

# 経済マンスリー

## 【経済概況】

### I. 日 本

～設備ストックの収益性改善等を受け、  
企業の投資意欲は引き続き旺盛～

### II. 米 国

～景気回復が持続する中、  
原油価格下落の各所への影響に留意が必要～

### III. 西 欧

～ロシア経済悪化の影響等を受け、成長ペースが一段と鈍化～

### IV. ア ジ ア

～資源価格下落は総じてプラスながら、  
懸念される金融市場の不安定化～

### V. 中 国

～構造調整に伴い減速傾向が続くなか、  
政府は安定成長の維持にも目配り～

### VI. オーストラリア

～資源価格の下落が輸出と財政を中心として豪州経済の重石に～

### VII. 原 油

～新興国の景気減速と原油需要～

# I. 日本

## ～設備ストックの収益性改善等を受け、企業の投資意欲は引き続き旺盛～

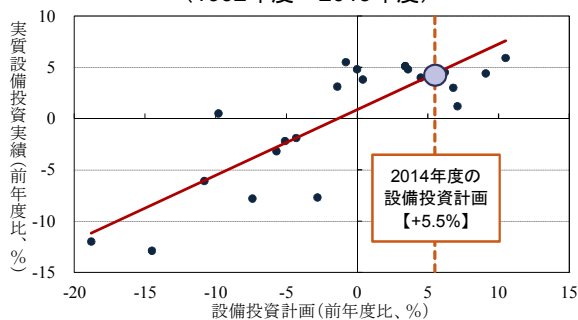
### 1. 実体経済の動向

今月8日公表の2次速報ベースのGDP統計によると、7-9月期の実質民間企業設備投資は、前期比年率▲1.5%と2四半期連続で減少した。エコノミストによる事前予想では、法人企業統計の結果などから2次速報では上方修正され、前期比プラスになるとの見方が大勢だったこともあり、設備投資の今後に懸念がもたれる内容となった。もっとも、企業の設備投資意欲は引き続き旺盛である。15日公表の12月調査の日銀短観によると、全規模・全産業の今年度設備投資計画は前年度比+5.5%と、前回9月調査から非製造業を中心に1.2%上方修正された。各年度の12月調査時点の短観ベースの設備投資計画と、その年度のGDP統計ベースの実質民間企業設備投資実績の間には高い相関がある(第1図)。この関係を、今回12月調査の計画値である「+5.5%」に当てはまると、実質民間企業設備投資では「+5%弱」の高めの伸びに相当する。

企業の高い投資意欲が維持されている要因として、国内での設備ストックの収益率が改善していることが挙げられる。国内事業によって獲得した収益を示すと考えられる「営業利益」を、国内の設備ストックに概ね該当する「金融資産を除く総資産」で除した『国内実物投資収益率』は、消費増税後に景気もたつく中にあっても6%程度まで改善している(第2図)。また、収益率の改善と合わせ、設備ストックの過剰感も足元で解消している。企業収益の改善と設備投資の拡大が繋がる“好循環”が回転しやすい環境にあると考えられる。

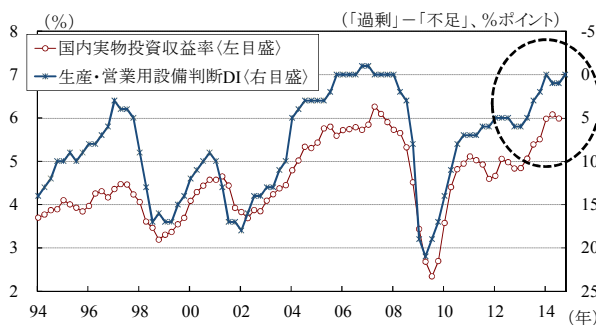
年度前半の設備投資のもたつきは、消費税率引き上げ前の駆け込み需要やソフトウェアのサポート切れに伴う一時的な需要増の反動が出ている面もありそうだ。高めの水準を維持している投資計画が着実に実行に移されることで、設備投資は次第に回復基調を鮮明にしていく可能性が高い。

第1図:各年度の12月調査時点の日銀短観ベース  
設備投資計画とGDPベース実質設備投資実績  
(1992年度～2013年度)



(注)『設備投資計画』は、各年度12月調査時点のもの。土地投資額を含みソフトウェア投資額を除く、全規模・全産業ベース。  
(資料)日本銀行、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図:国内実物投資収益率と  
生産・営業用設備判断DIの推移



(注)1.『国内実物投資収益率』は、営業利益を、金融資産を除く総資産で除したもの。金融業と保険業を除く全産業ベース。  
2.『生産・営業用設備判断DI』は、全規模・全産業ベース。  
(資料)財務省、日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 金融政策・市場の動向

### (1) 金融政策、長期金利

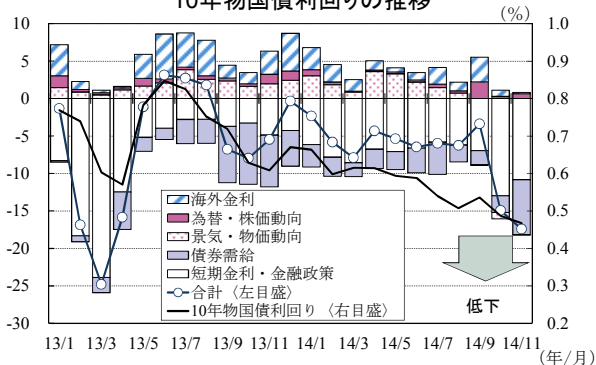
日銀は今年 18-19 日に開いた金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決めた。会合後の会見で黒田総裁は、2015 年度を中心とする期間に消費者物価上昇率で 2%の「物価安定の目標」を達成する可能性が高いと述べた。原油価格の下落については、短期的には物価の押し下げ要因となり、来年前半に物価上昇率が加速していくということは考えにくいかもしれないと述べた一方、やや長い目でみれば、経済活動に好影響を与えることを通じてむしろ物価を押し上げる方向に作用すると指摘している。

