

# 経済マンスリー

## 【経済概況】

### I. 日 本

～暖冬が個人消費を下押しした一方、  
家計のマインドは改善方向へ～

### II. 米 国

～企業部門では一部業種への逆風が続くものの、  
景気は底堅さを維持～

### III. 西 欧

～原油価格の急落を受け、ECB は 3 月の追加緩和実施を示唆～

### IV. ア ジ ア

～インフレ落ち着きにより  
約 1 年ぶりの利下げに踏み切ったインドネシア～

### V. 中 国

～景気減速が続くなか、金融市場は再び不安定化～

### VI. オーストラリア

～鉱業・製造業が弱含むなかサービス業が景気を下支え～

### VII. 原 油

～原油価格は 30 ドル割れ、12 年振りの安値に～

# I. 日本

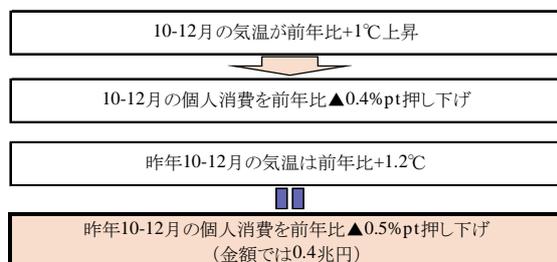
## ～暖冬が個人消費を下押しした一方、家計のマインドは改善方向へ～

### 1. 実体経済の動向

足元の個人消費には弱さがみられる。個人消費の動向を示す消費総合指数は、昨年11月に前月比▲1.2%減少し、10-11月平均でも7-9月期対比▲0.6%の減少となった。もっとも、こうした消費の低迷には、暖冬による一時的な押し下げも影響していると考えられる。10-12月期の個人消費と気温の関係をみると、平均気温が前年から1℃上昇した場合、実質家計最終消費支出は▲0.4%pt程度押し下げられると試算される(第1図)。昨年10-12月期の平均気温は前年から1.2℃上昇(上昇幅は2006年以來の大きさ)しており、過去の関係性を当てはめると同期間の個人消費は▲0.5%pt(約0.4兆円)程度押し下げられたと考えられる。暖冬による消費押し下げの影響はそれなりに大きかったといえよう。

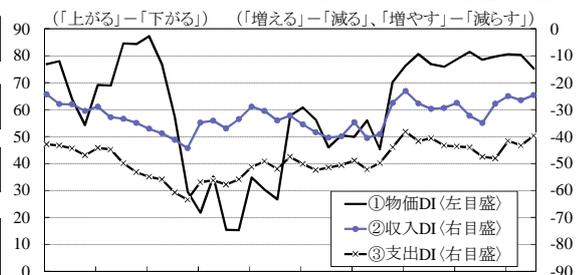
一方、家計のマインドは徐々に改善に向かっているようだ。日銀の『生活意識に関するアンケート調査』から家計の1年後の物価見通し、収入見通し及び支出見通しの動きをみると、『物価DI(「かなり上がる・少し上がる」－「かなり下がる・少し下がる」)』は概ね高水準横這い傾向にあり、足元では下落方向にある一方、『収入DI(「増える」－「減る」)』や『支出DI(「増やす」－「減らす」)』は2015年に入って上昇傾向が続いている(第2図)。物価上昇期待に収入の増加期待が追いつきつつあるなか、家計の節約志向も徐々に和らぎ始めたと考えられる。家計を取り巻く環境について先行きを展望すると、労働需給の引き締まりを背景に雇用・所得環境の改善は継続するとみられ、足元における原油価格の一段の下落についても、物価をより一層押し下げる方向に作用しよう。これらを受けてマインドの改善は続き、家計の支出行動が積極化に向かうことで、先行きの個人消費は緩やかな増加基調に戻るものと見込まれる。

第1図: 10-12月の気温変化が個人消費に与える影響



(注) 試算に当たった際の推計式は以下の通り。『気温』は、北日本、東日本、西日本の実績値を、各地域の人口比で加重平均したもの。  
実質家計最終消費支出(前年比) =  
 $0.7 + 0.3 * \text{実質雇員者報酬(前年比)} - 0.4 * \text{気温(前年比)}$   
+ (消費税引き上げ、リーマン・ショックの影響に関わるダミー変数)  
(資料) 内閣府、気象庁統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 日銀アンケートによる物価・収入・支出見通しの推移



