

明治安田生命

2012－2014年度経済見通しについて

～年明け以降、外需の持ち直しを見込むも、先行き不透明感は強い～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2012年7－9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2012－2014年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：	2012年度 0.8%	2013年度 1.3%	2014年度 0.4%
名目GDP成長率：	2012年度 0.1%	2013年度 0.9%	2014年度 1.6%

2. 要 点

- ①日本経済は、すでに景気後退局面に入っているとみられる。輸出環境の悪化に民需の息切れが加わったことから、夏場以降減速度合いを強めているが、年明け以降は、新興国向け輸出の回復に伴い、緩やかながら回復に向かうと予想する。ただ、中国向けの輸出動向次第では景気後退局面が長期化するリスクが残る。
- ②個人消費は、雇用・所得環境の回復ペースが鈍いなか、停滞気味の推移が続く可能性が高い。住宅投資は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、来年度にかけて持ち直し傾向が続くとみる。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が期待されるものの、緩慢な回復にとどまろう。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するが、年明け以降は減少基調に転じるとみる。
- ③2013年度の後半にかけては、輸出環境の改善に加え、個人消費を中心に、消費増税前の駆け込み需要が見込まれる。2014年度については、輸出の持ち直し傾向が続くとみられるものの、消費増税の影響で、内需の落ち込みは避けられず、低成長を余儀なくされよう。

〈主要計数表〉

	2011年度 (実績)	2012年度		2013年度		2014年度
			2012/8時点		2012/8時点	
実質成長率	▲0.0%	0.8%	2.1%	1.3%	1.4%	0.4%
成長率寄与度・内需	1.0%	1.6%	2.2%	1.3%	0.9%	0.0%
・外需	▲1.0%	▲0.9%	▲0.2%	▲0.0%	0.5%	0.3%
名目成長率	▲2.0%	0.1%	1.4%	0.9%	0.9%	1.6%

日本のGDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測				→ 予測							
	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2012年度				2013年度			
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	-0.0%	0.8%	1.3%	0.4%	0.1%	-0.9%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%
前期比年率	-0.0%	0.8%	1.3%	0.4%	0.3%	-3.5%	-0.8%	1.7%	1.1%	2.2%	3.0%	4.2%
前年同期比	-0.0%	0.8%	1.3%	0.4%	3.4%	0.2%	0.2%	-0.6%	-0.4%	1.0%	2.0%	2.6%
民間最終消費支出	1.2%	1.0%	1.4%	-0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	1.1%	1.6%
民間住宅投資	3.8%	2.9%	4.6%	-4.8%	1.5%	0.9%	0.5%	1.4%	1.7%	1.9%	0.9%	-2.1%
民間設備投資	1.1%	0.1%	1.3%	2.0%	0.9%	-3.2%	-0.1%	1.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
政府最終消費支出	1.9%	1.7%	0.0%	0.2%	0.5%	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
公的固定資本形成	2.9%	8.5%	-2.1%	-5.6%	2.6%	4.0%	1.0%	-0.5%	-1.2%	-1.3%	-1.2%	-1.5%
財貨・サービスの輸出	-1.4%	-0.7%	2.4%	5.1%	1.3%	-5.0%	-1.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.2%	1.7%
財貨・サービスの輸入	5.6%	4.8%	2.2%	2.4%	1.8%	-0.3%	0.2%	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%
名目GDP	-2.0%	0.1%	0.9%	1.6%	-0.3%	-0.9%	-0.3%	0.3%	-0.0%	0.6%	0.8%	1.0%
GDPデフレーター(前年比)	-1.9%	-0.7%	-0.5%	1.3%	-0.9%	-0.7%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.3%

(前期比寄与度)	→ 予測				→ 予測							
	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2012年度				2013年度			
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	-0.0%	0.8%	1.3%	0.4%	0.1%	-0.9%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%
民間最終消費支出	0.7%	0.6%	0.8%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.7%	1.0%
民間住宅投資	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
民間設備投資	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.1%	-0.4%	-0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	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%	0.4%	-0.1%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	-0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
在庫品増加	-0.5%	0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
純輸出	-1.0%	-0.9%	-0.0%	0.3%	-0.1%	-0.7%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
財貨・サービスの輸出	-0.2%	-0.1%	0.3%	0.7%	0.2%	-0.8%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
財貨・サービスの輸入	-0.8%	-0.8%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	0.1%	-0.0%	-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	2014年度	2012年度				2013年度			
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	-1.0%	-4.4%	0.6%	1.7%	5.3%	-4.6%	-8.9%	-8.5%	-5.6%	-0.8%	4.8%	4.7%
消費者物価指数(前年比)	-0.1%	-0.3%	-0.0%	2.3%	0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.6%	-0.4%	-0.1%	0.1%	0.3%
除く生鮮食品(前年比)	-0.0%	-0.1%	0.1%	2.2%	-0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	0.2%	0.4%
国内企業物価指数(前年比)	1.3%	-1.2%	0.9%	2.7%	-0.9%	-1.8%	-0.9%	-1.0%	0.0%	0.4%	0.6%	2.7%
完全失業率(季調済:平均)	4.5%	4.3%	4.2%	4.0%	4.4%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%
無担保コール翌日物(期末値)	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%	0.08%	0.08%	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	79円	82円	85円	80円	79円	78円	79円	80円	81円	82円	83円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.9%（年率換算：▲3.5%）と、3四半期ぶりのマイナス成長になった。世界的な景気の低迷の影響を受け、輸出が落ち込んだことに加え、内需も息切れしつつあることが主因である。日本経済は、今年3月を山としてすでに景気後退局面に入っているとみられる。10-12月期も、2四半期連続のマイナスとなる可能性が高い。1-3月期以降は、輸出の回復に伴い、プラス成長に転じるとみるが、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、2013年度にかけての回復ペースは鈍いものとどまろう。また、中国向け輸出に関しては、自動車等の不買運動が長引く可能性など不透明感が強く、中国向けの輸出動向次第では、景気後退局面が長期化するリスクも残る。2014年度については、消費税率引き上げの影響から、実質GDP成長率は前年比ほぼ横ばいを余儀なくされると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の回復ペースが鈍いなか、エコカー補助金の終了や震災後の反動的な動きの一巡から、今後、停滞色を強めていく可能性が高い。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が期待されるものの、輸出環境の悪化から企業マインドは大きく慎重化に振れており、緩慢な回復にとどまろう。公共投資は、復興予算の執行によって、増加基調で推移するものの、年明け以降は減少基調に転じるとみる。

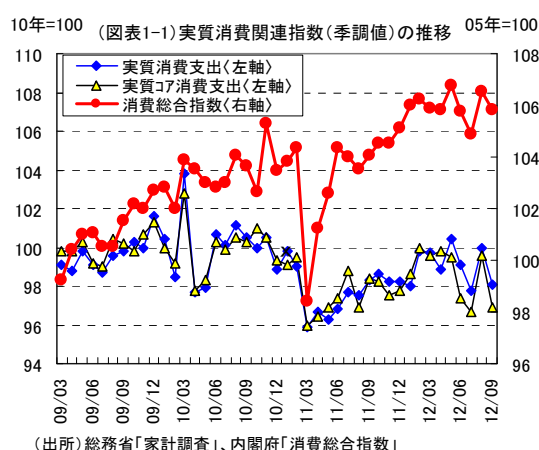
輸出は当面弱い動きとなるものの、年明け以降は、中国を中心とする新興国景気が回復に向かうことで、徐々に持ち直してくるとみている。

日銀は今後も3~4カ月に1度のペースで追加緩和を実施していくと予想する。利上げは2015年度以降に持ち越されよう。

（1）個人消費は停滞色を強める

夏場以降の個人消費は勢いを失っている。これまで自動車販売を押し上げてきたエコカー補助金が、9月21日に終了し、10月の新車販売登録台数は2カ月連続で前年比マイナスとなった。「節約疲れ」、「絆消費」といった震災後の反動増による押し上げ効果も薄れてきた。需要側の統計である家計調査で実質消費支出の推移を見ると、8月は猛暑効果などが下支えする形で持ち直したものの、9月は前月比▲1.9%と再びマイナスになっており、均せば低下基調で推移している（図表1-1）。

雇用・所得環境の回復も鈍い。9月の有効求人倍率（季調値）は0.81倍と、前月から▲0.02ポイント低下、2009年7月以来の悪化となった。雇用の先行指標とされる新規求人数も前月比▲1.5%と、4カ月連続の減少となるなど、企業の採用意欲に陰りがみえる。業種別では、製造業の減少が目立っており、なかでも輸出関連産業の落ち込みが大きい。実際、足元では電気機器業界を中心にリス



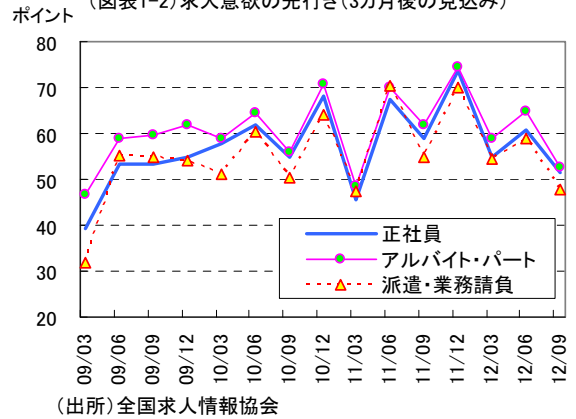
トラの発表が相次いでいる。全国求人情報協会が3ヵ月毎に実施している求人広告ウォッチャー調査の「求人意欲の先行き（12月の求人意欲）」でも、先行きは弱くなるとの見方が示されており、今後の雇用環境は足踏み状態が続く可能性が高い(図表1-2)。

所得環境について、9月の毎月勤労統計（速報値）を見ると、定期給与は前年比▲0.1%と、4ヵ月連続で減少した(図表1-3)。定期給与の内訳である所定外給与は同▲0.8%と、13ヵ月ぶりにマイナスに転じており、所定外労働時間も同▲3.0%の減少となるなど、これまで現金給与総額の回復を下支えしてきた所定外給与の伸びは見込みにくくなっている。冬季賞与の支給状況も、支給事業所における労働者1人平均賞与額は、昨年まで3年連続の前年比マイナスで、支給事業所の割合も年を追うごとに低下している(図表1-4)。昨年は前年比プラスだった製造業も業績下方修正が相次いでおり、今冬の製造業賞与は、前年比マイナスとなる可能性が高い。当面、所得環境の改善が期待しにくい状況が続くと予想する。

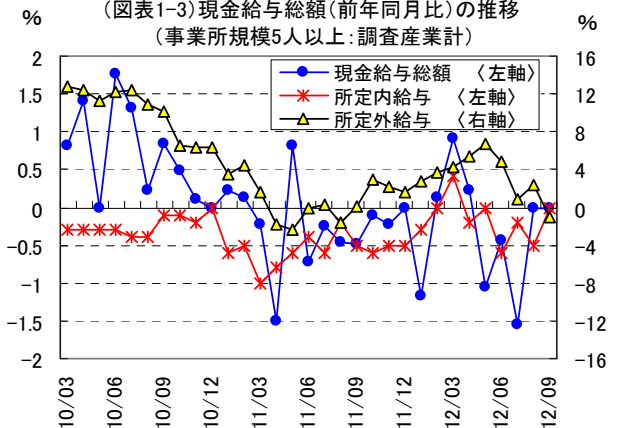
消費関連企業の景況感を示す日経消費DI（10月調査）を見ると、「現在の業況判断DI」が▲20と、前回調査（7月）から6ポイント悪化し、「3ヵ月後の業況見通しDI」も▲17と、前回調査の▲9から大きく落ち込んだ(図表1-5)。所得環境が伸び悩むなか、消費増税や電気料金値上げ、厚生年金保険料の負担増などを懸念して、消費者の支出意欲が減退している様子を映し出している。電気料金値上げによるマクロ経済への影響について、東電が家庭向け料金の値上げ時に例示した10～60アンペア平均値上げ額（月359円）を前提に、東電以外の電力会社も同程度の値上げをすると仮定し、9電力合計の電灯契約口数（約60百万口弱）を使用して試算すると、家計全体で年間2,500億円程度の負担増となる。厚生年金保険料引き上げの影響は、厚労省の「厚生年金の財政見通し」から推計すると家計全体で年間7,000億円弱の負担増となる。電気料金と厚生年金保険料の負担増で、実質GDPに対し▲0.2%程度の下押し圧力になると試算される。

こうしたなか、シニア層による消費の押し上げ効果が期待されている。60歳以上は、消費全体の4割強を占めており、多くの消費関連企業もシニア層をタ

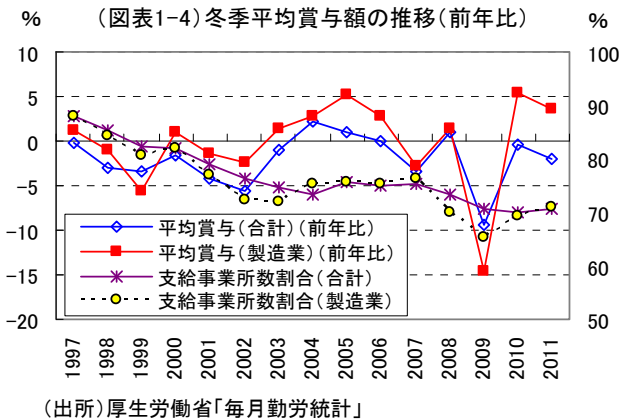
(図表1-2) 求人意欲の先行き(3ヵ月後の見込み)



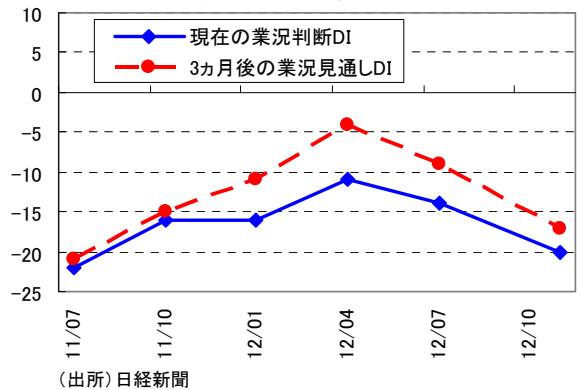
(図表1-3) 現金給与総額(前年同月比)の推移 (事業所規模5人以上:調査産業計)



(図表1-4) 冬季平均賞与額の推移(前年比)



(図表1-5) 日経消費DIの推移



ーゲットとした戦略を強めている。ただ、家計調査を見る限り、パック旅行などの一部に選別消費の動きがみられるが、消費全体をけん引するには力強さに欠けている（図表1-6）。また、政府も、今のところ、エコカー補助金制度や家電ポイントのような新たな消費刺激策を打ち出していないことから、今後の個人消費は、停滞色を強めていく可能性が高い。この結果、10-12月期は前期比マイナス、2013年1-3月期も、ほぼ横ばいの推移になるとみている。

2013年度については、消費増税前の駆け込み需要が消費を押し上げると予想する。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。1997年4月の消費増税時（3%→5%）には、内閣府では2兆円規模の駆け込み需要があったと推計しており、これを参考に今回のケースにあてはめ、エコカー補助金や家電ポイントなどによる需要の先食いを除くと、駆け込み需要は2兆円前後と推測される。こうした駆け込み需要は2013年度後半から発生し、実質GDP成長率を+0.4%程度押し上げるとみるが、電気料金の値上げや厚生年金保険料の負担増を差し引けば、+0.2~0.3%程度の押し上げ効果にとどまると予想する。2014年度は、駆け込み需要の反動減や消費増税負担による消費者心理の冷え込みも加わって、実質GDP成長率を▲0.6%程度押し下げるとみる。

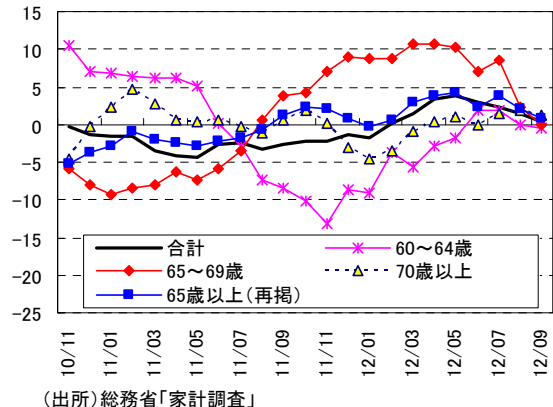
（2）住宅投資は持ち直しが続く

7-9月期の新設住宅着工戸数（季調値）は、前期比▲0.4%（4-6月期は同+1.9%）と小幅に減少したが、季調済年率換算戸数は87.4万戸と、2011年度の総着工戸数（84.1万戸）を上回って推移している。住宅着工は振れを伴いつつも、緩やかな持ち直しの動きが続いている（図表1-7）。

地域別の住宅着工戸数（前年比）の推移を見ると、昨年末以降、回復ぶりの目立っていた東北地区は4月をピークに鈍化しているが、引き続き前年比で2割近い伸びを維持している（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、2012年度の4-6月期は6.1%、7-9月期は6.2%に上昇しており、復興需要による押し上げが寄与した形である。それでも、被災3県（岩手、宮城、福島）の震災後の住宅着工（11/4~12/9）は4.7万戸と、東日本大震災によって全壊した住宅12.6万戸（半壊22.9万戸）の約37%の水準にとどまる（図表1-9）。

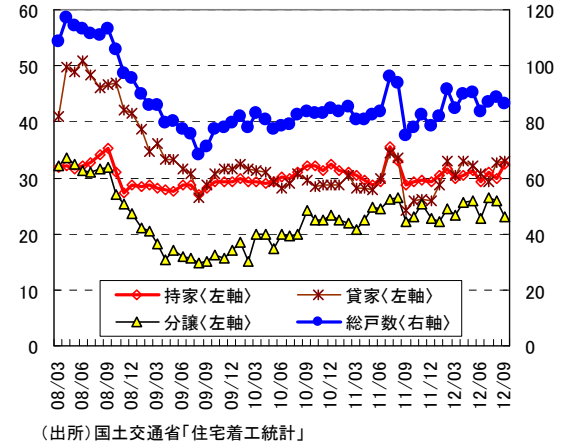
最大の住宅被害を受けた宮城県の状況を見ると、震災による全壊戸数の8.5万戸（半壊15.2万戸）に対

（図表1-6）世帯主年齢階級別消費支出（前年比）
（2人以上の世帯）



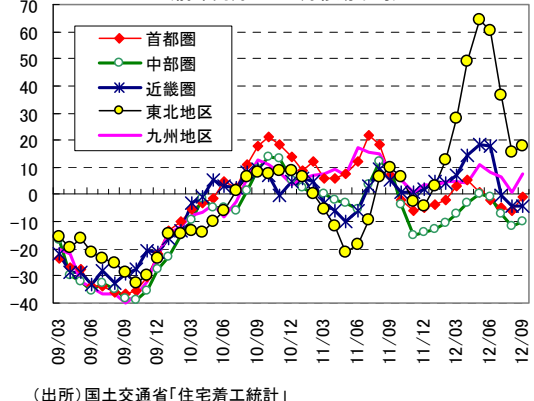
（出所）総務省「家計調査」

（図表1-7）利用関係別新設住宅着工戸数の推移
（季調済年率換算戸数）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

（図表1-8）新設住宅着工戸数の地域別推移
（前年同月比：3ヵ月移動平均）



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

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いるが、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を経過してから進められると考えられる。すでに民間賃貸住宅の契約期間は、当初の2年間から1年間延長されることが決定していることなどからも、住宅の再建には長期間を要し、2013年度にかけての着工増は、緩やかなものになるとみている。復興需要による着工増は被災3県で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、2014年度が約2万戸と予想している。

住宅市場を下支えしてきた支援策については、「住宅エコポイント」(被災地以外)が7月に終了したほか、フラット35Sエコの金利優遇措置も10月で終了した。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」に加え、住宅ローンの低金利の下支えによって、目先の住宅着工が軟調な推移に転じる可能性は低いとみている。二つの支援策は年々その効果が減衰する形になっているが、2013年には消費税引き上げ前の駆け込み需要の顕在化が見込める。

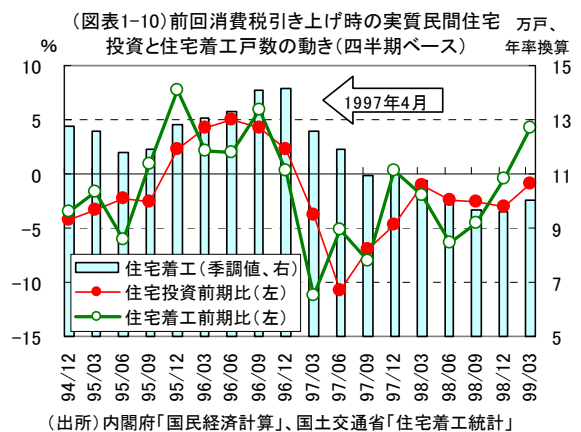
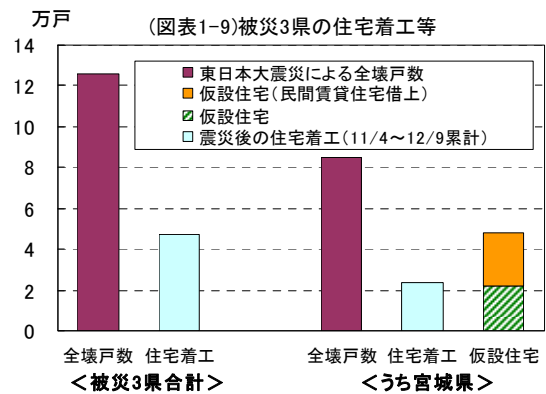
1997年4月の消費税引き上げ時には、1年以上前から駆け込み需要とみられる動きがあり、三四半期前の1996年7-9月期から新設住宅着工戸数は大幅に増加、二四半期前にピークを迎えている(図表1-10)。今回については、2013年から持家や分譲中心に、駆け込み需要が発生するとみており、2013年度の住宅着工を6%程度押し上げると想定している。

