

明治安田生命
2011－2013年度経済見通しについて

～ 欧州経済の不透明感は高いが、国内景気は復興需要が下支え ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2011年7－9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2011－2013年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：	<u>2011年度</u> 0.4%	<u>2012年度</u> 2.0%	<u>2013年度</u> 1.5%
名目GDP成長率：	<u>2011年度</u> ▲1.5%	<u>2012年度</u> 1.5%	<u>2013年度</u> 1.3%

2. 要 点

- ①2011年度下半期以降の日本経済は、欧州経済の動向が引き続き大きなリスク要因として残るものの、震災からの復興需要などにけん引され、内需主導で緩やかな回復基調が続くと予想する。2012年の春先以降は、中国をはじめとする新興国の景気が徐々に持ち直してくる可能性が高く、外需も次第に上向くとみている。
- ②個人消費は、雇用・所得環境の緩やかな改善が見込まれるものの、増税懸念などが足かせとなり、緩慢な回復にとどまろう。住宅投資は一連の住宅取得支援策や復興需要により、基本的には回復基調が続く。設備投資は復興需要に加え、企業の設備過剰感の緩和などから堅調推移を予想。公共投資は政府の震災対策により大幅に増加しよう。輸出は目先鈍化も、2012年度以降は徐々に持ち直すとみている。
- ③2013年度までのデフレ脱却は見込めず、日銀の利上げは2014年度以降に持ち越されよう。少子高齢化の進展などを背景に、日本経済は中長期的にも低成長を余儀なくされる可能性が高い。

〈主要計数表〉

	2010年度 (実績)	2011年度		2012年度		2013年度
			2011/8時点		2011/8時点	
実質成長率	2.4%	0.4%	0.6%	2.0%	2.4%	1.5%
成長率寄与度・内需	1.6%	1.2%	1.3%	1.8%	1.7%	1.0%
・外需	0.9%	▲0.8%	▲0.7%	0.2%	0.7%	0.5%
名目成長率	0.4%	▲1.5%	▲1.3%	1.5%	1.9%	1.3%

日本のGDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)					→ 予測				→ 予測			
	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度				2012年度			
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.4%	0.4%	2.0%	1.5%	-0.3%	1.5%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
前期比年率	2.4%	0.4%	2.0%	1.5%	-1.3%	6.0%	-0.5%	2.3%	2.2%	2.0%	1.8%	1.6%
前年同期比	2.4%	0.4%	2.0%	1.5%	-1.1%	-0.0%	0.3%	1.6%	2.5%	1.5%	2.1%	1.9%
民間最終消費支出	1.0%	0.6%	0.7%	0.5%	0.2%	1.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%
民間住宅投資	-0.2%	6.9%	7.0%	-2.9%	-1.1%	5.0%	3.1%	1.2%	0.8%	2.6%	1.2%	-0.7%
民間設備投資	4.2%	0.9%	4.8%	2.3%	-0.5%	1.1%	1.8%	1.7%	1.5%	0.4%	0.6%	0.9%
政府最終消費支出	2.3%	2.2%	1.3%	1.1%	0.7%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
公的固定資本形成	-9.8%	0.9%	13.1%	1.5%	3.7%	-2.8%	2.9%	6.1%	4.3%	2.8%	1.4%	0.8%
財貨・サービスの輸出	17.1%	-1.6%	4.8%	5.8%	-5.0%	6.2%	-2.3%	0.5%	1.2%	2.1%	1.6%	1.8%
財貨・サービスの輸入	10.9%	5.5%	5.2%	3.8%	0.1%	3.4%	2.1%	0.5%	0.8%	1.5%	1.3%	1.0%
名目GDP	0.4%	-1.5%	1.5%	1.3%	-1.5%	1.4%	-0.1%	0.6%	0.0%	0.6%	0.4%	0.3%
GDPデフレーター(前年比)	-2.0%	-1.9%	-0.5%	-0.2%	-2.2%	-1.9%	-1.6%	-1.2%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.6%

(前期比寄与度)					→ 予測				→ 予測			
	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度				2012年度			
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	2.4%	0.4%	2.0%	1.5%	-0.3%	1.5%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
民間最終消費支出	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	0.6%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
民間住宅投資	0.0%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.5%	0.1%	0.7%	0.3%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
公的固定資本形成	-0.5%	0.0%	0.5%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
民間在庫品増加	0.5%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
純輸出	0.9%	-0.8%	0.2%	0.5%	-0.8%	0.4%	-0.6%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
財貨・サービスの輸出	2.3%	-0.3%	0.7%	0.9%	-0.8%	0.9%	-0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	-1.4%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.0%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.1%

2. 主要指標予測

					→ 予測				→ 予測			
	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度				2012年度			
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	8.9%	-3.7%	5.0%	4.8%	-6.8%	-2.1%	-4.7%	-0.7%	4.9%	2.5%	6.7%	6.0%
消費者物価指数(前年比)	-0.6%	0.0%	0.1%	0.3%	-0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
除く生鮮食品(前年比)	-0.9%	0.0%	0.1%	0.3%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
国内企業物価指数(前年比)	0.7%	1.9%	0.3%	0.5%	2.5%	2.7%	1.4%	0.9%	0.4%	0.1%	0.3%	0.4%
完全失業率(季調済・平均)	5.0%	4.5%	4.2%	4.0%	4.6%	4.4%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%
無担保コール翌日物(期末値)	0.06%	0.09%	0.09%	0.09%	0.07%	0.08%	0.07%	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
為替レート(円/ドル:平均値)	86円	80円	83円	85円	82円	78円	78円	79円	80円	82円	83円	84円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

7-9月期の実質GDP成長率は前期比+1.5%（年率換算：+6.0%）と、4四半期ぶりに大幅なプラス成長に転じた。夏場以降の国内景気は、海外景気の減速や節電特需・地デジ特需の一巡などにより、回復ペースが鈍化しているが、四半期ペースでは、期首時点でのいわゆる「ゲタ」の効果が大きかった。目先は海外景気の動向が大きなリスクとなるものの、今下半期から2013年度にかけて、日本経済は基本的に緩やかな回復基調をたどると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の緩やかな改善に加え、10-12月期には冬の節電特需が見込まれるものの、増税懸念が足かせとなり、今下半期以降も回復力は鈍いものととまろう。

住宅投資は、住宅取得支援策の一部縮小に伴い、その都度駆け込み需要と反動減が発生するが、震災からの復興需要が期待できることから、基本的には緩やかな回復基調が続くとみている。設備投資は、震災からの復興需要が徐々に顕在化してくるに加え、設備の更新投資が下支えするとみられ、今後も回復基調を維持すると予想する。公共投資は、震災からの復旧・復興需要により、2011年度下半期から2012年度にかけて大幅に増加しよう。

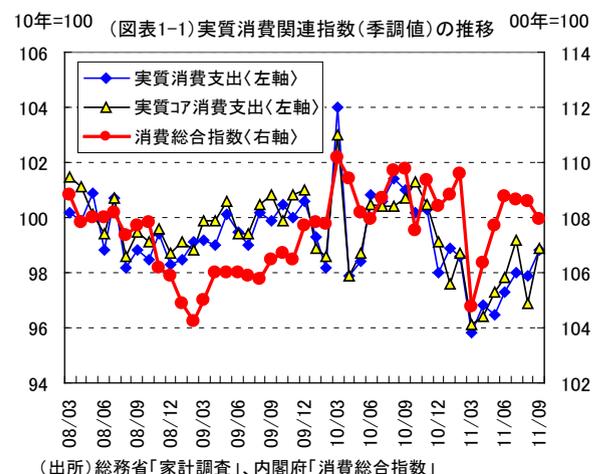
海外景気が減速しつつあることから、当面、輸出は回復ペースが鈍化する可能性が高い。ただ、2012年の年明け以降、徐々に持ち直してくるとみている。

デフレギャップは依然として大きく、物価の下押し圧力は引き続き残ると予想される。当面、コアCPIの前年比上昇率は0%近辺で推移する可能性が高く、日銀の利上げは2014年度以降に持ち越されよう。

（1）個人消費の回復力は鈍い

個人消費は4月から6月にかけて急回復したものの、7月以降は回復傾向が一服している（図表1-1）。6月までの急回復の要因としては、震災で落ち込んだ消費者マインドの改善、アナログ放送終了（7月24日）を前にした薄型テレビの駆け込み需要、自動車の生産回復に伴う乗用車の販売好転などに加え、夏の電力不足に備えた節電関連商品（クービズ衣料、エアコン、LED電球・照明等）の消費拡大が大きく貢献した（図表1-2）。7月以降も、乗用車の販売は回復基調が続いているものの、薄型テレビや節電関連商品の特需が一巡したことが、個人消費の回復一服の大きな要因となっている。

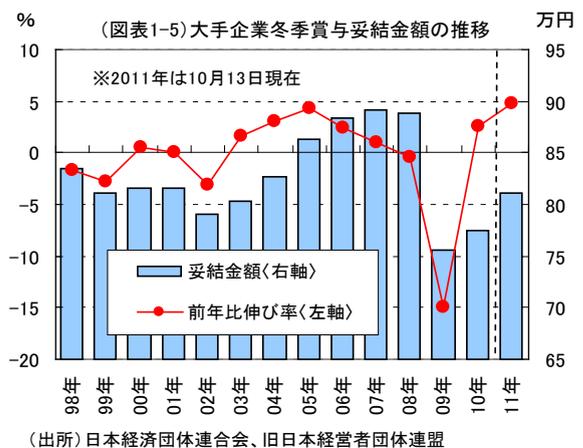
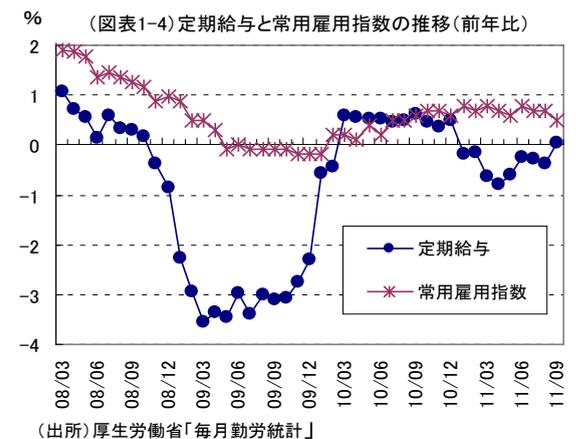
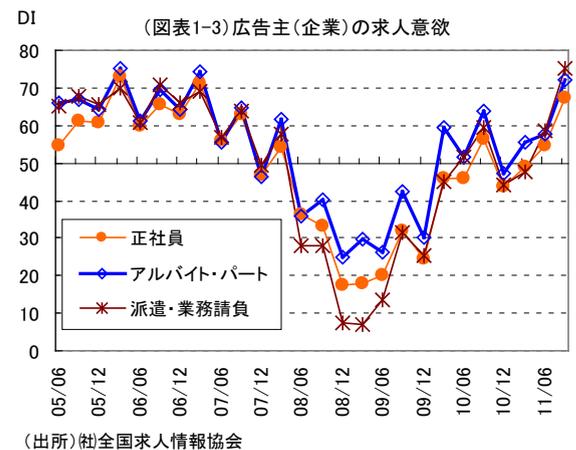
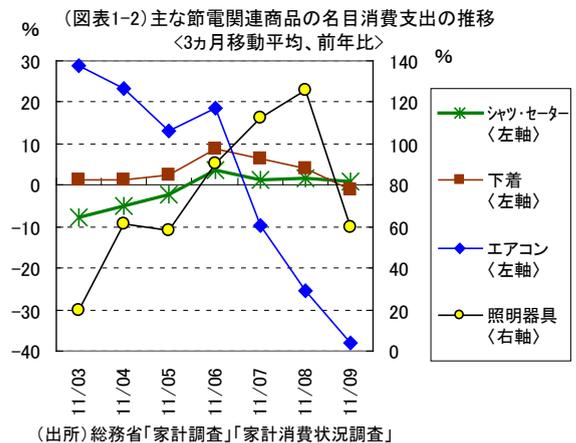
リーマン・ショック後（2008年9月）の不況時には大規模な雇用調整が実施され、完全失業率は2008年10月の3.8%から2009年7月には5.5%にまで急上昇した。それに対し、東日本大震災後は大規模な雇用調整が実施されることはなく、完全失業率は3月（4.6%）から7月（4.7%）まで横這い傾向で持ちこたえ、8月（4.3%）と9月（4.1%）は再び改善した。震災は供給ショックであり、企業にとっては生産回復の時期をある程度合理的に予測することが可能であったため、雇用の削減で



はなく、労働時間の短縮で乗り切った形である（4月の労働時間指数は前年同月比▲1.9%にまで低下したものの、9月は同+0.2%にまで回復）。(社)全国求人情報協会の調査によると、9月時点では企業の採用意欲は、正社員、アルバイト・パート、派遣・業務請負ともに、6月時点よりも大幅に高まっている（図表1-3）。海外景気の不透明感が増すなかでも、企業は復興需要の本格化などを期待している可能性が高い。また、団塊の世代が本格的な退職時期を迎えるため、人員の補充に注力する企業が増えているという理由も考えられる。

毎月勤労統計を見ると、4月の定期給与（所定内給与+所定外給与）は前年同月比▲0.8%と落ち込んだものの、その後は経済活動の回復とともにマイナス幅が徐々に縮小し、9月は同+0.1%と前年比プラスに転じた（図表1-4）。震災後の所得環境は改善しつつあるものの、今夏の賞与は、震災による業績悪化を主因に前年比▲0.8%と、小幅ながら前年の水準を下回った。日本経団連の調査（第1回集計）では、大手企業の今冬の賞与は前年比+4.8%の81.0万円となっている（図表1-5）。もっとも、今回の集計対象となった企業は、すでに今春に冬季賞与の水準を決定している企業が多く、昨年度の好業績（日銀短観の全規模・全産業ベースで、経常利益は前年度比+38.3%）を反映しているとみられる。一方、今後決定する企業は今年度上期の業績（日銀短観の全規模・全産業ベースで、経常利益は前年同期比▲12.3%の見通し）も冬季賞与に反映させるとみられ、最終的には冬季賞与（毎月勤労統計ベース）は小幅ながらマイナスとなる可能性が高い。

海外景気は来年始から徐々に上向いてくるとみており、今後も雇用・所得環境は緩やかに改善、個人消費は緩慢ながらも回復基調が続くと予想される。10-12月期は、冬の節電特需（ウォームビズ衣料、石油ストーブ、LED電球・照明等）が個人消費を下支えしよう（当該四半期の個人消費を0.6%程度押し上げと試算）。早くも9月から石油ストーブの販売が大幅に伸びており、停電時の非常用暖房や災害時の煮炊き用としての需要が急増している。LED電球・照明は、夏の節電商品として消費が急拡大したが、価格下落に伴って値頃感が



高まってきたこともあり、今後も販売が伸びることは確実だろう。ただ、1-3月期は、節電特需が一巡するため、その反動減が発生しよう。また、エコカー減税については、自動車取得税が2012年3月末、自動車重量税が2012年4月末で終了する予定であったが、延長される方向性となった。

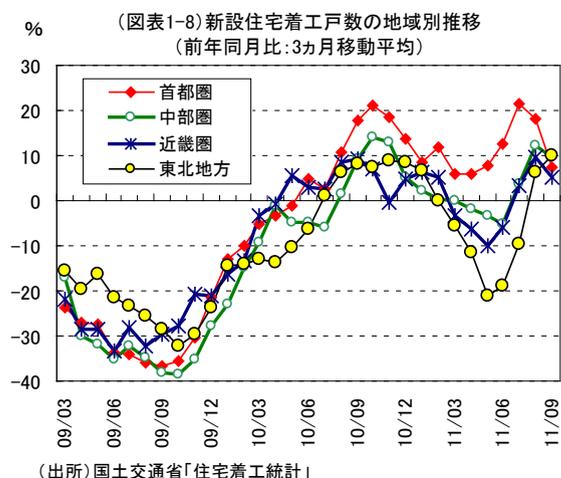
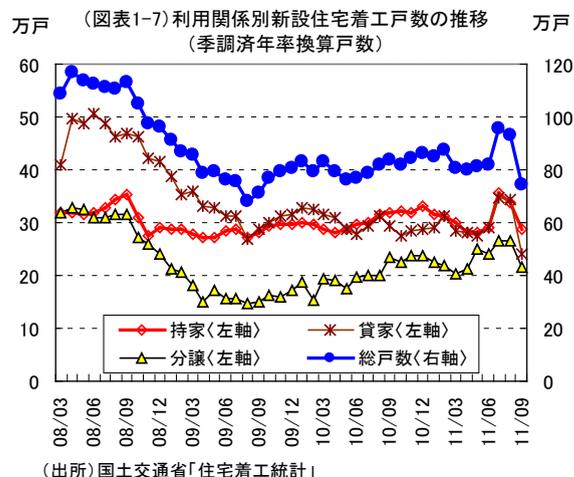
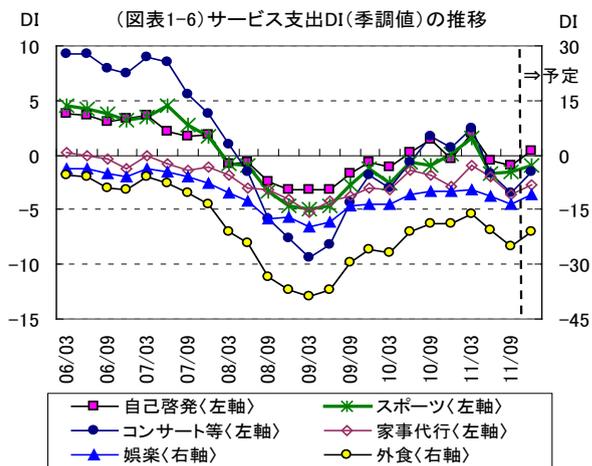
消費動向調査を見ると、震災後にサービス支出DIは低下したものの、9月調査においては、先行きDIは、自己啓発、スポーツ、コンサート等（美術館、博物館等を含む）、家事代行、娯楽（遊園地、スポーツ観戦、カラオケ等）、外食の6項目すべてが上昇している（図表1-6）。これまでの個人消費の回復は財消費が中心であったが、今後はサービス消費も徐々に持ち直してくる可能性が高い。

一方で、復興債の償還財源として所得税・住民税の増税、社会保障と税の一体改革として消費税の増税などが検討されている。実際の増税実施は2013年以降となる見通しであるが、こうした状況が消費者マインドを冷やす可能性は高く、今後も個人消費の回復力は鈍いものとどまろう。

（2）住宅投資は政策効果と復興需要が下支え

東日本大震災の発生した3月に落ち込んだ新設住宅着工戸数（季調済年率換算戸数）は、消費者マインドの改善や建設資材不足の緩和などから、5月には前月比でプラスに転じた（図表1-7）。また、住宅エコポイント制度の終了（対象工事期間：7月末着工分まで）やフラット35Sの金利優遇措置拡大の終了（9月末申し込み分まで）を控え、駆け込み需要が発生し、7月、8月の住宅着工は年率換算で90万戸を超える高水準となった。9月にはその反動減が見られたものの、四半期ベース（7-9月期）では、駆け込み需要による押し上げが大きく寄与し、前期比+9.9%となった（4-6月期：同▲4.4%）。

地域別の住宅着工の推移を見ると、震災後の落ち込みから、まず首都圏で回復が見られ、近畿圏、中部圏の順に回復に向かい、足元では東北地方も前年比プラスに転換している（図表1-8）。ただ、被害の大きかった東北3県（岩手、宮城、福島）の7-9月期の住宅着工戸数は、前年同期比+6.9%（4-6月期：同▲29.6%）にとどまっている。阪神・淡路大震災の半年後には、兵庫県の住宅着工戸数が前年比3割程度増加したのに比べ、今回は復興のペースが遅いがれき処理の長期化などから都市計画の策定が遅れていることが要因である。

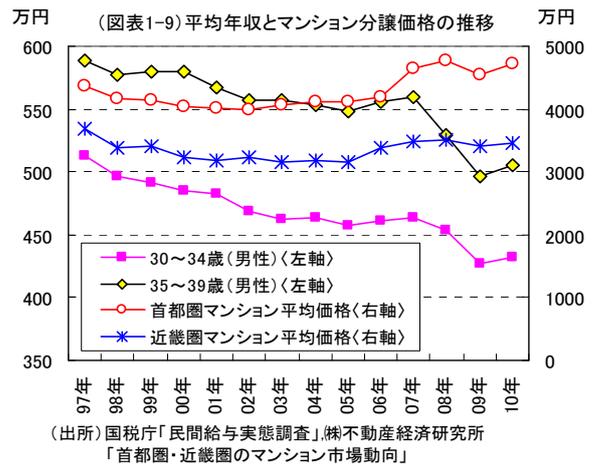


警察庁の集計（2011年10月末現在）によると、東日本大震災に伴う全壊・半壊は30.6万戸である。阪神・淡路大震災の際には、全壊・半壊が24.9万戸で、1995年度から1997年度の3年間で13～14万戸（年平均約4.5万戸）が復興需要による着工増であると推計している。今回の住宅被害は、阪神・淡路大震災を上回っているが、津波の被害を受けた地域などでは元の場所に住宅を建設することが難しく、すでに他地域に移住（賃貸住宅に入居）している被災者も多いため、住宅を再建する世帯数は阪神・淡路大震災後を下回る可能性が高い。復興需要による着工増は3年間で9万戸程度（年平均3万戸程度）と予想している。