(注) 1. 『物価DI』は、1年後の物価が「かなり上がる」、「少し上がる」と答えた割合の合計から「かなり下がる」、「少し下がる」と答えた割合の合計を引いたもの。『収入DI』は、今後1年間の世帯収入が「増える」と答えた割合から「減る」と答えた割合を引いたもの。『支出DI』は、今後1年間の世帯支出を「増やす」と答えた割合から「減らす」と答えた割合を引いたもの。  
(資料) 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 28-29 日に開く決定会合で展望レポートの中間評価を行う。昨年 10 月の展望レポートでは、物価の大きな押し下げ要因となっている原油価格について、ドバイ価格で 1 バレル 50 ドルを出発点に緩やかに上昇することを想定していたが、足元では同 30 ドルを切ってなお低下傾向にあり、今回は原油価格の想定を引き下げる必要があると考えられる。一方、日銀が最近注目している基調的なインフレ率を補足するための指標をみると、エネルギーと生鮮食品を除いた消費者物価上昇率や、コア消費者物価を構成する品目のうち、上昇品目の割合から下落品目の割合を引いた比率は、上昇は一服しているものの比較的高い水準を維持している（第 3 図）。こうしたことを受け、日銀は、原油価格が下落するなかでも物価の基調は崩れていないという今まで通りの判断を踏襲しつつ、物価目標の達成時期を現状の「2016 年度後半頃」から後ろ倒しすることを基本線とすると予想される。

長期金利は、世界的な株安による投資家のリスク回避姿勢の強まりの影響もあり、1 月 14 日には一時 0.190% と、昨年 1 月 20 日につけた過去最低金利を更新する水準まで低下した。昨年 12 月に日銀は「量的・質的金融緩和」の補完策の導入を決定したが、その直後の金利の動きをみると、2014 年 10 月の追加緩和時と同程度、金利が低下した（第 4 図）。日銀の説明では今回の措置は追加緩和にあたらぬとのことだったが、実際には相応に金利を押し下げているとみられる。

### (2) 為替

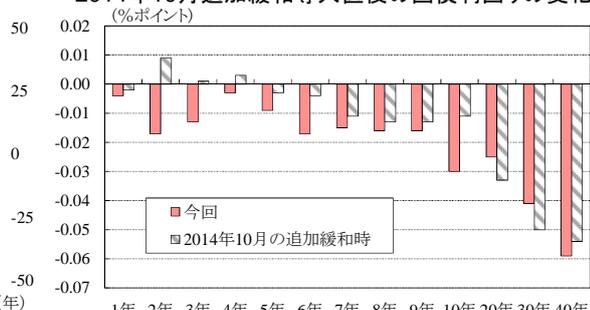
円ドル相場は、足元では 1 ドル 117 円前後までドル安・円高が進んでいる。中国景気の先行き不透明感や原油価格の続落などにより投資家のリスク回避姿勢が強まったことが背景にあると考えられる。先行きでは、基本的には FRB の利上げを背景とした日米金利差の拡大によって、ドル円は底堅く推移すると見込まれるが、中国を含む新興国経済や原油価格の動向、地政学リスクの台頭などによって、こうしたリスク回避の円買いが一時的に起こる可能性については今後も留意すべきであろう。

第3図: コア消費者物価と  
基調的なインフレ率を補足するための指標



(注) 1. 消費税率引き上げの影響を除く。  
2. 『上昇品目比率-下落品目比率』は、「生鮮食品を除く総合」を構成する品目のうち、前年比で上昇した品目の割合から下落した品目の割合を引いたもの。  
(資料) 総務省、日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 日銀の量的・質的金融緩和の補完措置導入直後と  
2014年10月追加緩和導入直後の国債利回りの変化幅



(注) 『今回』は補完措置が決定された12月18日の金利から前日の12月17日金利を引いたもの。『追加緩和時』は追加緩和が決定された2014年10月31日の金利から前日の2014年10月30日の金利を引いたもの。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(金堀 徹、横田 裕輔)

