

経済マンスリー

【経済概況】

I. 日 本

～消費税率引き上げを前にアベノミクス効果が家計部門に波及～

II. 米 国

～回復基調が続く中、
FRB の金融政策は定性的ガイダンスに移行～

III. 西 欧

～景気は緩やかな持ち直しが続くも、
不良債権などの構造問題が重石に～

IV. ア ジ ア

～内需抑制策等により懸案の経常赤字は一旦改善～

V. 中 国

～金融問題が相次ぎ表面化するなか、
直近の経済指標は顕著に軟化～

VI. オーストラリア

～景気は緩やかに回復も、消費の持続性などに疑問～

VII. 原 油

～ウクライナ情勢緊迫への警戒が強まる～

I. 日本

～消費税率引き上げを前にアベノミクス効果が家計部門に波及～

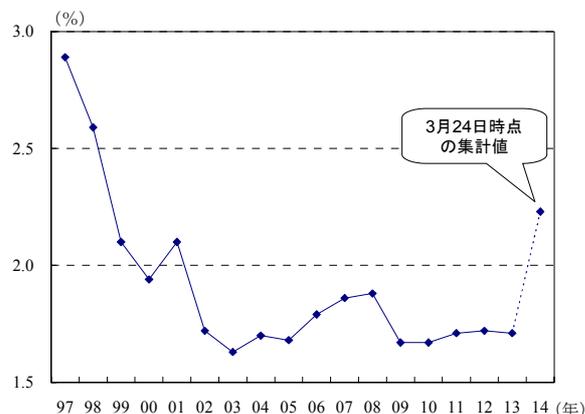
1. 実体経済の動向

アベノミクスの効果が拡がりを見せつつある。実体経済面では、企業収益の改善が続いており、2013年10-12月期の経常利益は前年比+26.6%と大きく増加した。そして、企業収益の改善は、賃金の引上げを通じて、家計部門に波及しつつある。今年の春闘では、多くの企業が前年を上回る賃上げを表明、連合の集計によると、3月24日時点の賃金引上げ率は2.2%と2013年実績を0.5%ポイント上回っている（第1図）。このまま行けば、1998年以来、16年ぶりの高い賃上げ率となりそうだ。

企業が賃上げを決断した背景には、財務状況の改善があると考えられる。損益分岐点比率を規模別にみると、大企業で顕著な改善がみられる他、中堅企業も緩やかに改善している（第2図）。もっとも、リーマン・ショック以前にも損益分岐点比率は足元並みの水準に低下していたが、賃上げ率は今回ほど高まらなかった。一方、今回は、労使の双方にインフレ期待が醸成されていたことに加え、政労使会議の開催や復興特別法人税の前倒し廃止等、アベノミクスの一連の取り組みが企業の収益増加と賃上げの好循環を後押ししたといえよう。

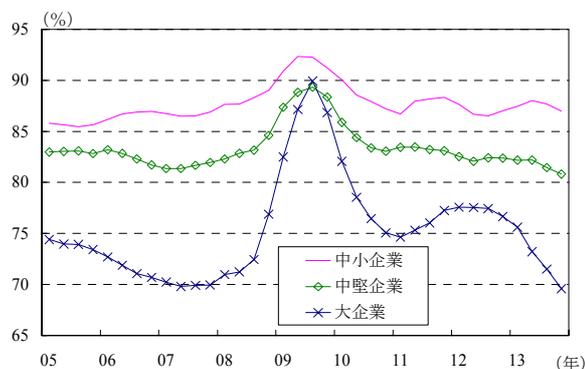
4月に消費税率引き上げを控え、駆け込み需要が顕在化している。帝国データバンクの調査によると、2月時点で、調査対象のうち28.6%の企業が駆け込み需要を実感しており、さらに21.5%が「現在はないが、今後駆け込み需要が出てくる」と見込んでいる。先行き、こうした駆け込み需要の反動や消費増税に伴う実質所得目減りによるマイナスの影響も懸念されるが、今春闘の結果は雇用者報酬の押し上げを通じて、一部を相殺することになるだろう。また、少なからぬ企業が、ベースアップ実施に踏み切っており、生涯賃金の増加期待に基づく、消費マインドの改善も期待される。

第1図：賃金引上げ率の推移



(資料)連合資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：損益分岐点比率の推移



(注) 中小企業は資本金1億円未満、中堅企業は資本金1億円以上10億円未満、大企業は資本金10億円以上。
(資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 金融政策・市場の動向

(1) 金融政策、長期金利

黒田総裁が就任して1年が経過したところで、「量的・質的金融緩和」策の効果波及度合いについて改めて整理した。同緩和策の導入時に、期待される波及ルートとして総裁自身が挙げた、『長めの金利や資産価格への働き掛け』、『期待の抜本的転換』、『ポートフォリオ・リバランス効果』を評価軸にすると、まず、『長めの金利や資産価格への働き掛け』については十分に効果を挙げているといえる（第1表）。10年物国債利回りは日本経済のファンダメンタルズが改善する中で0.6%程度の低水準を維持しており、株価は2割もの大幅な上昇を示している。『期待の抜本的転換』についても相応の効果が現れてきている。企業の中長期的な成長期待は緩やかながらも上昇に転じており、マーケットが織り込むインフレ期待も強まってきている模様だ。一方、『ポートフォリオ・リバランス効果』については今のところ限定的である。銀行・保険会社は全体で約19兆円、長期国債を売却しているが、対外証券投資の取得はほとんど拡大させていない。

