

明治安田生命
2013－2014年度経済見通しについて
 ～ 2013年度の景気は堅調推移も、2014年度は消費増税の影響で鈍化へ ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2013年4－6月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2013－2014年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：	<u>2013年度</u> 2.7%	<u>2014年度</u> 0.7%
名目GDP成長率：	<u>2013年度</u> 2.7%	<u>2014年度</u> 2.2%

2. 要 点

- ①足元の日本経済は堅調に推移している。2013年度後半は、引き続き政府の経済対策が下支えとなるほか、消費増税前の駆け込み需要も見込まれる。円安効果で輸出も緩やかな回復基調が期待でき、年度内の日本経済は高めの成長が続くと予想する。ただ、2014年度は、消費増税の影響で、年度前半を中心に大幅な鈍化を余儀なくされるとみている。
- ②個人消費は、駆け込み需要の増加により2013年度後半は伸び幅の拡大が予想されるが、2014年度は反動により大きく落ち込むことになろう。設備投資は、更新・合理化投資を中心に緩やかな持ち直しを予想する。公共投資は、政府の追加経済対策が見込まれることから、2014年度にかけても増加基調で推移しよう。輸出も回復を見込むが、海外景気が力強さを欠くことで、景気のけん引役としてはやや力不足の状態が続くと予想する。
- ③金融政策だけでデフレ脱却に導くのは困難で、成長戦略も十分効果を発揮するに至らない可能性が高く、デフレ脱却に向けた動きは鈍い状況が続くとみている。

〈主要計数表〉

	2012年度 実績	2013年度		2014年度	
			2013/5時点		2013/5時点
実質成長率	1.2%	2.7%	2.7%	0.7%	0.7%
成長率寄与度・内需	2.0%	2.4%	2.6%	0.4%	0.4%
・外需	▲0.8%	0.4%	0.1%	0.3%	0.3%
名目成長率	0.3%	2.7%	1.9%	2.2%	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									
	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2012年度		2013年度		2014年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.2%	2.7%	0.7%	1.0%	0.3%	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%	1.2%	-1.2%	0.1%	0.3%	0.2%
前期比年率	1.2%	2.7%	0.7%	1.0%	1.0%	3.8%	2.6%	3.8%	4.2%	4.8%	-4.9%	0.5%	1.1%	0.9%
前年同期比	1.2%	2.7%	0.7%	1.0%	0.3%	0.1%	0.9%	2.8%	3.6%	3.8%	1.9%	1.1%	0.3%	-0.6%
民間最終消費支出	1.6%	2.6%	-0.6%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	1.4%	-2.3%	0.1%	0.2%	0.1%
民間住宅投資	5.3%	6.9%	-3.3%	1.8%	3.6%	1.9%	-0.2%	3.5%	2.7%	-2.1%	-4.0%	-0.2%	0.0%	1.2%
民間設備投資	-1.4%	0.4%	2.1%	0.9%	-1.4%	-0.2%	-0.1%	1.3%	1.6%	1.0%	-0.2%	0.2%	0.4%	0.3%
政府最終消費支出	2.1%	1.6%	1.0%	0.6%	0.6%	0.1%	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
公的固定資本形成	15.0%	9.7%	4.9%	2.7%	3.0%	1.1%	1.8%	3.9%	3.0%	1.2%	0.6%	0.8%	0.5%	0.2%
財貨・サービスの輸出	-1.2%	5.4%	4.6%	3.5%	-2.7%	4.0%	3.0%	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	0.8%	1.0%	0.5%
財貨・サービスの輸入	3.8%	2.6%	2.6%	1.8%	-2.0%	1.0%	1.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.3%
名目GDP	0.3%	2.7%	2.2%	1.5%	0.1%	0.6%	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%
GDPデフレーター(前年比)	-0.9%	-0.1%	1.6%	0.5%	-0.7%	-1.1%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	0.3%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%

(前期比寄与度)	→ 予測				→ 予測									
	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2012年度		2013年度		2014年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.2%	2.7%	0.7%	1.0%	0.3%	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%	1.2%	-1.2%	0.1%	0.3%	0.2%
民間最終消費支出	1.0%	1.6%	-0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.8%	-1.3%	0.1%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	0.2%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	-0.2%	0.0%	0.3%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	-0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
政府最終消費支出	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.7%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	-0.1%	-0.2%	0.1%	-0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.0%	0.0%
純輸出	-0.8%	0.4%	0.3%	0.3%	-0.1%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
財貨・サービスの輸出	-0.2%	0.8%	0.8%	0.6%	-0.4%	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
財貨・サービスの輸入	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%

2. 主要指標予測

	→ 予測				→ 予測									
	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2012年度		2013年度		2014年度					
					10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	-2.9%	2.8%	2.2%	1.2%	-5.9%	-6.5%	-3.1%	1.7%	5.8%	6.5%	4.4%	2.9%	1.3%	0.4%
消費者物価指数(前年比)	-0.3%	0.0%	2.5%	1.5%	-0.2%	-0.6%	-0.3%	-0.1%	0.1%	0.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%
除く生鮮食品(前年比)	-0.2%	0.3%	2.4%	1.5%	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
除く生鮮食品(前年比)(除く消費増税)	-0.2%	0.3%	0.6%	0.8%	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
国内企業物価指数(前年比)	-1.1%	1.6%	3.7%	1.5%	-1.0%	-0.3%	0.6%	1.8%	2.2%	1.7%	3.6%	3.8%	3.8%	3.6%
完全失業率(季調済:平均)	4.3%	4.0%	3.9%	3.9%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
無担保コール翌日物(期末値)	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.06%	0.07%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
為替レート(円/ドル:平均値)	83円	98円	103円	105円	81円	92円	99円	97円	98円	100円	101円	103円	104円	105円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2013年4－6月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%（年率換算：+2.6%）と、3四半期連続のプラス成長となった。個人消費と輸出がけん引役になったほか、公的支出のプラス寄与幅も拡大し、足元の日本経済が堅調に推移している様子が確認された。

2013年度後半は、2012年度の大型補正予算と今年度予算の効果が期待されるほか、消費増税前の駆け込み需要も見込まれる。円安効果などから輸出も緩やかな持ち直し傾向で推移しよう。復興需要も引き続き景気を下支えするとみられ、年度内の日本経済は、高めの成長が続くとみている。しかし、2014年度については、消費増税の影響で年度前半を中心に大幅な鈍化を余儀なくされよう。

個人消費は、月例賃金の回復ペースは鈍いものの、賞与増の効果が期待できるほか、年度末にかけては駆け込み需要も見込まれるため、堅調な推移を予想する。ただ、2014年度は消費増税の影響で大きく落ち込むことになろう。住宅投資は、復興需要が下支えとなるが、消費増税後はやはり反動減が懸念される。

設備投資は、更新・合理化投資などを中心とした需要に加え、減税措置などの各種政策効果も後押しすることで、緩やかな持ち直しを予想する。2013年度末には再び大型補正予算が編成される可能性が高く、公共投資は2014年度にかけても増加基調で推移しよう。輸出は、欧州景気の低迷や中国景気の鈍化が足かせとなり、回復ペースは緩慢なものにとどまろう。

（1）アベノミクス8ヵ月、見えてきた課題

5月23日の大暴落後、株式相場は足元まで不安定な推移が続いている。日銀の金融政策を材料にした円売りも影をひそめており、ここへきて、黒田日銀総裁の「神通力」も、ずいぶん色褪せてきたように見える。

確かに、黒田日銀は、期待をスムーズに反映する金融市場への働きかけには成功したが、今後は、はたして物価上昇と景気回復の好循環を実現できるかという、本丸に位置づけられる課題に挑戦することになる。しかし、量的・質的緩和の、「①長期金利の低下、②ポートフォリオ・リバランス効果、③期待の抜本的転換」という3つの波及効果のうち、①と②についてはまだ効果が確認できていない。日本の物価連動国債は市場性に乏しく、家計の物価見通しはエネルギー価格に左右されやすいことから、日銀が指摘するようにインフレ期待が上昇しているのかどうかも怪しい。また、5月以降の株価急落は、「期待」のうつろいややすさとコントロールの難しさを再認識させた。

黒田総裁としては辛抱のしどころで、異次元緩和がタイムラグを置いて物価上昇につながるのを待ちたいところだが、金融政策だけでデフレ脱却を実現するのはおそらく難しい。金融政策では結局時間稼ぎしかできない可能性が高いが、すでにピーク時で約1.8倍の株高が進み、20円/ドルあまりの円安が進展、その結果安倍内閣の支持率が上昇したことを考えれば、すでに金融政策は十分役割を果たしたといえなくもない。市場の期待をつなぎとめるための責任は、いまや日銀の手から政府の手に移りつつあるといえるのではないか。

参院選は、下馬評どおり自民党の圧勝に終わったが、安倍首相にとってはこれからが正念場である。これで官邸の求心力が高まる反面、様々な意見を持った候補者も多数当選したことで、改革を

進めにくくなる側面もある。また、日本の国会は少数政党にも強い権限を与えており、決して政策遂行にあたりフリーハンドを得たわけではない。今後は、消費税、TPP、原発再稼働、諫早湾問題、憲法改正など、一步間違えば政権運営を揺るがしかねない課題が目白押しである。自民党にとっては幸いにも、これらは選挙の明確な争点にはならなかった。しかし、安倍内閣が今後高支持率を維持しながらこれらの課題に取り組むのは容易ではない。支持率が下がれば、党内の反対勢力と対峙しながら構造改革を推し進めることも難しくなる。

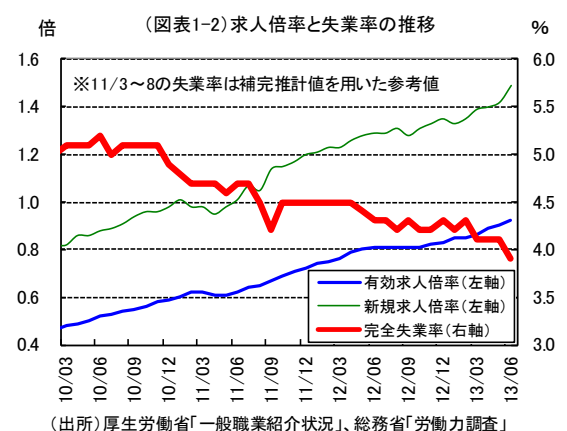
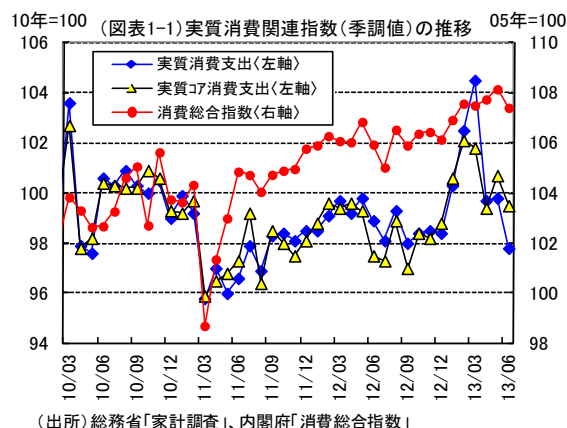
まずは、法人減税や、いわゆる「岩盤規制」への切り込みなど、踏み込み不足だった成長戦略メニューをどれだけ補強できるかが焦点となる。人口減少に伴い、中長期的には国内市場の縮小が避けられないなか、新興国の高成長力の取り組みを可能にするTPPへの参加も必須である。ただ、交渉の席で、特定業界に配慮するあまり、他分野での大幅譲歩を余儀なくされるようなことになれば、アベノミクスの信任は失墜することになるだろう。

来年春の消費増税の実施も決断の時期が近づいてきている。ここへきて、先送り論も勢いづいてきたが、将来的に安定的な社会保障制度の構築が急務であることを考えれば、マイナス成長にでも陥らない限り、先送りすべきではない。楽観的な経済見通しに基づいて、必要な改革を先送りする姿勢は、各国政府にも、市場にも評価されない。駆け込み需要の反動もあって来年度前半の景気は停滞が予想されるが、こうした痛みを乗り越えてなお改革路線を堅持することができるかどうか、政権の覚悟が問われている。

(2) 年度内の個人消費は堅調と予想

年明け以降の個人消費は、円安・株高進行による家計の景況感の改善から、高額商材が好調であったことなどを背景に、堅調に推移してきたが、足元では一服している(図表1-1)。需要側の基礎統計である家計調査を見ると、6月の実質消費支出は前月比▲2.0%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。ただ、家計調査では、購入頻度が少ない自動車や住宅関連の設備修繕・維持費などの高額支出を中心に振れが大きくなるといった特徴がある。3,4月の大幅プラスと5月以降の反動減は、その影響がでたとみており、均せば底堅く推移している。一方、供給側の統計である小売業販売額を見ると、昨秋を底として、均せば回復傾向が続いている。6月単月では前月比▲0.2%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなったものの、気温の上昇やセールの前倒しなどから夏物衣料が好調に推移したほか、電気・ガス代の値上がりや暑さ対策もあって、エアコンや冷蔵庫などの家電販売にも、ようやく持ち直しの兆しがみられるなど、均せば底堅い動きとなっている。

今後の個人消費を見通すうえで最も重要となる雇用・所得環境の動向を見ると、まず、6月の完全失業率(季調値)は3.9%と、2008年10月以来の3%台にまで低下した(図表1-2)。6月に関しては、分母にあたる労働力人口が減少し、非労働力人口

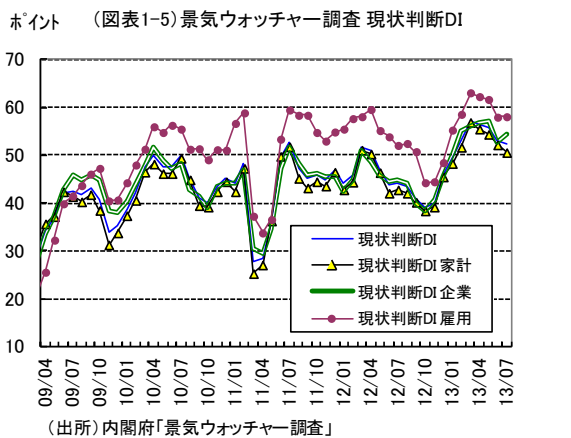
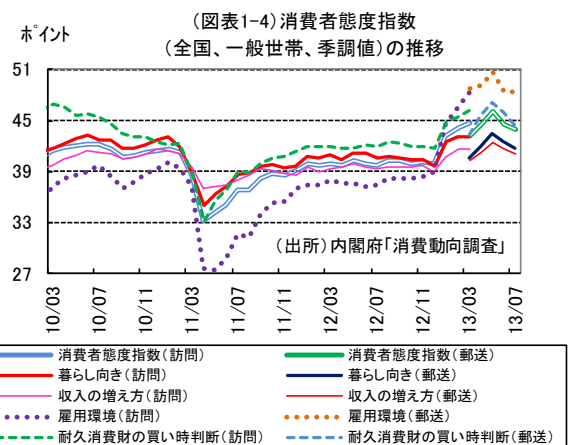
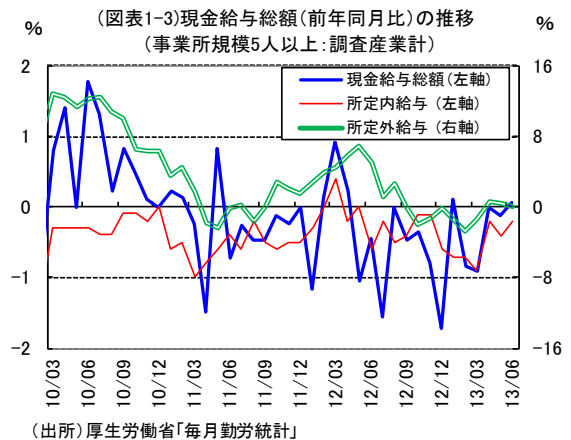


が増加していることから、労働市場からの退出者の増加が失業率低下につながっている可能性があるものの、雇用の先行指標とされる新規求人数が2ヵ月連続での増加となったほか、就業者も均せば増加基調となっていることから、雇用環境は緩やかな改善が続いているとみている。

ただ、近年の日本の労働市場の傾向として、労働者側が賃金低下をある程度許容するのと引き換えに、雇用確保を優先してきたという側面があり、低失業率とは裏腹に賃金はなかなか上がってこない可能性が高い。足元の所得環境を見ると、7月の現金給与総額（速報）は前年比+0.1%と、5ヵ月ぶりのプラスとなったものの、年明け以降の6ヵ月のうち3回目のマイナスとなり、所得環境の回復ペースの鈍さを示している（図表1-3）。賃上げについては、2月の安倍首相の要請に対し、一部の企業で呼応する動きがあったものの、7月に厚労省が集計した2013年の民間主要企業の賃上げ要求妥結状況によれば、賃上げ率は1.80%と、前年の1.78%とほぼ同水準にとどまり、月例賃金が上がりにくい構図を改めて示した結果となっている。しかし、業績改善が続く輸出産業を中心に、賞与増で対応する動きはみられる。日経新聞の夏のボーナス調査（7月1日時点、最終集計）を見ると、2013年の夏のボーナスは、前年夏との比較で+1.64%のプラスとなった。製造業では+3.35%のプラスで、特に自動車・部品の伸びが大きい。非製造業でも電力を除けば底堅い結果となり、なかでも建設、情報・ソフト、外食などでの伸びが目立っている。家計調査で勤労者世帯の実収入（名目ベース）を見ると、内訳項目の世帯主の定期収入は前年比マイナス傾向が続いているが、臨時収入・賞与や配偶者収入が支える形で、全体ではプラスとなっている。賞与増の効果に加え、配偶者のパート収入増などが、夏場以降の個人消費を一定程度支えるとみる。

消費マインドの改善は一服している。7月の消費者態度指数（季調値）を見ると、前月差▲0.7ポイントと、2ヵ月連続の低下となっている（図表1-4）。景気ウォッチャー調査を見ても、家計動向関連の現状判断DIは、横ばいを示す50ポイントを上回ってはいるものの、前月差▲0.7ポイントと、4ヵ月連続の低下となった（図表1-5）。背景として、電気・ガス代、自賠責保険料などの値上げが実質所得の低下につながっているほか、輸入物価の上昇を受けた食料品価格の引き上げで家計の負担が増えつつあるためとみている。もし、消費増税が予定どおり14年4月に実施された場合、こうした細かな負担増が消費者心理の冷え込みに拍車をかける可能性がある。

個人消費に関連する政策を見ると、消費税の引き上げを筆頭に、多くの実質増税が計画されてい



るほか、他にも家計の負担増となる制度変更が目立つ（図表1-6）。例えば、公的年金の支給額減額（13年10月から段階的に合計2.5%減額）は、高齢世帯の購買力低下を通じ、消費を抑制する要因となろう。一方、消費増税による負担増の対応策として、住宅ローン減税の延長・拡充が決定されているほか、2015年10月の消費税率10%への引き上げ時点での自動車取得税の廃止や軽減税率制度が導入される方向で検討されており、消費増税後の個人消費の反動減を和らげる効果があるとみている。

当社では、消費増税前の駆け込み需要について、エコカー補助金などによる自動車需要の先食いなどを勘案し、2兆円弱の規模と試算している（1997年4月の消費増税時（3%→5%）の駆け込み需要の推計2兆円（内閣府推計）を若干下回る水準）。駆け込み需要は年度後半以降に本格化するとみられ、当社の試算では、2013年度の実質GDP成長率を+0.3%程度押し上げるとみている。一方、2014年度は、駆け込み需要の反動減や消費増税など負担増による消費者心理の冷え込みも加わって、成長率を逆に▲0.5%程度、2015年度には▲0.8%程度押し下げるとみている。

（3）住宅投資は駆け込み需要を見込む

新設住宅着工戸数（季調値）は、回復傾向が続いている（図表1-7）。6月は同▲5.0%のマイナスとなったものの、5月が前年比+9.4%と、高い伸びだった反動という側面も大きく、季調済年率換算戸数では97.6万戸と、2012年度の89.3万戸を大きく上回っている。

背景には、消費増税前の駆け込み需要的な動きに加え、金利先高観や地価に底入れの動きがあるためとみられる。消費税率5%の適用を受けるには2014年3月末まで引き渡しを完了する必要があるが、2013年9月末までに請負契約を締結すれば、2014年4月以降の引き渡しでも5%の税率適用とされる。戸建は、後者の契約が多いとみられるため、年度半ばにかけて、着工戸数は増加基調で推移するとみる。

貸家も、駆け込み需要的な動きに加えて、2015年1月以降、相続税の基礎控除が引き下げ予定となっており、節税対策としてのアパート経営の需要も増えつつあることから、当面底堅い推移が見込まれる。

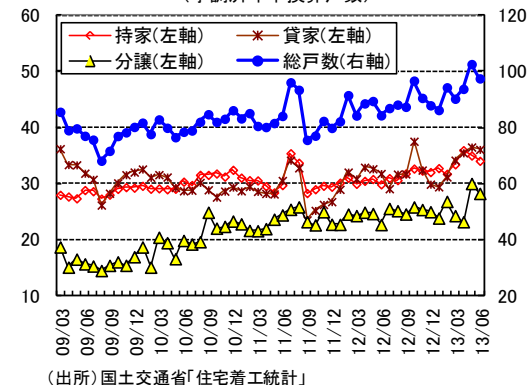
分譲住宅のうちマンション市場では、建設資材不足や人手不足による建築コストの上昇で、価格面での割高感があるものの、契約率は好不況の境目である70%を6ヵ月連続で上回るなど、販売環境は良好に推移している（図表1-8）。マンションでは、完成前の販売（いわゆる青田売り）で、設計変更を伴うなど、請負契約の条件が適用される場合、9月末までに契約締結すれば税率5%が適

（図表1-6）家計負担増につながる主な税制改正・制度変更等

主な政策	時期
厚生年金保険料率段階的引き上げ	2004年10月～2017年
健康保険料率の引き上げ （代表例として協会けんぽ）	過去3年間引き上げ、2013年はないが、2014年以降引き上げの可能性あり
地球温暖化対策税率引き上げ	2012年10月以降 3段階で引き上げ
復興特別所得税開始	2013年1月～2037年12月
個人住民税の退職金の優遇廃止 （一部は復興財源に）	2013年1月～
自賠責保険料引き上げ	2013年4月～
公的年金減額（計2.5%）	2013年10月以降 3段階で減額
消費税引き上げ	2014年4月以降 2段階で引き上げ
個人住民税の復興増税開始	2014年6月～2024年5月
所得税の最高税率引き上げ	2015年1月～

