

明治安田生命

2011－2012年度経済見通しについて

～生産・輸出は徐々に回復、7－9月期にはプラス成長に転換の見込み～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2011年1－3月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2011－2012年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：2011年度	0.3%	2012年度	2.6%
名目GDP成長率：2011年度	▲0.5%	2012年度	2.5%

2. 要 点

- ①東日本大震災で被災した工場の大半が既に生産を再開するなど、企業活動は着実に上向きつつある。ただ、寸断されたサプライチェーンの修復には今しばらく時間がかかるほか、夏場の電力不足も生産の足かせとなる。国内生産がほぼ正常化するのには10－12月期とみている。
- ②4－6月期はマイナス成長が続く可能性が高いものの、海外景気は概ね堅調に推移しており、生産・輸出の回復や震災からの復旧・復興需要などによって、7－9月期からプラス成長に転換するとみている。2012年度にかけ、景気回復基調が続く可能性が高い。
- ③もっとも、復興需要一巡後は、中長期的な成長力の低下という、日本経済の根底に横たわる課題に再び向き合わなければならない。急速な高齢化と生産年齢人口の減少が、大方の予想以上のスピードで需要構造のシフトをもたらし、需給のミスマッチの拡大に繋がっている。財政赤字や年金問題に対する不安感も年々高まっている。こうした構造的問題に向き合った改革を進めない限り、本格回復の時代は二度と訪れない可能性が大きい。

〈主要計数表〉

	2010年度 実績	2011年度		2012年度	
			2011/2時点		2011/2時点
実質成長率	2.3%	0.3%	1.8%	2.6%	2.0%
成長率寄与度・内需 ・外需	1.5%	1.0%	1.2%	1.8%	1.3%
	0.9%	▲0.6%	0.7%	0.8%	0.7%
名目成長率	0.4%	▲0.5%	1.4%	2.5%	1.7%

日本のGDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測					→ 予測							
	2010年度	2011年度	2012年度			2011年度				2012年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.3%	0.3%	2.6%	-0.8%	-0.9%	-0.6%	0.6%	1.6%	1.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
前期比年率	2.3%	0.3%	2.6%	-3.0%	-3.7%	-2.2%	2.6%	6.4%	5.1%	0.9%	1.1%	1.7%	1.4%
前年同期比	2.3%	0.3%	2.6%	2.4%	-0.7%	-1.3%	-1.6%	0.7%	2.9%	3.7%	3.3%	2.2%	1.3%
民間最終消費支出	0.8%	-0.9%	0.3%	-1.0%	-0.6%	-0.6%	0.1%	0.2%	0.3%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
民間住宅投資	-0.2%	5.9%	-0.2%	3.2%	0.7%	-1.2%	3.1%	3.5%	1.5%	-1.2%	-1.8%	-2.1%	-0.7%
民間設備投資	4.5%	3.8%	5.2%	0.1%	-0.9%	0.8%	1.1%	3.8%	2.1%	0.5%	0.4%	0.7%	0.9%
政府最終消費支出	2.3%	2.3%	0.6%	0.4%	1.0%	1.2%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%
公的固定資本形成	-10.0%	11.9%	12.1%	-6.0%	-1.3%	4.9%	3.7%	12.3%	6.5%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%
財貨・サービスの輸出	17.0%	1.4%	8.4%	-0.8%	0.7%	-3.3%	2.8%	3.1%	2.3%	1.8%	1.5%	1.8%	1.6%
財貨・サービスの輸入	10.9%	7.8%	4.3%	-0.3%	2.0%	2.6%	2.2%	2.1%	0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	1.1%
名目GDP	0.4%	-0.5%	2.5%	-1.1%	-1.3%	-0.7%	0.5%	1.5%	1.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	-1.9%	-0.8%	-0.1%	-1.6%	-1.9%	-1.1%	-0.9%	-0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

(前期比寄与度)	→ 予測					→ 予測							
	2010年度	2011年度	2012年度			2011年度				2012年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.3%	0.3%	2.6%	-0.8%	-0.9%	-0.6%	0.6%	1.6%	1.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
民間最終消費支出	0.5%	-0.5%	0.2%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%
民間設備投資	0.6%	0.5%	0.7%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
公的固定資本形成	-0.5%	0.4%	0.5%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	0.4%	-0.1%	0.3%	0.0%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	0.9%	-0.6%	0.8%	-0.1%	-0.2%	-0.8%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
財貨・サービスの輸出	2.3%	0.2%	1.3%	-0.1%	0.1%	-0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	-1.4%	-0.8%	-0.5%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

2. 主要指標予測

	→ 予測					→ 予測							
	2010年度	2011年度	2012年度			2011年度				2012年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	8.9%	0.8%	7.6%	5.9%	-2.4%	-5.8%	-1.2%	2.9%	7.7%	11.1%	8.7%	6.0%	4.9%
消費者物価指数(前年比)	-0.4%	0.1%	0.3%	0.1%	0.0%	0.5%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%
除く生鮮食品(前年比)	-0.8%	0.1%	0.3%	-0.5%	-0.2%	0.5%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%
国内企業物価指数(前年比)	0.7%	2.2%	1.3%	1.0%	1.7%	2.0%	2.3%	2.5%	2.1%	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%
完全失業率(季調済:平均)	5.0%	4.7%	4.3%	5.0%	4.7%	4.8%	4.8%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
無担保コール翌日物(期末値)	0.06%	0.09%	0.09%	0.79%	0.06%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
為替レート(円/ドル:平均値)	86円	84円	88円	83円	82円	82円	84円	85円	86円	87円	88円	88円	89円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

1－3月期の実質GDP成長率は、3月11日に発生した東日本大震災によって経済活動が一時的に麻痺状態に陥った結果、前期比▲0.9%（年率換算：▲3.7%）と、2四半期連続でマイナス成長となった。4－6月期もマイナス成長が続く可能性が高いものの、生産・輸出の回復や震災からの復旧・復興需要などによって、7－9月期からプラス成長に転換するとみている。今下期から2012年度にかけても、日本経済は緩やかな回復基調を辿ると予想される。

リーマン・ショック（2008年9月）後の輸出の落ち込みは世界的な需要の低迷に伴う「需要ショック」であったが、今回は震災による「供給ショック」である。海外景気は概ね堅調に推移しており、国内生産が回復すれば、輸出も回復に向かうと考えられる。

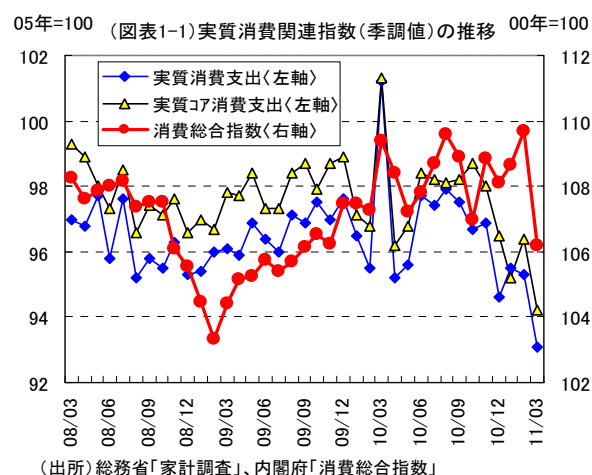
個人消費は、震災後に消費マインドが急速に悪化し、大きく落ち込んだ。今後は消費マインドが徐々に回復するとみられることに加え、生産の回復に伴って雇用・所得環境も緩やかに改善すると予想されるため、下期から持ち直すとみる。ただ、復興財源として、将来的には所得税や消費税などの増税が実施される可能性もあり、個人消費の回復力は鈍いものととどまろう。

住宅投資は、震災による住宅購入意欲の減退や資材不足などによって、当面は弱含む可能性が高いものの、住宅ローン減税などの政策効果や復興需要などにより、下期からは再び上向くとみている。ただ、2012年度は政策効果の一部剥落によって再び減少に転じよう。設備投資も当面は弱含む可能性が高いものの、震災からの復旧・復興需要が徐々に顕在化することに加え、生産の回復に伴って製造業の設備投資が上向いてくると予想され、下期からは回復基調を強めると予想される。公共投資は、震災からの復旧・復興需要により、2011年度から2012年度にかけて大幅に増加しよう。

エネルギー価格や食品価格の上昇によって、コアCPIは当面前年比プラスで推移する可能性が高いものの、震災後も需給ギャップの水準に大きな変化はなく、引き続きデフレ基調が続くと予想される。日本の利上げは2013年度以降に持ち越されよう。

（1）個人消費の回復力は鈍い

震災発生前の個人消費は緩やかな回復基調にあったが、震災発生後は消費マインドが急速に悪化、3月の消費総合指数は前月比▲3.2%と大きく低下した（図表1-1）。消費者の防災意識が高まったことから、備蓄用の食品、飲料、日用品等の消費は増加したものの、自粛ムードの広がりに加え、関東地方における計画停電の実施、交通網の混乱、原発事故への不安感などが消費者の外出意欲・購買意欲を減退させ、乗用車、家電、衣類、外食、旅行、レジャーなど、不要不急の消費が落ち込んだ。3月末に家電エコポイント制度が終了したものの、事前に予想された駆け込み需要は不発に終わった。



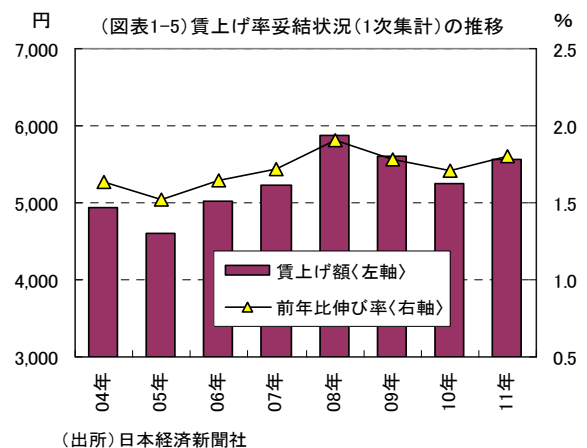
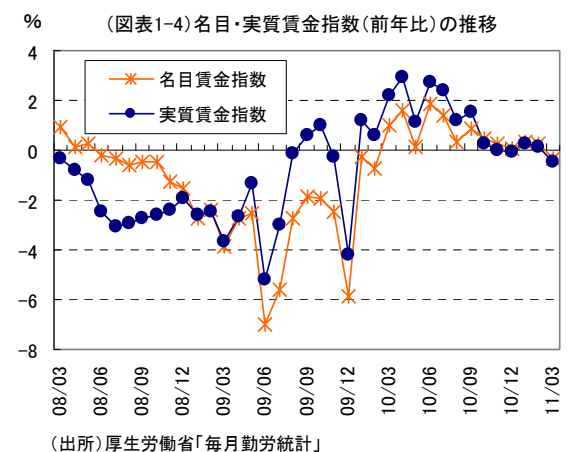
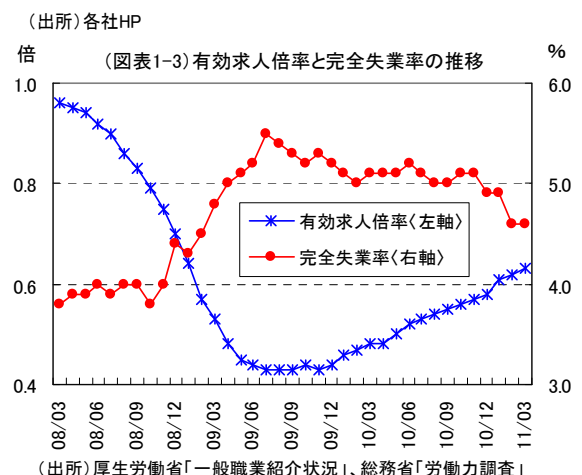
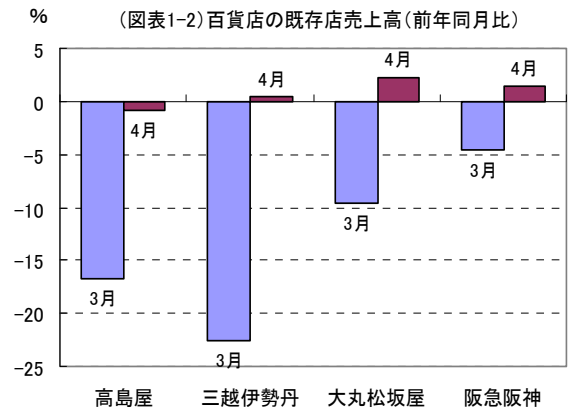
自動車メーカーの生産停止に伴って深刻な品不足に陥っている乗用車については、4月の新車販売台数は前年同月比▲48.5%（3月は同▲37.4%）と低迷が続いているものの、それ以外の消費については、自粛ムードの緩和、計画停電の終了、公共交通機関の正常化などにより、パニック的状况から徐々に脱却しつつある。3月に百貨店各社の販売は大きく落ち込んだものの、4月は三越伊勢丹、大丸松坂屋、阪急阪神などの既存店売上は前年同月を上回った（図表1-2）。高島屋も4月下旬は前年比+3.0%とプラスに転じている。ゴールデンウィークの国内旅行は直前になって予約が急速に増加し、行楽地の客足も元に戻りつつあるようだ。

3月の有効求人倍率は0.63倍と2月の0.62倍から0.01ポイント上昇、完全失業率は4.6%と2月と同水準であった（図表1-3）。雇用の先行指標とされる新規求人数（季調値）は前月比▲7.1%、雇用者数（季調値）も同▲58万人と大幅に減少していることから、雇用情勢の実態は悪化しているものの、大震災があった割には比較的堅調な結果であった（ただし、労働力調査では、岩手、宮城、福島は調査対象から除外されている）。リーマン・ショック（2008年9月）後とは異なり、今回は供給ショックであり、企業は生産の回復時期をある程度合理的に予測可能であるため、大規模な雇用調整よりも労働時間の短縮（給与水準の削減）で極力乗り切る方針と予想される。

生産がほぼ正常化する時期は10-12月期とみており、雇用環境の改善は当面見込みにくいものの、復旧・復興関連の雇用が下支えする面もあることから、雇用環境が大きく悪化するリスクは小さい。

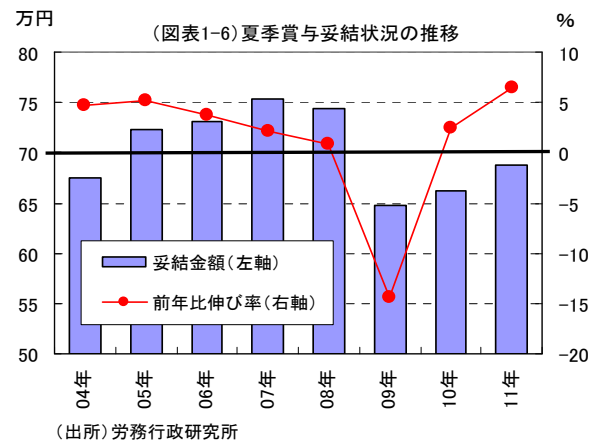
3月の毎月勤労統計では、名目賃金指数は前年同比▲0.4%と、13ヶ月ぶりに前年比マイナスとなった（図表1-4）。鉱工業生産の大幅な減少や商業施設・飲食店等の営業時間短縮などを受けて、月間総実労働時間が同▲1.6%と大幅減となったことが影響した。勤労者の購買力を示す実質賃金指数は同▲0.5%と3ヶ月ぶりの前年割れであった。

今春闘の真最中に震災が発生したにもかかわらず、日本経済新聞社の調査によると、2011年の賃上げ率（一次集計）は1.80%と、前年の1.71%をやや



上回った（図表1-5）。労務行政研究所の調査によると、夏季賞与の妥結金額は、2010年度の企業業績が好調であったことから、前年比+6.4%と堅調な伸びとなった（図表1-6）。ただ、震災の影響で今上期の企業業績は悪化することが避け難く、冬季賞与は伸び悩む懸念が強い。

鉱工業生産の大幅な前年割れが当面続く見通しであることから、夏季賞与が支給される6～7月頃までは名目所得は低調に推移する可能性が高い。3月に大きく落ち込んだ個人消費はパニック的状况から脱却しつつあるが、この動きが一巡した後は、所得停滞の影響を受けて、個人消費はやや弱含むとみている。今夏は電力不足に伴って大規模な節電が実施される。節電関連商品の消費は増加が見込まれるものの、経済活動全般の停滞は個人消費の下押し要因として働こう。ただ、下期には、生産はほぼ正常化し、雇用・所得環境も緩やかに持ち直してくるとみられることから、個人消費は緩慢ながらも回復に向かうと予想される。2012年度も震災からの復興需要が本格化してくることから、雇用・所得環境の改善が続くとみるが、将来的には、震災の復興財源として所得税や消費税などの増税が実施される可能性があり、個人消費は引き続き緩やかな回復にとどまろう。一方、増税が見送られた場合は、財政持続性への不安感が消費マインドを冷やす懸念がある。

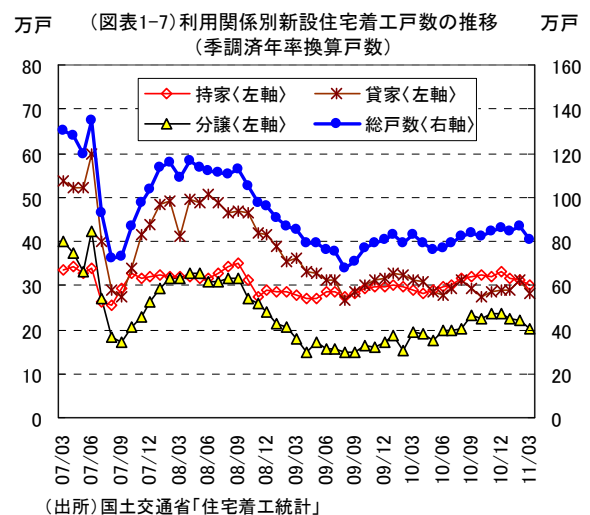


(2) 住宅投資は今下期から復興需要が顕在化

3月の新設住宅着工戸数（季調済年率換算戸数）は、前月比▲7.5%の80.7万戸と2ヶ月ぶりに減少した（図表1-7）。前年同月比でも▲2.4%と10ヶ月ぶりにマイナスとなった。分譲とりわけマンションにおいて、着工を先延ばし、当面の供給を絞る動きが見られる。震災による購入意欲の減退や建設資材不足への対応が背景にある。

東日本大震災の人的被害や被害総額は1995年1月に発生した阪神・淡路大震災を大幅に上回る。ただ、住宅被害の状況を比較すると、阪神・淡路大震災では全壊が約10.5万戸、半壊が約14.4万戸、総被害戸数が約64.7万戸だった一方、東日本大震災の住宅被害は、5月22日時点で、全壊が約9.8万戸、半壊が約5.1万戸、総被害戸数は約43.1万戸となっている（図表1-8）。現時点で住宅被害の全容が把握できていないため、今後、被害戸数が若干増加することが想定されるが、住宅被害の規模は、阪神・淡路大震災を下回る可能性が高い。

阪神・淡路大震災の際は「緊急復興3か年計画」が策定され、住宅についての計画目標である12.5万戸（発注ベース）が1998年3月末には達成された。1998年3月末までの累計で16.9万戸（公団・公社賃貸住宅の空き家募集含む）が供給され、実際に兵庫県では、1995年4月から1998年3月までの3年間で約32万戸の住宅が着工された。例年の年間着工戸数は約6万戸であり、13～14万戸が復興需要による着工増と考えられる（図表1-9）。



今回の震災対策としても、住宅再取得などを念頭に震災支援税制などが検討されており、今後数年間（3年程度）は住宅の復興需要が見込まれる。ただ、その規模については、阪神・淡路大震災後の復興需要を下回ると予想している。住宅被害の規模が阪神・淡路大震災を下回ることに加え、今回の震災では、津波により沿岸部が壊滅的な状況になっているため、津波の危険性を排除せずに、元の場所に住宅を建設するような状況ではないこと、原発事故による土壌汚染や風評被害が長期化するリスクなどから生活が成り立たない地域があることなどが理由である。このため、他地域に移住せざるをえない被災者が少なくないと考えられ、相当程度は他地域の賃貸住宅（空き家）で吸収されるとみている。復興需要による着工増は、年平均3万戸程度と予想する。

阪神・淡路大震災後の住宅着工の推移をみると、直後の半年程度は、住宅購入意欲の減退などから弱含んでいる様子が見て取れる（図表1-10）。今回の震災はより広範囲で揺れを感じていることから、こうした影響の拡大が懸念される。また、津波による被害を受けた地域では、依然として浸水している地域もあり、瓦礫の撤去すらままならないことから、復興がさらに遅れる可能性もあろう。住宅の復興需要がGDPベースの住宅投資として顕在化してくるのは、今秋以降とみている。

一昨年より実施されている住宅ローン減税の大幅拡充（耐久性や耐震性に優れる「長期優良住宅」に2011年末までに入居した場合、10年間で最大600万円の税額控除を受けることが可能）に加え、住宅取得時の贈与税非課税枠の拡大（2011年は1,000万円）、住宅エコポイント（エコ住宅の新築一戸あたり一律30万ポイントを付与）、フラット35Sの金利大幅引き下げ（当初10年間の住宅金利の引き下げ幅を年率0.3%から1.0%に拡大）などの住宅取得支援策が実施されており、これらが住宅着工を下支えしている。今後も政策効果の下支えは期待されるものの、震災による住宅購入意欲減退や建設資材の不足などによって、住宅投資は当面伸び悩むとみている。今下期からは復興需要の顕在化によって上向くと予想しているが、2012年度は政策効果の一部剥落などによって再度減少に転じる可能性が高い。

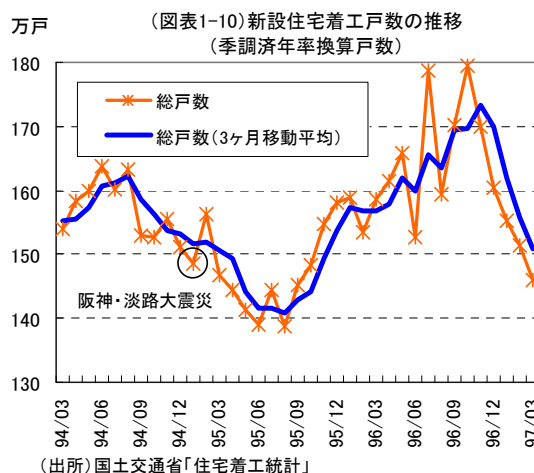
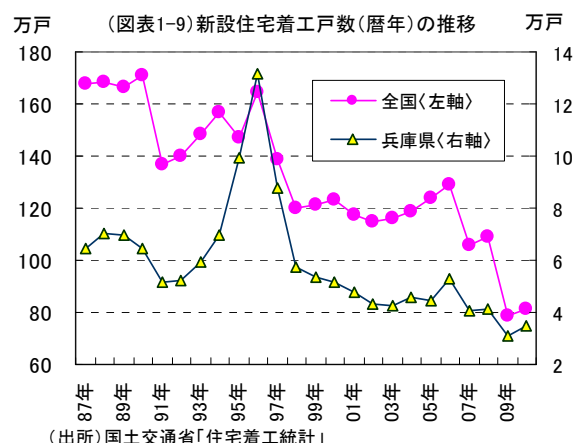
（3）設備投資は徐々に回復基調を強める

内閣府が発表した「企業行動に関するアンケート調査（調査時期：2011年1月）」によると、今後3年間（2011～2013年度）の日本の実質GDP成長見通しは+1.2%（年度平均）となり、前年度調

（図表1-8）被害状況比較（2011年5月22日現在）

	阪神・淡路大震災	東日本大震災
人的被害		
死者	6,434人	15,179人
行方不明者	3人	8,803人
負傷者	43,792人	5,337人
被害総額 （建物、インフラ等）	約10兆円 うち建築物約5.8兆円	約16～25兆円 （内閣府試算）
住宅被害（千戸）	647.1	431.1
うち全壊	104.9	97.5
うち半壊	144.2	50.8
うち全焼・半焼	7.1	0.3
うち浸水	—	9.2

