

内外経済の見通し

見通しの概要

～投資に力強さはないものの主要国の雇用所得環境改善は続き、消費を下支えに世界経済は緩やかな成長を持続～

日 本

～個人消費の持ち直しや経済対策を下支えに、企業収益減速下でも緩やかな回復軌道を維持～

米 国

～企業部門が持ち直すなか、個人消費が牽引し景気の緩やかな回復が継続～

欧 州

～回復基調は維持されるも、Brexit を巡る不透明感が景気を下押し～

ア ジ ア

～堅調な内需と輸出の底入れが支えとなるも、景気は力強さを欠く展開～

オーストラリア

～景気は、個人消費を中心に緩やかな回復基調を辿る見通し～

中南米

～ブラジルは最悪期を脱し、2017 年の中南米は緩やかな持ち直しへ～

原油価格

～原油価格は回復を続けるが、上値は重い～

見通しの概要

投資に力強さはないものの主要国の雇用所得環境改善は続き、消費を下支えに世界経済は緩やかな成長を持続

6月23日の英国の国民投票では、直前までの市場の希望的観測に反してEUからの離脱（Brexit）が選択され、世界に大きな衝撃が走った。長い歴史のある地域経済統合の枠組みの内側において一国の民主主義が国家主権優先の観点からNoを突きつけたという点では世界史的な意味も大きく、当初金融市場は激しく動揺し、英国の政局やEU主要国の対応も一時混迷を極めることとなる。もっとも、その後2ヶ月余りの経過をみると、金融市場の混乱は比較的早期に収束し、政治面でも英国で速やかにメイ新政権が誕生、離脱作業に準備を要することから独仏との間で早々に年内のEU離脱通告は見送る合意がなされた。英国がEU離脱に向けて動き出したという現実は厳然と存在しており、欧州景気には陰に陽に影を落とすことになりそうだが、世界経済全体でいえば「平常モード」に復しているようにもみえる。

この先については、11月に米大統領選という今年もう一つの大きな政治的イベントが控えているほか、同じく米国で年内追加利上げが予想されており、米国民の選択、米国金融当局の政策運営が世界の注目を集めることとなろう。前者については、世論調査上は民主党クリントン候補優位が伝えられているものの、共和党トランプ候補が幾多の政治的常識を覆して予備選を勝ち抜いてきたことを考えれば波乱の可能性は残る。仮に米国で政権与党が交代しそうな事態となれば政策変更に伴う不透明感が一気に高まる展開が考えられよう。但し、一般論としては雇用情勢が良好な時期は現政権与党候補者が有利であり、その前例通りとなれば政策変更リスクは避けられることとなる。

後者のFRBの金融政策については、8月に入ってから利上げに向けた地均しと思われるFRB高官発言が相次いでおり、雇用情勢次第ではあるが年内に少なくとも1回は利上げをする可能性が濃厚となっている。

無論、米国の政治イベントや金融政策以外でも地政学的な事象も含め様々なイベントリスクはありうる。ただ、年後半から来年にかけての世界経済を展望するにおいては、やはりファンダメンタルズの実相をよく見極めることが重要となつてこよう。ここでは、そのうち主要各国に共通している企業部門投資の弱さと雇用堅調のバランスについて改めて注目しておきたい。

まず投資については、過剰投資の調整局面にある中国は極端な例としても、各地域パートの記述にみられるとおり、先進主要国の設備投資はせいぜい「緩やかな拡大」であって、投資が投資を呼ぶような景気を牽引する力強さには欠けている。米国ではエネルギーセクターの投資縮小が全体の足を引っ張っているし、日本も年初から設備投資が前期比マイナスの伸びを示している。欧州でもペントアップディマンドの顕現化はみられるものの、投資水準はECBを満足させるものからは程遠い。

一方で、雇用情勢をみると、米国は非農業雇用者数が堅調に推移し、失業率も 5% 近辺に低下しているし、構造問題が指摘されてきた欧州でも依然高水準ながらも失業率は着実に低下してきている。日本でも求人倍率でみる限り、歴史的ともいえる労働需給の引き締まりがみられる。生産能力の削減が叫ばれている中国でも、社会の安定を維持する上でも雇用は犠牲にできない項目であり、雇用移転には各種の政策的手当が実施されている。

投資にせよ雇用にせよ、それぞれ企業部門の資本投入意欲、労働投入意欲が大きく左右するわけだが、その強さに温度差があることが主要各国で共通しているのはある意味興味深い。一つ考えられる背景としては、各国で進行する人口の高齢化や経済の成熟化・サービス化に伴い、一国経済が必要とする資本ストック（生産設備のみならず社会インフラも含む）は飽和に近づく一方で、労働集約的な業種を中心として労働市場に需給逼迫の負荷がかかっている事情が推察される。各国で労働生産性が低迷しているのは、投資が停滞していることに加え、容易には生産性を向上させることができない業種こそが労働力を最も欲しているからでもあろう。

嘗ての高成長時の人手不足とは違って、低成長時の人手不足は人口高齢化に起因するより構造的なものであり、ある程度は資本投入（及びイノベーション）で補われるべきであろう。最近の IT や AI、ロボット活用例などには未来の労働代替の形態も垣間見える。しかし、日本での人手不足激化などからも窺える通り、実際にはサービス業を中心に労働需要は機械の労働代替力を大きく上回っているものと推察される。そして、それは各国において就業者数が拡大することを通じて所得環境にはプラスであり、緩やかながらも個人消費が経済成長を下支えする構図になっているものと思われる。欧米主要国や中国だけでなく、2014 年の消費増税後の消費の弱さが指摘された日本でも、前向きにみれば良好な所得環境が消費の底割れを防いでいると捉えるべきだろう。

仮に、各国がそういう状況であれば、資源価格下落で一旦大きく落ち込んだ世界貿易も徐々に回復に向かおうし、輸出チャネルを通じて弱いなりに設備投資に一定の底支えを提供することができるわけである。今年後半から来年にかけて主要国中心に世界景気が緩やかに回復するのを見込むのは、巨視的には概ね以上のようなシナリオを想定しているからである。

リスクとしては投資の弱さが雇用の弱さに直結する場合で、エネルギーセクターなど個別業種では固有のリスクがあるのはもちろんのこと、マクロ的にも過剰設備の調整や不良債権問題などが深刻化するケースには注意を要する。その意味で中国の構造調整や欧州周縁国の不良債権問題などは引き続きその展開を注視しておく必要がある。しかし、金融面でのセーフティーネットはリーマンショック以前に比べ格段に強化されており、各国の政策当局の経験値も上がっていることを考えると、事態が劇症的にコントロール不能に陥る可能性は低いとみてよいだろう。

（経済調査室長 佐藤 昭彦）

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2015年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2015年実績	2016年見通し	2017年見通し	2015年実績	2016年見通し	2017年見通し	2015年実績	2016年見通し	2017年見通し
世界42カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	61.16	1,467	2.9	2.4	2.7	2.2	5.2	4.3			
先進国・地域	40.27	966	2.1	1.4	1.7	0.2	0.8	1.7			
新興国	20.89	501	4.4	4.2	4.8	6.2	13.8	9.5			
日本(年度ベース)	4.17	100	0.8	0.6	0.8	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4	1,800	1,680	1,421
アジア11カ国・地域	17.61	422	6.1	5.8	5.6	2.0	2.2	2.4	5,939	5,683	5,221
中国	10.98	263	6.9	6.5	6.0	1.4	1.8	1.9	3,306	2,953	2,776
インド(年度ベース)	2.09	50	7.6	7.9	7.7	6.0	5.2	5.5	▲ 185	▲ 218	▲ 332
NIEs4カ国・地域	2.50	60	2.1	2.0	2.4	0.6	1.1	1.6	2,493	2,585	2,493
韓国	1.38	33	2.6	2.6	2.8	0.7	1.1	1.7	1,059	1,143	1,040
台湾	0.52	12	0.6	1.0	1.9	▲ 0.3	1.2	1.3	762	733	702
香港	0.31	7	2.4	1.1	1.7	3.0	2.6	2.2	97	165	179
シンガポール	0.29	7	2.0	2.2	2.3	▲ 0.5	▲ 0.5	0.6	575	545	572
ASEAN5カ国	2.03	49	4.8	4.8	4.9	3.1	2.6	3.3	325	362	284
インドネシア	0.86	21	4.8	5.0	5.1	6.4	4.0	4.3	▲ 178	▲ 179	▲ 221
マレーシア	0.30	7	5.0	4.2	4.5	2.1	2.0	2.2	90	72	87
タイ	0.40	10	2.8	3.1	3.3	▲ 0.9	0.4	1.8	320	381	310
フィリピン	0.29	7	5.9	6.1	6.0	1.4	1.9	3.0	84	51	69
ベトナム	0.19	5	6.7	6.1	6.2	0.6	2.6	4.2	9	38	39
オーストラリア	1.22	29	2.5	2.6	2.9	1.5	1.4	1.9	▲ 584	▲ 586	▲ 527
米国	18.04	433	2.6	1.4	2.1	0.1	1.3	2.1	▲ 4,630	▲ 4,735	▲ 4,837
中南米7カ国	4.47	107	▲ 1.0	▲ 1.6	1.6	17.1	54.3	33.8	▲ 1,573	▲ 985	▲ 995
ブラジル	1.77	42	▲ 3.8	▲ 3.5	0.8	9.0	7.0	5.5	▲ 589	▲ 180	▲ 200
メキシコ	1.14	27	2.5	2.2	2.6	2.7	2.8	3.3	▲ 324	▲ 330	▲ 350
アルゼンチン	0.59	14	1.8	▲ 2.0	2.5	16.5	38.0	25.0	▲ 159	▲ 100	▲ 130
ユーロ圏19カ国	11.54	277	1.7	1.4	1.1	0.0	0.3	1.3	3,636	3,105	3,011
ドイツ	3.36	81	1.7	1.5	1.2	0.1	0.5	1.5	2,838	2,233	2,072
フランス	2.42	58	1.2	1.2	1.1	0.1	0.3	1.0	▲ 46	▲ 55	▲ 35
イタリア	1.82	44	0.8	0.7	0.8	0.1	0.2	0.9	390	274	297
英国	2.85	68	2.2	1.7	0.8	0.1	0.8	2.1	▲ 1,532	▲ 1,308	▲ 1,007
ロシア	1.32	32	▲ 3.7	▲ 1.4	0.3	15.5	6.8	5.7	658	482	490
<参考>											
世界42カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.2	2.9	3.3	3.3	6.8	5.3			

(注) 1. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。
 2. 『日本』、『インド』の掲載数値は年度(4月～翌年3月)ベースであり、『世界42カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。
 3. IMFの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米7カ国』、『ロシア』。
 4. 『中南米7カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー。
 (資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

I. 日本

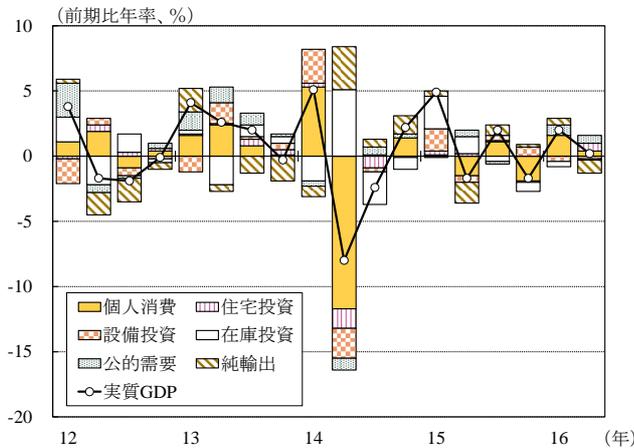
～個人消費の持ち直しや経済対策を下支えに、 企業収益減速下でも緩やかな回復軌道を維持～

1. 日本経済の概況

4-6月期の実質GDP（1次速報値）は前期比年率+0.2%と2四半期連続のプラス成長となった（第1図）。高めの成長率を示した1-3月期（同+2.0%）からは鈍化したものの、うるう年による1-3月期の日数増加の影響を均せば2四半期連続で同+1%程度を確保した格好であり、景気の底堅さが示される結果といえる。

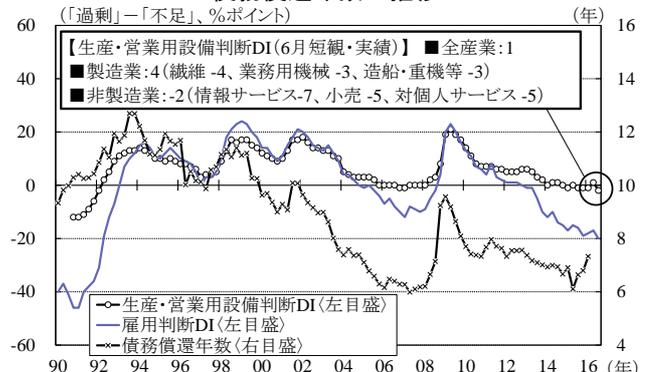
もともと、その中身を見ると、家計部門と企業部門で明暗が分かれている。家計部門は、個人消費が同+0.6%と、うるう年の反動影響がある中でも堅調な雇用者報酬や物価下落を背景に2四半期連続のプラス成長を確保し、住宅投資も2017年4月に予定されていた消費増税を見越した駆け込み需要や相続税対策としての貸家建設、住宅ローン金利の低下などから同+21.3%と高い伸びを示すなど、総じて持ち直しが確認された。一方、企業部門は、海外経済の不透明感に起因する円高進行などから企業収益のピークアウトが鮮明となる中、設備投資が同▲1.5%と2四半期連続で減少しており、輸出も弱めの動きとなった。

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：生産・営業用設備判断DIと雇用判断DI、
債務償還年数の推移



(注)1.『債務償還年数』は、有利子負債をキャッシュフロー(年率)で除したものだ。

2. 設備判断、雇用判断DIの16年7-9月期は、6月調査時点の「先行き」値。

(資料)日本銀行、財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

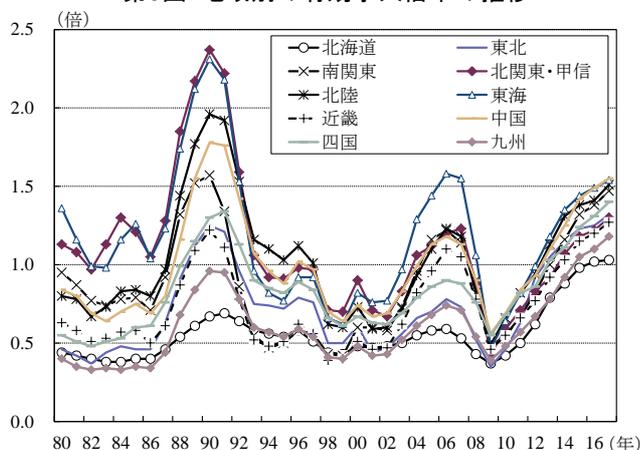
足元の日本経済は、これまでの景気回復の起点となっていた企業収益の変調により、その持続性が試される局面を迎えているといえる。持続性の鍵となるのは、企業収益の減少局面においても設備投資や雇用・賃金の拡大基調が維持されるかである。まず、設備投資を取り巻く状況を整理すると、企業の投資活動を妨げる“三つの過剰”、すなわち設備、雇用、債務の過剰感は払拭されており、資金調達コストも歴史的な低水準にあるなど、設備投資に動きやすい環境が整っている（第2図）。また、雇用・賃金に関しては、6月の有効求人倍率が1963年の統計開始から初めて全都道府県で1倍を超えるなど、労働需給は全国的に引き締まった状態にあり、企業は人件費の抑制に踏み切り難い状況に置かれている（第3図）。むしろ、タイトな労働需給そのものに、企業の省人化・効率化投資を誘発

する側面があることも踏まえれば、現下の企業活動を取り巻く情勢は、設備投資と雇用・賃金の両面で支出の下支えとなることが想定される。

次に、企業活動のベースとなる需要の先行きに目を向けると、国内では上述の堅調な雇用・所得環境や、円高と原油安に起因する軟調な物価が、個人消費の持ち直しを支える展開が続くとみられる。加えて、政府が8月に発表した事業規模28.1兆円の「未来への投資を実現する経済対策」も、今年度の補正予算で手当てされる3兆円規模の公共投資を中心に、当面の需要を下支えすることになるだろう。海外需要に関しては、中国の構造調整や英国のEU離脱選択に起因する成長率の下押しには留意が必要だが、全体としては米国を中心とした先進国経済の回復を下支えに、次第に安定に向かうことが予想される。

こうした企業の支出を取り巻く条件面や需要の底堅さ、さらに企業収益がピークアウトしつつも水準としては高めを維持していることを勘案すると、この先も企業のマインドは崩れず、設備投資と雇用・賃金の緩やかな増加基調が維持される中で、景気の腰折れは回避されるものと考えられる。今年度の実質GDP成長率は前年度比+0.6%、来年度は同+0.8%と、景気は力強さを欠きながらも緩やかな回復軌道を進む見通しである（第1表）。ただし、海外発・金融市場発の下振れリスクには引き続き注意が必要であるほか、日銀が9月の金融政策決定会合で実施する「総括的な検証」を踏まえた金融政策の動向により、金融・為替市場が振れる可能性がある点には留意が必要である。

第3図：地域別の有効求人倍率の推移



(資料)厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：GDP計数の見通し

	2015年度 実績	2016年度 見通し	2017年度 見通し
実質GDP	0.8	0.6	0.8
個人消費	▲0.2	0.6	0.7
住宅投資	2.4	6.2	0.7
設備投資	2.1	0.4	1.8
在庫投資(寄与度)	0.3	▲0.2	▲0.0
公的需要	0.7	1.7	1.2
純輸出(寄与度)	0.1	▲0.1	▲0.1
輸出	0.4	▲0.7	2.2
輸入	0.0	0.2	2.9
名目GDP	2.2	0.8	0.6
GDPデフレーター	1.4	0.2	▲0.3

(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) 企業収益のピークアウトと設備投資の行方

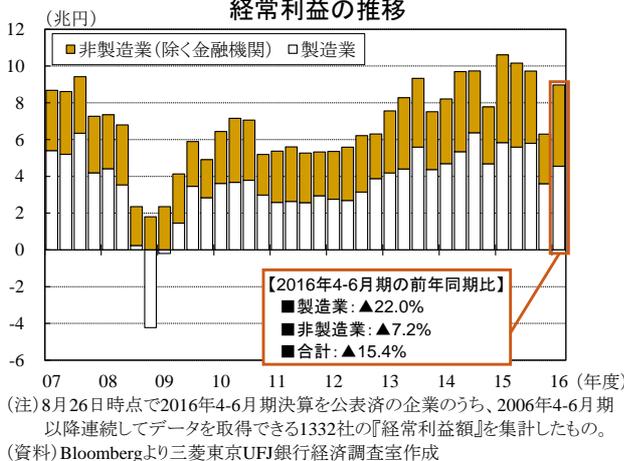
海外経済の不透明感に起因する円高の進行を受け、企業収益のピークアウトが一段と鮮明になってきた。東証一部上場企業（除く金融業）の四半期決算を集計すると、直近4-6月期の経常利益は前年同期比▲15.4%と大幅な減益となった（第4図）。当室では1円の円高・ドル安は、製造業を中心に経常利益を約▲0.7%減少させると試算しているが、現在の円ドル相場は1ドル100円程度と、4-6月期の期中平均の108円から更に円高が進んで

おり、足元の減益幅は同▲2割程度に達している可能性が高い。

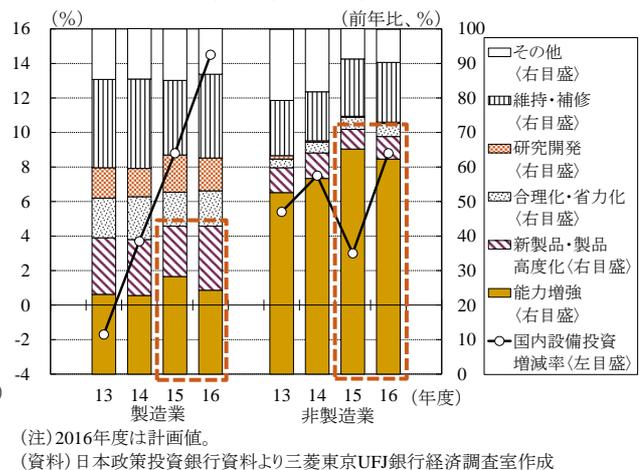
一方で、各種の設備投資計画調査の結果からは、企業の設備投資姿勢の底堅さを読み取ることができる。日本政策投資銀行が8月に公表した「全国設備投資計画調査」を見ると、製造業、非製造業ともに強めの投資計画が出されており、その投資動機からも、更新や合理化、省人化を目的とした投資だけではなく、能力増強や新製品投入を目的とする前向きな投資を進める姿勢が示されている（第5図）。この背景には、そもそも設備投資は経常利益よりもビジネスの需要面を反映する売上動向との連動性が高い中、企業が内需の先行きに関して、さほど悲観的な見方をしていないことがあるとみられる。実際、日銀短観（6月調査）における売上・収益計画をみると、企業は今年度の収益計画を前年比▲7.2%と厳しく想定する一方、売上高は同▲0.1%と概ね横ばいの計画となっている。

また、企業収益の水準に着目すると、4-6月期の経常利益は大幅減益ながら、利益額はリーマンショック前のピークである2007年4-6月期を上回っており、その後の円高進行を勘案しても、現下の利益水準は歴史的に見て高い状況にあるとみられる。これらを勘案すれば、企業の設備投資拡大のモメンタムは維持されており、先行きの設備投資は底堅い内外需要に支えられて、緩やかな増加基調を維持する公算が大きい。

