

内外経済の見通し

見通しの概要

～金融市場では不透明感が払拭されないものの、
ファンダメンタルズ面では緩やかな成長が続く世界経済～

日 本

～緩やかな回復基調は維持されるも、下振れリスクの強い状態が当面継続～

米 国

～個人消費を中心とした内需を牽引役に、自律的な景気拡大が持続する見通し～

西 欧

～实体经济の底堅さの一方で、金融市場や新興国経済の不透明感が高まる～

ア ジ ア

～外需の伸び悩みが続くなか、財政・金融政策が内需を下支え～

オーストラリア

～景気は底割れを回避するも、企業部門の弱さから前年並みの成長に止まる展開に～

中南米

～ブラジルは低迷継続、アルゼンチンは新政権下で再生を企図、
メキシコは緩やかに鈍化～

原油価格

～供給超過が続き、原油価格は低迷～

見通しの概要

金融市場では不透明感が払拭されないものの、ファンダメンタルズ面では緩やかな成長が続く世界経済

2016年入りして約2ヵ月が経過したが、年初以来の世界の経済金融情勢のあまりにも目まぐるしい急展開は、変化の速い近年においても際立ったものだったと言えるのではないだろうか。3ヶ月前に本誌で「2016年は『新たな安定の模索局面』」と予測したが、安定を模索する前にはやはり大きな揺らぎが必然であったのかもしれないと思わせるほどである。

年初の世界の金融市場は、中国の株式市場、為替市場の混乱に端を発した投資家のリスクオフの動きから激しく動揺し、それにサウジアラビア、イランの国交断絶や北朝鮮の核実験といった地政学的リスクが輪をかける展開となった。そして、昨年から世界経済の懸念材料の一つに挙げられていた原油価格が更に低迷し、世界的なインフレ期待の後退をもたらしたことが、物価の安定を目指す各国中央銀行の悩みを一層深めることとなる。それが、1月末に日銀が欧州 ECB に続いてサプライズ的に「マイナス金利」政策を打ち出したことの一つの背景と思われるが、同時期に相次いで公表された米国経済の弱めの経済指標と相俟って、市場参加者に一部「非常事態」的パーセプションを生み、金融セクターの弱気見通しとも重なって、結果として更なる金融市場の動揺を招くことになったようだ。

もちろん、今の時点では足元の金融市場の動揺をリーマンショック級の金融危機再来の兆候と判断するのは早計だろう。2008～2009年頃と違って、先進国経済のファンダメンタルズは比較的底堅く推移しているし、国際的な金融規制の厳格化や各国のセーフティネットの拡充もあり、金融システムは格段に強化されている。市場が極端なムードに支配されることは珍しくないにせよ、今の金融市場の混乱が極端な信用収縮に発展する可能性は低いとみてよいと思われる。

ただ、世界経済に潜む本質的な不安定さは昨年から変わっていないという事実にはやはり留意しておく必要がある。それは、人類史上でも類を見ないほどの規模と速度で実物投資を積み上げ、いまや主要な鉱物資源の世界消費量の約半分のシェアを占めるまでになった中国が、いよいよ過剰投資の本格的調整局面を迎え、その整理に向けて「投資主導」から「消費主導」の経済発展モデルへ、あるいは市場原理の働く「市場化改革」へと、産みの苦しみをもちながら舵を切り始めているということである。そして、それは必ずしも整備されていない統計や中国当局が市場との対話にまだ不慣れなこともあって、先進国の金融市場が中国経済の実態に対して不安を抱きがちになるという構図も伴っている。

これに加え、先進各国でも高齢化や長引く低成長が財政に慢性的な下押し圧力を掛け続ける一方、インフレ率の低下が金融政策を「異次元化」に追い込むなど、経済政策に従来の常識が通用しない不透明感が漂い、更に中東情勢の混迷、欧州での難民問題やピュリスト政党の台頭・英国のEU離脱問題、米国大統領選挙における既成型でない候

補の躍進等、政治・地政学の面でも従来の延長で解釈できない現象が多発している状況となっている。これらを勘案すると、そう易々と「新たな安定」がもたらされるとは想定しない方がいいということなのであろう。したがって、以下に述べる今年の世界経済見通しについても、予想外の変化に備え、従来より幅を持って考える必要がある。

まず、不透明な部分も大きい中国であるが、安定した雇用・所得環境を背景に引き続き消費が拡大基調を維持するとみられるなか、焦点は投資の減速がどこまで進むかである。政府は過剰設備の整理等を断固進める方針を出しているものの、投資が著しく減速すれば中国経済の成長率を現状の6%台に維持する支えがなくなるのは間違いない。したがって、当局としてインフラ投資などの加速で投資全体のこれ以上の減速を食い止める展開になるものと見られる。もう一つ、世界経済との接点という意味では人民元の動向も注目される。中国は国内経済の軟着陸に向けて為替相場の安定に注力し、小康状態を保つものと考えるが、先ほどの不安定の構図や減少が止まらない外貨準備の動きなどを勘案すると、再び人民元相場に動揺が走るリスクには注意しておきたい。

欧米経済についても、新興国経済減速に加えて金融市場の根源的な不安定さという懸念を抱えたことになる。ただ、結果として米国で金融政策正常化のための利上げの速度が鈍るのは同国の景気にはプラスとなろう。欧米とも、昨年からの金融市場の動揺にも関わらず雇用情勢の改善は続いており、現在の内需中心の自律的な回復のモメンタムは維持できるものとみる。

国内に目を転じると、景気の持続的な拡大の起点となる企業収益は、円高懸念が浮上する展開となっているが、一方で、原油安の直接的なプラス効果は確実に出てくるものと考えられ、引き続き高水準を維持できるものとみる。緩やかながらも設備投資の拡大は続いていることに加え、消費の前提となる雇用・所得環境も底堅く推移していることを鑑みると、内需の回復基調自体は維持されよう。輸出については新興国向けに不安を抱えるものの、先進国向けを支えとして大きな底割れは避けられるものとする。先進国首脳会議（サミット）や参議院選挙など年央に掛けての政治イベントを越えると、需要面では来年4月に予定される消費税率引き上げに向けた動きも始まる。それらを勘案すると、2016年度は1%台半ば程度の成長までは展望できるものとする。

もとより金融市場は不確実性・不透明感を嫌うが、前述の通り、そもそも現在の世界の経済金融情勢は「不透明感がビルトイン」されているともいえ、なかなか市場も落ち着きにくい構図を抱えている。但し、不確実・不透明な時代は変化が速い時代でもあり、変化の速さはリスクと同時にビジネスチャンスでもある。各経済主体がリスクに身をすくませるだけでなく、ビジネスチャンスと捉えて果敢に未来に向けた挑戦を続けていくことが求められる時代ともいえよう。

(経済調査室長 佐藤 昭彦)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2014年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2014年 実績	2015年 実績	2016年 見通し	2014年 実績	2015年 実績	2016年 見通し	2014年 実績	2015年 実績	2016年 見通し
世界45カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	64.82	1,456	2.8	2.6	2.6	2.7	3.0	3.6			
先進国・地域	42.54	956	1.8	1.9	2.0	1.3	0.2	0.9			
新興国	22.28	500	4.8	3.8	3.9	5.4	8.4	8.8			
日本(年度ベース)	4.45	100	▲1.0	0.7	1.5	2.8	0.0	0.7	721	1,418	1,586
アジア11カ国・地域	17.05	383	6.4	6.0	5.9	2.7	2.0	2.3	4,279	5,801	5,191
中国	10.36	233	7.3	6.9	6.5	2.0	1.5	1.9	2,197	2,932	2,710
インド(年度ベース)	1.91	43	7.4	7.6	7.9	6.0	4.8	5.0	▲267	▲152	▲232
NIEs4カ国・地域	2.54	57	3.4	2.1	2.6	1.6	0.6	1.3	2,122	2,595	2,481
韓国	1.41	32	3.3	2.6	2.9	1.3	0.7	1.3	844	1,060	1,044
台湾	0.53	12	3.9	0.8	2.4	1.2	▲0.3	1.2	654	724	616
香港	0.29	7	2.6	2.4	2.0	4.4	3.0	2.6	36	106	91
シンガポール	0.31	7	3.3	2.0	2.5	1.0	▲0.5	0.6	588	705	730
ASEAN5カ国	2.10	47	4.6	4.8	4.9	4.5	3.2	3.0	228	425	233
インドネシア	0.89	20	5.0	4.8	5.0	6.4	6.4	4.3	▲275	▲180	▲175
マレーシア	0.34	8	6.0	5.0	4.9	3.1	2.1	2.0	145	90	102
タイ	0.40	9	0.8	2.8	3.2	1.9	▲0.9	1.0	154	348	212
フィリピン	0.28	6	6.1	5.8	6.0	4.2	1.4	2.5	109	78	46
ベトナム	0.19	4	6.0	6.7	6.3	4.1	0.6	3.2	95	88	48
オーストラリア	1.44	32	2.6	2.2	2.3	2.5	1.5	2.2	▲441	▲436	▲430
米国	17.35	390	2.4	2.4	2.4	1.6	0.1	1.3	▲3,895	▲4,669	▲4,770
中南米7カ国	5.23	117	0.7	▲1.3	▲1.3	11.8	24.3	26.1	▲1,611	▲1,459	▲1,120
ブラジル	2.35	53	0.1	▲3.7	▲3.5	6.3	9.0	7.0	▲1,042	▲589	▲450
メキシコ	1.29	29	2.3	2.6	2.1	4.0	2.7	3.0	▲240	▲330	▲300
アルゼンチン	0.54	12	0.5	0.5	▲1.5	23.9	16.5	35.0	▲59	▲100	▲80
ユーロ圏19カ国	13.46	302	0.9	1.5	1.5	0.4	0.0	0.5	3,022	3,423	2,650
ドイツ	3.87	87	1.6	1.7	1.7	0.8	0.1	0.9	2,656	2,740	2,424
フランス	2.83	64	0.2	1.1	1.3	0.6	0.1	0.6	▲242	▲30	▲50
イタリア	2.15	48	▲0.4	0.6	0.8	0.2	0.1	0.3	379	380	283
英国	2.95	66	2.9	2.2	2.1	1.5	0.0	0.3	▲1,524	▲1,201	▲1,141
ロシア、中東欧3カ国	2.75	62	1.3	▲1.4	0.0	5.3	10.6	8.1	582	723	474
ロシア	1.86	42	0.6	▲3.7	▲1.3	7.8	15.6	11.8	584	658	482
チェコ	0.21	5	2.0	4.3	2.4	0.4	0.3	1.5	13	31	10
ハンガリー	0.14	3	3.6	2.9	2.2	▲0.2	▲0.1	2.2	55	59	32
ポーランド	0.55	12	3.3	3.6	3.3	0.0	▲0.9	1.4	▲69	▲25	▲50

<参考>

世界45カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.4	3.0	3.1	3.4	4.0	4.5			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

- (注) 1. 『2015年』の一部の国・地域は見込み値。
 2. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。
 3. 『日本』、『インド』の掲載数値は年度(4月～翌年3月)ベースであり、『世界45カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。
 4. IMFの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『チェコ』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米7カ国』、『ロシア』、『ハンガリー』、『ポーランド』。
 5. 『中南米7カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー。

(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

I. 日本

～緩やかな回復基調は維持されるも、下振れリスクの強い状態が当面継続～

1. 日本経済の概況

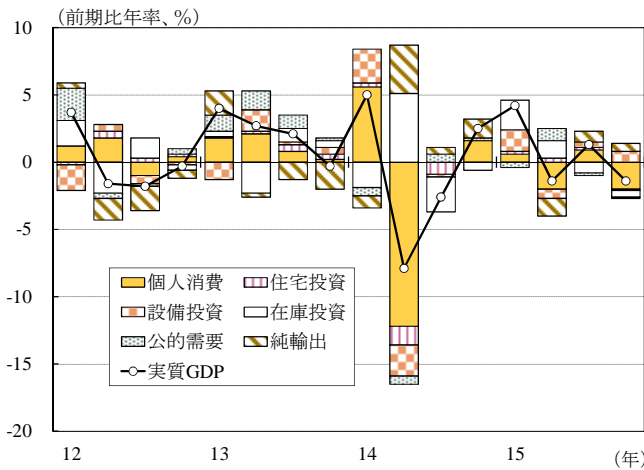
実質 GDP 成長率は
個人消費の不振を
主因にマイナス化、
景気の停滞を示す

昨年 10-12 月期の実質 GDP (1 次速報値) は前期比年率▲1.4%と 2 四半期ぶりのマイナス成長となり、景気の停滞が示された (第 1 図)。需要項目別にみると、個人消費が同▲3.3%と大きく減少しマイナス成長の主因となったほか、輸出も、海外経済の減速や前期の高い伸びの反動などが影響し減少した。一方、設備投資は 2 四半期連続のプラスとなった。企業部門においては、内外需要の低迷といった逆風を受けながらも、高水準の企業収益を背景に先送りにしてきた投資計画を実行に移す動きが広がってきているものとみられる。

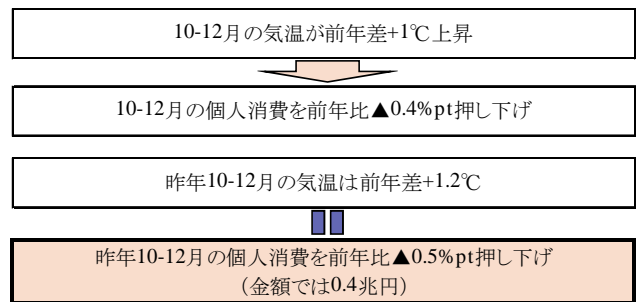
個人消費の大幅減
には暖冬による一
時的なマイナス分
も含まれる

個人消費の弱さは明らかだが、大幅減には暖冬による季節商材の販売不振や暖房費の減少といった一時的なマイナス分も含まれる点は割り引いてみる必要がある。10-12 月期の個人消費と気温の関係からみると、平均気温が前年から 1℃上昇した場合、実質家計最終消費支出は▲0.4%pt 程度押し下げられると試算される (第 2 図)。昨年 10-12 月期の平均気温は前年比で 1.2℃上昇しており、過去の関係当てはめると同期間の個人消費は▲0.5%pt 程度 (年率換算▲2%pt 程度) 押し下げられたと推定される。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



第2図: 10-12月の気温変化が個人消費に与える影響



(注) 試算に当たっての推計式は以下の通り。『気温』は、北日本、東日本、西日本の実績値を、各地域の人口比で加重平均したもの。
実質家計最終消費支出(前年比) = $0.7 + 0.3 * \text{実質雇用者報酬(前年比)} - 0.4 * \text{気温(前年差)} + (\text{消費税率引き上げ、リーマン・ショックの影響に関わるダミー変数})$
(資料) 内閣府、気象庁統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

景気の足取りは依然として重い
が、悪い材料ばかりではない

景気の足取りは依然として重く、年明け以降の金融市場の動揺もマインドを冷やす可能性があり、日本経済の先行きを楽観することはできない。ただし、悪い材料ばかりではない。原油価格の下落は、世界経済にとっては懸念材料となっており、その背景の一つである新興国経済減速の悪影響にも留意は必要だが、日本にとっては様々な経済主体の所得を押し上げる直接的なプラス効果は確実に存在し、支出拡大の原資となる (第 3 図)。

実際に、企業収益は総じて高水準を維持しており、設備投資は一時の低迷から脱しつつある。また、消費支出のベースとなる雇用者報酬は、消費の低迷とは対照的に、雇用環境の改善を背景にしっかりと増加基調を維持している。

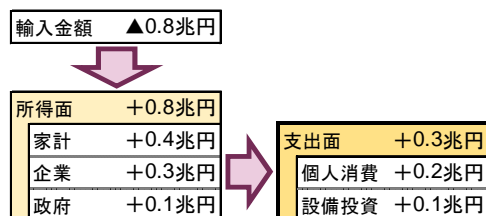
高水準の企業収益を起点とした景気回復シナリオは維持可能

この先、海外経済は、中国の減速が下押し圧力を掛け続けるものの、循環的な回復を続ける米欧が下支えすることで全体としては次第に安定に向かうと想定され、輸出の減少が国内景気を大きく腰折れさせる事態は避けられるとみられる。海外経済の安定で金融市場も徐々に落ち着きを取り戻しマインド面の改善が進むことで、高水準の企業収益が企業や家計の支出拡大に繋がる景気回復のシナリオは、基本的には維持されると見込む。2016年度の実質GDP成長率は、2017年4月に予定されている消費税率引き上げ前の駆け込み需要も勘案すると、前年度比+1%台半ば程度になると予想する（第1表）。

海外発・金融市場発のリスク顕在化には引き続き十分な警戒が必要

もちろん、海外発・金融市場発のリスクが顕在化する可能性が高まっており、当面、景気に対しては下振れ圧力が強い状態が続くことには警戒が必要である。仮に中国の失速や米国の景気後退等を通じて世界経済が大きく下振れることがあれば、金融市場の混乱を長引かせ消去法的な円買いの動きを一層強める可能性がある。輸出の腰折れと円相場の高騰が同時に発生すれば、日本経済は相当深い落ち込みを余儀なくされるだろう。

第3図：「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

第1表：GDP計数の見通し

	2014年度実績	2015年度見通し	2016年度見通し
実質GDP	▲ 1.0	0.7	1.5
個人消費	▲ 2.9	▲ 0.3	1.5
住宅投資	▲ 11.7	2.2	1.2
設備投資	0.1	2.1	3.4
在庫投資(寄与度)	0.6	0.2	▲ 0.2
公的需要	▲ 0.3	0.6	0.8
純輸出(寄与度)	0.6	0.1	0.2
輸出	7.8	0.4	3.0
輸入	3.3	▲ 0.2	2.2
名目GDP	1.5	2.1	1.9
GDPデフレーター	2.5	1.4	0.4

(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) 景気回復の起点となる企業収益

円安効果は一巡も、原油安に支えられ企業収益は概ね高水準を維持する見通し

企業収益は底堅く推移している。内外需要の停滞という逆風下においても、円安による輸出採算と海外投資収益の改善に加え、原油等の国際商品市況の下落による変動費の抑制が、高水準の企業収益を支える構図が続いている（第4図）。東証一部上場企業の四半期決算を集計（2月22日時

点。対象は金融機関を除く 1,389 社) しても、昨年 10-12 月期の経常利益額は前年同期比+1.5%と僅かながらも増益となっており、企業収益は依然として過去最高レベルを維持していることが確認される。足元の商品市況の低迷は、一部商社や素材産業の利益を圧迫しているが、内需型の非製造業を中心に広く恩恵を及ぼしているとみられる。

この先の企業収益は、円安による増益効果こそ一巡するものの、原油安等に伴う変動費の減少が増益を支えていく展開が予想される。引き続き、海外経済の下振れや、それに伴う急速な円高のリスクには警戒が必要だが、企業収益全体としては、米欧を中心に海外経済が落ち着きを取り戻していく中で高い水準が維持されると見込まれ、企業の前向きな支出拡大の起点となると考えられる。

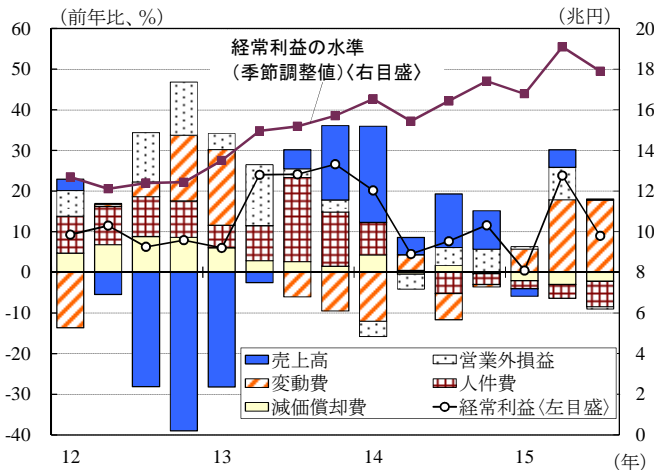
(2) 設備投資を左右する企業マインド

企業の投資意欲は底堅く、設備投資は緩やかな増加基調を維持する見込み

企業収益が高水準を維持する中、これまで軟調であった設備投資には持ち直しの動きがみられる。今年度の設備投資を巡っては、企業が強めの設備投資計画を示しながらも、海外経済の先行き不透明感などから投資が手控えられる傾向にあったが、継続的な利益の蓄積に後押しされ、投資計画を実行に移す動きが広がってきたとみられる。

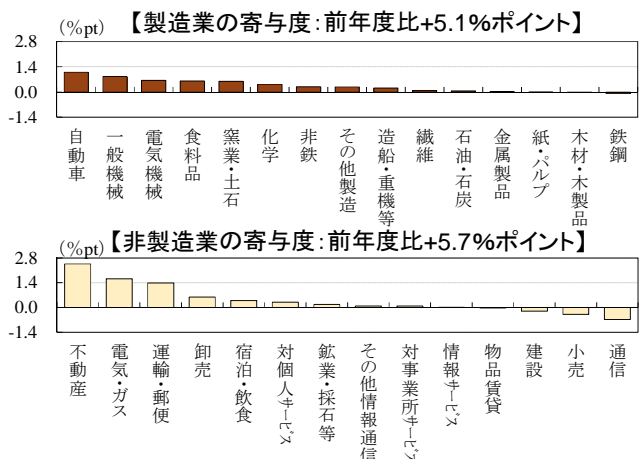
日銀短観の大企業の今年度設備投資計画は、昨年 12 月調査時点で前年度比+10.8%と、前回 9 月調査から僅かに下方修正されたものの、引き続き 2006 年度以来の高い水準にある (第 5 図)。製造業では自動車や機械などが強めの計画を維持しており、非製造業でも不動産のほか、電気・ガスや運輸など原油安の恩恵が大きい業種を中心に前向きな投資意欲が示されている。この先も、企業の投資意欲は、高水準の企業収益や内外需要の緩やかな持ち直しを受けて底堅く推移するとみられ、設備投資は緩やかな増勢を維持する見通しである。