（出所）警察庁、兵庫県HP



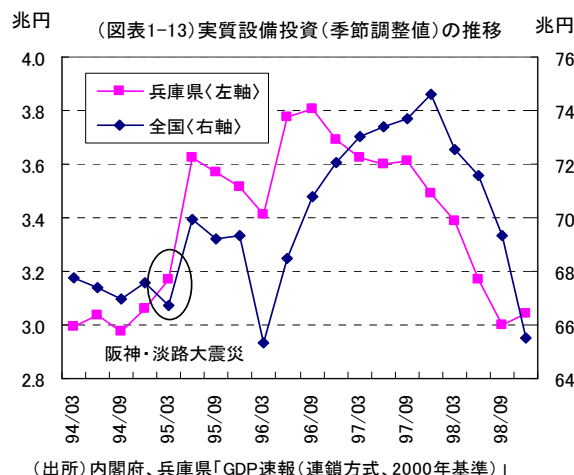
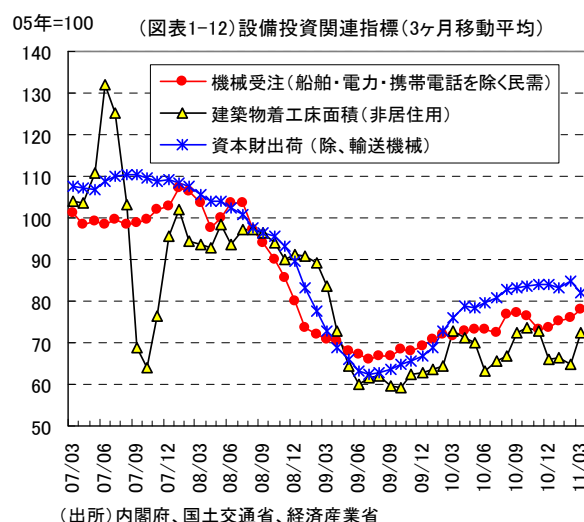
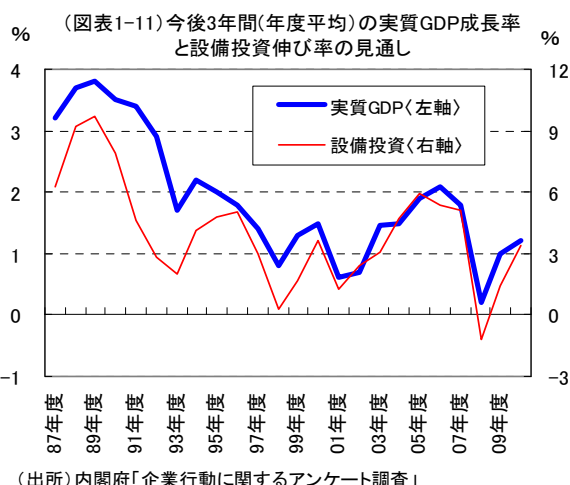
査の同+1.0%からやや上昇した(図表1-11)。これは企業の期待成長率(中期的な実質GDP成長率の期待値)が改善しつつあることを示している。同アンケート調査による「今後3年間の設備投資の年度平均伸び率見通し」は、全産業平均で+3.4%(製造業:+3.9%、非製造業:+2.8%)と、前年度調査の同+1.4%(製造業:+0.9%、非製造業:+1.9%)から伸び率が拡大した。とりわけ、製造業の伸びが大きい。海外景気の拡大に伴う輸出増を牽引役に、国内生産が回復し、それが設備投資の持ち直しへ繋がるとの見通しになっているようだ。

こうした状況は、東日本大震災によって大きく変化した。サプライチェーンの寸断や電力不足など供給面の制約により、3月の生産・輸出は大きく落ち込んだ。先行き不透明感を背景とした企業マインドの悪化が、設備投資の下押し要因となっている。設備投資の先行指標の一つである資本財出荷指数(除.輸送機械)を見ると、3月は前月比▲13.8%と大きく低下しており、目先は設備投資が弱含む可能性が高い(図表1-12)。

東日本大震災は、東北地方から関東地方までの広い地域に甚大な被害を及ぼした。内閣府の試算によれば、資本ストック(社会資本・住宅・民間企業設備)の毀損額は約16~25兆円とされ、阪神・淡路大震災(1995年1月)の約10兆円を大幅に上回る。うち民間企業設備の毀損額は9~16兆円程度と試算されている。

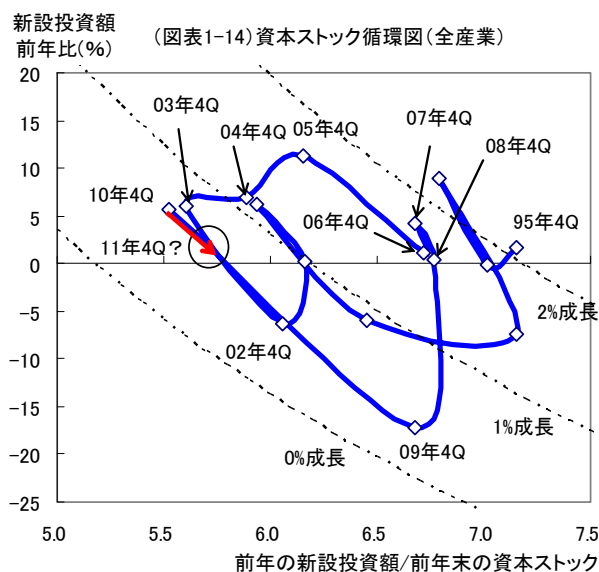
阪神・淡路大震災前後の兵庫県の実質設備投資(四半期ベース)を見ると、比較的早い段階で大幅な増加に転じており、震災後2年目の投資額がピークとなっている(図表1-13)。今回の震災でも今後数年間は、毀損した民間企業設備が復元されることが期待され、この4~6月期から一定の復旧・復興需要が見込まれる。

ただ、今回の震災で毀損した資本ストックが、今後、数年間で全て復元されるとは考えにくい。その要因としては、全国的にサプライチェーンの障害が生じたことにより、部品・部材メーカーがグローバルな視点から生産拠点のリスク分散を一層進める可能性が高いこと、津波によって壊滅的となった地域や福島第一原発の周辺地域では安全面から毀損した資本ストックの復元は当面困難であることなどが挙げられる。設備投資の復旧・復興需要としては、総額7~9兆円程度と想定している。



資本ストック循環図で設備投資と資本ストックの最近の関係を見ると、2009年10－12期は、リーマン・ショック後の世界同時不況により、企業の期待成長率が大幅に低下したことが、設備投資の大幅削減につながった様子が窺える(図表1-14)。それ以降は0.5%前後の期待成長率に見合う形で推移している。足元の期待成長率は0.6%程度(潜在成長率並み)にまで低下していると仮定すると、それに応じて企業が適当と考える水準まで設備投資を増やした場合、2011年10－12月期時点の設備投資は、前年同期比で+2%前後と試算される(2010年12月時点の「新設投資額/資本ストック」は5.74)。

今回の震災は基本的に供給ショックであり、海外景気は概ね堅調に推移するという基本的な環境に変化はないとみられ、供給制約の緩和とともに生産・輸出も回復するとみている。今上期の企業業績は減益が避け難いものの、下期には再度上向く可能性が高い。設備投資も復旧・復興需要の顕在化とともに、下期以降、持ち直しに向かうとみており、2012年度も回復基調が続くと予想される。



(4) 公共投資は大幅な増加に転換

(図表1-15) 主要な公共投資関連予算の動向

(単位: 億円)

	2009年度予算				2010年度予算				2011年度予算			
	当初予算	1次補正	2次補正	合計(a)	当初予算	補正	合計(b)	(b)-(a)	当初予算	1次補正	合計(c)	(c)-(b)
公共事業関係費[一般会計]	70,701	23,467	▲6,297	87,872	57,731	5,857	63,588	▲24,284	49,743	12,001	61,744	▲1,844
一括交付金	0	0	0	0	0	0	0	0	5,056	0	5,056	5,056
地方の公共事業の支援	0	13,790	4,100	17,890	0	0	0	▲17,890	0	0	0	0
社会資本整備事業特別会計	46,803	17,315	▲6,500	57,619	36,272	2,338	38,610	▲19,009	34,254	500	34,754	▲3,856
小計(国の予算)	117,504	54,572	▲8,697	163,380	94,003	8,195	102,198	▲61,183	89,053	12,501	101,554	▲644
補助事業費	49,486	—	—	49,486	43,319	—	43,319	▲6,167	53,059	0	53,059	9,740
地方単独事業費	80,808	—	—	80,808	68,683	—	68,683	▲12,125	53,558	0	53,558	▲15,125
小計(地方の予算)	130,294	—	—	130,294	112,002	—	112,002	▲18,292	106,617	0	106,617	▲5,385
合 計	247,798	54,572	▲8,697	293,674	206,005	8,195	214,200	▲79,475	195,670	12,501	208,171	▲6,029

(注1) 各予算には重複部分があるため、合計額が公共事業予算の総額を示している訳ではない。

(注2) 補正予算は追加額から修正減少額を差し引いた純増額を表示している。

(出所) 財務省及び総務省のHPより明治安田生命作成

東日本大震災を受け、5月2日に2011年度第1次補正予算が成立した。予算規模は約4兆円で、当面の復旧対策費が盛り込まれた。このうち、公共事業関係費(一般会計)は1.20兆円であるが、それ以外にも、仮設住宅の設置等(0.36兆円)、施設費災害復旧費等(0.42兆円)、地方交付税交付金(0.12兆円)なども大半は公共投資に回るとみられ、公共投資関連の予算は総額約2兆円と試算される(図表1-15)。

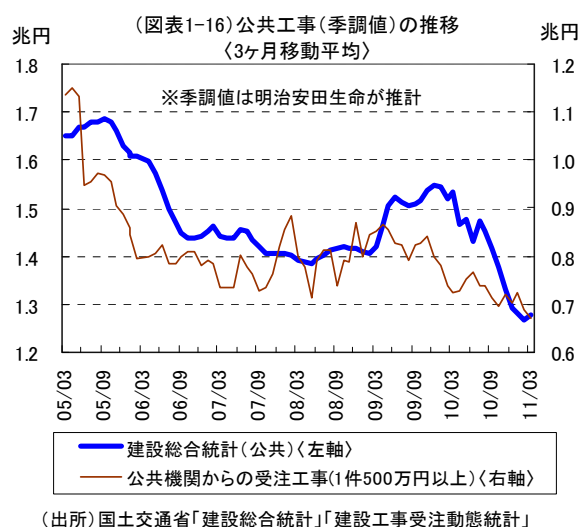
政府は復興構想会議が6月末に提示予定の青写真をもとに、第2次補正予算の編成に着手する方針である。1次補正では当面の復旧対策費が計上されたが、2次補正では震災からの本格的な復興対策費が盛り込まれる。復興構想会議の提言に先立ち、4月30日に民主党・復興ビジョン検討チームが第一次提言をまとめた。この中で、公共投資に関連するものとしては、①高台に住宅や公共施

設を確保、②海辺に産業施設等を展開、③太陽光発電、風力発電やスマートグリッド等を取り入れた環境・エネルギーモデル都市の建設、④地域の機能を集約したコンパクトシティの推進、⑤健康・医療・介護・福祉のコミュニティ形成のための地域モデルを構築、⑥リスク分散の観点から首都機能の一部移転、などが挙げられている。

2次補正の規模については、与党幹部から「10兆円では収まらない」や「規模は10数兆円、限りなく20兆円に近い額になる」などの発言があり、野党幹部からも「20兆円くらい必要だ」との意見が出ている。財源確保の問題が残るものの、かなりの金額に膨らむことになりそうだ。

ここでは、2次補正の予算規模を15兆円、そのうち公共投資関連の予算を半分弱の6兆円と仮定すると、2011年度補正予算の公共投資関連予算は、1次補正と併せて総額約8兆円となる。公共事業予算の減額を受けて、公共投資はこのところ低調に推移していたが、2011年度から2012年度にかけては大幅な増加に転じよう（図表1-16）。

2011年度第1次補正予算によって、実質GDP成長率は0.5%程度押し上げ（実質公共投資を10%程度押し上げ）、2次補正も加えると、実質GDP成長率の押し上げ効果は2.0%（実質公共投資の押し上げ効果は40%）程度となろう。ただ、2次補正予算（一部は3次補正予算に回される可能性も高い）のGDPへの寄与は2011年度だけではなく、半分程度は2012年度に反映される。

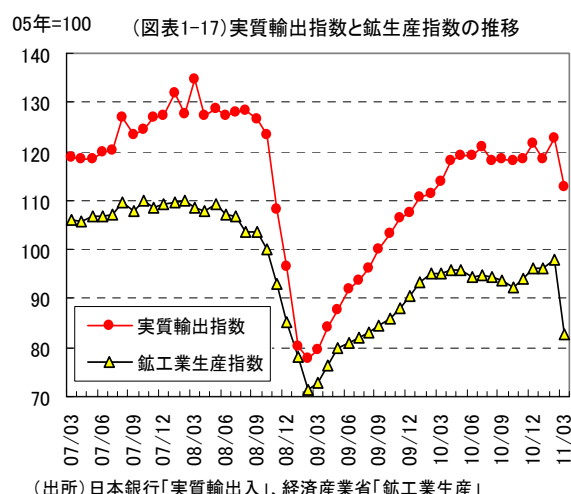


（５）生産の回復とともに輸出も徐々に回復へ

3月の貿易統計によると、輸出金額は前年同月比▲2.3%、季調済前月比▲7.7%と大きく落ち込んだ。日銀の実質輸出指数は前月比▲8.0%であった（図表1-17）。貿易統計で旬別の輸出状況を見ると、震災前の3月上旬は前年同期比+14.8%と堅調に推移したものの、3月中旬は同▲5.9%、3月下旬は同▲13.3%と、震災後に急速に悪化した。

3月の輸出金額を商品別に見ると、自動車と同▲27.8%（2月は同+10.0%）と落ち込みが際立っている。完成車の工場で被災した工場は3工場（岩手、宮城、栃木）に過ぎず、生産設備の損傷も比較的軽微だったようであるが、震災後は、西日本の工場も含め、国内の完成車工場の大半が生産を停止した（図表1-18）。3月下旬頃から生産が徐々に再開されているものの、まだ稼働率は50%程度にとどまっている。自動車用半導体の主力工場が被災し、エンジンなどを制御するマイコンの調達が困難になったことが最大の要因のようだ。半導体は超精密部品であるため、生産設備が損傷した場合の復旧にそもそも時間がかかるうえ、生産再開から出荷までのリードタイムも2ヶ月程度と、他の部品などと比較すると極めて長い。

今回の生産低迷の大きな特徴は、自動車業界を中心にサプライチェーンに大きな障害が発生して



いることである。経済産業省は4月8日から15日にかけ、「東日本大震災後の産業実態緊急調査」を実施した。この中で、部品・部材を十分に調達可能となる時期の見込みについても尋ねており、大半の企業は10月末までには部品・部材の不足は解消されると回答している（図表1-19）。サプライチェーンの寸断が特に深刻な自動車業界では、トヨタは「6月頃から増産、11～12月頃には生産が正常化」、日産は「10月までにフル生産」、ホンダも「年内には正常な生産を再開」と発表している。ここきて、増産や正常化の時期について前倒しする企業が増えており、生産設備の復旧やサプライチェーンの修復は概ね順調に進んでいるようだ。

3月の鉱工業生産は前月比▲15.3%と大きく落ち込んだものの、4月以降の生産は徐々に回復に向かうと予想される（図表1-20）。夏場（7～9月）は電力不足が再度生産の制約となることが見込まれ、夏休みの長期化や作業時間の短縮などによって生産が一時的に弱含む可能性が高い。ただ、計画停電が回避（計画節電に転換）される方針となったことや、東京電力が当初見込みよりも夏場の電力供給量を上積み可能な見通しとなったことなどから、生産の落ち込みは深刻なものとはならないだろう。サプライチェーンの修復も進み、10～12月期には国内の生産体制はほぼ正常化すると予想される。

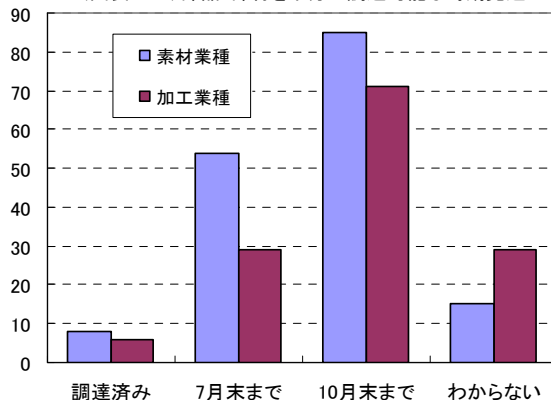
海外景気は今後も概ね堅調持続が見込まれることから、輸出も生産の回復とともに徐々に回復に向かうと予想される。四半期ベースでは、4～6月期は前期比で大幅に減少することが避けがたいが、7～9月期から回復に転じ、10～12月期にはさらに上向くとみている。ただ、今回の部品不足によって一部のメーカーは部品の調達先を海外に変更している。いったん別企業に調達先を変更すると、少なくとも次のモデルチェンジまでは調達先を元に戻す可能性は低い。また、震災を契機に、部品・部材メーカーもグローバルな視点から生産拠点のリスク分散を一層進めること検討している模様である。これら一連の動きは中長期的に国内生産の下押し要因として働き、輸出にも悪影響が残ることになるだろう。

（図表1-18）自動車メーカーの生産状況（5月12日時点）

トヨタ	3/14から3/26まで全完成車工場の生産停止。3/28から順次生産を再開。4/18から全完成車工場で生産実施（稼働率は約50%）。6月頃から増産、11～12月頃に正常化。
日産	3/14から3/20まで全車両工場で生産停止。3/21から生産再開、4/4から再停止。4/11から全車両工場で生産を順次再開（稼働率は約50%）。10月には全世界でフル生産の見込み。
ホンダ	3/14から4/10まで全四輪車工場（埼玉工場、鈴鹿工場）の生産を停止。4/11から両工場で生産再開（稼働率は約50%）。年内には正常化の見込み。
マツダ	3/14から3/21まで全車両工場（本社工場、防府工場）の生産停止。3/22から両工場で限定的に生産を再開（稼働率は50～70%）。10月以降に正常化の見込み。
スズキ	3/14から3/21まで全四輪車工場（湖西、磐田、相良）の生産停止。3/22から3工場の生産を昼間のみ再開。
ダイハツ	3/14から3/21まで全工場の生産停止。3/22から限定的に生産を再開。4/18から全工場で生産再開（稼働率は約50%）。5/6から通常稼働（ただし、6月以降は未定）。
三菱	震災後も3/18までは生産継続。その後は限定生産に切り替え。4/18から継続的な生産を再開（稼働率は約60%）。10月には正常化の見込み。
富士重工	3/14から3/30まで全完成車の生産停止。3/31から軽自動車の生産を順次再開。4/6から登録車を順次生産再開。

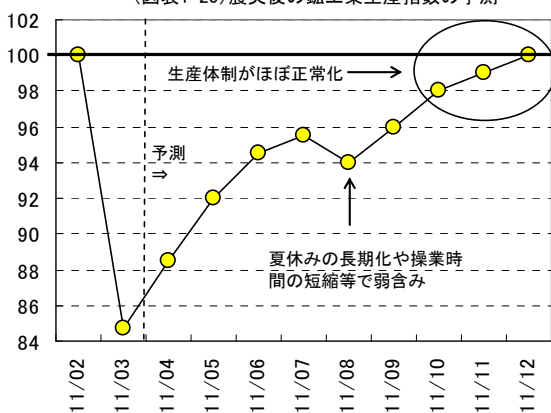
（出所）各社HP、新聞等から明治安田生命作成

（図表1-19）部品・部材を十分に調達可能な時期見込み



（出所）経済産業省「東日本大震災後の産業実態緊急調査」

11年2月=100 （図表1-20）震災後の鉱工業生産指数の予測



（出所）明治安田生命作成

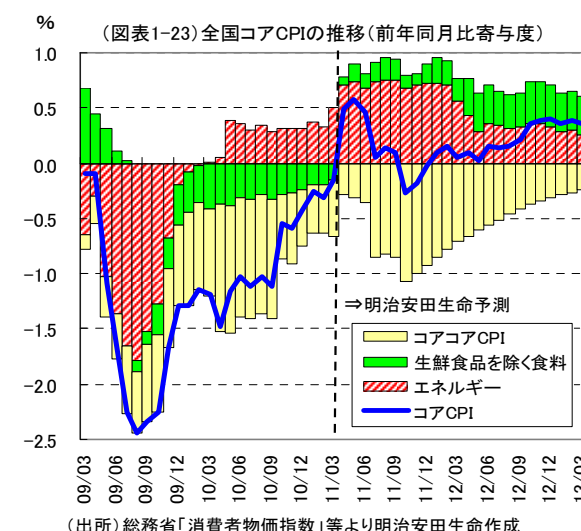
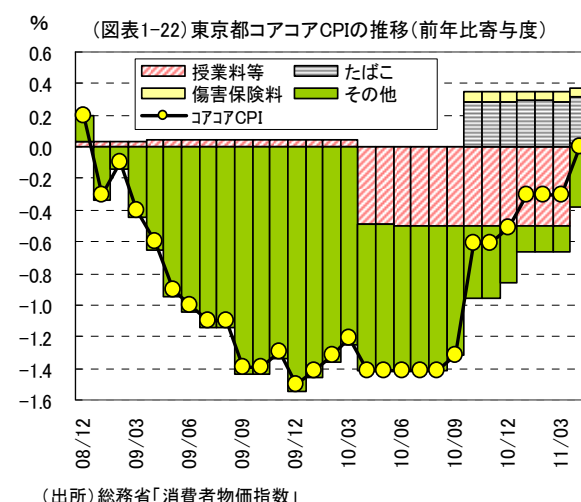
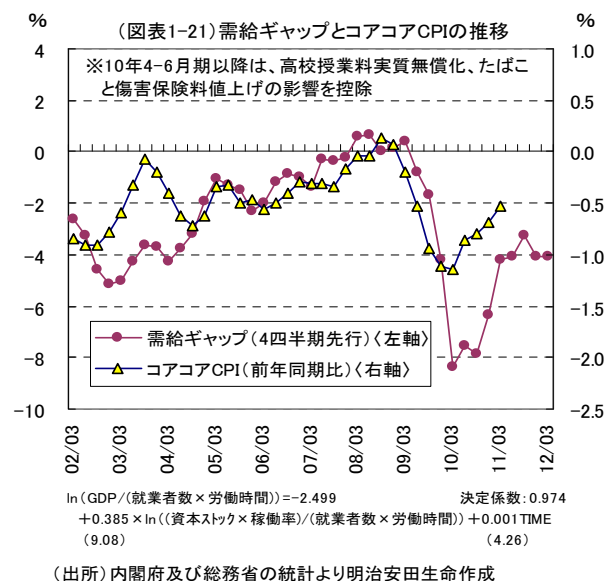
（６）デフレ基調は変わらず

当社では、2011 年 1－3 月期の需給ギャップは▲4%程度、年間約 20 兆円の需要不足と試算している。東日本大震災に伴う資本ストックの毀損が潜在 GDP を減少させたものの、一方で、実質 GDP も減少したため、需給ギャップは前期比ほぼ横這いとみている。マイナスの需給ギャップ（デフレギャップ）は依然として大きく、デフレ圧力が根強く残っている（図表 1-21）。

