

明治安田生命
2012－2013年度経済見通しについて
 ～ 欧州債務問題の不透明感が残るが、国内景気は復興需要が下支え ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2011年10－12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2012－2013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>2012年度</u>	<u>2. 1%</u>	<u>2013年度</u>	<u>1. 4%</u>
名目GDP成長率：	<u>2012年度</u>	<u>1. 5%</u>	<u>2013年度</u>	<u>1. 0%</u>

2. 要 点

- ①2012年度の日本経済は、欧州債務危機の動向が引き続き大きなリスク要因として残るものの、震災からの復興需要などにけん引され、内需主導で緩やかな回復基調が続くと予想する。春以降は中国をはじめとする新興国の景気が徐々に持ち直してくる可能性が高く、外需も次第に上向くとみている。
- ②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、増税懸念などが足かせとなり、緩慢な回復にとどまろう。住宅投資は一連の住宅取得支援策や復興需要により、基本的には回復基調が続く。設備投資は復興需要に加え、企業の設備過剰感の緩和などから、緩やかな回復傾向が続くと予想。公共投資は政府の震災対策により大幅に増加しよう。
- ③2013年度は、復興需要による押し上げ効果は一巡するものの、世界経済の成長にけん引される形で、日本経済も回復基調を維持すると予想する。

〈主要計数表〉

	2011年度		2012年度		2013年度	
		2011/11時点		2011/11時点		2011/11時点
実質成長率	▲0. 5%	0. 4%	2. 1%	2. 0%	1. 4%	1. 5%
成長率寄与度・内需	0. 5%	1. 2%	1. 8%	1. 8%	0. 9%	1. 0%
・外需	▲1. 0%	▲0. 8%	0. 4%	0. 2%	0. 5%	0. 5%
名目成長率	▲2. 3%	▲1. 5%	1. 5%	1. 5%	1. 0%	1. 3%

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									
	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度		2012年度				2013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	-0.5%	2.1%	1.4%	-0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
前期比年率	-0.5%	2.1%	1.4%	-2.3%	2.2%	3.0%	2.5%	2.1%	1.5%	1.2%	1.3%	1.1%	1.0%
前年同期比	-0.5%	2.1%	1.4%	-1.0%	1.3%	2.4%	1.3%	2.5%	2.3%	1.8%	1.5%	1.3%	1.1%
民間最終消費支出	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	3.7%	2.8%	-3.4%	-0.8%	0.3%	0.2%	2.2%	0.3%	-0.7%	-1.3%	-1.5%	-1.4%	-1.8%
民間設備投資	-0.3%	3.9%	2.4%	1.9%	-0.5%	1.9%	1.0%	0.8%	0.9%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
政府最終消費支出	1.7%	0.9%	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%
公的固定資本形成	2.3%	12.8%	-1.8%	-2.5%	4.9%	6.6%	3.8%	2.2%	-0.8%	-1.2%	-1.1%	-1.4%	-2.0%
財貨・サービスの輸出	-1.6%	5.9%	5.1%	-3.1%	1.2%	1.6%	2.1%	1.6%	1.9%	1.2%	0.7%	0.8%	0.7%
財貨・サービスの輸入	4.9%	3.2%	1.7%	1.0%	0.4%	0.6%	0.8%	0.6%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%
名目GDP	-2.3%	1.5%	1.0%	-0.8%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
GDPデフレーター(前年比)	-1.9%	-0.7%	-0.4%	-1.6%	-1.4%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.2%

(前期比寄与度)	予測			予測									
	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度		2012年度				2013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	-0.5%	2.1%	1.4%	-0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
民間最終消費支出	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.1%
民間設備投資	-0.0%	0.5%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
公的固定資本形成	0.1%	0.6%	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	-0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
民間在庫品増加	-0.4%	-0.0%	0.2%	-0.3%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出	-1.0%	0.4%	0.5%	-0.6%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
財貨・サービスの輸出	-0.2%	0.9%	0.8%	-0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸入	-0.7%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

2. 主要指標予測

	予測			予測									
	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度		2012年度				2013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)	-2.4%	6.7%	4.9%	-2.7%	1.8%	7.6%	5.2%	7.3%	6.7%	6.1%	5.2%	4.5%	3.8%
消費者物価指数(前年比)	-0.2%	-0.2%	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
除く生鮮食品(前年比)	-0.1%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
国内企業物価指数(前年比)	1.8%	0.3%	0.7%	1.4%	0.5%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
完全失業率(季調済:平均)	4.5%	4.3%	4.0%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
無担保コール翌日物(期末値)	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%	0.08%	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)	78円	80円	83円	77円	77円	78円	79円	80円	81円	80円	82円	83円	84円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

10－12月期の実質GDP成長率は前期比▲0.6%（年率換算：▲2.3%）と、2四半期ぶりのマイナス成長となった。海外景気の減速に伴う輸出の減少が主因である。今後については、引き続き欧州債務問題が大きなリスクとして残るものの、復興需要が本格化してくるに加え、新興国景気も徐々に持ち直してくるとみており、日本経済は緩やかな回復基調を辿ると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の緩やかな改善に加え、エコカー補助金制度の復活などが下支えすると見込まれるものの、増税懸念が足かせとなり、今後も緩慢な回復にとどまろう。

住宅投資は、住宅取得支援策や復興需要などによって、年内は回復基調が続くとみているが、来年以降は、支援策の効果が大きく剥落するため、反動減的な動きが避けられないだろう。設備投資は、海外景気の先行き不透明感などから、足元では企業の投資マインドが慎重化しているが、震災からの復興需要などが徐々に顕在化してくるに加え、設備の更新投資も下支えするとみられ、今後も緩やかな回復基調が続くとみている。公共投資は、がれきの処理に目処が付いたことから、今後は大幅に増加することがほぼ確実である。

輸出は昨夏頃から弱含んでいたが、米国景気は今後も底堅く推移する可能性が高く、中国景気も徐々に持ち直してくるとみており、次第に上向く展開を予想している。

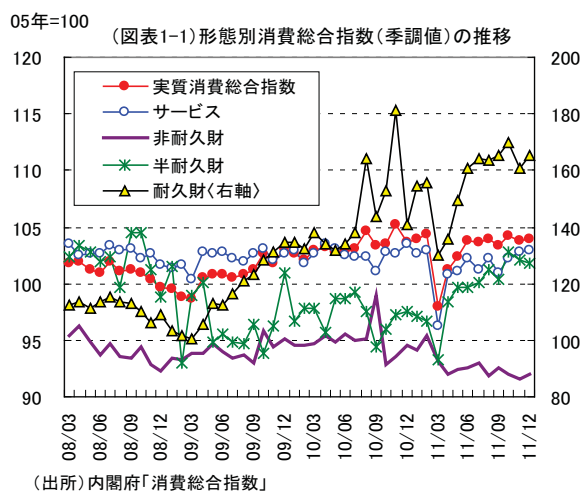
デフレギャップは依然として大きく、物価の下押し圧力は引き続き残っている。当面、コアCPIは小幅のマイナス圏で推移する可能性が高く、日銀の利上げは2014年度以降に持ち越されよう。

（1）個人消費は緩慢ながらも回復基調が続く

個人消費は、昨夏以降一進一退の推移が続いている。消費総合指数の形態別推移を見ると、耐久財（ウェイト9.5%）や半耐久財（同7.6%）は震災後急速に回復し、夏場以降も震災前の水準を上回って推移しているが、一方でサービス（同57.0%）や非耐久財（同26.0%）は震災前の水準まで戻っていない（図表1-1）。

震災後に耐久財消費が大きく伸びた背景には、アナログ放送終了（7月）を前にした薄型テレビの駆け込み需要、自動車の生産回復に伴う乗用車の販売好転などに加え、電力不足に備えた節電ブームなどがある。乗用車登録台数（季調値）は、昨夏以降も回復基調が続いているが、これは震災で毀損した自動車（約40万台）の買い替え需要が下支えとなっている面もあるようだ（図表1-2）。第4次補正予算（2月8日成立）では、「エコカー補助金」（2011年12月20日から2013年1月31日までに登録する環境対応車が対象）が盛り込まれ、今後も自動車販売を下支えすることが見込まれる。一方、薄型テレビの販売は、需要を先食いしてしまったことから、8月以降大幅に落ち込んでおり、今後も当面は低水準が続くと予想される。

雇用環境は緩やかな回復基調が続いている（図表1-3）。完全失業率は、2009年7月の5.6%をピ

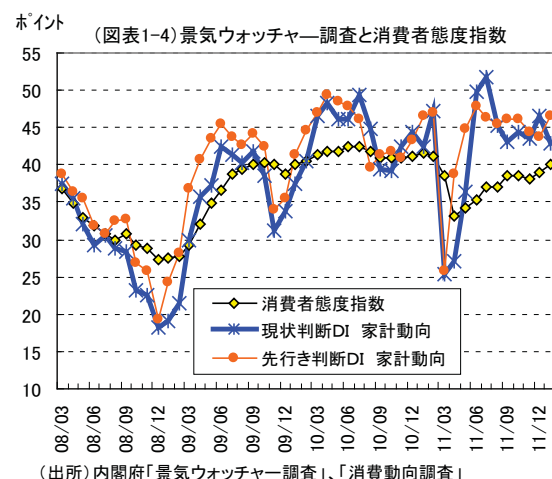
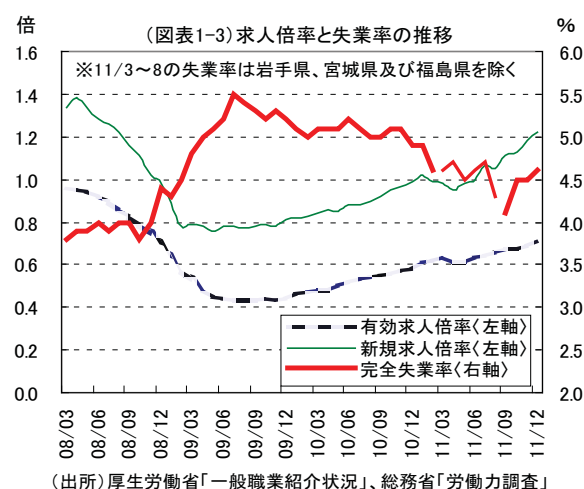
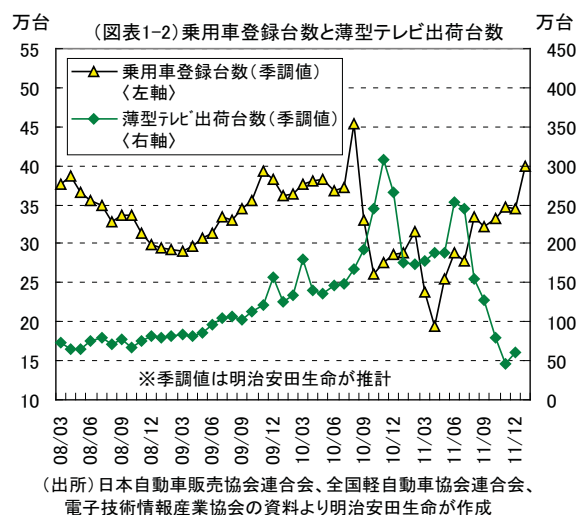


ークに改善基調に転じ、直近12月は4.6%となった。震災によって職探しを停止していた求職者が労働市場に戻る動きなどから、足元では失業率がやや上昇しているが、震災後に大規模な雇用調整が実施されることはなかった。有効求人倍率は震災前（2011年2月）の0.62倍から直近12月は0.71倍、新規求人倍率は2月の0.99倍から12月は1.22倍へとそれぞれ上昇している。団塊の世代が本格的な退職時期を迎えるに伴う人員補充や、震災からの復興需要をにらんだ新規求人などが下支えし、今後も雇用環境は緩やかな回復基調が続くと予想している。

毎月勤労統計を見ると、定期給与（所定内給与＋所定外給与）は、震災後の4月の前年同期比▲0.8%から、11月には同▲0.1%へと、マイナス幅が徐々に縮小している（12月は速報ベースで同▲0.01%）。(株)インテリジェンスの調査によれば、正社員の賃金に先行する傾向があるアルバイトの平均時給も、昨年8月を底に持ち直しの動きが見られる。今後も、震災からの復興需要が徐々に本格化し、さらに、海外景気も徐々に上向いてくると予想されるため、輸出・生産の回復とともに、所定外給与の増加傾向が続くとみている。

ただ、12月調査の日銀短観では、2011年度の経常利益（全規模・全産業ベース）は前年同期比▲4.8%の見通しとなっている。今春闘において、経営側は固定費の増大に繋がるベースアップには消極的であり、大半の企業は定期昇給の実施のみにとどめる意向を示している。連合は、定昇の維持はもちろん、給与総額の1%引き上げを求めているが、経団連は「ベアは論外。定昇の延期・凍結も含め交渉を行わざるをえない」との厳しい方針を示しており、昨年の賃上げ水準（主要企業実績：定昇込みで5,555円、1.83%）を下回ることは避け難い状況である。労務行政研究所の調査によれば、今夏の賞与を増額すると回答した企業は12.2%、前年並みは56.1%、前年よりも減らすとの回答は26.4%となっている。来年度の賃上げ率は今年度実績を下回る可能性が高いうえ、夏季賞与も小幅ながらマイナスとなる懸念が強く、所得環境の改善は鈍いものにとどまろう。

消費者サイドのマインドを示す消費者態度指数は、震災直後の4月を底に上昇基調が続いている。販売サイドのマインドを示す景気ウォッチャー調査の家計動向関連を見ると、現状判断DIも先行き判断DIも振れが大きいものの、両DIとも昨夏以降、概ね横這い圏で推移している（図表1-4）。こ



れまでのところ、消費マインドに大きな悪影響を与えている訳ではないが、増税計画が目白押しとなっているのも懸念材料である（図表1-5）。実際の増税実施は2013年以降となるものが大半であり、消費税を除けば、家計へのインパクトを極力抑えているが、今後、増税時期が近づくにつれ、消費者マインドを冷やす可能性は残る。景気ウォッチャー調査でも、消費税の引き上げ論議を懸念するコメントが散見される。

雇用・所得環境は、基調的には緩やかながらも改善傾向が続くとみており、増税論議が消費者マインドを冷やす懸念が残るものの、個人消費は、引き続き緩慢ながらも回復基調を維持すると予想する。

今後の個人消費は、乗用車に加え、サービス関連が下支えするとみている。消費動向調査（12月調査）のサービス支出DIを見ると、先行きDIは、自己啓発、スポーツ、コンサート等、家事代行、娯楽、外食の6項目すべてが上昇しており、サービス消費が徐々に持ち直してくる可能性が高い（図表1-6）。

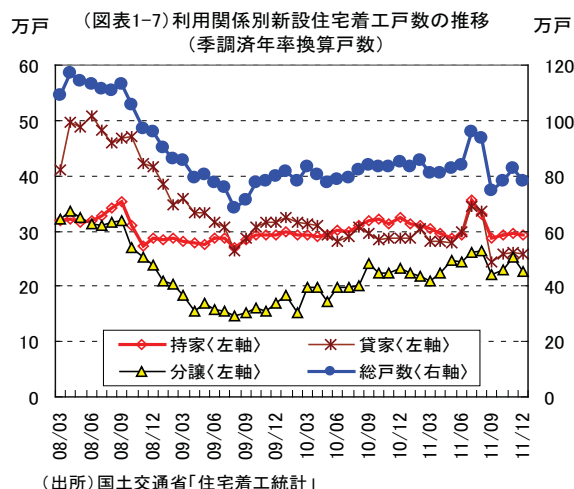
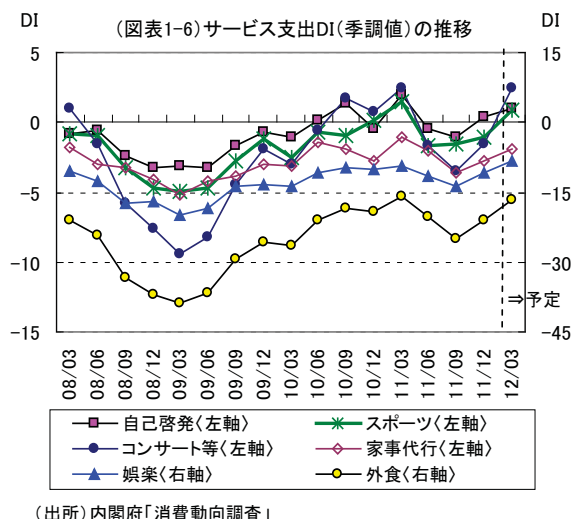
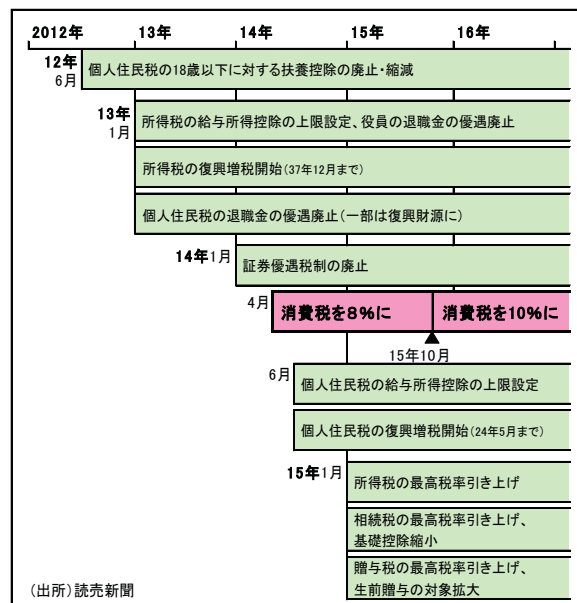
（２）住宅投資は政策効果と復興需要が下支え

新設住宅着工戸数（季調済年率換算戸数）は、住宅エコポイント制度（対象工事期間：7月末着工分まで）やフラット35Sの金利優遇措置拡大（9月末申し込み分まで）の終了前の駆け込み需要の反動で、9月以降は低調に推移している（図表1-7）。住宅着工に1～2ヵ月程度先行する傾向がある建築確認申請件数を見ると、12月も前年同月比▲0.8%と、5ヵ月連続で前年比マイナスとなっていることから、住宅着工は、当面弱含む可能性が高い。

地域別の住宅着工の推移を見ると、震災後に落ち込んだ後、首都圏、近畿圏、中部圏の順に回復し、東北地区も8月には前年比プラス転換したが、足元では再びマイナスとなっている（図表1-8）。被災3県（岩手、宮城、福島）の住宅着工件数は、4～12月累計で2.0万戸と、東日本大震災による全壊戸数（12.4万戸）の約16%にとどまっており、仮設住宅の完成戸数5.2万戸を合わせても全壊戸数の約58%の水準である（図表1-9）。

警察庁の集計（2012年2月9日現在）によると、東日本大震災に伴う全壊は12.9万戸（半壊24.4万

（図表1-5）暮らしに関わる税制のスケジュール



戸)である。阪神・淡路大震災の際には、全壊10.5万戸(半壊14.4万戸)で、1995年度から1997年度の3年間で13~14万戸(年平均約4.5万戸)が復興需要による着工増であったと推計している。今回の住宅被害は、阪神・淡路大震災を上回っているが、津波の被害を受けた地域などでは短期間で元の場所に住宅を建設することが難しく、すでに他地域に移住して、賃貸住宅に入居している被災者も多いため、住宅を再建する世帯数は阪神・淡路大震災後を下回る可能性が高い。復興需要による着工増は累計で9万戸程度と予想している。

今後の懸念材料としては、復興需要の本格化に伴う建設労働者の不足が挙げられる。建設労働需給調査によると、昨年夏をピークに需給状況はやや緩和しつつあるが、12月調査でもほとんどの職種(鉄筋工、型わく工、左官、とび工など)において不足傾向が続いている(図表1-10)。今後は、公共投資も含めた復興需要の本格化に伴い、建設労働者の不足感が再び高まる可能性があり、工事単価の上昇や着工の遅れなどが懸念される。一方、建設資材については、震災直後は需給がひっ迫した状況だったが、現時点での供給能力には問題なく、価格も落ち着いている。

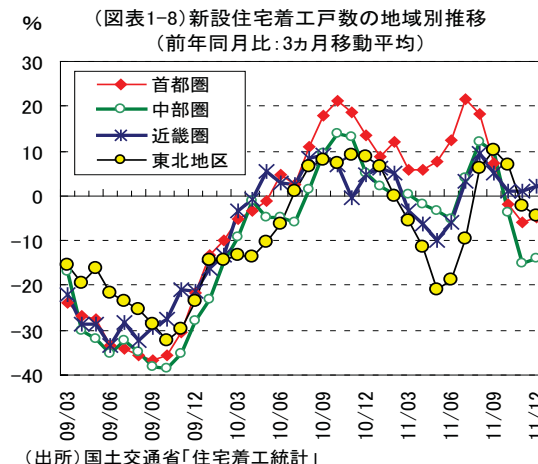
第3次補正予算(11月21日成立)では「住宅エコポイント」および「フラット35Sの金利優遇措置拡大」の再開(2012年10月末着工分および申し込み分まで)が盛り込まれた。いずれも旧制度に比べて、新築住宅取得のメリットは縮小したが、2012年度の住宅市場を下支えする効果はあろう。また、住宅ローン減税は2013年まで続くほか、2011年末で終了予定であった住宅取得資金の贈与税非課税枠設定についても、2012年度税制改正大綱にその延長ならびに拡充(2012年:最大1,500万円、2013年:同1,200万円、2014年:同1,000万円)が盛り込まれた。

今後の住宅投資については、一連の住宅取得支援策が下支えするほか、震災からの復興需要が徐々に顕在化する可能性が高く、基本的には緩やかな回復基調で推移するとみている。ただ、2013年以降は、復興需要は続くものの、住宅取得支援策の効果が大きく剥落するため、ある程度反動減的な動きが避けられないだろう。

