

内外経済の見通し

見通しの概要

～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

～好循環が強化されることで、消費増税を乗り越え回復基調継続～

米 国

～緩やかな回復基調は継続するも、
財政再建や金融出口戦略の実施が成長ペースを抑制～

西 欧

～構造的な脆弱性を抱え、総じて低成長～

ア ジ ア

～景気は持ち直すも、アジア全体の成長ペースは力強さを欠く展開～

オーストラリア

～インフレ圧力の高まりを受け、追加利下げ観測は後退～

中南米

～金利上昇が重石となるブラジル、
力強さを欠くメキシコ、蓄積した歪みの是正を迫られるアルゼンチン～

原油価格

～非 OPEC の生産拡大を背景に、原油価格は横這い圏内で推移～

見通しの概要

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、昨年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、このまま直ちに持続的な成長経路にまで復せるかとなると、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、未だ相当な時間が必要な情勢である。

アジア経済は、強弱斑模様ながら、景気は総じて足踏み状態にある。14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過程にあることから、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位置付けは維持し得る見込みである。なお、アジアは、中南米など他の新興国と同様、米国で量的金融緩和が進められた09年以降の5年間に、証券投資の流入が大きく拡大した経緯があるだけに、米国金融緩和の出口戦略の影響には引き続き警戒が怠れない。

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、着実に歩を進めつつある。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%台前半まで押し上げる見通しである。さらに、2014年度には、これまでの政策効果により生み出された経済の好循環が一段と力強さを増すことが期待される。消費増税による成長抑制効果は決して小さくないものの、投資減税や5.5兆円規模の補正予算といった政策対応にも支えられてそれを乗り越え、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	5.93	100	1.4	1.6	1.6	▲ 0.1	0.4	2.4	604	339	568
<年度ベース>	<5.69>	—	<0.6>	<2.3>	<1.2>	<▲0.2>	<0.7>	<2.9>	<524>	<374>	<626>
米国	16.24	274	2.8	1.9	2.3	2.1	1.5	1.4	▲ 4,404	▲ 3,850	▲ 3,907
ユーロ圏	12.20	206	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	2.5	1.4	1.0	162	303	297
ドイツ	3.40	57	0.7	0.4	1.5	2.1	1.6	1.5	239	275	266
フランス	2.61	44	0.0	0.3	0.7	2.2	1.0	1.1	▲ 57	▲ 43	▲ 41
イタリア	2.01	34	▲ 2.5	▲ 1.9	0.4	3.3	1.3	0.9	▲ 8	17	20
英国	2.44	41	0.3	1.8	2.5	2.8	2.6	2.0	▲ 927	▲ 895	▲ 778
アジア11カ国・地域	14.16	239	6.2	6.2	6.1	3.8	3.7	3.7	2,681	3,296	3,268
中国	8.22	139	7.7	7.7	7.2	2.6	2.6	3.3	1,931	1,886	1,709
インド	1.84	31	4.5	4.6	5.5	10.2	10.0	6.4	▲ 882	▲ 447	▲ 500
NIEs4カ国	2.14	36	1.8	2.8	3.5	2.7	1.7	2.1	1,543	1,870	1,915
韓国	1.13	19	2.0	2.8	3.4	2.2	1.3	1.7	481	707	585
台湾	0.47	8	1.5	2.1	3.5	1.9	0.8	1.6	507	574	547
香港	0.26	4	1.5	2.9	3.3	4.1	4.3	4.2	41	56	75
シンガポール	0.28	5	1.9	4.1	3.9	4.6	2.4	2.6	514	533	708
ASEAN5カ国	1.95	33	6.2	5.2	5.2	3.8	4.5	4.8	89	▲ 13	144
インドネシア	0.88	15	6.3	5.8	5.6	4.0	6.4	6.3	▲ 244	▲ 285	▲ 172
マレーシア	0.30	5	5.6	4.7	5.4	1.7	2.1	3.3	186	117	207
タイ	0.37	6	6.5	2.9	3.1	3.0	2.2	2.5	▲ 15	▲ 28	5
フィリピン	0.25	4	6.8	7.2	6.6	3.2	3.0	3.3	71	105	94
ベトナム	0.16	3	5.3	5.4	5.4	9.1	6.6	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	2.6	▲ 637	▲ 432	▲ 368
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	2.25	38	1.0	2.3	2.6	5.4	6.2	5.9	▲ 542	▲ 814	▲ 760
メキシコ	1.18	20	3.9	1.1	3.7	4.1	3.8	3.7	▲ 148	▲ 223	▲ 200
アルゼンチン	0.47	8	1.9	4.2	2.2	10.0	10.6	11.5	0	▲ 8	▲ 16
ロシア、中東欧3カ国	2.83	48	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』と『2013年』(一部の国・地域を除く)は実績値、『2014年』は2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、2013年まで『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、2014年からラトビアを含む計18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

～好循環が強化されることで、消費増税を乗り越え回復基調継続～

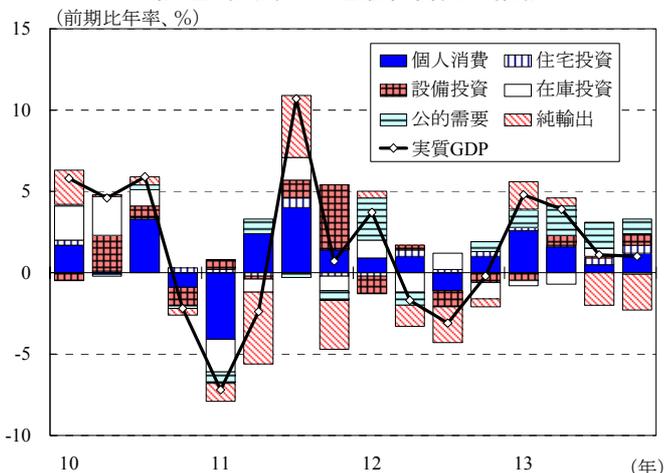
1. 日本経済の概況

企業収益の大幅増加を背景に、日本経済は着実に回復中

日本経済は国内民間需要の拡大を支えに着実な回復を続けている。昨年10-12月期の実質GDP（1次速報値）は前期比年率+1.0%と、伸び率は前期に比べて小幅に低下したが、4四半期連続でプラス成長となった（第1図）。需要項目別にみると、輸出はやや伸び悩んだものの、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあって、個人消費や住宅投資が加速した。また、設備投資も3四半期連続で増加し、増加率も比較的高めとなった。

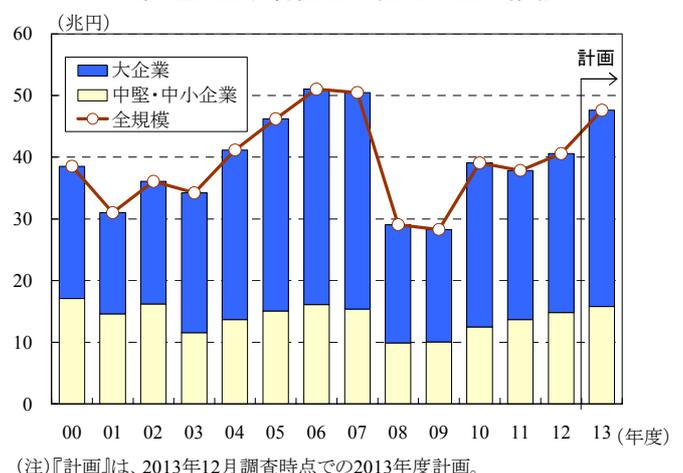
景気回復が持続している背景にあるのは企業収益の大幅な増加である（第2図）。昨年12月の日銀短観によると、今年度の全規模・全産業ベースの経常利益は47.6兆円に達する計画となっており、リーマン・ショック前のピークだった2006年度の51.0兆円に迫る勢いである。企業規模別にみると、収益拡大の中心は為替円安の恩恵を受けやすい大企業だが、中堅・中小企業も着実な改善を続ける見通しとなっている。昨年2月に成立した総額13.1兆円の補正予算の効果、同じく4月から実施されている大規模な金融緩和の効果の起点とした企業収益の拡大が、日本経済全体に生産・所得・支出の好循環をもたらしていると考えられる。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：企業規模別の経常利益の推移



(注)『計画』は、2013年12月調査時点での2013年度計画。

(資料)日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

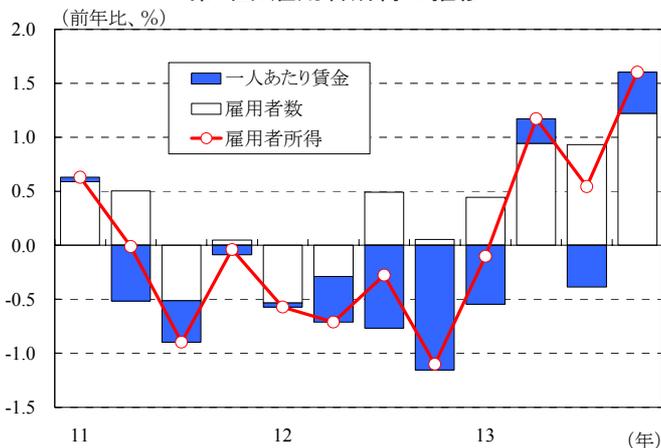
好循環が強化されることで、日本経済は消費増税を乗り越えられると予想

日本経済がこの先も成長を持続させていくためには、4月に控える消費税率引き上げを乗り越える必要がある。消費増税は財政の健全化に資するものであり、日本経済の中長期的な安定確保には必要不可欠だが、短期的には物価上昇を通じて個人消費を強く抑制する要因となり、景気全体に悪影響を及ぼす。日本経済は税率が引き上げられる4-6月期に一旦マイナス成長に陥るとみられるが、その後の景気の方角性については、経済の好循環

環が強化されることで再び上向き可能性が高いと考えられる。

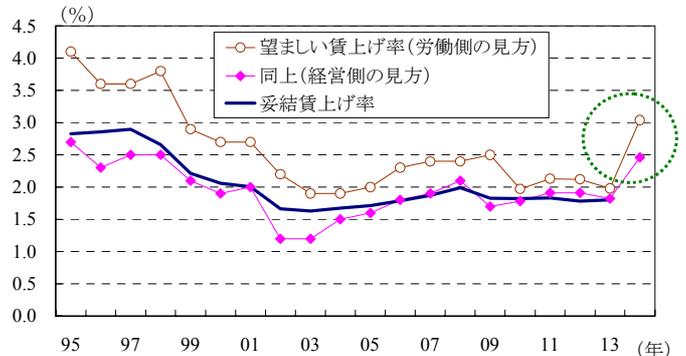
回復基調維持の鍵を握るのは家計所得の動向である。足元の雇用者所得は、企業活動の活発化に伴う雇用者数の増加が牽引し増勢が続いているが、賃金上昇による寄与は今のところ限定的となっている（第3図）。ただ、企業収益は大きく増加し賃金引き上げの原資は潤沢であるほか、景気回復の持続で雇用の不足感が徐々に強まるなど、マクロ的な経済環境面からは賃金上昇が実現する素地は固まってきている。さらに、賃金の先行きに大きな影響を与える春闘を前に、労務行政研究所が行ったアンケート調査（1月23日公表）によると、労働側だけでなく経営側も、今春闘で相応の賃上げが実現することが望ましいと考えている様子が窺える（第4図）。賃上げの「素地」と「機運」の両面が揃うことで、来年度からの賃上げ実現の蓋然性はかなり高まっているといえるだろう。賃金の増加は消費増税の直接的な影響を受ける家計の金銭的な負担を和らげるとともに、消費マインドを維持することにも寄与するとみられる。家計所得の増強を通じて経済の好循環が強化されること、またこうした好循環を、2月に成立した総額5.5兆円の補正予算の執行（復興特別法人税の前倒し廃止0.8兆円を含む）や、設備投資・住宅ローン減税の拡充などがサポートすることで、景気の腰折れは回避されると見込まれる。実質GDP成長率は、2013年度に前年度比+2%を越えた後、2014年度も潜在成長率を上回る同+1%強の成長率を確保できると予想する。

第3図：雇用者所得の推移



(注)『雇用者所得』は、雇用者数に一人あたり賃金を掛け合わせたもの。
(資料)総務省、厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：望ましい賃上げ率と妥結賃上げ率の推移



(注)1.『望ましい賃上げ率』は、春闘を開始する前に、労働側、経営側双方に望ましい賃上げ率をアンケート調査した結果を集計したもの。東証1部、2部上場企業の労働組合委員長等、人事・労務担当部長が対象。
2.『妥結賃上げ率』は、主要企業を対象に春闘で妥結した賃上げ結果を集計したもの。

(資料)労務行政研究所資料、厚生労働省統計より三菱東京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

輸出は、海外経済の緩やかな拡大に合わせ、一定の伸びを確保する見通し

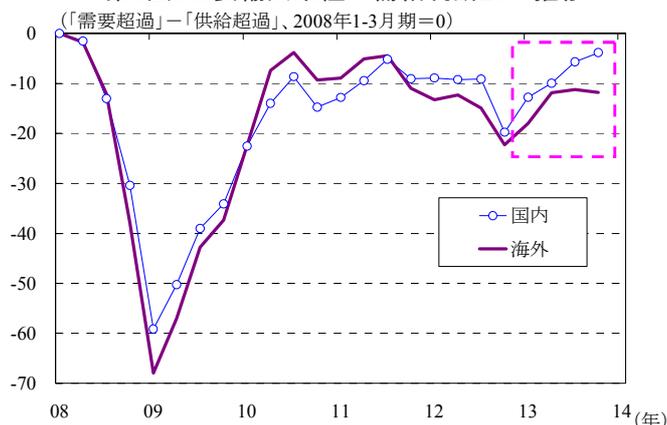
昨年10-12月期のGDPベースの実質輸出は前期比年率+1.7%と、2四半期ぶりにプラスに転じたものの、持ち直しのペースは緩やかなものとなった。輸送用機械など主要輸出業種の需給判断DI（日銀短観ベース）をみ

ると、昨年半ば以降、海外需要回復の動きが一服しており、輸出がやや伸び悩んだ一因になったと推察される（第5図）。先行きは、米国や中国といった輸出先国・地域の経済が緩やかな拡大を続ける中で、日本からの輸出も一定の伸びを確保する見通しである。

足元までの設備投資増加は非製造業が牽引、先行きは徐々に回復の裾野が拡大する見込み

鉱工業生産は、昨年10-12月期まで4四半期連続で増加中だが、内外需要が底堅く推移するもと、先行きも増加傾向が続くと見込まれる。こうした中、設備の不足感が強まっている非製造業では、設備投資の先行指標となる機械受注額（船舶・電力を除く）がリーマン・ショック前の水準を回復するなど、投資意欲の持ち直しが鮮明になっている（第6図）。この先、企業活動の活発化に伴い、製造業も含む多くの業種で設備の過剰感が緩和、または不足感が強まる見通しであり、設備投資は回復の裾野を徐々に拡大していくと見込まれる。投資減税の拡充や新たな投資補助金の支給、復興特別法人税の廃止なども、設備投資の押し上げに寄与するだろう。

第5図: 主要輸出業種の需給判断DIの推移



(注)『主要輸出業種』は、輸送用機械、はん用・生産用・業務用機械、電気機械の合計。

(資料) 日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 実質設備投資と機械受注額の推移



(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

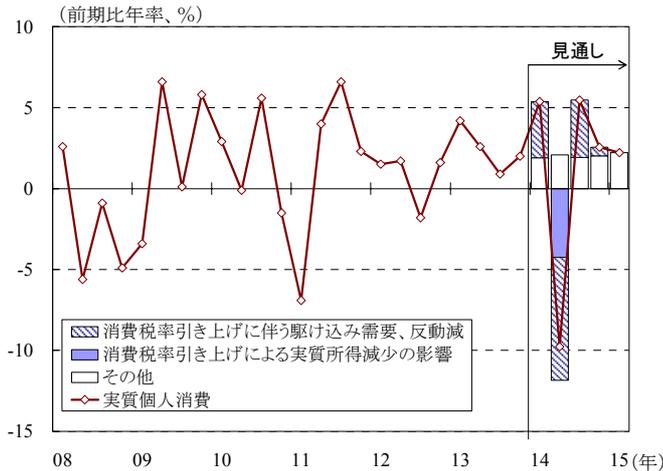
所得面の改善加速で、個人消費の腰折れは回避される見通し

昨年10-12月期の実質個人消費は、前期比年率+2.0%と5四半期連続で増加した（第7図）。特に、自動車など耐久財が同+17.0%と大きな伸びを示しており、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が顕現していると推察される。一方、家計調査をみると、食料等を含む実質ベースの基礎的支出の伸びが拡大しており、消費の増加が必需品にも波及しつつあることを示している。今年度末にかけては、耐久財以外の財やサービスでも駆け込み需要が盛り上がり、増勢が一段と加速すると見込まれる。その後は、税率引き上げの影響により一旦落ち込むものの、雇用や賃金の改善基調が強まることを背景に、個人消費は再び増勢に転じると予想する。

