

経済マンスリー

I. 日本

～交易条件悪化は企業収益への打撃となるか～

II. 米国

～異論噴出で難航する大型予算審議～

III. 欧州

～EUは、環境債分野で

EU基準の使途選定や情報開示の浸透を進める可能性～

IV. アジア

～タイバーツ安の背景にある経常収支の赤字化～

V. 中国

～脱炭素の推進と電力の安定供給に苦慮する中国～

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（10月）～

I. 日本

～交易条件悪化は企業収益への打撃となるか～

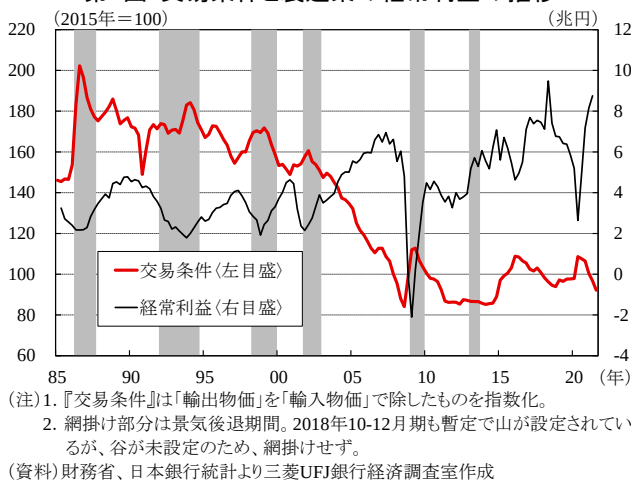
原油価格を始めとする国際商品市況の高騰や円安の企業収益への影響が注目されている。本邦企業にとって、資源高や円安による輸入価格上昇は投入価格上昇をもたらす一方、産出価格は投入価格ほど伸びず(価格転嫁は 100%ではない) 交易条件が悪化するためである。

もともと、過去の交易条件と本邦の企業収益の推移を比較すると、必ずしも平行に動いているわけではない。直近 10 年程度で言えば、交易条件の動きに関わらず、経常利益は比較的堅調に推移してきたことがわかる(第 1 図)。これは、商品相場や為替相場の動向による投入価格、産出価格の変化は主として変動費に係るものであるが、固定費は基本的に不変であるため、需要拡大時には売上増という数量要因の影響が大きくなるためである。実際、為替相場はともかく、国際商品市況が上昇している時は内外経済の需要拡大期に当たることが多いため、交易条件の悪化と収益の好転が同居することは珍しくない。

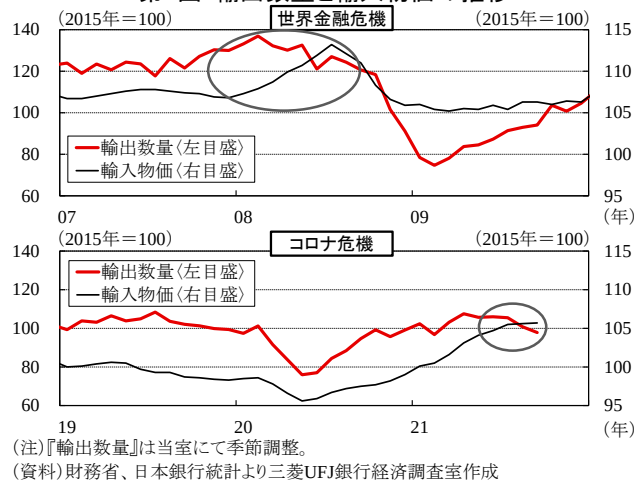
過去には 2007 年後半から 2008 年にかけて交易条件と企業収益が同時に悪化した局面があったが、当時は「金融危機に伴う景気低迷(売上減)」と「投機資金流入または一部産油国での供給不足による商品市況高騰」の同居であり、支配的基調は飽くまで「景気低迷」であった(第 2 図・上)。翻って足元をみると、化石燃料等の資源高は、世界的な脱炭素化の潮流を受けた投資抑制が遠因である点には留意が必要だが、コロナ禍からの世界経済の回復が主な背景であることは間違いない。円安も、米国の金融政策正常化期待に起因する日米金利差の変化が影響しており、大元的前提は同国経済の回復持続期待である(第 2 図・下)。

足元企業を取り巻く需要動向をみると、コロナ禍の下火化に伴うサービス部門の回復が期待できるほか、財部門もペントアップ需要等の一巡が一定程度予想されるものの、大きな落ち込みは想定し辛く、交易条件悪化のインパクトは限られよう。但し、半導体不足等が一部製造業の生産・販売を大きく制約しており、こうした需要要因以外の供給制約による売上減には引き続き注意を要する状況といえる。

第1図: 交易条件と製造業の経常利益の推移



第2図: 輸出数量と輸入物価の推移



(山田 遼)

主要経済金融指標(日本)
2021年10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)

