

経済マンスリー

【経済概況】

I. 日 本

～企業のマインドは底堅く、
設備投資の増勢は徐々に強まる方向へ～

II. 米 国

～FRB は利上げを決定した上で、
今後の正常化進展ペースが緩やかとなることを強調～

III. 西 欧

～ECB は追加金融緩和策を発表～

IV. ア ジ ア

～外需が伸び悩むなか、財政政策で景気を支える韓国経済～

V. 中 国

～景気減速が続くなか、強まる短期資本流出への警戒～

VI. オーストラリア

～景気に明るさもみられるなか、
この先の下支えは金融緩和から財政に～

VII. 原 油

～OPEC 総会後に急落した原油価格～

I. 日本

～企業のマインドは底堅く、設備投資の増勢は徐々に強まる方向へ～

1. 実体経済の動向

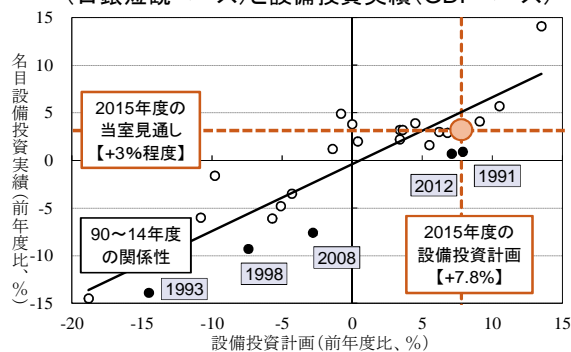
今月 14 日に公表された 12 月調査の日銀短観では、企業の投資意欲の底堅さが改めて示された。今年度の全規模・全産業ベースの設備投資計画は前年度比+7.8%と、同じ時期の調査としては 2006 年度以来の高い水準となった。

これは、過去の日銀短観と GDP 統計の関係性に従えば、今年度の GDP 統計ベースの名目設備投資額が前年度比+5%程度増加してもおかしくない程の強い計画である（第 1 図）。一方、実際の名目設備投資は今年度上期に前期比年率+1.6%と、計画との乖離が目立つ。この背景には、企業収益が歴史的な高水準で推移する中にありながら、中国をはじめとする新興国経済の先行き不透明感が急速に増したことで、企業が投資の実行に対する慎重姿勢を強めたことがあるとみられる。過去には、12 月調査時点の設備投資計画に比べ、最終的な名目設備投資額が大きく下振れた年度もある。

ただ、今回の短観の『業況判断 DI（「良い」－「悪い」）』を見る限り、そうした過去の年度とは状況が異なる。これまで計画と実績の乖離が目立った年度は 5 回あるが、1993 年度、1998 年度、2008 年度、2012 年度は、12 月調査時点で現状・先行き共に悲観的な業況判断がされていた（第 2 図）。また、1991 年度はバブル景気崩壊の最中にあり、先行きの業況悪化が明確に認識されていた。対し今回は、現状の業況判断が 9%ポイントと良好であり、先行きの判断も、現状との差分として現れている“警戒感”の高さには留意が必要だが、水準自体は 3%ポイントと決して低くはない。

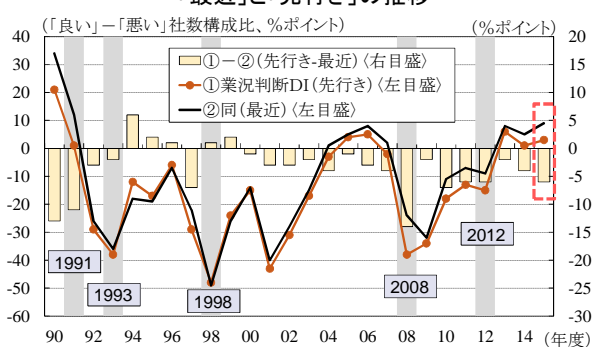
今後も当面、中国の構造調整や資源価格の低迷が新興国経済の下押し圧力となるが、米欧を中心に先進国経済の回復モメンタムは底堅い。世界経済全体としての安定的な成長軌道が再認識されるにつれ、手控えられてきた設備投資の顕在化が見込まれ、今年度通年の名目設備投資は、前年度比+3%程度の増加は確保できる公算が大きい。

第1図:各年度の12月調査時点の設備投資計画
(日銀短観ベース)と設備投資実績(GDPベース)



(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:短観12月調査時点における業況判断DIの
「最近」と「先行き」の推移



(注)網掛け部分は、GDPベースの名目設備投資実績が12月調査時点の日銀短観ベースの設備投資計画から大幅に下振れた時期。
(資料)日銀統計より三菱東京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 17-18 日に開いた金融政策決定会合で、「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置を導入することを決めた。具体的には、国債買入れの平均残存期間を現状の「7年～10年程度」を来年から「7年～12年程度」に延長し、ETFの買入れ枠を新たに年間3,000億円設定することなどである（第1表）。その目的について、決定会合後の記者会見で黒田総裁は、国債買入れの平均年限の延長については、来年には日銀保有の国債が大量に償還されるため、より長期の国債を購入する余力を伴うことで今後のオペレーションを円滑にするための予防的措置、と述べ、新たなETF買入れ枠設定については、設備や人材投資の広がりをサポートし、金融緩和をより効果的に实体经济に浸透させるため、と述べた。このタイミングでの新たな措置の導入は Bloomberg の事前のアンケート調査でもほとんど予想されておらず、市場にとってはサプライズ感があったものとみられる。

日銀のこうした措置の導入を受け、長期金利は 0.270% と、昨日から 0.025% 低下した。一方、日経平均株価は、日銀の補完措置発表直後には一時 500 円を超える上昇をみせたものの、終値ベースでは昨日から 300 円以上下落し、乱高下する結果となった。