主要経済金融指標(日本)  
2016年1月22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)	0.0 (1.3)	▲0.1 (1.5)	0.0 (1.6)	▲0.1 (0.6)	0.9 (0.9)	▲1.0 (1.3)
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)	▲0.9 (1.7)
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)	▲2.4 (0.7)
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)	0.4 (▲0.4)
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]	115.5 [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)	0.1 (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]	98.6 [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)	▲14.4 (1.2)
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)	▲10.2 (1.3)
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)	▲18.0 (1.5)
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)	▲0.6 (▲1.1)
建設受注	20.1	8.2	(11.6)	(▲1.5)	(▲3.5)	(▲4.0)	(▲15.6)	(6.7)	(▲25.2)	(5.7)
民需	14.2	4.8	(43.2)	(22.6)	(11.6)	(12.2)	(7.7)	(13.4)	(▲19.8)	(▲6.0)
官公庁	31.2	22.9	(▲6.6)	(▲39.6)	(▲13.1)	(▲14.3)	(▲24.4)	(0.8)	(▲16.7)	(9.0)
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)	88.6 (1.7)
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)	(2.7)
小売業販売額	2.9	▲1.2	(▲4.8)	(2.9)	(0.8)	(1.8)	(0.8)	(▲0.1)	(1.8)	(▲1.1)
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)	▲2.2 (▲2.9)
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]	73.2 [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)	▲0.6 (▲0.9)
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)	(0.0)
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	101
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.97	1.11	1.15 [1.05]	1.18 [1.09]	1.22 [1.10]	1.21 [1.10]	1.23 [1.10]	1.24 [1.10]	1.24 [1.10]	1.25 [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	3.3
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)	(▲13.3)	(▲10.2)
価格	14.6	1.2	(▲5.1)	(▲3.1)	(▲4.0)	(▲0.2)	(▲2.4)	(▲9.2)	(▲9.9)	(▲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	48,974	18,016	16,357	14,601	14,584	11,435
貿易収支(億円)	▲110,187	▲65,659	▲3,311	▲678	▲3,619	▲972	▲3,326	679	2,002	▲2,715
サービス収支(億円)	▲34,448	▲27,482	▲2,801	▲6,266	▲2,089	▲2,001	459	▲548	▲3,373	615
金融収支(億円)	▲17,549	133,088	63,894	46,954	55,166	7,287	18,538	29,341	3,966	27,474
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]	[0.192]	[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	0.965
			(▲0.019)	(▲0.019)	(▲0.018)	(▲0.005)	(▲0.002)	(▲0.011)	(0.000)	(▲0.004)
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)	(4.2)	(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

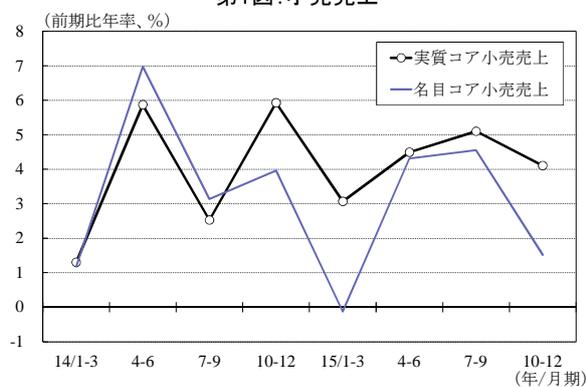
## II. 米国

### ～企業部門では一部業種への逆風が続くものの、景気は底堅さを維持～

米国経済は内需を軸に底堅く推移している。12月の雇用統計では、雇用者数の前月比増加幅が29.2万人に達したほか、失業率は横這いを維持、労働参加率は小幅ながら3ヵ月連続で上昇・改善するなど、労働市場の堅調持続が確認された。時間当たり平均賃金は前月比で横這いに止まったものの、均してみれば昨年初以降、伸び率が高まる傾向にある。雇用・所得環境の改善が継続する中、個人消費も拡大基調を維持している。GDP推計に用いられるコア小売売上（自動車等を除く）は、10-12月期に名目ベースで前期比年率+1.5%（7-9月期：同+4.6%）と大幅減速したが、年末商戦での値引き販売等による価格下落の影響を受けた可能性が高く、実質ベースでは高めの伸びを確保したとみられる（第1図）。他方、企業部門では一部業種への逆風が続いている。ISM指数を基にみた製造業の景況感は、海外経済減速やドル高の影響に、足元で在庫調整圧力も重なり、昨年終盤には拡大・縮小の分岐点である50を下回る水準に低下した（第2図）。また、年明け以降、中国経済への懸念再燃により原油価格が一段安となっていることは、エネルギー関連企業の業績や設備投資への更なる下押し圧力となる見込みだ。もっとも、GDPの7割超を占める非製造業の景況感が高めの水準を維持している。先行き、個人消費を中心とした内需が底堅さを維持するとみられる中、短期的には景気の回復基調が腰折れする可能性は小さいと考えられる。

