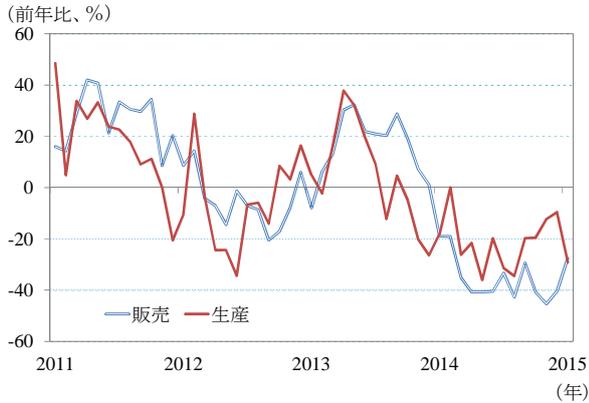


(資料) Thomson Reuters Datastream

民間統計によると
10-12月期もマイ
ナス成長

ラテンアメリカ経済研究財団(FIEL)発表の統計によると、10-11月の鉱工業生産は7-9月比+1.1%とやや持ち直しているが(政府統計では10-12月期は同▲1.6%) (第12図)、自動車販売や生産が依然として3割程度減少していること(第13図)や資本財生産も回復が鈍いこと(第14図)などから判断すると、10-12月期も景気は低迷が続いているとみられる。民間の推計によると、10-12月期の実質GDPは前年比▲3.8%と7-9月期の同▲4.5%からマイナス幅はやや縮小するものの景気後退が続いているとみられる。

第13図:自動車販売、生産



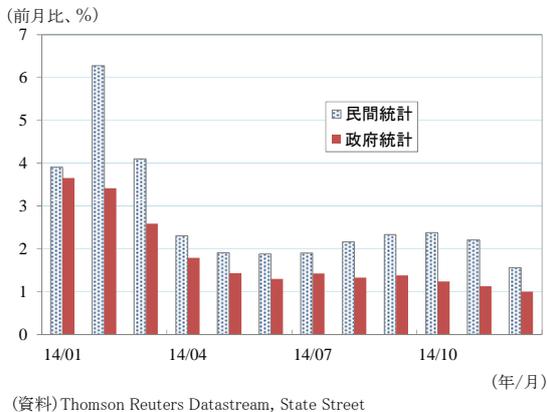
第14図:資本財生産



実態ベースの消費者物価上昇率は前年比30%台後半

インフレは高止まりしている。政府は消費者物価の新統計を2013年12月から公表しているが、民間推計の消費者物価統計との乖離幅が再び拡大している(第15図)。民間統計では、1月の上昇率は前年比+35.8%と依然として高い(第16図)。インフレに所得の伸びが追いついておらず、民間消費は過大評価が疑われる政府GDP統計でも、2014年1-3月期以降、前年割れが続いている。

