

経済マンスリー

I. 日本

～企業は M&A や海外向けの投資を中心に投資ペースを加速～

II. 米国

～設備投資は増勢転化も、今後の増加ペースは緩やかとなる見込み～

III. 欧州

～金融緩和の縮小に慎重とならざるを得ない ECB～

IV. アジア

～通貨危機から 20 年：リスク耐性は強化も、債務負担増大には留意～

V. 中国

～格下げ後も米利上げ後も続く人民元相場の安定～

VI. 原油

～下落している原油価格とその背景～

I. 日本

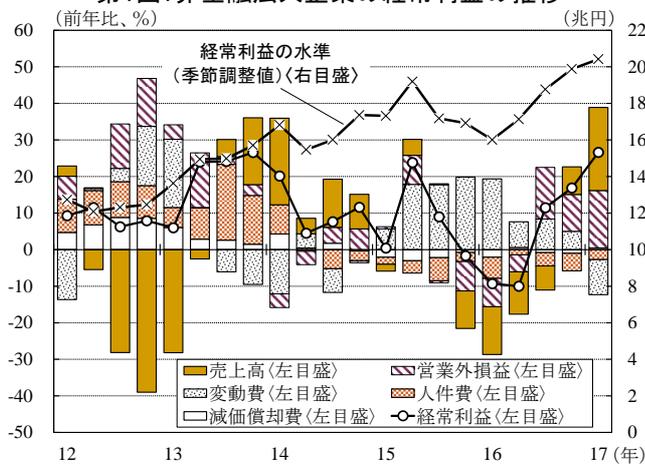
～企業は M&A や海外向けの投資を中心に投資ペースを加速～

1. 実体経済の動向

1-3 月期の全産業（金融業、保険業除く）の経常利益は前年比+26.6%と、3 四半期連続の 2 桁成長となり、利益水準も前期に続き過去最高を更新した（第 1 図）。経常利益の前年比の伸びを要因分解すると、内外経済の回復を受けて『売上高』が増加したほか、為替差損益や海外現法からの配当金受取などを含む『営業外損益』の改善が利益を押し上げ、原油価格上昇に伴う『変動費』の増加や『人件費』による下押しを吸収して増益を確保した。年度を通してみても、円高の影響を受けた前半までの減速は顕著だったものの、後半に盛り返したことで前年度比+10.0%の増益となった。

こうした昨年度の事業環境は企業の事業活動にどのような影響を与えたのか。バランスシートの変化から企業の資金調達及び運用の状況をみると、まず調達面では、堅調な企業収益を背景とした純資産の増加や有利子負債による調達の増加が継続している（第 1 表）。有利子負債については、短期借入金が増減に転じる一方、マイナス金利政策導入後の低金利環境を受けて社債調達が大きく増加し、短期資金中心から長期資金中心の調達へと軸足を移していることが特徴的である。他方、運用面をみると、国内外の M&A や海外向けの投資などが含まれる『投資その他の資産』の拡大ペースの加速が目立つが、国内での設備投資である『有形固定資産』も緩やかに増加している。企業を全体としてみると、高水準のキャッシュフローに外部からの資金調達を加えることで、国内外の M&A や海外向けの投資を拡大させつつ、国内事業への実物投資も一定程度維持している状況と総括できる。先行きの企業収益は内外需要拡大を背景に堅調に推移することが見込まれ、企業は積極的な投資行動を続けるとみられる。

第1図：非金融法人企業の経常利益の推移



(資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：非金融法人企業のバランスシートの推移

(変化額、兆円)

	11/3末⇒ 12/3末	12/3末⇒ 13/3末	13/3末⇒ 14/3末	14/3末⇒ 15/3末	15/3末⇒ 16/3末	16/3末⇒ 17/3末
【運用側】						
流動資産	+6	▲26	+17	+56	+21	▲7
現金・預金	▲3	▲4	+4	+18	+10	+8
受取手形・売掛金	+9	▲18	+7	+12	+0	▲4
棚卸資産(在庫)	▲2	▲2	+1	+10	+1	▲4
有価証券	▲0	▲0	▲0	▲1	▲2	▲1
その他の流動資産	+1	▲3	+6	+17	+12	▲6
固定資産	▲19	+2	+9	+38	+29	+39
有形固定資産	▲28	▲4	▲10	+18	+5	+3
無形固定資産	+1	+1	▲3	+1	+0	+3
投資その他の資産	+8	+5	+21	+20	+23	+33
資産合計	▲13	▲24	+25	+94	+50	+32
【調達側】						
流動負債	+12	▲40	+10	+28	+14	▲17
支払手形・買掛金	+12	▲16	+3	+7	▲6	▲4
短期借入金	▲9	▲11	+4	+4	+7	▲11
その他の流動負債	+9	▲13	+4	+17	+14	▲2
固定負債	▲12	▲4	▲9	+9	+3	+21
社債	▲4	+0	▲0	+1	+0	+8
長期借入金	▲9	▲4	▲7	+7	+5	+10
その他の固定負債	+2	▲1	▲1	+2	▲2	+3
純資産	▲14	+20	+24	+58	+32	+27
負債・純資産合計	▲13	▲24	+25	+94	+50	+32

(注)対象は、資本金1千万円以上の非金融法人企業。

(資料)財務省統計より三菱東京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

日銀は6月15-16日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。決定会合後の記者会見で黒田総裁は、最近、注目度が高まっている金融政策の出口戦略について、「今の時点で具体的な出口の手法や順序を示すのは難しい」と従来からの姿勢を崩さなかった一方、日銀財務への影響については、「中央銀行は継続的に通貨発行益が発生する立場にあり、長い目でみれば、必ず収益が確保できる仕組みとなっている。」と述べた。

