

内外経済の見通し

世界経済見通し概要

～構造調整圧力が残り、徐々に回復軌道に復するも、成長ペースはごく緩やか～

日 本

～政策効果が 2013 年度の成長率を大きく押し上げ～

米 国

～構造調整進展も、財政再建が当面の成長ペースを抑制～

西 欧

～テールリスクは後退も、実体経済は未だ回復軌道に戻らず～

ア ジ ア

～景気は中国・ASEAN を中心に持ち直しの動き～

オーストラリア

～2013 年は潜在成長率をやや下回る成長ペース～

中南米

～緩やかな回復に向かうブラジル、アルゼンチン。好調続くメキシコ～

原油価格

～原油価格は横這い圏内で推移する見込み～

世界経済見通し概要

構造調整圧力が残り、徐々に回復軌道に復するも、成長ペースはごく緩やか

世界経済は、過去数年にわたり成長の重石となってきた構造調整が相応に進んできたことを背景に、徐々に緩やかな回復軌道に復していく見通しである。但し、構造調整圧力の全てで終結が視野に入ってきたわけではなく、依然として、従来の景気回復局面でみられたような力強い成長率の改善までは期待できない情勢である。

米国経済は、住宅市場の正常化や、バランスシート調整の進展と雇用回復に合わせた個人消費の持ち直し等により、既に緩やかな回復基調を続けている。今後も、構造調整のさらなる進展を背景に内需が徐々に底堅さを増していくことが期待されるが、一方で、財政再建が与野党協議の不透明感と併せて成長ペースを抑制する見通しである。成長率改善の勢いは、引き続きごく緩やかなものにとどまることとなる。

欧州経済は、国債利回りの低下を中心に金融市場の緊張は大幅に緩和しているものの、実体経済はその間にも確実に悪化を続けており、景気は引き続き後退局面にある。今後についても、財政緊縮の継続に加え、欧州銀行の体力回復の遅れや、ユーロ高の悪影響など、様々な経路から景気が下押されることが見込まれ、当面、低調を続けることとなる虞が強い。

アジア経済は、昨年夏場過ぎを底に、持ち直しの動きをみせている。中国経済が昨年半ばから本格化させた景気テコ入れ策の効果と、アジア域内向け輸出の伸長を背景に、2年ぶりに成長ペースを加速させたことが起点となっている。アジア経済は今後も、域内向け輸出の拡大等を背景に、緩やかな回復に向う見通しである。ただ、域内GDPの6割弱を占める中国経済が、高度成長期から安定成長期への移行を視野に、潜在成長率を切り下げてきていることから、成長率の改善はごく緩やかなものにとどまることとなりそうだ。

こうしたなか、わが国経済は、新政権の経済政策、いわゆるアベノミクスを受けて、経済の状況が急速に好転しつつある。金融市場では大幅な円安と株高が進展、また各種調査にみる企業や家計の景況感も大きく改善している。先行きを展望しても、昨年秋頃には景気後退ないしはそれに近い状態にあったわが国経済は、新政権下での景気刺激策によって回復に向う見通しである。アベノミクスの「三本の矢」のうち、財政政策と金融政策は既に具体的に動き出し始めている。これらの政策を受けた、補正予算と円安が2013年度の実質GDP成長率に与えるポジティブ・インパクトは合わせて+1.3%に達すると試算され、2013年度の実質GDP成長率を2%台に押し上げることが期待される。

(経済調査室長 松宮 基夫)

I. 日本

～政策効果が 2013 年度の成長率を大きく押し上げ～

1. 日本経済の概況

安倍新政権は、アベノミクスを着実に実行中

日本経済では、昨年 12 月の衆議院議員選挙の前頃から、新政権による経済政策への期待感が高まり、ムードが急速に好転している。安倍首相をトップとする自民党と公明党の連立政権は、総選挙時の公約において景気刺激的、リフレッシュ色の強い政策を目指す姿勢を明らかにしていたが、政権発足後も、これまでのところ着実に公約を実行に移してきている。いわゆる“アベノミクス”の「三本の矢」の一つとして、1月中旬には「日本経済再生に向けた緊急経済対策」および総額 13.1 兆円（うち、緊急経済対策に関わる部分は計 10.3 兆円）と過去 2 番目の規模となる補正予算案を閣議決定（第 1 表）。金融政策面では、日銀が 1 月下旬の金融政策決定会合で 2% という「物価安定の目標」導入を決め、政府との共同声明の中に「これをできるだけ早期に実現する」との決意を盛り込んだ。

第1表: 新政権による経済政策(アベノミクス)の概要

		政権公約 (自民党)	進捗状況	今後の主な予定
アベノミクス「三本の矢」	大胆な『金融政策』	明確な「物価目標(2%)」を設定、その達成に向け、日銀法の改正も視野に、政府・日銀の連携強化の仕組みを作り、大胆な金融緩和を行う。	<ul style="list-style-type: none"> ●日銀が、「物価安定の目標:消費者物価の前年比上昇率で2%」と「期限を定めない資産買入れ方式:2014年初から毎月13兆円程度の長短期国債を買入れ」の導入を決定(1月22日) ●政府と日銀が、「共同声明:デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」を公表(1月22日) 	<ul style="list-style-type: none"> ○日銀副総裁2名の任期切れ(3月19日) ○日銀総裁の辞職(3月19日) ○日銀の金融政策決定会合(3月6-7日、3月3-4日、4月26日、5月21-22日…)
	機動的な『財政政策』	新政権発足後、速やかに「第1弾緊急経済対策」を断行し、本格的な大型補正予算と新年度予算とを合わせ、切れ目のない経済対策を実行。	<ul style="list-style-type: none"> ●「経済財政諮問会議」を再開(1月9日) ●「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を閣議決定(1月11日) ●「2012年度補正予算案」を閣議決定(1月15日) ●「2013年度予算政府案」と「2013年度税制改正の大綱」を閣議決定(1月29日) 	<ul style="list-style-type: none"> ○「2012年度補正予算」の成立(2月中の見込み) ○「2013年度予算」の成立(5月頃の見込み)
	民間投資を喚起する『成長戦略』	日本経済再生本部に「産業競争力会議」を設置し、成長産業の育成に向けたターゲットインクポリシーを推進。まずは「国民的課題を解決し世界に展開可能な戦略目標の設定」、さらにコア技術への集中投資、制度改革など、一気通貫の政策を進める。	<ul style="list-style-type: none"> ●「経済財政諮問会議」を再開(1月9日) ●「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を閣議決定(1月11日) ●「2012年度補正予算案」を閣議決定(1月15日) ●「産業競争力会議」を開始(1月23日) ●「規制改革会議」を開始(1月24日) ●「2013年度予算政府案」と「2013年度税制改正の大綱」を閣議決定(1月29日) 	<ul style="list-style-type: none"> ○「2012年度補正予算」の成立(2月中の見込み) ○「2013年度予算」の成立(5月頃の見込み) ○「新ターゲットインクポリシー(戦略市場創造プラン)」を策定(5月頃の見込み) ○「ニッポン産業再興プラン」と「国際展開戦略」を策定(6月頃の見込み)

(資料)各種資料・報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

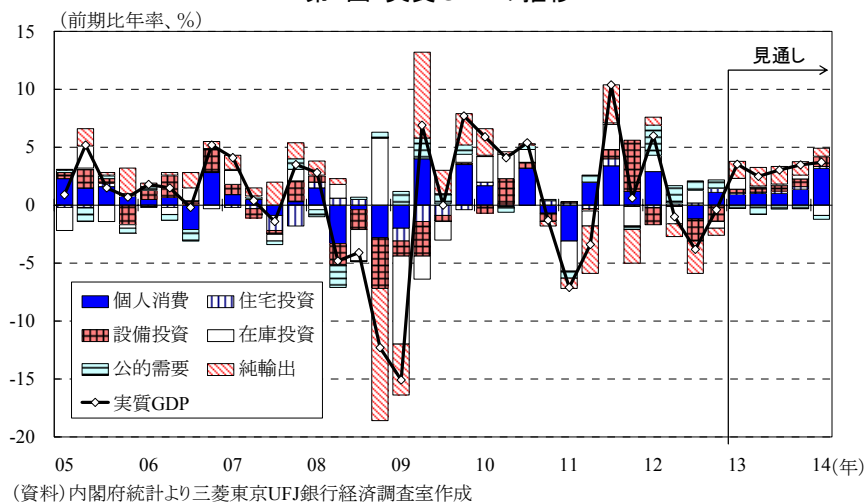
アベノミクスを受けて、円安と株高が進行

こうしたアベノミクスの進捗とともに、金融市場では円安と株高が顕著になっている。円相場は対ドルで 80 円前後から 90 円台へ、対ユーロでは 100 円前後から 120 円を超える安値まで下落。円安の進行を背景に、株価も大きく上昇し、東証株式時価総額は昨年 10 月末に比べて 70 兆円弱も膨らんでいる（1 月末時点。東証一部、二部、マザーズの合計）。自ずと、企業や家計の景況感も好転。「景気ウォッチャー調査」による先行き判断 DI や消費者態度指数は、直近 1 月に大幅な上昇を示し、リーマン・ショック後の最高レベルに達した。

補正予算と円安によって、2013年度の実質GDP成長率は前年度比+2%台まで上昇

先行きを展望すると、海外経済の軟化等で景気後退、乃至はそれに近い状態にあった景気は、新政権下での景気刺激策によって回復へ向かうことになりそうだ。まず、補正予算については2月中に成立し、7月に予定される参議院選挙や消費税増税に向けた環境を整える意味でも、執行が急がれる可能性が高い。そのため、執行は2013年度に集中して成長率の押し上げに寄与し（アベノミクス勘案前の昨年11月時点の見通し対比+0.6%のプラス影響と推計）、震災復旧・復興需要の剥落をカバーする見込みである。また、アベノミクスを勘案すると、2013年度の円ドル相場は勘案前の想定値に比べて10%程度の円安水準になる見通しだ。同年度の実質GDPに対しては、純輸出の改善（輸出の増加と輸入の減少）、輸出増等を起点とした波及効果、株価上昇を通じた資産効果などで、合計+0.6%のポジティブ・インパクトが追加されるものと計算できる。こうした結果、実質GDP成長率は当面、高めのところまで推移し、2013年度では前年度比+2.2%となる見通しである（第1図）。一方、リスクとして先ず懸念されるのは、新政権によるリフレ政策が行き過ぎて、日本の政策運営に対する信認が損なわれること。この場合、市中金利が急上昇し、民間需要の回復を阻害することになる。加えて、円安が歯止めなく進むと、輸入コスト増大などの負の側面も目立ってくることになりそうだ。

第1図: 実質GDPの推移



2. 部門・項目別にみた現状と見通し

(1) 企業部門

輸出は円安を受けて、回復へ

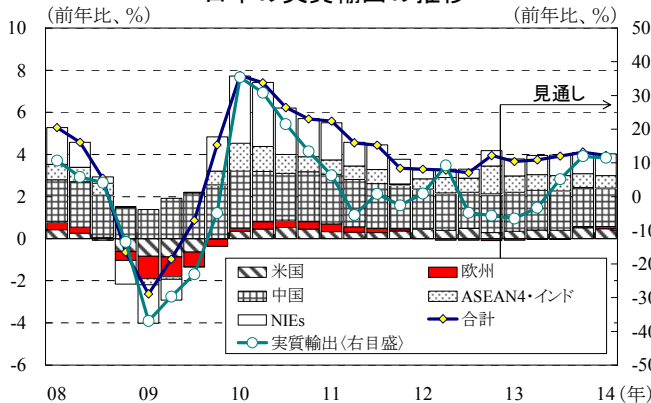
輸出は、海外景気の軟化や日中情勢の悪化などに伴い減少基調を辿ってきたが、数量ベースなどでみると足元にかけて漸く下げ止まりの兆しが窺われる状況になっている。輸出はこの先も、急速に進んだ円安の追い風を受けて回復の動きを続け、さらに海外景気が持ち上がってくるにつれて増勢を強めることになろう（第2図）。また、生産についても、外需の下げ

止まりや内需の回復期待、在庫調整の進展などで、昨年12月に前月比+2.4%と再び増加に転じ、1月と2月にも同程度の伸びが見込まれている（製造工業生産予測調査によれば、1月が同+2.6%、2月が同+2.3%）。

円安などを背景とした企業収益の回復が設備投資へも次第に波及

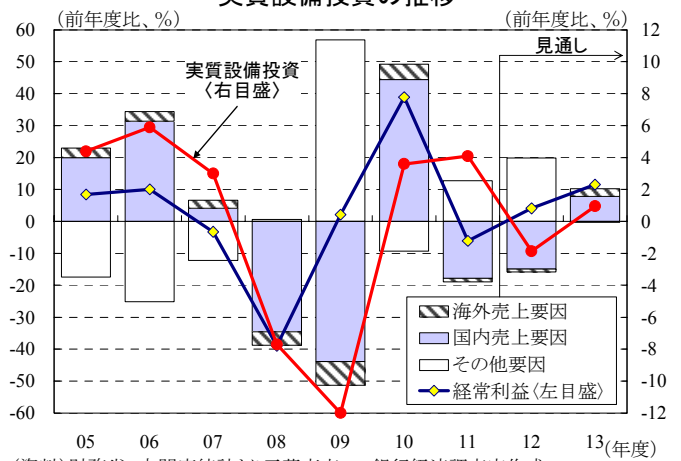
実質設備投資は昨年10-12月期に前期比年率▲9.9%と、4四半期連続の減少を記録した。もっとも、先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は10-12月期に3四半期ぶりの増加に転じ、1-3月期に関しても小幅ながら増加見通しが示されている。前述した通り、足元では景況感が急速に高まっている。今後には、円安が輸出企業を中心に収益を押し上げるといった実体的な好影響も表れてくる公算が大きい（第3図）。こうした中で、設備投資も徐々に回復へ向かう見通しである。

第2図: 主要な輸出先国・地域の実質GDP成長率と日本の実質輸出の推移



(注)『欧州』はユーロ圏と英国。『合計』は、各国・地域の実質GDP成長率を通関ベースの名目輸出ウェイトで加重平均したもの。
(資料)内閣府、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 非金融法人企業の経常利益と実質設備投資の推移



(資料)財務省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

個人消費は今後も、消費者マインドと所得の改善で、底堅く推移する見込み

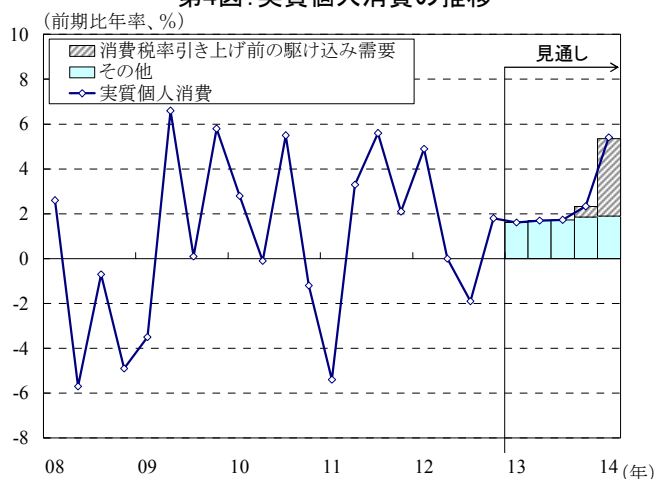
実質個人消費は昨年10-12月期、前期比年率+1.8%と2四半期ぶりに増加した（第4図）。内訳をみると、耐久財（同▲23.5%）がエコカー補助金終了後の自動車販売減少により大幅なマイナスとなった一方、厳冬の影響で季節性商品などの半耐久財（同+3.1%）や光熱費等が含まれる非耐久財（同+9.4%）への需要が膨らんだ。このほか、旅行・外食などのサービス（同+3.0%）も増加している。先行きに関しても、個人消費は底堅く推移すると予想される。前述した通り、消費者マインドは円安や株高の好感、アベノミクスへの期待感から、昨年末以降に大きく改善している。また、生産持ち直しの影響が、所定外給与などの増加に反映されることで、雇用者所得も緩やかに回復してくるものと見込まれる。加えて、2013年度後半には消費税率引き上げ前の駆け込み需要も想定され、消費の増勢が強まる見通しである。

住宅投資は引き続き堅調に推移する見通し

住宅投資は昨年10-12月期にも前期比年率+14.7%と、4-6月期の同+9.0%、7-9月期の同+6.7%を上回る伸びを示した（第5図）。「フラット35s エコ」の金利優遇措置や「住宅エコポイント」といった支援策は昨年10月

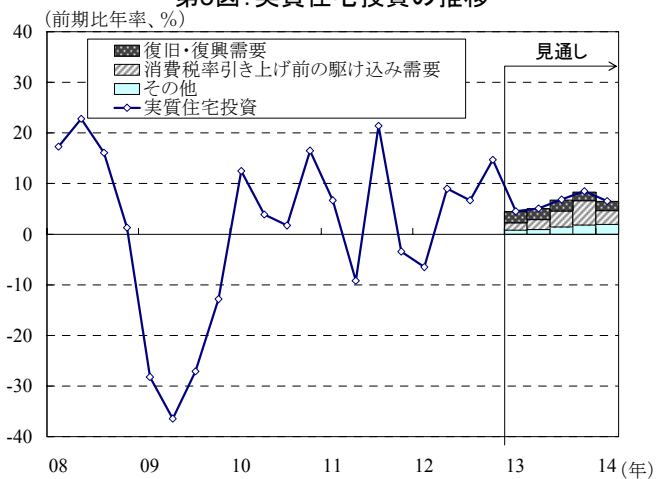
末に終了したものの、11月、12月の住宅着工戸数は年率90万戸前後の良好な水準を保った。また、東北地方では、持家や貸家を中心に住宅再建の動きが続いている。先行きを展望すると、こうした復旧・復興需要の継続のほか、金利の低位安定や所得の緩やかな改善なども、住宅投資のプラス材料となる見込みである。加えて、消費税率引き上げを前にした駆け込み需要が、2013年度中の押し上げ要因として計算できる。今後も、住宅投資は堅調に推移する公算が大きい。なお、2013年度税制改正大綱における「住宅ローン減税」の拡充が正式に決定した場合、年収や住宅購入金額などの条件によっては、減税拡充による負担軽減額が消費税率引き上げに伴う負担増加額を上回る可能性も出てくる。このため、一部では住宅買い控えの動きも同時に発生してくると思われる。

第4図: 実質個人消費の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 実質住宅投資の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 政府部門

公的需要は、復旧・復興関連を中心に4四半期連続増加

実質公的需要はGDPベースで、昨年10-12月期に前期比年率+2.9%と、4四半期続けて増加した。2011年度から2012年度初にかけて計上された震災復旧・復興関連予算の執行により、公共投資が4四半期連続で拡大したほか、高齢化で医療費や介護費の現物給付が伸びている政府最終消費支出の増加も続いた。もっとも、公共機関からの受注工事額をみると、災害復旧関連は9月から前年比減少に転じている。これまで景気を支えてきた復旧・復興関連の公的需要はピークアウトの時期を迎えているようだ。

新政権の経済対策が今後の公的需要を下支え

今後も復旧・復興需要は次第に縮減し、成長率を押し下げる要因になるとみられる。その一方で、新政権による公共事業を中心とした大規模な経済対策が着実に執行され、公的需要を下支えすることになりそうだ。国費ベースで10.3兆円にのぼる緊急経済対策は、2015年度にかけて実質GDPを1.6%程度押し上げる効果を持つと試算される。公的な復旧・復興需要の減退を相応の規模でカバーできる見通しである(第6図)。

(4) 物価

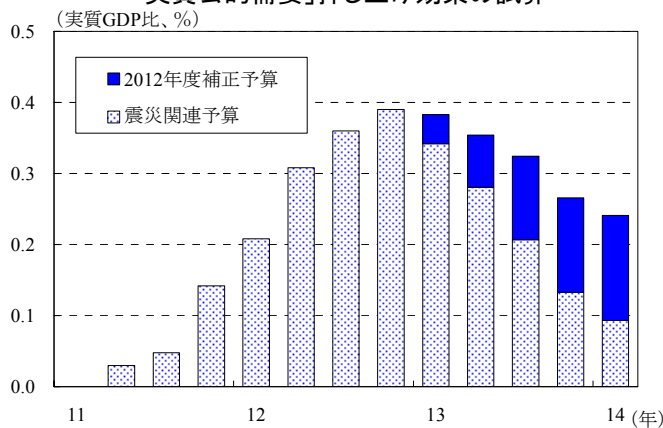
コア消費者物価は前年比マイナス圏内で推移

消費者物価は、生鮮食品を除くコアベースで引き続き前年比マイナス圏にある（第7図）。費目別にみても、「光熱・水道」やガソリンなどエネルギー関連の価格が上昇する一方で、「教養娯楽」、テレビや冷蔵庫など耐久財の価格が下落するなど、これまでと同様の構図が続いている。

物価はGDPギャップの改善や円安により、徐々に上昇していく見通し

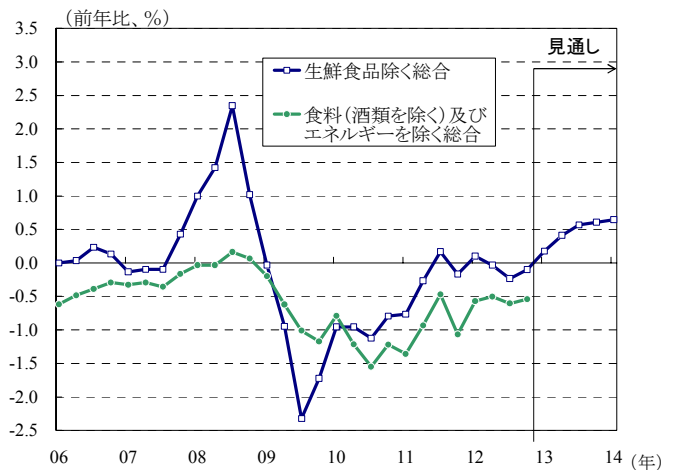
この先、コアベースでみた消費者物価は、GDPギャップのマイナス幅縮小や円安による輸入物価の上昇が押し上げ要因となり、徐々に上昇していく見込みである。もっとも、日銀が「物価安定の目標」として掲げた「消費者物価の前年比上昇率で2%」に到達するには、相応の時間を要するとみられる。1985年以降の関係性で言えば、前年比+2%の消費者物価に対応するGDPギャップは+1.8%となるが、現時点でのGDPギャップは依然かなりのマイナスにあるためだ。また、GDPデフレーターに関しては、2013年度に小幅プラスに転じ、成長率の「名実逆転」現象も解消されると予想する。

第6図：震災関連予算と新政権の経済対策による「実質公的需要」押し上げ効果の試算



(注)『震災関連予算』は、2011年度補正予算と2012年度当初予算が対象。
(資料)財務省、内閣府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：消費者物価の推移



(資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の現状と見通し

(1) 金融政策と長期金利

日銀は新総裁・副総裁の下でも、積極的な金融緩和を継続の見通し

日銀は昨年後半以降、立て続けに金融緩和策を強化している（第2表）。昨年12月に「資産買入等基金」の増額を決定した後、1月21-22日の金融政策決定会合では「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買入れ方式」の導入を決め、緩和姿勢を一段と鮮明にした。具体的には、物価目標を2%に引き上げた上で、金融緩和を少なくとも2013年を越えて「必要と判断される時点まで継続」することを明示。金融緩和の時間軸が一段と長期化されたといえる。今後、3月にも就任する予定の新たな総裁、副総裁の下でも、日銀は積極的な金融緩和を続ける方針に変わりないものと予想される。政策の中身としては、長期国債の買入枠の増額や買入対象年限

の延長など、時間軸の更なる延長を狙ったもの、日銀バランスシートの拡大ないし高水準の維持に資するものが中心になると考えられる。

長期金利はごく緩やかながら上昇へ

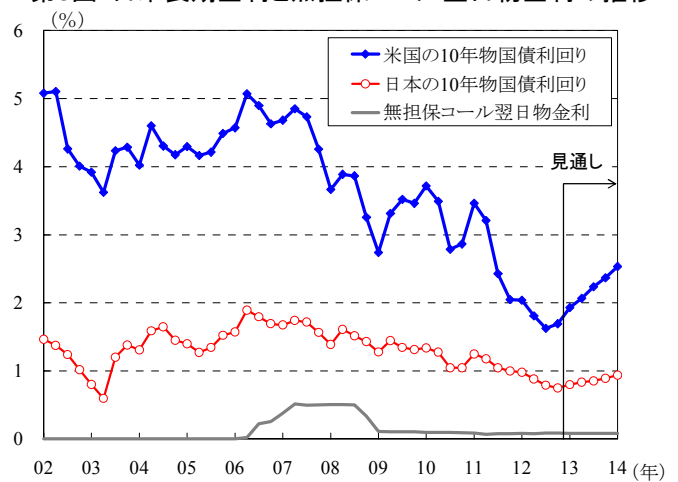
長期金利は、株価の上昇や国内景気の持ち直し期待といった押し上げ材料が出てきた一方、日銀による金融緩和の追加・強化などが抑制要因となり、10年物国債利回りで概ね0.7%台後半、低水準での推移が続いている。先行きに関しては、日銀の金融緩和政策の継続によって上昇ペースは抑えられるが、国内外の景気回復や、経済対策等に伴う国債発行の増加、米国金利の上昇などが押し上げ方向に作用し、長期金利は徐々に上昇していく見通しである（第8図）。

