

明治安田生命

2013－2014年度経済見通しについて

～ 堅調な景気回復も、デフレ脱却は展望できず ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2012年10－12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2013－2014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>2013年度</u> 2.2%	<u>2014年度</u> 0.6%
名目GDP成長率：	<u>2013年度</u> 1.6%	<u>2014年度</u> 1.5%

2. 要 点

- ①海外景気の回復と円安・株高進行を背景に、企業や家計の景況感が上向いている。今後は、輸出の回復、公共投資、消費税引き上げ前の駆け込み需要などの効果で、2013年度を通じ、堅調な景気回復が続くとみる。ただし、2014年度については、消費税引き上げの影響から、実質GDP成長率は大幅な鈍化を余儀なくされると予想する。
- ②個人消費は、雇用・所得環境の回復ペースが鈍いなか、消費増税前後の起伏を均せば、停滞気味の推移が続く。住宅投資は、復興需要の顕在化や消費増税前の駆け込み需要などから、来年度にかけて持ち直し傾向が続こう。設備投資は、円高修正による企業マインドの改善もあって増加基調の推移を予想。公共投資は、2012年度の大型補正予算や来年度予算の執行により、2013年度末にかけて、増加基調で推移するとみる。
- ③ただ、新政権の3本目の矢である成長戦略は、内容的にも踏み込み不足で、実行力にも疑問符が残る結果となる可能性が高く、デフレ脱却への展望は開けない状況が続くとみている。

〈主要計数表〉

	2012年度		2013年度		2014年度	
		2012/11時点		2012/11時点		2012/11時点
実質成長率	0.9%	0.8%	2.2%	1.3%	0.6%	0.4%
成長率寄与度・内需	1.8%	1.6%	2.1%	1.3%	0.2%	0.0%
・外需	▲0.9%	▲0.9%	0.2%	▲0.0%	0.4%	0.3%
名目成長率	0.0%	0.1%	1.6%	0.9%	1.5%	1.6%

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									
	2012年度	2013年度	2014年度	2012年度		2013年度				2014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	0.9%	2.2%	0.6%	-0.1%	0.4%	0.8%	0.8%	1.1%	1.2%	-1.3%	0.2%	0.2%	0.3%
前期比年率	0.9%	2.2%	0.6%	-0.4%	1.7%	3.1%	3.1%	4.5%	4.9%	-5.2%	0.7%	0.7%	1.0%
前年同期比	0.9%	2.2%	0.6%	0.1%	-0.9%	0.1%	1.9%	3.1%	3.9%	1.7%	1.2%	0.2%	-0.7%
民間最終消費支出	1.4%	1.5%	-0.8%	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	1.1%	1.5%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.1%
民間住宅投資	4.9%	6.0%	-4.6%	3.5%	1.0%	1.5%	2.1%	0.9%	-2.1%	-4.0%	-1.0%	1.0%	1.2%
民間設備投資	-1.4%	4.0%	2.1%	-2.6%	2.0%	2.5%	1.5%	1.6%	1.0%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
政府最終消費支出	2.4%	1.4%	1.2%	0.6%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%
公的固定資本形成	13.9%	5.6%	2.2%	1.5%	0.8%	1.9%	1.3%	1.0%	0.7%	0.5%	0.3%	0.1%	0.2%
財貨・サービスの輸出	-2.5%	2.0%	5.3%	-3.7%	0.8%	2.0%	2.0%	1.5%	1.7%	1.0%	1.2%	1.0%	1.1%
財貨・サービスの輸入	3.5%	0.7%	2.5%	-2.3%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
名目GDP	0.0%	1.6%	1.5%	-0.4%	0.3%	0.5%	0.7%	1.1%	1.2%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.3%
GDPデフレーター(前年比)	-0.8%	-0.6%	0.9%	-0.6%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.5%	-0.3%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2012年度	2013年度	2014年度	2012年度		2013年度				2014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	0.9%	2.2%	0.6%	-0.1%	0.4%	0.8%	0.8%	1.1%	1.2%	-1.3%	0.2%	0.2%	0.3%
民間最終消費支出	0.8%	0.9%	-0.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.7%	0.9%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.1%
民間住宅投資	0.1%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	-0.2%	0.5%	0.3%	-0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府最終消費支出	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	-0.1%	-0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	-0.9%	0.2%	0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
財貨・サービスの輸出	-0.4%	0.3%	0.8%	-0.5%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸入	-0.6%	-0.1%	-0.4%	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2012年度	2013年度	2014年度	2012年度		2013年度				2014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)	-2.6%	3.8%	1.7%	-5.9%	-4.0%	-0.9%	4.1%	7.5%	4.7%	2.5%	1.9%	1.7%	0.6%
消費者物価指数(前年比)	-0.3%	-0.0%	2.3%	-0.2%	-0.6%	-0.4%	-0.1%	0.1%	0.3%	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%
除く生鮮食品(前年比)	-0.2%	0.1%	2.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	0.2%	0.4%	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%
国内企業物価指数(前年比)	-1.1%	1.2%	3.6%	-0.9%	-0.7%	-0.0%	1.3%	1.7%	1.7%	3.4%	3.7%	3.6%	3.4%
完全失業率(季調済:平均)	4.3%	4.2%	4.0%	4.2%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	4.1%	4.0%	4.0%
無担保コール翌日物(期末値)	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%	0.09%	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)	82円	87円	88円	81円	90円	88円	84円	86円	88円	88円	88円	88円	88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▲0.1%（年率換算：▲0.4%）と、3四半期連続のマイナス成長になった。個人消費や住宅投資が堅調に推移したほか、公共投資もプラス寄与となったものの、輸出や設備投資の回復の遅れや、在庫調整の進展が押し下げ要因となった。

ただ、日本経済はすでに底打ちしている可能性が高い。米・中二大経済大国の景気回復と、円安進行を背景に、企業や家計の景況感は一転上向している。夏場にかけては、大型補正予算の効果が期待できるほか、消費税引き上げ前の駆け込み需要も徐々に顕在化が見込まれる。2013年度予算でも復興・防災対策には重点配分されており、復興需要も引き続き景気を下支えしていくとみられる。これらの効果があいまって、日本経済は、2013年度を通じ、堅調な回復基調が続くとみる。2014年度については、輸出の持ち直し傾向が続くとみられるものの、消費税引き上げの影響から、実質GDP成長率は大幅な鈍化を余儀なくされると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の回復ペースが鈍いなか、当面、緩慢な回復にとどまるとみているが、2013年度後半には消費増税前の駆け込み需要が見込まれる。住宅投資は、復興需要の顕在化や消費増税前の駆け込み需要などから、2013年度にかけて緩やかな持ち直し傾向で推移しよう。

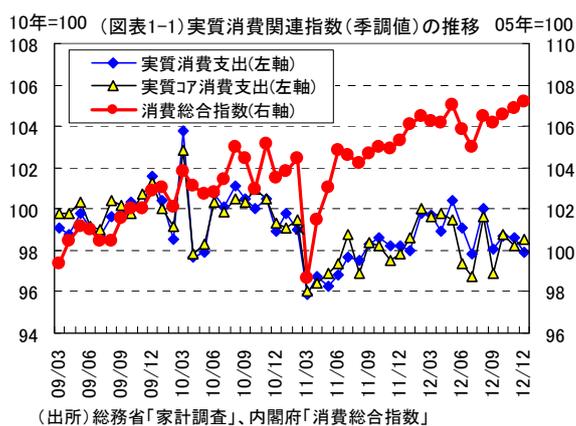
設備投資は、円高修正による企業マインドの改善もあって、1－3月期以降、増加基調に転じるとみている。公共投資は、大型補正予算や来年度予算の執行によって、2013年度末にかけて増加基調で推移するとみる。輸出は、米中景気の回復に伴い、1－3月期以降、徐々に持ち直してくるとみている。ただ、欧州景気の低迷に加え、日中関係悪化の影響も残ることから、春先にかけての回復ペースは緩慢なものとなろう。

日銀は現行の超金融緩和策を少なくとも2015年度まで継続すると予想する。

（1）当面の個人消費は緩慢な回復にとどまる

秋口以降の個人消費は、冬のボーナスが3年ぶりに減少するなど厳しい所得環境が続くなかでも、底堅く推移している（図表1-1）。全国的に平年を下回る気温低下が続いたことから、冬物衣料等の売上増加や、電気・ガス代、灯油等の光熱費の増加が押し上げたとみられる。一方、エコカー補助金の打ち切り（昨年9月21日）に伴う反動減から、乗用車を中心に耐久財は落ち込んでいる。ただ、今回のエコカー補助金（2011年12月～2012年9月）は2回目の導入ということもあり、販売店や購入者が、期限前に予算切れになるとの想定のもと、早めの対応を行ったため、1回目（2009年4月～2010年9月）に比べて、大規模な駆け込み需要は発生せず、その反動減は一巡しつつある。

消費関連企業の景況感を示す日経消費DI（1月調査）を見ると、「現在の業況判断DI」が3期連続の悪化となっている。ただ、「3ヵ月後の業況見通しDI」は、前回調査比+4ポイント改善となっており、足元の円高修正、株高を受けて、政権交代による消費への影響を肯定的に捉える姿勢が目立つ

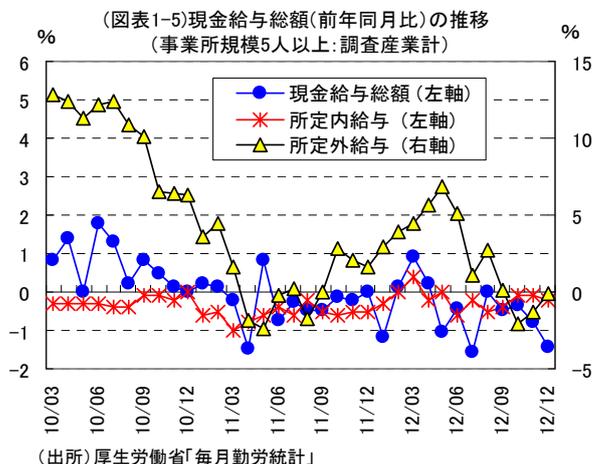
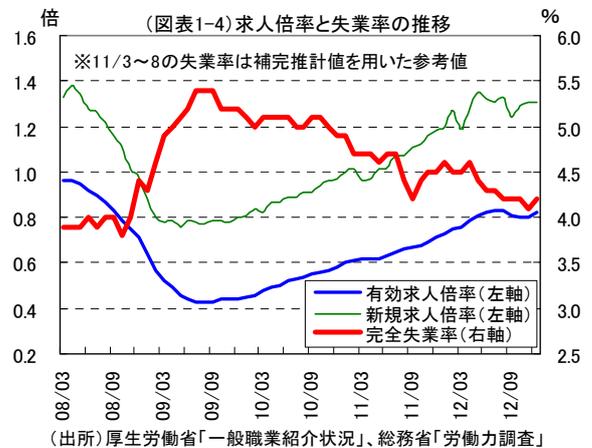
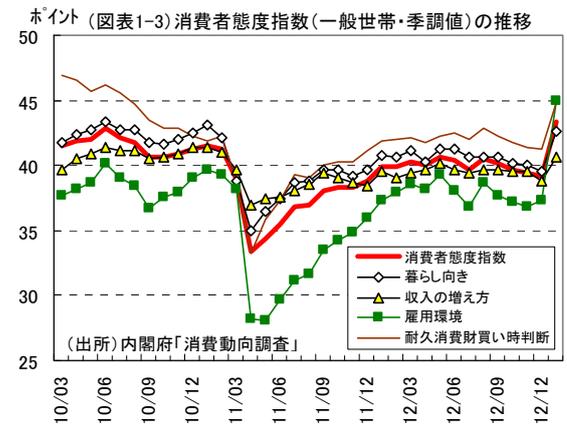
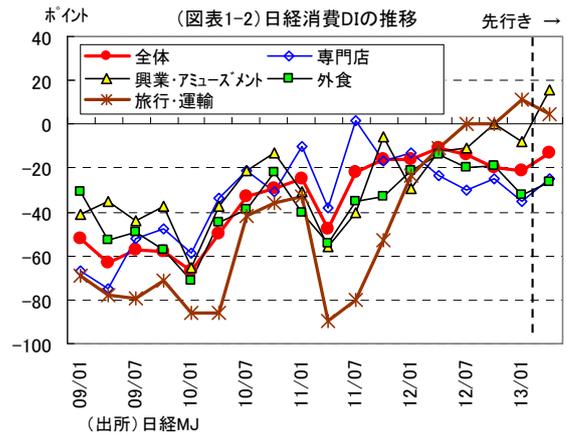


ている（図表1-2）。消費者態度指数（季調値）でも、冬季賞与の減少など、所得環境の悪化から12月まで4ヵ月連続の低下となっていたが、新政権の政策への期待などから、1月は大きく上昇しており、消費者マインドは改善しつつある（図表1-3）。

雇用環境は、リーマン・ショック後の2009年7月以降、緩やかな回復基調で推移してきたが、足元では足踏みしている（図表1-4）。12月の完全失業率（季調値）は4.2%と、前月から0.1%ポイント悪化した。一方、雇用の先行指標とされる新規求人数（季調値）は、昨年の夏場にかけて減少したものの、10月以降は3ヵ月連続で増加しており、先行きは改善に向かう可能性が示されている。ただ、新規求人数が増加基調で推移している建設や卸・小売において、足元の就業者数は減少しており、雇用のミスマッチから、新規求人の増加が雇用の拡大に結び付いていない可能性がある。新規求人の減少傾向が続く製造業は、今後、輸出の持ち直しに伴って、徐々に回復に向かうとみているが、家電メーカーの不振など、構造的な問題もあり、回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。

所得環境について、毎月勤労統計を見ると、昨年の夏場以降、現金給与総額（前年同月比）は減少基調で推移している。生産活動の低迷によって、所定外給与や特別給与が減少するなど、所得環境は厳しい（図表1-5）。足元の円高修正の動きなどから、2013年度の企業業績は、輸出企業などを中心に回復が見込まれるが、賃金へ反映されるのは、多くが2014年度以降とみられる。毎年の社会保険料率の引き上げなどによって労務費用が増加するなか、4月には改正高年齢者雇用安定法（65歳までの雇用義務付け）が施行されるが、これも、賃金抑制要因になるとみられるなど、当面所得環境の改善は期待できないだろう。

個人消費に関連する主な税制改正のスケジュールを見ると、消費税引き上げに伴う対応を除けば、減税効果があるものは、「孫への教育資金の贈与税非課税措置」、「贈与税率構造の緩和（最高税率の引き上げを含む）」のみと、増税計画が目白押しである（図表1-6）。足元の円高修正や株高などを背景に、消費者マインドは改善しつつあるが、雇用・



所得環境の回復ペースが鈍いなか、当面の個人消費は緩慢な回復にとどまると予想する。

一方、消費税引き上げに伴う対応としては、住宅ローン減税の延長・拡充が決定したほか、自動車取得税の見直しや、2015年10月（消費税率10%への引き上げ時）に軽減税率制度が導入される方向である。自動車取得税は、二段階で引き下げ、消費税10%の時点で廃止されるほか、エコカー減税も拡充される見通しである。金額的には、消費増税額にほぼ見合った減税額になる見込みであり、消費増税後の個人消費の反動減を和らげる効果がある。

当社では、消費増税前の駆け込み需要について、エコカー補助金や家電エコポイントなどによる需要先食いや、自動車取得税の引き下げなどの対応を勘案し、2兆円弱の規模と試算している（1997年4月

の消費増税時（3%→5%）の駆け込み需要の推計2兆円（内閣府推計）を若干下回る水準）。駆け込み需要は来年度後半から発生し、2013年度の実質GDP成長率を+0.3%程度押し上げるとみている。一方、2014年度は、駆け込み需要の反動減や消費増税など負担増による消費者心理の冷え込みも加わって、成長率を逆に▲0.5%程度押し下げるとみる。

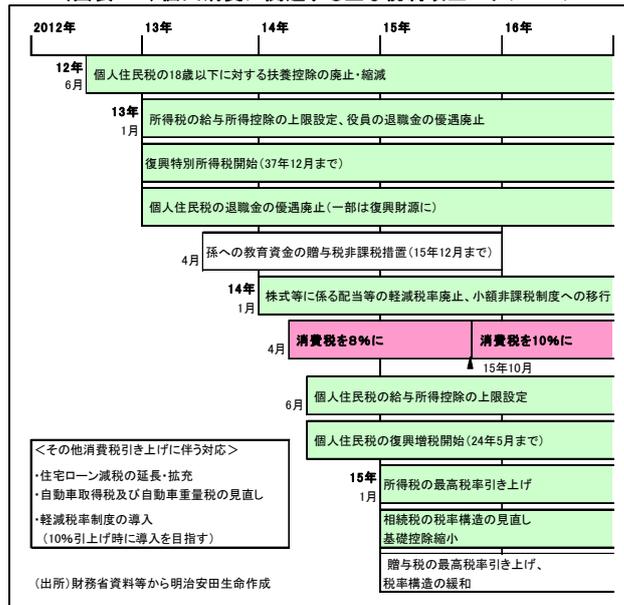
（2）住宅投資は緩やかな回復傾向が続く

新設住宅着工戸数（季調値）は、2011年の秋をボトムに回復基調が続いている（図表1-7）。昨年11月以降、前月比で2ヵ月連続の減少となったが、これは、「住宅エコポイント」対象工事の着工期限が10月末だったため、駆け込み需要が発生した反動減によるところが大きい。季調済年率換算戸数は、2011年度の総着工戸数（84.1万戸）を依然として上回って推移していることから、住宅着工は、緩やかな持ち直し傾向が続いているとみている。

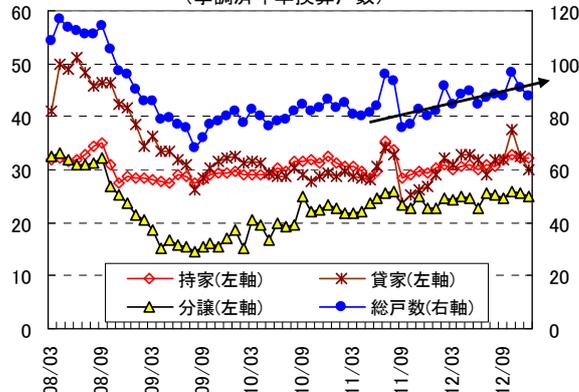
利用関係別に見ると、持家や貸家が堅調で、特に貸家は東北地方での復興需要や2011年の落ち込みが大きかった反動もあって、昨秋には大幅な伸びを示している。一方、分譲住宅のうち、特にマンションで弱めの動きが続いている。今後の住宅政策を見極めたいとの意向から、模様眺めの状況が続いているほか、建設資材や人手が不足することに伴う建設コストの上昇でマンション価格に割高感があることが背景にあるとみられる。

地域別の住宅着工戸数の推移を前年比で見ると、東北地区は4月をピークに鈍化しつつあったが、9

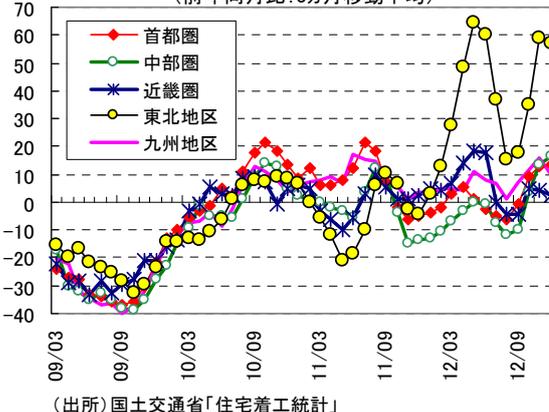
（図表1-6）個人消費に関する主な税制改正スケジュール



（図表1-7）利用関係別新設住宅着工戸数の推移（季調済年率換算戸数）



（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）



月以降、再び高い伸びを示している（図表1-8）。住宅着工における東北のシェアは、2010および2011年度ともに4.8%だったが、2012年度累計では6.5%となっており、復興需要の押し上げ寄与が顕著となっている。被災3県（岩手、宮城、福島）の震災後の住宅着工（11/4～12/12）は6.0万戸と、東日本大震災によって全壊した住宅12.5万戸（半壊23.1万戸）の48%となった。ただ、当該数値には、被災以外の着工も含まれていること、本格的な建て替え需要は、仮設住宅の入居期間経過後に出てくる可能性が高いことなどから、2013年以降も着工増が続くとみている。被災3県の全壊戸数は12.5万戸だが、すでに他の地域に移住している被災者も多いことなどから、復興需要による着工増は9万戸程度、このうち2013年度が約2.5万戸、2014年度が約2万戸と予想している。

今後は、2012年度税制改正で延長・拡充された「新規住宅取得資金の贈与税の非課税措置」などの住宅取得支援策や、住宅ローンの低金利環境による下支え効果に加え、消費税引き上げ前の駆け込み需要が出てくる可能性が高い。2013年度税制改正では、消費増税の影響を緩和・平準化する目的で、住宅ローン減税の延長・拡充が決定した。一般的な世帯の例として、住宅ローン3,000万円、建物価格2,500万円、金利3%を前提に試算すると、減税額の10年間累計と消費増税による負担増との比較ではそれほど大差がない結果となる（図表1-9）。

ただ、当初の支払金額は消費増税分だけ高くなることから、相応の駆け込み需要が発生するとみている。また、土地売買による所有権移転登記件数が5月以降増加基調であることから、駆け込み需要に備えて、マンション業者やパワービルダーなどを中心に分譲用地の仕入が進んでいる可能性が高いとみられ、供給業者の積極的な販売も駆け込み需要を後押しすると予想する（図表1-10）。駆け込み需要の時期については、前回の消費増税時には増税の2四半期前にピークを迎えていることから、今回も同様に2013年度の半ばにかけて駆け込み需要が発生し、2013年度の住宅着工を6%程度押し上げると想定している。

