

経済マンスリー

【経済概況】

I. 日 本

～春闘での高めの賃上げ実現は、
企業の成長期待の改善度合いが左右～

II. 米 国

～家計消費は底堅さを示すも、
油価下落の賃金等への波及には注視が必要～

III. 西 欧

～デフレリスクが一段と高まるなか、
ECB は国債購入含む追加緩和策を発表～

IV. ア ジ ア

～資源価格の下落は景気を下支え、
一部財政面からの下押しには留意～

V. 中 国

～緩やかな減速傾向が続くなか、
金融政策は選択的な対応を継続～

VI. オーストラリア

～資源価格の下落を受け輸出の減速が続く～

VII. 原 油

～OPEC は原油安の長期化を懸念し始めた模様～

I. 日本

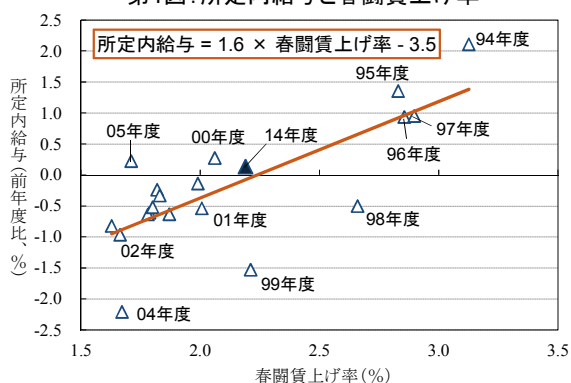
～春闘での高めの賃上げ実現は、企業の成長期待の改善度合いが左右～

1. 実体経済の動向

来年度の景気を占う重要なポイントとして、今年の春闘でどの程度の賃上げ率を実現するかが挙げられる。賃金の上昇や雇用者数の増加による家計所得の拡大は、経済の好循環の維持に必要不可欠な要素だ。春闘賃上げ率とマクロの所定内給与（パートタイマーを含む総労働者ベース）には明確な正の相関がある（第1図）。昨年の春闘では、1999年以来の高さとなる2.19%（厚生労働省統計ベース）の賃上げ率を実現した結果、今年度の所定内給与は昨年11月までの平均で前年同期間比+0.1%と、2005年度以来のプラスとなっている。消費増税の影響が一巡する来年度の賃金については、今春闘で昨年を上回る賃上げ率を実現すれば、物価上昇の影響を除いた実質ベースでもプラス転化する公算が大きい。

今春闘を取り巻く環境を整理すると、賃上げ率を昨年よりも引き上げる方向に作用しそうな要素が多いことがわかる（第1表）。労働分配率が企業収益の改善を受けて低下している一方、労働需給の引き締まりで企業の人手不足感は強まっており、賃金の引き上げ余地は拡大しているといえる。また、消費増税後の景気のもたつきを受けて労働生産性（就業1時間当たり実質GDP）は悪化しているものの、消費者物価は、消費増税の直接的な影響を除いても昨年に比べ上昇ペースが加速している。こうした環境を踏まえ、連合は、昨年12月公表の『2015春闘闘争方針』で、2%以上のベア実現を目指すという強気の姿勢を示した。一方、経団連は、今月公表した『経営労働政策委員会報告』で、賃上げについて前向きな検討を強く期待するとしつつも、一律2%のベア実施についてはまだ慎重である。今年度前半の景気のもたつきを一時的なものとみなし、経済の先行きに対する自信を取り戻しているのか否か。企業の中長期的な成長期待の改善度合いが、今春闘での高めの賃上げ率実現のカギとなりそうだ。

第1図：所定内給与と春闘賃上げ率



(注) 1. リーマン・ショック直後の2009年度を除く。
2. 2014年度の『所定内給与』は、2014年4月～11月までの平均値。
(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：春闘を取り巻く環境整理

	2014年 (昨年)	2015年 (今回)	賃上げ率 への影響
労働分配率 (前年7-9月までの1年平均、%)	63.8	61.9	↑
雇用判断DI(「過剰」-「不足」) (前年12月時点、%ポイント)	▲ 10	▲ 15	↑
労働生産性上昇率 (前年7-9月までの1年平均、%)	2.0	0.8	↓
コア消費者物価上昇率 (前年11月までの1年平均、%)	0.3	1.2	↑
連合の 賃上げ要求基準	ベア1%以上 (定昇込で3%)	ベア2%以上 (定昇込で4%)	↑
経団連の 賃上げに関する指針	6年ぶりに ベアを容認	2%以上のベアは 実態にそぐわず	→
賃上げ率(定昇+ベア) (当年実績、%)	2.19	—	—

(注) 『コア消費者物価上昇率』は、消費税率引き上げの直接的な影響を除く。
(資料) 各種統計・資料より三菱東京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