住宅投資は、駆け込み需要の反動等の下押し圧力を、住宅ローン減税の拡充等が一部緩和する展開に

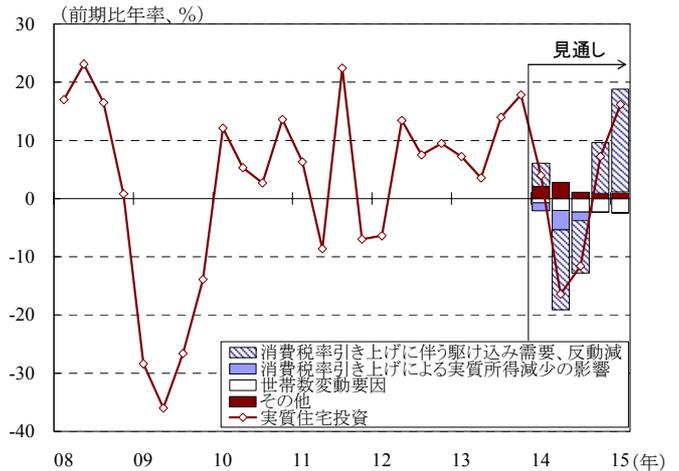
実質住宅投資は、税率引き上げ前の駆け込み需要もあり、昨年10-12月期に前期比年率+17.8%と7四半期連続で増加した(第8図)。先行きの住宅投資は、短期的には駆け込み需要の反動や税率引き上げによる実質所得の低下、中長期的には世帯数の増加ペースの鈍化が押し下げ要因となるが、雇用・所得環境の改善や住宅ローン減税の拡充などがそうした下押し圧力を一部緩和すると見込まれる。

第7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8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

公共投資は高水準ながら増勢が鈍化

実質公的需要は昨年10-12月期、GDPベースで前期比年率+3.6%と6四半期連続で増加した(第9図)。うち、公共投資は同+9.3%と引き続き高い伸びを維持しているものの、直前2四半期(同+30%超)からは増勢が鈍化した。先行指標である受注工事額も伸びが鈍化しており、昨年2月成立の2012年度補正予算(公共投資分は3.3兆円)による押し上げ効果が、予算の消化に伴い弱まりつつあることが伺われる。一方、政府最終消費支出は、引き続き医療費や介護費を中心に増加傾向を辿っている。

2013年度補正予算が下支えとなるも、公共投資は減少へ

今後は、ピークアウトする2012年度補正予算に替わり、今年2月に成立した「好循環実現のための経済対策」に係る補正予算(公共投資分は1.7兆円)が公共投資を下支えするとみられる。ただし、その予算規模が2012年度補正予算の半分程度に止まることから、公共投資は徐々に水準を切り下げていく公算が大きい。

(4) 物価

消費者物価は上昇が続く、デフレ脱却が視野に

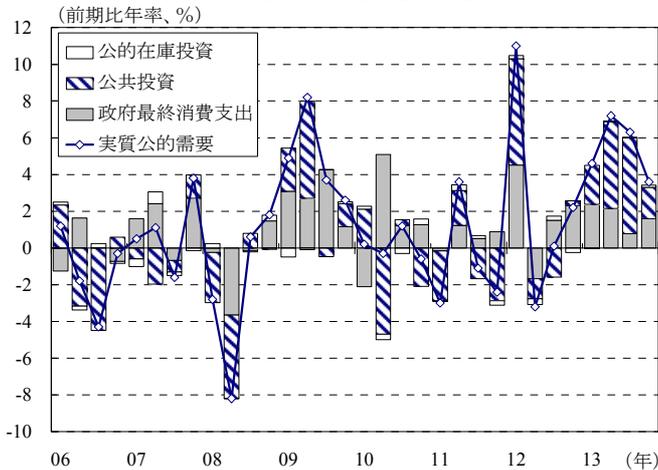
消費者物価は上昇基調が定着してきている。生鮮食品を除くコアベースの消費者物価を季節調整値で見ると、昨年前半から上昇基調に転じており、10-12月期には前期比+0.3%と3四半期連続で上昇した(第10図)。エネルギーなど円安の影響を受けやすい品目の上昇が目立つが、その他の品目に

についても緩やかに上昇し始めている。国内由来の物価変動を反映するGDPデフレーターでも下げ止まっており、リーマン・ショック前の消費者物価上昇局面とは異なる様相を呈している。こうした動きは、国内での物価上昇圧力の高まりを背景に、日本経済がデフレから脱却しつつあることを示しているといえる。

需給ギャップの改善で、消費者物価の上昇は続く見込み

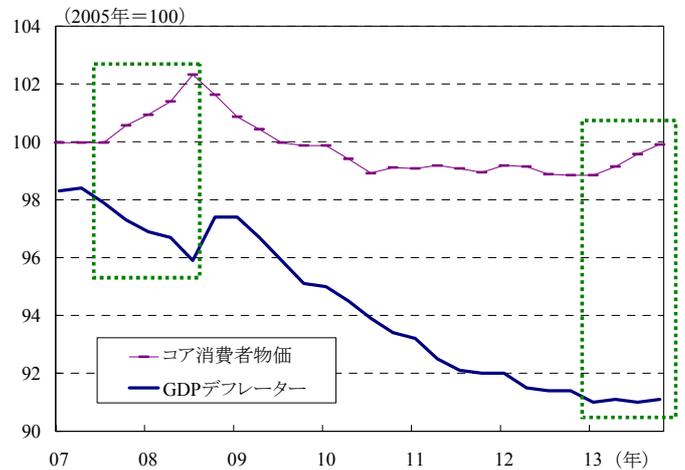
今後は、2012年度後半から急ピッチで進んできた円安による物価への直接的な押し上げ圧力は徐々に弱まる一方、マクロ的な需給バランスの改善が物価上昇圧力を緩やかに高めていく展開を予想する。コアベースの消費者物価は、2013年度に前年度比+0.7%、2014年度には同+2.9%、消費税率引き上げの直接的な影響を除いて同+0.9%と、上昇ピッチを少しずつ速める見通しである。

第9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10図：コア消費者物価とGDPデフレーターの推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の現状と見通し

(1) 金融政策と長期金利

日銀は当面、現行政策の効果を見極めるスタンスを維持すると予想

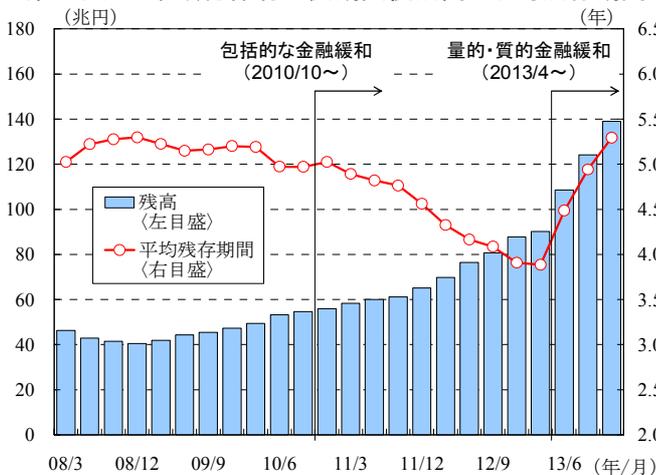
日銀は、昨年4月に導入した「量的・質的金融緩和」、すなわち、長期国債などの買入れによってマネタリーベースを年間約60~70兆円ペースで増加させることで、消費者物価の前年比で+2%に設定した物価安定目標を2年程度の期間で達成することを目指すという強力な緩和策を推進している。2010年10月に開始した「包括的な金融緩和」においても、日銀は資産買入等基金を通じて多くの長期国債を購入していたが、残存期間が短めの物が中心であり、日銀保有長期国債の平均残存期間は徐々に短縮化していた(第11図)。一方、「量的・質的金融緩和」においては、購入量の多さもさることながら、取得国債の残存期間も同時に長期化させている点が大きく異なる。日銀は長期国債の購入を通じてより多くのリスクを保有する姿勢を明確にすることで、市中金利全体の引き下げとインフレ期待の醸成に成功しつつあるといえる。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維持するものと予想する。

ファンダメンタルズ改善等の上昇圧力を日銀の大規模緩和が吸収し、長期金利は低位安定が続く見通し

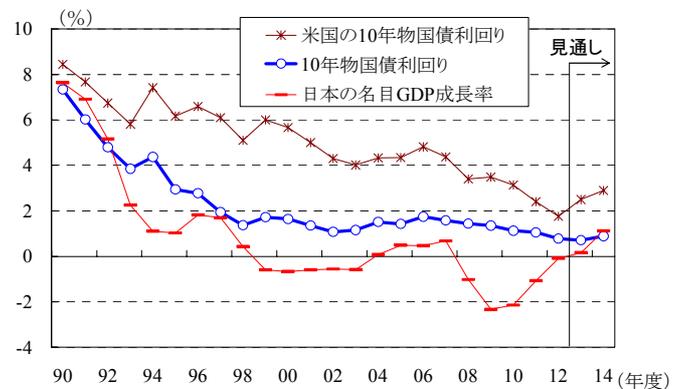
10年物国債利回りの推移を振り返ると、「量的・質的金融緩和」の導入直後には、日銀当預超過準備への付利金利撤廃の思惑でそれまで低下していた反動もあり一旦上昇する結果となったが、その後は、日銀による長期国債の大規模な買入れによる需給の引き締まりが意識され、足元では0.6%程度の低位で推移している。長期金利は今後、日本経済のファンダメンタルズ改善、米国金利の上昇といった上向きの圧力が徐々に強まっていくとみられるが、日銀による大規模な金融緩和の継続がこうした圧力を吸収するため、1%前後の低水準での推移が続く見通しである(第12図)。

第11図: 日本銀行保有の長期国債残高と平均残存期間



(資料) 日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図: 10年物国債利回りと米国の10年物国債利回り、日本の名目GDP成長率の推移



(注)『日本の名目GDP成長率』は、後方3年移動平均値で、消費税率引き上げによるGDPデフレーターへの直接的な影響を除いたベース。
(資料) 内閣府統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 為替

円安を支えるマクロ環境の裏付けは強まっている

為替相場は再び円安方向に動き出しつつある。円ドル相場は、1ドル90円台後半(95円~100円)での取引が長らく続いていたが、昨年12月頃からは、振れを伴いながらも100円台での推移が定着してきている(第13図)。昨年5月後半にも円ドル相場が100円台前半で取引された場面があったが、当時の日米長期金利差は1%ポイント程度に過ぎず、再び大きく円高方向に逆戻りする結果となった。一方、足元の日米長期金利差は概ね2%ポイント以上を維持しており、円安を支えるマクロ環境面の裏付けは当時に比べ強まっているといえる。

日銀の金融緩和継続や内外金利差の拡大が円安に作用

この先、海外経済が万全でない中で、局面によっては、消去法的、リスク回避的な円買いが膨らんでくる可能性には暫く注意が必要である。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が続くものと見込まれる(第14図)。

第13図：円ドル相場と日米長期金利差の推移



(注)『日米長期金利差』は、米国の10年物国債利回りから日本の10年物国債利回りを引いたもの。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：円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

(宮城 充良、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、%）	3.7	▲ 1.7	▲ 3.1	▲ 0.2	4.8	3.9	1.1	1.0	5.1	▲ 4.7	4.0	2.8	2.8	0.6	2.3	1.2
個人消費	1.5	1.7	▲ 1.8	1.6	4.2	2.6	0.9	2.0	5.4	▲ 9.8	5.5	2.5	2.2	1.5	2.3	0.2
住宅投資	▲ 6.4	13.4	7.5	9.5	7.2	3.6	13.9	17.8	4.0	▲ 16.4	▲ 11.6	7.2	16.2	5.3	9.0	▲ 1.5
設備投資	▲ 7.9	1.9	▲ 7.3	▲ 4.2	▲ 3.5	4.4	0.8	5.3	5.0	5.1	5.3	5.6	5.9	0.7	0.7	5.0
在庫投資（寄与度）	1.1	▲ 1.2	1.0	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.7	0.5	▲ 0.1	0.4	0.0	0.0	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1
公的需要	11.0	▲ 3.2	0.1	2.2	4.6	7.2	6.3	3.6	▲ 1.6	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.2	1.4	4.5	▲ 0.0
うち、公共投資	39.7	▲ 6.2	▲ 9.0	1.6	13.3	30.3	31.9	9.3	▲ 10.7	▲ 8.1	▲ 6.6	▲ 5.9	▲ 4.7	1.3	15.9	▲ 4.4
純輸出（寄与度）	0.4	▲ 1.3	▲ 2.2	▲ 0.5	1.7	0.5	▲ 2.0	▲ 2.2	1.2	1.3	0.6	0.4	0.2	▲ 0.8	▲ 0.2	0.4
財貨・サービスの輸出	11.8	▲ 2.1	▲ 15.2	▲ 11.3	17.8	12.3	▲ 2.7	1.7	8.1	7.8	7.8	5.7	3.9	▲ 1.2	3.6	5.9
財貨・サービスの輸入	8.1	5.9	▲ 1.5	▲ 7.3	4.5	7.2	10.1	14.9	0.6	▲ 0.6	4.5	3.6	3.0	3.7	5.3	3.8
名目GDP（前期比年率、%）	3.5	▲ 3.5	▲ 3.9	0.1	3.0	4.1	0.7	1.6	5.9	0.4	5.1	2.8	3.6	▲ 0.2	2.0	2.9
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	0.4	1.5	1.9	1.5	1.9	▲ 0.9	▲ 0.2	1.7
鉱工業生産（前期比、%）	0.8	▲ 2.2	▲ 3.2	▲ 1.9	0.6	1.5	1.7	1.9	3.8	▲ 2.1	▲ 0.2	0.4	0.6	▲ 2.9	3.5	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	2.5	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	1.1	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	▲ 1,098	▲ 1,651	▲ 1,592	▲ 2,523	▲ 1,855	▲ 2,877	▲ 3,377	▲ 2,273	▲ 2,212	▲ 2,046	▲ 2,095	▲ 1,991	▲ 6,892	▲ 10,381	▲ 8,343
経常収支（10億円）	1,635	1,537	976	1,080	782	2,237	589	▲ 303	1,227	1,357	1,642	1,690	1,874	4,354	3,751	6,564
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	101	103	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(期末月の月中平均値)。『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)
2014年2月28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				2014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)	0.3	0.6	3.9 (1.2)	1.1 (2.3)	1.0 (2.7)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.3	0.1	1.0 (0.5)	0.6 (1.6)	0.2 (1.8)	0.5 (2.3)	▲0.4 (1.7)	0.4 (1.8)	▲0.1 (2.2)	
鉱工業生産指数	▲0.7	▲2.9	1.5 (▲3.1)	1.7 (2.3)	1.8 (5.7)	1.3 (5.1)	1.0 (5.4)	▲0.1 (4.8)	0.9 (7.1)	4.0 (10.6)
鉱工業出荷指数	▲1.5	▲1.8	▲1.9 (▲3.5)	0.6 (1.6)	3.5 (6.4)	1.5 (4.6)	2.3 (6.3)	0.0 (6.6)	0.8 (6.3)	5.1 (9.0)
製品在庫指数	12.1	▲2.7	0.4 (▲2.9)	1.2 (▲3.5)	▲2.5 (▲4.3)	▲0.2 (▲3.5)	▲0.3 (▲3.8)	▲1.8 (▲5.1)	▲0.5 (▲4.3)	▲0.9 (▲3.7)
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	109.0	114.4	107.6 [111.5]	111.0 [116.4]	105.1 [117.7]	110.1 [118.5]	106.0 [117.7]	104.7 [117.7]	104.6 [117.7]	98.7 [113.2]
国内企業物価指数	1.4	▲1.1	0.7 (0.7)	0.8 (2.2)	0.2 (2.5)	0.2 (2.2)	▲0.1 (2.5)	0.0 (2.6)	0.3 (2.5)	0.1 (2.4)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲0.2	0.7 (0.0)	0.4 (0.7)	0.3 (1.1)	0.0 (0.7)	0.2 (0.9)	0.2 (1.2)	▲0.1 (1.3)	0.2 (1.3)
稼働率指数 (2010年=100)	97.9	95.4	96.6 [99.6]	98.3 [95.1]	100.0 [93.1]	98.4 [91.9]	99.6 [93.0]	99.1 [92.3]	101.3 [94.0]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	6.2	▲3.0	6.8 (6.4)	4.3 (9.6)	1.5 (13.3)	▲2.1 (11.4)	0.6 (17.8)	9.3 (16.6)	▲15.7 (6.7)	
製造業	5.9	▲10.1	5.6 (▲4.2)	9.8 (8.2)	0.6 (14.8)	4.1 (17.3)	▲0.2 (21.9)	6.0 (18.9)	▲17.3 (5.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	6.6	2.8	12.5 (14.1)	▲4.1 (10.4)	7.5 (12.4)	▲7.0 (8.0)	11.5 (15.1)	8.1 (15.1)	▲17.2 (7.6)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	6.7	▲6.0	▲0.2 (▲5.4)	0.4 (0.3)	5.7 (10.8)	▲1.5 (0.7)	9.3 (14.8)	▲3.2 (10.4)	0.8 (7.6)	14.9 (22.9)
建設受注	7.1	2.4	(17.0)	(48.7)	(18.1)	(89.8)	(61.1)	(2.2)	(4.9)	
民需	3.7	2.6	(13.5)	(60.6)	(10.7)	(127.1)	(67.0)	(▲14.7)	(▲3.5)	
官公庁	22.7	5.3	(18.7)	(29.9)	(37.1)	(51.3)	(56.1)	(30.3)	(31.6)	
公共工事請負金額	▲0.5	10.3	(25.2)	(22.5)	(5.0)	(29.4)	(3.5)	(4.9)	(7.5)	(28.8)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	84.1 (2.7)	89.3 (6.2)	98.3 (11.8)	100.4 (13.5)	102.6 (12.9)	102.8 (19.4)	103.0 (7.1)	103.7 (14.1)	105.5 (18.0)	
新設住宅床面積	(2.5)	(4.8)	(11.6)	(13.0)	(13.8)	(18.1)	(9.4)	(15.2)	(17.1)	
小売業販売額	0.8	0.3	(0.7)	(1.2)	(3.0)	(3.0)	(2.4)	(4.1)	(2.5)	(4.4)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲1.2	1.6	▲1.9 (▲0.2)	▲0.3 (0.7)	▲0.2 (0.6)	1.0 (3.7)	0.3 (0.9)	▲0.2 (0.2)	▲0.4 (0.7)	1.6 (1.1)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.3	74.8	74.0 [74.4]	74.8 [74.1]	74.6 [74.5]	75.6 [74.1]	75.3 [74.2]	74.9 [74.9]	75.0 [75.1]	75.9 [76.1]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.8	▲0.3	2.7 (1.0)	0.1 (4.0)	1.6 (6.0)	▲0.5 (3.9)	1.2 (5.8)	1.2 (6.7)	▲0.1 (5.6)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲0.3	▲0.7	(0.3)	(▲0.4)	(0.4)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.6)	(0.5)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	52	107	33	43	49	46	46	53	48	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.68	0.82	0.90 [0.80]	0.95 [0.81]	1.01 [0.82]	0.96 [0.81]	0.98 [0.82]	1.01 [0.82]	1.03 [0.83]	1.04 [0.84]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.5	4.3	4.0	4.0	3.9	4.0	4.0	3.9	3.7	3.7
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.9	46.3	55.1 [47.3]	52.1 [43.0]	53.7 [41.6]	52.8 [41.2]	51.8 [39.0]	53.5 [40.0]	55.7 [45.8]	54.7 [49.5]
企業倒産件数 (実数、件数)	12,707 (▲2.7)	11,719 (▲7.7)	2,841 (▲9.1)	2,664 (▲8.8)	2,571 (▲11.0)	820 (▲11.9)	959 (▲7.3)	862 (▲10.5)	750 (▲15.7)	864 (▲7.4)