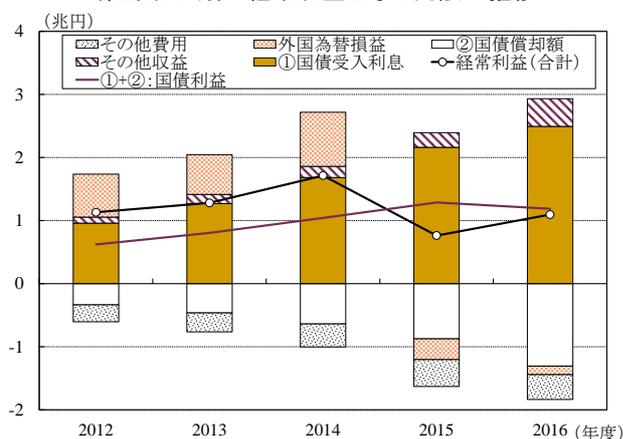
今月公表された日銀の2016年度決算を確認すると、経常利益は1兆952億円と昨年度の7,626億円から増益となった(第2図)。但し、その大きな要因は『外国為替損失』幅が縮小したことによるものであり、日銀資産の大部分を占める国債に限った利益をみると、保有国債から得られる『国債受入利息』と額面以上の金額の国債を購入したことによる損失を示す『国債償却額』を足した『国債利益』はむしろ減少している。量的緩和下でのマイナス金利政策の導入によって、額面を超える金額の国債購入が増えたことや保有国債の利回り低下が原因だが、このことはマイナス金利政策を続けた場合、保有国債残高は増えても必ずしも通貨発行益が増えるとは限らないことを示している。

5月10日の衆議院財務金融委員会で黒田総裁は、出口時の日銀の収益に関するシミュレーションについて、「将来ご紹介できるかもしれない」と述べた。日銀が、実際に出口戦略に踏み出すに当たっては、市場の動揺を避けるためにも、政策の予見性を高めるような情報を開示することが求められるところであるが、そこには日銀自身の先行きの収益試算も含まれることが望ましいといえる。

(2) 長期金利、為替

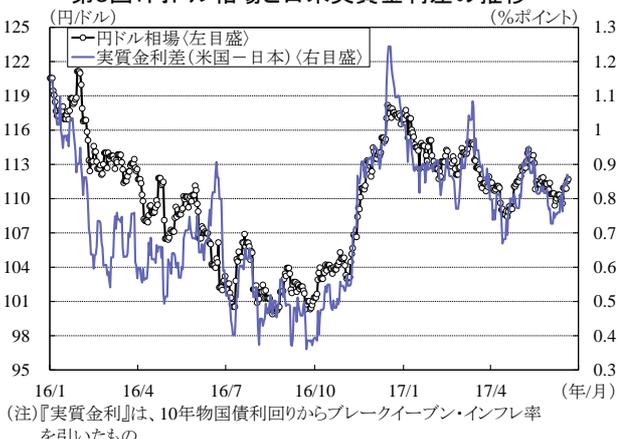
円ドル相場は日米実質金利差に沿った動きが続いている(第3図)。そのなかでも、日本では10年物国債利回りが0.05%前後の狭い範囲での推移が続き、インフレ期待も横ばい圏内の動きとなっているため、主に米国の金利やインフレ期待の変化を反映した動きとなっている。今後、日銀の金融政策は現状維持が続くことが見込まれることなどを踏まえれば、円ドル相場は先行きも米国の動向に左右される状況が続くとみられる。

第2図: 日銀の経常収益とその内訳の推移



(資料) 日本銀行等資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 円ドル相場と日米実質金利差の推移



(注) 『実質金利』は、10年物国債利回りからブレイクイーブン・インフレ率を引いたもの。

(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)
2017年6月23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)