3 月の全国消費者物価は震災前に調査が実施されているため、震災後の一般物価の動向を把握するため、4 月の東京都区部（中旬速報値）のコアコア CPI（食料〈酒類を除く〉及びエネルギーを除く消費者物価指数）を見ると、前年同月比±0.0%と、3 月の同▲0.3%からマイナス幅が縮小している。しかし、昨年 4 月から実施されている公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減の下押し要因（コアコア CPI を▲0.50%ポイント押し下げ）が一巡したことによるものであり、たばこの値上げ（2010 年 10 月）や傷害保険料の値上げ（2010 年 10 月）の影響も除いた「その他」のマイナス幅は、3 月の▲0.16%から 4 月には▲0.38%へとマイナス幅が拡大している（図表 1-22）。薄型テレビや宿泊料、外国パック旅行などの前年比マイナス幅が拡大しており、震災で消費マインドが冷え込んだことを反映しているようだ。

震災直後には首都圏でも日用品の品不足が深刻化した時期があったものの、その後は備蓄需要の一巡や物流機能の回復などを受け、品不足は相当程度解消されている。足元で品不足が継続しているものは乗用車くらいであり、その他の消費財・サービスの供給はほぼ正常化している。乗用車についても消費者に買い急ぐ動きは見られず、値上げが実施される状況とは考えにくい。消費マインドは徐々に改善するとみられるものの、当面はデフレ色の強い展開が続くと予想される。

生産の回復に加え、復興需要や在庫復元などによって、国内景気は 7－9 月期からプラス成長に転換すると予想しており、しばらくは潜在成長率（0.6%程度）を上回る成長トレンドが続くとみているが、それでもデフレギャップが解消するまでには 3 年程度はかかる可能性が高い。コアコア CPI のマイナス幅は縮小傾向をたどるとみられるが、デフレギャップは依然として残るため、物価



の下押し圧力も残ると予想される。一般物価の動向を示すコアコア CPI がプラス基調に転換するにはまだかなりの時間がかかりそうだ。

全国コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は 2009 年 8 月の前年同月比▲2.4%を底に、主としてエネルギー価格の上昇によって縮小傾向に転じ、今 3 月には同▲0.1%となった。今後については、エネルギー価格のプラス寄与拡大や、4 月には公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減が実施されてから 1 年が経過し、前年比での下押し要因（コア CPI を▲0.54%ポイント押し下げ）が一巡するため、コア CPI はプラス転換すると予想している。ただ、7 月から CPI の算定が 2005 年基準から 2010 年基準に改定され、それに伴いコア CPI は▲0.5%ポイント程度押し下げられる。さらに 10 月にはたばこ傷害保険料の値上げ効果が一巡するため、コア CPI は▲0.40%ポイント押し下げられる。その後も、コアコア CPI は緩やかにマイナス幅縮小が続くと予想されるが、コア CPI はエネルギー価格や食品価格の動向に大きく左右される展開が続こう。コア CPI は当面小幅のプラス基調で推移すると予想している（図表 1-23）。

（7）夏場の追加緩和が有力か

4月28日の金融政策決定会合では、西村副総裁が資産買い入れ基金の5兆円増額を提案し、8対1で否決された。日銀の場合、正副総裁の執行部は足並みを揃えた投票行動をとるのが普通で、副総裁が自ら独自提案を提出し、それが否決されたのは、1998年の新日銀法の施行以来、初めての出来事であった。

決定会合後に発表された「展望レポート」では、2011年度の実質成長率見通しを、1月の中間評価時の1.6%から0.6%まで大きく下方修正した。日銀は展望レポートの中で、震災の影響については、「3つの視点」を持つておくことが重要としている。すなわち、①震災による下押し圧力は基本的に供給ショックであり、海外経済の高成長など、日本経済の回復を支えていた基本的な条件に大きな変化はないこと、②震災の影響は、短期的な供給制約、その後の復興需要の顕現化、長期的な成長力への影響と、時間の経過とともに変化すること、③震災の影響の表れ方には不確実性が大きいこと、である。とりわけ最後の「不確実性」という言葉は、展望レポート、および発表当日の総裁定例会見で再三にわたり登場しており、一種のキーワードとなっている。

今後の景気の基本シナリオは、目先は生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続くが、2011年の秋口以降はサプライチェーンの再構築と、電力の需給ひっ迫の改善で供給面の制約が和らぎ、そうなれば「海外経済の改善が輸出や生産の増加につながり、わが国経済の回復を支える原動力として、再びはっきりと作用してくる」というものだ。復興需要も加わり、2012年はある程度自律的な回復軌道に向かうとしている。

ただ、白川総裁は、「日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと考えられますが、当面は、震災の影響を中心に、景気の下振れリスクを意識する必要がありますと考えています」と述べており、しばらくは下振れリスクへの警戒が必要な時間帯が続くとしている。日銀としては、震災後のマクロ経済への影響をもう少し見極めたいというところだろうが、その後、1-3月期GDPが市場予想を大きく下回るなど、震災の影響が大方の予想以上に大きかったことが既に明らかとなりつつある。年度後半には回復が見込めるとはいえ、短期的にはかなりの景気下押し圧力がかかるのも確かと考えられ、このまま日銀が何もせずに済むとは考えにくい。今回の西村副総裁の行動とも重ね合わせると、次の一手は夏場までの追加金融緩和という線が有力とみている。

追加緩和手段としては、西村副総裁も提案したとおり「資産買い入れ基金」の5兆円程度の増額

が軸となろう。夏場以降に編成が予想される二次補正予算では、国債増発が確実視されることもあり、国債の買い入れ幅が拡大される可能性が高い。コアCPIが安定的に1%に載る時期はまだ見通せる段階にはなく、日銀の利上げは少なくとも2013年度までないと見ている。

復興需要一巡後の日本経済は、中長期的な成長力の低下という、日本経済の根底に横たわる課題に再び向き合わなければならない。事実上、20年に及ぶ景気停滞が、人々の成長期待の低下を通じ、自己実現的に低成長やデフレの長期化として跳ね返ってきている。急速な高齢化と生産年齢人口の減少が、大方の予想以上のスピードで日本経済の需要構造のシフトをもたらし、需給のミスマッチの拡大に繋がっている面も大きい。結果として、多くの産業で過剰供給が発生しているのが現状である。財政赤字や年金問題に対する不安感も年々高まっている。こうした構造的問題に正面から向き合った改革を進めない限り、本格回復の時代は二度と訪れない可能性が大きい。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

1－3月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.8％と、7四半期連続のプラス成長となったものの、10－12月期の同＋3.1％からは減速した。在庫を除く最終需要項目が軒並み悪化したのが特徴。4－6月期は、減税策の延長やFRBによる6月末までの量的緩和第2段（QE2）などの効果で、比較的高めの伸びを予想するが、金融危機の後遺症が残ることなどもあり、2011年後半から2012年にかけての景気回復ペースは緩やかなものととまるとみている。

個人消費は、雇用環境が改善傾向にあることなどから、回復基調が続くと予想するが、家計のバランスシート調整が続くことが重石として残ろう。住宅市場は、在庫調整が一巡するにつれて持ち直しに向かうと予想するが、足元の住宅価格が下落基調であることなどから、持ち直しのペースは緩慢なものにとどまるとみる。

設備投資は、設備過剰感の緩和や企業業績の改善などから、回復傾向が続くとみている。輸出は、新興国を中心に世界的な景気回復基調が続くと考えられることから、持ち直し傾向が続くと予想する。

FRBは異例の低金利を長期にわたり継続する方針を示している。利上げは2012年前半とみている。

（図表2-1）米国実質GDP

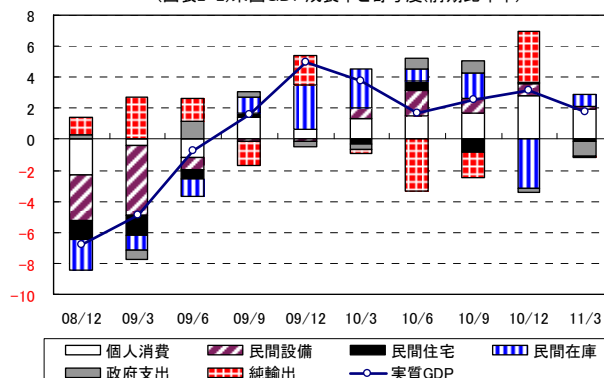
――→ 予測

《前期比年率》	暦年ベース			2010年	2011年				2012年			
	2010年	2011年	2012年	10/12	11/3	11/6	11/9	11/12	12/3	12/6	12/9	12/12
実質GDP	2.9%	2.6%	2.5%	3.1%	1.8%	3.1%	2.6%	2.9%	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%
個人消費支出	1.7%	3.0%	2.4%	4.0%	2.7%	3.2%	2.7%	2.7%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%
民間住宅投資	-3.0%	-2.8%	1.1%	3.3%	-4.1%	0.1%	0.9%	1.9%	1.2%	1.1%	0.7%	0.2%
民間設備投資	5.7%	7.0%	6.4%	7.7%	1.8%	7.9%	7.7%	6.9%	7.0%	4.3%	6.0%	6.1%
民間在庫(寄与度)	1.4%	-0.1%	0.2%	-3.1%	0.9%	0.2%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	-0.5%	0.2%	0.2%	3.3%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
輸出	11.7%	6.1%	4.7%	8.6%	4.9%	5.1%	4.9%	5.3%	4.3%	4.4%	4.9%	4.0%
輸入	12.6%	3.5%	2.8%	-12.6%	4.4%	3.2%	3.3%	2.9%	2.8%	2.5%	2.6%	2.7%
政府支出	1.0%	-1.4%	-0.9%	-1.7%	-5.2%	-1.3%	-1.0%	-1.4%	-1.4%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
内需	3.3%	2.4%	2.4%	0.2%	1.8%	3.0%	2.5%	2.7%	2.1%	2.1%	2.3%	2.4%
国内最終需要	1.9%	2.5%	2.2%	3.3%	0.8%	2.8%	2.5%	2.4%	2.0%	1.9%	2.1%	2.3%

（1）1－3月期は回復ペースが減速

1－3月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋1.8％と、7四半期連続のプラス成長となったものの、10－12月期の同＋3.1％からは減速した（図表2-2）。需要項目別の内訳をみると、在庫を除く最終需要項目が軒並み悪化している。まず、GDP全体の約7割を占める個人消費は7四半期連続で増加したが、同＋4.0％から同＋2.7％へと伸び率が鈍化。住宅投資は同▲4.1％と2四半期ぶりに減少し、住宅市場の低迷が続いている様子を示した。輸出の伸び幅が縮小する一方

（図表2-2）米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)



（出所）米商務省

で、輸入が在庫調整などに伴う10－12月期の大幅な減少の反動で増加した結果、純輸出の寄与度は▲0.1%とマイナスに転じた。一方、在庫投資は10－12月期に大きく減少したこともあり、1－3月期の寄与度は+0.9%のプラス寄与となった。政府支出は、10－12月期の前期比年率▲1.7%から同▲5.2%へと大きく減少した。特に国防費の支出が同▲11.7%と大きく減少したことが押し下げ要因となった。

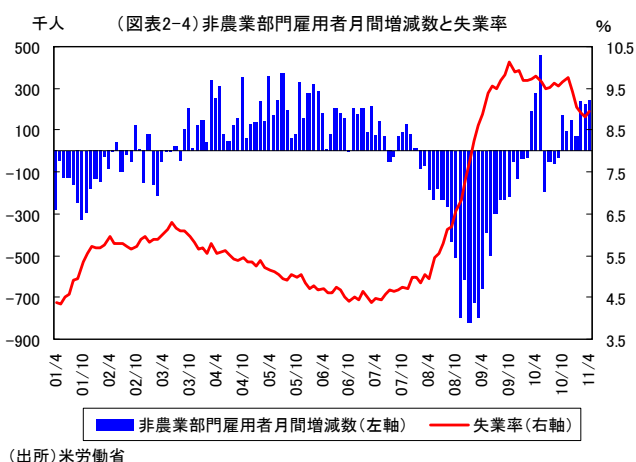
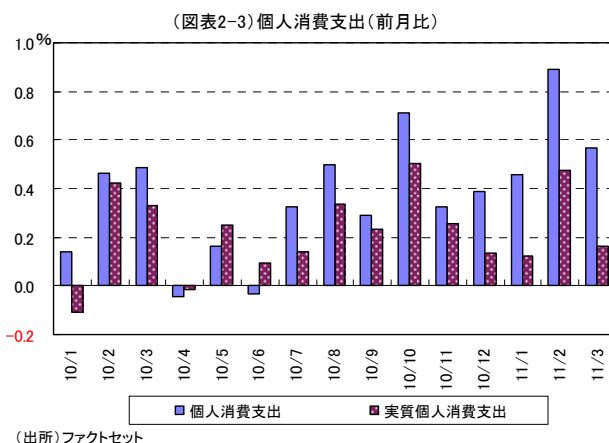
1－3月期の減速に関しては、自動車関連消費の一時的な落ちこみや、国防支出の削減など、一過性の要因も働いており、4－6月期は、減税策の延長や、FRBによる量的緩和第2段（QE2）などの効果で、比較的高い伸びを予想している。その後も回復基調が続くとみているが、住宅価格が大きく下落した結果、家計部門は資産に見合う規模まで負債を削減する必要に迫られていること、金融機関の不良債権問題など、金融危機の後遺症が残ることなどもあり、2011年後半から2012年にかけての景気回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

（２）個人消費の回復ペースは緩やかに

米国の個人消費は、2009年の夏場以降、回復基調が続いているが、2011年1－3月期の実質個人消費支出は前期比年率+2.7%と、10－12月期の同+4.0%からは伸び率が鈍化した。サービス消費の伸びは拡大したものの、耐久財、非耐久財の伸びがほぼ半分になったことが響いた。ただ、実質個人消費支出を見ると、2010年5月以降、11ヶ月連続で前月比プラスとなっており、個人消費は基調として持ち直しが続いている（図表2-3）。

個人消費が回復基調にある主因として、雇用環境の改善が続いていることが挙げられる。4月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+24.4万人と、7ヶ月連続の増加となった（図表2-4）。2010年は10年に1度の国勢調査に伴う臨時雇用者の増減により、振れが大きくなっているため、それらを除いた民間部門のみの数字を見ると、2010年初から増加傾向が続いていることが確認できる。今後に関しても、好調な企業業績などから雇用環境の改善傾向が続くとみている。ただ、平均失業期間が歴史的に長いままとなっていることなどもあり、回復の足取りは緩やかなものになるとみる（図表2-5）。

一方、家計のバランスシート調整が続くとみられることは、個人消費の下押し要因である。住宅バブルが崩壊し、住宅価格が大きく下落したのに加え、その後の金融危機で株価も下落した結果、家計資産は大幅に減少した（図表2-6）。そのため、家計は資産に見合った規模まで負債を削減する必要性に迫られている。こうしたバランスシート調整によって、米国家計の消費スタイルは大きな変化を余儀なくされている。株価が一時に比べ回復したことや、負債の削減が続いていることで、



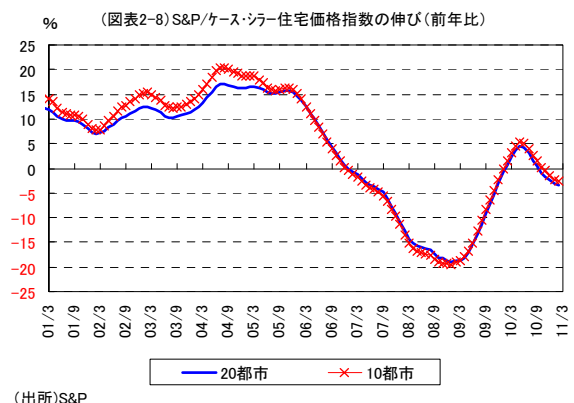
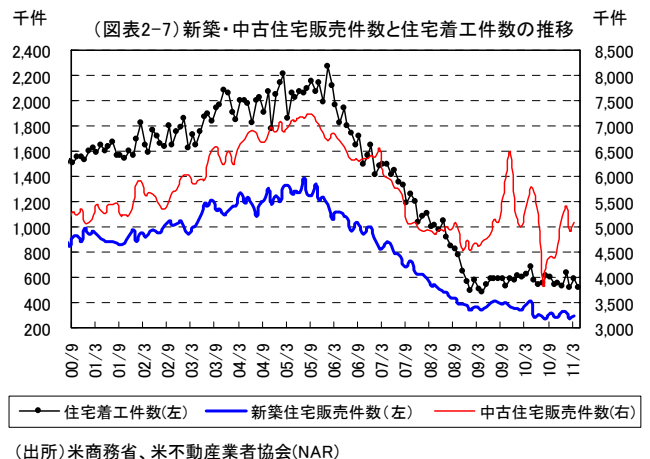
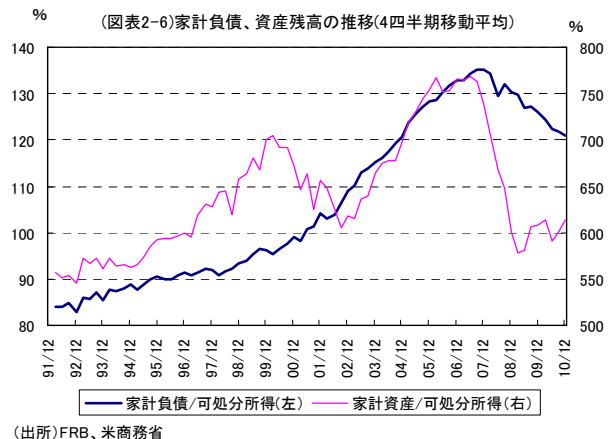
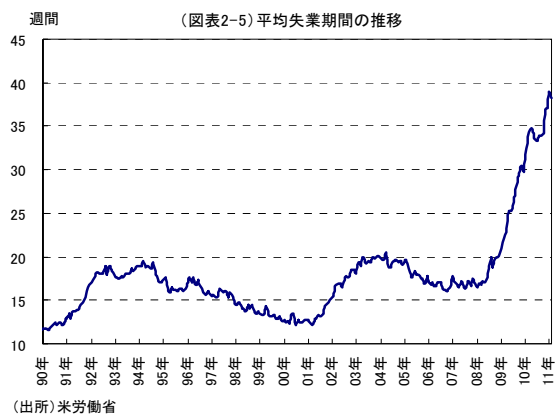
調整は多少進んだものの、家計は未だに過大な負債を抱えている。今後の株価や住宅価格の動向次第という面は強いものの、今のペースで調整が進んだとすると、バランスシートの適正化には最低でもあと3～5年は要すると推定され、中長期的な個人消費の下押し要因になるとみられる。

また、ブッシュ前大統領が実施した所得、キャピタルゲイン、配当収入等に対する減税、いわゆるブッシュ減税が2年間延長されたことは、個人消費の追い風である。オバマ大統領は年収20万ドル（夫婦だと25万ドル）を超える高所得者層の減税をしない方針だったが、昨年11月の中間選挙での民主党大敗を機に、高所得者層への減税が延長された。これにより、約500億ドルの増税になるとみられていた高所得者層の負担がなくなった。さらに、昨年11月で失効予定だった失業保険の延長給付も継続されたことに加え、新たに給与税が2年間引き下げられた。こちらは2年間で約1,000億ドルの減税規模となる。これらの減税策の延長などが押し上げ要因となり、4～6月期の個人消費は比較的高い伸びになると予想する。高止まりするガソリン価格が下押し要因と考えられるものの、その後も雇用環境の持ち直しや株価上昇による資産効果などから緩やかな回復が続くとみている。

（３）住宅価格は当面下落基調が続く

住宅市場は、住宅購入者に対する税額控除が昨年4月に終了した影響で落ち込んだ後、一旦は持ち直しの兆しがみられたものの、足元では再び低調な推移を辿っている。中古販売件数も再び軟調な動きとなっている（図表2-7）。新築販売件数、着工件数はともに底ばい圏で推移しており、低迷が続いている。

住宅市場では、住宅価格が再度下落に向かうなど、懸念材料が残っている。住宅価格の下落傾向が続くことは、消費者に住宅購入を躊躇させる要因となる。2月のS&Pケース・シーラー住宅価格指数は、前月比▲0.18%と8ヶ月連続で低下、前年比のマイナス幅も拡大している（図表2-8）。同指数の先物市場では、2012年の春先まで先物価格の下落が見込まれている。商務省が発表している3月の新築住



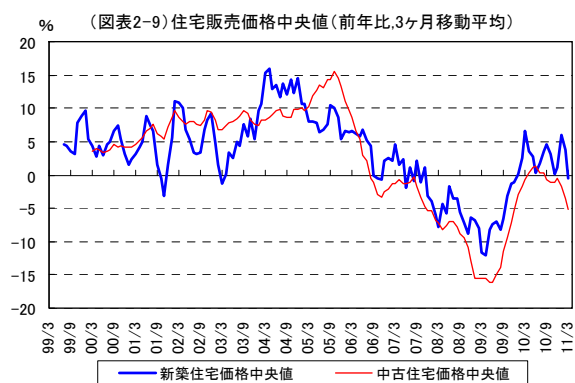
宅の販売価格（中央値）は前年比▲4.9%と2ヶ月連続で低下した。中古住宅の販売価格は前年比▲5.9%と4ヶ月連続のマイナスであり、中古の価格調整圧力がより強いことが見てとれる（図表2-9）。この背景には、中古市場では差し押さえなどによる供給圧力が大きく、在庫調整が遅れていることがあげられる。銀行などの債権者が不良債権処理を急ぐため、中身を精査せず機械的に証明書へのサインを行ってきたことが問題となり、多くの金融機関が差し押さえを控えたことから、差し押さえの増加に歯止めがかかった形になっている（図表2-10）。ただ、こうした債務者の多くは実質的にデフォルトしていると言われており、最終的には差し押さえに至る可能性が高い。これらの潜在的な差し押さえ予備群の存在が、住宅市場の調整を遅らせる要因になっているとみられる。

また、住宅ローンの融資基準が依然として厳しいことも、住宅市場の下押し要因となる。FRBの貸出態度調査によると、住宅ローンの融資基準は、住宅バブルの崩壊以降急速に厳格化が進んだ後、徐々に厳格化の動きが収まりつつあるものの、足元でも3ヶ月前に比べて貸出態度を「厳しくした」という銀行が「緩くした」という銀行を上回っている（図表2-11）。地銀を中心に、米銀行は依然として不良債権処理に追われており、融資基準の引締め傾向が続いている。とりわけ、住宅ローンは足元でも差し押さえが続いており、損失が拡大している。そのため、住宅ローンの融資基準は厳しめの状態が続くとみられ、住宅販売の抑制要因になるとみられる。

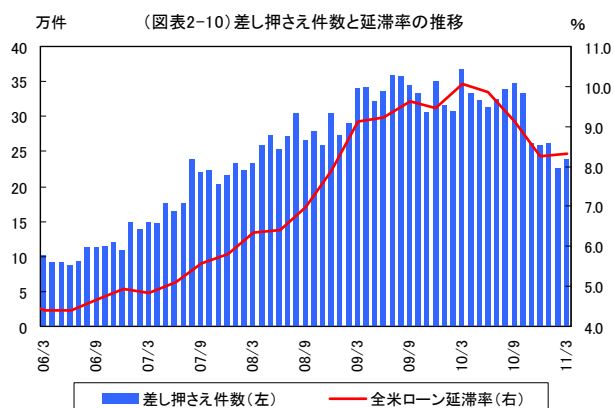
今後の住宅市場は、雇用環境が緩やかながらも回復傾向にあることや、個人の可処分所得が増加基調であることなどから、在庫調整圧力が緩和するにつれ、緩慢ながらも持ち直しに向かうとみる。ただ、価格は当面下落基調が続くと予想しており、住宅市場の本格回復は3～4年先まで見込めないとみている。