(2) 為替

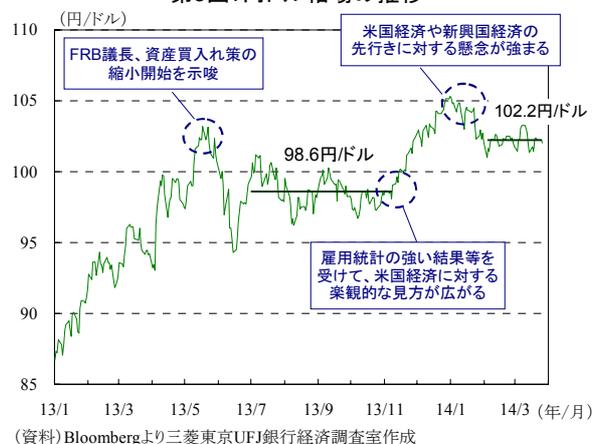
円ドル相場は、足元で1ドル102円前後の狭い範囲での推移が続いている（第3図）。年明け以降、雇用統計の弱い結果等を受けて米国経済の先行きに対する不透明感が広がったことに加え、中国を始めとした新興国経済に対する懸念の高まりを受けて、リスク回避的な円買い圧力が強まったことなどが背景にあるとみられる。もともと、同じように比較的狭いレンジで取引されていた昨年7月初めから10月末頃に比べると、円ドル相場の水準は4円弱、円安方向にシフトしている。ウクライナ情勢の混迷などもあり円高進展への警戒感根強いが、日米の金融緩和度合いの差は拡大方向にあり、緩やかな円安・ドル高基調自体に大きな変化はないと判断される。

第1表：黒田総裁就任時と現在の金融経済指標

		黒田総裁 就任時	現在	変化幅
長めの金利や 資産価格への 働き掛け	10年物国債利回り (%)	0.60	0.60	0.00
	日経平均株価 (円)	12,398	14,841	+2,443
期待の 抜本的転換	今後5年間の 実質経済成長率(%)	1.2	1.5	+0.3
	ブレイク・イーブン・ インフレ率(5年物、%)	1.4	2.2	+0.8
ポートフォリオ・ リバランス効果	銀行・保険会社の 長期国債残高(兆円)	496.4	477.2	▲19.2
	銀行・保険会社の 対外証券投資残高(兆円)	151.1	150.9	▲0.2

(注) 1. 『黒田総裁就任時』は2013年3月時点、『現在』は2014年2月時点
 (『ポートフォリオ・リバランス効果』関連の指標は2013年12月時点)。
 2. 『今後5年間の実質経済成長率』は、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」ベース。
 3. 『黒田総裁就任時』の『長期国債・対外証券投資残高』は、時価変動の影響を除いたもの。
 (資料) 内閣府・日本銀行統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：円ドル相場の推移



(宮城 充良、鶴田 零)

主要経済金融指標(日本)
2014年3月28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)

	2011年度	2012年度	2013年			2013年			2014年	
			4-6	7-9	10-12	10月	11月	12月	1月	2月
実質GDP成長率(前期比年率)	0.3	0.6	4.1 (1.2)	0.9 (2.3)	0.7 (2.6)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.3	0.1	1.0 (0.5)	0.6 (1.6)	0.2 (1.8)	▲0.4 (1.7)	0.5 (1.9)	▲0.3 (2.1)	1.0 (3.3)	
鉱工業生産指数	▲0.7	▲2.9	1.5 (▲3.1)	1.7 (2.3)	1.8 (5.7)	1.0 (5.4)	▲0.1 (4.8)	0.9 (7.1)	3.8 (10.3)	
鉱工業出荷指数	▲1.5	▲1.8	▲1.9 (▲3.5)	0.6 (1.6)	3.5 (6.4)	2.3 (6.3)	0.0 (6.6)	0.8 (6.3)	5.1 (9.0)	
製品在庫指数	12.1	▲2.7	0.4 (▲2.9)	1.2 (▲3.5)	▲2.5 (▲4.3)	▲0.3 (▲3.8)	▲1.8 (▲5.1)	▲0.5 (▲4.3)	▲0.9 (▲3.7)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	109.0	114.4	107.6 [111.5]	111.0 [116.4]	105.1 [117.7]	106.0 [117.7]	104.7 [117.7]	104.6 [117.7]	98.9 [113.2]	[110.3]
国内企業物価指数	1.4	▲1.1	0.7 (0.7)	0.8 (2.2)	0.2 (2.5)	▲0.1 (2.5)	0.0 (2.6)	0.3 (2.5)	0.2 (2.5)	▲0.2 (1.8)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲0.2	0.7 (0.0)	0.4 (0.7)	0.3 (1.1)	0.2 (0.9)	0.2 (1.2)	▲0.1 (1.3)	0.2 (1.3)	0.1 (1.3)
稼働率指数 (2010年=100)	97.9	95.4	96.6 [99.6]	98.3 [95.1]	100.0 [93.1]	99.6 [93.0]	99.1 [92.3]	101.3 [94.0]	107.3 [94.5]	[94.4]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	6.2	▲3.0	6.8 (6.4)	4.3 (9.6)	1.5 (13.3)	0.6 (17.8)	9.3 (16.6)	▲15.7 (6.7)	13.4 (23.6)	
製造業	5.9	▲10.1	5.6 (▲4.2)	9.8 (8.2)	0.6 (14.8)	▲0.2 (21.9)	6.0 (18.9)	▲17.3 (5.5)	13.4 (24.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	6.6	2.8	12.5 (14.1)	▲4.1 (10.4)	7.5 (12.4)	11.5 (15.1)	8.1 (15.1)	▲17.2 (7.6)	12.1 (23.1)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	6.7	▲6.0	▲0.2 (▲5.4)	0.4 (0.3)	5.7 (10.8)	9.3 (14.8)	▲3.2 (10.4)	0.8 (7.6)	13.8 (21.8)	
建設受注	7.1	2.4	(17.0)	(48.7)	(18.1)	(61.1)	(2.2)	(4.9)	(15.2)	
民需	3.7	2.6	(13.5)	(60.6)	(10.7)	(67.0)	(▲14.7)	(▲3.5)	(6.2)	
官公庁	22.7	5.3	(18.7)	(29.9)	(37.1)	(56.1)	(30.3)	(31.6)	(13.7)	
公共工事請負金額	▲0.5	10.3	(25.2)	(22.5)	(5.0)	(3.5)	(4.9)	(7.5)	(28.8)	(3.7)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	84.1 (2.7)	89.3 (6.2)	98.3 (11.8)	100.4 (13.5)	102.6 (12.9)	103.0 (7.1)	103.7 (14.1)	105.5 (18.0)	98.7 (12.3)	
新設住宅床面積	(2.5)	(4.8)	(11.6)	(13.0)	(13.8)	(9.4)	(15.2)	(17.1)	(10.5)	
小売業販売額	0.8	0.3	(0.7)	(1.2)	(3.0)	(2.4)	(4.1)	(2.5)	(4.4)	(3.6)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲1.2	1.6	▲1.9 (▲2.0)	▲0.3 (0.7)	▲0.2 (0.6)	0.3 (0.9)	▲0.2 (0.2)	▲0.4 (0.7)	1.6 (1.1)	▲1.5 (▲2.5)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.3	74.8	74.0 [74.4]	74.8 [74.1]	74.6 [74.5]	75.3 [74.2]	74.9 [74.9]	75.0 [75.1]	75.9 [76.1]	75.9 [77.3]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.8	▲0.3	2.5 (1.0)	0.7 (4.0)	1.6 (6.0)	1.1 (5.8)	1.0 (6.7)	▲0.2 (5.6)	0.8 (7.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲0.3	▲0.7	(0.3)	(▲0.4)	(0.4)	(▲0.1)	(0.6)	(0.5)	(▲0.2)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	52	107	33	43	49	46	53	48	55	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.68	0.82	0.90 [0.80]	0.95 [0.81]	1.01 [0.82]	0.98 [0.82]	1.01 [0.82]	1.03 [0.83]	1.04 [0.84]	1.05 [0.85]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.5	4.3	4.0	4.0	3.9	4.0	3.9	3.7	3.7	3.6
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.9	46.3	55.1 [47.3]	52.1 [43.0]	53.7 [41.6]	51.8 [39.0]	53.5 [40.0]	55.7 [45.8]	54.7 [49.5]	53.0 [53.2]
企業倒産件数 (実数、件数)	12,707 (▲2.7)	11,719 (▲7.7)	2,841 (▲9.1)	2,664 (▲8.8)	2,571 (▲11.0)	959 (▲7.3)	862 (▲10.5)	750 (▲15.7)	864 (▲7.4)	782 (▲14.6)

