

明治安田生命

2011－2012年度経済見通しについて

～供給制約は解消に向かうが、海外景気がリスク要因に～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2011年4－6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：	<u>2011年度</u>	0.6%	<u>2012年度</u>	2.4%
名目GDP成長率：	<u>2011年度</u>	▲1.3%	<u>2012年度</u>	1.9%

2. 要 点

- ①震災後の供給制約は想定を上回るペースで解消に向かっている。サプライチェーンはほぼ修復、今夏の電力不足も生産に深刻な悪影響を及ぼすことなく乗り切る見込み。欧米景気の動向は先行きの大きなリスクではあるが、2011年度下半期以降の日本経済は、政府の震災対策や復興需要、在庫の復元などにけん引され、基本的には回復基調をたどると予想する。
- ②個人消費は、将来的な負担増への思惑から緩慢な回復にとどまる。住宅投資は一連の支援策の反動減が懸念される。設備投資は復興需要などから堅調推移を予想。公共投資は、政府の対策により大幅に増加しよう。輸出は目先鈍化も、2012年度は徐々に持ち直すと予想する。
- ③2012年度までのデフレ脱却は見込めず、日銀の利上げは2013年度以降に持ち越されよう。高齢化の進展や電力不足の長期化に伴い、中長期的にも潜在成長率の低下傾向が続く可能性が高く、本格回復の時期は見通せない。

〈主要計数表〉

	2010年度 実績	2011年度		2012年度	
			2011/5時点		2011/5時点
実質成長率	2.3%	0.6%	0.3%	2.4%	2.6%
成長率寄与度・内需	1.4%	1.3%	1.0%	1.7%	1.8%
・外需	0.9%	▲0.7%	▲0.6%	0.7%	0.8%
名目成長率	0.4%	▲1.3%	▲0.5%	1.9%	2.5%

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%	0.6%	2.4%	-0.6%	-0.9%	-0.3%	1.3%	0.7%	0.9%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
前期比年率	2.3%	0.6%	2.4%	-2.5%	-3.6%	-1.3%	5.3%	2.7%	3.5%	1.7%	1.6%	1.9%	1.5%
前年同期比	2.3%	0.6%	2.4%	2.5%	-0.7%	-0.9%	-0.6%	0.7%	2.5%	3.3%	2.4%	2.2%	1.7%
民間最終消費支出	0.8%	-0.3%	0.2%	-0.9%	-0.6%	-0.1%	0.2%	0.0%	0.3%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.1%
民間住宅投資	-0.3%	3.9%	-0.3%	2.8%	0.2%	-1.9%	3.2%	2.9%	-0.2%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	-0.7%
民間設備投資	4.2%	3.7%	6.0%	0.1%	-1.4%	0.2%	2.8%	2.9%	2.1%	1.3%	0.4%	0.8%	0.9%
政府最終消費支出	2.2%	1.8%	0.9%	0.4%	0.9%	0.5%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
公的固定資本形成	-10.0%	5.2%	9.0%	-5.8%	-1.0%	3.0%	2.7%	5.1%	4.7%	2.4%	0.2%	-0.8%	0.2%
財貨・サービスの輸出	17.0%	-1.8%	7.5%	-1.0%	0.0%	-4.9%	3.9%	0.3%	1.9%	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%
財貨・サービスの輸入	11.0%	3.6%	3.9%	-0.6%	1.5%	0.1%	1.5%	1.3%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%
名目GDP	0.4%	-1.3%	1.9%	-1.0%	-1.5%	-1.4%	1.5%	0.5%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
GDPデフレーター(前年比)	-1.9%	-1.9%	-0.5%	-1.6%	-1.9%	-2.2%	-1.8%	-1.6%	-1.1%	-0.2%	-0.6%	-0.6%	-0.6%

(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%	0.6%	2.4%	-0.6%	-0.9%	-0.3%	1.3%	0.7%	0.9%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
民間最終消費支出	0.5%	-0.2%	0.1%	-0.5%	-0.4%	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.5%	0.5%	0.8%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
公的固定資本形成	-0.5%	0.2%	0.3%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	0.5%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
純輸出	0.9%	-0.7%	0.7%	-0.1%	-0.2%	-0.8%	0.4%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸出	2.3%	-0.3%	1.2%	-0.1%	0.0%	-0.8%	0.6%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	-1.4%	-0.4%	-0.4%	0.1%	-0.2%	-0.0%	-0.2%	-0.1%	-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%	1.1%	7.5%	5.9%	-2.5%	-6.8%	0.8%	3.1%	7.7%	12.7%	6.8%	6.0%	5.1%
消費者物価指数(前年比)	-0.4%	-0.5%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.2%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.4%	0.1%	0.2%
除く生鮮食品(前年比)	-0.8%	-0.5%	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.3%	-0.2%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.4%	0.1%	0.2%
国内企業物価指数(前年比)	0.7%	2.3%	1.3%	1.0%	1.7%	2.4%	2.4%	2.2%	2.0%	1.5%	1.4%	1.2%	1.1%
完全失業率(季調済:平均)	5.0%	4.6%	4.4%	5.0%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%
無担保コール翌日物(期末値)	0.06%	0.09%	0.09%	0.08%	0.06%	0.07%	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	80円	83円	83円	82円	82円	77円	79円	81円	82円	83円	84円	84円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

4-6月期の実質GDP成長率は前期比▲0.3%（年率換算：▲1.3%）と、3四半期連続でマイナス成長となった。4月以降の国内景気は、東日本大震災の発生に伴う急速な落ち込みから脱しつつあるものの、4-6月期に関しては期首時点でのいわゆる「マイナスのゲタ」が大きく響いた。ただ、7-9月期は、サプライチェーンがほぼ修復されたことに加え、震災からの復興需要も顕在化してくるとみられることから、4四半期ぶりにプラス成長に転じるとみている。今下期から2012年度にかけては、海外景気の動向が大きナリスクとなるものの、日本経済は基本的に緩やかな回復基調をたどると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の緩やかな改善が見込まれるものの、子ども手当の廃止や増税への懸念が足かせとなり、回復力は鈍いものにとどまろう。

住宅投資は、年内は一連の住宅取得支援策の縮小を前に駆け込み需要が期待できる一方、年明け以降はその反動減が懸念される。設備投資は、震災からの復興需要が徐々に顕在化してくるに加え、生産の回復に伴う設備過剰感の緩和やキャッシュフローの増加などから、次第に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。

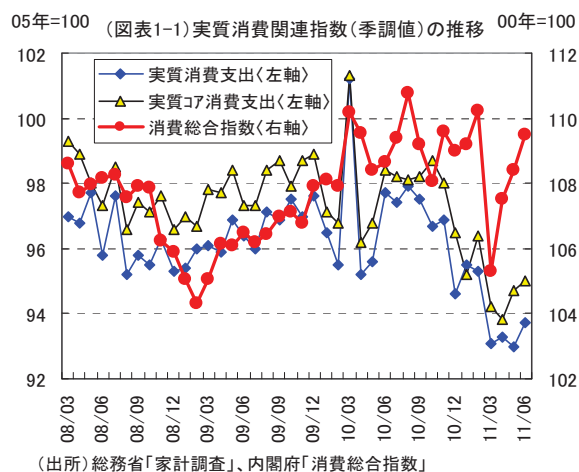
海外景気が減速しつつあることから、当面、輸出は回復ペースが鈍化する可能性が高い。ただ、2012年の年明け以降、徐々に持ち直してくるとみている。

デフレギャップは依然として大きく、物価の下押し圧力は引き続き残ると予想される。当面、コアCPIは前年比マイナスで推移する可能性が高いとみており、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

震災発生直後の個人消費は大きく落ち込んだが、4月以降は回復に向かっている。6月の消費総合指数は前月比+1.0%と、3ヵ月連続で上昇した（図表1-1）。7月のアナログ放送終了を控え、薄型テレビの販売が大幅に伸びたほか、節電意識の向上を受けて、エアコンやLED電球、クールビズ関連衣料などが好調だった。また、乗用車も生産回復に伴い、販売台数が急回復している（図表1-2）。足元までの回復は、財の消費がけん引しており、サービス関連の消費は相対的に緩やかな回復にとどまっている。

日経消費DIを見ると、震災直後の4月調査では▲48ポイント（1月調査比：▲23）と大幅に悪化したが、7月調査では▲22ポイント（4月調査比：+26）と大きく改善、震災前の1月調査の水準も上回った（図表1-3）。業種別では、「専門店」をはじめとする物販関連が大幅に改善している。一方で、震災直後の過度な自粛ムードは薄らぎつつあるものの、「旅行・運輸」の回復の遅れが目立つほか、「興業・アミューズメント」や「外食」



の回復力も鈍い。ただ、先行き（3ヵ月後の業況見通し）については、節電特需や地デジ特需の一巡に伴い、「専門店」などの物販は業況判断が低下すると予測されている一方、「旅行・運輸」や「外食」などのサービス関連は上昇すると見込まれている。

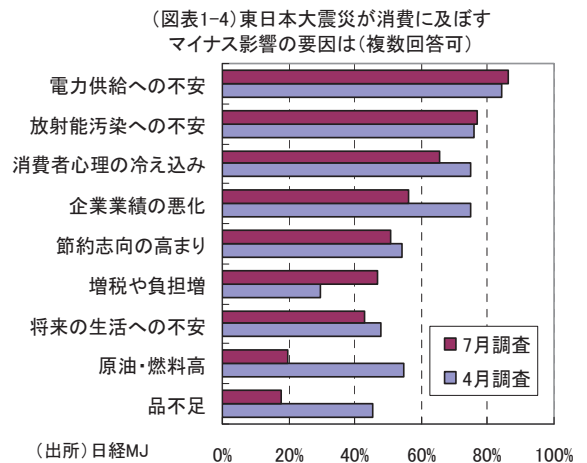
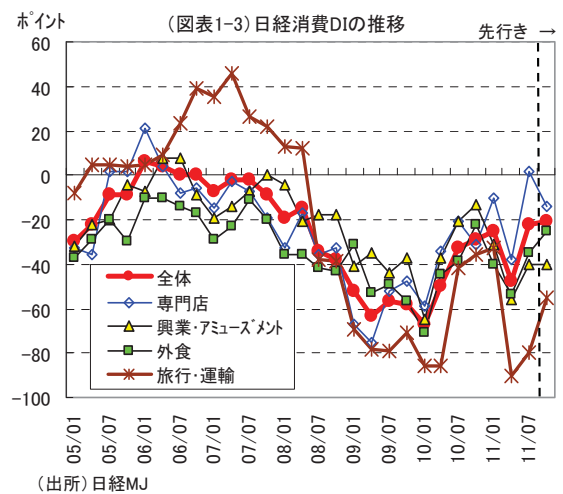
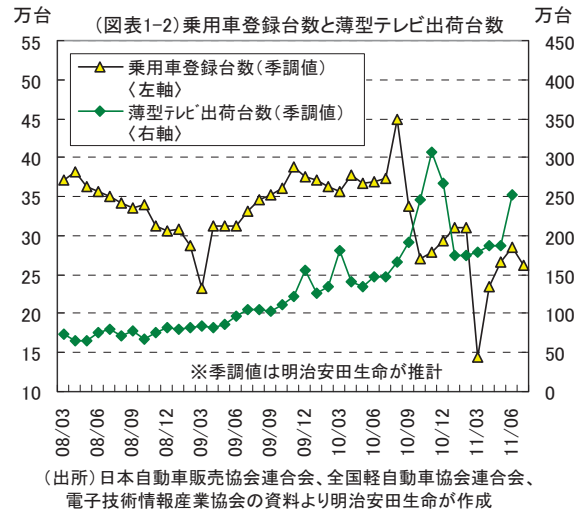
同時に行われた「東日本大震災が消費に及ぼすマイナス影響の要因は」についてのアンケート調査（7月調査）では、「電力供給への不安」、「放射能汚染への不安」を回答した企業が多い（図表1-4）。定期点検終了後の原発再稼働が困難な状況が続いており、電力不足の懸念が全国的に拡大していることや、流通食品から放射性物質の検出が相次いでいることが如実に反映されている。また、「企業業績の悪化」、「原油・燃料高」、「品不足」などは前回（4月調査）から大きく減少したが、「増税や負担増」が前回から大幅に増加している。復興債の償還財源として増税が議論されていることに対して、消費関連企業は懸念を持ち始めているようだ。

消費関連企業の景況感だけではなく、消費者自身のマインドも徐々に改善している。消費者態度指数（全国・一般世帯）は4月を底に回復基調で推移しており、同指数を構成する4つの指標はすべて改善傾向を示している（図表1-5）。消費者マインドが改善している要因としては、生産をはじめとする経済活動全般の回復により、雇用・所得環境が徐々に改善しつつあることが大きく寄与していると考えられる。

震災直後に懸念された大規模な雇用調整は結局実施されず、多くの企業は労働時間の短縮で乗り切った模様であり、また、雇用調整助成金制度も雇用情勢の悪化を緩和するうえで、一定の役割を果たしたと考えられる。雇用調整助成金の支給状況をみると、5月以降、小幅ながら支給決定対象者数が増加に転じている（図表1-6）。一方、計画届受理対象者数は3月から4月にかけて急増したが、その後は減少に転じており、経済状況の好転とともに、企業が同制度に頼る必要性が薄れつつあることを示唆している。

震災直後には労働時間の減少とともに、勤労者の月例給与も落ち込んだものの、このところ回復傾向にある。日本経済新聞社の今夏のボーナス調査では、平均支給額が前年比+4.2%（製造業：同+6.5%、非製造業：同▲2.3%）と堅調な伸びを示した。

雇用・所得環境の緩やかな改善を受けて、今後も個人消費は回復基調で推移すると予想される。節電関連商品や薄型テレビの駆け込み需要は一巡するとみられるが、旅行やレジャー、外食などの



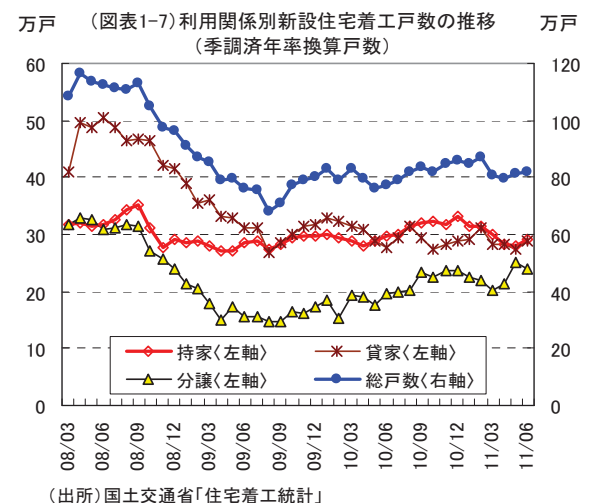
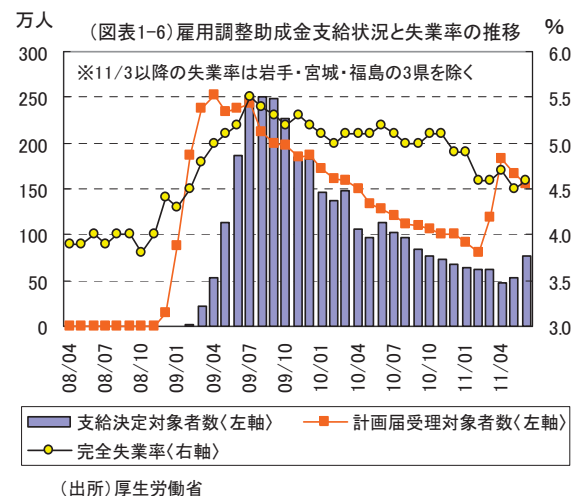
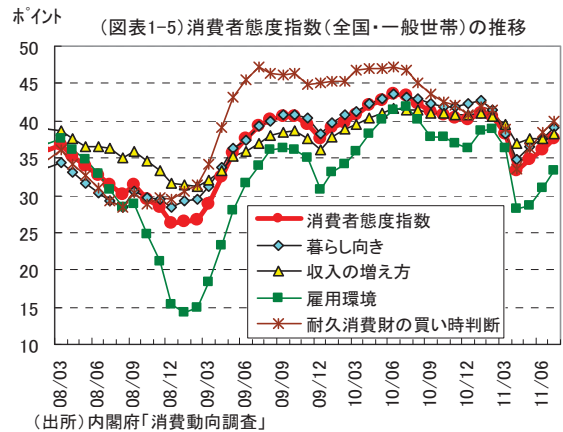
サービス関連消費が上向いてこよう。ただ、足元では子ども手当の見直し案が民主・自民・公明3党で合意されたほか、復興債の償還財源として増税が検討されている。来年度は家計の可処分所得が減少する懸念が強まりつつあり、こうした状況が消費者マインドを冷やす可能性が高い。今年度下期から来年度にかけて、個人消費の回復力は鈍いものにとどまろう。

なお、来春にはエコカー減税が終了予定（自動車取得税：2012年3月、自動車重量税：2012年4月）となっており、2012年1-3月期にはエコカーの駆け込み需要が発生し、翌4-6月期にはその反動減が見込まれる。また、政府は今冬以降の電力不足対策の一環として、家電エコポイント制度（LED電球を対象に追加する予定）の復活を検討している。実際に実施に移された場合には、個人消費の下支え役となる。

（2）住宅投資は当面堅調に推移

震災前の新設住宅着工戸数（季調済年率換算）は回復基調で推移していたが、3月は前月比▲7.5%の80.7万戸と落ち込み、翌4月も同▲1.1%の79.8万戸とさらに水準を切り下げた（図表1-7）。東北地方や関東地方で大規模な余震が続いたことや、住宅建設資材の不足などから、住宅着工を延期する動きが広がったことが背景にある。しかし、5月には同+2.1%の81.5万戸、6月は同+0.3%の81.7万戸と、早くも回復の兆候が見えてきている。余震が一段落しつつあることや、住宅建設資材の不足が解消されつつあることに加え、住宅エコポイントの付与対象期間が2011年12月31日着工分までから7月31日着工分までに大幅短縮され、駆け込み需要が発生したことも要因と考えられる。

2009年8月を底に新設住宅着工戸数が回復基調で推移してきた要因としては、景気回復に伴う雇用・所得環境の改善に加え、住宅ローン減税の拡充、住宅取得資金の贈与税非課枠の設定、住宅エコポイント制度の創設、フラット35Sの金利優遇措置の拡大など、一連の住宅取得支援策の効果が大きかったとみている（図表1-8）。しかし、住宅エコポイント制度はすでに打ち切りとなっているほか、フラット35Sの金利引き下げ幅拡大（当初10年間の金利引き下げ幅を0.3%から1.0%に拡大）も2011年12月30日申し込み分までから9月30日申し込み分までに短縮された。また、住宅取得資金の贈与税非課税枠（2011年は1,000万円）は今年末で終了予定となっている。住宅ローン減税は来年以降も継続されるが、入居年が2012年になると



最高控除額は2011年入居よりも大幅に減少する（長期優良住宅：600万円→400万円、一般住宅：400万円→300万円）。こうした住宅取得支援策の縮小は、年内は住宅投資の駆け込み需要をもたらすと予想されるが、年明け以降はその反動減が懸念される。

警察庁の集計（2011年8月15日現在）によると、東日本大震災に伴う住宅の全壊・半壊は25.9万戸である。阪神・淡路大震災（1995年1月17日発生）の際は、全壊・半壊が24.9万戸で、1995年度から1997年度までの3年間で13～14万戸（年平均約4.5万戸）が再建されたと推計している。今回の住宅被害もほぼ同水準であるが、すでに他地域に移住（賃貸住宅に入居）している被災者が多く、住宅を再建する世帯は阪神・淡路大震災の際を大幅に下回る可能性が高い。今下期から住宅の復興需要が徐々に顕在化してこようが、3年間で9万戸程度（年平均3万戸程度）にとどまるとみている。新設住宅着工戸数の押し上げ効果は年平均で3～4%に過ぎない。

過去20年間にわたり、住宅着工は右肩下がりの状況が続いている。1980年代後半は年間160万戸超だったが、近年はその約半分の水準にまで落ち込んだ。景気の長期低迷や不動産価格の大幅下落に加え、住宅ストックの充足（空き家の増加）や世帯数の伸び悩みなどが強く影響している。現在、団塊ジュニア世代は30歳代後半に達している。2010年の30歳代人口は約1,788万人であったが、2015年には約13%減の約1,555万人と、大幅に減少する見込みである（図表1-9）。これは、住宅の一次取得層（一般に30歳代）が減少することを意味する。

団塊ジュニア世代およびその後の世代は、バブル崩壊後に社会人となった世代だが、就職難の状況下、なかなか定職に付くことができず、いわゆるフリーターが多いと言われる。その結果、30歳代男性の失業率は上昇傾向にあり、また、平均年収は減少傾向にある（図表1-10）。住宅の一時取得層の住宅取得能力が大きく低下している点も住宅着工が長期にわたって低迷している要因と考えられる。今後、30歳代の人口が大幅に減少する見込みであることに加え、30歳代男性の雇用・所得環境が急激に改善することも見込みがたい。年内は住宅取得支援策や震災からの復興需要などによ

（図表1-8）主な住宅取得支援策の概要

○住宅ローン減税

	入居年	控除期間	住宅ローン等の年末残高の限度額	控除率	最高控除額（累計）
長期優良住宅	2010～2011年	10年間	5,000万円	1.2%	600万円
	2012年	10年間	4,000万円	1.0%	400万円
	2013年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
一般住宅	2010年	10年間	5,000万円	1.0%	500万円
	2011年	10年間	4,000万円	1.0%	400万円
	2012年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
	2013年	10年間	2,000万円	1.0%	200万円