(2) 為替

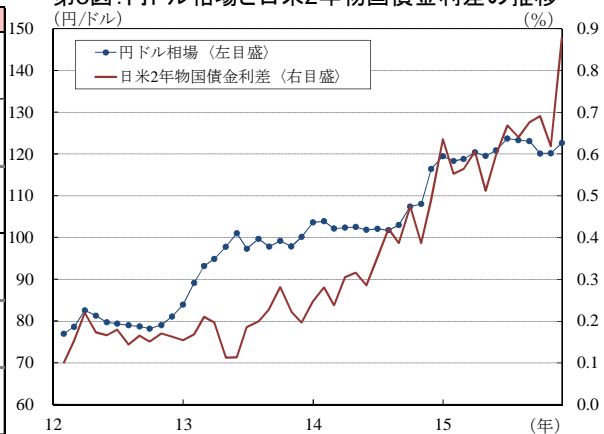
円ドル相場は、日銀が新たな措置の導入を決定した後も、引き続き 1 ドル 120 円台前半での取引が続いている。12 月 16 日に米国では FRB が 9 年半ぶりの利上げを決定したが、過去、米国の利上げ開始後は、米国経済の先行きに対する懸念を背景にドル安・円高方向に推移することが多かった。今回も同じパターンをみせる可能性は否定できないが、今回は過去に比べると米国の利上げペースは緩やかと想定され、当面、米国経済への懸念が大きく台頭する展開は想定しにくい。また、この先、FRB の利上げを背景に日米金利差は拡大していくことが予想されることなどから、ドル買い・円売りが生じ易い展開になると想定される（第3図）。

第1表: 「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置

目的	措置	具体的な内容
「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」に対するサポート	新たなETF買入れ枠の設定	「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFの買入れ枠を新たに年間約3,000億円設定
	成長基盤強化支援資金供給の拡充	適格投資融資として「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加
	貸出支援基金等の延長	「貸出増加を支援するための資金供給」などの受付期間を1年間延長
「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行	買入れの平均残存期間の延長	現状の「7年～10年程度」から来年より「7年～12年程度」に延長
	日本銀行適格担保の拡充	外貨建て証券貸付や金融機関の住宅ローン債権を新たに担保として受け入れ
	J-REITの買入れ限度額の引き上げ	銘柄別の買入れ限度額を「5%以内」から「10%以内」に引き上げ

(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 円ドル相場と日米2年物国債金利差の推移



(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)

主要経済金融指標(日本)
2015年12月18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)

	2013年度	2014年度	2015年			2015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)	2.0	▲ 1.0	4.4 (▲ 1.1)	▲ 0.5 (0.7)	1.0 (1.6)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	2.2	▲ 1.1	1.1 (▲ 1.2)	▲ 0.3 (1.4)	▲ 0.1 (1.2)	▲ 0.1 (1.5)	▲ 0.1 (1.5)	▲ 0.2 (0.4)		
鉱工業生産指数	3.2	▲ 0.4	1.5 (▲ 2.1)	▲ 1.4 (▲ 0.5)	▲ 1.2 (▲ 0.4)	▲ 0.8 (0.0)	▲ 1.2 (▲ 0.4)	1.1 (▲ 0.8)	1.4 (▲ 1.4)	
鉱工業出荷指数	2.9	▲ 1.1	1.7 (▲ 2.4)	▲ 2.4 (▲ 0.3)	▲ 0.6 (▲ 0.6)	▲ 0.4 (▲ 0.8)	▲ 0.7 (0.6)	1.4 (▲ 1.5)	2.1 (▲ 0.8)	
製品在庫指数	▲ 1.2	6.2	1.0 (6.2)	1.1 (4.0)	▲ 0.9 (2.1)	▲ 0.8 (2.7)	0.3 (2.1)	▲ 0.4 (2.1)	▲ 1.9 (0.2)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	106.3	112.0	112.3 [103.1]	114.0 [108.7]	115.6 [113.2]	112.2 [110.2]	119.2 [117.9]	115.5 [111.5]	112.0 [112.6]	[116.1]
国内企業物価指数	1.9	2.8	▲ 1.6 (0.5)	0.3 (▲ 2.2)	▲ 1.0 (▲ 3.6)	▲ 0.3 (▲ 3.1)	▲ 0.6 (▲ 3.6)	▲ 0.6 (▲ 4.0)	▲ 0.6 (▲ 3.8)	▲ 0.1 (▲ 3.6)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.8	2.8	▲ 0.7 (2.1)	0.6 (0.1)	0.0 (▲ 0.1)	0.0 (0.0)	0.0 (▲ 0.1)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	0.0 (▲ 0.1)	
稼働率指数 (2010年=100)	100.0	100.6	101.7 [104.7]	97.6 [101.2]	96.8 [99.1]	96.9 [98.8]	96.0 [98.3]	97.4 [100.3]	98.7 [100.6]	[100.2]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	11.5	0.8	6.3 (3.3)	2.9 (12.4)	▲ 10.0 (▲ 0.9)	▲ 3.6 (2.8)	▲ 5.7 (▲ 3.5)	7.5 (▲ 1.7)	10.7 (10.3)	
製造業	10.2	7.0	2.3 (5.2)	12.1 (27.5)	▲ 15.3 (▲ 1.1)	▲ 5.3 (3.8)	▲ 3.2 (4.5)	▲ 5.5 (▲ 8.7)	14.5 (5.8)	
非製造業 (除く船舶、電力)	12.1	▲ 3.3	8.5 (1.4)	▲ 1.7 (2.3)	▲ 6.5 (▲ 0.8)	▲ 6.0 (1.8)	▲ 6.1 (▲ 9.5)	14.3 (3.0)	10.7 (14.4)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	5.5	4.3	1.2 (▲ 1.1)	▲ 2.1 (2.5)	▲ 1.9 (▲ 0.8)	0.7 (0.4)	▲ 5.6 (0.6)	0.8 (▲ 2.8)	2.2 (▲ 4.2)	
建設受注	20.1	8.2	(11.6)	(▲ 1.5)	(▲ 3.5)	(▲ 4.0)	(▲ 15.6)	(6.7)	(▲ 25.2)	
民需	14.2	4.8	(43.2)	(22.6)	(11.6)	(12.2)	(7.7)	(13.4)	(▲ 19.8)	
官公庁	31.2	22.9	(▲ 6.6)	(▲ 39.6)	(▲ 13.1)	(▲ 14.3)	(▲ 24.4)	(0.8)	(▲ 16.7)	
公共工事請負金額	17.7	▲ 0.3	(▲ 9.3)	(▲ 2.9)	(▲ 8.0)	(▲ 10.1)	(▲ 1.3)	(▲ 10.9)	(▲ 4.8)	(3.3)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	98.7 (10.6)	88.0 (▲ 10.8)	89.8 (▲ 5.4)	95.8 (7.6)	92.3 (6.2)	91.4 (7.4)	93.1 (8.8)	90.0 (2.6)	86.2 (▲ 2.5)	
新設住宅床面積 (9.9)	(▲ 15.2)	(▲ 9.0)	(4.2)	(2.8)	(4.6)	(3.4)	(0.6)	(▲ 3.6)		
小売業販売額	2.9	▲ 1.2	(▲ 4.8)	(2.9)	(0.8)	(1.8)	(0.8)	(▲ 0.1)	(1.8)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.9	▲ 5.1	1.4 (▲ 6.5)	▲ 3.2 (0.5)	0.5 (0.7)	0.6 (▲ 0.2)	2.5 (2.9)	▲ 1.3 (▲ 0.4)	▲ 0.7 (▲ 2.4)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	75.5	74.2	74.6 [78.3]	73.7 [73.6]	73.4 [74.6]	71.4 [75.0]	74.3 [73.6]	74.6 [75.1]	73.3 [74.2]	[75.5]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	4.8	2.0	0.3 (▲ 0.6)	▲ 0.9 (▲ 1.6)	▲ 0.2 (▲ 0.9)	▲ 0.2 (▲ 0.7)	▲ 1.0 (▲ 0.8)	1.2 (▲ 0.8)	0.1 (▲ 0.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.2	0.5	(0.2)	(▲ 0.7)	(0.5)	(0.9)	(0.4)	(0.4)	(0.7)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	45	77	90	96	95	96	94	96	104	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.97	1.11	1.15 [1.05]	1.18 [1.09]	1.23 [1.10]	1.21 [1.10]	1.23 [1.10]	1.24 [1.10]	1.24 [1.10]	[1.12]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.9	3.5	3.5	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	3.1	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	54.0	46.6	49.3 [55.2]	52.6 [44.8]	49.5 [48.7]	51.6 [51.3]	49.3 [47.4]	47.5 [47.4]	48.2 [44.0]	46.1 [41.5]
企業倒産件数 (実数、件数)	10,536 (▲ 10.0)	9,543 (▲ 9.4)	2,272 (▲ 7.6)	2,296 (▲ 12.1)	2,092 (▲ 14.1)	787 (▲ 10.7)	632 (▲ 13.0)	673 (▲ 18.6)	742 (▲ 7.2)	711 (▲ 3.3)