	2015年度	2016年度	2016年		2017年	2017年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	1月	2月	3月	4月	5月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.2	1.2	1.0 (1.1)	1.4 (1.6)	1.0 (1.3)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.9	0.6	0.6 (0.7)	0.4 (1.1)	▲0.1 (0.8)	▲0.4 (1.3)	0.6 (0.0)	▲0.7 (1.0)	2.1 (1.9)	
鉱工業生産指数	▲0.9	1.1	1.6 (0.4)	1.8 (2.1)	0.2 (3.8)	▲2.1 (3.2)	3.2 (4.7)	▲1.9 (3.5)	4.0 (5.7)	
鉱工業出荷指数	▲1.1	0.8	1.0 (▲0.5)	2.4 (1.8)	▲0.1 (▲4.0)	▲1.1 (4.2)	1.4 (3.7)	▲0.8 (3.5)	2.7 (4.9)	
製品在庫指数	1.1	▲4.0	▲2.2 (▲2.7)	▲2.4 (▲5.3)	2.2 (▲4.0)	0.1 (▲5.0)	0.7 (▲3.9)	1.5 (▲4.0)	1.5 (▲1.1)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	114.9	112.9	114.3 [114.7]	109.7 [114.9]	111.5 [116.8]	111.6 [117.5]	113.9 [115.3]	111.5 [117.5]	114.7 [115.9]	[116.7]
国内企業物価指数	▲3.3	▲2.3	▲0.3 (▲3.8)	0.4 (▲2.1)	1.6 (1.0)	0.6 (0.5)	0.3 (1.1)	0.2 (1.4)	0.2 (2.1)	0.0 (2.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲0.2	▲0.2 (▲0.5)	0.2 (▲0.3)	▲0.1 (0.2)	0.3 (0.1)	0.0 (0.2)	0.0 (0.2)	0.0 (0.3)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	98.6	98.0 [97.6]	100.1 [97.9]	99.8 [96.1]	98.3 [96.4]	101.4 [95.4]	99.8 [96.4]	104.1 [96.4]	[95.9]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	4.1	0.5	5.5 (6.5)	0.3 (3.6)	▲1.4 (▲1.0)	▲3.2 (▲8.2)	1.5 (5.6)	1.4 (▲0.7)	▲3.1 (2.7)	
製造業	6.2	▲4.6	1.9 (▲0.5)	2.7 (3.5)	▲4.2 (▲6.8)	▲10.8 (▲22.0)	6.0 (9.5)	▲4.9 (▲4.9)	2.5 (9.8)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.5	4.3	6.2 (11.8)	▲1.0 (3.3)	0.0 (3.1)	0.7 (5.7)	1.8 (2.7)	▲3.9 (2.2)	▲5.0 (▲2.1)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲2.2	1.5	1.3 (0.7)	2.4 (4.7)	▲2.4 (3.1)	▲2.3 (4.4)	1.7 (4.0)	▲4.4 (1.6)	6.5 (4.2)	
建設受注	▲0.9	4.0	(7.4)	(5.3)	(2.2)	(1.1)	(5.7)	(1.1)	(▲0.2)	
民需	7.9	5.1	(▲3.5)	(16.7)	(4.8)	(18.6)	(▲1.5)	(2.4)	(▲2.2)	
官公庁	▲15.6	8.4	(51.8)	(▲9.5)	(▲1.8)	(▲21.1)	(27.2)	(▲5.5)	(▲5.6)	
公共工事請負金額	(▲3.8)	(4.1)	(6.8)	(▲4.5)	(9.9)	(7.1)	(10.4)	(10.9)	(1.7)	(8.5)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	92.1 (4.6)	97.4 (5.8)	97.9 (7.1)	95.3 (7.9)	97.5 (3.5)	100.1 (12.8)	94.0 (▲2.6)	98.4 (0.2)	100.4 (1.9)	
新設住宅床面積	(2.1)	(4.1)	(5.1)	(5.3)	(3.3)	(14.5)	(▲2.5)	(▲2.0)	(3.0)	
小売業販売額	0.8	▲0.2	(▲1.3)	(0.8)	(1.2)	(1.0)	(0.2)	(2.1)	(3.2)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲1.2	▲1.6	▲0.4 (▲2.4)	▲0.9 (▲0.7)	0.8 (▲2.0)	0.5 (▲1.2)	2.5 (▲3.8)	▲2.0 (▲1.3)	0.5 (▲1.4)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	72.1	70.7 [73.6]	71.8 [73.0]	73.1 [72.6]	71.0 [72.3]	75.4 [74.0]	72.8 [71.6]	73.1 [74.2]	[74.7]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲1.3	▲0.7	▲0.2 (▲1.5)	0.1 (▲1.2)	1.5 (1.2)	2.0 (0.7)	0.1 (1.5)	0.1 (1.5)	▲0.9 (0.6)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.2	0.4	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.0)	(0.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	98.3	103	102	105	112	109	113	114	127	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.23	1.39	1.37 [1.22]	1.41 [1.26]	1.44 [1.29]	1.43 [1.29]	1.43 [1.29]	1.45 [1.31]	1.48 [1.33]	[1.35]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.3	3.0	3.0	3.1	2.9	3.0	2.8	2.8	2.8	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	48.8	46.4	45.2 [49.5]	48.7 [47.7]	49.2 [45.6]	48.6 [46.6]	48.5 [44.6]	50.6 [45.4]	50.4 [43.5]	50.1 [43.0]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,684 (▲9.0)	8,381 (▲3.5)	2,087 (▲0.2)	2,086 (▲3.1)	2,079 (▲3.0)	605 (▲10.4)	688 (▲4.8)	786 (5.4)	680 (▲2.2)	802 (19.5)

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)

	2015年度	2016年度	2016年		2017年	2017年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	1月	2月	3月	4月	5月
通関輸出	▲0.7	▲3.5	(▲10.2)	(▲1.9)	(8.5)	(1.3)	(11.3)	(12.0)	(7.4)	(14.9)
価格	2.0	▲5.8	(▲11.1)	(▲6.3)	(3.1)	(1.6)	(2.8)	(5.0)	(3.2)	(6.9)
数量	▲2.7	2.4	(1.0)	(4.7)	(5.1)	(▲0.3)	(8.3)	(6.6)	(4.1)	(7.5)
通関輸入	▲10.2	▲10.2	(▲19.3)	(▲9.3)	(8.6)	(8.4)	(1.3)	(15.9)	(15.2)	(17.8)
価格	▲8.4	▲10.7	(▲18.8)	(▲10.7)	(6.2)	(2.0)	(5.8)	(11.3)	(9.7)	(11.8)
数量	▲1.9	0.5	(▲0.7)	(1.6)	(2.2)	(6.3)	(▲4.3)	(4.2)	(5.0)	(5.4)
経常収支(億円)	178,618	201,990	57,743	40,876	57,869	655	28,136	29,077	19,519	
貿易収支(億円)	3,296	57,654	14,860	17,146	10,889	▲8,534	10,768	8,655	5,536	
サービス収支(億円)	▲13,527	▲15,058	▲3,470	▲5,520	▲1,192	▲2,357	▲639	1,804	▲2,947	
金融収支(億円)	238,492	249,526	104,960	22,119	52,650	▲15,351	17,752	50,249	10,705	
外貨準備高(百万ドル)	1,262,099	1,230,330	1,260,145	1,216,903	1,230,330	1,231,573	1,232,340	1,230,330	1,242,295	1,251,868
対ドル円レート(期中平均)	120.13	108.37	102.40	109.32	113.60	114.73	113.06	113.01	110.06	112.21

