

経済マンスリー

【経済概況】

I. 日 本

～個人消費を中心にもたつきがみられるものの、
経済の好循環は途切れず～

II. 米 国

～緩やかな景気回復が続くなか、FRB は慎重に出口戦略を模索～

III. 西 欧

～デフレ懸念が強まるなか、ECB は追加金融緩和を実施～

IV. ア ジ ア

～マレーシアは機動的な金融政策が継続、
フィリピンには依然利上げ余地～

V. 中 国

～景気の減速感が再び強まるなか、政策対応が焦点に～

VI. オーストラリア

～緩やかな景気回復が続くなか、中銀は住宅市場の過熱を警戒～

VII. 原 油

～俄かに注目された北海油田と OPEC～

I. 日本

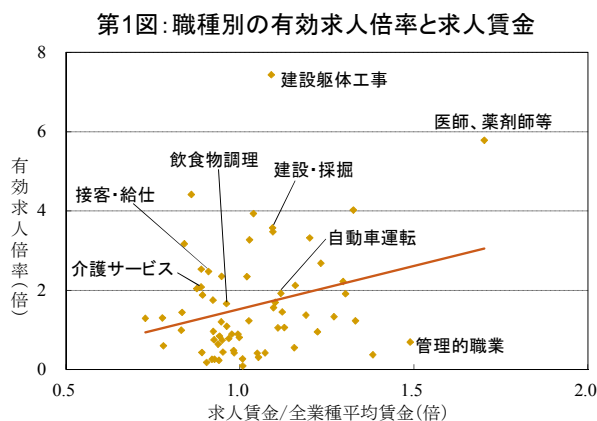
～個人消費を中心にもたつきがみられるものの、経済の好循環は途切れず～

1. 実体経済の動向

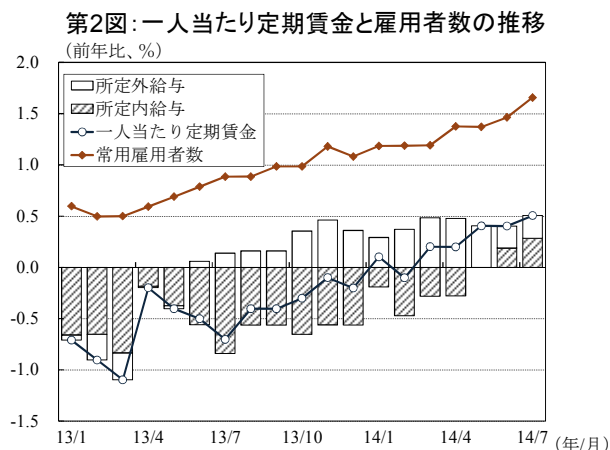
個人消費はこのところ回復の動きにもたつきがみられる。GDP ベースの個人消費と連動する消費総合指数は消費税率が引き上げられた4月に大きく落ち込んだ後、5月、6月は前月比で増加したが、7月には再び減少した。GDPの約6割を占める個人消費の伸び悩みは、消費増税後の景気に対する懸念を強める結果となっている。

もっとも、マクロ的な需給の引き締まりを背景に企業の採用意欲は旺盛な状態が続いており、消費活動のベースとなる家計所得は底堅く推移している。職種別の有効求人倍率と求人賃金の関係をみると、人手不足が強い職種ほど相対的に高い賃金が提示されており、企業による人員確保の動きと賃金の上昇は、基本的には連動することを示唆している（第1図）。実際にマクロベースの雇用、賃金の動きをみると、雇用者数が着実に増勢を強める中で、賃金も徐々に伸びを高めている（第2図）。賃金については、所定外給与が昨年度来の増加基調を維持していることに加え、所定内給与も春闘で高めの賃上げが実現したことなどを受けて2ヵ月連続で前年比プラスとなっている。人手不足は、職種によっては賃金を通じた調整が十分になされず、生産活動を抑制する要因ともなりうるため注意が必要だが、家計所得の観点からみるとプラスの効果は大きいといえる。

家計所得が増勢を維持していることは、個人消費の回復を支える大きな要素となる。足元での個人消費の回復一服には、夏場の天候不順も大きく影響している。また、9月11日に公表された7-9月期の法人企業景気予測調査では、今年度の設備投資計画は製造業を中心に前回調査時と比べ上方修正されている。企業の前向きな人員増強、投資活動をベースに経済の好循環は途切れることなく、一過性の要因がうすれてくれば、景気は再び上向くと見込まれる。



(注)『有効求人倍率』、『求人賃金』は、東京、埼玉、千葉、神奈川、茨城、山梨の2014年6月時点の数値を平均したもの。
(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



(注)従業員5名以上。
(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

2. 金融政策・市場の動向

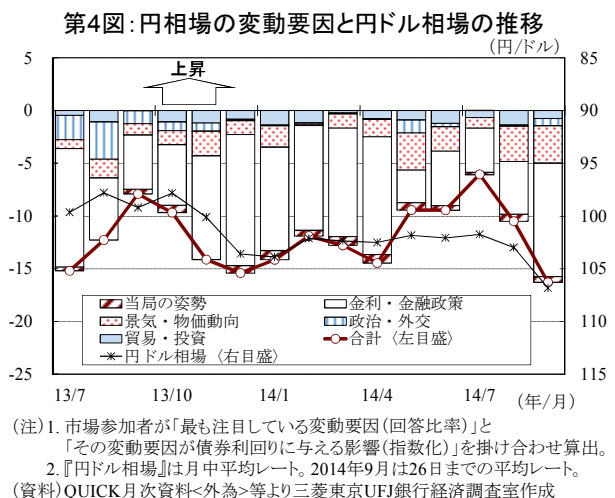
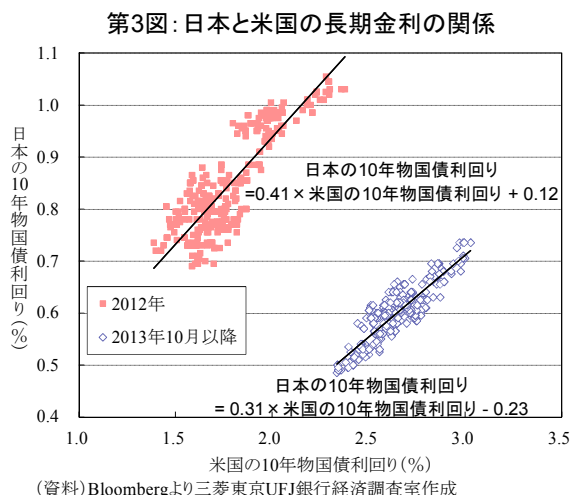
(1) 金融政策、長期金利