第4図：東証一部上場企業（除く金融業）の経常利益の推移



第5図：国内設備投資増減率と投資動機ウエートの推移



(2) 緩やかに持ち直す個人消費

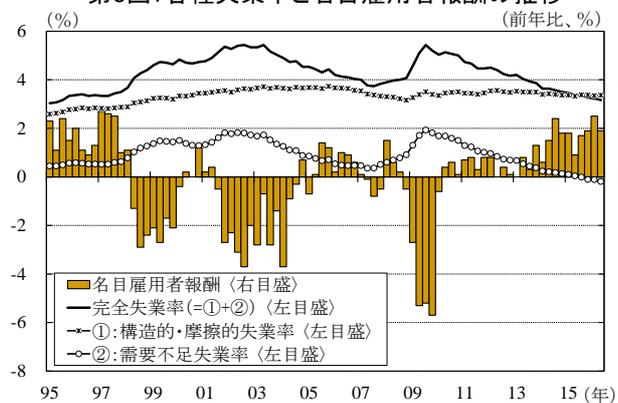
個人消費のベースとなる名目雇用者報酬は4-6月期に前年比+1.9%と、堅調な伸びが続いている（第6図）。全国的な労働需給の引き締まりを背景とした雇用者数の増加が続いており、賃金も緩やかながら上昇している。7月に公表された今春闘の最終回答集計を確認すると、3年連続で2%台の賃上げ率を確保しており、定期昇給分を除くベースアップ部分も前年比+0.3%と小幅ながら上昇した。春闘期間中の消費者物価上昇率がゼロ近傍で推移する中であって、まずまずの結果と評価ができる。

こうした中、個人消費は緩やかながら持ち直してきているが、足元の各種消費者マインド調査からは、英国のEU離脱選択に伴う株式市場や為替の不安定な動きもあって、改善の方向感が見え難い状況にある（第2表）。ただ、政府による6月1日の消費増税の延期

表明から、英国の EU 離脱選択までの間に実施された 6 月の調査結果をみると、暮らし向きや、耐久消費財の購入判断に係る指標が前月からはっきりと改善しており、増税延期によって家計の消費者マインドが一定程度底上げされたことが示唆される。また、「景気ウォッチャー調査」の 7 月調査結果をみると、英国の EU 離脱選択直後に実施された 6 月からは大幅に改善している。イベントドリブン型の消費マインドの悪化が和らぐにつれ、消費増税延期による消費者マインドへのプラス効果も徐々に現れていくことが想定される。

この先、消費者物価が円高や原油安を背景に当面低位で推移するとみられることも、実質所得の増加を通じて消費マインドの改善に寄与していくことが想定され、過去の政策効果による耐久消費財の需要先食いによる反動影響も、時間の経過につれて徐々に和らいでいく見通しである。個人消費は力強さを欠きつつも、緩やかな持ち直しが続くものと予想する。

第6図：各種失業率と名目雇用者報酬の推移



(注) 1.『構造的・摩擦的失業率』は、当室による推計値。
2.『需要不足失業率』は、『完全失業率』から『構造的・摩擦的失業率』を差し引いたもの。
(資料) 総務省、厚生労働省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：家計の景況感の推移

指標名		15年 12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
消費者心理調査	生活不安度	134.0		133.0		136.0		128.0	
	生活満足度	113.0		113.0		114.0		112.0	
	景気見通し	58.0		44.0		44.0		54.0	
	不動産購買	93.0		109.0		107.0		113.0	
	自動車購買	93.0		103.0		101.0		111.0	
	耐久消費財購買	104.0		107.0		106.0		117.0	
消費動向調査	暮らし向き	41.1	40.9	38.5	40.5	39.6	39.7	40.4	40.5
	収入の増え方	41.7	41.0	39.8	40.6	40.8	40.8	41.1	40.4
	雇用環境	45.8	45.3	42.2	43.9	42.8	42.9	43.7	43.0
	耐久消費財の買い時判断	41.6	41.9	40.0	41.7	39.8	40.2	42.1	41.3
景気ウォッチャー調査	小売関連	45.1	45.1	42.8	42.4	40.7	40.5	38.8	43.5
	飲食関連	52.9	45.0	41.3	42.8	40.3	41.1	40.5	43.9
	サービス関連	51.1	46.9	44.3	47.6	44.0	44.1	42.2	46.8
	住宅関連	49.7	45.6	43.8	48.1	50.0	45.9	44.7	44.6

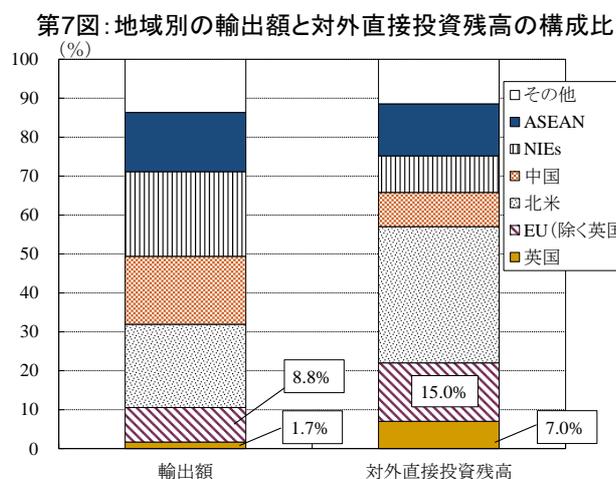
(注) 表の色付き部分は、指標が前回から悪化したことを示す
点線囲い部分の調査期間は6月上旬から中旬であり、消費増税延期決定からBrexit決定の間に実施
(資料) 内閣府、日本リサーチ総合研究所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 英国の EU 離脱選択の日本経済への影響

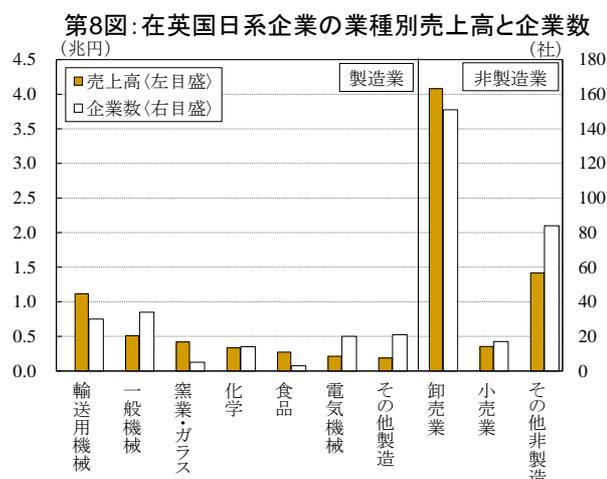
英国は 6 月 23 日の国民投票において EU からの離脱を選択した。英国の EU 離脱選択により想定される日本経済への当面の影響としては、英国及び EU の経済成長率の下振れやリスク回避的な円高の進行を通じた輸出の下押しが挙げられるが、その影響度合いは限定的とみられる。日本の輸出に占める英国の割合は 2015 年時点で 1.7%に過ぎず、EU 全体でも 10.6%に止まっており、両地での需要動向が輸出に与える直接的なインパクトはさほど大きくない (第 7 図)。また、近年、企業が海外において現地通貨建の販売価格を安定させる傾向を強めていること等から、為替相場と実質輸出の連動性は低下しており、円高進展による輸出の深刻な落ち込みは避けられると考えられる。

足元の実質輸出に目を向けると、米国や EU などの先進国向けが概ね堅調に推移するなか、弱い動きが続いていた中国やアジア向けについても底打ちの兆しがみえ始めている。今後の世界経済は中国の減速が引き続き下押し要因となるものの、米国を中心とした先進国の循環的な回復が下支えすることで、万全ではないにせよ次第に安定に向かう見通しであり、先行きの輸出は緩やかながら増加基調を辿ると予想する。

ただし、英国の EU 離脱選択の影響として留意すべき点は、短期的な輸出への影響よりも、英国で活動する日系企業に与える中長期的な影響である。帝国データバンクの調査によれば、英国には 2016 年 6 月時点で 1,380 社の日本企業が進出しており、うち 558 社（構成比 40.4%）を製造業が占めている。経済産業省の「海外事業活動基本調査」から業種別の内訳をみると、輸送用機械や一般機械、電気機械メーカーが多数進出しており、英国を欧州向けの輸出拠点と位置付けている企業も多い（第 8 図）。具体的な影響については今後の英国と EU の関係再構築の行方次第となるが、この先、在英日本企業が他の EU 加盟国における新たな生産拠点の構築や英国からの撤退を含めた欧州展開戦略の見直しを迫られる可能性もあろう。



(資料) 日本銀行、財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 経済対策による景気の下支え

政府が 8 月 2 日に閣議決定した事業規模 28.1 兆円の「未来への投資を実現する経済対策」は、子育てや介護、奨学金制度の充実などによる“一億総活躍社会の実現加速”を中心に据えつつ、金額ウェイトとしては“21 世紀型のインフラ整備”や“熊本地震や東日本大震災からの復興や安心・安全、防災対応の強化”など、公共投資に力点を置く内容となった（第 3 表）。経済対策の事業規模としては、安倍政権が発足直後の 2013 年 1 月に発表した「日本経済再生に向けた緊急経済対策」の 20.2 兆円を上回り、過去 3 番目の規模である。

経済対策に伴う財政措置は、財政出動が 7.5 兆円、財政投融资が 6.0 兆円の計 13.5 兆円程度であり、経済対策の実施による実質 GDP 押し上げ効果は 6 兆円程度（GDP 比 1.2%程度）と試算される（第 9 図）。ただし、7.5 兆円の財政出動のうち、8 月 24 日に閣議決定された今年度補正予算において手当てされる部分は 4.5 兆円であり、それによる経済効果は 3.8 兆円程度（GDP 比 0.7%程度）とみられる。前年度の補正予算の規模を踏まえた実質 GDP 成長率への寄与としては+0.2%ポイント程度と考えられる。

政府は 6 月に、2017 年 4 月に予定していた消費増税を 2019 年 10 月まで延期することを決定しているが、加えて、この先前年度を上回る財政出動を伴う経済対策が実行に移され

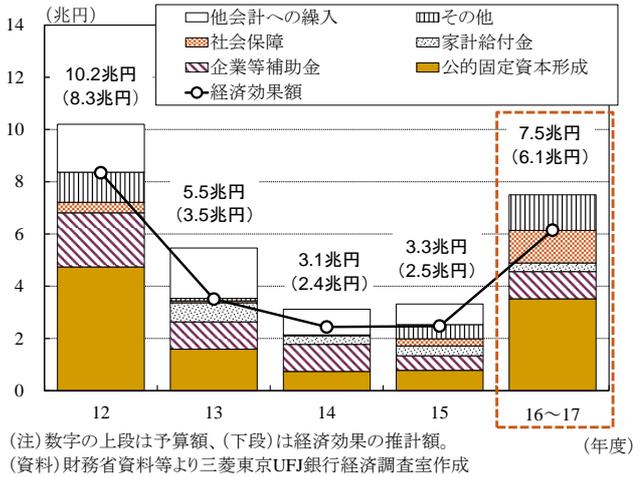
ていくことは、当面の景気を下支えしていくことになるだろう。ただし、消費増税の再延期に加えて、今年度補正予算に4年ぶりとなる年度途中での国債増発（建設国債：2.7兆円）が盛り込まれ、財政健全化の先行きに不透明感をもたらしていることも否めない。政府には、社会保障制度改革による社会保障給付の効率化・重点化を加速させるなど、経済成長と財政健全化を両立させていく舵取りがより一層求められよう。

第3表:「未来への投資を実現する経済対策」の概要 (兆円)

歳出	主な施策	事業規模	財政措置		
			歳出	財投	
1. 一億総活躍社会の実現加速	保育・介護の整備・処遇改善、給付型・奨学金、簡素な給付措置	3.5	3.4	2.5	0.9
2. 21世紀型のインフラ整備	港湾整備・空港駐機場整備・容積率緩和・リニア整備加速(財投)	10.7	6.2	1.7	4.4
3. 英国のEU離脱に伴う不安定性などのリスクへの対応並びに中小企業・小規模事業者及び地方の支援	政策公庫、商工中金の金利引下 中小企業の生産性向上支援 金融機能強化法(資本増強)延長	10.9	1.3	0.6	0.7
4. 熊本地震や東日本大震災からの復興や安心・安全、防災対応強化	災害復旧・復興 インフラの防災対策、老朽化対策	3.0	2.7	2.7	0.0
5. 成長と分配の好循環を強化するための構造改革等推進	同一労働・同一賃金の推進 最低賃金の引き上げ	-	-	-	-
合計		28.1	13.5	7.5	6.0

(資料)内閣府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図:各年度の経済対策規模(歳出ベース)と経済効果



3. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策

日銀は7月28-29日に開いた金融政策決定会合で、ETF買入れ額のほぼ倍額への拡大と企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置を盛り込んだ追加緩和を決定した(第4表)。また、次回9月20-21日の決定会合で、2%の物価目標をできるだけ早期に実現する観点から、これまでの金融緩和のもとでの経済・物価動向や政策効果について「総括的な検証」を行うことも発表した。黒田総裁は「総括的な検証」について、8月2日の麻生財務大臣との会談後の会見で、検証の結果、金融緩和が縮小に向かうとの見方に対して「そのようなことにはならない」と述べている。8月4日の記者会見でも、岩田副総裁が「今までの金融緩和の程度を縮小するといったようなことはあり得ない」との認識を示している。

こうした発言や物価が下振れている現状を踏まえると、日銀は「総括的な検証」で現行の金融政策が十分な効果を発揮しているとのこれまで通りの評価は維持するとみられるが、それが現状の政策維持(「追加緩和をしない」と受け止められれば、市場が大きく反応するリスクもあることから、2%の物価目標の早期達成を図るために何らかの金融緩和拡大に踏み切る可能性が高い。民間エコノミストに対するBloombergのアンケート調査でも、「総括的な検証」実施の発表によって9月会合での追加緩和の可能性が「高まった」と答えた割合が70%弱と大勢を占めている。

追加緩和の手法としては、マネタリーベースの増加ペースの拡大や貸出支援基金の適用金利のマイナス化などが考えられるが、副作用の大きいマイナス金利の深掘りは回避するのではないかと思われる。

第4表: 7月28-29日の金融政策決定会合での決定事項

緩和手段		従前の内容	今回の決定会合での決定事項
金利	マイナス金利の導入	金融機関保有の日銀当預の一部に▲0.1%のマイナス金利を適用	不変
		貸出支援基金等をゼロ金利で実施	不変
量	金融市場調整方針	マネタリーベースを年間80兆円増加	不変
質	資産買入れ方針	長期国債の保有残高を年間80兆円増加(平均残存期間は7年~12年程度)	不変
		ETFの保有残高を年間約3.3兆円増加	年間約6兆円に拡大
		J-REITの保有残高を年間約900億円増加	不変
		CPの残高を約2.2兆円維持	不変
		社債等の残高を約3.2兆円の残高を維持	不変
他	企業・金融機関の外貨資金調達安定のための措置	企業への米ドル・成長資金支援供給の総枠を120億ドル	240億ドルに拡大
		-	米ドル資金供給オペに必要な担保となる国債を日銀当座を見合いに貸し付ける制度を新設

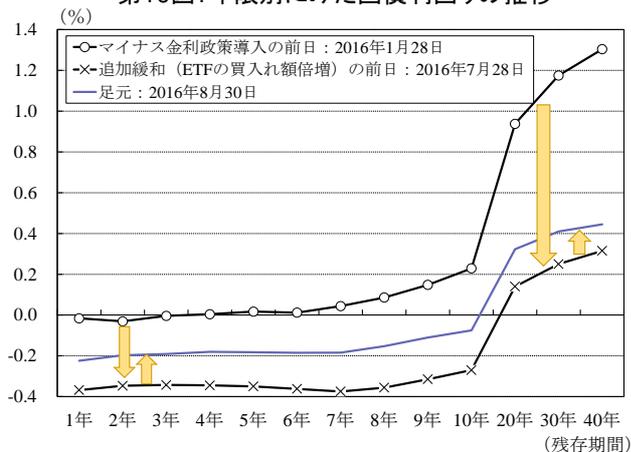
(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 長期金利と為替相場

金融市場では、7月28-29日の日銀金融政策決定会合でマイナス金利の拡大や長期国債買入れの増額などの追加緩和が決定されるとの思惑が一部で強まったことなどから、10年物国債利回りは7月上旬に史上最低の▲0.3%まで低下し、円ドル相場は7月中旬に一時1ドル107円台まで円安が進行した。その後、実際の追加緩和が、ETFの買入れ増額などの小幅な内容に止まり期待が剥落したことで、金利は上昇し、円ドル相場は円高・ドル安方向に進んだ(第10図)。足元では、10年国債利回りは▲0.1%前後、円ドル相場は1ドル100円程度で推移している。

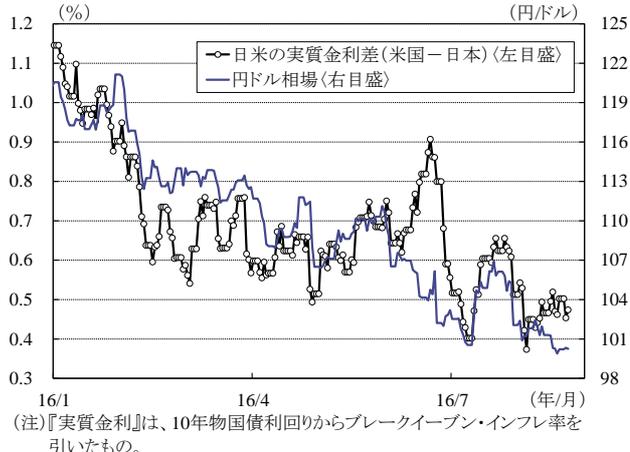
これまでの円ドル相場は、英国でのEU離脱選択などリスク回避の円買いが強まった局面を除き、概ね日米間の実質金利差(10年物国債利回りーブレイクイーブン・インフレ率)に沿った動きとなってきた(第11図)。先行き、世界経済が徐々に安定に向かうなか、本邦金利は横ばい圏内で推移する一方、緩やかながら利上げ継続が想定される米国では金利が徐々に上昇するとみられる。この結果、日米間の金利差が徐々に開くことで、円ドル相場は基調として現状の水準から大きな円高方向には進みづらい状況が続くと考えられる。

第10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11図: 円ドル相場と日米の実質金利差の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(宮道 貴之、金堀 徹、横田 裕輔、下郷 慶)

日本経済・金融見通し

見通し

	2015				2016				2017				2018	2015年度	2016年度	2017年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	4.9	▲ 1.7	2.0	▲ 1.7	2.0	0.2	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	0.8	0.6	0.8
個人消費	0.2	▲ 2.6	1.8	▲ 3.2	2.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	▲ 0.2	0.6	0.7
住宅投資	11.0	7.0	4.3	▲ 1.8	▲ 0.5	21.3	4.9	2.4	0.7	0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	2.4	6.2	0.7
設備投資	12.7	▲ 3.5	3.0	4.8	▲ 2.7	▲ 1.5	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	0.4	1.8
在庫投資（寄与度）	2.5	1.3	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	▲ 0.2	▲ 0.0
公的需要	▲ 0.3	1.8	▲ 0.6	0.0	3.2	2.4	1.3	1.1	1.3	1.5	0.8	0.6	0.4	0.7	1.7	1.2
うち、公共投資	▲ 6.0	4.9	▲ 7.5	▲ 12.5	0.4	9.5	1.6	2.8	5.0	5.0	0.8	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 2.7	1.6	2.5
純輸出（寄与度）	0.4	▲ 1.6	0.8	0.2	0.5	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
財貨・サービスの輸出	6.9	▲ 15.8	10.6	▲ 3.7	0.4	▲ 5.9	1.5	2.1	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	0.4	▲ 0.7	2.2
財貨・サービスの輸入	4.3	▲ 6.8	4.9	▲ 4.2	▲ 2.1	▲ 0.3	2.4	2.5	2.8	3.1	3.2	3.1	3.1	0.0	0.2	2.9
名目GDP（前期比年率、%）	8.3	0.0	2.3	▲ 1.1	3.1	0.7	0.5	▲ 0.8	0.6	▲ 1.0	2.1	1.6	3.3	2.2	0.8	0.6
GDPデフレーター（前年比、%）	3.2	1.4	1.8	1.5	0.9	0.7	0.5	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.1	0.7	1.4	0.2	▲ 0.3
鉱工業生産（前期比、%）	1.1	▲ 1.3	▲ 1.0	0.1	▲ 1.0	0.0	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	▲ 1.0	▲ 0.6	1.1
国内企業物価（前年比、%）	0.4	▲ 2.2	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 3.4	▲ 4.3	▲ 3.4	▲ 2.5	0.0	1.3	0.8	0.5	0.3	▲ 3.2	▲ 2.6	0.7
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	2.1	0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	▲ 0.0	▲ 0.1	0.4
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	▲ 176	▲ 407	▲ 376	356	896	1,203	1,091	466	497	178	32	▲ 94	▲ 141	542	3,258	▲ 24
経常収支（10億円）	3,550	3,992	3,983	4,801	4,973	4,689	4,404	3,809	3,902	3,642	3,559	3,496	3,512	18,003	16,803	14,210
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
10年物国債利回り（%）	0.3	0.4	0.4	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.3	▲ 0.1	▲ 0.0
円相場（円／ドル）	119	121	122	121	115	108	103	102	103	103	104	104	105	120	104	104