	2019年度	2020年度	2020年	2021年		2021年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.5	▲ 4.4	11.9 (▲ 0.9)	▲ 4.2 (▲ 1.3)	1.9 (7.6)	***	***	***	***	***
鉱工業生産指数	▲ 3.8	▲ 9.5	5.7 (▲ 3.5)	2.9 (▲ 1.0)	1.1 (19.9)	▲ 6.5 (21.1)	6.5 (23.0)	▲ 1.5 (11.6)	▲ 3.6 (8.8)	▲ 5.4 (▲ 2.3)
鉱工業出荷指数	▲ 3.6	▲ 9.8	5.9 (▲ 3.5)	2.0 (▲ 1.4)	0.7 (18.8)	▲ 5.5 (21.5)	4.8 (19.2)	▲ 0.3 (11.2)	▲ 4.4 (7.2)	▲ 6.2 (▲ 4.6)
製品在庫指数	2.8	▲ 9.8	▲ 1.6 (▲ 8.4)	▲ 1.3 (▲ 9.8)	0.9 (▲ 5.0)	▲ 1.1 (▲ 8.7)	2.1 (▲ 5.0)	▲ 0.7 (▲ 4.5)	▲ 0.1 (▲ 3.7)	3.7 (0.8)
生産者製品在庫率指数 (2015年=100)	112.5	122.9	114.6 [114.6]	109.5 [117.1]	108.2 [142.1]	108.8 [150.5]	108.5 [138.3]	109.6 [127.8]	113.7 [124.7]	120.4 [119.5]
第3次産業活動指数	▲ 0.7	▲ 6.9	2.3 (▲ 2.9)	▲ 0.7 (▲ 3.0)	▲ 0.5 (7.5)	▲ 3.0 (10.1)	2.2 (2.9)	▲ 0.6 (2.0)	▲ 1.7 (▲ 0.5)	
国内企業物価指数	0.1	▲ 1.4	▲ 0.3 (▲ 2.2)	1.6 (▲ 0.3)	2.5 (4.6)	0.7 (4.9)	0.9 (5.2)	1.1 (5.8)	0.1 (5.8)	0.3 (6.3)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.6	▲ 0.4	▲ 0.2 (▲ 0.9)	0.3 (▲ 0.5)	▲ 0.5 (▲ 0.6)	0.3 (▲ 0.6)	0.1 (▲ 0.5)	0.4 (▲ 0.2)	▲ 0.1 (0.0)	0.1 (0.1)
稼働率指数 (2015年=100)	98.2	87.4	92.6 [95.6]	95.6 [94.6]	96.7 [75.3]	92.5 [70.4]	98.2 [75.3]	94.9 [81.9]	91.2 [84.5]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 0.3	▲ 8.8	12.9 (1.2)	▲ 5.3 (▲ 2.5)	4.6 (12.6)	7.8 (12.2)	▲ 1.5 (18.6)	0.9 (11.1)	▲ 2.4 (17.0)	
製造業	▲ 8.1	▲ 8.5	11.4 (0.8)	▲ 2.2 (0.8)	12.1 (26.5)	2.8 (37.9)	3.6 (30.2)	6.7 (32.6)	▲ 13.4 (22.4)	
非製造業 (除く船舶、電力)	6.2	▲ 9.0	15.5 (1.4)	▲ 9.2 (▲ 4.8)	▲ 1.8 (2.2)	10.0 (▲ 4.7)	3.8 (9.8)	▲ 9.5 (▲ 5.3)	7.1 (12.4)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 5.5	▲ 6.6	5.2 (▲ 0.4)	7.8 (5.2)	9.9 (22.7)	▲ 3.1 (23.6)	4.6 (23.8)	▲ 0.9 (21.2)	▲ 2.8 (27.4)	▲ 4.7 (16.5)
建設受注	▲ 5.9	▲ 0.3	(▲ 1.9)	(10.5)	(16.8)	(7.4)	(32.3)	(▲ 3.4)	(▲ 2.0)	(27.3)
民需	▲ 8.7	▲ 4.9	(▲ 8.2)	(9.5)	(16.3)	(▲ 4.3)	(34.1)	(6.4)	(▲ 4.7)	(43.4)
官公庁	▲ 3.2	29.6	(42.3)	(29.5)	(17.5)	(48.7)	(21.5)	(▲ 13.1)	(9.6)	(▲ 14.1)
公共工事請負金額	6.8	2.3	(▲ 3.4)	(▲ 1.1)	(▲ 2.2)	(6.3)	(0.7)	(▲ 9.9)	(▲ 11.0)	(▲ 15.1)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	88.4 (▲ 7.3)	81.2 (▲ 8.1)	80.5 (▲ 7.0)	83.0 (▲ 1.8)	87.5 (8.1)	87.5 (9.9)	86.6 (7.3)	92.6 (9.9)	85.5 (7.5)	84.5 (4.3)
新設住宅床面積	(▲ 4.5)	(▲ 9.3)	(▲ 7.6)	(▲ 1.0)	(8.4)	(12.6)	(7.4)	(13.1)	(12.5)	(3.2)
小売業販売額	▲ 0.4	▲ 2.8	(2.1)	(0.5)	(6.5)	(8.3)	(0.1)	(2.4)	(▲ 3.2)	(▲ 0.6)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 0.4	▲ 4.9	4.1 (0.7)	▲ 4.1 (▲ 1.9)	3.6 (7.1)	▲ 2.3 (12.5)	▲ 3.1 (▲ 4.3)	▲ 0.9 (0.7)	▲ 3.9 (▲ 3.0)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	66.9	61.3	65.8 [65.3]	65.2 [64.9]	61.7 [54.9]	62.7 [53.5]	57.0 [51.7]	62.8 [56.9]	59.7 [64.3]	[66.9]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 2.5	▲ 13.9	2.9 (▲ 9.6)	1.5 (▲ 6.6)	2.8 (19.1)	▲ 3.6 (27.6)	2.1 (18.8)	2.7 (11.4)	▲ 3.4 (7.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.0	▲ 1.5	(▲ 2.1)	(▲ 0.3)	(1.0)	(1.9)	(0.1)	(0.6)	(0.6)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	96	36	35	33	78	95	80	74	65	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.55	1.10	1.04 [1.57]	1.10 [1.45]	1.10 [1.20]	1.09 [1.18]	1.13 [1.12]	1.15 [1.09]	1.14 [1.05]	1.16 [1.04]
完全失業率 (実数、季調済、%)	2.4	2.9	3.0	2.8	2.9	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8
景気ウォッチャー(現状判断DI) (季調済、%ポイント)	38.7	37.7	43.7 [37.1]	40.5 [28.2]	41.6 [22.1]	38.1 [17.0]	47.6 [40.0]	48.4 [42.2]	34.7 [43.7]	42.1 [47.8]
企業倒産件数 (実数、件数)	8,631 (6.4)	7,163 (▲ 17.0)	1,751 (▲ 20.8)	1,554 (▲ 28.2)	1,490 (▲ 18.9)	472 (50.3)	541 (▲ 30.6)	476 (▲ 39.7)	466 (▲ 30.1)	505 (▲ 10.6)