住宅市場は、今後、少子高齢化や世帯数の減少が見込まれるなか、住宅ストックの余剰感（空き家の増加）も高まっていることに加え、所得環境の改善も期待しにくい状況が続くとみていることから、中長期的には厳しい環境が予想される。こうしたなか、2014年は、住宅ローン減税拡充による下支え効果は続くものの、需要先食いによる反動減が避けられないとみており、停滞感を強める可能性が高いとみている。

（3）設備投資は回復へ向かうと予想

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）、資本財国内出荷（除. 輸送機械）、建築物着工床面積（非居住用）を見ると、いずれも回復の兆しが見えつつある（図表1-11）。まず、

（図表1-9）住宅ローン減税の概要

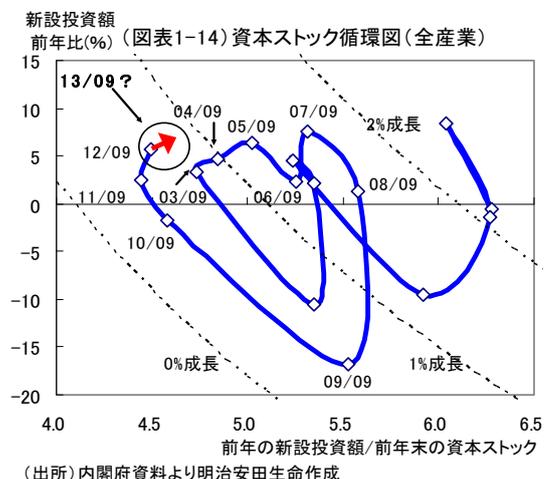
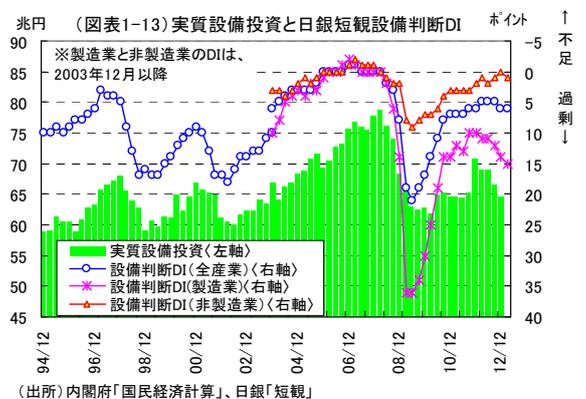
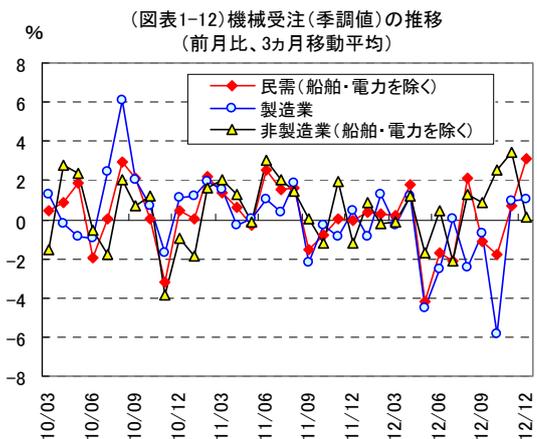
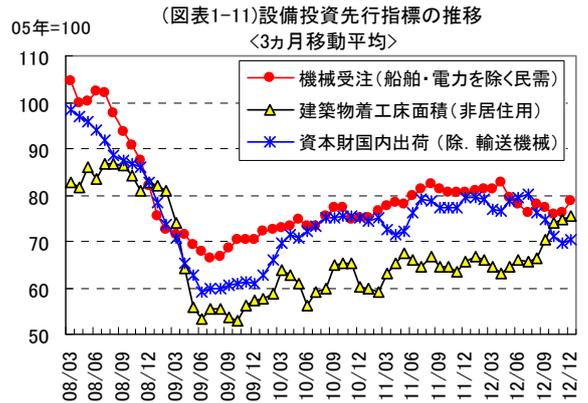
【現行】					
	入居年	控除期間	住宅ローン等の年末残高の限度額	控除率	最高控除額（累計）
長期優良住宅	2012年	10年間	4,000万円	1.0%	400万円
	2013年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
一般住宅	2012年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
	2013年	10年間	2,000万円	1.0%	200万円
【2014年以降(予定)】					
長期優良住宅	2014年1～3月	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
	2014年4月～2017年末	10年間	5,000万円	1.0%	500万円
一般住宅	2014年1～3月	10年間	2,000万円	1.0%	200万円
	2014年4月～2017年末	10年間	4,000万円	1.0%	400万円
【具体例】(当社試算)					
<前提>					
物件4,000万円(建物2,500万円、土地1,500万円)、新規借入3,000万円(35年返済、金利3%、元利均等返済)の場合					
<結果>					
2013年の入居の場合：消費税125万円、減税額10年間累計200万円					
2014年4月以降入居の場合：消費税200万円、減税額10年間累計約275万円					
差し引き、75万円増税、減税額の増加は10年間で約75万円となる。					
(出所)財務省資料より明治安田生命作成					



機械受注について、製造業、非製造業別に見ると、非製造業が相対的に堅調な推移を示している。12月単月ではマイナスとなったが、8月以降、主力業種である運輸・郵便業や金融・保険業がけん引しているほか、通信業も底堅い動きを示している。これに対して、製造業では、一般機械、電気機械、情報通信機械の主力業種が低調だったが、11月以降、2ヵ月連続のプラスとなるなど、回復の動きが出ている（図表1-12）。建築物着工床面積（非居住用）を見ても、9月以降、持ち直しの動きがみられる。コンビニなどの新規出店などから、特に、卸売・小売の伸びが目立っており、ここでも非製造業の堅調な動きが示されている。

12月調査の日銀短観では、2012年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース、含む土地投資額）が前年度比+7.1%と、9月調査の同+5.8%から上方修正された。製造業が同+7.3%と、9月調査の同+7.9%から小幅下方修正にとどまった一方、非製造業は同+7.0%と、9月調査の同+4.7%から上方修正された。経常利益計画（全規模・全産業ベース）が下方修正されるなど、厳しい経営環境のなかでも、設備投資は強気の計画を維持している。復興需要に加えて、老朽化した設備の更新投資、エコカー関連新製品、製品高度化、生産体制再構築、電力不足に対応した自家発電、省エネ機器の導入など、ここまで先送りされてきた設備投資を中心に、根強い需要があることが窺われる。

日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース）の推移を見ると、製造業の弱さを受けて、9月調査が+5、12月調査が+6、先行き3月の予測が+6と、このところ設備過剰感の緩和傾向が一服している（図表1-13）。ただ、非製造業だけであれば、12月のDIが±0と、すでに過剰感が解消されている。製造業についても、12月が+14、先行き3月の予測が+15と、過剰感が残るものの、足元の円安傾向を受け、輸出産業を中心に来期以降の業績回復見通しが高まっていることから、今後、DIは緩和の方向に向かうとみている。実質設備投資は、日銀短観における設備判断DIとある程度連動する傾向があることから、今後の設備投資は、増加基調に転じる可能性が高い。また、資本ストック循環図で、設備投資と



資本ストックの関係を見ると、日本の潜在成長率が1%を下回る環境が続いていることを受けて、新設投資額も弱めの動きで推移しており、資本ストックに対する新設投資額の比率は4.5%付近まで低下した(図表1-14)。こうしたストック循環的な動きからも、持ち直しに向かう可能性を強めているとみている。また、2013年度税制改正大綱では、生産等設備投資促進税制を創設、2年間の措置として、国内生産等設備への年間投資額が減価償却費を超え、かつ前年度と比較して10%超増加した場合、機械装置取得額の30%の特別償却または3%の税額控除が可能になるとしており、こうした政策も、慎重化していた企業のスタンスを後押しする可能性が高い。

1-3月期以降、設備投資は緩慢ながらも回復に向かい、2013年度は、前年比+5%程度にまで回復すると予想する。2013年以降の持ち直し局面の一巡後は、再び中長期的な成長力低下が意識され、更新需要への対応や技術・商品開発にかかる設備投資が中心となって伸び悩むとみている。

(4) 公共投資は増加基調が続く

(図表1-15) 主要な公共投資関連予算の動向

(単位:億円)

	2011年度予算				2012年度予算				2013年度予算	
	当初予算	1次補正	3次補正	合計(a)	当初予算	補正(注1)	合計(b)	(b)-(a)	当初予算(c)	(c)-(b)
公共事業関係費[一般会計]	49,743	12,019	14,734	76,497	45,734	35,520	81,254	4,757	52,853	▲28,401
地域自主戦略交付金等	5,056	0	0	5,056	2,403	0	2,403	▲2,653	0	▲2,403
その他公共事業関連費	0	7,786	8,955	16,741	0	0	0	▲16,741	0	0
東日本大震災復興特別会計	0	0	0	0	7,288	0	7,288	7,288	8,793	1,505
合計(国の予算)	54,799	19,805	23,689	98,293	55,425	35,520	90,945	▲7,348	61,646	▲29,299

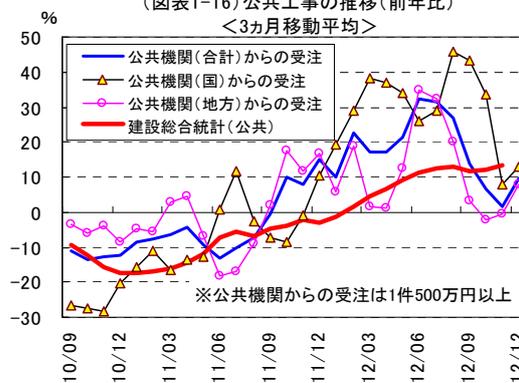
(注1)2012年度補正予算の内訳項目から公共事業関連費として集計した3.5兆円以外にも、公共投資向けが含まれるとみられ、合計5兆円程度と推計

(出所)財務省及び総務省のHPより明治安田生命作成

1月15日に2012年度の大型補正予算が閣議決定された(図表1-15)。国費の歳出規模が10.3兆円で、このうち公共投資は5兆円程度を占める。また、1月29日には2013年度予算案が発表され、一般会計の公共事業関連費が5.3兆円、東日本復興会計が0.9兆円で、合計6.2兆円となり、2012年度当初予算(5.5兆円)との比較では+11.0%の増加となった。東日本大震災復興・復興関連費の2012年度繰越分や復興特別会計による2012年度の押し上げ効果(当社では3兆円強と推計)が、年度末にかけて徐々に減衰へと向かうなか、今回の補正予算と2013年度予算の執行が続くことで、切れ目のない公共投資が続く見通しとなっている。

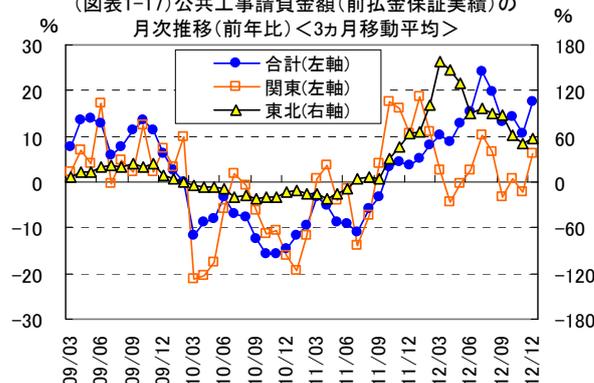
実際の工事の進行を反映する出来高(建設総合統計)から足元の動きを見ると、2012年5月以降は概ね二桁増で推移するなど、公共投資は増加基調を維持している(図表1-16)。出来高に先行する公共工事請負金額を見ると、昨年の夏場以降、伸びがやや鈍化する動きが見られたものの、足元では、再び増勢を強めている(図表1-17)。東北

(図表1-16) 公共工事の推移(前年比)
＜3ヵ月移動平均＞



(出所)国土交通省「建設総合統計」「建設工事受注動態統計」

(図表1-17) 公共工事請負金額(前払金保証実績)の
月次推移(前年比)＜3ヵ月移動平均＞



(出所)東日本建設業保証㈱

地区は依然として二桁増が続いている。復旧・復興の状況を見ると、応急段階から復旧・復興段階へと移行し、復興まちづくりなどの住環境整備へと移りつつあるとみられる。ただ、資材不足や人材不足といった供給面での制約から、工事の進捗が遅れている案件が多く存在する。復興庁が発表した復興関係予算（2011年度補正予算の繰越分と2012年度予算）の進捗を見ると、9月末の段階で、「インフラ等復旧、まちづくり」に係る区分では49.4%の執行率にとどまっている。こうした未執行分に加え、2012年度補正予算分と2013年度予算分の執行が続くことで、2013年以降も緩やかながら増加基調が続くとみている。復旧・復興投資は、2013年度の公共投資を4%程度押し上げると予想する。3月から補正予算の執行が本格化することで、公共投資は4-6月期に勢いを増すとみられるが、2012年の公共投資の増加でベースラインが上昇していることもあって、7-9月期以降は徐々に増加ペースが鈍化すると予想する。その後は2012年度の補正予算効果が相当程度減衰するものの、景気の断層を避けるために2014年初に再び公共投資を中心とした大型補正予算を編成する可能性が高いことから、2014年度にかけても、緩やかながら増加基調が続くとみている。

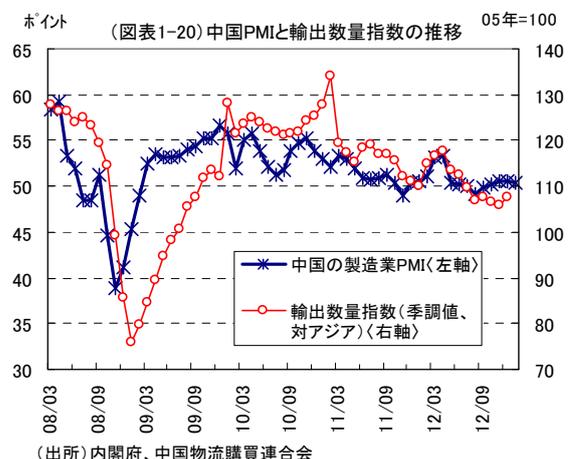
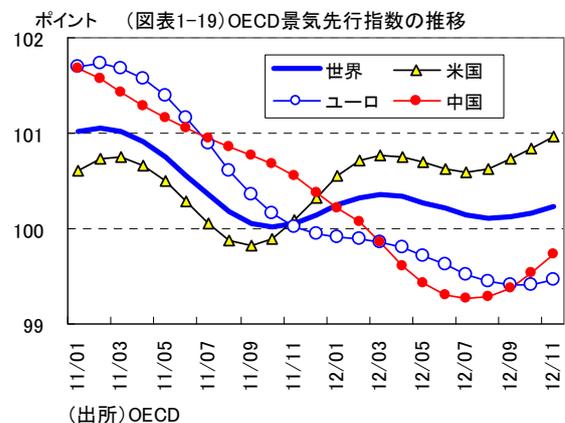
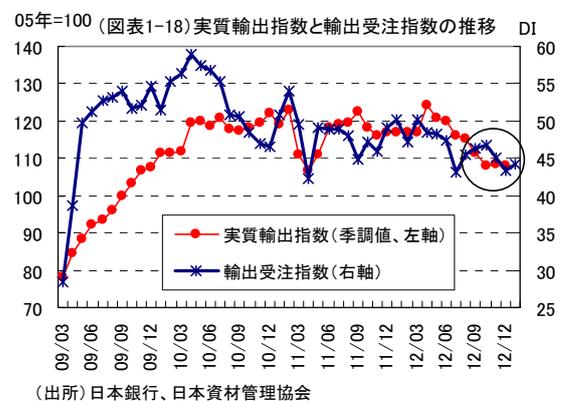
(5) 輸出は徐々に回復へ向かう

海外景気の減速や尖閣問題などを背景とする輸出環境の悪化から、実質輸出指数（季調値）は昨年4月以降、弱含みの推移となった。ただ、9、10月に前月比で大きく落ち込んだ後、11月は7ヵ月ぶりのプラスとなるなど、下げ止まりの兆しが見える（図表1-18）。先行指標である日本資材管理協会公表の輸出受注指数は、やや弱めながら、1月は3ヵ月ぶりに上昇しており、外需が持ち直しに向かう可能性を示唆している。

価格要因を除いた輸出数量指数（季調値）を見ると、12月は小幅ながら4ヵ月ぶりのプラス。主要地域別には、米国向けが上昇に転じたほか、昨年の夏場以降、輸出の減少の主因だったアジア向け、EU向けの減少も歯止めがかかりつつある。

日本の輸出相手先構成比（2012年金額ベース）は、アジア向けが55%（中国・香港：23%、韓国：8%、台湾：6%、ASEAN：16%）と過半を占め、次いで米国が18%、EUが10%となっており、日本の輸出はアジア、とりわけ中国景気の動向に大きく左右される構造となっている。OECD景気先行指数を見ると、下降局面が続いていた中国は、昨年8月以降に上昇基調に転じており、すでに景気の回復局面に入っているとみられる（図表1-19）。また、米国は緩やかながら上昇基調が続いているほか、ユーロ圏も底打ちの兆しが見える。

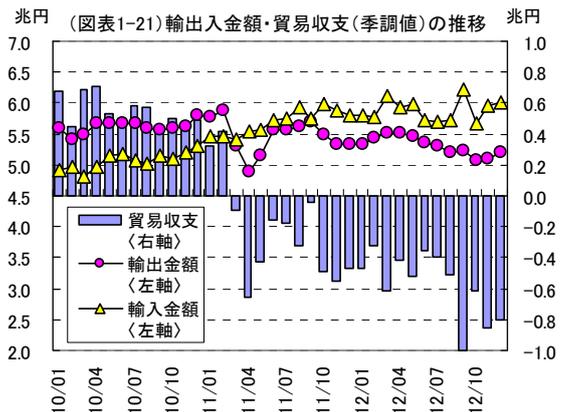
日本のアジア向け輸出は消費財のウェイトが低く、生産財や資本財が大半を占め、同地域、とり



わけ中国の鉱工業生産との相関が高い。中国の製造業 PMI の推移を見ると、昨年 8 月を底として、緩やかながら上昇基調で推移している（図表 1-20）。また、世界有数の半導体生産拠点である台湾の生産活動や輸出受注は持ち直し傾向にあり、世界的な IT サイクルが回復しつつある可能性がある。実質実効為替レートの変動を見ると、昨年末の政権交代以降は、円高修正の動き（2012 年：▲10.7%）がみられ、輸出をサポートする要因となろう。

今後の輸出については、米中を中心とする海外景気の緩やかな回復を背景として、徐々に持ち直していくとみている。ただ、欧州景気の低迷に加え、日中関係の悪化の影響も残ることから、目先の輸出の回復ペースは緩慢なものになると予想する。

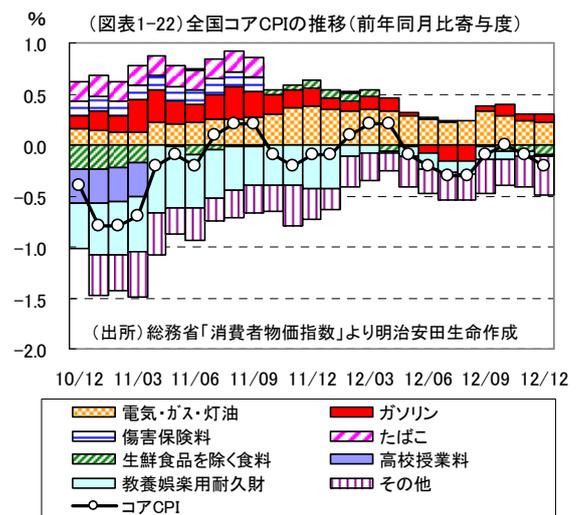
2012 年の貿易収支は▲6.9 兆円と、2 年連続で貿易赤字となった。赤字額は前年の▲2.6 兆円から大幅に拡大し、過去最大となった。輸出が 65.5 兆円から 63.7 兆円に 1.8 兆円減少（▲2.7%）し、輸入は 68.1 兆円から 70.7 兆円に 2.6 兆円増加（+3.8%）した。輸入金額については、昨年に引き続き、LNG や原油の増加額が大きい。原発の再稼働がなかなかできないなか、足元の円安や価格の先高観もあって、今後も LNG や原油の輸入金額の減少は見込めない状況である。月次ベースの貿易収支（季調値）は、震災以降、22 ヶ月連続で赤字が続いている（図表 1-21）。現状の輸入金額（季調値）を前提として、貿易収支を黒字化させるためには、輸出金額を足元の水準よりも約 15%も増加させる必要がある。輸出が急増する局面では原材料費等の輸入も増加するため、当面、貿易赤字が続く状況は変わらないとみている。



（出所）財務省「貿易統計」

（6）デフレ傾向が続く

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、10 月を除けば 5 月以降マイナスが続いている（図表 1-22）。2012 年平均のコア CPI も前年比▲0.1%と、4 年連続のマイナスとなった。電気料金やガソリンなどのエネルギー価格が上昇し、物価の押し上げに寄与したものの、それ以外の家庭用耐久財、教養娯楽サービス、住居などが押し下げ圧力となる傾向が続いた。一般物価の動向を示す食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合指数（以下、コア CPI）を見ると、12 月単月が同▲0.6%と 48 ヶ月連続のマイナス、2012 年平均でも▲0.6%と 4 年連続のマイナスとなり、デフレ傾向から脱却できない状況が続いている。



（出所）総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

デフレ圧力は、慢性的な需要不足が大きく影響している。当社では、2012 年 10-12 月期の需給ギャップは▲2.9%程度、年間 15 兆円程度の需要不足と試算しており、マイナスの需給ギャップ（デフレギャップ）は依然として大きい（図表 1-23）。2013 年度には、輸出の持ち直しや消費税率引き上げ前の駆け込み需要などから、潜在成長率（0.8%程度と試算）を上回る成長を遂げるとみて

いるが、2014年度については、その反動から低成長を余儀なくされることが予想され、デフレギャップの解消は容易ではない。

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、急速な少子高齢化などに伴い、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、規制緩和の遅れとも相俟って、新たな経済構造への転換に時間がかかっていることが指摘できる。