住宅市場では、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、建て替えできないのが現状である。また、今後もしばらく、所得環境の改善が期待しにくいなど、住宅市場を取り巻く環境は厳しいものがあるが、2013年度にかけては、消費税増税前の駆け込み需要が見込まれることに加え、住宅取得支援策や低金利の下支え、復興需要の顕在化が期待できることから、住宅投資は緩やかな持ち直し基調が続くと予想する。2014年度以降については、住宅ローン減税拡充等の経過措置が検討されており、相応の下支えとなると見込まれるものの、駆け込み需要の反動減から落ち込みは避けられないとみている。

(3) 設備投資は緩やかな回復にとどまる

設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)や資本財国内出荷(除. 輸送機械)を見ると、足元では弱含んでいる(図表1-11)。欧州景気の低迷や中国景気の回復の遅れなど、輸出環境の悪化に加え、内需も息切れしつつあることが背景にある。

7-9期の鉱工業生産指数(季調値)は、前期比▲4.8%と、二四半期連続のマイナスとなっており、在庫も大きく積み上がった状態が続いている(図表1-12)。製造工業生産予測調査を見ると、11月



には前月比+1.6%の増産見通しとなっているが、実現率や予測修正率はマイナス(生産計画の下方修正)が続いており、下振れ懸念は強い。世界景気の減速に尖閣問題も加わって、輸出環境に明るさが見えないことから、当面、機械受注や資本財国内出荷を押し下げる展開が続くと予想する。

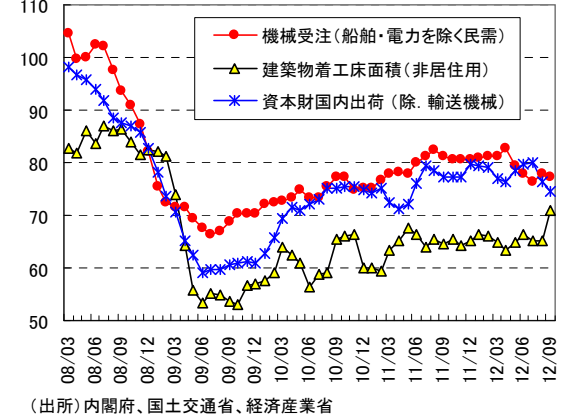
一方、設備投資の先行指標の一つである建築物着工床面積(非居住用、季調値)を見ると、9月は大きく上昇している。もともと振れの激しい統計であり、単月の動きだけで判断し難いが、復興需要関連の投資がまとまって出てきた可能性もある。建築物着工床面積(非居住用)の用途別構成比を見ると、2012年度上期では、医療・福祉:16.3%、卸売・小売:16.0%、製造業:15.7%のウエイトが高く、3業種でほぼ50%を占める。これらの4-9月期の前年同期比の伸びを見ると、卸売・小売が+17.2%、製造業が+8.3%、医療・福祉が▲28.0%と、卸売・小売の伸びが目立つほか、製造業も比較的堅調である。増加している小売・卸売の工事費坪単価は、37.0万円、製造業が44.7万円と、全体の平均53.9万円(いずれも2011年度工事費予定額ベース)に比べて低いが、下支え要因とはなろう。民間土木を含めた建設投資は、小幅ながら増加基調での推移を見込んでいる。

9月調査の日銀短観の設備投資計画(大企業、ソフトウェアを含む除く土地ベース)では、製造業が前年度比+11.8%から同+11.5%へ、非製造業が同+5.1%から同+4.7%へとそれぞれ下方修正されているが、小幅な修正にとどまっており、今のところ堅調である(図表1-13)。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(設備投資の中止ではなく延期)された分が相当程度含まれているほか、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ていると考えられる。

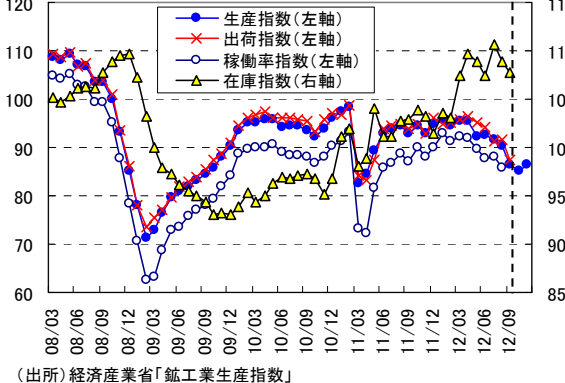
収益要因として実質単位労働コスト(2四半期先行)、ストック調整要因として日銀短観の設備判断DI(全規模・全産業ベース)、資金調達要因として借入金利水準判断DI(先行き)を説明変数とした試算では、2012年度下期の設備投資は堅調な推移となる可能性が示される(図表1-14)。また、試算には組み込めない復興需要という特殊要因も設備投資を下支えしよう。

ただ、今後の企業業績の見通しについては、日銀短観の経常利益計画(全規模・全産業ベース)が、6月調査の前年比+3.3%から9月調査では同+0.8%へ下方修正されたほか、7-9月期の決算発表における通期見通しについても下方修正傾向が強いなど、下振れ懸念が強まっている。このため、収益要因として採用している実質単位労働コストは、今後上昇に向かう可能性が高い。また、緩和

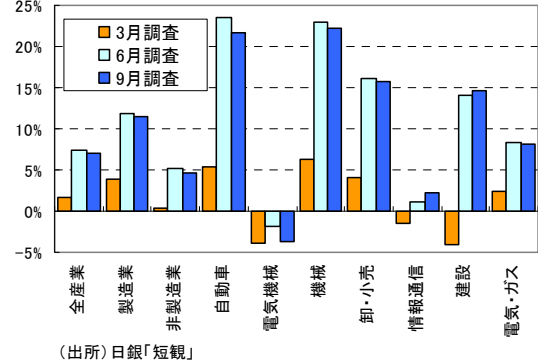
(図表1-11)設備投資先行指標の推移
<3カ月移動平均>



(図表1-12)鉱工業生産指数等の推移
05年=100 予測→



(図表1-13)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>



傾向が続いていた設備判断DIについても、目先の生産は弱めの動きが続くとみられることから、悪化に転じるとみている。足元では、企業マインドは大きく慎重化に振れており、今後、製造業中心に設備計画の下方修正される可能性が高いとみている。2012年度の設備投資は、短観の設備投資計画から示されるような堅調な回復は期待できず、より緩慢なものにとどまると予想する。

「企業行動に関する意識調査」(日本政策投資銀行)によれば、生産・サービス供給能力の中期的な見通し(今後3年程度)については、海外の供給能力を「増加する」企業が、国内を「増加する」企業を大きく上回っている(図表1-15)。海外設備投資について、最も重視する国・地域は、中国、ASEANがそれぞれ3割以上を占め、アジアが8割を超える。外需に対して、輸出ではなく海外生産を行なう理由としては、「人件費等製造コストの低さ」、「需要地への輸送コストの低さ」が上位にくる。一方、国内生産を維持する理由としては、「国内需要への対応」、「技術・商品開発のための生産基盤」が上位を占める。

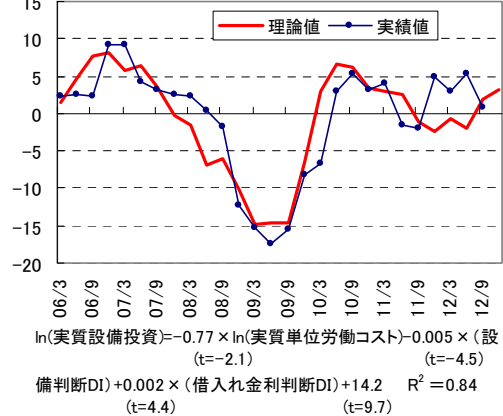
企業のグローバル化の進展とともに、国内の設備投資については、供給能力の増加に伴うものから、新製品開発や研究開発へ比重が変わっていくものとみられるが、維持更新投資も重視される動きが続くとみている。また、グローバル化の進んでいる企業(海外供給能力を増加している企業)では、その他の企業と比較して相対的に国内投資も活発に行なわれる傾向があり、当面は、海外生産比率の上昇を理由に、国内の設備投資が大きく落ち込むことはないと思込んでいる。

2012年度の設備投資が輸出環境の悪化などから、計画対比で下方修正されると予想する一方、年明け以降、中国を中心とする新興国景気が回復に向かうことで、輸出も徐々に持ち直してくるものと予想しており、2013年度の設備投資は2012年度から繰越される分が相当程度実行されるとみている。ただ、復興需要が一巡しつつある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る可能性が高く、設備投資の回復ペースは引き続き緩慢なものになると予想する。

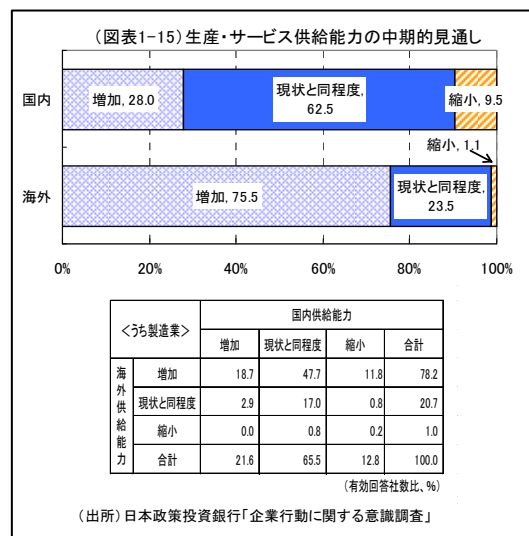
(4) 公共投資の回復基調は鈍化

一般会計予算の公共工事関連投資が減少傾向で推移するなか、今年度は、2011年度の補正予算に計上した東日本大震災復旧・復興関連費の今年度繰越分と、復興特別会計の今年度予算計上分の執行による押し上げ効果が焦点となっている(当社では押し上げ効果が3兆円強と推計)。足元の動きについて、実際の工事の進行を反映する出来高(建設総合統計)を見ると、2012年5月以降は二桁増で推移するなど、公共投資は増加基調が続いている(図表1-16)。ただ、出来高に先行する公共工事請負金額は、夏場以降鈍化傾向となり(図表1-17)、9月単月では前年比▲1.9%のマイナスに転じた(3ヵ月移動平均では同+13.3%)。地域別では、関東地区(同▲19.8%)や中部地区

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



(同▲12.3%)で前年比マイナスとなったことが響いた形。東北地区でも同+56.1%と、春先の前年比三桁増から鈍化しており、公共工事の勢いが弱まりつつある様子がみてとれる。

被災地の動きを見ると、公共インフラは、応急復旧段階から本格復旧・復興段階へ移行している。国道・鉄道などの主要交通網や、下水処理場などは概ね完了に近づいており、ようやく、海岸対策や港湾整備のほか、復興まちづくりなどの住環境整備へと移りつつある段階とみられる。ただ、建設技能労働者過不足率(季調値)は昨夏以降不足の状態が続いており(図表1-18)、そのなかでも、鉄筋工(土木・建築)の不足率が高く、入札不調の要因にもなっている。また、資材不足が工事執行の遅れの要因になっているが、復興需要一巡後の需要減が予想されることから、供給業者では一定レベル以上の能力増強投資はしばらく、復興需要が減衰に向かうまで、資材需給のひっ迫感が続くと思予想する。

公共工事請負金額の伸びが鈍化傾向を示しており、建設技能労働者や資材不足などから、工事の執行も遅れている。このため、今後の公共投資の回復は緩慢となり、10-12月期が伸びのピークとなる可能性が高い。その後は伸び鈍化基調が鮮明となり、2013年1-3月期には前期比マイナスに転じると予想する。

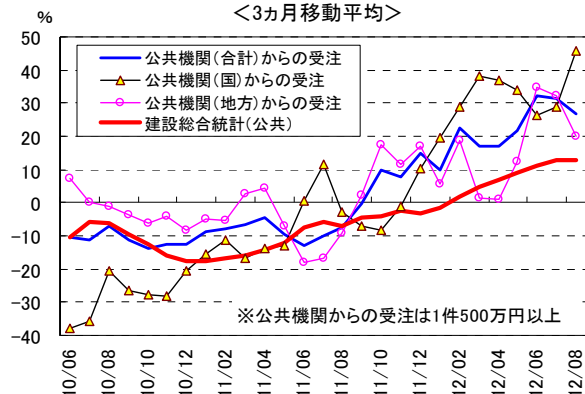
9月12日に発表された2013年度の復興特別会計予算概算要求では、復興関係公共事業で0.3兆円程度の要求を行っている。来年度以降の公共投資を多少は下支えするとみるが、一般会計予算の公共関連事業費が2012年度当初予算を下回ると予想されるなか、全体を押し上げるには力不足で、2013年度以降の公共投資は、弱めの動きが続くと予想する。

(5) 輸出の持ち直しは年明け以降

実質輸出指数の推移を見ると、夏場以降勢いを失っており、9月は前月比▲3.4%と、減速基調を一段と強めている(図表1-19)。

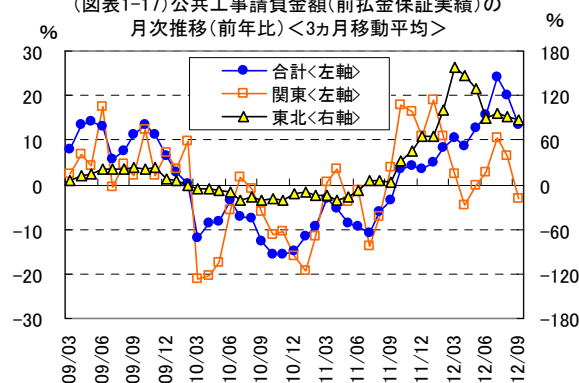
財務省の貿易統計によると、6月以降の輸出金額の落ち込みは、EUや中国のほか、中国景気の影響を強く受けるアジアNIEsなどでのマイナス寄与が響いている(図表1-20)。9月に入ると、これらの地域に加え、スイス、オーストラリア、ロシアなどのマイナス寄与も影響し、前年比▲10.3%の二桁減となった。米国向けも、9月は同+0.9%と大幅に鈍化、内需が堅調なASEAN向けも9月は同▲1.3%と、3ヵ月連続のマイナスになった。

(図表1-16) 公共工事の推移(前年比)
＜3ヵ月移動平均＞



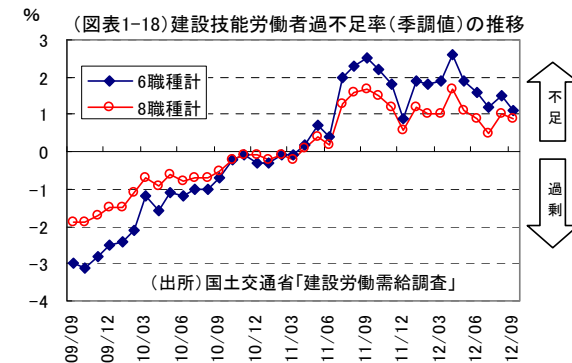
(出所) 国土交通省「建設総合統計」「建設工事受注動態統計」

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



(出所) 東日本建設業保証株式会社

(図表1-18) 建設技能労働者過不足率(季調値)の推移



※6職種: 型わく工(土木、建築)、左官、とび工、鉄筋工(建築、土木)
8職種: 6職種+電工、配管工

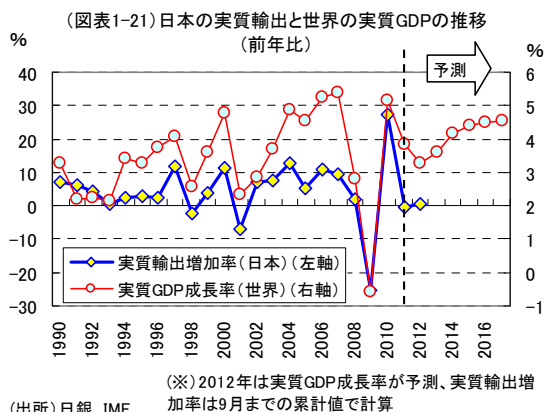
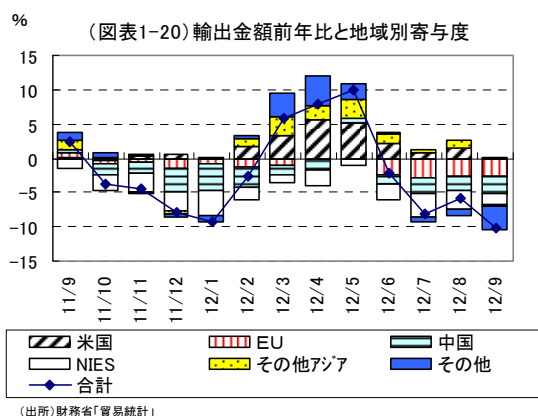
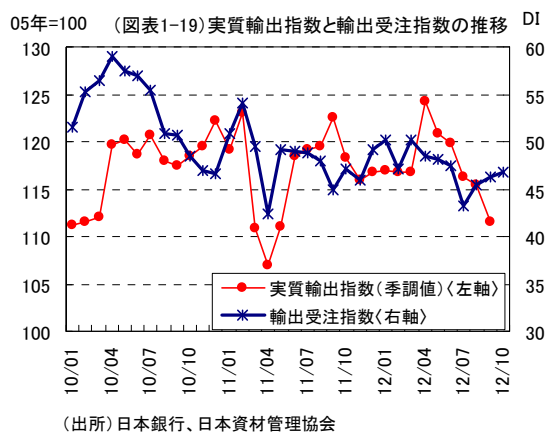
輸出受注指数がやや上向きつつあるのは今後を占ううえでの数少ない好材料だが、依然、50ポイントを下回った状態が続いている(図表1-19)。日本の実質輸出の伸びは、概ね世界の実質GDP成長率に沿った動きを示すが、世界実質GDP成長率は、IMF予測では2012年が前年比+3.3%と、2011年の同+3.8%から減速する見通しであり、日本の輸出も弱めの動きが続く可能性を示唆している(図表1-21)。中国向けも、尖閣問題の影響で日本メーカーが軒並み完成車輸出の減産を決めるなど、現状では輸出環境の好転が見込める状況にはなく、年末にかけての輸出は引き続き減速基調で推移すると予想する。

ただ、年明け以降は、中国の景気対策効果が徐々に現れてくるとみている。中国の最終需要のなかで、日本の生産が誘発される割合が高い需要項目は固定資本形成だが、今回の景気対策でも、鉄道や道路建設など、総額1兆円の投資が発表されており、そのほとんどが固定資本形成の増加に反映されるとみている。2007年日中国際産業関連表を参考に日本の生産誘発額を試算すると135億ドル程度の規模となり、今後、一般機械などの生産財を中心に日本の輸出の増加に繋がってくる可能性が高い(図表1-22)。中国の景気回復に伴い、経済面で中国との結びつきが深まっているアジアNIEsやASEAN諸国向けの輸出にも好影響を与えよう。こうした動きに加え、中南米向けなどでは、資源開発やインフラ需要向けの輸出が堅調で、米国も緩やかな景気回復基調であることが下支えとなって、2013年以降の輸出は回復に向かうと予想する。

輸入については、原発停止による火力発電所稼働のための液化天然ガスや石油の需要増が年間3兆円強と試算され、貿易赤字額(2011年度▲4兆円)の最大の要因となっている。今後も火力発電所をベースとした電力供給体制が続くとみられ、商品相場的大幅な下落も期待薄とみられることから、貿易赤字が続く状況は大きく変わらないとみている。

(6) デフレ傾向は続く

9月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コアCPI)は、前年同月比▲0.1%と5ヵ月連続でマイナスとなった(図表1-23)。東京電力の電気料金引き上げやガソリン値



(図表1-22) 中国の最終需要項目別生産誘発額について

(単位:億ドル)

	中国最終需要		生産誘発額		
	構成比		合計	中国	日本
合計	44,312	100.0%	107,949	105,306	2,642
国内	31,921	72.0%	76,863	75,139	1,724
民間消費支出	12,706	28.7%	27,949	27,529	420
政府消費支出	4,629	10.4%	10,102	9,996	106
固定資本形成	13,866	31.3%	37,023	35,855	1,168
在庫純増	721	1.6%	1,788	1,758	30
輸出	12,321	27.8%	31,353	30,419	935

(出所) 経済産業省「2007年日中国際産業関連表」より明治安田生命作成

格の上昇からマイナス幅は縮小したものの、価格変動の大きいエネルギーや食料品を除いたその他一般物価のマイナス幅は拡大しており、緩やかなデフレ傾向が続いている。

コアCPI上昇率に対するエネルギーの寄与度は、原油価格(WTI)の上昇率と概ね連動して動く傾向がみられる(図表1-24)。仮にWTI価格が緩やかな上昇基調(今後1年で95ドル/バレルまで上昇)で推移したとしても、今年度前半の原油価格は高止まりしていたため、来年度にかけて前年比の押し上げ幅は縮小するとみられる(図表1-24)。