(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8月31日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2014年度	2015年度	2015年		2016年		2016年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	3月	4月	5月	6月	7月	
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.9	0.8	▲ 1.7 (0.7)	2.0 (0.2)	0.2 (0.6)	***	***	***	***	***	
全産業活動指数	▲ 1.1	0.9	▲ 0.2 (0.6)	0.0 (0.4)	0.4 (0.1)	0.4 (0.3)	0.9 (▲ 0.2)	▲ 1.3 (0.3)	1.0 (0.1)		
鉱工業生産指数	▲ 0.5	▲ 1.0	0.1 (▲ 0.8)	▲ 1.0 (▲ 1.6)	0.2 (▲ 1.8)	3.8 (0.2)	0.5 (▲ 3.3)	▲ 2.6 (▲ 0.4)	2.3 (▲ 1.5)	0.0 (▲ 3.8)	
鉱工業出荷指数	▲ 1.2	▲ 1.2	0.4 (▲ 0.8)	▲ 2.0 (▲ 2.4)	0.2 (▲ 2.0)	1.8 (▲ 0.7)	1.6 (▲ 3.4)	▲ 2.6 (▲ 1.0)	1.7 (▲ 1.7)	0.9 (▲ 3.8)	
製品在庫指数	6.1	1.8	▲ 0.5 (0.0)	2.4 (1.8)	▲ 1.3 (0.0)	2.9 (1.8)	▲ 1.7 (0.1)	0.4 (0.8)	0.0 (0.0)	▲ 2.4 (▲ 1.8)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.0	115.0	114.9 [113.8]	116.3 [113.0]	118.3 [113.8]	118.3 [114.0]	115.7 [113.7]	117.8 [114.8]	116.0 [112.8]	117.1 [112.7]	
国内企業物価指数	2.7	▲ 3.2	▲ 1.4 (▲ 3.7)	▲ 1.4 (▲ 3.4)	▲ 0.6 (▲ 4.3)	▲ 0.1 (▲ 3.8)	▲ 0.4 (▲ 4.2)	0.1 (▲ 4.3)	▲ 0.1 (▲ 4.2)	0.0 (▲ 3.9)	
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	2.8	0.0	0.0 (0.0)	▲ 0.7 (▲ 0.1)	0.4 (▲ 0.4)	▲ 0.1 (▲ 0.3)	0.0 (▲ 0.4)	▲ 0.1 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.4)	▲ 0.2 (▲ 0.5)	
稼働率指数 (2010年=100)	100.6	98.0	97.9 [100.7]	97.3 [101.4]	95.4 [98.0]	97.5 [99.9]	96.5 [99.3]	94.2 [96.8]	95.6 [98.0]	95.6 [97.7]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.8	4.1	2.6 (2.1)	6.7 (3.4)	▲ 9.2 (▲ 6.5)	5.5 (3.2)	▲ 11.0 (▲ 8.2)	▲ 1.4 (▲ 11.7)	8.3 (▲ 0.9)		
製造業	7.0	6.2	▲ 3.0 (▲ 3.1)	▲ 13.7 (4.3)	▲ 13.4 (▲ 12.9)	19.7 (2.7)	▲ 13.3 (▲ 14.8)	▲ 6.4 (▲ 21.5)	17.7 (▲ 3.8)		
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 3.3	2.5	5.6 (6.3)	3.5 (2.6)	▲ 5.0 (▲ 1.0)	▲ 6.9 (2.7)	▲ 3.9 (▲ 3.0)	▲ 0.3 (▲ 2.5)	2.1 (1.8)		
資本財出荷 (除く輸送機械)	4.4	▲ 2.3	▲ 1.7 (▲ 4.2)	▲ 2.4 (▲ 5.5)	3.4 (▲ 2.7)	2.6 (▲ 4.8)	5.2 (▲ 3.7)	▲ 1.4 (▲ 1.1)	1.0 (▲ 2.9)	0.8 (▲ 4.7)	
建設受注	8.2	▲ 0.9	(▲ 1.8)	(2.4)	(1.5)	(19.8)	(▲ 16.9)	(34.5)	(▲ 2.4)		
民需	4.8	7.9	(1.9)	(▲ 0.4)	(3.9)	(20.1)	(▲ 24.8)	(51.9)	(1.9)		
官公庁	22.9	▲ 15.6	(▲ 4.0)	(0.4)	(▲ 0.4)	(13.7)	(8.6)	(▲ 17.8)	(3.2)		
公共工事請負金額	(▲ 0.3)	(▲ 3.8)	(▲ 4.0)	(1.2)	(4.0)	(5.0)	(10.6)	(1.4)	(▲ 1.8)	(▲ 6.9)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	88.0 (▲ 10.8)	92.1 (4.6)	86.8 (▲ 0.7)	94.7 (5.5)	100.5 (4.9)	99.3 (8.4)	99.5 (9.0)	101.7 (9.8)	100.4 (▲ 2.5)		
新設住宅床面積	(▲ 15.2)	(2.1)	(▲ 1.5)	(3.1)	(3.1)	(6.2)	(4.8)	(8.9)	(▲ 3.0)		
小売業販売額	▲ 1.2	0.8	(▲ 0.2)	(▲ 0.3)	(▲ 1.4)	(▲ 1.0)	(▲ 0.9)	(▲ 2.1)	(▲ 1.3)	(▲ 0.2)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 5.1	▲ 1.2	▲ 2.2 (▲ 3.3)	0.5 (▲ 2.6)	▲ 0.2 (▲ 1.2)	0.4 (▲ 5.3)	0.3 (▲ 0.4)	▲ 1.4 (▲ 1.1)	▲ 1.3 (▲ 2.3)	2.5 (▲ 0.5)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.2	73.6	73.1 [74.4]	72.8 [74.3]	72.9 [74.2]	71.5 [75.4]	74.2 [73.6]	75.2 [74.8]	69.4 [74.3]	69.3 [71.9]	
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	2.0	▲ 1.3	▲ 0.2 (▲ 0.9)	▲ 1.2 (▲ 2.1)	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.2 (▲ 1.8)	0.7 (▲ 0.9)	▲ 0.9 (▲ 1.8)	1.4 (▲ 1.0)		
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.2	(0.2)	(0.7)	(0.6)	(1.5)	(0.0)	(▲ 0.1)	(1.4)		
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	77	98	104	98	93	102	94	91	95		
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.11	1.23	1.26 [1.12]	1.29 [1.15]	1.36 [1.18]	1.30 [1.16]	1.34 [1.17]	1.36 [1.18]	1.37 [1.19]	1.37 [1.21]	
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.5	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.6	48.8	47.7 [43.6]	45.6 [49.3]	42.6 [52.6]	45.4 [52.2]	43.5 [53.6]	43.0 [53.3]	41.2 [51.0]	45.1 [51.6]	
企業倒産件数 (実数、件数)	9,543 (▲ 9.4)	8,684 (▲ 9.0)	2,152 (▲ 3.1)	2,144 (▲ 5.6)	2,129 (▲ 7.2)	746 (▲ 13.2)	695 (▲ 7.0)	671 (▲ 7.3)	763 (▲ 7.4)	712 (▲ 9.5)	

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2014年度	2015年度	2015年		2016年			2016年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	3月	4月	5月	6月	7月		
通関輸出	5.4	▲0.7	(▲4.6)	(▲7.9)	(▲9.5)	(▲6.8)	(▲10.1)	(▲11.3)	(▲7.4)	(▲14.0)		
価格	3.9	2.1	(▲0.6)	(▲4.7)	(▲8.3)	(▲5.8)	(▲5.7)	(▲9.1)	(▲10.1)	(▲11.9)		
数量	1.3	▲2.7	(▲4.1)	(▲3.2)	(▲1.3)	(▲1.0)	(▲4.6)	(▲2.4)	(3.1)	(▲2.4)		
通関輸入	▲1.0	▲10.3	(▲13.9)	(▲15.7)	(▲18.8)	(▲14.9)	(▲23.3)	(▲13.7)	(▲18.7)	(▲24.7)		
価格	1.2	▲8.5	(▲11.8)	(▲14.9)	(▲17.6)	(▲19.0)	(▲17.0)	(▲16.7)	(▲19.1)	(▲21.5)		
数量	▲2.1	▲1.8	(▲2.5)	(▲0.8)	(▲1.3)	(5.2)	(▲7.5)	(3.6)	(0.4)	(▲4.0)		
経常収支(億円)	87,245	180,028	34,479	59,636	46,620	29,862	18,785	18,091	9,744			
貿易収支(億円)	▲65,890	5,419	954	8,534	15,006	8,828	6,971	399	7,636			
サービス収支(億円)	▲27,252	▲11,451	▲5,212	2,414	▲4,514	2,623	▲4,012	1,174	▲1,676			
金融収支(億円)	137,595	238,095	49,065	90,136	70,264	52,380	14,793	40,994	14,478			
外貨準備高(百万ドル)	1,245,316	1,262,099	1,233,214	1,262,099	1,265,402	1,262,099	1,262,509	1,253,967	1,265,402	1,264,750		
対ドル円レート(期中平均)	109.92	120.13	121.48	115.45	108.17	113.07	109.88	109.15	105.49	103.90		

3. 金融

	2014年度	2015年度	2015年		2016年			2016年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	3月	4月	5月	6月	7月		
無担保コール翌日物金利	0.068	0.063	0.076 [0.064]	0.035 [0.073]	▲0.050 [0.067]	▲0.003 [0.070]	▲0.037 [0.061]	▲0.059 [0.069]	▲0.055 [0.072]	▲0.043 [0.074]		
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.194	0.157	0.169 [0.184]	0.122 [0.171]	0.060 [0.169]	0.098 [0.170]	0.060 [0.170]	0.060 [0.169]	0.059 [0.169]	0.058 [0.169]		
新発10年国債利回り	0.400	▲0.050	0.270 [0.330]	▲0.050 [0.400]	▲0.230 [0.455]	▲0.050 [0.400]	▲0.085 [0.340]	▲0.120 [0.390]	▲0.230 [0.455]	▲0.195 [0.410]		
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.006	0.924	0.956 (▲0.013)	0.924 (▲0.032)	0.886 (▲0.038)	0.924 (▲0.019)	0.914 (▲0.010)	0.904 (▲0.010)	0.886 (▲0.018)	0.885 (▲0.001)		
日経平均株価 (225種、末値)	19,207	16,759	19,034 [17,451]	16,759 [19,207]	15,576 [20,236]	16,759 [19,207]	16,666 [19,520]	17,235 [20,563]	15,576 [20,236]	16,569 [20,585]		
M2平残	(3.3)	(3.6)	(3.4)	(3.2)	(3.4)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	(3.3)		
広義流動性平残	(3.3)	(4.0)	(3.8)	(3.5)	(2.4)	(3.2)	(2.8)	(2.3)	(2.0)	(1.7)		
貸出・預金動向												
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.0)	(2.1)		
	銀行計	(2.5)	(2.5)	(2.3)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.0)	(2.1)		
	都銀等	(1.4)	(1.2)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(1.0)	(0.9)	(0.7)		
	地銀	(3.8)	(3.7)	(3.7)	(3.4)	(3.4)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.4)		
	地銀II	(2.9)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.4)	(3.2)	(2.9)		
信金	(1.4)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.3)			
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.3)	(3.7)	(3.2)	(3.0)	(3.3)	(3.0)	(3.2)	(3.3)	(3.5)		
	都銀	(3.4)	(4.5)	(3.6)	(3.6)	(4.7)	(3.8)	(4.6)	(4.7)	(4.9)		
	地銀	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(2.4)	(1.9)	(2.1)	(1.8)	(1.7)	(2.1)		
	地銀II	(3.1)	(2.5)	(2.3)	(2.1)	(1.9)	(1.9)	(2.0)	(1.8)	(1.8)		

(注) 新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は末値、その他金利は期中平均値。

(資料) 内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

II. 米国

～企業部門が持ち直すなか、個人消費が牽引し景気の緩やかな回復が継続～

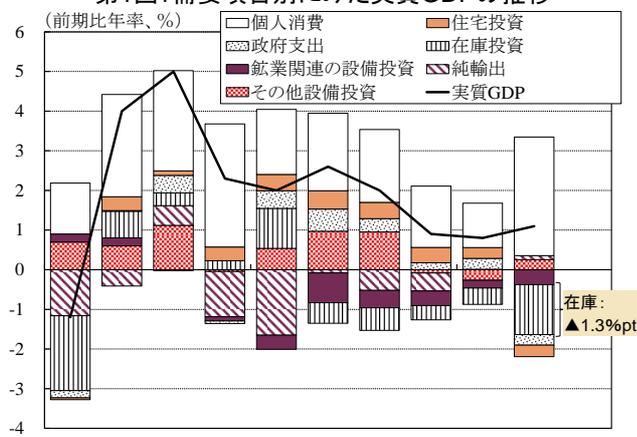
1. 米国経済の概況

4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と1-3月期（同+0.8%）からは僅かに加速したものの、3四半期連続で同+1.0%内外の成長に止まる低調な結果となった（第1図）。需要項目別にみると、個人所得の堅調な増加を受けて個人消費は同+4.4%と大幅に増加し成長率を押し上げたが、原油安によるエネルギー関連投資の減少が続いたことで設備投資が3四半期連続でマイナスとなったほか、在庫投資が寄与度で同▲1.3%ポイントと5四半期連続で成長率を押し下げるなど、企業部門が総じて冴えない動きを続けている。米国経済は企業部門を中心に軽度の「グロース・リセッション」に陥っていたと捉えることもあながち的外れではあるまい。

もともと、今次成長率低迷局面は企業部門、特に財生産部門に集中しており、その原因も比較的容易に特定できる。即ち、昨年後半から年初に掛けて急速に進行したドル高、原油安が製造業部門と鉱業部門に下押し圧力を掛け、輸出低迷に伴う在庫調整やエネルギー関連投資の減少をもたらしたと考えられる。しかし、原油価格は既に2月中旬に底入れしており、急速なドル高進展も一服したことを踏まえると、企業部門は既に回復に転じているとみてよい。実際、ISM製造業指数は3月以降5ヵ月連続で分岐点となる50を上回って推移しており、製造業での生産活動の緩やかな回復が示唆されている（第2図）。

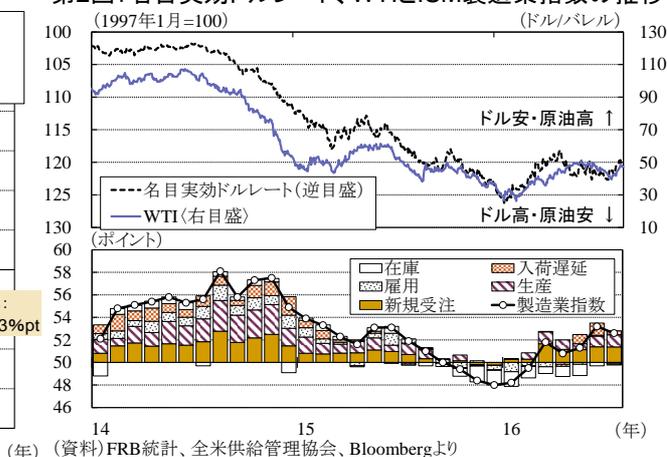
また、家計部門を取り巻く所得環境が引き続き良好な状態を維持しているのは心強い材料といえる。非農業部門雇用者数は、5月に増加ペースが前月比+2.4万人と急減速し、雇用環境の改善腰折れが懸念されたが、その後の2ヵ月間は同+25万人を超える増加となり、雇用の拡大継続が確認された。賃金の伸びも依然低めながらも緩やかに上向きつつあり、雇用情勢は量・質ともに家計需要を支えている。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



（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2図：名目実効ドルレート、WTIとISM製造業指数の推移



（資料）FRB統計、全米供給管理協会、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

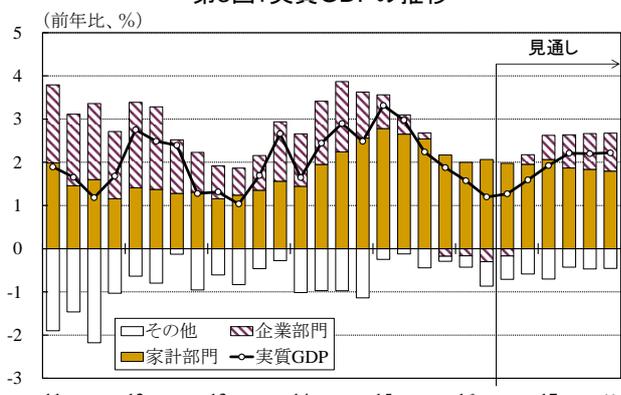
2. 今後の見通し

米国経済はこの先、昨年末から今年前半の低成長局面から脱し、総じて年率 2%強の回復ペースに戻るものと予想される（第3図）。家計部門では、労働需給は引き締まってきているものの、“逼迫”という程には過熱しておらず、今後も労働市場の改善による個人所得の増加が消費の拡大を支える余地がある。また、4-6月期に前期比減少となった住宅投資も改善する公算が大きい。堅調な所得の増加と低金利環境に支えられ、住宅価格が上昇する中でも家計の住宅に対する購買力は 2000年代と比べれば依然高い状況にあり、住宅販売は好調を維持している（第4図）。弱含んでいた企業部門では、製造業やエネルギー関連産業など一部セクターにおけるドル高・原油安のマイナス影響が一巡することを避け、輸出や設備投資は緩やかに持ち直していくと想定される。金融政策では、インフレ率の拡大ペースが緩やかなものに止まるほか、世界経済の先行きや金融市場の安定に引続き懸念が残る状況においては、FRBによる利上げペースは非常に緩やかなものとなる可能性が高く、利上げが景気後退の契機となる懸念は小さい。

見通しに対するリスク要因として、企業の資金調達環境の悪化による景気の下押しが挙げられる。原油価格が底入れするなかで企業業績への下押し圧力は徐々に弱まり、資金調達環境の全般的な悪化は避けられるとみているが、金融機関の商工業ローンの不良債権比率は上昇しており、同ローンへの貸出態度厳格化が続いている点には引き続き注意が必要である。また、政治イベントとして 11月に大統領選が控えている。現時点の世論調査をみる限りクリントン氏が優勢であるが、9月末から3回の候補者討論会があり、ここで支持率が大きく変動することも考えられる。トランプ氏の支持率が再上昇した場合には、政権与党交代に伴う政策変更等先行きの不透明感が高まり、投資の手控え等が起こる可能性がある。

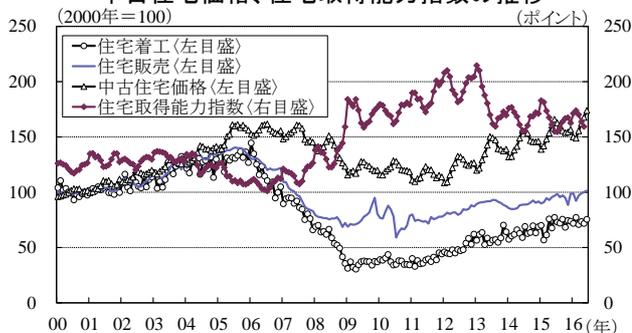
なお、Brexitによる欧州経済の減速は輸出を通じて米国経済に影響を与えるが、米国のGDPに占めるEU向け輸出の割合は2015年時点で3%程度に過ぎないため、その影響は当面限定的なものに止まると考えられる。

第3図: 実質GDPの推移



(注)『家計部門』は「個人消費」と「住宅投資」の合計、『企業部門』は「設備投資」と「輸出」の合計、『その他』は「在庫」、「政府支出」、「輸入」の合計。
(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: 住宅着工件数、住宅建設業者の景況感と中古住宅価格、住宅取得能力指数の推移



(注)『住宅取得能力指数』は、中位価格の住宅を購入するために頭金20%で住宅ローンを組んだ際に、元利払額が収入の25%となる所得を100とし、各時点の所得を指数化したもの。

(資料)米国商務省、全米不動産協会、全米住宅建設業者協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

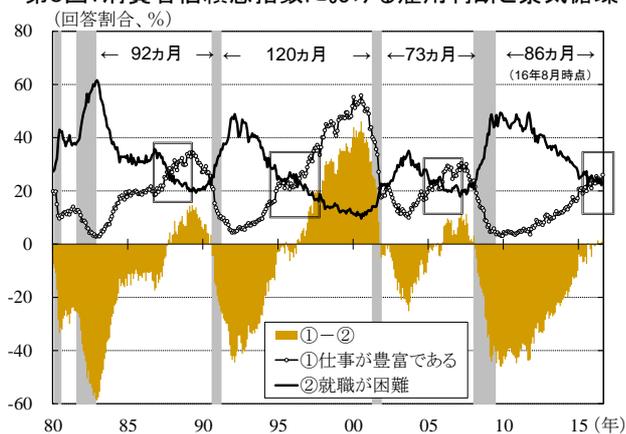
3. 見通し上のキーポイント

(1) 労働市場の改善継続と堅調な消費マインド

今後の景気回復の持続性を見通す上では、家計の需要拡大を支える雇用・所得環境の動向が引き続き重要なポイントとなる。失業率が金融危機前の水準近くまで低下し、また回復局面が長期に及んでいることから雇用環境は成熟期を迎えているとの見方もあるが、実際の労働市場は依然として回復の途上であり、労働需給が逼迫し回復局面が終了するまでにはまだ時間があるものと考えられる。賃金の上昇ペースは緩やかに加速しているものの、足元でも前年比+2.6%程度であり、過去同程度の失業率であった時期の賃金上昇率が3%台半ばに達していたことと比べると、まだ過熱感はみられないと評価できる。これは、労働参加率が低水準にあることや、不本意ながらパートタイムで働いている人が依然として多いことなど、雇用のスラックが残っていることに起因する。家計からみた雇用環境の改善度合いをみても、足元の状況は景気回復期中頃程度と考えられる(第5図)。求人数等からは企業の雇用意欲が依然として強いことも確認され、労働市場の改善はこの先も当面継続すると考えてよいだろう。