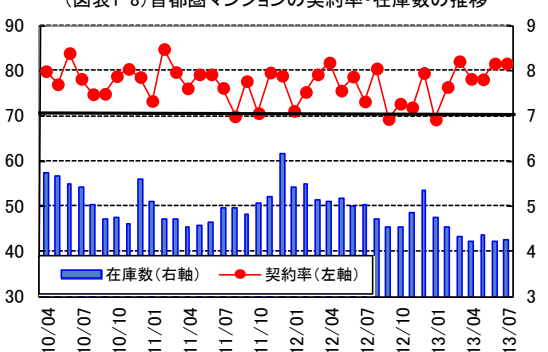
（出所）各種資料等から明治安田生命作成

（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）首都圏マンションの契約率・在庫数の推移



（出所）不動産経済研究所

用されることになるため、こうした物件が2013年度のマンション着工を下支えするとみている。

一方、駆け込み需要の緩和策として、2013年度税制改正で住宅ローン減税の延長・拡充策が決定している（図表1-9）。住宅ローンの年末残高の1%が所得税から控除される方式であり、一般住宅では、10年間累計の最大控除額が200万円から400万円まで拡大されたほか、所得税から控除しきれなかった額の住民税からの控除限度額も拡充されている。一般的な世帯の例として、住宅ローン3,000万円、建物価格2,500万円、金利3%を前提に試算すると、負担は消費増税前後で大差ない結果となる。ただ、増税後の購入の場合、当初の支払額は消費増税分だけ膨らむほか、住宅取得と同時に購入することが多い家具などについても増税分だけ負担増になる。供給業者が積極的な販売姿勢を示していることもあり、相応の駆け込み需要が発生するとみている。

金利先高観や地価の底入れの動きも、住宅取得を後押しする可能性が高い。大手行では住宅ローン金利（10年固定）を7月まで3ヵ月連続で引き上げた後、長期金利の上昇一服で、8月以降はすえ置きや引き下げに転じているが、日銀の量的質的金融緩和によって債券相場の潜在的な変動性は高まっており、依然として金利の先高観は残っているとみている。地価についても、市街地価格指数を見ると、3月の住宅地の全国平均が前年比▲2.2%と、昨年9月の同▲2.6%からマイナス幅が縮小、6大都市のみでは3月が同±0.0%と、すでに下げ止まりをみせていることから、こうした動きも住宅取得意欲を高めると予想する。

東日本大震災による復興需要も、引き続き住宅着工を押し上げるとみている。各県の復興計画では、岩手県が16,000～18,000戸、宮城県が72,000戸を見込んでおり（福島県は未公表）、復興庁の復興計画でも、高台移転を行なう防災集団移転促進事業や、地盤の嵩上げなどの土地区画整理事業が予定されている。今後、震災関連の住宅着工の伸び幅自体は鈍化に向かうとみるものの、2013年度、2014年度とも復興需要だけで年間3万戸程度の着工が発生し、全体の伸びを下支えすると予想する。

以上から、2013年度の住宅着工は、年度半ばをピークとして、前年比+5%程度の93万戸程度と予想する。ただ、2014年度は、住宅ローン減税などの緩和策があるものの、消費増税の影響が避けられず、前年比▲10%程度まで落ち込むとみている。

（４）設備投資は緩やかな回復を予想

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）、資本財国内出荷（除、輸送機械）、建築物着工床面積（非居住用）は、いずれも均せば持ち直し傾向となっている（図表1-10）。まず、機械受注（船舶・電力を除く民需）を見ると、非製造業では、運輸・郵便、卸売・小売、通信、金融・保険などの幅広い業種で回復しているほか、製造業でも主力の一般機械や電気機械などを中心に緩やかに持ち直している。建築物着工床面積（非居住用）では、5月以降一服した動きとなっているが、均せば回復基調で推移している。特に、卸売・小売などを中心とした商業用がけん引して

（図表1-9）住宅ローン減税の概要

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

■個人住民税からの控除額		
入居年	控除額	最高
～2013年12月	所得税の課税総所得額等の5%	9.75万円
2014年1～3月	所得税の課税総所得額等の5%	9.75万円
2014年4月～	所得税の課税総所得額等の7%	13.65万円
2017年12月		

（*）所得税から控除しきれなかった額を控除

【具体例】（当社試算）
 <前提>
 物件4,000万円（建物2,500万円、土地1,500万円）、新規借入3,000万円（35年返済、金利3%、元利均等返済）の場合
 <結果>
 2013年の入居：消費税125万円、減税額10年間累計200万円
 2014年4月以降入居：消費税200万円、減税額10年間累計約275万円
 差し引き、75万円の消費増税に対し、減税増加額は10年累計で約75万円
 （出所）財務省資料より明治安田生命作成

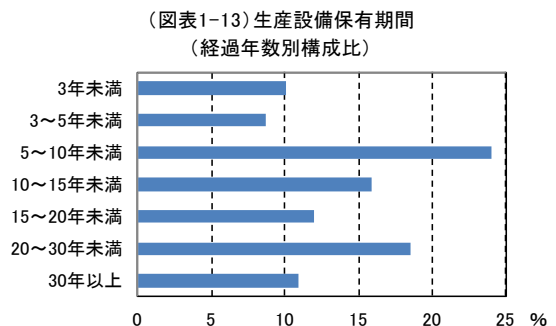
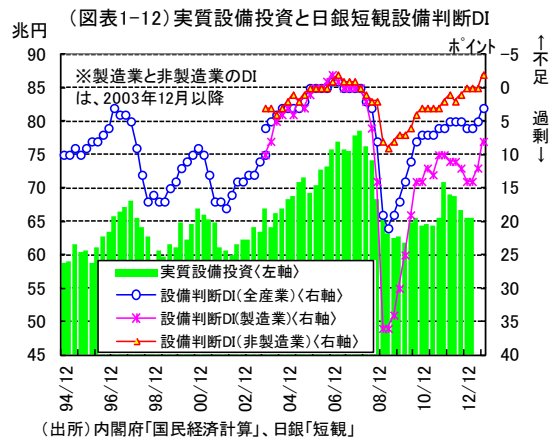
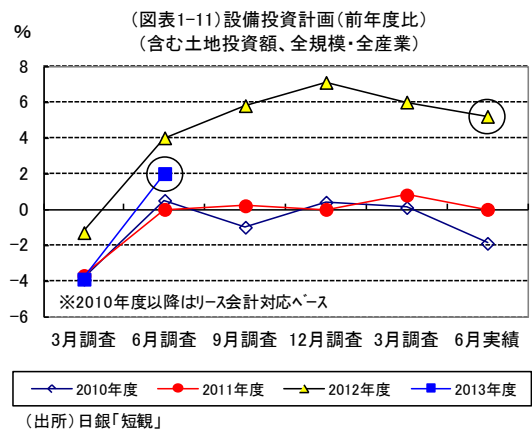
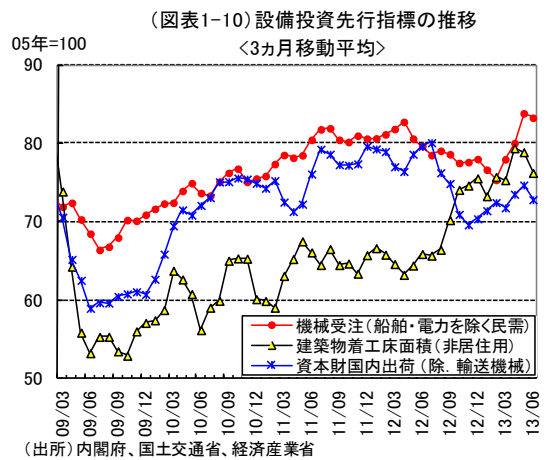
いるほか、製造業などが含まれる鉱工業用も持ち直し傾向となっている。資本財国内出荷（除、輸送機械）も、2月以降持ち直しに転じており、モメンタムは回復傾向とみている。

6月調査の日銀短観における設備投資計画（全規模・全産業ベース、含む土地投資額）では、2013年度が前年比+2.0%と、3月調査の同▲3.9%から上方修正されており、投資意欲は緩やかながらも上向いている（図表1-11）。業種別では、製造業が同+6.4%と、昨年度からの繰越分もあって3月調査の同▲1.2%から大きく上方修正されている。一方、非製造業では同▲0.2%と、前年比マイナスだが、卸・小売や運輸・郵便などの主要業種で大きく上方修正されていることや、足元でも、商業店舗の出店や改装、耐震・省エネ対策のビル移転や立替、物流センターの新設などがみられており、今後も堅調に推移するとみている。

日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業ベース）の推移を見ると、3月調査が+6、6月調査が+5、先行き9月の予測が+3と、設備過剰感が緩和に向かいつつある（図表1-12）。非製造業では、6月のDIが±0と、すでに不足感が解消されており、製造業でも3月調査が+14、6月調査が+12、先行き9月の予測が+8と、こちらも改善に向かっている。製造業の設備稼働率指数は持ち直し傾向となっており、今後は、これまで控えていた設備投資に踏み切る企業が増えてくるとみている。

ただ、こうした動きは、工場新設などの積極的な設備投資にはつながらない可能性が高い。スマートフォンやタブレット端末向け部材などの一部では増産投資を行なう動きがみられるものの、国内では成長期待が低下していることもあって、前向きな投資は少なく、老朽化した設備の更新や合理化投資、防災・エネルギー関連投資などの需要が中心になるとみている。

経済産業省の生産設備保有期間等に関するアンケート調査を見ると、10年以上経過した設備が約6割であり、5年未満は2割未満にとどまっている（図表1-13）。調査方法が異なるため単純な比較はできないが、1994年の特定機械設備統計調査では10年以上経過した設備が約5割、5年未満が3割弱であった



ことと比較すると、老朽化が進んでいることが見て取れ、今後、更新投資が優先される可能性を示している。

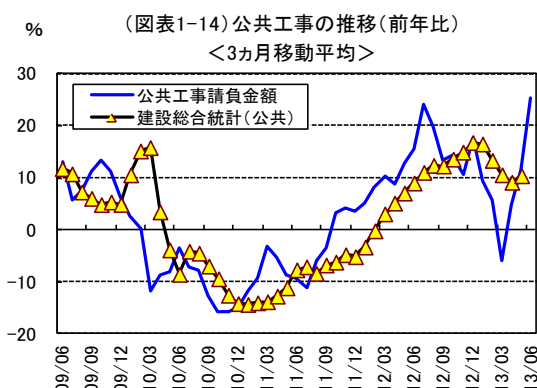
一方、3月29日に成立した2013年度税制改正関連法は、設備投資のサポート要因になるとみている。生産等設備投資促進税制では、国内生産等設備への年間投資額が減価償却費を超え、かつ前年度と比較して10%超増加した場合に減税対象となる。2013年4月1日から2015年3月31日までの間に開始する各事業年度に適用となるため、設備投資を2012年度から今年度に先送りした企業もあると予想される。また、2013年1月11日に閣議決定された緊急経済対策でも、「円高・エネルギー制約対策のための先端設備等投資促進事業費補助金」が決定、2,000億円の予算がつけられており、2013年度の中小企業の設備投資を下支えするとみている。6月に発表された、アベノミクス3本目の矢である成長戦略でも、生産設備の一括償却など、新陳代謝促進のための減税措置が検討されており、こうした対策が今後数年の設備投資を後押しする可能性が高い。設備投資は緩慢ながらも持ち直しに向かい、2013年度および2014年度は、前年比+2~5%程度の伸びに回復すると予想する。

(5) 公共投資は増加基調が続く

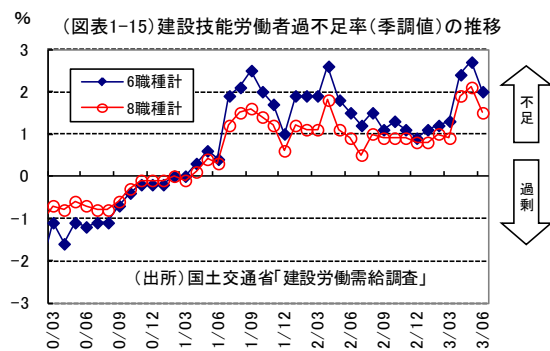
復興庁は、7月31日に2012年度の東日本大震災復興・復旧関係経費の執行状況を発表した。対象は2011年度補正予算(予備費・1~3次補正)の繰越分と、2012年度の東日本復興会計計上分の9.7兆円で、このうちインフラ等復旧・まちづくりにかかる分が4.7兆円、執行率が56.1%(2.6兆円)、繰越率が29.0%(1.3兆円)、不用率が14.9%(0.7兆円)となっている。繰越した理由は、地方公共団体や地元住民との調整に時間を要したことなどが主因のため、2013年度以降の公共投資を押し上げる材料となる。

3月に成立した2012年度大型補正予算のうち、公共投資は5兆円程度とみられるほか、2013年度の一般会計と東日本復興会計の公共事業関連予算が合計で6.2兆円で、2012年度当初予算(5.5兆円)との比較では+11%の増加となっている。すでに、こうした予算の執行が進んでいるとみられ、今後の公共投資は増加傾向で推移するとみている。

発注の動きを示す公共工事請負金額を見ると、2、3月の前年比マイナスから、4月以降大幅プラスへと転じている(図表1-14)。実際の工事の進行を反映する出来高(建設総合統計)を見ても、2、3月の伸びが鈍化したものの、4月以降再び増勢に向かいつつある。また、内閣府が6月13日に発表した2012年度補正予算関連事業の進捗状況では、「企業などとの契約が行われ、実際に動きだしている事業」は、6月末時点で全体の85%以上になるとしており、今後はこうした案件が実際に執行へと移ることで、公共投資を加速させることになろう。一方、資材不足や人手不足が復興事業の入札不調につながっている。建設資材価格指数を見ると、特に仙台地区での上昇が顕著なほか、建設技能労働者も不足の状態が続いている(図表1-15)。こうした制約の早期解消は困難なもの、地元業者と県外業者が共同事業体(JV)を組んで入札に



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



※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+電気、配管工

参加できる復興 JV 制度の導入・活用率の引き上げや、国の方針に基づく労務単価の引き上げの徹底など、地道な対策の積み重ねで、供給面でのボトルネックは緩やかながらも和らぐ方向へ進むとみている。復興投資は、今後も増加基調で推移し、2013 年度の公共投資を +5% 程度押し上げると予想する。消費増税後の景気の段差を避けるため、2014 年初に再び公共投資を中心とした 5 兆円以上の補正予算を編成する可能性が高いとみており、2014 年度の公共投資も緩やかな前年比プラス基調が続くとみている。

(6) 輸出は緩やかな回復傾向

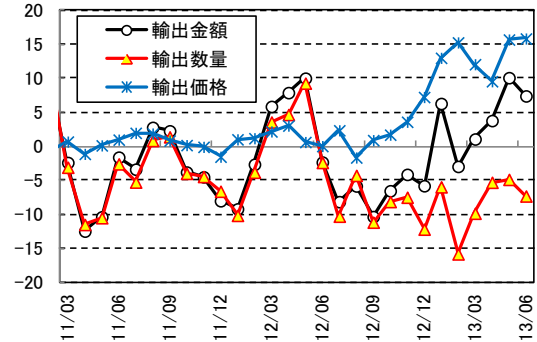
財務省の貿易統計を見ると、名目輸出金額は、年明け以降回復傾向で推移している。5 月が前年比 +10.1% と、二桁の伸びを示したほか、6 月も同 +7.4% と、高めの伸びとなった (図表 1-16)。景気が堅調な米国向けは、自動車を中心に好調な推移となったほか、アジア地域でもアジア NIEs 向けが春先から急回復し、輸出回復を下支えした。尖閣問題の影響が残る中国向けも 6 月が同 +4.7% と、3 カ月連続のプラスとなり、最悪期は脱しつつある。

ただ、このところの持ち直しは、昨年 11 月中旬以降の円安進行の影響が大きい。輸出金額の伸び率を数量と価格に分解すると、価格ベースでは 10 カ月連続の前年比プラスで、円安効果が顕著となっているのに対し、数量ベースでは 13 カ月連続のマイナスで、輸出回復ペースの鈍さを示している。

今後については、円安傾向を受けた企業の輸出競争力の回復が、緩やかながらも数量ベースの輸出の持ち直しを後押しするとみている。日本の輸出は、2013 年上期ベースで、円建てが 36%、米ドル建てが 54%、その他の外貨建てが 11% の割合となっているが、円建て輸出については、円安進行による現地通貨ベースでの価格が低下しているため、すでに価格競争力が上向している可能性が高い。現地価格の低下は現地企業の売上減の要因となるため、価格引き上げ努力を行なうとみるものの、円安進行前と比べれば価格は低下するとみられ、販売力の向上につながろう。一方、輸出の 5 割以上を占める米ドル建てについては、円ベースの受取額が増加するものの、それだけで価格競争力が高まることにはならない。しかし、今後は輸出採算の改善を受けて、契約の見直しが行なわれ、徐々に価格引き下げに踏み切る動きがでてくるとみている。実際、契約通貨ベースの輸出物価指数は緩やかながらも 5 カ月連続で低下している (図表 1-17)。ただ、こうした動きは、広がりや欠く可能性が高い。日本の輸出企業は、過去の円高局面では国際的な価格競争に晒され、価格転嫁ができずに疲弊した経緯がある。これは、輸出企業が収益を犠牲にして、製品価格をすえ置いてきたことを意味している。このため、今後は収益を取り戻すことを優先するため、円安傾向で推移しても思い切った値下げは難しいとみており、その分、数量押し上げ効果は緩やかなものになると予想する。

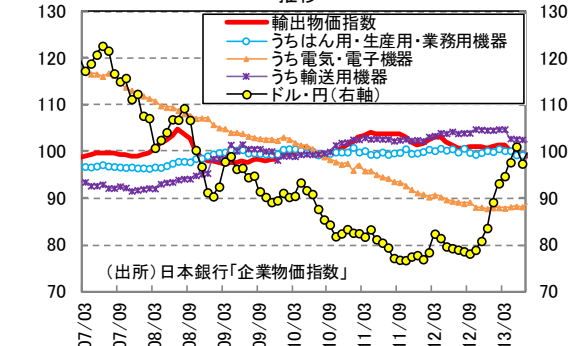
輸出の回復は、円安効果に寄る面も大きいですが、基本的には海外景気の動向に大きく影響を受ける。景気が堅調な米国向けは、自動車などの消費財や建設機械などを中心に、今後も輸出を下支えする

(図表 1-16) 貿易指数の推移 (前年比)



(出所) 財務省「貿易統計」

(図表 1-17) 輸出物価指数 (契約通貨ベース) の推移



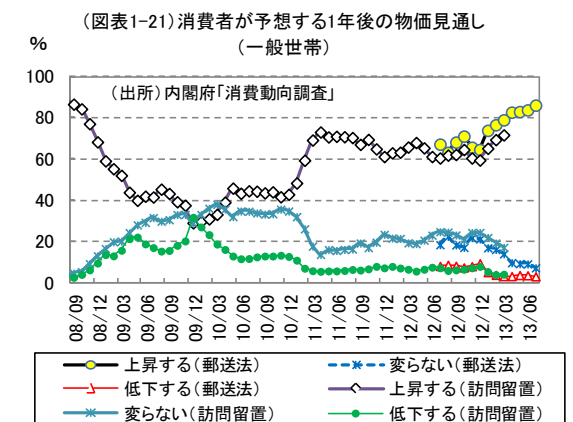
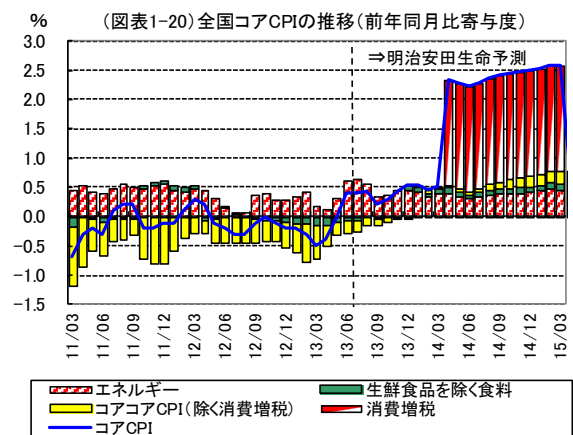
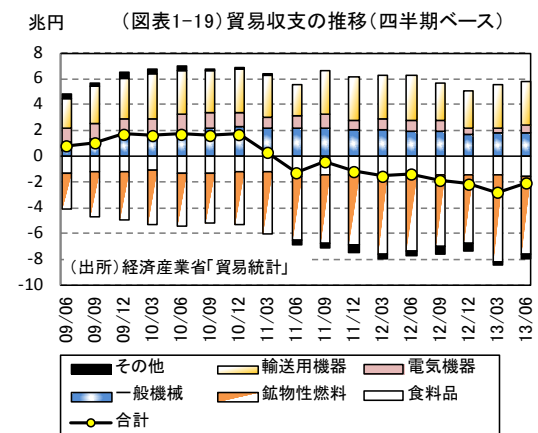
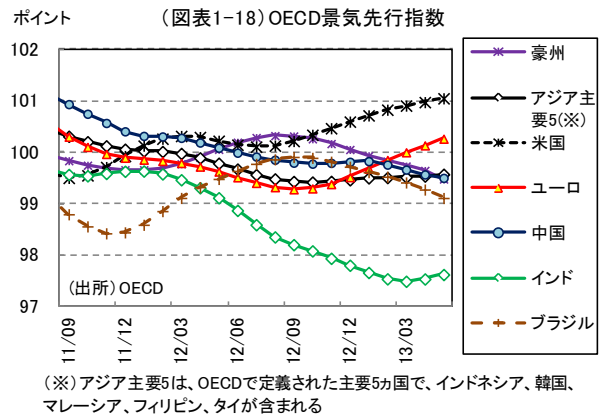
(出所) 日本銀行「企業物価指数」