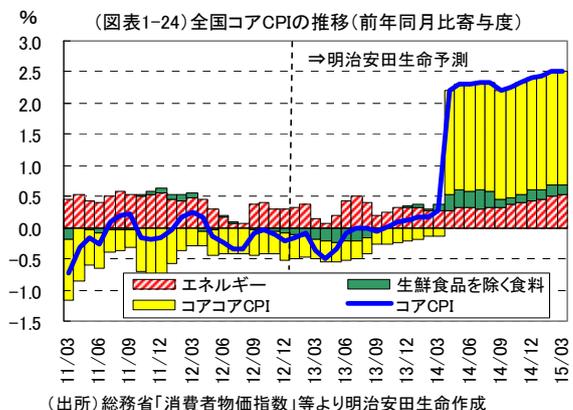
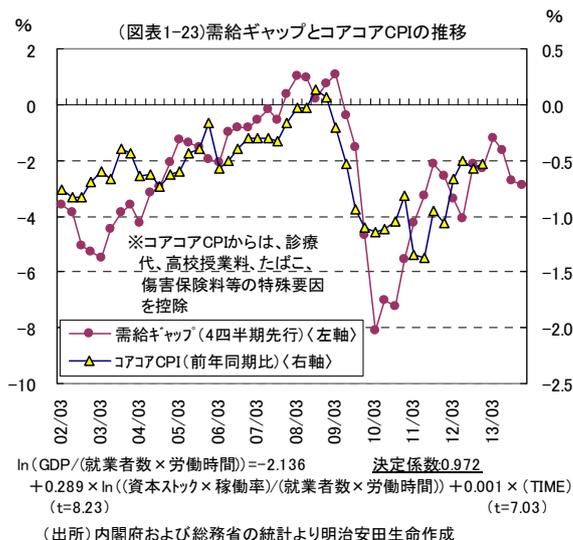
今後、原油等商品価格の上昇で、電気料金値上げや食料品価格が押し上げられる可能性があるものの、こうした商品価格の上昇による物価の押し上げは、構造的課題を解決に導くものではなく、デフレギャップの縮小に繋がらないとみており、物価下押し圧力が根強く残ると予想する。こうした状況において、2013年度にかけてのコアコアCPIは、大型補正予算などの各種経済対策による押し上げ効果から、緩やかに上昇方向へ向かうと考えられるものの、依然としてプラス基調が見通せる状況にはない。コアCPIについても、引き続きエネルギーや穀物など商品価格の動向に大きく左右される可能性が高い。2013年度前半は2012年度前半に原油価格が高止まりしていた反動から、エネルギー価格による物価の押し上げ幅が縮小する可能性が高く、小幅なプラス圏で推移するとみている(図表1-24)。また、2014年度は、消費税率が5%から8%に引き上げられることによって、コアCPIの前年比が1.8%程度押し上げられると予想している。

(7) 新総裁の元でもデフレ脱却は困難

1月21, 22日に実施された金融政策決定会合では、2%のインフレ目標と、オープンエンド方式の金融緩和(正式名称は「期限を定めない資産買い入れ方式」)が導入された。オープンエンド方式のもとでは、買い入れ額の目標はストックから毎月のフローに変わる。現行の残高方式の積み上げが期限を迎えた後の2014年からスタートする。

月間買い入れ額は13兆円で、長期国債が2兆円、短期国債が10兆円程度とされた。これにより、基金の残高は、2014年の年間で10兆円程度増加するとのことである。もっとも、2013年については、目標残高ベースで、2012年末から長期国債は20兆円、短期国債は15兆円、合計35兆円の積み増しが予定されていることから、2014年の積み増しペースは前年の3分の1以下に減速することになる。今後の積み増し余地を残した形で、次回の追加緩和からは、毎月の買い取り金額を増額していくことになろう。新総裁の就任後は、オープンエンドの開始時期を早めるという選択肢もあろう。

一部で期待されていた日銀当座預金の超過準備の付利の引き下げ・撤廃は実施されなかったが、今後もハードルは高い。白川総裁は会合後の定例会見で、市場機能の低下、金融機関の経営への悪



影響、流動性不安台頭の可能性等を理由として挙げている。また、ただでさえ札割れを起こしている量的緩和の継続を余計難しくするという意味で、基本的に包括緩和とは相容れない政策であることから、包括緩和を止めるのでなければ、たとえ総裁が変わった後でも実施の可能性は低い。

日本経済の問題は、単なる需要不足ではなく、高齢化および企業の生産性の伸び低下に伴う、潜在成長率の低下である可能性が高い。これが家計や企業の成長期待の低下につながり、ある意味自己実現的に低成長、デフレの長期化として跳ね返ってきている。潜在成長率は供給サイドの問題であり、いかに金融緩和を進めたところで、あるいはいくら従来型の公共投資を積み上げたところで引き上げることはできない。デフレ脱却を実現するためには、多少時間はかかっても、規制改革を徹底的に進め、民間産業の活動できる分野のフロンティアを伸ばし、医療・介護、農業、教育といった分野の眠れる需要を掘り起こし、民間主導で産業構造の変革を図っていくしかないと考える。高齢化で内需はどのみちある程度縮小を覚悟せざるをえないなか、海外、とりわけ新興国の成長力を取りこむ努力も必要で、TPP参加も必要不可欠である。

したがって、デフレ脱却のためには、日銀もさることながら、むしろ政府の手腕が問われることになる。ただ、TPPで早くも党内に不協和音が出てきているように、政府が必要な改革を進められるかどうかについては不透明感が強い。結局、政府の政策は、公共投資の拡大という従来型の財政政策に偏る一方で、日銀の金融政策はどんどん財政ファイナンス的な性格を強めるという、望ましくない方向に進む可能性も低くない。これでは、短期的な経済成長率の押し上げは可能になるとしても、政策効果は長続きせず、デフレ脱却もできず、財政リスクは蓄積される一方ということになってしまう。いずれにしても、予測期間中に、デフレ脱却への展望が開ける可能性は高くないとみている。

(8) シナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、3つのサブシナリオを想定。それぞれの概略と相場予想は下記のとおり。

<メインシナリオ> 堅調な景気回復も、デフレ脱却は展望できず(示現確率：55%)

輸出回復に加え、大型補正予算の効果、消費税引上げ前の駆け込み需要などから、日本の景気は年度を通じて堅調な回復基調をたどる。ただ、アベノミクスの3本目の矢である成長戦略は内容的に踏み込み不足で、実行力にも疑問符が残る結果となり、デフレ脱却への展望は開けない状況が続く。株価は、過度な政策期待の反動に加え、欧州債務問題再燃への懸念などから、年央にかけて調整リスクを見込む。為替も円高への揺り戻し局面があると予想。長期金利は上がりにくい状況が続く。

日経平均レンジ：9,000円～12,500円

10年国債利回りレンジ：0.65%～1.05%

ドル・円レンジ：80円～100円、ユーロ・円レンジ：110円～135円

<サブシナリオ1> 「アベノミクス」大成功でデフレ脱却へ(示現確率：20%)

アベノミクスへの期待で、円安・株高トレンドが続く。米・中景気も順調に回復、欧州債務問題解決に向けた取り組みも順調に進展し、世界経済の安定度は高まる。企業収益のV字型回復に加え、インフレ期待の定着によって実質金利が低下、企業の設備投資意欲が回復する。13年度末にかけて

は、再度の大型景気対策により、消費増税後の景気の断層を最小限にとどめる。CPIは、2013年度後半以降、徐々に上昇の兆しが見え始め、デフレ脱却への展望が開ける。

日経平均レンジ：10,000円～13,500円

10年国債利回りレンジ：0.75%～1.20%

ドル・円レンジ：85円～105円、ユーロ・円レンジ：115円～145円

<サブシナリオ2>財政不安の台頭で金融市場が混乱(示現確率：15%)

「アベノミクス」の成功でデフレ脱却への期待が高まるも、長期金利上昇に伴う利払い費の増加が逆に財政リスクとして意識され始める。世界景気の順調な回復に伴い、日本国債の安全資産としての希少価値が相対的に低下することも需給悪化に拍車をかけ、日本の財政再建の実現性に対する投資家の疑念が急速に広がる。金融市場では、株安、債券安、円安のトリプル安となり、景気は再び失速へ。金利の高止まりは容易に解消せず、スタグフレーション的な状況が長期にわたって続く。

日経平均レンジ：7,500円～12,000円

10年国債利回りレンジ：0.70%～2.50%

ドル・円レンジ：85円～120円、ユーロ・円レンジ：115円～160円

<サブシナリオ3>欧州債務問題の深刻化、ユーロ崩壊の危機(示現確率：10%)

欧州周辺国で無秩序なデフォルトが勃発。一部中核国の国債にも売りが波及し、破たんする金融機関が続出する。ECBは、大々的な国債買い取りに踏み切るも、事態の收拾は困難を極める。新興国景気も失速し、世界同時不況へ。金融市場は、ユーロが早晚崩壊するとの見通しを織り込む。

日経平均レンジ：7,000円～12,000円

10年国債利回りレンジ：0.50%～0.90%

ドル・円レンジ：70円～95円、ユーロ・円レンジ：90円～130円

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▲0.1%と、14四半期ぶりのマイナス成長となった。1-3月期以降は、減税措置の一部終了などの影響で、しばらく低めの伸びにとどまる見込み。ただ、雇用環境は改善傾向を保っているほか、緩和的な金融環境が続いていることから、2013年央以降は緩やかな景気回復が続くと予想する。

個人消費は、実質増税によって当面減速を余儀なくされるとみるが、家計のバランスシート調整圧力の緩和などを背景に、春先以降は、徐々に持ち直しに向かうとみる。住宅市場は、すでに大きく低下した住宅ローン金利などに支えられ、堅調な回復が続くと予想する。

設備投資は、歳出の強制削減などへの懸念が徐々に和らぐとみており、回復傾向が続くと予想する。輸出は、新興国向けの輸出に支えられ、今後は持ち直すとみる。

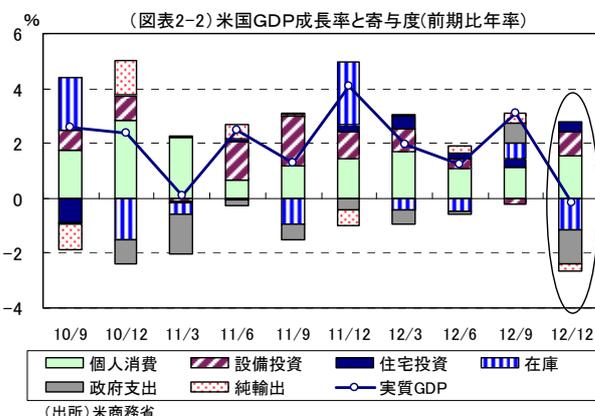
FRB（米連邦準備制度理事会）は異例の低金利を少なくとも失業率が6.5%を下回るまで継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは、2015年後半と予想する。

（図表2-1）米国実質GDP成長率予測

(前期比年率)	暦年ベース				2013年				2014年			
	2012年	2013年	2014年	12/12	13/3	13/6	13/9	13/12	13/3	13/6	13/9	13/12
実質GDP	2.2%	1.6%	2.3%	-0.1%	1.3%	1.9%	2.3%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.2%
個人消費支出	1.9%	1.6%	2.2%	2.2%	1.0%	1.4%	1.9%	2.2%	2.2%	2.4%	2.4%	2.5%
住宅投資	11.9%	11.9%	10.7%	15.3%	9.9%	10.9%	12.8%	12.1%	11.2%	9.8%	8.5%	7.8%
設備投資	7.7%	4.4%	4.8%	8.4%	3.1%	5.2%	5.8%	5.8%	5.0%	4.2%	3.3%	3.3%
在庫(寄与度)	0.2%	-0.1%	0.1%	-1.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	0.0%	0.1%	0.0%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
輸出	3.2%	1.1%	3.6%	-5.7%	2.1%	2.8%	3.0%	3.7%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%
輸入	2.5%	0.6%	3.0%	-3.2%	1.2%	1.8%	2.3%	2.7%	3.2%	3.5%	3.5%	3.6%
政府支出	-1.7%	-1.6%	-1.6%	-6.6%	-1.0%	-1.1%	-1.2%	-1.7%	-1.7%	-1.7%	-1.8%	-1.8%
内需	2.2%	1.5%	2.3%	0.4%	1.2%	1.8%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%
国内最終需要	2.1%	1.6%	2.1%	1.6%	1.2%	1.7%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%

（1）10-12月期は景気回復ペースが鈍化

10-12月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率▲0.1%と、14四半期ぶりのマイナス成長となった（図表2-2）。需要項目別に見ると、個人消費は同+1.6%→+2.2%と、自動車・部品などが堅調に伸びた結果、2四半期連続でプラス幅が拡大。住宅投資は同+13.5%→+15.3%と、住宅ローン金利が歴史的な低水準で推移していることなどを背景に、2四半期連続で二桁の伸びとなった。設備投資も同▲1.8%→+8.4%と、機械・ソフトウェアが大きく伸び、2四半期ぶりに増加した。一方、輸出は同+1.9%→▲5.7%、輸入も同▲0.6%→▲3.2%と、ともに減少。輸出の減少幅が大きかったため、純輸出の成長率全体に対する寄与度は+0.4%→▲0.3%と、4四半期ぶりのマイナス



寄与となった。在庫投資の成長率全体に対する寄与度も+0.7%→▲1.3%と、2四半期ぶりにマイナスに転じた。大幅な減税措置の失効と歳出の強制削減が重なる「財政の崖」への懸念などから、企業は在庫の積み増しに慎重になったとみられる。政府支出は前期比年率+3.9%→▲6.6%と、国防費が大幅に削減された結果、2四半期ぶりに減少した。

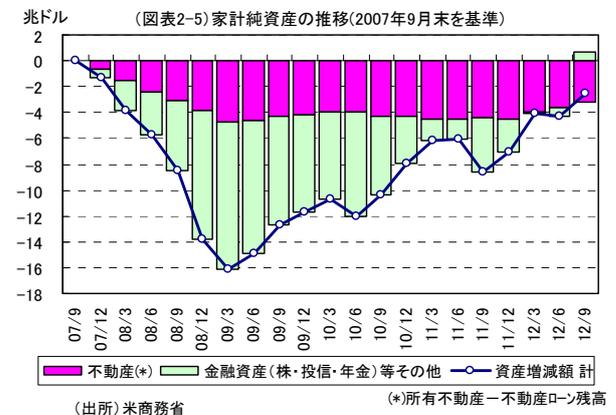
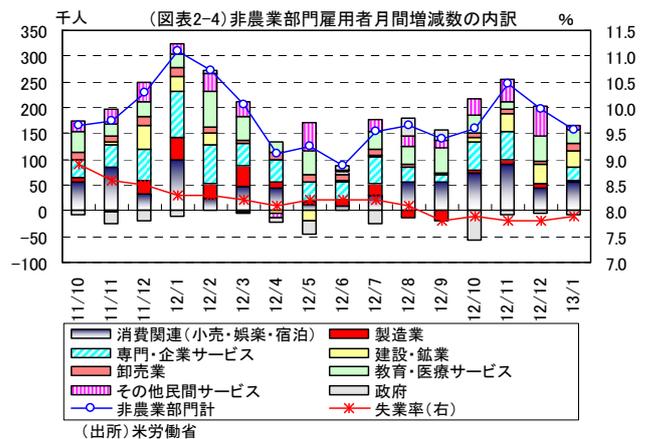
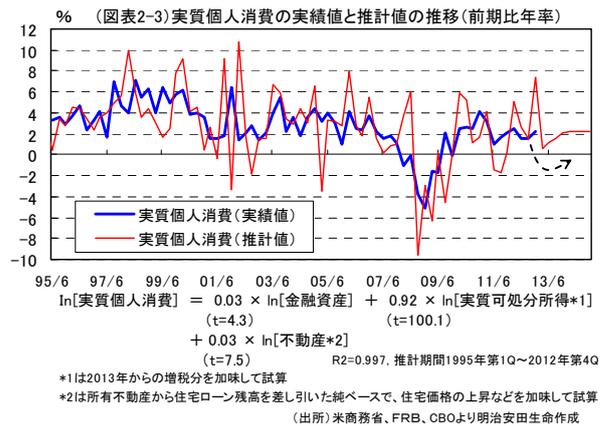
1-3月期以降は、給与税の減税措置が打ち切られたことなどから、実質GDP成長率が1%台にとどまると予想する。ただ、雇用環境は改善傾向を保っているほか、緩和的な金融環境が続いていることから、7-9月期以降は2%台の成長を取り戻すとみている。

(2) 個人消費は春先以降徐々に持ち直しへ

米国の個人消費は、2009年央以降、緩やかな回復が続いている(図表2-3)。背景には、雇用・所得環境の改善や、株価上昇に伴う資産効果などがある。

1月の雇用統計では、非農業部門の雇用者数が前月比+15.7万人と、7ヵ月連続で10万人を上回った(図表2-4)。民間雇用者増加数の推移を見ると、中小企業を中心に非製造業が雇用回復を下支えしている。「財政の崖」への懸念が高まるなかでも、小売や宿泊・娯楽を合わせた消費関連業種や、教育・医療サービス、専門・企業サービスといった業種の雇用が底堅く推移している。住宅市場の改善を背景に、今後は住宅関連業種も雇用回復を下支えするとみる。

これまで個人消費の回復を阻害してきた家計のバランスシート調整も進展している(図表2-5)。家計資産の増減額の推移を見ると、リーマン・ショック後の株価上昇を受け、家計の金融資産(株・投信・年金の合計)は、2007年9月末のピークからの減少分をすでに取り戻した。家計の所有不動産から不動産ローン残高を差し引いた純ベースでの増減額で見ると、不動産資産価格は不動産ローン残高を下回った状況が続いているが、住宅価格の上昇を背景に、マイナス幅(所有不動産-不動産ローン残高)は改善傾向が続いている。直近公表



(図表2-6)「財政の崖」の回避策

年収45万ドルを下回る世帯(個人は40万ドル)を対象に減税措置が恒久化(年収45万ドルを超える富裕層は、最高税率が35%→39.6%へ引き上げ)
年収45万ドルを超える富裕層は、キャピタルゲイン・配当税率を15%→20%へ引き上げ
一人当たり500万ドル超の遺産税(相続税)は税率を35%→40%へ引き上げ
200万人を対象とした失業保険延長給付を1年延長(年200億ドル前後)
給与税の減税措置打ち切り(税率を4.2%→6.2%へ引き上げ、年1,100億ドル前後)
合計 2,000億ドル前後

(出所)米議会予算局(CBO)等から明治安田生命作成

されている7-9月期のマイナス幅は前期比▲10.7%と、3四半期連続で大幅な縮小となった。

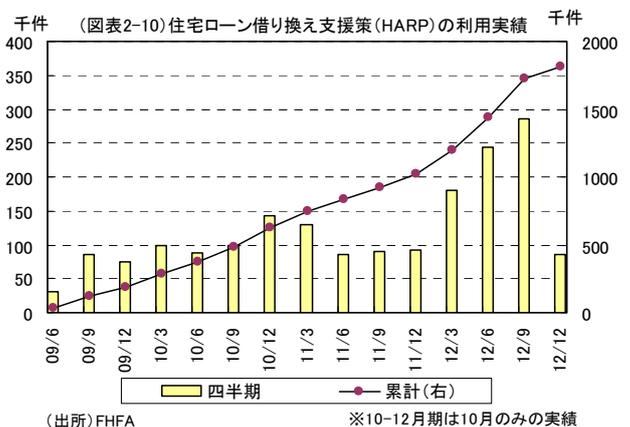
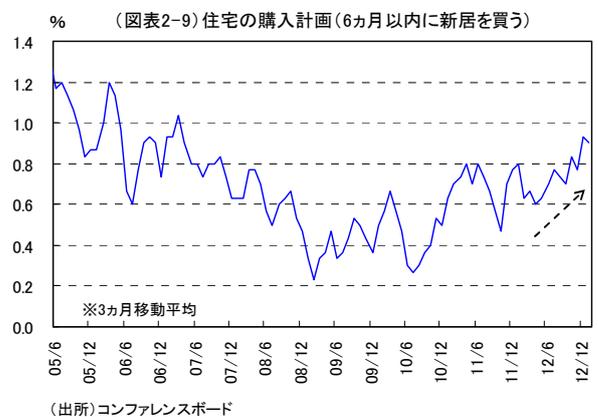
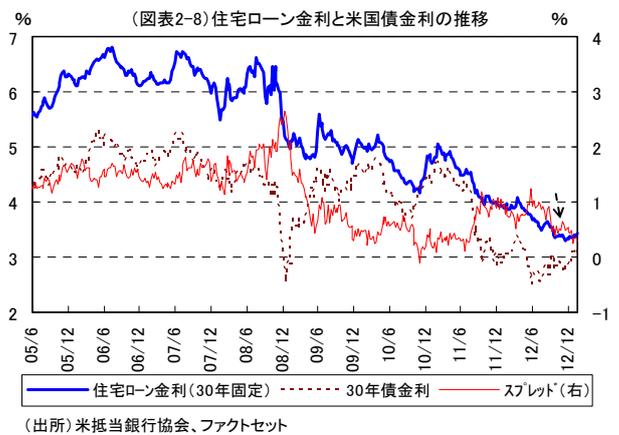
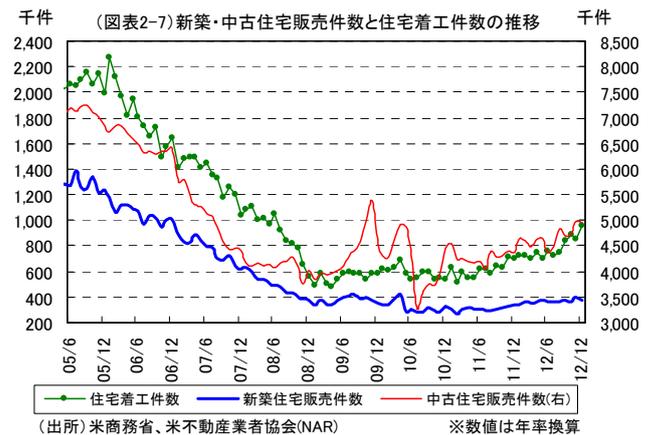
一方、財政の崖を巡る与野党協議の結果、給与税の減税措置が昨年末で打ち切られたほか、世帯年収が45万ドル（個人は40万ドル）を超える富裕層への所得税率が引上げられたことや、配当やキャピタルゲインなどへの課税が強化されたことなどは個人消費の下押し要因である（図表2-6）。その規模は合計2,000億ドル前後で、当社試算では、2013年の実質GDP成長率を▲0.9%程度押し下げる。中低所得者層向けの減税措置が恒久化されたものの、個人消費は当面減速する可能性が高い。ただ、雇用・所得環境が堅調に回復していることや、住宅価格の上昇による家計のバランスシート改善などが押し上げ要因となることから、春先以降の個人消費は徐々に持ち直しに向かうと予想する（図表2-3）。

