

内外経済の見通し

世界経済見通し概要

～世界経済は持ち直し基調を続けるものの、改善ペースはごく緩やかにとどまる見通し～

日 本

～日本経済の持続的な成長に向けて、また一歩前進～

米 国

～回復基調は継続するも、財政を巡る不透明感などが回復・成長のペースを制限～

西 欧

～脆弱ながらも持ち直し、今後の成長ペースは緩慢に～

ア ジ ア

～景気は持ち直すも、成長の加速ペースはごく緩やかに止まる見通し～

オーストラリア

～設備投資は低迷継続も、住宅投資の拡大が景気を下支え～

中南米

～緩やかな景気回復が続くブラジル、復調するメキシコ、減速に転じるアルゼンチン～

ロシア・中東欧

～景気は持ち直し方向にあるが、回復ペースは国毎にまちまち～

原油価格

～需給面からの価格上昇圧力は限定的～

世界経済見通し概要

世界経済は持ち直し基調を続けるものの、改善ペースはごく緩やかにとどまる見通し

世界経済は先進国とりわけ米国を中心に全体として持ち直し基調にあるが、各地域それぞれに抱える課題は重く、今後の改善ペースはごく緩やかにとどまる見通しである。

米国経済は、構造調整の進展や、シェール革命による貿易収支改善・エネルギー価格抑制等を背景に、一進一退を繰り返しながらも、緩やかな回復を続けている。ただ一方で、中長期的な財政緊縮は成長の重石となり続け、長期金利の上昇も景気の抑制要因となることから、当面、従来の回復局面でみられたような力強い成長加速までは見込みづらい情勢である。また、失業率の改善こそ比較的順調であるものの、労働市場全体の改善が捗々しくない点も気懸かりである。今後、中長期の時間軸で進められることになる金融緩和の出口戦略が米国経済・世界経済に与える影響にも注視が必要である。

欧州経済は、4～6月期以降、1年半にわたり続いたマイナス成長からようやく脱し、底打ちから緩やかな持ち直しへと徐々に転じつつある。ただ、このまま持続的な成長経路にまで直ちに復せるかとなると、南欧諸国の成長力の弱さや、金融セクターにみられる不良債権の増嵩など、債務危機を引き起こした根本問題は引き続き根強く残存していることから、まだまだ相当な時間が必要な情勢である。

アジア経済は、強弱まちまちながら、景気は総じて足踏み状態にある。来年についても、域内 GDP の 6 割弱を占める中国経済が、安定成長期への移行を視野に、中期的に緩やかな減速を続けていく局面にあることから、大きく成長ペースが加速することは難しい情勢である。ただ、先進国向け輸出の持ち直しと成長力豊かな内需に支えられて、今年並みの成長率は確保し、引き続き世界の成長センターとしての役割は果たし得る見込みである。なお、国内に構造的な課題を抱えるインドの景気回復が遅れている点には、留意が必要である。

こうしたなか、わが国経済は、デフレ脱却と本格的な経済再生に向け、着実に地歩を固めつつある。金融・財政政策の効果が広く波及し、実質 GDP 成長率は、公共投資や住宅投資の力強い拡大に、輸出や個人消費・設備投資の回復が加わり、4 四半期連続のプラス成長を記録した。先行きについても、景気はこのまま回復基調を続け得る公算が高い。金融緩和の強化と緊急経済対策の執行が 2013 年度の成長率に与える成長押し上げ効果は合わせて+2%弱に達すると試算され、同年度の実質 GDP 成長率を 2%台半ばまで押し上げる見通しである。さらに、2014 年度には、新成長戦略「日本再興戦略」の効果が、国内設備投資を促すなどの形で、徐々に顕在化し始めてくることが期待される。消費税増税による成長抑制効果は決して小さくないものの、これまでの成長により生み出された経済の好循環によってそれを乗り越え、潜在成長率を上回る 1%台前半の実質経済成長率を確保できるものと見込まれる。

(経済調査室長 松宮 基夫)

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2012年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
日本	5.96	100	1.9	1.8	1.8	▲ 0.1	0.3	2.4	604	490	594
<年度ベース>	<5.71>	—	<1.2>	<2.6>	<1.2>	<▲0.2>	<0.7>	<2.9>	<524>	<542>	<608>
米国	16.24	273	2.8	1.6	2.3	2.1	1.5	1.6	▲ 4,404	▲ 4,125	▲ 4,434
ユーロ圏17カ国	12.20	205	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	2.5	1.3	1.0	162	278	297
ドイツ	3.40	57	0.7	0.5	1.5	2.0	1.5	1.5	239	241	224
フランス	2.61	44	0.0	▲ 0.1	0.7	2.0	1.0	1.1	▲ 57	▲ 52	▲ 46
イタリア	2.01	34	▲ 2.5	▲ 1.5	0.4	3.0	1.3	0.9	▲ 8	56	98
英国	2.44	41	0.1	1.3	2.1	2.8	2.7	2.6	▲ 949	▲ 917	▲ 774
アジア11カ国・地域	14.16	238	6.2	6.1	6.2	3.8	3.8	3.7	2,621	3,007	3,034
中国	8.22	138	7.7	7.6	7.2	2.6	2.7	3.3	1,931	1,890	1,689
インド	1.84	31	5.0	4.6	5.5	10.2	10.0	6.4	▲ 878	▲ 645	▲ 555
NIEs	2.14	36	1.7	2.8	3.5	2.7	1.7	2.3	1,479	1,693	1,765
韓国	1.13	19	2.0	2.9	3.4	2.2	1.1	2.0	431	590	556
台湾	0.47	8	1.3	2.1	3.5	1.9	1.1	1.6	499	503	522
香港	0.26	4	1.5	2.9	3.3	4.1	4.3	4.2	35	59	77
シンガポール	0.28	5	1.3	3.7	3.9	4.6	2.5	2.9	514	540	610
ASEAN5カ国	1.95	33	6.2	5.0	5.4	3.9	4.9	4.7	89	69	134
インドネシア	0.88	15	6.2	5.5	5.6	4.3	7.1	6.1	▲ 244	▲ 286	▲ 206
マレーシア	0.30	5	5.6	4.6	5.4	1.7	2.4	3.1	186	181	206
タイ	0.37	6	6.5	2.5	4.0	3.0	2.2	2.5	▲ 15	12	45
フィリピン	0.25	4	6.8	6.9	6.6	3.2	2.8	3.3	71	85	80
ベトナム	0.16	3	5.3	5.2	5.4	9.1	6.7	6.9	91	77	9
オーストラリア	1.57	26	3.7	2.4	2.8	1.8	2.4	2.2	▲ 566	▲ 415	▲ 439
中南米7カ国	5.26	88	2.7	2.6	3.1	7.2	7.7	7.5	▲ 863	▲ 1,219	▲ 1,206
ブラジル	2.40	40	0.9	2.5	2.6	5.4	6.2	5.9	▲ 542	▲ 764	▲ 760
メキシコ	1.18	20	3.8	1.2	3.7	4.1	3.7	3.7	▲ 142	▲ 213	▲ 200
アルゼンチン	0.47	8	1.9	4.2	2.2	10.0	10.7	11.5	▲ 1	▲ 8	▲ 16
ロシア、中東欧3カ国	2.83	47	2.6	1.3	2.7	4.7	5.1	4.9	551	399	210
ロシア	2.02	34	3.4	1.6	2.9	5.1	6.7	6.1	748	520	360
チェコ	0.19	3	▲ 1.2	▲ 1.0	1.5	3.3	1.5	1.1	▲ 47	▲ 35	▲ 38
ハンガリー	0.13	2	▲ 1.7	0.3	1.5	5.7	1.8	2.1	22	24	23
ポーランド	0.49	8	1.9	1.2	2.6	3.7	1.0	1.9	▲ 172	▲ 110	▲ 135

(注) 1. 『2012年』は実績値、『2013年』と『2014年』は11月時点の見通し。

2. 『名目GDP』と『経常収支』は、各為替レートの見通し値に基づいて米国ドル建てに換算したもの。

3. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。

4. 『ユーロ圏』は、『ドイツ』、『フランス』、『イタリア』のほか、アイルランド、エストニア、オーストリア、オランダ、キプロス、ギリシャ、スペイン、スロバキア、スロベニア、フィンランド、ベルギー、ポルトガル、マルタ、ルクセンブルクの計17カ国。

5. 『インド』は、年度(4月～翌年3月)ベース。

6. 『中南米7カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルーの計7カ国。

(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

I. 日本

～日本経済の持続的な成長に向けて、また一步前進～

1. 日本経済の概況

安倍政権発足から約一年、これまでのところ日本経済はポジティブに反応

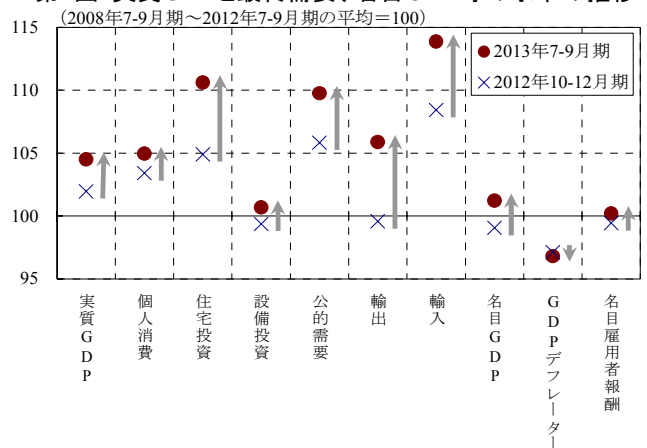
日本経済は本格的な再生を目指し、着実に歩を進めている。昨年12月の第2次安倍政権発足以降、金融市場（円安、株高、債券高＝金利低下）とマインド面（家計や企業の景況感の上昇）に先行して効果が表れた後、実体経済においても各所・各面（需要、生産、所得）で回復の動きが鮮明化。実質GDP成長率は昨年10-12月期から今年7-9月期まで、過去3年間で最長となる4四半期連続の前期比プラスを記録している（第1表）。成長ペースは直近7-9月期に前期比年率+1.9%と、年前半（1-3月期が同+4.3%、4-6月期が同+3.8%）から一旦鈍ったが、日本経済全体として回復基調にあることは間違いない。7-9月期の結果を最終需要項目別にみると、住宅投資と公共投資が急加速したほか、個人消費と設備投資も小幅ながら増加し、輸出のもたつきをカバー。在庫投資は4四半期ぶりのプラス寄与を示した。実質金額水準では、過去一年間、主要な最終需要の全てが増大しており、特に住宅投資、公的需要、輸出の増伸が顕著（第1図）。設備投資と輸出、名目GDPや雇用者報酬は、この一年でリーマン・ショック以後の平均を上回ってきた格好だ。こうした中で、安倍政権は成長戦略を漸進的ではあるものの具体化、現実化させてきており、また、財政再建への第一歩といえる消費税率の引き上げも最終決断した。目下の景気回復を持続的な成長につなげる道は整えられつつあると評価し得る。

第1表：実質GDPの推移

	(前期比年率、%)				
	2012年 7-9月期	10-12月期	2013年 1-3月期	4-6月期	7-9月期
実質GDP	▲ 3.7	0.6	4.3	3.8	1.9
個人消費	▲ 1.1	1.6	3.3	2.3	0.4
住宅投資	4.3	13.3	9.4	1.6	11.3
設備投資	▲ 12.4	▲ 4.7	0.2	4.4	0.7
在庫投資(寄与度)	0.1	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.5	1.4
公的需要	2.6	4.3	2.0	6.4	6.5
うち、公共投資	4.9	13.9	10.6	20.6	28.7
純輸出(寄与度)	▲ 2.1	▲ 0.6	1.6	0.6	▲ 1.8
輸出	▲ 14.5	▲ 11.4	16.7	12.2	▲ 2.4
輸入	▲ 1.0	▲ 6.7	4.2	6.8	9.2

(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：実質GDPと最終需要、名目GDP等の水準の推移



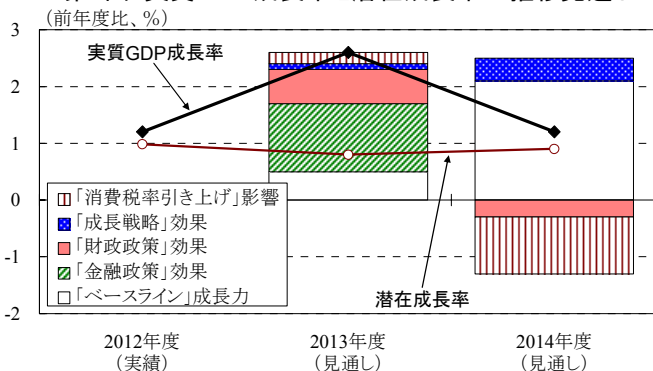
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

消費増税も、一連の政策効果と好循環の始動で克服可能

先行きを展望すると、当面の国内景気は、2014年4月の消費税率引き上げを前に、年度末にかけて一段と駆け込み需要が盛り上がりを見せることなども想定され、堅調な推移を続ける公算が大きい。2013年度の合計

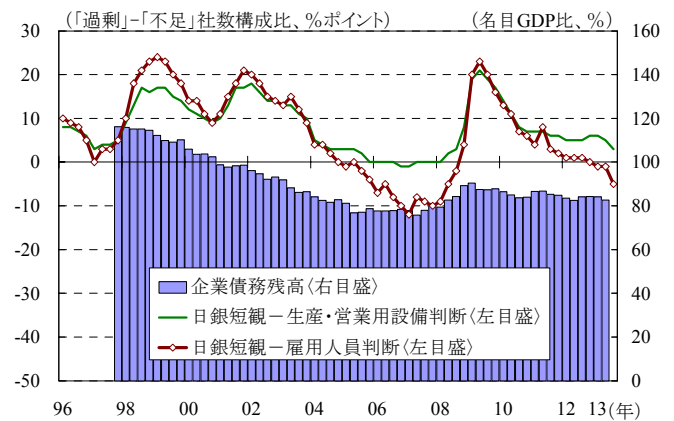
では、実質 GDP 成長率が前年度比+2%台半ばに達するものと予想している（第2図）。このうち、「金融政策」効果＝「量的・質的金融緩和」など日銀の金融緩和強化による押し上げ分が同+1.2%（円安を通じた輸出の増加、株高に伴う資産効果等）、「財政政策」効果＝2月に成立した大型補正予算による押し上げ分が同+0.6%、「消費税率引き上げ」のプラス影響＝増税前の駆け込み需要が同+0.2%と推計される。一方、2014年度には先ず、「消費税率引き上げ」のマイナス影響＝駆け込み需要の反動減および実質購買力の低下による家計需要の縮減や、「財政政策」効果の息切れといった下押し圧力が掛かってくる見込みである。それを打ち返していくのが、「成長戦略」効果＝2015年度までに一割増、リーマン・ショック以前の水準回復という戦略目標に沿った設備投資の拡大ほか、日銀の金融緩和継続、「ベースライン」成長力の高まり＝既出の政策効果を起点とした好循環の回転、上向きのモメンタムなどだ。さらには足元、企業設備や雇用、債務の過剰感も相当に薄れてきており（第3図）、経済の好循環が構造的な調整圧力に遮られることなくスムーズに回り易い状況。2014年度も、潜在成長率を超える同+1%強の成長率を確保できる見通しである。対してリスクシナリオは、成長戦略の実行が不十分なものに止まり、日本経済再生への期待が剥落する中で、消費増税を発端に家計需要が大幅かつ急速に減退していくような場合となる。

第2図：実質GDP成長率と潜在成長率の推移見通し



(注)1.『「ベースライン」成長力』は、潜在成長率に加え、各政策効果を起点とした好循環の回転や需要拡大に伴う先行的な在庫積み増し等を勘案したもの。
2.『「金融政策」効果』は、円安に因る「純輸出の改善」、「輸出増等からの波及効果」、「株価上昇を通じた資産効果」。
(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3図：生産・営業用設備と雇用人員の過剰感、企業債務残高の推移



(注)『企業債務』は、民間非金融法人企業の借入と株式以外の証券(社債等)。
(資料)日本銀行、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 部門・項目別にみた現状と見通し

(1) 企業部門

日本の輸出は中国や米国でシェア維持、両国経済の成長が回復の糸口に

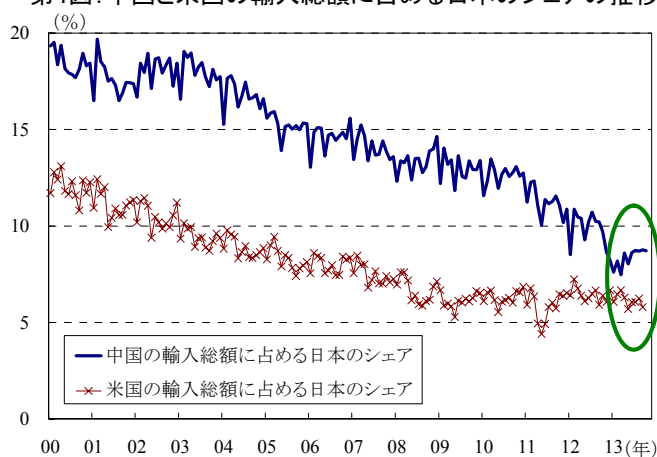
輸出は足元で、軟調となっている。輸出数量で見ると、今年の前半には米国およびアジア向けを中心として回復方向にあったが、年後半に入っからは米国向けが▲0.7%、アジア向けが▲2.4%、全体で▲1.3%（6月と直近10月の比較）。また、GDPベースの実質輸出は7-9月期に前期比年率

▲2.4%と3四半期ぶりの減少を示した。もっとも、最大の輸出先である中国や米国の輸入市場における日本のシェアは年初来、横這い～小幅上昇（第4図）。日本からの輸出が停滞した背景には、両国輸入の伸び悩みもあったと推察される。今後、中国、米国経済が緩やかながら成長を続ける限り、それにあわせて日本発の輸出も一定の伸びを確保し得る見通しだ。

生産と設備投資には数多くの追い風あり、先行き増伸の見通し

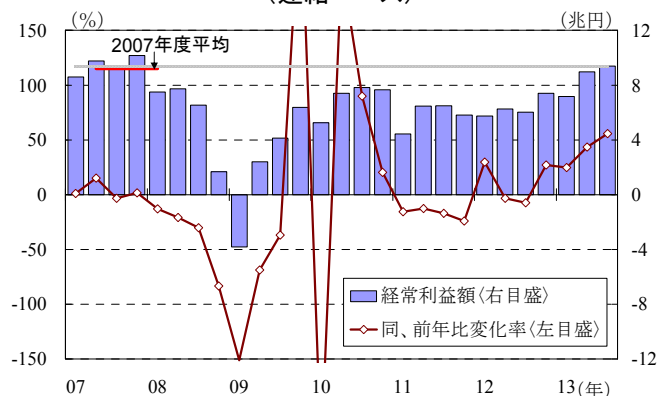
こうした中で、生産や設備投資も増勢を強めてくることが予想される。鉱工業生産は年初来3四半期続けて前期比増加しており、製造工業の生産予測調査によれば、10-12月期はさらなる加速となりそうだ。設備投資に関しても、その先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は4-6月期が前期比+6.8%、7-9月期が同+4.3%と好結果。ファンダメンタルズも良好で、東証一部上場企業の経常利益は前年比5割増、金額的にも2007年度の平均レベルを回復した（第5図）。投資減税など成長戦略上の様々な施策も含め、設備投資のサポート材料は十分に揃っている。

第4図：中国と米国の輸入総額に占める日本のシェアの推移



(注)すべて米国ドルベース。
(資料)各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：東証一部上場企業の経常利益の推移（連結ベース）



(注)11月29日時点で2013年7-9月期決算を公表済の企業のうち、2006年1-3月期以降連続してデータを取得できる1,208社の『経常利益額』を集計したもの。
(資料)Bloomberg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、住宅投資ともに続伸し、堅調ぶりを証明

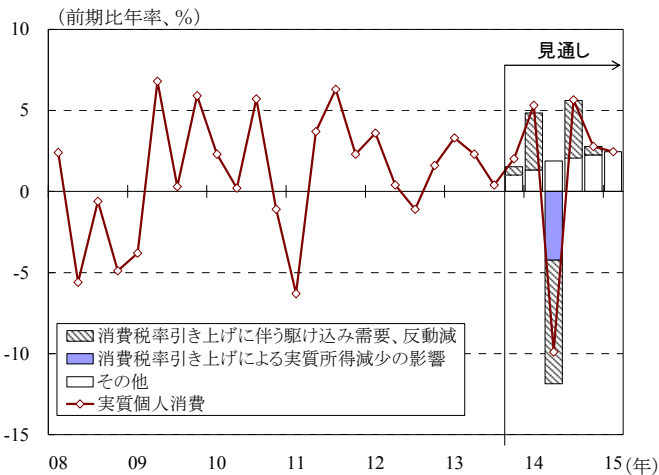
家計部門は引き続き堅調である。7-9月期には、個人消費が前期比年率+0.4%と小幅ながら伸び、これで昨年10-12月期から4四半期続けて増加（第6図）。4-6月期までで既に5四半期連続の前期比増を記録していた住宅投資は、7-9月期にも同+11.3%と力強く拡大した（第7図）。

消費増税はあるも、雇用・所得環境の回復が間に合って底堅さは変わらず

いずれも当面は、2014年4月からの消費税率引き上げを前にした駆け込み需要で、増加を続ける公算が大きい。例えば、住宅投資の先行指標とされる新設住宅着工戸数は9月に2008年10月以来の高水準となるなど、まだまだ拡大余地が残っている模様。問題は消費増税の後であるが、その頃までには雇用・所得面の回復がしっかりと実現している可能性が高い。足元では雇用環境が改善基調にあるほか、好調な企業業績等を背景として今冬のボーナスは増加が見込まれ、また、政府要請もあって賃上げの動きが着実に広がりを見せている。消費税率引き上げ直後の来年4-6月期には

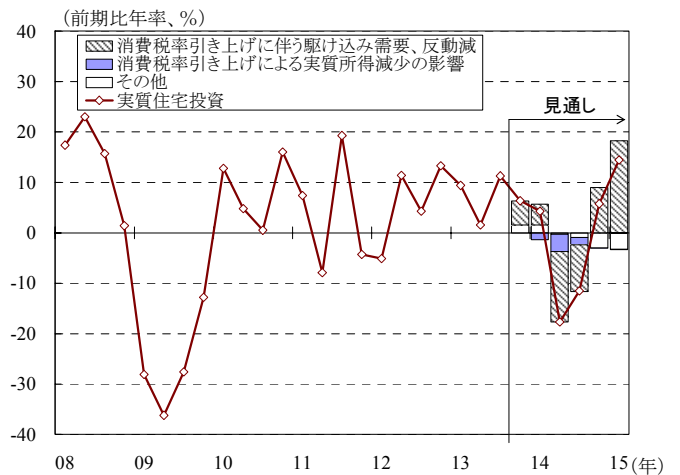
駆け込み需要の反動減と物価上昇に伴う実質購買力の低下で、一旦かなりの落ち込みを余儀なくされようが、先々まで尾を引くことなく比較的早期に需要が戻り、均してみれば底堅い推移となる見通しだ。

第6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7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

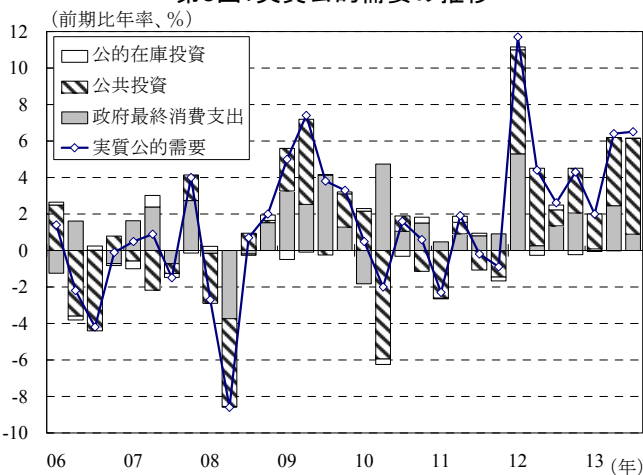
公的需要、公共投資は、大型補正予算の執行が進み急伸

実質公的需要は7-9月期に、GDPベースで前期比年率+6.5%と4-6月期の同+6.4%を上回る伸びを示した(第8図)。うち、公共投資が同+28.7%もの急拡大。ピークアウトしたとみられる東日本大震災関連の復旧・復興事業に代わり、10兆円超の緊急経済対策を盛り込んだ2012年度補正予算(今年2月成立)に基づく公共工事等が牽引役となった模様である。また、政府最終消費支出も、医療費や介護費を中心に増加傾向を辿っている。

補正予算の効果と公共投資の急拡大局面は一旦終焉へ

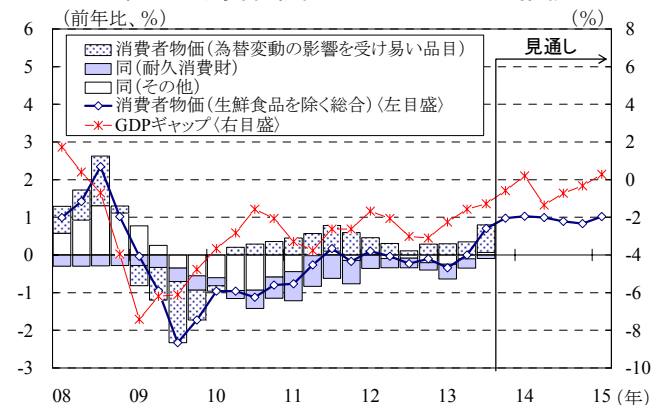
しかしながら、今般と概ね同規模の補正予算が組まれた2011年11月以後の経験や、先行指標とされる公共工事請負額の直近動向は、公共投資の年度後半以降の息切れを示唆している。政府が10月初に発表した「経済政策パッケージ」も、昨年度予算の剰余金や、今年度予算の予備費の活用、

第8図: 実質公的需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 消費者物価とGDPギャップの推移



(注)1.『消費者物価』は、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース。
2.『為替変動の影響を受け易い品目』は、エネルギー、航空運賃、外国パック旅行。
3.『GDPギャップ』は、実質GDPと潜在実質GDPの差額を潜在実質GDPで除したもの。
(資料)総務省、内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国債費など既定予算の減額で多くが賄われると想定され、純粋な追加需要は限られる見込み。今後の公的需要は一転、減少基調となりそうである。

(4) 物価

消費者物価は 6 月から前年比上昇、デフレ脱却が視野に

消費者物価は上昇基調が定着してきている。生鮮食品を除くコアベースでは、6月に前年比プラスへ転じた後、7月～9月には期中平均で同+0.7%まで加速した(第9図)。内訳をみると、円安の影響を受けやすいエネルギーなど輸入品の値上がりが引き続き目立つが、あわせて耐久消費財、その他の品目の価格も下落幅を着実に縮小させている。長らく日本経済の病巣の一つとされてきたデフレからの脱却に、漸く目処が付きつつあるようだ。

需給ギャップの改善で、消費者物価の上昇は続く見込み

この先、昨年度後半から急ピッチで進んできた円安による物価への影響が徐々に薄れる一方で、マクロ的な需給バランスは景気回復を受けて改善、引き締まっていくと予想される。このため、消費者物価は今後も上昇を続ける公算が大きい。コアベースの消費者物価は、2013年度に前年度比+0.7%、2014年度には同+2.9%、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて同+0.9%と、上昇ピッチを少しずつ速める見通しである。

3. 金融政策・市場の現状と見通し

(1) 金融政策と長期金利

少なくとも当面は日銀の政策姿勢に変更なき見通し

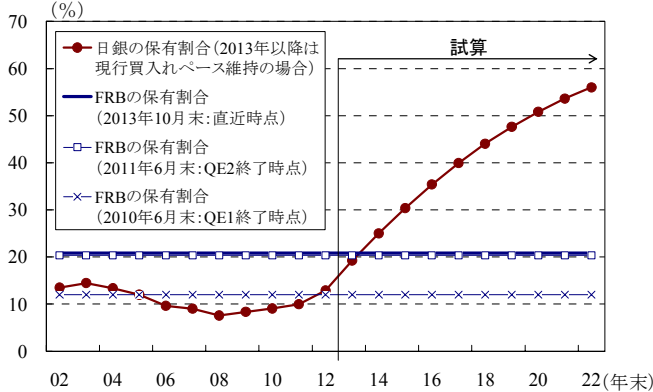
日銀は、4月4日に導入した「量的・質的金融緩和」、長期国債などの買入れによってマネタリーベースを年間約60～70兆円ペースで増加させ、消費者物価の前年比で+2%に設定した物価安定目標を2年程度の期間で達成することを目指すという強力な緩和策を推進している。前述した通り、消費者物価は上昇方向にあるが、2015年度までに前年比+2%(消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース)へ到達し得るかどうかが、現実には厳しそうどころ。日銀は今後も暫く現行政策を維持しながら、その効果を見極めていくスタンスを取るものと予想される。もっとも、現行の買入れペースが続けば、国債等では行き過ぎの観も強まってくる可能性が高い(第10図)。やや先のこととなるが、「量的・質的金融緩和」が予定の2014年末を超えて継続される場合、買入れペースについては一定の調整が加えられよう。

日銀の金融緩和が、市中金利押し下げという点では十分な効果を発揮

10年物国債利回りは一段の低下を示し、10月の平均値では0.6%台前半となった。「量的・質的金融緩和」が決定された4月以来の低水準である。同策の導入直後には金利が乱高下、急上昇する場面も頻繁にみられたが、足元にかけて落ち着きを取り戻している。日銀による長期国債の買入れ実績では、5年物と10年物が厚め(第11図)。こうした指標性の高い年限をより多く買入れたことで、他の年限を含め市中金利全体を広範囲に低下させることに成功したと考えられる。長期金利は今後、日本経済のファン

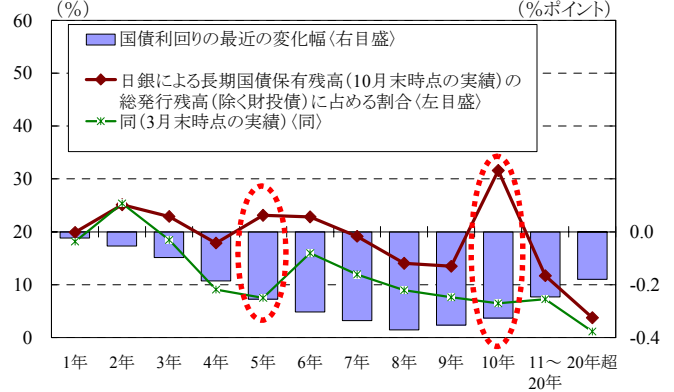
ダメンタルズ改善、米国金利上昇などにあわせて上昇方向となるも、日銀の金融緩和が継続される中で、そのピッチは緩やかに止まる見通しだ。