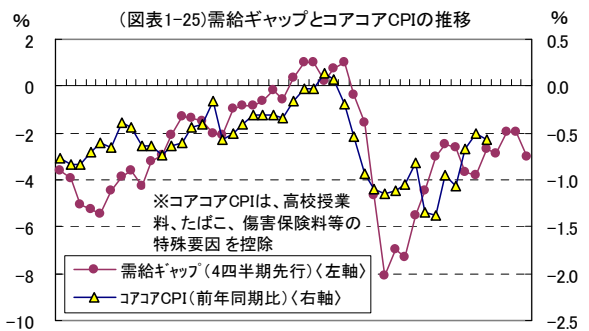
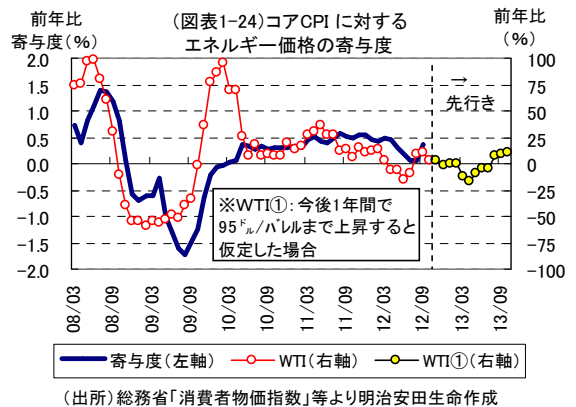
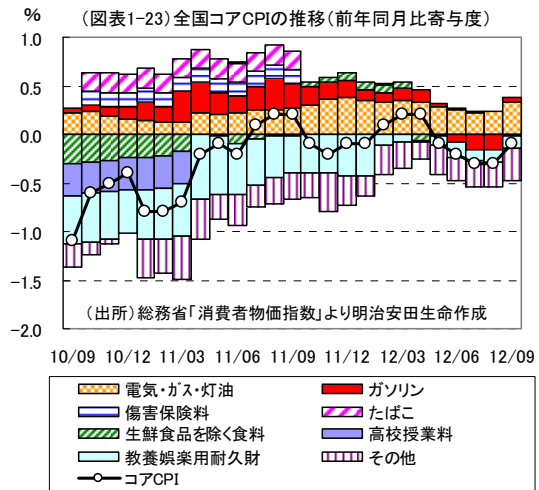
当社では、2012年7-9月期の需給ギャップは▲3.0%程度、年間15兆円程度の需要不足と試算している(図表1-25)。マイナスの需給ギャップ(デフレギャップ)は大きく、デフレ圧力は依然として残っている。2013年度には、輸出の持ち直しや消費税率引き上げ前の駆け込み需要などから、潜在成長率(0.7%程度と試算)を上回る成長を遂げるとみられるが、2014年度については、その反動から低成長を余儀なくされることが予想され、デフレギャップの解消は容易ではない。

需給ギャップのマイナス傾向が長期にわたって継続している要因としては、消費者が雇用・所得環境や年金・医療等の社会保障に将来不安を感じ、消費を抑制していることに加え、急速な高齢化などに伴い、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。

今後、燃料価格の上昇に伴う電気料金値上げの可能性や、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。

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、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年度については基本的に小幅なプラス圏で推移するとみている(図表1-26)。

また、2014年度は、消費税率が5%から8%に引き上げられることによって、コアCPIの前年比が1.8%程度押し上げられると予想している(図表1-26)。



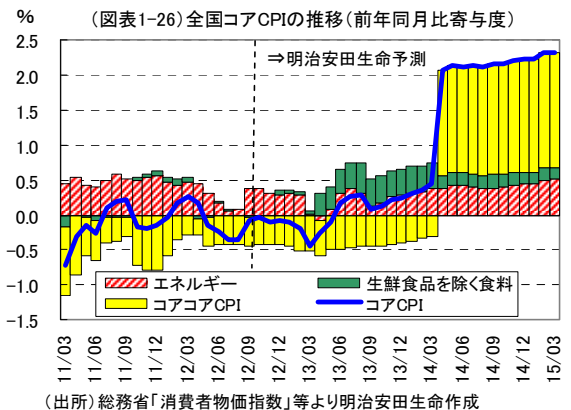
<潜在成長率の試算>

$$\ln(GDP/(\text{就業者数} \times \text{労働時間})) = -2.122 \quad \text{決定係数} 0.972$$

$$+ 0.286 \times \ln((\text{資本ストック} \times \text{稼働率})/(\text{就業者数} \times \text{労働時間})) + 0.002 \times (\text{TIME})$$

(t=8.08) (t=6.99)

(出所) 明治安田生命作成



(7) 日銀も「無制限」の資金供給を発表

10月30日に開催された日銀金融政策決定会合（以下、会合）では、9月に続き、2ヵ月連続の金融緩和策が発表された。注目されていた資産買入れ基金の増額幅は11兆円と、市場予想の範囲内だったが、金融機関向けに、①政策金利で、②期間3年までの資金を、③無制限に貸し出すという「貸出増加を支援するための資金供給の枠組み」が発表されたのがポイントである。

こうした政策を打ち出した背景には、FRB、ECBとも「無制限緩和」を打ち出したことで、日銀にも同様のコンセプトを期待する声が高まっていたという事情があろう。日銀によれば、貸出が増加した金融機関の貸出残高の合計額は、1年前に比べて約15兆円増加しており、これを単純に当てはめると、新たな枠組みのもとで金融機関が資金供給を受けられる額は15兆円程度とのことである。

しかし、日本の金融環境の問題が資金調達難ではなく運用難であることを考えると、銀行にとっては調達面でそれなりの助けになるにしても、デフレ脱却に向けた起爆剤となる可能性は高くない。今後、貸出金利のディスカウント競争が一段と加速する可能性もあり、逆にありがた迷惑に感じる銀行もあるかもしれない。日銀から融資を受けられない預金取扱金融機関以外の金融機関も割を食う立場である。

運用難の状況を変えていくためには、政府が規制・制度改革を進めることで、企業にとっての「飯のタネ」を増やし、成長期待を引き上げて行く政策が必要である。政府も自らの責任を否定しているわけではない。今回の会合では、「デフレ脱却に向けた取組について」という、白川総裁、前原経済財政担当相、城島財務相3人の連名の共同文書を発表した。政府が日銀に一方的に要求を突きつけるのではなく、双方の責務を明確にしているのが特徴だが、いわゆる政策協定というほど具体化された内容になっておらず、双方の取組計画も、すでにどこかに載っている文書を転載してきたものがほとんどである。このままであれば月を追うごとに影が薄くなり、いつしか存在自体忘れ去られる可能性も十分ある。

共同文書は、政府の取り組みとして、「日本再生戦略」（平成24年7月31日閣議決定）に基づき、平成25年度までを念頭に、「モノ」「人」「お金」をダイナミックに動かすため、規制・制度改革、予算・財政投融资、税制など最適な政策手段を動員するとしている。方向性は正しいが、総選挙が間近に迫るなか、現時点では経済政策の先行きは不透明感が強い。

「日本再生戦略」は、菅政権が10年6月に策定した新成長戦略を、震災の発生を踏まえて練り直して発表した最新の成長戦略である。「第三の道」という自己矛盾的な理念に縛られ、軸の見えなかった菅政権の新成長戦略と比べれば、イノベーションの重要性を前面に打ち出すなど、課題設定はより明確である。細かい数値目標や詳細な工程表も作成されているなど、評価すべき点は少なくない。しかし、いかんせん具体策に乏しく、挙げられている政策も、既得権益の反発を招かない範囲の小粒なものが多い。

結局、デフレ脱却に向けた見通しは暗いと言わざるをえず、日銀は今後も追加緩和策の打ち出しを余儀なくされるだろう。次回は年明けの2月頃が有力とみる。長短国債をそれぞれ5兆円程度積み増すとともに、積み上げ完了の目途を14年6月まで延長するというのが現時点での予想の基本線だが、その時の市場環境次第では、今年2月の「日銀からのバレンタインプレゼント」の再現を狙って、緩和規模をより大きくして行くことも考えられよう。その後も3～4ヵ月に1度のペースで追加緩和を行って行く可能性が高いが、いずれにせよ、追加的な緩和効果は小さく、副作用のリスクはどんどん大きくなっていく。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.0%と、4-6月期の同+1.3%から伸び幅が拡大した。10-12月期以降は、大幅な財政赤字削減（財政の崖）への懸念や、新興国景気の回復の遅れなどが足かせとなり、しばらく低めの伸びが続くと予想する。ただ、実質金利マイナスといった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）によるさらなる追加金融緩和も見込まれることから、2013年央から2014年にかけては緩やかな景気回復が続くとみられる。

個人消費は、雇用環境の改善に支えられる形で、今後も回復基調が続くと予想する。ただし、家計のバランスシート調整圧力が残ることから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。住宅市場は、大量の差し押さえによる隠れ在庫が懸念材料として残るものの、すでに大きく低下した住宅ローン金利などに支えられ、堅調な回復が続くと予想する。

設備投資は、財政の崖への懸念から、当面停滞気味の推移を余儀なくされるとみる。ただ、大幅な財政赤字削減は回避されるとみており、来年の春先以降は持ち直すと予想する。輸出は、目先低調に推移する可能性が高いが、新興国景気に底打ち感が広がるにつれ、持ち直しに向かうとみる。

FRBは異例の低金利を少なくとも2015年の半ば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、2015年後半と予想する。

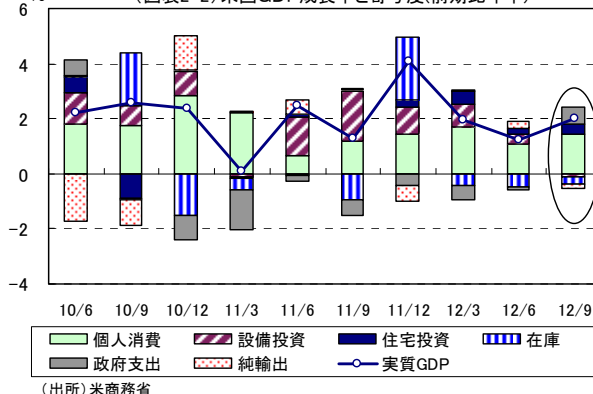
（図表2-1）米国実質GDP成長率予測

(前期比年率)	暦年ベース				2011年					2012年				2013年			
	2011年	2012年	2013年	2014年	11/12	12/3	12/6	12/9	12/12	13/3	13/6	13/9	13/12				
実質GDP	1.8%	2.1%	1.9%	2.1%	4.1%	2.0%	1.3%	2.0%	1.6%	1.6%	2.2%	2.3%	2.3%				
個人消費支出	2.5%	1.9%	1.9%	2.2%	2.0%	2.4%	1.5%	2.0%	2.2%	1.7%	2.0%	2.0%	2.2%				
住宅投資	-1.4%	11.6%	9.9%	8.6%	12.1%	20.5%	8.5%	14.4%	9.0%	9.2%	9.3%	9.7%	10.0%				
設備投資	8.6%	7.2%	2.8%	3.5%	9.5%	7.5%	3.6%	-1.3%	0.8%	2.1%	5.8%	5.3%	5.0%				
在庫(寄与度)	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	2.5%	-0.4%	-0.5%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%				
純輸出(寄与度)	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.6%	0.1%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%				
輸出	6.7%	3.3%	2.6%	3.2%	1.4%	4.4%	5.3%	-1.6%	2.1%	3.2%	3.3%	3.3%	3.4%				
輸入	4.8%	2.9%	1.8%	2.3%	4.9%	3.1%	2.8%	-0.2%	1.8%	1.9%	2.3%	2.4%	2.5%				
政府支出	-3.1%	-1.4%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-3.0%	-0.7%	3.7%	-1.6%	-1.7%	-1.2%	-1.0%	-1.7%				
内需	1.8%	2.2%	1.8%	2.1%	4.5%	2.0%	1.1%	2.1%	1.6%	1.5%	2.1%	2.2%	2.2%				
国内最終需要	2.0%	2.1%	1.8%	1.9%	2.3%	2.4%	1.5%	2.3%	1.5%	1.4%	2.0%	2.1%	2.1%				

（1）7-9月期は景気回復ペースが加速

7-9月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.0%と、4-6月期の同+1.3%から伸び幅が拡大した（図表2-2）。需要項目別に見ると、個人消費は同+1.5%→+2.0%と、自動車や衣料などが全体をけん引し、2四半期ぶりにプラス幅が拡大。住宅投資は同+8.5%→+14.4%と、住宅ローン金利が過去最低水準まで低下していることなどを背景に、高い伸びとなった。一方、設備投資

（図表2-2）米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)



は同+3.6%→▲1.3%と、構築物投資が減少に転じたほか、機械・ソフトウェアの伸び幅が縮小した結果、6四半期ぶりに減少した。輸出は同+5.3%→▲1.6%、輸入も同+2.8%→▲0.2%と、ともに減少したが、輸出の減少幅が大きかったため、純輸出の成長率全体に対する寄与度は+0.2%→▲0.2%と、3四半期ぶりにマイナスに転じた。在庫投資の成長率全体に対する寄与度も▲0.5%→▲0.1%と、3四半期連続のマイナスとなった。政府支出は前期比年率▲0.7%→+3.7%と、国防費が大幅に増加した結果、9四半期ぶりに増加した。

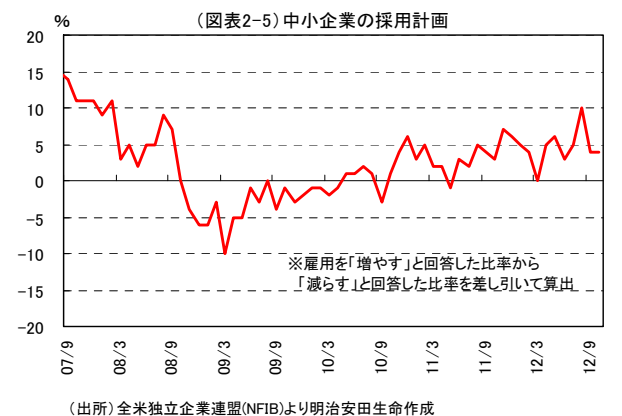
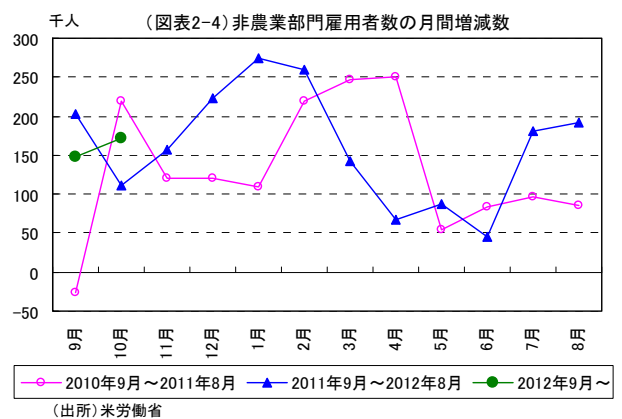
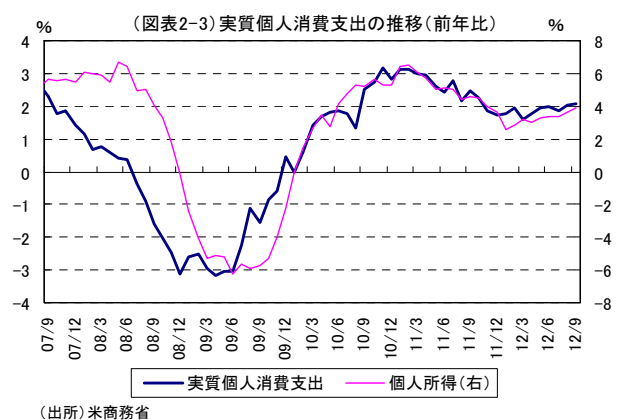
10-12月期以降は、財政の崖への懸念や、新興国景気の回復の遅れが足かせとなり、実質GDP成長率はしばらく1%台で推移すると予想する。ただ、実質金利マイナスといった緩和的な金融環境が今後も景気を下支えする可能性が高いのに加え、FRBによるさらなる追加金融緩和も見込まれることから、2013年4-6月期以降は2%台の成長を取り戻すとみる。

(2) 個人消費は緩やかな回復にとどまると予想

米国の個人消費は、2009年央以降、緩やかな回復が続いている(図表2-3)。背景には、雇用・所得環境の改善や、株価上昇に伴う資産効果などがある。雇用環境を見ると、住宅バブル崩壊とその後の金融危機を背景に、企業は人員削減を進めてきたが、2010年10月以降の非農業部門雇用者数の増加数は月平均+15.4万人と、均せば緩やかな回復が続いてきた(図表2-4)。

今年の春先以降は、暖冬による押し上げ効果の反動や、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、弱めの数字が出ていたが、10月の雇用統計では、雇用者数の増加幅が+17.1万人へと拡大したほか、過去2ヵ月分も計+8.4万人の大幅な上方修正となった。米中小企業の経済団体である全米独立企業連盟による調査によれば、足元では向こう3ヵ月の採用を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回っている(図表2-5)。財政の崖への懸念が高まるなかでも、民間雇用者数の増加数のうち、9割以上を占める中小企業の採用計画は底堅い。当面は財政の崖を巡る政治的な混乱が予想され、企業の採用姿勢は慎重なものになるとみられるが、均してみれば、雇用者数の増加幅は引き続き15万人前後のペースで推移するとみており、個人消費を下支えしよう。

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も緩慢ながら進展している(図表2-6)。家計資産残高の増減額の推移を見ると、リーマン・ショック後の株価の上昇を背景



に、家計の金融資産残高は2007年9月のピーク時からの減少分を取り戻した。もっとも、所得階層別の所得内訳では、上位10%の高所得者層以外は、株式などの配当・キャピタルゲインの割合がきわめて低い(図表2-7)。低所得者ほど金融資産の保有額が少ないことから、株価上昇による資産効果は高所得者のみにしか波及していないとみられる。

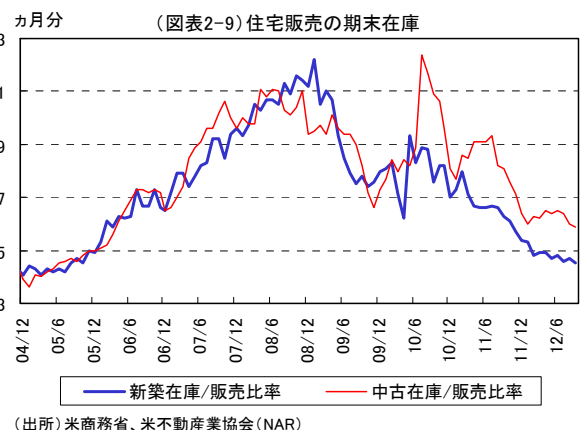
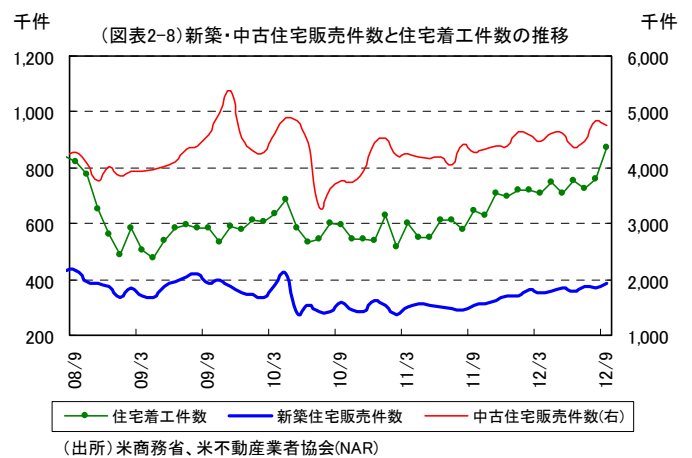
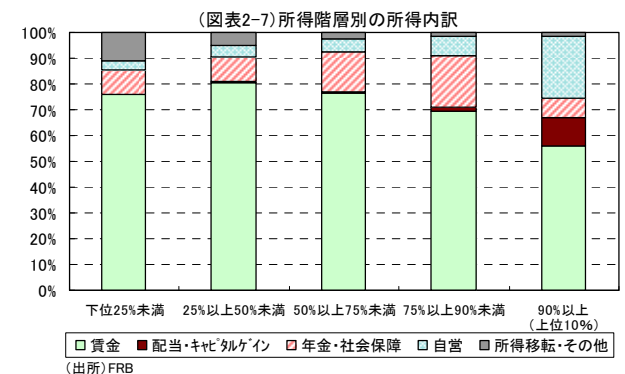
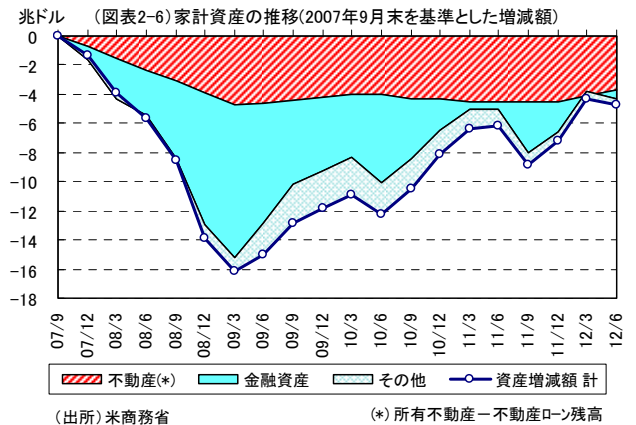
一方、家計の所有不動産から不動産ローン残高を差し引いた純ベースでの増減額を見ると、家計の不動産資産価格は不動産ローン残高を下回った状況が続いている(図表2-6)。春先以降は、住宅価格の上昇などによって、マイナス幅(所有不動産-不動産ローン残高)が縮小しているが、現状のペースで縮小傾向が続いても、家計のバランスシート調整はあと2年程度かかる計算となる。こうしたバランスシート調整圧力が残ることから、個人消費は今後も緩やかな回復にとどまると予想する。

(3) 住宅市場は堅調な回復が続くと予想

米住宅市場は、昨年の秋以降、回復傾向が続いている。住宅着工件数は、基調を示す一戸建ての増加基調が続いており、堅調に伸びている。販売件数を見ても、新築住宅販売件数が上向いているほか、中古住宅販売件数は振れを伴いながらも回復傾向が続いている(図表2-8)。背景には、住宅ローン金利が歴史的な低水準に低下したことなどがある。