○住宅取得資金の贈与税非課税枠

2010年 合計 1,610万円	基礎控除 110万円	贈与税 非課税枠 1,500万円
2011年 合計 1,110万円	基礎控除 110万円	贈与税 非課税枠 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(30万円相当)
(2011年7月31日までに建築着工したもの)

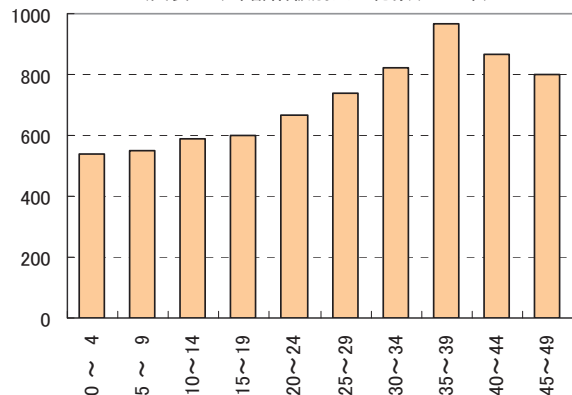
○フラット35Sの金利優遇措置

- ・フラット35Sは、耐震性や省エネ性に優れた住宅について、フラット35の借入金利を一定期間引き下げる制度。
- ・2011年9月30日申し込み分まで、当初10年間の金利引き下げ幅を0.3%から1.0%に拡大。

(出所)国土交通省、住宅金融支援機構HPより明治安田生命作成

万人

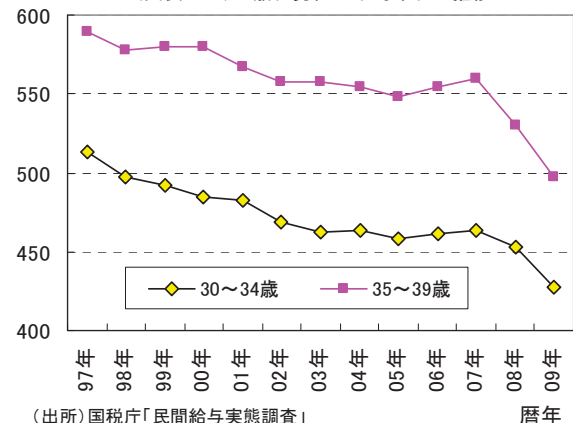
（図表1-9）年齢階級別人口総数(2010年)



(出所)総務省「平成22年国勢調査(速報)」

万円

（図表1-10）30歳代男性の平均年収の推移



(出所)国税庁「民間給与実態調査」

暦年

って、住宅投資は堅調に推移すると見込まれるが、人口要因および雇用・所得要因の双方から、中長期的に住宅投資は低迷を余儀なくされよう。

(3) 設備投資は徐々に回復基調を強める

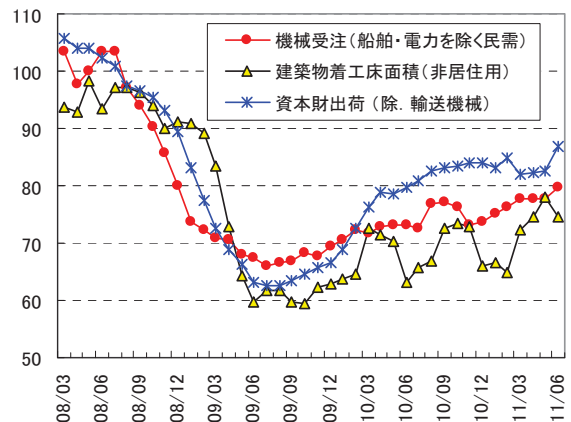
震災後も設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）や建築物着工床面積（非居住用）などは比較的堅調に推移している（図表1-11）。経済産業省の調査によると、4月以降も2011年度の設備投資計画を変更していない企業が約80%を占めている。一般に設備投資は中長期的視点から実施するものであるため、空前的供給ショックが発生したなかでも、企業は冷静な経営判断を継続したようだ。

日本政策投資銀行が集計した大企業の2011年度設備投資計画（7月時点）は、前年度比+7.3%（製造業：同+12.5%、非製造業：同+4.6%）と、強気なものとなっている。今年度の設備投資の特徴としては、震災からの復旧・復興投資、電力不足に対応した自家発電や省エネ機器の導入、スマートフォン関連や環境関連（次世代自動車、二次電池、LED等）の投資などが大幅に増加することが挙げられる。

設備投資は、企業の期待成長率、設備の過不足感、キャッシュフローの3要素が大きく影響する。そこで、実質設備投資の長期均衡値（理論値）を、企業の期待成長率（「企業行動に関するアンケート調査」における今後3年間の実質経済成長率見通し）、設備の過不足感（「日銀短観」の生産・営業用設備判断DI、全規模・全産業ベース、1四半期前）、キャッシュフロー（「経常利益/2+減価償却費」の4四半期移動平均、法人企業統計ベース）を説明変数として、重回帰分析によって推計した（図表1-12）。2011年1-3月期の実質設備投資（季節調整済年率換算値）は73.2兆円、理論値は78.2兆円であり、実績値は理論値を6.4%下回っている。1-3月期に計画されていた設備投資の一部が震災によって延期を余儀なくされたことが主因と考えられる。

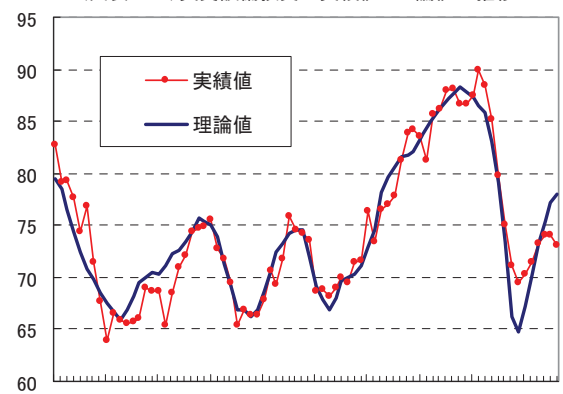
海外景気の減速などによって、企業の期待成長率は足元ではやや低下している懸念があるものの、下期から復興需要の顕在化や海外景気の持ち直しなどを受けて、再び上向いてくる可能性が高いとみる。また、6月調査の日銀短観における生産・営業用設

05年=100 (図表1-11) 設備投資関連指標(3ヶ月移動平均)



(出所)内閣府、国土交通省、経済産業省

兆円 (図表1-12) 実質設備投資の実績値と理論値の推移



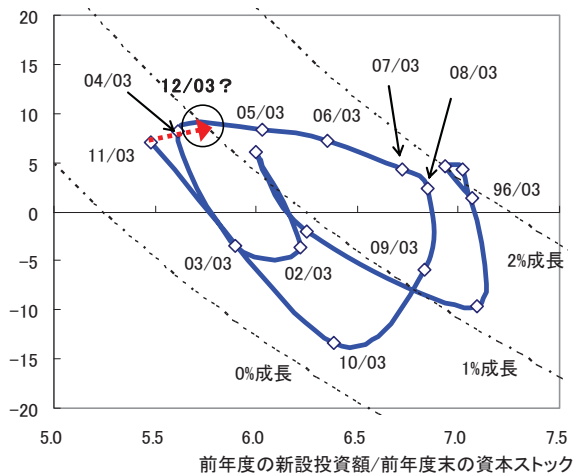
$$\begin{aligned} \text{理論値} &= 42.53 + 2.06 \times \text{期待成長率} - 0.37 \times \text{日銀短観設備判断DI} \\ &\quad + 2.25 \times \text{キャッシュフロー} \end{aligned}$$

(8.59) (2.74) (-3.91) (9.85)

法定係数=0.90

(出所)内閣府、財務省、日銀の統計から明治安田生命推計

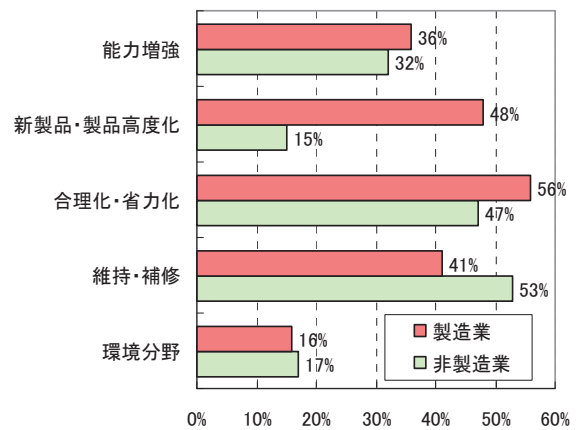
新設投資額 前年比(%) (図表1-13) 資本ストック循環図(全産業)



(出所)内閣府資料より明治安田生命作成

備判断DIは+7、先行き9月の予測は+5であることから、海外景気の動向が懸念材料として残るものの、今後も生産の回復とともに設備過剰感は徐々に緩和する可能性が高い。上期の企業業績は減益が避けられないものの、下期には増益に転換するとみられることから、キャッシュフロー（4四半期移動平均）も再び増加基調に復すると予想される。実質設備投資の説明変数である企業の期待成長率、設備の過不足感、キャッシュフローのいずれもが下期からプラスに寄与してくるとみられ、設備投資は徐々に回復基調を強める可能性が高いとみている。企業の期待成長率を1%程度と仮定し、資本ストック循環図を用いて推計（2012年1-3月期時点の「前年度新設投資額/前年度末の資本ストック」は5.78です）

(図表1-14)2011年度設備投資の重点分野（複数回答）



(出所)経済産業省「東日本大震災後の産業実態緊急調査②」

に確定)すると、2012年1-3月期の実質設備投資は前年同期比で+8%前後と試算される(図表1-13)。

経済産業省の「東日本大震災後の産業実態緊急調査②」(調査日:6月14日~7月1日)によれば、2011年度設備投資の重点分野(複数回答)として、能力増強を挙げている企業は3分の1程度と少なく、合理化・省力化(省エネ・省資源対応を含む)や維持・補修が大きなウェイトを占めている(図表1-14)。また、製造業については、新製品・製品高度化のウェイトも高い。同調査では、製造業のみ海外投資の重点分野についても尋ねているが、国内投資とは異なり、海外投資の重点分野は能力増強が圧倒的なウェイトを占めている。震災前も、国内投資は新製品開発などの高付加価値なものに力点が置かれ、海外投資は成熟化した製品の量産化投資に注力する傾向が見られたが、震災後もこのトレンドに大きな変化はないようだ。

(4) 公共投資は大幅に増加

東日本大震災を受け、5月2日に2011年度第1次補正予算(約4兆円)、7月25日に第2次補正予算(約2兆円)が成立した(図表1-15)。合計約6兆円のうち、公共事業関係費(1.20兆円)のほか、応急仮設住宅の供与(0.36兆円)、施設費災害復旧費(0.42兆円)、東日本大震災復旧・復興予備費(0.80兆円)、地方交付税交付金(1次・2次計:0.67兆円)などの多く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2.5兆円と試算される(図表1-15)。

今後、政府は第3次補正予算の編成に着手する予定である。1次補正、2次補正では当面の復旧対策費が計上されたが、3次補正では、住宅地や公共施設の高台移転や、特区を利用した産業再生など本格的な復興費用が計上される。予算規模は約10兆円が想定されており、うち約3兆円が公共投資関連予算になると推測している。

(図表1-15)2011年度補正予算の概要

第1次補正予算(5月2日成立)	
1. 災害救助等関係経費	4,829億円
(1) 応急仮設住宅の供与	3,626億円
(2) その他(被災者への見舞金等)	1,203億円
2. 災害廃棄物処理事業費(がれき等の処理)	3,519億円
3. 災害対応公共事業関係費	12,019億円
4. 施設費災害復旧費	4,160億円
(1) 学校施設	2,171億円
(2) その他(社会福祉施設、農林業施設、等)	1,989億円
5. 災害関連融資関係経費	6,407億円
6. 地方交付税交付金	1,200億円
7. その他東日本大震災関係経費	8,018億円
(1) 自衛隊・消防・警察・海上保安庁活動経費	2,593億円
(2) その他	5,425億円
合 計	40,153億円
第2次補正予算(7月25日成立)	
1. 原子力損害賠償法等関係経費	2,754億円
2. 被災者支援関係経費	3,774億円
(1) 二重債務問題対策	774億円
(2) 被災者生活再建支援金補助金	3,000億円
3. 東日本大震災復旧・復興予備費	8,000億円
4. 地方交付税交付金	5,455億円
合 計	19,988億円

(出所)財務省資料より明治安田生命作成

1次補正、2次補正によって、2011年度の実質GDP成長率は0.9%程度押し上げられ、実質公的資本形成は8%程度押し上げられよう。第3次補正予算が10月頃に成立すると仮定すれば、3次補正も加えた実質GDP成長率の押し上げ率は、2011年度が1.2%程度（実質公的資本形成の押し上げ率は12%程度）、2012年度は0.8%（同8%程度）と試算される。

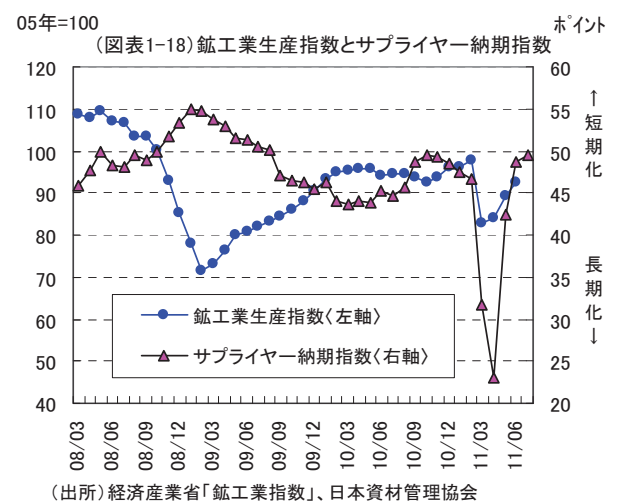
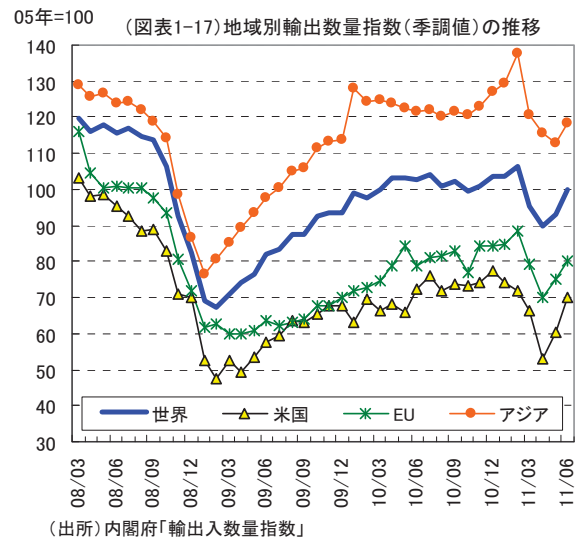
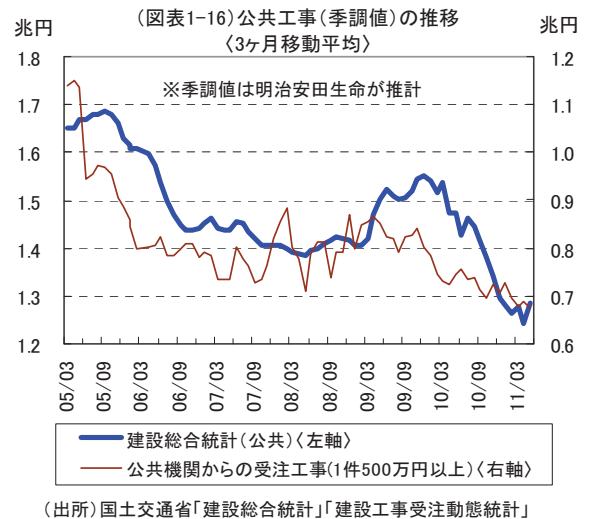
がれきの処理が遅れていることから、1次補正で成立した公共事業予算の執行が遅れているが、ここにきてようやく上向き始めた（図表1-16）。公共投資はこのところ低調に推移していたが、2011年度から2012年度にかけては大幅な増加に転じよう。

（5）輸出の回復ペースは当面鈍化

輸出数量指数（季調値）は、3月から4月にかけて大きく落ち込み、4月は震災前（2月）の84%の水準となった（図表1-17）。しかし、5月から6月にかけては急回復に転じ、6月は2月の94%の水準にまで戻している。生産設備の復旧やサプライチェーンの修復が順調に進み、生産が急回復したことが要因である。サプライヤー納期指数を見ると、3月から4月にかけて急低下（部品・材料の調達環境が急激に悪化）し、生産も大きく落ち込んだものの、5月から6月にかけては同指数が急上昇（部品・材料の調達環境が急激に改善）に転じ、生産も急回復した（図表1-18）。

震災後に輸出が最も大きく落ち込んだ商品は自動車である（図表1-19）。半導体、ゴム製品、樹脂部品、塗料などの部品・材料の調達に大きな支障をきたし、3月中旬から4月中旬頃までは、国内の大半の自動車工場が操業停止に追い込まれた。3月から4月にかけて自動車の輸出は大きく減少したものの、生産の回復とともに、5月以降は輸出も急速に回復している。一方、化学、鉄鋼、半導体等電子部品の輸出は5月以降も減少基調が続いている。国内生産は回復基調にあることから、供給面の制約ではなく、世界景気の減速に伴い、外需が低迷していることが輸出不振の主因と考えられる。

今夏は電力不足のため、ほぼ全国的に大規模な節電が実施されている。経済産業省の製造工業生産予測調査によれば、7月の生産見込みは前月比+2.2%、8月は同+2.0%といずれも堅調な伸び



が見込まれている。各企業は、節電対応を輪番操業や早朝・深夜への生産シフトなどで実施しており、生産への悪影響を最小限にとどめていることから、輸出に深刻な悪影響を及ぼすことはないとみている。

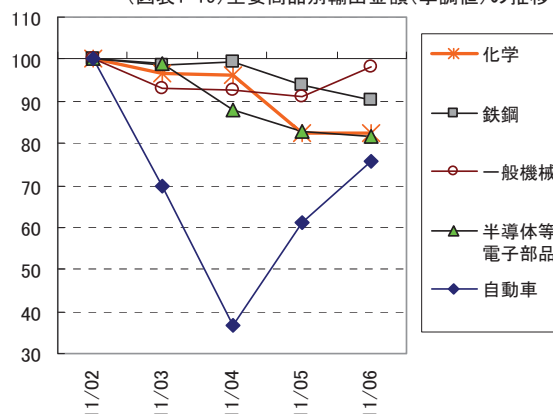
7月にはサプライチェーンもほぼ修復され、供給面の制約は解消されつつある。輸出は生産の回復とともに5月から急速に回復してきたが、今後は需要サイド、すなわち海外景気の動向に左右される展開に徐々に変わってこよう。日本資材管理協会が公表している輸出受注指数は、3月から4月にかけて急低下した後、5月には急上昇に転じたものの、6月から7月にかけては再度弱含んでいる(図表1-20)。同指数は輸出に数ヵ月先行する傾向があり、当面、輸出の回復ペースは鈍化する可能性が高い。米国や中国を中心にこのところ世界景気は減速しつつあるが、年明け以降は徐々に上向いてくるとみており、輸出も再び持ち直してくると予想される。2012年度も引き続き堅調に推移するとみる。

福島第一原発の放射能漏れ事故によって、定期検査終了後の原子力発電所の再稼働が難航しており、このまま再稼働ができない状態が継続すれば、来春には国内の原子炉がすべてストップすることになる。日本電気事業連合会の集計によると、国内電力会社の2009年度の最大出力(電力供給能力)は2億3,715万kW、うち原子力発電を除くと1億8,831万kWである。それに対して、2010年度の最大電力(瞬間最大使用電力)は1億7,775万kWであり、計算上は全原発が停止しても電力は足りる(予備率:約6%)。さらには、自家発電の余剰設備が存在するため、電力会社はそれらから電力を購入することによって供給力の拡大を図ることもできる。

しかしながら、老朽化した火力発電所や自家発電設備は電源としての安定性に欠けており、実際にどこまで利用可能かは現段階では不透明である。来夏になっても原発の再稼働が困難な場合、小型ガスタービンの増設などによって電力供給を増やすと仮定しても、保守的に見れば、電力の需給が逼迫する懸念は残る。今夏のように大規模節電を実施すればどうにか乗り切れるとはみられるものの、深刻な電力不足が継続した場合には、各企業は国内生産を縮小し、海外生産を拡大する動きを加速させる可能性が高い。このような事態となれば、輸出に悪影響が出てくることは避けられないだろう。

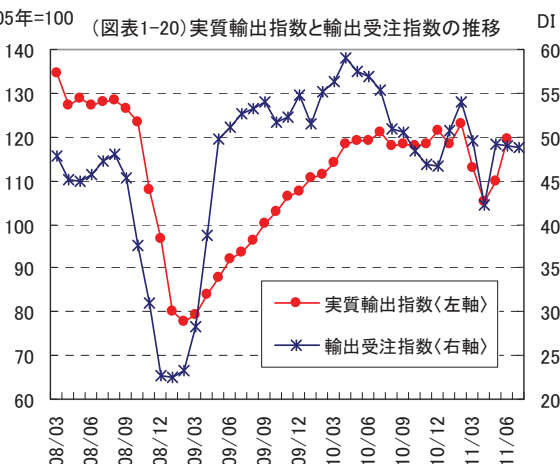
4-6月期の貿易収支は、輸出の減少に加え、原子力発電の代替として火力発電のウェイトが増加したため、化石燃料(原油、LNG、石炭)の輸入が大幅に増加し、1.3兆円の貿易赤字となった。今後、原発の再稼働ができない場合でも、2012年1-3期から貿易黒字に転換するとみているが、化石燃料の価格が高騰した場合には、貿易赤字が来年度も継続する可能性が残る。

