

明治安田生命
2013－2015年度経済見通しについて
 ～ 2014年度は消費増税の影響で大幅減速、その後の回復ペースも緩慢 ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 根岸 秋男）は、2013年7－9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2013－2015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：	2013年度 2.6%	2014年度 0.6%	2015年度 1.0%
名目GDP成長率：	2013年度 2.5%	2014年度 2.2%	2015年度 1.5%

2. 要 点

- ①足元の日本経済は回復基調で推移している。2013年度後半の景気は、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ことから、内需を中心に堅調な推移を予想する。ただ、外需は欧州景気の停滞や新興国景気の減速などから、力強さを欠く展開が続くとみている。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よう。
- ②個人消費は、年度末にかけて駆け込み需要が徐々に本格化すると見込まれるため、堅調な推移を予想するが、2014年度は増税の影響で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回復を予想する。公共投資は、政府の追加経済対策が予定されていることから、2014年度にかけても均せば増加基調で推移しよう。輸出は円安効果が一服するとみられるほか、中国景気の停滞も足かせとなって、緩慢な回復にとどまると予想する。
- 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		2015年度
			2013/8時点		2013/8時点	
実質成長率	1.2%	2.6%	2.7%	0.6%	0.7%	1.0%
成長率寄与度・内需	2.0%	2.7%	2.4%	0.6%	0.4%	0.8%
・外需	▲0.8%	▲0.1%	0.4%	0.1%	0.3%	0.2%
名目成長率	0.3%	2.5%	2.7%	2.2%	2.2%	1.5%

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	2013年度				2014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	1.2%	2.6%	0.6%	1.0%	0.9%	0.5%	0.8%	1.0%	-1.1%	0.2%	0.4%	0.4%
前期比年率	1.2%	2.6%	0.6%	1.0%	3.8%	1.9%	3.1%	4.2%	-4.2%	0.8%	1.5%	1.8%
前年同期比	1.2%	2.6%	0.6%	1.0%	1.2%	2.6%	3.3%	3.2%	1.2%	0.9%	0.5%	-0.1%
民間最終消費支出	1.6%	2.0%	-0.4%	0.5%	0.6%	0.1%	0.5%	1.4%	-2.0%	0.1%	0.3%	0.2%
民間住宅投資	5.3%	6.8%	-2.4%	1.8%	0.4%	2.7%	2.4%	-2.1%	-2.8%	-0.2%	0.0%	1.2%
民間設備投資	-1.3%	0.6%	2.3%	2.1%	1.1%	0.2%	0.8%	1.2%	-0.1%	0.5%	1.0%	0.6%
政府最終消費支出	2.1%	1.5%	1.0%	0.6%	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
公的固定資本形成	14.9%	15.7%	4.7%	2.0%	4.8%	6.5%	2.8%	0.8%	0.3%	0.7%	0.5%	0.2%
財貨・サービスの輸出	-1.2%	3.5%	4.1%	4.0%	2.9%	-0.6%	0.8%	1.0%	1.1%	1.5%	1.0%	1.2%
財貨・サービスの輸入	3.9%	3.8%	3.1%	2.2%	1.7%	2.2%	0.8%	0.7%	0.5%	1.0%	0.6%	0.3%
名目GDP	0.3%	2.5%	2.2%	1.5%	1.1%	0.4%	1.0%	1.1%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%
GDPデフレーター(前年比)	-0.8%	-0.1%	1.6%	0.5%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	0.3%	1.6%	1.7%	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	2013年度				2014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	1.2%	2.6%	0.6%	1.0%	0.9%	0.5%	0.8%	1.0%	-1.1%	0.2%	0.4%	0.4%
民間最終消費支出	1.0%	1.2%	-0.3%	0.3%	0.4%	0.1%	0.3%	0.8%	-1.2%	0.1%	0.1%	0.1%
民間住宅投資	0.2%	0.2%	-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%	0.1%	0.3%	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	-0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
政府最終消費支出	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	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%	0.8%	0.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.4%	0.1%	-0.0%	0.0%	-0.1%	-0.0%	0.0%
純輸出	-0.8%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	-0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
財貨・サービスの輸出	-0.2%	0.5%	0.7%	0.7%	0.4%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸入	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-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	2013年度				2014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)	-2.9%	3.1%	2.2%	1.1%	-3.1%	2.0%	6.8%	6.4%	4.7%	3.0%	0.5%	0.6%
消費者物価指数(前年比)	-0.3%	0.3%	2.5%	1.5%	-0.3%	0.9%	0.1%	0.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%
除く生鮮食品(前年比)	-0.2%	0.6%	2.5%	1.4%	0.0%	0.7%	0.7%	0.8%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%
除く生鮮食品(前年比)(除く消費税)	-0.2%	0.6%	0.7%	0.8%	0.0%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%
国内企業物価指数(前年比)	-1.1%	1.8%	3.6%	1.4%	0.6%	2.2%	2.4%	1.8%	3.8%	3.4%	3.6%	3.5%
完全失業率(季調済:平均)	4.3%	4.0%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%
無担保コール翌日物(期末値)	0.08%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.06%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
為替レート(円/ドル:平均値)	83円	100円	104円	105円	99円	99円	101円	102円	102円	103円	104円	105円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2013年7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%（年率換算：+1.9%）と、4四半期連続のプラスとなったものの、伸び幅は4-6月期の同+0.9%から鈍化した。公共投資と住宅投資がけん引したものの、個人消費と設備投資が減速したほか、輸出も3四半期ぶりのマイナスとなった。

2013年度後半の景気は、引き続き政府の経済政策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ことから、内需を中心に堅調な推移を予想する。ただ、外需は欧州景気の停滞や新興国の景気の減速などから、力強さに欠く展開が続くとみている。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よう。

個人消費は、月例賃金の伸び悩みが続くなか、冬季賞与増の効果や消費増税前の駆け込み需要が徐々に本格化するとみられるため、堅調な推移を予想する。ただ、2014年4-6月期は増税の影響で大幅に落ち込むと予想され、賃金の伸びが鈍いなか、その後も緩慢な回復にとどまろう。住宅投資は、来年4月以降の引き渡しでも5%の消費税率が適用される請負契約が9月末で終了したことと駆け込み需要が一服し、2014年の年明け以降は減速傾向となるとみている。

設備投資は、更新・合理化投資を中心に各種政策効果が後押しすることで、緩やかな回復を予想する。公共投資は、2013年度補正予算で追加経済対策が予定されているほか、国土強靱化計画の推進もあって、2014年度にかけて均せば増加基調で推移しよう。輸出は、円安効果が一服するとみられるほか、中国景気の停滞も足かせとなって、緩慢な回復にとどまるとみている。

（1）アベノミクスの現状と課題

アベノミクスの3本目の矢である成長戦略は、今のところ一進一退といった状況である。まず、農業分野については一定の前進がみられる。政府・自民党は減反政策について5年後を目途に廃止するほか、コメの生産目標も廃止する方向で検討を始めた。TPP交渉において、主食用米の関税率も、現行の77.8%から大幅に引き下げる方針のようだ。いわゆる「岩盤規制」の改革の割には、反対派の動きが目立たないが、1960年時点では1割だった65歳以上の高齢農業者の割合が6割にまで上昇し、後継者探しもままならないという現実の前では、反対の大義名分が立ちにくくなっているのが実態とも考えられる。

一方、一般用医薬品（市販薬）のインターネット販売については、処方薬から切り替えられてから3年以内の23品目はネット販売が禁止されることとなった。元々規制改革の象徴的分野であり、安倍首相が6月に原則全面解禁を打ち出していたことを考えれば、後退感は否めない。

岩盤規制への切り込みには複雑な政治的プロセスが必要で、ある程度時間がかかるのはやむを得ない面もあるが、「異次元緩和」の神通力がいつまで持つかは不確実性が高く、支持率が高いうちにスピード感を持って取り組まないことには、結局何もできなくなる。農業改革はどうやら動き始めたが、医療、介護、教育等の分野でも安倍首相が一層のリーダーシップを発揮することを期待したい。

成長戦略に関しては、オリンピックもうまく活用していくことが期待される。経済波及効果について、2020年オリンピック・パラリンピック招致委員会は7年間で約3兆円と試算している。付加価値誘発額はGDPを0.3%押し上げる程度で、さほど大きなものではないが、さまざまな有形無形の経

経済効果を加えれば、これをはるかに上回ることが期待される。特に、東京の場合は、国家戦略特区の枠組みを生かし、物的インフラだけではなく、規制改革をテコに制度的なインフラ整備をも合わせて進めることで、グローバルシティとしての魅力を一段と高めるきっかけにしていくことが期待される。観光立国をめざす立場からも、先端技術や観光資源、伝統芸能、地域文化など、世界に日本の魅力をアピールするための絶好の機会となる。

何より、こうした活動が徐々に浸透していけば、日本人自身が自信を取り戻す機会ともなりうる。日本の場合、低成長が20年余りにわたって続いたことで、企業や家計の中長期的な行動計画が低成長を前提としたものに変化し、半ば自己実現的にデフレの長期化として跳ね返っている面がある。日銀の金融政策だけではおそらく実現困難な「期待の抜本的転換」を実現するための一助となることが期待できる（金融政策については後述）。

もちろん、オリンピックが財政破綻の引き金を引くようなことになっては元も子もない。安倍首相が予定どおり来年4月から3%の消費税率の引き上げを行なう方針を発表したことで、とりあえず金融市場が早期に財政破綻を織り込む可能性は遠のいたが、安倍政権の財政再建に向けたコミットはお世辞にも強いとは言えない。中期財政計画では、プライマリーバランスの赤字幅のGDP比を15年度に半減し、20年度の黒字化をめざすこととされており、2014, 2015両年度の財政赤字をそれぞれ4兆円ずつ改善する計画となっているが、追加経済対策の実施も決まったことで、もはや計画は風前の灯である。経済対策なしの増税は所詮、政治的にはとりえない道であり、2015年10月の2回目の増税を予定どおり実施するためにもやむを得ないが、例えば公共投資については、都市基盤整備等、成長戦略と極力リンクした形にするのが望ましく、地方への不要不急のバラマキにならないようにする必要がある。年明け以降、信頼に足る中期財政計画を再構築する作業も必要になってくるだろう。

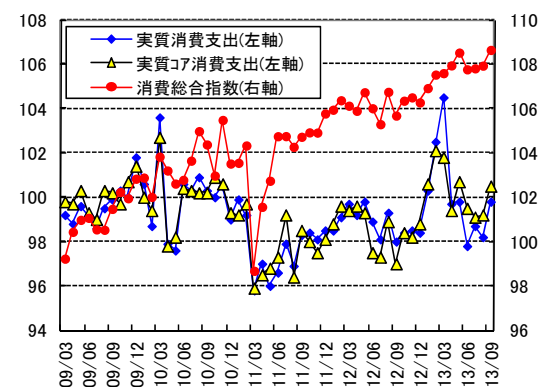
（2）個人消費は駆け込み需要を予想

夏場にかけての個人消費は、円安・株高を背景とした春先までの高い伸びが一服しつつあったが、9月は持ち直した（図表1-1）。需要側の基礎統計である家計調査を見ると、実質消費支出は、4月に前月比▲4.6%と大幅マイナスとなり、その後も鈍化傾向にあったが、9月は同+1.6%のプラスとなった。4月以降の落ち込みは、家計調査特有の統計上の振れの影響で、春先に自動車や住宅関連の設備修繕・維持費などの支出が大きく伸びた反動のほか、円安によるエネルギー価格の上昇や食料品価格の値上げなどが消費者心理の冷え込みにつながったことが要因とみている。ただ、9月の実質消費支出は、主要10項目別のうち9項目で前年比プラスとなるなど、幅広い分野で持ち直している。

供給側の統計である小売業販売額を見ると、9月が前月比+1.8%と、2ヵ月連続のプラスとなり、プラス幅も拡大した。内訳項目の自動車小売業も2ヵ月連続の前月比プラスとなるなど、新車投入効果に加え、消費増税前の駆け込み需要も出始めている模様である。

ただ、消費者マインドは持ち直し傾向が一服している。10月の消費者態度指数を見ると、前月差▲4.2ポイントの41.2と、2ヵ月ぶりの低下となった。株価の調整や賃金の伸び悩みに加え、エネルギー価格や食品価格の上昇による家計の負担増などが、消費者心理の冷え込みにつながったものと

10年=100 (図表1-1)実質消費関連指数(季調値)の推移 05年=100



(出所)総務省「家計調査」、内閣府「消費総合指数」

みている。今後は、消費増税の影響を懸念する見方も増えてくるとみられ、消費者マインドは一進一退の推移が続くとみている。

こうしたなかでも、雇用環境は堅調な推移となっている。完全失業率(季調値)を見ると、春先以降、均せば低下(改善)傾向にある(図表1-2)。有効求人倍率も、2009年秋口以降上昇傾向にあり、節目の1倍の手前まで改善している。日銀短観の雇用判断DI(全規模)(過剰-不足)を見ても、9月が▲5、先行き12月は▲8と、不足感が高まるとの見方となっており、今後も雇用環境の改善が続く可能性を示唆している。

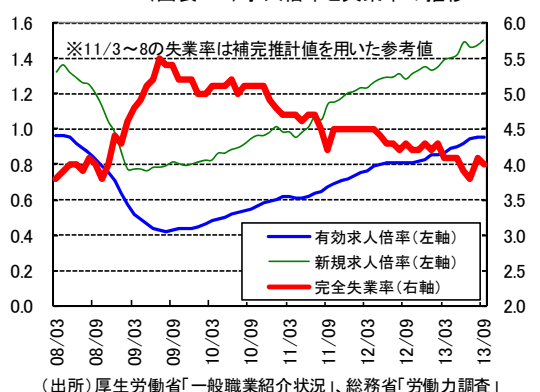
一方、所得環境の改善ペースは鈍い。毎月勤労統計を見ると、所定外給与は上昇傾向にあるものの、所定内給与は16ヵ月連続の前年比マイナスとなっている(図表1-3)。企業業績の改善を受けて、夏季賞与を積み増す動きが目立ったものの(経団連発表の2013年夏季賞与・一時金大手企業業種別妥結結果は前年比+4.99%)、月例賃金は上がりにくい状況が続いている。厚生労働省が集計した民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況では、2013年度の賃上げ率は1.80%(前年は1.78%)と、前年並みにとどまった。当該集計値には定期昇給分も含まれていることから、ベースアップだけで見れば、マイナス傾向が続いている可能性が高い。

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る。また、1990年代後半以降の経営環境の悪化を背景に、企業は人件費削減姿勢を強め、人員削減とともに、非正規化などを進めてきたことも平均賃金の低下につながっている。

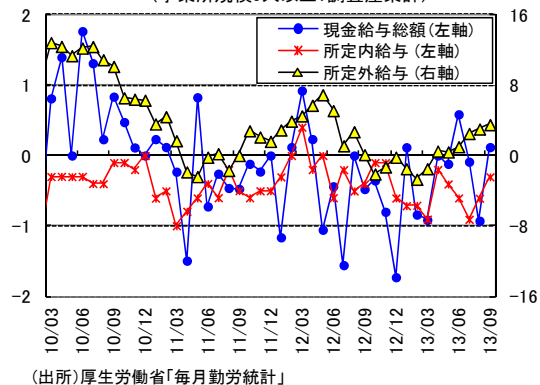
2012年の雇用者数(役員を除く)を10年前の2002年と比較すると、4.3%の増加となっているものの、内訳項目の正規社員は▲4.3%の減少、非正規社員は24.9%の増加となり、この結果、正規社員の割合は2002年の70.6%から2012年には64.8%まで低下している(図表1-4)。

賃金がなかなか上がらないなか、政府は、賃上げムードの醸成に腐心している。平成25年度税制改正で創設された所得拡大促進税制は、基準事業年度と比較した給与等支給額の増加割合が5%以上必要という、これまでの適用条件が厳しかったため、平成26年度税制改正では増加割合を2%以上へ引き下げるなど、条件を緩和する予定である(図表1-5)。ただ、円安によるコスト増などが企業収益を圧迫している企業も多いことや、業績が改善する企業でも、日本の中長期的な成長期待が低く、持続的な利益成長が見通せないことなどを理由に、賞与増などで対応するケースが多いとみられることから、賃上げの動きは広がりやを欠く可能性が高い。

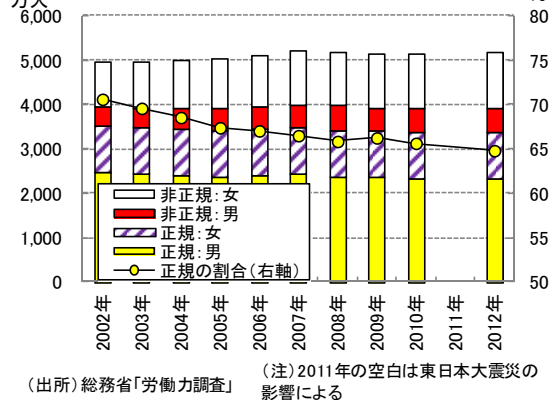
(図表1-2) 求人倍率と失業率の推移



(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) 雇用形態別雇用者数(役員除く)の推移



賃上げに向けた動きは鈍いとみられるものの、年度末にかけての個人消費は、冬季賞与増の効果がある程度は見込まれるほか、耐久消費財を中心に、消費増税前の駆け込み需要が押し上げるとみている。消費増税の影響緩和策として、自動車取得税の二段階廃止が検討されているものの、日本自動車工業会によれば、すでに2013年度（8月までの累計）の販売台数の約8割がエコカー減税制度の対象となっているため、消費増税前に購入した方が有利になるケースが多い。家電や家具についても、住宅取得に合わせた購入の動きがあることから、年度末にかけての個人消費を押し上げるものとみている。当社では消費増税前の駆け込み需要については2兆円程度の規模と試算しており、2013年度の実質GDP成長率を+0.3%程度押し上げると予想する（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）。

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%程度押し下げると予想する。2014年4-6月期は、1-3月期に押し上げられた反動などから前期比マイナス成長が避けられないとみられるほか、7-9月以降も、社会保険料の増加や自動車保険料率の引き上げ、電気・ガス代の高止まりなど細かな負担の積み重ねで実質所得の減少傾向が続く可能性が高い（図表1-6）。所得環境の改善ペースも鈍いとみており、個人消費は緩やかな持ち直しにとどまると予想する。

（3）住宅投資は鈍化へ

新設住宅着工戸数（季調値）は、均せば回復が続いている（図表1-7）。9月は特に高い伸びとなったが、これは物件の引き渡しが来年4月以降の場合でも5%の消費税率が適用される請負契約が9月末期限であったことから、駆け込み契約が発生したためとみている。

今後の住宅着工については、しばらく9月末までの請負契約分が下支えするとみるものの、押し上げ効果は徐々に減衰していくことになろう。持家は、3月末までの引き渡し契約であれば消費税率が5%適用

となるため、駆け込み需要が少しは期待できるものの、短期間での施工となることや、建築会社も

（図表1-5）所得拡大促進税制の概要

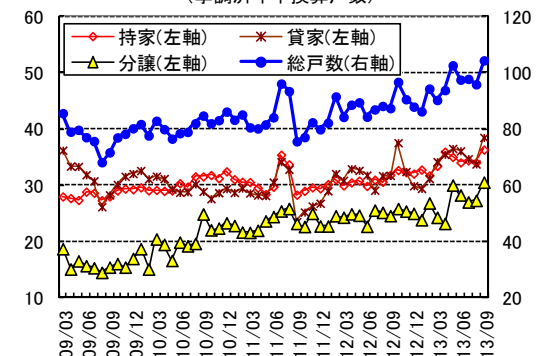
1. 2013年度税制改正で決定内容			
・以下の①、②、③の要件を満たした場合、国内雇用者に対する給与等支給増加額について、10%の税額控除（法人税額10%（中小企業等は20%）を限度）を認める			
①給与等支給額が基準事業年度と比較して5%以上増加			
②給与等支給額が前事業年度を下回らない			
③平均給与等支給額が前事業年度を下回らない			
（注）基準事業年度とは、2013年4月1日以後最初に開始する各事業年度の直前の事業年度			
・2013年4月1日から2016年3月31日までの間に開始する事業年度が対象			
2. 2014年度税制改正での見直し案			
・適用期限を2年間延長			
・上記①について、以下のとおり緩和			
適用年度開始期間	雇用者給与等支給増加割合要件	適用年度開始期間	雇用者給与等支給増加割合要件
平成25年4月1日～平成28年3月31日	5%以上	～平成27年3月31日	2%以上
		平成27年4月1日～平成28年3月31日	3%以上
		平成28年4月1日～平成30年3月31日	5%以上
・上記③の平均給与等支給額の計算の基礎において、継続雇用制度に基づき雇用される高齢者等を除く			
（出所）財務省資料および与党の税制改正大綱などから明治安田生命作成			

（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
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」