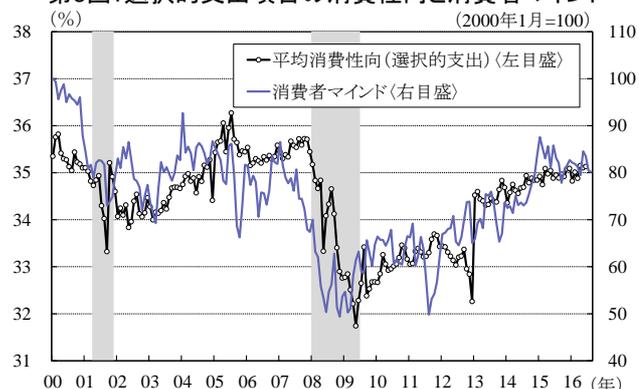
また、消費者マインドは金融危機前と同程度の高い水準を維持している(第6図)。家計支出のうち、医療・教育・通信といった基礎的なものを除くサービス消費支出に娯楽用品購入のための支出を加えた「選択的支出」が可処分所得に占める割合をみると、消費者マインドの改善に合わせて上昇基調にあり、所得の増加が消費の拡大に繋がりやすい状況が続いていると考えられる。先行き、個人消費の緩やかな拡大が続く可能性は相応に高い。

第5図: 消費者信頼感指数における雇用判断と景気循環



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) カンファレンスボード統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 選択的支出項目の消費性向と消費者マインド



(注) 1. 『選択的支出項目』は、耐久財と非耐久財のうち娯楽用品とタバコ、サービスのうち、娯楽、飲食、宿泊、金融、輸送、専門、パーソナルケア、海外旅行。
(注) 2. 網掛け部分は、景気後退期間。
(資料) 米商務省、シンガン大学統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

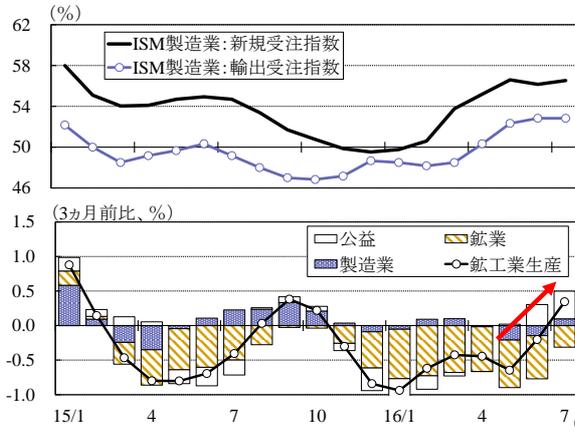
(2) 企業活動の持ち直しと設備投資の行方

2月中旬までのドル高・原油安の進展は、製造業やエネルギー関連産業といった一部セクターの重石となってきたが、漸くその影響が一巡しつつある。ISM 製造業指数の内訳項目である新規受注指数は、鉱工業生産に対して先行する傾向があるが、1月以降好不調の分岐点となる50を上回って推移しており、それに伴い鉱工業生産も勢いを取り戻してき

た（第7図）。新規受注指数は先行きも鉱工業生産が緩やかながら増加することを示唆しており、これまで停滞していた製造業や鉱業の生産活動は、在庫調整の進展と相俟って持ち直し基調が強まっていくとみられる。

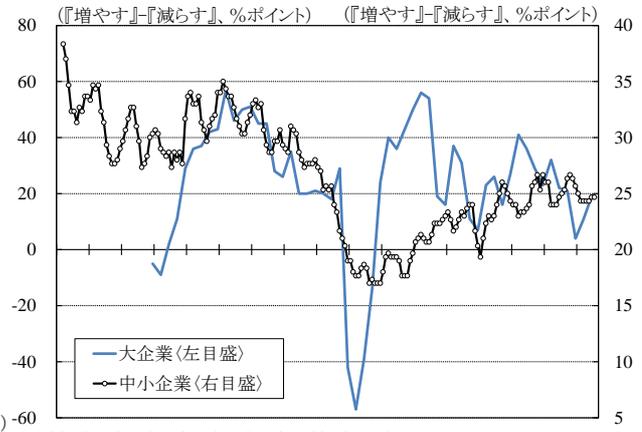
また、原油価格の底入れを受け、リグ稼働数の低下にも歯止めが掛かっており、これまで減少が続いていた鉱業部門の設備投資は早晩下げ止まる見込みである。企業部門全体を俯瞰しても、世界経済の先行き不透明感が高まる中で設備投資意欲は腰折れしていないことが見て取れる（第8図）。今後、生産活動が緩やかに回復する中で設備投資は増加基調に復していくとみてよかろう。もっとも、製造業の設備稼働率は2000年から2007年の平均を下回る状況が続いており、資本ストックに不足感はない。暫くは設備投資の回復ペースは緩やかなものに止まるだろう。

第7図：鉱工業生産と製造業ISM受注指数の推移



(注)いずれも3ヵ月移動平均値。
(資料)FRB、全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：大企業と中小企業の設備投資計画



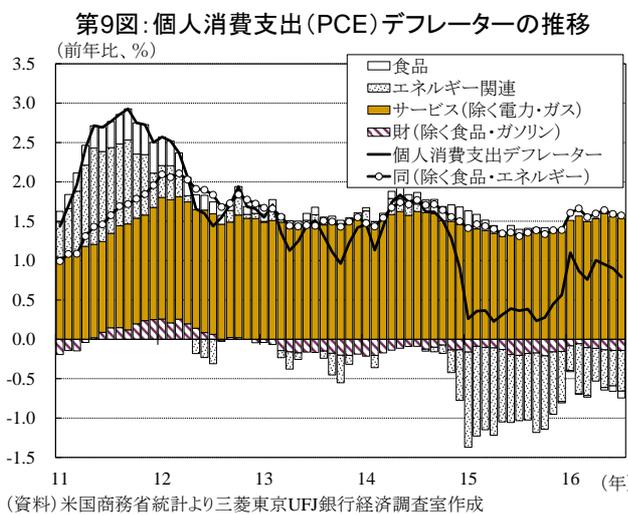
(資料)ビジネス・ラウンド・テーブル、NFIB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. 金融政策と長期金利

連邦準備制度理事会（FRB）は米国経済の先行きについて相応に自信を持っているとみられることに加え、次の景気後退期に備えた利下げ余地を確保しておく観点（金融正常化）からも、昨年12月の利上げ以降常に次の利上げのタイミングを計ってきた経緯にある。今年に入ってからの5回の連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げを見送ってきたのは、主として海外経済の弱さや年初の金融市場の動揺が理由である。5月前後に再利上げの地ならしに動いたこともあったが、この時は一時的に雇用統計が下振れたことに加え、英国のEU離脱を巡る国民投票等があり、最終的には利上げを見送った。足元ではBrexitも材料視されなくなるなど金融市場も落ち着きを取り戻しており、雇用環境の改善継続も確認されたことで、再び利上げに向けた気運が高まりつつある。FOMCのメンバーから利上げ再開に前向きな発言が相次いでいることに加え、8月26日にはイエレン議長が「利上げの論拠はこの数ヵ月間で強まった」との認識を示したほか、フィッシャー副議長も、イエレン議長の発言は9月利上げの可能性を残している旨述べた。物価の上昇ペースは原油価格低下による押し下げ効果が残る抑制された状況が続いているが（第9図）、労働市場の改善基調持続が確認できれば、FRBはこの先も金利正常化に向けて追加利上げに踏み切る

う。次回利上げは大統領選挙後の12月と予想するが、足元のFRB要人が5月の早期利上げ地均し時に似た発言活動を展開しつつあることを鑑みれば、雇用統計次第で更に前倒しする可能性も否定できない。

長期金利は、英国国民投票後の早期利上げ観測の後退を背景に7月上旬には一時1.3%台まで低下したが、その後は再び利上げ観測が高まったことから1.6%台に戻している。この先、FRBによる利上げ実施が市場に織り込まれるにつれ、長期金利は緩やかながら上昇に向かうと予想される。但し、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では利上げペースも緩やかなものとならざるを得ず、長期金利の上昇は限られたものとなるだろう。また、主要国・地域で中央銀行が金融緩和政策を続け、市中金利もマイナスを含めて低位に抑えられている中では、米国債への需要も根強く、この点も長期金利の上昇を抑制する要因になるとみられる。



(玉城 重人)

米国経済・金融見通し

見通し

	2015				2016				2017				2015年	2016年	2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.1	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.6	1.4	2.1
個人消費	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.3	2.2	3.2	2.6	2.5
住宅投資	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	▲ 7.7	6.5	6.4	5.7	5.2	4.9	3.5	11.7	6.1	4.7
設備投資	1.3	1.6	3.9	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 0.9	2.8	3.2	3.5	3.6	3.7	3.7	2.1	▲ 0.6	3.1
在庫投資（寄与度）	1.0	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 1.3	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.2	▲ 0.5	▲ 0.1
政府支出	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	▲ 1.5	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	0.2	1.8	0.9	0.4
純輸出（寄与度）	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2
輸出	▲ 5.8	2.9	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 0.7	1.2	2.3	2.6	2.7	3.1	3.2	3.5	0.1	▲ 0.2	2.7
輸入	5.6	2.9	1.1	0.7	▲ 0.6	0.3	3.1	3.5	3.6	3.7	3.2	2.6	4.6	0.9	3.2
国内民間最終需要	2.6	3.1	3.3	1.7	1.1	3.0	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.5	3.3	2.3	2.7
名目GDP（前期比年率、%）	2.1	4.9	3.2	1.8	1.3	3.4	4.0	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1	3.7	2.8	4.0
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.9	▲ 2.7	1.5	▲ 3.3	▲ 1.7	▲ 0.8	1.4	1.8	1.8	2.1	2.1	2.2	0.3	▲ 0.9	1.7
失業率（%）	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	5.3	4.9	4.7
生産者物価（前年比、%）	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.2	0.3	1.9	1.9	1.9	2.1	▲ 3.3	▲ 1.2	2.0
消費者物価（前年比、%）	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.1	1.1	1.4	1.7	2.3	1.9	2.1	2.1	0.1	1.3	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,935	▲ 1,909	▲ 1,898	▲ 1,884	▲ 1,864	▲ 1,868	▲ 1,965	▲ 1,990	▲ 1,996	▲ 2,001	▲ 1,997	▲ 2,003	▲ 7,626	▲ 7,688	▲ 7,996
経常収支（億ドル）	▲ 1,145	▲ 1,119	▲ 1,231	▲ 1,134	▲ 1,247	▲ 1,093	▲ 1,185	▲ 1,210	▲ 1,212	▲ 1,213	▲ 1,205	▲ 1,207	▲ 4,630	▲ 4,735	▲ 4,837
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	0.75-1.00	1.00-1.25	0.25-0.50	0.50-0.75	1.00-1.25
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3	0.3	0.7	1.1
10年物国債利回り（%）	2.0	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.1	1.7	2.0

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅲ. 欧州

～回復基調は維持されるも、Brexit を巡る不透明感が景気を下押し～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏経済は概ね堅調に推移している。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、1-3 月期の同+0.6%からは減速したものの底堅いペースを維持した（第 1 表）。需要項目別の内訳が発表されたドイツの動向をみると、設備投資がこれまで増加が続いていたことの反動でマイナス寄与となったが、個人消費や純輸出が成長を押し上げた（第 1 図）。

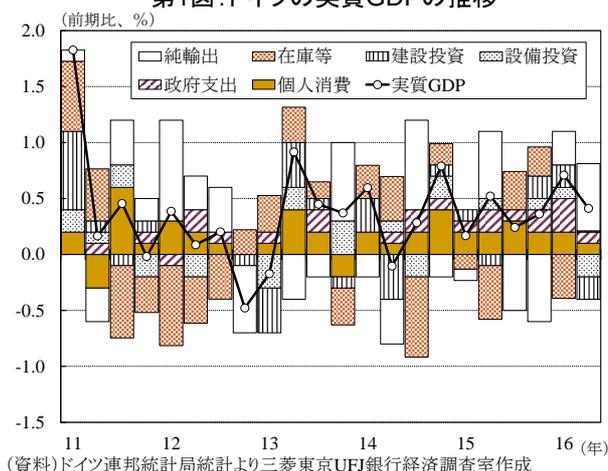
6 月 23 日の英国の国民投票において EU 離脱（Brexit）が選択されてから 2 ヶ月余りが経過したが、金融市場では株価が持ち直し、ユーロ・ドル相場も足元では投票日前の水準を回復するなど、概ね落ち着いてきている。

第1表：ユーロ圏の実質GDP
(前期比、%)

	2015				2016	
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
ユーロ圏	0.6	0.4	0.3	0.4	0.6	0.3
ドイツ	0.2	0.5	0.2	0.4	0.7	0.4
フランス	0.6	▲ 0.0	0.4	0.4	0.7	▲ 0.0
イタリア	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.0
スペイン	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
ポルトガル	0.5	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
ギリシャ	0.0	0.1	▲ 1.1	0.2	▲ 0.1	0.3

(資料) 欧州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：ドイツの実質GDPの推移
(前期比、%)



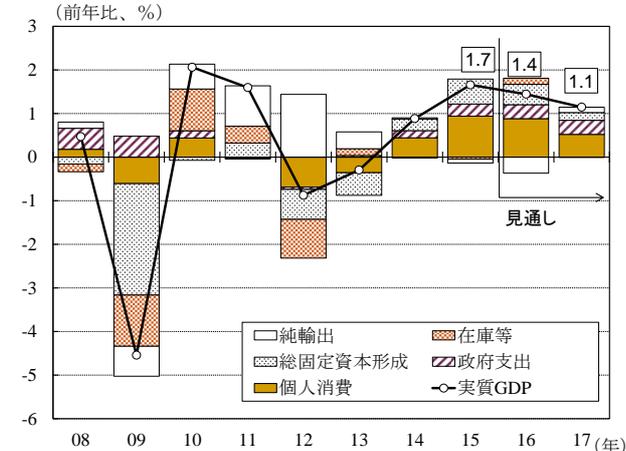
(2) 今後の見通し

金融市場は落ち着きを示しているものの、Brexit を受けて英国の実体経済はこの先大幅に減速することが見込まれる（詳細は後述）。そのため、英国との経済的な結びつきの強いユーロ圏についても、景気に対し相応のマイナス影響が及んでくると予想される。Brexit を巡る不透明感は設備投資を中心にユーロ圏の内需を抑制し、また、英国向け輸出の減速も景気を下押しする要因になるだろう。実質 GDP 成長率は、2016 年に前年比 +1.4% となった後、2017 年は同 +1.1% まで減速すると予想する（第 2 図）。

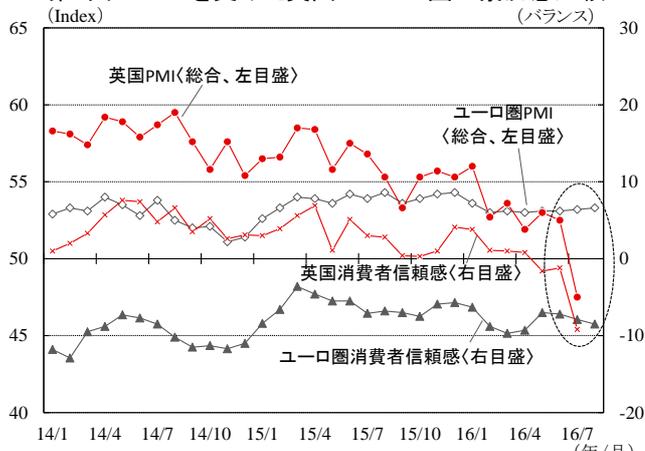
もともと、直近のマインド指標からは、英国とユーロ圏では Brexit がもたらす影響度合いがかなり異なることが示唆される。購買担当者指数（PMI、総合）をみると、英国では 7 月に 47.5 と、業況の拡大・縮小の境目である 50 を大幅に下回って急落したのに対し、ユーロ圏では 8 月まで安定して推移しており、家計についても概ね同様の傾向を示している（第 3 図）。ユーロ圏の実体経済に対する Brexit の影響は、少なくとも英国程には大きくなると考えられ、場合によっては現在想定しているよりも小さくなることもあり得

る。Brexit は類似例のない出来事であり、今後公表される経済指標を丹念にチェックし、実体経済に与える影響度合いを随時検証する必要がある。

第2図：ユーロ圏実質GDP成長率の見通し



第3図：Brexitを受けた英国とユーロ圏の景況感比較



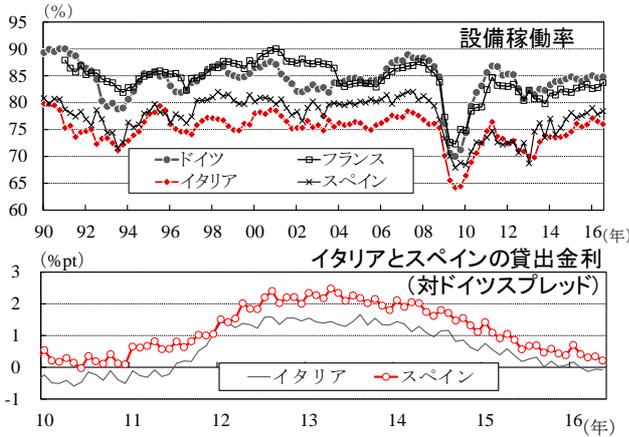
(3) 見通し上のキーポイント

① Brexitが下押し要因となる企業部門

Brexit に伴い高まった不透明感はすぐに払拭される類のものではなく、企業の投資マインドに一定の悪影響を及ぼすことは避けられまい。設備投資はこの先、増勢を維持しつつも減速傾向を辿ると予想する。ただし、設備投資に関しては、欧州債務危機時に蓄積されたpent-up demandの顕在化が見込まれることに加え、設備投資を取り巻く環境も引き続き投資を拡大させやすい状態にある。具体的には、企業の設備稼働率は上昇傾向を維持しており、また、銀行の貸出金利をみても、ECBの低金利政策などを受けてイタリアとスペインで大幅に低下し、ドイツとほぼ同水準にある(第4図)。設備投資が腰折れする事態までは想定し難い。

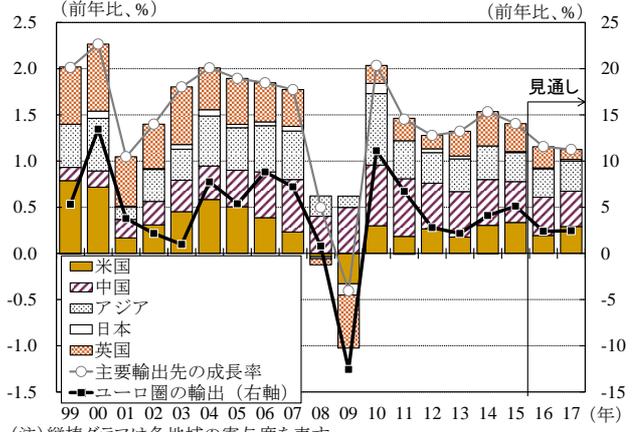
足元の輸出はユーロ高の進行と輸出相手先の景気軟化が相俟って減速している(第5図)。この先も、英国向け輸出に関しては、Brexitを受けた英国経済の減速や対ポンドでのユーロ高の進行が重石となり、伸びの鈍化が続くとみられる。一方、英国以外の地域に関しては、景気が緩やかに持ち直すとみられ、また、ユーロ相場がECBによる金融緩和が続くなかで一段高に向かう可能性は限定的と考えられることもあり、全体としては緩やかな増加が続くと見込まれる。

第4図：ユーロ圏企業の設備投資環境



(注)1件あたり100万ユーロ未満の貸出金利。
(資料)欧州中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ユーロ圏の輸出動向

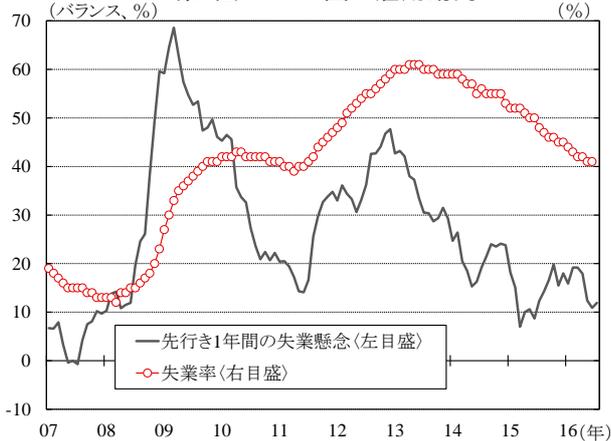


(注)縦棒グラフは各地域の寄与度を表す。
(資料)欧州統計局、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

② 個人消費を支える雇用環境の改善

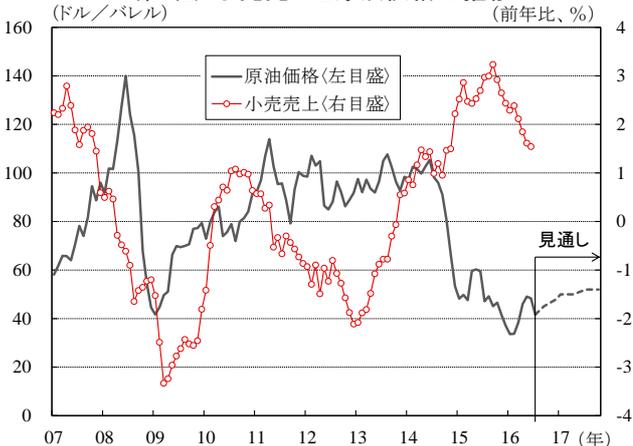
個人消費は雇用環境の改善にあわせ堅調な推移が続いている。ユーロ圏の失業率は4-6月期に10.1%と6年ぶりの低水準をつけ、欧州債務危機による悪化が始まる前の水準にまで回復している（第6図）。持続的な失業率の低下を受け、家計が抱く先行き1年間の失業懸念も弱まっており、消費者のマインド面に好影響を及ぼしているとみられる。これまで個人消費を押し上げてきた原油安効果は徐々に薄らぎ（第7図）、Brexitも幾分の下押し圧力になる見込みだが、個人消費は雇用環境の持続的な改善を主因に引き続き成長を下支えする見通しである。

