

明治安田生命
2013－2014年度経済見通しについて
 ～ 2013年度は堅調な景気回復も、2014年度は消費増税の影響で鈍化へ ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2013年1－3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> 2.7%	<u>2014年度</u> 0.7%
名目GDP成長率：	<u>2013年度</u> 1.9%	<u>2014年度</u> 1.6%

2. 要 点

- ①円安・株高の進行や、政府・日銀の政策への期待感から、企業や家計の景況感が急速に改善している。今後は、2012年度補正予算と今年度予算の執行が進むと考えられるほか、消費増税前の駆け込み需要も見込まれることから、景気は堅調な回復基調が続くとみる。ただし、2014年度は、増税の影響で大幅な減速を余儀なくされると予想する。
- ②個人消費は、所得環境の回復ペースが緩慢なことから、いったん鈍化するとみている。2013年度後半には増税前の駆け込み需要が見込まれるが、2014年度は大きく落ち込むことになろう。住宅投資は、復興需要や各種の政策効果で均せば緩やかな回復が続くとみる。公共投資は、大型財政政策の執行によって、夏場にかけて再び勢いを増すと予想する。設備投資は、中長期的な期待成長率の低下もあって、緩やかな回復にとどまろう。輸出は、円安効果などから、緩やかな回復傾向で推移するとみている。
- ③金融政策だけでデフレ脱却に導くのは困難で、成長戦略も踏み込み不足に終わる可能性が高いことから、デフレ脱却への展望はなかなか開けない状況が続くとみる。

〈主要計数表〉

	2012年度 実績	2013年度		2014年度	
			2013/2時点		2013/2時点
実質成長率	1.2%	2.7%	2.2%	0.7%	0.6%
成長率寄与度・内需	2.0%	2.6%	2.1%	0.4%	0.2%
・外需	▲0.8%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
名目成長率	0.3%	1.9%	1.6%	1.6%	1.5%

日本のGDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測				→ 予測									
	2012年度	2013年度	2014年度	2015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	1.2%	2.7%	0.7%	1.0%	0.3%	0.9%	0.7%	0.5%	1.5%	1.3%	-1.3%	0.1%	0.2%	0.1%
前期比年率	1.2%	2.7%	0.7%	1.0%	1.0%	3.5%	2.7%	2.1%	6.0%	5.2%	-5.0%	0.4%	0.7%	0.6%
前年同期比	1.2%	2.7%	0.7%	1.0%	0.4%	0.0%	0.9%	2.3%	3.6%	4.0%	2.0%	1.6%	0.3%	-0.9%
民間最終消費支出	1.6%	2.6%	-0.6%	0.4%	0.4%	0.9%	0.5%	0.3%	1.3%	1.5%	-2.4%	0.0%	0.0%	0.1%
民間住宅投資	5.3%	8.7%	-4.0%	1.6%	3.5%	1.9%	1.5%	3.5%	2.5%	-2.1%	-4.0%	-1.0%	0.0%	1.2%
民間設備投資	-1.5%	1.1%	2.5%	0.8%	-1.5%	-0.7%	0.6%	1.6%	1.8%	1.5%	-0.2%	0.1%	0.3%	0.2%
政府最終消費支出	2.6%	1.5%	1.0%	0.6%	0.7%	0.6%	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%
公的固定資本形成	15.2%	7.4%	3.7%	2.5%	2.8%	0.8%	1.0%	2.5%	3.0%	1.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
財貨・サービスの輸出	-1.3%	3.0%	5.0%	3.7%	-2.9%	3.8%	1.3%	0.1%	2.0%	1.8%	1.3%	0.8%	1.0%	0.5%
財貨・サービスの輸入	3.8%	2.2%	2.7%	2.0%	-2.2%	1.0%	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
名目GDP	0.3%	1.9%	1.6%	1.3%	0.1%	0.4%	0.4%	0.5%	1.5%	1.3%	-0.3%	-0.1%	0.2%	0.1%
GDPデフレーター(前年比)	-0.9%	-0.8%	0.9%	0.4%	-0.7%	-1.2%	-1.1%	-1.0%	-0.8%	-0.3%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%

(前期比寄与度)	→ 予測				→ 予測									
	2012年度	2013年度	2014年度	2015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	1.2%	2.7%	0.7%	1.0%	0.3%	0.9%	0.7%	0.5%	1.5%	1.3%	-1.3%	0.1%	0.2%	0.1%
民間最終消費支出	1.0%	1.6%	-0.4%	0.3%	0.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.8%	0.9%	-1.4%	0.0%	0.0%	0.1%
民間住宅投資	0.2%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	-0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府最終消費支出	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.7%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	-0.1%	-0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	-0.8%	0.1%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.4%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.0%
財貨・サービスの輸出	-0.2%	0.4%	0.8%	0.6%	-0.4%	0.5%	0.2%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
財貨・サービスの輸入	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.4%	0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-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	2015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)	-3.4%	2.4%	2.8%	2.1%	-5.9%	-6.1%	-3.0%	2.1%	5.4%	5.0%	3.4%	3.0%	2.8%	2.0%
消費者物価指数(前年比)	-0.3%	0.0%	2.5%	1.4%	-0.2%	-0.6%	-0.4%	-0.1%	0.1%	0.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%
除く生鮮食品(前年比)	-0.2%	0.1%	2.3%	1.4%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%
除く生鮮食品(前年比)(除く消費税)	-0.2%	0.1%	0.5%	0.7%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
国内企業物価指数(前年比)	-0.9%	1.0%	3.3%	1.5%	-1.0%	-0.3%	0.2%	1.3%	1.7%	1.2%	2.9%	3.4%	3.4%	3.2%
完全失業率(季調済:平均)	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
無担保コール翌日物(期末値)	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.06%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
為替レート(円/ドル:平均値)	83円	98円	103円	105円	81円	92円	100円	98円	96円	99円	101円	102円	104円	105円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2013年1-3月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%（年率換算：+3.5%）と、2四半期連続のプラス成長となった。個人消費と輸出がけん引役になったことに加え、住宅投資や公的支出もプラス寄与となる一方、設備投資や在庫投資はマイナス寄与となった。

日本経済は堅調に推移している。円安・株高の進行や、政府・日銀の政策への期待感から、企業や家計の景況感が急速に改善している。今後は、2012年度の大型補正予算と今年度予算の効果が期待されるほか、消費増税前の駆け込み需要も見込まれる。復興需要も引き続き景気を下支えしていくとみられ、2013年度の日本経済は、内需を中心に回復基調が続くとみる。2014年度については、輸出が回復傾向で推移するとみているものの、増税の影響で、大幅な減速を余儀なくされると予想する。

個人消費は、所得環境の回復ペースが緩慢なことから、いったん鈍化するとみている。2013年度後半には増税前の駆け込み需要が見込まれるが、2014年度は大きく落ち込むことになろう。住宅投資は、復興需要や各種の政策効果で均せば緩やかな回復が続くとみる。

設備投資は、円高修正で企業マインドが改善しているものの、中長期的な期待成長率の低迷もあって、緩やかな回復にとどまるとみている。公共投資は、大型財政政策の執行によって、夏場にかけて勢いを増すと予想する。輸出は、円安効果などから持ち直し傾向で推移しているが、欧州景気の低迷や中国景気の鈍化などを受けて、回復ペースは緩慢なものとなろう。

（1）アベノミクス5ヵ月、見えてきた課題

4月3,4日の日銀金融政策決定会合で決まった「量的・質的緩和」は、市場に驚きを与えた。債券市場の不安定化など、課題も見え隠れするものの、今のところ、円安、株高の好循環が続いており、黒田日銀の出だしは順風満帆と言ってよい。ただ、これが本来の目的である物価上昇、景気回復に結びつくかどうかは、不透明な部分が残っている。

4月26日に発表された展望レポートによれば、「量的・質的緩和」の実体景気への波及ルートとして、①イールドカーブ全体の金利低下を促すことによる資産価格のプレミアムへの働きかけ、②金融機関や機関投資家の投資行動が変化し、貸出やリスク性の資産にシフト（ポートフォリオ・リバランス）、③「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束し、これを裏打ちする大規模な資産の買入れを継続することによって、市場や経済主体の期待を抜本的に転換、の3点を挙げている。

このうち、イールドカーブを全体的に押し下げることには今のところ成功していない。どのみち、すでに十分金利低下が進んでいることを考えれば、たとえ押し下げに成功したところで、効果のほどはたかが知れている。②③については、①の金利低下効果に依存する部分もあるが、どちらかといえば、急速な量的拡大が一気に期待をひっくり返すとの発想であり、理論的な波及経路は必ずしも明らかになっていない。量的拡大そのものに景気や物価を動かす効果があるかどうかという点については、これまでの実証研究でも否定的な見解が多く、それが、今回の異次元緩和が大いなる社会実験と言われる所以でもある。また、時間軸効果については、理論的にも有効というのがほぼコンセンサスだが、日銀の場合、「2年で2%」と当初からお尻を切った目標を設定していることもあって、米国のQE3（量的緩和第3弾）のように、政策効果を時間軸に依存する部分は相対的に小さい。

結局、期待の抜本的な転換が起きるかどうかのポイントとなる。

展望レポートでは、CPI（消費者物価指数）が2013年に0.7%、2014年に1.4%、2015年に1.9%（消費増税の影響除く）と、順調に上がっていく姿が示されたが、現時点では民間の見通しとはかなり差がある。一方、資産市場であれば、期待は速やかに価格に反映される。こうしたなかで、無理矢理一般物価を引き上げようという試みが、資産市場に歪みをもたらすリスクも無視できない。中央銀行が一般物価にのみ注目しすぎた結果、信用バブルの膨張を防げなかったというのが、金融危機の教訓のひとつであった。

黒田総裁は、ETF（上場投資信託）については買い増す余地が「いくらでもある」と表明しており、こうした「黒田プット」的な発言も株の買い安心感につながっている。しかし、金融市場を口先で操作するのも限界がある。政策当局の動きに過剰反応するのが市場であり、それを眺めて金融政策のかじ取りを行なっているのは、元FRB副議長のアラン・ブラインダーが警告した「自分の尾を追う犬」に成り下がってしまう危険性が生じる。今のところ、株価は順調に上がっているとはいえ、このまま実体経済や物価とかい離れた状況が続けば、文字どおりバブルで終わる可能性も捨てきれない。

債券市場は値動きの激しい展開が続いているが、文字どおりの「異次元緩和」を推進するにあたっては、今後も実務面の壁に当たる場面が増えてくる展開も予想される。2年間でベースマネーを2倍、日銀当座預金を175兆円まで拡大すると目標の達成は、銀行にとって、所要額の20倍もの超過準備を積み上げるインセンティブは乏しいことを考えれば、一筋縄ではいかない可能性が高い。日銀が強引に国債の買い増しを進めれば、流動性の枯渇から、債券相場のさらなる不安定化につながるリスクもある。

日銀がベースマネーをどんどん拡大さえすれば、インフレ期待が醸成されて賃金が上がるという波及ルートに不安があることを考えれば、成長戦略との2人3脚で賃金上昇を目指すことが、デフレ脱却のために必要となる。日本では、90年代以降の景気停滞が長期化するなかで、組合が賃金よりも雇用確保を優先するようになったことが、賃金の長期低迷に繋がってきた。安倍首相の賃上げ要請は一つの手段ではあるが、企業に賃上げを無理強いするのは副作用も大きい。賃金上昇は、あくまで企業の生産性上昇が前提となるべきで、そのためには雇用市場の弾力化が必要である。しかし、足元では解雇ルールの法制化の先送りが決まるなど、改革は尻すぼみとなりつつある。

6月にとりまとめが予定されている政府の成長戦略も、雇用改革のみならず、既得権益との衝突が確実な改革メニューは軒並み先送りされる可能性が濃厚となっている。本来であれば、金融政策で時間を稼いでいる間に、成長戦略を進める必要があるにも関わらず、1本目の矢である金融政策の出だしの成功を見て早くも政権が弛緩し、改革遂行へのエネルギーが減退するという、好ましくない展開となりつつある。改革が難しいから金融政策に頼るといふ姿勢なのであれば、アベノミクスの先行きは危うい。

（2）個人消費は消費増税後に失速

足元の個人消費は、堅調な推移が続いている（図表1-1）。3月の家計調査によると、2人以上世帯の実質消費支出は前年同月比+5.2%と、2004年2月以来の高い伸びとなり、市場の事前予想（同+1.6%）を大きく上回った。家計調査特有の振れの影響も大きいですが、住居・自動車等購入費やGDP上の消費概念に含まれない贈与金・仕送り金などを除いた実質コア消費支出も同+2.4%と、6ヵ月連続で増加している。株高による資産効果や景気回復期待の高まりで、デパートなどでは高額商材の売れ行きが好調なほか、3月の好天で春物衣料の売り上げも好調だった模様である。

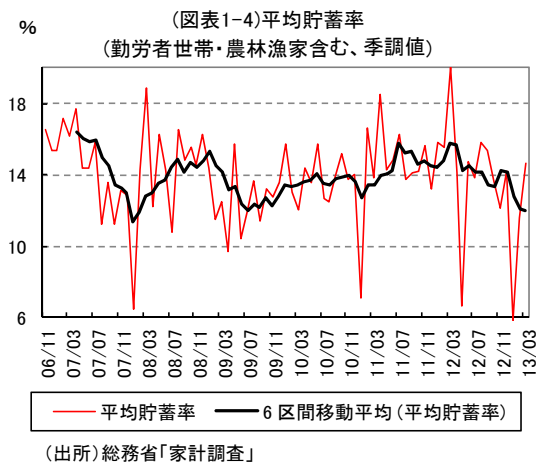
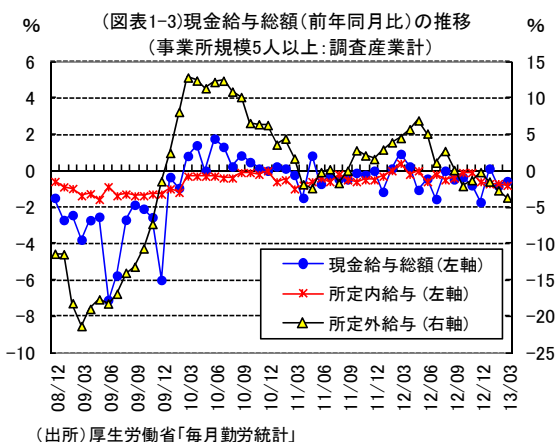
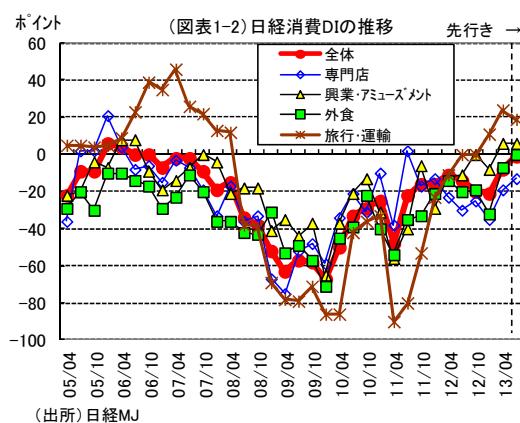
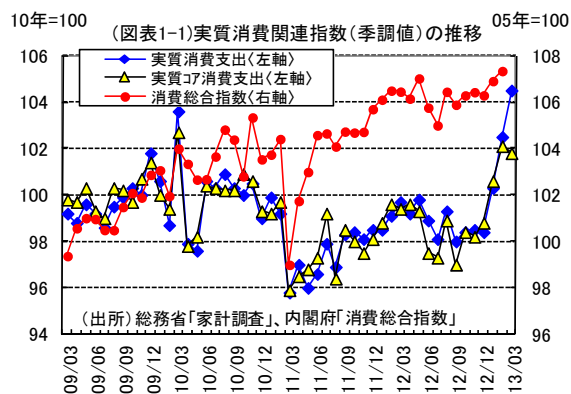
販売サイドの統計を見ると、経済産業省発表の3月の小売業販売額は前年同月比▲0.3%と、3ヵ月連続のマイナスとなっている。需要サイドと販売サイドでまちまちな結果となっているが、需要側統計と供給側統計を合成して作成する消費総合指数も上昇トレンドにある(図表1-1)。

消費マインドも改善に向かっている。消費関連企業の景況感を示す日経消費DI(4月調査)を見ると、「現在の業況判断DI」は4期ぶりの大幅改善となった(図表1-2)。4月の消費者態度指数(季調値)も44.5と、この4ヵ月間で大きく改善している。

こうした動きが持続的なものになるかどうかは、個人消費のベースラインを決定する雇用・所得環境の改善度合いにかかってくるが、今のところ回復ペースは緩慢である。3月の完全失業率(季調値)は4.1%と、2月の4.3%から0.2%ポイント低下(改善)した。ただ、近年の日本の労働市場の傾向として、労働者側が賃金低下をある程度許容するのと引き換えに、雇用確保を優先してきたという側面があり、低失業率とは裏腹に、賃金がなかなか上がってこない。毎月勤労統計を見ると、現金給与総額(前年同月比)は減少基調が続いている(図表1-3)。家計調査を見ても、所得の伸びが鈍いなか、貯蓄率は低下傾向にあり(図表1-4)、足元の消費の高い伸びは持続可能なものではない可能性が高い。

2月の安倍首相の賃上げ要請が話題となったが、流通など、一部業界に呼応する動きはあったものの、結局今年の春闘においてベースアップを実施した大手企業はわずかで、ほとんどが業績見合いの一時金の引き上げにとどまった。日経の2013年賃金動向調査(1次集計)によると、主要企業の一時金の支給額は前年比+5.4%の162万5,730円と回復したが、賃上げ率は1.80%で、前年実績の1.83%からほぼ横ばいとなっている。

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、細かな増税計画が目白押しである(図表1-5)。また、大企業の従業員が加入する健康保険では、高齢者医療への支援金を支払うため、健康保険料を引き上げる組合が増えている。健康保険組合連合会(健保連)の発表によれば、今年度、保険料率を引き上げるのは、約1,400ある組合のうちの4割で、保険料



率の全組合平均が2012年度の8.3%から、今年度は8.5%まで上昇し、4年連続で過去最高を更新する見通しとなっている。

円安の進展で原油や液化天然ガス（LNG）などの輸入価格が高騰していることから、原燃料費調整（燃調）制度に基づく電気料金やガス料金の値上げが続く可能性が高いことも、実質所得の低下につながる。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）が施行されたが、これも、働き盛りの世代にとっては賃金抑制要因になる。こうした細かな負担増の積み重ねが、消費マインドの持続的な改善の足かせになる可能性も考えられる。

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・拡充が決定しているほか、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ろう。

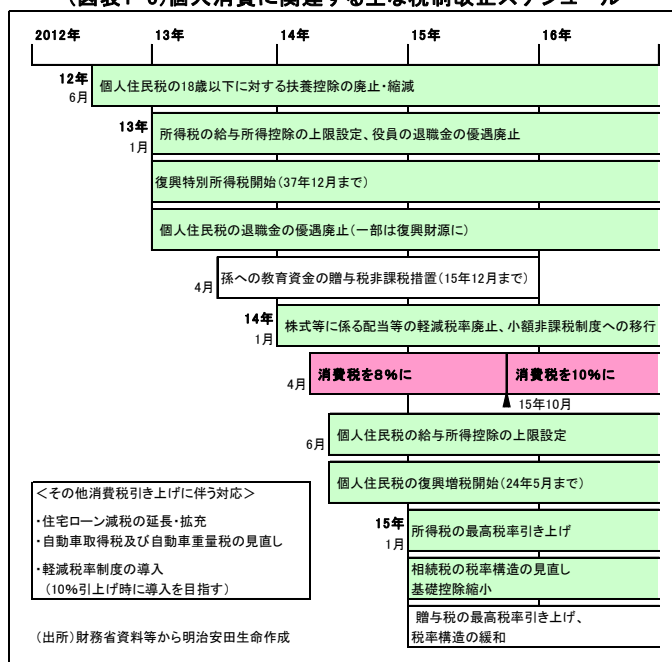
当社では、消費増税前の駆け込み需要について、エコカー補助金や家電エコポイントなどによる需要先食いや、自動車取得税の引き下げなどの対応を勘案し、2兆円弱の規模と試算している（1997年4月の消費増税時（3%→5%）の駆け込み需要の推計2兆円（内閣府推計）を若干下回る水準）。駆け込み需要は来年度後半から発生し、当社の試算では、2013年度の実質GDP成長率を+0.3%程度押し上げるとみている。一方、2014年度は、駆け込み需要の反動減や消費増税など負担増による消費者心理の冷え込みも加わって、成長率を逆に▲0.5%程度押し下げるとみる。

個人消費は、所得環境の回復ペースの鈍さから、4月以降、いったん鈍化に向かう可能性が高い。夏場以降は賞与増の効果に加え、駆け込み需要が徐々に本格化する影響で年度後半まで堅調な推移が続くとみるが、来年4月以降は再び大きく落ち込むことになろう。当社では、来年4-6月期の実質GDP成長率はマイナスとなり、景気回復ペースはいったんとん挫することになるとみている。政府は再び大型補正予算を組んで、景気の段差をなるべく小さくしようとするだろうが、消費増税の影響を完全に相殺するのは難しい。その後も賃金上昇の動きは鈍い状況が続き、個人消費は緩やかな回復ペースにとどまるとみている。

（3）住宅投資は駆け込み需要を見込む

新設住宅着工戸数（季調値）は、昨年10月末が「住宅エコポイント」対象工事の着工期限だった反動で、昨年11月以降、3ヵ月連続で前月比マイナスとなったが、2月は前月比+9.4%と、4ヵ月ぶりに大幅なプラスに転じた（図表1-6）。3月は同▲4.3%と、再度マイナスに転じたが、年率換算戸数は90.3万戸と、2012年度の総着工戸数（89.3万戸）を上回って推移しており、住宅着工は、緩やかな持ち直し傾向が続いている。

