

明治安田生命
2012-2013年度経済見通しについて
 ~復興需要の減衰する年度後半以降は、新興国景気の回復がカギに~

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2012年4-6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> 2.1%	<u>2013年度</u> 1.4%
名目GDP成長率：	<u>2012年度</u> 1.4%	<u>2013年度</u> 0.9%

2. 要 点

- ①2012年度の日本経済は、復興需要が下支え役を果たすものの、個人消費の鈍化や外需の回復の遅れから、夏場にかけていったん踊り場に逆戻りする可能性が高い。年度後半以降は、中国を中心とする新興国景気が徐々に持ち直してくるとみており、外需主導で再度緩やかな回復基調に向かうと予想する。
- ②個人消費は、雇用・所得環境の回復ペースが鈍いなか、緩慢な回復にとどまろう。住宅投資は住宅取得支援策や復興需要により、基本的には持ち直し傾向が続く。設備投資は、昨年度からの繰り越し分の顕在化や復興需要などから、緩やかな回復が見込まれる。公共投資は、復興予算の執行により、年末まで増加基調で推移しよう。
- ③2013年度は、復興需要の一巡が予想されるものの、個人消費を中心とした消費増税前の駆け込み需要や、米・中を中心とする世界経済の回復持続が景気を下支えするとみられる。

〈主要計数表〉

	2011年度 実績	2012年度		2013年度	
			2012/5時点		2012/5時点
実質成長率	▲0.0%	2.1%	2.3%	1.4%	1.5%
成長率寄与度・内需	1.0%	2.2%	2.1%	0.9%	1.0%
・外需	▲1.0%	▲0.2%	0.2%	0.5%	0.6%
名目成長率	▲2.0%	1.4%	1.7%	0.9%	1.2%

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

				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%	2.1%	1.4%	0.1%	1.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.9%
前期比年率	-0.0%	2.1%	1.4%	0.3%	5.5%	1.4%	0.8%	0.3%	1.3%	1.6%	1.0%	1.6%	3.8%
前年同期比	-0.0%	2.1%	1.4%	-0.6%	2.8%	3.6%	2.0%	2.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.4%	2.0%
民間最終消費支出	1.2%	1.6%	1.0%	0.7%	1.2%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	1.5%
民間住宅投資	3.8%	2.3%	4.9%	0.1%	-1.6%	0.8%	0.9%	0.8%	1.5%	1.8%	1.2%	0.9%	-0.5%
民間設備投資	1.1%	3.7%	1.5%	5.5%	-1.6%	1.5%	0.6%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%
政府最終消費支出	1.9%	1.5%	0.3%	0.4%	1.0%	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
公的固定資本形成	2.9%	5.6%	-4.5%	-1.0%	3.6%	1.7%	2.6%	0.5%	-1.8%	-1.6%	-1.8%	-1.4%	-2.0%
財貨・サービスの輸出	-1.4%	4.7%	5.7%	-3.6%	3.4%	1.2%	0.1%	0.8%	2.0%	1.8%	1.4%	1.1%	1.2%
財貨・サービスの輸入	5.6%	5.3%	2.5%	1.0%	2.2%	1.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%
名目GDP	-2.0%	1.4%	0.9%	-0.3%	1.4%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.4%	1.0%
GDPデフレーター(前年比)	-1.9%	-0.7%	-0.4%	-1.8%	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.3%

				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%	2.1%	1.4%	0.1%	1.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.9%
民間最終消費支出	0.7%	1.0%	0.6%	0.4%	0.7%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.9%
民間住宅投資	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.0%
民間設備投資	0.1%	0.5%	0.2%	0.7%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.1%	0.3%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
在庫品増加	-0.5%	0.0%	-0.0%	-0.4%	0.3%	-0.0%	-0.1%	0.1%	-0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
純輸出	-1.0%	-0.2%	0.5%	-0.7%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
財貨・サービスの輸出	-0.2%	0.7%	0.9%	-0.6%	0.5%	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	-0.8%	-0.9%	-0.4%	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%

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%	1.9%	3.8%	-1.6%	4.8%	5.3%	0.8%	0.9%	0.8%	3.8%	3.2%	4.0%	4.2%
消費者物価指数(前年比)	-0.1%	-0.1%	0.1%	-0.3%	0.3%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.4%
除く生鮮食品(前年比)	-0.0%	-0.1%	0.1%	-0.2%	0.1%	-0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
国内企業物価指数(前年比)	1.3%	-0.8%	0.9%	1.1%	0.3%	-0.8%	-1.6%	-0.3%	-0.4%	0.1%	1.1%	1.0%	1.2%
完全失業率(季調済:平均)	4.5%	4.4%	4.1%	4.5%	4.5%	4.4%	4.3%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%
無担保コール翌日物(期末値)	0.08%	0.09%	0.09%	0.08%	0.08%	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
為替レート(円/ドル:平均値)	79円	82円	85円	77円	79円	80円	81円	82円	83円	84円	85円	85円	85円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%（年率換算：+1.4%）と、4四半期連続のプラスとなった。震災からの復興需要の本格化に伴い、内需主導の回復が続いた形だが、1-3月期からは大きく減速した。今後も復興需要が景気の下支え役を果たすことが期待されるが、個人消費の鈍化や、外需の回復の遅れから、夏場にかけてはいったん踊り場に逆戻りする可能性が高い。年度後半以降は、新興国景気が徐々に持ち直してくるとみており、日本経済は外需主導で緩やかな回復基調に向かうと予想する。ただ、復興需要の景気押し上げ効果が徐々に減衰していくと予想されることもあり、外需の回復が実現しない場合、そのまま景気後退局面に突入するリスクが高まろう。

個人消費は、雇用・所得環境の回復ペースが鈍いなか、緩慢な回復にとどまるだろう。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な持ち直し傾向で推移しよう。設備投資は、昨年度からの繰り越し分の顕在化や復興需要などから、目先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、年末まで増加基調で推移しよう。

輸出は当面弱い動きとなるものの、秋口以降、中国景気が上向き可能性が高いと予想しており、今年度後半にかけて、徐々に回復してくるとみている。

日銀は年度内にあと2~3回の追加緩和を実施すると予想する。利上げは2014年度以降に持ち越されよう。

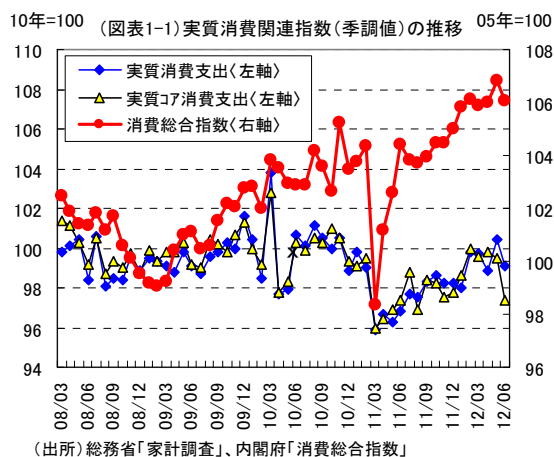
（1）個人消費の回復は鈍い

昨夏以降、個人消費は堅調な推移が続いてきたが（図表1-1）、複数の特殊要因に助けられた面が大きいとみている。

まずは、震災後の反動増的な動きが挙げられる。家計における外出意欲の回復により、外食や旅行などが伸びたのに加え、いわゆる「節約疲れ」、「絆消費」といった動きもみられた。被災地への義援金や各種の財政的支援、および1兆円以上に及ぶ地震保険金の支払いが、こうした動きを後押しした。

年明け以降は、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）が復活したのも大きかった（図表1-2）。また、1-3月のGDPベースの個人消費が好調だったのは、閏年によって日数が1日多かったという技術的な要因もあった。

こうみると、今後も個人消費の押し上げ要因になり続けることが期待できる要素は少ない。震災からすでに1年半近くが経過し、反動増的な局面は一巡しつつある。エコカー補助金（自家用）に



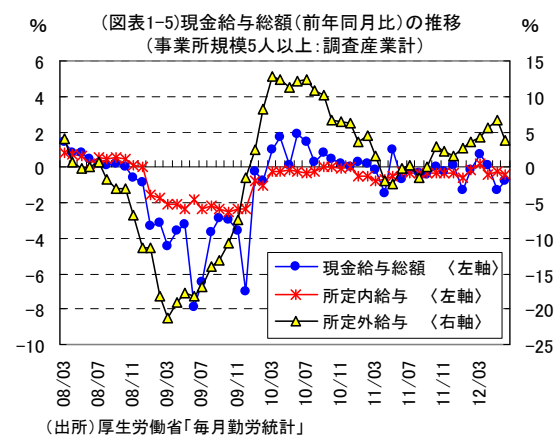
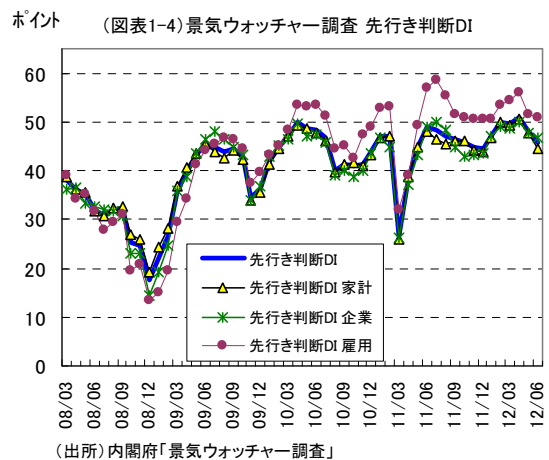
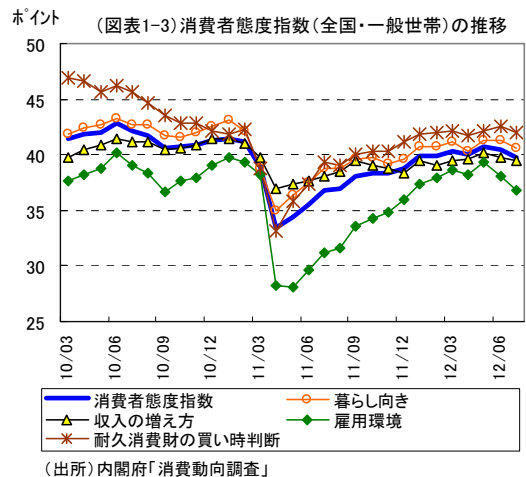
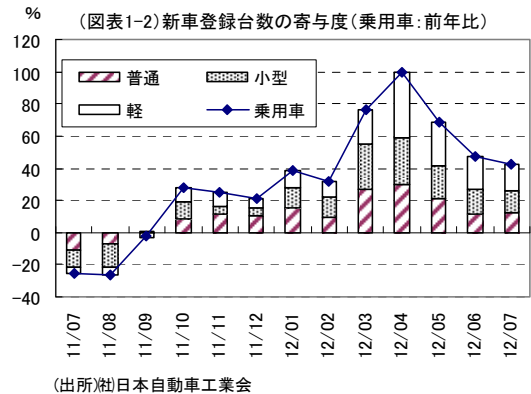
については、予算額の2,746億円に対し、すでに8割以上を消化（8月7日現在の残額は401億円）しており、8月後半から9月初旬には予算切れとなる可能性が高い。

実際、足元の個人消費の動向を見ると、回復傾向が一服しつつある様子うかがわれる。6月の家計調査では、2人以上世帯の実質消費支出が前年比で+1.6%のプラスとなったが、前年同月のマイナス（震災の影響で同▲3.5%）の半分も取り戻せない低調な結果だった。季調済前月比では▲1.3%のマイナスである。供給サイドの統計も勘案した消費総合指数（季調値）を見ると、6月は前月比▲0.7%と、震災以降の回復局面でもっとも大きなマイナスとなっている（図表1-1）。

消費者マインドの動向を見ると、7月の消費者態度指数（全国・一般世帯）は、2ヵ月連続で低下している。同指数を構成する4つの意識指標すべてで悪化し、内閣府の基調判断も「ほぼ横ばいとなっている」から「弱含みとなっている」に下方修正された（図表1-3）。街角景気を映す景気ウォッチャー調査を見ても、7月の家計動向関連の先行き判断DIが、3ヵ月連続の低下となっている（図表1-4）。同統計のアンケートからは、景気ウォッチャーに選定されている小売業やサービス業が、エコカー補助金終了や消費増税への懸念を深めていることがわかる。足元の消費者マインドは冷え込んでおり、目先の個人消費は弱含む可能性が高い。

一方で、雇用・所得環境は、ここまで緩慢な回復にとどまっている。6月の雇用関連統計を見ると、完全失業率（季調値）は4.3%と2ヵ月連続で改善、有効求人倍率（季調値）は13ヵ月連続で上昇と改善基調で推移している。しかし、所得環境の改善状況ははかばかしくない。6月の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、前年比+0.1%と、なんとかプラスを維持したものの、伸びは鈍化傾向にあるほか、所定外労働時間や所定外給与の伸びも鈍っている（図表1-5）。2012年夏季の賞与・一時金の大手企業妥結金額（7月26日に経団連発表）は、前年比▲2.54%となっており、当面、所得環境の改善は期待しにくい状況である。

復興需要が本格化していること、団塊の世代が退



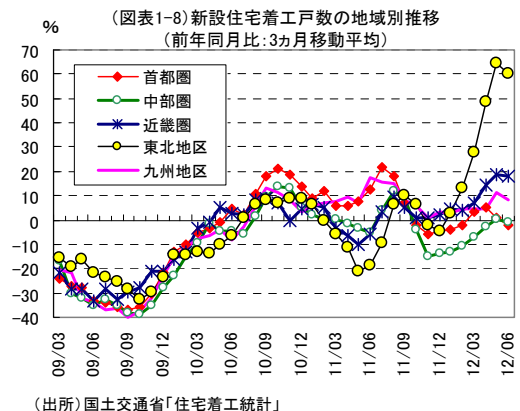
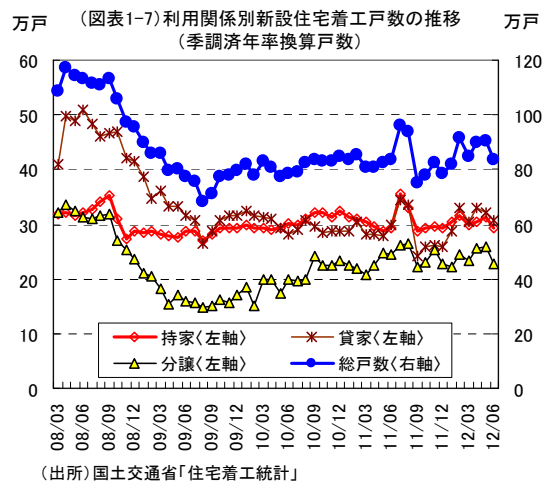
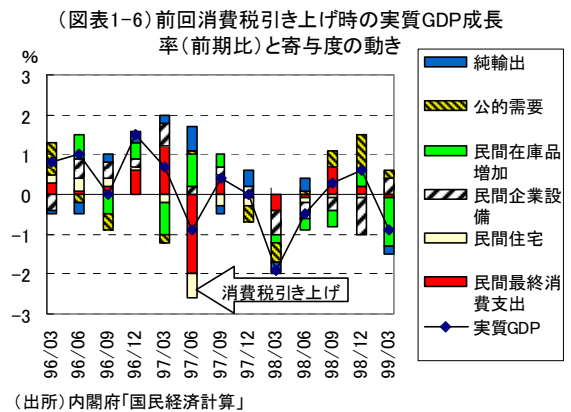
職時期を迎えつつあり、人員の補充に注力する企業もみられること、企業収益が震災の影響一巡により改善傾向にあること等から、雇用・所得環境の大幅な悪化も予想しないが、2013年度にかけても緩慢な回復にとどまる可能性が高く、個人消費についても、今後は雇用・所得環境の動きに沿ったペースにまで伸びが鈍化していくとみている。目先はむしろ、エコカー補助金の予算切れなどに伴い、実勢以上に弱含む可能性が高く、10-12月期の実質民間最終消費支出は前期比マイナスとなる可能性を見込む。

消費増税については、関連法案が衆参両議院を通過し、消費税率は、2014年4月から8%、2015年10月から10%となる予定である。このため、2013年度後半にかけて、耐久消費財を中心に駆け込み需要による個人消費の押し上げが見込まれる。1997年4月の消費税引き上げ時(3%→5%)における内閣府の試算では、個人消費の駆け込み需要(とその反動)が2兆円規模であったと推計している(図表1-6)。当該数値を今回のケースに当てはめると、2014年度は+3%の引き上げのため、2013年度の駆け込み需要は単純計算で3兆円となるが、すでにエコカー補助金や家電エコポイントなどにより需要の先食いが発生しているため、こういった要素を除くと、最終的には2兆円前後の駆け込み需要が発生するとみる。駆け込み需要は、2013年度後半から発生し、2013年度の実質GDP成長率を0.4%程度押し上げると予想する。

(2) 住宅投資は持ち直し傾向が続く

4-6月期の新設住宅着工戸数(季調済年率換算戸数)は、前期比+1.9%(1-3月期は同+8.3%)と底堅く推移しており、年明け以降の住宅着工は、振れを伴いながらも持ち直し傾向が続いている(図表1-7)。6月単月では、堅調であった4,5月の反動や、マンションの大幅着工減などから、前月比▲7.3%の83.7万戸と、3ヵ月ぶりに減少に転じた。ただ、足元の首都圏のマンションの契約率(新規売却戸数/新規発売戸数)は、2011年9月以降、好不調の分かれ目とされる70%を上回って推移しているほか、在庫も低水準が保たれていることから、マンション着工の緩やかな増加トレンドが反転する兆しではないとみている。

地域別の住宅着工戸数(前年比)の推移を見ると、足元では東北地区の回復ぶりが目立つ(図表1-8)。住宅着工における東北地区のシェアは、2010および2011年度ともに4.8%だったが、この4-6月期は、6.1%まで上昇しており、復興需要が顕在化しつつある様子がうかがわれる。ただ、被災3県(岩手、宮城、福島)の震災後の住宅着工(11/4~12/6)は



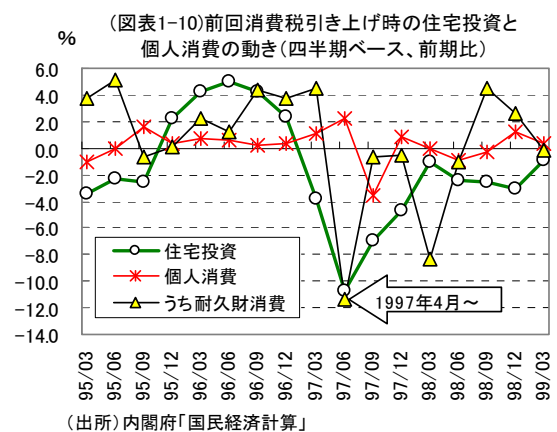
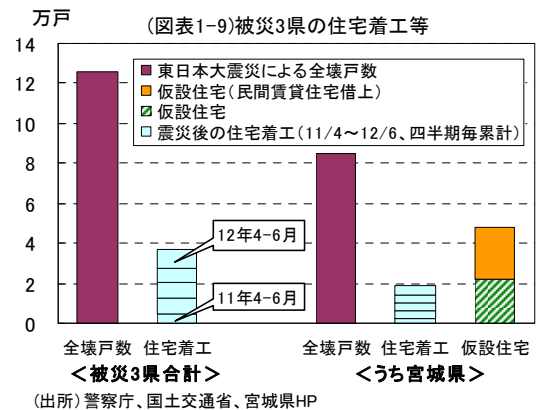
3.7万戸と、いまだ東日本大震災によって全壊した住宅12.6万戸（半壊22.6万戸）の約29%の水準にとどまっている。震災から1年5ヵ月以上が経過したが、住宅の再建はまだこれからという段階である（図表1-9）。

最も住宅被害の大きかった宮城県の状態を見ると、震災による全壊戸数の8.5万戸（半壊15.1万戸）に対して、2.2万戸の応急仮設住宅が整備されているほか、民間賃貸住宅借上制度によって2.5万戸が仮設住宅として供給されている。同県の「復興住宅計画」では、住宅の建て替え需要を約7.2万戸と推計しており、このうち集団移転対象者や、自力で住宅再建が困難な被災者などを対象に、1.5万戸の災害公営住宅の整備が、2012年度から2015年度にかけて計画されている。津波で浸水した地域では、建て替えの大半が、仮設住宅の入居期間である2年（場合によってはさらに延長）を経過してから進められると考えられ、2013年度にかけての着工増加は、きわめて緩やかなものとなる。復興需要による着工増は全体で9万戸程度、このうち2012年度が約1.2万戸、2013年度が約2.5万戸と予想する。

住宅市場を下支えしている住宅取得支援策については、「住宅エコポイント」（被災地以外）の予約申込が7月4日到着分をもって終了した。その影響から、秋口にかけての持家や貸家の住宅着工が相応の振れを伴う動きとなる可能性がある。ただ、2012年度税制改正で延長・拡充された「新規住宅取得資金の贈与税の非課税措置」や「住宅ローン減税」が引き続き下支えとなるため、住宅着工全体が低調な推移となる可能性は小さいとみている。

消費税関連法案では、「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」としており、経団連からは、住宅ローン減税の期限延長・拡充や不動産取得税の減免などを念頭に、税負担を増加させない制度設計が必要との提言がなされているが、住宅購入者への増税分の全額還付などが認められる可能性は小さく、相応の税負担増となることを免れることはできないとみる。前回の消費税引き上げ時（1997年4月）の状況を見ると、住宅については1年以上前から駆け込み需要の動きがみられることから、2013年度にかけて一定程度の駆け込み需要が発生するとみている（図表1-10）。また、法人向け融資が伸び悩むなかで、大手の金融機関は住宅ローンを成長分野として位置付けており、この8月も住宅ローン金利を一斉に引き下げている。住宅購入者にとっては、住宅取得支援策とともに追い風が続くとみている。