第6図：ユーロ圏の雇用動向



(資料)欧州統計局、欧州委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：小売売上と原油価格の推移



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

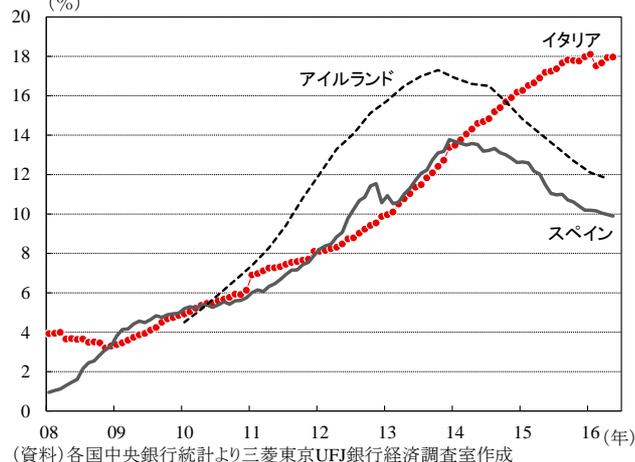
③ イタリアの不良債権問題

Brexitを受けた実体経済への直接的な影響とは別に、Brexit選択後、高水準にあるイタリアの不良債権問題が再び市場で意識されている。直近のイタリアの不良債権比率は18%と、欧州主要国のなかで突出して高い（第8図）。アイルランドやスペインでは2013年をピークに低下しているが、イタリアでは足元でも高止まりしている点に特徴が

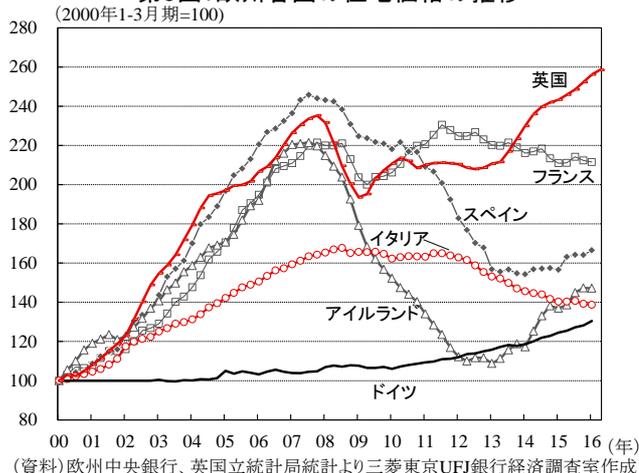
ある。イタリアの住宅価格はスペインやアイルランドのような高騰はみられず、また、銀行の総資産は GDP 対比で欧州主要国やユーロ圏平均を下回り、銀行融資の過熱感も弱かった。一方、金融危機以降の実質 GDP の回復度合いは主要国の中で最も鈍い。過剰な労働者保護や競争制限規制・慣行が残存する中、生産性や輸出競争力の低迷が続き、長期にわたる景気の軟調が企業収益の悪化・倒産件数の増加を通じて、企業向けの不良債権増加につながっていると考えられる。こうした不良債権問題は、Brexit とは関係なく長きに亘り蓄積されてきたものであるが、Brexit のような不確実性の高い事象が発生した際には危機波及の起点となるリスクがある。

イタリアでは今年（2016年）の秋にレンツィ首相が推進する上院改革の憲法改正を問う国民投票が実施される予定であるが、預金者を含む債権者も損害を被るベイルイン実施への連想から不良債権問題はレンツィ政権の支持率を低下させる要因になっているとみられ、憲法改正反対派の勢いが増している。首相は国民投票で憲法改正が否決されれば辞任する意向を表明しており、政治リスクに発展することも懸念される。

第8図：イタリア・スペイン・アイルランドの不良債権比率



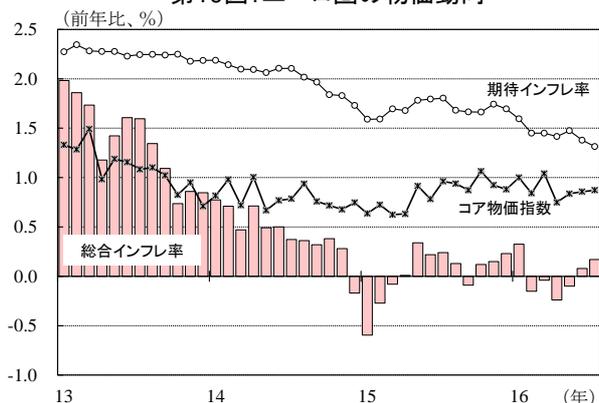
第9図：欧州各国の住宅価格の推移



(4) 物価と金融政策

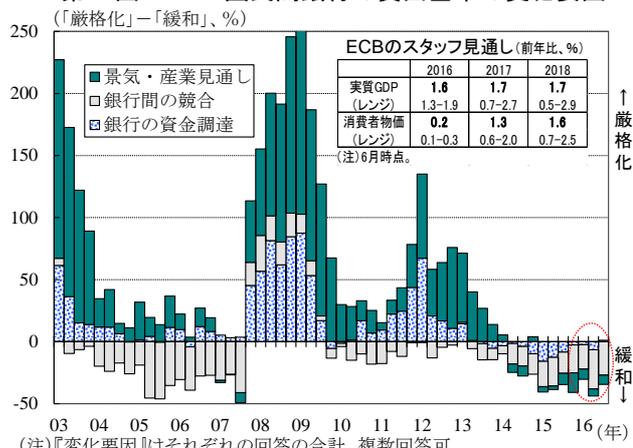
7月の消費者物価上昇率（HICP）は前年比+0.2%と、プラス圏にあるものの伸び率は極めて低い（第10図）。ECBは中期的な物価目標（2%近くだが2%未満）を達成するため、3月に貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO II）の導入等を決定し、6月には社債の購入も開始するなど金融緩和を進めている。直近の銀行の貸出態度は英国国民投票後も大きな変化はないが、ECBは9月の経済見通し改訂時にユーロ圏の成長率予想を下方修正するとみられる（第11図）。従って、現状2017年3月までの資産購入プログラムについては早晚延長されると見込まれるが、Brexitのマイナス影響が想定を大きく上回った場合には、各国国債の購入割合の変更や購入価格規制の緩和といった現在の資産購入プログラムの修正を中心とした追加緩和の実施も選択肢となり得る。もっともその際も、銀行の収益悪化に配慮し、マイナス金利の深掘りについては慎重姿勢を崩さないと予想する。

第10図: ユーロ圏の物価動向



(注)『コア物価指数』は除くエネルギー、アルコール、タバコ、食料品。
『期待インフレ率』は5年先5年ブレイクイーブンインフレ率。
(資料) 欧州統計局統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図: ユーロ圏民間銀行の貸出基準の変化要因



(注)『変化要因』はそれぞれの回答の合計。複数回答可。
(資料) 欧州中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

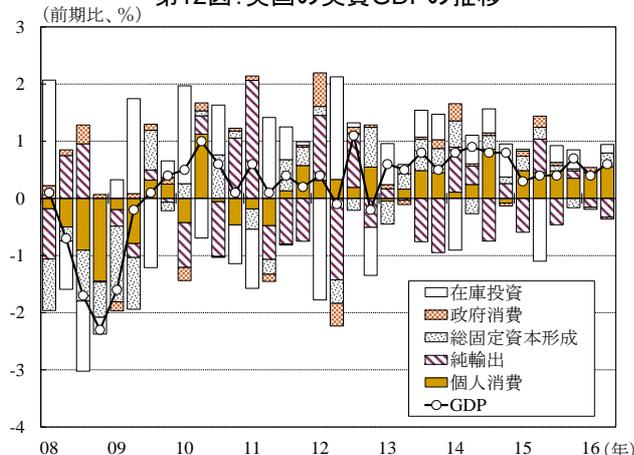
2. 英国

(1) 景気の現状

6月23日に実施された事前の予想に反して英国のEUからの離脱が選択され、大きな衝撃をもって受け止められた。景気については、4-6月期の実質GDP成長率が前期比+0.6%と、1-3月期(同+0.4%)を上回る底堅い推移となったが(第12図)、足元にかけてマインド指標を中心に弱い動きが目立ち始めている。

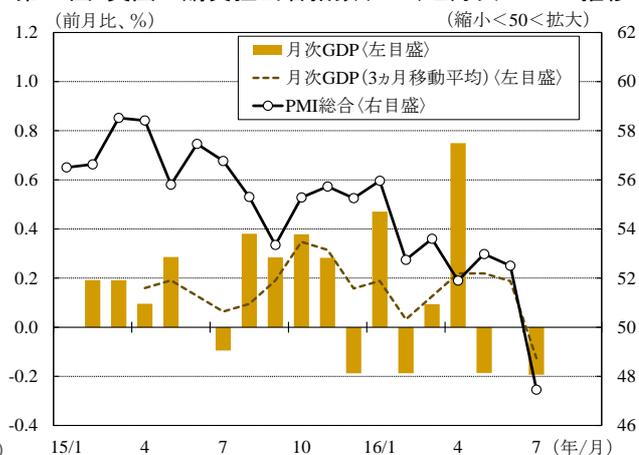
英国立経済社会研究所(NIESR)の推計によると、7月の実質GDP成長率は前期比▲0.2%となり、3ヵ月連続でゼロ%以下に止まった(第13図)。加えて、7月の購買担当者指数(PMI)は主要3業種(製造、サービス、建設)すべてで企業活動の縮小・拡大の分岐点である50を割り込み、総合指数は47.5と2009年初頭以来の水準まで落ち込んだ。

第12図: 英国の実質GDPの推移



(資料) 英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図: 英国の購買担当者指数(PMI)と月次GDPの推移



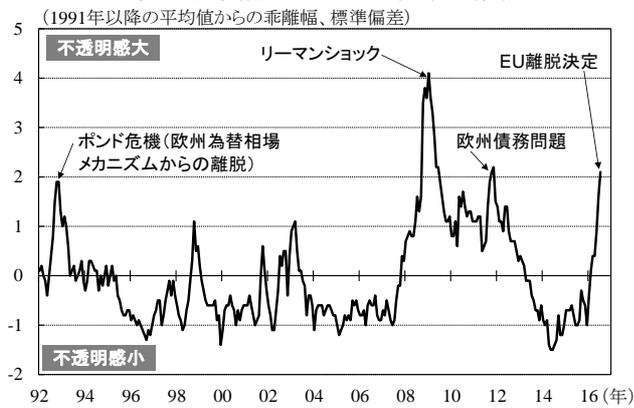
(資料) Markit、英国立経済社会研究所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

EUの規定上、離脱に向けた実際の手続きは、英国がEUに対して正式に離脱の意思を通告することで開始される。しかし、英メイ首相は少なくとも今年中の通告は行わない考えを表明しているほか、離脱交渉には数年単位の時間を要するとみられている。したがって、英国経済への当面の影響は、実際にEUを離脱することに伴うものというよりは、離脱時期や交渉の行方をめぐる不透明感に起因するものが中心となろう。

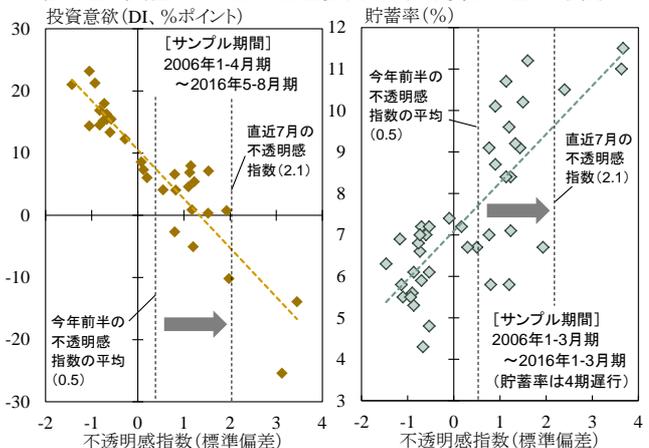
英中銀(BOE)が算出する不透明感指数は7月に急上昇し、ポンド危機(1992年)や欧州債務問題(2012年)の頃とほぼ同程度の高さとなった(第14図)。先行き不透明感の増大は、企業の投資意欲低下や家計の貯蓄率上昇(消費性向低下)に繋がる可能性が高く、設備投資や消費、住宅投資等の抑制を通じて景気を下押ししよう(第15図)。

第14図: 英国の不透明感指数の推移



(注) マインド指数、金融市場のボラティリティ、新聞の関連文言数等、先行き不透明感を示す複数の指標を合成したもの。
(資料) 英中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図: 英国の不透明感と投資意欲・貯蓄率との相関



(資料) 英中銀、Markit、英国立統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

加えて、個人消費については通貨安による輸入インフレも重石となる公算が大きい。国民投票以降、ポンドはドルやユーロに対して1割強減価しており、先行き輸入物価の上昇が消費者物価(CPI)全体の押し上げ要因になると予想される(第16図)。足元、CPI上昇率は前年比+0.5%前後で推移しているが、2017年前半には同+2%台まで伸びが高まるとみる。こうしたなか実質個人消費は、貯蓄率の上昇や実質購買力の下ぶれなどを背景に2017年にかけて大きく減速しよう(第17図)。

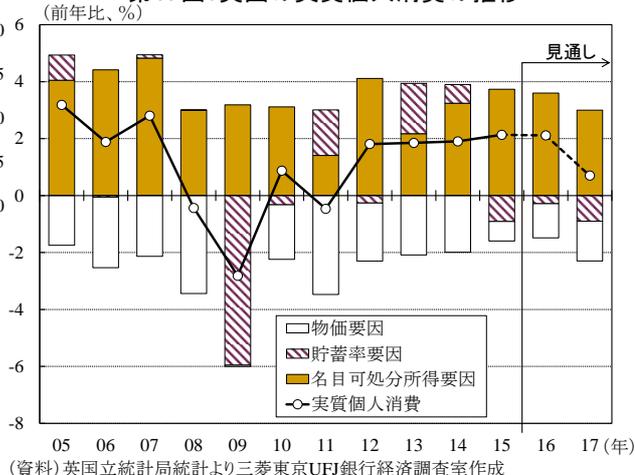
なお、外需に関しては近年、英国の輸出数量に対する為替の影響がほとんどみられないこと(注1)、主要輸出先である大陸欧州の景気回復が緩やかなものに止まっていることなどを勘案すると、景気の牽引役としては期待しにくい。

(注1) 英財務省のレポート「EU離脱の短期的影響分析」は、リーマンショック後にポンドが大幅に下落した際、為替と貿易の相関が限定的であったと指摘。

第16図: 英国の輸入原材料価格と為替相場の推移



第17図: 英国の実質個人消費の推移



英国の実質 GDP 成長率については、国民投票で EU 残留が選択されていれば、昨年(前年比+2.2%)並みの底堅い伸びが持続した可能性が高い。しかし実際には離脱が選択されたため、先行き不透明感によるマインド下押しなどから、2016 年は前年比+1.7%、2017 年は同+0.8%まで減速すると予想する。

(3) 金融政策

BOE は 8 月 4 日の金融政策委員会で、利下げや国債購入枠の拡大等を含む金融緩和を決定した(第 2 表)。中銀のこうした積極的な緩和姿勢に加え、海外経済が比較的落ち着いた状態にあることも寄与し、金融市場の動揺拡大は回避されている。株価は国民投票直後こそ下落したが、その後は持ち直し傾向を辿っており、社債スプレッドも縮小に転じている(第 18 図)。EU 離脱選択に伴う先行き不透明感は強いものの、リーマンショックや欧州債務危機の際と異なり、信用収縮リスクは小さいとみる。

BOE は先行き景気の減速感が強まっていった場合、金融緩和を強化する方針を明確にしており、早ければ年内にも再利下げ等を含む追加緩和が実施されると予想する。

第 2 表: 英中銀の追加金融緩和(8 月決定)

- ① 利下げ(0.50%→0.25%)
 政策金利変更は 2009 年 3 月(1.00%→0.50%)以来。なお、英中銀はマイナス金利導入には否定的。
- ② 金融機関への新たな資金供給の枠組み導入
 低利の資金供給(期間 4 年、最大 1,000 億ポンド程度)を行なうことで、金融機関に貸出増加を促す。実施期間は今年 9 月から 1 年半。
- ③ 社債購入(100 億ポンド)
 購入期間は今年 9 月から 1 年半。
- ④ 国債購入枠の拡大(3,750 億ポンド→4,350 億ポンド)
 購入期間は今後 6 ヵ月。

(資料) 英中銀資料より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第18図: 英国の株価と社債スプレッドの推移



(ロンドン駐在 高山 真)

欧州経済の見通し総括表

(1) 総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
ユーロ圏	1.7	1.4	1.1	0.0	0.3	1.3	3,636	3,105	3,011
ドイツ	1.7	1.5	1.2	0.1	0.5	1.5	2,838	2,233	2,072
フランス	1.2	1.2	1.1	0.1	0.3	1.0	▲ 46	▲ 55	▲ 35
イタリア	0.8	0.7	0.8	0.1	0.2	0.9	390	274	297
英 国	2.2	1.7	0.8	0.1	0.8	2.1	▲ 1,532	▲ 1,308	▲ 1,007

(2) 需要項目別見通し

(単位: %)

	ユーロ圏			英国		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
名目GDP	2.9	1.7	2.2	2.6	3.1	3.3
実質GDP	1.7	1.4	1.1	2.2	1.7	0.8
<内需寄与度>	1.7	1.8	1.0	2.7	2.1	0.5
<外需寄与度>	▲ 0.1	▲ 0.4	0.1	▲ 0.5	▲ 0.4	0.3
個人消費	1.7	1.6	1.0	2.5	2.5	0.8
政府消費	1.3	1.5	1.5	1.4	1.1	0.8
総固定資本形成	2.9	2.3	0.9	3.3	0.3	▲ 1.7
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1
輸出	5.3	2.5	2.6	4.8	2.0	1.0
輸入	6.1	3.6	2.5	5.8	2.9	0.1

- (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

～堅調な内需と輸出の底入れが支えとなるも、景気は力強さを欠く展開～

1. アジア経済の現状と見通しの概要

(1) 現状

アジアでは、域内最大の経済規模を持つ中国の減速が引き続き成長ペースを抑える要因となっている。中国の4-6月期の実質GDP成長率は前期に続いて前年比+6.7%となったものの、月次の主な経済指標からは投資を中心とした減速トレンドに変化がみられない。

他方、中国以外のアジアについて、まずNIEsは、外需依存度の高さから低めの成長が続いているものの、輸出の底打ちや景気対策の効果発現もあり、小幅ながら持ち直しの動きがみられる。4-6月期は韓国が前期比+0.7%（1-3月期：同+0.5%）、シンガポールも前期比年率+0.3%（1-3月期：同+0.1%）と加速した。台湾は前期比ペースでは減速したものの、輸出の持ち直しを背景に前年比では+0.7%（1-3月期：同▲0.3%）と1年ぶりにマイナス圏を脱したほか、香港も前期比+1.6%と1-3月期の同▲0.5%からプラス成長に復した。

ASEANについては、資源安に伴う実質所得の改善や政府の景気刺激策などを受け、内需を中心に底堅い成長を続けている。内需主導国の代表であるフィリピンをみると、個人消費が堅調を維持したほか設備投資の加速もあり、前年比+7.0%（1-3月期：同+6.8%）の成長と好調ぶりを示した。外需依存型のタイでも、公共投資や外国人来訪者数の増加によるサービス輸出の拡大に加え、政府の消費刺激策を受けた個人消費の拡大を支えに同+3.5%と成長率を高めた。資源依存度の高いインドネシアでは、輸出や民間投資は引き続き勢いを欠くものの、個人消費の堅調と政府消費拡大などを支えに同+5.2%へ加速した。インドも物価の安定に伴う家計の購買力改善と利下げを受けた消費の拡大に牽引され、同+7%台の成長を続けている。

(2) 見通し

先行きを展望すると、個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出の底入れも成長を押し上げる方向に働くとみられるものの、中国経済減速の影響が引き続き成長ペースを抑制する公算が高く、アジア全体として力強さを欠く展開が続こう。

まず中国では「新常态」への移行により構造調整が続くなか成長率の低下傾向が続く見通しである。鍵となる投資については、鉄鋼業や石炭業など重工業における過剰生産能力の削減など「供給側改革」の実施に伴い成長への下押しが続く公算が高い。但し、減税やインフラ投資の拡大、サービス業を中心に総じて安定している雇用・所得環境を背景とした家計部門の需要拡大などによる下支えが見込まれ、成長率は2017年にかけて前年比+6%近辺への減速に止まると予想する（第1表）。

その他のアジア諸国・地域では、雇用・所得環境の安定に加えて景気に配慮した財政・

金融政策の継続もあり、個人消費を中心に内需が底堅さを維持するほか、輸出は先進国需要の拡大に牽引され緩やかな持ち直しが見込まれる。このため外需依存度の高い NIEs の実質 GDP 成長率は、2016 年の前年比+2.0%から 2017 年は同+2%台半ばへと緩やかに拡大すると予想する。ASEAN についても 2017 年にかけて同+4%台後半の成長を維持しよう。タイでは、政府支出や外国人来訪者数の増加による景気下支えに加え、先進国向け輸出の持ち直しを起点に成長率は小幅ながらも高まっていく見通しである。インドネシアでは、物価の安定と利下げによる個人消費の拡大や民間投資の回復などが景気回復の支えとなる。インドでは物価の安定が見込まれるなか、個人消費拡大を支えに 2017 年度にかけて同+7%台後半と高めの成長率を維持すると予想する。

当面のリスクとしては、中国経済の不安定化が挙げられる。仮に、重工業を中心とした企業収益の悪化や債務不履行の増加、住宅バブルの崩壊などに伴う金融機関の不良債権の急増が景気失速懸念を強め、株価や通貨の大幅下落に繋がれば、中国自身はもちろん、他のアジア諸国もマイナス影響を免れないだろう。また、米国の追加利上げに伴う世界的なリスク・オフの動きの強まりなどで金融市場が再び不安定化し、株価や不動産価格など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。他方、英国の EU 離脱問題 (Brexit) の影響については、先行き不透明感の強まりなどから EU 経済全体の減速が予想され、同地域向け輸出の低迷が一部の企業や業種によっては強い逆風となる可能性がある。もっとも、各国の EU 向け輸出の対名目 GDP 比率はベトナムや香港を除き 10%未満に止まっており、直接的な影響は限られよう。