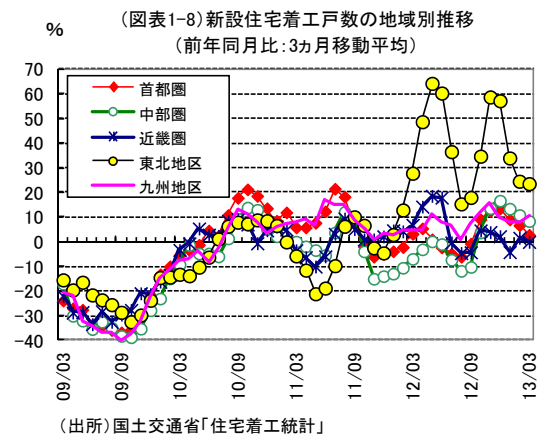
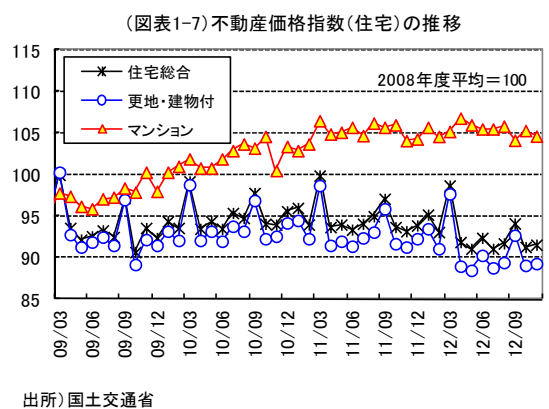
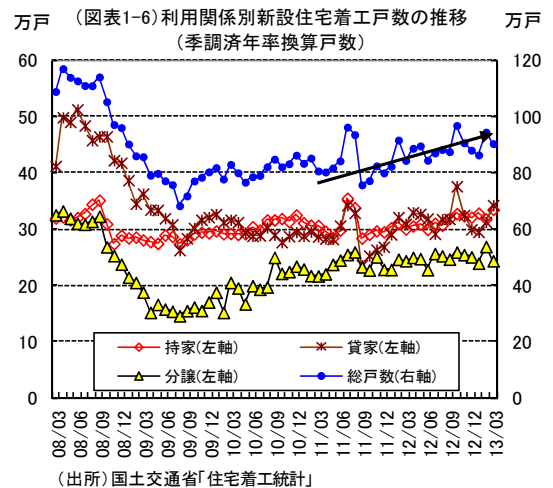
（図表1-5）個人消費に関連する主な税制改正スケジュール



利用関係別に見ると、持家や分譲住宅では、低金利環境の下支え効果に加え、年明け以降は消費増税を睨んだ駆け込み需要的な動きも出てきている。分譲住宅のうち、マンション市場では、住宅政策を見極めたいとの思惑や、建設資材不足などによる建設コスト上昇の影響で、価格に割高感がみられることから様子見的な動きもみられる(図表1-7)。しかし、2012年度累計では同+3.3%と、3年連続のプラスとなるなど、均してみれば底堅い動きになっている。3月の首都圏マンション契約率も82.1%と、好不況の分岐点とされる70%を大きく上回るなど、販売環境も好転しており、今後も堅調な推移が続くとみられる。貸家は、2011年度まで3年連続のマイナスとなった反動などから持ち直し傾向となっている。また、相続税改正で基礎控除の引き下げなどが予定されているため、節税対策としての需要も高まっており、当面、堅調な推移が見込まれる。

地域別の推移を見ると、東北地区は2012年度累計で前年比+38.3%、2,3月も単月で30%を上回る、高い伸びが続いている(図表1-8)。住宅着工における東北のシェアは、2010年度および2011年度の4.8%から、2012年度は6.3%まで拡大し、2012年度の住宅着工全体の伸び(6.2%)への寄与度は1.8%と、3割近くに達した。東日本大震災によって全壊した住宅は、被災3県(岩手、宮城、福島)で12.5万戸(半壊23.1万戸)であるが、震災後の住宅着工(11/4~13/3)が6.9万戸、このうち津波被害地区だけでみれば3万戸程度と、まだ全壊戸数の25%程度にとどまっている。各県の復興計画では、岩手県が16,000~18,000戸、宮城県が72,000戸を見込んでいることや(福島県は未公表)、復興庁の復興計画でも、今後、高台移転を行う防災集団移転促進事業や、地盤の嵩上げなどの土地区画整理事業が予定されている。こうした動きから、今後も着工増が続き、2013年度、2014年度とも復興需要で年間3万戸程度の着工が発生すると予想する。

今後は、住宅ローンの低金利環境による下支え効果に加え、消費増税前の駆け込み需要が出てくる可能性が高い。足元では住宅ローン契約時に固定金利を選択するケースが増えるなど、金利先高観も出つつあるほか、住宅地価に底入れ感がみられることも、住宅取得意欲を醸成するとみている。一方、駆け込み需要の緩和策として、2013年度税制改正で、住宅ローン減税の延長・拡充策が決定されている(図表1-9)。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。ただ、当初支払額は消費増税分だけ高いことや、供給業者の積極的な販売



などが後押しするとみられ、相応の駆け込み需要が発生すると予想する。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5%程度押し上げると想定している。2014年は、住宅ローン減税拡充による緩和効果があるものの、需要先食いによる反動減が避けられないとみており、停滞色を強めると予想する。

(4) 設備投資は緩やかな回復を予想

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）などは、いずれも当面の設備投資の回復ペースが緩やかになる可能性を示唆している（図表1-10）。機械受注（船舶・電力を除く民需）を見ると、これまでけん引役であった非製造業では、通信業、金融・保険業を中心に一服感がでているほか、製造業でも主力の電気機械、一般機械などが一進一退の動きとなっている。3月単月では前月比+14.2%と、大幅なプラスとなったものの、四半期ベースでは1-3月期が前期比▲0.0%と4四半期連続のマイナスとなり、内閣府の4-6月期の見通しも同▲1.5%と、先行き慎重な見方となっている。建築物着工床面積（非居住用）は、非製造業のうち卸・小売業などが堅調なもの、宿泊などのサービス業が弱めの動きとなっており、製造業も足踏みしている。資本財国内出荷（除. 輸送機械）も、年明け以降、落ち込みがみられるなど、回復モメンタムは弱まっている。

3月調査の日銀短観では、2013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▲3.9%と、2012年3月調査の同▲1.2%を下回るやや弱めのスタートとなっている。業種別では、製造業が同▲1.2%、非製造業が同▲5.3%と、いずれも2012年3月調査（製造業が同+0.4%、非製造業が同▲2.2%）を下回っている。非製造業では、卸・小売（同+4.5%）や運輸・郵便（同+4.0%）がプラスの計画で、引き続き投資意欲の高さがみられるものの、製造業では、輸送用機械（同▲1.1%）やはん用生産用・業務用機械（同▲6.6%）がマイナスで、電気機械（同+1.1%）も小幅のプラスにとどまるなど、主力業種を中心に慎重な計画となっている。

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、12月調査が+6、3月調査が+6、

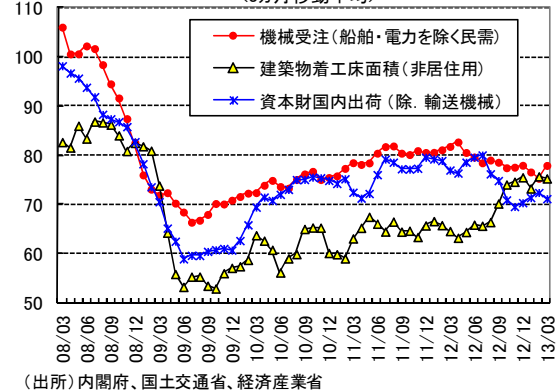
(図表1-9) 住宅ローン減税の概要

	入居年	控除期間	年末残高の限度額	控除率	各年の控除限度額	最大控除額(累計)
長期優良住宅	2013年	10年間	3,000万円	1.0%	30万円	300万円
	2014年1-3月	10年間	3,000万円	1.0%	30万円	300万円
	2014年4月-2017年12月	10年間	5,000万円	1.0%	50万円	500万円
一般住宅	2013年	10年間	2,000万円	1.0%	20万円	200万円
	2014年1-3月	10年間	2,000万円	1.0%	20万円	200万円
	2014年4月-2017年12月	10年間	4,000万円	1.0%	40万円	400万円

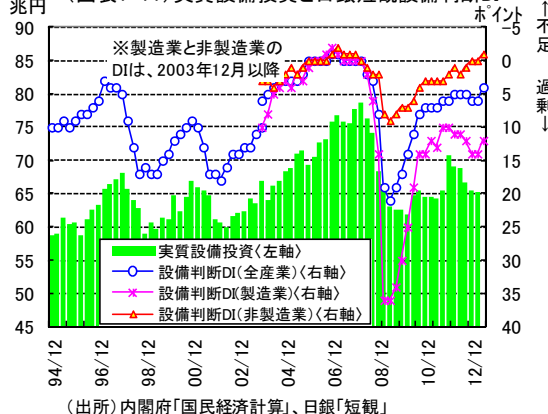
(注)2014年以降は、平成25年度税制改正で決定

【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：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：消費税200万円、減税額10年間累計約275万円
 差し引き、75万円の増税に対し、減税増加額は10年累計で約75万円
 (出所)財務省資料より明治安田生命作成

(図表1-10) 設備投資先行指標の推移
<3ヵ月移動平均>

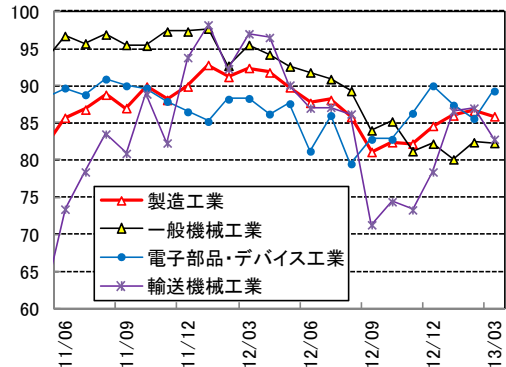


(図表1-11) 実質設備投資と日銀短観設備判断DI



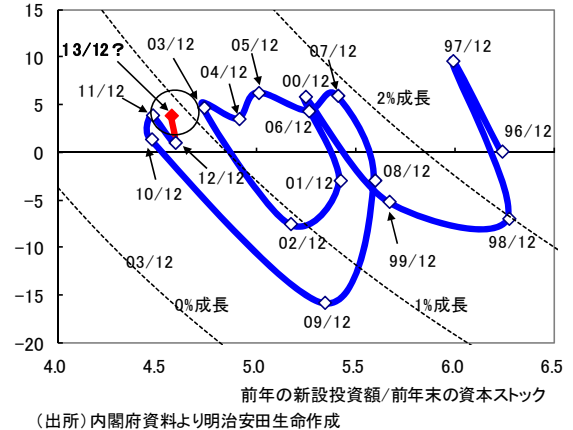
先行き 3 月の予測が+4 と、今後は設備過剰感が緩和に向かう可能性を示唆している（図表 1-11）。非製造業だけであれば、3 月調査が±0、先行き 6 月の予測が▲1 と、すでに不足感がでていたものの、製造業は、3 月調査が+14 と前回調査から横ばい、先行き 3 月の予測も+12 と、小幅の改善にとどまっております。新規の設備投資には慎重に対応する可能性が示されている。日経新聞による 4 月の経営者緊急アンケートでも、「一段の金利低下や景気回復期待の高まりを受けても需要動向を見極める動きから、現状では期初計画通り」とする企業が最多であった。実際、稼働率指数を見ると、主力業種の輸送機械は、このところの改善傾向が一服している。電子部品・デバイスも一進一退の推移となり、一般機械もようやく下げ止まりの兆しが見えてきた段階にある（図表 1-12）。ただ、今後は輸出が緩やかながらも持ち直し傾向で推移するとみているため、設備稼働率も徐々に高まり、2013 年後半以降は老朽化した設備の更新や生産体制再構築などを中心とした投資がでてくるとみている。非製造業では、足元では一服感があるものの、年度を通せば底堅い推移が期待できるほか、防災・エネルギー関連投資なども見込まれ、こうした根強い需要が、2013 年度の設備投資を下支えすると予想する。

05年=100 (図表1-12)稼働率指数の推移



(出所)経済産業省「鉱工業生産指数」

新設投資額 前年比(%) (図表1-13)資本ストック循環図(全産業)



(出所)内閣府資料より明治安田生命作成

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、資本ストックに対する新設投資額の比率が 4.5%付近まで低下しており、こうした循環的な動きからも、持ち直しに向かう可能性が高い（図表 1-13）。また、2013 年度税制改正関連法では、生産等設備投資促進税制が創設され、2013 年 4 月 1 日から 2015 年 3 月 31 日までの間に開始する各事業年度において、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%超の増加した場合、機械装置取得額の 30%の特別償却または 3%の税額控除が可能となった。昨年度末に予定していた設備投資を控え、今年度に先送りした企業もあると予想されることから、今年度の設備投資を後押しする可能性が高いとみている。今後、設備投資は緩やかな持ち直しに向かい、2013 年度は、前年比+1~3%程度にまで回復すると予想する。ただ、中長期的には、最終消費地に近い海外に収益を求める企業行動が趨勢となっており、工場新設需要の一定割合は海外シフトで対応する可能性が高い。このため、2013 年以降の持ち直し局面の一巡後は、再び伸び悩むとみている。

(5) 公共投資は増加基調が続く

2 月 26 日に成立した 2012 年度の補正予算によると、国費の歳出規模が 10.3 兆円で、このうち公共投資は 5 兆円程度とみられる。また、2013 年度予算も 5 月 15 日に成立し、一般会計の公共事業関連費が 5.3 兆円、東日本復興会計の公共事業関連費が 0.9 兆円程度で、合計 6.2 兆円となり、

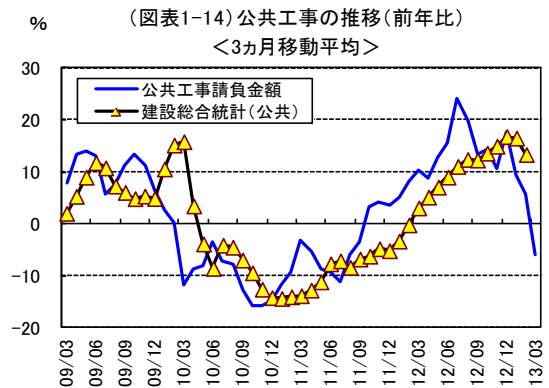
2012 年度当初予算（5.5 兆円）との比較では、+11.0%の増加となった。2011 年度補正予算と 2012 年度予算の押し上げ効果はすでに減衰しつつあるが、2012 年度補正予算と今年度予算の執行が進むことで、今後の公共投資は再び増勢に向かうとみられる。

実際の工事の進行を反映する出来高（建設総合統計）を見ると、2012 年 5 月以降は概ね二桁増で推移してきたが、足元では勢いに陰りがでてきている（図表 1-14）。発注の動きを示す公共工事請負金額を見ても、2、3 月は前年比マイナスへ転じており、目先の出来高は弱含む可能性が高い（図表 1-14）。また、資材不足や人手不足も工事の遅れにつながっている。建設資材価格指数を見ると、特に仙台の上昇が顕著であるほか（図表 1-15）、建設技能労働者も依然として不足の状態が続き、入札不調となるケースも目立っている。ただ、今後、2012 年度を上回る規模の予算の執行が本格化する。資材・人材不足についても、生コンや砂の公共事業専用のプラント新設予定があるほか、労務単価の改訂（引き上げ）などの対策も打たれることで、供給面でのボトルネックは徐々にではあるが和らぐ方向へ向かうとみている。復興投資は、夏場にかけて再び勢いを増すとみられ、2013 年度の公共投資を+5%程度押し上げると予想する。消費増税後の景気の段差を避けるため、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 年度の公共投資も緩やかな増加基調が続くとみている。

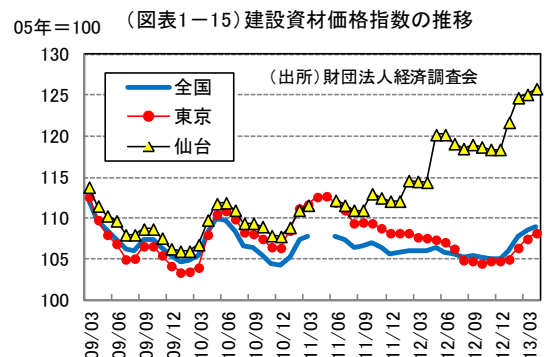
（6）輸出は緩やかな持ち直し

財務省の貿易統計で 2012 年度の名目輸出金額を見ると、海外景気の低迷や日中関係の悪化で、夏場以降大きく落ち込んだことなどから、前年比▲2.1%と、2 年連続のマイナスとなった。ただ、年明け以降の動きを見ると、1 月が同+6.3%、2 月が同▲2.9%、3 月が同+1.1%と、過去 3 ヶ月のうち 2 回で前年比プラスとなるなど、持ち直しの兆しがみえつつある。数量ベースの動きを内閣府の輸出数量指数（季調値）で見ても、1 月が前月比+1.3%、3 月が同+2.3%と、下げ止まりつつある様子が確認できる（図表 1-16）。地域別では、1 月は米国が同+4.4%、アジアが同+0.1%のプラスで、3 月は米国が同+2.3%、EU が同+3.6%、アジアが同+3.3%と主要 3 地域全てプラスになるなど、緩やかながら回復の動きが出てきている。

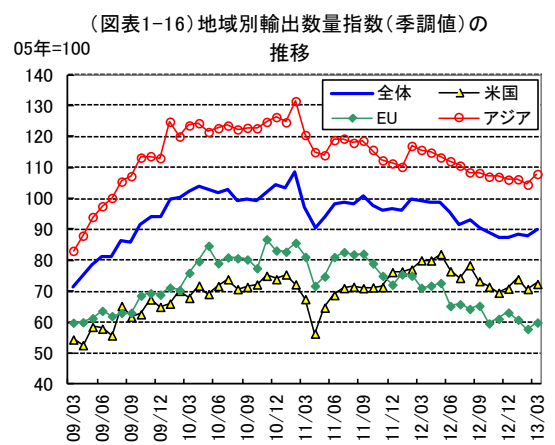
輸出の持ち直しは、昨年 11 月中旬ごろからの円安進行が後押ししている。円安による輸出競争力の回復は、企業業績や生産活動にも影響を与えており、自動車産業では、大手自動車メーカーな



(出所) 国土交通省「建設総合統計」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」



(出所) 財団法人経済調査会
(※) 11年4月と5月で、全国と仙台のデータの表示がないのは、一部対象資材の流通が確認できなかったことによる



(出所) 内閣府「輸出入数量指数(季調値)」

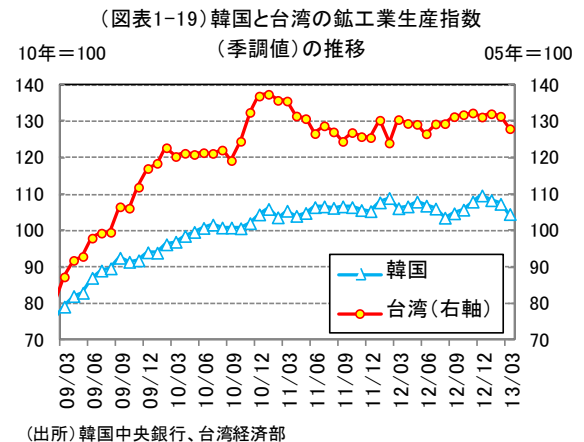
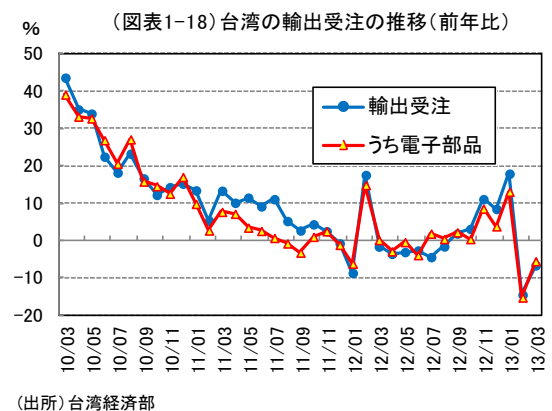
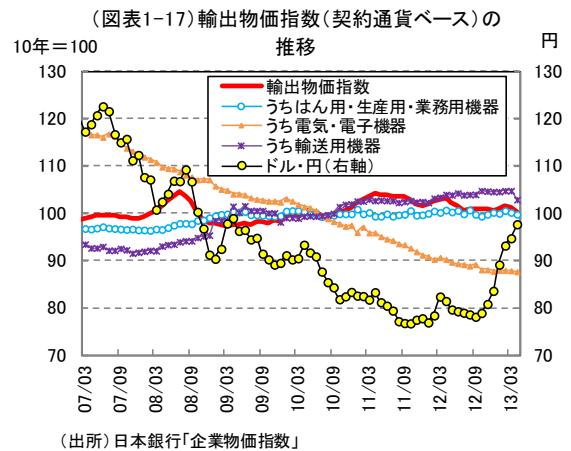
どの主力企業を中心に、今期の増益見通しを発表する企業が相次いでいる。また、近年、生産体制を海外現地法人へシフトする動きが輸出の伸び悩みの一因となっていたが、円安進行を受け、生産体制の海外シフトの延期や、国内生産計画を上積みする動きも出てきている。中長期的に見れば、最終消費地に近い海外へシフトする動きは避けられないとみるものの、目先は国内に踏みとどまることで、2013～2014年度の輸出を下支えする可能性が高い。

ただ、円安進行でも輸出品価格の値下げは難しいとみている。日本の輸出企業は、製品の高付加価値化が遅れたこともあって、過去の円高局面では国際的な価格競争に晒され、価格転嫁が十分にできずに疲弊した経緯がある。契約通貨ベースの輸出物価指数を見ると、2007年以降の円高進行局面でも、ほぼ横ばいで推移しているが、これは、企業が収益を犠牲にして、製品価格をすえ置いてきたことを意味している(図表1-17)。このため、今後、円安傾向で推移しても、主力業種で、思い切った輸出品価格の引き下げは難しいとみられ、その分、輸出回復ペースは緩慢なものになると予想する。

