

**明治安田生命**  
**2012-2013年度経済見通しについて**

～国内景気は復興需要が下支え、ただし目先は欧州債務問題が大きなリスクに～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2012年1-3月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2012-2013年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

### 1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：	<u>2012年度</u> 2.3%	<u>2013年度</u> 1.5%
名目GDP成長率：	<u>2012年度</u> 1.7%	<u>2013年度</u> 1.2%

### 2. 要 点

- ①2012年度の日本経済は、欧州債務問題の動向が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。夏場以降は、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、伸び悩む賃金や、増税懸念などが足かせとなり、回復ペースは鈍いものにとどまろう。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、企業業績の回復や復興需要などから、緩やかな回復へ向かうと予想。公共投資は、復興予算の執行により、秋口にかけて大幅に増加しよう。
- ③2013年度は、復興需要による押し上げ効果は一巡するものの、米・中を中心とする世界経済の回復が輸出の増加を通じて景気を支えるとみられるが、成長率は1%台の半ばまで鈍化しよう。

#### 〈主要計数表〉

	2011年度 実績	2012年度		2013年度	
			2012/2時点		2012/2時点
実質成長率	▲0.0%	2.3%	2.1%	1.5%	1.4%
成長率寄与度・内需	1.0%	2.1%	1.8%	1.0%	0.9%
・外需	▲1.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.5%
名目成長率	▲1.9%	1.7%	1.5%	1.2%	1.0%

# 日本のGDP成長率・主要経済指標予測

## 1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測									
	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度		2012年度				2013年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	-0.0%	<b>2.3%</b>	<b>1.5%</b>	0.0%	1.0%	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>
前期比年率	-0.0%	<b>2.3%</b>	<b>1.5%</b>	0.1%	4.1%	<b>2.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.4%</b>
前年同期比	-0.0%	<b>2.3%</b>	<b>1.5%</b>	-0.5%	2.6%	<b>3.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.7%</b>
民間最終消費支出	1.1%	<b>1.6%</b>	<b>0.5%</b>	0.7%	1.1%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.7%</b>
民間住宅投資	3.6%	<b>2.1%</b>	<b>1.2%</b>	0.1%	-1.6%	<b>1.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.1%</b>
民間設備投資	0.2%	<b>2.6%</b>	<b>2.4%</b>	5.2%	-3.9%	<b>1.5%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>
政府最終消費支出	1.9%	<b>1.1%</b>	<b>0.3%</b>	0.4%	0.7%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>
公的固定資本形成	3.9%	<b>9.7%</b>	<b>-4.1%</b>	-0.5%	5.4%	<b>5.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>-2.0%</b>
財貨・サービスの輸出	-1.4%	<b>6.6%</b>	<b>6.8%</b>	-3.7%	2.9%	<b>1.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.0%</b>
財貨・サービスの輸入	5.3%	<b>4.8%</b>	<b>2.8%</b>	0.9%	1.9%	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>
名目GDP	-1.9%	<b>1.7%</b>	<b>1.2%</b>	-0.3%	1.0%	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>
GDPデフレーター(前年比)	-1.9%	<b>-0.7%</b>	<b>-0.3%</b>	-1.9%	-1.2%	<b>-0.9%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.1%</b>

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度		2012年度				2013年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	-0.0%	<b>2.3%</b>	<b>1.5%</b>	0.0%	1.0%	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>
民間最終消費支出	0.6%	<b>1.0%</b>	<b>0.3%</b>	0.4%	0.7%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>
民間住宅投資	0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	0.0%	-0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.0%</b>	<b>-0.0%</b>	<b>-0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>
民間設備投資	0.0%	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	0.7%	-0.5%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>
政府最終消費支出	0.4%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	0.1%	0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
公的固定資本形成	0.2%	<b>0.5%</b>	<b>-0.2%</b>	0.0%	0.3%	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>
民間在庫品増加	-0.4%	<b>-0.0%</b>	<b>0.3%</b>	-0.4%	0.4%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
純輸出	-1.0%	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	-0.7%	0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>
財貨・サービスの輸出	-0.2%	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>	-0.6%	0.4%	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>
財貨・サービスの輸入	-0.8%	<b>-0.8%</b>	<b>-0.5%</b>	-0.1%	-0.3%	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>

## 2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2011年度	2012年度	2013年度	2011年度		2012年度				2013年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	-1.0%	<b>2.9%</b>	<b>3.9%</b>	-1.6%	4.8%	<b>7.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.6%</b>
消費者物価指数(前年比)	-0.1%	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	-0.3%	0.3%	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>
除く生鮮食品(前年比)	-0.0%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	-0.2%	0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
国内企業物価指数(前年比)	1.7%	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	1.4%	0.5%	<b>-0.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>
完全失業率(季調済:平均)	4.5%	<b>4.4%</b>	<b>4.1%</b>	4.5%	4.5%	<b>4.4%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.0%</b>
無担保コール翌日物(期末値)	0.08%	<b>0.09%</b>	<b>0.09%</b>	0.08%	0.08%	<b>0.09%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.09%</b>
為替レート(円/ドル:平均値)	79円	<b>82円</b>	<b>85円</b>	77円	79円	<b>80円</b>	<b>81円</b>	<b>82円</b>	<b>83円</b>	<b>84円</b>	<b>85円</b>	<b>85円</b>	<b>85円</b>

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

1-3月期の実質GDP成長率は前期比+1.0%（年率換算：+4.1%）と、3四半期連続のプラスとなった。震災からの復興需要が本格化しつつあることに加え、個人消費が堅調に推移したことが主因である。今後については、引き続き欧州債務問題が大きなリスクとして残るものの、復興需要が本格化してくることに加え、新興国景気も徐々に持ち直してくるとみており、日本経済は緩やかな回復基調を辿ると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境が緩やかに改善するなか、回復基調を維持するとみているが、増税懸念が足かせとなり、回復ペースは鈍いものにとどまろう。ただ、来年度後半には消費増税前の駆け込み需要が見込まれる。

住宅投資は、住宅取得支援策の下支えに加え、復興需要の顕在化や消費増税前の駆け込み需要などから、来年度にかけて緩やかに回復しよう。設備投資は、目先は、企業業績の回復が期待できるほか、復興需要などから緩やかな回復が見込まれるが、来年度には再度勢いが鈍るとみている。公共投資は、復興予算の執行によって、今秋頃まで大幅な増加基調で推移しよう。

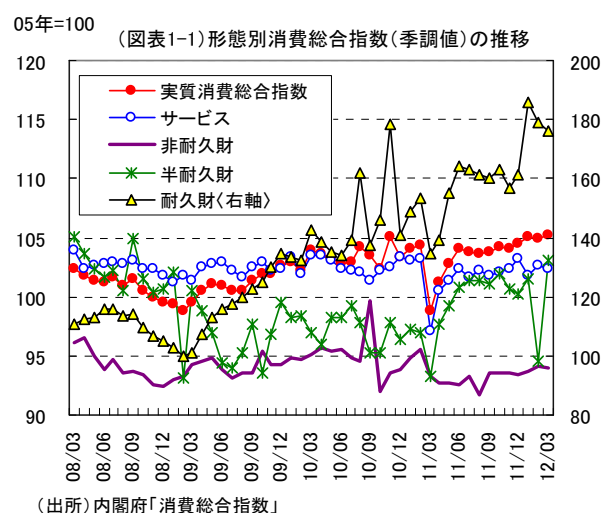
輸出は当面力強さに欠けるものの、中国景気は徐々に回復に向かうとみており、今年度後半にかけて持ち直してくる展開を予想している。

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

### （1）個人消費は緩慢ながら回復を維持

足元の個人消費は堅調に推移している。消費総合指数の形態別推移を見ると、耐久財（ウェイト9.5%）が、1月に大きく伸び、その後も高水準で推移し、全体をけん引している。一方、サービス（同57.0%）は、相対的に緩やかな回復となっている（図表1-1）。年明け以降、耐久消費財が大きく伸びた背景には、2011年度の第4次補正予算で盛り込まれた「エコカー補助金制度」（2011年12月20日から2013年1月31日までに登録する環境対応車が対象）の復活に伴う好調な自動車販売がある。今後も夏場にかけて、エコカー補助金制度が自動車販売を下支えすると見込まれる。

雇用環境は緩やかな回復基調が続いている（図表1-2）。完全失業率は、2009年7～9月の5.4%をピークに改善基調に転じ、昨年9月には4.2%まで改善した。その後は震災によって職探しを停止していた求職者が労働市場に戻る動きなどから、失業率がやや上昇（直近3月は4.5%）しているが、震災後に大規模な雇用調整が実施されることはなかった。有効求人倍率は震災前（2011年2月）の0.61倍から直近3月は0.76倍、新規求人倍率は同2月の1.01倍から直近3月は1.19倍へと改善している。3月の新規求人倍率は、分母となる新規求職申

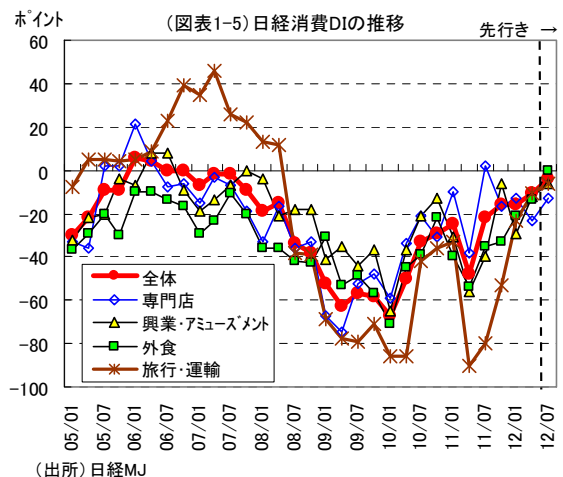
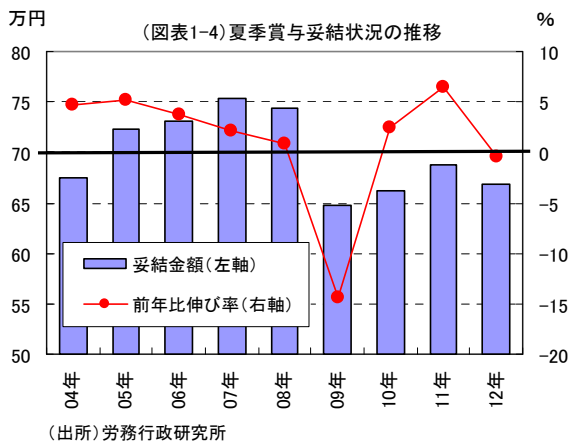
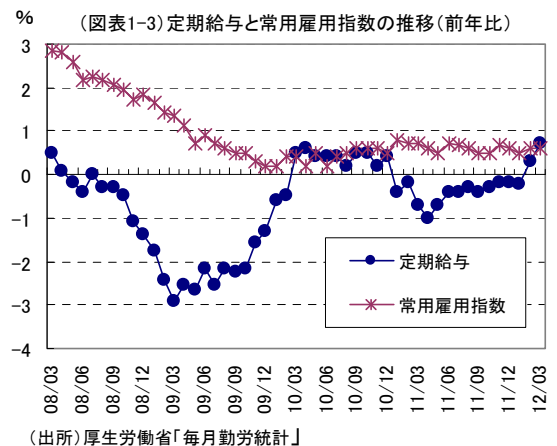
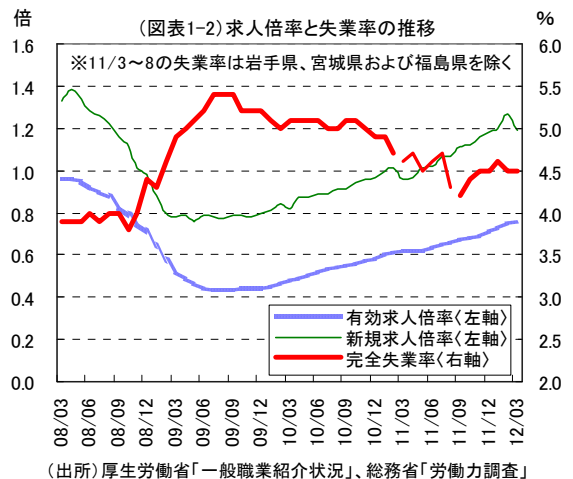


込件数が前月比+8.1%と大幅に増加したことから低下したが、分子となる新規求人数も同+1.6%と増加しており、震災からの復興需要などをにらんだ企業の前向きな採用姿勢は続いているとみている。加えて、団塊の世代が本格的な退職時期を迎えることに伴う人員補充などが下支えすることで、今後も雇用環境は緩やかな回復基調が続くと予想している。

毎月勤労統計を見ると、定期給与（所定内給与+所定外給与）は、震災後の昨年4月の前年比▲0.9%から、徐々にマイナス幅が縮小し、この2月には同+0.3%とプラス転換しており、所得環境も緩慢ながら改善傾向で推移している（図表1-3）。

一方で、2012年春季労使交渉回答（経団連第1回集計）によれば、2012年の大企業の賃上げ率は1.94%と、前年の1.97%をやや下回った。また、労務行政研究所の調査によると、夏季賞与の妥結金額は、震災の影響による企業業績の悪化などから、前年比▲0.5%と3年ぶりにマイナスに転じた（図表1-4）。海外景気の持ち直しなどを背景に、2012年度の企業業績は大幅増益が見込まれるが、当面は所得環境の改善は鈍いものにとどまろう。なお、4月から実施されている公務員給与の引き下げ（2年間平均7.8%）も個人消費の下押し要因である。

消費関連企業のアンケート調査による日経消費DIを見ると、直近4月調査では、現在の業況判断が▲11ポイント（前回1月調査比+5）、3ヵ月後の業況見通しが▲4ポイント（同+7）と、改善傾向が続いている（図表1-5）。業種別では、「専門店」の低下などから物販全体では横ばいだったものの、「興業・アミューズメント」、「旅行・運輸」、「外食」など、震災後に回復が遅れていたサービス関連の改善が目立つ。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持ち直してくる可能性が高いとみている。同時に行われた「今後の消費に大きなマイナス要因となりそうなもの」についてのアンケート調査（4月調査）では、「電力供給への不安（57.3%）」が1月調査（27.8%）から急浮上したほか、「消費税引き上げの動き（56.9%）」を回答した企業が多かった。電力供給への不安には、一般家計向け電気料金の引き上げへの懸念も含まれる模様で、所得の伸びが見込みにくいなか、増税な



ど負担増への警戒感は根強い。

消費者態度指数（全国、一般世帯）を見ると、直近4月調査では、足元の株安・円高などの動きから、改善が一服しているものの、震災後の昨年4月を底に、概ね回復基調で推移している（図表1-6）。これまでのところ、増税などの将来的負担増が消費マインドに大きな悪影響を与えている訳ではないが、今後の懸念材料となろう。

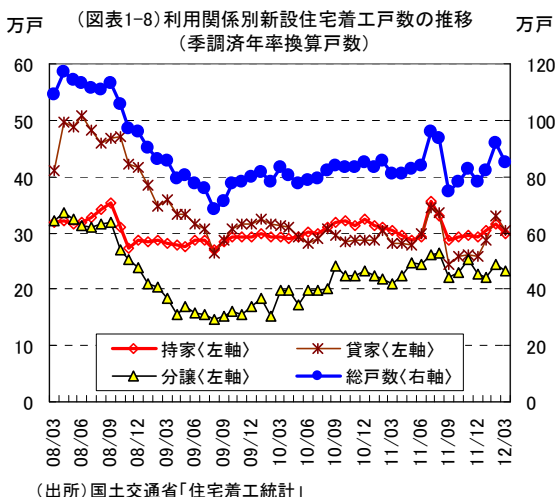
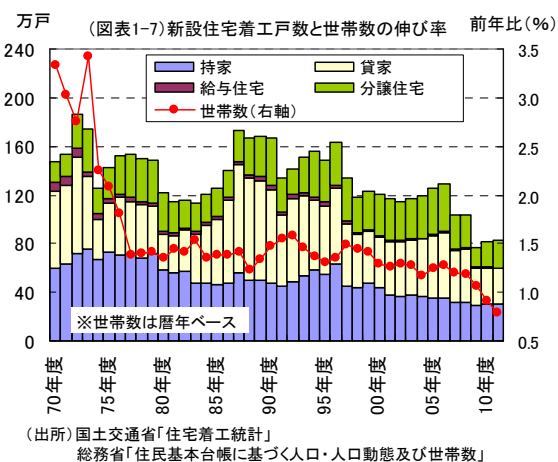
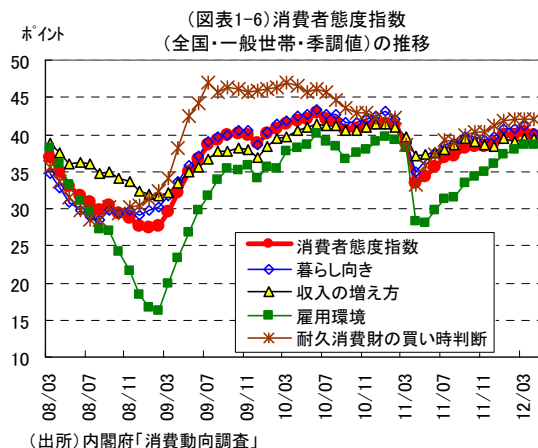
雇用・所得環境は、基調的には緩やかな改善傾向が続くとみており、今後の個人消費は緩慢ながらも回復基調を維持するとみている。ただ、消費税の引き上げ論議は消費者マインドを冷やす可能性があり、個人消費の回復は鈍いものとどまろう。

なお、エコカー補助金制度については、2012年7-9月期に予算切れとなると想定しており、夏場に向けてはエコカーの駆け込み需要が発生し、翌10-12月期にはその反動減が見込まれる。また、3月に閣議決定された消費増税法案については、今国会で成立するかどうかは不透明ではあるものの、自民党が次期衆院選のマニフェストで「消費税率10%」を公約に掲げていることも踏まえ、政府案どおり、2014年4月に消費税率を8%、2015年に10%に引き上げる前提でGDP予測を行なっている。このため、個人消費については、2013年度後半での駆け込み需要を見込んでいる。

## （2）住宅投資は2013年度にかけて緩やかな回復

2011年度の新設住宅着工戸数は、84.1万戸、前年度比+2.7%と、2年連続で増加した（図表1-7）。利用関係別に見ると、持家、貸家が小幅に減少したものの、分譲が全体を押し上げた。ただ、住宅着工の水準自体は低く、2009年度以降100万戸割れの状態が続いている。景気の低迷や不動産価格の下落に加え、住宅ストックの充足（空き家の増加）や世帯数の伸びの鈍化傾向（2006年：前年比1.28%→2011年：同+0.79%）が強く影響している。

東日本大震災発生後の住宅市場を下支えしたのは、住宅エコポイント制度やフラット35Sの金利優遇措置拡大などの住宅取得支援策である。両制度の終了を控え、昨年夏に駆け込み需要が発生した後、第3次補正予算において両制度（旧制度に比べて新築住宅取得に関してのメリットは縮小）が再開したことから、足元では再度持ち直しの動きがみられる（図表1-8）。そのほか、2012年度税制改正では、新規住宅取得資金の贈与税の非課税措置の延長・拡充が実現した（図表1-9、ほかに新築住宅の固定資産税の軽減措置も2年間延長）。これらの住宅取得支援策が引き続き住宅市場を下支えしよう。





地域別の新規住宅着工戸数の推移を見ると、足元では東北地区の回復ぶりが目立つ（2011年度の地域別シェアは首都圏：36.4%、東北地区：4.8%）。ただ、被災3県（岩手、宮城、福島）の2011年度の住宅着工戸数は、前年度比+3.0%の2.7万戸と、東日本大震災によって全壊した住宅12.5万戸（半壊21.9万戸）の約22%の水準にとどまっている。震災から1年が経過したが、住宅の再建はまだこれからという状況である（図表1-10）

当社では、阪神・淡路大震災の際には、全壊住宅10.5万戸（半壊14.4万戸）に対して、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）が復興需要であったと推計している。東日本大震災に伴う住宅被害は、警察庁の集計（2012年5月2日現在）によれば、全壊13.0万戸（半壊25.7万戸）と、阪神・淡路大震災を上回っているが、津波で被害を受けた地域などでは短期間で元の場所に住宅を建設することが難しく、すでに他地域に移住している被災者も多い。このため、住宅を再建する世帯数は阪神・淡路大震災後を下回り、復興需要による着工増は累計で9万戸程度と予想している。

3月に閣議決定された消費増税関連法案では、「一時の税負担の増加による影響を平準化し、及び緩和する観点から、住宅の取得に係る必要な措置について財源も含め総合的に検討する」としている。すでに、住宅ローン減税の期限延長（拡充）や住宅エコポイントなどの購入時の補助についての検討が開始されており、2014年以降も手厚い住宅取得支援策が継続される可能性が高いとみられる。ただ、住宅業界が求める住宅購入者への増税分の還付といった特例が認められるかどうかは不透明であり、2013年度にかけては、一定程度住宅購入の駆け込みが発生するとみられる。

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、人口の減少傾向や少子高齢化が進むなかで、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、建て替え時期を迎えつつあるが、世帯主の高齢化などから、建て替えが進んでいないのが現状である。また、今後もしばらくは、所得環境の改善は期待しにくく、住宅市場の大幅な改善は見込めない状況である。このような状況下ではあるが、当面の住宅投資については、引き続き住宅取得支援策が下支えすることや、復興需要が徐々に顕在化することに加え、消費税増税前の駆け込み需要も相当程度発生するとみられることから、2013年度にかけて、緩やかに回復すると予想する。

（図表1-9）主な住宅取得支援策の概要

○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

○フラット35Sエコの金利優遇措置

- ・フラット35Sエコは、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）
- ・2012年10月末申し込み分まで（予定）