とみている。一方、中国向けについては、景気の鈍化を受けて、今後も回復感の乏しい状況が続くと予想する。韓国、台湾などのアジア NIEs 向けは、スマートフォンやタブレット端末など、主力の電子部品の一部で堅調な動きがあるものの、IT 関連需要全体としてみれば、最終消費地となる欧州の低迷も響いて冴えない動きが続くとみており、日本の輸出も力強さを欠くと予想する。OECD 景気先行指数を見ると、中国以外の新興国でも景気の先行きに陰りが見えつつある（図表 1-18）。こうした動きを背景に、輸出回復ペースは緩やかなものとなり、2013 年度および 2014 年度の輸出は前年比 2~5%程度の伸びにとどまるとみている。

輸入については、原発停止による火力発電所稼働のため、鉱物性燃料（原油及び粗油、液化天然ガス、石炭等）の需要が旺盛なことなどから、貿易統計の輸入金額は 8 ヶ月連続の前年比プラスと、高水準での推移が続いている（図表 1-19）。今後は緩やかな輸出の増加が貿易赤字縮小につながるとみるものの、大飯原発に続く原発の再稼働には慎重な対応が予想されるなか、高水準の輸入が続く状況に大きな変化はないとみられることから、貿易赤字の大幅な縮小は当面見通し難い。

（7）デフレ脱却は見通せず

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）の推移を見ると、6月が同+0.4%と、14ヵ月ぶりのプラスとなった（図表1-20）。電気・ガス代やガソリンなどのエネルギー価格の上昇が物価を押し上げたほか、家電製品のマイナス幅縮小も寄与した。一方、一般物価の動向を示す、食料（酒類を除く）およびエネルギーを除く総合指数（以下、コアコアCPI）を見ると、6月が同▲0.2%と、54ヵ月連続のマイナスで、エネルギー価格による押し上げ効果を除けばマイナスが続いている。デフレ脱却に向けた動きは依然鈍いが、これは、単なる需要不足の問題ではなく、急速な少子高齢化の進展や、規制緩和の遅れに伴い財・サービスの生産側と消費者との間で需給のミスマッチが生じているためとみられる。当社では、2013年4~6月期のマイナスの需給ギャップは▲1.4%程度、年間▲7.7兆円

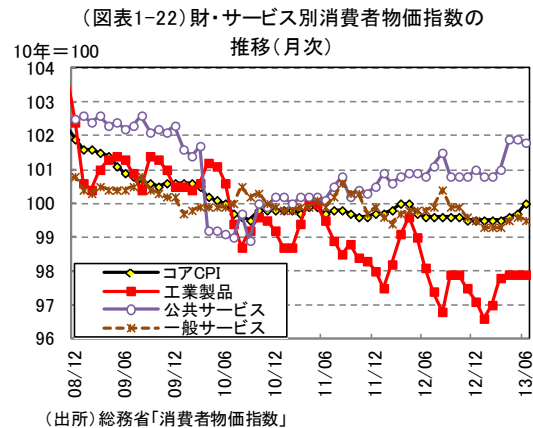


程度と試算している。

消費動向調査の物価見通しDIを見ると、物価が上昇するとの見方も増えつつある(図表1-21)。ただ、足元の水準は2008年央と同レベルで、デフレ脱却といった楽観的な評価を下すには時期尚早である。円安による輸入物価の上昇を受け、食品業界を中心に値上げの動きが出ていることも物価見通しに影響しているとみられ、デフレギャップの縮小に伴うものではないとみている。

財・サービス別のCPIの推移を見ると、工業製品は、価格競争などもあって下落基調であり、今後下げ幅の縮小はあっても、上昇は見込み難く、物価上昇には一般サービス価格の上昇が必要となる(図表1-22)。ただ、サービス価格はその多くが人件費で構成されているため、順調な賃上げが見通せない環境のなかでは、一般サービス価格の持続的な上昇は困難とみている。黒田日銀の2年で2%の物価目標の達成は非常に難しいと予想する。

今後のコアCPIは、9月にはガソリン価格の押し上げ効果が剥落する可能性が高いことから、物価上昇ペースがいったん鈍化に向かうとみている。ただ、電気・ガス代などの値上げや輸入物価上昇による食品価格などの引き上げが続くと考えられることや、大型補正予算などの各種経済対策による押し上げ効果もあって、緩やかに上昇方向へ向かうとみている。しかし、こうした動きはデフレギャップ縮小につながるものではない。2013年度のコアCPIは0.3%の小幅プラスにとどまるとみる。2014年度は、消費税率が5%から8%に引き上げられることによって、1.8%程度押し上げられると予想するが、消費増税の影響を除けば、年間で0.6%の上昇とみている。



(8) 金融政策は当面すえ置き

8月7,8日に開催された日銀金融政策決定会合(以下、会合)では、大方の予想どおり金融政策はすえ置かれた。今回は、事前になんらかの政策変更を予想する向きはほとんどなく、市場の注目度の乏しい会合だった。景気判断は、前回7月11日の、「緩やかに回復しつつある」が踏襲された。4ヵ月ぶりのすえ置きということになる。

黒田日銀の場合、「必要な政策はすべて講じた。戦力の逐次投入はしない」と大見得を切った以上、追加緩和とそのものが政策の信認低下につながりかねないという問題を抱えている。追加緩和を行なう場合、その手段も問題になる。一段の国債の大幅買い増しといった手段が考えうるが、すでに毎月の買い入れ額が7兆円を超えるなか、これ以上の大幅買い増しの有効性について、市場の信認が得られるとは考えにくい。ETFの大幅買い増しという宝刀が残されているものの、追い込まれ感は否めず、結局は袋小路に入っていく可能性が高まる。

結局は、4月4日の政策効果がタイムラグをおいて現れてくるかどうかの勝負となる。追加緩和に追い込まれたくない日銀としては、物価の上昇を今後も辛抱強く待ちたいところだが、目標達成までの2年という時間軸が次第に短くなっていくにつれ、外野は騒がしくなるだろう。マーケットの先行きを占ううえでも、今後はCPIの動向には一段の注目の必要になるが、安定的に上昇に向かう可能性は低いとみる。現状では、消費増税を前にした来年3月に、政府の景気対策と呼応して追加緩和策を打ち出すというのがもっとも可能性の高いシナリオと考える。ただ、追加策を打ち出した時点で、異次元緩和の信頼性は大きく揺らぐことになるだろう。

(9) シナリオ分析

当社では、メインシナリオに加え、3つのサブシナリオを想定。それぞれの概略は下記のとおり（相場見通しは2013年度内をイメージ）。

<メインシナリオ>2013年度内は堅調な回復も、消費増税後は大幅鈍化（示現確率：55%）

輸出回復に加え、大型景気対策の効果、消費増税前の駆け込み需要などから、日本の景気は年度を通じて堅調な回復基調をたどる。ただ、アベノミクスの3本目の矢である成長戦略は十分効果を発揮するに至らず、デフレ脱却への歩みは鈍い状況が続く。株価は、過度な政策期待の反動で、上値が重い展開が続く。為替は目先円高圧力が残るものの、中期的な方向性は円安。長期金利は均せば低位での推移も、潜在的な振れやすさが残る。

日経平均レンジ：12,000円～16,000円 10年国債利回りレンジ：0.60%～1.00%
ドル・円レンジ：90円～105円、ユーロ・円レンジ：110円～145円

<サブシナリオ1>「アベノミクス」大成功でデフレ脱却へ（示現確率：20%）

アベノミクスへの期待で、円安・株高トレンドが続く。中国景気も回復、欧州債務問題解決に向けた取り組みも順調に進展し、世界経済の安定度は高まる。インフレ期待の定着によって実質金利が大きく低下、企業の設備投資意欲が回復する。2013年度末にかけては、再度の大型景気対策により、消費増税後の景気の断層を最小限にとどめる。CPIは、2013年度後半以降、徐々に上昇の兆しが見え始め、デフレ脱却への展望が開ける。

日経平均レンジ：13,000円～18,000円 10年国債利回りレンジ：0.70%～1.20%
ドル・円レンジ：95円～115円、ユーロ・円レンジ：120円～150円

<サブシナリオ2>財政不安の台頭で金融市場が混乱（示現確率：15%）

「アベノミクス」の初期の成功でデフレ脱却への期待が高まるも、長期金利上昇に伴う利払い費の増加が逆に財政リスクとして意識され始める。日銀の金融緩和も事実上の財政ファイナンスとの受け止め方が広がる。金融市場では、株安、債券安、円安のトリプル安となり、景気は再び失速へ。金利の高止まりは容易に解消せず、スタグフレーション的な状況が長期にわたって続く。

日経平均レンジ：8,000円～15,000円 10年国債利回りレンジ：0.70%～2.50%
ドル・円レンジ：95円～130円、ユーロ・円レンジ：120円～170円

<サブシナリオ3>欧州債務問題の再燃、ユーロ崩壊の危機（示現確率：10%）

欧州周辺国で無秩序なデフォルトが勃発。一部中核国の国債にも売りが波及し、破たんする金融機関が続出する。ECBは、大々的な国債買い取りに踏み切るも、事態の收拾は困難を極める。新興国景気も失速し、世界同時不況へ。

日経平均レンジ：8,000円～15,000円 10年国債利回りレンジ：0.30%～0.90%
ドル・円レンジ：70円～100円、ユーロ・円レンジ：90円～135円

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+1.7%と、1-3月期の同+1.1%から伸び幅が拡大した。7-9月期以降も、雇用環境の改善が続くとみられるほか、家計のバランスシート調整が進んでいることなどから、景気の持ち直し傾向が続くと予想する。ただ、歳出削減や長期金利の上昇などが景気回復を抑制するとみられ、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。

個人消費は、住宅価格上昇に伴う資産効果などに支えられ、堅調に回復すると予想する。住宅投資は、住宅ローン金利の上昇を背景に、これまでの高い伸び幅は徐々に縮小に向かうとみる。

設備投資は、設備過剰感の緩和などから、回復傾向が続くとみているが、外需の持ち直しは鈍く、力強い回復には至らないと予想する。輸出は、新興国の景気減速などを背景に、緩慢な回復にとどまるとみる。

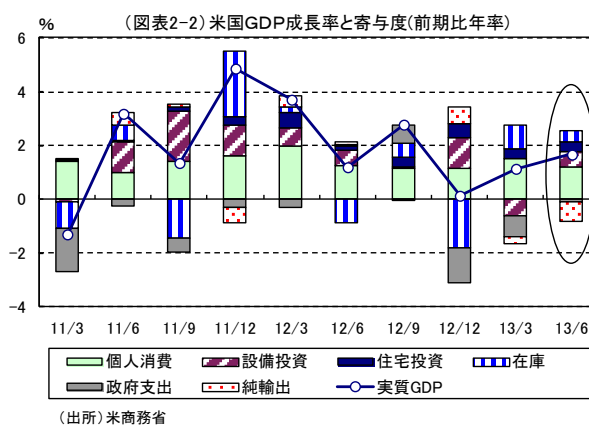
FRB（米連邦準備制度理事会）は異例の低金利を少なくとも失業率が6.5%を下回るまで継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは、2015年後半と予想する。

（図表2-1）米国実質GDP成長率予測

（前期比年率）	暦年ベース			2012年								2013年				2014年				
	2012年	2013年	2014年	12/12	13/3	13/6	13/9	13/12	14/3	14/6	14/9	14/12	13/3	13/6	13/9	13/12	14/3	14/6	14/9	14/12
実質GDP	2.8%	1.5%	2.3%	-0.1%	-1.1%	1.7%	2.2%	2.5%	2.1%	2.2%	2.4%	2.4%	2.2%	2.5%	2.2%	2.5%	2.1%	2.2%	2.5%	2.6%
個人消費支出	2.2%	2.0%	2.3%	1.7%	2.3%	1.8%	2.5%	2.6%	2.1%	2.2%	2.5%	2.6%	2.2%	2.5%	2.2%	2.5%	2.1%	2.2%	2.5%	2.6%
住宅投資	12.9%	13.2%	7.7%	19.8%	12.5%	13.4%	10.9%	7.5%	6.8%	6.5%	6.6%	6.7%	12.5%	13.4%	10.9%	7.5%	6.8%	6.5%	6.6%	6.7%
設備投資	7.3%	3.0%	5.4%	9.8%	-4.6%	4.6%	5.5%	8.8%	4.0%	4.1%	5.5%	5.8%	-4.6%	4.6%	5.5%	8.8%	4.0%	4.1%	5.5%	5.8%
在庫(寄与度)	0.2%	0.0%	0.1%	-2.0%	0.9%	0.4%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.9%	0.4%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
純輸出(寄与度)	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.7%	-0.3%	-0.8%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.8%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%
輸出	3.5%	1.6%	3.4%	1.1%	1.3%	5.4%	2.0%	2.8%	3.5%	3.6%	3.7%	3.7%	1.1%	1.3%	5.4%	2.0%	2.8%	3.5%	3.6%	3.7%
輸入	2.2%	2.0%	3.4%	-3.1%	0.6%	9.5%	2.3%	2.8%	3.0%	3.3%	3.3%	3.8%	0.6%	9.5%	2.3%	2.8%	3.0%	3.3%	3.3%	3.8%
政府支出	-1.0%	-2.4%	-1.1%	-6.5%	-4.2%	-0.4%	-2.3%	-1.8%	-0.9%	-0.3%	-0.9%	-1.0%	-4.2%	-0.4%	-2.3%	-1.8%	-0.9%	-0.3%	-0.9%	-1.0%
内需	2.7%	1.6%	2.4%	-0.2%	1.4%	2.5%	2.3%	2.6%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%	1.4%	2.5%	2.3%	2.6%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%
国内最終需要	2.5%	1.7%	2.3%	1.5%	0.5%	2.1%	2.3%	2.7%	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%	0.5%	2.1%	2.3%	2.7%	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%

（1）4-6月期は景気回復ペースが加速

4-6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+1.7%と、1-3月期の同+1.1%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+2.3%→+1.8%と、減税措置の一部終了などの影響もあり、3四半期ぶりにプラス幅が縮小した。一方、住宅投資は同+12.5%→+13.4%と、緩和的な金融環境などに支えられ、プラス幅が拡大。設備投資も同▲4.6%→+4.6%と、2四半期ぶりの増加となった。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は+0.9%→+0.4%と、1-3月期に大幅なプラスとなった反動もあり、プラス幅が縮小。輸出入はともに増加したものの、輸入の増加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▲0.3%→▲0.8%と、マイナス幅が拡大した。政府支出は前期比年率▲4.2%→



4-6月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+1.7%と、1-3月期の同+1.1%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+2.3%→+1.8%と、減税措置の一部終了などの影響もあり、3四半期ぶりにプラス幅が縮小した。一方、住宅投資は同+12.5%→+13.4%と、緩和的な金融環境などに支えられ、プラス幅が拡大。設備投資も同▲4.6%→+4.6%と、2四半期ぶりの増加となった。在庫投資の成長率全体に対する寄与度は+0.9%→+0.4%と、1-3月期に大幅なプラスとなった反動もあり、プラス幅が縮小。輸出入はともに増加したものの、輸入の増加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▲0.3%→▲0.8%と、マイナス幅が拡大した。政府支出は前期比年率▲4.2%→

▲0.4%と、歳出の強制削減を背景に、三四半期連続で減少したが、マイナス幅は縮小した。

7-9月期以降は、雇用環境の改善が続くとみられるほか、住宅価格上昇に伴う家計のバランスシート調整が進展していることなどから、景気持ち直し傾向が続くと予想する。ただ、歳出削減や長期金利の上昇などが景気回復を抑制するとみられ、回復ペースは緩やかなものとみられる。

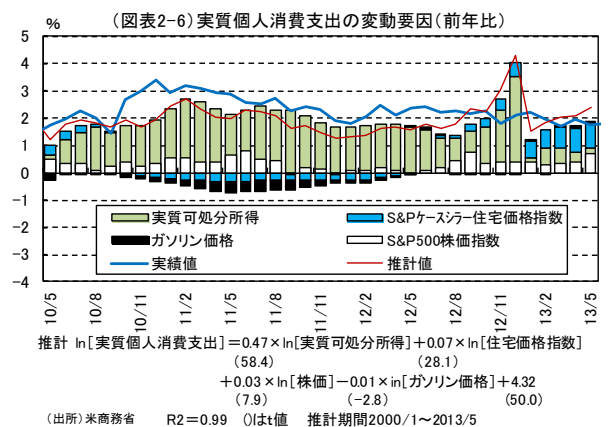
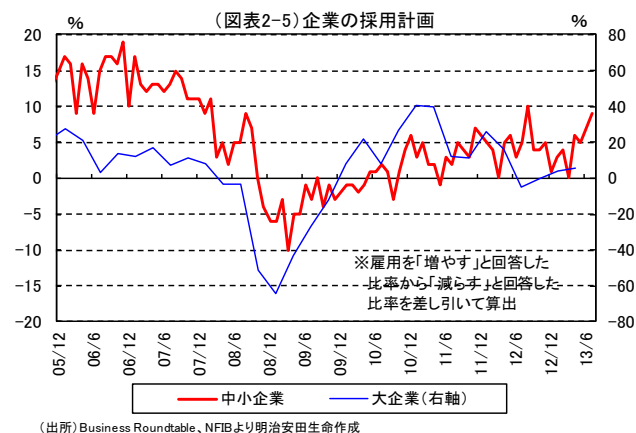
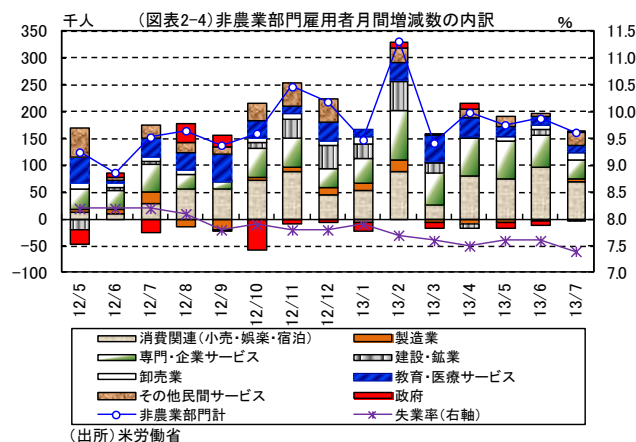
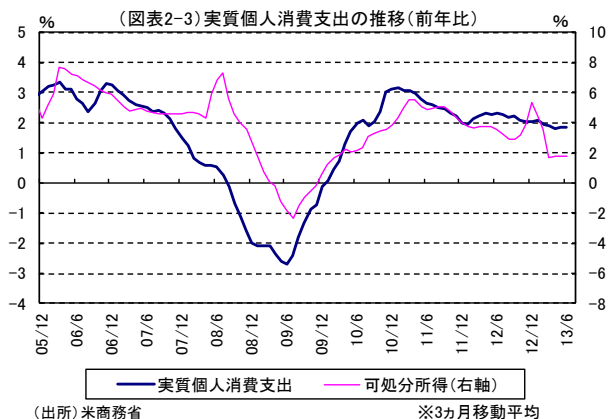
(2) 個人消費は堅調に回復すると予想

米国の個人消費は、雇用環境の改善や株価上昇に伴う資産効果を背景に、2009年央以降、回復基調が続いている(図表2-3)。給与税の減税措置が昨年末に終了(給与税の税率を4.2%から6.2%へと引き上げ)したことなどから、年明け以降の可処分所得は伸び悩んでいたが、5月以降は持ち直しの兆しが出ている。雇用環境の改善などによって、実質増税の悪影響は和らいでいるとみられる。

7月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+16.2万人と、2ヵ月ぶりに増加幅が縮小した(図表2-4)。ただ、雇用者増加数の推移を見ると、給与税の減税措置が打ち切られるなかでも、小売業や宿泊・娯楽といった消費関連業種は底堅い回復が続いている。これまで雇用環境の回復をけん引してきた中小企業の採用計画を見ても、企業の採用見通しは改善しつつあり(図表2-5)、雇用環境の改善が今後も個人消費を下支えするとみている。

一方、実質可処分所得、S&Pケースシラー住宅価格指数、S&P500株価指数、ガソリン価格を説明変数とする実質個人消費の当社推計によれば、年明け以降の個人消費の回復は住宅価格上昇による要因も大きいことが分かる(図表2-6)。住宅の在庫が低水準で推移していることが今後の住宅価格を押し上げるとみており、住宅価格上昇に伴う資産効果も今後の個人消費を後押しするとみられる。

これまで個人消費の安定的な回復を阻害してきた家計のバランスシート調整も大幅に進んでいる。家計資産残高の増減額の推移を見ると、家計の株式、投信、年金を合わせた金融資産残高は、2007年9月末のピークからの減少分をすでに取り戻し