第2表：日銀による最近の金融緩和策

2012年 9月19日	「資産買入等基金」の増強 基金の増額：70兆円→80兆円 長期国債・社債買入についての入札下限金利を撤廃
10月30日	「資産買入等基金」の増強 基金の増額：80兆円→91兆円 貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの創設を決定 金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給 日銀総裁、財務相、経済財政担当相の連名による「デフレ脱却に向けた取組について」を公表
12月20日	「資産買入等基金」の増強 基金の増額：91兆円→101兆円
2013年 1月22日	「物価安定の目標」の導入 消費者物価上昇率で2% 「期限を定めない資産買入れ方式」の導入 14年初から長期国債2兆円を含む13兆円を毎月購入 「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日銀の政策連携について（共同声明）」を公表

(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：日米長期金利と無担保コール翌日物金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 為替

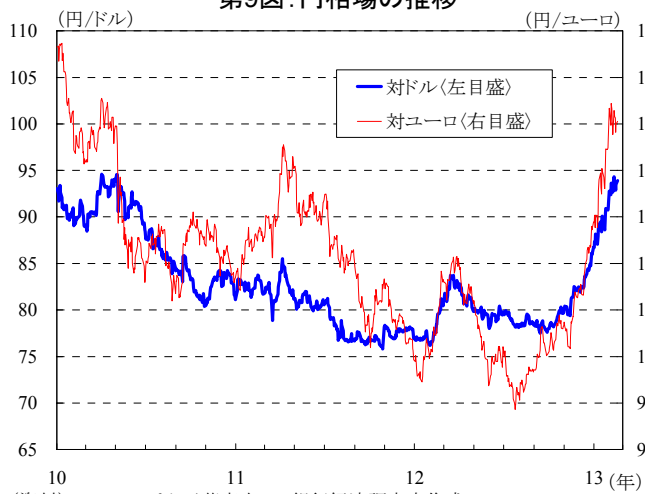
昨年後半以降、円安基調が継続

為替市場では、昨年後半以降、円が売られやすい展開が続いており、円相場は対ドルで90円台、対ユーロで120円台へ下落している（第9図）。日銀による金融緩和の強化を含むアベノミクスへの期待感が主たる要因だと考えられるが、加えて、米国景気に対する回復観測の強まり、欧州不安を背景とする過度なリスク回避姿勢の和らぎなどの海外要因も影響していると思われる。

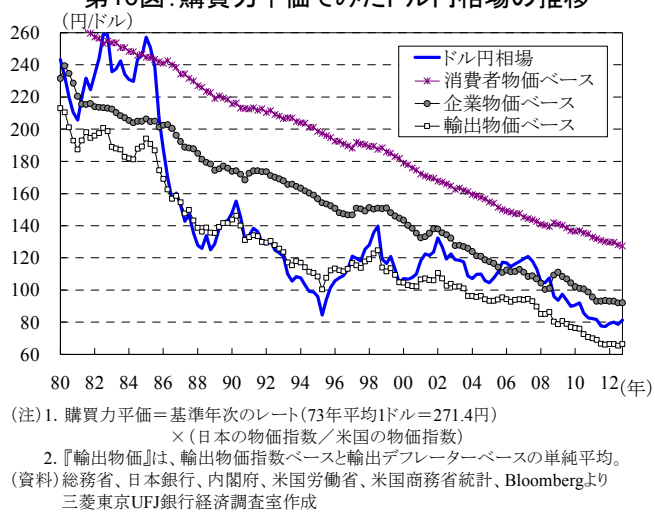
円安の進行は、現状レベルが一つの目安になると予想

先行きを展望すると、更なる急激な円安の進行は国際的にも許容され難くなる可能性が大きく、日銀の追加金融緩和など主な注目材料が一旦出尽くせば、円安の動きも一服してきそうだ。また、日米間の購買力平価水準を確認してみても、直近値は輸出物価ベースで1ドル66円、企業物価ベースで同92円、消費者物価ベースで同127円となっている（第10図）。足元のドル円相場は、過去に概ね上限を画してきた企業物価ベースの購買力平価に到達した格好である。直ちに1ドル70円台まで円高が進むような巻き戻しは当面ないとみられるが、2013年度のドル円相場は期中平均で同89円程度と、2012年度に比べて7円程度の円安水準になると予想している。

第9図：円相場の推移



第10図：購買力平価でみたドル円相場の推移



(石丸 康宏、鶴田 零、坂東 輝昭、中村 逸人、金堀 徹)

日本経済・金融見通し

平成25年（2013年）2月22日
 三菱東京UFJ銀行 経済調査室
 （単位：%、10億円）

	2011				2012				2013				2014	2011年度	2012年度	2013年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済（前期比年率）																
実質GDP	▲7.1	▲3.4	10.4	0.6	6.0	▲1.0	▲3.8	▲0.4	3.5	2.5	3.0	3.5	3.7	0.3	1.0	2.2
個人消費	▲5.4	3.3	5.6	2.1	4.9	0.0	▲1.9	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	5.4	1.5	1.4	1.8
住宅投資	6.7	▲9.2	21.4	▲3.4	▲6.5	9.0	6.7	14.7	4.5	5.1	6.8	8.5	6.6	3.7	5.0	7.1
設備投資	0.5	▲1.8	6.4	38.9	▲10.0	▲1.0	▲13.7	▲9.9	2.4	3.1	3.9	5.3	7.0	4.1	▲1.9	1.0
在庫投資（寄与度）	▲2.6	▲1.3	2.2	▲1.7	1.4	▲1.5	1.1	▲0.6	0.9	0.2	0.1	0.3	▲0.9	▲0.5	▲0.0	0.2
公的需要	▲2.6	2.4	0.2	▲1.2	10.9	6.1	3.3	2.9	▲1.2	▲3.3	▲1.4	▲1.3	▲1.3	0.9	4.2	▲1.1
公共投資	▲14.0	4.2	▲4.1	▲11.5	38.0	26.8	10.4	6.0	▲6.3	▲12.1	▲3.9	▲3.6	▲5.5	▲2.3	13.3	▲4.9
純輸出（寄与度）	▲0.9	▲4.1	3.3	▲2.9	0.7	▲1.1	▲2.8	▲0.6	1.5	1.6	1.5	1.2	0.7	▲1.0	▲0.8	0.8
財貨・サービスの輸出	▲1.1	▲25.5	39.4	▲11.8	14.2	0.2	▲19.0	▲14.0	9.3	14.8	13.4	10.4	7.5	▲1.6	▲2.2	6.1
財貨・サービスの輸入	5.6	▲2.0	13.7	7.0	8.6	6.8	▲1.9	▲9.0	▲0.8	4.1	3.6	3.2	3.6	5.3	3.3	0.8
名目GDP	▲8.5	▲5.8	9.4	▲0.4	5.7	▲2.2	▲4.1	▲1.8	3.6	2.8	3.5	3.9	4.2	▲1.4	0.2	2.3
GDPデフレーター（前年比）	▲2.0	▲2.1	▲1.9	▲1.5	▲1.0	▲0.9	▲0.8	▲0.6	▲0.7	▲0.3	▲0.0	0.1	0.5	▲1.7	▲0.7	0.1
鉱工業生産（前期比）	▲1.5	▲4.2	5.4	0.4	1.3	▲2.0	▲4.2	▲1.9	2.7	1.5	2.0	3.1	1.5	▲1.0	▲2.8	5.1
国内企業物価（前年比）	0.9	1.8	2.2	1.1	0.3	▲1.0	▲1.9	▲0.8	▲0.4	0.3	1.1	1.1	1.1	1.4	▲1.1	1.0
消費者物価（除く生鮮食品） （前年比）	▲0.8	▲0.3	0.2	▲0.2	0.1	0.0	▲0.2	▲0.1	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.0	▲0.0	0.6
2. 国際収支																
貿易収支	908	▲1,093	▲241	▲1,185	▲1,133	▲1,102	▲1,714	▲1,893	▲2,095	▲1,743	▲1,382	▲1,251	▲1,131	▲3,470	▲6,804	▲5,507
経常収支	3,487	1,887	2,546	1,682	1,485	1,515	951	738	1,052	1,269	1,590	1,727	1,834	7,618	4,256	6,420
3. 金融																
無担保コール翌日物	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1
ユーロ円TIBOR（3ヵ月物）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
10年物国債利回り	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9
円相場（円/ドル）	82	82	78	77	79	80	79	81	89	91	89	88	87	79	82	89

（注）無担保コール翌日物は誘導目標、期末値。ユーロ円TIBOR、10年物国債利回り、円相場は期中平均値。

主要経済金融指標(日本)
2013年2月22日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2010年度	2011年度	2012年			2012年				2013年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
実質GDP成長率(前期比年率)	3.4	0.3	▲1.0 (3.8)	▲3.8 (0.4)	▲0.4 (0.3)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	2.0	0.2	▲0.1 (2.6)	▲0.5 (▲0.2)	0.3 (▲0.2)	▲0.4 (▲1.2)	0.3 (0.2)	▲0.4 (0.1)	1.8 (▲0.8)	
鉱工業生産指数	9.3	▲1.0	▲2.0 (5.3)	▲4.2 (▲4.6)	▲1.9 (▲5.9)	▲4.1 (▲8.1)	1.6 (▲4.5)	▲1.4 (▲5.5)	2.4 (▲7.9)	
鉱工業出荷指数	9.4	▲2.0	▲0.2 (8.0)	▲5.4 (▲5)	▲2.1 (▲6.0)	▲4.3 (▲8.4)	▲0.1 (▲4.9)	▲0.8 (▲5.6)	4.0 (▲7.5)	
製品在庫指数	3.9	9.6	0.0 (6.3)	0.3 (4.8)	▲2.5 (3.5)	▲0.9 (4.8)	▲0.1 (3.8)	▲1.2 (3.1)	▲1.2 (3.5)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	108.4	116.4	121.8 [121.1]	127.9 [116.5]	127.1 [115.0]	130.4 [117.6]	127.6 [116.6]	127.2 [115.6]	126.5 [112.7]	[113.5]
国内企業物価指数	0.7	1.4	▲0.2 (▲1)	▲0.8 (▲2)	0.0 (▲0.8)	0.2 (▲1.5)	▲0.3 (▲1.0)	0.0 (▲0.9)	0.2 (▲0.7)	0.4 (▲0.2)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲0.8	0.0	0.3 (0.0)	▲0.3 (▲0.2)	0.0 (▲0.1)	0.0 (▲0.1)	0.0 (0.0)	▲0.1 (▲0.1)	0.0 (▲0.2)	
稼働率指数 (2005年=100)	88.0	87.4	89.8 [79.8]	85.0 [87.5]	83.1 [89.3]	81.1 [87.0]	82.4 [89.9]	82.2 [88.1]	84.6 [89.9]	[92.8]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	9.1	6.2	▲4.1 (▲1.7)	▲1.1 (▲4.6)	2.0 (▲0.8)	▲4.3 (▲7.8)	2.6 (1.2)	3.9 (0.3)	2.8 (▲3.4)	
製造業	18.3	5.9	▲5.8 (▲8)	▲3.2 (▲9.5)	▲3.9 (▲11.1)	2.8 (▲12.7)	▲3.6 (▲13.3)	3.9 (▲10.5)	3.0 (▲9.8)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.7	6.6	0.0 (3.1)	0.1 (▲1.3)	6.3 (7.4)	1.3 (▲4.7)	2.8 (13.3)	6.2 (9.1)	▲8.0 (1.6)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	21.4	5.4	0.7 (0.9)	▲4.8 (▲5.3)	▲6.0 (▲11.4)	▲1.5 (▲4.4)	▲6.7 (▲11.2)	0.0 (▲12.9)	8.4 (▲9.9)	
建設受注	▲5.2	7.1	(6.1)	(6.3)	(▲2.7)	(3.6)	(▲13.8)	(▲2.1)	(4.8)	
民需	▲2.6	3.7	(6.6)	(0.9)	(3.1)	(0.7)	(▲2.0)	(7.9)	(2.7)	
官公庁	▲12.1	22.7	(29.7)	(11.7)	(▲7.3)	(▲17.8)	(▲39.7)	(▲2.0)	(21.5)	
公共工事請負金額	▲8.8	▲0.5	(15.5)	(13.3)	(17.7)	(▲1.9)	(28.2)	(6.2)	(15.6)	(6.7)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	81.9 (5.6)	84.1 (2.7)	87.6 (6.2)	87.6 (▲1.1)	91.8 (15.0)	87.5 (15.5)	96.8 (25.2)	90.6 (10.3)	88.0 (10.0)	
新設住宅床面積	(9.0)	(2.5)	(5.1)	(▲2.7)	(12.2)	(12.6)	(20.1)	(8.5)	(8.4)	
小売業販売額	0.8	0.8	(3.1)	(0.5)	(0.1)	(0.4)	(▲1.2)	(1.2)	(0.3)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲0.9	▲1.2	1.7 (2.7)	▲1.4 (0.9)	▲0.7 (▲0.2)	▲1.9 (▲0.9)	0.6 (▲0.1)	▲0.1 (0.2)	▲0.7 (▲0.7)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.4	73.3	74.1 [74.0]	74.4 [73.1]	74.8 [74.2]	74.7 [74.1]	74.0 [72.7]	75.0 [74.1]	75.7 [74.5]	[73.7]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	7.9	0.8	0.0 (4.0)	▲3.3 (▲0.9)	▲0.2 (▲2.5)	▲0.8 (▲2.0)	▲1.0 (▲3.1)	1.0 (▲2.2)	1.7 (▲2.2)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	▲0.3	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲1.0)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.8)	(▲1.7)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	23	52	138	131	133	130	134	128	137	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.56	0.68	0.81 [0.62]	0.82 [0.66]	0.81 [0.69]	0.81 [0.67]	0.80 [0.68]	0.80 [0.69]	0.82 [0.71]	[0.73]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.0	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1	4.2	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.2	44.9	47.3 [38.0]	43.0 [48.4]	41.6 [46.0]	41.2 [45.3]	39.0 [45.9]	40.0 [45.0]	45.8 [47.0]	49.5 [44.1]
企業倒産件数 (実数、件数)	13,065 (▲11.3)	12,707 (▲2.7)	3,127 (▲5.5)	2,924 (▲5.9)	2,889 (▲6.8)	931 (▲6.9)	1,035 (6.0)	964 (▲11.9)	890 (▲13.7)	934 (▲5.1)

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2010年度	2011年度	2012年			2012年				2013年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
通関輸出	14.9	▲3.7	(4.8)	(▲8.2)	▲5.5	(▲10.3)	(▲6.5)	(▲4.1)	(▲5.8)	(6.4)
価格	0.1	0.6	(1.2)	(0.6)	(4.2)	(0.9)	(1.7)	(3.6)	(7.3)	(13.1)
数量	14.7	▲4.3	(3.5)	(▲8.7)	(▲9.3)	(▲11.1)	(▲8.1)	(▲7.5)	(▲12.2)	(▲6.0)
通関輸入	16.0	11.6	(5.1)	(0.2)	(0.4)	(4.2)	(▲1.5)	(0.9)	(1.9)	(7.3)
価格	3.4	9.1	(1.8)	(▲2.6)	(1.1)	(▲0.1)	(▲0.4)	(1.8)	(1.9)	(8.4)
数量	12.4	2.2	(3.2)	(2.9)	(▲0.6)	(4.2)	(▲1.0)	(▲0.9)	(0.0)	(▲1.0)
経常収支(億円)	166,595	76,180	11,377	16,210	▲1,096	5,137	3,769	▲2,224	▲2,641	
貿易収支(億円)	64,955	(34,698)	▲11,298	▲15,144	▲18,654	▲4,747	▲4,503	▲8,475	▲5,676	
サービス収支(億円)	▲12,730	▲18,265	▲8,303	▲8,092	▲8,270	▲2,633	▲3,568	▲1,901	▲2,801	
資本収支	▲155,633	29,618	▲30,182	▲23,904	▲60	▲6,860	▲5,920	▲3,274	9,134	
外貨準備高(百万ドル)	1,116,025	1,288,703	1,270,547	1,277,000	1,268,125	1,277,000	1,274,160	1,270,848	1,268,125	1,267,299
対ドル円レート(期中平均)	85.69	79.05	80.17	78.62	81.16	78.17	78.97	80.87	83.64	89.18

3. 金融

	2010年度	2011年度	2012年			2012年				2013年	
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月	
コール・レート	0.091	0.077	0.078	0.085	0.084	0.085	0.085	0.086	0.082	0.083	
(無担保翌日物)			[0.067]	[0.078]	[0.079]	[0.080]	[0.081]	[0.077]	[0.078]	[0.080]	
ユーロ円TIBOR	0.356	0.331	0.333	0.327	0.318	0.327	0.326	0.318	0.308	0.292	
(3ヵ月物)			[0.332]	[0.330]	[0.329]	[0.329]	[0.329]	[0.329]	[0.329]	[0.331]	
新発10年国債利回り	1.127	1.050	0.848	0.780	0.757	0.765	0.775	0.700	0.795	0.740	
(未値)			[1.160]	[1.043]	[1.030]	[1.020]	[1.045]	[1.065]	[0.980]	[0.965]	
都銀貸出約定平均金利	1.357	1.269	1.255	1.245	1.226	1.245	1.242	1.239	1.226		
(前期、月比増減)			(▲0.014)	(▲0.010)	(▲0.019)	(▲0.012)	(▲0.003)	(▲0.003)	(▲0.013)		
日経平均株価	9,755	10,084	9,007	8,870	10,395	8,870	8,928	9,446	10,395	11,139	
(225種、未値)			[9,816]	[8,700]	[8,455]	[8,700]	[8,988]	[8,435]	[8,455]	[8,803]	
M2平残	(2.7)	(2.9)	(2.4)	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.1)	(2.6)	(2.7)	
広義流動性平残	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(1.1)	(1.4)	
貸出資金吸収動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(▲1.9)	(▲0.1)	(0.3)	(0.8)	(1.0)	(0.9)	(0.8)	(1.0)	(1.1)	(1.3)
	銀行計	(▲2.0)	(▲0.1)	(0.5)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.1)	(1.2)	(1.4)	(1.6)
	都銀等	(▲4.2)	(▲1.8)	(▲1.1)	(▲0.4)	(▲0.1)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.2)	(0.7)
	地銀	(0.6)	(1.9)	(2.4)	(2.9)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.1)
	地銀Ⅱ	(▲0.4)	(1.1)	(1.3)	(1.4)	(0.4)	(1.2)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.4)
信金	(▲1.3)	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.7)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.7)	(▲0.6)	(▲0.5)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.6)	(2.7)	(1.8)	(2.2)	(2.0)	(2.3)	(2.1)	(1.7)	(2.3)	(2.3)
	都銀	(2.6)	(1.9)	(0.7)	(2.1)	(1.7)	(2.5)	(1.9)	(1.1)	(2.1)	(2.1)
	地銀	(3.1)	(3.7)	(3.0)	(2.3)	(2.6)	(2.1)	(2.5)	(2.5)	(3.0)	(3.0)
	地銀Ⅱ	(0.6)	(2.8)	(2.8)	(2.2)	(1.1)	(1.9)	(1.1)	(1.0)	(1.2)	(0.9)

(注)金利は期中平均値。

(資料)内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅱ. 米国

～構造調整進展も、財政再建が当面の成長ペースを抑制～

1. 景気の現状

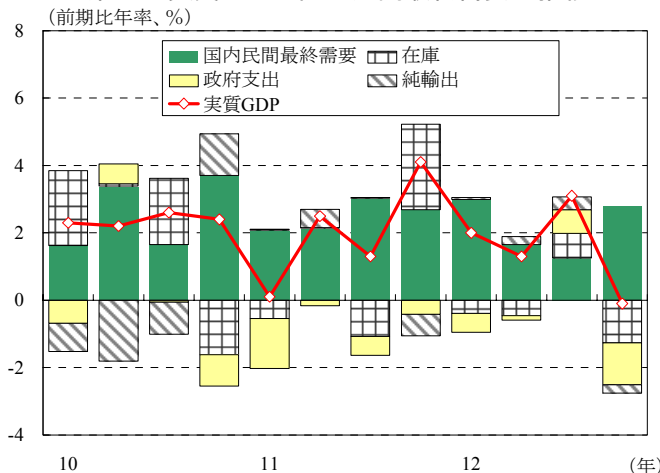
緩やかな景気回復が継続

米国経済は緩やかな回復を続けている。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率はマイナスとなったが、在庫投資や国防支出の一時的とみられる大幅減少が主因であり、国内民間最終需要はむしろ加速している（第 1 図）。また、低迷してきた住宅市場では、このところ持ち直しの動きが強まっている。住宅着工や販売の伸びが昨年に大きく高まり、住宅価格の上昇傾向も明確になっている（第 2 図）。

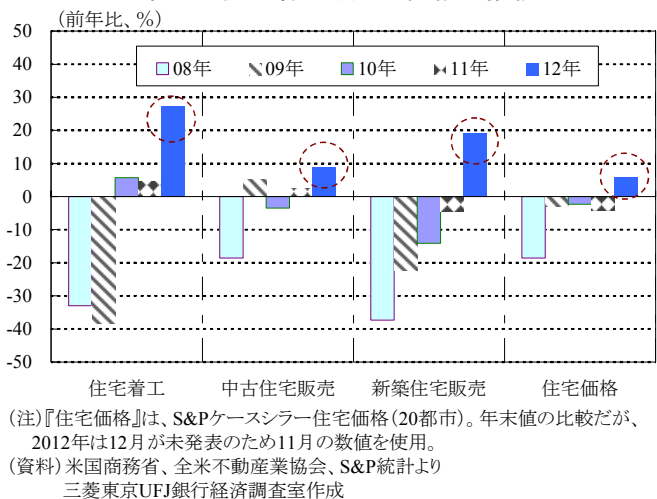
住宅市場の正常化と個人消費の持ち直しが、景気回復をサポート

2009 年 6 月からの今次回復局面を振り返ってみると、家計部門がバランスシート調整で低迷するなか、輸出や設備投資など企業部門が牽引してきたが、昨年半ば以降、こうした構図は変わりつつある。足元では、「海外経済の成長一服・鈍化を受けた輸出や設備投資の減速」と「財政再建圧力の高まりによる政府支出の減少や増税」が景気回復の重石となっている一方で、「過剰在庫の縮減などを背景とした住宅市場の正常化」や「バランスシート調整の進展と雇用回復に合わせた個人消費の持ち直し」がプラスに作用していると言える。

第1図: 実質GDPと国内民間最終需要の推移



第2図: 住宅着工・販売・価格の推移



2. 今後の見通し

(1) 概要

2013 年も成長率は 2%台

米国経済は今後も、構造調整の進展などで内需が徐々に底堅さを増す一方、財政再建が成長ペースを抑制する見通しである。2013 年の実質 GDP 成長率は、過去 2 年に比べれば高くなるものの、前期比年率+2%台と決して高くないレベルに止まると予想する（第 3 図）。

今年の財政緊縮幅は想定以上

2013年に関しては、所謂「財政の崖」の全面顕現（6,000億ドル程度）こそ免れたが、給与税減税廃止など1,400億ドル程度の財政緊縮によるマイナス影響を受けることになりそうだ。こうした財政要因による成長率の下押しは▲0.8%程度と試算され、11月時点の見通しで想定していた規模よりも大きい。

ただし、プラス要因によって相殺

一方、想定を上回るプラス材料も出ている。具体的には、①住宅価格の上昇継続、②FRBの金融緩和策強化などを背景とした株価上昇、③原油価格に比べたガソリン価格上昇ペースの相対的な鈍化、が挙げられる（第4図）。これらが米国景気へ与えるプラスの影響は、想定以上の財政緊縮によるマイナス影響をほぼ相殺すると見られる。このため、今年の成長率見通しは前年比+2.3%と、昨年11月時点から不変となる。

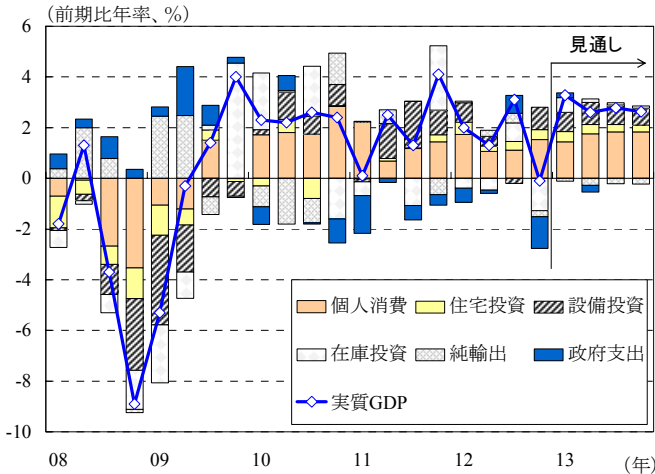
来年以降は、成長ペースが少しずつ加速

来年以降の米国経済に目を転じると、緒に就いたばかりの財政再建が引き続き最大の下押し圧力となりそうだ。ただし、財政再建のペースは何とか緩やかなものに止まり、景気への下押し圧力も徐々に逡減していくとみられる。一方、牽引力としては「構造調整の進展」や「シェール革命による貿易収支改善やエネルギー価格抑制」などが想定される。これらを受けて、特に内需の底堅さは維持される公算が大きい。