第10図：日銀とFRBによる長期国債の保有残高が総発行残高に占める割合の推移



(注)『日銀の保有割合』は財投債を除くベースで、その2013年以降は『現行買入れベース維持』すなわち年間50兆円ずつ残高が増加する場合の試算値。
(資料)日本銀行、FRB統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：残存期間別に見た日銀による長期国債保有残高の総発行残高に占める割合と国債利回りの最近の変化幅



(注)『国債利回りの最近の変化幅』は、5月29日(10年物国債利回りの直近ピーク時)の利回りから、11月28日時点の利回りを引いたもの。
(資料)日本銀行、財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 為替

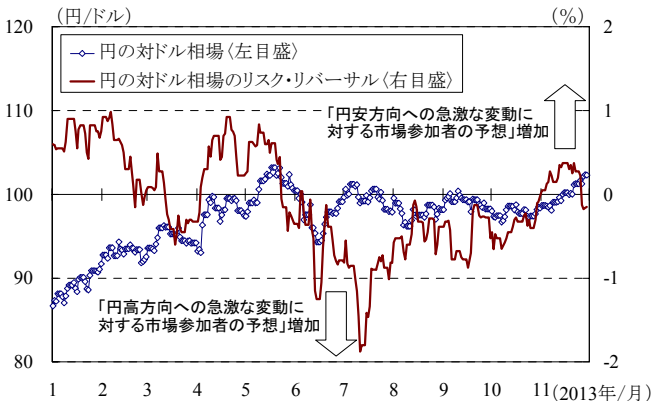
膠着状態を脱し、改めて円安方向へ

為替相場は再び円安に動き出しつつある。対ドルでは数カ月間、90円台後半(95円~100円)のレンジで膠着していたところから100円台へ、対ユーロでは140円近くまで円が下落(第12図)。また、市場参加者のリスク認識を『リスク・リバーサル』指標で見ると、円高方向への警戒が薄れ、円安方向への警戒が膨らんできた様子も窺われる。

日銀の金融緩和継続や内外金利差の拡大が円安に作用

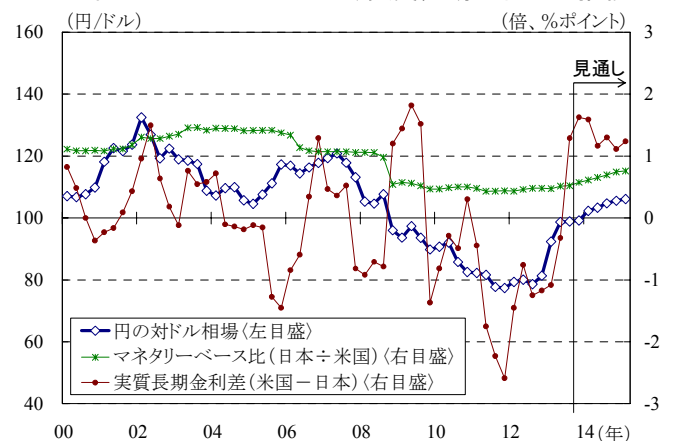
海外経済が万全でないため、この先でも消去法的な円買いの動きが優勢となり、円高に振れる場面も断続的には出てこよう。ただし、日銀の金融緩和にあわせて日本のマネタリーベースの増大が続くことや、米国など海外長期金利と低位に止まる日本長期金利との差が徐々に広がっていくことで、基調としては円安の流れの中にあり続けると予想する(第13図)。

第12図：円の対ドル相場と、そのリスク・リバーサル指標の推移



(注)『リスク・リバーサル』は、コール・オプションのインプライド・ボラティリティ(デルタ25、1ヵ月物、年率換算値)から、プット・オプションのインプライド・ボラティリティ(同)を引いたもの。
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：円の対ドル相場と日米のマネタリーベース比、実質長期金利差の推移



(資料)Bloomberg、日本銀行統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、鶴田 零、宮道 貴之、坂東 輝昭、金堀 徹)

日本経済・金融見通し

見通し

	2012				2013				2014				2015	2012年度	2013年度	2014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																
実質GDP（前期比年率、%）	5.1	▲ 0.8	▲ 3.7	0.6	4.3	3.8	1.9	3.2	4.2	▲ 5.1	3.7	2.8	3.2	1.2	2.6	1.2
個人消費	3.6	0.4	▲ 1.1	1.6	3.3	2.3	0.4	2.0	5.3	▲ 9.9	5.6	2.8	2.4	1.6	2.0	0.2
住宅投資	▲ 5.1	11.4	4.3	13.3	9.4	1.6	11.3	6.3	4.3	▲ 17.5	▲ 11.5	5.7	14.3	5.3	7.2	▲ 3.4
設備投資	▲ 9.2	▲ 2.4	▲ 12.4	▲ 4.7	0.2	4.4	0.7	4.1	4.9	5.1	5.5	5.7	5.9	▲ 1.3	0.8	4.9
在庫投資（寄与度）	1.3	▲ 0.8	0.1	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 0.5	1.4	▲ 0.7	▲ 0.2	0.3	0.2	0.4	0.7	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2
公的需要	11.7	4.4	2.6	4.3	2.0	6.4	6.5	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.9	▲ 0.7	4.3	3.5	▲ 0.7
うち、公共投資	38.4	26.2	4.9	13.9	10.6	20.6	28.7	▲ 2.4	▲ 10.7	▲ 5.1	▲ 4.3	▲ 5.9	▲ 5.1	14.9	13.0	▲ 4.4
純輸出（寄与度）	0.3	▲ 1.3	▲ 2.1	▲ 0.6	1.6	0.6	▲ 1.8	2.2	1.2	0.8	0.0	0.1	0.2	▲ 0.8	0.4	0.6
財貨・サービスの輸出	11.2	▲ 2.1	▲ 14.5	▲ 11.4	16.7	12.2	▲ 2.4	15.2	9.5	4.5	4.1	3.6	3.6	▲ 1.2	5.3	6.0
財貨・サービスの輸入	8.2	5.8	▲ 1.0	▲ 6.7	4.2	6.8	9.2	0.4	2.4	▲ 0.4	4.5	3.6	3.0	3.9	3.4	2.4
名目GDP（前期比年率、%）	5.2	▲ 2.6	▲ 4.6	0.7	2.8	4.3	1.6	5.3	4.1	▲ 1.4	5.1	4.6	3.5	0.3	2.6	2.9
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 0.3	0.2	0.6	1.4	1.9	1.6	1.9	▲ 0.9	0.0	1.7
鉱工業生産（前期比、%）	0.8	▲ 2.2	▲ 3.2	▲ 1.9	0.6	1.5	1.7	4.1	2.2	▲ 2.0	▲ 0.2	0.3	0.6	▲ 2.9	4.2	2.2
国内企業物価（前年比、%）	0.3	▲ 1.1	▲ 1.9	▲ 0.9	▲ 0.3	0.7	2.2	2.4	2.3	4.5	4.5	4.5	4.4	▲ 1.1	1.9	4.5
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.7	1.0	1.0	3.0	2.9	2.8	3.0	▲ 0.2	0.7	2.9
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	▲ 1,069	▲ 1,097	▲ 1,651	▲ 1,592	▲ 2,523	▲ 1,855	▲ 2,835	▲ 2,250	▲ 2,195	▲ 2,283	▲ 2,265	▲ 2,124	▲ 2,353	▲ 6,892	▲ 9,135	▲ 9,026
経常収支（10億円）	1,636	1,537	976	1,080	782	2,237	560	1,189	1,421	1,427	1,552	1,779	1,624	4,354	5,407	6,383
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	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0-0.1	0.1	0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
10年物国債利回り（%）	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7	0.9
円相場（円/ドル）	79	80	79	81	92	99	99	99	102	103	105	106	106	83	100	105

(注)『無担保コール翌日物』は、2013年1~3月期以前が誘導目標(期末値)、2013年4~6月期以後が取引金利(期中平均値)。『3ヵ月物ユーロ円TIBOR』、『10年物国債利回り』、『円相場』は、期中平均値。
(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

主要経済金融指標(日本)
2013年11月29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)

	2011年度	2012年度	2013年			2013年				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率(前期比年率)	0.3	1.2	4.3 (0.3)	3.8 (1.1)	1.9 (2.7)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.3	0.1	0.0 (▲1.2)	1.0 (0.5)	0.5 (1.6)	▲0.8 (0.0)	0.4 (1.5)	0.3 (0.9)	0.4 (2.2)	
鉱工業生産指数	▲0.7	▲2.9	0.6 (▲7.9)	1.5 (▲3.1)	1.7 (2.3)	▲3.1 (▲4.6)	3.4 (1.8)	▲0.9 (▲0.4)	1.3 (5.1)	0.5 (4.7)
鉱工業出荷指数	▲1.5	▲1.8	4.1 (▲6.3)	▲1.9 (▲3.5)	0.6 (1.6)	▲3.2 (▲5.1)	2.0 (1.4)	▲0.1 (▲1.3)	1.5 (4.6)	1.8 (5.7)
製品在庫指数	12.1	▲2.7	▲3.4 (▲2.7)	0.4 (▲2.9)	1.2 (▲3.5)	0.0 (▲2.9)	1.6 (▲2.8)	▲0.2 (▲3.3)	▲0.2 (▲3.5)	▲0.5 (▲4.0)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	109.0	114.4	112.1 [107.6]	107.6 [111.5]	111.0 [116.4]	111.0 [111.7]	110.5 [115.3]	112.5 [115.5]	110.1 [118.5]	106.0 [117.7]
国内企業物価指数	1.4	▲1.1	0.8 (▲0.3)	0.7 (0.7)	0.8 (2.2)	0.0 (1.2)	0.6 (2.2)	0.2 (2.3)	0.2 (2.2)	▲0.1 (2.5)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲0.2	▲0.3 (▲0.3)	0.7 (0.0)	0.4 (0.7)	0.3 (0.4)	0.2 (0.7)	0.2 (0.8)	▲0.1 (0.7)	0.2 (0.9)
稼働率指数 (2010年=100)	97.9	95.4	94.4 [102.6]	96.6 [99.6]	98.3 [95.1]	95.8 [97.7]	99.3 [97.8]	97.2 [95.7]	98.4 [91.9]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	6.2	▲3.0	▲0.0 (▲4.6)	6.8 (6.4)	4.3 (9.6)	▲2.7 (4.9)	▲0.0 (6.5)	5.4 (10.3)	▲2.1 (11.4)	
製造業	5.9	▲10.1	▲1.7 (▲12.1)	5.6 (▲4.2)	9.8 (8.2)	2.4 (2.4)	4.8 (▲2.0)	0.8 (8.7)	4.1 (17.3)	
非製造業 (除く船舶、電力)	6.6	2.8	▲3.1 (2.8)	12.5 (14.1)	▲4.1 (10.4)	▲17.5 (6.6)	0.0 (13.0)	6.2 (11.6)	▲7.0 (8.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	6.7	▲6.0	4.7 (▲9.1)	▲0.2 (▲5.4)	0.4 (0.3)	▲3.5 (▲6.4)	3.9 (1.2)	▲1.5 (▲1.0)	▲1.5 (0.7)	
建設受注	7.1	2.4	(1.2)	(17.0)	(48.7)	(21.9)	(13.7)	(21.4)	(89.8)	
民需	3.7	2.6	(1.2)	(13.5)	(60.6)	(12.4)	(1.6)	(23.0)	(127.1)	
官公庁	22.7	5.3	(0.2)	(18.7)	(29.9)	(13.6)	(4.0)	(23.9)	(51.3)	
公共工事請負金額	▲0.5	10.3	(▲6.0)	(25.2)	(22.5)	(21.7)	(29.4)	(7.9)	(29.4)	(3.5)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	84.1 (2.7)	89.3 (6.2)	89.9 (5.1)	98.3 (11.8)	100.4 (13.5)	97.6 (15.3)	97.9 (12.4)	96.0 (8.8)	104.4 (19.4)	
新設住宅床面積	(2.5)	(4.8)	(5.7)	(11.6)	(13.0)	(15.2)	(11.2)	(9.8)	(18.1)	
小売業販売額	0.8	0.3	(▲1.2)	(0.7)	(1.2)	(1.6)	(▲0.3)	(1.1)	(3.0)	(2.3)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲1.2	1.6	3.8 (2.8)	▲1.9 (▲0.2)	▲0.6 (0.7)	▲2.0 (▲0.4)	0.9 (0.1)	▲0.5 (▲1.6)	1.6 (3.7)	0.0 (0.9)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.3	74.8	76.3 [72.3]	73.9 [74.2]	74.9 [74.2]	72.3 [73.2]	73.7 [74.7]	73.9 [72.9]	76.0 [74.3]	75.0 [73.9]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.8	▲0.3	1.5 (▲1.6)	2.7 (1.0)	0.1 (4.0)	▲0.1 (2.0)	0.0 (3.9)	0.2 (4.0)	▲0.5 (3.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲0.3	▲0.7	(▲0.6)	(0.3)	(▲0.3)	(0.6)	(▲0.1)	(▲0.9)	(▲0.2)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	52	107	24	33	43	37	40	42	46	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.68	0.82	0.85 [0.75]	0.90 [0.80]	0.95 [0.81]	0.92 [0.81]	0.94 [0.81]	0.95 [0.81]	0.95 [0.81]	0.98 [0.81]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.5	4.3	4.2	4.0	4.0	3.9	3.8	4.1	4.0	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.9	46.3	53.3 [47.3]	55.1 [47.3]	52.1 [43.0]	53.0 [43.8]	52.3 [44.2]	51.2 [43.6]	52.8 [41.2]	51.8 [39.0]
企業倒産件数 (実数、件数)	12,707 (▲2.7)	11,719 (▲7.7)	2,779 (▲12.7)	2,841 (▲9.1)	2,664 (▲8.8)	897 (▲8.0)	1,025 (0.0)	819 (▲15.3)	820 (▲11.9)	959 (▲7.3)

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)

	2011年度	2012年度	2013年			2013年				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
通関輸出	▲3.7	▲2.1	(1.2)	(7.1)	(12.7)	(7.4)	(12.2)	(14.6)	(11.5)	(18.6)
価格	1.7	4.0	(9.4)	(10.5)	(12.1)	(13.1)	(10.2)	(12.5)	(13.6)	(13.6)
数量	▲5.3	▲5.8	(▲7.5)	(▲3.1)	(0.6)	(▲5.0)	(1.8)	(1.9)	(▲1.8)	(4.4)
通関輸入	11.6	3.5	(8.1)	(10.4)	(17.5)	(11.8)	(19.7)	(16.1)	(16.5)	(26.1)
価格	9.2	2.5	(10.1)	(12.2)	(18.1)	(17.6)	(16.9)	(18.3)	(19.1)	(18.6)
数量	2.2	1.0	(▲1.7)	(▲1.5)	(▲0.5)	(▲5.0)	(2.4)	(▲1.9)	(▲2.1)	(6.3)
経常収支(億円)	76,180	43,536	15,844	17,287	13,261	3,777	5,773	1,615	5,873	
貿易収支(億円)	(34,698)	(68,921)	▲23,735	▲19,624	▲27,040	▲1,418	▲9,433	▲8,859	▲8,748	
サービス収支(億円)	▲18,265	▲25,417	▲1,939	▲3,334	▲4,513	▲861	▲1,965	▲1,533	▲1,015	
資本収支	29,618	▲49,201	1,720	23,052	▲8,290	15,460	▲8,618	▲1,805	2,133	
外貨準備高(百万ドル)	1,288,703	1,254,356	1,254,356	1,238,713	1,273,446	1,238,713	1,254,033	1,254,204	1,273,446	1,276,751
対ドル円レート(期中平均)	79.05	83.08	92.38	98.74	98.94	97.43	99.71	97.87	99.24	97.85

3. 金融

	2011年度	2012年度	2013年			2013年					
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月	
無担保コール翌日物金利	0.077	0.083	0.083 [0.083]	0.073 [0.078]	0.073 [0.085]	0.074 [0.076]	0.073 [0.084]	0.073 [0.086]	0.072 [0.085]	0.070 [0.085]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.331	0.312	0.270 [0.331]	0.228 [0.333]	0.228 [0.327]	0.228 [0.335]	0.228 [0.327]	0.228 [0.327]	0.228 [0.327]	0.221 [0.326]	
新発10年国債利回り (未値)	1.050	0.760	0.655 [0.968]	0.772 [0.848]	0.732 [0.780]	0.855 [0.830]	0.795 [0.780]	0.720 [0.795]	0.680 [0.765]	0.590 [0.775]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.269	1.184	1.184 (▲0.042)	1.153 (▲0.031)	1.125 (▲0.028)	1.153 (▲0.026)	1.145 (▲0.008)	1.139 (▲0.006)	1.125 (▲0.014)		
日経平均株価 (225種、未値)	10,084	12,398	12,398 [10,084]	13,677 [9,007]	14,456 [8,870]	13,677 [9,007]	13,668 [8,695]	13,389 [8,840]	14,456 [8,870]	14,328 [8,928]	
M2平残	(2.9)	(2.5)	(2.9)	(3.5)	(3.8)	(3.8)	(3.7)	(3.8)	(3.9)	(4.1)	
広義流動性平残	(0.2)	(0.5)	(1.3)	(2.6)	(3.6)	(3.1)	(3.3)	(3.6)	(3.8)	(4.1)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計		(▲0.1)	(0.9)	(1.4)	(1.8)	(2.0)	(1.9)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
	銀行計		(▲0.1)	(1.1)	(1.8)	(2.1)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.2)	(2.3)
	都銀等		(▲1.8)	(▲0.2)	(1.0)	(1.6)	(1.9)	(1.6)	(1.8)	(1.9)	(1.7)
	地銀		(1.9)	(2.9)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.4)	(3.3)	(3.1)
	地銀Ⅱ		(1.1)	(0.8)	(0.4)	(0.6)	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.9)	(1.9)
信金		(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(0.1)	(0.4)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計		(2.7)	(2.2)	(2.9)	(3.8)	(3.8)	(4.1)	(3.9)	(3.8)	(3.9)
	都銀		(1.9)	(1.8)	(2.8)	(4.1)	(3.7)	(4.5)	(4.0)	(3.7)	(3.7)
	地銀		(3.7)	(2.8)	(3.4)	(4.0)	(4.5)	(4.2)	(4.4)	(4.6)	(4.4)
	地銀Ⅱ		(2.8)	(1.8)	(1.2)	(1.5)	(2.1)	(1.7)	(1.7)	(2.6)	(3.1)

(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、保証事業者協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

II. 米国

～回復基調は継続するも、財政を巡る不透明感などが回復・成長のペースを制限～

1. 米国経済の現状

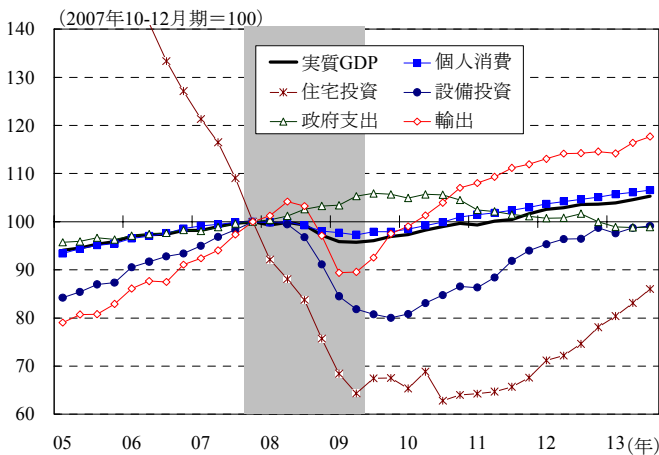
回復は続いているが緩やかなペースで、力強さは窺えないまま

米国経済は緩やかな回復局面にある。直近 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+2.8%と、4-6 月期の同+2.5%から小幅加速した。最終需要項目の中では、住宅投資が同+14.6%と引き続き堅調（5 四半期連続で同+10%以上の伸び）。前回の景気後退期（2007 年 10-12 月期～2009 年 4-6 月期）に大きく落ち込んだ後、着実に正常化しつつあるようだ（第 1 図）。ほか、在庫投資のプラス寄与が拡大し、輸入の鈍化も成長率を加速させる方向に作用したが、個人消費や設備投資は減速。国内民間最終需要（個人消費+住宅投資+設備投資）は 4-6 月期（同+2.7%）を下回る同+2.0%に止まるなど、勢いが窺われる内容ではなかった。

財政問題に端を発する様々な混乱は、消費者マインドの悪化などに直結

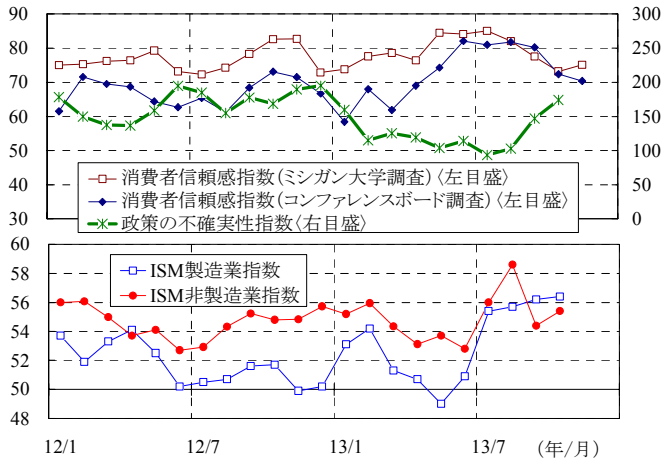
こうした中、10 月には財政協議の難航から連邦政府機関の一部が閉鎖され、米国債の債務不履行（デフォルト）も危惧される状況に至るといふ異例の事態が発生した。いずれも一旦解決をみたものの、政策の不確実性が高まり、同月の消費者信頼感指数などは明確に低下してマインドの悪化を示した（第 2 図）。ISM 指数にみる企業の景況感でも、改善が頭打ち（製造業）ないし一進一退（非製造業）となっている。

第1図: 実質GDPと最終需要の水準の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。
(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2図: 消費者信頼感指数と政策の不確実性指数、ISM指数の推移



(資料) ミシガン大学、コンファレンスボード、全米供給管理協会統計等より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

(1) 実体経済

回復が続く中でも、当面の成長率は+2%程度の見通し

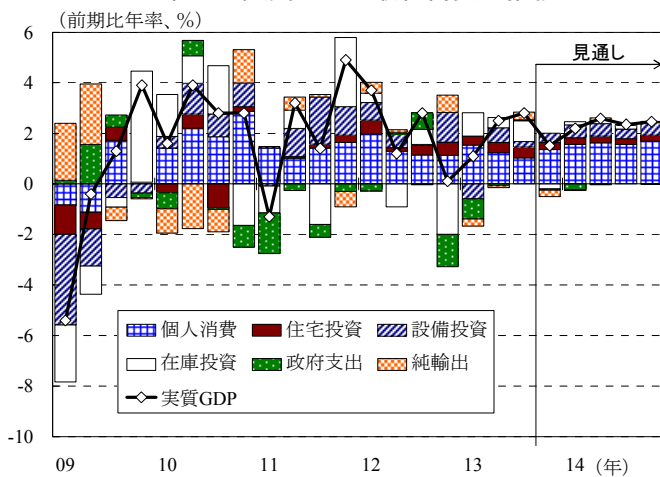
先行きを展望すると、前述した住宅市場の正常化、足元で顕著な住宅価格や株価の上昇による資産効果などを支えに、米国経済は緩やかな回復を続けていく公算が高そうである。実質 GDP 成長率で言えば、10-12 月期には後述する連邦政府機関閉鎖の直接的・間接的な悪影響を受けて低め

となるが、2014年中は前期比年率+2%台での推移が見込まれる(第3図)。年単位では、2013年に前年比+1%台半ばへ鈍化した後、2014年には同+2%台前半まで持ち上がるものと予想している。

財政絡みの混乱の長期化や出口戦略の失敗などが、景気の下振れリスク

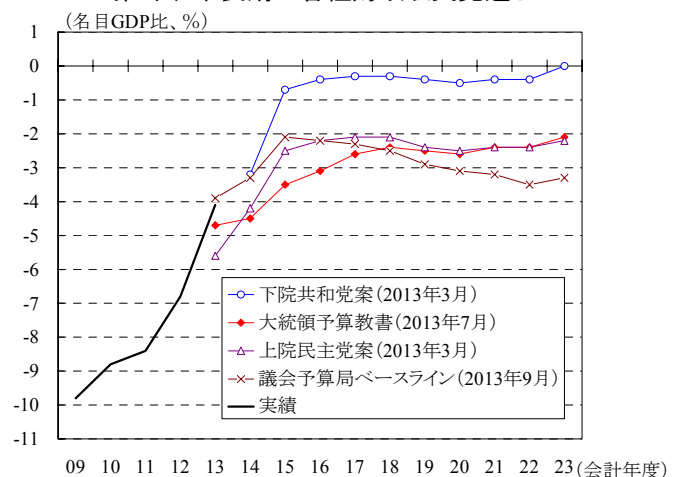
その一方で、財政問題を巡る混乱や不透明感が引き続き景気の下押し要因となり得る点には十分な注意が必要だと考えられる。具体的に、10月の計16日間に及んだ連邦政府機関閉鎖による直接的影響=連邦政府支出の減少は、10-12月期の実質GDP成長率を前期比年率▲0.2%ポイント強押し下げたと推計される。また、観光関連の家計支出や、マインドの悪化を通じた個人消費全般の減退など間接的な悪影響も無視し得ないし、米国小売業界の最大イベントとも言える年末商戦を間近に控え、タイミング的にも良くない。そして、年明け後も暫くは、こうした不透明感、不安定性が残りそうだ。元より、財政再建に対する与野党の見方には相当の開きがあり(第4図)、超党派委員会での協議でも現状、歩み寄りがみられていない。次の節目は1年半ば(同月15日が現行暫定予算の期限)と2月上旬(同月7日までは債務上限の縛りが凍結される期間)。膠着状態が何とか打開され、その長期化が避けられることを望みたいところである。他のリスクとしては、金融政策に関する出口戦略の失敗。大幅な金融緩和状態から始まる出口戦略の帰趨、国内外の金融市場や新興国経済の反応などには予断を許さない部分が多く、幅広く注視していくことが求められる。

第3図: 実質GDPと最終需要の推移



(資料) 米商務省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 中長期の各種財政収支見通し



(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 住宅市場と労働市場

住宅市場は、ペースを調整しつつ回復持続の見通し

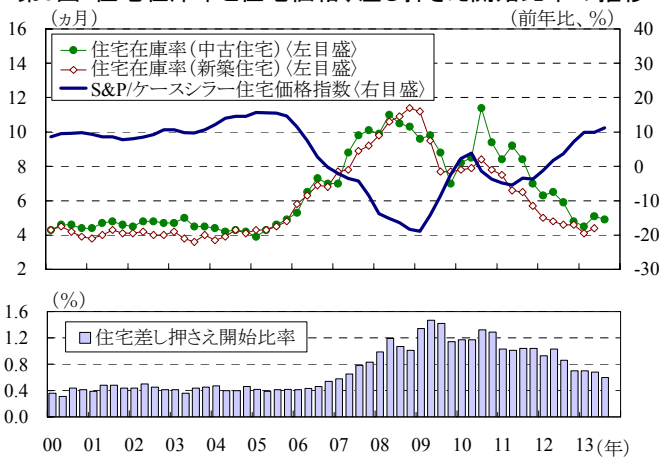
今後の米国経済が回復基調を維持していく上で拠り所としたいのが、住宅市場の回復持続と労働市場の本格回復である。まず、住宅市場の現況を確認すると、在庫率が常態と考えられる2000年代前半の平均水準: 4ヵ月程度まで低下し、中古および新築ともに過剰在庫の解消に目途がついた格好(第5図)。また、住宅の差し押さえ開始比率は着実に低下し、差し押さえられた住宅が大量に市場へ放出され、供給圧力が急激に強まるとい

ったリスクも小さくなってきた。結果、住宅価格は前年比+10%超のペースで安定的に上昇し続けている。さらに、家計のバランスシート調整の進展に伴って新たな借入余地が広がりつつあるなど、総じて住宅市場の回復は持続可能と判断される。ただし、この先で予想される長期金利の上昇は住宅需要を抑制する公算が大きく、回復ペースの一段の加速までは見込み難いところ。前述した通り GDP ベースの住宅投資は昨年後半から5 四半期続けて前期比年率+10%以上の伸びを示してきたが、早晩これが同一桁台へ落ち着いてくる見通しである。無論、それでも米国経済にとっては、貴重なサポートとなり得るはずだ。

労働市場が先行的に本格回復する姿は展望できず、役割は後方支援が主に

他方、労働市場は依然として回復途上にある。連邦政府機関閉鎖の影響などから大幅な減少も懸念された10月分の非農業部門雇用者数は前月比+20万人を上回る増加となったが、小売業者等が年末商戦に向けた採用を前倒したに過ぎない可能性も指摘されており、少なくとも今後の見極めが必要だ。また、失業率は想定より順調な低下を示しているものの、労働参加率が切り下がっていることも相当に効いており、俄かには評価しかねるところ(第1表)。このほか、失業期間が長期化したまま、就業者率は数年にわたって底這い状態である。今の労働市場には主導的な役割を期待し難く、景気全般の動きに追随して回復し、漸くそこから成長の基盤を固めるという形で貢献を果たしていくことになる。

第5図:住宅在庫率と住宅価格、差し押さえ開始比率の推移



(資料)全米不動産業協会、米国商務省、Standard & Poor's社、米国抵当銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表:各種雇用指標の動向

	2008年 12月	2009年以降 の最悪値	2009年以降 の最善値	直近値 (2013年10月)	
失業率	7.3%	10.0% (2009年 10月)	7.2% (2013年 9月)	7.3%	○
労働参加率 (労働力人口 ÷生産年齢人口)	65.8%	62.8% (2013年 10月)	65.8% (2009年 2月)	62.8%	×
平均失業期間	19.9週	40.7週 (2011年 12月)	19.8週 (2009年 1月)	36.1週	×
就業者率 (就業者 ÷生産年齢人口)	61.0%	58.2% (2011年 7月)	60.6% (2009年 1月)	58.3%	×
広義失業率(職探しを断念した 労働者、経済的理由でのパート タイム労働者を含む)	13.6%	17.1% (2010年 4月)	13.6% (2013年 9月)	13.8%	△
失業者に占める 自発的離職者の割合	8.8%	5.6% (2010年 9月)	8.8% (2013年 9月)	7.5%	△