11年2月=100 (図表1-19)主要商品別輸出金額(季調値)の推移



(出所)財務省「貿易統計」より明治安田生命作成

05年=100 (図表1-20)実質輸出指数と輸出受注指数の推移



(出所)日本銀行、日本資材管理協会

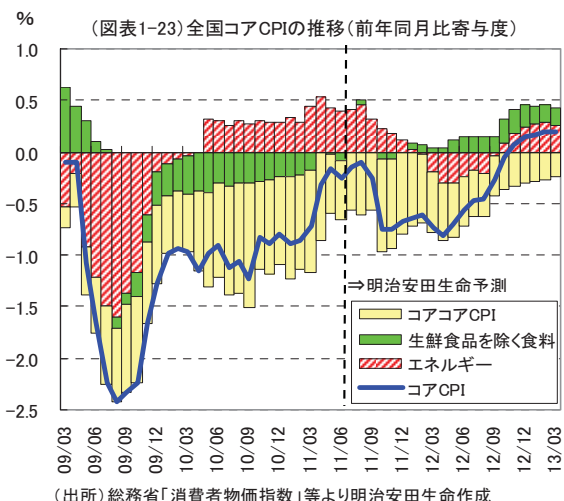
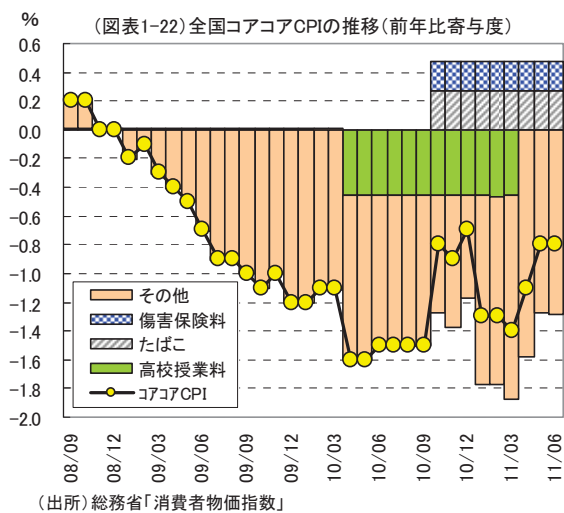
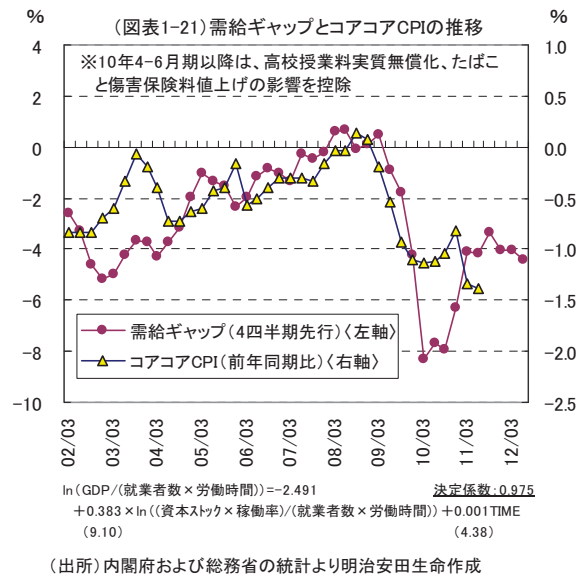
(6) デフレ圧力は根強く残る

消費者物価指数は5年に1度の基準改定(2005年基準から2010年基準へ改定)が実施され、8月26日に公表される7月の全国消費者物価指数(および8月の東京都区部中旬速報値)から2010年基準指数が公式統計となる。すでに7月8日に2010年基準のウェイトが公表され、8月12日に2010年1月分から2011年6月分までの遡及結果および接続指数が公表された。基準改定により、6月の全国コアCPI(生鮮食品を除く消費者物価指数)は前年同月比+0.4%から同▲0.2%へ、6月の全国コア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)は、同+0.1%から同▲0.8%へと押し下げられている。

当社では、2011年4-6月期の需給ギャップは▲4.4%程度、年間約24兆円の需給不足と試算している(図表1-21)。コアCPIは需給ギャップに約1年遅れて動く傾向が見られる。公立高校の授業料無償化・私立高校の授業料軽減(2010年4月実施)、たばこの値上げ(2010年10月)、傷害保険料の値上げ(2010年10月)の影響を除くと、コアCPIの前年比マイナス幅は、2010年1月の▲1.2%から2010年12月には▲0.7%にまで縮小していたが、2011年1月には▲1.3%に拡大している。(図表1-22)。これは、2010年基準への改定に伴い、テレビなど価格下落の大きい品目のウェイトが拡大したことによる。

生産の回復に加え、復興需要や在庫復元などによって、実質GDP成長率は7-9月期からプラス成長に転換すると予想している。しばらくは潜在成長率(0.7%程度と試算)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。今後、一般物価のマイナス幅は緩やかに縮小傾向をたどるとみられるが、デフレギャップが依然として大きく、物価の下押し圧力は引き続き残ると予想される。一般物価の動向を示すコア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6月には同▲0.2%となった。今後については、10月にたばこと傷害保険料の値上げ効果が一巡するため、コアCPIは▲0.4%ポイント程度押し下げられる。また、足元では、



米中景気の減速懸念や欧州の債務問題など、世界景気の不透明感の高まりから、原油価格は下落しており、直ちにこの4-6月期の価格水準まで高騰する可能性は小さいとみている。このため、今年度下期から来年度にかけては、エネルギー価格のプラス寄与が徐々に縮小（一時的にはマイナス寄与に転換）すると予想され、コアCPIがプラス基調に転じるのは2012年度下期となろう（図表1-23）。

今後、原発の再稼働ができない場合、2011年度の燃料費は約2.4兆円増加、2012年度は約3兆円増加（いずれも2010年度対比）すると試算され、仮に電気料金に転嫁された場合、2割程度の値上げとなる。ただ、この電気料金の値上げについては、現時点ではCPIの予測に織り込んでいない。

（7）日銀は8月4日に追加緩和を実施

日銀は、8月4日に開催された金融政策決定会合において、「資産買い入れ基金」の5兆円の増額と、固定金利共通担保オペの5兆円の増額を決定した。増額後の残高は、資産買い入れ基金が15兆円、固定金利共通担保オペが35兆円、総額50兆円となる。

資産買い入れ基金の5兆円の増額分のうち、長短国債が3.5兆円と多めになっているのが特徴で、買い入れ資産に占める長短国債の比率は、追加緩和前の50%から、緩和後は57%にまで上昇する。ちなみに、前回3月に基金を5兆円拡大した際の長短国債の増額は1.5兆円だった。

今回の追加緩和については、直接的な効果はあまり期待できない。現状でも輪番オペで長期国債を毎月1.8兆円ずつ買い取っている事実を考えれば、2兆円という追加的な長期国債の買い入れ規模はさほど大きいわけではない。10年国債利回りが既に1%前後まで低下している中、この規模の増額で、追加的に長期金利の水準を押し下げる効果は限定的である。

固定金利の共通担保オペの増額にしても、ターム物の金利がすでに大きく低下しているなか、追加的な中短金利の押し下げ効果はほとんどないとみられる。今回は、会合後の公表文に、「物価安定の実現までにはなお時間を要する」と、時間軸の長期化を示唆する一文が入ったものの、市場へインパクトを与えるにはやや力不足にみえる。したがって、金利面からの為替相場への影響もほとんど期待できない。金利の押し下げ余地がない点については、会合後の定例会見でも質問が出たが、白川総裁は、「確かに、金利水準は既に低い水準にあります。金利の低下あるいはリスク・プレミアムの縮小に向けて残された金利の余地を最大限活用していくことが適切だと思います」と、やや苦しい受け答えをしている。

ただ、今回の政策は日銀単独の実施ではなく、政府・日銀一体となった円高対策の一環という点に意味がある。政府は円高対策を今後総合的なパッケージとして打ち出す方針で、一段の円高進行に歯止めをかける効果はあるとみている。もっとも、直近の2回の為替介入（昨年9月、今年3月）が、結局は市場のトレンドに歯止めをかける時間稼ぎの効果しか得られなかったように、本格的な相場反転のためには、欧米の債務問題の好転、あるいは米国景気の回復が必要となるだろう。

追加緩和が行われるかどうかは、景気次第の面が大きく、現時点では微妙である。今回追加緩和を実施したことで、景気さえ順調な推移が続けば、第3次補正予算の編成を理由に、政府が日銀に国債の買い入れ圧力をかける可能性は、幾分低下したとみている。ただ、海外景気の先行き不透明感が急速に増しつつある中では、このまま次の一手が利上げになるとも考えにくく、現時点では、10月の展望レポートの発表前後に、追加緩和が必要になる局面が訪れる可能性も5割程度見ておく必要があるとみている。

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2013年度以降に持ち越されると予想する。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+1.3%と、8四半期連続のプラス成長となったものの、きわめて低い伸びにとどまった。7-9月期も同様の低い伸びにとどまる見込み。秋口以降、ガソリン高やサプライチェーン寸断などの景気下押し要因は緩和に向かう見通しだが、家計のバランスシート調整など、構造的な問題も根深いことから、2012年末に至るまで景気回復ペースは緩慢なものになると予想する。

個人消費は、雇用環境の回復の遅れにより、2012年にかけて緩慢な回復にとどまるとみる。住宅市場は、いまだに在庫を大量に抱えていることから、2012年まで停滞気味の推移が続くと予想する。

設備投資は、企業業績の改善や設備過剰感の緩和などから、回復傾向が続くとみている。輸出は、目先は回復ペースが鈍化するとみるが、2012年以降、世界景気が次第に上向くとともに、徐々に持ち直すと予想する。

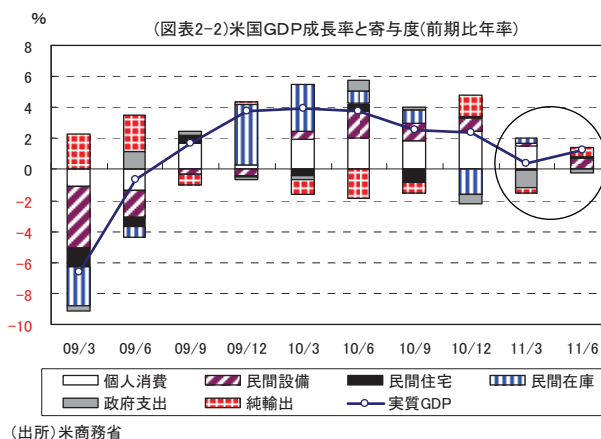
FRBは異例の低金利を少なくとも2013年半ばまで継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは2013年後半以降と予想する。

（図表2-1）米国実質GDP

《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	3.0%	1.6%	1.7%	2.3%	0.4%	1.3%	1.4%	2.0%	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%
個人消費支出	2.0%	1.9%	1.2%	3.6%	2.1%	0.1%	0.5%	1.6%	0.8%	1.5%	1.6%	1.9%
民間住宅投資	-4.3%	-1.8%	1.6%	2.5%	-2.4%	3.8%	3.3%	1.5%	0.8%	1.2%	1.4%	1.9%
民間設備投資	4.4%	6.9%	6.2%	8.7%	2.1%	6.3%	6.0%	6.6%	6.7%	6.0%	5.6%	5.0%
民間在庫(寄与度)	1.6%	0.0%	0.1%	-1.8%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	-0.5%	0.2%	0.3%	1.4%	-0.3%	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%
輸出	11.3%	7.3%	5.1%	7.8%	7.9%	6.0%	4.9%	5.1%	5.5%	4.4%	5.0%	5.6%
輸入	12.5%	4.9%	2.6%	-2.3%	8.3%	1.3%	1.5%	2.9%	3.0%	2.9%	2.8%	3.0%
政府支出	0.7%	-2.2%	-0.9%	-2.8%	-5.9%	-1.1%	-1.7%	-1.1%	-1.0%	-0.3%	-0.2%	-1.2%
内需	3.5%	1.5%	1.5%	1.2%	0.8%	0.6%	1.1%	1.8%	1.3%	1.7%	1.8%	1.8%
国内最終需要	1.9%	1.6%	1.4%	2.9%	0.5%	0.6%	0.7%	1.6%	1.1%	1.7%	1.7%	1.7%

（1）4-6月期はきわめて低い伸び

4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+1.3%と、8四半期連続のプラス成長となったものの、2四半期連続できわめて緩慢な伸びにとどまった（図表2-2）。需要項目別にみると、個人消費は同+2.1%から同+0.1%へと、伸び幅が大幅に縮小し、全体の足を引っ張った。ガソリン価格など、物価上昇が消費者の購買力低下をもたらしたことや、東日本大震災の発生により、米国でも部品不足が広がったのに伴い、自動車販売が落ち込んだ影響が大きかった。



一方、住宅投資は1-3月期が低調だった反動もあり、同▲2.4%から同+3.8%と増加に転じた。設備投資は、企業業績の回復を背景に、同+2.1%から同+6.3%へと伸び幅が拡大。在庫投資の寄与度も+0.2%と、2四半期連続でプラス寄与となった。輸出は引き続き伸びた一方、輸入の伸びが鈍化した結果、純輸出の寄与度は+0.6%とプラスに転じた。政府支出は、1-3月期に国防費が大幅削減された反動で、前期比年率▲5.9%から同▲1.1%へと、マイナス幅が縮小した。ただ、歳出削減を背景に三四半期連続のマイナスとなった。

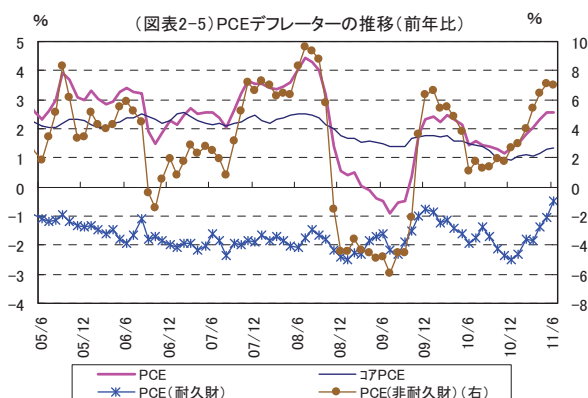
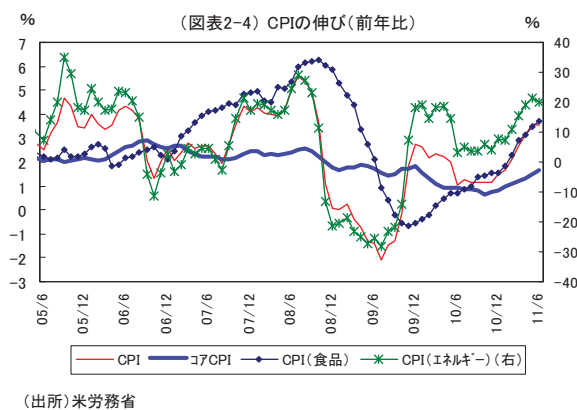
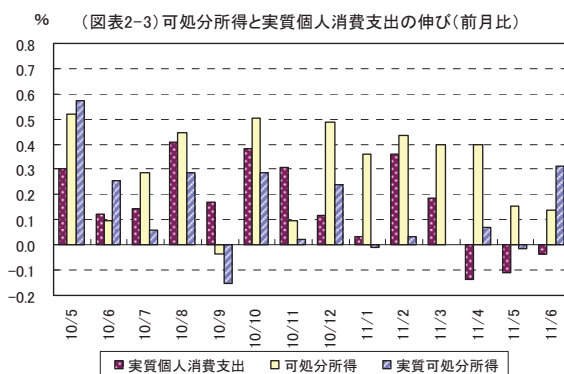
今後については、7-9月期も年率1%台の伸びにとどまると予想するが、ガソリン高による悪影響が緩和方向に進むとみられることや、サプライチェーンも修復に向かっていていることから、景気失速懸念は次第に後退するとみている。もっとも、家計のバランスシート調整など、構造的な問題も根深いことから、2012年にわたり景気回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

(2) 個人消費の回復ペースは緩慢

4-6月期の実質個人消費支出は前期比年率+0.1%と、回復ペースが大幅に減速した。可処分所得の推移をみると、名目ベースでは前月比で9ヵ月連続の増加となっているのに対し、実質ベースは減少が続いており、物価上昇に伴う実質購買力の低下が個人消費の下押し要因となっている様子がうかがえる(図表2-3)。

CPIをみると、2010年央以降、食品、エネルギーの上昇傾向が目立つ(図表2-4)。特にガソリンを中心としたエネルギーの上昇幅が大きく、消費マインドに悪影響を及ぼしている。PCEデフレーターをみても、ガソリン、食品などを含む非耐久財が上昇基調で推移している(図表2-5)。ただ、ガソリン価格については、原油相場の調整に伴い、5月中旬頃をピークにやや落ち着きを取り戻している(図表2-6)。足元の原油価格はさらに下落しており、ガソリン高による個人消費への下押し圧力は緩和に向かうと予想される。

雇用環境については、2011年に入ってから4月までの4ヵ月間の非農業部門雇用者の増加数は月平均+17.8万人と、堅調な回復基調が続いてきた。しかし、ここ3ヵ月は、増加幅が大きく縮小している(図表2-7)。7月の統計をみると、個人消費の低迷を受け、小売、娯楽、宿泊を合わせた消費関連業の雇用は、6月の+4.4万人から+4.3万人と、横ばいとなっている。製造業は5月に+0.7万人まで減少したが、7月には+2.4万人へと回復した。自動車関連業では、トヨタの米工場が稼働率を通常3割程度に引下げると、日本の震災が雇用減につながっていた面が



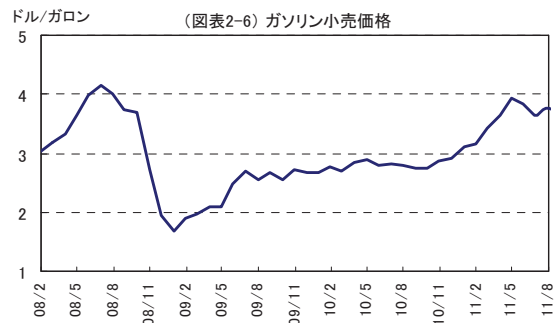
大きいですが、8月にホンダの北米工場が生産を正常化させるとしているほか、9月にはトヨタが北米工場の稼働率を70%から100%に引き上げる予定であり、ここへきてサプライチェーンの修復が急ピッチで進められている。ただ、ISM製造業景況指数をみると、雇用指数は拡大と縮小の境となる50を依然として上回っているものの、足元では急低下している。景気の先行き不透明感が強まるなか、企業の採用意欲も高まりにくいことから、雇用環境の持ち直しは緩慢なものになると予想される。

秋口以降、実質購買力が徐々に回復するとみられるのに加え、サプライチェーンも修復に向かっていることで、個人消費の回復ペースはやや上向くとみるが、力強い雇用回復が期待できないことや、家計のバランスシート調整が続くことから、個人消費は、2012年にかけて緩慢な回復にとどまるとみている。

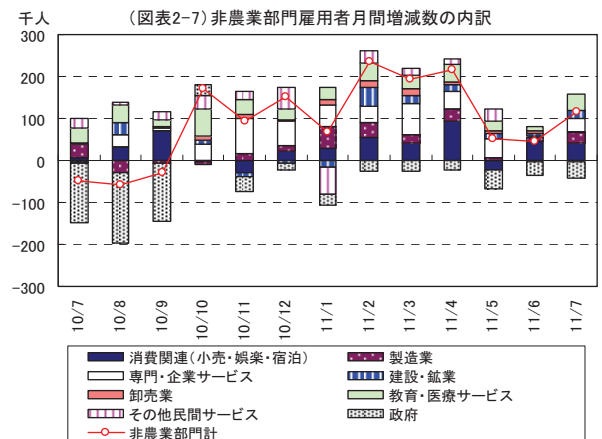
(3) 住宅市場の本格回復はかなり先

米国の住宅市場は、2005年後半以降、縮小傾向が続いている。2009年2月から実施された住宅取得者に対する税額控除の効果で、一旦は持ち直しの兆しがみられたものの、その後は、中古住宅が再度軟調な動きとなっているほか、新築住宅も底ばい圏で推移しており、いまだに回復の兆しはみられない(図表2-9)。住宅価格についてみると、5月のS&Pケースシラー住宅価格指数は139.9と、リーマン・ショック以降の最低水準(2009年4月の139.26)付近まで低下するなど、指数の低下に歯止めがかかっていない(図表2-10)。