在庫/販売件数を見ると、足元では新築在庫/販売比率がゆっくりと低下しているほか、中古在庫/販売比率も夏場以降は低下に転じており、在庫調整に進展がみられる(図表2-9)。大量の差し押さえと住宅ローンの延滞債権が中古住宅の隠れ在庫(差し押さえ予備群)となっていることは懸念材料であるが、雇用環境の改善などを背景に、隠れ在庫を含む中古在庫/販売比率は、2010年秋口以降、ゆっくりとしたペースで低下している(図表2-10)。現状のペースで改善が続けば、来年の後半には同比率が住宅バブル崩壊前の4ヵ月台になる計算になる。

一方、政府による住宅ローンの借り換え支援プ



プログラム（HARP）の利用実績を見ると、2012年に入ってから急増している（図表2-11）。2009年に導入された同プログラムは、2011年に借り換え時の住宅価格に対する住宅ローンの割合（LTV）の条件撤廃が打ち出されるなど、条件緩和が進んでいる。より低い住宅ローン金利への借り換えが進むことによって、差し押さえ予備群の家計も返済負担が和らぐとみられる。

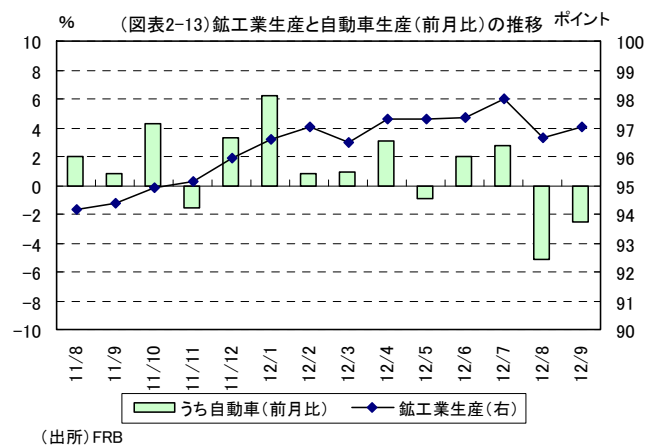
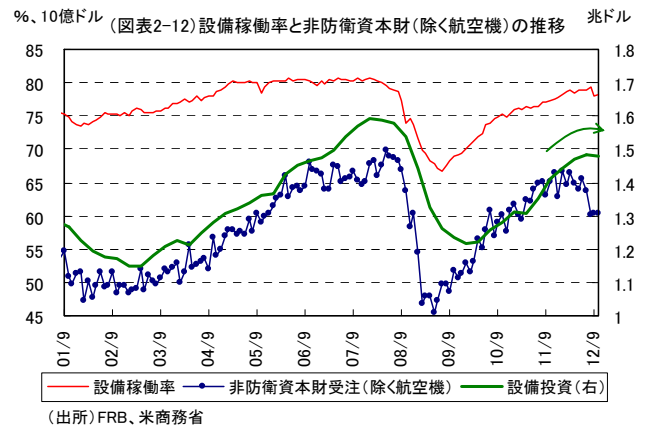
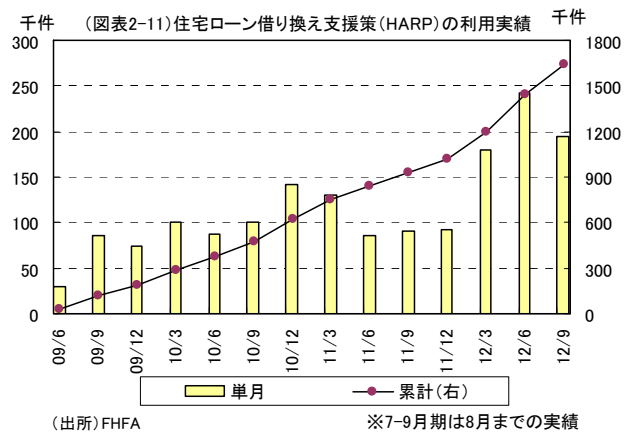
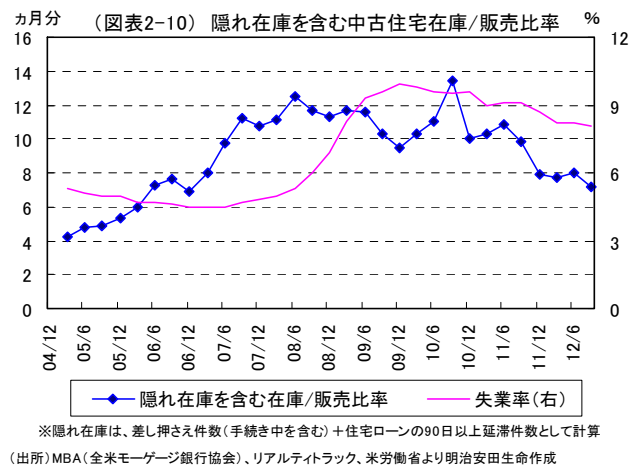
FRBによるMBS（住宅ローン担保証券）の買い入れも住宅市場の改善に寄与するとみている。9月に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、終了期限や購入総額を定めない形（オープンエンド方式）でMBSを追加購入することが決定した。住宅ローン金利はすでに大きく低下しているが、MBSの追加購入により、住宅ローン金利には低下圧力がかかり続けるとみられる。きわめて低い住宅ローン金利や、政府による住宅ローン借り換え支援策などに支えられ、住宅市場は今後も堅調な回復が続くと予想する。

（4）設備投資は来年春先以降持ち直しへ

米国の設備投資は足元で弱含んでいる（図表2-12）。背景には、欧州や中国の景気減速など、世界経済の先行き不透明感が強まったことから、企業の設備投資が手控えられたことがある。

設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）を見ると、夏場に大きく落ち込んだ後の回復ペースはきわめて鈍いものにとどまっている。設備稼働率を見ても、足元では78.3%と上昇に転じたものの、7月の79.2%を下回っている。今後は、財政の崖への不透明感が高まるとみられることから、設備投資は当面停滞気味の推移を余儀なくされるとみている。

一方、9月の鉱工業生産は前月比+0.4%と、2ヵ月ぶりに増加した（図表2-13）。自動車生産は同▲2.5%と、2ヵ月連続で減少したものの、新型モデル投入による生産の押し上げ効果が剥落した影響などもある。10月の新車販売台数は同▲4.4%と、大型ハリケーンの影響で3ヵ月ぶりに減少した。ただ、販売台数の年率換算は1,429万台と、低金利での自動車ローンが販売を後押ししており、5年ぶ



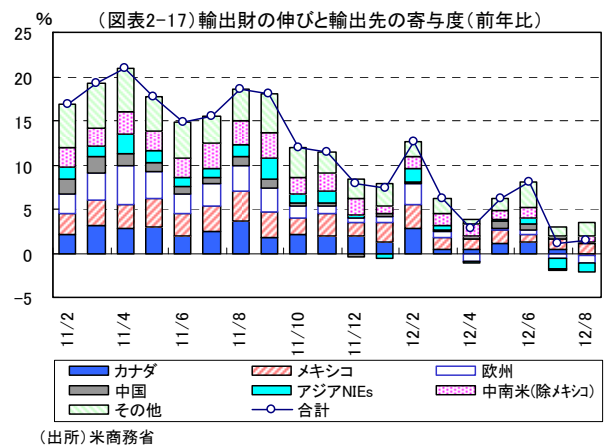
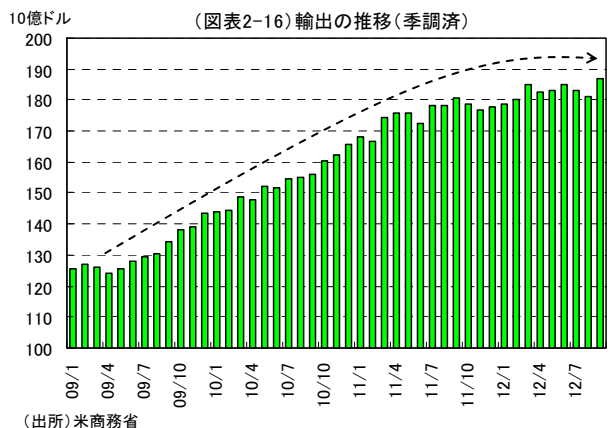
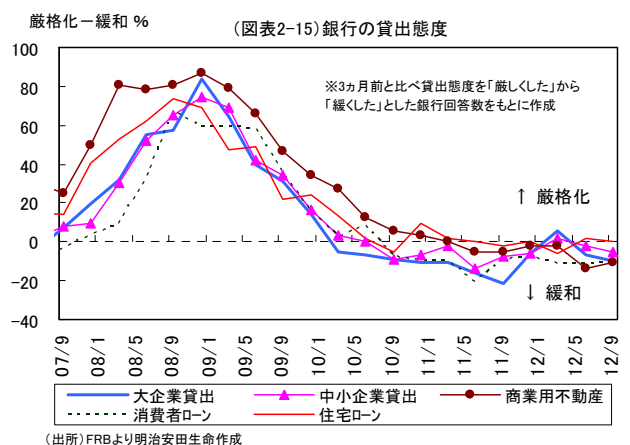
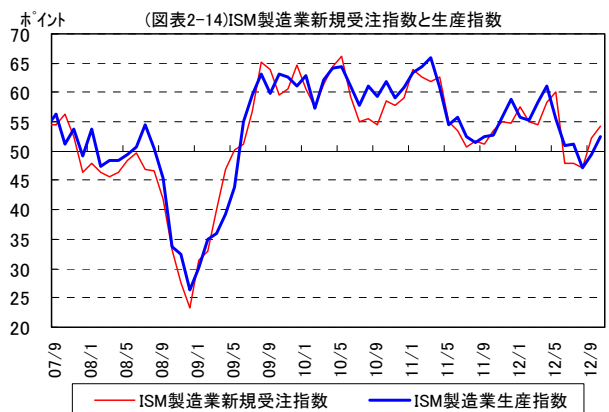
りに1,400万台の販売を上回るペースを維持している。企業景況感を示すISM製造業景況指数を見ても、10月の生産指数と新規受注はともに2ヵ月連続で上昇しており（図表2-14）、欧州債務危機の再燃によって過度に悪化した企業景況感に改善の兆しが出ている。年明け以降は、新興国景気に底打ち感が広がるとみられることもあり、生産は持ち直すとみる。

また、11月に公表されたFRBの企業向け貸出態度調査によれば、住宅ローンを除いて、3ヵ月前に比べて「厳しくした」という銀行が「緩くした」という銀行を下回っている（図表2-15）。銀行の貸出態度は厳格化の動きが収まっており、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。財政の崖を巡る与野党間の協議は難航すると予想されるが、予定どおりの緊縮財政を行えば、米景気は失速が確実なことから、最終的には大幅な財政赤字削減を避ける方向で協議が進むとみている。財政の崖への懸念が次第に和らいでいけば、新興国景気の底打ち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ており、来年の春先以降、設備投資は持ち直すと予想する。

（5）輸出は徐々に持ち直しに向かうと予想

米国の輸出は、新興国景気に支えられ、2009年以降、回復基調が続いてきたが、昨年の秋以降、回復ペースが鈍化している（図表2-16）。欧州の景気減速のほか、中国の景気回復の遅れなどを背景に、目先の輸出は低調に推移する可能性が高い。

輸出財の伸びに対する輸出相手国別寄与度の推移を見ると、カナダのほか、新興国や欧州などが足元で低下している（図表2-17）。主要輸出先への輸出を品目別に見ても、2012年に入ってから、カナダ向けは石油・石炭製品、化学、一次金属などの産業資材の伸びが鈍化しており、年央にかけて原油や貴金属の価格調整が進んだことが大きく影響している。アジア新興国向けも、一次金属や農作物などが落ち込んでいるほか、電子産業の回復の遅れを背景に台湾向けPC・電子製品が減少している。一方、欧州向けでは、一次金属などが低



迷っているのに加え、域内の消費低迷を受け、自動車などの輸送機器が伸び悩んでいる。

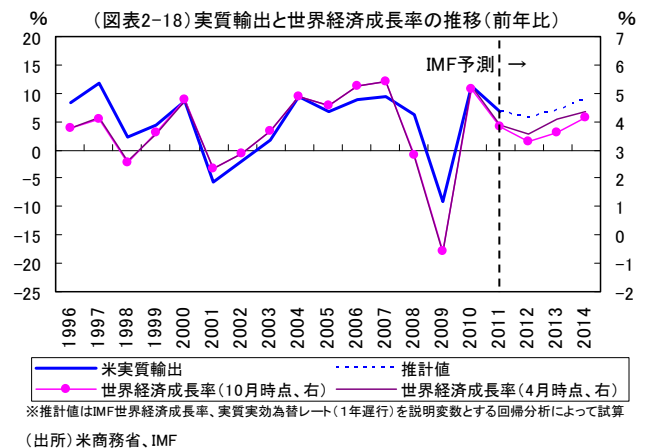
今後は、欧米の緩和的な金融政策の継続などが商品価格の下支えとなり、原油や一次金属の輸出金額への下押し圧力には歯止めがかかるとみられるが、欧州や中国の景気減速を背景に、産業資材の輸出は低調に推移するとみている。また、70年に一度の記録的な干ばつの影響で、足元では穀物の輸出は伸びが鈍化している。穀物価格は高値圏で推移していることから、食料品の輸出も停滞気味の推移が続く可能性が高い。一方、輸出財のうち最大の品目である資本財（含む自動車）は、アジア新興国景気の景気回復が遅れるなかでも、堅調な推移が続いている。なかでも、航空機などの輸送機器、航空機のエンジン・部品のほか、産業機械、通信機器といった機械が全体をけん引している。航空機は既存機の更新需要などに支えられて、今後も回復基調が続くとみられ、裾野の広い航空機産業が機械・部品などの生産を下支えするとみる。

IMF（国際通貨基金）が10月に発表した世界経済見通しによれば、世界の実質GDP成長率は2012年が前年比+3.5%から同+3.3%、2013年が同+3.9%から同+3.6%へと、それぞれ引き下げられた（図表2-18）。欧州景気は低調な推移が続くものの、中国を中心とした新興国の景気が上向くことから、2013年は世界景気が持ち直す見通しである。年明け以降は、新興国向けの資本財輸出などに支えられる形で輸出は持ち直すとするが、しばらくは中国の景気回復に力強さが欠けるとみられることもあり、回復ペースは緩やかなものとどまろう。

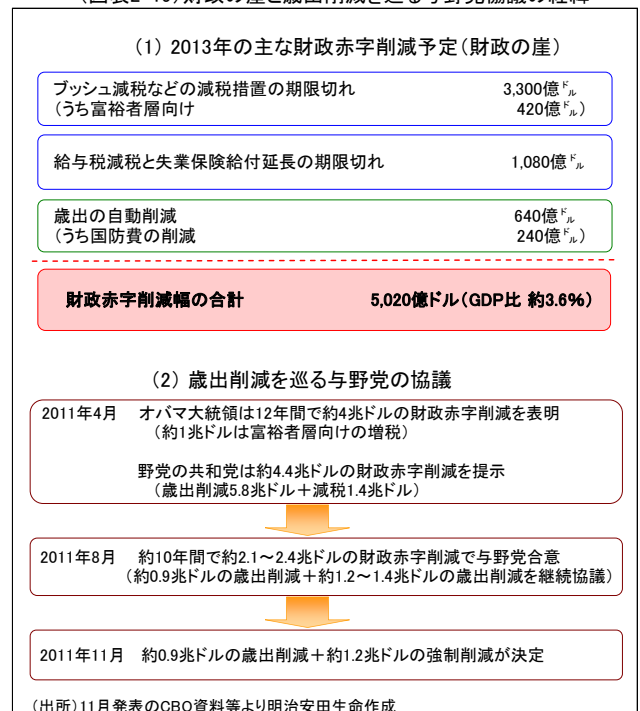
（6）歳出削減が景気の下押し圧力へ

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などの各種減税措置は2012年末に期限を迎えるほか、2013年からは大幅な歳出削減が開始される予定であり、財政の崖と呼ばれる緊縮財政が米景気のリスク要因となっている（図表2-19）。

11月6日の大統領選では、民主党のオバマ大統領が再選した。同時に行われた議会選挙では、オバマ大統領が率いる民主党が上院で過半数を確保した一方、下院は共和党が過半数を占める結果となった。与党民主党では、バフエット・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（世帯年収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



(図表2-19) 財政の崖と歳出削減を巡る与野党協議の経緯



が浮上するなど、民主党との意見の隔たりは大きく、与野党間の協議は今後も難航することが予想される。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。遅くとも2013年3月末には債務残高が法定上の債務上限16.3兆ドルを超えるとみられるほか、2013年会計年度の暫定予算が期限を迎えることから、2013年の春先までには、大幅な財政赤字削減を避ける方向で与野党の協議が進むとみている。最終的には2012年末に期限を迎える減税措置は大半が延長されるとともに、歳出の強制削減は過半が先送りされると予想する。

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。

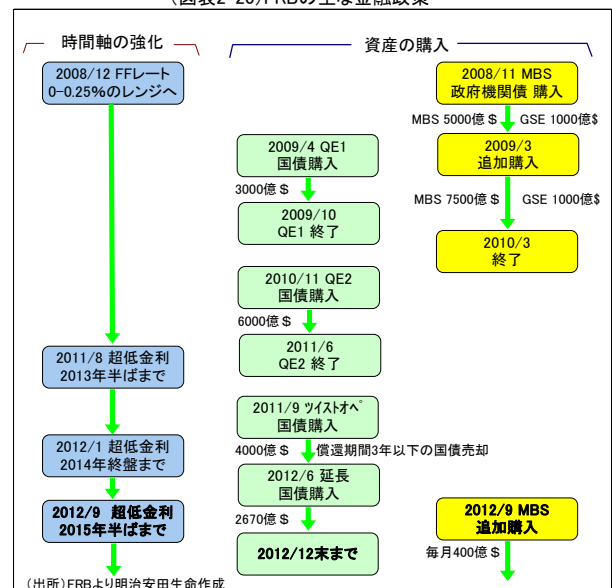
(7) 利上げは2015年後半を予想

FRBは9月のFOMCで、終了期限や購入総額を定めない形でMBSを追加購入することを決定した(図表2-20)。内容としては、毎月400億ドルのMBSを買い入れるというもので、FRBは年末まで毎月約850億ドル(400億ドルのMBS追加購入+6月に延長したツイストオペによる約450億ドルの償還期間6-30年物国債購入)の長期証券を買い入れる。また、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)」という一節を「少なくとも2015年の半ば(at least through mid-2015)」へ変更するという、時間軸の強化も発表した。

10月23-24日に開催されたFOMCでは、金融政策に変更はなかったが、声明文では「委員会は、経済・金融情勢に関する今後数ヶ月の情報を注視する」との方針が維持された。また、「労働市場の見通しが十分改善しない場合、安定した物価のもと、そうした改善が達成されるまで、委員会はMBSの購入を継続するほか、追加の資産購入を実施するとともに、必要に応じてその他の政策手段を講じる」との一節もすえ置かれ、追加緩和への前向きな姿勢が維持された。バーナンキ議長は記者会見で「ツイストオペが終了する際には、多岐にわたる資産購入を検討する」と述べており、ツイストオペによる長期国債買い入れと同額程度の国債追加購入が早晩決定すると予想する。

一方、9月のコアCPIが前年比+2.0%であるのに対し、足元の長期金利は1%台後半で推移しており、実質金利はマイナス圏での推移が続いている。実質マイナス金利といった、きわめて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のに加え、FRBは必要に応じ追加策を打ち出す構えを示していることを考えれば、米景気の回復基調が途切れる可能性は低い。家計のバランスシート調整が続くなかでは、回復ペースは緩やかなものにとどまるにせよ、2015年後半には利上げが必要になると予想する。

(図表2-20)FRBの主な金融政策



「労働市場の見通しが十分改善しない場合、安定した物価のもと、そうした改善が達成されるまで、委員会はMBSの購入を継続するほか、追加の資産購入を実施するとともに、必要に応じてその他の政策手段を講じる」との一節もすえ置かれ、追加緩和への前向きな姿勢が維持された。バーナンキ議長は記者会見で「ツイストオペが終了する際には、多岐にわたる資産購入を検討する」と述べており、ツイストオペによる長期国債買い入れと同額程度の国債追加購入が早晩決定すると予想する。

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。2013年は世界景気が緩やかに回復するのに伴い、ユーロ圏経済もゆっくり持ち直しに向かうと予想する。その後2014年にかけては、紆余曲折を経ながらも、少しずつ欧州債務危機への対応が進むとみられることから、ユーロ圏景気は緩やかに上向くとみる。

個人消費は、債務問題の深刻化と各国の緊縮財政を背景に、雇用環境が悪化し、消費者マインドも低迷していることから、当面停滞気味の推移が続く可能性が高い。来年の春先以降は、企業業績の持ち直しと所得環境の改善を受け、徐々に上向くとみるが、回復感の乏しい状況が続くと予想する。

固定投資は、銀行の資産圧縮などを背景に、しばらくは減速傾向が続くとみられるものの、世界景気の持ち直しに伴い、企業の投資マインドが緩やかに改善に向かうと予想されることから、来年半ば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により減少傾向で推移する可能性が高い。今後も、景気の下押し圧力として働き続けるとみる。

ECB（欧州中央銀行）は、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。ECB内で追加利下げによる効果は期待しづらいという見方が多いことや、インフレ率が来年に入っても目標を超えて推移するとみられることから、来年半ばまでに追加の利下げを実施する確率は30%とみる。一方、ECBはOMT（Outright Monetary Transactions）を来年3月にも稼働すると予想する。