3. 金融

	2015年度	2016年度	2016年		2017年	2017年				
			7-9月期	10-12月期	1-3月期	1月	2月	3月	4月	5月
無担保コール翌日物金利	0.063	▲0.045	▲0.046 [0.074]	▲0.043 [0.076]	▲0.042 [0.035]	▲0.045 [0.074]	▲0.038 [0.033]	▲0.042 [▲0.003]	▲0.054 [▲0.037]	▲0.053 [▲0.059]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.157	0.057	0.057 [0.169]	0.056 [0.169]	0.056 [0.122]	0.056 [0.169]	0.056 [0.098]	0.056 [0.098]	0.056 [0.060]	0.056 [0.060]
新発10年国債利回り	▲0.050	0.065	▲0.085 [0.350]	0.040 [0.270]	0.065 [▲0.050]	0.085 [0.095]	0.050 [▲0.065]	0.065 [▲0.050]	0.015 [▲0.085]	0.040 [▲0.120]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.924	0.847	0.865 (▲0.021)	0.853 (▲0.012)	0.847 (▲0.006)	0.855 (0.002)	0.852 (▲0.003)	0.847 (▲0.005)	0.850 (0.003)	
日経平均株価 (225種、末値)	16,759	18,909	16,450 [17,388]	19,114 [19,034]	18,909 [16,759]	19,041 [17,518]	19,119 [16,027]	18,909 [16,759]	19,197 [16,666]	19,651 [17,235]
M2平残	(3.5)	(3.6)	(3.3)	(3.8)	(4.1)	(4.0)	(4.1)	(4.2)	(4.0)	(3.9)
広義流動性平残	(3.7)	(1.8)	(1.4)	(1.6)	(2.2)	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.8)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(2.4)	(2.1)	(2.5)	(2.8)	(2.5)	(2.8)	(3.0)	(3.0)
	銀行計	(2.5)	(2.4)	(2.1)	(2.5)	(2.8)	(2.6)	(2.9)	(3.0)	(3.0)
	都銀等	(1.2)	(1.2)	(0.7)	(1.4)	(2.0)	(1.7)	(2.1)	(2.3)	(2.4)
	地銀	(3.7)	(3.5)	(3.5)	(3.6)	(3.6)	(3.5)	(3.6)	(3.8)	(3.6)
	地銀II	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(2.9)
信金	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.5)	(2.3)	(2.5)	(2.6)	(2.8)	(2.9)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.2)	(4.5)	(4.5)	(4.4)	(4.7)	(4.4)
	都銀	(4.5)	(5.5)	(4.8)	(6.0)	(6.4)	(6.4)	(6.1)	(6.6)	(6.3)
	地銀	(3.0)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.7)	(2.6)	(2.7)	(2.7)	(2.5)
地銀II	(2.5)	(2.1)	(1.9)	(2.2)	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.5)	(2.2)	(2.5)

(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

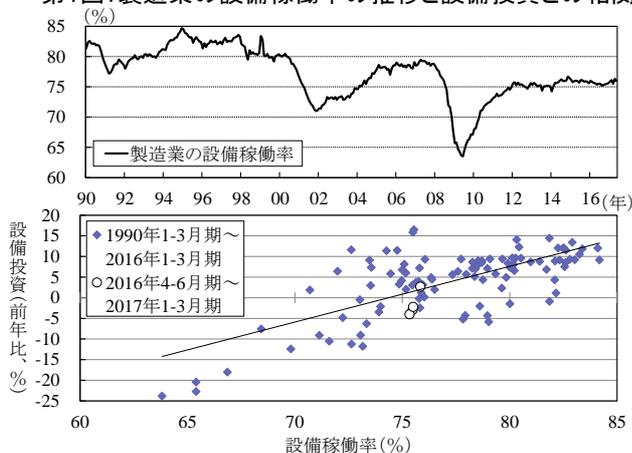
～設備投資は増勢転化も、今後の増加ペースは緩やかとなる見込み～

設備投資は、1-3月期の GDP 統計で前期比年率+11.4%と大きく加速し、2016年央までの軟調な動きからの持ち直しが確認された。月次統計でも、非国防耐久財（除く航空機）受注（3ヵ月移動平均値の3ヵ月前比）は、4ヵ月連続でプラスとなっており、この先の設備投資の増勢維持を示唆している。設備投資は、鉱業部門の持ち直しに合わせた企業の生産活動の活発化に伴い、漸く低調から脱したようだ。

もともと、設備投資の増勢が金融危機前のような力強さを取り戻すところまでは見込み難い。まず、設備の不足感という観点から設備稼働率をみると、足元で上昇しつつあるもののそのペースは緩やかであり、水準としても過去と比べ低めである（第1図）。設備稼働率と設備投資（知的財産投資を除く）の過去の相関に基づけば、足元の稼働率から試算される設備投資の増加ペースは前年比+2%程度となる。この先、景気が過熱するようなことがなければ、稼働率の上昇も限定的となる公算が大きい。次に、投資の原資という観点から企業のキャッシュフローの推移をみると、2010年以降については概ね横這い圏内の動きに止まっている（第2図）。それでも2014年頃までは、設備投資は、金融危機後の大幅な落ち込みから持ち直す過程にあり、平均して前年比+6%程度の高めの伸びを続けてきた。しかし、設備投資がキャッシュフローに占める割合は足元で100%を超え、2006年の水準に回帰している。設備投資があるべき水準へキャッチアップする局面は概ね完了したと思われる。