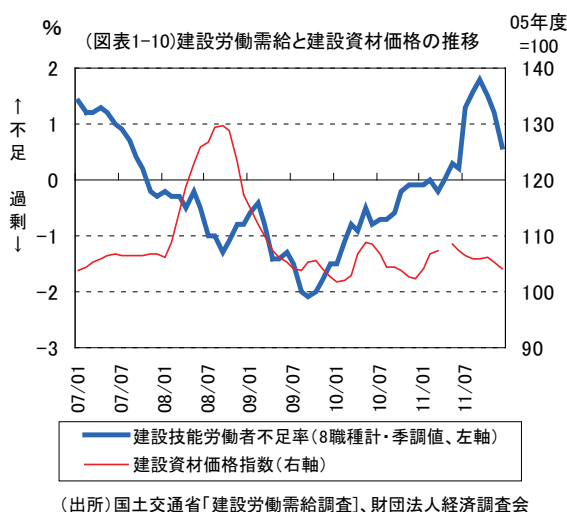
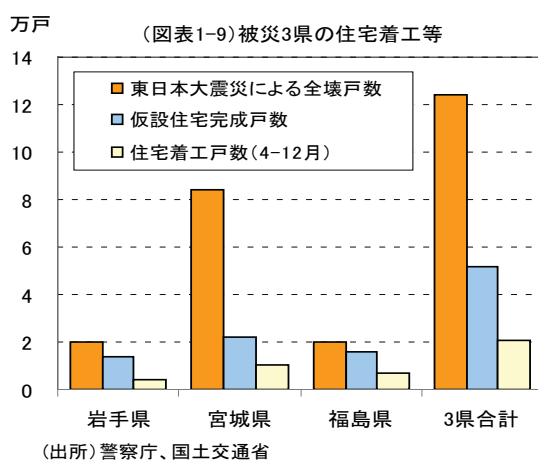
(3) 設備投資は緩やかな回復基調に

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)、

(図表1-8)新設住宅着工戸数の地域別推移
(前年同月比:3ヵ月移動平均)



(図表1-9)被災3県の住宅着工等



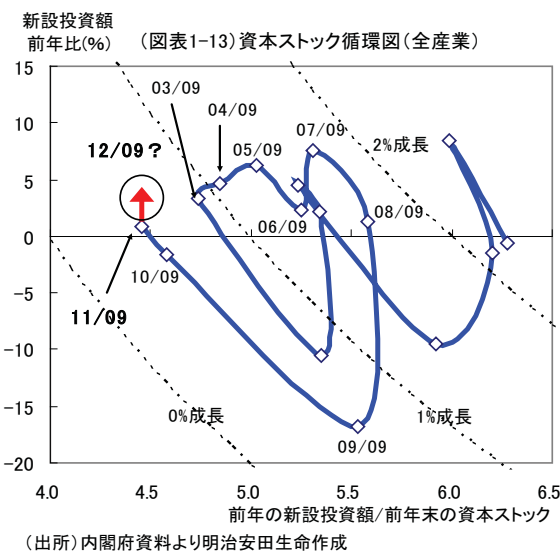
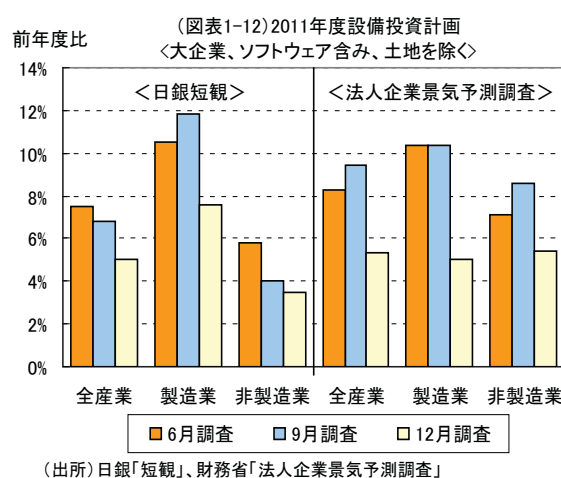
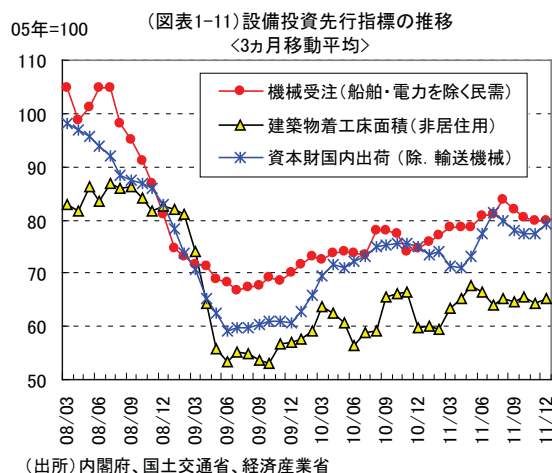
資本財国内出荷（除、輸送機械）は、いずれも回復傾向が一服している（図表1-11）。海外景気の減速懸念や円高傾向など、先行き不透明感が強く、企業の投資マインドが慎重化している影響を受けているとみられる。

実際に昨秋以降、設備投資計画を下方修正する動きが見られる。日銀短観の2011年度設備投資計画（大企業・全産業ベース、ソフトウェア含み、土地を除く）は、9月調査の前年度比+6.8%から12月調査は同+5.0%（製造業：同+11.8%→同+7.6%、非製造業：同+4.0%→同+3.5%）に下方修正、法人企業景気予想調査における設備投資計画（大企業・全産業ベース）も、7-9月期調査の前年度比+9.4%から10-12月調査では同+5.3%に下方修正された（図表1-12）。

日銀短観では、自動車の設備投資計画は小幅な下方修正（同+20.5%→同+19.3%）にとどまっている。エコカーの販売が好調に推移しており、将来的にも有望な分野として、積極的な設備投資を維持する計画のようだ。原発の安全対策や老朽化した火力発電の復旧などに注力している電気・ガスの設備投資計画も小幅な下方修正（同+9.5%→同+9.3%）にとどまっている。

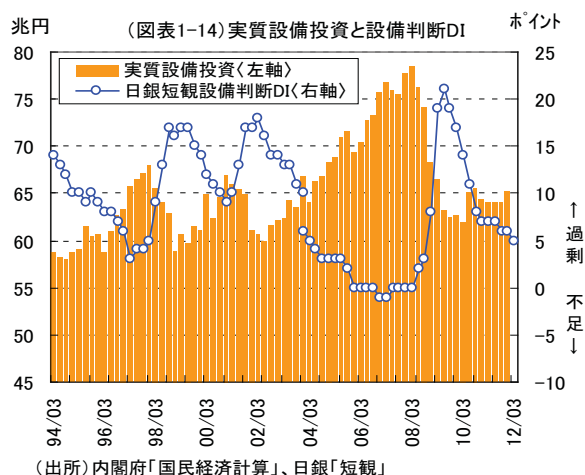
資本ストック循環図で設備投資と資本ストックの最近の関係を見ると、2009年はリーマン・ショック後の世界同時不況により、企業の期待成長率が大幅に低下したことが、設備投資の大幅削減につながった様子が窺える（図表1-13）。2005年から2008年までは、概ね2%弱の期待成長率に見合う設備投資が行なわれていたが、2009年以降は1%以下の期待成長率に見合う水準にまで落ちている。企業の期待成長率を潜在成長率並みの0.7%程度（当社試算）と仮定し、資本ストック循環図を用いて推計（2012年7-9月期時点の「新設投資額/資本ストック」は4.44ですでに確定）すると、2012年7-9月期の実質設備投資は前年同期比で+4%前後と試算される。

日銀短観における設備判断DI（全規模・全産業ベース）と実質設備投資の推移を見ると、設備判断DI（過剰-不足）の改善（低下）に伴って、設備投資が増加する傾向がある。直近12月調査の設備判断DIは+6、先行き3月の予測は+5まで改善しており、企業の設備過剰感緩和傾向が続いている（図表1-14）。このところ設備投資は伸び悩んでいるが、ストック調整は相当程度進展しており、経営環境が好転すれば、設備投資が増加に転じる可能性が高いことを示唆している。



今後2～3年は震災からの復興需要が見込まれるほか、エコカー関連やスマートフォン関連（通信会社の高速基地局や基礎通信網の増強を含む）、再生可能エネルギー関連の投資なども期待できる。海外景気の減速や円高傾向など、先行き不透明感から、昨夏以降、設備投資関連の発注を延期する企業が増えているが、今後、海外景気の好転に伴い、発注を再開する動きが出てくる可能性が高い。設備投資は再び緩やかな回復基調に戻ると予想する。

東京電力は今年4月から企業向け（契約電力50kW以上の自由化部門）の電気料金引き上げ（平均17%）を表明している。鉄鋼（特に電炉）、化学、紙・パルプ、食品など電力多消費型産業の業績には大きな悪影響を及ぼすものの、この動きが東京電力だけにとどまれば、全産業ベースでは経常利益を1～2%押し下げるに過ぎず、設備投資を大きく抑制する要因にはならないとみている。



(4) 公共投資は大幅に増加

(図表1-15) 主要な公共投資関連予算の動向

(単位: 億円)

	2010年度予算			2011年度予算					2012年度予算		
	当初予算	補正	合計(a)	当初予算	1次補正	3次補正	合計(b)	(b)-(a)	当初予算	合計(c)	(c)-(b)
公共事業関係費[一般会計]	57,731	5,857	63,588	49,743	12,019	14,734	76,497	12,909	45,734	45,734	▲30,763
一括交付金	0	0	0	5,056	0	0	5,056	5,056	2,403	2,403	▲2,653
その他公共事業関連費	0	0	0	0	7,786	8,955	16,741	16,741	0	0	▲16,741
東日本大震災復興特別会計	0	0	0	0	0	0	0	0	7,288	7,288	7,288
社会資本整備事業特別会計	36,272	2,338	38,610	34,254	500	3,399	38,153	▲457	36,509	36,509	▲1,644
小計(国の予算)	94,003	8,195	102,198	89,053	20,305	27,088	136,446	34,249	91,934	91,934	▲44,512
補助事業費	62,697	—	62,697	59,474	—	—	59,474	▲3,223	69,138	69,138	9,664
地方単独事業費	56,377	—	56,377	53,558	—	—	53,558	▲2,819	53,680	53,680	122
小計(地方の予算)	119,074	—	119,074	113,032	—	—	113,032	▲6,042	122,818	122,818	9,786
合 計	213,077	8,195	221,272	202,085	20,305	27,088	249,478	28,207	214,752	214,752	▲34,726

(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

2011年度当初予算の時点では、公共事業関係費は前年度比▲13.8%の4.97兆円、地方へ配分する一括交付金を含めても同▲5.1%の5.48兆円であった。その後、第1次補正予算(5月2日成立)で、公共事業関係費が1.20兆円増額されたほか、仮設住宅の建設費(0.36兆円)や災害復旧費(0.42兆円)が計上された。第3次補正予算(11月21日成立)では、公共事業関係費がさらに1.47兆円増額されたことに加え、全国防災対策費(0.58兆円)や台風12号災害対策費(0.32兆円)が計上されている(図表1-15)。

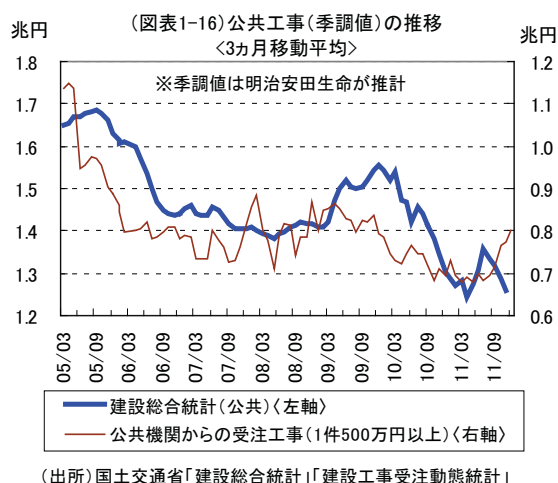
それ以外にも、東日本大震災復旧・復興予備費(0.80兆円)、東日本大震災復興交付金(1.56兆円)、地方交付税交付金(合計2.69兆円)などが補正予算で計上されており、その一部は公共投資に回ると予想される。2011年度の公共投資関連予算は当初予算比で約6兆円の増加、2010年度実績比で約5兆円の増加と試算している。

2011年度の4次にわたる補正予算(予算総額は約20兆円)によって、2011年度の実質GDP成長率は1.0%程度押し上げられ、実質公的資本形成は7%程度押し上げられよう。2012年度も成長率

を 1.1%程度（同 14%程度）押し上げると試算される。

2012 年度の当初予算（政府案）では、公共事業関係費は前年度当初予算比▲8.1%の 4.57 兆円、一括交付金と東日本大震災復興特別会計を含めたベースでは同+11.2%の 5.54 兆円である。ただし、2011 年度補正後との比較では▲32.0%と大幅減となる。

がれきの処理に目処が付いた 9 月頃から公共事業予算の執行（公共工事の受注）が増加に転じている（図表 1-16）。今後も年度末にかけて公共工事の受注増加が見込まれるが、建設労働者が不足していることや、被災地が広範囲に及んでいることなどを考慮すると、工期は長期化する可能性が高い。2011 年度予算に計上済みの公共事業予算のうち、相当部分は 2012 年度以降に工事が実施されることになる。四半期ベースでは、2012 年 10-12 月期まで公共投資は増加基調で推移し、それ以降は徐々に減少すると予想している。



(出所)国土交通省「建設総合統計」「建設工事受注動態統計」

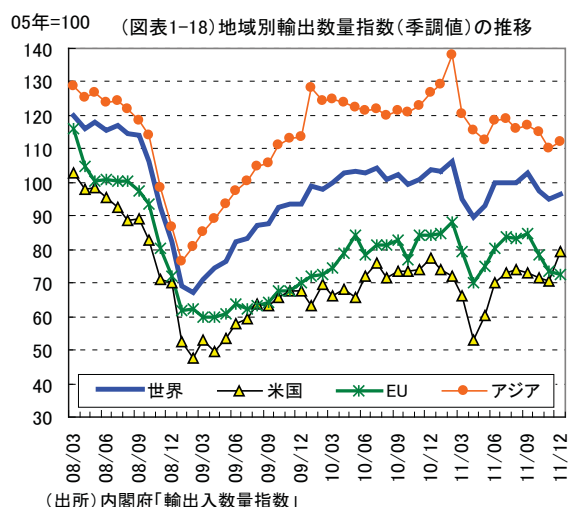
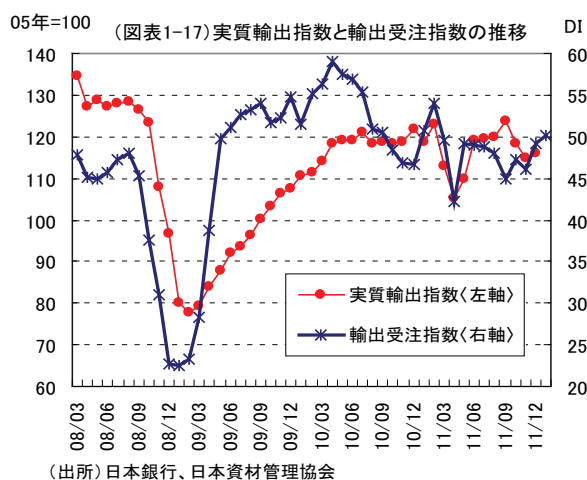
(5) 輸出は徐々に持ち直し

震災後に急回復した実質輸出指数は、昨夏頃から海外景気の減速を受けて伸び悩み、10 月と 11 月は前月比で低下した（図表 1-17）。一方、日本資材管理協会が公表している輸出受注指数は 6 月から 9 月にかけて低下したものの、10 月以降は上昇基調に転じている。同指数は輸出に数ヵ月先行する傾向があり、12 月の実質輸出指数は小幅ながら 3 ヶ月ぶりに上昇した。

地域別輸出数量指数を見ると、10 月と 11 月に低下したのは、EU 向けとアジア向けが不振だったためであり、12 月に上昇に転じた要因は米国向けが好調だったことによる（図表 1-18）。夏場以降、欧州やアジアの景気は減速したものの、米国の景気は底堅く推移したことが背景にある。

日本の地域別輸出構成比（2011 年）は、アジアが 56%（中国・香港：25%、韓国：8%、台湾：6%）、米国が 15%、EU が 12%であり、輸出はアジア景気に大きく左右される。アジア向け輸出は生産財や資本財が大半であるため、同地域の鉱工業生産との相関が高い。

中国、韓国、台湾の製造業 PMI の推移を見ると、3 ヶ国とも昨年初から低下傾向が続いていたが、ここきて下げ止まりの兆しが見え始めた（図表 1-19）。最も顕著なのが台湾であり、10 月を底にして 11 月以降 3 ヶ月連続で上昇している。とりわけ 12 月と 1 月は上昇幅が大きい。中国の PMI は 12



月以降、小幅ながら2ヵ月連続で上昇しており、12月5日に預金準備率が引き下げられた効果が現れ始めている可能性がある。韓国の1月のPMIは3ヵ月ぶりに上昇し、昨年8月以来の水準となった。

中国をはじめアジア諸国は、インフレ率が鈍化してきたことから、金融緩和方向に舵を切り替えており、今後は徐々に景気が上向くとみている。米国景気も引き続き底堅く推移する可能性が高く、欧州景気も失速はどうか免れそうだ。半導体や液晶等の在庫調整も進展しつつあり、シリコンサイクルも底打ちの兆しが見え始めている。このような環境下、日本の輸出も次第に持ち直してくると予想される。

2011年の貿易収支は▲2.5兆円と、1980年以来31年ぶりに貿易赤字となった。2010年の貿易収支は6.6兆円の黒字であったため、差し引きで9.1兆円の収支悪化となった。輸出が67.4兆円から65.6兆円に1.8兆円減少(▲2.7%)し、輸入は60.8兆円から68.1兆円に7.3兆円増加(+12.0%)した。月次ベースの貿易収支(季調値)は、震災直後の4月以降、8ヵ月連続で赤字が続いている(図表1-20)。

輸出金額の伸び率(前年比:▲2.7%)を数量と価格に分解すると、輸出数量の伸び率が同▲3.1%、輸出価格の伸び率が同+0.4%であった。震災に伴うサプライチェーンの寸断により、3月から4月にかけて自動車を中心に輸出が大きく落ち込んだ。その後は生産体制の正常化とともに回復に転じたが、海外景気の減速に伴い、10月以降は再び弱含んだ。

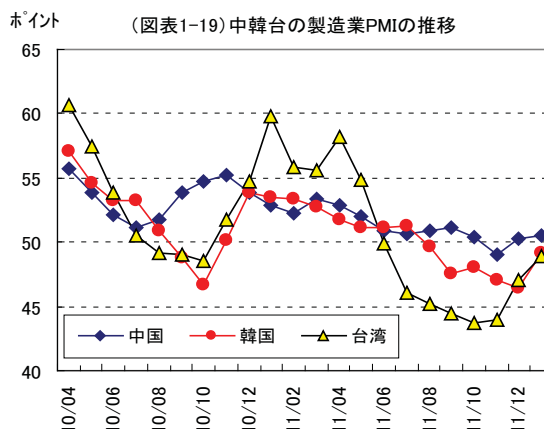
輸入金額の伸び率(同: +12.0%)を数量と価格に分解すると、輸入数量の伸び率が同+3.1%、輸入価格の伸び率が同+8.6%であった。輸入金額の増加は数量要因よりも価格要因の方が大きく、原油、液化天然ガス(LNG)、石炭、鉄鉱石、穀物などの価格上昇が響いた。震災直後の4月から5月にかけては、ガソリンや灯油、食品・飲料など生活必需品の輸入が急増したが、その後は、定期検査が終了した原発の再稼働ができず、火力発電で代替しているため、LNGの輸入量が大幅に増加している。スポット価格で調達せざるをえず、需給の逼迫から輸入価格の急騰も招いた。

震災前(昨年2月)の月間輸入金額(季調値)は約5.5兆円だったが、夏場以降は5.8兆円前後で推移している。昨年12月時点において、原発停止に伴う輸入金額の増加分は月間で約2,000億円と試算している。すでに1月末段階で国内54基のうち51基が停止しており、このまま再稼働ができなければ4月下旬にはすべての原発が停止する。

今後の輸入金額は、原発の再稼働や商品市況の動向などに大きく左右されるが、原発の再稼働ができず、商品市況は横這いと仮定すると、原発のさらなる停止に伴う輸入増に加え、震災からの復興需要に伴う輸入増などから、輸入金額(季調値)は今後も緩やかな増加基調で推移し、全原発が停止する5月以降は月平均6兆円前後で推移すると予想される。

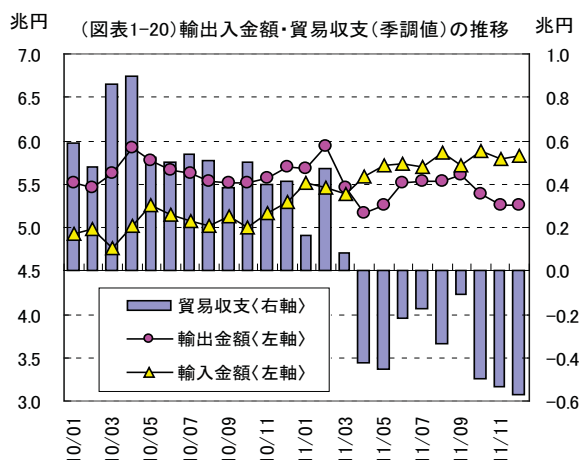
一方、12月の輸出金額(季調値)は約5.3兆円であるため、貿易収支を黒字化させる(輸出金額

(図表1-19) 中韓台の製造業PMIの推移



(出所) 中国物流購買連合会、Markit Economics

(図表1-20) 輸出入金額・貿易収支(季調値)の推移



(出所) 財務省「貿易統計」

を6兆円にまで引き上げる) ためには、輸出金額を足元の水準よりも約13%も増加させなければならず、当面、黒字化は容易ではないだろう。貿易収支が黒字化するためには、原発の再稼動に加え、原油やLNGなどの輸入価格が下落することも必要である。