（図表3-1）欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP成長率予測

(前期比)					2012年					2013年			
	2011年	2012年	2013年	2014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%	-0.4%	0.3%	1.0%	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
家計消費	0.2%	-0.9%	-0.2%	0.6%	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
政府消費	0.0%	-0.2%	-0.2%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.1%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
固定投資	1.5%	-3.4%	-1.5%	0.3%	-0.4%	-1.4%	-0.8%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	-0.1%	0.2%	0.2%
純輸出(寄与度)	1.1%	1.2%	0.8%	0.6%	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%

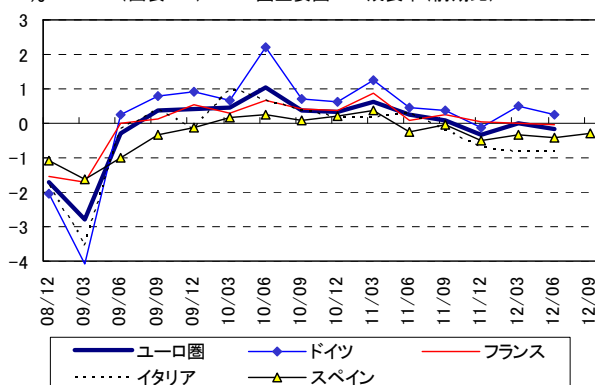
英国実質GDP成長率予測

(前期比)					2012年					2013年			
	2011年	2012年	2013年	2014年	11/12	12/03	12/06	12/09	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12
英国GDP	0.7%	-0.7%	0.3%	1.0%	-0.3%	-0.2%	-0.7%	1.0%	-0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%

（1）7-9月期のユーロ圏景気はマイナス成長

ユーロ圏経済は、各国の緊縮財政強化などを背景に、減速基調が鮮明になっている。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。スペインの7-9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%と、4四半

（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

期連続でマイナス成長となった（図表3-2）。

ユーロ圏景気のけん引役であるドイツ景気も減速している。10月のドイツ製造業PMI（企業購買担当者景況感指数）は46.0と、8ヵ月連続で好不況の分岐点とされる50を下回ったほか、サービス業PMIも49.3と2ヵ月ぶりに低下した。企業景況感を示すIFO景況感指数も、10月まで6ヵ月連続で低下している。

本稿執筆時点で7-9月期のGDPは発表になっていないが、ユーロ圏景気は、債務問題の深刻化を背景に、2四半期連続でマイナス成長となった模様である。今後は、ECBによる新たな国債買入れプログラム（OMT）などの政策が企業や家計の景況感の改善につながるとみるが、周辺国を中心に緊縮財政が続くことから、景気は来年1-3月期まで低調に推移すると予想する。その後2013年は、世界景気の回復に伴いユーロ圏景気も上向くとみるが、そのペースは緩やかなものとどまるとみる。その後2014年にかけては、紆余曲折を経ながらも、少しずつ欧州債務問題への取り組みが進むとみており、ユーロ圏景気はゆっくりと持ち直すと予想する。

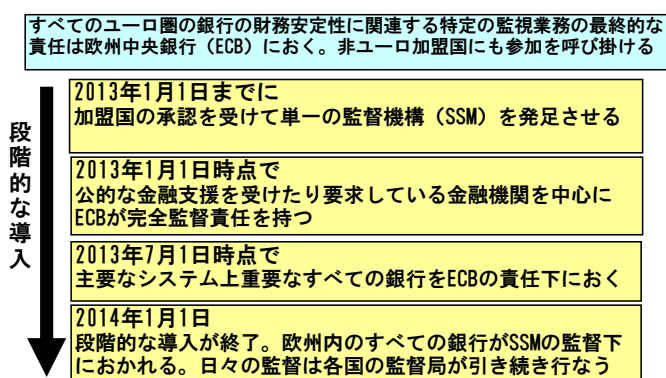
（2）銀行監督一元化への取組みが焦点に

10月18-19日に開催されたEU首脳会議では、年内にユーロ圏の銀行監督一元化の法的枠組みを整備するほか、SSM（単一の監督機構）を来年設立することなどが合意に至った。9月に公表された銀行監督一元化の工程表では、年内にSSMを発足させ、2014年1月1日に欧州内の全ての銀行（約6,000行）をSSMの監督下に置く予定であったが、10月の合意はこれを先送りする結果となった（図表3-3）。フランスのオランド大統領は「銀行監督一元化によって2013年に銀行への直接資本注入が可能になる」と述べたが、ドイツのメルケル首相は、「合意した計画は野心的」とスケジュール通りの実施に懐疑的な見方を示したほか、ESM（欧州安定メカニズム）による銀行の直接資本注入については、銀行監督一元化の実施前に行なわないとの姿勢を堅持している。EUは欧州の経済・金融同盟に向けた4つの構成要素を公表しており（図表3-4）、欧州債務問題への対策への取組みはゆっくりと前進しているものの、ユーロ圏の政策対応が常に17カ国の合意が得られなければならないことを踏まえると、進捗ペースは今後も鈍いものとどまる可能性が高い。

（3）個人消費は停滞気味に推移

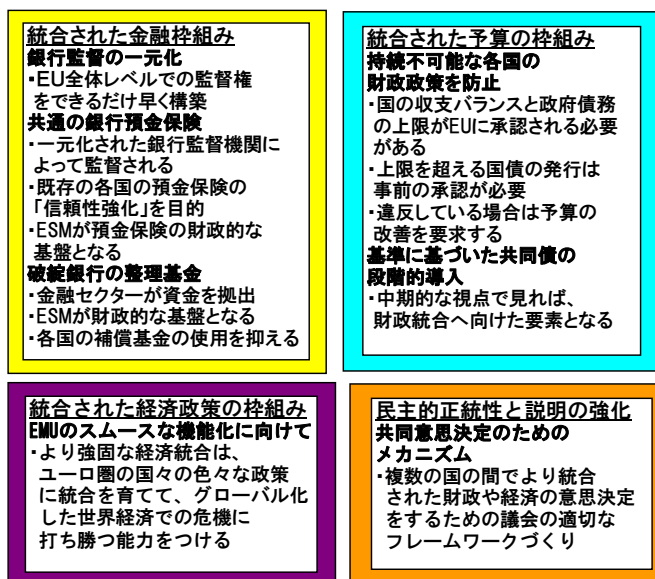
ユーロ圏の個人消費は、欧州債務問題の深刻化に伴う消費者マインドの悪化や、各国の緊縮財政に伴う雇用環境の悪化などに伴い、減速基調が続いている。9月のユーロ圏実質小売売上高は前年比▲0.8%と、13ヵ月連続の減少となった。国別に見ると、フランスは前年比+3.0%と、ゆるやか

（図表3-3）9月12日発表のEU提案銀行監督一元化の工程表



（出所）各種報道より明治安田生命作成

（図表3-4）EUが発表した経済・金融同盟への4つの構成要素



（出所）各種報道より明治安田生命作成

な伸びが続いているものの、これまで比較的堅調に推移していたドイツは横ばいでの推移となった。公務員削減などで2014年までに約260億ユーロの緊縮策を計画しているイタリアは同▲2.5%（8月分、9月は未公表）と、15ヵ月連続で減少したほか、消費税（VAT）の税率引き上げや、3年間の公務員給与凍結など、2014年末までに総額650億ユーロの削減に取り組むスペインも同▲12.6%と、27ヵ月連続の減少となっている（図表3-5）。

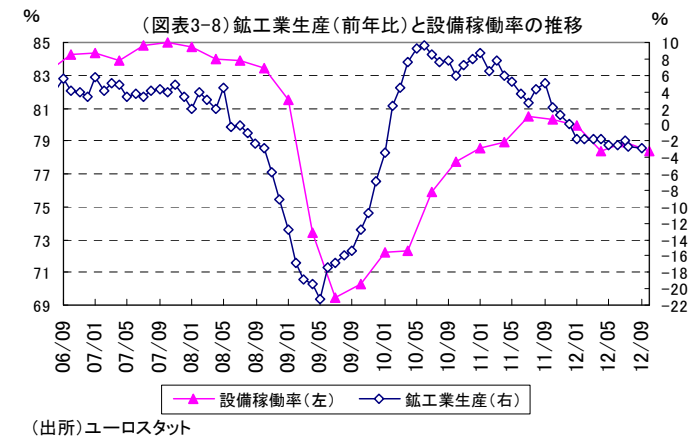
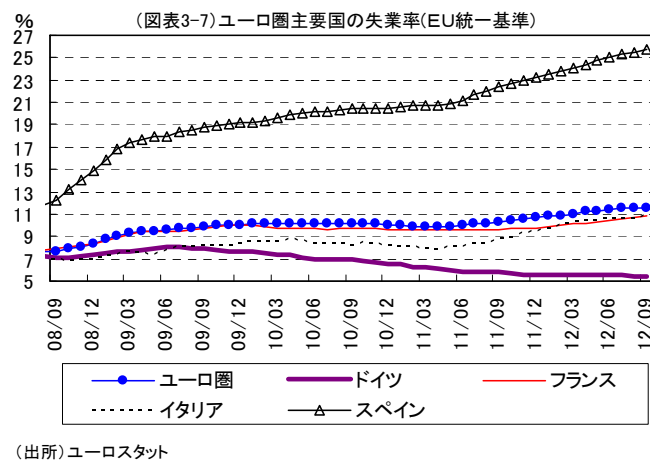
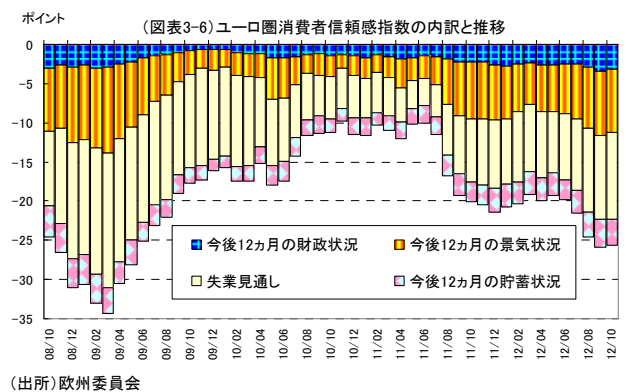
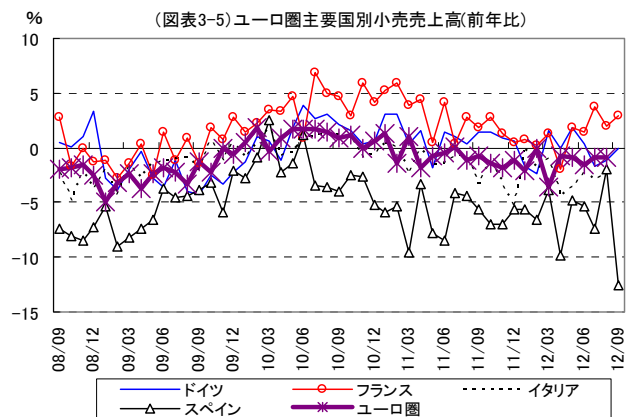
欧州委員会が発表するユーロ圏消費者信頼感指数を見ると、足元では若干改善したものの依然、低水準での推移が続いており、なかでも「今後12ヵ月の景気状況」と「失業予想」が大きく悪化している（図表3-6）。背景には、中国景気の減速に伴い輸出主導のドイツ景気への懸念が高まったほか、スペインの財政問題が深刻化したことがある。

緊縮財政強化の動きや景気見通しの悪化は、雇用環境にも悪影響を与えている。9月のユーロ圏失業率は11.6%と、ユーロ発足後最悪の水準を更新した（図表3-7）。国別に見ると、ドイツでは失業率が改善基調で推移している一方、南欧諸国は失業率の悪化傾向が続いている。南欧諸国は、正社員の解雇規制の存在などから、仕事の空きが発生しにくく、一旦失業すると再就職しづらいという雇用の硬直性が構造問題となっている。各国で労働市場改革が進められているものの、硬直性の緩和などの効果が顕在化するにはかなりの時間がかかりそうだ。

ユーロ圏の個人消費は、消費者マインドの低迷と雇用環境の悪化を受け、当面停滞気味の推移となる可能性が高い。ドイツでは雇用・所得環境が緩慢ながら改善傾向を辿っているほか、世界景気の持ち直しに伴い、来年の春以降はドイツ以外の国でも企業業績の持ち直しとそれに伴う所得環境の向上が見込まれるものの、回復感の乏しい状況が続こう。

（4）固定投資が上向くのは来年半ば以降と予想

債務問題の深刻化に伴い、企業の生産活動も減速基調が続いている。8月のユーロ圏の鉱工業生産は前年比▲2.9%と、9ヵ月連続でマイナスとなっ



た(図表3-8)。生産活動の鈍化に伴い、設備過剰感が高まっている。9月の設備稼働率は78.4%と、2四半期ぶりに低下した。欧州委員会が発表するユーロ圏鉱工業景況感指数を見ても、足元は▲16ポイントと、2009年12月時点の水準にまで低下している(図表3-9)。鉱工業景況感指数の内訳では、生産見通し指数が2012年4月以降はマイナス圏(減らすという回答が増やすという回答より多い)で推移しているほか、新規受注も足元ではマイナス幅が拡大している。

ECBによる銀行貸出調査を見ると、7-9月期は貸出態度の厳格化傾向がやや強まっている(図表3-10)。EBA(欧州銀行監督機構)が71行を対象に実施したストレステストでは、大幅な再編過程にある4行を除く全行が、増資など市場からの資金調達によって総額2,050億ユーロの資本増強を行ない、コアTier1(狭義の中核的自己資本)9%の基準をクリアした。ただ、来年1月からは新自己資本規制(バーゼルⅢ)が段階的に導入されるため、さらなる資本の積み増しを迫られる懸念が残る。銀行の貸出態度は厳格化した状態が続くとみられ、当面は固定投資の減速基調が続くと予想する。

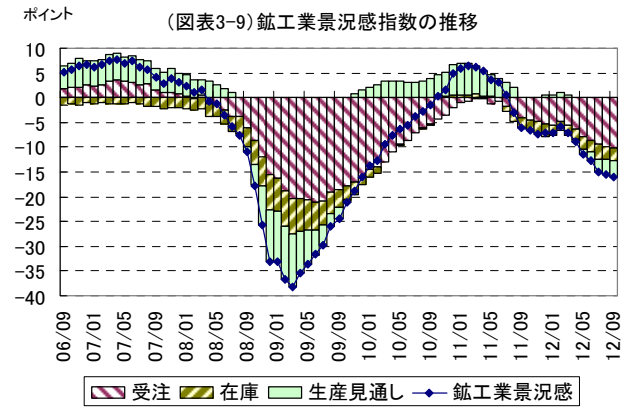
年明け以降は、ECBによるOMTの稼働が見込まれることや、世界景気が徐々に上向くとみられることから、企業の投資マインドは緩やかに改善に向かうとみる。固定投資は次第に減速基調を弱め、来年半ば以降は、ゆっくりと持ち直すと予想する。2014年にかけては、銀行監督一元化など、欧州債務問題への取り組みの進展も企業マインドを緩やかに押し上げるとみる。

(5) 輸出は目先減速するも年明以降持ち直しへ

ユーロ圏の輸出は堅調に推移しており、12ヵ月連続で前月比(3ヵ月後方平均)プラスとなっている。相手国別に見ると、ユーロ圏外欧州向けは足元でプラスに転じているものの、一進一退の推移が続いている。中国を除くアジア向けは6月以降プラス圏での推移が続き、伸び幅も拡大しているが、一方で中国向けは伸び幅の縮小傾向が続いている(図表3-11)。

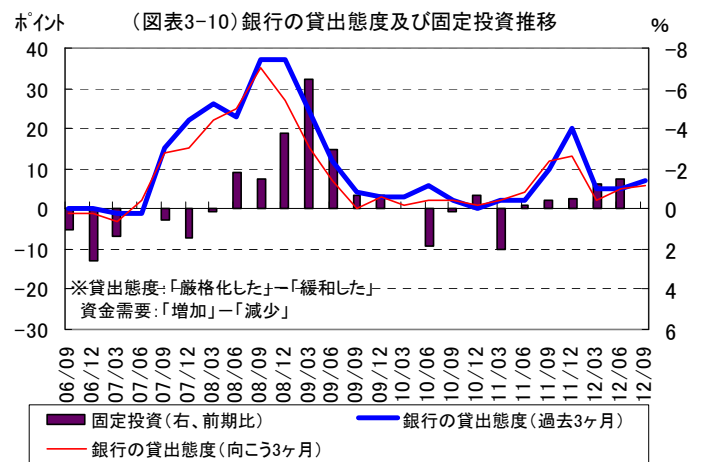
実際の輸出の推移に先行する欧州委員会発表の

(図表3-9) 鉱工業景況感指数の推移



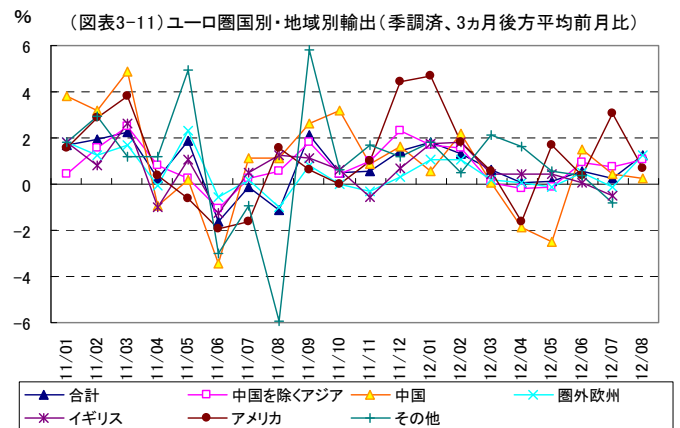
(出所) 欧州委員会

(図表3-10) 銀行の貸出態度及び固定投資推移



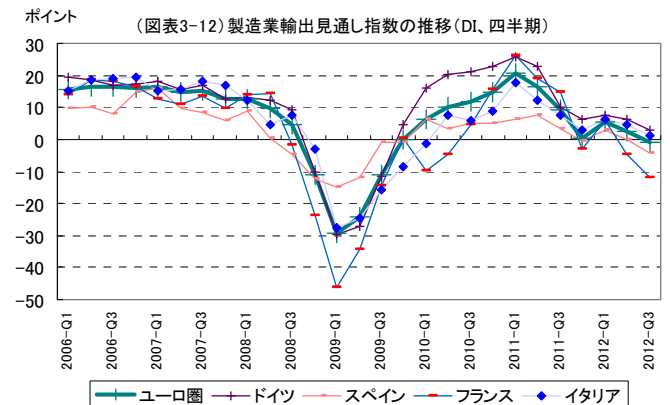
(出所) ECB

(図表3-11) ユーロ圏国別・地域別輸出(季調済、3ヵ月後方平均前月比)



(出所) ファクトセット

(図表3-12) 製造業輸出見通し指数の推移(DI、四半期)



(出所) 欧州委員会

製造業輸出見通し指数を見ると、2012年の第1四半期以降、改善ペースが鈍化している(図表3-12)。中国景気の回復が遅れており、目先のユーロ圏輸出は減速する可能性が高い。ただ、主要な輸出先である米国の景気は緩やかな回復が続くとみられるほか、年明け以降は、世界景気が徐々に上向くとみられることから、ユーロ圏の輸出は春先以降徐々に持ち直すと予想する。

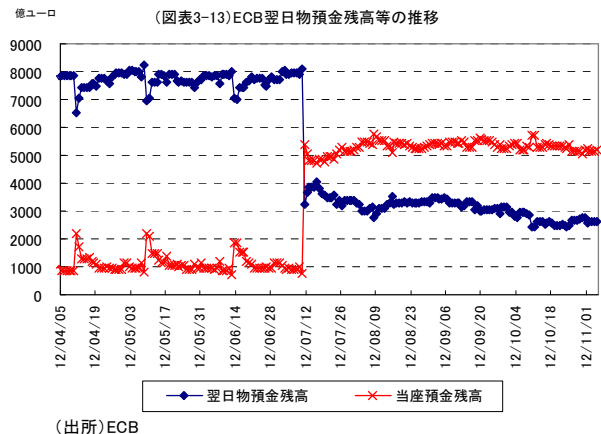
(6) OMTの稼働は来年3月頃を予想

ECB(欧州中央銀行)は11月8日の理事会で、政策金利を0.75%にすえ置くことを決定した。ドラギ総裁は記者会見で、ユーロ圏景気は弱めの成長が続くとの見方を示したが、近いうちに利下げを実施する可能性は示唆しなかった。一方、9月にECBが打ち出したOMTが金融市場の緊張を緩和する一助となっているとの見方も示している。

ECBは、7月の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、最終的に銀行から民間への貸出が増加する

という効果を期待している。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は、調達コストが低下する。ただ、中銀預金金利の引き下げ以降の状況を見ると、民間の資金需要が弱いなか、中銀当座預金に積み上がる資金が増えており、さらなる利下げの効果は期待しづらい(図表3-13)。預金ファシリティ金利にマイナス金利を付与することにより、半強制的に市場に資金を回し、周辺国の国債買い入れを促すという手段も考え得るが、実際には、ドイツ国債などヘリスク回避的に多くの資金が流れる可能性が高い。ECBのコンスタンシオ副総裁は「現在の金利水準は適切な水準である」と述べたほか、ノワイエ仏中銀副総裁も「政策金利を引き下げることよりも、政策効果を浸透させることのほうが重要」との見方を示している。政策金利の引き下げ効果は、各国によって浸透の度合いが異なり、なかでも周辺国の金利の低下には結びつきにくいいため、ECB内では非標準的措置によって支援要請国へ直接介入するほうがより効果的であるとの見方が多い。また、ドラギ総裁はエネルギー価格の高騰やスペインなど一部の国の消費税率引き上げによって、ユーロ圏の消費者物価指数が2013年に入っても物価目標の2%を上回るとの見方を示している。周辺国の金利を引き下げるOMTの稼働が予定されているため、来年半ばまでに追加の利下げを実施する可能性は30%とみる。