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)

	2011年度	2012年度	2013年			2013年			2014年	
			4-6	7-9	10-12	10月	11月	12月	1月	2月
通関輸出	▲3.7	▲2.1	(7.0)	(12.7)	(17.4)	(18.6)	(18.4)	(15.3)	(9.5)	(9.8)
価格	1.7	4.0	(10.5)	(12.1)	(12.5)	(13.6)	(11.5)	(12.4)	(9.7)	(4.2)
数量	▲5.3	▲5.8	(▲3.1)	(0.6)	(4.3)	(4.4)	(6.2)	(2.5)	(▲0.2)	(5.4)
通関輸入	11.6	3.4	(10.3)	(17.5)	(24.1)	(26.3)	(21.2)	(24.8)	(25.1)	(9.0)
価格	9.2	2.5	(12.1)	(18.2)	(18.4)	(18.7)	(17.2)	(19.1)	(15.9)	(9.6)
数量	2.2	1.0	(▲1.5)	(▲0.5)	(4.8)	(6.4)	(3.4)	(4.7)	(8.0)	(▲0.5)
経常収支(億円)	76,180	43,536	17,287	13,523	▲13,593	▲1,279	▲5,928	▲6,386		
貿易収支(億円)	▲34,698	▲68,921	▲19,624	▲27,452	▲35,588	▲10,919	▲12,543	▲12,126		
サービス収支(億円)	▲18,265	▲25,417	▲3,334	▲4,116	▲6,561	▲3,137	▲1,100	▲2,324		
資本収支	29,618	▲49,201	23,052	▲7,458	28,777	4,073	6,443	18,261		
外貨準備高(百万ドル)	1,288,703	1,254,356	1,238,713	1,273,446	1,266,815	1,276,751	1,275,352	1,266,815	1,277,058	1,288,206
対ドル円レート(期中平均)	79.05	83.08	98.74	98.94	100.45	97.85	100.03	103.46	103.94	102.13

3. 金融

	2011年度	2012年度	2013年			2013年			2014年	
			4-6	7-9	10-12	10月	11月	12月	1月	2月
無担保コール翌日物金利	0.077	0.083	0.073	0.073	0.072	0.070	0.073	0.074	0.073	0.077
			[0.078]	[0.085]	[0.084]	[0.085]	[0.086]	[0.082]	[0.083]	[0.087]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.331	0.312	0.228	0.228	0.220	0.221	0.220	0.220	0.220	0.212
			[0.333]	[0.327]	[0.318]	[0.326]	[0.318]	[0.308]	[0.292]	[0.269]
新発10年国債利回り (末値)	1.050	0.760	0.772	0.732	0.642	0.590	0.600	0.735	0.620	0.580
			[0.848]	[0.780]	[0.757]	[0.775]	[0.700]	[0.795]	[0.740]	[0.665]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.269	1.184	1.153	1.125	1.102	1.124	1.114	1.102	1.096	
			(▲0.031)	(▲0.028)	(▲0.023)	(▲0.001)	(▲0.010)	(▲0.012)	(▲0.006)	
日経平均株価 (225種、末値)	10,084	12,398	13,677	14,456	16,291	14,328	15,662	16,291	14,915	14,841
			[9,007]	[8,870]	[10,395]	[8,928]	[9,446]	[10,395]	[11,139]	[11,559]
M2平残	(2.9)	(2.5)	(3.5)	(3.8)	(4.2)	(4.1)	(4.4)	(4.3)	(4.3)	(4.0)
広義流動性平残	(0.2)	(0.5)	(2.6)	(3.5)	(4.4)	(4.2)	(4.5)	(4.5)	(4.4)	(4.0)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(▲0.1)	(0.9)	(1.8)	(2.0)	(2.2)	(2.0)	(2.2)	(2.3)	(2.2)
	銀行計	(▲0.1)	(1.1)	(2.1)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.4)
	都銀等	(▲1.8)	(▲0.2)	(1.6)	(1.9)	(1.8)	(1.7)	(1.8)	(2.0)	(1.8)
	地銀	(1.9)	(2.9)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.1)	(3.3)	(3.4)	(3.5)
	地銀II	(1.1)	(0.8)	(0.6)	(0.7)	(2.0)	(1.9)	(2.0)	(2.1)	(2.4)
実質預金 +CD (平残)	信金	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.2)	(0.1)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.8)
	3業態計	(2.7)	(2.2)	(3.8)	(3.8)	(3.9)	(3.9)	(4.0)	(3.8)	(4.1)
	都銀	(1.9)	(1.8)	(4.1)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.7)	(3.5)	(3.2)
	地銀	(3.7)	(2.8)	(4.0)	(4.5)	(4.5)	(4.4)	(4.6)	(4.4)	(4.1)
			(2.8)	(1.8)	(1.5)	(2.1)	(3.2)	(3.1)	(3.3)	(2.9)