長期金利は、日銀の追加緩和決定後に一段と低下基調が強まっている。10 年物国債利回りは一時 0.3%まで低下、昨年 4 月の「量的・質的金融緩和」導入直後の過去最低水準を 1 年 8 ヶ月ぶりに更新した。市場参加者の間では金利の押し下げ要因として、『短期金利・金融政策』のほか、日銀の大規模な国債購入を背景に『債券需給』への注目度が顕著に増している（第 3 図）。更に、欧米などの『海外金利』や国内の『景気・物価動向』による押し上げ圧力も薄れてきている。こうした様々な要因が重なって、足元の金利低下が実現している模様だ。

### (2) 為替

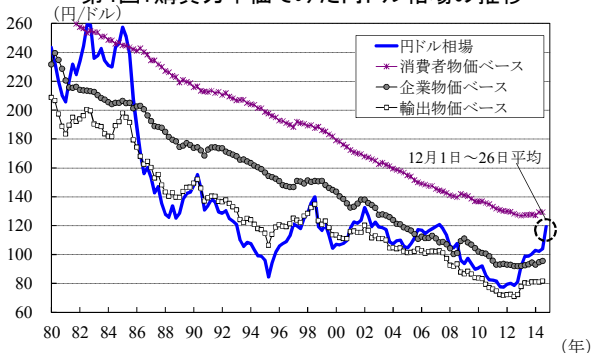
円ドル相場は、日銀の追加緩和決定後に円安基調を強め、今月上旬には一時 2007 年 7 月以来の 1 ドル 121 円台まで円安が進んだ。その後、一旦は円高方向への揺り戻しがみられたが、足元は概ね同 120 円前後と追加緩和決定前と比べると 10 円程度の円安水準での取引が続いている。日米間の購買力平価から円ドル相場をみると、足元では企業物価ベース（約 96 円）を円安方向に超え、過去の最上限を画してきた消費者物価ベース（約 129 円）に近づいている（第 4 図）。また、貿易相手国の対円レートを加重平均し、インフレ率を調整した実質実効為替レートでも、11 月は 1973 年の変動相場制移行後の最低値を更新する水準まで円安が進んでいる。こうした円安基調は、日米の金融緩和政策の方向性の違い等から当面続くとみられるが、急速に円安が進んだ反動による一時的な円高方向への巻き戻しの可能性には留意が必要だ。

第3図：債券利回りの変動要因と  
10年物国債利回りの推移



(注) 市場参加者が「最も注目している変動要因(回答比率)」と「その変動要因が債券利回りに与える影響(指数化)」を掛け合わせて算出。  
(資料) QUICK 月次調査<債券>、Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：購買力平価でみた円ドル相場の推移



(注) 1. 購買力平価 = 基準年次のレート(73年平均1ドル=271.4円) × (日本の物価指数 / 米国の物価指数)  
2. 『輸出物価』は、輸出物価指数ベースと輸出デフレーターベースの単純平均。  
(資料) 総務省、日本銀行、内閣府、米国労働省、米国商務省統計、Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(鶴田 零、金堀 徹)