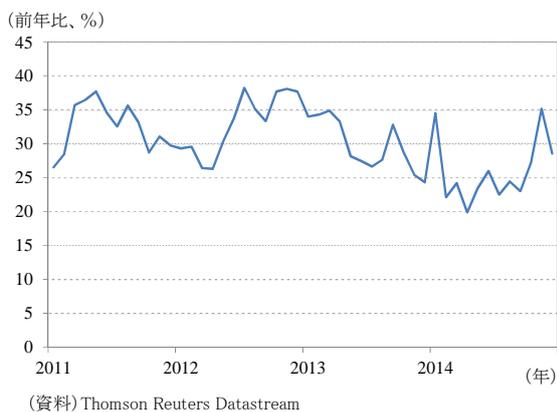
第15図:消費者物価



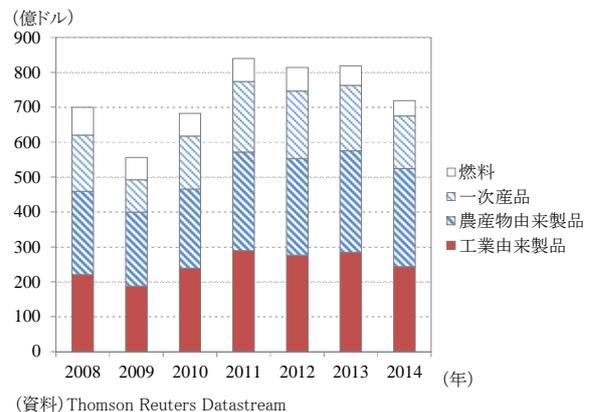
第16図:消費者物価(民間)



第17図:マネーサプライ(M2)



第18図:品目別輸出



マネーサプライの増加率は、昨年前半に一度低下していたが、年後半には再上昇もみられた（第17図）。輸入規制による物資不足も続いており、インフレが早期に終息する可能性は考えにくい。

内需の低迷に加え、輸出も減速している。2014年通年の輸出は前年比▲12.1%と二桁減となった。一次産品（農産物製品含む）（同▲9.6%）、工業製品（同▲14.6%）共に減少した（第18図）。世界的な需要鈍化に加え、高いインフレ率にもかかわらず為替レートは十分切り下がっておらず、実質為替レートは割高な水準にあり、アルゼンチン製品は価格競争力を失っている。

輸入規制にもかかわらず、2014年の貿易黒字額は2000年以降で最小

政府は財輸入の半年分を下回っている外貨準備高（1月：約315億ドル）を維持するため、輸入管理を一層強化している。2014年の輸入は前年比▲11.4%と大幅に減少したが、輸出の落ち込みを補うことはできず、2014年の貿易黒字（67億ドル）は2001年以降で最も黒字幅が小さくなった。なお、2014年の経常収支は約▲60億ドルの赤字と前年の▲48億ドルから赤字幅が拡大した。

(2) 見通し

経済統制に加え、主力輸出品の大豆価格の下落により、経済は厳しい状況が続く見込み

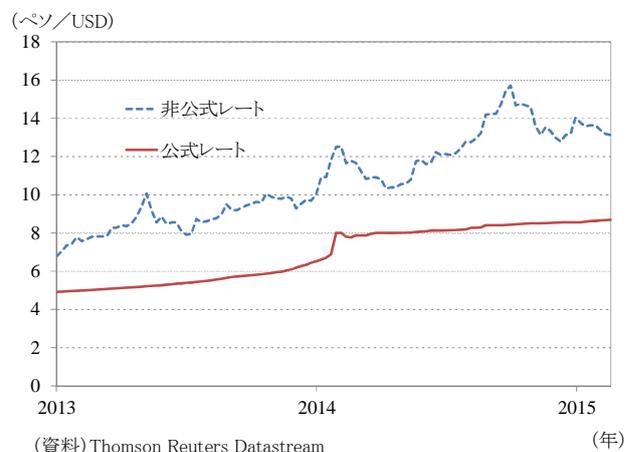
経済統制の強化に加え、輸出の約4分の1を占める大豆価格の下落もあり、アルゼンチン経済は厳しい状況が続く見込みである。直近の大豆価格は370ドル/トン（期近先物）前後と2010年以来の安値水準にあり、昨年と比べ2割以上下落している（第19図）。

外貨獲得の主力手段である大豆輸出が減速するなか、2015年の対外債務の元本支払い予定額は約130億ドルと足元の外貨準備高の41%相当に達している。実態比割高な公式レートを維持することが困難になり、金融市場では通貨急落リスクが煽っている（第20図）。

第19図：大豆価格



第20図：為替レート



2年連続でマイナス成長へ

政府による経済統制強化により、海外からの資本流入増加を期待することは困難である。2015年10月に実施予定の大統領選挙までは現行の政策

が続くとみられ、経済が好転するシナリオを描くことは難しい。2015年の実質GDP成長率は前年比▲2.0%と2年連続のマイナス成長を予想する。2015年の消費者物価上昇率は、政府公表ベースでは前年比+24.0%と予想するが、実態ベースでは同+30%台半ばとなるだろう。