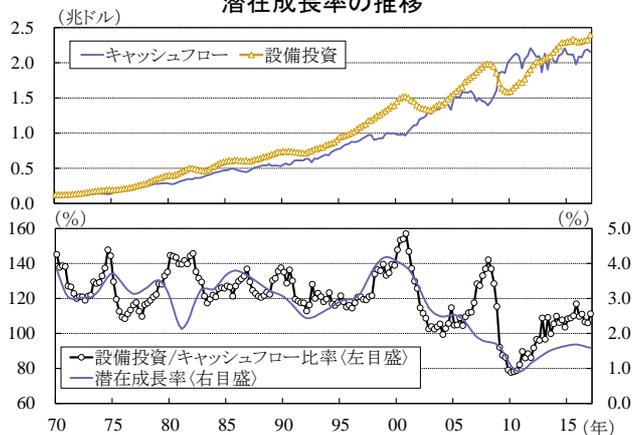
米国の潜在成長率は徐々に切り下がっており、こうしたトレンドを前提とすれば、企業の米国経済に対する成長期待は大きく高まり難いと言わざるを得ない。そのため、企業がキャッシュフローの範囲を超え債務拡大を伴う設備投資を積極的に行う動きは広がりやを欠くこととなろう。この先の設備投資の増加ペースは、景気全般、延いてはキャッシュフローの緩やかな拡大に合わせたものになると想定しておくべきであろう。

第1図：製造業の設備稼働率の推移と設備投資との相関



(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：企業のキャッシュフローと設備投資、潜在成長率の推移



(資料) 米国商務省、議会予算局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(玉城 重人)

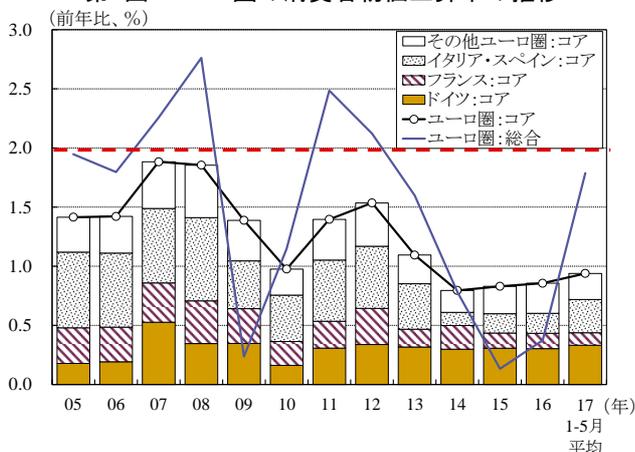
Ⅲ. 欧州

～金融緩和の縮小に慎重とならざるを得ない ECB～

6月8日のECB理事会では、金融緩和拡大の可能性に関する文言のうち、政策金利についての「現状を下回る水準（or lower levels）」が声明文から削除された。この文言は追加利下げの有無のメルクマールとみなされており、今回の文言削除により、余程の景気悪化に見舞われない限り利下げが実施される可能性は無くなったといえる。一方、政策金利自体は据え置かれた。同時に公表された実質 GDP 成長率の見通しは、2019年までの各年とも+0.1%ポイントずつ上方修正された一方、消費者物価は、2017年が前年比+1.5%（前年比▲0.2%ポイント）、2018年が同+1.3%（同▲0.3%ポイント）、2019年が同+1.6%（同▲0.1%ポイント）にそれぞれ下方修正されている。これは、ECBが、景気の回復は息長く続く一方、インフレ率が目標の「中期的に2%をやや下回る水準」に達することは当面想定していないことを示している。ドラギ総裁は会合後の記者会見で、物価目標の達成は暫く難しいとの発言を繰り返したほか、資産購入プログラムの期限到来以降の追加的な縮小計画などに関する議論はなかったと述べ、金融緩和を維持する姿勢を強調した。

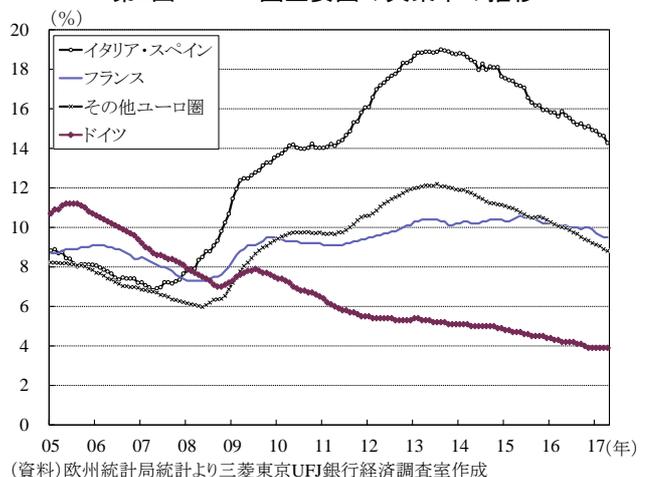
ECBが金融緩和の縮小に慎重なのは、景気回復が相対的に遅れている国々への目配りもあってのことであろう。足元のユーロ圏のコア消費者物価上昇率を、過去にインフレ目標を達成していた2007～08年、2011～12年と比較すると、ドイツの寄与度は当時と同程度となっている一方、フランスやイタリア、スペインでは寄与が明確に縮小している（第1図）。また、失業率は、ドイツはほぼ一貫して低下が続く一方、フランスは高止まりし、イタリア、スペインでは依然として好況期の水準を大きく上回っている（第2図）。各国毎のインフレ圧力の相違、その背景にある景気回復ペースの相違は明らかである。ドイツでは緩和の行き過ぎを懸念し政府高官や連銀首脳から金融政策の正常化を急ぐべきとの声相次ぐが、その他の国からすれば時期尚早だと判断されよう。FRBや日銀と異なり、19の国家の金融政策を一手に引き受けるECBの政策運営の難しさがここにある。