主要経済金融指標(日本)  
2014年12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	2014年			2014年				
			1-3	4-6	7-9	7月	8月	9月	10月	11月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.0	2.1	5.8 (2.5)	▲ 6.7 (▲ 0.3)	▲ 1.9 (▲ 1.3)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.1	1.9	1.6 (3.2)	▲ 3.4 (▲ 0.9)	0.0 (▲ 1.6)	▲ 0.4 (▲ 1.7)	▲ 0.1 (▲ 2.5)	1.4 (▲ 0.6)	▲ 0.1 (▲ 1.0)	
鉱工業生産指数	▲ 2.9	3.2	2.9 (8.2)	▲ 3.8 (2.7)	▲ 1.9 (▲ 1.0)	0.4 (▲ 0.7)	▲ 1.9 (▲ 3.3)	2.9 (0.8)	0.4 (▲ 0.8)	▲ 0.6 (▲ 3.8)
鉱工業出荷指数	▲ 1.8	2.9	4.6 (7.4)	▲ 6.8 (1.3)	▲ 0.8 (▲ 0.5)	0.7 (▲ 0.1)	▲ 2.1 (▲ 3.7)	4.4 (1.7)	0.6 (▲ 0.4)	▲ 1.4 (▲ 4.5)
製品在庫指数	▲ 3.0	▲ 1.4	0.2 (▲ 1.4)	4.6 (2.8)	1.1 (4.0)	0.9 (2.9)	0.9 (4.6)	▲ 0.7 (4.0)	▲ 0.4 (3.8)	1.0 (6.4)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.4	106.2	102.6 [113.4]	107.7 [108.3]	113.0 [109.4]	109.1 [109.2]	118.5 [110.7]	111.4 [108.2]	112.3 [105.5]	116.8 [104.3]
国内企業物価指数	▲ 1.1	1.9	0.3 (2.0)	3.0 (4.3)	0.5 (4.0)	0.4 (4.4)	▲ 0.2 (3.9)	0.0 (3.6)	▲ 0.8 (2.9)	▲ 0.2 (2.7)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.2	0.8	▲ 0.1 (1.3)	2.7 (3.3)	0.2 (3.2)	0.2 (3.3)	▲ 0.2 (3.1)	▲ 0.1 (3.0)	0.1 (2.9)	0.0 (2.7)
稼働率指数 (2010年=100)	95.4	100.0	106.0 [95.1]	101.4 [96.3]	98.1 [97.8]	98.1 [97.8]	96.4 [96.7]	99.9 [98.9]	100.6 [99.4]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 3.0	11.5	4.2 (16.4)	▲ 10.4 (▲ 0.4)	5.6 (2.4)	3.5 (1.1)	4.7 (▲ 3.3)	2.9 (7.3)	▲ 6.4 (▲ 4.9)	
製造業	▲ 10.1	10.2	3.9 (22.1)	▲ 8.5 (4.1)	12.6 (10.2)	20.3 (13.4)	▲ 10.8 (2.5)	12.0 (13.4)	▲ 5.5 (2.9)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.8	12.1	▲ 1.0 (11.8)	▲ 6.7 (▲ 3.1)	▲ 1.2 (▲ 2.7)	▲ 4.3 (▲ 7.4)	10.7 (3.5)	1.7 (▲ 10.2)	▲ 7.5 (▲ 10.2)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 6.0	5.6	10.8 (16.8)	▲ 8.0 (8.1)	0.1 (7.2)	5.2 (11.1)	▲ 7.7 (2.0)	2.7 (7.9)	6.2 (6.2)	▲ 2.9 (1.9)
建設受注	2.4	20.1	(1.6)	(35.9)	(▲ 15.0)	(24.4)	(8.6)	(▲ 40.3)	(15.7)	(16.9)
民需	2.6	14.2	(▲ 18.0)	(9.5)	(▲ 26.4)	(22.8)	(▲ 16.1)	(▲ 45.2)	(▲ 2.2)	(32.0)
官公庁	5.3	31.2	(34.7)	(143.0)	(0.6)	(52.3)	(16.7)	(▲ 32.9)	(41.1)	(20.9)
公共工事請負金額	10.3	17.7	(16.8)	(14.4)	(▲ 3.9)	(3.5)	(▲ 8.1)	(▲ 8.2)	(▲ 7.4)	(▲ 10.4)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	89.3 (6.2)	98.7 (10.6)	93.9 (3.4)	88.8 (9.3)	86.2 (▲ 13.6)	83.9 (▲ 14.1)	84.5 (▲ 12.5)	88.0 (▲ 14.3)	90.4 (▲ 12.3)	88.8 (▲ 14.3)
新設住宅床面積	(4.8)	(9.9)	(0.5)	(▲ 13.4)	(▲ 17.9)	(▲ 18.2)	(▲ 16.9)	(▲ 18.6)	(▲ 17.6)	(▲ 20.7)
小売業販売額	0.3	2.9	(6.6)	(▲ 1.8)	(1.4)	(0.6)	(1.2)	(2.3)	(1.4)	(0.4)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.6	0.9	4.6 (2.3)	▲ 9.0 (▲ 5.2)	▲ 0.5 (▲ 5.4)	▲ 0.2 (▲ 5.9)	▲ 0.3 (▲ 4.7)	1.5 (▲ 5.6)	0.9 (▲ 4.0)	0.4 (▲ 2.5)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.8	75.5	78.8 [76.2]	73.8 [74.0]	74.7 [74.8]	75.3 [73.4]	73.0 [74.3]	75.5 [75.6]	74.2 [75.3]	75.8 [74.9]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 0.3	4.4	2.1 (7.1)	0.6 (5.1)	▲ 2.0 (2.2)	▲ 0.6 (2.9)	▲ 1.4 (1.0)	1.5 (2.9)	0.0 (1.8)	▲ 1.6 (▲ 0.9)
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.1	(0.1)	(0.8)	(1.5)	(2.4)	(0.9)	(0.7)	(0.2)	(▲ 1.5)
常用雇員数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	107	45	54	65	76	77	77	75	73	62
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.82	0.97	1.05 [0.85]	1.09 [0.90]	1.10 [0.95]	1.10 [0.94]	1.10 [0.95]	1.09 [0.96]	1.10 [0.98]	1.12 [1.01]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.3	3.9	3.6	3.6	3.6	3.8	3.5	3.6	3.5	3.5
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.3	54.0	55.2 [53.3]	44.8 [55.1]	48.7 [52.1]	51.3 [52.3]	47.4 [51.2]	47.4 [52.8]	44.0 [51.8]	41.5 [53.5]
企業倒産件数 (実数、件数)	11,719 (▲ 7.7)	10,536 (▲ 10.0)	2,460 (▲ 11.4)	2,613 (▲ 8.0)	2,436 (▲ 8.5)	882 (▲ 13.9)	727 (▲ 11.2)	827 (0.8)	800 (▲ 16.5)	736 (▲ 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)

	2012年度	2013年度	2014年			2014年				
			1-3	4-6	7-9	7月	8月	9月	10月	11月
通関輸出	▲2.1	10.8	(6.6)	(0.1)	(3.2)	(3.9)	(▲1.3)	(6.9)	(9.6)	(4.9)
価格	4.0	10.2	(6.0)	(1.1)	(2.8)	(2.9)	(1.6)	(4.0)	(4.6)	(6.7)
数量	▲5.8	0.6	(0.7)	(▲1.0)	(0.3)	(1.0)	(▲2.9)	(2.8)	(4.8)	(▲1.7)
通関輸入	3.4	17.4	(17.6)	(2.7)	(2.4)	(2.4)	(▲1.4)	(6.3)	(3.1)	(▲1.6)
価格	2.5	14.6	(10.3)	(2.1)	(3.1)	(2.7)	(3.3)	(3.2)	(4.9)	(5.7)
数量	1.0	2.3	(6.5)	(0.5)	(▲0.6)	(▲0.3)	(▲4.5)	(3.0)	(▲1.7)	(▲7.0)
経常収支(億円)	42,233	8,312	▲8,187	3,571	16,668	4,167	2,871	9,630	8,334	
貿易収支(億円)	▲52,474	▲109,709	▲41,190	▲20,230	▲23,744	▲8,281	▲8,318	▲7,145	▲7,666	
サービス収支(億円)	▲41,864	▲34,522	▲6,194	▲8,970	▲9,182	▲4,590	▲2,508	▲2,083	▲2,165	
金融収支(億円)	20,255	▲23,521	▲13,285	18,909	26,427	4,463	6,790	15,174	12,077	
外貨準備高(百万ドル)	1,254,356	1,279,346	1,279,346	1,283,921	1,264,405	1,276,027	1,278,011	1,264,405	1,265,925	1,269,079
対ドル円レート(期中平均)	83.08	100.23	102.78	102.13	103.92	101.72	102.96	107.09	108.06	116.22