○住宅ローン減税

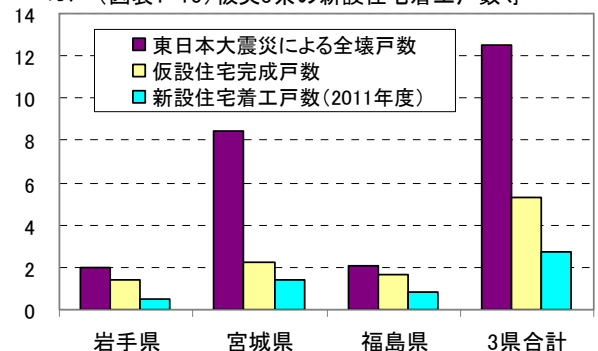
	入居年	控除期間	住宅ローン等の年末残高の限度額	控除率	最高控除額（累計）
長期優良住宅	2012年	10年間	4,000万円	1.0%	400万円
	2013年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
一般住宅	2012年	10年間	3,000万円	1.0%	300万円
	2013年	10年間	2,000万円	1.0%	200万円

○住宅取得資金の贈与税非課税枠

贈与年	省エネ性又は耐震性を満たす住宅	左記以外の住宅
2012年	1,500万円	1,000万円
2013年	1,200万円	700万円
2014年	1,000万円	500万円

（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

万戸（図表1-10）被災3県の新設住宅着工戸数等



（出所）警察庁、国土交通省、各県HP

### (3) 設備投資の回復ペースは鈍い

3月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比▲2.8%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなった。事前の市場予想は上回ったものの、受注の改善ペースの鈍さを印象付ける結果。3月以降の他の経済指標からも、企業活動のモメンタムが弱まりつつある様子が見えてくる。

まず、機械受注同様設備投資の先行指標である建築物着工床面積（非居住用）、資本財国内出荷（除く輸送機械）は、いずれも回復傾向が一服している（図表1-11）。また、3月の鉱工業生産指数（季調済）は前月比+1.0%と、2ヵ月ぶりの上昇となったものの、輸送機械と情報通信機械を中心に、在庫が大きく積み上がっており、目先は弱含む可能性が高い。製造工業生産予測調査を見ると、4月の生産計画は前月比+1.0%と小幅増産を維持しているが、5月は▲4.1%と大幅減産の見通しとなっている。生産回復ペースは従来考えていたよりも弱い可能性が高まっている。

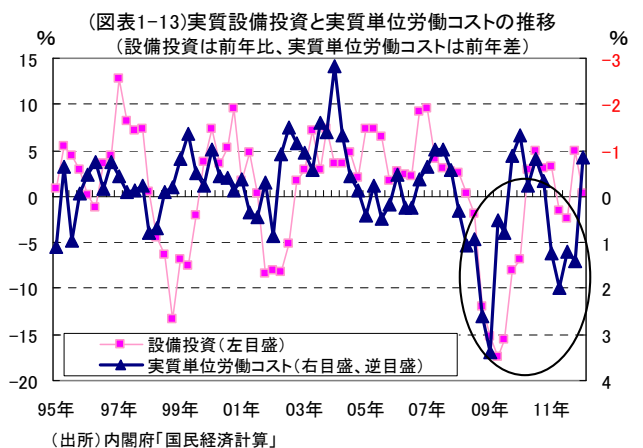
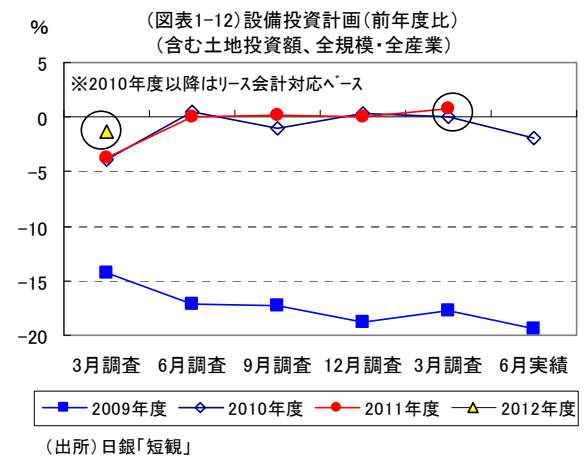
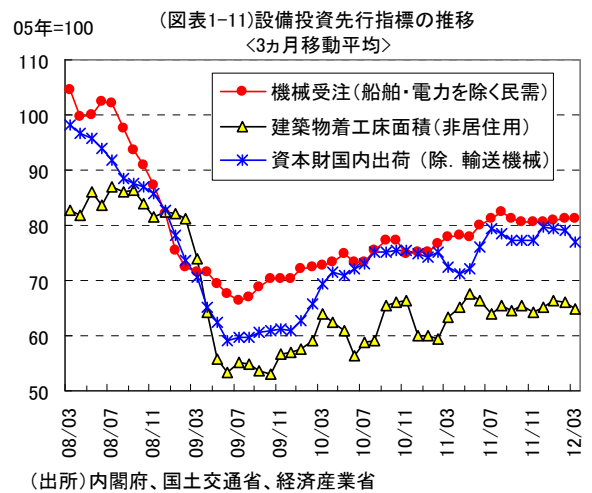
3月調査の日銀短観における2012年度の設備投資計画は前年度比▲1.3%と、例年に比べてやや強めのスタートとなっているが（図表1-12）、海外景気の減速や円高傾向により、2011年度から繰越された分を相当程度含んでいるとみられ、企業の投資マインドが好転したとみるのは早計かもしれない。

足元では、ギリシャとフランスの選挙を受けた欧州債務問題の再燃や、再び80円/ドルを割り込む水準にまで進んだ円高が、企業マインドの慎重化に繋がっている可能性が高い。年明け以降、輸出企業を中心に、いったん凍結していた設備投資計画を再開する動きが出てきていたが、こうした動きが再度鈍る懸念も高まっている。

デフレ下における賃金の下方硬直性の存在、また、原油などの一次産品価格の急上昇を背景とした海外への所得流出を背景に、これまで実質単位労働コスト（実質雇用者報酬/実質GNI）がどちらかといえば上昇傾向にあったことも、企業の投資意欲を削いでいたと考えられる（図表1-13）。

ただ、今後は復興需要の本格化や、円高、震災、タイの洪水などの影響一巡を受けた企業収益の回復が期待できる。エコカー補助金の効果もあり、自動車業界は相次いで強気の業績予想を発表している。非製造業も、電力を除けば総じて回復基調である。実質単位労働コストも、直近1-3月期は低下している。

良好な資金調達環境も、設備投資の下支え要因となっている。2月の日銀の予想外の追加緩和以

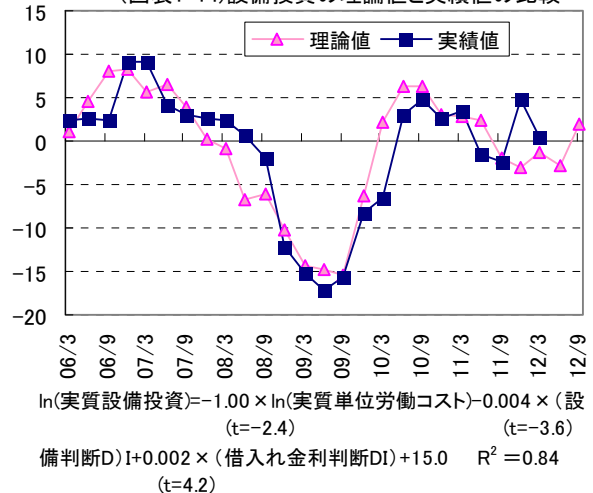


来、長短金利とも一段の低下圧力がかかっているのに加え、企業の内部資金にも余裕がある。全規模全産業ベースの設備投資/減価償却費倍率は0.91倍と(4四半期移動平均、以下断り書きのない限り同じ)、10四半期連続で、設備投資が減価償却費の範囲内に収まる水準の1を下回っている。企業の借入れ金利水準DIも低下傾向が続いているほか、短期金融市場にストレスはほとんどなく、この点、欧米との違いは際立っている。設備過剰感も和らいでおり、ストック調整が必要な局面でもない。

収益要因として実質単位労働コスト(2四半期先行)、ストック調整要因として短観設備判断DI(全規模・全産業)、資金調達要因として借入金利水準判断DI(先行き)を説明変数とした当社の試算では、10-12月期の設備投資の高い伸びは出来過ぎで、弱かった1-3月期の方が理論値に近く、7-9月期以降回復に向かう可能性が示される(図表1-14、7-9月期は設備判断DIと借入金利水準判断DIが4-6月期から変わらないと仮定した場合)。試算には組み込まない復興需要という特殊要因があるのに加え、原油価格の高騰一服に伴う海外への所得流出の減少と、企業業績の回復により、実質単位労働コストがさらに低下する可能性が高いことを考えれば、2012年度後半も基本的に回復傾向が続く可能性が高い。リスクは欧州問題の深刻化に伴う企業マインドの一段の委縮だろう。

復興需要一巡後は、中長期的な成長力の低下という、日本経済の根底に横たわる課題を再び意識させられる展開となろう。投資マインドの持続的な改善は期待薄で、2013年度には再度勢いが鈍る可能性が高いと予想する。

前年比% (図表1-14)設備投資の理論値と実績値の比較



(出所)日銀「短観」、内閣府「国民経済計算」より明治安田生命作成

#### (4) 復興予算の執行で公共投資が大幅増加

(図表1-15) 主要な公共投資関連予算の動向

(単位:億円)

	2010年度予算			2011年度予算					2012年度予算	
	当初予算	補正	合計(a)	当初予算	1次補正	3次補正	合計(b)	(b)-(a)	当初予算(c)	(c)-(b)
公共事業関係費[一般会計]	57,731	5,857	63,588	49,743	12,019	14,734	76,497	12,909	<b>45,734</b>	<b>▲30,763</b>
地域自主戦略交付金等	0	0	0	5,056	0	0	5,056	5,056	<b>2,403</b>	<b>▲2,653</b>
その他公共事業関連費	0	0	0	0	7,786	8,955	16,741	16,741	<b>0</b>	<b>▲16,741</b>
東日本大震災復興特別会計	0	0	0	0	0	0	0	0	<b>7,288</b>	7,288
小計(国の予算)	57,731	5,857	63,588	54,799	19,805	23,689	98,293	34,706	<b>55,425</b>	<b>▲42,868</b>
社会資本整備事業特別会計	36,272	2,338	38,610	34,254	500	3,399	38,153	▲457	<b>36,509</b>	<b>▲1,644</b>
補助事業費	62,697	-	62,697	59,474	-	-	59,474	▲3,223	<b>69,138</b>	9,664
地方単独事業費	56,377	-	56,377	53,558	-	-	53,558	▲2,819	<b>53,680</b>	122
小計(地方の予算)	119,074	-	119,074	113,032	-	-	113,032	▲6,042	<b>122,818</b>	9,786

(出所)財務省及び総務省のHPより明治安田生命作成

2012年度の予算が2012年4月5日に成立した(図表1-15)。公共事業関連費は地方へ配分する一括交付金(地域自主戦略交付金等)も含めると、2011年度当初予算比▲12.1%の4.81兆円であった。ただ、2011年度は東日本大震災からの復興・復旧に向けた補正予算が追加計上され、2012

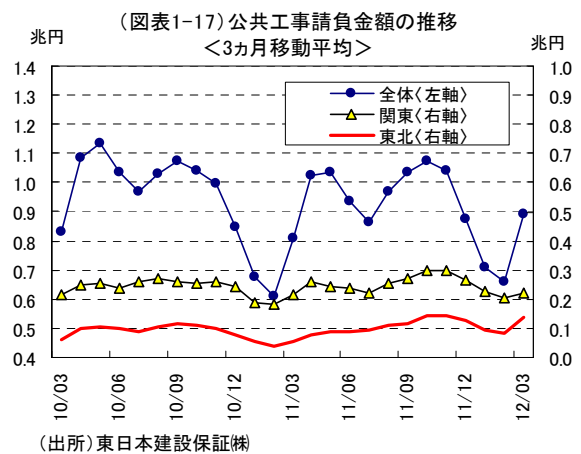
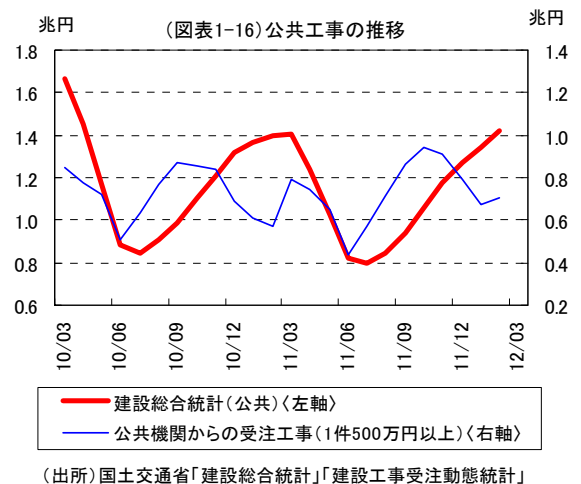


年度も東日本復興特別会計が組まれている。2011年度の第1～4次補正予算累計21兆円のうち、公共投資関連は4.3兆円、2012年度の東日本復興特別会計3.2兆円のうち公共投資関連は0.7兆円で、これらを含めた公共投資関連費は、2011年度が9.8兆円、2012年度は5.5兆円となる。補正予算や復興特別会計には、このほかにも、地方交付税交付金、復興交付金、復旧・復興予備費などが計上されており、その一部は公共投資に回ると予想されるため、公共投資関連予算は当該金額を上回るものと思われる。また、地方の公共投資関連予算として、地方財政計画では12兆円の投資的経費を見込んでいる。このほか、一般会計予算と一部重複するが、道路整備事業、港湾事業等の社会資本整備を行う社会資本整備事業特別会計で3.6兆円が予算計上されている。これらが、公的固定資本形成（公共投資）を形成することになる。

上記の予算について、現在、その執行状況が焦点となっている。公共工事の受注は、がれき処理に目処がついた昨秋頃から動き始めており、工事の進捗を反映する出来高（建設総合統計）も増加基調で推移し、2月には対前年同期比でもプラスに転じた（図表1-16）。また、発注の動きを示す公共工事請負金額（前払金保証実績）も年明け以降、上昇に転じている（図表1-17）。景況面でも、景気ウォッチャー調査では現状判断DIが改善しており、第3次産業活動指数も建設設計や測量などの土木サービスが伸びるなど、ポジティブな結果が出ている。一方で、被災地の公共工事の入札でコストを下回る予定価格が提示されたため入札不調となったことや、建設労働者の不足から執行が遅れていたなどの問題は発生したものの、これについても、コスト対応などの体制は徐々に整ってきている模様である。以上から、2011年度に計上した公共工事予算の多くは順次執行され、公共投資は秋頃まで増加基調で推移するものと予想する。この結果、2012年度のGDP成長率は1%強押し上げられよう。なお、がれき処理やその他の復旧・復興予算については、公的固定資本形成（公共投資）として上記金額には含めていないが、その一部も政府最終消費支出として、実質GDP成長率の押し上げに寄与することになる。

### （5）輸出は下期にかけて持ち直し

2011年度の輸出は、東日本大震災後の4月には自動車関連を中心に大幅に落ち込んだが、サプライチェーンが予想以上に早く修復したため、5月～6月にかけて輸出が急回復した。ただ、海外景気の減速から10月以降は再び弱含み、2011年度の輸出額は前年比▲3.7%の65兆円と、2年ぶりの減少となった。地域別に見ると、中国（同▲6.9%）やアジアNIEs諸国（同▲8.4%）の落ち込みが目立つ。商品別では、半導体等電子部品（同▲14.7%）、鉄鋼（同▲4.4%）、プラスチック（同▲9.9%）などの落ち込みが大きかった（図表1-18）。なお、主要輸出国である米国は、同▲0.8%と小幅の



減少にとどまったが、サプライチェーンの寸断や消費回復の遅れも重なり、自動車が同▲6.4%の大幅減となった。

一方、輸入は原原油（同+21.9%）、液化天然ガス（同+52.2%）、石油製品（同+37.3%）などが大幅に増加した結果、同+11.6%の70兆円となった。原油などの世界的な商品市況の上昇や、原子力発電所の停止による火力電力への代替で液化天然ガスの輸入量が増加したことが大きく、2011年度の貿易収支は▲4.4兆円の赤字となった。ちなみに、月次ベースの貿易収支（季調値）では2011年3月から13ヵ月連続で赤字が続いている。

2011年度の輸出入金額の伸び率について、数量要因と価格要因に分解すると、輸出金額の伸び率（同▲3.7%）は、数量が▲4.3%、価格が+0.7%であり、世界景気減速による数量要因が大きい。一方、輸入金額の伸び率（同+11.6%）は、数量が+2.2%、価格が+9.2%と分解され、こちらは価格要因の方が大きい。原油、液化天然ガスなどの資源価格の上昇に大きく影響を受けたことがわかる。なお、日本の交易条件の推移を見ると、ここ数年、悪化傾向にあり、特に対アジアの交易条件悪化が目立つ。資源価格の上昇も影響していると考えられるが、日本の相対的な競争力低下が窺われる（図表1-19）。

足元の輸出動向を見ると、徐々に上向きつつある。2012年3月の輸出金額は、輸送用機器が寄与し、前年同月比+5.9%と6ヵ月ぶりに上昇、前月比では+1.2%と4ヵ月連続の増加となった（図表1-20）。また、四半期ベースでは10-12月期が前期比▲5.5%だったのに対し、1-3月期は同▲1.6%と減少幅が縮小した。輸出数量指数（季調値）を見ても、前月比+1.3%の小幅増加となっている。欧州債務問題を抱えるEU向けは同▲5.9%の減少となったものの、米国向けが同+4.0%、中国向けが同+1.4%と2ヵ月連続のプラスとなった。

ただ、輸出受注指数は、3月が50ポイントを上回ったが、4月が再び50ポイントを下回っており、楽観できない状況が続いている（図表1-21）。サプライチェーンを構成するアジア各国の輸出動向も回復感に乏しく、主力輸出地域の米国や中国では景気回復ペースが力強さに欠ける状況にある。また、電気

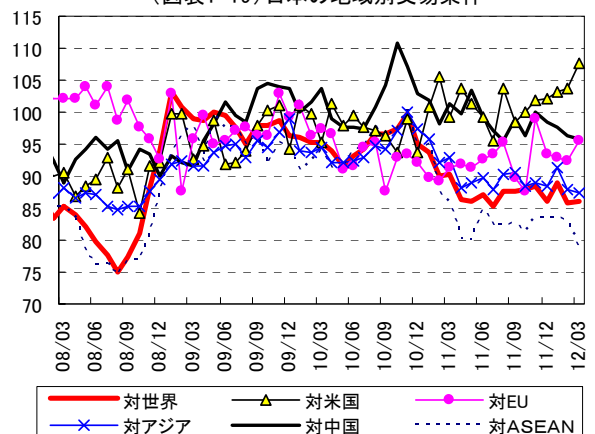
（図表1-18）輸出金額の前年比と寄与度（2011年度）

<相手先別>		
	前年比	寄与度
合計	▲3.7%	—
米国	▲0.8%	▲0.1%
EU	▲3.6%	▲0.4%
アジア	▲5.4%	▲3.0%
（うち中国）	（▲6.9%）	（▲1.4%）
（うちアジアNIEs）	（▲8.4%）	（▲2.0%）
（その他アジア）	（2.2%）	（0.3%）
その他	0.0%	0.6%

<商品別>		
	前年比	寄与度
合計	▲3.7%	—
化学製品	▲6.7%	▲0.7%
（うちプラスチック）	（▲9.9%）	（▲0.3%）
原材料別製品	▲2.8%	▲0.4%
（うち鉄鋼）	（▲4.4%）	（▲0.2%）
一般機械	▲0.2%	▲0.0%
電気機器	▲8.0%	▲1.5%
（うち半導体等電子部品）	（▲14.7%）	（▲0.9%）
輸送用機器	▲4.3%	▲0.9%
その他	▲1.2%	▲0.2%