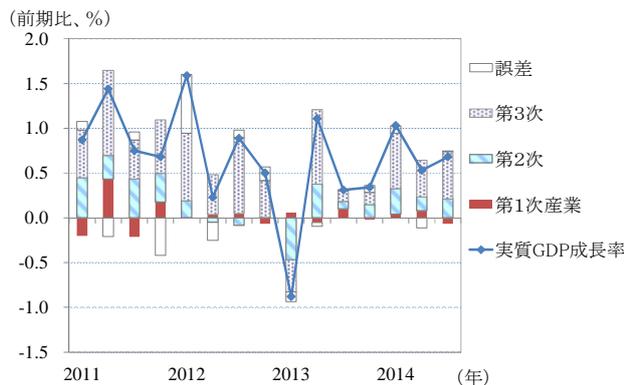
4. メキシコ

(1) 景気の現状

10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%へ加速、2014年通年では2.1%成長

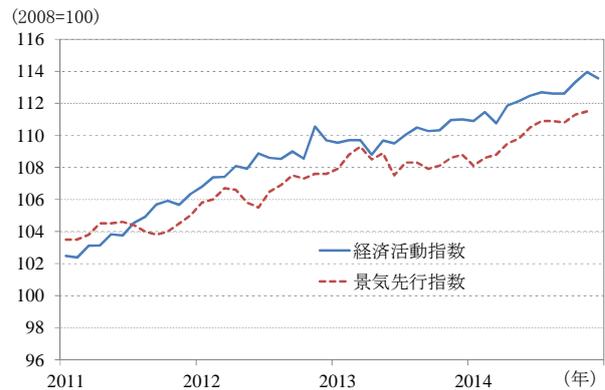
メキシコ経済は緩やかな回復が続いている。10-12月期の実質GDP成長率は米国向け輸出が牽引役となり前期比+0.7%と7-9月期（同+0.5%）から加速した（第21図）。産業別にみると、製造、建設業などの第2次産業、サービス業を中心とした第3次産業がともに堅調で、鉱業を含む第1次産業の不振を相殺している。2014年通年の実質GDP成長率は前年比+2.1%と、2013年（同+1.4%）から加速した。先行きについても、景気先行指数が2014年初から上昇基調にあるなど、当面、景気回復が続くことを示唆している（第22図）。