これまでの受注契約を優先して施工するとみられることから、押し上げ効果は乏しく、年明け以降の住宅着工は前月比マイナスに転じると予想する。

分譲住宅のうち、一戸建住宅（建売住宅）は、年度末まで引き渡しが可能のため、来年3月末に向けて駆け込み需要が発生するとみている。マンションについても、完成物件であれば、まだ消費税率5%の適用となることから、年度末までの販売を下支えしよう。ただ、こうした物件の大半がすでに施工済であることから、住宅着工の押し上げ効果という意味ではあまり期待できない。また、来年4月以降に引き渡しとなる物件については、需要動向を見極める動きから、販売サイドは当面慎重な対応をとる可能性が高く、建売住宅、分譲マンションの着工は、いずれも減少傾向を余儀なくされるとみている。

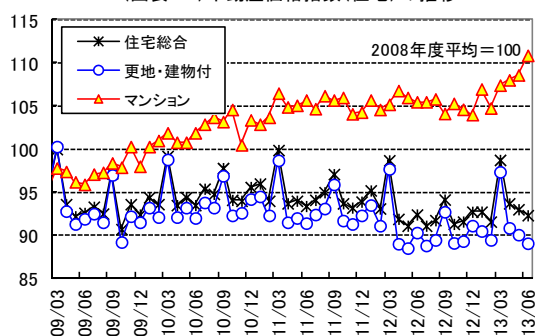
貸家は、2015年1月以降、相続税の基礎控除が引き下げ予定であることから、節税対策としてのアパート経営の需要が下支えとなるものの、消費増税の影響は避けられず、徐々に鈍化に向かうとみている。

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・拡充策が決定した。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る予定である。これに加えて、低所得者層に対して、給付措置も検討されている。こうした緩和策が、来年4月以降の住宅取得意欲をある程度支える可能性がある。また、物件価格の先高観や低金利環境も、今後の購入意欲を下支えする可能性がある。資材不足などを背景にマンション価格が上昇傾向で推移していることや（図表1-8）、長期金利が低下基調で推移するなか、住宅ローン金利の引き下げの動きが目立っていることもプラス材料となる。ただ、すでに9月末にかけての駆け込み契約で先食いが発生しているため、年明け以降の住宅着工を押し上げるまでには至らないとみている。

東日本大震災による復興需要は、引き続き住宅着工を下支えするとみている。復興庁の復興計画を見ると、すでに、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進められている。各県の住まいの復興工程表では、被災3県の合計で災害公営住宅が、2013年度2,338戸、2014年度9,388戸、2015年度8,979戸の工事が終了となる見込みであり、民間住宅等用地では、2013年度1,299戸、2014年度3,465戸、2015年度7,158戸の供給が進む見通しとなっている。こうした計画以外にも、被災地区での住宅着工は進んでおり、2013年度は8月までの累計で、すでに合計1万戸を上回って推移している（図表1-9）。復興需要だけで2013年度は2.5万戸程度、2014年度が3万戸程度の住宅着工が発生すると予想する。

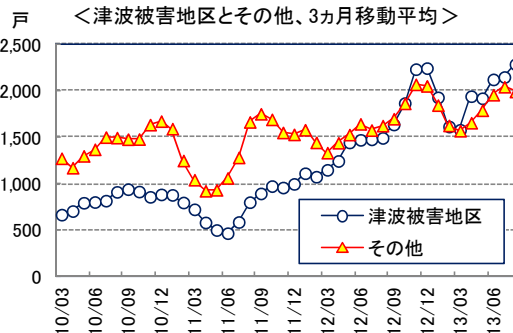
以上から、2013年度の住宅着工は、年度末にかけて減少傾向となり、前年比+5%強の94万戸程度と予想する。2014年度は、住宅ローン減税などの緩和策があるものの、消費増税の影響が避けられず、前年比▲10～15%程度まで落ち込むとみている。

（図表1-8）不動産価格指数（住宅）の推移



（出所）国土交通省「不動産価格指数（住宅）」

（図表1-9）東北3県の着工戸数の推移
＜津波被害地区とその他、3ヵ月移動平均＞



（出所）国土交通省「住宅着工統計」

(4) 設備投資は緩やかな回復が続くと予想

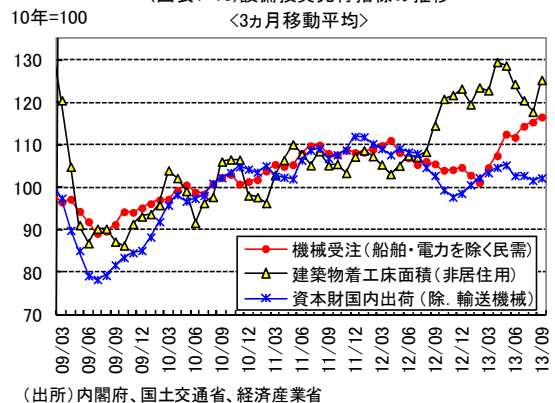
設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）を見ると、春先以降回復傾向にある。非製造業が夏場にかけて高い伸びとなったほか、製造業も企業収益の改善などを受け、持ち直していることが背景にある（図表1-10）。建築物着工床面積（非居住用）も、夏場には春先までの高い伸びが一服したものの、均せば回復傾向で推移している。一方、資本財国内出荷（除、輸送機械）は、夏場以降前月比マイナス傾向となるなど足踏みしており、今後の設備投資の回復ペースが鈍くなる可能性を示唆している。

9月調査の日銀短観における2013年度の設備投資計画（全規模・全産業ベース、含む土地投資額）は、前年度比+3.3%と、6月調査の同+2.0%から小幅上方修正された（図表1-11）。業種別では、製造業が同+7.0%と、6月調査の同+6.4%から小幅上方修正となった。主要業種のうち、はん用・生産用・業務用機械が小幅下方修正となったものの、企業収益の改善を背景に、電気機械や輸送用機械がいずれも上振れとなっている。非製造業も同+1.3%と、6月調査の同▲0.2%から、前年比プラスへと上方修正された。ほぼ昨年並みの水準だが、これは2012年度の実績が高水準だったことが大きい。主力業種では、卸・小売や運輸・郵便が小幅上方修正されていることなどから、コンビニなどの商業店舗の出店や改装、物流施設の整備、耐震・省エネ対策のビル移転や建て替えなどを中心に、今年度の非製造業の設備投資を下支えするものとみている。

日銀短観の設備判断DIの推移を見ると、全規模・全産業ベースのDIは、6月調査が+5、9月調査が+3、先行き12月の予測が+1と、設備過剰感が緩和に向かいつつある様子を示唆している（図表1-12）。非製造業では9月調査のDIが▲1と、すでに不足方向となっており、昨年度からの非製造業の設備投資の堅調推移と整合的な内容となっている。消費増税前の駆け込み需要の取り込みや、増税後の競争環境の激化を睨んだ先行投資の動きが、不足感につながっているものとみている。

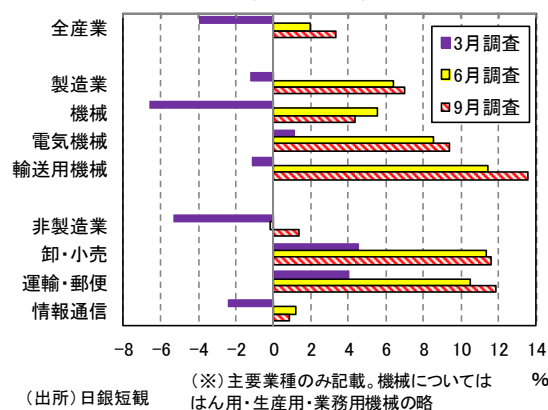
製造業も、企業収益の改善を背景に、6月調査が+12、9月調査が+10、先行き12月が+7と、過剰感は緩和方向となっているが、改善ペースは鈍い。この要因として、製造業の国内設備投資は能力増強よりもむしろ更新維持投資が中心となっていることがあげられる。近年、生産設備の海外シフトが進んでおり、日本政策投資銀行による2013年度の「企業行動による意識調査」でも、2008年以降に海外で生産能力を増強した企業のうち9割超は、昨年からの円安方向を踏まえても、国内外

(図表1-10)設備投資先行指標の推移
(3ヵ月移動平均)



(出所)内閣府、国土交通省、経済産業省

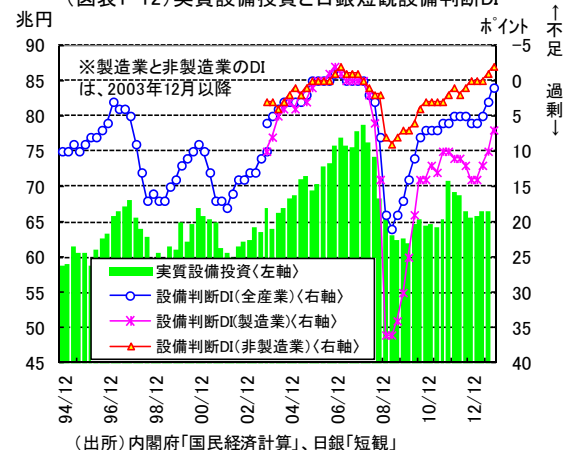
(図表1-11)2013年度設備投資計画(前年比)
(含む土地投資額、全規模)



(出所)日銀短観

(※)主要業種のみ記載。機械についてははん用・生産用・業務用機械の略

(図表1-12)実質設備投資と日銀短観設備判断DI



(出所)内閣府「国民経済計算」、日銀「短観」

の生産能力の方針を変更しないとしている。輸送コストが負担となるほか、すでに消費地に近いところでの生産体制や現地のニーズにあった商品開発体制も進んでいることが背景にあり、今後も国内の能力増強投資を強化する可能性は低い。

こうしたなか、安倍政権の成長戦略では、老朽化した生産設備の新陳代謝を促進する取組みを推進している。2013年度税制改正で、「生産等設備投資促進税制」が創設されたのに加え、「生産性向上設備投資促進税制」の創設を打ち出している(図表1-13)。「生産性向上設備投資促進税制」では、「年間総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」との条件を適用しない方向であるほか、特別償却額または税額控除の割合も拡大することで検討が進んでいる。年間総投資額を増やす必要がなく、税制メリットも向上するため、更新投資に踏み切る企業も出てくるとみており、今後2~3年の設備投資を後押しすると予想する。実質ベースの設備投資は緩慢ながらも回復傾向で推移し、2013年度および2014年度は、前年比+2~5%程度の伸びになるとみている。

(5) 公共投資は増加基調が続く

今年度の公共投資は、2013年2月に成立した2012年度大型補正予算のうちの5兆円程度と、2013年度の一般会計と復興会計の公共事業関連予算合計6.2兆円の執行が焦点となっている。

まず、発注の動きを示す公共工事請負金額を見ると、4月以降、前年比大幅プラスで推移している(図表1-14)。復興が進む東北地区が堅調なほか、東北以外の地域でもプラス基調となっている。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、8月は5ヵ月連続の二桁プラスとなるなど、増加基調を強めている。地域別でも概ね各地方でプラスの推移となっており、全国的に堅調な推移が示されている。

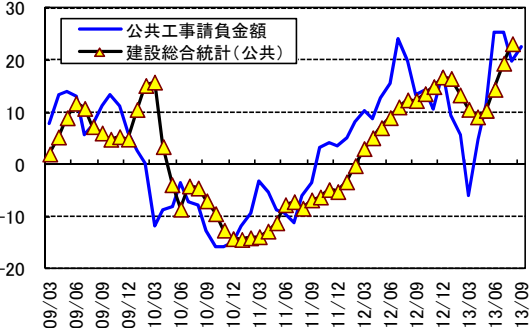
こうしたなか、資材不足や人手不足が公共投資の足かせとなり、復興事業での入札不調にもつながっている。被災地では、主要な公共インフラ工事が概ね完了し、海岸対策や港湾整備のほか、復興まちづくりなどの住環境整備へと移っている。ただ、国土交通省の建設労働需給調査を見ると、建設技能労働者過不足率は、鉄筋工、とび工、型わく工などを中心に不足状態が続いているほか、建設資材価格

(図表1-13)設備投資促進に関する税制

	生産等設備投資促進税制	生産性向上設備投資促進税制(案)													
適用期間	2013年4月1日から2015年3月31日までの間に開始する事業年度	産業競争力強化法(仮称)の施行日から2017年3月31日までの間に開始する事業年度													
対象設備	生産等設備を構成する機械装置。生産等設備には、本店、寄宿舎等の建物、事務用器具備品、乗用自動車、福利厚生施設等は該当しない	生産等設備を構成する機械装置、工具、器具備品、建物、建物附属設備、構築物およびソフトウェアで、生産性向上設備等に該当するもののうち、一定の規模以上のもの													
税制措置・適用条件	以下の①と②を満たした場合、新たに国内において取得等をした機械・装置について、30%の特別償却または3%の税額控除(法人税額の20%を限度)を選択適用 国内における生産等設備への年間総投資額が、①適用事業年度の減価償却費を超え、かつ②前事業年度と比較して10%超増加していること	生産性向上設備等の取得価額について、下記の特別償却または税額控除を選択適用。左記の①②のような適用条件はない													
		<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>特別償却</th> <th>税額控除</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>取得日</td> <td>右記以外</td> <td>右記以外</td> </tr> <tr> <td>建物・構築物</td> <td>100%</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>~16.3.31</td> <td>25%</td> <td>2%</td> </tr> <tr> <td>~17.3.31</td> <td>50%</td> <td>4%</td> </tr> </tbody> </table>		特別償却	税額控除	取得日	右記以外	右記以外	建物・構築物	100%	5%	~16.3.31	25%	2%	~17.3.31
	特別償却	税額控除													
取得日	右記以外	右記以外													
建物・構築物	100%	5%													
~16.3.31	25%	2%													
~17.3.31	50%	4%													

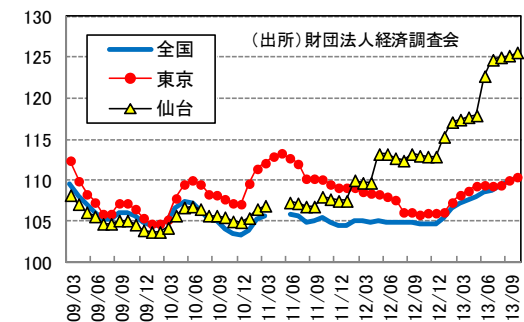
(出所)政府および与党の税制大綱などから明治安田生命作成

(図表1-14)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」、東日本建設業保証㈱「公共工事前払金保証統計」

05年=100 (図表1-15)建設資材価格指数の推移



(※)11年4月と5月で、全国と仙台のデータの表示がないのは、一部対象資材の流通が確認できなかったことによる

指数も、仙台地区を中心に上昇傾向となっている（図表 1-15）。住宅の再建も、所有者等が不明なことや土地収用手続きに時間がかかるなど、進捗が遅れる要因も多い。こうした制約の早期解消は困難なものの、被災地と被災地以外の企業との共同事業体（JV）で入札参加できる復興 JV 制度の導入推進、労務単価の引き上げの徹底、きめ細かな資材の需給対策の実施、公共事業専用プラントの建設、用地取得加速化プログラムの策定など、様々な対策がとられている。時間はかかるとみられるものの、地道な対応の積み重ねで、供給面でのボトルネックは緩和の方向へ進み、復興投資は、今後も増加基調で推移するとみている。

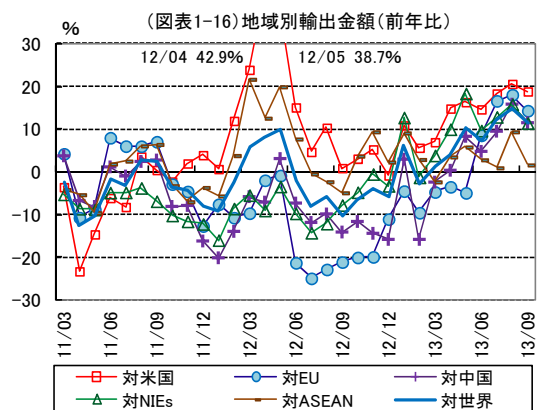
ただ、大型財政政策の効果が徐々に減衰することで、年度末にかけての公共投資は伸びが鈍化するとみている。一方、消費増税後の景気鈍化を和らげるため、2013 年度に 5 兆円規模の補正予算が組まれる予定で、このうち 2 兆円程度が公共投資に向かうとみている。2014 年度の一般会計や復興会計の予算編成でも、国土強靱化計画の推進もあって、2013 年度に近い規模を確保するとみており、来年度以降も公共投資は均せば緩やかな前年比プラス基調が続くと予想する。

（6）輸出は緩慢な回復にとどまる

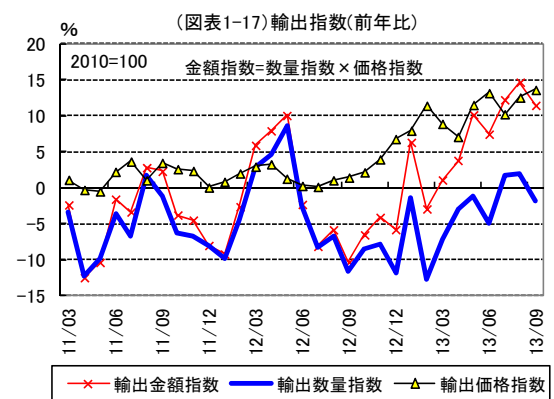
財務省の貿易統計を見ると、9月の名目輸出金額は前年比+11.5%と、7ヵ月連続のプラスとなった（図表1-16）。地域別では、米国向けが自動車や一般機械を中心に底堅く推移しているほか、EU向けも前年が欧州債務問題を背景として落ち込んだ反動もあって、改善傾向にある。一方、中国やASEAN向けは、主力の電気機器を中心に減速気味で推移している。もっとも、中国向けは、日中関係の悪化などを背景に前年の輸出額が大幅に減少した反動もあって、前年比ベースでは8月以降二桁プラスとなっている。

春先以降の輸出回復は、昨年11月中旬以降の円安進行による価格要因が大きいとみており、数量ベースで見れば、依然として持ち直しの動きは鈍い。輸出企業は過去の円高局面でも製品価格をすえ置いてきたことから、円安傾向でも容易には値下げできないという事情が背景にあるとみられる。前年比ベースの輸出金額の伸び率を数量要因と価格要因に分解すると、9月の輸出価格の伸び率は前年比+13.6%と、5ヵ月連続で二桁増となったのに対し、輸出数量は伸び率が同▲1.9%と、3ヵ月ぶりのマイナスとなるなど、まだ、プラス基調が定着していない状況にある（図表1-17）。

今後について、主力商品のうち自動車では、生産拠点の海外シフトで輸出自体が縮小傾向にあるほか、中国やASEAN向けも景気減速が下押し要因となるため、回復ペースは鈍いとみている（図表 1-18）。一般機械は、米国向けが、活発な住宅投資などを背景に、堅調な推移が見込まれる。一方、中国向けは、過剰生産能力問題などを背景に、日本からの輸出も伸び悩む可能性が高く、ASEAN向けも、資源開発の一服もあって、持ち直しの動きは鈍いとみる。電気機器も、韓国や台湾の急成長



（出所）財務省「貿易統計」



（出所）財務省「貿易統計」

や、電子部品などのコモディティ化を受けて競争が激化するなか、大幅な増加は見込み難い。

こうした動きから、輸出数量は今後も伸び悩むとみている。価格要因が当面の輸出金額を押し上げるとみるものの、来年度は円安効果が一巡し、価格の前年比プラス幅が縮小に向かう可能性が高い。今後の輸出は緩慢な回復にとどまるとみており、2013年度、2014年度とも、実質ベースの輸出は前年比+2～5%程度の伸びにとどまると予想する。

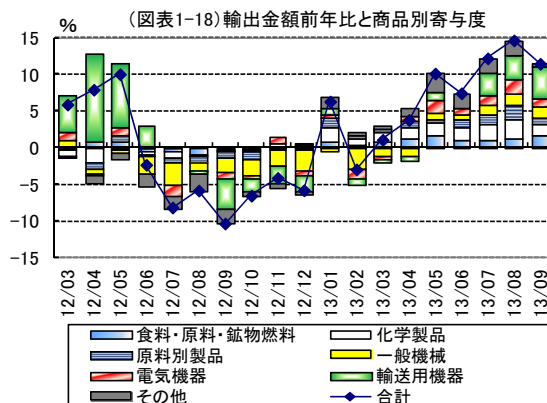
貿易収支については、輸入の大幅な増加傾向を受け、貿易赤字が拡大傾向にある(図表1-19)。原発停止による火力発電所稼働のため、原油やLNGなどの鉱物性燃料の需要が高止まりしているほか、電気機器の貿易黒字の縮小傾向や、医薬品の貿易赤字の拡大傾向が、貿易赤字額全体の拡大につながっている。電力各社は、原子力規制委員会へ安全審査の申請をするなど、原発再稼働に向けた手続きを進めているが、定期検査に入った大飯原発3・4号機でも、再稼働は早くても年明け以降となる見通しである。そのほかの原発も早期稼働は見通し難いことから、今後も鉱物性燃料を中心に高水準の輸入が続く可能性が高く、貿易赤字が続く状況は変わらないとみる。