日銀は今年3-4日に開いた金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決めた。黒田総裁は、11日に行われた安倍首相との会談後、記者団に対し、「仮に目標達成に困難をきたす状況が出てくれば、躊躇なく追加緩和であろうと何であろうと政策調整を行う用意があることを首相に伝えた」と明かした。景気の先行きに対する懸念が強まっているタイミングでもあり、市場の一部では追加緩和への期待が高まっている。

長期金利は、8月終盤から9月初めにかけて一時0.5%を下回ったが、その後は、米国での早期利上げ観測が高まる中で、0.5%台後半まで上昇する場面もみられた。日本と米国の長期金利の動きを、「量的・質的金融緩和」策導入前の2012年と、同緩和策の導入から半年が経過し政策効果が市中金利に浸透したと考えられる2013年10月以降の2局面で比較すると、日本の長期金利は、下方にシフトしつつも、米国の長期金利に連動する関係性は維持されている(第3図)。今後も、利上げが視野に入ってきた米国で長期金利が上昇基調をたどれば、日本の長期金利も上昇しやすい展開となるだろう。

(2) 為替

円ドル相場は、今年2月から続いていた1ドル102円前後の狭いレンジでの取引を抜け出し、足元で円安方向への動きを強めている。円が下落した要因として、市場参加者の間では「金利・金融政策」が強く意識されている模様である(第4図)。米国では、FRBが来月にも資産購入プログラムを終了する見通しであり、経済状況次第ではあるものの、利上げの開始も視野に入ってきている。これに対して、日銀は、国債の大規模な買入れを伴う金融緩和を今後も継続する方針である。日米の金融緩和度合いの違いがより鮮明となったうえ、これまで縮小傾向が続いてきた日米の長期金利差は足元で再び拡大に転じており、こうした動きが円ドル相場にも織り込まれてきたと考えられる。



(鶴田 零、金堀 徹)

主要経済金融指標(日本)
2014年9月29日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2012年度	2013年度	2013年		2014年		2014年				
			10-12	1-3	4-6	4月	5月	6月	7月	8月	
実質GDP成長率(前期比年率)	0.7	2.3	▲0.5 (2.5)	6.0 (3.0)	▲7.1 (▲0.1)	***	***	***	***	***	
全産業活動指数	0.1	1.9	0.3 (1.9)	1.6 (3.2)	▲3.4 (▲0.9)	▲4.4 (▲0.9)	0.5 (▲1.5)	▲0.3 (▲0.5)	▲0.2 (▲1.5)		
鉱工業生産指数	▲2.9	3.2	1.8 (5.8)	2.9 (8.2)	▲3.8 (2.7)	▲2.8 (3.8)	0.7 (1.0)	▲3.4 (3.1)	0.4 (▲0.7)		
鉱工業出荷指数	▲1.8	2.9	2.6 (6.5)	4.6 (7.4)	▲6.8 (1.3)	▲5.0 (2.4)	▲1.0 (▲0.8)	▲1.9 (2.2)	0.7 (▲0.1)		
製品在庫指数	▲3.0	▲1.4	▲1.9 (▲4.3)	0.2 (▲1.4)	4.6 (2.8)	▲0.5 (▲1.9)	3.0 (0.8)	2.0 (2.8)	0.9 (2.9)		
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.4	106.2	104.6 [117.7]	102.6 [113.4]	107.7 [108.3]	103.7 [108.2]	107.8 [106.3]	111.5 [110.3]	109.1 [109.2]	[110.7]	
国内企業物価指数	▲1.1	1.9	0.2 (2.5)	0.2 (1.9)	3.1 (4.3)	2.9 (4.2)	0.3 (4.4)	0.1 (4.5)	0.4 (4.3)	▲0.2 (3.9)	
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲0.2	0.8	0.3 (1.1)	▲1.0 (1.3)	2.7 (3.3)	2.1 (3.2)	0.3 (3.4)	0.2 (3.3)	0.2 (3.3)	▲0.2 (3.1)	
稼働率指数 (2010年=100)	95.4	100.0	100.2 [93.1]	106.0 [95.1]	101.4 [96.3]	103.0 [96.0]	102.3 [97.0]	98.9 [96.0]	98.1 [97.8]	[96.7]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲3.0	11.5	1.9 (13.3)	4.2 (16.4)	▲10.4 (▲0.4)	▲9.1 (17.6)	▲19.5 (▲14.3)	8.8 (▲3.0)	3.5 (1.1)		
製造業	▲10.1	10.2	2.0 (14.8)	3.9 (22.1)	▲8.5 (4.1)	▲9.4 (19.3)	▲18.6 (▲3.8)	6.7 (▲1.3)	20.3 (13.4)		
非製造業 (除く船舶、電力)	2.8	12.1	4.9 (12.4)	▲1.0 (11.8)	▲6.7 (▲3.1)	0.9 (16.7)	▲17.8 (▲19.9)	4.0 (▲4.1)	▲4.3 (▲7.4)		
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲6.0	5.6	4.8 (10.8)	10.8 (16.8)	▲8.0 (8.1)	▲6.9 (9.1)	▲1.5 (5.1)	▲0.1 (10.0)	5.2 (11.1)		
建設受注	2.4	20.1	(18.1)	(1.6)	(35.9)	(104.9)	(13.7)	(9.3)	(24.4)		
民需	2.6	14.2	(10.7)	(▲18.0)	(9.5)	(35.2)	(▲6.0)	(3.6)	(22.8)		
官公庁	5.3	31.2	(37.1)	(34.7)	(143.0)	(418.4)	(55.3)	(62.1)	(52.3)		
公共工事請負金額	10.3	17.7	(5.0)	(16.8)	(14.4)	(10.0)	(21.1)	(14.3)	(3.5)	(▲8.1)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	89.3 (6.2)	98.7 (10.6)	102.6 (12.9)	93.9 (3.4)	88.8 (▲9.3)	90.6 (▲3.3)	87.2 (▲15.0)	88.3 (▲9.5)	83.9 (▲14.1)		
新設住宅床面積	(4.8)	(9.9)	(13.8)	(0.5)	(▲13.4)	(▲6.9)	(▲19.4)	(▲13.6)	(▲18.2)		
小売業販売額	0.3	2.9	(3.0)	(6.6)	(▲1.8)	(▲4.3)	(▲0.4)	(▲0.6)	(0.6)		
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.6	0.9	▲0.2 (0.6)	4.6 (2.3)	▲9.0 (▲5.2)	▲13.3 (▲4.6)	▲3.1 (▲8.0)	1.5 (▲3.0)	▲0.2 (▲5.9)		
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.8	75.5	74.6 [74.5]	78.8 [76.2]	73.8 [74.0]	74.2 [73.6]	70.3 [74.0]	74.8 [73.0]	75.3 [73.4]	[74.3]	
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲0.3	4.4	1.6 (6.0)	2.1 (7.1)	0.6 (5.1)	▲0.4 (6.4)	▲0.5 (4.9)	▲1.2 (3.9)	▲0.6 (2.9)		
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲0.7	0.1	(0.4)	(0.1)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(1.0)	(2.4)		
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	107	45	49	54	65	62	65	69	77		
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.82	0.97	1.01 [0.82]	1.05 [0.85]	1.09 [0.90]	1.08 [0.88]	1.09 [0.90]	1.10 [0.92]	1.10 [0.94]	[0.95]	
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.3	3.9	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.8		
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.3	54.0	53.7 [41.6]	55.2 [53.3]	44.8 [55.1]	41.6 [56.5]	45.1 [55.7]	47.7 [53.0]	51.3 [52.3]	47.4 [51.2]	
企業倒産件数 (実数、件数)	11,719 (▲7.7)	10,536 (▲10.0)	2,571 (▲11.0)	2,460 (▲11.4)	2,613 (▲8.0)	914 (1.6)	834 (▲20.1)	865 (▲3.5)	882 (▲13.9)	727 (▲11.2)	