(6) デフレ圧力は根強く残る

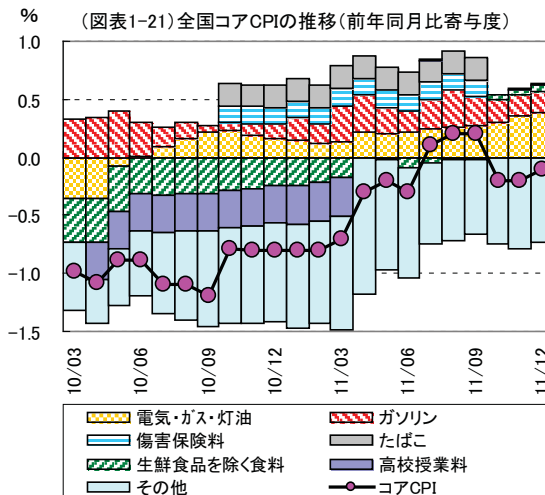
昨年12月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コアCPI)は、前年同月比▲0.1%と3ヵ月連続で前年比マイナスとなった(図表1-21)。コアCPIは7月から9月まで3ヵ月連続でプラスだったが、これはたばこと傷害保険料のプラス寄与(それぞれコアCPIを0.19ポイント、0.15ポイント押し上げ)の影響が大きく、このような特殊要因を除けば、前年割れが継続していたことになる。

2011年10-12月期の需給ギャップは▲4.0%程度、年間約20兆円の需要不足と試算している。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、デフレ圧力は依然として残っている。需給ギャップのマイナス傾向が長期にわたって継続している要因としては、消費者が雇用・所得環境や年金・医療等の社会保障に将来不安を感じ、消費を抑制していることに加え、急速な高齢化などに伴い、企業や公的機関が提供する財・サービスと消費者ニーズの間でミスマッチが拡大していることも指摘できよう。

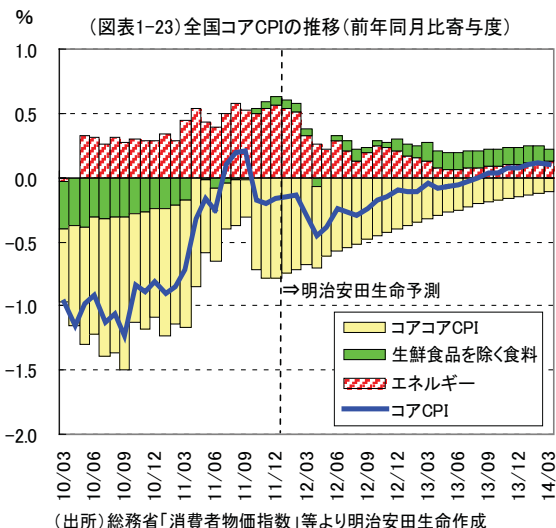
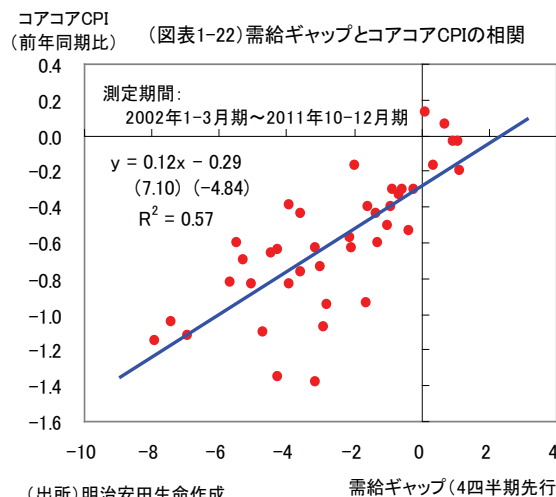
コアCPI(前年同期比)と需給ギャップ(4四半期先行)の相関を見ると、推計式上は、需給ギャップがゼロとなってもコアCPIは前年比▲0.3%程度にとどまる(図表1-22)。コアCPIがプラス転換するためには需給ギャップが前年比で+2%程度の需要超過になる必要があると試算される。

国内景気は震災からの復興需要が徐々に本格化してくることもあり、内需主導で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まだ2~3年程度はかかる可能性が高い。エネルギー価格や食品価格の上昇によって、当面、コアCPIは小幅のマイナス圏で推移すると予想しているが、一般物価の動向を示すコアCPIのプラス基調定着が見通せる状況にはない(図表1-23)。

なお、東京電力は、企業向け(自由化部門)だけ



(出所) 総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成



ではなく、家庭向け（規制部門）の電気料金も引き上げたいとの意向を示しているが、現段階では経済産業大臣の認可を受けていないため、コアCPIの予測には織り込んでいない。また、政府は、2014年4月に消費税を8%、2015年10月に10%に引き上げることを「社会保障と税の一体改革大綱」に盛り込んでいるものの、現段階ではまだ実現の可否に不透明感が強いと、GDP予測に具体的な数値としては織り込んでいない。

（７）今後も追加緩和策を実施

2月13,14日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、資産買い入れ基金を10兆円買い増す追加緩和策が発表された。内訳はすべて国債である。また、これまで「中長期的な物価安定の理解」としていた物価安定の目安の表現を「中長期的な物価安定の目途」へと変更した。

追加緩和については、実施自体が意外だったのに加え、10兆円という金額もサプライズとなった。しかし、なぜこのタイミングで追加緩和に踏み切ったのかという疑問は残る。デフレ下にある以上、いつ金融緩和に踏み切ってもおかしくないといえればそれまでだが、日銀の最近の行動様式とは整合性がとれない。

10-12月期のGDPは確かに大幅マイナスとなったとはいえ、すでに過去の数字であり、12月以降、景気はむしろ上向き兆しが見え始めている。米国景気は堅調であり、欧州経済も意外に底堅い。最近の日銀の金融政策は為替相場次第という面が大きかったが、為替相場における円高圧力も、一時に比べればかなり和らいでいる。

先月のFOMC以降、政治サイドからの日銀への風圧が高まっていたという「影の理由」が大きいのは明白とも思えるが、表向きの場で、誰もが納得できる合理的な理屈付けを行うのは難しいだろう。日銀の政策運営は政府からの圧力次第という印象をもたれることは、中長期的な市場の期待の安定化という点では逆効果となる。今後ますます金融政策を予想するのは難しくなったと言えるが、欧州債務問題がこのまま収束に向かう可能性は低いこと、デフレ脱却もしばらく見込めないこと、政府から陰に陽に緩和圧力がかかり続ける構図にも大きな変化はないと考えられることから、今後も当面3~4ヵ月に1回程度のペースで追加緩和が行われる可能性が高い。もっとも、単なる基金の積み増しで追加的な効果を狙うのは次第に難しくなっており、今後はより残存年数の長い国債や、株式ETFの買い増しなど、買い入れ資産のポートフォリオの面でも変化を付けてくる可能性がある。FRBが緩和姿勢を維持している間は、日銀が利上げするのは難しく、利上げは2015年までずれ込む可能性が高い。

なお、新しい「中長期的な物価安定の目途」は、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、当面は1%を目途とする」としている。ちなみにこれまでの「中長期的な物価安定の理解」は、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度」というものであった。「程度」から「目途」に変えることで、水準についてのあいまい感を取り除くとともに、日銀が目指す目標としてのイメージを強めた形である。公表文でも、「金融政策運営において目指す物価上昇率を明確にした」とはっきり述べている。よりインフレ目標に近づけたと言えるが、FRBと同じで、期限や罰則などが設けられているわけではなく、政策の自由度への縛りは弱い。今回の変更が、日銀の金融政策の運営方針に大きな変化をもたらすわけではないと考えられ、その意味で、これがインフレ目標策かどうかの論争もあまり生産的でないといえる。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

10－12月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率＋2.8％と、10四半期連続のプラス成長となった。1－3月期は、前期の在庫復元に伴う押し上げ効果の反動などから、伸び幅は縮小するとみる。ただ、雇用環境の改善が続いているほか、FRBによる金融緩和の効果も徐々に顕在化するとみられることから、今後も緩やかな回復基調を維持すると予想する。

個人消費は回復基調が続くとみるが、家計のバランスシート調整圧力が残ることから、力強さに欠ける回復が続くと予想する。住宅市場は、差し押さえによる供給圧力が強く、回復スピードは鈍いものにとどまるとみる。

設備投資は、設備過剰感の緩和などから回復基調を維持するとみているが、商業用不動産市場の低迷などから力強い回復には至らないと予想する。輸出は、欧州債務危機を背景に目先減速するとみるが、春先以降、世界景気が徐々に上向くとともに、持ち直すと予想する。

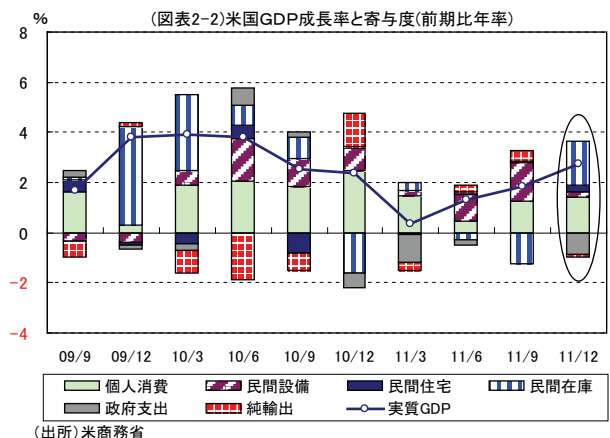
FRBは異例の低金利を少なくとも2014年の遅くまで継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは2014年後半以降と予想する。

（図表2-1）米国実質GDP

＜前期比年率＞	暦年ベース				予測							
	2011年	2012年	2013年	11/12	12/3	12/6	12/9	12/12	13/3	13/6	13/9	13/12
実質GDP	1.7%	2.1%	2.0%	2.8%	1.8%	2.1%	2.2%	2.1%	1.6%	2.0%	2.0%	2.1%
個人消費支出	2.2%	1.9%	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.3%	1.7%	2.0%	2.4%	2.5%
民間住宅投資	-1.4%	4.8%	4.2%	10.9%	5.5%	3.5%	2.0%	2.5%	4.3%	5.0%	6.8%	7.0%
民間設備投資	8.6%	6.6%	5.6%	1.7%	6.5%	6.2%	5.6%	5.0%	5.5%	5.8%	6.0%	6.5%
民間在庫(寄与度)	-0.2%	0.2%	0.1%	1.9%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
純輸出(寄与度)	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1%
輸出	6.8%	4.1%	3.5%	4.7%	4.0%	4.2%	4.5%	1.9%	4.6%	3.7%	2.4%	2.7%
輸入	5.0%	3.0%	2.5%	4.4%	3.5%	2.9%	3.3%	2.0%	2.7%	2.3%	2.4%	2.6%
政府支出	-2.1%	-1.7%	-2.3%	-4.6%	-1.3%	-1.5%	-0.5%	-1.0%	-3.2%	-2.8%	-3.2%	-3.1%
内需	1.8%	2.0%	1.9%	2.9%	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%	1.5%	1.8%	2.1%	2.1%
国内最終需要	1.9%	1.8%	1.8%	1.0%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	1.3%	1.7%	1.9%	2.1%

（1）10－12月期は回復基調が続く

10－12月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率＋2.8％と、10四半期連続のプラス成長になった（図表2-2）。需要項目別にみると、個人消費は同＋1.7％→＋2.0％と、自動車関連などの消費が改善し、2四半期連続でプラス幅が拡大。住宅投資も、暖冬や集合住宅の需要などに支えられ、同＋1.3％→＋10.9％と、3四半期連続で増加した。設備投資は、構築物投資の減少に加え、機械・ソフトウェア投資の伸びも鈍化し、同＋15.7％→＋1.7％と減速した。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲1.4％→＋1.9％と、大幅なプラス寄与となった。過度な景気の下振れ懸念が後退し、在庫積み増しに対する企業の慎重姿勢が



和らいだとみられる。輸出は前期比年率 $+4.7\% \rightarrow +4.7\%$ と、伸び率は変わらず。一方、輸入は同 $+1.2\% \rightarrow +4.4\%$ と、底堅い内需を反映し、3 四半期ぶりに伸び幅が拡大した。結果として、輸出から輸入を差し引いた純輸出の寄与度は $+0.4\% \rightarrow \blacktriangle 0.1\%$ と、3 四半期ぶりにマイナスに転じた。政府支出は前期比年率 $\blacktriangle 0.1\% \rightarrow \blacktriangle 4.6\%$ と、5 四半期連続で減少。国防費が同 $\blacktriangle 12.5\%$ と、大幅に削減された結果、連邦政府支出は3 四半期ぶりに減少した。財政難が続く州・地方政府支出も6 四半期連続の減少となった。

1-3 月期は、前期の在庫復元に伴う押し上げ効果の反動などから、回復ペースが減速するとみる。ただ、雇用環境の改善傾向が続いているのに加え、FRB による金融緩和の効果も徐々に顕在化するとみられることから、今後も緩やかな回復基調は維持すると予想する。

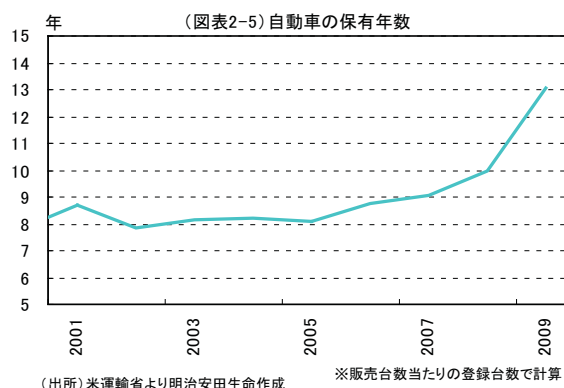
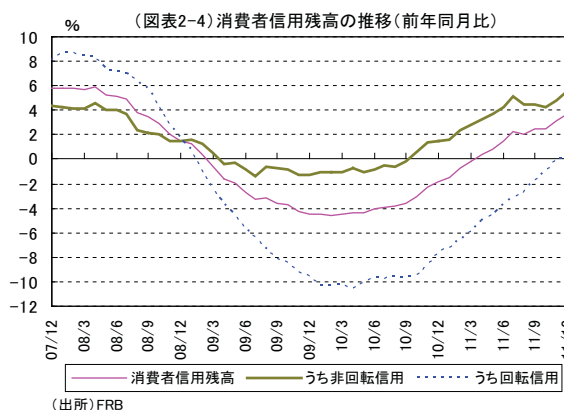
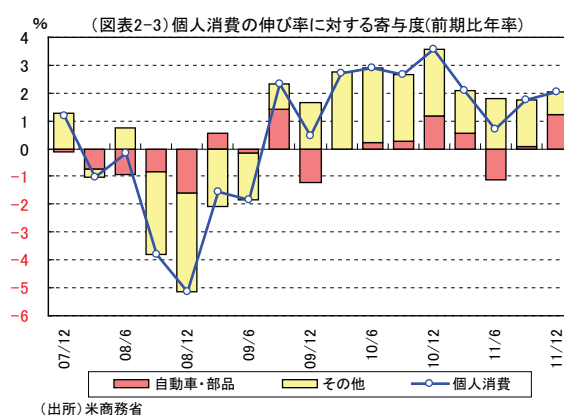
(2) 個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまる

米国の実質個人消費は、物価上昇圧力の緩和や、日本の震災で傷んだサプライチェーンの修復に伴って、自動車販売が増加したことを背景に、2011 年7-9 月期以降、持ち直し傾向が続いている（図表2-3）。

足元の低金利が自動車ローンなどの非回転信用残高の伸びにつながっているほか、リーマン・ショック以降、自動車の保有年数が長期化していることを背景に、買い替え需要が出始めているとみられることから、1-3 月期も自動車販売が個人消費を下支えするとみている（図表2-4、2-5）。

自動車・部品を除くベースでみても、実質個人消費支出は緩やかな伸びが続いている。なかでも、ローンを組むケースが比較的多いとみられる家具など、高額商品の売上が伸びており、ここでも低金利の効果が徐々に現れ始めているとみることができる。今後も金融緩和に支えられる形で、個人消費の回復基調が続くとみている。

1 月の非農業部門雇用者数の増加幅は前月比 $+24.3$ 万人と、16 ヶ月連続の増加となった（図表2-6）。昨年は、5 月以降回復ペースが一時落ち込んだが、足元では改善傾向が鮮明になっている。失業率も12 月の 8.5% から 8.3% へと、2 年11 ヶ月ぶりの水準まで改善した。昨夏以降の個人消費は、所得の回復ペースが鈍いなか、貯蓄の取り崩しによって支えられてきた面もあったが、足元の雇用環境に明るさが広がっていることで、今後は所得回復も期待できる。もっとも、平均失業期間がきわめて長いことなど、労働市場は構造的な問題も抱えており、力強い回復には至らないとみている。

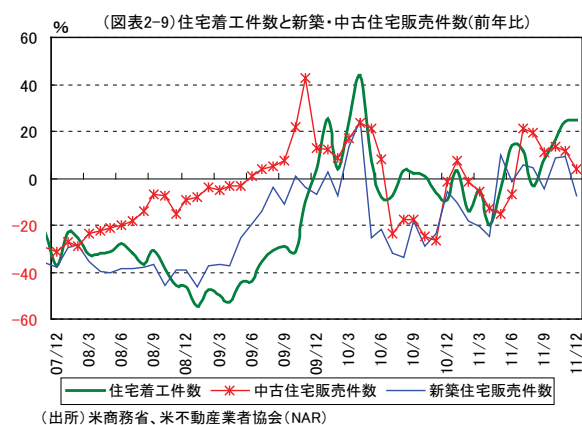
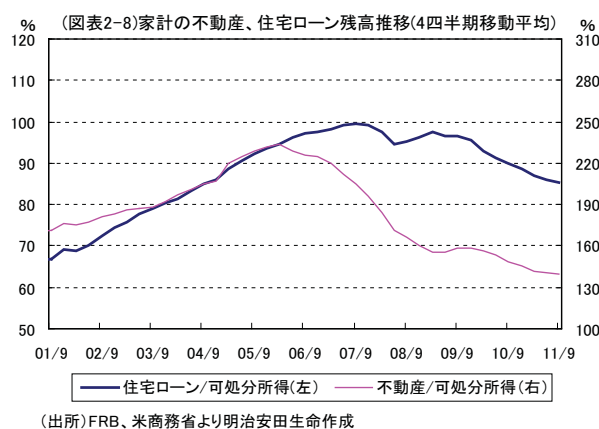
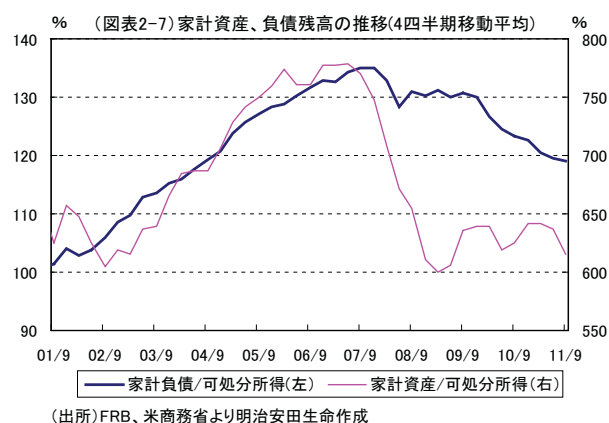
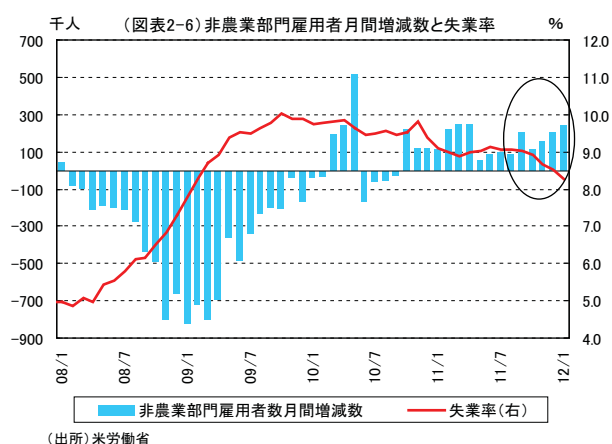


また、2011年末に1年間の期限を迎えた給与税の減税（2年間で約1,100億ドルの規模）は、とりあえず2012年2月末まで延長された。失業保険の延長給付（同じく約500億ドルの規模）も同じく継続することが決定した。2012年2月以降の再延長に関する与野党協議は難航しており、減税措置が延長されなければ、米景気への下押し圧力が懸念される。ただ、2012年は大統領選や上院・下院の改選を控えており、景気の先行き不透明感が高まるなか、減税措置の延長を見送る政策は与野党とも採りづらいとみている。足元の景気への配慮から、最終的には実質増税は回避されるとみられ、個人消費は緩やかな回復基調を維持すると予想する。

一方、家計のバランスシート調整は今後も続く可能性が高い。家計の資産残高は2007年4－6月期のピークから12%程減少している一方、負債はピークとなった2008年7－9月期から5%程しか減少していない。今のペースで負債の削減が続いても、現状の資産価値に見合うまで負債を調整するためには、3年程かかる計算となる（図表2-7）。また、家計資産の2割以上を占める不動産の価格は、今後とも下落基調が続くとみられる。このため、家計の不動産資産の価値に見合うまで住宅ローン残高の調整が進むには、さらに時間を要する可能性もあるとみている（図表2-8）。減税効果の剥落は回避されるとみているが、家計のバランスシート調整が下押し要因として残ることから、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

（3）住宅市場の回復スピードは鈍い

10－12月期の住宅投資は前期比年率+10.9%と、6四半期ぶりの高い伸びとなった。12月の着工件数は前年比で4ヵ月連続の増加となったほか、中古住宅販売件数も前年比で6ヵ月連続の増加となり、住宅市場にわずかながら上向く兆しが出てきた（図表2-9）。在庫/販売比率をみても、これまで低下が続いてきた新築住宅に加え、中古住宅も昨夏以降、低下基調で推移しており、在庫調整に進展がみられる（図表2-10）。理由としては、暖冬による販売の押し上げ効果のほか、差し押さえ件数が高水準で推移していることから、賃貸住宅の需要