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)

	2019年度	2020年度	2020年	2021年		2021年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月
通関輸出	▲ 6.0	▲ 8.4	(▲ 0.7)	(6.0)	(45.0)	(49.6)	(48.6)	(37.0)	(26.2)	(13.0)
価格	▲ 1.6	1.1	(1.1)	(1.3)	(7.9)	(8.0)	(8.3)	(9.5)	(11.0)	(9.4)
数量	▲ 4.4	▲ 9.4	(▲ 1.8)	(4.6)	(34.4)	(38.5)	(37.2)	(25.2)	(13.7)	(3.3)
通関輸入	▲ 6.3	▲ 11.6	(▲ 11.8)	(1.9)	(23.8)	(28.0)	(32.8)	(28.6)	(44.8)	(38.6)
価格	▲ 4.0	▲ 8.6	(▲ 8.9)	(▲ 3.9)	(17.7)	(19.7)	(22.7)	(26.0)	(26.5)	(28.8)
数量	▲ 2.4	▲ 3.4	(▲ 3.2)	(6.0)	(5.2)	(6.9)	(8.2)	(2.1)	(14.5)	(7.6)
経常収支(億円)	189,273	182,533	52,848	62,609	42,150	19,814	9,095	19,108	16,656	
貿易収支(億円)	4,839	39,017	25,227	13,742	9,588	181	6,413	6,223	▲ 3,724	
サービス収支(億円)	▲ 17,172	▲ 36,636	▲ 8,412	▲ 5,342	▲ 15,824	▲ 2,789	▲ 3,396	▲ 5,849	▲ 1,949	
金融収支(億円)	207,987	155,130	36,951	50,964	16,646	24,067	▲ 6,174	9,619	24,658	
外貨準備高(百万ドル)	1,366,177	1,368,465	1,394,680	1,368,465	1,376,478	1,387,508	1,376,478	1,386,504	1,424,284	1,409,309
対ドル円レート(期中平均)	108.68	106.04	104.49	105.90	109.48	109.19	110.11	110.29	109.84	110.17

3. 金融

	2019年度	2020年度	2020年	2021年		2021年				
			10-12月期	1-3月期	4-6月期	5月	6月	7月	8月	9月
無担保コール翌日物金利	▲ 0.046	▲ 0.031	▲ 0.026 [▲ 0.034]	▲ 0.017 [▲ 0.032]	▲ 0.019 [▲ 0.044]	▲ 0.017 [▲ 0.047]	▲ 0.029 [▲ 0.048]	▲ 0.036 [▲ 0.028]	▲ 0.034 [▲ 0.035]	▲ 0.022 [▲ 0.054]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.026	▲ 0.054	▲ 0.055 [0.016]	▲ 0.058 [0.016]	▲ 0.067 [▲ 0.041]	▲ 0.065 [▲ 0.042]	▲ 0.072 [▲ 0.042]	▲ 0.072 [▲ 0.065]	▲ 0.072 [▲ 0.065]	▲ 0.072 [▲ 0.055]
新発10年国債利回り	0.005	0.120	0.020 [▲ 0.025]	0.120 [0.005]	0.050 [0.030]	0.080 [0.000]	0.050 [0.030]	0.015 [0.010]	0.020 [0.045]	0.065 [0.015]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	0.720	0.686	0.684 (0.004)	0.686 (0.002)	0.687 (0.001)	0.691 (0.003)	0.687 (▲ 0.004)	0.688 (0.001)	0.688 (0.000)	
日経平均株価 (225種、末値)	18,917	29,179	27,444 [23,657]	29,179 [18,917]	28,792 [22,288]	28,860 [21,878]	28,792 [22,288]	27,284 [21,710]	28,090 [23,140]	29,453 [23,185]
M2平残	(2.5)	(8.1)	(9.1)	(9.5)	(7.7)	(8.0)	(5.9)	(5.3)	(4.7)	(4.2)
広義流動性平残	(1.8)	(4.9)	(5.5)	(5.8)	(6.7)	(7.2)	(5.9)	(5.5)	(5.2)	(5.0)
貸出・預金動向										
銀行・信金計	(2.1)	(5.9)	(6.2)	(6.2)	(3.0)	(2.8)	(1.4)	(0.9)	(0.6)	(0.6)
貸出残高 (平残)										
銀行計	(2.2)	(5.8)	(5.9)	(5.8)	(2.4)	(2.2)	(0.7)	(0.5)	(0.3)	(0.4)
都銀等	(1.9)	(6.9)	(6.9)	(6.6)	(0.8)	(0.2)	(▲ 1.6)	(▲ 1.5)	(▲ 1.6)	(▲ 1.1)
地銀	(4.5)	(4.5)	(4.7)	(4.8)	(3.8)	(4.1)	(3.2)	(2.7)	(2.4)	(2.3)
地銀Ⅱ	(▲ 5.9)	(6.1)	(6.9)	(6.5)	(3.6)	(3.0)	(1.4)	(0.4)	(▲ 0.0)	(▲ 0.2)
信金	(1.1)	(6.7)	(8.2)	(8.5)	(7.1)	(7.5)	(5.6)	(3.7)	(2.4)	(1.7)
3業態計	(2.6)	(8.5)	(9.1)	(9.9)	(7.8)	(8.0)	(6.1)	(5.7)	(5.1)	(4.6)
実質預金 +CD (平残)										
都銀	(3.6)	(9.9)	(10.0)	(10.9)	(7.9)	(8.0)	(6.1)	(5.8)	(5.2)	(4.7)
地銀	(3.4)	(7.0)	(8.0)	(8.7)	(8.2)	(8.6)	(6.8)	(6.4)	(6.0)	(5.3)
地銀Ⅱ	(▲ 5.5)	(6.7)	(8.1)	(8.7)	(5.4)	(4.9)	(3.0)	(1.4)	(0.7)	(0.2)