住宅市場では、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。このため、足元では持ち直し傾向にある住宅着工も、2008年度以前と比べると低水準での推移を余儀なくされている。住宅市場を取り巻く環境は厳しいものがあるが、2013年度までという期間であれば、住宅取得支援策や住宅ローンの低金利が下支えすること、復興需要が徐々に顕在



化すること、消費増税前の駆け込み需要が相当程度発生するとみられることから、住宅投資は緩やかな持ち直し基調が続くと予想する。

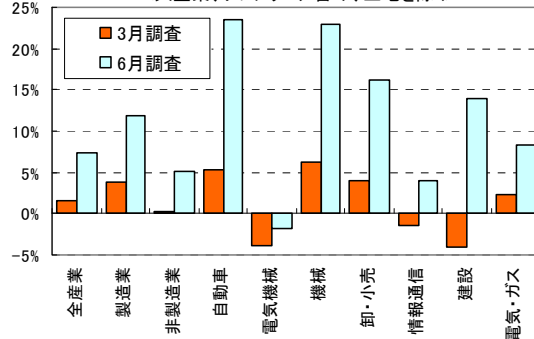
(3) 設備投資は緩慢な回復

6月調査の日銀短観では、2012年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース）が前年度比+4.0%と、3月調査の同▲1.3%から大きく上方修正され、6月としては、2006年度以来の高い伸びとなった。企業業績が回復基調にあることに加え、復興需要の本格化や老朽化した設備の更新投資、エコカー関連の投資、全国的な電力不足に対応した自家発電や省エネ機器の導入などが押し上げ要因となったと考えられる。また2012年度の計画には、輸出企業中心に、欧州債務問題や円高の影響で、2011年度から繰越された分が相当程度含まれていることも大幅な上方修正の要因の一つとみられる。

業種別の設備投資計画（大企業、ソフトウェアを含む除く土地ベース）の動向を見ると、製造業が前年度比+3.9%から+11.8%へ、非製造業が同+0.3%から+5.1%へとそれぞれ上方修正されている（図表1-11）。製造業の主要業種では、液晶テレビなど最終製品関連における投資抑制の影響で、電気機械が冴えないものの、自動車や機械は大幅な上方修正となっている。非製造業では、コンビニの活発な新規出店や、スーパー・家電量販店大手の出店攻勢などから、小売が2011年度の設備投資額（実績）を3月調査から上方修正（同+9.8%→+25.4%）したうえで、2012年度計画も上方修正しているのが目立つ。

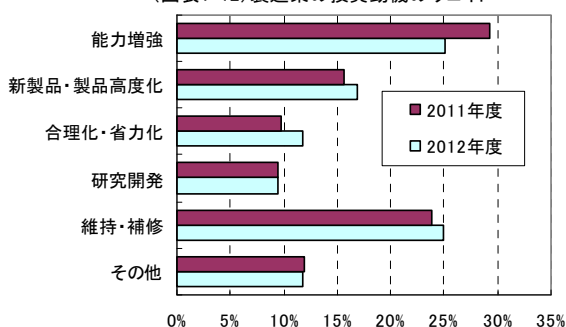
日本政策投資銀行の設備投資計画（6月調査）によると、大企業の2012年度国内設備投資額（前年度比）は、製造業（+19.1%）、非製造業（+8.6%）とも増加し、全産業ベースでは+12.2%と、5年ぶりの増加見通しとなっている。2012年度の設備投資の特徴としては、投資動機で「維持・補修」、「合理化・省力化」のウエイトが上昇し、「能力増強」が低下していることが挙げられる。とりわけ、製造業では「能力増強」のウエイトが29.3%から25.1%に低下（調査開始以降のピークは2007年度の42.8%）し、「維持・補修」は23.9%から24.9%（過去最高）に上昇している（図表1-12）。国内の設備投資については、生産能力の増強よりも、生産設備の維持・更新や製品高度化投資がより重視される動きが続いている。それ以外では、自動車の新製品・製品高度化投資が大きく増加し、川上の化学などで関連部材向けの投資が増加するなど、エコカー関連での投資の連鎖がみられる。復旧・復興投資は2012年度中に一段落する可能性が高い一方、耐震強化や電力供給問題対応としての自家発電導入・

(図表1-11) 日銀短観の2012年度設備投資計画
〈大企業、ソフトウェア含み、土地を除く〉



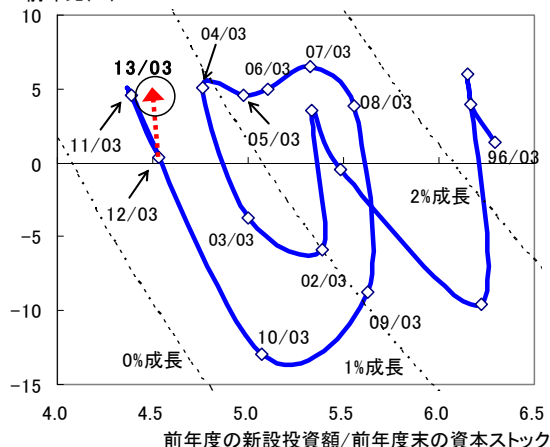
(出所) 日銀「短観」

(図表1-12) 製造業の投資動機のウエイト



(出所) 日本政策投資銀行

新設投資額
前年比(%) (図表1-13) 資本ストック循環図(全産業)



強化などの動きは継続される見通しである。

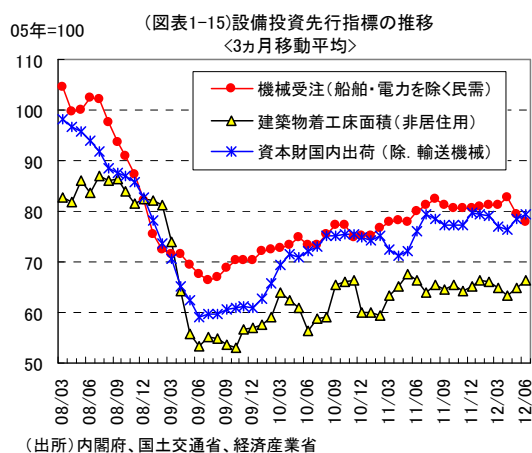
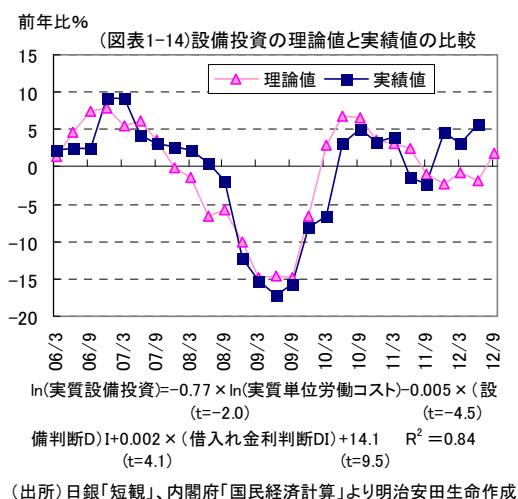
資本ストック循環図で設備投資と資本ストックの最近の関係をみると、2009年以降の設備投資は、リーマン・ショック後の世界同時不況により、企業の期待成長率が大幅に低下したことから、1%以下の期待成長率に見合う水準まで落ちている可能性がうかがわれる(図表1-13)。企業の期待成長率を潜在成長率並みの1%弱程度(当社試算)と仮定した場合、資本ストック循環図を用いて推計(2013年1-3月期時点の「新設投資額/資本ストック」は4.49です)と確定)すると、2013年1-3月期の実質設備投資は前年同期比で+5%前後と試算される。

また、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日銀短観の設備判断DI(全規模・全産業ベース)、資金調達要因として借入金利水準判断DI(先行き)を説明変数とした試算では、設備投資は7-9月期も増加する可能性が示される(図表1-14)。試算には組み込めない復興需要という特殊要因もあることから、2012年度中は、基本的に回復基調が続くとみている。

一方で、設備投資の先行指標の動きを見ると、6月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比+5.6%のプラスだったものの、5月の大幅マイナス(同▲14.8%)を考えれば弱めの結果であり、建築物着工床面積(非居住用)や資本財国内出荷(除. 輸送機械)の回復も必ずしも順調ではない(図表1-15)。中国景気の回復の遅れによって、足元の輸出は弱含んでいるほか、電力不足懸念やエコカー補助金の予算切れに加え、欧州情勢の不透明感が燻ぶり続けることが、企業の投資マインドの慎重化に繋がっているとみている。このため、設備投資の基調的な動きは必ずしも強くなく、2012年度の実質設備投資は、前年度比+3%程度の緩やかな回復にとどまろう。また、復興需要一巡後の2013年度には、再び企業の中長期的な成長期待の低下が意識され、設備投資の回復ペースは鈍化する可能性が高い。

(4) 公共投資は年末まで増加基調で推移

復興庁は、6月29日に政府が2011年度の補正予算などに計上した東日本大震災復旧・復興関係費の執行状況を発表した。予算14.9兆円のうち、3月末時点での執行は60.6%の9兆円で、翌年度繰越額が4.7兆円、不用額(事業の見積もりのずれなどで支出しなかった額)は1.1兆円となった。不用額については、2012年度予算に繰越し復興特別会計に繰り入れる方向で検討している模様である。このうち、国土交通省分については、予算2.4兆円に対し歳出額は0.9兆円で、執行率は39.1%にとどまった。低い執行率にとどまっている背景には、復興計画の策定の遅れに加え、地元住民との合意に時間を要していること、公共工事の入札がコスト割れとなる予定価格(上限価格)で行われていたため、入札不調が増えたことなどが影響している。コスト上昇の主な要因は、建設技能労働者不足による人件費上昇であるが、国土交通省は、被災地の県内企業と県外企業がJV(共



同企業体)を組み、県外企業が参加できるようにすることで、不足する労働者を確保するなどの対策を講じている。足元6月の建設技能労働者過不足率(季調値)を見ると、東北地区の8職種計は、前月差▲0.2ポイントの1.8%となっており、不足率はピークアウトしつつあるとみられる(図表1-16)。

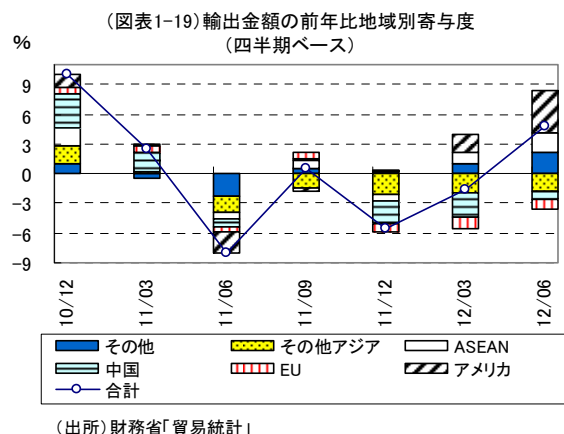
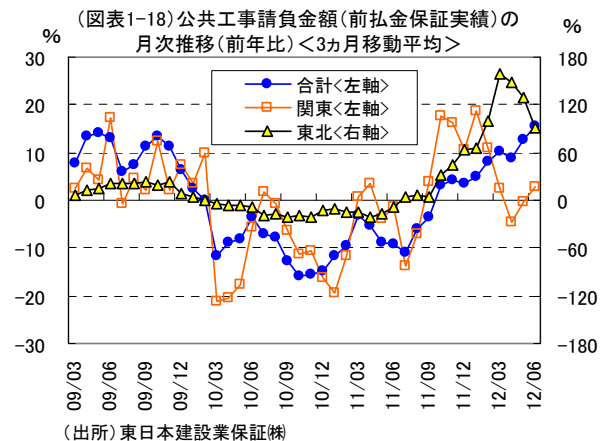
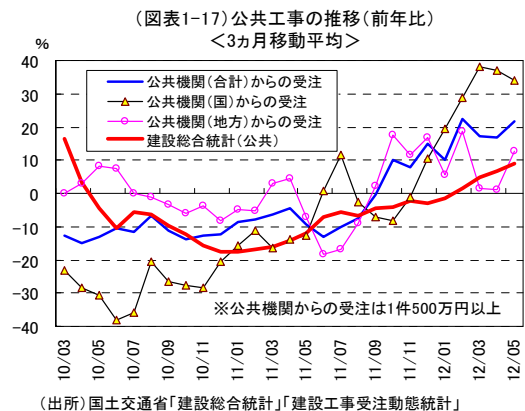
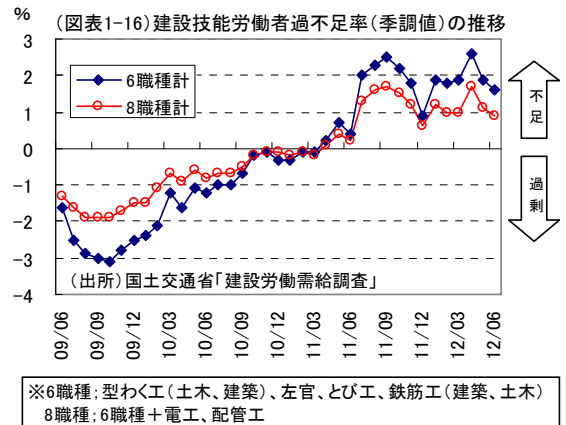
足元の公共工事の動きについて、実際の工事の進捗を反映する出来高(建設総合統計)を見ると、2月以降、前年比プラス基調で推移している(図表1-17)。出来高に先行する公共工事請負金額(前払金保証実績)を見ても、年末以降の東北地方の高い伸びがけん引し、増加基調となっている(図表1-18)。東北地方の伸び率は、昨年末頃から急増し、1-4月は各月とも前年比+100%以上の伸びとなっている。昨年の水準が低かったことによるベース効果が徐々に剥落していくこともあり、今後、伸び率は低下が見込まれるものの、秋頃までは二桁増の伸びが続くとみている。

復旧・復興公共関連予算の今年度執行分については、2011年度の補正予算のうち公共投資関連4.3兆円(当社推計)と国土交通省の執行率(39.1%)などから今年度への繰越分を算出し、これに今年度の復興特別会計予算のうち公共投資関連0.7兆円を加え、3兆円強と推計している。足元の執行状況については、今年度の公共工事請負金額の推移から判断すると、まだ相当程度未執行分があるとみられることから、公共投資は年度後半まで増加基調で推移し、四半期ベースでは10-12月期が水準のピークになると予想する。また、地方自治体へ配分された予算は、工事発注の技術系の職員等の不足などから執行が遅れているとの指摘がある。こういった地方分の公共工事も、今後出てくるとみられ、公共工事全体の伸びを下支えするとみている(図表1-17)。

(5) 輸出の持ち直しは年度後半

財務省の貿易統計によると、2012年4-6月期の輸出金額は、輸送用機器が急回復したことが寄与し、前年比+4.8%と、3四半期ぶりにプラスとなった(図表1-19)。

2012年4-6月期の輸出金額を相手地域別に見ると、米国向けが昨年の自動車のサプライチェーン間



題の反動もあって前年比+30.5%の大幅増となったほか、内需が堅調な ASEAN 向けも同+13.0%と、二桁増を記録した。一方で、債務問題を抱える EU 向けが同▲8.6%、景気回復の遅れている中国向けが同▲4.2%、韓国や台湾などのその他アジア向けが同▲7.9%と落ち込んだ。

一方、季調済の輸出数量指数で月次ベースの推移を見ると、夏場にかけての輸出は急速に勢いを失いつつあることが確認できる(図表1-20)。5月以降、2ヵ月連続の前月比マイナスで、6月はEUに加え米国向けの落ち込みも大きく、指数全体のマイナス幅は前月比▲4.1%と、5月から拡大した。8月13日に発表された4-6月期QEを見ても、実質輸出は前期比+1.2%と、1-3月期の同+3.4%から大きく鈍化している。

経済協力開発機構(OECD)が発表した景気先行指数を見ると、3月以降緩やかに減速している(図表1-21)。特に日本の主要輸出先である中国の低下基調が顕著である。日本資材管理協会が発表した輸出受注指数を見ると、世界景気の減速を受け、7月は43.2ポイントと大幅に低下した(図表1-22)。こうした状況を考えれば、今後数ヵ月の輸出は、弱めの動きとなる可能性が高い。

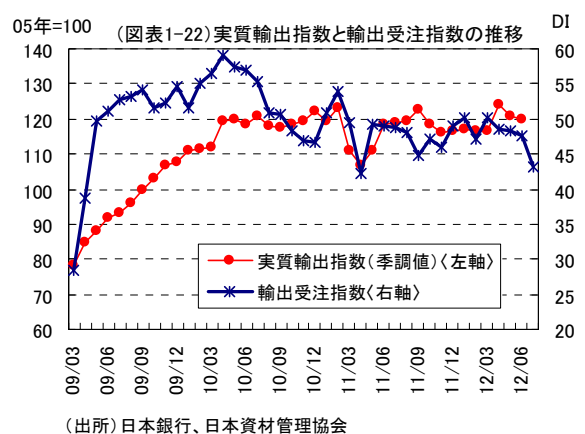
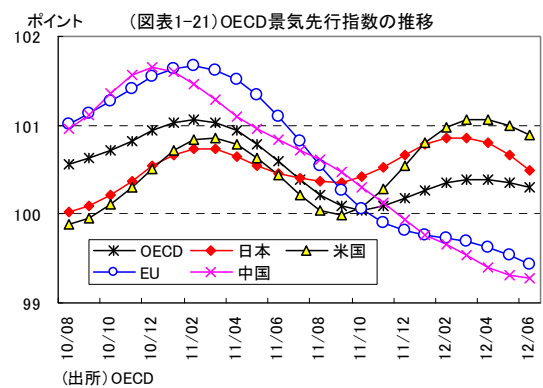
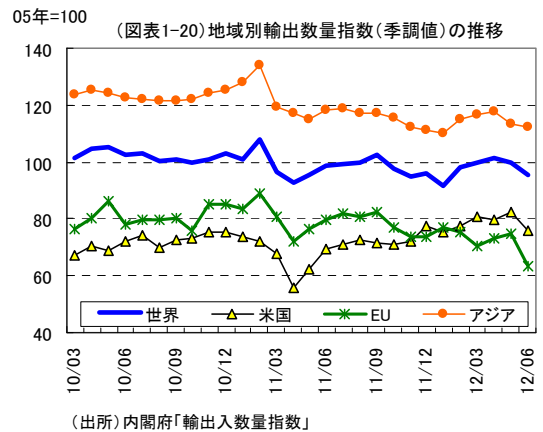
ただ、中国経済は、景気対策の強化に伴い、夏場以降は徐々に上向いてくるとみている。4-6月期は不振だった一般機械の輸出が、インフラ整備向けの需要から、年度後半にかけては回復に向かう可能性が高い。また、ASEAN 各国は内需が堅調な国が多いほか、中国景気が回復に向かえば、NIEs 諸国を含め、アジア新興国の景気が総じて回復に向かう展開が期待できる。中国頼みという若干心許ない状況ではあるが、年末以降の輸出は持ち直しを予想する。

輸入については、2012年4-6月期の輸入実績が前年比+5.0%と、10四半期連続で増加した。これは、火力発電所稼働のための液化天然ガス需要が増加したことや、原油などの商品価格の上昇による影響で、鉱物性燃料が同+16.7%となったことが大きい。輸出の回復が緩やかなのに対し、高水準の輸入が続いたことから、貿易収支も5四半期連続で赤字となった。今後についても、資源価格が調整する局面はあると予想するものの、火力発電所をベースとした電力供給体制が続くため、鉱物性燃料は高水準の需要が続き、輸入金額は昨年並の水準で推移するとみる。一方、輸出金額の回復ペースは、当面鈍いとみていることから、2012年度も貿易収支は赤字基調が続くと予想する。

輸入については、2012年4-6月期の輸入実績が前年比+5.0%と、10四半期連続で増加した。これは、火力発電所稼働のための液化天然ガス需要が増加したことや、原油などの商品価格の上昇による影響で、鉱物性燃料が同+16.7%となったことが大きい。輸出の回復が緩やかなのに対し、高水準の輸入が続いたことから、貿易収支も5四半期連続で赤字となった。今後についても、資源価格が調整する局面はあると予想するものの、火力発電所をベースとした電力供給体制が続くため、鉱物性燃料は高水準の需要が続き、輸入金額は昨年並の水準で推移するとみる。一方、輸出金額の回復ペースは、当面鈍いとみていることから、2012年度も貿易収支は赤字基調が続くと予想する。