第4図: 非金融法人企業の経常利益の推移



(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 今年度の大企業の設備投資計画(前年度比+10.8%)



(資料) 日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

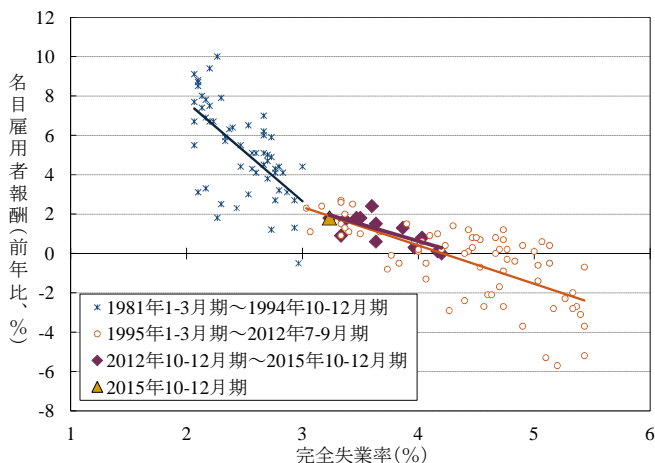
(3) 個人消費を支える所得環境とマインド

雇用者報酬の増勢
持続と節約志向の
和らぎにより、個人
消費は次第に持ち
直しへ

労働需給の引き締めを受け、企業は雇用の確保やそのための賃上げを積極化させており、雇用・所得環境は改善が続いている。春闘を前に行われたアンケート調査の結果をみると、労使が望ましいと考える賃上げ率は、昨年からはやや低下したものの、依然として高めの水準となっている。賃上げに向けた気運は、昨年程ではないにせよ相応に維持されている様子が窺える。労働需給の引き締め度合いを示す完全失業率と、雇用と賃金トータル改善度合いを示す名目雇用者報酬の間には明確な相関がある。完全失業率が3%前半である現状がこの先も続けば、名目雇用者報酬は1%台後半程度の伸びが持続する可能性が大きい（第6図）。

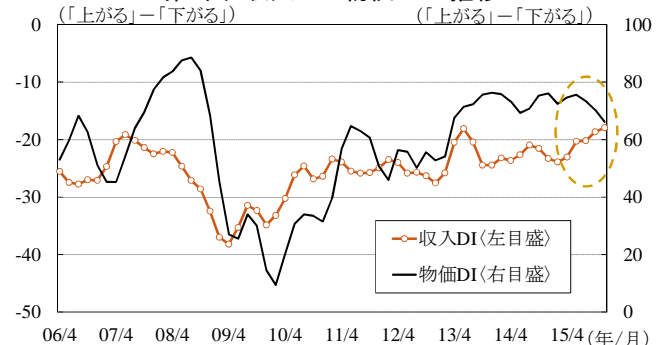
問題はこうした所得の増加が消費支出の持ち直しに繋がるかどうかだが、消費税率引き上げ以降、長らく低迷が続いた家計のマインドに漸く変化の兆しが現れてきている点に着目したい。日本リサーチ総合研究所の『消費者心理調査』から家計の物価及び収入見通しの推移をみると、『物価DI』は足元で下落基調に転じた一方、『収入DI』は上昇傾向が続いている（第7図）。収入の増加期待が物価の上昇期待に追いついてきており、家計の節約志向が次第に和らぐ可能性を示唆している。個人消費は、家計所得の増勢持続に節約志向の和らぎが加わることで、次第に緩やかな増加基調に復すると予想される。

第6図：名目雇用者報酬と完全失業率



(資料)内閣府、厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：収入DIと物価DIの推移



(注)1. 『収入DI』は、今後1年間の自分または家族の収入について、「増える」、「やや増える」と答えた割合の合計から、「減る」、「やや減る」と答えた割合の合計を引いたもの。『物価DI』は、今後1年間の物価について、「上がる」と答えた割合から「下がる」と答えた割合を引いたもの。
2. 後方2期移動平均値。

(資料)日本リサーチ総合研究所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 輸出を方向づける海外経済と円相場

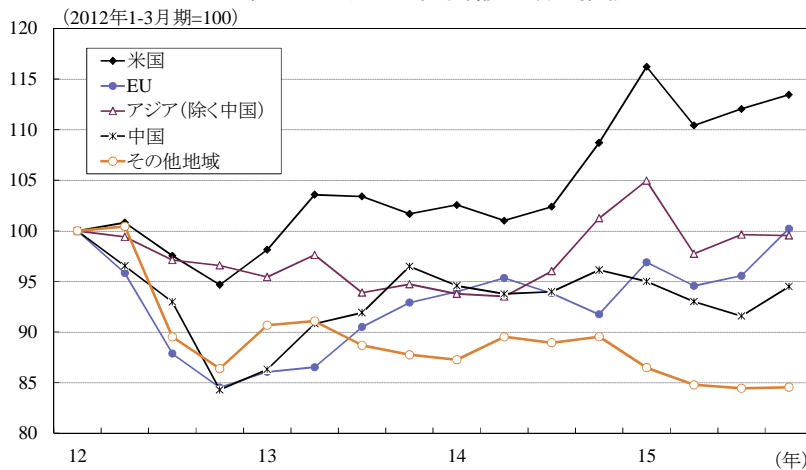
輸出は、先進国の回復を支えとした海外経済の安定化を受け、緩やかな増勢を維持する見込み

昨年10-12月期の輸出(GDP統計ベース)は、前期の高い伸びの反動もあり前期比年率▲3.4%と減少した。主要国・地域別の実質輸出額をみると、『米国』や『EU』など先進国向けは概ね堅調な推移となっている(第8図)。一方、『中国』向けは、足元では底入れの兆しがあるものの低調な推移が続いており、『アジア(除く中国)』向けもやや弱含んでい

る。また、中東や南米などの資源国を中心とした『その他地域』向けは低迷が続いており、新興国経済の減速が日本の輸出にも相応の影響を及ぼしていることがみてとれる。

もっとも、この先の海外経済は、中国の減速が引き続き下押し要因となるものの、循環的な回復を続ける米欧が下支えとなることで、万全ではないにせよ全体としては次第に安定に向かうと想定している。輸出企業の価格競争力に影響を及ぼす円相場については、後述するように大幅な円高の進展は回避されるとみている。また、2012 年後半から始まった現在の円安局面での企業による現地販売価格の引き下げは、過去の円安局面と比較すると限定的とみられ、企業が価格の安定を重視する姿勢を強めている可能性を示唆している。仮に足元程度の円高水準が定着したとしても、現地販売価格が引き上げられて価格競争力が大きく失われるような事態とはならないだろう。輸出は、海外経済が次第に安定するにつれて、振れを伴いながらも緩やかな増加基調を辿ると見込まれる。

第8図:地域別の実質輸出額の推移



3. 金融政策・市場の動向

日銀は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を新たに導入、政策効果波及の起点となる実質金利の引き下げを一層進めることを企図

日銀は1月28-29日の金融政策決定会合で、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定し、金融緩和のさらなる強化に踏み切った。金融機関が保有する日本銀行当座預金の一部にマイナス金利を適用する新たな施策である。日銀は新制度導入の目的を、「企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスク」の顕現化を未然に防ぎ、「イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく」こととしている。市中金利の引き下げとインフレ期待の引き上げによって実質金利を押し下げることが政策効果波及の起点としている点は、従来の「量的・質的金融緩和」と同じである。

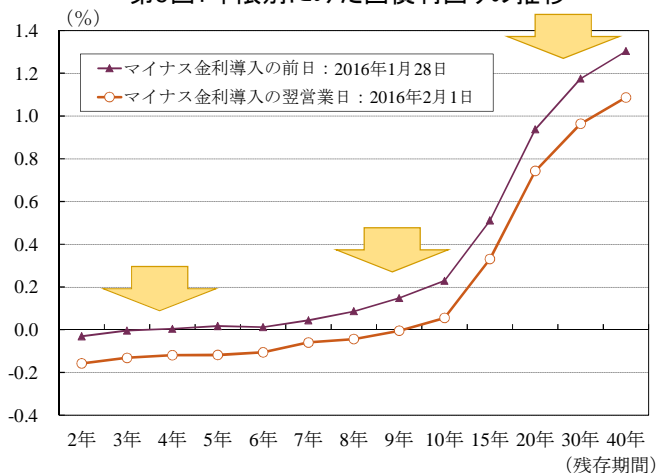
マイナス金利策の導入により、市中金利は全般に低下

マイナス金利策の導入を受け、市中金利は全般的に押し下げられた（第9図）。10年物国債利回りは、金利の先行き低下観測の強まり等を受け、2月上旬に史上初めてマイナスとなり、その後もゼロ%近辺で推移している。先行きは、米国金利の上昇等が若干の押し上げ要因となるものの、日銀の大規模緩和策が強力な下押し圧力となり、低水準で横ばい圏内の動きを続ける見込みである。

足元の円相場はやや買われ過ぎ、投資家のリスク回避姿勢が和らげば、円安方向に戻す見込み

円ドル相場は、マイナス金利策が導入された直後には1ドル121円まで円安・ドル高が進んだが、その後は急速に円が買われる展開となり、2月中旬には一時、1年3ヵ月ぶりの同110円台に達した。円ドル相場を日米の2年物国債利回り差と並べてみると、これまで両者は概ね歩調を合わせて推移してきたが、足元では円高方向への乖離が目立つ（第10図）。海外経済の不透明感が増したためリスク回避的な円買いの動きが強まっていることが、その一因として考えられる。先行きについては、世界的なリスクオフと円買いの動きが強まる場面は引き続き想定されるものの、海外経済が米欧を中心に安定に向かえば、金融市場も次第に落ち着きを取り戻し、投資家のリスク回避姿勢も和らいでいくと見込まれる。円ドル相場は、日米金利差の拡大が再び意識され、次第に同120円前後の水準に向かっていく見通しである。

第9図：年限別にみた国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：円ドル相場と日米2年物国債利回り差の推移



(資料) Bloomberg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

見通し→

	2014				2015				2016				2017	2014年度	2015年度	2016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、%）	5.0	▲ 7.9	▲ 2.6	2.5	4.2	▲ 1.4	1.3	▲ 1.4	2.3	1.6	1.7	1.8	3.6	▲ 1.0	0.7	1.5
個人消費	9.5	▲ 18.4	0.0	2.6	0.9	▲ 3.3	1.5	▲ 3.3	2.7	1.6	1.7	1.9	6.1	▲ 2.9	▲ 0.3	1.5
住宅投資	9.4	▲ 36.1	▲ 25.6	▲ 1.6	8.8	9.7	6.6	▲ 4.8	▲ 3.9	2.0	7.8	4.5	▲ 5.1	▲ 11.7	2.2	1.2
設備投資	19.3	▲ 15.2	▲ 1.3	▲ 0.2	11.9	▲ 4.6	2.9	5.7	2.8	3.0	3.0	3.3	3.6	0.1	2.1	3.4
在庫投資（寄与度）	▲ 1.9	5.1	▲ 2.6	▲ 0.6	2.2	1.3	▲ 0.8	▲ 0.5	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	0.6	0.2	▲ 0.2
公的需要	▲ 2.3	▲ 2.5	2.5	1.0	▲ 1.5	3.7	▲ 0.8	▲ 0.3	1.0	0.8	0.7	0.8	1.0	▲ 0.3	0.6	0.8
うち、公共投資	▲ 8.8	▲ 10.0	5.3	2.7	▲ 11.1	13.8	▲ 7.6	▲ 10.3	▲ 2.1	0.6	1.2	2.0	3.2	▲ 2.6	▲ 1.5	▲ 1.0
純輸出（寄与度）	▲ 0.9	3.6	0.5	1.4	0.0	▲ 1.3	0.8	0.6	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.6	0.1	0.2
財貨・サービスの輸出	26.1	0.3	6.0	13.3	8.6	▲ 17.2	10.9	▲ 3.4	3.0	3.5	3.5	3.6	3.8	7.8	0.4	3.0
財貨・サービスの輸入	26.5	▲ 16.0	2.5	4.3	7.7	▲ 9.8	5.2	▲ 5.6	2.3	3.6	3.4	2.8	3.9	3.3	▲ 0.2	2.2
名目GDP（前期比年率、%）	5.3	▲ 0.1	▲ 2.8	3.9	7.9	▲ 0.1	2.5	▲ 1.2	1.9	1.9	2.5	2.9	3.3	1.5	2.1	1.9
GDPデフレーター（前年比、%）	0.1	2.2	2.0	2.3	3.3	1.5	1.9	1.5	0.6	0.4	0.2	0.3	0.5	2.5	1.4	0.4
鉱工業生産（前期比、%）	2.3	▲ 3.0	▲ 1.4	0.8	1.5	▲ 1.4	▲ 1.2	0.5	0.3	0.6	0.7	1.2	1.6	▲ 0.4	▲ 0.8	2.3
国内企業物価（前年比、%）	2.0	4.3	4.0	2.4	0.5	▲ 2.2	▲ 3.6	▲ 3.6	▲ 3.6	▲ 3.7	▲ 1.9	▲ 0.6	2.0	2.8	▲ 3.2	▲ 1.1
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	0.5	0.8	1.1	2.8	0.0	0.7
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	▲ 3,954	▲ 2,093	▲ 2,659	▲ 1,846	78	▲ 223	▲ 694	136	382	312	324	352	80	▲ 6,566	▲ 399	1,068
経常収支（10億円）	▲ 1,331	800	501	2,665	3,868	4,217	3,650	4,553	4,670	4,722	4,865	4,938	4,711	7,931	17,090	19,235
3. 金融																
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	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.2	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	0.2	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	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3
円相場（円／ドル）	103	102	104	115	119	121	122	121	117	119	122	122	122	110	121	121

(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2月26日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2013年度	2014年度	2015年			2015年				2016年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	
実質GDP成長率(前期比年率)	2.0	▲ 1.0	▲ 1.4 (0.7)	1.3 (1.7)	▲ 1.4 (0.5)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	2.2	▲ 1.1	▲ 0.3 (1.4)	0.0 (1.3)	▲ 0.1 (0.7)	▲ 0.1 (0.6)	1.0 (1.0)	▲ 1.1 (1.4)	▲ 0.9 (▲ 0.5)	
鉱工業生産指数	3.2	▲ 0.4	▲ 1.4 (▲ 0.5)	▲ 1.2 (▲ 0.4)	0.5 (▲ 0.5)	1.1 (▲ 0.8)	1.4 (▲ 1.4)	▲ 0.9 (1.7)	▲ 1.7 (▲ 1.9)	
鉱工業出荷指数	2.9	▲ 1.1	▲ 2.4 (▲ 0.3)	▲ 0.6 (▲ 0.6)	0.4 (▲ 0.8)	1.4 (▲ 1.5)	2.1 (▲ 0.8)	▲ 2.4 (0.7)	▲ 1.8 (▲ 2.5)	
製品在庫指数	▲ 1.2	6.2	1.1 (4.0)	▲ 0.9 (2.1)	▲ 1.1 (0.0)	▲ 0.4 (2.1)	▲ 1.9 (0.2)	0.4 (▲ 0.4)	0.4 (0.0)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	106.3	112.0	114.0 [108.7]	115.6 [113.2]	114.5 [113.8]	115.5 [111.5]	112.0 [112.6]	115.5 [116.1]	116.0 [112.7]	[109.0]
国内企業物価指数	1.9	2.8	0.3 (▲ 2.2)	▲ 1.0 (▲ 3.6)	▲ 1.4 (▲ 3.6)	▲ 0.6 (▲ 4.0)	▲ 0.6 (▲ 3.8)	▲ 0.1 (▲ 3.6)	▲ 0.4 (▲ 3.5)	▲ 0.9 (▲ 3.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.8	2.8	0.7 (0.1)	0.0 (▲ 0.1)	0.0 (0.0)	0.0 (▲ 0.1)	0.0 (▲ 0.1)	0.1 (0.1)	0.1 (0.1)	▲ 0.3 (0.0)
稼働率指数 (2010年=100)	100.0	100.6	97.6 [101.2]	96.8 [99.1]	98.3 [100.7]	97.4 [100.3]	98.7 [100.6]	98.6 [100.2]	97.6 [101.2]	[104.3]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	11.5	0.8	2.9 (12.4)	▲ 10.0 (▲ 0.9)	4.3 (2.1)	7.5 (▲ 1.7)	10.7 (10.3)	▲ 14.4 (1.2)	4.2 (▲ 3.6)	
製造業	10.2	7.0	12.1 (27.5)	▲ 15.3 (▲ 1.1)	0.5 (▲ 3.1)	▲ 5.5 (▲ 8.7)	14.5 (5.8)	▲ 10.2 (1.3)	▲ 3.4 (▲ 13.1)	
非製造業 (除く船舶、電力)	12.1	▲ 3.3	▲ 1.7 (2.3)	▲ 6.5 (▲ 0.8)	6.9 (6.3)	14.3 (3.0)	10.7 (14.4)	▲ 18.0 (1.5)	8.5 (3.3)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	5.5	4.3	▲ 2.1 (2.5)	▲ 1.9 (▲ 0.8)	▲ 0.8 (▲ 3.6)	0.8 (▲ 2.8)	2.2 (▲ 4.2)	▲ 0.6 (▲ 1.1)	▲ 3.3 (▲ 5.3)	
建設受注	20.1	8.2	(▲ 1.5)	(▲ 3.5)	(▲ 1.8)	(6.7)	(▲ 25.2)	(5.7)	(14.8)	
民需	14.2	4.8	(22.6)	(11.6)	(1.9)	(13.4)	(▲ 19.8)	(▲ 6.0)	(30.0)	
官公庁	31.2	22.9	(▲ 39.6)	(▲ 13.1)	(▲ 4.0)	(0.8)	(▲ 16.7)	(9.0)	(▲ 2.4)	
公共工事請負金額	17.7	▲ 0.3	(▲ 2.9)	(▲ 8.0)	(▲ 4.0)	(▲ 10.9)	(▲ 4.8)	(3.3)	(▲ 9.6)	(▲ 2.6)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	98.7 (10.6)	88.0 (▲ 10.8)	95.6 (7.6)	91.7 (6.2)	86.8 (▲ 0.7)	89.6 (2.6)	86.5 (▲ 2.5)	87.9 (1.7)	86.0 (▲ 1.3)	
新設住宅床面積 (9.9)	(▲ 15.2)	(4.2)	(2.8)	(▲ 1.5)	(0.6)	(▲ 3.6)	(2.7)	(▲ 3.4)		
小売業販売額	2.9	▲ 1.2	(2.9)	(0.8)	(▲ 0.2)	(▲ 0.1)	(1.8)	(▲ 1.1)	(▲ 1.1)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.9	▲ 5.1	▲ 3.2 (0.5)	0.5 (0.7)	▲ 1.9 (▲ 3.3)	▲ 1.3 (▲ 0.4)	▲ 0.7 (▲ 2.4)	▲ 2.2 (▲ 2.9)	1.0 (▲ 4.4)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	75.5	74.2	73.7 [73.6]	73.4 [74.6]	73.1 [74.5]	74.6 [75.1]	73.3 [74.2]	73.2 [75.5]	72.9 [73.8]	[74.6]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	4.8	2.0	▲ 0.9 (▲ 1.6)	▲ 0.2 (▲ 0.9)	0.0 (▲ 0.9)	1.2 (▲ 0.8)	0.1 (▲ 0.8)	▲ 0.6 (▲ 0.9)	▲ 0.4 (▲ 0.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.2	0.5	(▲ 0.7)	(0.5)	(0.2)	(0.4)	(0.7)	(0.0)	(0.0)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	45	77	96	95	104	96	104	101	106	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.97	1.11	1.18 [1.09]	1.22 [1.10]	1.26 [1.12]	1.24 [1.10]	1.24 [1.10]	1.25 [1.12]	1.27 [1.14]	[1.14]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.9	3.5	3.3	3.4	3.3	3.4	3.1	3.3	3.3	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	54.0	46.6	52.6 [44.8]	49.5 [48.7]	47.7 [43.6]	47.5 [47.4]	48.2 [44.0]	46.1 [41.5]	48.7 [45.2]	46.6 [45.6]
企業倒産件数 (実数、件数)	10,536 (▲ 10.0)	9,543 (▲ 9.4)	2,296 (▲ 12.1)	2,092 (▲ 14.1)	2,152 (▲ 3.1)	673 (▲ 18.6)	742 (▲ 7.2)	711 (▲ 3.3)	699 (1.8)	675 (▲ 6.3)

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2013年度	2014年度	2015年			2015年				
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
通関輸出	10.8	5.4	(6.7)	(3.7)	(▲4.6)	(0.5)	(▲2.2)	(▲3.3)	(▲8.0)	(▲12.9)
価格	10.2	3.9	(7.3)	(6.8)	(▲0.6)	(4.6)	(2.5)	(▲0.3)	(▲3.8)	(▲4.1)
数量	0.6	1.3	(▲0.6)	(▲2.8)	(▲4.0)	(▲3.9)	(▲4.6)	(▲3.1)	(▲4.4)	(▲9.1)
通関輸入	17.4	▲0.9	(▲5.1)	(▲5.8)	(▲13.9)	(▲11.0)	(▲13.3)	(▲10.2)	(▲18.0)	(▲18.0)
価格	14.6	1.2	(▲3.1)	(▲4.0)	(▲11.8)	(▲9.2)	(▲9.9)	(▲11.6)	(▲13.7)	(▲13.6)
数量	2.3	▲2.1	(▲2.2)	(▲1.9)	(▲2.4)	(▲1.9)	(▲3.8)	(1.6)	(▲5.0)	(▲5.1)
経常収支(億円)	14,715	79,309	37,637	48,974	35,625	14,601	14,584	11,435	9,607	
貿易収支(億円)	▲110,187	▲65,659	▲678	▲3,619	1,175	679	2,002	▲2,715	1,887	
サービス収支(億円)	▲34,448	▲27,482	▲6,266	▲2,089	▲4,471	▲548	▲3,373	615	▲1,713	
金融収支(億円)	▲17,549	133,088	46,954	55,166	45,361	29,341	3,966	27,474	13,921	
外貨準備高(百万ドル)	1,279,346	1,245,316	1,242,935	1,248,936	1,233,214	1,248,936	1,244,211	1,233,008	1,233,214	1,248,107
対ドル円レート(期中平均)	100.23	109.92	121.35	122.23	121.48	120.22	120.06	122.54	121.84	118.25