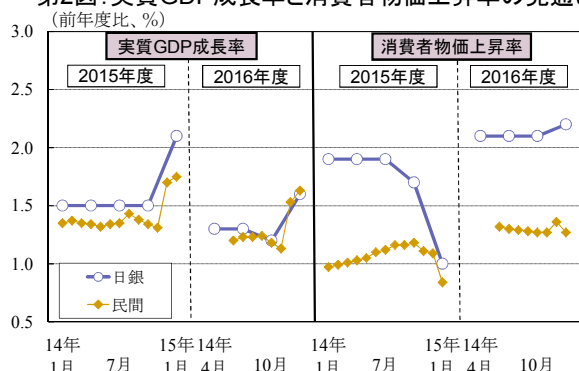
日銀は今年 20-21 日に開いた金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決め、同時に昨年 10 月公表の『展望レポート』の中間評価を行った。消費者物価上昇率の見通しは、原油価格下落の影響などから 2015 年度を 0.7%ポイント引き下げた一方、2016 年度は小幅に上方修正し、2015 年度を中心とする期間に消費者物価上昇率が 2%に達するという見通しを維持した。その根拠として、黒田総裁は会合後の会見で、実質 GDP 成長率の上方修正による需給ギャップの改善と、中長期的な予想物価上昇率が維持されていることを挙げた。日銀と民間の物価見通しを比べると、2016 年度は日銀が民間よりも約 0.9%ポイントも高く、日銀の物価見通しを達成するには民間経済主体のインフレ期待が相当強まる必要がある（第 2 図）。この点、今春闘での賃上げ交渉の帰趨は、企業のデフレマインドの払拭度合い、インフレ期待の改善度合いを測る上でも重要だといえる。

長期金利は、昨年 10 月の日銀の追加緩和決定後に一段と低下基調が強まり、年明け 1 月中旬には史上初の 0.1%台に乗せた（第 3 図）。日銀の大規模な国債購入による需給の逼迫が引き続き意識されていることに加え、原油価格の急落を受けた世界的な物価上昇率の低下や、ECB による量的緩和策の導入などから海外金利が全般的に低下基調を辿っていることも、その背景にあると考えられる。

(2) 為替

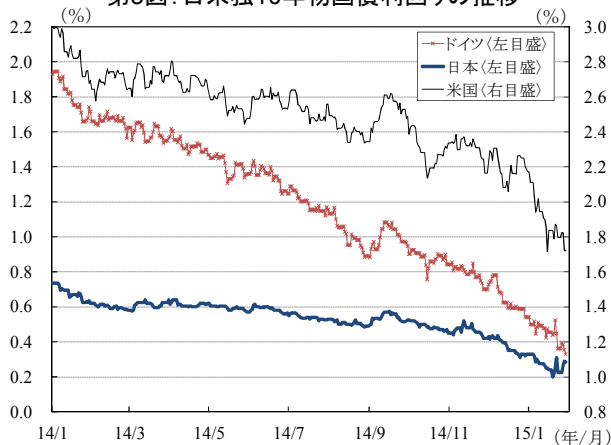
円ドル相場は、昨年 12 月上旬には一時 2007 年以来の 1 ドル 121 円台まで円安が進んだが、足元では円高方向に巻き戻される場面もみられる。日銀による追加緩和実施以降の急速な円安は、期待先行で進んだ面もあり、円高方向への調整の動きが出易いとも考えられる。やや長い目でみれば、日米の金融緩和政策の方向性の違いから円安基調が続くと見込まれるが、世界経済が万全でない中ではリスクオフの動きが強まる場面も想定され、当面は方向感が出にくい状態が続く可能性がある。

第2図: 実質GDP成長率と消費者物価上昇率の見通し



(注)『日銀』は政策委員による見通しの中央値、『民間』は「ESPフォーキャスト調査」に基づく民間調査機関(約40)の見通しの平均値。いずれも、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース。
(資料)日本銀行、日本経済研究センター資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 日米独10年物国債利回りの推移



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(鶴田 零、金堀 徹)

主要経済金融指標(日本)
2015年1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	8月	9月	10月	11月	12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)	▲ 0.1 (▲ 1.6)	▲ 0.1 (▲ 2.5)	1.3 (▲ 0.7)	0.1 (▲ 0.9)	0.1 (▲ 1.9)	
鉱工業生産指数	▲ 2.9	3.2	2.9 (8.2)	▲ 3.8 (2.7)	▲ 1.9 (▲ 1.0)	▲ 1.9 (▲ 3.3)	2.9 (0.8)	0.4 (▲ 0.8)	▲ 0.5 (▲ 3.7)	
鉱工業出荷指数	▲ 1.8	2.9	4.6 (7.4)	▲ 6.8 (1.3)	▲ 0.8 (▲ 0.5)	▲ 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 (4.6)	▲ 0.7 (4.0)	▲ 0.4 (3.8)	1.1 (6.5)	
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]	118.5 [110.7]	111.4 [108.2]	112.3 [105.5]	117.0 [104.3]	[104.1]
国内企業物価指数	▲ 1.1	1.9	0.3 (2.0)	3.0 (4.3)	0.5 (4.0)	▲ 0.2 (3.9)	0.0 (3.6)	▲ 0.8 (2.9)	▲ 0.3 (2.6)	▲ 0.4 (1.9)
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 (3.1)	▲ 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]	96.4 [96.7]	99.9 [98.9]	100.6 [99.4]	99.8 [99.9]	[101.4]
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)	4.7 (▲ 3.3)	2.9 (7.3)	▲ 6.4 (▲ 4.9)	1.3 (▲ 14.6)	
製造業	▲ 10.1	10.2	3.9 (22.1)	▲ 8.5 (4.1)	12.6 (10.2)	▲ 10.8 (2.5)	12.0 (13.4)	▲ 5.5 (2.9)	▲ 7.0 (▲ 4.8)	
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)	10.7 (▲ 7.0)	1.7 (3.5)	▲ 7.5 (▲ 10.2)	0.5 (▲ 21.2)	
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)	▲ 7.7 (2.0)	2.7 (7.9)	6.2 (6.2)	▲ 2.8 (2.0)	
建設受注	2.4	20.1	(1.6)	(35.9)	(▲ 15.0)	(8.6)	(▲ 40.3)	(15.7)	(16.9)	
民需	2.6	14.2	(▲ 18.0)	(9.5)	(▲ 26.4)	(▲ 16.1)	(▲ 45.2)	(▲ 2.2)	(32.0)	
官公庁	5.3	31.2	(34.7)	(143.0)	(0.6)	(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)	(▲ 8.1)	(▲ 8.2)	(▲ 7.4)	(▲ 10.4)	(1.0)
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)	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)	(▲ 16.9)	(▲ 18.6)	(▲ 17.6)	(▲ 20.7)		
小売業販売額	0.3	2.9	(6.6)	(▲ 1.8)	(1.4)	(1.2)	(2.3)	(1.4)	(0.5)	(0.2)
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)	▲ 0.3 (▲ 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]	73.0 [74.3]	75.5 [75.6]	74.2 [75.3]	75.8 [74.9]	[75.0]
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)	▲ 1.4 (1.0)	1.5 (2.9)	0.0 (1.8)	▲ 0.7 (0.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	0.1	(0.1)	(0.8)	(1.5)	(0.9)	(0.7)	(0.2)	(0.1)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	107	45	54	65	76	77	75	73	74	
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 [0.95]	1.09 [0.96]	1.10 [0.98]	1.12 [1.01]	[1.03]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.3	3.9	3.6	3.6	3.6	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]	47.4 [51.2]	47.4 [52.8]	44.0 [51.8]	41.5 [53.5]	45.2 [55.7]
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)	727 (▲ 11.2)	827 (0.8)	800 (▲ 16.5)	736 (▲ 14.6)	686 (▲ 8.5)