構造問題は住宅以外でも解消の兆し

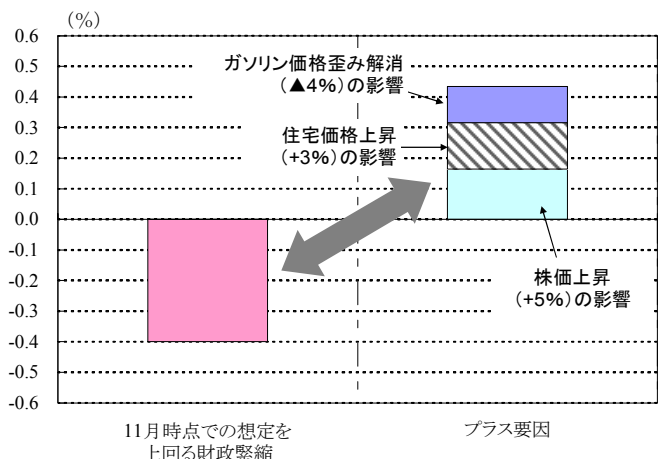
構造調整は住宅市場で着実に進展している。住宅市場は、現在の活動水準が過去や他の経済活動に比べて依然低く、ここ数年のペントアップ需要も一定程度は顕在化しそうなことから、息の長い回復が期待できそうだ。また、住宅市場の回復傾向が明確になるにつれ、最近になって「世帯増加率の持ち直し」や「長期失業者割合の低下」など、より広範に渡って（広い意味での）構造問題に解消の兆しがみられるようになってきた。財政の下押し圧力が現状よりは逡減し、構造調整進展による上向きの力が少しずつ強まるなか、米国経済の成長率は徐々にではあるが高まる展開となろう。

第3図：実質GDPの見通し



(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：2013年の実質GDPに対する各要因の影響度合い



主な下振れリスクは財政関連 景気の下振れリスクとしては、①急激な財政緊縮の実現、②財政再建の議論紛糾、政治的混乱による不透明感の増大、③欧州債務問題の一段の深刻化・中国経済の失速、などが挙げられる。とりわけ、財政絡みの動向が注目される。

(2) 見通し上のキーポイント

財政は最大の下押し要因 当面の米国経済において、財政は「財政緊縮」と「財政再建協議を巡る不透明感」の2つの経路を通じて、最大の下押し要因であり続けそうだ。

財政緊縮の実施も、赤字縮小は不十分 「財政の崖」問題が概ね決着したことから、改めて米国財政の現状を確認しておく。2013年2月に発表された米国議会予算局の最新見通しでは、2013会計年度(2012年10月～2013年9月)に名目GDP比▲5.3%の財政赤字が見込まれている^(注1)。赤字幅は直近のピーク(2009会計年度と同▲10.1%)からは縮小してきているが、過去(1951～2011会計年度)の平均値(同▲2.1%)との比較では依然高水準である。年初に決定された一連の財政再建策を実施しても、単年度の財政赤字を十分に縮小させることは叶いそうにない。なお、2013会計年度の公的債務残高は、名目GDP比76.3%と2012会計年度(同72.5%)から上昇し、1950年以来の高水準となる見込みである。

財政関連の課題は山積 このような状況下で中長期の再建計画が未策定なこともあり、財政関連の政治課題は以下の通り山積みである。2ヵ月先送りされた歳出の強制削減措置の取り扱いは2月中に、2013会計年度の暫定予算の延長は3月中に対応を求められる。また、2月に成立した債務上限の暫定引き上げ法は5月19日が期限であるほか、暫定引き上げの際に条件となった2014会計年度の予算決議案可決は4月15日が期限である(第1表)。

不透明感は残存も、政治的混乱はこれまでより抑制 これらの課題を解決する途上での政治的混乱による不透明感の強まりは、景気回復を抑制しかねない。ただし、昨秋の大統領・議会選挙を経て与野党間に幾分歩み寄りの姿勢がみられるほか、上院では1月に審議入り阻止行為の制限を決定しており、これらが混乱の抑制要因となることが期待される。

財政再建は緩やかなペースで進む 今後の財政再建は、①米国の財政状況が日本や欧州ほど切迫していないこと、②足元までに一定程度の財政緊縮を実施してきたこと、などから景気が腰折れしない程度の緩やかなペースで進むものと想定される。財政収支の改善幅とそれに伴う実質GDP成長率へのマイナスの影響は、前会計年度や今会計年度をピークに逡減していく見通しである(第5図)。ただし、債務残高が高水準で課題が山積みであるため、想定を上回るペースでの財政緊縮を迫られるリスクには注視が必要である。

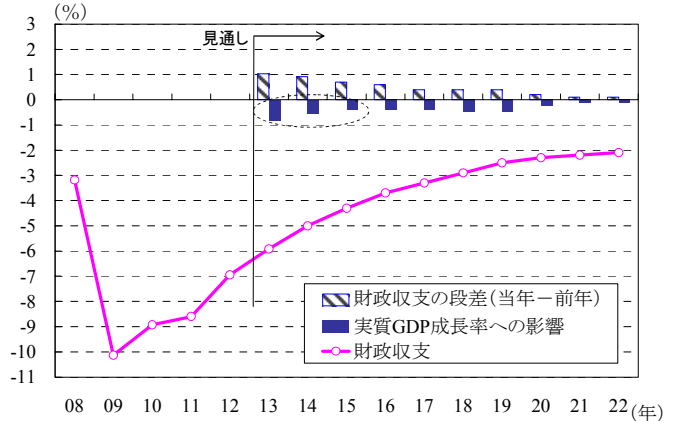
(注1) 歳出の強制削減措置などの実施を含むため、実際の財政赤字幅削減はここまで進まない可能性がある。

第1表: 財政関連の主要課題

	期限	概要・見通し
① 歳出の強制削減措置	3月1日	・民主党は税額控除廃止などの税収増で代替したい意向 ・共和党はメディケア、メディケイド、公的年金などの歳出削減で代替したい意向
② 2013会計年度の暫定予算の延長	3月27日	・予算が継続できなければ、政府機能は停止する恐れあり
③ 予算決議案(2014会計年度)の可決	4月15日	・予算決議案では5年間の財政見通しを提示 ・2014会計年度については、可決できなければ議員給与が凍結
④ 債務上限の引き上げ	5月19日	・2月に成立した法案により、5/19までは法定上限を超える借入が可能 ・上限が引き上げられなければデフォルトへ近づく
⑤ 中長期財政再建計画の策定	—	・共和党は「向こう10年での財政収支均衡化」を新たに主張し、従来の主張より早期の財政再建を目指す姿勢

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 財政再建による実質GDP成長率への影響



(注) 1. 『財政收支』、『財政收支の段差』は、対名目GDP比。

2. 『実質GDPへの影響』は、対実質GDP比。

(資料) 米国議会予算局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策と長期金利

資産購入策は減額の上、来年前半まで継続へ

金融政策に関して、FRBは昨年9月にMBS(住宅ローン担保証券)の購入(月400億ドル)を決定し、12月には国債の購入(月450億ドル)を決定した。これら資産購入策の継続期限は定められていないが、最近のFRB高官発言などから判断すると、今年後半に減額された後、来年前半頃まで継続される公算が高そうだ。その場合でも、FRBの保有資産総額は、現在の約3兆ドルから約4兆ドルへと大きく拡大する(第6図)。

失業率が6.5%へ低下するのは、2016年頃となる見込み

また、昨年12月には超低金利政策解除の条件として、経済条件に基づくガイダンスが導入され、失業率が6.5%を下回るまで超低金利が維持されることとなった。直近の失業率は7.9%だが、雇用者数の月20万人増加と労働参加率の小幅上昇(+0.5%)を想定すれば(注2)、2016年1月頃に失業率は6.5%へ低下する計算だ(第2表)。この場合には、初回の利上げも同時期に実施されることになる。

長期金利は緩やかに上昇

長期金利は、景況感改善と、欧州債務問題への過度な懸念後退で米国債への「質への逃避」需要が減少するなか、1%台半ばの異例とも言えるほどの超低水準からようやく2%近傍まで上昇してきた。今後も上昇傾向は続くとみられるが、FRBによる低金利政策と高水準の国債買入が継続されるため、そのペースは緩やかに止まろう。名目GDP成長率などファンダメンタルズとの比較では、低めの金利水準がしばらく続く見通しである。

(注2) 労働参加率は2008年までは66%近傍で推移していたが、景気後退以降に低下傾向となり、直近2013年1月は63.6%となっている。

第6図:FRBの保有資産額の推移



第2表:失業率が6.5%へ低下する時期の試算

	労働参加率	雇用者増加ベース	就業可能人口の増加ベース	6.5%へ低下する時期
①	横ばい(63.6%)	月20万人	現行ペース(月18万人)	2014年12月
②	横ばい(63.6%)	月18万人	現行ペース(月18万人)	2015年6月
③	やや上昇(+0.5%⇒64.1%)	月20万人	現行ペース(月18万人)	2016年1月
④	やや上昇(+0.5%⇒64.1%)	月18万人	現行ペース(月18万人)	2016年10月
⑤	上昇(+1%⇒64.6%)	月20万人	現行ペース(月18万人)	2017年1月
⑥	大幅上昇(+2%⇒65.6%) ～危機前水準を回復	月20万人	現行ペース(月18万人)	2019年4月
⑦	失業率が7.9%から6.5%へ低下した過去2局面の平均低下ペース(80年代:36ヵ月、90年代:18ヵ月)			2015年5月
⑧	2009年以降の失業率低下ペース(が継続)			2015年2月

(石丸 康宏、栗原 浩史、前原 佑香)

(ドル円相場動向については、「日本経済の見通し」に記載しております。)

米国経済・金融見通し

見通し →

(単位: %、億ドル)

	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済(前期比年率)															
実質GDP	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	3.1	▲0.1	3.3	2.6	2.8	2.6	1.8	2.2	2.3
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.5	1.6	2.2	2.0	2.5	2.6	2.6	2.5	1.9	2.2
住宅投資	▲1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.5	13.5	15.3	15.0	13.0	10.0	9.0	▲1.4	11.9	13.0
設備投資	▲1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	3.6	▲1.8	8.4	7.0	8.0	7.0	6.0	8.6	7.7	6.0
在庫投資(2005年連鎖価格)	303	275	▲43	705	569	414	603	200	400	450	480	510	310	447	460
(寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(▲1.1)	(2.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(0.7)	(▲1.3)	(0.6)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)
純輸出(寄与度)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	(▲0.6)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	5.3	1.9	▲5.7	4.0	4.0	4.5	5.0	6.7	3.2	2.1
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.8	▲0.6	▲3.2	4.0	5.0	5.0	5.5	4.8	2.5	2.4
政府支出	▲7.0	▲0.8	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.9	▲6.6	1.0	▲1.5	0.0	0.0	▲3.1	▲1.7	▲0.9
実質最終需要(国内民間)	2.5	2.6	3.7	3.2	3.6	2.0	1.5	3.4	3.1	3.6	3.4	3.3	3.1	2.9	3.0
名目GDP	2.2	5.2	4.3	4.2	4.2	2.8	5.9	0.5	5.1	4.4	4.8	4.7	4.0	4.0	4.0
鉱工業生産	4.4	1.2	5.6	5.1	5.9	2.4	0.4	1.0	4.6	2.8	3.3	2.9	4.1	3.7	2.6
失業率	9.0	9.0	9.0	8.7	8.3	8.2	8.0	7.8	7.9	7.8	7.7	7.6	8.9	8.1	7.8
生産者物価(前年比)	4.9	6.9	6.9	5.3	3.4	1.0	1.5	1.7	1.7	2.8	2.1	2.2	6.0	1.9	2.2
消費者物価(前年比)	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.9	1.8	2.1	2.0	2.0	3.2	2.1	2.0
2. 国際収支															
貿易収支(財)	▲1,814	▲1,872	▲1,806	▲1,893	▲1,946	▲1,860	▲1,742	▲1,810	▲1,870	▲1,875	▲1,880	▲1,885	▲7,384	▲7,357	▲7,512
経常収支	▲1,200	▲1,191	▲1,082	▲1,187	▲1,336	▲1,181	▲1,075	▲1,143	▲1,204	▲1,209	▲1,214	▲1,219	▲4,659	▲4,736	▲4,846
3. 金融															
FFレート誘導目標	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
ユーロドル金利(3ヵ月物)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
国債流通利回り(10年物)	3.5	3.2	2.4	2.0	2.0	1.8	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.4	2.8	1.8	2.2

(注) 在庫投資と純輸出は年率換算した実額。FFレート誘導目標は期末値。その他の金利は期中平均値。

Ⅲ. 西欧

～テールリスクは後退も、実体経済は未だ回復軌道に戻らず～

1. 総論

(1) 景気の現状

金融市場の緊張は緩和するも、実体経済は回復軌道に戻っていない

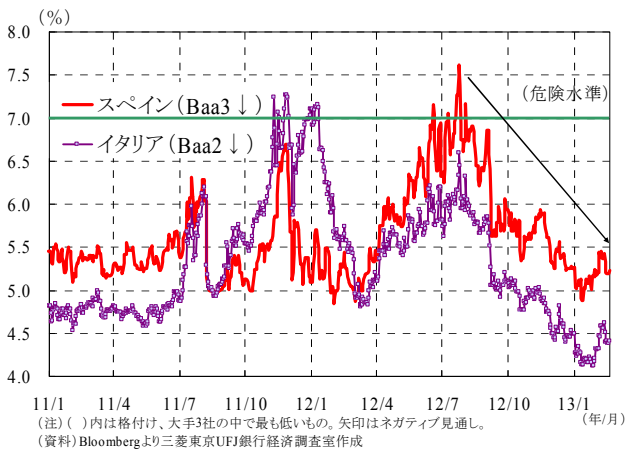
欧州経済は、直近の景況感など一部の先行指標に底打ち感がみられる。欧州中央銀行（ECB）による新しい国債購入プログラム（OMT）など、周縁国向けの支援体制の枠組みが整備されてきたことを主因に、債務問題に対する過度な懸念は後退し、長期金利の低下にあらわれているように、金融市場の緊張は大幅に緩んだ（第1図）。「最悪期は脱した」との期待が生じているが、ユーロ崩壊などのテールリスクは減退したものの、実体経済は回復軌道に戻っていないのが現状である。

2012年第4四半期は一段と冷え込み

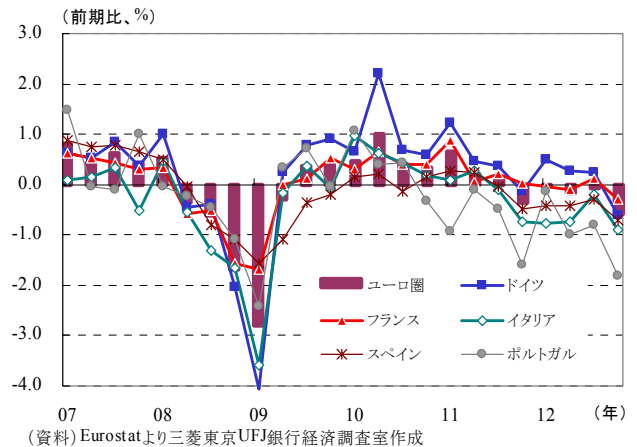
2012年を振り返ると、ユーロ圏経済は年末にかけて一段と冷え込んだ。第4四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.6%、2012年通年では▲0.5%と落ち込んだ（第2図）。第4四半期は国別にはドイツが前期比▲0.6%、フランス同▲0.3%、イタリア同▲0.9%、スペイン同▲0.7%と、軒並みマイナスが続いた。債務問題を受けて悪化した企業マインドが、在庫や設備の投資を抑制した模様である。

債務問題の悪化が投資を抑制

第1図：イタリアとスペインの10年債利回り



第2図：ユーロ圏の実質GDP成長率



(2) 今後の見通し

2013 年も勢いを欠く見通し

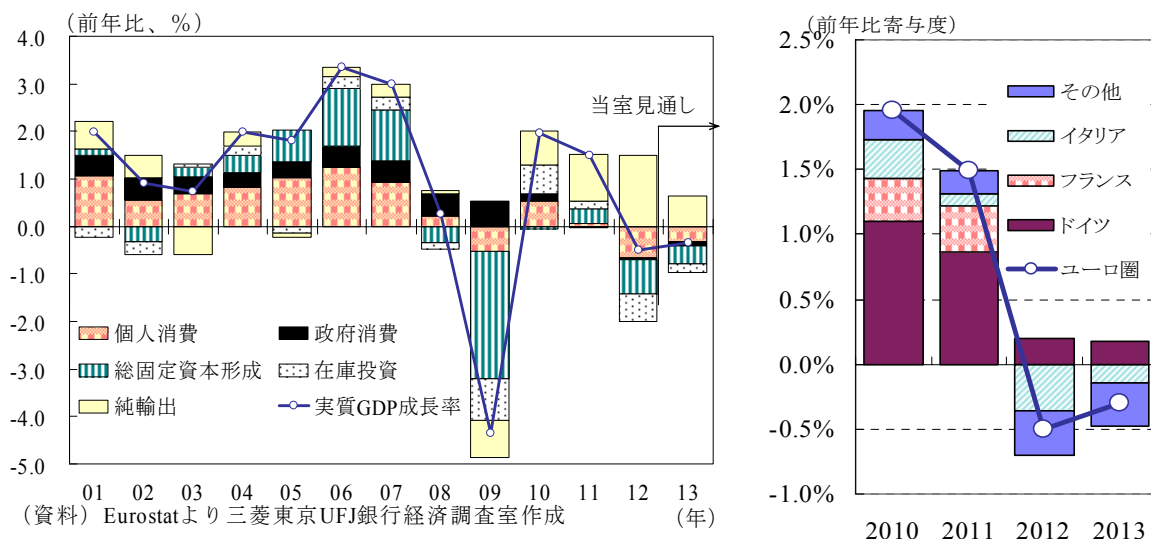
年間を通してほぼゼロ成長に

英国も、外需の低迷や財政緊縮が引き続き景気を下押しする公算

2013 年のユーロ圏経済は、牽引役のドイツでも投資の低迷が続き、勢いを欠く見通しである。他国はフランスも含めて底入れを探るのが精一杯な展開になろう。財政緊縮の継続による下押しに圧力に加え、最近のユーロ高の影響もあり、景気の下振れリスクは依然として強く、慎重な見方を維持する。景気は年内に底入れしても、その後も回復や増勢は感じられず、年間を通してほぼゼロ成長が見込まれる（第3図）。

英国については、同国の輸出の約半分を占めるユーロ圏景気の低調継続が、景気の下押し要因となる公算が大きい。また国内においては、財政緊縮が引き続き景気を下押しするとみられる。加えて、昨年末以降の原油価格の反発が今後物価に波及し、家計を圧迫することも想定される。これらの要因により、2013 年の成長率は前年比 0.1%と低水準にとどまると予想する。

第3図：ユーロ圏実質 GDP 成長率



2. ユーロ圏

(1) 設備投資とドイツの住宅市場

設備稼働率は僅かに反発も、企業収益の底打ちは未確認

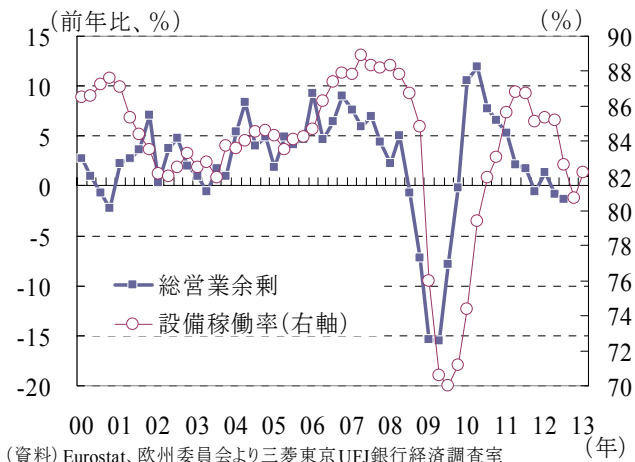
昨年のマイナス成長の一因となった設備投資の今後の動向を見通すと、企業の設備稼働率は足元で僅かに反発したが、①ユーロ圏の牽引役ドイツも含めて設備投資の原資である企業収益の底打ちは確認できていない(第4図)、②企業サーベイでビジネスサイクルをみても、産業活動の勢いは強くない、といったことから、2013 年を通して設備投資の大幅な回復は見込みにくい。

ただし、ドイツの住宅市場は堅調

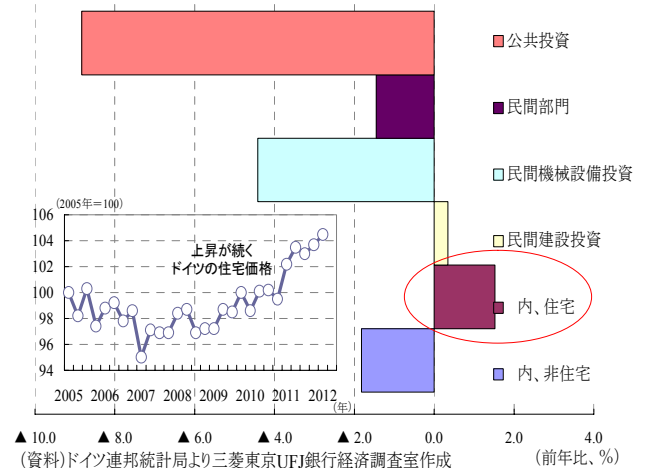
良好な雇用環境とあわせてドイツの消費の下支えに

ただし、ドイツの総固定資本形成の内訳を確認すると、2012年は公共投資や民間機械設備投資が大幅なマイナスとなるなか、民間の住宅建設投資のみ、唯一前年比プラスを確保した（第5図）。住宅価格は2000年代後半からの上昇傾向に著変はなく、住宅建設の先行指標である建設受注も前年比+10%前後で順調に推移している。ドイツにとっては緩和的な金融環境が続くなか、同国の住宅建設は2013年も数少ない明るい材料となりそうだ。堅調な住宅市場は良好な雇用環境と合わせて、ドイツの消費の下支えとなることが期待される。

第4図：ドイツの設備稼働率と企業収益



第5図：ドイツの総固定資本形成内訳（2012年）



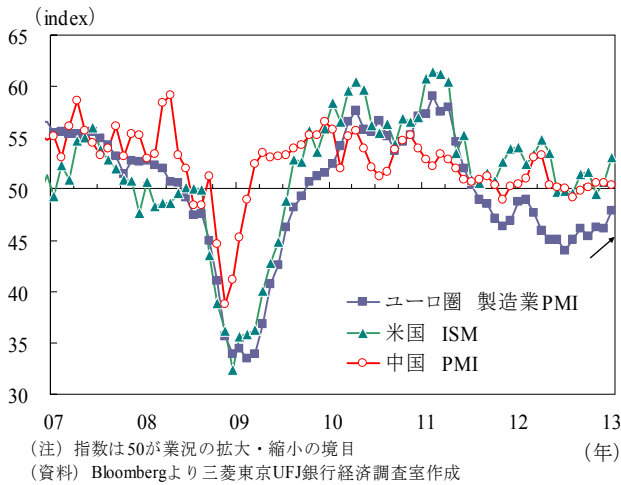
(2) 海外需要は緩やかに拡大

緩やかに拡大する海外需要はドイツを中心に取り込める見通し

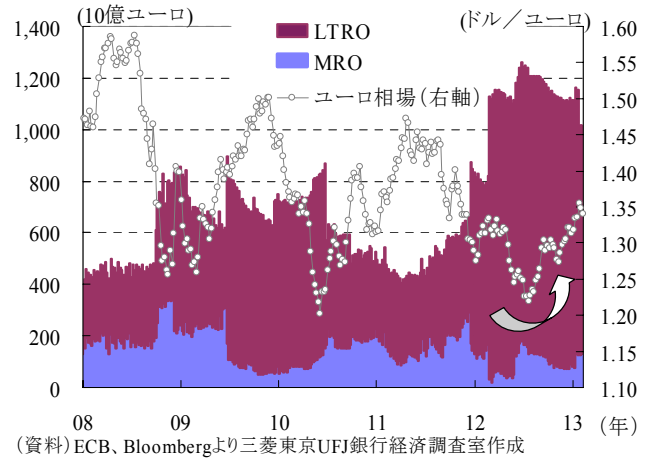
ただし、ユーロ高はラグをもって成長の重石となるおそれ

2013年は米国やアジアを中心とする海外需要は緩やかな拡大が見込まれ、ドイツを中心にユーロ圏は、基本的にはそれを取り込める見通しである（第6図）。ただし、足元のユーロ相場はECBによる利下げ期待の剥落と、欧州情勢に関わる緊張の緩和から上昇傾向にある。債務問題が本質的には解消していないなか、今後もユーロ高が一本調子で進むとは考えにくいものの、成長への影響を鑑みると、年後半にかけては足元のユーロ高がラグをもって重石となるおそれが指摘される。こうしたなか、ECBのドラギ総裁は2月の定例理事会後に、物価の下振れリスクを理由にユーロ相場を「注視」と発言し、ユーロ高を事実上牽制している（第7図）。