3. 金融

	2013年度	2014年度	2015年			2015年					
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月	
無担保コール翌日物金利	0.073	0.068	0.067 [0.067]	0.074 [0.067]	0.076 [0.064]	0.073 [0.066]	0.076 [0.059]	0.078 [0.065]	0.075 [0.068]	0.074 [0.074]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.223	0.194	0.169 [0.211]	0.169 [0.210]	0.169 [0.184]	0.169 [0.210]	0.169 [0.192]	0.169 [0.182]	0.169 [0.179]	0.169 [0.173]	
新発10年国債利回り	0.640	0.400	0.455 [0.565]	0.350 [0.525]	0.270 [0.330]	0.350 [0.525]	0.300 [0.450]	0.300 [0.420]	0.270 [0.330]	0.095 [0.275]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.077	1.006	0.987 (▲0.019)	0.969 (▲0.018)	0.956 (▲0.013)	0.969 (▲0.011)	0.969 (0.000)	0.965 (▲0.004)	0.956 (▲0.009)		
日経平均株価 (225種、末値)	14,828	19,207	20,236 [15,162]	17,388 [16,174]	19,034 [17,451]	17,388 [16,174]	19,083 [16,414]	19,747 [17,460]	19,034 [17,451]	17,518 [17,674]	
M2平残	(3.9)	(3.3)	(3.9)	(4.0)	(3.4)	(3.8)	(3.7)	(3.3)	(3.1)	(3.2)	
広義流動性平残	(3.7)	(3.3)	(4.3)	(4.5)	(3.9)	(4.3)	(4.2)	(4.0)	(3.6)	(3.6)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.0)	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.3)	(2.6)	(2.5)	(2.3)	(2.2)	(2.3)
	銀行計	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.7)	(2.3)	(2.7)	(2.5)	(2.3)	(2.2)	(2.4)
	都銀等	(1.7)	(1.4)	(1.4)	(1.6)	(1.0)	(1.5)	(1.4)	(0.9)	(0.8)	(1.1)
	地銀	(3.2)	(3.7)	(4.0)	(3.9)	(3.7)	(3.8)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.6)
	地銀Ⅱ	(1.4)	(2.9)	(3.1)	(3.4)	(3.2)	(3.3)	(3.2)	(3.2)	(3.1)	(3.2)
信金	(0.3)	(1.4)	(1.9)	(2.1)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.8)	(3.3)	(4.3)	(4.3)	(3.2)	(4.0)	(3.6)	(3.2)	(2.9)	(2.9)
	都銀	(3.7)	(3.4)	(5.4)	(5.4)	(3.6)	(4.8)	(4.2)	(3.6)	(3.0)	(3.1)
	地銀	(4.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.0)	(3.3)	(3.1)	(3.0)	(2.8)	(2.6)
地銀Ⅱ	(2.5)	(3.1)	(2.9)	(2.7)	(2.3)	(2.6)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	

(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

～個人消費を中心とした内需を牽引役に、自律的な景気拡大が持続する見通し～

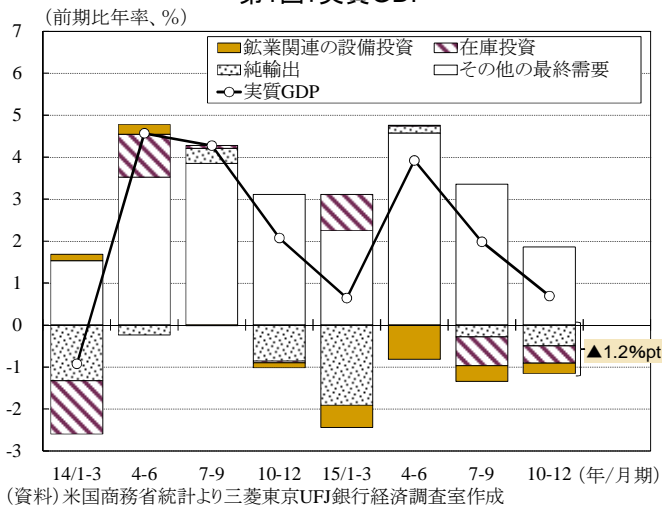
1. 米国経済の現状

10-12 月期の実質 GDP 成長率は下押し圧力の継続を受けて鈍化するも、個人消費は底堅さを維持

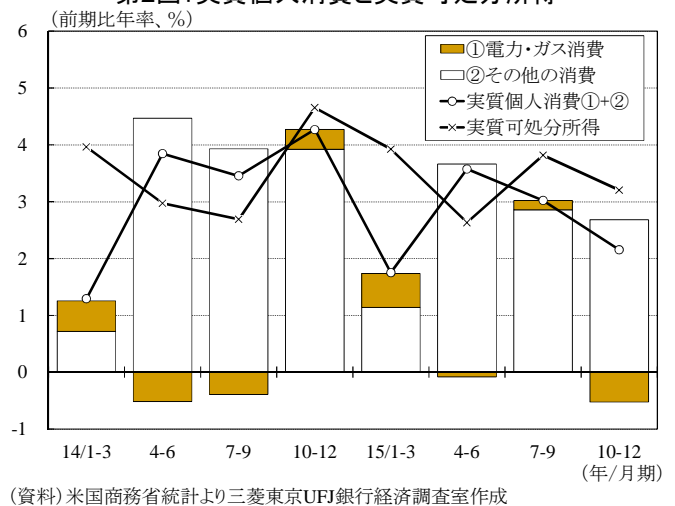
米国の 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、海外経済の減速やドル高を受けた輸出の低迷、原油安によるエネルギー関連投資の減少、在庫調整の継続といった下押し要因が続いたことで、前期比年率+0.7%と 7-9 月期の同 +2.0%から減速した（第 1 図）。もっとも、内需の軸となる個人消費は、暖冬の影響による電力・ガス消費の減少等を除けば底堅く推移しており、消費を支える家計の可処分所得も増勢を維持した（第 2 図）。

月次指標の動向を確認すると、労働市場では、1 月の非農業部門雇用者数が前月比+15.1 万人の増加に止まったものの、前月まで暖冬の影響で拡大していた建設業雇用の増勢鈍化などが影響しており、均してみれば前月比+20 万人台の増加ペースを保っている。また、時間当たり平均賃金も加速の兆しがみえ始める中、1 月の小売売上は年初以降の株価下落を受けても底堅く推移した。他方、企業部門では、ISM 製造業指数が 1 月にかけて拡大・縮小の分岐点となる 50 を 4 ヶ月連続で下回ったほか、高水準を維持していた非製造業指数も低下傾向にある。

第1図: 実質GDP



第2図: 実質個人消費と実質可処分所得



2. 今後の見通し

内需を牽引役とした自律的な景気拡大が持続する見通し

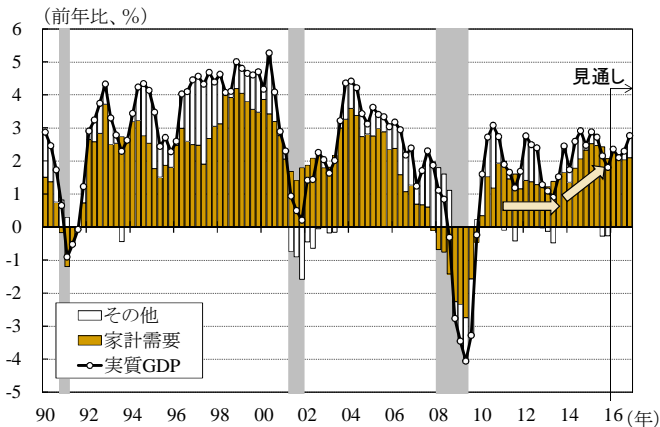
米国経済は、今後も内需を牽引役とした、自律的な景気拡大を続けていくと予想される（第 3 図）。個人消費や住宅関連の家計需要は、雇用・所得環境の改善傾向が持続すると想定される中、原油安のプラス効果も引き続きサポートとなることで、増勢を維持していく見通しである。企業部門では、製造業やエネルギー関連産業など、一部でドル高や原油安のマイナス影響が残るものの、内需の拡大や交易条件の改善を下支えに、収益は底

堅さを維持し、設備投資も緩やかな増加傾向を辿る見込みである。2016年の実質 GDP 成長率は、2015年と同様の前年比+2.4%を確保し得ると予想している。

クレジット環境の悪化が企業部門全体に波及し、景気への下押し圧力が強まる可能性には要警戒

こうした見通しに対するリスク要因として、年初以降、混乱が続いている金融市場の動向に注視が必要である。昨年夏場には、中国など新興国経済減速への懸念を切っ掛けに、市場が不安定化した。足元では中国経済に対する懸念の再燃に加え、原油安の長期化と価格の一段下落を受けて当時よりも資源国・セクターへの懸念が強まり、米国経済の減速や後退局面入りの可能性も意識されている。ここで、景気先行指数の動向を確認すると、今のところ前年比、6ヵ月前比ともにプラス圏での推移を続けている（第4図）。また、労働市場の動向から足元の景気局面を推察してみると、漸く失業率ギャップが解消されたとみられる現状は、景気拡大期間の概ね中盤頃に位置するとみられることから、循環面からも、短期的に景気が大幅に減速し、後退局面に至る可能性は小さいと考えられる。今後は、米国経済の底堅さが確認されることなどで、市場は徐々に落ち着きを取り戻すと想定されるが、エネルギーセクターを中心とした低格付社債の対国債スプレッドの拡大傾向が続く環境下、クレジット環境の悪化が企業部門全体に波及し、米国経済への下押し圧力が強まるリスクには警戒が怠れない。

第3図：実質GDP成長率

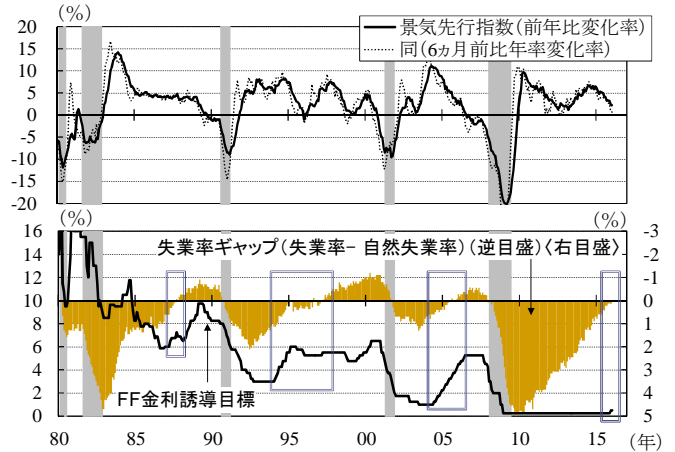


(注)1.『家計需要』は、「個人消費」と「住宅投資」の合計。

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：景気先行指数、失業率ギャップと景気循環



(注)網掛け部分は、景気後退期間。

(資料)米国労働省統計、議会予算局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 見通し上のキーポイント

(1) 雇用・所得改善の持続性

労働市場の“質”的改善が進展する中で、賃金上昇が家計所得の拡大を牽引する見込み

家計の需要を支える雇用・所得環境は、今後も改善傾向が持続する見通しである。雇用者数の増加にみられる労働市場の“量”的な改善ペースは、失業率がFRBの想定する均衡水準(4.9%)まで低下する中、今後は徐々に緩やかになると想定されるが、企業の求人意欲が根強いことを踏まえると、目先雇用の増勢が急激に鈍化する可能性は小さいと考えられる（第

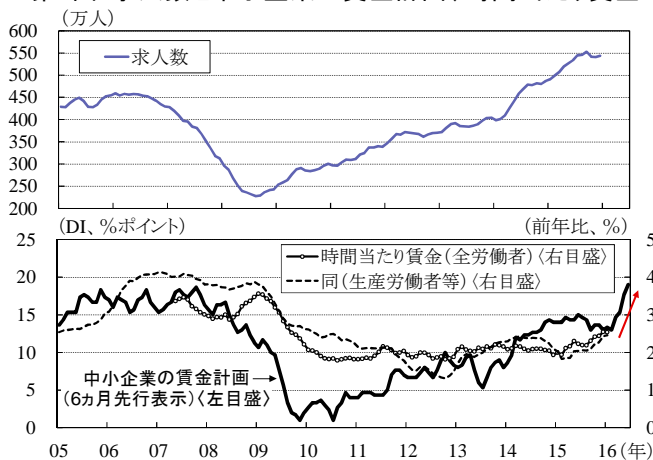
5 図)。また、昨年 10 月以降、労働参加率が上昇に転じていることや、雇用の流動性を示す自発的離職者が増加していることなどは、労働市場の“質”的改善が堅調であることを示唆している。家計所得拡大の鍵を握る賃金についても、賃上げを検討する企業が増加する中、先行き加速傾向を維持するとみられ、所得の押し上げに寄与していく見込みである。

(2) 景気を牽引する家計需要の底堅さ

資産価格の動向には注意が必要ながら、原油安のプラス効果が家計需要のサポートとなる見込み

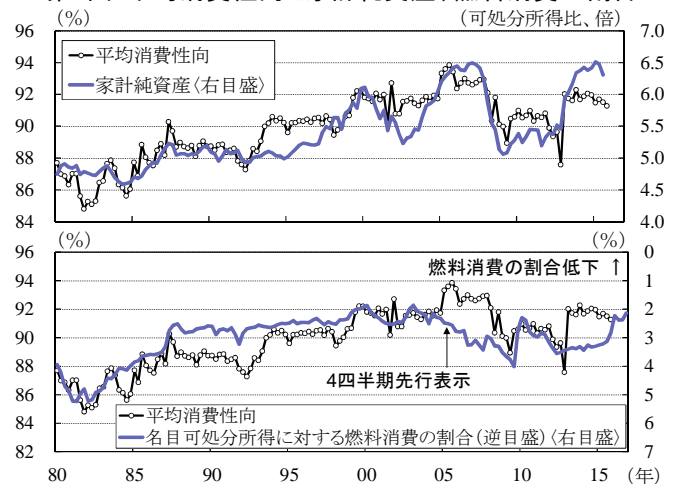
消費者センチメント指数でみた家計の消費スタンスは、直近 2 月にかけても前向きな状態を続けているが、今後、株価下落が長期化した場合には、逆資産効果を通じた下押し圧力が強まる可能性に注意が必要となる。もっとも、家計の平均消費性向と名目可処分所得に対する燃料消費の割合について、過去の動向をみると、燃料消費割合の低下（上昇）から 1 年程度の期間を置いて平均消費性向が上昇（低下）する傾向が確認できる（第 6 図）。足元、原油価格が一段と下落し、先行きも低水準での推移が続く可能性が高い中、原油安のプラス効果は今後も下支え要因として残り、株価下落の影響などを和らげることで、家計需要は底堅く、増加基調を維持していくと予想される。

第5図：求人数と中小企業の賃金計画、時間当たり賃金



(注) 3ヵ月移動平均値。
(資料) 米国労働省、NFIB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：平均消費性向と家計純資産、燃料消費の割合



(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

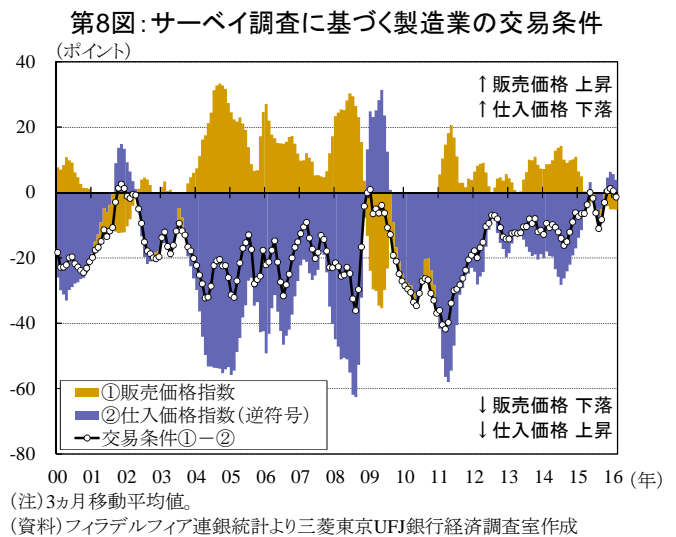
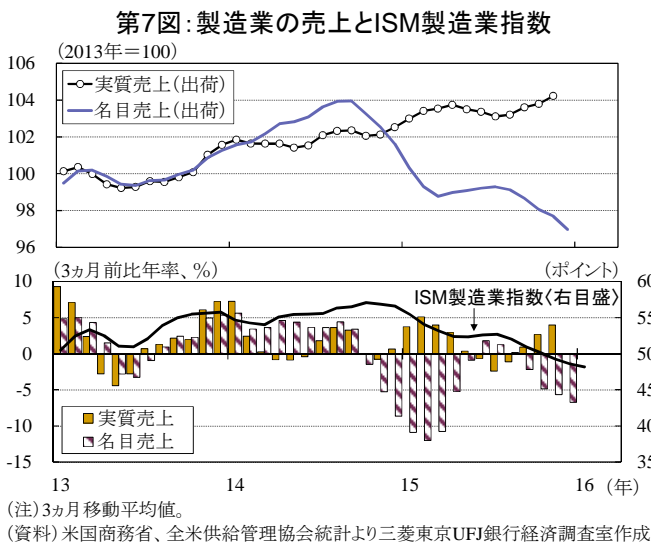
(3) 企業活動への下方圧力とプラス材料

一部業種では、原油安やドル高のマイナス影響が暫く続く見込み

企業部門では、一部業種で原油安やドル高のマイナス影響が続く見込みである。原油価格は暫く低水準で推移する可能性が高いことから、エネルギー関連産業の生産や設備投資は、今後も停滞が続く公算が高い。輸出についても、主要輸出先国・地域の経済が伸び悩む中、ドル高による下押し圧力が継続するとみられるため、当面は勢いを欠き、製造業活動の抑制要因となる見込みだ。

交易条件改善や内需拡大が支えとなり、企業の生産活動や収益は底堅さを維持する公算

ここで、製造業全体の売上（出荷）動向を確認すると、名目売上（金額）の減少が続く一方、内需が底堅く推移する中、実質売上（数量）については緩やかながらも増加方向にある（第7図）。こうした名目と実質ベースの売上の乖離を踏まえると、製造業の景況感悪化は、ドル高による価格競争力低下を受けて、国内外での販売価格引き下げを余儀なくされていることも一因と考えられる。但し、製造業のサーベイ調査に基づく販売・仕入価格の動向を確認すると、仕入価格の下落・改善の影響が販売価格下落の影響を上回っており、ドル高や原油安が製造業の交易条件改善に寄与し、収益を下支えしている様子も窺われる（第8図）。企業全体では、エネルギーセクターの業況に引き続き注視が必要なが、交易条件の改善や内需の拡大が支えとなって、生産活動や収益は底堅さを維持し、設備投資も緩やかな増加傾向を辿ると予想される。



4. 金融政策と長期金利

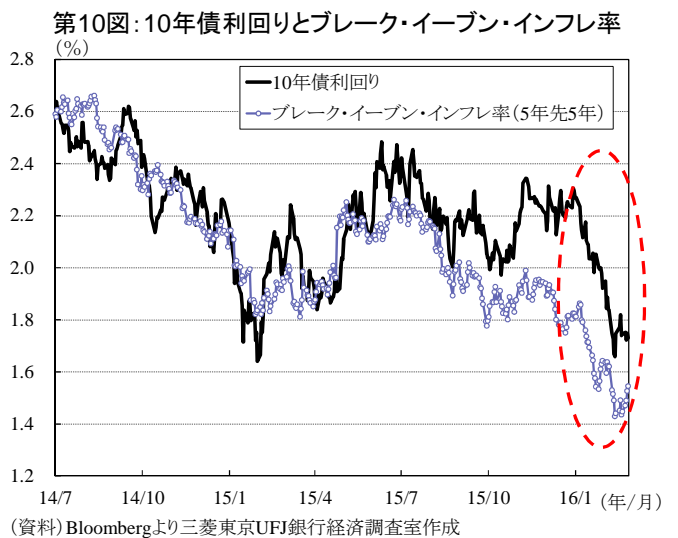
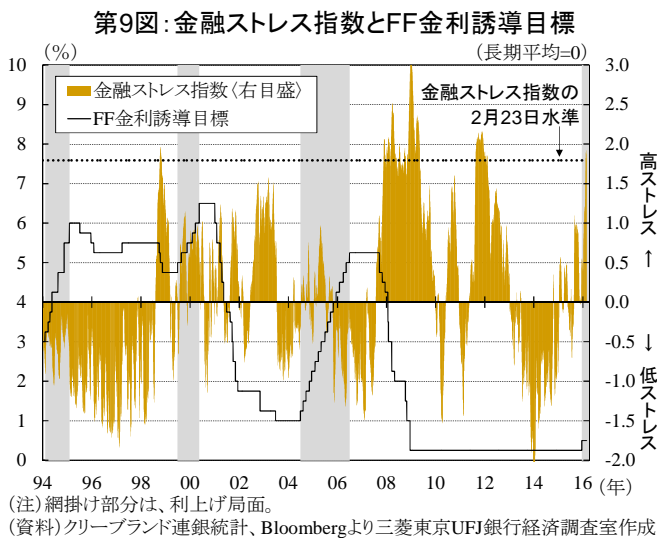
金融市場の混乱を受けて、FRBの政策スタンスは慎重化