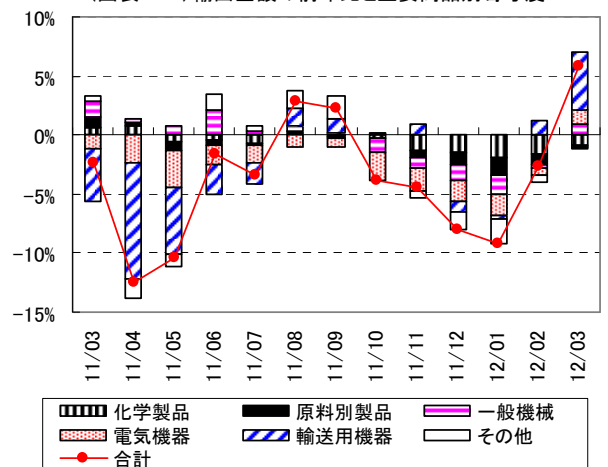
（出所）財務省「貿易統計」

05年=100 （図表1-19）日本の地域別交易条件



（出所）財務省「貿易統計」

（図表1-20）輸出金額の前年比と主要商品別寄与度



（出所）財務省「貿易統計」

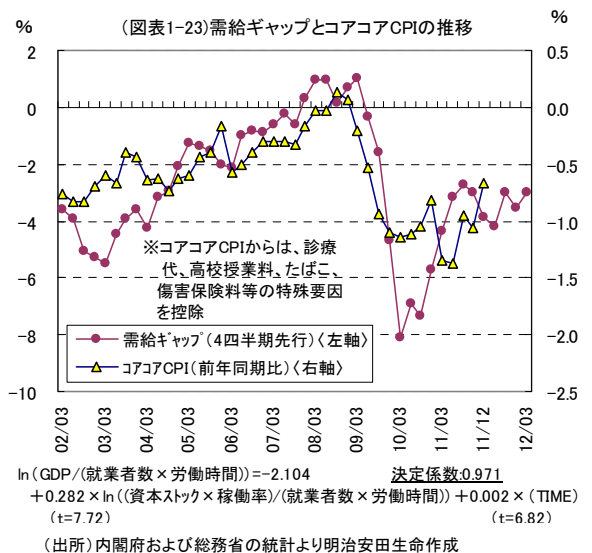
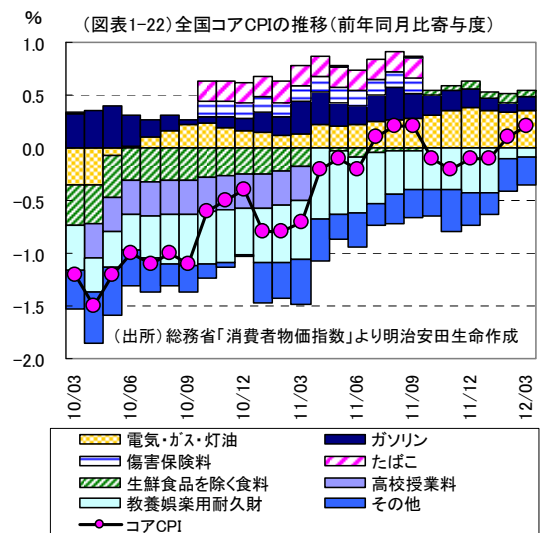
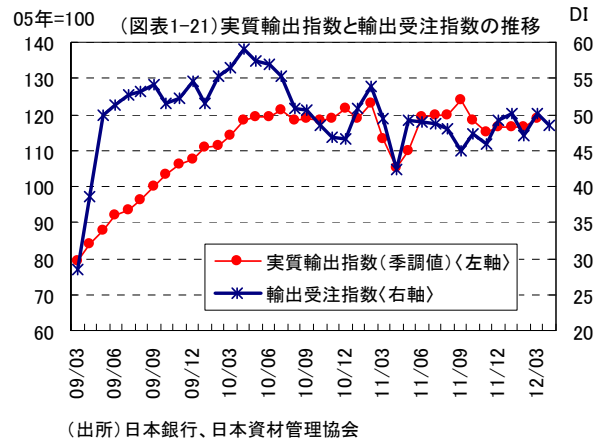
機器分野など一部の品目で競争力低下が懸念されるなど、構造的な脆弱感もある。一方、アジア向けスマートフォン関連（電子部品、機械）の輸出は堅調であり、足元低調な機械も、新興国のインフラ整備や資源開発需要が続いていることから、下期にかけてプラス寄与に転じてくるとみる。自動車についても供給力の回復や堅調な米国個人消費に支えられ、引き続き増加基調で推移しよう。欧州債務問題は大きなリスク要因であり、アジア各国の輸出を停滞させる懸念は残るが、中国景気は、金融緩和による景気刺激策などが奏功し、徐々に回復へと向かうものと予想する。以上から、輸出は、当面力強さに欠けるものの、下期にかけて持ち直してくるものと予想する。なお、輸入は、火力電力稼働のための液化天然ガス需要が旺盛であり、資源価格の下落も期待薄と予想されることから高水準での推移が続き、貿易収支は2012年度も赤字継続となる可能性が高い。

### (6) デフレ圧力は根強く残る

3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2ヵ月連続でプラスとなった(図表1-22)。ただ、調査対象銘柄の変更(1月にルームエアコン、2月にテレビ)が行なわれた影響で、コアCPIは0.3%ポイント程度押し上げられており、この特殊要因を除けば、足元でも前年割れの状況である。

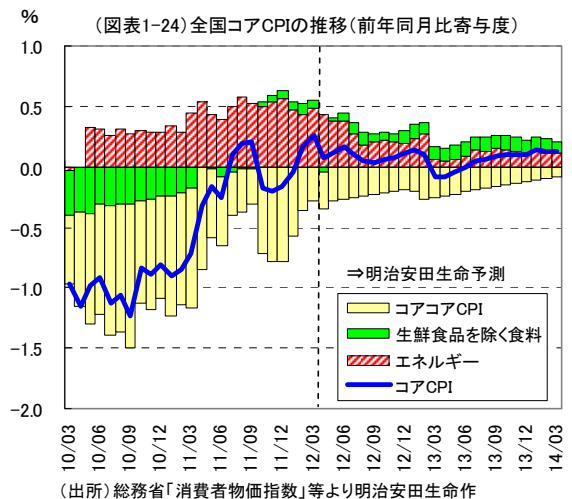
当社では、2012年1-3月期の需給ギャップは▲3.0%程度、年間約15兆円の需要不足と試算している(図表1-23)。マイナスの需給ギャップ(デフレギャップ)は依然として大きく、デフレ圧力は依然として残っている。需給ギャップのマイナス傾向が長期にわたって継続している要因としては、消費者が雇用・所得環境や年金・医療等の社会保障に将来不安を感じ、消費を抑制していることに加え、急速な高齢化などに伴い、企業や公的機関が提供する財・サービスと消費者ニーズの間でミスマッチが拡大していることも指摘できる。

国内景気は震災からの復興需要が徐々に本格化してくることもあり、内需主導でしばらくは潜在成長率(0.7%程度と試算)を上回る成長トレンドが続くとみているが、それでもデフレギャップが解消するまでにはまだ2~3年程度はかかる可能性が高い。一般物価の動向を示すコアCPIのプラス基調定着が見通せる状況にはない(図表1-24)。



コアCPIについては、目先イラン情勢の動向次第で原油高騰のリスクがあるなど、引き続きエネルギー価格の動向に大きく左右されると見込まれる。ただ、マイナスのデフレギャップがもたらす物価下押し圧力が根強く残るとみられ、基本的には小幅なプラス圏で推移するとみている。

なお、東京電力が申請中の家庭向け（規制部門）の電気料金の引き上げについては、現段階では経済産業大臣の認可を受けていないため、コアCPIの予測には織り込んでいない。



### (7) 日銀は追加緩和を継続

このところ、「日銀は変わったのか」との問いを良く目にするが、景気回復下でも積極的に追加緩和に踏み切る姿勢が、さほど間をおかずに2度にわたって示されたという意味では、間違いなく変わったと言える。ただ、自発的というよりも、政治、市場に一部マスコミまで加わった日銀緩和せよの大合唱により、なしくずしに変えさせられたという側面が強い。

「ゲームのルール」が変わったことで、今後は市場の期待が不安定化する可能性がある。常に市場の期待通りに動けるわけではない。白川総裁は、「確かに、上振れている時に緩和を強化するということは、あまり例はありませんが、日本経済の長年の課題であった物価安定のもとでの持続的成長経路に明るい動きがみえ始めたこのタイミングで、このモメンタムを大事に育てたいということです。従って、毎月毎月そういう思想でやっていく、ということではもちろんありません」と述べているが、こうしたあいまいな判断基準では金融政策の予見可能性は明らかに低下する。今後は市場とのコミュニケーション戦略の再構築が必要となるだろう。

「物価上昇の目途」は、今のところ政治家にとって日銀に圧力をかける格好の材料になっている。かつてないほど高まっている日銀法の改正論議も、日銀にとってはプレッシャーとなっている。こうした点も踏まえると、年度内にさらに3回程度の追加緩和があると予想する。

4月27日の金融政策決定会合後の公表文や展望レポート、白川総裁の会見からは、日銀が財政規律への維持にコミットする姿勢をアピールするのに腐心している様子が示されている。金融政策のなしくずし的な方向転換を余儀なくされたことで、財政規律重視の姿勢を強調することが不可欠になったといえるが、日銀の努力にも関わらず、市場の受け止め方が徐々に変わってくる可能性がないわけではない。4月20日時点の発行銀行券残高は約80兆円、長期国債保有額は71兆円（基金含む）で、まだ8兆円程度の差があるが、今年後半にも逆転する可能性が高い。基金保有分は「銀行券ルール」の枠外ということにはなっているが、同じ日銀が買う国債には違いない。日銀の政策は、実態として財政ファイナンスに着々と近づいている。

政府サイドで財政規律がしっかり担保されているのであれば良いが、政治家の中には、日銀への圧力を、消費増税を行わないための方便と考える向きも多い。このままでは、万一デフレ脱却が実現しても、それに伴う長期金利の上昇が、政府にとっては利払い費の雪だるま式の増加となって跳ね返ってきて、結局財政危機の引き金を引くという皮肉な結果を招きかねない。中長期的な債券市場のリスクは着実に蓄積されているといえる。



## 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+2.2%と、11四半期連続のプラス成長となったものの、10-12月の同+3.0%から伸び幅が縮小した。4-6月期は、暖冬による押し上げ効果の剥落などから、回復ペースがさらに鈍化するとみる。ただ、雇用環境は緩やかながら改善傾向を保つとみられるほか、緩和的な金融環境が今後も景気を下支えする可能性が高いことから、景気の回復基調が続くと予想する。

個人消費は回復基調が続くとみるが、家計のバランスシート調整圧力が残るなか、ガソリン高による下押しリスクが燻り続けることもあり、目先の回復ペースは鈍化すると予想する。住宅市場は、差し押さえによる供給圧力が強く、回復スピードは緩やかなものにとどまるとみる。

設備投資は、新興国需要に支えられる形で生産が上向くとみられ、持ち直しに向くとみる。ただし、商業用不動産市場の低迷などから力強い回復には至らないと予想する。輸出は、アジア向けの輸出に支えられ、今後も回復基調が続くとみる。

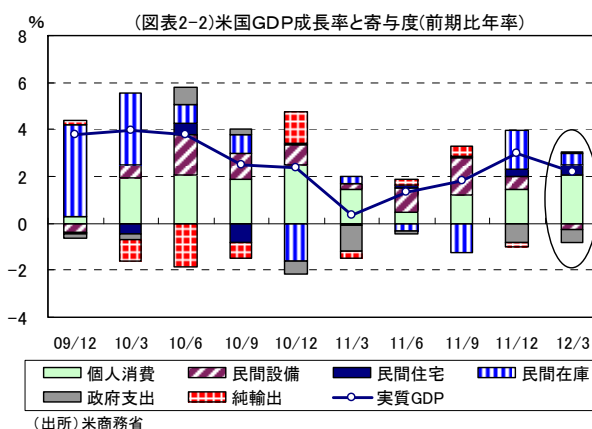
FRBは異例の低金利を少なくとも2014年の遅くまで継続する見通しを示している。利上げに踏み切るのは2014年後半と予想する。

（図表2-1）米国実質GDP

〈前期比年率〉	暦年ベース			2012年								2013年	
	2011年	2012年	2013年	11/12	12/3	12/6	12/9	12/12	13/3	13/6	13/9	13/12	
実質GDP	1.7%	2.1%	2.0%	3.0%	2.2%	1.8%	2.1%	2.0%	1.7%	2.2%	2.3%	2.4%	
個人消費支出	2.2%	2.2%	2.0%	2.1%	2.9%	2.0%	2.3%	2.3%	1.7%	2.0%	2.1%	2.3%	
民間住宅投資	-1.3%	9.0%	4.6%	11.6%	19.1%	7.1%	3.0%	2.5%	2.0%	7.0%	7.8%	8.1%	
民間設備投資	8.8%	4.4%	5.4%	5.2%	-2.1%	2.9%	4.9%	5.3%	5.3%	5.9%	6.0%	6.5%	
民間在庫(寄与度)	-0.2%	0.3%	0.1%	1.8%	0.6%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	
純輸出(寄与度)	0.1%	0.1%	0.2%	-0.3%	-0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	
輸出	6.7%	4.7%	6.0%	2.7%	5.4%	5.4%	5.5%	6.0%	6.0%	6.2%	6.3%	6.5%	
輸入	4.9%	3.5%	3.6%	3.7%	4.3%	4.0%	4.2%	4.2%	3.0%	3.3%	3.5%	4.0%	
政府支出	-2.1%	-2.1%	-2.6%	-4.2%	-3.0%	-0.8%	-1.5%	-2.8%	-3.2%	-2.6%	-3.1%	-3.0%	
内需	1.8%	2.1%	1.8%	3.1%	2.2%	1.8%	2.1%	1.9%	1.4%	1.9%	2.0%	2.2%	
国内最終需要	2.0%	1.8%	1.7%	1.5%	1.7%	1.7%	1.9%	1.7%	1.3%	1.8%	1.8%	2.0%	

### （1）1-3月期は緩やかな回復が続く

1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率+2.2%と、11四半期連続のプラス成長になった（図表2-2）。需要項目別にみると、個人消費は同+2.1%→+2.9%と、自動車・部品などが伸びたことを背景に、3四半期連続でプラス幅が拡大。住宅投資も同+11.6%→+19.1%と、暖冬による販売の押し上げ効果などに支えられ、伸び幅が大幅に拡大した。一方、設備投資は、構築物投資が大きく減少したのに加え、昨年末に減税措置が縮小された影響もあり、機械・ソフトウェア投資の伸びも鈍化した結果、同+5.2%→▲2.1%とマイ





ナスに転じた。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は+1.8%→+0.6%と、10-12月期に大きく上昇した反動もあり、プラス幅が縮小。輸出は前期比年率+2.7%→+5.4%、輸入も同+3.7%→+4.3%と、ともに増加したが、輸出の伸びが大きかったため、純輸出の寄与度は▲0.3%→▲0.0%と、マイナス幅が縮小した。政府支出は前期比年率▲4.2%→▲3.0%と、6四半期連続で減少。連邦政府支出は、国防費が大幅に削減された結果、2四半期連続のマイナスとなった。財政難が続く州・地方政府支出も7四半期連続で減少した。

4-6月期は、暖冬による押し上げ効果の剥落などから、景気回復ペースがさらに鈍化するとみる。ただ、雇用環境が緩やかながら改善傾向を保つとみられるほか、緩和的な金融環境が今後も景気を下支えする可能性が高いことから、米景気の回復基調は続くと予想する。

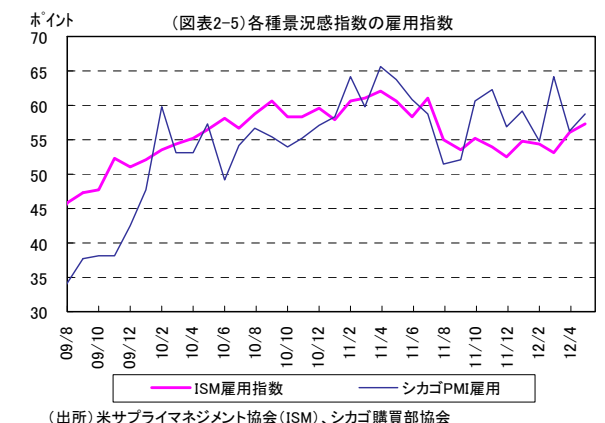
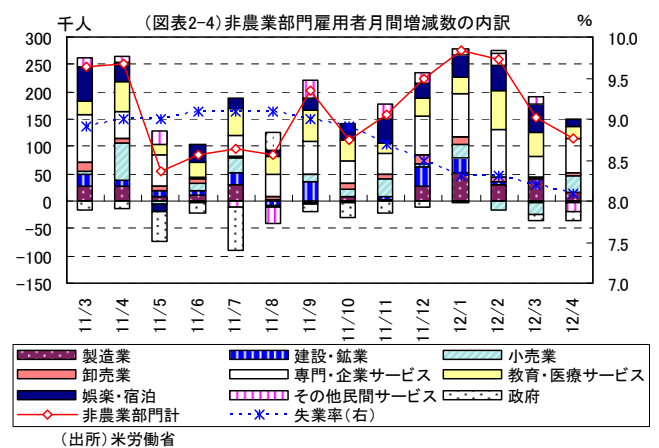
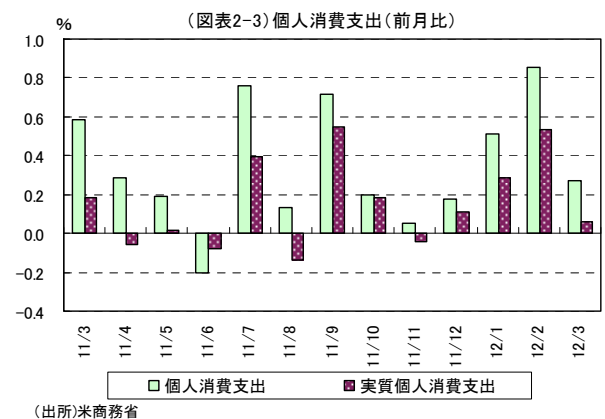
## (2) 個人消費の回復ペースは鈍化へ

米国の個人消費は、堅調な回復が続いている。3月の実質個人消費支出は前月比+0.1%と、4ヵ月連続の増加となった(図表2-3)。背景としては、雇用環境の改善傾向が続いてきたことや、株価上昇に伴う資産効果などがあげられる。

4月の雇用統計を見ると、非農業部門雇用者数の増加幅は前月比+11.5万人と、2ヵ月連続で20万人を下回り、回復ペースが鈍化した(図表2-4)。昨年11月から2月までの雇用統計は、暖冬を背景に、宿泊・娯楽や建設などの雇用が押し上げられたほか、リーマンショック後の急激な人員削減に伴う季節調整の歪みによってかさ上げされた面もある。4月以降の新規失業保険申請件数を見ても、増加基調に転じており、目先は弱めの数字が出るとみている。

ただ、企業マインドを示す各種景況感指数を見ると、雇用指数は改善傾向を維持している(図表2-5)。解雇などの非自発的失業者が4ヵ月連続で減少したほか、経済的理由によってパートタイマーとなった就業者数も減少基調が続いている。3月と4月に弱含んだ消費関連業の雇用者数は持ち直しに向かうとみており、均してみれば、2012年にわたって雇用者数の増加幅は15万人前後のペースを維持するとみている。雇用環境の改善が引き続き個人消費を下支えすると予想する。

一方、ガソリン価格の推移を見ると、イラン情勢への懸念などを背景に、昨年12月下旬以降、上昇基調が続いてきた(図表2-6)。4月中旬以降は、下落基調で推移しているものの、ガソリン価格は依然として高水準である。米世論調査会社のギャ

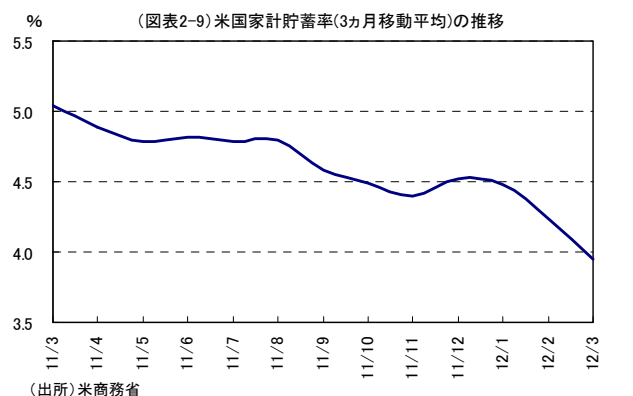
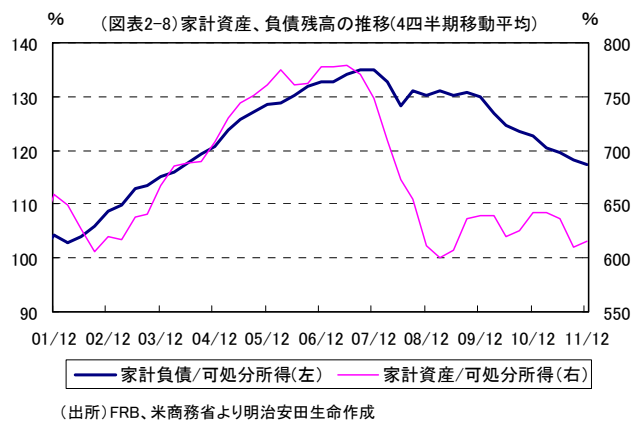
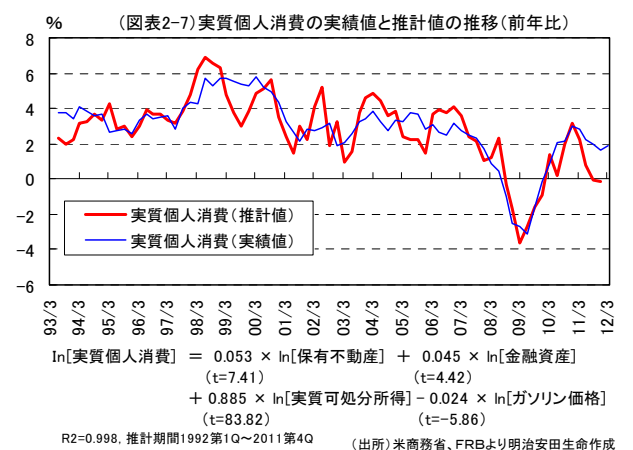
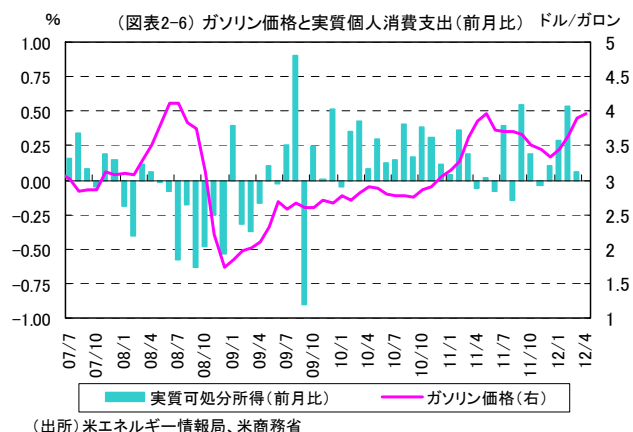