(資料)米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策と長期金利

**FRB は出口戦略に
関し、漸進的なスタ
ンスを取り続ける
見通し**

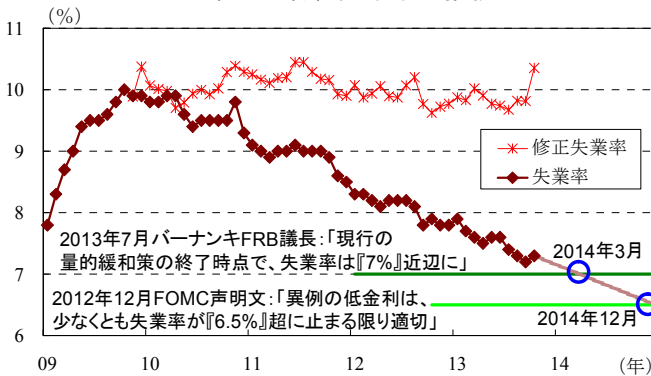
労働市場の回復の不十分さは、金融政策の先行きを占う上でも重要だ。例えば前述した失業率であるが、雇用指標の中では最もスムーズに改善しており、現在のペースなら2014年3月にFRBが「現行量的緩和策の終了目途」とする7%、同年末には「異例の低金利を解除する一条件」とする6.5%への到達が見込まれる(第6図)。ただし、昨今の失業率を数字上押し下げる格好になっている労働参加率の低下分を差し引くと、全く改善

が窺われなくなる。FRB は来年 2 月に就任が予定されるイエレン新議長の下で、労働市場の“実勢”をより重視して出口戦略を慎重に進め、資産買入れ規模の縮小 (tapering)、同策の終了、そして利上げと段階的に、緩やかに実行していくものと予想される。

長期金利は上昇方向ながら、その急騰には FRB が歯止めをかけると予想

長期金利は、引き続き低水準で推移している。FRB のバランスシートは量的緩和第 3 弾 (QE3) の実施でさらに拡大しており (第 7 図)、今後これが巻き戻される間は、長期金利へ一定の上昇圧力が掛かり続けることとなりそうだ。FRB の慎重な政策運営によって長期金利の一方向的な上昇は回避可能とみるが、一時的には上昇ピッチが速まり、市場が不安定化する場面も出てこよう。

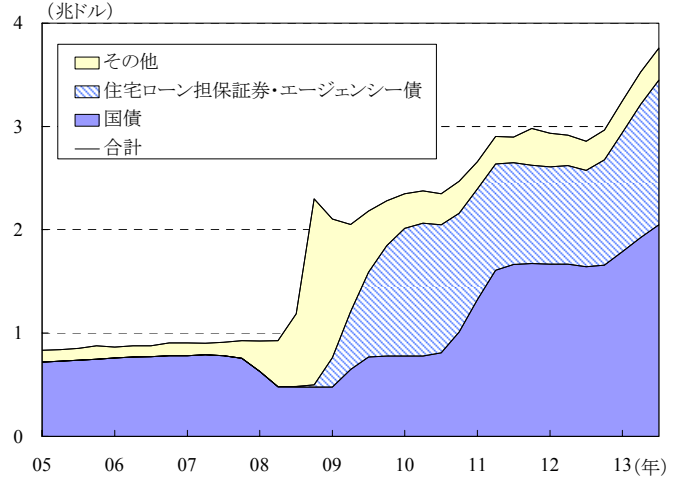
第6図: 各種失業率の推移



(注) 1. 『失業率』は、2013年11月以降、直近ピーク:2009年10月 (10.0%) から2013年10月 (7.3%) までの低下ペース (平均値) が続いた場合の値。
2. 『修正失業率』は、労働参加率が2009年10月 (65.0%) から不変として再計算した失業率。

(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: FRBのバランスシートの推移



(資料) ニューヨーク連銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、福地 亜希)

米国経済・金融見通し

見通し

	2012				2013				見通し	2014				2012年	2013年	2014年
	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																
実質GDP（前期比年率、%）	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	2.5	2.8	1.5	2.2	2.6	2.4	2.5	2.8	1.6	2.3	
個人消費	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	1.5	2.0	2.3	2.4	2.3	2.5	2.2	1.9	2.1	
住宅投資	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	14.2	14.6	9.0	8.6	8.0	7.0	7.0	12.9	14.0	9.3	
設備投資	5.8	4.5	0.3	9.8	▲ 4.6	4.7	1.6	3.0	4.0	4.0	3.0	4.0	7.3	2.2	3.4	
在庫投資（寄与度）	0.4	▲ 0.9	0.6	▲ 2.0	0.9	0.4	0.8	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.2	0.1	0.2	
政府支出	▲ 1.4	0.3	3.5	▲ 6.5	▲ 4.2	▲ 0.4	0.2	▲ 0.2	▲ 1.2	▲ 0.2	0.1	0.0	▲ 1.0	▲ 1.9	▲ 0.4	
純輸出（寄与度）	0.4	0.1	▲ 0.0	0.7	▲ 0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	
輸出	4.2	3.8	0.4	1.1	▲ 1.3	8.0	4.5	4.0	4.5	6.0	5.5	5.8	3.5	2.4	5.1	
輸入	0.7	2.5	0.5	▲ 3.1	0.6	6.9	1.9	5.0	4.0	4.3	4.5	4.5	2.2	1.6	4.2	
国内民間最終需要	3.9	2.4	1.9	3.4	1.5	2.7	2.0	2.4	2.8	2.9	2.6	2.9	3.3	2.3	2.6	
名目GDP（前期比年率、%）	5.8	3.0	4.9	1.6	2.8	3.1	4.8	2.3	3.5	4.2	4.2	4.5	4.6	3.1	3.7	
鉱工業生産（前期比年率、%）	5.4	2.9	0.3	2.5	4.1	1.1	2.3	0.1	2.9	3.7	3.0	3.2	3.6	2.2	2.4	
失業率（%）	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7	7.6	7.3	7.4	7.3	7.2	7.1	7.0	8.1	7.5	7.1	
生産者物価（前年比、%）	3.4	1.0	1.5	1.7	1.5	1.6	1.3	1.1	1.4	2.4	2.1	2.5	1.9	1.4	2.1	
消費者物価（前年比、%）	2.8	1.9	1.7	1.9	1.7	1.4	1.6	1.3	1.3	1.8	1.6	1.7	2.1	1.5	1.6	
2. 国際収支																
貿易収支（億ドル）	▲ 1,936	▲ 1,865	▲ 1,790	▲ 1,824	▲ 1,795	▲ 1,757	▲ 1,762	▲ 1,817	▲ 1,852	▲ 1,857	▲ 1,852	▲ 1,857	▲ 7,415	▲ 7,129	▲ 7,416	
経常収支（億ドル）	▲ 1,208	▲ 1,105	▲ 1,067	▲ 1,023	▲ 1,049	▲ 989	▲ 1,016	▲ 1,071	▲ 1,106	▲ 1,111	▲ 1,106	▲ 1,111	▲ 4,404	▲ 4,125	▲ 4,434	
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	
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	
10年物国債利回り（%）	2.0	1.8	1.6	1.7	2.0	2.0	2.7	2.6	2.6	2.7	2.8	3.0	1.8	2.3	2.8	

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値(現状「0~0.25%」の中間値)。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅲ. 西欧

～脆弱ながらも持ち直し、今後の成長ペースは緩慢に～

1. 総論

(1) 景気の現状

2 期連続のプラス成長も、前期から減速

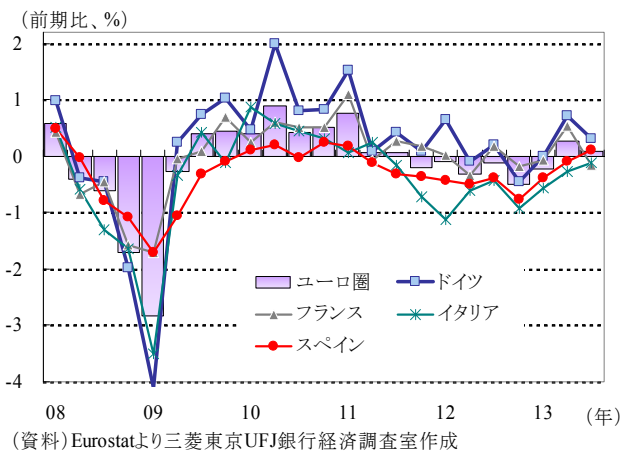
欧州経済は持ち直しつつあるが、そのペースは鈍い。ユーロ圏第3四半期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%と、2 期連続のプラス成長を確保したが、前期の同+0.3%からは失速した（第1図）。国別にみると、ドイツが同+0.3%と減速した一方で、イタリアは同▲0.1%とマイナス幅が縮小。また、スペインは同+0.1%と 10 期ぶりのプラス成長を記録した。マイン

個人消費の持ち直しにマインドの改善が寄与

ドの改善を背景に個人消費が持ち直したとみられるが、その勢いは弱い（第2図）。一方、購買担当者指数（PMI）は第4四半期入り後も業況の境目である 50 を上回っており、ペースは緩慢ながらプラス成長は維持される公算である。

こうした状況下、欧州中央銀行（ECB）は 11 月の定例理事会において物価の下振れを背景に、政策金利の引き下げを決定した。早期の利下げ判断から、先手を打つことで脆弱ながらも持ち直し局面にあるユーロ圏経済を、確実に回復軌道に乗せたい狙いが窺える。

第1図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



第2図：ユーロ圏の消費者信頼感と小売売上



(2) 今後の見通し

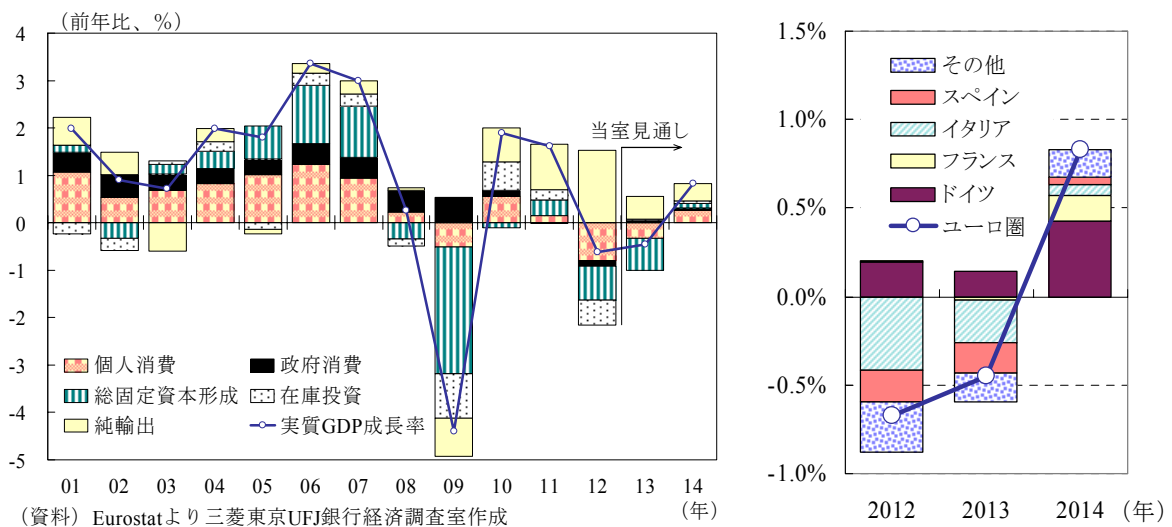
財政緊縮による景気の下押し圧力は継続

失業率が高止まり、貸出も低迷するなか、今後も成長ペースは緩慢に

ユーロ圏経済は2四半期連続のプラス成長を記録したものの、今後の成長ペースは緩慢になると予想される。経済ガバナンスの強化もあり、各国は財政緊縮を継続するため、景気の下押し圧力は続く。また、失業率は依然高水準にあり、消費や住宅投資が加速する姿は描きにくい状況である。銀行貸出も低迷が続くなか、ECBは当面、金融緩和バイアスを維持する見通しであるが、周縁国では実質金利の高止まりにより、期待される効果が発揮されない虞もある。こうした状況下、今後のユーロ圏経済は、世界経済の成長を取り込む形で輸出が再び拡大し、成長を牽引すると期待される。2013年の実質GDP成長率は▲0.4%、2014年は+0.8%を予想する（第3図）。

英国では景気の回復基調が強まってきている。消費の堅調な伸びや、住宅市場の回復持続が景気全体の押し上げ要因となっており、先行きも、家計部門を中心に回復基調を辿ると予想する。また、大陸欧州の景気持ち直しによる外需の下押し圧力後退も、景気の安定化要因となろう。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率



2. ユーロ圏

(1) 財政緊縮と高失業率

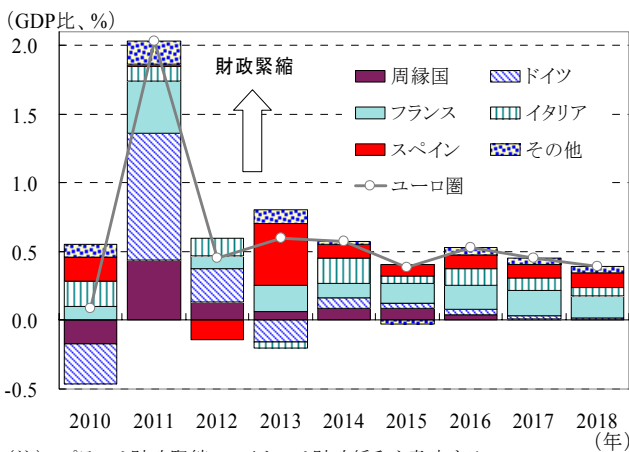
ユーロ圏全体で毎年 GDP 比 0.5% 相当の下押し圧力が継続

持続的な経済成長を見込みにくいなか、スペインやフランスなどの各国は、欧州委員会より財政目標の達成年の先送りを認められ、成長と雇用の促進に向けた取り組みを進めつつある。これにより各国で財政緊縮ペースは弱まるものの、ユーロ圏全体では毎年 GDP 比約 0.5% 相当の経済成長押し下げ圧力が続くと思込まれる（第 4 図）。

失業率も依然高止まり

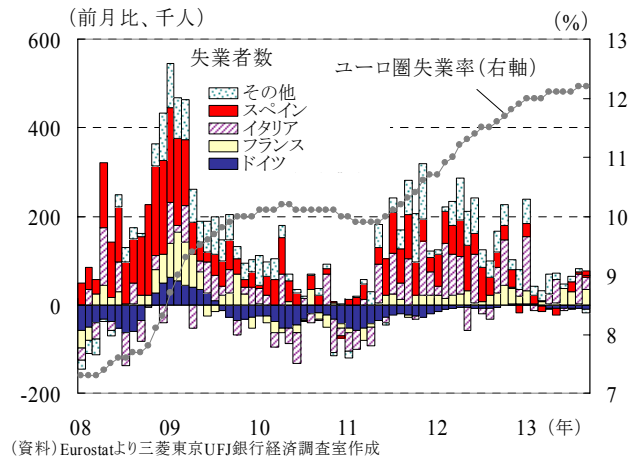
また、各国の成長と雇用の促進策は財政出動を伴わない構造改革を中心とした内容とならざるをえないため、即効性は期待しにくく、ユーロ圏の失業率は 9 月も 12.2% と高止まりしている。失業者数をみると、2013 年以降は増加ペースが大きく鈍化したものの、依然増加傾向にあり、個人消費や住宅投資が加速する姿は描きにくい（第 5 図）。

第 4 図：財政緊縮の規模



(注) プラスは財政緊縮、マイナスは財政緩和を意味する。
財政収支(2013年10月発表)の前年差を財政緊縮/緩和額とする。
(資料) 欧州委員会、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図：ユーロ圏の雇用動向



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 物価と金融政策

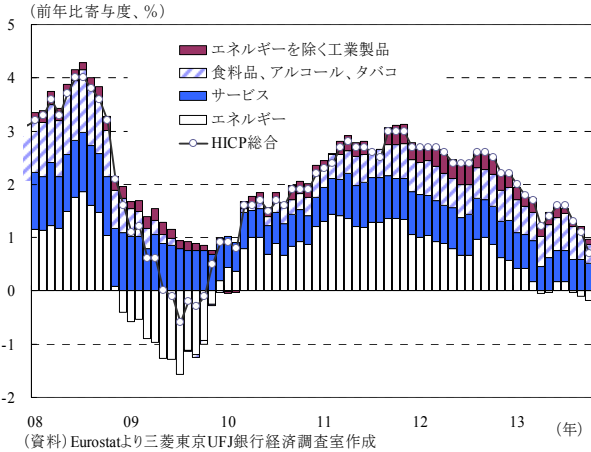
ECB は物価の下振れを受けて利下げを決定

こうしたなか、ECB は 11 月の定例理事会において利下げを決定した。ユーロ圏の 10 月の消費者物価上昇率は前年比+0.7%と、ECB が目標とする「2%未満だが 2%近く」の水準から大幅に下振れた（第 6 図）。ドラギ総裁は、デフレ圧力は抑制されているとしながらも、インフレの鈍化はエネルギーや食料品価格のみならず、サービス部門など幅広い構成項目に及ぶと指摘し、低インフレがこの先長期に渡り継続する可能性を、利下げ決定の主因にあげた。また、追加利下げも視野に、低金利政策を長期化するとの見通しを改めて示し、7月に導入したフォワード・ガイダンスの継続を確認した。

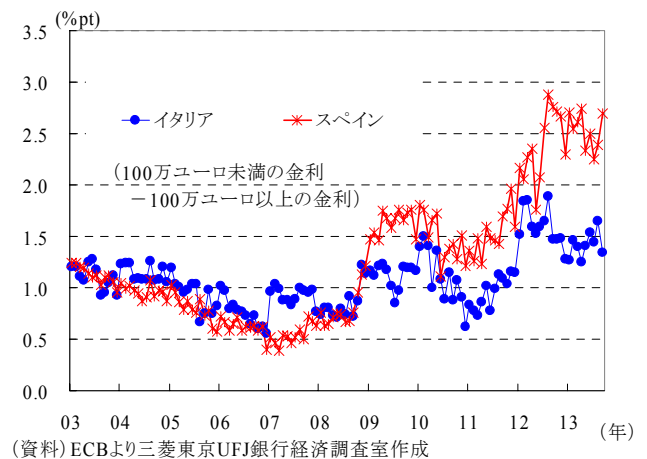
ユーロ圏経済を確実に回復軌道に乗せたい狙い

ECBの早急な利下げ決定は、貸出金利に低下余地があるなか(第7図)、先手を打つことで脆弱ながらも持ち直し局面にあるユーロ圏経済を、確実に回復軌道に乗せたい狙いが窺える。ECBは今回の決定を最後に、当面はユーロ圏景気の様子見姿勢を継続する見通しである。

第6図：ユーロ圏の物価動向



第7図：貸出金利の規模別スプレッド



周縁国ではインフレ率が低水準

多くのユーロ加盟国では財政緊縮の影響等から、需要が潜在生産力を下回っている状態にあり、物価に下押し圧力が働いている。特に金融支援を仰いだギリシャやスペインなどの5カ国は、インフレ率が相対的に低水準

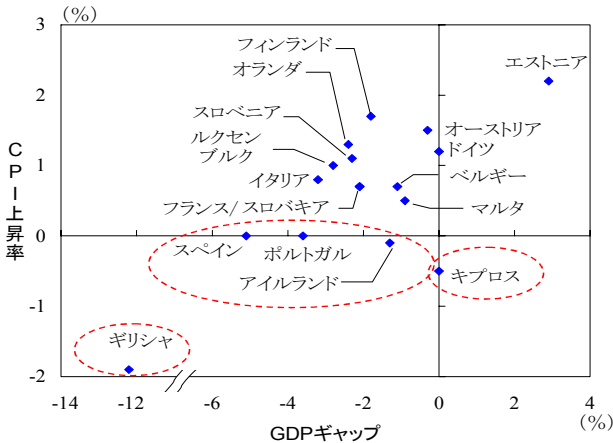
西伊の実質金利の独との格差は一層拡大

にある(第8図)。インフレ率を勘案した実質金利をみると、スペインやイタリアとドイツの格差は、名目ベースより一層拡大していることが確認できる(第9図)。このため、両国における設備投資や住宅投資は相対的に伸び悩む可能性が高い。金融緩和策は期待通りの効果をもたらさない可

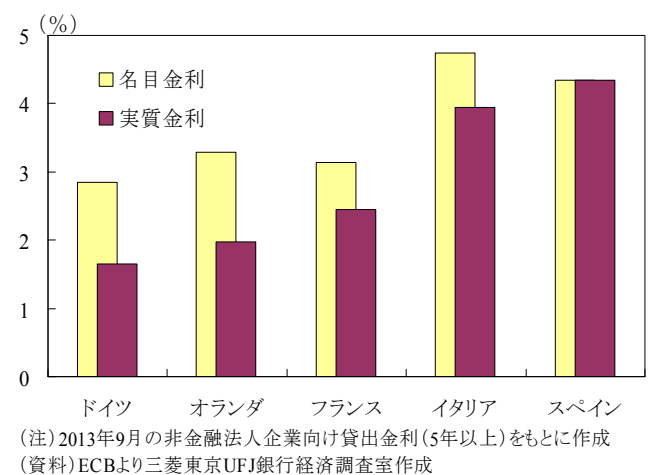
金融緩和策が期待通りの効果をもたらさない虞も

能性もある。

第8図：GDPギャップとインフレ率



第9図：主要国の名目・実質金利

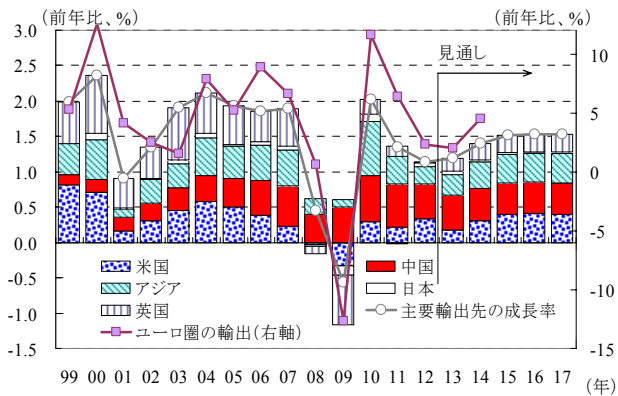


(3) 輸出

ユーロ圏の輸出はこれまで、世界経済の成長を取り込む形で拡大しており、今後も成長を下支えすると期待される（第10図）。ユーロ圏経済のドイツの成長が他の加盟国の景気を下支えする期待

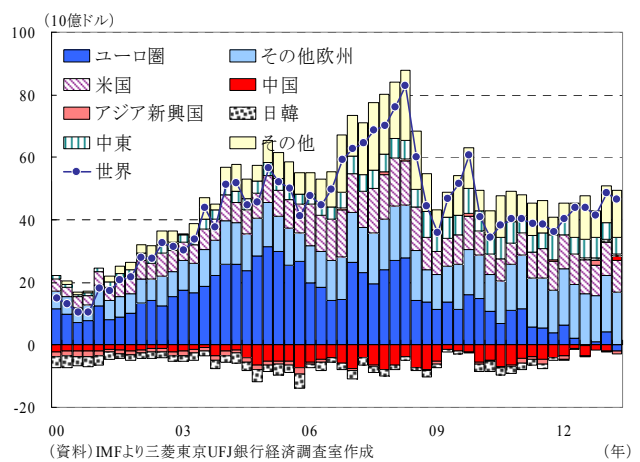
ユーロ圏の輸出はこれまで、世界経済の成長を取り込む形で拡大しており、今後も成長を下支えすると期待される（第10図）。ユーロ圏経済の牽引役となっているドイツの貿易収支を相手国別にみると、対中国は一貫して赤字傾向にある一方、対米国や、英国などのその他欧州、また中東は黒字を維持している。対ユーロ圏については、従来黒字基調で推移してきたが、足元赤字化している。こうした傾向が今後も続けば、ドイツの成長が他の加盟国に波及することも期待される（第11図）。

第10図：海外成長の取り込み



(注) 縦棒グラフは各地域の寄与度を表す。
(資料) Eurostat、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：ドイツの貿易収支



(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 債務問題への対応状況

スペインとアイルランドは金融支援プログラムを脱却

債務問題への対応は進捗しつつある。金融市場の落ち着きが継続するなか、アイルランドは本年12月、スペインは来年1月にそれぞれ金融支援プログラムから脱却することが決定した。アイルランドは年明けに国際債券市場に復帰する意向を示しており、動向が注目される。

ECB 資産査定の一環を公表

また、ECBは10月、来年11月より直接監督するユーロ圏大手約130行の銀行査定の枠組みを公表した。監督権限の移行前に、対象となる銀行の査定を行うことで、バランスシートの透明性向上や、監督手法の統一化を図るとともに、欧銀セクターに対する市場の信認を回復することをECBは目指している。査定の実施に伴い、完了までの期間において対象銀行の与信姿勢は慎重化する可能性もある。また、周縁国では不良債権比率が高水準に達している上に、依然上昇を続けており、銀行査定の終了後も、しばらくは慎重な与信運営が見込まれる（第12図）。

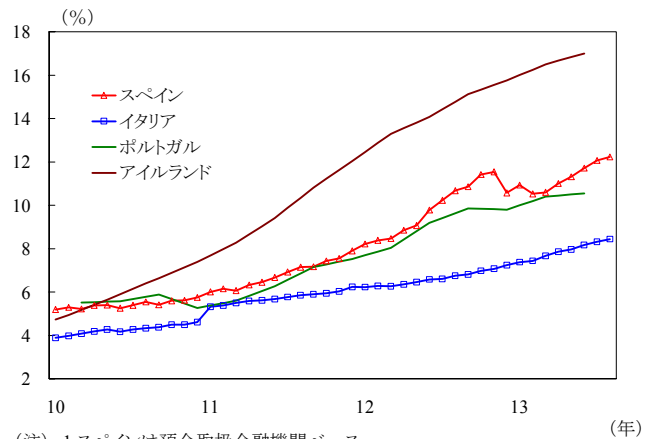
当面は慎重な与信運営に

第1表：銀行査定の概要

項目	概要等
Supervisory risk assessment	銀行の主要なリスク(流動性、レバレッジ、資金調達)について定量・定性的に評価 <ul style="list-style-type: none"> 各行固有のリスクプロファイル、業界におけるポジション、外性要因への耐性等を特定
Asset quality review (AQR)	与信・市場性資産を査定 <ul style="list-style-type: none"> 与信については、資産価格、不良債権分類、担保価値、引当等を評価 →不良債権の定義を統一 複雑な仕組み商品・高リスク資産については評価の妥当性を検証 オフバランス項目(保証、クレジットデリバティブ)やソブリン向けエクスポージャーも対象 高リスク資産は念入りに査定 リスクアセットの計算に用いる内部モデルの評価は行わない
Stress test	ストレス下におけるリスク耐性をフォワードルッキングに評価 <ul style="list-style-type: none"> EBAと協働して実施 シナリオ等については、後日公表

(資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：欧州周縁国の不良債権比率



(注) 1.スペインは預金取扱金融機関ベース
 2.アイルランドは居住物件用住宅ローン
 3.アイルランドとポルトガルは四半期データ、欠損値は線形補完
 (資料) イタリアとスペインの中央銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

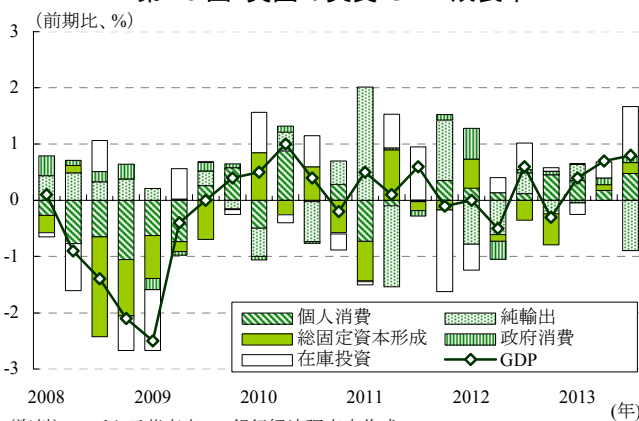
(大幸 雅代)

3. 英国

(1) 景気回復のペースが加速

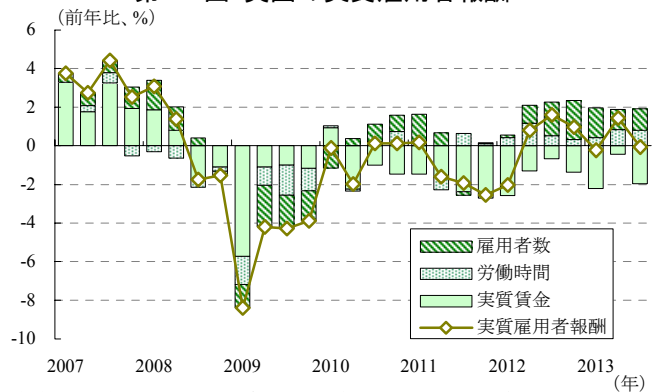
第3四半期の実質成長率は3四半期連続のプラス成長 英国経済は、景気回復のペースが加速している。第3四半期の実質GDP成長率は、3四半期連続のプラスとなり、伸び率も前期比+0.8%と、約3年ぶりの高成長となった(第13図)。家計のマインドの大幅改善や消費者信用の拡大等を追い風とする、消費の堅調な伸びが景気の持ち直しを牽引している。また、住宅市場の回復持続も景気全体の押し上げ要因である。家計の収入面については、賃金の伸び悩みとインフレの高止まりによって実質購買力が下押しされているものの、労働時間の伸びと雇用者数の増加が雇用者報酬を底上げしている(第14図)。

第13図：英国の実質GDP成長率



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：英国の実質雇用者報酬



(注) 2013年第3四半期の雇用者数と労働時間は7-8月の値から推計。

(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 2014 年にかけて景気は回復基調を辿る公算

家計部門が景気回復を牽引する見通し

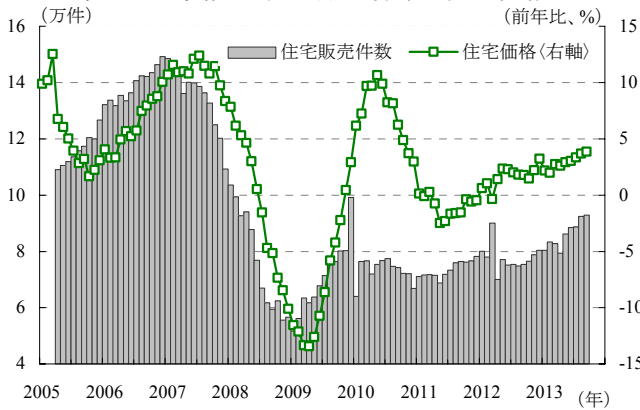
景気は先行き、家計部門を中心に回復基調を辿ると予想する。足元の労働時間は、週 32.1 時間（8 月時点）と 2008 年以前の平均水準まで戻ってきており、今後は新規雇用の拡大が家計収入の増加に寄与する可能性が大きい。加えて、住宅市場のもう一段の回復も期待される。9 月の住宅販売件数は 9.3 万件と、2008 年以来の水準（印紙税引き上げ前の駆け込み購入で上振れした月を除く）まで増加してきている（第 15 図）。住宅価格の上昇率も高まっており、9 月は前年比+3.8%まで加速し、とくにロンドンでは同+9.4%の上昇となっている。