所得面からの住宅取得能力の動向を簡易的に捉えるために、住宅の一次取得層とされる30歳代（男性）の平均年収とマンション分譲価格の推移を見ると、平均年収は概ね減少傾向で推移している一方、分譲価格は足元で上昇しており、住宅取得能力は低下傾向にあると言える（図表1-9）。住宅市場では、1968年以降一貫して、総世帯数の伸びを上回るペースで総住宅数が増加してきたが、世帯数は伸び悩んでおり、住宅ストックの余剰感（空き家の増加）が高まっている。一方で、1970年代に大量に建築された住宅が老朽化し、建て替え時期を迎つつあるが、世帯主の高齢化などから、建て替えがなかなか進んでいない。

2011年10月21日に閣議決定された第3次補正予算案では「住宅エコポイント」および「フラット35Sの金利優遇措置拡大」の再開（期間はいずれも1年間程度）が盛り込まれた（図表1-10）。いずれも旧制度に比べて、新築住宅取得のメリットは縮小したが、2011年から2012年にかけて住宅市場を下支えする効果はあるとみている。一方、住宅ローン減税は入居年が2012年になると、最高控除額が2011年入居よりも減少するため、今後、住宅投資の駆け込み需要をもたらすと予想されるが、その反動減も懸念される。なお、住宅取得資金の贈与税非課税枠設定（1,000万円）は今年末で終了予定であったが、その延長ならびに拡充が検討されている。

今後の住宅投資については、住宅取得支援策の一部縮小に伴い、その都度駆け込み需要と反動減が発生するが、震災からの復興需要が期待できることから、2012年末にかけて、基本的には緩やかな回復基調で推移するとみている。その後も復興需要は期待できるものの、2013年以降は住宅取得支援策の効果が大きく剥落するため、ある程度反動減的な動きが避けられないだろう。



(図表1-10) 主な住宅取得支援策の概要

<第3次補正予算で再開(2011年10月21日閣議決定)>

○住宅エコポイント

- ・エコ住宅の新築一戸あたり15万ポイント(被災地は30万ポイント)
- ・工事対象期間: 2011年10月21日～2012年10月31日着工分
- ・旧制度>エコ住宅の新築一律30万ポイント

○フラット35Sの金利優遇措置

- ・フラット35Sは、省エネ性などに優れた住宅について、フラット35の借入金利を一定期間引き下げる制度
- ・当初5年間の金利引き下げ幅を0.3%から0.7%に拡大(被災地は1.0%に拡大)
- ・第3次補正予算成立日以降から1年程度の措置
- ・旧制度>当初10年間の金利引き下げ幅0.3%から1.0%に拡大

<継続支援策>

○住宅ローン減税

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

○住宅取得資金の贈与税非課税枠

2011年合計	基礎控除 110万円	贈与税非課税枠 1,000万円
1,110万円		

(出所) 国土交通省、住宅金融支援機構HPより明治安田生命作成

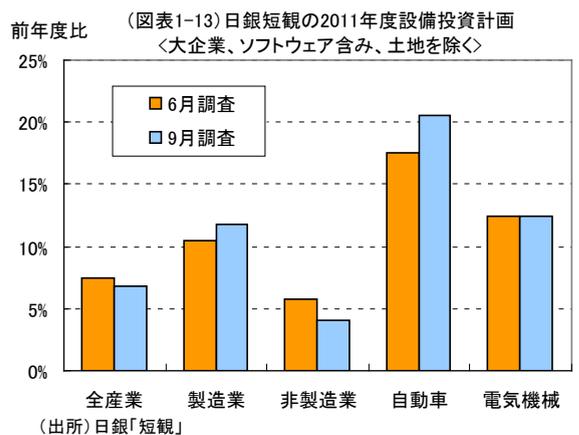
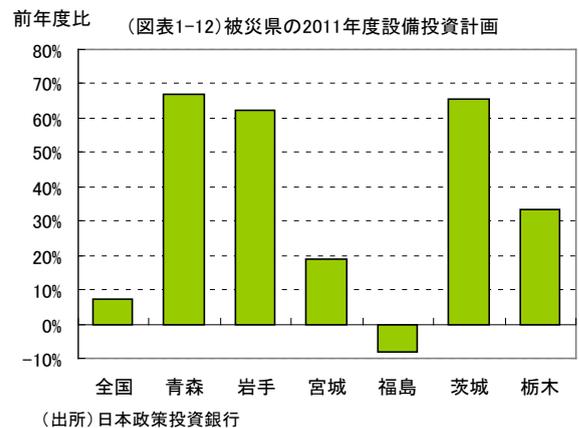
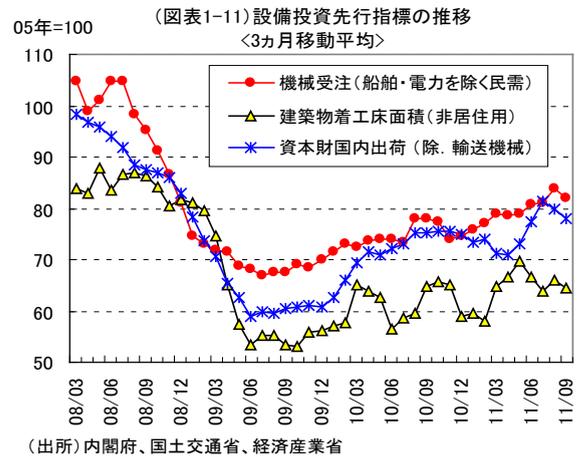
(3) 設備投資は回復基調を維持

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)は、震災後も堅調に推移していたものの、足元では回復が一服している(図表1-11)。設備過剰感は緩和しつつあるものの、海外景気や円高傾向など不透明要因が多く、企業は設備の発注をとりあえず延期している可能性が高い。

日本政策投資銀行の設備投資計画調査(7月調査)によれば、大企業の2011年度設備投資額(前年度比)は、全産業: +7.3%、製造業: +12.5%、非製造業: +4.6%、となっている。今年度の設備投資計画の特徴として、まずは震災で被害が大きかった県の設備投資増加率が軒並み全国平均を大幅に上回っていることが挙げられる(図表1-12)。被災した工場や生産設備、商業施設などの復旧・復興投資が計画されていることが背景にある。唯一、福島県のみは原発事故に伴う放射能汚染問題が長期化していることから、設備投資が減少する計画となっている。次いで、製造業の投資動機で能力増強のウェイトが30.6%から26.7%に低下し、維持・補修のウェイトが20.3%から22.4%に上昇していることが挙げられる。製造業の設備投資は2桁増が計画されているものの、生産能力の増強よりも、生産設備の維持・更新や新製品の開発などが重視されている。それ以外では、全国的な電力不足に対応して、自家発電設備や省エネ機器、LED照明などを導入する動きが広がっているほか、エコカーやスマートフォンなどに関連した設備投資の大幅増額を計画している企業が多い点も特徴である。

日銀短観の設備投資計画(大企業、ソフトウェア含み、土地を除く)を見ると、全産業ベースでは、6月調査の前年度比+7.5%から9月調査は同+6.8%に下方修正されたものの、製造業は同+10.5%から同+11.8%に上方修正されている(図表1-13)。この3ヵ月間で、海外景気減速の顕在化や円高の進行など、製造業を巡る経営環境は不透明感が強まったものの、主力の輸出産業である自動車(同+17.6%→同+20.5%)や電気機械(同+12.4%→同+12.5%)の設備投資計画は上方修正されている。エコカーやスマートフォンの販売は世界的に好調を持続していることに加え、将来的にも有望な分野であることから、各企業とも積極的な設備投資を維持する方針のようだ。

日本政策投資銀行の設備投資計画調査(7月調査)によれば、2011年度の海外設備投資比率(連結海外設備投資/連結国内設備投資)は大幅に上昇する見通し(製造業: 39.5%→51.4%、非製造業: 11.5%→15.4%)である。製造業の海外設備投資計画は前年度比+54.7%、非製造業は同+



35.5%と、国内投資の増加率を大幅に上回っている。製造業も非製造業もアジア新興国を中心とする能力増強投資が中心であり、現地の旺盛な需要拡大に対応したものであるが、一部には、国内の電力不足に対応した海外生産シフトや、震災後に顕在化した国内一極生産のリスク回避（生産拠点の国際分散）などが含まれている可能性がある。また、近年の特徴としては、非製造業の海外投資が活発化している点が指摘される。内需が伸び悩むなか、小売や卸売、建設、不動産、運輸などを中心に、新興国の旺盛な需要を積極的に取り込もうとする動きが見られる。

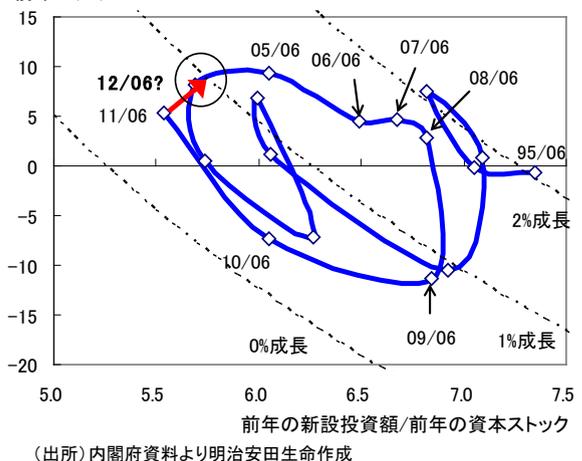
今後2～3年は震災からの復興需要が見込まれることから、企業の期待成長率を1%程度（潜在成長率は0.7%程度とみており、それをやや上回る水準）と仮定し、資本ストック循環図を用いて推計（2012年4～6月期時点の「新設投資額/資本ストック」は5.74ですでに確定）すると、2012年4～6月期の実質設備投資は前年同期比で+8%前後と試算される（図表1-14）。設備投資は今年度下期以降も回復基調を維持すると予想される。

（４）公共投資は大幅に増加

2011年度第3次補正予算案が10月21日に閣議決定され、11月中に成立する見通しである。予算規模約12兆円のうち、公共事業の追加（1.47兆円）のほか、全国防災対策費（0.58兆円）と台風12号に係る災害対策費（0.32兆円）は大半が公共投資と考えられる。地方交付税交付金（1.66兆円）と東日本大震災復興交付金（1.56兆円）は地方自治体が自由に使えるが、住宅の高台移転（住宅地の造成）など、公共投資に回る部分が相応にあり。公共投資関連の予算は総額約3.5兆円と試算される（図表1-15）。すでに第1次補正予算（約4兆円）が5月2日、第2次補正予算（約2兆円）が7月25日に成立しており、合計約6兆円のうち公共投資関連の予算は約2.5兆円とみている。今年度は3回の補正予算によって、公共投資関連予算は合計約6兆円増加することになる。

3次にわたる補正予算によって、2011年度の実質GDP成長率は1.2%程度押し上げられ、実質公的資

（図表1-14）資本ストック循環図（全産業）

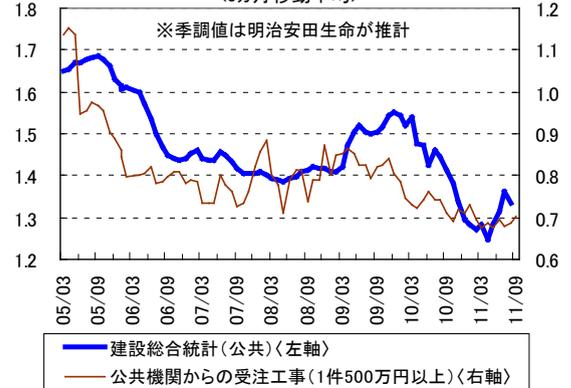


（図表1-15）2011年度第3次補正予算の概要

第3次補正予算案(10月21日閣議決定)	
1. 災害救助等関係経費	941億円
2. 災害廃棄物処理事業費(ガレキ等の処理)	3,860億円
3. 公共事業等の追加	14,734億円
(1) 災害復旧等公共事業	8,706億円
(2) 復興に向けた一般公共事業	1,990億円
(3) 施設費等(学校施設等の復旧)	4,038億円
4. 災害関連融資関係経費	6,716億円
5. 地方交付税交付金	16,635億円
6. 東日本大震災復興交付金	15,612億円
7. 原子力災害復興関係経費(除染費用等)	3,558億円
8. 全国防災対策費	5,752億円
(1) 学校施設耐震化・防災機能の強化	2,051億円
(2) 全国防災対策としての一般公共事業	2,493億円
(3) その他	1,208億円
9. その他の東日本大震災関係経費	24,631億円
(1) 産業立地補助金	5,000億円
(2) 住宅エコポイント	1,446億円
(3) フラット35Sの金利引下げ	159億円
(4) 節電エコ補助金等	2,324億円
(5) その他	15,702億円
10. 年金臨時財源の補填	24,897億円
11. 台風12号に係る災害対策費	3,203億円
12. その他(B型肝炎関係経費、等)	487億円
合計	121,025億円

(出所)財務省資料より明治安田生命作成

（図表1-16）公共工事(季調値)の推移
＜3ヵ月移動平均＞



(出所)国土交通省「建設総統計」「建設工事受注動態統計」

本形成は10%程度押し上げられよう。2012年度も成長率を1.0%程度（同12%程度）押し上げると試算される。

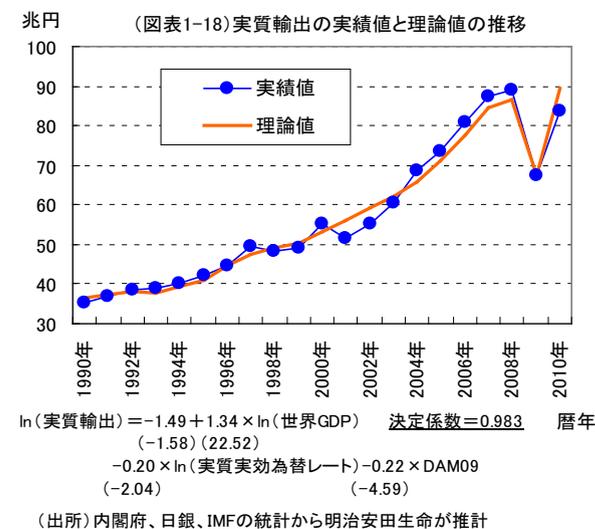
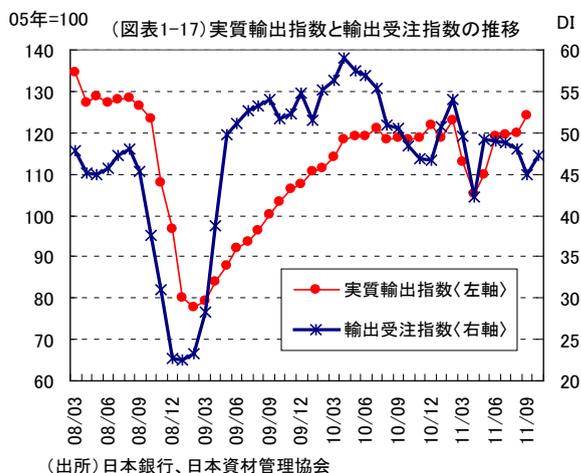
がれき処理の遅れなどから、1次補正や2次補正で成立した公共事業予算の執行が遅れ気味である（図表1-16）。ただ、今後は徐々に執行されることが確実であり、公共投資は2011年度下期から2012年度にかけて大幅に増加しよう。

（5）輸出の回復ペースは当面鈍化

東日本大震災後に大きく落ち込んだ実質輸出指数は、生産の回復とともに5月から6月には急回復したものの、7月以降は早くも伸び悩み始めている（図表1-17）。被災した生産設備の復旧や寸断されたサプライチェーンの修復は順調に進み、供給制約はほぼ解消したものの、海外景気が減速していることが主因である。日本資材協会が公表している輸出受注指数は5月には急上昇したものの、6月以降は弱含んでいる。同指数は輸出に数ヵ月先行する傾向があり、当面、輸出の回復ペースは鈍化する可能性が高い。

世界経済の成長やそれに伴う貿易量の拡大とともに、日本の実質輸出は、1990年代以降も増加傾向が続いている（図表1-18）。海外現地市場の開拓や安価な人件費などを求めて、日本企業（製造業）の海外生産比率はアジア諸国を中心に上昇基調が続いているが（経済産業省の「海外事業活動基本調査」によると1990年度の6.4%から2009年度は17.2%にまで上昇）、日本の実質輸出はむしろアジア諸国向けを中心に大幅に増加している。この背景には、現地生産法人向けに、日本から高付加価値な生産財や資本財の輸出が増加していることがある。

足元のドル円相場は1995年4月の戦後最高値（79.75円/\$）を上回って推移（名目実効為替レートも最高値を更新）しているものの、実質実効為替レートは1995年4月よりも約30%も円安の水準にある（図表1-19）。過去16年間、米国をはじめ海外では物価上昇が続いたものの、日本の物価はほぼ横這いで推移したことが要因であり、現在の為替レートは物価調整後の実質ベースでは決して「超円高」とは言えない。1995年以降も実質輸出が増加基調で推移した要因としては、世界経済（特にアジア経済）の高成長が続いたことに加え、実質実効為替レートが円安傾向で推移し、輸出製品の価格競争力が大きい



く損なわれることがなかったことも大きい。

日本の実質輸出金額を目的変数、世界の実質 GDP と実質実効為替レートを説明変数、測定期間を1990年から2010年（暦年ベース）として、重回帰分析を実施（2009年はリーマン・ショック後に貿易信用が極端に収縮したため、ダミー変数を使用）すると、両者の相関関係が極めて高いことが確認できる（図表1-18）。

当面、輸出の減速傾向が続く可能性が高いものの、年明け頃からは中国をはじめ新興国を中心に海外景気も持ち直してくる可能性が高く、輸出も徐々に上向いてくると予想している。

タイで大洪水が発生し、10月上旬にはバンコク北部の7つの主要工業団地が冠水、日系メーカーを含む多くの工場が操業停止に追い込まれている。日本からタイへの輸出は素材や一般機械、半導体、自動車部品などの生産財・資本財が大半であるため、タイの生産減少に伴い、タイ向けの輸出が大幅に減少することは確実である（図表1-20）。

ただ、タイへの輸出は全体の4.5%（2010年度）を占めるに過ぎないうえ、中国やマレーシア、インドネシア、フィリピンなどで代替生産が行われているため、タイ向け輸出の減少分のある程度は代替生産国への輸出に置き換わるとみられる。したがって、タイの洪水被害は日本の輸出にとってマイナスではあるものの、それほど大きな打撃にはならないだろう。

被害の軽微な工場では生産再開の動きがすでに出始めているものの、冠水した工場の生産再開は早くとも年末頃となる可能性が高く、大規模な設備交換が必要な工場ではさらに数ヶ月の時間を要する。当面、タイ向けの輸出は低調に推移すると予想されるが、年明け頃からは徐々に回復に向かう可能性が高い。工場の復旧に際しては、日本からタイへ資本財の輸出が増える面もある。

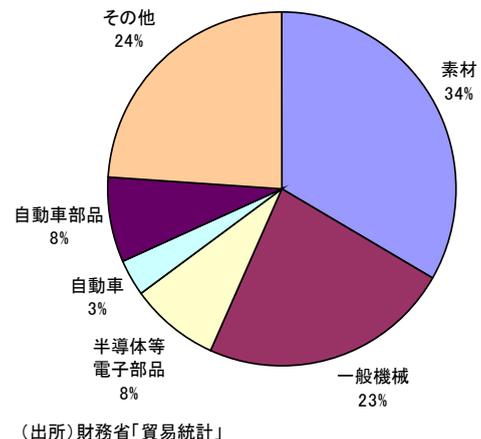
洪水被害の拡大に伴って、サプライチェーンの寸断も発生しており、自動車を中心に日本国内でも減産の動きが広がっている。東日本大震災の際は、自動車用マイコンの不足が深刻となり、自動車の生産停止・減産が長期化した。今回の場合、タイでしか生産されていない部品はほとんどなく、代替生産が比較的容易なため、サプライチェーンの修復は比較的早いと予想される。

（6）デフレ圧力は根強く残る

9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+0.2%と3ヵ月連続でプラスとなり、今年の1月から1.0%ポイント上昇した（図表1-21）。品目別にコアCPI（前年同月比）への寄与度をみると、エネルギーが+0.18%ポイント、生鮮食品を除く食料が+0.22%ポイント、教養娯楽用耐久財が+0.14%ポイント押し上げており、高校授業料の影響（+0.33%ポイント）を除けば、これら3つの品目で上昇幅の約8割を占める。