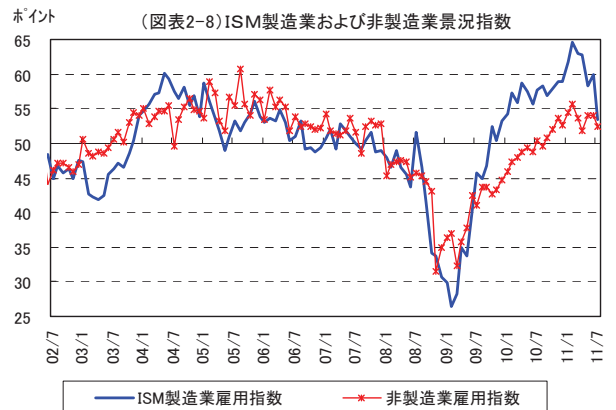
リーマン・ショック以降、失業率の高止まりが続くなか、差し押さえ件数が高い水準で推移してきた(図表2-11)。金融機関が不良債権処理を急ぐ過程で、精査せずに差し押さえを進めたことが訴訟問題となり、その後、差し押さえ手続きの中断が相次いでいることから、足元の差し押さえ件数は減少している。ただ、差し押さえを免れている債務者の多くは実質的にデフォルトしている可能性が高く、手続きが再開されるにつれ、差し押さえ件数は再び増加に転じると予想される。こうした差し押さえ予備軍の存在が、住宅の在庫調整を遅らせている。新築住宅に比べ、中古住宅は販売価格の下落傾向が目立つ



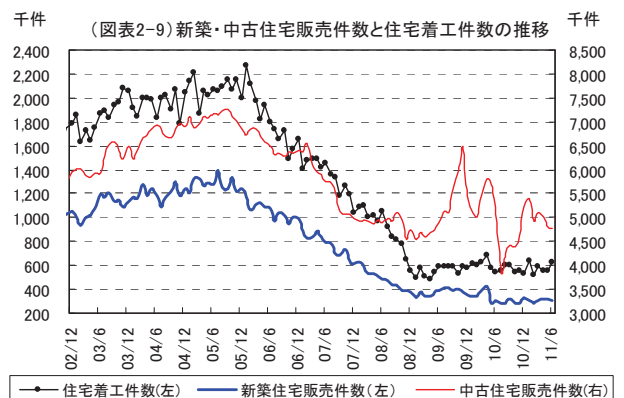
(出所)米エネルギー情報局、米商務省



(出所)米労働省



(出所)米サプライマネジメント協会(ISM)



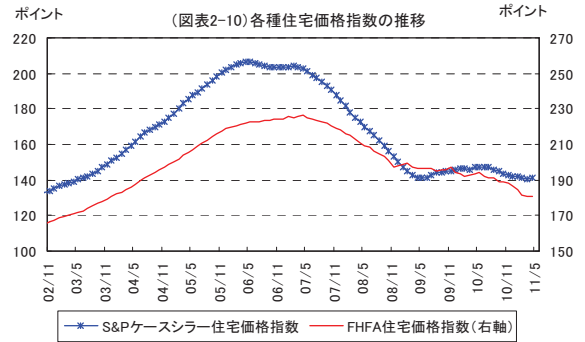
(出所)米商務省、米不動産業者協会(NAR)

ていることから、多くの差し押さえ物件が中古市場へ流入し、供給圧力となっている様子が見えてくる（図表2-12）。

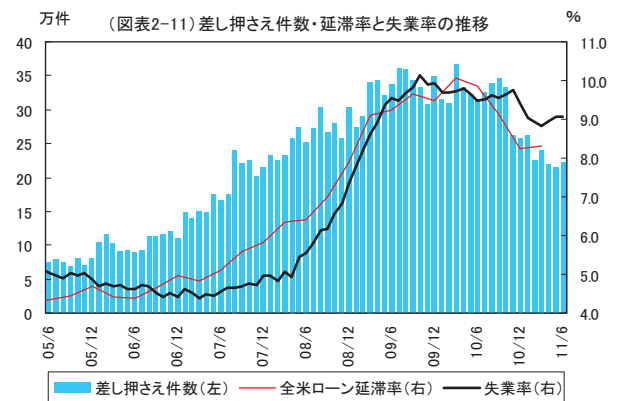
中古住宅の在庫循環図をみると、2009年2月からの税額控除によって、住宅市場は回復に向かいつつあったが、2010年5月に税額控除が打ち切られてからは、在庫調整のスピードが鈍化する動きがみてとれる（図表2-13）。6月の中古住宅販売件数が年率477万件であるのに対し、中古住宅の在庫件数は376万件（在庫/販売比率で約9.5ヵ月）と、過去に比べまだ在庫の水準は高い（図表2-14）。足元の差し押さえ件数を年率換算した約250万件が供給圧力になっていることを踏まえれば、在庫調整はまだ時間を要すると考えられる。（在庫+差し押さえ件数）/販売比率は約15.7ヵ月と、2010年7月のピーク（同比率25ヵ月）からは低下している。ただ、現状のペースでも、同比率が住宅バブル崩壊前の水準である5ヵ月台まで低下するのに、2年程かかる計算となり、在庫調整一巡の兆しが見え始めるまでには、まだ時間がかかりそうだ。

新築住宅については、2010年5月の税額控除が打ち切られた後、販売件数が減少したものの、2011年に入ってから回復に向かいつつある（図表2-15）。新築住宅の在庫/販売比率も2009年1月のピーク（同比率12ヵ月）から低下傾向を辿っており、6月は6.3ヵ月まで低下した。新築住宅の販売価格（中央値、3ヵ月移動平均）は、2011年に入ってから前年比でプラスを維持しており、住宅価格の上昇が在庫調整の進展に寄与したとみている。ただ、現状のペースでも、同比率が住宅バブル崩壊前の水準である4ヵ月台に戻るのに、あと1年半かかる。

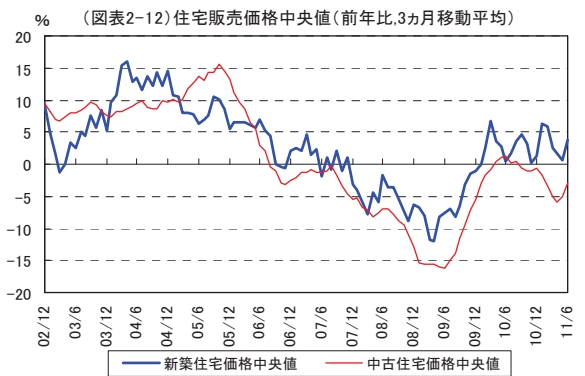
住宅価格が大きく下落した結果、家計は資産価値に見合う水準まで負債を削減する必要に迫られている。所得をローンの返済や貯蓄にまわすという、バランスシート調整を優先せざるを得ないことから、長期の住宅ローンを組んで、住宅の購入や借り換えを行おうとする意欲は高まらないと考えられる。このため、家計のバランスシート調整が進まない限り、住宅市場は本格的な回復に至らないとみている。不動産を含めた家計の資産残高は、2006年10-12月期のピークからすでに20%以上減少している一方、負



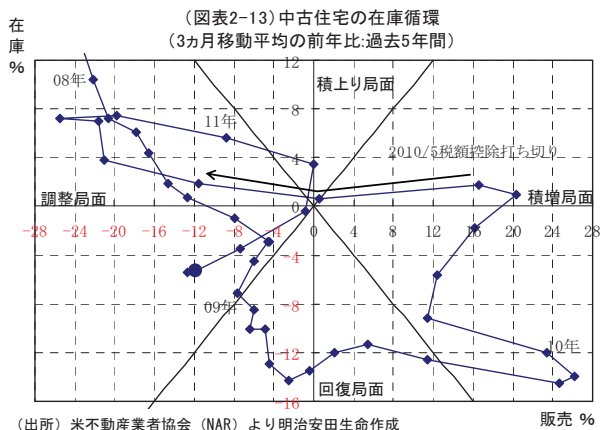
(出所) S&P, FHFA



(出所) FRB, リアルティトラック, 米労務省



(出所) 米商務省, 米不動産業者協会(NAR)



(出所) 米不動産業者協会 (NAR) より明治安田生命作成

債はピークとなった2008年7-9月期から5%程度しか減少していない。このペースで負債の削減が続くとすると、現状の資産価値に見合うまで負債を調整するためには、あと3、4年かかる計算となる。もちろん、今後の住宅価格の動向次第という面はあるものの、差し押さえの増加から、住宅価格がもう一段低下する可能性も否定できないことを踏まえれば、本格回復にはさらに時間を要すると予想する。住宅市場の本格回復は、早くても3、4年先となる。

(4) 設備投資は回復基調が続く

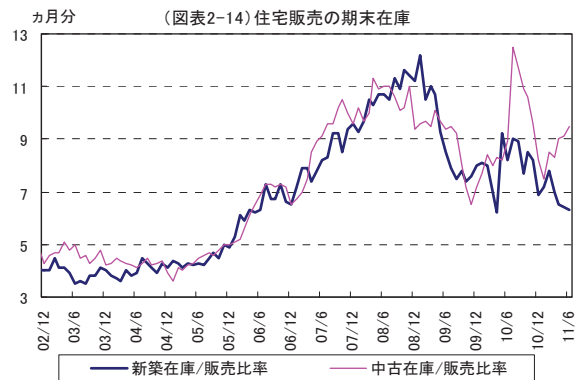
民間設備投資は、持ち直し傾向が続いている。設備投資の持ち直しの背景には、企業収益の改善や資本ストック調整の進展がある。

企業業績はリーマン・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を続けている。企業収益の改善とともに、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2-17)。ただ、これまで企業収益を支えてきた海外景気の減速感が高まっており、企業の期待成長率は足元で低下している懸念がある。当面は、企業は設備投資に対し慎重になる可能性が高いとみられる。

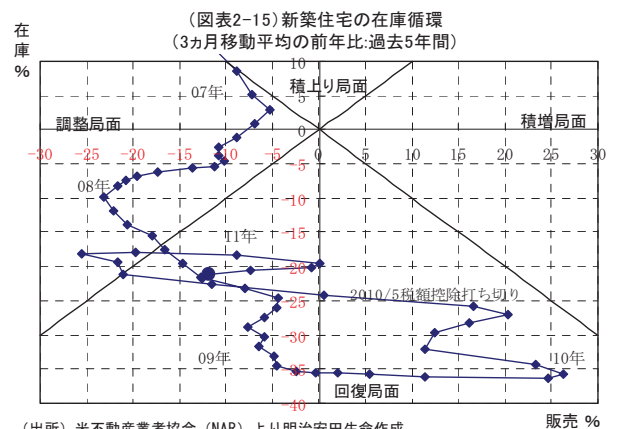
生産は回復基調が続くとみている。サプライチェーン寸断の影響で、6月の自動車の鉦工業生産は▲2.0%と、3ヵ月連続で減少した(図表2-18)。ただ、自動車を除く鉦工業生産は増加基調が続いているのに加え、7-9月期はサプライチェーン修復が見込まれる。4-6月期は、実質GDPに対する自動車生産の寄与度が▲0.12%であったが、自動車が1-3月期並の生産水準にもどれば、自動車生産の寄与度も約+0.4%押し上げられるとみている。

また、交易条件は2010年11月以降、悪化傾向を示していたが、原油価格上昇の一服に伴い、足元の交易条件はやや改善している。このまま原油価格が落ち着けば、一段の交易条件悪化による企業収益への悪影響は限られよう。

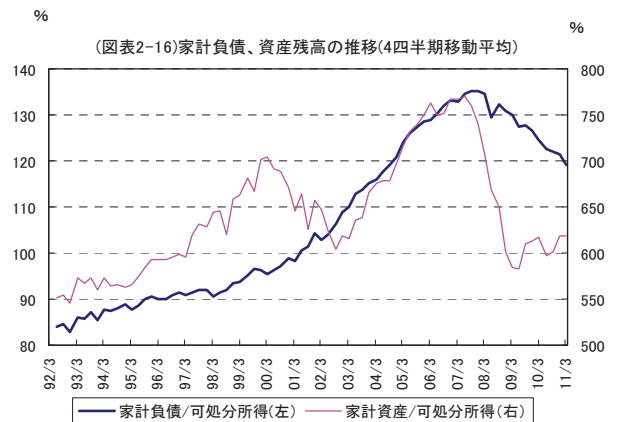
一方、商業用不動産市場は依然として低迷している(図表2-19)。2004年以降のブーム期に実施された大量のローンが満期を迎えつつあるが、担保であ



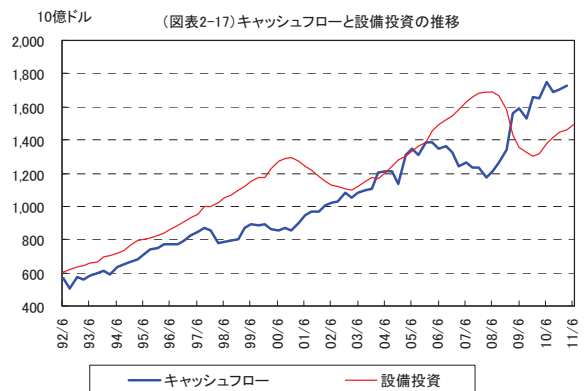
(出所) 米商務省、米不動産業者協会(NAR)



(出所) 米不動産業者協会 (NAR) より明治安田生命作成



(出所) FRB、米商務省



(出所) 米商務省

る不動産価格の下落から借り換えがスムーズに進まないことで、それが市場の下押し要因になっているとみられる。不動産向け貸付残高の縮小傾向が続いていることや、延滞率が高止まりしていることから、商業用不動産の低迷は続くともみている。

企業収益の改善を背景に、今後も設備投資は回復基調が続くと予想する。ただ、世界景気の先行き不透明感が高まっており、輸出の伸びが鈍化すると考えられることや、商業用不動産の低迷が抑制要因になるとみられ、力強い回復には至らないと予想する。

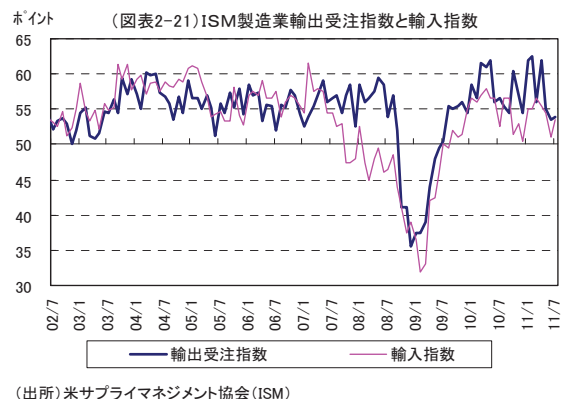
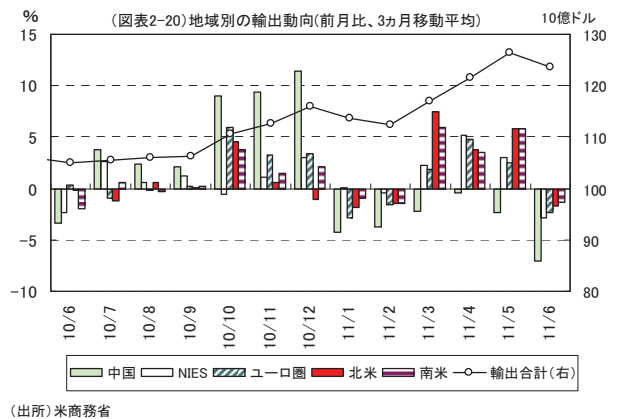
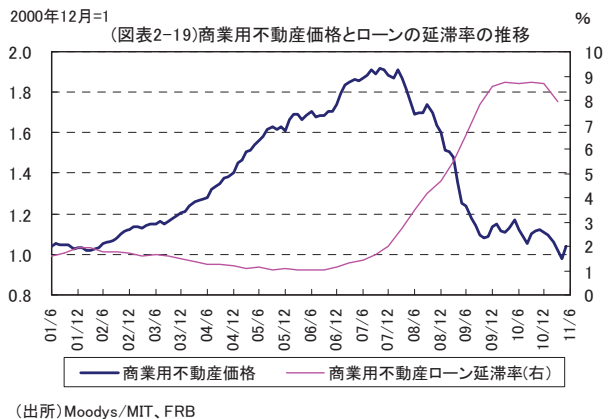
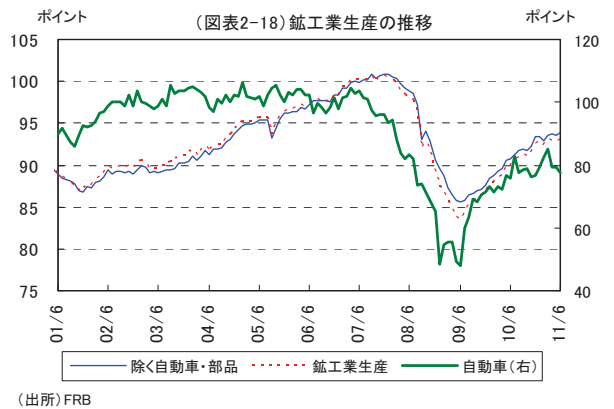
(5) 輸出の持ち直しは2012年以降

輸出は北米や南米向けなどを中心に堅調な回復が続いていたものの、足元では減速の兆しが出てきた(図表2-20)。財政問題で揺れる欧州向けについても、堅調な景気回復が続くドイツを中心に、5月までは緩やかな回復基調が続いていたが、回復ペースは鈍化している。また、中国景気に減速感が出ており、中国向けの輸出は前月比でマイナスが続いている。東アジアや南米などの新興国向けも減速感が強まっている。

企業マインドを表すISM製造業景況指数をみると、輸出受注指数は活動の拡大と縮小の境目とされる50ポイントを依然として上回っているものの、足元はやや弱含んでいる(図表2-21)。世界景気が減速しつつあることから、当面、輸出の回復ペースは鈍化する可能性が高いともみている。ただ、2012年以降、中国等を牽引役とする形で世界景気も次第に上向いてくるとみており、北米や南米向けを含め、主要な輸出先を中心に、輸出は徐々に持ち直すと予想する。

(6) 短期的には歳出削減による影響は限定的

月次の財政収支は34ヵ月連続で赤字が続いている。米議会予算局(CBO)の試算では、累積の財政赤字は2011年末までに名目GDPの7割を超える見込みである。4月にオバマ大統領は2023年までに約4兆ドルの財政赤字を削減する計画を表明する一方で、野党の共和党は1.4兆ドルの減税に歳出削減を合わせ、合計で約4.4兆ドルの財政赤字を削減する計画案を提示してきた。最終的には今後10年間で少なくとも約2.1兆ド



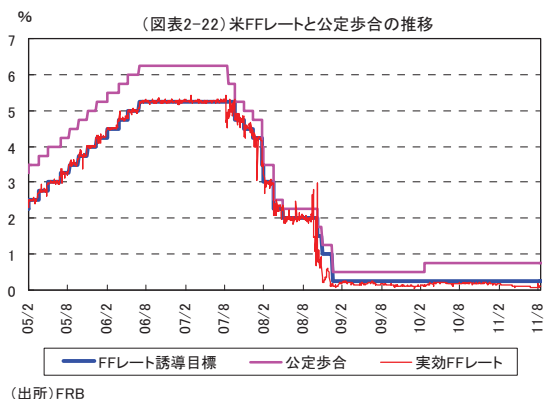
ル、超党派で設置する委員会の協議によっては最大約2.4兆ドルまで財政赤字を削減するという、当初計画に比べ小幅な削減幅で与野党が妥協した。超党派による委員会の協議が決裂した場合、オバマ大統領は2012年末で期限切れとなるブッシュ減税の延長を拒否することで、追加の財政赤字削減を実施することができる。ただ、大半の歳出削減が2013年以降に先送りされたため、2011年から2012年にかけては、財政赤字削減に伴う景気への影響は限定的と予想される。

一方、格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）社は、米国債の格付けを「AAA」から「AA+」へ、1段階引き下げた。S&Pは、「AAA」を維持するためには4兆ドル規模の財政赤字削減が必要というスタンスをとってきたが、財政赤字幅が不十分であること、また、政治の機能不全も先行きの見通しを不透明なものにしたとして、格下げに踏み切った。格下げは国債の担保価値に支障をきたし、金融機関が資金調達難に陥るリスクのほか、消費者マインドの悪化や、企業の成長期待の低下につながる可能性があり、中長期的には、景気の下押し要因として働くと考えられる。2012会計年度の予算教書では累積の米財政赤字が今後10年間で7兆ドルを超える見込みであり、歳出削減が予定どおり進んでも、財政赤字が大きく改善するとは言えない。今後も米国の財政リスクは熾り続けよう。

（7）利上げは2013年後半以降

8月9日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、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）」という一節を「少なくとも2013年半ば（at least through mid-2013）」へ変更するという、時間軸の強化が発表された（図表2-22）。低金利政策の長期化を市場に約束することで、ターム物金利を押下げる効果が期待できる。また、期間内の景気が回復に向かえば向かうほど、緩和効果は増していくことになる。一方、期間内に景気が急回復した場合や、インフレ率が急上昇した場合でも、裁量の余地が縛られるという意味では、FRBは大きなリスクを負ったと言える。

昨年11月から実施された量的緩和第2弾（QE2）は6月末で終了した。QE2は、株価上昇に伴う資産効果をもたらした一方、エネルギーや食品価格上昇などの副作用を招いた結果、個人消費の回復ペースは逆に鈍化した。したがって、QE2のように追加的に証券を買い増す策が再度実施される可能性は低いとみる。今後、FRBが保有する証券の入れ替えにより平均償還期間を長期化することや、準備預金付利の金利を引き下げるなどの策がとられる可能性は高いとみるが、いずれも大きな効果は期待できない。基本的には、超低金利政策の継続を保證することで、家計が抱える過剰債務の返済コスト低下や、企業の調達コスト低減に伴う企業収益の強化を通じ、景気回復ペースの加速を待つことになる。金融機関の不良債権問題や家計のバランスシート調整などの構造的な問題から、景気回復のスピードはきわめて鈍く、利上げの時期は2013年後半以降と予想する。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