## 3. 金融

	2012年度	2013年度	2014年			2014年				
			1-3	4-6	7-9	7月	8月	9月	10月	11月
無担保コール翌日物金利	0.083	0.073	0.074 [0.083]	0.067 [0.073]	0.067 [0.073]	0.066 [0.073]	0.069 [0.073]	0.066 [0.072]	0.059 [0.070]	0.065 [0.073]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.312	0.223	0.215 [0.270]	0.211 [0.228]	0.210 [0.228]	0.210 [0.228]	0.210 [0.228]	0.210 [0.228]	0.192 [0.221]	0.182 [0.220]
新発10年国債利回り	0.560	0.640	0.640 [0.560]	0.565 [0.855]	0.525 [0.680]	0.530 [0.795]	0.490 [0.720]	0.525 [0.680]	0.450 [0.590]	0.420 [0.600]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.184	1.077	1.077 (▲0.025)	1.067 (▲0.010)	1.048 (▲0.019)	1.066 (▲0.001)	1.061 (▲0.005)	1.048 (▲0.013)	1.041 (▲0.007)	
日経平均株価 (225種、未値)	12,398	14,828	14,828 [12,398]	15,162 [13,677]	16,174 [14,456]	15,621 [13,668]	15,425 [13,389]	16,174 [14,456]	16,414 [14,328]	17,460 [15,662]
M2平残	(2.5)	(3.9)	(4.0)	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.1)	(3.2)	(3.6)
広義流動性平残	(1.0)	(3.7)	(3.9)	(3.1)	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
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)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.7)
	銀行計	(1.1)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.8)
	都銀等	(▲0.2)	(1.7)	(1.6)	(1.3)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.2)	(2.0)
	地銀	(2.9)	(3.3)	(3.4)	(3.6)	(3.7)	(3.6)	(3.6)	(3.7)	(3.8)
	地銀II	(0.8)	(1.4)	(2.4)	(2.5)	(2.9)	(2.8)	(2.9)	(3.0)	(3.3)
信金	(▲0.7)	(0.3)	(0.9)	(1.2)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	(1.6)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.2)	(3.8)	(3.6)	(2.8)	(2.8)	(2.6)	(2.8)	(2.9)	(4.0)
	都銀	(1.8)	(3.7)	(3.2)	(2.1)	(2.4)	(2.0)	(2.4)	(2.7)	(4.8)
	地銀	(2.8)	(4.3)	(4.2)	(3.6)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
地銀II	(1.8)	(2.5)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.3)	(3.2)	(3.0)	(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

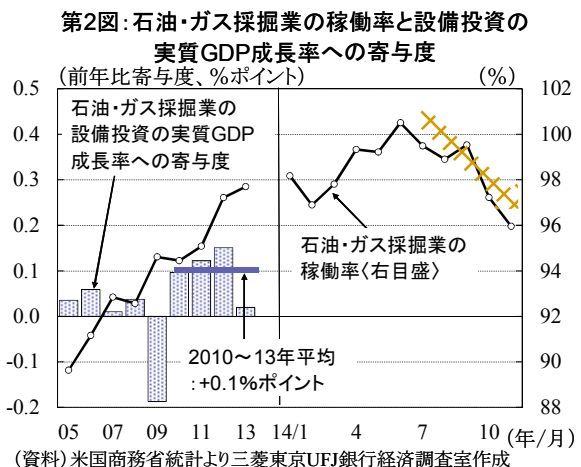
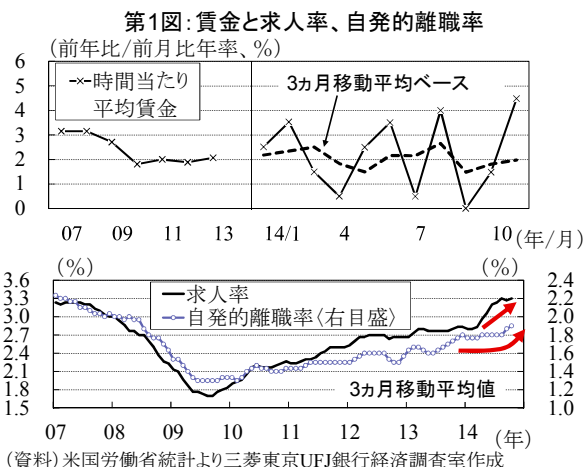
## II. 米国

### ～景気回復が持続する中、原油価格下落の各所への影響に留意が必要～

米国経済は着実に回復の歩みを進めている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は今月に発表された確報値で前期比年率+5.0%と、2003 年 7-9 月期以来の高さを示した。労働市場では、雇用者数の増勢が強まる傾向にあり、労働需給の「緩み」を表す諸々の指標も緩やかな改善が持続している。こうした中、賃金は 11 月に前月比高めの伸びを示したが、3 ヶ月移動平均などでみると、依然横這い圏内といえる（第 1 図）。但し、年初以降、求人率が上昇すると同時に、改善の遅れていた自発的離職率も足元で上昇ペースを速めていることは、求人段階での需給改善を示唆していると考えられる。労働市場全体の改善にあわせて、この先、賃金も徐々に伸びを高めていくと想定される。家計の消費動向をみると、10-11 月の実質個人消費は 7-9 月期比+0.9%と、7-9 月期（前期比+0.8%）から伸びをやや加速させている。雇用の回復等に加えて、原油価格の下落が家計の実質所得押し上げを通じて消費の追い風になっているとみられる。