(6) デフレ圧力は根強く残る

6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▲



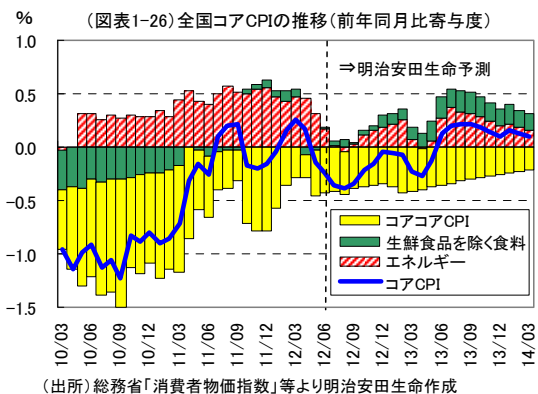
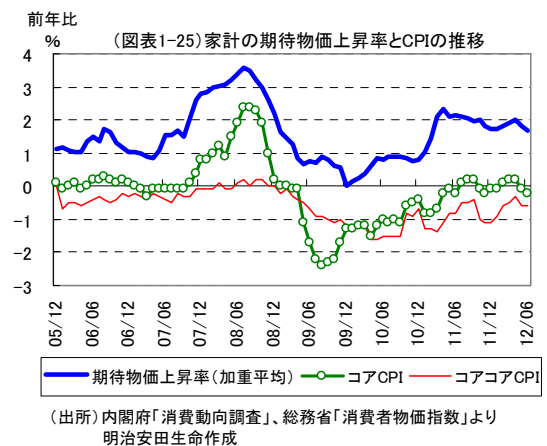
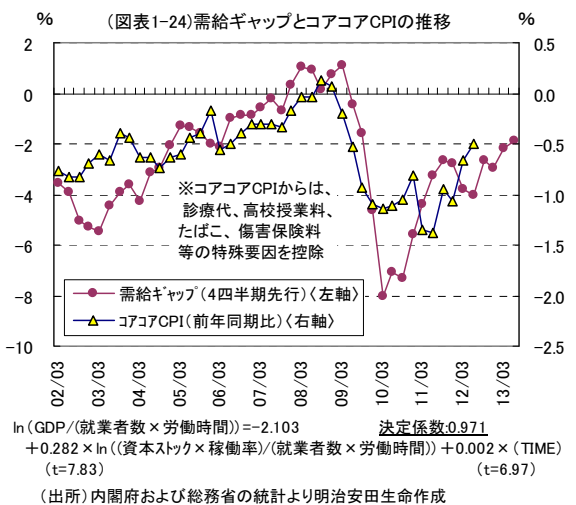
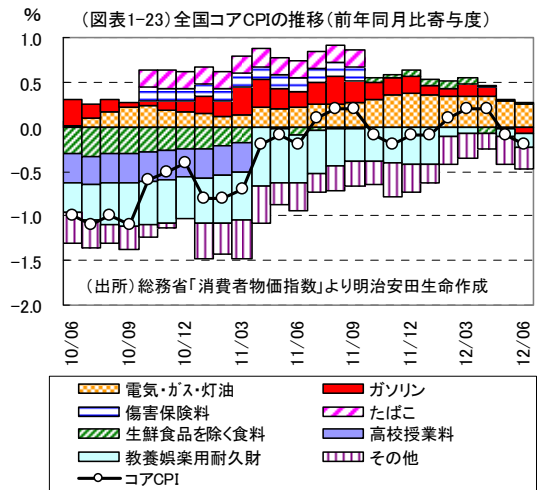
0.2%と2ヵ月連続でマイナスとなった(図表1-23)。原油価格の下落を受け、ガソリン価格の寄与度がマイナスに転じた影響が大きい。もっとも、コアCPIが2月にプラスに転じたのは、テレビの調査対象銘柄の変更(コアCPIは0.3%ポイント程度押し上げ)によるところが大きく、この特殊要因を除けば、前年割れの状況が続いているといえる。

当社では、2012年4-6月期の需給ギャップは▲1.9%程度、年間10兆円弱の需要不足と試算している(図表1-24)。マイナスの需給ギャップ(デフレギャップ)は依然として大きく、デフレ圧力は依然として残っている。需給ギャップのマイナス傾向が長期にわたって継続している要因としては、消費者が雇用・所得環境や年金・医療等の社会保障に将来不安を感じ、消費を抑制していることに加え、急速な高齢化などに伴い、企業や公的機関が提供する財・サービスと消費者ニーズの間でミスマッチが拡大していることも指摘できよう。

国内景気は震災からの復興需要などから、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予想するが、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。秋口以降は穀物価格の上昇が食料品価格を押し上げる可能性があるが、需給ギャップの縮小に繋がるものではなく、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。

物価動向に影響を与える要素としては、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。「消費者動向調査」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、2011年に入って、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の影響から急上昇したものの、足元では、原油価格の下落などを受けて、家計の期待物価の上昇傾向は収まりつつある(図表1-25)。

コアCPIについては、引き続きエネルギーや穀物など商品価格の動向に大きく左右されると見込まれるが、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、2013年度についても基本的には小幅なプラス圏で推移するとみている(図表1-26)。



(7) 年度内に2~3回の追加緩和か

当社では、国内景気は夏場以降、踊り場に逆戻りしつつあるとみている。

米国の雇用失速、欧州債務問題の深刻化、中国景気の減速長期化など、世界経済の先行き不透明感が増すなかでも、日本の景気がこれまで持ちこたえてきたのは、外需が冴えない一方で、内需が大方の予想以上に健闘してきたからである。背景にあるのは復興需要だが、公共投資だけではなく、民需も底堅い推移を辿ってきた。とりわけ個人消費の堅調ぶりが目立っていた。

ただ、民需が堅調と言っても、デフレ基調が続くなか、民需主導の自律的回復が期待できるわけではない。前述のとおり、個人消費の勢いはすでに衰えてきている。雇用・所得環境の回復ペースの鈍さを考えれば、これまでが出来過ぎだった可能性が高く、今後はより緩やかな伸びに変わっていく可能性が高い。復興需要にしても、復興計画の策定の遅れ等の影響もあって、当初期待されたほどの力強さは感じられない。こうしたなかで、春以降、米国、中国、欧州と主要経済圏の景気減速傾向が目立ってきたことが、日本の景気にダイレクトに下押し圧力をかける構図となっている。

復興需要の景気押し上げ効果は年度後半にかけて次第に減衰していくことが見込まれるため、年度後半は外需以外に景気のけん引役を探すのは難しい。今のところ、当社は年度後半の中国景気の回復を予想しており、外需主導の景気回復が期待できるとみるが、もし、中国景気の実現しない場合、日本の景気も後退の瀬戸際に立たされることになるかとみている。

日銀は今後、景気の踊り場入りを確認し、おそらくは9月、遅くとも10月には景気見通しを下方修正したうえで、追加緩和に踏み切ると予想する。どちらかという緩和バイアスががかかっていると考えられる二人の新しい審議委員が8月の金融政策決定会合から参加していることも、議論の流れに影響を与える可能性がある。8月の会合は前会一致のすえ置きだったが、9月の会合ではあるいは票が割れるかもしれない。

日銀に先だって、9月12-13日に開催されるFOMC（米連邦公開市場委員会）の対応も注目される。9月FOMCで、MBSの追加購入等の追加金融緩和が決定されれば、日銀が追随する可能性は一段と高まる。日本の追加緩和の時期については、「影の二つの柱」である政治からの圧力と為替相場次第という側面も大きい。FOMCの追加緩和はいずれのルートをも刺激する。

7月の決定会合で決まった資産買い入れ基金の中身を入れ替える措置は、基金を通じた緩和が限界に近づいていることを改めて印象付けるものであったが、追加緩和手段については、とりあえず長期国債の買い入れ増額と年限延長が基本にならざるを得ないだろう。札割れ対策について白川総裁は、8月の定例会見において、「現状において基金の積上げが困難となっているわけではなく、長期国債買い入れの下限金利撤廃が必要な状況ではないと考えています」と述べているが、追加緩和を実施すれば、積上げが一層困難になるのは間違いなく、入札下限金利の撤廃を残存期間3年程度まで延長する措置が合わせて発表される可能性が高い。

事実上のマネタイズと市場にみなされるリスクへの配慮との兼ね合いもますます難しくなるが、消費増税法案が参院を通過したことで、債券市場に一時台頭しつつあった財政不安は再度沈静化に向かうと考えられる。日銀が国債を買い増しやすくする環境が整った形で、9月を含め、年度内にあと2~3回の追加緩和が実施される可能性が高いとみている。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

4-6月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+1.5%と、12四半期連続のプラス成長となったものの、潜在成長率を下回る低い伸びにとどまった。7-9月期も1%台の推移が続く見込み。ただ、実質金利がマイナス圏で推移しているなど、きわめて緩和的な金融環境が続いているのに加え、FRB（連邦準備制度理事会）がさらなる追加緩和策を打ち出すと見込まれることもあり、米景気の回復基調は続くと予想する。

個人消費は、家計のバランスシート調整圧力が残ることから、力強さに欠ける回復が続くと予想する。住宅市場は、大量の差し押さえが供給圧力となり続けることから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

設備投資は、欧州の景気減速などを背景に目先弱含むとみるが、設備過剰感の緩和に加え、新興国需要に支えられる形で生産が上向くとみられることから、年明け以降、持ち直すと予想する。輸出は、秋口以降、世界景気が徐々に持ち直しに向かうなかで、回復傾向が続くとみる。

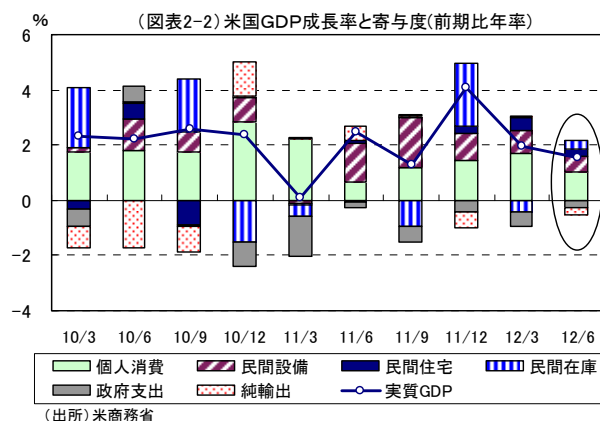
FRBは異例の低金利を少なくとも2014年の遅くまで継続する見通しを示している。利上げに踏み切るのは、2014年後半と予想する。

（図表2-1）米国実質GDP

《前期比年率》	暦年ベース			2011年				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	1.8%	2.2%	2.0%	4.1%	2.0%	1.5%	1.8%	2.1%	1.7%	2.1%	2.2%	2.3%			
個人消費支出	2.5%	1.9%	2.0%	2.0%	2.4%	1.5%	1.8%	2.3%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%			
民間住宅投資	-1.4%	10.0%	5.7%	12.1%	20.5%	9.7%	3.0%	2.9%	5.2%	7.2%	7.8%	8.2%			
民間設備投資	8.6%	8.4%	5.2%	9.5%	7.5%	5.3%	2.9%	4.1%	5.7%	5.9%	6.0%	6.7%			
民間在庫(寄与度)	-0.1%	0.3%	0.1%	2.5%	-0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%			
純輸出(寄与度)	0.1%	-0.1%	0.2%	-0.6%	0.1%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%			
輸出	6.7%	4.3%	5.4%	1.4%	4.4%	5.3%	4.3%	5.6%	5.5%	5.6%	5.6%	5.3%			
輸入	4.8%	4.0%	3.3%	4.9%	3.1%	6.0%	2.5%	4.0%	2.9%	3.1%	3.2%	3.2%			
政府支出	-3.1%	-2.0%	-2.2%	-2.2%	-3.0%	-1.4%	-0.8%	-1.0%	-2.9%	-2.5%	-3.0%	-3.5%			
内需	1.8%	2.3%	1.8%	4.5%	2.0%	1.9%	1.6%	2.0%	1.5%	1.9%	2.0%	2.1%			
国内最終需要	2.0%	2.1%	1.7%	2.3%	2.4%	1.6%	1.5%	2.0%	1.5%	1.7%	1.8%	2.0%			

（1）4-6月期は景気回復ペースが減速

4-6月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+1.5%と、12四半期連続のプラス成長となったものの、1-3月期の同+2.0%からは伸び幅が縮小した（図表2-2）。需要項目別に見ると、個人消費は同+2.4%→+1.5%と、自動車販売などが減少した結果、4四半期ぶりにプラス幅が縮小。住宅投資は同+20.5%→+9.7%と、暖冬による押し上げ効果剥落の影響もあり、3四半期ぶりに減速した。設備投資は、機械・ソフトウェアが堅調に推移したものの、構築物投資が低い伸びにとどまった結果、同+7.5%→+5.3%と3四半期連続で伸び幅が縮小した。輸出は同4.4%→+5.3%、輸入も同+3.1%→+6.0%と、ともに増加基調が続いたが、



輸入の伸びが大きかったため、純輸出の成長率全体に対する寄与度は+0.1%→▲0.3%と、2四半期ぶりにマイナスとなった。一方、在庫投資の成長率全体に対する寄与度は▲0.4%→+0.3%と、2四半期ぶりにプラスに転じた。政府支出は前期比年率▲3.0%→▲1.4%と、国防費が2011年10-12月期以降大幅に削減されてきた反動もあり、マイナス幅が縮小した。

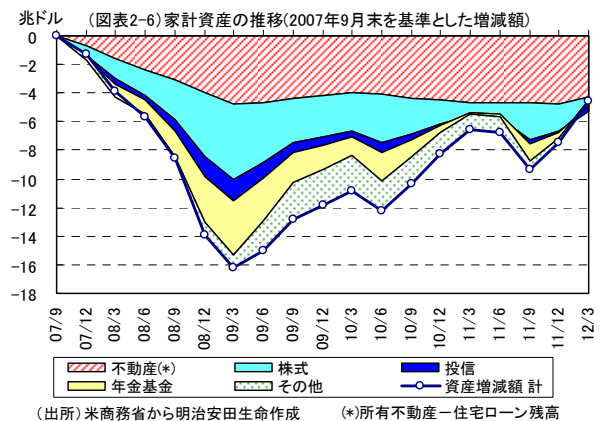
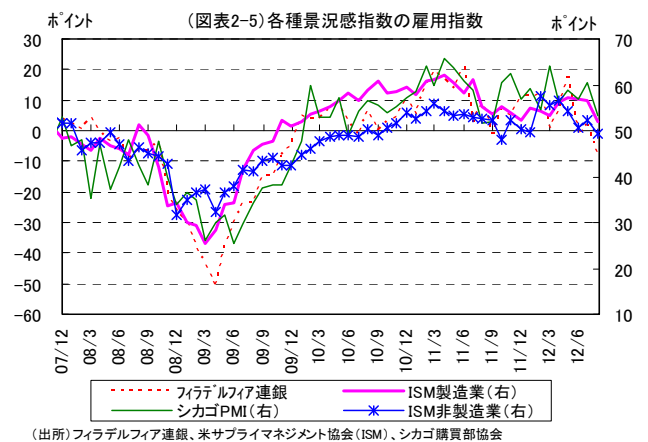
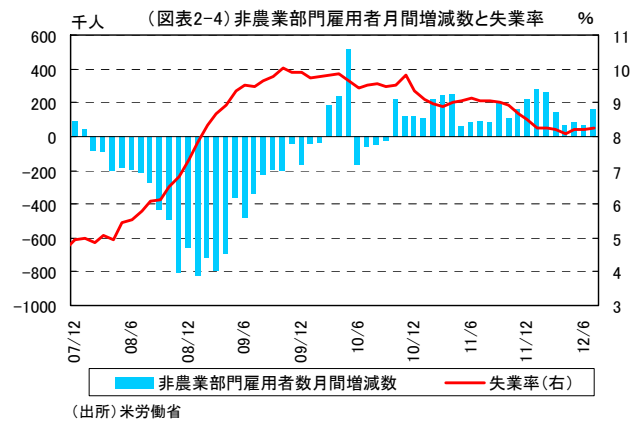
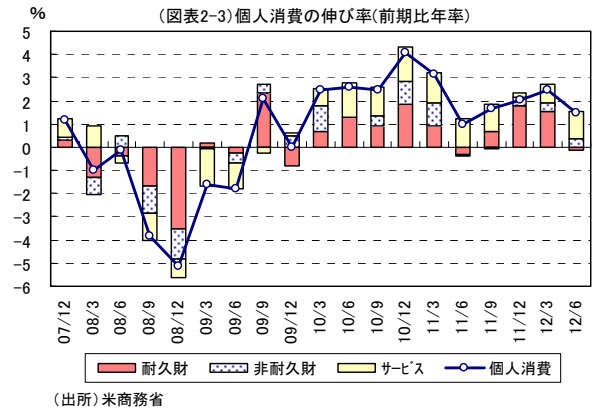
足元の雇用環境の回復には力強さが欠け、7-9月期の実質GDP成長率も1%台の推移が続くとみる。ただ、実質金利がマイナス圏で推移しているなど、きわめて緩和的な金融環境が続いているのに加え、FRB（連邦準備制度理事会）がさらなる追加緩和策を打ち出すと見込まれることもあり、10-12月期から2013年にかけての成長率は概ね2%前半の推移が続くと予想する。

（2）個人消費の回復ペースは今後も緩慢

米国の個人消費は、春先以降、減速している（図表2-3）。自動車を中心に耐久財消費が弱含んでいることが主因。理由としては、雇用環境の回復ペースの鈍化や、株価下落に伴う逆資産効果などがあげられる。

7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+16.3万人と、4ヵ月ぶりに10万人を上回った（図表2-4）。しかし、企業景況感を示す各種景況指数のうち、雇用指数はどの指標も低下基調で推移している（図表2-5）。世界景気減速への警戒感から、当面は企業の慎重な採用姿勢が続くとみられ、雇用環境の回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

一方、これまで個人消費の安定回復を阻害してきた家計のバランスシート調整は、ゆっくりではあるが進展している（図表2-6）。家計資産の増減額の推移を見ると、リーマン・ショック後の株価上昇に支えられ、足元では家計の株式、投信、年金を合わせた金融資産残高は2007年以降の減少分を取り戻している。ただ、不動産は改善の兆しが見られない（不動産のみは所有不動産から住宅ローン残高を除いた純ベース）。所得階層別の家計資産を見ると、上位10%の高所得者層以外は、所



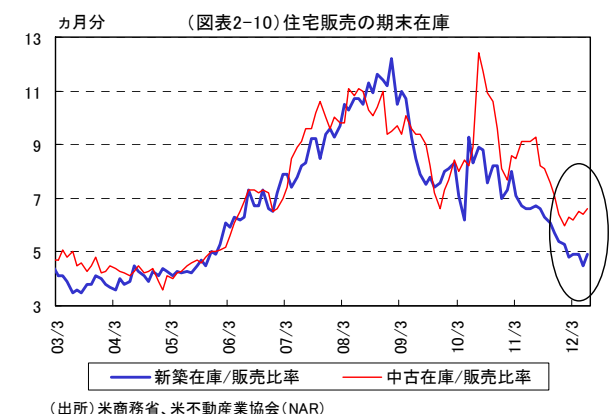
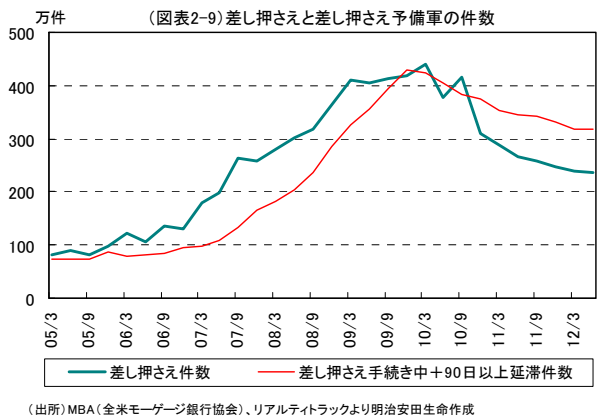
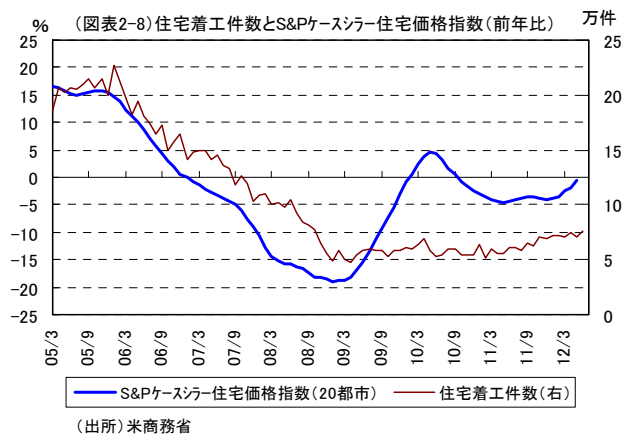
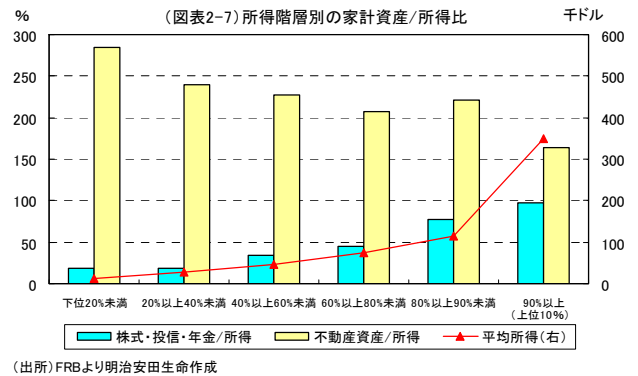
得に対する所有不動産の割合が200%を超えており、低所得者ほど所得に対する所有不動産の比率は高い傾向がある（図表2-7）。米国の不動産調査会社コアロジック社によれば、約1,100万世帯の住宅資産価格が住宅ローン残高を下回っており、所得が低い世帯ほど住宅の売却や借り換えが困難になっていると考えられる。このような世帯は、金融資産の保有額が少ないことから、株価上昇に伴う資産効果が小さいのに加え、住宅の差し押さえやローン延滞の可能性も高く、所得が増えなくても、債務返済を優先するとみられる。こうしたバランスシート調整圧力が残ることから、個人消費は今後も緩慢な回復が続くと予想する。

（3）住宅市場は緩やかな回復が続く

米住宅市場は、足元では持ち直し傾向が続いている。昨年の秋以降、住宅着工件数が増加傾向で推移しているほか、住宅価格の低下圧力も和らいでいる（図表2-8）。暖冬によって冬場の販売が押し上げられたほか、春先以降は住宅ローン金利が過去最低水準に低下したことなどが住宅市場を下支えしているとみられる。

一方、差し押さえ件数を見ると、足元では年率換算で230万件程度と、住宅バブル崩壊前の水準と比べ依然2倍以上の水準となっている（図表2-9）。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）となったことから、差し押さえ件数は2010年以降減少したが、手続きが従来と比べ煩雑になった結果、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（予備軍）も存在する。住宅ローンの90日以上延滞と金融機関が差し押さえに着手した件数は合わせて310万件前後にのぼっている。大量の差し押さえを背景に、住宅市場の供給圧力は今後も強い状況が続くとみている。