足元のユーロ圏経済は、米中景気の減速を背景とした輸出の伸び鈍化を受け、回復ペースがやや鈍っている。輸出は当面低調な推移が見込まれるものの、内需の持ち直しが続くことにより、引き続き緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、雇用環境の改善の遅れを受け、停滞気味の推移が続いている。消費マインドは、世界景気の減速懸念や、欧州債務問題の高まりによって下押し圧力を受けており、個人消費は今後も緩慢な回復にとどまる可能性が高い。

固定投資は、企業景況感の悪化を背景に、増勢がやや鈍化している。世界景気が回復するとみられる2012年以降、再び増勢を強めると予想する。

ECB は、7月の定例理事会において政策金利を25bp引き上げ、1.50%とした。8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ものの、景気の下振れリスクや金融市場の緊張に警戒感を強めている。ECBは年内に後1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(11/06期は合計のみ実績)

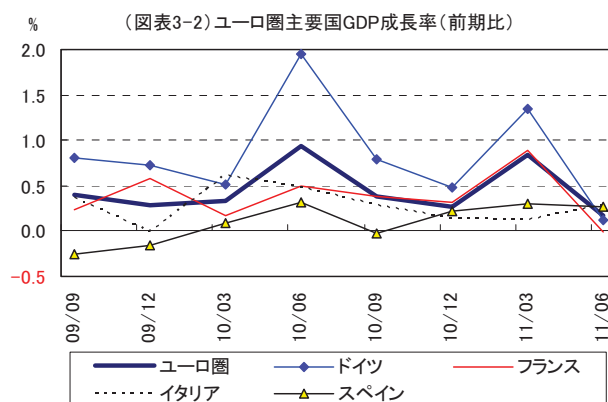
(前期比)	2010年			2011年					2012年			
	2010年	2011年	2012年	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12
ユーロ圏GDP	1.7%	1.9%	1.8%	0.3%	0.8%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
家計消費	0.8%	0.8%	1.0%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
政府消費	0.7%	0.4%	0.2%	-0.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
固定投資	-1.0%	2.1%	4.9%	-0.2%	1.9%	0.6%	0.6%	0.8%	1.2%	1.5%	2.0%	2.0%
純輸出(寄与度)	0.8%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%

英国実質GDP

(前期比)	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%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%

(1) 4-6月期のユーロ圏景気は成長率が鈍化

4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比+0.2%と、8四半期連続のプラス成長となったものの、1-3月期の同+0.8%からは減速した(図表3-2)。1-3月期は、昨年末の寒波の反動で、成長率が一時的に押し上げられた面があったが、4-6月期はその効果が失われたほか、世界景気の減速を背景に輸出の伸びが鈍ったこと、各国が財政再建に着手したことが、成長率鈍化の要因になったとみる。国別の成長率を見ると、イタリアのみ成長率が加速(同+0.1%→+0.3%)したものの、ドイツ(同+1.3%→+0.1%)、フランス(同+0.8%→+0.0%)、スペイン(同+0.3%→+0.2%)は成長率が鈍化した。金融支援を受けているポルトガルは同+0.0%と、厳しい財政再



(出所) 各国統計局

建の景気への悪影響が顕在化している。

(2) 輸出は増勢が鈍化すると予想

ここまでユーロ圏景気を牽引してきた輸出の推移を見ると、5月のユーロ圏外向け輸出は前年比+17.8%と、増加基調は保っているものの、ペースはやや鈍化しつつある。米国向け、中国向け、アジア（除く日中）向け輸出の伸びが鈍化している影響が大きい（図表3-3）。

これらの地域は、東日本大震災によるサプライチェーン寸断の影響を強く受けているという点が共通している。加えて、米国の場合はガソリン高による実質購買力の低下や、債務問題の深刻化、中国をはじめとしたアジア新興国の場合は、インフレ抑止のための度重なる利上げが、それぞれ景気の下押し要因となったとみられる。OECD景気先行指数を見る限り、今後は世界景気の伸びが鈍化に向かう可能性が高い。欧州委員会発表の輸出見通し指数を見ても、今後数ヶ月にわたり輸出の伸びが鈍る可能性が示唆されている（図表3-4）。

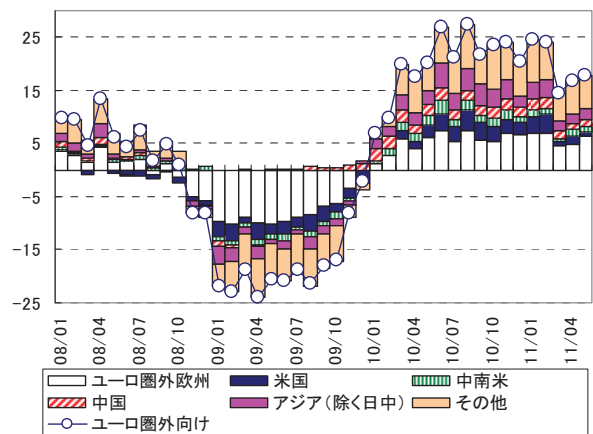
日本の震災によるサプライチェーン寸断の影響が解消されつつあるのに伴い、今後輸出相手国の生産が正常化に向かうことが、輸出のサポート要因となる。ただ、米国はバランスシート調整や雇用のミスマッチという構造問題を抱えており、当面は力強い回復には至らない可能性が高い。中国についても、年内に後1,2回の利上げが見込まれており、力強さを取り戻すのは2012年以降とみる。以上を考えると、2011年の世界景気は緩やかな回復にとどまるとみられ、ユーロ圏輸出についても、低調な推移が続く可能性が高い。輸出が上向くのは、2012年以降と予想する。

(3) 個人消費の伸びは鈍い

個人消費は、緩慢な回復が続いている。6月のユーロ圏実質小売売上高は前月比+0.9%と高い伸びを示したが、元々振れが大きい統計であり、ならして見れば回復のモメンタムは弱い状態が続いている（図表3-5）。

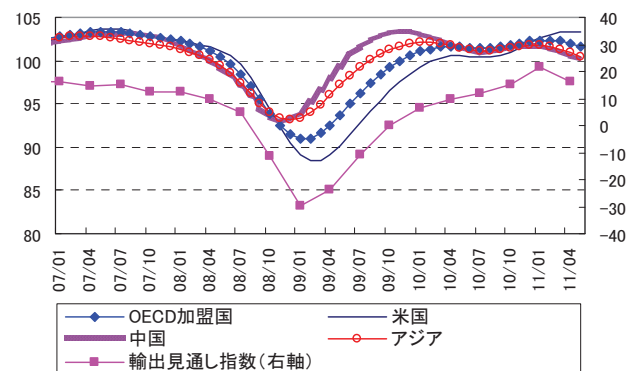
個人消費の回復が鈍い理由として、雇用者増のペースが緩慢なことが挙げられる。雇用者数と個人消費の推移を見ると、金融危機までは雇用増が消費増に結びつく形で両者とも堅調に伸びていたものの、金融危機後には雇用と消費がともに大きく落ち込んでいる（図表3-6）。2010年後半は、雇用の回復に先立ち消費が上向いているものの、これは株価が回復したことに伴う資産効果が働い

(図表3-3) ユーロ圏外向け輸出額の推移(対前年比寄与度)



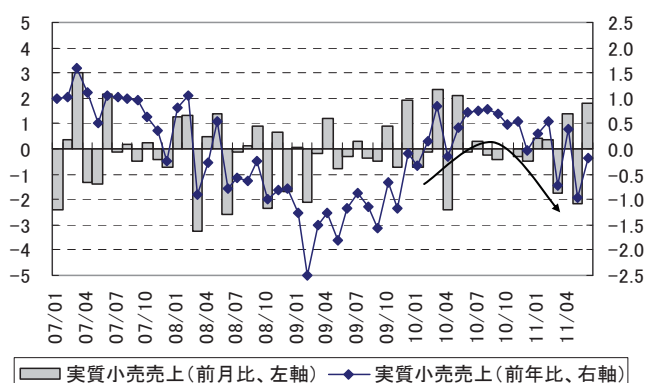
(出所) ユーロスタット

(図表3-4) OECD景気先行指数と輸出見通し指数



(出所) OECD, ユーロスタット

(図表3-5) 実質小売売上高の推移



(出所) ユーロスタット

た面が強かったとみられる。

雇用の先行指標である業種別雇用見通しDIは、建設業を除けば、金融危機以前の水準を上回るか、それに近い水準で推移している（図表3-7）。鉱工業の雇用見通しは、足元では輸出の減速を受けやや弱含んでいるが、これは米中両国を中心に世界景気が減速に向かっていることで、輸出企業の景況感が悪化し、雇用に関して慎重姿勢を強めたためと考えられる。内需のウェイトが大きいサービス業の雇用見通しは、ドイツやフランスなど、ユーロ圏主要国での景気回復を受け、足元でもさほど悪化しておらず、雇用を下支えしているとみられる。ただ、世界景気の回復ペースは年内は鈍いものにとどまるとみられ、輸出の伸びには期待が持ちにくいことから、鉱工業の雇用環境は停滞が続く可能性が高い。内需関連産業での雇用増がある程度下支えするとみられるものの、輸出が上向くとみられる2012年までは、雇用者数の伸びは緩慢なものにとどまるとみる。

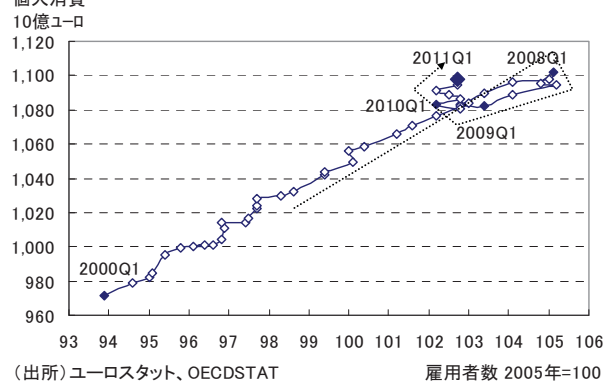
7月の消費者信頼感指数は▲11.2と、3ヵ月ぶりに悪化した（図表3-8）。消費マインドの悪化の背景には、ギリシャの債務問題の再燃に加え、世界景気の減速懸念が高まったことがある。ギリシャの債務問題については、EFSF（欧州金融安定ファシリティ）の機能拡充など、解決に向けた議論に進展が見られたものの、足元ではスペイン、イタリアへの懸念が高まっており、債務問題は解決にはほど遠い状態にある。世界景気についても、堅調さを取り戻すのは2012年以降と考えられることから、今後消費マインドが改善に向かうとは考えにくい。

ユーロ圏の個人消費は、世界景気の減速や欧州債務問題の再燃により、2011年を通じて回復ペースが緩慢なものにとどまるとみる。個人消費が上向くのは、2012年半ば以降と予想する。

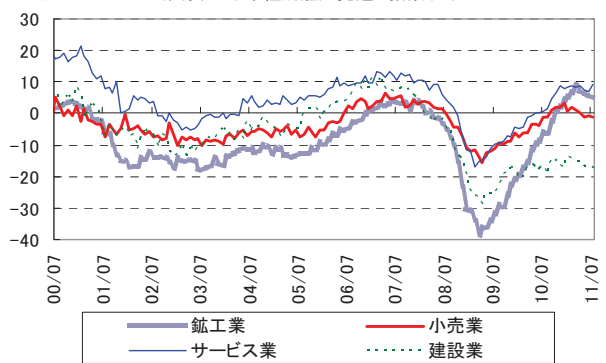
（4）固定投資は高い伸びを維持

固定投資は、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。5月の鉱工業生産は、前月比+0.1%、前年比+4.0%と緩やかな増産傾向を保っている。生産の好調を受け、足

（図表3-6）雇用者数と実質個人消費の推移

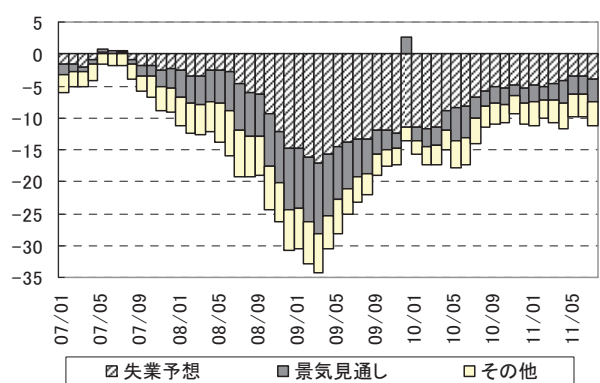


（図表3-7）業種別雇用見通し指数(DI)



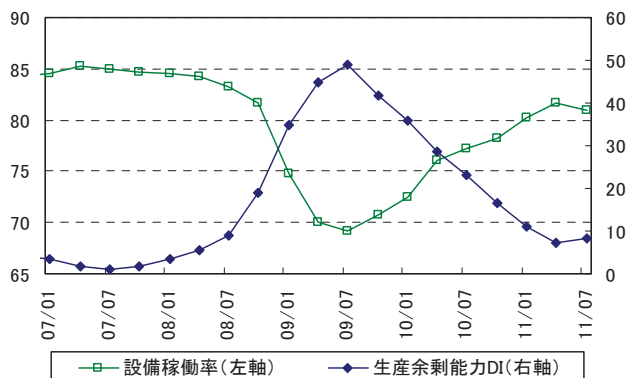
(出所) 欧州委員会

（図表3-8）消費者信頼感指数の内訳の推移(DI)



(出所) 欧州委員会

（図表3-9）設備稼働率と生産余力能力の推移

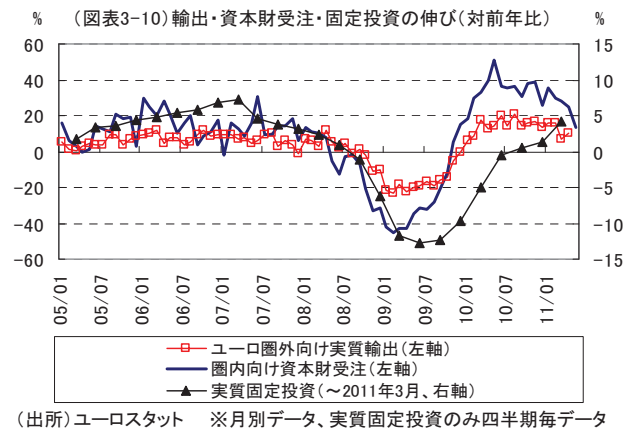


(出所) 欧州委員会、ユーロスタット

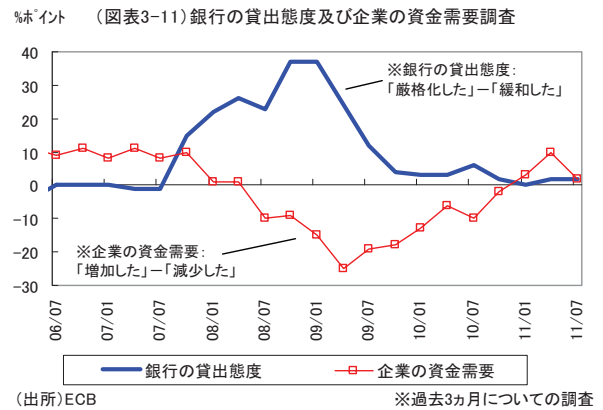
元の設備稼働率は80.9%と、金融危機以前の水準に接近しており、設備稼働率と同時に発表されている生産余剰能力DI（「余剰能力あり」－「余剰能力なし」という回答の差のDI）は、設備稼働率の上昇とともに低下している。生産の堅調を背景に、企業の設備過剰感は、着実に緩和しているようだ（図表3-9）。

ただ、足元では設備稼働率はやや低下しており、生産余剰能力もあるとの回答が若干増加している。この点については、やはり米中両国をはじめとする、世界景気の減速に伴う輸出の伸び鈍化が背景にあると考えられる。今後生産の停滞が、固定投資の伸び鈍化につながる懸念がある。

図表3-10は、ユーロ圏実質輸出と、固定投資の先行指標である資本財受注、固定投資のそれぞれの伸びを比較したグラフである。輸出と資本財受注の関係を見ると、足元では輸出、資本財受注ともに伸びが鈍化しており、外需の減速が輸出財の減産を通じ、資本財受注の減速につながっている。資本財受注と固定投資の関係を見ると、資本財受注は2010年半ば以降、伸び幅が鈍化していることから、今後は固定投資についても、回復ペースが鈍化に向かうと考えられる。



7月発表のECBによる銀行貸出調査では、4-6月期は企業による資金需要の伸びが停滞したことが示されている（図表3-11）。4-6月期は海外景気の減速懸念が高まったことに加え、欧州で債務問題が再燃したことが企業の景況感を悪化させ、投資の抑制要因となったとみる。7月のユーロ圏総合PMI（製造業購買担当者景気指数）は51.1と、4月の57.8から3ヵ月連続で急激に悪化した結果、増産/減産の境目である50に接近している。

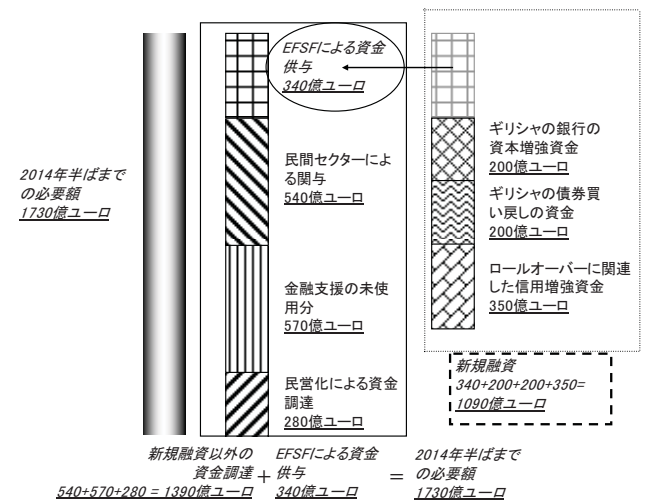


固定投資は、金融危機後の反動増の効果が剥落しつつあることに加え、企業景況感が大きく悪化していることから、2011年後半は伸び率が鈍化する可能性が高い。固定投資が持ち直すのは、海外景気が回復に向かうとみられる2012年以降と予想する。

(5) EFSFの機能拡充が決定

7月21日に緊急開催されたユーロ圏首脳会議において、総額1,090億ユーロの第2次ギリシャ支援が合意された。1,090億ユーロという支援金額は、ギリシャが2014年までにいくつかのプログラム（民間の金融機関のロールオーバーなど）を経た場合に必要とされる金額をカバーする規模とされている（図表3-12）。

(図表3-12)ギリシャの2014年までの資金需要と支援総額の内訳



EFSF（欧州金融安定ファシリティ）の機能については、発行・流通市場での債券購入、各国政府に対する銀行の資本増強資金の供給、各国の資本市場へのアクセス維持のための予防的信用枠の設定が新たに認められた。

また、EFSFからの融資の返済期限は、現行の7.5年から最低15年、最高30年へと大幅に延長された。また、融資金利も現行の金利（アイルランドは5.8%、ポルトガルは4.5%で初回の融資を受けている）から3.5%へと引き下げられた。この2つの決定は、EFSFの次回以降の融資、すなわち今後予定されているアイルランドとポルトガルへの支援時にも適用される。EFSFの融資金利は、「財政規律を守らなかった国」への懲罰の意味を含め、市場で調達するよりは低い、景気回復ペースが鈍い周辺国にとっては、高めに設定されていたという経緯があった。今回の措置は、より現実的な再建策と言える。

民間部門が自発的に関与するスキームについては、正式な合意には至らなかった模様。ただ、今回の首脳会談では、ギリシャ国債にユーロ圏各国、もしくはEFSFが最大350億ユーロの保証を付与することで合意されている。これにより、民間金融機関の「自発的な」ロールオーバーにより、ギリシャがデフォルト（債務不履行）の認定を受けた場合でも、ECBはギリシャ国債を適格担保として受け入れる可能性が高い。7月15日に公表されたストレステストの結果では、ギリシャのソブリン債を（対コア自己資本比率で）最も多く保有しているのはギリシャの国内銀行であり、その額は544億ユーロ（対コア自己資本比で212.4%）にのぼった（図表3-13）。ECBがギリシャ債を適格担保として認め続けることで、ギリシャ債のロールオーバー時に、ギリシャのソブリン債を大量に保有しているギリシャの国内銀行が、資金ショートに陥る可能性が大きく後退したと思われる。

しかし、ギリシャの財政再建計画の達成は引き続き危ぶまれており、債務問題の解決は前途多難である。今回の合意案は、「追い貸しによる時間稼ぎ」にすぎず、ギリシャ財政を健全化させる措置ではない。ギリシャの2011年の財政赤字削減幅は、足元では目標を下回って推移している（図表3-14）。

厳しい緊縮財政が景気の悪化要因となり、財政再建が一層困難になるというジレンマに陥っているなか、首脳会議ではギリシャ経済を活性化させるための「マーシャルプラン」も約束されたが、具体的な内容は明らかにされなかった。ギリシャは当面の資金繰りには目途を付けることができたものの、いずれは元本の大幅削減を伴う債務再編に追い込まれる可能性が高いとみている。