(7) デフレ脱却は見通し難い

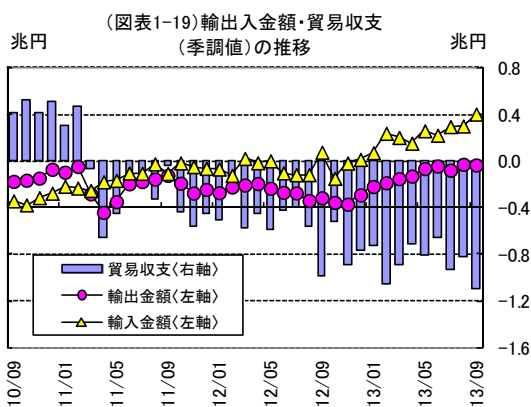
全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コアCPI)の推移を見ると、9月は同+0.7%と、4ヵ月連続のプラスとなった(図表1-20)。ただ、物価上昇は、電気・ガス代やガソリンなどのエネルギー価格の上昇による影響が大きい。

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、9月が同±0.0%と、57ヵ月ぶりにマイナスから脱却した。ただ、2月以降の下落幅の縮小傾向は、円安による輸入物価の上昇が幅広い品目に波及して、コストプッシュ的な物価の押し上げをもたらしたためとみている。需給ギャップは縮小傾向にあるものの、依然としてマイナスが続いており、デフレ脱却が見通せる状況までには至っていない。なお、当社では、2013年7-9月期の需給ギャップを▲1.0%程度、年間▲5兆円程度と試算している。

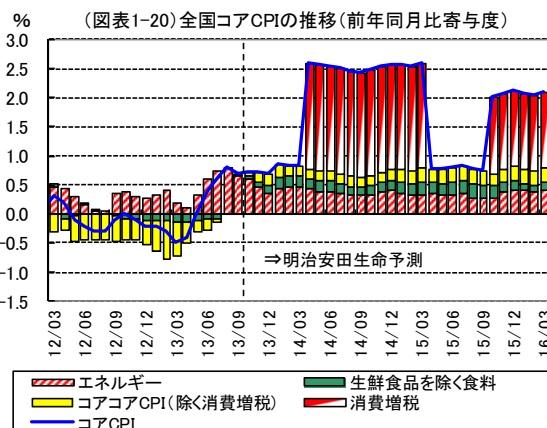
デフレ脱却に向けた動きは依然鈍いが、これは、単なる需要不足の問題ではなく、急速な少子高齢化の進展や、規制緩和の遅れに伴い財・サービスの生産側と消費者との間で需給のミスマッチが生じているためとみられる。2013年度は、消費増税前の駆け込み需要や大型財政政策の効果で潜在成長率(0.7%程度と試算)を上回る成長になるとみるが、2014年度はその反動で低成長を余儀な



(出所) 財務省「貿易統計」



(出所) 財務省「貿易統計」



(出所) 総務省「消費者物価指数」等より明治安田生命作成

くされることが予想されるなど、デフレギャップの縮小は容易ではない。

消費動向調査の物価見通しに関する調査では、1年後の物価が上昇すると予想する世帯の割合が拡大傾向にある（図表1-21）。ただ、エネルギーや食料品価格などの上昇が強く影響している可能性が高く、デフレギャップ縮小に伴うものではないとみている。物価の上昇には一般サービス価格の上昇が必要とみるものの、特に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、持続的な物価上昇は困難と予想する。

今後は、LNGなどの輸入価格の低下を背景に、主要電力・ガス大手が11、12月と2ヵ月連続で電気・ガス料金を値下げする予定であるほか、足元では商品価格が調整していることもあり、エネルギー価格による押し上げ効果は、徐々に鈍化へ向かう可能性が高い。一方、コストプッシュ的な物価上昇が、多くの品目に波及する動きが今後も続くと思込まれるほか、政府の各種経済対策も押し上げ方向に寄与するとみていることから、コアCPIは緩やかな上昇傾向をたどると予想する。2013年度のコアCPIは、年度当初がマイナスであったことを勘案し、通年では0.6%程度とみている。2014年度は、消費税率が5%から8%に引き上げられることで、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0.7%の上昇にとどまるとみている。

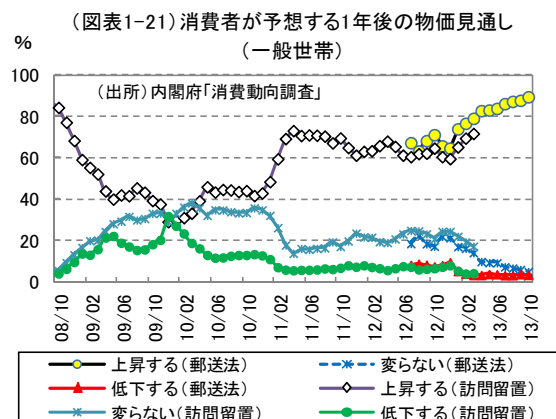
（8）日銀は来春以降追加緩和へ

10月の展望レポートでは、日銀が2%の物価目標の達成に向け、一段と自信を深めている様子が示されたが、市場は信じておらず、皮肉にも、それが足元の金利の低位安定につながっている。マーケットの低インフレ期待がなければ、オペの工夫だけで債券相場のボラティリティを抑え込むのは難しいだろう。

ゼロ金利下では、ベースマネーの増加がマネーストックの増加につながるルートが著しく限定される。足元の消費者物価は上昇しているが、大半は、エネルギー価格や、円安効果で説明できる。日銀としては、理由はともかく上昇の事実自体が、人々のインフレ期待の定着に繋がることを期待している節があるが、量的・質的緩和の実体景気への波及ルートがない以上、インフレ期待の定着は難しいと思われる。

金融機関のポートフォリオ・リバランスは進んでおらず、足元では逆に国債回帰の動きがみられる。貸出は小幅増だが、これも財政政策の効果で説明できる範囲の動きである。設備投資の回復も、今のところ、不動産や建設など、公共投資と関連の深い分野に偏っている。個人消費は株高に支えられて春先までは好調だったが、株価が調整し、賃金も伸びないなか、夏場以降、消費者マインドは悪化してきている。

日銀当預残高は9月末に100兆円を突破したが、長短金利とも一段の低下が進んでいることなどを考えると、今後、目標に沿った積み上げは次第に苦しくなる可能性が高い。来春以降、日銀は長期、超長期を中心に国債の一段の買い増しを余儀なくされるとみており、長期金利は逆に一段と低下に向かう可能性があるだろう。追加緩和を打ったとしても、物価上昇トレンドは定着せず、2014年は、量的・質的緩和の限界が徐々に明らかになるとみている。



(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2014年度末までのイメージ）。

<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：65%)

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、2013年度の日本の景気は堅調な回復基調が続く。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。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、2014年度もデフレ脱却宣言には至らない。株価は、過度な政策期待の反動で、上値が重い展開。為替は米国の景気回復期待などから緩やかなドル高。長期金利は低位で推移も、潜在的な振れやすさは残る。

日経平均レンジ：12,500円～16,500円 10年国債利回りレンジ：0.40%～1.00%
ドル・円レンジ：95円～105円、ユーロ・円レンジ：125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。CPIは上昇トレンドが定着し、2014年度にはデフレ脱却が明白な情勢となる。

日経平均レンジ：14,000円～19,000円 10年国債利回りレンジ：0.55%～1.50%
ドル・円レンジ：96円～115円、ユーロ・円レンジ：125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：10%)

「アベノミクス」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～15,500円 10年国債利回りレンジ：0.55%～3.00%
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：5%)

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、破綻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～15,500円 10年国債利回りレンジ：0.20%～0.80%
ドル・円レンジ：70円～102円、ユーロ・円レンジ：90円～140円

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+2.8%と、4-6月期の同+2.5%から伸び幅が拡大した。今後、10-12月期から2014年1-3月期にかけての成長率は、財政交渉の先行き不透明感などが足かせとなり、伸び悩むと予想する。ただ、雇用環境は改善傾向を保つとみられるほか、緩和的な金融環境が継続していることなどから、4-6月期から2015年にかけては景気の回復基調が続くとみる。

個人消費は、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、緩やかな回復が続くと予想する。住宅投資は、住宅ローン金利の上昇が抑制要因となるものの、在庫が低水準で推移していることなどから、堅調な回復を維持するとみる。

設備投資は、設備過剰感の緩和などを背景に、回復傾向が続くと予想する。ただ、財政政策への懸念などから、力強い回復には至らないとみている。輸出は、新興国の景気回復に力強さが欠けることから、緩慢な回復にとどまるとみる。

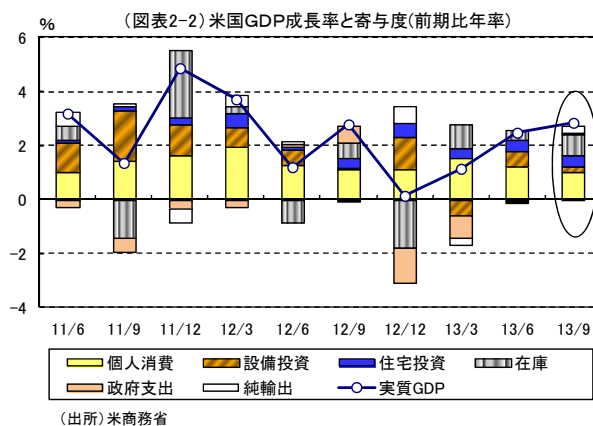
FRB（米連邦準備制度理事会）は異例の低金利を少なくとも失業率が6.5%を下回るまで継続する方針を示している。利上げに踏み切るのは、2015年後半と予想する。

（図表2-1）米国実質GDP成長率予測

（前期比年率）	暦年ベース				2013年					2014年			
	2012年	2013年	2014年	2015年	12/12	13/3	13/6	13/9	13/12	14/3	14/6	14/9	14/12
実質GDP	2.8%	1.7%	2.2%	2.4%	0.1%	1.1%	2.5%	2.8%	2.1%	1.9%	2.2%	2.3%	2.4%
個人消費支出	2.2%	1.9%	2.0%	2.2%	1.7%	2.3%	1.8%	1.5%	2.2%	2.0%	2.0%	2.2%	2.3%
住宅投資	12.9%	14.0%	10.1%	11.7%	19.8%	12.5%	14.2%	14.6%	8.9%	9.0%	9.3%	9.0%	10.5%
設備投資	7.3%	2.3%	3.9%	4.3%	9.8%	-4.6%	4.7%	1.6%	5.8%	3.5%	3.5%	4.0%	4.2%
在庫(寄与度)	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	-2.0%	0.9%	0.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.7%	-0.3%	-0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
輸出	3.5%	2.4%	3.9%	3.7%	1.1%	-1.3%	8.0%	4.5%	3.3%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%
輸入	2.2%	1.4%	2.7%	3.8%	-3.1%	0.6%	6.9%	1.9%	1.9%	2.0%	3.3%	3.2%	3.3%
政府支出	-1.0%	-2.1%	-1.0%	-0.2%	-6.5%	-4.2%	-0.4%	0.2%	-2.3%	-1.7%	0.1%	-0.8%	-0.6%
内需	2.7%	1.6%	2.2%	2.5%	-0.2%	1.4%	2.5%	2.5%	2.0%	1.8%	2.3%	2.3%	2.4%
国内最終需要	2.5%	1.6%	2.0%	2.4%	1.5%	0.5%	2.1%	1.7%	2.0%	1.8%	2.1%	2.1%	2.3%

（1）7-9月期は緩やかな回復が継続

7-9月期の米国実質GDP成長率（速報値）は前期比年率+2.8%と、4-6月期の同+2.5%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+1.8%→+1.5%と、サービス消費支出が伸び悩み、伸び幅が縮小。住宅投資は同+14.2%→+14.6%と、緩和的な金融環境に支えられ、5四半期連続で二桁の伸びとなったが、設備投資は同+4.7%→+1.6%と、機械投資が弱含んだ結果、伸び幅が縮小した。一方、在庫投資の成長率全体に対する寄与度は+0.4%→+0.8%と、3四半期連続でプラス。輸出入はともに増加したものの、輸出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▲0.1%→+0.3%と、



3四半期ぶりのプラスとなった。政府支出は前期比年率▲0.4%→+4.5%と、州・地方政府の支出が伸び、4四半期ぶりに増加した。

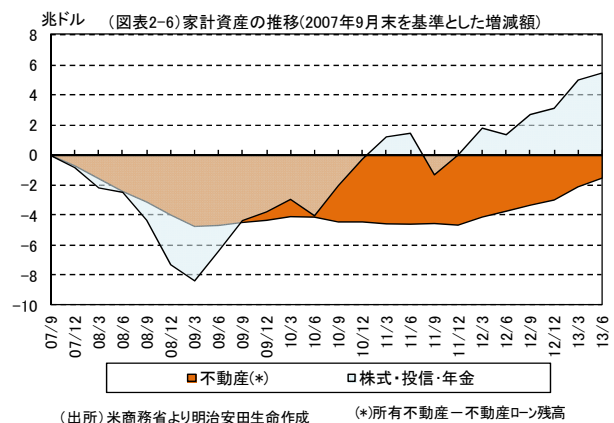
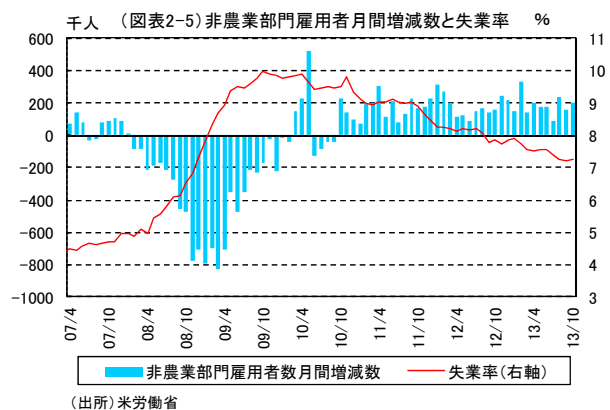
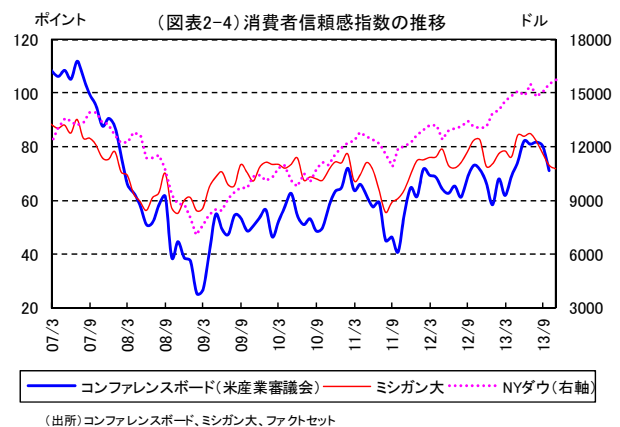
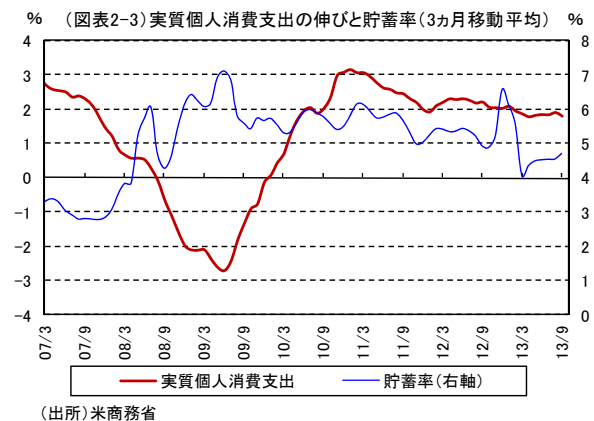
10-12月期から2014年1-3月期にかけての実質GDP成長率は、財政交渉の先行き不透明感などが足かせとなり、伸び悩むと予想する。ただ、雇用環境は改善傾向を保つとみられるほか、緩和的な金融環境が継続していることなどから、4-6月期から2015年にかけては景気の回復基調が続くとみる。

(2) 個人消費は緩やかな回復が続くと予想

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。ただ、財政を巡る政治的な混乱などを背景に、足元の消費者マインドは悪化している(図表2-4)。2014年会計年度の暫定予算(2013年10月~2014年9月)を巡る与野党協議が決裂し、政府機関の一部が10月1日から16日まで閉鎖されたものの、政府機関閉鎖はとりあえず2014年1月15日まで解除されたほか、法定上の債務上限も2014年2月7日まで引き上げられた。ただ、財政交渉に先行き不透明感が残ることから、消費者の景況感には当面停滞気味の推移が続くとみられる。

一方、10月の雇用統計では、非農業部門雇用者数の増加幅が+20.4万人と、政府機関の一部が閉鎖されたにもかかわらず、堅調な回復を示すメルクマールとなる20万人を上回った(図表2-5)。過去2ヵ月分も計+6.0万人上方修正され、小売業や宿泊・娯楽などの消費関連業種は底堅い回復が続いている。当面は財政交渉への懸念が残るものの、景気への悪影響を避けるため、春先までには、暫定予算の継続が決まるとみており、均してみれば、雇用環境は今後も回復基調が続くとみている。

住宅バブル崩壊に伴う金融危機後、ここまで個人消費の回復を阻害してきた家計のバランスシート調整も、大幅な進展を見せている。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は、2007年9月末のピー



クからの減少分をすでに取り戻しており（図表2-6）、足元では逆に資産効果が個人消費を後押ししているとみられる。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の増減額を見ると、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）は縮小ペースが加速している。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。

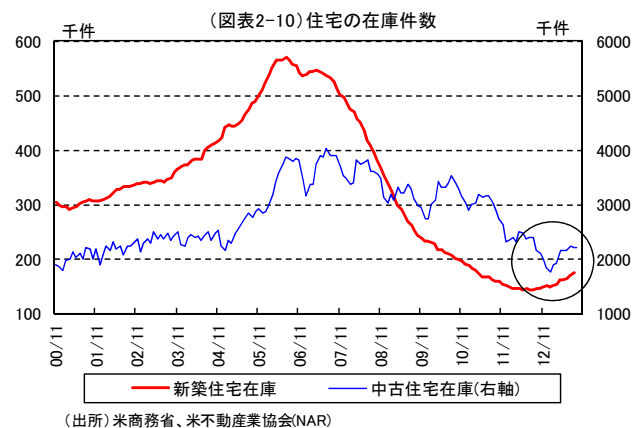
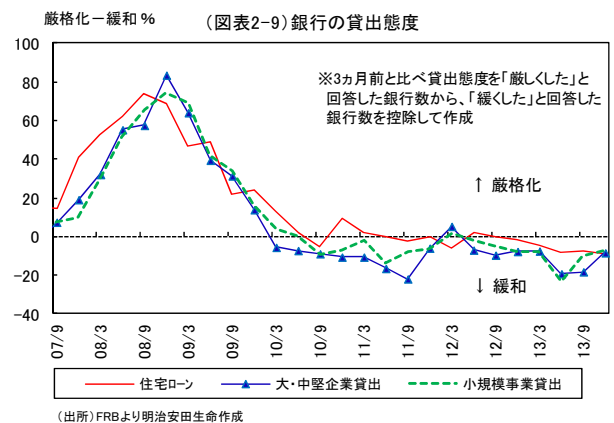
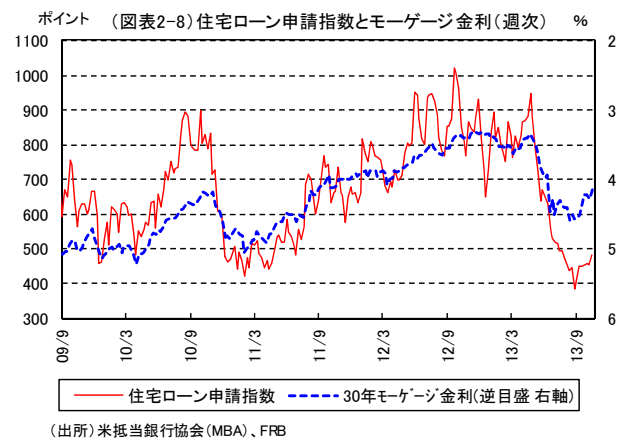
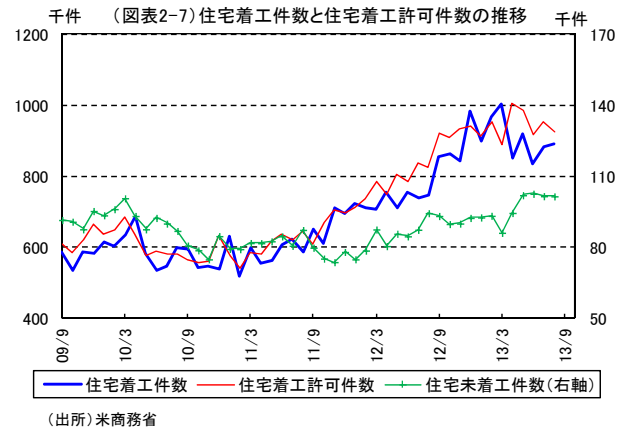
雇用環境は改善傾向を保つとみられるほか、住宅価格上昇に伴う家計のバランスシート調整が進展していることなどから、個人消費は今後も緩やかな回復が続くと予想する。