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2012年度	2013年度	2013年			2014年				
			10-12	1-3	4-6	4月	5月	6月	7月	8月
通関輸出	▲2.1	10.8	(17.4)	(6.6)	(0.1)	(5.1)	(▲2.7)	(▲1.9)	(3.9)	(▲1.3)
価格	4.0	10.2	(12.5)	(6.0)	(1.1)	(3.0)	(0.7)	(▲0.3)	(2.9)	(1.6)
数量	▲5.8	0.6	(4.3)	(0.7)	(▲1.0)	(2.0)	(▲3.4)	(▲1.6)	(1.0)	(▲2.9)
通関輸入	3.4	17.4	(24.1)	(17.6)	(2.7)	(3.4)	(▲3.5)	(8.5)	(2.3)	(▲1.5)
価格	2.5	14.6	(18.4)	(10.3)	(2.1)	(4.8)	(0.5)	(1.2)	(2.7)	(3.2)
数量	1.0	2.3	(4.8)	(6.5)	(0.5)	(▲1.3)	(▲4.0)	(7.2)	(▲0.3)	(▲4.6)
経常収支(億円)	42,233	8,312	▲14,311	▲8,187	3,112	1,874	5,228	▲3,991	4,167	
貿易収支(億円)	▲52,474	▲109,709	▲31,002	▲41,190	▲19,934	▲7,804	▲6,759	▲5,371	▲8,281	
サービス収支(億円)	▲41,864	▲34,522	▲11,319	▲6,194	▲9,586	▲6,597	▲682	▲2,306	▲4,590	
金融収支(億円)	20,255	▲23,521	▲28,031	▲13,285	3,543	▲16,342	9,056	10,829	4,463	
外貨準備高(百万ドル)	1,254,356	1,279,346	1,266,815	1,279,346	1,283,921	1,282,822	1,283,920	1,283,921	1,276,027	1,278,011
対ドル円レート(期中平均)	83.08	100.23	100.45	102.78	102.13	102.56	101.79	102.05	101.72	102.96