金融政策では、昨年12月のFOMCで9年半ぶりの利上げが決定されたが、2月10-11日のイエレン議長の議会証言や1月のFOMC議事録の内容などからは、金融市場の混乱が経済に及ぼす影響について、FRBが警戒を強めている様子が窺われる。クリーブランド連銀が算出する金融ストレス指数を基に確認すると、足元の金融市場のストレス度合いは2008年のリーマン・ショック時や2011年の欧州危機時以来の水準まで上昇してきている（第9図）。また、インフレ率は、直近1月の消費者物価指数などで加速の兆しがみられたものの、下押し圧力としてドル高や原油安の影響が残っているほか、FRBが注目するサーベイベースの期待インフレ率はこのところ低下傾向にある。インフレの先行きが依然、不透明な状況にあり、金融市場のストレス度合いも強まる中、FRBによる利上げは、昨年

12月のFOMCで示された年内1%ポイントのペースよりも、更に緩やかとなる可能性が高まっている。

長期金利の上昇に向かうものの、そのペースは緩やかとなる見込み

長期金利は、年初以降、原油価格の一段安や金融市場の混乱等に伴うリスク回避の動きを受けて、一時1.6%台まで急低下した(第10図)。今後は、市場が徐々に落ち着きを取り戻す中で、長期金利は再び上昇に向かうと想定される。但し、原油安やドル高によるインフレへの下押し影響が続き、FRBの利上げも一段と緩やかなペースになると予想されること、米国と主要国・地域の金融政策の方向感が乖離する中で米国債への需要が根強く残る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。



(坂東 輝昭)

米国経済・金融見通し

見通し

	2014				2015				2016				2014年	2015年	2016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、%）	▲ 0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	0.7	2.8	2.9	2.8	2.6	2.4	2.4	2.4
個人消費	1.3	3.8	3.5	4.3	1.8	3.6	3.0	2.2	2.8	2.8	2.6	2.5	2.7	3.1	2.7
住宅投資	▲ 2.8	10.4	3.4	10.0	10.1	9.3	8.2	8.1	7.5	7.0	6.5	6.3	1.8	8.7	7.5
設備投資	8.3	4.4	9.0	0.7	1.6	4.1	2.6	▲ 1.8	4.2	5.0	5.3	5.0	6.2	2.9	3.2
在庫投資（寄与度）	▲ 1.3	1.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.9	0.0	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	▲ 0.2
政府支出	0.0	1.2	1.8	▲ 1.4	▲ 0.1	2.6	1.8	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8	▲ 0.6	0.8	1.1
純輸出（寄与度）	▲ 1.4	▲ 0.2	0.4	▲ 0.9	▲ 1.9	0.2	▲ 0.3	▲ 0.5	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.2
輸出	▲ 6.7	9.8	1.8	5.4	▲ 6.0	5.1	0.7	▲ 2.5	3.5	2.5	2.6	2.7	3.4	1.1	1.8
輸入	2.8	9.6	▲ 0.8	10.3	7.1	3.0	2.3	1.1	2.4	2.9	3.1	3.5	3.8	5.0	2.4
国内民間最終需要	2.2	4.2	4.3	3.9	2.0	3.9	3.1	1.7	3.2	3.3	3.2	3.1	3.2	3.3	3.0
名目GDP（前期比年率、%）	0.6	6.9	6.0	2.2	0.8	6.1	3.3	1.5	3.6	4.3	4.8	4.8	4.1	3.4	3.7
鉱工業生産（前期比年率、%）	3.6	5.7	3.9	4.7	▲ 0.3	▲ 2.3	2.7	▲ 3.3	3.4	3.7	3.2	2.8	3.7	1.3	1.6
失業率（%）	6.7	6.2	6.1	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	6.2	5.3	4.8
生産者物価（前年比、%）	1.6	2.8	2.5	0.8	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 0.3	1.3	1.9	▲ 3.3	▲ 0.6
消費者物価（前年比、%）	1.4	2.1	1.8	1.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.2	1.0	1.2	1.6	1.6	0.1	1.3
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,843	▲ 1,881	▲ 1,831	▲ 1,860	▲ 1,922	▲ 1,893	▲ 1,901	▲ 1,874	▲ 1,920	▲ 1,960	▲ 1,995	▲ 2,000	▲ 7,415	▲ 7,589	▲ 7,875
経常収支（億ドル）	▲ 964	▲ 920	▲ 979	▲ 1,031	▲ 1,183	▲ 1,111	▲ 1,241	▲ 1,134	▲ 1,150	▲ 1,185	▲ 1,215	▲ 1,220	▲ 3,895	▲ 4,669	▲ 4,770
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	0-0.25	0.25-0.50	0.75-1.00
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	1.1	0.3	0.3	0.9
10年物国債利回り（%）	2.8	2.6	2.5	2.3	2.0	2.2	2.2	2.2	2.0	2.3	2.5	2.6	2.5	2.1	2.3

(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. 西欧

～実体経済の底堅さの一方で、金融市場や新興国経済の不透明感が高まる～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

実体経済は概ね底堅く推移も、金融市場は不安定

ユーロ圏では引き続き周縁国の脆弱さや地政学リスク、難民問題などを抱えながらも、実体経済は概ね底堅く推移している。ユーロ圏の2015年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と、前期並みの成長ペースを維持した(第1表)。需要項目別の内訳は未発表であるが、暖冬の影響により季節商品や暖房関連の消費が減速したものの、建設投資は押し上げられたとみられる。一方、輸出は新興国経済減速の影響もあり伸び悩んだ。この結果、2015年通年では前年比+1.5%成長と、2014年の同+0.9%から加速した。国別にみると、10-12月期にはドイツ(前期比+0.3%)やスペイン(同+0.8%)が堅調を維持した一方で、フランス(同+0.2%)は11月に発生したテロの影響で個人消費が落ち込むなど減速した。

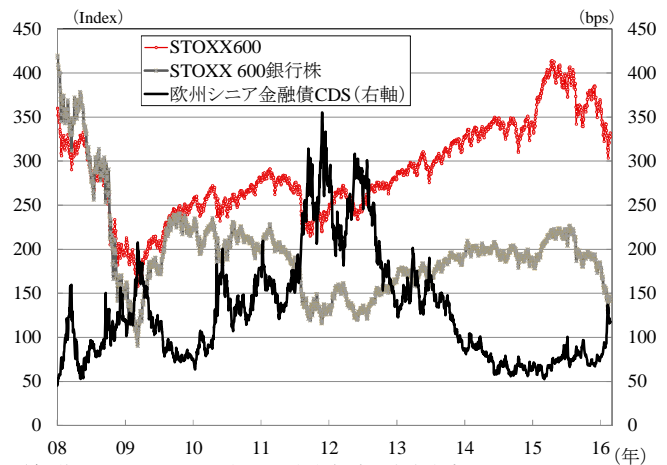
実体経済の底堅さの一方で、金融市場は不安定となっている(第1図)。欧州大手銀行の債務利払いを巡る不安が、周縁国の不良債権問題と金融規制強化の影響に対する懸念と相俟って、銀行株は大幅に下落し、CDSも急上昇、債務危機の緊張が続いた2012-13年来の水準に至った。

第1表：ユーロ圏各国の実質GDP成長率

	2014				2015			
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
ユーロ圏	0.2	0.1	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
ドイツ	0.7	▲0.1	0.2	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
フランス	▲0.2	▲0.1	0.3	0.1	0.7	0.0	0.3	0.2
イタリア	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	0.4	0.3	0.2	0.1
スペイン	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0	0.8	0.8
ポルトガル	▲0.5	0.5	0.2	0.4	0.5	0.5	0.0	0.2
ギリシャ	0.6	▲0.3	1.2	▲0.5	▲0.1	0.2	▲1.4	▲0.6

(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：欧州の銀行株とCDS動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

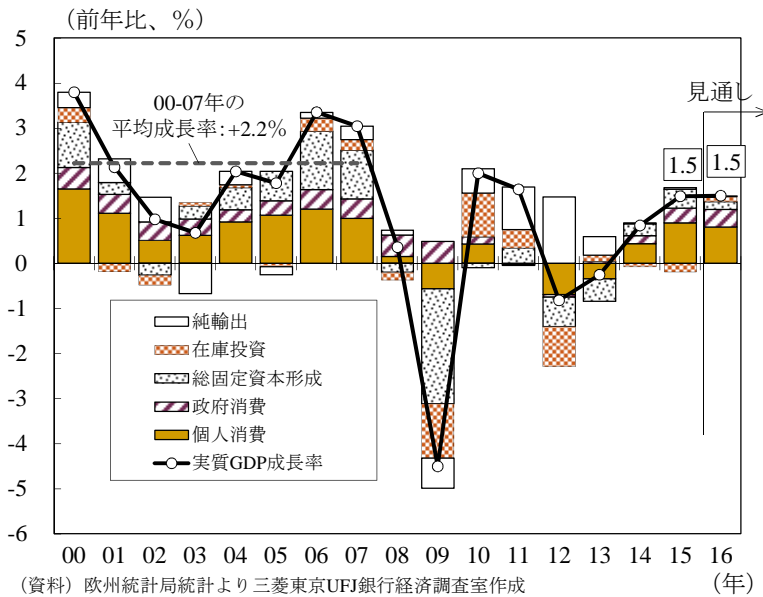
消費主導による緩やかな回復は不変だが、輸出の下押し圧力が残存

ユーロ圏経済の先行きを展望すると、内需が下支えとなり底堅さは続くと思われる、とりわけ個人消費が堅調を維持する見込みである。雇用情勢の改善が続くとみられるなか、年明け以降の原油価格の下落は、実質所得押し上げ効果が見込まれる。輸出については、米国や英国向けが下支えとなることで、大幅な失速は回避すると考えるが、新興国経済の減速が響くとみられ、下振れリスクが大きい点には留意が必要である。こうした輸出の

下押し圧力は残るが、財政緊縮の一巡や難民対策費用の拡大などが、建設投資と政府支出を押し上げると期待され、2016 年も前年比+1.5%と、辛うじて前年並みの成長率を維持すると予想する（第2図）。

年初来の金融株の大幅安や CDS の急上昇については、欧州中央銀行（ECB）がこの先もマイナス金利幅を拡大する公算が大きいなか、銀行収益がさらに圧迫され、金融システムが不安定化するリスクが台頭している。

第2図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の見通し



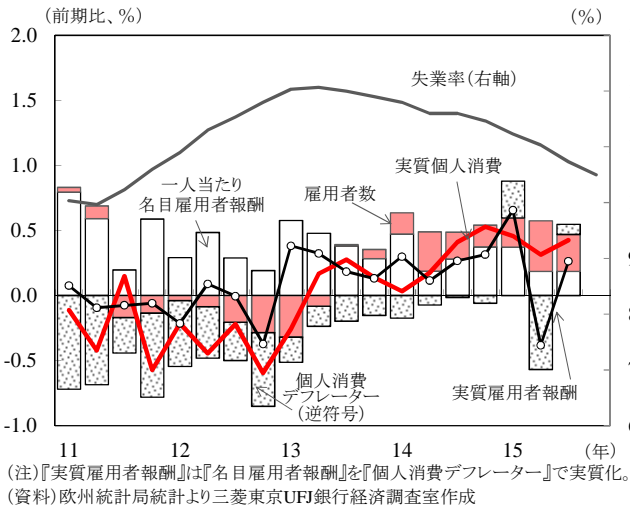
(3) 見通し上のキーポイント

① 堅調を維持する個人消費の持続性

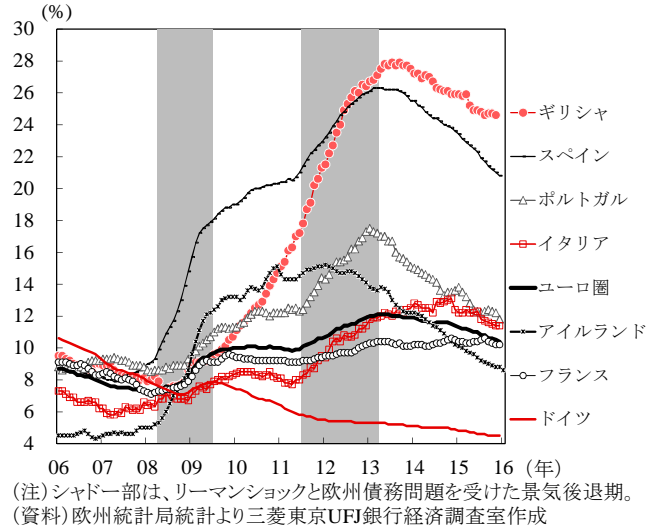
雇用環境の改善が続くなか、原油安の追い風を受け消費は増勢基調を維持する見込み

消費が堅調を維持している背景には、原油安の追い風もあるが、雇用・所得環境の改善が続いていることがベースにある（第3図）。失業率をみると、ユーロ圏の失業率は昨年12月に10.4%と低下傾向が続いている（第4図）。国別にみるとドイツが4.5%（EU統一基準）と東西統一以来の最低水準を維持している一方で、スペインは20.8%（同）と、依然高水準ながらも失業率の低下ペースが足元で速まっている。スペインでは長らく続いた住宅市場の調整が一巡するなか、自動車の販売促進策が奏効するなどで製造業部門の雇用者数が伸びている。このように雇用情勢が改善しているなかでは、足元の原油安はさらに先行きの実質所得押し上げを通じて消費を下支えすることが期待できる。

第3図：ユーロ圏の実質雇用者報酬



第4図：ユーロ圏の失業率



② 新興国経済減速の影響

昨年半ば以降、新興国向け輸出が減速

ユーロ圏経済のリスクとしてはまず、新興国経済減速の影響が挙げられる。ユーロ圏では ECB の金融緩和の効果を受けたユーロ安の恩恵もあり、特に昨年前半は輸出が好調に推移した。しかし、昨年半ば以降は新興国経済の減速やユーロ上昇もあり、アジア向けに陰りがみられる。

過去に輸出が低迷した IT バブル崩壊後の 2001-03 年やグローバル金融危機時の 2008-09 年、欧州債務危機後の 2012-13 年と比較すると、ユーロ圏の域外向け輸出に占める新興国向けのウェイトは、IT バブル崩壊後は約 36%であったのに対し、足元では約 50%に拡大、内アジア向けは約 10%から約 16.5%に拡大している（第2表）。

足元の状況はリーマンショック時のように世界的な需要の落ち込みはみられず、先行きは内需主導で自律的な景気拡大が見込まれる米国、英国を中心とした先進国経済が下支えとなるとみられる。しかしながら、原油の一段安を受けたロシア経済の悪化や中国経済の減速継続など、ウェイトが大きい新興国の下振れリスクが大きい点には留意が必要である。

第2表：過去の景気低迷期の輸出動向比較

	新興国向け輸出シェア		輸出伸び率 (%)						
	内、アジア	ユーロ圏外	新興国			先進国		米国	英国
			アジア	ロシア・中東欧	ユーロ圏外	米国	英国		
①2001-03年	36.2	10.4	1.9	5.2	7.2	8.8	0.2	▲0.7	1.3
②2008-09年	47.8	14.0	▲6.9	▲3.8	0.7	▲8.4	▲9.5	▲11.2	▲12.5
③2012-13年	49.5	15.6	4.3	4.9	4.3	2.4	3.7	5.4	5.8
④2015年	48.5	16.5	5.5	1.1	5.1	▲4.8	9.6	17.3	9.7

(注)2015年は11月までのデータ。

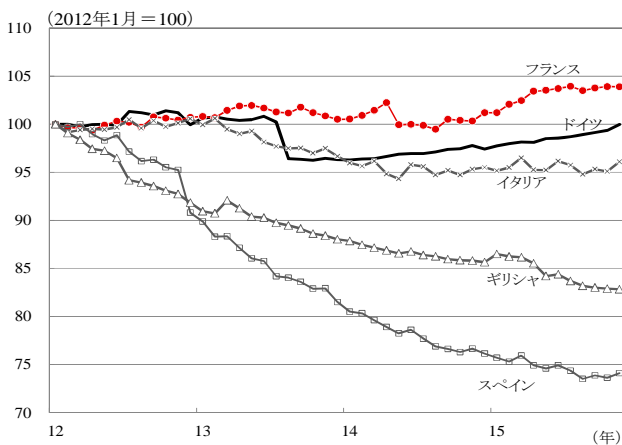
(資料)欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③ 金融不安の再燃リスク

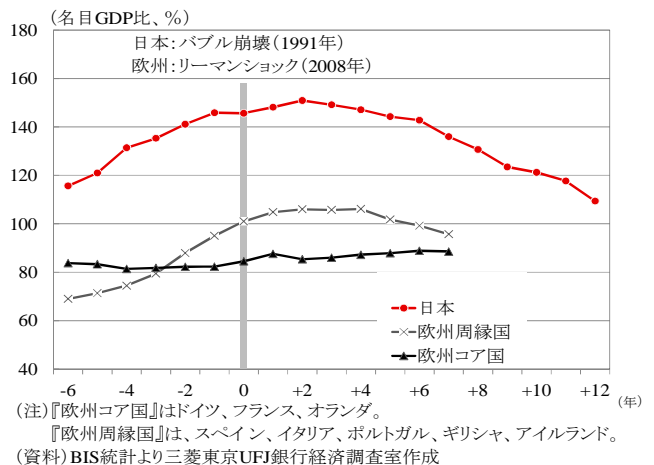
債務調整の継続に
マイナス金利も圧
し掛かり、銀行セク
ターの不透明感が
高まる

もう一つのリスクは、金融不安が再燃するリスクである。ユーロ圏の銀行貸出は、ECBの金融緩和策を受けて、ドイツやフランスなど主要国主導で2015年初以降、前年比プラスに転じているが、周縁国の銀行貸出は未だ低迷している（第5図）。企業債務をみても、欧州周縁国はユーロ発足後に積み上げた債務の調整途上にある（第6図）。こうした中で年明け以降の金融市場の混乱で、ギリシャやポルトガルの国債利回りは再び上昇に転じている。欧州大手銀行の赤字決算や債券利払い不安から、銀行株が急落しCDSも急上昇するなど、信用不安が台頭した。また、世界的な金利低下に伴う銀行の収益悪化懸念も逆風となっている。リーマンショックや欧州債務危機の経験から、欧州ではECBによる資金供給機能の強化や、欧州安定メカニズム（ESM）による資本注入制度の創設など、セーフティーネットが整備され、金融危機に対する耐性を強化してきたものの、ECBがこの先もマイナス金利幅を拡大する公算が大きいなか、銀行収益はさらに圧迫されるおそれがあり、金融システムの不安定には注視を要する。

第5図：ユーロ圏の銀行貸出



第6図：ユーロ圏の企業債務残高



(4) 金融政策

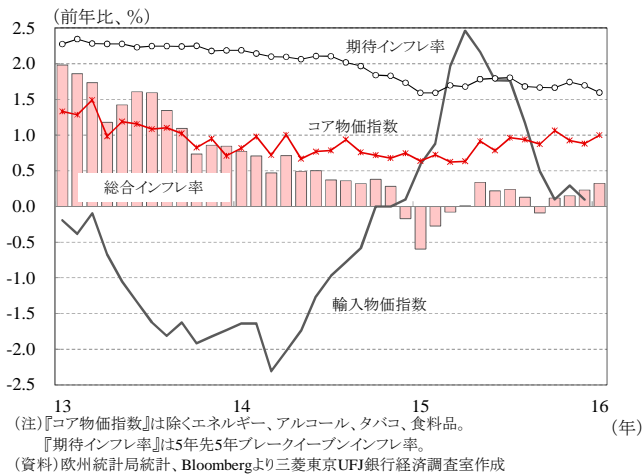
ECBは年初来の新興国／金融・商品市場動向を踏まえ、3月の追加緩和実施を示唆

ECBは1月21日の理事会において、ユーロ圏経済の現状について、「実体経済の持ち直しは続いており、これまでの金融政策の効果も確認される」と評価した。しかしながら、「年明け以降、新興国経済の不透明感や、金融・商品市場のボラティリティ、地政学リスクの高まりを受けて、ユーロ圏経済の成長・物価見通しの下振れリスクが強まった」と認識している。ユーロ圏の消費者物価上昇率は1月に前年比+0.3%に小幅加速したものの依然弱く、ECBは原油価格の一段の下落がその主因とみている（第7図、8図）。ECBは、原油価格の下落はユーロ圏経済にとって、概して実質所得の増加や企業収益の改善などを通じたプラスの効果をもたらすと

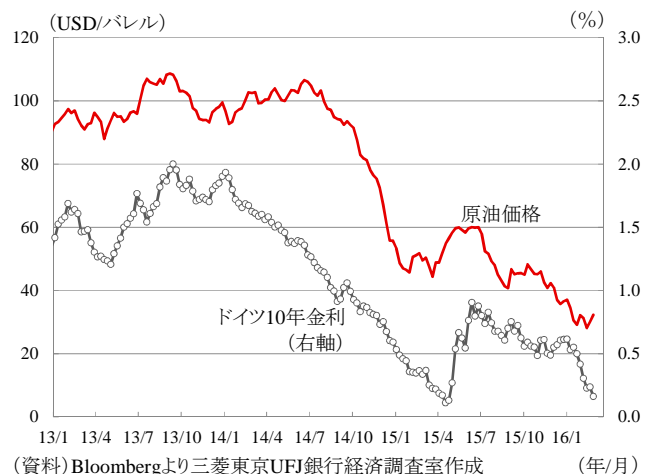
考えているが、今般の価格下落の背景には、世界経済の減速懸念やボラティリティの高まりがあるため、そのプラス効果も抑えられる可能性がある」と警戒している。