（3）住宅投資は堅調な回復が続くとみる

米国の住宅市場は2011年秋以降、堅調な回復が続いてきたが、住宅ローン金利の上昇などを背景に、春先以降の住宅着工件数の回復ペースは鈍化している（図表2-7）。着工件数の先行指標とされる着工許可件数も足元では伸び悩んでいる。

米抵当貸付銀行協会（MBA）が公表する住宅ローン申請指数を見ると、2011年以降、緩やかな上昇傾向が続いてきたが、2013年5月以降は大きく低下した（図表2-8）。9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で資産購入の縮小が見送られてから、足元の住宅ローン金利は低下しているが、FRB（米連邦準備制度理事会）による資産購入策の縮小観測は今後も熾り続けるとみられ、金利上昇への懸念が今後も消費者の住宅購入意欲を抑制するとみられる。ただ、FRBによる銀行の住宅ローン貸出態度調査を見ると、貸出態度を3ヵ月前に比べ「厳しくした」と回答した銀行が「緩くした」という銀行を下回っている（図表2-9）。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、住宅金融へのアクセス改善が引き続き住宅市場の回復を後押しするとみている。

住宅着工件数の回復が減速している要因には、堅調な住宅需要を背景とした建設資材不足もある。住宅未着工件数を見ると、2012年央から増加傾向で推移しており（図表2-7）、供給面での制約が新



築住宅回復のネックとなっていることを示唆している。住宅の在庫件数を見ても、足元の新築住宅の在庫件数は住宅バブル期以前の30万件台を大きく下回っているほか、中古住宅の在庫件数も住宅バブル期以前の水準で推移している(図表2-10)。

在庫が低水準であることを背景に、住宅価格は上昇基調が続いている。8月のS&Pケースシラー住宅価格指数(20都市)は、季節調整済の前月比で+0.9%と、19ヵ月連続の上昇となった(図表2-11)。在庫が低水準であることが住宅価格を引き続き押し上げるとみている。今後の住宅市場は、住宅ローン金利の上昇が抑制要因となるものの、在庫が低水準で推移しているほか、銀行の貸出態度の厳格化は収束していることから、堅調な回復を維持するとみる。

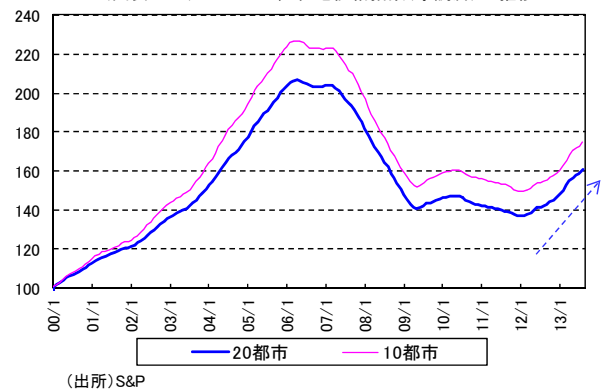
(4) 設備投資は力強さに欠ける回復を予想

米国の設備投資は、2009年中ごろから持ち直し傾向が続いている。ただ、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、今年の年央以降は一進一退での推移が続いている(図表2-12)。設備稼働率を見ても、春先以降は停滞気味に推移している。財政交渉に先行き不透明感が残ることから、当面は企業が新規の設備投資を手控える可能性が高いとみている。

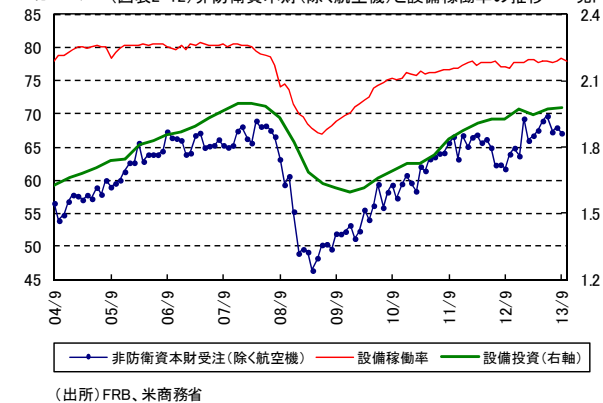
企業自身の設備投資見通しも、足元では下方修正されている。大企業経営者による経済団体であるビジネスラウンドテーブルの調査によれば、6ヵ月先の設備投資を「増やす」と回答した企業が「減らす」と回答した企業を依然上回っているものの、「増やす」から「減らす」と回答した企業を差し引いた数値は足元で悪化している(図表2-13)。

一方、企業景況感を示すISM製造業景況指数を見ると、10月は56.4と、5ヵ月連続の上昇となった(図表2-14)。財政を巡る政治的混乱があったにもかかわらず、10月のISM非製造業景況指数も2ヵ月ぶりに上昇した。欧州景気が上向いているほか、足元で中国景気に持ち直しの兆しが出ていることなどが企業景況感の改善を下支えしているとみられる。

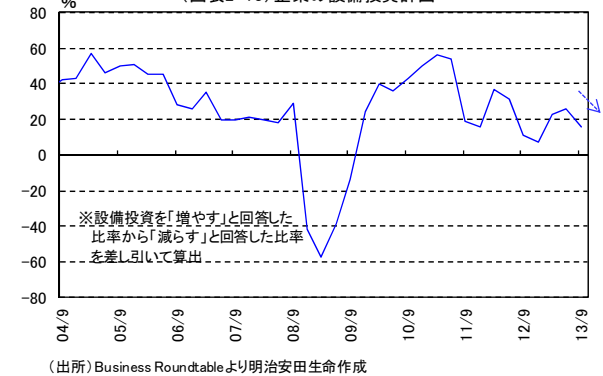
(図表2-11) S&Pケースシラー住宅価格指数(季節調整済)の推移



10億ドル、% (図表2-12) 非防衛資本財(除く航空機)と設備稼働率の推移 兆ドル



(図表2-13) 企業の設備投資計画



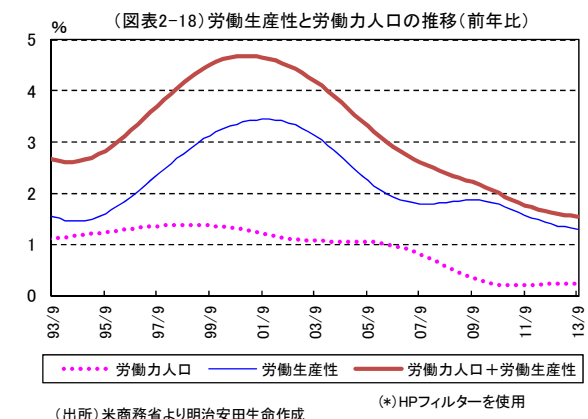
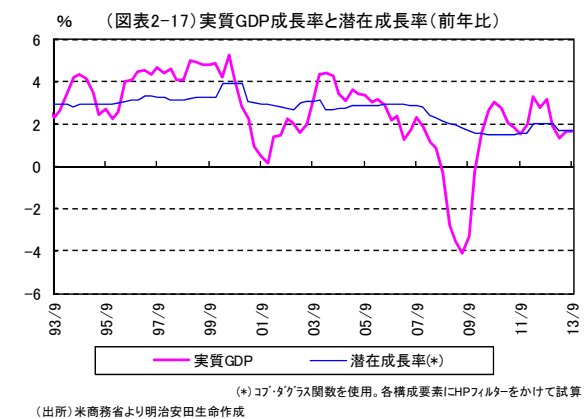
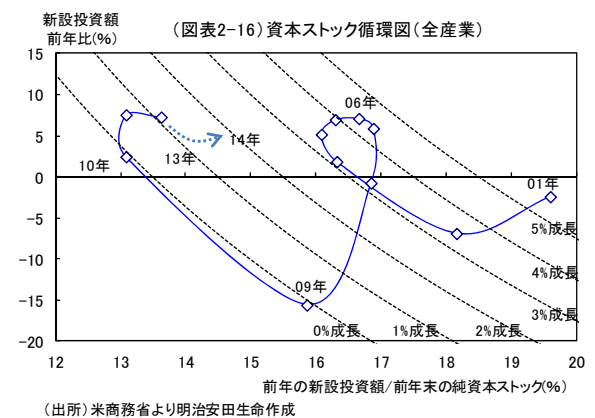
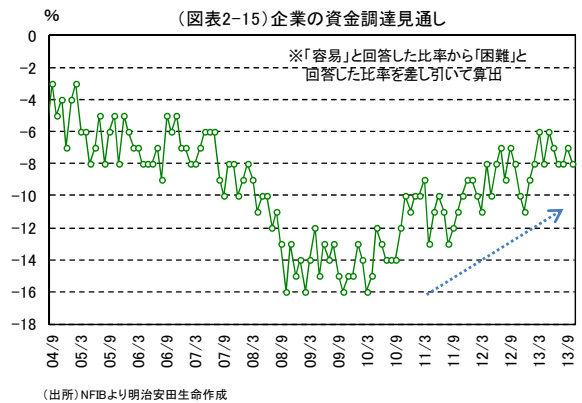
ポイント (図表2-14) ISM製造業景況指数と非製造業景況指数



緩和的な金融環境も企業活動を下支えしている。米中小企業の経済団体である全米独立企業連盟 (NFIB) によれば、向こう3ヵ月の資金調達に「容易」と回答した企業が「困難」と回答した企業をいまだ下回っているが、方向性は改善に向かっている (図表2-15)。特に、銀行からの借り入れによって資金調達を行なう中小企業は、緩和的な金融環境が投資マインドの下支えになっているとみられる。FRBによる銀行の貸出態度調査を見ても、貸出態度を3ヵ月前に比べ「厳しくした」と回答した銀行が「緩くした」という銀行を下回っており (図表2-9)、良好な資金調達環境が今後も企業の投資を後押しするとみている。

資本ストック循環図を見ると、2004年から2006年にかけては4%半ばの期待成長ラインに向け資本ストックを積み増してきた (図表2-16)。リーマン・ショック以降、2009年にかけて設備投資は大きく落ち込んだものの、その後は持ち直し傾向が続いている。ただ、2012年から2013年にかけては1%の期待成長ラインに沿う形での伸びにとどまっている。期待成長率が上昇 (低下) する局面では、企業は売上の増加 (減少) を見込んでその成長率に見合うと考える水準まで資本ストックを調整しようと、設備投資を増加 (減少) させる傾向がある。足元の期待成長率は不明であるが、今後数年の期待成長を参考に企業は中期計画を立てる場合が多いことから、潜在成長率が足元の期待成長率であると仮定し、当社推計の潜在成長率 (図表2-17) を資本ストック循環図へ当てはめると、2014年の設備投資は前年比+4%程度の増加が見込まれる。FRBの長期経済見通しを見ると、実質GDP成長率は2.2-2.5%であるほか、米国の民間エコノミストを対象とした代表的な調査であるブルーチップでは、平均の2014年実質GDP成長率は+2.5%と、いずれも2%台の見通しであるが、ここ数年の労働生産性と労働力人口の伸びを見ると、低下トレンドが続いており (図表2-18)、足元の潜在成長率は2%を下回るとみられる。

設備過剰感の緩和や緩和的な金融環境に加え、欧州景気が上向していることなどが今後の設備投資を下支えするとみているが、2014年秋に中間選



拳を控え、財政を巡る与野党協議は今後も難航する可能性が高い。財政交渉への懸念が抑制要因となり、設備投資は力強い回復には至らないと予想する。

(5) 輸出は緩慢な回復にとどまるとみる

米国の輸出は、新興国の景気回復に支えられ、2009年以降回復基調が続いてきたが、2012年以降は伸び悩んでいる。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、10月は57.0と、2ヵ月ぶりに上昇したが、春先以降は一進一退での推移が続いている（図表2-19）。非製造業の輸出受注指数を見ても、足元では低下しており、回復ペースは鈍いものにとどまっている。

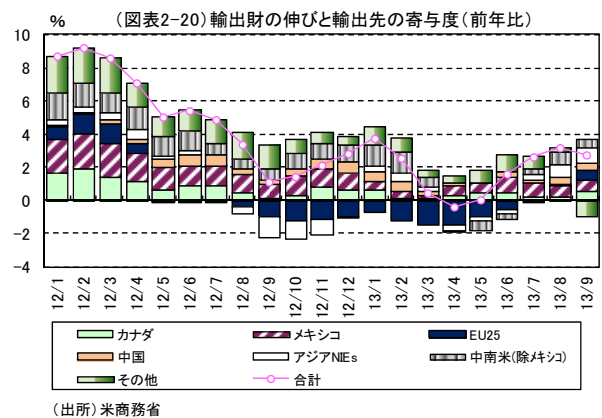
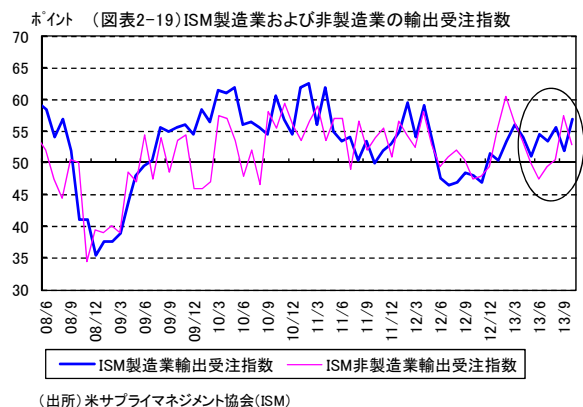
輸出相手国の内訳を見ると、NAFTA圏を構成するカナダ、メキシコの北米が全体の33%と、最大の輸出先となっており、次いで欧州が17%、中国を中心としたアジア新興国が16%となる。輸出財の伸びに対する輸出相手国別寄与度の推移を見ると、欧州景気が上向いていることから、夏場以降、欧州向けが持ち直しに向かっている（図表2-20）。足元の中国景気の回復にも支えられ、中国やその他アジア新興国向けも持ち直し傾向が続いている。北米向けは、カナダ向けが緩慢ながら回復しているほか、メキシコ向けも堅調に伸びている。

もっとも、IMF（国際通貨基金）が10月に発表した世界経済見通しでは、世界の実質GDP成長率は2013年が前年比+3.2%から同+2.9%、2014年が同+3.8%から同+3.6%へと、いずれも下方修正された。2014年以降は米国の資産購入策が徐々に出口に向かうとみており、新興国からの資金流出圧力への懸念が熾り続けるとみられる。今後は、欧州景気は緩慢ながら回復に向かうとみられるものの、中国を中心とする新興国の景気回復には力強さが欠けるとみており、輸出は緩慢な回復にとどまると予想する。

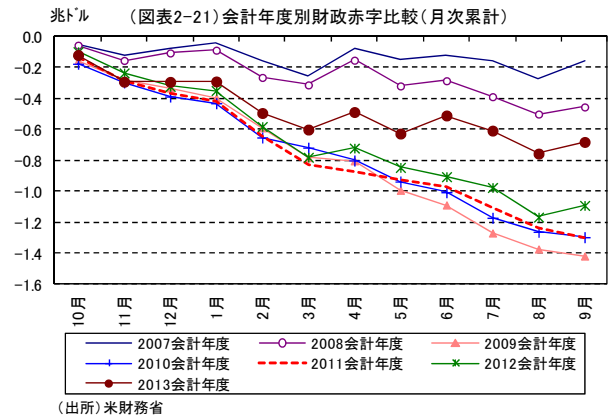
(6) 歳出削減による下押し圧力は緩和へ

与党民主党と野党共和党は、2014年会計年度暫定予算協議の決裂によって閉鎖された政府機関の一部をとりあえず2014年1月15日まで再開することで合意した。政府債務の法定上の上限（約16.7兆ドル）を2月7日まで事実上引き上げることで合意し、米国の債務不履行リスクはいったん遠のいた。

小さな政府を掲げる共和党は、ティーパーティー（茶会）と呼ばれる保守派を中心に、医療保険制度改革（オバマケア）を政策の目玉とする民主党との対立姿勢を強めている。最終的には2014年会計年度暫定予算と再度の債務上限引き上げで与野党が合意するとみているが、財政交渉を巡る不透明感が今後も残ることから、景気への悪影響は避けられないとみられる。

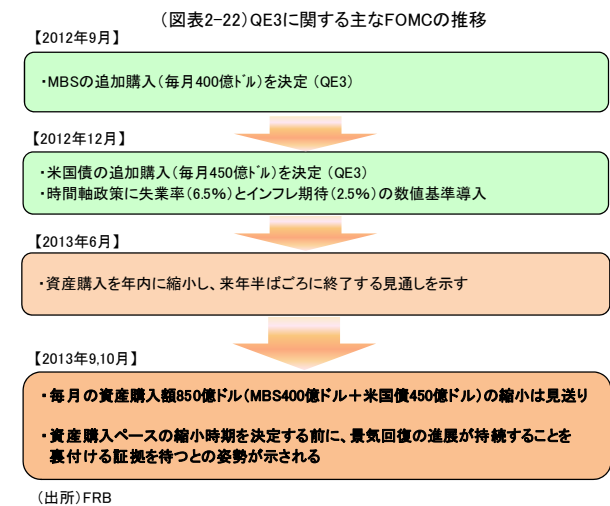


一方、月次の財政収支を見ると、2013年会計年度の財政赤字は6,803億ドルと、5年ぶりに1兆ドルを下回った（図表2-21）。これは年始に決定した給与税の減税措置終了や富裕層向けの増税に加え、3月から始まった歳出の強制削減による影響が大きい。リーマン・ショック直後に公的資金で救済された政府系住宅金融機関（GSE）の連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）は業績が改善し、両社から政府へ配当金が支払われたことも財政収支の改善につながっている。今後も歳出削減が景気回復を抑制するとみられるものの、2015年に向かって下押し圧力は徐々に緩和に向かうとみている。

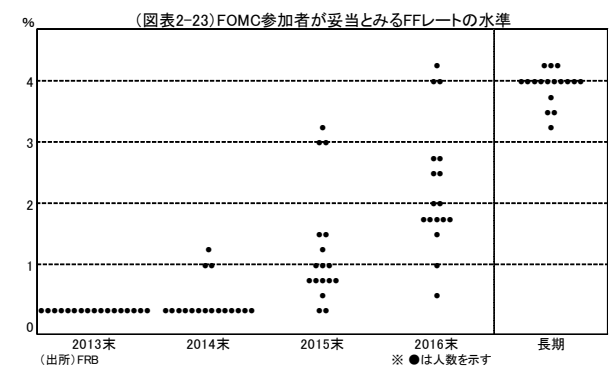


(7) 利上げは2015年後半を予想

FRBのバーナンキ議長は年内に資産購入（QE3）を縮小する可能性を示唆していたものの、9月17-18日開催のFOMCでは、大方の予想に反して、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がすえ置かれ、資産購入の縮小は見送られた（図表2-22）。財政交渉に先行き不透明感が残ることもあり、10月29-30日開催のFOMCでも、現行の資産購入を継続する方針は維持された。ただ、米景気への悪影響や債務不履行を避けるため、来年春先までには暫定予算の継続と債務上限引き上げが再度決まるとみられるため、FRBは遅くとも来年3月のFOMCまでには資産購入の縮小を決定するとみている。



一方、FOMC参加者の2016年末FFレート予想を見ると、大半の参加者が2%前後を妥当な水準とみている（図表2-23）。仮に2015年末から利上げを開始し、毎回の会合で25bpの利上げを行なった場合、FFレートの誘導目標は2016年終盤によく2%台となり、利上げのペースは非常に緩やかなものにとどまる。FRBが資産購入の縮小に着手するにせよ、緩和的な金融環境が今後も続くこととみられることから、景気の回復基調が継続するとみており、利上げの時期は2015年後半と予想する。



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、回復ペースは緩慢なものにとどまっている。南欧諸国では、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い。ただ、欧州債務問題への取り組みが徐々に進展しつつあるほか、ドイツを中心に中核国の景気が回復に向かうとみられるため、今後も持ち直し傾向が続くと予想する。

個人消費は、目先停滞気味の推移が続くとみるが、消費者マインドは改善しており、2014年以降、雇用環境の悪化に歯止めがかかるとともに、ゆっくり上向くと予想する。

民間固定投資は、企業業績の低迷などを背景に、しばらくは低迷が続くとみる。ただ、銀行の貸出態度は厳格化の動きが和らいでいるほか、企業業績も改善に向かうとみられ、来春以降徐々に持ち直す予想する。

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可能性が高い。

ECB（欧州中央銀行）は、11月の政策理事会で政策金利を0.25%に引き下げた。ユーロ圏景気の持ち直し傾向は続くともみられるほか、域内の短期金利も安定的に推移していることなどから、ECBは当面様子見姿勢をとると予想する。