在庫/販売比率を見ても、足元では新築在庫/販売比率の低下傾向が一服しているほか、中古在庫/販売比率は2012年に入ってから上昇に転じている（図表2-10）。差し押さえ件数およびその予備



軍が高水準であることから、銀行の住宅ローン貸出姿勢は厳しめの状態が続くとみられ、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。

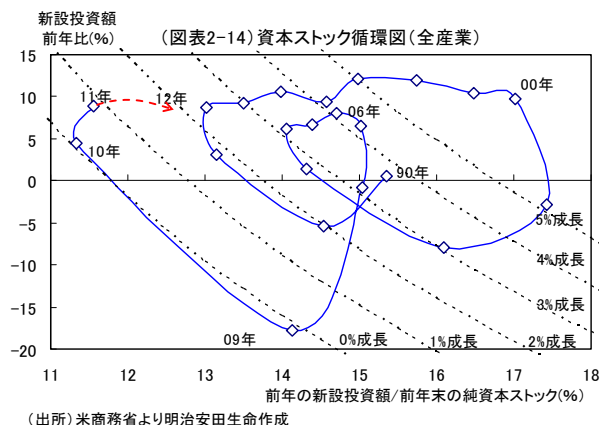
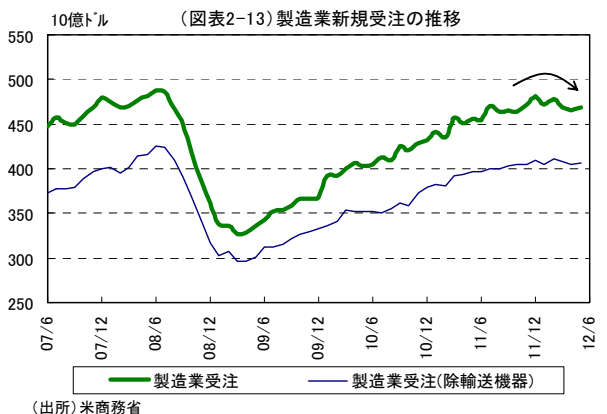
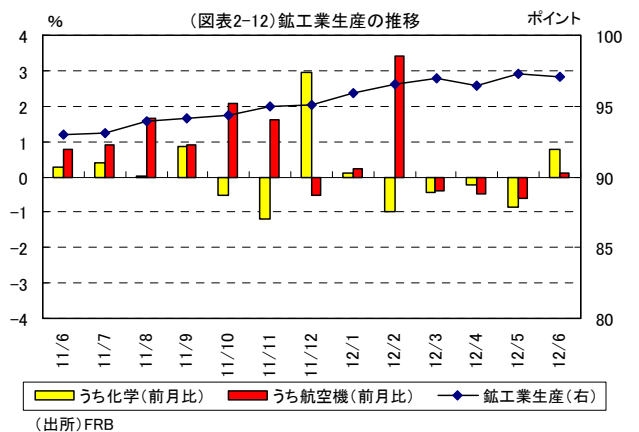
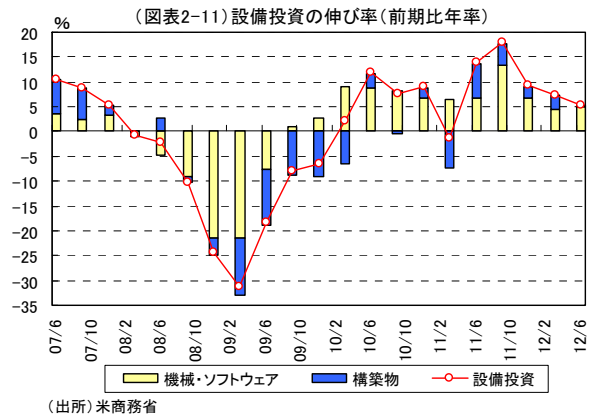
(4) 設備投資は回復基調を維持すると予想

米国の設備投資は、足元で減速傾向が続いている(図表2-11)。背景には、欧州債務危機の再燃や中国の景気減速など、世界経済の不透明感が強まったことがあげられる。

鉱工業生産を見ると、3月以降は一進一退の推移が続いている(図表2-12)。欧州債務危機を背景に、足元では輸送機器や化学といった業種の生産が弱含んでいる。新規受注を見ても、新興国向けに堅調に推移してきた航空機や機械などの伸びがここへきて鈍化しており、2012年に入ってから低調な推移となっている(図表2-13)。世界景気の減速を背景に、企業の生産活動は停滞しつつあり、設備投資は当面伸び悩むとみる。

資本ストック循環図を見ると、2004年から2006年にかけては4%の期待成長ラインに向け資本ストックが積み上がってきたが、リーマン・ショック以降、2009年にかけては設備投資の伸びが大幅マイナスに転じた(図表2-14)。ただ、2010年以降は1%の期待成長ラインに沿う形で再び伸びている。期待成長率が上昇する局面では、企業は売上の増加を見込んで、その成長率に見合うと考える水準まで資本ストックを引き上げようと設備投資を増加させる。当社試算では潜在成長率を2%程度と推計しており(図表2-15)、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、2012年の設備投資は前年比+7%程度の増加が見込まれる。FRBの長期見通しを見ると、実質GDP成長率は2.3-2.5%と予想されているほか、米国の民間エコノミストを対象とした代表的な調査であるブルーチップでも、2012年と2013年の実質GDP成長率(平均)はそれぞれ+2.2%、+2.1%と、やはり2%前半の推移が続くとの見通しになっている。

一方、設備投資に対する見通しを公表している各種景況指数を見ると、7月の設備投資指数は拡大



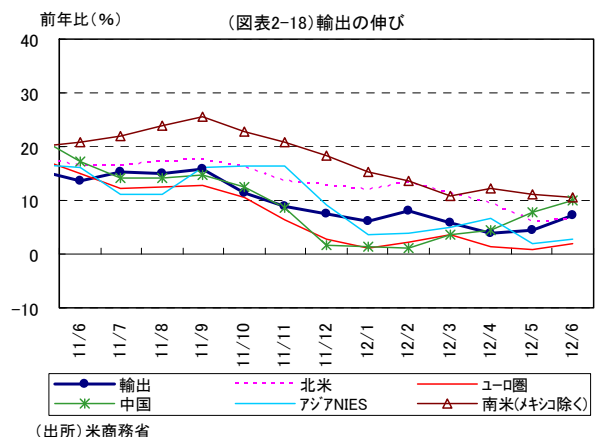
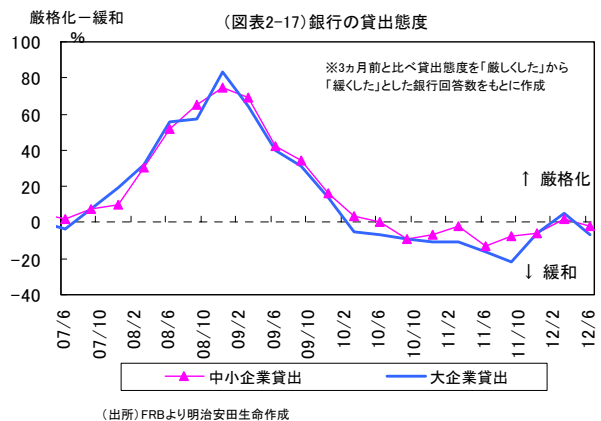
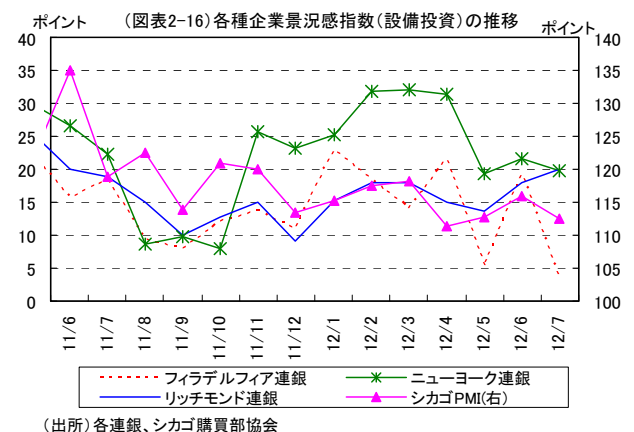
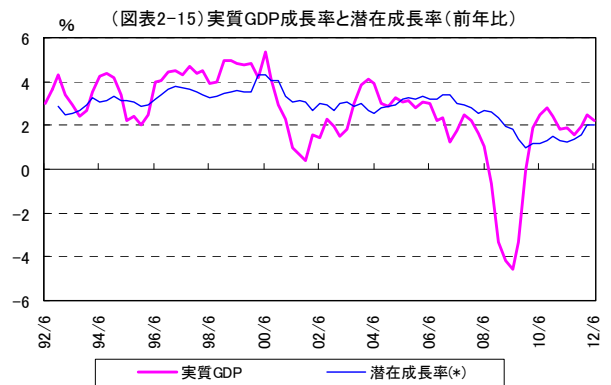
と縮小の境目であるゼロを上回って推移しており、欧州債務危機が再燃するなかでも、設備投資の見通しは底堅い（図表2-16）。欧州と中国の景気減速を背景に、足元では企業が設備投資の発注を先送りしている模様であるが、欧州周辺国への支援は今後も徐々に前進していくとみられるほか、中国に関しては、多くの景気対策をすでに打ち出しており、今後次第に効果が現れてくるとみている。足元の企業収益は伸びが鈍化しているものの、秋口以降、中国景気にけん引される形で他のアジア新興国景気も徐々に上向くとみられ、年明け以降、生産は持ち直すとみる。

また、FRBによる緩和的な金融政策が今後も企業の資金調達を下支えするとみられる。FRBの企業向け貸出態度調査によれば、足元では3ヵ月前に比べて「厳しくした」という銀行が「緩くした」という銀行を下回っており、銀行の貸出態度は厳格化の動きが収まりつつある（図表2-17）。世界景気の過度な先行き不透明感が和らいでいけば、資本ストック調整の進展と緩和的な金融環境を背景に、先送りされてきた新規の設備投資が徐々に再開されるとみられ、設備投資は回復基調を維持すると予想する。

（5）輸出は持ち直し傾向が続く

米国の輸出は、昨年秋以降、伸び幅が縮小傾向で推移している（図表2-18）。債務問題で揺れる欧州向けが低調に推移しているほか、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も減速基調を強めている。企業景況感を示すISM製造業景況指数を見ても、輸出受注指数は春先以降、低下基調が続いており、活動の拡大と縮小の境目である50を下回っている（図表2-19）。世界の景気減速を背景に、輸出の回復ペースは目先減速するとみられる。

一方、中国向けの輸出は底堅く推移している。今後、中国での景気刺激策の効果が徐々に現れるとみられることから、中国景気にけん引される形で、他のアジア新興国の景気も上向くとみており、アジア新興国向けは全体として持ち直しに向くと予想される。品目別に見ると、自動車などの資本

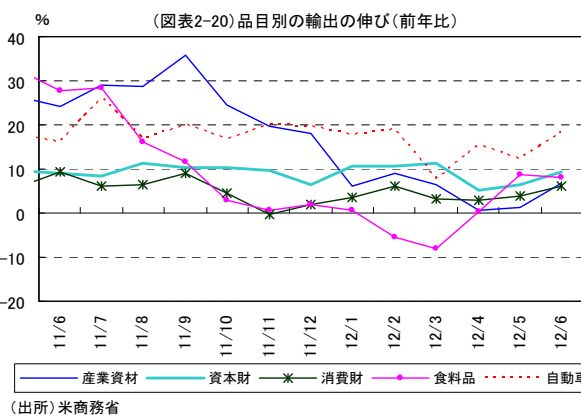
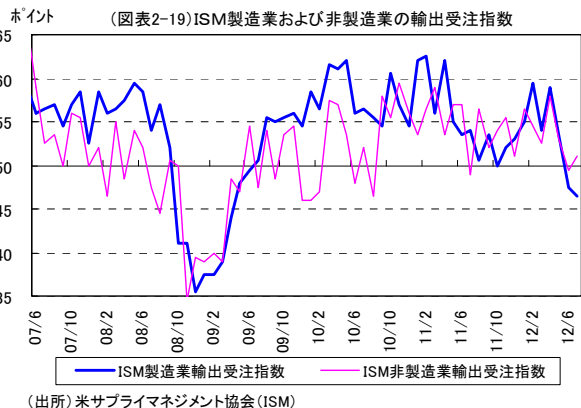


財などが堅調に伸びている（図表2-20）。新興国需要に支えられ、財輸出全体の4割以上を占める資本財は今後も輸出を下支えするとみられる。欧州債務危機を受け、企業景況感は悪化しており、7-9月期の輸出はやや減速するとみるが、その後は、中国を中心に新興国景気が徐々に上向くとみられることから、秋口以降の輸出は持ち直すと予想する。

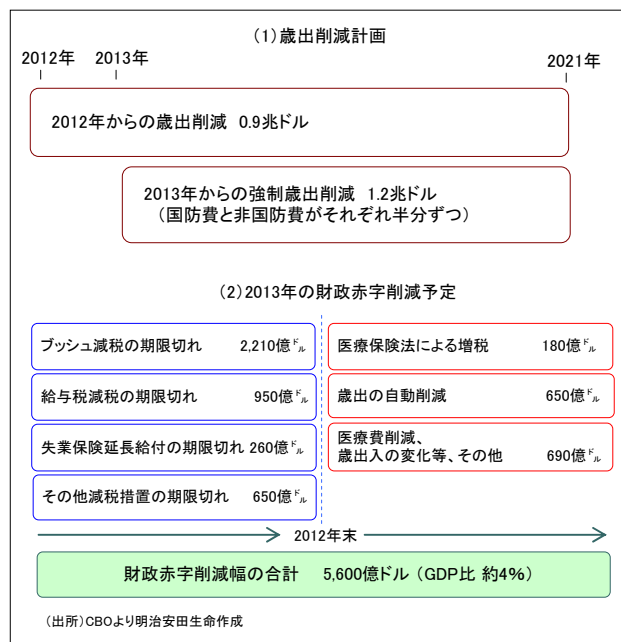
（6）歳出削減が景気の下押し要因

米国の財政赤字は、年間1兆ドルを上回るペースで拡大している。財政赤字削減を迫られるなか、昨年8月には、米議会での与野党協議の結果、10年間で約0.9兆ドルの歳出削減を行うことが決まった。さらに、昨年11月には2013年から9年にわたって合計で約1.2兆ドルを強制的に削減（国防費と非国防費をそれぞれ半分ずつの割合で削減）する方針が決定した。合わせて約2.1兆ドルの歳出削減が2013年から実行に移される計画である（図表2-21）。一方、所得税やキャピタルゲイン・配当の減税を柱とするブッシュ減税をはじめ、給与税の減税措置といった各種の減税措置は2012年末に期限を迎える。2013年の財政赤字削減幅は、すべて合わせると5,600億ドル（GDP比で約4%）と、その規模がきわめて大きい。「財政の崖」と呼ばれる大幅な財政赤字削減が米経済のリスク要因となっている。

11月の大統領選で再選を目指すオバマ大統領は、今後の予算方針を盛り込んだ予算教書で、今後10年間の財政赤字削減を約3兆ドルとする提案を議会に提出し、そのうちおおよそ半分を増税によって賄うことを訴えている。オバマ大統領が率いる与党民主党では、バフェット・ルールと呼ばれる増税案（年収100万ドル以上の富裕者層の実効税率を10%半ばから30%以上へ引上げ）のほか、ブッシュ減税のうち富裕層向け（年収25万ドル以上）を打ち切る案が示されている。一方、野党共和党は増税に反対の姿勢を示しているほか、党内で反発の強い国防費の強制削減を回避する案が浮上するなど、民主党との意見の隔たりは大きい。もっとも、財政赤字削減を当初計画どおり実行すると、ただでさえ力強さを欠く米景気はマイナス成長に陥る可能性が高い。大統領選後、与野党とも大幅な財政赤字削減を避ける方向で協議が進む可能性が高く、最終的には歳出削減計画が一部先送りされるとともに、2012年末に期限を迎える減税措置は大半が延長されると予想する。



（図表2-21）2013年からの歳出削減計画と2012年末に期限を迎える減税措置など



財政赤字削減計画が大幅に修正されることによって、2013年の米景気は失速を免れる可能性が高い。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。中長期的には歳出削減が避けて通れないことから、財政赤字削減が今後も中長期的に米景気の下押し圧力になり続けるとみる。

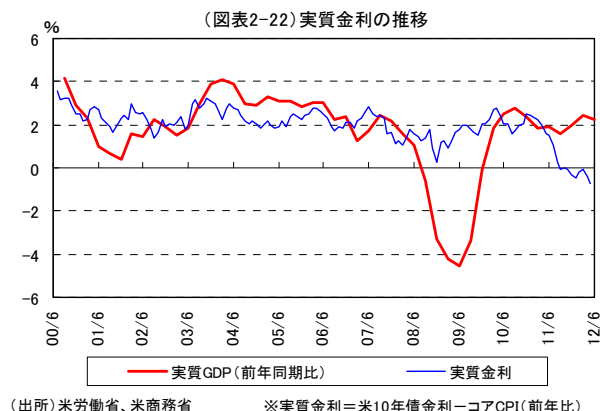
(7) 利上げは2014年後半を予想

7月31日－8月1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（at least through late 2014）」という一節も維持された。また、ツイストオペ、およびMBS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。

7月のFOMC声明文では、現状の景気判断が6月の

「景気は今年緩やかな拡大が続いている」から、「今年前半にかけて幾分か減速している」へと下方修正され、景気が減速しているとの見方が明示された。一方、今後の金融政策については、「非常に緩和的なスタンスを維持する」がすえ置かれ、6月のFOMCで示された方針から変更はなかった。ただ、「委員会は経済・金融情勢に関する今後の情報を注視」との一節が付け加えられたほか、今後の政策スタンスについては「必要に応じてさらに行動をとる用意がある」から、「必要に応じて追加緩和を行う用意がある」へ変更され、追加緩和策に前向きな姿勢がより明確に示された。FRBのバーナンキ議長は、これまでの記者会見の中で、銀行の貸出姿勢が過度に厳しいことから、市場機能が低下した住宅ローン市場の改善が米経済の課題との見方を示しており、年内に開催されるFOMCでは、MBSの追加購入を軸とした追加策が検討、実施されるとみる。

一方、6月のコアCPIが前年比+2.2%であるのに対し、足元の長期金利は1%台で推移しており、実質金利はマイナス圏での推移が続いている（図表2-22）。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可能性が高いと考えられる。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、2014年後半には利上げが必要になると予想する。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は、債務問題に収束の見通しが立たないなか、足元では一段と減速基調を強めている。内需の低迷は今後もしばらく続くとするが、新興国向けを中心に輸出が次第に持ち直すと思われるため、秋口以降の景気は徐々に回復に向かう展開を予想する。

足元の個人消費は停滞が続いている。債務問題の深刻化と各国の緊縮財政を背景に、雇用環境が悪化し、消費者マインドも低迷していることから、年内は停滞気味の推移が続くと予想する。しかし、年明け以降は、企業業績の持ち直しと所得環境の改善を背景に、ゆっくり上向くとみる。

固定投資は、企業景況感の悪化を受け、目先は減速基調が続くとみるが、東アジアを中心とした新興国景気の回復に伴い、年明け以降は徐々に上向くと予想する。

政府支出は、各国の緊縮策の影響で減少傾向が続こう。2013年にかけて、景気の下押し圧力として働き続けるとみる。

ECB（欧州中央銀行）は、7月の政策理事会で7ヵ月ぶりに政策金利を0.75%に引き下げた。ドラギ総裁は「非標準的金融政策の適切な形式を設計する」と述べており、早晚追加緩和に踏み切る可能性が高い。

(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%	-0.5%	0.7%	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%
家計消費	0.2%	-0.7%	0.3%	-0.5%	0.0%	-0.4%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
政府消費	0.0%	-0.9%	-0.1%	-0.1%	0.2%	-0.6%	-0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.6%
固定投資	1.5%	-2.8%	-0.6%	-0.4%	-1.4%	-0.6%	-0.7%	-0.5%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
純輸出(寄与度)	1.1%	1.2%	0.7%	0.3%	0.4%	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%

英国実質GDP

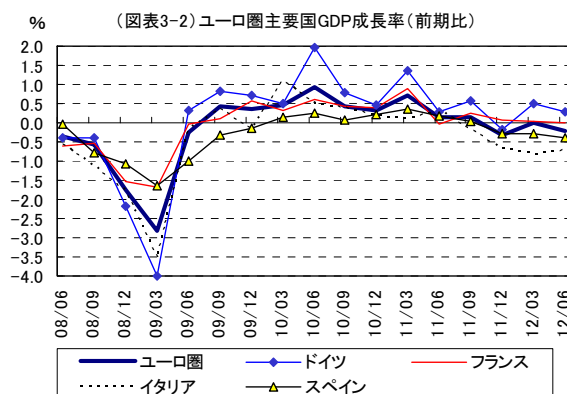
(前期比)	2011年			2012年					2013年			
	2011年	2012年	2013年	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12
英国GDP	0.7%	-0.6%	1.1%	-0.3%	-0.2%	-0.7%	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%

(1) 4-6月期のユーロ圏景気は減速

4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は、前期比▲0.2%と、2四半期ぶりに低下した(図表3-2)。国別の成長率を見ると、ドイツ(同+0.5%→+0.3%)はプラス成長となったものの伸び幅が縮小し、フランス(同+0.0%→+0.0%)は横ばいで推移した。イタリア(同▲0.8%→▲0.7%)は厳しい緊縮策の影響を背景に、マイナス幅は縮小したものの、4四半期連続で低下した。