政策効果を背景に住宅市場の回復が続く公算

こうした住宅市場の回復進展は、政策効果によるところが大きい。英中銀（BOE）が昨年 8 月から導入した、貸出促進策（FLS）を受けた住宅ローン金利の低下や、政府の住宅購入支援策（Help to Buy）の影響などである。また、これらの政策を受けた住宅価格の先高感を背景に、ロンドンについては、都心部の物件を中心にアジア等から投資マネーが流入している。

10 月から政府の住宅購入支援策が拡充されたことや、当面は低金利環境の継続が見込まれることを勘案すると、住宅市場の回復は一段と進む可能性が高い。また、住宅価格の上昇加速も予想される。英国は、厳しい建築規制等により、新規の住宅供給が限定的であるため、住宅需給が逼迫しやすいこともその一因である（第 2 表）。

第 15 図：英国の住宅販売件数と住宅価格



第 2 表：英国と米国の住宅市場

	住宅ブームのピーク時		住宅ブーム後のボトム時	
	英国 (2006年)	米国 (2005年)	英国 (2011年)	米国 (2010年)
住宅販売件数 (①)	167.0万件	835.9万件	88.5万件	450.4万件
住宅着工件数 (②)	22.3万件	206.8万件	13.4万件	58.7万件
②÷①	13.4%	24.7%	15.1%	13.0%

(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 懸念される労働生産性低下の影響

2008年以降、労働生産性が大きく低下

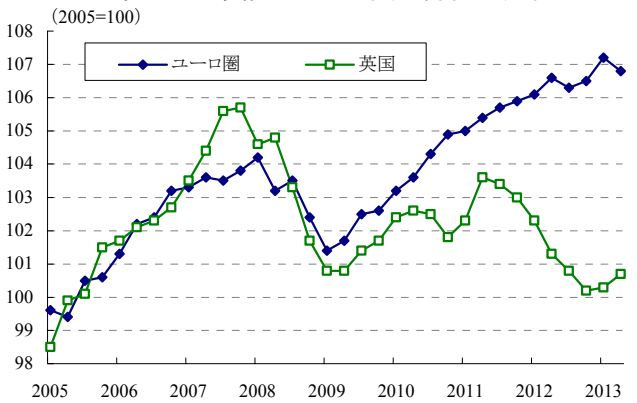
英国の労働生産性は、2008年以降大きく低下しており、リスク要因として懸念されている。足元では下げ止まりの動きもみられるものの、ユーロ圏との格差が大きく拡大している（第16図）。景気後退期において、ユーロ圏では大幅な雇用調整が行われた一方、英国では調整が限定的であったことが主な要因である。業種別にみると、雇用規模の大きい、流通・交通・飲食・宿泊や事務サービス等の労働集約型業種で、雇用の伸びがGDPの伸びを上回っており、生産性の低下に繋がっている（第17図）。

BOEは失業率が7%を下回る予想時期を大幅に前倒し

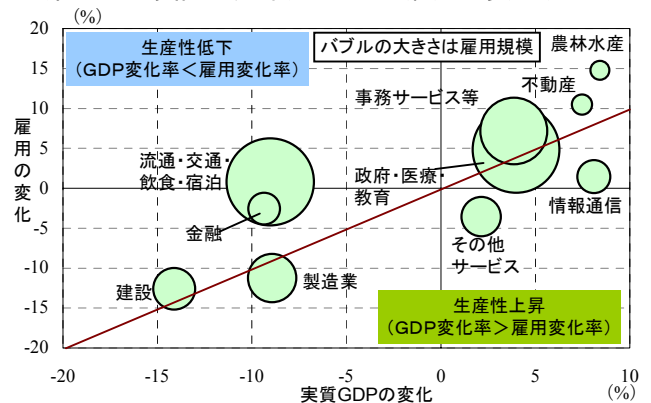
今後も労働生産性が低位に止まった場合、国際競争力の低下に加え、雇用の逼迫やインフレ圧力の増大が景気拡大の制約要因となろう。とくに失業率が想定以上のペースで低下した場合、金融政策の見通しに大きな影響を与えることになる。BOEは、フォワード・ガイダンスとして、失業率が7%を下回るまで利上げをしない方針を示しているためである（9月時点の失業率は7.6%）。失業率が7%を下回る時期について、BOEは当初、2016年後半以降との予測を示していたが、11月のインフレーションレポートでは2015年第2四半期以降と、予想時期を大幅に前倒した。

前述したように、足元の景気持ち直しは、住宅市場の回復や消費者信用の拡大など低金利に支えられている部分が小さくない。早期利上げ観測が台頭し、金利が上昇に転じた場合、景気失速リスクに対する警戒が必要になってこよう。

第16図：英国とユーロ圏の労働生産性



第17図：英国の産業別GDPと雇用の変化(07→12年)



(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 2012 (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)		
		2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)
ユーロ圏	12,198	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	2.5	1.3	1.0	162	278	297
ドイツ	3,401	0.7	0.5	1.5	2.0	1.5	1.5	239	241	224
フランス	2,609	0.0	▲ 0.1	0.7	2.0	1.0	1.1	▲ 57	▲ 52	▲ 46
イタリア	2,014	▲ 2.5	▲ 1.5	0.4	3.0	1.3	0.9	▲ 8	56	98
英国	2,443	0.1	1.3	2.1	2.8	2.7	2.6	▲ 949	▲ 917	▲ 774

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)
名目GDP	0.7	0.5	1.6	1.8	3.5	4.7
実質GDP	▲ 0.6	▲ 0.4	0.8	0.1	1.3	2.1
<内需寄与度>	▲ 2.2	▲ 0.9	0.5	0.8	1.6	2.7
<外需寄与度>	1.5	0.5	0.4	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.6
個人消費	▲ 1.4	▲ 0.6	0.5	1.2	1.9	2.1
政府消費	▲ 0.5	0.2	0.3	1.7	0.4	0.9
総固定資本形成	▲ 3.8	▲ 3.8	0.5	0.9	▲ 2.8	3.4
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.5	0.0	0.1	▲ 0.3	0.6	0.7
輸出	2.7	1.1	2.4	1.0	0.8	1.7
輸入	▲ 0.8	▲ 0.0	1.8	3.1	1.7	3.3

- (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

～景気は持ち直すも、成長の加速ペースはごく緩やかに止まる見通し～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

中国や韓国の景気は幾分持ち直し

アジア経済は中国・NIEsを中心に持ち直しの動きがみられる。第3四半期の実質GDP成長率をみると、中国や韓国は投資・消費を中心に幾分持ち直した。他方、これまで堅調であったASEANでは、マレーシアやフィリピンが消費を中心に底堅さを維持する一方、インドネシアやタイは減速した（第1表）。タイでは設備投資の低迷に加え、昨年末で期限切れとなった自動車販売支援策の反動で、消費が前年割れになるなど減速感が強まっている。

インドは景気低迷が続く

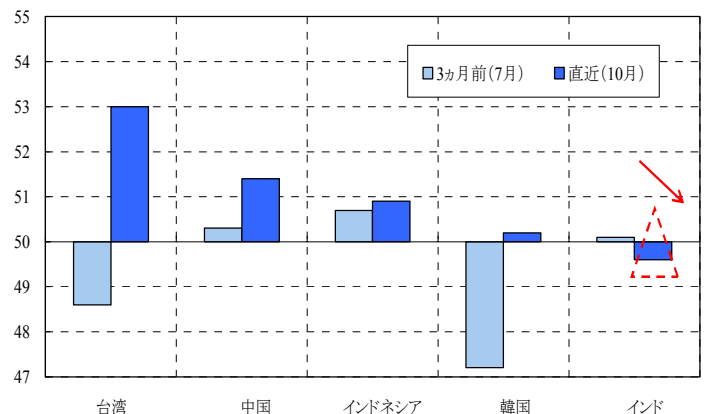
第2四半期の実質GDP成長率が4%台前半とリーマンショック直後並みの低成長にとどまったインドは、景気低迷が続いている。製造業の景況感を示すPMIをみると、10月は景気の拡大・縮小の境目である50を下回ったことに加え（第1図）、自動車販売は10月まで11ヵ月連続で前年割れが続いている。他方、インドと並び景気低迷に見舞われているベトナムは、インフレ圧力の低下に伴い消費を中心に緩やかな回復傾向にある。

第1表：アジア主要国・地域の実質GDP成長率・輸出

	実質GDP成長率			輸出		
	2013/Q1	Q2	Q3	2013/Q1	Q2	Q3
中国	7.7	7.5	7.8	7.4	1.9	3.6
韓国	1.5	2.3	3.3	0.4	0.7	2.8
台湾	1.6	2.5	1.6	2.4	2.4	▲0.8
香港	2.9	3.2	2.9	4.0	2.4	3.3
シンガポール	0.3	4.4	5.8	▲6.9	1.0	4.3
NIEs	1.5	2.7	3.2	▲0.2	1.5	2.6
インドネシア	6.0	5.8	5.6	▲6.4	▲5.8	▲6.6
マレーシア	4.1	4.4	5.0	▲3.2	▲3.8	3.3
タイ	5.4	2.9	2.7	4.3	▲2.2	▲1.7
フィリピン	7.7	7.6	7.0	▲6.2	▲2.7	8.7
ベトナム	4.8	5.0	5.5	19.2	14.6	15.8
ASEAN5	5.1	4.8	5.0	0.7	▲1.2	1.8
インド	4.8	4.4	-	3.2	▲1.3	11.6
アジア11カ国・地域	6.1	6.1	-	18.4	3.8	3.9

(資料)各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：アジア主要国・地域の製造業PMI



(資料)Markitより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2014年の成長の加速ペースはごく緩やか

2014年のアジア経済を展望すると、外需の持ち直しを受け緩やかに成長ペースが高まるが、アジア11カ国・地域の成長率は、前年比+6.2%と前年（同+6.1%：予測）並みのペースに止まる見込みである（第2図）。

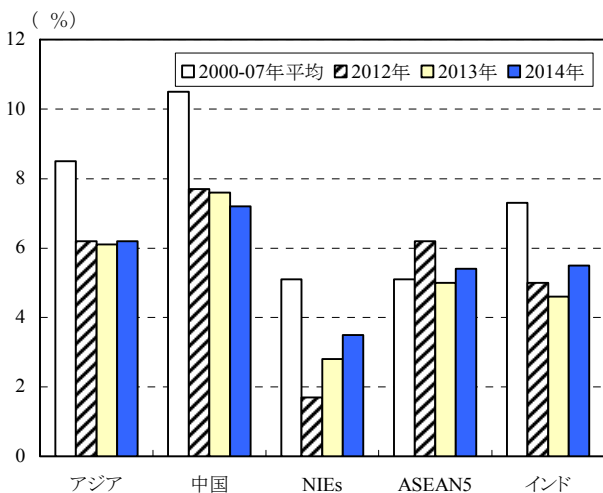
高成長から安定成長への移行を目指す中国は、景気の底割れを回避しつつも、過剰投資の抑制など構造改革を本格化させる姿勢を明示している。

**中国政府は 7%程度
の成長ペースを
維持する姿勢**

7月半ばに李克強首相が「成長の下限は7.5%、最低ラインは7%」と発言、11月には「雇用の安定には7.2%成長が必要」との見方を示し、改めて当面は7%程度の成長ペースを維持する姿勢を示した。第3四半期の都市部の求人倍率は1.08倍と1倍を超える水準が続いており、7%成長を確保できれば大幅な雇用悪化は回避できると考えられる(第3図)。換言すれば、7%台の成長ペースでも労働需給がタイトであることは、中国の潜在成長率が低下していることを示唆している。政府は持続成長が可能な成長ペースを模索しており、中期的に成長率の鈍化が続くとみられる。

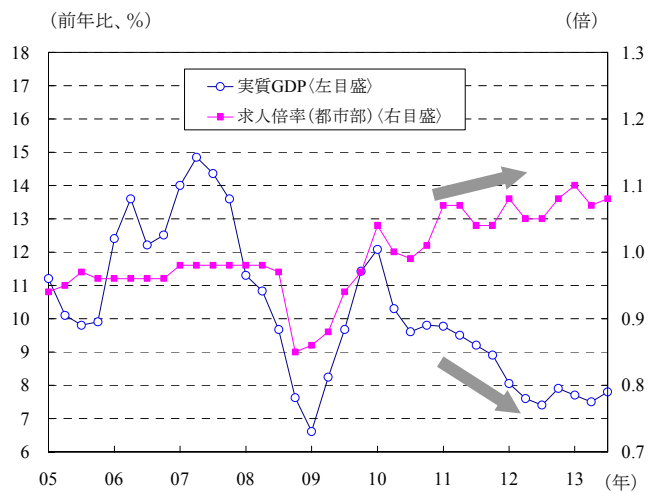
11月に開催された共産党第18期中央委員会第三回全体会議(三中全会)では、広範な構造改革を目指す姿勢が打ち出された。具体的な内容をみると、金融面では人民元の交換性や金利自由化の加速、社会面では「一人っ子政策」の緩和、農民の土地権利拡大など60項目にのぼっており、これらの改革により中長期的な成長率の下方屈折リスクを抑制し、安定成長持続の実現性を高める方針といえる。

第2図：アジアの成長率見通し



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：中国の成長率と求人倍率(都市部)



(資料) 中国国家统计局、社会保証部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ASEANは堅調を維持するも、消費の拡大ペースは鈍化

中国以外の国・地域に目を転じると、ASEANは引き続き堅調を維持することが見込まれる。労働需給はタイトな状況が続いており、賃金の堅調な伸びを背景に消費は底堅さを維持すると考えられる。もともと、賃金を取り巻く環境は国によって差異がある。マレーシアは今年7月の最低賃金導入により来年にかけても賃金は高めの伸びが見込まれる一方、これまで最低賃金の急ピッチの上昇を容認してきたインドネシアやタイでは、国際競争力維持やインフレ抑制の観点から、2014年は最低賃金の上昇ペースを抑制(タイは凍結)した。インドネシアでは、燃料価格の引き上げや通貨安に伴いインフレの加速が予想されること、タイでは個人向けローンの鈍化などから2014年前半にかけて消費は低調に推移する見込みである。

景気回復が遅れているベトナムは、インフレ圧力の低下を受け、消費の持ち直しが続くことに加え、携帯電話を中心とした輸出の拡大が期待できることから成長ペースは緩やかに高まろう。懸案の不良債権問題については、国家資産管理会社が10月から不良債権の買い取りを開始したが、抜本的な処理には相応の時間がかかることから中期的な景気の抑制要因となる。

インドは景気低迷が長期化

インドは景気低迷が長期化すると予想する。通貨安やインフレ抑制を目的として、景気低迷下にもかかわらず中銀が連続利上げに踏み切っており、消費や投資の抑制を通じ、潜在成長率を大幅に下回る成長ペースが続く公算が大きい。

輸出依存度が高いNIEsについては、外需の持ち直しを背景に回復基調を辿るとみるが、世界経済の回復ペースが緩慢なことを踏まえると、そのペースは緩やかに止まろう。

タイは追加利下げ、インドネシア、インドは利上げ

金融政策をみると、景気減速を受けタイが11月に追加利下げに踏み切った一方、インフレ抑制のためインド(9月、10月に累計50bp)、インドネシア(6月以降、累計175bp)は利上げを実施した(第2表)。

インド、インドネシアを除き現行の金融緩和スタンスを維持

今後の金融政策を展望すると、景気は持ち直すものの、緩やかなペースにとどまることから、現行の金融緩和スタンスを維持するであろう。景気の減速感が強まっているタイでは追加利下げの可能性もある。他方、インド、インドネシアはインフレ沈静化が見込まれる2014年後半まで金融引き締め姿勢を維持すると予想する。

第2表：アジア主要国・地域の政策金利

	政策金利の変化幅(ベースポイント)								政策金利(%)	
	2013年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	名目	実質
インドネシア			+25	+50	+50	+25		+25	7.5	▲0.8
タイ		▲25						▲25	2.25	0.8
中国	据え置き								6.0	2.8
フィリピン	据え置き								3.5	0.6
インド		▲25				+25	+25		7.75	0.8
ベトナム		▲100							7.0	1.2
韓国		▲25							2.5	2.8
シンガポール	通貨高							通貨高	-	-
台湾	据え置き								1.88	1.3
マレーシア	据え置き								3.0	0.2

(注)1.シンガポールの金融政策の対象は為替。通貨高は引き締め方針。ベトナムの政策金利はリファイナンスレート。

2.実質政策金利=名目政策金利-消費者物価上昇率(インドのみ卸売物価上昇率)。

(資料)各国中銀、各種報道を基に三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通しのポイント

①ASEAN の個人向けローンの動向

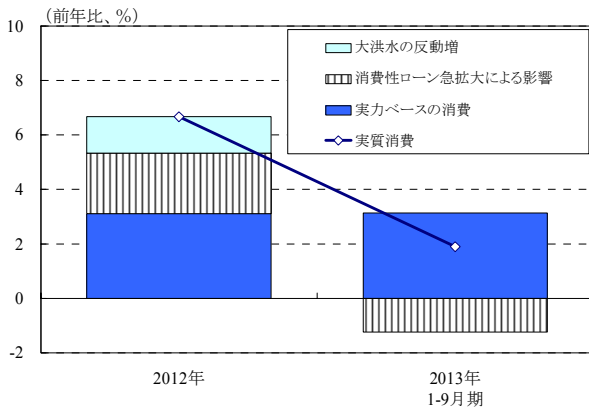
ASEANでは所得の拡大に加え、個人向けローンの拡大が消費、とりわけ自動車などの耐久財消費を支えてきたと考えられる。近年、個人向けローンの拡大が顕著だったのはタイで、2011年9月から2012年末まで実施された自動車購入支援策の影響で、自動車ローンを中心とした消費性ローンが急拡大した。消費性ローンが急拡大した分(トレンドから乖離した分)の実質消費への寄与度を試算すると、2012年の実質消費の伸び率6.7%の

うち 2.2%を占めた（第 4 図）。

足元の動向をみると、第 3 四半期の消費性ローンの伸び率は前年比 +16.7%と 2012 年第 4 四半期（同+28.9%）をピークに鈍化傾向が続いている（第 3 表）。この背景には、昨年末で期限切れとなった自動車購入支援策に加え、家計債務残高が名目 GDP 比で 8 割近くに達し、金融機関が貸出拡大に慎重になっていることも一因と考えられる。

タイ以外の消費性ローン動向をみると、利上げの影響でインドネシアの伸びが鈍化しているが、マレーシア、フィリピンについては堅調な伸びが続いている。マレーシアは 7 月に中銀が各種ローンの最長借入期間の短縮を打ち出しており、家計債務の拡大を抑制する姿勢を明示していることから、今後の消費性ローンの拡大ペースは鈍化する公算が大きい。

第 4 図： タイの実質消費



(注)『消費者ローン急拡大』は、2011年第4四半期から2012年第4四半期まで。
(資料)タイ国家経済社会開発庁統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 3 表：ASEAN の個人向けローン残高

		家計債務残高 (名目GDP比、%)	シェア		2012年			2013年		
			2012年末	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3		
タイ	消費性ローン	77.5	44.8	28.3	28.9	25.1	22.4	16.7		
	クレジットカードローン		6.4	9.6	14.3	11.6	14.0	13.5		
	その他消費ローン		38.4	31.9	31.7	27.4	23.8	17.2		
	住宅ローン		55.2	9.2	11.3	10.1	10.2	10.0		
マレーシア	消費性ローン	80.5	37.7	7.0	6.4	6.8	6.4	7.0		
	クレジットカードローン		4.8	3.1	1.8	1.2	1.7	4.7		
	その他消費ローン		32.9	7.6	7.1	7.7	7.0	7.3		
	住宅ローン		62.3	15.2	14.8	14.1	14.1	14.5		
インドネシア	消費性ローン	16.9	73.0	18.3	19.2	19.4	18.4	12.4		
	住宅ローン		27.0	23.4	21.7	17.8	17.8	31.8		
	消費性ローン		58.0	13.3	12.2	11.0	12.7	-		
フィリピン	消費性ローン	6.2	23.6	10.3	12.4	9.0	10.1	-		
	クレジットカードローン		34.3	15.5	12.1	12.4	14.4	-		
	その他消費ローン		42.0	20.3	19.8	20.1	20.4	-		
	住宅ローン									

(注)家計債務残高は、タイ・マレーシアが2012年末値、インドネシアは2013年9月末、フィリピンは2013年6月末値。
その他消費ローンは、自動車ローン、教育ローン等。インドネシアは、クレジットカードの中銀統計が存在しない。
(資料)各国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②米国の量的金融緩和縮小観測を巡る金融市場の動向

バーナンキ米 FRB 議長が量的金融緩和の縮小について言及した 5 月 22 日以降、アジアを中心とした新興国の金融市場では通貨安・株安・債券安のトリプル安が進行した。とりわけ、アジアではインド、インドネシア、タイへの影響が大きかった。他方、韓国やシンガポールもトリプル安に見舞われたが、アジアの中では相対的に資本流出の影響は小さかったといえる。このように、資本流出の度合いは国によって差異があるが、その主因は経常収支の動向である。インド、インドネシア、タイは経常収支に長期的な安定資本である直接投資を加えた収支をみても赤字となっている（第 4 表）。他方、対外債務残高（名目 GDP 比）は、インドネシアやフィリピンでは 2007 年比低下しているほか、ベトナムを除き顕著な上昇はみられず、資本流出の直接的な要因とはなっていないようである。

米国が量的金融緩和の縮小に踏み切った場合でも、世界的にみて歴史的な低金利が続いていることに変わりないが、高成長期待を背景に高水準の資本流入が続いていたアジアは資本流出が生じやすい。2009 年の量的金融緩和開始以降の証券投資流入額（2009 年第 2 四半期～2013 年第 1 四半

期)をみると、アジア11カ国・地域全体で6,913億ドル(名目GDP比5.7%)、うちASEANへの流入額は1,849億ドル(同10.8%)と経済規模に比して大きい(第5表)。

足元の金融市場の動向をみると、9月の連邦公開市場委員会(FOMC)で量的金融緩和の縮小が見送られたことから、アジアの株価・為替は一旦持ち直したが、その後は多くの国・地域で再び下落に転じている。

目下のところ金融市場混乱の実体経済への影響は限定的であるが、通貨急落に見舞われたインド、インドネシアでは、今後は利上げや通貨安による輸入インフレの影響が顕在化することが見込まれる。インドでは、足元の為替水準が続いた場合、物価は最大3%上昇し、実質GDP成長率を0.3~0.4%押し下げる見込みである。量的金融緩和縮小の先には利上げが待っており、アジアの資本フローは米国の金融政策を睨みながら、不安定な状態が続くことが予想される。

第4表：アジア主要国・地域の資本構造関連指標

	経常収支+直接投資		対外債務残高		外貨準備高	
	(名目GDP比、%)		(GNI比、%)		(輸入、ヵ月)	
	2007年	2012年	2007年	2011年	2007年	2012年
インドネシア	2.9	▲1.2	35.7	26.0	8.9	6.8
インド	▲1.3	▲4.1	16.5	18.3	14.0	6.6
マレーシア	14.0	3.8	34.5	34.8	8.3	8.4
タイ	9.7	▲0.9	19.1	24.0	8.2	9.5
フィリピン	4.3	3.0	44.6	33.6	6.5	14.2
ベトナム	▲0.6	10.4	33.8	49.1	4.5	2.7
中国	14.1	4.7	10.7	9.4	19.2	22.0
韓国	0.4	2.2	32.0	37.1	8.8	7.5

(注)色掛け部分は、2007年比で数値が著しく変化(経常収支+直接投資:マイナス、対外債務残高:10%ポイント以上上昇、外貨準備高:減少)したことを示す。

(資料)IMF、世界銀行、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表：アジア主要国・地域の米国量的金融緩和実施後の証券投資流入額

	QE1後	QE2後	QE3後	合計	
	(2009年2Q~2010年3Q)	(2010年4Q~2012年2Q)	(2012年3Q~2013年1Q)	(2009年2Q~2013年1Q)	
	億ドル			億ドル	(名目GDP比、%)
韓国	822	453	214	1,489	(14.1)
中国	505	450	396	1,351	(2.0)
インド	513	222	293	1,029	(6.5)
香港	160	536	236	932	(38.5)
マレーシア	279	287	156	722	(26.9)
インドネシア	226	139	112	477	(6.2)
タイ	86	152	121	359	(10.8)
フィリピン	54	130	47	231	(10.6)
台湾	251	▲61	35	225	(5.1)
ベトナム	26	26	8	60	(5.0)
シンガポール	42	▲46	43	38	(1.5)
NIEs	1,275	881	528	2,685	(13.5)
ASEAN5	671	734	444	1,849	(10.8)
アジア11カ国	2,964	2,288	1,661	6,913	(5.7)

(注)1. 中国、マレーシア、ベトナムの2012年までの実績。

2. 名目GDPは、各期平均を年率換算したもの。

(資料)IMF、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6表：アジア経済見通し総括表

名目GDP（2012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)				
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年		
中国	8,221	58.1	7.7	7.6	7.2	2.6	2.7	3.3	1,931	1,890	1,689
韓国	1,130	8.0	2.0	2.9	3.4	2.2	1.1	2.0	431	590	556
台湾	474	3.3	1.3	2.1	3.5	1.9	1.1	1.6	499	503	522
香港	263	1.9	1.5	2.9	3.3	4.1	4.3	4.2	35	59	77
シンガポール	277	2.0	1.3	3.7	3.9	4.6	2.5	2.9	514	540	610
NIEs	2,143	15.1	1.7	2.8	3.5	2.7	1.7	2.3	1,479	1,693	1,765
インドネシア	879	6.2	6.2	5.5	5.6	4.3	7.1	6.1	▲244	▲286	▲206
マレーシア	305	2.2	5.6	4.6	5.4	1.7	2.4	3.1	186	181	206
タイ	366	2.6	6.5	2.5	4.0	3.0	2.2	2.5	▲15	12	45
フィリピン	250	1.8	6.8	6.9	6.6	3.2	2.8	3.3	71	85	80
ベトナム	156	1.1	5.3	5.2	5.4	9.1	6.7	6.9	91	77	9
ASEAN5	1,955	13.8	6.2	5.0	5.4	3.9	4.9	4.7	89	69	134
インド	1,842	13.0	5.0	4.6	5.5	10.2	10.0	6.4	▲878	▲645	▲555
アジア11カ国・地域	14,161	100	6.2	6.1	6.2	3.8	3.8	3.7	2,621	3,007	3,034

(注) インドは年度(4月～3月)ベース。

実績 →見通し

実績 →見通し

実績 →見通し

(竹島 慎吾)

2. 中国

(1) 現状

足元では減速傾向が一服し、幾分持ち直しの動き

中国経済は、減速傾向が一服し、幾分持ち直しの動きがみられる。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比+7.8%となり、前期の同+7.5%から加速。その後の月次指標も、直近10月の工業生産が前年比+10.3%（←9月同+10.2%）、輸出が同+5.6%（←9月同▲0.3%）と底堅い結果になっている。幾分持ち直しの背景としては、①欧米製造業の循環的な持ち直し、②7月に発表された景気対策（中小企業向けの付加価値税の免税や鉄道建設加速など）、③新政権による綱紀粛正の消費への悪影響一巡、などが挙げられよう。

消費者物価の上昇率が高まる

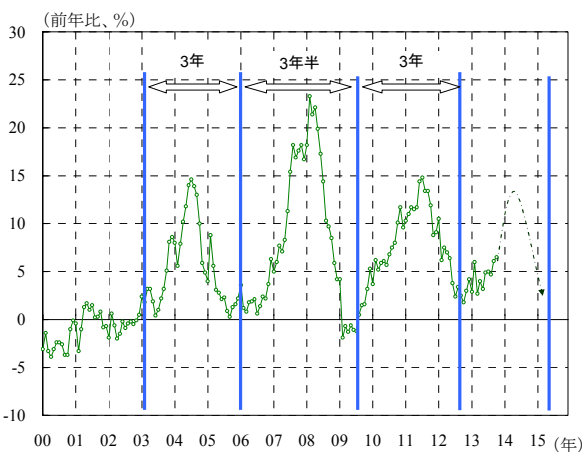
物価面では、消費者物価が10月に前年比+3.2%（←9月同+3.1%）となり、このところ上昇率が高まっている。上昇率加速の主因は食品価格であり、10月の食品価格は前年比+6.5%と2012年4月以来の高めの上昇率となった。食品価格はその周期性から、来年にかけても上昇が続く可能性が高そうだ（第5図）。

住宅価格は上昇ペースが速め

また、住宅価格（70都市平均）も10月に前年比+8.8%となり、今年に入ってから上昇ペースが速まっている。住宅市場では、住宅販売面積や住宅ローン残高の増加ペースも速まっており、全般に過熱感がみられる（第7表）。このような状況を受け、政府は住宅価格抑制策を強化。10月に北京市が低価格住宅の建設加速などを発表し、11月には深圳市、上海市、広州市が2軒目の住宅購入時の頭金最低比率引き上げなどを発表している。

金融政策面では、「過去に比べ低めの経済成長率」と「消費者物価・住宅価格上昇」が並存する環境下、貸出基準金利並びに預金準備率の操作は見送られ、公開市場操作による機動的なコントロールが行われている。

第5図：中国の消費者物価（食品）



(資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7表：中国の住宅関連指標

指標	2011年	2012年	2013年(10月)	現状の評価
① 全国の住宅価格(70都市平均、前年比)	1.6%	▲0.1%	8.8%	上昇ペースは速め
② 70都市の住宅価格騰落率の標準偏差	1.7	2.2	3.7	バラツキが拡大
③ 北京の住宅価格(前年比)	1.0%	1.6%	16.4%	上昇ペースは速い
④ 上海の住宅価格(前年比)	1.8%	0.0%	17.8%	上昇ペースは速い
⑤ 住宅価格が上昇した都市数	62	40	69	上昇数は多い
⑥ 住宅投資額(年初来、前年比)	30.2%	11.4%	18.9%(9月)	増加ペースは速め
⑦ 住宅着工面積(年初来、前年比)	12.8%	▲10.5%	5.2%(9月)	増加ペースは適度
⑧ 住宅販売面積(年初来、前年比)	4.3%	1.5%	22.3%(9月)	増加ペースは速い
⑨ 住宅ローン残高(前年比)	15.6%	13.7%	21.8%(9月)	増加ペースは速め