（3）住宅市場は堅調な回復が続くと予想

米住宅市場は、2011年の秋以降、持ち直し傾向が続いている。12月の住宅着工件数は年率換算で95.4万件と、4年半ぶりの水準となった（図表2-7）。販売件数を見ても、新築住宅販売件数がゆっくりと上向いているほか、中古住宅販売件数は振れを伴いながらも、均せば回復傾向が続いている。

要因としては、住宅ローン金利が2011年後半以降大幅に低下したことが大きい（図表2-8）。2012年9月に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、FRBは終了期限や購入総額を定めない形（オープンエンド方式）でMBSを追加購入することを決定した。これに伴い、昨年の秋口以降、住宅ローン金利と米国債とのスプレッドは縮小傾向が続いている。米コンファレンスボード（米産業審議会）発表の消費者信頼感指数のうち、住宅購入計画（6ヵ月以内に住宅購入を計画している人の割合）を見ると、2011年後半以降は上昇傾向で推移しており、FRBによって実現した緩和的な金融環境が住宅購入意欲の向上につながっている（図表2-9）。

調査会社のコアロジック社によれば、所有不動産の資産価格が住宅ローン残高を下回っている家計は約1,100万世帯にのぼっており、これらの世帯



は住宅の売却や借り換えが困難になっている。米政府は、こうした世帯への支援策として、住宅ローンの借り換え支援プログラム（HARP）を2009年に導入した。同プログラムの利用者は使い勝手の問題から当初は伸び悩んでいたが、2011年に借り換え時の住宅価格に対する住宅ローンの割合

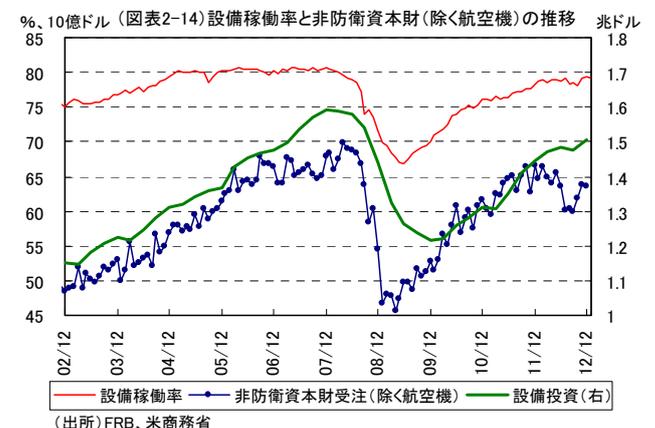
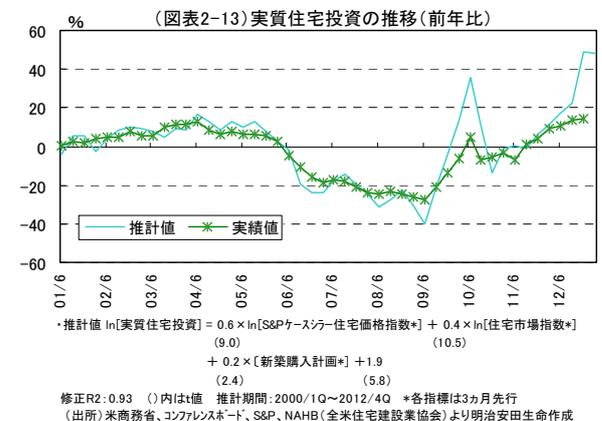
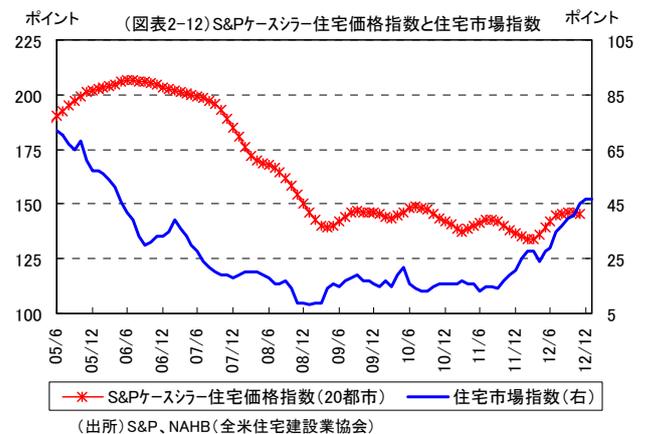
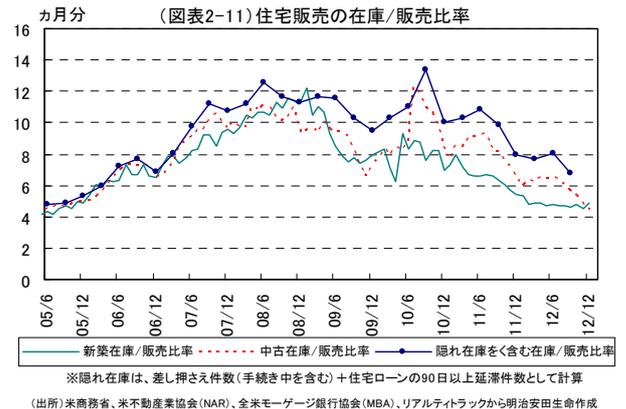
（LTV）の条件が撤廃されたことなどから、2012年以降は利用者が急増している（図表2-10）。足元の利用実績は累計約180万人まで増加し、現状のペースが続けば、当初の見込みの500万人に達するまで、2年半前後の計算になる。より低い住宅ローン金利への借り換えが進むことによって、家計の返済負担が和らいでいるとみられる。

在庫調整にも進展が見られる。12月の在庫/販売比率を見ると、新築は4.9ヵ月分、中古は4.4ヵ月分と、ともに住宅バブル崩壊前の4ヵ月台まで低下している（図表2-11）。大量の差し押さえ物件や、住宅ローンの延滞債権などの差し押さえ予備群が中古住宅の隠れ在庫となっていることは懸念材料であるが、当社試算では、隠れ在庫を含む中古在庫/販売比率は6.7ヵ月と、2010年の秋口以降、低下傾向が続いている。

在庫調整の進展を背景に、住宅価格も上昇基調が続いている。11月のS&Pケースシラー住宅価格指数（20都市、季調済）は前月比+0.6%と、10ヵ月連続の上昇となった（図表2-12）。全米住宅建設協会（NAHB）が発表する住宅市場指数（建設・不動産業者の景況感指数）を見ても、2011年の秋口以降、上昇傾向が続いている。S&Pケースシラー住宅価格指数、住宅市場指数、6ヵ月先の住宅購入計画を説明変数とした実質住宅投資の当社推計では、今後の回復ペースは加速する可能性が示される（図表2-13）。きわめて緩和的な金融環境のほか、政府による住宅ローンの借り換え支援策などに支えられ、住宅市場は今後も堅調な回復が続くと予想する。

（4）設備投資は回復傾向が続くと予想

米国の設備投資は、欧州や中国の景気減速などを背景に、昨年の夏場以降、弱含んだものの、10-12月期は持ち直している（図表2-14）。

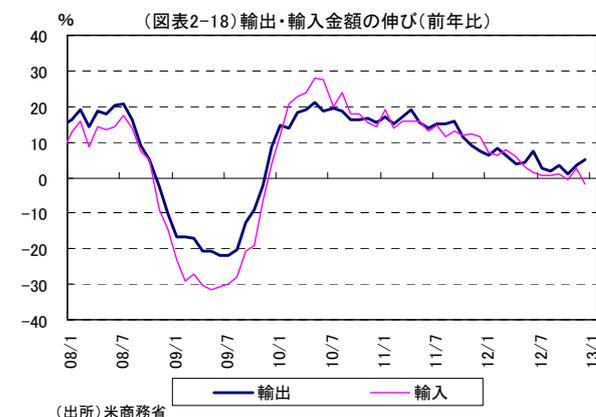
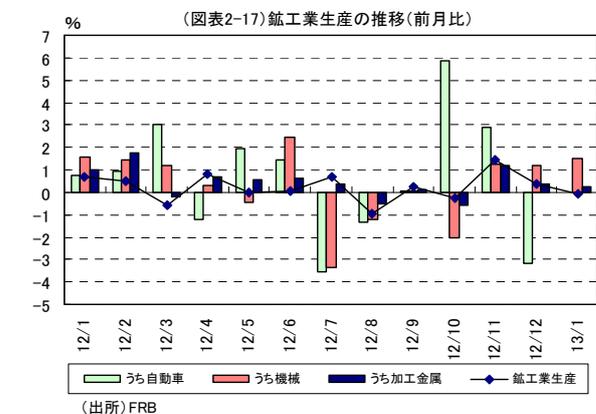
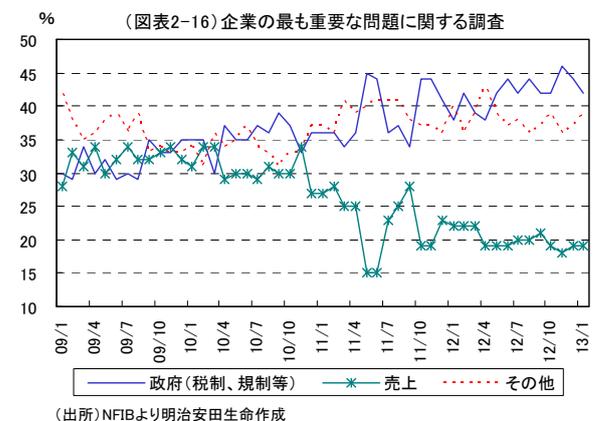
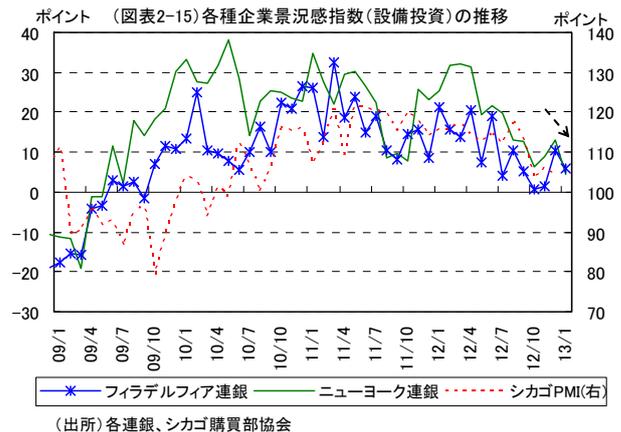


ただ、設備投資に対する見通しを公表している各種景況指数を見ると、昨年の秋口以降は改善の兆しがみられたものの、足元では再び悪化している（図表2-15）。中小企業の経済団体である全米独立企業連盟（NFIB）の調査によれば、企業の最も重要な問題として、政治への不安をあげた企業の割合が過去最高水準に達しており、3月から執行される歳出の強制削減などを巡る政治的な混乱が新たな設備投資の足かせとなっている模様である（図表2-16）。もっとも、歳出の強制削減を予定どおり実行すれば、ただでさえ力強さに欠ける米景気は腰折れに至るリスクが無視できない。春先までには歳出の強制削減を回避することで与野党が合意するとみており、新規の設備投資に対する企業の慎重な姿勢は徐々に和らぐとみられる。

一方、1月の鉱工業生産は前月比▲0.1%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった（図表2-17）。自動車・部品が同▲3.2%と、全体を押し下げたことが主因だが、昨年11月が同+5.9%、12月が同+2.9%と、ともに大きく増加した反動もある。1月の新車販売台数は年率換算で1,500万台を超え、低金利での自動車ローンや買い替え需要を背景に、5年ぶりの高水準を維持しており、今後の自動車生産は持ち直すとみている。昨年の欧州債務危機に加え、10月に東海岸を襲った大型ハリケーン「サンディ」の影響などから、2012年後半以降、機械や加工金属などの生産は停滞気味の推移が続いてきたが、足元では持ち直している。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）や、設備稼働率を見ても、昨年の秋口以降は持ち直し傾向が続いている（図表2-14）。新興国需要に支えられる形で生産の回復基調が続くとみられるほか、FRBによる緩和的な金融政策が企業の資金調達を下支えするとともにみており、設備投資は今後も回復傾向が続くと予想する。

（5）輸出は緩やかな持ち直しへ

米国の輸出は、新興国景気に支えられ、2009年以降、増加基調が続いてきたが、2011年の秋口以降は伸び悩んでいる（図表2-18）。背景には、欧州の景気減速や、中国の景気回復の遅れなどがあ



る。

ただ、企業景況感を示すISM製造業景況指数を見ると、1月の輸出受注指数は50.5と、活動の拡大と縮小の境目とされる50を2ヵ月連続で上回った(図表2-19)。非製造業の同指数を見ても、足元では上昇基調が続いている。

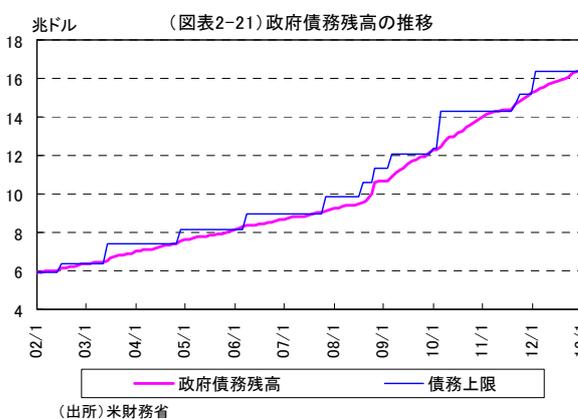
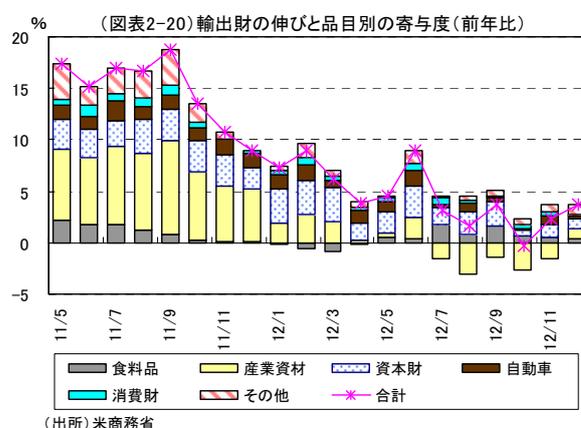
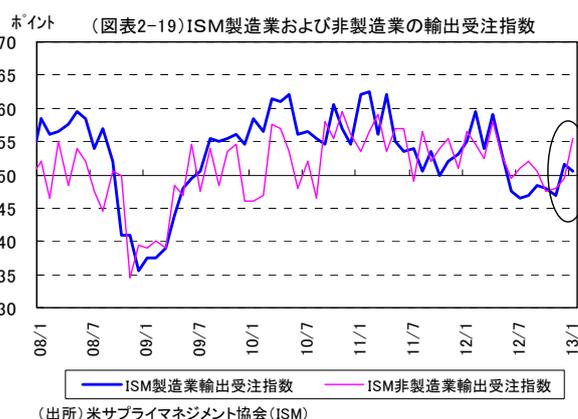
米国の輸出を品目別に見ると、2011年の後半以降、貴金属、石油・石炭製品、綿花といった産業資材が全体を押し下げている(図表2-20)。要因としては、世界景気の減速などを受け、貴金属や原油の価格調整が進んだ影響が大きい。ただ、欧米の緩和的な金融政策の継続などが商品価格を下支えするとみており、産業資材の輸出金額への下押し圧力には徐々に歯止めがかかるとみられる。一方、輸出財のうち最大の品目である資本財(含む自動車)は、アジア新興国の景気回復が遅れるなかでも、底堅い伸びが続いている。輸送機器のほか、航空機のエンジンや産業機械などが堅調に伸びており、資本財が今後も輸出を下支えするとみている。

IMF(国際通貨基金)が1月に発表した世界経済見通しによれば、2013年の実質GDP成長率は前年比+3.6%から同+3.5%へと、3四半期連続で下方修正された。中国などの新興国の景気が上向くことから、世界景気は2012年の同+3.2%から持ち直すものの、2013年の成長率は2010年の同+5.3%、2011年の同+3.9%には届かない見通しである。今後、米国の輸出は新興国向けの資本財などに支えられる形で持ち直すとするが、中国の景気回復には力強さが欠け、輸出の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

(6) 歳出削減が景気の下押し圧力

米議会では、1月1日に大幅な減税措置の失効と歳出の強制削減が重なる「財政の崖」を回避する法案が可決された。年収45万ドルを下回る世帯(個人は40万ドル)を対象に減税措置が恒久化された一方、年収45万ドルを超える富裕層は、所得税の最高税率が35%→39.6%へ引き上げられたほか、キャピタルゲインと配当への税率も15%→20%となった。また、500万ドル超の遺産に対する遺産税は、税率が35%から40%へと引き上げられた。

一方、1月から開始される予定だった歳出の強制削減は開始時期が2ヵ月延長されたほか、法定上の債務上限16兆3,940億ドルの引き上げは先送りされた(図表2-21)。1月末には債務上限を暫定的に5月19日まで引き上げる法案が可決されたが、歳出の強制削減や新たな財政計画を巡って与野党間の協議は今後も難航することが予想される。ただ、



歳出の強制削減は約850億ドルにのぼり、実質GDP成長率をおおよそ▲0.6%押し下げると試算される。歳出の強制削減に何も対策をとらなければ、米景気の失速は免れないことから、暫定予算が期限を迎える3月末までには、歳出の強制削減を回避することで与野党が合意するとみている。債務上限も米財務省の個別の資金繰りが行き詰るとみられる夏場までには引き上げられる可能性が高い。もっとも、中長期的には財政赤字削減が避けて通れないことから、歳出削減が今後も中長期的に米景気の下押し圧力になり続けるとみる。

(7) 利上げは2015年後半を予想

FRBは昨年12月のFOMCで、終了期限や購入総額を定めない形で米国債を追加購入する政策を決定した(図表2-22)。内容としては、毎月450億ドルの米国債を買い入れるというもので、すでに毎月400億ドルの購入を続けているMBSと合わせ、FRBの資産購入は毎月850億ドルとなる。

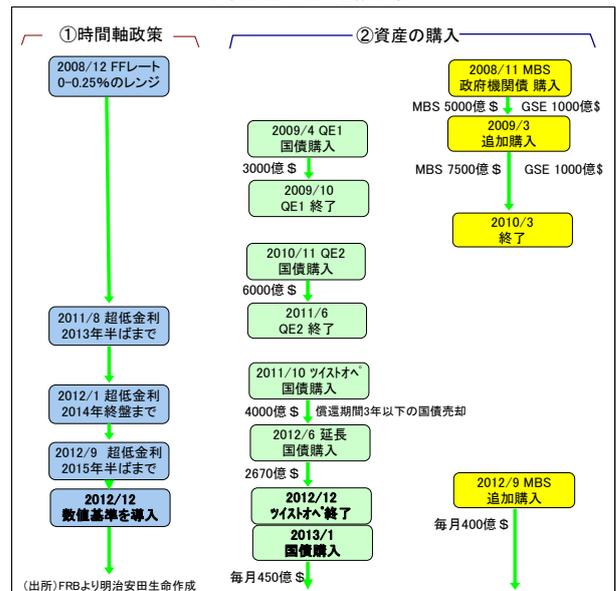
一方、現行の超低金利政策の維持を予告する期限は「少なくとも2015年の半ば」から、「少なくとも、失業率が6.5%を上回る水準にとどまるとともに、向こう1~2年のインフレ見通しが委員会の長期的な目処である2%から0.5%ポイントを超えず、長期インフレ期待が引き続き十分抑制されている限り」へと変更された。これまで日付の延長(時間軸の強化)が2回行われたが、声明文の日付

が変更される度に、景気の見通しが下方修正されたとの悲観的な解釈が広がる可能性があったことから、FRBは時間軸に失業率とインフレ期待の数値基準を導入した。

1月29-30日に開催されたFOMCでは、金融政策に変更はなかった。声明文では、前回同様、「委員会は、経済・金融情勢に関する今後数ヶ月の情報を注視する」との姿勢が示されたほか、「労働市場の見通しが十分改善しない場合、安定した物価のもとで、そうした改善が達成されるまで、委員会は国債とMBSの購入を継続するほか、必要に応じてその他の政策手段を講じる」との方針がすえ置かれた。米国債とMBSの追加購入による効果を見極めるにはしばらく時間がかかるとみられ、当面は金融政策に変更はないとみる。

一方、1月のコアCPIが前年比+1.9%であるのに対し、足元の長期金利は2%前後で推移しており、実質金利はきわめて低い。FRBによって実現した緩和的な金融環境が今後も景気を下支えする可能性が高く、米景気の回復基調は途切れないとみる。財政赤字削減が避けて通れないことから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみられるが、2015年後半には利上げが必要になると予想する。

(図表2-22)FRBの金融政策



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

昨年10-12月期のユーロ圏実質GDP(速報値)は、南欧諸国を中心とした緊縮財政の影響などで、前期比▲0.6%のマイナス成長となった。世界景気の回復に伴い、今後はゆっくり持ち直しに向かうとみるが、2013年中は回復感の乏しい状況が続くと予想する。2014年にかけては、紆余曲折を経ながらも、少しずつ欧州債務問題への対応が進むとみられることから、景気回復ペースは2013年と比べやや加速するとみる。