ラップ社によれば、ガソリンの小売価格が4ドル/ガロンまで上昇すると、ライフスタイルを変更せざるを得ないと回答した世帯は8割にのぼる。足元のガソリン価格は3.8ドル/ガロンと、昨年末から15%程上昇しており、当社試算では、これにより実質個人消費支出が約0.3%押し下げられる(図表2-7)。イラン情勢を背景としたガソリン高が消費者の実質購買力低下につながるリスクは燃り続けるとみている。

家計の可処分所得に対する資産と負債の比率を見ると、2007年央頃までは資産規模に見合うペースで負債も増加してきた(図表2-8)。住宅バブル崩壊後は、不動産の価格下落を背景に、家計の資産残高が大幅に減少した結果、家計部門はバランスシート調整を余儀なくされている。2011年末の可処分所得に対する家計資産の比率は616%と、2009年から横ばいでの推移が続いている。年初から3月末までの株価上昇を受け、3月末の家計の株式資産は増加した可能性が高いものの、家計資産の約2割を占める不動産の価格下落に歯止めがかかっていない。不動産同様家計資産の約2割を占める株式資産の増加は、保有不動産の下落によって相殺されており、同比率は当面横ばい圏内での推移が続くと予想される。

一方、2011年末の可処分所得に対する家計負債の比率は112%と、ピークとなった2008年7-9月期(135%)から低下基調が続いている。ただ、低下ペースは緩やかなものにとどまっており、現状のスピードで負債の削減が続くと、現状の資産規模に見合うまで負債を調整するためには、2年半程かかる計算となる。今後も家計のバランスシート調整は緩慢なものにとどまるとみている。

家計の貯蓄率を見ても、足元では低下ペースが加速しているのが目立つ(図表2-9)。2011年7-9月期以降の個人消費は前期比年率+2%台の成長が続いてきたが、貯蓄の取り崩しによって個人消費の回復が支えられてきた面も大きいとみられる。もっとも、家計のバランスシート調整圧力が続くなか、今後も持続的に貯蓄率が低下するとは考えにくい。雇用環境が緩やかながら回復基調を保つとみられることから、個人消費の回復基調が続く



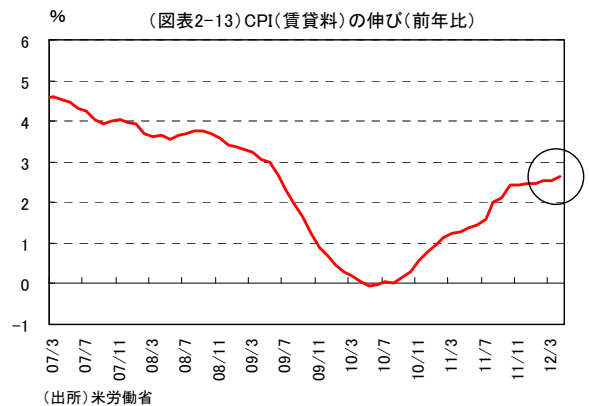
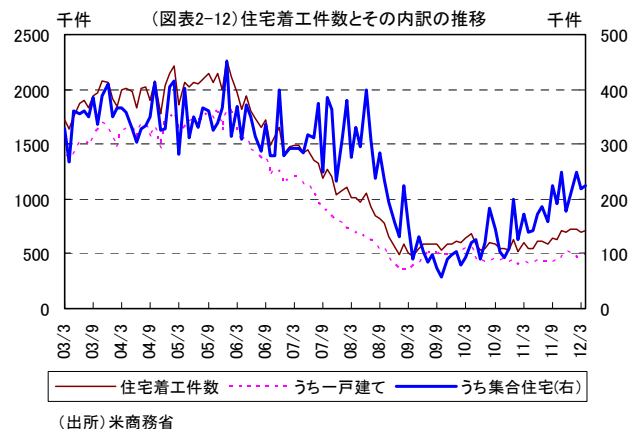
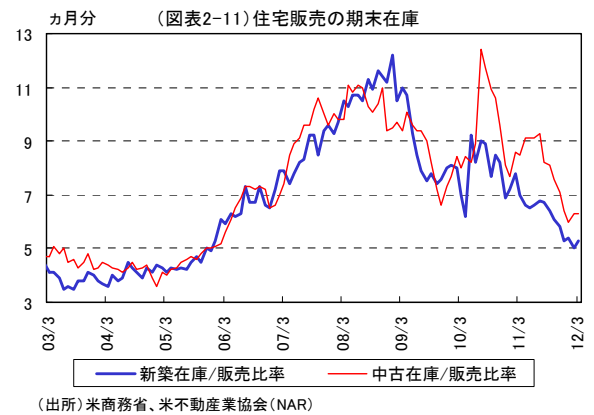
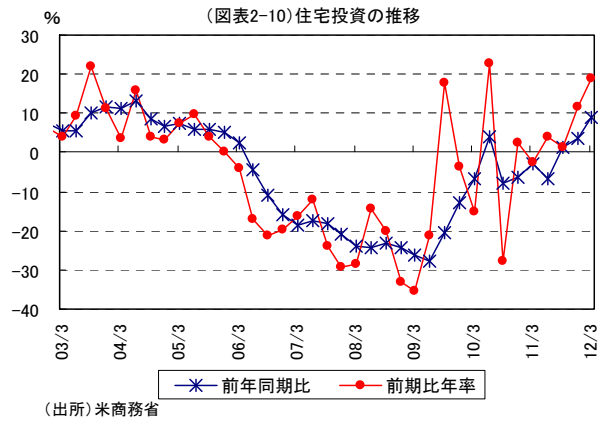
とみるが、暖冬によって消費が押し上げられてきた効果が剥落するのに加え、ガソリン高が消費に悪影響を及ぼすリスクが燻り続けていることもあり、目先の回復ペースは鈍化すると予想する。

### (3) 住宅市場の回復は緩やかなものにとどまる

米住宅市場は、足元では持ち直し傾向が続いている。1-3月期の住宅投資は前期比年率+19.1%と、2四半期連続で高い伸びとなった(図表2-10)。在庫/販売比率を見ても、2010年央から低下基調が続いてきた新築住宅に加え、中古住宅も昨夏以降、低下基調で推移しており、在庫調整が進んでいる(図表2-11)。暖冬による販売の押し上げ効果などが影響していると考えられる。

住宅着工件数の内訳を見ると、集合住宅の伸びが目立つ(図表2-12)。大量の差し押さえを背景に、一戸建てから賃貸住宅への需要シフトが進んでおり、集合住宅に支えられる形で、着工件数は持ち直し傾向が続いている。ただ、賃貸料を見ると、上昇ペースに鈍化の兆しが出ている(図表2-13)。賃貸住宅の需給は緩和に向かいつつあるとみられ、今後は、集合住宅の着工件数の増加ペースは次第に鈍化するとみている。

差し押さえ件数を見ると、2010年末に大きく減少しているのがわかる(図表2-14)。これは、金融機関が不良債権処理を急ぎ、中身を精査せずに機械的に手続きしてきたことが訴訟問題(いわゆるロボサイン問題)へとつながったためである。ただ、手続きが従来と比べ煩雑になった結果、手続き待ちの件数は高止まりが続いている。足元の差し押さえ件数は年率換算で240万件程であるが、実質的にデフォルトしているにもかかわらず、金融機関が処理しきれていない差し押さえ件数(予備群)が存在する。当社試算では、足元の「実質的な」差し押さえ件数は年率換算で520万件前後と推計され、差額の270万件程が差し押さえ予備群(隠れ在庫)と考えられる。また、住宅ローンの90日以上延滞と差し押さえ手続きに着手した件数を見ても、合計は280万件程に達しており、隠れ在庫は引き続き高水準である。今後も差し押さえによる供給圧力が強い状況が続くとみている。

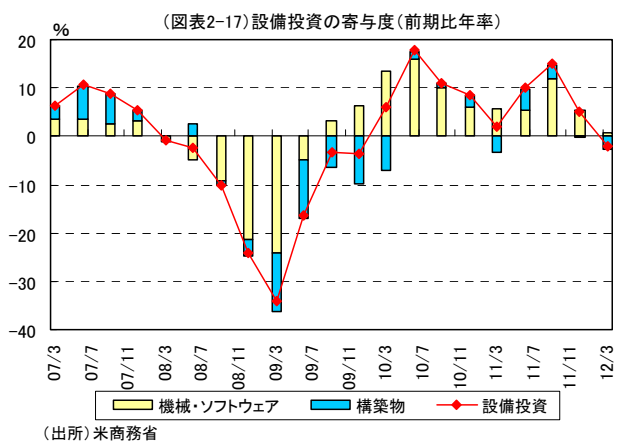
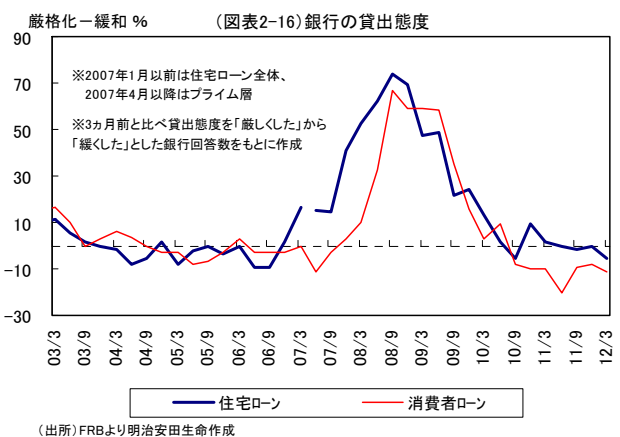
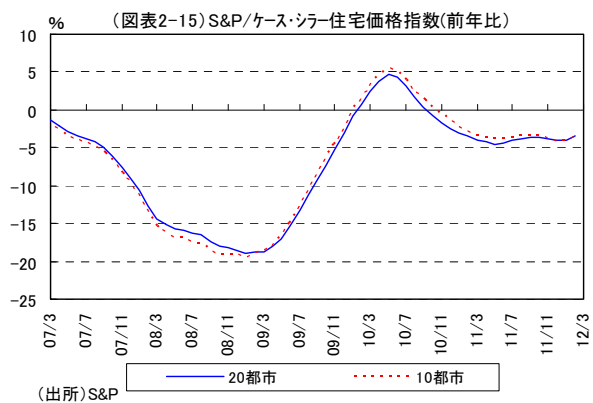
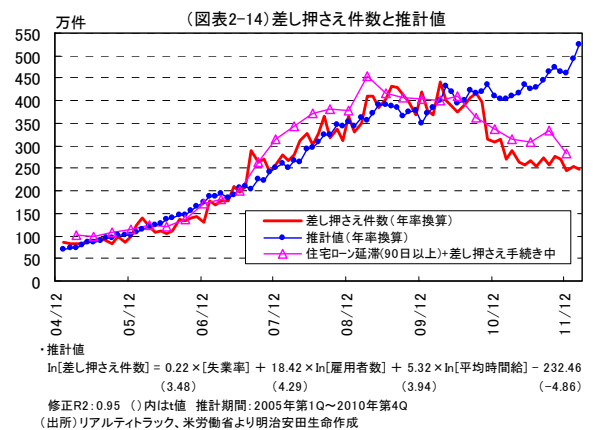


差し押さえによる供給圧力を背景に、住宅価格指数は2010年秋頃から再び低下傾向が続いている（図表2-15）。今後、大量の差し押さえ予備軍が住宅市場に流入してくるとみられ、住宅価格の下落基調が続くとみている。住宅価格の下落は、消費者が住宅購入を躊躇する要因となり、住宅市場の回復を妨げる可能性が高い。また、銀行の住宅ローン貸出姿勢は、他のローンと比べ厳しめの状態が続いている（図表2-16）。約1,200万世帯（住宅ローンを組んでいる世帯の約2割）の住宅資産価格が住宅ローン残高を下回っており、多くの債務者は住宅の借り換えや売却ができないとみられる。差し押さえ件数が高止まりするなかでは、今後も銀行の住宅ローン貸出姿勢の緩和は見込めそうになく、今後の住宅市場の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

#### （4）設備投資は持ち直しに向うとみる

米国の設備投資は、足元で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▲2.1%と、9四半期ぶりにマイナスとなった（図表2-17）。2012年から設備投資の償却に関する減税措置が縮小されたこともあり、1-3月期の機械・ソフトウェア投資は同+1.7%と、10-12月期の同+7.5%から伸び幅が縮小した。工場などの構築物投資は同▲12.0%と、2四半期連続で減少し、全体を押し下げた。欧州と中国の景気減速懸念を背景に、企業が新規の設備投資に対して慎重になったとみられる。

一方、生産は回復基調を維持している。4月の鉱工業生産は、輸送機器が大きく伸びた結果、2ヵ月ぶりに増加した（図表2-18）。中国では当局が緩和的なスタンスに軸足を移しつつあるほか、その他の多くのアジア新興国がこれまで緩和的な金融政策を進めてきたことから、今後、アジア新興国の景気は上向くとみられる。このため、新興国向けに堅調な伸びが続いてきた航空機の生産は回復基調を維持する可能性が高い。裾野が広い航空機が伸びることに伴って、関連する機械や加工金属などの生産も回復傾向が続くとみられる。また、自動車の国内需要も底堅く推移するとみている。4月の自動車販売は前月比+0.4%と、2ヵ月ぶりに





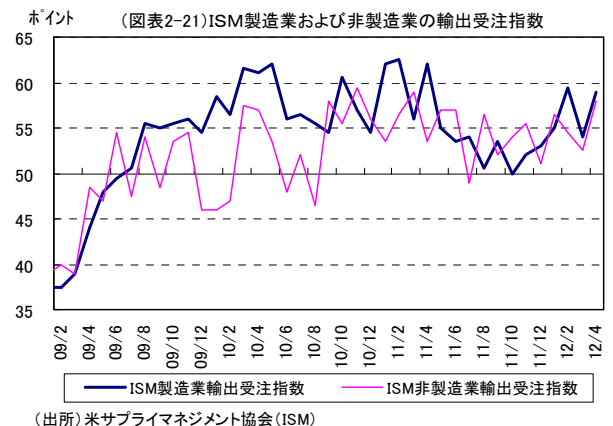
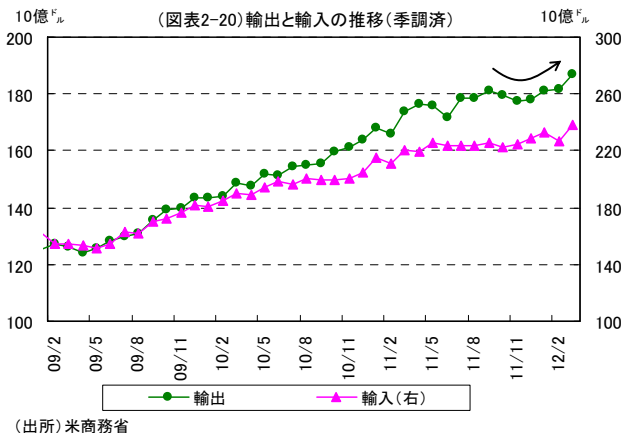
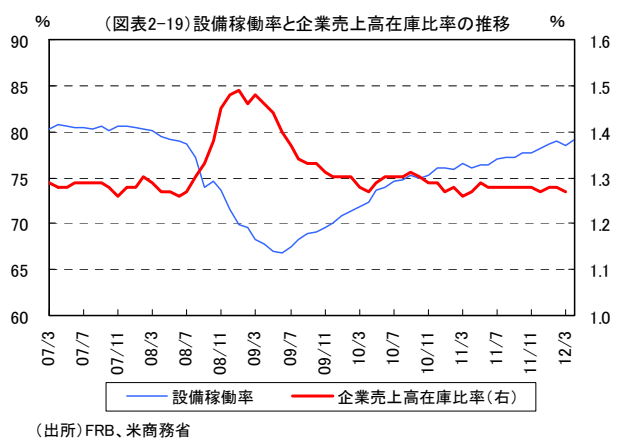
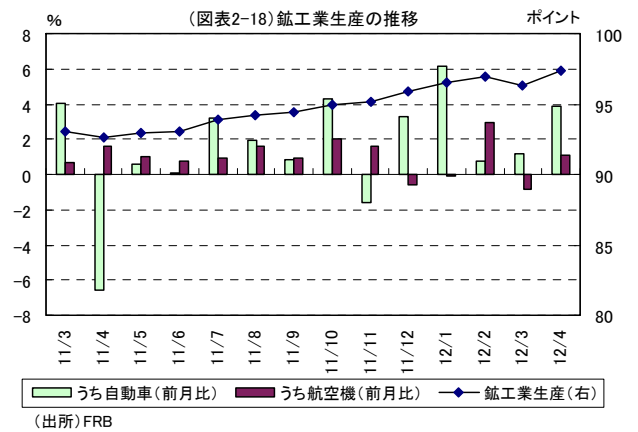
増加した。多くの自動車メーカーが販売奨励金を抑制したものの、買い替え需要を背景に、販売の増加トレンドが続いていることもあり、今後も輸送機器の回復基調が続くとみている。また、設備稼働率を見ると、資本ストック調整が進展するなか、改善傾向が続いている。在庫にも過剰感は見られないことから、減税措置縮小の影響が和らぐにつれ、今後は生産能力を引き上げる動きが出てくるとみられる（図表2-19）。

一方、商業用不動産市場の低迷は悪材料である。2004年以降に実施された大量の商業用不動産向けローンは、満期がピークを迎えている。ただ、担保となる商業用不動産の価格下落が続いており、借り換えがうまく進まない可能性が高い。地銀を中心に不良債権処理による損失が再び拡大し、銀行の貸出抑制が企業経営の圧迫につながる懸念が残る。今後の設備投資は、新興国需要などに支えられ、徐々に持ち直すとみるが、商業用不動産市場の低迷が抑制要因となることから、力強い回復には至らないと予想する。

### （5）輸出は回復基調が続く

米国の輸出は、昨年の秋以降、新興国や欧州向けを中心に減速が続いていたが、足元では持ち直しに向っている（図表2-20）。3月の輸出を見ると、前月比+2.9%と、4ヵ月連続のプラスとなった。背景には、アジア新興国の景気が上向していることがあげられる。一方、債務問題で揺れる欧州向けが減速基調で推移しているのに加え、南欧系銀行の信用収縮が景気の下押し圧力となっている南米向けは足元で弱含んでいる。ただ、いわゆる周辺国と南米向けの輸出は、合わせても全体の1割程にとどまる。

企業マインドを示すISM景況指数を見ると、輸出受注指数は上昇基調が続いており、活動の拡大と縮小を示す50ポイントを大きく上回っている（図表2-21）。アジア新興国の景気が持ち直し傾向であることを背景に、輸出の先行きに対する企業マインドは改善しているとみられる。輸送機器や機械などを中心に、アジア向けの輸出は底堅い伸びが続いており、今後も輸出の回復基調が続くと予





想する。

### (6) 歳出削減が景気の下押し要因

2月末に期限を迎えた給与税の減税措置（2年間で約1,100億ドルの規模）と失業保険の延長給付（約500億ドルの規模）は、2012年末まで延長された。ただ、ブッシュ減税（2,500億ドル程度の規模）ともども2012年末に期限を迎える。再延長されなければ、実質的な増税の規模がきわめて大きくなるため、米景気はマイナス成長に転じる可能性が高い。このため、2013年もある程度の規模で減税措置が延長されるとみている。

一方、昨年の与野党合意によって、今後10年間で約2.1兆ドルの歳出削減が決まっており、2013年からは大規模な歳出削減が景気の下押し要因となる。ただ、米景気に力強い回復が期待できないなか、大統領選や上院・下院の選挙もあることから、与野党とも大幅な歳出削減を実行に移す政策は採用しづらいとみられる。最終的に、歳出削減計画は変更され、歳出削減の規模が縮小されるとみている。

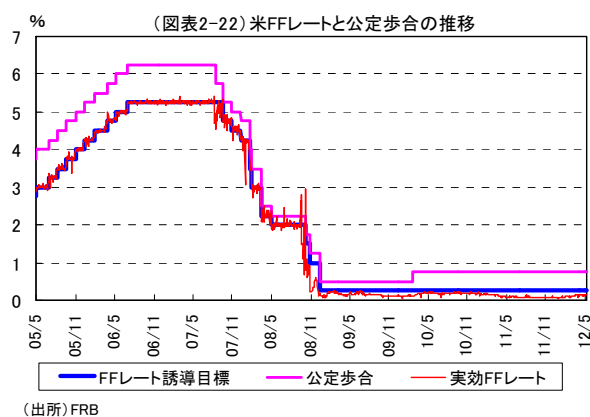
ただ、格付機関各社は、歳出削減の進捗が遅れる場合、米国債を格下げする方針を示している。一方で、歳出削減を計画どおり進め、減税処置を打ち切った場合、米景気の大規模な悪化は避けられず、どのみち米国債が格下げされる懸念が高まるとみる。中長期的な歳出削減の流れは変わらないとみており、景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

### (7) 利上げは2014年後半を予想

4月24-25日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、金融政策に変更はなかった。政策金利であるFFレートの誘導目標は0.0-0.25%のレンジですえ置かれたほか、現行の超低金利政策の維持を予告する「少なくとも2014年の遅くまで」という一節も維持された（図表2-22）。昨年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へ再投資する政策は継続する。今回の声明では、現状の景気判断がほぼすえ置かれた一方、景気の見通しが上方修正された。また、6月末で終了するツイストオペについては、バーナンキ議長が記者会見で「証券の購入終了時には市場はすでに予測済みで、影響は軽微と予想している」と述べ、予定通り終了する方針が示された。

同議長は「必要であれば追加で証券を購入する用意はある」、「経済状況によっては、追加緩和策を躊躇しない」と述べ、追加緩和策導入の可能性を強調した。今回も市場の期待をつないだ形だが、FRBは現時点で米景気の回復基調が続くとのスタンスであるのに加え、インフレが一時的にせよ押し上げられるとの見方を維持しており、当面は追加緩和策の導入はないとみる。