OMTについては、稼働時期が来年3月頃になるとみている。周辺国がESMに支援要請することがOMT稼働の条件となるが、この場合、実現可能で有効なさらなる厳しい緊縮策が周辺国に課される。スペイン政府の2011年の財政赤字削減目標の未達要因の3分の2は地方政府にあり、スペインが目標を達成するためには、地方政府に厳しい緊縮策を課すことが必要不可欠となる。10月末に実施されたガリシア、バスク両州の地方選挙では、ラホイ首相の出身地であるガリシア州では首相の属する与党の国民党系地域政党が過半数の議席を獲得したものの、バスク州では、独立を主張する急進派の新党「ビルドゥ」が躍進した。11月末にはスペインからの独立を掲げるカタルーニャ州の地方議会選挙も控えており、これが終わるまでスペイン政府は支援要請を待つとみている。ただ、11月8日に政府は入札を実施し、20年債を含め計48億ユーロを発行した。これにより、2012年に必要な資金を調達できた上に、11月22日の入札で来年1月の償還に必要な資金を調達するとみられるため、年内に支援を要請する可能性は低い。年明け以降は、政府が支援要請を躊躇していることを受けて金



利が上昇するとみられるのに加え、2013年4月に大量の国債償還を控えていることから政府は2月頃に支援を要請するとみる。ESMに支援を要請してから、実際にESMが支援を行なうまで3～4週間かかるとみられるため、ECBがOMTを発動するのは3月頃になると予想する。

(7) 英国経済は年明け以降徐々に上向くと予想

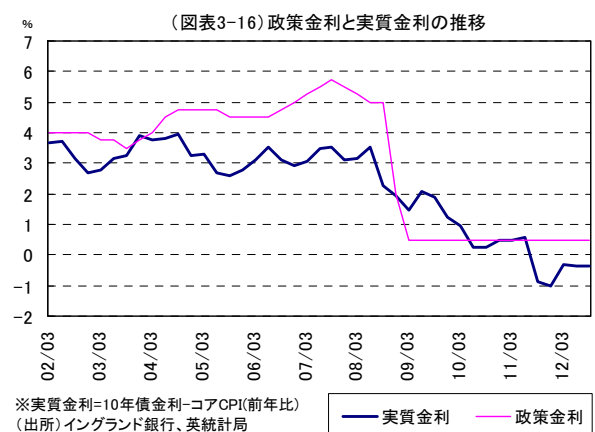
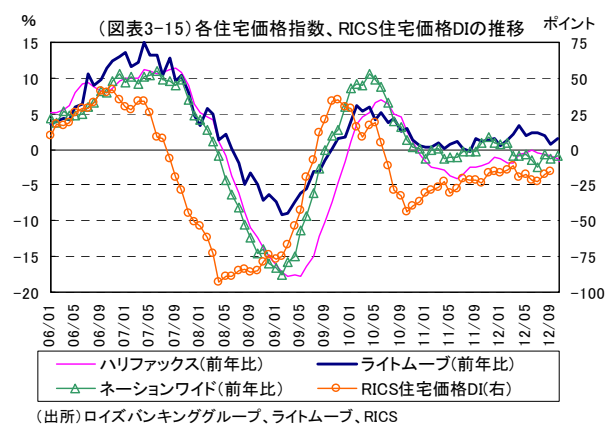
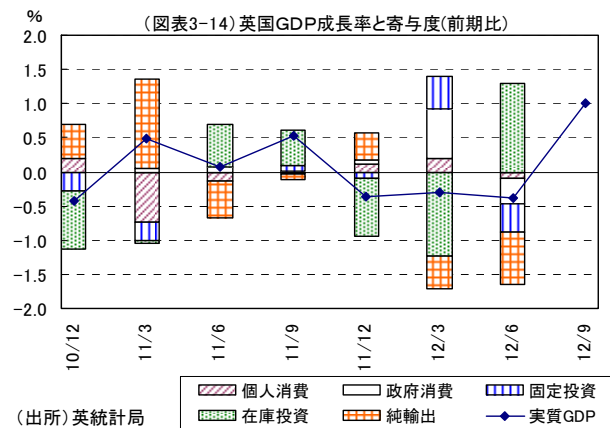
英国の7-9月期実質GDP成長率（速報値）は前期比+1.0%のプラス成長となった（図表3-14）。ただ、記録的な豪雨、エリザベス女王の即位60周年記念行事およびバンクホリデーによる休日の増加という特殊要因により成長率が押し下げられた前期の反動や、オリンピック開催に伴う特需の影響が大きい。

7-9月期の個人消費は、前期の反動に加え、オリンピックに伴う小売売上の増加、雇用環境の改善がプラス寄与に働いたと考えられる。6-8月の失業率（ILO基準）は7.9%と、5-7月の8.1%から改善した。しかし、調査会社GfK・NOPが発表する消費者信頼感指数を見ると、足元の雇用指数は再度低下しており、雇用環境の回復ペースは今後、鈍化するとみられる。一方、家計に逆資産効果をもたらしていた住宅価格は、低下基調に歯止めがかかりつつある。住宅価格の先行指標であるRICS住宅価格DIが8月以降改善基調で推移しているほか、足元の価格指数も低下圧力が和らぎつつある（図表3-15）。緩和的な金融環境に支えられ、住宅価格は2012年10-12月期に底打ち、次第に上向くとみている。失業率の改善ペースが鈍化し、家計所得が低い伸びにとどまる一方で、逆資産効果は緩和が見込まれ、個人消費は緩慢ながら回復に向かうと予想する。

一方、固定投資は低迷が続いている。製造業と鉱業の生産が伸び悩んでおり、民間固定投資は低迷している。さらに、緊縮財政の影響で公的投資も減少トレンドが続く可能性が高く、固定投資は当面、低迷が続くとみる。ただ、年明け以降は、低金利の継続、貸出のための資金供給（FLS）といった緩和的な政策や、個人消費の底打ちを背景に、緩やかに上向くと予想する。

輸出も伸び悩んでいる。米国の景気は緩やかな回復が続いているものの、主要輸出先であるユーロ圏景気の回復が遅れていることから、今後も輸出は伸び悩む展開が続く可能性が高い。

イングランド銀行は11月のMPC（金融政策委員会）で、政策金利を0.5%ですえ置き、資産買い取り枠も3,750億ポンドを維持した。すでに実質金利はマイナス圏内となっており、MPC内では利下げや



量的緩和には消極的な見方が広がっている（図表3-16）。10－12月期は、オリンピック特需などの押し上げ効果が剥落することもあり、再びマイナス成長に陥る可能性が高いものの、年明け以降は個人消費などの回復によって、景気が徐々に上向くとみており、今後さらなる利下げ、資産買い取り枠の拡大は行われないと予想する。

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、9月以降、生産、固定投資、小売、輸出などの主要経済統計がいずれも上向くなど、底打ちの兆しが出てきている。政府が認可した1兆円規模のインフラ投資の効果が現れ始めており、景気は7-9月期に底を打ち、すでに回復期に入っている可能性が高まっている。ただ、政府は不動産価格抑制策を緩めない姿勢も堅持しており、ブレーキとアクセルを同時に踏む状況は変わっていないことから、今後の回復のスピードは鈍いものにとどまると予想する。2014年にかけても8%前後の成長が続くとみるが、以前のような二桁成長への回帰は期待できず、世界景気のけん引役としては力不足の状態が続く可能性が高い。

(1) 年末以降の中国景気は持ち直しへ

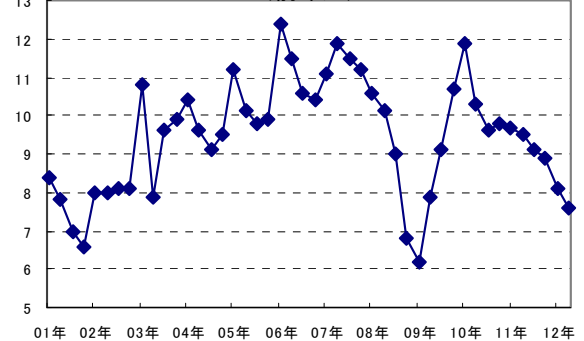
中国の7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.4%となった(図表4-1)。これで7四半期連続の伸び鈍化だが、試験的に発表している前期比ベースの伸びは+2.2%と、4四半期ぶりの高い伸びとなるなど、下げ止まる兆しも見える。

9月以降の経済統計は、生産、固定投資、小売、輸出などの主要指標がいずれも上向いている。政府が認可した1兆円規模のインフラ投資の効果が徐々に現れ始めており、景気は7-9月期に底を打ち、10-12月期以降、緩やかに上向く可能性が高い。一方で、政府は不動産価格抑制策を緩めない姿勢も堅持にしている。ブレーキとアクセルを同時に踏む状況は変わっていないことから、以前のような高成長は期待できず、2014年にかけても世界景気のけん引役としては力不足の状況が続くとみている。2012年の実質GDP成長率は7.5%、2013年は8.2%、2014年は8.0%と予想する(図表4-2)。

(2) 企業活動は上向く

企業マインドは上向きつつある。国家統計局発表の10月PMI(製造業購買担当者指数)は50.2と、9月の49.8から0.4ポイント上昇、3ヵ月ぶりに好不況の分岐点となる50を超えた(図表4-3)。個別項目別にみると、新規受注指数が49.8→50.4(+0.6)と2ヵ月連続で改善し、6ヵ月ぶりに50ポイントを回復したほか、生産指数も51.3→52.1(+0.8)と2ヵ月連続で改善している。購買量は49.8→51.2(+1.4)と3ヵ月連続で改善し、5ヵ月ぶりに50ポイントを上回った。製造業の在庫調整は一巡した可能性が高い。10月の非製造業PMIも55.5と、9月の53.7から回復している。建設セクターや小売セクターが上向いている。

(図表4-1)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)

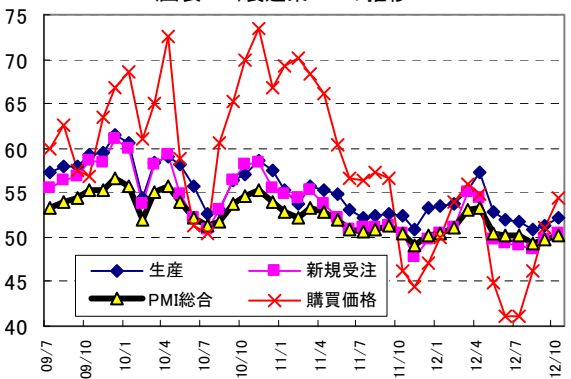


(出所)中国国家統計局

(図表4-2)中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	11年	12年 (予測)	13年 (予測)	14年 (予測)
実質GDP成長率	9.2	7.5	8.2	8.0

(図表4-3)製造業PMIの推移



(出所)中国物流購買連合会

実体経済の動きを示すハードデータのうち、まず、10月の鉱工業生産は前年比+9.6%と、9月の同+9.2%を上回った(図表4-4)。鉄鋼が9月の同+4.9%から同+11.7%へと大幅に加速したほか、発電量も9月の同+1.5%から同+6.4%へと加速した。セメントも同+11.5%と2ヵ月連続で二桁の伸びを記録、政府が公共投資の認可を加速したことの効果が徐々に現れ始めている可能性がある。今後もインフラ投資関連の生産が伸びてくることが予想される。

1-10月の固定資産投資は前年比+20.7%と、1-9月の同+20.5%から伸びが小幅加速した(図表4-5)(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)。昨年7月の高速鉄道事故の影響で、鉄道運輸は一時期前年比で4割以上のマイナスとなっていたが、5月以降、前年比▲41.6%(1-5月)→同▲36.9%(1-6月)→同▲31.9%(1-7月)→同▲23.9%(1-8月)→同▲12.4%(1-9月)→同▲1.4%(1-10月)と、段階的にマイナス幅が縮小してきており、11月はプラス転換がほぼ確実な情勢となっている。

国家发展改革委員会は9月5日に約8,000億元、25件の鉄道建設プロジェクトを一挙に認可するなど、昨年7月の高速鉄道事故以降、凍結していた鉄道分野への投資を本格的に再開する方針を明らかにしている。中国鉄道部によると、10月単月の「鉄道インフラ投資額」は前年同月比+240.8%を記録したとのことで、9月以降、加速している様子が見てとれる(9月は同+111%)。

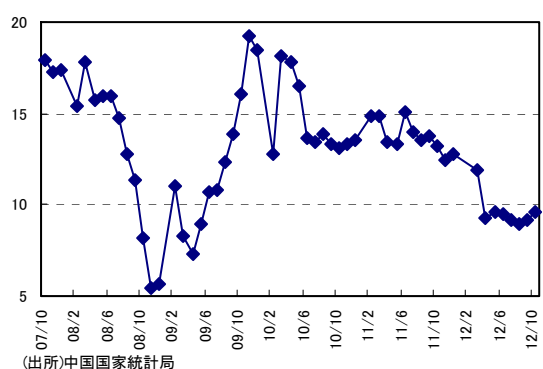
9月は、河南省鄭州～河北省武漢を結ぶ鄭武高速鉄道を含めた、「四縦四横(南北に4本、東西に4本)」幹線が開通した。鉄道投資は、今後、固定投資のけん引役となる可能性が高い。投資偏重といういびつな成長構造の改革は習近平政権に引き継がれる課題となったが(図表4-6)、景気は年末以降、投資主導で回復に向かうと予想する。

(3) 輸出は持ち直しの兆し

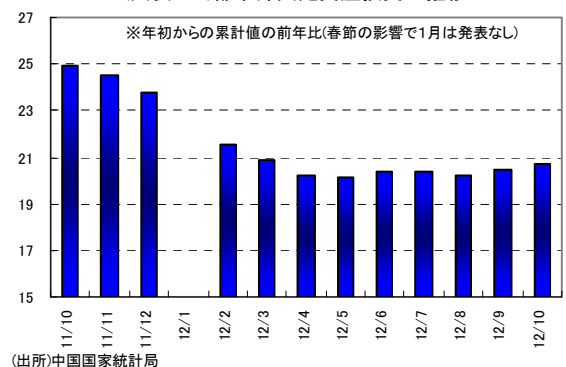
10月の輸出は前年比+11.6%となり、9月の同+9.9%から加速した。輸入の伸びは同+2.4%で9月と同じ。貿易収支は320億ドルの黒字となり、2009年1月以来、3年9ヵ月ぶりの高水準となった(図表4-7)。

輸出相手国別にみると、ASEAN向けが、9月の同+25.5%から同+44.8%へと大幅に加速したのが、全体の押し上げに寄与した。ウェイトが大きいEU向けのマイナス幅が、同▲10.7%から同▲

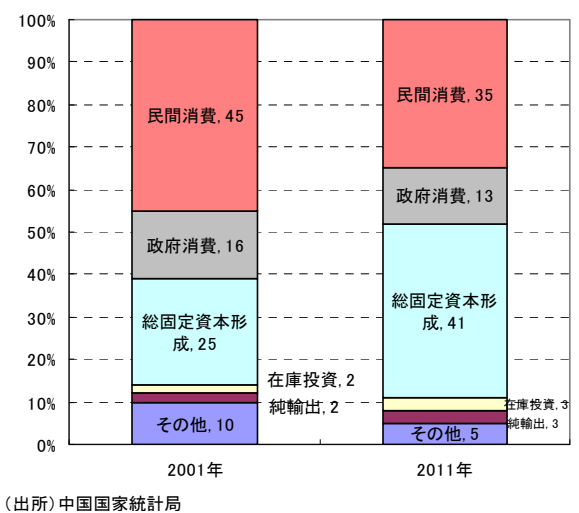
(図表4-4)中国鉱工業生産(前年比)



(図表4-5)都市部固定資産投資の推移



(図表4-6)名目GDPの構成の推移



8.1%へと縮小したことや、米国向けが、9月の同+5.5%から同+9.0%へと伸び幅が拡大したのも寄与している。近隣諸国・地域向けでは、台湾向けが、9月の同+11.5%から同+16.6%へ、韓国向けが同+3.4%から同+6.7%へとプラス幅を拡大させた。日本向けは、同+2.2%から同+1.1%へとプラス幅が小幅縮小、逆に日本からの輸入は同▲10.2%と、マイナス幅は9月の同▲9.6%から拡大している。

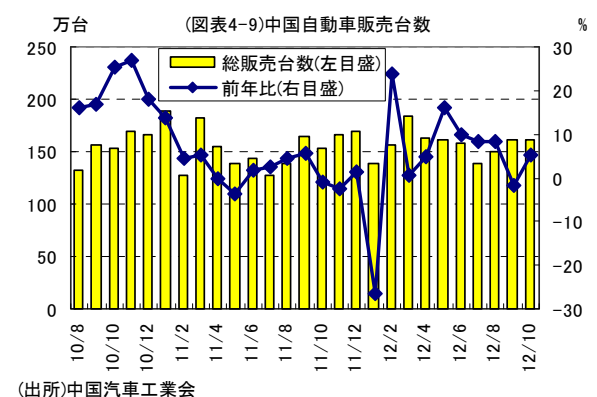
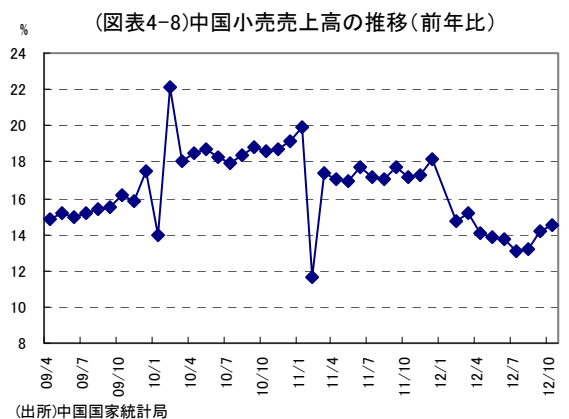
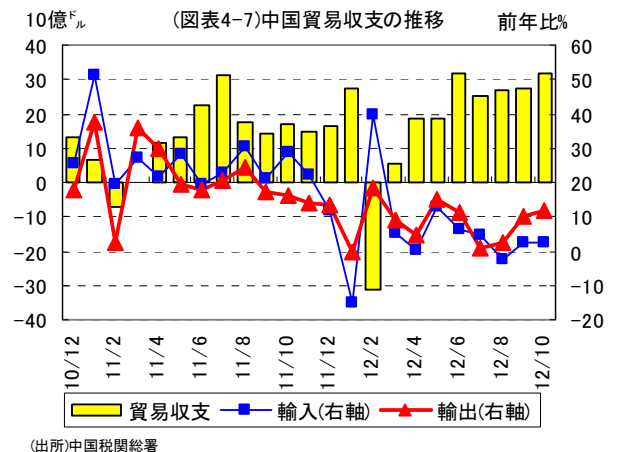
10月の輸出の伸びは、ASEAN 向けの急加速に助けられた面が大きく、一時的要因が働いているとみられるため、今後は当面伸び悩む可能性が大きい。中国政府は9月に、輸出税還付の迅速化や輸出業者向け融資の強化、中小企業向け輸出信用保険の拡大などの輸出振興策を発表しているが、輸出を大きく押し上げるには力不足と考えられる。海外景気の回復を期待したいところだが、足元では逆に海外経済が中国景気の回復を待っているのが現状であり、中国が外需をテコに景気回復を図るのは難しい。

(4) 個人消費は底堅い推移

10月の小売売上高は、前年同月比+14.5%と、9月の同+14.2%から小幅加速した(図表4-8)。伸び幅が拡大するのは3ヵ月連続。車(同+1.7%→同+7.0%)のほか、日用品(同+15.8%→同+19.0%)や化粧品(同+15.7%→同+18.1%)などが伸びている。伸びが鈍化した品目は、衣類(同+20.4%→同+18.7%)、オフィス用品(同+14.7%→同+12.6%)、娯楽用品(同+19.3%→同+8.9%)など。

今年の春以降、当局は、エネルギー効率の良い家電製品に対する補助金支給、排気量が1.6リットル以下の自動車販売を促進、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などの個人消費の刺激策を次々に打ち出している。全体的に小粒ということもあって、これまで大きな成果を上げるには至らなかったが、金融緩和に伴う資金調達環境の改善、インフレの落ち着き、都市部の堅調な雇用などもあって、秋以降の個人消費は底堅く推移すると予想する。

一方、自動車販売は懸念材料。10月の中国の自動車(乗用車・トラック・バス)販売台数は、前年比+5.3%の増加となった(図表4-9)。8月に同+8.3%の増加となった後、9月は日中の領土問題の影響で同▲1.8%と急ブレーキがかかったが、10月は一応持ち直した。ただ、日本車は9月に引き続き4割以上の販売減となっている。中国の乗用車市場に占める日本車の割合は10月末時点で17.1%と、依然2割近くを占める。今後も他メーカーに乗り替える動きが進む一方で、自動車購入自体を先送りする消費者もいるとみられ、今後も現地の工業生産や、販売店の業績悪化を通じた景



気の下押し圧力となることが懸念される。

(5) 政府は不動産価格の抑制策を緩めず

9月の新築住宅価格は、主要70都市のうち24都市が前月比で下落（8月は20都市）、15都市が変わらず（8月は14都市）、上昇は31都市（8月は34都市）となった。前年同月比で見ると、価格が下落したのは55都市（8月は53都市）と約8割を占めているが、前月比では上昇した都市数が下落した都市数を上回るなど、価格は下げ止まりつつある。