第21図：実質GDP成長率



(資料) Thomson Reuters Datastream

第22図：経済活動指数・景気先行指数

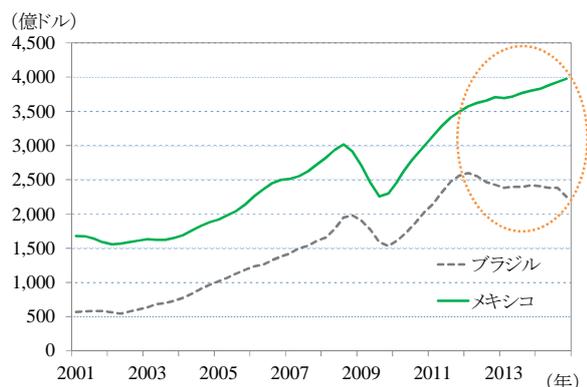


(資料) Thomson Reuters Datastream

米国向け輸出が堅調な製造業に加え、公共事業の増加を受け建設業も好調

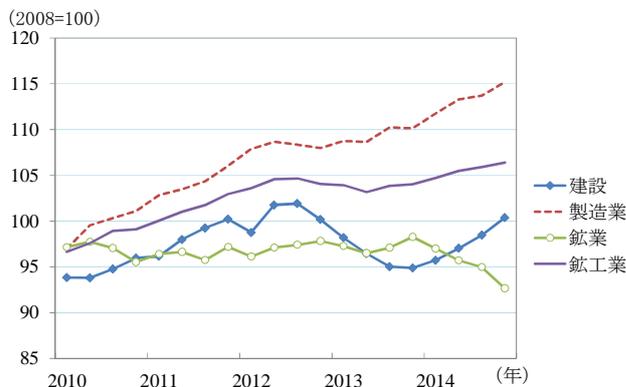
景気回復を支えているのは、主に米国向け輸出である。短期的には米国の景気回復の恩恵を受けているが、これまで輸出競争力を高めてきたことも奏功しているといえる。前掲第7図で示したように、米国を100とした場合のメキシコの製造業生産コストは91と中国（96）を下回っており、中南米のライバルであるブラジル（123）と比べ26%も割安な水準にある。このコスト格差は両国の輸出金額の差に表れており、足元のブラジルの輸出額はメキシコの6割弱に止まっている（第23図）。リーマンショック前と足元の輸出額の伸び率を比較すると、メキシコが1.32倍、ブラジルは1.14倍と大きな差が生じている。輸出拠点として製造業が活況であることに加え、公共事業の増加も建設投資に追い風になっている（第24図）。生産・輸出の回復は雇用環境の改善を通じ、消費増加に寄与している模様である（第25図、第26図）。

第23図:メキシコとブラジル、輸出額の比較



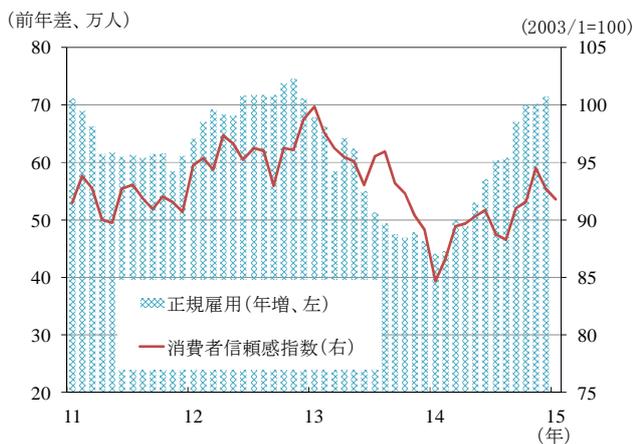
(注) 4四半期の累計額。
(資料) Thomson Reuters Datastream

第24図: 鉱工業生産



(資料) Thomson Reuters Datastream

第25図:消費者マインド、雇用



(資料) Thomson Reuters Datastream

第26図: 小売売上(数量)



(資料) Thomson Reuters Datastream

インフレ率は原油
価格下落に加え、電
話料金の引き下げ
などを受け低下

インフレ率は足元で低下が顕著になっている。ガソリン価格の低下に加え、1月の長距離電話料金の引き下げなどにより、1月の消費者物価上昇率は前年比+3.1%、コア物価も同+2.3%へ低下した(第27図)。また、川上の物価動向を示す生産者物価上昇率も同▲0.7%(1月)に低下している(第28図)。原油価格下落によりペソ安傾向が続いているものの、インフレ率の低下を受けて中央銀行は現行の緩和スタンスを維持するとみられる。

第27図：消費者物価



第28図：生産者物価



(2) 見通し

米景気の回復と公共事業、低金利が景気回復を下支え

メキシコは産油国であるが、石油掘削業が名目国内総生産（GDP）に占める割合は6%程度にすぎず、原油価格下落の景気へのマイナス影響は比較的軽微とみられる。また、景気回復が続く米国向けの製品輸出の比率が高いことや、米国向け輸出増加に伴う設備投資の拡大に支えられ、2015年の成長率は緩やかながら加速する見込みである。物価安定がもたらす低金利も景気回復を支えるだろう。2015年の実質GDP成長率は前年比+3.1%と2014年の同+2.1%を上回ることが見込まれる。