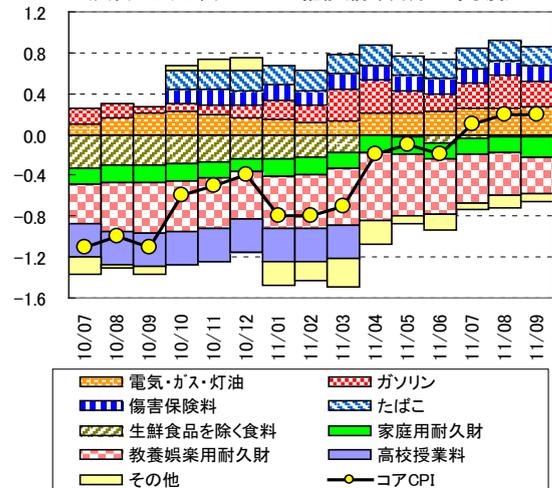
コアCPI 上昇率に対するエネルギー（ガソリン、

（図表1-20）タイ向け輸出製品構成比（2010年度）



（出所）財務省「貿易統計」

（図表1-21）全国コアCPIの推移（前年同月比寄与度）



（出所）総務省「消費者物価指数」より明治安田生命作成

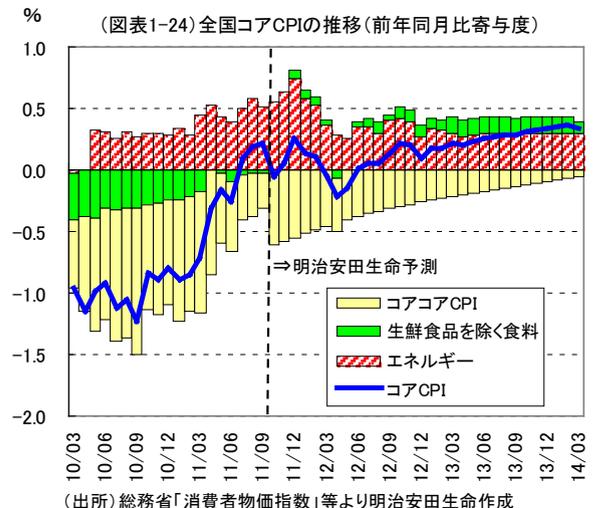
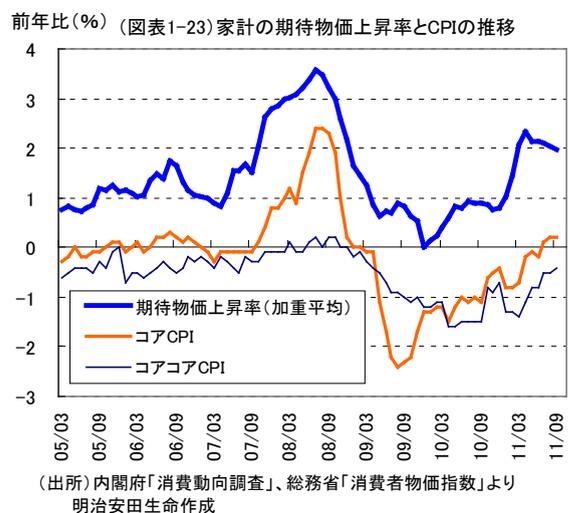
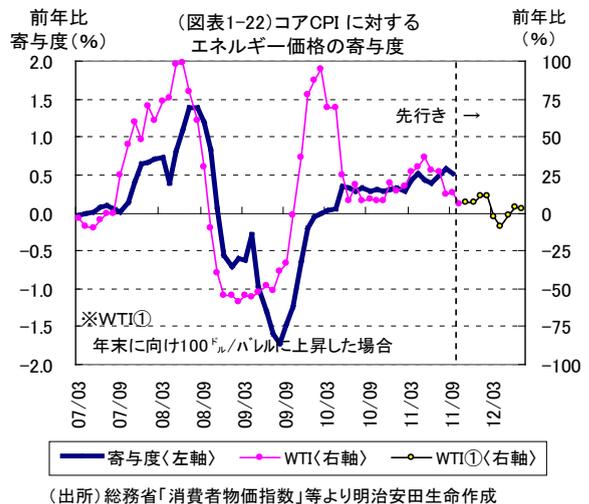
灯油、電気代、ガス代)の寄与度は、WTIの上昇率と概ね連動して動く傾向が見られる(図表1-22)。仮にWTI価格が年末に向けて100ドル/バレルまで上昇し、その後も同水準で推移したとしても、前年比上昇率は鈍化する。燃料費調整の影響が3~5ヵ月程度遅れる電気代・ガス代のプラス寄与拡大の影響が年内は残るものの、8月以降の原油価格の調整を受けて、年明けから来年度上期にかけてはエネルギー価格のプラス寄与は縮小しよう。

コアCPI(前年同月比)に対する、生鮮食品を除く食料の寄与度の推移を見ると、前年比マイナス幅の縮小傾向が続いている。背景には、昨年来の穀物価格の上昇などがある。実際に、国内供給の9割程度を占める輸入小麦の受渡価格は2011年4月に18%、さらに10月に2%引き上げられている。今後は、小麦の関連品目をはじめ、その他原材料高の影響が徐々に波及するとみているが、夏場以降は小麦など穀物相場が調整していることなどから、食料価格のコアCPI押し上げ効果は限定的なものにとどまろう。

教養娯楽用耐久財のコアCPI(前年同月比)へのマイナス寄与縮小については、7月のアナログ放送終了に伴うテレビの駆け込み需要の影響が大きいと考えている。足元の液晶テレビの在庫率指数(在庫/出荷、季調値)は、8月が前月比+136.1%、9月が同+9.4%となっており、今後は在庫調整に伴う価格下落によって、教養娯楽用耐久財のマイナス幅縮小は一服する可能性が高いとみている。

当社では、2011年7~9月期の需給ギャップは▲3.3%程度、年間約18兆円の需要不足と試算している。国内景気は震災からの復興需要が徐々に本格化してくることもあり、内需主導でしばらくは潜在成長率(0.7%程度と試算)を上回る成長トレンドが続くとみているが、それでもデフレギャップが解消するまでには3年程度はかかる可能性が高い。コアコアCPIがプラス基調に転換するにはまだまだかなりの時間がかかりそうだ。

物価動向を規定する要素としては、需給ギャップのほか、期待物価上昇率の変動が挙げられる。「消費動向調査」の1年後の物価見通しから算出した家計の期待物価上昇率の推移を見ると、2010年以降上昇に転じている(図表1-23)。景気が踊り場入りした2010年半ば以降は横這い推移となったが、今年に入ると再び急上昇に転じた。理由としては、中東情勢の混乱による原油価格の高騰、



震災後の品不足などが影響した可能性が考えられる。実際、5月以降のガソリン価格の落ち着きとともに、家計の期待物価の上昇傾向は収まりつつある。

今後のコアCPIについては、10月にたばこと傷害保険料の値上げ（2010年10月実施）効果が一巡するため、前年比▲0.34%ポイント押し下げられるほか、年明けにはエネルギー価格のプラス寄与縮小によって、再び前年比マイナスとなろう。その後はマイナス幅が縮小し、来年度下期には前年比プラス転換するとみるが、デフレギャップが依然として大きく、物価の下押し圧力は引き続き残ると予想される。2012年度下期以降もコアCPIは前年比小幅のプラス圏で推移する可能性が高いとみている（図表1-24）。

（7）追加緩和は為替次第

10月27日に実施された日銀金融政策決定会合では、資産買入れ基金の5兆円の増額が発表された。5兆円はすべて国債である。市場では、決定会合のつい数日前まで、金融政策はすえ置きとの見方が大勢だったが、為替相場でじりじりと円高が進み、戦後最高値を更新する展開になると雰囲気は一転、直前になって急速に追加緩和観測が盛り上がる形となっていた。

「円高に弱い日銀」を今回も示した形だが、白川総裁は元々、「円高にはメリットもデメリットもある」との立場で、定例会見ではメリットについても丁寧に説明するなど、世間一般のコンセンサスほど円高を悪とはみなしていない可能性が濃厚である。ただ、政治サイドにとって円高は重要なテーマであり、今回も政治サイドからの要請（圧力）により、協調して動いたということではないかと考えられる。決定会合から2営業日後の10月31日に、財務省は円売り介入に踏み切った。

したがって、今後の追加緩和も為替相場次第という側面が強く、緩和の有無や具体的な時期を予想するのは難しいが、欧州情勢がこのまま安定に向かうとも考えにくく、しばらくは円高圧力がかかり続けると考えられることから、今回の緩和&介入の効果が賞味期限切れとなることが予想される年明けには、追加緩和に踏み切る可能性が濃厚とみる。

今回の国債の買入れに関しては、残存期間1-2年に限定して実施することだが、すでに大きく低下している当該ゾーンの金利を限界的にいくばくか押し下げたところで、大きな効果は期待できない。かといってこれ以上の国債の買い増しは、事実上のマネタイズに一段と近づいたとの評価につながりかねない。円高局面で下落しやすい株式相場を支えるためにも、今度追加介入に踏み切る際は、ETFの購入割合を増やすのではないかと予想している。

また、10月27日の決定会合では、半期に一度の展望レポートが発表された。今回から2013年度まで延長された政策委員の大勢見通しでは、予想通り、CPIの伸びが2013年度も0%台半ばで推移するとの見通しが示され、「時間軸」の長期化を印象付ける結果となった。景気が余程急回復を遂げない限り、2014年度まで利上げが行われない可能性が高まったと言えよう。

今回の展望レポートの末尾では、日本経済が直面している問題はリーマン・ショックからの回復という短期・循環的な問題にはとどまらないこと、根源的には中長期的な成長期待の低下という、長期的・構造的な要因が重要であること、政府、中央銀行、金融機関、民間企業は中長期的に持続可能な成長力の強化に向け、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要との主張を、異例の長さで展開している。成長期待の押し上げは金融政策では困難で、政府の役割がより重要となることを指摘した形だが、TPPひとつとってもこれほどの大騒ぎになるところをみても、政府が成長力強化のために必要な改革を進められるとは考えにくく、中長期的にも日本経済は低成長の持続を余儀なくされる可能性が高い。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+2.5%と、9四半期連続のプラス成長となり、4-6月期の同+1.3%から加速した。雇用に回復の兆しが出ているのに加え、FRBによる金融緩和の効果も徐々に顕在化するとみられることから、10-12月期も緩やかな回復を維持すると予想する。ただし、家計のバランスシート調整が続くことなどから、2013年にかけての景気回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

個人消費は回復基調が続くとみるが、所得の回復スピードは鈍く、緩やかな回復にとどまると予想する。住宅市場は、差し押さえによる供給圧力が強いことを背景に、底ばいでの推移が続くとみる。

設備投資は、設備過剰感の緩和などから回復が続くとみているが、目先は回復ペースがやや鈍化すると予想する。輸出は、目先減速する可能性が高いが、2012年以降、世界景気が徐々に上向くとともに、持ち直すとみる。

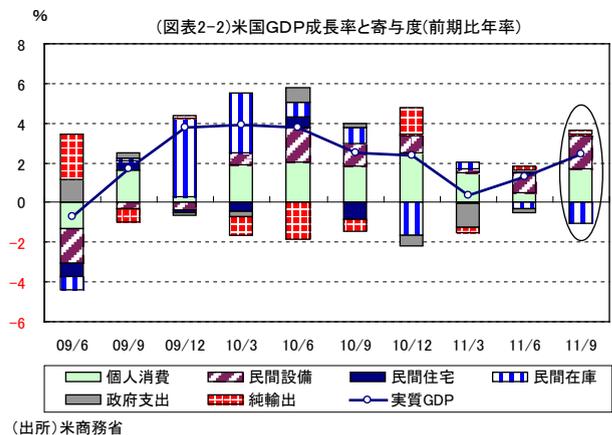
FRBは異例の低金利を長期にわたり継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは2013年後半以降と予想する。

(図表2-1) 米国実質GDP

〈前期比年率〉	暦年ベース				予測								
	2010年	2011年	2012年	2013年	2010年	2011年			2012年				
	10/12	11/3	11/6	11/9	11/12	12/3	12/6	12/9	12/12				
実質GDP	3.0%	1.8%	2.0%	2.1%	2.3%	0.4%	1.3%	2.5%	2.3%	1.7%	2.0%	2.2%	2.3%
個人消費支出	2.0%	2.3%	1.8%	1.5%	3.6%	2.1%	0.7%	2.4%	2.2%	1.4%	1.9%	2.0%	2.1%
民間住宅投資	-4.3%	-1.8%	1.7%	2.3%	2.5%	-2.4%	4.2%	2.4%	1.9%	0.8%	1.2%	2.0%	1.5%
民間設備投資	4.4%	9.1%	8.1%	6.6%	8.7%	2.1%	10.3%	16.3%	7.9%	7.4%	5.9%	5.6%	5.5%
民間在庫(寄与度)	1.6%	-0.2%	0.0%	0.1%	-1.8%	0.3%	-0.3%	-1.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	-0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	1.4%	-0.3%	0.2%	0.2%	-0.2%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
輸出	11.3%	6.6%	4.0%	3.0%	7.8%	7.9%	3.6%	4.0%	2.9%	4.0%	4.1%	5.0%	5.6%
輸入	12.5%	5.0%	2.8%	2.0%	-2.3%	8.3%	1.4%	1.9%	3.3%	3.8%	2.0%	2.7%	3.4%
政府支出	0.7%	-2.0%	-1.2%	-0.3%	-2.8%	-5.9%	-0.9%	0.0%	-1.8%	-1.2%	-1.8%	-1.2%	-0.8%
内需	3.5%	1.8%	2.0%	2.0%	1.1%	0.8%	1.2%	2.3%	2.4%	1.8%	1.8%	2.0%	2.1%
国内最終需要	1.9%	2.1%	2.0%	1.8%	2.9%	0.5%	1.5%	3.4%	2.1%	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%

(1) 7-9月期の回復ペースは加速

7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+2.5%と、9四半期連続のプラス成長になり、4-6月期の同+1.3%から加速した(図表2-2)。需要項目別にみると、個人消費は同+0.7%→+2.4%と、自動車関連などの消費が改善したことを背景に、プラス幅が拡大した。住宅投資は、集合住宅の需要増などもあり、同+4.2%→+2.4%と、2四半期連続で増加。設備投資も同+10.3%→+16.3%と、機械・ソフトウェア投資が伸びたことを背景に、7四半期連続で増加した。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲0.3%→▲1.1%と、2四半期連続のマイナスとなった。世界景気の減速懸念が高まったことを背景に、企業が在庫の積み増しに慎重姿勢をとったとみられる。輸出は



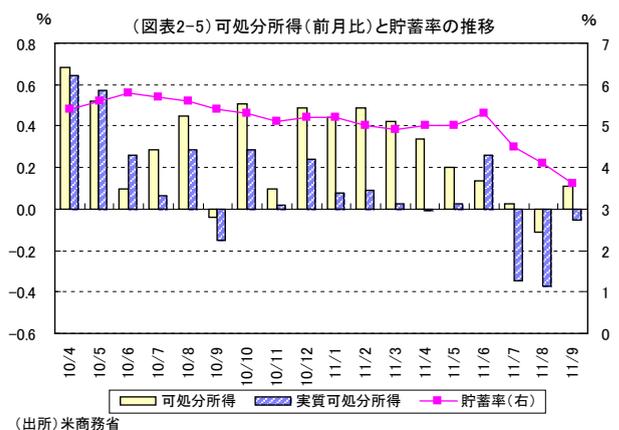
前期比年率+3.6%→4.0%、輸入も同+1.4%→+1.9%と、ともに伸び率がやや拡大。輸出から輸入を差し引いた純輸出は、寄与度が4-6月期の+0.2%から横ばいとなった。政府支出は前期比年率▲0.9%→+0.0%と、4四半期ぶりにマイナス成長を脱した。国防費支出の増加などを背景に、連邦政府支出が増加した影響が大きい。一方、財政悪化が深刻な州・地方政府支出は5四半期連続の減少となった。

10-12月期は、雇用回復の兆しが出ているのに加え、FRBによる金融緩和の効果も徐々に顕在化するとみられることから、緩やかな回復が続くと予想する。ただし、家計のバランスシート調整が続くことや、減税効果が剥落することもあり、2013年にかけての景気回復ペースは緩慢なものにとどまるとみている。

(2) 個人消費は緩やかな回復

個人消費は、2011年に入ってから減速基調が続いてきたが、7-9月期は持ち直した(図表2-3)。主因は、耐久財が前期比年率▲5.3%→+4.1%へと回復したことである。とりわけ、日本の震災に伴う供給制約がほぼ解消し、自動車販売が大きく改善した(図表2-4)。自動車ディーラーの販売奨励金復活に伴い、自動車販売価格の割高感が和らぎ始めたのが8月過ぎだったこともあり、7-9月期の自動車関連の消費は同▲25.5%→▲3.3%と、2四半期連続で減少したが、マイナス幅は大きく縮小した。自動車販売価格の落ち着きを背景に、10-12月期は増加に転じる可能性が高いとみている。また、これまでガソリン高の影響で、減速傾向が続いてきた非耐久財も、ガソリン・エネルギー(同▲8.0%→+3.3%)が増加するなど、回復の兆しが出ている。ガソリン高などの物価上昇に伴う消費マインドの悪化を背景に不振が目立っていたサービス消費も、医療(同+2.8%→+5.4%)や飲食・宿泊(同+1.1%→+2.5%)などが持ち直しに向かいつつある。

7-9月期は所得の回復スピードが鈍いなか、貯蓄の取り崩しによって個人消費が支えられた面もある(図表2-5)。このため、個人消費の回復ペースが持続的に加速していくことは期待できないものの、雇用の回復ペースが持ち直しつつあることは、今後の個人消費に追い風である。10月の非農業部門雇用者数は前月比+8.0万人にとどまったが、過去2ヵ月分の雇用者数が計+10.2万人(8月分が+5.7万人→+10.4万人、9月分が+10.3万人→+15.8万人)の大幅な上方修正となった(図表

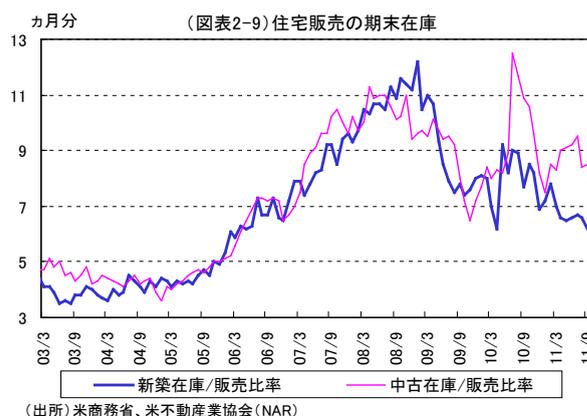
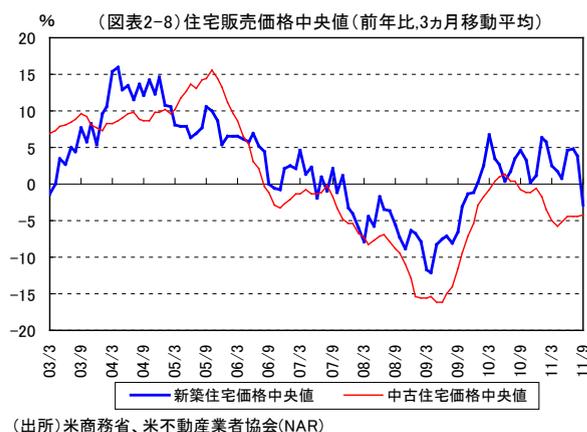
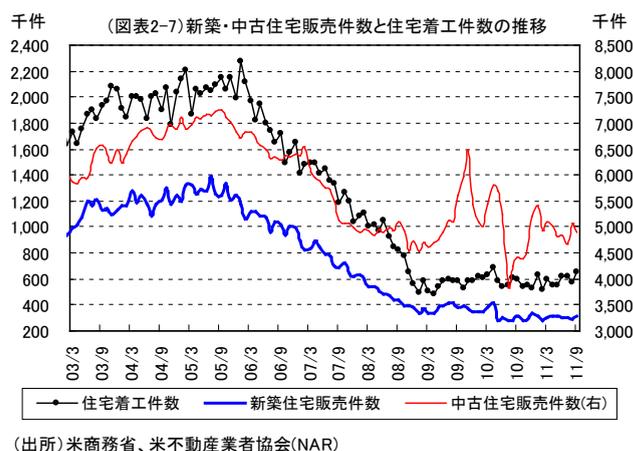
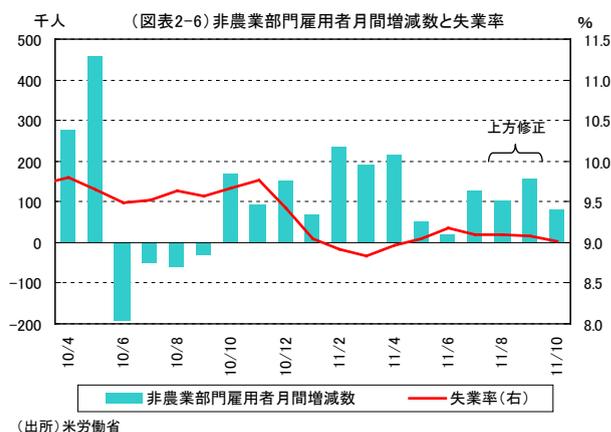


2-6)。もっとも、平均失業期間は歴史的な長さが続いており、失業の長期化に伴う失業者の技能低下などによって、企業の求人と求職者とのミスマッチが拡大している。こうした労働市場の構造的な問題から、今後も雇用回復は緩やかなものにとどまると予想される。