(資料) 中国国家统计局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 見通し

成長率は緩やかな
低下傾向が続く

先行きを展望すると、中国経済は成長率の緩やかな低下が続く見通しである。2014 年にかけては、「輸出の回復」や「綱紀粛正の消費への悪影響一巡」がプラスに働く一方、“信用拡大の抑制”や“構造改革の本格化”を受けた「インフラ投資の鈍化」や「住宅投資の鈍化」がマイナスに影響しよう（第 6 図）。この結果、実質 GDP 成長率は、2013 年が前年比+7.6%、2014 年は同+7.2%を見込む。なお、政府による 2014 年の成長率目標は、最近の政府高官発言から推察すると、2013 年の前年比+7.5%から同+7.0%近傍へ引き下げられそうだ。

信用拡大の抑制は、
早期の取り組みが
不可欠

マイナス要因として指摘した“信用拡大の抑制”は、中国経済が抱える多くの問題のなかでも、最優先に取り組むべき課題と位置付けられよう。社会融資総量^(注1)残高は、信託貸付や委託貸付をはじめとした問題含みの取引が解消されないなか、9 月末時点で名目 GDP の 2 倍弱にまで膨張している（第 7 図）。

下振れリスクは、不
動産価格の大幅調
整など

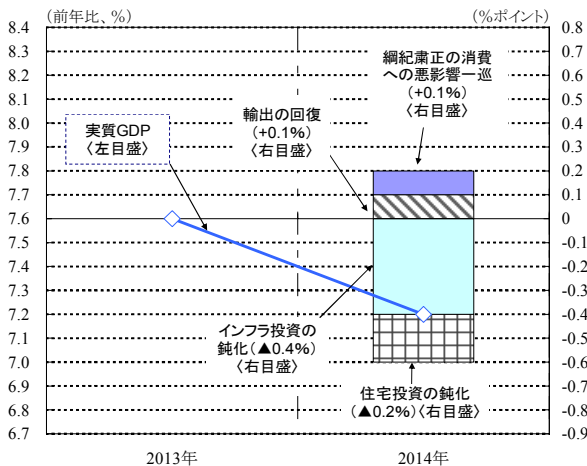
景気の一段の下振れリスクとしては、①規制強化等を契機とした住宅・商業用不動産価格の大幅調整、②国有企業・地方政府プラットフォーム向け融資の不良債権急増に伴う金融環境の悪化、③環境問題の深刻化に伴う経済活動の抑制、などが挙げられる。政府のコントロールにより、これらの顕在化は何とか回避されるとみているが、不確実性は高く、下振れリスクの大きな状態が続こう。

中長期的にも成長
率は低下傾向が続
く

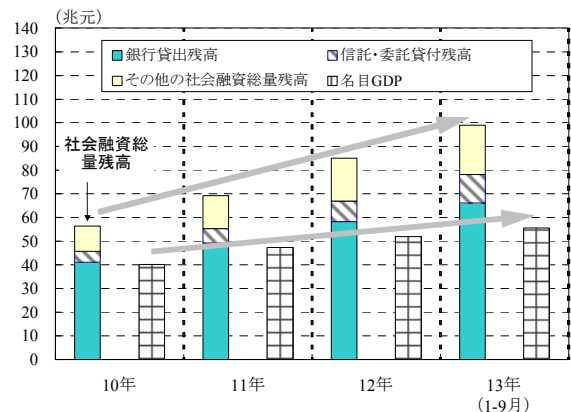
付け加えて言えば、成長率の低下傾向は、2015 年以降も継続する可能性が高い。中長期的な景気下押し要因は、過剰生産能力の調整、人口動態、輸出牽引力の低下、環境・資源制約など数多く挙げられる一方、プラス材料は見出しにくい状況である。

(注1) 実体経済が金融システム（銀行、証券、保険などの金融機関ならびに証券市場）から獲得した全ての資金の合計。

第 6 図：2014 年の実質 GDP に対する各要因の
影響度合い



第 7 図：社会融資総量残高と名目 GDP



(注)『社会融資総量残高』は、社会融資総量統計における新規調達額の累計を
残高と見做すことで算出。
(資料) 中国人民銀行、国家統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント～改革の行方

三中全会を経て、改革は本格化へ

中国経済は多くの構造問題を抱えているため、中長期的に成長率が下方屈折するリスクを抑制し、安定成長を持続するために、多くの改革実施が不可避となっている。

この点につき、11月9日～12日に開催された共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）において、15分野で60項目の改革案が採択された。具体的には、人民元の取引規制緩和、金利自由化の加速、所謂「一人っ子政策」の緩和、農民の土地権利拡大、地方政府の債券発行容認などである。（現在の共産党体制下において実現可能な範囲の）必要な改革が、幅広く盛り込まれた印象だ（第8表）。焦点の実現性については、「2020年までに重要な分野で決定的な成果を挙げる」とし、改革深化のための組織設立も盛り込んでいることなどから、一定程度期待できそうだ。

金融市場には既に改革の影響も

今後の改革本格化を見据えた動きは、既に金融市場でみられている。人民元は、取引規制緩和を視野に上昇傾向にあるほか、このところの長期金利上昇の一因は、金利自由化観測とみられる^(注2)。人民元高（通貨安是正）は内需主導型経済へ近づく点で、また、金利上昇は信用抑制と資源配分適正化を促す点で、現在の中国にとっては好ましい動きと捉えられる。実現難易度の高い改革を中心に、今後の進展が注目される。

（注2）金利自由化は、2012年に8年ぶりに再開され、今年7月には貸出金利の下限が撤廃された。今後は、預金金利の段階的な自由化が想定される。預金金利自由化は、預金金利上昇を通じ、広範な金利の上昇圧力となる可能性が高い。

（栗原 浩史）

第8表：三中全会の主要決定事項（経済関連）と想定される影響・効果

決定事項		実現難易度	実現した場合に想定される影響・効果
土地改革	農民の土地権利拡大（農村部の集団所有地の譲渡や貸出、共同抛出を認める）	高	都市と農村の格差の是正⇒消費の底上げ
	土地売却収入の分配制度を確立	高	
戸籍	小都市での登録制限を完全に撤廃、中都市での登録制限を徐々に緩和、大都市は人口を管理	高	中小都市部での登録人口増加⇒消費の底上げ
税制・財政	地方政府の債券発行容認、都市建設の透明且つ標準化された資金調達制度を創設	中	地方政府プラットフォーム経由の資金調達減少
	中央・地方政府間の歳出責任を是正、地方税制改善（直接税の割合を拡大）	高	地方債務の拡大を抑制
	不動産税の推進	高	住宅市場の過熱を抑制
国有企業	国有企業の国庫納付金比率を20年までに30%へ引き上げ（納付金は民生の保障と改善へ）	高	国有企業に有利な競争条件を改善、格差是正、消費の底上げ
	国有企業改革への民間参加奨励	中	国有企業の収益性・財務内容を改善
金融	人民元の取引規制緩和と加速、相場形成メカニズム改善	中	人民元高が進行⇒インフレ抑制、輸出競争力低下
	金利自由化の加速	低	金融機関の収益性低下、信用拡大の抑制、資源配分の適正化
	民間による金融機関設立容認	低	中小企業の資金調達環境を改善
その他	価格統制の緩和（水、石油、天然ガス、電気、輸送、通信等）	中	統制下にあった価格の上昇⇒生産要素の非効率な配分を改善
	「1人っ子政策」の緩和（夫婦どちらかが1人っ子であれば、第2子出産を認める）	低	出生率を小幅押し上げ⇒人口動態からの潜在成長率低下幅を緩やかに

（資料）各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. NIEs

(1) 韓国

第3四半期の成長率は加速

第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比+3.3%と前期（同+2.3%）から加速した（第8図）。輸出（同+2.9%）は鈍化したものの、個人消費（同+2.2%）に加え、企業業績の回復を背景に建設投資や設備投資などの総固定資本形成（同+5.6%）など内需が持ち直した。

2014年にかけても潜在成長率をやや下回る成長ペースが続く

2014年の韓国経済を展望すると、実質 GDP 成長率は前年比+3.4%と2013年（同+2.9%：予測）から伸びが高まるものの、3%台半ばから後半とみられる潜在成長率をやや下回るペースにとどまると予想する。

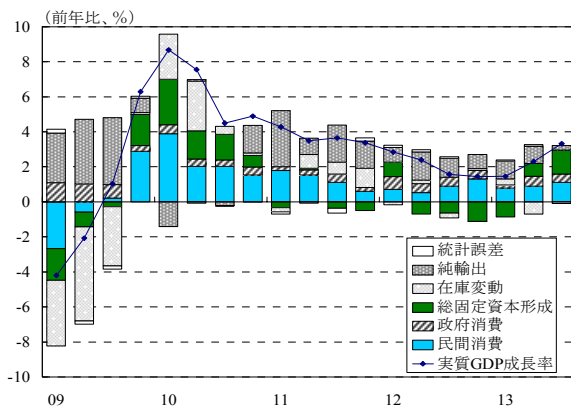
物価の安定や雇用・所得環境の回復を背景に消費者マインドが改善傾向にあり、個人消費は回復傾向が続くと見込む。もっとも、家計のバランスシート調整が引き続き消費の伸びを抑制するとみる。家計債務残高は、可処分所得比で上昇傾向にあるほか、収入に占める利払い負担も高止まりが続いている（第9図）。今後、米国の量的金融緩和縮小観測を巡り、長期金利が一段と上昇する局面では利払い負担が更に高まることから留意が必要である。

一方、輸出は欧州向けが回復に向かうほか、中国向けも IT や化学関連を中心に緩やかながらも伸びが高まる見込みである。また、政府が発表した景気浮揚策は投資の拡大を通じ景気を下支えすることが見込まれる。

リスクは量的金融緩和の縮小を巡る金融市場の不安定化

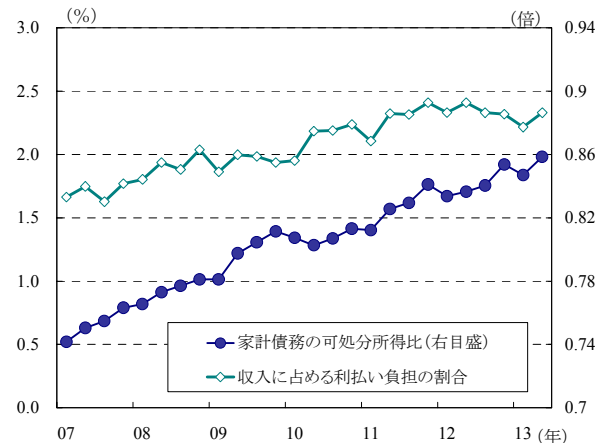
リスクは米国の量的緩和縮小観測を巡る金融市場の不安定化である。5月下旬以降に縮小観測が高まった際、株価・債券・為替のトリプル安が進展したが、アジアの中では影響は比較的軽微に止まった。もっとも、米国の量的金融緩和実施期間（2009-12年）の証券投資流入額は名目 GDP 比14.1%とアジア主要国・地域の中でも規模が大きいことから留意が必要である。
（前原 佑香）

第8図：韓国の実質 GDP 成長率



(資料) 韓国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：韓国の家計債務と利払い負担



(資料) 韓国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

ごく緩やかなペースの回復が続く

台湾経済はごく緩やかなペースで回復が続いている。第3四半期の実質GDP成長率は前年比+1.6%と前期(同+2.5%)から減速した。個人消費の伸びがほぼ横這い(同+1.6%)となるなか、資本形成はプラスに転じたが(同+1.0%)、輸出の伸び鈍化(同+1.7%)と政府消費のマイナス幅拡大(同▲0.8%)が成長率を押し下げた。一方、月次指標では、10月の製造業PMIが53.0と9月(52.0)から上昇、10月の輸出受注(前年比+3.2%)も1月以来の高めの伸びとなるなど、輸出を中心に加速の兆しが窺える。

輸出を起点に成長ペースはやや高まる見通し

今後の台湾経済は成長ペースがやや高まろう。実質GDP成長率は2013年が前年比+2.1%、2014年が同+3.5%を見込む。牽引役の輸出は、欧州向けが底打ちしつつあり、景気回復が続く米国向けも持ち直しに転じそう(第10図)。また、11月のシンガポールとの貿易協定締結など、最近のFTA網強化の動きも、輸出拡大を後押ししよう。台湾経済は、典型的な輸出主導型であり、内需も運行して底堅さを増すとみられる(第11図)。

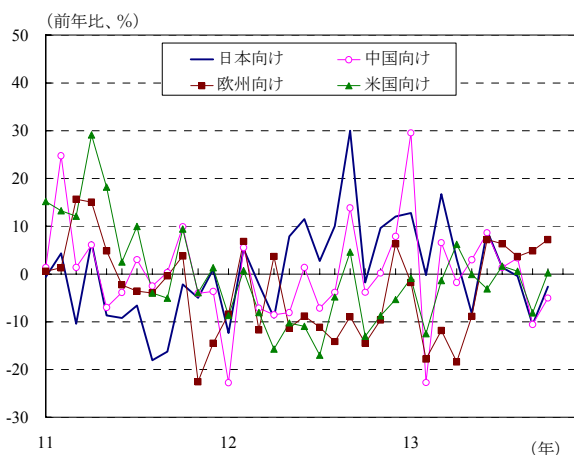
米国量的金融緩和縮小からの悪影響は限られる見込み

なお、この先予想される米国の量的金融緩和縮小について、台湾経済への悪影響は(少なくとも他の新興国よりは)限られそう。台湾の株価をみると、米国量的緩和実施期間の上昇率が小さく、今年5月に縮小観測が強まった際の下落率も小幅に止まった。対内証券投資をみても、米国量的緩和実施期間(2009-12年)の年平均が53億ドルであり、過度な資金流入はみられていない(2001-08年の年平均は133億ドル)。また、経常黒字はここ数年名目GDP比10%程度の高水準で推移しているほか、外貨準備も名目GDP比80%以上の保有があり、資本流出への耐久性は高い。

当面の台湾経済は、過去のトレンド成長率(2001-10年平均:+3.9%)と比べ力強い回復とはならないまでも、下振れリスクは小さそう。

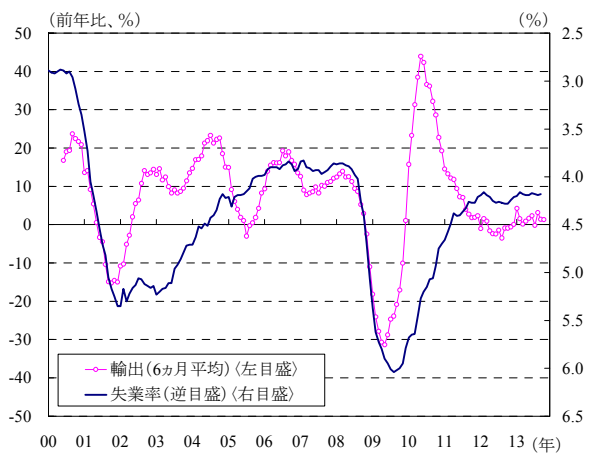
(栗原 浩史)

第10図:相手先別にみた台湾の輸出



(資料)台湾財政部統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図:台湾の輸出と失業率



(資料)台湾財政部、行政院統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 香港

緩やかな景気回復が続く

香港では緩やかな景気回復が続いている。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%となり、第1四半期(同+2.9%)、第2四半期(同+3.2%)と同程度の伸びを維持。2012年の成長率(同+1.5%)との比較ではまずまずである。内訳をみると、財輸出の伸びが前期から横ばいを維持するなか、個人消費や総固定資本形成がやや減速した。内需がやや減速した背景として、住宅価格の上昇鈍化が挙げられよう。住宅価格は、今年2月の前年比+30.6%をピークに伸びが鈍化し、直近9月は同+12.7%となった。

外需の持ち直しから成長率は小幅高まる展開を予想

今後の香港経済は、外需の持ち直しを受け緩やかに成長率が高まろう。但し、不動産価格上昇ペースの減速による内需の伸び悩みで、成長率加速は小幅に止まりそうだ。実質 GDP 成長率は、2013年が前年比+2.9%、2014年は同+3.3%を予想する。外需は、米国や欧州の持ち直しが想定される。また、中国については、成長率低下が見込まれるものの、香港からみた中国の経済規模は大幅に拡大しており、香港の中国向け輸出が減速しない可能性は十分にある(注³)。

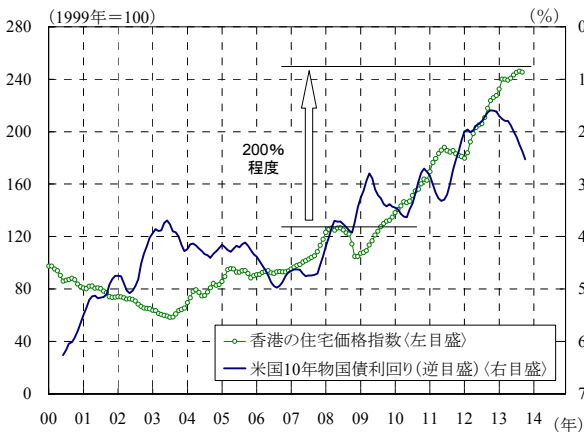
リスクは QE3 縮小などを契機とした不動産価格の大幅調整

景気の下振れリスクは、不動産価格の大幅調整である。香港はドルペッグ制を採用しているため、リーマン・ショック以降の米国の金融政策運営に連れ、自国内の金融環境が過度に緩和的だったとみられる。実際、住宅価格は、米国長期金利の低下と歩調を合わせて上昇してきた(第12図)。住宅価格は、小売売上高との連動性が高く、香港景気(内需)を既定する重要なファクターである(第13図)。米国長期金利の上昇ペースは緩やかに止まり、住宅価格の大幅調整回避を見込むが、不確実性は高い。

(注³) 例えば、中国の名目 GDP は、2000年に10.6%成長し1,152億ドル増加した。この増加額は、当時の香港の名目 GDP 比67%に相当。来年の香港にとって、名目 GDP 比67%に相当する増加額は、中国の名目 GDP が2.3%成長するだけで発生する。

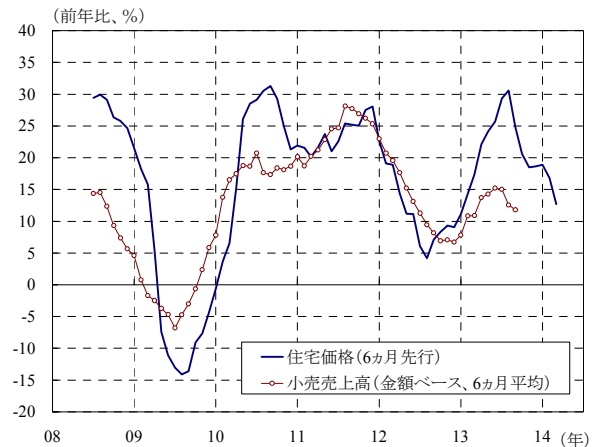
(栗原 浩史)

第12図: 香港の住宅価格と米国長期金利



(注)『米国10年物国債利回り』は、月末値の6ヵ月平均。
(資料) 香港評価局統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図: 香港の住宅価格と小売売上高



(資料) 香港評価局、政府統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) シンガポール

底堅い内需に加え、輸出の持ち直しで景気回復の動きが強まる

シンガポール経済は内需が堅調を保つなか、輸出が持ち直しに転じたことで景気回復の動きが強まっている。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比+5.8%と前期の同+4.4%から加速、2年半ぶりの高い伸びを示した(第14図)。需要項目別には、個人消費の増加幅が拡大したほか、総固定資本形成が3四半期ぶりの増加に転じた。加えて、前期に1年ぶりに小幅ながらプラスに転じた輸出も加速した。業種別には、サービス業で堅調な拡大が続いたほか、製造業も7四半期ぶりの高い伸びを示した。

良好な雇用環境を背景とした内需の底堅さは途切れず

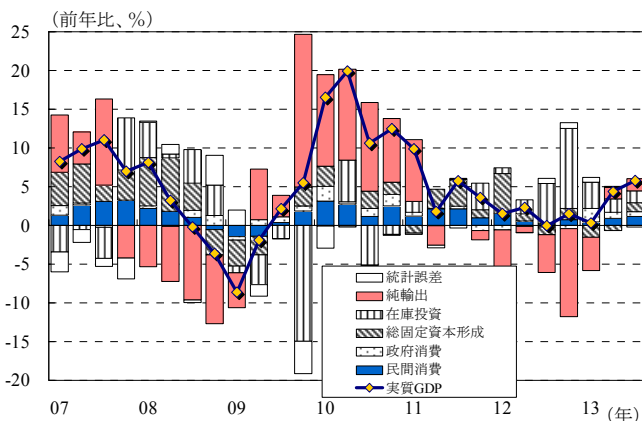
先行き、米国を中心に海外景気は緩やかな回復基調を辿るとみられるが、欧州経済の回復の遅れや中国経済の安定成長へのシフトを踏まえると、輸出回復は緩やかなペースに止まる見込みである。一方、内需については、第3四半期の失業率が1.8%と引き続きほぼ完全雇用の状態が保たれている。2014年8月には外国人労働者の規制が一段と強化される予定であり、供給サイドに起因した労働需給の逼迫は当面は継続する見込みだ。かかるなか、企業へのアンケート調査によれば、2014年の企業の賃上げ率は前年比+4.1%と2013年の同+4.2%と並び、高い伸びが予想されている。これらを踏まえると、2014年にかけて良好な雇用・所得環境を背景とした内需の底堅さは途切れず、成長率は2013年に前年比+3.7%と前年の同+1.3%から加速、2014年も同+3.9%へと小幅上昇すると予想する。

根強いインフレ圧力の下、MASは引き締め策を維持する見込み

他方、物価は車両購入権(COE)価格が再び上昇に転じているほか、タイトな労働需給が賃金上昇を通じて最終財価格に転嫁されやすい状況が見通し期間を通じて継続しよう。シンガポール通貨庁(MAS)は10月に、2012年4月以来続けてきた緩やかな通貨高政策(引き締め策)の維持を決定した。今後も根強いインフレ圧力の下で、MASは現行の引き締め策を維持していくと予想される。

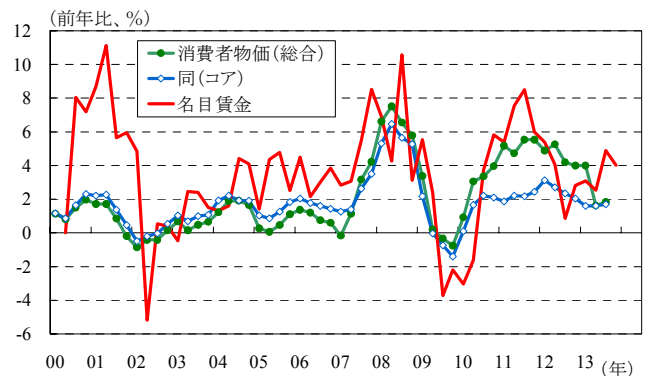
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第14図：シンガポールの実質 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：シンガポールの賃金・物価上昇率



(注)『名目賃金』は2四半期先行表示、2四半期はコアベースの消費者物価との相関係数(2002年第1四半期以降)が最も高いラグ数。

(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

減速基調を辿っているが、インフレ加速や利上げの内需への影響はこれから

インドネシア経済は減速傾向が続いている。第3四半期の実質GDP成長率は前年比+5.6%と前期の同+5.8%から低下、2009年第4四半期以来の低成長となった（第16図）。消費は増加ペースが加速、総固定資本形成も前期と同程度の伸びとなるなど内需が底堅さを示す中で、輸入が増加した結果、純輸出の寄与度が低下したことが成長率低下の主因である。第3四半期の経常収支は名目GDP比▲3.8%と、赤字幅は前期の同▲4.4%から目立って縮小していない。インフレ加速や利上げの影響が内需減速と経常赤字縮小という形で顕在化するの第4四半期以降になりそうである。

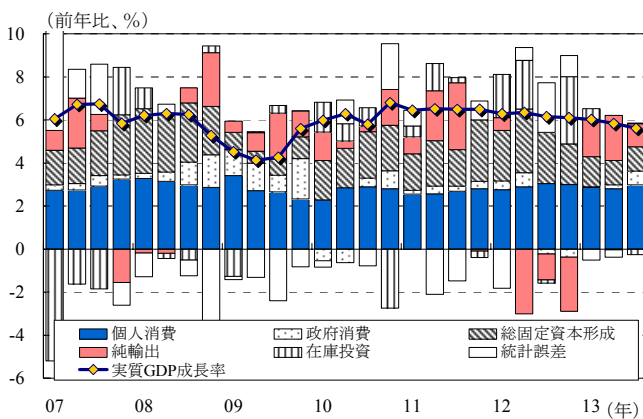
輸入インフレと金利高によって2014年前半にかけて景気は減速

2014年半ばにかけて景気は減速局面を辿ろう。特に輸入インフレの影響は大きく、来年半ば頃までは消費を中心に成長率を0.2~0.3%程度下押しする見込みである。計175bpに亘る利上げも借入コストの増加を通じて耐久財消費や投資の下押し材料となろう。来年後半には前年の通貨急落と燃料価格上昇の影響が一巡、インフレ率は低下に向かい、景気は持ち直しに転じよう。もっとも、年前半の減速が影響し、2014年の成長率は前年比+5.6%と2013年の同+5.5%から横這いとなろう。かつての6%台の成長ペースと比べれば当面の成長率は低水準に止まる見込みである。財政面でも、2014年に総選挙を控え拡張スタンスが強まりがちだが、2014年度予算案では補助金削減等を通じて財政赤字を前年の名目GDP比▲2.2%から同▲1.7%へ削減する方針を示した。財政・金融両面からの引き締めは短期的には景気を下押し一方で、次第に對外収支バランス改善に寄与するだろう。米国の量的金融緩和縮小に絡んで再び市場が不安定化する前に、對外収支改善への道筋をつけられるかが、当面のインドネシア経済の鍵といえる。

對外収支改善への道筋をつけることが鍵

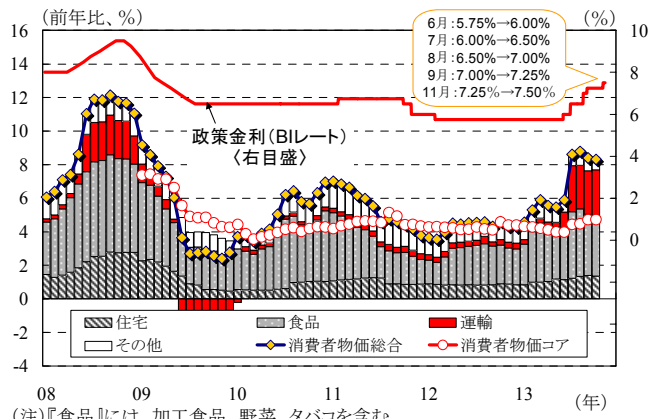
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第16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17図：インドネシアのインフレ率と政策金利



(注)『食品』には、加工食品、野菜、タバコを含む。
(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

内需が底堅さを保つ中、外需持ち直しで成長率は加速へ

マレーシア経済は緩やかに持ち直している。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比+5.0%と前期の同+4.4%から上昇した(第18図)。7月の最低賃金制度導入や公務員給与引き上げを受けて個人消費の高い伸びが継続、総固定資本形成も5四半期ぶりに増加幅が拡大するなど内需が底堅さを保ったほか、これまで景気の重石となってきた外需も中国・香港や欧州向けを中心とした輸出持ち直しを映じて2年ぶりのプラス寄与となった。

内需が支えとなり緩やかな景気回復が継続

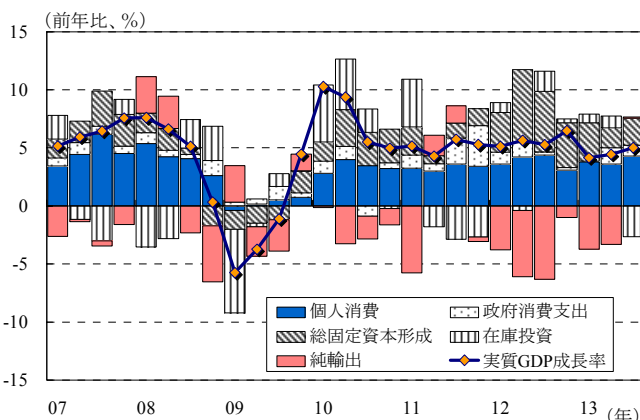
先行きは、中国経済の安定成長へのシフトや欧州経済の低迷長期化により海外経済の回復ピッチが鈍いなか、輸出の牽引力に多くは期待できない。他方、内需は経済変革プログラムに伴うインフラ投資が民間投資を喚起すると予想されるほか、雇用・所得環境の安定も消費を下支えしよう。これらを踏まえると、実質 GDP 成長率は2013年に前年比+4.6%と2012年の同+5.6%からは減速した後、2014年には同+5.4%へ加速する見込みである。

政府は2014年度予算で財政再建への取り組みを加速

マレーシアの財政赤字は ASEAN 主要国のうち最大(名目 GDP 比▲4.5%、ベトナム同▲4.5%、フィリピン・タイ同▲2.3%、インドネシア同▲1.8%、全て2012年実績)、かつ来年度には公的債務残高が法律上の上限である55%に達するとみられる中、7月には格付会社フィッチが格付け見通しを「ネガティブ」へ引き下げており、財政再建が急務となっていた。政府は10月25日に公表した2014年度予算案で補助金を中心とした支出削減を通じて、財政赤字を2013年度見込みの名目 GDP 比▲4.0%から2014年度には同▲3.5%まで縮小させる方針を示した(第19図)。更に、2015年4月からの6%の物品サービス税(GST)導入も打ち出すなど、政府は財政再建への取り組みを強化させている。物価は財政再建策の一環として9月に実施された燃料補助金削減の影響で当面は高止まりが見込まれるが、コアインフレ率は安定した動きを続けるとみられ、政策金利は見通し期間を通じて据え置きを予想する。

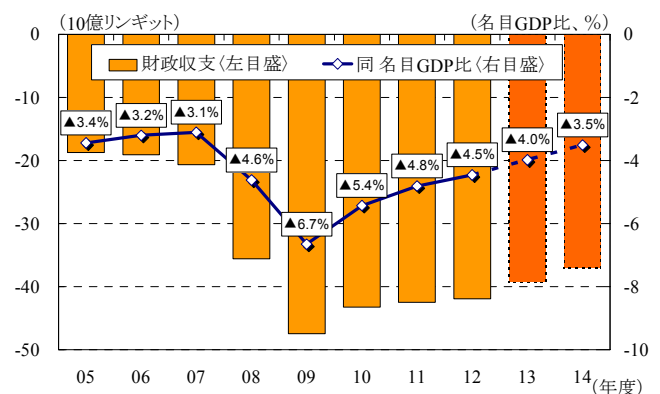
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第18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19図：マレーシアの財政収支