他方、エネルギー関連業種では原油安に伴うマイナス影響が顕在化してきている。石油・ガス採掘業の動向をみると、原油価格が下落に転じて以降、稼働率は低下傾向にあり（第 2 図）、生産も 10 月、11 月と 2 ヶ月連続で前月比減少した。同業種の設備投資は、過去 3 年間の平均で実質 GDP 成長率を約 0.1%ポイント押し上げてきた。この先、原油安が長期化する場合、同業種での設備投資減退が予想されるほか、経済全体へも一定の影響が波及する可能性がある点には留意が必要だ。

金融政策に目を転じると、FRB は 12 月 16-17 日に開催された FOMC の声明文において、ゼロ金利政策に関するフォワード・ガイダンスを「金融政策の正常化を開始するまでには忍耐強くなれる」へと修正した。但し、今回の修正は従来のガイダンス内容と整合的であると、利上げ時期については経済指標の結果次第であることを改めて強調した。世界経済や原油価格の動向など不透明な要素が増す中で、FRB は今後も実体経済の動静を幅広く見極めながら、慎重に出口戦略を進めていくとみられる。



(竹島 慎吾、坂東 輝昭)

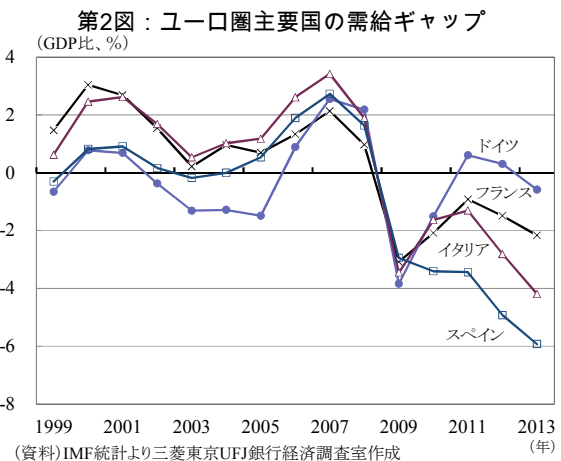
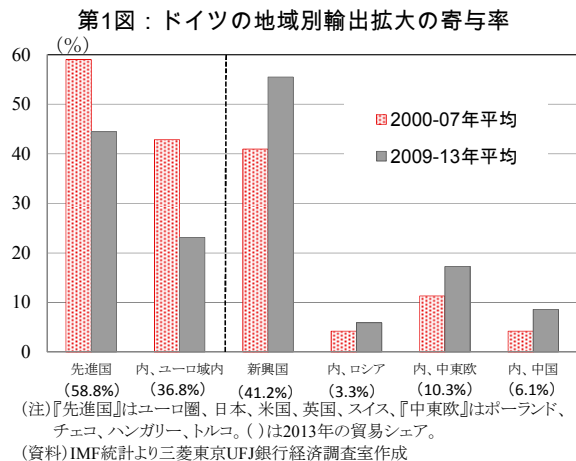
### III. 西欧

#### ～ロシア経済悪化の影響等を受け、成長ペースが一段と鈍化～

ユーロ圏経済は低成長が続いている。ユーロ圏の牽引役であるドイツは、製造業の高い国際競争力を武器に新興国を中心とした海外需要の取り込みを成長源としてきたが（第1図）、中国経済の減速を起点とする新興国経済全般の成長鈍化に、ロシア経済減速が加わり、成長ペースが一段と低下している。足元では原油価格の下落による実質所得の増加やユーロ安を背景に、企業と家計のマインドに持ち直しの動きもみられるものの、ユーロ圏の10月の鉱工業生産は前月比+0.1%の増加に止まるなど、10-12月期も景気は低調なままとみられる。2015年にかけても、ユーロ圏経済では厳しい状況が続いていく公算が大きい。

デフレ懸念も一段と高まっている。ユーロ圏の11月の消費者物価上昇率（HICP）は前年比+0.3%まで低下した。需給ギャップをみると、イタリアやスペインでマイナス（需要不足・供給超過）が大幅に拡大しているのみならず、ドイツでもマイナスに突入している（第2図）。

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は12月の理事会において成長率とインフレ見通しを大幅に下方修正したものの、急落しているエネルギー価格の物価への影響を見極めるのに時間を要することに加え、貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO）を含む一連の政策効果を見極めたいとして、追加緩和策の導入を見送った。ドラギ総裁はデフレ回避に向けバランスシートを拡大させる方針を強調したが、12月11日に実施されたTLTRO第2弾も応札額が約1,300億ユーロ、第1弾とあわせても約2,100億ユーロと上限（4,000億ユーロ）の半分に止まった。また、10月以降実施しているカバードボンドと資産担保証券（ABS）の買入額も、これまでのところ297億ユーロに止まっており、ECBが「意図」するバランスシートの1兆ユーロ拡大を実現させるためには、国債購入を含む追加緩和が必要な状況にあるようだ。



(竹島 慎吾、大幸 雅代)

## IV. アジア

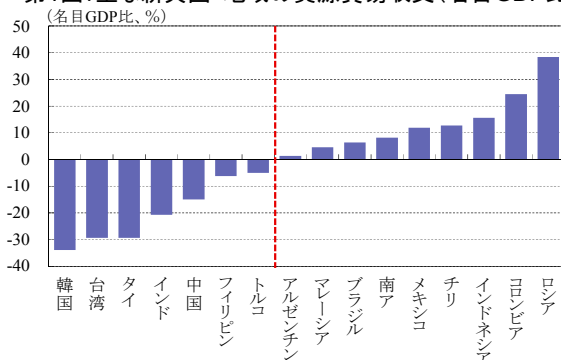
### ～資源価格下落は総じてプラスながら、懸念される金融市場の不安定化～

原油価格の下落を受け、産油国であるロシア・ルーブルの急落をはじめ、資源国通貨の下落圧力が強まるなか、アジアでも金融市場の不安定化が懸念されている。新興国通貨下落の背景には、①原油をはじめとする資源価格の大幅下落を受けたリスク回避の動きの強まりのほか、②米国における金融出口戦略を睨んだ新興国への資金流入ペースの鈍化などがあると考えられる。