商品別に見ると、輸送用機器は、景気が回復基調にある米国向けを中心に堅調な推移が期待され、輸出を下支えするとみる。一方、一般機械は、中国景気の停滞や、世界的な資源開発の一服感もあって、弱めの動きが続く可能性が高い。電気機器についても、主力の電子部品が、最終消費地となる欧州景気の低迷や 아이폰向けの一服もあって、回復が遅れている。足元でも、台湾の輸出受注が2ヵ月連続の前年比マイナスで(図表1-18)、韓国や台湾の鉱工業生産指数も減産傾向にあるなど(図表1-19)、電子部品大国の動きが冴えない結果となっていることから、回復ペースは緩やかなものになると予想する。以上から、2013年度の輸出は、前年比+2～3%程度、2014年度は同+3～5%程度の伸びにとどまると予想する。

2012年度の貿易収支は、輸出が減少する一方、輸入が増加したため、2011年度の▲4.4兆円から▲8.2兆円まで赤字額が拡大した。貿易赤字の拡大は鉱物性燃料の輸入増加が最大の要因だが、一般機械や電気機器の黒字幅が縮小したほか、医薬品の貿易赤字が2009年度には▲1兆円を突破し、2012年度は▲1.7兆円まで拡大したことも響いている。鉱物性燃料は、大飯原発に続く原発の再稼働に慎重な対応が求められているなか、高水準の輸入が続く見通しであることから、貿易赤字幅の縮小は当面見通し辛い状況が続くと予想する。

(7) 物価はなかなか上がらない



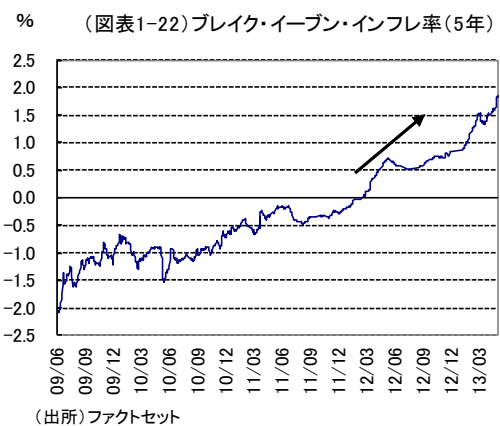
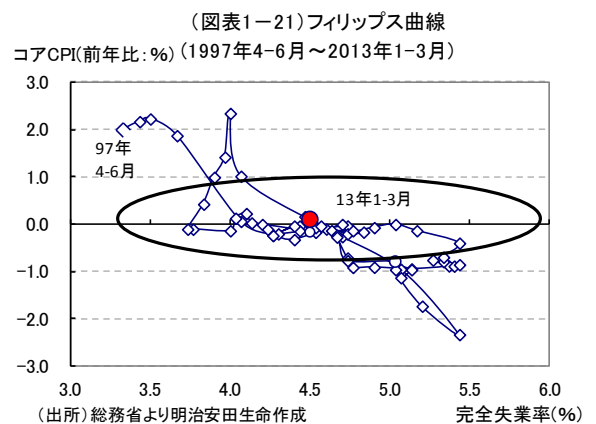
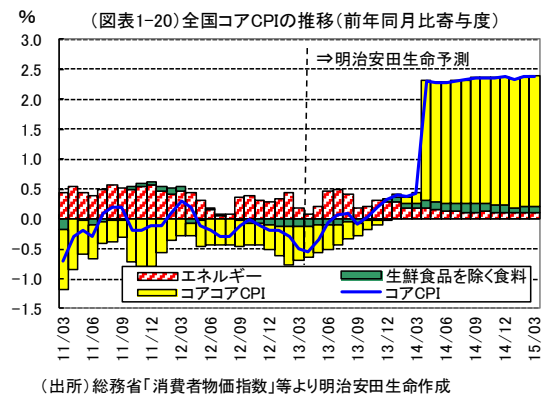
3月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、前年同月比▲0.5%と、マイナス傾向が続いており、足元では逆にマイナス幅が拡大傾向にある（図表1-20）。当社では、2013年1-3月期の需給ギャップは▲1.9%程度、年間10兆円程度の需要不足と試算しており、マイナスの需給ギャップ（デフレギャップ）は依然として大きい。2014年度については、消費税率引き上げの反動で低成長を余儀なくされることが予想されることもあり、デフレギャップの解消は容易ではない。

近年のフィリップス・カーブは平坦化が進んでいる（図表1-21）。過去10年のフィリップス・カーブの傾きを前提にすると、2%の目標達成のためには、おそらく50兆円程度の追加的な需要が必要という、非現実的な話になる。黒田総裁は、期待物価上昇率が上昇すると、フィリップス・カーブもシフトすると述べているが、なかなか容易ではないだろう。展望レポート上も、フィリップス・カーブがシフトする理由が説得力をもって説明されているとは言い難い。

また、期待物価上昇率の上昇を裏付ける指標として、展望レポートでも引用されている消費動向調査の物価見通しDIを見ると、足元の水準は2006年央や2011年前半と同レベルで、楽観的な評価を下すのは時期尚早である。固定利付国債と物価連動国債の利回り較差から求められるブレイク・イーブン・インフレ率の上昇を指摘する声もあるが（図表1-22）、プラス転換の時期が、ちょうど消費増税の議論が活発化した時期と一致しているところをみると、もっぱら消費税率引き上げの議論の影響を反映している可能性も低くない。市場の流動性が低下しているため、物価連動国債の流動性プレミアムの変動も無視できない影響を及ぼしていると考えられる。

2013年度にかけてのコアコアCPI（食料〈酒類を除く〉およびエネルギーを除く消費者物価指数）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、プラス基調の定着は困難と予想する。コアCPIは、2012年度前半に原油価格が高止まりしていた反動もあり、2013年度は0.1%の小幅プラスにとどまるとみる。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、1.8%程度押し上げられると予想するが、消費増税の影響を除けば、年間で0.5%の上昇にとどまるとみている。

日銀は、次回の展望レポートが発表される10月に、物価見通しを下方修正するとともに、追加緩和に踏み切る可能性が高いとみるが、いずれにしても金融緩和だけでデフレ脱却を実現するのは難しい。



(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、デフレ脱却には至らず(示現確率：55%)

輸出回復に加え、大型補正予算の効果、消費増税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、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。長期金利は基本的に低位での推移。

日経平均レンジ：12,000円～17,000円 10年国債利回りレンジ：0.50%～1.10%
ドル・円レンジ：90円～107円、ユーロ・円レンジ：110円～145円

<サブシナリオ1> 「アベノミクス」大成功で早期デフレ脱却へ(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。2013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、早期デフレ脱却への展望が開ける。

日経平均レンジ：14,000円～19,000円 10年国債利回りレンジ：0.60%～1.50%
ドル・円レンジ：95円～115円、ユーロ・円レンジ：120円～150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%)

円安・株高の進行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。日銀の金融緩和も事実上の財政ファイナンスとの受け止め方が広がる。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：8,000円～16,000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> 欧州債務問題の再燃、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、周辺国の大規模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。

日経平均レンジ：8,000円～16,000円 10年国債利回りレンジ：0.30%～0.95%
ドル・円レンジ：70円～105円、ユーロ・円レンジ：90円～135円

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.5%と、10-12月期の同+0.4%から伸び幅が拡大した。4-6月期は、減税措置の一部終了などによる悪影響が顕在化するとみられ、景気回復ペースは鈍化すると予想する。ただ、FRB（米連邦準備制度理事会）による緩和的な金融政策の継続が見込まれるほか、家計のバランスシート調整が今後も進展するとみられることから、2013年央以降は緩やかな回復基調が続くとみる。

個人消費は、実質増税によって当面減速するものの、雇用環境の改善などを背景に、夏場以降は持ち直すと予想する。住宅市場は、緩和的な金融環境に支えられ、力強い回復が続くとみる。

設備投資は、設備過剰感の緩和などから、回復傾向が続くと予想する。輸出は、新興国の景気回復に力強さが欠けることから、緩やかな回復にとどまるとみる。

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。

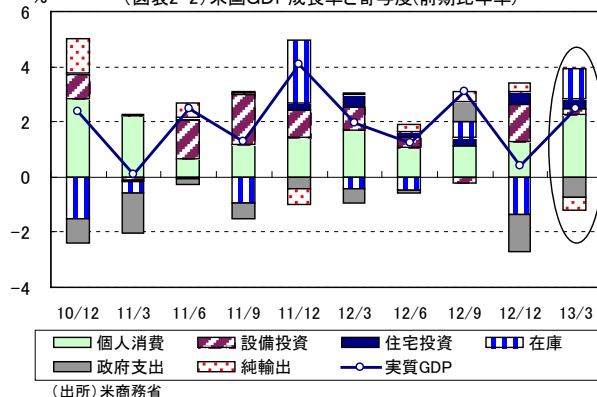
（図表2-1）米国実質GDP成長率予測

（前期比年率）	暦年ベース			2012年								2013年				2014年			
	2012年	2013年	2014年	12/12	13/3	13/6	13/9	13/12	14/3	14/6	14/9	14/12	13/6	13/9	13/12	14/3	14/6	14/9	14/12
実質GDP	2.2%	1.9%	2.3%	0.4%	2.5%	1.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.4%	2.6%	2.7%	1.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.4%	2.6%	2.7%
個人消費支出	1.9%	2.1%	2.2%	1.8%	3.2%	1.3%	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.5%	2.6%	1.3%	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.5%	2.6%
住宅投資	12.1%	12.9%	11.0%	17.6%	12.6%	11.3%	12.4%	10.3%	10.1%	11.0%	11.8%	12.0%	11.3%	12.4%	10.3%	10.1%	11.0%	11.8%	12.0%
設備投資	8.0%	5.0%	5.5%	13.2%	2.1%	5.4%	5.6%	5.7%	5.3%	5.4%	5.5%	5.8%	5.4%	5.6%	5.7%	5.3%	5.4%	5.5%	5.8%
在庫(寄与度)	0.1%	0.1%	0.1%	-1.5%	1.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
純輸出(寄与度)	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	-0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
輸出	3.4%	1.7%	3.5%	-2.8%	2.9%	1.9%	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.7%	1.9%	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.7%
輸入	2.4%	1.4%	3.0%	-4.2%	5.4%	1.1%	2.9%	2.9%	3.0%	3.3%	3.3%	3.8%	1.1%	2.9%	2.9%	3.0%	3.3%	3.3%	3.8%
政府支出	-1.7%	-2.7%	-1.7%	-7.0%	-4.1%	-2.2%	-1.2%	-2.3%	-2.5%	-1.2%	-0.5%	-1.0%	-2.2%	-1.2%	-2.3%	-2.5%	-1.2%	-0.5%	-1.0%
内需	2.2%	1.9%	2.3%	0.4%	3.2%	1.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.4%	2.7%	2.8%	1.5%	2.2%	2.2%	2.1%	2.4%	2.7%	2.8%
国内最終需要	2.1%	1.9%	2.2%	1.8%	2.1%	1.5%	2.1%	2.0%	2.0%	2.3%	2.7%	2.7%	1.5%	2.1%	2.0%	2.0%	2.3%	2.7%	2.7%

（1）1-3月期の景気は持ち直しへ

1-3月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.5%と、10-12月期の同+0.4%から伸び幅が拡大した（図表2-2）。需要項目別に見ると、個人消費は同+1.8%→+3.2%と、雇用環境の改善などを背景に、三四半期連続でプラス幅が拡大。住宅投資は同+17.6%→+12.6%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から、三四半期連続で二桁の伸びとなった。設備投資は同+13.2%→+2.1%と、機械・ソフトウェアが伸び悩んだほか、構築物投資が弱含んだ結果、伸び幅が縮小した。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲1.5%→+1.0%と、10-12月期に大幅なマイナスとなった反動もあり、二四半期ぶりのプラスとなった。一方、輸出入はともに増加したが、輸入の増加幅が大きかったため、純輸出の成

（図表2-2）米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)



長率全体に対する寄与度は+0.3%→▲0.5%と、5四半期ぶりのマイナスとなった。政府支出は前期比年率▲7.0%→▲4.1%と、歳出の強制削減によって国防費が大きく落ち込み、2四半期連続で減少した。

4-6月期は、給与税の減税措置終了などによる悪影響が顕在化するとみられ、景気回復ペースは鈍化すると予想する。ただ、FRBによる緩和的な金融政策の継続が見込まれるほか、家計のバランスシート調整が今後も進展するとみられることから、2013年央以降は緩やかな回復基調が続くとみる。

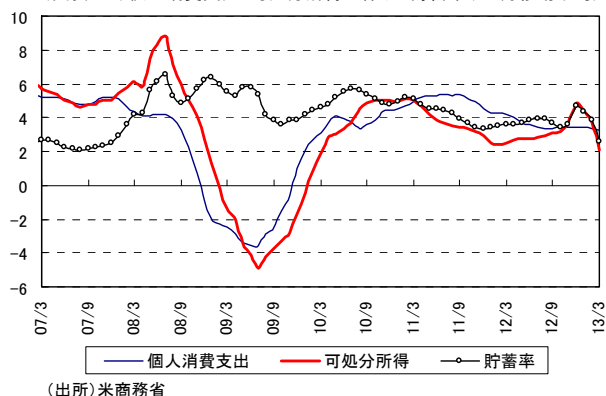
(2) 個人消費は夏場以降持ち直すと予想

米国の個人消費は、雇用環境の改善や株価上昇に伴う資産効果を背景に、2009年央以降、回復基調が続いている(図表2-3)。給与税の減税措置が昨年末に終了(給与税の税率を4.2%から6.2%へと引き上げ)したにもかかわらず、年明け以降の個人消費は堅調な回復が続いてきた。ただ、貯蓄率は1月に急低下しており、貯蓄の取り崩しによって消費が支えられていた面も大きい。消費者マインドを示す各種指標を見ても、足元では伸び悩んでおり、実質増税などによる個人消費への悪影響が顕在化しつつあるとみられる(図表2-4)。

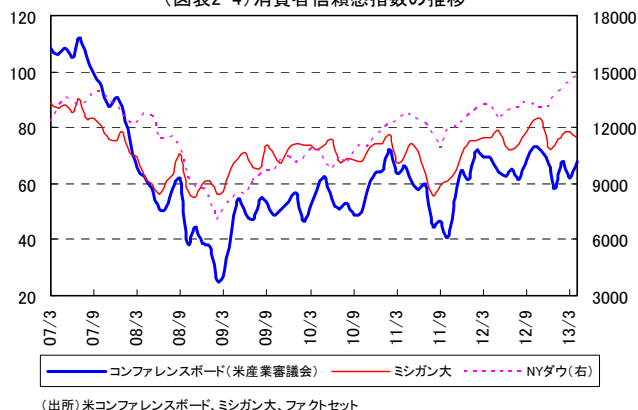
一方、4月の雇用統計では、非農業部門の雇用者数が前月比+16.5万人と、2ヵ月ぶりに伸び幅が拡大した(図表2-5)。過去2ヵ月分は計+11.4万人上方修正され、雇用環境の底堅い回復が続いている。3月から大幅な歳出削減が強制的に始まったことから、政府部門を中心とした雇用に悪影響が出るとみられるが、FRBによる緩和的な金融政策が企業の事業環境を下支えしており、民間部門の雇用環境の回復が今後も個人消費を下支えするとみている。

これまで個人消費の安定的な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。家計資産残高の増減額の推移を見ると、家計の株式、投信、年金を合わせた金融資産残高は、2007年9月末のピークからの減少分をすでに取り戻した(図表2-6)。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、

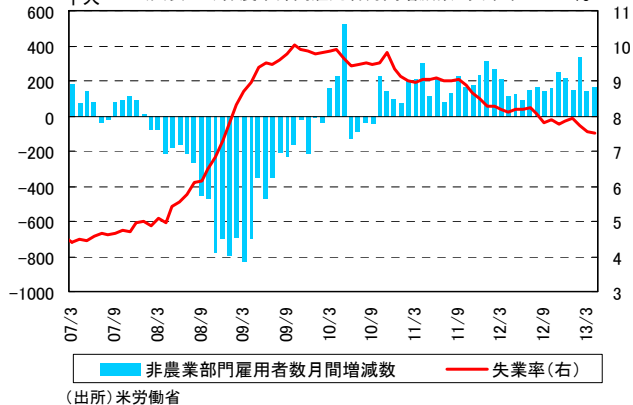
(図表2-3) 個人消費支出・可処分所得の伸びと貯蓄率(3ヵ月移動平均)



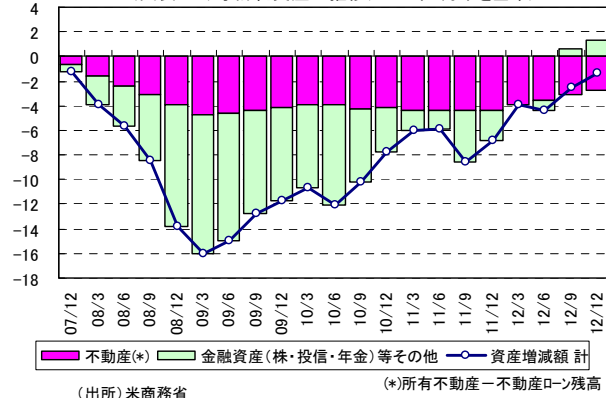
(図表2-4) 消費者信頼感指数の推移



(図表2-5) 非農業部門雇用者数月間増減数と失業率



(図表2-6) 家計純資産の推移(2007年9月末を基準)



家計の不動産資産価格が不動産ローン残高を下回っているが、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）は縮小傾向が続いている。現状のペースで改善傾向が続けば、家計のバランスシート調整はあと1年程度で終了する計算となる。

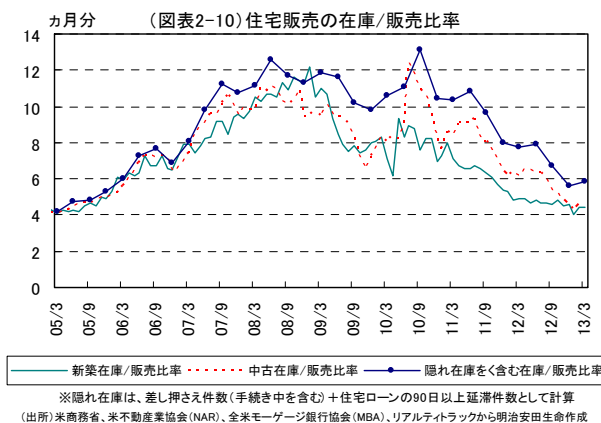
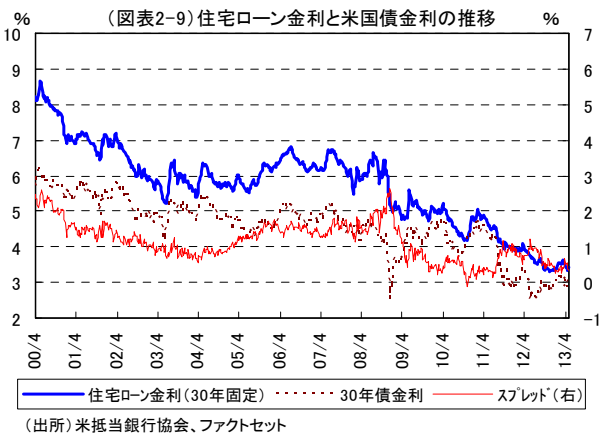
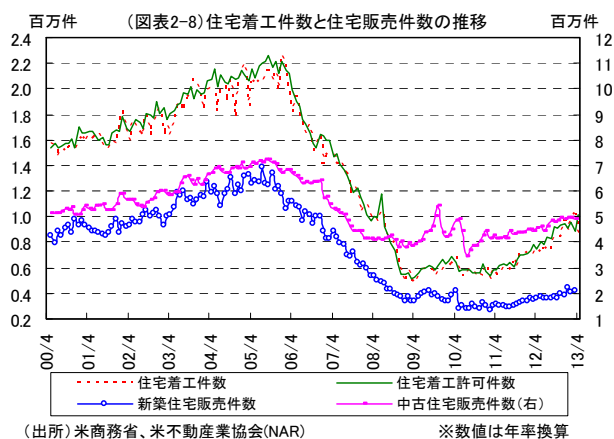
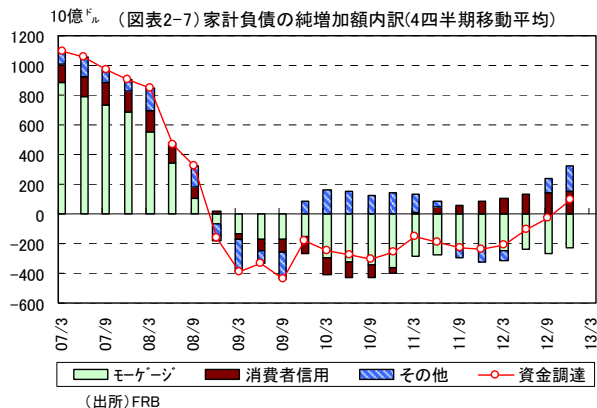
資金循環勘定を見ると、2008年後半以降、家計は住宅ローンなどを中心に負債を減少させてきたが、足元では消費者ローンを柱に負債を増やしている（図表2-7）。調査会社のコアロジック社によれば、所有不動産の資産価格が住宅ローン残高を下回っている家計は約1,000万世帯（全世帯の約2割）にのぼるが、政府の住宅ローン借り換え支援策（HARP）などに支えられ、より低い住宅ローンへの借り換えが進んでいる。家計の返済負担は和らいでいるとみられ、緩和的な金融環境が今後も個人消費を後押しするとみている。

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き上げられたことなどによる実質増税額は合計2,000億ドル程度で、当社試算では、2013年の実質GDP成長率を▲0.9%前後押し下げる。個人消費は当面減速を余儀なくされるとみるが、雇用環境の回復や、住宅価格上昇に伴う家計のバランスシート調整の進展などに支えられ、夏場以降は持ち直すと予想する。

（3）住宅市場は力強い回復が続くとみる

米住宅市場は、2011年の秋以降、堅調な回復が続いている。4月の住宅着工件数は年率換算で85.3万件と3ヵ月ぶりに減少したものの、先行指標とされる住宅着工許可件数は年率換算で101.7万件と、2008年6月以来の100万件台となった（図表2-8）。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、中古住宅販売件数も堅調な回復が続いている。背景には、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がある（図表2-9）。