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)

	2013年度	2014年度	2015年			2015年				
			1-3	4-6	7-9	7月	8月	9月	10月	11月
通関輸出	10.8	5.4	(9.0)	(6.7)	(3.7)	(7.6)	(3.1)	(0.5)	(▲2.2)	(▲3.3)
価格	10.2	3.9	(5.0)	(7.3)	(6.8)	(8.4)	(7.5)	(4.6)	(2.5)	(▲0.3)
数量	0.6	1.3	(3.8)	(▲0.6)	(▲2.8)	(▲0.7)	(▲4.1)	(▲3.9)	(▲4.6)	(▲3.1)
通関輸入	17.4	▲0.9	(▲9.3)	(▲5.1)	(▲5.8)	(▲3.1)	(▲3.1)	(▲11.0)	(▲13.4)	(▲10.2)
価格	14.6	1.2	(▲5.1)	(▲3.1)	(▲4.0)	(▲0.2)	(▲2.4)	(▲9.2)	(▲10.0)	(▲11.7)
数量	2.3	▲2.1	(▲4.6)	(▲2.2)	(▲1.9)	(▲2.9)	(▲0.7)	(▲1.9)	(▲3.8)	(1.6)
経常収支(億円)	14,715	79,309	44,177	37,637	49,301	18,086	16,531	14,684	14,584	
貿易収支(億円)	▲110,187	▲65,659	▲3,311	▲678	▲3,519	▲1,080	▲3,261	823	2,002	
サービス収支(億円)	▲34,448	▲27,482	▲2,801	▲6,266	▲1,710	▲1,836	578	▲452	▲3,373	
金融収支(億円)	▲17,549	133,088	63,894	46,954	58,588	9,170	19,384	30,034	3,966	
外貨準備高(百万ドル)	1,279,346	1,245,316	1,245,316	1,242,935	1,248,936	1,242,316	1,244,150	1,248,936	1,244,211	1,233,008
対ドル円レート(期中平均)	100.23	109.92	119.07	121.35	122.23	123.23	123.23	120.22	120.06	122.54

