

経済マンスリー

I. 日本

～研究開発費の計上で見直される企業の設備投資～

II. 米国

～大統領選挙後に企業・家計のマインドは大きく改善～

III. 欧州

～メイ首相は演説で、英国が希望する離脱形態を最大限に強調～

IV. アジア

～高額紙幣廃止の影響で目先景気下振れが懸念されるインド経済～

V. 中国

～L字型景気継続の下、人民元安・資本流出対策が本格化～

VI. 原油

～トランプ新政権の経済政策と原油価格の関係～

I. 日本

～研究開発費の計上で見直される企業の設備投資～

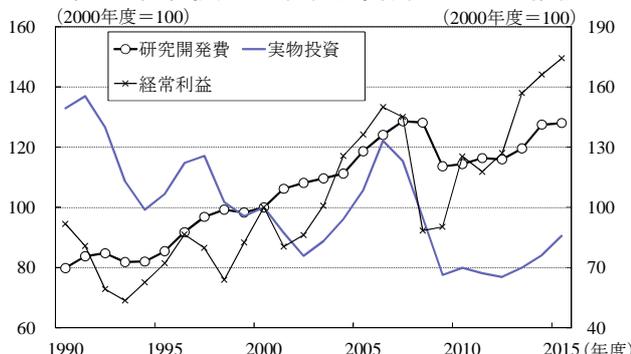
1. 実体経済の動向

昨年12月公表の7-9月期GDPの二次速報より国民経済計算の基準が改定され、研究開発費が設備投資に含まれるようになった。旧基準下では伸び悩んでいた設備投資が、新基準では足元でリーマン・ショック前の過去ピークに迫る水準を回復していたことになった。

実物投資と研究開発費の推移をみると、企業収益が2013年度から最高益を更新する中にもあっても、前者は緩やかな持ち直しに止まっているが、後者は順調に増加しており、回復の牽引役となっていることが確認できる(第1図)。この背景として、実物投資は余剰設備を抱えて維持コストが膨らむリスクが高いため、円安進行を主因とした一時的な利益増大を元手には実行に踏み切りにくい一方、研究開発は継続的なコスト発生リスクが小さく、資金を機動的に振り向けやすいことが考えられる。中長期的なトレンドの観点では、実物投資は減少を続けているのに対し、研究開発は増加傾向にあることも特徴的だ。設備ストックの蓄積が十分進展した状況下、企業が設備への追加投資よりも、商品設計をはじめとする研究開発の強化を通じて技術革新に努めてきたと推察される(第2図)。また、需要地やコストに応じて国内外に振り分けられる実物投資と異なり、研究開発拠点は海外市場向けも含めて国内に置かれる傾向が強く、一定程度の投資が継続して行われてきたことも背景にあるとみられる。日本の研究開発投資の水準は高く、OECD統計から企業の研究開発費の対名目GDP比を国別にみると、日本は2.4%と、米国(1.9%)やドイツ(1.8%)を上回る世界第3位であり、世界的に見ても研究開発に注力している国と評価できよう。

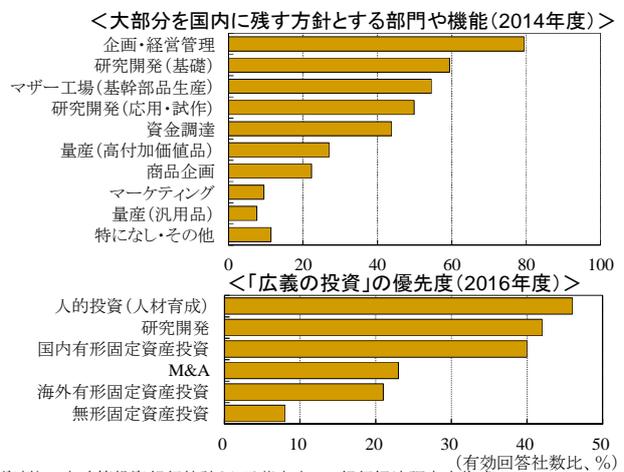
先行きの設備投資は、引き続き研究開発投資の増加が期待されることに加え、今後の企業収益の下げ止まりが見込まれる中、生産面の回復を受け、これまで伸び悩んでいた実物投資も次第に持ち直すことで、全体としては回復軌道を迎える公算である。

第1図: 実物投資と研究開発費、経常利益の推移



(注) 1. 『研究開発費』は、企業部門の人材費、原材料費、リース料、その他の経費の合計。
2. 『実物投資』は、その他の有形固定資産新設額、建設仮勘定新設額の合計。
(資料) 財務省、総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 大企業の製造業に対する各種アンケート結果