一方、給与税の減税（2年間で約1,100億ドルの規模）が2011年末に期限切れとなることは、2012年以降の個人消費を下押しするとみている。オバマ大統領は減税の延長を含む総額4,470億ドルの雇用対策法案を発表したが、増税などの財政再建を巡り与野党の対立は深まっており、現時点で新たな景気対策は期待できない。しばらくは家計のバランスシート調整が続くこともあり、今後も個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

（3）住宅市場は底ばい圏内での推移が続く

住宅市場は低迷が続いている。新築販売件数や着工件数は過去最低水準付近で推移しているほか、中古住宅販売件数も軟調な動きが続いている（図表2-7）。住宅価格をみても、下落傾向に歯止めがかかっていない。中古住宅市場では、2010年秋頃から価格下落傾向が続いてきたが、足元では新築住宅にも波及しつつある（図表2-8）。住宅価格下落の背景には、差し押さえ物件が中古住宅市場に流入し、住宅市場の需給バランスが崩れていることがあげられる。一方で、金融機関が不良債権処理を急ぐため、中身を精査せず機械的に差し押さえの手続き書類にサインを行ってきたことが訴訟問題となり、差し押さえの手続きが中断している物件も多数存在する。訴訟問題の和解が進みつつあり、手続き再開に伴う差し押さえ件数のさらなる増加が予想されることから、住宅価格は当面下落基調が続くとみている。新築住宅の在庫/販売比率をみると、2009年1月のピーク（同比率12ヵ月）から低下傾向を辿っているが、現状のペースで改善が続いても、同比率が住宅バブル崩壊前の水準（4ヵ月台）に戻るのに、1年半程度はかかる（図表2-9）。中古住宅については、いまだに同比率が改善する兆しがみられず、在庫調整の一巡に目途



が立たない状況である。

低迷する住宅市場のテコ入れ策として、オバマ大統領就任時（2009年）に導入された住宅ローン借り換え促進プログラム（HARP）の改正が発表された。ファニーメイ（連邦住宅抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）が保証する住宅ローンの借り換えについては、住宅の評価額に対する住宅ローンの割合（LTV）がこれまで125%以下に制限されてきたが、この条件が撤廃される。また、期間の短いローンへの借り換え手数料も一部免除される予定である。

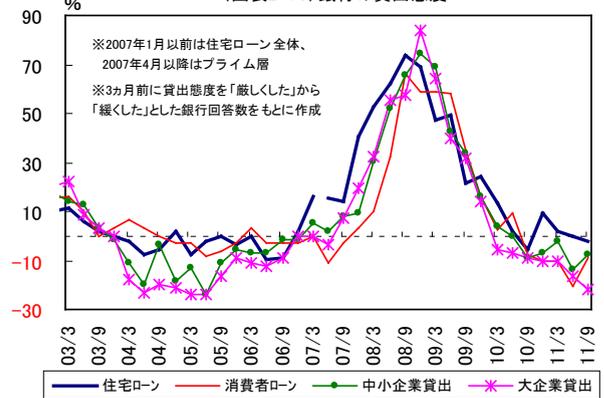
FRBもMBS（住宅ローン担保証券）やGSE（政府支援機関）債の償還資金をMBSへ再投資しており、住宅ローン金利の押し下げを狙っているが、住宅ローンの銀行貸出姿勢は、他のローンなどに比べ、厳しめの状態が続いている（図表2-10）。2009年に導入された住宅ローン借り換え促進プログラムの利用者は、当初500万人を見込んでいたものの、実際には89万人にとどまっている。差し押さえ件数は依然として高い水準であり、銀行の住宅ローン貸出姿勢の緩和は見込めそうにない。今後も住宅市場は底ばい圏内での推移が続こう。

（4）設備投資は回復基調を維持

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。7-9月期の実質民間設備投資は、前期比年率+16.3%と、6四半期連続でプラス成長となった。前年比ベースでも、高い伸びが続いている（図表2-11）。設備投資が持ち直している背景としては、企業収益の改善や資本ストック調整の進展があげられる。企業業績はリーマン・ショック後に一旦大きく落ち込んだものの、雇用や資本ストックのリストラを進めた結果、2009年以降は順調に回復が続いている。企業収益の改善が、足元の設備投資の回復に寄与していると考えられる。

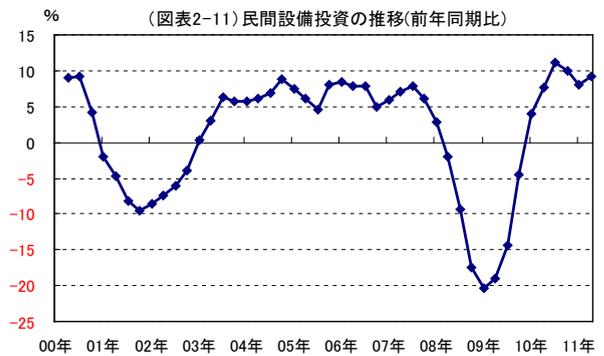
鉱工業生産をみると、サプライチェーン寸断の影響で、自動車生産は2011年4月から3ヵ月連続で減少した（図表2-12）。結果として、4-6月期の実質GDPの前期比年率に対する自動車生産の寄与度は1-3月期の+1.1%から▲0.1%へと、マイナ

厳格化一緩和 (図表2-10) 銀行の貸出態度



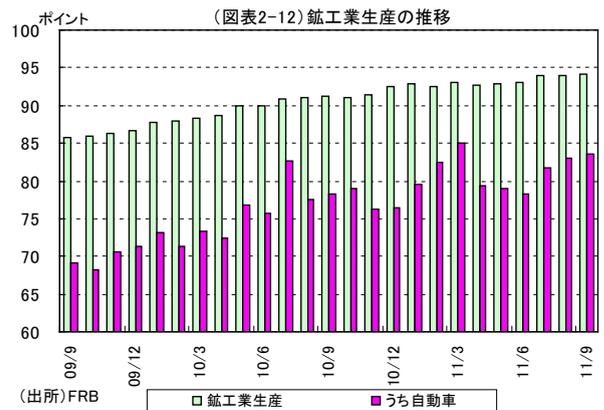
(出所)FRBより明治安田生命作成

(図表2-11)民間設備投資の推移(前年同期比)



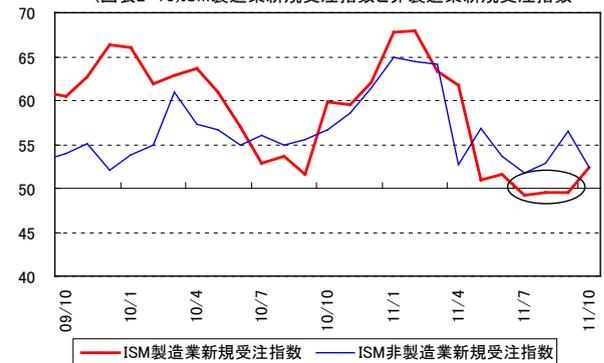
(出所)米商務省

(図表2-12)鉱工業生産の推移



(出所)FRB

(図表2-13)ISM製造業新規受注指数と非製造業新規受注指数

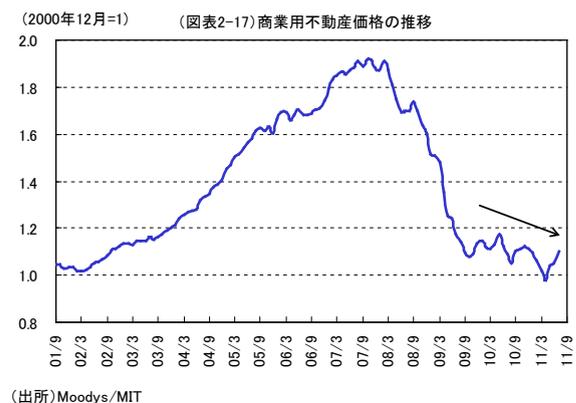
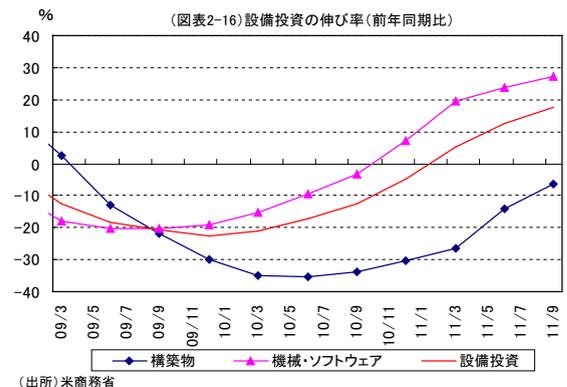
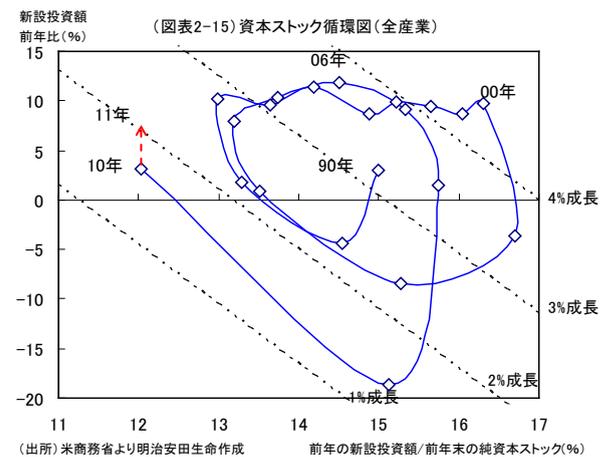
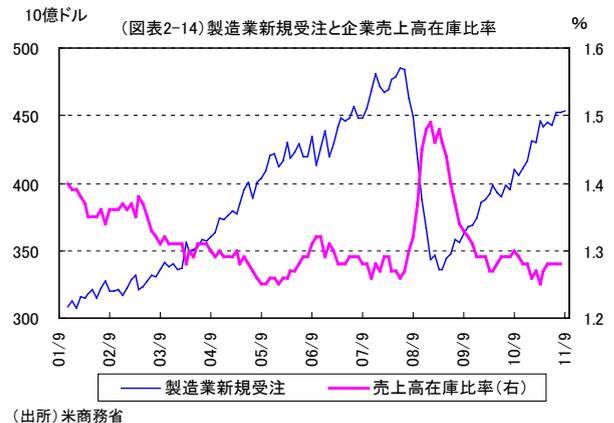


(出所)米サプライマネジメント協会(ISM)

スに転じた。ただ、自動車生産体制が一部回復したことを背景に、7-9月期の寄与度は+0.1%のプラス寄与に戻った。10-12月期は、自動車生産体制正常化がフルに寄与する可能性が高く、自動車生産のプラス寄与はさらに拡大するとみている。ISM製造業景況指数のなかで、生産への先行性が高いとされる新規受注指数をみると、9月までは低調な推移が続いていたが（図表2-13）、10月は改善の兆しが出ている。新規受注は緩やかな増加基調が続いていることや、在庫にも過剰感がみられないことから、生産の持ち直し傾向は続くともみている（図表2-14）。

資本ストック循環図をみると、2006年までは4%の期待成長ラインに向け資本ストックを積み増していたが、リーマン・ショック以降から2009年にかけて設備投資の伸びが大きく鈍化した（図表2-15）。ただ、2010年には2%の期待成長ラインに向って緩やかに資本ストック調整が進んでいる。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上げようと設備投資を増加させる。期待成長率の正確な水準を特定するのは困難だが、FRBの長期見通しでは、実質GDP成長率は2.4-2.7%と予想されている。控え目に見積もって2%を足元の期待成長率と考え、単純に資本ストック循環図へ当てはめた場合、2011年の設備投資は前年比7%程度の増加が見込まれる。なお、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によると、2011年と2012年の実質GDP成長率（平均）はそれぞれ+1.8%、+2.1%と、やはり2%前後の推移が続くとの見通しになっている。

実質設備投資内訳の推移をみると、機械・ソフトウェア投資が前年比でプラス成長が続いているのに対し、店舗や工場などの構築物投資は停滞を脱しきれていない（図表2-16）。とりわけ、商業用不動産は価格下落基調が続いており、構築物投資の停滞要因となっている（図表2-17）。2004年以降のブーム期に実施された大量の商業用不動産向けローンは、その満期の到来件数が2012年から2013年の2年間で2011年の3倍程度にのぼるとみら



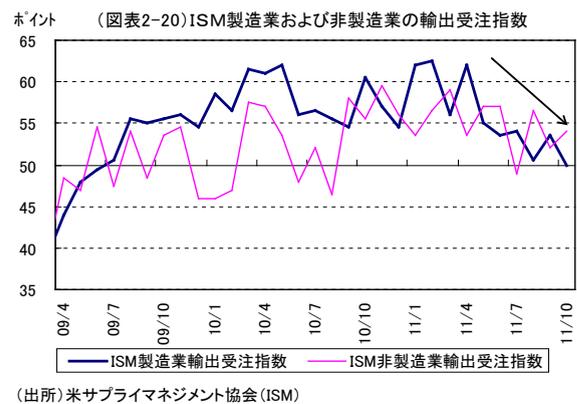
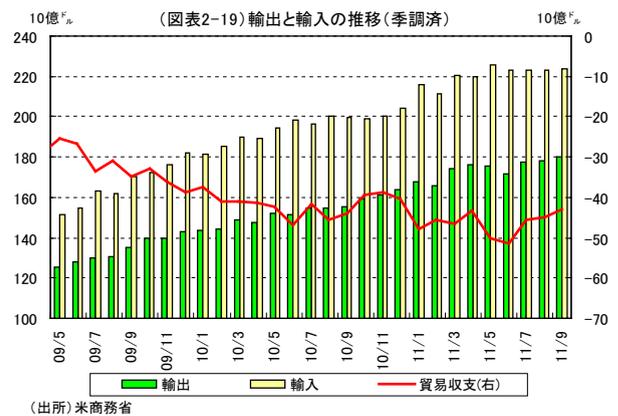
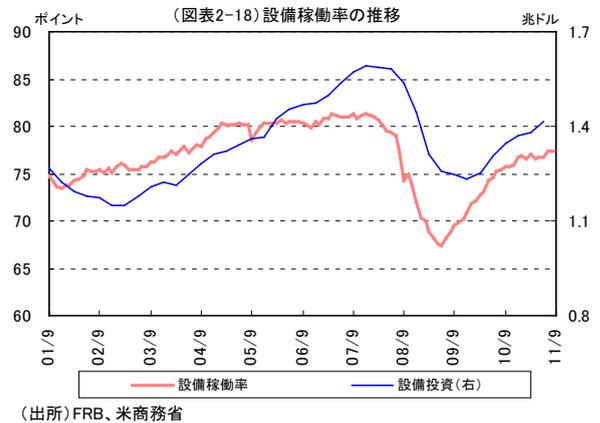
れ、担保である不動産の価格下落から借り換えがスムーズに進まない可能性が高い。今後も商業用不動産市場は停滞気味の推移が続こう。

資本ストック調整が進むなか、設備投資の先行指標とされる設備稼働率や、鉱工業生産に鈍化の兆しはみられない（図表2-18）。7-9月期の企業決算も利益率が前年比で2桁台と、今のところ高い伸びを示している。ただ、これまで企業業績を支えてきた中国などの新興国の景気減速基調が続いていることや、欧州債務問題の深刻化に伴う金融不安の高まりから、世界景気の先行き不透明感は強い。このため、企業は当面、設備投資に慎重なスタンスをとると予想され、設備投資の伸び率もやや低めになるとみている。もっとも、2012年の中国景気は政府による緩和方向への政策転換に伴い、再び力強さを取り戻す可能性が高く、その他の新興国景気も回復に向かうとみられる。新興国に牽引される形で世界景気は徐々に上向くとみており、設備投資は回復基調を維持すると予想する。

（5）輸出は当面減速するも持ち直しへ

米国の輸出は、新興国を中心に景気が拡大していることを背景に、2009年以降、増加基調が続いている（図表2-19）。ただ、企業マインドを示すISM製造業景況指数をみると、足元の輸出受注指数は、活動の拡大と縮小の境とされる50ポイントまで急低下している（図表2-20）。世界景気の先行き不透明感が高まるなか、企業は輸出に対して慎重なスタンスを強めている。

輸出先の内訳をみると、カナダ、メキシコを合わせたNAFTA圏が最大の輸出先（構成比32.5%：2011年1-9月累計）である（図表2-21）。次いで中南米（メキシコを除く）や、中国などの新興国（同27.5%）の構成比が高く、欧州（同18.3%）も主要な輸出先となっている。新興国の好調な景気に支えられ、中南米、中国やその他のアジア新興国向けの輸出は増加基調が続いている。カナダ、メキシコ向けの輸出をみると、自動車・同部品や一般機械などが増加しているが、背景には、中国での好調な自動車販売を受け、生産拠点であるカナダやメキシコへ部品供給していることがあげら



（図表2-21）輸出先の構成比推移

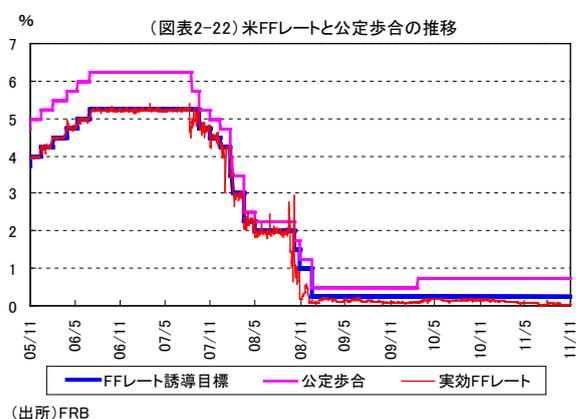
	2008年	2009年	2010年	2011年1-9月累計		
				対前年同期比	伸び率への寄与	
NAFTA圏	32.0	31.6	32.2	32.5	17.3	5.6
カナダ	20.3	19.4	19.5	19.2	13.6	2.7
メキシコ	11.7	12.2	12.8	13.3	23.0	2.9
新興国	23.6	24.7	26.6	27.5	18.3	5.2
中南米(メキシコ除く)	9.7	9.5	10.0	11.3	23.1	2.5
NIES	8.5	8.6	9.4	9.4	15.6	1.5
中国	5.4	6.6	7.2	6.8	18.3	1.2
EU25	21.1	20.9	18.8	18.3	14.7	2.8
日本	5.1	4.8	4.7	4.4	9.7	0.5
OPEC	5.1	4.7	4.2	4.2	15.9	0.7
その他	13.1	13.3	13.4	13.1	24.5	3.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	17.8	17.8

（出所）米商務省より明治安田生命作成

れる。結果として、米国の輸出は新興国への依存度が高まっているが、これら新興国の景気は当面減速することが予想される。また、輸出先に占める割合が高い欧州の景気も減速懸念が高まっていることから、米国の輸出は目先減速に向かう可能性が高いとみる。ただし、2012年の世界景気は徐々に上向いてくるとみており、再度持ち直すと予想する。

（6）利上げは2013年後半以降

11月1-2日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、追加緩和策は打ち出されなかった。9月に決定したツイストオペ、およびMBS（住宅ローン担保証券）と政府機関債の償還資金をMBSへ再投資することを継続する方針が示され、政策金利であるFFレート誘導目標は0.0-0.25%のレンジですえ置かれた（図表2-22）。また、現行の超低金利政策の維持を予告する「少なくとも2013年半ばまで（at least through mid-2013）」という一節も維持された。



FRBがQE3（量的緩和第3弾）に踏み切るとの観測も根強いが、景気悪化に伴うデフレリスクが懸念される時ならまだしも、足元のコアCPIが前年比+2%と、むしろ上昇基調であるなかでは、依然としてQE3のハードルは高いとみている。もともとQE2は、国債の需給面から金利に低下圧力をかけることを狙った政策であったが、金利押し下げ効果は得られなかったばかりか、商品相場高を通じた個人消費への悪影響という副作用をもたらした。開始当初は株価上昇という一定の成果は得られたものの、中国や中南米諸国など、新興国からの反発が強いのを始め、国内でも保守派の政治家から強く批判されている。一方で、バーナンキ議長はFOMC後の記者会見で「住宅市場は重要なセクター」とも強調している。景気の下振れリスクが強まり、物価が落ち着いてくれば、住宅ローン市場を直接支援するため、MBSを追加で購入する信用緩和は有力な手段となる可能性がある。残された追加策としては、時間軸政策の明確化などが考えられる。例えば、失業率やインフレなどの具体的な数値に関連付けて、現行の低金利をいつまで続けるかを明確化し、金融政策の透明性を高める手段も予想される。

もっとも、今後はすでに大きく低下した長期金利が景気の下支え役を果たす可能性が高い。コアCPIの伸び率が前年比2%を超えるなかで、長期金利は2%前後の推移が続いており、実質金利はきわめて低い。金融システムが不安定ななか、金利の景気への波及ルートは阻害されているとはいえ、ある程度タイムラグをおけば、FRBによる緩和効果は確実に現われると考えられる。ただ、家計のバランスシート調整が続くなかでは、どのみち景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想され、利上げの時期は2013年後半以降とみている。

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は、債務問題の深刻化に伴い、景気減速が次第に鮮明なものとなりつつある。2012年初以降は新興国向けを中心に輸出の持ち直しを予想するが、内需は低迷が続くと考えられることから、ユーロ圏景気の回復ペースは2012年末まできわめて緩慢なものにとどまると予想する。