第1図：ユーロ圏の消費者物価上昇率の推移



(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2図：ユーロ圏主要国の失業率の推移



(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

(前原 佑香)

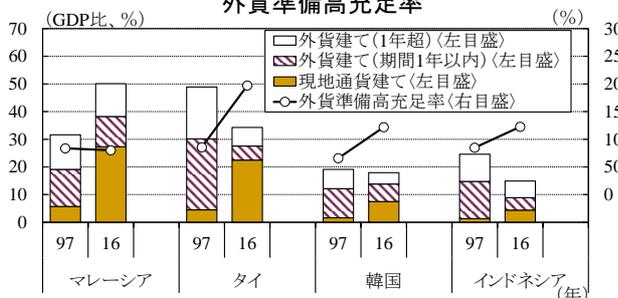
IV. アジア

～通貨危機から 20 年：リスク耐性は強化も、債務負担増大には留意～

1997 年 7 月のタイ・バーツ急落を皮切りとするアジア通貨危機発生からちょうど 20 年が経とうとしている。金融市場では、昨年 11 月の米国における大統領選以降、米金利・ドル高が進むなかで、アジア主要通貨の多くも一時急速な通貨安に直面したが、年明け以降は、総じて安定した動きが続いている。背景には、景気が回復基調にあることに加え、経済面での改革推進や政治面の安定化などを通じて経済のファンダメンタルズがかつてに比べ強化されていることがあると言える。20 年前との比較では、多くの国の経常収支は黒字化、または赤字幅が縮小しており、その結果、対外債務への依存度は低下、外貨準備も積み上がってきている。また、海外からの与信残高のうち 1 年以内の短期や外貨建ての比率はアジア通貨危機の後に低下しており、地場の金融機関が海外の金融機関から外貨建てで短期資金を調達し、地場企業に現地通貨建てで長期資金を貸し出す「通貨と期間のミスマッチ」の問題は改善が窺われる（第 1 図）。変動相場制への移行やチェンマイ・イニシアティブに基づく通貨スワップ協定等によるセーフティネットの拡充など制度面の改善も進んでいる。先行き、米国の利上げや地政学リスク等による金融市場不安定化リスクは燦るものの、通貨危機のようなテール・リスクの顕現は回避される公算が高い。

急性の通貨危機発生リスクが低下する一方で、家計部門における過大な債務の積み上がりもたらす慢性的な景気への下押し圧力が新たな問題として指摘される。各国の部門別債務残高の GDP 比率をみると、低金利の長期化や政府の景気刺激策などを背景に家計が住宅ローンなどを中心に借入を増加させてきたことから、家計の債務比率の上昇が続いており、韓国は 93%（2016 年末時点）と日本の 63% や米国の 80% をも上回る水準に達している（第 2 図）。各国金融機関の貸倒引当率や自己資本比率でみると、金融セクターの健全性は総じて保たれているとみられるものの、特に韓国については、家計部門における債務負担が当面の個人消費の拡大ペースを抑制し得る点には留意する必要がある。

第1図：アジア主要国の海外からの与信残高と外貨準備高充足率

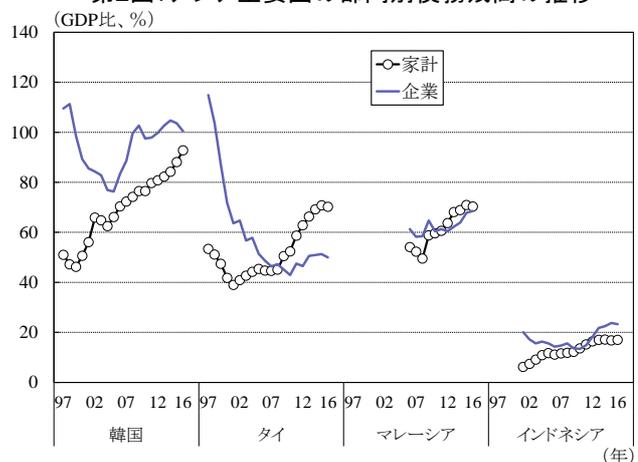


(注) 1. 『外貨準備高充足率』の97年は、タイが97年、韓国が98年、他は2001年時点。
 2. 『充足率』は、IMFによる『必要とされる準備高(ARA: Assessment of Reserve Adequacy Metric)』に対する外貨準備高の水準。100～150%の外貨準備高の保有(充足率)が適正とされる。推計式は次の通り。

$$ARA = 5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{ブロード・マネー} + 30\% \times \text{短期対外債務残高} + 15\% \times \text{その他対外債務残高(中長期債務等)}$$