金融政策を巡っては、9年半ぶりの利上げを決定した昨年12月のFOMC議事録において、複数の参加者が低インフレへの懸念を理由に「利上げ決定はぎりぎりの判断」との認識を表明していたことが明らかとなった。前述の通り、賃金の伸びは加速しつつあるものの、当面はドル高や一段の原油安の影響がインフレ圧力を抑制する状況が続くとみられる。FOMC参加者の見通しでは、2016年に年間1%の利上げ見通しが示されているが、インフレ動向次第で一段と緩やかな利上げペースとなる可能性をみておく必要があるだろう。

第1図：小売売上



(注) 1. 『コア小売売上』は、「自動車」、「建材・園芸用品」、「ガソリンスタンド」を除く。  
2. 12月の『実質』値は、当室にて試算。  
(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：ISM指数と国内民間最終需要



(注) 1. 『国内民間最終需要』は、「個人消費」、「住宅投資」、「設備投資」の合計。  
2. 網掛け部分は、景気後退期間。  
(資料) 米国商務省、全米供給管理協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(竹島 慎吾、坂東 輝昭)

### Ⅲ. 西欧

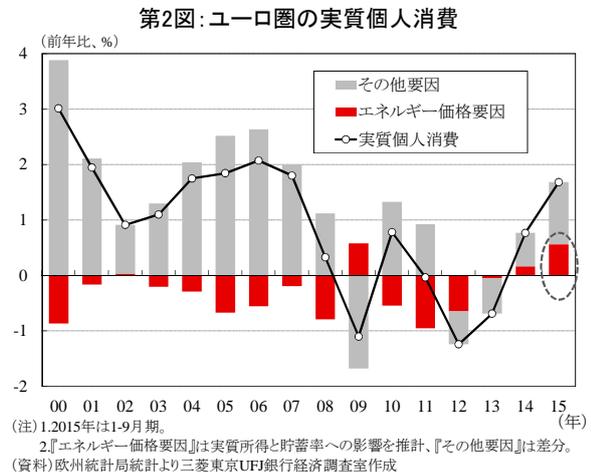
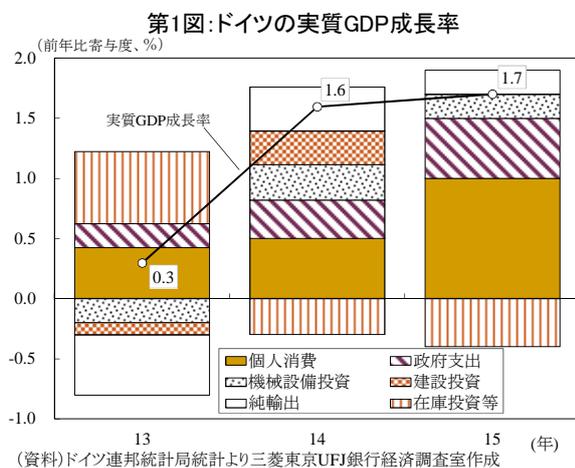
#### ～原油価格の急落を受け、ECBは3月の追加緩和実施を示唆～

ユーロ圏経済は緩やかな成長が持続している。最大のドイツ経済は2015年全体で前年比+1.7%成長を記録しており、10-12月期（2月公表）は前期比約+0.3%と7-9月期並みの成長ペースを維持したと推計される。上記1.7%の成長率内訳をみると、雇用改善や原油安による個人消費増加のほか、政府支出も成長を押し上げる一方、新興国経済の減速の影響を受け、外需寄与度は小幅プラスにとどまった（第1図）。

こうしたなか、ユーロ圏のインフレ率は12月も前年比+0.2%と低水準で推移しており、欧州中央銀行（ECB）は12月3日、物価と成長の下振れリスクを警戒して追加金融緩和を実施した。ECBは追加緩和決定時点では、原油価格が下げ止まり、インフレ率は年初にも前年のベース効果剥落を受けて持ち直すとみていたが、足元の原油価格（WTI）は30ドル/バレル割れと一段と下落し、物価の下押し圧力となっている。

かかる状況下、ECBは1月21日の理事会において、新興国経済を巡る不透明感の高まりや原油価格の急落を受け金融政策を再度検討する必要性が増大したとして、次回3月の理事会において、再び追加緩和を実施することを強く示唆した。