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				2014年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
通関輸出	▲3.7	▲2.1	(7.1)	(12.7)	(17.4)	(11.5)	(18.6)	(18.4)	(15.3)	(9.5)
価格	1.7	4.0	(10.5)	(12.1)	(12.5)	(13.6)	(13.6)	(11.5)	(12.4)	(9.7)
数量	▲5.3	▲5.8	(▲3.1)	(0.6)	(4.3)	(▲1.8)	(4.4)	(6.2)	(2.5)	(▲0.2)
通関輸入	11.6	3.5	(10.4)	(17.5)	(24.0)	(16.6)	(26.2)	(21.2)	(24.7)	(25.1)
価格	9.2	2.5	(12.2)	(18.1)	(17.8)	(19.1)	(18.7)	(15.4)	(19.1)	(15.7)
数量	2.2	1.0	(▲1.5)	(▲0.5)	(5.4)	(▲2.1)	(6.4)	(5.0)	(4.7)	(8.0)
経常収支(億円)	76,180	43,536	17,287	13,523	▲13,593	5,948	▲1,279	▲5,928	▲6,386	
貿易収支(億円)	(34,698)	(68,921)	▲19,624	▲27,452	▲35,588	▲8,870	▲10,919	▲12,543	▲12,126	
サービス収支(億円)	▲18,265	▲25,417	▲3,334	▲4,116	▲6,561	▲922	▲3,137	▲1,100	▲2,324	
資本収支	29,618	▲49,201	23,052	▲7,458	28,777	1,631	4,073	6,443	18,261	
外貨準備高(百万ドル)	1,288,703	1,254,356	1,238,713	1,273,446	1,266,815	1,273,446	1,276,751	1,275,352	1,266,815	1,277,058
対ドル円レート(期中平均)	79.05	83.08	98.74	98.94	100.45	99.24	97.85	100.03	103.46	103.94

3. 金融

	2011年度	2012年度	2013年			2013年				2014年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
無担保コール翌日物金利	0.077	0.083	0.073 [0.078]	0.073 [0.085]	0.072 [0.084]	0.072 [0.085]	0.070 [0.085]	0.073 [0.086]	0.074 [0.082]	0.073 [0.083]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.331	0.312	0.228 [0.333]	0.228 [0.327]	0.220 [0.318]	0.228 [0.327]	0.221 [0.326]	0.220 [0.318]	0.220 [0.308]	0.220 [0.292]
新発10年国債利回り (未値)	1.050	0.760	0.772 [0.848]	0.732 [0.780]	0.642 [0.757]	0.680 [0.765]	0.590 [0.775]	0.600 [0.700]	0.735 [0.795]	0.620 [0.740]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.269	1.184	1.153 (▲0.031)	1.125 (▲0.028)	1.097 (▲0.028)	1.125 (▲0.014)	1.124 (▲0.001)	1.114 (▲0.010)	1.097 (▲0.017)	
日経平均株価 (225種、未値)	10,084	12,398	13,677 [9,007]	14,456 [8,870]	16,291 [10,395]	14,456 [8,870]	14,328 [8,928]	15,662 [9,446]	16,291 [10,395]	14,915 [11,139]
M2平残	(2.9)	(2.5)	(3.5)	(3.8)	(4.2)	(3.9)	(4.1)	(4.4)	(4.3)	(4.4)
広義流動性平残	(0.2)	(0.5)	(2.6)	(3.5)	(4.4)	(3.8)	(4.2)	(4.5)	(4.5)	(4.4)
貸出・預金動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(▲0.1)	(0.9)	(1.8)	(2.0)	(2.2)	(2.0)	(2.0)	(2.2)	(2.3)
	銀行計	(▲0.1)	(1.1)	(2.1)	(2.3)	(2.4)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.5)
	都銀等	(▲1.8)	(▲0.2)	(1.6)	(1.9)	(1.8)	(1.9)	(1.7)	(1.8)	(1.8)
	地銀	(1.9)	(2.9)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.1)	(3.1)	(3.3)	(3.5)
	地銀Ⅱ	(1.1)	(0.8)	(0.6)	(0.7)	(2.0)	(0.9)	(1.9)	(2.0)	(2.3)
信金	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.2)	(0.1)	(0.5)	(0.1)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.7)	(2.2)	(3.8)	(3.8)	(3.9)	(3.8)	(3.9)	(4.0)	(3.8)
	都銀	(1.9)	(1.8)	(4.1)	(3.7)	(3.7)	(3.5)	(3.7)	(3.7)	(3.8)
	地銀	(3.7)	(2.8)	(4.0)	(4.5)	(4.5)	(4.6)	(4.4)	(4.6)	(4.7)
地銀Ⅱ	(2.8)	(1.8)	(1.5)	(2.1)	(3.2)	(2.6)	(3.1)	(3.3)	(3.3)	

(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

～緩やかな回復基調は継続するも、財政再建や金融出口戦略の実施が成長ペースを抑制～

1. 米国経済の現状

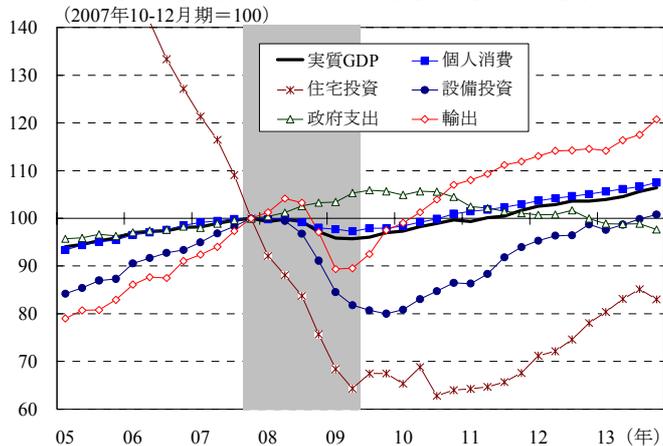
政府機関閉鎖にもかかわらず、3%台の成長ペースを維持

米国経済は緩やかな回復局面にある。直近 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.2%と、7-9 月期の同+4.1%から鈍化しつつも堅調を維持、半期でみると、成長ペースは昨年前半の同+1.2%から後半には同+3.5%へ加速した。最終需要項目の中では、10 月の連邦政府機関閉鎖の影響などで政府支出が落ち込んだほか、住宅投資も同▲9.8%と約 3 年ぶりに減少に転じ、成長率を押し下げた（第 1 図）。一方、輸出の拡大や堅調な個人消費などが成長率を押し上げる方向に作用した。設備投資も、前回の景気後退期（2007 年 10-12 月期～2009 年 4-6 月期）に住宅投資に次ぐ落ち込みとなったが、足元はリーマン・ショック前の水準まで回復している。

足元の経済指標の弱さは天候要因以外にも目配りが必要

ただし、年明け以降、弱めの経済指標の発表が相次いでいる。記録的寒波の影響もあるとみられるが、現在と同様、景気拡大局面にあった 20 年前の記録的寒波時（1994 年初）には消費や生産は力強さが持続し、雇用者数も増加していた（第 1 表）。また今回の悪天候による就業不能者数が長期平均の水準を下回っている点からも、経済指標の弱さは天候要因だけで説明することはできない可能性がある。

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1表: 記録的寒波を含む四半期の経済・金融環境

	1994年		2014年		評価
	93Q4	94Q1	13Q4	14Q1	
実質GDP成長率(前期比年率、%)	5.4	4.0	3.2	4.0	△
鉱工業生産指数(前期比年率、%)	6.1	5.1	5.5	2.6	△
製造業設備稼働率(%)	81.0	81.4	76.6	76.0	×
コア小売売上高(前期比年率、%)	4.5	5.7	4.7	▲0.9	×
非農業部門雇用者数(前月差の3ヵ月平均、万人)	28.7	31.2	19.5	11.3	×
悪天候による就業不能者(1980年以降の各月の平均値からの乖離、万人)	▲2.1	10.7	3.2	▲11.4	×
失業率(%)	6.6	6.6	7.0	6.6	○
可処分所得(前期比年率、%)	5.0	4.3	1.5	4.0	×
FF金利(%)	3.00	3.50	0-0.25	0-0.25	○

(注) 1. 『コア小売売上高』は、自動車、ガソリン、建材・園芸用品を除くベース。
2. 直近の雇用統計と製造業設備稼働率は1月実績、小売売上高と鉱工業生産指数は1月実績の3ヵ月前比年率。
3. 『評価』は、1994年と比べて水準および方向感の両面から、各指標の強弱(FF金利については、金融緩和度合い)を3段階で評価したもの。

(資料) 米国商務省、労働省、FRB統計より三菱東京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

米国経済の先行きを展望すると、家計のバランスシートや住宅市場の正常化などの構造調整の進展を支えに、緩やかな回復が続くとみられるが、財政再建や金融出口戦略の実施が成長ペースを抑制する公算が高い。実質

GDP 成長率は、1-3 月期に悪天候や在庫増加ペースの鈍化などで低めとなるが、2014 年中は前期比年率+2%台での推移を予想する（第 2 図）。

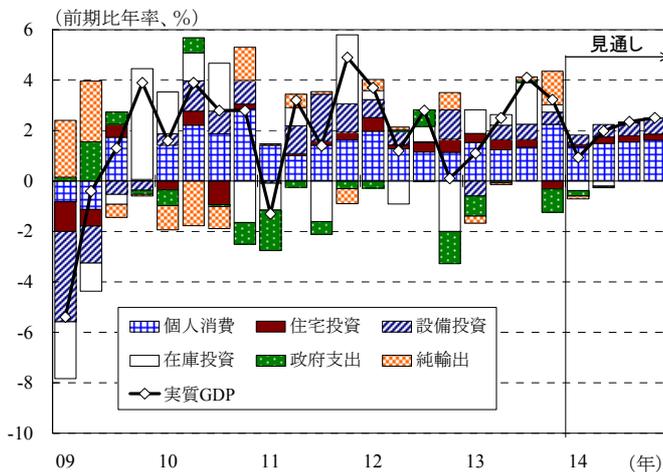
目先、財政絡みの混乱リスクは後退、焦点は秋の中間選挙に向けた与野党の攻防に

財政面について言えば、財政問題を巡る混乱リスクの後退が、今年の景気にとってプラスに作用しよう。昨年 10 月、計 16 日間に及ぶ連邦政府機関閉鎖や米国債デフォルト懸念の高まりという異例の事態が生じ、政府支出の減少や消費者マインドの悪化などを通じて、実体経済への下押し圧力が強まった。その後、昨年 12 月に超党派委員会が今後 2 年間にわたる予算規模や強制削減措置の緩和で基本合意、2 月には議会が政府債務上限を約 1 年間凍結する法案を可決した。ただし、強制歳出削減措置を通じた景気へのマイナスの影響は続くほか（第 3 図）、秋の中間選挙に向けた政局の行方も予断を許さない。野党・共和党は、上院奪回に向け、オバマケア等を巡る攻防で巻き返しを図る構えであり、今後、与野党の対立激化による政策遂行能力の低下には留意が必要だろう。

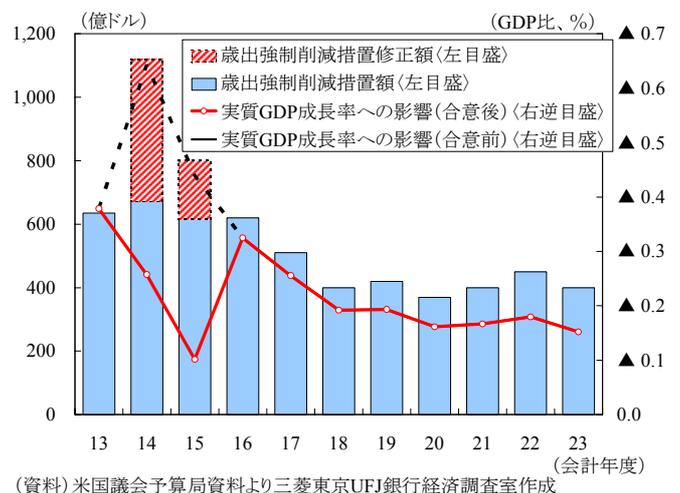
QE3 縮小に伴う内外金融市場の動向には引き続き留意が必要

加えて、FRB による量的緩和第 3 弾（QE3）の縮小も、一定の成長抑制要因としてみておくべきだろう。FRB が QE を導入した 2009 年以降、株価は約 2 倍の水準に上昇、株高は資産効果を通じ個人消費の押し上げ要因となってきた。今後、一本調子での株高は見込み難く、資産効果の剥落は、目先の成長ペースを抑制する公算が高い。加えて、大幅な金融緩和状態から始まる出口戦略の実施に伴う、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、注視が求められる。