2. 金融政策・市場の動向

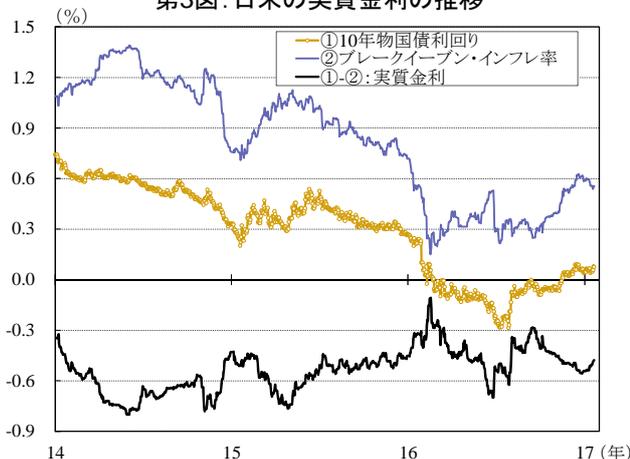
(1) 金融政策、長期金利

日銀は、金融政策の現状維持を決定した前回の決定会合の「主な意見」を昨年12月29日に公表した。そのなかでは、「現在の政策は追い風を受けているとき、それを増幅して強い緩和効果を発揮する」、「ポジティブなショックがあるとき、金利をゼロ%で固定すれば、金融政策は自動増幅機能がある」など、景気や物価が改善した時に、現状の緩和策はより効果を発揮するとの意見が複数あった。こうした発言は、景気や物価の改善などに伴ってインフレ期待が上昇する際に、名目金利を固定しておけば実質金利が低下することで緩和効果は大きくなることを意味していると考えられる。実質金利を10年物国債利回りとブレイクイーブン・インフレ率の差として算出し、これまでの動きをみると、2014年後半以降、原油価格下落や円安効果の剥落によりインフレ期待は弱まる傾向が続いたため、日銀が量的緩和の拡大やマイナス金利政策の導入で長期金利の低下を促してきたにも関わらず、実質金利は低下しなかった（第3図）。先行きでは、原油価格の持ち直しや昨年未以降の円安進行による物価上昇が見込まれるため、それに伴ってインフレ期待も高まることが予想される。「主な意見」からは現状の金融政策を維持することで実質金利の低下を促し、その効果が实体经济に表れるのを待とうとする政策委員の姿勢が読み取れる。

(2) 長期金利、為替

日本の金融市場は海外情勢に左右される状況が続いている。米国の10年物国債利回りが一時2.6%台にのせた昨年12月中旬には、日本の10年物国債利回りは0.1%まで上昇し、円ドル相場は日米金利差の拡大から1ドル118円台まで円安・ドル高が進んだ（第4図）。しかし、その後、米国金利が2.4%程度まで低下したことから日本の長期金利は0.05%程度まで低下し、日米金利差縮小や英国のEU単一市場からの離脱を巡る投資家のリスク回避姿勢の強まりなどから円ドル相場も一時1ドル112円台まで円高・ドル安が進行した。足元では、長期金利は0.07%程度、円ドル相場は1ドル115円程度まで戻しているが、1月20日には米国でトランプ大統領就任が控えており、こうした状況は今後も続きそうだ。

第3図：日米の実質金利の推移



第4図：円ドル相場と日米の実質金利差の推移



(金堀 徹、横田 裕輔)

主要経済金融指標(日本)
2017年1月20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)