第1表：アジア経済見通し総括表

	名目GDP(2015年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	シェア、%	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し	2015年 実績	2016年 見通し	2017年 見通し
中国	10.98	62.4	6.9	6.5	6.0	1.4	1.8	1.9	3,306	2,953	2,776
韓国	1.38	7.8	2.6	2.6	2.8	0.7	1.1	1.7	1,059	1,143	1,040
台湾	0.52	3.0	0.6	1.0	1.9	▲0.3	1.2	1.3	762	733	702
香港	0.31	1.8	2.4	1.1	1.7	3.0	2.6	2.2	97	165	179
シンガポール	0.29	1.7	2.0	2.2	2.3	▲0.5	▲0.5	0.6	575	545	572
NIEs	2.50	14.2	2.1	2.0	2.4	0.6	1.1	1.6	2,493	2,585	2,493
インドネシア	0.86	4.9	4.8	5.0	5.1	6.4	4.0	4.3	▲178	▲179	▲221
マレーシア	0.30	1.7	5.0	4.2	4.5	2.1	2.0	2.2	90	72	87
タイ	0.40	2.2	2.8	3.1	3.3	▲0.9	0.4	1.8	320	381	310
フィリピン	0.29	1.7	5.9	6.1	6.0	1.4	1.9	3.0	84	51	69
ベトナム	0.19	1.1	6.7	6.1	6.2	0.6	2.6	4.2	9	38	39
ASEAN5	2.03	11.5	4.8	4.8	4.9	3.1	2.6	3.3	325	362	284
インド	2.09	11.9	7.6	7.9	7.7	6.0	5.2	5.5	▲185	▲218	▲332
アジア11カ国・地域	17.61	100	6.1	5.8	5.6	2.0	2.2	2.4	5,939	5,683	5,221

(注) インドは年度(4月～3月)ベース。

(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 見通しのキーポイント

(1) 中国経済：過剰投資の調整を起点とした景気減速が継続

中国経済は、投資の抑制を起点とした減速傾向が続いている。7月の主な経済指標は、製造業PMI（国家統計局公表値）が5ヵ月ぶりに景気判断の節目となる50を割り込んだほか、投資が一段と減速するなど全般的に弱めの結果となった（第2表）。固定資産投資の業種別内訳をみると、過剰な生産設備を抱える鉱業や重工業などを中心に減速が続くなか、インフラ投資や不動産投資の拡大などが下支えする姿に著変はない（第1図）。地方別にみると、重工業への依存度が高い遼寧省や山西省などでは過剰投資の削減を背景に投資の落ち込みが目立つ一方、自動車やエレクトロニクス産業の集積、インフラ投資の拡大などがみられる中部・西部では高めの成長が続くなど、二極化が鮮明となっている。

第2表：中国の主な月次経済指標の推移

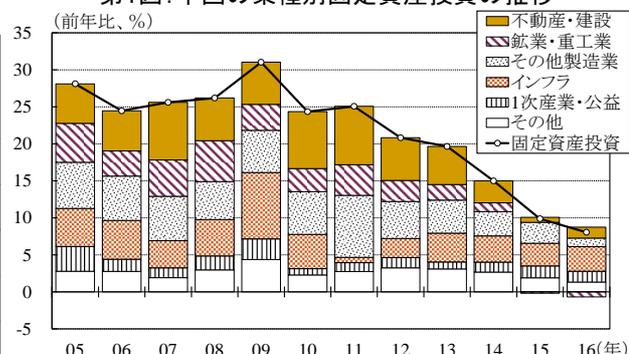
	2016年				
	3月	4月	5月	6月	7月
輸出(前年比、%)	9.4	▲3.5	▲5.5	▲4.9	▲4.4
輸入(前年比、%)	▲8.0	▲11.2	▲0.4	▲8.4	▲12.5
固定資産投資(都市部) (年初来、前年比、%)	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1
小売売上高(前年比、%)	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2
工業生産(前年比、%)	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0
製造業PMI	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9
非製造業PMI	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9

(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。

(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：中国の業種別固定資産投資の推移



(注)1. 『2016年』は7月まで。

2. 『鉱業・重工業』は、鉱業、石油精製、化学品、金属製品、非金属鉱物、鉄鋼、非鉄金属等。

3. 『インフラ』は、運輸・倉庫と水利・環境・公共施設。

(資料) 中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

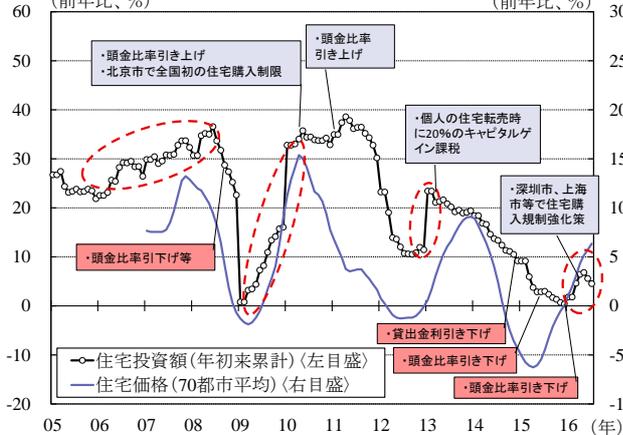
先行きを展望すると、過剰な資本ストックや債務の調整余地は依然大きく、重工業を中心とした投資の減速による景気下押しが続く見込みである。共産党は7月末に中央政治局会議を開催し、今年後半の経済政策運営について、適度な需要拡大を図りつつ「供給側改革」を推進する方針を強調した。まず過剰生産能力の削減については、今年の重点分野とされる鉄鋼業および石炭業における年間の削減目標に対する進捗率（7月末時点）が鉄鋼業47%、石炭業38%と芳しくないことが報告されている。このため政府は、年後半にかけて各地方・プラントレベルでの進捗管理や罰則強化などで本腰を入れる構えをみせており、重工業における投資の減速は強まる方向にある。また、不動産投資についても、上海や深圳などの一線都市に加え、南京、蘇州、合肥など二線都市の一部では住宅販売や投資の再活発化や価格高騰を受けて頭金比率規制の強化や住宅購入要件の厳格化などの過熱を抑制策の導入が広がりつつあり、結果として住宅販売・価格共にピークアウトの兆しが表れている。長い目でみれば人口流入に伴う需要増期待などが支えになるとみられるが、政府が一部の資産バブルへの警戒を強めていることも踏まえると、来年にかけて投資拡大ペースの鈍化をみておく必要がある（第2図）。

こうした過剰投資の調整による景気への下押しが続くなか、政府は企業のコスト低減やインフラ投資の拡大などを通じ、経済の安定を維持、サポートする方針である。具体的には、政府は今年5月、2012年から一部業種・地域で試行していた営業税から増値税への移行を全業種・全地域へ展開、これにより約5,000億元（GDP比0.7%pt）の企業の税負担軽減を見込んでいる。また、政府は今後3年間で総投資額4.7兆元（GDP比6.9%）のインフラ整備計画（既存の投資計画を含む）に加え、重工業への依存度が高く景気の低迷が目立つ東部の振興に向け、今後3年間で鉄道や高速道路、空港などのインフラ整備や産業振興等に総額1.6兆元を投じる計画を打ち出している。インフラ投資の財源としては、インフラ投資目的に昨年設立した「専項建設基金」^{（注1）}や「官民パートナーシップ（PPP）」の活用などが想定されているが、今年上半期における政府系銀行債の発行額が2兆元を超えたほか、上半期に着工したPPPプロジェクトの総投資額が約1兆元に達するなど、資金調達は概ね順調とみられる。加えて個人消費についても、過剰設備の削減に伴う重工業での雇用削減は続くと思われるものの、サービス業を中心に雇用・所得環境は総じて安定が見込まれることから引き続き景気の支えになると想定できる。社会保障制度の拡充や雇用対策に重点を置いた歳出配分なども個人消費のサポート材料と言えよう（第3図）。

景気の下振れリスクとしては、重工業を中心とした企業収益の悪化や債務不履行の増加、住宅バブルの崩壊などに伴う金融機関の不良債権の急増などが挙げられる。年初から7月末にかけての社債のデフォルトは、総額約250億元と昨年の2倍の規模に達している。6月末時点の社債発行残高（社会融資総量ベース、16.5兆元）からみればデフォルトの規模は限定的ながら、過剰な設備や債務の調整を進める過程での企業の資金調達環境の悪化や金融機関の与信コスト上昇等を通じた景気への悪影響には引き続き留意しておきたい。

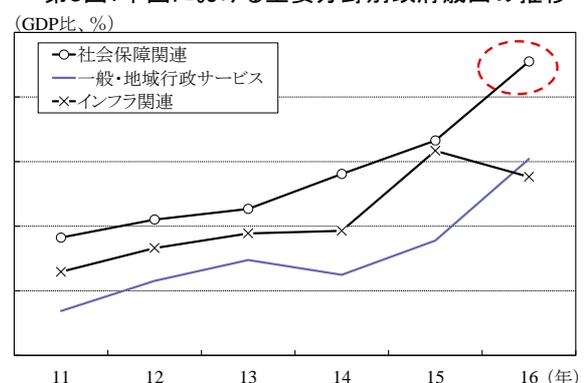
（注1）「専項建設基金」は国家開発銀行と農業発展銀行が発行する債券を郵政貯蓄銀行が引き受けることで資金調達を行う。

第2図：中国における住宅投資額と住宅価格の推移
（前年比、%）



（資料）中国国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室

第3図：中国における主要分野別政府歳出の推移
（GDP比、%）



（注）1. 2016年は1-6月期の実績を基に推計したものの。

2. 『社会保障関連』は、社会保障・雇用、医療・家族計画、住宅保障の合計。

3. 『インフラ関連』は、環境保護、農業・森林・灌漑、交通の合計。

（資料）中国財政部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

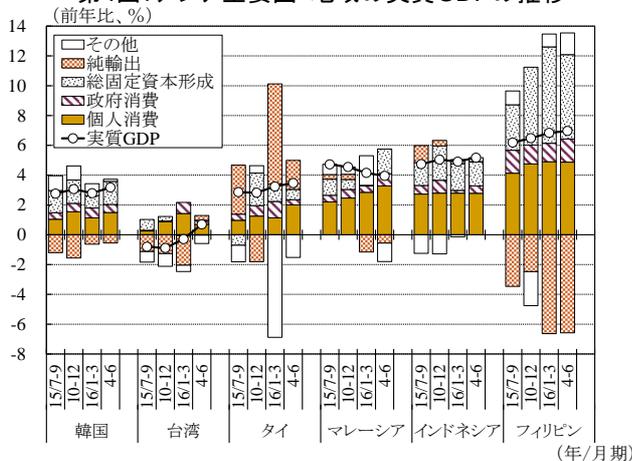
(2) その他アジア：底堅い内需に加え輸出の緩やかな持ち直しが徐々に景気を押し上げ

① 内需：雇用・所得環境の安定により消費が底強く金融・財政政策も内需をサポート

中国以外のアジアでは消費を中心に内需が底強く、景気を支えている（第4図）。まず、消費は安定した雇用・所得環境や物価の安定による実質購買力の改善により好調に推移している。また、各国政府が昨年より発表している景気刺激策による財政支出やインフラ投資の拡大なども内需のサポート要因となっている。実際、韓国やタイなどでは公共建設投資の拡大が民間投資の低迷をカバーしているほか、マレーシアやインドネシアなどでは建設投資が堅調に推移している。

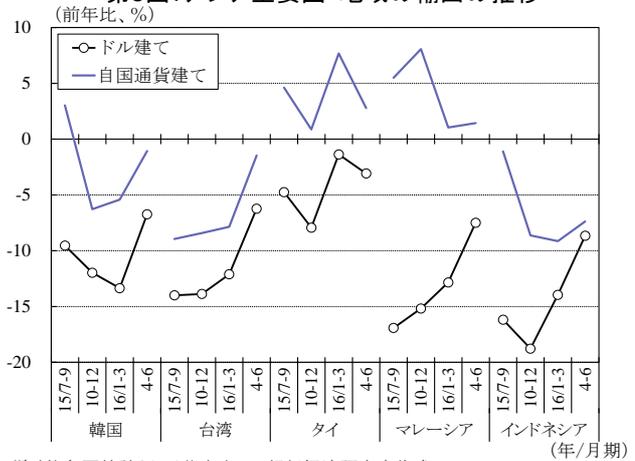
先行き、財政政策については引き続き計上済みの予算執行による内需下支えが見込まれるほか、財政黒字国である韓国やタイなどでは歳出増加の余地がある。財政赤字国であるマレーシアやインドネシアなどでは政府債務残高にも配慮し積極的な歳出拡大は望めないものの、規制緩和や手続加速などにより経済成長を後押しするとみられる。加えて緩和的な金融政策の継続も内需の支えとなろう。最近では韓国が政策金利を史上最低となる1.25%へ引き下げたほか、台湾（4四半期連続）やインドネシア（年初来4度目）、マレーシア（7年5ヵ月ぶり）が利下げを実施した。物価や通貨価値の安定により利下げ余地があることや米国の利上げペースが緩やかになる見込みであることから、各中銀は今後も景気に配慮した金融政策運営を続け得るとみられる。

第4図：アジア主要国・地域の実質GDPの推移



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：アジア主要国・地域の輸出の推移



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

② 輸出：足元で底入れの兆し、先行き先進国向けを中心に緩やかに持ち直す見込み

内需が底堅さを維持するなか、輸出は資源安や中国を中心とする新興国の需要減少などを背景に減少が続いている（第5図）。但し米国を中心とする先進国向け輸出が底強いことなどから足元にかけて減少幅は縮小傾向にある。また、マレーシアやタイでは通貨安により本国通貨建ての輸出額が前年比増加を維持しており企業収益の支えとなっている。先行き輸出は先進国需要の拡大に牽引され緩やかに持ち直し、輸出依存度の高いNIEsやタイ・マレーシアを中心に徐々に景気を押し上げよう。アジアの輸出のなかでも先行性の高い韓国や台湾では主力品目である電子機器・部品の在庫調整が進展しており、今後の輸出

持ち直しを示唆している。

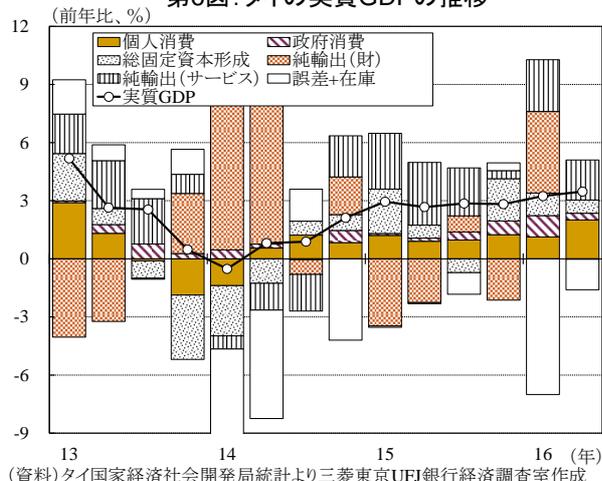
(3) タイ経済：内需刺激策などの下支えに加え、輸出の持ち直しが景気を押し上げ

タイ経済は他の ASEAN 諸国と比較して低めの成長が続いているが、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.5%と 2 四半期連続で加速した（第 6 図）。

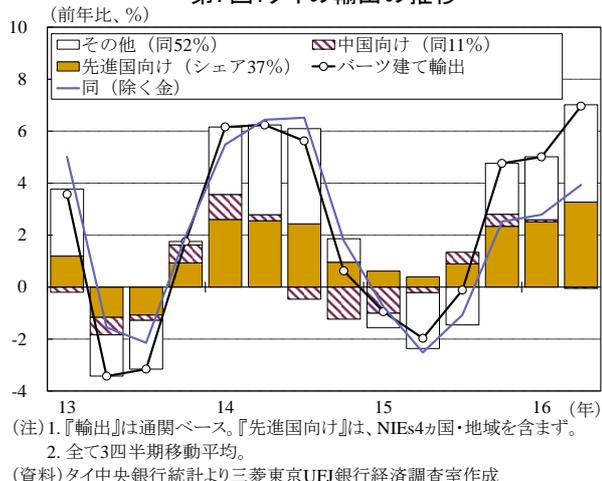
内訳をみると、公共投資が同+10.4%と引き続き二桁の伸びとなったほか、外国人来訪者数の増加を反映したサービス輸出の伸びが全体を支えた。また、政府による農家や低所得者向けの補助金や減税政策などを支えに個人消費が同+3.8%と 2013 年 1-3 月期以来の高い伸びとなり全体を押し上げた。他方、民間投資は企業収益の伸び悩みなどから勢いを欠いた。

先行きを展望すると、内需刺激策やインフラ投資の拡大、観光による景気下支えが続くなか、緩やかな輸出の持ち直しが徐々に景気を押し上げていく見通しである。まず内需については政府の内需刺激策の効果が継続するほか、空港や鉄道などのインフラプロジェクトが 2016 年下半年から 2017 年にかけて順次着工予定であり、引き続き景気の下支えが見込まれる。また、観光セクター（観光収入は GDP の 1 割の規模）では外国人来訪者数の伸びが続いており、7 月は同+10.9%と 4 ヶ月ぶりに二桁の伸びを示した。8 月に南部で発生した連続爆弾事件はその後広がりを見せおらず影響は限られるとみられ、政府の各種振興策もあり外国人来訪者数の伸びは維持される公算が大きい。輸出（パーツ建て）は全体を大きく押し上げている金を除いても米欧向けのエレクトロニクスや豪州向けの自動車の拡大を主因に増加基調を維持しており（第 7 図）、今後も全体の 4 割を占める先進国の需要拡大に牽引され緩やかに持ち直していく見通しである。さらに輸出の持ち直しを受けた企業の収益改善は、投資マインド回復や非農業部門労働者の所得改善を通じ、景気をサポートする要因となろう。

第6図：タイの実質GDPの推移



第7図：タイの輸出の推移



(福地 亜希、土屋 祐真、前原 佑香、中村 逸人)

V. オーストラリア

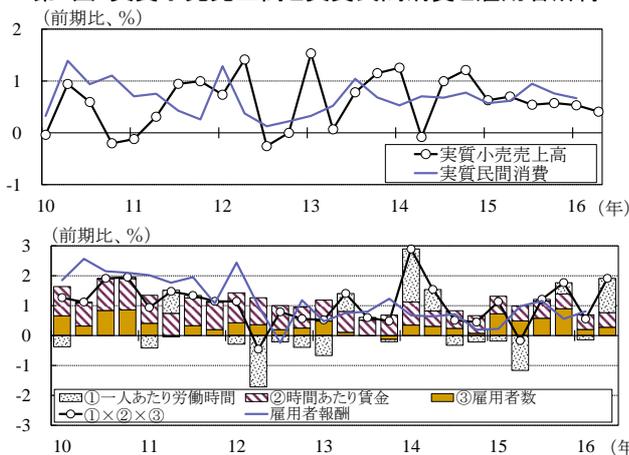
～景気は、個人消費を中心に緩やかな回復基調を辿る見通し～

1. 経済の現状

2016 年前半の豪州経済は底堅い消費と輸出の回復を背景に、高めの成長率を維持した模様である^(注1)。個人消費は、実質小売売上高ベースで 4-6 月期に前期比+0.4%増加した(第1図上段)。所得環境は比較的良好で、GDP 統計ベースの雇用者報酬が 1-3 月期に同+0.8%と増加したのに続き、4-6 月期についても雇用者数、時間あたり賃金、労働時間が共に増加している(第1図下段)。設備投資は、鉱業の投資減によるマイナスが続いている可能性が高いものの、輸出は、資源価格の先安感の後退や豪ドル安を受けた価格競争力の改善を背景に 4-6 月期は前年比で一段と加速した(第2図)。4-6 月期の実質 GDP 成長率は 1-3 月期が前期比+1.1%と高めであったことから一定の鈍化が見込まれるものの、景気は全般堅調に推移していると評価できる。

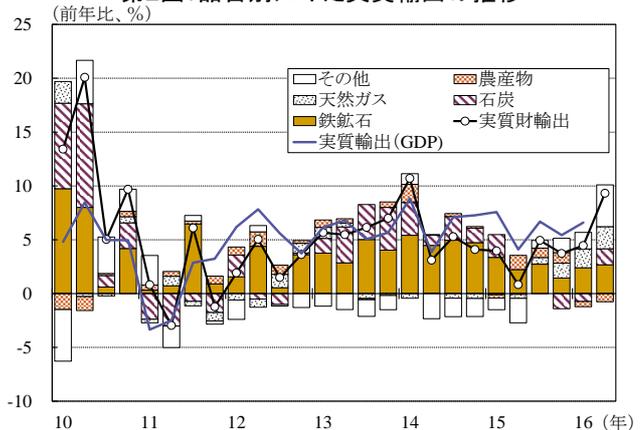
(注1) 4-6 月期の GDP 統計発表は 9 月 7 日の予定。

第1図: 実質小売売上高と実質民間消費と雇用者所得



(資料) 豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 品目別にみた実質輸出の推移



(注) 『実質財輸出』は、品目ごとの「輸出額」を「輸出物価指数」で除したものである。
(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

景気はこの先、鉱業セクターによる下押し圧力が弱まることもあり、引き続き緩やかな回復基調を辿る見通しである。実質雇用者報酬は、賃金が緩やかに増加するなか、低インフレと雇用増に支えられ引き続き増加傾向を辿ると見込まれる。個人消費は、こうした所得の拡大をベースに、家計のマインドの改善にも支えられ、堅調な推移が続くだろう。他方、設備投資は、生産能力調整による資源関連の投資減が 2017 年にかけて続くため、全体でも減少傾向を辿ると予想するが、資源価格の下げ止まりにより企業収益が回復するにつれ、減少幅は縮小に向かう見通しである。輸出については、これまでの豪ドル安の効果が数量の押し上げに寄与しよう。実質 GDP 成長率は 2016 年に前年比+2.6%となった後、2017 年は同+2.9%と若干の加速を予想する(第1表)。