在庫調整も大きく進展している。在庫/販売比率を見ると、3月の新築在庫/販売比率は4.4ヵ月分と、ほぼ7年半ぶりの水準となった（図表2-10）。中古



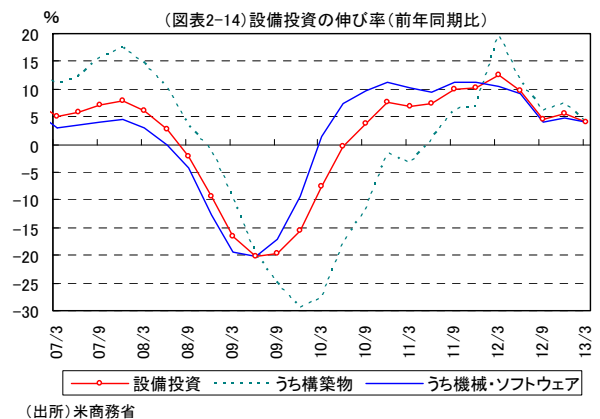
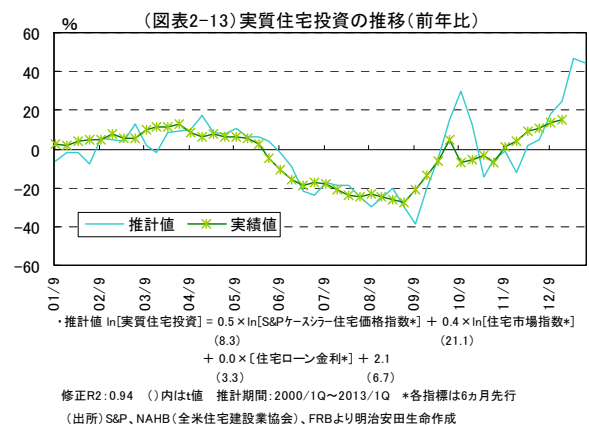
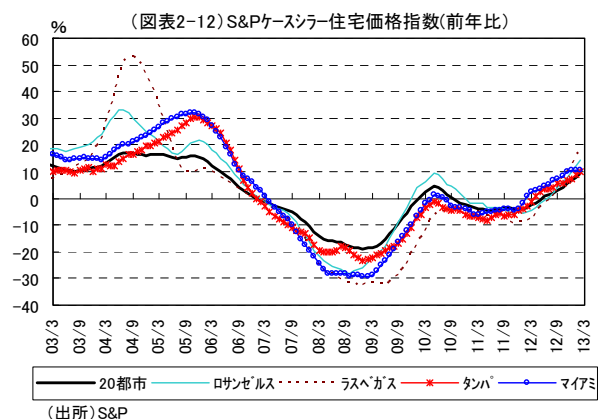
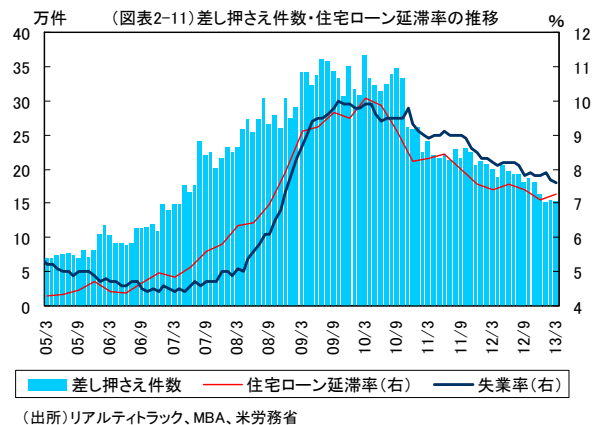
在庫/販売比率も4.7ヵ月分と、住宅バブル崩壊前の水準で推移している。リーマン・ショック後、大量の住宅ローン延滞債権や差し押さえ手続中の物件が隠れ在庫となってきたが、住宅ローンの延滞率は、ピークとなった2010年3月の10.1%から、2013年3月には7.1%まで改善している(図表2-11)。差し押さえ件数も2010年3月の年率換算440万件から、足元では約180万件まで減少した。当社試算では、隠れ在庫を含む中古在庫/販売比率は5.8ヵ月分と、2010年9月をピークに低下傾向が続いており、隠れ在庫による供給圧力は和らいでいる。

在庫が低水準で推移していることなどを背景に、住宅価格は上昇基調で推移している。2月のS&Pケースシラー住宅価格指数(20都市)は前年比+9.3%と、9ヵ月連続で上昇した(図表2-12)。地域別に見ても、住宅バブル崩壊後、下落幅の大きかったロサンゼルスやラスベガスなどの南西部、マイアミ、タンパなどの南東部などで上昇ペースが加速しているほか、米最大の住宅市場である南部でも価格上昇の動きが広がっている。在庫が低水準で推移していることから、住宅価格は今後も上昇傾向が続くとみている。S&Pケースシラー住宅価格指数、住宅市場指数(建設・不動産業者の景況感指数)、住宅ローン金利を説明変数とした実質住宅投資の当社推計では、今後も堅調な回復が続く可能性が示される(図表2-13)。緩和的な金融環境に支えられ、住宅市場は今後も力強い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、2009年中頃から持ち直し傾向が続いているが、足元では回復ペースが減速している。1-3月期の実質民間設備投資は前期比年率+2.1%と、10-12月期の同+13.2%から伸び幅が縮小した。前年比ベースで見ても、1-3月期の伸び幅は縮小している(図表2-14)。背景には、政府の歳出削減策に対する先行き不透明感が増したことがある。

一方、企業景況感を示す各種景況指数のうち、設備投資に対する見通しを公表しているフィラデルフィア連銀などの製造業景況指数などを見ると、

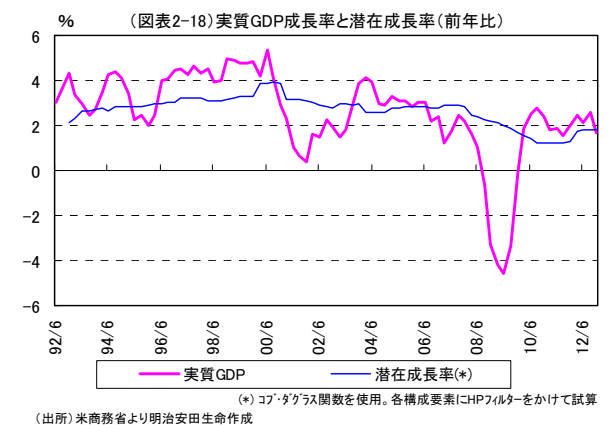
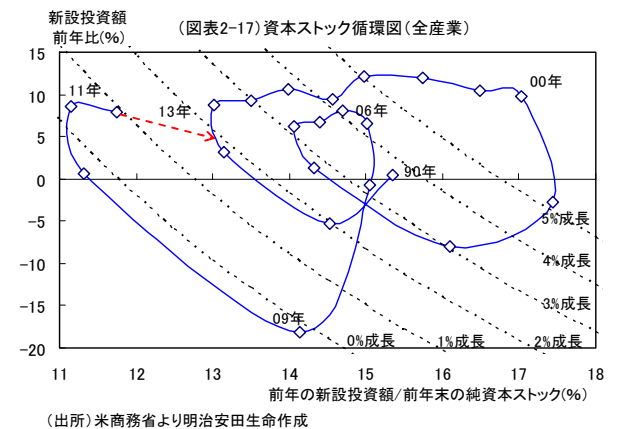
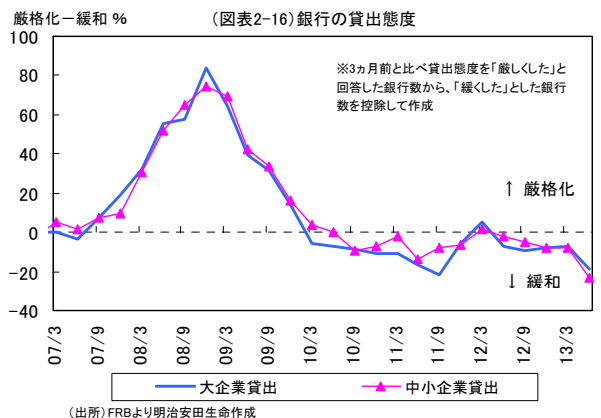
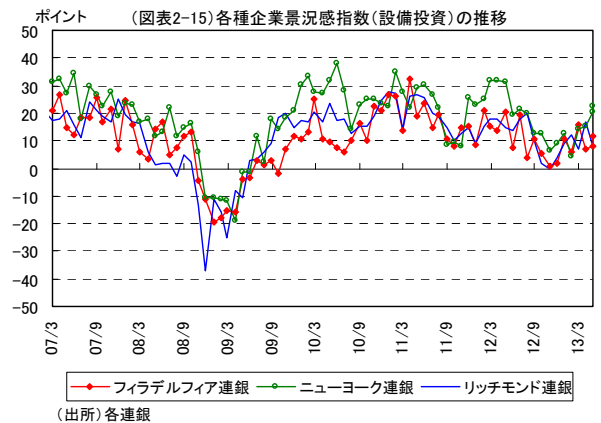


内訳項目である設備投資指数は拡大と縮小の境目であるゼロを上回って推移している(図表2-15)。大企業経営者による経済団体ビジネスラウンドテーブルの調査を見ても、6ヵ月後の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回り、改善傾向が続いている。歳出の強制削減による悪影響が懸念されるなかでも、企業の設備投資計画は底堅い。

FRBによる企業向け貸出態度を見ると、足元では3ヵ月前に比べて「厳しくした」という銀行が「緩くした」という銀行を下回っている(図表2-16)。すでに大きく低下した貸出金利が今後も企業の事業環境を下支えするとみられる。S&P500種株価指数を構成する米企業の1-3月期決算は、今のところ増益率が前年比一桁台にとどまっているが、業績見通しでは、年後半の改善が見込まれており、企業収益の改善が今後の設備投資の回復に寄与するとみている。

資本ストック循環図を見ると、2004年から2006年にかけては4%の期待成長ラインに向け資本ストックを積み増してきたが、リーマン・ショック以降、2009年にかけて設備投資は大きく落ち込んだ(図表2-17)。ただ、その後は持ち直し傾向が続いており、2012年は1%の期待成長ラインに沿う形で伸びている。期待成長率が上昇する局面では、企業は売上の増加を見込んで、その成長率に見合うと考える水準まで資本ストックを引き上げようと設備投資を増加させる。足元での企業の期待成長率は不明であるが、今後数年の期待成長を参考に企業は中期計画を立てる場合が多いことから、潜在成長率(当社推計では2%前後と推計。図表2-18)を足元の期待成長率と仮定し、資本ストック循環図へ当てはめると、2013年の設備投資は前年比+5%程度の増加が見込まれる。FRBの長期見通しを見ると、実質GDP成長率は2.3-2.5%と予想されているほか、米国の民間エコノミストを対象とした代表的な調査であるブルーチップでも、2013年と2014年の実質GDP成長率(平均)はそれぞれ+2.0%、+2.7%と、やはり2%台の推移が続くとの見通しになっている。

設備稼働率を見ると、資本ストックの調整が進



むなか、高水準での推移が続いている(図表2-19)。在庫にも過剰感は見られないことから、政府による歳出削減策に対する先行き不透明感が和らいでいけば、生産能力を引き上げる動きが徐々に出てくるとみられる。設備過剰感が緩和しているほか、緩和的な金融環境も続いていることなどから、夏場以降、設備投資は堅調な回復軌道に戻ると予想する。

(5) 輸出は緩やかな回復にとどまるとみる

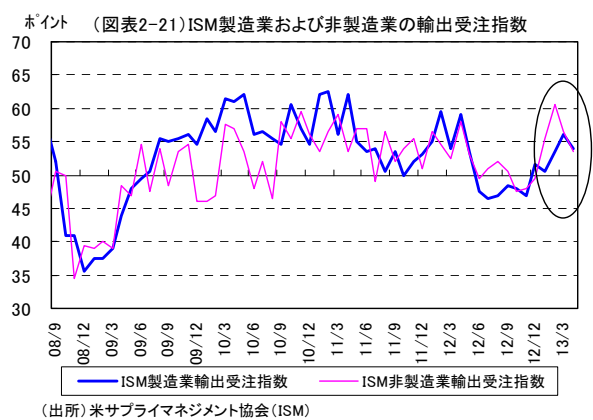
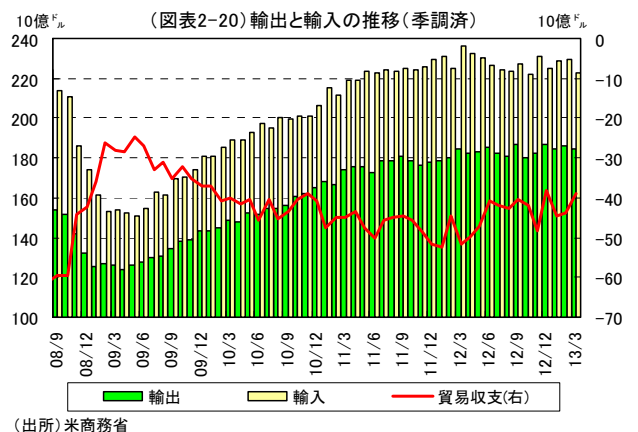
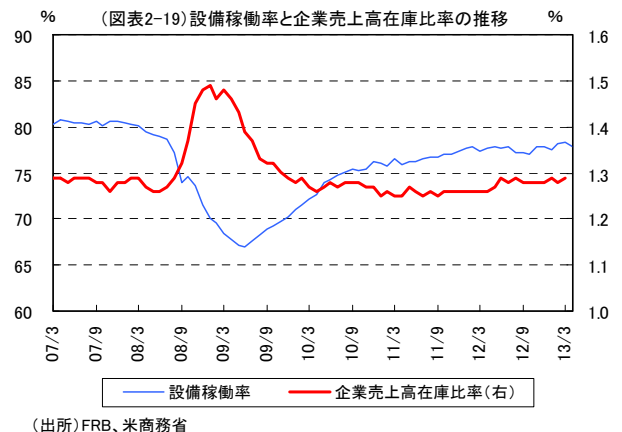
米国の輸出は、新興国景気に支えられ、2009年以降、堅調な回復が続いてきたが、2011年の秋口以降は伸び悩んでいる(図表2-20)。企業景況感を示すISM景況指数を見ると、製造業と非製造業はともに活動の拡大と縮小の境目である50を上回っているものの、足元では低下している(図表2-21)。欧州の景気低迷や、中国の景気回復の遅れなどから、足元の輸出の回復ペースに減速する兆しが出ている。

一方、米国の輸出を品目別に見ると、年明け以降、アジアを中心に輸送機器、加工金属などが堅調に伸びており、全体をけん引しているほか、南米向けは、加工金属や電子部品の増加傾向が続いている。輸出財のうち最大の品目である資本財(含む自動車)は、新興国の景気回復が遅れるなかでも、自動車や航空機などの輸送機器が堅調に伸びており、今後も輸出を下支えするとみている。

IMF(国際通貨基金)が4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+3.5%から同+3.3%へと、4四半期連続で下方修正された。新興国景気の底打ちから、世界景気は2012年の同+3.2%から上向きものの、2013年の成長率は2012年の同+4.0%には届かない見通しである。米国の輸出は新興国需要に支えられる形で回復基調が続くとみるが、中国の景気回復には力強さが欠けることなどから、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、今後9年間で約1.2兆ドルにのぼる歳出の強制削減を巡って与野党協議がまとまらず、3月から大幅な歳出削減が始まった。オバマ大統領は今後の予算方針を盛り込んだ予算教書で、富裕層向けなどの増税と歳出削減のバランスをとって赤字削減を行う方針を示す一方、野党共和党はメディケア(高齢者向け公的医療保険)といった社会保障費の追加削減を求めており、財政赤字削減の内容では意見の隔たりが小さくない。年始に大幅な歳出削減と減税措置の終了が重なる「財政



の崖」回避のため、共和党は富裕層への増税受け入れで妥協したことから、今後も追加増税への反対姿勢が続くとみている。3月27日に期限を迎えた2013会計年度の暫定予算は9月末まで延長されたほか、2014会計年度予算でも与野党の歩み寄りは見られず、今後も歳出の強制削減が続くと予想する。歳出の強制削減は2013会計年度で約850億ドルの規模であり、実質GDP成長率は▲0.6%程度押し下げられる。

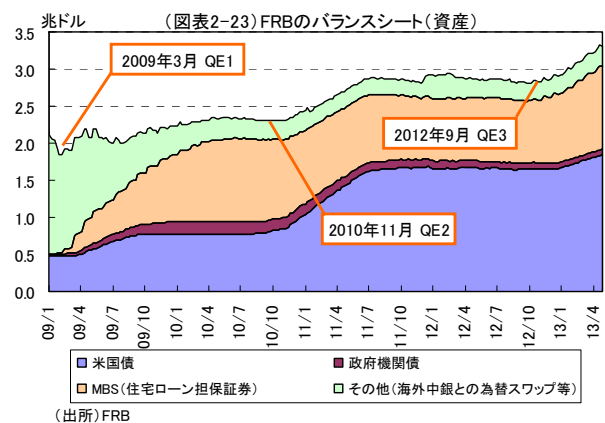
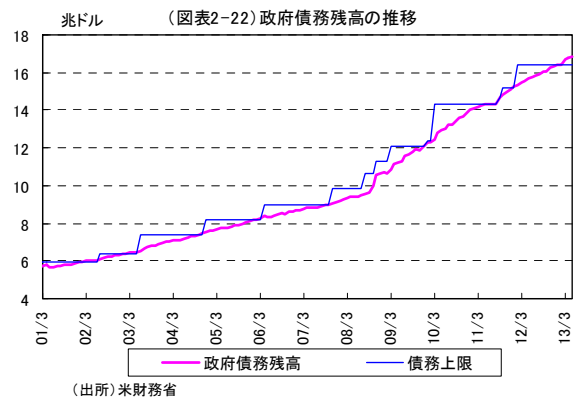
一方、政府債務は年始に法定上の上限16兆3,940億ドルに達したため、債務上限は5月19日まで暫定的に引き上げられた（図表2-22）。ただ、個別の資金繰りによっても歳出が賄えなくなる夏場には、債務上限は再度引き上げられるとみている。オバマ大統領は今後10年間で約4兆ドル（すでに決定済の2.5兆ドルを含む）の財政赤字削減を訴える一方、野党共和党は財政赤字を10年間で4.6兆ドル削減することを提案しており、中長期的には財政赤字削減が避けて通れない。歳出削減が中長期的に米景気の下押し圧力になり続けるとみる。

（7）利上げは2015年後半を予想

4月29日－5月1日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、米国債（毎月450億ドル）とMBS（毎月400億ドル）の追加購入を継続する方針が示されたほか、政策金利であるFFレートの誘導目標は0.0－0.25%ですえ置かれた。また、現行の超低金利政策の維持を予告する期限を「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%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」とする方針も維持された。一方、4月の声明文では「労働市場またはインフレの見通しの変化に応じて、適切な緩和策を維持するため、委員会は資産購入ペースを加速もしくは減速する用意がある」の一文が追加された。最近のFOMCでは、もっぱら資産購入の縮小の可能性が議論されてきたが、資産購入拡大の可能性もあることが改めて示された。

リーマン・ショック後、FRBは量的緩和と呼ばれる金融緩和策（2009/3－2009/10のQE1, 2010/11－2011/6のQE2）を2回にわたって実施してきたが、結果として、終了後に資産購入を再開せざるを得ない状況が繰り返されてきた（図表2-23）。QE2については当初狙った金利低下効果が得られなかったという批判もあり、FRBは期限と購入総額を定めない方式で資産購入を継続するのに合わせ、景気回復ペースが強まった後も、緩和的な金融政策を維持することによって、市場の期待に働きかける政策に軸足を移している。このようなFRBの政策によって、実質金利は今後もきわめて低い状況を維持するとみられる。今後は、給与税などの減税措置終了や、歳出削減が引き続き景気の下押し圧力になるが、緩和的な金融環境が米景気を下支えする可能性が高く、資産購入拡大の可能性は小さいとみる。2014年前半に資産購入を縮小・終了し、2015年後半には利上げが必要になると予想する。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率(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▲0.2%のマイナス成長となった。今後も内需は弱含みの状況が続くとみられるほか、外需も力強い回復は期待しづらく、年内のユーロ圏景気は低調な推移が続くと予想する。ただ、欧州債務問題への対応が紆余曲折を経ながらも前進するとみられるほか、世界景気も緩やかに回復に向かうと予想されることもあり、2014年は持ち直すとみる。

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いることから、停滞気味の推移が続く可能性が高い。

民間固定投資は、企業業績の低迷などを背景に、減少傾向が続いている。銀行の貸出態度は厳格化の動きが続いているほか、企業の資金需要が弱いことから、年内の固定投資は低調な推移が続くと予想する。2014年は世界景気を持ち直しと緩和的な金融環境を背景に、徐々に上向くとみている。

政府支出は、各国の緊縮策の影響により、抑制された状況が続くとみられる。今後も、景気の下押し圧力として働き続ける可能性が高い。

ECB(欧州中央銀行)は、5月の政策理事会で政策金利を0.5%に引き下げた。ユーロ圏景気の減速などから、夏場までに追加利下げを実施すると予想する。

(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	-0.6%	-0.4%	0.9%	-0.6%	-0.2%	0.2%	-0.1%	0.6%	0.1%	0.4%	-0.1%	0.2%
家計消費	-1.3%	-0.3%	0.2%	-0.5%	0.1%	0.3%	-0.3%	0.5%	-0.3%	0.2%	0.0%	0.1%
政府消費	-0.4%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
固定投資	-4.1%	-2.1%	0.6%	-1.2%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
純輸出(寄与度)	1.6%	0.7%	0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	-0.1%	0.1%

英国実質GDP成長率予測

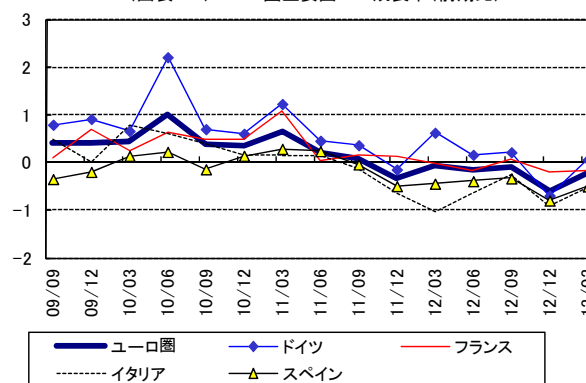
(前期比)	2012年			2013年				2014年				
	2012年	2013年	2014年	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12	14/03	14/06	14/09	14/12
英国GDP	0.3%	0.8%	1.4%	-0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%