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.4	1.3	2.8 (0.4)	1.8 (0.9)	1.3 (1.1)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 1.1	0.9	0.0 (0.4)	0.4 (0.1)	0.5 (0.8)	0.2 (1.7)	0.0 (1.2)	0.2 (▲ 0.2)		
鉱工業生産指数	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.0 (▲ 1.6)	0.2 (▲ 1.8)	1.3 (0.4)	1.3 (4.5)	0.6 (1.5)	0.0 (▲ 1.4)	1.5 (4.6)	
鉱工業出荷指数	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 2.0 (▲ 2.4)	0.2 (▲ 2.0)	0.7 (▲ 0.6)	▲ 1.1 (1.6)	1.8 (0.7)	2.0 (▲ 2.0)	1.0 (5.1)	
製品在庫指数	6.1	1.8	2.4 (1.8)	▲ 1.3 (0.0)	▲ 2.6 (▲ 2.0)	0.3 (▲ 1.6)	▲ 0.5 (▲ 2.0)	▲ 2.1 (▲ 3.0)	▲ 1.6 (▲ 4.8)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	112.0	115.0	116.3 [113.0]	116.5 [113.8]	115.3 [114.7]	113.6 [116.3]	114.9 [115.1]	114.2 [113.0]	107.8 [115.5]	116.3
国内企業物価指数	2.7	▲ 3.2	▲ 1.5 (▲ 3.5)	▲ 0.6 (▲ 4.4)	▲ 0.2 (▲ 3.6)	▲ 0.3 (▲ 3.6)	0.0 (▲ 3.2)	▲ 0.1 (▲ 2.7)	0.4 (▲ 2.2)	0.6 (▲ 1.2)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	2.8	0.0	▲ 0.7 (▲ 0.1)	0.4 (▲ 0.4)	▲ 0.2 (▲ 0.5)	0.0 (▲ 0.5)	0.0 (▲ 0.5)	0.1 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.4)	
稼働率指数 (2010年=100)	100.6	98.0	97.3 [101.4]	95.4 [98.0]	97.2 [97.6]	98.7 [97.4]	96.7 [97.7]	98.1 [98.4]	101.0 [98.2]	97.2
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	0.8	4.1	6.7 (3.4)	▲ 9.2 (▲ 6.5)	7.3 (6.5)	▲ 2.2 (11.6)	▲ 3.3 (4.3)	4.1 (▲ 5.6)	▲ 5.1 (10.4)	
製造業	7.0	6.2	13.7 (4.3)	▲ 13.4 (▲ 12.9)	4.5 (▲ 0.5)	▲ 4.0 (2.0)	▲ 5.0 (▲ 1.5)	▲ 1.4 (▲ 9.0)	9.8 (8.3)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 3.3	2.5	3.5 (2.6)	▲ 5.0 (▲ 1.0)	8.2 (11.8)	▲ 1.9 (19.6)	▲ 0.9 (7.8)	4.6 (▲ 3.9)	▲ 9.4 (11.6)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	4.4	▲ 2.3	▲ 2.4 (▲ 5.5)	3.4 (▲ 2.7)	1.0 (0.4)	0.2 (2.5)	0.3 (3.3)	2.1 (1.7)	2.1 (7.6)	
建設受注	8.2	▲ 0.9	(2.4)	(1.5)	(7.4)	(13.8)	(16.3)	(15.2)	(▲ 6.0)	
民需	4.8	7.9	(▲ 0.4)	(3.9)	(▲ 3.5)	(9.7)	(▲ 9.2)	(24.4)	(21.6)	
官公庁	22.9	▲ 15.6	(0.4)	(▲ 0.4)	(51.8)	(27.7)	(136.7)	(▲ 7.1)	(▲ 38.1)	
公共工事請負金額	(▲ 0.3)	(▲ 3.8)	(1.2)	(4.0)	(6.8)	(12.0)	(18.1)	(▲ 10.0)	(▲ 5.7)	(5.3)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	88.0 (▲ 10.8)	92.1 (4.6)	94.7 (5.5)	100.5 (5.4)	98.2 (7.1)	95.6 (2.5)	98.4 (10.0)	97.8 (13.1)	93.7 (6.7)	
新設住宅床面積	(▲ 15.2)	(2.1)	(3.1)	(3.6)	(5.1)	(2.3)	(6.7)	(8.9)	(2.9)	
小売業販売額	▲ 1.2	0.8	(▲ 0.3)	(▲ 1.4)	(▲ 1.3)	(▲ 2.2)	(▲ 1.7)	(▲ 0.2)	(1.7)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 5.1	▲ 1.2	0.5 (▲ 2.6)	▲ 0.2 (▲ 1.2)	▲ 0.5 (▲ 2.4)	▲ 3.7 (▲ 4.6)	2.8 (▲ 2.1)	▲ 1.0 (▲ 0.4)	▲ 0.6 (▲ 1.5)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.2	73.6	72.8 [74.3]	72.9 [74.2]	70.6 [73.4]	70.4 [74.1]	72.0 [74.3]	70.9 [73.2]	72.9 [73.0]	72.9 [72.9]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	2.0	▲ 1.3	▲ 1.2 (▲ 2.1)	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.2 (▲ 1.5)	▲ 0.8 (▲ 2.0)	1.9 (▲ 0.9)	▲ 0.1 (▲ 0.9)	▲ 0.6 (▲ 0.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	0.2	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	77	98	98	93	102	106	105	101	106	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.11	1.23	1.29 [1.15]	1.36 [1.18]	1.37 [1.22]	1.37 [1.22]	1.38 [1.23]	1.40 [1.24]	1.41 [1.26]	1.41 [1.27]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.5	3.3	3.2	3.2	3.0	3.1	3.0	3.0	3.1	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	46.6	48.8	45.6 [49.3]	42.6 [52.6]	45.2 [49.5]	45.6 [49.3]	44.8 [47.5]	46.2 [48.2]	48.6 [46.1]	51.2 [48.7]
企業倒産件数 (実数、件数)	9,543 (▲ 9.4)	8,684 (▲ 9.0)	2,144 (▲ 5.6)	2,129 (▲ 7.3)	2,088 (▲ 0.2)	726 (14.9)	649 (▲ 3.6)	683 (▲ 8.0)	693 (▲ 2.5)	710 (▲ 1.6)

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)

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	8月	9月	10月	11月	12月
通関輸出	5.4	▲0.7	(▲7.9)	(▲9.5)	(▲10.2)	(▲9.6)	(▲6.9)	(▲10.3)	(▲0.4)	
価格	3.9	2.1	(▲4.7)	(▲8.3)	(▲11.1)	(▲10.3)	(▲11.1)	(▲9.0)	(▲7.3)	
数量	1.3	▲2.7	(▲3.2)	(▲1.3)	(1.0)	(0.8)	(4.7)	(▲1.4)	(7.4)	
通関輸入	▲1.0	▲10.3	(▲15.7)	(▲18.8)	(▲19.5)	(▲17.2)	(▲16.2)	(▲16.4)	(▲8.8)	
価格	1.2	▲8.5	(▲14.9)	(▲17.6)	(▲18.9)	(▲20.2)	(▲14.9)	(▲14.3)	(▲12.0)	
数量	▲2.1	▲1.8	(▲0.8)	(▲1.3)	(▲0.7)	(3.8)	(▲1.5)	(▲2.4)	(3.6)	
経常収支(億円)	87,245	180,028	59,636	45,955	57,599	20,030	18,780	17,199	14,155	
貿易収支(億円)	▲65,890	5,419	8,534	14,959	15,220	2,332	6,762	5,876	3,134	
サービス収支(億円)	▲27,252	▲11,451	2,414	▲4,951	▲3,865	▲453	▲882	▲1,719	738	
金融収支(億円)	137,595	238,095	90,136	71,315	105,335	31,406	33,483	7,446	10,963	
外貨準備高(百万ドル)	1,245,316	1,262,099	1,262,099	1,265,402	1,260,145	1,256,053	1,260,145	1,242,792	1,219,291	1,216,903
対ドル円レート(期中平均)	109.92	120.13	115.45	108.17	102.40	101.27	102.04	103.82	108.18	115.95