(注) 2012年度までは実績。2013年度と2014年度は、2014年度予算案による。

(資料) マレーシア財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ

景気は減速感が強まる

タイ経済は減速感が強まっている。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比+2.7%と3四半期連続で減速した(第20図)。2012年末で期限切れとなった自動車購入支援策の反動減により個人消費(同▲1.2%)が前年割れとなったことに加え、輸送用機械を中心に民間設備投資(同▲5.7%)の低迷が景気全体を押し下げた。景気減速を受け、中銀は11月27日の金融政策委員会において、政策金利を25bp引き下げた(現行水準:2.25%)。

2014年は4.0%成長へ回復

今後のタイ経済を展望すると、2014年の実質 GDP 成長率は前年比+4.0%と2013年(同+2.5%:予測)から回復に向かうと予想する。2013年後半の消費の押し下げ要因となった自動車購入支援策の反動減は年内で一巡することが見込まれる。もっとも、家計債務残高が高水準に達していることから、金融機関が貸出に慎重になっており(第21図)、これまでにみられたような借入による消費の拡大は見込みにくい。

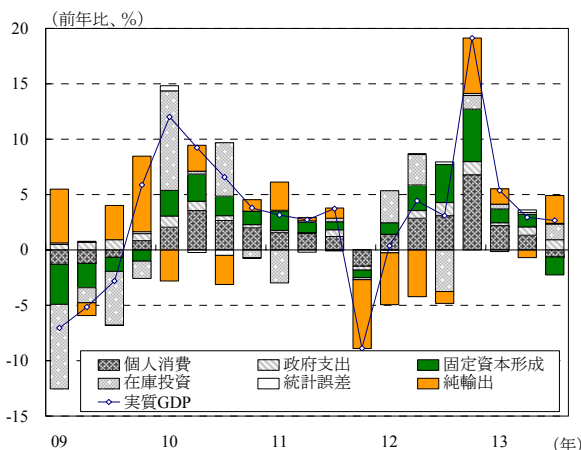
他方、輸出は低迷が続いていたエレクトロニクス製品で回復の兆しがみられるものの、先進国景気の成長ペースが緩慢であることを鑑みれば、回復ペースは緩やかにとどまることが見込まれる。こうしたなか、政府が8月に打ち出した民間投資の促進を狙った景気浮揚策(エコカーへの投資奨励策や中小企業向けの政府保証融資の拡充など)や治水事業などの大型インフラ投資が内需を下支えすることが見込まれる。

リスクは政情不安の高まりによる消費者マインドの悪化

リスクは政情不安の高まりによる消費者マインドの悪化である。11月には政府が下院で強行採決した恩赦法案を巡り、バンコクで大規模デモが発生するなどタクシン派と反タクシン派の対立が再び激化している。過去に政情不安が高まった局面では、消費者信頼感指数の低下が消費抑制につながった。足元で消費が減速するなか、政局動向には留意が必要である。

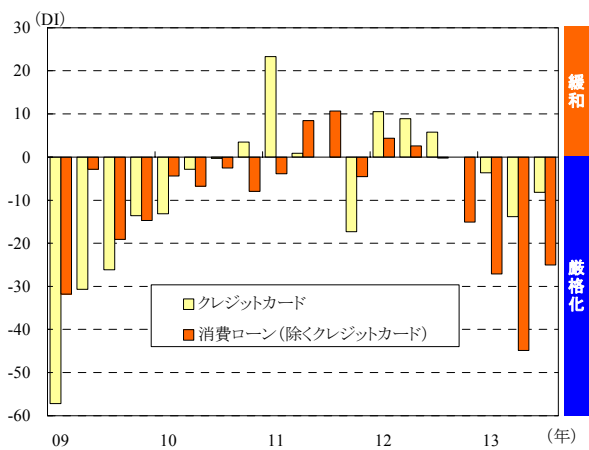
(前原 佑香)

第20図: タイの実質 GDP 成長率



(資料)タイ国家経済社会開発委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図: タイの個人向けローンの貸出態度指数



(資料)タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

景気は内需主導で
好調維持

フィリピン経済は好調を維持している。第3四半期の実質GDP成長率は、個人消費を軸とした底堅い内需を背景に前年比+7.0%と前期（同+7.6%）に続き高い伸びとなった（第22図）。足元でも、堅調な海外労働者送金に支えられた家計所得の改善や企業の設備投資拡大を背景に内需主導の成長が続いているとみられる。

2014年も6%台の
高成長が続く

今後のフィリピン経済を展望すると、2013年の実質GDP成長率は、台風の影響はあるものの、投資の拡大や底堅い個人消費に支えられ前年比+6.9%、2014年は同+6.6%と高めの成長が続くと予想する。

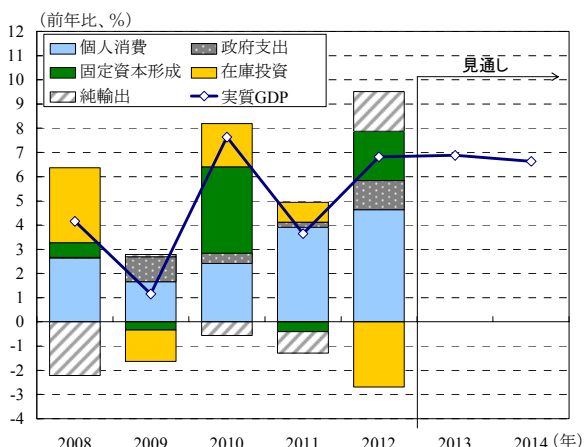
今年11月8日にフィリピン中部を直撃した台風30号（比名：ヨランダ）の影響で、被災地の主要産業である農業を中心に生産減少が見込まれる。台風被害に見舞われたビサヤ地方の経済規模はフィリピン全体の12.7%に止まるが、経済への影響は短期的には大きく、2013年の実質GDP成長率を0.4%ポイント程度押し下げるとみる。台風の影響は来年も残るとみられるが、復興需要も手伝いマイナスの影響は緩和されると見込まれる。

海外からの投資拡大が雇用拡大を通じ消費を下支え

海外からの投資拡大も、国内投資や雇用拡大を通じた消費のサポート要因となろう。2013年1-9月期の海外からの直接投資認可額は前年比+114.8%と大幅に増加した（第23図）。業種別にみると、製造業やBPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）などが中心である。消費を取り巻く環境は、10月の最低賃金引き上げ（466ペソ、引き上げ前比+10ペソ：非農業部門の日給）に加え、海外景気の持ち直しに伴い海外労働者送金の堅調な増加が期待できるなど、消費は引き続き景気をけん引することが見込まれる。

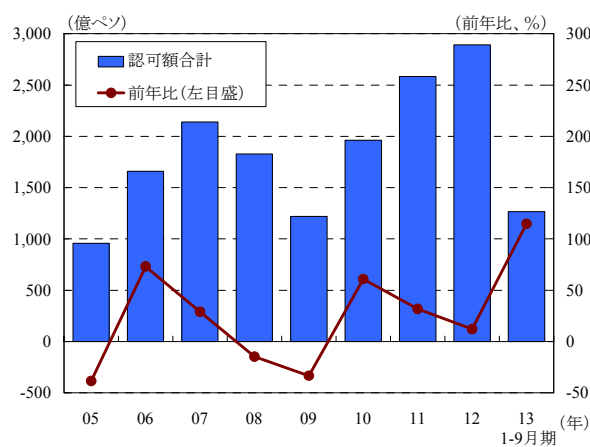
（前原 佑香）

第22図：フィリピンの実質GDP成長率



(資料)フィリピン国家統計調整委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第23図：フィリピンの対内直接投資(認可額)



(資料)フィリピン国家統計調整委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. その他アジア

(1) インド

内需減速を主因に
景気低迷が長期化

インド経済は引き続き低迷している。7-9月期の経済指標を見ると、自動車販売は3四半期連続の前年割れ、資本財生産も8月以降、再び減少に転じた。卸売物価上昇率は10月には前年比+7.0%へ加速(第24図)、利上げの影響も加わり内需は一段と冷え込んでいる。一方、ルピー安を背景に輸出は急増、輸入抑制も加わって7-9月期の貿易収支は▲298.2億ドルと前期比、前年比のいずれでも約4割赤字幅が縮小した。

2014年度にかけて
潜在成長率を大きく
下回る成長ペースに止まる

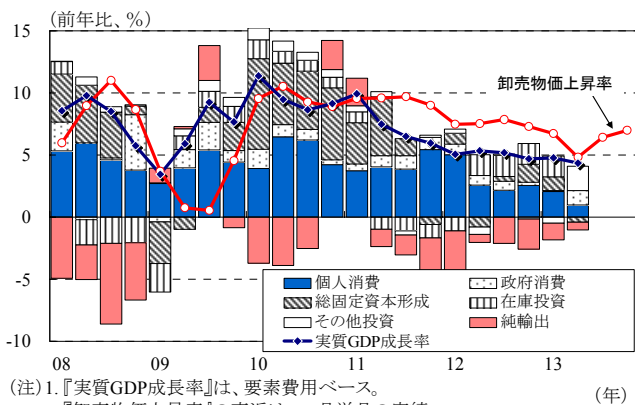
先行きも景気低迷が長引く公算が大きい。輸入依存度が高いインドは輸入インフレの影響を受けやすく、足元の為替水準が続いた場合、2014年半ばにかけて物価には最大3%程度の上昇圧力、実質GDP成長率には0.3~0.4%程度の下押し圧力がかかる見込みだ。2014年後半には前年の通貨急落の影響が和らぎ、インフレ率は幾分低下が見込まれるが、供給制約に起因するインフレ圧力は根強く残る見込みである。実質GDP成長率は2013年度に前年比+4.6%、2014年度も同+5.5%と、6%台前半とみられる潜在成長率を下回ると予想する。

国内の供給制約解消のためには、投資
促進と貯蓄拡大が
不可欠

中銀はラジャン新総裁の下、2度の利上げ外銀の外貨調達や在外インド人の国内外貨預金に係る規制緩和等を矢継ぎ早に打ち出した。9月の米量的金融緩和の早期縮小見送り後、ルピーは一旦下げ止まっているが、FRBは早晚縮小に踏み切るとみられ、再び市場が不安定化する懸念は残る。インドの経常赤字は国内の供給制約に因るところが大きく、インフラ整備や規制緩和を通じた投資促進と、原資となる貯蓄拡大に向けて家計への過剰な所得移転の見直しが不可欠である。いずれも解決には強いリーダーシップと時間を要するだけに、2014年春の総選挙を挟みこの先1年程度の政策運営に注目が集まる。

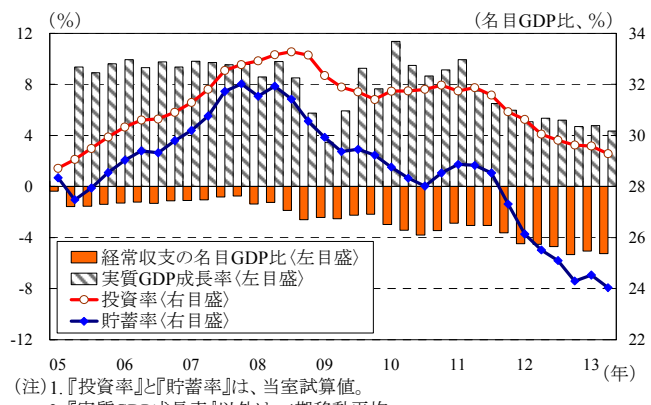
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第24図：インドの実質GDP成長率と物価



(注)1. 『実質GDP成長率』は、要素費用ベース。
2. 『卸売物価上昇率』の直近は、10月単月の実績。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：インドの成長率と貯蓄・投資率



(注)1. 『投資率』と『貯蓄率』は、当室試算値。
2. 『実質GDP成長率』以外は、4期移動平均。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) ベトナム

景気は消費や輸出の持ち直しを背景に緩やかに回復

ベトナム経済は緩やかに回復している。第3四半期の実質GDP成長率は前年比+5.5%と前期(同+5.0%)から加速した(第26図)。実質小売売上高が同+6.4%と2四半期連続で加速したことに加え、携帯電話や電子製品を中心に輸出(前年比+15.8%)が持ち直した。もっとも、1-9月期の成長率は同+5.1%と政府の今年の目標成長率(同+5.4%)を依然下回っている。

2014年にかけても、潜在成長率を下回る推移が続く

2014年の実質GDP成長率は前年比+5.4%と2013年(同+5.2%：予測)から伸びがやや高まるものの、6%程度と目される潜在成長率を下回る推移が続くと予想する。

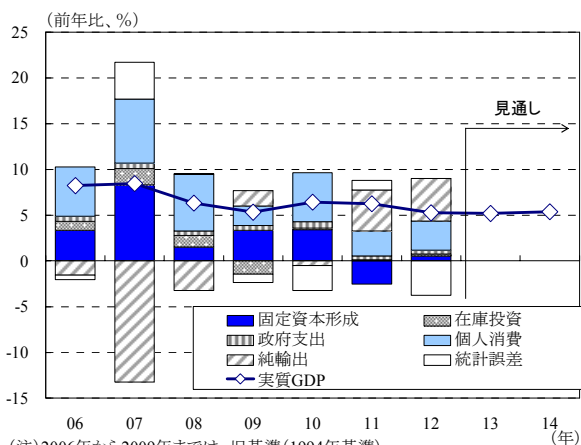
消費は、インフレ圧力が幾分低下しつつあることによる実質所得の増加を背景に持ち直しが続くことが期待できるほか、輸出は、近年拡大が続く携帯電話や電子機器などのハイテク製品が引き続きけん引役となると考えられる。一方で、多額の不良債権を抱える金融機関が貸出に慎重姿勢を崩しておらず、投資は伸び悩みが予想される。与信残高の伸びをみると、9月末時点で前年末比+5.8%と政府目標(同+12%)を大幅に下回っている(第27図)。

政府は不良債権の買い取りを開始

懸案の不良債権処理については、政府は7月に国家資産管理会社(VAMC)を設立し、不良債権の買い取りを開始した。11月時点の買い取り額は不良債権全体の8%の規模。来年は買い取りを拡大させる方針であるが、不良債権の抜本的な処理には相応の時間がかかることから、当面は景気の抑制要因となり続けると考えられる。

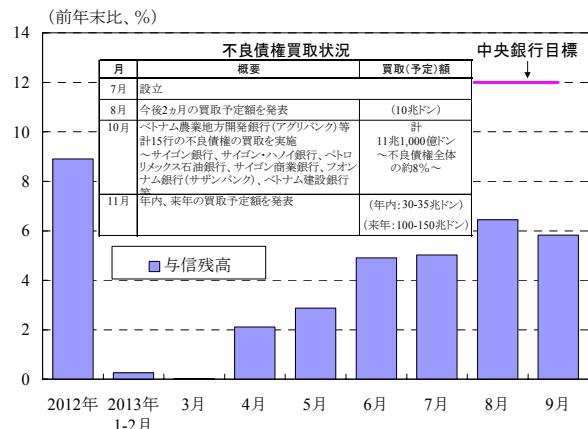
(前原 佑香)

第26図：ベトナムの実質GDP成長率



(注)2006年から2009年までは、旧基準(1994年基準)。
(資料)ベトナム統計総局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：ベトナムの銀行の与信残高と政府による不良債権買い取り状況



(注)表括弧内は買取予定額。不良債権全体額は、2013年7月末に中銀が試算。
(資料)ベトナム中央銀行統計、各種報道資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室

V. オーストラリア

～設備投資は低迷継続も、住宅投資の拡大が景気を下支え～

1. 景気の現状

雇用が弱く、企業や消費者マインドも再び悪化

豪州経済は潜在成長率を下回る成長が続いている。8月までの累計2.25%ポイントの利下げにより、住宅投資は持ち直しているものの、弱い雇用を背景に、個人消費が勢いを欠いている。また、設備稼働率は低下傾向にあり、設備投資は低迷している。9月の政権交代を受けて改善した企業や消費者マインドは、足元再び悪化に転じている。

2. 今後の見通し

設備投資の低迷が継続

今後の豪州経済は、資源投資ブームの終焉により設備投資の低迷が継続すると見込まれ、これが軟調な雇用を背景とした個人消費の伸び悩みと相俟って、2014年にかけても3%近傍とされる潜在成長率を下回る成長ペースにとどまると予想する（第1表）。こうした状況下、9月に誕生したアボット新政権も財政再建路線を継承しているため、財政の出動余地が限定されるなか、引き続き金融政策による景気下支えが期待される。

引き続き金融政策による下支えに期待

第1表: 豪州経済の見通し

	2012年	2013年	2014年
実質GDP成長率 (%)	3.7	2.4	2.8
消費者物価上昇率 (%)	1.8	2.4	2.2
経常収支 (億ドル)	▲ 566	▲ 415	▲ 439

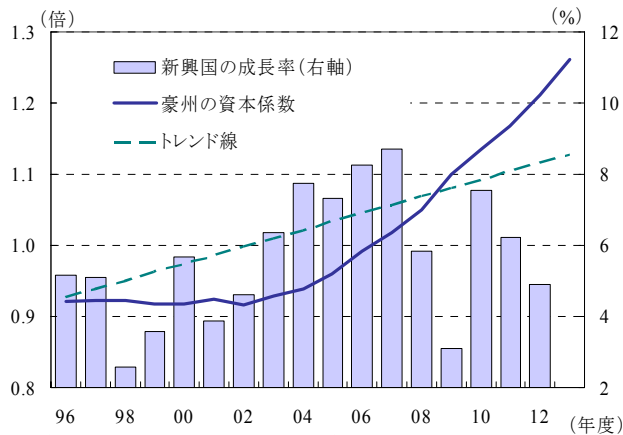
見通し

(1) 低迷する設備投資と低調な雇用

企業では非資源部門でも設備投資を抑制する方針

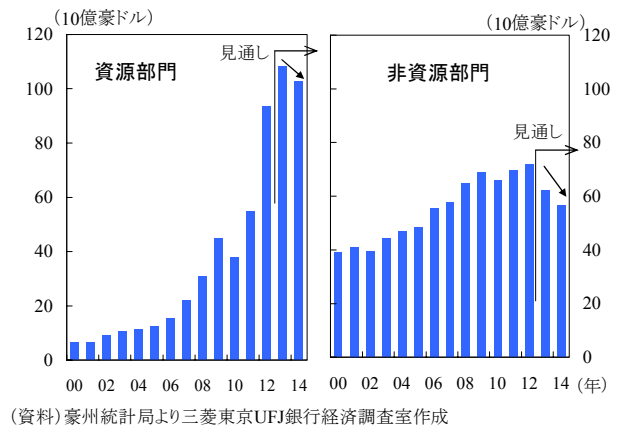
豪州では資源セクターを中心に、新興国の需要拡大を見込み、2000年代に入り生産能力を増強してきた。一単位のGDPを得るのに必要な資本投入量を示す資本係数の推移をみると、2008-09年度以降、トレンド線を上回り、2012-13年度には資本ストックは実質GDPの1.2倍を超えた。設備稼働率の低迷とあわせて、供給過剰を想起させる姿となっている（第1図）。足元で新興国の成長ペースが鈍化するなか、企業は資源部門のみならず非資源部門でも設備投資を抑制する方針であり、2014年にかけて投資の低迷が続く見込みである（第2図）。

第1図：豪州の資本係数と新興国の成長率



(注) 資本係数=実質民間非金融企業純資本ストック÷実質GDP
 (資料) 豪州統計局、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：企業の設備投資見通し



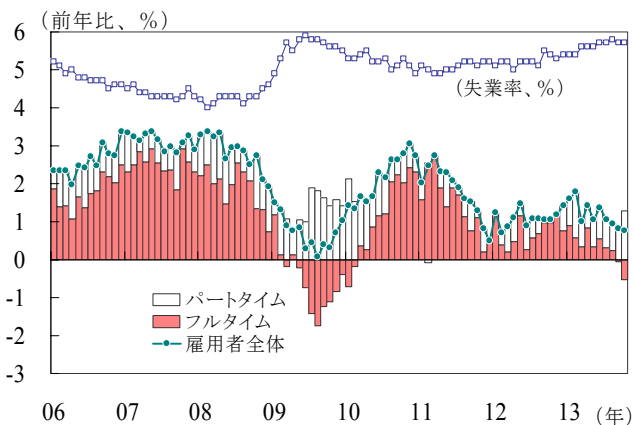
(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用は軟調が続く

他方、雇用は軟調が続いている。10月の失業率は5.7%と高水準にある。9月からは横ばいにとどまったが、これは求職者の減少が主因であり、雇用者数の伸びは鈍化傾向が続いている。とりわけフルタイム労働者は前年比マイナスに転じており、雇用の質低下が懸念される(第3図)。雇用者数の増減に1-2四半期程度先行する欠員数や求人広告件数をみると、足元では持ち直しの兆しが窺えるものの(第4図)、投資が低迷するなか、雇用者数の回復は緩やかにとどまる公算が大きい。また、豪州の資源セクターは増強した投資から、生産能力の活用による輸出増加が期待される局面にさしかかっているが、輸出部門は投資部門に比べ、雇用の創出力は弱い。こうした軟調な雇用環境を背景に、個人消費の回復も緩やかにとどまると考えられる。

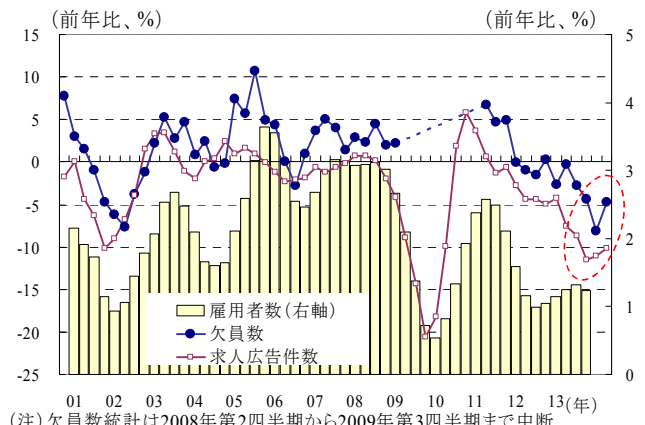
雇用の先行指標は持ち直しの兆しも、投資が低迷するなか、雇用の回復は緩やかに

第3図：失業率と雇用者数



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：欠員数と求人広告件数



(注) 欠員数統計は2008年第2四半期から2009年第3四半期まで中断。欠員数と求人広告数は2四半期前方。
 (資料) 豪州統計局、ANZ銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

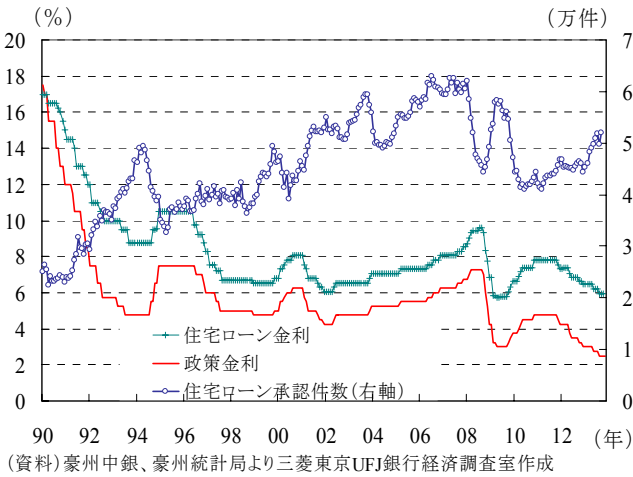
(2) 住宅市場の回復

住宅市場には回復感

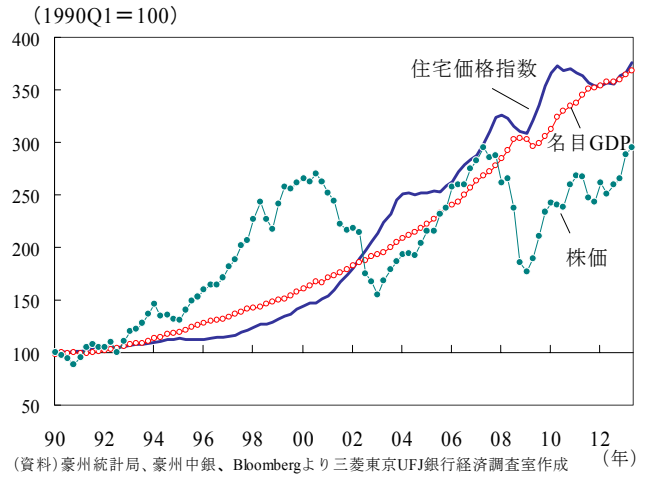
住宅投資の拡大が成長を下支え

他方、住宅市場には回復感がみられる。RBA による一連の利下げを受けた住宅ローン金利の低下を背景に、住宅ローン承認件数は堅調を維持している（第5図）。また、住宅価格指数は2012年以降、上昇傾向にあり、消費者の7割以上が今後も上昇を続けると見込んでいる。住宅バブルを懸念する向きもあるが、住宅価格と名目GDPの水準を比較すると、足元では大きな乖離がみられず、住宅価格は経済の実力以上には上昇していないとみることもできる（第6図）。従って、住宅価格の上昇がRBAの金融緩和方針を妨げる要因とはなりにくく、歴史的な低金利の継続を背景にした住宅投資の拡大は、この先も成長を下支えすると期待される。

第5図：住宅ローン金利と承認件数



第6図：住宅価格と株価



3. 金融政策・為替

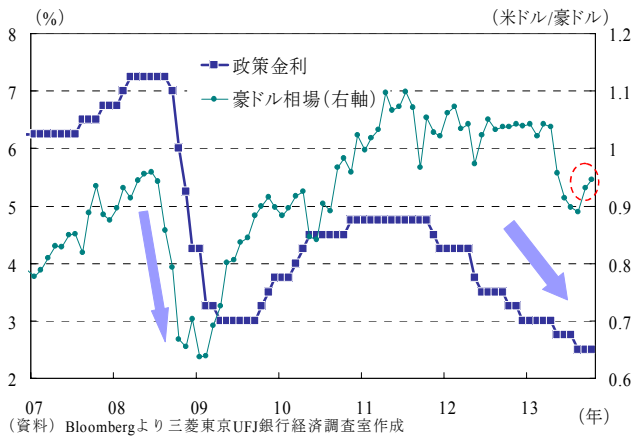
(1) 金融政策

RBA は現行の豪ドル高を懸念

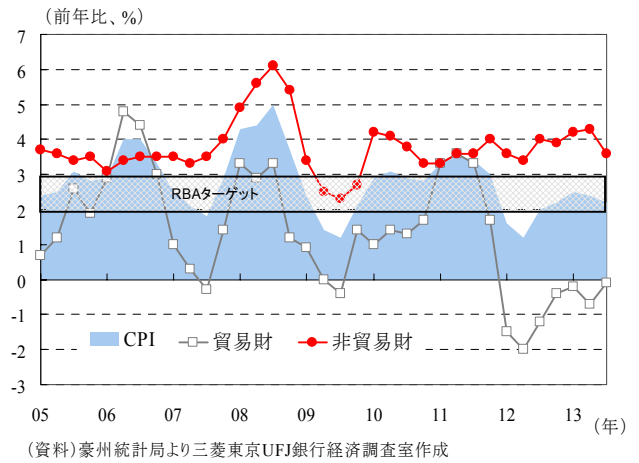
追加利下げの可能性も

RBA は8月の金融政策決定会合で政策金利（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2.75%から2.50%に引き下げて以降、11月まで3ヵ月連続で据え置いた（第7図）。ただし、11月の声明文や議事録では、これまでの利下げ判断の一因となった豪ドル相場について、「不快なほど高水準」にあるとの懸念をあらわにした。7-9月期の物価が前年比+2.3%と、エネルギー価格の上昇などを背景に予想を上回る伸びを示すなか（第8図）、市場では金融緩和サイクルが終了したとの見方が強まりつつあるが、RBAは弱い内需や雇用動向を懸念していると考えられ、追加利下げの可能性も残っている。

第7図：政策金利と豪ドル相場



第8図：消費者物価指数



(2) 為替

米国の量的金融緩和縮小観測を巡り不安定な動きに

豪ドル相場は9月の米国の量的金融緩和縮小の見送り等を背景に、一時は1豪ドル=0.97米ドル台と、6月以来の水準まで上昇した。その後、10月末のスティーブンス総裁の豪ドル高を牽制する発言等を受けて下落した。足元でも豪中銀による豪ドル高への警戒姿勢が続き、同0.90ドル台まで下落している。こうした傾向は当面継続するとみられ、さらには米国の量的金融緩和縮小観測を巡り不安定な動きが続くと見込まれる。

(大幸 雅代)

VI. 中南米

～緩やかな景気回復が続くブラジル、復調するメキシコ、減速に転じるアルゼンチン～

1. ブラジル

(1) 景気の現状

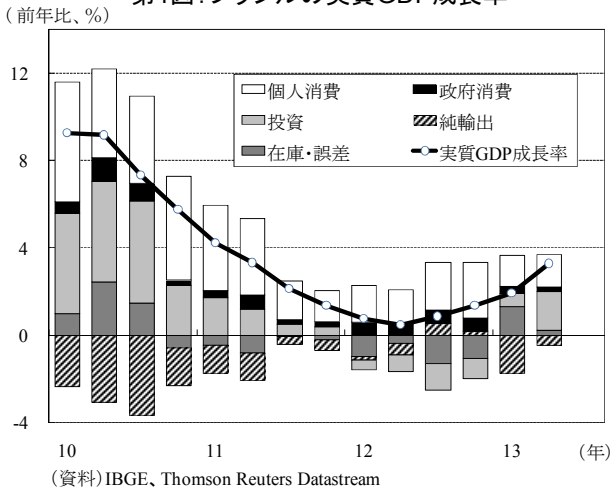
第2四半期は投資が顕著な伸びを示し、成長は加速

ブラジル経済は緩やかな成長が続いている。第2四半期の実質GDP成長率は前年比+3.3%と、第1四半期(同+1.9%)から加速した(第1図)。需要項目別にみると、投資が前年比+9.0%(寄与度:同+1.7%)と顕著な伸びを示し、成長を牽引した。2014年のサッカー・ワールドカップ開催や2016年の五輪開催に向けたインフラ投資に加え、民間の設備投資も出てきている。また、前期に大幅なマイナス寄与となった純輸出が輸出の回復により改善したことも成長加速の一因となった。一方、これまで成長を牽引してきた個人消費は同+2.3%と10四半期ぶりに全体の成長率を下回る伸びにとどまった。インフレによる実質購買力低下や6月に全国的に発生した政府への抗議デモによる消費マインドの低下が影響したと思われる。

第3四半期の経済活動指数は前期比▲0.1%

第3四半期は前期の急加速の反動から幾分減速した。第3四半期の経済活動指数は前年比+2.3%の成長、前期比では▲0.1%と前期の平均値を僅かに下回る水準で足踏みしている(第2図)。