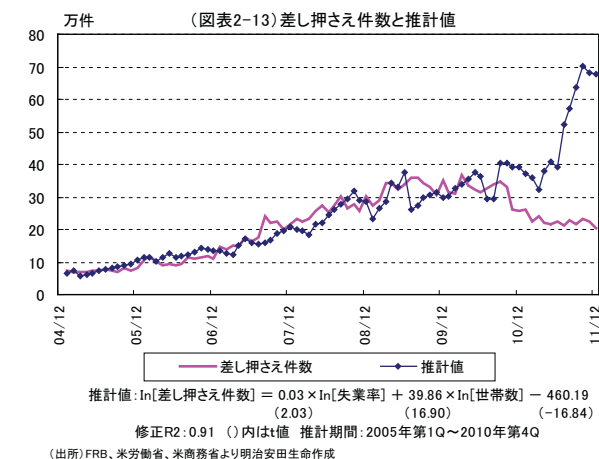
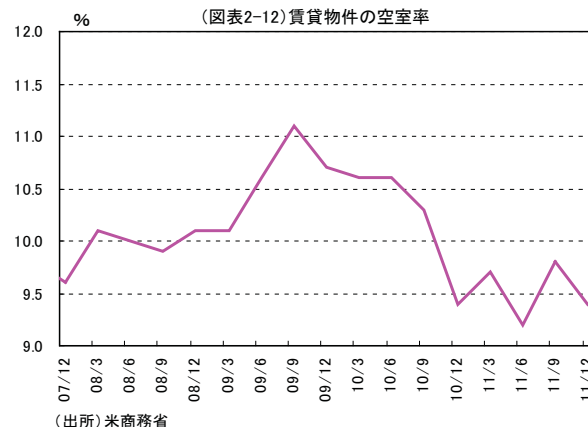
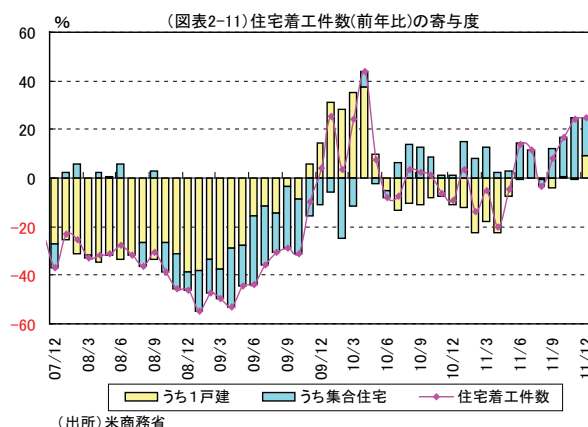
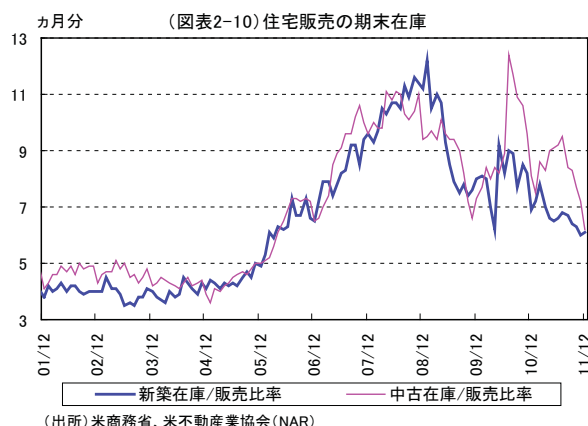


が拡大していることなどが挙げられる。住宅着工件数をみても、集合住宅の増加が目立つ（図表2-11）。

ただ、賃貸住宅の空室率をみると、2009年後半から低下基調で推移してきたが、足元では足踏み状態が続いている（図表2-12）。賃貸住宅の供給量が増加することによって、今後は賃貸住宅の空室率が徐々に上昇すると予想される。目先は集合住宅の需要に支えられる形で、住宅市場の持ち直し傾向が続くとみるが、賃貸住宅の需給が緩和するにつれ、集合住宅の着工は徐々に減少に向かうと予想する。

また、金融機関が不良債権処理を急ぐため、中身を精査せず機械的に手続きしてきた訴訟問題（ロボサイン問題）は和解が進みつつあるものの、差し押さえ手続きが従来と比べ煩雑になった結果、手続き待ちの件数が高止まりしているとみられる。大量の差し押さえ物件が今後も住宅市場へ流入することが見込まれ、住宅市場への供給圧力は依然として強い。足元の住宅の差し押さえ件数は、年率換算で250万件程であるが、実質的にデフォルトしているにもかかわらず、金融機関が処理しきれていない差し押さえ件数は年率換算で550万件前後に達している可能性がある（図表2-13）。差額の300万件程が差し押さえ予備群と考えられることから、（中古住宅の在庫＋差し押さえ予備群）／販売比率は約20.9ヵ月と計算される。2010年11月のピーク（同比率23.7ヵ月）からは低下しているものの、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、1年程かかる計算となる。

住宅価格をみると、差し押さえによる供給圧力を背景に、中古住宅は2010年秋頃から価格下落が目立っていたが、足元では新築住宅も価格下落基調が続いている（図表2-14）。住宅価格の下落基調は、消費者に住宅購入を躊躇させる要因となっている。在庫調整が一巡するまで、住宅価格の下落基調が続くとみられるのに加え、銀行の住宅ローン貸出姿勢も厳しめの状態が続いていることから、今後の住宅市場の回復スピードは鈍いものにとどまると予想する。



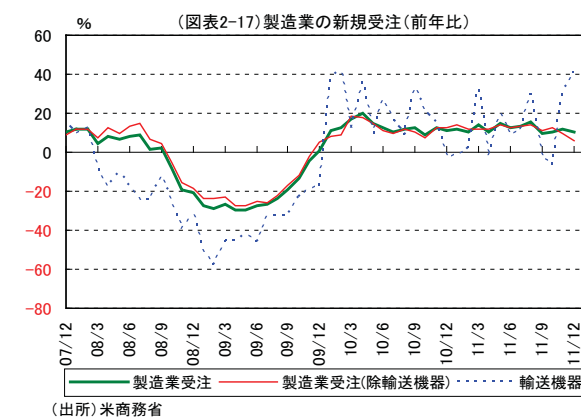
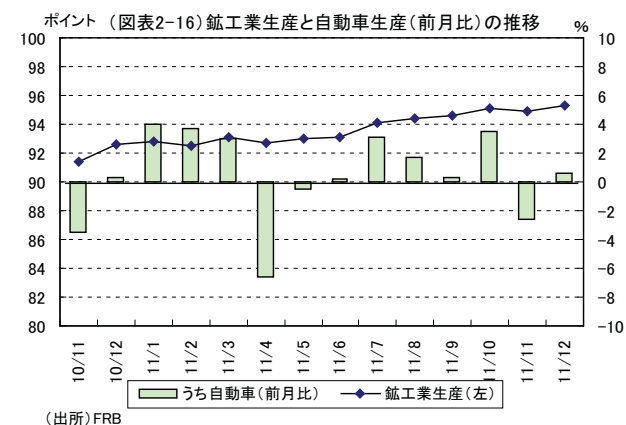
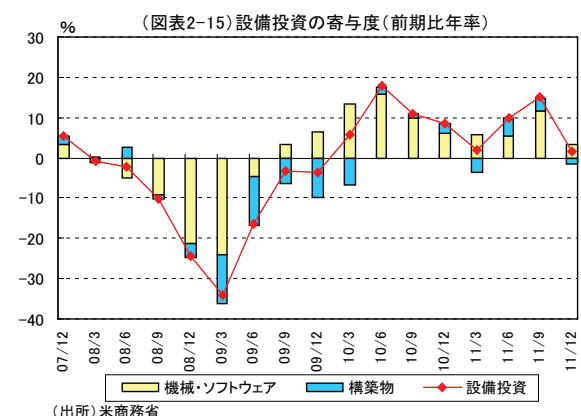
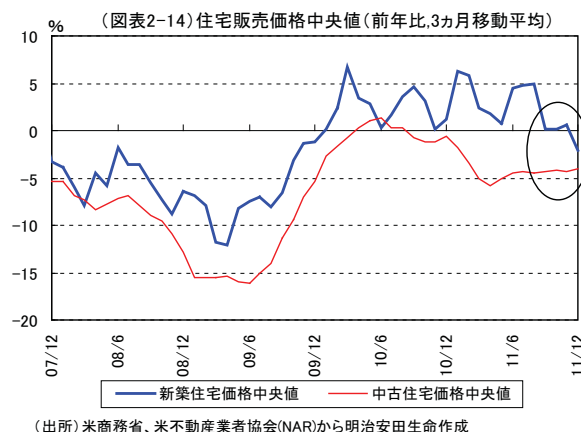
(4) 設備投資は回復基調を維持

米国の設備投資は、資本ストック調整の進展や企業業績に支えられ、2010年に入ってからプラス成長が続いている（図表2-15）。10－12月期の実質民間設備投資は前期比年率+1.7%と、8四半期連続で増加した。ただ、店舗や工場などの構築物投資が同▲7.2%と、3四半期ぶりに減少したほか、これまで高い伸びが続いてきた機械・ソフトウェア投資も同+5.2%と、3四半期ぶりに伸び幅が縮小した。欧州景気の先行き不透明感を背景に、企業が新規の設備投資をとりあえず先送りした可能性が高い。

一方、鉱工業生産は、緩やかな増加基調が続いている（図表2-16）。とりわけ、自動車生産は、日本の震災で影響を受けた自動車生産体制の正常化が寄与した結果、10－12月期の実質GDP成長率に対する寄与度が+0.30%と、7－9月期の+0.12%から拡大した。月次ベースでみると、タイの洪水による影響を受け、11月の自動車生産は減少したものの、その後は再び持ち直している。足元の製造業受注をみると、新興国での底堅い需要に支えられて航空機受注が堅調なほか、好調な自動車販売を背景に自動車受注も緩やかに増加している。除く輸送機器ベースでも底堅い推移が続いており、今後も生産は回復基調を維持するとみている（図表2-17）。

一方、商業用不動産市場の低迷は設備投資の抑制要因となる。2004年以降に実施された大量の商業用不動産向けローンは、その満期到来件数が2012年から2013年にわたる2年間で2011年の3倍程度にのぼるとみられる。担保となる商業用不動産の価格下落基調が続いていることから、借り換えがうまく進まない可能性が高く、銀行が再び不良債権処理に追われることが懸念される。銀行の損失拡大が貸出抑制につながり、企業経営を圧迫するリスクが残る。

これまで企業業績を支えてきた新興国や欧州の景気に先行き不透明感が残るなか、目先は企業が設備投資を控える傾向が続くと考えられるが、春先以降、中国を中心とする新興国景気が回復に向かうとみており、設備投資は回復に向かうと予想

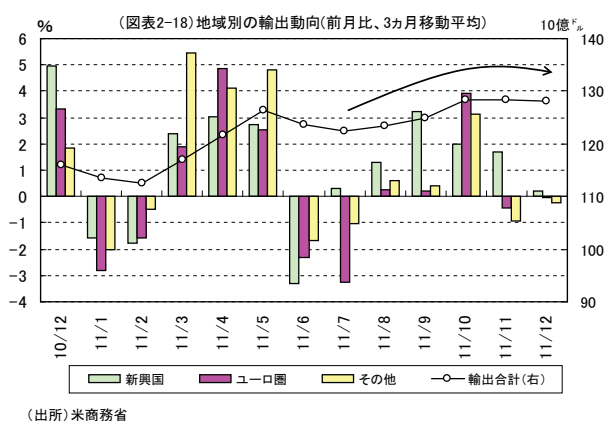


する。ただし、商業用不動産の低迷を背景に、力強い回復には至らないとみる。

（５）輸出は目先減速するも持ち直しへ

米国の輸出は、2009年以降、増加基調が続いている。オバマ大統領が打ち出した輸出倍増計画（2010年からの5年間で輸出を倍増）に基づき、米政府は中小企業への貿易信用供与や広報活動のほか、昨年10月には韓国、コロンビア、パナマとFTA（自由貿易協定）批准に関する法案を成立させるなど、輸出促進を後押ししている。実質輸出は2010年からの年平均伸び率が7%と、輸出倍増計画達成に必要な年平均15%程には届かないものの、航空機や一般機械、トウモロコシ、小麦といった穀物などの輸出に支えられ、堅調に伸びている。

ただ、足元の輸出は、新興国や欧州向けを中心に減速しつつある（図表2-18）。中国などのアジア向け輸出は、自動車や航空機の伸びに支えられ、緩やかな増加が続いているが、昨年10月以降、南米向け輸出に減速の兆しが出ている。欧州財政問題を背景に、南欧系銀行の信用収縮による南米経済への影響が懸念されることから、今後は南米向け輸出がさらに弱含む可能性がある。また、財政問題で揺れる欧州向けの輸出は全体の2割程を占めるが、目先は減速基調が続く可能性が高い。もっとも、春先以降は、中国を中心とする新興国景気が徐々に上向くとみており、輸出は再度持ち直すと予想する。



（６）財政問題が景気の下押し要因

2月末に期限を迎える給与税の減税と失業保険の給付更新は延長されるとみるが、ブッシュ減税（約2,500億ドルの規模）ともども2012年末には再び期限が到来する。減税規模はきわめて大きく、延長されないとすれば、米景気はマイナス成長に転じる可能性が高い。このため、2013年以降もある程度の規模で減税措置が延長されるとみている。

一方、昨年8月に米財政の債務上限引上問題や財政赤字削減を巡り政治が混乱した後、最終的には今後10年間で約0.9兆ドルの歳出削減を行うことが決まった。さらに、追加で約1.2兆ドルを自動削減（2013年から9年間で国防費、非国防費をそれぞれ半分ずつ削減）することが決まり、歳出削減幅は計2.1兆ドルとなった。2013年以降は大規模な歳出削減が景気の下押し要因となる。ただ、米景気の回復ペースが緩慢なものにとどまるなか、大統領選や上院・下院の改選もあり、与野党とも大幅な歳出削減を実行に移す政策は行わず、歳出削減の規模が縮小されるとみている。

各格付機関は、歳出削減の進捗が遅れる場合のほか、景気の見通しが大幅に悪化する場合も、米国債を格下げする方針を示している。財政赤字削減を最優先しても、米景気の大規模な悪化は避けられず、どのみち米国債が格下げされる懸念は熾り続ける。中長期的に財政問題が景気の下押し要因となることから、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

（７）利上げは2014年後半以降

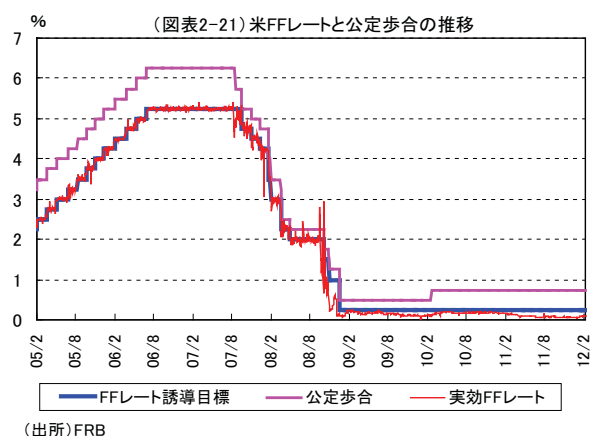
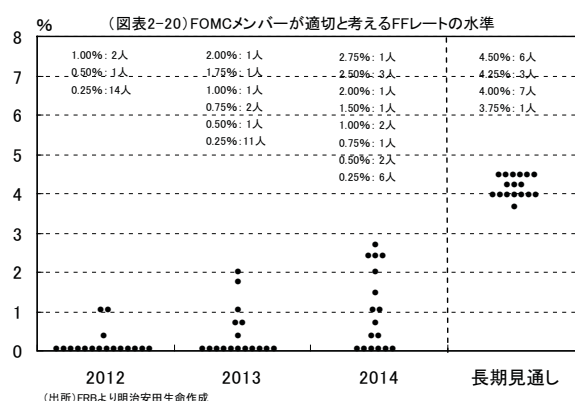
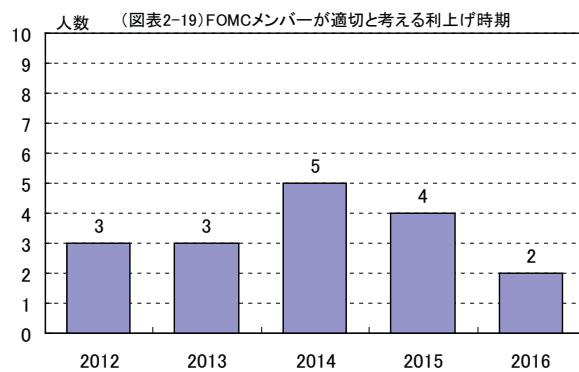
1月24－25日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、現行の超低金利政策の維持を予告する「少なくとも2013年半ばまで（at least through mid-2013）」という一節を「少なくとも

2014年の遅くまで（at least through late 2014）」へ変更するという、時間軸の強化策が発表された。また、年4回公表される経済見通しに併せて、金融政策の透明性や説明力を高めるという目的で、今回からFOMCメンバーが適切と考える利上げのタイミングとFFレート水準も公表された（図表2-19、2-20）。一方、9月に決定したツイストオペ、MBS（住宅ローン担保証券）と政府機関債の償還資金をMBSへ再投資する方針は継続される。

また、今回もQE3（量的緩和第3弾）の実施は見送られた。同議長は「完全雇用に向けた動きがさらに不十分になった場合、もしくはインフレがきわめて低い状況が続いた場合、非常に真剣に検討するだろう」と述べている。追加緩和策に含みを残し、市場の期待をつないだ形だが、QE2のように追加的に国債を買い増す策が再度実行される可能性は低いとみる。FRBは現時点で米景気が回復基調を維持するとのスタンスであるのに加え、コアCPIが前年比2%を超えており、デフレ懸念が高まる状況ではない。もともとQE2に関しては、当初狙った金利押し上げ効果が得られなかったばかりか、商品相場高を通じた個人消費への悪影響という副作用をもたらした。開始当初は株価上昇という一定の成果は得られたものの、新興国からの反発が強いのを始め、国内でも保守派の政治家からも強く批判されている。

ただ、同議長は、今回の記者会見でも、米景気が力強い回復に至らない理由として「住宅市場」をあげている。銀行監督当局として、「債権回収、住宅ローンの条件変更、支払いの延滞など、住宅ローン融資のあらゆる面に強い関心がある」と述べ、住宅市場を注視していく方針である。また、「住宅金融の問題は金融政策がより強力でない理由の一つ」とも述べ、金融緩和策が住宅ローン市場の改善に十分つながっていない可能性が示された。これまでのQEは、国債購入によって需給面から中長期の金利低下の押し下げを狙った政策であったが、今後は、住宅ローン市場を直接支援するため、MBSを追加で購入する策が導入される可能性がある。

もっとも、今後はすでに大きく低下した長期金利が景気の下支え役を果たす可能性が高いとみている。コアCPIの伸び率が前年比2%を超えるなか、長期金利は2%前後で推移しており、実質金利はきわめて低い。金融システムが不安定ななかでは、金利の景気への波及効果は弱まっているとはいえ、きわめて低い実質金利の効果は徐々に顕在化すると考えられる。ただ、家計のバランスシート調整が続くなかでは、どのみち景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想され、利上げの時期は2014年後半以降とみる。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は、債務問題の深刻化に伴い景気減速が鮮明になっている。今後については、輸出を牽引役にドイツ景気は底堅く推移すると予想するが、いわゆる周辺国に加え、フランス等でも緊縮財政を強化していることから、ユーロ圏景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、停滞気味の推移が続いている。消費者マインドが、債務問題の深刻化によって下押し圧力を受けていることに加え、各国の緊縮財政を背景に雇用環境も再び悪化に傾いている。見通し期間中は一連の緊縮措置が継続するため、個人消費は停滞気味の推移が続くと予想する。

固定投資は、銀行による貸し渋りや企業の先行き見通しの悪化などに伴い、足元では減少している。ただ、2012 年春にかけて世界景気の底打ちが見込まれることから、年央以降緩やかな持ち直しに向かうと予想する。

輸出は、ユーロ安や米国景気回復などを背景に持ち直しつつある。今後は米国に加え、中国をはじめとする新興国景気も徐々に上向くとみられることから、緩やかな回復基調が続くと予想する。

ECB は、2 月の政策理事会で政策金利を 1.00% ですえ置いた。ECB が 12 月に実施した大規模な資金供給策により、市場環境は好転している。ECB が今年前半に追加利下げを実施する確率は 40% 程度とみる。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP

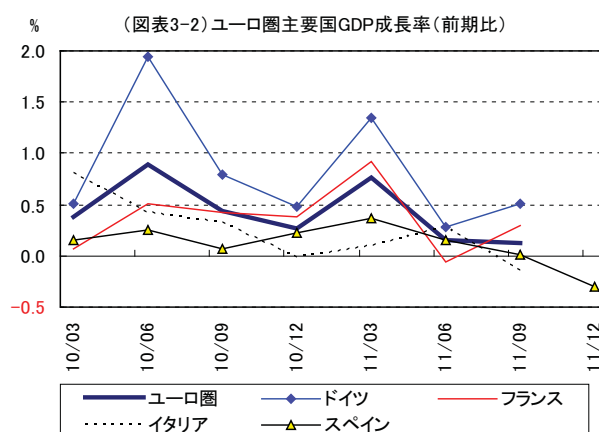
										予測				
					2010年	2011年					2012年			
(前期比)	2010年	2011年	2012年	2013年	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12	
ユーロ圏GDP	1.8%	1.5%	0.2%	1.1%	0.3%	0.8%	0.2%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	
家計消費	0.8%	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%	0.0%	-0.5%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	
政府消費	0.6%	0.2%	-0.5%	-0.2%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	
固定投資	-0.8%	1.8%	-1.0%	2.1%	-0.4%	1.8%	-0.1%	0.1%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	
純輸出(寄与度)	0.8%	1.0%	0.5%	0.6%	0.1%	0.4%	0.4%	0.2%	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	