(注) 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、保証事業協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

II. 米国

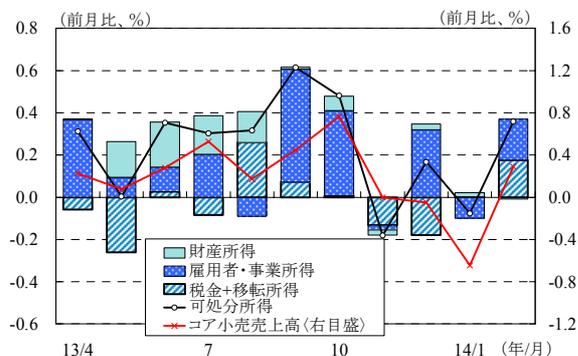
～回復基調が続く中、FRBの金融政策は定性的ガイダンスに移行～

米国経済は、総じて、緩やかな回復基調を維持している。2月の鉱工業生産は、天候要因の一巡もあり、前月比+0.6%と2ヵ月ぶりに増加した。また、2月の小売売上高は、医療関連の公的給付による所得の一時的押し上げもあり、小幅ながら、3ヵ月ぶりに前月比でプラスに転じた（第1図）。3月の消費者信頼感指数も前月比+4.0ポイント改善し、2008年1月以来の高水準となった。現状判断は幾分弱含んだものの、先行きの景気や雇用の見通しの改善が全体の押し上げ要因となった。

一方、これまで米国の景気を牽引してきた住宅市場には、拡大ペースに鈍化の動きもみられる。2月の新築一戸建て住宅販売は、前月比▲3.3%の年率44万戸と昨年9月以来の低水準となり、2月末時点の在庫は18.9万戸と、2010年12月以来の高水準となった。住宅販売の不調は、悪天候の影響も考えられるが、住宅ローン需要の減退にみられるように、金利の上昇が抑制要因となっている面もある（第2図）。

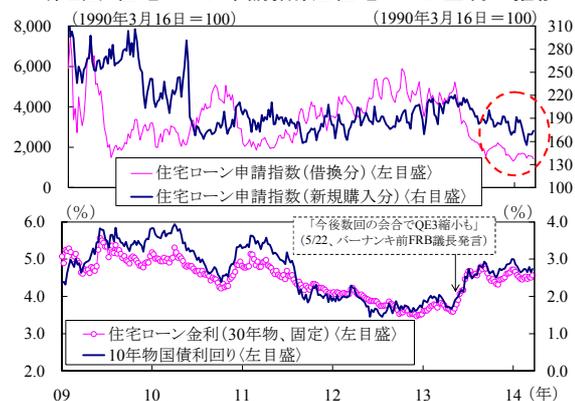
こうしたなか、3月18-19日開催のFOMCでは、一段の資産買入額の減額が決定された（4月以降、月550億ドル）。また、政策金利についても、これまで「異例の低金利解除の一条件」とされてきた失業率の閾値6.5%が削除され、フォワードガイダンスは「完全雇用やインフレ目標2%の実現に向け、関連指標を参考にしながら、総合的に判断する」と、より定性的な内容に修正された。加えて、イエレン新議長が記者会見でQE3終了から利上げまでの時期について「6ヵ月程度」と発言したことなどから、利上げ時期の前倒し観測も一部で浮上している。但し、イエレン新議長は同時に、利上げは経済情勢次第であることや、インフレ率が長期にわたって2%を下回るような場合には政策金利の据え置きが続くことも示唆している。米国の経済成長率は少しずつ高まると予想されるが、住宅市場の回復は低金利に支えられている面があるほか、労働市場等もまだ万全ではないことから、利上げ開始時期は現時点での市場参加者の予想より後ずれする可能性もみておく必要がある。

第1図：可処分所得と小売売上高の推移



(注) 可処分所得は1ヵ月先行。コア小売売上高は、自動車、ガソリン、建材・園芸用品を除くベース。
(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：住宅ローン申請指数と住宅ローン金利の推移



(資料) 米国抵当銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(宮城 充良、福地 亜希)