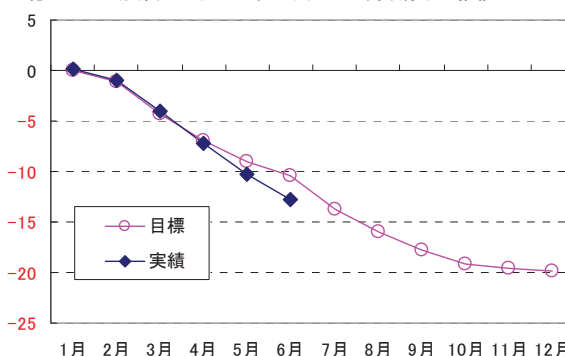
（図表3-13）国別ソブリン債エクスポージャー（対コアTier1比）

	ギリシャ債	ポルトガル債	アイルランド債	スペイン債	イタリア債	PIIGS債
オーストリア	2.3%	0.7%	0.3%	1.0%	6.0%	10.3%
ベルギー	13.6%	7.3%	0.9%	10.0%	71.7%	103.4%
キプロス	140.1%	0.0%	8.7%	1.4%	0.9%	151.1%
デンマーク	0.3%	0.2%	1.6%	0.5%	1.8%	4.5%
フィンランド	0.1%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.8%
フランス	5.9%	2.5%	0.9%	5.7%	25.4%	40.5%
ドイツ	6.7%	3.0%	0.8%	14.9%	28.7%	54.2%
ギリシャ	212.4%	0.0%	0.1%	0.0%	0.4%	212.9%
ハンガリー	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
アイルランド	0.3%	2.0%	82.1%	2.7%	6.8%	93.9%
イタリア	1.7%	0.4%	0.2%	3.7%	198.2%	204.3%
ルクセンブルク	5.5%	11.5%	0.0%	11.1%	154.0%	182.0%
マルタ	2.8%	0.8%	2.0%	0.0%	1.1%	6.8%
オランダ	1.6%	1.1%	0.6%	2.9%	11.4%	17.6%
ノルウェー	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	1.6%
ポーランド	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ポルトガル	6.5%	113.5%	3.1%	1.5%	6.1%	130.8%
スロベニア	1.7%	1.3%	1.3%	2.2%	8.1%	14.6%
スペイン	0.3%	3.9%	0.1%	158.9%	4.7%	167.9%
スウェーデン	0.3%	0.3%	0.0%	0.3%	0.9%	1.8%
英国	0.9%	0.6%	0.4%	2.7%	4.6%	9.1%
合計	8.2%	3.7%	1.6%	26.3%	28.4%	68.1%

（出所）EBAより明治安田生命作成

（出所）EBAより明治安田生命作成

10億ユーロ （図表3-14）2011年のギリシャの財政赤字の推移



（出所）ギリシャ財務省

さらに、足元ではこれまで国債利回りが安定的に推移していたスペイン、イタリアの財政懸念が再燃している。6月までは4%台で推移していた両国の国債利回りは、8月現在では6%台前半で推移している。両国とも、昨年ギリシャで財政問題が噴出して以降、積極的な財政再建計画に取り組んできたという経緯を考えると、市場は両国の財政再建が予定通り進まない可能性を見込んでおり、さらには「EFSF（ないしESM）は、現行の規模ではスペイン、イタリアを十分にファイナンスできない」というところに懸念を抱いている。ただ、EFSFの規模拡大については、昨年ギリシャ財政危機によるEFSF設立の際もそうであったが、やはり市場の懸念が相当程度高まってからでないと、議論は進みそうにない。財政懸念国による自助努力を強硬に訴えるドイツでは、年末に向けてまだ地方選挙を予定しており、EFSF拡大についても、態度を軟化させるとは考えにくい。ユーロ圏の財政問題を巡る市場の懸念は、今後再び蒸し返される可能性が極めて高い。

（6）ECBは正常化路線を継続

8月4日、ECBは定例理事会において政策金利（主要リファイナンス金利）を1.50%に据え置いた（図表3-15）。

トリシェ総裁は今回の会見で、金利について「依然として緩和的」と表現しており、物価安定についても「注意深く警戒する（monitor very closely）」とするなど、7月の利上げ時に示した姿勢を継続して表明している。こうした文言を見る限り、ECBは引き続き正常化路線を堅持していると判断される。

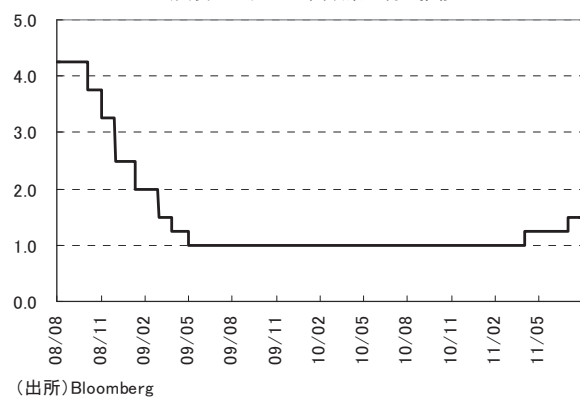
ただ、足元の景気については「上向き」と見ているものの、先行きについては「不透明感が特段高い」と述べている。確かに、ユーロ圏総合PMIなどの各種景況感、足元では軒並み減速を示している。こうした企業景況感の悪化が、今後景気の大減速を示唆するようであれば、ECBが掲げる「強い企業景況感が内需の拡大に貢献する」という、利上げの前提となる景気認識が崩れることになる。

また、今回の理事会では、1週間物、1ヵ月物、3ヵ月物の無制限固定金利オペを年末まで継続することに加え、6ヵ月物の無制限固定金利オペを復活させることが表明された。1週間物、1ヵ月物、3ヵ月物オペの期間延長はある程度予想されていたが、6ヶ月物オペの復活はやや意外であり、ECBが債務問題の再燃による金融市場の緊張を重く見ている様子がうかがえる。

トリシェ総裁はECBが国債購入を再開したことも明らかにした。ECBによる国債購入は4ヵ月前から停止していたが、イタリアとスペイン債の利回りがユーロ導入来の最高付近となる中で、購入再開を余儀なくされた形だ。

今回の理事会は、債務問題や世界景気の減速懸念の高まりに対し、ECBが警戒姿勢を強めたことを示すものであった。ECBは物価動向について、エネルギー価格の上昇を主因に「リスクは上向き」との見方を維持しており、追加利上げの道も残しているとみられる。ただ、米国をはじめとする世界景気の不透明感や金融市場の緊張が今後も緩和せず、利上げによる景気への下押し圧力や周辺国債への金利上昇圧力が大きいと判断されれば、正常化路線を中断する可能性は高い。当Gでは、年内に後1回の追加利上げを行うことをメインシナリオとしているが、上述の理由により、正常化路線を中断する確率も40%程度はありとみている。

（図表3-15）ユーロ圏政策金利の推移



(7) 英国景気は極めて緩慢な回復にとどまる

英国の4-6月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.2%と、1-3月期の同+0.5%からプラス幅が縮小した（図表3-16）。

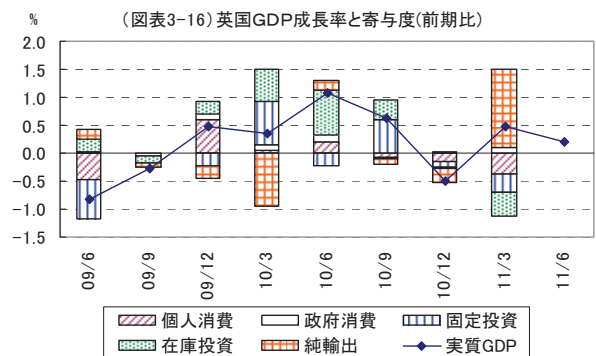
英国の景気停滞の主因は、個人消費の伸びが鈍いことである。6月の小売売上高は前月比▲1.4%と、5月の同▲2.1%に続き低迷している。

英国の個人消費が低調な理由として、雇用環境の改善が遅れていること、住宅価格の下落が消費に負の資産効果を与えていることなどが挙げられる。イニシャルクレーム（新規失業保険申請件数）は足元でも減少する兆しが見えず、失業率は2009年初以来、8%付近で高止まりした状態が続いている。厳しい財政再建を背景に、企業の採用意欲は低下しており、今後も英国の雇用環境の改善ペースは鈍い状態が続くと考えられる。

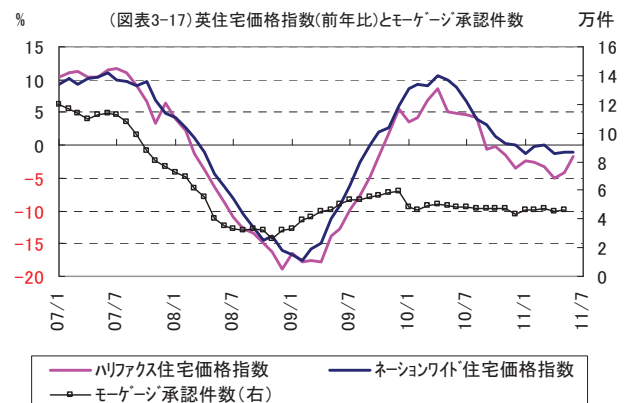
住宅価格は方向感に乏しく、モーゲージ承認件数も減少傾向が続くなど、住宅市場もなかなか改善の兆しが見えない（図表3-17）。厳しい財政再建路線などを背景に、英国経済は、2011年を通じて緩慢な回復にとどまる可能性が高い。

BOE（イングランド銀行）は7月のMPCで、政策金利を0.5%、資産買取規模を2,000億ポンドで据え置くことを決めた。6月の英国の物価上昇率は前年比4.2%と、インフレ目標である同2.0%を上回って推移しているものの、前月比では▲0.1%と、8年ぶりにマイナスとなった。インフレ率低下の要因は、エネルギー価格の上昇幅が縮小したこと、景気の停滞を背景にコアインフレ率の伸び幅が縮小したことがある。

8月に発表されたBOEのインフレレポートでは、インフレ率は2011年、2012年を通じてBOEの目標である2%を上回って推移するとの見方が示されている（図表3-18）。ただ、景気回復のモメンタムが弱いため、BOEは利上げに動きにくい状況が続いている。BOEの利上げは、緊縮財政による景気への悪影響が、対前年で一巡する2012年半ばと予想する。

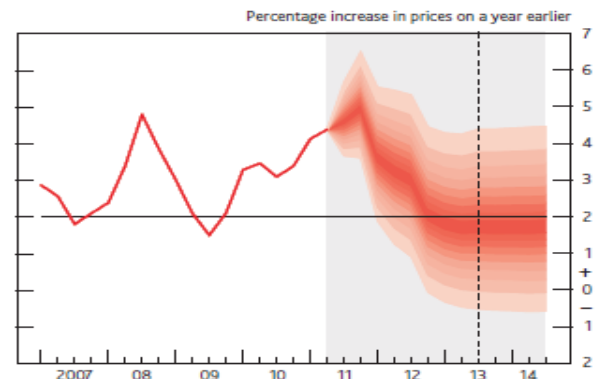


(出所) 英国統計局



(出所) ネーションワイド等資料より明治安田生命作成

(図表3-18) BOEの8月インフレ見通し



(出所) BOE

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

2011 年末にかけての中国景気は、足元までの物価上昇と、それを抑制するための各種の引き締め政策、先進国景気の変調などの影響で、減速基調が続く可能性が高い。ただ、減速ペースは緩やかで、通年では 9%台半ばの成長率を確保するとみる。2012 年には 5 年に 1 度の共産党大会が予定されていることもあり、当局は今後、景気重視モードに徐々に軸足を移していくとみられ、2012 年の成長率は再度 10%近くまで加速する展開を予想する。

人民銀行は、昨年 10 月以降、5 度の利上げ、8 度の預金準備率の引き上げを実施してきた。7 月の CPI は前年比 6.5%に達したが、今後は徐々に鈍化に向かう見込みで、利上げは打ち止めの可能性が高まっている。不動産市場も「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、徐々に沈静化に向かいつつある。

ただ、当局は、米国の追加金融緩和が、国内への資金流入を通じ、インフレ圧力となる可能性については、当面警戒を続ける方針とみられる。この場合、利上げは逆効果となりかねないことから、今後は人民元高への誘導ペースを速めることで対処する可能性が高まっている。

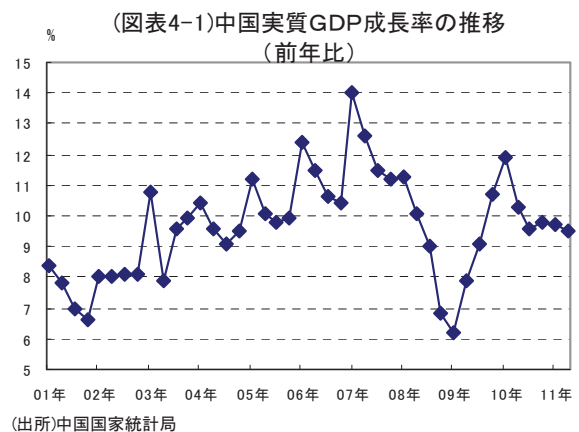
(1) 2011 年は減速、2012 年に再加速

中国の 2011 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+9.5%となった(図表 4-1)。2010 年 10-12 月期の同+9.8%、今年 1-3 月期の同+9.7%から二期連続の伸び鈍化だが、減速ペースは極めて緩やかである。季節調整済み前期比では+2.2%で、1-3 月期の同+2.1%からはやや加速、年率 9%前後の成長ペースを維持している。

足元の中国経済はいまだに強いインフレ圧力にさらされているが、もともとコストプッシュ的な色彩が強く、実体経済の過熱感がさほど強かったわけではなかった。このため、当局の引き締めが景気をオーバーキルするリスクが懸念されていたが、昨年以來、既に 5 度の利上げを実施しているにもかかわらず、いまだに 9%以上の成長を維持していることは、インフレ警戒姿勢を中々解けない当局にとっては心強い材料ともいえる。夏場の電力不足も、危惧されていたほど深刻なものとはなっていない模様だ。

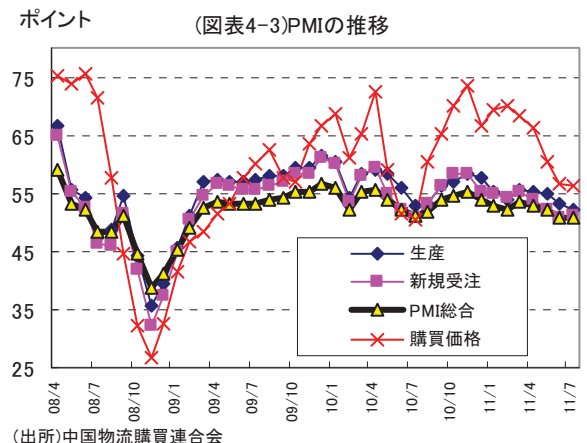
年末にかけての中国経済は、これまでの各種引き締め策の効果で、引き続き減速基調が続くとみるが、そのペースは緩やかで、通年の実質成長率は 9.5%と、9%台半ばの伸びを確保するとみる。

ここへきて、海外景気の不透明感が高まっていること、2012 年には 5 年に 1 度の共産党大会が予定され



(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



ていることから、当局は今後、景気重視モードに徐々に軸足を移していく可能性が高い。場合によっては財政出動も躊躇しない姿勢とみられ、2012年の実質GDP成長率は同9.8%と、再度力強さを取り戻すとみている(図表4-2)。

(2) 生産・投資は小幅減速

このところ企業マインドは悪化傾向が顕著となっている。中国物流購買連合会が発表した7月の購買担当者指数(PMI)は50.7ポイントと、6月から0.2ポイント低下、これで4ヵ月連続の低下となった。好不況の分岐点である50ポイントにあと0.7ポイントまで迫っている(図表4-3)。主要項目の中では生産指数の落ち込みが大きく、直近2ヵ月で2.8ポイント悪化している。

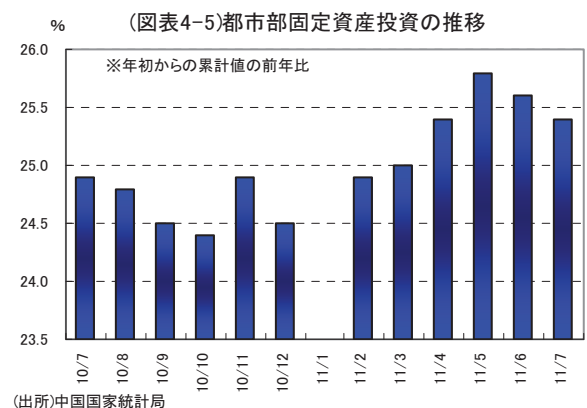
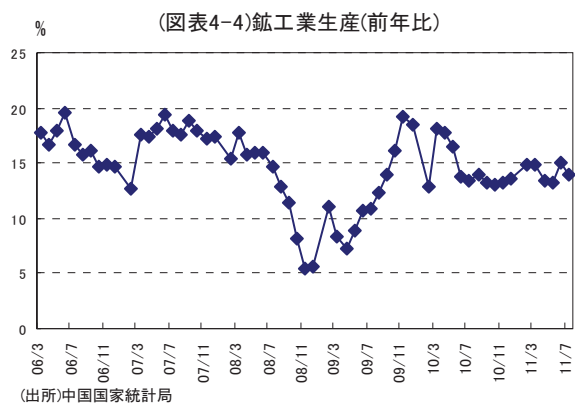
もっとも、実際の企業活動は今のところ加速度的に悪化しているわけではない。7月の鉱工業生産は、前年比+14.0%となった。6月の同+15.1%からは伸びが鈍化したものの、昨年央以降の平均レベルの伸びを保っている(図表4-4)。1-7月の都市部固定資産投資は前年比+25.4%と、1-6月の同+25.6%から小幅減速した(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)(図表4-5)。政府の景気対策の一巡等により、鉄道輸送が1-6月の同+6.9%から同▲2.1%へと、減少に転じたことなどが影響した。

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、4月以降、エレクトロニクス業界や自動車業界に影響が出ていたが、足元では徐々に正常化に向かっている。懸念されていた夏場の電力不足については、数ヵ月続いていた干ばつが豪雨で解消され、水力発電量が増加する一方で、冷房の使用も減ったことから、深刻な生産のボトルネックとなる可能性は後退している。

2011年後半の生産や設備投資は、先進国景気の停滞に伴う輸出の鈍化や、これまでの引き締め政策の影響で、引き続き減速していく可能性が高いとみるが、減速ペースは総じて緩やかなものにとどまろう。一方で、物価高騰が一服するとみられることは下支え要因となる。PMIの購買価格指数は5ヵ月連続で低下しており、累計の低下幅は13.8ポイントに達している。原油価格の上昇一巡や、政府の引き締め策などを反映しているとみられる。2012年以降の企業活動は、政府の引き締めスタンスの緩和などを受け、再度加速に向かうと予想する。

(3) 足元の輸出は好調も今後は鈍化へ

足元の外需は堅調である。2011年7月の輸出は前年比20.4%増、輸入は22.9%増と、ともに20%を超える伸びとなった(図表4-6)。米国向け輸出は前年比+9.5%と、3ヵ月連続で一桁の伸びにとどまったものの、EU向けが同+22.3%と大きく伸びたほか、アジア主要国向けも、軒並み20%以上の伸びを記録している。貿易黒字額は315億ドルで、直近2年半で最大となった。



先進国景気の変調は、今のところ、中国の輸出環境に大きな影響を与えていないが、今後は徐々に影響が現れてくる可能性が大きい。EU向けも今後は伸びが鈍るとみており、年後半の輸出は減速に向かう可能性が高まっている。2012年にかけても、先進国経済は足取りがしっかりしない状態が続くとみられ、輸出の回復は鈍いものととどまると見ている。

(4) 物価上昇が家計を圧迫

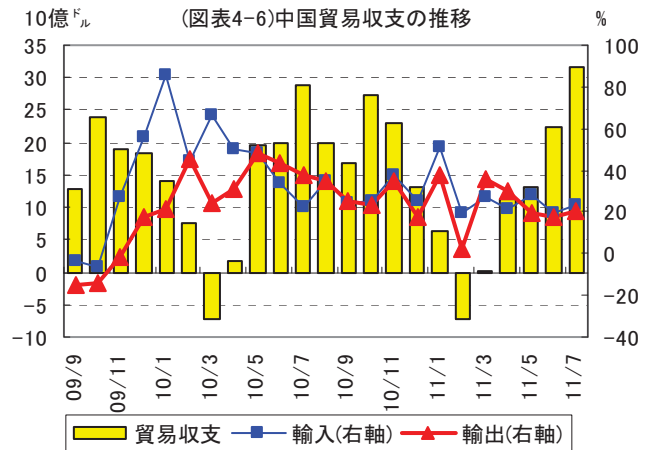
7月の小売売上高は前年比+17.2%の伸びとなった(図表4-7)。伸び率は前月から0.5ポイントの低下。内訳は、都市部が同+17.3%、農村部が同+16.4%。品目別では、価格が上昇している石油・関連製品の伸びが同+40.6%と大きく、このところの小売売上が物価上昇でかさ上げされている様子を示している。

上半期の実質個人消費の鈍化には、物価上昇のほか、自動車販売の不振も大きく影響している。東日本大震災の影響で、日系メーカーの販売台数が一時大幅に減ったこと、政府が2010年まで実施していた各種の販促策を打ち切ったこと、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などが要因。