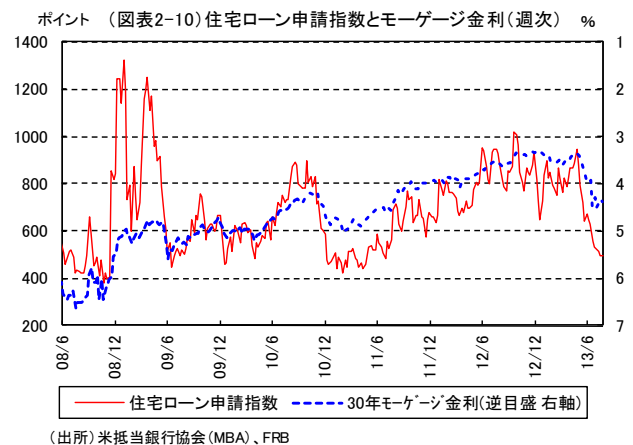
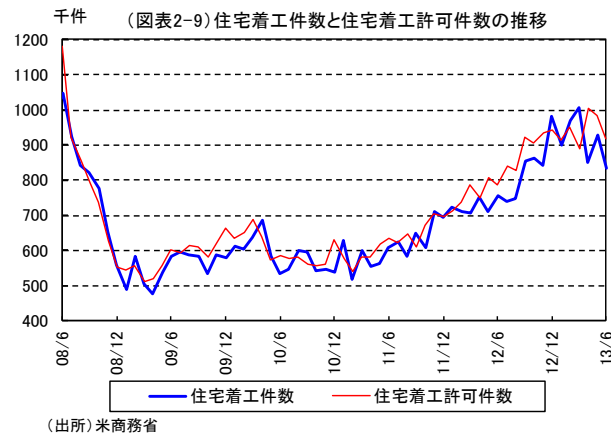
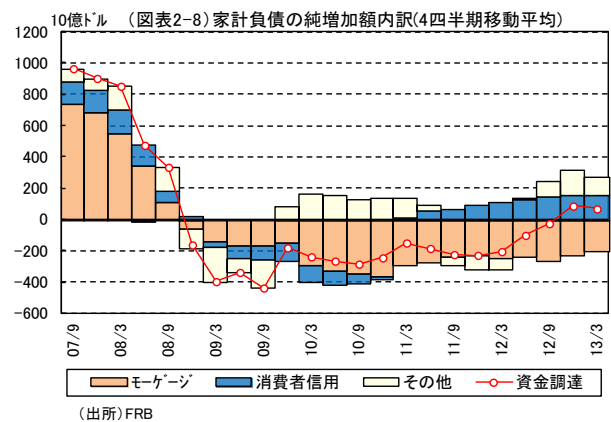
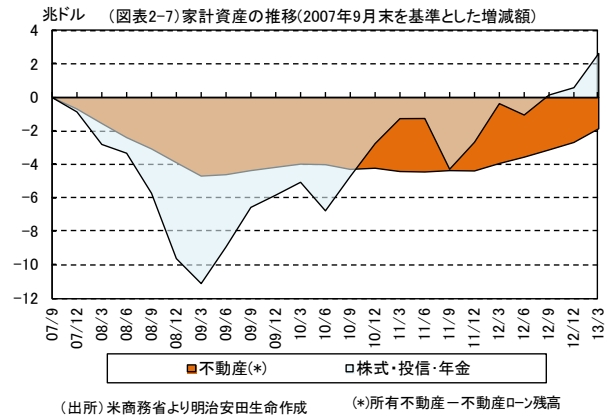
た(図表2-7)。家計の所有不動産から不動産ローン残高を差し引いた純ベースでの増減額で見ると、いまだ家計の不動産価値が不動産ローン残高を下回った状況が続いているが、住宅価格の上昇を受け、マイナス幅(所有不動産-不動産ローン残高)は縮小傾向が続いている。直近公表されている2013年1-3月期のマイナス幅は前期比▲30.6%と、改善ペースが3四半期連続で加速している。現状のペースで改善傾向が続けば、家計のバランスシート調整は2014年前半には事実上終了する計算となる。

資金循環勘定を見ると、2008年10-12月期以降、家計は住宅ローンなどを中心に負債を減少させてきたが、2011年中ごろから消費者ローンを増やし、2012年10-12月期以降は負債が増加していることが分かる(図表2-8)。緩和的な金融環境が家計を下支えしているほか、雇用環境の改善や住宅価格上昇に伴う家計のバランスシート調整の進展などから、今後の個人消費は堅調に回復すると予想する。

(3) 住宅投資の高い伸び幅は徐々に縮小へ

米国の住宅市場は、2011年の秋以降、堅調な回復が続いているが、春先以降の住宅着工件数は伸び悩んでいる(図表2-9)。6月の住宅着工件数は年率換算で83.6万件、前月比▲9.9%と、2ヵ月ぶりに減少した。着工件数の先行指標とされる着工許可件数も年率換算で91.1万戸、同▲7.5%と、2ヵ月連続の減少となった。

全米抵当貸付銀行協会(MBA)が発表する住宅ローン申請指数の推移を見ると、住宅取得者に対する税額控除の効果で2009年に急上昇した局面を除き、概ね緩やかな上昇傾向が続いてきたが、5月以降は急低下している(図表2-10)。FRB(米連邦準備制度理事会)が米国債とMBS(住宅ローン担保証券)の購入を早期に縮小するとの観測から、住宅ローン金利が上昇しており、足元では消費者が住宅ローンの申し込みを躊躇している様子が見取れる。銀行の住宅ローン貸出態度が引き締められたわけではなく(図表2-11)、住宅市場の回復基調が損なわれたとはみていないが、今後は住宅ロ



ーン金利の上昇が下押し圧力として働こう。

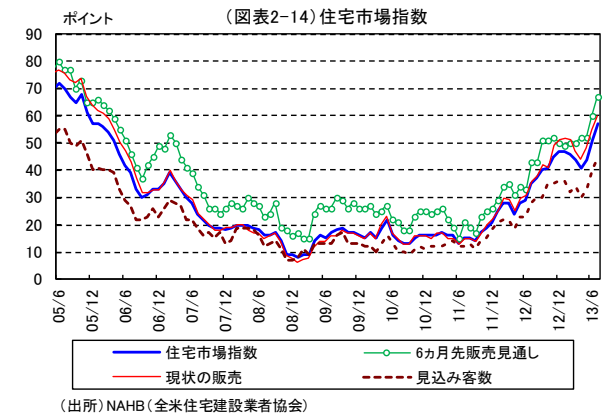
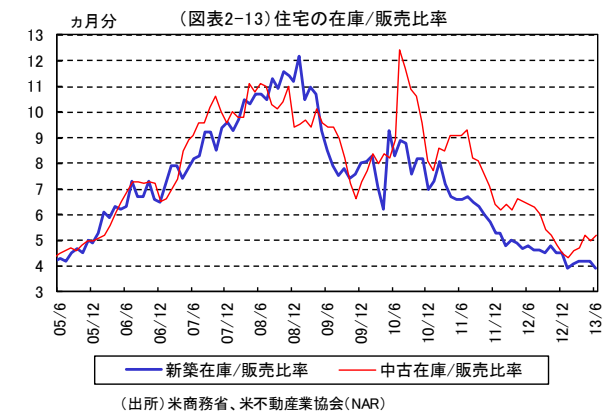
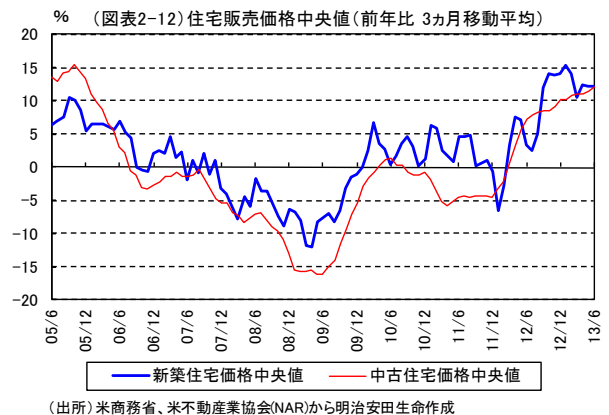
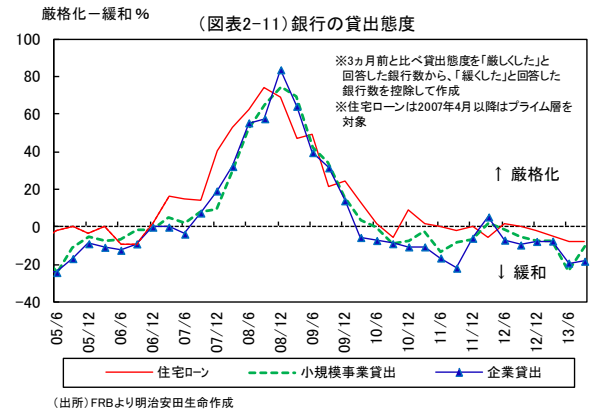
一方、住宅価格は2012年以降、上昇傾向が続いている。販売価格の前年比（3ヵ月移動平均）を見ると、新築住宅は2013年に入ってから伸び幅が縮小したものの、依然として10%を超える伸びを維持している（図表2-12）。中古住宅も前年比が10%を超え、足元では上昇ペースが加速している。在庫/販売比率を見ると、新築、中古とも住宅バブル崩壊前の水準に戻っている（図表2-13）。中古住宅の在庫/販売比率は足元で上昇基調が続いているが、6月は売り出しから販売までにかかる平均販売日数が37日と、5月の41日から短期化し、過去最短となった。前年同月の70日から大幅に短縮しており、在庫不足感が高まっている。在庫が低水準であることから、住宅価格は今後も上昇傾向が続くとみている。

全米住宅建設業協会（NAHB）が発表する住宅市場指数（建設・不動産業者の景況感指数）を見ると、7月は57と、好不況の境目である50を上回り、3ヵ月連続で上昇した（図表2-14）。向こう6ヵ月の販売見通し指数も67と、2005年10月以来の水準まで改善している。住宅在庫が低水準であることが今後も住宅建設を押し上げるとみられる。ただ、FRBによる緩和策の縮小観測から、住宅ローン金利には上昇圧力がかかり続けるとみており、住宅投資のこれまでの高い伸び幅は、今後徐々に縮小に向かうと予想する。

（4）設備投資は緩やかな持ち直しへ

米国の設備投資は、2009年央ごろから持ち直し傾向が続いている。4-6月期の実質民間設備投資は前期比年率+4.6%と、二四半期ぶりにプラスとなった。背景には、昨年末に給与税の減税措置が終了した悪影響などが和らぎ、景気の先行き不透明感が弱まったことがある。

企業景況感も上向いている。7月のISM製造業景況指数は55.4と、活動の拡大と縮小の境目である50を2ヵ月連続で上回った（図表2-15）。ISM非製造業景況指数も56.0と、2ヵ月ぶりに上昇した。ただ、今後9年間で約1.2兆ドルにのぼる歳出の強制削減が3月から継続していることや、中国を中心と



した新興国の景気減速などから、今後の企業景況感の改善ペースは緩やかなものにとどまるとみている。

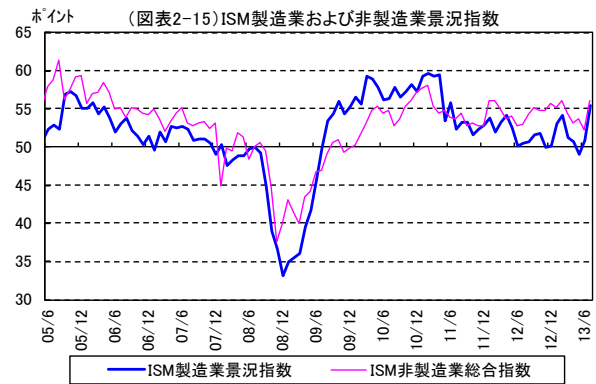
一方、新規受注や生産は今後も持ち直し傾向が続くとみられる。設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注（除く航空機）を見ると、6月は前月比+0.9%と、4ヶ月連続で増加した（図表2-16）。欧州の景気減速や、財政政策の先行き不透明感などを背景に、2012年央から秋口にかけては低調な推移が続いてきたが、その後は持ち直し傾向で推移している。欧州の景気下振れリスクが和らいでいることや、国内の自動車販売などに支えられ、今後も新規受注は回復傾向が続くとみている。6月の鉱工業生産も前月比+0.3%と、3ヶ月ぶりにプラスとなった。春先以降は停滞気味の推移が続いているが、新規受注の持ち直しに伴い、生産も今後は徐々に持ち直すとみられる。

FRBによる企業向け貸出態度調査を見ると、足元では3ヶ月前に比べて「厳しくした」と回答した銀行が「緩くした」という銀行を大きく下回っている（図表2-11）。緩和的な金融環境が今後も企業の事業環境を下支えするとみられる。大企業経営者による経済団体ビジネスラウンドテーブルの調査を見ても、6ヶ月先の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を上回り、企業の設備投資見通しは改善傾向が続いている（図表2-17）。歳出の強制削減を通じて、国防や医療といった産業への悪影響が懸念されるなかでも、企業の設備投資計画は底堅い。

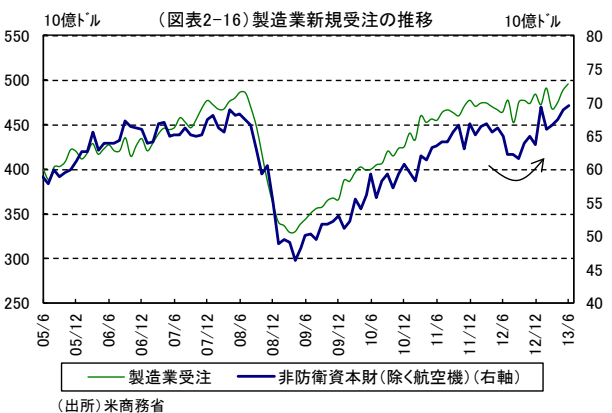
非防衛資本財受注（除く航空機）、設備稼働率、企業への貸出金利を説明変数とする当社試算では、今後の設備投資は持ち直し傾向が続く可能性が示される（図表2-18）。設備過剰感が見られないこともあり、今後の設備投資の回復ペースは徐々に上向くと予想する。ただ、新興国の景気減速が企業景況感の持ち直しを抑制するとみられ、力強い回復には至らないとみる。

（5）輸出は緩やかな回復にとどまると予想

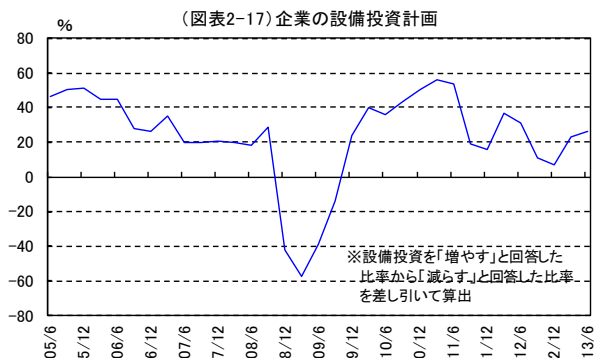
米国の輸出は、堅調な新興国景気に支えられ、2009年から回復基調が続いてきたが、2012年央以



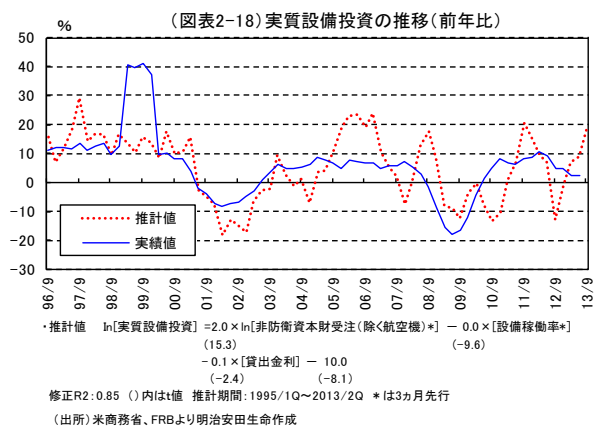
（出所）米サブライマネジメント協会（ISM）



（出所）米商務省



（出所）Business Roundtableより明治安田生命作成



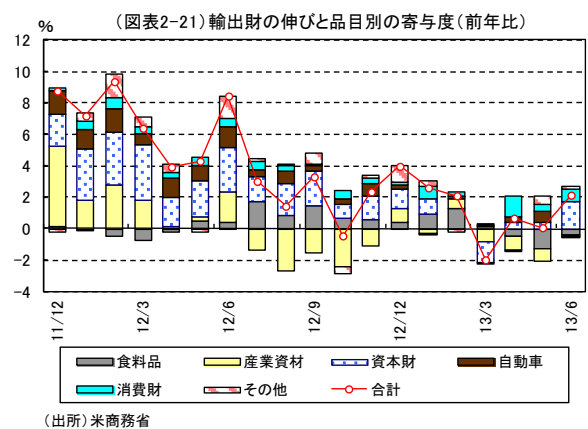
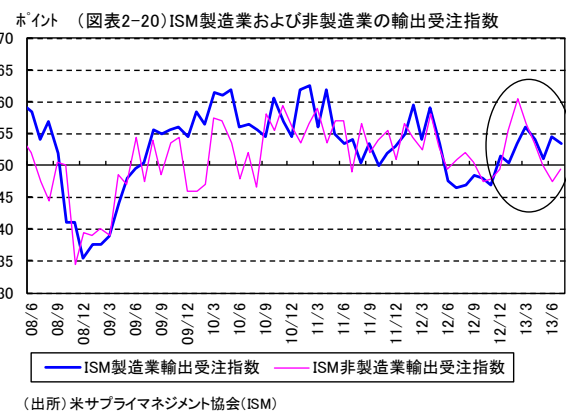
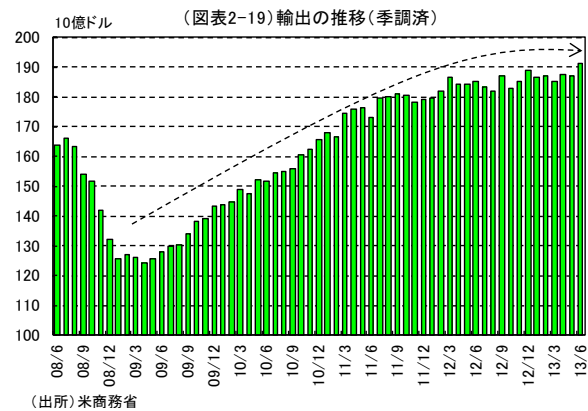
（出所）米商務省、FRBより明治安田生命作成

降は伸び悩んでいる（図表2-19）。ISM製造業景況指数の内訳項目である輸出受注指数を見ると、足元では活動の拡大と縮小の境目である50を上回っているものの、春以降の改善ペースは鈍い（図表2-20）。非製造業の同指数は50を下回っており、新興国景気の減速などを背景に、企業は外需に対して慎重な見方を示している。

米国の輸出を品目別に見ると、欧州や中国の景気減速を背景に、足元では石油・石炭製品や金属を中心とした産業資材などが弱含んでいる（図表2-21）。一方、年明け以降、NAFTA圏（北米自由貿易協定圏）とアジア向けを中心に、輸送機器、電子機器などが堅調に伸びており、全体をけん引している。財輸出全体の4割を占める資本財（自動車を含む）は、新興国の景気回復に力強さが欠けるなかでも、エンジン・部品を含む航空機のほか、通信機器や電子機器などが堅調に伸びている。民間航空機は、1機あたりの生産に約300万点の部品が必要とされ、数十万点と言われる自動車を大きく上回るほか、機械・部品産業への波及効果もより大きい。航空機は既存機の更新需要などにも支えられる形で、今後も回復基調が続くとみられ、自動車も含めた裾野の広い輸送機器が機械・部品や加工金属などをけん引するとみている。ただ、中国などの新興国の景気減速が今後の輸出を抑制するとみられ、輸出の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

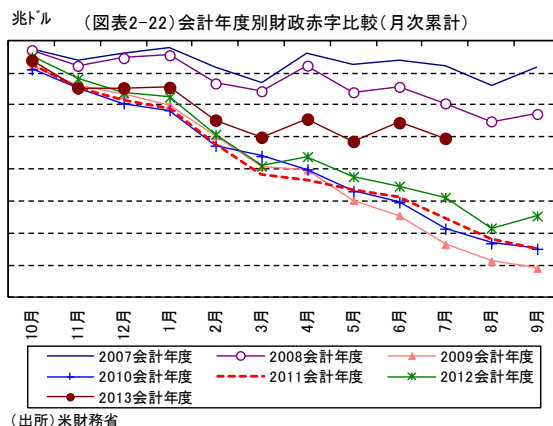
（6）歳出削減による下押し圧力は緩和方向

オバマ大統領は従来から、今後10年間で約4兆ドル（すでに決定済の約2.5兆ドルを含む）の財政赤字を削減することを主張しているが、4月に提出した予算教書では、新たに削減する約1.8兆ドル分の方針を示した。一方、野党共和党も財政赤字を10年間で約4.6兆ドル削減することを提案しており、中長期的には財政赤字のさらなる削減が避けて通れない。ただ、同大統領は、年収100万ドルを超える富裕層へ最低30%の所得税率を課すなど、富裕層への増税と歳出削減のバランスをとって赤字削減の方針であるのに対し、野党共和党はメディケア（高齢者向けなどの公的医療保険）といった社会保障費の追加削減を求めており、意見の隔たりは小さくない。年始に大幅な歳出削減と減税措置の終了が重なる「財政の崖」回避のため、共和党は富裕層への増税受け入れで妥協した経緯もあり、さらなる追加増税への反対姿勢が続くとみている。3月27日に期限を迎えた2013会計年度の暫定予算は9月末まで延長されたほか、2014会計年度予算でも与野党の歩み寄りは見られないため、今後も歳出の強制削減が続くと予想する。一方、政府債務はすでに法定上の上限に達している。個別の資金繰りによっても歳出が賄えなくな



るとみられる秋口以降、デフォルト回避のため、債務上限を再度引き上げることで与野党は合意するとみている。

月次の財政収支を見ると、2013年会計年度（2012年10月－2013年9月）は、財政赤字が5年ぶりに1兆ドルを下回る見通しである（図表2-22）。これは、年始に決定した給与税の減税措置終了や富裕層向けの増税に加え、3月から始まった歳出の強制削減による影響が大きい。リーマン・ショック直後に公的資金で救済された政府系住宅金融機関（GSE）の連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）は業績が改善し、両社から政府へ配当金が支払われたことも財政収支の改善につながっている。歳出削減が当面は景気回復を抑制するものの、下押し圧力は徐々に緩和に向かうとみている。