第2図: 実質GDPと最終需要の推移



第3図: 歳出強制削減額と実質GDP成長率への影響



(2) 家計部門と労働市場

家計のバランスシート調整の進展や住宅市場の正常化が景気拡大の支えとなる見通し

当面の景気の下支え要因は、家計のバランスシートや住宅市場の正常化をはじめとする構造調整の進展である。家計部門では、バランスシートの調整にほぼ目途がつき、新たな借入余地が広がりつつある（第 4 図）。加えて、住宅価格上昇による資産効果やガソリン価格の低下、政治的な不透

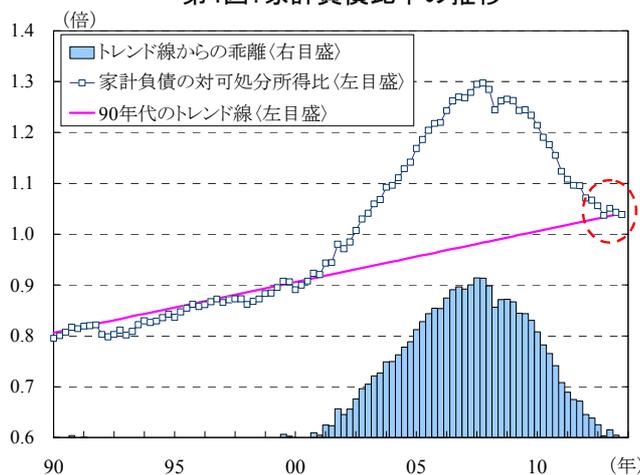
明感後退を受けた消費マインドの改善なども消費拡大の追い風となろう。

次に住宅市場では、中古および新築ともに過剰在庫の解消に目途がついているほか、住宅の差し押さえ開始比率が着実に低下し、供給面からの調整リスクも小さくなっている。もっとも、昨年央以降、QE3 縮小観測の高まりに伴う住宅ローン金利上昇や、急ピッチでの住宅価格上昇を受け、住宅需要の伸び悩みが窺える。この先、長期金利の上昇が住宅需要をさらに抑制する公算が大きいのが、住宅価格上昇ペースの鈍化や緩やかな景気回復に伴う所得増加などが下支えしよう。結果、GDP ベースの住宅投資は、過去2年間の年率二桁の伸びから、同一桁台へ落ち着くとみられるが、それでも米国経済にとっては、貴重なサポートとなろう。

労働市場は成長ペースに追従する形で、緩やかな回復が持続

労働市場では、失業率こそ比較的速いペースで改善が進んでいるが、労働参加率の低迷や失業期間の長期化、雇用増加ペースの鈍化など、足元、労働市場の回復は斑模様となっている。非農業部門雇用者数の動きを均してみると、通常、天候の影響を受けにくい製造業や小売、教育・ヘルスケアのほか、専門・事業支援サービスなどでも昨年11月までの勢いはみられない(第2表)。昨年後半にかけ在庫積み増しとともに雇用拡大の動きが加速したが、最終需要の伸びに限られるなか、足元、在庫圧縮に向けて、企業が発注および採用を抑制している可能性が考えられる。春以降は、天候要因の一巡に加え、財政問題を巡る不透明感の後退などを追い風に成長ペースは緩やかに加速、景気回復に追従する形で労働市場の回復も期待されよう。

第4図:家計負債比率の推移



(資料) 米国商務省、FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表:主要な雇用指標の推移

	13年 9月	10月	11月	12月	14年 1月
非農業部門雇用者数 (前月比、万人)	16.4	23.7	27.4	7.5	11.3
うち民間	15.3	24.7	27.2	8.9	14.2
うち建設	1.3	1.5	3.2	▲2.2	4.8
うち製造業	0.3	1.8	3.5	0.8	2.1
うち小売	2.7	4.2	2.2	6.3	▲1.3
うち専門・事業支援サービス	3.7	5.3	7.3	0.4	3.6
うち教育・ヘルスケア	0.9	3.1	2.5	▲0.4	▲0.6
うち娯楽・宿泊	0.9	6.5	3.7	2.0	2.4
うち政府	1.1	▲1.0	0.2	▲1.4	▲2.9
失業率(%)	7.2	7.2	7.0	6.7	6.6

(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 は引き続き慎重に出口戦略を進める見通し

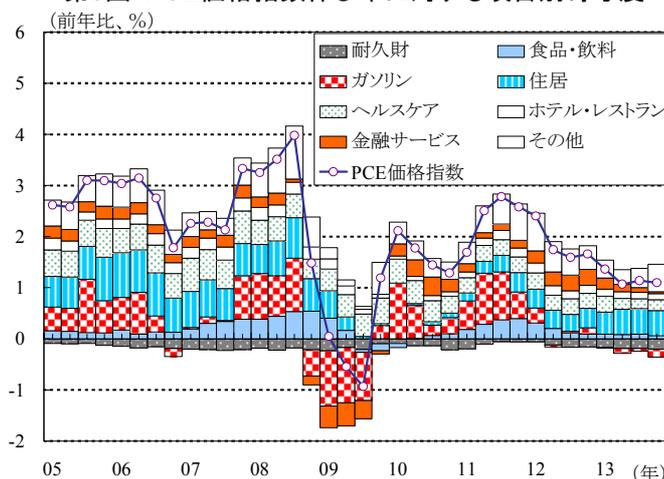
金融政策に関して、FRBは昨年12月に続き1月のFOMCでも資産買入額の縮小を決定(月850億ドルの資産買入額が、1月は750億ドル、2月以降は650億ドル)。ただし、異例の超低金利政策についてFRBは「失

業率が 6.5%を下回ってからも、インフレ率が 2%を下回る間は、かなりの期間続けるのが適切となり得る」とし、フォワードガイダンスを強化している。インフレ率については、足元の PCE（個人消費支出）価格指数が前年比+1%台前半と低位安定が続いている。シェール革命によるガソリン価格低下や住宅価格の伸びの鈍化などが背景となっているほか(第 5 図)、賃金の伸びが抑えられていることもあり、目先、急加速は想定し難い。イエレン新議長の下、FRBは引き続き実体経済の動静を広く見極めながら、慎重に出口戦略を進めていくとみられる。

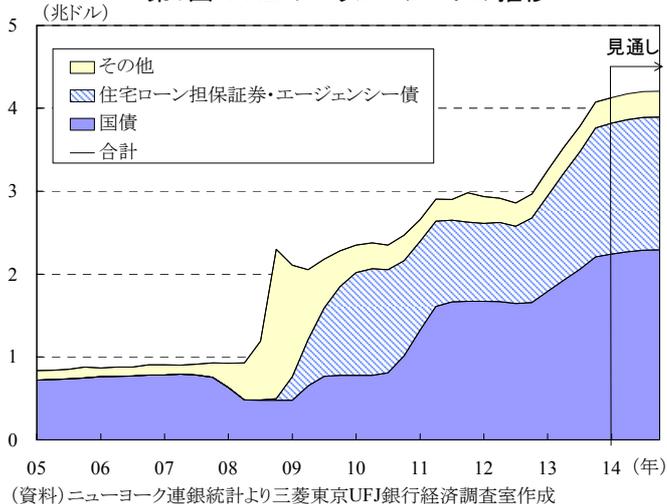
長期金利は上昇方向ながら、その急騰には FRB が歯止めをかけると予想

長期金利は、低水準での推移が続いている。FRB のバランスシートは量的緩和第 3 弾 (QE3) の実施で一段と拡大 (第 6 図)、今後、この巻き戻しに伴い、金利への上昇圧力が掛かり易くなるとみられる。FRB の慎重な政策運営により一方向的な上昇は回避可能とみられるが、一時的に上昇ピッチが速まり、市場が不安定化する可能性には留意が必要であろう。

第5図:PCE価格指数伸び率に対する項目別寄与度



第6図:FRBのバランスシートの推移



(宮城 充良、福地 亜希)

米国経済・金融見通し

見通し

	2012				2013				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	4.1	3.2	0.9	2.0	2.4	2.5	2.8	1.9	2.3
個人消費	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	2.0	3.3	2.0	2.2	2.3	2.4	2.2	2.0	2.3
住宅投資	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	14.2	10.3	▲ 9.8	3.0	8.5	8.0	7.5	12.9	12.0	3.9
設備投資	5.8	4.5	0.3	9.8	▲ 4.6	4.7	4.8	3.8	3.0	4.0	4.0	5.0	7.3	2.6	3.9
在庫投資（寄与度）	0.4	▲ 0.9	0.6	▲ 2.0	0.9	0.4	1.7	0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0	0.0	0.2	0.2	0.1
政府支出	▲ 1.4	0.3	3.5	▲ 6.5	▲ 4.2	▲ 0.4	0.4	▲ 4.9	▲ 1.2	▲ 0.3	0.0	0.0	▲ 1.0	▲ 2.2	▲ 1.3
純輸出（寄与度）	0.4	0.1	▲ 0.0	0.7	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	1.3	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
輸出	4.2	3.8	0.4	1.1	▲ 1.3	8.0	3.9	11.4	3.8	5.0	5.6	5.7	3.5	2.8	6.0
輸入	0.7	2.5	0.5	▲ 3.1	0.6	6.9	2.4	0.9	4.0	4.3	4.5	4.8	2.2	1.4	3.6
国内民間最終需要	3.9	2.4	1.9	3.4	1.5	2.7	2.7	2.9	2.2	2.7	2.8	3.0	3.3	2.4	2.6
名目GDP（前期比年率、%）	5.8	3.0	4.9	1.6	2.8	3.1	6.2	4.6	1.8	3.6	4.2	4.6	4.6	3.4	3.7
鉱工業生産（前期比年率、%）	5.4	2.9	0.3	2.5	4.1	1.2	2.4	5.6	▲ 0.5	2.1	3.0	3.3	3.6	2.6	2.3
失業率（%）	8.2	8.2	8.0	7.8	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.7	6.6	6.6	8.1	7.4	6.7
生産者物価（前年比、%）	3.4	1.0	1.5	1.7	1.5	1.4	1.2	0.8	1.1	2.1	1.8	2.5	1.9	1.2	1.9
消費者物価（前年比、%）	2.8	1.9	1.7	1.9	1.7	1.4	1.6	1.2	1.2	1.5	1.4	1.6	2.1	1.5	1.4
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,936	▲ 1,865	▲ 1,790	▲ 1,824	▲ 1,787	▲ 1,750	▲ 1,779	▲ 1,716	▲ 1,805	▲ 1,810	▲ 1,805	▲ 1,810	▲ 7,415	▲ 7,032	▲ 7,228
経常収支（億ドル）	▲ 1,208	▲ 1,105	▲ 1,067	▲ 1,023	▲ 1,049	▲ 966	▲ 948	▲ 886	▲ 974	▲ 979	▲ 974	▲ 979	▲ 4,404	▲ 3,850	▲ 3,907
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	2.7	2.7	2.7	2.8	3.0	1.8	2.4	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 ～構造的な脆弱性を抱え、総じて低成長～

1. 総論

(1) 景気の現状

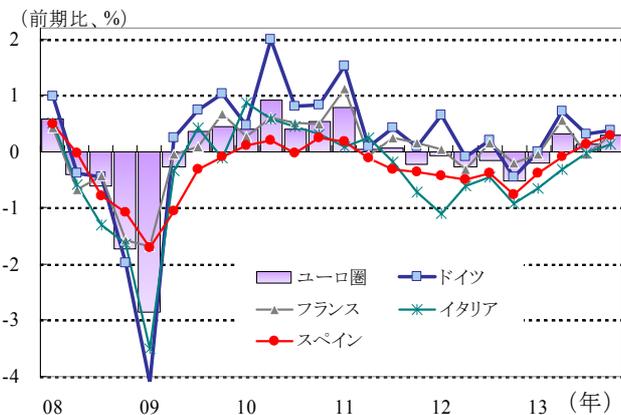
欧州経済は持ち直しの動き

昨年 10-12 月期まで、3 期連続のプラス成長

欧州経済は持ち直しの動きをみせている。ユーロ圏の昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と、前期の同+0.1%から加速し、3 期連続のプラス成長を記録した。消費者や企業のマインド改善を背景に、個人消費や投資が持ち直したほか、ドイツを中心に輸出も好調であった。国別に実質 GDP 成長率をみると、ドイツが同+0.4%に加速したほか、フランスは同+0.3%、スペインは同+0.2%成長した。また、イタリアは同+0.1%と 10 期ぶりのプラス成長を記録した（第 1 図）。2014 年入り後も、購買担当者指数（PMI）や消費者信頼感指数は改善の動きを続けており（第 2 図）、欧州経済は足元 1-3 月期も緩やかなプラス成長を続けている模様である。

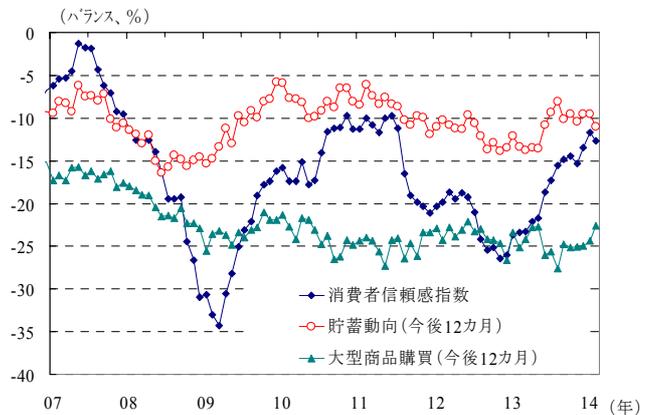
こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は、追加情報の必要性和不確実性を理由に、2 月の理事会において全ての政策金利を据え置いた。ただし、①中期的なインフレ見通しの悪化と、②正当化されない短期金融市場の逼迫に対しては、追加緩和を辞さない意向を示している。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：ユーロ圏の消費者信頼感指数



(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

持ち直しの動きをみせるも、構造的な脆弱性を抱える

緩やかな成長を維持するものの、そのペースは総じて弱い

英国は2014年末にかけて景気回復の裾野拡大を予想

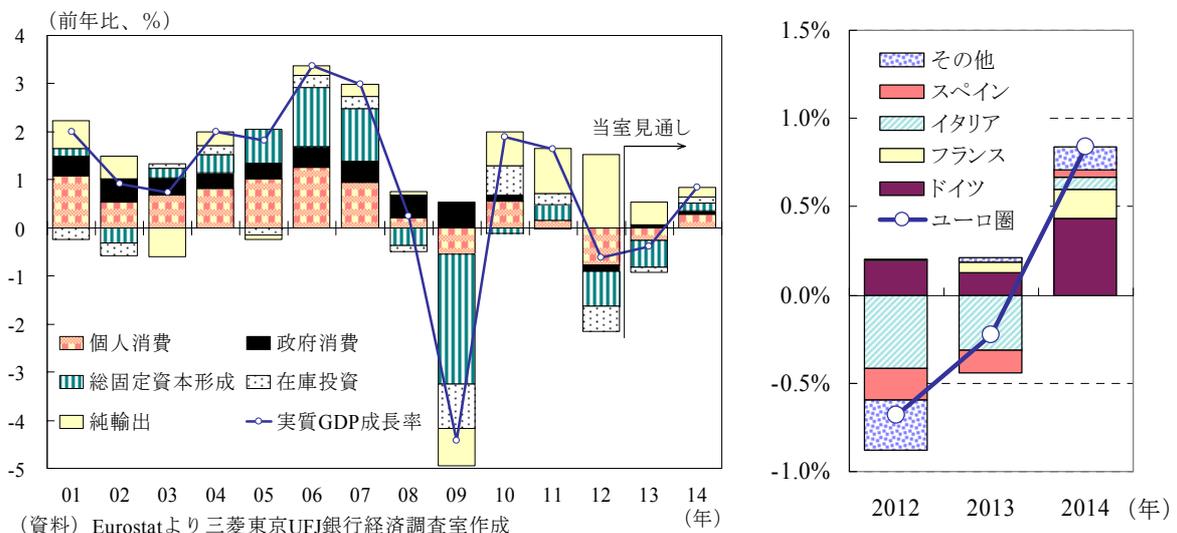
ただし、英国のリスクは早期の金利上昇、金融引き締めに対する脆弱性も

ユーロ圏経済は持ち直しの動きをみせているものの、依然として構造的な脆弱性を抱えている。周縁国を中心に引き続き財政緊縮に取り組まざるを得ない状況にあり、財政面からの景気下押し圧力が続く見込みである。また、南欧諸国の競争力強化は道半ばであり、南北経済力格差は依然大きく開いたままである。こうしたなか、需給の緩和を背景に、南欧諸国を中心に物価の下押し圧力が働いており、長期化も警戒されている。さらに、金融セクターに目を転じると、不良債権比率がスペインやイタリアのほか、フランスでも依然として上昇を続けている。