原油価格がこのまま低水準で推移すると、①産油国であるロシア経済が一段と悪化し、経済的結びつきの強いユーロ圏の輸出が再び下押しされるリスク、②原油安による利上げ期待の後退を受け、急速に進展しているポンド安によりこれまで堅調であった英国向け輸出が鈍化するリスク、③需要の先行き不確実性などから企業が投資を延期するリスクなど、負の効果が顕在化する虞がある。但し、原油安はユーロ圏経済にとって、前述の通り実質所得の増加を通じた個人消費の押し上げによるプラス効果もあり、2015年の個人消費はエネルギー価格の下落で0.6%ポイント程度押し上げられたとみられる（第2図）。家計部門へのサポートに加え、企業部門の生産コスト低下を通じた企業収益の押し上げを勘案すると、消費国であるユーロ圏経済にとって、原油安は必ずしも悪材料ばかりとも言い切れないと思われる。



(竹島 慎吾、大幸 雅代)

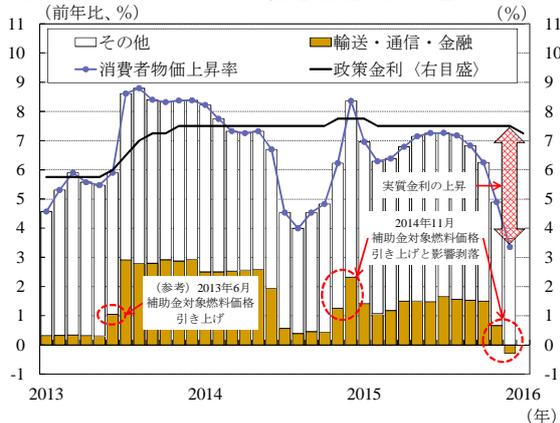
## IV. アジア

### ～インフレ落ち着きにより約1年ぶりの利下げに踏み切ったインドネシア～

アジアの金融政策は、米国が昨年12月に9年半ぶりの利上げに踏み切るなかでも、総じて政策金利の据え置きが続いている。米国利上げ前後、タイやフィリピンで政策金利が据え置かれたほか、年明け以降、韓国やマレーシアでも据え置きが続いた。一方、外需低迷などにより、実質GDP成長率が3四半期続けて前年比+4.7%と横ばいの伸びに止まっていたインドネシアでは、景気下支えのため、中銀が2015年2月以来11ヵ月ぶりの利下げを実施した（1月14日）。

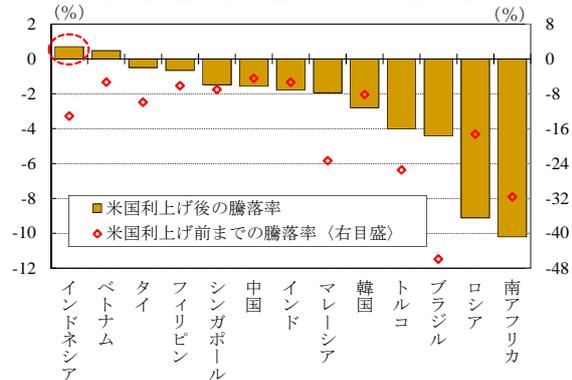
インドネシア中央銀行が利下げに踏み切った背景として、国内インフレの落ち着きがあげられる。同国政府は、財政構造改革を目的に、2014年11月に燃料補助金の削減を実施した。これを受けて中銀は、燃料価格上昇によるインフレ率の加速を抑制するため、政策金利の据え置きを続けてきた（第1図）。一方、足元の消費者物価上昇率をみると、そうした燃料価格上昇の影響剥落などにより、2015年7月以降、5ヵ月続けて伸びが鈍化し、12月には、前年比+3.4%と中銀の目標である同+4%±1%内まで低下した。結果として、実質金利（政策金利－消費者物価上昇率）が2009年来の水準まで上昇し、政策金利の引き下げ余地が拡大したことを受け、中銀は今般の利下げに踏み切ったとみられる。加えて、金融市場の落ち着きも利下げを後押しした要因の一つといえる。足元の金融市場をみると、年初から中国株や資源価格下落の影響で新興国通貨が総じて下落するなか、ルピアはむしろ相対的に底堅さを保っている（第2図）。このことから、米国利上げのルピア相場への影響は利上げ前に相応に織り込まれていたといえよう。実際、中銀は声明文の中で、「米国利上げにより金融市場の不確実性は低下し」、「金融市場混乱の引き金とはならなかった」と指摘している。中銀は、追加緩和についても示唆した。今後も世界需要の伸び悩みや、資源価格下落を背景に、外需低迷による国内景気への下押しが予想されるなか、中銀は引き続き、インフレ率と金融市場の動向を睨みながら追加利下げの可否を判断するとみられる。