（４）設備投資は持ち直しが続く

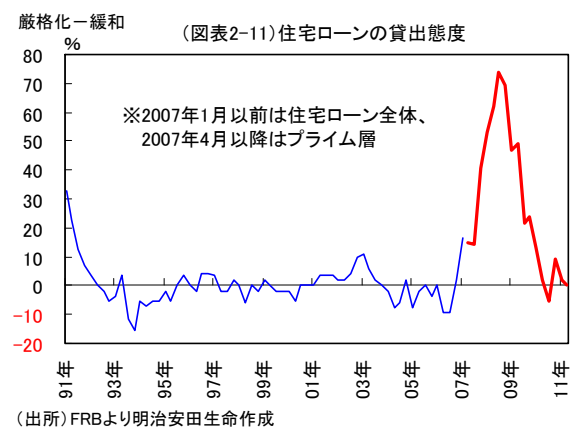
民間設備投資は、企業業績の改善や生産の増加を受けて、持ち直し傾向が続いている。企業業績



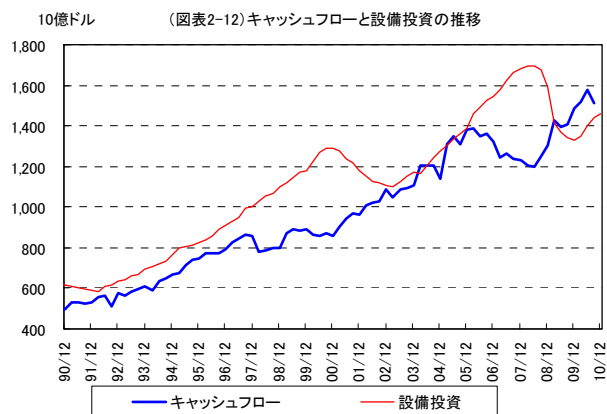
（出所）米商務省、米不動産業者協会(NAR)



（出所）FRB、リアルティトラック



（出所）FRBより明治安田生命作成



（出所）米商務省

は、リーマン・ショック後に一旦大きく落ち込んだものの、雇用や設備投資のリストラを進めた結果、2009年以降は順調な回復が続いている。企業業績の改善とともに、企業のキャッシュフローも改善しており、それが足元の設備投資の回復に寄与している（図表2-12）。

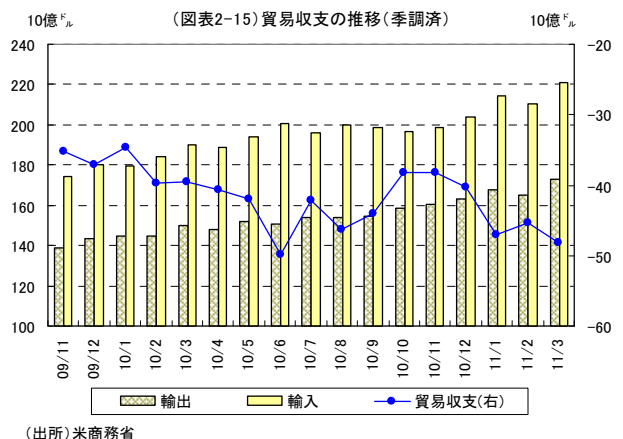
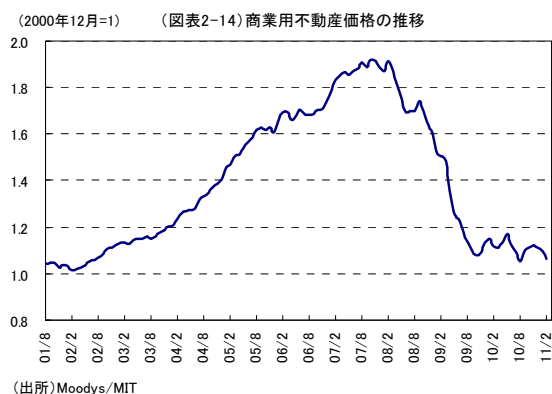
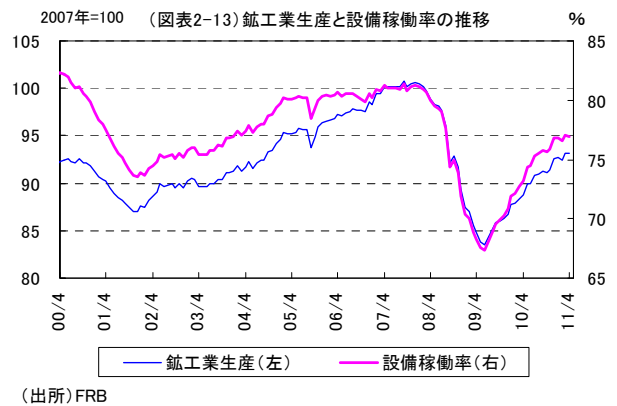
生産も回復基調である（図表2-13）。4月の鉱工業生産は、前月比▲0.01%減と、ほぼ横ばいであったものの、2009年中頃からは増加傾向を辿っている。生産回復の背景には、個人消費の持ち直しや、在庫調整の一巡などがある。企業マインドを示すISM製造業景況指数を見ても、4月は60.4と2ヶ月連続で低下したものの、引き続き高水準を維持している。構成項目の中では、生産への先行性が強いとされる新規受注指数が高い水準にある。生産の増加が続いていることで、設備稼働率も上昇傾向を辿っている。過去に比べ水準は低いものの、今後も生産の増加基調が続くことで、設備稼働率も上昇傾向が続くとみる。

一方、商業用不動産市場の低迷が続いているのは悪材料である（図表2-14）。1－3月期の実質民間設備投資の内訳を見ると、店舗などの構築物投資は同▲21.7%減と減少しており、商業用不動産市場の低迷がうかがえる。2004年以降のブーム期に実施された大量のローンが満期を迎えつつある中、担保である不動産価格の低下から借り換えがスムーズに進まないことが、相場の下押し要因になっているとみられる。商業用不動産市場の低迷は今後も続くと考えられ、構築物投資は低調な推移が見込まれる。

また、交易条件が2010年10月以降、悪化傾向を示していることも不安材料である。原油価格の上昇が一段と進めば、交易条件悪化に伴う企業業績へのネガティブな影響が顕在化しよう。足元の企業業績が改善傾向を辿っていることなどから、今後も設備投資は基本的に回復基調が続くと予想する。ただ、商業用不動産市場の低迷や原油価格の高止まりが下押し要因となると考えられ、力強い回復には至らないとみる。

（５）輸出は上向きつつある

輸出は2010年9月以降、再び持ち直しつつある（図表2-15）。輸出が持ち直している背景には、中国経済が足元で堅調な成長を示してきたことや、その他のアジア新興国の景気も概ね上向きつつあることがあげられる。これら新興市場向けの輸出が牽引役となり、全体の輸出を押し上げる要因となっている。南米向けについても、ブラジルなどを中心に底堅い伸びが続いており、輸出増加基調は続くと考えられる。一方、EU向け輸出は、低調な



推移を辿っている。依然として周辺国の財政問題が燦々していることに加え、緊縮財政による景気への影響も懸念される。ただ、いわゆるPIIGS向けの輸出は元々全体の2-3%程度とそれほど大きくないことに加え、堅調なドイツ経済を中心に、ユーロ圏全体としては緩やかな景気回復が続くとみられるため、EU向け輸出も緩慢ながら持ち直すとみている。

今後についても新興市場を中心に景気回復基調が続くと考えられ、輸出は持ち直し傾向が続くと予想する。

（６）財政赤字の動向

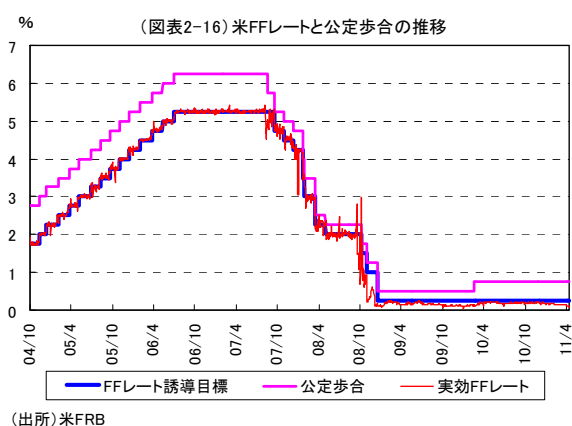
オバマ大統領が2月に議会へ提出した予算教書では、2012 会計年度（2011 年10 月～2012 年9 月）の財政赤字が1兆1,010 億ドル（対GDP比7.0%）となる計画である。また、既に執行されている2011 会計年度（2010年10 月～2011 年9 月）については、財政赤字が1兆6,450 億ドル（同10.9%）と、過去最大の赤字幅となる見通しが公表された。これは、昨年末に決定したブッシュ減税や失業保険給付の延長等の影響が大きい。これに対し、当初は2021年までの10年間で約1.1兆ドルの財政赤字を削減する計画が示されていたが、オバマ大統領は2023年までに約3兆ドルを追加削減し、合計で約4兆ドルの財政赤字を削減する新計画案を表明している。ただし、長期的な財政赤字削減の計画案を巡っては、与野党間で歳出削減の内容などに大きな隔たりがある。米国では、昨年の中選挙後、上院は与党の民主党が過半数を占める一方、下院は野党の共和党が過半数を占め、日本同様、ねじれ国会の状況にある。共和党内では、ティーパーティに代表される「小さな政府」を目指す勢力が勢力を増しており、今後の財政赤字削減に関する審議は難航が予想される。

一方、足元の2011会計年度の予算では、暫定予算期限切れ前に当初計画から約385億ドルの歳出削減で与野党が妥協しており、最終的には小幅の追加歳出削減で収まっている。このため、短期的には財政赤字削減に伴う景気への影響は限定的と予想される。ただ、財政赤字の削減幅では与野党間で大きな違いがなく、方向性としては緊縮財政に向かうとみられ、中長期的には景気への下押し要因となることが避けられないとみる。

（７）利上げは 2012 年前半と予想

4/26-27日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレートの誘導目標が0-0.25%で据え置かれたほか（図表2-16）、昨年11月に決定した量的緩和第2弾（QE2）は6月末で終了する方針が示された。エネルギーなどの価格上昇を受けて、景気の見通しが前回に比べてやや慎重な内容になっているのが特徴で、現行の超低金利政策の長期化を予告する「長期にわたり（for an extended period）」という一節は維持された。

今回の声明では、計6,000億ドルの国債を購入するという、いわゆる量的緩和第2弾（QE2）を完了する方針が示された。量的緩和第2弾（QE2）は、その開始後、株価が1割以上も上昇するなど、ここまで一定の成果を挙げてきた。一方、GSE（政府支援機関）債とMBS（住宅ローン担保証券）の償還資金の国債への再投資は継続する。この再投資により、FRBが保有する証券の規模は概ね変わらないため、金融市場への影響は限定的にとどまるとみる。ただ、今後に関しては、「保有する証



券の規模と構成を定期的に見直し、雇用の最大化と物価安定を最も促進するため必要に応じてこれら保有証券を調整する用意がある」と、状況次第で保有証券の規模を縮小する可能性が示された。

また、4月のFOMCでは、初めてバーナンキ議長の記者会見が開かれた。議長は、継続している償還資金の国債への再投資は、「おそらく出口戦略の早期の段階で、すべてもしくは一部を終了することになろう」としている。今後は、償還資金の国債への再投資終了、リバースレポ取引やターム預金を活用した流動性吸収など、利上げまでには幾つかの段階を踏むとみる。その時期は、同議長が「（金融引締めに着手する）行動を起こす前におそらく数回の会合を要するだろう」と述べていることから、2011年後半と予想される。その後、徐々に景気の持続的な回復や雇用環境の改善などが確認されるにつれ、流動性の吸収から利上げの段階に移っていくものとみられ、その時期は2012年前半とみる。

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

足元のユーロ圏経済は、昨年末に停滞していた輸出が再び上向いたことや、主要国を中心に内需の持ち直しが続いたことを受け、緩やかな回復が続いている。世界景気は引き続き堅調に推移すると見込まれ、輸出は緩やかな伸びが続くと予想する。内需についても、持ち直し傾向が続くとみるが、2011年以降、各国が足並みを揃えて財政再建路線を歩む予定のため、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

個人消費は、主要国を中心に雇用環境が持ち直していることを背景に、回復基調が続いている。企業業績は好調で、今後も主要国では雇用環境の改善傾向が続くとみるが、周辺国の雇用回復の動きが鈍いことから、ユーロ圏全体では、個人消費の伸びは緩やかなものにとどまるとみる。

固定投資は、企業収益の改善等を受け、持ち直しの動きが続いている。企業の投資マインドは上向いており、循環的にも回復局面にあることから、堅調に推移しよう。

ECB は、4 月の理事会において政策金利を 25bp 引き上げ、1.25%とした。5 月の理事会では、インフレ圧力は依然上向きだとしており、景気に対しても強気な見方を崩していない。ECB は年内に 2 回の利上げを行い、年末までに政策金利を 1.75%まで引き上げると予想する。

（図表3-1）欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP（11/03 期は合計のみ実績）

（前期比）	2010年			2010年			2011年			2012年		
	2010年	2011年	2012年	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12
ユーロ圏GDP	1.7%	2.3%	2.4%	0.3%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
家計消費	0.8%	1.0%	1.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
政府消費	0.7%	0.4%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
固定投資	-1.0%	4.8%	6.1%	0.4%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
純輸出（寄与度）	0.8%	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

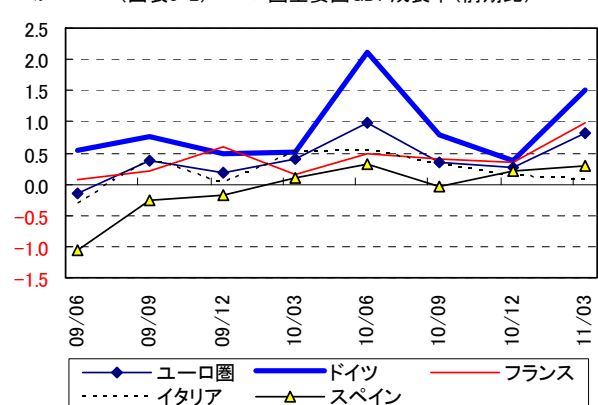
英国実質GDP

（前期比）	2010年			2010年			2011年			2012年		
	2010年	2011年	2012年	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12
英国GDP	1.3%	1.2%	1.6%	-0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%

（1）ユーロ圏景気は緩やかな回復が続く

1-3 月期のユーロ圏実質 GDP 成長率（速報値）は前期比+0.8%と、5 四半期連続のプラス成長となり、前期の同+0.3%から加速した（図表 3-2）。寒波からの反動増といった要因もある模様だが、昨年末に停滞していた輸出が再び上向いたこと、主要国を中心に内需の持ち直しが続いたことを受け、足元のユーロ圏経済は緩やかな回復が続いている。国別の成長率を見ると、ドイツ、フランス、スペインは成長率が加速したもの、イタリアは同じ成長率（同+0.1%）となった。スペインは、

（図表3-2）ユーロ圏主要国GDP成長率（前期比）



（出所）各国統計局

昨年からの VAT 引き上げを含む厳しい財政再建を実施しているが、他の南欧諸国やアイルランドとは

異なり、輸出の持ち直し等を背景に、マイナス成長を回避している。

（２）輸出は緩やかな増加傾向が続くと予想

2011年1月、2月の輸出は前月比+3.9%、同+1.6%と、昨年後半の停滞局面から再び加速した（図表3-3）。相手国別に見ると、米国向け、中南米向けの輸出が大きく伸びている。

ユーロ圏輸出とOECD景気先行指数を比較すると、OECD景気先行指数は、ユーロ圏輸出におよそ6～12ヶ月程度先行して動く傾向がある（図表3-4）。OECD景気先行指数の6ヶ月変動率は、2009年初から上昇し、年末以降悪化に転じたが、2010年後半には再び持ち直している。同指数の持ち直しは米国の他に、ユーロ圏の輸出先としてウェイトが大きい中東欧、ロシアなどの上昇を受けたもので、これらの地域の景気は、引き続き堅調を維持する可能性が高い。

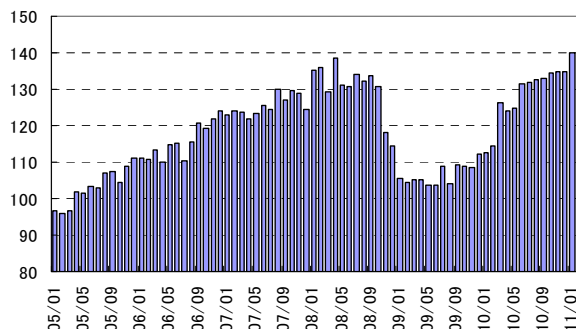
一方、製造業輸出見通し指数（DI）は、2011年4月調査時点では、ユーロ圏各国で若干の悪化がみられた（図表3-5）。悪化の背景には、4月にECBが利上げを行ったことによるユーロ高観測があるとみられる。昨年の輸出の急回復の背景には、ユーロ安による輸出押し上げの効果があつたことから、ECBの利上げがユーロ高をもたらし、輸出が減速するという見方につながったようだ。

今後の輸出は、世界景気の堅調な回復を背景に増加基調が続くとみるが、今後の米国景気の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみられ、中国景気も若干勢いを失う可能性が高いことから、増加ペースは昨年より鈍いものにとどまる可能性が高い。

（３）個人消費は緩やかに回復

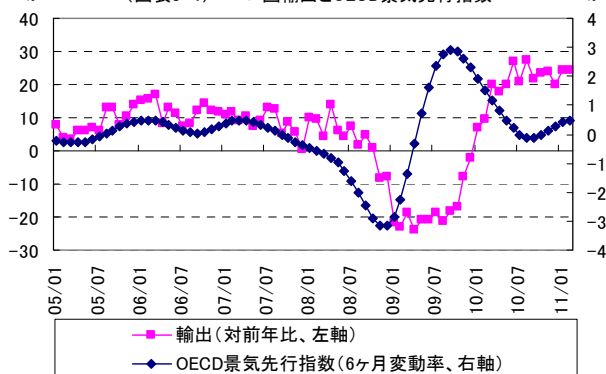
個人消費は、緩やかな回復基調を辿っている。3月の実質小売売上高は前月比▲1.0%と、3ヶ月ぶりに減少に転じた。1～3月期の実質小売売上高は前期比+0.0%と、四半期ベースで見てもこれまでの改善傾向が一服している（図表3-6）。GDPベースの実質個人消費の国別の前年比寄与度を見ると、足元ではドイツやフランス、イタリアといった主要国の寄与が高まりつつある一方で、スペイン、ギリシャ、ポルトガル、アイルランドといった周

（図表3-3）ユーロ圏輸出の推移（季調値）



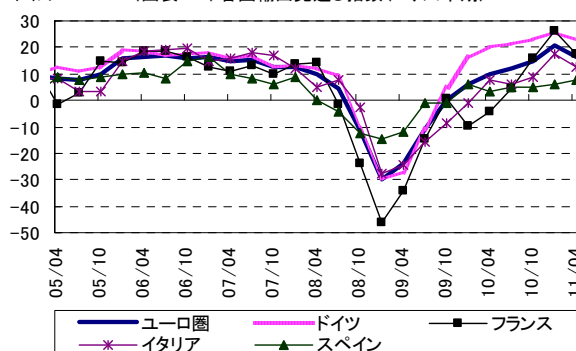
（出所）ユーロスタット

（図表3-4）ユーロ圏輸出とOECD景気先行指数



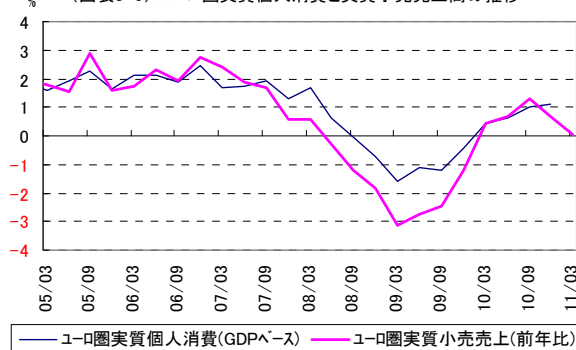
（出所）ユーロスタット、OECD

（図表3-5）各国輸出見通し指数（DI、四半期）



（出所）欧州委員会

（図表3-6）ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高の推移



（出所）ユーロスタット

辺国の回復が遅い（図表3-7）。

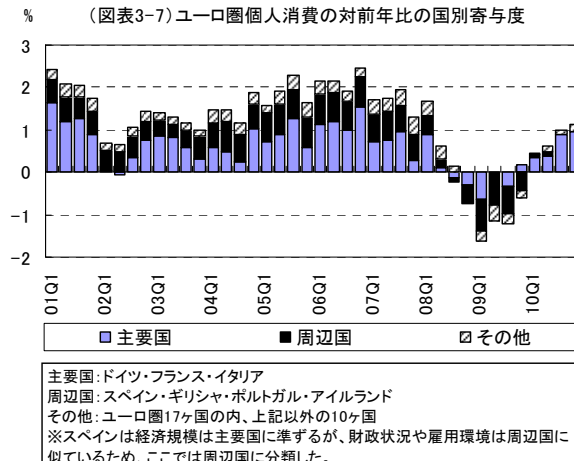
周辺国の個人消費の回復ペースが鈍い理由として、雇用環境の改善が遅いことが挙げられる。スペインの3月の失業率は20.7%と、ユーロ圏最悪の水準であり、25歳未満の若年者失業率は44.6%と、2人に1人が失業している状態である。スペインの他にも、アイルランドは14.7%、ギリシャは14.1%（12月時点）、ポルトガルは11.1%と、ユーロ圏の失業率ワースト4を占めている。雇用者数を見ても、スペインとアイルランドは金融危機と不動産バブル崩壊のダブルパンチにより、大幅な雇用調整が実施された後、足元に至るまで持ち直しの兆しが見られない（図表3-8）。一方で、ドイツでは雇用環境が2009年中頃から一貫して改善基調を保っており、失業者数が1992年以来の低水準になるなど、雇用環境の改善が続いている。ドイツ以外にも、フランスやオーストリア、オランダなどで雇用者数が増加に向かっている。

周辺国の長期失業率を見ると、スペインとアイルランドで顕著に上昇している（図表3-9）。両国は住宅バブル崩壊を経験しており、それまで建設業に従事していた労働者が、新たな職に就けずに長期失業者として労働市場に滞留している可能性がある。こうした長期失業者は、新しい技能を身に付けて再就職をするまでに長い時間がかかるおそれがあり、スペインやアイルランドの雇用環境の持ち直しは相当程度後ずれするとみられる。他の周辺国についても、厳しい緊縮財政政策をとっていることから、企業が将来における景気回復を予想しにくいことが、採用意欲を悪化させていると考えられる。

消費者信頼感指数を見ると、過去1年程度、失業予想の低下を主因に消費マインドが改善してきた（図表3-10）。同指数を国別に見ると、雇用が改善しているドイツやオランダ、オーストリアで顕著に改善しており、雇用環境の改善が消費マインドの改善につながっている様子が確認できる。

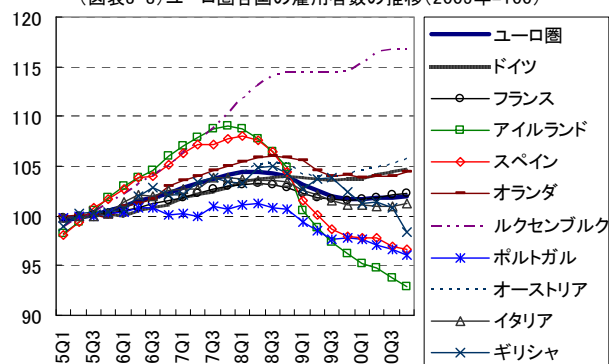
企業は、輸出を牽引役とした増産と、それに伴う企業収益の改善が続いていることから、採用意欲は引き続き高水準を維持している。こうした状況から、ユーロ圏の雇用環境は今後とも緩やかな