（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					2014年			
	2012年	2013年	2014年	2015年	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12	14/03	14/06	14/09	14/12
ユーロ圏GDP	-0.7%	-0.4%	1.0%	1.3%	-0.5%	-0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
家計消費	-1.4%	-0.7%	0.6%	0.6%	-0.4%	-0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
政府消費	-0.5%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.4%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
固定投資	-4.0%	-4.5%	-0.5%	0.5%	-1.2%	-2.3%	0.2%	-1.5%	-0.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
純輸出(寄与度)	1.5%	0.7%	0.6%	0.8%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

英国実質GDP成長率予測

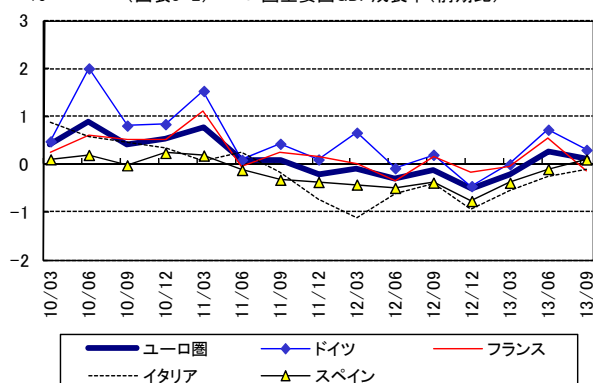
(前期比)	2012年				2013年					2014年			
	2012年	2013年	2014年	2015年	12/12	13/03	13/06	13/09	13/12	14/03	14/06	14/09	14/12
英国GDP	0.3%	1.4%	2.2%	2.4%	-0.3%	0.4%	0.7%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%

（1）最悪期を脱しつつあるユーロ圏景気

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は、前期比+0.1%と、2四半期連続でプラス成長となったものの、伸び幅は縮小した（図表3-2）。国別の成長率を見ると、スペイン（同▲0.1%→+0.1%）は、観光業の回復などから10四半期ぶりにプラスに転じた一方、ドイツ（同+0.7%→+0.3%）の伸びが鈍化したほか、フランス（同+0.5%→▲0.1%）やイタリア（同▲0.3%→▲0.1%）はマイナス成長となった。

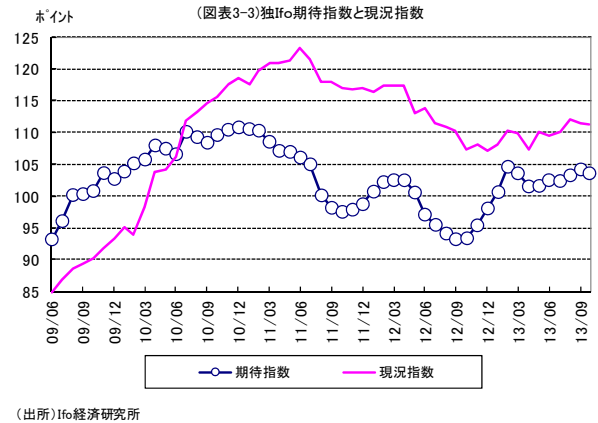
ユーロ圏景気のけん引役であるドイツ景気は持ち直しつつあるが、回復ペースは緩慢である。ドイツIfo景況感指数を見ると、期待指数は昨年の秋以降、持ち直し傾向が続いてきたが、3月以降は横ばい圏で推移している（図表3-3）。新興国景気に力強さが見られないことや、雇用の改善ペースが

（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

鈍化していることから、年内のドイツ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。ただ、主要輸出先である米国や英国の景気回復などから、企業の生産活動の低迷には歯止めがかかりつつあるほか、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、企業業績は足元で持ち直している。企業業績の回復に伴い、雇用環境や固定投資も改善に向かうとみられることから、2014年にかけてのドイツ景気は回復ペースが上向くとみている。

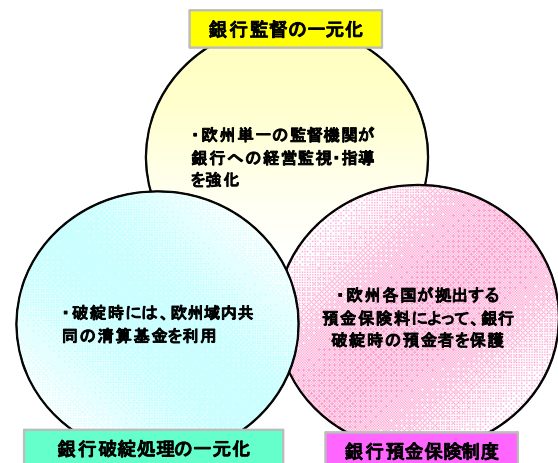


ユーロ圏景気は最悪期を脱しつつあるものの、回復ペースは緩慢なものにとどまっている。ドイツ以外では、高水準の失業率などを背景に、内需は弱含みの状況が続くとみられるほか、外需も力強い回復は見込めない。ただ、欧州債務問題への取り組みが徐々に進展しつつあるほか、ドイツを中心に中核国の景気が回復に向かうとみており、今後も持ち直し傾向が続くと予想する。

(2) 銀行同盟は緩やかながら進展

10月15日に開催されたEU財務相会合では、銀行同盟についての協議が行なわれた(図表3-4)。単一の破綻処理制度は、年内の法案成立が目標とされているが、ドイツが銀行の破綻・救済費用の負担増へ反対したため、議論が進展しなかった。来年4月に欧州議会が解散し、5月下旬の欧州議会選挙後、議会と欧州委員会の体制が決まるまでに半年程度かかるとみられていることから、同制度の開始は当初予定の2015年初から大幅に遅れる可能性が高い。ドイツ2大政党の連立協議が長引いているほか、単一の破綻処理を担う機関が広範な権限を持つことはEU条約に反するとの見解をEUの法律顧問が示したこともあり、今後もEU内での協議は難航が予想される。

(図表3-4)銀行同盟の内容



(出所) 各種報道より明治安田生命作成

一方、ユーロ圏各国と加盟を希望するユーロ圏外EU各国の銀行監督権限をECBに一元化する法案は正式に決定された。同法案はEU官報への記載を経て発効し、来年11月初旬に始動する見通しである。ユーロ圏の全6,000行にのぼる銀行がECBの監督下に置かれるが、ECBが直接監督するのは、基本的に資産総額が300億ユーロ以上もしくは資産規模が籍を置く国のGDPの20%以上を占める大規模銀行となる。ユーロ圏の全銀行資産のおよそ85%を占める約130行が対象になるとみられている。その他の銀行は、各国の銀行監督当局を通じて監督される。ECBの監督機能の責任の所在を明確化するため、金融政策スタッフと監督業務スタッフを厳格に区分することが法案に盛り込まれており、ECBは監督業務スタッフを約1,000人採用し体制を整え、直接監督する銀行を最終決定するほか、単一の銀行監督ルールを策定し、各国の銀行監督当局に周知徹底する作業を進める計画である。その後、2014年初めからECBはユーロ圏の銀行の資産内容の審査(AQR)を実施し、必要に応じて銀行に資

本増強を求める予定である。銀行監督の一元化によって、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)は、政府を通さずに銀行に対して直接的に最大600億ユーロを注入することができるようになる。欧州債務危機への対策は徐々に進展しており、今後も消費者や企業のマインドの改善を下支えするとみている。

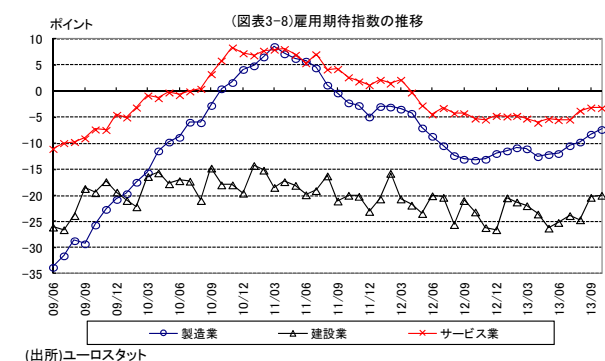
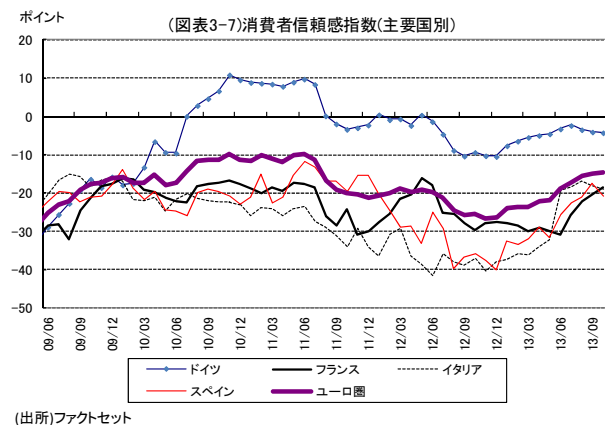
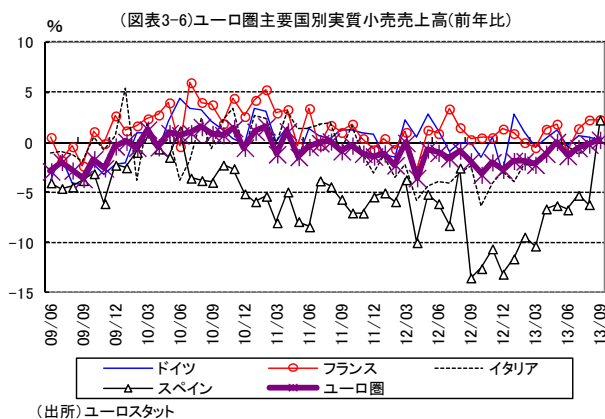
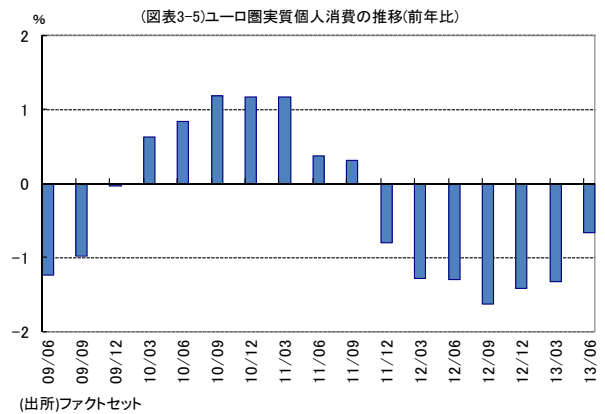
(3) 個人消費は2014年以降上向くと予想

ユーロ圏の個人消費は停滞気味の推移が続いている。4-6月期の実質個人消費は前年比▲0.7%と、7四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おり、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、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)。

今後もこうした動きが持続するかどうかは、雇用環境次第の面が大きいですが、各国の厳しい緊縮策により、今のところ雇用環境の回復ペースは緩慢である。9月の失業率は12.2%と、高水準での推移が続いており、なかでも若年層(25歳未満)の失業率は24.1%に達している。雇用者数の推移を見ても、4-6月期は前年比▲1.0%と、7四半期連続で減少した。

一方、欧州委員会が発表する雇用期待指数を見ると、足元では製造業、サービス業はともに持ち直し傾向で推移している(図表3-8)。背景には、企業業績が持ち直していることがある。主要輸出先である米国や英国の景気回復は今後も続くと思われるほか、銀行貸出態度の厳格化の動きが弱まっていることなどから、企業業績も回復傾向が続くとみている。雇用の改善は企業業績の改善に1-2四半期遅行することから、2014年以降は雇用環境の悪化に歯止めがかかるとみられ、ユーロ圏の個人消費はゆっくり上向くと予想する。

(4) 固定投資は2014年春以降持ち直しへ



ユーロ圏の固定投資(前年比)は2012年1-3月期以降、6四半期連続で減少している(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1四半期先行させた場合の両者の相関係数をもっとも高くなる。足元では営業余剰は増加に転じており、今後の固定投資は減速ペースが和らぐとみられる。

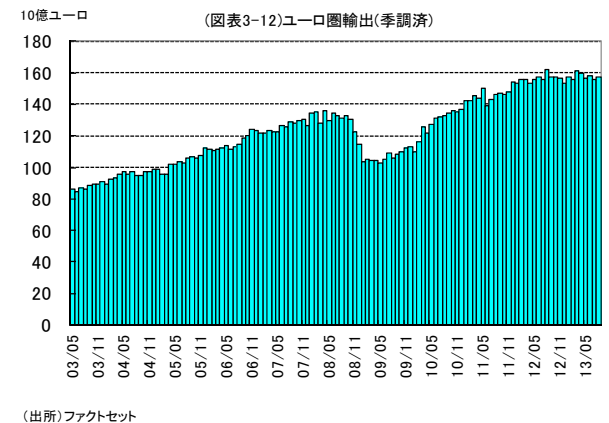
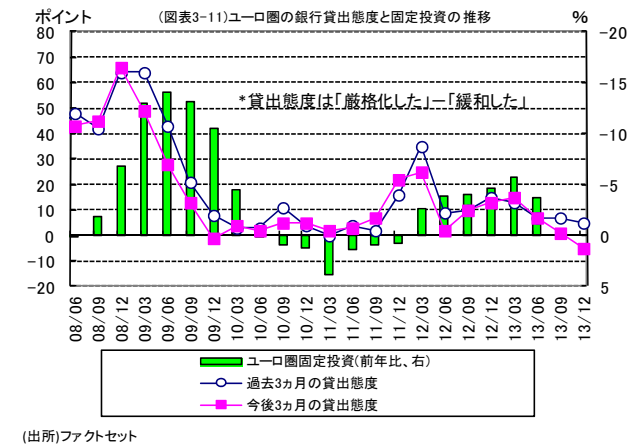
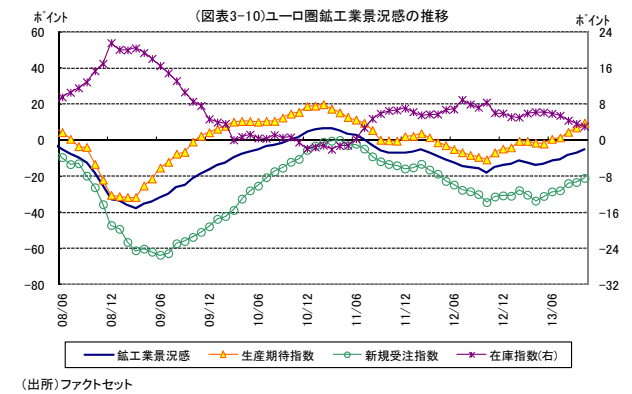
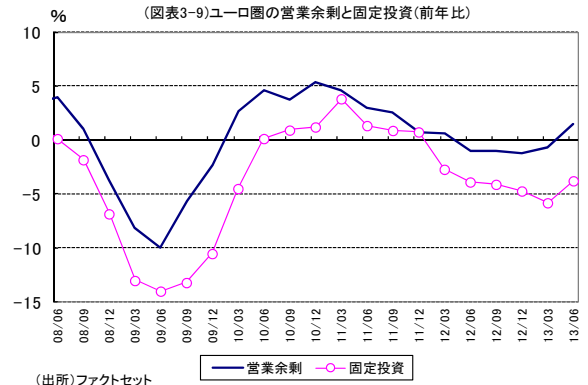
欧州委員会が発表するユーロ圏鉱工業景況感指数を見ると、昨年秋口以降持ち直し傾向が続いている(図表3-10)。内訳を見ると、在庫指数が低下基調で推移しているほか、受注指数、生産期待指数はともに改善基調が続いている。昨年9月にECBが、新しい国債買入れ策(OMT)を発表したことや、昨年11月にトロイカがギリシャへの融資を決定したこと、主要輸出先である米国や英国の景気が回復していることなどが企業マインドの改善につながっているとみられる。企業マインドの持ち直しに伴い、企業の生産も徐々に持ち直しに向かうとみられる。

一方、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ヵ月の貸出態度」は足元では厳格化のペースが鈍化したほか、「今後3ヵ月の貸出態度」は、2009年12月以降初めて「貸出態度を緩和する」と回答した銀行が「貸出態度を厳格化する」と回答した銀行を上回った(図表3-11)。「過去3ヵ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いる。域内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、今後銀行の貸出態度はさらに緩和に向かうとみている。

企業の生産活動が次第に上向くとみられるほか、銀行の貸出態度の厳格化の動きが弱まっていることから、企業業績も緩やかな持ち直しに向かうとみており、ユーロ圏の固定投資は2014年春以降徐々に持ち直す予想する。

(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、2012年10-12月期以降、伸び



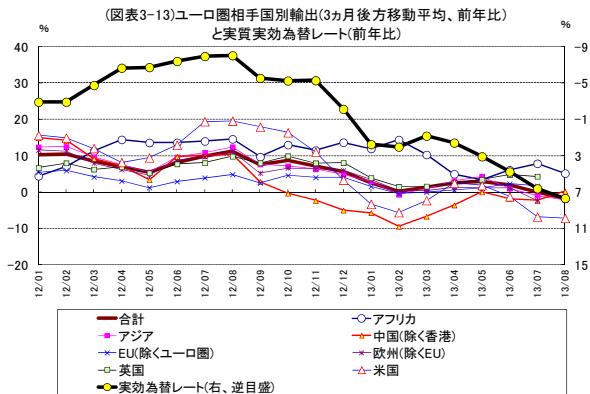
悩んでいる(図表3-12)。ユーロ圏の輸出を輸出先別(3ヵ月後方移動平均、前年比)に見ると、昨年秋以降実質実効為替レートがユーロ高方向に推移していることもあり、アフリカと英国向け以外は不振が続いている(図表3-13)。輸出シェアの約半分を占めるユーロ圏外欧州向けは、英国向けが堅調に伸び、全体をけん引しているものの、欧州(除くEU)向けは低迷している。約12%のシェアを占める米国向けも停滞気味の推移が続いている。

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を見ると、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3-14)。機械類・輸送機器の輸出を相手国別に見ると、約10%を占める中国や、20%弱を占めるその他のアジア向けが伸び悩んでいる(図表3-15)。

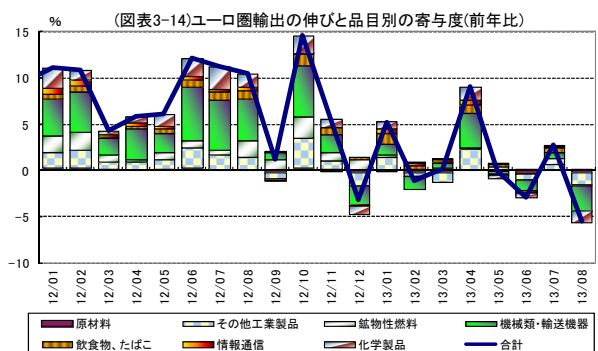
一方、OECD(経済協力開発機構)が発表する景気先行指数(6ヵ月先行)を見ると、2012年12月以降、前年比ベースでプラスに転じている(図表3-16)。主要輸出相手国別に見ると、米国や英国は上昇傾向が続いており、米英景気の回復に支えられる形で、今後の輸出は回復傾向が続くとみられる。ただ、中国を中心としたアジア新興国の景気に力強さが欠けることから、回復ペースは鈍い状態が続くとみている。

(6) ECBは11月に利下げを実施

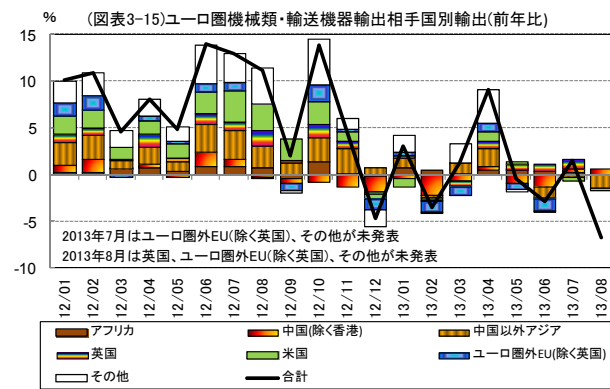
ECBは11月7日の政策理事会において、政策金利を25bp引き下げ、0.25%とした(図表3-17)。政策金利の引き下げは今年5月以来。市場金利の上限と下限を画するコリドール下限の預金ファシリティ金利は0.0%ですえ置かれた一方、上限の限界貸出金利は1.0%から0.75%へと引き下げられ、コリドールの幅は縮小した。理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は、「政策金利を長期にわたり現行水準ないしそれ以下にする」との方針を強調。さらに、コリドール上限である限界貸出金利を引き下げた一方、下限である預金ファシリティ金利をすえ置くことで、預金金利をマイナス領域に引き下げる可能性を今後の政策オプション