第1図：インドネシアの消費者物価上昇率と政策金利



(資料) 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

第2図：主な新興国の対ドル為替騰落率



(注) 米国利上げ後は、2015年12月17日と2016年1月17日、米国利上げ前は、2014年12月31日と2015年12月16日の終値の比較。

(資料) Bloomberg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

### ～景気減速が続くなか、金融市場は再び不安定化～

中国では、上海総合指数が年明け第一週に約1割下落、人民元安が進むなど波乱の幕開けとなった。株価下落の背景としては、①12月の製造業PMI（財新公表値）など経済指標の悪化に伴う先行き不安の再燃、②大株主の株式売却を睨んだ需給悪化懸念、③投資家のリスク回避姿勢の強まりなどが指摘される。

まず、実体経済の動向を確認すると、2015年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と7-9月期から減速、直近12月の経済指標では、生産や投資を中心に総じて弱めの推移となったが、緩やかな減速トレンドに変わりはなく、株価下落や人民元安など金融市場の混乱を招くほどの更なる変調が確認されたわけではない（第1表）。

他方、株式市場の需給悪化懸念や後手に回る政策対応が市場の混乱に拍車をかけた点は否めない。当局は、昨年半ばに株価下支え策の一環として暫定的に導入した大株主の株式売却停止措置の解禁（2016年1月8日）を睨み、予想される相場変動に備え、年明け以降「サーキットブレーカー」制度を導入した。しかし、大口売却解禁に伴う需給悪化を懸念した相場的大幅下落がサーキットブレーカー発動とパニック的な売りの悪循環に繋がり、結局、年初1週間で大株主の株式売却制限継続<sup>(注)</sup>やサーキットブレーカー制度の停止などに追い込まれた。これらにより株価下落に一旦歯止めは掛かったが、歴史的な株式バブル崩壊の先進事例を踏まえると、ファンダメンタルズの裏付けに乏しい以上、今後も先行きについては慎重にみておく必要がある（第1図）。

また、年初に中国人民銀行が基準値を人民元安水準に設定したことが、人民元安誘導と解釈され、さらなる不安を喚起したとみられる。人民銀行の為替介入を主因に12月の外貨準備高が前月比▲1,079億ドルと過去最大の減少を記録するなど、短期資金の流出懸念は根強い。政府の後手に回る対応が、市場の信認低下やリスク回避を通じ株価や為替への調整圧力をさらに強める可能性には引き続き留意する必要がある。

(注) 中国証券監督管理委員会（証監会）は、1月7日に大株主の株式売却規制を発表。株式売却の15営業日前に当局宛て申請を求めるほか、3ヵ月間毎に上場企業の株式総数の1%以上売却を禁止（1月9日施行）。

第1表：中国の主な月次経済指標の推移

	8月	9月	10月	11月	12月	評価
輸出（前年比、%）	▲ 5.7	▲ 3.8	▲ 7.0	▲ 7.1	▲ 1.4	×
輸入（前年比、%）	▲ 13.9	▲ 20.5	▲ 18.9	▲ 9.0	▲ 7.6	×
固定資産投資（都市部） （年初来、前年比、%）	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	×
小売売上高（前年比、%）	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	△
工業生産（前年比、%）	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	×
製造業PMI	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	×
非製造業PMI	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	△
外貨準備高 （前月差、億ドル）	▲ 939	▲ 433	114	▲ 872	▲ 1,079	-

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家統計局発表の指標。  
2. 色掛け部分は、伸び率/指数が前月から低下したもの。  
3. 『評価』は、直近の伸び率/指数の水準と半年前と比べた加減速度合い等から判断。  
(資料) 中国国家统计局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：日本・米国・中国における株式バブル期における株価の推移



(注) 株価のピークは日経平均が1989年12月29日、米ナスダックが2000年3月10日、上海総合指数が2015年6月12日。  
(資料) 各証券取引所統計より三菱東京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