個人消費は、停滞気味の推移が続いている。消費者マインドが、世界景気の減速懸念や債務問題の深刻化によって下押し圧力を受けており、今後の回復ペースも鈍いものにとどまるとみる。

固定投資は、企業の先行き見通しの悪化に伴い、足元では増勢が鈍化しているが、世界景気の底打ちが見込まれる2012年以降、緩やかな持ち直しに向かうと予想する。

政府支出は、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインに加え、フランスやイタリアなどの経済規模が大きい国でも財政再建を強めていることから、ユーロ圏景気全体の下押し圧力として働くとみる。

ECBは、11月の政策理事会で25bpの利下げを行い、政策金利を1.25%へ引き下げた。景気の下振れリスクや金融市場の緊張に警戒感を強めており、積極的な国債購入を継続している。金融市場の安定のために、12月の政策理事会で追加利下げを行い、政策金利を1.00%まで引き下げると予想する。

〔図表3-1〕欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(11/09期は合計のみ実績)

(前期比)					2010年				2011年				2012年			
	2010年	2011年	2012年	2013年	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12			
ユーロ圏GDP	2.0%	1.6%	0.4%	1.1%	0.3%	0.8%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%			
家計消費	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.3%	0.2%	-0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%			
政府消費	0.6%	0.4%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%			
固定投資	-2.2%	2.4%	0.3%	1.8%	-0.2%	1.8%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	0.0%			
純輸出(寄与度)	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.4%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%			

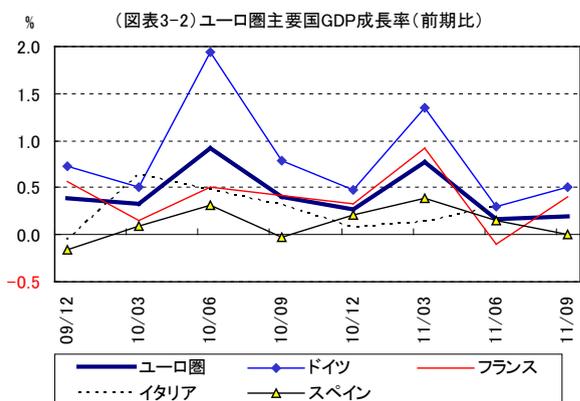
英国実質GDP

(前期比)					2010年				2011年				2012年			
	2010年	2011年	2012年	2013年	10/12	11/03	11/06	11/09	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12			
英国GDP	1.8%	0.9%	0.8%	1.1%	-0.5%	0.4%	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%			

(1) 7-9月期のユーロ圏景気は成長率横這い

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は、前期比+0.2%と9四半期連続のプラス成長となり、4-6月期と同じ伸び幅となった(図表3-2)。国別の成長率を見ると、ドイツ(同+0.3%→+0.5%)、フランス(同▲0.1%→+0.4%)は成長率が加速したものの、スペイン(同+0.2%→同+0.0%)は成長率が鈍化した。ギリシャは厳しい緊縮策の影響により、前年同期比▲9.2%と、11四半期連続で前年比マイナスとなった。

10月26日の欧州首脳会談では、27日の未明までずれこんだ10時間に及ぶ議論の末、債務問題への



(出所) 各国統計局

対応策である「包括的パッケージ」に合意した。

欧州当局が、ギリシャの債務減免率（額面の50%）、銀行の資本増強目標（対コアTier1比9%）、EFSFの拡充額（1兆ユーロ）という、市場が注目していた3つの具体的な数字を示し、債務問題解決の道筋を付けたという意味では、今回の首脳会談は一定の評価ができる。

ただ、ギリシャの債務減免率は、同国の財政再建の遅れに伴い、今後追加的に引き上げられる可能性が残る。EFSFの1兆ユーロへの拡充についても、周辺国（いわゆるPIIGS5カ国）が今後3年間で1兆

ユーロ、6年間で2兆ユーロの国債償還資金が必要であることを考えれば、財政懸念を封じ込めるには規模が不足との見方もできる（図表3-3）。

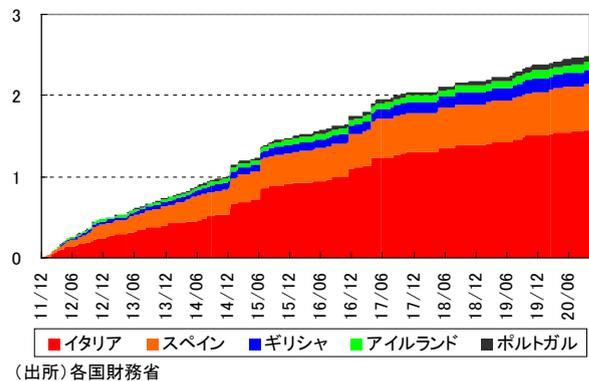
ギリシャは来年2月にも総選挙を実施する予定であるが、足元で激化しているデモやゼネストを見る限り、財政再建路線を放棄する政党が躍進する可能性もあろう。連立政権樹立で合意に達したものの、ギリシャの政治的リスクは依然残っている。また、EFSFへの外部支援取り付けも難航している。11月3、4日のG20サミットでは、メルケル独首相が「協力する用意があると表明した国はほとんどなかった」とコメントした。銀行の資本増強に関しても、資本不足の銀行が「危ない銀行」との烙印を押されることや、経営責任を追究されることなどをおそれ、公的資金注入を申請しないリスクもある。今後は、首脳会談で決められたEFSFの拡充やギリシャ債務の減免などが段階的に実行され、債務問題は徐々にではあるものの沈静化に向かうというのがメインシナリオである。ただ、議論が進む過程で、上述した政治的リスクなどが顕在化し、金融不安が再燃する可能性も否定できない。

（2）個人消費は減速

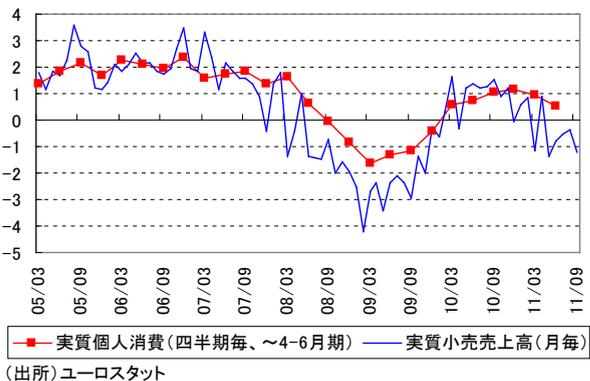
足下の個人消費は減速している。実質小売売上高指数をみると、9月は前年比▲1.2%となり、5月以降5ヵ月連続で前年比マイナスが続いている（図表3-4）。四半期かつ前期比ベースで見ても、7-9月期は前期比▲0.0%と、ほとんど伸びていない。

7月以降、欧州各国で株価が大きく下落しており、2009年の底値圏に近づいている（図表3-5）。株価急落の理由としては、米国をはじめ世界景気の先行き不透明感が急速に高まったほか、欧州の債務問題が金融不安につながり、銀行株が急落した影響が大きい。欧州系銀行は、程度の差はあるものの、周辺国の国債を大量に保有しており、これが財務体質の悪化につながっている。10月初旬、フランス・ベルギー系大手銀行のデクシアは、ギリシャ国債を大量に保有していたことで銀行間市場

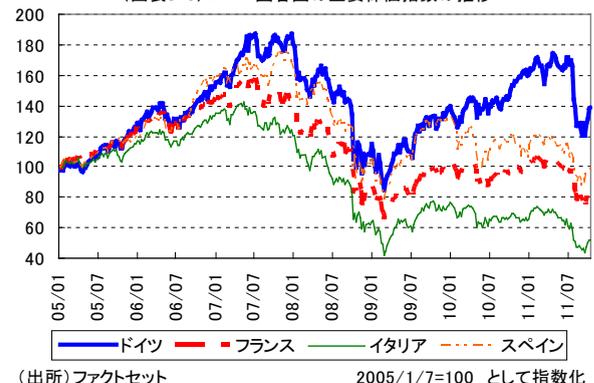
兆ユーロ （図表3-3）ユーロ圏周辺国の国債償還予定額（累計）



% （図表3-4）実質個人消費と実質小売売上高の推移（対前年比）



（図表3-5）ユーロ圏各国の主要株価指数の推移



での資金調達が困難となり、事実上の破たん（解体処理）に追い込まれた。

このような株価の急落や金融機関の破たんが、消費者マインドを萎縮させている。10月のユーロ圏消費者信頼感指数は▲20ポイントと、2009年8月の水準にまで悪化した。内訳をみると、景気見通しと失業予想が大きく悪化している（図表3-6）。

加えて、ECBによる銀行貸出調査では、銀行は7-9月期に家計への与信態度を厳格化している（図表3-7）。理由としては、資金調達コストの上昇やバランスシート上の制約などを挙げている。債務問題の深刻化は、銀行の与信態度厳格化を通じ、個人消費に直接悪影響を与えている可能性が高い。

雇用環境は、債務問題の深刻化に伴う企業の採用意欲の低下を受け、今後は悪化に向かうとみる（図表3-8）。9月のユーロ圏失業率は10.2%と過去最悪の水準を更新しており、ドイツでも10月の失業率が6.9%→7.0%へと、2年4ヵ月ぶりに悪化に転じた。

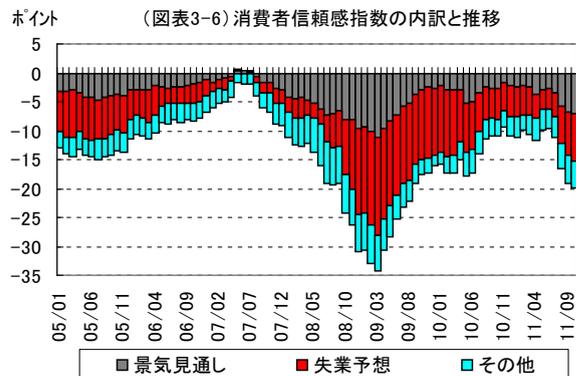
年末にかけてギリシャの債務減免が実行され、来年半ばまでに銀行が中核的自己資本比率を9%に引き上げるなど、首脳会談で示された方針が実行されれば、債務問題は徐々に解決の目途が立つと思われる。そうなれば、消費者マインドは回復、家計への与信態度は軟化に向かい、個人消費は緩やかに持ち直そう。ただ、回復ペースはきわめて緩慢なものにとどまると予想する。

（3）固定投資も減速

債務問題の高まりにより、固定投資も減速感を強めている。2011年10月調査の設備稼働率は79.7%と、2四半期連続で低下した（図表3-9）。企業の設備過剰感は、2009-2010年を通じて緩和傾向が続いていたものの、足元では再び高まりつつある。設備過剰感が高まっている背景として、債務問題の深刻化により、今後の生産計画について弱気な見方が広がっていることがあるとみられる。

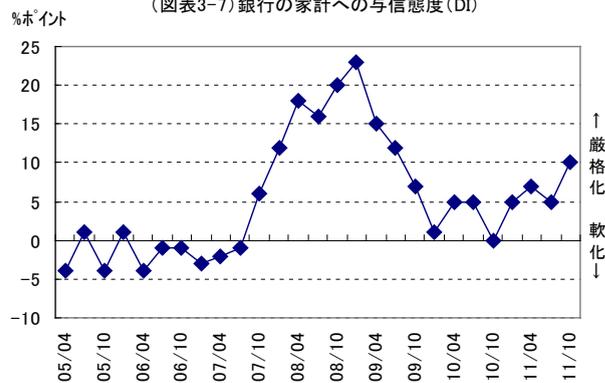
欧州委員会が発表した、10月のユーロ圏鉱工業景況感指数は▲7ポイントとなり、2010年4月時点の水準にまで低下した（図表3-10）。鉱工業景況

（図表3-6）消費者信頼感指数の内訳と推移



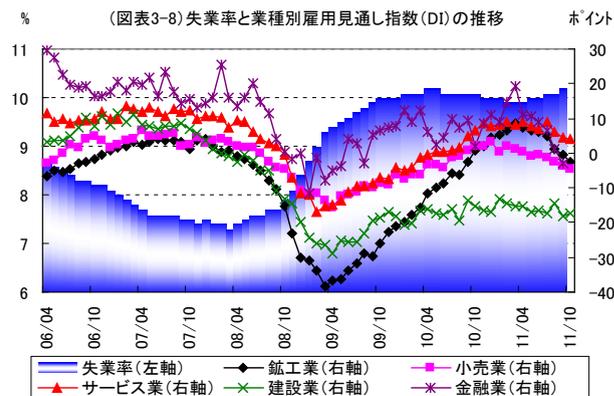
（出所）欧州委員会

（図表3-7）銀行の家計への与信態度(DI)



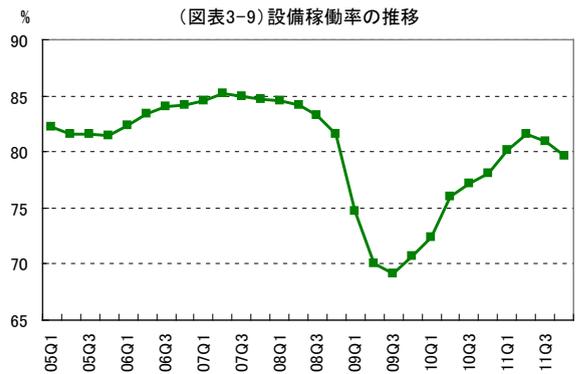
（出所）ECB

（図表3-8）失業率と業種別雇用見通し指数(DI)の推移



（出所）ユーロスタット、欧州委員会

（図表3-9）設備稼働率の推移



（出所）欧州委員会

感は、在庫過剰感指数、生産見通し指数、受注状況指数の3項目で構成されている。生産見通し指数の推移をみると、2009年末以降はプラス圏（増やすという回答数が、減らすという回答数より多い状態）を維持していたものの、10月は0ポイントに落ち込んだ。また、足元では受注が減少、在庫過剰感も高まっている。

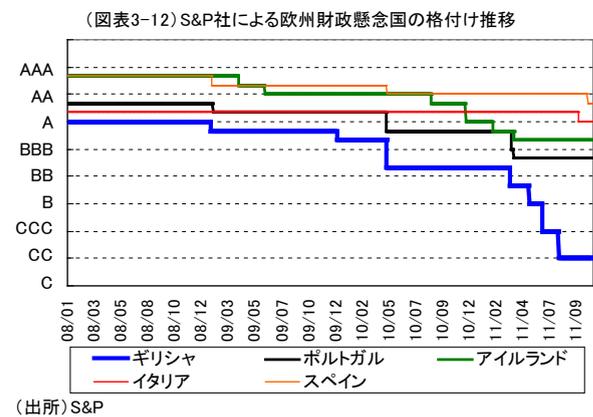
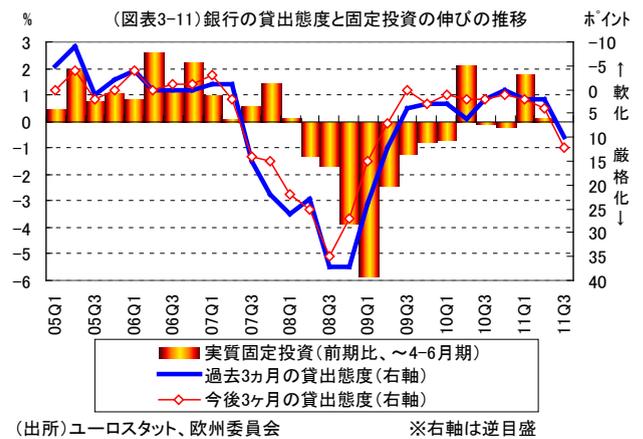
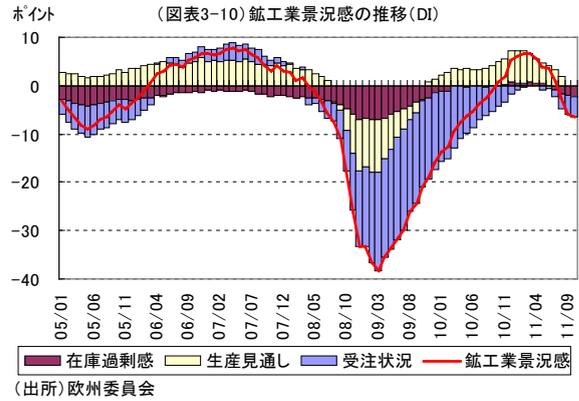
また、債務問題の深刻化に伴い、銀行は企業への貸出態度を厳格化させつつある。ECBによる銀行貸出調査によると、7-9月期は銀行が貸出態度を厳格化させており、今後3ヵ月間についても貸出態度は厳格化するとの見通しが出されている。銀行の貸出態度と固定投資の伸びを比較すると、銀行が貸出態度を厳格化させると、固定投資の伸びがやや遅れて鈍化に向かう傾向がみられる（図表3-11）。年末頃から、固定投資は本格的に下押し圧力を受けると予想される。

今後は、海外景気が新興国を牽引役に回復に向かうと予想されることから、固定投資は緩やかに持ち直しに向かうとみられる。ただ、債務問題が燻る現状では、銀行の資本増強は計画通りには進まない可能性がある。政府としても、国内銀行の救済資金が多額になるとみなされれば、自国の財政にも懸念を持たれるおそれがあるため、積極的な資本注入には及び腰だ。こうした状況を考えれば、銀行の貸出態度は容易には軟化せず、銀行の貸し渋りが固定投資のボトルネックとなる状況は継続する可能性が高い。また、EFSFの拡充策の実施や、ギリシャ債務減免についても、予定通りに進まず金融不安が再燃するリスクも残っている。固定投資の回復ペースは、見通し期間である2013年まで緩慢なものにとどまると予想する。

（4）中核国で財政緊縮の動き

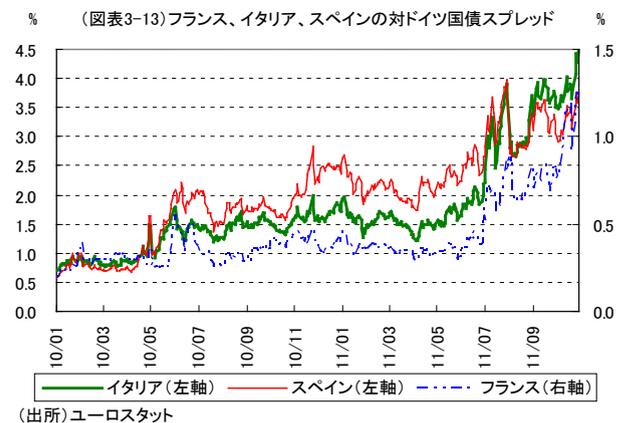
債務問題の深刻化に伴い、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアといった周辺国（いわゆるPIIGS諸国）だけでなく、フランスでも財政悪化懸念が徐々に高まっている。こうした状況を受け、足元ではイタリアやフランスが財政緊縮策を強化している。

ユーロ圏各国で財政悪化懸念が高まっていることで、格下げ圧力も増大している。9月19日、S&P（スタンダード&プアーズ）は、イタリアの長期債格付けをA+格からA格へと1段階引き下げた（図表3-12）。10月には、ムーディーズがAA格からA格、フィッチがAA-格からA+格へとそれぞれ格下げしている。格付け会社は、イタリアは労働市場改革が遅れており経済成長力が弱いこと、債務問題の深刻化に伴い景気見通しが悪化したこと、財政運営の健全性に対する疑念が高まったことなど



を格下げの要因として挙げている。

フランスについても、10月18日にムーディーズは、銀行とユーロ圏諸国の救済コストがフランス財政を過度に圧迫した場合、同国の格付け見通しを今後3ヵ月以内に「ネガティブ」に修正する可能性があると表明している。経験則では、格付け会社が見通しを格下げ方向で検討すると発表してから、およそ3ヵ月以内に70%、6ヵ月以内に80%の確率で格下げが実行される。市場では7月頃からフランスやイタリアの格下げ観測が織り込まれ、両国債の対ドイツ債スプレッドは足元まで拡大傾向が続いている（図表3-13）。

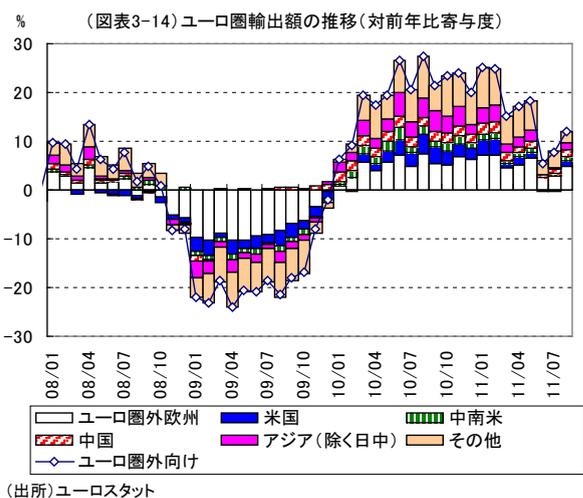


財政悪化懸念と格下げ圧力の高まりを受け、イタリアやフランスは相次いで緊縮策を打ち出している。9月14日、イタリアは付加価値税率の引き上げやエネルギー事業者への法人税増税を含む、総額598億ユーロ規模の財政赤字削減策を発表した。今回の赤字削減策により、2010年は対GDP比4%強であった財政赤字を、2013年までに均衡化させる（財政赤字を対GDP比でゼロにする）計画である。元々7月時点では、赤字削減の規模は480億ユーロ、財政の均衡は2014年までに行う計画であったが、債務問題の深刻化に伴い、イタリアの財政運営に対する懸念が高まったことで、緊縮策を強化せざるをえなかった形だ。また、11月7日にはフィヨン仏首相が、VAT（付加価値税）と法人税の税率引き上げや、年金受給開始年齢の引き上げを前倒しすることで、2016年までに650億ユーロの財政赤字削減を予定していると発表した。