第6図：米国、中国、ユーロ圏の景況感



第7図：ECB 資金供給オペとユーロ相場



(3) 目立つフランスの出遅れ感

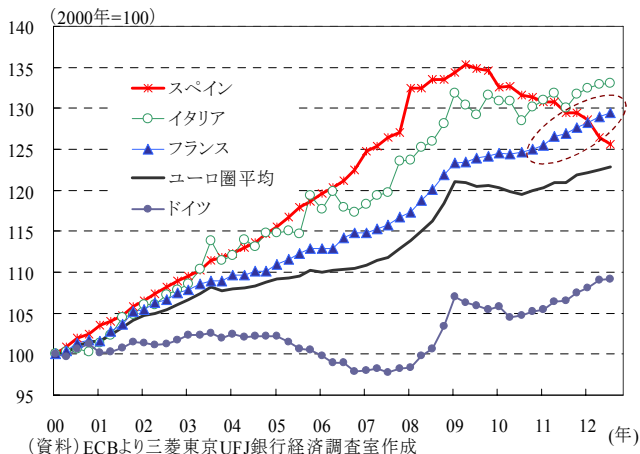
競争力が一段と低下するなか、経常収支も悪化基調

ここにきて目立つ懸念材料はユーロ圏第2の経済大国フランスである。同国は高労働コスト体質の下(第8図)、国際競争力を一段と低下させており、それが財政収支や経常収支の悪化につながっている。こうしたなかオランダ大統領は、他国の反対を受けながらもユーロ相場の中期的目標の設定を提案するなど、相応の危機感を抱いている模様である。競争力の回復が喫緊の課題だが、2013年はGDP比1~2%相当の大規模な財政緊縮が予定され、企業向けの補助金や減税など、財政出動を伴う競争力改善策は導入しづらい状況である。今年1月の労使合意で、不況時には雇用維持の見返りとして給与削減や労働時間延長が可能となったが、現場レベルへの浸透には時間がかかるとみられ、これも即効性はない。足元の指標をみると、失業率の上昇に歯止めがかかっておらず、可処分所得も低調ななか、フランス経済の牽引役となるべき個人消費の盛り上がりは期待しにくい(第9図)。

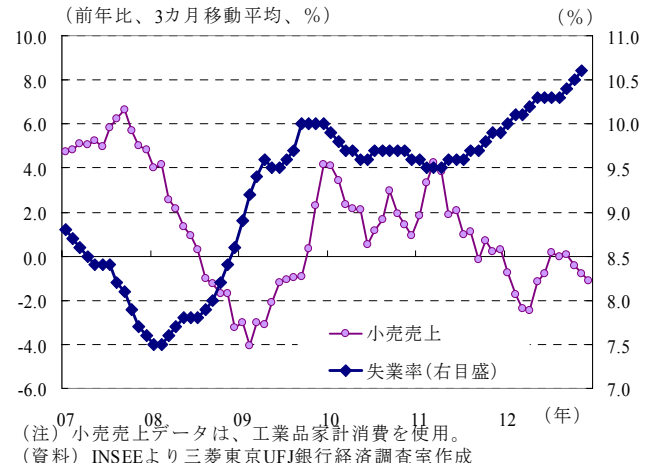
2013年は大幅な財政緊縮を予定

雇用環境も消費にはマイナスに

第8図：単位労働コスト



第9図：フランスの雇用と消費動向



(4) 銀行貸出と ECB 金融政策

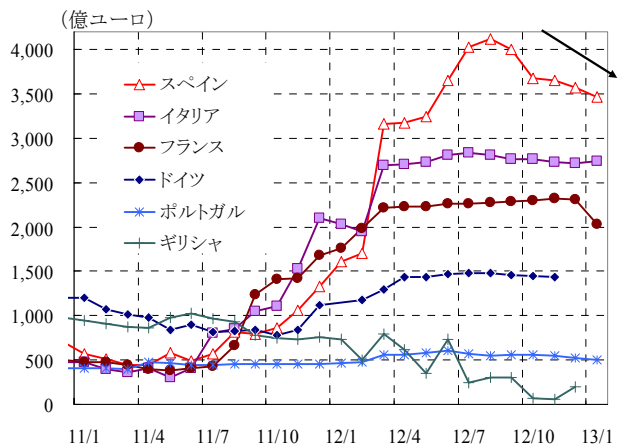
銀行貸出は低迷が
続く

銀行貸出に目を転じると、これも低迷が続いており、景気に前向きな動きはまだみてとれない。昨年 12 月のユーロ圏全体の民間向け銀行貸出は前年比▲0.7%と、8 カ月連続でマイナスを記録した。特に企業向け貸出(同▲2.3%)は、落ち込み幅が依然として拡大している。1 月の銀行貸出調査をみても、企業向けの貸出基準は 3 カ月前からほぼ変わらず、資金需要も弱いままである。

ECB は当面の様子
見姿勢を示唆

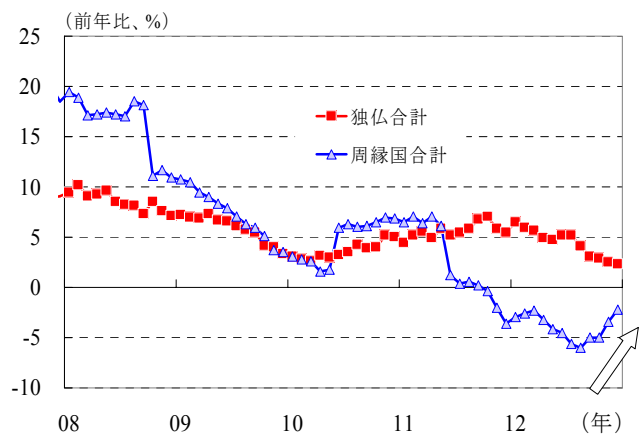
こうした状況にもかかわらず、ECB は 2 月も政策金利を据え置いた。2011 年 12 月の第 1 弾 3 年物資金供給オペ (LTRO) にて銀行が調達した資金の 3 割強につき早期償還の応募があり、銀行間金融市場の正常化が示唆されていることが一因である。実際、スペインで顕著にみられるように、ECB からの借り入れ増は昨年後半に一服しており (第 10 図)、これからの利下げの必要性は限定的とみられる。ドラギ総裁も記者会見にて、当面は様子見姿勢をとることを示唆している。

第 10 図 : ECB からの借り入れ



(注)ギリシャ中銀の国内銀行向け緊急流動性支援 (ELA。金利は通常の ECB オペよりも高く設定) は含まず。
(資料) 各国中央銀行より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第 11 図 : 銀行預金の推移



(注)周縁国はギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリア。
(資料) ECB より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

(5) 欧州債務問題の現状

債務問題は金融市
場では小康状態

冒頭で述べたように、ECB の OMT など周縁国向け支援体制の枠組みが整備されてきたこともあり、欧州債務問題は金融市場においては小康状態にある。長期金利が昨年後半に大きく低下したほか (前掲第 1 図)、スペインやギリシャを中心に大幅に落ち込んでいた銀行預金もここに来て改善傾向にあり (第 11 図)、ひと頃の金融危機的な状況は沈静化している。

債務問題の終結に
は周縁国財政の抜
本的再建が不可欠

ただし、OMT は周縁国各国の財政ファイナンスをサポートするだけのいわば対症療法。債務問題が終結を迎えるには、周縁国財政の抜本的な再建が不可欠だが、各国とも大なり小なり課題を抱えている。例えばギリシャは、昨年 12 月に新しい財政再建プログラムを導入したが、経済成長率

の前提が楽観的であり、現実的な成長を想定すると更なる債務削減策が別途必要な状況である。また、スペインは、昨年末に資本不足銀行に対して約 400 億ユーロ（GDP 比 4%弱）の公的資金注入を実施し、不良債権問題に一定の目処を付けたが、この資金は全額、ユーロ圏の救済基金である欧州安定メカニズム（ESM）からの借り入れである。その分、政府債務は上積みされることになる。

財政同盟、銀行同盟の議論は今年半ば以降に先送り

昨年終盤には、欧州委員会を中心に、ユーロ圏の財政同盟や銀行同盟を進めることを通じて、周縁国に対する踏み込んだ支援体制を整備しようとする動きもみられた。財政同盟では、周縁国向けの「連帯基金」の設立やユーロ圏共同（短期）債の導入などが課題である。銀行同盟では、ESM による銀行への直接資本注入や、域内単一の銀行破綻処理スキーム（財源も共通）が検討されている。ただし、周縁国の財政規律にモラルハザードが生じることを懸念するドイツが慎重姿勢を崩さなかったため、これらの議論の多くは、今年半ばないしそれ以降に先送りされている。

目先の焦点はイタリア新政権の政策

こうしたなか、今後警戒すべきは、各国の財政再建計画が未達成となり、金融市場の不信が再び増大するリスクである。目先の焦点はイタリアだ。2月 24-25 日に総選挙が行われるが、中道左派と中道派の連立になると見込まれる新政権が、前政権の財政緊縮・構造改革路線を継承できるか否かが注目される。特に、新政権が上院で過半数の議席を確保できず「ねじれ国会」となるケースが懸念される。

夏場には財政赤字目標の達成が難しいことが明らかになる国も

また、夏場には周縁国の一部で、今年の財政赤字目標の達成が難しいことが明らかになる可能性がある。その際には目標緩和や追加支援をユーロ圏内で協議する必要があるが、9月に総選挙を控えるドイツのメルケル政権は国民の反発を意識し、緩和や支援に消極的になるおそれが大きい。協議は難航が必至であろう。

（大幸 雅代）

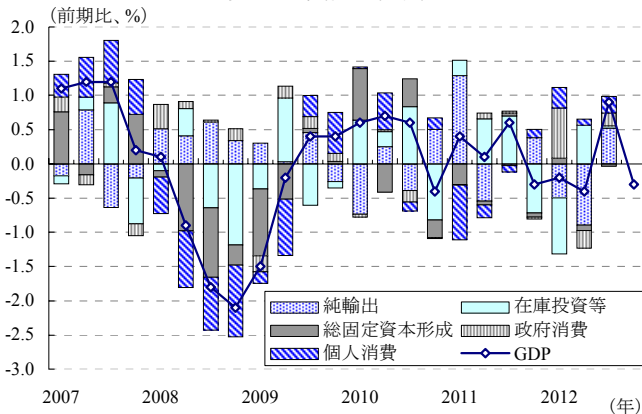
3. 英国

(1) 企業部門の低調継続に加え、家計も軟化

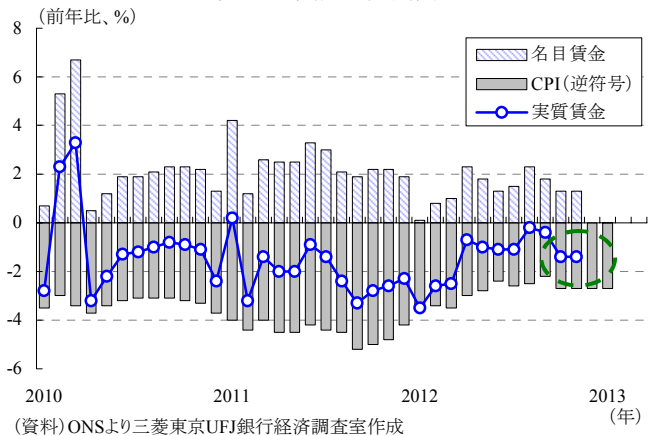
2012年第4四半期は再びマイナス成長となり、通年の成長率も大幅鈍化

英国景気は、停滞が続いている。2012年第4四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.3%となり、4四半期ぶりのプラス成長であった第3四半期から再びマイナス成長に転じた（第12図）。オリンピックの反動や油田採掘設備のメンテナンスずれ込みといった一時的要因もあるが、それらを差し引いても景気の基調は弱い。生産の減少継続に加え、サービス業の景況感も軟調に推移しているほか、実質小売売上高が年初にかけて減少傾向を辿るなど、消費にも弱い動きが出ている。家計に関しては、雇用者数こそ増加傾向を維持しているものの、昨秋からの光熱費や授業料の値上がり等によってインフレ率が上昇に転じたことが重しとなっている（第13図）。2012年の通年の成長率は前年比横ばいと、2011年の同+0.9%から大きく減速した。

第12図：英国の実質GDP



第13図：英国の実質賃金



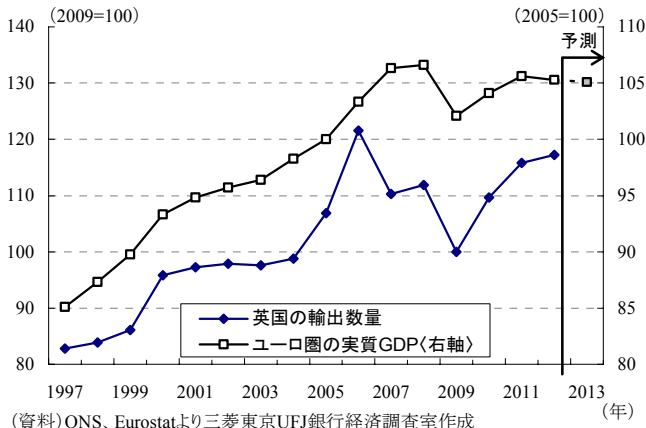
(2) 2013年もほぼゼロ成長と予想

外需の低迷や財政緊縮が引き続き景気を下押しする公算

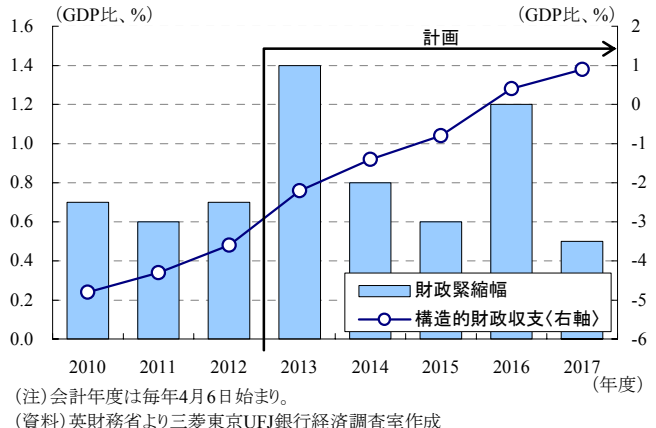
足元、金融市場等では悲観的な見方が後退しつつあるが、实体经济の回復には今しばらく時間を要するであろう。英国の輸出の約半分を占めるユーロ圏の景気は、2013年も低調継続が見込まれ、英国景気の下押し要因となる公算が大きい（第14図）。一方、米国と中国は欧州に先駆けて景気が持ち直しに転じているものの、英国の輸出に占める両国のシェアは合計でも2割に満たないため、大きな牽引力は期待しにくい。

また国内においては、財政緊縮が引き続き景気を下押しするとみられる。キャメロン政権は、構造的財政赤字の2016年度までの解消を目指しており（第15図）、2013年度から2014年度にかけて、公務員人件費の削減や社会保険料の引き上げ等を実施する計画である。加えて、昨年末以降の原油価格の反発が今後物価に波及し、家計を圧迫することも想定される。これらの要因により、2013年の成長率は前年比+0.1%と低水準にとどまると予想する。

第14図: 英国の輸出とユーロ圏の実質GDP



第15図: 英国の財政赤字削減計画

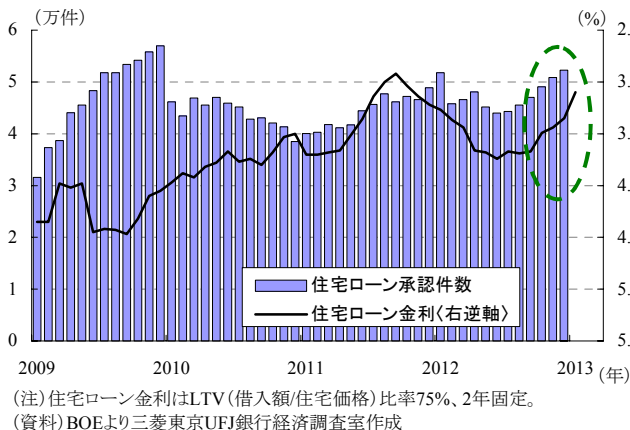


(3) 貸出促進スキーム (FLS) を通じた金融緩和効果は限定的

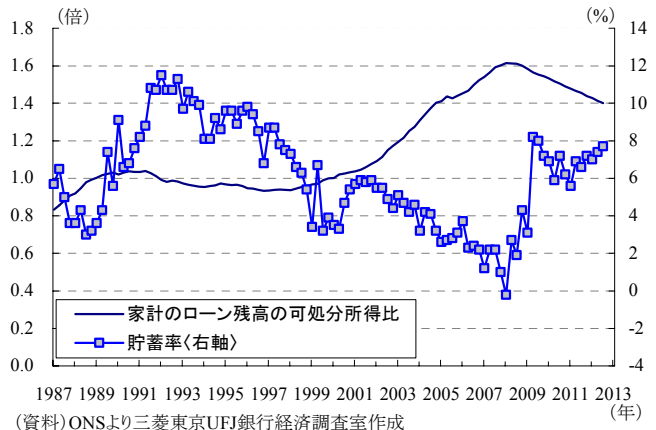
バランスシート調整の継続が金融緩和効果を減殺

イングランド銀行 (BOE) の現在の政策姿勢は、昨年 8 月から開始した貸出促進スキーム (FLS) の効果の見極めであり、政策金利と資産購入枠については据え置きを続けている。これまでのところの FLS による影響をみると、住宅ローン金利の低下を通じた住宅需要の刺激など、ある程度の効果は生じている模様である (第 16 図)。もっとも、英国家計の債務残高は依然として高水準にあり、貯蓄率も高止まっている (第 17 図)。家計のバランスシート調整が途上であるため、FLS は景気全体を押し上げる程の効果を持つには至らないとみる。

第16図: 英国の住宅ローン承認件数とローン金利



第17図: 英国の家計のローン残高と貯蓄率



(ロンドン駐在 高山 真)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2011 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2011年 (実績)	2012年 (見込み)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見込み)	2013年 (見通し)
ユーロ圏	13,114	1.5	▲ 0.5	▲ 0.3	2.7	2.5	1.8	▲ 45	150	287
ドイツ	3,607	3.0	0.9	0.6	2.5	2.1	1.8	2,054	2,165	1,792
フランス	2,778	1.7	0.0	0.0	2.3	2.2	1.4	▲ 620	▲ 622	▲ 448
イタリア	2,199	0.4	▲ 2.2	▲ 0.9	2.9	3.3	1.9	▲ 701	▲ 128	12
英国	2,432	0.9	▲ 0.0	0.1	4.5	2.8	2.3	▲ 328	▲ 841	▲ 650

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2011年 (実績)	2012年 (見込み)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見込み)	2013年 (見通し)
名目GDP	2.7	1.6	1.5	3.4	1.7	1.1
実質GDP	1.5	▲ 0.5	▲ 0.3	0.9	▲ 0.0	0.1
<内需寄与度>	0.5	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 0.6	0.8	0.3
<外需寄与度>	1.0	1.5	0.6	1.2	▲ 0.8	▲ 0.2
個人消費	0.1	▲ 1.2	▲ 0.6	▲ 1.0	1.0	0.9
政府消費	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.1	2.9	▲ 0.1
総固定資本形成	1.6	▲ 3.9	▲ 2.1	▲ 2.9	0.0	▲ 2.7
在庫投資 (寄与度)	0.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.3	▲ 0.4	0.1
輸出	6.5	3.1	2.7	4.6	▲ 0.4	0.4
輸入	4.3	▲ 0.3	1.4	0.5	2.2	0.9

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタ、2009年にスロバキア、2011年にエストニアが参加し17カ国。
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
 3. 在庫投資、純輸出は実質値 (ユーロ圏は億ユーロ、英国は億ポンド)。
 経常収支は名目値 (億ドル)。
 4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率 (HICP)。

IV. アジア

～景気は中国・ASEANを中心に持ち直しの動き～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

景気は持ち直しの動き

アジア経済には持ち直しの動きがみられる。第4四半期の実質GDP成長率（前年比）をみると、昨年半ば以降の景気テコ入れ策が奏功した中国が7.9%と2年ぶりに加速したほか、外需の下押し圧力の緩和を受け、外需型の台湾やシンガポールも小幅ながら持ち直した（第1表）。また、ASEANは内需主導で引き続き高い伸びを維持している。とりわけフィリピンは2四半期連続で7%前後の成長が続いており、アジア域内では中国に次ぐ高成長国となった。これらの国・地域とは対照的に、インドは低調な動きが続いている。第3四半期の成長率は5.3%と、7%台前半と目される潜在成長率を大幅に下回った状況が続いている。第4四半期の統計は未発表ながら、投資の伸び悩みを受け、成長率は前期を下回った可能性もある。

生産は8-10月頃を底に持ち直し

月次の生産動向をみると、アジア経済は8-10月頃を底に持ち直しに転じた模様である（第2表）。もっとも、韓国やシンガポールなどでは11月以降も一進一退の動きとなっており、生産活動の回復ペースは鈍いとみられる。

第1表：アジア主要国・地域の実質GDP成長率

(前年比、%)

	2011				2012			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
中国	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.4	7.9
韓国	4.2	3.5	3.6	3.3	2.8	2.3	1.5	1.5
台湾	7.4	4.6	3.5	1.2	0.6	▲0.1	1.0	3.4
香港	7.8	5.1	4.3	2.8	0.7	1.2	1.3	N.A.
シンガポール	9.1	1.2	6.0	3.6	1.5	2.3	0.0	1.5
NIEs	6.0	3.6	4.0	2.8	1.9	1.7	1.2	N.A.
インドネシア	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.4	6.2	6.1
マレーシア	5.1	4.3	5.7	5.2	5.1	5.6	5.3	6.4
タイ	3.2	2.7	3.7	▲8.9	0.4	4.4	3.1	18.9
フィリピン	4.9	3.6	3.2	4.0	6.3	6.0	7.2	6.8
ASEAN4	5.3	5.0	5.4	2.8	4.9	5.8	5.6	8.9
アジア9カ国・地域	8.3	7.7	7.6	6.8	6.4	6.2	6.0	N.A.
ベトナム	5.4	5.7	6.1	6.1	4.6	4.8	5.1	5.4
インド	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	5.5	5.3	N.A.
アジア11カ国・地域	8.4	7.7	7.4	6.7	6.3	6.1	5.9	N.A.