III. 西欧

～景気は緩やかな持ち直しが続くも、不良債権など構造問題が重石に～

欧州経済は緩やかな持ち直しが続いている。ユーロ圏では昨年 10-12 月期までに、ギリシャを除くほぼ全ての国がプラス成長に回帰した。また、周縁国の金融市場は引き続き安定している。各国の国債利回りは一段と低下し、とりわけスペインの 10 年債利回りは足元 3.3%台と、約 8 年ぶりの低水準で推移している。このほか、ギリシャやポルトガルの利回りも 2010 年前半の水準まで回帰するなど、大規模な混乱に至るまでの距離は一先ず確保された格好である。もっとも、回復の中身をみると、輸出の持ち直しによる循環的な要因が大きく、持続的な成長局面に移行したとまではいえない状況である。こうした状況は特にスペインやイタリアで顕著であり、両国銀行の不良債権比率は上昇が続いている。スペインの不良債権比率を業種別にみると、不動産関連業種のみならず、製造業や卸・小売業といったより実体経済に近い業種でも上昇が止まっていない（第 1 表）。今後のユーロ圏経済は緩やかな回復が続くとみられるものの、財政緊縮や銀行の不良債権増加等の構造問題が、欧州周縁国を中心とした成長力を中長期的に抑制するとみられる。

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は 3 月の定例理事会において時間軸政策の強化を確認した一方で、追加緩和を見送った。ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP 総合）は 2 月も前年比+0.7%と、ECB の目標である 2%近くを大きく下回っている。ドラギ総裁が指摘するように、足元のインフレ率低下の背景として、エネルギー価格の下落やユーロ高による輸入価格の下落が少なからず寄与していることは確かである。しかしながら、下落品目の比率をみると、サービス部門では 1 割以下にとどまっているが、エネルギー以外の工業部門では 3 割強に達している。また、各国の雇用者報酬の伸び悩みが続くなか、物価に上昇圧力がかかる状況にはないことから、ドイツやフランスなどの主要国においてもデフインフレ状態が長期化する虞がある（第 1 図）。

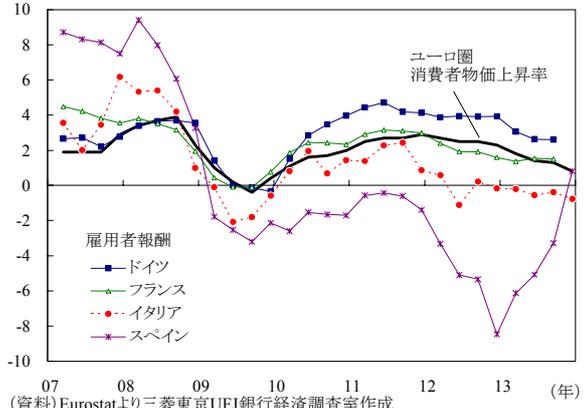
第1表:スペインの業種別不良債権比率

業種(ウェイト)	08 年末	12 年末	13年			12年末 との差
			Q1	Q2	Q3	
建設業 (10.6)	5.0	26.6	25.5	30.1	32.1	5.5
内、商業不動産 (7.2)	5.4	31.6	31.2	36.4	38.4	6.7
サービス業 (56.3)	3.9	17.1	17.0	18.7	20.8	3.7
内、不動産 (35.5)	6.1	29.1	29.3	30.9	33.6	4.5
内、卸・小売 (5.3)	2.7	10.7	11.3	13.0	14.1	3.3
鉱工業 (8.0)	2.1	9.4	10.2	11.9	13.1	3.6
内、製造業 (7.2)	2.6	13.1	14.2	16.5	18.0	4.9
住宅ローン (15.5)	2.3	3.8	3.9	4.8	5.0	1.2
その他 (9.6)	4.0	7.6	8.6	8.1	8.9	1.3
合計 (100)	3.3	10.6	10.6	11.7	12.8	2.2

(注)ウェイトは不良債権額に占める比率。

(資料)スペイン中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図:ユーロ圏の消費者物価と主要国の名目雇用者報酬
(前年比、%)



(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、大幸 雅代)

IV. アジア

～インド・インドネシア：内需抑制策等により懸案の経常赤字は一旦改善～

今年1月の米国量的緩和（QE）縮小開始に続くアルゼンチンショック、2月以降のロシア・ウクライナ情勢の悪化、そして3月のイエレンFRB議長の発言を受けた米国の早期利上げ観測の台頭など様々な外的要因にもかかわらず、アジアの金融市場は比較的安定を保っている。とりわけ、ブラジル、トルコ、南アフリカと並んで「フラジャイル5」と称されたインド、インドネシアの1月下旬以降の株価・為替の上昇率は他国に比べ大きい（第1表）。金融市場の安定を受け、インドネシアのハティブ財務相は、3月10日に「フラジャイル5」からの脱却を宣言した。

インド及びインドネシアの金融市場安定化の背景には、通貨安の主因とされてきた経常赤字（貿易赤字）が改善に向かっていることがある。貿易収支の中身をみると、海外需要が緩やかに持ち直すなか、通貨安や資源価格の下落幅縮小などを背景にした輸出の回復も寄与しているが、輸入減少の影響がより大きい（第1図）。輸入減少の背景には、金融引き締めによる内需の減速に加え、金や奢侈品などの輸入規制など政策対応が奏功していることがあるようだ。また、経常赤字と並んで通貨安の一因とされたインフレも、内需抑制策により沈静化しつつある。

対外バランスの改善は、金融市場安定化などの点では政府・中銀の狙い通りと言えるものの、例えば内需抑制策は一方で、国内の実体経済を犠牲にすることともなり得る。仮に経常収支の更なる改善を目指して内需抑制策をとり続ける場合、景気の減速がより深まっていく虞がある。これを避けるには、経常収支の抜本的な改善、具体的に継続的な補助金削減による過剰消費の抑制や投資増加による供給力の拡大などが不可欠であろう。いずれも、政治的な決断が求められるところ。折しも、4～5月に総選挙を控えたインド、インドネシアでは改革機運が高まっており、この追い風を生かすことが持続成長の鍵を握ると考えられる。