英国実質GDP

英国実質GDP										予測			
(前期比)					2010年	2011年				2012年			
	2010年	2011年	2012年	2013年	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12
英国GDP	2.1%	0.9%	0.6%	1.1%	-0.5%	0.4%	0.0%	0.6%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%

(1) 10-12月期のユーロ圏景気はマイナス成長

ユーロ圏経済は、失業率の上昇や銀行による貸し渋り、各国の緊縮財政強化などを背景に、減速基調が鮮明になっている。特に、いわゆる周辺国（ギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリア）では国債価格の下落を背景に銀行が資産圧縮を進めていることに加え、政府が厳しい緊縮財政に取り組んでいる結果、2012年はマイナス成長になる可能性が高い。すでに発表されているスペインの実質GDP成長率（10-12月期）は、前期比▲0.3%と8四半期ぶりにマイナス成長に落ち込んだ（図表3-2）。



(出所) 各国統計局

一方で、低金利とユーロ安の恩恵により、ドイツ景気は堅調な推移が続いている。1月のドイツ製造業PMI（企業購買担当者景況感指数）は、51.0と4ヵ月ぶりに好不況の分岐点とされる50を上回り、サービス業PMIも54.5と昨年7月以来の水準にまで回復している。12月の失業率も季節調整後で6.8%と、東西ドイツ統合以降最低の水準を更新して改善が続いている。

10－12月期のユーロ圏景気は、債務問題の深刻化を背景にマイナス成長となった可能性が高い。今後については、ドイツ景気は堅調を保つとみるものの、周辺国に加え、ドイツに次いで経済規模が大きいフランスも緊縮財政を強化するため、ユーロ圏内における景気の二極化が進むと思われる。周辺国の債務問題が抜本的な解決に向かう可能性はほぼなく、支援国側での支援反対の世論や、被支援国側での緊縮財政反対の世論が政治的リスクとして顕在化するリスクは残る。ユーロ圏景気は、世界景気の底打ちが見込まれる春以降、緩慢ながらも回復に向かうと予想する。

（２）財政再建の成否が焦点に

欧州当局は債務問題への対応として、各国財政の健全化と支援体制の拡充を進めている。12月上旬の欧州首脳会議では、均衡予算を各国で法制化することや、財政赤字が名目GDPの3%を超えた場合に自動制裁を実施すること（安定成長協定の遵守）を決定するとともに、欧州の恒久的な支援枠組みであるESM（欧州安定メカニズム：最大5,000億ユーロの支援枠組み）の設立を1年前倒して2012年7月とした。

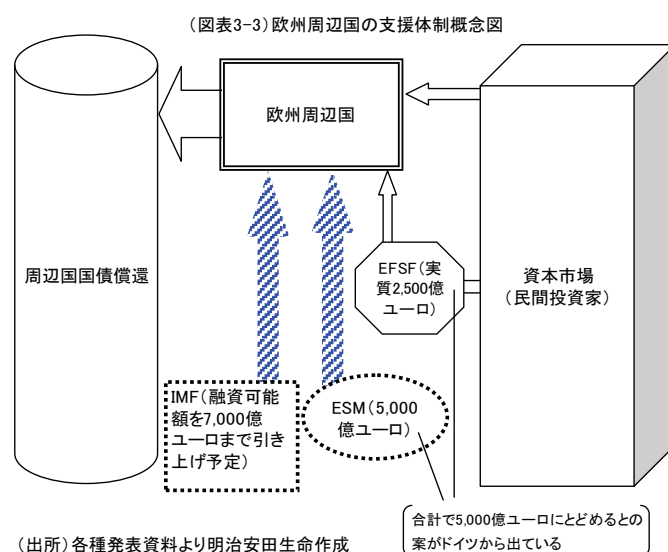
これにより、現在の支援枠組みであるEFSF（欧州金融安定ファシリティ：2013年6月までの時限措置）とESMが1年間併存することになり、周辺国の国債償還が集中する時期に向け、セーフティーネットが拡充された。

また、1月23日にIMFのラガルド専務理事は、IMFの融資財源について、すでに欧州からの拠出が約束されている2,000億ドルを含め、最大5,000億ドルの拡大を望む考えを示した。IMFの現段階での融資可能額（FCC：今後1年間に新たに設定可能な融資枠）は3,891億ドルであり、ここに5,000億ドルが加われば、IMFの支援能力は9,000億ドル規模（およそ7,000億ユーロ）となる。

ドイツは、EFSFとESMの融資能力を合計で5,000億ユーロにとどめるとの姿勢を崩していないものの、EFSF、ESM、IMFという3重の支援体制の構築により、支援可能額は1.2兆－1.5兆ユーロの規模になるとみられ、周辺国の国債償還に対する懸念緩和につながる事が予想される（図表3-3）。

支援制度の拡充が進みつつある一方、ギリシャでは昨年10月下旬の欧州首脳会議で決定したPSI（民間部門関与）の方法を巡り、議論が紛糾している。PSIは、ギリシャ国債の額面50%を減免したうえで、残存部分で償還を迎えたものは、債権者がギリシャの長期かつ低クーポンの新発債に「自発的に」再投資することで、ギリシャの債務を持続可能な水準にまで減らすことを狙ったスキームである。EU・IMFは、2020年までにギリシャの政府債務（対GDP比率）が120%まで低下する計画が無ければ金融支援を打ち切る方針であるため、ギリシャは3月末の140億ユーロの国債償還までにPSIを固めることができなければ、デフォルトのリスクに直面する。

現在のPSI交渉は、ヘッジファンド等の反対により順調には進んでいない。そうした金融機関はCDSの買いポジションを構築しているとみられ、「自分はPSIに参加せず全額償還を狙い、失敗（ギ



リシャがデフォルト)しても損失はCDSで補填される」という状態にあるため、PSIへの参加は見込みにくい。こうした状況下、ギリシャでは新たに法律を制定してCAC（集団行動条項）を導入、既発債に遡及適用する可能性が高まっている。CACは、債権者の多数（2/3や3/4など）が賛成した債務減免スキームを全債権者に適用する仕組みであり、一部債権者の「ただ乗り」を防止し、債務減免の規模を大きくすることができる。ただ、ギリシャ国債にCACが適用されれば、ギリシャ以外の周辺国においても、いずれ強制的に債務が減免されるとの懸念が波及する可能性がある。

また、すでに金融支援を受けているポルトガルは、外部環境の悪化に伴い当局の見通しを下回る成長にとどまる可能性が高く、財政への信託を回復することは困難とみられ、2012年中には追加支援要請に追い込まれると予想される。昨年、一昨年で周辺国の財政再建策は一通り出揃っているが、今年はそうした政策の実現可能性に焦点が集まることが予想され、計画が順調に進んでいないと市場からみなされれば、再び市場が混乱するリスクは残っている。

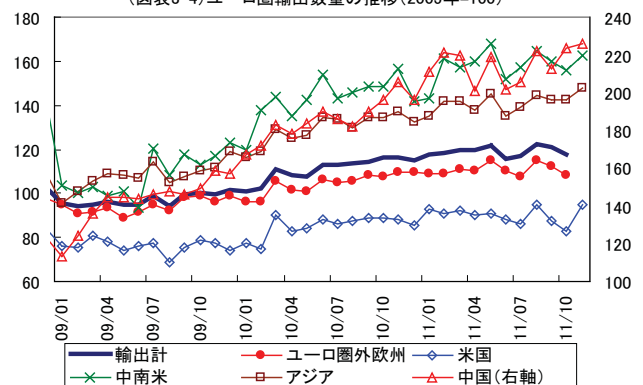
（３）輸出は年央以降持ち直すと予想

ユーロ圏の輸出は、2011年後半に一時的に減速した後、ユーロ安や米国景気回復などを背景に持ち直しつつある。国別にみると、11月の米国向け輸出数量（季調済）は前月比+14.5%と急回復しており、中南米向けは同+3.9%、アジア向けは同+3.8%、うち中国向けは+1.1%と、いずれの地域向けでも輸出が回復している（図表3-4）。また、1月の輸出受注指数（輸出受注が「増えた」という回答数と「減った」という回答数のDI）は足元でプラス圏に戻っており、2012年初は輸出が増加していることが窺える（図表3-5）。

新興国は懸念材料であったインフレ率が鈍化していることから、今後は金融緩和を進めてくると予想される。米国景気は家計のバランスシート調整圧力を残しつつも、FRBの金融緩和策に伴う低金利が追い風となり、緩やかな回復基調を辿る可能性が高い。世界景気の持ち直しを背景に、ユーロ圏輸出は緩やかな回復基調が続くと予想する。

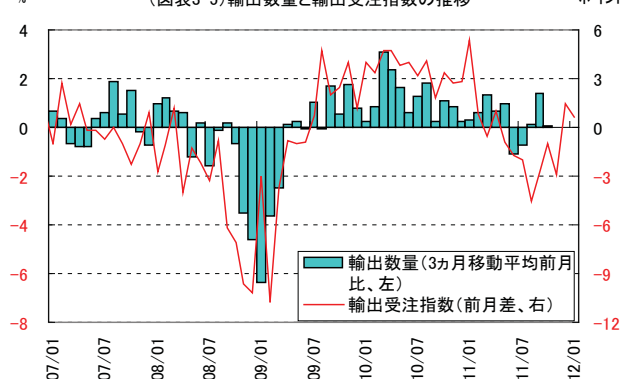
なお、足元では欧州系銀行が自己資本比率を引き上げるために資産圧縮を進めており、これが新興国景気の下押し圧力となることが懸念されている。実際、2011年7月から9月までの四半期で、欧州系銀行は対外債権をおよそ8,000億ドル（前期比▲4.2%）削減している（図表3-6）。ただ、リーマン・ショック時には、2008年10－12月期で前期比▲7%、2009年1－3月期で同▲13%、4－6月期で同▲6%の削減を行ったことを考えれば、今のところ市場で懸念されていたほどの大きな規模ではない。アジア新興国についても、経常黒字国が多いこと、外貨準備も概ね潤沢であること、邦銀が融資を肩代わりすることが増えていることなどを考えれば、欧州系銀行の資金引き揚げが、同地域に深刻な景気後退をもたらす可能性は低いとみている。

（図表3-4）ユーロ圏輸出数量の推移（2005年=100）



（出所）ユーロスタット ※圏外向け、圏外欧州向けは10月まで、他は11月までのデータ

（図表3-5）輸出数量と輸出受注指数の推移



（出所）欧州委員会、ユーロスタット ※輸出数量は11/10までのデータ

(図表3-6) 欧州系銀行の資産圧縮の動き

	2011年9月末時点投融資額 全報告銀行				うち欧州系銀行			
		対前期差	対前期比	対GDP比		対前期差	対前期比	対GDP比
全世界	31,947.5	▲ 668.7	▲2.1%		18,862.8	▲ 800.3	▲4.2%	
先進国	23,781.1	▲ 398.8	▲1.7%		14,022.5	▲ 505.6	▲3.6%	
発展途上国	5,398.5	▲ 271.2	▲5.0%		3,458.6	▲ 236.3	▲6.8%	
アフリカ・中東	662.0	▲ 12.5	▲1.9%		511.2	▲ 3.5	▲0.7%	
アジア・太平洋	2,058.8	▲ 46.5	▲2.3%		904.8	▲ 48.8	▲5.4%	
中国	685.3	16.1	+2.4%	+0.3%	267.0	▲ 0.8	▲0.3%	▲0.0%
台湾	174.1	▲ 12.1	▲6.9%	▲2.8%	89.8	▲ 4.2	▲4.7%	▲1.0%
インド	320.9	▲ 4.1	▲1.3%	▲0.3%	146.6	▲ 1.4	▲0.9%	▲0.1%
インドネシア	116.4	1.4	+1.2%	+0.2%	45.0	▲ 0.9	▲2.1%	▲0.1%
マレーシア	145.9	▲ 9.3	▲6.4%	▲3.9%	54.3	▲ 10.0	▲18.5%	▲4.2%
フィリピン	39.6	1.3	+3.4%	+0.7%	18.9	1.0	+5.5%	+0.5%
韓国	339.1	▲ 34.4	▲10.2%	▲3.4%	153.4	▲ 25.8	▲16.8%	▲2.5%
タイ	94.5	▲ 1.3	▲1.4%	▲0.4%	23.7	▲ 1.7	▲7.0%	▲0.5%
ベトナム	24.4	▲ 0.0	▲0.0%	▲0.0%	11.3	▲ 0.3	▲2.8%	▲0.3%
エマージング欧州	14,921.2	▲ 112.9	▲0.8%		9,306.0	▲ 105.3	▲1.1%	
南米・カリブ海諸国	1,260.7	▲ 99.3	▲7.9%		779.1	▲ 78.6	▲10.1%	
ブラジル	530.1	▲ 56.2	▲10.6%	▲2.7%	346.2	▲ 50.2	▲14.5%	▲2.4%
メキシコ	351.2	▲ 48.4	▲13.8%	▲4.7%	218.7	▲ 26.5	▲12.1%	▲2.6%

(出所) BIS、IMF

※単位：10億ドル 対GDP比は2010年名目GDP比

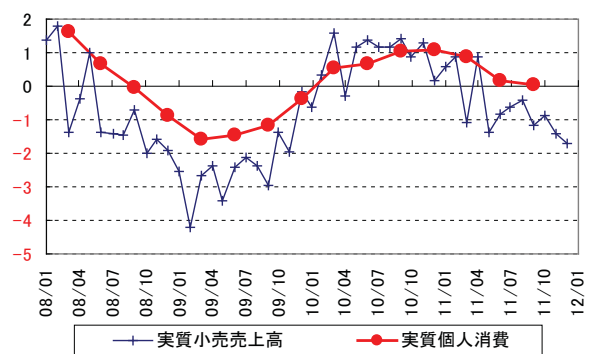
(4) 個人消費は極めて緩慢な回復にとどまる

個人消費は、欧州債務問題の深刻化に伴う消費者マインドの悪化や、各国の緊縮財政に伴う雇用環境の悪化などに伴い、減速している。12月の実質小売売上高は、前月比▲0.4%、前年比▲1.6%で、前年比では8ヵ月連続の減少となっている(図表3-7)。

欧州委員会発表の消費者信頼感指数を見ると、昨年秋以降「景気見通し」と「失業予想」が悪化している(図表3-8)。背景には、金融不安の台頭に伴う株価の大幅下落や、イタリアやフランスなどで財政緊縮策が立て続けに打ち出されたことなどがあると考えられる。イタリアは昨年夏にかけて国債利回りが急騰したことから、ベルルスコーニ前政権が7月と9月に緊縮財政法案を可決したことに加え、11月にはモンティ新政権が追加緊縮策を可決している。また、フランスでも昨年末頃にかけて格下げ懸念が高まったことを受け、サルコジ大統領は12月に緊縮財政法案を可決している。イタリア、フランスの財政赤字削減幅は、単年ベースでは対GDP比でそれぞれ1.7%、0.7%の規模であり、その中には付加価値税率、所得税率の引き上げや年金支給開始年齢の引き上げなど、家計を直撃する施策も多く含まれている。

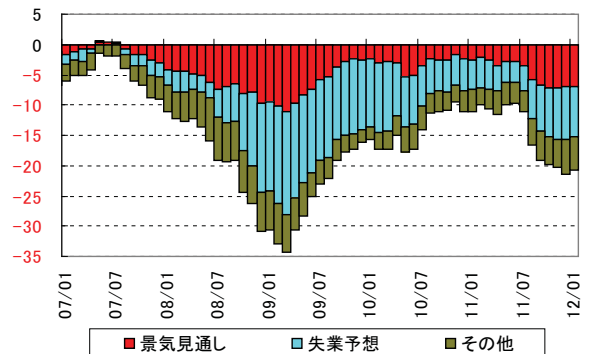
こうした緊縮財政強化の動きは、雇用環境にも悪影響を与えているとみられる。12月のユーロ圏失業率は10.4%と、ユーロ発足後最悪の水準を更新して上昇傾向が続いている(図表3-9)。国別に見ると、ドイツで失業率の低下傾向が続いてい

(図表3-7) 実質小売売上高と実質個人消費の推移(対前年比)



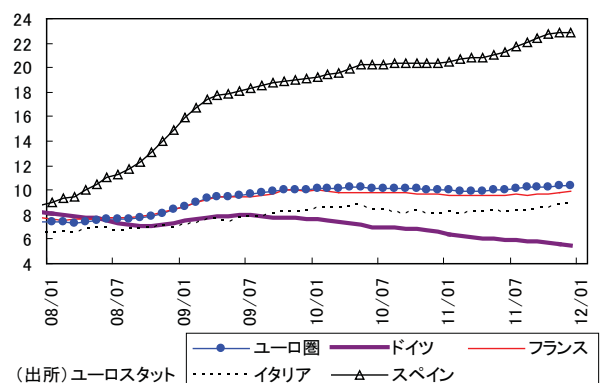
(出所) ユーロスタット

(図表3-8) 消費者信頼感指数の内訳と推移



(出所) 欧州委員会

(図表3-9) ユーロ圏主要国の失業率(EU統一基準)



(出所) ユーロスタット

るほかは、スペインやイタリア、フランスでは失業率が悪化傾向にある。また、ギリシャやアイルランド、ポルトガルなどの周辺国でも失業率は軒並み上昇しており、特にギリシャの失業率は2011年10月時点では19.2%と、ユーロ圏最悪のスペインと比肩するほどに悪化している。

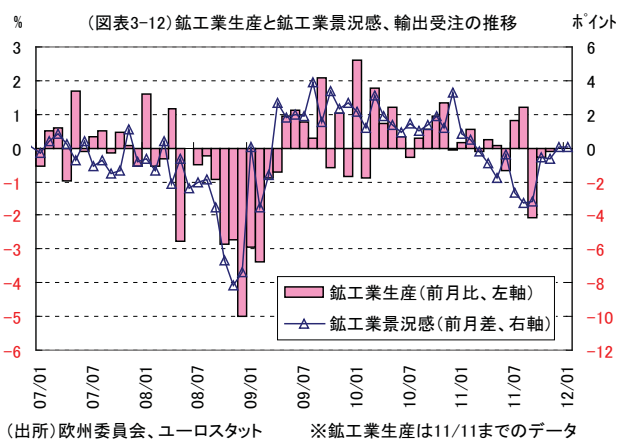
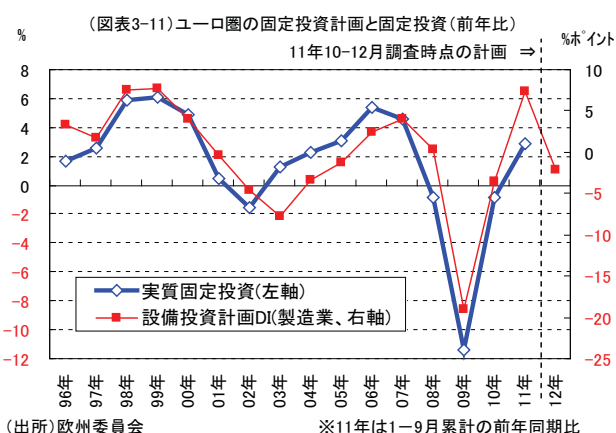
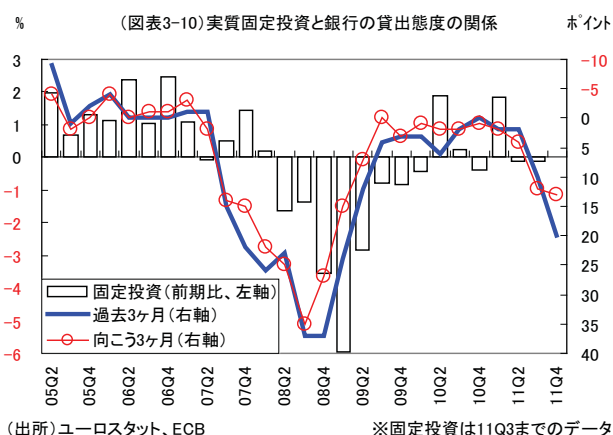
各国の財政再建策のうち、所得税率引き上げなどは時限措置で導入しており、フランスは2016年、イタリアは2013年、スペインは2012年を期限としている。堅調が予想されるドイツの個人消費は、ユーロ圏全体の個人消費の3割弱を占めているものの、フランスとイタリア、スペインの3カ国で5割弱を占めている。周辺国に加えて、フランスでも消費の低迷が予想されることから、ユーロ圏の個人消費は、2013年まで停滞気味の推移が続くと予想する。

（５）固定投資は年央以降緩やかな回復へ

固定投資も減速している。ECBによる銀行貸出調査によると、銀行は7－9月期に続いて10－12月期も貸出態度を厳格化させており、今後3ヵ月間についても厳格化させるとの見通しが出ている。銀行が貸出態度を厳格化させると、固定投資の伸びがやや遅れて鈍化に向かう傾向があり、2012年前半にかけて、固定投資は減少する可能性が高い（図表3-10）。同調査では、銀行の貸出態度が悪化した理由として、「金融市場へのアクセス能力」、「資金繰り」、「景気全般の見通し」、「特定の企業の業績見通し」の悪化が挙げられている。債務問題の深刻化による銀行の財務体質悪化や、緊縮財政による景気悪化懸念が、銀行に貸出を手控えさせているとみられる。

企業側の投資マインドも悪化している。12月に欧州委員会が発表したユーロ圏固定投資計画（固定投資を「増やす」という回答数と「減らす」という回答数のDI）は、2012年の固定投資が減速することを示唆している（図表3-11）。固定投資計画が縮小している背景には、債務問題の深刻化があるとみられる。