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：アジア主要国・地域の生産

(前年比、%)

	12/7	8	9	10	11	12
中国	9.2	8.9	9.2	9.6	10.1	10.3
韓国	0.2	0.3	0.7	▲0.6	3.2	0.8
台湾	0.1	1.4	2.9	4.8	5.9	2.4
シンガポール	2.4	▲3.0	▲3.5	▲5.2	2.9	▲0.6
インドネシア	0.4	▲7.1	5.6	22.2	20.1	-
マレーシア	2.5	▲0.2	5.0	6.3	7.1	3.7
タイ	▲5.5	▲11.2	▲15.9	36.0	82.3	23.4
フィリピン	2.5	2.1	7.6	16.1	6.3	-
ベトナム	6.1	4.4	9.7	4.8	4.9	5.9
インド	▲0.2	2.0	▲0.7	8.3	▲0.8	▲0.6

(注)シャドーは直近のボトム。

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

景気は緩やかな回復へ

2013年のアジア経済を展望すると、消費を中心に内需が底堅さを維持するなか、これまで景気の重石となっていた輸出の持ち直しを受け、景気は緩やかな回復に向かう見込みである。ただし、欧米の製造業景況感悪化に歯止めがかかったものの（第1図）、2013年の欧州経済はゼロ近傍の成長ペースにとどまり、米国の成長ペースも2%台前半と高くないこと

と予想されることから、輸出環境の大幅な改善までは見込めない。こうしたなか、輸出は中国を中心としたアジア域内向けを起点に持ち直すものの、そのペースは緩慢にとどまるとみられる（第3表）。

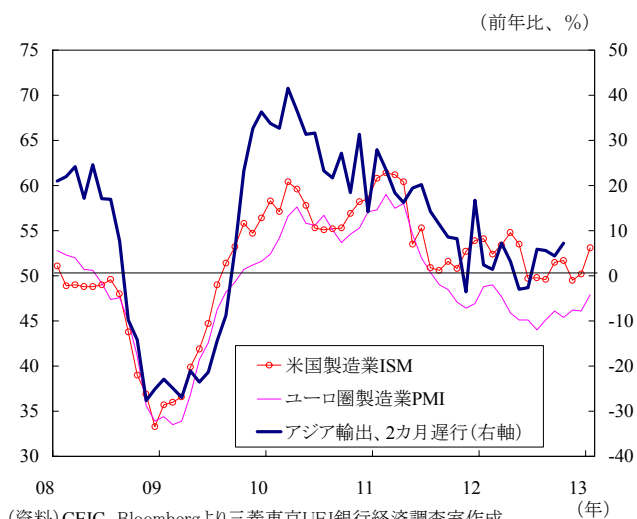
国・地域により成長ペースはばらつき

2013年のアジア11カ国・地域全体の成長率は6.6%と前年（6.2%）からやや加速し、潜在成長率近辺の成長ペースへ回帰する見込みである。もともと、国・地域別にみると、好調なASEAN、堅調な中国、伸び悩むNIEs、低迷するインドと成長ペースにはばらつきが残る。中国は、昨年半ばからの景気対策により、インフラプロジェクトを中心とした投資の安定的な拡大が見込まれ、8%近辺の成長を維持しよう。また、インドネシアやフィリピンを中心に消費主導の成長が見込まれるASEANは、潜在成長率を上回る5%台後半の成長が期待できる。

インドは潜在成長率を大幅に下回る成長が続く

他方、インドは低調な動きが続くとみる。インフレ圧力が根強いことに加え、政府が財政赤字削減を目指していることから、金融・財政の出動余地が乏しいためである。このため2013年度の成長率は6.0%と3年連続で潜在成長率（7.5%前後）を大幅に下回るペースにとどまると予想する。また、外需型のNIEsは、輸出の回復ペースが緩やかにとどまることから、2013年の成長率は2%台後半と潜在成長率をやや下回るとみられる。

第1図：欧米の製造業景況感とアジアの輸出



第3表：アジアの輸出地域別寄与度

		全体	中国	アジア (除く中国)	米国	EU	日本
韓国	12/3Q	▲ 5.8	▲ 2.1	▲ 3.9	▲ 0.1	▲ 1.2	▲ 1.6
	4Q	▲ 0.3	4.7	5.1	▲ 1.1	▲ 1.8	▲ 1.1
台湾	12/3Q	▲ 2.2	▲ 0.7	1.4	▲ 1.2	▲ 1.4	0.6
	4Q	2.5	1.3	2.4	▲ 0.7	▲ 0.3	0.6
香港	12/3Q	4.3	5.7	▲ 0.4	0.3	▲ 1.4	0.3
	4Q	7.4	6.1	0.3	0.3	0.2	0.2
シンガポール	12/3Q	▲ 5.7	▲ 0.2	▲ 1.9	▲ 0.2	▲ 1.2	▲ 0.1
	4Q	▲ 0.1	0.9	0.2	0.3	0.0	▲ 0.5
インドネシア	12/3Q	▲ 14.1	▲ 3.2	▲ 5.5	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 3.2
	4Q	▲ 7.5	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 0.7	0.2	▲ 0.6
マレーシア	12/3Q	▲ 4.4	▲ 2.1	1.3	0.4	▲ 2.4	0.1
	4Q	2.7	0.4	3.4	1.1	▲ 1.0	▲ 1.6
フィリピン	12/3Q	6.2	▲ 2.3	7.8	▲ 0.1	▲ 0.3	4.0
	4Q	5.8	▲ 1.3	10.7	▲ 0.8	0.3	▲ 1.0
中国	12/3Q	4.5		4.5	0.5	▲ 2.5	▲ 0.1
	4Q	9.4		7.1	0.9	▲ 1.3	▲ 0.3

(注)インドネシア、マレーシアの12/3Qは10-11月実績。

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通しのポイント～消費拡大の持続性

輸出が緩やかな回復にとどまるなか、消費が引き続き景気の下支え役となることが期待できる。足元の消費動向をみると、中国・ASEANを中心に底堅さを維持している（第4表）。とりわけ、ASEANの消費は好調を維持している。ASEANの自動車販売台数をみると、12月まで概ね二桁増が続いており、2012年の販売台数はタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンともに過去最高を更新した。また、中国では昨年6月に導入さ

ASEANの消費は好調維持

低調が続いていた NIEs にも回復の動き

れた省エネ製品向けの補助金政策が消費を下支えする一因となっている。他方、低調な動きが続いていた NIEs も、輸出の下げ止まりや株高を受けて、消費者マインドが持ち直しに向かっており、足元の消費に回復の動きがみられる。

ASEAN では最低賃金の大幅引き上げを背景に所得拡大期待が強い

ASEAN の消費が好調な背景には、失業率がリーマンショック前を下回るなど好調な雇用環境が続いていることに加え、所得拡大期待が強いことが指摘できる。消費者サーベイ統計が入手可能なタイ、インドネシアの所得期待指数をみると、タイは改善傾向が持続、インドネシアも高水準で推移している（第2図）。ASEAN において所得拡大期待が強いのは、近年、最低賃金の大幅引き上げが続いているためとみられる。名目最低賃金の推移をみると、2011 年以降、インドネシア、タイでは高い伸びが続いている（第3図）。労働需給の逼迫が続くなか、企業は雇用確保を優先させており、最低賃金の上昇が賃金全体に波及しやすい状況にある。このことが、消費の底上げにつながっているとみられる。

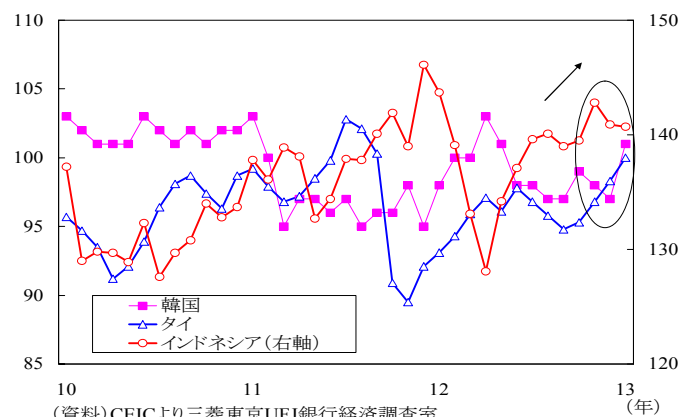
第4表：アジア主要国・地域の実質消費

	2011			2012			
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
中国	12.1	11.3	13.1	11.7	11.3	12.0	13.7
韓国	3.0	2.1	1.1	1.6	1.1	1.6	2.8
台湾	3.2	3.4	1.4	1.9	1.6	0.9	1.6
香港	9.9	9.5	5.9	6.4	3.1	2.8	-
シンガポール	5.5	5.9	1.9	4.4	1.7	1.1	-
NIEs	4.1	3.7	1.8	2.5	1.3	1.4	-
インドネシア	4.6	4.8	4.9	4.9	5.2	5.6	5.4
マレーシア	6.6	7.6	7.3	7.4	8.8	8.5	6.1
タイ	2.7	2.4	▲2.8	2.9	5.3	6.0	12.2
フィリピン	5.6	7.4	6.4	5.1	5.9	6.3	6.9
ASEAN	4.7	5.1	3.9	4.9	5.9	6.3	7.1
インド	4.9	4.6	6.4	6.1	4.0	3.7	-
アジア	8.3	7.9	8.5	7.9	7.6	8.2	-

(前年比、%)

(注) 中国は名目社会消費品小売総額を小売物価で実質化
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：アジア主要国の消費者マインド (所得期待指数)



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室

物価安定による実質購買力の向上も消費拡大に寄与

加えて、物価の安定による実質購買力の向上も消費拡大に寄与しているとみられる。消費者物価上昇率をみると、賃金の大幅な引き上げにもかかわらず安定的に推移している。賃上げが物価に波及しやすいサービス部門の消費者物価上昇率をみても、タイやフィリピンでは若干の加速傾向もみられるものの、総じて安定している（第5表）。これは、厳しい競争に直面する企業が人件費の上昇を川下に転嫁せず、生産性の向上で吸収しているためと考えられる。

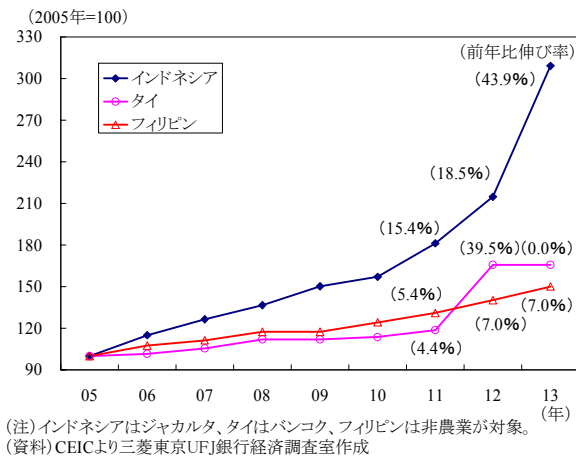
2013 年も最低賃金の大幅引き上げを実施

今後を展望すると、2013 年の最低賃金も高い伸びとなっていることから、消費の拡大が続く公算が大きい。全国一律 300 パーツ/日の最低賃金を導入したタイについては、2012 年 4 月に一気に 300 パーツ/日まで引き上げたバンコクなど主要都市の上昇率はゼロとなったものの、残りの都市

では今年1月より二桁増の引き上げが実施されている。

もっとも、2014年以降については最低賃金の引き上げ幅が抑制される可能性が指摘される。企業が急ピッチな賃上げの継続に抵抗感を強めていることに加え、政府も中国や周辺国とのコスト競争力維持の観点から、大幅な賃上げの継続は難しいとの認識を深めつつあるためである。

第3図：ASEAN主要国の名目最低賃金



第5表：ASEAN主要国の消費者物価上昇率

		(前年比、%)				
		2011	12/1Q	2Q	3Q	4Q
タイ	消費者物価全体	3.8	3.4	2.5	2.9	3.2
	食品・飲料(33.0%)	8.0	7.3	4.8	4.4	3.1
	サービス(12.1%)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
インドネシア	消費者物価全体	5.4	3.7	4.5	4.5	4.4
	食品・飲料(36.1%)	7.0	4.0	6.2	6.6	6.1
	サービス(12.3%)	4.1	4.3	3.9	3.5	3.6
フィリピン	消費者物価全体	4.7	3.1	2.9	3.5	3.0
	食品・飲料(39.0%)	5.5	2.0	1.9	3.1	2.3
	サービス(16.9%)	2.8	3.0	3.3	3.2	3.1

(注) ()は指数の構成比。サービスは医療・健康、娯楽の合計。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) リスク要因～資本流入に伴う通貨高

足元でアジアへの資本流入が加速している。海外マネーの主な受け皿となっているのは株式市場で、12月のアジア主要国の外国人投資家の株式売買額（ネット）は軒並み買い越しとなった。1月は韓国では売り越しとなったものの、その他の国では買い越しが続いた。2月に入ってもアジアの株価は概ね上昇傾向が続いているが、とりわけ、景気が好調なASEANの上昇が顕著である。2012年に38回にわたり史上最高値を更新したフィリピンでは、年明け以降も高値更新が続いており、タイは2月に約18年ぶりの高値を記録した。株高の背景には、①中国を中心にアジア経済の回復期待が高まっていること、②米国の「財政の崖」が回避され投資家のリスク許容度が高まったこと、などが挙げられる。

こうした資本流入を受け通貨高が進んでいる。各国ともに現行水準の通貨高は概ね容認しているものの、その温度感は国・地域によって異なっている。アジアの中で通貨高を最も警戒しているのは韓国である。韓国ウォンは、対ドル上昇率は小さいものの、対円での上昇率は大きい（第6表）。韓国は日本と輸出品目が競合することから、政府は通貨高に強い懸念を抱いている。韓国ほどではないが、タイ、フィリピンも通貨高に警戒感を示している。年明け以降、タイバーツの上昇が顕著で、1～2月の対ドル上昇率はアジア主要国・地域の中で最も高い。かつて通貨危機の震源地となったタイは資本流出に敏感で、2006年12月にはバーツ高抑制のため、突如資本流入規制を打ち出し市場を驚かせたこともある。一方、これらの

国とは対照的に、輸出依存度が比較的低いインドネシアとインドにとって通貨高は追い風である。両国は経常赤字を背景に通貨の下落圧力が強く、通貨安阻止が課題であったためである。

景気回復の起点となる輸出は持ち直しの動きがあるものの回復ペースは緩やかである。一段の通貨高が進んだ場合、上述の韓国やタイなどでは輸出の下押しを通じて、景気回復の芽を摘むおそれがある点には注意が必要であろう。

第6表：アジア主要国・地域の為替月間騰落率

(%)

	為替(対ドル)				為替(対円)			
	12年11月	12月	13年1月	2月	12年11月	12月	13年1月	2月
中国	0.1	▲0.0	0.2	▲0.4	3.6	4.2	5.8	2.3
台湾	0.5	▲0.1	▲1.5	▲0.4	4.2	4.6	3.5	2.6
シンガポール	▲0.0	▲0.1	▲1.4	0.0	3.6	4.2	4.3	▲0.1
韓国	0.7	1.1	▲1.7	0.7	4.1	5.9	5.0	3.1
タイ	▲0.0	0.2	2.7	▲0.3	3.4	5.2	8.3	2.7
マレーシア	0.4	▲0.5	▲1.3	0.0	4.0	3.8	4.3	3.2
インドネシア	0.1	▲0.9	▲0.6	0.5	3.8	4.0	4.9	3.2
フィリピン	0.9	▲0.8	1.3	0.1	4.0	4.1	7.2	3.2
インド	▲0.8	▲0.5	2.7	▲1.9	2.8	3.9	8.5	1.5
ベトナム	▲0.0	0.1	▲0.1	▲0.0	3.6	5.0	5.1	2.6

(注)1.前月末からの騰落率。13年2月実績は2月19日時点。

2.シャドーは為替(対ドル)1%以上、為替(対円)5%以上上昇した国・地域。

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7表：アジア経済見通し総括表

名目GDP (2011年)・シェア (10億ドル、%)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)				
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年		
中国	7,298	56.7	9.3	7.8	8.0	5.4	2.6	3.3	2,017	2,138	1,955
韓国	1,116	8.7	3.6	2.0	2.8	4.0	2.2	2.7	261	471	317
台湾	467	3.6	4.1	1.3	3.1	1.4	1.9	1.8	416	447	435
香港	243	1.9	4.9	1.2	3.2	5.3	4.1	4.2	162	71	80
シンガポール	260	2.0	5.2	1.3	2.5	5.2	4.6	4.0	570	484	528
NIEs	2,086	16.2	4.1	1.7	2.9	3.7	2.7	2.8	1,409	1,473	1,360
インドネシア	846	6.6	6.5	6.2	6.3	5.4	4.3	5.1	17	▲242	▲184
マレーシア	279	2.2	5.1	5.6	5.1	3.2	1.6	2.4	318	234	285
タイ	346	2.7	0.1	6.4	4.7	3.8	3.0	3.2	59	10	32
フィリピン	213	1.7	3.9	6.6	5.7	4.6	3.2	3.7	70	73	77
ASEAN4	1,683	13.1	4.6	6.2	5.7	4.6	3.4	4.1	464	75	210
インド	1,676	13.0	6.2	5.2	6.0	8.4	10.0	7.1	▲782	▲789	▲756
ベトナム	123	1.0	5.9	5.0	5.5	18.6	9.2	8.1	2	11	▲1
アジア11カ国・地域	12,866	100	7.4	6.2	6.6	5.5	3.7	3.9	3,110	2,908	2,769
			実績(見込み)	→見通し		実績(見込み)	→見通し		実績(見込み)	→見通し	

(注)インドは年度(4月～3月)ベース。

2. 中国

(1) 現状

景気対策効果とアジア新興国向け輸出増で 2 年振りの景気加速

中国では第 4 四半期の実質 GDP 成長率が前年比 7.9%と前期の同 7.4%から上昇し、2 年振りに景気加速に転じた。昨年半ばから本格化した景気テコ入れ策の効果はすでに前期から内需に浸透しつつあったが、これに加えて、輸出も持ち直してきた。

詳細をみると、第 4 四半期の投資は同+20.8%と前期に引き続き小幅加速した。輸送、水利等インフラ公共投資による牽引に加え、地方政府の不動産ローン規制緩和などに伴う市況回復から不動産投資も持ち直しに向かい、収益低下を反映した製造業向け投資の減速を補った。

消費も実質ベースでは年後半からの加速が目立っている。年半ばからの物価安定と省エネ製品向け補助金などの販売振興策が奏功した。また、景気減速下でも、31 省・市・自治区のうち、25 地域で平均+20.2%の最低賃金引き上げがあり、順調な所得拡大が底支え要因となっている。

第 4 四半期の輸出も前期の前年比+4.4%から同+9.4%へと持ち直しに転じた。NIEs (同+18.3%→同+29.2%)、ASEAN (シンガポールを除く、同+16.3%→同+28.5%) 向けの伸張が目立ち、米国 (同+3.0%→同+5.4%)、日本 (同▲1.8%→同▲3.5%)、EU (同▲13.3%→同▲7.9%) 等、先進国向けの不振を補った。

2012 年通年では 13 年振りの 8%割れで高成長時代は終焉へ

こうして四半期ベースでは景気が下げ止ったとはいえ、2012 年通年の実質 GDP 成長率は 7.8%と前年の 9.3%から大幅に減速し、アジア危機下の 1999 年以来、13 年振りの 8%割れとなった。グローバル危機に見舞われた 2009 年のようなバブルリスクをはらむ大型景気対策による押上げを抑制した点は評価できるものの、高成長時代の終焉を内外に印象付ける水準といえよう。今後は、中長期的な安定成長を確保するだけでも、投資・輸出主導型から消費主導型への発展パターンに向けて、一段の経済改革が不可欠とみられている。

(2) 見通し

都市化と改革の推進を通じて安定成長を追求

習近平政権は昨年 11 月に発足して日も浅いが、強い危機感を持って、高成長期から安定成長期へのソフトランディングという難題に取り組み始めたように見える。12 月 15~16 日の習政権初の中央経済工作会议で示された 2013 年の政策方針には安定成長と改革への志向性が現れている。経済発展については、これまでの「比較的速い」という表現から「持続的で健全な」という表現に切り替わり、高成長路線からの脱却が示された。また、都市化を主要政策の単独項目として取り上げ、経済改革の項目においては、全面改革を志向し、総合プラン、ロードマップ、スケジュールの明確化を打ち出した。ここには、人口ボーナスの消失に伴い、都市化と経

済改革が安定成長の鍵を握るという政府の認識が反映されている。

2013年2月には所得分配改革案も発表された。同改革は消費主導型成長の鍵を握るものとして、長期に渡り検討が重ねられ、大きな注目を集めてきた。改革案には、最低賃金の引き上げ、社会保障の拡充、高所得層への課税強化などにとどまらず、金利自由化による預金者の利益保護、新たな投資商品による資産運用機会の拡充まで含まれており、政府の包括的な改革意欲が滲む。ただし、具体策にまでは踏み込めなかった背景には既得権益層の抵抗の強さが指摘され、改革の難度を窺わせる。

2013年は景気対策効果と輸出の持ち直しから8.0%への小幅の景気加速

3月の全人代で李克強副首相が首相に就任し、多方面からの経済改革が本格始動しようが、その成果が実体経済に浸透するには時間を要しよう。このため、2013年については、昨年半ばからの景気対策効果と輸出の持ち直しにより8.0%への小幅の景気加速を予想する。

輸出は小幅の加速が期待される。日本向けには日中関係の緊張が影を落とす恐れがあるが、アジア向けの堅調持続に加え、欧州向けは下げ止まり、米国向けには持ち直しの兆しがある。なお、人民元相場は2012年には前半ばにかけて前年末比▲1.5%まで下落した後、上昇に転じ、結局、年末には同+1.0%の水準に達した。当局筋は、昨年来、人民元相場が均衡水準に近づいてきたとの見方を示しており、今後も、海外からの元高圧力を考慮した若干の上昇はあっても、上昇幅は限定されよう。

投資については、景気テコ入れの意味で認可されたインフラプロジェクトを中心に安定拡大の見込みである。また、工業部門の企業収益が昨年来の減益基調から第4四半期には2割近い増益に転換しており、企業の投資余力を引き上げよう。金融政策面では、中国人民銀行（中央銀行）は昨年7月の利下げを最後に金利ならびに預金準備率の操作を行わず、公開市場操作を多用し、資金需給に機動的に対処できるマネーコントロールと金利の安定を追求している。本年には、週2回のオペレーションに加え、ボラティリティが高まった場合の緊急オペまで導入したところからみても、一段と市場手法を中心とした運営に傾斜するとみられる。

新たな資金調達ルートを通じた金融リスクの拡大には要注意

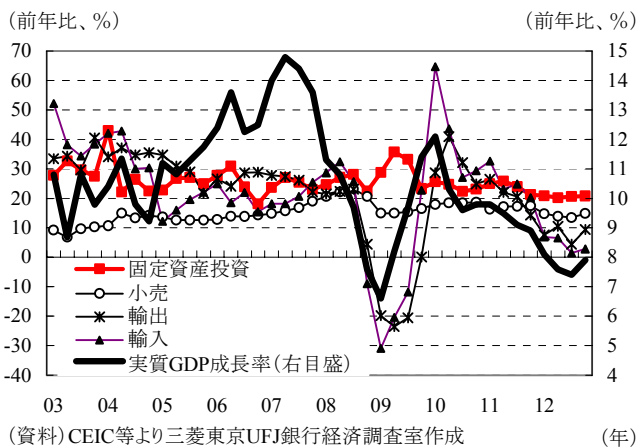
なお、グローバル危機後ほど大規模ではないとはいえ、インフラ投資を中心とした景気テコ入れに伴い、金融リスクが燻り始めている。銀行貸出が慎重化するなかで、信託貸出や社債発行が資金供給源として投資下支え効果を発揮した。ただし、銀行貸出に比べ、当局の管理が緩く、また、迂回融資の色彩もあり、未だ1%と低い不良債権比率には反映されないリスクを内包しているとみられている。資金の主たる取り手である地方政府の債務が再拡大している点も懸念材料となっている。

信託貸出を活用した資産運用商品も社債も債務不履行（ともに保証人による支払いなどで最終的にはデフォルト回避）を受けて、2012年末以降、監督・規制が強化され、違法な地方政府債務についても改めて禁止通達が発令された。過度の規制には資金供給難から投資が失速する恐れも指摘さ

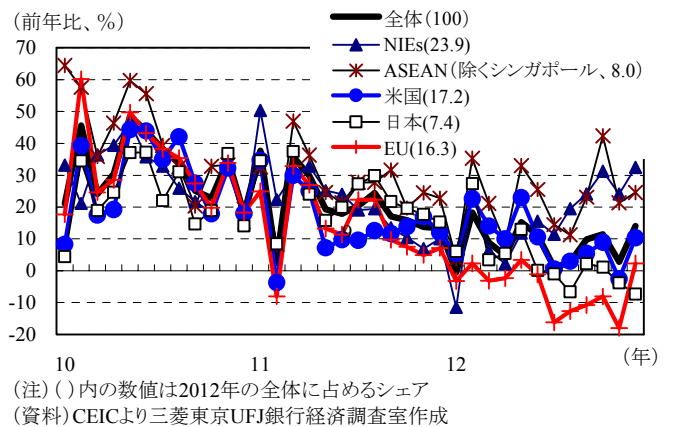
れているが、鉄道向け投資などをみる限り、中央政府が必要とみる投資に対しては資金手当てを確保する姿勢がみえる。また、当局の迅速な対応と財政余力からすれば、当面は金融システム不安も顕在化の可能性は低い。ただし、投融資の肥大化傾向という問題体質の根深さが改めて露呈されたわけであり、これもまた、習政権が緊急に取り組むべき重い課題である。

(萩原 陽子)

第4図：中国のGDPと関連指標



第5図：中国の地域別輸出伸び率



3. NIEs

(1) 韓国

第4四半期は3年ぶりの低成長

韓国経済は3年ぶりの低成長となっている。第4四半期の実質GDP成長率は前年比1.5%と前期から横ばいで推移した。民間消費には回復の兆しが窺えたが、設備投資（同▲5.1%）や不動産市場の低迷による建設投資（同▲4.1%）の減少が続いた。この結果、2012年通年では2.0%と、前年（同3.6%）を下回る伸びとなった。

2013年も潜在成長率を下回る成長ペースが続く

2013年の実質GDP成長率は前年比2.8%と、前年より加速するものの、3%台後半とみられる潜在成長率を下回るペースが続くと予想する。

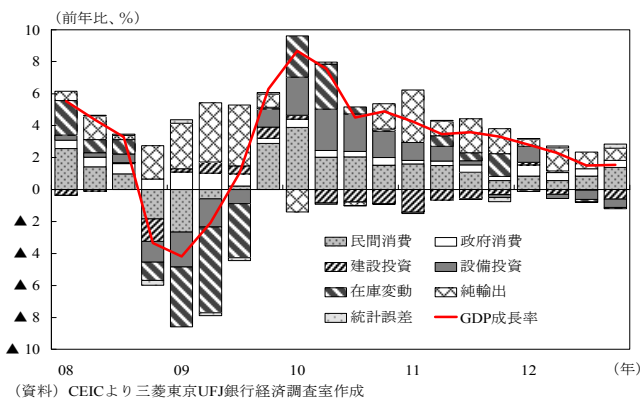
中国向けを中心に輸出は緩やかな持ち直しが見込まれるものの、不動産市場の低迷や家計債務問題が重石となり、個人消費は伸び悩みが予想される。懸念は昨年後半以降進行している通貨高で、足元は1ドル=1,080ウォン台と上昇基調に歯止めかかっているが、一時は同1,054ウォン（1/11）と約1年半ぶりの高値をつけた。昨年、韓国の外貨建て国債の格付けが上方修正されたことや、当局が実施していたとみられるウォン売り介入が国際的に批判されたことで、通貨は上昇圧力がかかり易い地合いとなっている。企業は輸出の見通しが冴えないなか、設備投資を手控えよう。