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)

	2012年度	2013年度	2014年			2014年				
			1-3	4-6	7-9	8月	9月	10月	11月	12月
通関輸出	▲2.1	10.8	(6.6)	(0.1)	(3.2)	(▲1.3)	(6.9)	(9.6)	(4.9)	(12.8)
価格	4.0	10.2	(6.0)	(1.1)	(2.8)	(1.6)	(4.0)	(4.6)	(6.7)	(8.6)
数量	▲5.8	0.6	(0.7)	(▲1.0)	(0.3)	(▲2.9)	(2.8)	(4.8)	(▲1.7)	(3.9)
通関輸入	3.4	17.4	(17.6)	(2.7)	(2.4)	(▲1.4)	(6.3)	(3.1)	(▲1.6)	(1.9)
価格	2.5	14.6	(10.3)	(2.1)	(3.1)	(3.3)	(3.2)	(4.9)	(5.8)	(3.8)
数量	1.0	2.3	(6.5)	(0.5)	(▲0.6)	(▲4.5)	(3.0)	(▲1.7)	(▲7.0)	(▲1.8)
経常収支(億円)	42,233	8,312	▲8,187	3,571	16,345	2,498	9,830	8,334	4,330	
貿易収支(億円)	▲52,474	▲109,709	▲41,190	▲20,230	▲24,227	▲8,520	▲7,107	▲7,666	▲6,368	
サービス収支(億円)	▲41,864	▲34,522	▲6,194	▲8,970	▲9,198	▲2,678	▲1,995	▲2,165	▲1,063	
金融収支(億円)	20,255	▲23,521	▲13,285	18,909	27,583	5,044	16,649	12,077	5,064	
外貨準備高(百万ドル)	1,254,356	1,279,346	1,279,346	1,283,921	1,264,405	1,278,011	1,264,405	1,265,925	1,269,079	1,260,548
対ドル円レート(期中平均)	83.08	100.23	102.78	102.13	103.92	102.96	107.09	108.06	116.22	119.40

3. 金融

	2012年度	2013年度	2014年			2014年				
			1-3	4-6	7-9	8月	9月	10月	11月	12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]	0.069 [0.073]	0.066 [0.072]	0.059 [0.070]	0.065 [0.073]	0.068 [0.074]
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]	0.192 [0.221]	0.182 [0.220]	0.179 [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]	0.490 [0.720]	0.525 [0.680]	0.450 [0.590]	0.420 [0.600]	0.330 [0.735]
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)	1.061 (▲0.005)	1.048 (▲0.013)	1.041 (▲0.007)	1.037 (▲0.004)	
日経平均株価 (225種、末値)	12,398	14,828	14,828 [12,398]	15,162 [13,677]	16,174 [14,456]	15,425 [13,389]	16,174 [14,456]	16,414 [14,328]	17,460 [15,662]	17,451 [16,291]
M2平残	(2.5)	(3.9)	(4.0)	(3.3)	(3.0)	(3.0)	(3.1)	(3.2)	(3.6)	(3.6)
広義流動性平残	(1.0)	(3.7)	(3.9)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.3)	(3.3)	(3.4)	(3.5)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(0.9)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.7)	(2.6)
銀行計	(1.1)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.8)	(2.7)
都銀等	(▲0.2)	(1.7)	(1.6)	(1.3)	(1.1)	(1.0)	(1.2)	(1.3)	(2.0)	(1.7)
地銀	(2.9)	(3.3)	(3.4)	(3.6)	(3.7)	(3.6)	(3.7)	(3.7)	(3.8)	(3.8)
地銀Ⅱ	(0.8)	(1.4)	(2.4)	(2.5)	(2.9)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(3.2)	(3.2)
信金	(▲0.7)	(0.3)	(0.9)	(1.2)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	(1.5)	(1.6)
3業態計	(2.2)	(3.8)	(3.6)	(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.9)	(3.3)	(4.0)	(4.2)
実質預金 +CD (平残)										
都銀	(1.8)	(3.7)	(3.2)	(2.1)	(2.4)	(2.4)	(2.7)	(3.4)	(4.8)	(5.1)
地銀	(2.8)	(4.3)	(4.2)	(3.6)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.3)
地銀Ⅱ	(1.8)	(2.5)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.2)	(3.0)	(3.3)	(3.3)	(3.2)