3. 金融

	2014年度	2015年度	2016年			2016年				
			1-3月期	4-6月期	7-9月期	8月	9月	10月	11月	12月
無担保コール翌日物金利	0.068	0.063	0.035 [0.073]	▲0.050 [0.067]	▲0.046 [0.074]	▲0.043 [0.076]	▲0.052 [0.073]	▲0.037 [0.076]	▲0.049 [0.078]	▲0.044 [0.075]
ユーロ円TBOR (3ヵ月物)	0.194	0.157	0.122 [0.171]	0.060 [0.169]	0.057 [0.169]	0.058 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.169]
新発10年国債利回り	0.400	▲0.050	▲0.050 [0.400]	▲0.230 [0.455]	▲0.085 [0.350]	▲0.070 [0.380]	▲0.085 [0.350]	▲0.050 [0.300]	0.020 [0.300]	0.040 [0.270]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.006	0.924	0.924 (▲0.032)	0.886 (▲0.038)	0.865 (▲0.021)	0.880 (▲0.005)	0.865 (▲0.015)	0.866 (0.001)	0.864 (▲0.002)	
日経平均株価 (225種、末値)	19,207	16,759	16,759 [19,207]	15,576 [20,236]	16,450 [17,388]	16,887 [18,890]	16,450 [17,388]	17,425 [19,083]	18,308 [19,747]	19,114 [19,034]
M2平残	(3.3)	(3.6)	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.5)	(3.7)	(3.9)	(4.0)
広義流動性平残	(3.3)	(3.9)	(3.4)	(2.2)	(1.6)	(1.5)	(1.6)	(1.5)	(1.9)	(2.1)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.3)	(2.4)	(2.2)	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.4)	(2.6)
	銀行計	(2.5)	(2.5)	(2.2)	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.4)	(2.6)
	都銀等	(1.4)	(1.2)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.5)	(0.8)	(1.1)	(1.8)
	地銀	(3.8)	(3.7)	(3.4)	(3.4)	(3.5)	(3.4)	(3.5)	(3.6)	(3.5)
	地銀II	(2.9)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(2.9)	(2.8)	(2.9)	(3.1)	(3.1)
信金	(1.4)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.3)	(3.7)	(3.0)	(3.3)	(3.4)	(3.3)	(3.6)	(3.9)	(4.3)
	都銀	(3.4)	(4.5)	(3.6)	(4.7)	(4.8)	(4.4)	(5.1)	(5.6)	(6.3)
	地銀	(3.3)	(3.0)	(2.4)	(1.9)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.2)	(2.3)
地銀II	(3.1)	(2.5)	(2.1)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(2.1)	(2.2)	(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

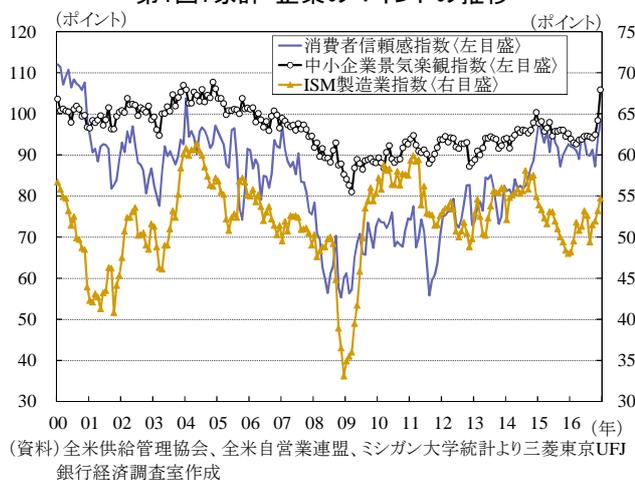
～大統領選挙後に企業・家計のマインドは大きく改善～

大統領選挙以降、市場ではトランプ新政権の拡張的な財政政策への期待などから、金利・株価が上昇し、ドル高が進展した。こうしたトランプ政権への期待や金融市場の好転を受けて、企業・家計のマインドは大きく改善している（第1図）。消費者信頼感指数は、大統領選挙前から金融危機前の平均（2005年～2007年：87.1ポイント）を超えて高めの水準が続いていたが、選挙後には更に上昇し、昨年12月調査では98.2ポイントと2004年1月以来の水準となった。企業の景況感をみる代表的な指標である ISM 製造業指数をみても改善基調が確認されるほか、12月の中小企業楽観指数は前月比+7.4ポイントと1980年7月以来の大きな上げ幅となった。