3. 金融

	2013年度	2014年度	2015年			2015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	0.073	0.068	0.073	0.067	0.074	0.074	0.076	0.073	0.076	0.078
			[0.074]	[0.067]	[0.067]	[0.066]	[0.066]	[0.066]	[0.059]	[0.065]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.223	0.194	0.171	0.169	0.169	0.169	0.169	0.169	0.169	0.169
			[0.215]	[0.211]	[0.210]	[0.210]	[0.210]	[0.210]	[0.210]	[0.182]
新発10年国債利回り	0.640	0.400	0.400	0.455	0.350	0.410	0.380	0.350	0.300	0.300
			[0.640]	[0.565]	[0.525]	[0.530]	[0.490]	[0.525]	[0.450]	[0.420]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.077	1.006	1.006	0.987	0.969	0.982	0.980	0.969	0.969	
			(▲0.019)	(▲0.019)	(▲0.018)	(▲0.005)	(▲0.002)	(▲0.011)	(0.000)	
日経平均株価 (225種、未値)	14,828	19,207	19,207	20,236	17,388	20,585	18,890	17,388	19,083	19,747
			[14,828]	[15,162]	[16,174]	[15,621]	[15,425]	[16,174]	[16,414]	[17,460]
M2平残	(3.9)	(3.3)	(3.5)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.2)	(3.8)	(3.7)	(3.3)
広義流動性平残	(3.7)	(3.3)	(3.5)	(4.3)	(4.5)	(4.6)	(4.7)	(4.3)	(4.3)	(4.0)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.0)	(2.3)	(2.5)	(2.5)	(2.6)	(2.6)	(2.7)	(2.6)	(2.5)
	銀行計	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.6)	(2.7)	(2.6)	(2.8)	(2.7)	(2.5)
	都銀等	(1.7)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.6)	(1.4)	(1.7)	(1.5)	(1.4)
	地銀	(3.2)	(3.7)	(4.0)	(4.0)	(3.9)	(3.9)	(3.8)	(3.8)	(3.7)
	地銀Ⅱ	(1.4)	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.2)
信金	(0.3)	(1.4)	(1.6)	(1.9)	(2.1)	(2.0)	(2.1)	(2.3)	(2.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.8)	(3.3)	(3.9)	(4.3)	(4.3)	(4.5)	(4.0)	(3.6)	(3.2)
	都銀	(3.7)	(3.4)	(4.7)	(5.4)	(5.4)	(5.5)	(5.8)	(4.8)	(4.2)
	地銀	(4.3)	(3.3)	(3.1)	(3.3)	(3.3)	(3.4)	(3.3)	(3.3)	(3.1)
	地銀Ⅱ	(2.5)	(3.1)	(3.1)	(2.9)	(2.7)	(2.8)	(2.6)	(2.6)	(2.2)

(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、保証事業協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

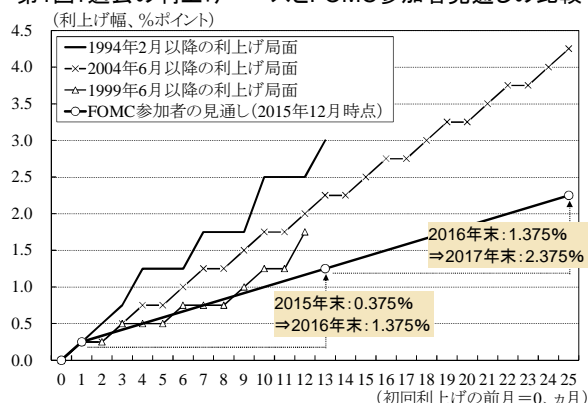
II. 米国

～FRB は利上げを決定した上で、今後の正常化進展ペースが緩やかとなることを強調～

米国経済が内需を軸に回復基調を維持する中、FRBは12月15-16日のFOMCで、9年半ぶりの政策金利引き上げを全会一致で決定した。声明文では、利上げ決定の背景として、「労働市場が今年に入ってかなり改善したと判断」し、「インフレ率も中期的に2%に戻ると合理的に確信」したことに加え、「経済見通しや政策変更が将来の経済に影響する時間」も考慮したことが挙げられた。今後、政策金利を調整する「時期」と「規模」は、「雇用最大化と2%の上昇率という物価目標対比での経済の実績と見通し」を基に判断するとし、特に、インフレ率が2%目標を下回る状況下で「物価目標達成に向けた進展の実績と見通しを注視する」方針が示された。今後の注目となる利上げペースについては、声明文で「経済情勢の進展はせいぜい緩やかな利上げができる程度のものでしかないと予想」されるため「当面の政策金利は長期的にみて正常な水準を下回って推移する」との見解が示され、別途公表されたFOMC参加者見通しも過去の利上げ局面に比べて緩やかなペースとなっている（第1図）。また、FRBの保有証券は「政策金利水準の正常化がかなり進行するまで」償還分の再投資を継続するとされ、金融政策の正常化プロセス全体を緩やかに進める姿勢が強調された。

労働市場が均衡状態に近づき、先行きも改善傾向が続くと予想されている一方、今回の声明文では物価に関する記載が増加したほか、FOMC後の議長会見では、構造的要因などでインフレ低下が持続的なものである場合は、2%目標の達成に向けて行動をとる旨が言及された。足元にかけて、時間当たり賃金の伸びに加速の兆しが見え始め、中小企業調査で賃上げを検討する企業も増加しているが、原油安やドル高の影響によるインフレ抑制の影響が根強く残るとみられるため、当面はインフレ圧力が高まりづらいつながり状況が続く可能性が高い（第2図）。FRBは、声明文で現状評価を下方修正（「安定」→「やや低下」）したサーベイベースの長期インフレ期待等も含め、物価指標の動向を注視しつつ、今後の利上げ時期を慎重に判断していくとみられる。

第1図：過去の利上げペースとFOMC参加者見通しの比較



(注) 各『年末』値は、『FOMC参加者の見通し』の中央値。
 (資料) FRB資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：中小企業の賃金・販売価格計画



(注) いずれも3ヵ月移動平均値。
 (資料) 米国商務省、労働省、NFIB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