個人消費は、債務問題の深刻化と各国の緊縮財政を背景に、雇用環境が悪化しており、当面停滞気味の推移が続く可能性が高い。

固定投資は、銀行の資産圧縮などを背景に、しばらく減速傾向が続くとみられるものの、世界景気の持ち直しなどに伴い、企業の投資マインドが緩やかに改善に向かうとみており、秋口からは徐々に上向くと予想する。

政府支出は、各国の緊縮策の影響により減少傾向で推移する可能性が高い。今後も、景気の下押し圧力として働き続けるとみる。

ECB(欧州中央銀行)は、昨年7月の政策理事会で7ヵ月ぶりに政策金利を0.75%に引き下げた。追加利下げによる緩和効果は期待しづらいことから、年内に追加利下げを実施する確率は10%とみる。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP成長率予測

(前期比)	2012年			2013年					2014年			
	2012年	2013年	2014年	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12	14/03	14/06	14/09	14/12
ユーロ圏GDP	-0.4%	-0.2%	0.7%	-0.6%	0.0%	0.4%	-0.1%	0.3%	0.1%	0.4%	-0.1%	0.2%
家計消費	-0.9%	-0.7%	-0.2%	-0.5%	-0.2%	0.2%	-0.3%	0.1%	-0.3%	0.1%	0.0%	0.1%
政府消費	0.0%	-0.3%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
固定投資	-3.7%	-2.6%	0.5%	-1.0%	-1.0%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
純輸出(寄与度)	1.4%	0.9%	0.8%	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	-0.1%	0.1%

英国実質GDP成長率予測

(前期比)	2012年			2013年				2014年				
	2012年	2013年	2014年	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12	14/03	14/06	14/09	14/12
英国GDP	-0.7%	1.2%	1.6%	-0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%

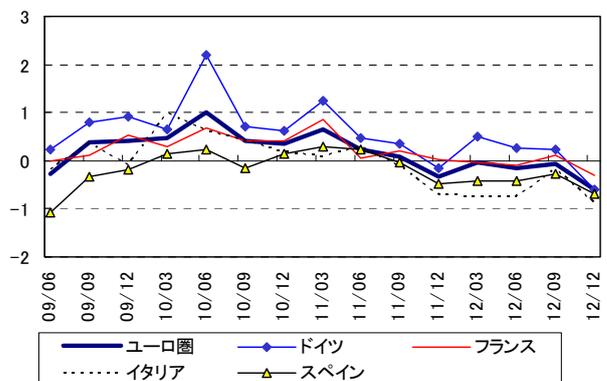
(1) 10-12月期のユーロ圏景気はマイナス成長

10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は、前期比▲0.6%と、三四半期連続でマイナス成長となった(図表3-2)。国別の成長率を見ると、ドイツ(同+0.2%→同▲0.6%)が4四半期ぶりに、フランス(同+0.1%→同▲0.3%)も2四半期ぶりにマイナスとなった。イタリア(同▲0.2%→同▲0.9%)は厳しい緊縮策を背景に、6四半期連続でマイナス。スペイン(同▲0.3%→同▲0.7%)も5四半期連続のマイナスとなった。

ユーロ圏景気のけん引役であるドイツ景気は、

輸出の減速を背景に弱含んでいる。ただ、Ifo景況感指数を見ると、1月の期待指数は100.5と、3ヵ

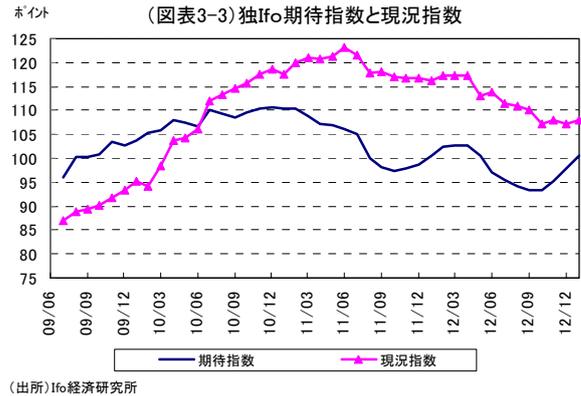
(図表3-2) ユーロ圏主要国GDP成長率(前期比)



(出所) 各国統計局

月連続で改善した（図表3-3）。ドイツは、フレキシブル制や短時間労働など、解雇を回避した労働調整策の積極的な導入により、失業率が低水準で推移しているほか、ドイツの高付加価値製品に対する海外の需要が底堅いこともあり、景気減速は一時的なものにとどまり、春先からは持ち直すとする。

世界景気の回復に伴い、2013年のユーロ圏景気はゆっくり持ち直しに向かうと予想する。ただ、周辺国を中心に、緊縮財政が続くことから、回復感の乏しい状況が続くとみている。2014年にかけては、紆余曲折を経ながらも、少しずつ欧州債務問題への取り組みが進むとみており、景気の回復ペースは2013年に比しやや加速すると予想する。



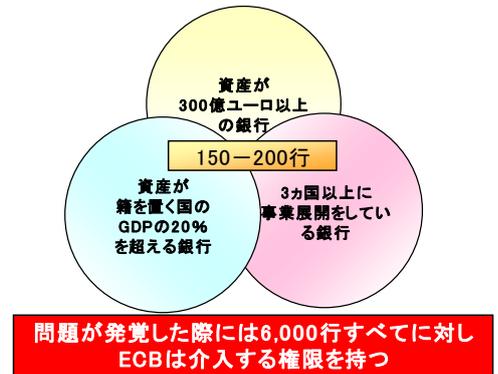
(2) 統合への取り組みペースは緩慢

昨年(2012年)の12月13日に開催された財務相理事会では、ECB(欧州中央銀行)にユーロ圏の銀行監督権限を付与することが決定した。EU各国は銀行監督の権限を2014年3月までにECBに移し、その後、預金保険の業務なども単一の預金保険機構に一元化する予定である。問題が発覚した際には、6,000行すべてに対しECBは介入する権限を持つが、基本的には、資産が、300億ユーロ、または籍を置く国のGDPの20%を超える銀行や、3カ国以上に事業展開する銀行

(150-200行)が監督の対象となる(図表3-4)。非ユーロ圏のEU加盟国も、希望すれば銀行監督一元化の制度に参加できる。銀行監督の一元化は、ESM(欧州安定メカニズム)が銀行に直接支援をするための前提条件であり、今回の合意は評価できる。ただ、法的な枠組みを整備し、各国議会の承認を得るには時間がかかるほか、すでに経営が悪化した銀行に直接資金注入をすることはできない。

一方、昨年EUが発表したEUの統合に向けた4つの構成要素のうち、「統合された金融枠組み」の中の銀行の破綻処理制度については、年内に基準統一を合意することが目標として掲げられた(図表3-5)。ただ、昨年未までにルールを整備を進めるとされていた、ユーロ圏の財政や経済政策の統合については、議論が進展しなかった。9月にドイツが総選挙を控えていることから、こうしたドイツの負担増につながる議論は進みづらい状況が続くとみられる。一方、昨年12月には、ギリシャに対して今年3月末までに

(図表3-4) 銀行監督一元化の対象行



(出所) 各種報道より明治安田生命作成

(図表3-5) EUが発表した経済・金融同盟への4つの構成要素

<p>統合された金融枠組み 銀行監督の一元化</p> <ul style="list-style-type: none"> EU全体レベルでの監督権をできるだけ早く構築 <p>共通の銀行預金保険</p> <ul style="list-style-type: none"> 一元化された銀行監督機関によって監督される 既存の各国の預金保険の「信頼性強化」を目的 ESMが預金保険の財政的な基盤となる <p>破綻銀行の整理基金</p> <ul style="list-style-type: none"> 金融セクターが資金を拠出 ESMが財政的な基盤となる 各国の補償基金の使用を抑える 	<p>統合された予算の枠組み 持続不可能な各国の財政政策を防止</p> <ul style="list-style-type: none"> 国の収支バランスと政府債務の上限がEUに承認される必要がある 上限を超える国債の発行は事前の承認が必要 違反している場合は予算の改善を要求する <p>基準に基づいた共同債の段階的導入</p> <ul style="list-style-type: none"> 中期的な視点で見れば、財政統合へ向けた要素となる
<p>統合された経済政策の枠組み EMUのスムーズな機能化に向けて</p> <ul style="list-style-type: none"> より強固な経済統合は、ユーロ圏の国々の色々な政策に統合を育て、グローバル化した世界経済での危機に打ち勝つ能力をつける 	<p>民主的正統性と説明の強化 共同意思決定のためのメカニズム</p> <ul style="list-style-type: none"> 複数の国の間でより統合された財政や経済の意思決定をするための議会の適切なフレームワークづくり

(出所) 各種報道より明治安田生命作成

491億ユーロの融資を実施することや、財政赤字のGDP比を3%以内に抑える目標を2014年から2016年に先送りすること、債務残高を2020年までにGDP比120%とする従来の目標を、2020年に124%、2022年に110%と緩和することが決定した。ただ、ギリシャの再建計画は依然として楽観的な景気見通しを前提にしていることから、13年中に再建計画が再度行き詰る可能性は低い。スペインも、不動産価格の下落基調が続くなか、銀行の不良債権が現在進行形で増え続けており、債務問題は今後も熾ぶり続けよう。

(3) 個人消費は停滞気味に推移

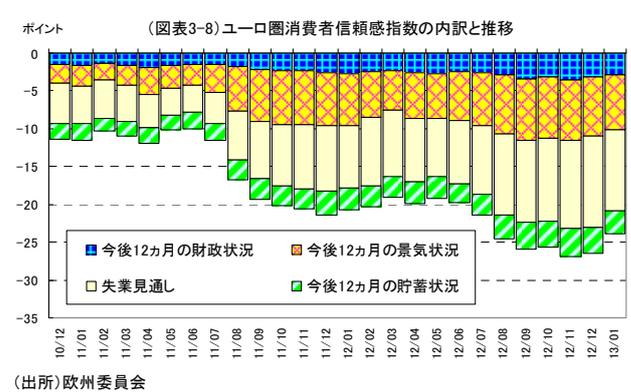
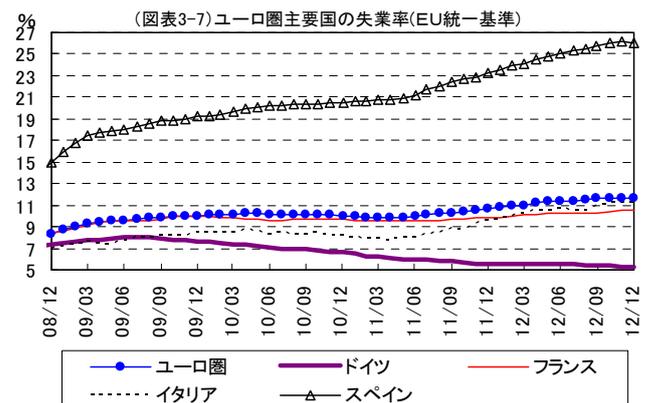
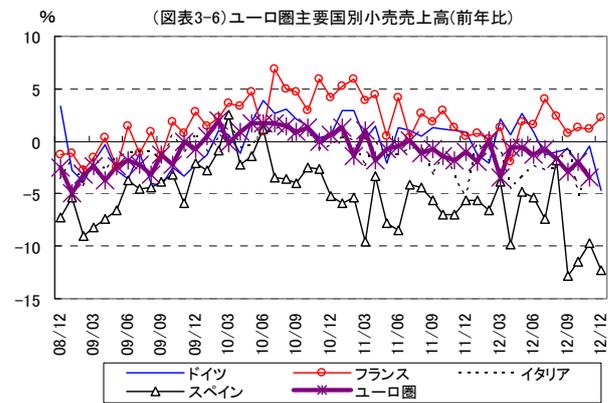
ユーロ圏の個人消費は、欧州債務問題の深刻化による消費者マインドの悪化や、各国の緊縮財政に伴う雇用環境の悪化などを背景に、減少基調が続いている。12月の実質小売売上高は前年比▲3.4%と、9ヵ月連続の減少となった(図表3-6)。国別に見ると、フランスが同+2.2%と、比較的堅調に推移しているものの、ドイツが同▲4.7%と6ヵ月連続で前年割れとなった。公務員削減などで2014年までに約260億ユーロの緊縮策を計画しているイタリアは同▲3.1%(11月分、12月は未公表)と、19ヵ月連続で減少したほか、消費税(VAT)の税率引き上げや、3年間の公務員給与凍結など、2014年末までに総額650億ユーロの削減に取り組むスペインも同▲12.3%と、30ヵ月連続の減少となっている。

ユーロ圏の失業率(季調済)を見ると、12月は11.7%と、ユーロ導入以降の最悪水準となった10月から3ヵ月間高止まりが続いている(図表3-7)。国別に見ると、ドイツでは短時間労働の積極的な導入などにより、失業率が改善基調で推移する一方、南欧諸国の失業率は悪化傾向が続いている。南欧諸国は、正社員の解雇規制の存在などから、仕事の空きが発生しにくく、一旦失業すると再就職しづらいという雇用環境の硬直性が構造問題となっている。各国で労働市場改革が進められているものの、硬直性の緩和などの効果が顕在化するにはかなりの時間がかかるとみられる。

一方、欧州委員会が発表する1月の消費者信頼感指数は、▲23.9と、前月の▲26.3から改善した。

全内訳項目でマイナス幅の縮小がみられた(図表3-8)。昨年末のギリシャへの融資再開などから金融市場が安定した影響が大きいとみられるが、周辺国の財政問題は根本的な解決に至っていないことから、今後蒸し返される可能性も高く、消費者信頼感指数は一進一退の推移が続くとみる。

春先以降の雇用・所得環境は、ドイツでは緩慢ながら改善傾向を辿るとみているが、周辺国では、



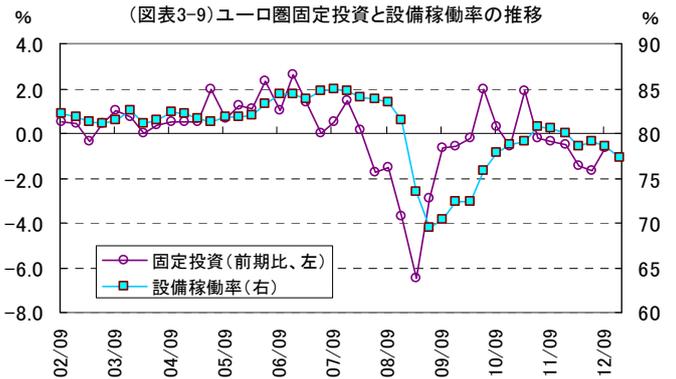
緊縮財政の影響により引き続き悪化傾向が続くと予想する。ユーロ圏の個人消費は、当面停滞気味の推移となる可能性が高い。

(4) 固定投資は秋口以降徐々に上向く

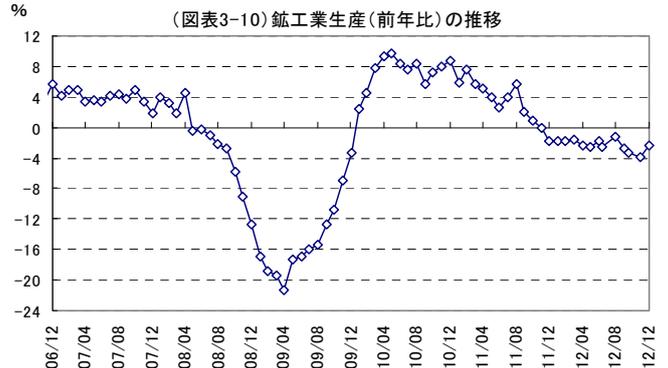
ユーロ圏の固定投資は落ち込みが続いている。2012年7-9月期の固定投資は前期比▲0.7%と、6四半期連続でマイナスとなった(図表3-9)。企業の生産活動も、低調な推移が続いている。12月のユーロ圏の鉱工業生産は前年比▲2.4%と、14カ月連続でマイナスとなった(図表3-10)。緊縮財政が個人消費への下押し圧力となったことや、中国の景気回復の遅れなどを受け、企業業績が予想以上に悪化し、生産計画の縮小につながっているとみられる。

生産活動の減速に伴い、設備稼働率も低水準で推移している。設備稼働率と固定投資の推移を見ると、設備稼働率が概ね80%程度であれば固定投資の拡大傾向がみられるが、12月の設備稼働率は77.2%と、9月から低下し、5四半期連続で80%を下回った(図表3-9)。企業の設備過剰感の高まりが固定投資の抑制につながっている。

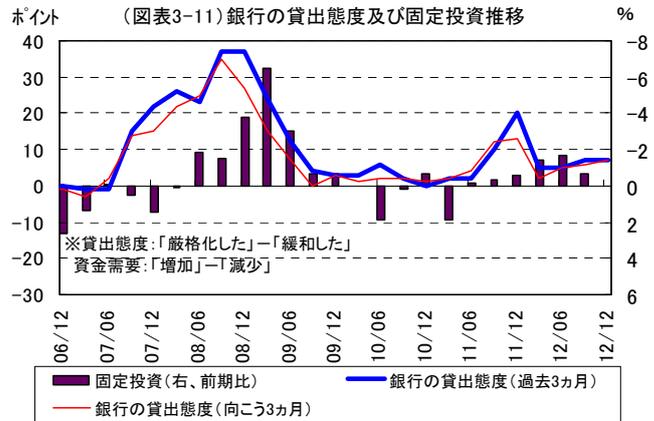
金融機関の貸出態度も厳しい状態が続いている。ECB(欧州中央銀行)が四半期ごとに発表する銀行貸出態度調査を見ると、「過去3カ月の貸出態度」、「向こう3カ月の貸出態度」とともに、「厳格化した」と回答した銀行が「緩和した」と回答した銀行を上回っている(図表3-11)。ただ、EBA(欧州銀行監督機構)が71行を対象に実施したストレステスト(昨年10月発表)では、大幅な再編過程にある4行を除く全行が、増資など市場からの資金調達によって総額2,050億ユーロの資本増強を行ない、コアTier1(狭義の中核的自己資本)9%の基準をクリアした。また、欧州連合(EU)と欧州議会は、2013年1月から段階的に導入される予定だった新しい自己資本規制「バーゼルⅢ」の導入時期を1年延長することで暫定的に合意した。新たに自己資本を積み増すペースが緩和されたほか、1月にバーゼル銀行監督委員会が流動性規制案の緩和と実施延長を容認したこともあり、銀行の貸出態度は徐々に軟化に向かうとみられる。



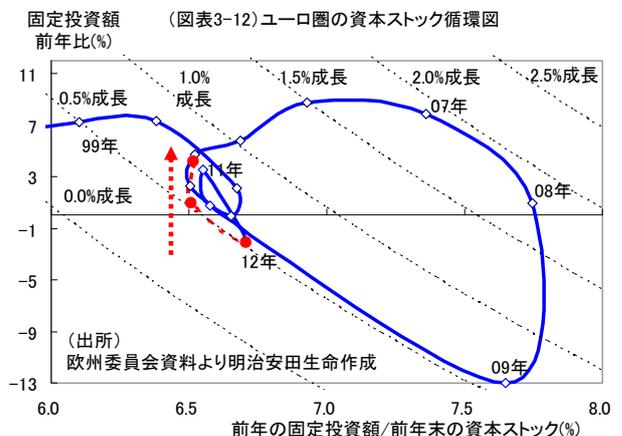
(出所)ファクトセット



(出所)ユーロスタット



(出所)ECB



(出所) 欧州委員会資料より明治安田生命作成

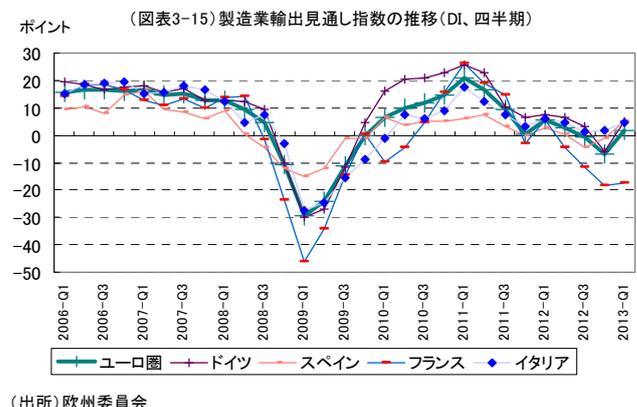
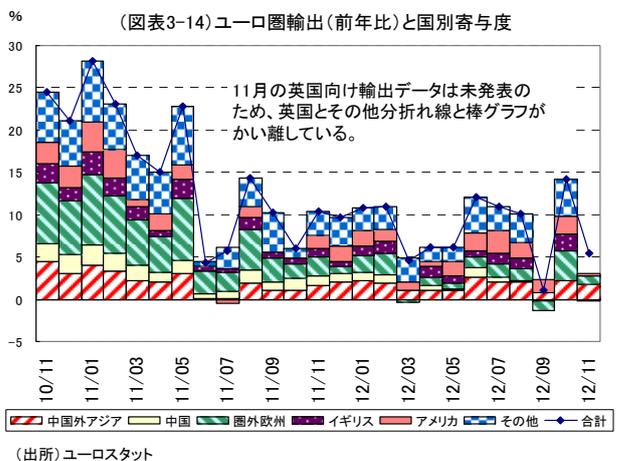
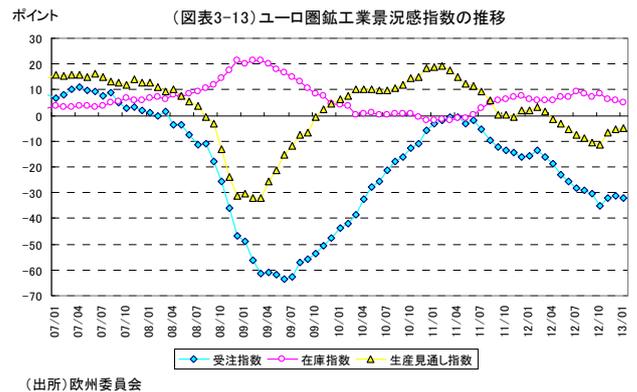
資本ストック循環図で固定投資と資本ストックの状況を確認すると、2009年はリーマン・ショック後の世界同時不況により、企業の期待成長率が大幅に低下したことから、0.5%程の期待成長率に見合う水準まで設備投資が落ち込んだ(図表3-12)。2010年以降も、設備投資はおおよそ0.5%の期待成長率に沿って推移しているが、期待成長率の上昇が見られない状況では、すぐに期待成長率に見合った資本ストック水準に達してしまうため、2012年の固定投資額は前年比マイナスにとどまっている。欧州委員会の実質GDP成長率見通しによると、2013年は前年比+0.1%、2014年は同+1.4%の成長が見込まれている。これを期待成長率と仮定し、資本ストック循環図を用いて固定投資を推計すると、2013年は同+1%程度、2014年は同+4%程度と試算される。