ただ、足元では世界景気が持ち直しつつあることにより、輸出財の生産は底堅く推移しているとみられる。11月の鉱工業生産は前月比▲0.1%と、3ヵ月連続で悪化したものの、タイの洪水の影響によりコンピュータ関連の生産が一時的に押し下げられた影響が強く、鉱工業景況感指数は底を打っている（図表3-12）。また、ユーロ圏の中で比較的早期に発表されるドイツの製造業受注をみると、ユーロ圏外からの受注を牽引役に12月は前月比+1.7%と、前月の同▲4.9%から持ち直し



ている。生産の底堅さを背景に、1月の設備稼働率は79.9%と三四半期ぶりに改善しており、設備過剰感はさほど高まっていない（図表3-13）。固定投資は、目先は小幅ながら悪化すると見込まれるものの、輸出財の生産が底堅さを保つとみられることに加え、2012年央にかけて銀行の自己資本比率引き上げが完了すると見込まれることから、その後は緩やかな持ち直しに向かうと予想する。

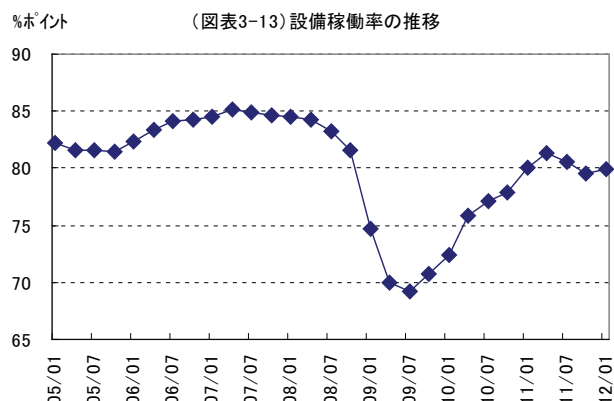
（6）ECBは政治サイドの対応を見極める

ECBは2月9日の政策理事会で、政策金利を1.00%ですえ置いた。理事会後の記者会見において、ドラギ総裁はECBが12月に実施した3年物オペについて、「金融市場の緊張は、我々が執った政策（同オペ）に応じて緩和している」と評価した。12月21日に実施された3年物オペは、銀行の需要に応じ、固定金利1%で無制限（要担保）という条件で実施され、1日で4,900億ユーロの資金が供給された。

欧州系銀行は、財政問題と景気悪化を背景に損失拡大のリスクが増すなかで、EBAから自己資本比率向上に向けた資本増強を求められており、今回のオペは銀行を取り巻く厳しい資金調達環境を緩和することを目的としたものである。実際、オペが実施された12月21日を境に、欧州系銀行のCDSスプレッドや金融債の利回りは軒並み低下している。また、銀行が調達した資金の一部がイタリア国債やスペイン国債の購入に向かっているとみられ、両国国債の利回りは昨年末以降、低下基調が続いている（図表3-14）。

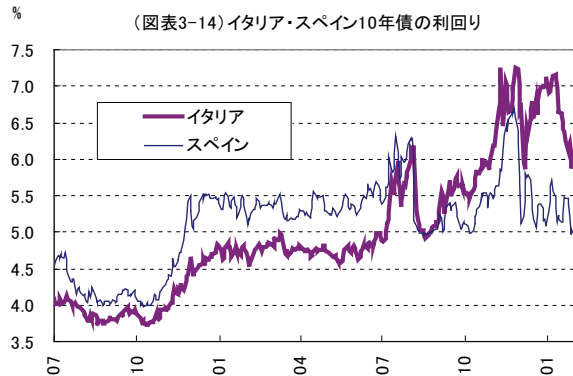
ECBは、11月、12月に連続して利下げを行ったことにより、政策金利を1.00%に設定している（図表3-15）。今後はエネルギー価格の対前年比での伸び幅が縮小することで、インフレ率はECBが物価安定の目安とする2%に向けて鈍化すると見込まれ、インフレは追加利下げの障害ではなくなりつつある。ただ、ESMの早期稼働やIMFの融資枠拡大など、セーフティーネットは徐々に拡充されつつあり、ユーロ圏景気もドイツが牽引役となることで、失速を回避できる可能性が高まっている。また、ドラギ総裁は「景気は低水準ながら安

（図表3-13）設備稼働率の推移



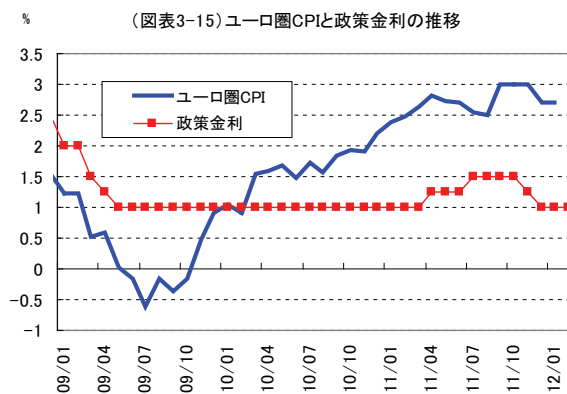
（出所）欧州委員会

（図表3-14）イタリア・スペイン10年債の利回り



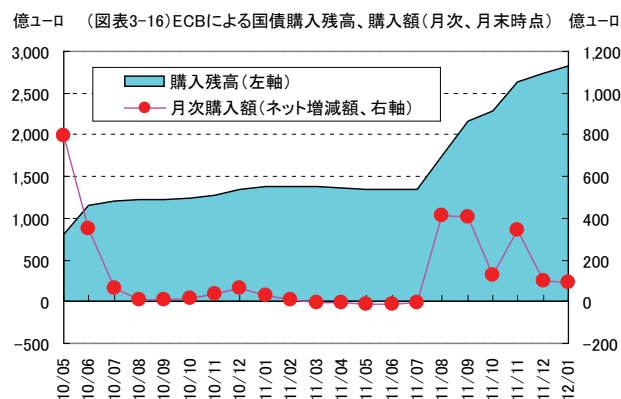
（出所）各国中銀

（図表3-15）ユーロ圏CPIと政策金利の推移



（出所）ECB、ユーロスタット

（図表3-16）ECBによる国債購入残高、購入額（月次、月末時点）



（出所）ECB

定してきた兆候がある」と述べるなど、ECBの中では過度な悲観論は後退しつつあるようだ。ECBが2012年前半に利下げを行う確率は4割程度とみる。

ECBは周辺国国債の購入を継続しているものの、足元ではイタリア、スペイン国債の利回りは低下基調にあり、購入規模は一時期に比べ縮小している（図表3-16）。ECBとしては、昨年後半の国債大量購入や利下げ、大型の流動性供給策や担保基準緩和など、財政問題の高まりに対して現時点でできることはほぼやり尽くし、現在はIMFの規模拡大やESMの設立、財政規律強化など、政治サイドの対応を待つというスタンスだと考えられる。今後のECBによる国債購入は、「通貨・金融市場の機能不全が金融危機に発展することを予防する」という当初の目的通り、周辺国の国債利回りが急騰したときに購入額を増やすという対症療法的な運営が継続するとみる。

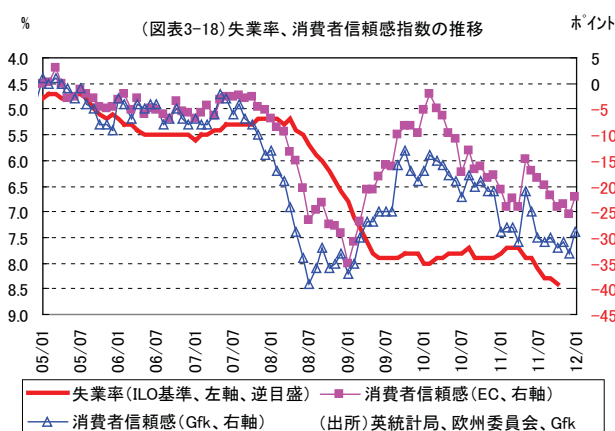
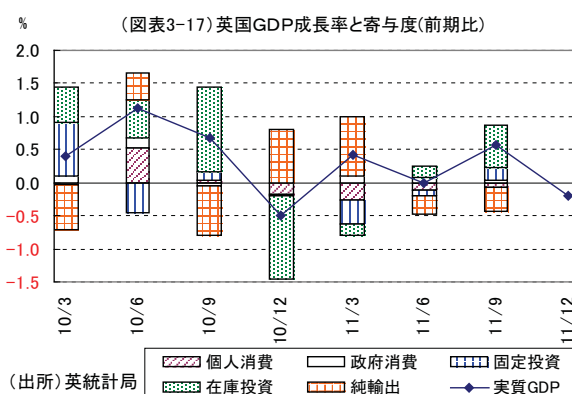
（7）英国景気は緩慢な回復が続くと予想

英国の10－12月期実質GDP成長率（速報値）は前期比▲0.2%と、7－9月期の同+0.6%から4四半期ぶりのマイナス成長に陥った（図表3-17）。クリスマス商戦による値下げの効果で、12月の実質小売売上は前年比+2.6%と11ヵ月ぶりの高い伸びとなったものの、ユーロ圏景気の低迷により輸出が落ち込んだ影響が大きかったとみられる。

GDPの6割超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や、雇用環境の悪化、欧州債務問題を背景とする消費者マインドの落ち込みなどを受けて、伸びが鈍い展開が続いている。9－11月期の失業率（ILO基準）は8.4%と悪化が続いており、緊縮財政の一環として公務員の削減が進められていることを背景に、雇用環境は悪化傾向にある。消費者マインドも低迷が続いており、債務問題の悪影響を家計は引き続き警戒しているとみられる（図表3-18）。

英国では、2016年までに公務員を50万人削減することが計画されており、今後も雇用環境の悪化を背景に、個人消費の低迷が続くとみる。欧州債務問題は、引き続き家計と企業の期待成長率を押し下げるとみられるほか、主要な輸出相手であるユーロ圏は、債務問題の深刻化により景気の減速が見込まれることから、外需の伸びは鈍化する可能性が高い。英国景気は目先減速傾向を強め、その後の回復ペースも緩慢なものにとどまるとみる。

BOE（イングランド銀行）は2月のMPC（金融政策委員会）で、政策金利を0.5%ですえ置く一方、資産買い取り枠を2,750億ポンドから3,250億ポンドに拡大するという、追加量的緩和策を決定した。足元で一部企業マインドは上向いているものの、輸出の減速やユーロ圏の財政問題、自国の財政再建など景気の下押し圧力が多いことを、追加緩和の理由として挙げている。BOEは、今回の買い取りプログラムは3ヵ月で完了されると見込んでいる。買い取り額が満額となる5月頃に、BOEは買い取り枠の再拡大に乗り出すと予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

足元の中国景気は減速傾向が続いているが、1-3 月期が景気の底となる可能性が高い。インフレ懸念はすでに後退しているのに加え、秋には共産党大会が予定されていることもあって、当局は今後、マクロ経済政策スタンスの緩和方向へのシフトをさらに鮮明にしていくだろう。基本的にブレーキもアクセルも良く効く経済であることや、潜在的な成長エネルギーの大きさ等を考えると、いったん緩和方向に転じれば当局の想定以上に加速する可能性が高いのではないかと見られる。景気は春以降上昇を始め、年後半までには力強さを取り戻すとみる。2013 年には再度インフレリスクが問題視される状況となろう。

足元の企業投資は減速傾向が続いているが、与信規制の緩和に伴い、資金調達環境は改善に向かっており、今後は回復が見込まれる。個人消費は、物価の落ち着きと、政府の各種消費刺激策、堅調な雇用などが下支えするとみている。輸出は欧州向けを中心に冴えない推移が続く可能性が高いが、2012 年央以降はやや持ち直すとみる。預金準備率は 2012 年中にさらに 3 回程度引き下げられる可能性が高い。利下げも 1 回は実施されるとみている。

（１）2012 年の中国景気は再加速

中国の 2011 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+8.9%となった(図表 4-1)。これで 4 四半期連続の伸び鈍化となるが、減速ペースは比較的マイルドなものにとどまっている。今のところハードランディングに向かっていない証左はない。

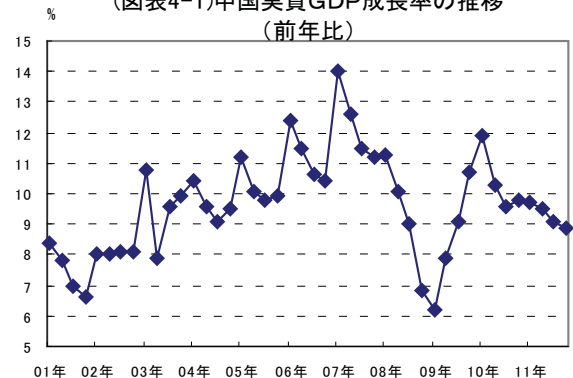
インフレ懸念の後退に加え、今秋には共産党大会が予定されていることもあって、当局は今後、マクロ経済政策スタンスの緩和方向へのシフトをさらに鮮明にしていく可能性が高い。基本的にブレーキもアクセルも良く効く経済であることや、潜在的な成長エネルギーの大きさ等を考えると、1-3 月期が景気の底となろう。いったん緩和方向に転じれば当局の想定以上に加速する可能性が高く、2013 年にかけては再度インフレリスクが問題視される状況になるとみている(図表 4-2)。

（２）与信規制の緩和が生産・投資を下支え

企業マインドは一進一退の状況が続いてきたが、ここへきて反転上昇の兆しも見える。中国物流購買連合会が発表した 1 月の購買担当者指数 (PMI) は 50.5 となり、前月の 50.3 から上昇した。小幅ではあるが、2 ヶ月連続の改善である(図表 4-3)。

2011 年通年の都市部固定資産投資は前年比 +

(図表 4-1) 中国実質 GDP 成長率の推移
(前年比)

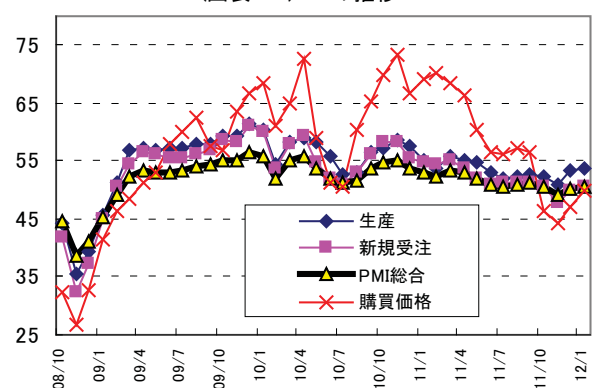


(出所) 中国国家统计局

(図表 4-2) 中国実質 GDP 成長率予測

前年比(%)	10年	11年	12年 (予測)	13年 (予測)
実質 GDP 成長率	10.3	9.2	8.9	9.0

ポイント (図表 4-3) PMI の推移



(出所) 中国物流購買連合会

23.8%と、1－11月の同+24.5%から鈍化した(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)。不動産向けなどの与信規制の影響が大きい。また、7月の高速鉄道事故とその後の手抜き工事の発覚で、鉄道プロジェクトの多くが中断している影響も受けている。鉄道運輸部門の投資は、事故直前までの1－6月の累計では前年比+6.9%だったが、通年では同▲22.5%と、大幅マイナスに転じている。

もともと、インフレ圧力の緩和に伴い、政府はすでに与信規制を緩め、緩和方向に舵を切っている。

これまでは、中小企業を中心に、多くが当局の与信規制に伴う資金調達環境の悪化に苦しんできたが、官民とも、投資意欲は引き続き高いものがあるとみられ、資金調達環境が改善に向かえば、固定投資は2012年にかけても堅調な推移を続ける可能性が大きいとみている。

(3) 輸出は鈍化傾向が鮮明に

輸出は鈍化傾向が顕著となっている。1月の輸出は前年比▲0.5%、輸入は▲15.3%となった(図表4-5)。輸出の前年比マイナスは2009年11月以来のこと。最大の貿易相手であるEU向けが同▲3.2%とマイナスに転じた影響が大きい(12月は同+7.2%)。米国向け輸出も12月の同+11.9%から同+5.4%まで減速、ASEAN向けも12月の同+20.5%から同+1.1%まで減速している。

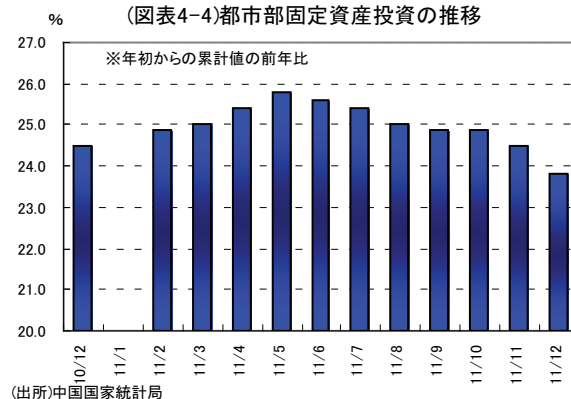
ただ、2011年には2月3日だった春節(旧正月)が、今年は1月23日となった影響も大きい。中国では春節休暇中、最低でも1週間は工場が閉鎖される。したがって、このまま輸出の減速傾向が長期化する可能性は低い。欧州景気は、当面停滞気味の推移が続くとみるが、一時不安視された失速の可能性は遠のいている。米国景気の足取りは次第にしっかりとってきているほか、台湾企業の景況感が急回復するなど、世界的なシリコンサイクル一巡の兆候も見える。2012年後半以降の輸出は、次第に回復に向かうとみている。

(4) インフレ鈍化で個人消費は回復へ

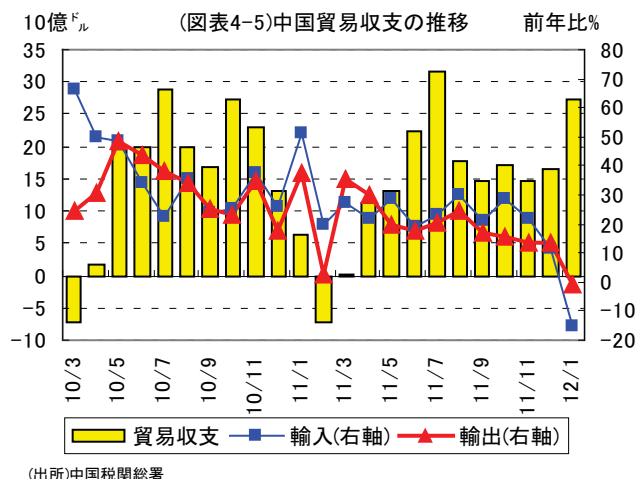
12月の小売売上高は、前年比+18.1%の伸びとなった(図表4-6)。伸び率は前月から0.8ポイントの加速。17%強と見ていた市場予想を上回り、2011年1月以来、11カ月ぶりの高い伸びとなった。

内訳をみると、穀物・食用油等の食品、衣類、家具、建築材料、宝石等が大きく伸びている。もともと、春節が早まった影響で、準備のための食料品等の消費が繰り上がった可能性もある。個人消費が回

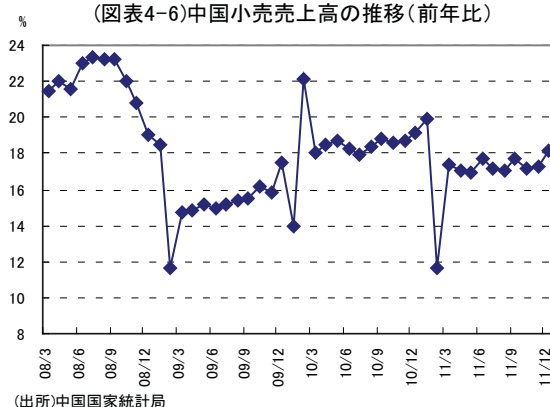
(図表4-4)都市部固定資産投資の推移



(図表4-5)中国貿易収支の推移 前年比%



(図表4-6)中国小売売上高の推移(前年比)



復に転じたかどうかの判断は時期尚早だろう。

2011年通年の小売売上高は、前年比+17.1%で、2010年の同+18.4%から減速した。2011年の個人消費の伸び鈍化には、物価上昇のほか、自動車販売の不振が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2009年、2010年の2年間で実施していた「汽車下郷」等の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である。

12月の自動車販売台数は、前年比+1.4%の169万台となった(図表4-7)。通年の販売台数は、前年比+2.7%の1,853万台。2010年の同+32.5%から急減速だが、2009~2010年の2年間で販売台数が約2倍に伸びていたことを考えれば、プラスの伸びを保っただけでも上出来といえる。

春先以降の個人消費は、インフレの落ち着きと、政府の各種消費刺激策、堅調な雇用などが下支えするとみている。物価は後述のとおりすでにピークアウトに向かっている。政府のマクロ経済政策スタンスの緩和方向への転換に伴い、資金調達環境も次第に改善に向かうとみられる。また、政府は、自動車の買い替えや、低価格住宅に居住している家庭が家電製品を購入する場合に、補助金を支給する政策を検討している模様だ。

11年の農村住民の年間平均純収入は、出稼ぎ労働者の最低賃金引き上げを受け、前年比+17.9%となった。都市住民の平均可処分所得は同+14.1%で、2011年の都市と農村の住民の収入格差は3.13倍と、2010年の3.23倍からやや縮小した。

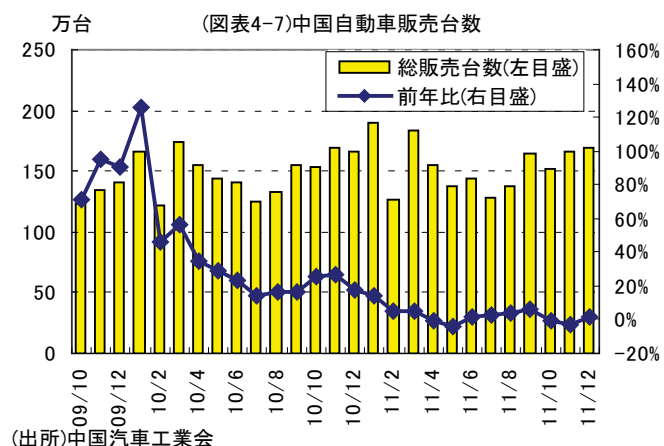
(5) 中長期的にも個人消費が景気を支える

中長期的にも、引き続き着実な所得増が個人消費を支えていくだろう。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。