第1図:ブラジルの実質GDP成長率



第2図:経済活動指数

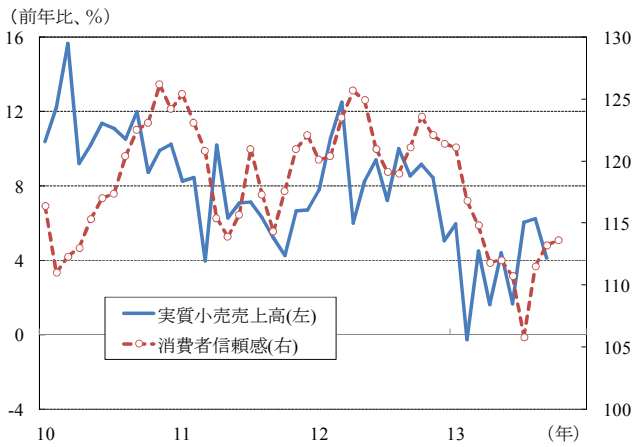


消費は持ち直し、生産は再び低迷

昨年11月以降、低下が続いていた消費者信頼感は8月より上昇に転じた(第3図)。第3四半期の実質小売売上高は前年比+5.5%と勢いこそないものの、前期の同+2.6%から持ち直しの動きが続いている。一方、昨年半ばより持ち直していた鉱工業生産は5月以降再び低迷しており、第3四半期の鉱工業生産は前年比+0.8%と前期の同+4.5%から減速した(第4図)。また、設備稼働率は昨年6月以来の水準にまで低下した。第3四半期は、消費は上向き、生産は下向きと明暗が分かれた。

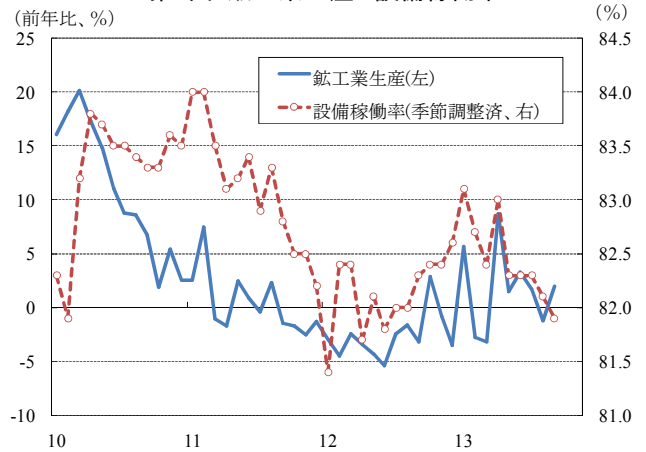
外需に力強さはまだ見られない。第3四半期の財輸出は前年比▲0.2%と前期に続き前年割れとなった。今年前半低調だった米国向けおよびEU向け輸出はともに9月より増加に転じてきたが、アジア（除く中国）向け輸出は5月より前年割れとなった。これに対し、昨年減少（同▲7.0%）した中国向け輸出は今年3月より増加に転じている（第5図）。輸出が冴えないため、今年1月から10月までの貿易収支累計額は18億ドルの赤字と、昨年同期間の174億ドルの黒字から悪化し、経常赤字拡大の主因となった。直近12ヵ月の経常赤字累積額（805億ドル）の対名目GDP比率は3.6%となり、前年と比べて1.4%上昇した。

第3図：実質小売売上高と消費者信頼感



(資料) IBGE, Thomson Reuters Datastream

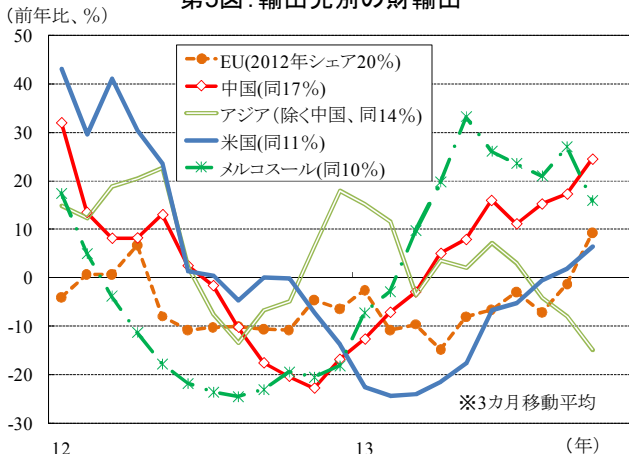
第4図：鉱工業生産と設備稼働率



(資料) IBGE, CNI, Thomson Reuters Datastream

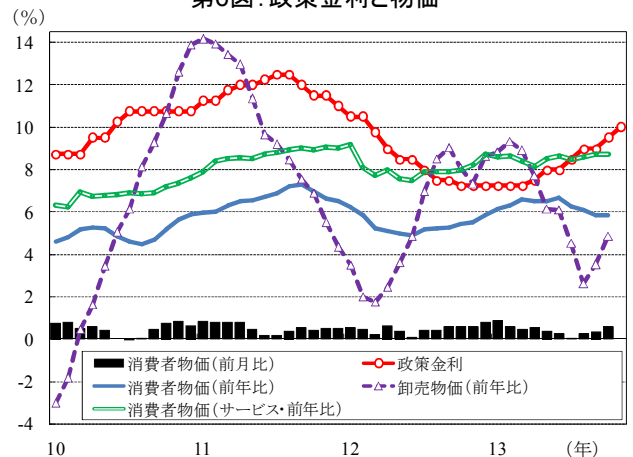
消費者物価上昇率 10月の消費者物価上昇率は前年比+5.84%と4ヵ月連続で小幅低下したものの、依然高水準にある。消費者物価のうち、サービス費目の上昇率は4ヵ月連続で低下するも、依然高水準 低下しておらず、足元では卸売物価上昇率や前月比ベースでみた消費者物価上昇率が再び上昇に転じている（第6図）。

第5図：輸出先別の財輸出



(資料) MDIC, Thomson Reuters Datastream

第6図：政策金利と物価



(資料) IBGE, FGV, Thomson Reuters Datastream

中銀は政策金利を
10%に引き上げ

ブラジル中銀はインフレ抑制のために、4月以降6回連続で合計2.75%ポイントの利上げを行い、政策金利を10.0%とした。11月の利上げ後の声明においてはインフレに関する文言が削除され、引き締めバイアスを解いた。もっとも、インフレ圧力は依然残っていることから、中銀はもう一段の利上げを実施し、政策金利10.25%~10.5%にて様子見に転じるものと予想する。

(2) 今後の見通し

消費は力強さに欠けるが、底割れは回避

これまでの消費刺激策による歳出増により財政収支は悪化傾向にあり、追加刺激策の実施余地は乏しくなっていることから、消費にこれまでのような牽引力は期待できない。一方、ルセフ大統領は2014年の大統領選挙において再選を目指していることを考えると、財政収支改善に大きく舵を切り、自ら消費の腰折れを招く選択も採りづらい。消費マインドの改善もあり、来年の大統領選挙まで現状の消費刺激策が概ね継続されることにより、消費は底割れを回避しよう。

消費と投資の両輪
で成長を分担する
構図へシフト

需要項目別にみると、投資は、昨年は4四半期連続で前年割れとなり、成長の下押し要因となった。この間の成長の牽引役は消費に偏っていた。これに対し、今年前半は投資が2四半期連続の増加となり、第2四半期には同+9.0%と急加速した。消費にこれまでのような力強さがないうなか、消費と投資が「分担」して景気を下支えすると考えられる。投資が増加に転じてきた要因として、2014年のサッカー・ワールドカップ開催や2016年の五輪開催のための交通インフラ整備やスタジアム補修に対する投資が呼び水となったが、世界経済が緩やかながらも回復に向かい、通貨レアル高が解消されてきたなか、中間層が育ち、中長期的に成長期待の高い市場としてブラジルが再評価されていることが挙げられる。本邦企業のブラジル進出も今や製造業に限らない。今年前半に見られた、投資が消費とともに成長を牽引する構図は今後も継続する可能性が大きい。

世界経済は緩やかながら回復に向かう見込みであり、レアル安も手強い、輸出の持ち直しが期待できる。2014年にかけて緩やかながら回復傾向を維持しよう（後掲第1表）。

2. メキシコ

(1) 景気の現状

経済の基調は依然
弱いものの、景気後
退は回避

メキシコ経済の基調は依然弱い。第2四半期は、政権交代に伴う政府支出の遅れや米国を中心とする海外需要の不振により実質GDP成長率は前年比+1.6%、前期比で見ると▲0.6%と4年ぶりにマイナス成長となった。第3四半期の成長率は前年比+1.3%にとどまったが、前期比で見ると

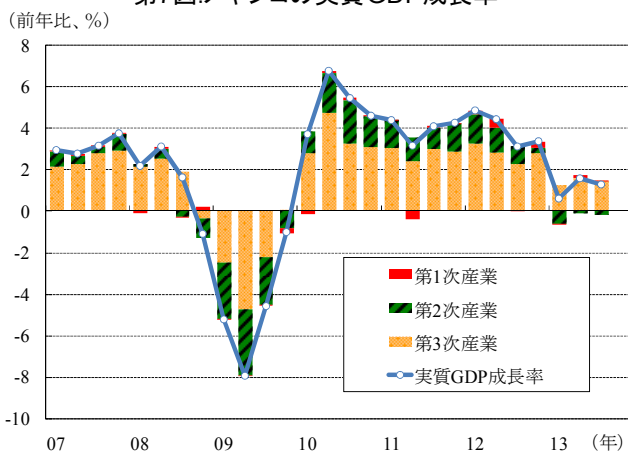
+0.8%と景気後退（2 四半期連続のマイナス成長）を回避した。

第3 四半期の成長率を産業部門別にみると、第2 次産業が前年比▲0.6%と3 四半期連続のマイナス成長となり、全体を引き下げた（第7 図）。鉱業（同▲1.8%）および建設業（同▲6.9%）の低迷が長引いている。

経済活動指数の推移をみると、7 月および8 月に上昇した後、9 月は低下した。9 月には2 つのハリケーンがメキシコを直撃し、広範囲な被害と生産活動の停滞をもたらした。政府はハリケーン被害により今年の成長率は0.1%引き下げられると試算している。

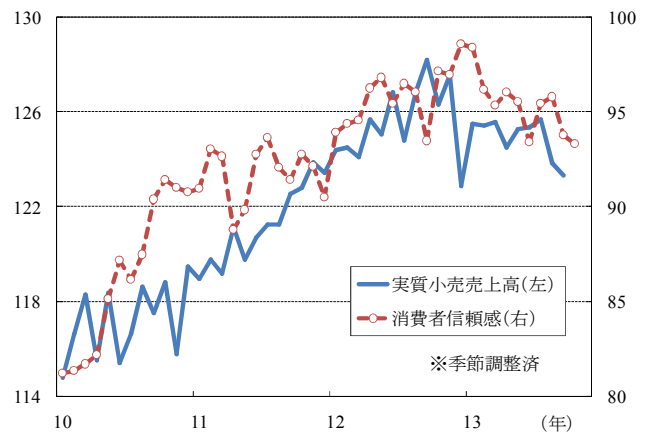
消費マインドは悪化しており、消費は依然低調である（第8 図）。第3 四半期の小売売上高は前期比▲0.1%となった。他方、鉱工業生産は下げ止まりつつあり、輸出は6 月以降増加傾向が顕著となってきた（第9 図）。第3 四半期の輸出は前期比+2.7%と持ち直した。10 月の自動車生産台数は28.5 万台と12 ヶ月ぶりに月間生産台数の最高記録を更新（第10 図）、好調な米国新車販売とようやく足並みが揃ってきた。

第7図:メキシコの実質GDP成長率



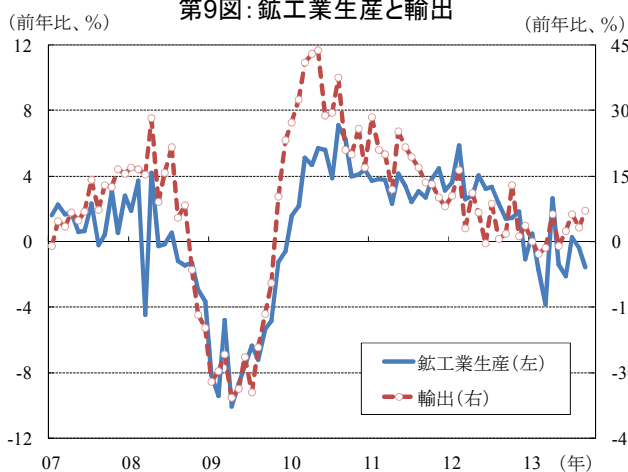
(資料) INEGI, Thomson Reuters Datastream

第8図:実質小売売上高と消費者信頼感



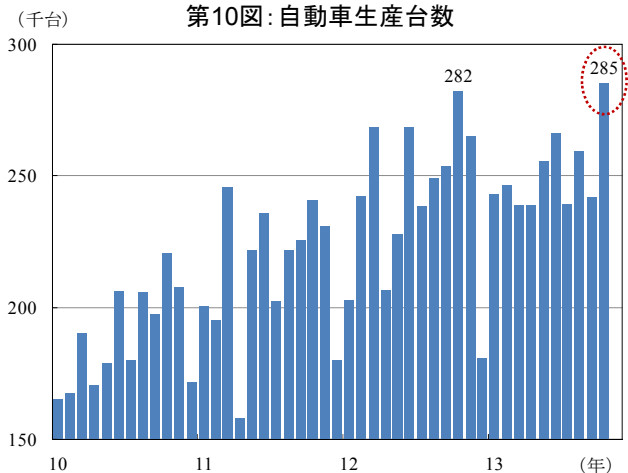
(資料) INEGI, Thomson Reuters Datastream

第9図:鉱工業生産と輸出



(資料) INEGI, Thomson Reuters Datastream

第10図:自動車生産台数



(資料) AMIA, Thomson Reuters Datastream

景気下振れリスクを勘案し、中銀は9月以降、計0.5%ポイントの利下げを実施

10月の消費者物価上昇率は前年比+3.4%と、5月以降、6ヵ月連続で前月の伸びを下回った（第11図）。メキシコ中銀は景気の下振れリスクを勘案し、9月、10月と2会合連続で合計0.5%ポイントの利下げを行い、政策金利を年3.5%とした。10月の利下げ後、中銀は一段の利下げは不要との声明を出しており、2014年半ばまで政策金利を年3.5%で据え置くと予想する。

(2) 今後の見通し

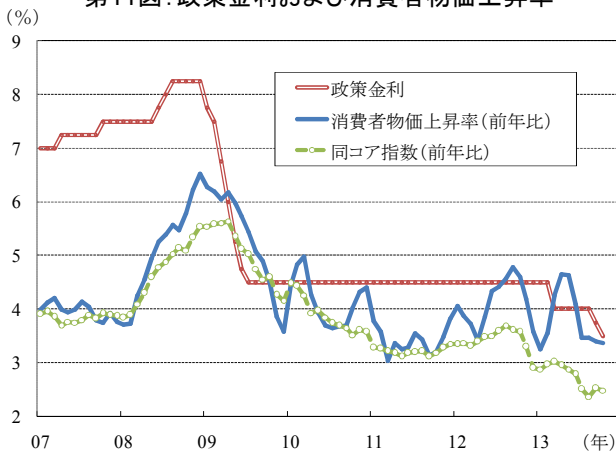
財政・金融両面からの景気刺激により下振れリスクは大幅に低下

企業や家計の景況感が冴えないことから、消費や投資の急回復は見込みにくいものの、第2四半期にマイナス成長の一因となった政府支出の遅れは解消し、ハリケーン被害への対応から逆に積極化している。一方、メキシコ中銀は9月、10月と2ヵ月連続で利下げを実施した。このように財政・金融の両面から景気刺激策が始まっており、景気下振れリスクは大幅に低下したといえる。メキシコ経済は輸出の持ち直しと投資の拡大により、2014年の実質GDP成長率は前年比+3.7%と2013年(同+1.2%：予測)を大きく上回るものとみられる。

米景気回復に伴い、輸出は加速へ

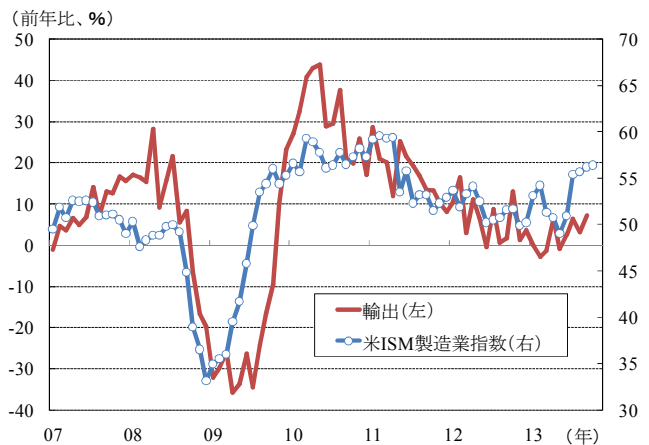
米国はメキシコの輸出の8割弱を占める圧倒的な輸出先であり、米ISM製造業景気指数はメキシコの輸出と相関性が高い（第12図）。10月の米ISM製造業景気指数は56.4と、5ヵ月連続の上昇となるとともに、2年半ぶりの高水準となった。米国の景気回復に伴い、メキシコの輸出は力強さを増すものと思われる。

第11図：政策金利および消費者物価上昇率



(資料)INEGI、メキシコ中銀、Thomson Reuters Datastream

第12図：米国景気動向とメキシコ輸出



(資料)INEGI、米ISM、Thomson Reuters Datastream

構造改革推進により海外からの投資が拡大

ペニャ・ニエト大統領は、2012年12月の大統領就任以来、構造改革推進に必要な法律の整備を着実に進めている。このうち、最重要課題の一つである財政改革法案は10月末に成立し、残る最重要課題であるエネルギー改革法案は現在国会にて審議中である。エネルギー改革法案は国営石油会社であるPEMEXへの民間資本参入や原油・電力・ガス部門への

民間投資拡大を認める内容であり、メキシコの地下資源は国に帰属すると定めた憲法の改正を要するが、年内に成立する見通しである。一連の構造改革推進により、メキシコの持つ地理的及び貿易上の優位性が改めて見直され、米州の製造及び輸出拠点として海外からの投資拡大が見込まれる。

3. アルゼンチン

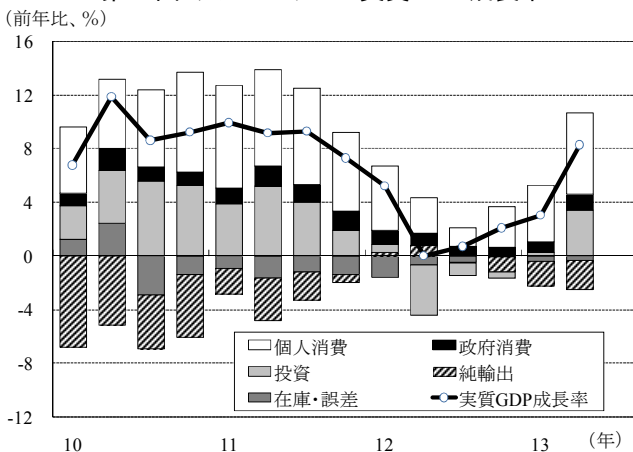
(1) 景気の現状

第3四半期は前期の高成長の反動で減速

第2四半期のアルゼンチン経済は、穀物の豊作と10月の中間選挙を意識した政策対応（拡張的な財政金融政策、所得税の課税最低限度額引き上げ、生活必需品約500品目の価格凍結など）を背景に、実質GDP成長率は前年比+8.3%と第1四半期の同+3.0%から大幅に加速した（第13図）。需要項目別にみると、純輸出は4四半期連続でマイナスとなったものの、消費が第1四半期の同+6.1%から同+9.2%へ加速し成長を牽引した。また設備投資（同+30.5%）の大幅増を背景に、投資は第1四半期の同+1.3%から同+16.2%へと急加速した。第3四半期は、引き続き消費が勢いを維持するものの、穀物輸出がピークアウトしたこともあり、高成長を記録した第2四半期からは減速したとみられる。7-9月期の経済活動指数から算出すると、第3四半期の成長率は同+4.6%と見込まれる（第14図）。

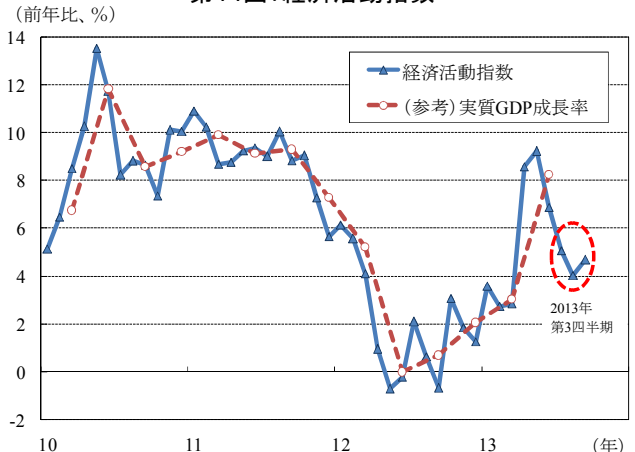
第3四半期に入り、穀物輸出のピークアウトとともに、財全体の輸出入

第13図：アルゼンチンの実質GDP成長率



(資料)MECON, Thomson Reuters Datastream

第14図：経済活動指数



(資料)INDEC, MECON, Thomson Reuters Datastream

も鈍化した（第15図）。アルゼンチンは2001年のデフォルト以降、実質的に国際金融市場から締め出されているため、輸入は輸出で得られる外貨の範囲内に抑制することが求められている。このため政府は厳しい輸入規制を行っており、企業は必要な生産財や資本財の輸入が困難となるなど、輸入規制が供給のボトルネックとなっている。2013年前半は穀物輸出が増加していたことから、輸入規制は一時的に緩和されていたが、穀物輸出

のピークアウトとともに緩和が解消された可能性がある。

実態は年率 20%を超えるインフレが長期化

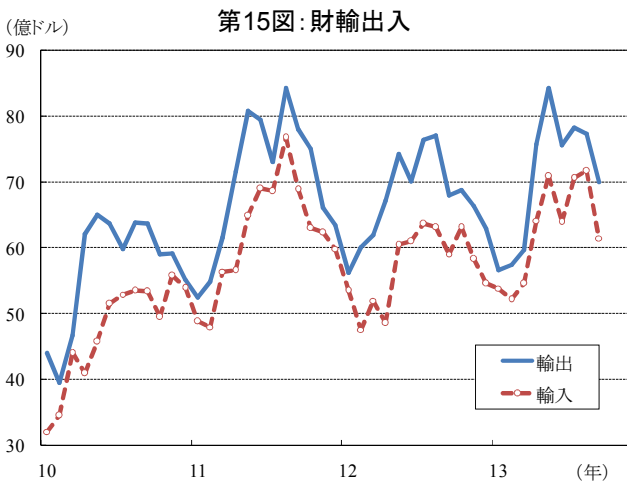
インフレは依然として終息していない。政府が発表しているインフレ率は 10%強であるが、実態は年率 20%を超えるインフレが長期化しており、国民の不満が高まっている。こうしたことから政府は大手小売業等への指導により、生活必需品約 500 品目について、上下院の中間選挙が実施される 10 月を期限として価格凍結を行ってきた。選挙後、政府は 12 月までの価格凍結延長を決定したが、選挙後のインフレ加速を懸念した一部国民が消費を急いだことがこれまでの消費を押し上げていた一因となった可能性がある。今年 9 月のブラジル紙によると、ブラジルからアルゼンチンへの自動車輸出が増加した背景として、富裕層の一部がインフレによるペソ資産の目減りを防ぐために輸入自動車を購入することがあった模様である。

(2) 今後の見通し

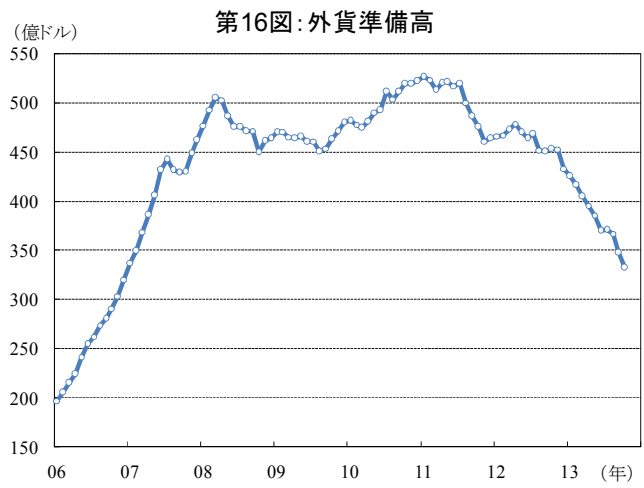
10 月の中間選挙で与党は苦戦、フェルナンデス大統領三選の可能性は小さいとの見方も

10 月下旬に実施された中間選挙において与党は苦戦し、フェルナンデス大統領の三選に必要な憲法改正を可能とする議席数(上下各院の 3 分の 2) を得ることはできなかった。しかし非改選分を含めれば、両院ともに辛うじて与党が過半数を維持した。

フェルナンデス大統領の三選の可能性は小さいとの見方から、次期大統領



(資料) INDEC、Thomson Reuters Datastream



(資料) アルゼンチン中銀、Thomson Reuters Datastream

領がビジネス・フレンドリーであることを期待して、アルゼンチンの株式市場は 8 月に実施された予備選挙 (与党敗北) の前後から急騰した。予備選挙の前営業日 (8 月 9 日) から中間選挙の前営業日 (10 月 25 日) までの代表的な株価指数であるメルバル指数の上昇率は実に 52.9%に達した。しかし中間選挙後、メルバル指数の上昇は一服し、不安定な動きとなっている。フェルナンデス大統領の残り 2 年の任期における政策運営方針の不透明感を映じていると思われる。

選挙対策のばら撒き政策は徐々に縮小、消費は減速へ

前述の通り、生活必需品約 500 品目の価格凍結は期限が年末まで延長されたが、中間選挙での大勝を狙いこれまで実施してきた政策（ばら撒き）は、財政収支の悪化から徐々に縮小される可能性が高く、これに伴い、消費は減速するものと思われる。

外貨準備減少抑制のため、今後輸入規制などが強化される公算も

10 月末の外貨準備高は、財・サービス輸入額の 4.5 ヶ月分に相当する 332 億ドルと、前年比 120 億ドル（26.6%）減少した（第 16 図）。対外公的債務の返済原資として外貨準備を使用したことにより減少した側面があるものの、政府は想定外の外貨準備減少を抑制するため、海外での買物に対する規制（課税率引き上げ及び購入額制限）や輸入規制の一段の厳格化を実施することが考えられる。輸入規制の厳格化は生産活動に悪影響を及ぼすものと思われる。

以上より、今後の政策運営は不透明な部分が多いものの、消費刺激策の縮小や輸入規制強化など消費や生産を抑制する政策が実施される可能性があることから、アルゼンチン経済は減速し、2014 年の成長率は前年比 +2.2%と 2013 年（同+4.2%：予測）を下回るものとみられる。

第1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(億米ドル)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
ブラジル	0.9	2.5	2.6	5.4	6.2	5.9	▲ 542	▲ 764	▲ 760
メキシコ	3.8	1.2	3.7	4.1	3.7	3.7	▲ 142	▲ 213	▲ 200
アルゼンチン	1.9	4.2	2.2	10.0	10.7	11.5	▲ 1	▲ 8	▲ 16
中南米全体(注)	2.7	2.6	3.1	7.2	7.7	7.5	▲ 863	▲ 1,219	▲ 1,206

(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2012年のドル建て名目GDPによる。2012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 加藤 淳)

Ⅶ. ロシア・中東欧

～景気は持ち直し方向にあるが、回復ペースは国毎にまちまち～

1. ロシア・中東欧経済の概況

**インフレ沈静化や
西欧諸国の景気後
退終了を受け、持ち
直し** ロシア・中東欧の景気は全体として持ち直し方向にある。まず各国共通の要因として、主要輸出先である西欧諸国が景気後退を抜け出し、外需の落ち込みに歯止めが掛かったことが挙げられる。また、国内要因としては、インフレの沈静化による、マインドの改善や実質購買力の増加等が寄与している。

**ロシア景気は、マイ
ナス成長脱却後も
当面低調の公算** それぞれの国の状況をみていくと、ロシアは、マイナス成長こそ脱するものの、当面は低調な推移が見込まれる。資源価格の軟調や財政の引き締めが景気の下押し要因となる可能性が高いためである。また、インフレ率は低下傾向を辿っているが、中銀が金融緩和に舵を切るには、もう一段のインフレ鈍化を待つ必要があるとみられる。

**中東欧は、金融緩和
や景気下押し要因
の剥落から、持ち直
しが続く予想** 中東欧では、チェコとハンガリーがプラス成長に転じたことに加え、ポーランドは景気後退を回避し、底堅さを増してきている。中銀による、非伝統的手段を含めた金融緩和の実施が今後の景気押し上げ要因として期待される。また、ハンガリーにおける信用収縮、ポーランドにおけるインフラ投資の調整など、これまで景気の重しとなってきた要因の剥落が見込まれることも今後の持ち直しをサポートしよう。

第1表:ロシア・中東欧経済の見通し

	名目GDP (10億ドル)	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)			経常収支 (億ドル)		
	2012年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
ロシア	2,022	3.4	1.6	2.9	5.1	6.7	6.1	748	520	360
チェコ	196	▲1.2	▲1.0	1.5	3.3	1.5	1.1	▲47	▲35	▲38
ハンガリー	127	▲1.7	0.3	1.5	5.7	1.8	2.1	22	24	23
ポーランド	488	1.9	1.2	2.6	3.7	1.0	1.9	▲172	▲110	▲135
ロシア・中東欧	2,833	2.6	1.3	2.7	4.7	5.1	4.9	551	399	210