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

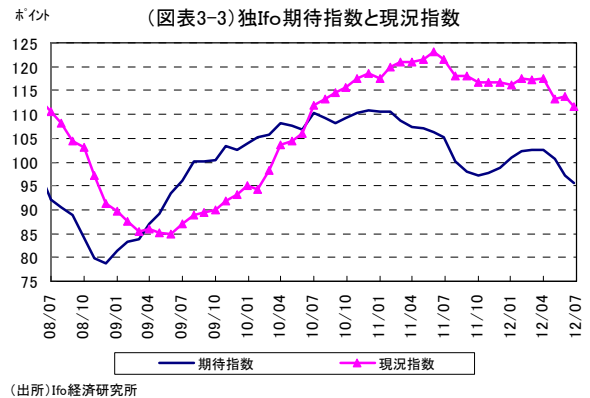
の下落を背景に銀行が資産圧縮を進めているのに加え、政府がさらに厳しい緊縮財政に取り組んでいることが景気の下押し要因となる。スペインは、7月のEU財務相会議において、対GDP比財政赤字



(出所) 各国統計局

削減目標を2014年に1年先送りにすることが認められた見返りとして、消費税にあたる付加価値税の標準税率を18%から21%に引き上げることを明らかにした。さらに、政府は財政赤字削減目標達成に向けて総額650億ユーロの増税と歳出削減を実施することを打ち出した。ポルトガルでは、政府が赤字削減目標達成に向けてまとめた緊縮財政措置の一部が違憲と判断され、政府は給与削減計画を公的部門に限らず民間部門にも広げる計画を検討している。イタリア政府も、医療分野への支出削減や公務員の人員削減などで、2012-2014年に計260億ユーロの歳出を削減することを承認した。

一方、これまで堅調に推移してきたドイツ景気も、目先は減速が懸念される。Ifo景況感指数を見ると、7月の期待指数は95.6と、2009年7月の水準にまで低下している(図表3-3)。鉱工業生産も一進一退の推移が続いており、周辺国の債務問題の影響がドイツにも及んできている。もともと、ドイツは、堅調な輸出関連産業に支えられ、いまだに失業率が低水準であるほか、実力に比し割安なユーロの恩恵と新興国景気の回復を受け、秋口にかけては緩やかな回復に向かうとみている。ユーロ圏景気は秋口以降、新興国景気にけん引される形で回復に向かうとみるが、そのペースは緩やかなものにとどまると予想する。



(2) EU首脳会談の合意内容の実現に不透明感

6月28-29日のEU首脳会議では、ECB(欧州中央銀行)の銀行監督の一元化を前提に、ESM(欧州安定メカニズム)による銀行への直接資本注入、スペイン支援の際のESMの優先弁済権を放棄、EFSF(欧州金融安定ファシリティ)、ESMによる国債買い入れ、1,200億ユーロ程度の経済刺激策を伴う成長・雇用協定などが合意に至った(図表3-4)。本来ESMは、国債などを保有する民間債権者に対して優先弁済権を持つが、今回に限りESMの優先弁済権が付与されないという決定が下されたことは、スペイン国債の価格下落に歯止めをかける上で評価できる。ただ、元々ESMによる銀行支援は政府を通さないという取り決めであったが、後になってやはり

(図表3-4)EU首脳会議



(出所)各種報道から明治安田生命作成

政府保証が必要という意見が高まっており、市場の失望を招いている。また、銀行監督の一元化については、9月から技術的な討議が開始され、年内実施が目標とされるが、銀行監督権の移譲は国家の主権の一部移譲につながることもあって、議論は紆余曲折が予想され、日程的に厳しい。ドイツのメルケル首相は「見返り抜き支援はない。ドイツの哲学です」と述べており、金融支援には条件が伴うという姿勢を堅持している。銀行監督一元化前に救済基金を活用した国債買い入れに踏み切ることは、フィンランドやオランダも反対している。ESM条約では、支援の決定はユーロ圏の経済や財政の安定を脅かす緊急事態以外にはユーロ圏各国による全会一致が必要とされ

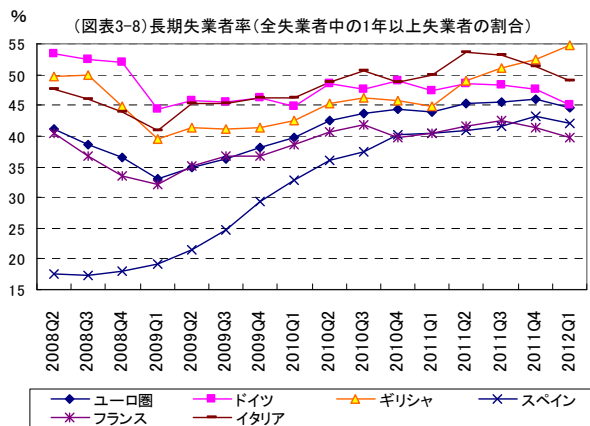
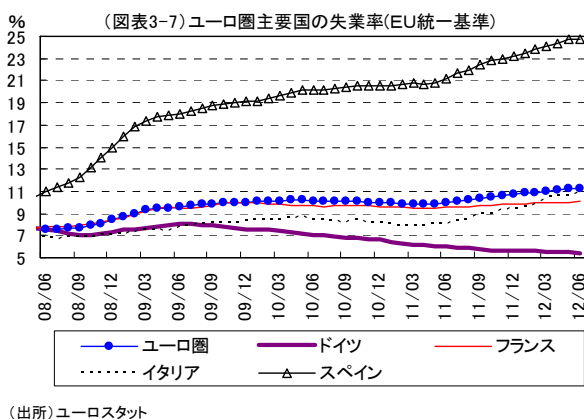
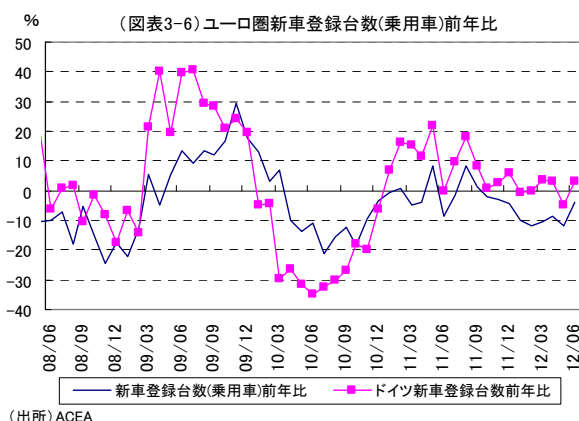
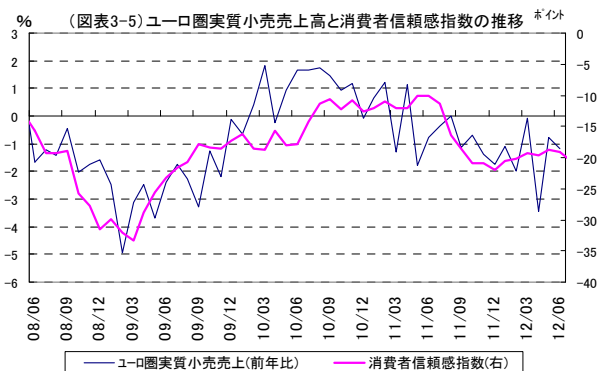
るため、ESMによる国債買い入れや銀行への直接支援の実現は難航する可能性が高い。また、財政危機と金融危機の負の連鎖を断ち切る策として市場の期待が高い銀行同盟やユーロ共同債に関する議論にも進展はみられない。欧州債務問題は今後も収束には程遠い状況が続く可能性が高い。

(3) 個人消費は当面停滞気味の推移が続く

ユーロ圏の個人消費は停滞している。6月のユーロ圏実質小売売上高は前年比▲1.2%と、14ヵ月連続でマイナスとなったほか（図表3-5）、ユーロ圏新車登録台数も低迷が続いている（図表3-6）。

消費者信頼感指数も、マイナス圏での推移が続いている（図表3-5）。緊縮財政に伴う雇用環境の悪化に加え、春先以降はギリシャの政治情勢やスペインの銀行問題を巡る金融市場の混乱が消費者マインドに悪影響を及ぼしている。6月の再選挙の結果、ギリシャの早期ユーロ離脱という最悪のシナリオは遠のいたが、ギリシャの財政再建計画への疑念は今後も燻ぶり続ける可能性が高い。債務問題に直面する南欧諸国が相次いで追加の緊縮策を打ち出していることも当事国にとっては今後、消費者マインドの下押し圧力となる。

雇用環境は悪化傾向が続いている。6月の失業率は11.2%と、ユーロ導入以来、最悪の水準となった（図表3-7）。特に若年層（25歳未満）の失業率が22.4%と、高水準で推移している。国別では、スペインの失業率が24.8%と、この1年で上昇ペースを一段と速めており、なかでも若年層の失業率は52.7%と、記録的な水準にまで上昇している。また、長期失業率（1年以上の失業）も、高水準で推移しており（図表3-8）、特に南欧諸国では、正社員の解雇規制の存在などから、仕事の空きが発生しにくく、一旦失業すると再就職しづらいという雇用環境の硬直性が構造問題となっている。スペインでは、2月の労働法改正で正規従業員の退職金を引き下げ、非正規従業員の退職金を引き上げ、格差是正を図っている。イタリアでも、6月に可決された労働市場改革法において解雇条件が緩和され、企業が業績に応じて、従業員を解雇できる仕組みが整った。こうした労働市場改革に



より、中長期的には労働市場の硬直性が徐々に改善に向かう展開が期待できるものの、目先は逆に解雇が増加する可能性も懸念される。

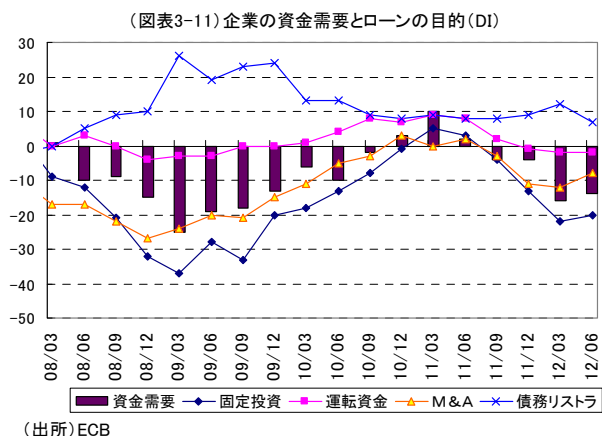
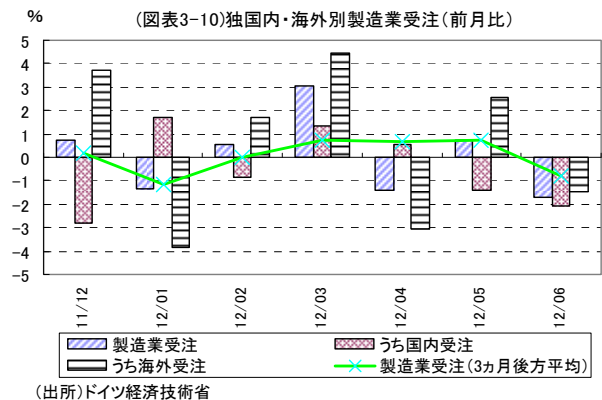
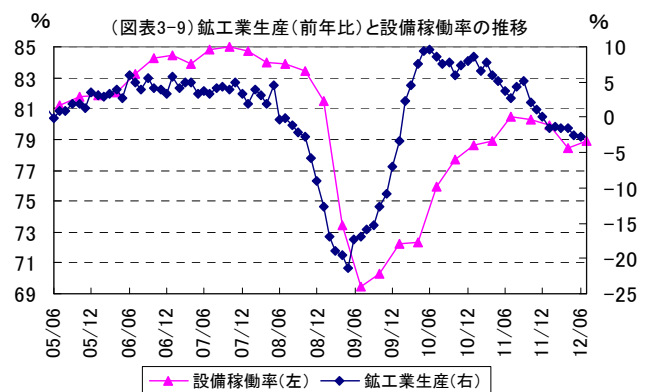
一方、中核国で緊縮財政路線に軌道修正の機運が出てきているのは消費マインドの回復要因となる。フランスでは、オランド大統領が10月からの付加価値税率引き上げ（19.6%→21.2%）の撤回を決めたほか、イタリアでも10月からの付加価値税率引き上げ（21%→23%）を来年7月に見送った。この他、EU首脳会談では雇用対策を含む1,200億ユーロ規模の対策が打ち出されたほか、今後は中国をけん引役に新興国景気が上向くとみられ、ドイツを中心に輸出の持ち直しに支えられる形で企業景況感も次第に改善に向かうとみている。年明け以降、雇用・所得環境の持ち直しと、中核国での緊縮財政緩和に伴う消費者マインドの改善に支えられ、ユーロ圏の個人消費は全体としてゆっくり上向いていくと予想する。

（４）固定投資は年明け以降回復に向かう

企業活動は一進一退の推移が続いている。5月のユーロ圏鉱工業生産指数は前年比▲2.8%と、6ヵ月連続でマイナスとなっている（図表3-9）。減産傾向が続いていることを背景に、足元の設備稼働率は78.9%と低水準で推移しており、設備過剰感が高まっている。鉱工業生産の先行指標となる製造業受注を見ると、比較的発表時期が早いドイツは、国内に加えユーロ圏内からの受注減を背景に、6月は前月比▲1.7%と減少に転じており、3ヵ月移動平均でもマイナスとなるなど、基調も弱含んでいる。（図表3-10）。同じく鉱工業生産の先行指標となるユーロ圏製造業PMIも、拡大と縮小の境目とされる50を12ヵ月連続で割り込んでおり、足元の7月は44.1と、2009年7月の水準にまで低下している。今後の生産活動に弱気な見方が広がっており、年内の生産活動は低迷が続くと予想する。

企業の資金需要も低迷している。7月のECBによる銀行貸出調査によると、2011年7-9月期以降、企業の資金需要は減少に転じている（図表3-11）。ローンの目的を見ると、債務リストラ目的（不採算事業からの撤退や解雇のため）の資金需要は伸びているものの、固定投資目的の資金需要は落ち込んでいる。

ただ、ギリシャやスペインへの対応策は今後も徐々にではあるが前進するとみられるほか、中国景気の回復も期待されることから、すでに大きく悪化した企業景況感は秋口以降改善に向かうとみられる。米国をはじめとした各国の金融緩和にも



支えられ、秋口以降外需の減速ペースは次第に弱まっていき、年明け以降の企業の生産活動は緩やかに持ち直すとみている。また、7月のECBの追加緩和によって、企業の資金調達コストは一段と低下している。固定投資は目先減速基調が続くとみるが、世界景気の回復とともに、年明け以降回復に向かうと予想する。

(5) 輸出は秋口以降緩やかに上向くと予想

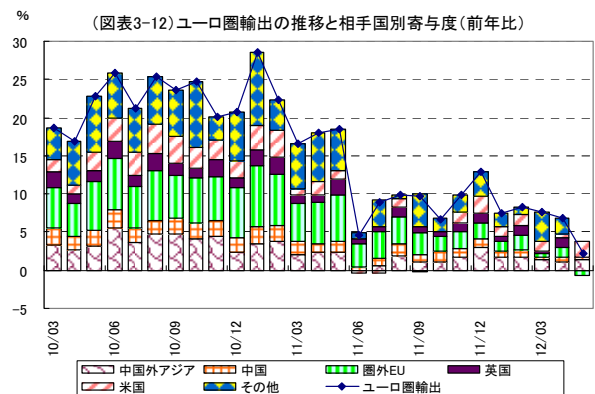
ユーロ圏の輸出は、世界景気の減速を受け、昨年の年央以降伸び率が鈍化している。輸出相手国別の寄与度を見ると、米国向けとアジア向けの輸出がそれぞれ+2.1%、+1.7%と、全体を押し上げている一方で、ユーロ圏外のEU向け輸出が▲0.7%と、マイナス寄与となっている(図表3-12)。OECD景気先行指数(中国やロシアなどのOECD非加盟国含む)とユーロ圏輸出を比較すると、OECD景気先行指数(前年比)は、ユーロ圏輸出にやや先行しつつ、近い動きを示している(図表3-13)。同指数は、債務問題を背景に南欧諸国の景気が低迷するなかでも2012年2月以降は減速ペースを弱めている。

外需回復のカギを握る中国は、2ヵ月連続の利下げなど、これまでの景気刺激策による効果が夏場以降徐々に顕在化するとみており、中国にけん引される形で今後は周辺のアジア新興国景気も持ち直していくとみられる。ドイツの輸出を見ると、割安なユーロを背景に5月の輸出は前月比+3.9%と、回復基調が続いており、ドイツをけん引役に、秋口以降のユーロ圏輸出は緩やかに上向くと予想する。

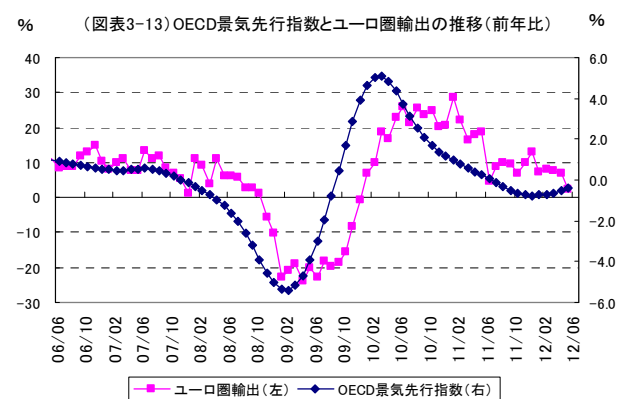
(6) ECBは政策金利を0.75%にすえ置く

ECBは8月2日の政策理事会で、政策金利を0.75%にすえ置いた。コリドー(下限の預金金利と上限の限界貸出金利の差)下限の預金金利も0.00%に、上限の限界貸出金利も1.50%にそれぞれすえ置かれ、コリドーの幅は1.50%で維持された(図表3-14)。

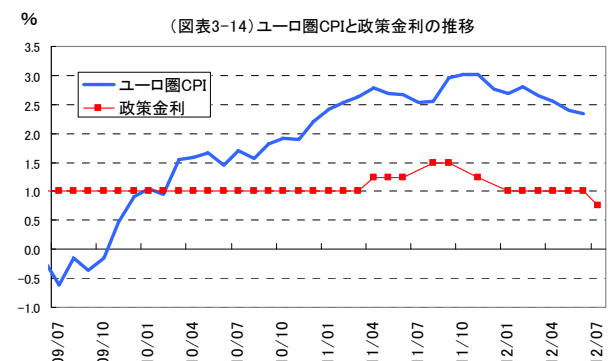
理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は前月同様「ユーロ圏の経済見通しを取り巻くリスクは引き続き下向きだ」と述べ、欧州債務危機が金融不安を通じて、実体経済へ悪影響を与える可能性について警戒する姿勢を示した。また、インフレ見通しについては「1ヵ月前に述べたように、インフレ率は一段と低下し、2013年に再び2%を下回るだ



(出所)ユーロスタット



(出所)OECD、ユーロスタット



(出所)ECB、ユーロスタット

ろう」と、前月の表現をそのまま用いた。また、「景気見通しへの下方リスクの一部が具現化するなか、インフレ圧力は政策に関連する期間において、一段と抑制されている」と、インフレ圧力は当面抑制された状態が続くとの認識を示した。

同総裁は域内の信用収縮に強い警戒を示しており、これが7月の理事会において、中銀預金金利をゼロまで引き下げる決定につながった。ECBは、中銀預金金利の引き下げがEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)の低下につながり、最終的に銀行から企業や個人への貸出増につながるという効果を期待している(図表3-15)。また、2回にわたり実施されたLTRO(長期リファイナンスオペ)を通じて資金調達を行っている域内の銀行にとっても、調達コストが低下する。一方で、リスクやコストに見合った運用ができなくなることで、短期市場への資金の出し手が減り、市場機能が失われるという副作用も懸念される。民間の借入れ需要が弱いなかでは、結局は中銀当座預金に資金が積み上がるだけに終わる可能性も大きい(図表3-16)。

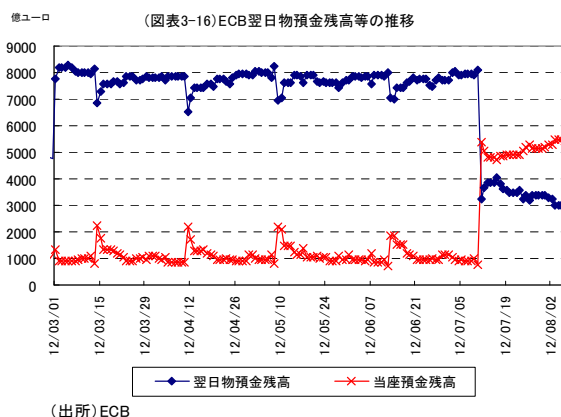
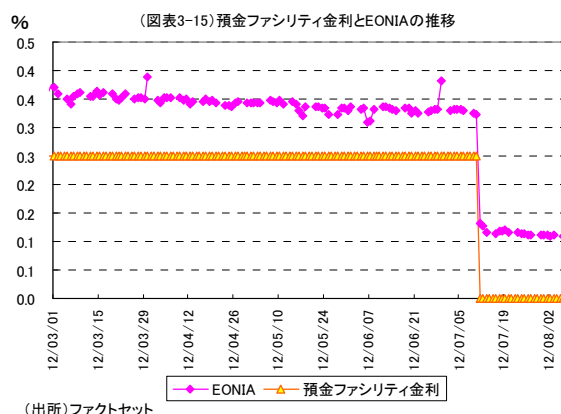
今後の追加利下げについては、同総裁は「検討はしたが、今はそのときではない」と含みを持たせた。ただ、更なる利下げを実施しても、EONIAが限りなくゼロに近づいているため、追加的な効果はあまり期待できない。ECBからの資金調達コストが下がるというメリットはあるにせよ、追加利下げに踏み切る可能性は高くないとみる。また、第3回のLTROの可能性については、「担保の枠組みをめぐる議論がある。いくつもの選択肢があり、今後調査や検討を重ね、恐らく正式な決定が必要になれば活用していくことになる」と述べ、実施するにしても、時間がかかるとの消極的な姿勢を示している。