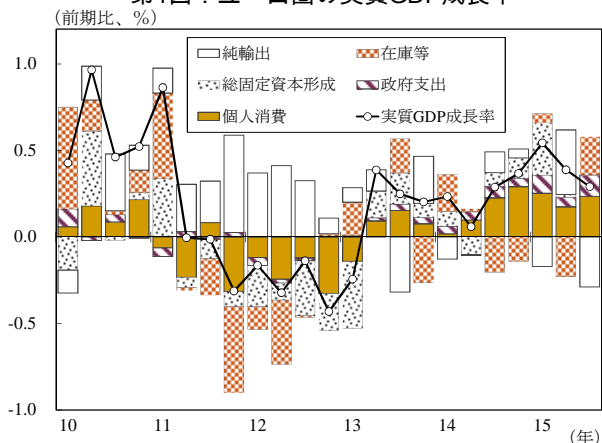
～ECB は追加金融緩和策を発表～

ユーロ圏経済は緩やかな成長が持続している。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.3%と、雇用環境の改善や原油安を追い風に個人消費の好調が続いた。ただし、輸出は新興国経済減速等を受け減速し、設備投資を含む総固定資本形成はほぼ横ばいに止まるなど、景気は全体として力強さを欠いたままであった（第1図）。

欧州中央銀行（ECB）は 2014 年 6 月以降、中銀預金金利のマイナス化、追加利下げ、貸出条件付長期資金供給オペ（TLTRO）や国債を含む資産購入（QE）の導入等、相次いで金融緩和策を打ち出し、インフレ期待の改善や、貸出促進を図ってきた。一連の緩和策は、10 年物国債利回りや貸出金利の大幅な低下などを通じた資金調達環境の改善や、ユーロ安の進行による輸出の下支えなどの点で一定の効果をもたらしたが、実際の貸出残高は漸く前年比プラスに回帰したところである（第1表）。また、年央以降、新興国経済の減速や一段の原油安、米利上げ観測後ろ倒しによるユーロ高の進行などの逆風もあり、低インフレの長期化懸念が拡大した。ユーロ圏のインフレ率は 9 月に一旦前年比マイナスに陥った後、直近 11 月も同+0.2%と低水準で推移している。

これらを背景に、ECB は 12 月理事会において、中銀預金金利の引き下げ、資産購入期間の延長、償還債券元本の再投資、購入対象資産の地方債までの拡大といった追加金融緩和策を決定した。しかし大方の予想に反し、毎月の資産購入規模は拡大せず、中銀預金金利の引き下げ幅も小幅だったことから、むしろ市場の失望を誘う結果となった。ECB としては今後緩和効果が十分に発揮されない場合や、外部環境の大幅な悪化などでリスクシナリオが顕在化した場合に備えて、金融緩和の余地を残しておいたという事情が推察される。ただし、約 9 年半ぶりの利上げを決定した米 FRB とは金融政策の方向性の違いが鮮明となっており、ユーロ相場には下落圧力がかかり易いと考えられ、ユーロ安を通じた輸出の下支え効果もしばらく続くものと期待できる。

第1図：ユーロ圏の実質GDP成長率



(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表：ECBの金融緩和策と効果

		14年5月	15年3月	直近	(単位)	
緩和策	政策金利	0.25	0.05	0.05	%	
	中銀預金金利	0.00	▲ 0.20	▲ 0.30	%	
	資産購入額(累計) (ABS、カバードボンド、国債)	-	1,085	6,328	億ユーロ	
効果	10年物 国債利回り	ドイツ	1.40	0.26	0.54	%
		イタリア	1.63	1.01	1.53	%
		スペイン	1.54	0.99	1.62	%
	銀行貸出金利 小口(100万ユーロ 未満の貸出)	イタリア	4.15	3.06	2.83	%
		スペイン	4.80	3.62	3.24	%
	企業向け貸出	残高(前年比)	▲ 3.2	▲ 0.6	0.3	%
新規(前年差)		▲ 187	430	245	億ユーロ	
ユーロ為替相場		1.37	1.08	1.09	ドル/ユーロ	

(注) 1.14年5月は同6月に利下げやTLTRO等を発表した前月、

15年3月は国債含む資産購入開始月。

2.『直近』は『貸出金利』と『貸出残高』は10月末時点、その他は12月第2週時点。

(資料) 欧州中央銀行統計、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)

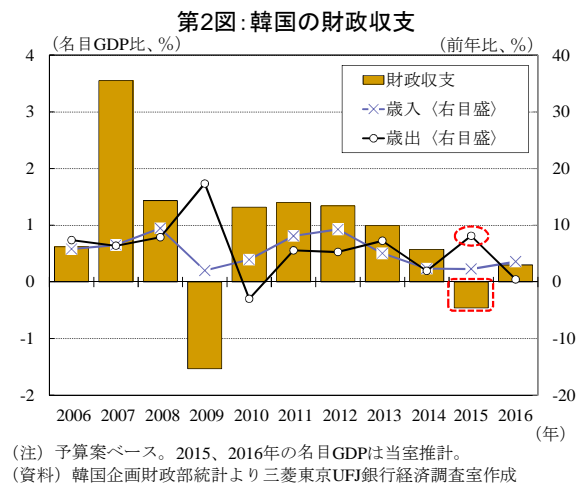
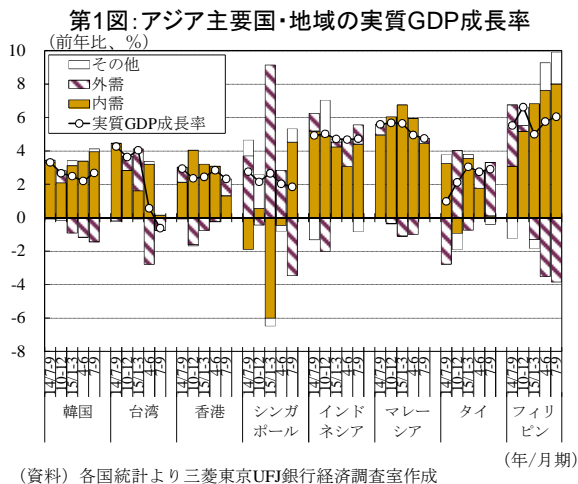
IV. アジア