第1表：新興国の為替・株価と経常収支、消費者物価、政治イベント

	株価		為替		経常収支 (名目GDP比、%)		消費者物価 上昇率 (前年比、%)	政治イベント
	QE縮小 示唆後 最大騰落率	アルゼンチン ショックへ 現在	QE縮小 示唆後 最大騰落率	アルゼンチン ショックへ 現在	2012年4Q	2013年4Q	直近月	
インドネシア	▲20.8	6.4	▲14.8	3.8	▲3.6	▲2.0	7.7 ↓	4月、7月：議会・大統領選挙
インド	▲3.4	5.1	▲25.5	6.0	▲7.0	▲0.9	8.1 ↓	5月：総選挙
タイ	▲24.9	3.1	▲10.7	1.0	2.0	5.5	2.0 ↓	時期未定：下院再選挙
マレーシア	▲0.9	2.5	▲10.8	1.2	9.4	6.1	3.5 ↑	-
フィリピン	▲22.0	2.0	▲10.1	0.6	4.2	5.0	4.1 ↑	-
ベトナム	▲5.6	5.3	▲0.7	▲0.1	5.8	-	4.4 ↓	-
ブラジル	▲20.3	3.9	▲19.1	5.8	▲3.5	▲3.7	5.4 ↓	10月：選挙・大統領選挙
トルコ	▲34.3	4.1	▲26.3	6.4	▲5.0	▲7.6	7.9 ↑	3月、8月：地方・大統領選挙
南アフリカ	5.4	4.6	▲18.2	4.6	▲5.4	▲5.0	5.9 →	5月：総選挙
アルゼンチン	33.3	11.7	▲52.6	0.0	▲0.1	▲0.4	10.9 ↑	-

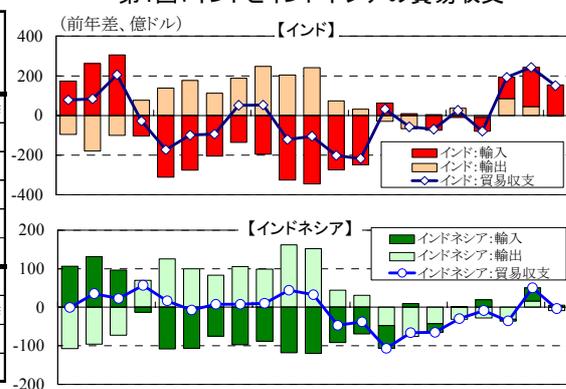
(注)1. 「QE縮小示唆」は、2013年5月22日、「アルゼンチンショック」は、2014年1月23日を基準日とする。「現在」は、2014年3月27日。

2. 経常収支：ベトナムは2012年値。消費者物価上昇率：↑は加速基調、↓は鈍化基調。

3. 色付き部分は、株価・為替：アルゼンチンショック以降大幅（3%以上）に上昇、経常収支：改善したことを示す。

(資料) Bloomberg、各国統計、各種報道資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：インドとインドネシアの貿易収支



(注)2014年1-3月期は、インドは1月実績、インドネシアは1-2月実績。

(資料) インド商工省、インドネシア中央統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、前原 佑香)

V. 中国

～金融問題が相次ぎ表面化するなか、直近の経済指標は顕著に軟化～

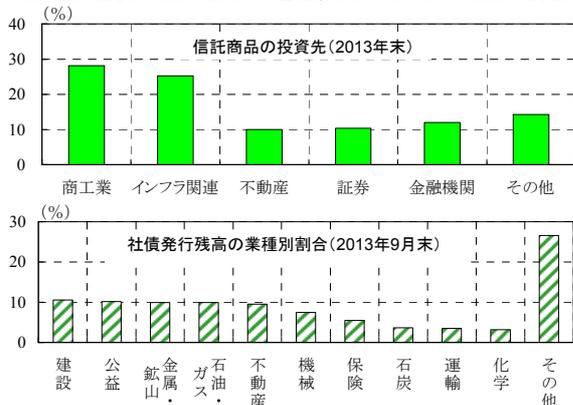
足元の中国経済は、減速感が強まっている。直近1-2月平均の月次経済指標をみると、工業生産が前年比+8.6%（昨年12月同+9.7%）、固定資産投資（都市部）が同+17.9%（1-12月同+19.6%）、小売売上高が同+11.8%（12月同+13.6%）と軒並み上昇率が大きく鈍化。背景として、①不安定な金融面からの景気抑制的な動き、②地方政府の高成長志向の一部是正、③価格抑制策を受けた住宅市場の増勢鈍化、④綱紀粛正による（高額）消費抑制の継続、⑤大気汚染深刻化による冬場の工場操業抑制、などが指摘できよう。これらが合い混じり、広範な景気減速をもたらしているようだ。

うち①については、1月下旬と2月中旬に一部信託商品で返済困難な状況がクローズアップされたことに続き、3月には中国の社債市場で初めてデフォルトが発生。中堅不動産会社の破綻も報じられた。信用リスクへの警戒感が強まっている。

景気は、特に金融面からの下押しが当面続くことで、今後も減速傾向を辿る可能性が高い。生産統計でも、特に鉄鋼製品（12月：前年比+10.3%→1-2月平均：同+4.9%）やセメント（12月：同+10.8%→1-2月平均：同+2.4%）など設備過剰業種で鈍化が目立ち、経営不安に直結し易い状況が窺える。今後、そうした業種が占める割合も大きいとみられる社債・理財商品・信託商品などで一定程度のデフォルトが発生し、不安定な金融環境が継続しよう（第1図）。なお、3月上旬の全国人民代表大会で設定された今年の成長率目標（7.5%）に関し、李首相は“柔軟性と許容範囲がある”と発言。目標からの多少の成長率下振れは許容する様子。とは言え、成長率見通しが7%を下回る程度まで悪化した場合には、景気対策なども検討されよう。