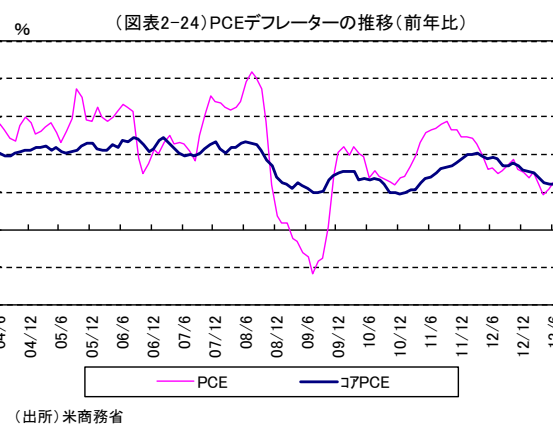
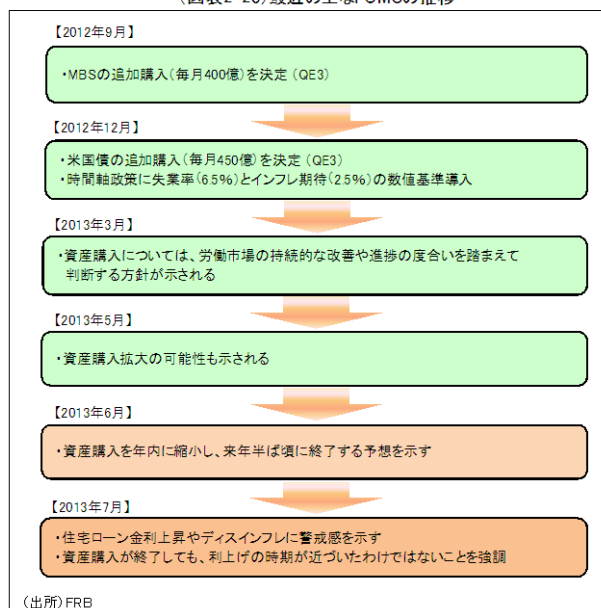


(7) 利上げは2015年後半を予想

6月18－19日開催のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、米国債（毎月450億ドル）とMBS（毎月400億ドル）の追加購入を継続する方針に変更はなかったが、今後の経済指標がFOMCの見通しと概ね一致すれば、毎月の資産購入を年内に縮小させ、来年半ばごろに終了する可能性が示された（図表2-23）。

一方、7月30－31日開催のFOMCでは、景気の現状判断が下方修正されたほか、住宅ローン金利の上昇を注視する姿勢や、インフレ率が低下傾向であることに対する警戒感が示された（図表2-24）。FRBのバーナンキ議長は、資産購入縮小を実施しても、利上げの時期が近づいたわけではないことを何度も繰り返しており、今後も過度な金利上昇による景気への悪影響に対し警戒感を示すとみられる。もっとも、FRBは今後の景気回復ペースが改善するとの見方を強めており、年内に資産購入の縮小を開始すると予想する。労働市場の回復傾向は今後も続くとみられ、FRBの予想よりも若干早い2014年前半には資産購入が終了するとみている。ただ、今後も歳出削減が継続するほか、長期金利の上昇が住宅市場の回復を徐々に抑制するとみられることなどから、利上げの時期は2015年後半になると予想する。

(図表2-23)最近の主なFOMCの推移



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は最悪期を脱しつつあるものの、依然として停滞気味の推移が続いている。南欧諸国を中心とした緊縮財政の影響などで、今後も内需は弱含みの状況が続くとみられるほか、外需も力強い回復は期待しづらく、年内のユーロ圏景気は低調な推移が続くとみる。ただ、欧州債務問題への取り組みが徐々に進展するとみられるほか、ドイツを中心に中核国の景気が回復に向かうとみており、2014年は持ち直すと予想する。

個人消費は、各国の緊縮財政を背景に雇用環境が悪化していることから、目先は低調な推移が続く可能性が高い。ただ、企業業績の持ち直しにより、年末以降は雇用環境の悪化に歯止めがかかるとみられることから、個人消費は緩やかに上向くとみる。

民間固定投資は、企業業績の低迷などを背景に、減少傾向が続いている。ただ、企業の生産活動は減少に歯止めがかかりつつあるほか、銀行の貸出態度は厳格化の動きが和らいでおり、企業業績も緩やかな持ち直しに向かうとみられることから、秋以降はゆっくりと増加に向かうと予想する。

政府支出は、各国の緊縮策の影響により、今後も抑制された状況が続くとみられる。

ECB（欧州中央銀行）は、5月の政策理事会で政策金利を0.5%に引き下げた。ユーロ圏景気が最悪期を脱しつつあることから、当面金融政策については様子見姿勢をとるとみている。

(図表3-1) 欧州経済見通し
ユーロ圏実質GDP成長率予測

(前期比)	2012年			2013年					2014年			
	2012年	2013年	2014年	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12	14/03	14/06	14/09	14/12
ユーロ圏GDP	-0.6%	-0.7%	0.9%	-0.6%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
家計消費	-1.3%	-0.5%	0.6%	-0.6%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%
政府消費	-0.4%	-0.3%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
固定投資	-4.3%	-4.8%	-0.2%	-1.5%	-1.9%	-0.8%	-0.8%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
純輸出(寄与度)	1.6%	0.8%	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

英国実質GDP成長率予測

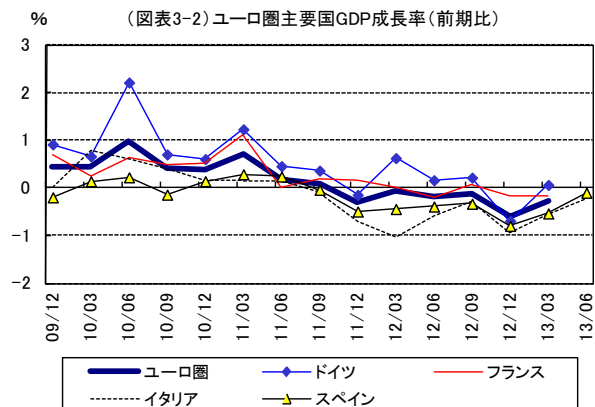
(前期比)	2012年			2013年					2014年			
	2012年	2013年	2014年	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12	14/03	14/06	14/09	14/12
英国GDP	0.3%	1.1%	1.7%	-0.3%	0.3%	0.6%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%

(1) 停滞気味の推移が続くユーロ圏景気

ユーロ圏景気は停滞気味の推移が続いている。4-6月期の実質GDP成長率は、イタリア(前期比▲0.6%→▲0.2%)とスペイン(同▲0.5%→▲0.1%)が、ともに2四半期連続でマイナス幅が縮小したものの、8四半期連続の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は持ち直しつつあるが、回復ペースは緩慢である。ドイツIfo景況感指数を見ると、期待指数は昨年秋以降、持ち直し傾向が続いてきたが、3月以降は、横ばい圏で推移している(図表3-3)。新興国景気に力強さが見られないことから、当面ドイツの景

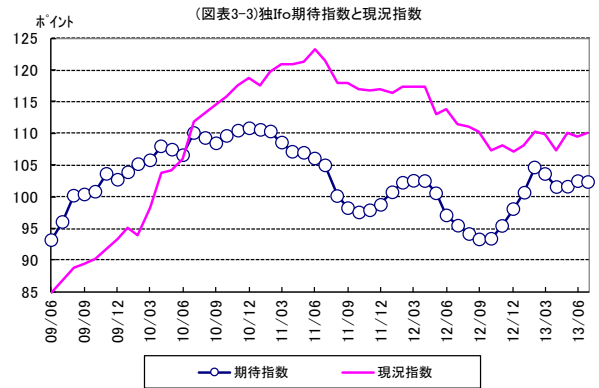
(図表3-2) ユーロ圏主要国GDP成長率(前期比)



(出所) 各国統計局

気回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。ただ、米国景気の回復などから、企業の生産活動の低迷には歯止めがかかりつつある。景気見通しの改善に伴い、銀行の貸出態度は厳格化のペースが鈍化しており、企業業績は徐々に持ち直すとみる。企業業績の回復に伴い、雇用環境のさらなる改善や固定投資の増加が見込まれることから、2014年にかけては回復ペースが向上くとみている。

ユーロ圏景気は最悪期を脱しつつあるものの、ドイツ以外では高水準の失業率などを背景に、内需は弱含みの状況が続くとみられるほか、外需も力強い回復は見込めず、2013年は低調な推移が続くとみる。ただ、欧州債務問題への取り組みが徐々に進展するとみられるほか、雇用環境の改善が続くドイツを中心に中核国の景気が回復に向かうことが期待され、2014年は持ち直すと予想する。



(出所) Ifo経済研究所

(2) 銀行同盟は緩やかながら進展

6月20日に開催されたユーロ圏財務相会合では、ECB(欧州中央銀行)の下での欧州の銀行監督一元化を前提に、5,000億ユーロ規模の融資能力を持つESM(欧州安定メカニズム)から、政府を通さずに銀行に直接最大600億ユーロを注入できることが決定した(図表3-4)。ただ、ドイツが自国の負担増を危惧した結果、支援額は小幅なものにとどまった。また、過去に政府を通して行なった銀行支援(銀行救済費用)に遡及的に直接注入を適用するかについての議論は、ユーログループのダイセルブルーム議長が「ケース・バイ・ケースによる」と述べるにとどまった。政府債務の軽減につながることから実現が期待されたものの、先行き不透明感が漂う結果となった。銀行監督一元化は、当初来年3月から実施される予定であったが、実施時期は来年秋頃に延長された。ドイツは自国の銀行の監督権限をECBに移行することに抵抗を示しており、議会での承認が遅れている。

一方、6月27-28日に開催されたEU首脳会議では、各国が自国の財源によって銀行の破綻処理を行なう際の統一ルールを2018年から導入することが決定した。各国で破綻処理基金を設置することが求められ、それぞれ10万ユーロ以下の保護預金の最低0.8%を10年間で積み立てることや、銀行の破綻処理の際には、株主、債券保有者、10万ユーロ超の大口預金者に対し強制的に負担を求めることなどが定められた。これにより、銀行の破綻処理を素早く行なうことができるようになり、たとえ金融システム不安が台頭しても、混乱の長期化は避けられる。

キプロスの救済時には、銀行の破綻に関する統一のルールがないことが、混乱を招いたことから、統一のルールが作成されたことは評価できる。今回、銀行同盟の柱の一つである域内統一の破綻処理機構の設置については、9月に総選挙を控えるドイツが、「EU法の改正が必要」と反対している

(図表3-4)銀行同盟の内容

銀行監督の一元化
<ul style="list-style-type: none"> ・欧州単一の監督機関が銀行への経営監視・指導を強化 <p>論点</p> <ul style="list-style-type: none"> ・自国の権限をECBに委譲することへの抵抗からドイツが反対立法作業が遅れている
預金保険制度の統一
<ul style="list-style-type: none"> ・欧州各国が拠出する預金保険料によって、銀行破綻時の預金者を保護 <p>論点</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ドイツは自国の税金や預金を他国の預金者保護のために使用することに反対
銀行救済や破綻処理の一元化
<ul style="list-style-type: none"> ・銀行の経営が悪化した際に銀行への資本注入で危機を阻止 ・破綻時には、欧州域内共同の清算基金を利用 <p>論点</p> <ul style="list-style-type: none"> ・資金注入スキームから直接注入の限度額が最大600億ユーロにとどまる ・清算基金の財源をどこからもってくるか(金融取引税、金融機関への課徴金など) ・財政統合前の導入が、モラルハザードにつながるリスク

(出所)各種報道より明治安田生命作成

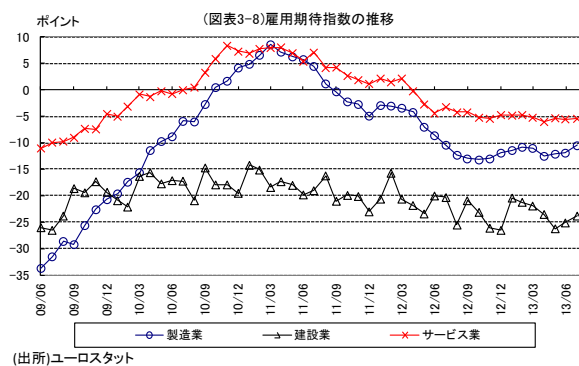
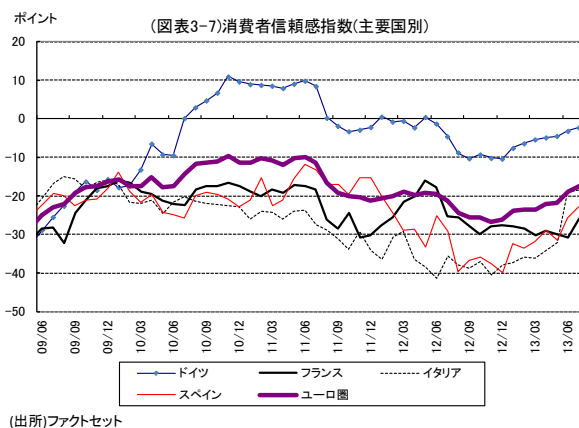
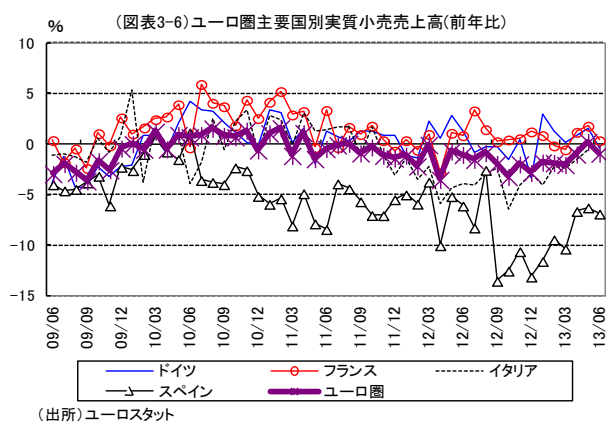
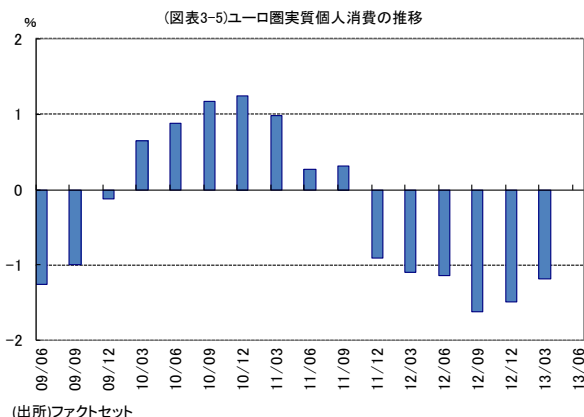
ものの、総選挙以降は銀行同盟の議論が前進するとみられ、欧州債務問題への対応は徐々に進展するとみている。

(3) 個人消費は年末以降持ち直すと予想

ユーロ圏の個人消費は停滞している。1-3月期の実質個人消費は前年比▲1.3%と、6四半期連続でマイナスとなった(図表3-5)。ただ、昨年10-12月期以降、個人消費の減少ペースは鈍化している。GDPベースの個人消費の動きに近い動きを示す実質小売売上高の推移を見ると、昨年9月以降、イタリアとスペインのマイナス幅が大幅に縮小していることが、全体の底上げにつながっている(図表3-6)。昨年9月のECBによる新しい国債買入策(OMT)の発表や、11月のトロイカ(IMF、EU、ECB)によるギリシャへの融資決定、4月のイタリアの政権樹立などにより、特に債務危機国で消費者マインドが急速に改善したことが背景にあるとみられる(図表3-7)。

こうした動きが持続的なものになるかどうかは、雇用環境次第の面が大きい。各国の厳しい緊縮策により、今のところ雇用環境の悪化傾向には歯止めがかかっていない。6月の失業率は12.1%と、99年のユーロ発足以来最悪の水準で推移している。なかでも若年層(25歳未満)の失業率は23.9%に達している。雇用者数の推移を見ても、1-3月期は前年比▲1.0%と、6四半期連続で減少した。産業別の雇用者数では、建設業、製造業、卸・小売、輸送、宿泊業の減少が大きい。欧州委員会が発表する雇用期待指数を見ると、製造業、建設業、サービス業ともに低調な推移が続いており、民間部門では依然採用意欲に改善の兆しが見えない(図表3-8)。公的部門でも、歳出削減の観点から公務員採用の増加は見込めず、目先はユーロ圏の雇用者数の減少傾向が続くとみられる。

ただ、企業の生産活動が持ち直しつつあるほか、銀行の貸出態度は厳格化の動きが弱まっていることから、今後企業業績は徐々に持ち直すとみている。雇用の改善は企業業績の改善に1~2四半期遅延することから、年末頃には雇用環境の悪化に歯止めがかかるとみられ、個人消費はゆっくりと上



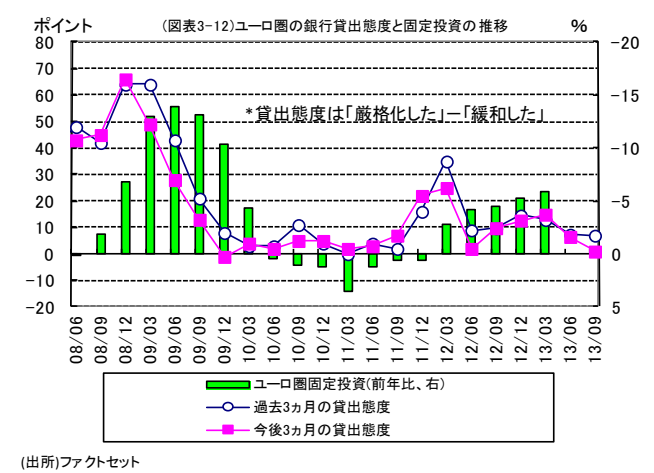
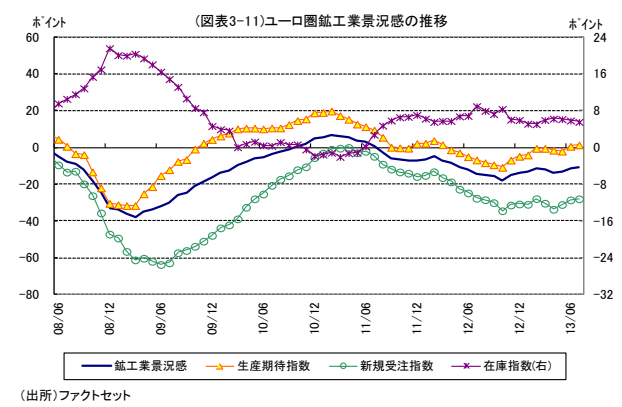
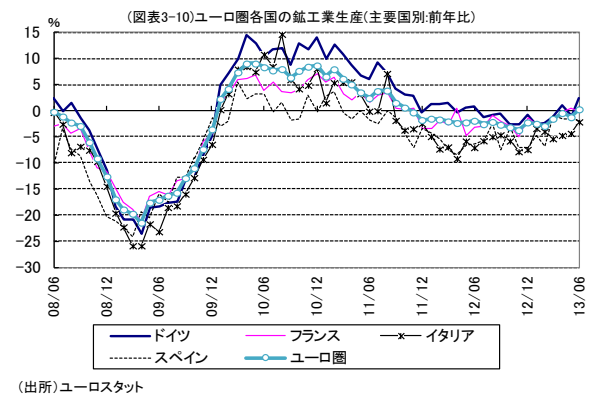
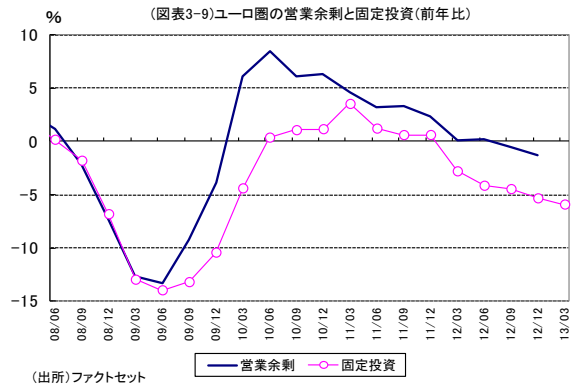
向くと予想する。

(4) 固定投資は秋から徐々に持ち直すと予想

ユーロ圏の固定投資は落ち込みが続いている。2013年1-3月期の固定投資は前年比▲5.9%と、5四半期連続でマイナスとなった(図表3-9)。GDPベースの営業余剰と固定投資の相関関係を見ると、企業業績を1四半期遅行させた場合の両者の相関係数をもっとも高くなる。2012年秋口以降、営業余剰の減少が続いており、企業業績の低迷が固定投資の減少につながっている。

ただ、企業の生産活動は2月以降、減少傾向に歯止めがかかりつつある(図表3-10)。また、欧州委員会が発表する鉱工業景況感指数を見ても、4月に底を打って以降、上向きつつある(図表3-11)。内訳を見ると、在庫指数が緩やかに低下しているほか、新規受注指数と生産期待指数は上昇傾向で推移している。米国景気の回復が続いているほか、4月にイタリアで政権が樹立し、政治混乱が落ち着いたことなどが、企業マインドの改善につながっているとみられる。ECBによるOMTがセーフティーネットとして機能しているほか、主要輸出先である米国景気は今後も回復が続くとみられ、企業の生産活動は持ち直し傾向が続くとみる。もっとも、中国を中心とした新興国景気の減速が続くとみられることから、年内の世界景気の回復ペースは緩やかで、生産の持ち直しペースは弱いものにとどまると予想する。

一方、銀行の貸出態度は、厳格化が続いている。ECBが四半期ごとに発表する銀行貸出態度調査によれば、「過去3カ月の貸出態度」、「向こう3カ月の貸出態度」は、ともに「貸出態度が厳格化した」と回答した銀行が「貸出態度が緩和した」と回答した銀行を上回った(図表3-12)。ただ、厳格化のペースは鈍化している。「過去3カ月に銀行貸出態度を厳格化した要因」を見ると、これまで厳格化の主な要因となっていた「景気見通し」や「個別産業・企業の見通し」をあげる銀行数が減少しており、ユーロ圏景気が最悪期を脱しつつあることが、厳格化のペースの鈍化につながっているとみられる。ユーロ圏景気は持ち直し傾向で推移するとみられるほか、7月にはECBが中小企業向け融資を裏付けとする



ABS(資産担保証券)を新たに資金供給オペの担保として受け入れることを発表したこともあり、今後も銀行の貸出態度は厳格化のペースが弱まる可能性が高いとみている。

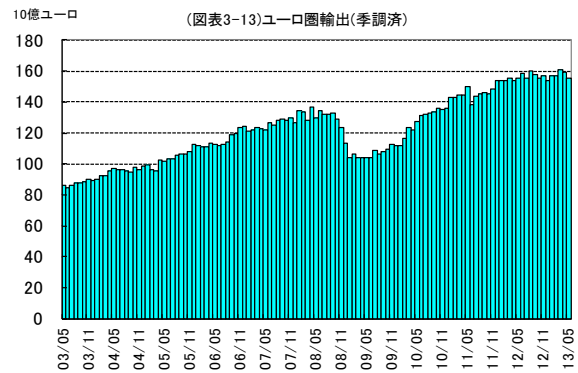
企業の生産活動が持ち直しつつあるほか、銀行の貸出態度は厳格化の動きが弱まっていることから、企業業績はきわめて緩やかな持ち直しに向かうとみられる。ユーロ圏の固定投資は秋頃に減少に歯止めがかかり、その後ゆっくりと増加に向かうと予想する。