～外需が伸び悩むなか、財政政策で景気を支える韓国経済～

アジアでは、引き続き外需の不振が景気の重石となるなか、韓国の7-9月期の実質GDP成長率は前年比+2.7%と前期（同+2.2%）から加速した。韓国と同様に中国向け輸出割合の高い他のNIEs諸国は減速乃至マイナス成長となったほか、ASEANのなかでも輸出依存度の高いマレーシアやタイが勢いを欠いたことと対照的である（第1図）。

韓国の成長率が6四半期ぶりに漸く加速に転じた背景として、他国に先行して打ち出してきた政府の景気対策が挙げられる。韓国経済はリーマン・ショック以降、輸出を牽引役に回復を続けてきた。しかし、2014年前半以降は最大の輸出先（輸出全体の25%、2014年）である中国経済の減速や、資源価格下落を背景とする燃料や化学、鉄鋼（同30%）などの価格下落を受けた輸出の不振を通じ、投資など内需も伸び悩み、他のアジア諸国より早く景気停滞が顕在化していた。加えて、2014年前半の沈没船事故や、2015年前半の感染症拡大といった輸出以外の要因も景気を下押ししてきた。そうしたなか、同国政府は大型景気対策（2014年7月、GDP比3%）や消費減税（2015年8月、例えば小売売上高の約15%を占める自動車や大型家電は▲1.5%の引き下げ）の他、政府が大規模セールを企画する（同10月）など、内需からの景気下支えを図ってきた。結果、輸出の伸びが鈍化するなか、消費や建設投資を中心に内需の伸びは高まっている。また、アジアで数少ない財政黒字国であり、リーマン・ショック時も歳出増加で景気を支えるなど、財政余力の相対的な高さも同国の強みといえる（第2図）。

この先、中国経済減速の影響で輸出の回復ペースが限られるなか、引き続き財政政策が景気の下支え役として期待できよう。政府は、12月2日に成立した2016年度予算（2016年1月～12月）で、約7割を1-6月期に執行させ、景気回復を後押しする方針を明示した。米国利上げを背景とする金融市場不安定化への懸念などから、金融緩和余地も限定的であるなか、今後も財政支出が下支えとなり、緩やかながらも内需中心の景気回復が続くものとみられる。



(竹島 慎吾、福地 亜希、土屋 祐真)

V. 中国

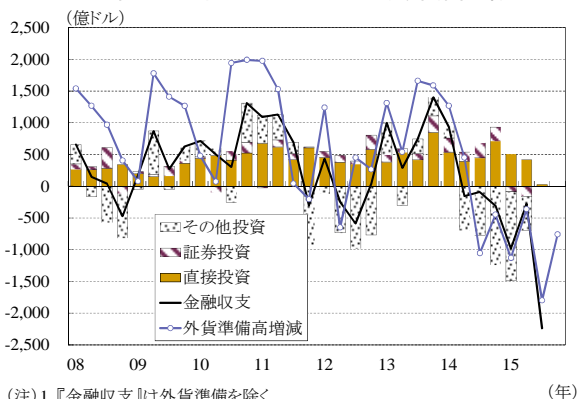
～景気減速が続くなか、強まる短期資本流出への警戒～

中国では景気の減速が続くなか、資本流出への警戒が強まりつつある。7-9 月期の金融収支が▲2,239 億ドルの流出超となり、11 月の外貨準備高も前月比▲872 億ドルと過去 3 番目の減少幅をみせた。4-6 月期分まで公表されている金融収支の内訳をみると、銀行貸出を中心とした「その他投資」での流出超が目立つ（第 1 図）。景気減速が続くなか、企業収益悪化や不動産市場の調整等に伴う海外金融機関の対中与信の縮小が影響していると考えられる。国際決済銀行（BIS）の統計をみると（2015 年 6 月末時点）、海外からの中国向け与信残高のうち全体の約 8 割を占める短期与信（1 年以内に返済期限が到来）が 2014 年 6 月をピークに減少基調を辿っている。また外貨準備高減少の要因としては、①資本流出に伴う人民元安圧力を緩和するために人民銀行が実施した為替介入のほか、②ユーロや日本円などドル以外の資産のドルベースでの評価額の減少なども影響したと考えられる^(注)。

このほか、国際収支上の「誤差脱漏」のマイナス幅が拡大しており、非公式ルートでの短期資金の流出の可能性も示唆される。非公式ルートの一例としては、中国の対香港輸入額の過大申告の可能性が挙げられる。2014 年以降、本来ほぼ同じ動きをする中国の対香港輸入（中国側統計）と香港の対中国輸出（香港側統計）の乖離が広がっており、直近では香港の対中輸出は前年割れが続く一方、中国の対香港輸入は二桁の伸びを示している（第 2 図）。11 月に IMF が人民元の特別引出権（SDR）採用決定（実際の組み入れは 2016 年 10 月～）を受け、長い目で見れば海外中銀の外貨準備への人民元組み入れ等に伴う人民元買い需要が見込まれるが、当面は中国経済の減速や根強い人民元の先安感等を背景に資本流出圧力が続く可能性が高く、留意が必要だ。

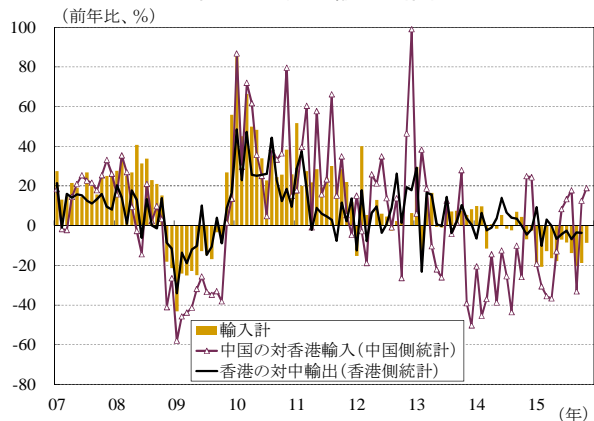
(注) 中国の外貨準備の通貨別構成は非公表のため、IMF が公表する世界の外貨準備高構成比（ドル：63.8%、ユーロ：20.5%、ポンド：4.7%、円：3.8%、カナダドル：1.9%、豪ドル：1.9%）をベースに試算すると、中国の外貨準備高のピーク（2014 年 6 月）から直近 11 月までの減少額（▲5,500 億ドル）のうち、約 2 割弱が為替レートの変動によるものと考えられる。