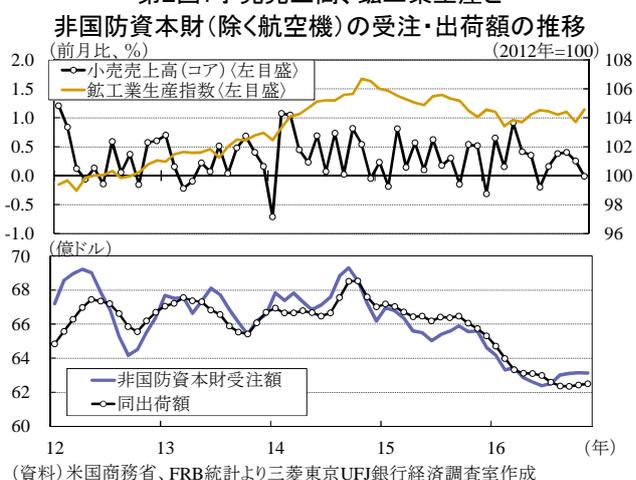
一方、実体経済を示す指標をみると、明確な景気加速の動きはまだみられない。12月のコア小売売上高（自動車・ガソリン・建材を除く）は前月から増加がみられず、鉱工業生産も横這い圏内の動きに止まっている（第2図）。足元の株価やマインド指数の大幅な上昇は経済の先行きに対する期待感に強く支えられているものといえよう。実際に景気が加速するかどうかの鍵となる設備投資に関しては、昨年2月頃まで続いていた原油価格下落・ドル高進展のマイナス影響が一巡したことで、先行指標である資本財受注に持ち直しの動きがみられる。新政権への期待が維持されれば、こうした循環的な持ち直しの動きに企業の投資意欲の改善による押し上げ効果が加わることで、回復ペースが加速する可能性もあろう。

トランプ新政権の政策運営は依然として不透明な部分が多い。今月20日（日本時間21日未明）のトランプ大統領就任演説や下旬の一般教書、2月上旬の予算教書等を通じて新政権が実効性のある経済政策を打ち出し、企業・家計の期待を維持できるかが、当面の景気を占う上で1つのポイントとなる。

第1図：家計・企業のマインドの推移



第2図：小売売上高、鉱工業生産と



(玉城 重人)

Ⅲ. 欧州

～メイ首相は演説で、英国が希望する離脱形態を最大限に強調～

メイ首相は今年 17 日の演説で、欧州連合（EU）からの離脱に関する英国の交渉プランを『12 の優先事項』として明らかにした。具体的な内容は第 1 表の通りであるが、全体としては、英国の希望する離脱形態を最大限に強調したもの、すなわち、英国としての主体性の回復や移民流入の制限を最優先課題と位置付けた上で、現在の EU との密接な経済関係についても最大限維持する方針を明確にしたと総括できるだろう。ポンド相場は演説後に値を戻したものの、演説に先立って、英国が EU 単一市場から撤退するという報道がなされたことを受けてポンドが売られていた反動という側面が強く、昨年 6 月の国民投票以降のポンド安トレンドに大きな変化はないとみられる。

今回の演説で英国としての交渉方針は明確となったが、実際に英国と EU がどのような通商関係を結ぶことになるかは交渉プロセスも含め依然として不透明である。EU としては、英国に“いいとこ取り”をされては EU としての結束に大きな禍根を残すことになりかねず、厳しい姿勢で交渉に臨むことが十分に予想される。また、メイ首相は、EU への正式な離脱通告を今年 3 月末までに行い通告後 2 年以内に交渉を終了させる方針を示したが、EU 加盟各国の異なる利害関係が複雑に絡み合う難易度の高い通商交渉となるため、2 年間で合意が成立する可能性は低いと言わざるを得ない。昨年 10 月に調印された EU とカナダの FTA は、交渉開始から正式調印まで約 7 年を要したことは記憶に新しい。

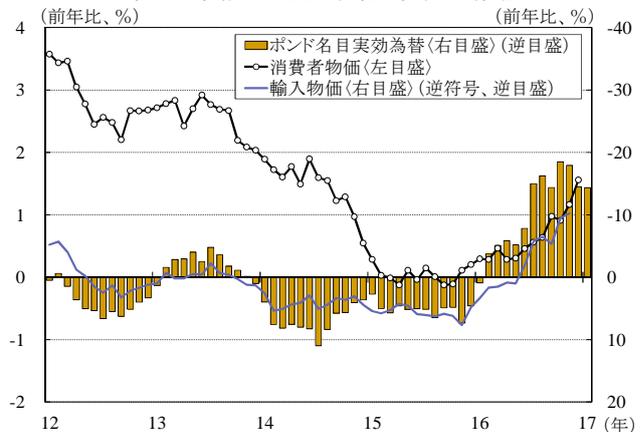
足元の英国景気は、消費者マインドの低調に加え、ポンド安の進展を受けた輸入インフレ圧力の波及で消費者物価上昇率が加速しており、個人消費の下押しが懸念される状況となっている（第 1 図）。また、上記の通り、今回のメイ首相の演説が個々の企業の投資環境の先行き不透明感を払拭したとも言い難い。これらを踏まえると、今年の英国経済は、ポンド安を背景とした家計の実質購買力低下による個人消費の抑制や、企業の様子見姿勢などにより、減速気味の推移を辿る公算が大きいものと考えられる。