構造改革により、今後10年間で潜在成長率を1%押し上げる可能性も

中長期的にも構造改革が潜在成長率を押し上げることが期待される。2014年8月にはエネルギー部門改革関連法案が成立、外資導入により生産能力の拡大や効率化が見込まれる。エネルギーの他にも、金融や通信分野でも改革を進めており、経済協力機構（OECD）は、こうした一連の構造改革により、今後10年間の潜在成長率を年間1%押し上げると試算している。景気が低迷する中南米諸国のなかで、メキシコ経済の堅調さが際立つことになろう。

(国際通貨研究所 森川 央)

Ⅶ. 原油価格

～供給超過が続き、原油価格の上値は重い見込み～

1. 価格動向

原油価格は1月末に44ドル台に下落後、小幅上昇

WTI（期近物）は、昨年11月末の石油輸出国機構（OPEC）総会で減産が見送られたのを契機に供給過剰感が強まったことを受けて下落傾向を辿り、1月6日には50ドルを割った（第1図）。その後もさらに値を下げ、1月28日には米国の原油在庫増加が嫌気されたことから44.45ドルと5年11ヵ月振りの安値となり、翌29日には一時43ドル台に下落した。

しかし1月30日には、米国の石油掘削装置（リグ）の稼働数の大幅減少や大手石油各社の投資削減計画を受けて供給減少期待が高まったことから、WTIは48ドル台に上昇した。2月に入り概ね50～53ドルで推移したが、月後半は米原油在庫増加等を受けて供給過剰懸念が再燃したことから、48ドル台に値を下げる場面もあった。

投機筋の買い越し額は大幅減少後、増加

原油先物市場における投機筋の買い越し額をみると、昨年後半は地政学リスクの後退や需給緩和観測を背景に急減したが、12月以降、小幅ながら増加傾向にある（第2図）。また、原油先物市場への資金流入を示す総建玉（未決済残高）も1月以降、増加に転じている。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：原油先物市場の投機筋ポジション



2. 需要・供給動向

2014年は供給超過

2014年は先進国の需要が落ち込んだ一方、米国のシェールオイル生産拡大を受けて供給が拡大したことから、世界の需給バランスは供給超過が続いた（第3図）。

世界の原油需要は伸び悩む見込み

国際エネルギー機関（IEA）によれば、2014年は新興国の原油需要が堅調な伸びを維持したが、先進国需要が2年振りに減少した結果、世界全体

では前年比+0.7%と前年（同+1.4%）から鈍化した。2015年は、原油価格下落を受けて先進国の需要は持ち直す一方、ロシアの景気後退や中国の景気減速等により新興国については鈍化するとみられ、世界の需要は引き続き伸び悩むと見込まれる。

米国のシェールオイル生産増加ペースに注目

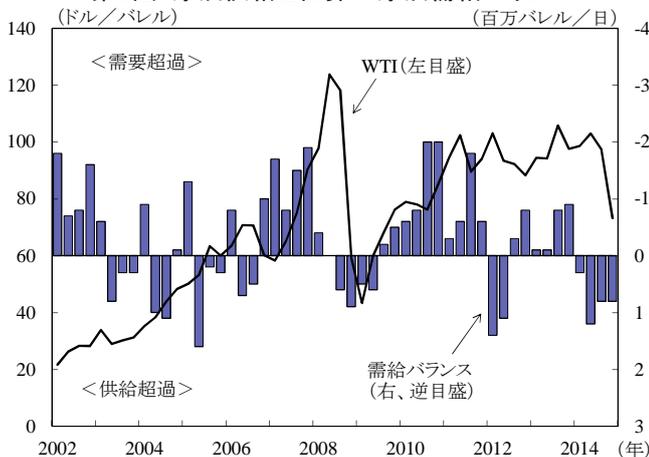
供給面で最も注目される米国のシェールオイル生産量についてみると、昨年10月から2ヵ月連続で増加幅は縮小したが、12月以降は再び拡大している（第4図）。中東産原油よりも生産コストが高いといわれている米国のシェールオイル生産は、原油価格の大幅下落を受けて増加ペースが鈍化するとみられるが、そのトレンドが鮮明になるのは今年後半頃となる。