一方、同議長は「非常に緩和的なスタンスを維持することがFRBの意図するところ」と述べ、緩和的な金融政策を維持する方針を明確に示した。ただ、足元のコアCPIが前年比+2.3%であるのに対し、長期金利は2%を下回って推移しており、実質金利はすでにマイナスの可能性が高い。今後も実質マイナス金利などの緩和的な金融環境が確実に景気を下支えすると考えられる。家計のバランスシート調整が続くなかでは、景気回復ペースは緩やかなものにとどまるとみるが、利上げの時期は、FOMCの見通しより若干早く、2014年後半と予想する。



### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏経済は、南欧諸国を中心とした緊縮財政の影響などで、停滞が続いている。内需の低迷はしばらく続くとみるが、新興国向けを中心に輸出の持ち直し傾向が続くとみられるため、2012年後半以降は徐々に回復に向かうと予想する。

足元の個人消費は減速基調を強めている。消費者マインドが債務問題の深刻化によって下押し圧力を受けているのに加え、各国の緊縮財政を背景に雇用環境も再び悪化しており、秋口まで停滞気味の推移が続くと予想する。秋口以降は、企業活動の回復とそれに伴う所得環境の改善により、ゆっくり上向くとみる。

固定投資は、企業の先行き見通しの悪化に伴い、目先は減速基調が続くとみるが、世界景気の回復とともに、秋口以降は緩やかに持ち直すと予想する。

政府支出は、いわゆる周辺国に加え、フランスなども緊縮財政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き続けるとみる。

ECB（欧州中央銀行）は、5月の政策理事会で政策金利を1.00%で据え置くことを発表した。ECBが年内に追加利下げを実施する確率は20%程度とみる。第3回LTROや量的緩和策の実施に踏み切る可能性も低いと予想する。

（図表3-1）欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP

(前期比)	2011年			2012年					2013年			
	2011年	2012年	2013年	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12
ユーロ圏GDP	1.5%	-0.3%	1.0%	-0.3%	0.0%	-0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%
家計消費	0.2%	-1.0%	0.4%	-0.5%	0.0%	-1.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
政府消費	0.0%	-1.2%	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.6%
固定投資	1.5%	-1.2%	0.2%	-0.5%	-0.2%	-0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
純輸出(寄与度)	1.1%	1.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%

英国実質GDP

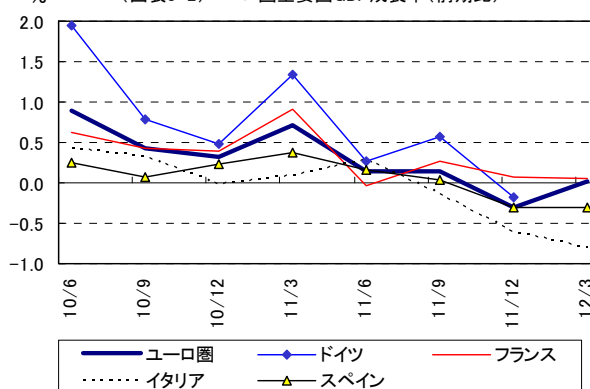
(前期比)	2011年			2012年				2013年				
	2011年	2012年	2013年	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12
英国GDP	0.7%	0.4%	1.6%	-0.3%	-0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%

#### (1) 1-3月期のユーロ圏景気は横ばい

1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は、前期比0.0%と横ばいでの推移となり、2期連続のマイナスは免れた（図表3-2）。国別の成長率を見ると、ドイツ（同▲0.2%→+0.5%）は成長率が加速したものの、フランス（同+0.1%→+0.0%）は鈍化。イタリア（同▲0.6%→▲0.8%）も厳しい緊縮策の影響を背景に、マイナス幅が一段と拡大した。

いわゆる周辺国（ギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリア）では、国債価格の下落を背景に銀行が資産圧縮を進めているのに加え、政府が厳しい緊縮財政に取り組んでいる結果、2012年はマイナス成長になる可能性が高い。

（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

一方、ドイツは経済の実力に対し割安なユーロ相場と、緩和的な金融環境に支えられる形で緩やかな回復が続くとみており、ユーロ圏における景気の二極化が進むとみられる。フランスでは緊縮路線のサルコジ大統領から成長、雇用促進路線のオランド大統領への政権交代もあり、これまでの緊縮政策が緩む可能性も懸念されている。しかしドイツのメルケル首相は、厳しい緊縮政策を掲げる財政協定の再交渉は断固として認めないと発言しており、オランド氏の掲げる公約はあくまでも緊縮財政を前提としての成長策という範囲に限定される公算が高い。そのため周辺国に加え、フランスでも緊縮路線は基本的に継続すると予想される。ユーロ圏景気はしばらく停滞気味の推移が続くとみるが、新興国向けを中心に輸出の回復傾向が続くとみられるため、2012年後半以降持ち直しに向かうと予想する。

## (2) 財政再建計画の先行きは不透明

3月30日のEU財務相会合では、EFSF（欧州金融安定基金）とESM（欧州安定メカニズム）の融資枠の拡大が決定された。EFSFの融資枠は、現在の4,400億ユーロから、ESMと併せて8,000億ユーロの規模になる（EFSFとESMは2013年半ばまで併存し、その後はESMに一本化される予定）。ただ、8,000億ユーロのうち、すでに3,000億ユーロ（2国間融資1,000億ユーロを含む）は、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルへの拠出が決まっており、新規の枠は5,000億ユーロにとどまる（図表3-3）。また、4月20日のG20では、IMFによる融資枠の拡大が決定した。融資枠は既存の約3,000億ユーロに約3,300億ユーロが新たに追加され、合わせて約6,300億ユーロとなった。EFSF/ESMとIMFを合わせると、融資枠は1兆ユーロを超え、数字上は向こう3年の周辺国の国債償還をカバーできる安全網が整った。ただし、ESMの融資能力は払込資本に応じて順次拡大することになっており、すぐに新規の融資枠が5,000億ユーロに拡大する訳ではない。そのため現在想定されていないリスクが生じ、新たな金融支援が必要となった場合にカバーしきれないという懸念も残っている。

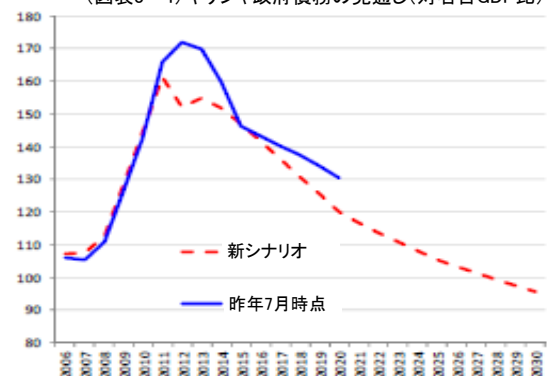
一方、周辺国の緊縮財政計画は、実行可能性が再び問題視されている。スペインでは、景気の低迷を背景に、2012年の財政赤字の対GDP比を当初の4.4%から5.3%へ修正する予算案が発表された。イタリアでは、財政収支が2013年にほぼ均衡する当初計画が、1年先送りされている。1,300億ユーロの第2次支援が決定したギリシャでは、強制的に債務再編計画に参加させる集団行動条項（CAC）を発動することによって民間が保有するギリシャ国債の元本を53.5%に削減し、残存部分を超長期国債へ交換するスキームが実行された。しかし、債務再編を実施しても、第2次支援の前提となっている経済成長や財政収支目標はかなり楽観的であり、再建計画が頓挫する可能性は低くない（図表3-4）。ポルトガルでも、大幅な歳出削減が景気の下押し要因となっており、金利も高水準で推移している。そのため、国債発行などによる資金の自力調達は厳しく、追加支援がなされる可能性

(図表3-3) ユーロ圏金融安全網拡大のイメージ

(単位) 億ユーロ	2012年		2013年		2014年	
	7月～	10月～				
欧州金融安定基金 (EFSF)	未活用分=2400。 13年半ばまでESMと合計で新規融資能力 5000確保					
	ギリシャ、アイルランド、ポルトガル向け(決定済み) 2000					
EU基金や 2国間融資	1000(決定済み)					
欧州安定 メカニズム (ESM)	1000	2000	3000	4000	5000	

(出所) EFSF等

(図表3-4) ギリシャ政府債務の見通し(対名目GDP比)



※「新シナリオ」では債務の50%元本削減

(出所) IMF (2011年12月時点) 残存部分を30年債に交換することを想定

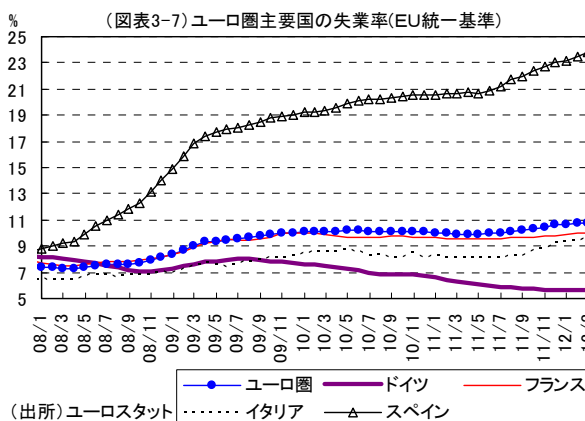
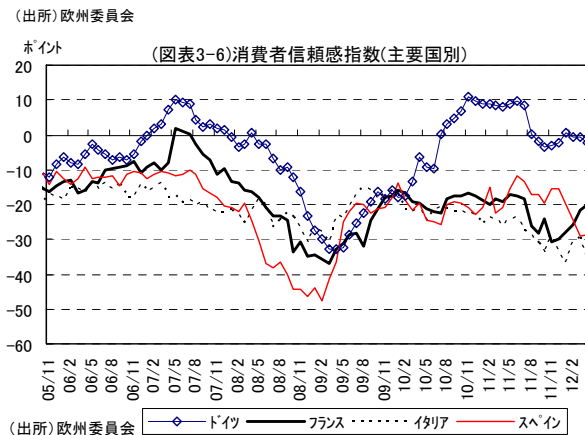
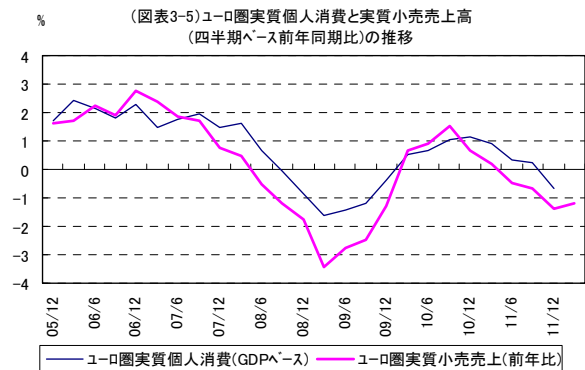
が高いとみる。ただ、EFSF/ESMの新規融資枠でギリシャ、ポルトガル、アイルランドの向こう2年のリスクはカバーできるため、今年中にギリシャのように民間の債務削減がされる可能性は低いとみられる。今後もユーロ圏各国の財政再建計画の実現可能性に焦点が集まることが予想され、債務問題に対する懸念は燻り続けよう。

### (3) 個人消費は停滞気味の推移

ユーロ圏の個人消費は、欧州債務問題の深刻化に伴う消費者マインドの悪化や、各国の緊縮財政に伴う雇用環境の悪化などに伴い、減速基調を強めている。2月の実質小売売上高は前月比▲0.1%と2ヵ月ぶりに減少し、前年比でも▲2.1%と10ヵ月連続のマイナスとなった(図表3-5)。

欧州委員会発表の消費者信頼感指数を見ると、ドイツ以外では長期間マイナス圏での推移が続いている(図表3-6)。周辺国などで緊縮財政政策や労働市場改革などが進められていることなどが背景にある。イタリアでは、モンティ新政権が昨年11月に緊縮財政法案(2012年の財政赤字削減幅は対GDP比約1.7%)を可決したほか、3月には労働法の改正案を提案している。労働市場の柔軟性を高め、外国企業の誘致を進める考えだが、国内の反発は強い。スペインでも270億ユーロ超の緊縮予算案(同約2.5%)を進めているに加え、ラホイ首相は州政府が管轄する医療・教育費を追加で計100億ユーロ削減することを発表した。フランスのオランド新政権は、これまでの緊縮一辺倒の政策に否定的な考えを示しており、昨年12月に打ち出された緊縮財政計画が緩やかなものに修正される懸念がある。ただ程度の差はあるが、新旧政権とも緊縮財政を進めていくという点に関しては意見の一致をみており、緊縮財政が消費者マインドの下押し圧力につながるとみている。

こうした緊縮財政強化の動きは、雇用環境にも悪影響を与えていると考えられる。3月のユーロ圏失業率は10.9%と、ユーロ圏発足後最悪の水準を更新してなお上昇が続いている(図表3-7)。国別に見ると、やはり周辺国の悪化傾向が顕著である。なかでも、スペインの失業率は3月末時点で24.1%と、ギリシャの21.7%(2月時点)を上回っている。一方、ドイツでは、失業率の低下傾向が続いており、公務員の賃上げ(2年間で+6.3%)も決まっている。雇用・所得環境の改善を背景に、ユーロ圏全体の個人消費の3割弱を占めるドイツの個人消費は堅調な推移が予想される。ただ、雇用環境の悪化が続くフランス、イタリア、スペインの個人消費は、ユーロ圏全体の5割弱を





占める。周辺国に加え、フランスでも消費の低迷が予想されることから、ユーロ圏の個人消費は2012年まで停滞気味の推移が続くとみる。

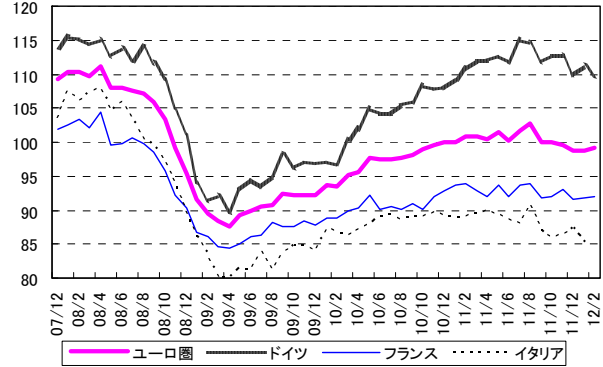
#### (4) 固定投資は秋口以降持ち直しへ

企業活動も減速基調を強めている。2月の鉱工業生産指数は99.1ポイントと、2010年10月時点の水準まで低下した(図表3-8)。減産傾向が続いていることを背景に、足元の設備稼働率も78.4%と、低下基調で推移しており、設備過剰感が高まっている。欧州委員会が発表するユーロ圏固定投資計画(固定投資を「増やす」という回答と「減らす」という回答のDI)を見ると、2012年3-4月調査では2012年の投資計画DIが2011年の10ポイントから8ポイントも低下した(図表3-9)。緊縮財政を受け、今後の生産活動に弱気な見方が広がっているとみられる。

ECBによる銀行貸出調査によると、2010年10-12月期以降、銀行は貸出態度を厳格化している(図表3-10)。昨年12月にEBA(欧州銀行協会)がまとめた計1,147億ユーロの銀行資本増強計画(コアTier I比率9%以上)は、達成期限を6月末に迎える。足元ではLTRO(Long-Term Refinance Operation、3年物無制限長期資金供給オペ)の効果もあり、厳格化のペースが弱まっているものの、財務体質強化や、緊縮財政による景気悪化懸念などを背景に、目先は厳格化の動きが続くとみられる。銀行が貸出姿勢を厳格化させると、固定投資がやや遅れて鈍化する傾向があり、少なくとも2012年央まで固定投資の減少基調が続く可能性が高い。

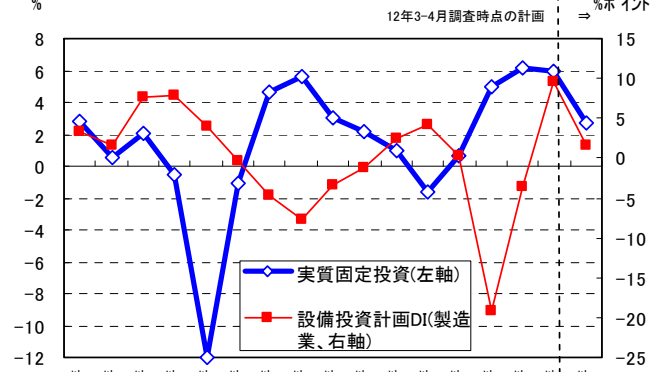
ただ、足元では世界景気が持ち直しつつあることから、輸出財の生産は底堅く推移するとみられる。ユーロ圏のなかで比較的早期に発表されるドイツの製造業受注を見ると、ユーロ圏外からの受注を牽引役に、3月は前月比+2.2%と、前月の同+0.3%から拡大している(図表3-11)。ドイツでは、生産の底堅さを背景に、設備過剰感も和らいでいる。ユーロ圏全体の固定投資は減速基調が続くとみるが、財輸出の生産が底堅さを保つとみられることから、秋口以降は緩や

(図表3-8) ユーロ圏鉱工業生産指数(季調済)



(出所)ユーロスタット

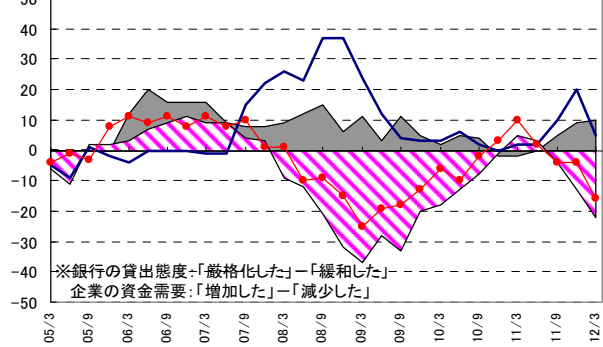
(図表3-9) ユーロ圏の固定投資計画と固定投資(前年比)



(出所)欧州委員会

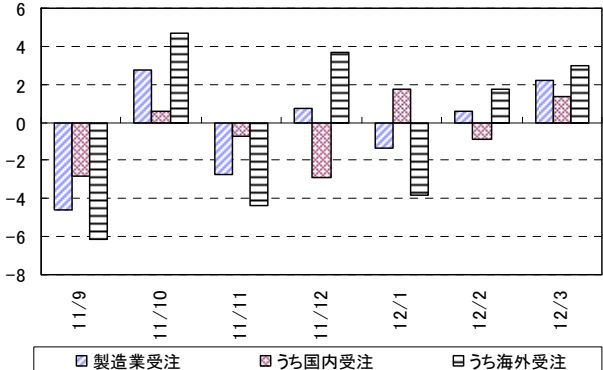
※12年は1-2月累計の前年同期比

(図表3-10) 過去3ヵ月間の銀行の貸出態度・企業の資金需要サーベイ(DI)



(出所)ECB

(図表3-11) 独国内・海外別製造業受注(前月比)



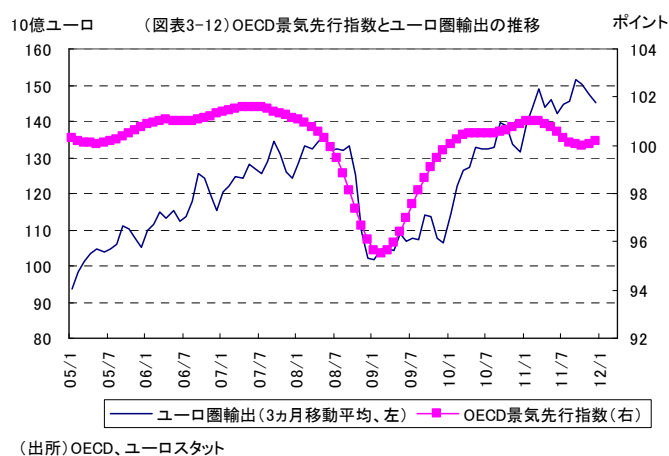
(出所)ファクトセット



かな持ち直しに向かうと予想する。

### (5) 輸出は持ち直し傾向が続くと予想

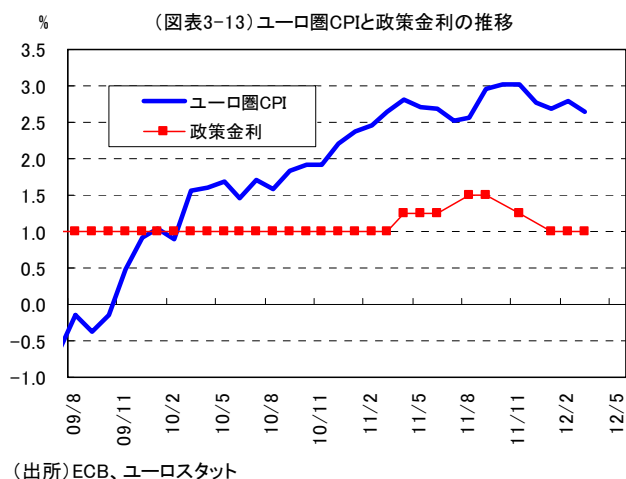
ユーロ圏の輸出は、ユーロ安や新興国景気の回復などを背景に持ち直しつつある。国別に見ると、2月の米国向け輸出数量（季調済）は前月比+1.9%と緩やかに回復しているほか、中南米向けは同+4.2%、アジア向けは同+4.3%、うち中国向けは同+4.3%と、いずれも大幅に増加している。また、2月のOECD景気先行指数（中国やロシアなどのOECD非加盟国含む）とユーロ圏輸出を比較してみると、OECD景気先行指数は、ユーロ圏輸出におよそ6ヵ月～12ヵ月程度先行して動いている（図表3-12）。同指数は、2011年3月から10月まで低下が続いていたが、米国や新興国景気の持ち直しを受けて、足元では上向いている。