第1表: 豪州経済の見通し

	2015年				2016年		2015年	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6			
実質GDP(前期比、%)	0.8	0.3	1.0	0.7	1.1	-	2.5	2.6	2.9
同(前年比、%)	2.3	2.1	2.7	2.9	3.1	-	-	-	-
消費者物価(前年比、%)	1.3	1.5	1.5	1.7	1.3	1.0	1.5	1.4	1.9
経常収支(億ドル)	▲105	▲134	▲170	▲174	▲143	-	▲584	▲586	▲527

(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

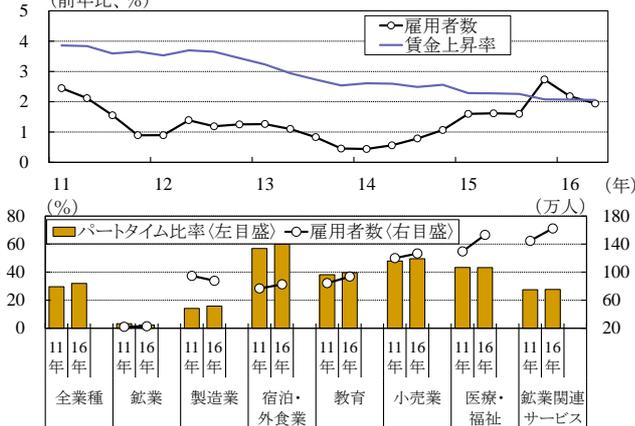
3. 見通し上のキーポイント

(1) 個人消費を支える雇用・所得環境の改善

雇用・所得環境の改善は引き続き個人消費の拡大をサポートしそうである。雇用者数の増加率はこのところやや縮小しているものの、小売業や宿泊・外食業などでのパートタイマーを中心に4-6月期は前年比+1.9%と高めの伸びを維持した(第3図)。また、賃金についても、パートタイム比率の上昇を主因に鈍化傾向にあったが、4-6月期は同+2.1%と前期並みの伸び率を維持しており、雇用者所得は雇用拡大と賃金上昇の両要因から堅調に推移しているといえる。

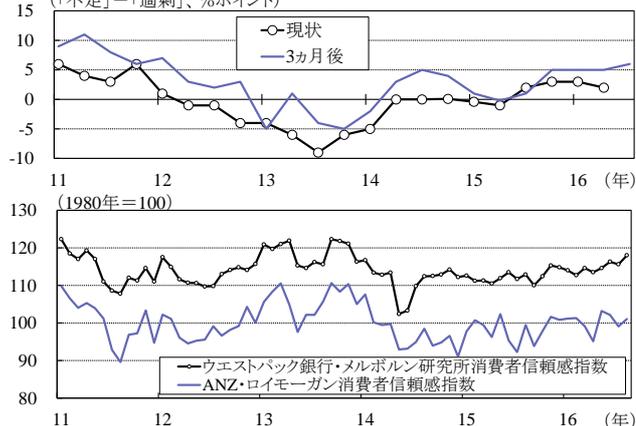
企業の雇用判断指数をみると、現状・先行き共に総じて雇用の不足感が強まる方向にあることから(第4図上段)、雇用環境の全般的な改善はこの先も続くと思込まれる。さらに、消費者マインドが改善方向にあることも考え合わせると(第4図下段)、個人消費を取り巻く環境は引き続き良好さを保つと想定される。

第3図: 雇用・賃金とパートタイム比率・雇用者数の推移
(前年比、%)



(注) 1. 『賃金上昇率』は、賞与を除く時間当たり賃金。
2. 『鉱業関連サービス』は、リース・不動産業、科学・専門、人材派遣業。
(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4図: 企業の雇用判断指数と消費者信頼感指数の推移
(「不足」-「過剰」、%ポイント)



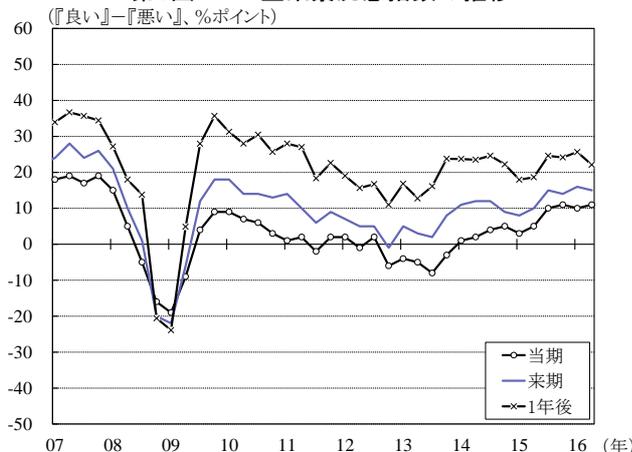
(資料) ロイモーガン・NAB統計、トムソン・ロイターより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 鉱業セクターが下押しする設備投資

鉱業セクターを中心とした設備投資の軟調は、豪州景気の下押し要因となっている。統計局の投資計画調査（5月）によれば、2016/17年度（2016年7月～2017年6月）の設備投資額は前年比▲14.6%と、鉄鉱石の過剰供給力削減を背景とした鉱業の投資減の影響により、大幅減が続く見込みである。もっとも、企業マインド面についてみると、4-6月期のNAB企業景況感指数は11%ポイントと、2013年をボトムに改善基調が維持されている（第5図）。来期、1年後の見通しについては、英国のEU離脱選択の影響などを受け足元で小幅に低下しているものの、水準はプラスを維持している。また、資源価格は持ち直しており、2桁台の前年比低下となっていた鉄鉱石価格は4-6月に前年比▲5%となった後、7-8月は同+9%とプラスに転じた。鉱業部門の収益悪化には早晚、歯止めがかかると見込まれる。

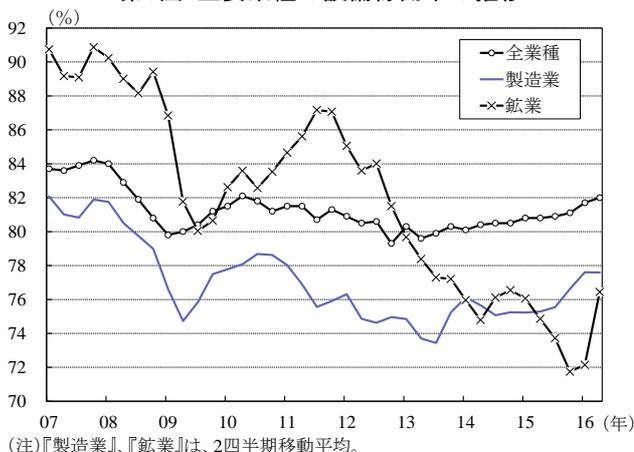
さらに、4-6月期の設備稼働率をみると、全業種平均で82.0%と前期の81.7%から上昇している（第6図）。業種別には、製造業で持ち直しているほか、鉱業でも水準は依然低いものの底入れの動きがみられる。実質設備投資は、収益環境が改善し稼働率が徐々に高まるにつれ、2017年に向け減少幅が縮小する公算が大きい。

第5図：NAB企業景況感指数の推移



(資料)NAB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：主要業種の設備稼働率の推移



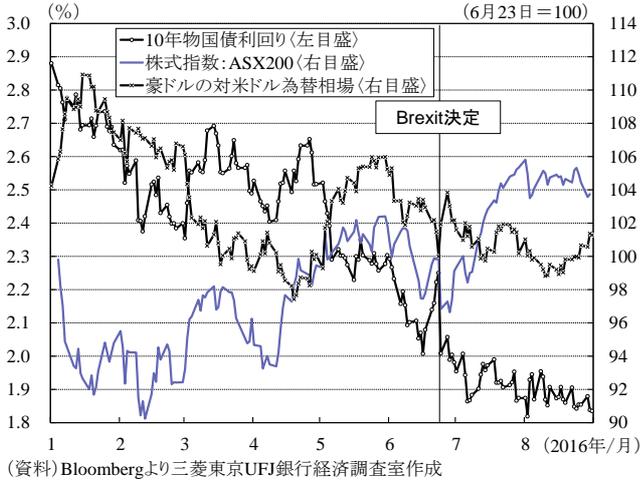
(注)『製造業』、『鉱業』は、2四半期移動平均。

(資料)NAB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) Brexit の影響

英国のEU離脱選択(Brexit)は金融市場に動揺をもたらした。豪州でも債券利回りや株価が急速に下落したほか、豪ドル高が進むなどの動きもみられたが、総じて短期に収束した（第7図）。また、英国の景気減速による影響も、英国向け輸出が全体の1.5%（2015年）と小さいことから、限定的と考えられる。もっとも、豪州と英国は歴史的繋がりが深く、英国向けの直接投資残高は2015年末時点で813億豪ドル（全体の15%）と米国向けに次ぐ規模となっている。主要企業の拠点戦略の動向を含め、豪州経済に与える中長期的な影響については引き続き留意が必要である（第2表）。

第7図：国債利回り・株価・為替相場の推移(2016年)



第2表：直接投資と輸出の構成(2015年)

輸出			直接投資		
国・地域名	金額 (億豪ドル)	シェア (%)	国・地域名	残高 (億豪ドル)	シェア (%)
中国	809	32.4	EU	1,118	20.6
日本	395	15.8	うち、英国	813	15.0
ASEAN	191	7.6	米国	1,052	19.4
韓国	177	7.1	ニュージーランド	605	11.2
米国	136	5.5	シンガポール	212	3.9
EU	127	5.1	ASEAN	164	3.0
うち、英国	37	1.5	中国	141	2.6

(注)『ASEAN』は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム、ブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマー。

(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

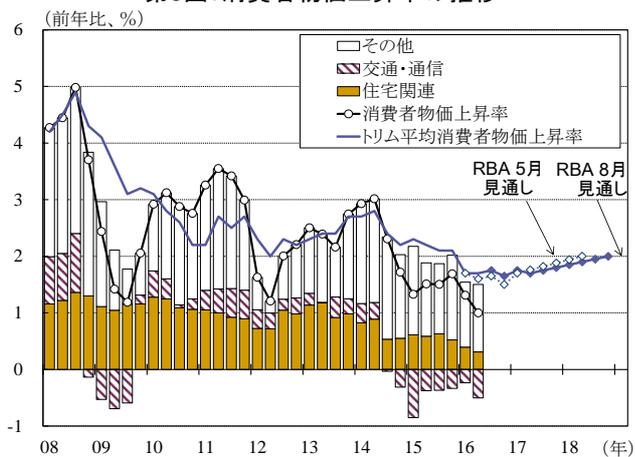
4. 金融政策・為替の動向

豪州連邦準備銀行（RBA）は、景気に顕著な減速感がみられない中で8月2日に政策金利を0.25%ポイント引き下げた。利下げは2011年以降断続的に行われており、今年に入ってから5月に続き2回目である。今回の利下げの目的には、景気回復ペースの維持とともに、インフレ目標レンジ（2%～3%）を下回る物価上昇率の底上げがある。消費者物価上昇率は4-6月期に前年比+1.0%と、家賃上昇率の鈍化やガソリン価格の下落などを受け2四半期連続で縮小した（第8図）。この先については、RBAが政策目標とするトリム平均の消費者物価上昇率が4-6月期に概ねRBAの予想に沿った動きとなったことや、目先の消費者物価上昇率が一次産品価格の持ち直しに伴い緩やかに回復する見込みであることから、政策金利が更に引き下げられる可能性は低いとみられる。

ただし、豪ドルの動向には注意が必要である。豪ドルは5月の利下げ実施前は上昇トレンドにあり、RBAは4月の声明文で豪ドル高に対する懸念を示していた。また、8月の利下げ実施前にも、米国の利上げ見通しが後退したことなどを受け、RBAが見通しの前提とする水準と比してやや高めであった（第9図）。RBAは、過度な豪ドル高は豪州景気の腰折れに繋がるという懸念を抱いているとみられ^(注2)、今後豪ドル高が過度に進んだ場合には追加緩和が実施される可能性は相応にあると考えられる。

(注2) 8月の声明文には「低水準の金利と2013年以降の豪ドル安は鉱業投資ブーム後の豪州経済において必要な調整をサポートし続けるものと期待されること、豪ドル高はこれを阻む可能性がある（Low interest rates and the depreciation of the Australian dollar since 2013 were expected to continue to support the necessary adjustments in the economy following the end of the mining investment boom, though an appreciating exchange rate could complicate this.）」との記述がある。

第8図: 消費者物価上昇率の推移



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

第9図: 豪ドルの為替相場の推移



(注)『RBAが景気見通しを前提とする為替水準』は、2016年5月発表の「RBA見通し」ベースであり、対ドル:0.75、TWI:62.5。
(資料) Bloomberg、豪州連邦準備銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(前原 佑香)

VI. 中南米

～ブラジルは最悪期を脱し、2017年の中南米は緩やかな持ち直しへ～

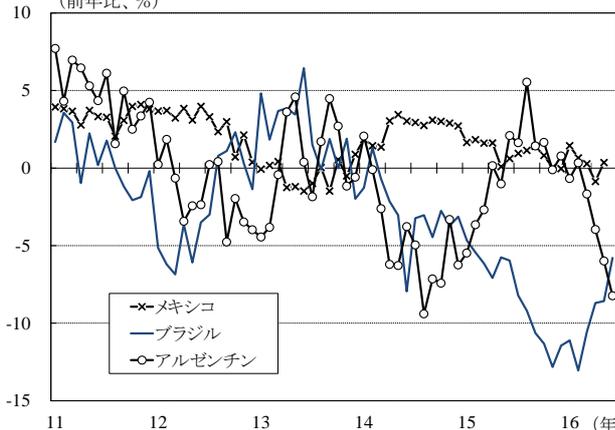
1. 中南米経済の概況

中南米主要7カ国（ブラジル、アルゼンチン、メキシコ、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー）の景気は、資源需要の低迷を受けて勢いを欠いている。しかし、後述するように、経済規模が7カ国中最大で全体の約4割を占めるブラジルに景気底入れの兆しが出てきた（第1図）。また、メキシコについては、足元で生産の鈍化がみられるが、比較的堅調な米国景気に助けられ、年内にも景気は再び回復に向かいそうである。

逆に景気悪化が続いているのはベネズエラとアルゼンチンである。特にベネズエラの景気悪化は深刻で、2016年の実質GDP成長率は前年比▲9%程度、消費者物価上昇率は同+500%弱になるとみられる。国民の経済的、政治的不満は高まっており、デモが頻発し警官隊と衝突するなど不穏な事態となっている。アルゼンチンは昨年政権が交代し、スタグフレーションが悪化している。2016年の実質成長率は同▲2.0%、消費者物価上昇率は同+40%程度になるだろう。前政権の無理な政策運営を修正するための避けられない調整と受け止められており現政権への批判となっていないことは救いだが、調整はこれから本格化するとみられる。

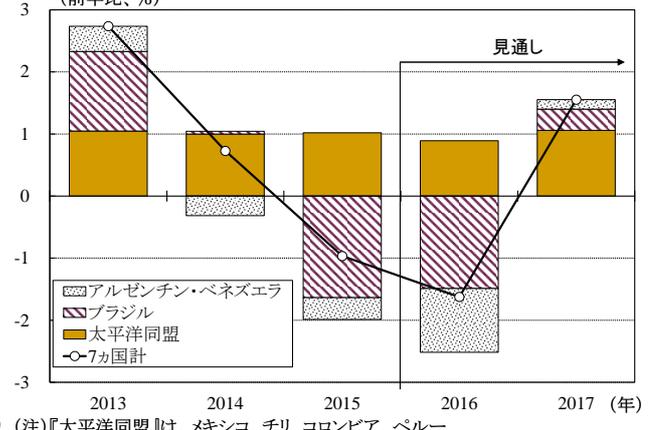
今後の中南米経済を展望すると、2016年の主要7カ国の実質GDP成長率は同▲1.6%と2年連続のマイナス成長となる見通しである（第2図）。一方、2017年については、一次産品価格の底入れを受けて景気への下押し圧力が徐々に緩和するとみられ、実質GDP成長率は同+1.6%と持ち直す見込みである。

第1図: 主要3カ国の鉱工業生産の推移
(前年比、%)



(資料) 各国統計より国際通貨研究所作成

第2図: 中南米7カ国の実質GDP成長率の推移
(前年比、%)



(注) 『太平洋同盟』は、メキシコ、チリ、コロンビア、ペルー。

(資料) 各国統計より国際通貨研究所作成

2. ブラジル

(1) 景気の現状

深刻な悪化が続いていたブラジル経済であるが、ようやく底入れの兆しが見え始めた。資源価格や通貨レアルが下げ止まる中、在庫調整の進展などを受け、鉱工業生産はマイナス幅が縮小しつつある（前頁第1図）。またルセフ大統領の職務停止は、人心一新を求める内外の投資家から歓迎された。こうした変化を背景に、企業や消費者のマインドも下げ止まってきている（第3図）。

政治はまだ混沌としているが、ルセフ大統領の弾劾手続きが国会で進行しており8月末にも上院本会議で最終票決が実施される予定である。現地の報道によると、反ルセフ陣営の票固めは進んでいるとみられ、弾劾は成立する公算が大きい。テメル暫定政権は中道政党と連立内閣を組み、歳出増加率の上限設定を提案するなど赤字削減に努力すると表明している。人事面でも、2000年代に中央銀行総裁としてインフレ抑制に貢献したメイレス氏を財務相に起用した。テメル政権が正式に発足すれば、先行きへの期待感が膨らむだろう。

しかし、中期的な景気の下押し圧力は残っている。住宅価格は4月に前年比▲9.4%と大きく下落している。前年割れとなるのはこれで13カ月連続であり、下げ止まり感もみられない。銀行貸出も伸びが鈍化している。6月は前年比+1.0%、企業向けに限ると5月から前年を下回り、6月は同▲2.2%となった（第4図）。不良債権比率もじりじりと上昇しており、今後、銀行が更に貸出に慎重になり実体経済の下押し要因となるリスクがある。6月に11.3%（全国ベース）まで上昇した失業率も景気にとって重石であり続けるだろう。

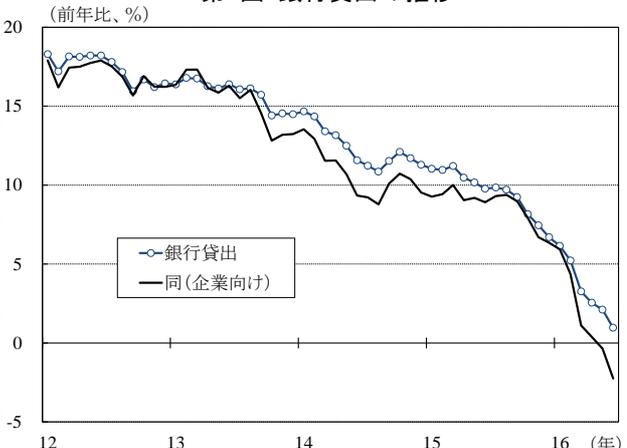
また、財政赤字の継続も懸念材料である。2014年以前の決算操作分を調整した結果、2015年の基礎的財政収支はGDP比▲4.2%に膨らんだ。2016年も景気悪化による税収減と社会保障関連の支出が増加するため、基礎的財政収支は同▲2.5%、2017年も同▲2.2%と赤字が続く見通しである。

第3図：消費者・企業のセンチメント指数の推移



(資料)ブラジル地理統計局統計より国際通貨研究所作成

第4図：銀行貸出の推移



(資料)ブラジル銀行統計より国際通貨研究所作成

(2) 見通し

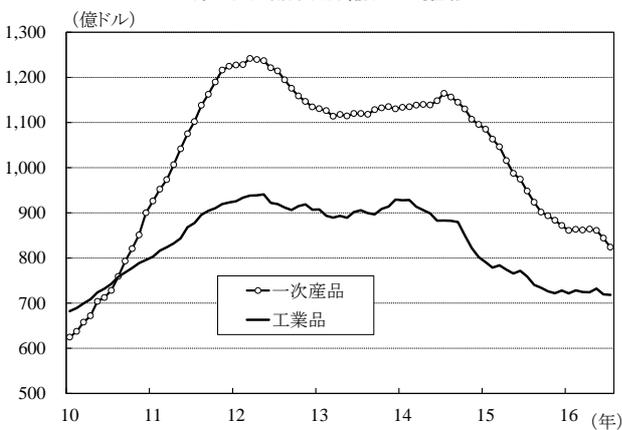
今後のブラジル経済を展望すると、短期的・循環的な持ち直しは見込まれるものの、最終需要の回復に力強さは出てこないと予想する。実質 GDP 成長率は、2016 年に前年比 ▲3.5% となった後、2017 年も同+0.8% と弱めの回復となるだろう。

まず、輸出は一次産品も工業品も依然として伸び悩みが続いている（第 5 図）。世界経済は全体として勢いを欠いており、この先も資源需要の急速な回復を期待できる状況ではない。また、個人消費も、雇用・所得環境の改善が見込み難いこと、住宅価格の下落が重石となることなどから低迷が続く見通しである。設備投資については、個人消費の停滞に加え、外需の回復も緩やかに止まることから、持ち直しは緩やかとなろう。財政状況は厳しく、一段の格下げを回避するため、大幅な歳出増は想定し難い。