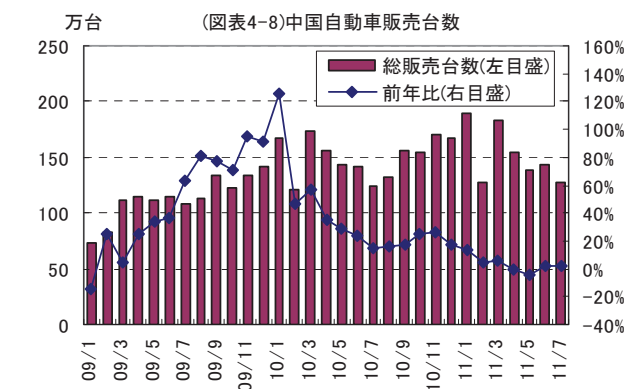
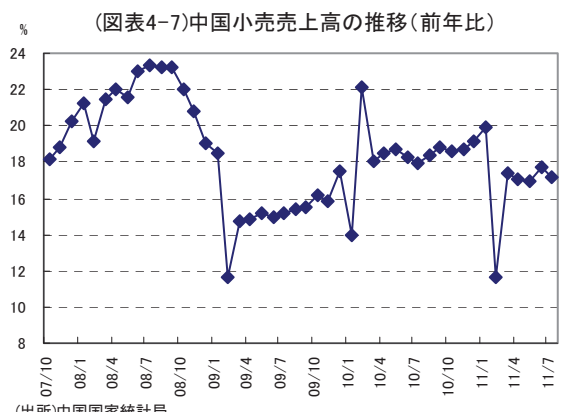
ただ、7月の自動車販売台数は前年比+1.7%と、2ヵ月連続でプラスに転じており、底打ちの兆しも見える(図表4-8)。年後半は、原油価格の下落や、代替エネルギー車への補助金も下支え要因となろう。物価は7月をピークに落ち着いていく可能性が高いほか、政府の利上げ停止に伴い、資金調達環境も次第に緩和に向かうとみられることから、2012年にかけての個人消費は回復に向かうとみている。

中長期的には、引き続き着実な所得増が個人消費を支えていこう。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。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、計30の省・直轄市・自治区で最低賃金が引き上げられ、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。



(出所)中国税関総署



(出所)中国汽車工業会

(5) インフレは7月がピークか

7月の消費者物価指数（CPI）は前年比+6.5%と、3年ぶりの高い伸びとなった。前月比でも+0.5%と、6月の+0.3%から加速した（図表4-9）。

内訳をみると、食品価格が前年比+14.8%、非食品価格は同+2.9%と、引き続き食品価格の伸びが大きい。食品価格のうち、穀物類は同+12.4%、肉類と食肉加工食品は同+33.6%、うち豚肉が+56.7%の上昇で、依然、豚肉の上昇が大きく寄与している。

豚肉価格の上昇は、飼料である穀物価格の上昇や、伝染病、禁止薬物投入疑惑等の影響で、このところ生産量が減少してきたことが影響している。政府は既に、生産者に対し繁殖用母豚1頭につき100元の補助金を支給するほか、全国的に備蓄肉を放出するなどの対策を打ち出している。中国商務省によると、7月18日～24日の1週間の豚肉価格は前週比▲0.2%となり、25日～31日は同▲0.5%下落するなど、一段の価格高騰には歯止めがかかりつつある。出産数も徐々に増加に向かっている模様だが、子豚が生育期間を経て、出荷が安定するには少なくともあと半年程度を要する見通しである。飼料であるトウモロコシ価格の値下がりがありあまり期待できないこともあり、劇的な低下は予想しにくいものの、年後半の豚肉価格は次第に落ち着いていく展開を予想する。

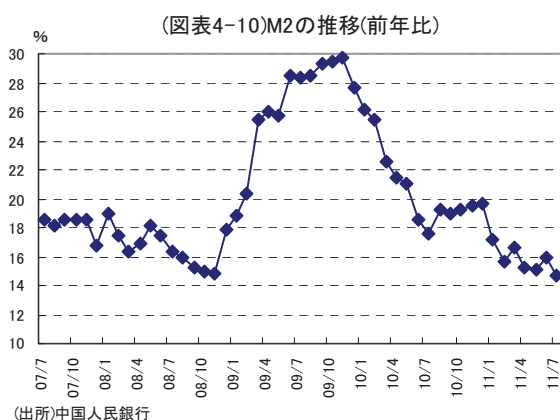
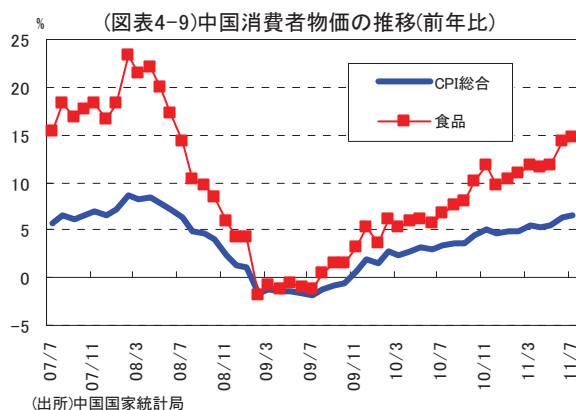
食品価格全般に関しては、前年の伸びが高かった時期に差し掛かることもあって、伸び率は徐々に鈍化に向かう可能性が高い。非食品価格の伸びは、6月から0.1%ポイントではあるが縮小している。商品相場の高騰は一服しているほか、金融引き締め策、および政府の価格統制策の効果も徐々に始めている。8月以降、CPIの伸びは鈍化に向かい、年内には4%台にまで低下するとみている。

マネーサプライの伸びも比較的落ち着いているが（図表4-10）、米国の低金利政策の時間軸がさらに延びたことで、ドルキャリー取引の増加に伴う資金流入が、再度国内の過剰流動性の拡大に繋がるリスクは残る。

(6) 不動産価格の上昇ペースは鈍化へ

不動産価格も沈静化の兆しが見える。国土資源省によると、4-6月期の住宅用不動産の平均価格は前期比で+2.2%の上昇となり、1-3月期の同+2.4%から伸びが鈍化した。国土資源省がモニターしている主要都市の6割以上で住宅用不動産価格の伸びが鈍化したとのこと。また、不動産サイト運営大手系列会社の調査によると、7月の中国の主要100都市の新築住宅価格は前月比+0.2%で、6月の同+0.4%から鈍化した。政府の引き締め政策と、低価格住宅の建設拡大の効果が徐々に現れ始めているとみることができる。

政府は現在、「史上最強の抑制政策」と称される不動産価格抑制策を実施している。今年の1月



には、2軒目の住宅購入の最低頭金比率を50%から60%に引き上げたほか、地方政府に対し、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た。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いる。これまでなかった不動産税も試験実施中で、今後、条件が整い次第全国規模に拡大する方針を示している。

また、政府は投機的な住宅購入を制限する地域を、これまでの大都市圏から、価格が急速に上昇している中小の都市にまで広げる方針を示している。今後は一般市民にも手の届く低価格の住宅を建設するプロジェクトを全国的に展開する方針も示しており、住宅供給戸数の増加に伴い、さらに値下げ圧力がかかる可能性が大きい。

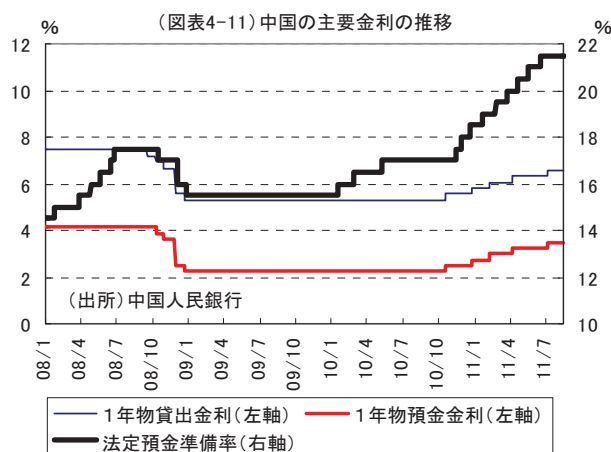
一方で、都市化政策も同時に推進していることを考えると、都市部の不動産価格を中長期的に抑制していくのは容易ではない。不動産価格の上昇ペースは鈍化に向かうと見ているが、過熱懸念が完全に払拭されることはないだろう。バブル崩壊的な急落の可能性は低く、リスクはあくまで上振れ方向とみている。

(7) 引き締めは終了の可能性高まる

人民銀行は7月6日、政策金利を25bp引き上げた。利上げは昨年10月以降5度目。これで1年物貸出金利は25bp引き上げられ6.56%に、1年物預金金利も25bp引き上げられ3.5%となった(図表4-11)。ただ、ここへきて、政府サイドから発信されるメッセージのニュアンスがだいぶ変わってきており、利上げはいったん打ち止めとなる可能性が高まっている。

人民銀行の周小川総裁は7月11日、物価安定に向け穏健な金融政策を維持するが、経済成長の大きな振れの回避に努めるとの見解を明らかにした。温家宝首相もその翌日の7月12日、インフレ抑制が最優先課題としながらも、「金融政策の効果が遅れて出てくることで、将来的に実体経済に大きな影響を及ぼす事態は回避する必要がある」とし、「経済成長の大きな振れを容認するわけにもいかない」との見解を文書で明らかにした。両者の発言内容は一致している。

また8月9日の国務院の声明からは、インフレ懸念が中国の最優先課題であるという、これまで盛り込まれていた文言が削除された。これらの動きは、政府の政策スタンスが、インフレ抑制から成長重視へと徐々にシフトしつつある過程を示していると考えられる。10日付の中国証券報は、中国人民銀行は短期的に様子見姿勢に入った可能性があると伝えている。



(8) 地方政府の債務問題もリスク

金融機関の不良債権問題も引き締め継続の障害となっている。とりわけ問題となっているのが、地方政府向け銀行融資の不良債権化である。

中国では地方政府財政の赤字が法的に認められていないため、地方政府融資平台 (LGFV: Local Government Financing Vehicle) と呼ばれるペーパーカンパニー的な会社を設立し、そこを通じて

資金を借り入れている。LGFVは全国で8,000を超えると言われる。中国監査当局は、2010年末時点の地方政府債務は約10兆7,000億元で、このうち約半分の4兆9,700億元がLGFV保有の債務であることを明らかにしている。多くはリーマンショック後に景気刺激策を導入していた時期に積み上がった債務で、このうち2〜3割が不良債権化しているとみられている。

LGFV債の利回りは、景気減速懸念や政府の不動産価格抑制策を背景に上昇している。地方政府にとって不動産取引は歳入の中心であり、不動産市場の冷え込みはLGFV債のデフォルトリスクに直結しているためだ。既に、一部のLGFVが既に返済困難な状態に陥ったとの報道もある。とりわけ中小銀行はLGFV向け債権の比率が高く、デフォルトが相次げば金融システムが揺らぐ懸念がある。

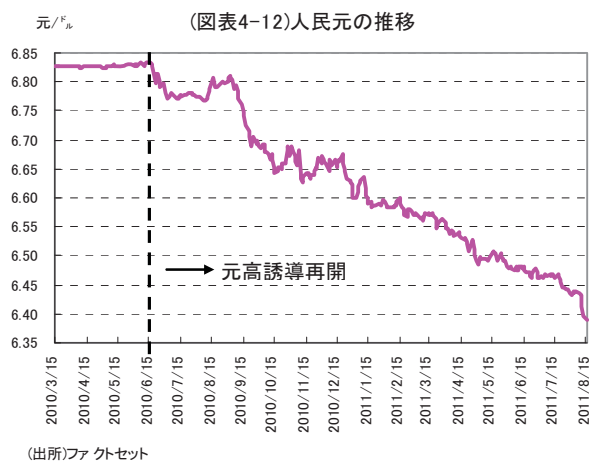
中国当局は地方政府の債務のうち、今後2〜3兆元の抜本処理を計画しているという。中央政府が一部の返済を肩代わりするほか、国有銀行に一部の債権放棄を求める方針である。債務の一部は新たに設立される法人に移されるという。また、銀行に対しLGFVへの融資を更新しないよう指示するとともに、不動産セクター向け融資全体の管理を強化するよう命じている。地方政府に対しては、これまで禁止されていた地方債の発行を認め、より透明な資金調達を促す方針だ。

人民銀行は、利上げによる地方政府の利払い負担の増大を懸念している。不良債権問題の一番の薬は、中国経済の成長持続であることから、こうした意味でも、さらなる引き締めは難しい状況となりつつある。

なお、中国の上半期の財政黒字は1兆2,500億元となった。黒字幅は国内総生産（GDP）の6.1%に相当する。税収は前年同期比29.6%増の5兆円で、中国政府の財政状態は、地方政府の債務問題や景気減速に十分対処できる余力を有している。今後も機動的な財政出動が可能であることは、中国経済の先行き安心材料である。

（9）一段の人民元高を容認か

利上げは打ち止めとなる可能性が高まってきたが、当局としては、米国の金融政策の動向が懸念材料である。中国では、低金利政策を続ける米国からの資金流入が、国内の過剰流動性の拡大を通じ、国内のインフレ圧力の主因のひとつとなっていた。8月9日のFOMCでは、時間軸政策の強化が決定されたが、今後さらに追加金融緩和策を発表する可能性も高まっており、当面は国内への資金流入動向を注視していく必要がある。ただ、資金流入を阻止するという意味では、利上げは逆効果となりかねない。したがって、今後は金融引き締めの役割の一部を人民元相場に委ねる可能性が高まっている（図表4-12）。ドル安の進行に伴い、人民元も実効ベースでは元安に向かっていることも、元高方向への調整余地を広げている。



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、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。様々なリスクを抱えながらとはいえ、今のところマクロコントロールは総じて有効に機能している。2012年の中国経済は力強さを取り戻す可能性が高く、引き続き世界景気のけん引役を担うとみている。

5. アジア新興国経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国の景気は、世界景気減速の影響を受け、総じて減速しつつある。輸出主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピンの景気は年後半にかけて減速傾向が続くとみている。インドとインドネシアは内需主導型であるが、インドはインフレの長期化や度重なる利上げなどによって、内需にやや陰りが見え始め、当面、景気は減速傾向をたどる可能性が高い。一方、インドネシアはインフレが沈静化しつつあることから、景気は引き続き内需中心に堅調に推移するとみている（図表5-1）。

アジア新興国では、国際商品市況の上昇が一服しつつあることに加え、輸出も減速しつつあるものの、内需が総じて堅調に推移していることから、インフレ懸念がくすぶり続けている。今後も年末頃までは利上げが段階的に実施される可能性が高い。

（1）アジア新興国の景気は減速

アジア新興国の景気は、世界景気減速の影響を受け、総じて減速しつつある。4-6月期の実質GDP成長率を公表済みの国について見ると、まず韓国は前期比年率+3.4%と、前期(1-3月期)の同+5.4%から伸びが減速した（図表5-2）。個人消費や設備投資など内需は堅調に推移したものの、世界景気の減速を受けて輸出の伸びが鈍化した。

台湾は前期比年率▲3.6%と、前期の同+19.0%から一転、マイナス成長となった。個人消費は比較的堅調に推移したものの、中国向けなど輸出の低迷がマイナス成長の主要因となった。シンガポールも前期比年率▲7.8%と、前期の+27.2%から一転、大幅なマイナス成長となった。輸出の低迷（前期の大幅増の反動減が顕在化した面も）に加え、物価の高止まりなどによって個人消費も不調であった。

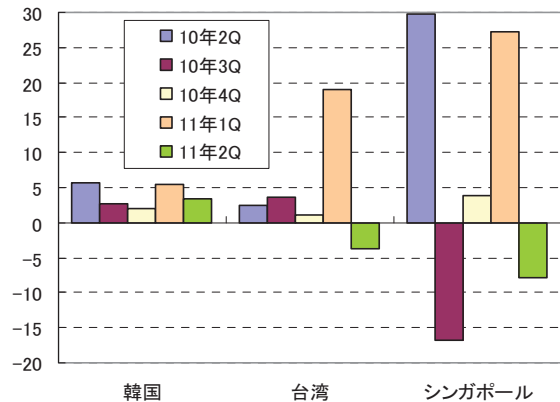
インドネシアの4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.5%と、前期(1-3月期)と同じ伸びとなった（図表5-3）。インフレ率が落ち着きつつあることから、個人消費が好調だったことが寄与したほか、輸出もエネルギー資源を中心に堅調であった。

（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%	4.4%	4.8%
台湾	-1.9%	10.9%	3.8%	5.1%
香港	-2.7%	7.0%	4.7%	5.0%
シンガポール	-0.9%	14.5%	3.7%	5.2%
インドネシア	4.6%	6.1%	6.6%	6.9%
タイ	-2.3%	7.8%	3.1%	5.9%
マレーシア	-0.6%	7.2%	3.5%	5.8%
フィリピン	1.1%	7.6%	4.7%	6.2%
インド	8.0%	8.5%	7.4%	8.2%

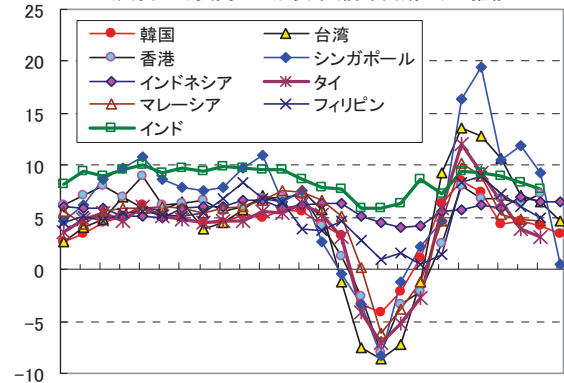
（注）インドは年度ベース(4月～翌3月)

（図表5-2）実質GDP成長率(前期比年率)の推移



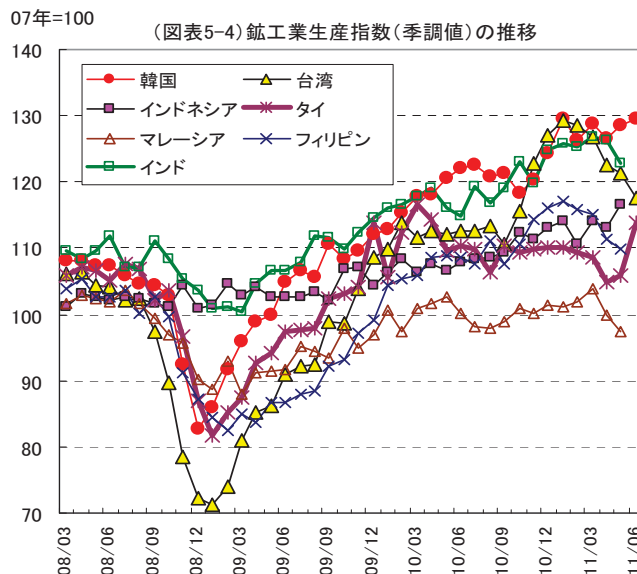
（出所）各国統計

（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

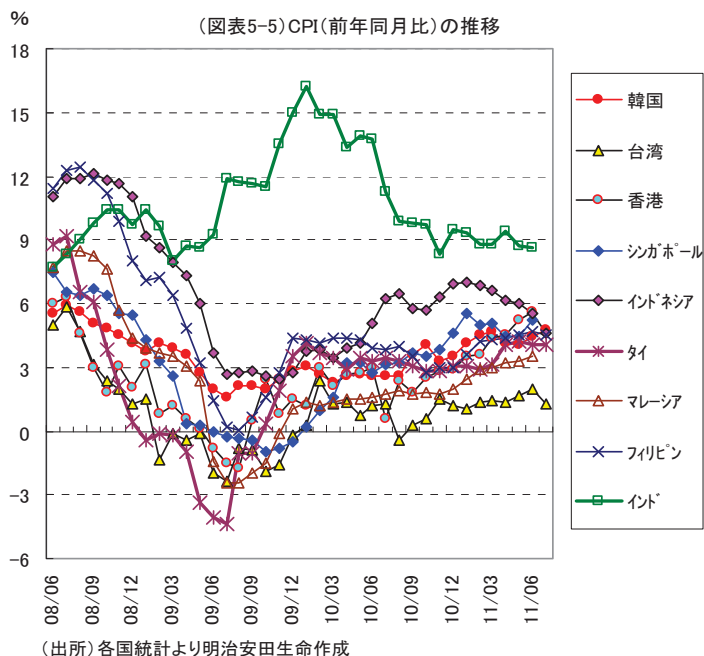
各国の鉱工業生産指数（季調値）の推移を見ると、このところ二極化の様相を呈している（図表 5-4）。タイは東日本大震災の悪影響で4月に自動車中心に生産が大きく落ち込んだ（前月比：▲3.6%）ものの、その後はサプライチェーンの復旧とともに急回復した（5月：同+1.0%、6月：同+8.6%）。韓国も4月の生産は前月比▲1.7%と不振だったものの、5月は同+1.6%、6月は同+0.7%と持ち直した。一方、台湾は震災の悪影響もあって4月の生産が前月比▲3.5%と大きく落ち込み、5月も同▲0.9%、6月も▲3.2%と低迷が続いている。台湾は半導体や液晶パネル等の電子デバイスの世界的な生産拠点であるが、世界経済の減速を受け、ここにきて在庫調整圧力が強まっている。輸出向けエレクトロニクス製品のウェイトが高いマレーシアやフィリピンも4月以降の生産は低調に推移している。



震災の悪影響はタイで4月に大きく顕在化（自動車の生産が半減）したものの、5月以降、急速に改善しつつある。その他の国でも4月には多少の悪影響がみられたものの、比較的軽微なものにとどまった。5月以降は世界景気（特に IT 景気）の減速を強く受けた国の生産が弱含んでいる。

(2) 利上げが継続

インドネシアはこのところインフレが沈静化（1月：+7.0% → 7月：+4.6%）しつつあり、足元ではインフレ目標（4~6%）の範囲内に収まっている（図表 5-5）。国際商品価格の上昇一服や通貨ルピア高のほか、政府の物価抑制策も効を奏しているようだ。しかし、その他の国ではインフレ懸念が依然としてくすぶり続けているうえ、不動産バブルの懸念も根強いことから、各国で利上げが継続的に実施されている（図表 5-6）。本年6月以降だけでも、タイ（6/1、7/13）、韓国（6/10）、インド（6/16、7/26）、台湾（6/30）で利上げが実施された。