2月25日に発足予定の朴槿恵新政権の政策が注目される。朴新大統領は選挙公約だった格差是正への取り組みとして、非正規雇用者の正規雇用者への転換や、中小企業支援などを通じ、富の再分配に取り組む方針である。改革の成果が顕在化するまでには時間を要するとみられるが、国民の期待が高まればマインド改善を通じ景気にプラスに働く可能性はあろう。

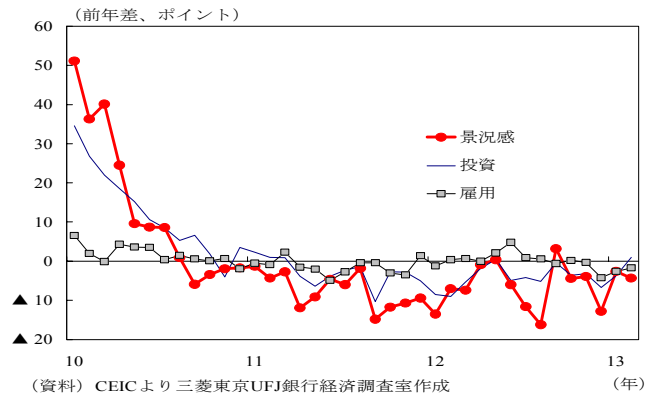
中銀は新政権の動向を見極めるため、目先については様子見する模様だが、内需下支えのため利下げする余地は残っていると考えられる。

（福永 雪子）

第6図：韓国の実質GDP成長率



第7図：韓国の企業マインド（先行き指数）



(2) 台湾

輸出主導で景気加速へ

台湾では、第4四半期の実質GDP成長率が前年比3.4%と前期(同1.0%)から大幅に上昇した。輸出はアジア向けの堅調を主因に前期の同+1.8%から同+4.0%まで加速し、これに伴い、設備投資は1年半振りに同+3.0%とプラス転換した。景況感の改善を受けて、消費も同+1.6%と前期(同+0.9%)から持ち直した。ただし、前期までの低迷は補いきれず、2012年通年の実質GDP成長率は1.3%と前年の4.1%から大幅低下となった。

中国効果に加え、エレクトロニクス輸出の回復、台湾への投資回帰策も効果

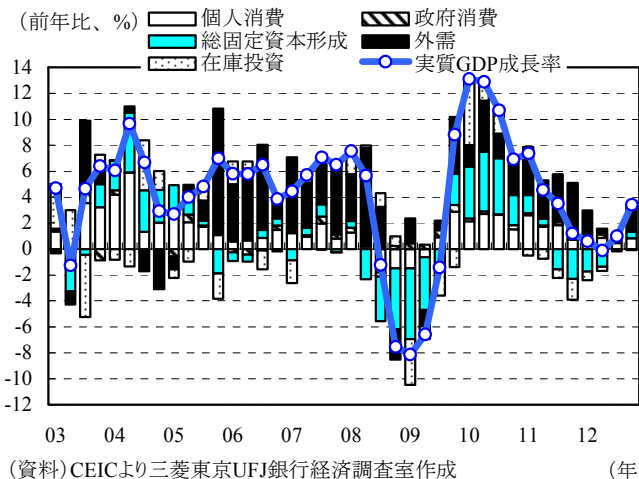
2013年の実質GDP成長率は輸出主導により前年比3.1%への加速が予想される。スマートフォン、タブレット端末への堅調な需要がエレクトロニクス輸出ならびに関連投資を支えよう。また、海外で事業展開する台湾企業に対し、優遇措置を付与して台湾への投資回帰を促す政策は、早くも通年の目標を上回る投資額を誘致しており、今後にも期待が持てる。

中台関係緊密化に伴うプラス効果も見込めよう。中国向け輸出には、①2010年の経済協力枠組み協定に基づく早期関税引き下げ品目のゼロ関税化、②2月6日からの中台間の通貨直接取引開始——などが弾みをつけよう。さらに、証券業務では、中国側が台湾に対し、一部に香港を上回る市場開放措置を認めるなど、景気不振で支持率が低迷する馬英九総統(大統領に相当)への配慮を滲ませている。

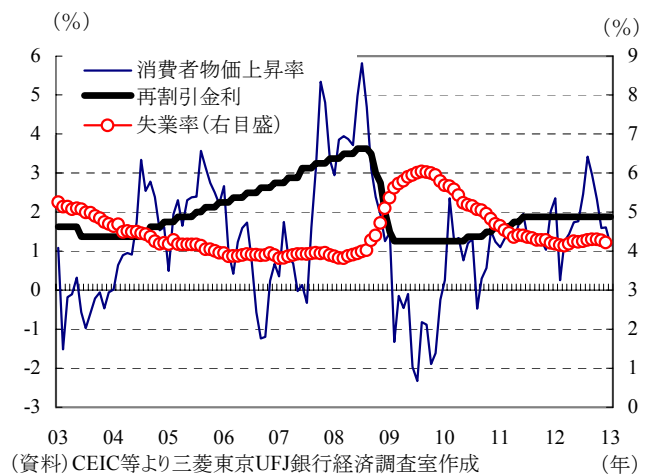
なお、2月7日、陳冲行政院長(首相に相当)が健康上の理由から辞職、18日から副院長であった江宜樺氏が新院長に就任し、経済政策を担う。江院長も引き続き、中台関係強化を軸に、巨大な中国市場を活用して、台湾経済を活性化させるという難題に挑戦しなければなるまい。

(萩原 陽子)

第8図：台湾の実質GDP成長率



第9図：台湾の物価・金利・雇用



(3) 香港

景気は緩やかに加速するも、依然として低成長

香港経済は緩やかに加速しつつあるとはいえ、低成長に変わりない。第4四半期には中国景気の持ち直しの好影響が輸出、消費を加速させたが、それでも実質 GDP 成長率は前年比 1.7%と前期（同 1.3%）から小幅の上昇にとどまった。この結果、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 1.2%と前年の同 4.9%から大幅低下した。

中国との経済一体化のメリットとデメリットが焦点に

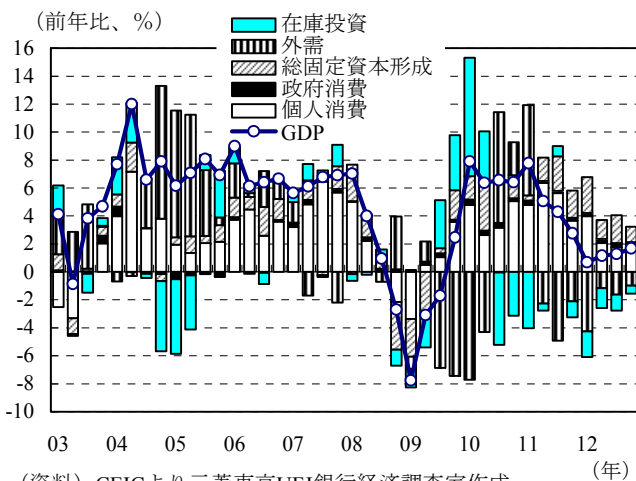
香港の景気は 2013 年には 3.2%へと加速が予想される。中国は 2012 年に米国を抜き、世界一の貿易国となり、しかも、本年は輸出入の伸びが加速する見込みである。このため、中国と世界を仲介する貿易センターである香港の輸出にも恩恵がもたらされよう。また、中国経済の回復基調も人民元業務を始めとする中国関連ビジネス拡大につながると考えられる。

しかし、足元では、中国との経済一体化のメリットだけでなく、デメリットにも市民の注目が集まり、当局を悩ませている。その一つは、中国人投資家の旺盛な購入意欲が不動産価格の高騰に拍車をかけていることである。当局は、昨年 10 月、短期売買に対する課税強化に加え、非居住者に対する新税も導入したが、先進国の金融緩和により資金流入が依然として旺盛なこともあり、不動産価格の抑制効果は現れていない。

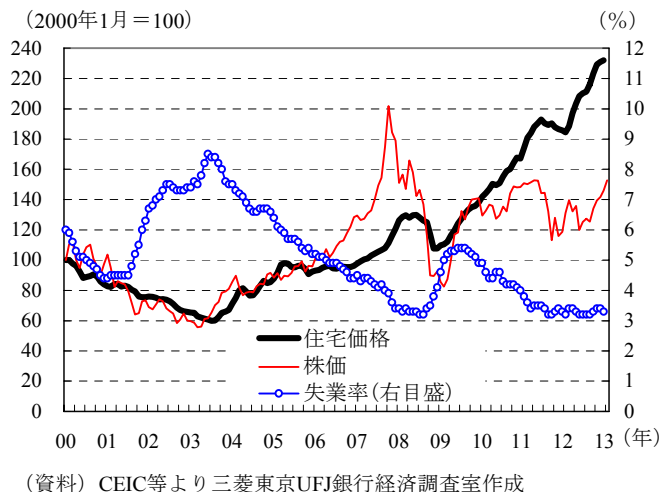
もう一つのデメリットは、香港で大量購入した日用品を中国に運んで転売する運び屋が急増し、これに伴い、駅の混雑や品不足が深刻化したという問題である。とくに、最近、粉ミルク不足が激しく、香港当局は粉ミルクの輸出禁止を柱とする運び屋対策を発表、中国当局は税関の取り締まり強化を表明と、双方で対応に追われている。

(萩原 陽子)

第 10 図：香港の実質 GDP 成長率



第 11 図：香港の資産価格と雇用情勢



(4) シンガポール

景気は低水準ながらも持ち直しの動き

シンガポール経済は低水準ながらも持ち直しの動きがみられる。第4四半期の実質GDP成長率は前年比1.5%（前期比年率3.3%）と前期からやや持ち直した。輸出が落ち込み、民間企業の投資が伸び悩んだものの、公共投資が下支えした。

第4四半期の消費者物価上昇率は前年比4.0%（前期：同4.2%）へ鈍化した。住居費や自動車購入費用の高止まりに加え、労働需給逼迫を背景に潜在的なインフレ圧力は依然として根強い。第4四半期の民間住宅価格指数が前期比+1.8%（前期：同+0.6%）へ伸びが加速したことから、政府は1月に印紙税の引き上げなどの追加の不動産投機抑制策を発表した。

外需の伸び悩みが続くなか、公共投資を中心とした内需が景気を下支え

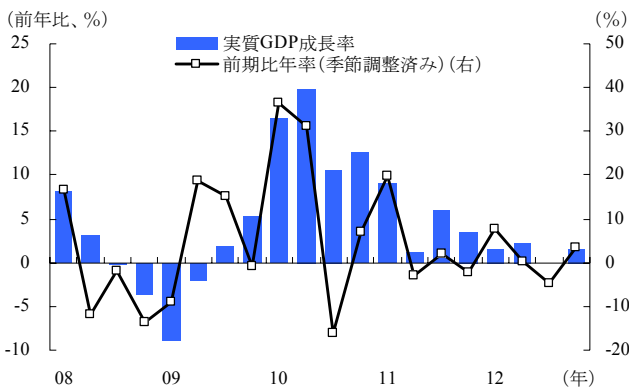
2013年についても外需の伸び悩みが続くなか、公共投資を中心とした内需拡大が景気を支える構図が続くと予想する。既に計画が進められている公団住宅（HDBフラット）や大量高速鉄道（MRT）の拡充に加え、年内に空港新ターミナルの着工が予定されるなど、大型公共投資の活発化が見込まれる。また建設およびサービス業を中心に雇用が拡大、12月末時点の失業率は1.8%とほぼ完全雇用の状況が続いており、消費は堅調な推移が見込まれる。もっとも欧米経済が力強さを欠く中、輸出の回復力は限定的とみられ、2013年通年の実質GDP成長率は前年比2%台（前年：同1.3%）と引き続き潜在成長率（3～5%）を下回る水準にとどまろう。

労働生産性向上を通じた国際競争力強化が課題

政府は少子高齢化や外国人の増加に対応し、上記のような住宅や交通インフラの拡充に加え、1月には包括的な少子化対策を発表した。しかし1月末の補欠選挙では野党が勝利するなど、国民の政府に対する評価は依然として厳しい。外国人労働者の流入抑制強化に伴う労働需給逼迫や企業にとってのコスト増加が懸念されるなか、いかに労働生産性の向上を通じ国際競争力を強化できるかが課題といえよう。

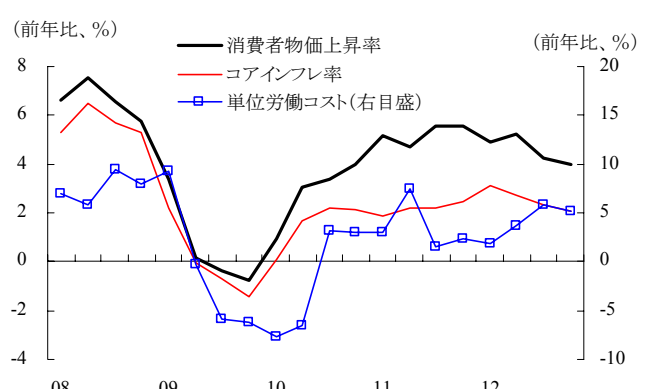
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第12図：シンガポールの実質GDP成長率



(資料)シンガポール通産省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：シンガポールの物価動向



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. ASEAN

(1) インドネシア

第4四半期の実質 GDP 成長率は 6.1%と堅調維持

インドネシア経済は内需を牽引役に堅調な拡大が続いている。第4四半期の実質 GDP 成長率は前年比 6.1%と前期（同 6.2%）からやや鈍化したものの堅調を維持、2012 年通年では同 6.2%と前年（同 6.5%）に続き高水準を維持した。外需が伸び悩むなか、賃金上昇や低金利などが民間消費拡大を下支えした。

内需を牽引役に 6%台の成長が持続

2013 年のインドネシア経済は、内需を牽引役に 6%台の成長を維持するとみられる。2013 年の最低賃金上昇（全国 33 州平均）は前年比 18.32%と前年（同 10.27%）を上回り、引き続き民間消費拡大の支えとなることが見込まれる。一方外需については、輸出の約 6 割を占める資源関連品目について、世界経済の持ち直しが需要及び価格の両面から下支えとなろう。

インフレ圧力は強まる方向

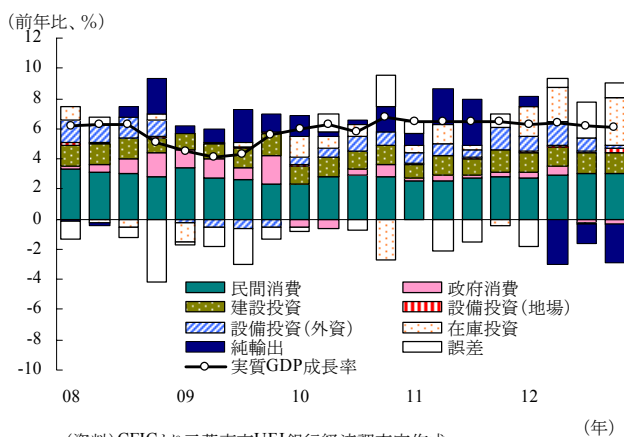
物価については、電力料金引き上げや補助金付き燃料価格の引き上げ、賃金上昇などに伴いインフレ圧力が強まる方向にあり、今後、中銀の金融政策は引き締めに向きとみられる。

2014 年総選挙に向けた政治的な動きに留意

なお、2014 年の総選挙に向け政治的な思惑などから保護主義的な動きが強まりつつある点には留意が必要である。2012 年には輸入ライセンス（API）や未加工鉱物の輸出禁止措置、石油・天然ガス上流政策実施機関（BP-Migas）の廃止などを巡り、企業にとっては追加的なコスト負担増大や、政策の予見可能性の低下として懸念が強まっている。足元輸出の伸び悩みなどにより経常収支の赤字基調が続くなか、安定的なファイナンス手段である直接投資流入に向け、投資環境の維持・改善が求められよう。

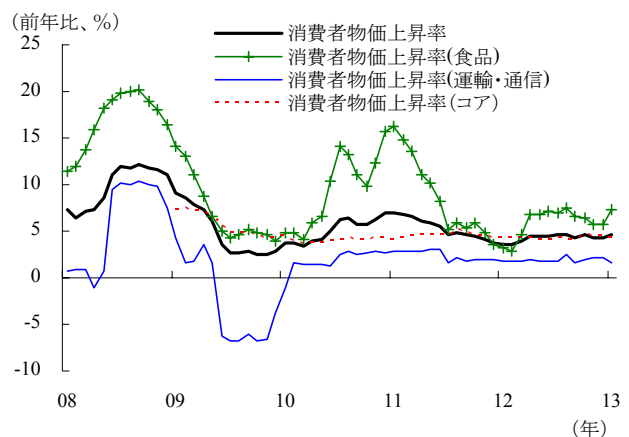
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 14 図：インドネシアの実質 GDP 成長率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：インドネシアの消費者物価上昇率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) マレーシア

外需が伸び悩むなか、内需を牽引役に堅調維持

マレーシア経済は外需が伸び悩むなか、内需の好調を背景に堅調な拡大が続いている。第4四半期の実質GDP成長率は前年比6.4%（前期：同5.3%）から伸びが高まった。輸出（同▲1.5%）が落ち込んだ一方、良好な雇用・所得環境や物価の低位安定を背景に民間消費（同+6.1%）が堅調を維持したほか、総固定資本形成（同+15.0%）も民間投資を中心に高い伸びを維持した。

こうしたなかインフレ率は、生活必需品（コメ、砂糖、燃料など）に対する補助金の拡充もあり、低位安定が続いている。

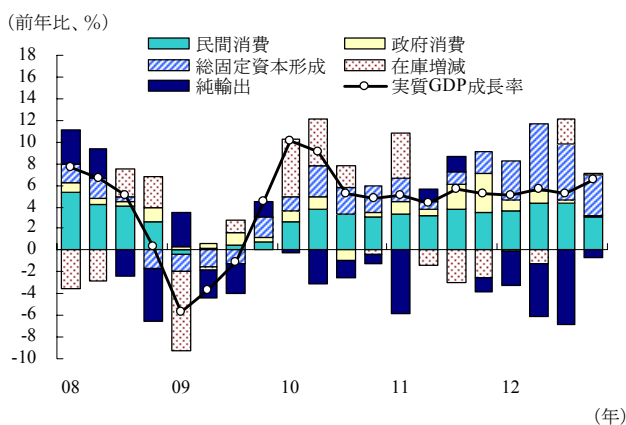
総選挙を意識した家計支援措置の拡充もあり、通年で5%台の成長を維持

マレーシア経済は、2013年についても内需を牽引役に前年比5%台の成長を維持するとみられる。年前半に実施予定の総選挙を睨んだ政府による家計支援策（低所得層や高齢者などに対する一時金支給や若年層を対象にしたスマートフォン購入への補助金支給、低所得層の所得税減税など）や最低賃金制度の導入に伴う地方を中心とした所得増加などを背景に、民間消費の拡大が見込まれる。また石油・ガスなどの資源開発に加え、クアラルンプール首都圏でのMRT（大量輸送鉄道）建設、イポー～パダンブサル間の鉄道複線化、ジャブール～クアラトレンガヌ東海岸間の高速道路（第2期）など大型の公共投資の活発化も景気拡大を下支えしよう。

物価は不動産価格上昇など潜在的なインフレ圧力が強まりつつある。また今年1月の最低賃金制度導入による労働コストの上昇のほか、総選挙後に予想される財政健全化に向けた補助金削減などでインフレ圧力が強まる可能性が高く、年後半以降の物価動向には留意する必要があるだろう。

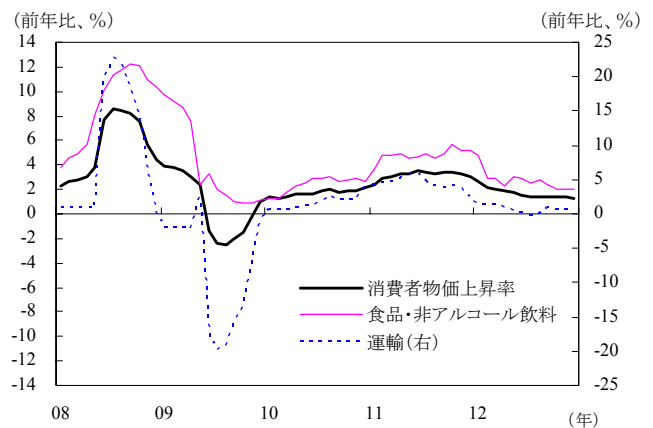
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第16図：マレーシアの実質GDP成長率



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：マレーシアの消費者物価上昇率



（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ

2012年の成長率は前年比6.4%へ回復

タイ経済は堅調に推移している。第4四半期の実質GDP成長率は、前年同期が洪水被害で落ち込んだ反動で、前年比18.9%と高成長を記録した。前年要因を割り引いてみても、金利低下や政策効果を反映した個人消費が好調だったほか、復興需要を中心に公共投資が伸びを高めた。また、海外経済の持ち直しに伴い輸出も加速した。2012通年の成長率は前年比6.4%と前年（同0.1%）から大きく回復した。

成長率は2013年に4.7%へ減速するも底堅さを維持

2013年の成長率は前年比4.7%と前年は下回るものの、潜在成長率近辺のペースを予想する。洪水からの反動要因は一巡し、成長ペースを下押ししよう。浸水した企業の設備投資などの短期的な復興需要は出尽くしたとみられるほか、政策効果の剥落で自動車販売の減少も予想される。政府の景気対策の一環で、2012年末までの自動車の初回購入者に対し物品税の払い戻しが行われたため、同年の自動車販売は前年比+80.7%と急増した。

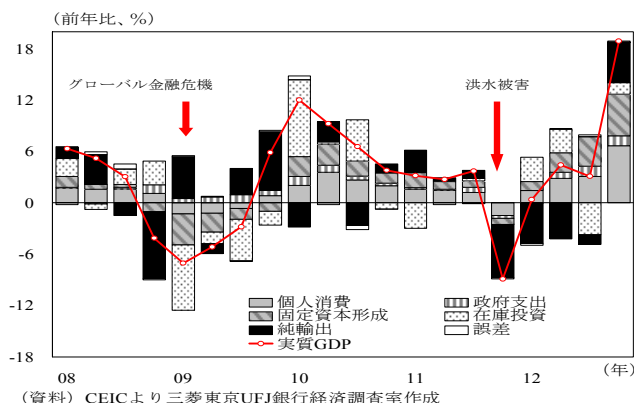
一方、景気は個人消費やインフラ投資などが下支えすると考える。個人消費は最低賃金の引き上げが追い風となろう。政府は2013年1月、昨年1月の主要7県での先行実施に続き、残りの県の最低賃金を300バーツ/日（約40%増）へ引き上げた。加えて政府主導の多年度に亘る洪水対策も、景気を支えすると考える。懸念は賃上げが中小企業に与える影響であるが、政府は1月に法人税非課税対象額の引き上げ、低金利融資などを柱とする中小企業支援策を打ち出しており、こうした政策が賃上げに伴う負担増を緩和すると思われる。

中銀は当面政策金利を据え置き

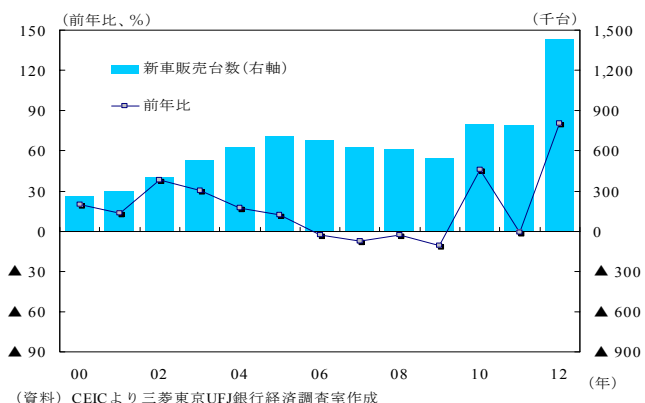
中銀は昨年10月、外部環境悪化に伴う悪影響を緩和するため0.25%ポイントの利下げを行い、その後は政策金利を据え置いている（現行水準：2.75%）。政府は通貨高抑制のため利下げを中銀に求めているが、最低賃金引き上げに伴うインフレ懸念や世界経済の回復の兆しを背景に、中銀は当面金利を据え置いて様子見すると考えられる。

（福永 雪子）

第18図：タイの実質GDP成長率



第19図：タイの自動車販売台数



(4) フィリピン

2012 年のフィリピン経済は中国に次ぐ高成長

フィリピン経済は好調に推移している。第4四半期の実質 GDP 成長率は前年比 6.8%と前期(同 7.2%)は下回ったものの、高い伸びを維持した。中身を見ると底堅い個人消費、設備投資、輸出の持ち直しなどが成長の追い風となった。2012 年通年では同 6.6%と、前年(同 3.9%)から伸びを高め、アジア主要国のなかで中国に次ぐ高成長となった。