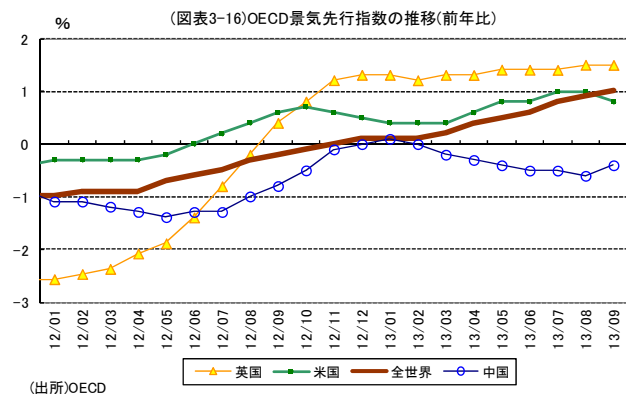
(出所)ユーロスタット、ECB



(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット



(出所)OECD

として残す形となった。また、固定金利で無制限に資金供給を行なう主要リファイナンス・オペレーション(MRO)を継続する期間を2014年7月から少なくとも2015年7月まで延長することも発表された。MROの金利である政策金利の引き下げにより、銀行はより低金利で資金調達が可能になる。

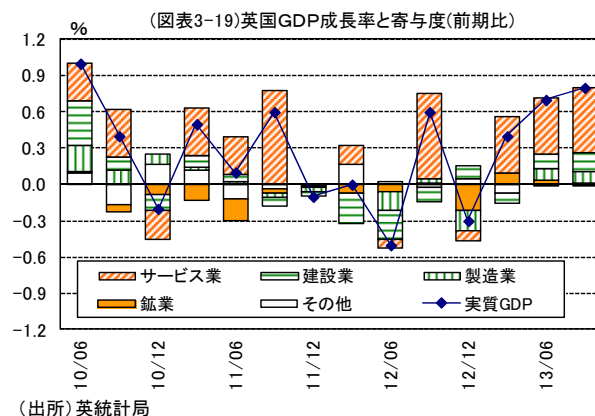
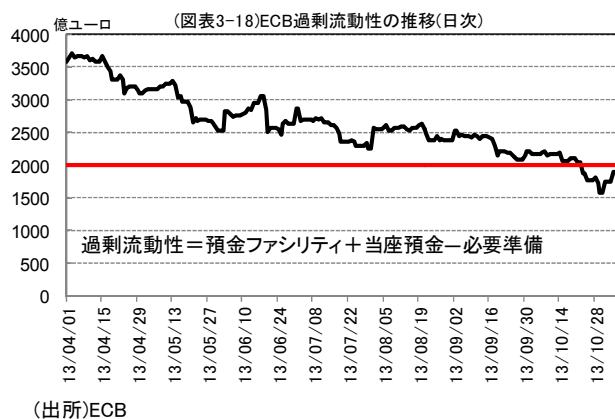
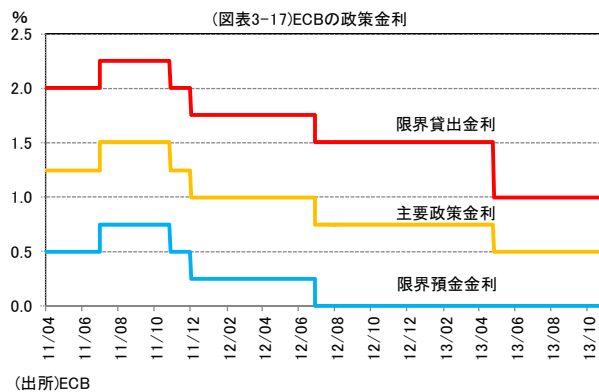
理事会後の記者会見で、ドラギ総裁は「今回の利下げは、インフレ率が1%を下回るなど中期的な基調インフレ圧力が一段と低下していることを踏まえた決定」と述べ、10月のCPI(速報値)が前年比+0.7%と、9月の同+1.1%から大幅に伸びが鈍化したことが利下げの理由であることを明らかにした。ただ、同総裁は、ユーロ圏経済は今後も回復傾向が続くとの見方を示したほか、中期的には物価が安定するとの見方は変えていない。足元の景気回復をさらに後押しし、さらなるインフレ率の鈍化を防ぐため、先回りして今回の利下げに踏み切ったとみられる。

今後の政策については、同総裁は「マイナス金利は技術的な準備が整っている」と述べ、追加緩和の実施に含みを持たせた。ただ、LTR0(3年物長期リファイナンスオペ)の早期返済により、銀行がECBに資金を預けている預金ファシリティと当座預金の残高は減少が続いている。そのため、政策金利を25bp以上引き下げ、預金ファシリティ金利をマイナスにし、ECBに滞留させている資金にペナルティーを課すことで銀行融資の拡大を促しても、大きな効果は見込めない。25bp未満の小刻みな利下げを実施することも技術的には可能であるが、追加的な政策効果は乏しい。11月に入りこれまでのユーロ高の動きが一服してきたほか、今回の利下げの効果もあり、今後のユーロ圏CPIは前年比+1.0%をやや上回る水準にまで伸び幅が拡大するとみる。また、ユーロ圏景気は今後も持ち直し傾向が続くとみられることから、さらなる利下げを実施する可能性は低いと予想する。

一方、2011年12月と2012年2月に実施された総額約1兆ユーロ規模のLTR0のうち、6,317億ユーロ(10月24日時点)が当座預金や預金ファシリティから返済されたことから、足元では過剰流動性(預金ファシリティ+当座預金-必要準備)が2,000億ユーロを下回る水準まで減少している(図表3-18)。ただ、10月に同総裁は「(2月の政策理事会後の会見で、同総裁が市場金利に上昇圧力がかからない過剰流動性の下限としていた)2,000億ユーロと短期市場金利の動向には安定的な関係がない」と述べ、すぐには追加のLTR0を実施しないことを示唆した。域内の短期金利は安定的に推移しており、ECBは流動性供給策についても当面様子見姿勢を続けると予想する。

(7) 英国経済は回復色を強めると予想

英国の7-9月期実質GDP成長率(速報値)は、前期比+0.8%と、4-6月期の+0.7%から伸び幅が拡



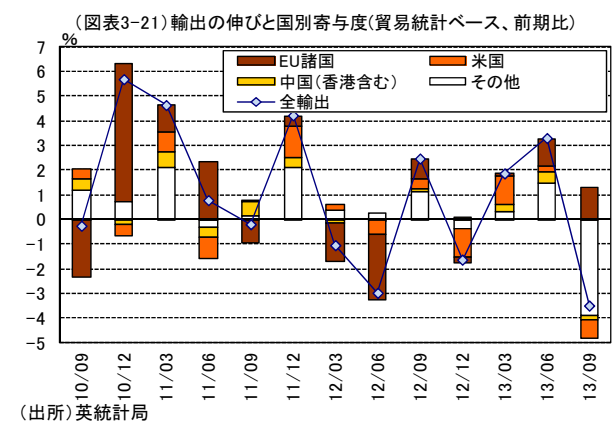
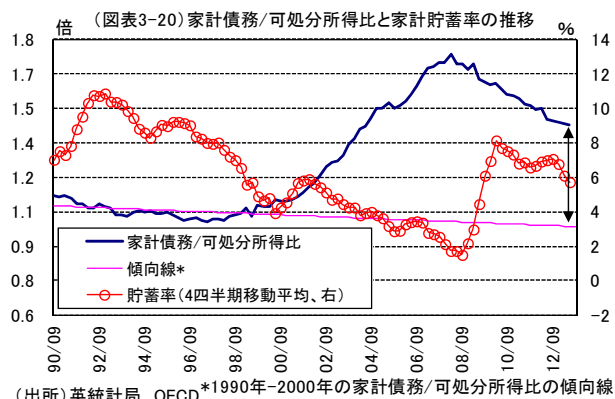
大した（図表3-19）。

個人消費は緩やかな回復が続いている。7-9月期の小売売上高は前年比で+2.4%と、3四半期連続で伸び幅が拡大した。足元では雇用環境の改善や、住宅価格の上昇に伴う資産効果、貯蓄の取り崩しが消費を下支えしているとみられる。雇用環境を見ると、雇用者数は4-6月期以来回復が続いており、7-9月期の雇用者数（2,995万人）は、統計開始以来の最高値となった。英商工会議所による景気動向調査を見ても、10-12月期には、採用人数の拡大を見込む企業数が増加しており、今後も雇用者数の増加傾向が続くと予想する。住宅価格は、2013年1月以来上昇傾向が続いており、7-9月期のハリファクス住宅価格指数は前年比+6.2%、9月の平均価格は170,733ポンドと、2008年11月以来の最高値となった。低金利環境に加え、財務省による住宅取得支援策が10月から拡充されたこともあり、住宅価格は今後も回復基調で推移するとみる。消費者マインドの改善を背景に貯蓄の取り崩しも進んでいる。2012年に6.8%であった貯蓄率は、2013年1-6月には平均で5.2%まで低下した。ただ、家計債務残高/可処分所得比は1.43倍と、住宅バブル以前の水準と比較すると高く、家計のバランスシート調整は途上であることから、貯蓄率の低下は一過性である可能性が高い（図表3-20）。雇用環境の改善や住宅価格の上昇が続くものの、家計のバランスシート調整が残ることから、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。

低迷が続いていた固定投資は、住宅投資の回復などに支えられ、4-6月期に前期比+0.8%と、2四半期連続でプラスとなった。イングランド銀行信用状況調査によると、7-9月期には設備投資の増加が見込まれるほか、企業景況感の改善などを受け、10-12月期には資金需要が拡大する見通しである。英国の株式指数であるFTSE100構成銘柄を見ると、春先以降、企業負債が増加していることなどにより、企業の市場価値/資産価値比が上昇している。今後は、いわゆるトービンのq効果による設備投資の増加も期待できよう。住宅投資の増加に加え、設備投資も持ち直しへ向かうと予想されることから、固定投資は今後、回復ペースが加速するとみる。

一方、輸出は伸び悩んでいる。貿易統計を見ると、輸出が急増した6月の反動から7-9月期には、前期比で大幅なマイナスに転じた。ただ、EU加盟国向けは4-6月期以降、持ち直し傾向が続いている（図表3-21）。EU加盟国のうち、ユーロ圏景気は最悪期を脱したとみられるほか、米国景気は回復基調が続くとみられ、輸出は今後緩やかに持ち直すと予想する。

イングランド銀行は11月の金融政策委員会で、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。9月のMPC議事録では、失業率の早期の低下を見込んだ利上げの前倒し観測に対し、「失業率の7%閾値とは、政策金利の引き上げを機械的に行なう『引き金』ではないことを強調する必要がある」としており、今後もMPCは早期の利上げ観測に伴う長期金利の上昇に警戒的な姿勢を示すとみられる。ただ、今後は英国経済の回復ペースが上向く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を行わないと予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国景気は、夏場以降安定性を増してきている。ただ、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、ある程度の成長率鈍化を容認する姿勢を示していることから、今後の景気の回復ペースは鈍いものにとどまるとみている。生産年齢人口が減少に転じつつあることもあって、2015年まで7%台を中心とした成長が続くと予想する。

(1) 中国景気は底入れ

中国の2013年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+7.8%となった。4-6月期の同+7.5%から3四半期ぶりの拡大となり、底入れが確認できる結果といえる(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、輸入の伸びが輸出を上回ったことなどから純輸出(4-6月期同+0.1%→7-9月期同▲0.1%)の寄与度がマイナスに転じたものの、インフラ関連投資がけん引したことで総資本形成(同+4.0%→同+4.4%)の寄与が拡大したほか、最終消費(同+3.4%→同+3.6%)のプラス寄与幅も拡大した。

7-9月期は、3四半期ぶりの加速となったが、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、ある程度の成長率鈍化を容認する姿勢を示している。生産年齢人口がピークアウトしつつあることもあって、持続的な高成長は見込めない。中国の10-12月期の実質GDP成長率は、7%前半まで鈍化するものとみる。その後も7%台半ばを中心とした推移が続き、2013年の実質GDP成長率は前年比+7.6%、2014年は同+7.4%、2015年は同+7.3%と予想する(図表4-2)。

(2) 内需を中心に方向は上向き

国家統計局が発表している、10月の製造業PMI(購買担当者指数)は51.4と、9月の51.1から0.3ポイント上昇した。4ヵ月連続の上昇で、1年6ヵ月ぶりの高水準となった(図表4-3)。

10月は、生産指数が9月の52.9から54.4へと1.5ポイント大きく上昇したことがけん引した。企業規模別に見ると、大型、中型企業PMIは改善傾向で推移する一方、小型企業PMIは改善の動きが鈍くなっている。ただ、中小企業が主な対象となるHSBCの10月の製造業PMIを見ると、水準こそ50.9と、改善/悪化の分かれ目となる50をわずかに上回るレベルにとどまっている

(図表4-1)中国実質GDP成長率の推移(前年比)

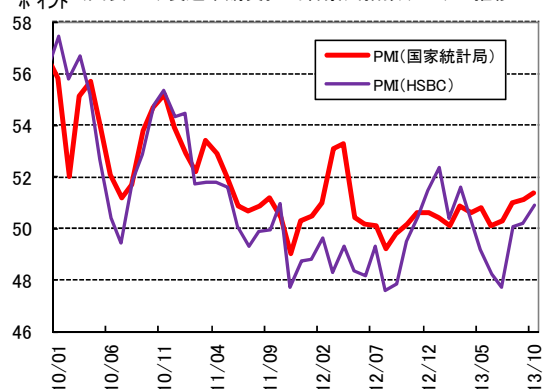


(出所)中国国家统计局

(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)	15年(予測)
実質GDP成長率	9.3	7.7	7.6	7.4	7.3

(図表4-3)製造業購買担当者景気指数(PMI)の推移



(出所)中国国家统计局

るものの、8月以降は急上昇に転じている。直近3ヵ月は、大手の国有企業が中心となる国家統計局のPMIと歩調を合わせて回復するという、望ましい姿となっており、中国景気は夏場以降、次第に安定性を増してきているといえる。

10月の鉱工業生産は前年比+10.3%と、9月の同+10.2%とほぼ同じ伸びとなった(図表4-4)。自動車(9月同+17.5%→10月同+25.5%)のプラス幅が拡大したものの、銑鉄(同+11.2%→同+1.0%)や粗鋼(同+11.0%→同+9.2%)などインフラ関連の品目のプラス幅が一桁に縮小したことが足を引っ張った。

1-10月の固定資産投資は前年比+20.1%と、こちらも1-9月の同+20.2%とほぼ同じ伸びとなった(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)

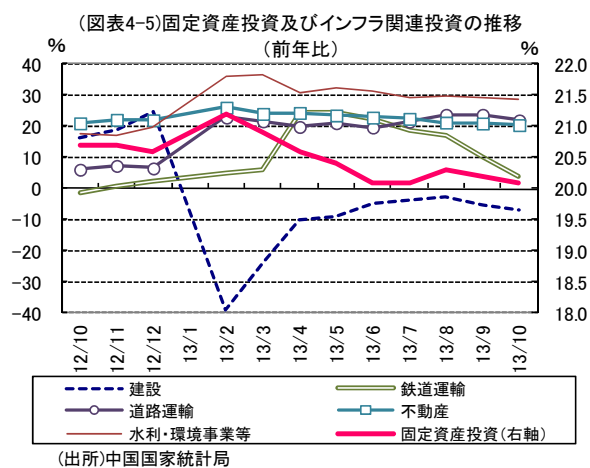
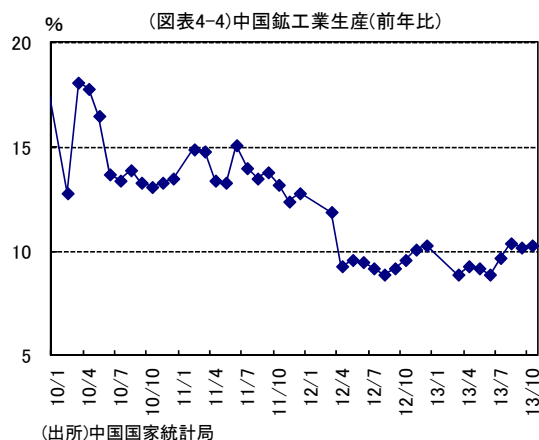
(図表4-5)。主要業種別に見ると、鉱業(1-9月:同+11.1%→1-10月:同+12.3%)、製造業(同+18.5%→同+19.1%)などの伸び幅が拡大した。一方、建設(同▲5.4%→同▲6.9%)はマイナス幅が拡大したほか、不動産(同+21.0%→同+20.5%)、鉄道運輸(同+10.2%→同+4.2%)、水利・環境事業等(同+29.3%→同+28.5%)は伸び幅が縮小するなど、インフラ関連業種の伸びが鈍化した。7月に打ち出された、貧困地域への鉄道建設の加速や、都市インフラ建設推進などの景気対策によって、7,8月にインフラ関連の投資が拡大した反動が出た形である。

中国政府は依然、過剰生産の解消を課題とするスタンスを崩していないことから、今後も生産・投資の伸び加速は見込みにくい。国務院は10月15日、「生産能力の深刻な過剰の矛盾解消に関する指導意見」という文書を公布している。非効率な新規投資の禁止・抑制、国内外の需要喚起、生産拠点の海外移転促進などの方針を示す内容で、対象となる重点分野を鉄鋼、セメント、電解アルミ、平板ガラス、船舶の5業種としている。

胡錦濤政権時代から、手を替え品を替えさまざまな過剰投資抑制策をとってきたにもかかわらず、いまだに問題が解決していないという現実を考えれば、今回の政策も、どの程度実効性があるのか疑問符がつく。ただ、習近平政権は、成長率目標自体を下方修正するなど、低成長を許容してでも改革を断行しようとする強い姿勢を示している。7月に打ち出した景気支援策の効果も薄まりつつあることで、今後生産の伸びは一時的に10%を下回る可能性が高い。2014年央以降は回復に向かうとみるが、10%を超える程度の伸びにとどまろう。固定投資は引き続き20%前後の伸びにとどまる可能性が高いとみている。

(3) 輸出の回復ペースは鈍い

2013年5月以降、香港向けの貿易を装った投機資金の取り締まりが強化されたことにより、それまで前年比10%~20%の伸びだった輸出が急減速、6,9月にはマイナスにまで落ち込んだが、10月は前年比+5.6%と、2ヵ月ぶりに増加した(図表4-6)。輸入は同+7.6%と、9月の同+7.4%から



プラス幅が小幅拡大、貿易収支は311億ドルの黒字で、1年ぶりの高水準となった。

輸出相手国（地域）別に見ると、香港（9月：同▲4.1%→10月：同▲7.2%）向けのマイナス幅が拡大する一方、米国（同+4.2%→同+8.1%）やASEAN（同+9.8%→同+10.7%）、日本（同+1.3%→同+5.6%）向けのプラス幅が拡大、EU（同▲1.0%→同+12.7%）向けもプラス転換したことが全体を押し上げた（図表4-7）。

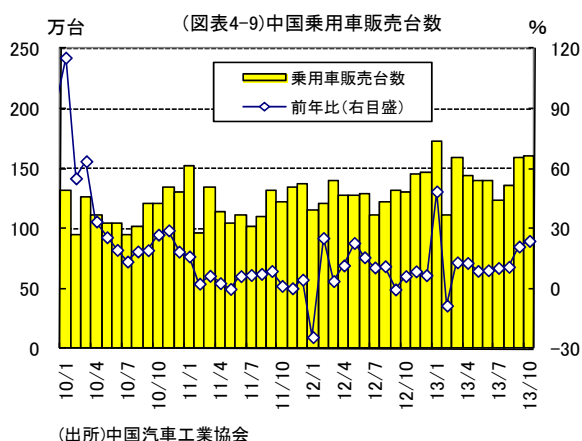
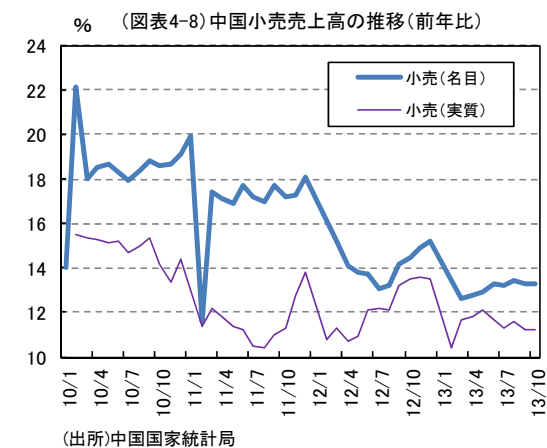
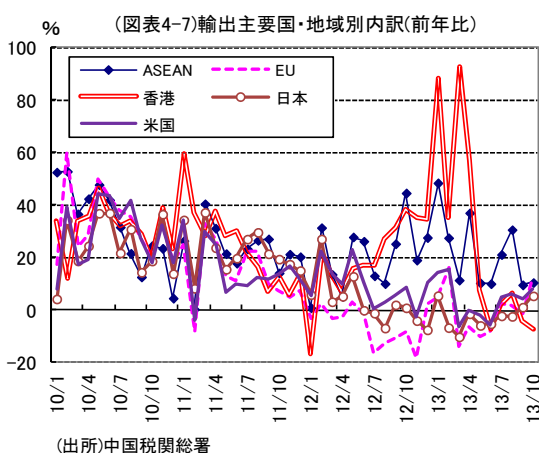
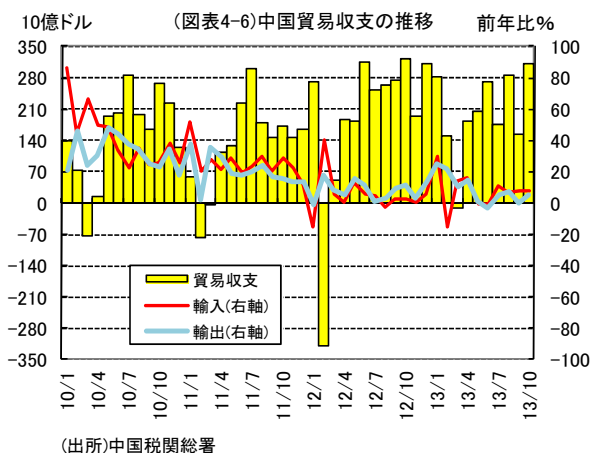
最大の貿易相手である欧州景気が底打ちしていることもあり、輸出は均せば持ち直し傾向にあるとみられるが、9月末から10月初めにかけて開催された中国最大の貿易見本市「中国輸出入商品交易会（広州交易会）」では、輸出契約額が前回開催時の今春に比べ1割減となるなど、先行き不透明感は依然として残っている。