こうした構造的な脆弱性を抱えるユーロ圏は、緩やかなプラス成長を維持するものの、そのペースは総じて弱いものにとどまることが予想される（第3図）。これに対応し、ECBは当面、金融緩和姿勢を維持する見通しであり、貸出増加の条件を新たに付した長期資金供給（LTRO）の活用や追加利下げのほか、SMP（証券市場プログラム）に基づく国債購入に伴い市場に供給された資金の非不胎化などが、次の選択肢として想定される。

英国は、個人消費の高い伸びに加え、住宅市場の回復加速など、家計部門が景気回復を牽引している。先行きも、家計部門を牽引役としつつ、徐々に回復の裾野を広げていくと予想される。一方、企業部門については、設備投資の減少など、家計に比べて回復が遅れているものの、企業景況感の改善や設備稼働率の反発を踏まえると、今後持ち直しの動きが出てくるとみられる。ただし、仮に早期に利上げが行われる場合、金利の上昇は住宅購入だけでなく、個人消費全体にも影響する虞がある。英国景気は当面は堅調な回復が予想されるが、金利引き締めに対する脆弱性も有しており、失速リスクへの目配りが必要である。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率（見通し）



2. ユーロ圏

(1) 続く金融セクターの脆弱性

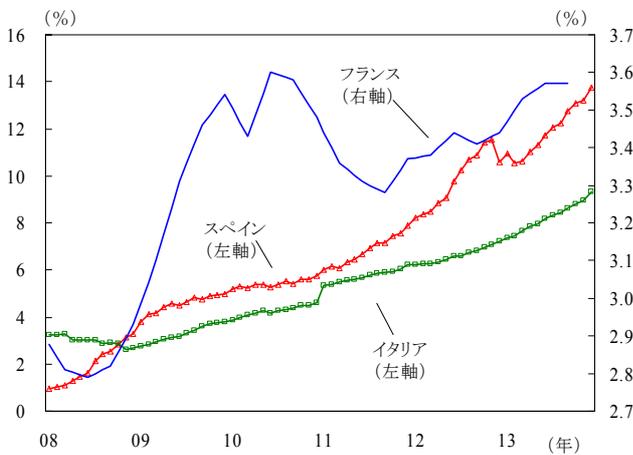
不良債権比率はフランスでも上昇

スペイン銀行の収益性は薄く、貸出の積極的な増加は想起しにくい

周縁国では、不良債権比率の上昇が続いている。スペインの不良債権比率は2012年12月に一部の不良債権をバッドバンクに移管したことで一旦低下したが、その後も上昇を続け2013年12月には13.8%に達した。スペインのような不動産ブームを経験していないイタリアでも、不良債権比率は上昇を続けている。また、フランスでも水準は低い不良債権比率は上昇しており、欧州金融セクターの苦境は続いている（第4図）。

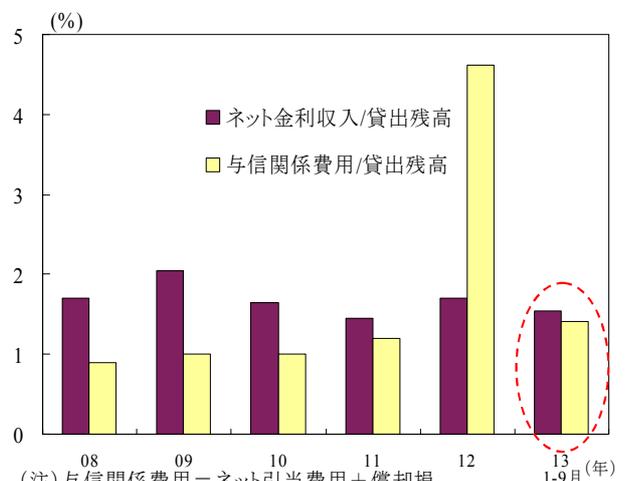
スペインでは、中銀の方針により2012年に貸出に対する引当率が引き上げられた。これにより不良債権に占める引当金のカバレッジ率は2012年に大きく上昇した。もっとも、こうした不良債権への対応は銀行の収益力を押し下げている。スペインの銀行全体の与信関係費用は2012年にネット金利収入を大幅に上回り、足元でもネット金利収入とほぼ並んでいる（第5図）。このように収益力が低下するなかでは、この先銀行が貸出を積極的に増加させ、それにより貸出金利が低下する姿は想起しにくい。また、こうした状況が続けば、将来的には資本増強の追加が必要となる可能性もある。

第4図：スペイン・イタリア・フランスの不良債権比率



(注) 1.スペインは預金取扱金融機関ベース。
2.フランスは四半期データ、欠損値は線形補完。
(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5図：スペインにおける貸出の収益性



(注) 与信関係費用=ネット引当費用+償却損
(資料)スペイン銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

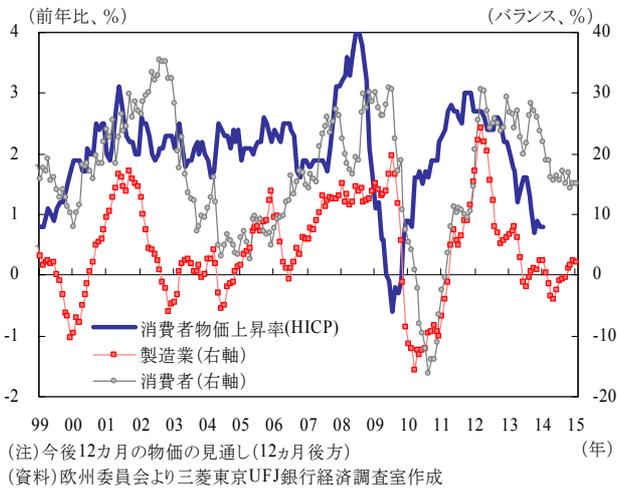
(2) 物価と金融政策

足元のインフレ率はECBの目標を大幅に下回る

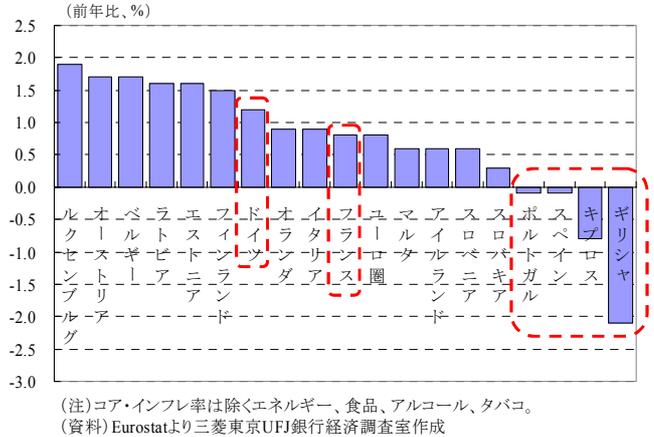
ユーロ圏の1月の消費者物価上昇率(HICP総合)は前年比+0.8%と、3カ月連続で1%を下回った(第6図)。ECBは目標(2%未満かつ2%近く)からの大幅な下振れを認めたものの、エネルギー価格の低下を主因に挙げ、中長期的な物価見通しは維持されているとの見方を改めて示した。また、日本が陥ったようなデフレリスクについては、当時の日本の下落品

目の多さや、コア・インフレ率（除くエネルギー、食品、アルコール、タバコ）の低下が周縁国に限られていることなどの違いを背景に、引き続き否定している（第7図）。

第6図：ユーロ圏の消費者物価とインフレ期待



第7図：ユーロ圏のコア・インフレ率(2014年1月時点)

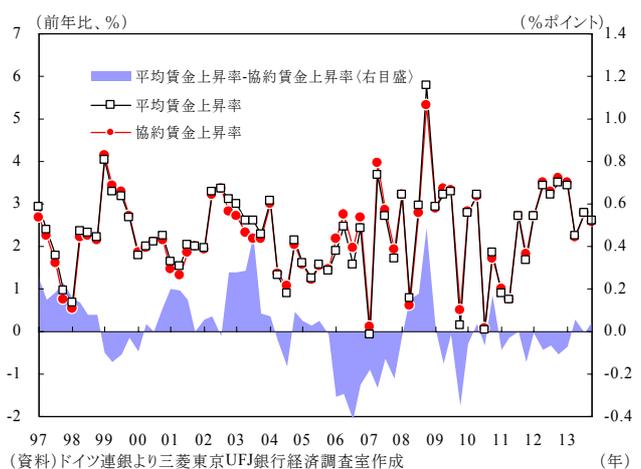


とはいえ、ドイツやフランスでもコア・インフレ率が1%近辺まで低下している点が注目される（第8図）。賃金上昇率も鈍化するなか、ドイツなど主要国においてもデスインフレが長期化するおそれもある（第9図）。需要が弱いなかでは物価に上昇圧力はかかりにくい。デスインフレの長期化は、債務の返済負担を増大させ、財政再建を遅らせることになることもあり、警戒が必要と考えられる。

第8図：ドイツとフランスのコア・インフレ率の推移



第9図：ドイツの賃金（製造業）



ECBは2月の理事会で全ての政策金利を据え置き

こうしたなか、ECBは2月の理事会において全ての政策金利を据え置いた。ECBは追加緩和の見送りの理由として、①3月発表のECBスタッフ見通し(2016年分含む)、②新興国経済の動向、③2013年10-12月期の実質GDP成長率、④最新の貸出データにてユーロ圏銀行の資産査定(AQR)の影響を確認など、追加情報の必要性和不確実性を挙げた。他方、フォワード・ガイダンス(時間軸政策)の強化を確認しており、追加緩和のトリガーは引き続き、①中期的なインフレ見通しの悪化と、②正常化されない短期金融市場の逼迫の2つを挙げている。ECBは株式の購入を除く全てのオプションを議論したとしているが、当面はガイダンスの強化と、貸出増加の条件を新たに付したLTRO(長期資金供給オペ)の活用を検討するとの見方が有力である。

追加緩和は辞さない意向

(3) 周縁国動向

資金調達環境は引き続き改善

周縁国政府の資金調達環境は引き続き改善している。アイルランドは昨年末、スペインは本年1月に金融支援プログラムから脱却し、シ団を通じてそれぞれ10年債の発行に成功している。また、ポルトガルも5年債及び10年債をシ団引受方式で発行した。各国の国債購入者を地域別にみると、投資家心理の改善や金利収入確保のため、海外投資家が積極的に購入していることがみてとれる(第10図)。

周縁国国債は海外投資家も積極的に購入

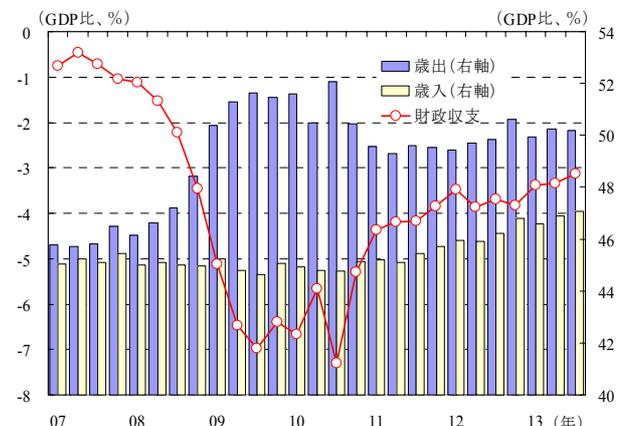
また、欧州統計局はユーロ圏の財政収支(季節調整値)の四半期公表を開始した。これまで年間で集計されてきた財政赤字是正措置(EDP)を検討するデータと同基準のものであり、昨年第3四半期の財政赤字はGDP比▲3.1%と、EU基準(▲3%未満)にあと一歩まで近づいている。内訳をみると、歳出の削減と歳入の増加の双方が財政収支改善に寄与している(第11図)。

第10図：周縁国国債の投資家の地域別内訳



(資料)各国政府債務庁より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：ユーロ圏の財政収支



(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

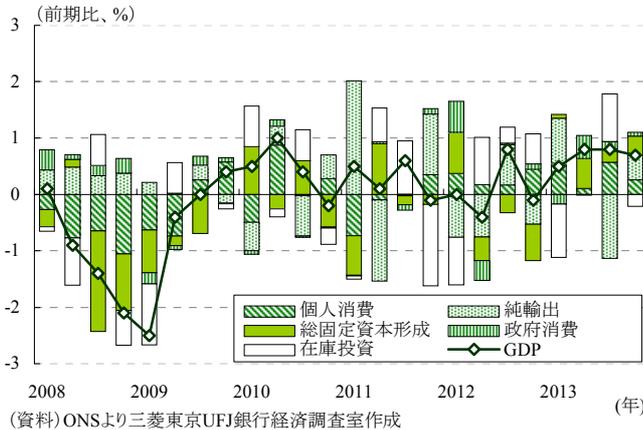
3. 英国

(1) 堅調な景気回復が継続

実質成長率は年率
3%前後の堅調な伸
びが続く

英国経済は、堅調な景気回復が続いている。2013年10-12月期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と、4四半期連続のプラス成長となった（第12図）。個人消費の高い伸びに加え、住宅市場の回復加速など、家計部門が景気回復を牽引している。家計のマインドは、昨年後半以降、欧州債務問題の落ち着き等を背景とする株価上昇や、雇用環境の改善を受けて明るさを増しており、足元の消費者信頼感指数は、2000年以降の最高水準にある。インフレ率の高止まりと名目賃金の低い伸びにより、家計の実質所得は低調に推移しているが、金融機関の家計向け貸出が増勢を強めていることが、購買力を底上げしている（第13図）。

第12図：英国の実質GDP成長率



第13図：英国の家計向け貸し出し



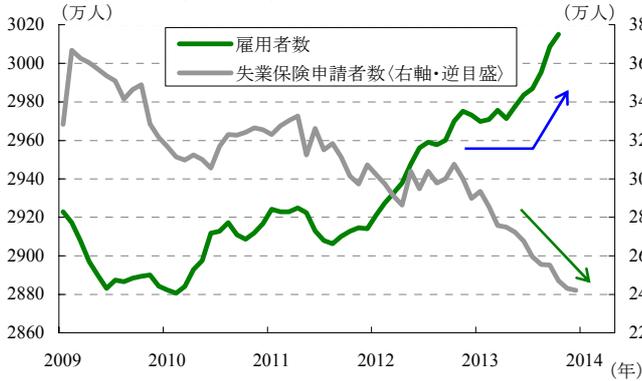
(2) 2014年末にかけて景気回復の裾野拡大を予想

家計部門から企業
部門へも景気回復
の裾野が拡大して
いく見通し

景気は、先行きも家計部門を牽引役としつつ、徐々に回復の裾野を拡げていくと予想する。住宅市場は、政府の住宅購入支援策や低金利を追い風に回復基調を維持する公算が大きい。また、足元の労働時間は週32.1時間（11月時点）と、2008年以前の平均水準まで戻り、雇用が増加しやすい環境となってきた。雇用者数の先行指標である、失業保険申請件数も足元まで減少基調を辿っており、雇用の一段の増加を示唆している（第14図）。こうしたなか、家計所得の伸びも先行き底堅さを増してくるとみられる。

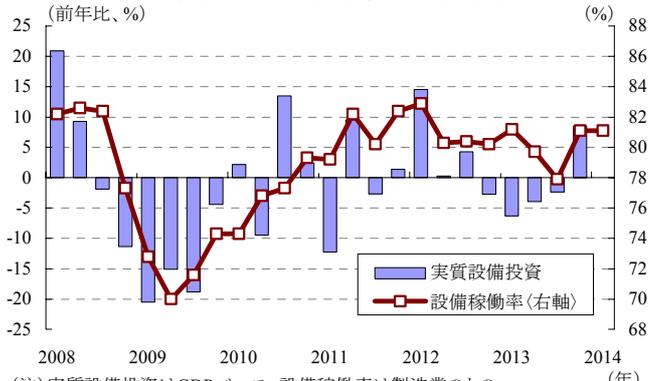
一方、企業部門については、設備投資の減少など、家計に比べて回復が遅れていたものの、企業景況感の改善や設備稼働率の反発を受けて、持ち直しの兆しが出始めている（第15図）。外需も、これまでは大陸欧州向けの輸出低迷が重しとなってきたが、同地域の景気持ち直しにより、下押し圧力は低減していこう。英国景気は、足元の個人消費や住宅市場の回復を起点に、2014年末にかけて、雇用・所得や設備投資の増加を伴う、好循環に入っていくと予想する。