(1) 1-3月期のユーロ圏景気はマイナス成長

1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は、前期比▲0.2%と、6四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▲0.6%→+0.1%)が小幅プラスに転じたものの、フランス(同▲0.3%→▲0.2%)が2四半期連続でマイナスとなった。イタリア(同▲0.9%→▲0.5%)、スペイン(同▲0.7%→▲0.5%)は、厳しい緊縮策を背景に、ともに7四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。ドイツIfo景況感指数を見ると、現況指数と期待指数は昨年秋以降、ともに上昇傾向が続いてきたが、足元では一服しつつある(図表3-3)。失業率が低水準で推移しているほか、同国の高付加価値製品に対

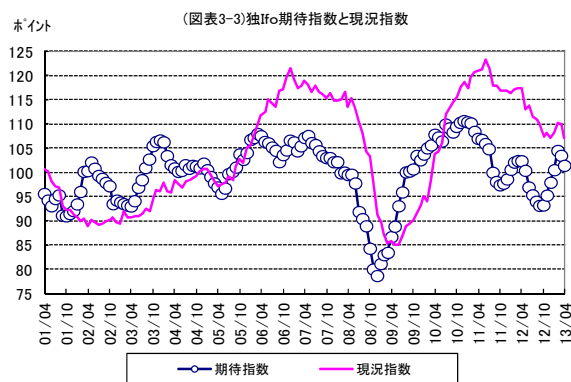
(図表3-2) ユーロ圏主要国GDP成長率(前期比)



(出所) 各国統計局

する海外の需要が底堅いこともあり、ドイツ景気は均せば回復基調で推移するとみられるが、中国をはじめとした新興国景気に力強さが見られないことから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

雇用環境の悪化や、企業マインドの低迷などにより、内需は弱含みの状況が続くとみられるほか、外需も力強い回復は見込めず、2013年のユーロ圏景気は低調な推移が続くと予想する。ただ、2012年からEUが取り組んでいる経済・金融同盟のうち、ECBによるユーロ圏の銀行監督業務一元化が2014年半ばに予定されるなど、欧州債務問題への対応が紆余曲折を経ながらも前進するとみられるほか、世界景気も緩やかながら回復に向かうと予想されることもあり、2014年は持ち直すとみる。



(出所)Ifo経済研究所

(2) 緊縮路線からの転換の動きは限定的

スペイン政府は4月26日に、2013年から2016年にかけての安定化プログラムを発表した(図表3-4)。欧州委員会は、4月10日に発表した経済不均衡に関する報告書で、同国の経済健全性に対するリスクを指摘しており、政府に月末までに対策案を提出するよう求めていた。

同プログラムでは、2013年の実質GDP成長率の見通しは前年比▲1.3%と、従来予想の同▲0.5%から下方修正されたほか、2013年の財政赤字(対GDP比)は6.3%と、これまでの4.5%から引き上げられ、財政赤字(対GDP比)を3%にする期限は2014年から2016年へと2年間延長された。一方、同プログラムには、若者の起業を促進する制度や中小企業向けの規制緩和といった経済成長を促す政策が盛り込まれている。厳しい緊縮財政が失業率の上昇や景気悪化につながっており、政府は緊縮策を緩めることで景気の底上げをする必要があると判断したとみられる。同プログラムはIMF(国際通貨基金)とEUの正式な承認を得る必要があるが、IMFのラガルド専務理事は「景気回復と雇用創出を進めながら、財政規律を守るスペイン政府の立場を強く支持する」との声明を発表しているほか、欧州委員会も「財政赤字目標の期限について、2016年までの2年間延長は理解できる」との立場を示している。

3月15日に開かれたEU首脳会談では、財政再建を目指しつつ経済成長や雇用促進も重視する方針が示された。EUが景気低迷に伴う一時的な緊縮財政の緩和を受け入れざるを得ないとの認識を示すなか、緊縮一辺倒からの転換の動きが他国でも出始めている。イタリアではレッタ新首相が、緊縮路線を改め経済成長と雇用創出を重視する方針を掲げた。ただ、ECBやドイツは緊縮財政の維持は不可欠との意見を改めて示しているほか、緊縮財政の取り組みへの疑念が高まれば、再び金融市場の混乱を招く事態になりかねない。大胆な緊縮策緩和の動きはとりづらく、修正幅は限定的なものにとどまろう。今後も政府支出の抑制が経済の下押し圧力となるとみられる。

(3) 個人消費は低調な推移が続くと予想

(図表3-4)スペインの安定化プログラム(2013-2016)

	2012	(注記のあるもの以外、前年比(%))			
		2013 (見通し)	2014 (見通し)	2015 (見通し)	2016 (見通し)
実質GDP成長率	-1.4	-1.3	0.5	0.9	1.3
個人消費	-2.1	-2.5	0.0	0.4	0.8
政府消費	-3.7	-4.4	-3.1	-3.8	-3.6
総固定資本形成	-9.1	-7.1	-0.9	2.0	4.3
輸出	3.1	4.1	5.9	6.9	7.1
輸入	-5.0	-3.7	2.6	4.7	6.2
失業率(%)	25.0	27.1	26.7	25.8	24.8
単位労働コスト	-3.4	-1.2	-0.4	-0.1	-0.2
財政赤字(除く金融セクター支援、対GDP比)	-7.0	-6.3	-5.5	-4.1	-2.7
政府債務(対GDP比)	84.2	91.4	96.2	99.1	99.8

(出所)スペイン政府

ユーロ圏の個人消費は停滞している。2012年10-12月期の実質個人消費は前年比▲1.4%と、5四半期連続でマイナスとなった(図表3-5)。年明け以降も低迷が続いており、3月のユーロ圏実質小売売上高は前年比▲2.4%と、19ヵ月連続でマイナスとなった。国別では、ドイツが同▲0.4%と、3ヵ月ぶりにマイナスに転じたほか、フランスも同▲0.7%と、11ヵ月ぶりにマイナスとなった(図表3-6)。イタリアは同▲2.3%(イタリアのみ2月分)と16ヵ月連続でマイナス、スペインも同▲10.5%と、33ヵ月連続のマイナスとなっている。

雇用環境も悪化傾向が続いている。3月の失業率は12.1%と、1999年のユーロ発足以来最悪の水準で推移している。なかでも若年層(25歳未満)の失業率は23.9%(2月分)に達している。雇用者数の推移を見ても、10-12月は前年比▲0.7%と、5四半期連続で減少した(図表3-7)。産業別の雇用者数では、建設業、製造業、卸・小売、輸送、宿泊業の減少が大きい。民間企業の生産活動は低迷が続いているのに加え、公的部門では、ギリシャが2010年の水準から2015年までに15万人の公務員を削減する目標を掲げているほか、スペインでも公務員賃金削減への取り組みを進めている。ユーロ圏の雇用者数の減少傾向は、今後も続くとみられる。

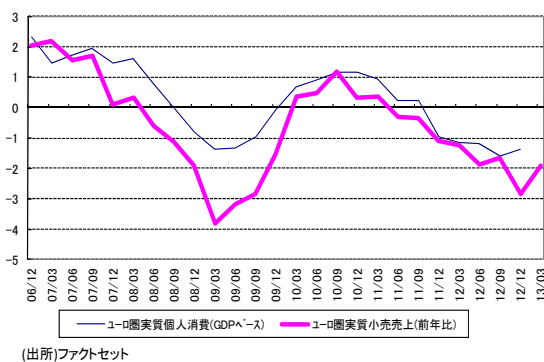
ユーロ圏消費者信頼感指数を見ると、4月は▲22.6ポイントと、低調な推移が続いている(図表3-8)。ポルトガルの緊縮策の一部が違憲判決を受けたことや、トロイカ(IMF、ECB、EU)によるギリシャの財政計画の進捗状況レビューが5月末から始まることなどを考えると、債務問題は今後も熾り続ける可能性が高い。消費者マインドの回復は期待しづらい状況が続くとみており、ユーロ圏の個人消費は今後も低調な推移が続くと予想する。

(4) 固定投資は低調な推移が続く

ユーロ圏の固定投資は落ち込みが続いている。2012年10-12月期の固定投資は前年比▲4.9%と、4四半期連続でマイナスとなった(図表3-9)。

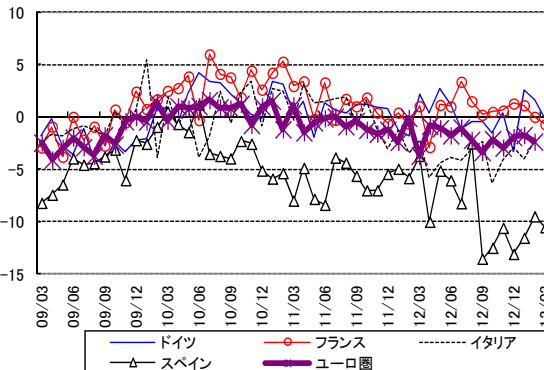
企業の営業余剰と固定投資の推移を見ると、営業余剰が減少すると、固定投資が減少する傾向がみられる。2012年春先以降、営業余剰の減少が続いてお

(図表3-5)ユーロ圏実質個人消費と実質小売売上高(四半期ベース前年同期比)の推移



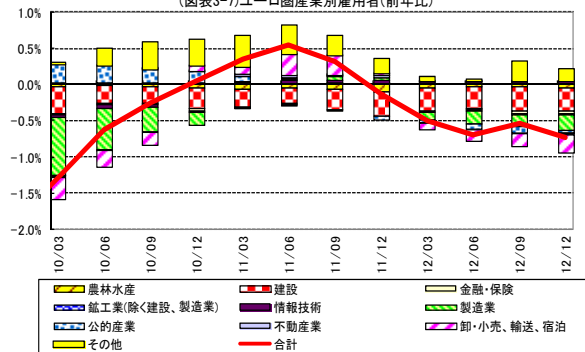
(出所)ファクトセット

(図表3-6)ユーロ圏主要国別実質小売売上高(前年比)



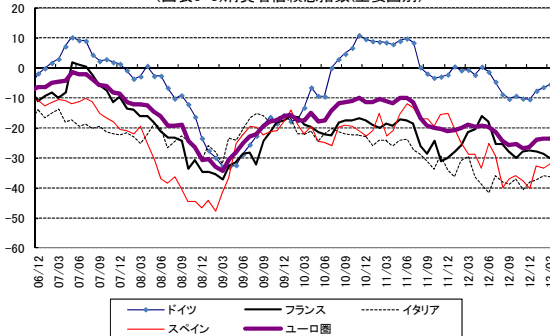
(出所)ユーロスタット

(図表3-7)ユーロ圏産業別雇用者(前年比)



(出所)ファクトセット

(図表3-8)消費者信頼感指数(主要国別)



(出所)ファクトセット

り、企業業績の低迷が固定投資の減少の要因となっている様子を示している。

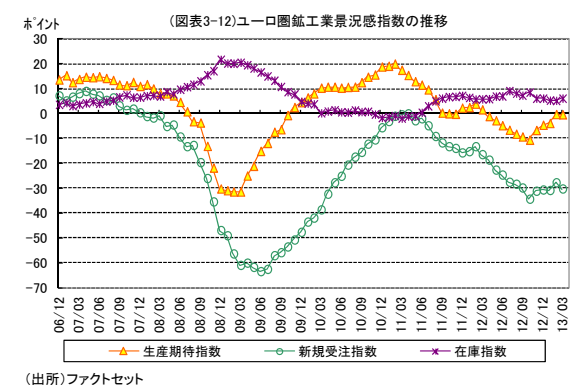
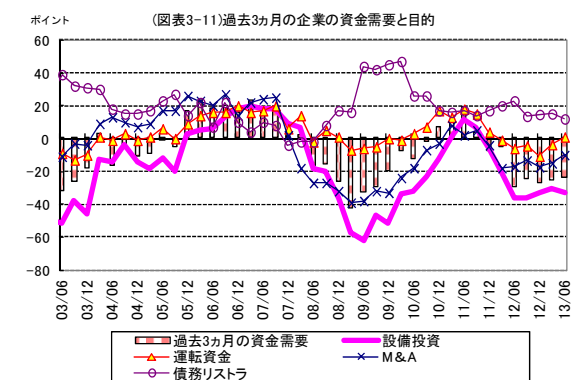
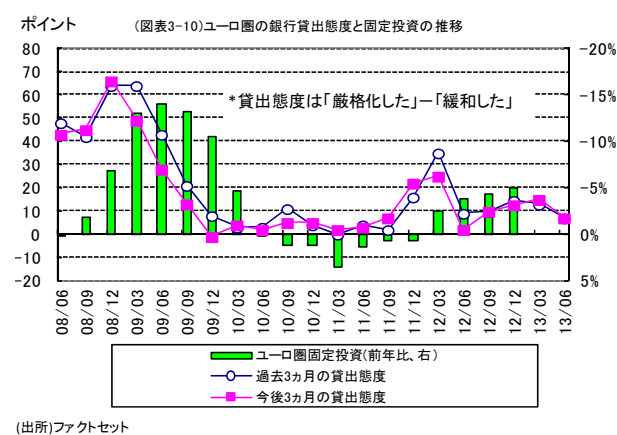
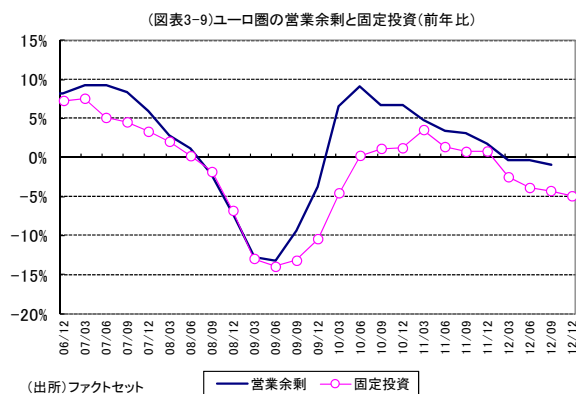
一方、銀行の貸出態度は厳格化が続いている。ECBが四半期ごとに発表する銀行貸出態度調査を見ると、足元では「過去3カ月の貸出態度」、「向こう3カ月の貸出態度」は、ともに「厳格化した」と回答した銀行が「緩和した」と回答した銀行を上回っている（図表3-10）。企業の資金需要も伸び悩んでいる。同じく銀行貸出調査を見ると、過去3カ月に債務リストラ目的での非金融企業の資金需要が「増加した」と回答した銀行が「減少した」と答えた銀行を上回る一方、M&Aや運転資金、設備投資目的といった前向きな資金需要については、「減少した」と回答した銀行が「増加した」と回答した銀行を上回っている（図表3-11）。

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、4月は生産見通し指数が▲1.6ポイント、新規受注指数が▲33.7ポイントと、ともに2ヵ月連続で悪化したほか、在庫指数も6.3ポイントと、2ヵ月連続で上昇しており、企業マインド回復の動きは鈍いものになっている（図表3-12）。

企業業績が低迷し、企業の資金需要が弱いことから、2013年の固定投資は低調な推移が続くと予想する。ただ、2014年にかけては、世界景気の持ち直しや緩和的な金融環境を背景に、企業業績は改善に向かうとみられ、固定投資は徐々に上向くとみる。

（5）年内の輸出は伸びが鈍い展開が続く

ユーロ圏の輸出は、伸び悩んでいる（図表3-13）。3月の輸出は前月比+2.8%と、前月の同+0.2%から伸び幅が拡大したが、昨年夏場以降、低調な推移が続いてきた反動もある。ユーロ圏の輸出を輸出先別（3ヵ月後方移動平均、前年比）に見ると、昨年秋頃から実質実効為替レートがユーロ高方向に推移していることもあり、アフリカ向け以外は不振が続いている。ユーロ圏の輸出シェアの約半分を占めるユーロ圏外欧州向けは、ユーロ圏外EU向けが同▲0.2%と、2ヵ月連続でマイナスとなったほか、EU外欧州向けが同±0.0%と、前月から減速した。また、約12%のシェアを占める米国向けは



同▲1.5%と、3ヵ月連続でマイナスとなったほか、同じく約6%を占める中国(除く香港)向けは同▲6.7%と、6ヵ月連続のマイナスとなった。(図表3-14)。

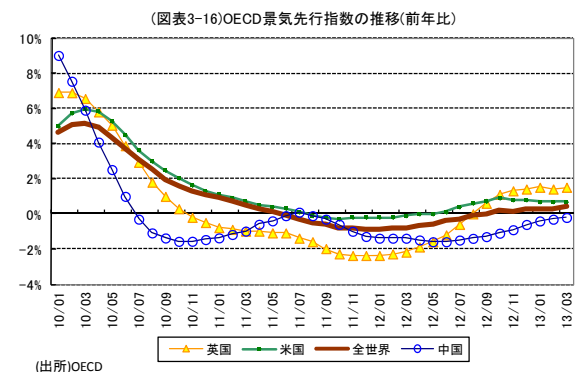
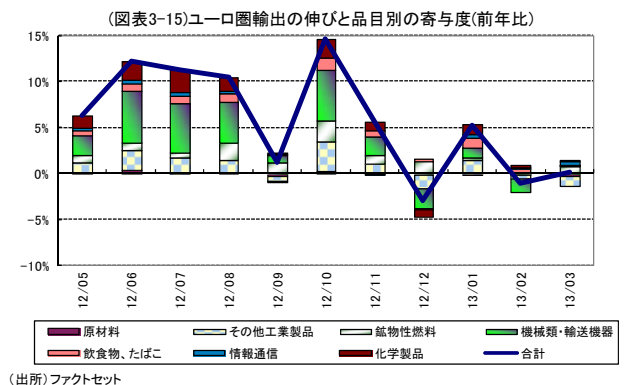
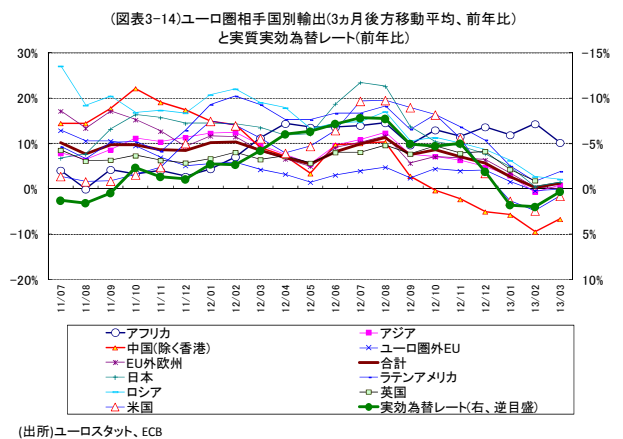
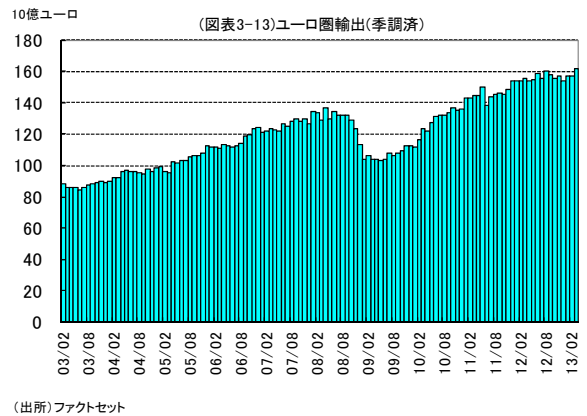
ユーロ圏輸出を品目別に見ると、機械類・輸送機器が全体の41.1%を占めるほか、化学製品が16.5%、その他製品が23.7%と、工業製品が全体の81.3%を占める。輸出の伸びに対する品目別寄与度の推移を見ると、機械類・輸送機器やその他工業製品が停滞気味に推移しており、輸出減速の主因となっている(図表3-15)。

欧州域内の景気低迷や、中国の景気減速など、世界景気の伸び悩みが足元のユーロ圏輸出の低迷につながっている。ただ、OECD(経済協力開発機構)が発表する景気先行指数(6ヵ月先行)を見ると、2012年秋口以降、前年比はプラスに転じている(図表3-16)。主要輸出先別に見ると、中国が小幅マイナスとなっているものの、米国が小幅プラスで推移しているほか、英国は上昇傾向が続いており、ユーロ圏の輸出は秋口以降、持ち直しに向かうとみている。

もっとも、IMF(国際通貨基金)が4月16日に発表した世界経済見通しでは、2013年の世界の経済成長率は前年比+3.3%と、昨年と同程度の伸びにとどまる見通しである。年内のユーロ圏外欧州景気は低調な推移が予想されるほか、給与税減税措置の終了や歳出削減を背景に、米国景気は緩やかな回復にとどまるとみられる。中国を中心とした新興国の景気回復も力強さに欠けるとみられることから、ユーロ圏の輸出は伸びが鈍い展開が続くと予想する。

(6) ECBは夏場までに利下げを実施すると予想

ECBは5月2日の政策理事会で、10ヵ月ぶりに政策金利を25bp引き下げ、0.5%とした。コリドー下限の預金金利は0.0%にすえ置かれた一方、上限の限界貸出金利は1.25%から1.0%へと引き下げられ、コリドーの幅は1.0%に縮小した。また、固定金利で無制限に資金供給を行なう主要リファイナンス・オペレーション(MRO)を少なくとも2014年7月まで継続するほか、非金融企業への融資を担保とする資産担保証券の市場機能促進に取り組むことも発表された。



今回の利下げは、景気悪化がドイツなどの中核国にまで及んでいることや、インフレ率が鈍いものにとどまっていることを背景に実施された。エネルギー価格の低下を背景に、4月の消費者物価指数は前年比+1.2%と、ECBの物価目標である前年比+2%を3か月連続で下回っている（図表3-17）。