中国ではインフレ懸念がすでに後退しているのに加え、秋以降には共産党大会が予定されていることもあり、緩和的なスタンスを強めてくるとみられる。その他の新興国も、これまでの緩和効果が徐々に出始めると考えられることから、新興国景気の持ち直し傾向が続くとみられる。米景気もFRBの低金利政策に支えられる形で回復基調が続いている。今後は、世界景気が次第に上向くとみえており、ユーロ圏輸出は緩やかな持ち直し傾向が続くと予想する。

### (6) ECBは当面様子見姿勢へ

ECBは5月3日の政策理事会で、政策金利を1.0%ですえ置くことを発表した（図表3-13）。政策金利は、昨年11月と12月に25bp引き下げられた後、5ヵ月連続のすえ置きとなった。また、昨年12月と2月に実施されたLTR0による約1兆ユーロ（12月に約4,900億ユーロ、2月に約5,300億ユーロをそれぞれ固定金利1%の条件で実施）の資金供給については、ドラギ総裁は「深刻な信用収縮を回避した」と述べた一方、「国債市場には緊張が残っている」とし、金融市場を引き続き注視していく姿勢を示した。



同総裁は、エネルギー価格の高止まりや消費税の引上げへの動きから、インフレへの警戒を示しているものの、流動性供給策からの出口戦略については「時期尚早」と述べた。4月のユーロ圏CPI（速報値）は前年同月比+2.6%と、ECB目標の2%を上回る水準で推移している。インフレへの警戒が拭えないなか、政策金利の引き下げの可能性は低く、第3回目のLTR0実施も考えにくい状況である。昨年12月、ECBのビーニ・スマギ専務理事はデフレリスクの顕在化を量的緩和導入の前提とする姿勢を示したが、原油高が続くなか、インフレ圧力が強まりつつあり、量的緩和の可能性も低いと予想する。ユーロ圏の低金利は、マイナス成長が予想される2012年いっぱい続く可能性が高い

とみる。また、ECBによる周辺国のSMP（証券市場プログラム）に関しては、ドラギ総裁が恒久的に活用することも、無制限に活用することもないと述べている。そのため、「通貨・金融市場の機能不全が金融危機に発展することを予防する」という当初の計画に沿って、これまで通り利回りが急騰し、金融危機に発展するような懸念が高まった場合にのみ規模を限定して使用される形になると考えられる。南欧諸国を中心に金融市場が不安定な状況が続くなか、今後もSMPが活用される場面があると考えられる。

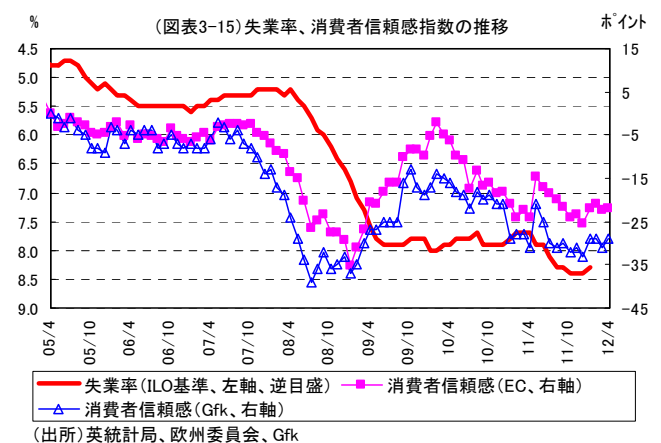
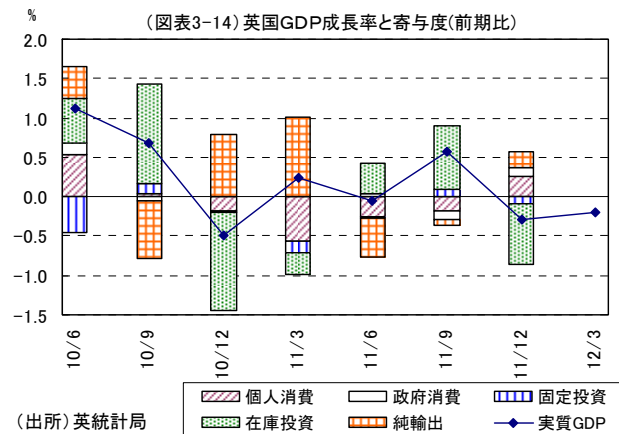
### （7）英国景気は緩慢な回復が続くと予想

英国の1-3月期実質GDP成長率（速報値）は前期比▲0.2%と、2四半期連続のマイナス成長となった（図表3-14）。厳冬を背景に建設業の落ち込みが大きかったのに加え、主要産業であるサービス業の伸びが小幅上昇にとどまったことが大きく影響したとみられる。

GDPの6割超を占める個人消費は、住宅価格の下落による負の資産効果や、雇用環境の悪化、欧州債務問題を背景とする消費者マインドの落ち込みなどを受けて、伸びが鈍い展開が続いている。1月の失業率（ILO基準）は8.3%と悪化が続いており、緊縮財政の一環として公務員の削減が進められていることを背景に、雇用環境は悪化傾向にある。消費者マインドも低迷が続いており、債務問題の悪影響を家計は引き続き警戒しているとみられる（図表3-15）。

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

BOE（イングランド銀行）は5月のMPC（金融政策委員会）で、政策金利を0.5%、資産買い取り枠を3,250億ポンドですえ置くことを決めた。1-3月期のマイナス成長は、記録的な寒波による影響が大きかった面もあり、一時的な落ち込みとみる向きが強い。3月の小売売上高が大幅に上昇しているなど、統計に比べ足元の实体经济は底堅いことに加え、原油価格の高止まりが続いていることから、当面は金融政策がすえ置かれると予想する。輸出の減速やユーロ圏の債務問題、自国の財政再建など景気の下押し圧力も強いが、ハト派のポーゼン委員が追加緩和主張を取り下げたように、インフレ懸念が強い以上、2012年度中の追加緩和はないとみる。2013年も、原油高を背景に物価上昇率は引き続きインフレ目標である2%を上回ると予想する。しかし、2013年の景気回復も緩やかなものにとどまると予想されるため、利上げは実施されないと考えられる。



## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

足元の中国景気は減速傾向が続いているが、4-6 月期が景気の底となる可能性が高い。インフレ懸念はすでに後退しているのに加え、秋以降に共産党大会が予定されていることもあって、当局はすでに、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きている。基本的にアクルセルの良く効く経済であることや、潜在的な成長エネルギーの大きさ等を考えると、今後緩和効果が効き始めれば、景気は当局の想定以上に加速する可能性が高い。景気は夏場以降上向き始め、年末までには力強さを取り戻すとみる。結果として、2013 年には再度インフレリスクが問題視される状況となろう。

足元の企業投資は減速傾向が続いているが、与信規制の緩和に伴い、資金調達環境は改善に向かっており、今後は回復が見込まれる。個人消費は、物価の落ち着きと、政府の各種消費刺激策、堅調な雇用などが下支えするとみている。輸出は欧州向けを中心に冴えない推移が続く可能性が高いが、2012 年央以降はやや持ち直すとみる。預金準備率は 2012 年中にさらに 2 回程度引き下げられる可能性が高い。

#### (1) 2012 年後半の中国景気は再加速へ

中国の 2012 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+8.1%となった(図表 4-1)。これで 5 四半期連続の伸び鈍化。市場予想の+8.3%を下回り、過去約 3 年で最低の伸びとなった。固定投資の減速が主因で、寄与度は 2.7%ポイントと、全体の約 3 分の 1 にとどまった。

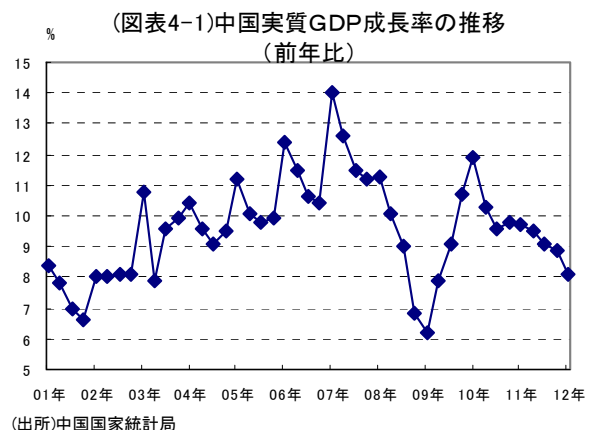
一段の成長鈍化を受け、中国国務院は 4 月 13 日、温家宝首相が主宰する常務会議で、景気対策実施の方針を決定した。増値税(≒日本の消費税)の減税や、中小企業向け減税、各種の個人消費拡大策、インフラ整備などが軸となる見通しである。

すでに一部は動きだしている。国家発展改革委員会(発改委)は、地方のインフラ整備プロジェクトに対する認可スピードを速めているほか、財政出動

を加速させており、3 月の歳出は前年比+34.7%の 1 兆 200 億元と、大幅増となっている。

政府は、秋の共産党大会を前に(11~1 月に延期される可能性)、一段の景気減速は避けたいとの構えを見せている。今年の中国全国人民代表大会(全人代)では、2012 年の成長率の目標を 8% から、7.5%に引き下げることが発表されたが、これは成長の質を重視するという意思表示であり、7.5%以上の成長率が許容されないわけではない。特に、さまざまな構造問題を抱える地方では、問題吸収のためには 9%以上の成長率を必要とする自治体も多く、今後政府は成長重視の姿勢をさらに鮮明にしてくとみる。人民銀行は 5 月 11 日に、昨年以來 3 回目の預金準備率の引き下げを発表したが、今年中にさらに 2 回の引き下げを実施する可能性が高いとみている。

OECD 景気先行指数など、各種の先行指標の中には、中国景気の底打ちを示唆するものも増えてき



(図表4-2)中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	10年	11年	12年 (予測)	13年 (予測)
実質GDP成長率	10.3	9.2	8.5	8.7

ている。基本的にアクセルの良く効く経済であることや、潜在的な成長エネルギーの大きさ等を考えると、4-6月期が景気の底となる可能性が高い。

いったん緩和効果が効き始めれば、当局の想定以上に加速する可能性が高いとみており、2012年後半は8%台後半まで成長率が回復してくると予想する。結果として2013年は再度インフレリスクが問題視される状況になるとみている。

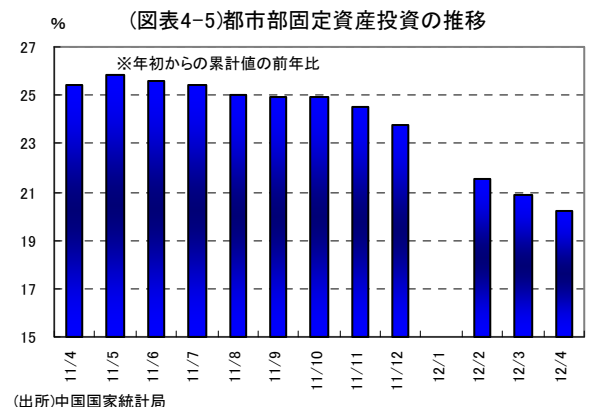
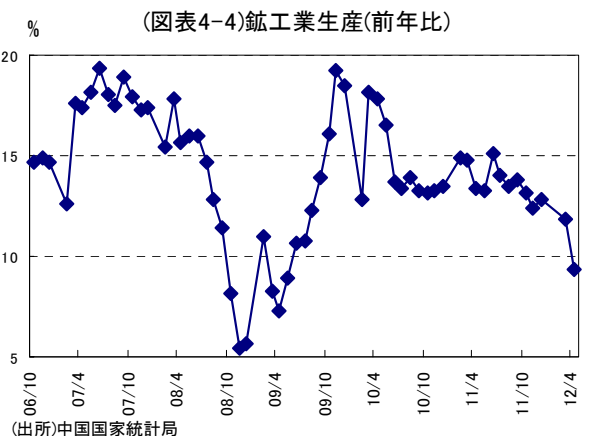
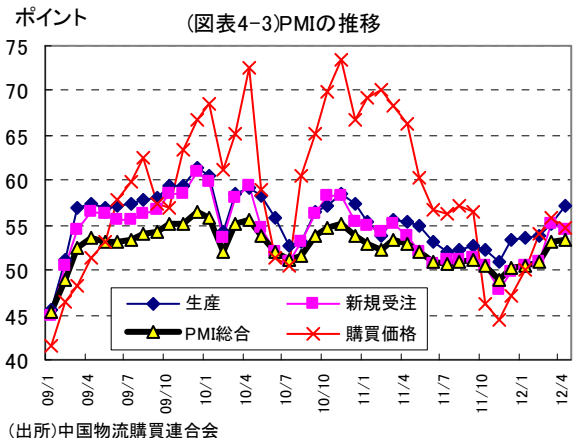
## (2) 企業マインドに改善の兆し

企業マインドは、ここへきて反転上昇の兆しも見える。中国物流購買連合会が発表した購買担当者指数 (PMI) は、3月に2.1ポイントの大幅上昇となった後、4月も0.2ポイント上昇した。5ヵ月連続で好不況の分岐点とされる50ポイントを上回っている (図表4-3)。

ただ、実体経済の動きを示すハードデータは、さえない推移が続いている。4月の鉱工業生産は、前年比+9.3%という、2009年5月以来の低い伸びにとどまった (図表4-4)。発電量が3月の同+7.2%から同+0.7%へ大幅鈍化となったほか、鉄鋼製品が3月の同+10.2%から同+7.9%へと減速した。

1-4月の都市部固定資産投資は、前年比+20.2%と、1-3月の同+20.9%から鈍化した (同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表) (図表4-5)。第一次産業が、1-3月の同+35.8%から+40.7%へと加速したものの、第二次産業が、1-3月の同+24.6%から+24.2%へ、第三次産業が、1-3月の同+17.6%から+16.4%へとそれぞれ減速している。業種別にみると、鉄道運輸が同▲43.6%と大幅マイナスが続いている (1-3月は同▲41.8%)。これは、昨年7月の高速鉄道事故と、その後の手抜き工事の発覚で、鉄道プロジェクトの多くが中断している影響が大きい。他には、電気設備・機械が同+11.2%から同+8.8%へ、通信が同+12.4%から同+9.8%へ減速しているのが目立つ。

4月の統計を受け、人民銀行は預金準備率の引き下げに踏み切ったが、今後は一連の金融緩和の効果が徐々に始めると考えられる。昨年までは、中小企業を中心に、多くが当局の与信規制に伴う資金調達環境の悪化に苦しんできたが、官民とも、投資意欲は引き続き高いものがあるとみられ、資金調達環境が改善に向かえば、固定投資は再度加速する可能性が高いとみている。



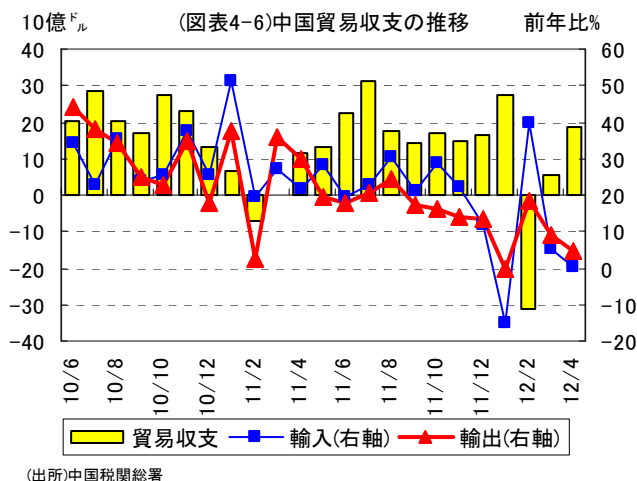


### (3) 輸出は鈍化傾向が鮮明に

輸出も鈍化傾向が顕著となっている。4月の輸出は前年比+4.9%、輸入は同+0.3%となった(図表4-6)。いずれも大方の予想を下回る低い伸びである。最大の貿易相手であるEU向けの輸出が同▲2.4%と、3月の同▲3.1%に続き2ヵ月連続でマイナスとなったほか、米国向けが3月の同+14.0%から同+10.0%へ、ASEAN向けが3月の同+13.8%から同+5.4%へと、それぞれ減速している。

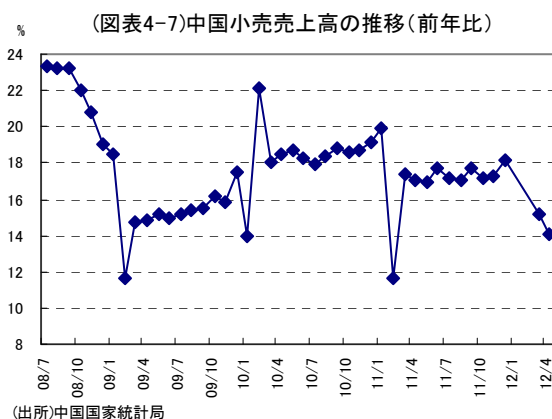
輸入の鈍化は、商品価格の下落が影響している面もあるが、内需の減速や、海外景気の低迷に伴う輸出品の原材料の輸入減も影響している。

このまま輸出の減速傾向が長期化する可能性は低いとみる。欧州景気は、当面停滞気味の推移が続くとみるが、米国景気は底堅い推移が続くと見込まれるほか、台湾企業の景況感が回復するなど、世界的なシリコンサイクル一巡の兆候も見える。PMIの輸出受注指数も3ヵ月連続で改善が続いている。夏場以降は緩やかな回復に向かうとみている。



### (4) 自動車販売に反転の兆し

4月の小売売上高は、前年同月比+14.1%に鈍化した(図表4-7)。春節が絡む月を除けば、5年半ぶりの低い伸びである。商品別にみると、穀物・食用油、衣類、オフィス用品、娯楽用品、宝石などが前月の伸びを上回ったものの、石油が前年比+23.7%から同+15.9%へと大きく鈍化したほか、通信用品(同+44.1%→同+37.6%)、家具(同+26.1%→同+24.0%)、建築材料(同+26.3%→同+24.5%)といったところが鈍化した。



ただ、自動車販売は上向き兆しが見える。4月の新車総販売台数は前年比+5.2%(162万4,400台)と、3ヵ月連続のプラスとなった。2011年の個人消費の伸び鈍化には、物価上昇のほか、自動車販売の不振が大きく影響していた。東日本大震災の影響で、日系メーカーの販売台数が一時大幅に減ったこと、政府が2009年、2010年の2年間で実施していた「汽車下郷」等の各種の販促策を打ち切ったこと、北京市で渋滞対策のため新規登録を大幅に制限したことなどが要因である。ここへきて、自動車販売に反転の兆しが見えてきたのは好材料である。

今後の個人消費は、インフレの落ち着きと、政府が今後発動を予定している消費刺激策、堅調な雇用などが下支えするとみている。物価はすでにピークアウトに向かっている。政府の経済政策スタンスの緩和方向への転換に伴い、個人の資金調達環境も改善に向かっている。

### (5) 不動産価格は抑制された状態が続く

不動産市場は沈静化への動きが続いている。当局が目している不動産開発投資は、1-3月の前年比+23.5%から、1-4月は同+18.7%へ大幅減速となり、不動産抑制策が着実に効果を表しつつある様子を示した(図表4-8)。中国国家統計局が発表した3月の新築住宅価格は、主要70都市のうち

38都市で前年比マイナスとなった。2月より11都市増え、全体の半分を超えた。また、国内銀行が、1-3月期に実施した不動産向け融資は、前年同期比で54%の減少となっている。ちなみに2011年通年では38%の減少で、不動産向けなどの与信規制が効いている。

温家宝首相は、3月14日の全人代閉幕に際しての記者会見で、「現在、住宅価格は妥当な水準まで下落するには程遠い状況にあるとはっきり言える。そのため、規制を緩和することはできない」と述べており、不動産価格抑制策を緩めない方針を明確にしている。

国家統計局も、3月の住宅価格発表後に「上昇圧力は依然として強く、不動産市場の引き締め策を続ける必要がある」と強調している。不動産価格は当面抑制された状態が続く可能性が高い。

不動産価格抑制策の影響で、このところ小規模業者を中心に、不動産開発業者の破綻が相次いでいる。もともと、2009年～2010年にかけて、銀行が、地方政府が設立した地方政府融資平台（LGFV: Local Government Financing Vehicle）と呼ばれるペーパーカンパニー的な会社や、国有大企業などに向けた貸出を増加させたことが、そこから不動産開発業者向けの貸出が増加する一因となった。不動産開発業者向け信用の実態は不透明な部分も多く、金融システムの隠れたリスクとなっている。

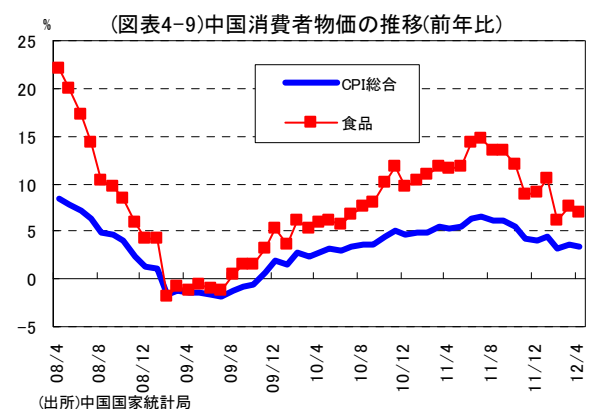
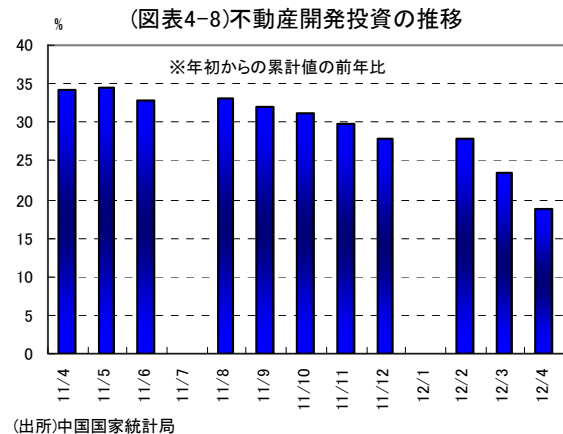
不動産市場の動向には今後も注目が必要だが、不動産価格抑制策を講じる一方で、都市化政策を推進していることや、家計所得が継続的に上昇していることを考えれば、バブル崩壊的な急落となる可能性は低いとみる。