(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

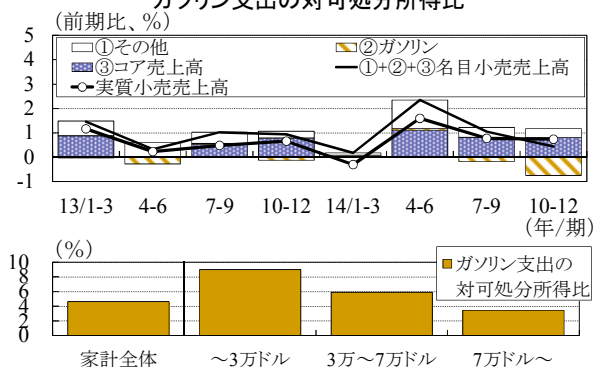
～家計消費は底堅さを示すも、油価下落の賃金等への波及には注視が必要～

米国経済は緩やかな回復基調が続いている。昨年12月の名目小売売上高は、前月比▲0.9%と急減したものの、油価下落によるガソリン販売減少や、年末商戦の前倒し等が影響したとみられる。10-12月期の売上高を実質ベースでみると、7-9月期並みの伸び率を維持している（第1図）。ここで2013年の実績を基に家計の可処分所得に対するガソリン支出の割合を確認してみると、年収3万ドル以上～7万ドル未満の世帯で約6%、年収3万ドル未満の世帯では約9%に達している。足元にかけての原油価格下落に伴う恩恵（実質所得の押し上げ）は、相対的にガソリン支出の負担が大きい中低所得世帯を中心に表れ、消費の底上げに結びついているとみられる。

雇用環境の改善が続いていることも消費の追い風となっている。12月の非農業部門雇用者数は前月比+25.2万人と11ヵ月連続で同+20万人台のペースを維持し、2014年通年では前年比+295.2万人と1999年以来の増加幅に達した。但し、上昇ペースの加速が待たれる時間当たり平均賃金は、12月が前年比+1.7%と2012年10月以来の低い伸びとなった（第2図）。労働市場全体では需給の緩やかな改善が続く中、鉱業を中心に油価下落が賃金の伸びを抑制している可能性もある。ただ、主要13業種中10業種の賃金が前月比減少を示すなど気がかりな点もあり、今後の動向には留意が必要だ。

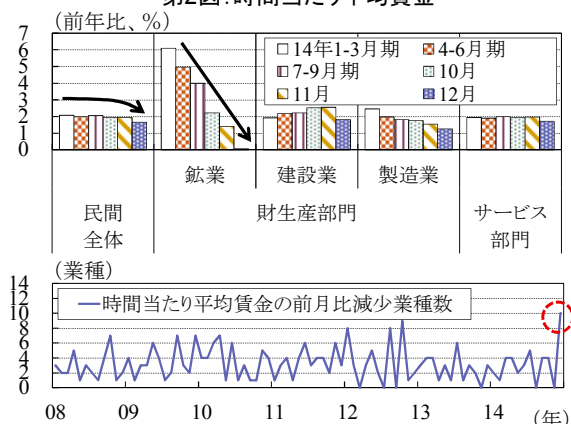
ダラス連銀（シェール産業の集積があるテキサス州等を管轄）が公表する製造業指数では、足元にかけて生産指数が低下傾向にあるほか、今後の賃金上昇ペース鈍化が予想されている。シェール産業への依存度が高い地域を中心に、急速な原油安の影響がエネルギー関連業種以外へも一定程度波及し、企業活動や雇用・賃金の下押し圧力になっている可能性がある。この先も暫くは原油価格が低水準で推移する公算が高い中、油価下落に伴うマイナス影響の波及状況については注視しておく必要があるだろう。

第1図：小売売上高と世帯年収別にみた
ガソリン支出の対可処分所得比



（注）『実質小売売上高』は、消費者物価指数により実質化。
（資料）米国商務省、労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：時間当たり平均賃金