イタリアとフランスの財政赤字削減の幅は、単年度で見るとそれぞれ対GDP比で1.6%、0.7%の削減となる。実際の景気への下押し圧力は、乗数効果によりさらに大きなものとなる可能性もある。中核国での赤字削減の動きは、ユーロ圏全体の景気を下押しすることが予想される。

（5）輸出は年末以降に上向くと予想

2010年－2011年初にかけて、輸出は世界景気の回復を背景に堅調に伸びていたものの、2011年央以降は伸びが鈍化している。8月のユーロ圏外向け輸出は前年比+10.0%と、増加ペースの鈍化が鮮明になっている。対前年比伸び率の寄与度をみると、特に米国向けの寄与が縮小している（図表3-14）。



製造業においても、8月のユーロ圏外向け製造業受注額（除く輸送機器）は前月比▲0.8%と、3ヵ月連続で減少した。

米国景気については、FRBによる金融緩和の効果により、2012年央から緩やかな持ち直しに向かうとみられる。中国景気についても、インフレはすでにピークアウト感がみられ、年明け以降は財政・金融政策を引き締めから緩和方向へとシフトすることに伴い、力強さを取り戻すと予想している。輸出についても、世界景気の回復に伴い、2012年には持ち直しに向かうとみている。

ただ、足元は欧州債務問題が世界景気の動向を左右しているため、金融不安が再燃する事態になれば、世界景気も大きな下押し圧力を受けると考えられる。債務問題の深刻化に伴い、ユーロ圏の内需だけでなく、外需も失速する懸念は依然として残っている。

(6) ECBは年末に追加利下げを行うと予想

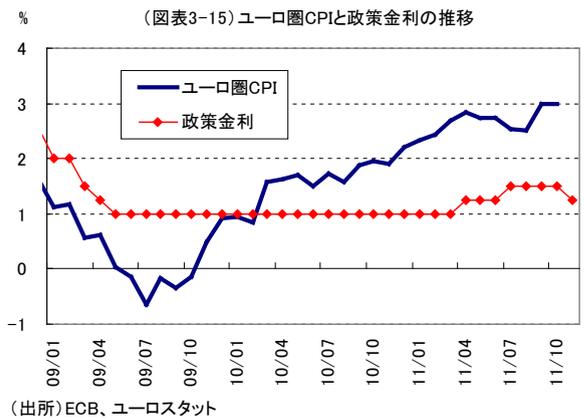
ECBは11月3日の政策理事会で、政策金利を25bp引き下げ、1.25%とした。前回10月の理事会では、インフレ率（9月：対前年比+3.0%）が上昇していたことが利下げに踏み切れなかった理由とみられるが、10月のインフレ率も先月と変わらなかった（10月：同+3.0%）ため、市場では利下げは無いとの見方が大勢であった。

理事会後の記者会見で、ドラギ新総裁は「（景気の下振れリスクは顕在化しつつあり）このような環境下で利下げを行っても、物価や賃金の上昇圧力は穏やかなものにとどまっている可能性が高い」と、景気見通しの悪化を利下げの理由として挙げた。また、ECB理事会の直前に、ギリシャが第2次支援策に対する国民投票を実施すると宣言していたことから、金融不安再燃に先手を打った面もあると考えられる（図表3-15）。

債務問題は今後は徐々に解決に向かうとみられるものの、政治的リスクを背景に金融不安が再燃するリスクは依然残っており、ユーロ圏景気についても今後の回復ペースはきわめて緩慢なものにとどまるとみられる。ECBは次回12月の理事会で25bpの追加利下げを行い、金融不安の緩和と景気の下支えに積極的な姿勢を打ち出すとみる。

ECBは周辺国の国債購入を継続している。特に7月以降、イタリアやスペイン国債の利回りが急騰してからは、購入規模を拡大している。ギリシャの財政再建への疑念は燻り続けており、EFSFによる金融安定化策（SPVの設立や新発国債への保証付与）も、まだ実行に移されていない。こうした状況下で、金融市場の安定に向けて機動的に動けるのは目下ECBだけである。

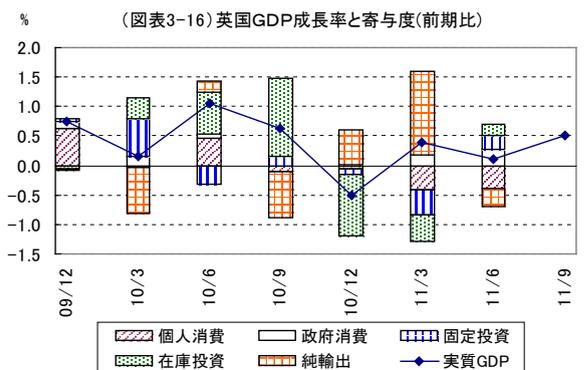
この点について、ドラギ新総裁は就任前の10月26日に、「非標準的措置により、通貨・金融市場の機能不全が金融危機に発展することを予防する決意だ」と発言している。ドラギ総裁としては、ECBによる国債購入の金融市場での重要性を理解したうえで、「非標準的措置」との発言をしたものと推測される。EFSFが国債購入を開始したとしても、金融市場が十分に安定しなかった場合には、ECBも国債購入を継続すると予想する。



(7) 英国景気は緩慢な回復が続くと予想

英国の7-9月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+0.5%と、4-6月期の同+0.1%から加速した（図表3-16）。ただ、成長率が加速した背景には、東日本大震災により寸断された供給網が回復したことによる一時的影響が大きいとみられ、景気回復ペースの基調的な加速を示すものではないとみる。

英国のGDPの6割超を占める個人消費は、住宅価



格の下落による負の資産効果や、雇用環境の悪化などを受けて、きわめて伸びが鈍い展開が続いている。9月の実質小売売上は前年比+0.7%と、4ヵ月ぶりにプラス圏に戻ったものの、実質小売売上はリーマン・ショック発生以降、基調的に同±0%付近での推移が続いている。

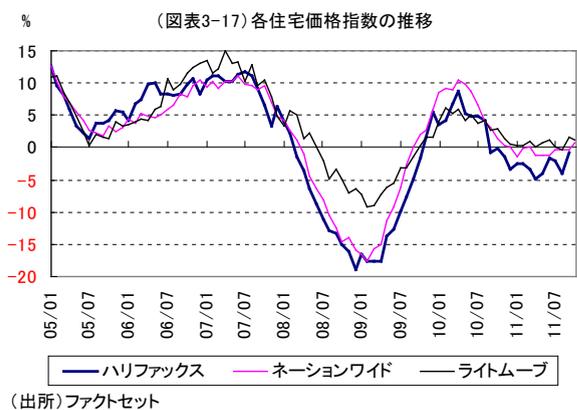
英国の代表的な住宅価格指数の伸びを比較すると、いずれも上昇のモメンタムがきわめて弱い、ないしマイナス圏での推移が続いている（図表3-17）。また、9月発表のILO基準による失業率は

8.1%と、15年ぶりの高水準となった。失業率上昇の要因としては、公的部門での雇用削減などがあるとみられる。

英国では、2016年までに公務員を50万人削減することが計画されており、今後も雇用環境の悪化を背景に、個人消費の低迷が続くとみる。経済に占める金融業のウェイトが大きい英国では、家計は欧州債務問題の影響に警戒を続けるとみられるほか、企業の期待成長率も低下する可能性が高い。また、主要な輸出相手であるユーロ圏は、債務問題の深刻化により景気の減速が見込まれることから、外需の伸びは鈍化する可能性が高い。以上から、英国景気は目先減速傾向を強め、その後の回復ペースも緩慢なものにとどまると予想する。

BOE（イングランド銀行）は10月のMPC（金融政策委員会）で、政策金利を0.5%ですえ置く一方、資産買い取り枠を2,000億ポンドから2,750億ポンドに拡大するという、追加量的緩和策を決定した。9月のインフレ率は対前年比+5.2%と高水準で推移しているものの、BOEによると、インフレ率の上昇は主にエネルギー価格の上昇と輸入物価の上昇が原因で、国内の物価上昇圧力は限られているとのことである。また、世界景気の不透明感が増しつつあること、債務問題の深刻化に伴い民間部門の景気見通しが悪化し、内需が弱っていることなどが、量的緩和策に踏み切った理由として挙げられた。

BOEのキング総裁は、2009年に量的緩和策を開始した当初、「利下げの効果は小さくなっている」と述べており、現状の0.5%からの一段の利下げには否定的な態度を維持している。キング総裁は、さらなる量的緩和の可能性も排除しないと発言しており、BOEは現在の買い取り枠が満額となる来年2月頃に、買い取り枠の再拡大に乗り出すとみている。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、財政・金融面の各種引き締め政策や、先進国景気の変調などの影響で、目先は減速基調が続く可能性が高い。ただ、減速ペースは緩やかで、2011年通年では9%台の成長率を確保しよう。2012年は、年後半にかけ、次第に持ち直し傾向が鮮明になっていく展開を予想する。

消費者物価はすでにピークアウトしつつある。景気減速やこれまでの引き締め政策、今秋の穀物の豊作、前年同時期が高かったこと等の効果で、今後一段と鈍化に向かう可能性が高い。物価の落ち着きを受け、当局は今後、マクロ経済政策スタンスの緩和方向へのシフトを一段と鮮明にしよう。すでに、税制の優遇措置や、中小企業の資金繰り対策など、部分的な緩和策に着手しているが、年明けまでには預金準備率を引き下げ、春には利下げに踏み切るとみる。

景気は年明け以降、次第に底打ち感が出始め、5年に一度の共産党大会が開催される年後半までには、力強さを取り戻す可能性が高い。地方銀行の不良債権問題は依然リスクだが、政府の対策は効果を挙げつつあり、今のところコントロール可能な状態にある。2012年後半の成長率は再度前年比で10%近くまで加速する展開を予想する。

(1) 2012年の中国景気は再加速

中国の2011年7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+9.1%となった(図表4-1)。これで3四半期連続の伸び鈍化だが(1-3月期:同+9.7%、4-6月期:同+9.5%)、今のところ減速ペースは緩やかなものにとどまっている。季節調整済み前期比では+2.3%で、1-3月期の同+2.1%、4-6月期の同+2.2%からは逆に小幅加速、年率9%台の成長ペースを維持している。

先進国景気の減速懸念が強まるなか、中国景気が世界経済のけん引役として安定成長を維持できるかどうかは、足元の金融市場の最大の関心事のひとつとなっているが、今のところハードランディングに向かっている証左はない。昨年以來、5度の利上げ

を実施していることを考えれば、この程度の景気減速は当局にとっては十分織り込み済みと言える。

年末にかけての中国経済は、先進国景気の減速や、これまでの引き締め策の影響で、引き続き減速基調が続くとみるが、2011年通年の実質成長率は9.2%と、9%台の伸びを確保するとみる。ここへきて、インフレ圧力は緩和の兆しが見え始めていることに加え、2012年の秋には5年に1度の共産党大会が予定されていることもあり、当局は今後、マクロ経済政策スタンスの緩和方向へのシフトを鮮明にしていく可能性が高い。2012年後半の実質GDP成長率は10%近くまで再加速する可能性が高く、通年でも同9.5%と、再度力強さを取り戻すとみている(図表4-2)。

(2) 生産・投資は小幅減速

企業マインドは今のところ一進一退の状況が続いている。中国物流購買連合会が発表した10月

(図表4-1)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



(出所)中国国家统计局

(図表4-2)中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	10年	11年 (予測)	12年 (予測)	13年 (予測)
実質GDP成長率	10.3	9.2	9.5	9.1

の購買担当者指数（PMI）は50.4ポイントと、上昇を見込んでいた市場予想に反し、9月から0.8ポイント低下した（図表4-3）。好不況の分岐点である50ポイントは上回っているものの、中国景気の減速局面が今しばらく続く可能性が高いことを示している。生産指数、新規受注指数、輸出指数などが軒並み悪化した。ただ、購買価格指数が前月から10.4ポイント大幅低下の46.2ポイントと、50ポイントを割り込んだのは、インフレのピークアウトが今後企業マインドの改善に繋がる可能性を示唆している点で、好材料である。

企業の生産活動は一進一退の推移が続いている。10月の鉱工業生産は、前年比+13.8%となった。6月の同+15.1%からは伸びが鈍化したものの、昨年末以降の平均レベルの伸びを保っている（図表4-4）。

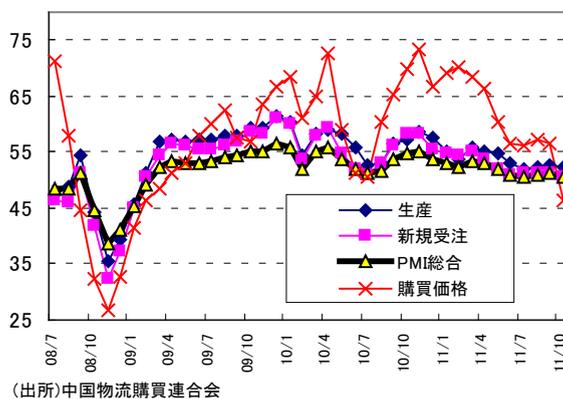
1-10月の都市部固定資産投資は前年比+24.9%と、1-9月と同じ伸びとなった（同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表）（図表4-5）。与信規制と7月の高速鉄道事故を受け、鉄道プロジェクトの多くが中断または遅延を余儀なくされており、鉄道運輸部門の投資が、1-6月時点の前年比+6.9%から1-10月は同▲21.9%へと大幅減に転じている。不動産開発投資も、不動産価格の沈静化を受け、同+31.1%と、2ヵ月連続の伸び鈍化となった（1-8月：同33.2%、1-9月：同+32.0%）（図表4-6）。

中国企業は、中小企業を中心に、多くが当局の引き締め強化に伴う資金調達環境の悪化に苦しんでいる。ただ、インフレ圧力の緩和に伴い、政府はすでに部分的な緩和策に着手している。官民とも、投資意欲は引き続き高いものがあるとみられ、資金調達環境が改善に向かえば、固定投資は2012年にかけても堅調な推移を続ける可能性が大きいとみている。

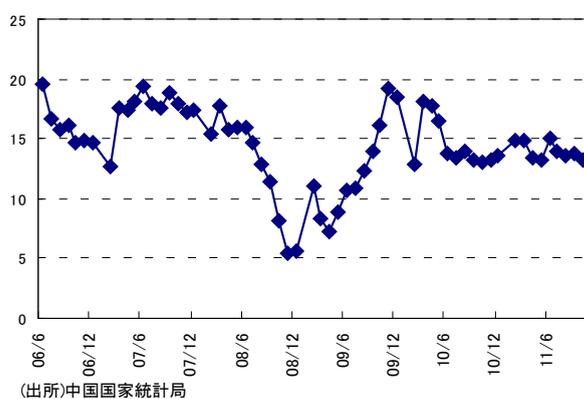
（3）輸出は鈍化傾向が鮮明に

輸出は鈍化傾向が鮮明となっている。10月の輸出は前年比+15.9%、輸入は+28.7%の伸びとなった。輸出の伸び鈍化は2ヵ月連続である（図表4-7）。最大の貿易相手であるEU向けが、8月の同+22.3%から2ヵ月で同+7.5%まで大きく減速してきた影響

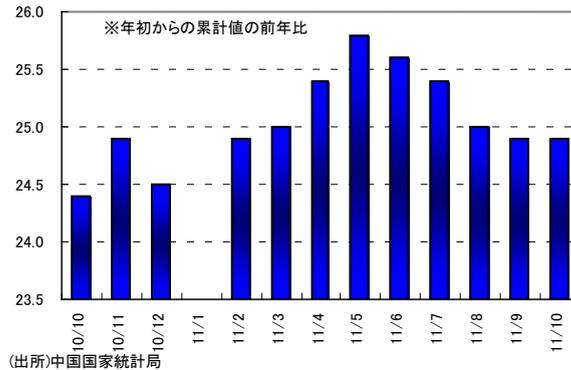
ポイント (図表4-3) PMIの推移



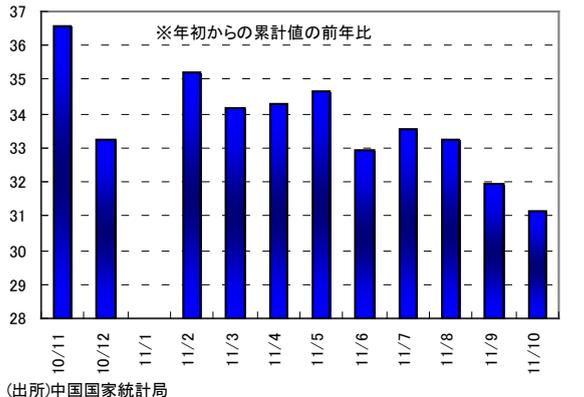
(図表4-4) 鉱工業生産(前年比)



(図表4-5) 都市部固定資産投資の推移



(図表4-6) 不動産開発投資の推移



が大きい。

米国向け輸出は前年比+13.9%と、9月の同+11.6%から逆に加速している。

欧州景気の変調は、今後さらに明確になっていく可能性が大きい。2012年にかけても、先進国経済は足取りがしっかりしない状態が続くとみられ、輸出の回復は鈍いものにとどまると見ている。

(4) インフレ鈍化で個人消費は回復へ

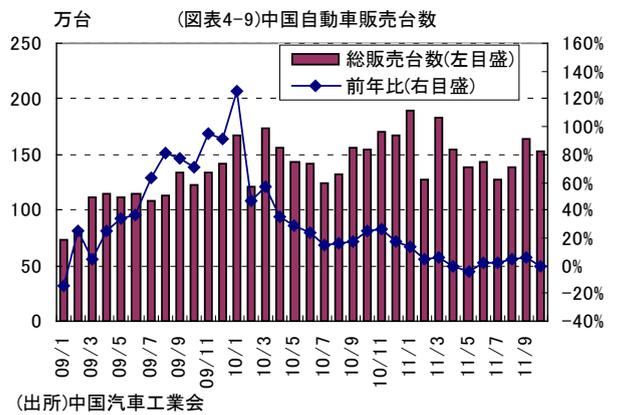
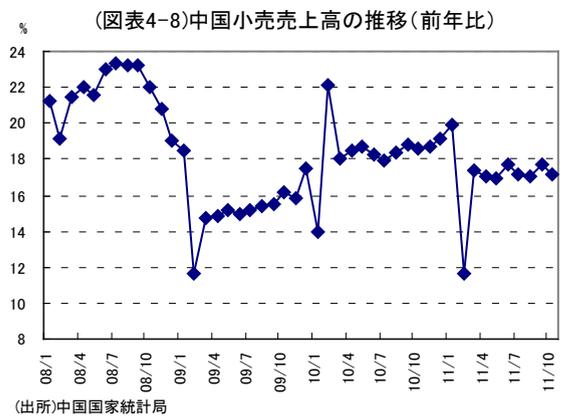
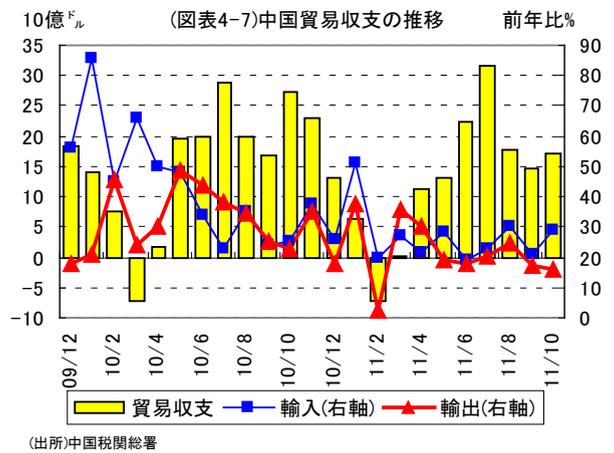
10月の小売売上高は前年比+17.2%の伸びとなった(図表4-8)。伸び率は前月から0.5ポイントの低下。内訳は、都市部が同+17.2%、農村部が同+17.4%。品目別では、価格が上昇している石油・関連製品の伸びが同+34.2%と大きく、足元の小売売上が物価上昇でかさ上げされている様子を示している。

今年に入ってから個人消費の伸び鈍化には、物価上昇のほか、自動車販売の不振が大きく影響している。東日本大震災の影響で、日系メーカーの販売台数が一時大幅に減ったこと、政府が2010年まで実施していた各種の販促策を打ち切ったこと、北京市で渋滞対策のため新規登録を大幅に制限したことなどが要因である。