3. 金融

	2012年度	2013年度	2013年			2014年				
			10-12	1-3	4-6	4月	5月	6月	7月	8月
無担保コール翌日物金利	0.083	0.073	0.072 [0.084]	0.074 [0.083]	0.067 [0.073]	0.065 [0.072]	0.068 [0.073]	0.067 [0.074]	0.066 [0.073]	0.069 [0.073]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.312	0.223	0.220 [0.318]	0.215 [0.270]	0.211 [0.228]	0.212 [0.228]	0.210 [0.228]	0.210 [0.228]	0.210 [0.228]	0.210 [0.228]
新発10年国債利回り	0.560	0.640	0.735 [0.795]	0.640 [0.560]	0.565 [0.855]	0.620 [0.600]	0.570 [0.860]	0.565 [0.855]	0.530 [0.795]	0.490 [0.720]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.184	1.077	1.102 (▲0.023)	1.077 (▲0.025)	1.067 (▲0.010)	1.078 (0.001)	1.077 (▲0.001)	1.067 (▲0.010)	1.066 (▲0.001)	
日経平均株価 (225種、未値)	12,398	14,828	16,291 [10,395]	14,828 [12,398]	15,162 [13,677]	14,304 [13,861]	14,632 [13,775]	15,162 [13,677]	15,621 [13,668]	15,425 [13,389]
M2平残	(2.5)	(3.9)	(4.2)	(4.0)	(3.3)	(3.5)	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
広義流動性平残	(1.0)	(3.7)	(4.3)	(3.9)	(3.1)	(3.3)	(3.0)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.9)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.0)	(2.2)	(2.3)	(2.2)
	銀行計	(1.1)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.3)	(2.2)	(2.4)	(2.5)	(2.3)
	都銀等	(▲0.2)	(1.7)	(1.8)	(1.6)	(1.3)	(1.1)	(1.3)	(1.4)	(1.0)
	地銀	(2.9)	(3.3)	(3.2)	(3.4)	(3.6)	(3.5)	(3.6)	(3.8)	(3.7)
	地銀II	(0.8)	(1.4)	(2.0)	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.6)	(2.8)
信金	(▲0.7)	(0.3)	(0.5)	(0.9)	(1.2)	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(1.4)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.2)	(3.8)	(3.9)	(3.6)	(2.8)	(3.0)	(2.9)	(2.6)	(2.8)
	都銀	(1.8)	(3.7)	(3.7)	(3.2)	(2.1)	(2.3)	(2.4)	(1.7)	(2.0)
	地銀	(2.8)	(4.3)	(4.5)	(4.2)	(3.6)	(3.9)	(3.6)	(3.4)	(3.2)
地銀II	(1.8)	(2.5)	(3.2)	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.1)	(3.3)	

(注)新発10年国債利回り、都銀貸出約定平均金利は未値、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

～緩やかな景気回復が続くなか、FRB は慎重に出口戦略を模索～

米国の景気は緩やかな回復を続けている。8月の製造業生産は、自動車産業での夏季休業を前にした7月の増産の反動などもあり、7ヵ月ぶりに前月の水準を下回ったが、前年比では危機前の平均を上回っており、ISM指数などにみられる企業マインドも明るさを増している（第1表）。一方、家計部門では、消費者信頼感指数こそ約7年ぶりの水準まで高まっているものの、実際の消費は自動車販売など一部を除き、総じて緩やかな伸びにとどまり、企業部門と家計部門との間には温度差が窺われる。

この先の景気回復ペースの鍵となる家計の消費については、株高や住宅価格の上昇等を背景にした資産効果やインフレ圧力の緩和による実質購買力の改善などが支えになると見込まれるものの、資産効果は一部の富裕層に限られ、また、何よりも所得の低めの伸びが続くなか、消費拡大ペースの一段の加速はしばらく先になるとみられる。労働市場では、経済的理由によるパートタイマーや長期失業者などで需給の緩みが大きく、8月の非農業部門雇用者数が半年ぶりに前月比+20万人を下回るなど、雇用の改善・賃金上昇ペースは引き続き緩やかである。求人率や短期失業率こそ危機前の水準に戻りつつあるが、長期失業率については、失業期間の長期化がスキルの劣化を通じて、雇用のミスマッチの悪循環を招いている可能性があり、改善には時間を要しよう（第1図）。

こうしたなか、9月16-17日開催のFOMCでは、一段の資産買入額の減額が決定され（10月は計150億ドル購入）、雇用・物価の改善が長期目標に沿ったものであれば、次回10月の会合で資産購入プログラムを終了する方針も示された。一方、政策金利については、「資産購入終了後も、インフレ見通しが長期目標の2%を下回り、長期的なインフレ期待が抑制されている間は、政策金利の据え置きが続く」との従来の見方を維持した。イエレン議長は、記者会見のなかで、労働需給に著しい緩みが残ることや賃金上昇ペースの遅さなどを引き続き指摘しており、FRBは実体経済の動静を広く見極めながら、引き続き慎重に出口戦略を進めていくことになるだろう。

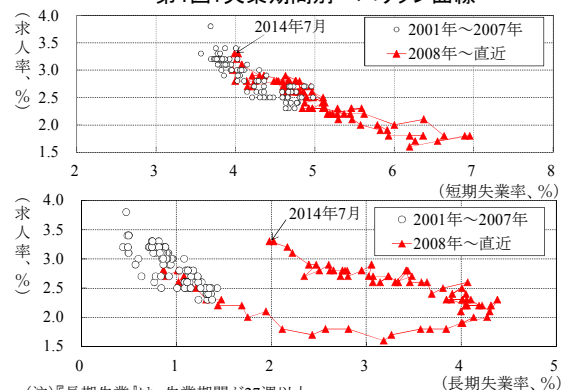
第1表: 主要経済指標(2014年)

	危機前平均	6月	7月	8月	評価	
企業	製造業生産指数(前年比、%)	2.8	3.6	4.8	3.6	○
	ISM指数(製造業)	55.5	55.3	57.1	59.0	○
	ISM指数(非製造業)	57.5	56.0	58.7	59.6	○
	非国防資本財受注(除く航空機)(前年比、%)	7.9	5.6	8.5	7.5	○
家計	コア小売売上高(前年比、%)	5.8	4.4	4.2	4.6	△
	自動車販売台数(年率、百万台)	16.8	16.8	16.4	17.4	○
	新築住宅販売戸数(年率、万戸)	117	42	43	50.4	×
	中古住宅販売戸数(年率、万戸)	672	503	514	505	△
	非農業部門雇用者数(前月差、万人)	15.2	26.7	21.2	14.2	△
	時間当たり賃金(前年比、%)	2.8	2.3	2.3	2.5	△

(注)1. 『コア小売売上高』は、自動車、ガソリン、建材・園芸用品を除いたもの。
2. 『評価』は、直近の伸び率/水準が危機前平均(03年7月～06年)を上回る場合は「○」、下回る(5割以上)の場合は「△」、5割以下の場合は「×」とした。

(資料)FRB、米国商務省、全米不動産協会、米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図: 失業期間別ベバリッジ曲線



(注)『長期失業』は、失業期間が27週以上。
(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、福地 亜希)