第1表：EU離脱に際する英国の4つの理念と12の優先事項

4つの理念	ポイント
12の優先事項	
確実性と明瞭さ	
① 不透明感の払拭	・離脱の最終決定内容について議会承認を得ることを明確化
より強い英国	
② 英国法の復権	・英国としての主体的な決定権の回復を目指す
③ 英国内の結束強化	
④ アイルランドとの往来自由を確保	
より公正な英国	
⑤ EUからの移民流入を制限	・移民流入者数を制限する方針
⑥ EU・英国市民の権利を相互に保障	
⑦ 労働者の権利の保護	
グローバルな英国	
⑧ 欧州市場との自由貿易	・単一市場から脱しEUとFTAを新たに締結
⑨ EU域外国との新たな貿易協定	
⑩ 科学・研究開発における最適化	・EU予算への拠出は原則しない（少なくとも現状規模の拠出はしない）
⑪ 対犯罪・テロでのEUとの連携	
段階的なプロセス	
⑫ 円滑で秩序だった離脱	・移行期間が必要であるとの認識

（資料）英国首相府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：英国の為替相場と物価の推移



（前原 佑香）

IV. アジア

～高額紙幣廃止の影響で目先景気下振れが懸念されるインド経済～

アジア経済は、堅調な内需に加え、輸出の回復や景気対策の効果発現などを背景に緩やかな持ち直しが続いている。これまでに発表された昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率をみると、ベトナムが前年比+6.7%と 7-9 月期の同+6.6%から小幅に加速したほか、シンガポールも同+1.8%と 7-9 月期の同+1.2%から幾分改善した。

こうしたなか、アジア主要国・地域のなかでも高い成長率を維持してきたインドでは、目先、景気の下振れ懸念が強まっている。インド政府は昨年 11 月、不正資金撲滅に向けた取り組みの一環として高額紙幣の廃止^(注)を実施した。中長期的には不正蓄財の防止や徴税率改善などのプラスの効果期待されるものの、廃止の対象となった旧高額紙幣は、貨幣流通量全体の 8 割超に達していたとみられるほか、一般の商取引では現金決済の比率が高いとされることなどから、短期的には新紙幣供給の遅れに伴う紙幣不足の影響で、高額な耐久財などの裁量的消費や企業の投資抑制を中心に経済活動の停滞が景気を下押しする公算が高い。関連の主な経済・金融指標をみると、11 月以降、乗用車や二輪車販売、景況感の冷え込み等の悪影響が顕在化している(第 1 表)。

裁量的消費は GDP の約 1 割を占めるだけに、短期的な影響は楽観視できないものの、新紙幣不足の解消が見込まれる新年度以降は、消費の反動増や企業の投資回復などにより徐々に内需を中心とした成長軌道への復帰が見込まれる。但し、貨幣流通量の落ち込みに比して銀行預金の増加幅は小さいことから、新紙幣や銀行預金に置き換わらなかった旧紙幣は約 2.3 兆ルピー (GDP 比 1.7%) 程度に達すると計算される。こうした「富の喪失」は、民間経済主体の支出水準を不可逆的に押し下げる可能性があり、留意が必要である(第 1 図)。

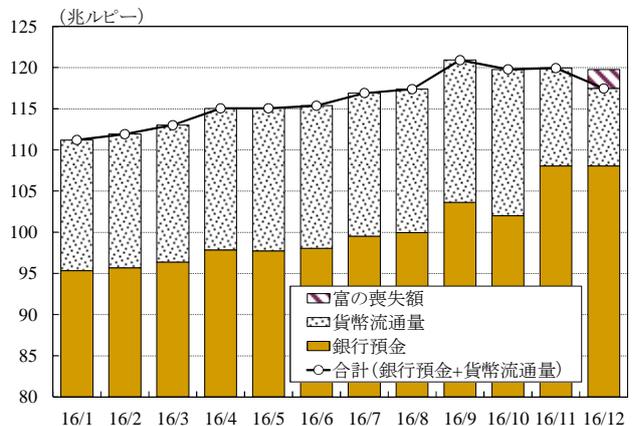
(注) 11 月 8 日夜、インド政府は 500 ルピー紙幣と 1,000 ルピー紙幣の無効化(翌 9 日～)並びに新 500 ルピー紙幣と 2,000 ルピー紙幣の導入を発表。旧紙幣は 12 月 30 日まで新紙幣を含む使用可能な紙幣と交換するか、銀行に預け入れることが可能だった。但し、銀行窓口や ATM での現金引き出しに制限あり。