（図表3-7）ユーロ圏個人消費の対前年比の国別寄与度



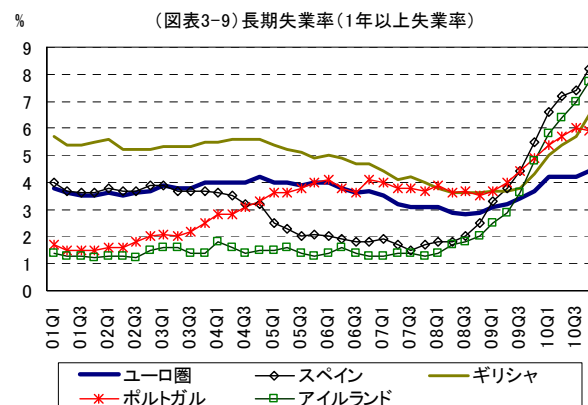
（出所）ユーロスタット

（図表3-8）ユーロ圏各国の雇用者数の推移（2005年=100）



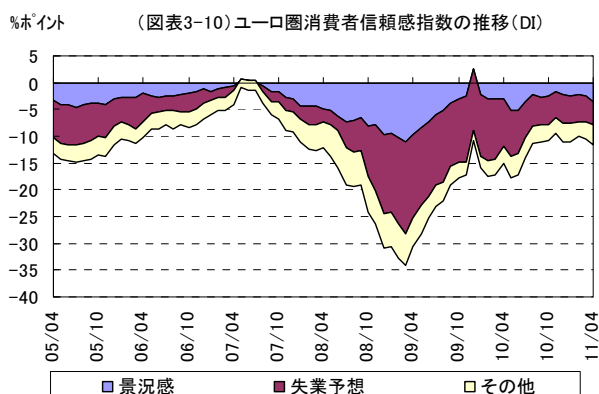
（出所）ユーロスタット

（図表3-9）長期失業率（1年以上失業率）



（出所）ユーロスタット

（図表3-10）ユーロ圏消費者信頼感指数の推移（DI）



（出所）欧州委員会

改善が続き、個人消費は2011年を通じて回復基調を維持するとみられる。ただ、厳しい緊縮財政に取り組む周辺国、特に雇用環境の改善が停滞しているスペインやアイルランドでは、当面は個人消費の改善は期待しにくい。個人消費の回復ペースは、ユーロ圏内で二極化が進むと考えられ、ユーロ圏全体の消費の回復ペースは、引き続き緩やかなものにとどまると予想する。

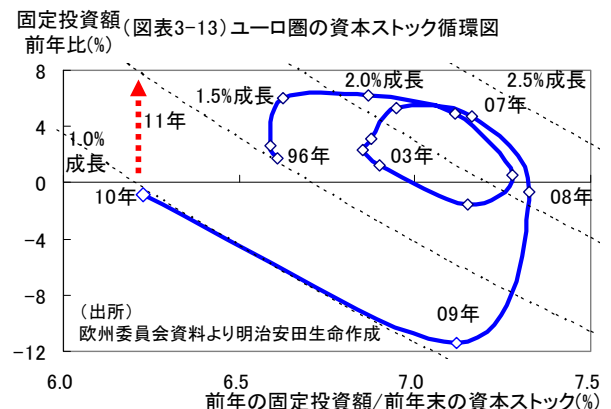
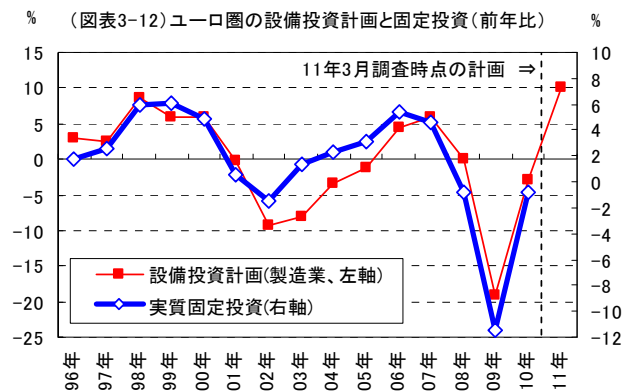
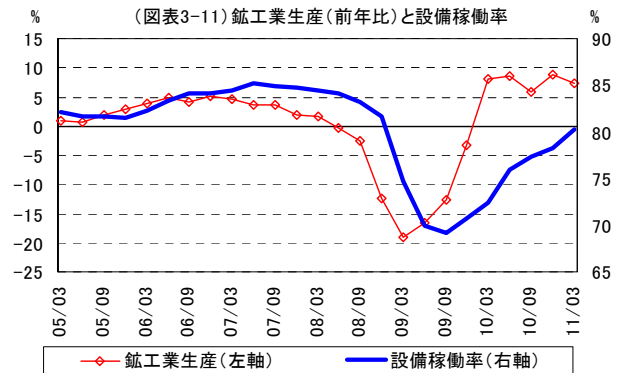
（４）固定投資は増勢を強める

設備稼働率は、生産の回復を受けて改善基調が続いている。3月の鉱工業生産は前年比+7.1%と堅調を維持しており、設備稼働率は80.3%と、金融危機以前の水準に近付きつつある（図表3-11）。設備稼働率上昇の背景には、新興国向けを中心とした、輸出増に伴う生産の回復があると考えられる。固定投資の先行指標である資本財生産も、3月は前年比+13.9%と高い伸びが続いている。

生産の堅調が見込まれることを背景に、企業の投資マインドは上向いている。2011年の固定投資計画（増やすという回答と減らすという回答のDI）は、前回の2010年12月調査では+2ポイント程度だったが、3月調査では+10ポイントと大幅に上昇している（図表3-12）。

資本ストック循環の観点からも、2011年は固定投資が上向くことが予想される。1996年から2010年までのデータを用いて資本ストック循環図を描くと、2009年は世界景気の悪化を反映して、期待成長率1%に向けて固定投資が大幅に削減されたが、2010年は1%の期待成長率に沿って持ち直している様子が窺える（図表3-13）。欧州委員会やECBの成長率見通しによると、2011年は1.7%程度の成長が見込まれている。これを期待成長率と仮定すれば、固定投資は今年はグラフ上の1.5%のラインを目指して動いて行くと予想される。これは、対前年比で+6%前後の伸びに相当する。

企業の固定投資計画が大きく上向いていることに加え、固定投資が循環的な回復局面にあることを考慮すると、今後の固定投資は回復ペースを加速させていく可能性が高い。



（５）ギリシャ財政の先行きは極めて不透明

4月26日、2010年のユーロ圏各国の財政統計が公表された。ユーロ圏全体では、昨年秋に掲げた財政赤字削減目標は達成できており、財政不安の拡大が懸念されているスペイン、イタリアも目標を達成している（図表3-14）。

一方、既にEU・IMFによって金融支援を受けているギリシャ、アイルランド、ポルトガルでは、財政赤字を目標内に抑えることができなかった。特にギリシャは、歳出は目標を達成したものの（目標：対名目GDP比49.8%、実績：同49.5%）、歳入は目標に届かなかった（目標：同40.2%、実績：同39.1%）。昨年5月以降、ギリシャはEU・IMFの監督の下で財政再建に取り組んできたが、四半期ごとに発表されるデータは、いずれも税収が目標を下回るネガティブな内容ばかりであった。

足元のギリシャ経済は、財政再建により景気が落ち込み、それが税収減につながり、財政再建を一層難しくするというジレンマに陥っている。3月の失業率は14.1%と、建設バブル崩壊を経験したスペイン、アイルランドに次いでユーロ圏でワースト3である。EU・IMFのギリシャ経済見通しでは、ギリシャは輸出が急回復することにより、2012年から実質GDP成長率がプラス転換するとしている（図表3-15）。目下、労働市場改革や企業の参入規制緩和など、成長力強化のための改革が当局主導で進められているが、そうした改革の成果が出るのは数年後のことであり、足元ではユーロ圏平均を大きく上回る労働コストや、競争力のある産業の不在など、輸出が上向くシナリオは描きにくい。

市場の目は、ギリシャの2012年の国債発行の実現可能性に向かいつつある。昨年5月にEU・IMFが立てた計画では、ギリシャは2012年に長期債を発行し、資本市場に復帰することであった（図表3-16）。ギリシャが資本市場への復帰を果たすには、財政の維持可能性について信認を得なければならないが、前述した財政再建の進捗状況や、経済見通しの信憑性を考えると、ギリシャが市場から信認を取り戻すことは、依然として極めて困難である。足元のギリシャ債の利回りは2年債で25%、10年債で15%を超えており、このような状況では、長期債の発行による資本市場からの資金調達は事実上不可能である（図表3-17）。ギリシャは2012年に長期債を発行できない可能性が高い。

（図表3-16）ギリシャの資金需要とファイナンス計画

	支援額合計 10Q2-13Q2	2010				2011年				2012年				2013年
		5-6月	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
財政赤字	58.1	3.7	7.1	3.9	5.4	6.8	7.2	2.9	3.7	3.9	5.1	2.1		3.1
既発債償還	171.1	11.4	4.1	5.4	16.1	4.9	16.0	13.3	22.2	14.7	16.3	12.3		9.8
その他	9.0	0.0	0.0	1.5	1.0	1.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0		0.5
必要資金額	238.2	15.1	11.2	10.8	22.5	12.7	25.2	17.2	26.9	19.6	22.4	15.4		13.4
国債発行額	129.0	2.0	6.5	4.0	6.8	8.0	9.7	8.0	15.9	17.4	15.3	10.1		9.8
（うち短期債）	90.0	2.0	6.5	4.0	6.8	8.0	9.7	8.0	5.0	10.0	9.0	8.0		8.0
（うち長期債）	44.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.9	7.4	6.3	2.1		5.8
資金ギャップ	109.2	13.1	4.7	7.0	15.7	13.7	13.5	9.2	11.0	2.2	7.1	5.3		3.6
金融支援額	110.0	20.0	9.0	9.0	15.0	12.0	8.0	5.0	10.0	6.0	6.0	2.0		6.0
（IMFから調達）	30.0	5.5	2.5	2.5	4.1	3.3	2.2	1.4	2.7	1.0	1.6	0.5		1.6
（EUから調達）	80.0	14.5	6.5	0.0	17.6	8.7	5.8	3.6	7.3	4.4	4.4	1.5		4.4

（出所）欧州委員会

※10億ユーロ、斜体字は実行済み

（図表3-14）2010年各国歳入・歳出・財政赤字（対名目GDP比）

	歳入			歳出			財政赤字	
	実績	目標	達成率	実績	目標	達成率	実績	目標
ドイツ	43.3	43.1	100.5%	46.6	46.7	99.8%	-3.3	-3.7
フランス	49.2	48.8	100.8%	56.2	56.5	99.5%	-7.0	-7.7
イタリア	45.9	46.0	99.8%	50.3	51.0	98.6%	-4.6	-5.0
スペイン	35.7	36.4	98.1%	45.0	45.7	98.5%	-9.2	-9.3
ベルギー	48.9	48.3	101.2%	53.1	53.1	100.0%	-4.1	-4.8
オランダ	45.9	45.9	100.0%	51.2	51.7	99.0%	-5.4	-5.8
オーストリア	48.3	48.5	99.6%	53.0	52.7	100.6%	-4.6	-4.3
フィンランド	52.3	52.7	99.2%	55.1	55.8	98.7%	-2.5	-3.1
ギリシャ	39.1	40.2	97.3%	49.5	49.8	99.4%	-10.5	-9.6
アイルランド	34.6	35.1	98.6%	67.0	67.5	99.3%	-32.4	-32.3
ポルトガル	41.5	42.0	98.8%	50.7	49.3	102.8%	-9.1	-7.3
スロバキア	33.1	31.8	104.1%	41.0	40.0	102.5%	-7.9	-8.2
ルクセンブルク	39.5	41.2	95.9%	41.2	42.9	96.0%	-1.7	-1.8
スロベニア	43.4	43.9	98.9%	49.0	49.7	98.6%	-5.6	-5.8
エストニア	40.1	41.5	96.6%	40.0	42.5	94.1%	0.1	-1.0
キプロス	41.3	40.2	102.7%	46.6	46.1	101.1%	-5.3	-5.9
マルタ	38.7	40.5	95.6%	42.3	44.6	94.8%	-3.6	-4.2
ユーロ圏	44.5	44.4	100.2%	50.4	50.8	99.2%	-6.0	-6.3

（出所）ユーロスタット、欧州委員会

※目標は2010年秋の欧州委員会予想値

（図表3-15）EU・IMFのギリシャ経済見通し

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
実質GDP成長率	-2.0	-4.5	-3.0	1.1	2.1	2.1
民間消費	-1.8	-4.1	-4.6	0.5	1.1	1.2
固定資本形成	-10.4	-17.4	-7.5	-2.6	1.1	1.2
政府支出	7.6	-9.0	-8.5	-6.0	-1.0	-0.3
輸出	-18.3	-0.3	6.4	6.0	7.2	6.7
輸入	-18.6	-11.5	-6.0	-1.5	1.3	2.0
財政赤字	-15.4	-9.6	-8.3	-8.1	-8.6	-8.6
必要調整額	-	-	0.8	1.6	3.8	5.9
財政赤字目標			-7.6	-6.5	-4.8	-2.6
（参考）2010年5月時点での目標			-	2.4	2.6	2.1

（出所）欧州委員会

※対前年比、財政赤字は対名目GDP比

こういった背景から、ギリシャの債務再編や、ユーロ脱退の可能性についての報道が相次いでいる。足元では、独紙「シュピーゲル」で、5月のユーロ圏財相会談でギリシャのユーロ圏脱退について議論される、と報道されたことが、ギリシャの債務再編への不安を加速させた。

ただ、ユーロ圏脱退については、いきなり実行した場合、新通貨（新ドラクマ？）がユーロに対し暴落するのは確実で、外貨建（主にユーロ建て）となる現在の債務はデフォルトとなる可能性が高い。また、通貨切り下げの過程で、国内で激しいインフレが発生する可能性もある。資本規制などの応急措置を敷くにしても、いずれにせよ経済の混乱は避けられず、こうしたリスクをとってまでギリシャがユーロ圏脱退を選択するとは考えにくい。

また、ギリシャの債務再編についても、不用意に行えばアイルランドやポルトガルへ債務再編観測が波及し、現在取り組んでいる財政再建を一層困難なものにしてしまう。加えて、ユーロ圏の銀行で大量に保有されているギリシャ債のヘアカットを行えば、ようやく落ち着きを取り戻しつつある欧州金融市場が再び混乱に陥るリスクもある。さらに、EU当局が行ってきた、金融支援の枠組みの創設などの、債務再編を回避するための様々な政策に対する信認そのものが失われかねない。こうした状況を考えれば、ドイツから聞かれる「秩序立った債務再編」も実現困難とみられる。結局のところ、ギリシャは債務再編などの踏み込んだ行動を直ちにとることは難しく、現在行われている融資金利の引き下げや融資期間の延長などで当面の間のぐしかないと思われる。

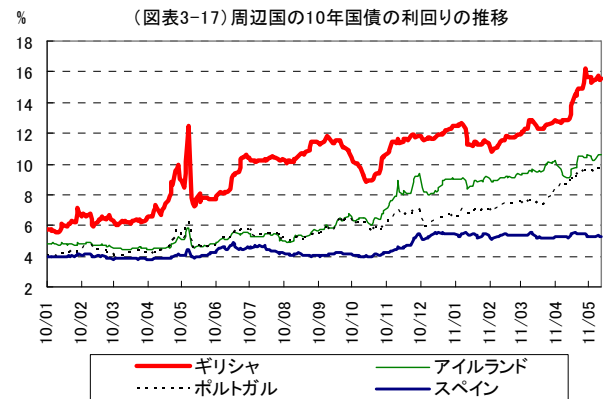
しかし、ギリシャ支援の拡充については、欧州各国からの反発が予想される。特にドイツでは、今年、16ある連邦州・特別市のうち7つで地方議会選挙を予定しており、そのうちの5つが前半に集中している。メルケル首相率いる与党CDUは、4月に行われた州選挙で歴史的な敗北を喫しており、既に3連敗している状態だ。ギリシャ支援には反対の立場であるドイツの世論と選挙スケジュールを考えれば、ギリシャ支援の拡充についても、ドイツが強硬な態度に出る可能性が高い。また、昨年はスロバキアがギリシャ支援を拒否する場面もあった（最終的には支援を行っている）。フィンランドでは、対外支援に明確に反対している「真のフィンランド人党」が国会での議席を伸ばす（第3党に躍進）など、ギリシャ支援の拡大については欧州各国の世論の反発が次第に鮮明になりつつある。

このまま財政再建の目途が立たないまま追い貸しが続くようであれば、欧州各国でギリシャ支援に対して強硬な世論が高まることが予想され、ユーロ圏の存続や欧州の統合を危うくする可能性を秘めている。財政再建の目途が立たない以上、将来的にはいずれかの時点でギリシャの債務再編を行なわざるを得ないと思われる。

（6）ECBは金融政策の正常化を続行

4月7日、ECB（欧州中央銀行）は理事会において政策金利（主要リファイナンス金利）を25bp引き上げ、1.25%とすることを決定した。同時に、預金ファシリティの金利が0.25%→0.50%、限界貸付ファシリティの金利が1.75%→2.00%へとそれぞれ変更された。コリドー（政策金利と預金ファシリティ（および限界貸付ファシリティ）の金利差）の幅は75bpで維持されている（図表3-18）。

ユーロ圏では、4月の消費者物価指数が対前年比+2.8%と、ECBが物価安定の目安とする「2%未



(出所) Bloomberg

満かつそれに近い水準」を5ヶ月連続で上回っているほか、上昇率も拡大傾向にある（図表3-19）。トリシェ総裁は、利上げを行った4月の理事会後の記者会見で、日本の原発事故や中東情勢の混乱を、原油価格を一層押し上げるリスクとして指摘しており、国際商品市況の上昇が広範な物価の上昇や賃上げにつながるという「二次的波及効果」を予防することを、利上げの理由として説明した。

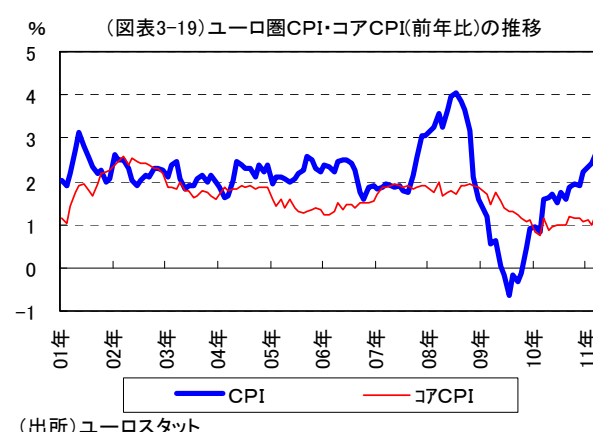
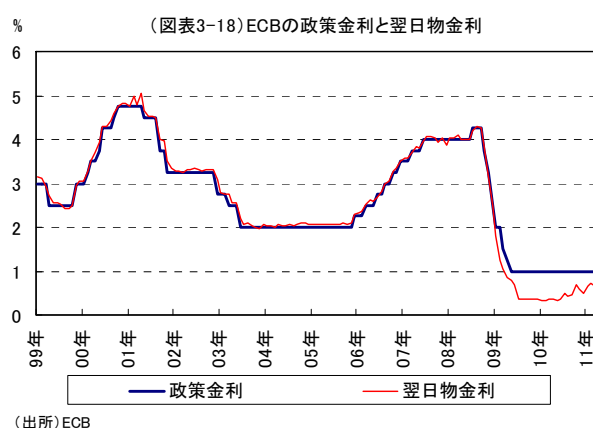
また、同総裁によれば、ユーロ圏景気は「世界貿易の伸張がユーロ圏の輸出をサポートすること」、「強い企業景況感が内需の拡大に貢献することにより、引き続きモメンタムは上向きとしている。確かに、ドイツをはじめとする主要国では、既に景気は回復基調を辿っている。ECBは3月に発表した経済見通しでGDP成長率の下限を引き上げており、今後の景気の下振れリスクは小さいと見ているようだ（図表3-20）。足元の民間向け貸出（個人向け、非金融企業向け）は好調を維持しており、2010年初を底に対前年比ベースでプラス幅拡大傾向が続いている。また、ECBによる銀行の貸出態度調査でも、貸出態度を硬化させるとの回答は軟化させるとの回答とバランスしており、貸出態度の悪化には歯止めがかかっている状態だ。ファンダメンタルズの観点からは、金融政策の正常化は支持されよう。

今後のユーロ圏経済は回復基調が続くと予想され、国際商品市況も、新興国の旺盛な需要を背景に、下落余地は限定的であるとみられる。インフレ圧力の上昇が続く中、ECBは金融政策正常化の姿勢を維持すると考えられ、今後は年内に2回、来年初に1回ずつ25bpの利上げを行い、政策金利を2003～2005年に見られた景気安定期の金利である2.00%まで引き上げられるとみる。

ただ、足元ではギリシャをはじめとする財政懸念が再び台頭しつつあり、利上げを行うことは、景気の足取りが重い周辺国の財政再建にマイナスの影響をもたらす。財政懸念の高まり如何に応じては、周辺国の景気をサポートする意味で、ECBの金融政策正常化が中断される可能性も考慮しておく必要があるだろう。

（7）英国景気は緩慢な回復が続くと予想

英国の1-3月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.5%と、寒波の影響による前期の落ち込みを取り戻す程度の伸びにとどまった（図表3-21）。英国経済は、2011年から本格的な財政再建を開始したことにより、景気の下押し圧力が顕在化、回復ペースが鈍化している。



(図表3-20) ECBの経済見通し

		2010年	2011年	2012年
GDP 成長率	11年03月	1.7	1.3~2.1 (1.7)	0.8~2.8 (1.8)
	10年12月	1.6~1.8 (1.7)	0.7~2.1 (1.4)	0.6~2.8 (1.7)
	10年09月	1.4~1.8 (1.6)	0.5~2.3 (1.4)	—
インフ 率 (HICP)	11年03月	1.6	2.0~2.6 (2.3)	1.0~2.4 (1.7)
	10年12月	1.5~1.7 (1.6)	1.3~2.3 (1.8)	0.7~2.3 (1.5)
	10年09月	1.5~1.7 (1.6)	1.2~2.2 (1.7)	—

(出所) ECB、()内は予測中間値

(前年比: %)

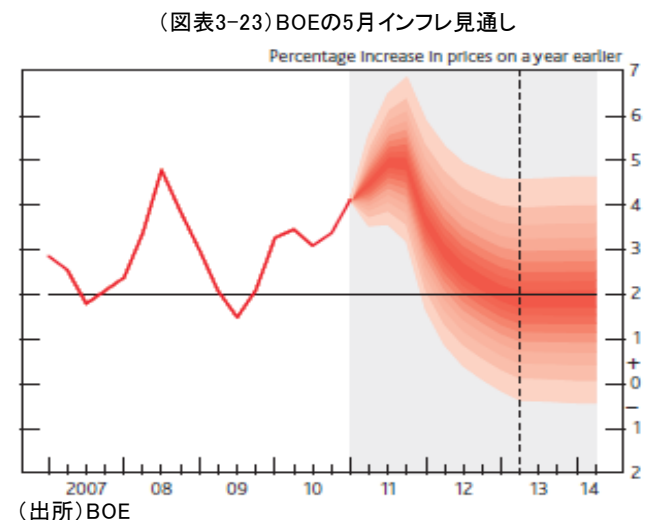
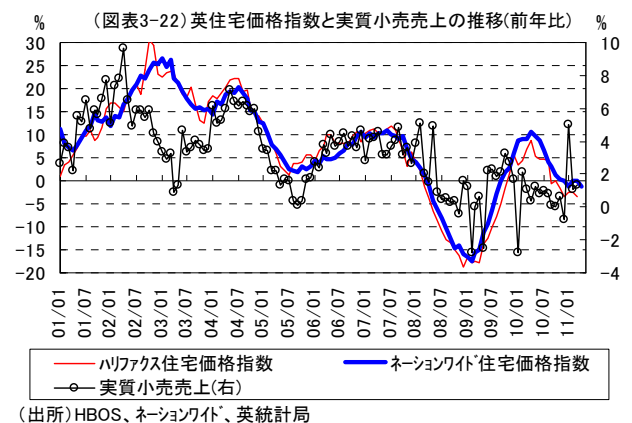
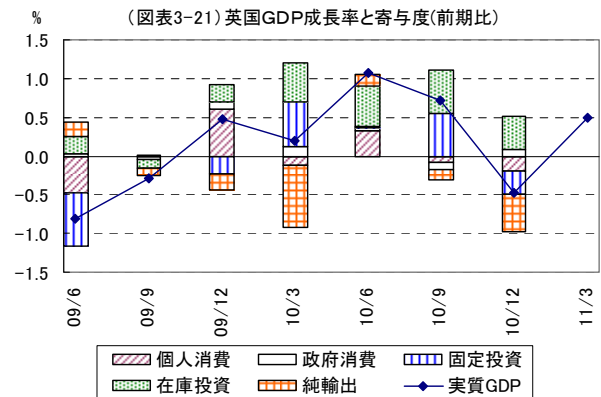
英国のGDPの6割を占める個人消費は、住宅価格の下落による負の資産効果が重しとなり、極めて伸びが鈍い展開が続いている（図表3-22）。住宅購入引き合いDIは低下、モーゲージ申請件数も低調に推移するなど、住宅市場に改善の兆しが見られない。住宅価格も、2010年初にピークアウトし、足元では再度下落に転じている。また、1月からVATを17.5%から20.0%に引き上げていることも、消費に悪影響を与えている。加えて、2014年までに50万人の公務員の削減計画を打ち出していることも、雇用環境の悪化や、消費マインドの低下を通じ、個人消費を下押ししよう。