10月の自動車販売台数は前年比▲1.1%の152万台となった(図表4-9)。1-10月累計では同+3.2%、うち乗用車は+5.9%となっているが、昨年の新車販売台数が政府の販促策で3割以上も伸びていたことを考えると、プラスの伸びを保っているだけで上出来との評価もできよう。メーカー各社が独自の販促策を拡大しているほか、原油価格の落ち着きや、代替エネルギー車への補助金などが下支えとなっている。

年末から2012年にかけての個人消費は、インフレの落ち着きと、政府の各種緩和策、堅調な雇用などが下支えするとみている。消費者物価は後述のとおりすでにピークアウトに向かっている。政府のマクロ経済政策スタンスの緩和方向への転換に伴い、資金調達環境も次第に改善に向かうとみられる。また、中国都市部での雇用創出は、政府関係者によれば7-9月期としてはここ数年で最良で、1-9月累計では994万人(昨年1-9月は931万人)と、政府が年間目標としていた900万人を早くも上回ったことが明らかとなっている。

中長期的には、引き続き着実な所得増が個人消費を支えていこう。いわゆる「三農問題」解決のため、政府は農村部の所得底上げに注力している。労働争議の頻発にみられるとおり、より高い賃金、より良好な職場環境を求める低所得者層の意識は年々向上している。過去10年に渡り、最低賃金引き上げの流れが各都市で続いているが、ここ2年ほどは、上昇ペースが加速している。中



国人事社会保障省によれば、北京や天津など21の地域の今年の最低賃金が、平均で前年比21.7%の上昇を記録したとのことだ（9月末時点）。

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

(5) インフレはピークアウト

10月の消費者物価指数（CPI）は前年比+5.5%と、9月の同6.5%から大きく低下した（図表4-10）。前月比でも+0.1%と、9月の同0.5%からプラス幅が大きく縮小している。

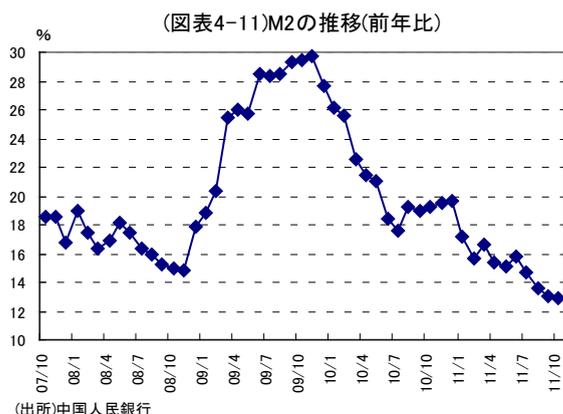
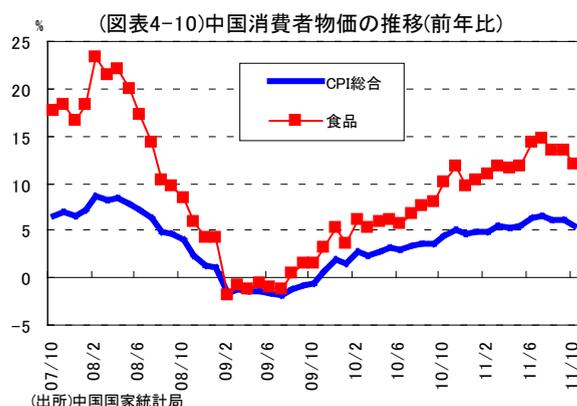
内訳をみると、食品価格が前年比+11.9%と、9月の同13.4%から大きく減速したのが大きく寄与した。非食品価格も同+2.7%と、9月の同+2.9%からプラス幅が縮小している。食品価格のうち、穀物類は同+11.6%（9月：同13.4%）、豚肉が+38.9%（9月：同+43.5%）と、いずれも伸び鈍化傾向が顕著となっている。10月の食品価格は、前月比では▲0.2%と、5月以降初めての下落となった。商務部によると、全国の主要農産物価格は10月30日までに3週連続で下落、累計では1.2%の値下がりとなった。野菜は3週連続で大きく値下がりし、肉類は5週連続の値下がりとのことだ。

夏場までの豚肉価格の高騰は、飼料である穀物価格の上昇や、伝染病、禁止薬物投入疑惑等の影響で、生産量が趨勢的に減少していたことが影響していた。政府はすでに、生産者に対し繁殖用母豚1頭につき100元の補助金を支給するほか、全国的に備蓄肉を放出するなどの対策を打ち出してきたおり、足元では飼育頭数が着実に回復してきている。

また、中国農業省によると、2011年の同国の穀物収穫量は豊作で、5億5千万トンを超え、収穫量、単位当たり生産量ともに過去最高を更新する見通しとなっている。トウモロコシ等、国際穀物相場も安定的に推移している。

CPIは、年末にかけ一段と伸びが鈍化に向かう可能性が高い。食品価格のピークアウトに加え、これまでの景気減速や引き締めの影響が現れ始めたこと、前年同月の物価が高かったことも伸び鈍化要因となっている。また、CPIの先行指数である生産者物価指数（PPI）も、10月は前年比+5.0%と、このところ大きく伸びが鈍化してきている（7月：同+7.5%、8月：同+7.3%、9月：同+6.5%）。

世界景気の不透明感の増大に伴い、リスク資産からの巻き戻しの動きが顕著となっており、キャリートレード等を通じた先進国からの資金流入が、国内の過剰流動性に繋がるリスクが遠のいているのも好材料だ（図表4-11）。



(6) 不動産価格の上昇ペースは鈍化へ

不動産市場も沈静化に向かっている。人民銀行は、1-9月の銀行の不動産業者や住宅購入者向け融資が、前年比で43%減少したと発表している。新規融資に占める割合も、1-9月は17.5%と、1-6月の19.6%から低下した。

政府は、今年1月から、2軒目の住宅購入の最低頭金比率を50%から60%に引き上げるなど、「史上最強の抑制政策」と称される不動産価格抑制策を継続している。今年も、大都市圏での規制強化に続き、地方都市での住宅価格抑制に注力しており、9月には、中国東部の泰州市が、中規模都市としては初めて複数住宅の購入を禁じる規制を導入した。

また、政府は今年、低所得者向けの賃貸や分譲住宅を1,000万戸建設する目標を掲げている。必要な資金総額に占める政府資金の割合はこれまで10%未満だったが、温首相は地方政府に対し、土地売却収入の低所得者向け住宅建設への割り当てを増やすよう求めている。銀行は、こうした住宅の建設を行う企業や地方政府傘下の金融機関に直接貸し付けることができる。

温家宝首相は、不動産価格の抑制策を緩和するのは時期尚早とのスタンスを示しており、不動産価格は引き続き抑制された状態が続くとみる。ただ、一方で都市化政策を推進していることを考えると、都市部の不動産価格を中長期的に抑制していくのは容易ではない。不動産バブル懸念が完全に払拭される可能性は低く、今後も過熱懸念が残り続けるとみる。

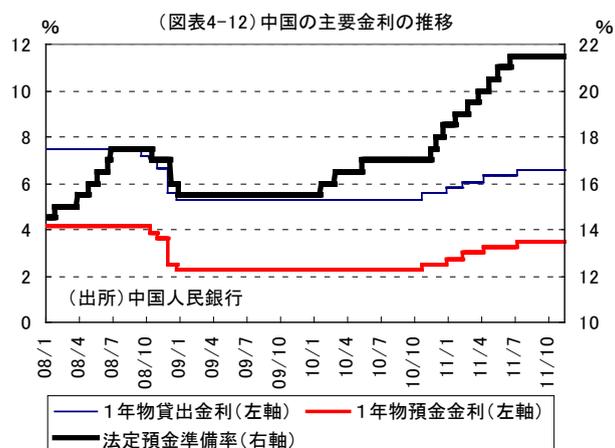
(7) 財政・金融政策は緩和方向へ

中国当局は、昨年10月から今年の7月にかけて、5回の利上げを実施してきたが、物価に落ち着く兆しが見え始めたのを受け、10月29日の温家宝首相主宰の常務会議では、当面の経済政策について「情勢の変化を正確に把握し、適時、適切に微調整する」ことを確認した。すでに、部分的な緩和方向への政策シフトは始まっている。

中国では、金融引き締めの影響で、多くの中小企業の資金調達環境が急速に悪化、闇金融等からの借りに走るケースが急増している。人民銀行の調査によると、国内の非正規融資（小規模金融会社や質屋、闇金融等）は、今年5月末時点で3兆3,800億元、融資全体の6.7%に上ったとのことだ（2010年3月末の時点では3%）。

そこで、中国政府は11月1日から、資金調達難に陥っている中小企業の支援策の一環として、付加価値税と事業税の課税最低額を引き上げた。付加価値税の新たな課税最低額は月2,000-5,000元から、月5,000-2万元へ、事業税の課税最低額は月1,000-5,000元から、月5,000-2万元へそれぞれ引き上げられた。また、政府は年末までの2ヵ月で1兆元超の補助金を金融市場に注入する見通しとのことだ。対象はさまざまな業界・セクターにおよび、金融引き締めの影響で部分的に目詰まりを起こしている流動性の改善を目指すこととなる。

一方、中国銀行業監督管理委員会（銀监会）は、小規模企業への銀行融資の拡大を促す対策を明らかにしている。小規模企業向け融資を行うための特別債の発行が一部銀行に認められるほか、新たな支店



の開設も可能となる。小規模企業に融資する銀行の自己資本規制も緩和の方針だ。

インフレの沈静化を確認するにはいましばらく時間がかかるとみられ、政府は利下げは時期尚早と考えている可能性が高いが、大手行で21.5%という記録的な高さに上昇している預金準備率については、早ければ年内にも0.5%引き下げの可能性を見込む(図表4-12)。来年の春までには利下げも実施されよう。2012年末までに、利下げは2回程度、預金準備率の引き下げは3回程度実施されると予想する。人民元は、これまで通り年率5%前後での元高方向への誘導が続くとみる(図表4-13)。

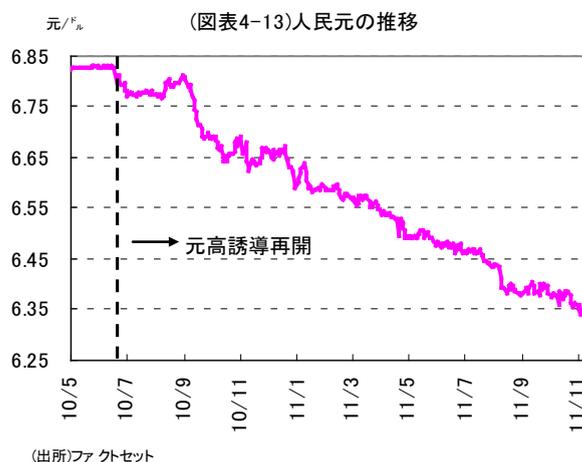
2012年は、秋に5年に1度の共産党大会が開催される「政治の年」に当たる。一党独裁国家の正当性を改めて国民にアピールするためには、秋までに景気が回復に向かっていることが必要である。物価の落ち着きが確認できれば、当局は緩和方向へのシフトをさらに鮮明にしていくとみられ、景気にも底打ち感が広がってこよう。

(8) 地方政府の債務問題はコントロール可能

地方政府向け銀行融資の不良債権問題は引き続きリスクとして残っている。中国では地方政府財政の赤字が法的に認められていないため、地方政府融資平台(LGFV: Local Government Financing Vehicle)と呼ばれるペーパーカンパニー的な会社を設立し、そこを通じて資金を借り入れている。LGFVは全国で8,000を超えると言われる。中国監査当局は、2010年末時点の地方政府債務は約10兆7,000億元で、このうち約半分の4兆9,700億元がLGFV保有の債務であることを明らかにしている。多くはリーマン・ショック後に景気刺激策を導入していた時期に積み上がった債務で、このうち2~3割が不良債権化しているとみられている。

ただ、政府はすでに本格的な債務整理に乗り出しており、ある程度成果を挙げつつある。地方政府に対しては、これまで禁止されていた地方債の発行を認め、より透明な資金調達を促す方針だ。上海、深圳、広東省、浙江省の4地方自治体に対し、中央政府による割当枠内で債券を発行することを認める方針を示しており、上海市は11月8日、先陣を切って地方債の発行を発表した。モラルハザードへの警戒感から政府は今のところ言及を控えているが、最終的には、政府が銀行への資本注入等の抜本的対策に乗り出すだろう。中国の格付け機関大手、中誠信国際信用評級(CCI)の試算によると、ギリシャ債務の50%減免で合意した欧州連合(EU)と同様の手法を用いても、「損失額は合計でおよそ1兆元」とのことだ。国内銀の利益は年間9,000億元強に達していることを考えれば、吸収可能なレベルとみられる。

この点、財政状態に余裕があるのも安心材料である。1-10月の財政収入は前年同期比28.1%増の9兆851億6,800万元と、年初の予算である8兆6,000億元を超えた。通年では史上初の10兆元台に達する見通しだ。中国財政は、地方政府の債務問題や景気減速に十分対処できる余力を有している。今後も機動的な財政出動が可能であることは、中国経済の先行き安心材料である。



5. アジア新興国経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国の景気は総じて減速している。輸出主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピンの景気は、当面、減速傾向が続くとみている。ただ、年明け頃からは中国景気が徐々に持ち直す可能性が高く、これら国々の景気も外需主導で再度上向くと予想される。インドとインドネシアは内需主導型経済であるが、インドネシアの景気は今後も安定成長が持続すると予想する。インドの景気はやや減速しつつも高成長を維持するとみる（図表 5-1）。

インドでは依然として高インフレが続いているが、その他の国ではインフレによやく落ち着いた兆しが見え始めた。これまでの利上げの累積効果や国際商品市況の調整、海外からの資本流入の一服などが要因と考えられる。利上げサイクルは最終局面を迎えつつある。

（1）アジア新興国の景気は総じて減速

アジア新興国の景気は総じて減速している。韓国の7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.0%（前期比：+0.7%）と、4-6月期の同+3.6%（同：+0.9%）から鈍化した（図表 5-2）。輸出（前期比：+1.2%→2.0%）は伸び率がやや加速したもの、個人消費（同：+0.9%→+0.6%）や固定資本形成（同：+2.3%→+1.3%）の伸び率は減速した。在庫投資の寄与度が+0.4%から▲0.3%へとマイナスに転換したことも成長率鈍化の一因となった。

台湾の7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.1%と、4-6月期の同+0.9%からマイナス成長に転じた。個人消費は比較的堅調に推移したものの、輸出の減速や設備投資の落ち込みが影響した。

インドネシアの7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.5%と、4-6月期の同+6.5%と同じ伸びとなった（図表 5-3）。インフレ率が落ち着きつつあることから、個人消費（前年同期比+4.8%）が引き続き堅調に推移し、輸出（同+18.5%）もエネルギー資源を中心に大きく伸びた。景気が減速しつつある国が多いなか、同国が内需主導で安定成長を維持している点が際立っている。

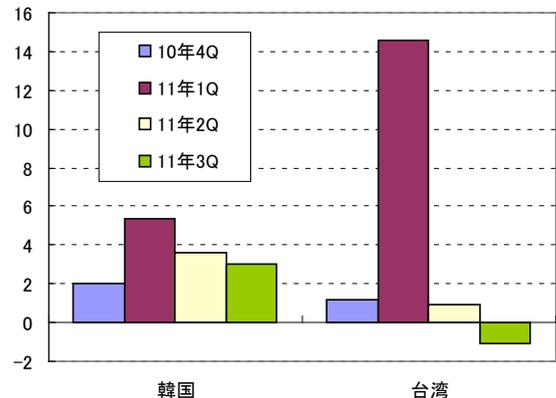
各国の鉱工業生産指数（季調値）の推移を見ると、世界景気減速の影響を受けて、今年に入ってからは伸

（図表5-1）アジア新興国の実質GDP成長率予測

	2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
韓国	6.2%	3.5%	4.8%	4.2%
台湾	10.9%	4.1%	4.7%	4.3%
香港	7.0%	5.2%	4.3%	4.1%
シンガポール	14.5%	4.8%	5.2%	5.0%
インドネシア	6.1%	6.5%	6.7%	6.9%
タイ	7.8%	1.2%	5.2%	5.8%
マレーシア	7.2%	3.6%	4.9%	4.5%
フィリピン	7.6%	3.9%	5.1%	5.3%
インド	8.4%	7.4%	7.9%	8.2%

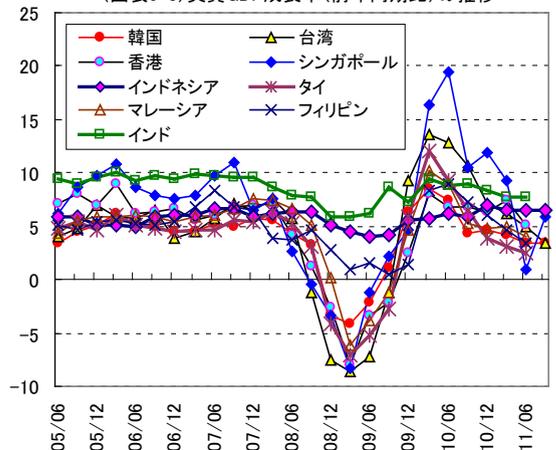
（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）

（図表5-2）韓台の実質GDP成長率（前期比年率）



（出所）韓国銀行、台湾行政院主計処

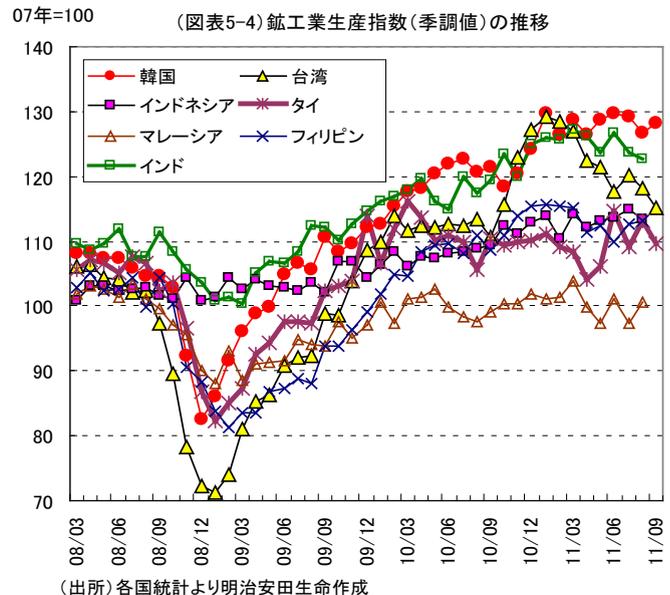
（図表5-3）実質GDP成長率（前年同期比）の推移



（出所）各国統計より明治安田生命作成

び悩んでいる国が多い（図表 5-4）。特に、台湾の落ち込みが深刻である。台湾は半導体や液晶パネル等の世界的な生産拠点であり、シリコンサイクルが下降局面に入った影響を強く受けている。

東日本大震災に伴うサプライチェーン寸断の悪影響は、4～5月にタイで顕在化（同国の4月の自動車生産は前月比半減）したものの、5月下旬以降は急速に解決に向かい、6月には生産体制はほぼ正常化した。その他の国でも4月には多少の悪影響がみられたものの、いずれも軽微なものにとどまった。



(2) タイで大規模な洪水が発生

タイでは7月以降の豪雨により、北部・中部を中心に河川が氾濫、50年ぶりともいわれる大洪水に見舞われている。10月上旬にはバンコク北部にある7つの主要工業団地が冠水、同下旬にはバンコク市内でも浸水が始まった。被害は広大な地域に及んでおり、農業、製造業、観光業などあらゆる産業に深刻な悪影響を与えている。

タイ政府は、洪水による被害額はGDPの1.0～1.7%程度（日本円換算で2,500億円～4,300億円程度）との試算を暫定的に示しているが、洪水はまだ収束しておらず、被害額は今後さらに膨れる可能性もある。ちなみに、内閣府の推計によれば、東日本大震災の被害額は16.9兆円（日本のGDPの3.5%）であった。

タイは自動車や電機などにおいてASEAN随一の生産拠点となっており、完成品だけではなく、部品でも重要な地位を占めている。10月上旬から操業停止に追い込まれる工場が増加しており、サプライチェーンが寸断されたことから、直接被害を受けていない工場でも減産せざるをえない状況が見られる。さらにタイ国内だけではなく、その影響は自動車を中心に、ASEAN各国や日本、中国、米国などにまで及んでいる。現在は、タイ国内のほか、日本、中国、マレーシア、インドネシア、フィリピンなどで、部品の代替生産が開始されており、サプライチェーンの復旧が進められている。東日本大震災の際は、自動車用マイコンの不足が深刻となり、自動車の生産停止が長期化した。今回の場合、タイでしか生産されていない部品はほとんどなく、代替生産が比較的容易なため、サプライチェーンの修復は比較的早いと予想される。ただ、HDDの生産はタイの世界シェアが約30%も占めているため、パソコンのクリスマス商戦（年末商戦）に世界レベルで悪影響が出る可能性が高い。