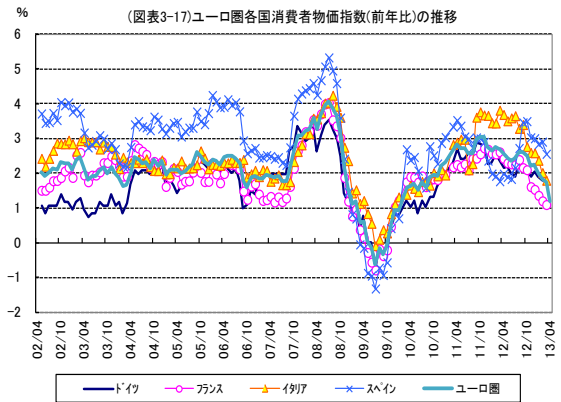
ただ、ECBが利下げを実施しても、効果は限定的とみられる。ECBは周辺国において中小企業の資金アクセスが厳しいことを問題視している。ECBが半年ごとに発表する中小企業を対象とした調査を見ると、周辺国では申し込んだ全額の融資を受けたと回答した中小企業の割合は相対的に低く、融資を断られたと回答した企業の割合は相対的に高い（図表3-18）。

一方、ECBの銀行貸出調査で、銀行が貸出態度を変更した要因を見ると、「流動性の問題」や「資金調達」は、「緩和要因となった」と答えた銀行が「厳格化要因となった」と答えた銀行を上回ったが、「景気見通し」や「産業・企業の見通し」、「担保リスク」は、「厳格化要因となった」と答えた銀行のほうがはるかに多い（図表3-19）。ECBの1週間物資金供給オペ（MRO）はECBの政策金利が最低入札金利となっており、政策金利の引き下げとMROによる無制限の資金供給を実施することで、流動性が不足している銀行が低金利で資金供給を受けられ、一定程度は企業への融資の増加が見込める。ただ、利下げだけでは大幅な貸出の増加は見込みづらい。中小企業向け融資（もしくはそれを担保とした資産担保証券）を担保とする新LTRO（長期資金供給オペレーション）のような直接的な手段のほうが効果が高く、年内に実施される可能性が高いとみている。

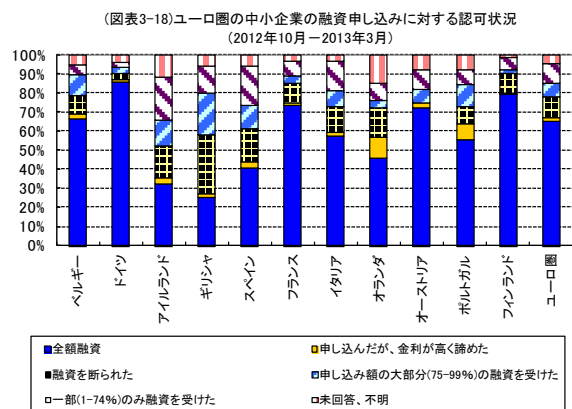
ドラギ総裁は「今後のあらゆるデータを注視し、行動する用意がある」と追加緩和を躊躇しない姿勢を示したほか、預金金利のマイナスへの引き下げに関しても「技術的に準備は整っている」と、実施に含みを持たせた。ユーロ圏景気の低迷から、夏場までに政策金利はさらに25bp引き下げられると予想する。預金金利は、早ければ次回利下げ時に、マイナスにまで引き下げられる可能性がある。

（7）英国経済は緩やかな回復が続くと予想

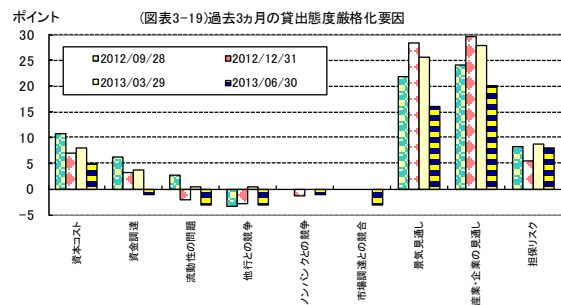
英国の1-3月期実質GDP成長率（速報値）は、前期比+0.3%となった（図表3-20）。1月の降雪の影響から、前期に引き続きマイナス成長となることが懸念されたものの、サービス業にけん引され、プラス成長に転換した。



(出所)ファクトセット



(出所)ECB



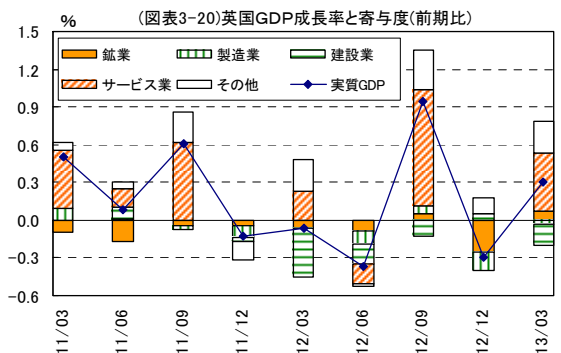
(出所)ファクトセット

個人消費は、2012年4-6月期以降、緩やかな回復が続いている（図表3-21）。2013年に入ってから、雇用環境の回復ペースはいったん鈍化したものの、足元の社会保障受給基準失業率（4.5%）には再度改善へ向かう兆しが見られる。英商工会議所によると、4-6月期には採用人数の拡大が見込まれており、今後、雇用環境の改善ペースは拡大すると予想する。また、家計に負の資産効果をもたらしてきた住宅価格にも改善の兆しが見られる。2-4月期のハリファクス住宅価格指数は前年比+2.0%と上昇した。財務省による新たな住宅取得支援策が4月に施行されたこともあり、住宅価格は今後も上昇が続くとみる。ただ、家計のバランスシート調整が続いていることから、個人消費の改善ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

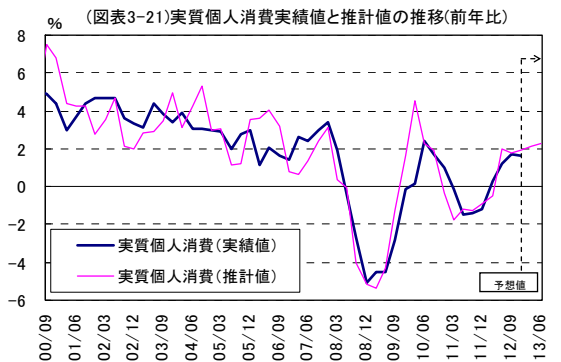
一方、固定投資は低迷が続いている。鉱工業生産は減少トレンドが続いているほか、企業の資金需要は伸び悩んでおり、民間固定投資が上向き気配はない（図表3-22）。加えて、2013年度予算案では、緊縮財政の継続が発表されており、公的投資の減少が続くとみられ、当面、固定投資は低迷が続くと予想する。ただ、秋口以降は、緩和的な金融政策や、個人消費の改善を背景に、徐々に持ち直しへ向かうとみる。

輸出も伸び悩んでいる。全輸出額の6割強を占めるユーロ圏および米国向け輸出は、ともに前年比マイナス圏での推移が続いている。米国景気は力強さに欠けるほか、ユーロ圏景気は回復ペースがきわめて緩慢とみられることから、今後も輸出は伸び悩む展開が続くと予想される。

イングランド銀行は5月の MPC(金融政策委員会)で、政策金利を0.5%ですえ置き、資産買い取り枠も3,750億ポンドを維持した。また、4月24日には、信用緩和策「貸出のための資金供給 (FLS)」の拡充を発表した。MPC では、2月以降、キング総裁以下3名の委員が資産買い取り枠の拡大を主張しているが、いずれも多数決で否決されている。その他委員の間では、量的緩和の効果に懐疑的な見方が多いことから、今後資産買い取り枠の拡大は行われないと予想する。ただ、財務省は MPC に対し、時間軸政策の便益を8月に発表するよう要請した。FLS の拡充や実質マイナス金利といった緩和的な金融環境が景気を下支えするとみられるものの、固定投資や、輸出の回復ペースは鈍く、景気挺入れ策が求められる可能性は高い。7月に就任予定のカーニー新総裁のもと、新たな金融緩和策として、現行の資産買い取り枠規模と政策金利の維持を長期に渡り公約する時間軸政策が導入されよう。



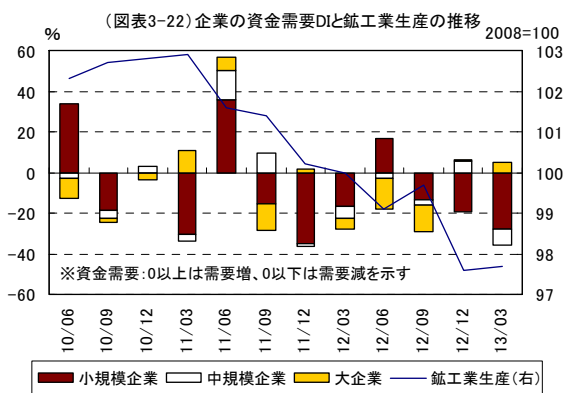
(出所) 英統計局



$$\ln[\text{実質個人消費}] = 0.88 \times \ln[\text{実質可処分所得}] + 0.15 \times \ln[\text{実質金融資産}] + 0.19 \times \ln[\text{実質住宅価格}] - 0.13 \times \ln[\text{実質家計債務}] - 1.40$$

 (t=23.0) (t=10.6) (t=14.3) (t=6.3) (t=8.3)

*家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化
 推計期間: 1990年Q3-2012年Q4, R2=0.997
 (出所)英統計局、OECD、ユーロスタット



(出所) イングランド銀行、英統計局

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、昨秋に底を打ったものの、その後の景気回復ペースは当初想定していた以上に鈍い。政府主導のインフラ投資などの固定投資が景気を下支えしているが、一方で、政府は不動産投資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緩やかな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) 中国景気回復ペースは予想以上に鈍化

中国の 2013 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比+7.7%と、10-12 月期の同+7.9%から減速した(図表 4-1)。前期比で見ても+1.6%と、10-12 月期の同+2.0%から伸び幅が縮小しており、中国景気回復ペースが鈍化している様子が窺える。

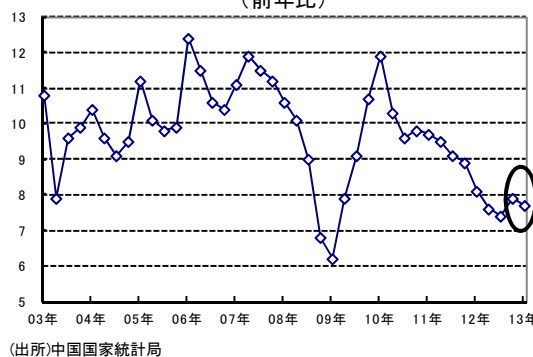
需要項目別(総資本形成、最終消費、純輸出)の前年比寄与度を見ると、まず、総資本形成の寄与度は、10-12 月期の+3.9 ポイントから 1-3 月期は+2.3 ポイントへと縮小した。1-3 月期の固定資産投資は前年比+20.9%と、10-12 月期の同+20.7%から小幅加速していることから、在庫投資のマイナス寄与が大きかったと考えられる。一方、最終消費の寄与度は 10-12 月期の+4.0 ポイントから 1-3 月期の+4.3 ポイントへと拡大した。また、輸出の伸び(10-12 月期前年比+9.4%→1-3 月期同+18.3%)が輸入の伸び(同+2.7%→同+8.5%)を大きく上回ったことを背景に、純輸出の寄与度が 10-12 月期の▲0.2 ポイントから 1-3 月期の+1.1 ポイントへと拡大した。

4 月の製造業 PMI が低下していることをふまえると、目先は景気回復ペースの鈍化が続くとみられ、4-6 月期の実質 GDP 成長率は一段と伸びが鈍化するとみている。しかし、2013 年央には、「都市化発展計画」が発表される見込みで、インフラ投資が増額されるとみる。都市化政策は、李克強首相が、今後 10 年間の内需の最大のエンジンと喧伝する政策である。米国やアジア新興国(地域)経済の回復に伴い、輸出の持ち直しも見込まれることから、固定資産投資の伸びは拡大に向かうと予想する。企業活動の活発化に伴い、雇用・所得環境も改善に向かうとみられ、個人消費も底堅く推移しよう。7-9 月期以降の実質 GDP 成長率は持ち直すと予想する。2014 年も、引き続き政府主導による投資がけん引し、内需拡大を中心とした緩やかな景気回復に向かうものとみている。2013 年の実質 GDP 成長率は前年比+7.9%、2014 年は同+8.1%と予想する(図表 4-2)。

(2) 企業活動はばらつきがみられる

四半期ごとに発表される企業景気指数を見ると、2012年7-9月期以降、全体としては持ち直している(図表4-3)。ただ、業種ごとにばらつきがみられ、卸売・小売などのサービス業は足元で悪

(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	9.3	7.8	7.9	8.1

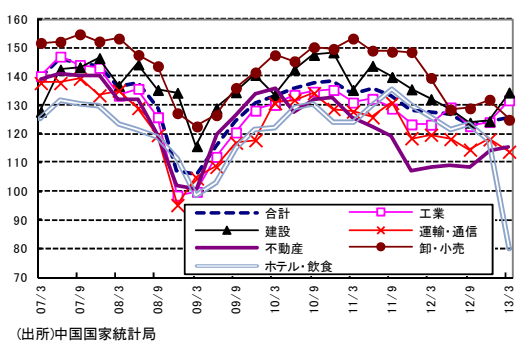
化しており、特にホテル・飲食は、新政権の節約方針により大幅に悪化している。一方、建設業や工業は上昇しており、インフラ投資関連業種の景況感が比較的好調であったことが確認できる。

4月の国家統計局発表のPMI（製造業購買担当者指数）は、3月の51.6から50.6まで低下した（図表4-4）。改善／悪化の分かれ目となる50を上回っているものの、製造業活動は停滞気味の推移が続いている。主要項目を見ると、生産指数が52.7→52.6（前月差▲0.1）、新規受注指数が52.3→51.7（同▲0.6）、新規輸出受注指数が50.9→48.6（同▲2.3）といずれも低下した。4月のHSBC中国製造業PMI（確報値）も50.4と、3月の51.6から大きく低下している。

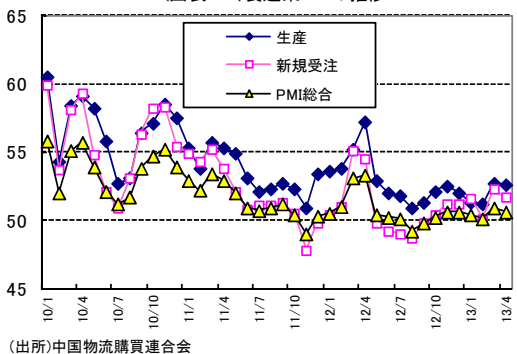
企業マインドにばらつきがみられるなか、実体経済の動きを示すハードデータにも弱さがみられる。まず、4月の鉱工業生産は前年比+9.3%と、3月の同+8.9%から小幅加速したが、昨年末の10%台の伸びとの比較では、弱含んだ状態が続いている（図表4-5）。製造業PMIの新規受注が伸び悩んでいることもあり、2013年半ばにかけて、生産は10%未満の伸びが続く可能性が高いが、年後半は都市化推進策や輸出の増加を受け、次第に加速していくものとみている。

1-4月の固定資産投資は前年比+20.6%と、1-3月の同+20.9%から小幅減速した（同統計はもともと月次ベースでの年初からの累計値で発表）（図表4-6）。主要業種別に見ると、このところの生産活動の停滞を背景に、製造業（同+18.7%→同+18.4%）、電力・熱事業（同+10.9%→同+9.4%）などの伸び幅が縮小している。伸び幅が拡大、またはマイナス幅が縮小したのは、鉄道運輸（同+5.8%→同+24.6%）や不動産（同+20.2%→同+21.1%）、建築（同▲23.9%→同▲10.0%）など、政府主導のインフラ投資に影響を受ける業種である。同じインフラ投資関連の水利・環境（同+36.5%→同+30.8%）は伸びが鈍化しているものの、引き続き高水準で推移している。足元では、製造業などの投資が減速しているが、中国国家発展改革委員会は、2013年上半期に「都市化発展計画」を発表する見込みであり、これによりインフラ関連投資が増加し、固定資産投資を下支えするものと予想する。しかし、政府の不動産投資抑制策維持の姿勢が足かせとなるため、増加ペースは緩やかなものとみている。

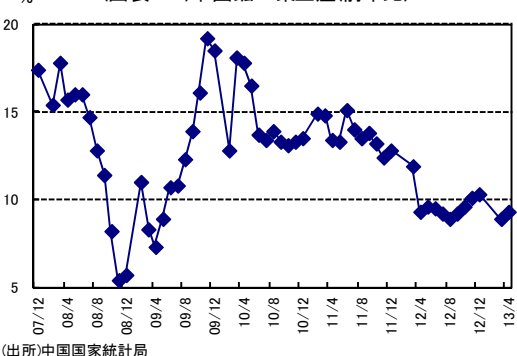
(図表4-3)企業景気指数



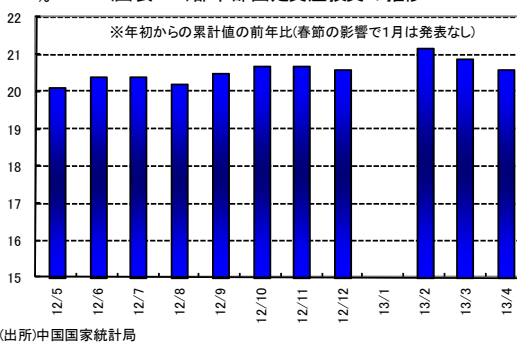
(図表4-4)製造業PMIの推移



(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



(3) 輸出は緩やかに拡大

4月の輸出は前年比+14.7%と、3月の同+10.0%から伸びが拡大した(図表4-7)。輸出相手国別に見ると、4月はASEAN向けが前年比+37.2%、台湾向けは同+49.2%と、近隣アジア諸国(地域)向けが高い伸びとなっている(図表4-8)。一方、主要輸出先である米国内国向け(3月同▲6.5%→4月同▲0.1%)やEU向け(同▲14.0%→同▲6.4%)のマイナス幅は縮小しているものの、依然マイナス圏を脱してはいない。日本向けの輸出は3月の同▲10.0%から4月の同▲1.2%へと、マイナス幅が縮小している。

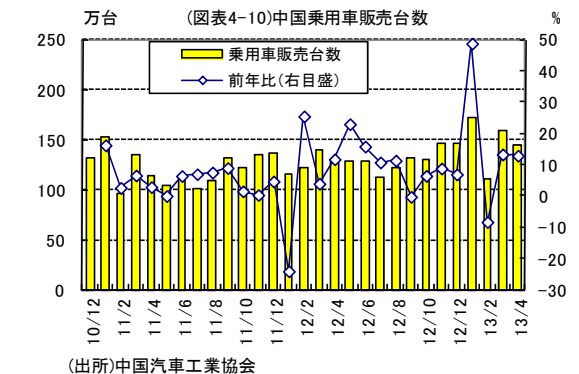
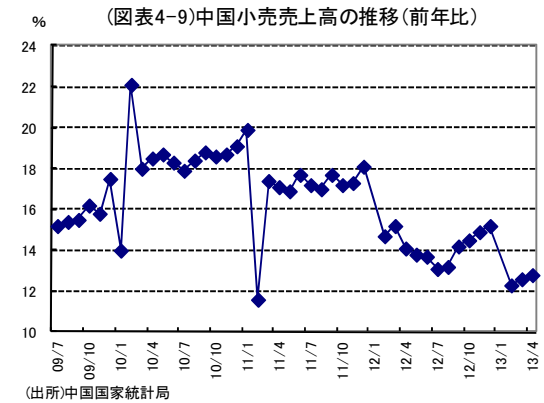
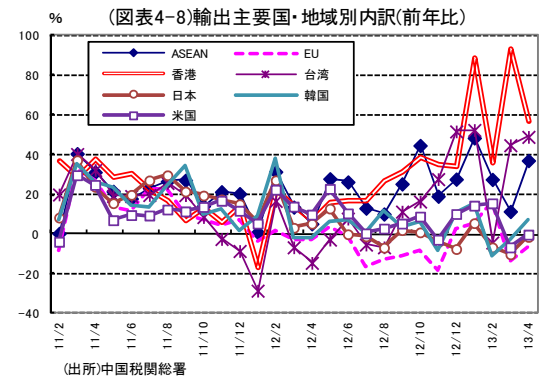
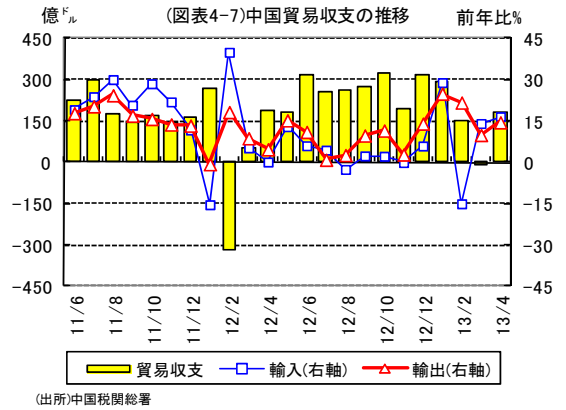
4月の輸入は前年比+16.8%で、3月の同+14.1%から加速した。4月の輸入を相手国(地域)別に見ると、台湾(同+55.7%)やシンガポール(同+27.9%)などの伸びが目立った。日本からの輸入は3月の同▲18.5%から4月の同▲3.3%と、マイナス幅は大きく縮小した。日中関係悪化の影響は和らぎつつあるものの、まだ完全に払拭されるには至っていない。

EU向けの輸出は、緊縮財政の影響から今後も低調な推移が続くとみるが、FRBの金融緩和に下支えされる形で景気回復が続くと考えられる米国向けや、内需が拡大傾向にある近隣アジア諸国(地域)向けが支えることで、今後は次第に回復に向かうと予想する。

(4) 底堅い個人消費

4月の小売売上高(名目)は前年比+12.8%と、3月の同+12.6%から小幅加速した(図表4-9)。実質ベースの小売売上高も3月の同+11.7%から4月の同+11.8%へとわずかに改善している。ただ、昨年後半の15%台の伸びと比較すると大幅に鈍化しており、2月の春節以降、習政権による「綱紀肅正」の方針の影響による消費の不振が響いたためと考えられる。