アジアでは、原油をはじめとする資源の純輸入国が多く、資源価格の下落は全体としてみるとプラスの影響が大きいと考えられる。国・地域別では、韓国や台湾、タイ、インド、中国などは資源の純輸入国である一方、マレーシアとインドネシアは純輸出国である（第1図）。純輸入国では、貿易収支の改善のほか、インフレ率の低下による家計の購買力改善を通じた消費の押し上げや、補助金支出削減を通じた財政負担の軽減などのプラス効果も期待される。一方、純輸出国では、輸出の伸び悩みや企業収益の悪化に加え、国営石油会社からのロイヤルティ収入の減少などを通じた財政へのマイナス影響が重なる可能性がある。主要輸出品目の直近の価格をみると、マレーシアの主要輸出品目である石油・同製品が8月末比▲42.5%、天然ガスが同▲13.1%、インドネシアの主要輸出品目である石炭も同▲10.5%と大きく下落している（第1表）。また、両国通貨の下落率は、ロシアやブラジルほどではないものの、マレーシアが同▲10.3%、インドネシアが同▲6.9%に達している。加えて、インドであるが、資源の純輸入国で、資源価格の下落によってプラスの影響が見込まれるものの、国際金融市場のリスク回避姿勢の強まりを受け、ルピーは同▲4.6%と下落している。

アジア主要国では、1997年の通貨危機時に比べ、対外債務や外貨準備などファンダメンタルズ面での改善は進んでいるものの、資源価格の下落は様々なところに影響を及ぼし、金融市場を引き続き不安定化させる可能性には留意が必要だ。

第1図: 主な新興国・地域の資源貿易収支(名目GDP比)



(注) 1. 資源は石油、石炭、鉄、鉄鋼、非鉄金属。  
南アは鉱物、宝石・貴金属、鉄、鉄鋼、ベースメタルの合計。  
2. 貿易収支、名目GDPは2010～2012年平均値。

(資料) IMF、南ア歳入庁、RIETI統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表: 主な資源国の主要輸出品の価格および通貨下落率

	主要輸出品目 (資源)	輸出 シェア (%)	商品価格 下落率 (%)	通貨 下落率 (%)
ロシア	石油・同製品	61.9	▲ 42.5	▲ 60.6
	天然ガス	12.8	▲ 13.1	
ブラジル	鉄鉱石	13.4	▲ 21.1	▲ 18.9
	大豆	9.4	▲ 5.3	
マレーシア	石油	8.5	▲ 42.5	▲ 10.3
	天然ガス	8.2	▲ 13.1	
南アフリカ	鉱物(鉄鉱石等)	26.2	▲ 21.1	▲ 8.6
	貴石・貴金属(金等)	21.3	▲ 4.4	
インドネシア	石炭	13.4	▲ 10.5	▲ 6.9
	天然ガス	9.9	▲ 13.1	
アルゼンチン	大豆	16.1	▲ 5.3	▲ 1.8

(注) 商品価格および通貨下落率は8月末から直近までの変化。

(資料) 各国統計、Bloomberg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、土屋 祐真)



## V. 中国

### ～構造調整に伴い減速傾向が続くなか、政府は安定成長の維持にも目配り～

中国経済は、緩やかな減速傾向が続いている。11月の月次経済指標をみると、工業生産が前年比+7.2%（10月：同+7.7%）、固定資産投資（年初来累計）が同+15.8%（10月：同+15.9%）と鈍化が続いている（第1表）。11月については、北京でのアジア太平洋経済協力会議（APEC）開催に伴う周辺地域での工場の操業停止も影響しているとみられるものの、11月の輸出が同+4.7%（10月：同+11.6%）と大幅に減速し、製造業PMIについても、内訳項目をみると、輸出受注等を中心に拡大・縮小の判断の目安となる50を下回っている。目先は引き続き軟調な推移が予想される。

焦点の住宅市場では、前月比でみた新築住宅価格の下落幅が縮小に転じるなど、悪化に一部歯止めがかかりつつあり、今のところ底割れは何とか回避されているとみられる。但し、都市別に住宅価格の直近高値からの下落率を見ると、北京（▲3.8%）、上海（▲4.8%）などの大都市のほか、西安（▲4.3%）、武漢（▲5.2%）など中西部の主要都市では相対的に小幅に止まる一方、温州（▲23.0%）や杭州（▲9.7%）など大都市周縁地域での下落が目立つ（第1図）。今後、大都市については、都市化に伴う需要増が見込まれ、調整が比較的スムーズに進みやすいとみられる一方、都市化を上回るペースで住宅建設が進められてきた大都市周縁の地域などでは、高水準の住宅在庫を抱えていることなどから、調整の長期化が予想される。

なお、12月9～11日に開催された中央経済工作会議では、「新常态（ニューノーマル）」への適応、具体的には中高速成長への移行、成長の質や生産性の向上を目指すことなどが決定された。さらに2015年の経済運営方針として、第一に、安定成長を維持し、積極的な財政政策と穏健（中立的）な金融政策を継続する方針が掲げられた。このため、2015年にかけて、政府は成長率目標を7%程度まで引き下げ、構造改革を継続するとみられるものの、景気腰折れが懸念される局面においては同時に、引き締め策の緩和等により安定成長維持とのバランスを図っていくことが予想される。