政府は財政再建による信頼感の回復をテコに投資を呼び込むシナリオを描いているが、その前途には暗雲が漂う。懸念の背景にはブラジル特有の小党乱立がある。下院で最大議員数を誇る民主運動党（PMDB）でさえ、513 議席中 67 議席を持つに過ぎない。多数派工作には多くの政党の協力を取り付ける必要があり、現在の連立内閣も 11 政党の寄り合い所帯になっている。そのため連立内での大統領の指導力はどうしても弱くなりがちで、痛みを伴う改革は「総論賛成、各論反対」に陥り易い。現に、連立与党の中にテメル氏の財政赤字削減案を無条件に支持している政党は皆無である。有効な赤字削減案ほど審議の過程で骨抜きにされていく可能性があり、9 月以降の国会での審議には注意が必要である。

数少ない朗報はインフレの高進が峠を越えたことである。消費者物価上昇率は年初にピークをつけ、エネルギーと食料を除いたコア物価ベースでも加速が止まった（第 6 図）。年内にもブラジル銀行が利下げに向かう余地が出てきたとも言えるが、インフレ率は依然として高い。利下げ余地は自ずと限られ、また、利下げによる景気押し上げ効果もそれ程大きくならないと想定される。

第5図: 品目別輸出の推移



第6図: 消費者物価の推移



3. アルゼンチン

(1) 景気の現状

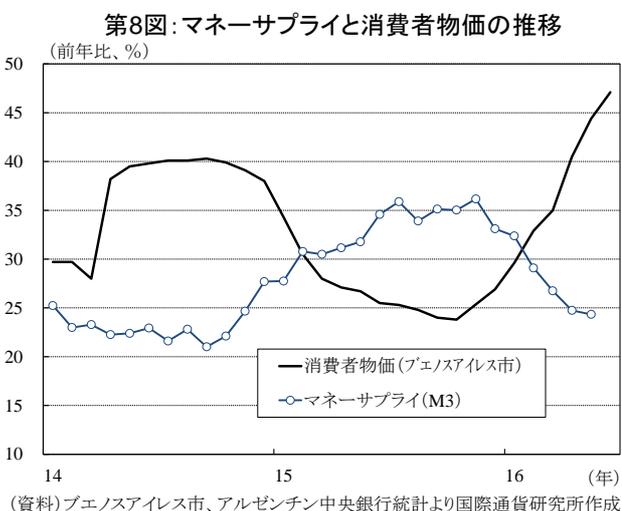
足元の景気は引き続き厳しい状況にある。2016年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+0.5%へ急減速した(第7図)。消費者物価上昇率(ブエノスアイレス市)は、2015年12月の新政権誕生後のペソの大幅切り下げや公共料金の引き上げを背景に、4月以降、前年比+40%を上回っている(第8図)。雇用環境も悪化しており、4-6月期の実質GDP成長率は前年比でマイナスに陥る可能性が高い。

なお、前政権下で改ざんの疑いが持たれていた経済統計の見直しが進み、改定値の公表が続いている。新旧の統計を比較すると2014年の実質GDP水準は約2割低下し、過去10年間の平均成長率も+5.0%から+3.8%へと切り下がった。不自然だった全国の消費者物価指数も一新されたが、過去分は未発表である。

(2) 見通し

本格的な調整は始まったばかりであり、アルゼンチンの景気後退は暫く続くだろう。2016年の実質GDP成長率は前年比▲2.0%、インフレ率は同+40%弱と、アルゼンチンは厳しいスタグフレーションに見舞われることになるだろう。

但し、マネーサプライの抑制が始まっていることに加え(第8図)、電気料金や公共交通機関の運賃など公共料金の引き上げは年内で一巡すると想定される。マクリ政権は、金融政策について、中央銀行の独立性を高めインフレ目標を導入する計画であるなど、総じてオーソドックスな政策運営への転換を進めている。インフレ率は2017年には同+25%にまで低下し、経済は徐々に安定に向かうだろう。ペソ安による輸出拡大効果に加え、最大の輸出先であるブラジルも緩やかながら持ち直しに向かうことから、2017年の実質GDP成長率は同+2.5%とプラスに転じる見通しである。もっとも、同国の外貨準備は300億ドル程度と輸入の6ヵ月分に止まっており、外的ショックに脆い経済である点には引き続き留意が必要である。

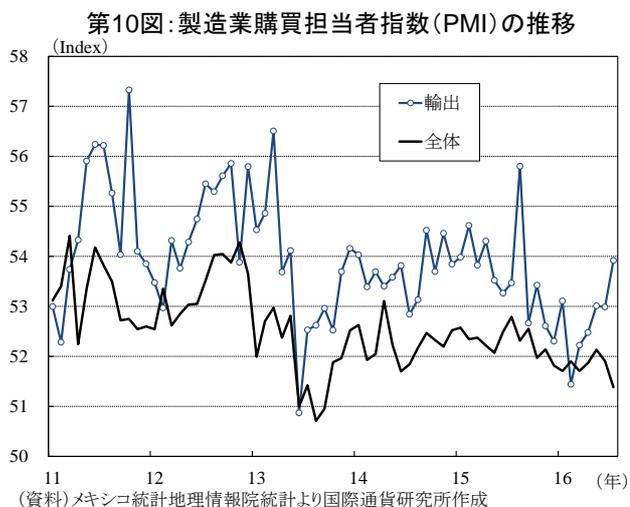


4. メキシコ

(1) 景気の現状

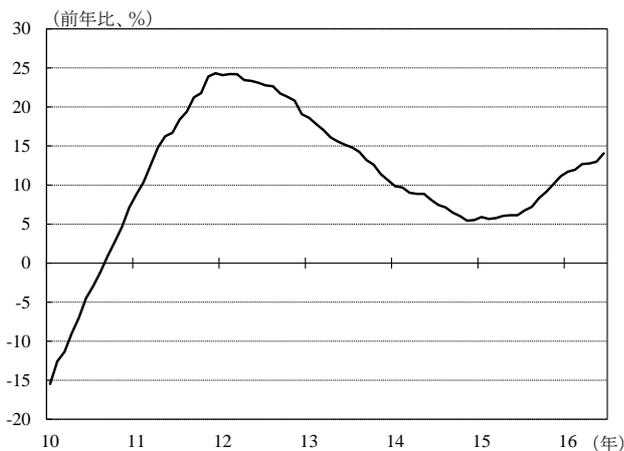
メキシコは 2016 年入り後も比較的堅調な景気拡大が続いていたが、米国の製造業生産の減速がやや遅れて波及してきている（第 9 図）。メキシコの製造業生産は 4-6 月期に前年比▲0.2%と減少に転じた。一方、商業や金融、不動産といった第 3 次産業は比較的堅調に推移し景気の下支え役となった。この結果、4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%、前年比+2.5%となった。

メキシコ経済は踊り場に差し掛かっていると考えられるが、停滞は一時的となろう。メキシコは対米依存度が高いため、米国景気が失速せず回復基調を維持する限り、総じて回復が見込める。実際、製造業購買担当者指数の輸出需要は足元で回復してきている（第 10 図）。また、生産減を受けた短期的な所得減少については、堅調な家計向け貸出がある程度バッファとなるだろう。家計向け貸出は昨年前半、前年比+6.0%前後まで鈍化していたが、その後は加速に転じており、6 月には同+14.1%となっている（第 11 図）。更には雇用情勢もまだ堅調といえる。正規雇用の増加ペースは、昨年前半の前年比+75 万人から今年 3 月には同+61 万人に鈍化したが、足元では同+65 万人まで持ち直してきた。



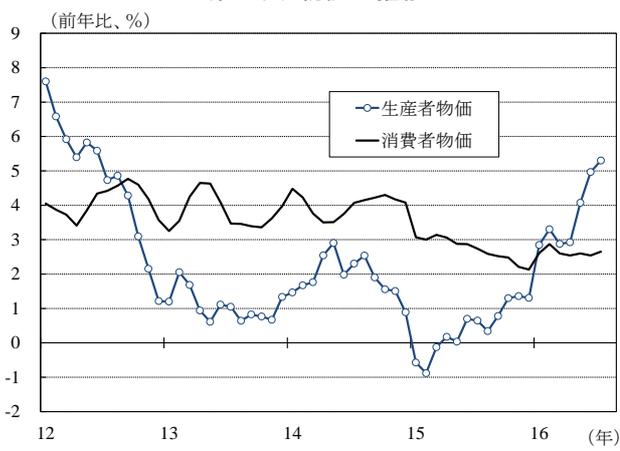
2016 年の消費者物価上昇率は、前年比+3%を下回る水準で安定している（第 12 図）。もともと、生産者物価は今年に入って顕著に上昇しており、エネルギー・食品を除くコア消費者物価の上昇率は足元でインフレ目標の中心である同+3.0%に達している。メキシコ銀行は、為替市場でペソ安が進行していることもあり 6 月末に今年 2 度目となる 0.5%の利上げを実施し、政策金利（翌日物貸出金利）を 4.25%とした。ペソ安が中期的なインフレ期待を高めてしまうことを警戒しての措置であったが、米大統領選の結果によっては、米メキシコ関係が悪化し一段のペソ安となるリスクもあり、11 月まで神経質な相場が続く可能性がある。

第11図：家計向け貸出の推移



(資料)メキシコ銀行統計より国際通貨研究所作成

第12図：物価の推移



(資料)メキシコ統計地理情報院統計より国際通貨研究所作成

(2) 見通し

メキシコ経済は、米国経済が内需主導で拡大を続ける見込みであること、海外からの直接投資も依然として旺盛であることから、早期に踊り場を脱する見通しである。実質GDP成長率は、2016年については前年比+2.2%へと鈍化するものの、2017年は同+2.6%へと緩やかに加速するだろう。なお、金融政策は米国に追随し引き締め方向となることが予想されるが、比較的早期に利上げが実施されてきたため、今後の利上げペースは緩やかに止まると予想している。

中南米経済の見通し総括表

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)	2015年 (実績)	2016年 (見通し)	2017年 (見通し)
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.5	0.8	9.0	7.0	5.5	▲ 589	▲ 180	▲ 200
メキシコ	2.5	2.2	2.6	2.7	2.8	3.3	▲ 324	▲ 330	▲ 350
アルゼンチン	1.8	▲ 2.0	2.5	16.5	38.0	25.0	▲ 159	▲ 100	▲ 130
中南米全体(注)	▲ 1.0	▲ 1.6	1.6	17.1	54.3	33.8	▲ 1,573	▲ 985	▲ 995

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

(資料) 各国統計より国際通貨研究所作成

(国際通貨研究所 森川 央)

Ⅶ. 原油価格

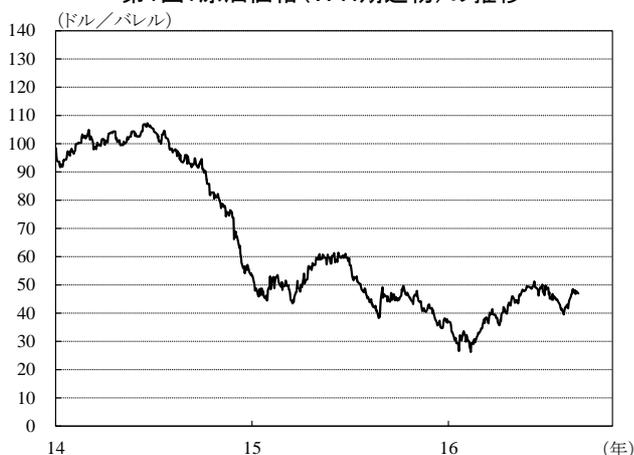
～原油価格は回復を続けるが、上値は重い～

1. 価格動向

原油価格（WTI 期近物）は 6 月初旬に 1 バレル＝51 ドル台と昨年 7 月以来の高値をつけた後、6 月 23 日の英国の EU 離脱を巡る国民投票を控えてリスク回避の動きが強まり、実際に離脱選択が判明した後も世界経済の先行き不透明感が増したことから、同 40 ドル台後半に軟化した。7 月に入り、米国の石油リグ稼働数やガソリン在庫の増加等の売り材料と、米国の堅調な雇用統計等の買い材料の綱引きの中で、WTI は同 45 ドル挟みで推移したが、同月末以降は原油の供給過剰感が広がる中、徐々に値を下げ、8 月 2 日には同 39 ドル台と 3 ヶ月半ぶりの安値となった。しかし、8 月 8 日、OPEC 非公式会合が 9 月下旬に開催されるとの発表を受けて生産調整への期待が強まり、WTI は再び同 40 ドル台後半にレンジを切り上げた（第 1 図）。

原油先物市場では、投機筋といわれるマネー・マネージャー（＝商品投資顧問や先物運用管理会社）のネット買い越しポジションは、7 月下旬以降の売りポジション拡大を受けて縮小したが、8 月半ばに OPEC 生産調整への期待から再び拡大に転じている（第 2 図）。

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：マネー・マネージャーのネット・ポジションと原油価格

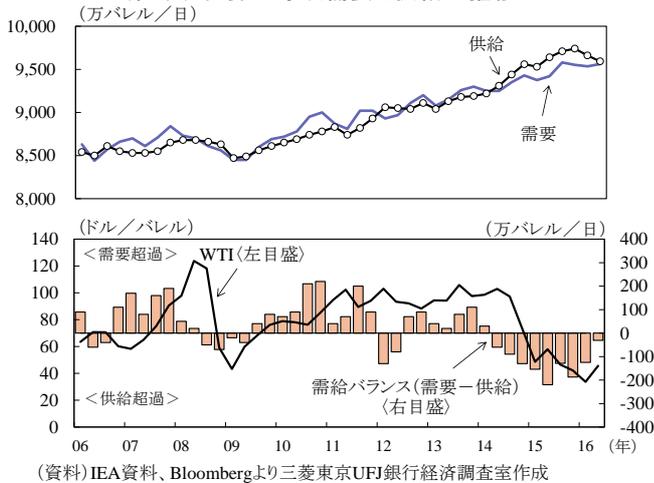


(注)マネー・マネージャーは、商品投資顧問や先物運用管理会社。1枚＝1,000バレル。
(資料)米商品先物取引委員会資料、Bloombergより、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

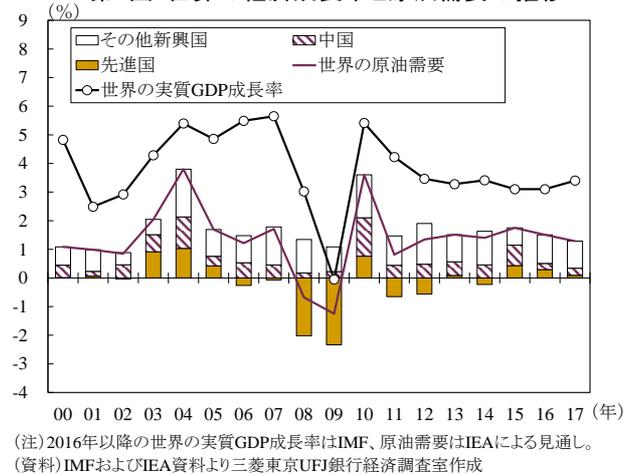
2. 需要・供給動向

世界の原油需給バランスは供給超過が続いているが、4-6 月期は非 OPEC の米国とカナダの供給減少を主因に、超過幅は大きく縮小した（第 3 図）。今後について、まず需要面では、新興国がインドと中国を中心に堅調な増加が見込まれる。一方、先進国でも、高水準だった前年に比べれば 2016 年は伸びが低下するものの、緩やかな景気拡大と原油安を背景に需要は底堅さを維持するとみられる。この結果、世界の原油需要は通年で緩やかな

第3図:世界の原油需要と供給の推移



第4図:世界の経済成長率と原油需要の推移

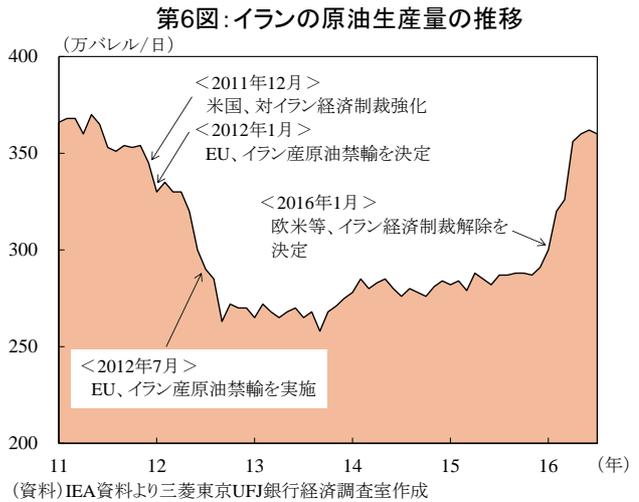
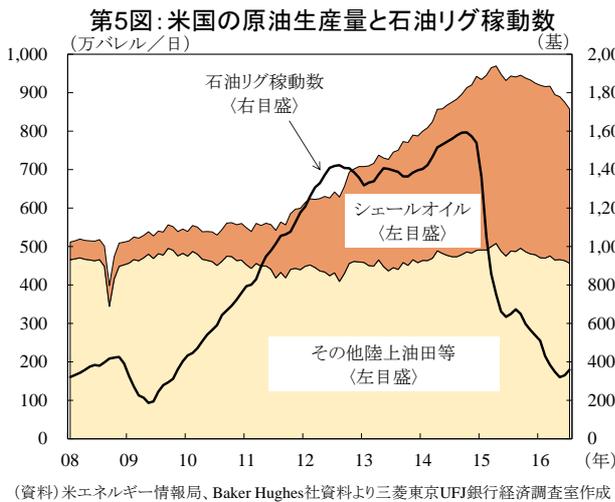


伸びが持続し、2017年についてもこうした姿に大きな変化はないとみられる（第4図）。

供給面をみると、非OPECについては、最大の焦点である米国のシェールオイル生産量は減少が続いている一方、石油リグ稼働数は6月に増加に転じている（第5図）。しかし、リグ稼働数は原油価格の動きに3~4ヵ月遅れる傾向があることを踏まえると、年内に再び減少に転じる可能性が高い。2017年にかけて原油価格の緩やかな回復を前提とすると、リグ稼働数も緩やかな増加にとどまり、新規発掘量も限られることから、シェールオイル生産量は基調としては減少が続くと予想される。また、カナダの原油生産量は、森林火災の影響で4-6月期に前期比82万バレル（日量、以下同）と大きく落ち込んだが、7月にほぼ回復しており、2016年通年でみた生産量は前年比小幅減少となる見込みである。

OPECについては、イランは1月の経済制裁解除に伴い増産しているが、4月以降の生産量は約360万バレルで頭打ちとなっている（第6図）。イランの生産能力（365万バレル）を踏まえると今後の増産余地は小さいとみられ、現状程度の生産水準を維持していくことになる。サウジアラビアも増産姿勢の下、足元では季節要因が加わって生産量は過去最高水準に達しており、イラクも増産基調にある。ナイジェリアやベネズエラのように国内事情で減産を余儀なくされている国もあるが、OPEC全体の7月の生産量は3,339万バレルと8年ぶりの高水準となっており、この先も生産量に大きな変化はないと想定される。

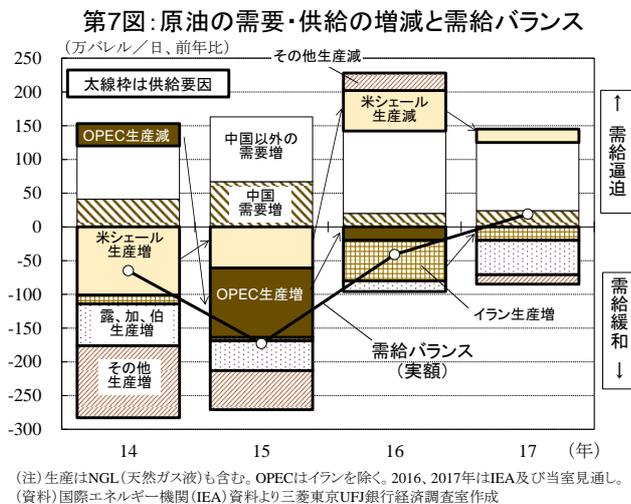
注目のOPEC非公式会合は、9月26~28日の国際エネルギー会議に合わせて開催される予定であり、4月会合で合意に至らなかった増産凍結協議がなされると見込まれている。イランは生産能力に近い水準まで増産していることから、凍結に合意する可能性は4月会合時に比べれば高まったとみられるが、サウジアラビアとイランの政治的緊張関係や各国の凍結水準を巡る思惑もあり、会合結果は予断を許さない。しかしながら、今後も、市場シェアを確保するために高水準の生産を維持するOPECの姿勢に大きな変化はないであろう。



3. 価格の見通し

2016年の世界の需給バランスは、供給超過自体は続くと思われるものの、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結果、需要増加と同程度の供給超過幅の縮小が見込まれる(第7図)。2017年については、2016年と同様にイランの小幅な増産と米シェールオイルの生産減少が打ち消し合う中で、カナダなど非OPECの生産拡大が需給を緩める要因となるとみられるが、世界経済の緩やかな回復を背景とした需要の拡大を受け、需給バランスは概ね均衡に向かうと予想される。原油価格は回復基調で推移すると見込まれるが、他方で米国の追加利上げ観測を背景に概ねドル高基調が続くとみられ、原油価格の上昇を抑制する要因となろう。2017年にかけて、WTIは各四半期の平均で45～52ドル台の上値が重い推移を予想する。

原油価格の見通し



	WTI(期近物) (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
2015/Q1	48.6	▲50.7%
2015/Q2	58.0	▲43.7%
2015/Q3	46.5	▲52.2%
2015/Q4	42.2	▲42.4%
2016/Q1	33.6	▲30.8%
2016/Q2	45.6	▲21.2%
2016/Q3	45	▲3.2%
2016/Q4	48	13.9%
2017/Q1	50	48.7%
2017/Q2	50	9.6%
2017/Q3	52	15.6%
2017/Q4	52	8.3%
2015年	48.8	▲47.5%
2016年	43	▲11.7%
2017年	51	18.4%

(注) 期中平均価格

(篠原 令子)

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 （次長 石丸）

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiro_ishimaru@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。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。