一方、同総裁はEFSF/ESMが国債買い入れを行なうことや、買い入れ対象国の要請があることを前提として、新しい債券買い入れプログラムを実施することを明らかにした。これは、対象国に厳格な条件を付すほか、買い入れ国や買い入れ規模をオープンにすること、短期国債の買い入れを中心にしない、ECBが購入した債券は優先弁済権をもたないとする点で、これまでのSMP(証券市場プログラム)に基づく国債買い入れとは大きく異なる。ただ、バイトマン独連銀総裁が同プログラムに反対しており、実現には先行き不透明感が漂う。

さらにドラギ総裁が、「今後数週間で非標準的金融政策の適切な形式を設計する」と明かした点も注目に値する。早ければ9月の理事会で、新しいプログラムの実施が発表される見通しである。不胎化を伴わない国債買い入れなどの政策が予想される。

(7) 英国景気は低迷が続くと予想

英国の4-6月期実質GDP成長率(速報値)は前期比▲0.7%と、三四半期連続のマイナス成長となった(図表3-17)。緊縮財政による政府支出の伸び悩みや、在庫調整の継続、ユーロ圏景気の悪化による輸出の落ち込みといった要因に加え、記録的な降雨、休日の増加という特殊要因も押し下げ



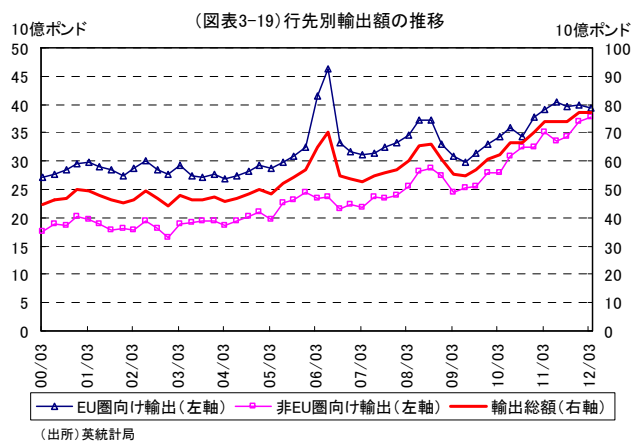
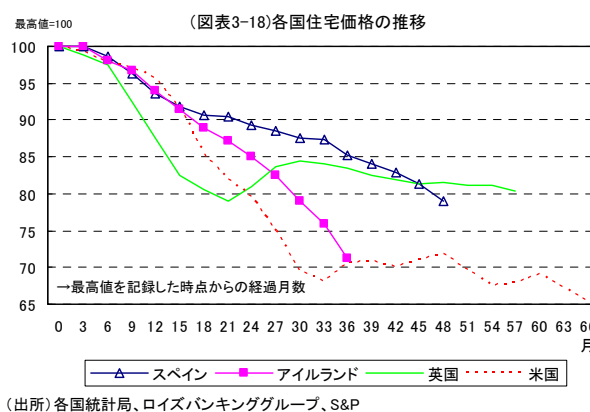
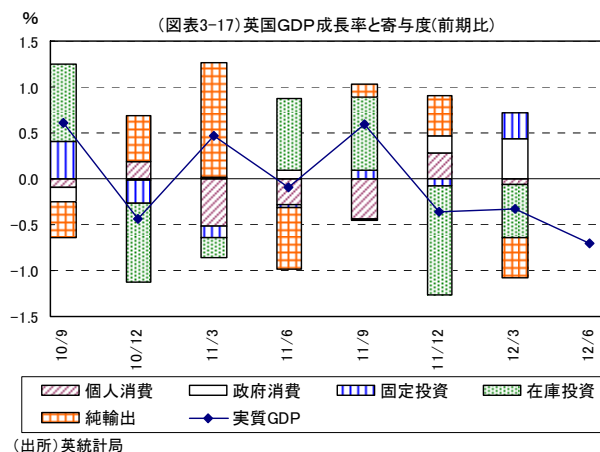
要因となった。

GDPの6割超を占める個人消費は、伸びが鈍い展開が続いている。1-3月期の家計負債残高の可処分所得比は1.42倍で、住宅バブルが生じる以前の1992年から2000年の平均値（1倍前後）と比較すると、依然として高い。雇用環境も厳しい。5月の失業率（ILO基準）は8.1%と、4月の8.2%から若干改善したものの、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などから、基調は弱い。一方で、家計に逆資産効果をもたらしていた住宅価格は目下、下げ幅を縮小してきている（図表3-18）。逆資産効果が解消しつつあるのは個人消費にとっての好材料だが、失業率の高止まりが継続し、家計所得の伸びは限定的と予想されることから、個人消費の回復のペースは緩慢なものにとどまるとみる。

固定投資も低迷が続いている。製造業、鉱業ともに生産が伸び悩んでいることを背景に民間投資の基調は弱く、また公共投資も、緊縮財政の影響で減少トレンドが続くと予想され、固定投資は当面、低迷が続くとみる。しかし、年明け以降は、輸出の回復や個人消費の底打ちを背景に、緩やかに上向くと予想する。

輸出も伸び悩んでいるが、輸出額の約半分を占める非EU圏向けは堅調な推移が続いている（図表3-19）。今後も、EU圏向け輸出は鈍い動きが続くとみられるが、米国や、中国を中心とした新興国需要にけん引される形で、秋口以降改善へ向かうとみる。

BOE（イングランド銀行）は7月のMPC（金融政策委員会）で、資産買い取り枠を500億ポンド拡大し、3,750億ポンドとした。また、貸出のための資金供給の発表、銀行の流動性バッファーに関するガイダンスの緩和も行われている。前者は景気下支えに一定の効果を発揮するとみられるほか、後者の政策も企業の資金調達環境の改善に寄与するとみる。今後は、同国景気は年末までには緩やかな改善に向かうとみており、本年中の追加緩和は行われないと予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は従来の当社の予想以上に回復が遅れているが、ここへきてようやく底打ちの兆しが見え始めている。

インフレ懸念が後退しているのに加え、秋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明確にしている。景気は夏場以降上向き始め、年末までには堅調な成長軌道に戻ってくるとみる。ただ、景気回復と穀物相場の高騰により、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。

足元の固定投資は減速傾向が続いているが、与信規制の緩和や、凍結していた鉄道・運輸部門への投資再開に伴い、夏場以降は回復を見込む。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、2013年にはやや持ち直すとみる。当局は今年中に利下げをあと1回、預金準備率は2回引き下げると予想する。人民元の対ドル相場は年初来1%程度下落しているが、年内は弱含みの推移が続く可能性が高い。

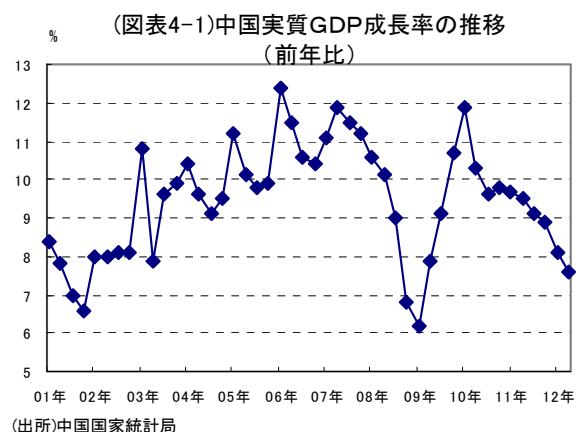
(1) 夏場以降の中国景気は持ち直しへ

中国の2012年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.6%となった(図表4-1)。これで6四半期連続の伸び鈍化で、伸びが8%を下回るのは3年ぶりである。

2012年の目標値である7.5%はまだ上回っているものの、新指導部に移行する秋の共産党大会を前に、政府当局は一段の景気減速は避けたいとの考えで、すでに公共投資や金融政策を通じた景気対策を一段と強化する構えを見せている。

7月31日の中央政治局会議(胡錦濤氏主宰)では、下半期の経済政策において、安定成長の実現を最重視することを再確認した。温家宝首相は、「下期に政策の微調整を強化」と発言している。すでに、6月、7月と、1ヵ月で2度の利下げに踏み切っているほか、財政政策も強化している。7月の歳出は、地方のインフラ投資プロジェクトの前倒しや、消費刺激措置等を背景に、前年比+37.1%の9,528億元と、5月の同+10.8%、6月の同+17.7%から加速している。輸送部門、資源開発、電力、住宅といったセクターへの支出が大きい。

政府の諸対策を受け、景気は夏場以降、徐々に上向き始める可能性が高い。実質GDP成長率は、2012年末には8%台後半まで回復してくると予想する。通年では8%前後となろう(図表4-2)。ただ、景気回復に加え、国際穀物相場が急騰するなど、年後半は食品価格が再度上昇に向かう可能性も高まっていることから、2013年には再びインフレリスクが問題視される状況となるとみている。



(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	8.0	8.5

(2) 企業活動は今後上向く

企業マインドは低下基調を脱していないものの、下げ止まりつつある兆しもみえる。まず、7月の製造業購買担当者指数（PMI）は50.1となった（図表4-3）。6月の50.2から0.1ポイントの低下だが、低下ペースが加速していく状況にはない。水準的には、8ヵ月連続で好不況の分岐点となる50を上回っており、発表元の中国物流購買連合会も、国内経済が近く底を打つとの見解を示している。

4-6月期の企業景気指数は126.9で、1-3月期から0.4ポイントの小幅低下となった。低下幅は徐々に縮小している。業種別では、卸・小売や建設の低下が目立つものの、工業、運輸・通信、不動産といった業種は下げ止まっている（図表4-4）。

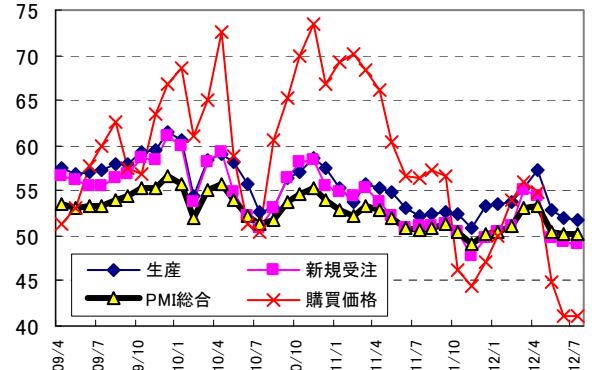
実体経済の動きを示すハードデータのうち、まず、7月の鉱工業生産は前年比+9.2%と、2009年5月以来の低い伸びにとどまった（図表4-5）。発電量が6月の同+0.0%から同+2.1%へ、原油が同▲0.6%から同+1.1%へと加速したものの、自動車は同+13.8%から同+12.3%へと減速したことなどが響いた形。ただ、伸びの鈍化幅はわずかで、安定しつつある様子もうかがえる。

1-7月の固定資産投資は前年比+20.4%と、1-6月の同+20.4%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4-6）。第一次産業と第三次産業の伸び幅が拡大する一方で、第二次産業が減速した。昨年7月の高速鉄道事故の影響で、鉄道運輸が同▲31.9%と、大幅マイナスが続いているのが響いている。

温家宝首相は、国内経済を下支えするためには、適度な投資の伸びを維持する必要があるとの姿勢を明らかにしている。中国は、投資主導社会から消費主導社会への転換を中期目標として掲げているが、一段の景気減速を回避するため、今後は「質」にも配慮したうえで、インフラ投資の拡大を促進していく方針である。

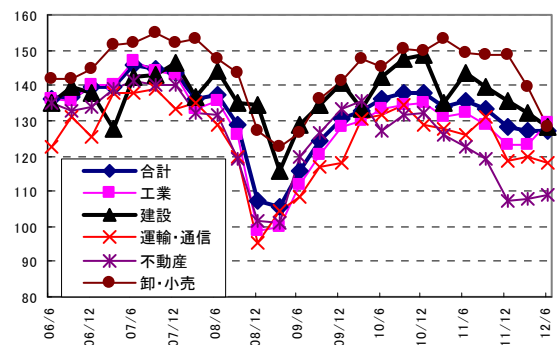
具体的には、国有企業が支配している鉄道、公益事業、金融などの主要産業に関し、民間部門が参加するための基準を定め、多くの投資プロジェクトを立ち上げる方針である。資金面からの支援策として、銀行への民間資本の出資制限

ポイント (図表4-3)製造業PMIの推移



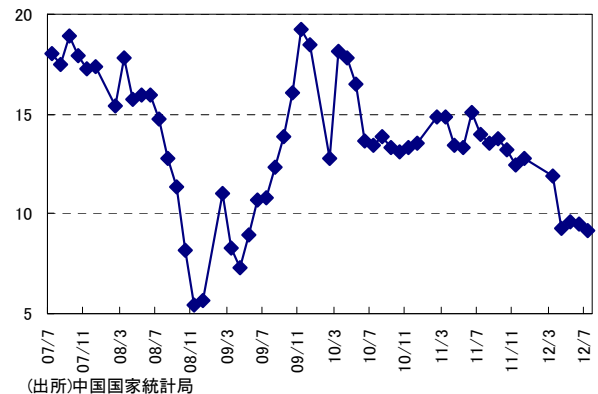
(出所)中国物流購買連合会

ポイント (図表4-4)企業景気指数



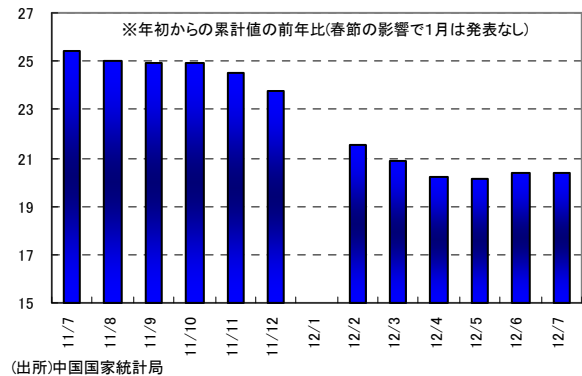
(出所)中国国家統計局

% (図表4-5)鉱工業生産(前年比)



(出所)中国国家統計局

% (図表4-6)都市部固定資産投資の推移



(出所)中国国家統計局

を緩和し、私募形式や新株の引受、株式移転、買収等を可能としている。

なかでも、昨年的高速鉄道の事故以降、凍結していた鉄道分野への投資を本格的に再開する意向を示した点は注目される。7月末には、民間投資家による鉄道事業への入札参加や、鉄道設備の設計、敷設、保守への参画を促すとともに、2012年の鉄道関連支出を5,800億元とすることを明らかにした(7月初旬に発表した5,160億元からさらに640億元上乘せ)。こうしたプロジェクトが今後動き出せば、鉄道運輸部門の投資が足元の大幅マイナスからプラスに転じ、固定資産投資の伸びも拡大ペースを早めると考えられる。もっとも、国有企業の抵抗により、こうした規制緩和が順調に進まないリスクも残る。

(3) 輸出は鈍化傾向が鮮明に

輸出は鈍化傾向が顕著となっている。7月の輸出は前年比+1.0%、輸入は同+4.7%となった(図表4-7)。

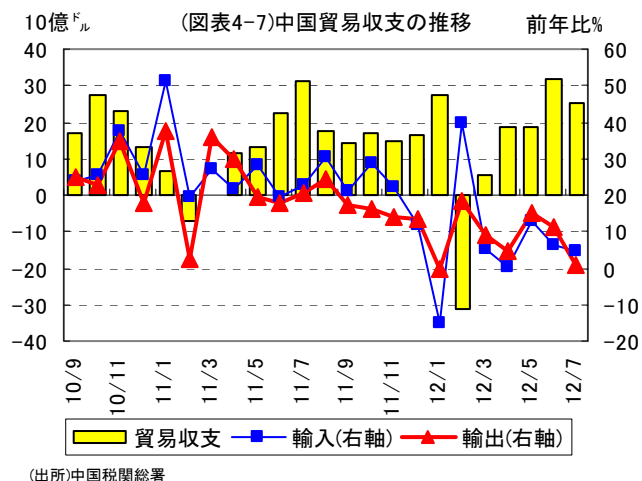
輸出の伸びは6月の同+11.3%から、ゼロ近くまで大きく鈍化した形。EU向けの輸出が同▲16.2%と、6月の同▲1.1%からマイナス幅が大きく拡大したのが主因。今年の上半期は、欧州向け輸出の不振により、米国が欧州に代わって中国の最大の輸出先となっているが、米国向けも6月の同+10.6%から同+0.6%へ大きく鈍化した。好調が続いていたASEAN向けも、6月の同+26.4%から同+13.3%へと減速している。

中国の今年の輸出・輸入の伸びが、政府目標の10%に達するのは難しい状況。輸出に景気のけん引役を期待するのは難しく、足元では逆に、諸外国が中国の景気回復に期待している状況である。実際、主要経済圏のなかで、内需主導の景気回復が可能な潜在力を有しているのは中国だけとみられる。当局としても、共産党大会を間近に控えて、これ以上の景気減速を容認するわけにはいかず、7月の結果は、当局にとって景気対策を一段と強化する強いインセンティブになったとみられる。

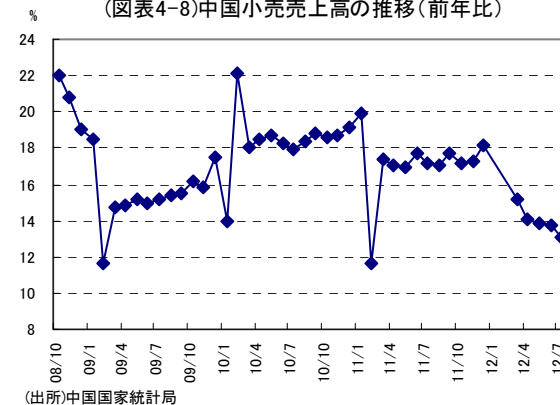
(4) 個人消費は景気対策が下支え

7月の小売売上高は、前年比+13.1%となった(図表4-8)。3月以降、伸び幅は毎月縮小が続いている(春節の関係で1,2月は両月を合わせた数値が発表)。6月から伸びが鈍化した品目は、自動車(同+6.2%→+4.7%)、家具(同+28.7%→+26.4%)、通信用品(同+30.4%→+26.3%)、衣類(同+20.2%→+18.4%)、オフィス用品(同+25.0%→+18.9%)といったところ。逆に伸びが加速しているのは、娯楽用品(同+4.2%→+9.5%)など一部にとどまる。

7月の中国の自動車販売台数は、前年比+8.2%の138万台となった(図表4-9)。6月の同+9.9%、5月の同+16.2%から伸びが鈍化している。ただ、5,6月の高めの伸びは、4月の北京国際モーターショー後の新モデルの販売好調といった特殊要因もある。

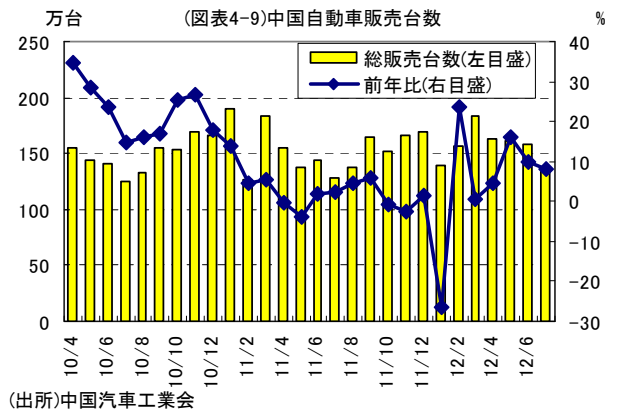


(図表4-8)中国小売売上高の推移(前年比)



中国の自動車販売は2009年から2010年にかけて急増したが、2011年以降は伸びが大幅に鈍化している。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、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、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。

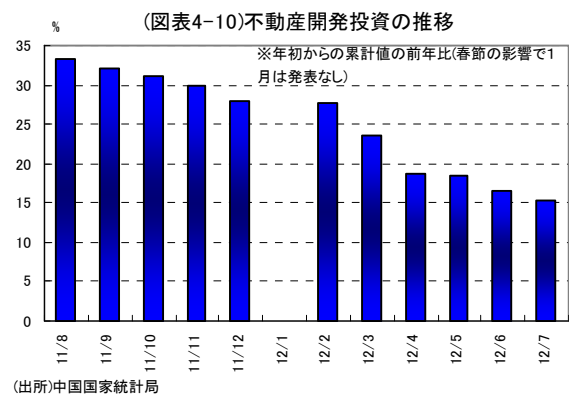
ただ、今年の春以降は、再び個人消費の刺激策を次々に打ち出している。5月には、エネルギー効率の良い家電製品に対する補助金支給（265億元）、排気量が1.6リットル以下の自動車販売を促進（60億元）、地方住民が燃料効率の良い車両に買い替えた場合の補助金付与、公共賃貸住宅施設の建設（660億元）などの支援策を発表した。全体的に小粒ということもあって、今のところ大きな成果を上げるには至っていないが、今後はさらに強化してくることが予想される。金融緩和に伴う資金調達環境の改善、インフレの落ち着き、都市部の堅調な雇用などもあって、秋以降の個人消費は底堅く推移すると予想する。



(5) 不動産価格は抑制された状態が続く

不動産市場投資は減速傾向が続いている。1-7月の不動産開発投資は、前年比+14.5%の伸びとなり、1-6月の同+16.6%から減速した。年初以来、伸びの鈍化傾向が続いている（図表4-10）。