（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、坂東 輝昭）

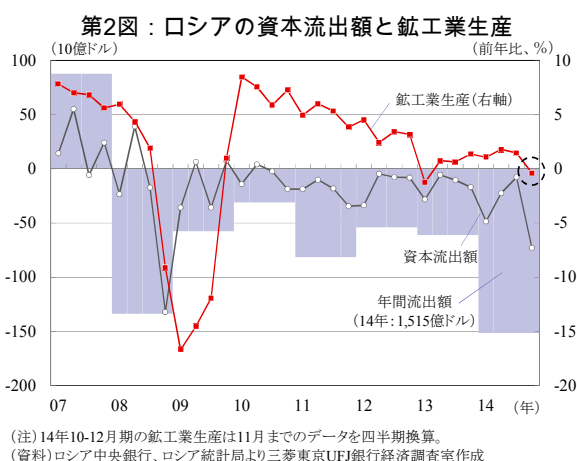
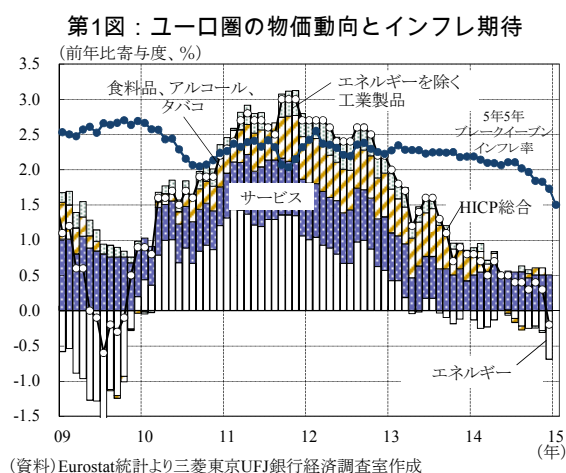
Ⅲ. 西欧

～デフレリスクが一段と高まる中、ECB は国債購入含む追加緩和策を発表～

ユーロ圏経済は低成長が続いており、デフレリスクが一段と高まっている。2014 年 12 月の消費者物価上昇率は前年比 ▲0.2% と、2009 年以来 5 年ぶりのマイナスに陥った。内訳をみると、エネルギー価格の大幅な下落が主因となったものの、サービス価格の伸びも当時より低位にある（第 1 図）。また、欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁がインフレ期待指数として注目している 5 年先 5 年間のブレイクイーブンインフレ率はさらに低下し、1 月半ばには 1.5% を割り込んだ。

ユーロ圏と経済的結びつきの強いロシア経済は、昨年 10-12 月期に原油安と経済制裁の影響で一層悪化している。主力の資源関連輸出の低迷に加え、資本流出に伴う通貨安を阻止するため大幅な利上げを余儀なくされ、内需も低迷している。2014 年の資本流出額は 1,515 億ドルと前年の 3 倍近くに達し、過去最大となった（第 2 図）。

こうしたなか、ECB は 1 月 22 日の定例理事会において、国債購入を含む追加緩和策を決定した。3 月以降、月 600 億ユーロを少なくとも 2016 年 9 月まで、あるいは物価目標の安定的な達成が展望できるまで購入を続け、総額は 1.1 兆ユーロ以上になるとみられる。また、3 月以降に実施される残り 6 回の貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO）の適用金利について、従来の政策金利プラス 10bp から上乗せ分の +10bp を撤廃した。このまま政策金利が据え置きとなれば、低調に終わった過去 2 回と比べて、より低いレートでの資金調達が可能となり、応札額が増加することも期待できる。金融市場は一連の決定を一先ず好感し、欧州株は大幅に続伸したほか、ユーロ相場は一時 1 ユーロ=1.11 ドル台と 2003 年以来の水準まで下落している。ユーロ相場は昨年 6 月に追加利下げや TLTRO が発表される以前から足元まで 2 割近く下落しており、ECB は一段のユーロ安などを通じた中期的なインフレ期待の回復を狙っているとみられる。



(竹島 慎吾、大幸 雅代)

IV. アジア

～資源価格の下落は景気を下支え、一部財政面からの下押しには留意～

原油などの資源価格の下落を背景に、アジア主要国・地域のインフレ率は、総じて低下傾向がみられる。直近12月の消費者物価上昇率は、インドネシアを除く全ての国・地域で2014年7-9月期と比べ低下しており、特にインドでは、前年比+5.0%とすでに中央銀行の目標（2016年1月：同+6.0%）を下回った（第1表）。

インフレ圧力の低下を受け、アジア主要国・地域の最近の金融政策には一部緩和の動きがみられる。昨年の韓国、中国の利下げに加え、今年に入りインド準備銀行が臨時の金融政策決定会合で、約1年半ぶりの利下げ（8.00%→7.75%）を実施した。また、シンガポール通貨庁も緊急の金融政策見直しを実施し、引き締め度合いを緩和した。

インフレ率の低下は、例えば家計の購買力改善等を通じて消費を押し上げる効果が見込まれるが、経済全体への影響は国毎に異なる。原油価格の消費者物価上昇率に対する弾性値と民間消費の対GDP比率をみると（第1図）、物価が原油価格変動の影響を受けやすいベトナムや、消費の対GDP比率が大きいインドなどで原油価格下落による消費押し上げを通じたGDP成長率へのプラスの影響が相対的に大きいと考えられる。一方、原油価格の変動が物価に影響しにくい韓国や、消費の対GDP比率が小さいシンガポールでは原油価格下落が消費を押し上げる効果を通じた経済成長率への影響は相対的に小さいと考えられる。また、インドネシアではこれまで政府補助金により国内燃料小売価格の変動を抑制してきたため、原油価格と物価上昇の関係は相対的に小さいが、1月には燃料小売価格を実質市況連動とする制度を導入しており、今後はCPI上昇率低下を通じた資源安のメリットが家計に波及しやすくなると考えられる。

一方、資源の純輸出国であるマレーシアでは、原油価格下落を受けて今年の財政赤字の目標を下方修正（GDP比▲3.0%→同▲3.2%）するなど、歳入減を通じた経済へのマイナスの影響が予想されており、今後の資源価格動向には引き続き留意が必要だ。