欧州委員会が発表するユーロ圏鉱工業景況感指数を見ると、1月は受注指数が▲32.0ポイントと、3ヵ月ぶりに悪化したものの、生産見通し指数は▲4.9ポイントと、3ヵ月連続の改善となった(図表3-13)。在庫指数も5.0ポイントと、3ヵ月連続で低下しており、企業の在庫過剰感が和らぎつつある。周辺国の緊縮財政は今後も続くものの、銀行の貸出態度は厳格化の動きが徐々に和らぐとみられるのに加え、米中景気の回復が、緊縮財政の下押し圧力を和らげるとみる。春先からは新興国景気の回復によりユーロ圏のけん引役であるドイツを中心に生産が持ち直すともみており、ユーロ圏企業の生産活動は緩やかながら改善に向かうと考えられ、ユーロ圏固定投資は秋口以降徐々に上向くと予想する。ただ、債務問題が引き続き熾ぶり続けるとみられることから、回復ペースは緩慢なものにとどまろう。

(5) 輸出は春先以降持ち直しへ

ユーロ圏の輸出は、足元で伸びが鈍化している。11月のユーロ圏輸出額は前年比+5.4%と、10月の同+14.2%から2ヵ月ぶりに伸び幅が縮小した。相手国別に見ると、10月末に東海岸を襲った大型ハリケーン「サンディ」の影響もあり、アメリカ向けが同+0.2%と、前月の同+2.1%から伸び幅が大幅に縮小したほか、中国向けも同▲0.2%と、3ヵ月連続のマイナスとなった(図表3-14)。

実際の輸出の推移に2,3ヵ月先行する欧州委員会発表の製造業輸出見通し指数を見ると、2012年の第1四半期以降、改善ペースが鈍化していたが、足元では上向いている(図表3-15)。主要な輸出先である米国の景気は緩やかに回復するとみられるほか、新興国景気が徐々に上向くとみており、ユーロ圏の輸出は春先以降徐々に持ち直すと予想する。

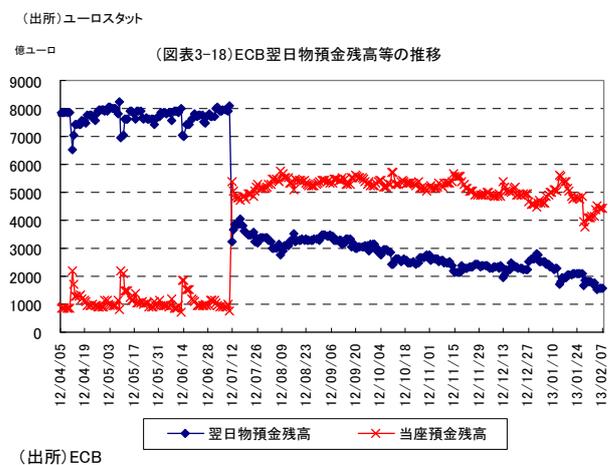
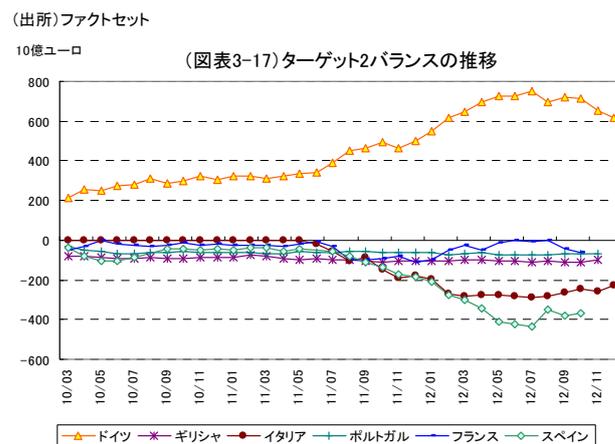
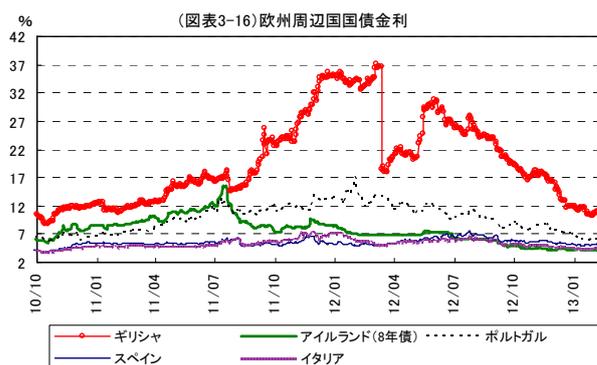


(6) 年内に利下げする確率は10%

ECB（欧州中央銀行）は2月7日の理事会で、政策金利を0.75%にすえ置くことを決定した。ドラギ総裁は記者会見で、前回と同様ユーロ圏の経済成長見通しを取り巻くリスクは引き続き下向きであるとしたものの、現在の金融政策はすでに緩和的であり、追加利下げ要請が出なかったことを明らかにした。実際、昨年一時7%を上回っていたイタリアやスペインの10年物国債金利は、ECBが昨年9月に新しい国債買入れ策（OMT）を発表して以降、低下基調で推移している（図表3-16）。ユーロ圏のクロスボーダー決済システムである「ターゲット2」バランスは、不均衡の拡大に歯止めがかかりつつある（図表3-17）。しかし、2月のイタリアの総選挙では、緊縮策の一部緩和を掲げる民主党が政権を握る可能性があるほか、ギリシャの債務問題が再浮上する可能性もある。ただ、その場合もECBが利下げを実施する可能性は低いとみている。昨年7月の中銀預金金利引き下げ以降の状況を見ると、民間の資金需要が弱いなか、中銀当座預金に積み上がる資金が増えており、さらなる利下げの効果は期待しづらい（図表3-18）。預金ファシリティ金利にマイナス金利を付与することにより、半強制的に市場に資金を回し、周辺国の国債買入れを促すという手段も考え得るが、実際には、ドイツ国債などヘリリスク回避的に多くの資金が流れる可能性が高い。政策金利の引き下げ効果は、各国によって浸透の度合いが異なり、なかでも周辺国の金利の低下には結びつきにくいいため、ECB内では非標準的措置によって支援要請国へ直接介入するほうがまだ効果的であるとの見方が多い。ECBが年内に利下げを実施する可能性は10%とみる。

一方、OMTについては、周辺国がESMに支援要請することが稼働の条件となるが、この場合、実現可能で有効なさらなる厳しい緊縮策が周辺国に課される。現在、金融市場は小康状態を保っており、今以上の厳しい緊縮策には地方政府の反発も強く、スペイン政府内では、支援要請をしないという意見が多数であるとみられる。一方で、OMTを実施し周辺国の国債を大量に抱えることが共通通貨ユーロの信認を貶めることにつながりかねないため、結局はECBにとってもOMTは積極的に活用したい制度ではないと言え、年内にOMTが稼働する可能性は10%程度とみる。

(7) 英国経済は徐々に上向くと予想



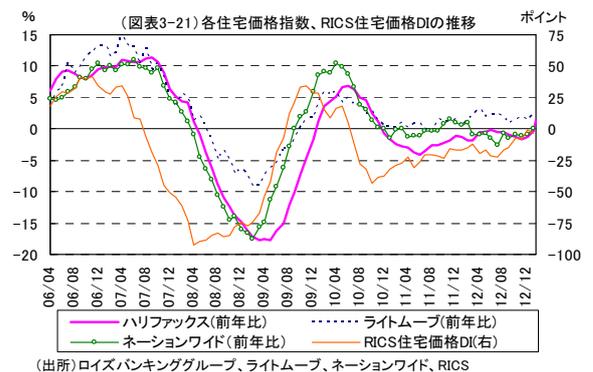
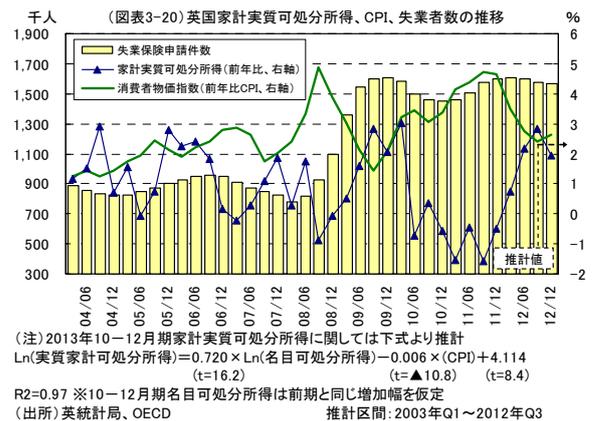
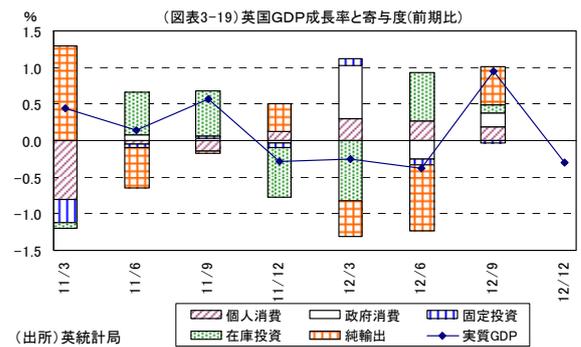
英国の10-12月期実質GDP成長率（速報値）は、前期比▲0.3%のマイナス成長となった（図表3-19）。7-9月期には、オリンピック開催などの押し上げ要因により同+0.9%と高成長を記録したものの、特殊要因が剥落した10-12月期は再度マイナス成長に陥った。

10-12月期の個人消費は、公共料金値上げなどに伴う消費者物価の上昇により、実質所得の伸びが鈍化したと推測されるのに加え、オリンピック開催に伴う特需効果の剥落から、前期比マイナスになったとみられる（図表3-20）。ただ、雇用環境は改善しつつある。9-11月期の失業率は7.7%と、5-7月期（8.1%）をピークに低下基調が続いているほか、12月の失業保険申請者数は2011年6月以来の水準まで減少した。また、家計に逆資産効果をもたらしていた住宅価格は、低下基調に歯止めがかかりつつある。住宅価格の先行指標であるRICS住宅価格DI が8月以降、改善基調で推移しており、12月には30ヵ月ぶりにプラスとなったほか、足元の価格指数も低下圧力が和らぎつつある（図表3-21）。イングランド銀行発表の信用状況調査によれば、1-3月期には家計の住宅購入資金需要増が見込まれており、住宅価格は次第に上向くとみている。今後は、雇用環境の改善の継続により、所得が上向くとみられるほか、逆資産効果の緩和も見込まれ、個人消費は緩やかながら回復に向かうと予想する。

一方、固定投資は低迷が続いている。鉱工業生産高、企業の資金需要はともに伸び悩んでおり、民間固定投資が上向き気配はない。さらに、12月の秋季財政報告では緊縮財政の延長が発表されており、今後も公的投資の減少トレンドが続く可能性が高く、当面、固定投資は低迷が続くとみる。ただ、夏場以降は、低金利の継続、貸出のための資金供給（FLS）といった緩和的な政策や、個人消費の底打ちを背景に、緩慢ながら上向くと予想する。

輸出も伸び悩んでいる。単国では最大の輸出相手国である米国の景気は緩やかな回復が続いているものの、輸出額の約半数を占めるユーロ圏景気の回復が遅れていることから、今後も輸出が伸び悩む可能性が高い。

イングランド銀行は1月のMPC（金融政策委員会）で、政策金利を0.5%ですえ置き、資産買い取り枠も3,750億ポンドを維持した。すでに実質金利はマイナス圏内であるほか、金融機関の収益圧迫が懸念されることから、MPCは予見可能な将来において政策金利の引き下げは行わないことを発表している。また、MPC委員の間では、量的緩和に関して実体経済の押し上げ効果に懐疑的な見方が多い。今後は、景気が徐々に上向くとみており、さらなる利下げ、資産買い取り枠の拡大は行われないと予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、昨秋以降、生産、固定投資、小売、輸出などの主要経済統計がいずれも上向くなど、底打ちが明らかとなっている。政府が認可した1兆円規模のインフラ投資の効果が現れ始めているが、一方で、政府は不動産価格抑制策を緩めない姿勢も堅持しており、ブレーキとアクセルを同時に踏む状況は変わっていないことから、今後の回復のスピードは鈍いものにとどまると予想する。2014年にかけても8%前後の成長が続くとみるが、以前のような二桁成長への回帰は期待できず、世界景気のけん引役としては力不足の状態が続く可能性が高い。

(1) 中国景気は緩やかな回復

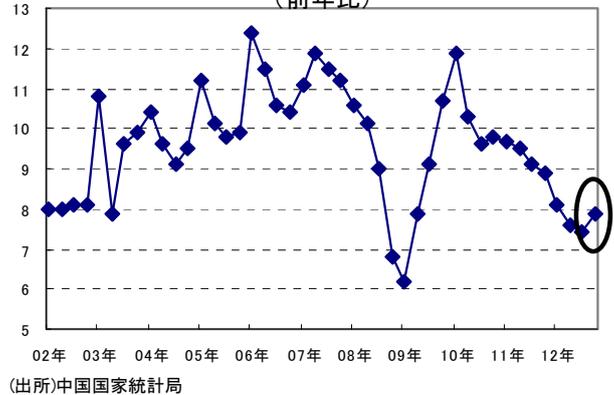
中国の2012年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.9%と、7-9月期の同+7.4%を上回った(図表4-1)。実に8四半期ぶりの伸び加速。前期比では+2.0%で、7-9月期の同+2.2%は下回ったものの、2四半期連続で、年率8%以上のペースで成長している姿を示している。2012年通年では前年比+7.8%と、1999年以来の低水準となったが、政府目標の7.5%は上回った。

昨秋以降、生産、固定投資、小売、輸出などの主要経済指標がいずれも上向いている。政府が認可した1兆円規模のインフラ投資の効果が現れており、景気回復の足取りは次第にしっかりしたものとなりつつある。ただ、政府は不動産価格抑制策を緩めない姿勢も堅持している。ブレーキとアクセルを同時に踏む状況は変わっていないのに加え、労働力人口減少の影響も現れ始めていることで、2014年にかけても、世界景気のけん引役としては若干、力不足の成長が続くとみている。2013年の実質GDP成長率は8.2%、2014年は8.0%と予想する(図表4-2)。

(2) 企業活動は上向く

企業マインドは改善が進みつつある。ただ、1月の国家統計局発表のPMI(製造業購買担当者指数)は50.4と、改善を見込んでいた市場予想に反し、12月の50.6から低下した(図表4-3)。主要項目を見ると、生産指数が52.0→51.3(▲0.7)、新規受注指数が51.2→51.6(+0.4)、輸出受注指数が50.0→48.5(▲1.5)とまちまちな結果。景気回復ペースの鈍さをうかがわせる内容だが、一方で、同月のHSBC中国製造業PMI(改定値)は52.3と、速報値の51.9から上方修正、2011年1月以来2年ぶりの高水準となっている。四半

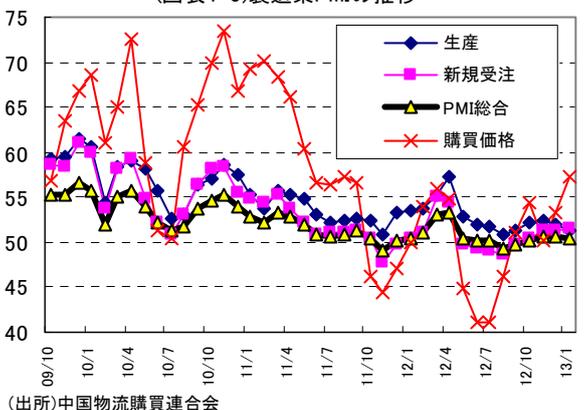
(図表4-1)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



(図表4-2)中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	11年	12年	13年(予測)	14年(予測)
実質GDP成長率	9.2	7.8	8.2	8.0

ポイント (図表4-3)製造業PMIの推移



期ごとに発表される企業景気指数も下げ止まり傾向が明らかなことから(図表4-4)、企業景況感の改善傾向は途切れていないとみられる。

実体経済の動きを示すハードデータのうち、まず、12月の鉱工業生産は前年比+10.3%と、11月の同+10.2%を上回り、9ヵ月ぶりの高い伸びとなった(図表4-5)。二桁の伸びは2ヵ月連続。四輪車が11月の同+3.9%から同+5.3%へ伸びたことなどが寄与した。政府が公共投資の認可を加速させた効果で、今後もインフラ投資関連の生産が伸びてくることが予想される。

1-12月の固定資産投資は前年比+20.6%と、1-11月の同+20.7%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4-6)。一昨年7月の高速鉄道事故の影響で、一時鉄道運輸は前年比で4割以上のマイナスとなっていたが、1-12月は同+2.4%と、2ヵ月連続のプラスとなった。当局は、事故以来凍結していた鉄道分野への投資を、昨年9月以降本格的に再開しているが、鉄道部の部長は、昨年末の会議で、「13年度も鉄道建設は加速を維持する方針」と述べている。今後も鉄道投資が固定投資をけん引する可能性が高い。

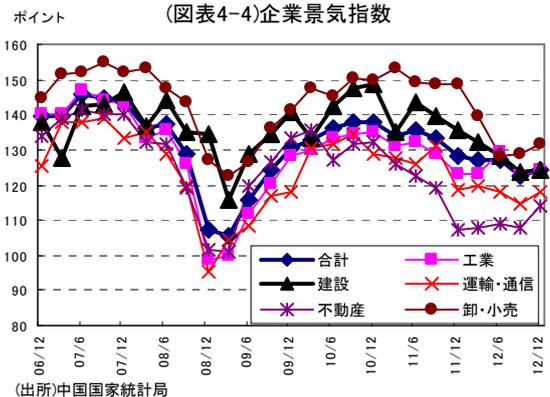
投資偏重といういびつな成長構造の改革は習近平政権に引き継がれる課題となったが、景気は今回も投資主導で回復に向かうと予想する。

(3) 輸出は持ち直しへ

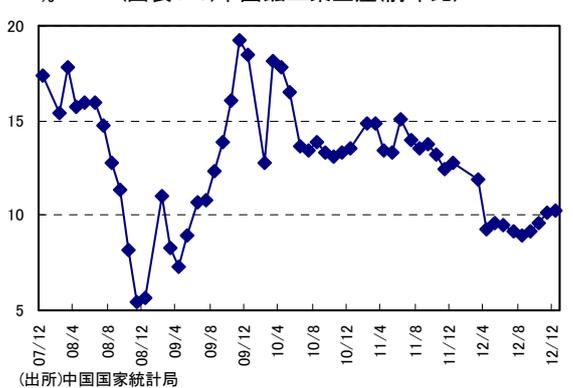
1月の輸出は前年比+25.0%、輸入は同+28.8%の伸びとなった(図表4-7)。輸出は12月の同+14.1%、輸入は同+6.0%からいずれも大幅な加速。春節の連休が昨年は1月に始まったのに対し、今年は2月で、1月の営業日が昨年より5日多かった影響が大きい。輸出に関しては、17~18%と見込んでいた市場予想をも大きく上回ったことで、春節の影響を除いても輸出が堅調な回復を示している可能性が示されている。貿易収支は291.5億ドルの黒字。輸入の伸びが大きかったため、黒字幅は12月の316.2億ドルから縮小したが、輸入の大幅増は、内需の回復が進んでいる可能性を示している。

輸出相手国別に見ると(図表4-8)、ASEAN向けが、12月の同+27.8%から同+48.6%へと大きく加速し

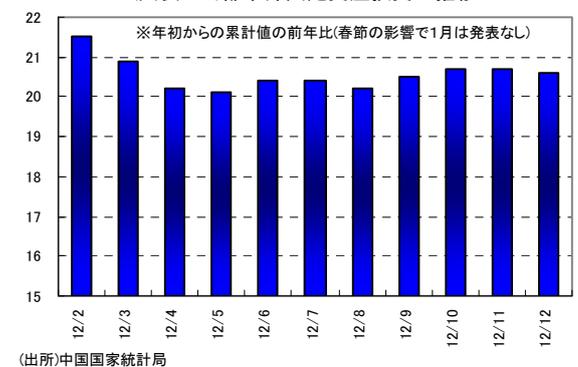
(図表4-4)企業景気指数



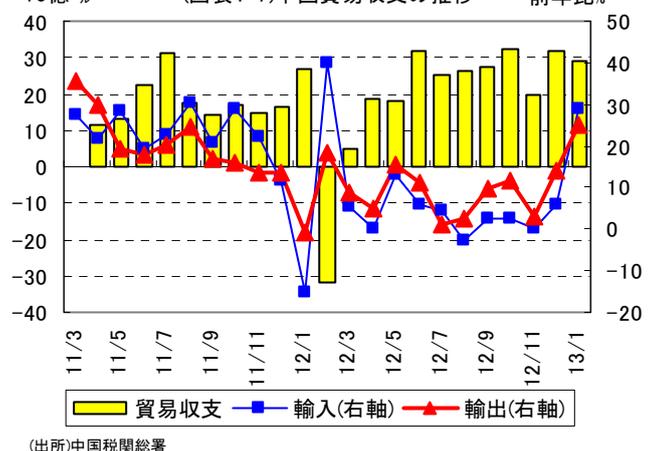
(図表4-5)中国鉱工業生産(前年比)