(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UFJ銀行経済調査室作成

Ⅱ. 米国

～異論噴出で難航する大型予算審議～

連邦政府債務残高の法定上限を引き上げる法案が 10 月上旬に上下両院で可決され、米国債が債務不履行に陥る事態は 12 月上旬までは回避される見込みとなった。

政府債務上限引き上げを巡る協議が議会で難航するのは珍しいことではないが、今回は与党・民主党が法案化を進める大型予算案(第 1 表)が原因の一つに挙げられる。同予算案は歳出を大きく増加させる見込み(10 年間合計で 3.5 兆ドル)であることから野党・共和党が反対しており、それに基づく債務上限引き上げにも否定的という構図である。今回の引き上げには最終的に共和党として協力(上院議員の一部が法案審議打ち切りに賛成)したわけだが、上院同党幹部は次回は協力しない旨バイデン大統領に通告しており、民主党は予算法案と債務上限引き上げ法案ともに、単独可決を強いられる展開が予想される^(注1)。

複雑なのは、大型予算案を巡り民主党内からも異論が噴出していることである(第 2 表)。まず、党内穏健派のシネマ上院議員やマンチン上院議員は、歳出規模が過大として反対を表明している。また、歳出拡大の財源となる法人税引き上げや薬価引き下げといった個別の項目についても異論が出ている。気候変動対応でも、下院民主党が天然ガスをクリーンエネルギー移行支援対象から除外する案を示したのに対し、天然ガスを多く産出する州の選出議員が反対を表明している。現在、議席数は上下院ともに与野党で拮抗し、特に上院では民主党単独で法案を可決するには党内から一人の反対も許されない状況である。

斯かる状況下、バイデン大統領は 28 日に歳出増加額を 1.75 兆ドル(10 年間合計)の「よりよき再建」法案を公表した。当初予算案から内容が穏健化且つ規模が縮小する見込みとなったものの、同法案の成立可否は依然来年の中間選挙の結果を左右しかねず、議会政治に長けたバイデン大統領にとって正にその手腕と計算力が試される局面といえよう。

(注1) 上院では法案審議打ち切りのために議員 100 人中 60 人の賛成を要するが、「財政調整措置」の枠組みを用いれば、審議打ち切り採決を経ずに過半数の賛成でこれら法案を可決出来る。現在、上院の議席数は与野党ともに 50 だが、賛否同数時は上院議長(民主党・ハリス副大統領)が投票権を持つため、民主党単独での法案可決が可能となる。

第1表: 予算案の内容

方向	内容	金額 (兆ドル)
歳出増	労働者支援 ・児童税額控除の延長 ・幼児教育・保育サービスへのアクセス拡充 ・有給の家族・医療休暇制度の新設	3.50
	気候変動対応 ・クリーンエネルギーのための投資、電力会社へのインセンティブ ・二酸化炭素排出削減と山火事防止 ・地方の開発とクリーンエネルギー投資	
	住宅 ・手頃な価格の住宅の建設・保全 ・頭金、賃貸料支払への補助	
	教育 ・コミュニティカレッジの授業料無償化	
	医療 ・メディケアの適用範囲・年齢の拡大	
歳入増・歳出減	・法人・国際税制改革 ・富裕層への課税強化、徴税体制強化 ・薬価引き下げ	最低1.75
	財政赤字増加幅	最大1.75

(資料) 上院民主党資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2表: 予算案に対する民主党内での異論

論点・領域	状況
歳出規模	シネマ上院議員、マンチン上院議員が3.5兆ドルは過大として不支持を公言。マンチン上院議員は1.5兆ドルが上限と発言。
法人税率引き上げ	バイデン大統領は21%から28%への引き上げを提案するも、マンチン上院議員は25%への引き上げを支持。
薬価引き下げ	3名の下院議員が、製薬企業によるイノベーションを阻害するとして反対。
気候変動対応	下院民主党は、クリーンエネルギー(天然ガスは除外)への移行目標を達成した電力会社への補助金支給を提案。マンチン上院議員やテキサス州選出の6名の下院議員は、天然ガスの除外に反対。また、マンチン上院議員は、補助金ではなく貸付金による支援を主張。
メディケア	マンチン上院議員は、既存制度の安定化を優先させるべきとしてメディケア適用範囲の拡大に否定的。
州・地方税	ニューヨーク、ニュージャージー等、税率の高い州選出の議員が、州・地方税の税額控除上限(1万ドル)撤廃を予算案に盛り込むよう主張。

(資料) 各種報道より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(矢吹 彩)