なお、政府は低所得者層への優遇措置は拡大する方針である。北京や上海、広州などの都市で、外資系も含む銀行が1軒目の住宅購入者に対する住宅ローン金利の割引を実施する。指標金利からの割引率は10-15%になる見通しである。

## （6）インフレはピークアウト

中国の4月のCPIは前年比+3.4%と、3月の同+3.6%から伸びが鈍化した（図表4-9）。中国の今年のインフレ目標は4%であり、3ヵ月連続で下回っている。国民の関心の高い食品価格は同+7.0%と、依然高い伸びではあるものの、3月の同+7.5%からは減速した。豚肉が同+11.3%から同+5.2%へ大きく鈍化した影響が大きい。非食品価格の伸びは同+1.7%となった。5ヵ月連続の1%台で、きわめて安定的な推移が続いている。光熱費の伸び鈍化を受けて、居住サービスが3月の同+2.0%から同+1.8%に鈍化したほか、教育が同+1.6%→同+1.1%、衣類が同+3.8%→同+3.6%と鈍化している。

また、CPIに先行する4月の生産者物価指数（PPI）は前年比▲0.7%と、3月の同▲0.3%に続き2ヵ月連続のマイナスとなった。物価は当面落ち着いた推移が続く可能性が高い。量的指標に目を向けると、4月のM2は前年比+12.8%と、3月の同+13.4%から鈍化、政府目標の同14%も下回った（図表4-10）。海外からの国内資本流入の鈍化でベースマネーの供給が細まっていることが影響している。



中国では過去10年にわたり、大量の資本流入に伴う元売り介入の実施が、マネーサプライを押し上げる最大の要因だったが、昨年10-12月期には、2007年以来初めて外貨準備が流出超に転じた。欧州債務問題を背景に、欧米の銀行で「デ・レバレッジ」の動きが見られたことや、中国景気の減速懸念が主因である。

### (7) 預金準備率はあと2回引き下げ

4月の景気指標が軒並み悪化し、一方でインフレ圧力の緩和が確認されたのを受け、当局は5月11日に預金準備率の0.5%の引き下げを発表した(18日から実施)。今回の緩和サイクルで3回目の引き下げとなる。

人民銀行は2010-2011年に5回の利上げ、12回の預金準備率引き上げを実施してきたが、昨年末以降、すでに緩和方向へ舵を切っている。

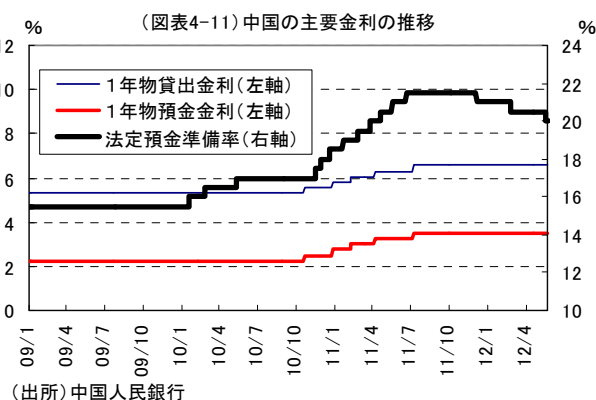
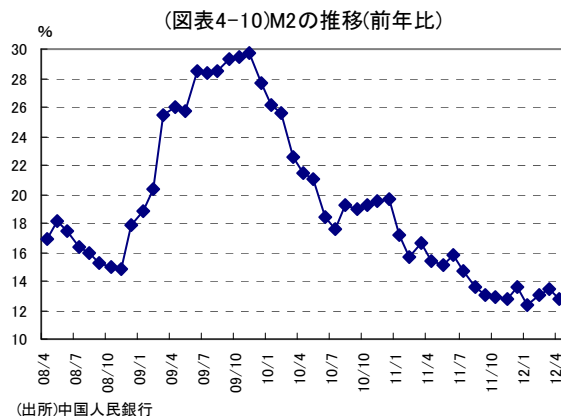
2010年末から2011年央にかけて行われた金融引き締めの影響で、多くの中小企業の資金調達環境が急速に悪化した。闇金融等からの借り入れに走るケースも急増していたことから、当局は昨年11月に付加価値税と事業税の課税最低額を引き上げたほか、12月には、約3年ぶりの預金準備率引き下げに踏み切った。その後2月、5月と2回の引き下げを実施したが、預金準備率の水準はまだ大手行で20%もある(図表4-11)。中国の預金残高は金融機関全体で約80兆元である。0.5%の準備率の引き下げにより、単純計算で約4,000億元のマネーがマーケットに放出される(名目GDPは約40兆元)。これは、政府当局が本気になれば景気下支えは十分可能であることを示している。周総裁は3月に「預金準備率を引き下げる余地はかなりある」と述べている。

預金準備率は2012年中にさらに2回程度引き下げられる可能性が高い。一方で、政策金利の預金・貸出金利はすえ置かれる可能性が高いとみる。中国は、物価抑制にあたっては、政策金利よりも為替を重視している。「国際金融のトリレンマ」が教えるとおり、資本移動の自由化を進めるなかで、為替相場を当局の管理下に置こうとすれば、その分金融政策の自由度は制限される。

また、4月13日には、地方の一部金融機関に対し、預金準備率を1%引き下げる措置を発表する一方で、リスク資産に対する金融機関の法定準備金率が1%から1.5%に引き上げることが発表された。金融業界のリスク低減が狙いで、7月1日から施行される。大手と中小、預金とリスク資産で政策を使い分け、きめ細かい調節を行う方針が確認できる。

### (8) 人民元の変動幅を拡大

人民銀行は4月16日から、人民元の変動幅を現行の基準値の上下0.5%から1%に拡大した。中国は、資本市場改革を段階的に進め、2015年までに元の兌換性を一段と向上させ、2020年までに上海を世界の金融のハブにするとの目標を示している。今回の制度変更はそのステップのひとつであ



る。人民銀行は声明で、「中国の為替市場は成熟しつつある。価格決定やリスク管理に関する市場の能力は拡大している」と述べている。

温家宝首相は3月の全人代閉幕に際しての記者会見で、「香港市場では、ノンデリバラブル・フォワード（NDF）は上下双方向に変動し始めた。これは人民元が均衡水準に近付いていることを示している（図表4-12）」、「為替改革を一段と進める。特に上下双方向の変動幅を拡大する」と、近いうちに制度変更を行うことを予告していた。

近年、ホットマネー（熱銭）と呼ばれる投機資金の流入が、元売り介入を通じ国内のインフレ圧力となってきたが、ここへきて、これまで増加一辺倒だった外貨準備が、前月比で減少する月も目立ってきていた（図表4-13）。これは、資本が純流出に転じる月が増えてきたことを意味しており、人民元相場が均衡水準に近付いている傍証と言える。人民元相場は、2005年7月の人民元改革で管理変動相場制を導入して以降、30%前後上昇してきた。政府当局にとっては、このタイミングであれば、変動幅を拡大しても、元高圧力一辺倒という形にはならないことを見越したと考えられる。もちろん、今後は、景気減速局面では人民元相場を元安方向に誘導するのも容易となる。

中国国家外為管理局（SAFE）は4月16日、国内銀行によるドルの売り持ちを認めると発表した。SAFEは「人民元相場の価格発見を促す」ことが目的と説明しているが、これも、人民元が均衡レートに近付いているとの自信の現れである。

今後は、景気回復が明らかになるのに伴い、やや元高方向への調整スピードを速めると考えられるが、そのスピードはこれまでより落ち、年間2~3%にとどまると予想する。

### （9）不良債権は管理可能

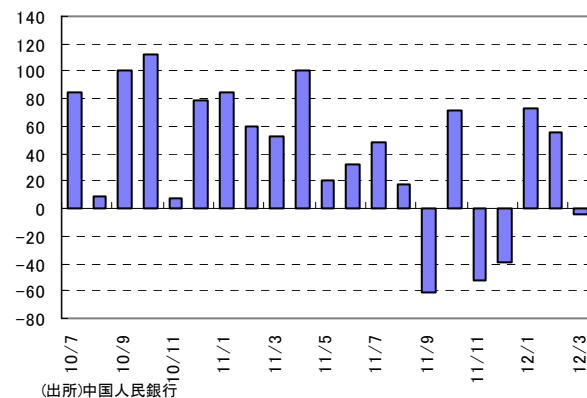
今後も機動的な財政出動が可能であることも、中国経済の先行き安心材料である。リーマンショック後に4兆元もの景気対策を打ち出してなお、中央政府の債務残高は、対GDP比で2割前後の水準を保っている。2011年の財政収入は、前年比24.8%増の10.37兆元と、過去最高となった。

リスクは地銀の不良債権問題だが、温家宝首相は、2011年の地方政府債務はネットで3億円の増加にとどまったと述べ、地方政府の債務問題が国内経済へ及ぼすリスクはさほど深刻ではないとの認識を示した。また、資産売却やプロジェクト移管、エクイティ部分の売却などの方法で地方政府の債務を切り離す方針も発表している。銀行業監督管理委員会（銀监会）は、LGFV向け融資のロールオーバー（債務繰り延べ）を認める詳細な指針（ガイドライン）を発表するなど、不良債権処理に向けた取り組みは着実に進展している。財政・金融政策の発動余地を考えれば、不良債権は十分コントロール可能なレベルと考えられる。

元/ドル (図表4-12) 人民元直物と先物(NDF)の推移



10億ドル (図表4-13) 中国外貨準備の純増額





## 5. アジア新興国経済見通し

### 〈要 約〉

アジア新興国の景気は、世界景気の減速に伴いここまで減速傾向が続いてきたが、1-3月の各国の実質成長率は、内需を下支えに上向くなど、景気底入れの動きが出てきている。足元では、欧州債務問題の長期化や、燃料価格の上昇が景気下押し圧力となっているものの、堅調な米国景気や中国景気の持ち直しなどから、年後半にかけては、景気回復の足取りが、さらにしっかりとしてくるとみている。

インフレ率は昨夏頃から鈍化が進み、タイ、フィリピン、インドネシア、インドでは利下げを行った。ただ、ここにきて、燃料価格の上昇などから一部の国で利上げ観測がでてきている。今後は、各国の国内景気によって、異なった対応がとられるものと予想する。

韓国や台湾などの電子大国では、半導体不況からの回復は遅れているが、輸出は下期にかけて回復してくるものとみる。タイは洪水被害からの復興需要が景気を牽引するとみている。インドネシアやインドは、経済成長率はやや鈍化するものの、内需が牽引し2012年も6~7%の成長を持続するものと予想する。

#### (1) 1-3月期の実質 GDP 成長率はやや上向く

2011年は、特に韓国、台湾などの外需主導国の景気減速が目立ったが、アジア新興国の景気は、ここにきて浮上のきっかけもみえる。2012年1-3月期の実質 GDP 成長率を見ると、韓国は、前期比+0.9%（年換算前）と、10-12月期（同+0.3%）から2四半期ぶりに加速した（図表5-1）。政府予算の前倒し実施により、政府消費が同+3.1%と伸びた影響が大きい。民間設備投資も、半導体業界における大型投資により、同+10.8%と3四半期ぶりの大幅増となっている。

台湾も、前期比年率+1.1%と、政府見通し（同+4.5%）を大きく下回ったものの、3四半期ぶりにプラス成長となった。輸出の回復は遅れているが、ここへきて内需を下支えに再浮上の兆しがみえてきている。一方、中国経済と一体化が進む香港は、内需が堅調な半面、中国景気の減速により輸出が低調で、前期比+0.4%と低成長が続いている。

シンガポールの実質 GDP 成長率はもともと振れが激しいが、1-3月期は前期比年率+9.9%と、10-12月期（同▲2.5%）のマイナス成長から、2四半期ぶりにプラス成長となった。製造業や観光産業などのインフラが整っているシンガポールは、電機精密、住宅、金融・不動産・観光などの多くの産業が GDP 成長に寄与している。金融通貨庁（MAS）も、シンガポールドルの名目実効為替相場の誘導目標について、上昇ペースを高めとする（金融引き締め）方針を示している。

一方、内需主導型のインドネシアは、前年同期比+6.3%となった。2011年4-6月期から3四半

(図表5-1) 2012年1-3月期の実質GDP成長率

		2011年	2011年	2012年	2011年	2012年	備考
		(実績) 前年比	10-12月期 前年同期比	1-3月期 前年同期比	10-12月期 前期比	1-3月期 前期比	
公表済	韓国	3.6%	3.3%	2.8%	0.3%	0.9%	年換算前
	台湾	4.0%	1.9%	0.4%	▲0.6%	1.1%	年換算
	香港	5.0%	3.0%	0.4%	0.4%	0.4%	年換算前
	シンガポール	4.8%	3.6%	1.6%	▲2.5%	9.9%	年換算
	インドネシア	6.5%	6.5%	6.3%	-	-	
公表前	タイ	0.1%	▲9.0%	-	-	-	
	マレーシア	5.1%	5.2%	-	-	-	
	フィリピン	3.7%	3.7%	-	-	-	
	インド	6.8%	6.1%	-	-	-	

(注1) インドは年度ベース(4月~翌3月)。2011年は明治安田生命の予想値

(注2) 前期比は季節調整値

(注3) 2012年5月11日時点までの公表分について記載

期連続で同+6.5%となっており、1-3 月期は若干減速している。個人消費や国内投資などの内需を中心に景気は底堅いが、成長加速のためには輸出の回復が必要である。

## (2) 鍵を握る輸出は下期に回復

各国の輸出動向を見ると、韓国は、3 月が前年同月比▲1.4%、4 月も同▲4.7%と減少した。昨秋頃から鈍化傾向が鮮明になっていたが、特に欧州向けの落ち込みが大きい(図表 5-2)。鉱工業生産指数は、年明け以降一旦回復基調に転じたものの、3 月は前月比▲3.1%と低下した(図表 5-3)。なかなか回復トレンドに乗れないが、前述のとおり大型投資も行われており、下期にかけて輸出は回復すると予想する。

台湾の輸出も、3 月が前年同月比▲3.2%、4 月も同▲6.4%と減少した。輸出の約 5 割を占める電気機器が同▲6.7%と減少、地域別では最大の輸出先である中国向けが同▲11.6%と減少したことが響いた。ただ、輸出受注額は 2 月に同+17.6%と大幅増となったのに続き、3 月も同▲1.5%と、反動による減少幅は小幅にとどまっている。3 月の鉱工業生産指数は、前月比+5.9%と、2 月の同▲6.0%から再び上昇に転じた。半導体受託生産会社である TSMC が設備投資額を当初予定から拡大する方向であり、中国でも景気刺激策が講じられる見通しであることから、輸出回復の見込みが出てきている。

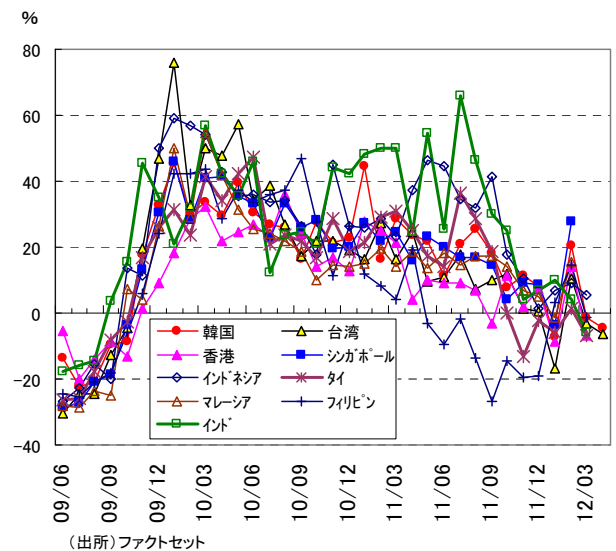
その他のアジア新興国も、足元の輸出は低調である。3 月の輸出は、インドネシアが前年比+5.5%と増加したものの、タイが同▲6.8%、マレーシアが同▲0.1%(現地通貨ベース)、フィリピンが同▲1.2%、インドが同▲5.7%と減少し、2 月の増加から一転して前年比マイナスとなった。タイ洪水被害の復旧は進んでいるものの、輸送用機器関連と比較して電子部品関連企業の方が復旧に時間を要している。損害保険会社の査定のほか、工場新設・修理や設備機械の購入・入れ替えなどが集中して発生するためであり、全面復旧には 2012 年後半までかかるものとみる。

## (3) 2012 年の実質 GDP 成長率は前年を下回るが徐々に持ち直し

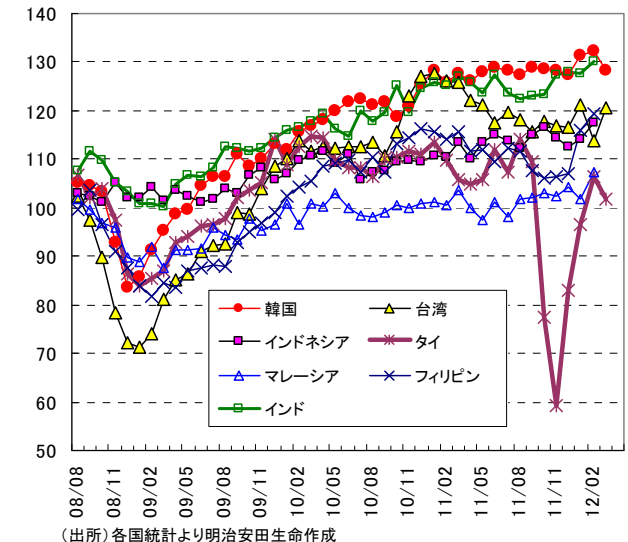
各国の内需は総じて堅調である。韓国は官公需が下支えし、若年層が多いマレーシアは個人消費が伸びており、タイは復興需要が顕在化している。

内需主導型のインドネシアでは GDP の 5 割を占める個人消費が 1-3 月期の実質 GDP 成長を支えており、4 月の自動車販売台数は前年同月比+43.3%と大きく伸びている(図表 5-4)。海外労働

(図表5-2)輸出金額(前年同月比)の推移



(図表5-3)鉱工業生産指数(季調値)の推移



者からの送金額が伸びているフィリピンも、個人消費の伸びが実質 GDP 成長を支えている。一方、インドの個人消費は停滞している。金融緩和で景気刺激を図っているが、経常赤字と財政赤字が続くなかで、固定資本投資は減少し、国内生産活動も低調に推移しており、個人消費は今後も伸び悩むとみている。

今後の景気見通しについて、2012 年の実質 GDP 成長率は、2011 年の減速に伴う「マイナスのゲタ」の影響により、総じて前年を下回る成長率にとどまると予想する。ただ、2012 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は上向いており、四半期ベースでみれば、アジア新興国の景気回復の足取りは、年後半にかけてさらにしっかりとしたものになると予想している（図表 5-5）。

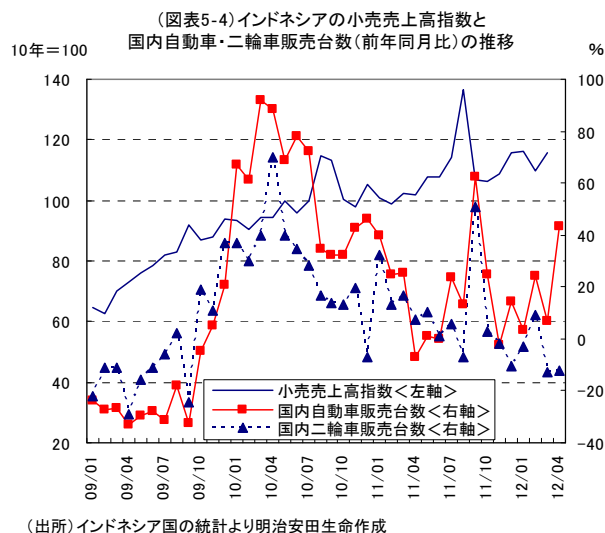
韓国や台湾などの外需主導国は、内需が堅調に推移するなかで、下期には輸出が徐々に上向くことで景気回復につなげる展開を予想する。世界景気が不安定なため、輸出の腰折れリスクがつきまとうが、韓国の 2012 年実質 GDP 成長率は 2011 年を若干下回る前年比+3.4%を予想する。台湾も 2011 年から減速し同+3.3%とみる。一方、同じ外需主導型であるタイやマレーシアは台湾、韓国よりも内需が底堅い。タイは大洪水による影響で 2011 年の実質 GDP 成長率は同+0.1%にとどまったが、2012 年は復興需要や輸出の回復により、同+5%を上回る成長となる。マレーシアも、タイ洪水被害からサプライチェーンの復旧が進み、2011 年並の成長を予想する。

内需主導型のインドネシアでは、1-3 月期の成長率は鈍化しており、2012 年通年でも 2011 年の経済成長率（同+6.5%）は下回ると予想するが、消費が下支えすることで、6%を上回る成長を確保するとみる。フィリピンもタイ洪水の影響で輸出が大きく落ち込んだが、今後は回復に向かうことで、2012 年は前年を上回る同+4.2%成長を予想する。インドの潜在成長率は 7~8%程度とみられているが、消費鈍化、ルピー安による輸入価格の上昇、財政赤字などの問題を抱えており、6%台の成長にとどまると予想する。