第1図: 中国の金融収支と外貨準備高増減



(注) 1. 『金融収支』は外貨準備を除く。
2. 『外貨準備高増減』は、前期末からの残高の差。直近は11月。
(資料) 中国国家外貨管理局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 中国の輸入の推移



(資料) 中国海関総署、香港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)

VI. オーストラリア

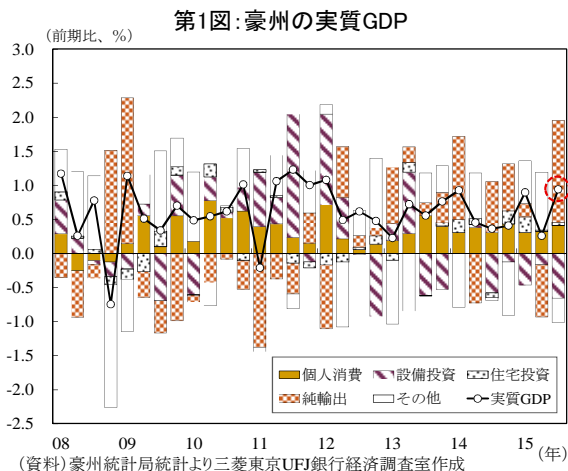
～景気に明るさもみられる中、この先の下支えは金融緩和から財政に～

豪州経済は減速局面が続いていたが、足元では一部に明るさも見られるようになってきている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%と、4-6月期の同+0.3%から加速、個人消費や住宅投資が引き続き堅調であった他、輸出も前期の悪天候の影響を受けた資源関連が反動で持ち直し、サービス輸出も豪ドル安を受けて大幅に加速した。輸入の減少も相俟って、純輸出（輸出－輸入）の寄与度が+1.5%ptと最大の押し上げ要因となる一方、設備投資は大幅なマイナスが続き、成長の足を引っ張った（第1図）。

また、雇用環境は、11月も雇用者数の大幅な増加が続いており、失業率が5.8%まで低下するなど、改善がみられる。宿泊・外食・小売や医療などのサービス業が、資源投資ブームの終焉後、大幅に落ち込んだ鉱業部門の受け皿となっている。

こうしたなか、豪州準備銀行（RBA）は5月に最後の利下げを実施して以降、12月まで7会合連続で政策金利を据え置いている。低金利政策の長期化により懸念される住宅市場の過熱については、7-9月期の住宅価格指数が前期比+2.0%と、4-6月期の同+4.7%から勢いが弱まった。また、10月に大手行が揃って住宅ローン金利を引き上げたこともあり、この先も住宅価格は落ち着いた動きが予想される。景気が底入れに向かうなか、住宅価格の上昇を助長する追加利下げの必要性は一層低下している。

金融緩和に代わって、この先は財政出動が景気の下支え役として期待される。9月に発足したターンブル新政権は12月15日、年央経済財政見通しを発表し、資源価格低迷により資源関連税収が下振れるなか、景気下支えのための歳出増加を背景に、財政赤字の拡大を容認した（第1表）。とりわけ2016年度と2017年度の財政赤字を前政権の見通し（5月時点）からそれぞれGDP比0.5%ptという規模で拡大させた点は注目される。この先2年以上に亘り手厚い財政出動により緩やかな成長が期待できよう。



第1表：政府の経済・財政見通し (%)

年度 (7月～翌年6月)	2015	2016	2017	2018
財政収支(GDP比)	▲ 2.3 ↓	▲ 2.0 ↓	▲ 1.3 ↓	▲ 0.7 ↓
	▲ 2.1	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.4
実質GDP成長率	2.5 ↓	2.75 ↓	3.0 ↓	3.0 ↓
	2.75	3.25	3.5	3.5
失業率 (年度末時点)	6.0 ↑	6.0 ↑	5.75 ↑	5.5 ↑
	6.50	6.25	6.00	5.75
消費者物価上昇率	2.0 ↓	2.25 ↓	2.5 ↓	2.5 ↓
	2.5	2.5	2.5	2.5

(注) 上段が最新、下段が5月時点。財政収支は現金収支ベース。矢印の向きは上方/下方修正を示す。
(資料) 豪州財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、大幸 雅代)

VII. 原油

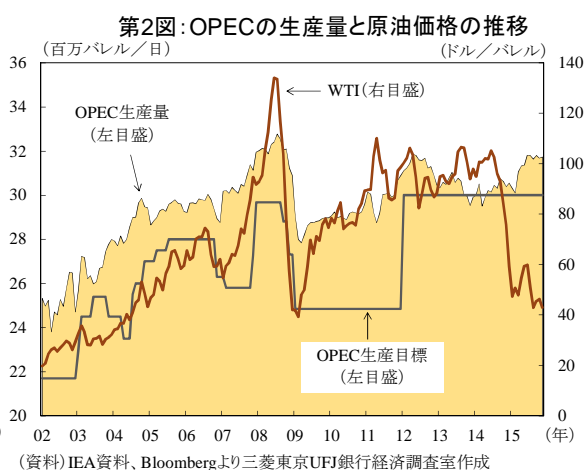
～OPEC 総会後に急落した原油価格～

原油価格が急落している（第1図）。WTI（期近物）は11月中、1バレル＝40ドル前半で軟調に推移した。12月に入り、4日の石油輸出国機構（OPEC）総会で減産が見送られるとともに、声明で生産目標（日量3,000万バレル）への言及がなかったことから、供給過剰懸念が一段と強まり、7日のWTIは前週末比▲2.32ドルの同37.65ドルと2009年2月以来の安値に急落した。11日には国際エネルギー機関（IEA）が月報で「供給過剰は2016年末まで続く」との見方を示したことを受けて、WTIは同35.62ドルとさらに値を下げた。足元では同35ドル近辺で推移している。