第1表：アジア主要国・地域の消費者物価上昇率と金融政策

	消費者物価上昇率(前年比、%)					直近の 加減速	政策金利の変化 (2014年7月～半年)
	2013年	2014年 (通年)	2014年 7-9月期	2014年 10-12月期	直近		
ベトナム	6.6	4.1	4.3	2.6	1.8	↓	不変
タイ	2.2	1.9	2.0	1.1	0.6	↓	不変
韓国	1.3	1.3	1.4	1.0	0.8	↓	▲25bp、▲25bp (2014年8月) (同10月)
中国	2.6	2.0	2.0	1.5	1.5	↓	▲40bp (2014年11月)
シンガポール	2.4	1.0	0.9	▲0.1	▲0.2	↓	通貨高ベースを調整 (2015年1月)
台湾	0.8	1.2	1.5	0.8	0.6	↓	不変
インド	9.5	7.2	7.4	5.0	5.0	↓	▲25bp (2015年1月)
マレーシア	2.1	3.1	3.0	2.8	2.7	↓	+25bp (2014年7月)
フィリピン	2.9	4.2	4.7	3.6	2.7	↓	+25bp、+25bp (2014年7月) (同9月)
インドネシア	6.4	6.4	4.4	6.5	8.4	↑	+25bps (2014年11月)

(注) 1. 香港は米ドルペッグ制を採用し、米国の金融政策に追随するため掲載せず。

2. 『シンガポール』の金融政策の対象は為替。2015年1月の金融政策見直しで自国通貨変動幅の傾斜を緩やかにし、引き締め度合いを緩和した。

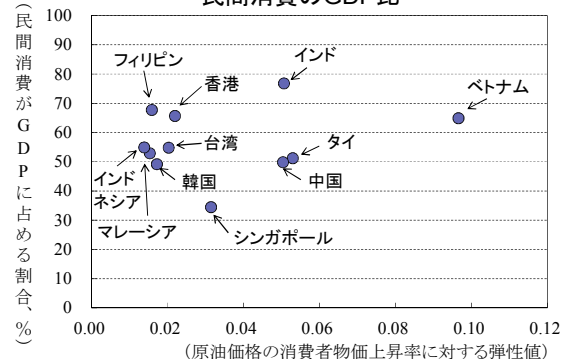
3. 『ベトナム』の『政策金利』はリファイナンスレート。

4. 『消費者物価上昇率』の『2013年』は『インド』が年度(4月～翌3月)ベース。

『直近』は2014年12月。『直近の加減速』は、『2014年7-9月期』からの『直近』の変化の方向を示す。

(資料) 各国統計、報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：消費物価上昇率の原油価格弾性値と民間消費のGDP比



(注) 民間消費のGDP比はベトナム、中国が2013年、インドが2013年4月～2014年3月、その他の国・地域は2014年～7-9月期時点。弾性値は2006年以降。

(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、福地 亜希、土屋 祐真)

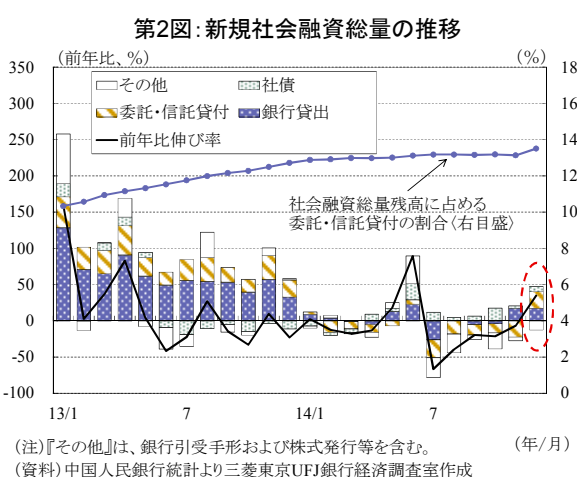
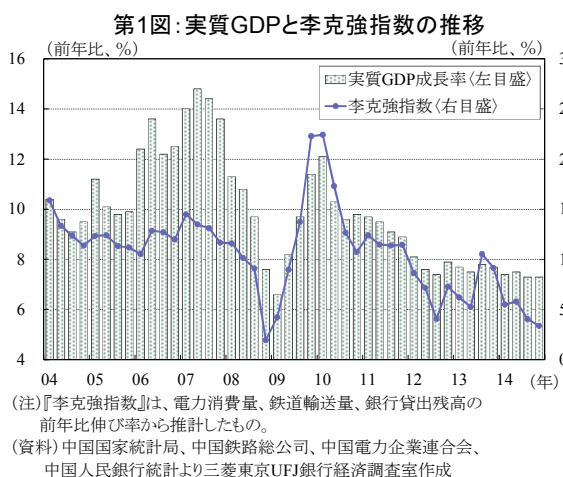
V. 中国

～緩やかな減速傾向が続くなか、金融政策は選択的な対応を継続～

中国経済は、緩やかな減速傾向を辿っている。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+7.3%と 7-9 月期（同+7.3%）から横這いとなったが、電力・物流・金融面等の指標から見た実体経済は、減速の継続を示唆している（第 1 図）。直近 12 月の経済指標では、固定資産投資（年初来累計）が同+15.0%（11 月：同+15.3%）へ鈍化した。また、PMI 指数を企業規模別にみると、中型企業（48.7）や小型企業（45.5）は 50 を下回り、大企業（51.4）に比べて景況感悪化が目立つ。