#### （４）インフレ懸念は後退し、一部の国では利上げ観測

リーマンショック後の景気後退局面から立ち直ったアジア新興国は、2009 年半ば頃からインフレ進行が顕著になり、利上げを実施してきたが、2011 年に入ると景気減速や国際商品市況の調整によりインフレ圧力が低下したことから、金融緩和に舵を切り、タイ、インドネシア、フィリピン、インドが利下げを行った（図表 5-6）。

各国の物価動向を見ると、韓国の 3 月 CPI は、前年同月比+2.6%と、12 月以降減速し、足元ではインフレ懸念が後退している（図表 5-7）。台湾は、3 月が同+1.2%、4 月が同+1.4%とやや上昇した。燃料価格の上昇による物価上昇圧力が懸念されるものの、現状は 2011 年と同様、概ね同+1~2%の範囲で推移している。マレーシアも 3 月は同+2.1%で、5 ヶ月連続で減速、物価は比較



(図表5-5)アジア新興国の実質GDP成長率予測

	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
韓国	6.2%	3.6%	3.4%	4.0%
台湾	10.7%	4.0%	3.3%	4.3%
香港	7.0%	5.0%	3.0%	4.2%
シンガポール	14.5%	4.8%	3.1%	4.5%
インドネシア	6.1%	6.5%	6.2%	6.7%
タイ	7.8%	0.1%	5.6%	6.5%
マレーシア	7.2%	5.1%	4.8%	5.1%
フィリピン	7.6%	3.7%	4.2%	4.5%
インド	8.4%	6.8%	6.7%	7.2%

(注1)インドは年度ベース(4月~翌3月)  
2011年は明治安田生命の予想値

的安定している。

タイの3月CPIは、同+3.4%と2月（同+3.3%）からやや加速した。コアCPIは同+2.7%と、タイ中央銀行のコアインフレ目標である+0.5~3.0%の上限に近づき、物価上昇圧力が高まったかにみえたが、4月のCPIは同+2.5%と再度低下している。一方、シンガポールの3月CPIは、車両購入権などの上昇や原油高が影響し、同+5.2%と、2月（同+4.6%）から加速した。

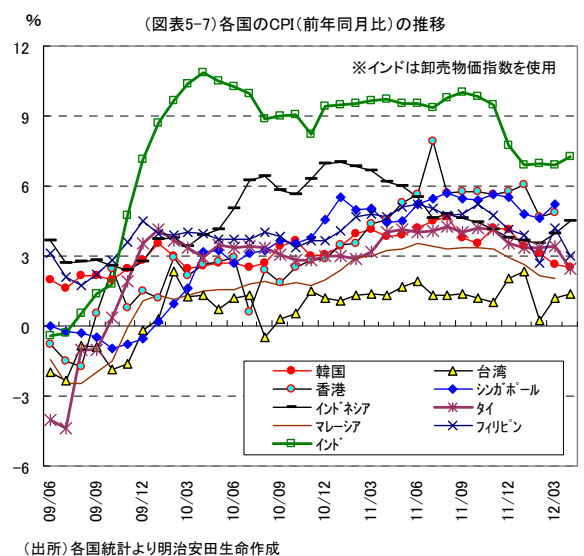
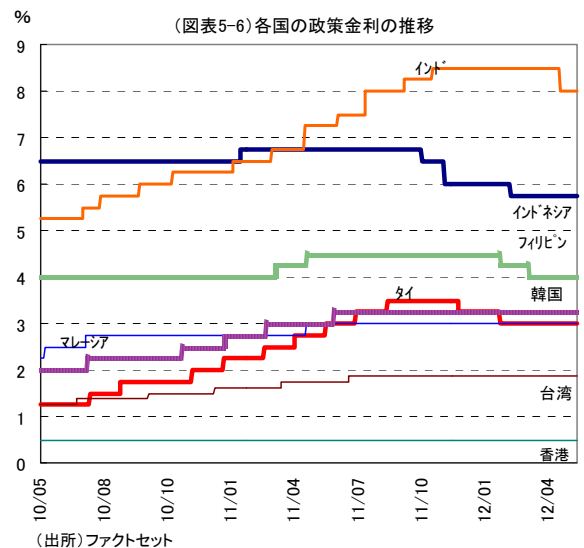
内需主導型のインドは、3月の卸売物価指数が同+6.89%と、2月（同+6.95%）から小幅減速した。旺盛な内需や原材料価格の上昇に加え、インフラ不足といった供給上の問題などから、卸売物価指数は比較的高い伸びが続いてきたが、年末頃から鈍化しており、インド準備銀行は、4月17日に政策金利のレポレートを8.50%から8.00%へ引き下げた。ただ、足元では燃料価格上昇など再度物価上昇圧力がみられ、4月の卸売物価指数は7.2%と再び上昇したため、今後の利下げは見送られる可能性が高い。

インドネシアは他国に先駆けてインフレ率が鈍化しており、すでに3回利下げを行い、政策金利を5.75%まで引き下げている。CPIの伸びは昨年9月に低下してきたが、内需は堅調で3月が前年同月比+4.0%、4月が同+4.5%と、再び上昇傾向にある。インドネシア中央銀行は、インフレターゲットを3.5~5.5%としており、現状はその範囲に収まっているが、補助金付き燃料価格の引き上げ圧力も続いており、再び利上げ観測が出てくる可能性がある。

以上のように、今後の金融対策は今まで以上に国毎に異なった対応がとられるものと予想する。

### （5）欧州債務問題に対しては外貨融通網を拡大

欧州系銀行が自己資本比率を維持・上昇させるためにアジア新興国から資金を引き上げる動きが、2011年後半にかけて顕著となった。1997年のアジア通貨危機の際は、タイを皮切りに危機がアジア各国に波及し、経済は大きな痛手を負ったが、当時と比較すると経常収支はインドを除き概ね黒字で推移している点が異なるほか、外貨準備も潤沢である。また、チェンマイ・イニシアティブによって通貨交換（スワップ）の形式による短期的な資金（外貨）外貨を融通する仕組みも構築されている。5月3日には、日本、中国、韓国、ASEANの財務大臣・中央銀行総裁会議で、チェンマイ・イニシアティブを拡充する共同声明を採択し、外貨融通網の資金枠を現行の1,200億ドルから2,400億ドルへ倍増させ、IMFの支援と関係なく参加国独自の判断で発動できる枠について、2012年に30%、一定のレビューを前提に2014年に40%へ引き上げることになった。欧州危機波及回避に域内をあげて連携する姿勢を強化しており、現状では特段の懸念はないとみている。





## 6. 商品相場見通し

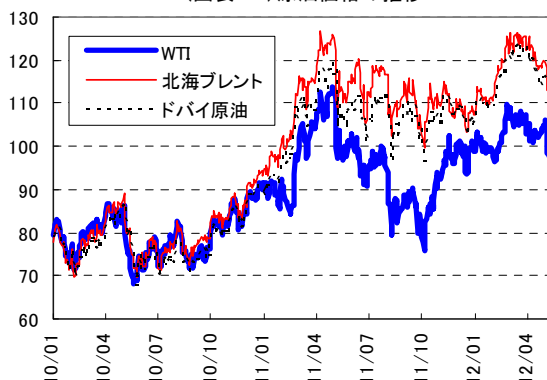
### (1) 原油価格は年後半に再度緩やかな上昇へ

米国産標準油種WTI先物価格は、米国経済の底堅さに加え、イランの核開発問題を巡る欧米との対立による供給懸念を背景に、2月下旬には110ドル/バレル付近まで上昇した。その後は、イランが核開発問題に関する協議を再開したことで供給懸念がやや和らいだほか、米国の景気減速懸念や原油在庫増加の動きなどから、概ね下落基調で推移しており、足元では、ギリシャやフランスの選挙を受けた欧州債務問題の再燃に伴うリスク回避の動きも加わって、100ドル割れとなっている（5月15日現在：93.98ドル/バレル、図表6-1）。ただ、投機筋のネット買いポジションは、引き続き高水準にある。イラン問題に伴う供給懸念観測が引き続き熾ぶっているほか、新興国の原油需要増加見通しや、米欧の金融緩和継続を背景に、投機マネーが流入しやすい状況が続いている（図表6-2）。

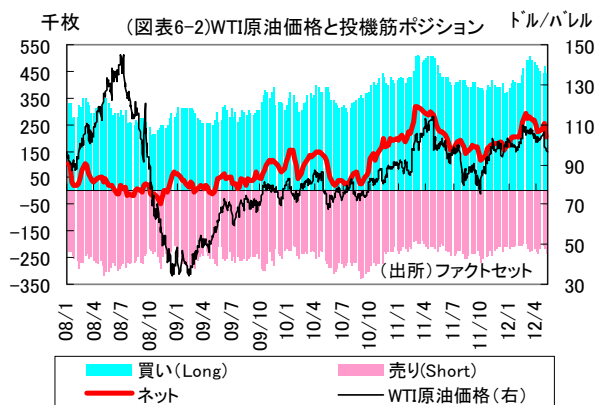
米国における石油製品消費量を見ると、暖冬で伸び悩んでいた留出油消費は改善しつつあるものの、ガソリン消費は低迷が続いており、総じて低調な推移となっている（図表6-3）。一方、米国の原油在庫については、過去に比し高水準の推移が続いている（図表6-4）。米国経済は緩やかな回復基調で推移しているが、原油需給は緩んだ状態が続いている。米国では、昨秋以降、原油相場が上昇する一方で、ガソリンなど、製品需要の不振から精製マージンが低下し、北東部やヴァージン諸島等で複数の製油所が操業を停止した。また、製油所が春のメンテナンス時期に入り、ガソリン生産量が伸び悩んだ結果、原油在庫が高止まりする一方、夏場に向けたガソリン供給不足観測から、ガソリン先物価格が高騰した。小売価格は、3月下旬から4月中旬にかけて、4ドル/ガロン付近で高止まりし、さらにガソリン需要を抑制する事態を招いた。

主要機関の2012年原油等の世界需要見通し（いずれも5月時点）については、IEAが2011年比+0.9%、OPECが同+1.0%、EIAが同+1.1%（2013

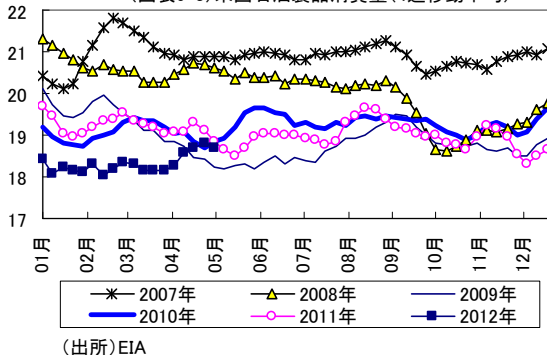
ドル/バレル (図表6-1)原油価格の推移



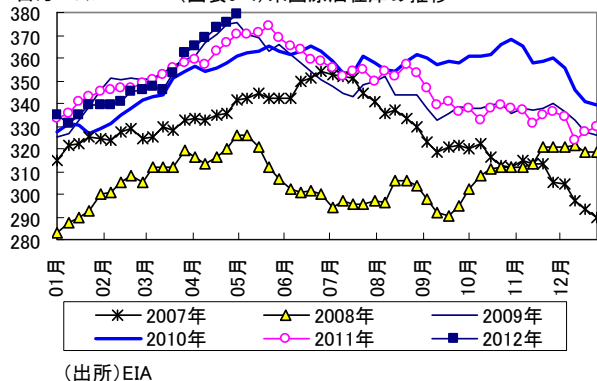
(出所)ファクトセット



百万バレル (図表6-3)米国石油製品消費量(4週移動平均)



百万バレル (図表6-4)米国原油在庫の推移



年は前年比+1.3%)と、昨年半ば以降、先進国需要の減少などによって、需要見通しは下方修正傾向だが、新興国需要の増加を背景に拡大を見込む方向に変化はない(図表6-5)。

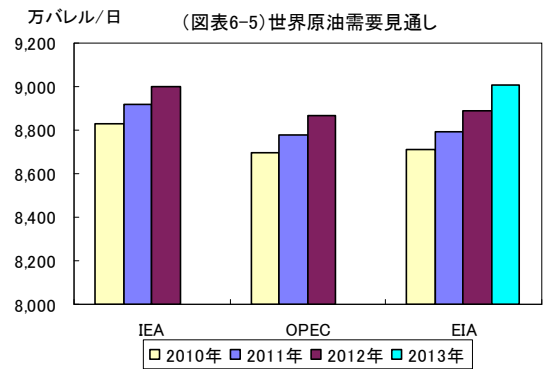
イランは、核開発問題(ウラン濃縮活動)を巡る6カ国(国連安保理常任理事国+ドイツ)との協議を4月に再開し、5月下旬以降、本格的な協議に入ることで合意した。これで、すぐにホルムズ海峡の封鎖や、武力衝突に発展するといった可能性は後退した。ただ、イラン側はウラン濃縮活動の正当性を主張していると伝えられており、この問題が短期間で根本的に解決する可能性は低いとみられる。イランに対する制裁として、米国の国防授權法が昨年12月末に発効され、EUがイラン産原油の輸入禁止で合意したほか、日本や韓国などもイラン産原油輸入を削減している。

OPECの4月の原油生産量を見ると、イランの生産量は減少しつつあるが、リビアの生産回復や、サウジアラビアの増産によって、全体の生産量は増加している(図表6-6)。今後もイランからの供給が減少することが予想されるが、OPECの余剰生産能力は、イランのほか政情不安定国を除いても2.4百万バレル/日(以下B/D)ほどあるため、仮にEU向け輸出の全量とその他地域への輸出分の5割にあたる約1.2百万B/Dの供給が減少しても、計算上は代替調達が可能である(図表6-7)。

イラン情勢については、ホルムズ海峡が封鎖され、米国との武力衝突に発展するといった事態になる可能性は小さいとみているが、イラン産原油を他の産油国から代替調達する動きによって、OPECの余剰生産能力が一時的に減少することになるため、目先の原油相場を下支えしよう。ただ、経済制裁に反対している中国などが価格交渉をしながら、イランからの輸入を増加させる可能性があるなど、供給懸念による価格上昇は2012年後半には落ち着いてくるとみている。同様に、欧州債務問題の再燃によるリスク回避の動きも、今後徐々に落ち着いてくる一方で、中国を中心とする新興国景気が年後半に向けて上向いてくると予想しており、原油価格の上昇要因となろう。WTI価格は、当面調整局面が続くが、年後半から再度緩やかな上昇に向かうとみている。2012年末にかけては87~102ドル/バレル(2012年平均:98ドル/バレル)を中心とした推移となると予想している(2013年は年平均:101ドル/バレルを想定)。

## (2) その他商品も緩やかな上昇基調へ

主要国際商品指数であるCRB指数は、欧州債務問題の再燃などから、3月以降下落基調で推移している(図表6-8)。同指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、家畜の6分野、

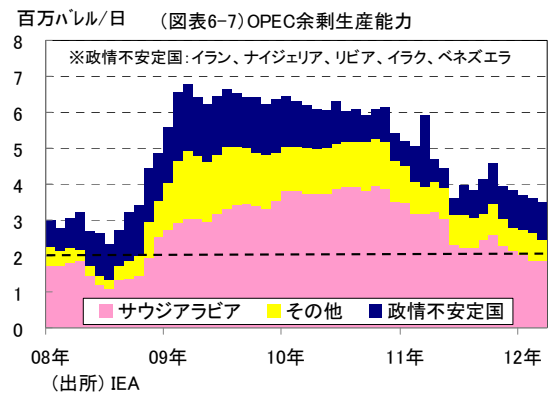


(出所) IEA、OPEC、EIA

(図表6-6)OPEC諸国の原油生産量 千バレル/日

	2012年1月	2012年3月	2012年4月	1月対比	生産能力
アルジェリア	1,235	1,208	1,182	▲ 53	1,180
アンゴラ	1,740	1,715	1,762	▲ 22	1,900
エクアドル	491	490	489	▲ 2	520
イラン	3,478	3,330	3,196	▲ 282	3,510
イラク	2,745	2,808	3,025	▲ 280	3,010
クウェート	2,752	2,743	2,757	▲ 5	2,840
リビア	990	1,335	1,423	▲ 433	1,390
ナイジェリア	2,080	2,079	2,127	▲ 47	2,550
カタール	820	802	797	▲ 23	860
サウジアラビア	9,613	9,841	9,897	▲ 284	11,880
UAE	2,570	2,578	2,590	▲ 20	2,750
ベネズエラ	2,382	2,372	2,377	▲ 5	2,530
<b>OPEC計</b>	<b>30,898</b>	<b>31,299</b>	<b>31,621</b>	<b>723</b>	<b>34,910</b>

(出所) OPEC(生産実績)、IEA(生産能力)



19品目で構成される。主要分野の動き（5月15日現在）を見ると、昨年末比では、貴金属が+0.9%と小幅に上昇しているが、エネルギーが▲6.3%、産業素材が▲6.6%、穀物が▲3.3%と下落している。

産業素材分野のうち銅価格は、欧州債務問題の再燃などリスク回避の動きのなかで調整している。ただ、最大の銅消費国である中国景気の持ち直しに伴い、銅輸入は徐々に回復するとみているほか、LME在庫が減少基調で推移していることや、ペルーでの新規鉱山の開発停滞や、インドネシアの輸出課税検討など、供給不安材料が燻ぶっていることも下支え要因となろう。中国の輸入拡大により、需給はタイトな状況が続き、2012年末にかけて、銅価格は緩やかな上昇に向かうとみている。

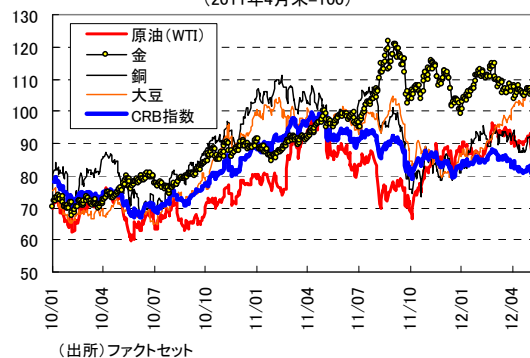
貴金属分野のうち金価格は、足元では欧州債務問題の再燃に伴うドル高から調整し、4ヵ月ぶりに1,600ドル割れとなっている。引き続き欧州の不透明感から下振れる可能性はあるものの、2012年の夏場以降、欧州債務問題が小康状態に向かうとともに、再び価格を切り上げる展開を予想する。

穀物分野のうち大豆価格は、南米産の減産見通しや米国の作付意向面積の伸び悩みを背景に上昇基調が続いている。2011/12年は生産量が消費量を大幅に下回り、期末在庫率は大幅な低下が見込まれ、2012/13年も横ばい予想である（図表6-10、米国農務省穀物等需給報告：5月10日発表）。米国については、2012/13年の期末在庫率は前年の6.8%を下回り、4.4%と、歴史的な低水準の予想となっている。大豆価格は、中国の消費および輸入の増加を背景として、再び上昇に向かうとみている。

一方、トウモロコシは、米国の作付面積大幅増加などから、2012/13年の生産量が前年を大幅に上回る予想が示され、しばらくは需給緩和を織り込む展開が続こう。小麦は旧ソ連諸国（ウクライナ、カザフスタン）や豪州で減産となることから、2012/13年の生産量は消費量を下回る見込みであるものの、期末在庫率は依然として高水準であること、トウモロコシの需給緩和から代替需要による下支え効果も薄れることから、上昇余地は限定的であろう。

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。中国を中心とする新興国景気は年後半に向けて上向くとみており、商品市況は上昇基調へ向かうと予想する。ただ、急激な価格上昇は需要を抑制するほか、欧州債務問題が下押し要因として燻ぶり続けることから、上昇幅は緩やかなものにとどまろう。CRB指数（5月15日現在：289.1）の1年間の上昇率は10-15%程度と予想する。

(図表6-8) 主要商品価格とCRB指数の推移  
(2011年4月末=100)



(図表6-9) 主要商品の価格変動率(%)

		11/12末比	11/9末比	11/3末比
CRB		▲ 5.3	▲ 3.0	▲ 19.6
エネルギー	原油	▲ 4.9	18.7	▲ 11.9
	天然ガス	▲ 16.4	▲ 31.8	▲ 43.0
産業素材	銅	2.4	11.6	▲ 18.3
	アルミニウム	0.2	▲ 6.1	▲ 23.8
	ニッケル	▲ 9.5	▲ 3.5	▲ 35.0
	綿花	▲ 13.8	▲ 19.8	▲ 60.5
貴金属	金	▲ 0.6	▲ 3.9	8.2
	銀	0.7	▲ 6.7	▲ 25.9
穀物	大豆	17.9	19.8	0.2
	トウモロコシ	▲ 7.6	0.8	▲ 13.8
	小麦	▲ 6.8	▲ 0.1	▲ 20.3

(出所)ファクトセット ※2012年5月15日時点の価格変動率

(図表6-10) 世界の穀物需給

(百万トン)		2010 /11	2011 /12 見込	2012 /13 予想	対前年度 増減率 (%)
大豆	生産量	264.7	236.9	271.4	14.6
	消費量	251.3	254.1	265.1	4.3
	期末在庫	70.1	53.2	58.1	9.1
	在庫率(%)	27.9	20.9	21.9	1.0
トウモロコシ	生産量	829.1	870.5	945.8	8.7
	消費量	848.6	867.3	921.0	6.2
	期末在庫	124.4	127.6	152.3	19.4
	在庫率(%)	14.7	14.7	16.5	1.8
小麦	生産量	651.1	694.6	677.6	▲ 2.5
	消費量	654.5	694.4	686.5	▲ 1.1
	期末在庫	196.7	197.0	188.1	▲ 4.5
	在庫率(%)	30.1	28.4	27.4	▲ 1.0

(出所)米国農務省(USDA)資料より明治安田生命作成

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

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。