(5) 輸出は伸びが鈍い展開が続くと予想

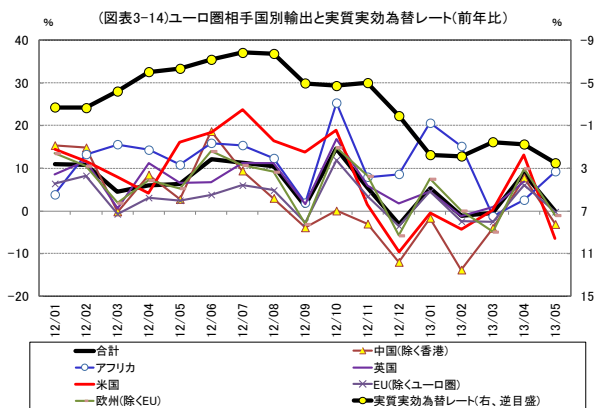
ユーロ圏の輸出は、伸び悩んでいる(図表3-13)。ユーロ圏の輸出金額の推移を見ると、1月以降3ヵ月連続で増加したものの、4月は前月比▲1.0%、5月は同▲2.3%と、足元では2ヵ月連続の減少となった。ユーロ圏の輸出を輸出先別(前年比)に見ると、昨年秋頃から実質実効為替レートがユーロ高方向に推移していることもあり、アフリカ向け以外は不振が続いている(図表3-14)。ユーロ圏の輸出シェアの約半分を占めるユーロ圏外欧州向けは、EU向け(除くユーロ圏)が同▲0.2%、欧州(除くEU)向けが同▲1.0%と、ともに2ヵ月ぶりに減少した。また、約12%のシェアを占める米国向けは同▲6.4%、同じく約6%を占める中国(除く香港)向けは同▲3.1%と、ともに減少傾向で推移している。

ユーロ圏輸出を品目別に見ると、機械類・輸送機器が全体の41.1%を占めるほか、化学製品が16.5%、その他製品が23.7%と、工業製品が全体の81.3%を占める。輸出の伸びに対する品目別寄与度の推移では、機械類・輸送機器やその他工業製品が伸び悩んでおり、輸出減速の主因となっている(図表3-15)。背景には、機械類・輸送機器の輸出のうち、約10%を占める中国の固定投資の伸びが鈍化していることがある。

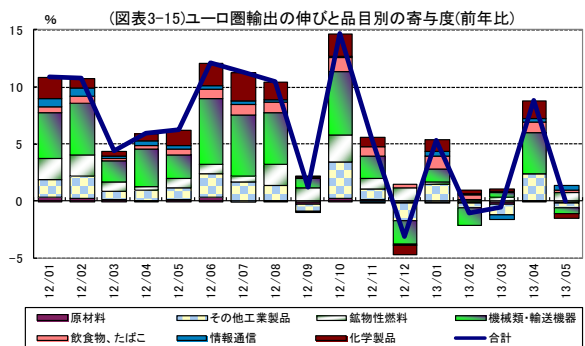
欧州域内の景気低迷や、中国の景気減速など、世界景気の伸び悩みが足元のユーロ圏輸出の低迷につながっている。ただ、OECD(経済協力開発機構)が発表する景気先行指数(6ヵ月先行)を見ると、2012年10月以降、前年比ベースでプラスに転じており、世界景気は4月以降、ゆっくりと持ち直しに向



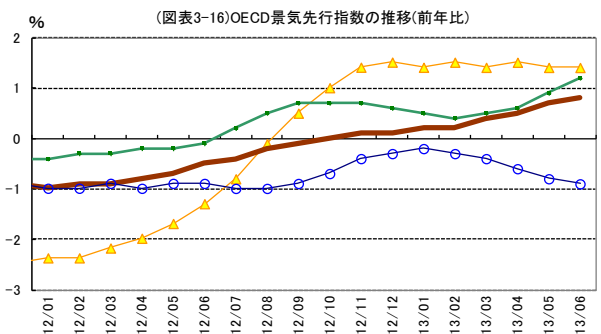
(出所)ファクトセット



(出所)ユーロスタット、ECB



(出所)ファクトセット



(出所)OECD

かっているとみられる(図表3-16)。世界景気の持ち直しから、今後発表される6月以降のデータでは、輸出は増加基調で推移する可能性が高い。もっとも、主要輸出相手国別に見ると、米国や英国は上昇傾向が続いているものの、中国は上向く兆しが見られない。中国景気の減速により、アジア新興国の景気も伸び悩むとみられ、世界景気の回復ペースは緩やかなものになるとみる。ユーロ圏の輸出は伸びが鈍い展開が続くと予想する。

(6) ECBは当面様子見姿勢をとると予想

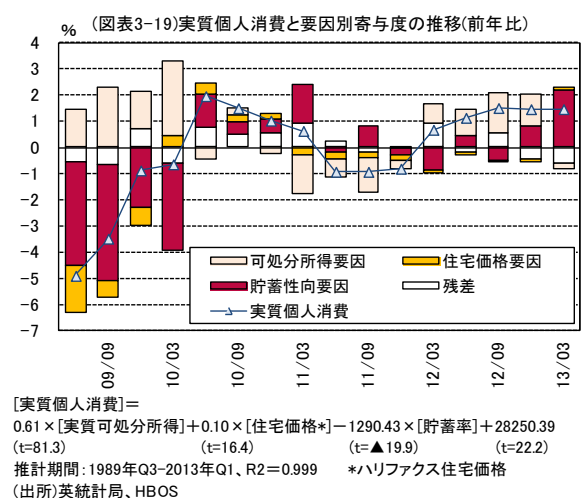
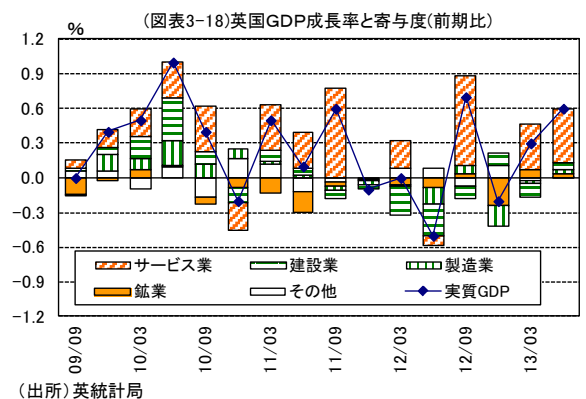
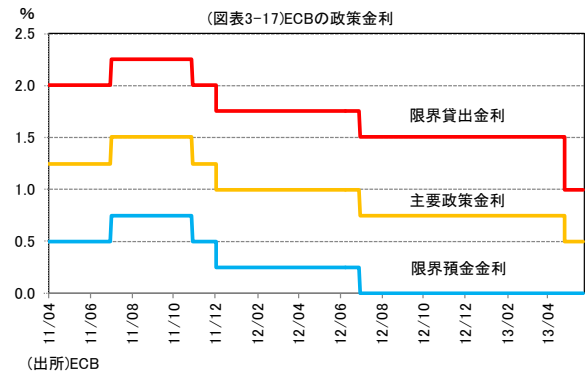
欧州中央銀行(ECB)は、8月1日の政策理事会で、政策金利(主要リファイナンス金利)を0.5%にすえ置いた(図表3-17)。ECBのドラギ総裁は理事会後の記者会見で、「中期的な物価動向見通しに対するリスクは引き続き概ね均衡している」と述べ、物価が安定的に推移しているとの見方を維持したほか、「ECBの緩和的な金融政策が寄与し、ユーロ圏景気が回復する」と、前回の政策理事会と同様、これまでの金融政策は効果的であるとの考えを示した。

同総裁は「景気を取り巻くリスクは、引き続き下向きである」と述べ、今後の景気下振れリスクに対し懸念を示した一方、今回は利下げについての議論がなかったことを示唆した。7月の理事会で同総裁は、「ECBの政策金利は長期にわたって現行水準もしくはそれ以下であると予想する」と述べ、フォワードガイダンスの導入を表明している。ユーロ圏景気は最悪期を脱しつつあることから、ECBは今後も現在の緩和的な金融政策を維持するにとどまり、追加緩和策については当面様子見姿勢をとるとみる。

(7) 英国経済は回復が続くと予想

英国の4-6月期実質GDP成長率(速報値)は、前期比+0.6%と、2四半期連続のプラス成長となった(図表3-18)。1-3月期と同様、サービス業が全体を押し上げたほか、住宅市況の改善などを受け、建設業はプラス寄与となった。

個人消費は雇用環境の改善や貯蓄の取り崩しなどにより、緩やかな回復が続いている(図表3-19)。6月の小売売上高は前年比+2.2%と、2ヵ月連続で伸び幅が拡大した。雇用環境を見ると、6月の失業保険申請件数は前月差▲2万1,200人の147万8,900件と、2011年3月以来の最低値となるなど、改善ペースが加速している。英商工会議所による景気動向調査を見ても、7-9月期には採用人数の拡大を見込む企業が増加しており、今後も雇用環境の

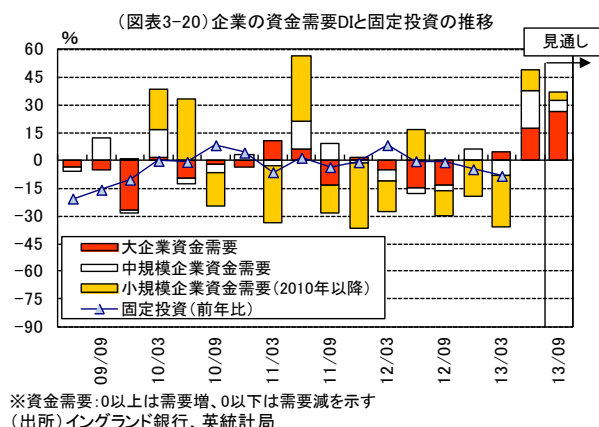


改善は続くと予想する。また、住宅価格も、2013年1月以来上昇が続いており、消費の下支えが期待できる。5-7月期のハリファクス住宅価格指数は、前年比+4.6%と、2010年8月以来の伸び幅を記録した。先行指標のモーゲージ承認件数も増加しており、住宅価格は上昇基調が続こう。今後も雇用環境の改善や住宅価格の上昇に下支えされ、個人消費は回復が続くとみられる。ただ、家計債務残高/可処分所得比は1.43倍と、90年代平均値の1.05倍と比較すると高く、家計のバランスシート調整は途上であることから、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

一方、固定投資は、2012年4-6月期から2013年1-3月期にかけて前年比で4期連続の減少となった(図表3-20)。ただ、7月のイングランド銀行信用状況調査によると、足元の企業の資金需要は上向いているほか、7-9月期にも資金需要の増加が見込まれる。企業の景気見通しが改善しているに加え、緩和的な金融環境による下支えもあり、固定投資は今後、持ち直しへ向かうとみる。

輸出も低迷している。全輸出額の6割強を占めるユーロ圏向け輸出の低迷が続いているほか、これまで比較的堅調であった米国向けの輸出も、足元では弱い動きとなっている。ユーロ圏景気は回復が遅れているほか、米国景気も力強さに欠けると予想されることから、今後も輸出は伸び悩む展開が続くとみられる。

BOE(イングランド銀行)は8月のMPC(金融政策委員会)で、政策金利(0.5%)と資産買い取り枠(3,750億ポンド)をすえ置いた。一方で、8月7日には「少なくとも失業率が7%に低下するまで政策金利を現行の0.5%から引き上げない」とのフォワードガイダンスを発表した。同時に発表されたインフレ報告書では、2016年7-9月期まで失業率は7%以下へ低下しないと予想されており、少なくとも同時期まで現行の金融政策の維持を示唆した形である。発表後は、一時的に英国債金利が上昇したものの、中長期的にはフォワードガイダンス導入により金利上昇が抑制されると期待される。こうした低金利環境の持続が今後も景気を下支えし、英国景気は回復へ向かうとみられることから、さらなる政策金利の引き下げや、資産買い取り枠の拡大は行なわれないと予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気の回復ペースは想定していた以上に鈍い。政府は、過度な投資依存の成長構造から安定成長への構造転換をめざし、一時的な成長率鈍化も容認する姿勢を示していることから、今後の景気も鈍化傾向が続くと予想する。2014年の景気も回復感の乏しい弱い動きとなるとみられ、しばらく世界景気のけん引役への回帰は見込めないものと予想する。

(1) 中国景気の回復ペースはさらに鈍化

中国の2013年4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比+7.5%となった。1-3月期の同+7.7%から2四半期連続の鈍化となり、景気減速の動きを強めている様子が確認された(図表4-1)。

需要項目別(総資本形成、最終消費、純輸出)に見ると、総資本形成の寄与度(1-3月期前年比+2.3ポイント→4-6月期同+4.0ポイント)は拡大したものの、最終消費(同+4.3ポイント→同+3.4ポイント)と純輸出(同+1.1ポイント→同+0.1ポイント)の寄与度が大幅に縮小したことが成長率の鈍化につながった。1-6月期の固定資産投資は前年比+20.1%と、1-3月期の同+20.9%から縮小しているにもかかわらず、総資本形成の寄与度が拡大したことから、在庫投資のプラス寄与が拡大していることが推測される。

中国政府は、過度な投資依存の経済政策から安定成長維持への構造転換をめざすなかで、一時的な成長率鈍化を容認する姿勢を示していることから、7-9月期の実質GDP成長率はさらに減速するとみている。その後の景気も回復感の乏しい動きが続くとみており、2013年の実質GDP成長率は前年比+7.5%、2014年は同+7.4%と予想する(図表4-2)。

(2) 中小企業の業況には弱さがみられる

国家統計局が発表している、国有企業が主な対象となる7月の製造業PMI(購買担当者指数)は50.3と、2ヵ月ぶりの上昇となった。新規受注指数や生産指数が押し上げ要因となった(図表4-3)。一方、HSBCが発表している、中小企業が主な対象となる7月の製造業PMIは47.7と、3ヵ月連続で改善/悪化の分かれ目となる50を下回っている。HSBCのPMIと国家統計局のPMIのかい離は4ヵ月連続で拡大しており、中小企業の製造業を取り巻く状況がより厳しいものとなっている可能性が示されている。

実体経済の動きを示すハードデータは弱含んだ状態が続いていたが、足元では底打ちの兆しがみられ

(図表4-1) 中国実質GDP成長率の推移(前年比)

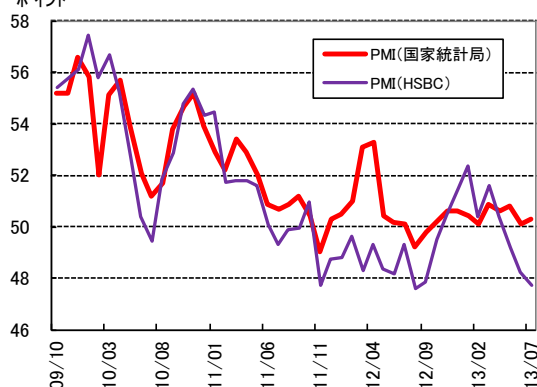


(出所) 中国国家統計局

(図表4-2) 中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	11年	12年	13年 (予測)	14年 (予測)
実質GDP成長率	9.3	7.8	7.5	7.4

(図表4-3) 製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移



(出所) 中国国家統計局

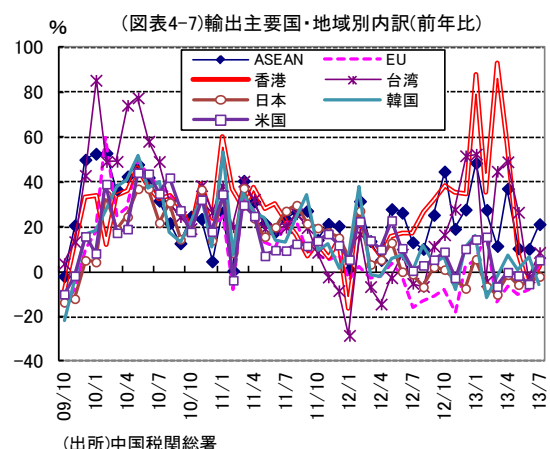
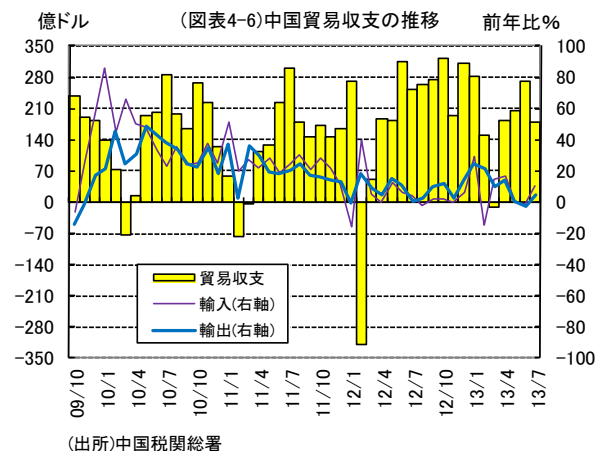
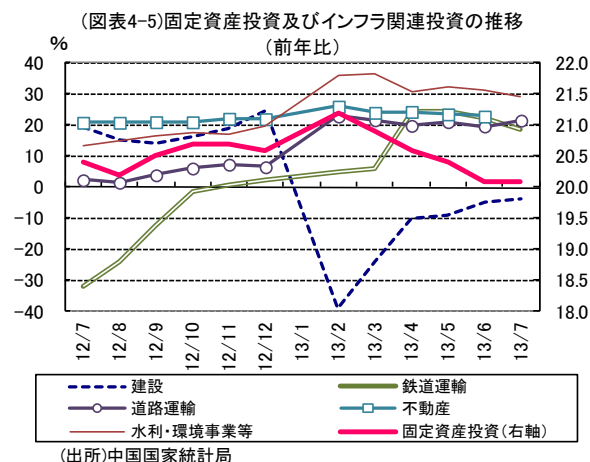
る。7月の鉱工業生産は前年比+9.7%と、6月の同+8.9%から伸び幅が拡大した(図表4-4)。自動車(6月同+13.5%→7月同+15.4%)や鉄鉄(同+2.9%→同+6.0%)などのプラス幅が拡大したことが全体を押し上げた。しかし、企業間の取引価格を示すPPI(生産者物価指数)を見ると、7月は同▲2.3%と、マイナス圏での推移が18ヵ月続いている。PPIのマイナスが長期化している背景には、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策によって、インフラ開発が活発化し、鉄鋼などの産業が設備投資を増加させた結果としてもたらされた過剰生産能力問題がある。過剰生産能力を抱える産業は多岐にわたることから、足元の高い伸びの持続は見込みづらく、当面生産は10%未満の伸びにとどまる可能性が高いとみている。

1-7月の固定資産投資は前年比+20.1%と、1-6月から横ばいとなった(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)(図表4-5)。主要業種別に見ると、鉱業(1-6月同+8.8%→1-7月同+9.8%)や電力・熱事業(同+9.6%→同+12.4%)などの伸び幅が拡大した。政府主導のインフラ投資に影響を受ける業種では、建設(同▲4.9%→同▲3.8%)のマイナス幅が縮小したものの、依然として前年割れの状態が続いているほか、鉄道運輸(同+22.2%→同+18.6%)や水利・環境事業等(同+31.3%→同+29.1%)などでは小幅に鈍化した。政府は今後も不動産投資抑制の姿勢を維持するとみられることから、固定資産投資の伸びは緩やかなものにとどまるとみている。

(3) 輸出に底打ちの兆し

7月の輸出は前年比+5.1%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった(図表4-6)。輸出相手国(地域)別に見ると、主要輸出先である米国(同+5.3%)やEU(同+2.8%)向けは5ヵ月ぶりにプラスに転じた。台湾(同+8.7%)や香港(同+2.3%)向けも2ヵ月ぶりのプラスとなったほか、ASEAN向け(同+21.3%)のプラス幅が拡大したことなどが全体を押し上げた。日本向け(同▲2.0%)は依然としてマイナスで推移しているものの、マイナス幅は縮小した。

7月の輸入は前年比+10.9%と、3ヵ月ぶりのプラスとなった。相手国(地域)別に見ると、米国(同



+23.8%) やEU (同+8.3%) はプラス幅が拡大したほか、ASEAN (同+4.3%) や香港 (同+12.6%) はプラスに転じた。日本からの輸入は同▲9.6%と、6ヵ月連続のマイナスとなったものの、マイナス幅は縮小した。

7月の輸出増は、投機資金の取り締まり強化の影響を受けて、6月に予定されていた輸出が後ろ倒しになった可能性も考えられ、このまま安定的に回復に向かうかどうかは、数ヵ月のトレンドを見る必要がある。海外要因としては、景気が堅調な米国向けが今後下支えするものの、景気低迷が続くEU向けは低調な推移が続くとみている。近隣アジア諸国(地域)向けについても、景気回復ペースの鈍化を受け、伸び悩む可能性が高まっており、2014年にかけて輸出の回復ペースは鈍いものとどまるとみている。