 (資料) BIS、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：アジア主要国の部門別債務残高の推移



(資料) BIS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

～格下げ後も米利上げ後も続く人民元相場の安定～

中国経済は直近 5 月も底堅い推移が認められる。輸出は前年比+8.7%と前月から加速し、増加基調が定着しつつある（第 1 表）。小売売上高は年初来の小型車減税幅の縮小に伴う自動車販売の不振という逆風下ながら、同+10.7%と伸び率は前月比横這いで、二桁増を続けている。固定資産投資は同+8.6%と小幅減速にとどまった。同+20%超のインフラ投資の一服感や不動産バブル回避のための規制強化の影響はあるものの、機械工業向け投資などは加速している。

こうした底堅さは債務の拡大に支えられた面もあり、中国当局は年初から市中金利の高め誘導やシャドーバンキング規制強化に本腰を入れ、デレバレッジに向けて舵を切り始めている。ただし、海外では既に昨年来、BIS、IMF 等が債務拡大に対し警鐘を鳴らし、5 月 24 日には米格付け会社ムーディーズが中国全体の債務拡大と財政悪化への懸念を主因に 28 年ぶりに中国の長期国債格下げに踏み切るに至っている。

これに対し、中国人民銀行（中央銀行）は格下げが人民元安・資本流出に波及しないよう迅速な対応をみせている。同月 26 日、同行傘下の外貨取引センターは人民元対ドル相場の基準値算出方法について、従来の通常取引終値と通貨バスケットの変動に加え、「カウンターシクリカル（景気変動抑制的）」なファクターの導入を検討していると発表した。ただし、新ファクターの実態は不透明で、実質的に人民銀行の裁量の余地を拡大する策と考えられている。実際、6 月に入ると、人民銀行は基準値を一段と元高に設定した（第 1 図）。米国の利上げも視野に人民銀行の強固な人民元防衛の意思を示したものと受け止められ、官製相場との批判もあるが、為替相場の安定には寄与している。

もともと、今後の中国経済減速懸念と米国の金利上昇局面というファンダメンタルズから市場の人民元先安観は根強い。今秋の共産党大会（最高指導部人事を決定する最重要会議）以後は資本規制を含む為替相場安定策を続ける必要性が薄れ、下落トレンドに回帰する可能性は十分あろう。

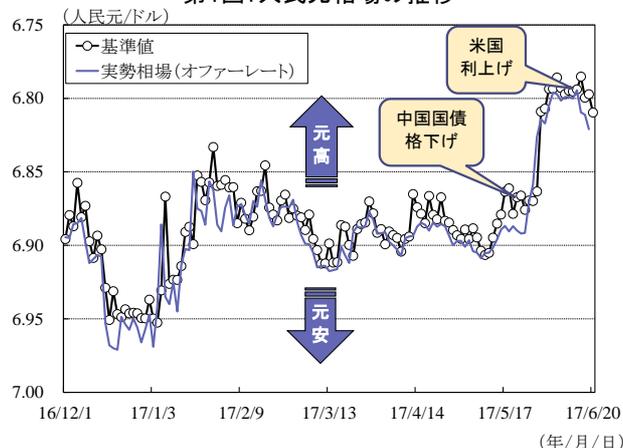
第1表：中国の主な月次経済指標の推移

	2016年	2017年				
	12月	1月	2月	3月	4月	5月
輸出（前年比、%）	▲6.2	3.8	16.4	8.0	8.7	
輸入（前年比、%）	3.1	26.3	20.4	11.9	14.8	
固定資産投資（都市部） （年初来、前年比、%）	8.1	8.9	9.2	8.9	8.6	
小売売上高（前年比、%）	10.9	9.5	10.9	10.7	10.7	
工業生産（前年比、%）	6.0	6.3	7.6	6.5	6.5	
製造業PMI	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2
非製造業PMI	54.5	54.6	54.2	55.1	54.0	54.5
消費者物価（前年比、%）	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5
生産者物価（前年比、%）	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5

(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を。
3. 1-2月の『輸出』、『輸入』、『固定資産投資』、『小売売上高』、『工業生産』は2か月の累積値。

(資料) 中国国家統計局等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：人民元相場の推移



(資料) 中国外貨取引センター統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(萩原 陽子)

VI. 原油

～下落している原油価格とその背景～

原油価格（WTI 期近物）は 50 ドル（1 バレルあたり、以下同）を挟む展開が続いてきたが（第 1 図）、5 月 25 日の OPEC の協調減産延長に関する合意に踏み込んだ内容が盛り込まれなかったことから、同日の WTI は前日比▲2.46 ドルと大幅に下落し、48.90 ドルとなった。その後も WTI は 50 ドルを割り込んで推移し、今月 7 日には米国の原油在庫増加が嫌気され、45.72 ドルへと大幅に下落した。14 日以降も米原油在庫統計が売り材料となったことや、IEA の 2018 年見通しにおいて原油需要の増加を供給の増加が上回る見方が示されたことから、WTI はさらに値を下げ、21 日には 42.53 ドルと約 10 ヶ月ぶりの安値をつけた。

このように OPEC が協調減産延長に合意したにもかかわらず、原油価格の下落が目立っている。背景には、先述のように OPEC の減産合意内容への失望があるが、加えて、政情不安等を理由に減産対象から除外されているリビアとナイジェリアが増産したことも挙げられる（第 2 図）。OPEC 加盟国のうち減産対象 11 カ国の 5 月の産油量（日量、以下同）は参照水準（昨年 10 月）比▲113 万バレルの 2,984 万バレル、減産遵守率は 97% に達している。しかし、リビアとナイジェリアの産油量は 5 月に大きく増加、2 カ国合わせて昨年 10 月比 30 万バレル増加しており、OPEC 全体として減産効果が薄れた格好となっている。