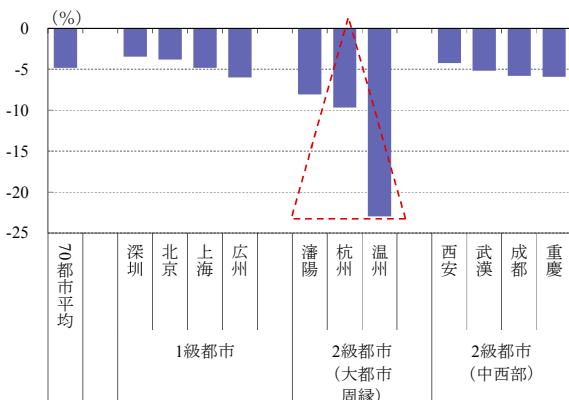
第1表：中国の主な月次経済指標の推移

	2014年						直近の評価
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	
工業生産（前年比、%）	9.2	9.0	6.9	8.0	7.7	7.2	△
固定資産投資（年初来、前年比、%）	17.3	17.0	16.5	16.1	15.9	15.8	△
小売売上高（前年比、%）	12.4	12.2	11.9	11.6	11.5	11.7	△
輸出（前年比、%）	7.2	14.5	9.4	15.3	11.6	4.7	○
輸入（前年比、%）	5.5	▲1.6	▲2.4	7.0	4.6	▲6.7	△
製造業PMI	51.0	51.7	51.1	51.1	50.8	50.3	△
非製造業PMI	55.0	54.2	54.4	54.0	53.8	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. 色付けは、伸び率または指数が前月から低下した箇所。

(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：地域別住宅価格直近高値からの下落率



(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、福地 亜希)

V. 中国

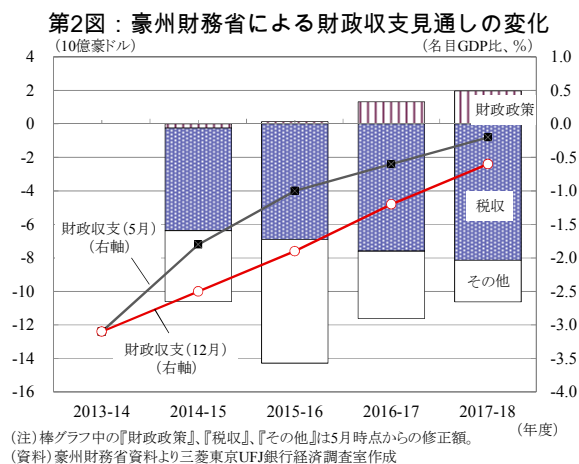
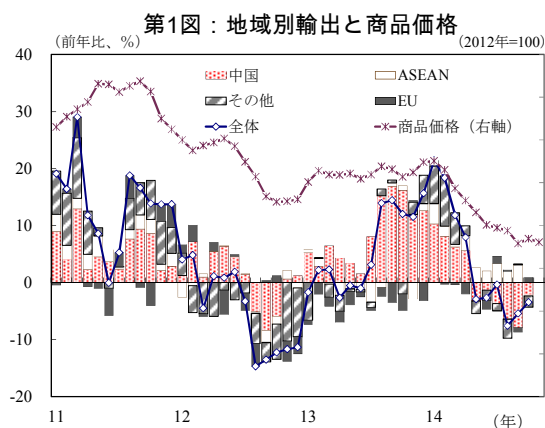
## VI. オーストラリア

### ～資源価格の下落が輸出と財政を中心として豪州経済の重石に～

豪州経済は、住宅価格や株価の上昇による資産効果を背景に個人消費が牽引役となり、緩やかな回復基調を維持してきたが、足元では資源価格の下落を受け減速している。輸出は主力輸出品目である石炭や鉄鉱石価格の大幅下落を受けた中国向けを中心に減少し、5月から10月まで6ヵ月連続のマイナスとなっている（第1図）。

資源価格下落の影響は財政面にも及んでいる。財務省は12月15日に発表した年央経済財政見通しで、2014年度（2014年7月～2015年6月）の財政赤字を今年5月時点の名目GDP比▲1.8%から同▲2.5%へ、2015年度を同▲1.0%から同▲1.9%へ下方修正した（第2図）。財政赤字拡大の背景としては、資源価格下落による資源関連税収の大幅な下振れが主因である。財務省は、低金利と豪ドル安が景気を下支えするとみており、成長率見通し（2014年度：前年比+2.5%、2015年度：同+3.0%）を据え置いたが、成長率が下振れし、財政赤字が更に拡大する可能性もある。

豪ドル相場は、12月3日発表の7-9月期の実質GDP成長率で景気減速が確認されたことや、米国の利上げ観測の高まりなどを受け、足元では1豪ドル=0.81ドル台と、2010年以来の低水準で推移している。豪州準備銀行（RBA）は12月も政策金利を過去最低水準に据え置いたが、16日発表の議事録において、ここ数ヵ月の商品価格の下落を踏まえると、豪ドルは依然割高な水準にあるとの見方を示している。さらに、スティーブンス総裁は豪紙のインタビューにおいて、当面は政策金利の据え置きを示唆する一方で、為替相場について、1豪ドル=0.75ドル近辺が望ましいと具体的な水準を明らかにした。財政出動や政策金利の引き下げ余地が乏しいなか、RBAは景気の下支え役として、豪ドル安へ依存する姿勢を強めている可能性もある。



(竹島 慎吾、大幸 雅代)

## VII. 原油

### ～新興国の景気減速と原油需要～

原油価格（WTI 期近物）は大きく下落している（第1図）。10月以降、原油の需要減退と供給過剰が強く意識されるなか、WTIは下落傾向を辿った。11月中は75ドル近辺で推移していたが、同月27日の石油輸出国機構（OPEC）総会で減産が見送られたことを受けて、28日のWTIは66.15ドル、前日比▲7.5ドルと急落した。12月に入っても下落が続き、18日には54.11ドルと5年7ヵ月振りの安値となった。23日には米国の実質GDP成長率の上方修正を受けて57ドル台に回復したが、足元では55ドル近辺で推移している。