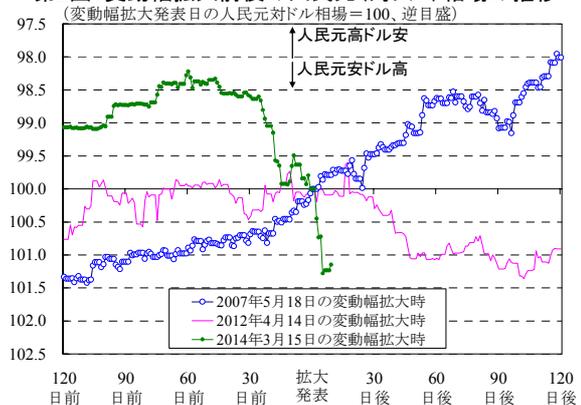
このようななか、3月15日、中国人民銀行は人民元の変動幅拡大（±1%→±2%）を発表。直前に為替介入を強化し、景気減速感が強まるなかで変動幅拡大を実施したため、2012年時と同様、拡大前後に人民元相場は下落（第2図）。当局は、「為替・資本自由化→人民元高」との一般的な見方を、幾分弱めることに成功した格好である。

第1図：信託商品の投資先と社債発行残高の業種別割合



(資料) 中国信託業協会資料、Reutersより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：変動幅拡大前後の人民元(対ドル)相場の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、栗原 浩史)

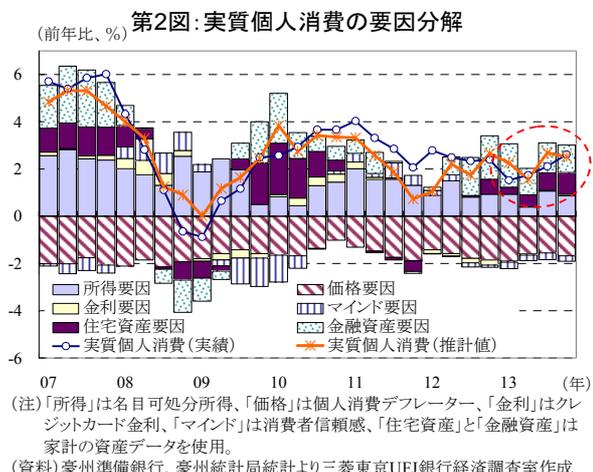
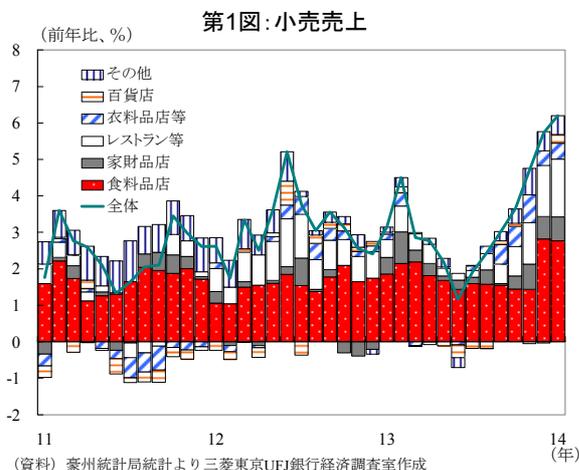
VI. オーストラリア

～景気は緩やかに回復も、消費の持続性などに疑問～

豪州経済は緩やかに回復している。2013年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+2.8%と、前期(同+2.4%)から加速した。需要項目別にみると、輸出が資源セクターを中心に大きく伸びたことに加え、個人消費も好調であった。一方で、資源投資ブームの終焉により民間投資は減少が続いたほか、政府が財政健全化を進めるなか、公共投資も前年割れとなった。

足元の指標をみると、1月の小売売上は前年比+6.2%と高い伸びとなっており、2014年入り後も消費は好調が続いている。もっとも、消費の好調は、①猛暑効果(食料品)、②住宅価格や株価上昇による資産効果(家財、外食、衣料品)が主因とみられ(第1図)、雇用環境の改善が見込みにくい環境下、消費の持続性には疑問が残る。実質個人消費を要因別にみると、「所得要因」が伸び悩む一方、「住宅資産要因」と株価上昇などに基づく「金融資産要因」が牽引していることが確認できる(第2図)。住宅市場については、豪州準備銀行(RBA)の一連の利下げを受けて、住宅販売件数や住宅ローン申請件数は増加している。当面は好調が持続する公算が大きいと、所得については2月の失業率が6.0%と2003年以来の高水準にあるなど雇用環境の悪化が続いており、伸び悩みが続くとみる。近年、自動車関連を中心に雇用削減の発表が相次ぐなか、失業率は当面上昇傾向を辿る公算が大きい。

こうしたなか、RBAは3月に政策金利を6会合連続で過去最低の2.5%に据え置いた。これまでの利下げ判断の一因としていた豪ドル相場については、2月以降、豪ドル高を強く懸念する文言を削除している。また、先行きの金融政策については、「インフレ率が豪ドル安を背景に小幅加速するとみられるなか、「金利の安定期間を設けることが最も妥当となる公算が大きい」と、中立姿勢へシフトした。追加利下げの可能性は後退していると考えられる。



(竹島 慎吾、大幸 雅代)

VII. 原油

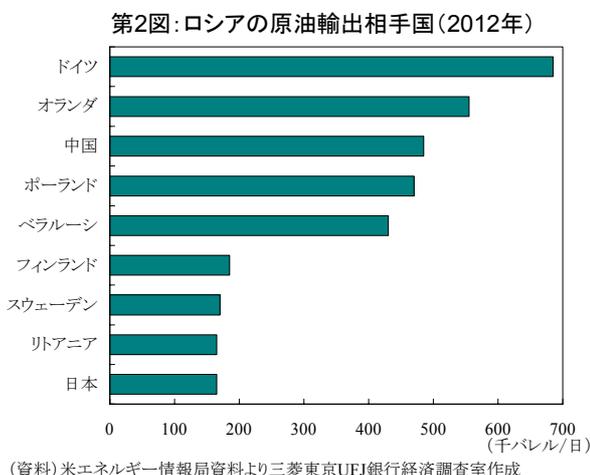
～ウクライナ情勢緊迫への警戒が強まる～

原油価格（WTI 期近物）は2月後半、米国北東部での寒波による需要増加期待の高まりを背景に概ね100～102ドル台で推移した（第1図）。3月に入るとウクライナ情勢緊迫を受けてロシアの原油供給を巡り不安が強まったことから、原油価格は3日に104ドル台と5ヵ月半振りの高値に上昇した。しかし、中国経済の減速懸念等を背景に原油価格は軟化し、12日には米政府の戦略石油備蓄の試験放出が嫌気され、97ドル台に下落した。足元では米経済指標の改善を受けて、100ドル近辺で推移している。