かかる環境下、「金融政策を再度検討する必要性が増大した」として、次回3月の理事会において、再び追加緩和を実施することを強く示唆している。

第7図：ユーロ圏の物価動向



第8図：原油価格と長期金利



(大幸 雅代)

2. 英国

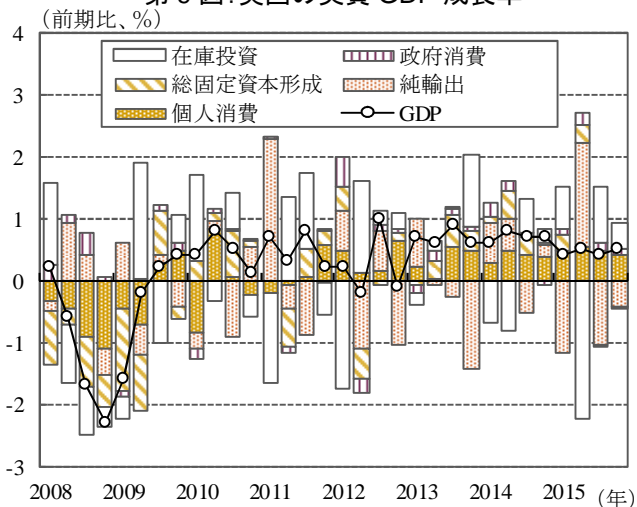
(1) 景気の現状～景気は底堅さを維持

雇用・所得環境の改善が続くなか、住宅市況の勢いも再び高まる

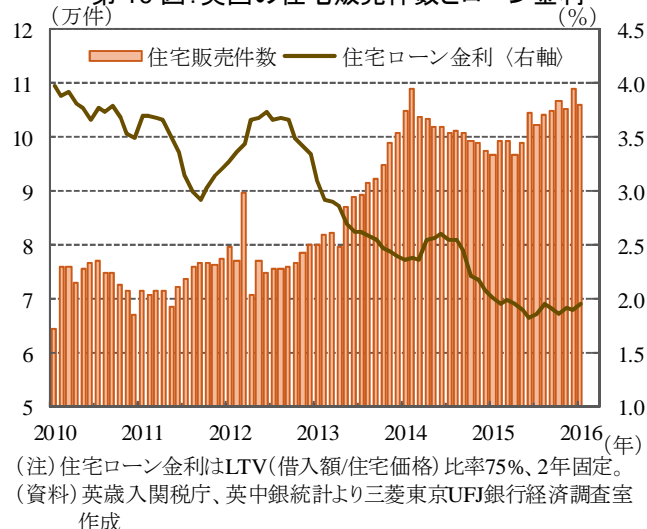
英国景気は、底堅い成長が継続している。10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%となり、前期の同+0.4%を上回った(第9図)。この結果、2015年通年の成長率は前年比+2.2%と、2014年の同+2.9%からは減速したが、引き続き潜在成長率(同1%台後半)を上回る伸びを維持した。

足元の失業率は5.1%と2005年以来の低水準にあり、雇用・所得環境の改善持続を追い風とする、個人消費の堅調さが景気拡大を支えている。また、低金利環境の継続も一因となり、住宅市況の勢いが再び高まってきている。住宅販売件数は、昨年後半から持ち直しに転じ、12月には2014年初以来の水準まで増加した(第10図)。

第9図: 英国の実質 GDP 成長率



第10図: 英国の住宅販売件数とローン金利



(2) 今後の見通し～下振れリスクに警戒が必要

良好な雇用・所得環境が今後も景気を牽引

景気は先行きも底堅く推移する公算が大きいとみるが、年初以降下振れリスクが高まってきている点には留意する必要がある。

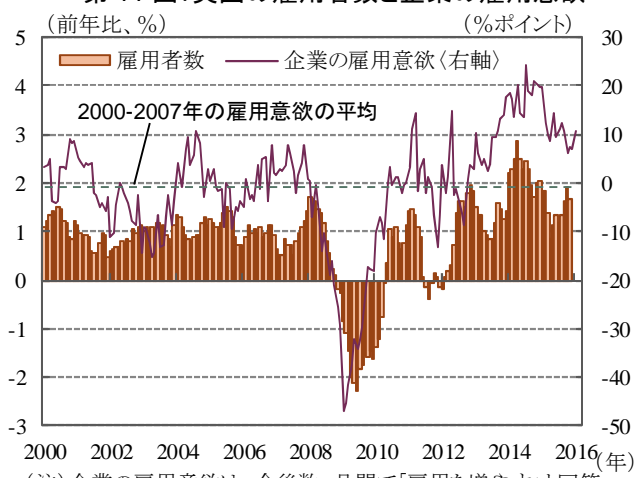
まずプラス要因からみていくと、良好な雇用・所得環境が今後も景気の牽引役となろう。企業の雇用意欲は、2014年に比べれば低下しているものの、引き続き高水準にあり、雇用拡大の持続を示唆している(第11図)。また、労働需給のタイト化を受けた名目賃金の上昇が予想されることに加え、低インフレの継続が実質購買力の増加に寄与しよう。

金融市場の動揺やEU離脱懸念がマインド悪化に繋がる恐れ

一方、足元、金融市場を中心に先行き不安が高まっている点が懸念される。世界的に株安が進行するなか、英国の株価も軟調に推移しており、企業や家計のマインド悪化要因となる恐れがある(第12図)。加えて英国については、EUからの離脱懸念も不透明感を強める原因となっている。最近の世論調査では、離脱支持が残留支持を上回ることも多く、今後離脱が現実味を帯びてきた場合には、設備投資や海外からの直接投資の抑制に繋がろう。

2016年の実質GDP成長率は、ほぼ昨年並みの前年比+2.1%と予想するが、潜在的な下振れリスクは昨年よりも大きいと判断される。

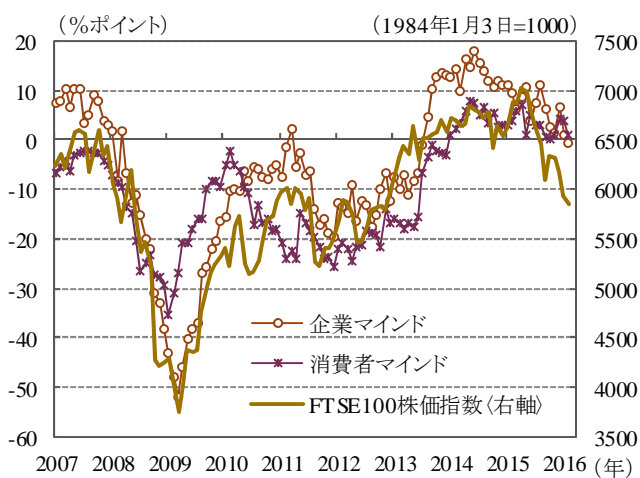
第 11 図: 英国の雇用者数と企業の雇用意欲



(注) 企業の雇用意欲は、今後数カ月間で「雇用を増やす」と回答した企業の比率から「雇用を減らす」と回答した企業の比率を引いたもの。

(資料) 英国立統計局、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図: 英国のマインドと株価



(資料) 欧州委員会統計、Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 物価・金融政策～原油安の再進行によりインフレ率の上昇時期は後ずれ

足元のインフレ率は前年比ゼロ%前後で推移

足元、消費者物価 (CPI) 上昇率は前年比▲0.1～+0.3%と、低水準での推移が続いている。物価を取り巻く状況をみていくと、まず、経済全体の需給バランスは、景気拡大の持続を反映して徐々にタイト化してきている。英中銀 (BOE) や欧州委員会の試算では、需給の緩みは昨年末時点ではほぼ解消したとみられている。また、失業率が自然失業率 (5%台前半) 並みに低下しており、先行きも雇用の改善が続けば、賃金上昇圧力が高まってこよう。

潜在的には物価上昇圧力が高まりつつあるが、原油安が下押し要因に

このように構造面からは、潜在的な物価上昇圧力が高まりつつある一方、目先については、原油価格の再下落がインフレ率の上昇を抑制する可能性が大きい。足元の CPI 上昇率 (前年比) は、エネルギー価格の下落によって 0.6～0.7%ポイント程度押し下げられているが、当室の原油価格見通しを前提とすると、少なくとも今年央までは足元並みの下押しが続く見込みである。

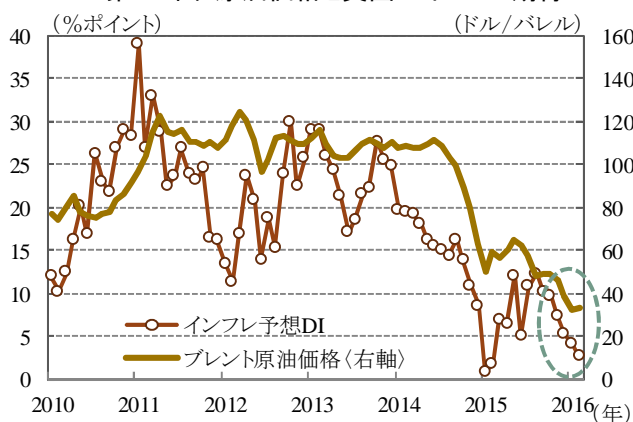
原油価格の下落は、消費者のインフレ期待低下にも繋がっている (第 13 図)。需給バランスはタイト化の方向にあるものの、今しばらくはインフレ期待が低水準に止まることで、実際のインフレ率も、今年半ば過ぎまで一進一退の状況が継続すると予想する。

EU 離脱の是非を問う国民投票の結果によっては、利上げは先送りの見込み

BOE の金融政策に関しては、次の政策変更は利上げとみるが、インフレ率が底ばい状態となる当面は金利据え置きが続く公算が大きい。また、6月23日に実施が予定されている、EU 離脱の是非を問う国民投票も考慮する必要がある。政治的な先行き不透明感の高まりが金融市場等の動揺を招く可能性は否定できず (第 14 図)、BOE は少なくとも国民投票前の利上げは回避するとみられる。また、仮に離脱が選択された場合、利上げは

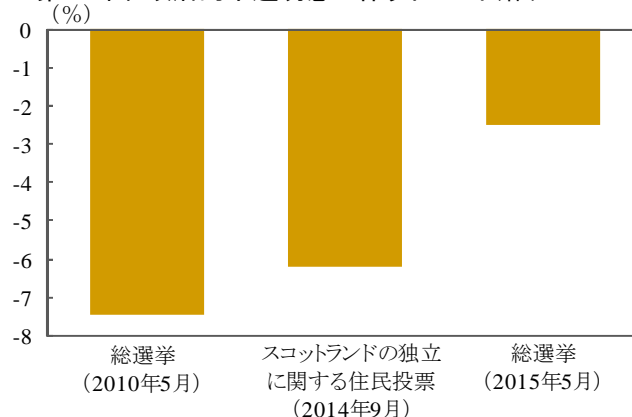
相当期間先送りとなろう。

第13図：原油価格と英国のインフレ期待



(注) インフレ予想DIは、先行き1年間でインフレ率の「上昇」を予想する回答比率から「低下」を予想する回答比率を引いたもの。
(資料) Macrobond、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：政治的不透明感に伴う債券下落ケース



(注) 2010年と2015年の総選挙ではともに、いずれの政党も議席の過半数を獲得できない「ハング・パーラメント」となるリスクがあり、政局の不安定化が懸念された。
(資料) Macrobond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)

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)		
	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)
ユーロ圏	0.9	1.5	1.5	0.4	0.0	0.5	3,022	3,423	2,650
ドイツ	1.6	1.7	1.7	0.8	0.1	0.9	2,656	2,740	2,424
フランス	0.2	1.1	1.3	0.6	0.1	0.6	▲ 242	▲ 30	▲ 50
イタリア	▲ 0.4	0.6	0.8	0.2	0.1	0.3	379	380	283
英国	2.9	2.2	2.1	1.5	0.0	0.3	▲ 1,524	▲ 1,201	▲ 1,141

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2014年 (実績)	2015年 (見込み)	2016年 (見通し)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)
名目GDP	1.7	1.5	1.6	4.7	2.6	2.8
実質GDP	0.9	1.5	1.5	2.9	2.2	2.1
<内需寄与度>	0.9	1.4	1.5	3.2	2.7	2.8
<外需寄与度>	0.0	0.0	0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.6
個人消費	0.8	1.6	1.5	2.5	2.9	2.4
政府消費	0.8	1.5	1.8	2.5	1.7	1.7
総固定資本形成	1.3	2.1	0.7	7.3	4.2	2.5
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.0	▲ 0.2	0.1	0.2	▲ 0.4	0.4
輸出	4.1	4.7	2.7	1.2	5.0	1.0
輸入	4.5	5.1	2.8	2.4	6.2	2.6

(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

～外需の伸び悩みが続くなか、財政・金融政策が内需を下支え～

1. アジア経済の現状と見通しの概要

多くの国で成長ペースは勢いを欠く状況

アジア経済は総じて力強さを欠く状況が続いている。域内最大の経済規模を持つ中国では、不動産や過剰な生産能力を抱える重工業での投資の減速を起点とした景気への下押しが続いており、直近 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.8%（7-9 月期：同+6.9%）へ減速し、足元の月次経済指標も総じて軟調な推移となっている。

輸出の不振を背景に低めの成長ながらも、一部持ち直しの兆し

その他のアジアについては、輸出の不振を背景に低めの成長が続いているが、昨年 10-12 月期にかけて一部で持ち直しの兆しも窺われる。台湾については、前期比年率+2.2%と 3 四半期ぶりのプラス成長となり、シンガポールでも同+6.2%（7-9 月期：同+2.3%）と伸びを高めた。ASEAN では、インドネシアが非資源部門での投資拡大を背景に前年比+5.0%（同+4.7%）と 4 四半期ぶりに加速したほか、マレーシアでは資源部門の企業活動停滞が重石となるなか、通貨安を梃子とした非資源輸出の好調や GST 導入に伴うマイナスの影響の一巡などが押し上げ要因となり、同+4.5%（同+4.7%）と底堅い伸びを維持した。フィリピンやベトナムでも内需の堅調を支えに 6~7%と高めの伸びを維持している。一方、タイでは来訪者数（サービス輸出）の増加や公共投資の拡大などが下支えしたものの、財輸出の不振が重石となり、同+2.8%（同+3.0%）と ASEAN 諸国のなかでも低めの伸びが続いている。

中国では構造調整を背景に成長率の緩やかな低下傾向が続く

先行きを展望すると、まず中国では、政府が「三期叠加（3つの時期の重なり）」と称する複合的な調整期にあるなか、成長率の低下傾向が続く見込みである。但し、投資については過剰感が強い不動産や重工業を中心に減速が続く一方、都市化推進に不可欠なインフラ投資等が相応の支えになるとみられる。また、サービス業を中心に雇用・所得環境が総じて安定を維持し、家計部門の需要拡大による景気下支えが続こう。加えて、金融・財政政策による下支えもあり、景気失速は回避されるとみられ、2016 年については前年比+6%台半ばまでの減速に止まると予想する（第 1 表）。

外需の伸び悩みが引き続き成長ペースを抑制

その他のアジア諸国・地域では、輸出の伸び悩みが引き続き成長ペースを抑制するとみられ、力強い成長までは見込み難いが、底堅い内需や財政面からの下支えにより、略昨年並みの成長率を維持すると予想する。輸出については、先進国の緩やかな景気拡大を支えに持ち直しが予想されるものの、資源安や中国経済の減速が重石となろう。このため輸出依存度の高い NIEs の実質 GDP 成長率は、2015 年の前年比+2%近辺に対し、2016 年も同+2%台半ばに止まろう。

ASEAN・インドは
内需を中心に緩やかに回復

ASEAN についても輸出の伸び悩みが引き続き重石となるものの、雇用・所得環境の安定を背景に内需が総じて底堅いことや、景気刺激策による下支えもあり、2016 年も同+4%台後半の成長を維持すると予想する。インドネシアでは、インフレ鈍化に伴う購買力改善や利下げ、政府のインフラ投資拡大が内需の支えになるとみられる。ASEAN のなかでも外需依存度が高いタイでは、観光客の消費に加え、政府の内需刺激策が引き続き景気を下支えしよう。インドは、低インフレや資源安の継続に伴う実質所得企業業績の改善が追い風となり、内需を中心に回復が続き 2016 年度にかけて同+7%台後半と高めの成長率が見込まれる。

リスクは中国経済の失速や世界的なリスク・オフの動きに伴う金融市場の不安定化

当面のリスクとしては、中国経済の一層の変調が挙げられる。仮に資産バブル崩壊やそれに伴う不良債権の増加が景気失速懸念を強め株価や通貨の下落などにつながると、他のアジア諸国も大幅なマイナス影響を免れまい。米国の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更に不安定化し、資産市場に更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(2014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、%	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
中国	10.38	60.9	7.3	6.9	6.5	2.0	1.5	1.9	2,197	2,932	2,710
韓国	1.42	8.3	3.3	2.6	2.9	1.3	0.7	1.3	844	1,060	1,044
台湾	0.53	3.1	3.9	0.8	2.4	1.2	▲0.3	1.2	654	724	616
香港	0.29	1.7	2.6	2.4	2.0	4.4	3.0	2.6	36	106	91
シンガポール	0.31	1.8	3.3	2.0	2.5	1.0	▲0.5	0.6	588	705	730
NIEs	2.54	14.9	3.4	2.1	2.6	1.6	0.6	1.3	2,122	2,595	2,481
インドネシア	0.89	5.2	5.0	4.8	5.0	6.4	6.4	4.3	▲275	▲180	▲175
マレーシア	0.33	1.9	6.0	5.0	4.9	3.1	2.1	2.0	145	90	102
タイ	0.37	2.2	0.8	2.8	3.2	1.9	▲0.9	1.0	154	348	212
フィリピン	0.28	1.7	6.1	5.8	6.0	4.2	1.4	2.5	109	78	46
ベトナム	0.19	1.1	6.0	6.7	6.3	4.1	0.6	3.2	95	88	48
ASEAN5	2.06	12.1	4.6	4.8	4.9	4.5	3.2	3.0	228	425	233
インド	2.05	12.0	7.4	7.6	7.9	6.0	4.8	5.0	▲267	▲152	▲232
アジア11カ国・地域	17.04	100	6.4	6.0	5.9	2.7	2.0	2.3	4,279	5,801	5,191

(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. 見通し上のキーポイント

(1) 中国経済：過剰生産能力の削減に伴う成長下押しが継続

「中国減速リスク」が再燃するも、経済実体は緩やかな減速が継続

中国では、年初より株価下落や人民元安の進行、資本流出の強まりなど、「中国減速リスク」が再び意識されている。まず月次の経済指標で実体経済の動向を確認すると、生産や投資を中心に総じて弱めのものが目立つが、金融市場の混乱を招くほどの更なる変調が確認されたわけではない（第2表）。焦点となる不動産投資については、政府の挺入れ策等を支えに人口流入の続く都市部を中心に底堅さを維持する一方、高水準の在庫を抱える地方を中心に調整圧力は根強く、地域別でも明暗が分かれている。

株式市場不安定化の背景にはファンダメンタルズ以外の要因が影響

株価下落の背景には、需給悪化懸念や後手に回る政策対応などファンダメンタルズ以外の要因の影響が大きいとみられ、政府の各種株式市場安定化措置で一旦は落ち着きを取り戻した場合でも、歴史的な株式バブル崩壊の先進事例を踏まえると、ファンダメンタルズの裏付けに乏しい以上、先行きについては慎重にみておく必要がある。

資本流出・外準減少の背景には中国企業の人民元安対策も影響

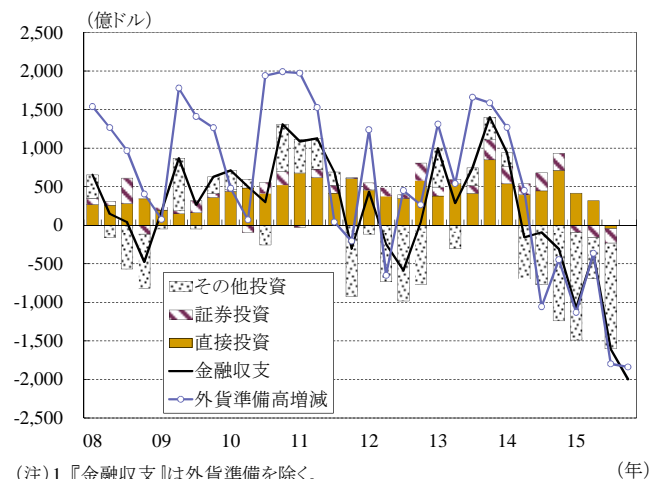
他方、2015年10-12月期の金融収支（ネット）は、▲1,997億ドルと統計開始以来最大の支払い超となるなど資本流出への懸念は根強い（第1図）。7-9月期までの内訳をみると、貸出を中心とする「その他投資」での流出超が目立っており、海外金融機関の対中与信の縮小に加え、人民元安を睨んだ中国企業の外貨建て借入の返済の動きも影響しているとみられる。当局は昨年半ば以降、投機的な為替取引に対する牽制を強化しており、人民元相場の安定化が見込まれる。但し、国際決済銀行（BIS）統計では（2015年9月末時点）、海外からの中国向け与信残高のうち短期与信（1年以内に返済期限が到来）が全体の約7割を占め、資本流出や外貨準備の減少に伴う不安定化リスクには留意する必要がある。

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

	2015年				2016年	評価
	9月	10月	11月	12月	1月	
輸出(前年比、%)	▲ 3.9	▲ 7.0	▲ 7.0	▲ 1.6	▲ 11.2	×
輸入(前年比、%)	▲ 20.2	▲ 18.6	▲ 8.8	▲ 7.4	▲ 18.8	×
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	10.3	10.2	10.2	10.0	n.a.	×
小売売上高(前年比、%)	10.9	11.0	11.2	11.1	n.a.	△
工業生産(前年比、%)	5.7	5.6	6.2	5.9	n.a.	×
製造業PMI	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	×
非製造業PMI	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	△
外貨準備高 (前月差、億ドル)	▲ 433	114	▲ 872	▲ 1,079	▲ 995	-