一方で、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おり、ここ2年ほどはそのペースが加速している。これについては、農村部の労働力が枯渇しつつある証拠であり、中国の高度成長期はこれによって終焉に向かうという「ルイスの転換点」に差し掛かっているとの説がある。実際、都市部では労働者を募集してもなかなか集まらない「民工荒」(出稼ぎ労働者不足)という現象が顕著になっていると聞く。ただ、中国経済がこうした歴史的転換点に立っているのかどうかという点については、やや慎重な見方が必要と考える。

そもそも、中国の労働分配率はいまだ5割程度で、通常6~8割の先進国とは大きな格差がある。いずれは是正は避けられない流れだ。最近の賃上げの流れは、投資主導から消費主導への構造転換という、政府が目指す望ましい構造変化が進んでいる過程を示しているにすぎない可能性がある。

中国の農家規模は狭い日本のさらに3分の1程度にすぎないという。ここへきて、農村部と都市部の人口は半々程度にまで接近してきたとされるが、今後中長期的に農村部の機械化や大規模化が進めば、まだまだ数億人規模で都市部に労働力が浸み出す余地はあると思われる。現在の中国は1970年代初頭の日本との類似点が多いとされるが、70年代までにはほぼ先進国への仲間入りを終えた日本と異なり、中国はまだまだキャッチアップの余地がある。すなわち、一人当たり生産性も伸びる余



地が大きい。低い労働分配率の裏側にある高い資本分配率が過剰投資に繋がっていたという側面も考えると、マクロ的な需給ギャップはまだまだ供給超過の状態と考えられる。問題とするのであれば、業種別の資本の偏在である。したがって、賃金上昇＝即インフレとはならない。夏場までのインフレも、もっぱら食料品価格の問題であった。

中長期的にも、着実な消費拡大が中国経済を支えていく可能性が高い。理由として、まずは消費ブームを支える中間所得者層の台頭が挙げられる。ボストン・コンサルティング・グループの調査によると、中間所得者層（世帯年収が6万～10万元と定義）は、足元では全世帯の4分の1程度にすぎないが、2020年には半分強にまで上昇するという。また、都市化が進むと消費が伸びることも知られている。中国は現時点ですでに約120の100万都市があるが（日本は11、米国は9、英国は2しかない）、マッキンゼーの調査によると、2025年までにはこれが220まで増え、このうち人口2,500万人の都市が15も誕生するという。人口動態の変化が経済成長の重大な足かせになるのを心配する段階ではないと考えられる。

（6）不動産価格の上昇ペースは鈍化へ

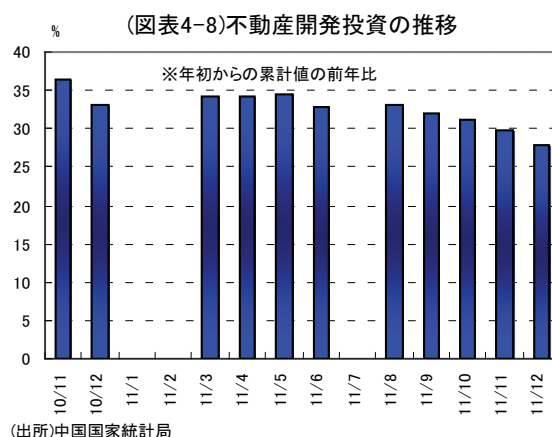
不動産市場も沈静化に向かっている。国家統計局が発表した12月の住宅価格統計によると、調査対象の70都市のうち、値上がりしたのは2都市にとどまった。2011年通年の不動産開発投資は27.9%と、2010年の同+36.5%から大幅減速となっている（図表4-8）。また、中国の銀行による2011年の不動産関連の新規融資額は、前年比で4割近い大幅減となった。これにより、全新規融資に占める不動産融資の割合は2010年の26.9%から17.5%まで低下している。

政府は、今年1月から、2軒目の住宅購入の最低頭金比率を50%から60%に引き上げるなど、「史上最強の抑制政策」と称される不動産価格抑制策を継続している。今年は、大都市圏での規制強化に続き、地方都市での住宅価格抑制に注力しているのが特徴である。今のところ、上海と重慶で試験的に導入されている不動産税については、今後広州や南京への拡大が検討されているとの報道もある。

温首相は、政府は引き続き不動産市場抑制策を「厳密に実行し、徐々に改善していく」との考えを表明しており、当面は住宅価格抑制策を継続する姿勢を示している。不動産価格は引き続き抑制された状態が続くとみる。ただ、一方で都市化政策を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。不動産バブル懸念が完全に払拭される可能性は低く、今後も過熱懸念が燐り続けるとみる。

（7）インフレはピークアウト

中国の1月のCPIは前年比+4.5%と、12月の同+4.1%から鈍化するとの大方の予想に反し加速した（図表4-9）。もっとも、食品価格が同+9.1%から同+10.5%へと加速した影響が大きく、非食品価格は同+1.9%から同+1.8%へと逆に減速している。食品価格の上昇は、春節が1月になったことによる需要増の影響とみられ、2月は鈍化する可能性が高い。CPIの先行指数である1月の生産者物価指数（PPI）は、前年比+0.7%と、伸びの鈍化傾向が変わらないのを見ても（10月：同+5.0%、11月：同+2.7%、12月：同+1.7%）、CPIの伸び鈍化トレンドは不変とみる。



直近の中国の物価上昇局面は、2010年初から始まった。背景には、干ばつや水害の多発が穀物相場を押し上げたという事情に加え、米国をはじめとした低金利政策が、いわゆるキャリートレード等を通じ、国内の資産市場や、国際商品市場へのグローバルマネーの流入を招いたという事情があった。

中国の当局者は、一昨年から、先進国、とりわけ米国の金融緩和策が、中国の金融政策のかじ取りを困難にしていると述べてきた。ただ、これは、中国が為替相場を厳格に管理している点にも原因がある。

中国政府は、元高方向への誘導ペースを調節するため、これまで大量の元売り介入を実施しており、これによって市場に放出された人民元を不胎化しきれないことが、マネーサプライの上昇を通じ、国内のインフレ圧力につながってきた。人民銀行副総裁の易綱氏も、元売り介入の8割程度しか不胎化できていなかったことを認めている。

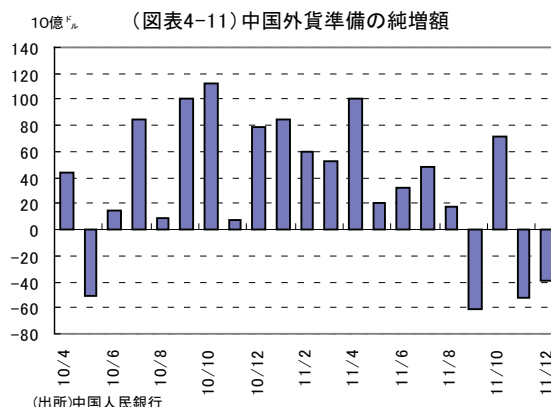
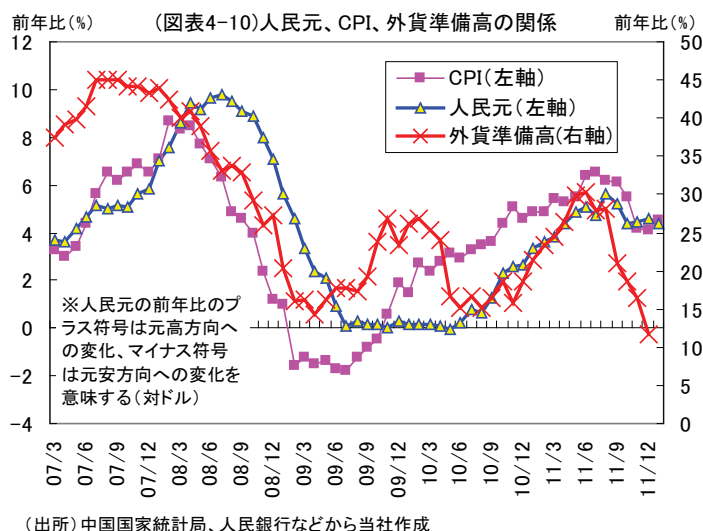
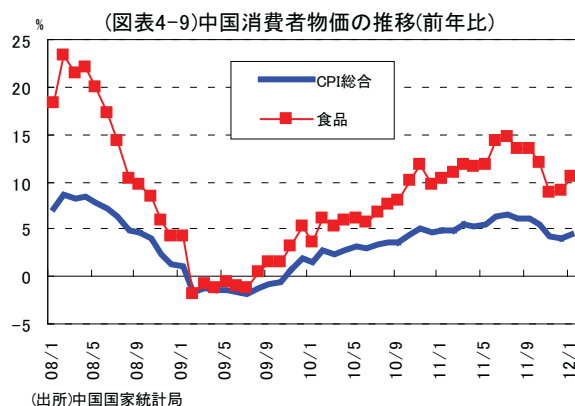
(8) マネーの逆流が起こっている可能性

図表4-10をみると、CPIの動きに若干遅れて、人民元相場が同方向に動いていることがわかる。この理由については二つの見方が成り立つ。ひとつは、インフレが進む局面では、政府当局が元高方向への調整ペースを加速させ、インフレが緩和する局面では調整ペースを緩めているという見方である。ただ、外貨準備高もほぼ同様の動きを示している点に注意が必要である。外貨準備高の増加ペースの加速は、人民元売り介入の増加を意味する。すなわち、政府当局はむしろ元高方向への過度なシフトを抑えてきたということになる。

購買力平価説に従えば、インフレ国の通貨は売られるはずだが、元々人民元は割安である。インフレが進む時期はだいたい好景気の時期と重なることを考えれば、短期的には海外からの資金流入が増加し、元高圧力が強まる場合が多い。今までの物価上昇局面では、政府当局は海外資金の流入に伴う過度な元高圧力を和らげるため、もっぱら元売り介入を行っており、これが余計インフレを助長してきたとみることができる。

昨年の夏場以降、物価、外貨準備高、人民元の上昇ペースがそろって落ちているが、これは、景気減速がインフレ鈍化と海外資金の流入鈍化につながり、人民元売りの縮小と外貨準備高の伸び鈍化として現れたということである。外貨準備高は9, 11, 12月と対前月で減少している(図表4-11)。

また、11月以降、日々の動きが値幅制限(人民



5. アジア新興国経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国の景気は総じて減速している。内需は堅調に推移しているものの、世界景気の減速に伴って輸出が低調なことが主因である。ただ、これまでの利上げの累積効果、世界景気の減速、国際商品市況の調整、海外からの資金流入の一服などを受け、昨夏頃からインフレ率は徐々に鈍化しつつあり、ここに来て各国とも金融緩和に舵を切り始めている。米国景気の堅調持続に加え、金融緩和の効果や中国景気の持ち直しなどに伴い、今後、アジア新興国の景気は徐々に上向き展開を予想している（図表 5-1）。

今春頃から半導体不況も一巡するとみており、韓国や台湾などの電子大国は比較的早期に回復に転じる可能性が高い。インドネシアは中間所得層の台頭によって個人消費が今後も堅調に推移すると見込まれ、内需主導で高成長を持続しよう。タイは洪水被害からの復興需要が景気を牽引するとみている。インドはインフレ懸念が後退してきたことから、金融緩和の余地が大きく、今後も内需主導で着実に成長を続けると予想される。

（図表5-1）アジア新興国の実質GDP成長率予測

	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
韓国	6.2%	3.6%	3.9%	4.4%
台湾	10.7%	4.0%	4.2%	4.5%
香港	7.0%	5.0%	4.6%	4.8%
シンガポール	14.5%	4.8%	5.0%	5.2%
インドネシア	6.1%	6.5%	6.7%	6.9%
タイ	7.8%	1.0%	5.6%	7.0%
マレーシア	7.2%	4.7%	4.8%	5.1%
フィリピン	7.6%	3.7%	4.2%	4.5%
インド	8.5%	7.3%	7.5%	7.8%

（注1）インドは年度ベース（4月～翌3月）

（注2）網掛け部分は明治安田生命による予想値

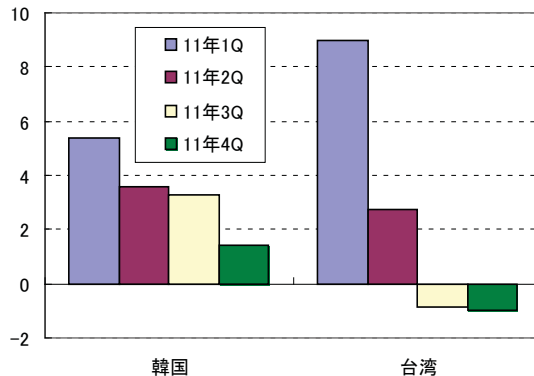
（1）アジア新興国の景気は総じて減速

世界景気の減速に伴い、アジア新興国の景気も総じて減速している。2012年10～12月期の韓国の実質GDP成長率は前期比年率+1.4%と、前期（7～9月期）の同+3.3%から減速した。輸出が減少したほか、個人消費や設備投資などの内需も低調だった（図表 5-2）。台湾の10～12月期の実質成長率は前期比年率▲1.0%と、前期の同▲0.8%からマイナス幅が小幅拡大した。2四半期連続のマイナス成長だが、輸出や設備投資の低迷が主因である。

インドネシアの10～12月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.5%と、4四半期連続で同じ伸びとなった（図表 5-3）。輸出は伸び悩んだものの、インフレ率が落ち着きつつあることから、中間所得層を中心に個人消費が堅調に推移したほか、設備投資も増勢を維持した。景気が減速しつつある国が多いなか、同国が内需主導で安定成長を維持している点は際立っている。

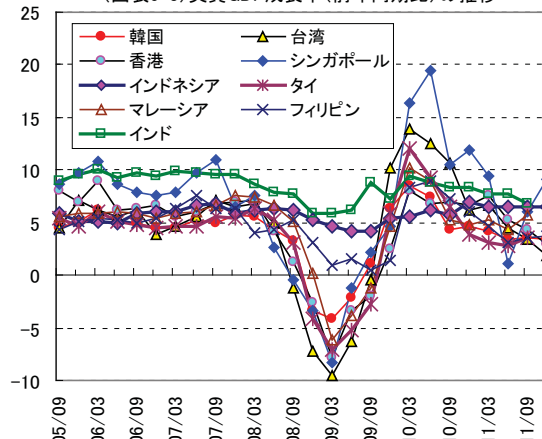
各国の鉱工業生産指数（季調値）の推移を見ると、世界景気の減速や利上げの累積効果などから、昨春

（図表5-2）韓台の実質GDP成長率（前期比年率）



（出所）韓国銀行、台湾行政院主計処

（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作成

頃から伸び悩んでいる国が多い(図表5-4)。台湾は半導体や液晶パネル等の世界的な生産拠点であり、シリコンサイクルが下降局面にある影響を強く受けている。一方、インドネシアは内需中心に景気が堅調に推移しており、生産も緩やかな増加基調が続いている。

大洪水の被害に見舞われたタイの鉱工業生産は、昨年10月が前月比▲29.5%、11月は同▲23.5%と、2ヵ月連続で大きく落ち込んだものの、12月は同+37.9%と急回復に転じた。被害が軽微だった工場では11月下旬頃から生産を再開する動きが始まり、寸断されたサプライチェーンに関しても、周辺諸国や日本などで部品の代替生産が行われたことから、調達環境は大幅に改善している。今後も生産は徐々に回復に向かうと予想されるが、大規模な被害を受けた工場では生産設備を全面的に入れ替える必要があるところも多く、生産が洪水前の水準に戻るのは今春から今夏頃となろう。

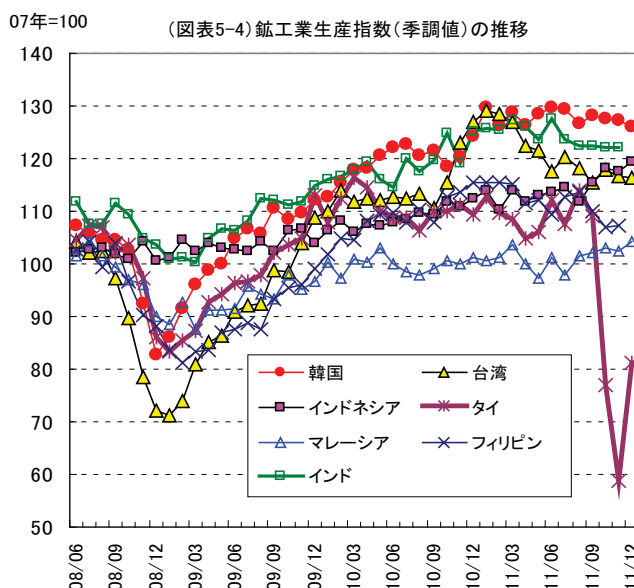
インドネシアやマレーシア、フィリピンなどタイの周辺諸国では、サプライチェーン寸断に伴う生産減を代替生産受注による生産増で補っており、タイの洪水による悪影響はほとんど見られない。

(2) 欧州債務危機の余波

欧州系銀行が自己資本比率を維持・上昇させるために、アジア新興国から資金を引き揚げる動きが一部でみられる。これは各国で外貨不足を招き、景気の下押し要因となるものの、インドを除く8カ国は経常黒字であること、外貨準備も概ね潤沢であること、チェンマイ・イニシアティブによって外貨を互いに融通する仕組みも構築されていること、邦銀が融資を肩代わりすることも増えていることなどを考慮すれば、深刻な景気後退をもたらす可能性は低いと予想している。

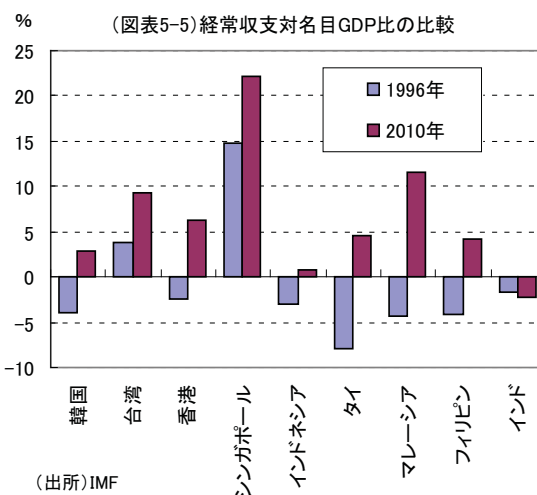
1997年のアジア通貨危機は、タイを皮切りにフィリピン、香港、マレーシア、韓国、インドネシアへと次々に波及し、各国の経済は大きな痛手を負った。しかし、アジア通貨危機の直前である1996年と2010年を比較すると、アジア新興国各国の経常収支や外貨準備は格段に改善している。1996年はシンガポールと台湾以外の7カ国は経常赤字であったが、2010年は韓国、香港、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピンの6カ国は経常黒

(図表5-4) 鉱工業生産指数(季調値)の推移



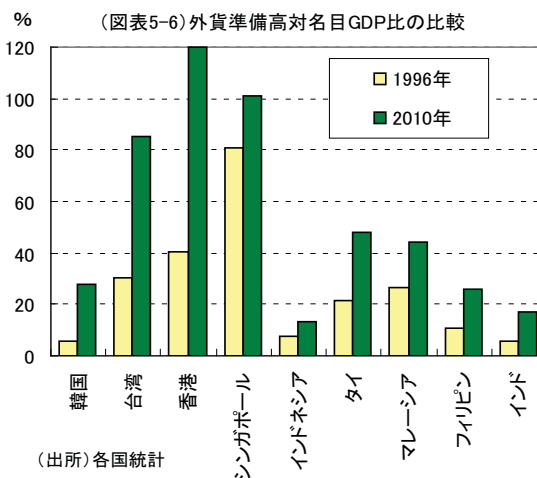
(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-5) 経常収支対名目GDP比の比較



(出所) IMF

(図表5-6) 外貨準備高対名目GDP比の比較



(出所) 各国統計

字となっており、経常赤字が継続しているのはインドのみである（図表 5-5）。外貨準備高対名目 GDP 比も各国とも大幅に上昇している（図表 5-6）。実際、1997 年のアジア通貨危機の際も、経常黒字かつ外貨準備も潤沢だった台湾とシンガポールの経済は深刻な事態には陥らなかった。

（３）金融緩和に転換

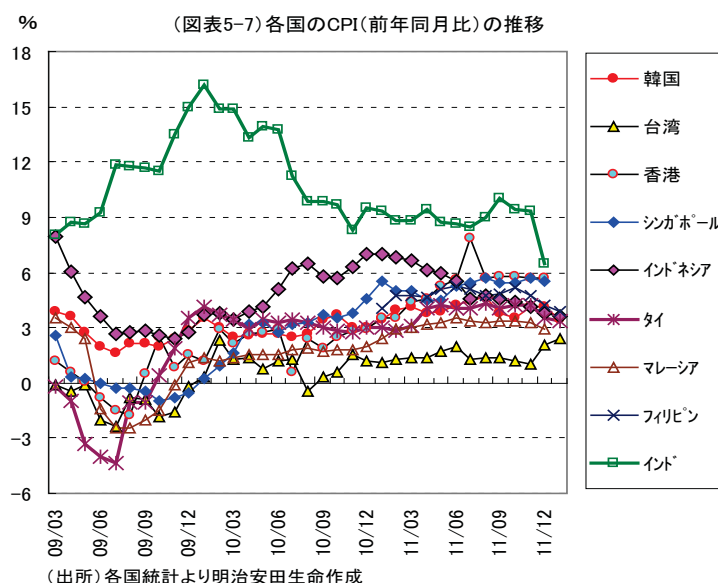
リーマン・ショック（2008 年 9 月）後の景気後退局面から立ち直ったアジア新興国は、2009 年半ば頃からインフレが徐々に進行した。旺盛な内需に加え、国際商品市況（エネルギーや食品）の上昇や先進国からの資金流入などが要因である。2010 年初頭から利上げを開始したものの、2011 年半ば頃まではインフレ率の上昇傾向が続いた（図表 5-7）。昨年夏頃からようやくインフレが沈静化しつつあるが、その要因としては、これまでの利上げの累積効果、世界景気の減速、国際商品市況の調整、海外からの資金流入の一服などが挙げられる。