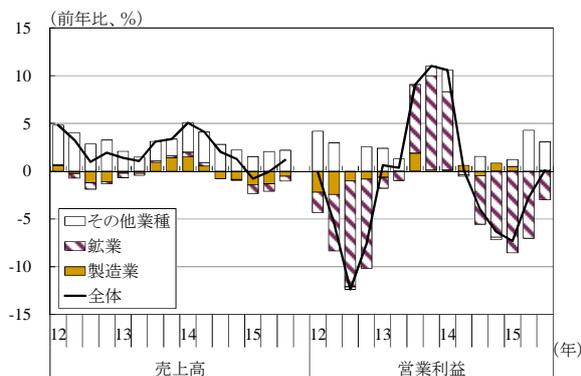
### ～鉱業・製造業が弱含むなかサービス業が景気を下支え～

2014 年後半以降の資源価格の大幅下落は、企業部門を通じ、景気を下押ししてきた。影響が大きい鉱業・製造業の業績をみると、売上高が減少し、利益面でも鉱業は大幅減と、企業収益全体を悪化させている（第1図）。このような環境下、2015年7-9月期の新規設備投資は前年比▲17.8%と落ち込んだほか、雇用面でも製造業や鉱業の雇用者数減少が目立つ展開となった。賃金上昇率も7-9月期は、資源部門に引きずられる格好で前年比+2.3%と、1997年の統計開始以来最低水準にとどまっている。

しかしながら、雇用者数が全業種合計では増加傾向を辿っていることは注目される。業種別にみると、医療・福祉や宿泊・外食サービス等の家計関連サービス業の拡大が、全体の増加に繋がっていることがわかる（第2図）。この背景には、高齢化に対応すべく政府が打ち出した支援策による介護ニーズの高まりのほか、豪ドル安による観光客・留学生の増加がある。実際、7-9月期の海外からの来訪者数をみると同+7.4%と増加が続いている。サービス業は、労働集約型産業であることから、企業部門全体の売上高、設備投資額に占める割合は各々3割、2割と寄与は小さいが、雇用者数に占める割合は約6割と大きく、労働市場では雇用の受け皿となっている。また、海外観光収入の増加はサービス輸出の拡大を通じ、資源関連財の減少で下振れる輸出の減少幅縮小に寄与している。このように鉱業・製造業部門の不振を、資源価格下落の影響が波及しにくい家計関連サービス業で下支えしていることが、消費の底堅さを通じて、景気の底割れ回避に繋がっている。

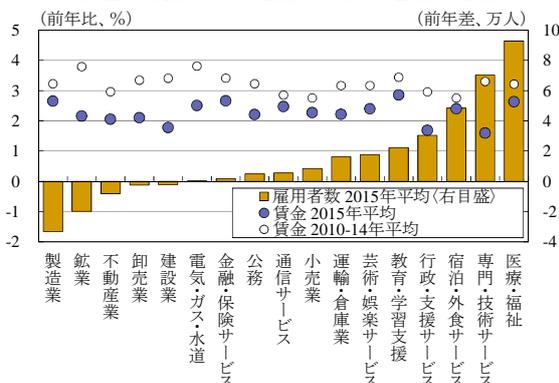
企業業績の底打ちや求人数の増加傾向などを踏まえれば、今後、賃金上昇率の鈍化は歯止めがかかることが見込まれる。豪州は、ロシア・ブラジルなど他の資源国とは異なり先進国型のサービス産業の裾野の広がりが見られることから、足元の一段の資源安の影響には留意する必要があるものの、所得に裏打ちされた消費が下支えとなり景気は底堅く推移するものとみられる。

第1図：民間企業の売上高と営業利益



(注)『その他業種』は、卸売、小売、建設、サービス業等。  
(資料) 豪州統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：業種別にみた賃金上昇率と雇用者数



(注)『賃金』は、ボーナスを除く時間当たり賃金、2015年は7-9月期までの平均。  
(資料) 豪州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)