II. 米国

III. 西欧

～デフレ懸念が強まるなか、ECB は追加金融緩和を実施～

ユーロ圏経済は内需を中心に足踏みが続き、デフレ懸念が徐々に強まっている。これまで下支えとなっていた輸出も、ドイツやフランスなどでロシア向けが1月～7月までの合計で前年比▲10%超の大幅な減少を記録している（第1表）。ウクライナ情勢の緊迫化を受けたロシア経済減速の影響が顕在化しているとみられ、マインド悪化を通じた投資の下押しなども懸念される状況である。

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は6月の金融緩和策（中銀預金金利のマイナス化や貸出条件付き長期資金供給オペ：TLTROの実施など）に続き、9月4日には追加利下げ（政策金利を各々0.1%ポイント引き下げ）と、資産担保証券（ABS）およびカバードボンドの買取プログラムの実施（詳細は10月発表）を決定した。ECBは貸出を促進する信用緩和に軸足を置いてきたが、デフレリスクの高まりを受け、バランスシートの拡大、いわゆる量的緩和も重視し始めている。実際、今回の追加金融緩和策でも、ABSの買取対象を中小企業向けABS（2014年3月末時点のユーロ圏全体の残高：1,080億ユーロ）から、住宅ローン担保証券（RMBS、同8,345億ユーロ）を含めたものに拡大させた。

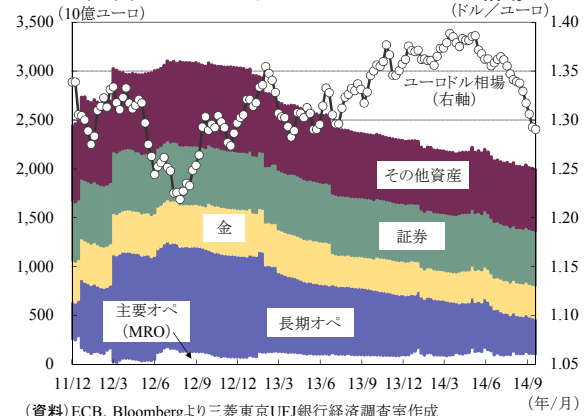
注目された第1弾のTLTRO（9月18日実施）では応札額が826億ユーロと、市場予想を大幅に下回った。国別にはスペインやイタリアが5割弱を占め、ドイツなどの大手行は積極的には応札しなかった模様である。応札が低調に終わった理由として、10月からの資産買取プログラムの内容を見極める動きが生じたほか、銀行が貸出増加に慎重姿勢を維持するなかで中銀預金金利のマイナス幅が拡大し、中銀預金の保有コストが上昇したことも影響したと考えられる。6月の追加金融緩和策発表以降、ユーロ安や金利低下が進み（第1図）、一定の効果が現れているという評価もできる。ユーロの枠組みという制約があるなか、まずはこれまでに打ち出した各種緩和政策の実効性をより高めていけるかどうかがかぎ重要といえそうだ。

第1表：ロシア向け輸出動向

	ロシア向け 輸出シェア (%)	輸出全体の 伸び (前年比、%)	内、ロシア向け (前年比、%)	ロシア向けの 寄与度 (%ポイント)
ユーロ圏	2.5	0.8	▲ 14.2	▲ 0.4
ドイツ	3.2	2.6	▲ 15.2	▲ 0.4
イタリア	2.7	1.3	▲ 8.0	▲ 0.2
フランス	1.6	▲ 1.2	▲ 12.2	▲ 0.2
スペイン	1.2	▲ 0.1	▲ 6.8	▲ 0.1

(注)シェアは2013年、伸び率はユーロ圏を除き2014年1-7月期、ユーロ圏は1-6月期。
(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：ECBのバランスシートとユーロ相場



(資料)ECB、Bloomberg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

～マレーシアは機動的な金融政策が継続、フィリピンには依然利上げ余地～

アジア各国・地域の最近の金融政策では、マレーシアとフィリピンで利上げ、韓国で利下げが行われた。昨年後半に米国の量的緩和縮小観測に伴う通貨安圧力を主因として利上げを余儀なくされたインドネシアやインドと異なり、マレーシアとフィリピンの利上げの主因は景気加速や物価上昇など当該国独自の要因である。同じタイミングで利上げに踏み切り、4-6月期の実質GDP成長率も高めであった両国だが、金融環境や利上げ後（7月以降）の経済情勢には相違点も多い。両国の当面の金融政策運営を展望する。

マレーシア中央銀行は、7月に約3年ぶりの利上げ（0.25%）を実施した後、9月は政策金利を据え置いた。景気については、4-6月期の実質GDP成長率は加速したが、その後は幾分減速（第1表）。牽引役の輸出に加え、自動車販売にも減速の兆しがみられる。また、インフレ率はやや高めながら、利上げの一因であった家計債務の積み上がりは鈍化方向で、現在の政策金利は必ずしも同国にとって低過ぎる水準ではない。2015年4月の物品・サービス税（GST）導入や緊縮財政など影響の見極めが必要なイベントを控える中、今後も臨機応変な政策対応となりそうだ。

一方、フィリピン中央銀行は、7月の約3年ぶりの利上げに続き、9月にも追加利上げを行った（各0.25%）。景気については、4-6月期の実質GDP成長率が加速し、その後も堅調を維持。輸出や自動車販売などで高めの伸び率が続いている。インフレ率は3年ぶりの高水準にあり、信用拡大ペースも速め。また、現在の政策金利水準は過去の平均を大きく下回っている。金融政策運営は幾分ビハインドしている可能性もあり、追加利上げの余地は相対的に大きいと言えそうだ。