今後の英国経済は、足元まで続いている世界景気の回復が、企業業績の持ち直しにつながり、固定投資増等を通じて景気を下支えすると見込まれるものの、GDPの6割を占める個人消費が低調に推移すると見込まれるため、回復ペースは極めて緩慢なものにとどまると予想する。

BOE（イングランド銀行）は5月のMPC（金融政策委員会）で、政策金利を0.5%で据え置き、資産買い取り枠を2,000億ポンドで維持することを決定した。ただし、提案されている方針は現状維持、利上げ、追加緩和（資産買い取り枠の増額）と、3方向に意見が分かれるという異例の事態が続いている。英国の3月の消費者物価指数は前年比+4.0%と、インフレ目標である+2.0%を1年以上上回って推移している。

BOEは5月のインフレレポートで、財政再建を背景に消費が予想以上に落ち込んでいること、輸出の増勢が弱いことを理由に、2月時点の同レポートから成長率見通しを引き下げている。一方で、2011年を通じて商品価格の上昇と付加価値税（VAT）の引き上げにより、CPIは+5.0%にまで達する可能性があり、2012年いっぱいを通じて、インフレ率は2.0%を上回って推移する可能性が高いとした（図表3-23）。物価見通しは、2月時点よりも上振れている。

インフレが昂進しているものの、景気回復のモメンタムも弱いため、BOEは利上げを行いにくい状態に置かれている。前回2月の経済見通しでは利上げは年央と予想していたが、足元の景気回復のモメンタムが弱いことから、緊縮財政による景気の下押しの影響が緩和される年後半に後ずれすると予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

2011 年 1－3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比＋9.7%と、10－12 月期の同＋9.8%から、わずかに減速した。2011 年後半の中国景気は、各種引き締め策の効果、夏場の電力不足、自動車の販促策終了の影響などから、若干勢いを失う可能性が高いとみるが、潜在的な成長エネルギーの強さを考えれば、引き続き 9%台の成長率は確保するとみている。2011 年通年の成長率は前年比 9.5%、2012 年は 9.8%と予想する。

人民銀行は、昨年 10 月以降、4 度の利上げ、8 度の預金準備率の引き上げを実施している。インフレ懸念は根強く残っており、年内にあと 2 回程度の利上げ、預金準備率については年内にあと 3 回程度の引き上げが実施されるとみている。もっとも、元々景気の過熱感がさほど強かったわけではなく、足元の物価上昇圧力の主因が国際商品価格の上昇であることを考えると、2012 年まで引き締め局面が続くとは考えにくい。当局としては、今年中に物価上昇圧力を完全に封じ込めたうえで、5 年に 1 度の共産党大会が開催される 2012 年は、逆にブレーキを緩め気味に運営していく腹積もりとみている。

不動産市場はいまだ沈静化には至っていないが、既に実施している 2 軒目の住宅購入の最低頭金比率の 50%から 60%への引き上げ、地方政府による不動産価格の制御目標の設定、住宅購入制限策の厳格運用、試験的な不動産税の導入等、「史上最強」とも言われる厳しい不動産価格抑制策の効果で、不動産バブルの一層の膨張は避けられるとみる。

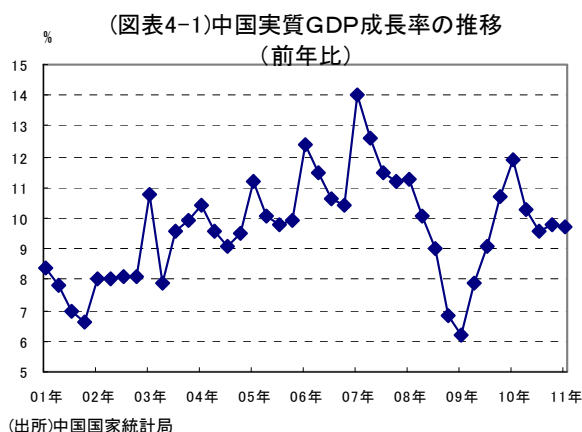
また、米国を始めとした先進国の金融緩和が、新興国の過剰流動性の増加に繋がるルートを、金融引き締めだけで完全に遮断するのは困難であることから、政府は人民元高への誘導ペースを速める方向に傾いている。人民元は、昨年 6 月に元高誘導を再開してから、ここまで年率 5%程度のペースで上昇しているが、今後は年率 6～7%まで誘導ペースを早めるとみる。

（１）GDP の前期比伸び率を発表

中国の 2011 年 1－3 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比＋9.7%と、10－12 月期の同＋9.8%からわずかに減速したものの、市場予想の＋9.4%（ブルムバーグ調査）を上回る伸びとなった（図表 4-1）。

また、1－3 月期は、初めて実質 GDP の前期比伸び率が公表されている。前期比＋2.1%で、年率では＋8%台とみられ、中国としては特段早いペースとは言えないものの、引き続き堅調な成長が続いていることを示した。

3 月に開催された第 11 期全国人民代表大会（全人代）では、2011—15 年の第 12 次 5 ヶ年計画における経済成長率目標は年平均 7%に設定され、2011 年の成長率は約 8%を目指すと言われた。温家宝首相は全人代において、「経済成長のペースが速まれば雇用は増加するが、インフレ圧力も高まる」としたほ



(図表 4-2) 中国実質 GDP 成長率予測

前年比 (%)	09年	10年	11年 (予測)	12年 (予測)
実質 GDP 成長率	9.2	10.3	9.5	9.8

か、「7%の成長率は鈍いペースではない。全体の経済規模が常に拡大しているという点を評価すべき。質の高い 7%成長を達成することは容易ではない」と述べるなど、引き続き引き締め姿勢を堅持する方針を示している。年後半の中国経済は、やや勢いを失う可能性が高いとみるが、潜在的な成長エネルギーの強さを考えれば、引き続き 9%台の成長は確保するとみる。2011 年通年の成長率は前年比 9.5%、2012 年は同 9.8%と予想する(図表 4-2)。

(2) 年後半の企業活動はやや鈍化へ

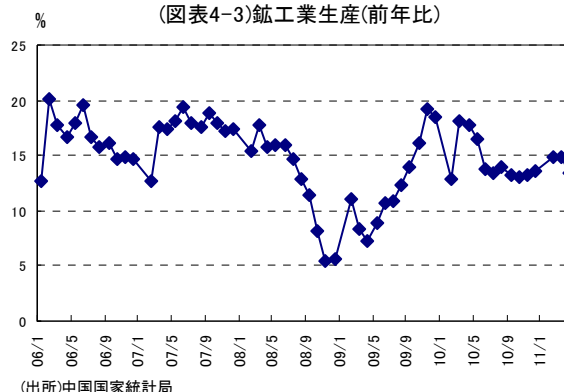
今のところ企業活動は堅調である。4月の鉱工業生産は、前年比+13.4%となった(図表4-3)。3月の伸びを1.4%ポイント下回ったが、過去2ヶ月を除けば、昨年央以降の平均レベルの伸びを維持している。

1-4月の都市部固定資産投資は前年比+25.4%と、1-3月の同+25.0%から0.4%ポイント伸び幅が拡大した(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)(図表4-4)。約4分の1を占める不動産開発投資額が前年比+34.3%と、昨年ほどではないものの、依然として高い伸びを続けているほか(図表4-5)、政府のインフラ投資に支えられた鉄道輸送が同+26.9%の伸びとなるなど、第二次、第三次産業の伸びが大きい。

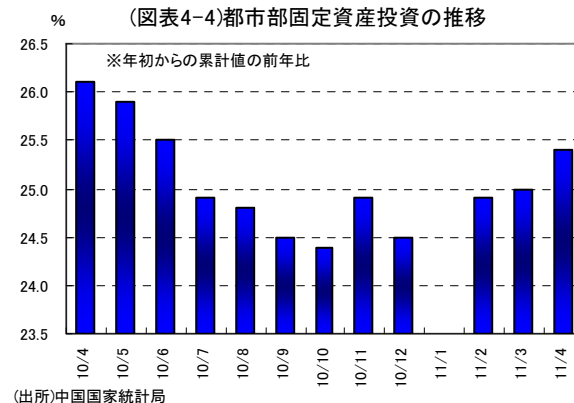
ただ、年後半の企業活動は減速に向かう可能性が高い。中国物流購買連合会発表の4月の購買担当者指数(PMI)は、3月の53.4ポイントから、52.9ポイントに低下した(図表 4-6)。主要項目が軒並み悪化しており、なかでも新規受注指数(前月差▲1.4ポイント)、輸出受注指数(同▲1.2ポイント)、輸入指数(同▲1.4ポイント)、購買価格指数(同▲2.1ポイント)が、1ポイントを超える低下となっている。購買価格指数は2ヶ月間の累計で3.9ポイント下落しており、政府の引き締め策が効き始めた可能性を示している。輸入指数も2ヶ月で3.3ポイント低下しており、内需の勢いに若干陰りが見えてきたようだ。輸出受注指数の低下は、3月の大幅上昇(同+1.6ポイント)の反動による部分もある。

日本の震災の影響については、部品、原材料の供給ひっ迫という形で、エレクトロニクス業界や自動車

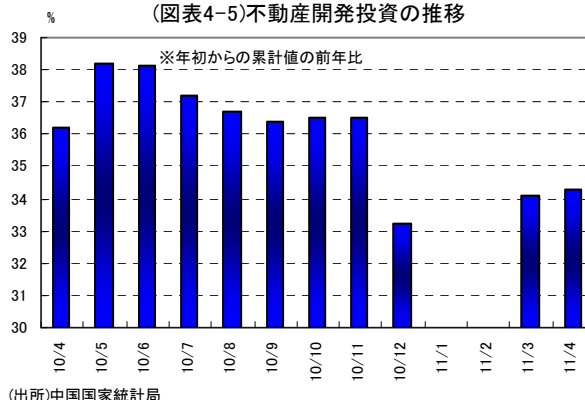
(図表4-3) 鉱工業生産(前年比)



(図表4-4) 都市部固定資産投資の推移



(図表4-5) 不動産開発投資の推移



ポイント (図表4-6) 中国PMI(中国物流購買連合会)の推移



業界に一定の影響が出ている。後述のとおり、日系メーカーを中心に中国における自動車生産、販売が大幅減となった結果、4月の新車販売台数は、リーマン・ショック後の2009年1月以来、2年3ヵ月ぶりの前年比マイナスとなった。夏場に向け、深刻な電力不足が予想されることもあり、年後半の生産はやや鈍化傾向が続くと見ている。

(3) 深刻な電力不足

中国電力企業連合会（CEC）によると、今年の国内電力消費量は前年比12%増の4兆7,000億キロワット時（kWh）に達する見通しである。伸び率は昨年と同14.6%増から鈍化するとの予想だが、中国国家発展改革委員会（発改委）は、今年夏の電力不足が近年で最悪になるとの見通しを示している。今年初めには、20の省・地域・地方自治体で計画停電を実施しているが、夏場には時間当たり3,000万キロワットの不足が生じる可能性があるとのことで、国内生産の下押し圧力となる可能性がある。既に湖南省等で電力不足が深刻化しており、計画停電を行う地域も再び広がりつつある。

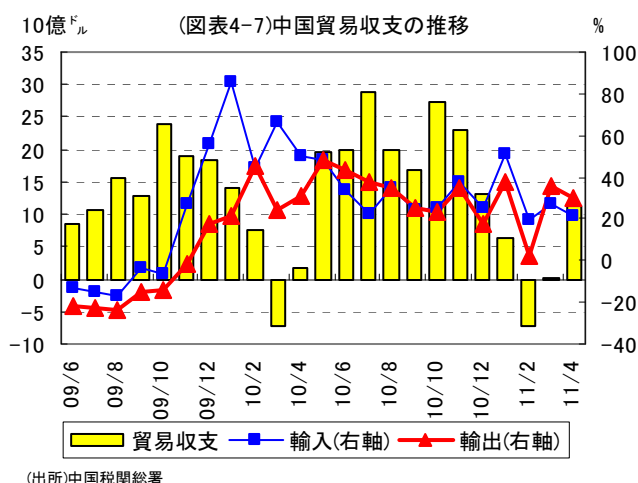
電力不足の背景には、電力需要が急増する一方で、一部地域の発電・送電能力が不足していることがある。ここ2年間、東部地域の電力需要を西部地域の発電で補うため、発電所は西北部に集中して建設されたが、電力輸送ルートの整備の遅れから、東部の電力不足感が高まっている。また、中国は電力供給の8割近くを石炭に頼っているが、燃料炭の供給が不足しているのに加え、電力料金は燃料価格と連動せず、発電会社は政府が決める硬直的な公定価格に従うしかないため、コスト高で赤字経営を強いられる中、企業サイドには石炭在庫を積み上げ発電量を増加させるインセンティブがないという問題点がある。インフレを警戒する政府は、電力料金引き上げには消極的だ。

加えて、電力配送会社が電力業界の営業収入の65%を占めるなど、電力業界の利益の大半を電力配送会社が独占しており、発電会社が十分な設備投資を進められないことも、電力不足の一因と言われる。中国の電力消費量は2011—2015年で年間平均8.5%増え、2015年には6兆2,700億キロワット時に達する見通しで、中長期的にも生産活動のボトルネック要因となる可能性が高い。

(4) 貿易黒字はやや縮小へ

2011年4月の輸出は前年比29.9%増、輸入は21.8%増、貿易黒字は114億2,300万ドルとなった（図表4-7）。黒字幅は市場予想の約3倍で、今年に入ってから最大となった。ちなみに1—3月期は、四半期ベースでは2004年以来の貿易赤字となっていた。

輸出の季節調整済前月比は12.3%増、輸入は同7.4%増と、対前月でも堅調な伸びが続いている。政府は、内需促進による輸入の増加を通じ、貿易不均衡の是正に取り組む方針を示している。ただ、今後年後半に向け、在庫調整的な動きが強まる可能性もあり、輸入の下押し圧力につながる可能性もあることから、貿易黒字の縮小幅はそれほど大きなものにはならないとみている。



(5) 物価上昇が家計を圧迫

4月の小売売上高は前年同月比17.1%増となった（図表4-8）。伸び率は前月に比べ0.3ポイントの

下落で、うち都市部が同17.3%増、農村部が同16.3%増。品目別では、価格上昇の影響を受けている石油・関連製品が同39.7%増、糧食・油・食品・飲料・タバコ・酒が同23.1%増と大きく、物価上昇が徐々に家計を圧迫し始めている様子がうかがえる。1-3月の1人あたり実質消費支出は、都市部が前年比5.5%増、農村部が同15.6%増で、実質ベースでみると、特に都市部の伸びの鈍化傾向が明らかとなっている。

4月の消費鈍化には、自動車販売の不振が大きく影響している。4月の新車販売台数は、前年同月比0.25%減の155万2千台となった(図表4-9)。リーマン・ショック後の2009年1月以来、2年3ヶ月ぶりの前年割れである。ちなみに、2010年の新車販売台数は前年比32%増の1,806万1,900台で、2年連続で世界一となったのみならず、米国の新車販売のピークだった2000年の約1,740万台を上回り、一国の年間販売台数として史上最多を記録していた。

自動車販売が落ち込んだ理由には大きく3つある。まず第1に、東日本大震災の影響で、日系メーカーの販売台数が大幅に減ったことである。日系メーカーの4月のシェアは16.75%で、前月の20%から3.25ポイント大きく低下、ドイツ系メーカーに海外勢トップの座を明け渡している。

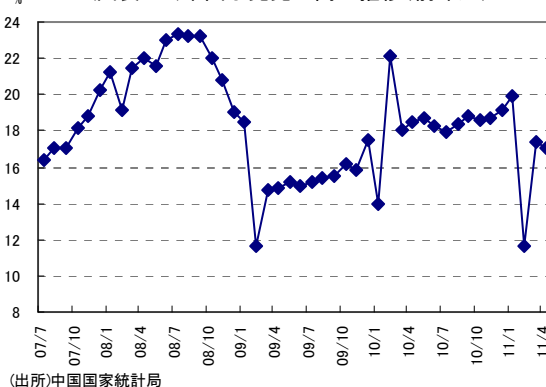
第2に、中国政府が各種の販促策を昨年末に打ち切ったことである。2009年以降実施してきた、農村地域での自動車購入への補助金(汽車下郷)を2010年末で終了したほか、エンジン排気量が1.6リットル以下の小型車の軽減税率も、7.5%から年明け以降は本則の10%に戻している。燃費の悪い車を新車に買い替えた場合に補助金を支給する制度も打ち切った。

第3に、北京市で渋滞対策のため新規登録を大幅に制限したことである。北京市は、交通渋滞対策として、今年の新車登録台数を24万台に制限することを決めている。これは2009年の販売台数の約3分の1に相当する水準である。政府当局は、人口1,000万人を超える大都市について、2011-2015年にかけ、自動車保有台数を制限する方針を示している。人口1,000万人超の都市は、北京のほか、天津、上海、成都、重慶、深圳などが該当する。

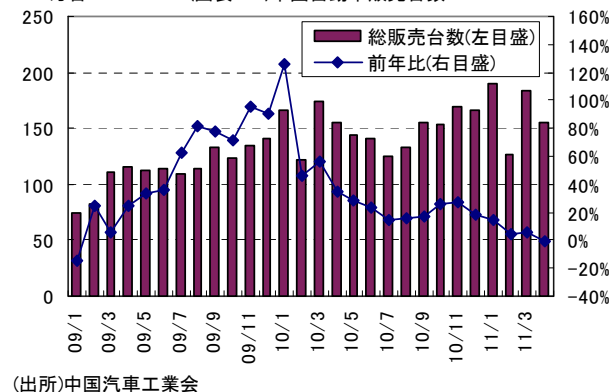
年後半の個人消費は、物価上昇と自動車販売鈍化の影響で、減速傾向が続く可能性が高いが、中長期的には、着実な所得増が個人消費を支えていく可能性が大きい。いわゆる「三農問題」解決のため、政府は農村部の所得底上げに注力している。1-3月の都市部の1人あたり可処分所得は前年比12.3%増の5,963元、農村部の1人あたり純収入は同20.6%増の2,187元となった。実質ベースでは都市部が7.1%増、農村部が14.3%増で、いずれも農村部の伸びが高い。2010年は農村部の収入増加率が12年ぶりに都市部を上回ったことが話題となったが、2011年に入ってもこうした流れが続いている。もっとも、絶対額ではまだ都市部と農村部の間には3倍近くの格差がある。

労働争議の頻発にみられるとおり、より高い賃金、より良好な職場環境を求める低所得者層の意識は年々向上している。過去10年に渡り、最低賃金引き上げの流れが各都市で続いているが、ここ2年ほどは、上昇ペースが加速している。昨年は、計30の省・直轄市・自治区で最低賃金が引

(図表4-8)中国小売売上高の推移(前年比)



(図表4-9)中国自動車販売台数



き上げられ、増加率は平均で約 24%に達した。今年に入っても、北京市が、2011 年から最低賃金を 21%引き上げたほか、上海、広州、深圳など、各地で引き上げが相次いでいる。

マクロ的に見れば、これまで低すぎた労働分配率の是正は避けられない流れでもある。その裏返しである資本分配率が低下に向かえば、過剰投資体質が是正され、投資主導から消費主導への構造転換を後押しするだろう。こうした中低所得者層の消費パワーによって、中国の消費市場は今後も持続的に発展し続ける可能性が高い。

（6）不動産価格の上昇ペースは鈍化へ

国土資源省によると、主要都市の平均土地価格は 1－3 月期に前年比で 8.5%上昇した。2010 年 10－12 月対比では 2.2%の上昇、同省は、政府による投機抑制策が奏功し、地価の上昇は鈍化していると説明している。

政府は、昨年 4 月、10 月に続き、年明け 1 月にも一段と厳しい価格抑制策を打ち出している。2 軒目の住宅購入の最低頭金比率を、現行の 50%から 60%に引き上げたほか、地方政府は不動産価格の制御目標について、2011 年の地方所得水準に合わせて設定することを義務付けられた。北京市では、3 軒目以上の住宅購入を禁止する方針を打ち出している。国務院は 1 月 26 日、不動産価格の上昇が顕著な地方都市に対し、住宅購入制限策を厳格に実行するよう通達しており、現在、36 都市が同制限策を導入している。

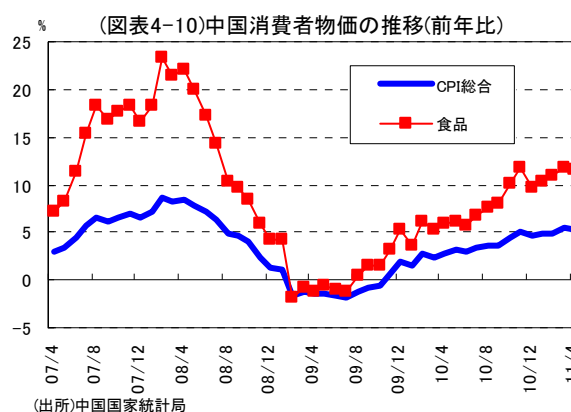
また、中国ではこれまで不動産税がなかったが、1 月 28 日から、上海市と重慶市で試験的な実施が始まっている。上海での不動産税の税率は 0.6%、ただし購入価格が昨年の新築民間住宅の平均価格の 2 倍を下回る住宅の場合は 0.4%に引き下げられるというもの。重慶については、平均価格の 2 倍を上回る価格で購入された住宅のみが課税対象で、4 倍を上回る価格で購入された住宅については税率が 1.2%となる。政府は、条件が整い次第全国規模に拡大する方針を示している。

これらの政策は現地で「史上最強の抑制政策」とも称されており、不動産価格の高騰抑制に一定の成果を挙げていると考えられるが、一方で、都市化政策も同時に推進していることを考えると、都市部の不動産価格を中長期的に抑制するのは容易ではない。不動産価格の上昇ペースは鈍化に向かうと見ているが、過熱懸念が完全に払拭されることはないだろう。バブル崩壊的な急落の可能性は低く、リスクはあくまで上振れ方向とみている。

（7）インフレ懸念が燃える

4月の消費者物価指数（CPI）は前年比+5.3%となった（図表4-10）。3月の同+5.4%からわずかに鈍化。4月の生産者物価指数（PPI）は前年比6.8%上昇で、やはり3月の7.3%上昇から鈍化した。