ただ、春先以降、政府が景気刺激策を強化しつつあることで、不動産価格には下げ止まりの兆しも見える。6月の新築住宅価格は、主要70都市のうち21都市が前月比で下落、下落都市数は5月の40都市を大きく下回った。また、4-6月の不動産デベロッパーや住宅購入者向け融資は、前年同期比+20%に達した。ちなみに、2011年通年では同▲38%、今年1-3月は同▲54%となっていた。



こうしたなか、当局は不動産バブルの再発に神経をとがらせている。温家宝首相は、7月に「現在、不動産市場の調整は依然として重要な段階にあり、われわれは断固たる姿勢で抑制策を続け、投機的な不動産投資との戦いを長期的な政策としなくてはならない」と述べ、不動産価格抑制策を緩めない方針を明確にしている。

地方政府が、中央の打ち出した不動産規制を、独自の補助金支給等で回避しようとする姿勢も目立っているため、政府は不動産購入規制の緩和を独自に行うことを禁止する緊急通知を出したほか、早晚新たな規制策を打ち出す可能性もささやかれている。価格抑制に向けた政府の姿勢が強固なことから、不動産価格は今後も抑制された推移が続くとみる。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もまた低いとみている。

(6) インフレ率は鈍化も、穀物価格が心配

7月のCPIは前年比+1.8%の上昇となり、上昇率は6月の+2.2%からさらに鈍化、30ヵ月ぶりの

低い伸びとなった(図表4-11)。中国の今年のインフレ目標は4%であり、6ヵ月連続で下回った。通年でも下回る可能性が濃厚で、金融当局にとっては追加緩和余地が広がる形となっている。

内訳をみると、国民の関心の高い食品価格が同+2.4%と、急速に伸びが鈍化しつつある(4月: +7.0%→5月: +6.4%→6月: +3.8%)。豚肉価格が同▲18.7%と大きく低下しているほか、野菜も6月の同+31.2%から同+12.1%へと大きく鈍化した。豚肉価格については、昨年来の政府の価格抑制策が奏功した形だが、最近では価格安定のため、逆に養豚業者に供給を抑制するよう求めている。

非食品価格の伸びは同+1.5%となった。8ヵ月連続の1%台で、きわめて安定的な推移が続いている。原油価格の低下を受け、政府は5月以降、ガソリンとディーゼル油の小売価格を3度にわけて引き下げており、車両用燃料は6月の同+3.6%から、同▲0.7%へと、低下に転じている。

また、CPIに先行する7月の生産者物価指数(PPI)は前年比▲2.9%と、6月の同▲2.1%からマイナス幅が一段と拡大した。3月にマイナスに転じて以来、4ヵ月連続でマイナス幅が拡大している。物価は当面落ち着いた推移が続く可能性が高い。

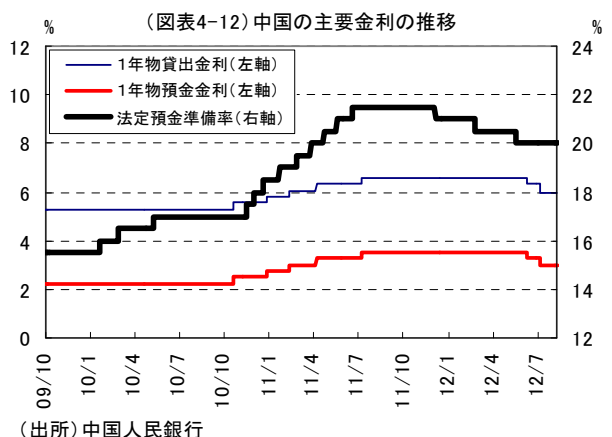
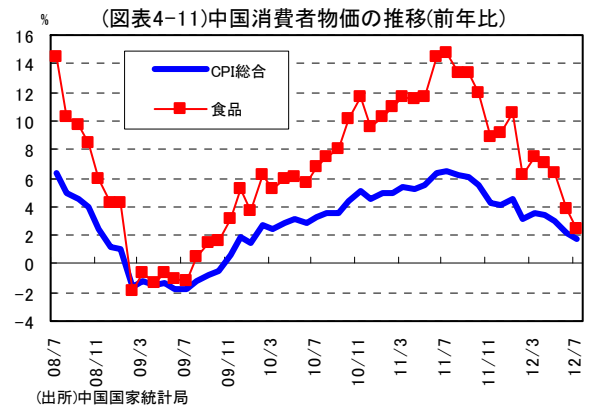
ただ、国際穀物相場の高騰は秋以降の物価の懸念材料である。中国は世界最大の大豆輸入国だが、米国産の大豆価格急騰を受け、輸入業者の多くが新規の取引を見合わせている。今のところ、港湾在庫が高水準にあるものの、このままでは秋以降供給不足となる懸念もある。

当局はトウモロコシの輸入が困難になっていることも認めている。こちらにも備蓄があり、国内の作付も増加していることから、国際価格高騰の影響を直接的に受けるわけではないが、年末以降は金融緩和が困難な状況となるリスクはある。また、景気が予想通り回復に向かえば、来年は再びインフレリスクが問題となる可能性が大きい。

(7) 利下げは1回、預金準備率は2回引き下げ

景気減速を受け、中国は6月8日と7月6日に25bpずつ2度の利下げを実施した(図表4-12)。6月の1回目の利下げでは、1年物の貸出金利は25bp引き下げられ6.31%に、1年物の預金金利は25bp引き下げられ3.25%となった。7月には、貸出金利は31bp引き下げられ6%に、預金金利は25bp引き下げられ3%となった。

また、金融自由化の一環として、商業銀行への金利規制を緩めたのも大きなポイントである。商業銀行はこれまで、人民銀行が定める基準金利を上回る預金金利を設定することが禁じられていたが、6月に、預金金利の上限を基準金利の110%まで認めることが決定された。また、貸出金利の下限はこれまで基準金利の90%とされていたが、6月にはこれを80%まで引き下げ、7月にはさらに70%まで引き下げた。加えて、銀行の預貸率を75%までに制限している規則を撤廃する方針も明らかにしている。人民銀行は、金利自由化の動きに各行が「積極的に対応」すべきと述べ、景気刺激に繋がることへの期待感を



示している。

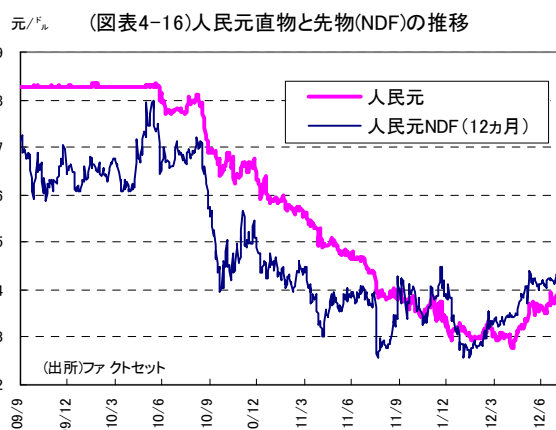
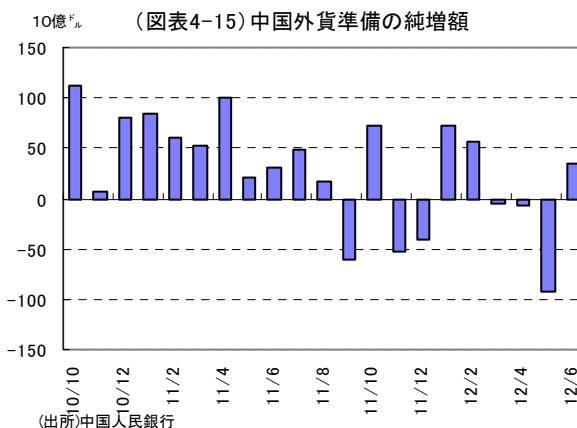
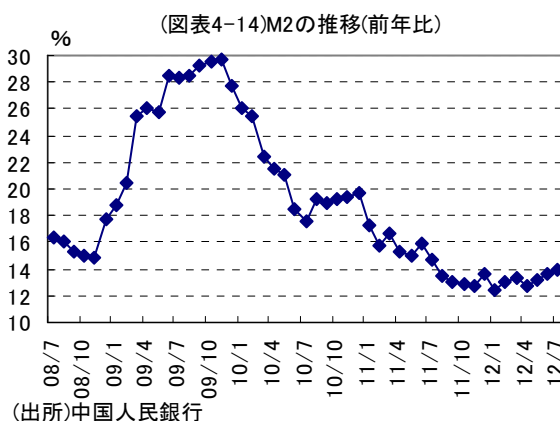
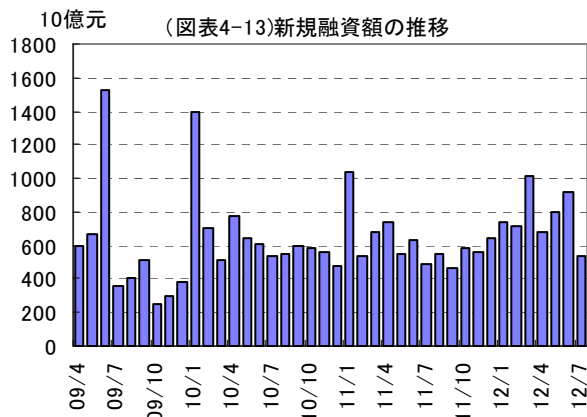
6月の人民元建て新規融資は5,401億元となった。前年比では+9.6%と一応増加しているが、増加トレンドにあった年初来の動きとの比較では、期待外れの結果(図表4-13)。中国の金融当局にとって、窓口指導等を使った融資額の調節は、金融政策の主要ツールのひとつでもある。7月のM2も前年比+13.9%と、伸び幅は若干拡大傾向にあるものの(図表4-14)、景気下支えのためには、資金供給量がまだ十分ではない可能性が高い。景気下支えを図るため、今年中にとあと1回の利下げ、預金準備率は2回程度引き下げられる可能性を見込む。

(8) 人民元の先安観が台頭

中国ではこれまで、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減少する月も目立ってきている(図表4-15)。これは、民間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、約3割上昇してきた。当局は4月16日から、人民元の基準値からの変動幅を上下0.5%から1%に拡大したが、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。

人民銀行は5月10日に発表した四半期ごとの金融政策執行報告で、4月以降、「外国為替操作方式を調整し、市場に入る頻度を減らした」と、為替介入を減らしたことを明言している。元買い介入を減らしたにも関わらず、相場が元安に振れているということで(図表4-16)、今後は逆に人民元相場を元安方向に誘導するのも容易となる。実際、8月6日の中国証券報は、「輸出を促進するため、人民元が適切なペースで下落する必要がある」との当局の見解を紹介している。人民元対ドル相場は年初来1%以上切り下がっているが、景気ははっきりとした回復軌道に乗るまでは、弱含みの推移が続く可能性が高い。



5. アジア新興国経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国の景気は、春先には、内需の堅調を背景に底入れに向けた動きが出ていたものの、世界景気減速の影響で、その後の回復が遅れている。2012年の経済成長率は、2011年から鈍化する可能性が高いが、秋口以降、中国景気の持ち直しや底堅い内需に支えられ、景気は緩やかに上向いてくるとみている（図表5-1）。

インフレについては、食料品価格が上昇しているものの、燃料価格の調整により、インフレ圧力は今までより弱まっている。7月には、韓国とフィリピンが利下げを実施した。

韓国や台湾などの電子大国は、主力の電気機器関連の輸出回復が遅れているが、年後半にかけて徐々に持ち直すとみている。タイは洪水被害からの復興・復旧需要が、引き続き景気をけん引しよう。インドネシア、マレーシア、フィリピンは、内需が景気をけん引すると予想する。インドは、個人消費が鈍化傾向となっており、内需の回復が遅れる可能性が高い。

（図表5-1）アジア新興国の実質GDP成長率予測

	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
韓国	6.3%	3.6%	2.3%	3.0%
台湾	10.7%	4.0%	2.2%	4.0%
香港	7.0%	5.0%	1.9%	4.1%
シンガポール	14.8%	4.9%	2.4%	4.5%
インドネシア	6.2%	6.5%	6.3%	6.5%
タイ	7.8%	0.1%	5.6%	5.4%
マレーシア	7.2%	5.1%	4.5%	4.8%
フィリピン	7.6%	3.9%	4.2%	4.5%
インド	8.4%	6.5%	5.6%	6.0%

（注1）インドは年度ベース（4月～翌3月）

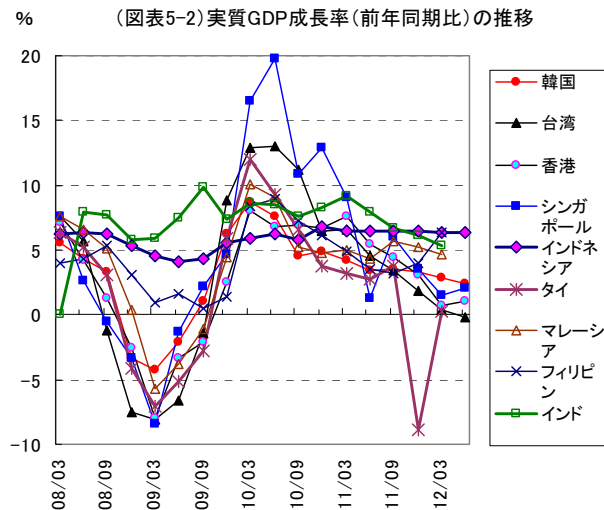
（1）アジア新興国の景気は、回復が遅れる

アジア新興国の景気は、内需が下支え役をはたす一方で、輸出が伸び悩んでいることが、回復の遅れにつながっている。まず、韓国の2012年4-6月期の実質GDP成長率を見ると、前期比+0.4%と、前期（2012年1-3月期）の同+0.9%から鈍化した（図表5-2）。輸出や設備投資が前期比マイナスとなり、個人消費の伸びも鈍化したことが影響した。

台湾の2012年4-6月期の成長率は同+0.8%と、前期の同+0.3%からやや加速したが、前年比では▲0.2%と、11四半期ぶりにマイナスとなった。欧州債務問題の影響や中国景気の減速などから、主力のIT関連製品の輸出や設備投資の回復が遅れており、当面の回復ペースは緩やかなものととどまると予想する。

シンガポールの2012年4-6月期の成長率は前期比年率▲0.7%と、マイナス成長になった。電子機器製造などの不振により製造業部門が同▲0.5%のマイナスとなったほか、サービス部門もマイナスとなった。ただ、シンガポールの実質GDP成長率はもともと振れが激しく、前期が同+9.5%と高いプラス成長だった反動という側面も大きい。前年同期比では+2.0%と、前期の同+1.5%からプラス幅をやや拡大しており、堅調な雇用を背景に、個人消費を中心とした内需が景気を支えている。

（図表5-2）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

香港の2012年4-6月期の成長率は前期比▲0.1%と、前期の同+0.6%からマイナス成長に転じた。雇用・所得環境の回復などから、個人消費はプラス成長を確保したものの、中国景気の減速や欧州債務問題の影響で、輸出が落ち込んだことが響いている。

インドネシアの2012年4-6月期の成長率は、前年同期比+6.4%と、前期の同+6.3%を上回る伸びとなった。輸出の落ち込みなどにより、前期の伸びを下回るとの見方が一般的だったが、堅調な個人消費が国内景気をけん引した。輸出の動きを見ると、加工産業の育成を目的に、銅・ニッケルなど65種の未加工鉱石に20%の輸出関税を課すなど、規制を強化する方針を打ち出したことなどから、6月は3ヵ月連続で減少し、貿易収支も3ヵ月連続の赤字となっている。一方で、国内自動車販売台数が堅調な伸びを示すなど、個人消費が景気を支えている。

各国の鉱工業生産指数の推移を見ると、世界的な景気減速の影響を受け、総じて回復が遅れている(図表5-3)。韓国は、4月が前月比+0.9%、5月が同+1.1%と回復傾向にあったが、6月は同▲0.4%と、3ヵ月ぶりに低下した。輸出の回復が遅れていることが影響しており、7月の輸出は前年比▲8.8%と、大幅に落ち込んだ(図表5-4)。

台湾の鉱工業生産指数も、6月は前期比▲2.0%と、3ヵ月連続でマイナスとなった。やはり、輸出の回復が遅れており、7月は前年比▲11.6%と、5ヵ月連続で減少した。特に、最大の輸出先である中国向けや、二番目の輸出先である米国向けが減少したことが影響している。台湾は、半導体や液晶パネルなどの電子デバイスの世界的な生産拠点であり、主力の電気機器関連製品の回復が遅れている。

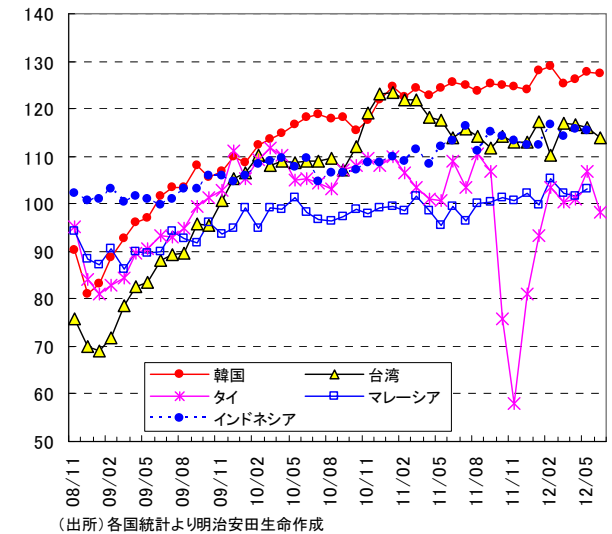
タイについては、洪水からの復興・復旧が進んだことで、供給制約が和らぎ、5月の輸出額は同+7.7%と、3ヵ月ぶりの増加となったが、6月は同▲2.5%と、再び減少に転じている。洪水からの復興・復旧需要と輸出の回復が景気をけん引するとの見方に変わりはないが、回復ペースはやや弱まっている。

マレーシアも、債務問題が深刻化している欧州の影響で、輸出が伸び悩んでいる。ただ、国内自動車販売台数は高い伸びを示すなど、当面は個人消費が景気を支える傾向が続くとみている。

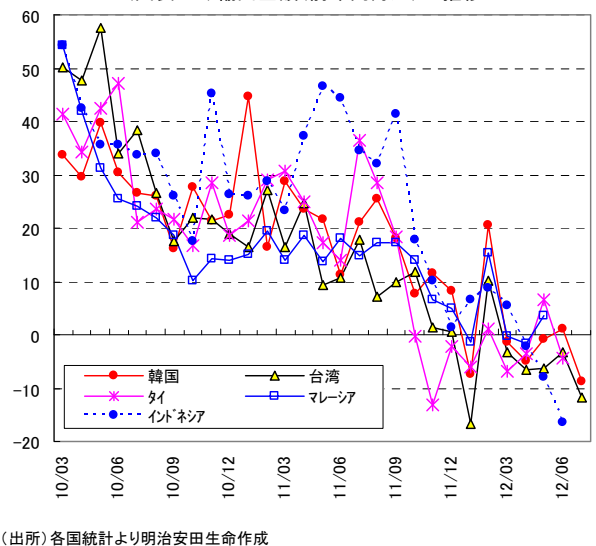
(2) 再び利下げ局面へ

アジア新興国は、2011年後半以降、景気減速や国際商品市況の調整などからインフレ圧力が低下したことで、金融緩和に舵を切った。その後、燃料価格の上昇などから物価上昇圧力が高まる局面はあったが、ここに来て、再び利下げの動きがでてきている。足元では、天候不順などによる食料

(図表5-3) 鉱工業生産指数(季調値)の推移



(図表5-4) 輸出金額(前年同月比)の推移



品価格の上昇が懸念されているが、燃料価格が再度調整していることや、世界的な景気減速でアジア各国景気の下振れ懸念が高まっていることが背景にある。

韓国では、7月12日に韓国中央銀行が政策金利を0.25%引き下げて、3%にすると発表した（図表5-5）。輸出回復の遅れや個人消費の停滞による国内景気の悪化を懸念し、やや早めの利下げに踏み切った形。景気回復の遅れが続けば、再度利下げする可能性も残っている。消費者物価指数（以下、CPI）は、4、5月が前年比+2.5%、6月が同+2.2%、7月が同+1.5%と、物価上昇圧力は和らいでいる（図表5-6）。

フィリピンでも、7月26日にフィリピン中央銀行が、政策金利を0.25%引き下げて、3.75%とした。CPIは、4月が前年比+3.0%、5月が同+2.9%、6月が同+2.8%と、物価上昇圧力が和らいでいることに加え、世界経済の減速が国内景気の悪化に波及するリスクへ備える目的がある。今後については、今のところ内需が堅調なことから、再度の利下げには、当面慎重なスタンスを維持すると予想する。

台湾は、4月のCPIが同+1.4%、5月が同+1.7%、6月が同+1.8%と、食料価格の上昇などから物価が上昇傾向にある。台湾中央銀行は、インフレリスクを警戒し金利をすえ置いているが、今後も景気回復が見られない場合、利下げに踏み切るとみる。

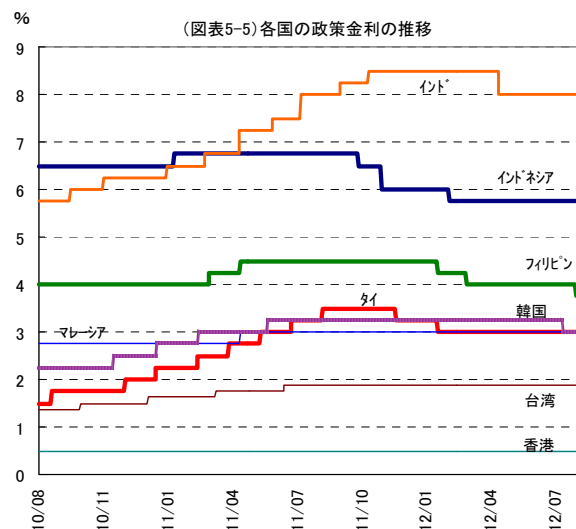
タイは、洪水からの復興・復旧需要で景気が回復基調にあることや、コアCPIは、4月が同+2.1%、5月が同+2.0%、6月が同+1.9%と、安定的に推移していることなどから、政策金利は3%ですえ置いており、今後も利下げの可能性は少ないとみている。ただ、6月の輸出が減少したように、今後も輸出が大きく落ち込む状況が続けば、利下げに踏み切る可能性も残っている。