第1表：マレーシアとフィリピンの金融政策判断に関わる情勢

	直近の実質GDP成長率	足元の内需動向	足元の外需動向	雇用	物価	政策金利の水準 市中金利の動向	金融緩和度合い (民間債務水準、 拡大ベース)	為替 レート	総合 評価
マレーシア	<ul style="list-style-type: none"> 4-6月期の実質GDP成長率は内外需とも堅調で前年比+6.4% 2000-09年平均(+4.7%)との比較でも良好 	<ul style="list-style-type: none"> 7月の自動車販売は前年比▲11.9%と弱め 財政は今後引き締め方向も、その度合いは依然不透明 	<ul style="list-style-type: none"> 7月の輸出は前年比+0.6%、4月(同+18.7%)をピークに大きく減速 電子製品輸出は今年に入り伸び悩み、原油価格が弱含むなか資源輸出も力強い回復は見込めず 	<ul style="list-style-type: none"> 6月の失業率は2.7%と低水準 	<ul style="list-style-type: none"> 8月のCPIは前年比+3.3%であり、2012-13年平均(+1.9%)との比較ではやや高め 2015年4月のGST導入が上昇要因に 	<ul style="list-style-type: none"> 現在の翌日物政策金利(3.25%)は、2004年4月～09年平均(3.00%)と同程度 3年物国債利回りは昨年後半より上昇傾向 	<ul style="list-style-type: none"> 2013年末の家計債務は名目GDP比87%と高水準 7月の銀行貸出は前年比+8.6%、1月(同+11.0%)をピークに減速傾向 	<ul style="list-style-type: none"> マレーシアリングは年初から1%程度上昇 	<ul style="list-style-type: none"> 金融引き締めが必要だが差し迫って必要な状況ではなく、様子見の余地有
フィリピン	<ul style="list-style-type: none"> 4-6月期の実質GDP成長率は外需が堅調で前年比+6.4%へ加速 2000-09年平均(+4.5%)との比較でも良好 	<ul style="list-style-type: none"> 7月の自動車販売は前年比+32.2%と堅調持続 一方、7-9月期の消費者信頼感指数は大幅悪化 	<ul style="list-style-type: none"> 7月の輸出は前年比+12.4%、6月からは減速も底堅く推移 4割を占める電子製品はまずまず、農産物が高めの上昇率 マニラ港の混雑は不透明要因 	<ul style="list-style-type: none"> 7月の失業率は6.7% 4月の7.0%から低下、安定推移 	<ul style="list-style-type: none"> 8月のCPIは前年比+4.9%と7月同様約3年ぶりの高水準、食料品だけでなくコアも高め 今年のインフレ目標3-5%の略上限 先行きも公共料金引き上げなどが上昇要因に 	<ul style="list-style-type: none"> 現在の翌日物借入金利(4.00%)は、2000-09年平均(7.2%)より低め 中長期の国債利回りはこのところ緩やかに上昇傾向 	<ul style="list-style-type: none"> 7月の民間向け信用は前年比+20%と引き続き高めの上昇率(2012-13年平均上昇率は同+15%) 	<ul style="list-style-type: none"> フィリピンペソは年初とほぼ同じ水準 	<ul style="list-style-type: none"> 金融政策はややビハインドしている可能性もあり、追加利上げの余地は大きい

(注) 各国下段は金融政策への示唆、『●●』：金融引き締めが必要、『●』：金融引き締めがやや必要、『▲』：金融引き締めは不要
(資料) CEIC, Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、栗原 浩史)

V. 中国

～景気の減速感が再び強まるなか、政策対応が焦点に～

中国経済は、4-6月期に実質GDP成長率が小幅加速したものの、足元で再び減速感が強まっている。直近8月の月次経済指標をみると、工業生産が前年比+6.9%（7月：同+9.0%）、固定資産投資（都市部、年初来累計）が同+16.5%（7月：同+17.0%）、小売売上高が同+11.9%（7月：同+12.2%）と何れも減速。特に工業生産は減速幅が大きく、増加率は2008年12月以来約6年ぶりの低水準に止まった^(注1)。

このような景気減速の主因の一つは、低迷している住宅市場である。足元の住宅市場は、着工面積で前年比マイナス幅が幾分縮小傾向も、販売面積はマイナス幅が拡大し、住宅価格もプラス幅の縮小が継続している状況（第1表）。住宅購入規制緩和の効果顕現などにより、住宅市場に底打ち感が出るまでには依然時間が必要とみられる。今後の中国経済は、①住宅市場の減速、②過剰生産能力の調整、③信用の抑制などが引き続き下押し要因として働き、成長率は低下方向となる見通しである。

また、景気対策は改革優先で小規模に止まり、持続的な景気押し上げには繋がらないと考えられる。中国政府は現在、財政支出を伴う“大規模な”景気対策は行っておらず、金融政策でも、四半期末や10月の大型連休を控え流動性供給は強化しているが、預金準備率の一律引き下げなど強力な緩和措置は見送っている。政府高官は「成長率が低下しても雇用情勢が概ね安定していれば、改革方針と相容れない政策は今後も見送る」と解釈可能な発言を行っている^(注2)。なお、最近の堅調な就業者増の一因として、経済に占める第3次産業の割合上昇が指摘出来そうだ。これまでの中国では、第3次産業は第2次産業に比べ雇用創出力が高かった（第1図）。第3次産業の割合上昇が続けば、成長率低下による労働市場への下押し圧力を一定程度は相殺しよう。

(注1) 工業生産と実質GDP成長率は連動性が高く、2011年以降の関係に基づいて試算すれば、8月の工業生産の増加率である前年比+6.9%は、同+6.7%程度の実質GDP成長率に相当する。

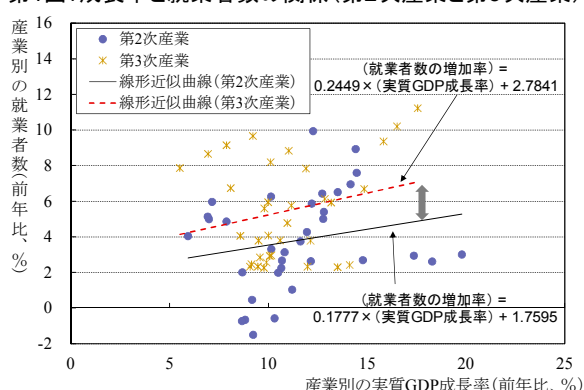
(注2) 例えば、李首相は9月10日の夏季ダボス会議で、景気は概ね安定しているとし、1-8月の就業者数の堅調な増加を強調。国家統計局高官も、9月13日の8月の月次指標発表時に同趣旨の発言をしている。