Ⅲ. 欧州

～EU は、環境債分野で EU 基準の使途選定や情報開示の浸透を進める可能性～

欧州委員会（以下、EC）は 10 月 12 日、コロナ禍からの復興を目的に設立された欧州復興基金の財源確保のためにグリーンボンド（以下、環境債）を発行し、環境債としては世界で過去最大となる 120 億ユーロを調達した。EC は、7 月に欧州証券市場監督局と協働し、「欧州環境債」^(注)の規則案を公表するなど、これまで EU 独自の環境債基準確立を目指す動きを進めてきた。当規則案の法制化は EU 理事会の審議等まだ時間を要するため、今回の環境債は 9 月 7 日に EC が公表した枠組み（NextGenerationEU Green Bond Framework、第 1 表）に基づき発行されたが、これも上記規則案に最大限沿う形で作成されている。

同枠組みでは、脱炭素と経済成長の実現を掲げ 2019 年に公表された欧州グリーンディールで定めた温室効果ガス削減目標の達成に向け、復興基金の支出対象案件の選定において EU タクソノミーの基準を考慮に入れることなどが定められている。また、環境債の発行による資金調達からその後の管理に至るまでの一連の手続きについても、各国が復興基金の申請のために EU 基準に基づき作成した復興計画に沿って厳格に監督する方針だが、その内容も投資家など外部向けに開示される。またこれまで欧州が脱炭素化のために推し進めてきた環境関連制度（EU-ETS、CBAM 等）をより推進していく姿勢も示された。

脱炭素化の潮流は EU だけでなく世界的に強まっており、環境債市場は今後急拡大する見通しである（第 1 図）。環境債は資本市場においてますます注目度が高まるとみられるが、環境債の国際的且つ統一的な定義や制度設計に関する議論は煮詰まっていない。そうした中、EU は 2026 年までに環境債にて計 2,500 億ユーロを調達し世界最大の環境債発行体となる見込みで、当枠組み内でも「模範を作ることを含め、立場に責任を感じている」と言及している。EU は、EU 基準に沿った資金使途選定と情報開示を環境債分野で浸透させ、それがデファクトスタンダードとなる可能性があり、その動向には注視が必要である。

（注）EU 域内外の発行体が EU タクソノミー等の EU 基準を満たすことで「欧州環境債」と名乗る債券を発行できる。

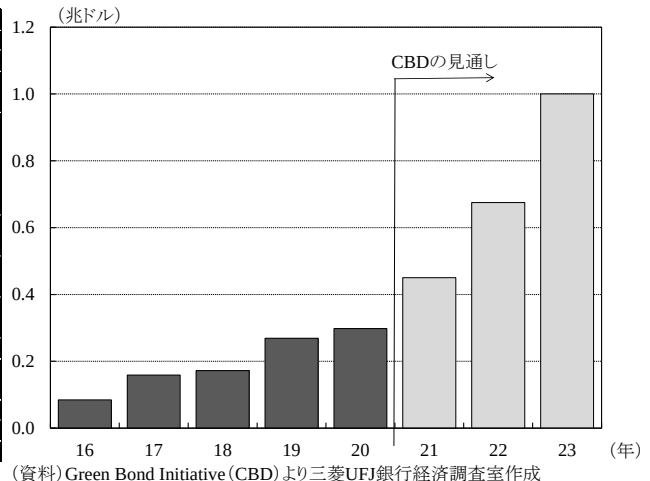
第1表：欧州委員会が公表した環境債枠組み概要

冒頭
復興基金に伴う環境債発行でEUは世界最大の環境債発行体となる
模範を示すためにもEUタクソノミーや欧州の環境債基準の一貫性が重要
EUタクソノミーの一部を復興基金の運営手順に組み込み
1項：調達資金の利用
調達資金は次のような項目へ支出する：①グリーン化を促す研究・イノベーション、②グリーン化を促すデジタル技術、③エネルギー効率化、④クリーンエネルギーとネットワーク、⑤気候変動への適応、⑥水と廃棄物の管理、⑦クリーンな輸送とインフラ、⑧環境保護・環境再生・生物多様性
2項：支出の評価と投資対象選定のプロセス
復興基金の最低37%（環境債で資金を調達する部分全額）が環境関連に使われるようパフォーマンスベースの基準設定
環境債資金は、EUタクソノミーのリスト等を考慮に入れた環境関連案件に利用可能
各国は年次の中間目標や経過報告の基準を達成した場合のみ追加の調達資金を分配
3項：調達資金のマネジメント
欧州議会・委員会が各国への支払いを執行、欧州会計監査院が承認過程を監査
環境債の調達資金のその他使途も年次で精査され欧州会計監査院が監査
4項：報告
環境債の調達資金の支出や影響について投資家や社会に透明性のある報告を実施
1) 割当報告 各国への支払と計画の進捗状況等について毎年公表
2) 影響報告 復興基金による気候変動・環境問題への貢献度を公表