10月の国家統計局のPMIを見ても、新規輸出受注指数は、9月から▲0.3ポイント低下している。改善/悪化の分かれ目となる50は3ヵ月連続で上回ってはいるものの、回復ペースは鈍い。世界景気の色強い回復は期待しにくく、輸出の回復ペースは2014年を通じ、緩やかなものにとどまるとみている。

（4） 個人消費は力強さに欠ける

10月の名目ベースの小売売上高は前年比+13.3%となった。6月以降、13.2~13.4%の範囲の伸びが続いているが、食品価格を中心に物価が上昇傾向にあることから、実質ベースの伸びは5月以降、鈍化傾向にある（図表4-8）。品目別に見ると（名目ベース）、伸び幅が拡大したのは医薬品（9月：同+18.1%→10月：同+22.6%）、通信機器（同+20.6%→同+31.4%）、オフィス用品（同+9.1%→同+12.7%）、石油・石油関連製品（同+9.6%→同+11.0%）などで、逆に、伸び幅が縮小した品目は、被服・靴・帽子（同+13.3%→同+9.9%）、金・宝石等（同+18.2%→同+14.0%）、日用品（同+15.8%→同+9.3%）、電気機器（同+14.2%→同+12.5%）、建築材料（同+27.0%→同+23.5%）など。電気機器に関しては、2012年6月~2013年5月末に行われた省エネ家電への補助金政策の反動減で、7月は同+7.5%と一桁台の伸びに落ち込んだが、8月以降は二桁の伸びに戻っている。

2月の春節以降、習政権による「綱紀粛正」の方針が



個人消費の下押し要因となっている。今後も引き締めの政策運営の持続が予想されることもあって、個人消費の回復ペースは鈍いと予想する。

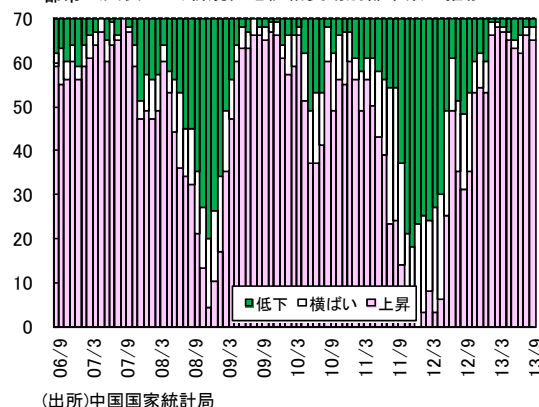
10月の乗用車販売台数は前年比+23.9%と、5ヵ月連続で増加、伸び幅も拡大傾向となっている（図表4-9）。ただ、これは前年の尖閣諸島を巡る日中関係悪化に伴う日系車販売台数大幅減少の反動増とみられ、今後は鈍化に向かうとみている。

（５）住宅価格は高止まり

7-9月期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64都市で、4-6月期の65都市から1都市の減少にとどまった（図表4-10）。合計の前月比（ロイター集計）を見ると、7-9月期は+0.7%と、4-6月期の+0.9%から小幅鈍化しているものの、依然として上昇傾向が続いている。強力な不動産価格抑制策が打ち出されているにもかかわらず、今のところ住宅価格が下がる気配はない。

IMFは、7月に公表した対中国年次経済審査報告書のなかで、「中国の不動産市場は歪んでおり、バブルの傾向がある」と指摘している。もっとも、地方政府は不動産の売却収入を主たる収益源のひとつとしていることから、不動産価格の急落は資金繰りの悪化に直結する。地方政府の借入額の8割は銀行からの融資であり、場合によっては銀行が巨額の不良債権を抱えることにもつながる。こうした金融システムの脆弱性もあって、中国政府は不動産価格の急落は避けたいと考えているとみられ、不動産価格抑制策については、価格動向をにらみながら、上下両方向に柔軟なかじ取りを行なってくる可能性が高い。住宅価格は、2014年末にかけ、均せば緩やかな低下を見込むが、当面は下がりにくい状態が続くとみている。

都市（図表4-10）新規住宅価格変動別都市数の推移

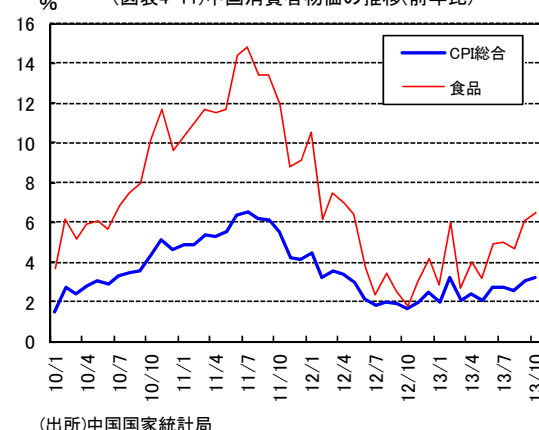


（６）物価上昇率は緩やかなものにとどまる

10月のCPIは前年比+3.2%と、2013年に入ってから緩やかな上昇傾向となっている。ただ、今のところ中国政府の2013年の目標である+3.5%は下回っている（図表4-11）。

内訳を見ると、食品価格（9月：同+6.1%→10月：同+6.5%）の伸び幅が拡大したことが、全体を押し上げた。食品の内訳では、卵（同+1.3%→同▲0.7%）や穀物（同+4.0%→同▲3.5%）の伸びがマイナスに転じたものの、一部の地域で干ばつや洪水被害があったことなどから野菜（同+18.9%→同+31.5%）が高騰した。非食品価格（同+1.6%→同+1.6%）は安定的に推移しているほか、野菜価格の高騰も長期化しないと考えられ、CPI上昇率は当面3%前後の伸びが続くと予想する。

（図表4-11）中国消費者物価の推移(前年比)

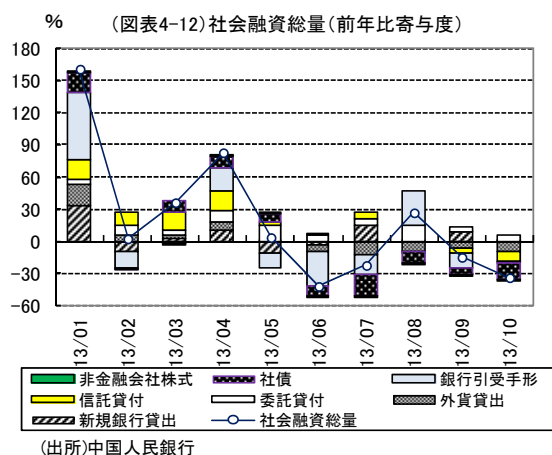


（７）金融リスクには引き続き警戒が必要

10月のM2は前年比+14.3%と、7月以降鈍化傾向にあるほか、10月の銀行経由の貸出である人民

元建て新規融資も5,061億元と、同+0.1%の伸びにとどまっている。ただ、李首相は10月の労働者会議において、「M2残高が3月末時点で100兆元を突破し、GDPの2倍になっている」と発言するなど、依然流動性は過剰気味との認識を示している。また、人民銀行は10月16日、「大量の海外資金の流入などで、銀行の貸出がこのところ比較的早いペースで増えている」との声明を出しており、融資額は今後さらに拡大する可能性もある。今後の金融政策については、利上げにまで至る可能性は高くないとみるが、しばらく引き締めバイアスがかかった状態が続くとみている。

一方、10月の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8,564億元、前年比▲33.6%と減少している（図表4-12）。6月以降、8月を除き前年比マイナスとなっているが、これについては、当局によるシャドーバンキング抑制の動きが依然として維持されている影響とみている。シャドーバンキングの規模は依然として不明瞭、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警戒が必要である。



（8） 三中全会は具体化が注目される

11月9～12日に行われた三中全会（中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議）は、今後10年の改革で、経済資源の配分で市場に「決定的な」役割を果たさせる方針などを示して閉幕した。

三中全会が採択した改革案の概要は下記のとおり。

- ・ 国有セクターに主導的役割を担わせる
- ・ 経済資源の配分において市場に決定的な役割を果たさせる
- ・ 経済改革の重要分野で2020年までに決定的な成果を目指し、改革深化指導グループを設置
- ・ 自由貿易区の発展を加速させるとともに、内陸部の開放を進める
- ・ 財政改革を進め、行政権限の明確化、税負担の安定化、予算の透明化等を図る
- ・ 公平で持続可能な社会保障制度を構築する。社会福祉を充実させ、所得分配システムも改革
- ・ 国家安全委員会を設立し、国家の安全を確保
- ・ 環境保護管理制度を改革し、天然資源の所有権を明確化し、厳格な環境保護を実施
- ・ 新たな農業運営システムを構築し、農業従事者の所有権を拡大、都市部との公平化を図る

経済関連では、市場の役割が「基本的な」から「決定的な」に強められた点などは評価できるものの、一方で、積極的な国有企業改革は行なわない方針が示されるなど、ちぐはぐな印象が残る。政治局常務委員で党内序列4位の俞正声氏が10月に、「前例のない経済・社会改革を打ち出す」と述べていただけに、やや期待外れともいえる内容だったが、その後発表された決定全文によれば、これも市場での期待が大きかった「一人っ子政策」の緩和が決まっていたことが明らかになった。経済政策については、今後、12月に予定される中央経済工作会議などで、新たな具体策が打ち出されるかどうか注目される。

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、内需も多くの国で減速している。

外需主導国の韓国、台湾では、主要輸出先である中国の成長鈍化が懸念されることもあって、景気回復ペースは緩慢なものにとどまるとみる。シンガポールは、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予想する。

タイ、インドネシア、マレーシアは、外需が足踏みするなか、内需も勢いを失いつつあることから、景気は鈍化するとみる。フィリピンは、引き続き堅調な内需を中心に、安定成長を継続すると予想する。インドは、構造改革などの進捗が遅れるなか、物価上昇傾向を受けて内需の低迷が続くとみられ、低成長にとどまるとみている。

金融政策については、通貨安の加速を背景としたインフレ圧力の高まりから、インドネシアとインドでは追加利上げを実施する可能性が高い。ただ、そのほかの国では様子見スタンスをとるとみている。

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、固定投資の減速から、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

	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
韓国	2.0%	2.6%	3.2%	3.4%
台湾	1.3%	1.9%	2.6%	3.0%
シンガポール	1.3%	3.4%	3.3%	3.5%
フィリピン	6.8%	6.9%	6.2%	6.5%
インドネシア	6.2%	5.7%	5.6%	6.1%
タイ	6.4%	3.6%	4.4%	4.9%
マレーシア	5.6%	4.5%	4.9%	5.3%
香港	1.5%	3.0%	3.3%	3.4%
インド	5.0%	4.6%	5.5%	5.9%
豪州	3.6%	2.5%	2.8%	3.0%

(注1) インドは年度ベース(4月～翌3月)

(1) アジア NIEs は輸出回復ペースが鈍い

〈韓国〉

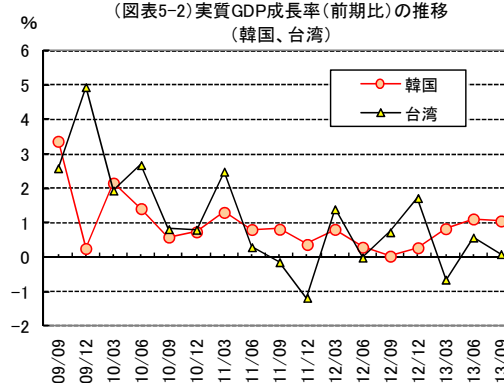
韓国の2013年7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比+1.1%と、2四半期連続で1%を上回るプラスとなった(図表5-2)。5.3兆ウォン規模の景気刺激策や利下げの効果などもあって、個人消費が伸びたほか、設備投資も底堅く推移した。一方、輸出は一般機械や石油化学製品の低迷などから3四半期ぶりのマイナスとなった。

今後については、景気刺激策の効果が一巡に向かうなか、財政面での制約から社会福祉支出も縮小方針であることなども、消費者マインドの改善一服につながるとみられ、個人消費の回復ペースは鈍化するとみる。設備投資も、設備過剰感が残るため減速する可能性が高い。

外需に目を転じると、10月の輸出金額は前年比+7.3%と、9月の同▲1.5%から大きく改善した。米国の景気回復を受けて、スマートフォンなどが堅調に推移しているほか、自動車輸出も、企業の賃金交渉の妥結などを受け、回復に向かいつつある(図表5-3)。ただ、今後は、ウォン高による輸出競争力の低下が懸念されるほか、中国景気の回復ペースが鈍いこともあって、輸出の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。韓国の景気回復には時間を要し、来年の春先まで停滞気味の推移が続くと予想する。

〈台湾〉

(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7-9月期実質GDP成長率は前年比+1.6%と、前期の同+2.5%から伸びが鈍化した(図表5-4)。所得環境の伸び悩みから個人消費が減速したほか、政府支出も抑制気味の推移が続いた。輸出も、為替相場が台湾ドル高傾向で推移したことで、光学機器などが落ち込み、伸びが鈍化した。

今後の輸出については、先行指標となる9月の輸出受注指数(前年比+2.0%)が3ヵ月連続のプラスとなるなど、底打ちの兆しも見られる(図表5-5)。スマートフォンやタブレット端末への需要回復が持ち直しの動きにつながったとみている。ただ、輸出シェアの高い中国からの受注が伸び悩んでいるほか、アジア新興国の景気が減速しつつあることから、回復ペースは鈍いものにとどまるとみている。内需についても、所得環境の改善が見込みづらくなか、個人消費は停滞気味に推移する可能性が高い。設備投資も、輸出の回復の遅れなどから伸び悩むとみている。景気の回復は2014年後半にずれこむ可能性が高いとみる。

<シンガポール>

シンガポールの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+5.1%となった。製造業分野の生産が加速したほか、サービス分野も底堅く推移した。一方、建設分野は公共部門の減速から、伸びが鈍化した。輸出については、PC向けなどの電子部品が中心であるが、世界的なIT関連需要の弱含みを背景に、足踏みが続くともみている。一方、堅調な雇用環境を背景に内需が比較的底堅く推移すると見込まれることから、均してみれば、緩やかな回復基調を辿ると予想する。

(2) ASEAN諸国やインドでは内需が減速

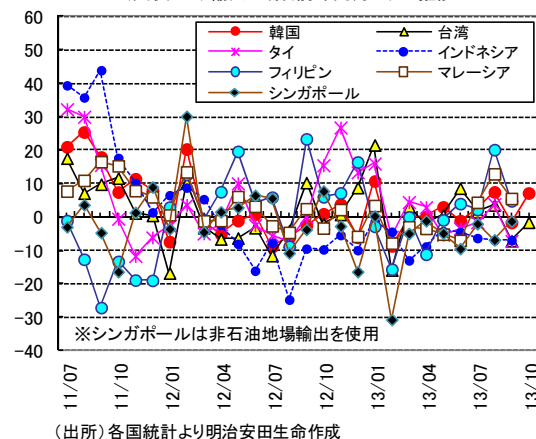
<インドネシア>

インドネシアの7-9月期の実質GDP成長率は前年比+5.6%と、4-6月期の同+5.8%から減速した。燃料価格の引き上げや、通貨安の急速な進行に伴う物価上昇を受け、個人消費が減速しつつある。輸出も、石炭やゴムなどの資源需要の低迷から、伸び悩んでいる。今後については、資源輸出の持ち直しの遅れから、輸出の低調な推移が続くとみられるほか、利上げの影響で、個人消費の鈍化傾向が続くとみている。民間投資も抑制気味となっていることから、成長率は5%前半まで鈍化する可能性が高く、回復は夏場以降となろう。

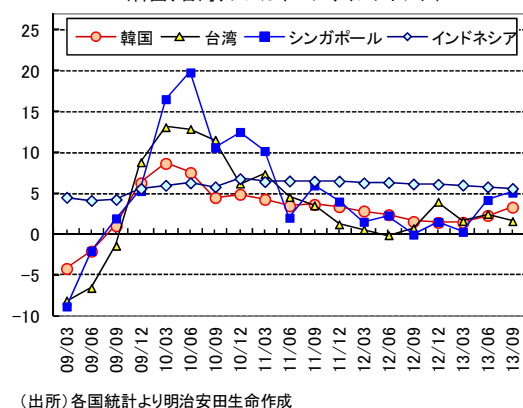
<タイ>

タイの4-6月期実質GDP成長率は同+2.8%と、1-3月期の同+5.4%からプラス幅が縮小した(図表5-6)。自動車販売の落ち込みが響いて個人消費が鈍化したほか、労働力不足や外資への税制優遇措置の縮小などによる投資環境の悪化などから、民間投資も減速した。政府が打ち出した税制優

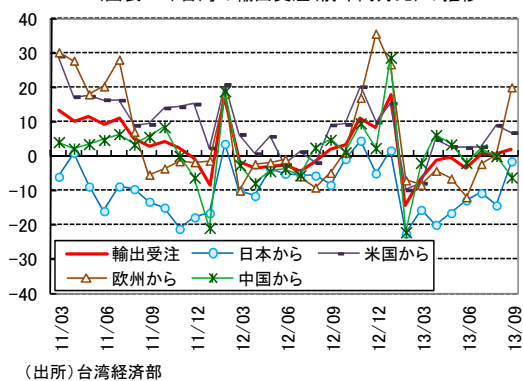
(図表5-3) 輸出金額(前年同月比)の推移



(図表5-4) 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)



(図表5-5) 台湾の輸出受注(前年同月比)の推移



遇措置や補助金拡大などの景気刺激策は小粒なものにとどまっているほか、財政面での制約からインフラ投資などの進捗には遅れもみられ、内需は今後も力強い回復が見込みづらい状況となっている。輸出についても、主要輸出先の日本向けが落ち込んでいるほか、米国や欧州向けも回復ペースが鈍い状況が続いている。パーツ安傾向を受けて、主力の自動車輸出は回復に向かっているが、主な輸出先である中国やASEANの景気減速などが下押し材料になるとみていることから、輸出は足踏みが続くとする。タイ景気は、来年の1-3月期まで4%を下回る成長が続くと予想する。

<マレーシア>

マレーシアの7-9月期実質GDP成長率は同+5.0%と、4-6月期の同+4.4%から伸び幅が拡大した。所得環境の改善などから民間消費が底堅く推移したほか、リンギ安の影響などから、輸出も持ち直した。今後のマレーシア景気は、政府による投資促進策の推進などから、民間投資が下支えするとみるが、銀行の貸出条件の厳格化や燃料補助金削減に伴う消費者マインドの悪化が懸念材料である(図表5-7)。輸出も、世界的なIT関連需要の弱含みを背景に、回復ペースも緩慢なものにとどまるとみており、2014年にかけての成長率は5%を下回って推移する可能性が高いと予想する。

<フィリピン>

フィリピンの4-6月期実質GDP成長率は同+7.5%と、1-3月期の同+7.7%からプラス幅が縮小したものの、7%を上回る高水準を維持した。政府支出が5月の中間選挙を前に拡大したほか、安定した海外労働者からの送金が民間消費を下支えした。総資本形成も、公共投資を中心に底堅く推移するなど、堅調な内需が景気を支えている。輸出については、ペソ安傾向の影響もあって、持ち直しの動きがみられるが、電子部品を中心に今後の回復ペースは鈍いものにとどまるとみる。今後については、中間選挙後の政府支出は減速する可能性があるものの、引き続き海外送金が民間消費を下支えするとみている。11月の台風による被害が成長率の下押し要因となる可能性はあるものの、マクロ的な影響は大きくないとみており、引き続き内需をけん引役として底堅い成長が続くと予想する。