焦点となる住宅市場では、前月比でみた新築住宅価格の下落幅が縮小傾向にあるほか、12 月には深圳でプラスに転じるなど、安定化の兆しも部分的には窺われる。もっとも、都市化の進行ペースを上回るスピードで住宅が建設されてきた大都市周縁地域などでは、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。

こうしたなか、12 月の新規社会融資総量は前年比+34.9%と半年振りにプラスに転じた（第 2 図）。内訳をみると、委託・信託貸出が銀行貸出を上回る伸びを示すなど、いわゆるシャドーバンキングを介した資金調達に再拡大の動きがみられる。特に「委託貸付」は、株や不動産などリスク資産への投資に向かい易いという点で注意が必要だ。実際、11 月の利下げ以降、株価（上海総合指数）が 3 割強上昇し、金融当局は緩和資金の株式市場への流入に警戒を強めている。このため、中国銀行業監督管理委員会は、1 月中旬に「委託貸付」の監督強化に向けた規則の草案を公表。具体的には、委託貸付資金の株式、債券、先物、金融派生商品、理財商品等への投資を禁止する方針だ。中国証券監督管理委員会も、違法な信用取引に対する取り締まりを強化した。他方、中国人民銀行は、1 月中旬に再貸出枠の追加設定（小規模・零細企業向け 300 億元、農業分野向け 200 億元、合計 500 億元）を発表した。中国人民銀行は、昨年前半にも、一部の銀行を対象とした預金準備率の引き下げや手形再割引枠の拡大等を実施した。今後も景気失速に配慮しつつ、信用拡大の抑制を継続するものとみられる。



（竹島 慎吾、福地 亜希）

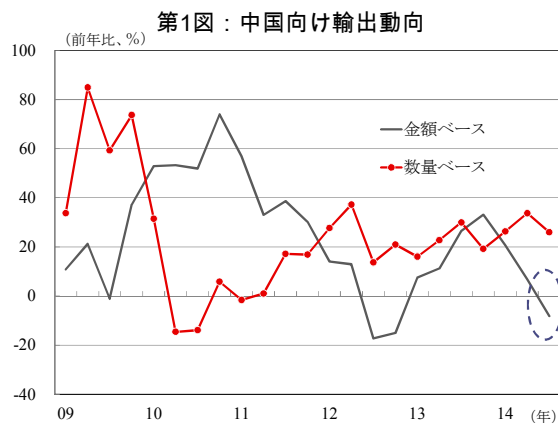
VI. オーストラリア

～資源価格の下落を受け輸出の減速が続く～

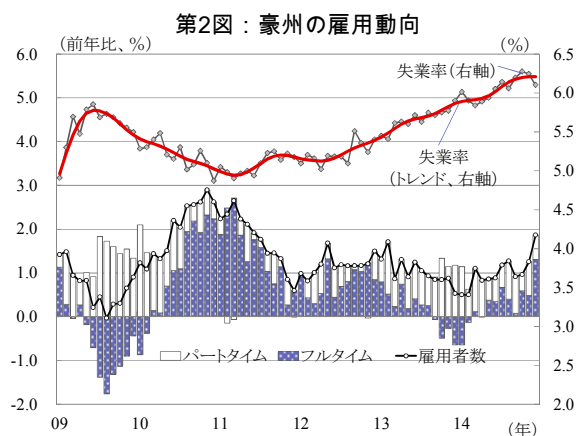
豪州では資源価格の下落を受け、輸出の減速が続いている。豪州の輸出は昨年5月以降前年比マイナスに転じており、11月は前年比▲2.6%となった。最大の輸出相手国である中国向けの輸出動向をみると、中国経済の減速を背景に数量ベースが伸び悩むなか、資源価格下落による下押し圧力が大きい（第1図）。今後については、中国政府が今年の成長率目標を7%程度まで引き下げるとみられるほか、資源価格の持ち直しも限定的とみられるため、現状では輸出の大幅な改善は見込みにくい状況である。

他方、原油価格の下落による実質所得の押し上げから、1月の消費者信頼感指数は僅かながら上昇した。12月の雇用関連指標が予想を上回り、低迷が続いていた雇用情勢に底打ち期待が生じたことも、消費者マインド持ち直しに寄与したとみられる。昨年12月の失業率は6.1%と、労働参加率が上昇したにもかかわらず、11月の6.2%から低下した（第2図）。雇用者数が前年比+1.9%増加を記録し、内フルタイム雇用者が同+1.3%pt寄与した。

こうしたなか、豪州準備銀行（RBA）の理事会は例年通り1月は休会したが、その間にも原油価格が一段と下落し、他の先進国では1月21日にカナダ中銀が利下げを実施したほか、22日には欧州中央銀行（ECB）が国債購入を含む大規模追加緩和策を発表した。カナダドルやユーロが対ドルで下落したことを受け、豪ドル相場はECBの追加緩和策決定後には一時1豪ドル=0.79ドル台と、6年ぶりに0.80ドルを割り込んだ。スティーブズRBA総裁は、昨年12月に豪ドルの望ましい水準が1豪ドル=0.75ドル近辺であることを明らかにしたが、今後も輸出減速や物価下落が見込まれることから、カナダ同様に資源輸出国である豪州においても、一段の豪ドル安を狙った追加利下げも視野に入れているとの見方が広がっている。