名目ベースで伸びが鈍化した品目を見ると、娯楽用品(3月同+17.6%→4月同+4.5%)、被服・靴・帽子(同+17.4%→同+9.5%)、通信機器(同+16.0%→同+12.8%)など。逆に、伸び幅が拡大した品目を見ると、宝石(同+26.3%→同+72.2%)、医薬品(同+10.8%→同+18.7%)、自動車(同+5.5%→同+13.0%)などである。新政権の節約方針の発表に伴い、タバコや高級酒などの高級贈答品の買い控えや、高級レストランでの会食を控える動きが進んだ影響が現れ

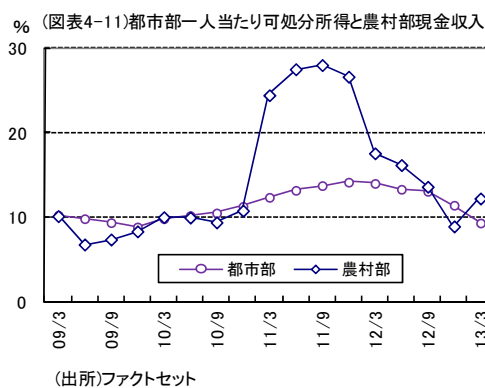


ている。

4月の乗用車販売は前年比で+12.8%と、3月の同+13.3%から鈍化した(図表4-10)。ただ、販売台数で見ると、4月は144万台と、12年11月以降140万台を超える水準で推移しており、消費者の旺盛な需要が確認できる。

中国の所得を都市部・農村部別に見ると、中国の1-3月期の都市部一人当たりの可処分所得の伸びは、前年比+9.3%と、10-12月期の同+11.4%から伸びが鈍化しており、冴えない推移が続いている。一方、農村部の一人当たりの現金収入は、1-3月期で同+12.2%と、10-12月期の同+8.9%から伸びが加速しており、農村部の所得環境は比較的底堅く推移している(図表4-11)。

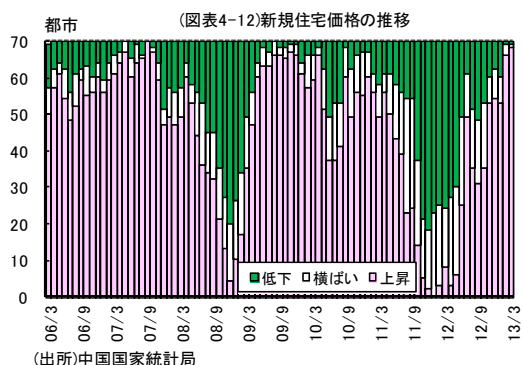
都市部の所得が安定的に伸びてこないことには、個人消費の継続的改善は難しい。ただ、今後は、企業活動の活発化に伴い、雇用・所得環境も徐々に改善に向かうとみられることから、個人消費は緩やかな回復基調が続くと予想する。



(5) 不動産投資抑制策を相次いで発表

3月1日、中国政府は、制度上はすでに存在していた20%のキャピタルゲイン税の徴収の厳格実施と、2軒目住宅購入に対する頭金比率と貸出金利の引き上げなどを柱とした不動産投資規制の強化策を発表した。地方政府は4-6月期までに、住宅価格の抑制目標を設定することが求められている。

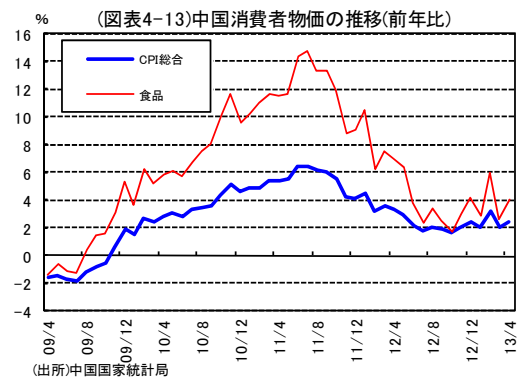
こうしたなか、3月の新築住宅価格は主要70都市のうち68都市で前月から上昇、上昇都市数は2月の66都市から増加、2009年並みの高水準となった。価格が低下したのは1都市、価格が横ばいとなった都市も1都市にとどまった(図表4-12)。3月に中国政府から発表された不動産投資規制策の強化策を受け、各都市で駆け込み需要が出た影響とみられ、特に主要都市である上海(2月前月比+1.9%→3月同+2.7%)や深セン(同+2.2%→同+2.7%)などの上昇幅が拡大している。2件以上の物件を持っている世帯では、不動産のキャピタルゲイン税を回避するために離婚し、妻・夫名義に物件を分けてから売却するという社会問題まで発生しているとのことで、人々の不動産需要が根強いことが窺える。中国政府の通知を受け、北京や上海などの主要都市では、3月末から4月にかけて、2件目の住宅購入の頭金引き上げや、単身者の2件目の住宅購入を禁止するなどの不動産投資抑制策が相次いで発表された。こうした抑制策の効果は4月以降現れてきており、1-4月の不動産販売は前年比+59.8%と、1-3月の同+65.2%から伸びが鈍化している。今後、政策効果がさらに浸透していくとみられ、不動産価格の上昇は頭打ちとなると予想する。



(6) インフレ率は今後上昇サイクルへ

4月のCPIは前年比+2.4%の上昇となり、上昇率は3月の同+2.1%を上回ったものの、中国政府の2013年のCPI抑制目標である+3.5%前後は下回っている(図表4-13)。気温が例年より低く、降

水量が少なかったことにより、野菜価格の上昇率が3月の同▲10.3%から4月の同+5.9%へ大幅加速し、その結果、食品価格が3月の同+2.7%から4月の同+4.0%へと押し上げられたことが主因である。鳥インフルエンザの感染拡大により、家禽肉（同+2.9%→同+1.5%）や豚肉（同▲5.5%→同▲6.5%）、卵（同+13.9%→同+12.3%）などの伸びは鈍化、あるいはマイナス幅が拡大した。一方、非食品価格の伸びは同+1.6%と、3月の同+1.8%から小幅低下し、引き続き落ち着いた推移が続いている。

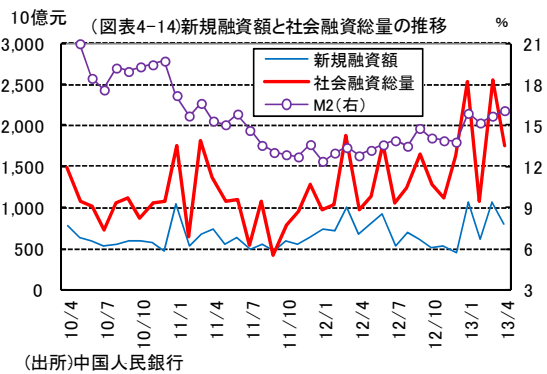


CPIに先行するPPI（生産者物価指数）を見ると、3月の前年比▲1.9%から、4月は同▲2.6%へと、マイナス幅が拡大しており、生産段階では物価上昇圧力が和らいでいることがみとれる。中国人民銀行は、2013年1-3月期金融政策報告書で、現在の物価について「概ね安定しているものの、不確定要素にはなおも注意深く目を向ける必要がある」とした。

今後の物価動向について金融政策報告書では、「楽観視することはまだできず、インフレリスクの未然防止に力を入れる必要がある」としており、中国当局は依然としてインフレに対する警戒感を解いていない。今後は景気回復と共に、年後半にかけてインフレ率は緩やかに上昇していくと予想する。ベースラインでのインフレ圧力が徐々に高まると考えられるのに加え、天候不順などで食品価格が跳ね上がる場面があれば、当局は機動的な対応をとるとみられ、早ければ年後半にも利上げの可能性があるとみている。

(7) 金融環境は緩和的

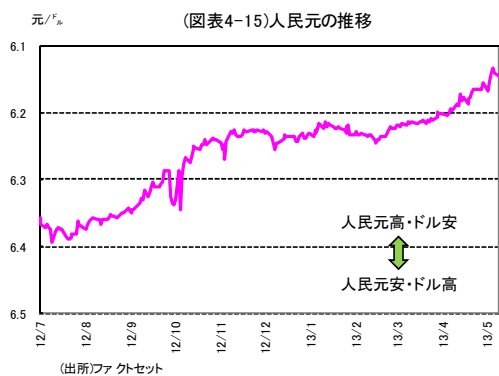
4月の人民元建て新規融資は7,929億元になり、3月の1兆600億元から減少したものの、前年同月の6,818億元を上回った。M2を見ると、3月の前年比+15.7%から、4月は同+16.1%へと加速した。13年1月以降、M2は15%台で推移しており、12年平均の13.5%を上回る水準で推移している（図表4-14）。



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）も1兆7,500億元で、3月の2兆5,443億元から減少した。しかし、前年比で見ると、3月は+36.0%だったのに対し、4月は+81.6%と大きく伸びており、銀行以外からの資金が活発に調達されていることが分かる。生産や投資などのハードデータにばらつきがみられるなか、流動性は比較的潤沢である。こうした資金の豊富さは、将来的なインフレの芽となりうるものの、当面は緩やかな景気回復の下支えとなるとみている。

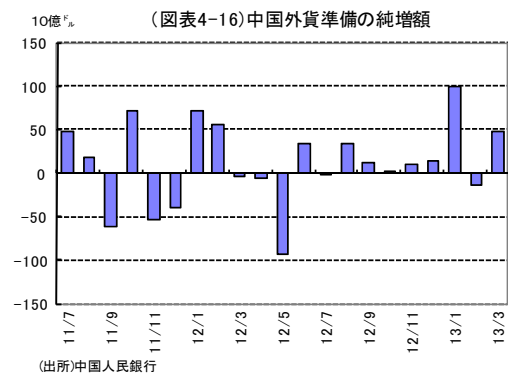
(8) 為替は元高スタンスを維持

このところ人民元は対ドルで増価基調にある。4月以降、史上最高値を更新する局面が度々あり、4月は月間で+0.69%増価した（図表4-15）。増価の背景として、先進国の金融緩和による海外からの活発な資金流入や、4月半ばに人民銀行副総裁が「変動幅に近い将来に拡大



される可能性がある」と発言したことで人民元の先高観が高まったことなどが挙げられる。外貨準備高を見ると、1月以降純増幅が拡大しており、過度な元高圧力に対応するため、当局が元売り・ドル買いの為替介入を行った様子が窺える（図表4-16）。

米国の為替報告書において「人民元は依然として大幅に過小評価されている」と指摘されるなど、人民元に対する切り上げ圧力は高まり続けているが、中国景気の不安定さが見え隠れするなか、早期に当局が人民元の変動幅を拡大するとは考え難い。ただ、7月には、米中戦略・経済対話を控えており、為替政策への批判を避けるため、当局は今後も緩やかな人民元の上昇を容認するとみている。



(9) 構造調整は景気の足かせとなるのか

3月に中国の全国人民代表大会（全人代）は、胡錦濤氏の後任として、習近平総書記を国家主席として選出し、新政権が発足した。新政権は、実質GDP成長率の目標を7.5%前後にすえ置くとともに、「持続的な成長と健全な発展」を目指すとし、景気刺激策により一時的な成長回復を求めるとでなく、時間をかけて安定した成長を維持するとのスタンスを示した。人民銀行は、1-3月期の実質GDP成長率について、「中国は経済再構築を進めているところであり、それには短期的な成長を犠牲にする必要がある」との見解を示し、「今季の実質GDP成長率の伸び鈍化は「正常」なもの」と言及した。確かに、「綱紀粛正」の方針は消費を落ち込ませるなど、一時的な成長率の減速をもたらした。ただし、長期的に見れば、これまで賄賂や過剰接待などに費消されていた資金が、投資や賃金などのより正常な用途に振り向けられることが期待され、経済の健全な発展につながる可能性がある。

実質GDP成長率は、1-3月期の伸び鈍化に引き続き、足元の状況を見る限り、4-6月期も一段と落ち込む可能性が高いが、年央からは政府の対策や外需が景気を下支えするものとみており、7-9月期以降、再び加速に向かうと予想する。

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、堅調な内需に支えられて回復基調が続いている。ただ、世界景気の回復ペースが緩慢なこともあって、外需主導国の韓国、台湾、シンガポールの景気回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。特に韓国については、ウォン高の影響で輸出競争力が低下しており、景気の下振れ懸念が高まっている。

マレーシア、フィリピンは、引き続き堅調な内需が下支えすることで、安定成長を維持するとみている。タイは、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られるものの、政府の内需刺激策もあって、小幅の景気減速にとどまると予想する。インドネシアについては、内需が勢いを失いつつあることから、成長率は鈍化に向かうとみる。インドは、構造改革などの進捗が遅れがみられることから、景気は当面停滞感が残るとみている。

インフレについては、このところ食料品価格やエネルギー価格を中心とした上昇圧力が和らいでいる。こうしたなか、景気下振れ懸念からインド、韓国が利下げを実施した。今後も、台湾、タイ、インドでは利下げの可能性があるとみる。

豪州景気は、個人消費や住宅市場の持ち直し傾向が続く一方、固定投資の伸び悩みから、今後の回復ペースは緩やかなもの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%	2.2%	2.8%
台湾	4.1%	1.3%	2.2%	3.0%
シンガポール	5.2%	1.3%	2.5%	3.2%
フィリピン	3.9%	6.6%	6.3%	6.4%
インドネシア	6.5%	6.2%	5.7%	5.9%
タイ	0.1%	6.4%	5.1%	5.2%
マレーシア	5.1%	5.6%	5.1%	5.4%
香港	4.9%	1.4%	2.6%	2.9%
インド	6.2%	5.1%	5.4%	5.9%
豪州	2.1%	3.6%	2.8%	3.0%

(注1) インドは年度ベース(4月～翌3月)

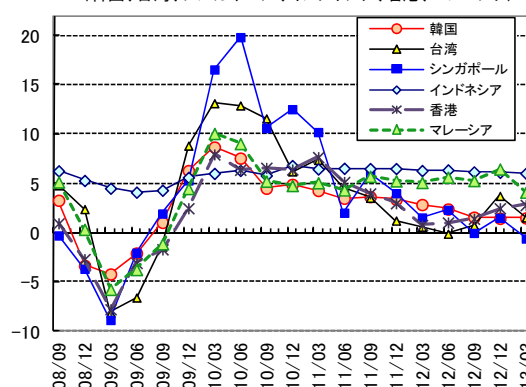
(注2) 2012年の網掛け部分は当社予測

(1) 1-3月期の実質GDP成長率は弱めの結果

アジア新興国の景気は、堅調な内需が下支えている一方で、外需には足踏み感がみられる。まず、韓国の1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+0.9%と、10-12月期の同+0.3%からプラス幅が拡大した。自動車販売の落ち込みなどから、民間消費が同▲0.3%と、5四半期ぶりのマイナスに転じたものの、石油化学製品を中心とした輸出の増加で、純輸出の寄与度が同+0.6%のプラスとなった。ただ、主力製品の自動車輸出などは低調で、今後はウォン高傾向による価格競争力の低下も懸念される。4月に発表した5.3兆ウォン規模の景気刺激策が回復を下支えするとみるものの、輸出の伸び悩みや北朝鮮情勢の不透明感が足かせとなり、今後の景気は緩やかな回復にとどまると予想する。

台湾の1-3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.8%と、3四半期ぶりのマイナスとなった。前年比でも+1.5%と、前期の同+3.7%から伸び幅が縮小した(図表5-2)。中国の景気回復ペースが鈍く、欧州景気も低迷が続いたことで、輸出が減速したことに加え、所得の伸び悩みに伴い、個人消費の伸びも前年比+0.4%にとどまった。世界的なIT需要の不振により、輸出の伸び悩みが続く可能性が高いことから、景気は当面停滞気味に推移するとみている。持ち直しは年後半になろう。

(図表5-2) 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、香港、マレーシア)



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

シンガポールの1-3月期の実質GDP成長率は前年比▲0.6%と、主力の医薬品や電気機器などの製造業の落ち込みから、15四半期ぶりのマイナス成長となった。今後についても、世界経済の回復が緩慢なことなどから、本格的な回復には時間がかかるとみられる。ただ、内需が比較的堅調なことから、均してみれば、緩やかな成長をたどると予想する。

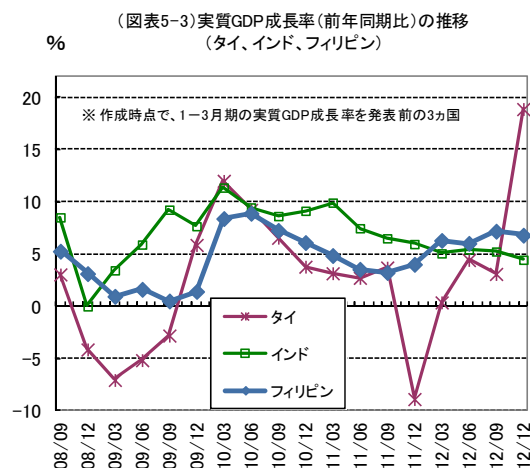
(2) ASEAN 諸国は内需が景気を下支え

タイ、マレーシアの景気は、内需がけん引役となる形で、堅調に推移している。タイの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+18.9%と、7-9月期の同+3.1%から大きく加速した(図表5-3)。2011年の洪水からの復興・復旧需要および反動増的な動きにより、総固定資本形成が同+23.5%と大幅に伸びたほか、民間消費支出が同+12.2%、輸出が同+19.0%と、いずれも二桁の伸びを記録した。復興・復旧需要は一巡しつつあることから、今後成長率は鈍化に向かうとみられるものの、今年1月に実施した最低賃金の引き上げが民間消費を押し上げると予想されるほか、政府が鉄道などの大型投資を継続的に実施する方針を打ち出していることから、引き続き内需が景気を支えるとみる。輸出も底堅く推移するとみており、実質GDP成長率は、2012年の6.4%からやや減速しつつも5%を上回る成長は確保すると予想する。

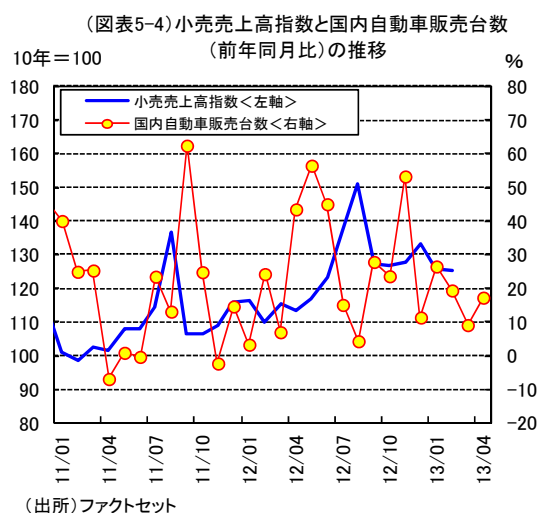
マレーシアの1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+4.1%と、10-12月期の同+6.4%から鈍化した。輸出の落ち込みが主因だが、総固定資本形成や民間消費などの内需は堅調に推移している。今後も輸出の回復ペースは鈍いとみるが、2月に低所得者向け一時金の給付を行ったことなどから、民間消費の堅調な推移が予想されるほか、インフラ関連投資の拡充も見込まれるため、今後の景気は内需を中心に持ち直し、5%程度の安定成長を続けると予想する。

インドネシアの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+6.0%と、投資や個人消費の伸びが鈍化したことにより、10-12月期の同+6.1%から小幅減速した。ローン規制の強化などから、自動車販売台数の伸びが鈍化しつつあるほか(図表5-4)、インフラ投資も伸び悩むなど、内需が勢いを失いつつあるため、成長ペースは鈍化し、6%をやや下回って推移する可能性が高い。

インドの10-12月期の実質GDP成長率は、前年比+4.5%と、7-9月期の同+5.3%から鈍化した。15四半期ぶりに5%を下回り、7~8%とみられる潜在成長率を大幅に割り込む水準となった。電力網や道路などのインフラ整備の遅れに伴う海外資金の流入低迷により、国内産業が伸び悩んでいる。また、モンスーン期の雨不足による農業生産の低迷で、食料不足となったことが個人消費の減速につながった。2013年度予算では、貧困層支援などへの支出を増やす一方で、インフラ投資への配分が抑制されているほか、シン政権による総合小売分野への外資規制緩和などの構造改革の進捗が遅れがみられるため、2013年度も低成長が続くと予想する。



(出所) 各国統計より明治安田生命作成



(出所) ファクトセット

(3) 輸出回復は足踏み

東南アジア経済は、内需が比較的堅調に推移しているのに対し、外需は足踏みしている（図表 5-5）。韓国の4月の輸出は前年比+0.4%と、3月の同+0.2%に続き、小幅の伸びにとどまった。アジア新興国向けや中南米向けが比較的堅調に推移しているものの、主要輸出先である中国や欧州向けは前年比マイナス傾向が続いている（図表 5-6）。ウォン高傾向による価格競争力の低下も懸念され、今後の輸出回復ペースは鈍化するものとみている。

台湾は、輸出の先行指標となる3月の輸出受注指数が同▲6.6%と、2ヵ月連続のマイナスとなった（図表 5-7）。台湾は輸出金額の約5割を電子・電気機械が占めており、世界的なIT需要が低迷している様子を示唆している。輸出シェアの高い中国や欧州など、主要市場からの受注が減少しており、今後の輸出の回復ペースは鈍いものにとどまる可能性が高い。

ASEAN諸国のうち、タイの輸出は、アジア新興国向けが底堅く、拡大基調で推移している。洪水で落ち込んだ後の反動増局面は一巡しつつあるものの、今後も輸出は底堅く推移するとみる。

シンガポール、フィリピン、マレーシアでは、電子部品が輸出の中心であり、台湾同様、世界的なIT関連需要の弱含みを背景に、低調に推移している。今後も輸出回復ペースは鈍いものにとどまるとみている。

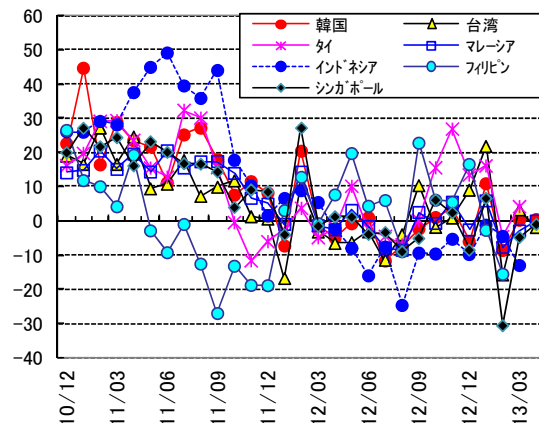
インドネシアの輸出はマイナス基調が続いている。資源輸出の持ち直しに遅れがみられるなか、鉱物の輸出に20%の関税をかけるなどの規制措置が響くと予想しており、今後も低調に推移するとみている。