また、サウジアラビア等中東 4 カ国のカタール断交（今月 5 日発表）も影を落としている。カタールの産油量（2016 年）は 65 万バレル、OPEC 全体に占める割合は 2.0% と比較的小さいが、断交により OPEC の協調減産の足並みが乱れるのではないかとの懸念が生じ、原油価格の押し下げにつながった。

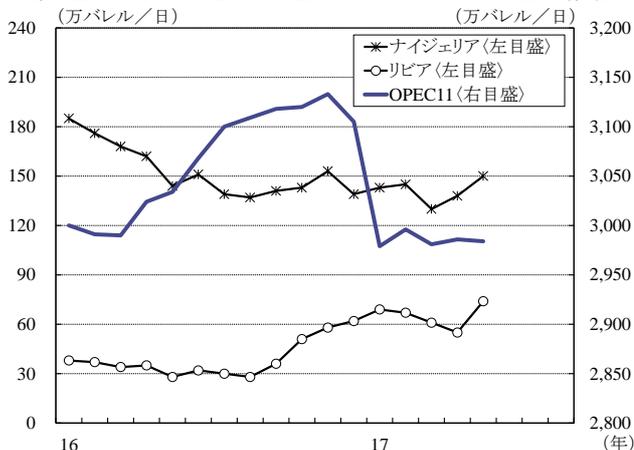
このように、足元では OPEC 減産の実効性に懐疑的な見方が台頭しており、供給過剰懸念が再燃している。OPEC は一段の減産を巡って協議中と伝えられているが、OPEC が減産幅の拡大に踏み切るかどうか、当面は市場の注目が集まることになろう。

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：OPEC11とリビアとナイジェリアの産油量の推移



(資料) IEA 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(篠原 令子)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2016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	2016年実績	2017年見通し	2018年見通し	2016年実績	2017年見通し	2018年見通し	2016年実績	2017年見通し	2018年見通し
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	62.84	1,267	2.7	2.9	3.0	2.0	2.5	2.2			
先進国・地域	41.83	844	1.7	1.8	1.9	0.8	1.9	1.7			
新興国	21.01	424	4.8	5.1	5.1	4.4	3.6	3.3			
日本(年度ベース)	4.96	100	1.2	1.3	1.3	▲0.2	0.8	0.7	1,864	1,777	1,747
アジア11カ国・地域	18.17	367	5.9	5.9	5.7	2.2	2.5	2.5	4,628	4,143	3,869
中国	11.22	226	6.7	6.6	6.2	2.0	2.0	1.8	1,964	1,647	1,569
インド(年度ベース)	2.26	46	7.1	7.4	7.6	4.5	5.0	5.7	▲154	▲309	▲368
NIEs4カ国・地域	2.56	52	2.3	2.3	2.4	1.1	1.5	1.6	2,425	2,333	2,321
韓国	1.41	28	2.7	2.5	2.7	1.0	1.8	1.7	987	939	920
台湾	0.53	11	1.5	1.9	2.0	1.4	1.2	1.3	723	713	709
香港	0.32	6	2.0	2.3	2.2	2.4	1.6	2.0	149	98	96
シンガポール	0.30	6	2.0	2.2	2.1	▲0.5	0.6	1.5	567	583	596
ASEAN5カ国	2.14	43	4.9	4.9	5.0	2.4	3.5	3.7	393	472	346
インドネシア	0.93	19	5.0	5.1	5.2	3.5	4.4	4.8	▲163	▲129	▲153
マレーシア	0.30	6	4.2	4.6	4.4	2.1	3.7	2.8	60	80	94
タイ	0.41	8	3.2	3.3	3.4	0.2	1.3	1.8	468	496	398
フィリピン	0.30	6	6.9	6.3	6.1	1.8	3.3	3.6	6	6	▲16
ベトナム	0.20	4	6.2	6.2	6.4	2.7	4.1	4.3	22	20	24
オーストラリア	1.26	25	2.4	2.5	2.7	1.3	1.9	2.1	▲331	▲377	▲342
米国	18.57	374	1.6	2.1	2.3	1.3	2.4	2.1	▲4,812	▲5,084	▲5,474
中南米6カ国	4.11	83	▲0.8	1.4	2.2	10.6	7.2	5.8	▲880	▲890	▲1,070
ブラジル	1.80	36	▲3.6	0.5	1.9	8.7	4.5	4.2	▲235	▲250	▲400
メキシコ	1.05	21	2.3	1.7	2.0	2.8	4.8	3.0	▲279	▲250	▲260
アルゼンチン	0.55	11	▲2.3	2.0	2.3	38.0	25.0	20.0	▲150	▲180	▲200
ユーロ圏19カ国	11.88	240	1.8	1.5	1.5	0.2	1.6	1.5	3,978	3,078	2,565
ドイツ	3.47	70	1.9	1.5	1.6	0.4	1.6	1.7	2,892	2,406	2,051
フランス	2.46	50	1.2	1.2	1.1	0.3	1.5	1.4	▲227	▲380	▲328
イタリア	1.85	37	0.9	0.8	1.0	▲0.1	1.5	1.4	477	352	342
英国	2.63	68	1.8	1.3	1.4	0.7	2.2	1.6	▲1,145	▲691	▲688
ロシア	1.28	32	▲0.2	0.8	1.2	7.1	4.3	4.2	250	313	253
<参考> 世界41カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.3	3.5	3.6	2.6	2.8	2.6			

(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41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』、『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米6カ国』、『ロシア』。
 4.『中南米6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: 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。