一方、インドネシアについては、他のアジア新興国と異なり、利上げ観測が煽っている。食料品価格の上昇などから、CPIは3月が同+4.0%、4-6月が同+4.5%、7月が同+4.6%と、上昇傾向にあるなか、補助金付き燃料価格の引き上げ観測もある。ただ、国内景気を支えるため、当面は政策金利のすえ置きを継続するものと予想する。

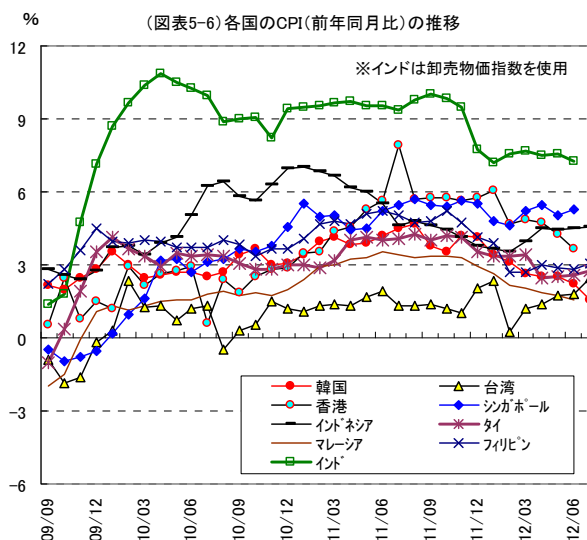
インド準備銀行（RBI）は、4月に政策金利を8%まで引き下げている。景気が鈍化するなか、再び利下げ観測が出てきているものの、足元ではモンスーンの雨量が昨年を下回る見通しで、農業生産の落ち込みから食料品価格の上昇が懸念されており、当面は様子見が続くものとみている。

（3）混迷が続くインド経済

インド経済の2012年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.3%と、4四半期連続で鈍化し、7



（出所）各国統計より明治安田生命作成



（出所）各国統計より明治安田生命作成

ー8%程度とみられている潜在成長率を大幅に下回った(図表5-7)。これまで経済成長をけん引してきた個人消費や設備投資(総固定資本形成)の伸び鈍化が目立っている。消費低迷の要因としては、物価上昇による消費マインドの低下や、自動車ローン金利の引き上げによる購買意欲の低下、燃料価格の高騰などがあげられる。設備投資の鈍化は、世界的な景気減速の影響で資本流入が停滞し、インフラ投資が進まなかったことなどが影響している。

また、経常収支も赤字幅が拡大傾向にある(図表5-8)。インドでは、経済発展に伴うエネルギーや消費財需要の拡大による輸入の増加が、経常赤字の趨勢的な拡大につながっている。2012年1-3月期の経常収支は▲217億ドルと、前年同期の▲63億ドルから赤字幅が大きく拡大した。これは、輸出の伸び悩みと資源価格上昇による輸入の増加により、貿易赤字が▲516億ドル(前年同期は▲300億ドル)と、拡大したことが響いた形である。経常赤字拡大に伴う国内資金不足は、高い潜在成長率を背景にした海外からの投資資金の流入で賄っているが、最近では民間資本の流入量の減少がルピー安を招いており、RBIが、ルピー買い介入によって相場を支えているため、結果として外貨準備高が減少している。

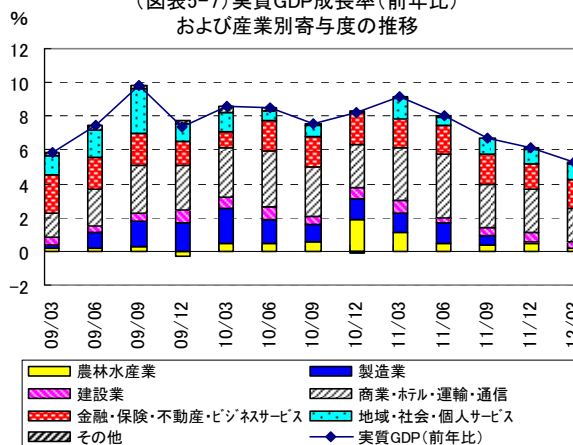
対外債務残高も拡大傾向にある。2012年3月末の対外債務残高は3,458億ドルで、2011年3月末から+399億ドル拡大した。一方、外貨準備高は2,673億ドルで、同▲145億ドルの減少となっている。3月末時点では、短期の対外債務残高(1年以内返済予定の長期債務を含む)が1,474億ドルなのに対し、外貨準備高はその1.8倍であり、月間輸入高に対しても6倍強を有するため、短期的には対外ファイナンスに支障をきたす懸念は少ない。ただ、対外債務が増加傾向であるのに対し、外貨準備高は減少傾向にあるため、徐々にではあるが不安定性が高まっている。

以上のように、成長鈍化と資金流入の停滞が負のスパイラルを形成しており、インドの政策当局は、難しい舵取りを迫られている。ただ、もともと、潜在成長率が高い国であり、投資するタイミングをうかがっている海外企業も多い。人口規模では世界第2位であり、高齢化の進展ペースも緩やかなことから、当面は生産年齢人口の比率が拡大を続けるのが確実である。内需主導型の経済のため消費市場としての拡大期待も高い。

一方で、一旦、閣議決定した総合小売業の外資規制緩和について、野党を中心に反対の声が噴出したため棚上げする意向を示すなど、政策決定がスムーズに進まない体質を抱えており、これが資本流入を停滞させる要因にもなっている。

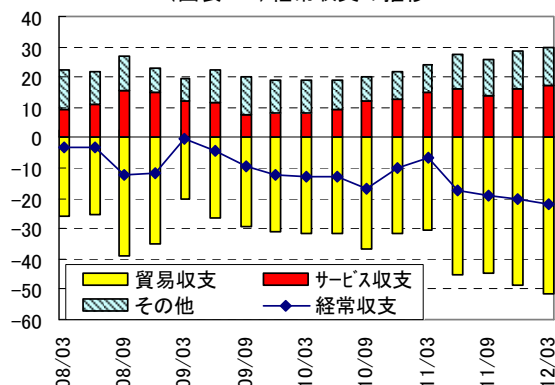
世界的な景気減速といった外部要因もさることながら、インドの場合、経済の停滞は政策遂行力の欠如によるところも大きい。このような状況だが、7月には政治的な対立がみられていたムカジー財務相が辞任したため(大統領に就任)、シン首相が経済改革を進めやすい環境になっており、政策遂行による経済の好循環が実現することが期待される。

(図表5-7) 実質GDP成長率(前年比) および産業別寄与度の推移



(出所) インド中央統計局

(十億\$) (図表5-8) 経常収支の推移



(出所) インド準備銀行

6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は均せば緩やかな上昇へ

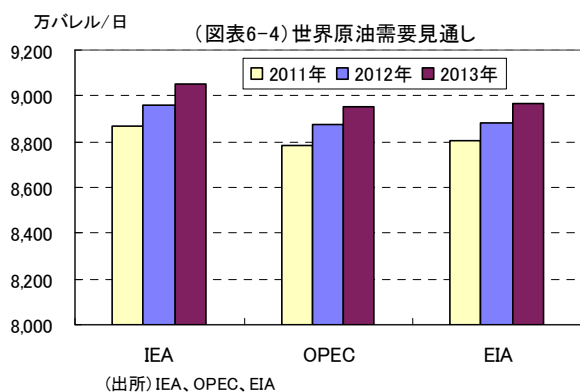
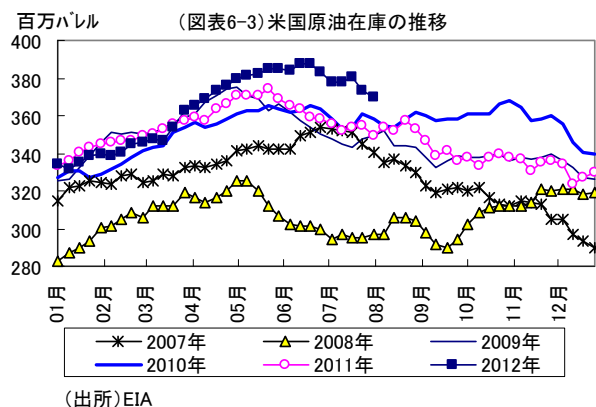
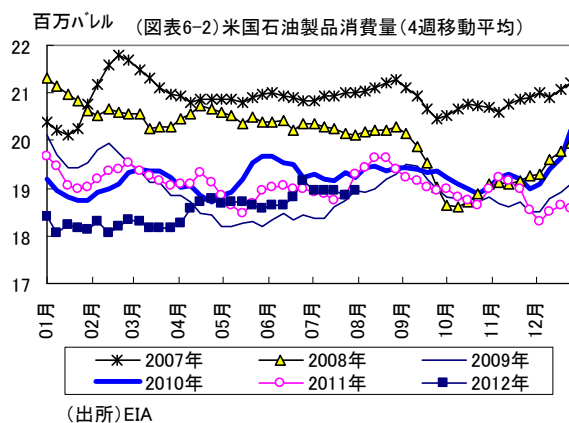
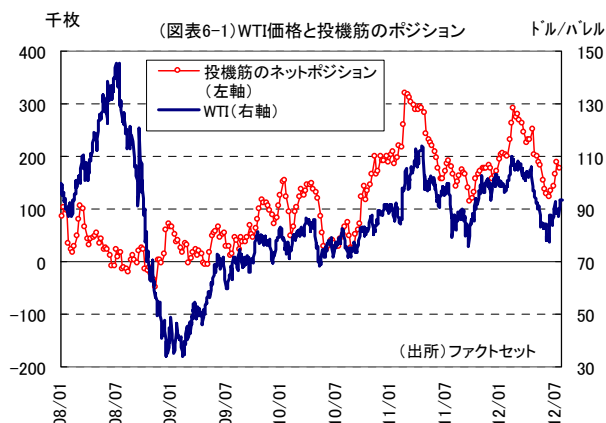
米国産標準油種WTI先物価格は、5月以降、ギリシャの政局混迷によるユーロ離脱観測やスペインの銀行問題など、欧州債務問題の深刻化に加え、米中の景気減速懸念などから、概ね下落基調で推移した。6月下旬には77ドル/バレルまで下落したが、その後は、イラン情勢の緊迫化や、米欧での追加緩和期待、中国の景気刺激策の継続などを受けて上昇に転じ、足元では90ドル/バレル台まで戻している（8月10日現在：92.8ドル/バレル）。7月以降、投機筋の買いポジションは大幅に増加しており、中東情勢の緊迫化や欧米の追加緩和期待を背景に、投機資金の流入が再度活発化している（図表6-1）。

米国における石油製品消費量を見ると、全体の4割強を占めるガソリンが引き続き低迷しているものの、留出油などの持ち直しから、石油製品全体では、なんとか前年並みの水準まで戻りつつある（図表6-2）。一方、米国の原油在庫については、輸入の減少などから、増加基調に歯止めがかかりつつあるが、過去に比し高水準の推移が続いており、原油需給は緩んだ状態が続いている（図表6-3）。

主要機関（国際エネルギー機関（IEA）、OPEC、米国エネルギー省エネルギー情報局（EIA））の原油需要見通しでは、前年比の伸びは1%程度にとどまるものの、新興国需要の増加を背景に2013年も拡大する見込みである（図表6-4）。

IEAの見通しから世界の原油需給動向を見ると、まず、需要面に関しては、2012年の89.6百万バレル/日量（以下MB/D）から2013年は90.5MB/Dへと増加する見通しとなっている。地域別に見ると、OECD諸国の需要量は、46.1MB/D（2012年）から45.8MB/D（2013年）へ微減が見込まれるものの、中国など新興国を中心とする非OECD諸国で43.5MB/D（2012年）から44.7MB/D（2013年）へと増加が見込まれている。

一方、供給面では、非OPEC諸国が2012年の53.2MB/Dから2013年には53.9MB/D（対前年比+0.7MB/D）と、生産能力が高まる見通しである。2013年の需要増加



見通し分0.9MB/Dと、非OPEC諸国の供給増加分0.7MB/Dの差は0.2MB/D(需要超過)となるが、OPECが現在の高水準の生産(2012年2Qは世界全体で2.0MB/Dの供給超過)を継続すれば、供給超過の状態となることが見込まれる。

OPECの原油生産量を見ると、核開発問題から制裁を受けている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2011年対比で増加している(図表6-5)。7月からEU加盟国はイランからの原油輸入を停止しており、イランからの原油輸出は半分程度(1.0MB/D)まで減少したとみられ、今後もイランからの供給は減少が予想される。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2.3MB/Dほどある。したがって、仮にイランの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1.2MB/Dの供給が減少しても、代替調達が可能と考えられるが、余剰生産能力低下は価格上昇圧力となろう(図表6-6)。

イランと6ヵ国(国連安保理常任理事国+ドイツ)との核開発問題を巡る協議については、足元でも継続されているものの、両者の意見の隔たりは大きく、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。イラン情勢については、ホルムズ海峡が封鎖され、米国との武力衝突に発展(さらに長期化)するといった事態になる可能性は小さいとみているが、7月以降、イランのミサイル試験発射やホルムズ海峡封鎖発言、米国のイランに対しての追加制裁発表やイスラエルの軍事行動支持発言などが出てきており、原油相場の下支え要因になっている。

今後についても、イランなど中東情勢の地政学リスクに加え、米欧などの金融緩和の長期化に伴う投機資金の流入、中国など新興国景気の持ち直しに伴う需要拡大期待などが原油価格の上昇要因となる一方、欧州債務問題の深刻化に伴う世界景気の減速懸念が下押し要因となる。WTI価格については、上下に振れを伴いながらも、均せば緩やかな上昇基調で推移するとみている。2012年末にかけては85~98ドル/バレル(2012年平均:95ドル/バレル)を中心とした推移になると予想している(2013年は年平均:98ドル/バレルを想定)。

(2) その他商品では穀物価格が急騰

主要国際商品指数であるCRB指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、家畜の6分野、19品目で構成される。CRB指数は、欧州債務問題に端を発する世界景気の先行き懸念から、3月以降下落傾向が続いた。主要分野の動き(7月末日現在)を見ると、過去3ヵ月では、穀物が+26.0%と大幅に上昇している一方で、産業素材が▲14.7%、貴金属が▲7.7%と下落している(図表6-7、8)。

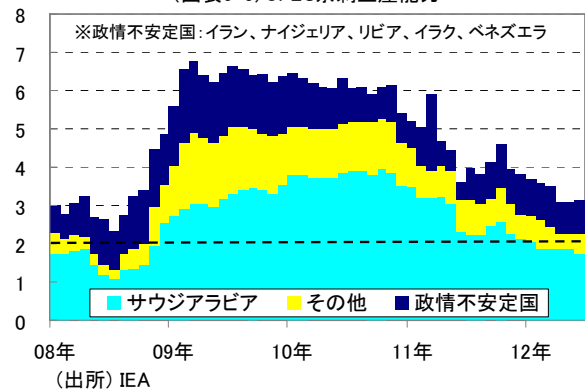
産業素材分野のうち銅価格は、欧州債務問題に加え、最大の消費国である中国の需要が春先から鈍化しており、下落基調が続いた。ただ、LME在庫水準が低調であることや、チリでの鉱山

(図表6-5) OPEC諸国の原油生産量 千バレル/日

	2011年	2012年6月	2012年7月	2011年比	生産能力
アルジェリア	1,240	1,202	1,197	▲43	1,180
アンゴラ	1,667	1,692	1,653	▲14	1,900
エクアドル	490	489	488	▲2	540
イラン	3,621	2,990	2,817	▲804	3,200
イラク	2,665	2,964	3,079	▲414	3,280
クウェート	2,538	2,799	2,825	▲287	2,890
リビア	462	1,434	1,394	932	1,510
ナイジェリア	2,111	2,148	2,157	▲46	2,590
カタール	794	743	743	▲51	790
サウジアラビア	9,268	9,926	9,875	▲607	11,880
UAE	2,517	2,599	2,599	▲82	2,790
ベネズエラ	2,380	2,367	2,367	▲13	2,580
OPEC計	29,754	31,352	31,195	1,441	35,110

(出所) OPEC(生産実績)、IEA(生産能力)

百万バレル/日 (図表6-6) OPEC余剰生産能力



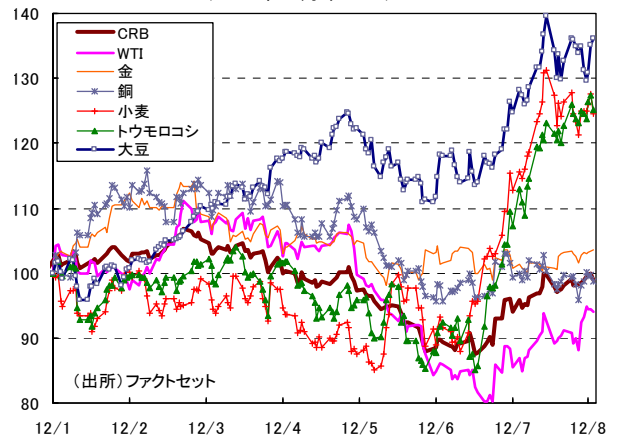
開発プロジェクトの一時中断など、供給不足の懸念が解消されていないことが、価格の下支え材料となっている。銅価格は、夏場までは低調に推移する可能性が高いものの、その後は中国の景気持ち直しに伴って緩やかではあるが上昇に転じるとみている。

貴金属分野のうち金価格は、6月以降、米国の追加緩和への期待・失望から乱高下し、足元では1,600ドルを挟んでの推移が続いている。今後も、欧州問題の不安定さが金相場の下振れ要因となるが、中国の金需要が堅調であることに加え、米国の追加金融緩和実施などにより、秋口以降、再び緩やかな上昇に向かうと予想する。

穀物分野は、米国の大干ばつによる作況の悪化を受け、足元では価格が急騰している。なかでも、トウモロコシと大豆は、受粉時期が重なったことにより、生産量予想が大幅に下方修正されたことから過去最高値を更新した。すでにトウモロコシの受粉は大部分が完了していることから、作況回復の見込みは薄く、秋以降、輸出大国であるブラジル、アルゼンチンなどの作付動向が確認されるまでは、価格の上昇基調が続くであろう。大豆は、トウモロコシに比し天候変化に強いうえ、8月中の作況回復の余地が残されているものの、しばらくは高値圏での推移となると予想する。一方、小麦価格は、トウモロコシの需給緩和が期待できないことから、代替需要による価格上昇圧力が強まっている。ただ、期末在庫率に余裕があることや、米国の生産量シェアが相対的に低いことから、今後の上昇幅は限定的となるだろう（図表6-9）。

今後の商品市況については、穀物価格の高騰により畜産物価格の上昇が予想されることや、秋口に向かって中国などの新興国景気が上向くとみられることから、上昇基調で推移するとみている。ただ、急激な価格上昇は需要を抑制するほか、欧州債務問題が下押し要因として燃り続けていることから、上昇幅は緩やかなものにとどまろう。CRB指数(8月10日現在：301.8)の1年間の上昇率は10-15%程度と予想する。

(図表6-7)主要商品価格とCRB指数の推移
(2011年12月末=100)



(図表6-8)主要商品の価格変動率(%)

		3か月間	6か月間	1年間
CRB		▲ 2.1	▲ 4.1	▲ 12.4
エネルギー	原油	▲ 16.0	▲ 10.6	▲ 8.0
	天然ガス	34.1	22.8	▲ 26.0
産業素材	アルミニウム	▲ 10.8	▲ 15.8	▲ 28.6
	ニッケル	▲ 11.3	▲ 23.9	▲ 36.6
	銅	▲ 10.8	▲ 9.8	▲ 23.7
	綿花	▲ 22.2	▲ 25.5	▲ 31.7
貴金属	金	▲ 3.0	▲ 7.2	▲ 1.0
	銀	▲ 10.0	▲ 16.1	▲ 30.4
穀物	小麦	34.8	24.7	16.4
	大豆	9.0	36.9	20.9
	トウモロコシ	27.0	26.0	20.4

(出所)ファクトセット ※2012年7月末時点の価格変動率

(図表6-9)世界の穀物需給

(百万トン)	2011 /11	2011 /12 見込	2012 /13 予想			
			5月時点	8月時点	予想修正	
小麦	生産量	652.0	695.2	672.1	662.8	▲ 9.3
	消費量	654.5	695.6	681.9	683.3	▲ 1.4
	期末在庫量	198.0	197.6	185.8	177.17	▲ 8.6
	在庫率(%)	30.2	28.4	27.2	25.9	▲ 1.3
	米国在庫率(%)	35.7	33.3	28.9	28.6	▲ 0.3
大豆	生産量	264.7	236.0	271.0	260.5	▲ 10.5
	消費量	251.3	253.8	265.0	256.9	▲ 8.1
	期末在庫量	70.2	51.9	58.5	53.4	▲ 5.1
	在庫率(%)	27.9	20.5	22.1	20.8	▲ 1.3
	米国在庫率(%)	6.6	4.6	4.3	4.2	▲ 0.1
トウモロコシ	生産量	830.8	876.8	949.9	849.0	▲ 100.9
	消費量	849.1	868.4	923.4	861.6	▲ 61.8
	期末在庫量	127.5	136.0	155.7	123.3	▲ 32.4
	在庫率(%)	15.0	15.7	16.9	14.3	▲ 2.6
	米国在庫率(%)	8.6	8.2	13.7	5.8	▲ 7.9

(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。