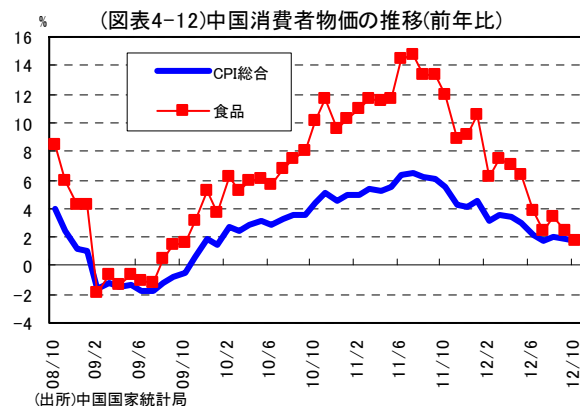
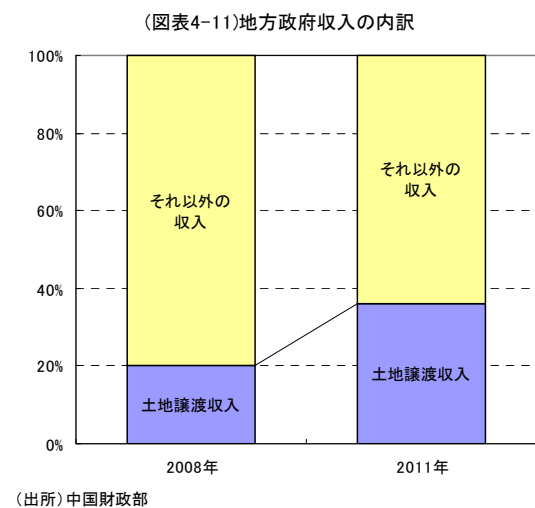
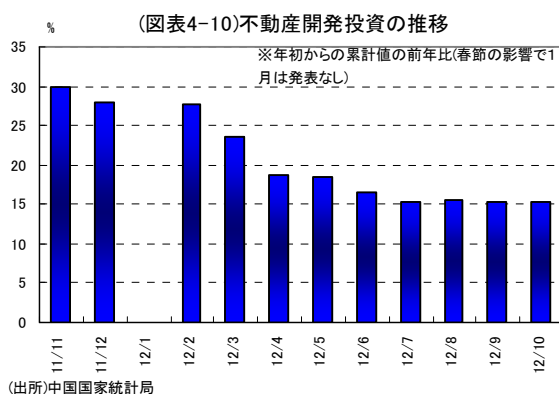
春先以降、政府が景気刺激策を強化しつつあることもあって、不動産投資にも下げ止まりの兆しが見える。1-10月の不動産開発投資は、前年比+15.4%の伸びとなり、1-9月の同+15.4%と同じとなった（図表4-10）。7-9月の不動産デベロッパーや住宅購入者向け融資は4,168億円で、4-6月から29%増加、1-9月の新規融資のうち不動産向け融資の割合は15.4%と、1-6月の12.3%から上昇している。

もっとも、当局は、リーマンショック後に実施した4兆元の景気対策の資金の多くが不動産セクターに流れ、地方銀行中心に不良債権の山を築いたという反省もあって、不動産価格規制を緩めない姿勢を堅持している。温家宝首相は10月17日、政府が不動産投資規制を緩和するとの観測を否定し、「不動産市場への規制はこれまでのところ成功しているが、市場はなお安定していない」と述べている。現在、上海と重慶で不動産税を試験的に実施しているが、今後は段階的に拡大していく方針のようだ。不動産取引税の引き上げも検討されている。

インフラ投資を奨励する一方で、不動産価格の上昇は許さないという、いわばアクセルとブレーキを同時に踏む状況は変わっていないことから、景気の回復スピードは鈍いものにならざるをえない。地方政府は、歳入の3割以上を不動産の譲渡収入に依存しており（図表4-11）、不動産価格の低迷は懐を直撃する。もともと、4兆元の景気対策のうち、1.25兆元は地方政府が実施したものだったが、当ても資金調達に難渋し、迂回団体（地方政府融資平台）を通じた銀行からの借り入れで賄った経緯がある。6月以来、地方政府は、相次いで独自の景気対策や成長戦略を打ち出しており、計画の規模は合計20兆元を超えるが、財政の裏付けは乏しく、実現性は低い。

(6) インフレ率は鈍化

10月のCPIは前年比+1.7%の上昇となり、上昇率は9月の同+1.9%から小幅縮小した（図表4-12）。



ウェートの大きい食品価格が9月の同+2.5%から同+1.8%へと鈍化したのが主因。食品の内訳を見ると、豪雨などの天候不順の影響で8月に同+23.8%まで上昇していた野菜価格が、同+1.1%と落ち着きを取り戻したことが、全体の伸びの鈍化に繋がった。数年サイクルで周期的に上昇と下降を繰り返している豚肉価格も、同▲15.8%と下落が続いている。非食品価格の伸びは同+1.7%で、9月の同+1.7%と同じ伸び幅となった。これで10ヵ月連続の1%台と、落ち着いた推移が続いている。

8月のCPIは5ヵ月ぶりの加速だったが、その後9、10月と2ヵ月連続で鈍化したことで、インフレ懸念は抑制されていることが確認された。また、CPIに先行する10月の生産者物価指数（PPI）は前年比▲2.8%と、9月の同▲3.6%からマイナス幅が縮小した。PPIが上向くのは15ヵ月ぶり。生産財のマイナス幅が縮小しており、景気回復の兆しを示している可能性もある。ただ、力強い景気回復は期待できないことから、物価は当面落ち着いた推移が続く可能性が高い。

（7）オペを金融緩和手段として活用

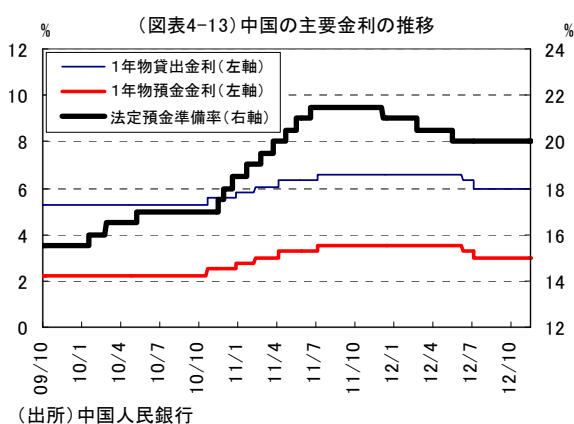
景気減速を受け、人民銀行は6月8日と7月6日に25bpずつ2度の利下げを実施した(図表4-13)。1回目の利下げで、1年物の貸出金利は25bp引き下げられ6.31%に、1年物の預金金利は25bp引き下げられ3.25%となった。2回目は、貸出金利は31bp引き下げられ6%に、預金金利は25bp引き下げられ3%となった。

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を禁じられていたが、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た。

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。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あるため、新規融資の動向は、当局の政策スタンスを知るための指標ともなる。中国の規制当局は商業銀行に対し、9月以降、インフラプロジェクト向け融資を拡大するよう指示している。鉄道や高速道路のほか、農業インフラや低中所得者向け公共住宅プロジェクトも対象となっている。

ただ、足元の流動性関連の指標をみると、10月の人民元建て新規融資は5,052億元と、9月の6,232億元から減少した。実体経済に出回っている流動性の目安とされる、同月のストックベースの社会融資総量（融資の他、株式・債券発行、信託ローン、銀行の簿外融資等含む）は1兆2,900億元となり、9月の1兆6,500億元からやはり減少している。

こうした動きとなっている理由のひとつに、当局の思惑とは裏腹に、金利自由化によって銀行の利ザヤが逆に縮小し、収益性が低下する懸念が高まっていることがある。実際、銀行間の競争激化に伴う利益率の低下を受け、一部銀行が大規模インフラプロジェクトへの融資を敬遠し、より高金利収入が期待できる小口顧客に焦点を移す動きもみられる。こうした動きもあり、9月以降に認可が進んだ大型インフラ投資プロジェクトの多くは、十分な資金を確保できていない可能性がある。



特に、地方銀行の多くは、リーマンショック後の景気対策で焦げ付いた地方政府関連の融資の多くが不良債権としてバランスシートに残った状態とみられ、積極的な融資拡大を妨げる要因となっている。当局の思惑通り融資が順調に拡大するかどうかは不透明感が強く、逆に、銀行の慎重な貸出態度が景気回復ペースを抑制する要因となる可能性もある。

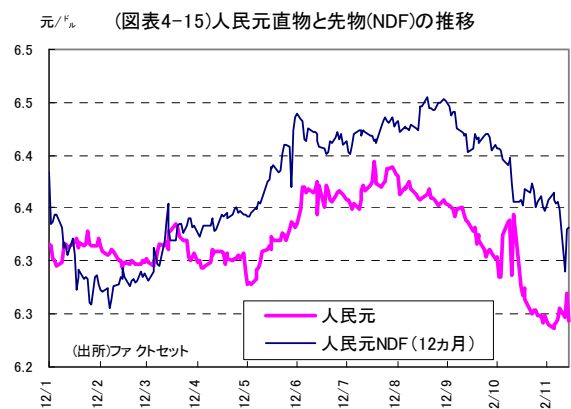
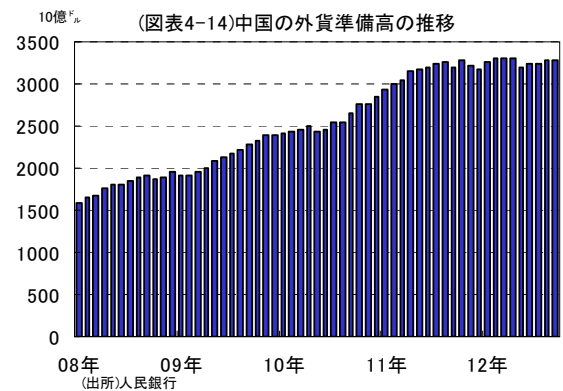
人民銀行の次なる一手が注目されるが、政府の中期的な金融政策の運営方針との関係もあって、追加利下げの可能性は低い。2015年までの5カ年金融改革の原案によると、中国金融当局は、金融政策の軸足を、預金準備率や基準金利の操作という手段から、先進国同様、公開市場オペレーションを通じた政策金利の間接的操作という方向へシフトさせる方針のようだ。対象となる政策金利は、上海銀行間取引金利（SHIBOR）となる模様で、実際、人民銀はここ数ヶ月、規模の大きいオペを実施している。今後もリバースオペ等を主たる金融調節手段として、潤沢な資金供給を実施する方針とみられる。

（8）人民元のボラティリティが拡大

中国は近年、ホットマネー（熱銭）と呼ばれる投機資金の流入が、元売り介入を通じ恒常的にインフレ圧力となり続けてきた。買入れたドルは外貨準備の急速な積み上がりに反映されてきたが（図表4-14）、2011年以降、外貨準備の伸びは止まっており、人民元相場が均衡水準に近付いてきた可能性を示している。実際、人民銀行の易綱副総裁は、10月12日、国際金融協会（IIF）が東京都内で開いたパネルディスカッションで、「為替レートは基本的には市場が決めていく」と述べ、過去1年の外貨準備の推移を証拠に、「人民銀行が劇的に為替介入を減らしてきたことはご存じないかもしれない」と述べている。

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割上昇してきたが、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。その後の人民元相場は、4月の6.30元/ドル付近から、7月には6.40元/ドル付近まで下落した後、11月にかけては再度6.24元台まで元高が進むなど、上下両方向に変動性が大きくなっている（図表4-15）。7月までの元安は、中国景気の減速懸念を反映した形と考えられ、その後の元高は、中国景気の底打ち期待に加え、QE3に伴う米ドルの軟化と、ドルキャリー取引による海外投資家の人民元買いの再活発化を反映した形と考えられる。この間の外貨準備の推移を見ても、人民銀行が大規模な介入を実施している証拠は乏しい。

中国景気力の強い回復の可能性が高くないことを考えれば、一時のようなホットマネーの大量流入は考えにくく、このまま一本調子で元高傾向が続く可能性は低い。今後も上下に振れが大きくなる展開が予想されるが、米国との景況感格差等を反映し、均せば向こう2～3年程度は年1～2%の緩やかな元高となる可能性が高いとみている。



5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国の景気は、内需が堅調に推移しているものの、世界景気減速の影響を受けて、回復が遅れている。輸出回復の遅れが主な要因であり、韓国、台湾、シンガポール、香港の2012年の経済成長率は、2011年から大きく鈍化するとみている（図表5-1）。ただ、足元の輸出は、持ち直しの兆しもみられ、2013年以降の景気は、緩やかながらも回復に向かうと予想する。

一方、インドネシア、マレーシア、フィリピンは、今後も内需がけん引することで、2013年以降も安定成長を持続するとみている。ただ、タイは復興・復旧需要が当面の景気をけん引するものの、2013年以降は、その効果が徐々に減衰に向かうと予想する。インドの景気は、当面、減速基調で推移するものの、規制緩和などの政策効果が寄与してくることで、徐々に回復に向かうとみている。

インフレについては、食料品価格やエネルギーを中心に上昇圧力が残るものの、景気の下振れを懸念して、金融緩和へ舵を切っている。すでに、10月には韓国、タイ、フィリピンが利下げを実施した。

豪州の景気は、当面、減速傾向が続くものの、2013年半ば以降、外需の持ち直しに支えられる形で上向くと予想する。

（1）アジア新興国の景気回復は遅れる

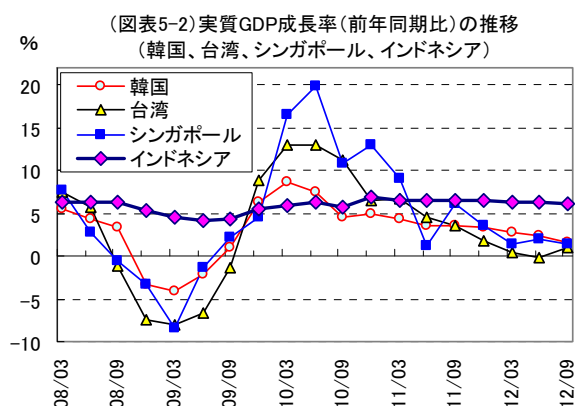
アジア新興国の景気は、内需が堅調に推移している一方で、輸出の低迷が続いているため、回復が遅れている。まず、韓国の2012年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）を見ると、前期比+0.2%と、前期（2012年4-6月期）の同+0.3%から小幅鈍化した（図表5-2）。6月に総額約8.5兆ウォンの景気対策を打ち出したことなどから、民間消費は同+0.6%と、前期（同+0.4%）からやや加速したものの、半導体製造関連投資の落ち込みなどから設備投資が同▲4.3%と、2四半期連続のマイナスとなった。輸出は同+2.5%のプラスとなったが、前期が同▲4.3%のマイナスだった反動という要因が大きい。このため、韓国政府では、9月に減税などによる総額5.9兆ウォンの追加景気対策を発表しているものの、景気回復は外需次第という面が大きく、目先の景気は鈍化傾向が続くと予想する。

台湾の2012年7-9月期の実質GDP成長率は同+0.9%と、前期の同+0.6%からやや加速した。前年比でも+1.0%と、2四半期ぶりにプラスとなった。スマートフォンなどのIT関連製品を中心に輸出が持ち直したことが大きい。ただ、輸出の回復は、アップルが発売した「iPhone5」など、

（図表5-1）その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
韓国	3.6%	2.0%	2.5%	3.0%
台湾	4.0%	1.1%	2.9%	4.0%
香港	5.0%	1.4%	3.7%	4.1%
シンガポール	4.9%	1.7%	4.0%	4.5%
インドネシア	6.5%	6.3%	6.4%	6.5%
タイ	0.1%	5.0%	4.6%	4.3%
マレーシア	5.1%	4.5%	4.8%	5.0%
フィリピン	3.9%	4.8%	5.0%	5.3%
インド	6.5%	5.2%	6.0%	6.7%
豪州	2.1%	3.5%	2.7%	2.9%

（注）インドは年度ベース（4月～翌3月）



（出所）各国統計より明治安田生命作成

一部の電子部品に支えられた面が大きく、内需も鈍化傾向で推移しているため、当面の景気回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

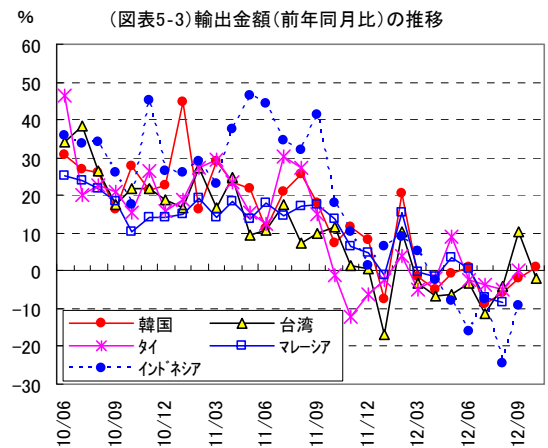
シンガポールの2012年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.5%と、マイナス成長になった。輸出回復の遅れなどから電子機器製造などの製造業部門が同▲3.9%のマイナスとなったことが響いた。一方、7-9月期の失業率(季調値)は1.9%と、雇用環境はタイトな状況が続いており、再開発などの建設需要も旺盛で、堅調な内需が景気を下支えている。

インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピンの景気は、内需を下支えとして堅調に推移している。インドネシアの2012年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.2%と、4-6月期の同+6.4%から小幅鈍化したものの、6%台の高成長を維持した。7-9月期の輸出が同▲2.8%と、12四半期ぶりにマイナスとなる一方で、民間消費が同+5.7%、総固定資本形成が同+10.0%となった。通関ベースの輸出も9月まで6ヵ月連続の前年比マイナスが続いているが(図表5-3)、海外からの直接投資は活発であり、小売売上高も前年比2桁増が続いていることから、当面、内需がけん引する状況が続くと予想する。

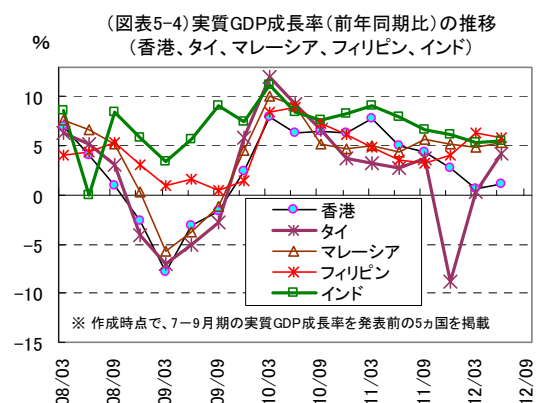
タイの4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+4.2%と、1-3月期の同+0.4%からプラス幅が拡大した(図表5-4)。洪水からの復興・復旧が進んだことなどから、民間最終消費支出や総固定資本形成などの内需が伸びたが、純輸出はマイナス寄与となった。世界景気減速の影響で輸出の持ち直しが遅れているが、当面は内需主導による回復が続くとみている。マレーシアの4-6月期も同+5.4%と、1-3月期の同+4.9%を上回ったが、ここでも民間消費支出と総固定資本形成が寄与する一方、純輸出はマイナス寄与となっている。

フィリピンの4-6月期の実質GDP成長率は同+5.9%と、1-3月期の同+6.3%からはやや鈍化したものの、移民からの送金が個人消費の下支えとなり、内需をけん引役とした成長が持続している。

インドの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.5%と、1-3月期の同+5.3%からプラス幅が拡大したものの、2011年度の同+6.5%との比較では大きく鈍化している。個人消費や設備投資の伸び鈍化が直接の要因だが、海外からの資本流入が停滞し、インフラ投資などの必要な資金が不足したことも背景にある。インドは、慢性的な経常赤字のため、成長のための資金を海外から呼び込む必要があるが、国内汚職の蔓延や、与野党の対立で外資規制緩和策が棚上げとなるなど、海外投資家の魅力減退につながっていた。ただ、シン政権は夏場以降、民間航空分野・総合小売分野への外資規制緩和や国営企業4社の株式売却など、構造改革を進める姿勢を強めており、こうした政策が確実に遂行されることで、徐々に景気押し上げにつながるものとみている。



(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

(2) 輸出は緩やかながらも持ち直しの兆し

内需が堅調に推移するなか、今後の景気回復は、輸出の動向が鍵を握っている。各国の輸出動向を見ると、韓国は10月が前年比+1.2%と3ヵ月ぶりにプラスへ転換した(図表5-3)。台湾は10月が同▲1.8%と、前年比マイナスとなったが、9月は同+10.4%と高い伸びを示しており、均せば増加基調に転じている。台湾の輸出の先行指標となる輸出受注を見ても、9月は同+1.9%と、小幅ながらも7ヵ月ぶりにプラスとなった(図表5-5)。スマートフォンやタブレット端末向けの電子部品など、一部のIT関連製品に支えられた面が大きいものの、ようやく、輸出回復の兆しが出てきている。今後については、韓国・台湾とも、中国向け輸出シェアが3~4割と高く、中国景気の持ち直しによるところが大きい(図表5-6)。中国景気は、政府の景気対策の強化などに伴い、年末以降、徐々に上向いてくるとみており、韓国・台湾の輸出も、2013年度以降、緩やかながらも回復へ向かうと予想する。

タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンなどのASEAN諸国についても、輸出の持ち直しは、中国景気の回復ペースに左右される度合いが大きい。2000年以降のASEAN諸国の輸出を見ると、2000年から2011年にかけての輸出額(名目)は3.2倍になったのに対し、中国向けは8.6倍まで拡大した。輸出シェアも、ASEAN域内輸出は概ね25%程度で大きな変化はないものの、中国向けが4%から12%まで拡大し、対照的に米国向けが18%から9%、EU向けが15%から11%へと低下している(図表5-7)。東アジア域内での分業体制の発達とともに、ASEAN諸国の輸出は、中国との結びつきを強めており、中国景気の回復が波及することで、2013年以降の景気を支えていくとみている。