10月以降の原油価格急落の背景の1つとして、需要減退観測の台頭が挙げられる。これは、各機関の経済見通し下方修正や、欧州や中国の景気減速を受けたものであるが、足元では中国だけでなく新興国全般の景気低迷も懸念されている。

先進国と新興国が、世界の原油需要にどれだけ寄与しているのか見てみると（第2図）、先進国の需要は90年代まで増加していたが、2000年代に入ると成長ペース鈍化とエネルギー効率の向上等により減少基調にある。これに対し、新興国では、2000年代に高成長と人口増加、モータリゼーションの進展等を背景に原油需要が大きく増加しており、世界の牽引役となっている。

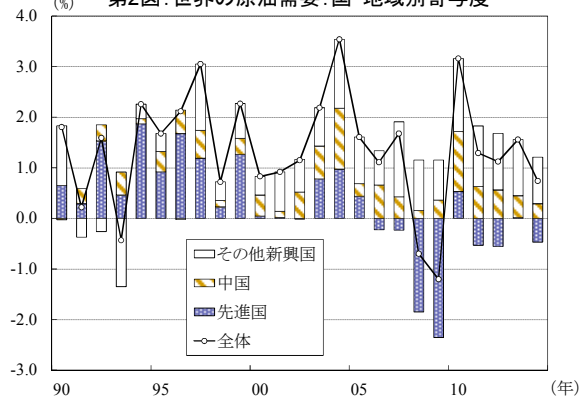
特に中国は、2004年は投資ブームの高まり、2010年は自動車販売台数の大幅増加等を背景に原油需要が急増し、全体を大きく押し上げた。一方で、2004年と2010年を除いた時期は、中国以外のアジア諸国やロシア、中東諸国、さらには中南米といった「その他新興国」の寄与度が大きく、中国の寄与度を上回っている。その他新興国は資源輸出への依存度が高い国も多く、資源価格下落がそれら諸国に与える影響からは引き続き目が離せない。

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：世界の原油需要：国・地域別寄与度



(注) 2014年はIEAによる見込み(2014年12月時点)。  
(資料) BP社、IEA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	2.1	▲0.4	1.7	0.8	3.0	0.8	83	421	579
米国	16.77	349	2.2	2.3	2.8	1.5	1.7	1.6	▲4,003	▲3,998	▲3,878
ユーロ圏	12.72	265	▲0.4	0.8	0.6	1.3	0.5	0.7	3,026	2,974	2,806
ドイツ	3.64	76	0.1	1.4	0.9	1.6	1.0	0.9	2,549	2,341	2,588
フランス	2.74	57	0.3	0.3	0.2	1.0	0.6	0.8	▲369	▲407	▲354
イタリア	2.07	43	▲1.9	▲0.4	0.3	1.3	0.2	0.5	205	259	237
英国	2.54	53	1.7	2.9	2.4	2.6	1.5	1.2	▲1,133	▲1,439	▲1,337
アジア11カ国・地域	15.34	319	6.3	6.1	6.0	3.6	3.0	3.0	3,481	4,313	3,999
中国	9.18	191	7.7	7.3	6.9	2.6	2.1	2.2	1,828	2,483	2,213
インド(年度ベース)	1.87	39	4.5	5.5	5.7	9.5	7.1	6.3	▲324	▲378	▲369
NIEs4カ国	2.28	47	2.9	3.2	3.5	1.7	1.7	1.8	1,968	1,996	1,937
韓国	1.22	25	3.0	3.3	3.5	1.3	1.4	1.5	799	794	659
台湾	0.49	10	2.1	3.6	3.7	0.8	1.3	1.5	573	549	594
香港	0.27	6	2.9	2.1	3.2	4.3	4.1	3.6	51	71	90
シンガポール	0.30	6	3.9	3.2	3.7	2.4	1.6	1.9	545	582	593
ASEAN5カ国	2.01	42	5.2	4.7	5.2	4.5	4.5	5.2	9	211	218
インドネシア	0.87	18	5.8	5.3	5.4	6.4	6.1	7.5	▲291	▲218	▲192
マレーシア	0.31	6	4.7	5.9	4.8	2.1	3.2	3.6	126	193	225
タイ	0.39	8	2.9	0.8	4.3	2.2	2.1	2.5	▲25	84	53
フィリピン	0.27	6	7.2	6.3	6.2	2.9	4.3	3.7	104	87	80
ベトナム	0.17	4	5.4	5.9	5.9	6.6	4.2	5.3	95	65	52
オーストラリア	1.51	31	2.1	2.7	2.3	2.4	2.6	2.4	▲458	▲386	▲291
中南米7カ国	5.41	113	2.5	0.8	1.5	8.1	12.8	13.1	▲1,343	▲1,300	▲1,290
ブラジル	2.25	47	2.5	0.3	0.6	6.2	6.4	6.2	▲811	▲800	▲730
メキシコ	1.26	26	1.1	2.2	3.5	3.8	3.9	3.5	▲263	▲250	▲280
アルゼンチン	0.61	13	2.9	▲1.6	▲2.0	10.6	30.0	35.0	▲48	▲60	▲85
ロシア、中東欧3カ国	2.95	61	1.2	1.0	0.0	5.2	5.4	6.6	282	575	373
ロシア	2.10	44	1.3	0.3	▲1.1	6.8	7.5	8.7	341	586	468
チェコ	0.20	4	▲0.7	2.5	2.6	1.4	0.5	1.8	▲29	▲4	▲11
ハンガリー	0.13	3	1.1	3.1	2.3	1.7	▲0.1	2.0	39	38	26
ポーランド	0.52	11	1.7	3.0	3.2	0.9	0.0	1.1	▲70	▲45	▲110

- (注)1.『2013年』は実績値、『2014年』と『2015年』は12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。