(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を。
3. 『評価』は、直近の伸び率/指数の水準と半年前と比べた加減速度合い等から判断。
(資料) 中国国家統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：中国の金融収支の推移



(注) 1. 『金融収支』は外貨準備を除く。
2. 『外貨準備高増減』は、前期末からの残高の差。
(資料) 中国国家外貨管理局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

「供給側改革」の着手もあり投資の減速が継続

先行きを展望すると、過去の過剰な資本ストックの調整余地は大きく、不動産や重工業を中心とした投資の減速による景気下押し圧力が続くと思われる。政府は昨年終盤以降、「供給側改革」の方針を打ち出し、過剰生産能力の削減や住宅在庫の解消を最重要任務の一つとして位置付けており、既に、粗鋼生産能力を今後数年間で1億～1.5億トン（生産能力全体の8～12%）、石炭産業についても7億トン（同約13%）削減する目標を打ち出している。不動産および重工業分野での投資は固定資産投資全体の約4割弱（2015年時点）を占めるため、短期的には投資・生産面での下押し圧力が強まる可能性をみておく必要はある。

一方で、各地方政府はインフラ投資に加え、ハイテク、省エネなど戦略的新興産業7分野での投資計画を相次いで打ち出しており、一定の景気下支えが見込まれている。加えて、中央政府は財政面からの支援により、失業者の再就職や生活保障を実施する方針を打ち出している。具体的には「雇用対策基金」を設立し、過剰生産能力を抱える産業における失業者の社会保障費用や再就職のための職業訓練の資金に充てる計画をしている（第3表）。過剰な生産能力を抱える各産業で生産能力削減と同時に、同じ割合の雇用削減を行うと仮定した場合、約300万人前後が失業する可能性が指摘されるものの、2015年末時点の工業部門の雇用者数の3%程度に過ぎない。また、全国を網羅した雇用統計の業種別内訳が非公表なため、不透明な部分もあるが、第三次産業における新規雇用で吸収し得るレベルとみることもできる（第2図）。実際、2015年10-12月期の都市部求人数をみると、製造業や建築業などを中心に前年割れとなる一方、交通・運輸、金融、情報通信等のサービス業は前年を上回る伸びを示している。こうした総じて安定的な雇用・所得環境を支えに個人消費は堅調を維持し、景気の下支えとなることが見込まれる。加えて、金融緩和や歳出の拡大など政府の対応余地も十分にあり、景気の失速までは想定し難い。

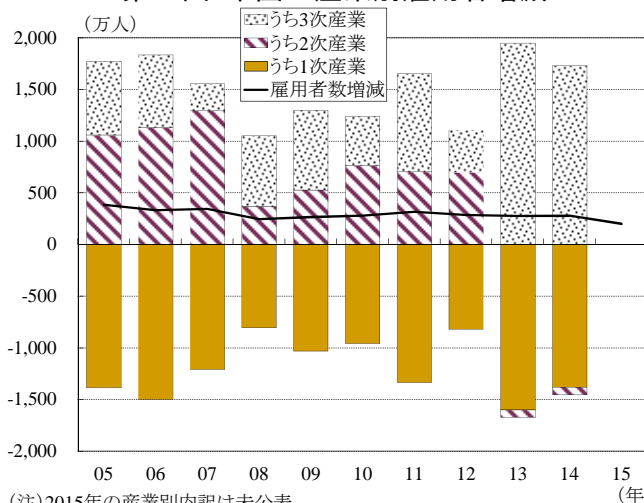
個人消費はサービス業を中心とした雇用増加等を支えに総じて安定を維持

第3表：中国の過剰生産能力削減を巡る動き

分野	概要		雇用への影響
生産能力削減計画	粗鋼	1億～1.5億トン (生産能力全体の8～12%)	29～43万人
	石炭	7億トン (生産能力全体の約13%)	約60万人
	レアアース	生産能力全体の10～16%	n.a.
	亜鉛	2016年の生産量を50万トン削減	n.a.
	ニッケル	生産能力全体の20%	n.a.
	銅	2016年の生産量を35万トン削減	n.a.
構造調整基金	政府は二大業種（鉄鋼、石炭）の過剰生産能力の淘汰の支援に向けて1月に「構造調整基金」の設立を決定。		
雇用対策	中央政府が雇用対策基金を設立（約300億元）。基金の補助対象は鉄鋼、セメント、板ガラスなど過剰生産能力を抱える産業の企業。リストラされた社員の社会保障費用や再就職に向けた職業訓練の資金に充てる予定。		

(注)『雇用への影響』は、生産能力削減と同じ割合で雇用削減を行う場合。
(資料)報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中国の産業別雇用者増減



(注)2015年の産業別内訳は未公表。
(資料)中国人力資源社会保障部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) その他アジア：雇用・所得環境の安定や景気刺激策が内需を下支え

輸出は先進国向けを中心に緩やかな回復へ

アジア各国の輸出は、数量ベースで底入れの兆しも一部で窺われるが、需要の伸び悩みや一段の資源安もあり、依然、金額ベースでは前年割れが続いている。先行きを展望すると、資源安の継続や中国経済減速が続くなか、各国輸出の約3割を占める日米欧を中心とした先進国向け輸出の回復が鍵を握る。この点で、アジアの先進国向け輸出に先行する日米欧の景況感をみると、足元は製造業を中心にやや足踏みがみられるものの、先行きの景気は内需を中心に緩やかな拡大基調を辿るとみられ、アジアの輸出の回復の支えになるとみられる（第3図）。

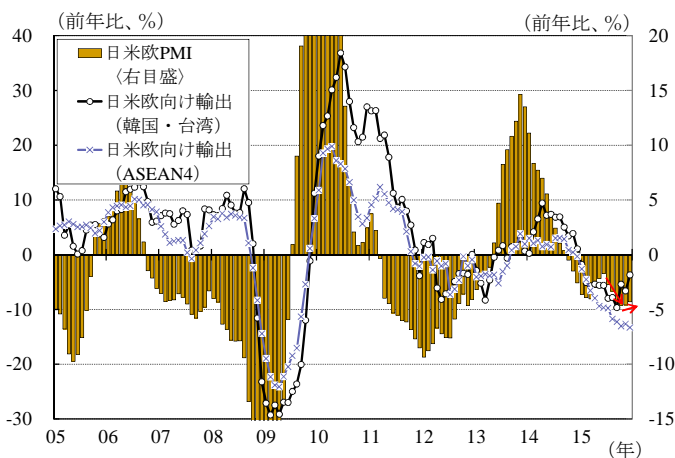
雇用・所得環境の安定が内需を下支え

かかる状況下、各国の内需が堅調を維持できるかがポイントとなる。この点、消費の鍵を握る雇用や賃金は増勢を維持しているほか、物価の低位安定の継続も消費のサポート要因となろう。また消費の内訳では、「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が底堅く、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。

インフラ投資の拡大や歳出拡大も景気の下支えに

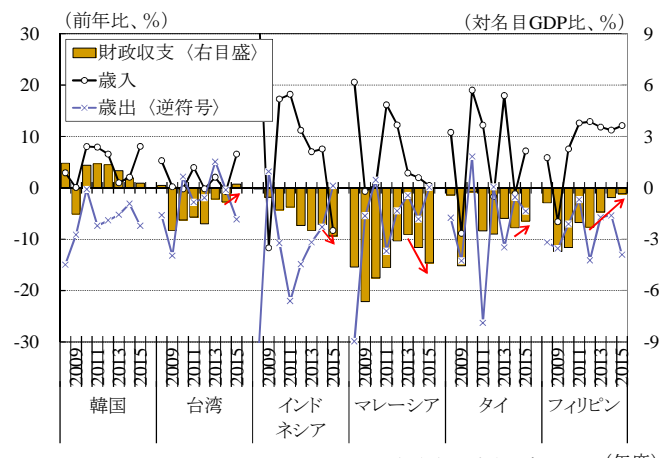
加えて、各国におけるインフラ投資の拡大や歳出拡大も内需の下支えとなろう。インドネシアやタイなどでは、公共投資の遅れ解消が徐々に成長率押し上げ要因として発現し、民間投資の伸び悩みをカバーしつつある。加えて各国政府は、昨年より景気刺激策を相次いで発表している。財政黒字国である韓国に加え、赤字の縮小傾向が続いているタイおよびフィリピンなどでは今後も歳出増加による景気下支えの余地がある（第4図）。資源安に伴う歳入減を主因に財政赤字が拡大しているインドネシアやマレーシアでは、積極的な歳出拡大は望めないまでも、追加の財政出動を伴わない規制緩和や各種手続き加速などにより内需を下支えするとみられる。

第3図：先進国 PMI と主なアジア諸国・地域の輸出



(注) 日米欧PMIは、米国ISM製造業指数と日本・ユーロ圏製造業PMIを、アジア各国・地域の輸出に占めるシェアで加重平均したもの。3ヵ月移動平均値。
(資料) 各国統計、マークイットより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：アジア主要国・地域の財政収支



(注) 韓国、インドネシア、マレーシア、タイは、中央政府の財政収支。
タイは会計年度末の9月、他の国・地域は2015年11月時点まで。
(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ経済：内需刺激策と観光による景気下支えが継続

外需低迷により ASEAN 諸国のなかで低めの成長ペースが続く

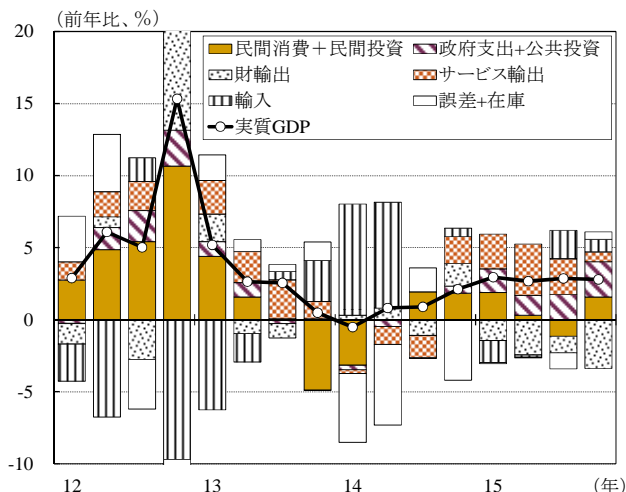
タイ経済は外需低迷を主因に低成長が続いている。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+2.8%と、ASEAN 諸国が平均して同+5%程度の経済成長を維持するなか、相対的に低めの成長となった（第 5 図）。

内訳をみると、前期に続き財輸出（同▲5.6%）が景気の重石となった。ASEAN のなかで外需依存度が高い同国では、輸出の低迷が輸出企業の収益圧迫を通じ設備投資を抑制しているほか、賃金の伸び悩みを通じて消費を下押しするなど、内需に波及している。消費は、昨年後半に持ち直しの動きをみせたが、自動車の物品税改定前の駆け込みなどの影響を割り引いてみる必要がある。一方、経済が失速に至っていない背景として、政府支出や公共投資、観光（サービス輸出）による下支えが挙げられる。例えば、中国を中心とする域内からの観光客増加は、小売や外食・宿泊などサービスセクターの好調を通じ内需を支えている。

政府の内需刺激策と観光による景気下支えに加え、輸出の持ち直しが徐々に成長を押し上げ

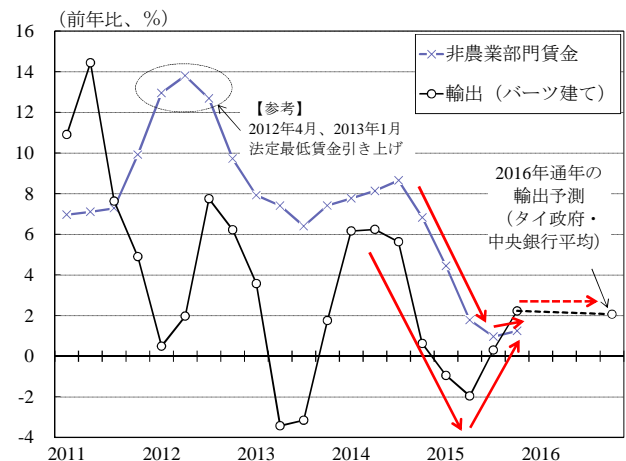
先行きを展望すると、内需刺激策と観光による景気下支えが続くなか、輸出の持ち直しが徐々に成長を押し上げよう。足元の輸出（パーツ建て）は、為替下落もあり、全体の約 4 割を占める先進国向けの回復を支えに、前年比プラスに転じている（第 6 図）。今後も先進国景気が緩やかな拡大基調を辿るなか、輸出も緩やかな持ち直しが続き、徐々に成長を押し上げよう。また、政府は、2015 年後半に内需向け景気対策を相次いで発表（総額で名目 GDP 比 3%規模）したほか、今年に入り、議会在内需強化のための補正予算（同 0.4%）を可決しており、当面財政からの景気下支えが期待出来る。観光セクターでは、政府が各種誘致策を打ち出しており、昨年の外国人旅行者数が過去最高を記録したほか、1 月も旅行者数が前年比 +15%と好調な滑り出しをみせている。観光収入は名目 GDP の 1 割の規模に達しており、今後の景気下支えが見込めよう。

第 5 図：タイの実質 GDP 成長率の推移



(資料)タイ国家経済社会開発局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 6 図：タイの輸出と賃金



(注) それぞれ、3四半期移動平均。政府の輸出予測は各省庁の平均値。
(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) 金融政策：景気に配慮した政策運営が継続

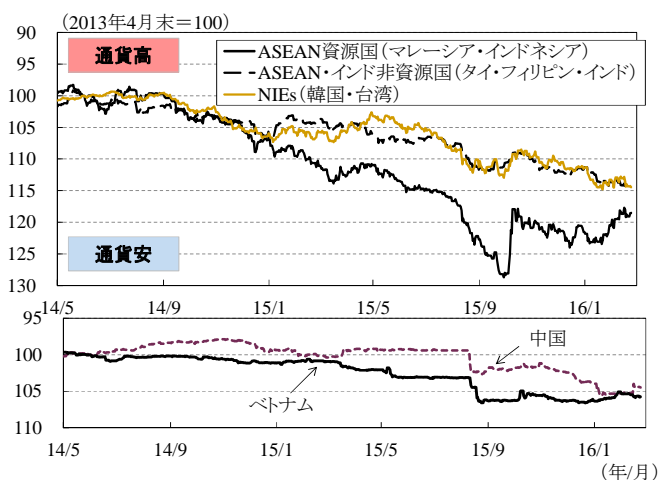
米国利上げ後もアジア各国通貨は相対的に安定を維持

2015 年末の米国利上げ実施以降、世界的なリスク・オフの動きも相俟って資源国通貨を中心に下落圧力が強まっているが、アジア各国通貨は相対的に安定を維持している。2014 年終盤以降の資源安を受け、アジアのなかでも特にマレーシアやインドネシア通貨の減価幅は大きいですが、米国利上げ後は通貨安が一服している（第7図）。

景気が力強さに欠けるなか、低インフレの継続もあり、金融政策は景気に配慮した金融政策運営が継続

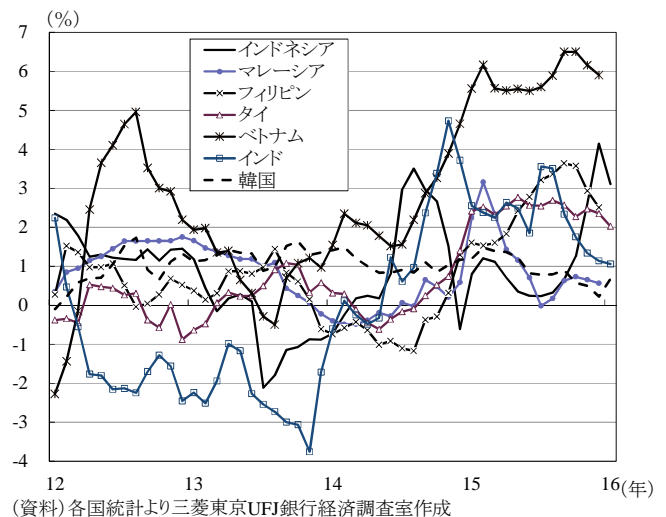
こうしたなか、各国の金融政策運営は総じて景気に配慮した展開が継続している。台湾で12月に利下げが実施されたほか、インドネシアでは2014年終盤の燃料価格引き上げの影響の剥落によるインフレの沈静化などを受けて、今年に入り2ヵ月連続で合計0.5%ポイントの利下げ(現行7.0%)が実施された。他のアジア諸国・地域の金融政策についても、物価上昇率が低水準で推移するなか、実質金利はベトナム、インドネシアなどを中心に上昇傾向が続いており、利下げ余地は拡大しつつある（第8図）。前回2004年の米国利上げ局面においては、アジア経済は米国経済との連動性が高く、景気は回復傾向、物価も上昇基調がみられ、対米金利差拡大に伴う輸入インフレ抑制の狙いなどもあり、多くの国が追随して利上げを実施した。しかし、今次局面では、アジア各国の景気が力強さに欠けるなか、資源安の継続を背景に物価の低位安定が続くとみられるほか、米国の利上げペースも極緩やかとなる公算が大きいことなどから、景気回復が確認されるまでは、引き続き景気に配慮した金融政策運営が続こう。

第7図：アジア主要国・地域の為替レート(対ドル)



(注)複数国の為替指数は、購買力平価ベースGDPで加重平均したもの。
 (資料)Bloomberg、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：アジア主要国・地域の実質金利



(福地 亜希、土屋 祐真、前原 佑香、中村 逸人)

V. オーストラリア

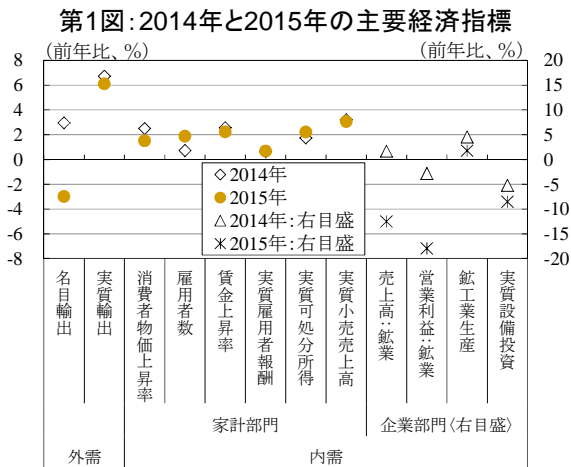
～景気は底割れを回避するも、企業部門の弱さから前年並みの成長に止まる展開に～

1. 豪州経済の現状

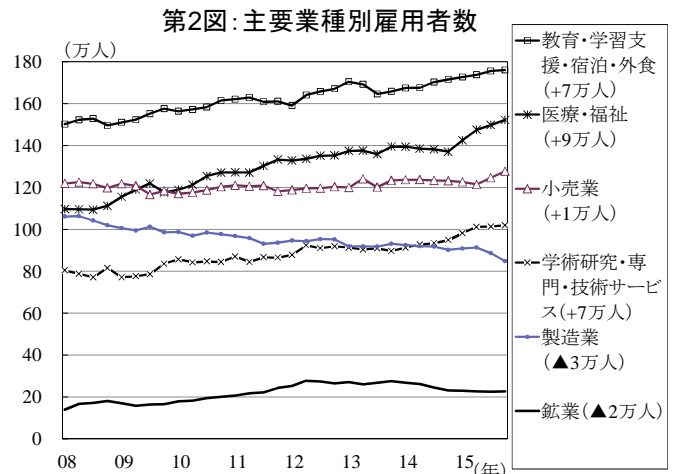
資源価格下落を受け企業部門が悪化するも、家計部門への波及は限定的

豪州経済は、資源価格下落の影響を受けながらも底割れを回避している。2015年の経済指標を確認すると、名目輸出は前年比▲3.0%と減少、実質ベースでも増加幅が縮小している。加えて、鉱業部門の企業収益悪化を通じて設備投資は同▲8.5%と大幅に減少しており、企業部門では資源価格下落の影響が確認できる（第1図）。

一方、家計部門では、企業部門の不振が賃金上昇率の低下という形で波及しているものの、資源価格下落の影響を受けにくいサービス業を中心に雇用は拡大傾向にあり（第2図）、雇用者数は2015年で前年比21.7万人増加した。雇用者数が増加した結果、2015年の実質雇用者報酬は同+0.7%、実質小売売上高は同+3.1%といずれも前年並みの成長率を保っている。



(注)『2015年』は直近発表値までの値。
(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



(注) 括弧内は、2015年の平均雇用者増減数、2014年比。
(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

消費の下支えで、景気底割れは回避するが、成長率は前年並みに止まる公算

資源価格が今後も低水準での推移が続くと見込まれることから、企業収益への下押し圧力は残り、設備投資は2016年にかけても減少が続く公算が大きい。ただし、足元の統計を見ると4-6月期を底に鉱業部門の企業収益は減少幅が縮小傾向にあり、企業景況感指数も昨年8月を底に緩やかな上昇傾向を辿る等、一層の悪化には歯止めがかかりつつあることから、設備投資の更なる減少や賃金上昇率の一層の低下は、回避されると予想する。

労働市場は、サービス業の支えにより改善が続く可能性が大きい。雇用は、豪ドル安による観光・留学需要の拡大や、政策支援に後押しされた在宅ケア需要の高まりを背景に、教育・訓練サービスや医療・福祉サービスなどのサービス業を中心に拡大が見込まれる。鉱業部門を中心に賃金上昇

率は伸び悩みが予想されるものの、雇用者数の増加により雇用者報酬は増加傾向が続き、消費は底堅さを維持しよう。加えて、資源価格の低水準での推移により、物価の低位安定が見込まれることも、消費の追い風となろう。このように、企業部門は低迷が続く一方、家計部門が支えとなり景気は底割れを回避する展開を予想する。ただし、企業部門の持ち直しには今しばらくの時間を要するため、回復ペースはこれまでに比べ緩やかとなり、2016年の実質GDP成長率は前年比+2.3%と前年並みの成長率に止まる見込みである（第1表）。