第14図：英国の雇用者数と失業保険申請者数



(注)失業保険申請者数は4ヵ月先行。
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：英国の実質設備投資と設備稼働率



(注)実質設備投資はGDPベース。設備稼働率は製造業のもの。
(資料)ONS、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) リスクは早期の金利上昇

金融政策は総合判断に回帰

英中銀 (BOE) は、2月のインフレーションレポートにおいて、フォワードガイダンスの見直しを発表し、失業率を基準とした政策運営から、経済全体の需給バランスの総合判断に移行することを明らかにした。2013年8月に導入したフォワードガイダンスでは、失業率が7% (ILO基準) を上回っている間は政策金利を据え置くとしていたところ、失業率が7%近傍 (2013年10~12月の平均で7.2%) まで低下してきたことにより、見直しの必要性が高まっていた。

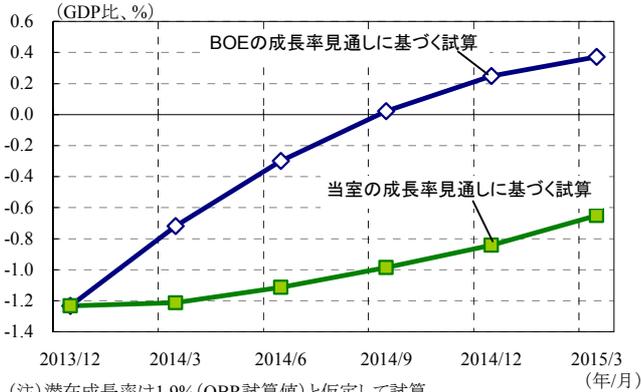
早期利上げの可能性も

足元、英国経済の需給バランスは、供給が需要を上回るデフレギャップ状態にあるとみられ、BOEは、デフレギャップ幅をGDP比1.0~1.5%と推計している。当室の景気見通し (2014年の実質GDP成長率は前年比+2.5%) を前提とした場合、少なくとも2014年中はデフレギャップが残存するため (第16図)、BOEの利上げは2015年後半以降と予想される。一方、BOEは、2014年の実質GDP成長率を前年比+3.4%と、かなり高めに想定しており、この場合、今年後半にもデフレギャップは解消し、2015年前半の利上げの可能性もある。また、インフレの点でも、英国の消費者物価上昇率は、1月が前年比+1.9%と他の欧米諸国に比べて高い水準にある。労働生産性の低下により、潜在的に物価上昇圧力が高まりやすくなっていることもあり、BOE内におけるインフレ警戒感は根強い。

金融引き締めに対する脆弱性から、失速リスクへの目配りが必要

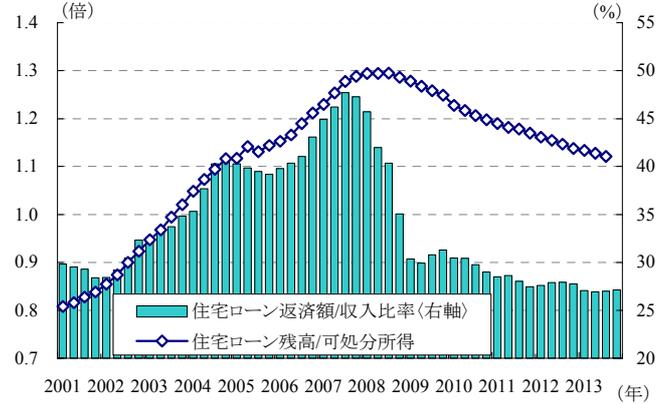
仮に、利上げが早期に行われる場合、金利敏感セクター、とくに住宅市場への影響が懸念される。足元の家計の住宅ローン残高は、可処分所得比1.12倍と比較的高水準にある一方、返済負担は収入の27%前後と、2000年代初頭並みの低水準となっている (第17図)。これは、BOEの実質ゼロ金利政策によって利払い負担が大きく軽減されているためであり、金利が上昇した場合には、住宅購入だけでなく個人消費全体にも影響する恐れがある。英国景気は、当面は堅調な回復が予想されるが、金融引き締めに対する脆弱性も有しており、失速リスクへの目配りが必要である。

第16図：英国のGDPギャップ縮小ペース試算



(注) 潜在成長率は1.9%(OBR試算値)と仮定して試算。
(資料) ONS、BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：英国の住宅ローン残高と返済比率



(資料) ONS、Halifax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)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	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 (見込み)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見込み)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見込み)	2014年 (見通し)
ユーロ圏	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	2.5	1.4	1.0	162	303	297
ドイツ	0.7	0.4	1.5	2.1	1.6	1.5	239	275	266
フランス	0.0	0.3	0.7	2.2	1.0	1.1	▲ 57	▲ 43	▲ 41
イタリア	▲ 2.5	▲ 1.9	0.4	3.3	1.3	0.9	▲ 8	17	20
英国	0.3	1.8	2.5	2.8	2.6	2.0	▲ 927	▲ 895	▲ 778

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2012年 (実績)	2013年 (見込み)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見込み)	2014年 (見通し)
名目GDP	0.7	0.5	1.6	2.0	3.4	5.6
実質GDP	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	0.3	1.8	2.5
<内需寄与度>	▲ 2.1	▲ 0.9	0.6	1.2	1.9	2.9
<外需寄与度>	1.5	0.5	0.2	▲ 0.7	0.1	▲ 0.4
個人消費	▲ 1.4	▲ 0.5	0.5	1.5	2.3	1.9
政府消費	▲ 0.5	0.3	0.3	1.6	0.9	1.5
総固定資本形成	▲ 3.9	▲ 3.1	1.0	0.7	▲ 0.5	5.9
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.3	0.5
輸出	2.7	1.1	2.9	1.1	0.8	1.4
輸入	▲ 0.8	0.1	2.8	3.1	0.4	2.5

- (注) 1. ユーロ圏は2013年までドイツ、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、2014年からラトビアを含む計18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、アジア全体の成長ペースは力強さを欠く展開～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

先進国向け輸出の回復を背景に景気は持ち直し

各国固有の課題を抱え、アジア全体の成長ペースは力強さを欠く

アジア経済は2012年終盤以降、輸出の伸び悩みを背景に足踏みが続いていたが、足元では米国を中心とした先進国向け輸出の回復を受け持ち直している。もっとも、先進国の回復ペースが緩やかに止まるなか、安定成長への移行を目指す中国が中期的な減速局面に入っていることに加え、供給制約（インド）や政局の混迷（タイ）、不良債権問題（ベトナム）、など各国固有の課題を抱えており、アジア全体の成長ペースは力強さを欠いている（第1表）。金融市場に目を転じると、米国の量的金融緩和と縮小の影響で不安定さが残っており、インド、インドネシアは、通貨防衛やインフレ抑制のため金融引き締め姿勢を維持しており、成長ペースが抑制されている。

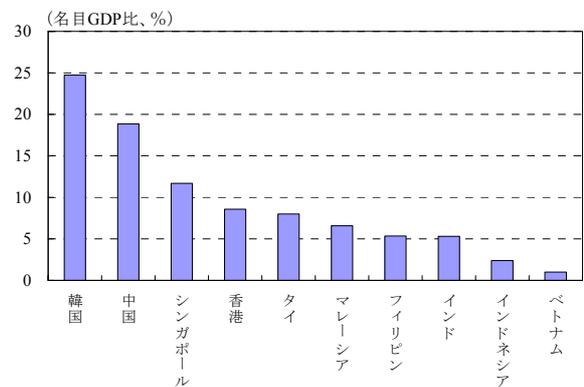
こうしたなか、韓国を中心としたNIEsは緩やかな回復が続いている。NIEsは輸出に占める欧米向けの高付加価値品の割合が高いことから、先進国経済回復の恩恵を受けやすいと考えられる（第1図）。

第1表：アジア主要国・地域の実質GDP成長率

	2000-12年平均	2013/Q1	Q2	Q3	Q4	2012年以降のボトムからの変化幅
中国	10.0	7.7	7.5	7.8	7.7	0.3
韓国	4.3	1.5	2.3	3.3	3.9	2.4
台湾	3.7	1.4	2.7	1.3	3.0	2.9
香港	4.5	2.9	3.2	2.8	3.0	2.3
シンガポール	5.3	0.6	4.2	5.8	5.5	4.9
NIEs	4.2	1.5	2.8	3.1	3.8	-
インドネシア	5.4	6.1	5.8	5.6	5.7	0.1
マレーシア	4.9	4.1	4.4	5.0	5.1	1.0
タイ	4.2	5.4	2.9	2.7	0.6	0.2
フィリピン	5.0	7.7	7.6	6.9	6.5	0.2
ベトナム	7.0	4.8	5.0	5.5	6.0	1.4
ASEAN5	5.2	5.1	4.8	5.0	4.7	-
インド	7.2	4.8	4.4	4.8	-	0.4
アジア11カ国・地域	8.1	6.1	6.1	6.3	-	-

(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：欧米向け高付加価値品輸出（名目GDP比）



(注)高付加価値品は電子、家電、輸送機器、化学、精密機械、一般機械
(資料)経済産業研究所より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

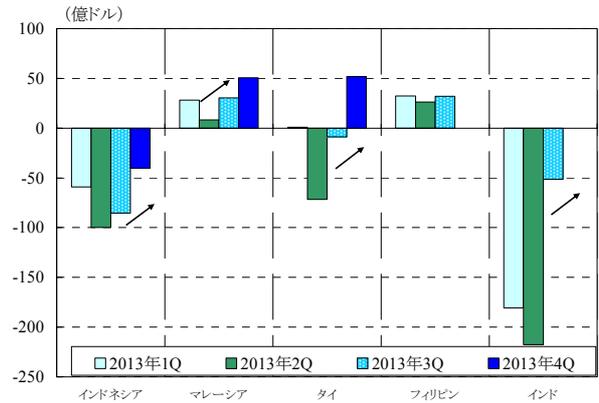
米国は1月より量的金融緩和と縮小を開始したが、目下のところアジアの金融市場で危機が連鎖するような状況は生じていない。米FRBが量的金融緩和と縮小を示唆した昨年5月下旬以降、経常赤字かつインフレ国であるインド、インドネシアは通貨急落に見舞われたが、金融引き締めや輸入抑制などの政策効果（第2表）が浸透し、経常収支の悪化に歯止めがかかりつつあるためである（第2図）。

第 2 表：インド・インドネシアの主な資本安定化策

	主な施策
インド	<ul style="list-style-type: none"> ・国営企業による債券発行(8月) ・対外商業借入(ECB)のガイドライン緩和(8月) ・国営石油会社を通じたドル売り介入(8月) ・外国人投資家に対する株式追加取得規制の緩和(9月) ・金宝飾品の輸入関税引き上げ(10%→15%、9月) ・政策金利の引き上げ(累計75bp、9、10、1月) ・政府系ファンドや海外中銀など長期保有を目的とする投資家による国債購入上限額の引き上げ(50億₹→100億₹、1月) ・為替先物予約に関する規制を緩和(1月)
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> ・外貨預金の預け入れ期間拡大(8月) ・インドネシア銀行証券(SBI)の最低保有期間の短縮(8月) ・輸出企業の外貨購入要件緩和(8月) ・国営企業の為替・金利ヘッジ取引解禁(10月) ・政策金利の引き上げ(累計175bp、6、7、8、9、11月) ・日銀との二国間通貨スワップ協定額を引き上げ(120億₹→227.6億₹、12月)

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：ASEAN・インドの経常収支



(資料) 各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2014 年のアジア全体の成長率は前年並み

2014 年のアジア経済を展望すると、海外景気の持ち直しを受け輸出は緩やかに回復するものの、安定成長への移行を目指す中国が成長ペースを切り下げることに加え、ASEAN・インドでは内需がやや鈍化することから、アジア 11 カ国・地域の実質 GDP 成長率は、前年比+6.1%と前年(同+6.2%：見込み)並みのペースに止まる見込みである(第 3 図)。

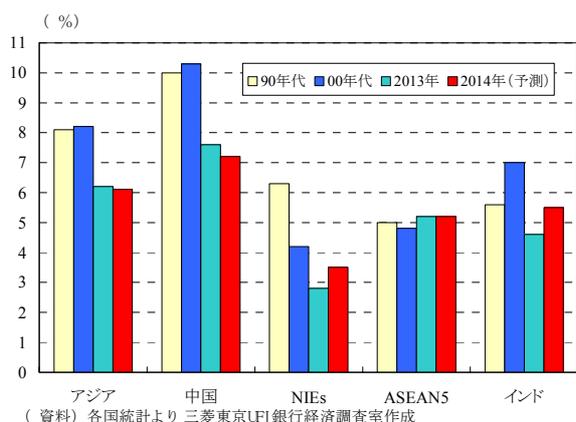
中国は構造改革を本格化

中国は、構造改革を本格化させる姿勢を明示している。昨年 6 月の短期金融市場の混乱以降、急拡大を続けるシャドーバンキングが問題視されるようになったが、これは 1978 年の「改革開放」以降、30 年余りにわたる高成長の副作用である過剰投資などの構造問題と表裏一体とみることができる。今年に入り、2 つの信託商品(投資先はいずれも採炭業者)が返済困難な状況に陥ったが、中国人民銀行は資金吸収レポなど金融引き締め的な調整を行っている。信用の抑制は政府の最優先課題であり、インフラ投資や住宅投資の鈍化を通じ、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+7.2%まで減速することが見込まれる。

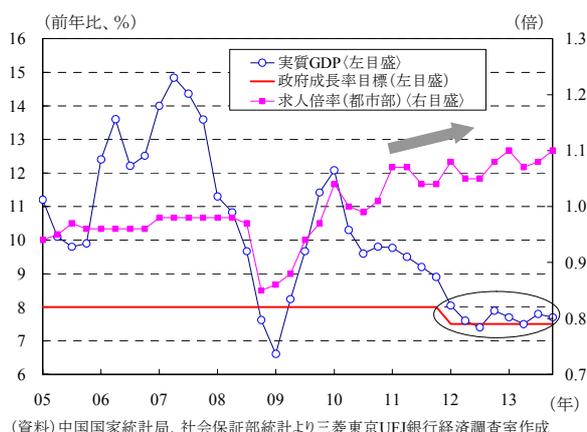
中国政府は 2014 年の成長率目標を引き下げる可能性も

例年、3 月の全国人民代表大会(全人代)において、政府の成長率目標が発表される。構造改革を優先する政府は今年の成長率目標を昨年(7.5%)から引き下げる可能性がある。実際、全人代に先立って 1 月に開催された地方全人代で、大半の地方政府が 2014 年の成長率目標を引き下げている。政府の成長率目標と成長率実績の推移をみると、実績が目標を大幅に上回る状況が続いていたが、2012 年以降は両者の乖離幅が急速に縮小している(第 4 図)。これは、景気減速下においても都市部の求人倍率が 1 倍を超え、労働需給がタイトな状況が続いており、7%台の成長ペースでも雇用環境の安定が可能との政府の判断があると考えられる。

第3図：アジアの実質 GDP 成長率



第4図：中国の成長率目標と求人倍率（都市部）



ASEAN はマレーシア、フィリピンは堅調が見込まれる一方、インドネシアは減速、タイは低調

ASEAN に目を転じると、マレーシア、フィリピンは堅調が見込まれる一方、インドネシアは小幅減速、タイは低調と景気の先行きは国によって差異がある。インドネシアは、インフレ・通貨安に伴う金融引き締めの影響で年前半にかけて内需の減速が続く見込みである。他方、タイは、自動車購入支援策の反動や政局混迷の影響で消費の低迷が続くことに加え、景気の下支え役として期待されていた政府の大型インフラ投資の執行が今年終盤まで遅延する可能性が大きく、2014年の実質 GDP 成長率は前年比+3.1%と前年（同+2.9%）に続き低成長に止まる見込みである。

インドは景気低迷が続く

ベトナムは、物価や雇用の安定を背景に消費の堅調が続くことに加え、携帯電話を中心とした輸出の下支えが引き続き期待できる。もっとも、懸案の不良債権問題については、国家資産管理会社が昨年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ろう。

インドは引き続き景気低迷が続く見込みである。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1月にも追加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。

インドは1月に追加利上げ、ラジャン中銀総裁はインフレ抑制を最優先課題とする姿勢を明示

輸出依存度が高いNIEsについては、輸出の持ち直しを背景に回復基調が続くとみるが、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。