（注）公表文書の第3章「NGEU GREEN BOND FRAMEWORK」の要約

（資料）欧州委員会資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第1図：環境債の発行額の推移



（田中 隆祐）

IV. アジア

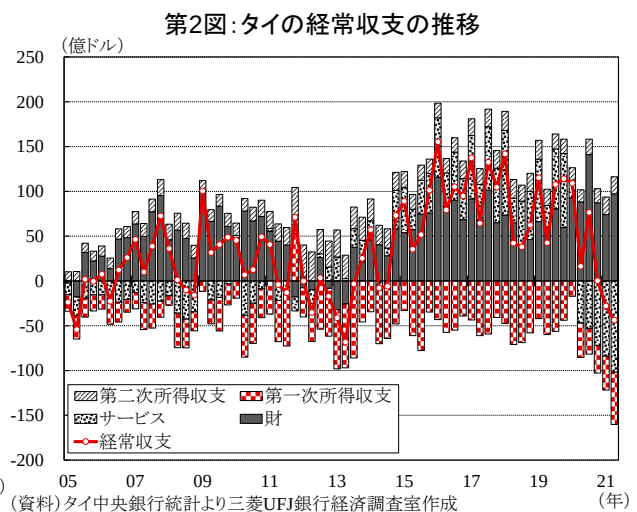
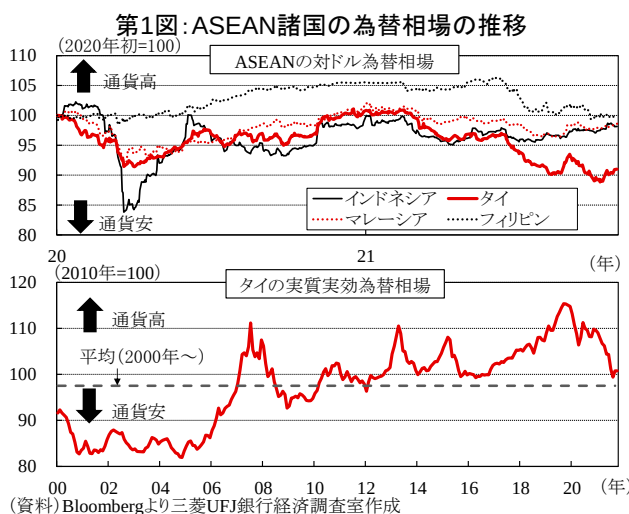
～タイバーツ安の背景にある経常収支の赤字化～

今年に入り ASEAN 全体で対ドルでの通貨安が進んできたが、その中でもコロナ禍以前は通貨高圧力の強かったタイでは特に下落幅が大きく、ASEAN 全体の通貨が急激に下落した昨年の新型コロナウイルスの感染第 1 波時を下回る水準となっている（第 1 図・上）。

他方、タイの実質実効為替相場の推移をみると、コロナ禍前までは上昇基調にあったため、足元の下落を経た後の水準は長期平均に回帰したに過ぎないことが分かる（第 1 図・下）。同国の輸出企業は継続的なバーツ高への対応に苦慮してきた経緯があり、今回の通貨安はこれまでの行き過ぎた通貨高が是正されたものとも捉えられる。

もっとも、今回のバーツ安はタイ経済の柱である観光業の落ち込みと表裏一体であることには注意を要する。近年、同国は観光業の成長により国際観光収入は名目 GDP の 10% 超を占めるまでに拡大し、サービス収支、ひいては経常収支の改善を牽引してきた。しかし、コロナ禍による国境封鎖の影響により 2019 年には年間約 4,000 万人であった海外からの観光客数が略ゼロにまで急減し、足元でもその状況に大きな変化はない。こうしたことから、今年に入るとこれまでタイバーツの強さを支えていた経常収支黒字が約 6 年ぶりに赤字に転じ、さらにその赤字幅は拡大傾向にある（第 2 図）。今回のバーツ安は、コロナ禍による景気悪化に加え、主力産業である観光業の落ち込みを受けた経常収支の赤字化も大きな切っ掛けとなっている可能性が高く、必ずしも楽観視はできない。

観光業低迷の副産物といえる今回のバーツ安だが、価格競争力の強化を通じて経済のもう一つの柱である財輸出の拡大を促進し、観光業回復までの景気をサポートする要因となるだろう。但し、タイ中銀は来年の観光客数を 600 万人と見込んでいること等から、観光業の本格的な回復までには数年を要すると予想され、経常赤字及びバーツ安の地合いは暫く続くとみられる。市場で徐々に意識されてきている米国での利上げ開始時に、タイからの資金流出圧力が更に強まり、想定外のバーツ安を招くリスクにも目配りが必要であろう。



（野瀬 陽平）

V. 中国

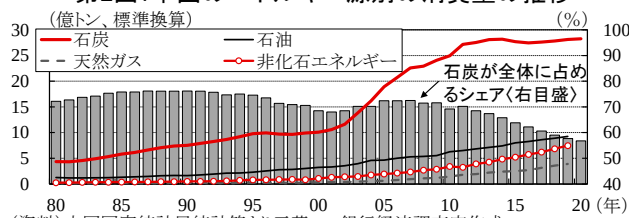
～脱炭素の推進と電力の安定供給に苦慮する中国～

足元中国では、エネルギー事情を巡る様々な問題が表面化している。石炭火力発電のエネルギー源である石炭の価格が一時年初来 4 倍程度にまで急騰する一方、夏場以降中央政府・地方政府の方針で電力抑制策が取られ、複数の地域で工場での電力使用が制限される例が出た他、北京等の大都市では一部停電も実施される等市民生活にも影響が及んでいる。