CPIを主要品目別にみると、食品、非食品別では、食品が前年比+11.5%、非食品が同+2.7%で、引き続き食品の伸びが大きい。家禽肉が、飼料である穀物価格の上昇を受け、2月の同+13.3%から3月は同17.3%、4月は同+21.4%へと上昇基調を強めている。食品以外では、エネルギー関連価格の上昇が大きく、車両用燃料が、3月の前年比+10.9%から、同+12.6%へと加速している。



一方、居住は、3月の同+6.6%から、同+6.1%へと鈍化した。賃貸料が同+8.0%から同+7.5%へと5ヶ月ぶりに鈍化したのが主因で、政府の不動産価格抑制策の効果が現れ始めている可能性がある。

足元の物価上昇の直接的な要因は、昨年春以降、干ばつや水害が多発したことに、国際穀物価格の上昇が加わったことだが、背景には、低金利政策を続ける先進国からの資金流入が、国内の過剰流動性の拡大に繋がっていることがある。中国政府は、米連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和第2弾（QE2）が、中国の金融政策のかじ取りを困難にしているとの見解を示している。中国国家外貨管理局の発表によると、2010年は、海外から355億ドルの「ホットマネー」と呼ばれる投機資金が流入したとのことで、これは2009年以前の10年間の平均（250億ドル）の4割増にあたる。貿易決済を装うなど、外貨管理規定に違反した資金流入も後を絶たないことから、当局は、今後外資系企業を中心に、違法取引の監視、取り締まりを強化する方針を打ち出している。

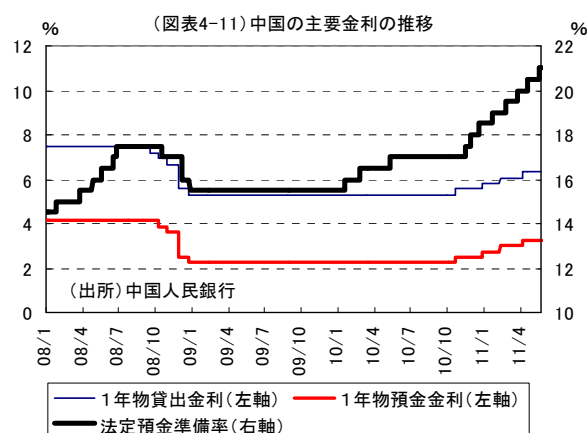
（8）政府は物価抑制策を強化

政府は昨年11月以降、物価抑制策を一段と強化している。価格統制色が強い策を打ち出しているのが特徴で、たとえば、生鮮食品や食用油等を対象とした値上げ・減産の禁止、投機行為に対する取り締まりの強化、農産物の大幅増産、穀物・食用油の備蓄売却、農産物の運搬車に対する道路料金金の撤廃、地方政府への肥料生産業者に対するエネルギーおよび輸送価格の引き下げの義務付け等々である。

金融政策も引き締め度合いを一段と強めている。中国当局は昨年12月に、金融政策のスタンスをそれまでの「適度に緩和的」から、「穏健（prudent）」に変更することを決定している。人民銀行は、昨年10月に、2年10ヶ月ぶりの利上げに踏み切ったが、その後足元までに4度の利上げを実施、1年物預金金利は3.25%、1年物貸出金利は6.31%まで上昇している（図表4-11）。また、預金準備率の引き上げは昨年10月以降、直近5月18日まで8度実施、大手行の預金準備率は過去最高の21%まで上昇している。

インフレ懸念は根強く残っており、今後も年末にかけて、段階的に金融引き締めが実施されることとなろう。預金準備率の引き上げだけでは実質金利のマイナスを解消できず、一方で利上げは国内への資本流入を一層加速させる危険も孕むことから、人民銀行は、政策金利、預金準備率、手形発行による公開市場操作という3つの手段をバランス良く活用することで、インフレ期待の抑制を図っていく方針とみられる。

当社では、利上げは年内にあと2回程度、預金準備率については年内にあと3回程度の引き上げが実施されるとみている。また、人民銀行は、5月12日に、公開市場操作（オペ）で400億元の3年物手形を発行しているが、今後も長期手形の発行を流動性吸収に積極的に活用していく方針とみられる。ただ、元々景気の過熱感がさほど強かったわけではなく、物価上昇圧力の主な要因が国際商品価格の上昇であることを考えると、2012年まで引き締め局面が続くとは考えにくい。4月の中国のM2は前年比15.3%増と、3月の同16.6%増から伸びは鈍化、過剰流動性の吸収が徐々に進み



つつある様子もうかがえる（図表 4-12）。中国当局としては、今年中に物価上昇圧力を十分抑え込んだうえで、5 年に 1 度の共産党大会が開催される 2012 年は、アクセルを吹かさないまでも、ブレーキを緩め気味に運営していきたいと考えているのではないかとみている。

（９）産業構造調整も進める

中国国家発展改革委員会は 4 月 26 日、産業構造の調整に向け、政府が奨励・制限・淘汰する産業の新しいリストを公表した。2005 年 12 月に公表され

た前回リストをベースに修正したもの。奨励産業については、設備の輸入関税が免除されるなどの優遇措置が講じられるが、制限産業については、更新投資は許可されるものの、新規設備投資は禁止される。淘汰産業においては、設備投資が全面的に禁止されるほか、当該産業に関わる輸入、生産、販売、使用が原則禁止される。その他の産業は「許可」扱いとなる。産業による需給バランスの格差が激しいのが中国経済の特徴で、円滑な景気のかじ取りを行うためには、マクロベースの財政・金融政策と並行して、こうした産業構造調整を進めていく必要がある。

今回のリストに関しては、炭鉱、製油所、鉄鋼の溶鉱炉などの最低基準を定める一方、原子力など代替エネルギーの開発を促進する内容となっているのが特徴。具体的には、小規模の製油所、石炭火力発電所、炭鉱は閉鎖され、小規模の原油蒸留施設の建設、タングステン、モリブデン等のレアアースに関する新規プロジェクトも禁止される。供給過剰に陥っている鉄鋼・非鉄製品および建設資材等の分野も規制対象となる。一方で、原子力発電所の建設やウラン探査、最先端の原子炉技術の開発などは奨励される。従来型エネルギー分野でも、大規模炭鉱の開発は奨励されるほか、エネルギー以外では、都心部鉄道輸送設備なども奨励産業となる。

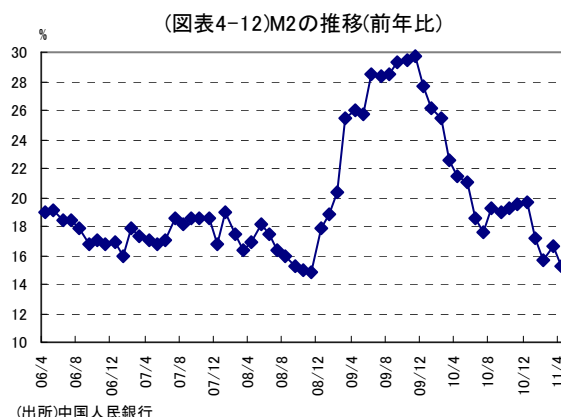
（10）地方政府向け融資が火種

融資意欲が旺盛にも関わらず、金融システムが盤石とは言えないのが中国の銀行セクターの悩みである。とりわけ、隠れた火種となっているのが、地方政府向け銀行融資の不良債権化である。

中国では地方政府が直接借入れを行うことが禁じられているため、地方政府は別の資金調達機関を設立し、そこを通じて資金を借り入れている。現在、総額 10 兆元前後の融資が実施されており、中国銀行業監督管理委員会（銀监会）は、その約 4 分の 1 が不良債権化する可能性があると推測している。なかでも、地方政府が借入資金で土地取得や新規開発を行う「土地保留センター」への融資が問題となっている。

格付け会社のフィッチ・レーティングスは、4月12日に、中国の自国通貨建て長期発行体デフォルト格付けの見通しを「ステーブル（安定的）」から、「ネガティブ（弱含み）」に引き下げた（格付はAA-）。中国の銀行の2010年末の不良債権比率は、公式統計では1.1%だが、フィッチは、地方政府向け融資を厳密に査定した場合は6%に近く、数年の間に30%に達する展開も「考えられなくはない」としている。

銀监会は、今のところ、地方政府の資金調達機関向けローンは適切にコントロールされているとしているが、今後は、これらの融資について、銀行が通常の融資に分類することを認める基準を厳格化したほか、返済の見通しが見つからない住宅開発プロジェクトについての融資を行わないよう、国



内銀行に指示している。

また、国内5大銀行の自己資本比率について、最低水準である11.5%を上回る目標を設定した。加えて、簿外の与信が知らぬ間に膨れ上がることを回避するため、銀行間のローン売却規制を強化したほか、オフバランス融資については、今年中に全てオンバランス化するよう求め、四半期ごとに少なくとも25%は計上するよう義務付けている。これらの政策がどの程度効果を挙げるかは、現時点で不透明であり、当面は隠れたリスクになり続けると考えられる。

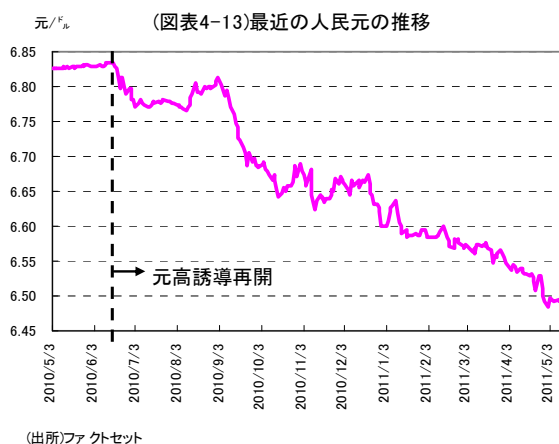
(11) 人民元は年率6～7%の上昇にペースアップ

米国を始めとした先進国の金融緩和が過剰流動性の増加に繋がるルートを、金融引き締めだけで完全に遮断するのは困難であることから、中国政府は、人民元高への誘導ペースを速める方向に傾いている。中国の温家宝首相は4月13日の閣議で、人民元の弾力化を進め、輸入インフレを抑制する必要があるとの認識を示した。これを受け、人民銀行の胡副総裁も4月15日の講演で、人民元の柔軟性を高めることによるインフレ圧力抑制の可能性について言及した。

5月上旬にワシントンで開催されていた「米中戦略・経済対話」では、人民元の「柔軟性」について

「向上させる」ことを署名文書で約束したが、これは、少なくとも中国サイドにとっては、既に決まっていた方針を再確認したものに過ぎない。

人民元は、昨年6月に元高誘導を再開してから、ここまで年率5%程度のペースで上昇しているが、今後は年率6～7%まで誘導ペースを早める可能性が高いとみている（図表4-13）。これ以上のペースアップは、輸出企業等への影響も懸念されることから、米国からの要求に従い、切り上げペースを「大幅に加速」させる可能性は今後もないとみている。



5. アジア新興国経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国の景気は、概ね堅調に推移している。外需主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシアの景気は、昨夏から秋にかけては減速したものの、世界景気の復調に伴い、輸出が好転しており、今後も景気は堅調持続が見込まれる。ただ、タイについては、東日本大震災によって、自動車生産が大きな打撃を受けており、4-6月期の景気は低迷する可能性が高い。内需主導型のインド、インドネシア、フィリピンは個人消費を中心に引き続き高成長が続くとみている（図表 5-1）。

内需が旺盛なことに加え、原油や食料品など国際商品市況の上昇を受け、多くの国でインフレ懸念が燃り続けている。各国で利上げが相次いでいるが、今後も段階的に利上げが実施される可能性が高い。

（図表5-1）アジア新興国の実質GDP成長率予測

	2009年 (実績)	2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
韓国	0.3%	6.2%	4.6%	4.8%
台湾	-1.9%	10.8%	5.1%	5.1%
香港	-2.7%	6.8%	5.4%	5.0%
シンガポール	-0.8%	14.5%	5.9%	5.2%
インドネシア	4.6%	6.1%	6.5%	6.9%
タイ	-2.3%	7.8%	4.0%	5.8%
マレーシア	-1.7%	7.2%	5.1%	5.3%
フィリピン	1.1%	7.3%	6.2%	6.5%
インド	8.0%	8.6%	8.3%	8.9%

（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）、2010年度は予測

（1）アジア新興国の景気は概ね堅調

アジア新興国の景気は、概ね堅調に推移している。外需主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシアの景気は、昨夏から秋にかけて減速したものの、世界景気の復調に伴い、輸出が好転しつつある。内需主導型のインド、インドネシア、フィリピンの景気は、引き続き堅調に推移している。

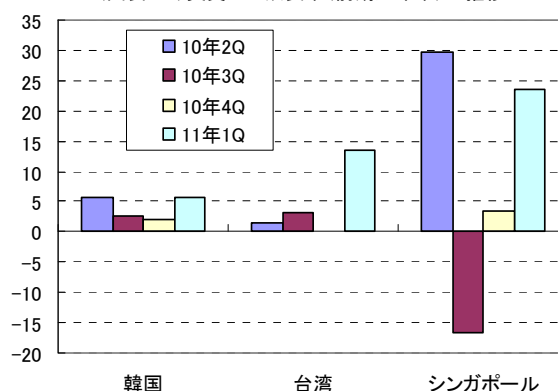
1-3 月期の実質 GDP 成長率を公表済みの国について見ると、韓国は前期比年率+5.6%と、前期（10-12 月期）の同+2.0%から成長率が加速した（図表 5-2）。7-9 月期と 10-12 月期は成長率が鈍化した。世界景気の復調を背景に輸出が好調だったほか、雇用情勢の改善などを受けて個人消費も堅調に推移した。

台湾も前期比年率+13.4%と、前期の同+0.0%から成長率が大幅に加速した。輸出や個人消費が好調に推移したことなどが寄与した。

シンガポールも前期比年率+23.5%と、前期の+3.9%から成長率が大幅に加速した。海外景気の復調に伴い、輸出が好調だったことが貢献した。業種別では、製造業が前年同月比+80.2%と大幅に拡大したほか、建設業やサービス業も堅調に推移した。

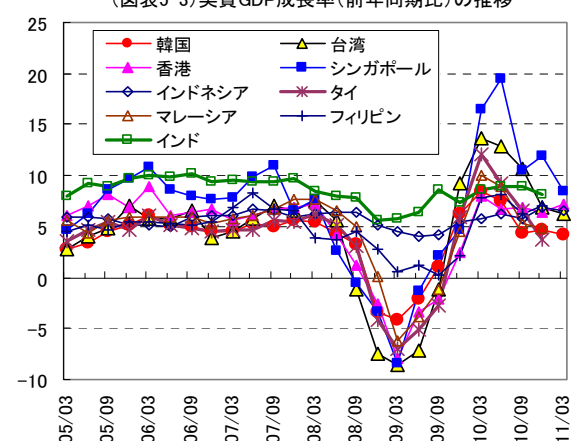
インドネシアは前年同期比+6.5%と、前期の同

（図表5-2）実質GDP成長率（前期比年率）の推移



（出所）各国統計

（図表5-3）実質GDP成長率（前年同期比）の推移



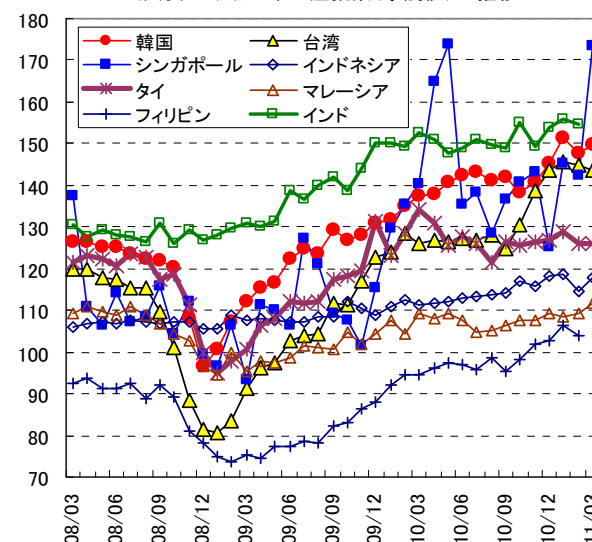
（出所）各国統計より明治安田生命が作成

+6.9%から成長率が減速した（図表 5-3）。個人消費や設備投資など、内需は好調を維持しているものの、輸入の増加によって純輸出の寄与度が低下したことが主因である。

香港は前年同期比+7.2%と、前期の同+6.4%から成長率が加速した。アジア諸国向けに輸出が好調に推移したことに加え、個人消費も堅調であった。

各国の鉱工業生産指数（季調値）の推移を見ると、概ね堅調に推移している（図表 5-4）。韓国は、輸出の好転を背景に、昨年 10 月を底に回復基調に転じている。台湾も昨年 10 月以降回復基調が続いていたが、2～3 月は主要産業である電子デバイスの在庫調整によって、小幅ながら 2 ヶ月連続で減産となった。シンガポールは単月のボラティリティが高いが、昨夏以降は主要産業である医薬品や化学などを中心に回復基調が続いている。タイは昨年 9 月頃から持ち直しつつあるが、主力製品のひとつである HDD の在庫調整によって回復力は鈍い。マレーシアは輸出の復調などによって、昨年 8 月以降上向いている。インド、インドネシア、フィリピンの鉱工業生産は海外景気の影響が小さく、旺盛な内需に支えられる形で、概ね堅調に推移している。

05年=100 (図表5-4) 鉱工業生産指数(季調値)の推移



(出所) 各国統計より明治安田生命が作成

(2) 東日本大震災でタイ景気に悪影響

東日本大震災によって、部品（半導体等）や素材（半導体・液晶・電池の材料等）で高い世界シェアを有する工場が被災した（図表 5-5）。徐々に復旧しつつあるものの、日本国内では部品の調達難から、特に自動車産業が大きな打撃を受けている。

アジア諸国はエレクトロニクスや自動車などの分野で世界的に重要な生産拠点となりつつあるが、日本は高付加価値の部品や素材をアジア諸国に輸出することで、主としてサプライチェーンの川上・川中を担っている。今回の震災によって、日本から一部の部品や素材の輸入が停滞する可能性があり、それがアジア各国の生産の下押し要因となる懸念がある。台湾（20.8%）、タイ（18.7%）、韓国（15.3%）は日本からの輸入依存度が高く、かつ、日本からの輸入に占める生産財のウェイトが 60%を超えており、サプライチェーンに与える影響が相対的に大きいと考えられる（図表 5-6）。

既にタイの自動車生産において、悪影響が顕在化している（図表 5-7）。同国は ASEAN 随一の自動車生産大国であり、2010 年の生産台数は約 165 万台に達している。国内販売（約 80 万台）だけではなく、周辺国への輸出も多い。日本企業が古くから進出していたこともあって、日本メーカーのシェアが約 90%を占める。部品メーカーの多くが現地生産を行っており、部品の現地調達率も高

(図表5-5) 主な部品・素材工場の被災・復旧状況

工場	世界シェア	5月12日時点の状況
ルネサスエレクトロニクス那珂工場(自動車用半導体)	10%	4/23から試験生産開始。6/1から量産を再開予定。10月末には通常生産に戻る見込み。
信越化学白河工場(シリコンウェハー)	20%	4/20から操業再開。6月末～7月には通常生産に戻る見込み。
SUMCO米沢工場(シリコンウェハー)	10%	4/12に生産を一部再開。5月上旬には通常生産に戻る予定。
エレクトロテクノ(半導体パッケージ基板材料)	60%	4月初旬に生産再開。5月初旬には震災前の水準に戻る見込み。
三菱ガス化学鹿島工場(半導体洗浄用過酸化水素水)	30%	4月下旬から生産再開。本格生産は6月下旬の予定。
JX日鉱日石金属磯原工場(液晶電極用材料)	40%	4/15から生産開始。全面復旧は7月末の見通し。
DIC鹿島工場(カラーフィルター用顔料)	60%	4/15から生産再開。全面復旧は5月末の見通し。
クレハいわき工場(リチウムイオン電池工場接着剤)	70%	5月初旬に生産再開。

(出所) 各社HP、新聞等から明治安田生命作成

いが、それでも一部の部品は日本からの輸入に依存している。日本国内では、大半の自動車メーカーが震災直後に生産を停止したが、タイの場合、震災前に日本から出荷した部品が現地に届くまでに時間がかかるうえ、日本国内よりも部品在庫を多めに保有していたこともあって、生産に大きな支障が出るのが約1ヶ月遅れた。

トヨタ（タイでのシェアは約30%）では、海外の生産は6月頃から増産を予定（当初の8月頃から前倒し）しており、11～12月頃には正常化の予定としている。ホンダ（同約10%）も年内には正常化の見込みと発表している。日産（同約10%）、三菱（同約10%）、マツダ（同約10%）、いすゞ（同約10%）は比較的悪影響が軽微な模様であるが、タイ国内の自動車生産は4～6月期に大きく落ち込むことが避けられない。7～9月期には上向くとみられるものの、本格回復は10～12月期となろう。自動車は関連産業の裾野が広く、タイの鉱工業生産はしばらく低調に推移する可能性が高い。

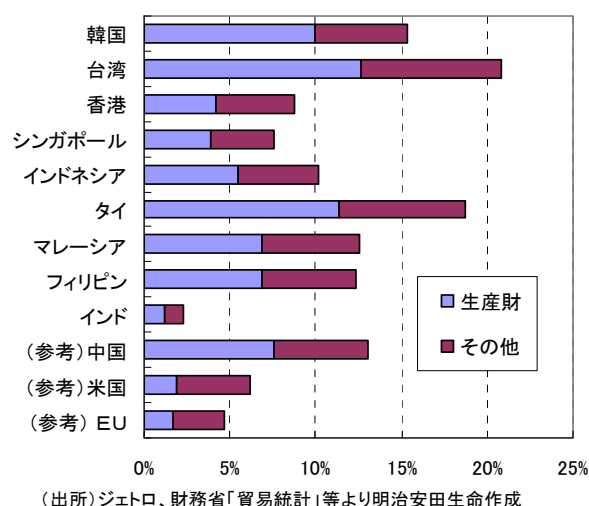
韓国と台湾は世界有数の半導体・液晶パネルの生産国である。今回の震災によって、半導体や液晶の材料で世界的に高シェアを有する工場が被災した。特に半導体の主要材料であるシリコンウェハーの安定供給への懸念が強まっている。半導体メーカー各社が比較的高水準の在庫を抱えていたことに加え、信越化学やSUMCOが他工場代替生産を実施していることなどから、これまでのところ、韓国でも台湾でも半導体の生産に大きな支障は発生していない模様である。ただ、世界シェア約20%を有する信越化学の白河工場が通常生産に戻るのが6月末から7月の見込みのため、今後、シリコンウェハーの不足が次第に顕在化してくる懸念は払拭できない。韓国や台湾の半導体生産が大きく落ち込む事態は想定しにくいものの、生産に多少の悪影響が発生する可能性は残る。

韓国は自動車や半導体などの分野で日本企業と競合している。日本の自動車メーカーが国内外で大幅な減産を実施していることから、韓国企業にとっては世界シェアを拡大するチャンスである。日本で多くの半導体工場が被災したことに加え、世界の多くの企業が半導体の調達先をリスク分散することを検討している模様であり、韓国企業は日本企業からシェアを一部獲得できる可能性もある。

一方、台湾企業は日本企業と直接競合している分野は少なく、むしろ相互補完的な関係が強い。台湾は世界最大のファウンドリの生産拠点であり、今回の地震で被災した半導体メーカーの中には台湾のファウンドリに生産委託を実施した企業もあるようだ。

東日本大震災によって、タイの生産は大きな打撃を受けているものの、韓国や台湾を含め、他国の生産への悪影響は比較的軽微なものにとどまるとみている。世界景気は概ね堅調に推移しており、外需主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、マレーシアの景気も堅調を持続すると予想される。タイの景気も、自動車生産のボトルネック解消とともに年後半からは上向いてこよう。内需主導型