金融政策をみると、インフレ抑制のため1月にインドが25bpの追加利上げに踏み切った（第3表）。昨年9月に就任したラジャン中銀総裁は、1月にインフレ目標の導入を含む新たな金融政策の枠組みに関する提言を公表、インフレ抑制を最優先課題とする姿勢を明示した。他方、昨年6月以降、累計175bpの利上げを実施してきたインドネシアは、11月以降は金利を据え置いている。また、信用の抑制を企図する中国は、貸出基準金利を据え置いているものの、2月には8ヵ月ぶりに資金吸収レポを実施

し、引き締めの金融調整をしている。

今後の金融政策を展望すると、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今年後半まで金融引き締め姿勢を維持すると予想する。

第3表：アジア主要国・地域の政策金利

	対象金利	政策金利(変化幅bp,%)												2012年以降 の変化幅 (bp)	
		2013年 4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2014年 1月	2月	直近 (2月28日)		
インドネシア	政策金利			+25	+50	+50	+25		+25					7.5	+175
インド	政策金利		▲25				+25	+25				+25		8.0	+75
ベトナム	政策金利		▲100											7.0	▲800
タイ	政策金利		▲25							▲25				2.25	▲100
韓国	政策金利		▲25											2.5	▲75
中国	貸出基準金利	据え置き											6.0	±0	
フィリピン	政策金利	据え置き											3.5	±0	
台湾	政策金利	据え置き											1.88	±0	
マレーシア	政策金利	据え置き											3.0	±0	
シンガポール	為替	通貨高											-	-	

(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.『2012年以降の変化幅』は、インド、インドネシアは利上げ局面のみ。

(資料)各国中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント①～タイの政局混迷の経済への影響

政局混迷の影響が本格化するのは1-3月期以降 タイの10-12月期の実質GDP成長率は前年比+0.6%と大洪水の影響が大きかった2012年1-3月期以来の低成長となった。2012年末に期限を迎えた自動車購入支援策の反動で消費が前年割れとなったことに加え、投資も低迷した。10-12月期の成長率減速には昨年11月下旬からの大規模デモの影響もあるが、政局混迷の影響が本格化するのには1-3月期以降である。2月に実施された総選挙後も混迷収束の糸口が見出せないなか、景気への影響が懸念される。

消費減速やインフラ投資の遅延などを通じ、2014年の成長率を0.5～1.7%ポイント下押し 政局の混迷が経済に影響を与える主な経路は、①マインド悪化を通じた「消費の減速」、②海外からの観光客減少に伴う「サービス輸出の減少」、③政府の大規模インフラ投資遅延に伴う「投資の減速」、の3つである。これらの経路を通じ、政局混迷収束までの期間に応じ、2014年の実質GDP成長率を0.5～1.7%ポイント下押しするとみる(第4表、第5図)。

これら3つの要因のうち、最も影響が大きいのは大規模インフラ投資の遅延である。政府が打ち出したインフラ投資計画は、輸送コストの削減を目的とした「運輸インフラ投資計画」と洪水被害の抑制を目的とした「治水事業計画」の2つあり、前者は7年間で総額2兆バーツ(名目GDP比16.8%)、後者は5年間で3,500億バーツ(同2.9%)規模で、2014年度(2013年10月～2014年9月)には各々1,200億バーツ(同1.0%)、600億バーツ(同0.5%)の投資が予定されていた。これらの投資により、2014年の実質GDP成長率を前年比+1.0%ポイント程度押し上げることが期待されていたが、運輸インフラ投資の財源確保に向けた借入法案が野党の反

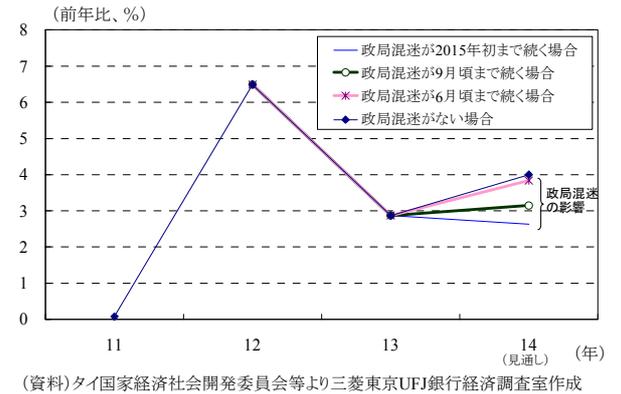
対で憲法裁判所で審議中であることや、治水事業に関する事前公聴会がデモ活動で実施出来ない状況にあり、現時点で執行の目処が立っていない。加えて、反政府デモ勢力の財務省占拠による影響で、通常予算の執行率も低下しており、政府支出・公共投資を通じた景気浮揚効果は、政局混迷の長期化により大きく下振れを余儀なくされる公算が大きくなっている。

第4表：タイの政局混迷の経済への影響

政局混迷 収束までの 期間	想定される展開 (例)		デモ開始からの経過期間				実質GDP成長率 への下押し圧力 (2014年通年)
			3月	6月	9月	12月	
			5ヵ月	8ヵ月	11ヵ月	1年2ヵ月	
約4ヵ月間 6月頃まで	・反政府デモの規模が縮小し収束 ・投票再実施の結果、現政権が与党として政権を運営	景気全体	×	△	○	○	▲0.5%pt程度
	民間消費	減速	減速歯止め	回復	回復		
	サービス輸出	減速	回復	回復	回復		
	投資(政府)	遅延	施行準備	施行準備	施行		
約7ヵ月間 9月頃まで	・選挙妨害が長引くも、デモの規模が縮小 ・選挙無効等を背景に、再選挙を実施。現政権が与党として政権を運営	景気全体	×	×	△	△	▲1.2%pt程度
	民間消費	減速	減速	減速歯止め	回復		
	サービス輸出	減速	減速	減速歯止め	回復		
	投資(政府)	遅延	遅延	施行準備	施行準備		
約10ヵ月間 12月頃まで まで	・選挙妨害・デモ活動が長期化したまま、民主的な手段を通じた新政権の誕生・国会召集が展望できない	景気全体	×	×	×	×	▲1.7%pt程度
	民間消費	減速	減速	減速	減速		
	サービス輸出	減速	減速	減速	減速		
	投資(政府)	遅延	遅延	遅延	遅延		

(資料) 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：タイの政局混迷の実質GDPへの影響



(3) 見通し上のキーポイント②～米国の量的金融緩和縮小を巡る金融市場の動向

アルゼンチンペソ急落を契機に、新興国の金融市場は不安定化

米国が量的金融緩和の縮小を開始した1月以降、アルゼンチンの外貨準備高減少に伴うアルゼンチンペソ急落や米国・中国の軟調な経済指標を契機に、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。アジア以外の新興国の資本構造をみると、トルコ、南アフリカ、ブラジルは経常赤字国、なかでもトルコ、南アフリカ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5表)。

米国の量的金融緩和第3弾(QE3)が開始された2012年9月以降のASEAN・インドの株式・債券市場への資本フロー(外国人投資家の株式ネット売買額及び債券保有残高の増減額)をみると、バーナンキFRB議長(当時)が量的金融緩和縮小を示唆した2013年5月までの間、タイ、マレーシアへは名目GDP比4~5%規模の資本が流入した。量的金融緩和の早期縮小観測が高まった6月以降は資本流出に転じたが、市場別にみると、タイでは株式市場からの資本流出が大きい一方、債券市場への資本流入は続いた(第6表)。また、通貨急落に見舞われたインドでは、債券市場からの資本流出が大きい一方、株式市場への資本流入は持続、インドネシアでは株式市場からの資本流出が大きい一方、債券市場への資本流入は持続しており、国・資産毎に資本フローの動きは異なっている。

1月下旬のアルゼンチンペソ急落に端を発した金融市場の混乱の影響

はアジアにも及んだものの、株・債券の下落幅は南米や中東欧と比較して限定的であった。この背景には、前述の通り、インド、インドネシアでは、金融引き締めや輸入抑制などの政策効果が浸透しつつあり、通貨急落の引き金となった経常収支の悪化に歯止めがかかりつつあることが一因と考えられる。もっとも、経常赤字構造の改善には時間がかかること、米国の「出口戦略」はスタートしたばかりであることから、アジアの資本フローは米国の金融政策を睨みながら、当面、不安定な状態が続くことが予想される。

第5表：主要新興国の資本構造関連指標

	経常収支		経常収支+直接投資		対外債務残高		外貨準備高	
	(名目GDP比、%)		(名目GDP比、%)		(GNI比、%)		(輸入、ヵ月)	
	2007年	2012年	2007年	2012年	2007年	2012年	2007年	2012年
インド	▲0.7	▲4.9	▲1.3	▲4.1	16.5	20.8	14.0	6.6
インドネシア	2.4	▲2.8	2.9	▲1.2	35.7	29.9	8.9	6.8
タイ	6.3	▲0.4	9.7	▲0.9	26.4	38.2	8.2	9.5
中国	10.1	2.3	14.1	4.7	10.6	9.2	19.2	22.0
フィリピン	4.8	2.8	4.3	3.2	39.8	24.6	6.5	14.2
ベトナム	2.1	4.3	0.4	2.6	32.0	34.3	8.8	7.5
マレーシア	▲9.0	5.8	▲0.6	10.4	33.8	44.1	4.5	2.7
トルコ	▲5.8	▲6.2	▲2.8	▲5.0	40.4	43.1	5.2	5.1
南アフリカ	▲7.0	▲5.2	▲5.7	▲4.8	25.1	36.6	4.4	5.1
ブラジル	0.1	▲2.4	2.1	0.6	17.8	19.9	17.9	19.9
アルゼンチン	2.8	0.0	4.7	2.3	47.1	26.3	12.0	7.0
ロシア	5.6	3.5	6.4	3.6	37.1	31.1	25.1	17.4

(注)色掛け部分は、2007年比で数値が著しく変化(経常収支/経常収支+直接投資:マイナス幅拡大、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。2012年のロシア対外債務残高は2011年値。
(資料)IMF、世界銀行、各国中央銀行・統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6表：ASEAN・インドの資本フロー

		①2012年9月 ～2013年5月		②2013年6月 ～2014年1月	
		(億ドル)	名目GDP 比(%)	(億ドル)	名目GDP 比(%)
インド	株	274.5	1.6	48.7	0.3
	債券	64.7	0.4	▲103.9	▲0.6
インドネシア	株	29.2	0.3	▲37.4	▲0.4
	債券	72.2	0.8	16.1	0.2
マレーシア	株	68.9	2.2	▲47.7	▲1.5
	債券	91.8	2.9	▲22.6	▲0.7
タイ	株	▲2.4	▲0.1	▲54.4	▲1.4
	債券	186.4	4.6	25.1	0.6
フィリピン	株	20.9	0.8	▲12.6	▲0.5
	債券	▲9.6	▲0.4	▲0.9	▲0.0

(注)1.『インド』は外国人機関投資家による株式及び債券のネット売買高。
『インド』以外の国は外国人投資家の株式のネット売買高及び債券保有残高の増減額。
2.株式及び債券の『名目GDP比』は全て2013年の名目GDP見込み額(IMF予測)。
(資料)Bloomberg、CEIC、各国中銀、IMF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 (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	7.7	7.2	2.6	2.6	3.3	1,931	1,886	1,709
韓国	1,130	8.0	2.0	2.8	3.4	2.2	1.3	1.7	481	707	585
台湾	474	3.3	1.5	2.1	3.5	1.9	0.8	1.6	507	574	547
香港	263	1.9	1.5	2.9	3.3	4.1	4.3	4.2	41	56	75
シンガポール	277	2.0	1.9	4.1	3.9	4.6	2.4	2.6	514	533	708
NIEs	2,143	15.1	1.8	2.8	3.5	2.7	1.7	2.1	1,543	1,870	1,915
インドネシア	879	6.2	6.3	5.8	5.6	4.0	6.4	6.3	▲244	▲285	▲172
マレーシア	305	2.2	5.6	4.7	5.4	1.7	2.1	3.3	186	117	207
タイ	366	2.6	6.5	2.9	3.1	3.0	2.2	2.5	▲15	▲28	5
フィリピン	250	1.8	6.8	7.2	6.6	3.2	3.0	3.3	71	105	94
ベトナム	156	1.1	5.3	5.4	5.4	9.1	6.6	6.9	91	77	9
ASEAN5	1,955	13.8	6.2	5.2	5.2	3.8	4.5	4.8	89	▲13	144
インド	1,842	13.0	4.5	4.6	5.5	10.2	10.0	6.4	▲882	▲447	▲500
アジア11カ国・地域	14,161	100	6.2	6.2	6.1	3.8	3.7	3.7	2,681	3,296	3,268

(注)インドは年度(4月～3月)ベース。

(竹島 慎吾、前原 佑香)

2. 中国

(1) 現状

足元の景気は減速感が強い

中国経済は減速している。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.7%となり、7-9月期の同+7.8%から小幅減速に止まったが、直近の月次指標は固定資産投資やPMIをはじめ低調な結果が多く（第8表）、春節連休中の小売売上高も前年比+13.3%と、2013年の同+14.7%から上昇率が鈍化。足元について言えば、景気減速感が強まっている。

投資主導型からの脱却は進まず

2013年通年でみると、実質GDP成長率は同+7.7%となり、2012年と同水準であった。寄与度をみると、消費が+3.9%ポイント、投資が+4.2%ポイント、純輸出が▲0.3%ポイントとなっている（2012年の寄与度は、消費が+4.2%ポイント、投資が+3.6%ポイント、純輸出が▲0.2%ポイント）。中国経済は、投資主導型経済から消費主導型への移行が課題となっているが、投資の成長への寄与度は一段と高まった（第6図）。

住宅価格は上昇率が鈍化

また、住宅価格については、直近1月に前年比+9.0%（70都市上昇率の単純平均）となった。昨年秋からの一連の住宅価格抑制策の影響もあり、上昇率は12月（同+9.2%）から幾分鈍化した。

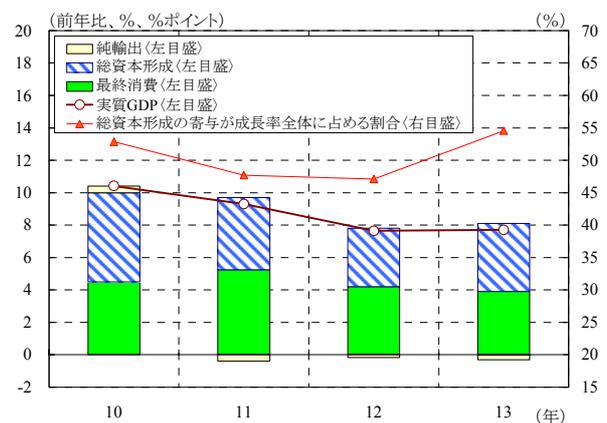
金融政策面では、「過去に比べ低めの経済成長率」と「住宅価格の高めの上昇率」が並存する環境下、金利並びに預金準備率の操作は見送られ、公開市場操作による機動的なコントロールが行われている。

第8表: 主な月次指標

	13年							14年	直近の評価
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月		
輸出(前年比、%)	5.1	7.2	▲0.3	5.6	12.7	4.3	10.6	○	
輸入(前年比、%)	10.9	7.0	7.4	7.6	5.3	8.3	10.0	○	
固定資産投資(年初末、前年比、%)	20.1	20.3	20.2	20.1	19.9	19.6	▲	△	
小売売上高(前年比、%)	13.2	13.4	13.3	13.3	13.7	13.6	▲	△	
工業生産(前年比、%)	9.7	10.4	10.2	10.3	10.0	9.7	▲	△	
製造業PMI	50.3	51.0	51.1	51.4	51.4	51.0	50.5	△	
非製造業PMI	54.1	53.9	55.4	56.3	56.0	54.6	53.4	△	
消費者物価(前年比、%)	2.7	2.6	3.1	3.2	3.0	2.5	2.5	-	
生産者物価(前年比、%)	▲2.3	▲1.6	▲1.3	▲1.5	▲1.4	▲1.4	▲1.6	-	

(注) 1. 『製造業PMI』、『非製造業PMI』は国家统计局発表の指標。
2. 色付けは、伸び率または指数が前月から低下した箇所。
(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

第6図: 寄与度別にみた実質GDP



(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

(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傾向が続く見通しである。2014年は、「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7図）。その結果、2014年の実質GDP成長率は、2013年の前年