第1表：住宅・不動産関連指標の推移

指標	4月	5月	6月	7月	8月	現状
① 全国の住宅価格(70都市平均)	6.4	5.4	4.0	2.4	0.5	8月は上昇ペースの鈍化が一段と鮮明に
北京の住宅価格	8.9	7.7	6.4	4.0	2.1	
上海の住宅価格	11.5	9.6	7.0	4.1	1.5	
② 不動産投資額(年初来)	16.4	14.7	14.1	13.7	13.2	減速傾向
③ 不動産着工面積(年初来)	▲22.1	▲18.6	▲16.4	▲12.8	▲10.5	マイナス幅が縮小傾向
うち住宅着工面積	▲24.5	▲21.6	▲19.8	▲16.4	▲14.4	
④ 不動産販売面積(年初来)	▲6.9	▲7.8	▲6.0	▲7.6	▲8.3	マイナス幅が拡大傾向
うち住宅販売面積	▲8.6	▲9.2	▲7.8	▲9.4	▲10.0	
⑤ 不動産在庫面積	23.6	24.4	24.5	24.7	26.6	増加が続く

(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

第1図：成長率と就業者数の関係(第2次産業と第3次産業)



(注) データは年単位で1980年から2013年まで。変動を均すため、3年間の平均値を使用。
(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

(竹島 慎吾、栗原 浩史)

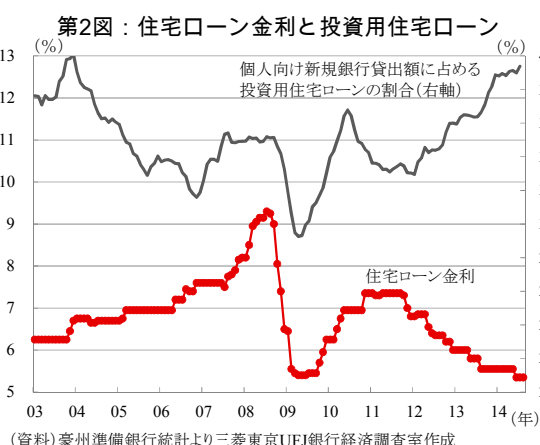
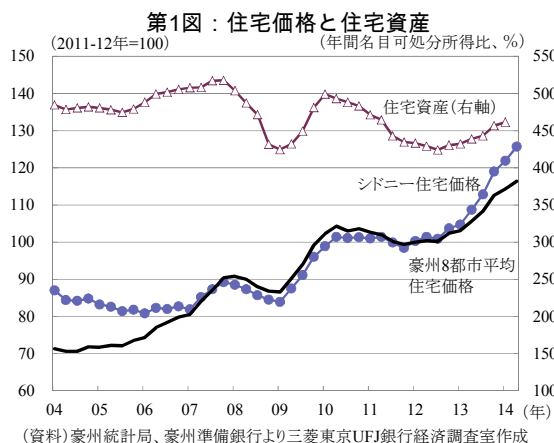
VI. オーストラリア

～緩やかな景気回復が続くなか、中銀は住宅市場の過熱を警戒～

豪州経済は緩やかな回復が続いている。4-6月期の実質GDP成長率は前年比+3.1%と前期（同+3.4%）から幾分減速したが、3%程度の資源投資ブーム時の成長ペースを維持した。住宅価格や株価の上昇による資産効果を背景に、消費が堅調を維持したほか、住宅投資も好調が続いている。他方、輸出はプラスを保ったものの、鉄鉱石や石炭など資源価格の下落を背景に減速した。

7月以降の指標をみても、消費が下支えとなり緩やかな回復が続いている模様である。消費は、8月の失業率が6.1%と高止まるなど雇用環境の改善が遅れるなか、資産効果を背景に堅調を維持している。ただし、資産効果をもたらしている住宅市場について、豪州準備銀行（RBA）は過熱を懸念している。9月の理事会議事録では住宅価格の一段の上昇への警戒感を示し、さらには24日に発表した半期毎の金融安定化報告では、住宅市場の不均衡を指摘した。RBAは、現在直面している不均衡として、①住宅価格の上昇ペースが加速している地域がシドニーやメルボルンなど一部の大都市に集中していること（第1図）、②投資を目的とした購入が増加していること（第2図）などを挙げている。また、政策金利を昨年8月以降据え置いているにも関わらず、住宅ローン金利は低下傾向が続いており、銀行間の貸出競争の激化に伴い貸出姿勢が緩和気味であることなど、低金利の長期化に伴う副作用も懸念しているとみられる。

景気の回復ペースが緩やかに止まっていることから、RBAは利上げではなく、住宅市場に対する規制強化などで対応する姿勢を示している。RBAは住宅市場の過熱に起因するリスクは、貸し手である銀行よりも将来価格が下落した際に家計など借り手に掛かる逆資産効果の方が大きいとみている模様だ。もっとも、住宅価格の上昇ペースが更に加速した場合は、将来的な銀行のバランスシート毀損や、それに伴うマクロ経済・金融市場の悪化リスクも高めることから幅広い注視が必要である。



(竹島 慎吾、大幸 雅代)

VII. 原油

～俄かに注目された北海油田と OPEC～

原油価格（WTI 期近物）は7月末に100ドルを下回って以降、下落傾向を辿っている（第1図）。欧米と中国の弱い経済指標や米原油在庫増加、リビアの供給増加観測等が売り材料となった。9月16日には、石油輸出国機構（OPEC）の減産への思惑から原油価格は94ドル台にいったん上昇したが、翌日以降は需給緩和懸念を背景に下落に転じ、足元では92ドル近辺で推移している。