（図表5-6）輸入総額に占める日本の構成比（2009年）



（図表5-7）タイにおける自動車の生産状況

メーカー	5月16日時点の状況
トヨタ	震災直後から1～2割減産。4/25から7割減産。5/23から通常生産の予定。
マツダ	フォードとの合併。これまでのところ通常操業。
ホンダ	4/19から7割減産。
日産	1～2割の減産を実施中。
いすゞ	4/19から5割減産。
三菱	今後も通常操業の予定。

（出所）各社HP、新聞等から明治安田生命作成

のインド、インドネシア、フィリピンも個人消費を中心に引き続き高成長が続くとみている。

(3) 利上げラッシュ

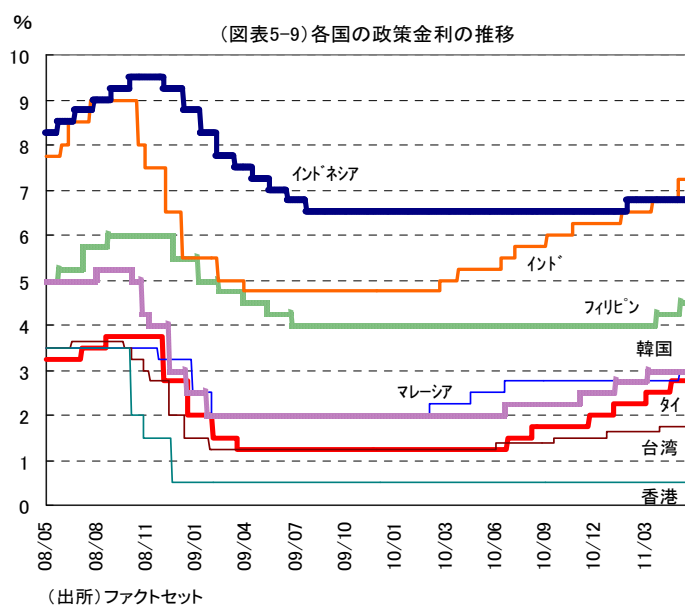
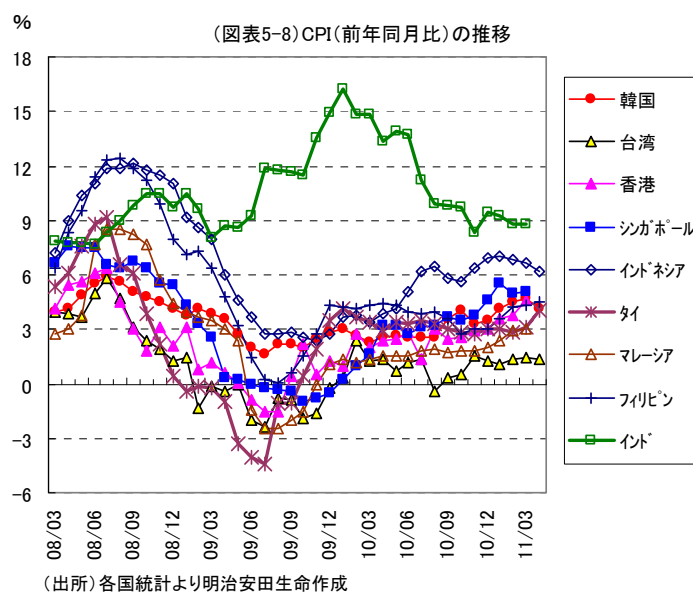
旺盛な内需や国際商品市況（エネルギーや食品）の上昇、さらには先進国からの資本流入などを受け、多くの国でインフレ懸念が熾り続けている（図表 5-8）。インフレ懸念に加え、不動産バブルの恐れも浮上してきたことから、各国で利上げが相次いでいる（図表 5-9）。本年 3 月以降だけでも、タイ（3/9、4/20）、韓国（3/10）、インド（3/17、5/3）、フィリピン（3/24、5/5）、台湾（3/31）、マレーシア（5/5）で利上げが実施されている。

3 月 9 日、タイ中央銀行は政策金利（翌日物レポ金利）を 2.25%から 2.50%に引き上げた。2 月の CPI が前年同月比 +2.9%と、同行のインフレ目標（0.5～3.0%）の範囲に収まっているものの、国際商品市況の上昇によって、食料品やエネルギーなどの生活必需品の物価上昇が続いていることに対応したものである。3 月の CPI が同 +3.1%と 2 月よりもさらに加速したことから、同行はさらに 4 月 20 日にも政策金利を 2.50%から 2.75%に引き上げた。

3 月 10 日、韓国銀行（中央銀行）は政策金利（7 日物レポ金利）を 2.75%から 3.00%に引き上げた。利上げは 2 ヶ月ぶり。2 月の CPI は同 +4.5%と、2 ヶ月連続でインフレ目標（2～4%）を上回った。ただ、5 月 13 日の定例理事会では利上げを 2 ヶ月連続で見送っている。4 月の CPI が同 +4.2%と、3 月の同 +4.7%から減速したことなどが要因のようだ。

3 月 17 日、インド準備銀行（中央銀行）は政策金利（レポ金利）を 6.50%から 6.75%に引き上げ、5 月 3 日にはさらに 6.75%から 7.25%へと引き上げた。食料品やエネルギーなど生活必需品のほか、工業製品の価格も上昇が続いている。同行のスバラオ総裁は「現在の高いインフレ率は将来の成長への多大なリスクとなっている。目先の成長が影響を受けても、インフレを抑制することが優先される」との考えを示した。

3 月 24 日、フィリピン中央銀行は政策金利（翌日物借入金利）を 4.00%から 4.25%に引き上げた。利上げはリーマン・ショック（2008 年 9 月）後初めて。2 月の CPI は同 +4.3%と、インフレ目標（3～5%）の範囲内に収まっているものの、1 月の同 +3.6%からは大きく加速した。5 月 5 日



に、同行は政策金利を 4.25%から 4.50%にさらに引き上げた。4 月の CPI が同+4.5%と、3 月の同+4.3%から加速したことを受け、同行は「2011 年は 3~5%としているインフレ目標の達成が危うい。必要に応じて適切な政策措置をとる」と表明した。

3 月 31 日、台湾中央銀行は政策金利（再割引率）を 1.625%から 1.750%に引き上げた。利上げは 3 ヶ月ぶり。原油価格の上昇などを受け、2 月の CPI が同+1.3%と、1 月の同+1.1%から加速したことに加え、不動産バブルの懸念が台頭していることにも対応した。

5 月 5 日、マレーシア中央銀行は政策金利（翌日物金利）を 2.75%から 3.00%に引き上げた。利上げは 10 ヶ月ぶり。3 月の CPI が同+3.0%と、年明け以降インフレ率が加速している（昨年 12 月は同+2.0%）。同行は「物価押し上げ要因である一次産品とエネルギー価格について、年内は高止まりが続く。年後半には内需要因からも上昇圧力が出てくる」とインフレ警戒感を示した。

インドネシア中央銀行は、2 月 4 日に政策金利（BI レート）を 6.50%から 6.75%に引き上げたが、その後は政策金利を据え置いている。4 月の CPI が同+6.2%と、食糧増産計画が効を奏し、このところインフレ率は鈍化している。ただ、インフレ目標（4~6%）は 6 ヶ月連続で上回っており、同行は「金融引き締め政策に変更はない」と表明している。

香港でもインフレ圧力や不動産バブルの懸念が強まっているが、米ドルに対してカレンシーボード制（自国通貨を米ドルと一定の為替レートで交換することを金融当局が保証し、これを担保できる外貨準備を保有する制度）を採用しているため、金融政策の独立性を有しておらず、政策金利（ベースレート）は 0.5%と、米国同様に超低金利に据え置かれている。

シンガポールには政策金利がなく、為替の名目実効レートを調整することで、実質的な金融政策を実施している。シンガポールでもインフレ圧力（3 月の CPI は同+4.6%）や不動産バブルの懸念が強まっているが、シンガポール金融管理局（MAS）は、昨年 4 月以降、シンガポールドルの高め誘導を実施し、金融引き締めに動いている。

各国とも景気が堅調に推移していることや国際商品市況の上昇を受けてインフレ圧力が根強く残っており、今後も当面は利上げが段階的に実施されよう。カレンシーボード制を採用している香港を除き、利上げの実施によって各国通貨とも対米ドルで徐々に上昇しつつあり、輸入物価の沈静化には今後寄与してくるとみられるものの、一方、景気の牽引役である輸出には若干の悪影響が出てくる懸念がある。年後半にかけて景気はやや減速し、インフレ懸念も徐々に沈静化してくるとみている。

6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は均せば緩やかな上昇を予想

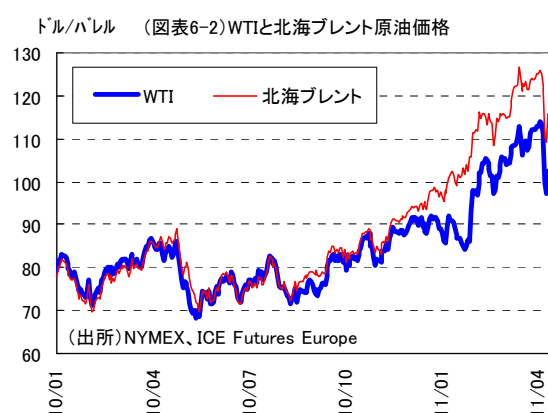
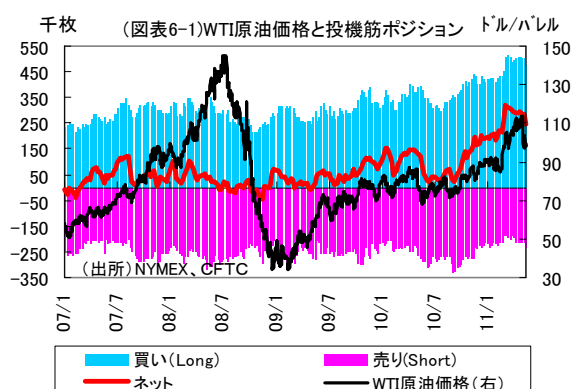
米国産標準油種WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエート)先物価格は、中東・北アフリカの社会情勢の混乱が主要原油輸出国であるリビアへ波及し、供給懸念が生じたことなどを背景に、今年2月以降、上昇基調を強めた。4月末には終値で、2008年9月以来の高値である113.93ドル/バレルを付けたが、5月に入ると、米国景気の減速懸念による原油需要の減退観測や、ECBの追加利上げ観測の後退によるドル上昇などから、100ドル前後まで急落、5月16日現在、97.37ドル/バレルとなっている(図表6-1、2)。

原油価格が上昇基調で推移してきた要因のひとつは、投機マネーの流入で、足元の投機筋のネット買いポジションは、依然として高水準にある(図表6-1)。中東・北アフリカ情勢の混迷による供給懸念のほか、新興国を中心とする景気の回復・需要拡大により、将来的に原油需給が引き締まるとの思惑や、米国のQE2(量的緩和第2弾)による世界的な過剰流動性の拡大が価格上昇期待に繋がっている。

チュニジアからエジプトへと波及した社会情勢の混乱は、リビア、シリア、イエメン、バーレーンなど、中東・北アフリカ全域に広がっている。リビアでは依然として戦線の膠着状態が続いており、4月のリビアの産油量は240千バレル/日と、8割以上の減産を余儀なくされている(図表6-3)。ただ、同国の供給障害は原油価格に相当程度織り込まれており、今後は、他の産油国へ混乱が波及するかどうか材料となる。

最大の産油国であるサウジアラビアは、大規模な所得分配策(住宅補助や宗教団体への給付の増額等)の実施によって、政情不安を回避しており、今後も本格的な混乱に拡大する可能性は低いとみている。一方で、公共支出の拡大により、財政均衡に必要な原油価格が上昇しており、これが原油価格の上昇を容認する風潮に繋がっていることから、今後の上昇要因となる可能性もある。

サウジアラビアをはじめとするOPECは、OPEC諸国で供給障害が発生した場合、直ちに増産等で対応するが、現状は供給過剰の状態にあり、増産は必要ないとのスタンスである。いずれにしても、中東・北アフリカの社会情勢の混乱による供給懸念は今暫く燻ぶり続け、原油価格の上昇要因となる。



(図表6-3) OPEC諸国の原油生産量 千バレル/日

	生産能力	2011年1月	2011年4月	1月比	生産余力
サウジアラビア	12,100	8,659	8,885	226	3,215
イラン	3,700	3,656	3,660	4	40
イラク	2,750	2,658	2,655	▲ 3	95
UAE	2,700	2,383	2,521	138	179
クウェート	2,550	2,338	2,454	116	96
ナイジェリア	2,500	2,187	2,095	▲ 92	405
ベネズエラ	2,350	2,335	2,312	▲ 23	38
アンゴラ	1,840	1,656	1,598	▲ 58	242
リビア	1,800	1,583	240	▲ 1,343	(1,560)
アルジェリア	1,320	1,265	1,260	▲ 5	60
カタール	1,000	810	816	6	184
エクアドル	510	479	483	4	27
OPEC計	35,120	30,009	28,979	▲ 1,030	4,581

(出所) IEA, OPEC ※生産余力のOPEC計からリビアは除く

主要機関の2011年原油等の需要見通し（いずれも5月時点）については、国際エネルギー機関（IEA）が2010年比+1.5%、OPECが同+1.6%、米国エネルギー省エネルギー情報局（EIA）が同+1.6%と、2010年から伸びは鈍化するものの、新興国需要の増加を背景に拡大する見込みである。

IEAの見通しから世界の原油需給動向をみると、まず、需要面に関しては、2010年の87.9百万バレル/日（以下百万B/D）から2011年には89.2百万B/Dと、1.3百万B/Dほど増加する見通しとなっている。地域別にみると、OECD諸国の需要量は、46.1百万B/Dから45.9百万B/Dへ微減が見込まれるものの、成長著しい中国を中心とする非OECD諸国で41.8百万B/Dから43.3百万B/Dへと増加が見込まれている（図表6-4）。

一方、供給面では、非OPEC諸国が2010年の52.9百万B/Dから2011年には53.7百万B/Dと、0.8百万B/Dほどの増加にとどまる見通しである。

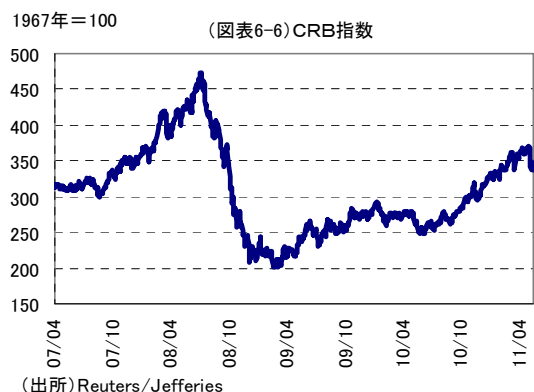
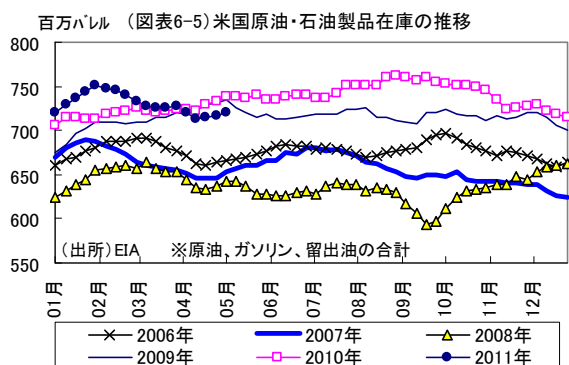
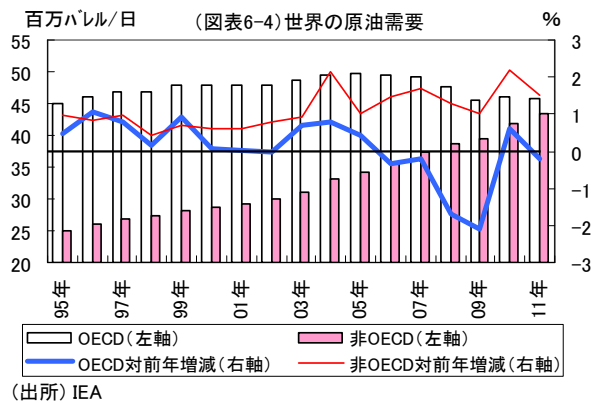
需要増加見通し分1.3百万B/Dとの差である0.5百万B/Dは、現在、OPECの余剰生産能力がリビアを除いても4.5百万B/Dほどあることから、十分対応可能と考える。中東・北アフリカの社会情勢の混乱による供給懸念が大きく拡大しない限り、2008年までの上昇局面で見られたような、需給逼迫懸念が深刻化して価格が大きく跳ね上がるリスクは、さほど高くないだろう。なお、5月の需要見通しでは、価格上昇が消費国への重石になり始めていることを理由に、2011年全体の需要見通しが初めて下方修正されている。

米国のガソリン在庫は、1月以降減少基調で推移し、足元の水準も例年水準を下回っている。ただ、原油・石油製品の在庫（原油、ガソリン、留出油の合計）をみると、2009、2010年と同程度の高水準で推移しており、原油・石油製品全体の需給は緩んだ状況が続いていると言える（図表6-5）。

今後のWTI価格は、世界景気の回復を背景とした原油需要の増加や、中東・北アフリカの社会情勢の混乱による供給懸念が熾ぶり続けていることから、均してみれば上昇基調で推移すると予想する。ただ、供給側に生産余力が残っていること、米国のQE2の終了によって、流動性拡大期待による価格押し上げ効果は剥落することなどを踏まえれば、上昇余地は限られよう。また、年末にかけては、米国の出口戦略（流動性吸収）が意識され、調整する局面もあろう。WTI（年平均）は、2011年が98ドル/バレル、2012年が101ドル/バレルを予想する。

（2）その他商品市況は小幅な上昇を予想

主要国際商品指数であるCRB（コモディティ・リサーチ・ビューロ）指数は、昨年9月以降上昇基調で推移し、4月末には2年7ヶ月ぶりの高値である370.56を付けた（図表6-6）。世界景気の回復期待の高まりに加え、米国の量的金融緩和策の強化による過剰流動性やドル安観測から、商品市場に資金が入りやす



い状況が続いたためである。また、世界的な天候不順を背景に、穀物を中心とする農産物の供給懸念に伴う価格上昇も強く影響した。ただ、5月初旬には急落するなど、足元ではやや調整している。米国CME（シカゴ・マーカント取引所）が銀先物をはじめとする先物取引の証拠金の引き上げを実施したことで相場の先行き不透明感が強まり、投機マネーの流出に繋がったとみられているが、米景気の減速懸念も意識され始めている。

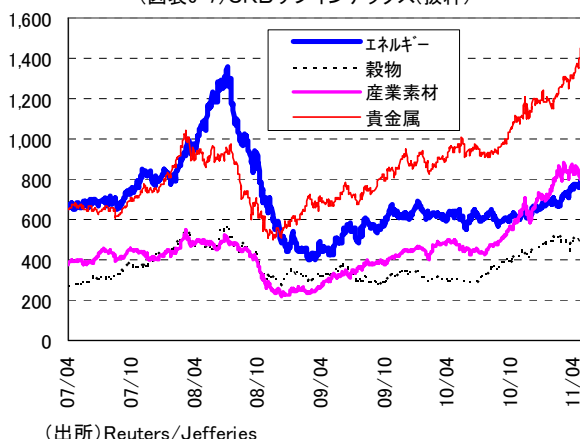
CRB指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、家畜の6分野、19品目で構成される。分野別の動きをみると、過去1年間では、穀物（大豆、小麦、トウモロコシ）が+55.8%、産業素材（銅、アルミニウム、ニッケル、綿花）が+46.4%、貴金属（金、銀）が+33.2%、エネルギー（原油、燃料油、ガソリン、天然ガス）が+17.4%と、いずれも大きく上昇しているが、3月末対比では調整している（図表6-7）。

穀物については、新興国の人口増加や食生活の改善などを背景に、今後とも堅調な需要増が見込まれる。加えて、ロシアをはじめ世界各地で天候不順による生産見通しの減少が伝えられ、供給面での懸念から、投機マネーの流入が続き、価格高騰を招いた。

穀物について品目別にみると、小麦は世界全体の在庫が依然として高水準にあり、需給が急激に逼迫する可能性は高くない。ただ、米国農務省の需要見通し（5月11日発表）によると、2011/12年度も生産量が消費量を下回る見込みであり、新興国などの将来的な需要増が小麦価格を下支えするとみている。トウモロコシは、昨年10月以降、米国の生産量の大幅低下や、アルゼンチンでの作付けの遅れから、在庫率見通しの下方修正が続いた。2011/12年度の需要見通しでは、生産量は、米国・中国の増加等から史上最高となる一方、中国での飼料用需要の増加等から世界の消費量も増加する見込みである。期末在庫率は引き続き低水準の見通しであり、トウモロコシ価格は、基本的に底堅く推移するとみている。大豆は、今後、生産量が消費量を上回って推移する見込みであるが、世界の6割程度を消費する中国の旺盛な需要は継続する見込みであり、価格下落幅は限定的であるとみている。

産業素材分野のうち、非鉄金属についてみると、銅価格の調整幅が大きい。国際銅研究会の銅需給見通しでは、2011年、2012年と供給不足が続く見通しであるものの、在庫の増加基調が続いていることが影響しているようだ。要因としては、銅価格の高騰から中国が輸入を手控えていることが挙げられる。中国経済については、インフレ抑制のための引き締め政策によって、今後の経済成長が若干鈍化する可能性があるとしても、持続的な成長が続くとみている。中国の銅輸入も、今年の後半以降に徐々に回復するとみており、銅価格も調整を挟んで再び上昇へ向うと予想している。アルミニウムやニッケルは、将来的な需要拡大期待から投機マネーの流入によって、上昇してきた側面が大きい。いずれも、在庫が高水準であることから、当面は調整が続くだろう。

1967年=100 (図表6-7)CRBサブインデックス(抜粋)



(図表6-8)主要商品の価格変動率(%)

		3月末比	年初来	1年間
CRB		-5.9	1.6	27.6
エネルギー	原油	-8.0	7.5	28.6
	天然ガス	-4.7	-5.1	1.2
産業素材	銅	-9.2	-12.0	22.1
	アルミニウム	-1.1	5.6	24.6
	ニッケル	-5.9	-0.7	8.9
	綿花	-24.9	3.8	86.6
貴金属	金	4.3	5.6	23.0
	銀	-6.3	14.9	84.1
穀物	大豆	-5.6	-4.4	37.9
	小麦	-0.6	-4.4	53.9
	トウモロコシ	-2.3	7.7	79.6

(出所)ファクトセット ※2011年5月11日時点の価格変動率

貴金属分野では、金先物価格（COMEX・中心限月）が5月2日に1,557ドル/トロイオンスと、過去最高値を更新した。欧州財政懸念や中東・北アフリカ情勢の混乱長期化によって、安全資産としての金需要が高まったほか、新興国を中心にインフレ懸念が高まっていること等がインフレヘッジとして金の需要増に繋がるため、当面、金は高値での推移が続くとみる。銀価格は、4月下旬には31年ぶりの高値を付けたが、米国CMEの証拠金引き上げ実施をきっかけに5月第1週だけで約25%下落した。今後、代替資産としての需要は低下すると考えられるが、太陽電池など、産業用需要としての要素が下支えするとみている。

今後も新興国を中心とする原燃料需要は安定的に伸びると予想され、商品価格を下支えするとみている。一方で、米国のQE2は6月末で完了することが示されており、流動性拡大期待による価格押し上げ効果は剥落していくとみている。当面、米国FRBは、バランスシートの規模を維持する見込みであり、過剰流動性の状況に変化はないとみているが、年末にかけては、米国の出口戦略（流動性吸収）が意識され、調整する局面もあろう。CRB指数（5月13日現在：338）の今後1年間の上昇率は、5－10%程度と予想する。

本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。

当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。