(注) データは中国側の輸入統計を利用。
(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



(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、大幸 雅代)

VII. 原油

～OPEC は原油安の影響を懸念し始めた模様～

原油価格（WTI 期近物）は大きく下落している（第 1 図）。昨年 11 月末の石油輸出機構（OPEC）総会で減産が見送られて以降、供給過剰感がさらに強まったことから、WTI は下げ足を速めた。1 月 6 日に 50 ドルを割った後もさらに値を下げ、28 日には 44.45 ドルと 5 年 11 ヶ月振りの安値をつけた。

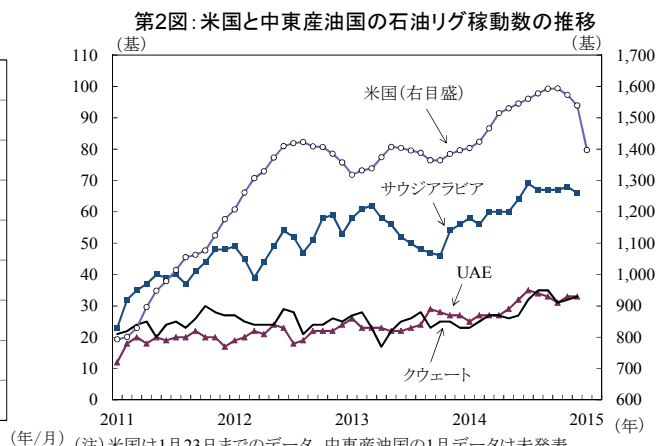
年明けに 40 ドル台に下落した原油価格は、底値を探る展開が続いている。価格が底を打って上昇に転じるには、米国を中心とする非 OPEC 諸国の原油生産の拡大ペース鈍化、または OPEC 減産といった供給過剰の解消につながる材料が不可欠である。

原油生産の先行きをみる上で、石油掘削装置（リグ）の稼働数が注目される。米国のリグ稼働数は昨年 10 月をピークに減少しており、1 月は大きく落ち込んでいるのに対して、サウジアラビアとクウェート、UAE のリグ稼働数は高止まっている（第 2 図）。中東産油国よりも生産コストが高いとみられる米国の石油の掘削活動が、原油安の影響を受けて鈍化していることを示している。米国の原油生産量は足元 12 月まで変化はみられないが、今後の生産動向を注視する必要がある。

一方、OPEC は、11 月の総会以降も減産しない姿勢を堅持しているが、最近のバドリ OPEC 事務局長の発言に変化がみられる。バドリ事務局長は総会後の会見で「われわれは価格目標を持っていない」と価格についてコメントしなかったが、1 月 21 日に「原油価格は近く回復する」、22 日「20 ドルや 25 ドルまで下がらない」、26 日「原油価格は底入れした可能性があり、近く上昇に転じる」と価格水準に言及し始めた。原油安が進行・長期化すれば、OPEC 加盟国の経済、特に財政収支へ与える影響は大きい。米国の原油生産の拡大鈍化にしばらく時間がかかると見込まれる中、バドリ事務局長は、口先介入によって原油価格の一段安を抑える意図があったとみられる。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注) 米国は1月23日までのデータ。中東産油国の1月データは未発表。
(資料) Baker Hughes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	1.6	1.6	▲ 4,003	▲ 3,998	▲ 3,878
ユーロ圏	12.72	265	▲ 0.5	0.8	0.6	1.3	0.4	0.7	3,026	2,974	2,806
ドイツ	3.64	76	0.1	1.5	0.9	1.6	0.8	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	2.6	2.4	2.6	1.5	1.2	▲ 1,133	▲ 1,439	▲ 1,337
アジア11カ国・地域	15.73	328	6.3	6.2	6.0	3.6	3.0	3.0	3,481	4,313	3,999
中国	9.49	198	7.7	7.4	6.9	2.6	2.1	2.2	1,828	2,483	2,213
インド(年度ベース)	1.86	39	4.5	5.5	5.7	9.5	7.1	6.3	▲ 324	▲ 378	▲ 369
NIEs4カ国	2.37	49	2.9	3.1	3.5	1.7	1.6	1.8	1,968	1,996	1,937
韓国	1.30	27	3.0	3.3	3.5	1.3	1.3	1.5	799	794	659
台湾	0.49	10	2.1	3.6	3.7	0.8	1.2	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	2.8	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	6.4	7.5	▲ 291	▲ 218	▲ 192
マレーシア	0.31	7	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	1.9	2.5	▲ 25	84	53
フィリピン	0.27	6	7.2	6.1	6.2	3.0	4.2	3.7	104	87	80
ベトナム	0.17	4	5.4	6.0	5.9	6.6	4.1	5.3	95	65	52
オーストラリア	1.51	31	2.1	2.7	2.3	2.4	2.5	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。

『2014年』の『ドイツ』、『英国』、『中国』、『韓国』、『シンガポール』、『フィリピン』、『ベトナム』の『実質GDP成長率』と、

『米国』、『ユーロ圏』、『ドイツ』、『フランス』、『イタリア』、『英国』、『オーストラリア』の『消費者物価上昇率』は実績値。

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『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、オーストラリア、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: yasuihiro_ishimaru@mufg.jp

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



三菱東京UFJ銀行