ここ数年、原油市場では米国のシェールオイル生産拡大や中東産油国の情勢緊迫に注目が集まっているが、9月は俄かに北海油田と OPEC への関心が高まった。

9月18日、スコットランドで英国からの独立の是非を問う住民投票が実施された。独立賛成派は投票に向けて、独立が実現すれば北海油田からの収入によってさらに社会保障を充実できる、と主張していた。

しかしながら、北海油田の原油生産は減少傾向にあり、主に生産している英国とノルウェーともに2000年代に入り産油量は減少している（第2図）。投票の結果、独立は否決されたが、仮にスコットランド独立が実現しても、北海油田からの収入減少が財政運営上の問題となった可能性がある。

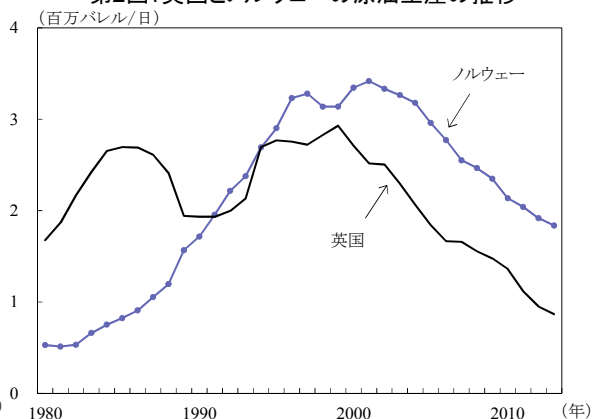
他方、OPEC のバドリ事務局長は9月16日、次回11月27日の総会で生産目標が引き下げられるとの見通しを示した。仮に決定されれば、グローバル金融危機後の2008年以来の正式な減産となる。他の OPEC 関係者達は「目標引き下げ判断は時期尚早」と発言しており、加盟国間の合意がなされていない模様だが、需給緩和が意識され原油価格が下落傾向にある中、バドリ事務局長が生産調整に触れることで、原油価格を下支えする意味合いがあったとみられる。

第1図: 原油価格 (WTI期近物) の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 英国とノルウェーの原油生産の推移



(資料) BP社資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、篠原 令子)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2013年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年
日本(年度ベース)	4.80	100	2.3	0.8	1.5	0.8	3.1	1.9	83	454	589
米国	16.77	349	2.2	2.0	2.7	1.5	1.9	2.1	▲4,003	▲4,025	▲3,927
ユーロ圏	12.72	265	▲0.4	0.7	0.9	1.3	0.6	0.8	3,660	2,862	2,903
ドイツ	3.64	76	0.4	1.4	1.6	1.6	1.1	1.5	2,735	2,431	2,599
フランス	2.74	57	0.2	0.6	0.9	1.0	0.7	1.1	▲442	▲408	▲368
イタリア	2.07	43	▲1.9	0.2	0.4	1.3	0.4	0.7	161	179	247
英国	2.54	53	1.7	2.9	2.6	2.5	1.6	1.8	▲1,138	▲1,460	▲1,089
アジア11カ国・地域	15.34	319	6.3	6.1	6.1	3.6	3.3	3.7	3,460	3,633	3,243
中国	9.18	191	7.7	7.2	6.9	2.6	2.4	3.0	1,828	1,782	1,466
インド(年度ベース)	1.87	39	4.6	5.5	5.7	10.0	7.9	6.5	▲324	▲390	▲399
NIEs4カ国	2.28	47	2.9	3.4	3.7	1.7	1.9	2.4	1,968	2,010	1,957
韓国	1.22	25	3.0	3.4	3.7	1.3	1.7	2.4	799	794	692
台湾	0.49	10	2.1	3.6	3.7	0.8	1.6	1.7	573	559	594
香港	0.27	6	2.9	2.5	3.4	4.3	3.7	3.9	51	79	95
シンガポール	0.30	6	4.1	3.9	4.0	2.4	1.5	1.9	545	578	576
ASEAN5カ国	2.01	42	5.2	4.7	5.3	4.5	4.6	5.6	▲12	231	219
インドネシア	0.87	18	5.8	5.3	5.4	6.4	6.1	7.8	▲291	▲211	▲200
マレーシア	0.31	6	4.7	5.9	4.8	2.1	3.5	3.8	118	186	221
タイ	0.39	8	2.9	1.0	4.3	2.2	2.4	2.9	▲28	98	54
フィリピン	0.27	6	7.2	6.6	6.2	3.0	4.2	3.7	94	92	91
ベトナム	0.17	4	5.4	5.4	6.0	6.6	5.1	6.4	95	66	53
オーストラリア	1.51	31	2.3	2.9	2.7	2.4	2.7	2.5	▲447	▲363	▲294
中南米7カ国	5.26	110	2.4	1.2	2.2	7.9	12.8	11.7	▲1,342	▲1,285	▲1,265
ブラジル	2.25	47	2.5	0.9	1.5	6.2	6.4	5.8	▲811	▲790	▲720
メキシコ	1.18	24	1.1	2.5	3.5	3.8	3.9	3.5	▲259	▲240	▲260
アルゼンチン	0.47	10	2.9	▲2.0	0.0	10.8	35.0	35.0	▲43	▲60	▲85
ロシア、中東欧3カ国	2.97	62	1.2	0.9	1.1	5.2	5.3	4.8	259	238	146
ロシア	2.12	44	1.3	0.2	0.5	6.8	6.9	5.9	330	360	280
チェコ	0.20	4	▲0.9	1.5	1.8	1.4	1.1	1.8	▲19	▲15	▲20
ハンガリー	0.13	3	1.1	2.0	1.6	1.7	0.5	1.5	41	28	26
ポーランド	0.52	11	1.6	3.0	3.2	0.9	1.7	2.2	▲93	▲135	▲140

- (注)1.『2013年』は実績値、『2014年』と『2015年』は9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『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、ラトビアの計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: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、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。