第1表：豪州経済の見通し

	2014年				2015年			2014年	見通し	
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9		2015年	2016年
実質GDP(前年比、%)	3.1	2.6	2.7	2.1	2.2	1.8	2.7	2.6	2.2	2.3
消費者物価(前年比、%)	2.9	3.0	2.3	1.7	1.3	1.5	1.5	2.5	1.5	2.2
経常収支(億ドル)	▲ 86	▲ 101	▲ 146	▲ 110	▲ 105	▲ 117	▲ 154	▲ 442	▲ 436	▲ 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

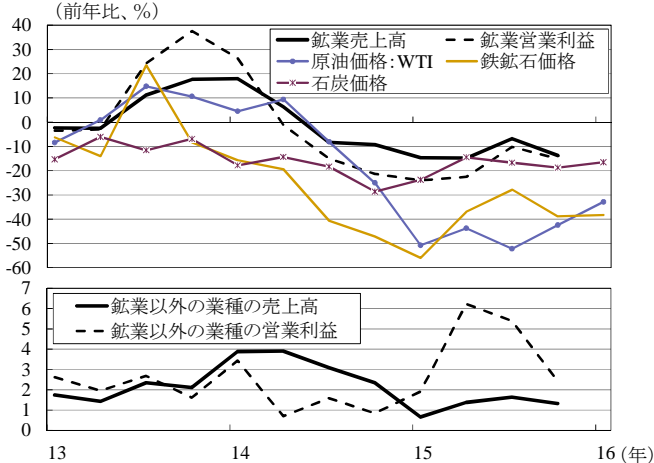
(1) 資源価格下落の影響

資源安の悪影響は
鉱業セクターに止
まる見通し

資源価格下落は鉱業部門の収益を大きく下押した（第3図）。しかし、足元では資源価格の下げ幅拡大が一服していることから、企業収益も減少幅が縮小している。また、鉱業以外の業種の企業収益をみると、総じてプラスの伸びが続いている。鉱業部門の低迷によりサービス業や小売業までもが底割れする展開とはなっていないようである。

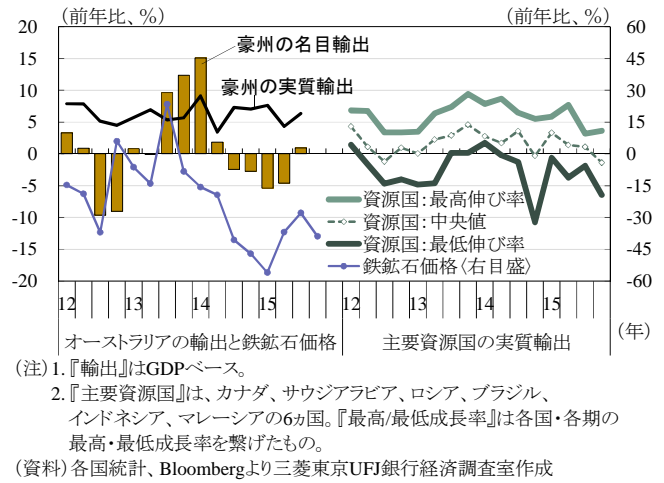
輸出をみると、名目ベース（金額）では大きく減少しているが、7-9月期の実質輸出（輸出量）は同+6.3%と増加傾向にある。背景には、世界の鉄鉱石・石炭の需要減少幅が1%弱と、2桁台もの価格下落幅に比べて小幅であったことや、主要輸出先である中国向けの鉄鉱石輸出量が10-12月期も前年比+11.6%と二桁増を維持していることが挙げられる。他の主要資源国と比較すると、豪州の実質輸出は主要資源国の各期毎の最高成長率近傍で推移している（第4図）。輸出への影響度合いが相対的に小さくなっている理由として、①ロシア・サウジアラビアは原油の輸出依存度が9割超であるのに対し、オーストラリアは鉄鉱石で3割弱、石炭と天然ガスで計2割強と輸出資源品目分散されていること、②インドネシア・マレーシアは製造業の輸出シェアが高く、資源価格下落の影響に加えて製造業製品の輸出減という形でも影響を受けるのに対し、豪州は製造業の輸出シェアが低く影響を受けにくいという点が指摘できる。

第3図：主要資源価格と企業収益



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

第4図：主要資源国の輸出と鉄鉱石価格



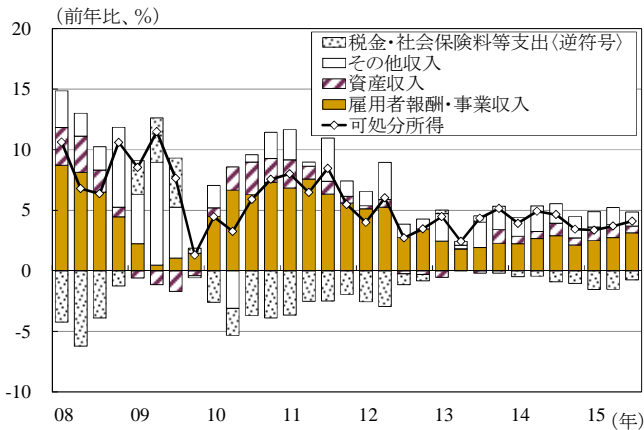
(注) 1. 『輸出』はGDPベース。
2. 『主要資源国』は、カナダ、サウジアラビア、ロシア、ブラジル、インドネシア、マレーシアの6カ国。『最高/最低成長率』は各国・各期の最高・最低成長率を繋げたもの。
(資料) 各国統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 消費の底堅さの持続性

消費は引き続き底堅い推移を見込む

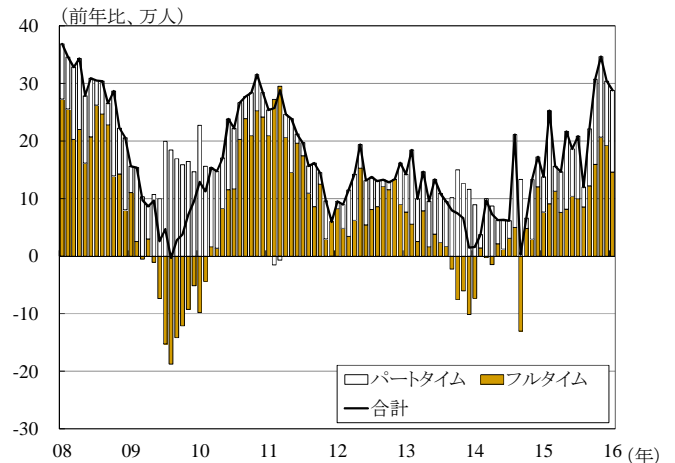
景気の下支え役となっている消費の先行きを見ると、原資となる雇用者報酬は、賃金上昇率が低水準の中でも雇用増に支えられ、小幅ながら加速傾向にある(第5図)。足元の労働市場をみても、サービス業の拡大を背景にリーマン・ショック時にみられたような雇用縮小の動きや、フルタイムからパートタイムに雇用が振り替えられる動きはみられていない(第6図)。2016年中も消費は、雇用者報酬の増加にサポートされる格好で、底堅く推移するとみられる。

第5図：可処分所得



(注) 『その他収入』は、社会保障・手当てなど。
(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：雇用者数



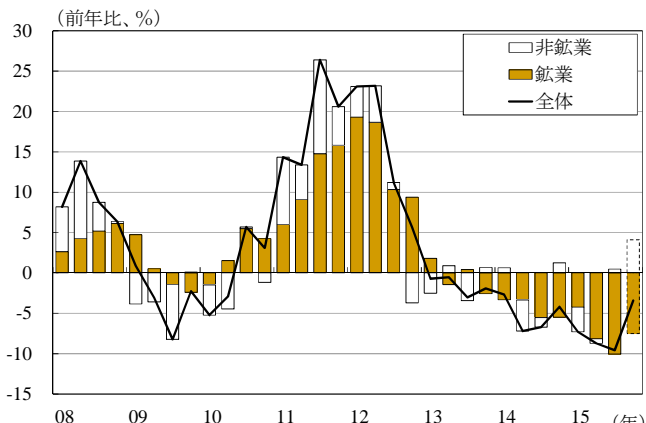
(資料) 豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 鉱業以外の産業の下支え力

小売業・サービス業を軸に、景気は緩やかに回復

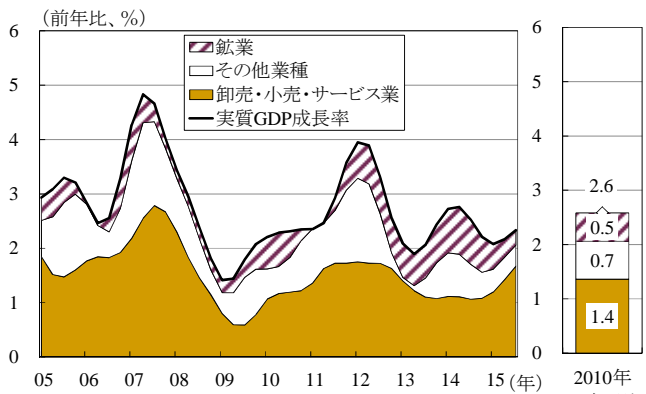
鉱業部門は2010年から2012年にかけて設備投資の拡大などを通じ、実質GDP成長率を押し上げてきた(第7図)。産業別にみても2010年以降の平均実質GDP成長率、前年比+2.6%のうち、+0.5%ポイントは鉱業によるものであった(第8図)。一方、サービス業や卸・小売業の寄与度は1.4%ポイントと安定した成長を維持した。サービス業は労働集約型産業であることから、投資面での下支え力は期待しにくい一方で、雇用吸収力は大きいことから、景気の回復の下支え役として期待できる。

第7図:業種別にみた実質設備投資



(注)業種別内訳、2015年10-12月期は、名目ベースの設備投資を基に当室推計。
(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8図:産業別にみた実質GDP成長率



(注)1.トレンドベース。
2.『その他業種』は、農業、製造業、建設業、電気・ガス・水道、公務のほか、持ち家の帰属家賃等。
(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

4. 金融政策の動向

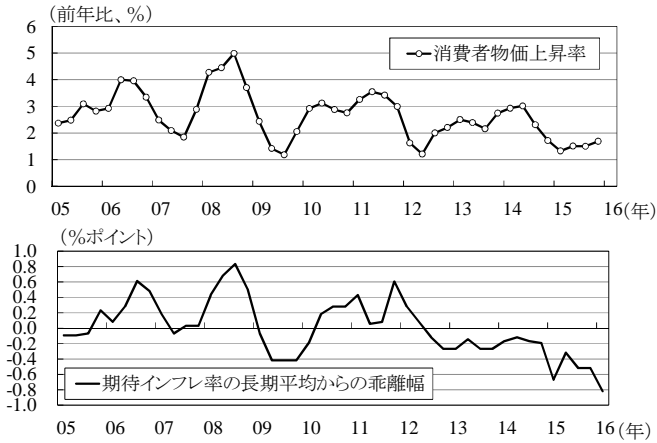
政策金利は当面据え置かれる見込み

景気が緩やかな回復基調を辿るなか、消費者物価上昇率は資源価格下落による光熱費や燃料費の下落から、低水準で推移している(第9図)。10-12月期の消費者物価上昇率は前年比+1.7%と中央銀行の目標レンジ(2%~3%)を下回が状態が続いている。期待インフレ率が低下傾向を辿るなか、2016年の消費者物価上昇率も同+2.2%と依然として低水準での推移が続くことを見込む。

政策金利がすでに2.0%と過去最低水準にあり、鉱業部門を中心とした設備需要の縮小が見込まれるなか、追加利下げによる景気刺激効果は限定的とみられる。さらに、住宅市場の過熱^(注)(第10図)への配慮からも、中央銀行は当面、政策金利を2.0%で据え置くとみる。

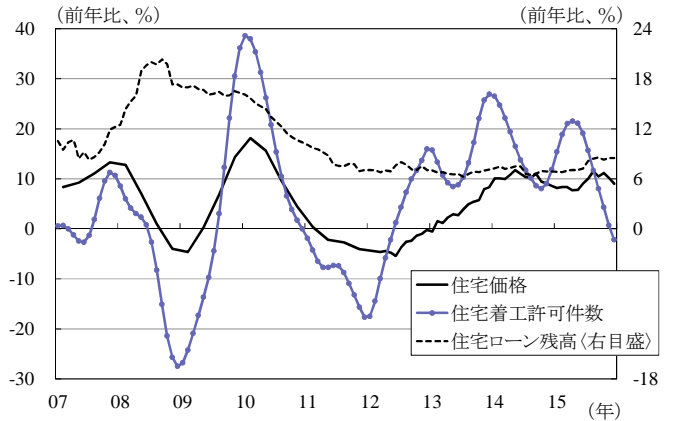
(注)住宅市場は、政府・中央銀行の投機需要抑制方針により足元では落ち着きを取り戻しつつある。経済指標からは、住宅価格・着工ともに鈍化傾向にあるほか、住宅ローンも残高の加速基調が一服している様子が確認できる。抑制方針の一例としては、メルボルンが所在するビクトリア州で、海外からの不動産購入に対して課税措置が設けられたほか、金融監督庁(APRA)による住宅市場の健全化要請・指導を背景に、大手行が10月に実施した居住向けローン金利の引き上げなどが挙げられる。

第9図：消費者物価上昇率と期待インフレ率



(注)『期待インフレ率』は、1年後。長期平均は、2005年以降の平均。
 (資料)豪州統計局、連邦準備銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：住宅価格・着工許可件数・ローン残高



(注)1.『住宅価格』は、2011年以前は豪州統計局、以降はコアロジック社の統計。
 2.『住宅着工許可件数』は、公的部門を含まない(民間のみ)。
 (資料)豪州統計局、コアロジック社統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香)

VI. 中南米

～ブラジルは低迷継続、アルゼンチンは新政権下で再生を企図、メキシコは緩やかに鈍化へ～

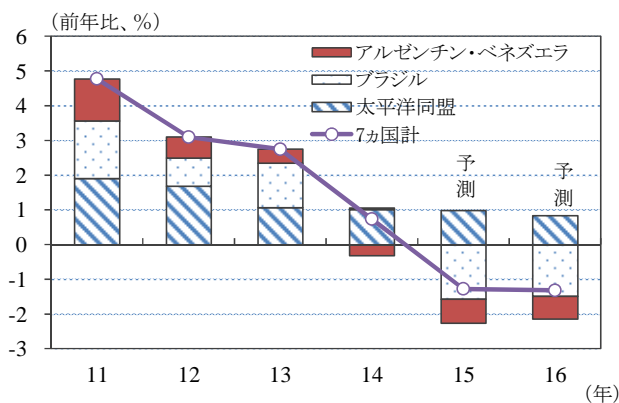
1. 中南米経済の概況

主要7カ国は2015年、2016年ともにマイナス成長の見込み

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▲3.7%とリーマン・ショック時（2009年：同▲0.2%）を大きく下回った模様である。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▲1.3%とマイナスに陥ったとみられる（第1図）。

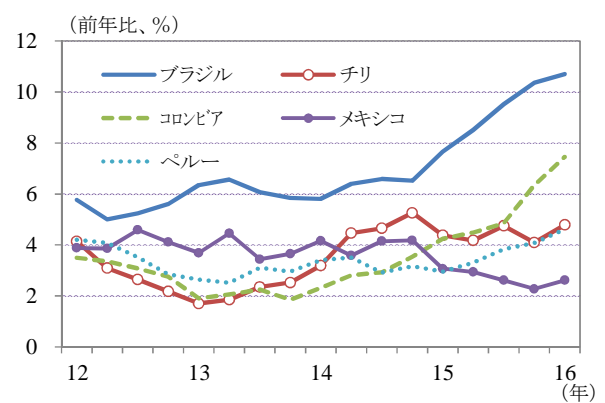
ハイパーインフレに見舞われているベネズエラやアルゼンチン以外でも、インフレ圧力が強まっている。ブラジルの消費者物価上昇率は前年比+10%台に達し、コロンビアも同+8%近くまで上昇、ペルーやチリもギリ高となってきた（第2図）。通貨安に加えエルニーニョ現象の影響で食品価格が上がっていることもインフレ率を押し上げる要因となっている。インフレ抑制のため金融引き締めや、資源価格下落による歳入減少で財政余力が乏しくなっていることもあり、2016年も主要7カ国全体でマイナス成長が続く見通しである。

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

第2図:各国の消費者物価上昇率



(注) 足元は1月の前年比。
(資料) Thomson Reuters

2. 主要国の動向

(1) ブラジル

①景気の現状

ブラジル経済は悪化が続く

ブラジル経済は悪化が続いている。2015年7-9月期の実質GDP成長率は前年比▲4.5%と、4-6月期の同▲3.0%から更にマイナス幅が拡大した。内外需の寄与度をみると、景気悪化による輸入減少で、外需は3.4%ポイ

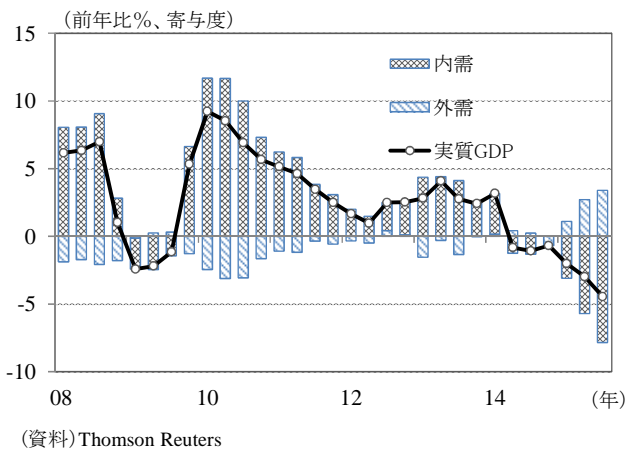
ントほど成長率を押し上げたが、内需は▲7.9%ポイントと大幅なマイナス寄与となった（第3図）。

足元でも景気悪化が続いている。10-12月期の鉱工業生産は前年比▲11.9%、1月の消費者物価上昇率は前年比+10.7%に達した。インフレ高進に伴い、消費者マインドは冷え込み、消費者信頼感指数は90年代後半の危機時並みの水準に落ち込んでいる（第4図）。10-12月期もマイナス成長が続き、2015年通年の成長率は同▲3.7%まで落ち込んだとみられる。

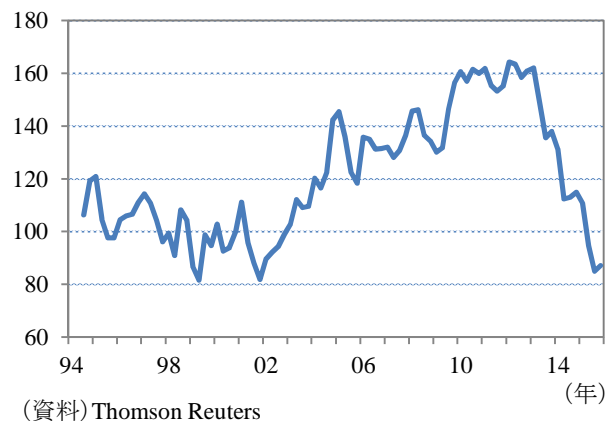
2015年の財政赤字はGDP比▲10.3%へ拡大

昨年9月の外貨建て国債格下げの主因となった財政悪化にも歯止めがかかっていない。2015年の財政赤字はGDP比▲10.3%に達した。金利を除いた基礎的収支も同▲1.8%と目標を下回った。2016年予算については赤字削減策の規模を巡って政府内で対立が生じ、赤字削減に積極的だったレヴィ財務相が2015年12月に辞任した。後任のバルボーザ大臣も財政再建を目指すとしているが、当初予算で同0.5%の黒字とした収支目標（公共セクター全体の基礎的収支）を見直し、赤字を許容できる「柔軟な目標」にすることを検討していると報じられるなど、早くも赤字削減に躊躇する姿が見えてきた。こうした情勢を受け、2月17日にはS&P社はブラジルの外貨建て国債の格付けを「BB+」から更に1段階引き下げ、ボリビアと同じ「BB」とした。景気の先行き不安は為替市場にも伝わっており、レアルは最安値圏である1ドル=4レアル近辺まで下落している。

第3図：実質GDP成長率



第4図：消費者信頼感指数(サンパウロ地域)



②見通し

住宅価格は昨年7月以降、前年割れが続く

2016年のブラジル経済も厳しい状況が続きそうだ。消費や生産などが軒並み悪化を続けていることに加え、資産の劣化も始まっているからだ。

住宅価格は2015年7月以降前年割れが続いており、11月は前年比▲1.7%とマイナス幅が一段と拡大した（第5図）。資産価格の低下は家計のバランスシートの悪化を招き、消費を長期に亘り抑制する可能性が高い。ブラジルの場合、2008年以降、積極的に貸出に応じていたのは公的銀行であった。そのため景気悪化に伴い増加が見込まれる不良債権は公的銀行

2016 年の成長率は前年比▲3.5%と2年連続のマイナス成長

インフレ期待が再び上昇

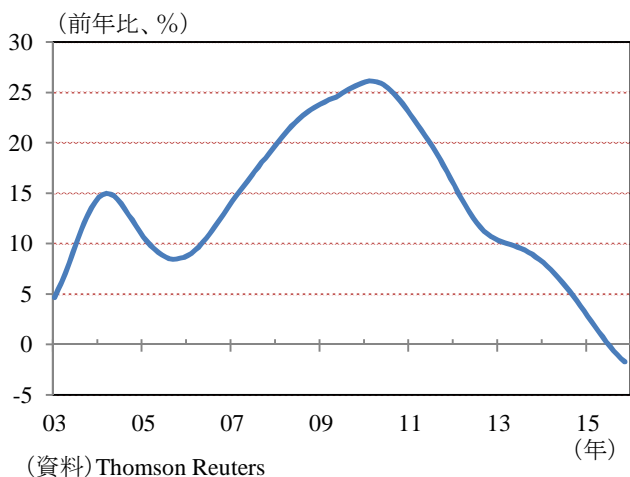
に集中し、最終的に財政負担を膨らませることになる。

外需に目を転じると、輸出額は依然として減少傾向が続いており、外需を起点とした回復も想定しづらい。内外需共に明るい材料は乏しく、2016年の成長率も前年比▲3.5%と2年連続のマイナス成長となる。