(4) 金融緩和が続く

アジア新興国の中では、インフレ圧力の緩和と景気下振れ懸念を受け、年明け以降、インド、韓国が利下げを実施した（図表 5-8, 5-9）。

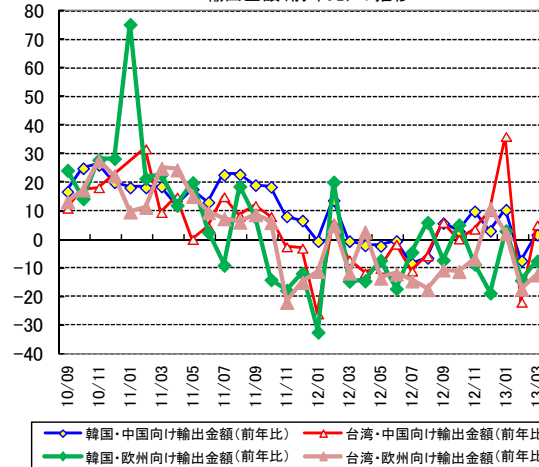
韓国では、4月の消費者物価指数（以下、CPI）が前年比+1.2%と、3月の同+1.3%から鈍化した（図表 5-10）。インフレ率が目標下限とする2.5%を下回って推移するなか、景気下振れリスクが懸念されたことから、韓国銀行は、5月の政策決定会合において、政策金利を2.75%から2.50%に引き下げた。今回の利下げに加え、政府の景気刺激策が景気に与える影響を見極める必要もあることから、当面は様子見スタンスをとるとみている。

(図表5-5) 輸出金額(前年同月比)の推移



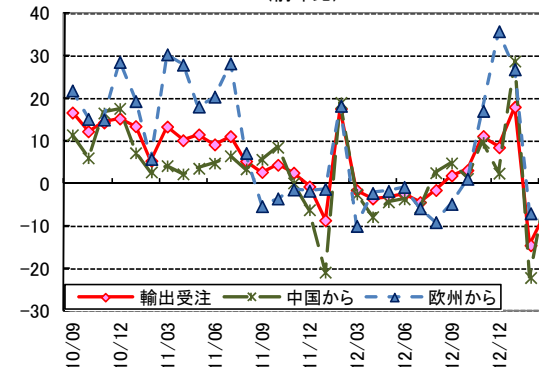
(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-6) 韓国・台湾の中国・欧州向け輸出金額(前年比)の推移



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-7) 台湾の輸出受注の推移(前年比)



(出所) 台湾經濟部

台湾の3月のCPIは同+1.6%と、春節の影響から同+3.0%となった2月を除けば、2012年11月以降、1%台で推移しており、インフレ圧力は和らいだ状態が続いている。景気は当面停滞気味の推移が続くとみることから、夏場までには追加利下げに踏み切ると予想する。

タイは、タイ中央銀行が昨年10月に政策金利を3.00%から2.75%へ引き下げて以降、4会合連続ですえ置いた。ただ、底堅い内需は自律的な回復というより、政策に支えられている面も大きく、予防的な観点から早期に追加利下げを行なうとみる。

フィリピンでも、昨年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。内需が堅調に推移していることから、今後はすえ置きが予想される。

インドネシアでは、4月のCPIが同+5.6%と、インドネシア中央銀行がインフレ目標上限とする5.5%を上回っている。ただ、これは、一部農産品の輸入制限による供給不足を背景とした食料品価格の上昇が主な要因である。今後は、政府による輸入制限の対象品目削減に加え、国内農産物の収穫期が到来することから、インフレ圧力も和らぐと見込まれる。物価上昇要因となる補助金付き燃料価格の引き上げについては、当面行なわれないとみており、政策金利のすえ置きが続くと予想する。

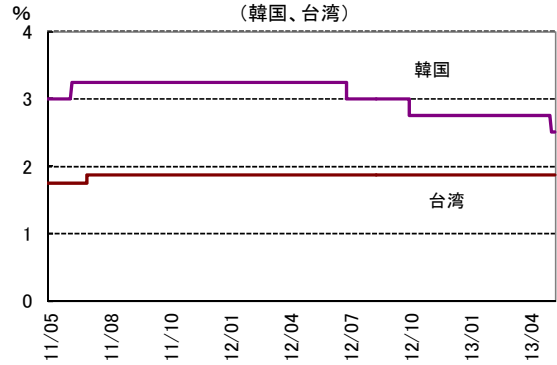
マレーシアは、3月のCPIが同+1.6%と、2012年4月以降1%台で推移している。国内景気も内需を中心に底堅く推移しており、当面、利下げは実施しないとみる。

インドでは、景気回復ペースが落ち込むなか、5月にインド準備銀行が政策金利を7.50%から7.25%へと引き下げた。卸売物価指数の伸び幅が3月は同+6.0%、4月は同+4.9%と急速に低下し、インフレ圧力が急速に弱まるなか、景気のさらなる下振れが懸念されることから、インド準備銀行は6月の政策決定会合で追加利下げに踏み切る可能性が高いとみる。ただ、海外資金の流入を必要とするインドでは、海外投資家の魅力減退につながる利下げにはもともと慎重なため、6月の利下げ以降は金融政策金利をすえ置くと予想する。

(5) 豪州経済は緩やかな成長にとどまると予想

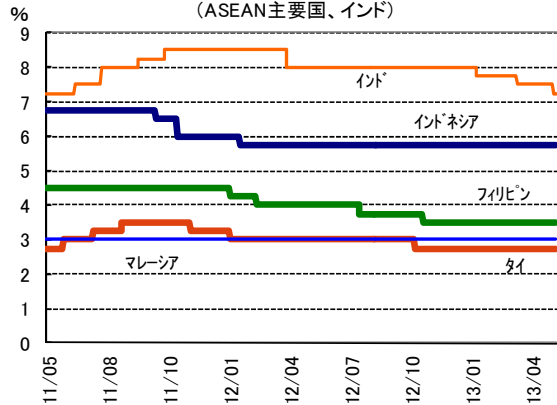
豪州の10-12月期実質GDP成長率は前期比+0.6%と、7四半期連続のプラス成長となったが、固

(図表5-8) 各国の政策金利の推移 (韓国、台湾)



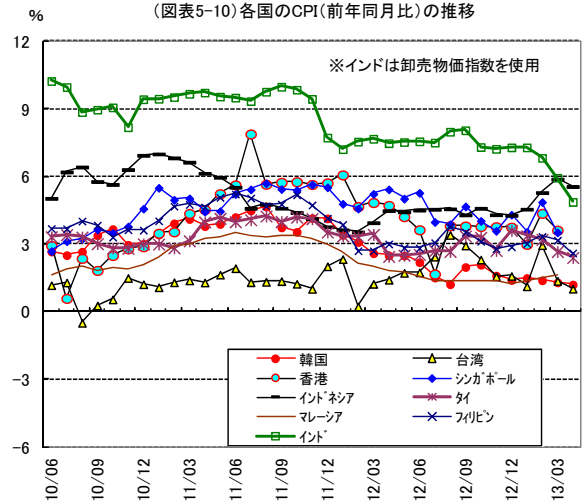
(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(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

定投資の減少などから、伸び幅は7-9月期の同+0.7%から若干縮小した(図表5-11)。

個人消費は、年明け以降、回復している。1-3月の実質小売売上高は前期比+2.2%と、2%超の高い伸びとなった(図表5-12)。米国の「財政の崖」回避や中国景気の底打ち観測など、世界景気の先行き不透明感の緩和が消費者マインド改善につながったほか、株価や住宅価格の上昇による資産効果なども消費を底上げしたとみられる。鉱業セクターを中心に、雇用・所得環境はやや弱含んでいるものの、低金利による借入環境の改善や家計の利払い負担軽減などに支えられ、今後、個人消費は緩やかながらも回復傾向で推移すると予想する。

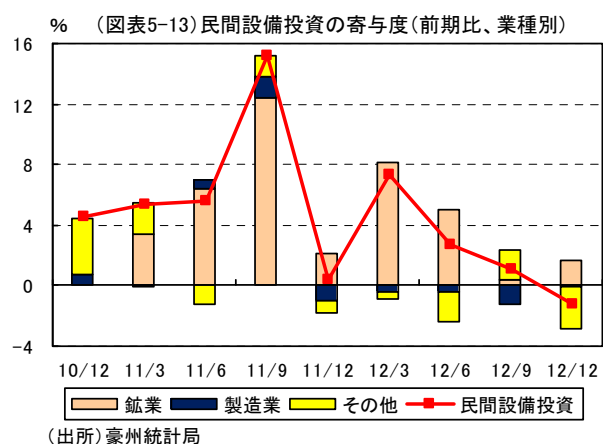
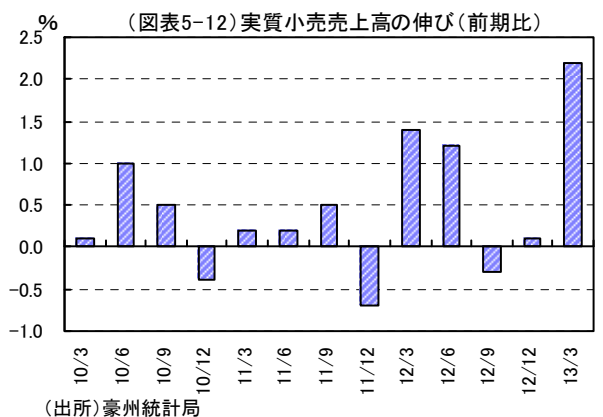
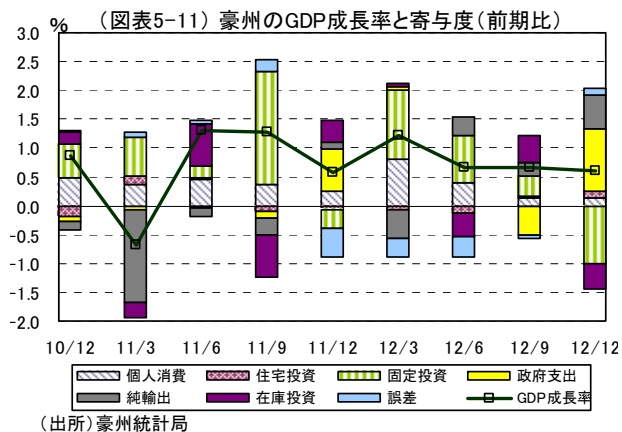
住宅市場には明るさが広がっている。3月の住宅建設許可件数(季調済)は前年同月比+3.9%と、2月から伸び幅が鈍化したものの、住宅価格が上向いているほか、新築住宅販売も回復傾向で推移している。住宅ローン金利の低下や新築住宅取得者向け補助金の効果が現れており、住宅市場は今後も回復基調が続くとみる。

輸出も上向いている。3月の輸出は前月比+0.6%と、2ヵ月連続で増加した。主要産品である鉄鉱石や石炭の輸出が増加し、輸出全体の3割を占める中国向けを中心に高い伸びを示した。ただ、足元の中国向け鉄鉱石がやや伸び悩むなど、中国の資源需要回復ペースに陰りが見え始めており、今後、輸出の伸びは緩慢なものにとどまるとみる。

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、減速傾向が続いている(図表5-13)。着手中の資源関連プロジェクトの投資規模は大きいものの、企業業績の悪化などを背景に、今後も一部の投資計画の中断が予想されることから、2013年の固定投資は豪州の成長を下支えするも、2012年までの伸びは期待できない。

今後の豪州景気は、個人消費や住宅市場の持ち直し傾向が続く一方、固定投資の伸び悩みから、回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

RBA(豪州準備銀行)は5月7日の金融政策決定理事会で、政策金利を3.00%から2.75%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200bpに達している。インフレ率が安定的に推移するなか、固定投資はさらに減速するとみられることから、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) 原油価格は90ドル台を中心に推移

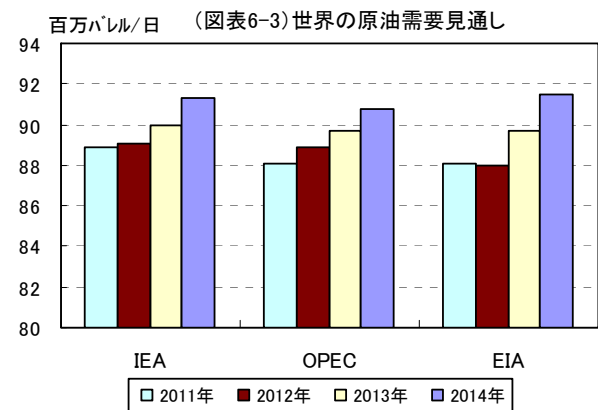
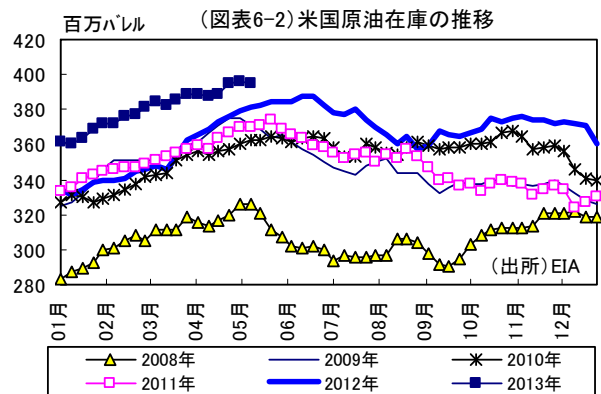
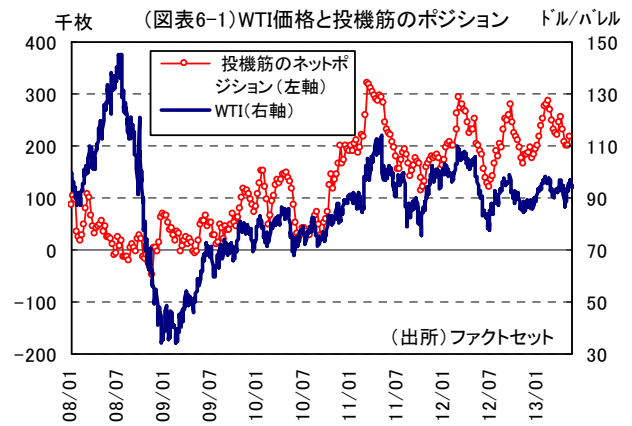
WTI価格は、昨年12月以降、米国や中国の景気持ち直しに伴う需要回復期待を背景に、上昇基調で推移していたが、イタリアの政局混乱やキプロス銀行問題など、欧州への懸念に加え、世界景気の回復ペースが鈍いことから、足元では一進一退で推移している(5月16日現在:95.16ドル/バレル)。投機筋の買いポジションも春先以降、減少傾向が続いている(図表6-1)。

足元の米国の石油製品消費量は、ガソリン消費量が低迷する一方、寒波の影響で留出油(軽油、暖房油)の消費が拡大した結果、昨冬の水準を上回った。ただ、米国の原油在庫については、米国内のタイトオイル生産量が急拡大していることから、過去最高水準で推移している(図表6-2)。

主要3機関(IEA、OPEC、EIA)の2013年の原油需給見通しでは、いずれも前年対比で1%程度の増加を見込んでいるほか、2014年もアジア新興国を中心に需要の拡大が予測されている(図表6-3)。

足元のOPECの生産状況を見ると、経済制裁を受けているイランの生産量が減少している一方、投資が活発化しているイラクの生産能力が拡大しており、生産目標である30MB/D(天然ガス液を除く)を上回っている(図表6-4)。また、イラクやリビアといった政情不安定国を除いても、3.5MB/Dの生産余力がある。ただ、核開発問題を巡るイランと6カ国(国連安保理常任理事国+ドイツ)の協議は具体的な進展がみられず、中東情勢の地政学リスクは今後も熾り続けるとみられる。

今後の原油市場は、米国の景気回復への期待感が相場を下支えしていくほか、中東・アフリカなどの地政学リスクが価格上昇要因であるが、中国景気の回復ペースが緩やかであるほか、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:94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:97ドル/バレルを想定)。



(出所) IEA、OPEC、EIA

(図表6-4) OPEC諸国の原油生産量

	2012年	2013年3月	2013年4月	前月比	2012年比	生産能力
アルジェリア	1,210	1,162	1,171	9	▲ 39	1,190
アンゴラ	1,738	1,759	1,770	11	32	1,820
エクアドル	499	501	507	6	8	520
イラン	2,973	2,685	2,695	10	▲ 278	3,010
イラク	2,979	3,037	3,139	102	160	3,310
クウェート	2,794	2,774	2,784	10	▲ 10	2,920
リビア	1,393	1,398	1,399	1	6	1,580
ナイジェリア	2,073	1,949	1,940	▲ 9	▲ 133	2,480
カタール	753	732	737	5	▲ 16	750
サウジアラビア	9,747	9,131	9,270	139	▲ 477	12,000
UAE	2,624	2,700	2,710	10	86	3,020
ベネズエラ	2,360	2,355	2,337	▲ 18	▲ 23	2,650
OPEC計	31,144	30,182	30,459	277	▲ 685	35,240

(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」が回避されたことで、年明け以降、緩やかな上昇基調が続いたが、欧州財政問題、中国景気の回復鈍化などを背景に、春先以降は調整が進んだ(図表 6-5)。主要分野の動き(4 月末日現在)を見ると、過去 3 ヶ月では、貴金属が▲15.0%、穀物が▲9.9%、産業素材が▲5.6%の下落となった(図表 6-6)。

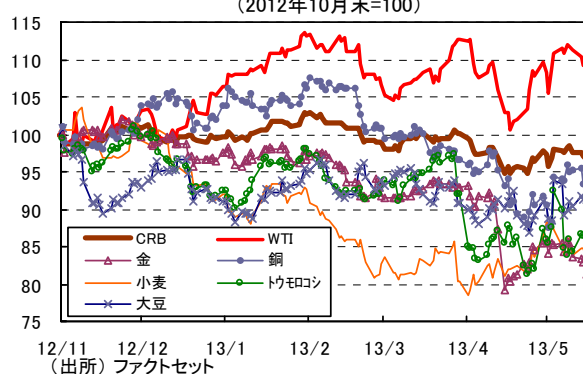
貴金属分野のうち、金価格は、キプロス中銀による金売却観測が浮上したことや、世界二位の金消費国である中国景気の減速から、4 月以降急落した。今後については、インドを中心とした現物の安値買いが価格の下支え役となる一方、米国の量的緩和策の早期縮小観測が熾り続けるとみられることから、金価格は軟調な推移が続くと予想する。

産業素材分野のうち、銅価格は、最大の消費国である中国の需要が春節以降伸び悩み、4 月には 3 年ぶりの水準まで下落した。今後は、市況の割安感が強まるなか、需要の持ち直しが見込まれるほか、チリを中心に鉱山労働者の待遇改善を巡るストライキの活発化が懸念されており、銅価格は緩やかながらも上向くとみる。

穀物分野のうち、トウモロコシ価格は、輸出大国であるブラジルやアルゼンチンの作付・収穫が順調であることから、軟調に推移している。米国の期末在庫率が低水準であることから、当面の下値は限定的とみられるが、同国の収穫時期である秋口以降は、需給の緩和が予想されることから価格の調整局面が続くとみる(図表 6-7)。大豆価格は、中国での需要が底堅いほか、米国の在庫が低水準である一方、南米の輸出量拡大が上値を抑えており、今後も一進一退の推移が続くとみる。小麦価格は、代替品であるトウモロコシの価格下落に伴い、やや調整している。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、寒波の影響で 6 月前後に収穫を迎える米国やロシアの作況が悪化しており、年後半も小麦価格は底堅いとみる。

今後については、新興国を中心とする世界景気の回復などを背景に、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、最大の資源需要国である中国景気の回復ペースが鈍いことから、上昇幅は緩やかなものにとどまろう。CRB 指数(4 月末日現在: 283.13)の1年間の上昇率は 5~10%程度を予想する。

(図表 6-5) 主要商品価格と CRB 指数の推移
(2012 年 10 月末=100)



(図表 6-6) 主要商品の価格変動率(%)

		3か月間	6か月間	1年間
CRB		▲ 5.2	▲ 2.7	▲ 5.8
エネルギー	原油	▲ 4.1	8.4	▲ 10.9
	天然ガス	30.1	17.6	89.7
産業素材	アルミニウム	▲ 10.6	▲ 1.9	▲ 11.8
	ニッケル	▲ 16.0	▲ 5.0	▲ 14.0
	銅	▲ 14.6	▲ 9.4	▲ 16.8
	綿花	3.1	22.1	▲ 4.3
貴金属	金	▲ 11.4	▲ 14.4	▲ 11.5
	銀	▲ 23.0	▲ 25.3	▲ 22.2
穀物	小麦	▲ 12.2	▲ 14.0	2.5
	大豆	▲ 4.7	▲ 9.7	▲ 7.1
	トウモロコシ	▲ 4.7	▲ 11.7	20.5

(出所)ファクトセット ※2013年4月末時点の価格変動率

(図表 6-7) 世界の穀物需給

(百万トン)		2011 /12	2012 /13 見込	2013 /14 予想
小麦	生産量	696.6	653.6	701.1
	消費量	698.0	673.4	694.9
	期末在庫量	196.5	176.7	186.4
	在庫率(%)	28.2	25.5	26.8
	米国在庫率(%)	33.3	28.2	29.8
大豆	生産量	238.7	269.5	285.5
	消費量	256.2	262.3	270.2
	期末在庫量	55.2	60.1	75.0
	在庫率(%)	21.5	22.9	27.8
	米国在庫率(%)	5.4	4.1	8.1
トウモロコシ	生産量	882.5	854.4	965.9
	消費量	879.4	867.3	936.7
	期末在庫量	131.0	118.0	154.6
	在庫率(%)	14.9	13.6	16.5
	米国在庫率(%)	7.9	5.6	15.5

(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。