ウクライナ情勢を巡り、米欧はロシアに対し、当局関係者の資産凍結や渡航禁止等の制裁を実施したが、追加制裁として原油・天然ガスの輸入制限に踏み切るか否かが注視されている。欧州のロシアへのエネルギー依存度は高く、例えばドイツの原油・天然ガス輸入のうち、約3割はロシアからである。一方、ロシアにとっても原油輸出の約7割は欧州向けであり、特にドイツとオランダ向けが大きい（第2図）。

このようにロシアと欧州はエネルギー面で相互依存関係が強いことから、欧州がロシアからの原油・天然ガス輸入を制限、もしくはロシアが欧州向け輸出を制限する可能性は小さいとみられている。ロシアでは政府の歳入の約5割が原油・天然ガス関連収入であり財政面でのエネルギーの重要性が高いことも、こうした見方の支援材料となっている。

近年、原油価格に大きな影響を与えた地政学リスクといえば、「アラブの春」以降の中東・北アフリカ産油国の情勢緊迫だったが、今般、ウクライナ情勢を巡る地政学リスクも顕在化したことで、再び供給不安が高まりやすい局面を迎えている。原油市場ではウクライナ情勢緊迫への警戒は強い。米欧とロシアの対立は予断を許さず、当面は原油価格の強含み推移が予想される。



(宮城 充良、篠原 令子)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2012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	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
日本(年度ベース)	5.69	100	0.6	2.3	1.2	▲0.2	0.7	2.9	508	378	657
米国	16.80	295	2.8	1.9	2.3	2.1	1.5	1.4	▲4,404	▲3,793	▲3,907
ユーロ圏	12.20	214	▲0.7	▲0.5	0.8	2.5	1.4	1.0	162	303	297
ドイツ	3.40	60	0.7	0.4	1.5	2.1	1.6	1.5	239	275	266
フランス	2.61	46	0.0	0.2	0.7	2.2	1.0	1.1	▲57	▲43	▲41
イタリア	2.01	35	▲2.5	▲1.9	0.4	3.3	1.3	0.9	▲8	17	20
英国	2.44	43	0.3	1.8	2.5	2.8	2.6	2.0	▲927	▲895	▲778
アジア11カ国・地域	14.16	249	6.2	6.2	6.1	3.8	3.7	3.7	2,681	3,296	3,268
中国	8.22	145	7.7	7.7	7.2	2.6	2.6	3.3	1,931	1,886	1,709
インド(年度ベース)	1.84	32	4.5	4.6	5.5	10.2	10.0	6.4	▲878	▲447	▲500
NIEs4カ国	2.14	38	2.0	2.9	3.5	2.7	1.7	2.1	1,523	1,870	1,915
韓国	1.13	20	2.3	3.0	3.4	2.2	1.3	1.7	481	707	585
台湾	0.47	8	1.5	2.1	3.5	1.9	0.8	1.6	507	574	547
香港	0.26	5	1.5	2.9	3.3	4.1	4.3	4.2	41	56	75
シンガポール	0.28	5	1.9	4.1	3.9	4.6	2.4	2.6	494	544	708
ASEAN5カ国	1.95	34	6.2	5.2	5.2	3.8	4.5	4.8	89	▲13	144
インドネシア	0.88	15	6.3	5.8	5.6	4.0	6.4	6.3	▲244	▲285	▲172
マレーシア	0.30	5	5.6	4.7	5.4	1.7	2.1	3.3	186	118	207
タイ	0.37	6	6.5	2.9	3.1	3.0	2.2	2.5	▲15	▲28	5
フィリピン	0.25	4	6.8	7.2	6.6	3.2	3.0	3.3	71	105	94
ベトナム	0.16	3	5.3	5.4	5.4	9.1	6.6	6.9	91	77	9
オーストラリア	1.57	28	3.6	2.4	2.8	1.8	2.4	2.6	▲637	▲432	▲368
中南米7カ国	5.26	88	2.7	2.6	3.1	7.2	7.7	7.5	▲836	▲1,298	▲1,206
ブラジル	2.25	38	1.0	2.3	2.6	5.4	6.2	5.9	▲542	▲814	▲760
メキシコ	1.18	20	3.9	1.1	3.7	4.1	3.8	3.7	▲148	▲223	▲200
アルゼンチン	0.47	8	1.9	4.9	2.2	10.0	10.6	11.5	25	▲39	▲16
ロシア、中東欧3カ国	2.83	50	2.6	1.2	2.7	4.7	5.1	4.9	551	399	210
ロシア	2.02	36	3.4	1.3	2.9	5.1	6.8	6.1	748	520	360
チェコ	0.19	3	▲1.2	▲0.8	1.5	3.3	1.4	1.1	▲47	▲35	▲38
ハンガリー	0.13	2	▲1.7	1.1	1.5	5.7	1.8	2.1	22	24	23
ポーランド	0.49	9	1.9	1.6	2.6	3.7	0.9	1.9	▲172	▲110	▲135

- (注) 1. 『2012年』と『2013年』(一部の国・地域を除く)は実績値、『2014年』は2月時点の見通し。
 2. 『名目GDP』と『経常収支』は、各為替レートの見通し値に基づいて米国ドル建てに換算したもの。
 3. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。
 4. 『ユーロ圏』は、2013年まで『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、ルクセンブルクの計17カ国、2014年からラトビアを含む計18カ国。
 5. 『日本』、『インド』は、年度(4月～翌年3月)ベース。
 6. 『中南米7カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルーの計7カ国。
 (資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 (次長 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiko_ishimaru@mufj.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。