OPECは減産しない方針を維持

2014年のOPECの原油生産量は日量3,028万バレルと生産目標（同3,000万バレル）に近い水準となった。引き続きOPECは市場シェア確保のために減産しない方針を維持するとみられる。ただし、情勢不安が続く加盟国の生産増減によって、全体の生産量が目標から大きく乖離した場合には、サウジアラビアを中心に生産調整する可能性もあろう。

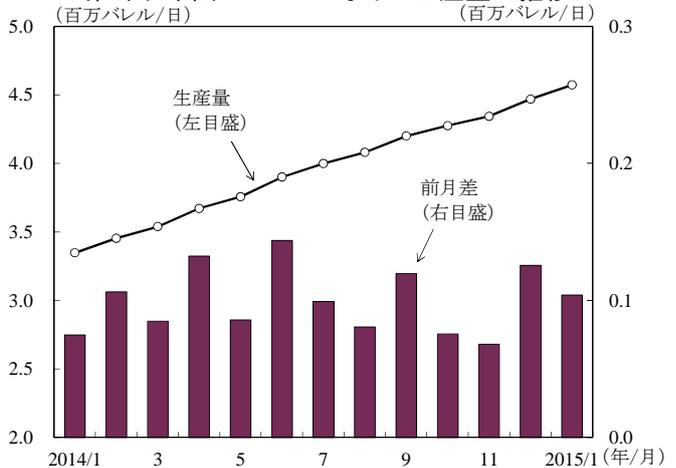
原油価格下落がOPEC加盟国の経済、特に財政に与える影響は大きく、一部の加盟国は減産を要求していると伝えられている。しかし、OPECとして減産が合意される可能性は低いことから、今後も関係者が口先介入によって一段安を抑える場面が想定される。

第3図：原油価格と世界の原油需給バランス



(資料) IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：米国のシェールオイル生産量の推移



(資料) 米エネルギー情報局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 価格の見通し

原油価格は四半期平均50~65ドル台の推移と予想

今年の世界の原油需要は伸び悩む一方、米国の原油生産量は拡大傾向を辿ると見込まれる。OPECの原油生産量は目標に近い水準で推移しよう。この結果、世界の原油需給バランスは供給超過が続くが、年後半には米国の原油生産の拡大ペースが鈍化し、超過幅は縮小に向かうと予想される。これに伴い原油価格は上昇するが、供給超過に対する懸念は根強く、上値

が重い展開となろう。WTIは2015年を通じて、四半期平均50～65ドル台で推移すると予想される。

1月末によろやく原油価格の下落に歯止めがかかったように見えるが、供給超過の解消につながる材料が少ないことから、反発力は弱い。今後も米国の原油の生産・在庫統計や主要国の経済指標、OPEC関係者の発言等に反応しながら、本格的な反転のタイミングを探っていくことになろう。

(篠原 令子)

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
2013/Q1	94.4	▲8.4%
2013/Q2	94.2	0.9%
2013/Q3	105.8	14.8%
2013/Q4	97.6	10.6%
2014/Q1	98.6	4.5%
2014/Q2	103.0	9.4%
2014/Q3	97.3	▲8.1%
2014/Q4	73.2	▲25.0%
2015/Q1	50	▲49.3%
2015/Q2	54	▲47.6%
2015/Q3	61	▲37.3%
2015/Q4	65	▲11.2%
2013年	98.1	4.1%
2014年	92.9	▲5.2%
2015年	58	▲38.1%

見通し

(注) 期中平均価格

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiko_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。