(図表4-6)都市部固定資産投資の推移



(図表4-7)中国貿易収支の推移



たほか、米国向けも同+10.3%から同+14.5%へと堅調な回復を続けている。EU向けは同+2.3%から同+5.2%へと小幅回復、日本向けも同▲7.3%から同+5.3%へと、3ヵ月ぶりにプラスに転じた。ちなみに、日本からの輸入は同+15.5%と、6ヵ月ぶりにプラスに転じている。まだ不買運動の影響が残っているとみられ、このまま順調な回復を続けるかどうかは予断を許さないが、日本からの輸入は12月まで5ヵ月連続で二桁前後のマイナスで、特に12月は同▲19.5%と、2割近いマイナスだったことを考えれば、日本にとっては先行きに期待が持てる結果。

1月の輸出は大方の予想を上回る増加となったが、最近では、春節が絡まなくても、月ごとの振れが激しく、このまま安定的に回復に向かうかどうかは、数ヵ月のトレンドを見る必要がある。もっとも、主要先進国のなかで、内需主導の回復が見込める国は少なく、足元ではむしろ世界が中国経済の回復を待っているのが現実であり、中国が外需主導の景気回復の青写真を描くのは難しい。

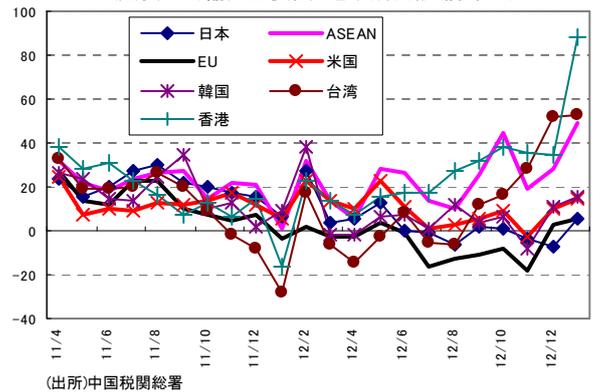
(4) 個人消費は底堅い推移

12月の小売売上高は、前年同月比+15.2%と、11月の同+14.9%から小幅加速した(図表4-9)。伸び幅が拡大するのは5ヵ月連続。伸び幅が拡大している品目は、娯楽用品(同+12.9%→同+22.3%)、日用品(同+17.5%→同+21.9%)、家具(同+23.9%→同+32.4%)、建築材料(同+19.0%→同+23.3%)、車(同+8.3%→同+9.0%)、石油(同+15.5%→同+19.0%)、化粧品(同+18.1%→同+21.6%)など、多岐にわたっている。逆に、伸びが鈍化した品目は、衣類(同+20.6%→同+16.4%)、オフィス用品(同+18.2%→同+12.7%)、電気用品(同+11.3%→同+9.7%)など。

当局は昨年以降、さまざまな消費刺激策を打ち出している。全体的に小粒ということもあって、これまでは大きな成果を上げるには至らなかったが、金融緩和に伴う資金調達環境の改善、インフレの落ち着き、都市部の堅調な雇用などもあって、今後の個人消費は底堅く推移すると予想する。

自動車販売も上向いてきている。1月の中国の自動車(乗用車・トラック・バス)販売台数は、前年比+46.4%の203万4,500台と、大幅増を記録した(図表4-10)。単月の販売台数としては過去最大で、伸び率も2010年4月の同+34.4%以来の高い伸びである。貿易同様、春節の時期のずれの影響が大きいですが、日本の主要自動車メーカーの販売台数も軒並み2割以上の伸びとなっている。日本メーカーからは、日中関係悪化の影響で減少していたシ

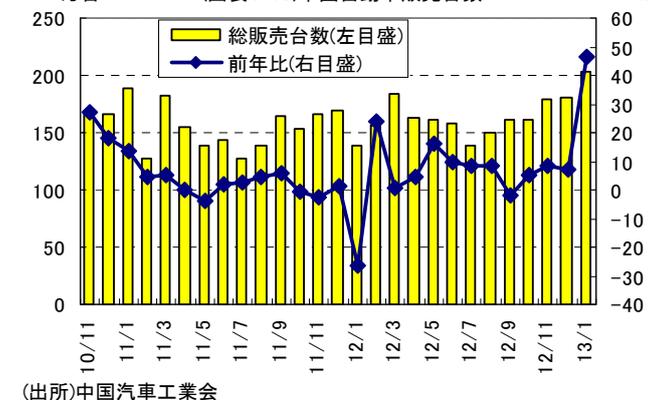
(図表4-8)輸出主要国・地域別内訳(前年比)



(図表4-9)中国小売売上高の推移(前年比)



(図表4-10)中国自動車販売台数



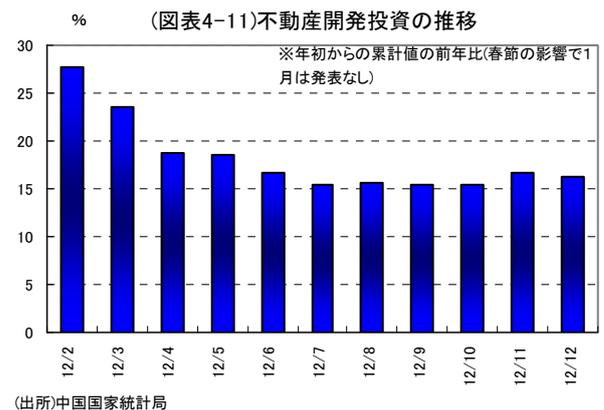
ョールームへの客足が予想以上に早いペースで回復しているとの声も聞かれる。2月は鈍化が確実のため、1,2月の結果を均して評価する必要があるが、回復トレンドが定着する可能性は高まっている。

(5) 政府は不動産価格の抑制策を緩めず

12月の新築住宅価格は、主要70都市のうち54都市で上昇、上昇都市数は11月の53都市から増加し、1年8ヵ月ぶりの高水準となった。価格が低下したのは8都市で、前月から変わらず。

昨年春先以降、政府が景気刺激策を強化していることもあって、不動産投資は下げ止まっている(図表4-11)。中国政府は12月16日の中央経済工作会議で、個人の購入可能物件数の制限などの、不動産取引規制を変更しない方針を明らかにしている。不動産価格が再び上昇に向かう兆しを見せていることで、市場では、3月の全人代後に、新たな不動産価格抑制策を発表する可能性も取りざたされている。

インフラ投資を奨励する一方で、不動産価格の上昇は抑えるという、アクセルとブレーキを同時に踏む状況を続ける限り、景気の回復スピードは鈍いものにならざるをえない。とりわけ、地方政府は、歳入の3割以上を不動産の譲渡収入に依存しており、不動産価格の低迷は、懐を直撃する。今後、景気回復ペースが上向いてくれば、政府はさらに引き締め姿勢を強化してくるものとみられ、2013年後半から2014年にかけての景気回復ペースを抑制する要因となろう。



(6) インフレ率は上向く兆し

1月のCPIは前年比+2.0%の上昇となり、上昇率は12月の同+2.5%を下回った(図表4-12)。食品価格が12月の同+4.2%から同+2.9%へと、やや落ち着きを取り戻したのが主因。ただ、これについては比較対象となる昨年1月の食品価格が、春節に伴う需要増を受けて上昇していた影響も大きい。前月比のCPIは+1.0%と、春節の影響を受けた昨年1月以来の高い伸びとなっている。2月は逆に昨年1月の食品価格が低いのに対し、今年は上振れる可能性が高いことから、CPIは前年比で3%前後に達する可能性がある。なかでも、28年ぶりの厳寒の影響で、食品価格は上昇しやすい地合いが続いている。

非食品価格の伸びは同+1.6%と、12月の同+1.7%から小幅低下、引き続き落ち着いた推移が続いている。しかし、CPIに先行するPPI(生産者物価)は、12月の前年比▲1.9%から、1月は同▲1.6%へと、4ヵ月連続でマイナス幅が縮小しており、当局はCPIの反転上昇への警戒を強めつつある。

人々のインフレ期待に結びつきやすい食品価格が上昇していること、景気底打ちの兆しが次第に明らかになってきたこともあり、追加利下げの可能性は後退しており、このまま景気回復基調が続けば、年後半は逆に引き締めめに転じる可能性も出てきている。また、中国金融当局は、中長期的に



は、金融政策の軸足を、預金準備率や基準金利の操作という手段から、先進国同様、公開市場オペレーションを通じた政策金利の間接的操作用という方向へシフトさせていく方針も示している。今後もオペを金融調節手段として試験的、優先的に利用してくる可能性が高い。

(7) 金融システム安定化策を強化

1月の人民元建て新規融資は1兆700億元に達し、12月の4,543億元を大幅に上回った。これは市場予想を小幅に上回る結果。1月のM2は前年比+15.9%と、11月の同+13.8%から加速した(図表4-13)。

実体経済の流動性の目安とされる社会融資総量(融資の他、株式・債券発行、信託ローン、銀行の簿外融資等含む)は2兆5,400億元で、前月の1兆6,250億元から拡大した。春節を控えた資金供給の増加という特殊要因もあるが、景気回復を受けた流動性の拡大も進んでいるものと見られる。

こうした流動性関連指標からも、中国当局はインフレの芽を感じ取っている。中国人民銀行は2月6日、「2012年第4四半期貨幣政策執行報告」を発表した。この中で、「物価上昇を招く数多くの要素が存在しており、今後、インフレリスクを警戒する必要」と指摘し、成長促進に重心を置くことを強調した従来の記述を削除している。報告では、物価上昇の要因について、景気回復に伴うプラスの需給ギャップ、労働集約型かつ貿易財になりにくい農産物とサービス業の価格上昇、主要先進国の量的緩和、の3点を挙げている。

また、中国人民銀行は、政策決定の目安として、銀行融資よりも社会融資総量に重点を置く方針を明らかにしている。実際、社会融資総量に占める人民元建て新規融資は、2002年には92%と9割以上を占めていたが、2012年には52%にまで占率を縮小させている。一方で、信託貸出の12年のシェアは8.2%と、前年から6.6ポイント上昇、企業債は14.3%と、同じく3.7%ポイントの上昇となっている。

とりわけ、地方政府は、銀行貸出が制限されるなかで、信託や債券発行による資金調達を拡大させている。地方政府の場合、元々、リーマン・ショック後の景気対策時に、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通じた債務が膨れ上がり、多くが不良債権化したという経緯がある。そのため、政府は、地方政府への銀行貸出を制限してきた。

ただ、地方政府や中国企業が、銀行以外への与信の依存度を高める構図が今後も続くとしたら、金融システム上の新たなリスクとなりうる。当局は上述の貨幣政策執行報告で、「量的・價格的ツールを含めた各種金融政策ツールを総合的に運用し、「マクロプルーデンス政策の枠組みを健全化し、合理的な市場流動性を維持する」と、金融システムリスクに目配りしていく方針を示している。信託貸出への地方政府の債務保証の禁止など、このところ融資規制強化に向けた施策を相次いで打ち出しており、こうした動きが続くことも、今年後半以降の景気回復ペースの抑制要因となろう。2014年の成長率は、2013年を下回る可能性が高い。



5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国景気は、内需の堅調持続に加え、外需にも回復の兆しがみえる。中国景気の持ち直しや堅調な米国景気に支えられ、外需主導国の韓国、台湾、シンガポール、香港の景気は、緩やかながらも回復基調で推移すると予想する。

インドネシア、マレーシア、フィリピンは、引き続き内需がけん引するほか、外需も後押しすることで、2013年以降も安定成長を持続するとみている。タイも、外需が回復するものの、復興・復旧需要による押し上げ効果が徐々に減衰に向かうとみており、2013年の景気は、やや鈍化すると予想する。インドの景気は、目先は停滞が続くものの、規制緩和などの政策効果が寄与することで、緩やかながらも回復に向かうとみている。

インフレについては、物価上昇圧力が和らぐなか、景気の下振れを懸念して、韓国、タイ、フィリピンにつづき、インドが利下げを実施した。今後、韓国では利下げの可能性があるものの、その他のアジア新興国は様子見スタンスをとるとみている。

豪州景気は、外需の持ち直しに支えられる形で春先頃から上向くとみるが、個人消費の伸びが鈍いことなどから、緩やかな回復にとどまると予想する。

(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

	2011年 (実績)	2012年 (実績・予測)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
韓国	3.6%	2.0%	2.5%	3.0%
台湾	4.1%	1.3%	3.2%	4.0%
シンガポール	4.9%	1.9%	3.0%	4.0%
フィリピン	3.9%	6.6%	6.7%	6.8%
インドネシア	6.5%	6.2%	6.4%	6.5%
香港	4.9%	1.4%	2.9%	3.3%
タイ	0.1%	5.7%	4.8%	4.7%
マレーシア	5.1%	5.2%	5.3%	5.5%
インド	6.5%	5.0%	5.7%	6.3%
豪州	2.1%	3.6%	2.7%	2.9%

(注1) インドは年度ベース(4月～翌3月)

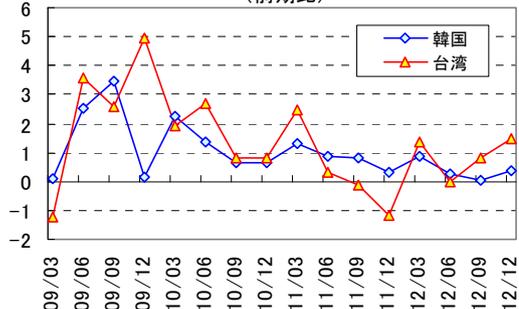
(注2) 2012年の網掛け部分は当社予測

(1) 10-12月期の実質GDP成長率は回復

アジア新興国の景気は、内需が堅調に推移しているのに加え、外需にも回復の兆しがみえる。まず、韓国の2012年10-12月期の実質GDP成長率(速報値)を見ると、前期比+0.4%と、前期(2012年7-9月期)の同+0.1%から小幅加速した(図表5-2、図表5-3)。6月の総額8.5兆ウォン規模の追加景気対策に続き、9月にも総額5.9兆ウォン規模のものを実施したことなどから、民間消費が同+0.8%と、前期(同+0.7%)の伸びをやや上回った。一方、設備投資が同▲2.8%と、3四半期連続のマイナスとなり、輸出も同▲1.2%と、2四半期ぶりにマイナスとなるなど、個人消費以外は低調な結果となった。今後については、輸出が回復に向かうとみられるものの、為替相場がウォン高傾向であることなどから、持ち直しペースは鈍い動きになるとみている。内需も景気対策効果が弱まることで大きな伸びが期待できないことから、景気回復ペースは緩慢なものにとどまる可能性が高い。

台湾の2012年10-12月期の実質GDP成長率は同+1.5%と、前期の同+0.8%から加速した。前年比でも+3.4%と、前期の+1.5%から伸び幅が拡大している。設備投資が持ち直したほか、携帯電子部品を中心に輸出の回復基調が続いたことから、純輸出のプラス寄与幅が拡大した。輸出については、アップルが発売した「iPhone5」関連など、一部の電子部品に支えられていることが懸

(図表5-2) 韓国・台湾の実質GDP成長率の推移(前期比)



(出所) 韓国中央銀行、台湾行政院主計処

念材料であるが、主要輸出先の中国景気が持ち直し傾向で推移しているほか、世界的な IT サイクルが回復に向かっていることもあり、今後も外需主導での景気回復が続くと予想する。

シンガポールの 2012 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.8%と、前期の同▲6.8%からプラス成長に転じた。製造業が 3 四半期連続のマイナス成長となるなど、エレクトロニクス分野の回復が遅れているものの、卸・小売業や金融保険の回復でサービス業が好調に推移し、景気を持ち直しにつながった。今後も、内需を下支えに、緩やかながらも回復に向かうと予想する。

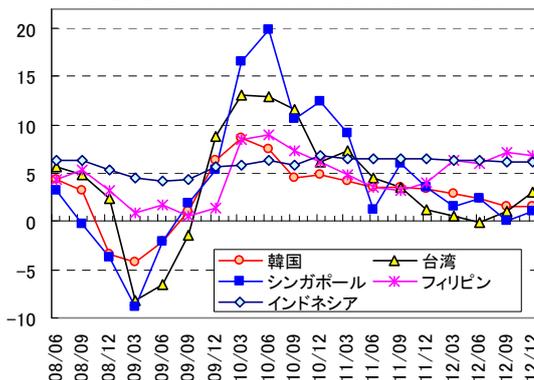
(2) ASEAN 諸国は内需がけん引、インドは低迷が続く

フィリピンの 2012 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+6.8%と、前期の同+7.2%から小幅鈍化したものの、6%を上回る高成長を維持した（図表 5-3）。GDP の 75%を占める個人消費が堅調に推移したほか、建設を中心とした固定資本投資の伸びが景気をけん引した。安定成長が続く内需に加え、外需も持ち直しの動きがみられており、当面、6%程度の成長が続くとみている。

インドネシアの 2012 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.1%と、前期の同+6.2%から小幅鈍化したものの、6%台の高成長を維持した（図表 5-4）。輸出は低迷が続いたものの、民間消費と総固定資本形成が堅調だった。小売売上高は前年比二桁増が続いているほか、海外からの直接投資の拡大で民間投資も増加基調であることから（図表 5-4）、当面、内需がけん引する状況が続くと予想する。

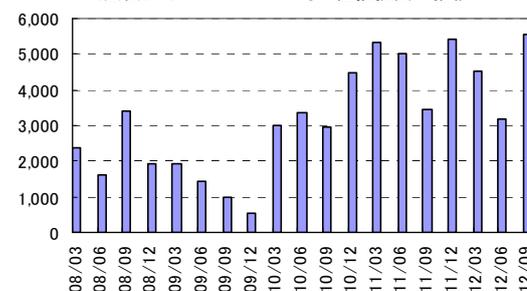
タイ、マレーシアの景気も、内需がけん引役となり、堅調に推移している。タイの 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.0%と、4-6 月期の同+4.4%からプラス幅が縮小した（図表 5-5）。政府による自動車購入支援策や、4 月以降、バンコクと周辺の 6 県で最低賃金を引き上げたこともあって、民間消費支出が堅調に推移した。また、洪水からの復興・復旧需要などから総固定資本形成も増加傾向で推移したが、純輸出が 4 四半期連続のマイナス寄与となったことが響いた。輸出は、足元では洪水による落ち込み分からの反動増が出てきているほか、中国景気も回復に向かっていることで、今後は堅調に推移するとみている。このため、目先の景気は回復基調が続くものの、復興・復旧需要による押し上げ効果が徐々に減衰することで、2013 年央以降の景気はやや鈍化すると予想する。

(図表5-3) 実質GDP成長率(前年同期比)の推移
(韓国、台湾、シンガポール、インドネシア、フィリピン)



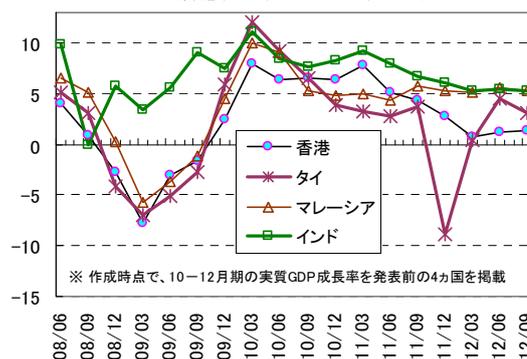
(出所) 各国統計より明治安田生命作成

百万ドル (図表5-4) インドネシアの対内直接投資の推移



(出所) インドネシア中央銀行

(図表5-5) 実質GDP成長率(前年同期比)の推移
(香港、タイ、マレーシア、インド)



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

マレーシアの7-9月期の実質GDP成長率は、前年比+5.2%と、5四半期連続で5%台を維持した。民間消費支出と総固定資本形成がけん引する一方、純輸出は4四半期連続のマイナス寄与となった。今後は、世界的なITサイクル一巡の効果が徐々に波及することで、外需も徐々に持ち直すともみているが、しばらくは、内需に頼った成長が続くと予想する。

インドの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+5.3%と、4-6月期の同+5.5%から鈍化した。製造業の低迷が続いたことや、モンスーン期の雨不足もあって農業の伸びが鈍化したことが響いた。インドは、国内産業育成に向け、海外から資金を呼び込む必要に迫られているが、電力網や道路などのインフラ整備の遅れに加え、外資規制緩和策が一時棚上げとなったことが、海外投資家の魅力減退につながっていた。ただ、シン政権は国内経済の停滞への危機感もあって、夏場以降、総合小売分野への外資規制緩和など、構造改革を進めている。こうした政策が確実に遂行されることで、実質GDP成長率は2013年度後半にかけて、再び6%台に向かうと予想する。

(3) 輸出は緩やかながらも回復基調へ

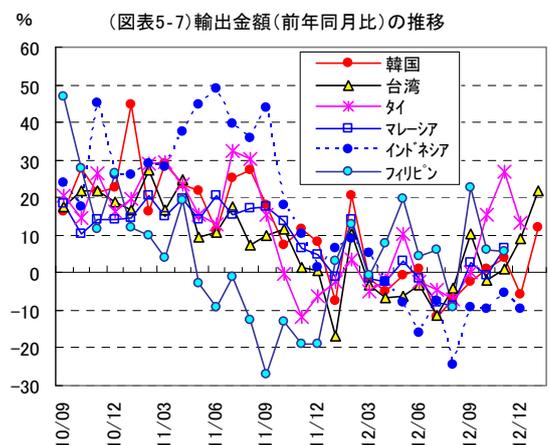
東南アジア経済は、全体的に内需が堅調に推移するなか、今後の景気回復ペースは、外需が鍵を握っている。まず、韓国の1月の輸出は前年比+11.8%と、高い伸びとなった。12月の同▲5.7%のマイナスを除けば、10月以降、前年比プラスで推移している。ただ、昨秋以降のウォン高傾向に伴う輸出競争力の低下や、昨年末以降の円安で、輸出品目の重なる日本との競争激化が懸念されることなどから、今後の輸出回復ペースは鈍いものとなる可能性が高い。