2. 主要国の動向

(1) ロシア

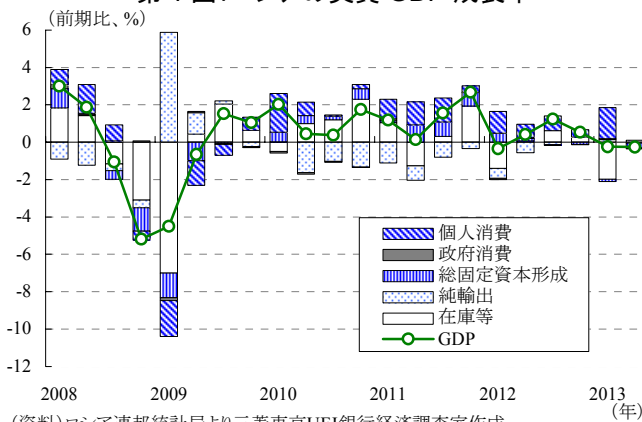
①景気の現状

マイナス成長は脱するも、景気の基調は依然として弱い

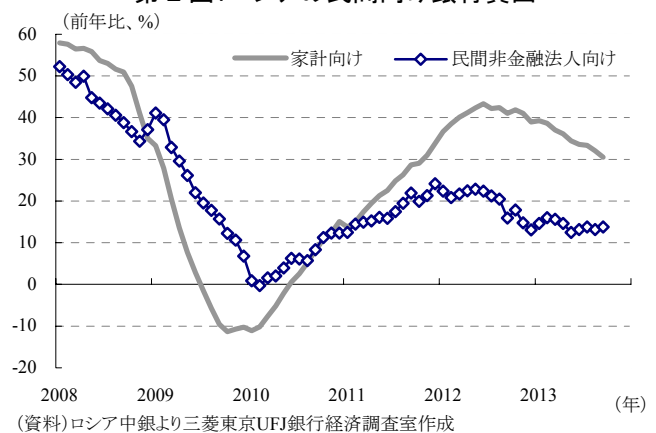
ロシア経済は、景気持ち直しの兆しもみられるが、低調の域を脱するには至っていない。2013年第1四半期と第2四半期の実質GDP成長率は、ともに前期比マイナスとなった(第1図)。第3四半期については、前期比ベースの成長率は未発表だが、前年比では+1.2%と、2012年初から続いていた成長率の鈍化に歯止めが掛かっており、前期比でもプラス成長に転じたと試算される。もっとも、景気の基調は依然として弱い。購買担当者指数(PMI)は、製造業、サービス業ともに夏場をボトムに底打ちしたものの、足元の水準は近年の平均を大きく下回っている。

景気持ち直しの背景は、輸出が今年後半から前年比プラスに転じたことやインフレの鈍化だが、輸出の回復ペースは緩慢であり、インフレ率も中銀の目標レンジ(前年比+5~6%)を依然として上回っている。また、景気の下押し要因となってきた、銀行貸出の減速については、企業向けでは一服しつつある一方、家計向けでは歯止めが掛かっていない(第2図)。

第1図:ロシアの実質GDP成長率



第2図:ロシアの民間向け銀行貸出



②見通し

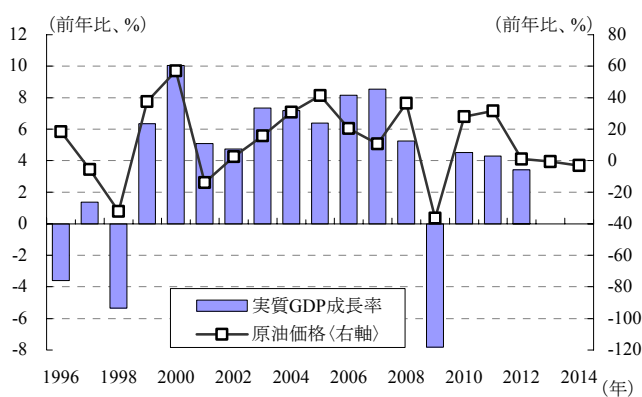
資源価格の軟調が下押し要因に

ロシアの景気は今後も低調が続く公算が大きい。ロシア経済は、原油・天然ガス輸出に大きく依存しているが、中国を始めとする新興国の景気回復が緩慢なものに止まるなか、エネルギー価格は軟調が予想される。IMFの予測によると、2014年の原油価格は1バレル=101.35ドル(ブレント、WTI、ドバイの平均値)と、2013年の同104.49ドル(見込値)から低下が見込まれており、ロシアにとっては大きな景気下押し要因となろう(第3図)。

財政政策は抑制スタンスに

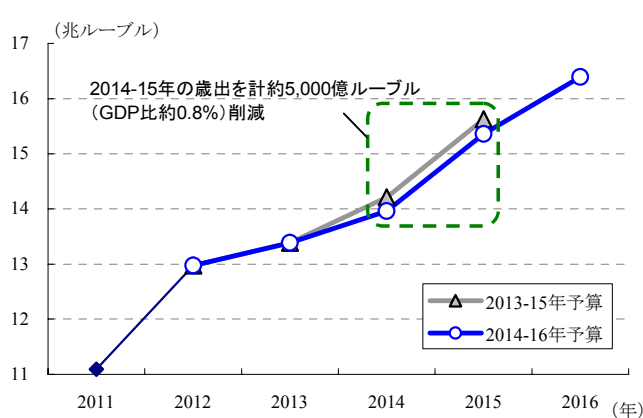
また、政策面からのサポートも期待しにくい。2000年代に入って以降、ロシアの財政収支は、リーマンショック後の2009年と2010年を除けば黒字が続いてきたが、足元では赤字基調が定着しつつあり、財政引締め必要性が高まっている。9月に承認された2014-16年連邦予算法案では、2013-15年法案と比較して2014-15年の歳出が約5,000億ルーブル（名目GDP比約0.8%）削減された（第4図）。2014年の歳出の伸びは前年比+4.3%であるため、インフレ率が足元並み（前年比+6%台前半）で推移した場合、実質ベースでは減額予算となる。具体的には、公務員給与の引き上げ見送りや軍事費の削減などが実施される見込みである。

第3図：ロシアの実質GDP成長率と原油価格



(注) 原油価格はブレント、WTI、ドバイの単純平均。2013-14年はIMF予測値。
 (資料) ロシア連邦統計局、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ロシアの連邦歳出



(資料) 報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中銀は当面、インフレ警戒を継続する公算

また、金融政策が早期に緩和に転じる可能性も現時点では小さい。インフレ率は、今年前半をピークに低下傾向にあるものの、中銀が警戒を緩めるには、もう一段のインフレ鈍化を待つ必要があるだろう。利下げ実施は、来年春先以降と予想するが、インフレ再燃に対する警戒から大幅利下げは考えにくく、銀行貸出の再加速も緩やかなペースに止まろう。

外需については、輸出先の約3分の1を占めるユーロ圏や1割強を占める中東欧の景気が持ち直しに転じているものの、これらの国々の輸入は力強さに欠ける状態が続いており、ロシアからの輸出が大きく伸びる可能性は小さい。ただし、今年半ばから足元に掛けて、ルーブルがユーロに対して1割程度下落しているため、2014年は通貨安の効果がある程度輸出の追い風となることが予想される。

通貨安や雇用環境の底堅さが一定の支えとなるが、緩やかな景気回復に止まると予想

一方、雇用環境は、足元でも比較的良好な状態にあり、失業率は5%台前半と、約20年ぶりの低水準で推移している。実質賃金も前年比+6~7%の伸びが続いており、家計部門の底堅さが景気の下支え役となろう。ロシア景気は回復傾向を辿るとみられるものの、そのペースは緩やかなものに止まる公算が大きい。2014年の実質GDP成長率は、中銀がリーマンショック後の潜在成長率とみる+2.0~2.5%を若干上回る程度と予想する。

(2) チェコ

①景気の現状

景気は持ち直し傾向にあるが、第3四半期は一旦マイナス成長に

チェコ景気は持ち直し傾向にあるものの、一部では一進一退の動きもみられる。実質 GDP 成長率は、2013 年第 2 四半期に 7 四半期ぶりの前期比プラス成長に転じたが、第 3 四半期には前期比▲0.5%と再びマイナスに陥った（第 5 図）。前期の高い伸びの反動も一因ではあるが、総固定資本形成の落ち込み継続も要因とみられている。一方、製造業の購買担当者指数（PMI）は、10 月に 54.5 と 2011 年 6 月以来の水準まで上昇しており、景気回復の持続を示唆している。また、これまで景気の下押し要因となってきたインフレも、公共料金の引き上げ一巡などから鈍化に転じ、10 月の CPI 上昇率は前年比+0.9%と、約 3 年半ぶりの水準まで低下した。

②見通し

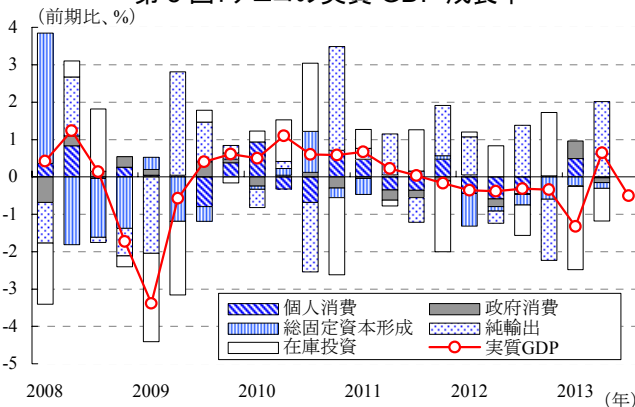
景気は先行き、緩やかに回復と予想

景気は先行き、緩やかな回復傾向を辿ると予想する。インフレ沈静化等を受けて、消費者マインドが改善してきており、個人消費の持ち直しが期待される（第 6 図）。また、輸出環境に関しては、EU 向けを中心に悪化に歯止めが掛かり、企業マインドも足元にかけて改善が明確になってきている。

マインドの改善や中銀の為替介入が景気持ち直しを支える公算

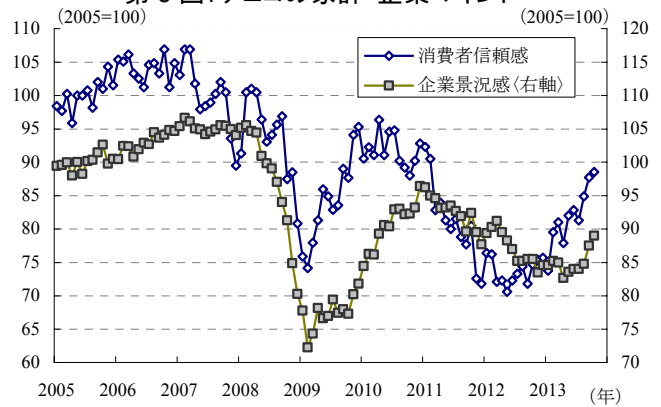
金融政策も今後の景気サポート要因となろう。チェコ中銀は、昨年後半に利下げを実施し、政策金利を 0.75%から 0.05%まで引き下げたが、利下げ開始時点の金利水準が既に低かったため、大きな効果は得られなかった。インフレ率が一段と低下するなか、11 月 7 日、中銀は追加策として、1 ユーロ=27 コルナを目標に無制限のコルナ売り介入を行うことを決定した。チェコの実質 GDP 成長率は、2013 年はマイナスが見込まれる一方、2014 年は、マインドの改善や通貨安の効果によって、+1%台半ばまで回復すると予想する。

第 5 図：チェコの実質 GDP 成長率



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 6 図：チェコの家計・企業マインド



(資料) チェコ統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) ハンガリー

①景気の現状

景気の回復基調が 明確化

ハンガリー経済は景気の回復基調が明確になってきている。2013年第3四半期の実質 GDP 成長率は前期比+0.8%と、前期の同+0.4%から加速し、3四半期連続のプラス成長となった(第7図)。内外の要因が景気の持ち直しを支えており、外需については、EU向けを中心に輸出が増加傾向に転じつつある。国内については、他の東欧諸国と同様にインフレの沈静化がみられるだけでなく、雇用環境も改善に向かっている。8月の失業率は10.1%と、2009年以来の水準まで低下した。

②見通し

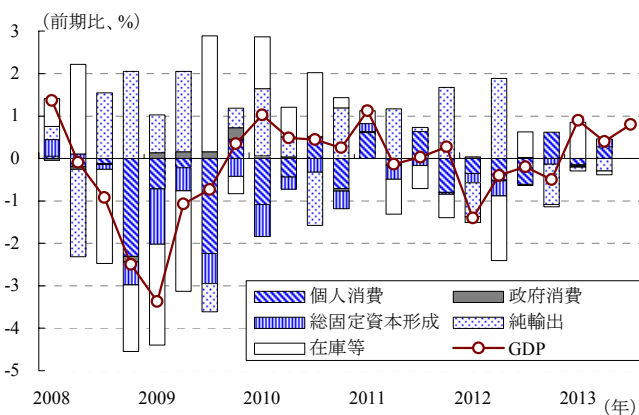
ユーロ圏のプラス 成長転化が追い風 に

景気の回復基調は、2014年にかけて持続する公算が大きい。ハンガリー経済は、他の中東欧諸国以上にユーロ圏の景気動向に左右される傾向が強く、これまではユーロ圏の景気後退による影響を大きく受けてきたが、今後はユーロ圏のプラス成長転化が追い風となろう。

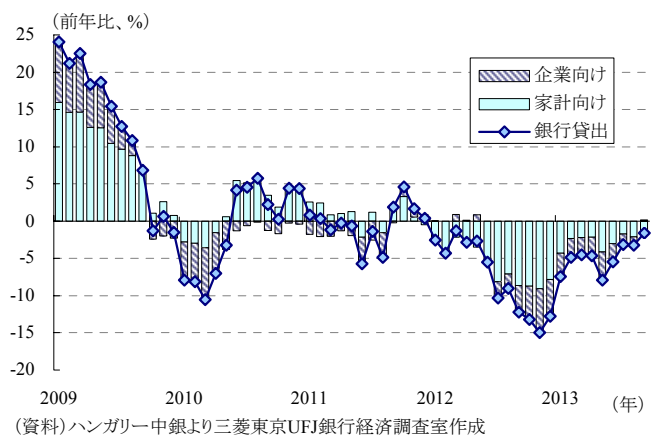
積極的な金融緩和 を受けた、信用収縮 のペースダウンも プラス要因

また、金融緩和の効果も期待される。ハンガリー中銀は、昨年8月以降連続利下げを実施しており、政策金利は7.0%から3.2%まで引き下げられた。中銀は、もう一段の利下げの可能性を示唆しているほか、非伝統的手段による金融緩和にも着手した。中銀は6月より、中小企業向け貸出の増加を促すため、金融機関に対して7,500億フォリントをゼロ金利で提供し、9月にはさらに2兆フォリントの追加供給を決定した。ハンガリーは、信用収縮の長期化が景気の下押し要因となってきたが、こうした取り組みを受け、9月の企業向け貸出は1年4ヵ月ぶりに前年水準を上回り、家計向け貸出も減少幅が縮小しつつある(第8図)。高水準の政府債務残高などリスク要因は残るものの、2014年のハンガリーの実質 GDP 成長率は+1%台半ばまで持ち直そう。

第7図:ハンガリーの実質 GDP 成長率



第8図:ハンガリーの銀行貸出



(4) ポーランド

①景気の現状

景気は足元にかけて底堅さを増す

ポーランド経済は、2011 年末以降、他の中東欧諸国がマイナス成長に陥るなか、プラス成長を維持するなど、相対的に底堅い推移を続けてきた。足元についても、景気の足取りがしっかりとってきており、2013 年第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%と、前期の同+0.5%から加速し、2011 年第 4 四半期以来の高い伸びとなった（第 9 図）。輸出と生産の持ち直しや、インフレ率の低下、マインドの改善等が引き続き景気回復を支えている。ただし、総固定資本形成は、サッカー欧州選手権（2012 年 6 月開催）にかけて進められた、スタジアムやホテルの建設、交通インフラ整備等の反動により、減少基調が続いている。

②見通し

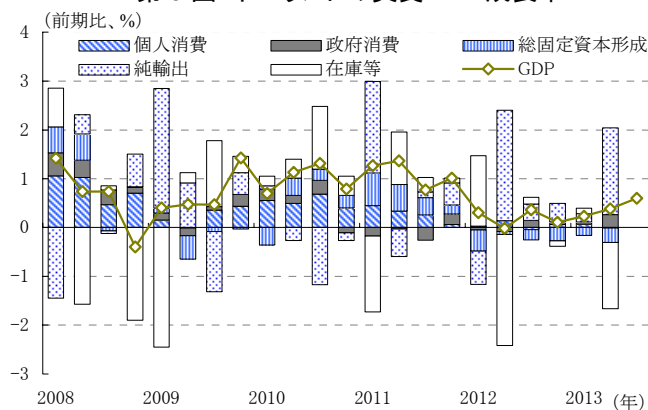
底堅い景気拡大が続く公算

先行きも、ユーロ圏景気の持ち直し等を背景に、底堅い景気拡大が続くとみられる。総固定資本形成についても、建設業のマインドが今年 5 月以降改善傾向にあること等を勘案すると、今後、反動減の一巡により、下げ止まりの動きが出てくると予想される。

利下げに反応した、銀行貸出の増加が見込まれる

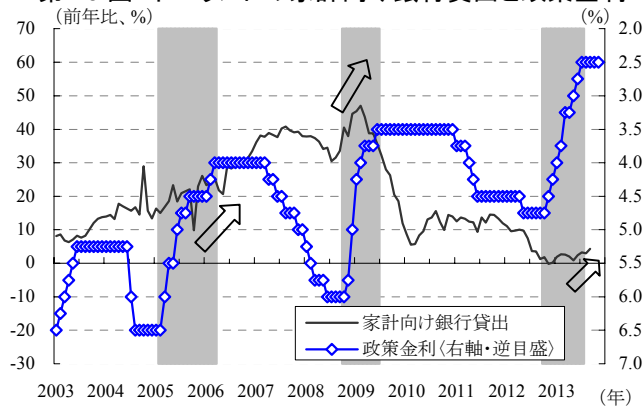
また、金融緩和効果の顕在化も景気の底上げに寄与するとみる。ポーランド中銀は、2012 年 11 月から 2013 年 7 月にかけて利下げを行い、政策金利は 4.75%から 2.50%まで低下した。足元の家計向け貸出の伸びは、過去の利下げ局面と比較すれば緩慢であるものの、金利低下に反応して徐々に加速しつつある（第 10 図）。一方、財政政策の面では、8 月に財政赤字抑制に向けて歳出の追加削減が決定されたが、削減額は GDP 比 0.5%程度であるため、景気腰折れのリスクは限定的であろう。ポーランドの 2014 年の実質 GDP 成長率は、前年比+2%台半ばと、他の中東欧諸国と比べて高めの伸びとなる可能性が大きい。

第 9 図：ポーランドの実質GDP成長率



(資料) ポーランド中央統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：ポーランドの家計向け銀行貸出と政策金利



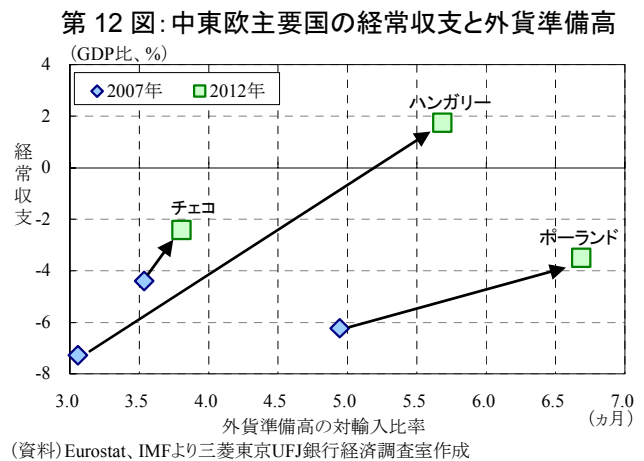
(資料) ポーランド中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) トピックス～中東欧主要通貨を取り巻く環境

米FRBの量的緩和縮小を巡る思惑の影響は今のところ限定的

中東欧主要3カ国の通貨（ポーランドズロチ、チェココルナ、ハンガリーフォリント）は、リーマンショック後に大きく下落した後、ある程度値を戻したが、足元もショック前の水準を下回って推移している（第11図）。その一方、今年の5月以降、米FRBの量的緩和縮小観測の台頭を背景に、インドルピーやトルコリラなど一部の新興国通貨が急落したが、中東欧通貨の下落は限定的なものに止まった。むしろ、チェコ中銀がコルナ売り介入を11月に決定するなど、政策によって自国通貨安を誘導する動きもみられる。

近年、中東欧諸国の経常収支と外貨準備高は改善の方向にあり、外性的なショックに対する安定性は相対的に増している（第12図）。リーマンショック以降の海外資金流出を受けた、内需縮小の結果、対外不均衡の是正が半強制的に進んだためである。

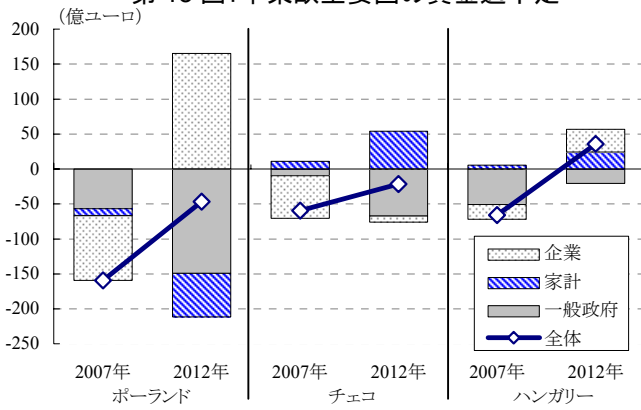


リスクとして残る政府部門の不均衡

もともと、国全体としての不均衡は縮小したが、部門別にみると、企業を中心とする民間部門の資金不足解消によるところが大きく、政府部門の資金不足は、ポーランド、チェコでは拡大した（第13図）。また、ハンガリーについては、政府部門の資金不足は縮小しているものの、政府債務残高は中東欧諸国の中では群を抜いて大きく、CDS スプレッドも、金融不安が根強いスロベニアに次ぐ高水準にある（第14図）。

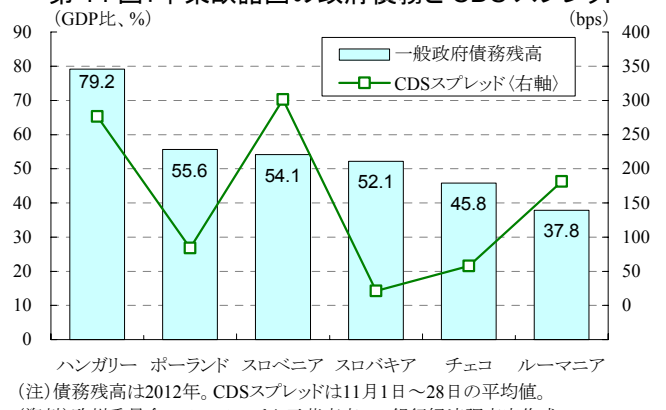
中東欧諸国は、先進国中銀の量的緩和を背景とする資金流入は限定的であったため、緩和縮小から受ける影響も相対的には小さいと考えられる。しかし、市場の関心が財政の脆弱性に向けられた場合、不安定化するリスクが潜在している点には留意が必要であろう。

第13図: 中東欧主要国の資金過不足



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図: 中東欧諸国の政府債務とCDS スプレッド



(注) 債務残高は2012年。CDSスプレッドは11月1日～28日の平均値。
 (資料) 欧州委員会、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

Ⅷ. 原油価格

～需給面からの価格上昇圧力は限定的～

1. 価格動向

9月以降、大幅下落 原油価格（WTI 期近物）は9月以降、地政学リスクの後退や米国の原油在庫増加を受けて、下落傾向を辿っている（第1図）。

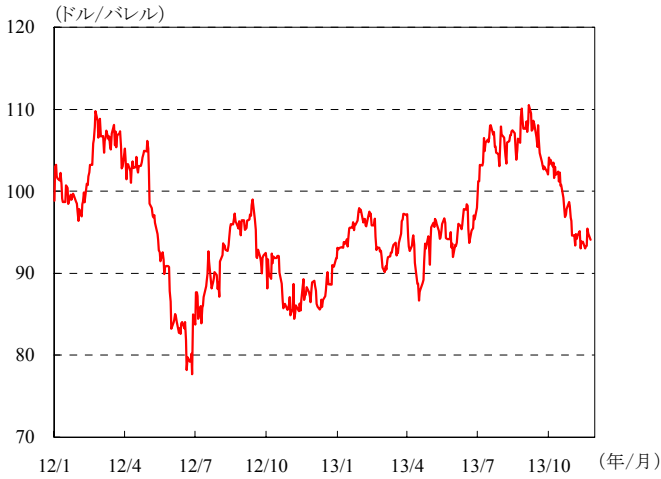
原油価格は9月上旬に110ドル台の高値をつけたが、米国のシリアへの軍事介入に対する懸念後退や米財政協議難航を受けて、下落傾向を辿った。さらに、11月中旬以降は米国の原油在庫の増加が売り材料となり、原油価格は93ドル近辺と5月以来の安値水準で推移した。

11月24日、イランと欧米など6カ国による核協議の合意を受けて供給懸念が後退したが、原油輸出解禁は見送られたことから、下げ幅は限定的だった。

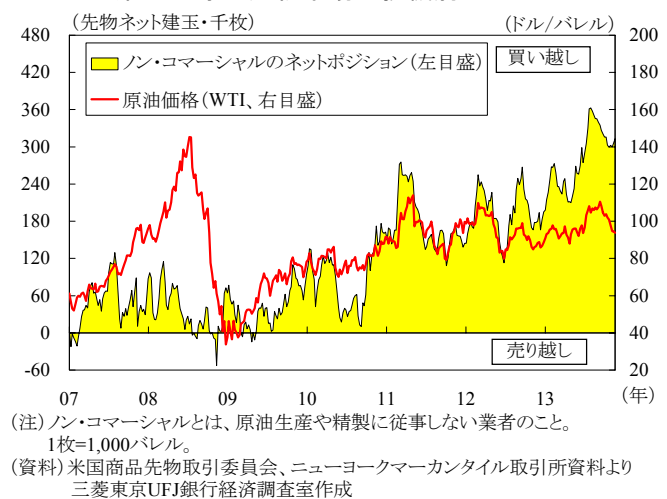
投機筋の買い越し額は過去最高水準 原油先物市場における投機筋の買い越し額をみると、8月以降縮小傾向にあったが足元では再び拡大しており、過去最高水準にある（第2図）。

5月下旬から9月中旬にかけて、米量的金融緩和の早期縮小観測の高まりを受けて新興国の為替相場と株価は大きく変動したが、地政学リスクによる供給懸念が強く意識されていた原油市場への影響は小さかった。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



第2図：原油先物市場の投機筋ポジション



2. 需要・供給動向

供給超過が継続

世界の原油需給バランスは供給超過(=在庫積み増し)が続いているが、7～9月期の超過幅は前期から大幅に縮小した(第3図)。先進国と新興国の需要が増加した一方、石油輸出国機構(OPEC)の供給が減少したためである。

世界の原油需要は小幅増加の見込み

国際エネルギー機関(IEA)によれば、今年の世界の原油需要は前年比+1.2%と昨年と同程度の伸びが見込まれている。欧米では需要が回復するものの、日本は前年の火力発電用需要増加の反動があり、アジアも需要の伸びが鈍化した模様である。2014年については、先進国景気は緩やかな回復傾向を辿るが、新興国景気はやや鈍化するとみられ、世界の原油需要は前年と同程度の小幅な伸びにとどまると見込まれる。

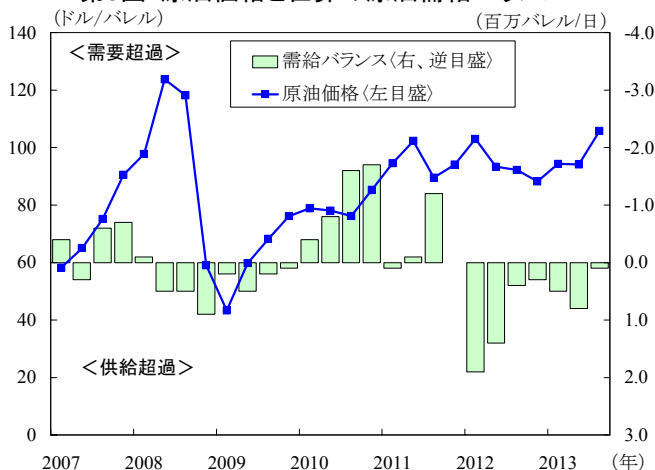
OPECの生産量は減少傾向

供給についてみると、OPEC全体の生産量は6月以降、減少傾向にある。労働者ストが深刻化しているリビアと、インフラおよび治安の問題が悪化したイラクで生産量が減少したためだが、2カ国の減少分を補う形で増産していたサウジアラビアが10月に減産した。サウジアラビアの減産は、国内需要の減少に対応したものとされているが、リビアとイラクの生産が小幅ながら回復したことも理由の一つとみられる。OPECの10月の生産量は日量2,989万バレルと生産目標(同3,000万バレル)と同水準にあり、関係者達は「供給は十分」との認識を示している。12月4日開催予定のOPEC総会では、生産目標据え置きが予想される。

非OPECの生産拡大が続く見込み

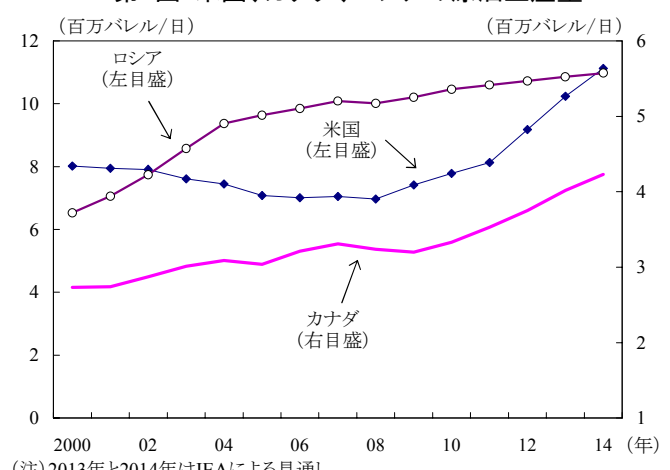
非OPECでは原油生産が増加している。2014年にかけても、米国のシェールオイルとカナダのオイルサンド(=高粘度の原油を含む砂岩層)の生産拡大が見込まれるほか、ロシアの生産も高水準で推移するとみられている(第4図)。また、ブラジルでも深海油田からの生産拡大が期待されており、これら非OPEC産油国の存在感が一段と高まることになろう。

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: 米国、カナダ、ロシアの原油生産量



(注) 2013年と2014年はIEAによる見通し。

(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96～99ドル台の推移と予想

先進国景気は緩やかな回復傾向を辿る一方、中国を始めとする新興国景気はやや鈍化するとみられる。供給面では、リビアやイランの原油生産の低水準推移が見込まれるが、米国やカナダ、ロシアといった非 OPEC 諸国の生産拡大が続くとみられる。この結果、世界の原油需給バランスは緩和した状態が続き、価格上昇圧力は限定的であろう。

しかしながら、シリアやイランなど中東・アフリカ産油国の地政学リスクを背景に供給懸念が根強い状況が続くとみられ、価格を下支えしよう。原油価格は四半期平均で96～99ドル台で推移すると予想される。

(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	94.4	▲8.4%
13/2Q	94.2	0.9%
13/3Q	105.8	14.8%
13/4Q	97	9.9%
14/1Q	96	1.7%
14/2Q	97	3.0%
14/3Q	99	▲6.4%
14/4Q	96	▲1.0%
2011年	95.1	19.5%
2012年	94.2	▲1.0%
2013年	98	3.9%
2014年	97	▲0.9%

見通し

(注) 期中平均価格

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、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思わ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、弊社ホームページでもご覧いただけます。