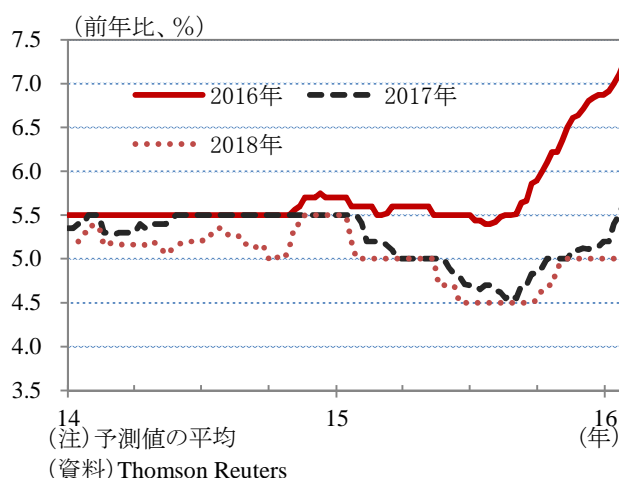
より大きな問題はブラジルの中期的な成長力への悲観的な見方が強まっていることである。民間エコノミストのコンセンサス予想によると、2017年の予想成長率は同+0.7%、2018年は同+1.5%と低成長が続く見通しである。景気低迷から脱出するためには財政を含め構造改革の推進が必要であるが、汚職事件に端を発する政治の混乱が改革を阻んでいる。次回大統領選挙が実施される2018年まで閉塞感が続く可能性も否定できない。

金融面からのサポートも期待しにくい。民間エコノミストによるインフレ率予想をみると、足元のインフレ高進を反映し、2016年は前年比+7%台と中央銀行の2016年末目標の上限（同+6.5%）を突破しており、更に2017年についても目標上限（同+6.0%）に接近している。当面、利下げによる景気支援を期待することはできないばかりか、リアルが一段と下落すれば、利上げ再開すら視野に入ってくるだろう。

第5図：住宅価格



第6図：民間エコノミストのインフレ予想



(2) アルゼンチン

①景気の現状

前政権の孤立政策から大転換、新大統領は新生アルゼンチンをアピール

2015年12月に就任したマクリ新大統領は、早速為替取引を自由化したほか、大豆を除いて穀物の輸出税を撤廃するなど、前政権から政策転換を図っている。為替相場は非公式レートにさや寄せされる形で約50%下落したが(第7図)、国民は新政策を歓迎しており、1月時点の大統領支持率は71%と高い。外交面でも変化がみられた。大統領はダボス会議に出席、各国の政財界首脳と積極的に会談し、新生アルゼンチンをアピールした。IMFとの関係改善にも乗り出しており、是正勧告を受けていた統計の精査も始めた。そのためにGDPなど主要統計の公表は中止されている

が、昨年 11 月の大統領選挙向けのバラマキ政策により内需がやや持ち直したとみられる一方、その副作用としてのインフレ高進、財政赤字の拡大や外貨準備の減少（第 8 図）など、経済を取り巻く環境は厳しい。

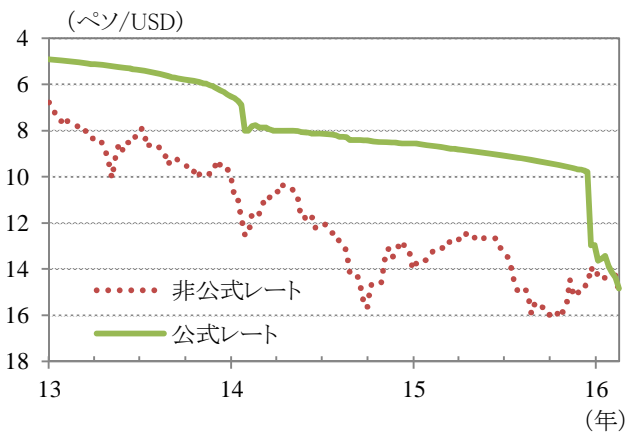
②見通し

景気回復のカギは、賃上げの抑制と債務不履行問題の最終解決

国内外共に新政権への期待は高いが、楽観できる状況ではない。今後は政府のマネジメント能力が試されることになるが、最初の試金石は 3 月の賃金交渉である。民間コンサルタントが独自に集計した 1 月の消費者物価上昇率は前年比+27%に上昇しているが、足元の大幅なペソ安によるインフレ加速を見込み、労働組合は 40%の賃上げを求めている。一方、政府は賃上げを 25%程度に止め、「痛み」の一部負担を求めており、労働組合を説得しインフレに歯止めをかけることができるかが試金石となる。

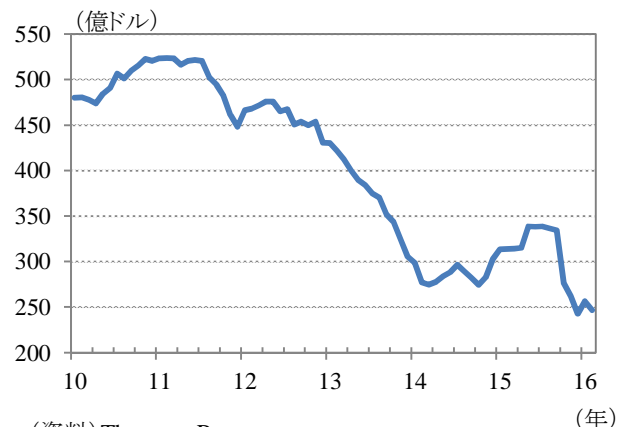
もう一つの注目点は債務不履行問題に係るホールドアウト(満額償還を求める)債権者との交渉である。債権団との交渉を一切拒否していた前政権と違い、新政権は水面下で交渉を始めている模様だ。協議が妥結すれば海外からの投資流入を起点とした景気回復が期待できる。

第7図:為替レート



(資料) Thomson Reuters

第8図:外貨準備高



(資料) Thomson Reuters

(3) メキシコ

①景気の現状

米国の景気拡大の恩恵を受けていたメキシコ経済は、ピークアウトの兆し

メキシコ経済は、米国の景気拡大の追い風を受ける製造業が下支えとなり持ち直しが続いていたが、足元ではピークアウトの兆しが出てきた。景気先行指数をみると、昨年後半以降、低下基調にある（第 9 図）。また、鉱工業生産指数（3 ヶ月移動平均）は足元で前年比 0% 近辺まで減速しているほか、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、1 月は同+65.4 万人まで鈍化している（第 10 図）。雇用の調整弁となっているパートタイム雇用は鈍化が顕著となっており、直近ピークの

インフレは低位安定

2014年10月同+19.3万人から1月には同+5.8万人へ減少した。

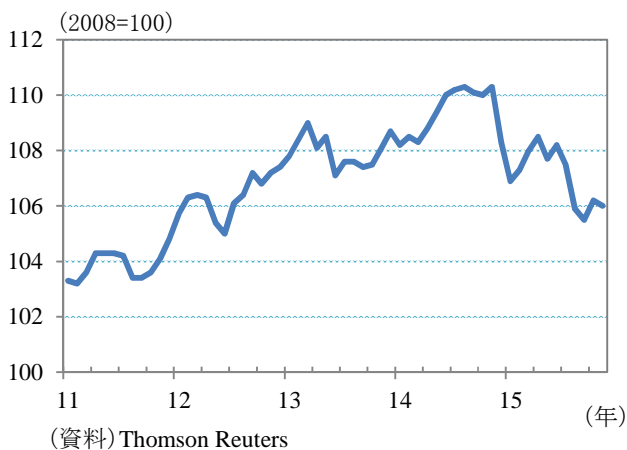
物価は引き続き安定している。1月の消費者物価上昇率は前年比+2.6%、エネルギー、食品を除くコアベースでも同+2.6%と、インフレに悩む周辺国とは対照的に安定を維持している（第11図）。但し、この1年で対ドル為替レートは3割弱下落しており、インフレ圧力はやや高まっている。

②見通し

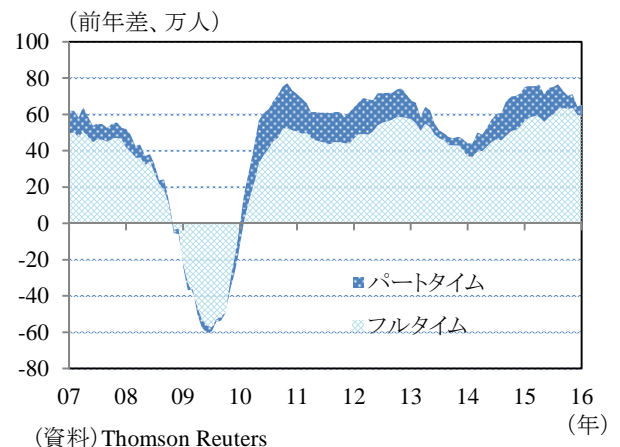
ペソ安進行への警戒で、2月に緊急追加利上げを実施

メキシコ中銀は昨年12月に米国に追随して利上げに踏み切った後、2月17日にも緊急利上げを実施、政策金利を0.5%ポイント引き上げ3.75%とした。利上げと同時に、随時為替介入を実施する方針を決定したほか、政府は石油収入減少による財政赤字発生を避けるためGDP比0.7%相当の歳出削減策を発表した。メキシコは2006年に「連邦財政予算責任法」を制定し、赤字予算を原則禁止している。

第9図：景気先行指数



第10図：雇用者増減数

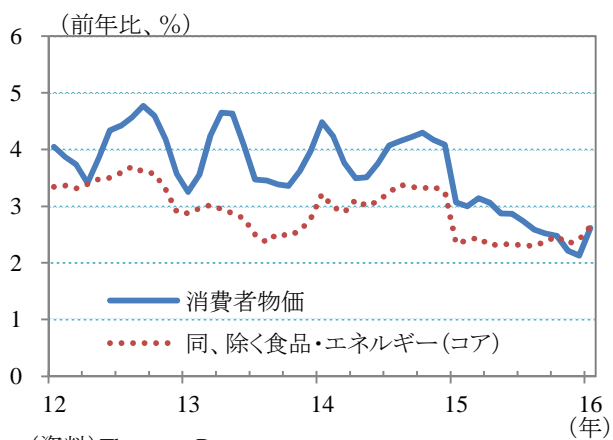


2016年の成長率は前年比+2.1%まで低下の見込み

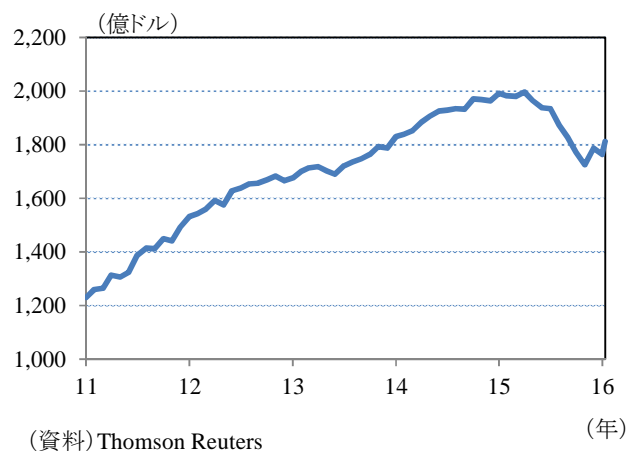
一連の政策の背景には、米国の利上げで資本流出が進み、ペソ安が加速することへの強い警戒があったものと考えられる。外貨準備高をみると、この1年で228億ドル、11.5%減少した（第12図）。

景気にピークアウトの兆しがみられる中、財政、金融政策とも引き締めに入ったことで、メキシコ経済は減速に向かうだろう。2016年の実質GDP成長率は前年比+2.1%と2015年の同+2.6%からの低下を見込む。

第11図:消費者物価



第12図:外貨準備高



第1表 中南米経済の見通し

	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)		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
ブラジル	0.1	▲ 3.7	▲ 3.5	6.3	9.0	7.0	▲ 1,042	▲ 589	▲ 400
メキシコ	2.3	2.6	1.9	4.0	2.7	3.0	▲ 240	▲ 330	▲ 300
アルゼンチン	0.5	0.5	▲ 2.0	23.9	16.5	35.0	▲ 59	▲ 100	▲ 100
中南米全体(注)	0.7	▲ 1.3	▲ 1.3	11.8	24.3	26.1	▲ 1,611	▲ 1,459	▲ 1,120

(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2013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 ～供給超過が続き、原油価格は低迷～

1. 価格動向

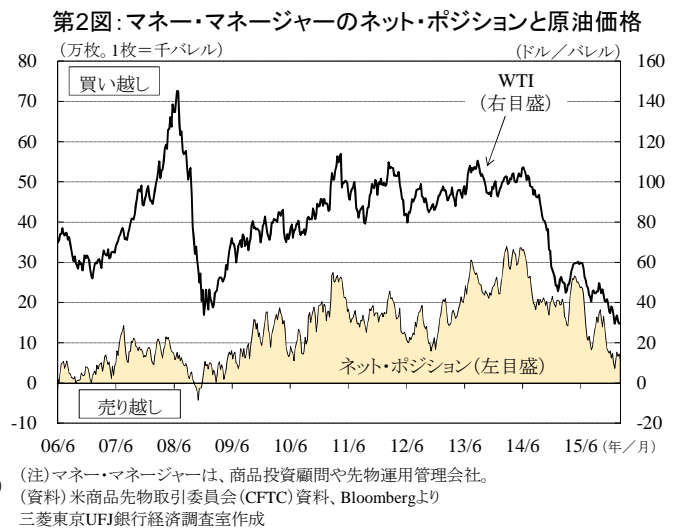
WTIは一段安、1バレル=26ドルとリーマン・ショック後の最安値を更新

原油価格（WTI期近物）は年初から一段と下落している（第1図）。1月3日にサウジアラビアがイランとの国交断絶を発表、4日以降は中国株が急落する中、WTIは下げが加速した。16日に欧米等の対イラン経済制裁解除が発表されると、イラン増産観測により供給過剰懸念が強まり、20日のWTIは1バレル=26ドル台に下落した。

月末にかけて石油輸出国機構（OPEC）とロシアの協調減産期待を背景にWTIは一旦持ち直したが、2月に入り世界的なリスク回避の流れが強まる中、2月11日には同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。しかし、2月16日にサウジアラビアやロシア等が増産凍結で暫定合意し、イランも増産凍結を支持する意向を示したことから、WTIは同30ドル台に値を戻している。

投機筋の買い越し額は一進一退の動き

原油先物市場では、投機筋といわれるマネー・マネージャーの買い越し額は1月半ばに底を打った模様だが、その後は一進一退の動きとなっている（第2図）。



2. 需要・供給動向

2015年の供給超過幅は拡大

2015年の世界の需給バランスは日量200万バレルの供給超過となり、前年（同90万バレル）から超過幅が大きく拡大した。OPECと非OPECともに生産が増加し、需要の増加幅を上回ったためである。

2016年の世界の原油需要は底堅い伸びと予想

需要面では、2015年の先進国の原油需要は、原油安の効果と景気回復を背景に好調な伸びとなった。新興国についても堅調を維持し、世界需要全体では通年で前年比+1.7%と比較的高い伸びとなった。2016年については、先進国の需要は、高水準だった前年からの伸び鈍化が予想されるが、米国の景気拡大や新興国景気の持ち直しが見込まれるため、世界の原油需要は底堅い伸びを維持するとみられる。

米シェールオイル生産は減少傾向

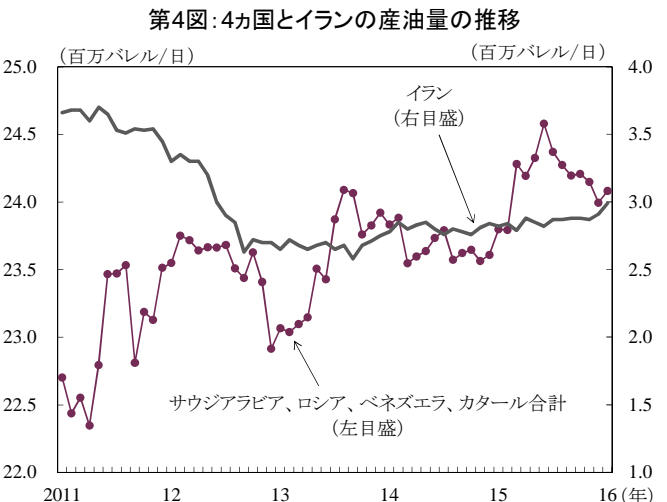
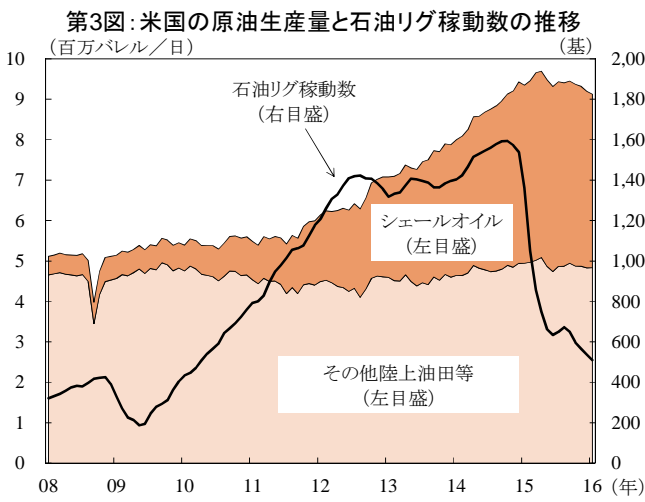
供給面では、米国のシェールオイル生産量が昨年4月をピークに緩やかに減少している（第3図）。原油価格の低迷とリグ稼働数の低下を踏まえると生産量は減少傾向が続き、通年でも前年から減少すると見込まれる。

サウジアラビアとロシア等は増産凍結で合意

他方、OPEC加盟国のサウジアラビア、ベネズエラ、カタールと非OPECのロシアの4カ国は産油量を1月の水準で凍結することで合意した。他の主要産油国の賛同を条件としており、合意が実現するか今のところ不透明である。また、仮に凍結が実現しても4カ国の産油量は高水準にあることから（第4図）、供給過剰の緩和につながるには時間を要するであろう。ただし、イランを除くOPECの生産がこれ以上は拡大することはないとの安心材料にはなるものと思われる。

制裁解除後のイランは増産の見込み

経済制裁が解除されたイランは、原油輸出再開と増産の意向を示している。サウジアラビア等の増産凍結に支持を表明したが、イラン自身が凍結するか否かは明言していない。イランの1月の産油量は増加しているが（第4図）、制裁前の水準を依然下回っており増産を凍結する可能性は低い。今後、他の主要産油国との間で意見調整がなされる展開もあり得よう。



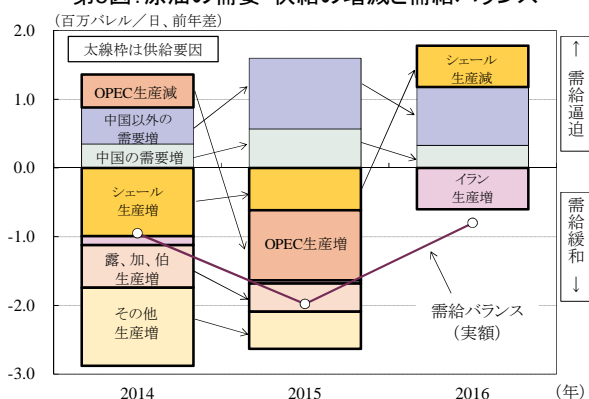
3. 価格の見通し

2016年の原油価格は各四半期平均34～40ドルの推移と予想

2016年の世界の需給バランス見通しを総括すると、OPEC（除くイラン）の生産が横這う中、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思われるものの、需要増加分がそのまま供給超過幅の縮小につながると見込まれる（第5図）。こうした需給の改善が、原油価格の下値を支えることになろう。2016年のWTIは各四半期の平均で34～40ドル台の推移が予想される。

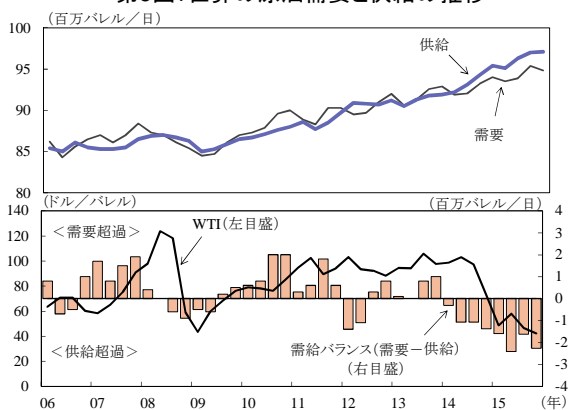
（篠原 令子）

第5図：原油の需要・供給の増減と需給バランス



(注) 生産はNGL(天然ガス液)も含む。OPECはイランを除く。2016年はIEA及び当室見通し。
(資料) 国際エネルギー機関(IEA)資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：世界の原油需要と供給の推移



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

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	34	▲30.0%
2016/Q2	35	▲39.6%
2016/Q3	38	▲18.3%
2016/Q4	40	▲5.1%
2014年	92.9	▲5.2%
2015年	48.8	▲47.5%
2016年	37	▲24.6%

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: yasuihiro_ishimaru@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。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。