第 1 表: インドの高額紙幣廃止前後の主な経済・金融指標

		2016年			
		9月	10月	11月	12月
貨幣流通量	(前年比、%)	15.2	17.2	▲23.6	▲40.0
銀行預金	(前年比、%)	12.0	9.8	15.3	15.2
銀行貸出	(前年比、%)	11.2	9.1	6.2	5.2
乗用車販売台数	(前年比、%)	19.9	4.5	1.8	▲1.4
二輪車販売台数	(前年比、%)	21.6	8.7	▲5.9	▲22.0
製造業PMI	(DI、ポイント)	52.1	54.4	52.3	49.6
サービス業PMI	(DI、ポイント)	52.0	54.5	46.7	46.8
ルピー相場	(ルピー/ドル)	66.61	66.78	68.84	67.92
10年物国債利回り	(%)	6.82	6.79	6.25	5.52

(注) 1. 『銀行預金』は、各月末時点に最も近い週末値。
 2. 『銀行貸出』は商業銀行の信用残高。各月末時点に最も近い週末値。
 3. 『ルピー相場』と『10年物国債利回り』は月末値。
 (資料) インド自動車工業会、Bloomberg、インド準備銀行統計より
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 図: インドにおける貨幣流通量と銀行預金残高の推移



(注) 『富の喪失額』は、2016年10月末時点と12月末時点の『合計』の差。(年/月)
 (資料) インド準備銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(福地 亜希)

V. 中国

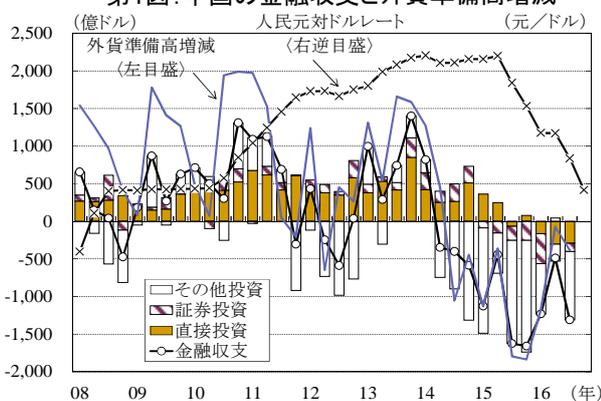
～L字型景気継続の下、人民元安・資本流出対策が本格化～

中国ではL字型景気の継続が確認された。2016年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と過去3四半期連続の水準(同+6.7%)からわずかに上昇したが、通年では同+6.7%と前年(同+6.9%)を下回った。習近平政権が経済政策の中核に据える「供給側改革」の下で過剰生産能力の解消を進めつつ、インフラ投資で景気を下支えるという政府のスタンス通りの道筋を辿っている。

こうしたなか、政府の懸案事項は人民元安と資本流出が世界的に中国リスクとして注目を浴びているという事実である。昨年を通じた人民元の対ドル相場下落率は6.6%に達し、金融収支(外貨準備を除く)も1-9月で▲3,032億ドルの流出超となった(第1図)。もっとも、流出額は前年同期の▲3,197億ドルよりも小幅縮小している。また、資本流出の主因を探ると、2015年は対外債務の返済であったのに対し、昨年は対外直接投資の活発化が続き、伸び悩む対内直接投資を上回ったことにある。

こうした状況を踏まえ、昨年末から政府による人民元安・資本流出対策が本格化してきた。海外送金、個人による外貨購入など資本取引への規制強化が報じられ、加えて、人民元指数のバスケット通貨の構成を変更し(本年初)、ドルおよびドルペッグ通貨のシェア引き下げによりドルの影響を低下させた。また、政府は外資への市場開放の強化を通じた対内直接投資の振興、輸出品の高付加価値化を目指す5ヵ年計画の推進など長期的かつ建設的な制度整備の方針も打ち出した。さらに、本年初に対ドル相場が下落すると、その後の基準値の大幅引き上げとともに、香港オフショア市場では人民元の供給を絞り、内外で人民元を高め誘導している(第2図)。中国経済減速の一方、米国は金利上昇局面入りとなる以上、人民元安は不可避とみる市場に対して、政府はそうした投機的な思惑に伴う人民元急落を阻止するために実需に支障が出かねない強硬手段も辞さないという姿勢を明白にした。トランプ米新政権は中国を為替操作国に指定する構えをみせ、通商面でも対決姿勢を強めるなど攪乱要因も多い。当面の人民元相場は振れの大きい展開となる公算が高い。

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。
(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: 人民元相場の推移



(資料) 中国人民銀行、中国外貨取引センター等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

VI. 原油

～トランプ新政権の経済政策と原油価格の関係～

原油価格（WTI期近物）は、昨年11月30日にOPECが減産の具体策で合意したのを受けて、翌12月1日には1バレル＝50ドル台に上昇した。加えて、10日にOPECと非OPEC加盟国が協調減産で合意すると、12日のWTIは1バレル＝52.83ドルと1年5ヵ月ぶりの高値となった。その後も同50ドル台を維持し、1月に入ると同52ドル近辺の狭いレンジで推移している（第1図）。