2013 年の成長率は 5.7%、潜在成長率を上回るペースを予想

2013 年も民間投資や個人消費に支えられ高い伸びが続こう。成長率は前年比 5.7%と、潜在成長率(5%程度)を上回るペースを予想する。

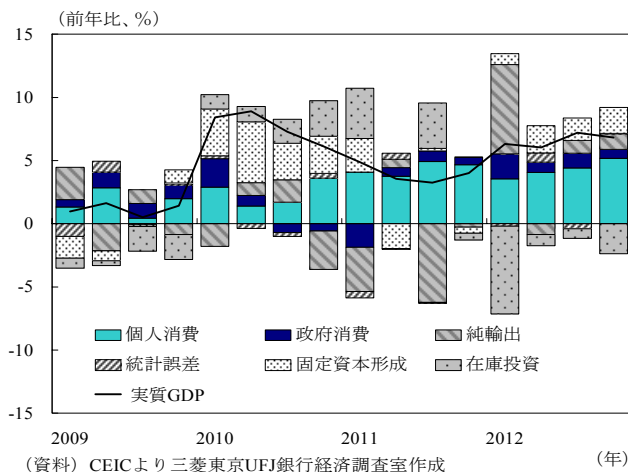
景気回復は、民間投資や官民パートナーシップ(PPP)の枠組みによるインフラ事業の本格化が支えとなろう。今年1月、PPPによる有料道路、国有鉄道、大量輸送システムなど4件の入札が完了した。インフラ案件の具体化は、中長期的な生活環境の改善や直接投資(FDI)先としての魅力向上を目的としているが、短期的な雇用環境の改善にもつながる。

こうしたなか個人消費は堅調に推移しよう。雇用環境の改善や最低賃金の引き上げに伴い、所得拡大が見込まれるほか、海外労働者からの送金の安定的な拡大(2011年:前年比+7.2%、2012年:同+6.3%)が消費を底支えするとみられるためである。

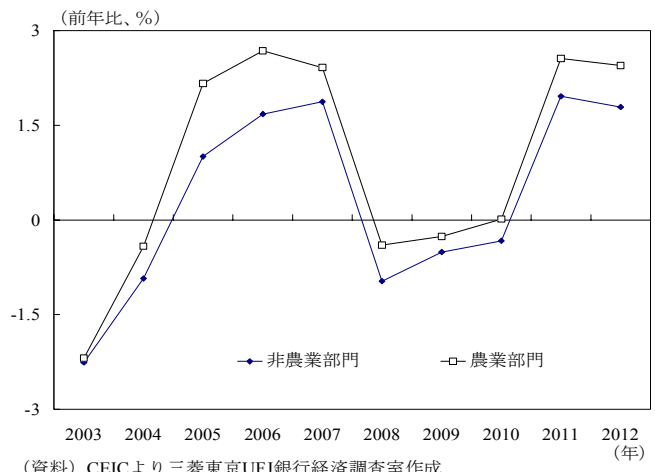
中銀は当面金利を据え置いて様子見すると予想する。昨年、中銀は海外景気減速に対応し、4度に亘り利下げを行った(現行:翌日物借入金利 3.5%、同貸出金利 5.5%)。しかし、足元で海外経済が回復に向かうなか、追加利下げの必要性は薄らぎつつある。また、懸念の通貨高に対処して、中銀は1月に中銀向け預金金利(SDA(Special Deposit Account)金利)引き下げで市中金利の低め誘導を実施しており、今後についても主要な政策金利の引き下げ以外の手法を模索すると考えられよう。

(福永 雪子)

第 20 図：フィリピンの実質 GDP 成長率



第 21 図：フィリピンの実質最低賃金



5. その他アジア

(1) インド

景気減速が続くな
か、コアインフレ率
の低下を受け中銀
は追加利下げを実
施

インド経済は減速傾向が続いている。昨年9月以降の政府の構造改革前進を受けた株価上昇などにみられるように、足元の景況感には持ち直しの兆しが窺えるものの、鉱工業生産指数や自動車販売台数は低迷している。こうしたなか、1月のインフレ率（卸売物価上昇率）は前年比6.6%と約3年ぶりの水準へ低下した。食品価格は依然高水準だがコアインフレの代替指標とされる工業製品の卸売物価上昇率の低下などを踏まえ、インド準備銀行（RBI、中銀）は1月に9カ月ぶりとなる追加利下げ（レポレート：8.0→7.75%）を実施した。

2013年度の景気は
伸び悩み

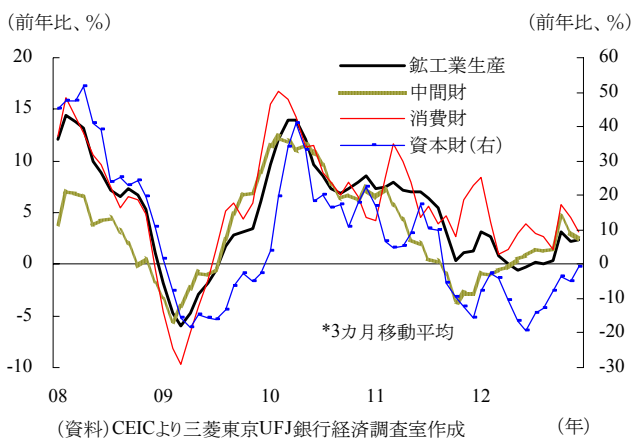
2013年度（4月～翌年3月）にかけてインド景気は底入れから持ち直しに移ろうが伸び悩みが予想される。農村を中心とした所得増加や景況感の改善などが消費の下支えとなる一方、根強いインフレ圧力などから利下げ余地が限られるほか、構造改革の効果が浸透し民間投資が本格回復するにはまだ時間がかかるとみられる。加えて、政府の歳出抑制も一段の景気下押し圧力となる可能性がある。

構造改革のモメン
タム維持が最優先
課題

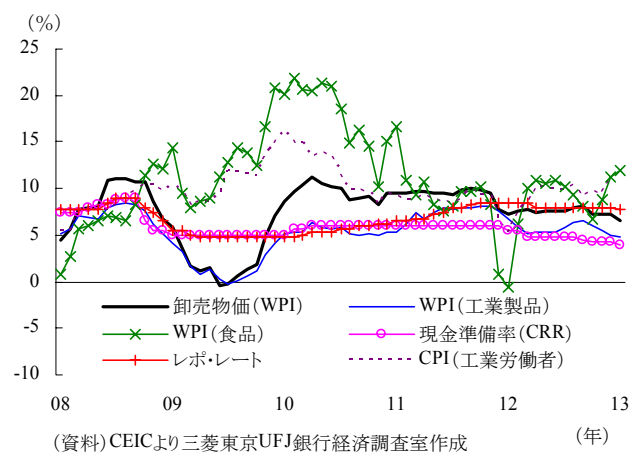
こうしたなか、シン政権の構造改革に進展が見られる点は前向きに評価できる。冬季国会では、総合小売業への外資規制緩和策が承認されたほか、1月には補助金削減に向けディーゼル価格の部分的規制緩和に踏み切った。また昨年12月には投資回復の鍵となる土地収用手続きの透明化に向け「土地収用・復旧・移住法案」を閣議決定、次期国会での審議が予定されている。2014年の総選挙を睨み政治的な思惑が強まるなか、中長期的な安定成長に向け構造改革のモメンタムを維持することが、シン政権の最優先課題といえよう。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第22図：インドの生産動向



第23図：インドの物価と政策金利



(2) ベトナム

内需の伸び悩みを受け、景気は低調

ベトナム経済は内需の伸び悩みを受け低調が続いている。第4四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%と第1四半期（同 4.1%）を底に持ち直しているが、6%と目される潜在成長率を下回るペースが続いている。2012年通年では同5.0%とアジア通貨危機直後（99年）以来の低成長となった。政府は年初の成長目標（6.0～6.5%）の達成は困難とみて、9月に5.2%へ下方修正していたが、それをも下回る結果となった。

2013年にかけても潜在成長率を下回る成長ペースが持続

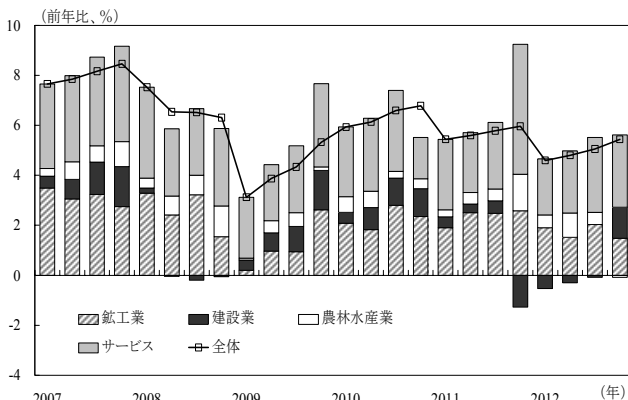
2013年の成長率は前年比 5.5%と、前年に続き潜在成長率を割り込むと予想する。外需が緩やかに持ち直す一方、内需は引き続き重石となろう。中銀は昨年3月以降、6度に亘り合計6%ポイントの利下げを実施してきたが、1-9月期の貸出残高は前年比+12.2%と1-6月期（同+10.1%）から小幅加速したにとどまり、企業の資金繰りは厳しい状況が続いている。多額の不良債権を抱える金融機関が、貸出に慎重になっているためとみられる。ベトナム政府公表の不良債権比率は、昨年9月末時点で8.82%だが、実際は更に高いとの見方もある。不良債権の多くは国営企業向けとみられ、その処理には相応の時間を要すると考えられる。こうしたなか、金融機関は貸出に慎重な姿勢を当面続けるとみられる。

内需が伸び悩むなか、輸出は一定の景気下支えとなろう。2012年は周辺国の輸出が軒並み低迷するなか、ベトナムは携帯電話を中心に前年比+18.2%と高い伸びを維持した。今年も外資系携帯電話会社がベトナムでの生産拡大を計画しており、輸出を押し上げよう。

景気の緩やかな回復と政府の生活必需品などの価格安定化策から、2013年の消費者物価上昇率は7%台で安定推移するとみられる。もっとも、2013年の最低賃金は前年から16～18%引き上げられており、物価上昇リスクには引き続き目配りが必要である。

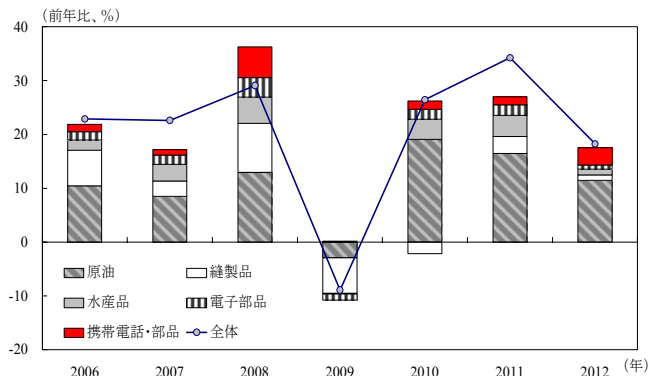
（福永 雪子）

第24図：ベトナムの実質 GDP 成長率



(注) 内訳の合算と全体の伸び率は一部合致しない。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：ベトナムの品目別輸出



(注) 輸出品目のうち、主要品目のみ抽出したもの。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

V. オーストラリア

～2013 年は潜在成長率をやや下回る成長ペース～

1. 景気の現状

豪州経済は減速基調が続く

豪州経済は 3%近傍とみられる潜在成長率程度の伸びは維持しているが、昨年初の高成長からの減速基調が続いている。昨年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 3.1%と、2 四半期連続で前期の伸びを下回った。足元の指標をみると、輸出の伸び率は 8 月に底打ちしたが、直近 12 月も前年比マイナスが続き、PMI 指数は約 4 年ぶりの水準へ低下した(第 1 図)。雇用・所得環境が不冴えのなか、10-12 月期の実質小売売上高は同+2.6% (7-9 月期：同 +3.2%) へ減速し、昨年初の洪水被害からの反動要因が剥落するなか、成長を押し上げる力強さに欠ける展開が続いている。

2. 今後の見通し

2013 年の成長率は 2.6%と潜在成長率をやや下回るペースを予想

2013 年を展望すると、実質 GDP 成長率は前年比 2.6%と、潜在成長率をやや下回る成長ペースを予想する(第 1 表)。

資源メジャーによる 2013 年の大型設備投資計画は、昨年 7 月から年末までの間に約 8%下方修正された。大型設備投資は規模縮小だけでなく、数年先とみられていたピーク時期も今年へ前倒しされており、成長予想の下方修正要因となっている。背景には、中国経済の高成長から安定成長へのシフトに伴い、資源需要予想が下方修正されたことや、昨今の資源価格の下落、豪州の高コスト体質などがあるとみられる。加えて政府の財政健全化計画に基づく公共投資の抑制なども、景気の重石になると考える。

もっとも、個人消費や住宅投資が利下げ効果の浸透で緩やかに回復すると見込まれること、世界経済の持ち直しに伴い資源価格の下落に歯止めがかかり、つれて交易条件も改善すると期待されることから(第 2 図)、景気失速は回避されよう。

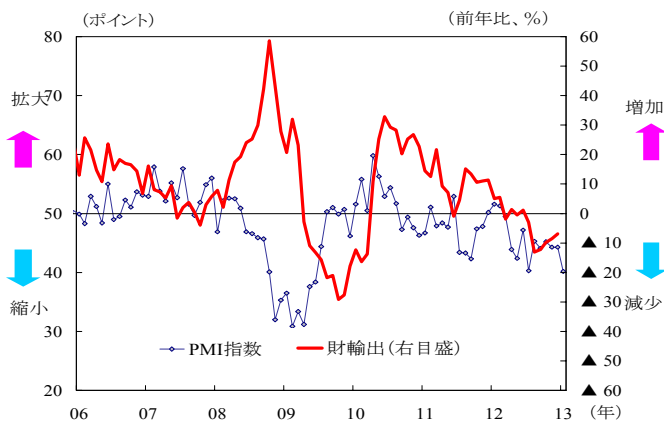
リスクとしては、欧州債務問題の深刻化や中国経済の失速を引き金に、世界経済が二番底入りすることが挙げられる。加えて、9 月に実施予定の総選挙も注目される。与党労働党の支持率は野党自由党を下回っており、政権交代も視野に入る。野党は現政権が導入した炭素税、資源税等に反対しており、政権交代となれば財政健全化の計画が遅れる可能性もあろう。

第 1 表：豪州経済の見通し

豪州経済の見通し			
	2011年	2012年	2013年
実質GDP成長率 (%)	2.4	3.5	2.6
消費者物価上昇率 (%)	3.3	1.8	2.7
経常収支 (億ドル)	▲ 344	▲ 570	▲ 681

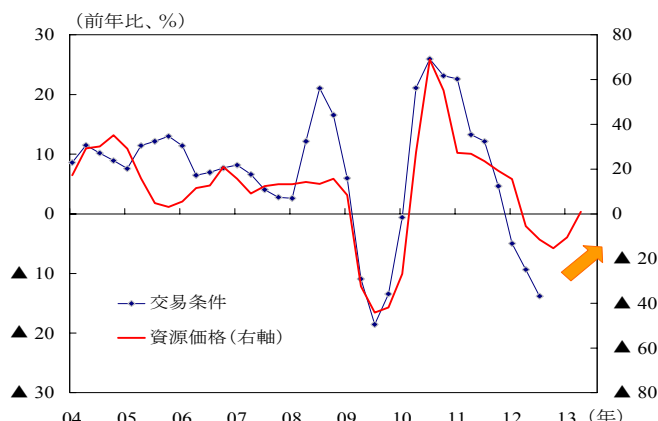
見通し

第 1 図：PMI（購買担当者）指数と財輸出



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：資源価格と交易条件



(注) 資源価格はJOCI指数。2四半期前方。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策

(1) 金利動向

中銀は2月会合で据え置き判断、利下げ効果の波及に注目

豪州中央銀行（RBA）は2月の会合で、政策金利（翌日物インターバンク金利であるキャッシュレートの目標値）を3.00%で据え置いた。世界経済が減速するなか、RBAは今次局面で政策金利を累計1.75%ポイント引き下げており、現行水準は史上最低となっている。

スティーブンス総裁は2月の声明文で、世界経済の下振れリスクが幾分和らぐなか、金利を据え置き、累積的な利下げ効果を見極めるとした。同総裁は、足元で住宅価格が7四半期ぶりに上昇したことや（第3図）、自動車販売の回復などに注目しており、利下げ効果の更なる波及を期待している。また、欧州債務問題への警戒は緩めていないが、中国経済の持ち直しや米国の財政問題の一服などを評価している。海外経済に対する景況感の改善が、RBAに金利を据え置く余裕を与えたとみられよう。

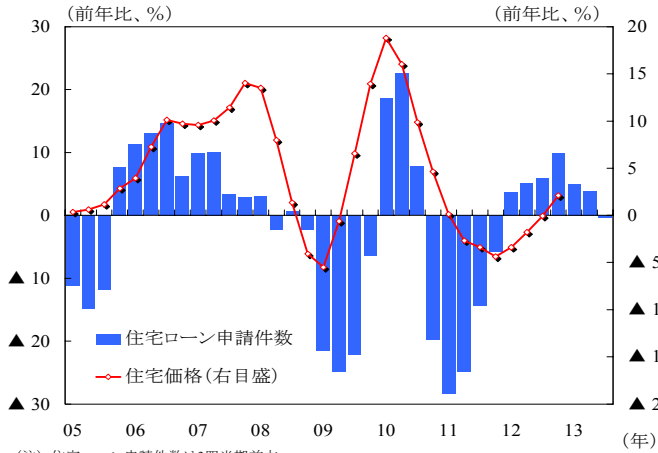
もっともRBAは、金融緩和のスタンスを崩したわけではない。2月の声明文は、インフレが安定するなか一段の緩和余地があるとして、引き続き追加利下げに含みを残した。実際、物価は落ち着いており（注）、10-12月期の消費者物価上昇率は前年比2.2%と前期（同2.0%）から小幅加速するにとどまり、RBA予想（同2.5%）を下回った。今後についても景気が軟調ななか、物価はRBAのインフレターゲット圏内（2-3%）に収まると見込まれる。

ただし、追加利下げに含み

利下げは最終局面に近づいているが、累積的な金融緩和効果や非資源部門の回復、雇用環境の改善などがみられない場合、RBAは利下げで内需を下支えする可能性があるだろう。

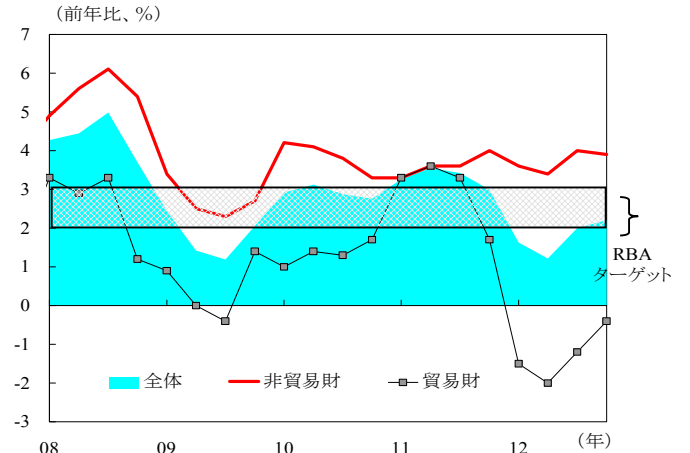
(注) 豪ドル高による輸入物価の下落効果の一巡で貿易財の下落幅は縮小したものの、景気が減速するなか、非貿易財がほぼ横ばいで推移している。

第 3 図：住宅価格指数



(注) 住宅ローン申請件数は3四半期前方。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 4 図：消費者物価上昇率（財）



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 為替動向

豪ドルは 4 カ月ぶりの安値圏、ただしレンジ下抜けには至らず

豪ドルは足元でやや軟調に推移しており、2月11日には1豪ドル=1.026ドルと約4カ月ぶりの安値をつけた。国内の軟調な経済指標や、市場の根強い追加利下げ観測などが下落圧力になったと考えられる。もっとも、昨年後半以降定着しているレンジ（1豪ドル=1.02～1.06ドル）を下抜けするには至っていない。今後についても、追加利下げ観測が燻ることから上値は重いとみられるが、世界経済の持ち直しに伴う資源価格上昇が見込まれるなか、下落余地も限定的となろう。

(福永 雪子)

VI. 中南米

～緩やかな回復に向かうブラジル、アルゼンチン。好調続くメキシコ～

1. ブラジル

(1) 景気の現状

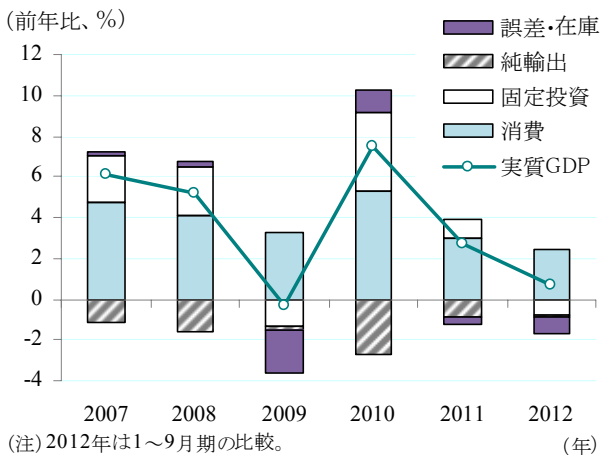
1%程度の成長に留まった2012年

7-9月期の実質成長率は前年比0.9%となり、1-9月期累計の成長率も同0.7%に留まった。消費（個人、政府）はGDPを2.4%ポイント押し上げたが、固定投資や在庫投資がマイナス寄与、純輸出はゼロであった（第1図）。まだ10-12月期を残すが、2012年のブラジル景気は高い最低賃金の伸び（14.5%）と減税や個人向け与信の強化などの政策効果により、消費は一定の伸びを維持したものの、不透明な世界経済の影響が強く、企業の投資マインドを喚起することはできなかった、という評価になろう。10-12月期は若干、成長率が加速したと思われるが、通年の成長率は1%程度の低成長に終わったと見込まれる。

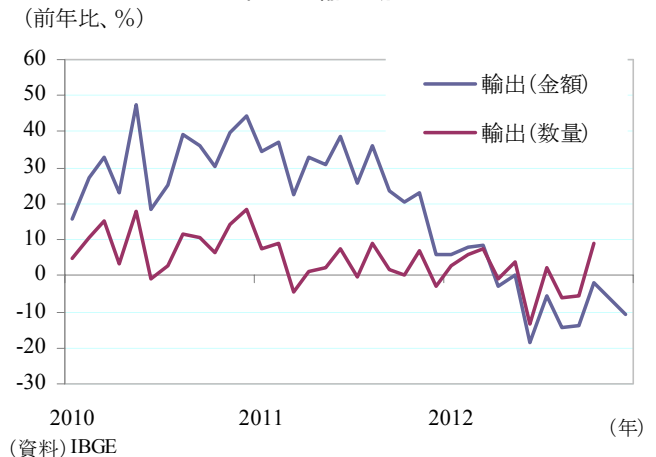
輸出に回復の兆し、企業マインド改善と、足元には明るさも

しかし、足元には明るい兆しも出ている。輸出額は前年割れが続いているものの、輸出数量には回復の兆しがみられる（第2図）。企業景況感指数も上昇してきた。購買担当者指数（PMI）は9月から1月まで5カ月連続で好不況の分岐点である50を上回っている。また、ブラジル産業同盟（CNI）によると、85%の企業が2013年に投資を増やすと回答している。

第1図：ブラジルの実質成長率



第2図：輸出動向

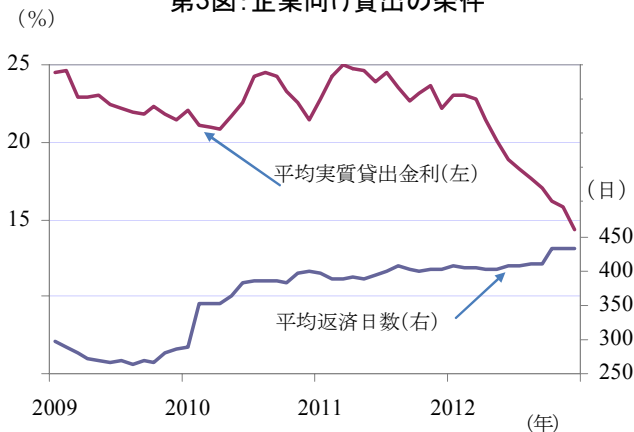


金利低下、長期資金供給増で、投資をサポート

企業の投資を支援する要因として、金融緩和も見逃せない。政策金利の引き下げだけでなく、政府は2012年から長期貸出に適用される銀行の自己資本比率規制を緩和した。また、政府系銀行に対し、企業に実際に適用する貸出金利引き下げを命じたほか、民間銀行にも貸出金利の引き下げを「指導」した。この結果、企業向け貸出金利が大幅に低下してきていることに加え、企業の借入日数が徐々に伸びてきている（第3図）。