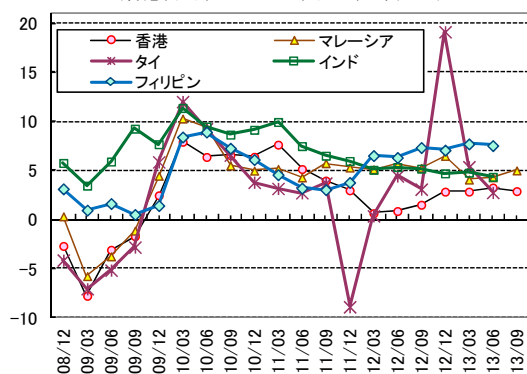
<インド>

インドの4-6月期実質GDP成長率は同+4.4%と、前期の同+4.8%からプラス幅が縮小し、3四半期連続で5%を下回った。課題であるインフラ整備に時間がかかっており、外資規制緩和などの構造改革も遅れている。ルピー安の進行を受けた物価上昇や、ルピー安を阻止する目的で実施された利上げも、個人消費を下押しする可能性が高いことから、今後も低成長が続くと予想する。

(3) 金融引き締めが続く

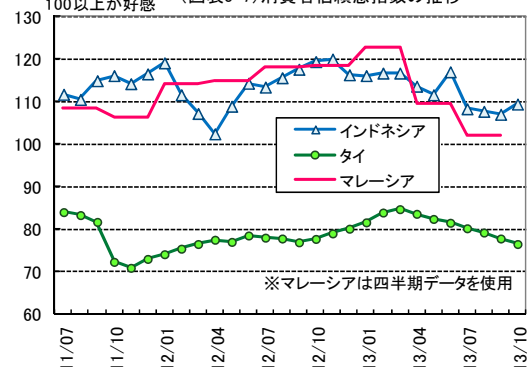
アジア新興国では、5月下旬以降、米国の量的緩和(QE3)の縮小観測をきっかけとした通貨安の加速を背景にインフレ圧力が高まったことから、8月以降、インドネシアとインドがそれぞれ2回の

(図表5-6) 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5-7) 消費者信頼感指数の推移



(出所) 各国統計より明治安田生命作成

利上げを行なった（図表5-8, 5-9）。その後はQE3の早期縮小が見送られたこともあって、新興国の通貨安は一服しているが、域内ではインフレ圧力が高まりつつある国が散見される。

韓国では、10月の消費者物価指数（CPI）が前年比+0.7%と、インフレ圧力は和らいでいる（図表5-10）。インフレ率は目標下限とする2.5%を下回っているものの、景気が持ち直しつつあることから、中銀は、様子見スタンスを続けるとみている。

台湾の10月のCPIは同+0.6%と、9月の同+0.8%からプラスが縮小した。景気が低調に推移するなか、1%を下回る水準が続いている。ただ、中銀はすでに金利は低水準との見方を示しており、今後もすえ置きを継続すると予想する。

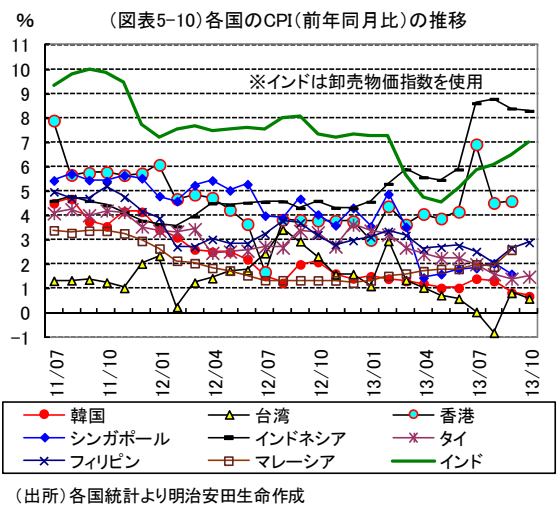
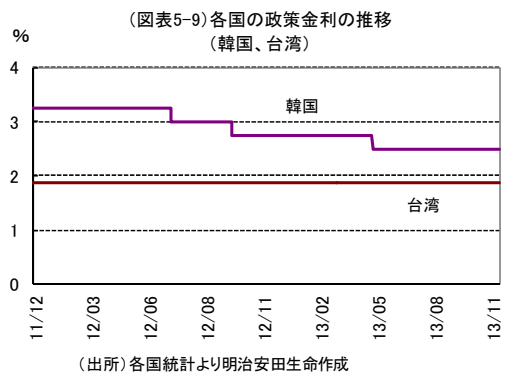
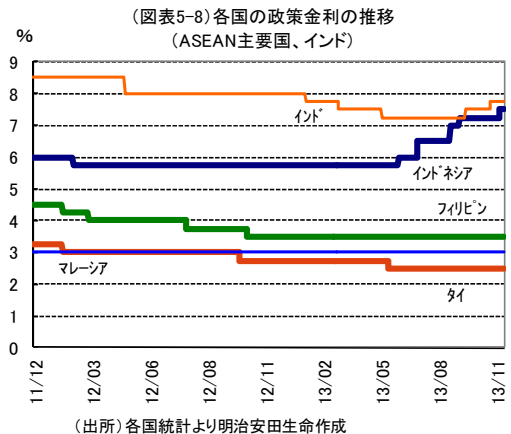
タイでは、10月のCPIが同+1.5%と、9月の同+1.4%からプラス幅が小幅拡大した。ただ、内需鈍化の影響もあって、均してみれば年明け以降の伸びは鈍化傾向にある。こうしたなか、利下げ機運が高まる可能性はあるものの、家計債務の拡大傾向への警戒感から、中銀は政策金利をすえ置くとみている。

フィリピンの10月のCPIは同+2.9%と、プラス幅が拡大した。内需が堅調なことや、ペソ安傾向を受けて、インフレ圧力が高まりつつあるが、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ており、年明け以降もすえ置きを継続すると予想する。

インドネシアは、急速に進行するルピア安や、燃料補助金の削減を受けた物価上昇を抑制する狙いなどから、6-11月の6ヵ月間で、政策金利を175bp引き上げ、7.50%とした。今後については、国内景気の減速が懸念されるものの、CPIは高水準の推移が続くと見込まれるほか、経常赤字をファイナンスするための海外資金を呼び戻す必要もあって、数回の追加利上げを行なう可能性が高いとみている。

マレーシアは、9月のCPIは同+2.6%と、年明け以降、上昇基調にある。9月の燃料価格の引き上げがインフレ圧力につながるとみられるものの、内需の腰折れを防ぐ目的もあって、今後も政策金利のすえ置きを継続するとみる。

インドは、急速なルピー安の進行を背景とした卸売物価指数（WPI）の急上昇を受けて、9、10月に政策金利を合計50bp引き上げ、7.75%とした。10月のWPIは同+7.0%と、5ヵ月連続で伸び幅が拡大するなど、依然として高い水準で推移していることから、年度内に追加利上げを実施する可能性が高いとみている。ただ、さらなる利上げは、低迷が続く国内景気をいっそう冷え込ませるおそれがあることから、追加利上げは1度にとどめ、その後は様子見スタンスをとると予想する。



(4) 豪州経済は緩慢な成長にとどまると予想

年明け以降の豪州景気は、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ている。

豪州の4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.6%と、9四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)。

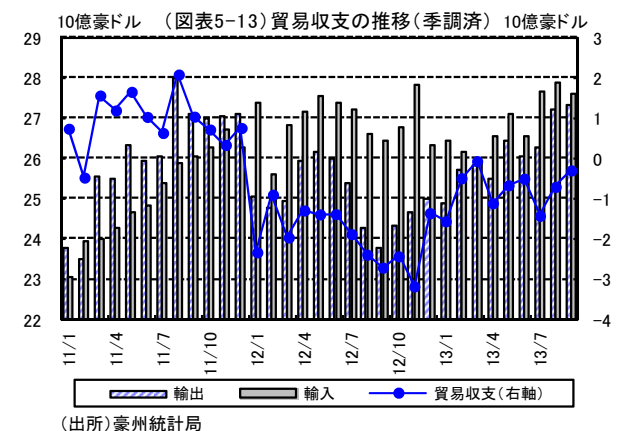
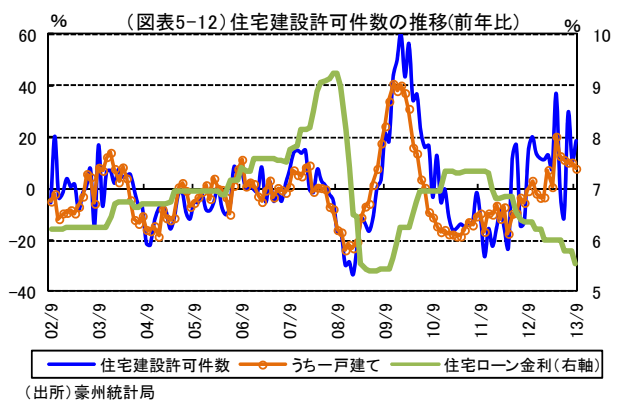
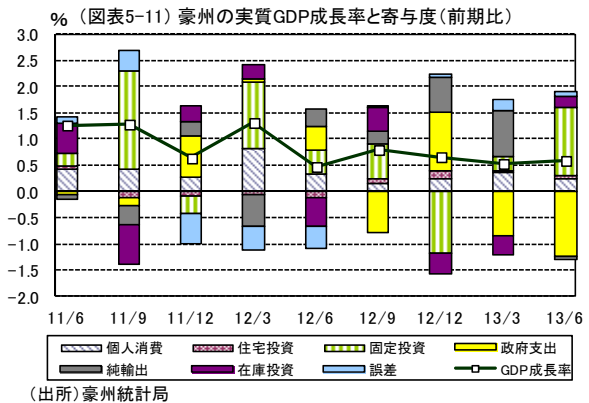
足元の個人消費は、伸び悩みが続いている。7-9月期の実質小売売上高は前年同期比+2.2%と、4-6月期の同+1.2%から拡大したものの、過去10年の平均(同+3.5%)は下回っている。背景には、資源価格下落による企業業績の悪化に伴い、鉱業関連企業が多い西オーストラリア州を中心に、雇用環境が弱含んでいることがある。ただ、7-9月期の住宅価格は同+7.6%と、昨年以降、上昇ペースが加速している。消費者マインドも徐々に持ち直してきており、今後は資産効果や、低金利による借入環境の改善などに支えられ、個人消費は緩やかながらも回復傾向で推移すると予想する。

住宅市場は回復傾向が続いている。住宅建設許可件数(前年比)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、住宅ローン申請件数も増加傾向である。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(図表5-12)。

輸出も持ち直し傾向が続いている。9月の輸出額は273億豪ドルと、2011年8月以来の水準まで回復した(図表5-13)。輸出全体の4割弱を占める中国向けが堅調に伸び、主要輸出品である鉄鉱石が全体をけん引している。ただ、中国を中心としたアジア新興国の景気に力強い回復が見込みづらく、資源需要は伸び悩んでいくとみられることから、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もあり、持ち直しの兆しが見られない。企業業績の低迷などを背景に、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いるほか、今後も一部の投資計画の中断が予想されることから、固定投資は減速傾向で推移する可能性が高い。

RBA(豪州準備銀行)は11月7日の金融政策決定定理事会で、政策金利を2.50%ですえ置くことを決定した。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。足元ではインフレ圧力が徐々に強まってきており、RBAは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90ドル台を中心に推移

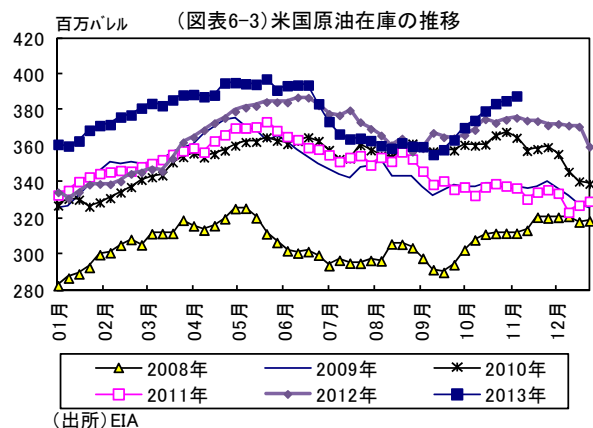
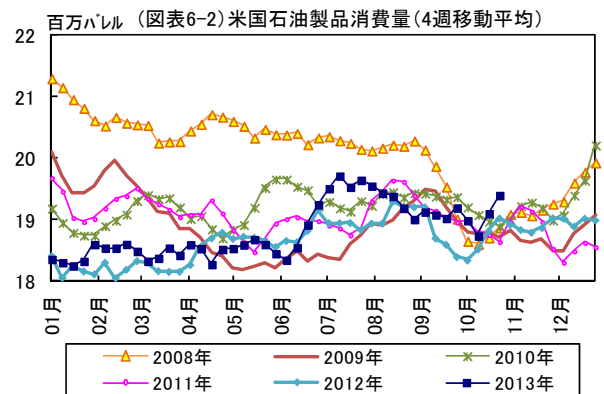
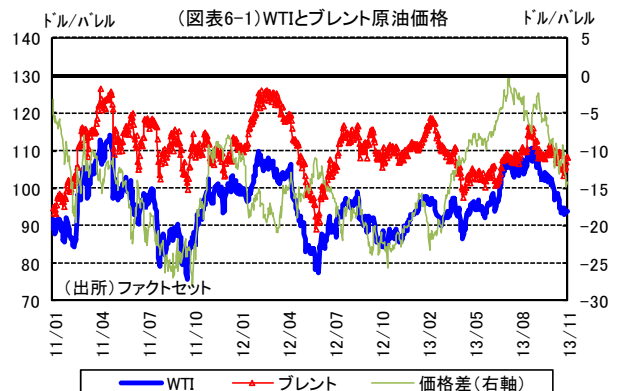
WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）価格は、エジプトの政変やシリア化学兵器問題に伴う原油輸送量の減少懸念から、夏場に110ドル/バレル台まで上昇したが、シリアへの武力介入が回避されたほか、米国の債務上限引き上げ問題を巡る政治混乱などが材料視され、10月下旬には100ドル割れの水準まで下落した（11月15日現在：93.76ドル/バレル）。いったんは縮小に向かったWTIとブレントの価格差も夏場以降、拡大傾向に転じている（11月15日現在：ブレントーWTI=14.72ドル/バレル）（図表6-1）。

米国の石油製品消費量は、夏場のドライブシーズン終了によるガソリン需要減少などを受け、足元では停滞気味の推移となっている（図表6-2）。また、米国内の産油量増加に伴い、原油在庫も9月以降、増加基調が続いている（図表6-3）。

主要3機関（IEA、EIA、OPEC）の2014年の原油需給見通しでは、いずれも1%程度の需要増加が見込まれており、特に中国を中心とした新興国の需要拡大が予測されている。

一方、足元のOPECの生産状況を見ると、賃上げデモなどが頻発したリビアで産油量が大幅に減少したものの、サウジアラビアやUAEなどがリビアの減少分を補てんし、生産目標である30MB/D（天然ガス液を除く）付近の水準を維持している（図表6-4）。政情不安定国（イラン、リビアなど）を除いても、一定水準の生産余力は保たれており、現状、中東の原油需給が逼迫する可能性は高くないとみている。

今後の原油価格は、中東・アフリカ等の地政学リスクが引き続き懸念材料として残るものの、米国を中心に原油需要の回復ペースが鈍いのに加え、米国の財政協議を巡る政治的混乱の再燃リスクが煽り続けることから、基本的に上値の重たい展開が続くとみる。2014年のWTIは、88～112ドル/バレル（平均97ドル/バレル）を中心とした推移を予想する。



(図表6-4) OPEC諸国の原油生産量

	2012年	2013年9月	2013年10月	前月比	2012年比	生産能力
アルジェリア	1,210	1,152	1,172	20	▲ 38	1,190
アンゴラ	1,738	1,705	1,735	30	▲ 3	1,820
エクアドル	499	520	518	▲ 2	▲ 19	510
イラン	2,973	2,667	2,651	▲ 16	▲ 322	2,980
イラク	2,979	2,766	2,894	128	▲ 85	3,340
クウェート	2,794	2,844	2,829	▲ 15	▲ 35	2,900
リビア	1,393	378	473	95	▲ 920	1,550
ナイジェリア	2,073	1,938	1,911	▲ 27	▲ 162	2,440
カタール	753	730	732	2	▲ 21	770
サウジアラビア	9,747	10,049	9,839	▲ 210	▲ 92	12,270
UAE	2,624	2,788	2,785	▲ 3	▲ 161	2,900
ベネズエラ	2,360	2,356	2,355	▲ 1	▲ 5	2,600
OPEC計	31,144	29,891	29,894	3	▲ 1,250	35,270

(出所) OPEC(生産実績)、IEA(生産能力)

(2) その他商品は、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、米国の資産購入ペースの縮小が先送りされたことを受け、秋口にかけて小幅上昇したが、原油価格の下落などを背景に、足元では調整している(図表 6-5)。主要分野の動き(10 月末日現在)を見ると、過去 3 ヶ月では、貴金属が+6.8%と上昇した一方、エネルギーが▲1.8%、産業素材が▲0.6%の下落となった(図表 6-6)。

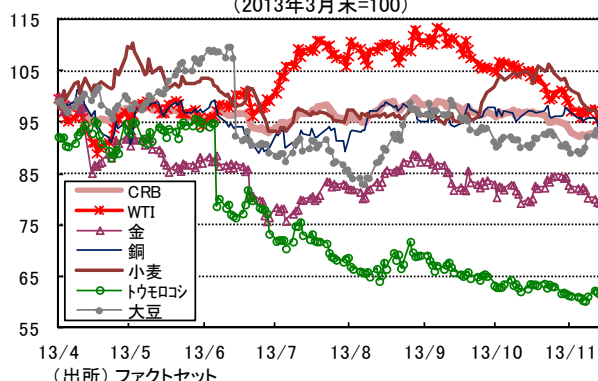
貴金属のうち、金価格は、米国の量的緩和策縮小観測に伴う調整売りが一服し、ここ数カ月は 1,300 ドル/toz 付近での推移が続いている。最大の消費国であるインドが金輸入を規制したほか、今後も米国の緩和縮小観測が燻り続けるとみられることから、金価格は軟調な推移が予想される。

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回復期待を背景に、夏場に上昇したものの、米国の財政交渉の行き詰まりなどから、上昇幅は限定的なものにとどまった。今後、中国を中心とした新興国の景気に力強い回復は見込みにくく、需要の伸び悩みが予想されることから、銅価格は上値の重い展開が続くとみる。

穀物分野のうち、トウモロコシ価格は、足元では米国での収穫が順調に進んでいることから、軟調に推移している(図表 6-7)。価格下落に伴う需要回復が見込まれるものの、期末在庫率に余裕があることから、当面は安値圏での推移が予想される。大豆価格は、米国の期末在庫が予想ほど改善しなかったことを受け、夏場の下げ幅をやや戻した。ただ、輸出大国である南米の生産量は、前年の豊作を上回る過去最高水準が予想されており、南米の作付が本格化する年明け以降、大豆価格は調整に向かうとみる。小麦価格は、9 月に入り中国の輸入量が急増したことなどを受け、足元では底堅い推移が続いている。ただ、期末在庫率が高水準なのに加え、代替品であるトウモロコシの需要拡大に伴い、小麦の消費量は今後伸び悩むとみられ、価格はやや落ち着くと予想する。

今後については、最大の資源需要国である中国の景気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徐々に意識され、商品市況は緩やかな調整局面が続くとみている。CRB 指数(10 月末日現在: 277.86)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
(2013年3月末=100)



(図表 6-6) 主要商品の価格変動率(%)

		3か月間	6か月間	1年間
CRB		▲ 0.7	▲ 2.2	▲ 4.9
エネルギー	原油	▲ 6.0	5.6	14.4
	天然ガス	3.6	▲ 17.8	▲ 3.3
産業素材	アルミニウム	2.5	1.3	▲ 0.6
	ニッケル	3.7	▲ 5.2	▲ 9.9
	銅	4.8	2.6	▲ 7.1
	綿花	▲ 7.7	▲ 8.0	12.2
貴金属	金	3.0	▲ 8.1	▲ 21.3
	銀	14.8	▲ 6.7	▲ 30.3
穀物	小麦	6.2	▲ 5.9	▲ 17.0
	大豆	5.4	▲ 9.1	▲ 17.9
	トウモロコシ	▲ 10.1	▲ 33.7	▲ 43.0

(出所) ファクトセット ※2013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 /12	2012 /13 見込	2013 /14 予想
小麦	生産量	697.5	655.5	706.4
	消費量	697.1	679.3	703.5
	期末在庫量	199.4	175.6	178.5
	在庫率(%)	28.6	25.8	25.4
	米国在庫率(%)	33.3	29.7	23.2
大豆	生産量	239.2	267.9	283.5
	消費量	257.0	258.4	270.0
	期末在庫量	55.2	60.1	70.2
	在庫率(%)	21.5	23.3	26.0
	米国在庫率(%)	5.4	4.5	5.2
トウモロコシ	生産量	886.0	863.7	962.8
	消費量	882.6	860.3	933.4
	期末在庫量	132.5	134.9	164.3
	在庫率(%)	15.0	15.7	17.6
	米国在庫率(%)	7.9	7.4	14.6

(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。