今年もOPEC総会後に原油価格が急落するという、昨年と同じ展開になったが、今年も減産見送りが広く予想されていたにもかかわらず原油価格は急落した。これは、生産目標が事実上棚上げされたことで、OPECとして原油安に対応しない姿勢がより鮮明となり、供給過剰の解消に時間を要すると市場が認識したためとみられる。

生産目標が棚上げされた背景には、①ロシア等非OPEC諸国との協調減産なら受け入れるとするサウジアラビアと、OPEC単独での減産を主張するベネズエラなど、加盟国間の主張に大きな違いがあったこと、②今年に入りOPECの生産量は目標を大きく上回って推移しており（第2図）、いわば形骸化した目標に言及するのは実態に沿わないこと、があったとみられる。

OPECの生産量は過去と比べても高い水準にあるが、来年以降さらにイラン増産分が加わる可能性が一段と高くなっている。12月15日、国際原子力機関（IAEA）はイラン核開発疑惑解明の終了を盛り込んだ決議案を全会一致で採択し、制裁解除に向けて前進した。制裁解除後のイランの原油増産を市場は既に織り込み済みとみられるが、今後、制裁解除の時期が具体化した際には、原油価格をもう一段押し下げることもあり得よう。



(竹島 慎吾、篠原 令子)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2014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	2014年実績	2015年見通し	2016年見通し	2014年実績	2015年見通し	2016年見通し	2014年実績	2015年見通し	2016年見通し
世界45カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	64.82	1,456	2.8	2.6	2.8	2.7	3.0	3.8			
先進国・地域	42.54	956	1.8	1.9	2.1	1.3	0.2	1.4			
新興国	22.28	500	4.8	3.8	4.2	5.4	8.3	8.3			
日本(年度ベース)	4.45	100	▲1.0	1.2	1.7	2.8	0.2	1.2	721	1,299	1,171
アジア11カ国・地域	17.05	383	6.4	5.9	5.9	2.7	2.0	2.4	4,339	5,603	4,819
中国	10.36	233	7.3	6.8	6.5	2.0	1.5	1.9	2,197	2,996	2,529
インド(年度ベース)	2.05	46	7.4	7.6	7.9	6.0	4.9	5.2	▲275	▲192	▲231
NIEs4カ国・地域	2.54	57	3.3	2.1	2.6	1.6	0.7	1.5	2,189	2,504	2,294
韓国	1.41	32	3.3	2.4	2.9	1.3	0.7	1.6	892	955	788
台湾	0.53	12	3.9	1.1	2.4	1.2	▲0.1	1.2	653	774	670
香港	0.29	7	2.5	2.3	2.0	4.4	2.9	2.6	56	85	76
シンガポール	0.31	7	2.9	2.1	2.5	1.0	▲0.3	0.6	588	690	760
ASEAN5カ国	2.10	47	4.7	4.7	4.9	4.5	3.3	3.3	228	295	227
インドネシア	0.89	20	5.0	4.8	5.0	6.4	6.5	4.3	▲275	▲196	▲183
マレーシア	0.34	8	6.0	4.8	4.9	3.1	2.3	2.4	145	109	114
タイ	0.40	9	0.9	2.7	3.2	1.9	▲0.7	1.6	154	205	173
フィリピン	0.28	6	6.1	5.8	6.0	4.1	1.4	2.5	109	88	75
ベトナム	0.19	4	6.0	6.4	6.3	4.1	0.7	4.1	95	88	48
オーストラリア	1.44	32	2.6	2.2	2.3	2.5	1.5	2.2	▲396	▲436	▲430
米国	17.35	390	2.4	2.5	2.6	1.6	0.1	1.9	▲3,895	▲4,463	▲4,750
中南米7カ国	5.23	117	0.7	▲1.1	▲0.4	11.9	23.7	25.6	▲1,587	▲1,380	▲1,110
ブラジル	2.35	53	0.1	▲3.3	▲2.3	6.4	9.7	7.0	▲1,047	▲600	▲400
メキシコ	1.29	29	2.1	2.5	2.8	4.1	2.8	3.0	▲265	▲300	▲300
アルゼンチン	0.54	12	0.5	1.0	▲1.5	23.9	16.0	30.0	▲51	▲100	▲100
ユーロ圏19カ国	13.46	302	0.9	1.4	1.5	0.4	0.1	0.9	2,954	2,784	2,650
ドイツ	3.87	87	1.6	1.6	1.7	0.8	0.4	1.4	2,649	2,599	2,424
フランス	2.83	64	0.2	1.0	1.3	0.6	0.0	0.9	▲277	▲216	▲50
イタリア	2.15	48	▲0.4	0.7	0.8	0.2	0.0	0.7	364	347	283
英国	2.95	66	2.9	2.4	2.3	1.5	0.0	0.6	▲1,530	▲1,249	▲1,205
ロシア、中東欧3カ国	2.75	62	1.3	▲1.4	0.5	5.3	10.2	5.3	588	549	492
ロシア	1.86	42	0.6	▲3.6	▲0.5	7.8	15.3	7.1	595	520	500
チェコ	0.21	5	2.0	4.2	2.4	0.4	0.5	1.5	13	19	10
ハンガリー	0.14	3	3.7	2.7	2.2	▲0.2	0.0	2.2	57	35	32
ポーランド	0.55	12	3.3	3.5	3.3	0.0	▲0.8	1.4	▲76	▲25	▲50

<参考>

世界45カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.4	3.0	3.3	3.4	4.0	4.5			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

- (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45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』、『チェコ』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米7カ国』、『ロシア』、『ハンガリー』、『ポーランド』。
 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

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。