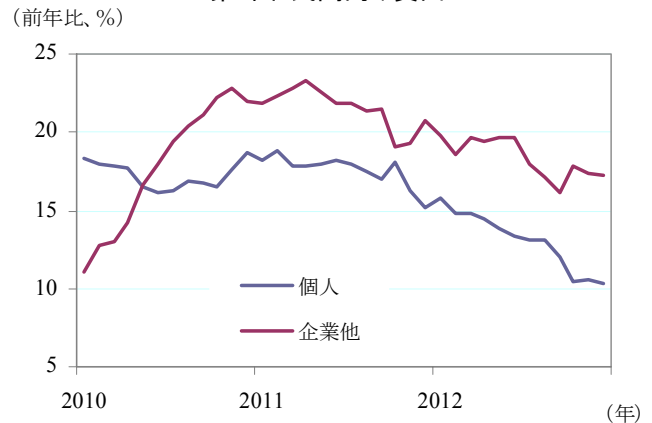
延滞率の上昇で融資の伸び率が鈍ってきている個人向け融資と比較すると、企業向け融資は高い伸び率を維持している（第4図）ほか、延滞率も上がっていない。今後、企業向けの中長期貸出の増加が投資を支えると期待できる。

第3図：企業向け貸出の条件



(資料) ブラジル中央銀行

第4図：民間向け貸出



(資料) ブラジル中央銀行

ブラジルのインフレ体質があらわに。労働コストの上昇は構造的問題

2012年は1%程度の成長に留まったにもかかわらず、インフレ率は高止まりし、ブラジルのインフレ体質を印象づけた。消費者物価上昇率が低下したのは同年前半までで、後半は上昇し年末時点の上昇率は5.8%となった。これは中央銀行が設定しているインフレ目標（4.5%）を大きく上回る上昇率だ。政府がガソリン価格や公共料金の抑制をしていなければ、インフレ率は更に高くなり、6%台半ばになっていたと推測される。

構造的なインフレ要因になっているのが労働コストの上昇だ。ブラジルは労働者の権利が手厚く保護され、簡単には人員整理ができない。低成長にもかかわらず、失業率が4.6%（12月）と現行統計が開始された2002年以来で最も低い水準になっているのは、その表れだ。加えて、昨年は最低賃金の上昇率が高かった。生産性の上昇が限られ、コスト高が価格に転嫁されやすいサービス価格の上昇は特に顕著で、利上げをしていた2011年に迫る勢いになっている（第5図）。

(2) 2013年の見通し

世界経済の回復と民間企業のインフラ投資により、昨年低迷した固定資本投資が回復へ

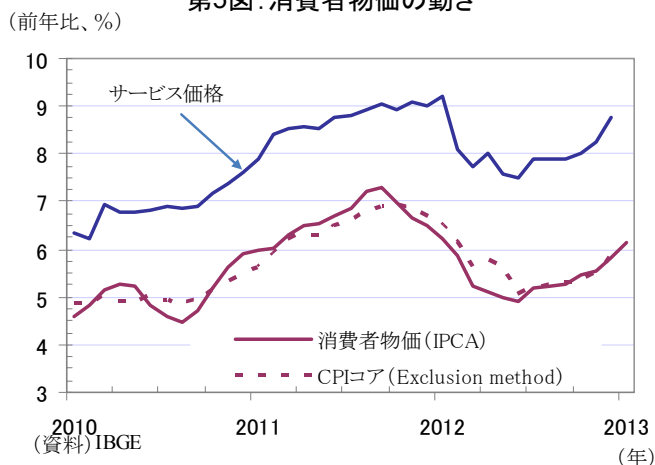
世界経済に明るさが戻ってきていること、特に資源需要が大きい中国が昨年後半から持ち直しつつあることは、ブラジルにとって朗報である。資源産業の投資が再開されるきっかけとなろう。そして製造業全体でも稼働率が上がってきているほか（第6図）、最近の企業アンケートでは投資意欲の高まりも見られる。加えて民間企業によるインフラ投資の入札が、今春から始まる。またサッカー・ワールドカップ開催を来年に控え、公共交

通機関やスタジアム整備も急ピッチで進められる。2月から実施される電力料金の引き下げは、多くの企業にとってコスト引き下げ要因となろう^(注1)。こうした効果が相まって、昨年は低迷した固定資本投資の回復が今年には期待できる。

ただし、これまで景気を支えていた消費は、今年はある程度の鈍化が避けられないだろう。個人向け融資の伸びが鈍化してきていることに加え、今年最低賃金の伸び率が8%に留まり、実質ベースでは2%程度になる見通しだ。とはいえ、労働市場は安定しているため、急激な消費鈍化を予想しているわけではない。

(注1) 同時に、消費者物価に対しても0.5%ポイント程度の押し下げ要因になる。

第5図: 消費者物価の動き



第6図: 製造業稼働率



インフレ抑制と成長の実現は、再選を目指すルセフ大統領にとって重要な政策課題。2013年の成長率は3.1%に

ブラジルのインフレ体質の改善のためには、消費から投資主導の成長に移っていくことが望ましい。中銀は1月に発表した声明で、「予想を下回る(足元までの)低成長は、金融政策では対処できない供給面のボトルネックを反映している」と言及、供給力の強化を訴えた。

インフレ抑制と経済成長の両立は、来年、再選を狙うルセフ大統領にとっても重要な課題である。政府としても供給サイド重視に異論はないだろう。2013年は昨年の消費頼みの成長から、消費と投資の両輪が機能する年になろう。もっとも供給力の強化には時間がかかる。当分はインフレ予防のため景気過熱も避けなくてはならず、潜在成長率とされる4%を下回る成長に管理する慎重さも求められる。幸い大統領の支持率は高く、安易なバラマキに走る可能性はそれほど高くない。2013年の成長率は3%程度を予測する。

為替については、ブラジル当局は安定を志向するだろう。リアル安がインフレを助長することも困るが、リアル高で輸出に悪影響が出ることも避けたいだろう。当局は、昨年後半から為替レートを1ドル=2.0~2.1レアルの狭いレンジ内で安定するように、介入を含め細心の注意を払っている。この為替政策は2013年も継続されるだろう。

2. アルゼンチン

(1) 景気の現状

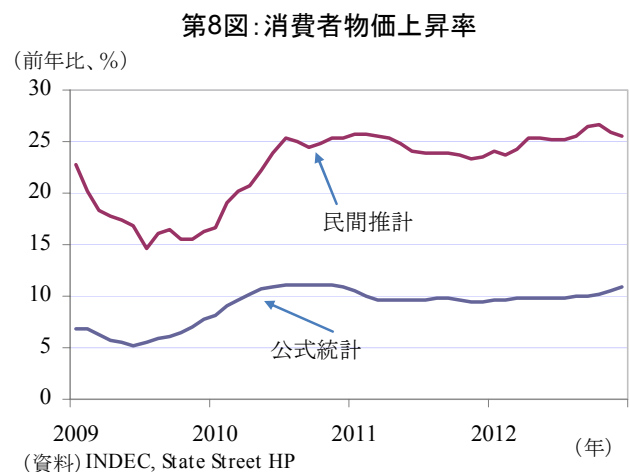
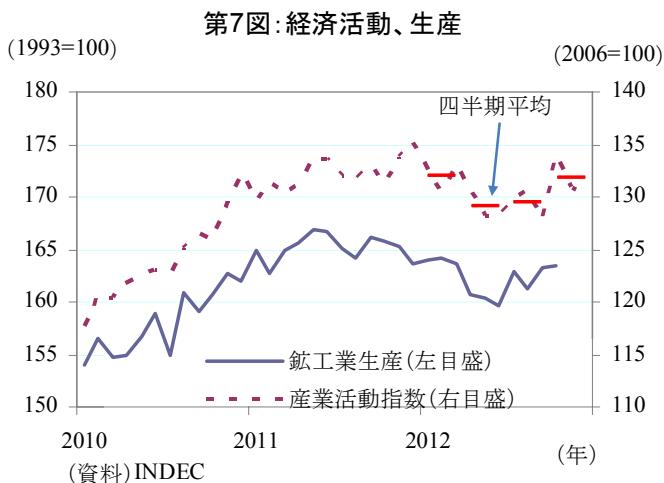
夏場から緩やかに回復中。2012年の成長率は2.1%に鈍化

アルゼンチンの成長率は2011年後半から悪化が続き、昨年7-9月期の成長率は前年比0.8%まで低下している。しかし成長の内容をみると、個人消費の伸びが鈍化する一方、回復に向けた変化の兆しもみられる。厳しい輸入管理で輸入を抑制したことで純輸出のマイナス寄与が消えた。また、国内では景気対策により投資のマイナス幅が縮小した。

そして、季節調整済み前期比でみると、7-9月以降景気は持ち直しており、足元ではやや加速も見られるようだ。鉱工業生産も、月次GDPともいわれる産業活動指数も夏場からは回復してきている（第7図）。

実態は25%程度のインフレが続く

一方、インフレは依然として終息していない。前回の不況期である2009年は民間推計による実態インフレ率も鈍化したが、今回は不況にもかかわらずインフレ率は高止まりしたままである（第8図）。



IMF は統計の改善を勧告

対外関係の緊張も続いている。1月末、IMFはアルゼンチンに対し、インフレ率などの経済指標の「操作」を公式に批判、9月29日までに統計の改善とその発表を求めた。しかし、高いインフレ率を認めると、インフレ連動債の利払いに跳ね返るため、アルゼンチン政府が実態を認めるインセンティブは小さいと考えられる。

(2) 2013年の見通し

農産物輸出に助けられ、成長率は3.1%に回復へ

アルゼンチンの主力輸出産業は農業であり、なかでも大豆は関連製品も含めると輸出の3割弱を占める同国最大の輸出品である。昨年は、大豆が不作となり輸出量も1割減となっていた。

2013年は一転、豊作が予想されており、大豆関連輸出は2割弱伸びる見通しだ。小麦は多雨による減産が予想されているが、トウモロコシも

豊作が予想されており、三品目全てが凶作だった昨シーズンとは様変わりとなっている（第1表）。

第1表：アルゼンチンの主要穀物生産・輸出見通し

(100万トン)

		2011	2012 (見込)	2013 (予測)
小麦	生産	17.2	15.5	11.0
	輸出	9.5	12.9	5.0
トウモロコシ	生産	25.2	21.0	28.0
	輸出	16.4	17.5	19.5
大豆	生産	49.0	40.1	54.0
	輸出	9.2	7.4	11.0
大豆製品	生産	29.3	28.0	29.8
	輸出	27.6	26.0	28.8
大豆油	生産	7.2	6.8	7.3
	輸出	4.6	3.8	4.3
大豆類合計	生産	85.5	74.9	91.1
	輸出	41.4	37.2	44.0

(資料)米農務省

そして、主要商品の輸出価格は依然として歴史的な高値圏に留まり、外貨獲得に貢献する見通しである。こうしたことから、景気は緩やかな回復が続き、2013年の成長率は3.1%に上昇する見通しだ。

選挙目当てのバラマキ政策で、インフレ悪化の可能性も。最終的にはIMFから脱退する可能性も一概に否定できない

ただし、インフレは引き続き要警戒である。2013年10月に中間選挙が予定されているが、経済失政のため現政権への支持率は低い。支持率上昇を狙って政権がバラマキ政策を採り、更にインフレが進む懸念がある。

IMFとの関係も予断を許さない。アルゼンチンでは2001年の経済危機後に緊縮政策を強いたIMFに対して、今も反発が強い。そのため、対IMFについては政府を支持する国民が多く、政府も強気の姿勢を崩していない。アルゼンチンには現在IMFからの借入はなく、IMFに留まる理由は少ない。最終的にIMFからの脱退を選ぶ可能性も一概に否定できない。

3. メキシコ

(1) 景気の現状

景気鈍化するも一時的。ディスインフレ傾向が広がる

2012年前半、メキシコは前年比4.7%の成長を遂げたが、米国景気の中だるみとインフレによる実質所得減により、7-9月の成長率は前年比3.3%に鈍化した。しかし、10-12月期以降は景気信頼感指数が改善しているほか、消費関連指標も回復中である（第9図）。また2012年前半に干ばつがもたらした食品価格の高騰は足元で鎮静化し、むしろディスインフレが明瞭になってきている（第10図）。ディスインフレ傾向は生産者物価でも確認でき、メキシコ中銀の政策スタンスも昨年前半のインフレ警戒から中立に戻っている。

第9図: メキシコの消費関連指標



(注) 上段グラフ中横棒は四半期平均。
(資料) INEGI

第10図: 消費者物価



(資料) INEGI

(2) 2013年の見通し

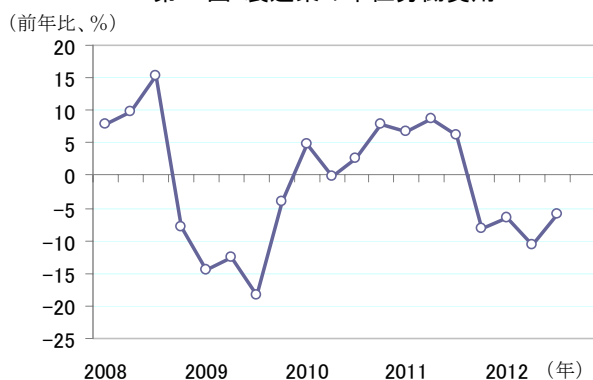
巡航速度での拡大
続き、インフレの懸
念も小

住宅市況の底入れから、米国景気の足取りもしっかりしてきている。米国が「財政の崖」への対応に失敗することがない限り、2013年のメキシコ経済は、輸出が伸び投資が活発化し所得増が消費を支えるという、好循環が続き、巡航速度（3%台半ば）での景気拡大が続く可能性が高い。

製造業の生産性向上により、単位労働費用は低下している（第11図）。今後もインフレの懸念は小さいだろう。

安定成長と低インフレから、証券投資先としてのメキシコ人気も衰えそうにない。メキシコ・ペソは上昇基調となり、1ドル=12ペソを目指すことになろう。

第11図: 製造業の単位労働費用



(資料) INEGI

第2表 中南米経済の見通し

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
ブラジル	2.7	0.9	3.1	6.6	5.4	5.8	▲ 525	▲ 542	▲ 580
アルゼンチン	8.9	2.1	3.1	9.8	10.0	10.5	▲ 0	18	10
メキシコ	3.9	4.0	3.5	3.4	4.1	3.7	▲ 111	▲ 73	▲ 120
中南米全体 (注)	4.1	2.6	3.4	6.8	5.8	6.5	▲ 533	▲ 656	▲ 764

(注) 全体の数値は、主要7カ国の統計に基づく。各国の比重は2010年のドル建て名目GDPによる。2011年は実績。

7カ国は、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

(国際通貨研究所 森川 央)

Ⅶ. 原油価格

～原油価格は横這い圏内で推移する見込み～

1. 価格動向

97ドル台と4ヵ月振りの高値 振りの高値

原油価格（WTI 期近物）は、米財政不安の後退や地政学リスクの高まりを受けて上昇し、4ヵ月振りの高値圏で推移している（第1図）。

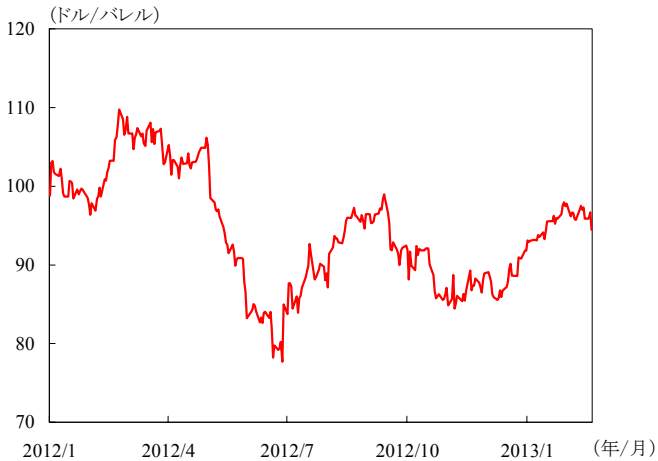
1月1日、米下院が「財政の崖」回避に向けた法案を可決したことを受けて、原油価格は昨年12月中の85～90ドルのレンジを抜けて93ドル台へ上昇した。その後も堅調な米経済指標や中東・アフリカ地域の地政学リスクの高まりから上昇し、1月末には97ドル台と4ヵ月振りの高値となった。

2月に入り、石油輸出国機構（OPEC）や国際エネルギー機関（IEA）の原油需要見通し、米国の経済指標や原油在庫統計に反応しながら、原油価格は95～97ドル台と狭いレンジで推移している。

投機筋の買い越し 額は過去最高水準

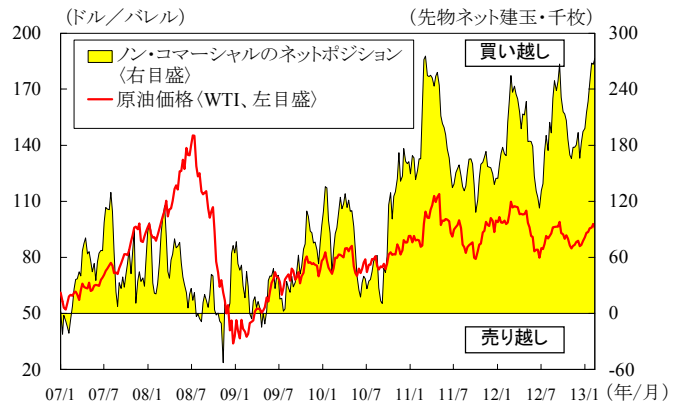
原油先物市場における投機筋の買い越し額をみると、日銀の追加金融緩和期待、米財政不安の後退等を受けて投資家のリスク選好姿勢が強まったことから、昨年12月半ば以降増加傾向にあり、足元では過去最高水準に達している（第2図）。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：原油先物市場の投機筋ポジション



(注) ノン・コマーシャルとは、原油生産や精製に従事しない業者のこと。

1枚=1,000バレル。

(資料) 米国商品先物取引委員会、ニューヨークマーカンタイル取引所資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 需要・供給動向

2012年は4年振りの供給超過

2012年の世界の原油需給バランスは、4年振りの供給超過（＝在庫積み増し）となった（第3図）。欧米の原油需要が減少したが、OPECと非OPECともに供給が増加したためである。

世界の原油需要は伸び悩み

IEAによれば、2012年は欧米の原油需要が減少したものの、日本の火力発電用需要の増加とアジアの底固い需要により、世界の原油需要は前年比+1.1%と昨年（同+0.9%）をわずかに上回った。今年については、世界景気は緩やかな回復傾向を迎えると見込まれるが、日本の原油需要は前年の反動からマイナスの伸びとなり、欧州景気も引き続き低迷することから、世界の原油需要は伸び悩むとみられている。

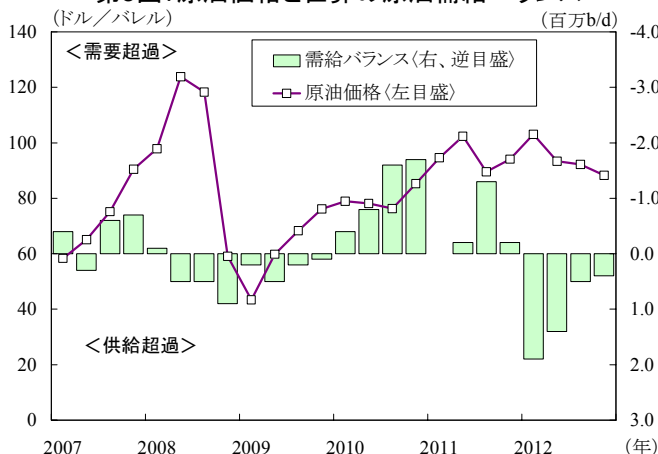
イラン減産分を他のOPEC加盟国がカバー

供給についてみると、2012年のOPECの産油量は前年から増加した。欧米による経済制裁強化の影響からイランの産油量が減少したが、サウジアラビア等の湾岸産油国が高水準の生産を維持したのに加え、イラクとリビアの生産が回復したことから（第4図）、イラン減産の影響は相殺された。しかしながら、サウジアラビアは11月以降、大幅減産に踏み切っている。国内外の需要減少に対応したものといわれているが、米国のシェールオイル増産を考慮し、世界の原油需給バランスを過度に緩めない狙いも否定できない。

シェールオイル増産により米国の産油量が増加

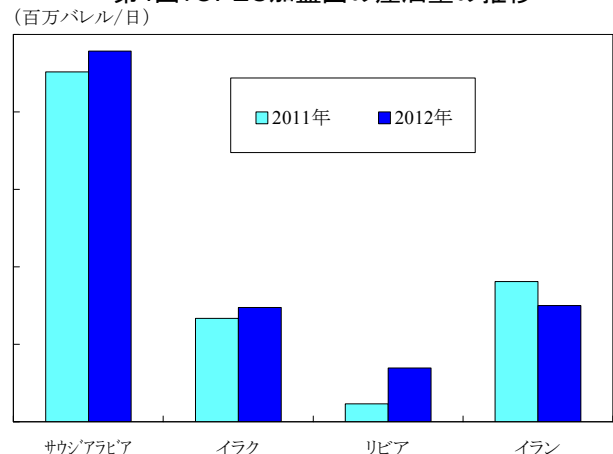
非OPECの産油量についてみると、生産量減少が続く北海油田を抱える英国とノルウェー、内戦が激化しているシリアの産油量が大きく減少したが、米国の産油量が大幅増加した。この結果、2012年の非OPECの産油量は増加した。2013年についても、シェールオイル増産により米国の産油量増加が見込まれており、産油国としての存在感を一段と高めることになる。

第3図：原油価格と世界の原油需給バランス



(資料)IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：OPEC加盟国の産油量の推移



(資料)IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 価格の見通し

原油価格は四半期平均で94～97ドル台の推移が見込まれる

世界景気は緩やかな回復傾向を辿ると見込まれるが、今年に入り米国の「財政の崖」が回避されたほか、中国の景気減速懸念も和らいでおり、需要面の支援材料となっている。こうした中、世界的な金融緩和を受けて原油市場に資金が流入しやすい環境にある。供給面でも、中東・アフリカ諸国の情勢緊迫化は当面続くとみられ、原油価格の押し上げ要因となろう。

米シェールオイル増産の原油価格への影響が注目されるが、世界全体でみた供給超過拡大を避けるために OPEC が減産する可能性があり、米増産による価格下押し圧力は軽減されると見込まれる。

他方、欧州債務問題は燻り続けるとみられ、原油価格の上値を抑制するとみられる。原油価格は四半期平均で94～97ドル台と横這い圏内での推移が予想される。

(篠原 令子)

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)	
12/1Q	103.0	8.9%	
12/2Q	93.4	▲8.8%	
12/3Q	92.2	3.0%	
12/4Q	88.2	▲6.2%	
13/1Q	94	▲8.8%	見通し ↓
13/2Q	94	0.7%	
13/3Q	97	5.2%	
13/4Q	96	8.8%	
2011年	95.1	19.5%	
2012年	94.2	▲1.0%	
2013年	95	1.1%	

(注) 期中平均価格

世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
日本 (年度ベース)	▲0.6 (0.3)	1.9 (1.0)	1.3 (2.2)	▲0.3 (0.0)	▲0.1 (▲0.0)	0.4 (0.6)	1,198 (964)	587 (518)	632 (724)
米国	1.8	2.2	2.3	3.2	2.1	2.0	▲4,659	▲4,736	▲4,846
ユーロ圏	1.5	▲0.5	▲0.3	2.7	2.5	1.8	▲45	150	287
ドイツ	3.0	0.9	0.6	2.5	2.1	1.8	2,054	2,165	1,792
フランス	1.7	0.0	0.0	2.3	2.2	1.4	▲620	▲622	▲448
イタリア	0.4	▲2.2	▲0.9	2.9	3.3	1.9	▲701	▲128	12
英国	0.9	▲0.0	0.1	4.5	2.8	2.3	▲328	▲841	▲650
アジア11カ国・地域	7.4	6.2	6.6	5.5	3.7	3.9	3,110	2,908	2,769
中国	9.3	7.8	8.0	5.4	2.6	3.3	2,017	2,138	1,955
NIEs	4.1	1.7	2.9	3.7	2.7	2.8	1,409	1,473	1,360
ASEAN4カ国	4.6	6.2	5.7	4.6	3.4	4.1	464	75	210
インド	6.2	5.2	6.0	8.4	10.0	7.1	▲782	▲789	▲756
オーストラリア	2.4	3.5	2.6	3.3	1.8	2.7	▲344	▲570	▲681
中南米	4.1	2.6	3.4	6.8	5.8	6.5	▲533	▲656	▲764
ブラジル	2.7	0.9	3.1	6.6	5.4	5.8	▲525	▲542	▲580

(注) 2011年・年度と2012年は一部を除き実績値、2012年度と2013年・年度は見通し。

- ・日本の消費者物価は、生鮮食品を除く総合ベース。
- ・「ユーロ圏」はドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ギリシャ、スロベニア、マルタ、キプロス、スロヴァキア、エストニアの17カ国。
- ・ユーロ圏および英国の消費者物価は、EU統一基準インフレ率 (HICP)。
- ・インドは、年度 (4月～3月) ベース。
- ・「中南米」はアルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラの7カ国。

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 伊達)
TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。