(4) 個人消費の回復ペースは鈍い

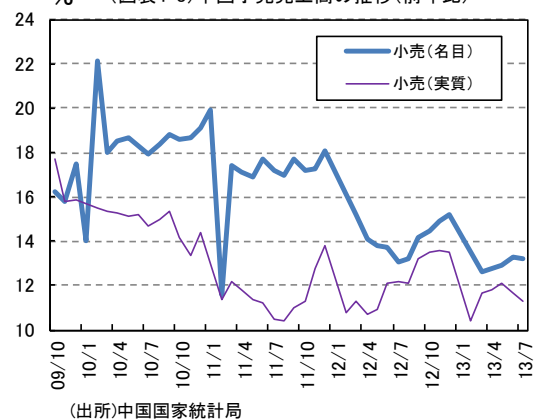
7月の名目ベースの小売売上高は前年比+13.2%と、6月の伸び(同+13.3%)とほぼ同じで、2012年後半と比べれば、伸び幅は縮小している。実質ベースを見ても、6月の同+11.7%から7月の同+11.3%へと、2ヵ月連続で鈍化しており、力強さに欠ける推移となっている(図表4-8)。名目ベースで伸び幅が拡大した品目を見ると、宝石(6月同+30.2%→7月同+41.7%)、オフィス用品(同+7.1%→同+11.3%)、建築材料(同+16.1%→同+23.0%)、石油・石油関連製品(同+9.6%→同+9.9%)などが目立った。一方、伸び幅が鈍化した品目は、電気機器(同+11.7%→同+7.5%)、被服・靴・帽子(同+15.0%→同+12.5%)、娯楽用品(同+4.5%→同+2.2%)などだった。

7月の乗用車販売台数は前年比+10.5%と、6月の同+9.3%から小幅加速した(図表4-9)。ただ、前月比ベースで見ると、13年3月以降減少傾向で推移しており、需要に陰りがみられる。さらに、渋滞と環境汚染に対応するため一部都市で設けられている、ナンバープレートの発行を制限する乗用車登録規制の対象都市を新たに拡大することも検討されている。

対象都市拡大が決定した場合には、乗用車販売台数の伸びがさらに鈍化することとなる。

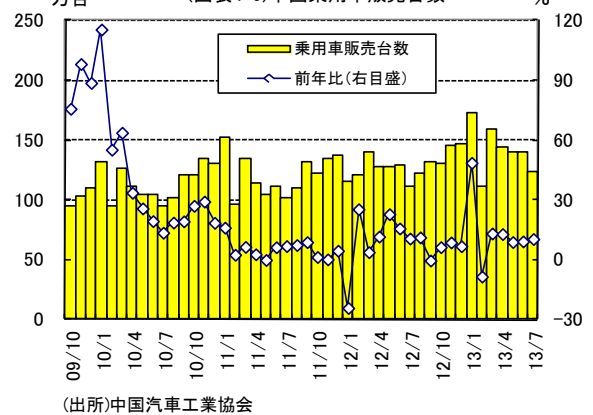
一方、賃金面では、習政権が掲げる目標の一つである所得倍増計画(2020年までに2010年比で所得を倍増させる)達成に向けた布石がみられる。政府当局は2013年2月に、ほとんどの地方の最低賃金基準を2015年までに都市部で働く労働者の平均賃金の40%以上とする目標を掲げた。実際に、2013年6月までにすでに18省・市で最低賃金基準が引き上げられている。労働者にとって収入の底上げは消費促進につながる可能性もあるが、企業側にとっては労働コストの上昇となるため、雇用の維持に影響を与えかねない。継続的な消費促進のためには、政府は賃上げのみならず雇用維持のための政策も打ち出す必要があるとみており、今後の個人消費の回復ペースは鈍いものと予想する。

図表4-8) 中国小売売上高の推移(前年比)



(出所)中国国家统计局

図表4-9) 中国乗用車販売台数



(出所)中国汽车工业协会

(5) 当面利上げは行なわないと予想

6月の新築住宅価格を見ると、前月から価格が上昇した都市数は主要70都市のうち63都市で、5月の65都市から減少したものの、依然として高水準で推移している(図表4-10)。ただ、70都市全体の価格動向を見ると、6月は同+0.8%(ロイター集計)と、3ヵ月連続で鈍化していることから、3月に中国政府から発表された不動産投資規制策の効果が徐々に現れているものとみており、今後住宅価格は緩やかな低下に向かうと予想する。

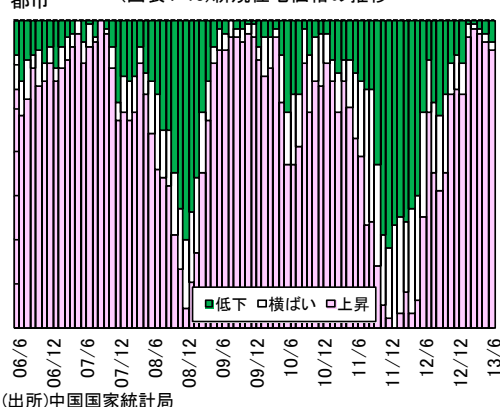
CPIの推移を見ると、2013年に入ってから概ね2.5%前後で推移している。7月は前年比+2.7%と、中国政府の2013年のCPI抑制目標である+3.5%前後を大きく下回っている(図表4-11)。

内訳を見ると、食品価格(6月同+4.9%→7月同+5.0%)の伸び幅は小幅に拡大している。食品価格のうち野菜は、例年より気温が高く降水量が多かったことで生産量が減少した影響を受け、6月の同+9.7%から7月の同+11.8%へとプラス幅が拡大している。こうした動きに加えて、前年の3月から10月にかけての食品価格は上昇幅が縮小したことから、今後その反動もあって、CPIは上昇サイクルに入るものとみている。一方、人民銀行が8月に発表した4-6月期の貨幣政策執行報告書では、最優先課題から「物価抑制」を削除し、「物価は当面のところ安定している」という見方が示されている。11月以降のCPIは、前年の反動といった上昇要因がはく落することから再び伸び幅が縮小すると見込まれ、当面中国政府は利上げを行なわないとみている。

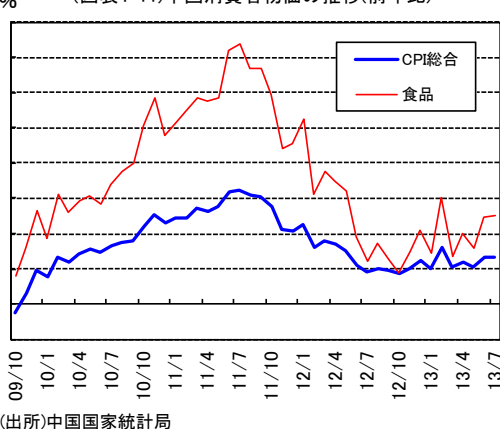
(6) 金融リスクに警戒感が必要

7月のM2は、前年比+14.5%と、6月の同+14.0%から加速した。銀行経由の貸出である人民元建て新規銀行貸出額は6,999億元(前年比+29.6%)と、3ヵ月ぶりに増加した。実体経済の流動性の目安とされる社会融資総量(融資の他、株式・債券発行、信託ローン、銀行の簿外融資等含む)は、8,808億元(同▲23.1%)と、2ヵ月連続で減少した(図表4-12)。社会融資総量の減少は、中国政府によるシャドバンキング抑制の動きが現れたものとみられ、今後も、社会融資総量は抑制気味の推移が続くものとみている。シャドバンキングとは、通常の銀行以外を経由して融資される資金の総称で、信託会社が提供する信託商品、銀行がオフバランスで個人や企業に提供している資産運用商品(理財商品)、銀行が仲介して企業やプロジェクトに融資する委託貸付などが挙げられる(図表4-13)。理財商品は、償還期間は長くて半年程度と、比較的短期である一方、運用先は不動産投資やインフラ開発など、長期運用に回して

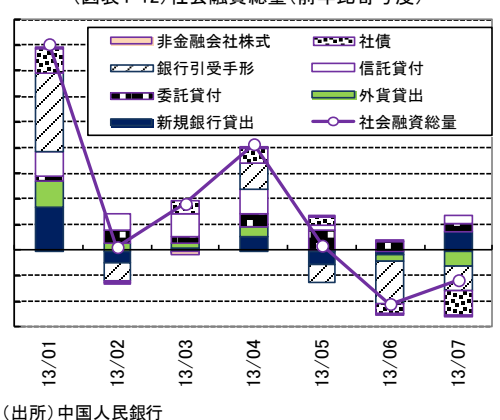
(図表4-10) 新規住宅価格の推移



(図表4-11) 中国消費者物価の推移(前年比)



(図表4-12) 社会融資総量(前年比寄与度)

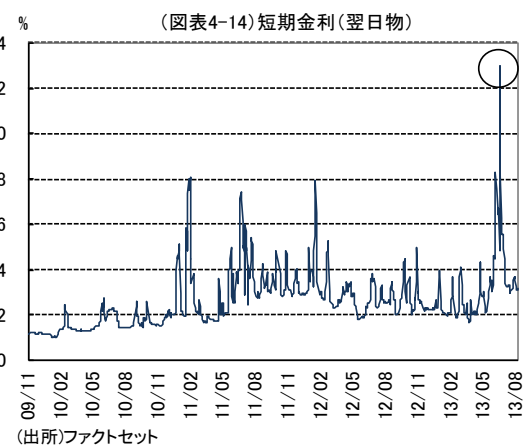
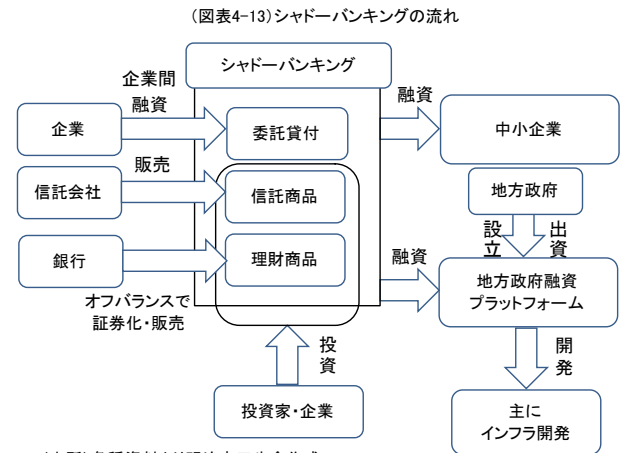


いることが多く、償還資金手当てのための資金繰りに窮する状態が恒常的となっている。運用先についても信用リスクが高い先が多いことから、不良債権化するケースも目立っており、金融システム不安につながる可能性が懸念されている。シャドーバンキングの膨張抑制を警告するため、人民銀行は短期金融市場への資金供給オペを手控えたが、その結果、6月20日に短期金利の指標である上海銀行間取引金利（以下、Shibor）の翌日物は、統計開始以来最も高い13.4%まで上昇した（図表4-14）。その後、人民銀行が資金供給を行なったことにより、Shiborは3%台まで低下し、落ち着きを取り戻しつつある。ただ、シャドーバンキングの規模が不明瞭なこともあって、不良債権の実態も不透明であり、中国の金融リスクには今後も警戒感が必要とみている。

（7）景気支援策は小粒にとどまる

李首相は、これまで大規模な財政出動によって高成長を求めるのではなく、安定した成長維持への構造改革を優先させる方針を打ち出してきたが、景気下振れリスクが高まってきたこともあって、7月24日に景気支援策を発表した。主な施策は3点で、1点目は零細企業に対する税制優遇措置を8月以降実施、2点目は輸出入の安定成長のため貿易政策の利便性を図る、3点目は鉄道建設の投資・資金調達体制を円滑化するための改革を進める、というものである。

1点目は、1ヵ月あたりの売上高が2万円を超えない零細企業を対象としており、政府当局は「600万社以上の企業が恩恵を受け、数千万人の雇用や所得に影響を与える」としている。ただ、零細企業の3割が赤字経営とも言われており、全体を押し上げるには税制優遇だけでなくさらなる支援策が必要となろう。2点目については、通関手続きの簡素化や通関手数料の引き下げなどを盛り込むとしているが、これだけでは、EUやアジア新興国（地域）などの景気が軟調なこともあって、輸出が早期に持ち直すのは難しいとみている。3点目について、対象地域は特に開発が遅れている西部や貧困地域であり、都市化推進にも結びつくことから、政府当局は、雇用などへの波及効果も期待できる、としている。鉄道建設の推進によって、資材関連などの在庫調整の進展が一定程度は期待できるものの、一方で、製鉄など19産業におよぶ1,400社に対して、9月までに過剰生産能力を削減するよう命じていることなどから、その効果は限定的とみている。今のところ李首相が打ち出した景気対策はいずれも小粒なものにとどまっており、当面景気の鈍化傾向が続くと予想する。



5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

〈要 約〉

アジア新興国景気は、外需の回復が遅れるなか、これまで堅調だった内需にも陰りがみられ、回復ペースが鈍化しつつある。

外需主導国の韓国、台湾では、中国・欧州景気のもたつきが予想されることもあって、景気回復ペースは鈍いものにとどまると予想する。特に台湾については、世界的な IT 関連需要が弱含んでいることなどから、景気の下振れ懸念が高まっている。

タイ、インドネシアも、外需が足踏みするなか、内需も鈍化しつつあり、成長率は減速するとみる。一方、マレーシア、フィリピンは、引き続き堅調な内需を中心に、安定成長を持続すると予想する。シンガポールも、外需の低迷が下押し要因となるものの、内需が成長を下支えするとみる。インドは、構造改革などの進捗が遅れがみられることから、内需に当面停滞感が残るとみられ、低成長が続くとみている。

金融政策については、インフレ圧力が和らぐなか、景気下振れ懸念から5月にタイが利下げを実施した。ただ、米国の量的緩和の縮小観測を受けた海外マネーの国外流出が、自国通貨安を通じてインフレ懸念につながるケースも出てきており、インドネシアは、2会合連続で利上げを実施している。今後、インドなどでは利下げの可能性があるとみる一方、インドネシアでは追加利上げを実施する可能性が高く、域内の金融政策は二極化が進むとみる。

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

(図表5-1) その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

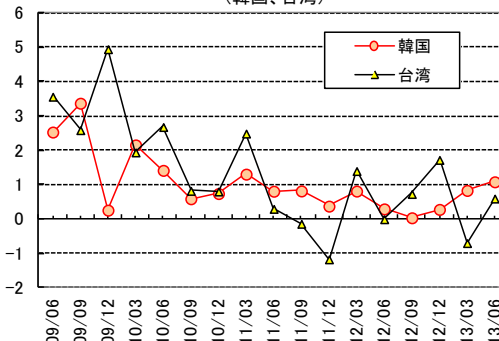
	2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
韓国	3.7%	2.0%	2.3%	2.9%
台湾	4.1%	1.3%	1.9%	2.4%
シンガポール	5.2%	1.3%	2.5%	3.2%
フィリピン	3.6%	6.8%	6.9%	6.4%
インドネシア	6.5%	6.2%	5.7%	6.1%
タイ	0.1%	6.4%	4.5%	5.0%
マレーシア	5.1%	5.6%	5.1%	5.4%
香港	4.9%	1.5%	2.6%	2.9%
インド	6.2%	5.0%	5.3%	5.9%
豪州	2.1%	3.6%	2.5%	2.7%

(注1) インドは年度ベース(4月～翌3月)

(1) 4-6月期の成長ペースは緩やか

アジア新興国の景気は、外需の回復が遅れるなか、これまで堅調だった内需にも陰りがみられる。まず、韓国の2013年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+1.1%と、1-3月期の同+0.8%からプラス幅が拡大した(図表5-2)。設備投資は輸送機器の低迷などが響き、同▲0.7%と落ち込んだものの、建設投資が底堅く推移したほか、民間消費も、自動車販売の拡大などから同+0.6%と、2四半期ぶりのプラスに転じた。輸出は通信機器などを中心に同+1.5%と、2四半期連続のプラスとなったが、前期の同+3.0%からは減速した。今後は、4月に発表した5.3兆ウォン規模の景気刺激策が回復を下支えするとみるものの、自動車を中心に輸出の伸び悩みが続くとみており、2014年にかけての景気は緩やかな回復にとどまると予想する。

(図表5-2) 実質GDP成長率(前期比)の推移
(韓国、台湾)



(出所) 韓国銀行、台湾行政院主計処

台湾の4-6月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%と、2四半期ぶりのプラス成長となった。前年比でも+2.3%と、前期の同+1.5%から伸び幅が拡大した(図表5-3)。自動車販売の増加などから個人消費が前年比+1.6%と加速したことが、成長率を押し上げた。輸出は、電子機器や情報通信機器などの増加から、同+5.0%と、伸び幅が小幅拡大した。スマートフォン向けなど一部製品については回復の動きもみられるものの、IT関連全体で見ると、世界的な需要回復の遅れにより、輸出が伸び悩む可能性が高いことから、景気は当面停滞気味に推移するとみている。持ち直しは年明け以降になるろう。

シンガポールの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+3.8%となった。製造業の生産は伸び悩んだものの、卸売・小売業や運輸・倉庫業など、サービス部門が堅調に推移し、全体をけん引した。今後については、主要輸出先である中国景気の減速などもあって、本格的な回復には時間がかかるとみられる。ただ、内需が比較的底堅いことから、均してみれば、緩やかな成長をたどると予想する。

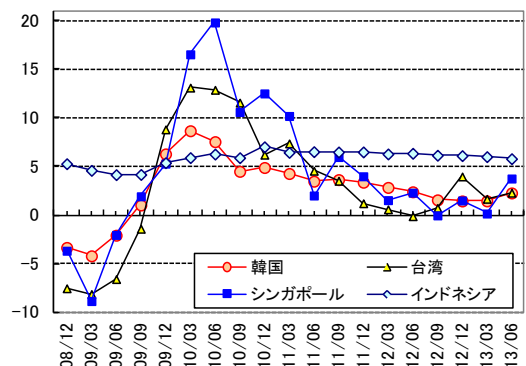
(2) ASEAN 諸国の底堅い内需にも一部では陰り

タイの1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.3%と、10-12月期の同+19.1%から大きく鈍化した(図表5-4)。10-12月期の大幅プラスは洪水による落ち込み分からの反動増が主因であり、この影響を除けば底堅い結果といえる。ただ、4月以降の民間投資指数は前年比マイナスで推移、民間消費指数も回復ペースが鈍化傾向にあるなど、回復を下支えしていた内需が息切れしつつある(図表5-5)。輸出も低迷が続くなか、消費マインドの後退や投資環境の悪化などを受け、内需も力強さに欠ける展開となると予想されることから、タイの成長ペースは鈍化へ向かうとみられる。2013年の実質GDP成長率は5%を下回る可能性が高いとみている。

フィリピンの2013年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+7.8%と、10-12月期の同+7.1%からプラス幅が拡大した。輸出は伸び悩んだものの、公共投資を中心に総資本形成が好調だったほか、民間消費や政府支出も底堅く推移するなど、堅調な内需が成長をけん引した。安定した海外労働者からの送金が民間消費を下支えしており、公共投資も拡大傾向が見込まれることから、今後も内需を中心に底堅い成長が続くと予想する。

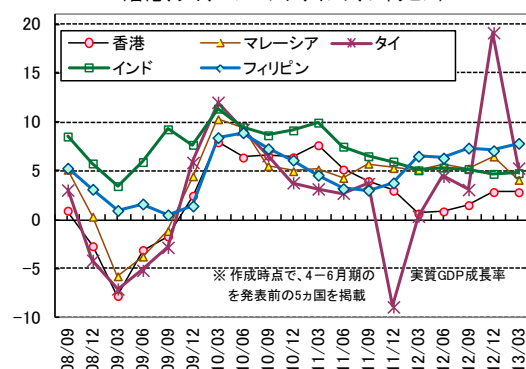
インドネシアの4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.8%と、投資や個人消費の伸びが鈍化したことにより、1-3月期の同+6.0%から小幅減速した。燃料価格の引き上げの影響もあって、個

(図表5-3) 実質GDP成長率(前年同期比)の推移
(韓国、台湾、シンガポール、インドネシア)



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-4) 実質GDP成長率(前年同期比)の推移
(香港、タイ、マレーシア、インド、フィリピン)



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

(図表5-5) タイの民間消費指数・民間投資指数
(前年同月比)の推移



(出所) タイ中央銀行

人消費の減速が懸念されるほか、インフラ投資も伸び悩むなど、内需が勢いを失いつつあるため、今後は前年比+6%をやや下回る成長が続くとみる。

インドの1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+4.8%と、10-12月期の同+4.7%からプラス幅が小幅に拡大したものの、2四半期連続で5%を下回り、7~8%とみられる潜在成長率を大幅に割り込む水準となった。電力網や道路などのインフラ整備の遅れに伴う海外資金の流入低迷などを受けて、国内産業が伸び悩んでいる。2013年度予算では、貧困層支援などへの支出を増やす一方で、インフラ投資向けが抑制されていることから、インフラ整備には時間がかかるとみられる。また、シン政権は、総合小売分野に続き、通信・エネルギー分野での外資規制緩和など、構造改革に着手しているものの、進捗は遅れており、2013年度も低成長が続くと予想する。

(3) 輸出の低迷が続く

東南アジア経済の外需は、低迷が続いている(図表5-6)。まず、韓国の7月の輸出は、前年比+2.6%と、2ヵ月ぶりのプラスとなった。ウォン安傾向を受けて

輸出競争力が高まったことに加え、米国の景気回復が下支え要因となった。ただ、近年中国への依存度を高めているなか、今後は中国景気の減速が下押し材料になるとみられる。品目別に見ても、自動車や船舶などに対する需要が後退しつつあり、年内の輸出は、足踏みが続くものとみている。

台湾は、輸出の先行指標となる6月の輸出受注指数が同▲3.5%と、5ヵ月連続のマイナスとなった(図表5-7)。台湾は輸出金額の約5割を電子・電気機械が占めており、世界的なIT関連需要が弱含みで推移している様子を示唆している。特に、輸出シェアの高い中国や欧州、日本などの主要市場からの受注が減少しており、今後の輸出の回復ペースは鈍いものととどまる可能性が高い。

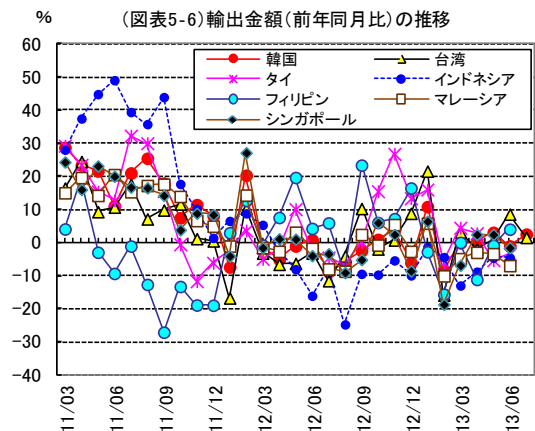
ASEAN諸国のうち、タイの輸出は、EU向けの落ち込みが続いているほか、中国景気の先行き不透明感が増していることもあって、今後は中国向けやASEAN向けの伸び悩みが下押し材料になるとみている。2013年の輸出は足踏みが続くともみられ、本格的な回復は年明け以降にずれこむと予想する。