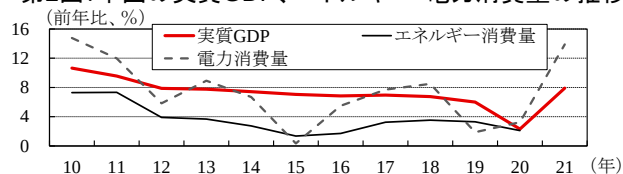
こうした混乱の背景であるが、天然ガスの高騰が耳目を集めている欧州とある意味相似形である。即ち、脱炭素化の文脈で化石燃料投資・生産・消費が人為的に抑制され、エネルギー需給が潜在的に逼迫する素地があったところに、コロナ禍からの経済回復過程でエネルギー需要が大きく回復するなかで災害等の個別供給制約要因が重なったというパターンである。この点、中国の石炭消費量をみると、脱炭素化政策の反映もあって 2010 年代前半からは概ね横ばいであり（第 1 図）、他のエネルギー源での代替が順調に追い付かないと需給が逼迫する潜在的なリスクがあったといえる。他方、今年の電力消費量（1-9 月期）をみると、好調な輸出等を背景に生産が高水準で推移したことから、コロナ禍初年（2020 年）の翌年という点を割り引いても高い伸びとなっている（第 2 図）。これに炭鉱事故や自然災害（干害による水力発電の不調等）などのイベントも重なり、上記の潜在的なリスクが顕在化する閾値を超えたとみられる。更に事態を複雑にした要因として、①石炭価格が上昇する一方、電力料金が事実上固定されている電力会社が電力供給意欲を低下させた、②3 月の全人代で示された「今年のエネルギー消費強度（GDP 一単位当たり消費量）を前年比▲3%前後削減」との目標達成（第 1 表）が危ぶまれる中、中央政府の指導を意識した地方政府が電力消費量抑制に舵を切ったという事情も挙げられる。

こうした状況を受け、政府は石炭供給量増加や電力価格引き上げ等の目先の対策を行っているが、中長期的な脱炭素化の要請も強いことに変わりはない。世界最大の CO2 排出国である中国が、どう今の課題を克服するか、景気動向、脱炭素化両面から注目される。

第1図：中国のエネルギー源別の消費量の推移



第2図：中国の実質GDP、エネルギー・電力消費量の推移



第1表：中国のエネルギー政策の最近の動き

日付	内容
2021年3月	・全人代で第14次5ヵ年計画を公表し、エネルギー消費強度を5年で▲13.5%削減する目標を掲げた。また、今年については前年比▲3%前後削減するとした
5月	・上海市が政府目標より5年早い2025年でのCO2排出量ピークアウトを目指すことを公表
6月	・政府が「新エネルギー固定価格買取制度に関する通知」を公表。太陽光・風力発電で生産された電力をより高い価格で販売できる等、再生可能エネルギーへの投資を促す姿勢を示した
8月	・政府が「2021年上半年地域エネルギー消費強度と総量の管理目標の達成に関する通知」を公表。多くの地域が消費強度または総量の目標未達
9月	・政府が「エネルギー消費強度と総量の二重管理スキームを改善する通知」を公表。総量よりも消費強度のウェイトを高め、消費強度目標の超過達成を推奨
10月	・政府が電力不足を念頭に、石炭供給量増加、新規に増加させた再生可能エネルギーの消費量を一定期間総量に算入しないこと、電力価格の市場化（引き上げ）等の対策を公表

（資料）各種報道等より三菱UFJ銀行経済調査室作成

（高瀬 将平）

VI. 原油

～原油市場を取り巻く環境（10月）～

1. 原油価格の推移

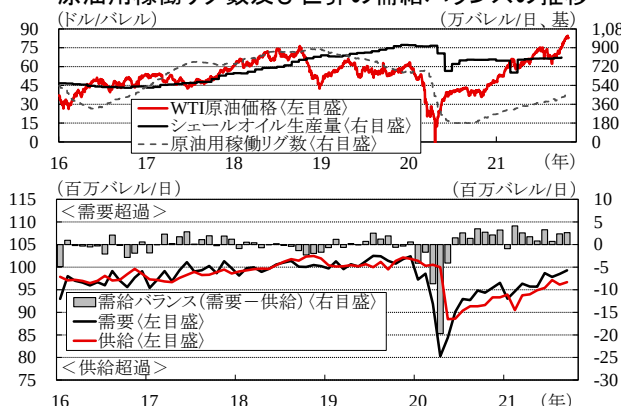
原油価格(WTI 期近物 1 バレル当たり)は、10月4日のOPECプラス閣僚級会合で、協調減産の規模縮小(増産を意味)が更に進められるのではないかと事前見通しに反して従来の計画が維持されたことや、欧州の天然ガス不足や中国・インドの石炭不足などを受けてこの先の原油需給は更に引き締まっていくとの見方が強まったことなどを背景に、足元では約7年ぶりの水準となる80ドル台で推移している(第1図・上)。

2. 需給の動向

EIA(米エネルギー情報局)の月報によると、9月の世界の原油需要は日量9,929万バレル、供給は同9,667万バレルで、262万バレルの需要超過となった(第1図・下)。昨年6月以降、略一貫して需要超過が続いているが、背景にはコロナ禍以降の需要拡大を睨みつつ、供給拡大は慎重なペースに止まっていることが挙げられる。まず、OPECプラスの協調減産の規模縮小(=増産)は、飽くまで需要拡大ペースに準じた範囲に止まっている点は注目される。ナイジェリア等が計画通りに増産できず供給実績が計画を下回っていることが指摘されるが、一義的には大きな生産余力を持つサウジアラビアが最終的な調整役として機能しているとも解釈できる。また、米国シェールオイル生産についても戻りは極めて緩慢なペースのままである。足元の原油価格はシェール油田の平均開発コストの上限である58ドル(今年3月のダラス連銀調査)を大きく上回っており、リグ稼働数なども復調しつつあるが、シェール油田での労働力不足やバイデン政権の気候変動対策への積極姿勢もあって、生産増に大きくシフトするには至っていない(第1図・上)。