タイでは洪水被害に伴う物不足からインフレの再発が懸念されたが、実際には、11 月の CPI は前年同月比+4.2%、12 月は同+3.5%、1 月は同+3.4%と、インフレ率の鈍化傾向が続いた。インドはこれまでインフレ率が高止まりしていたが、12 月の CPI は同+6.5%と、11 月の同+9.3%から大幅に減速、4 年ぶりの低水準となり、ようやくインフレが沈静化する兆しが見え始めた。

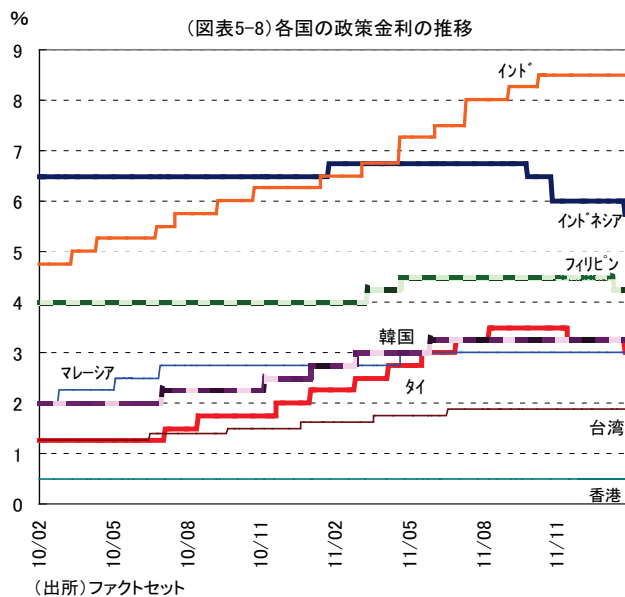
他国に先がけてインフレ率が鈍化したインドネシアでは、昨年 10 月 11 日に政策金利を引き下げ（6.75%→6.50%）、さらに 11 月 10 日（6.50%→6.00%）と 2 月 9 日にも

利下げ（6.00%→5.75%）を実施した（図表 5-8）。タイ中央銀行は、洪水に伴う景気後退懸念から 11 月 30 日に利下げ（3.50%→3.25%）に踏み切り、その後インフレ率の鈍化が確認できたため、1 月 25 日に追加利下げ（3.25%→3.00%）を行なった。同銀は「内需回復には時間を要すること、商品価格の下落、世界的な需要鈍化などによって、インフレ圧力は低下している。しかし、復興需要による景気押し上げと政府の景気刺激策が、いずれインフレ圧力を上昇させる可能性がある」との見解を示している。フィリピン中央銀行は、インフレ率が鈍化してきたことを受け、1 月 19 日に政策金利を 4.50%から 4.25%に引き下げた。インド準備銀行は、景気の減速傾向が強まってきたことや、インフレに沈静化の兆しが見え始めたことなどを受け、1 月 24 日に預金準備率を 6.0%か

（図表 5-7）各国のCPI(前年同月比)の推移



（図表 5-8）各国の政策金利の推移



ら 5.5%に引き下げた（利下げは見送り）。

アジア新興国のインフレ率はすでにピークアウトしたと考えられることに加え、依然として、景気の減速傾向が続いていることから、今後、各国で利下げが相次ぐ可能性が高い。米国景気の堅調持続に加え、金融緩和の効果や中国景気の持ち直しなどに伴って、今後、アジア新興国の景気も徐々に上向く展開を予想している。すでに韓国や台湾の製造業 PMI は底打ちの兆しが見え始めている。

今春頃からシリコンサイクルも反転するとみており、韓国や台湾などの電子大国はその恩恵を受けて、比較的早期に回復に転じる可能性が高い。インドネシアは中間所得層の台頭によって個人消費が今後も堅調に推移すると見込まれるほか、政府が社会インフラの整備を強力に進めていることから、内需主導で高成長を持続しよう。タイは洪水被害からの復興需要が景気の牽引役となり、2012 年から 2013 年にかけての成長率は周辺諸国よりもやや高めになるとみている。インドはインフレ懸念が後退してきたことから、金融緩和の余地が大きく、また潜在的な成長力も高いため、今後も内需主導で着実に成長を続けると予想される。

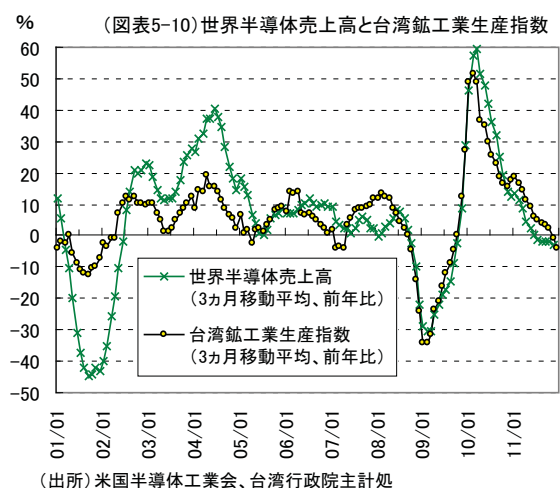
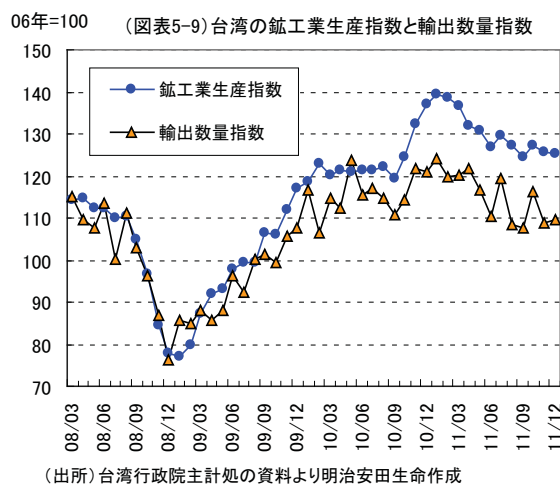
（４）台湾は半導体景気の影響を強く受ける

台湾経済は輸出依存度（実質輸出/実質 GDP）が約 75%と高く、海外景気の影響を強く受ける。鉱工業生産指数と輸出数量指数の相関が高く、海外景気の減速（とりわけ半導体不況の影響）によって、両指数とも昨年初から減少基調で推移している（図表 5-9）。

台湾は世界有数の半導体生産大国（半導体チップの製造を受託するファウンドリーが多い）であり、台湾の鉱工業生産指数は世界の半導体売上高との連動性が高い（図表 5-10）。台湾のファウンドリー事業が成長するにつれ、近年、両者の相関が高まっている。

足元のシリコンサイクルは下降局面にあり、昨年 7 月以降 5 ヶ月連続で世界の半導体売上高（3 ヶ月移動平均）は前年割れとなっている。ただ、供給サイドでは、半導体メーカー各社が昨春頃から設備投資を抑制しているほか、需要サイドでは今春頃から中国景気が徐々に上向いてくるとみている。半導体の需給も今春頃から改善に向かい、半導体景気も底打ちする可能性が高い。シリコンサイクルの好転とともに、台湾の鉱工業生産も次第に上向いてこよう。

台湾の実質 GDP 成長率は、2 四半期連続で前期比マイナス成長となったものの、今 1-3 月期は小幅ながら 3 四半期ぶりに前期比プラス成長に転換するとみている。半導体景気が上向いてくる 4-6 月期以降、台湾景気も徐々に力強さを取り戻すと予想される。



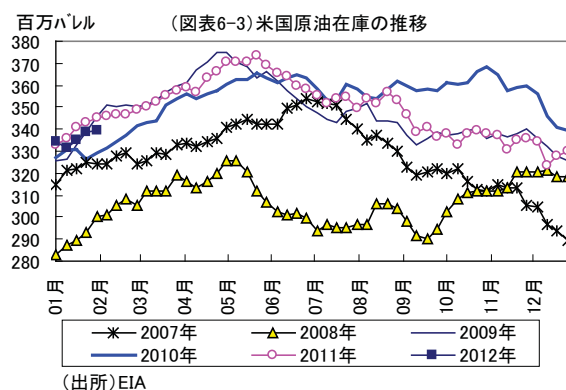
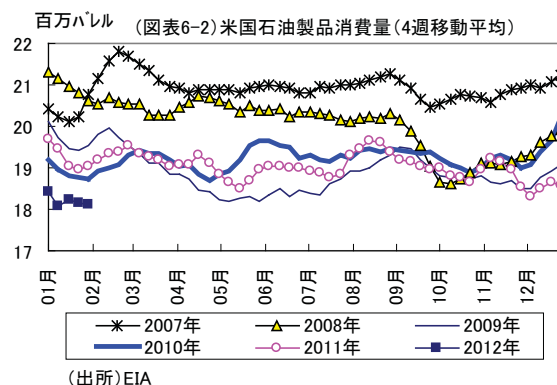
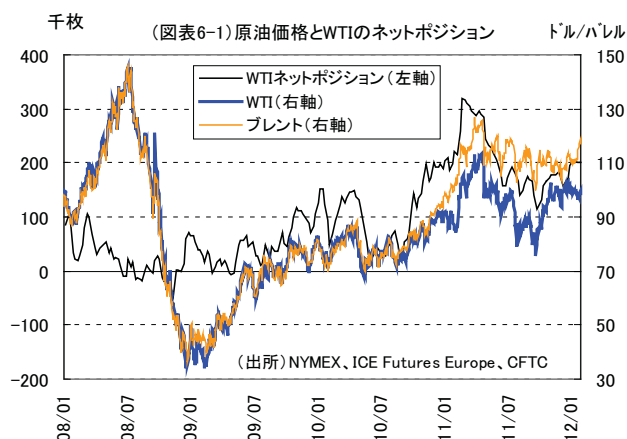
6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は90ドル台後半中心の展開を予想

米国産標準油種WTI先物価格は、欧州債務問題の深刻化に伴うリスク回避の動きから、昨年10月上旬には75ドル/バレルまで下落した。その後は、米国経済の底堅さに加え、イランの核開発問題を巡る欧米との対立による供給懸念を背景に上昇し、11月中旬以降、概ね100ドル/バレル前後で推移している(2月10日現在：98.7ドル/バレル、図表6-1)。足元での投機筋のネット買いポジションは、引き続き高水準にあり、イラン情勢の緊迫化や、米欧の金融緩和継続を背景に、投機マネーが流入しやすい状況が続いている。なお、昨秋以降、WTIとブレントの価格差は縮小方向で推移したが、米国に比し、欧州は中東の地政学リスクを受けやすいことや、欧州の寒波到来による留出油の需要増加見通しなどから、足元では再度拡大している。

米国における石油製品消費量を見ると、ガソリン需要の低迷が続いているほか、暖冬傾向による留出油消費の伸び悩みなどによって、低調な推移となっている(図表6-2)。米国の原油在庫については、輸入抑制などによって、昨年半ば以降順調に調整が進んできたが、年末にはその動きが鈍化し、年明け以降は過去5年と比べても高水準にある(図表6-3)。米国経済は緩やかな回復基調で推移しているが、原油需給は緩んだ状況が続いている。

足元では、イラン情勢の緊迫化が原油価格を押し上げており、目先の大きな波乱要因である。昨年12月末に米国の国防授權法が発効された。同法は、イラン中央銀行と取引のある外国金融機関に対して、米国金融機関とのドル取引を禁じるというもので、実質的にイランからの原油輸入が困難になる。イランの原油生産量は約350万バレル/日(以下B/D、図表6-4)、うち輸出量は約250万B/Dであり、その動向が焦点になる。イランの原油輸出先(2011年1月から9月)は、中国、日本、インド、韓国が上位を占め、約65%がアジア向けである。また、EU向け(約23%)ではイタリア、スペイン、ギリシャといった債務問題を抱える南欧諸



(図表6-4) OPEC諸国の原油生産量 千バレル/日

	2011年1月	2011年12月	2012年1月	前年比	生産能力
アルジェリア	1,265	1,250	1,235	▲ 30	1,290
アンゴラ	1,656	1,757	1,740	84	1,910
エクアドル	479	494	491	12	510
イラン	3,656	3,521	3,478	▲ 178	3,510
イラク	2,658	2,715	2,745	87	3,210
クウェート	2,338	2,697	2,752	414	2,840
リビア	1,583	798	990	▲ 593	990
ナイジェリア	2,187	2,095	2,080	▲ 107	2,450
カタール	810	810	820	10	900
サウジアラビア	8,659	9,720	9,613	954	11,880
UAE	2,383	2,595	2,570	187	2,740
ベネズエラ	2,335	2,390	2,382	47	2,540
OPEC計	30,009	30,842	30,898	889	34,760

(出所) OPEC(生産実績)、IEA(生産能力)

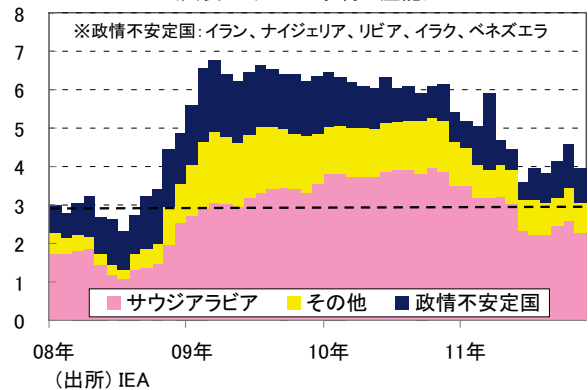
国が上位を占める。

米国は各国政府にイランからの原油購入を減らすよう求めている。中国、インド、トルコのように反対を表明している国もあるが、EUがイラン産原油の輸入禁止で合意したほか、日本や韓国などはイランからの原油輸入削減を開始している。OPECの余剰生産能力は、イランのほか政情が不安定なナイジェリア、リビア、イラク、ベネズエラを除いても、300万B/Dほどある一方、イランの輸出货量（中国、インド、トルコ向けを除いたベース）は約150万B/Dであるため、計算上、代替調達が可能である（図表6-5）。

主要機関の2012年の原油等需要見通し（いずれも2月時点）については、国際エネルギー機関（IEA）が2011年比0.9%増、OPECが同1.1%増、EIAが同1.5%増（2013年は前年比1.7%増）と、新興国需要の増加を背景に拡大する見込みであるが、欧州債務問題の深刻化などによる先進国需要の減少などから、昨年半ば以降、需要見通しの下方修正傾向が続いている。

今後の原油相場は、イラン情勢の緊迫化や、米国、欧州の金融緩和継続を背景に、投機マネーが流入しやすい状況が続くとみている。イラン情勢については、ホルムズ海峡が封鎖され、米国との武力衝突に発展（さらに長期化）するといった最悪の事態になる可能性は小さいとみているが、イラン産原油を他の産油国から代替調達する動きによって、OPECの余剰生産能力が一時的に大幅に減少することになるため、目先の原油相場の上昇圧力となろう。ただ、経済制裁に反対している中国などが価格交渉をしながら、イランからの輸入を増加させる可能性があるほか、リビアの生産も順調に回復しつつあることなどから、供給懸念による価格上昇は、2012年後半には落ち着いてくるとみている。当社では、中国を中心とする新興国景気は、春以降上向いてくると予想しており、原油価格を下支えするとみている。一方、欧州債務問題の緊迫化する場面が何度か発生するとみているため、WTI価格はその都度、振れが大きくなる展開が見込まれるが、2012年は、基本的に92～102ドル/バレル（2012年平均：98ドル/バレル）を中心とした推移となると予想している（2013年は年平均：101ドル/バレルを想定）。

百万バレル/日 （図表6-5）OPEC余剰生産能力

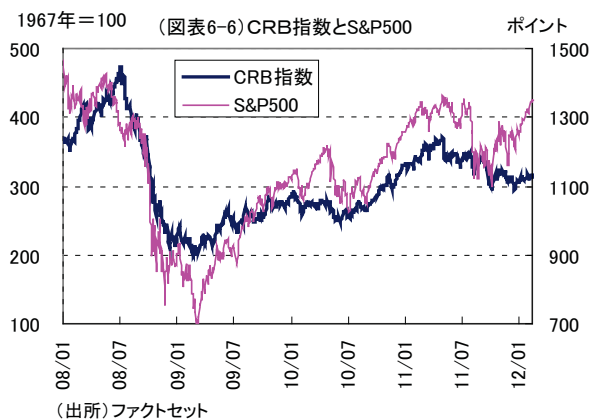


（２）その他商品市況は緩やかな上昇基調へ

主要国際商品指数であるCRB指数は、昨年4月末に2年7ヵ月ぶりの高値を付けたが、世界景気の減速や、欧州債務問題の深刻化に伴うリスク回避の動きによって、10月にかけては概ね下落基調で推移した。その後は、ほぼ横ばい圏（300～320）の動きとなっている（図表6-6、7）。

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。主要分野の動き（1月末現在）を見ると、過去1年間では、貴金属が+13.0%と上昇しているが、エネルギーが▲9.3%、産業素材が▲29.6%、穀物が▲12.2%と調整している。商品別でも、原油、金、銀以外は前年比で下落している（図表6-8）。

産業素材分野のうち、銅価格は、欧州債務問題を発端とする世界的なリスク回避の動きのな



かで、昨年9月の1ヵ月間に約25%下落した。その後は、LME在庫が減少基調に転じたこともあり、幾分持ち直している（図表6-9）。最大の銅消費国である中国景気は、春先以降持ち直し、銅輸入は徐々に回復するとみている。インドネシアやペルーなどでのストライキはひとまず沈静化し、供給懸念は和らいでいるものの、中国の銅輸入拡大により、需給はタイトな状況が続き、2012年末にかけて、銅価格は緩やかな上昇が続くとみている。

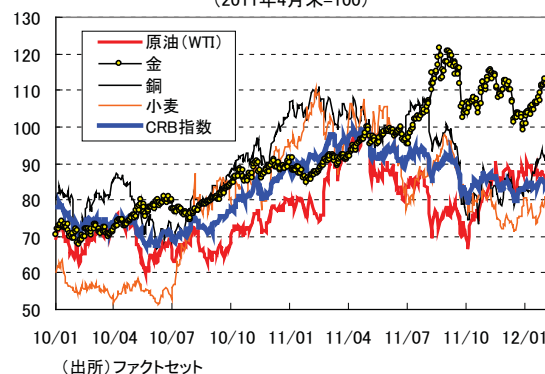
貴金属分野では、金価格が昨年12月末に再び1,600ドル割れの水準にまで下落したが、足元では再び価格を切り上げる展開となっている。今後も欧州の債務問題に対する懸念は燻ぶり続けると考えられることから、引き続き安全資産としての金の需要増が見込まれる。今後も振れやすい展開が続くとみられるが、2012年末にかけて、金はもう一段上昇するとみている。

穀物分野について見ると、小麦の生産量（2011/12年）は、ロシアなど旧ソ連諸国の干ばつからの回復による増産や、インドの豊作見込みなどから、史上最高となり、消費量を上回る見込みである。足元ではロシアが穀物の輸出制限に動く（輸出税導入）との観測が浮上しており、小麦価格が急騰するリスクがあるが、世界全体での在庫は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め、一時的な動きとなろう。一方で、トウモロコシ価格の上昇に伴う代替需要が下支えすることから、小麦価格は均せば横ばい圏での推移になるとみている。

トウモロコシは、価格上昇による作付意欲の向上により、世界的に作付面積が増加し、生産量（2011/12年）は史上最高となる一方、中国やブラジル等での飼料用需要の増加等から、消費量も増加し、生産量を上回る見込みである（米国農務省穀物等需給報告：2月9日発表）。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、底堅く推移するとみている。

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。また、中国を中心とする新興国景気も春先以降は徐々に上向いてくると予想しており、商品市況は上昇基調で推移すると予想する。ただ、急激な価格上昇は需要を抑制するほか、欧州債務問題の緊迫化が下押し要因として燻ぶり続けることから、上昇幅は緩やかなものにとどまろう。CRB指数（2月10日現在：312）の1年間の上昇率は10%程度と予想する。

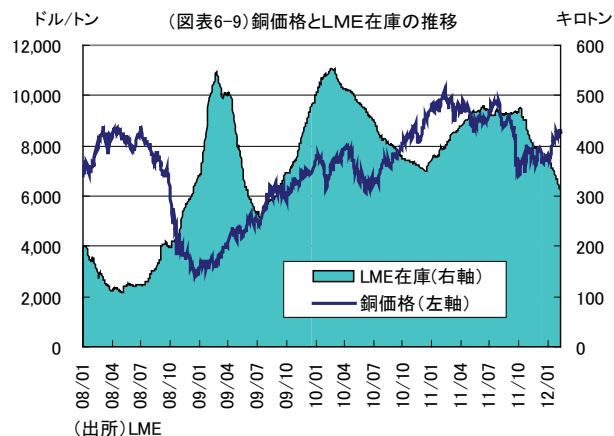
（図表6-7）主要商品価格とCRB指数の推移
（2011年4月末=100）



（図表6-8）主要商品の価格変動率（%）

		3か月間	6か月間	1年間
CRB		▲ 2.4	▲ 8.7	▲ 8.5
エネルギー	原油	5.7	2.9	6.8
	天然ガス	▲ 36.4	▲ 39.6	▲ 43.4
産業素材	銅	4.4	▲ 15.3	▲ 15.0
	アルミニウム	0.3	▲ 15.2	▲ 12.2
	ニッケル	6.3	▲ 16.7	▲ 23.9
	綿花	▲ 8.8	▲ 8.7	▲ 44.6
貴金属	金	0.7	6.7	30.3
	銀	▲ 3.2	▲ 17.1	18.1
穀物	大豆	▲ 0.7	▲ 11.5	▲ 15.1
	トウモロコシ	▲ 1.2	▲ 4.0	▲ 3.1
	小麦	6.0	▲ 1.0	▲ 20.8

（出所）ファクトセット ※2012年1月末時点の価格変動率



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。