(3) 金融緩和へ舵を切る

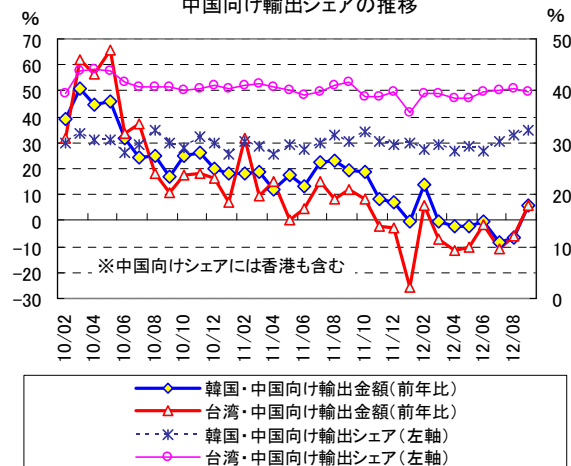
アジア新興国は、食料価格などの上昇によるインフレ圧力が依然として残っている一方で、外需回復の遅れから景気下振れ懸念が高まっているため、金融緩和に舵を切っている国が多い(図表5-8、5-9)。韓国では、10月11日に韓国中央銀行が政策金利を3%から2.75%へ引き下げると発表した。7月に3.25%か

(図表5-5) 台湾の輸出受注(前年比)の推移



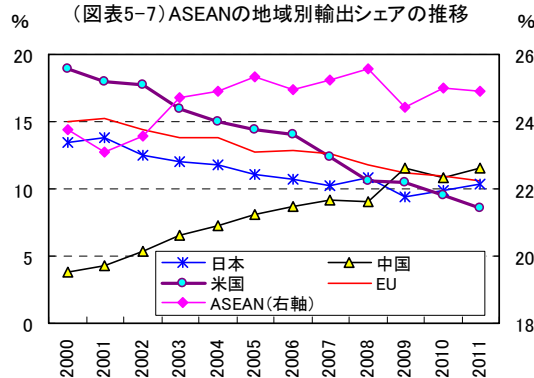
(出所)台湾經濟部

(図表5-6) 韓国・台湾の中国向け輸出金額(前年比)と中国向け輸出シェアの推移



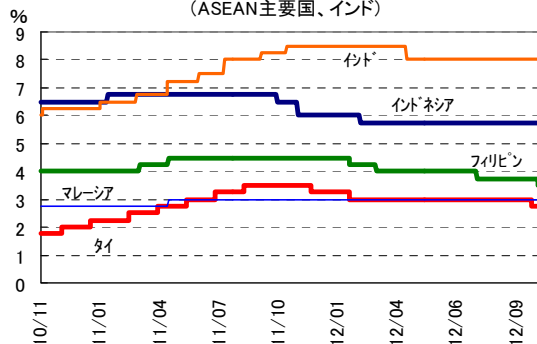
(出所)各国統計より明治安田生命作成

(図表5-7) ASEANの地域別輸出シェアの推移



(出所)各国統計より明治安田生命作成

(図表5-8) 各国の政策金利の推移 (ASEAN主要国、インド)



(出所)各国統計より明治安田生命作成

ら0.25%引き下げたが、その後も景気低迷が続いていることが主な理由である。消費者物価指数(以下、CPI)は、9月が前年比+2.0%と、8月の同+1.2%から上昇したものの、6月以前は同+2%台で推移しており、インフレ圧力が弱まっていたことも追加利下げを後押しした(図表5-10)。輸出の回復ペースが緩慢なため、景気下振れ懸念が残ることから、年明け以降、再度利下げを行う可能性が高い。タイでも、10月17日にタイ中央銀行が、外需の低迷を理由に、政策金利を3%から2.75%へ引き下げると発表。フィリピンでも、10月25日にフィリピン中央銀行が、政策金利を3.75%から過去最低の3.50%へ引き下げることを選定した。利下げを通じて通貨高を抑制し、年末商戦にむけて海外出稼ぎ労働者からの送金額の目減りを抑えることを狙いとしている。タイやフィリピンでは、堅調な内需が景気を支えているため、今回の利下げは予防的な面が強く、今後は慎重なスタンスをとると予想する。

台湾のCPIは、食料価格の高騰などから夏場にかけて上昇していたものの、8月が前年比+3.4%、9月が同+3.0%、10月が同+2.4%と、8月以降、インフレ圧力が和らいでいる。台湾中央銀行も、今のところ、インフレを警戒して金利をすえ置いているが、個人消費の低迷が続く場合、利下げに踏み切る可能性があるとみている。

インドネシアについては、10月のCPIが同+4.6%と、9月の同+4.3%から加速するなど、インフレ圧力が煽っている。補助金付き燃料価格の引き上げは延期されたものの、食料品価格やエネルギー価格の上昇懸念は高い。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。

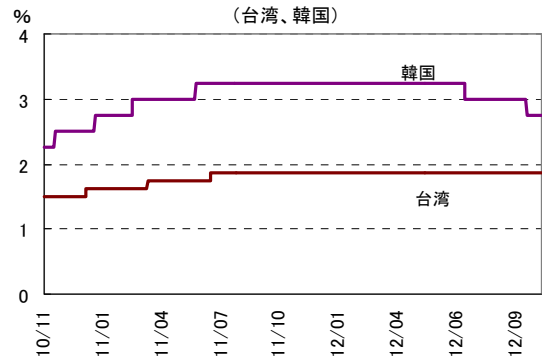
インドは、景気が鈍化するなか、利下げ観測が煽っている。卸売物価指数は9月が同+7.8%と、8月の同+7.6%から加速するなど、インフレ圧力が高まっているため、年内の利下げ可能性は低いとみるが、個人消費の刺激策として、年明け以降、利下げの機運が高まってくるとみている。

(4) 豪州景気は緩やかな減速傾向が続くと予想

豪州の4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.6%と、5四半期連続のプラス成長となったが、個人消費や固定投資が減速した結果、伸び幅は1-3月期の同+1.4%から縮小した(図表5-11)。中国の景気回復が遅れていることなどから、7-9月期以降も輸出を中心に減速傾向が続く可能性が高い。

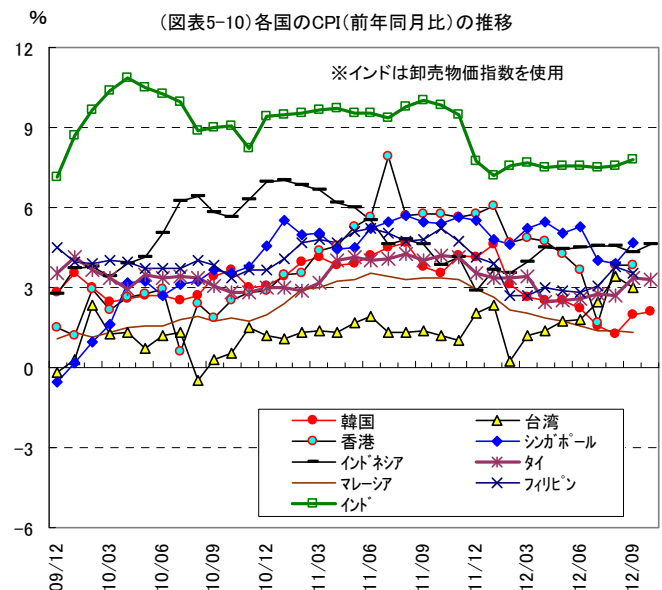
GDPの5割強を占める個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられ、堅調な推移が続いてきた。ただ、9月の失業率は5.4%と2ヵ月連続で上昇に転じており、鉱業セクターを中心に雇用環境が

(図表5-9)各国の政策金利の推移
(台湾、韓国)



(出所)各国統計より明治安田生命作成

(図表5-10)各国のCPI(前年同月比)の推移



(出所)各国統計より明治安田生命作成

悪化する懸念が高まっている。所得環境の回復ペースの鈍化を背景に、今後の個人消費は緩慢な回復にとどまると予想する。

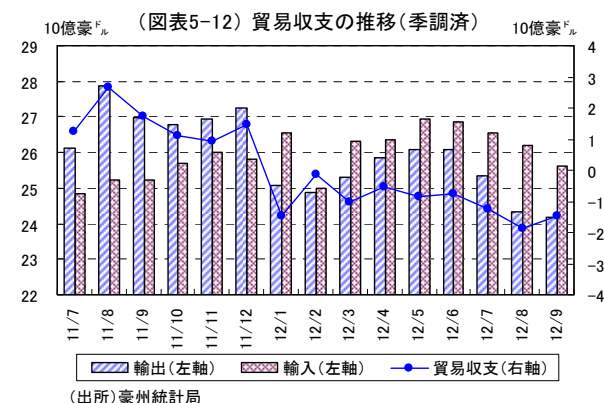
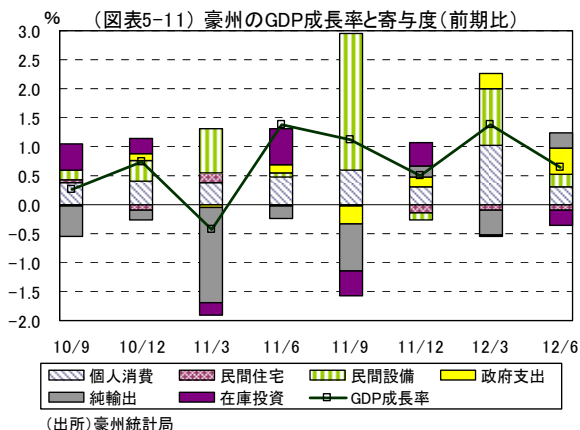
固定投資は、GDP の約 1 割を占める資源関連投資がけん引役であるが、資源価格の下落に伴う企業業績の悪化を背景に、一部の投資計画は棚上げされている。現在着手されている鉱山開発や、LNG などの天然ガス関連の投資規模が大きく、2013 年も資源関連投資が豪州の成長をけん引するとみるが、2012 年の二桁成長には届かない可能性が高い。

一方、住宅市場は 2010 年以降低迷が続いてきたものの、足元では住宅建設許可件数が増加基調で推移するなど、底打ちの兆しがみられる。今後は、数回にわたる利下げによって、住宅ローン金利低下の効果が徐々に期待できるほか、住宅取得者向け補助金の増額なども下支え役になるとみており、住宅市場は持ち直しに向かうとみる。

輸出は、輸出先の約 3 割を占める中国の景気回復の遅れを背景に、主要産品である鉄鉱石の輸出額が大きく減少しており、7-9 月期は前期比▲5.5%と、2 四半期ぶりのマイナスとなった(図表 5-12)。当面の輸出は弱含みの推移となるが、年明け以降は、中国景気が底打ちするとみており、輸出は徐々に上向くと予想する。

今後の豪州景気は減速基調が続くものの、来年半ば以降、外需の持ち直しに支えられる形で上向くとみる。ただ、固定投資の成長ペースの緩やかな鈍化が予想されることから、2013 年の実質 GDP 成長率は 2012 年から減速すると予想する。

RBA (豪州準備銀行) は 11 月の理事会で政策金利を 3.25%にすえ置いた。2011 年 11 月より利下げ局面に移行しており、利下げ幅は合計で 1.50%に達している。景気回復ペースの鈍化を受け、12 月に 25bp の利下げが行われると予想するが、その後は当面様子見姿勢が続くとみる。



6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は年末以降緩やかな上昇へ

足元の原油価格は、世界景気の減速と中東の地政学リスクの綱引きによって動いている。WTI価格は、7月以降、米欧での追加緩和期待、中国の景気刺激策の継続、イランなど中東情勢の緊迫化などを受けて上昇基調で推移したが、世界景気の減速懸念などから、9月以降、再度調整局面に入っている(11月12日現在：85.6ドル/バレル)(図表6-1)。投機筋の買いポジションも減少に転じている。

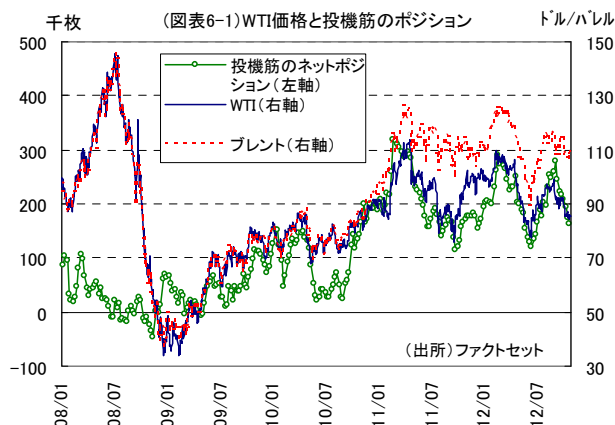
また、WTIとブレントの価格差が20ドルを超えた状況が続いているが、北海油田のメンテナンスの遅れや米国での原油在庫の積み上がり、米国に比し欧州の方が中東の供給懸念を受けやすいことなどが背景にある。

米国における石油製品消費量を見ると、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、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)。

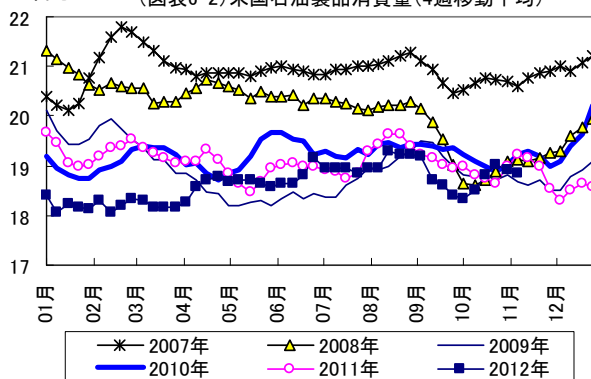
EIAやOPECの世界の原油等需給見通しでは、前年比の伸びは2012、2013年とも1%を下回る緩やかなものにとどまっている(いずれも11月月報)。

イランの核開発問題の早期解決は期待できず、イスラエルの動向にも目が離せない状況が続くが、OPECの原油生産量を見ると、イランの生産量の減少分については、リビアの生産回復や、サウジアラビアの増産によって補填されている(図表6-4)。

今後については、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が引き続き下支え要因となるとみている。ただ、中国景気の回復の遅れや米国の「財政の崖」問題などから、WTI価格は年末に向けて横ばい圏の推移となろう。2013年については、中国を中心とする新興国景気が回復に向かうことや、財政の崖のソフトランディングから、原油価格は均せば緩やかな上昇に向かうと予想する(2013年は年平均：94ドル/バレルを想定)。

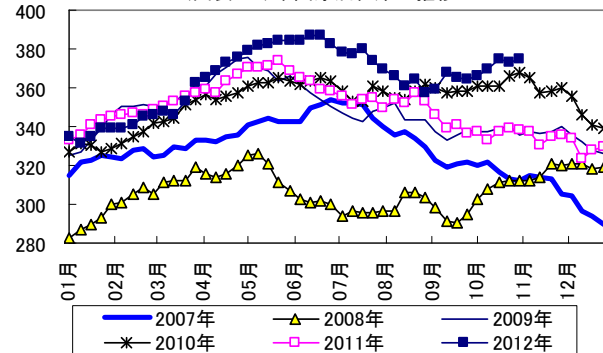


(図表6-2) 米国石油製品消費量(4週移動平均)



(出所)EIA

(図表6-3) 米国原油在庫の推移



(出所)EIA

(図表6-4) OPEC諸国の原油生産量

	2011年	2012年9月	2012年10月	2011年比	生産能力
アルジェリア	1,240	1,199	1,196	▲ 44	1,200
アンゴラ	1,667	1,670	1,778	▲ 111	1,850
エクアドル	490	499	497	7	540
イラン	3,628	2,673	2,626	▲ 1,002	3,200
イラク	2,665	3,188	3,183	518	3,290
クウェート	2,538	2,817	2,823	285	2,840
リビア	462	1,496	1,509	1,047	1,510
ナイジェリア	2,111	2,004	1,894	▲ 217	2,570
カタール	794	746	742	▲ 52	790
サウジアラビア	9,293	9,749	9,695	402	11,880
UAE	2,517	2,652	2,663	146	2,790
ベネズエラ	2,380	2,321	2,339	▲ 41	2,600
OPEC計	29,786	31,013	30,946	1,160	35,050

(出所)OPEC(生産実績)、IEA(生産能力)

(2) その他商品は追加緩和による価格上昇が一服

主要国際商品指数のCRB指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、家畜の6分野、19品目で構成される。CRB指数は、米国や欧州、中国の緩和的な金融政策を材料に、夏場は上昇基調で推移したが、足元では、世界景気の先行き不透明感の高まりを背景に調整している(図表6-5)。主要分野の動き(10月末日現在)を見ると、過去1ヵ月では、貴金属が▲6.1%、穀物が▲2.4%、産業素材が▲1.6%の下落となった(図表6-6)。

産業素材分野のうち銅価格は、最大の消費国である中国の需要拡大期待から、秋口にかけて上昇したが、その後、欧州債務問題の燻りや中国景気の回復の遅れから調整している。中国内の在庫の積み上がりを受け、目先は弱めの動きとなる可能性が高いものの、年明け以降は中国景気の持ち直しに伴い、緩やかな上昇に転じると予想する。

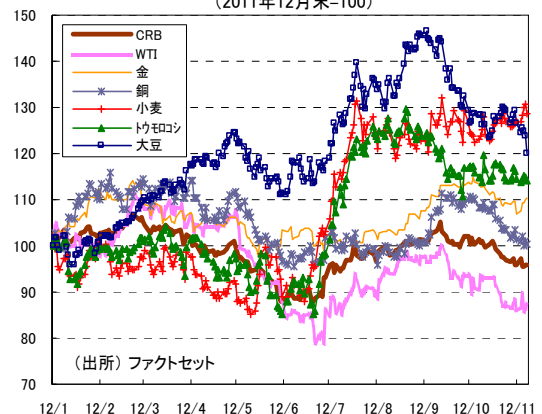
貴金属分野のうち金価格は、米国の追加緩和期待から、9月には一時1,800ドルを試す場面もみられたが、足元では1,700ドル付近で推移している。今後は、米国の「財政の崖」問題の燻ぶりがプラスに働くほか、中期的には欧州債務問題への懸念緩和から、緩やかな上昇に向かうとみている。

穀物のうち、米国の干ばつの被害が最も大きかったトウモロコシは、2012/13年の生産量予想が、干ばつ前から10%以上下方修正された。ただ、価格上昇に伴う需要抑制から消費量も頭打ちとなっている(図表6-7)。10-12月に作付されるブラジル、アルゼンチンなどの輸出大国では、過去最高であった前年と同程度の生産量が予測されており、今後、トウモロコシの価格上昇圧力はやや弱まると予想する。

大豆価格は、9月以降、米国の収穫期における供給増加を背景に価格が調整している。輸出量の多い米国の期末在庫率が低水準であることや、年明け以降、中国の在庫調整一巡による輸入量の増加予想が価格の下支え役となる一方、南米諸国の生産量、輸出量の増加が見込まれており、今後もやや軟調な推移が続くとみられるが、一層の低下余地は限られる。小麦価格は、ロシアやウクライナの輸出規制観測、豪州の減産、干ばつの影響による米国冬小麦の作付の遅れなど、小麦輸出国での減産が懸念されており、当面は高値圏での推移が続くだろう。

年明け以降、中国景気の持ち直しが期待できることに加え、欧州債務問題への懸念も徐々に緩和することが予想され、商品市況は上昇基調で推移するとみている。ただ、急激な価格上昇は需要を抑制するほか、世界景気の下振れ懸念が燻り続けているため、上昇幅は緩やかなものにとどまろう。CRB指数(11月12日現在:292.22)の1年間の上昇率は10%程度と予想する。

(図表6-5)商品主要価格とCRB指数の推移
(2011年12月末=100)



(図表6-6)主要商品の価格変動率(%)

		1ヵ月間	3ヵ月間	1年間
CRB		▲ 4.4	▲ 1.2	▲ 3.3
エネルギー	原油	▲ 6.5	▲ 2.1	▲ 17.8
	天然ガス	11.2	15.1	61.2
産業素材	アルミニウム	▲ 9.4	1.8	▲ 9.3
	ニッケル	▲ 12.3	▲ 0.3	▲ 9.5
	銅	▲ 6.4	2.9	▲ 8.1
	綿花	▲ 0.8	▲ 1.8	▲ 21.6
貴金属	金	▲ 3.1	6.5	3.3
	銀	▲ 8.0	14.0	2.6
穀物	小麦	▲ 2.5	1.3	36.6
	大豆	▲ 3.3	▲ 5.6	2.9
	トウモロコシ	▲ 0.1	▲ 6.1	19.2

(出所)ファクトセット ※2012年10月末時点の価格変動率

(図表6-7)世界の穀物需給

(百万トン)	2011 /11	2011 /12 見込	2012 /13 予想			
			5月時点	11月時点	予想修正	
小麦	生産量	651.9	696.1	672.1	651.4	▲ 20.7
	消費量	654.5	696.1	681.9	675.1	▲ 6.8
	期末在庫量	198.0	197.9	185.8	174.2	▲ 11.6
	在庫率(%)	30.2	28.4	27.2	25.8	▲ 1.4
	米国在庫率(%)	35.7	33.3	28.9	28.9	0.0
大豆	生産量	264.7	239.2	271.0	267.6	▲ 3.4
	消費量	251.8	255.8	265.0	261.0	▲ 4.0
	期末在庫量	70.3	56.0	58.5	60.0	1.5
	在庫率(%)	27.9	21.9	22.1	23.0	0.9
	米国在庫率(%)	6.6	5.4	4.3	4.6	0.3
トウモロコシ	生産量	830.8	880.5	949.9	839.7	▲ 110.2
	消費量	849.0	875.4	923.4	853.8	▲ 69.6
	期末在庫量	127.6	132.1	155.7	118.0	▲ 37.7
	在庫率(%)	15.0	15.1	16.9	13.8	▲ 3.1
	米国在庫率(%)	8.6	7.9	13.6	5.8	▲ 7.8

(出所)米国農務省(USDA)資料より明治安田生命作成

本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査Gが情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。