昨年11月の米大統領選挙でのトランプ氏の勝利以降、同氏が掲げる拡張的な財政政策への期待から、米国金利上昇・ドル高が急激に進行した。原油はドル建てで取引されることから、一般的にドル高になると他通貨からみた割高感につながり、原油の売りが膨らみ易い。実際、原油価格とドル実効為替相場の動きをみると、2014年後半以降は「ドル高・原油安」と逆相関がほぼ成り立っていた。しかし、昨年10月以降については両者の関係が薄れている（第2図）。この背景には、9月末にOPECが大方の事前予想に反して減産合意したのを受けて、市場参加者の間で供給過剰解消への期待が高まったことがあり、こうした原油市場独自の要因がドル高要因よりも大きく意識された局面だったと考えられる。市場ではOPECによる減産の効果が一旦原油価格に概ね織り込まれた模様であり、この先は当面、減産の進捗状況を見極める動きが続くものとみられる。

トランプ新政権下の米国の経済政策が原油価格に与える影響について考えると、拡張的財政政策による景気加速が価格を押し上げる側面はあるものの、FRBによる追加利上げ観測を背景に先行きもドル高基調が続けば、価格上昇を抑制する要因となり得る。また、新政権はエネルギー政策の一つとしてシェール開発規制の緩和・撤廃を掲げており、これが実現すれば将来的なシェールオイル生産拡大につながると見込まれ、原油価格押し下げ要因となる可能性が高い。これらを踏まえると、当面、原油価格は上値の重い展開が続く公算が大きい。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



第2図：原油価格と米ドル実効為替相場の推移



(篠原 令子)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2015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	2015年実績	2016年見通し	2017年見通し	2015年実績	2016年見通し	2017年見通し	2015年実績	2016年見通し	2017年見通し
世界42カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	61.64	1,391	3.0	2.6	2.8	2.2	5.8	4.6			
先進国・地域	40.60	916	2.2	1.6	1.8	0.2	0.8	1.7			
新興国	21.04	475	4.5	4.4	4.8	6.2	15.5	10.1			
日本(年度ベース)	4.43	100	1.3	1.2	1.2	▲0.0	▲0.2	0.5	1,499	1,850	1,704
アジア11カ国・地域	17.61	397	6.1	5.8	5.7	1.9	2.3	2.4	5,939	5,297	4,934
中国	11.06	250	6.9	6.7	6.2	1.4	2.0	1.9	3,306	2,659	2,514
インド(年度ベース)	2.09	47	7.6	7.2	7.7	4.9	5.2	5.5	▲185	▲218	▲332
NIEs4カ国・地域	2.50	56	2.1	2.0	2.3	0.6	1.1	1.6	2,498	2,459	2,411
韓国	1.38	31	2.6	2.6	2.7	0.7	1.0	1.7	1,059	983	945
台湾	0.52	12	0.7	1.2	1.8	▲0.3	1.4	1.3	758	776	726
香港	0.31	7	2.4	1.3	1.7	3.0	2.6	2.2	101	154	168
シンガポール	0.29	7	2.0	1.5	2.1	▲0.5	▲0.6	0.6	579	545	572
ASEAN5カ国	2.03	46	4.8	4.8	4.9	3.1	2.3	3.3	320	398	341
インドネシア	0.86	19	4.8	5.0	5.1	6.4	3.5	4.3	▲176	▲179	▲221
マレーシア	0.30	7	5.0	4.2	4.5	2.1	2.0	2.2	89	72	87
タイ	0.40	9	2.8	3.1	3.2	▲0.9	0.2	1.6	321	381	310
フィリピン	0.29	7	5.9	6.5	6.0	1.4	1.8	3.0	77	51	69
ベトナム	0.19	4	6.7	6.2	6.2	0.6	2.7	4.2	9	74	96
オーストラリア	1.22	28	2.4	2.8	2.9	1.5	1.4	1.9	▲584	▲566	▲525
米国	18.04	407	2.6	1.6	2.4	0.1	1.3	2.3	▲4,630	▲4,708	▲4,837
中南米7カ国	4.53	102	▲0.4	▲1.2	1.2	17.1	61.7	36.6	▲1,586	▲995	▲1,035
ブラジル	1.77	40	▲3.8	▲3.5	0.8	9.0	7.0	5.5	▲589	▲200	▲250
メキシコ	1.14	26	2.6	2.2	2.0	2.7	2.8	3.3	▲327	▲330	▲340
アルゼンチン	0.63	14	2.5	▲1.8	2.5	16.5	38.0	25.0	▲159	▲100	▲130
ユーロ圏19カ国	11.60	262	2.0	1.5	1.1	0.0	0.2	1.2	3,583	3,418	3,108
ドイツ	3.37	76	1.7	1.9	1.2	0.1	0.4	1.3	2,839	2,860	2,500
フランス	2.42	55	1.3	1.2	1.1	0.1	0.3	1.0	▲49	▲409	▲230
イタリア	1.82	41	0.7	0.7	0.8	0.1	▲0.1	0.9	293	466	338
英国	2.86	68	2.2	1.9	0.8	0.0	0.7	2.3	▲1,531	▲1,346	▲1,046
ロシア	1.33	32	▲3.7	▲0.5	0.8	15.5	7.1	5.7	690	240	490

<参考>

世界42カ国・地域
(購買力平価ベースのGDPで加重平均)

		3.4	3.1	3.4	3.3	7.5	5.6
--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----

(注)1.『2016年』の一部の国・地域は実績値。

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42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』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米7カ国』、『ロシア』。

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、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せよう、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。