6月1日、タイ中央銀行は、政策金利（翌日物レポ金利）を2.75%から3.00%に引き上げ、7月13日にはさらに3.25%に引き上げた。6月のコアCPI（生鮮食品とエネルギーを除くCPI）は前年同月比+2.6%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、同行は声明文で「エネルギー価格や食料品価格の上昇を受けて、インフレ圧力は引き続き強い」とコメントし

ており、追加利上げの実施を示唆している。

6月10日、韓国銀行（中央銀行）は政策金利（7日物レポ金利）を3.00%から3.25%に引き上げた。利上げは3ヵ月ぶり。5月のコアCPI（食品とエネルギーを除くCPI）は前年同月比+3.5%と、4月の同+3.2%から加速しており、同行のキム・ジュンス総裁は「高インフレが慢性化しないよう、コアCPIに注意を払う必要がある」と述べている。

6月16日、インド準備銀行（中央銀行）は政策金利（レポ金利）を7.25%から7.50%に引き上げ、7月26日には

さらに8.00%へと引き上げた。昨年春以降の金融引き締めにもかかわらず、足元のインフレ率は引き続き高止まりしている。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。

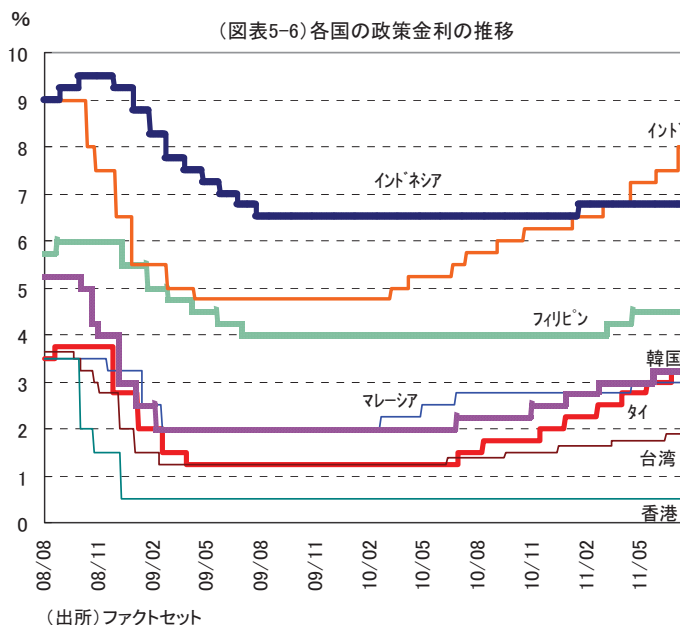
6月30日、台湾中央銀行は政策金利（再割引率）を1.750%から1.875%に引き上げた。5四半期連続で0.125%ポイントの利上げを実施している。CPIの伸び率は周辺国と比し相対的に低水準ながら、このところじりじりと上昇傾向が続いていることを警戒しているほか、住宅価格高騰の抑制も意図している。

香港でもインフレ圧力（6月のCPIは前年同月比+5.6%）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、超低金利にすえ置かれている。

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、実質的な金融政策が実施されている。シンガポールでもインフレ圧力（6月のCPIは同+5.2%）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、シンガポールドルを高めに誘導することによって、金融引き締めを継続している。

国際商品市況の上昇は一服しつつあるものの、各国とも内需が堅調に推移していることや、インフレ期待が上昇していることなどから、今後も年末頃までは利上げが段階的に実施されよう。世界景気が減速しつつあることに加え、数次にわたる利上げの効果も徐々に浸透してくるとみられ、輸出主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピンの景気は年後半にかけて減速傾向が続き、インフレ懸念も次第に沈静化してくるとみている。2012年は、世界景気も徐々に上向いてくる可能性が高く、輸出主導でこれらの国々の景気は再加速する可能性が高い。

インドは内需主導型であるが、インフレの長期化や数次にわたる利上げなどによって、このところ内需にやや陰りが見え始めており、景気は今後も減速傾向をたどる可能性が高い。同じく内需主導型のインドネシアはインフレが沈静化しつつあるうえ、内需も引き続き堅調であることから、世界景気が減速しても、同国の景気は相対的には堅調に推移するとみている。



(3) 減速が懸念されるタイ経済

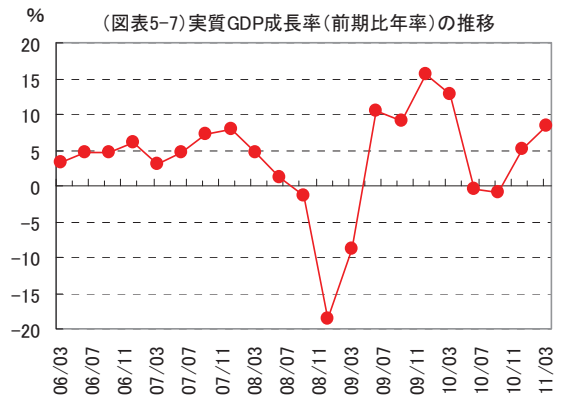
輸出依存型のタイ経済は、世界経済の動向に左右されやすい(図表5-7)。2008年9月のリーマン・ショック後には大幅なマイナス成長に陥ったものの、その後の世界経済の回復局面では急回復を遂げた。2010年4-6月期と7-9月期は、米国や中国等の景気減速に伴って輸出が低迷したことに加え、個人消費も伸び悩み、小幅ながらマイナス成長に陥ったが、10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+5.2%とプラス成長に転じた。世界景気の持ち直しを背景に、輸出が回復したほか、個人消費も堅調に推移したことが寄与した。2011年1-3月期は同+8.4%とさらに加速、輸出や個人消費の好調持続に加え、設備投資も大きく伸びている。

足元に至るまでタイの個人消費は比較的堅調に推移している(図表5-8)。失業率が低下傾向で推移しているほか、民間企業の平均賃金も前年比で7~8%程度伸びており、雇用・所得環境の改善が消費のけん引役になっている。インラック新首相は、最低賃金の大幅な引き上げや福祉政策の充実などを打ち出しており、今後、これらが個人消費の増加に寄与する可能性が高い。

年明け以降に大きく伸びた設備投資は、このところ弱含んでいる(図表5-9)。世界経済の減速懸念やこれまでの利上げの累積効果によるものと考えられ、当面、設備投資は低迷が続く可能性が高い。ただ、タイのビジネス環境はASEAN諸国の中では比較的整備されており、今後も先進国企業のタイへの進出は増加基調が続くと予想される。

一方、輸出は4~5月にかけては弱含んだものの、6月には回復に転じた(図表5-10)。6月になって自動車の生産・輸出が持ち直した効果が大きい。ただ、世界経済は目先減速に向かう可能性が高く、今後、輸出は低調な展開を余儀なくされるとみる。

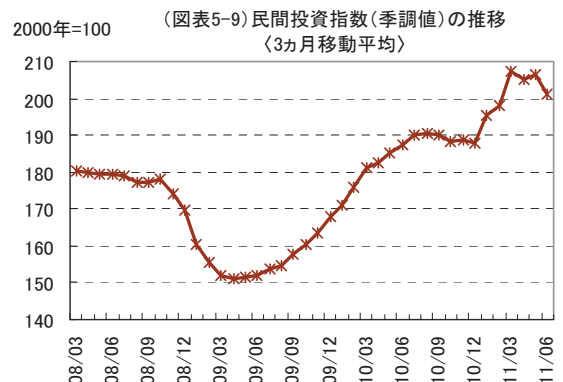
タイ経済は、輸出の減速を主因に年内は成長率が鈍化するとみており、2011年の実質GDP成長率は3%前後にとどまろう。2012年は世界景気が徐々に持ち直してくる可能性が高く、輸出主導で成長率は6%前後に再加速するとみている。



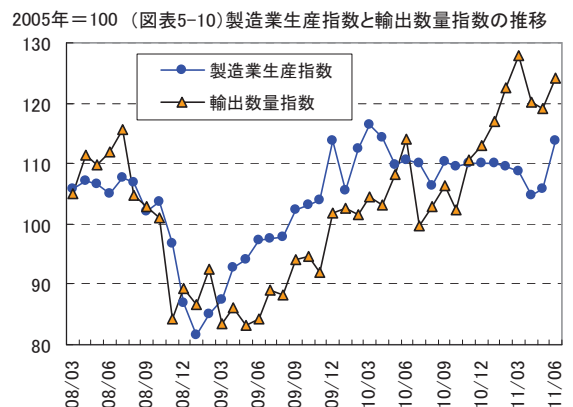
(出所)タイ国家経済社会開発委員会



(出所)タイ中央銀行



(出所)タイ中央銀行



(出所)タイ工業経済局、タイ中央銀行

6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は年末に向けて再び上昇基調へ

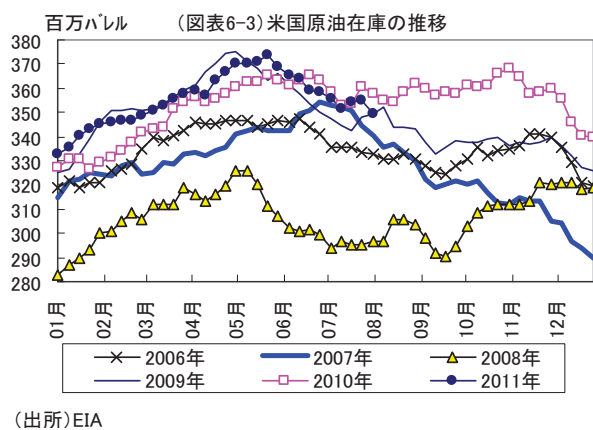
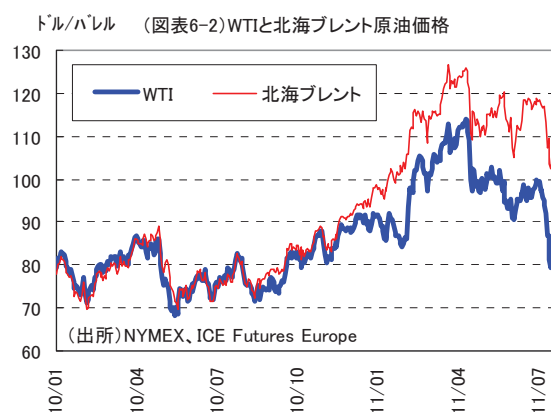
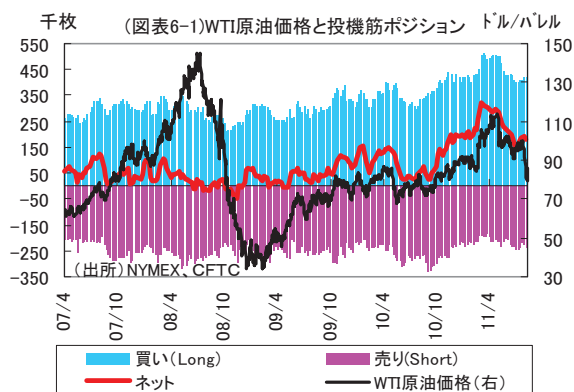
米国産標準油種WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）先物価格は、中東・北アフリカの社会情勢の混乱が主要原油輸出国であるリビアへ波及し、供給懸念が生じたことなどを背景に、今年2月以降上昇基調を強め、4月末には113.93ドル/バレルの高値を付けた。5月に入ると、先物取引の証拠金引き上げなどをきっかけに急落、その後は90～100ドル近辺の動きが続いたが、8月に入ると、米国の景気減速懸念や、米国債の格下げ、欧州債務問題のイタリア、スペインへの波及等に伴うリスク回避の動きから、一時80ドル割れまで下落した（8月11日現在では85.72ドル/バレル、図表6-1、2）。

投機筋のネット買いポジションは、3月初旬をピークに縮小傾向で推移しているが、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が背景にある。

リビア戦線は、依然として膠着状態が続いている。OPECの「Monthly Oil Market Report(8月)」によると、7月のリビアの産油量は53千バレル/日（以下B/D、2010年実績1,559千B/D）と、9割以上の減産を余儀なくされている。リビアからの原油輸出のほとんどは欧州向けであり、その供給障害は米国より欧州の原油需給に与える影響が大きく、WTIと北海ブレントの価格差を生じさせている要因となっている。

米国の原油在庫をみると、過去5年と比べても高水準で推移しており、原油の需給は緩んだ状況が続いている（図表6-3）。この高水準の米国在庫も、WTIとブレントの価格差を生じさせている要因の一つである。石油備蓄放出の影響は9月中旬まで続く可能性が高く、当面は在庫の増加要因となるとみている。

主要機関（国際エネルギー機関（IEA）、OPEC、米国エネルギー省エネルギー情報局（EIA））の原油需要見通しでは、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2011年、2012年と拡大する見込みである（図表6-4）。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88.3百万B/Dから、2011年は89.5百万B/D、2012年には91.1百万B/Dへと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、46.2百万B/D（2010年）から45.8百万B/D（2011年）、45.8百万B/D（2012年）へ微減傾向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42.1百万B/D（2010年）から43.7百万B/D（2011年）、45.3百万B/D（2012年）へと増加が見込まれている。

一方、供給面では、非OPEC諸国が2010年の52.6百万B/Dから2011年には53.0百万B/D（対前年比0.4百万B/D増）、2012年には54.0百万B/D（対前年比1.0百万B/D増）との見通しである。2011、2012年の需要増加見通し分2.8百万B/Dと、非OPEC諸国の供給増加分1.4百万B/Dの差である1.4百万B/Dは、7月現在、OPECの余剰生産能力がリビアを除いても3.6百万B/Dほどあることから、十分対応可能と考える（図表6-5）。

ただ、リビアの供給障害が長期化している一方で、サウジアラビアが増産対応しており、OPECの余剰生産能力の縮小傾向が鮮明になっている。新たな供給懸念などが発生した場合に、価格が跳ね上がるリスクも徐々に拡大している。

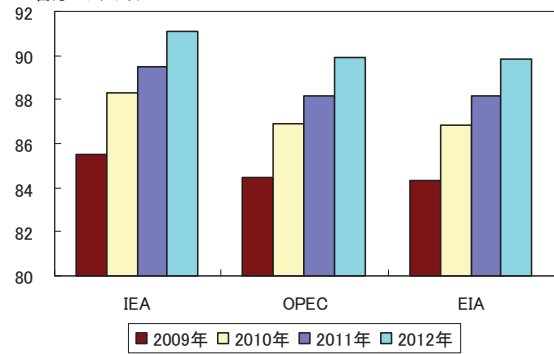
米中を中心とする世界景気の減速や、欧米の債務問題を背景とするリスク回避姿勢の強まりから、当面のWTI価格は軟調な推移が予想される。ただ、中東・北アフリカの供給懸念が熾ぶり続けていることに加え、2012年以降は中国を中心に世界景気も上向いてくるとみていることから、WTI価格は、年末に向けて再び緩やかな上昇基調に転じよう。WTI（年平均）は、2011年が93ドル/バレル（2011年1月から7月までの平均価格：98.3ドル/バレル）、2012年が96ドル/バレルを予想する。

（2）その他商品市況は調整後再び上昇すると予想

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ヵ月ぶりの高値である370.56を付けた。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伴う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。5月初旬に急落した後は、概ね340前後で推移していたが、8月初旬の世界的な株安、リスク回避の動きによって、足元では大きく下落した（8月11日現在：326.34、図表6-6）。

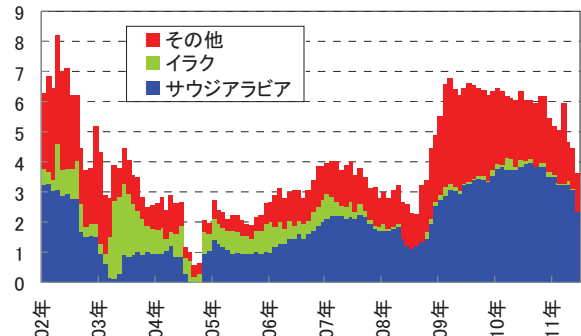
CRB指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、家畜の6分野、19品目で構成される。分野別の動きをみると、過去1年間では、エネルギー（原油、燃料油、ガソリン、天然ガス）が+12.1%、穀物（大豆、小麦、トウモロコシ）が+32.4%、産業素材（銅、アルミニウム、ニッケル、綿花）が+20.9%、貴金属（金、銀）が+54.8%といずれも大きく上昇しているが、3月末対比では貴金属を除き調整している（図表6-7、8）。穀物については、新興国の人口増加や食生活の改善などを背景に、今後とも堅調な需要増が見込まれる（図表6-9）。個別にみると、小麦は世界全体の在庫が依然として高水準にあり、需給が急激に逼迫する可能性は高くない。ただ、米国農務

（図表6-4）世界原油需要見通し



（出所）IEA、OPEC、EIA

（図表6-5）OPEC余剰生産能力



（出所）IEA

（図表6-6）CRB指数



（出所）Reuters/Jefferies

省の需要見通し（8月11日発表）によると、2011/12年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、価格上昇による作付け意欲の向上に伴う米国、中国、アルゼンチンでの生産量増加等から、2011/12年の生産量は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。

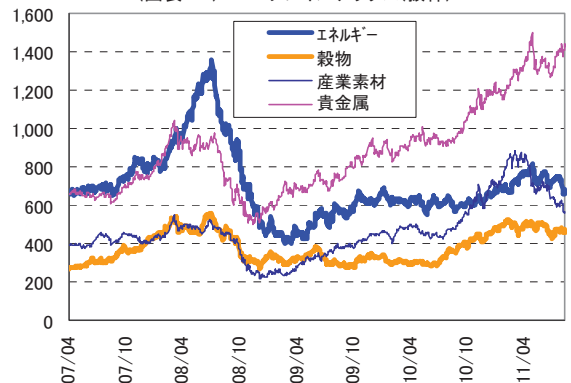
産業素材分野のうち、銅価格は、チリなどの主要鉱山でのストライキ発生による供給懸念が下支えし、底堅く推移してきた。ただ、チリ最大の鉱山のストライキが終息に向かっているなか、足元の世界的な株安を受け、8月初旬には10%程度下落した。一方、最大の銅消費国である中国は、インフレ抑制のための引き締め政策によって、経済成長率が鈍化しているが、2012年には持ち直す見込みである。中国の銅輸入も2012年以降、徐々に回復するとみており、銅価格も調整を挟んで再び上昇へ向うと予想している。

貴金属分野では、金先物価格（COMEX・中心限月）が8月10日に1,800ドル/トロイオンスを超え、過去最高値を更新した。欧州の債務問題や米国の債務上限引き上げ問題に伴う米国債の格下げなど、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っている。金相場は短期的な過熱感が強く、一時的に調整する可能性はあるが、米FRBの金融緩和継続方針を背景に先高観は根強く、年後半にかけてはもう一段上昇するとみている。

銀価格は、米国CMEの証拠金引き上げ実施をきっかけに5月初旬に急落したが、その後は底堅く推移している。今後も代替資産としての需要に加え、太陽電池などの産業用需要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。このところ中国を中心とする世界景気は減速しているものの、2012年以降は徐々に上向いてくるとみている。商品市況は調整を挟んで、年末に向けて再び緩やかな上昇に向かうと予想する。なお、米国FRBは、現行の超低金利政策を少なくとも2013年半ばまで続けるという時間軸政策の長期化を決定した。バランスシートの規模も維持する見込みであり、流動性が潤沢な状態に変化はないことも商品市況を下支えしよう。CRB指数（8月11日現在：326）の1年間の上昇率は10%程度と予想する。

1967年=100 (図表6-7)CRBサブインデックス(抜粋)



(出所) Reuters/Jefferies

(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		▲ 9.2	▲ 1.9	21.4
エネルギー	原油	▲ 19.7	▲ 6.2	9.9
	天然ガス	▲ 6.4	▲ 6.7	▲ 5.0
穀物	小麦	▲ 8.1	▲ 11.7	0.9
	トウモロコシ	1.3	11.7	77.6
	大豆	▲ 6.1	▲ 5.0	30.3
産業素材	銅	▲ 6.8	▲ 9.7	23.2
	アルミニウム	▲ 8.8	▲ 2.7	12.7
	ニッケル	▲ 17.3	▲ 12.7	▲ 0.4
	綿花	▲ 51.2	▲ 32.5	16.1
貴金属	金	21.6	23.1	46.1
	銀	2.1	25.1	116.0

(出所)ファクトセット ※2011年8月11日時点の価格変動率

(図表6-9)世界の穀物需給

(百万トン)		2009 /10	2010 /11 見込	2011 /12 予測	対前年度 増減率 (%)
穀物	生産量	2,234.6	2,191.5	2,264.7	3.3
	消費量	2,198.2	2,230.1	2,280.2	2.2
	期末在庫	488.2	449.5	434.0	▲ 3.5
	在庫率(%)	22.2	20.2	19.0	▲ 1.1
小麦	生産量	684.4	648.2	672.1	3.7
	消費量	652.0	655.3	675.0	3.0
	期末在庫	198.9	191.7	188.9	▲ 1.5
	在庫率(%)	30.5	29.3	28.0	▲ 1.3
トウモロコシ	生産量	813.4	821.4	860.5	4.8
	消費量	816.7	842.4	868.9	3.2
	期末在庫	143.9	122.9	114.5	▲ 6.8
	在庫率(%)	17.6	14.6	13.2	▲ 1.4

(出所)米国農務省(USDA)資料より明治安田生命作成

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。