今後は乾季となるため、雨量は減少する可能性が高いものの、バンコク周辺は低地が広がっているため、洪水のピークが過ぎても排水には1ヵ月以上かかるとの見方が強い。したがって、冠水した工場の生産再開は早くとも年末頃となる可能性が高く、大規模な設備交換が必要な工場ではさらに数ヵ月の時間を要しよう。10-12月期の実質GDP成長率は、生産の落ち込みに加え、農産物の収穫量減少や観光業の不振などから、前年同期比でマイナス成長となる可能性が高い。ただ、1-3月期以降は、生産も徐々に回復に向かうと予想されるうえ、復旧・復興需要も本格化してくるとみられる。農業や観光業なども次第に持ち直してくる可能性が高く、景気は急速に回復に向かうと予想される。

タイの大洪水はタイ経済に大きな打撃を与えているが、その他のアジア新興国に関してはマイナス面だけではなく、プラス面も存在する。マイナス面としては、サプライチェーンの寸断に伴う減産に加え、タイへの生産財の輸出減少、タイからの輸入食品（米、野菜、果物等）の価格上昇などが挙げられる。一方、プラス面としては、洪水で生産が停止した製品・部品の代替生産が行われることに加え、タイへの消費財の輸出増加などが指摘できる。全体としては、マイナス面の方が大きいとみられるものの、各国の成長率に大きな影響を与えるほどではなからう。

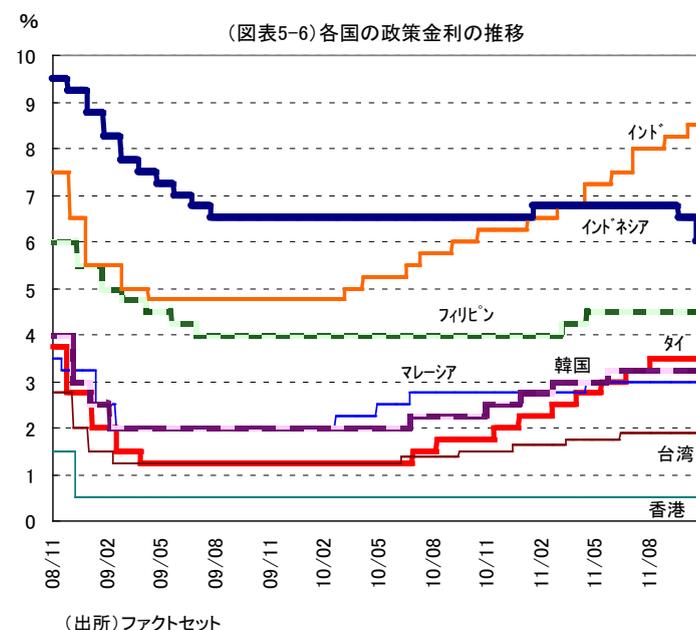
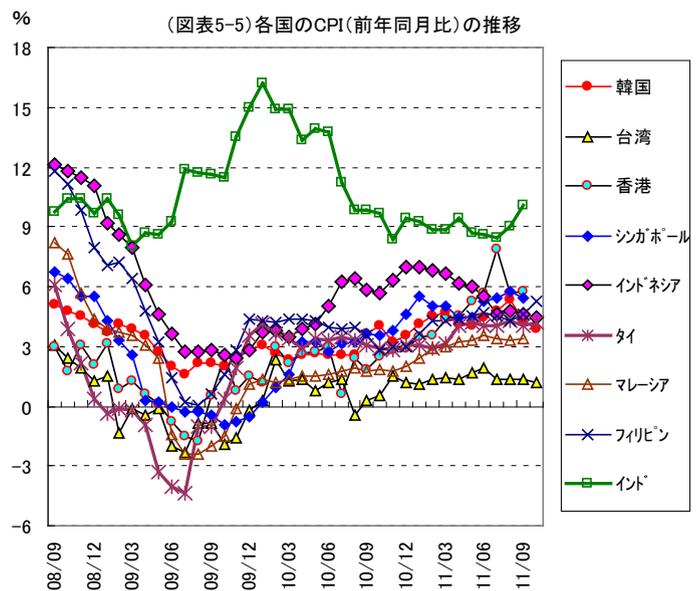
（3）利上げは最終局面に

インドでは依然として高インフレが続いているが、その他の国ではインフレによりやく落ち着きの兆しが見え始めた（図表 5-5）。これまでの利上げの累積効果や国際商品市況の調整、海外からの資本流入の一服などが要因と考えられる。本年9月以降の各国の金融政策の動向を見ると、インドは利上げ（9/16、10/25）、インドネシアは利下げ（10/11、11/10）、それ以外の国は政策金利をすえ置きと、これまでの利上げ一辺倒からは状況が変化しつつある（図表 5-6）。

インド準備銀行（中央銀行）は、9月16日に政策金利（レポ金利）を8.00%から8.25%に引き上げ、10月25日にはさらに8.25%から8.50%へと引き上げた。同行のスバラオ総裁は、「幅広い品目でインフレ率は依然高い」と利上げの理由を述べる一方、次回の会合（12月16日）では「利上げの可能性は比較的低い」とも言明した。「インフレ率は12月から鈍化し始める」とし、「予想通りなら追加利上げは正当化されない」と利上げの打ち止めも示唆した。

インドネシア中央銀行は、10月11日に政策金利（BI レート）を6.75%から6.50%に引き下げ、11月10日にはさらに6.50%から6.00%に引き下げた。同国のインフレ率は今年1月の前年同月比+7.0%から10月には同+4.4%まで着実に減速しており、5月以降はインフレ目標（4~6%）の範囲内に収まっている。同行は、インフレ懸念の後退に加え、世界景気減速の影響を軽減するために追加利下げに踏み切ったと説明している。

韓国銀行は、10月13日に開催された定例の金融政策委員会（毎月1回開催）で、4回連続で政策金



利（ベースレート）を3.25%にすえ置いた。インフレ懸念に沈静化の兆しが見え始めたことに加え、景気の減速傾向が鮮明になりつつあることが要因とみられる。

台湾中央銀行は、9月26日に開催された定例の金融政策委員会（3ヵ月に1回開催）で、政策金利（再割引率）を1.875%にすえ置いた。すえ置きは1年半ぶり。インフレ率が安定化していることに加え、景気減速が鮮明になりつつあることが要因とみられる。

タイ中央銀行は、10月19日に開催された定例の金融政策委員会（3ヵ月に2回開催）で、政策金利（翌日物レポ金利）を3.50%ですえ置いた。すえ置きは1年ぶり。パイブーン総裁補は「洪水はいまだ収束しておらず、稼働を停止している工場も多い。経済に与える影響も明確になっていない」と、大洪水が景気や物価に与える影響を注視する姿勢を示した。プラサーン総裁は「必要であれば、緊急利下げに踏み切る可能性」に言及している。

アジア新興国のインフレ率は概ねピークアウトしつつあることから、2010年初頭から始まった今回の利上げは最終局面を迎えている。インドやフィリピンなどでは追加利上げの可能性が残っているものの、インフレ率が低下基調にあるインドネシアでは年内にさらなる利下げが実施される可能性があり、タイでも大洪水に伴う景気の下押し懸念から利下げに踏み切る可能性が残されている。

（４）欧州債務危機の深刻化で海外資金が流出

アジア新興国は、欧州債務危機の深刻化に伴い、海外資金の流出に見舞われている。欧州系銀行からの借入は当面タイトな状況が続くとみられるものの、リーマン・ショック後の金融危機時と比較すると、各国とも外貨準備高が大幅に増加しており、通貨危機への対応力は着実に向上している。したがって、ドル不足がさらに深刻化し、景気の足を大きく引っ張る可能性は低いと考えられる。欧州債務問題が落ち着きを取り戻すにつれて、ドルの調達環境も徐々に改善に向かうだろう。

インドネシアの景気は今後も内需主導で安定成長を持続すると予想され、インドの景気はやや減速しつつも内需主導で高成長を維持するとみている。一方、外需主導型の韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピンの景気は、世界景気の減速によって、年内は弱含む可能性が高い。年明け頃からは中国景気が徐々に持ち直す可能性が高く、外需主導で次第に上向き展開を予想している。

6. 商品相場見通し

(1) 商品相場は欧州問題に左右される展開が続く

主要国際商品指数であるCRB指数は、昨年9月以降、上昇基調で推移し、今年4月末には2年7ヵ月ぶりの高値である370.56を付けた。ただ、その後は、米国・中国を中心とする世界景気の減速懸念や、欧州債務問題の深刻化に伴うリスク回避の動きによって、概ね下落基調で推移した(図表6-1)。

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。構成品目のうち主要商品の価格(原油、金、銅、小麦)と米国株価(S&P500)について、2011年4月末の価格を100として、足元の推移を見ると、欧州債務問題による先行き不透明感の強まりなどから、原油は株価にほぼ連動した動きが続いている(図表6-2)。9月下旬から10月にかけては、ギリシャがデフォルトし、金融危機にまで繋がる懸念から、安全資産とされる金にも換金売りが発生し、その他の商品も個別の需給にかかわらず、大きく調整した。

(2) 原油価格は調整を挟みながら緩やかに上昇

米国産標準油種WTI先物価格は、8月中旬から9月にかけて概ね80ドル台で推移した(図表6-3)。欧州債務問題の深刻化(金融危機に繋がる懸念)に伴い、10月4日に75.67ドル/バレルの安値を付けたが、その後は持ち直している(11月11日現在:98.99ドル/バレル)。

国際エネルギー機関(IEA)の原油需要見通しから前年比増加量を見ると、世界景気の減速懸念を背景に、5月以降、見通しの下方修正が続いている(図表6-4)。ただ、新興国需要の増加を背景に、原油需要の拡大を見込む方向に変更はない。また、OPECの世界需要見通し(11月8日発表)でも、世界の石油消費量は、アジア新興国などが牽引し、2015年までの今後4年間で、5.3%増加する見通しとなっているなど、将来的に原油需給が引き締まるとの思惑から投機マネーが流入しやすい状況が続くとみられる。

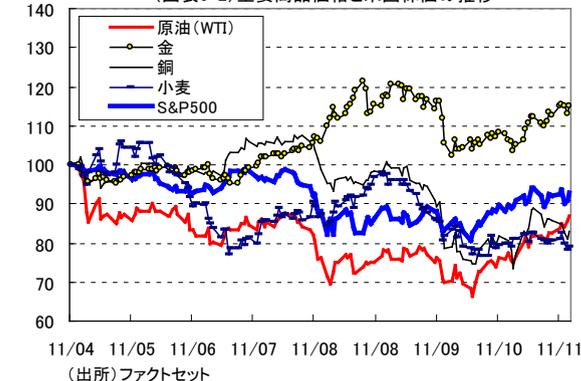
供給面では、リビアの動向が注目される。8月下旬にカダフィ政権が事実上崩壊し、9月中旬には原油生

1967年=100 (図表6-1)CRB指数



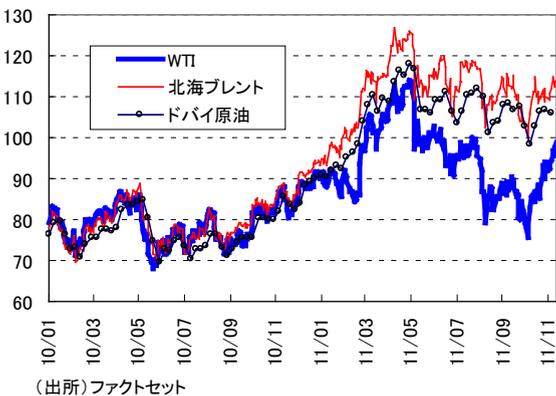
(出所) Reuters/Jefferies

2011年4月末=100 (図表6-2)主要商品価格と米国株価の推移



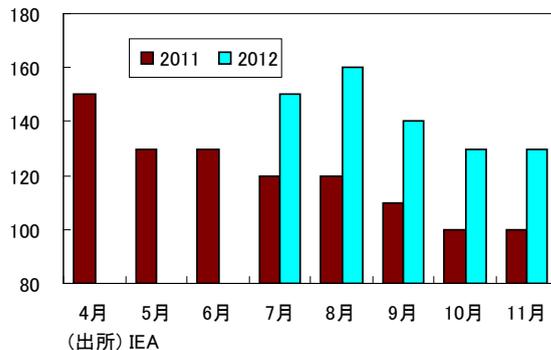
(出所)ファクトセット

ドル/バレル (図表6-3)原油価格の推移



(出所)ファクトセット

(図表6-4)世界原油需要見通し
(前年比増加量)



(出所) IEA

産の再開が伝えられた。また、10月20日にはカダフィ大佐の死亡が確認され、生産体制復旧への後押しとなっている。OPECの11月月報によると、10月のリビアの原油生産量は35万バレル/日（以下B/D）で、内戦前（1月）の2割強の水準である（図表6-5）。リビアの関係者からは、短期間での本格回復（6ヵ月以内に100万B/D、1年以内に内戦前の水準へ回復）を見込む発言が相次いでいるが、関連設備の被害状況や周辺の治安状況など、詳細は不明な点が多く、生産体制の復旧にはもう少し時間を要する（2012年末に100万B/Dまで回復）とみている。リビアの生産回復によって、今まで増産で対応してきたサウジアラビアやUAEなど、他のOPEC諸国は減産対応を実施する見込みだが、余剰生産能力の拡大は、原油価格を押し下げる要因となる。とりわけ、欧州向け輸出が大半を占めるリビアの生産回復は、ブレント価格へのインパクトが大きいとみている。実際にWTIとブレントの価格差は10月14日に28ドルまで拡大したが、リビアの生産回復の進捗を受けて、足元では縮小傾向で推移している（11月11日現在：約15ドル）。

米国の原油・石油製品の在庫（原油、ガソリン、留出油の合計）を見ると、足元では減少基調で推移している（図表6-6）。ただ、2011年のドライブシーズンにおけるガソリン需要は、前年比▲3.3%の8.9百万B/D（2010年：9.2百万B/D、2006-2010年の平均：9.4百万B/D）と低調であり、ガソリン出荷は前年を下回る推移が続いている。在庫の減少は需要増加によるものではなく、原油輸入の抑制によるところが大きい。もっとも、在庫調整はすでに相当程度進んでおり、過剰在庫による原油価格の下押し圧力は緩和している。

今後の原油相場については、中国をはじめとする新興国の需要増加見通しや、米国、欧州の金融緩和継続を背景に、投機マネーが流入しやすい状況が続くとみている。一方で、リビアの生産回復など、供給面での懸念は徐々に和らぐ見込みであることから、需給が急激に逼迫する可能性は小さいだろう。また、2012年にかけて、欧州の債務問題が緊迫化する場面が何度か発生するとみており、原油相場はその都度、振れが大きくなる展開が予想される。WTI価格は、数回の調整局面を経ながら、均せば緩やかな上昇基調で推移し、2012年（年平均）が96ドル/バレル、2013年（年平均）が98ドル/バレルを予想する。

（3）その他商品市況は緩やかな上昇基調で推移

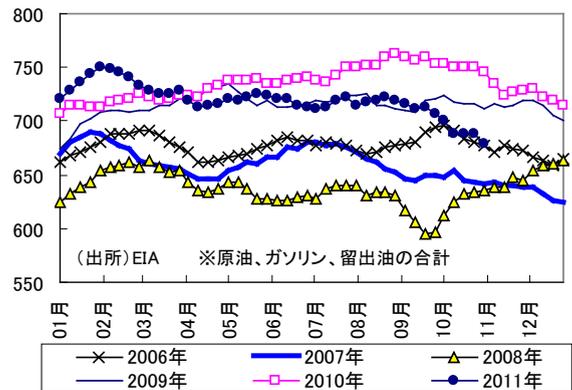
CRB指数の分野別の動き（10月末現在）を見ると、過去1年間では、エネルギー（原油、燃料油、ガソリン、天然ガス）が+13.3%、貴金属（金、銀）が+18.7%と上昇しているが、穀物（大豆、小麦、トウモロコシ）が▲1.3%、産業素材（銅、アルミニウム、ニッケル、綿花）が▲10.3%と、調整している。商品別でも、原油、金、銀、トウモロコシ以外は前年比で下落している（図表6-7）。

（図表6-5）OPEC諸国の原油生産量 千バレル/日

	2011年1月	2011年10月	1月対比	生産能力
アルジェリア	1,265	1,257	▲ 8	1,340
アンゴラ	1,656	1,712	▲ 56	1,980
エクアドル	479	486	▲ 7	530
イラン	3,656	3,578	▲ 78	3,680
イラク	2,658	2,621	▲ 37	2,850
クウェート	2,338	2,612	▲ 274	2,560
リビア	1,583	350	▲ 1,233	350
ナイジェリア	2,187	2,055	▲ 132	2,550
カタール	810	812	▲ 2	1,040
サウジアラビア	8,659	9,470	▲ 811	12,040
UAE	2,383	2,551	▲ 168	2,740
ベネズエラ	2,335	2,384	▲ 49	2,640
OPEC計	30,009	29,888	▲ 121	34,300

（出所）OPEC（生産実績）、IEA（生産能力）

百万バレル （図表6-6）米国原油・石油製品在庫の推移



(図表6-7) 主要商品の価格変動率(%)

		3か月間	6か月間	1年間
CRB		▲ 6.5	▲ 13.7	6.4
エネルギー	原油	▲ 2.6	▲ 18.2	14.4
	天然ガス	▲ 5.1	▲ 16.3	▲ 2.6
産業素材	銅	▲ 18.9	▲ 12.9	▲ 2.8
	アルミニウム	▲ 15.4	▲ 20.3	▲ 5.3
	ニッケル	▲ 21.7	▲ 27.1	▲ 15.1
	綿花	0.2	▲ 42.8	▲ 18.3
貴金属	金	6.0	10.8	27.1
	銀	▲ 14.3	▲ 29.3	39.9
穀物	大豆	▲ 10.8	▲ 13.3	▲ 1.5
	トウモロコシ	▲ 2.8	▲ 14.2	11.2
	小麦	▲ 6.6	▲ 18.3	▲ 12.4

(出所)ファクトセット ※2011年10月末時点の価格変動率

産業素材分野のうち、銅価格は、チリなどの主要鉱山でのストライキ発生による供給懸念が下支えし、比較的底堅く推移してきたが、欧州債務問題を発端とする世界的なリスク回避の動きのなかで、9月の1か月間で約25%下落した(図表6-8)。

最大の銅消費国の中国は、インフレ抑制のための引き締め政策によって、経済成長が減速しているが、ここにきてインフレにはピークアウトの兆しが出ている。今後、中国の銅輸入は徐々に回復するとみており、銅価格は上昇へ向かうと予想している。なお、国際銅研究会の銅需給見通し(10月発表)でも、2011年、2012年と供給不足が続く見通しである。

貴金属分野では、金価格は9月末には1,600ドル割れの水準にまで下落したが、足元では再び価格を切り上げる展開となっている。欧州の債務問題が世界規模の金融危機にまで繋がらない限り、安全資産としての金の需要増などによって、金はもう一段上昇するとみている。

穀物については、新興国の人口増加や食生活の改善などを背景に、今後とも堅調な需要増が見込まれる(図表6-9)。個別に見ると、小麦の生産量は、昨年干ばつの影響を受けたロシアなど旧ソ連諸国での増産や、インドの豊作見込みなどから、消費量を上回る見込みである。世界全体の在庫が依然として高水準にあり、需給が急激に逼迫する可能性は高くない。一方で、トウモロコシ価格の上昇に伴う代替需要や、新興国などの将来的な需要増が下支えすることから、小麦価格は横ばい圏での推移が続くとみている。

トウモロコシは、価格上昇による作付け意欲の向上による米国、中国、アルゼンチンでの生産量増加等から、2011/12年の生産量は史上最高となる一方、中国での飼料用需要の増加等から世界の消費量も増加する見込みである。期末在庫率は引き続き低水準の見通し(米国農務省の需要見通し(11月9日発表)では在庫率が下方修正)であり、トウモロコシ価格は、底堅く推移するとみている。

今後も新興国を中心とする原燃料需要は安定的に伸びると予想され、商品価格を下支えするとみている。また、中国を中心とする世界景気も2012年以降は徐々に上向いてくると予想しており、商品市況は上昇基調で推移すると予想する。ただ、急激な価格上昇は需要を抑制するほか、欧州債務問題の緊迫化が下押し要因として燻ぶり続けることから、上昇幅は緩やかなものにとどまるとみている。CRB指数(11月11日現在:320.2)の1年間の上昇率は10%程度と予想する。



(図表6-9) 世界の穀物需給

(百万トン)		2009 /10	2010 /11 見込	2011 /12 予測	対前年度 増減率 (%)
穀物	生産量	2,241.1	2,200.3	2,280.1	3.6
	消費量	2,203.1	2,228.7	2,284.0	2.5
	期末在庫	490.6	462.2	458.3	▲ 0.8
	在庫率(%)	22.3	20.7	20.1	▲ 0.7
小麦	生産量	684.3	648.7	683.3	5.3
	消費量	650.5	653.5	676.8	3.6
	期末在庫	200.9	196.1	202.6	3.3
	在庫率(%)	30.9	30.0	29.9	▲ 0.1
トウモロコシ	生産量	819.6	828.7	859.0	3.7
	消費量	822.8	843.7	866.5	2.7
	期末在庫	144.1	129.0	121.6	▲ 5.8
	在庫率(%)	17.5	15.3	14.0	▲ 1.3

(出所)米国農務省(USDA)資料より明治安田生命作成

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

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