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

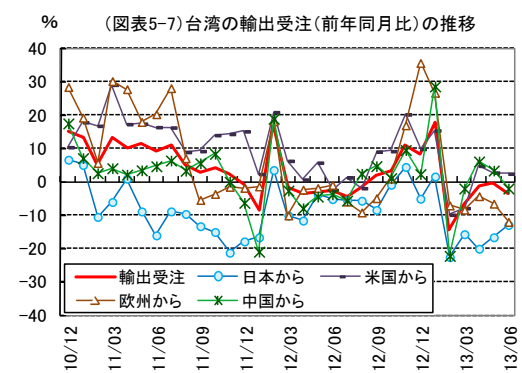
インドネシアの輸出はマイナス基調が続いている。資源輸出の持ち直しに遅れがみられるなか、鉱物の輸出に20%の関税をかけるなどの規制措置が響くと予想しており、今後も低調に推移するとみている。

(4) 金融市場は不安定化

アジア新興国では、インフレ圧力の緩和と景気下振れ懸念を受け、5月にはタイが利下げを実施したものの、5月下旬以降は、世界的な金融緩和を背景として流れ込んだ投資マネーが、米国における量的緩和の縮小観測を受けて巻き戻されることで通貨安を招き、インフレ懸念につながっている



(出所) 各国統計より明治安田生命作成



(出所) 台湾經濟部

る。こうした事情で、景気が鈍化傾向にあっても利下げに踏み切ることができない国が出てくるなか、インドネシアが逆に利上げを行なうなど、域内の金融政策の二極化が進みつつある（図表 5-8, 5-9）。

韓国では、7月の消費者物価指数（以下、CPI）が前年比+1.4%と、5ヵ月ぶりにプラス幅が拡大した（図表 5-10）。インフレ率が目標下限とする2.5%を下回って推移しており、5月には利下げを行なっている。ただ、朴政権や中銀は景気回復に対して強気の姿勢を示しており、政府の景気刺激策の影響を見極める必要もあることから、当面は様子見スタンスをとるとみている。

台湾の7月のCPIは同+0.1%と、5ヵ月連続で上昇幅が縮小した。インフレ圧力が和らいだ状態が続くなか、景気は当面停滞気味の推移が続くとみるものの、海外投資家の資金引き揚げによる通貨安懸念もあって、金融政策はすえ置きを継続すると予想する。

タイでは、5月の政策決定会合で、政策金利を昨年10月に3.00%から2.75%に引き下げて以来、7ヵ月ぶりに2.50%へ引き下げた。7月のCPIが同+2.0%と、12月以降、7ヵ月連続でプラス幅を縮小し、景気下振れも懸念されているものの、通貨安に対する警戒感もあって、年内は政策金利をすえ置くと予想する。

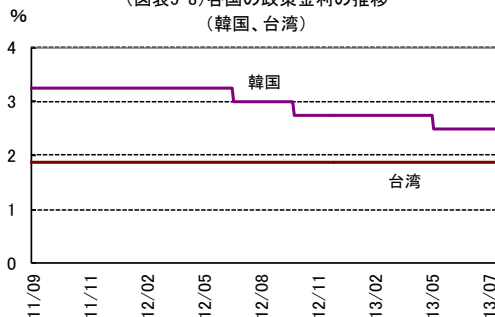
フィリピンでは、昨年10月にフィリピン中央銀行が政策金利を3.75%から過去最低の3.50%へ引き下げて以降、すえ置きが続いている。今後は通貨安によるインフレ圧力の上昇が見込まれるものの、CPIの目標水準（同+3.0%～+5.0%）に収まるレベルで推移するとみられることから、年内はすえ置きを継続すると予想する。

インドネシアでは、政策金利を6,7月と、2会合連続で引き上げたことから、利上げの効果を見極めるため、次回の会合では様子見スタンスをとるとみる。ただ、7月のCPIは同+8.6%と、6月の同+5.9%からプラス幅が拡大するなか、通貨安や、政府による燃料補助金の削減などもあって、今後物価上昇圧力が高まると予想される。年内に追加利上げに踏み切る可能性が高いとみている。

マレーシアは、6月のCPIが同+1.8%と、2012年4月以降1%台で推移している。国内景気も内需を中心に底堅く推移しており、今後も政策金利をすえ置くとみる。

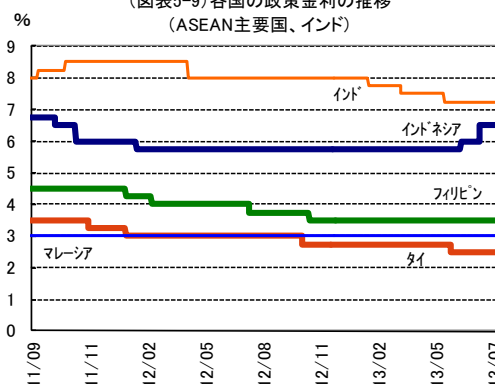
インドでは、卸売物価指数の伸び幅が6月は同+4.9%と、5月の同+4.7%から上昇した。通貨安によりインフレ圧力が煽るなか、利下げに踏み切ることのできない状況が続いている。9月の政策決定会合では様子見スタンスを維持するとみるものの、景気のさらなる下振れが懸念されることから、年内には追加利下げを実施するとみている。

（図表5-8）各国の政策金利の推移（韓国、台湾）



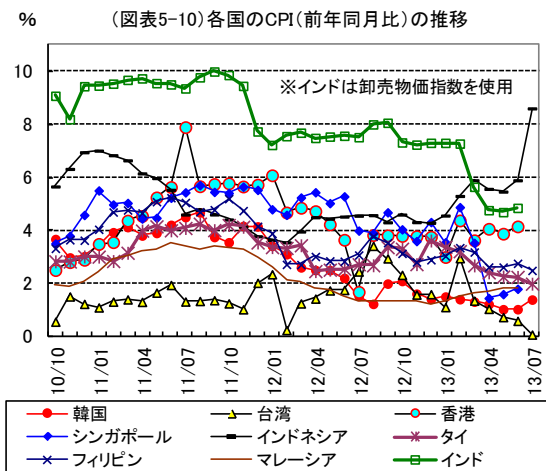
（出所）各国統計より明治安田生命作成

（図表5-9）各国の政策金利の推移（ASEAN主要国、インド）



（出所）各国統計より明治安田生命作成

（図表5-10）各国のCPI（前年同月比）の推移



（出所）各国統計より明治安田生命作成

(5) 豪州経済は緩慢な成長にとどまると予想

年後半以降の豪州景気は、個人消費や住宅市場が持ち直し傾向で推移する一方、固定投資の減速から、回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。

豪州の1-3月期実質GDP成長率は前期比+0.6%と、8四半期連続のプラス成長となったが、政府支出の減少などから、伸び幅は小幅なものにとどまった(図表5-11)。

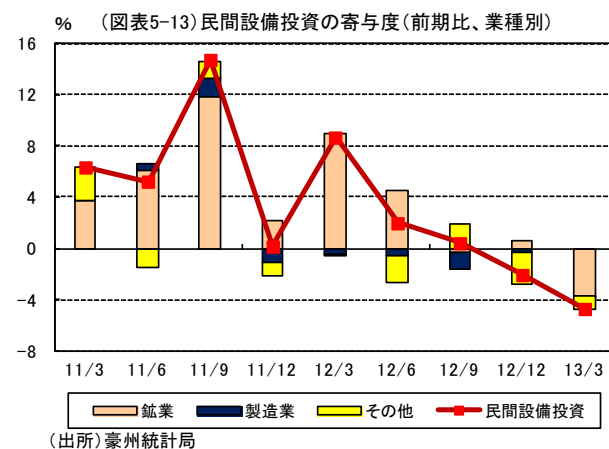
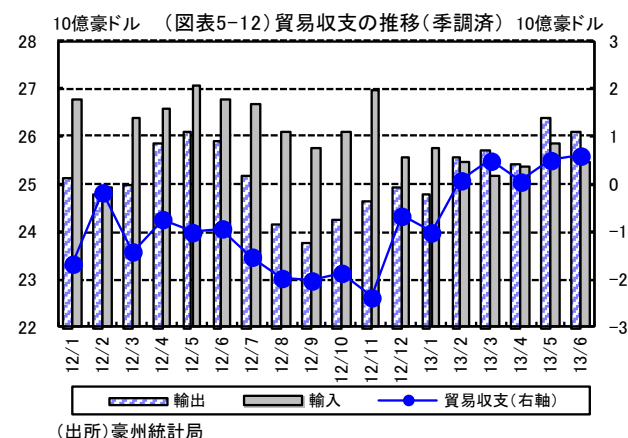
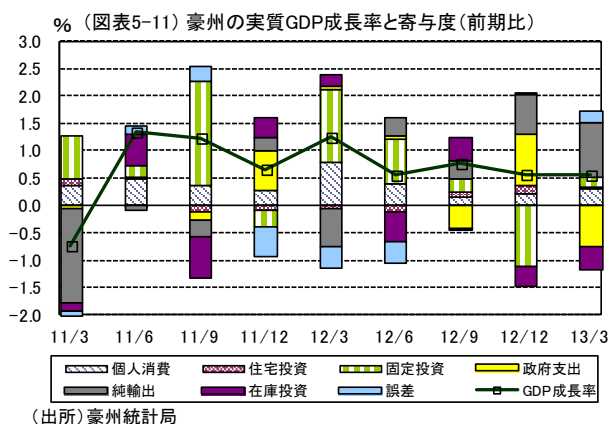
GDPの5割強を占める個人消費は、足元では伸び悩んでいる。4-6月期の実質小売売上高は前期比横ばいと、過去最高の伸びとなった1-3月期の同2.0%から減速した。背景には、中国景気の下振れリスクが高まるなか、鉱業関連企業が多い西オーストラリア州などを中心に、雇用・所得環境が弱含んでいることがある。ただ、4-6月期中古住宅価格は前年比+5.1%と、昨年秋以降、上昇ペースが加速している。今後は資産効果に加え、低金利による借入環境の改善や家計の利払い負担軽減などに支えられ、個人消費は緩やかながらも回復傾向で推移すると予想する。

住宅市場には明るさが広がっている。住宅建設許可件数を見ると、基調を示す一戸建てが昨年央ごろから増加基調で推移しているほか、新築住宅販売も回復傾向が続いている。住宅ローン金利の低下や新築住宅取得者向け補助金の効果が現れており、住宅市場は今後も回復基調が続くとみる。

輸出も持ち直し傾向が続いている。貿易統計を見ると、6月の輸出額は261億豪ドルと、およそ1年ぶりの水準まで回復した(図表5-12)。主要産品である鉄鉱石の輸出が増加し、輸出全体の3割を占める中国向けを中心に高い伸びを示した。ただ、中国景気の減速に伴い、資源需要は伸び悩むとみられ、輸出の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

一方、豪州の成長をけん引してきた固定投資は、鉱業セクターの新規プロジェクト数の減少や、設備投資計画の一部中断の影響で、減速傾向が続いている(図表5-13)。企業業績の低迷などを背景に、今後も一部の投資計画の中断が予想されるほか、大半の資源関連企業が新規の大規模投資に対して慎重な姿勢を示しており、固定投資はさらに減速する可能性が高い。

RBA(豪州準備銀行)は8月6日の金融政策決定理事会で、政策金利を2.75%から2.50%へ引き下げた。2011年11月より利下げ局面に移行しており、累計の利下げ幅は225bpに達している。RBAは利下げの効果を見極めるため、当面様子見姿勢を続けると予想する。



6. 商品相場見通し

(1) 原油価格は徐々に落ち着くとみる

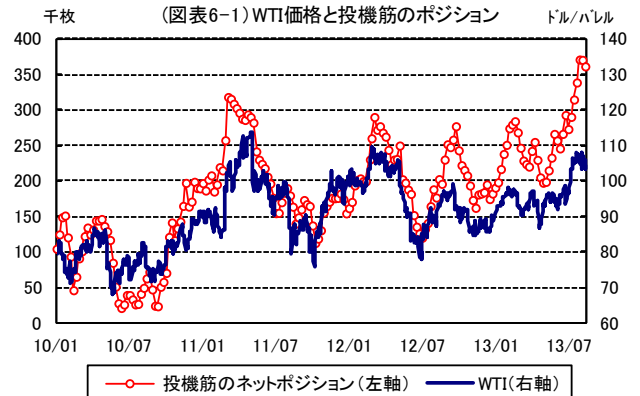
WTI価格は、シリア、エジプトといった中東・アフリカ諸国の政情不安に伴う原油輸送量の減少懸念や、米国の景気持ち直しによる需要の回復期待が相場を押し上げ、7月初旬には、おおよそ1年ぶりに100ドルを超えた（8月7日現在：104.2ドル/バレル）。投機筋の買いポジションも、5月下旬から増加傾向が続いている（図表6-1）。

足元の米国の石油製品消費量は、夏場のドライブシーズンを背景に、ガソリン需要が拡大しているほか、留出油（軽油、暖房油）の消費量も増加している（図表6-2）。ただ、米国の原油在庫については、米国内のタイトオイル生産量が急拡大していることから、引き続き高水準で推移している（図表6-3）。

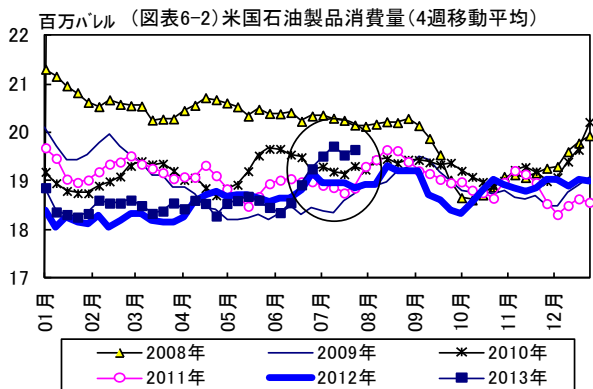
主要3機関（IEA、EIA、OPEC）の2013年の原油需給見通しでは、いずれも前年対比で1%程度の増加を見込んでいるほか、2014年もアジア新興国を中心に需要の拡大が予測されている。

足元のOPECの生産状況を見ると、経済制裁を受けているイランや、武装勢力によって一部油田の生産を停止したリビアで、生産量が減少しているものの、生産目標である30MB/D（天然ガス液を除く）は上回っている（図表6-4）。また、イラクやリビアといった政情不安定国を除いても、3.5MB/Dの生産余力がある。ただ、ホルムズ海峡やスエズ運河などの原油輸送の要所が封鎖されるといった、中東情勢の地政学リスクは今後も燻り続けるとみられる。

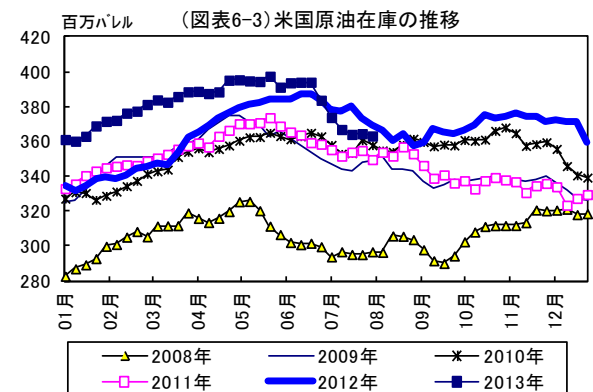
今後の原油市場は、米国の景気回復への期待感が相場を下支えしていくほか、中東・アフリカなどの地政学リスクが価格上昇要因であるが、中国景気の回復ペースが鈍いほか、米国の緩和的政策も年内の縮小開始が予想され、原油価格は徐々に落ち着くとみる。2013年末にかけてWTIは、92～110ドル/バレル（2013年平均：97ドル/バレル）を中心とした推移となると予想する（2014年平均：98ドル/バレルを想定）。



(出所)ファクトセット



(出所)EIA



(出所)EIA

(図表6-4) OPEC諸国の原油生産量

	2012年	2013年6月	2013年7月	前月比	2012年比	生産能力
アルジェリア	1,210	1,148	1,154	▲ 6	▲ 56	1,190
アンゴラ	1,738	1,725	1,710	▲ 15	▲ 28	1,820
エクアドル	499	504	504	0	▲ 5	510
イラン	2,973	2,685	2,684	▲ 1	▲ 289	2,980
イラク	2,979	3,023	2,972	▲ 51	▲ 7	3,340
クウェート	2,794	2,837	2,826	▲ 11	▲ 32	2,900
リビア	1,393	1,186	1,062	▲ 124	▲ 331	1,550
ナイジェリア	2,073	1,871	1,881	10	▲ 192	2,440
カタール	753	731	731	0	▲ 22	770
サウジアラビア	9,747	9,599	9,696	97	▲ 51	12,270
UAE	2,624	2,757	2,742	▲ 15	▲ 118	2,900
ベネズエラ	2,360	2,342	2,347	5	▲ 13	2,600
OPEC計	31,144	30,406	30,308	▲ 98	▲ 836	35,270

(出所)OPEC(生産実績)、IEA(生産能力)

(2) その他商品も緩やかな調整を予想

主要国際商品指数である CRB 指数は、エネルギー、産業素材、貴金属、穀物、食品、家畜の 6 分野、19 品目で構成される。CRB 指数は、米国の量的緩和が年内に縮小する可能性が示されたほか、中国景気の減速懸念が意識され、春以降、調整局面が続いたが、足元では米国の早期緩和縮小観測が後退したことや、原油価格が高騰したことで、持ち直している（図表 6-5）。主要分野の動きを見ると、過去 3 ヶ月では、穀物が▲13.8%、貴金属が▲11.8%、産業素材が▲2.5%の下落となった（図表 6-6）。

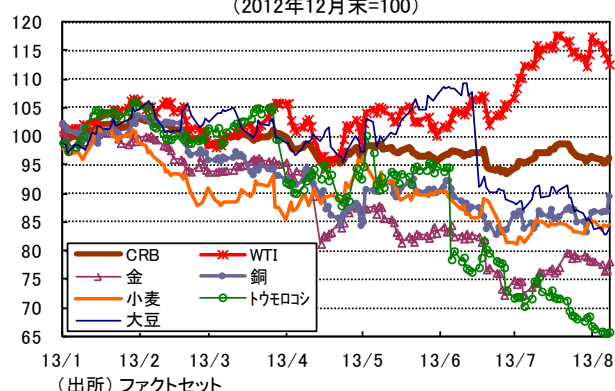
金属分野のうち、金価格は、バーナンキFRB議長が資産購入の早期縮小を示唆したことで、一時1,200ドルを割りこむ水準まで急落したものの、足元では1,300ドル付近まで戻している。今後については、最大の消費国であるインドの金輸入規制の強化が重しとなるほか、米国の緩和策の縮小が年内には始まるとみられることから、金価格は軟調な推移が続くと予想する。

産業素材分野のうち、銅価格は、最大の消費国である中国の景気減速懸念から、安値圏での推移が続いている。今後は、市況の割安感が強まるなか、需要の持ち直しが見込まれるほか、チリを中心に鉱山労働者の待遇改善を巡るストライキの活発化が懸念されていることから、銅価格は緩やかながらも上向くとみる。

穀物分野のうち、トウモロコシ価格は、前年の米国の大干ばつの影響を受け高騰した旧穀（限月：7月きり）と、米国での順調な作付けが続いている新穀（9月きり）との入れ替えに伴い、大幅に調整した。低水準であった米国の期末在庫率も2013/14年度は改善が見込まれており、当面の価格は軟調な推移が予想される（図表6-7）。大豆価格も、秋口が収穫時期である米国の作付状況が安定していることから、今後調整局面が続くとみる。小麦価格は、代替品であるトウモロコシの価格下落が下押し圧力となるものの、寒波の影響で6月前後に収穫を迎えた米国の収穫量がやや落ち込んだほか、ロシアなどの生産量も下方修正されたことなどから、当面は底堅いと予想する。

今後については、最大の資源需要国である中国景気の回復ペースが鈍いことや、米国の緩和的政策の出口戦略が意識され、商品市況は緩やかな調整局面が続くとみている。CRB指数(7月末日現在：283.94)の1年間の低下率は5~10%程度を予想する。

(図表6-5) 商品主要価格とCRB指数の推移
(2012年12月末=100)



(図表6-6) 主要商品の価格変動率(%)

		1か月間	3か月間	1年間
CRB		3.0	▲1.5	▲5.2
エネルギー	原油	8.8	12.4	19.3
	天然ガス	▲3.3	▲20.7	7.4
産業素材	アルミニウム	4.2	▲1.2	▲2.2
	ニッケル	2.6	▲8.6	▲11.3
	銅	2.0	▲2.2	▲8.7
	綿花	1.4	▲0.4	19.4
貴金属	金	7.3	▲10.8	▲18.7
	銀	0.8	▲18.7	▲29.7
穀物	小麦	4.5	▲11.4	▲20.8
	大豆	▲3.7	▲13.8	▲26.5
	トウモロコシ	▲6.3	▲26.3	▲40.5

(出所) ファクトセット ※2013年7月末時点の価格変動率

(図表6-7) 世界の穀物需給

(百万トン)		2011 /12	2012 /13 見込	2013 /14 予想
小麦	生産量	697.2	655.3	705.4
	消費量	696.8	680.4	706.8
	期末在庫量	199.6	174.4	173.0
	在庫率(%)	28.6	25.6	24.5
	米国在庫率(%)	33.3	29.7	22.9
大豆	生産量	239.2	267.6	281.7
	消費量	257.0	257.7	268.7
	期末在庫量	54.9	62.2	72.3
	在庫率(%)	21.3	24.1	26.9
	米国在庫率(%)	5.4	4.0	6.9
トウモロコシ	生産量	883.3	858.8	957.2
	消費量	879.2	868.1	930.1
	期末在庫量	132.4	123.1	150.2
	在庫率(%)	15.1	14.2	16.1
	米国在庫率(%)	7.9	6.4	14.5

(出所) 米国農務省(USDA)資料より明治安田生命作成

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