## VII. 原油

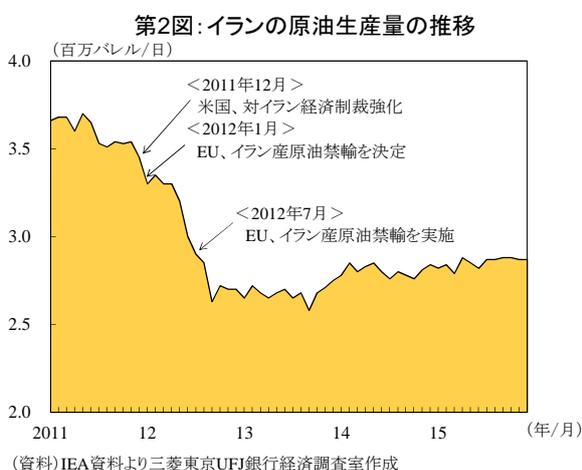
### ～原油価格は30ドル割れ、12年振りの安値に～

原油価格は年初から急落している（第1図）。1月3日にサウジアラビアがイランとの国交断絶を発表、4日以降は中国株が急落する中、原油価格は下げが加速し、6日のWTI（期近物）は1バレル＝33.97ドルとなった。その後、対イラン経済制裁解除日が近いとの観測が高まったことを受けて、15日のWTIは同29.42ドルと2003年12月以来の安値となり、リーマンショック後の最安値（一時32.4ドル）を下回った。16日に対イラン制裁解除が発表されると、WTIは同26ドル台に値を下げていく。

年初から原油価格が急落したのは、中国経済の先行き不安再燃と供給過剰懸念の強まりが同時期に生じたためである。供給過剰懸念の強まりには、イランに関する2つの要因が大きく影響している。

1つ目はサウジアラビアとイランの情勢緊迫である。従来は、産油国の地政学リスクは供給途絶不安につながり原油価格の急騰を招いたが、今回は逆に原油価格は下落した。この背景には、①両国の対立によって石油輸出国機構（OPEC）協調減産の可能性がさらに低下したと認識されたこと、②実際の原油供給に影響が出ていないこと、③現時点では、両国の直接衝突の回避が広く見込まれていること、がある。

2つ目は欧米による対イラン経済制裁の解除である。制裁解除後のイランの増産は既に市場に織り込まれてきたとみられるが、足元でも依然、原油価格の下押し圧力となっている。12月のイランの産油量は日量291万バレルと、欧米による制裁決定前に比べて約70万バレル減少した水準にある（第2図）。政府はまず同50万バレル増産の意向だが、制裁決定前の水準回復を目指していると伝えられており、供給過剰への懸念がさらに強まっている。また、米国は昨年12月、40年振りに原油輸出を解禁した。今月の欧州向けを始めとしてアジア向け輸出も予定されており、今後、中東産原油との価格競争に拍車をかける可能性がある。



(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	3.9	4.2	5.4	8.2	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	6.0	5.9	2.7	1.9	2.4	4,339	5,603	4,819
中国	10.36	233	7.3	6.9	6.5	2.0	1.4	1.9	2,197	2,996	2,529
インド(年度ベース)	1.91	43	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	0.6	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	844	955	788
台湾	0.53	12	3.9	1.1	2.4	1.2	▲0.3	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	3.2	3.3	228	295	227
インドネシア	0.89	20	5.0	4.8	5.0	6.4	6.4	4.3	▲275	▲196	▲183
マレーシア	0.34	8	6.0	4.8	4.9	3.1	2.1	2.4	145	109	114
タイ	0.40	9	0.9	2.7	3.2	1.9	▲0.9	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	6.7	6.3	4.1	0.6	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	▲441	▲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	9.0	7.0	▲1,040	▲600	▲400
メキシコ	1.29	29	2.1	2.5	2.8	4.1	2.7	3.0	▲240	▲300	▲300
アルゼンチン	0.54	12	0.5	1.0	▲1.5	23.9	16.0	30.0	▲59	▲100	▲100
ユーロ圏19カ国	13.46	302	0.9	1.4	1.5	0.4	0.0	0.9	2,954	2,784	2,650
ドイツ	3.87	87	1.6	1.7	1.7	0.8	0.1	1.4	2,649	2,599	2,424
フランス	2.83	64	0.2	1.0	1.3	0.6	0.1	0.9	▲277	▲216	▲50
イタリア	2.15	48	▲0.4	0.7	0.8	0.2	0.1	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	3.6	2.7	2.2	▲0.2	0.0	2.2	55	35	32
ポーランド	0.55	12	3.4	3.5	3.3	0.0	▲0.8	1.4	▲69	▲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. 『2015年』は、『中国』、『シンガポール』、『ベトナム』、『ドイツ』の『実質GDP成長率』、『中国』、『韓国』、『台湾』、『ASEAN5カ国』、『米国』、『ブラジル』、『メキシコ』、『ユーロ圏』、『ドイツ』、『フランス』、『イタリア』の『消費者物価上昇率』が、『実績』値。  
 2. 『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)。  
 3. 『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。  
 4. 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』。  
 5. 『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、ペネズエラ、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。