台湾は、輸出の先行指標となる12月の輸出受注が同+8.5%と、4ヵ月連続のプラスとなった。輸出金額の約5割が電子・電子機械であるため、振れやすいのが台湾の輸出の特徴だが、ITサイクルが回復に向かっていることから、均せば増加基調が続くと予想する。

タイの輸出は、2012年9月以降、持ち直し傾向となっている。洪水被害を受けた生産設備は、概ね復旧しており、洪水で落ち込んだ分の反動増や、中国景気の回復などにも支えられ、当面、プラス基調で推移するとみている。フィリピンでも足元の輸出は持ち直し傾向となっており、今後も前年比プラス基調で推移すると予想する。マレーシアの輸出は足元では弱めの動きが続いているが、やはり年々ASEAN諸国との結びつきを強めている中国景気の回復が波及することで、2013年以降は回復に向かうとみている。インドネシアの輸出は、世界景気の悪化による資源輸出の減少に加え、昨年5月に鉱物の輸出に20%の関税をかけるなどの規制措置をとったことが響き、マイナス基調で推移している。当面、低調な推移が続くとみるものの、世界景気の回復を受けて、徐々に前年比マイナス幅が縮小に向かうと予想する。



(出所) 台湾経済部



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(4) 金融緩和が続く

アジア新興国は、原油価格や食料価格などの上昇によるインフレ圧力が和らぐなか、景気の下振れを懸念した金融緩和の動きが相次いでおり、韓国、タイ、フィリピンに続き、1月にはインドでも利下げを実施した(図表5-8, 5-9)。韓国では、10月に韓国中央銀行が政策金利を3%から2.75%へ引き下げたが、景気回復ペースが鈍いことや、消費者物価指数(以下、CPI)も、1月が前年比+0.4%と、3ヵ月連続で伸び幅が縮小し、インフレ圧力も弱まっていることから、追加利下げを行う可能性が高まっている。

タイは、10月にタイ中央銀行が、外需の低迷を理由として、政策金利を3%から2.75%へ引き下げた。フィリピンでも、10月にフィリピン中央銀行が、政策金利を3.75%から過去最低の3.50%へ引き下げた。タイやフィリピンでは、こうした利下げ効果もあって、内需が堅調に推移していることから、今後の金融緩和には慎重なスタンスをとると予想する。

台湾は、12月のCPIが同+1.6%と、8月の同+3.4%をピークに伸び幅が縮小し、インフレ圧力が和らいでいる。景気も上向きであることから、当面、金利のすえ置きを継続するとみている。

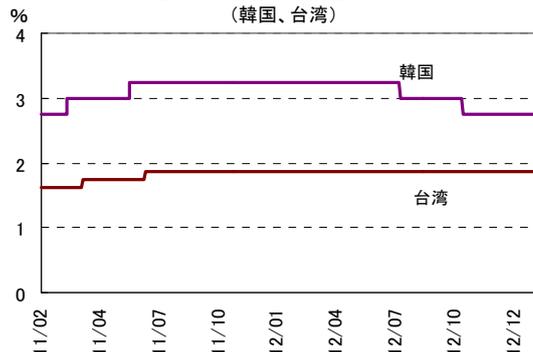
インドネシアは、このところインフレ圧力が和らいでいたものの、1月のCPIが同+4.6%と、12月の同+4.3%から上昇幅が拡大した。今後、補助金付き燃料価格の引き上げ観測などがインフレ圧力となる可能性があるが、足元のインフレ率はインドネシア中央銀行のインフレ目標(3.5~5.5%)に収まっていることや、堅調な内需を支える目的もあって、政策金利のすえ置きを継続するものと予想する。

マレーシアは、12月のCPIが同+1.2%と、11月の同+1.3%から、プラス幅が小幅縮小した。国内景気も内需を中心に底堅く推移しており、当面、利下げは行わないと予想する。

インドは、景気減速傾向にあるなか、卸売物価指数

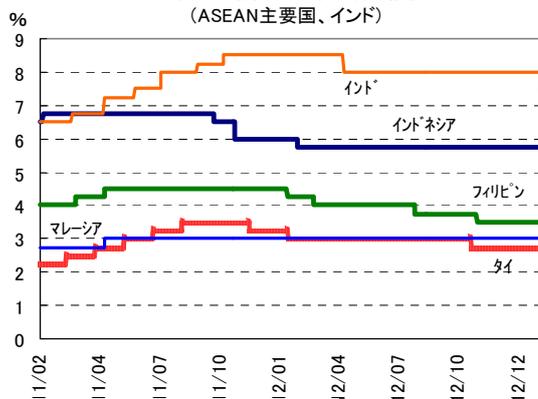
(以下、WPI)が9月の同+8.1%をピークに、12月の同+7.2%まで鈍化したことを受け、政策金利を8%から7.75%に引き下げた。今後については、1月のWPIが同+6.6%まで下がったものの、依然として高水準で推移していることや、シン政権による規制緩和などの政策効果で景気が回復に向かう可能性が高まっていることから、インド準備銀行は、様子見スタンスをとると予想する。

(図表5-8) 各国の政策金利の推移
(韓国、台湾)



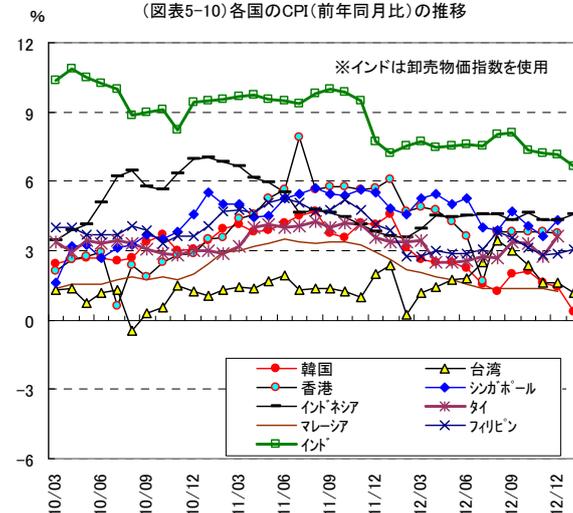
(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-9) 各国の政策金利の推移
(ASEAN主要国、インド)



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-10) 各国のCPI(前年同月比)の推移



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(5) 豪州経済は緩やかな成長にとどまると予想

豪州の7-9月期実質GDP成長率は前期比+0.5%と、6四半期連続のプラス成長となったが、個人消費の減速や政府支出の減少などから、伸び幅は4-6月期の同+0.6%から若干縮小した(図表5-11)。

GDPの5割強を占める個人消費は、減速基調が続いている。12月の小売売上高は前年同月比+2.3%と、3ヵ月連続で伸び幅が縮小した。中国景気の減速を背景に金属鉱物などの資源輸出が低調に推移しており、鉱業関連企業が多い西オーストラリア州やクイーンズランド州で雇用環境の悪化が目立つ。鉱業セクターを中心に雇用・所得環境の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみられ、今後も個人消費の伸びは鈍いと予想する。

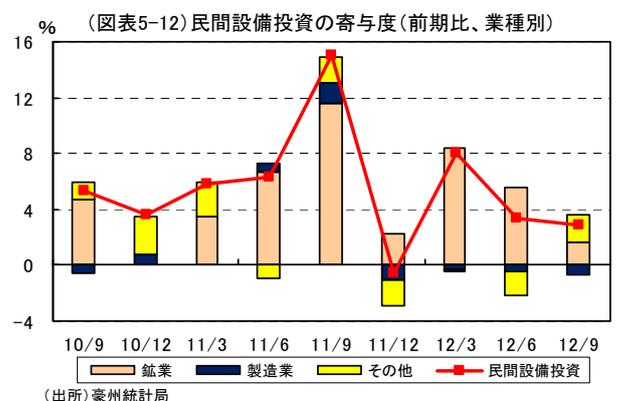
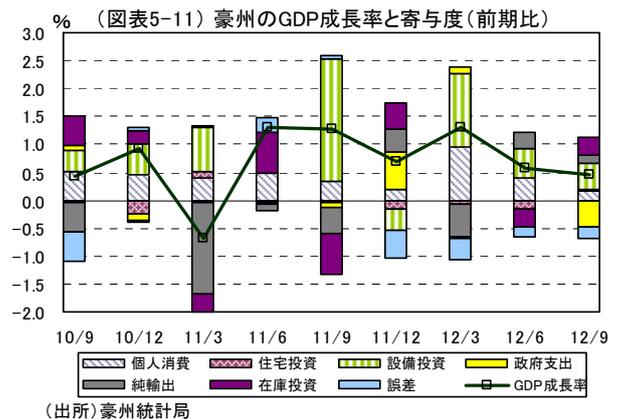
豪州の成長をけん引してきた固定投資は、鉱業セクターの新規プロジェクト数の減少や、設備投資計画の一部中断の影響で、足元では伸びが鈍化している(図表5-12)。すでに着手中の資源関連プロジェクトは総額5,000億豪ドル超と、投資規模が大きいことから、2013年も資源関連投資が豪州の成長を下支えするとみるが、2012年の伸びには及ばないと予想する。

住宅市場は持ち直し傾向が続いている。12月の住宅建設許可件数(季調済)は前年同月比+9.3%と、4ヵ月連続の大幅増となったほか、足元の新築住宅販売件数も上向いている。住宅ローン金利の低下や新築住宅取得者向け補助金の効果が現れている形。消費者信頼感指数を見ても、消費者の住宅購入意欲は高く、住宅市場は今後も回復基調が続くとみる。

輸出は回復の兆しが出ている。12月の輸出は前月比+2.6%と、鉄鉱石の輸出が回復した結果、3ヵ月連続のプラスとなった。中国の鉄鋼メーカーが積極的に鉄鉱石の購入に乗り出しており、輸出全体の3割を占める中国向けが伸びている。輸出先の中心であるアジア新興国の景気が徐々に上向くとみられ、輸出は今後も持ち直し傾向が続くと予想する。

今後の豪州景気は、外需の持ち直しに支えられる形で春先頃から上向くと予想する。ただ、個人消費の伸びが鈍いことや、固定投資の成長ペースが鈍化するとみられることから、緩やかな回復にとどまるとみる。

RBA(豪州準備銀行)は12月4日の金融政策決定理事会で、政策金利を3.25%から3.00%へ引き下げた。2011年11月より利下げ局面に移行しており、累計の利下げ幅は175bpに達している。今後数ヵ月のうちに25bpの利下げを行ったあと、年内に再度25bpの利下げを実施すると予想する。



6. 商品相場見通し

(1) 2013年のWTIは90ドル台中心の展開を予想

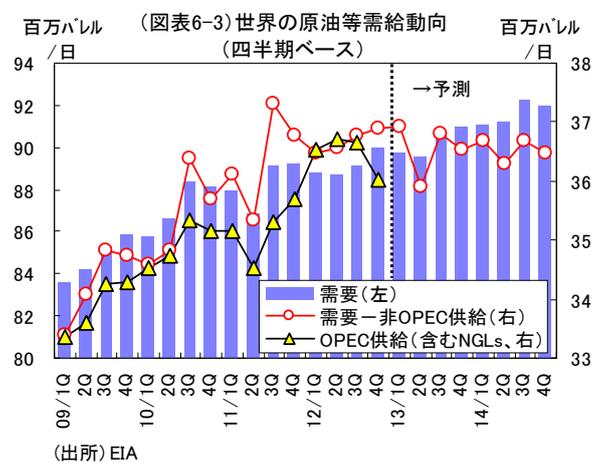
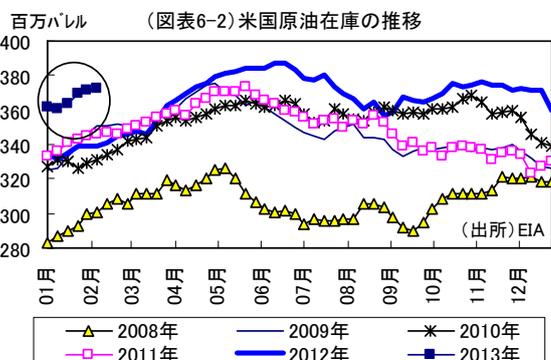
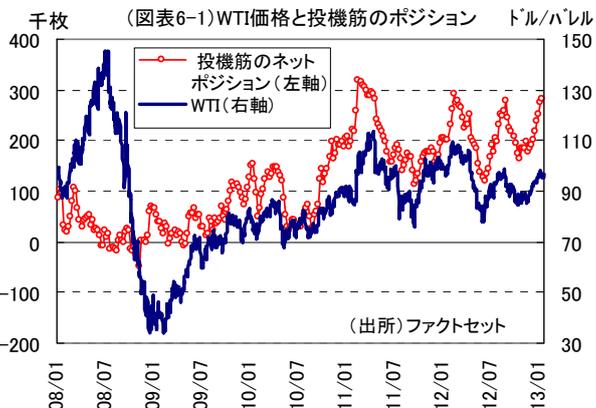
WTI価格は、昨年9月以降、世界景気の減速懸念などから、調整局面に入っていたが、米国の「財政の崖」問題の回避に向けた協議の進展や、中国景気の回復期待、中東、北アフリカの情勢不安などを背景に、12月半ば以降、上昇基調で推移している（2月14日現在：97.3ドル/バレル）。投機筋のネット買いポジションも増加に転じており、投機資金の流入が再度活発化している（図表6-1）。

ただ、米国における石油製品消費量は、ガソリンや留出油（軽油、暖房油）の低迷から、低水準の推移が続いている。一方、足元の米国の原油生産は、シェールオイルの増産から前年を1百万バレル/日量（以下MB/D）以上も上回っているため、2013年初めの原油在庫はきわめて高水準となっており、原油需給は緩んだ状態が続いている（図表6-2）。

主要3機関（IEA、EIA、OPEC）の2013年の原油等需要見通しでは、いずれも前年対比で1%程度の増加を見込んでいるが、米国やカナダの増産など、非OPEC諸国の供給増により、需要増加分を賄える見通しである。EIAの見通しから、今後のOPECの生産必要量（需要－非OPEC供給）を見ると、30MB/D（天然ガス液を除く）の供給が続けば、需給のバランスが保たれることになる（図表6-3）。

OPECの生産状況を見ると、イランの減少分はリビアの生産回復で補填されるなど、合計30MB/Dを若干上回る水準の生産が続いている（図表6-4）。政情不安定国を除いても、引き続き3 MB/D超の生産余力がある。

今後の原油市場では、米中の景気回復や、中東情勢等の地政学リスクが上昇要因となるが、シェールオイルなどの供給増加や、OPECの生産余力などから、需給がタイトになる懸念は小さいこと、欧州債務問題もこのまま収束に向かう可能性が低いことから、原油価格は高値安定性に欠けるとみている。2013年のWTIは、85～101ドル/バレル（2013年平均：95ドル/バレル）を中心とした推移となると予想する（2014年平均：98ドル/バレルを想定）。



(図表6-4) OPEC諸国の原油生産量 千バレル/日

	2011年	2012年12月	2013年1月	前月比	2011年比	生産能力
アルジェリア	1,240	1,187	1,151	▲ 36	▲ 89	1,190
アンゴラ	1,667	1,733	1,812	79	▲ 145	1,890
エクアドル	490	501	502	1	▲ 12	520
イラン	3,628	2,663	2,691	28	▲ 937	3,030
イラク	2,665	3,006	3,033	27	▲ 368	3,300
クウェート	2,538	2,833	2,850	17	▲ 312	2,860
リビア	462	1,424	1,401	▲ 23	▲ 939	1,580
ナイジェリア	2,111	2,064	2,017	▲ 47	▲ 94	2,490
カタール	794	741	755	14	▲ 39	740
サウジアラビア	9,293	9,181	9,105	▲ 76	▲ 188	11,800
UAE	2,516	2,652	2,623	▲ 29	▲ 107	2,800
ベネズエラ	2,380	2,358	2,379	21	▲ 1	2,600
OPEC計	29,785	30,341	30,320	▲ 21	▲ 535	34,800

(出所) OPEC (生産実績)、IEA (生産能力)

2) その他商品は、緩やかな上昇基調を予想

主要国際商品指数である CRB 指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、家畜の 6 分野、19 品目で構成される。CRB 指数は、米国の「財政の崖」を巡る与野党協議の難航から、上値の重たい展開が続いたが、中国景気に持ち直しの兆しが見え始めたことや「財政の崖」が回避されたことで、年明け以降、緩やかな上昇基調で推移している(図表 6-5)。

主要分野の動き(1 月末日現在)を見ると、過去 3 ヶ月では、穀物が▲5.9%下落した一方、産業素材が+9.6%、貴金属が+5.2%の上昇となった(図表 6-6)。

産業素材分野のうち、銅価格は、最大の消費国である中国景気の底打ちなどから上昇基調で推移している。足元の LME 在庫水準は増加傾向であるが、今後も中国の需要拡大が期待できることから、銅価格は緩やかに上昇していくとみる。

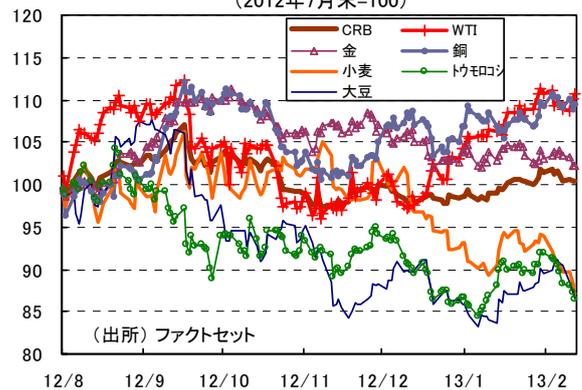
貴金属分野のうち、金価格は、FOMC の議事録で米国の緩和的な金融政策の早期終了が懸念された場面があったことから、やや調整した。今後については、米国や新興国景気の緩やかな回復が安全資産としての金保有の動きを鈍らせる一方、低金利政策の継続が金需要を下支えするとみており、金価格は一進一退の推移が続くと予想する。

穀物分野のうち、トウモロコシ価格は、ブラジルやアルゼンチンなど輸出大国での作付動向が良好であることから、やや落ち着いている。一方、米国の期末在庫率が低水準であることから、天候不順による生産量の減少が懸念材料として燻っており、今後もトウモロコシ価格は高値圏での推移が続くとみる。

(図表 6-7)。大豆価格は、天候変化に強いことから、干ばつ被害が予想以上に軽度で済んだことに加え、南米の作付動向も順調であることから、7-8 月の上昇分(約+23%)を 9-12 月でほぼ相殺する形になった(約▲20%)。今後は、中国向け輸出の増加や、米国の低水準な在庫が意識されることで、価格は徐々に下げ止まるだろう。小麦価格は、旧ソ連諸国(ロシア、ウクライナ)における輸出規制観測が遠のいたことや、減産が見込まれていた豪州や EU の供給量が上方修正されたことで、足元では調整している。トウモロコシ、大豆と比べれば需給は逼迫していないものの、6 月前後に収穫される米国やロシアなどの冬小麦の作況が悪化するとみており、2013 年も小麦価格は底堅いと予想する。

今後については、米国や中国の景気持ち直しが予想され、商品市況は上昇基調で推移するとみている。ただ、急激な価格上昇は需要を抑制するほか、欧州債務問題もこのまま収束に向かう可能性は低く、上昇幅は緩やかなものにとどまろう。CRB 指数(1 月末日現在: 303.99)の 1 年間の上昇率は 5~15%の範囲と予想する。

(図表 6-5) 商品主要価格と CRB 指数の推移
(2012 年 7 月末=100)



(図表 6-6) 主要商品の価格変動率(%)

		1か月間	3か月間	1年間
CRB		3.0	2.6	▲ 2.7
エネルギー	原油	6.2	13.0	▲ 1.0
	天然ガス	▲ 0.4	▲ 9.6	33.6
産業素材	アルミニウム	0.9	9.7	▲ 6.6
	ニッケル	7.4	13.2	▲ 12.1
	銅	2.2	6.1	▲ 1.5
	綿花	10.4	18.4	▲ 11.0
貴金属	金	▲ 0.8	▲ 3.3	▲ 4.5
	銀	3.7	▲ 3.0	▲ 5.7
穀物	小麦	0.8	▲ 7.3	17.1
	大豆	4.2	▲ 5.2	22.5
	トウモロコシ	6.1	▲ 2.0	15.9

(出所)ファクトセット ※2013年1月末日時点の価格変動率

(図表 6-7) 世界の穀物需給

(百万トン)	2010 /11	2011 /12 見込	2012 /13 予想			
			12/5時点	13/2時点	12/5比	
小麦	生産量	652.0	696.6	672.1	653.6	▲ 18.5
	消費量	655.1	698.0	681.9	673.4	▲ 8.5
	期末在庫量	197.9	196.5	185.8	176.7	▲ 9.1
	在庫率(%)	30.3	28.2	27.2	25.5	▲ 1.7
	米国在庫率(%)	35.7	33.3	28.9	28.2	▲ 0.7
大豆	生産量	263.6	238.7	271.0	269.5	▲ 1.5
	消費量	252.0	256.2	265.0	262.3	▲ 2.7
	期末在庫量	69.9	55.2	58.5	60.1	1.6
	在庫率(%)	27.8	21.5	22.1	22.9	0.8
	米国在庫率(%)	6.6	5.4	4.3	4.1	▲ 0.2
トウモロコシ	生産量	832.3	882.5	949.9	854.4	▲ 95.5
	消費量	850.3	879.4	923.4	867.3	▲ 56.1
	期末在庫量	127.9	131.0	155.7	118.0	▲ 37.7
	在庫率(%)	15.0	14.9	16.9	13.6	▲ 3.3
	米国在庫率(%)	8.6	7.9	13.6	5.6	▲ 8.0

(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。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。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。