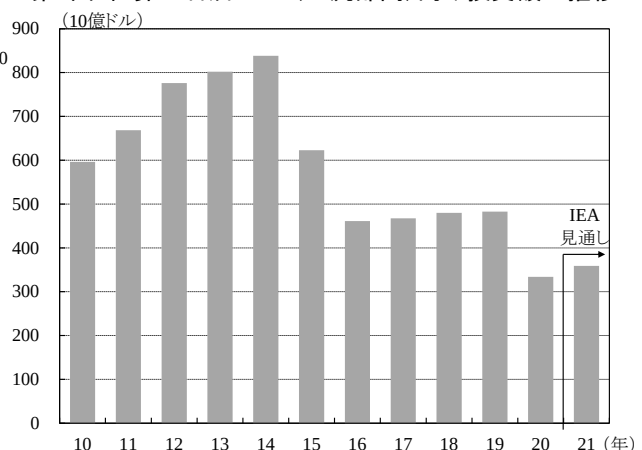
世界的な脱炭素化の潮流とこれに伴う将来的な供給抑制観測等を受け、石油産業への投資は全般に抑制気味であり(第2図)、足元では中長期的な供給力に懸念が台頭している。石炭の代替燃料としての需要も加わっていることもあり、当面原油には価格上昇圧力が強い状況が続こう。

第1図: 原油価格、米国のシェールオイル生産量、原油用稼働リグ数及び世界の需給バランスの推移



(注)シェールオイル生産量は9月末までの月次、原油用稼働リグ数は週次データ。
(資料)EIA(米エネルギー情報局)、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 世界の石油・ガス(上流部門)向け投資額の推移



(資料)IEA(国際エネルギー機関)資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(中山 健悟、鷹巣 里奈)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2020年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)		
	兆ドル	日本=100	2020年 実績	2021年 見通し	2022年 見通し	2020年 実績	2021年 見通し	2022年 見通し
世界 (名目GDPで加重平均)	142.0	2,673	▲ 3.2	5.7	4.6	3.2	3.9	3.3
先進国・地域(表中)	51.0	960	▲ 4.6	5.1	4.0	0.7	2.3	1.6
新興国(表中)	52.7	992	▲ 1.9	6.7	5.2	3.9	3.8	3.7
その他	38.3	720	▲ 3.1	5.1	4.7	5.7	6.2	5.1
日本(年度ベース)	5.3	100	▲ 4.4	3.3	2.7	▲ 0.5	▲ 0.1	0.6
アジア11カ国・地域	45.1	850	▲ 0.8	7.2	5.6	2.9	2.5	2.8
中国	24.1	454	2.3	8.3	5.5	2.5	1.5	2.3
インド(年度ベース)	8.9	168	▲ 7.3	9.3	7.1	6.2	5.5	4.8
NIEs4カ国・地域	4.6	87	▲ 0.9	4.9	3.2	0.2	1.7	1.5
韓国	2.3	43	▲ 1.0	4.0	3.1	0.5	1.9	1.5
台湾	1.3	25	3.0	5.7	3.0	▲ 0.2	1.6	1.4
香港	0.4	8	▲ 6.1	6.1	3.0	0.3	1.6	2.0
シンガポール	0.6	11	▲ 5.4	6.1	4.0	▲ 0.2	1.6	1.5
ASEAN5カ国	7.5	140	▲ 3.4	3.8	5.6	1.4	2.3	2.6
インドネシア	3.3	62	▲ 2.1	3.7	5.2	2.0	1.9	2.9
タイ	1.3	24	▲ 6.1	1.5	4.3	▲ 0.8	1.1	1.2
マレーシア	0.9	17	▲ 5.6	4.3	5.8	▲ 1.1	2.5	1.8
フィリピン	0.9	17	▲ 9.6	4.9	6.8	2.6	4.2	3.0
ベトナム	1.1	20	2.9	5.7	7.3	3.1	3.3	3.7
オーストラリア	1.3	25	▲ 2.5	4.2	3.0	0.8	2.2	2.0
米国	20.9	394	▲ 3.4	6.0	4.1	1.2	3.4	2.0
中南米6カ国	8.1	153	▲ 6.7	4.9	3.4	7.6	9.5	7.3
ブラジル	3.2	59	▲ 4.1	4.0	3.5	3.2	6.5	4.0
メキシコ	2.4	46	▲ 8.2	5.2	3.0	3.4	4.5	4.0
アルゼンチン	0.9	18	▲ 9.9	5.0	2.5	42.0	50.0	40.0
ユーロ圏19カ国	15.9	299	▲ 6.5	4.6	4.3	0.3	2.0	1.5
ドイツ	4.5	85	▲ 4.8	3.4	4.5	0.4	2.8	1.6
フランス	3.0	56	▲ 8.0	6.0	4.0	0.5	1.6	1.2
イタリア	2.5	46	▲ 8.9	5.6	4.2	▲ 0.1	1.4	1.2
英国	3.0	56	▲ 9.8	6.7	5.2	0.9	1.9	2.0
ロシア	4.1	77	▲ 3.0	2.8	2.5	3.4	5.3	4.2
世界41カ国・地域 (名目GDPで加重平均)			▲ 3.1	6.0	4.7	2.2	3.0	2.6

<参考>

世界41カ国・地域
(名目GDPで加重平均)

(注) 1. 『名目GDP』は、購買力平価ベース。

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、『日本』の『名目GDP』を除き年度(4月～翌年3月)ベース。

4. 『世界』、『先進国』、『新興国』は、『日本』は暦年、『インド』は『名目GDP』のみ年度、その他は暦年の数値を基に計算。

5. 『先進国』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』。

6. 『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UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱UFJ銀行 経済調査室 鶴田 零 rei_tsuruta@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、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、当行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下さい。