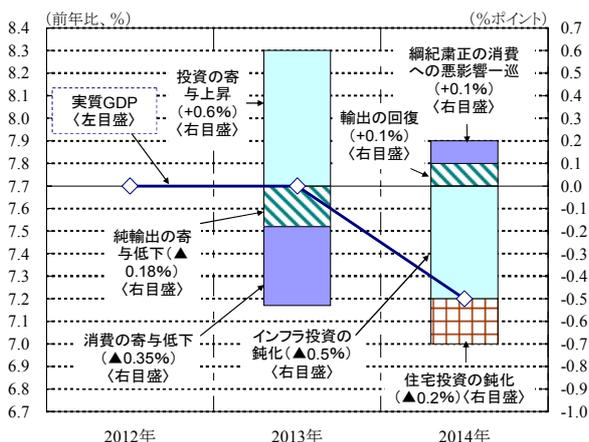
比+7.7%から同+7.2%への低下を見込む。中長期的に安定的な成長を目指すなか、“信用拡大の抑制”は最優先の政策課題である。

なお、例年、3月の全国人民代表大会（全人代）において、（中央）政府による当該年の成長率目標が発表される。構造改革を優先するため、今年の（中央）政府の成長率目標は、昨年（7.5%）から引き下げられる可能性がある。実際、1月に行われた地方全人代では、多くの地域において2014年の成長率目標が引き下げられた（第9表）。また、そもそも（中央）政府の成長率目標が発表されないことも考えられる。

下振れリスクは、金融環境の大幅悪化など

景気の一段の下振れリスクは、①国有企業・地方政府プラットフォーム向け融資・債権の不良化急増に伴う金融環境の大幅悪化、②住宅・商業用不動産価格の大幅調整、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。

第7図：実質 GDP 成長率へ影響を与える主要因



第9表：地方政府の成長率目標

順位	13年		14年				
	目標 (%)	目標 (%)	目標 (%)	目標 (%)			
1	北京市	8.0	7.5	17	山東省	9.5	9.0
2	上海市	7.5	7.5	18	甘肅省	12.0	11.0
3	天津市	12.5	11.0	19	雲南省	12.0	11.0
4	重慶市	12.0	11.0	20	吉林省	12.0	8.0
5	浙江省	8.0	8.0	21	貴州省	14.0	12.5
6	広東省	8.0	8.5	22	海南省	10.0	10.0
7	河北省	9.0	8.0	23	安徽省	10.0	9.5
8	山西省	10.0	9.0	24	陝西省	12.5	11.0
9	四川省	11.0	9.0	25	青海省	12.0	10.5
10	江西省	10.0	10.0	26	湖南省	10.0	10.0
11	湖北省	10.0	10.0	27	内モンゴル自治区	12.0	9.0
12	遼寧省	9.5	9.0	28	チベット自治区	12.0	12.0
13	河南省	10.0	9.0	29	寧夏回族自治区	11.5	10.0
14	江蘇省	10.0	9.0	30	新疆ウイグル自治区	11.0	11.0
15	黒龍江省	11.0	8.5	31	広西チワン族自治区	11.0	10.0
16	福建省	11	10.5		地方目標の単純平均	10.6	9.7

(注)『14年目標』における色付けは、『13年目標』よりも引き下げられた箇所。
(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント①～シャドーバンキングの動向

社会融資総量残高は依然高水準

見通し上のキーポイントとして、まずシャドーバンキングの動向が挙げられる。中国では、近年のシャドーバンキングの急拡大を背景に、信用が積み上がっている。社会融資総量^(注1)の残高をみると、2013年末時点で名目GDP比180%程度（銀行貸出が同119%、銀行貸出以外の広義のシャドーバンキングが同61%）と高水準である（第10表）。社会融資総量の新規実行額は、2013年10-12月期に前年比▲18%となり抑制されつつあるが、残高の名目GDP比を低下させるためには、しばらく抑制が必要となる。また、シャドーバンキングを調達手段からみた場合、問題が大きいとみられている理財商品の直近2013年9月末残高（銀行販売分）は9.92兆元。2012年末（7.10兆元）から40%増となっている（第8図）。

理財商品・信託商品で返済困難な事例が相次ぐ

このように信用が拡大してきたなか、今年に入り2つの信託商品が返済困難な状況に陥った。投資先は2件とも採炭業者であったが、石炭業界の

苦境は、①「業界での過剰生産能力の存在」、②「昨今の大气汚染への問題意識の高まりに伴う石炭から他エネルギー源へのシフト」、などを考えると今後も継続しよう。また、信託商品全体の運用先をみると、「インフラ関連」や「不動産」などのウェイトも高い(注2)。採炭業者向け信託商品の最近の事例は、氷山の一角とも言えそうだ。

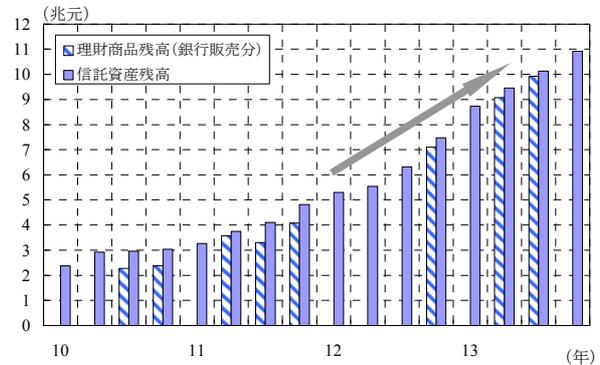
(注1) 実体経済が金融システム(銀行、証券、保険などの金融機関ならびに証券市場)から獲得した全ての資金の合計。

(注2) 信託商品の2013年末の投資先ウェイトは、「商工業」が29%、「インフラ関連」が25%、「不動産」が10%、「証券」が10%、「金融機関」が12%、「その他」が14%となっている。

第10表:社会融資総量

フロー (新規実行額)	年間累計		四半期累計									
	12年		13年		13年1Q		13年2Q		13年3Q		13年4Q	
	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比	金額	前年比
社会融資総量	15.8	23	17.3	10	6.2	59	4.0	3	3.8	▲3	3.3	▲18
銀行貸出	9.1	13	9.5	4	3.2	23	2.5	▲3	2.1	1	1.7	▲10
銀行貸出以外	6.6	39	7.8	18	3.0	129	1.5	13	1.7	▲8	1.6	▲25
委託・信託貸付	2.6	71	4.4	71	1.3	193	1.0	178	1.1	43	1.0	▲2
銀行引受手形	1.0	2	0.8	▲26	0.7	189	▲0.2	▲141	0.1	▲22	0.1	▲52
社債	2.3	65	1.8	▲20	0.8	91	0.5	6	0.3	▲57	0.3	▲61
その他	0.8	▲14	0.8	10	0.2	▲9	0.2	24	0.2	▲4	0.2	31

第8図:理財商品(銀行販売分)と信託資産の残高



(注)『理財商品残高』は、12年12月末以降が中国銀行業管理監督委員会、中国銀行業協会集計値、それ以前が中国人民銀行集計値。
(資料) 中国人民銀行、中国銀行業管理監督委員会、中国銀行業協会、中国信託業協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(注)1.『社会融資総量残高』は、02年以降の新規実行額の累計を残高と見做すことで算出。
2. 四半期末の『名目GDP比』は、期間案分した名目GDPを用いて算出。
(資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

北京市、上海市、黒竜江省などで銀行貸出以外の割合が高め

なお、地方政府毎に2013年の社会融資総量(新規実行額)をみると、銀行貸出以外の割合が高めである地方として、北京市、上海市、黒竜江省、雲南省、山東省、湖北省などが挙げられる(第11表)。また、社会融資総量の名目GDP比が大きい地方として、北京市、青海省、貴州省、甘肅省、上海市、重慶市などが挙げられる。

第11表:地方政府別にみた社会融資総量(2013年の新規実行額)

順位	省/市/自治区	社会融資総量(2013年の新規実行額)						名目GDP比	銀行貸出以外の割合
		銀行貸出	委託信託貸付	銀行引受手形	社債	その他	銀行貸出以外の割合		
1	北京市	12,556	4,798	2,838	257	4,246	64%	62%	
2	上海市	7,964	3,444	3,667	26	494	33%	57%	
3	黒竜江省	3,333	1,518	1,527	▲32	167	15%	54%	
4	雲南省	4,268	1,955	1,721	62	280	36%	54%	
5	山東省	10,838	5,023	2,264	2,036	1,128	38%	20%	
6	湖北省	6,114	2,866	1,877	529	517	32%	53%	
7	重慶市	5,031	2,405	1,311	346	528	44%	52%	
8	河北省	6,247	3,047	1,656	720	349	47%	51%	
9	山西省	3,701	1,811	879	148	678	18%	51%	
10	天津市	4,910	2,465	1,081	397	802	16%	50%	
11	福建省	6,923	3,484	2,584	64	532	25%	50%	
12	貴州省	3,541	1,801	971	525	178	66%	49%	
13	江西省	3,898	1,987	1,300	147	282	18%	49%	
14	青海省	1,229	646	378	26	153	26%	47%	
15	チベット自治区	773	412	336	12	▲20	33%	47%	
16	河南省	5,691	3,155	846	512	861	18%	45%	
17	陝西省	4,254	2,405	945	245	485	17%	43%	
18	四川省	7,137	4,125	2,142	▲275	510	35%	42%	
19	安徽省	4,969	2,876	1,158	27	358	27%	42%	
20	湖南省	4,165	2,459	553	362	526	26%	41%	
21	江蘇省	12,070	7,143	2,383	432	1,624	20%	41%	
22	内蒙古自治区	2,730	1,644	646	▲124	288	28%	40%	
23	遼寧省	5,654	3,419	766	612	564	23%	40%	
24	広西チワン族自治区	2,801	1,725	543	60	256	21%	38%	
25	広東省	13,826	8,516	2,846	1,106	599	22%	38%	
26	甘肅省	2,617	1,621	264	289	225	42%	38%	
27	海南省	1,084	752	131	72	97	32%	31%	
28	浙江省	8,345	5,793	2,089	▲1,090	871	68%	22%	
29	新疆ウイグル自治区	2,854	1,996	195	94	332	23%	34%	
30	吉林省	2,172	1,529	341	10	117	17%	30%	
31	寧夏回族自治区	664	574	67	▲32	16	39%	26%	
	合計	162,359	87,394	40,305	7,813	18,043	8,804		

(資料) 中国人民銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 見通し上のキーポイント②～地方政府債務の拡大

地方政府債務は引き続き問題が多い状況

次のキーポイントとして、シャドバンキングと密接に関わる地方政府債務が挙げられる。中国政府が昨年末に公表した地方政府債務の監査結果では、地方政府債務残高の顕著な増加に加えて、①調達手段に占める銀行貸出割合の低下、②借り手に占める融資プラットフォーム割合の上昇、③返済期限の短期化、など引き続き問題の多い状況が確認された(第12表)。

地方政府の返済能力は不安定

地方政府の収入(≒債務返済能力、偶発債務などの負担余地)については、財政収入が絶対的に不足しているなか(注3)、土地譲渡金収入が近年重要な役割を担っている。土地譲渡金収入は、2013年に前年比+44.7%の4.1兆元へ回復した模様である(第9図)。しかしながら、今後「住宅市場の鈍化」や「土地改革の進展」が見込まれるため、土地譲渡金収入の回復持続性は不透明だ。地方政府債務の拡大を抑制しつつ、改革を通じて地方政府債務の安定性・健全性を早急に高める必要があり、動向が注目される。

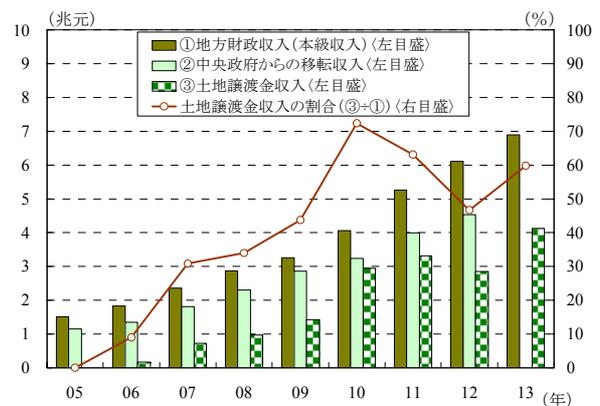
(注3) 2013年の財政収入は、前年比+12.9%の6.9兆元。

第12表: 地方政府債務の状況

指標	①10年12月末	②13年6月末	変化(①→②)	備考
地方政府債務残高	10.7兆元	17.9兆元	+7.2兆元	2年半で67%増加
うち直接債務	6.7兆元	10.9兆元	+4.2兆元	大幅増加
うち債務保証	2.3兆元	2.7兆元	+0.4兆元	横這い
うち偶発債務(その他債務)	1.7兆元	4.3兆元	+2.6兆元	大幅増加
地方政府債務残高(名目GDP比)	26.6%	33.0%	+6.4%ポイント	比率も大幅上昇
【借り手別】融資プラットフォームの割合	46%	39%	▲7%ポイント	規制強化などから低下も、依然高め
【調達手段別】銀行貸出の割合	79%	57%	▲22%ポイント	シャドバンキング経路が増加
【用途別】都市建設の割合	37%	35%	▲2%ポイント	著変無し
【返済期限別】平均残存期間	36ヵ月	24ヵ月	▲12ヵ月	短期化が進む

(注)『平均残存期間』の算出に際しては、返済期限が年単位でしか公表されていないため、年央が平均残存期間と仮定して算出。最も期間が長い分類である“～年以降”については、“～年”と見做して算出。(資料)中国審計署資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図: 地方政府収入



(注)13年は、地方財政収入と土地譲渡金収入の数値のみ。(資料)中国財政部統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

債務残高(名目GDP比)は貴州省などで高め

なお、地方政府別に債務残高(2013年6月末時点)をみると、債務規模は江蘇省が最大で1.5兆元程度(地方政府債務全体の8%程度)。次いで、広東省、四川省、上海市となっている(第13表)。債務残高(名目GDP比)では、貴州省、重慶市、雲南省、青海省などが50%超とやや高めである一方、山東省、広東省、河南省、浙江省などは比率が低めである。

第 13 表：地方政府別にみた債務残高(2013 年 6 月末時点)

(債務:億元、名目GDP比:%)

	総債務	債務の種類			総債務 の名目 GDP比		総債務	債務の種類			総債務 の名目 GDP比
		直接 債務	債務 保証	偶発 債務				直接 債務	債務 保証	偶発 債務	
1 江蘇省	14,769	7,636	977	6,156	25	16 河南省	5,542	3,528	274	1,740	17
2 広東省	10,166	6,932	1,021	2,213	16	17 安徽省	5,297	3,077	601	1,619	28
3 四川省	9,230	6,531	1,651	1,048	36	18 天津市	4,834	2,264	1,481	1,089	34
4 上海市	8,455	5,194	532	2,729	44	19 内蒙古自治区	4,542	3,392	867	283	27
5 湖南省	7,737	3,478	733	3,526	32	20 福建省	4,382	2,454	244	1,684	20
6 湖北省	7,681	5,151	777	1,753	31	21 広西チワン族自治区	4,330	2,071	1,231	1,028	31
7 遼寧省	7,590	5,663	1,258	669	31	22 吉林省	4,248	2,581	973	694	33
8 北京市	7,554	6,506	152	896	39	23 山西省	4,179	1,521	2,334	324	32
9 河北省	7,514	3,962	949	2,603	27	24 江西省	3,932	2,426	833	673	27
10 重慶市	7,360	3,575	2,300	1,485	58	25 黒竜江省	3,588	2,042	1,050	496	24
11 山東省	7,108	4,499	1,219	1,390	13	26 甘肅省	2,962	1,221	423	1,318	47
12 浙江省	6,928	5,088	327	1,513	18	27 新疆ウイグル自治区	2,746	1,642	808	296	32
13 貴州省	6,322	4,623	974	725	79	28 海南省	1,410	1,050	225	135	45
14 陝西省	6,094	2,733	948	2,413	38	29 青海省	1,058	745	161	152	50
15 雲南省	5,954	3,824	439	1,691	51	30 寧夏回族自治区	791	502	181	108	30
						合計	174,303	105,911	25,943	42,449	-

(資料) Reuters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③～不安定な金融市場動向

短期金融市場は不安定な状態が続く見込み

短期金利は、昨年 6 月に急騰した後、12 月、1 月も上昇する展開となった。信用抑制を企図した中央銀行の引き締めの金融調整を受け、短期金融市場は今後も不安定な状態が続く見込みである。中央銀行は、2 月 18 日に 8 ヶ月ぶりのレポ（資金吸収）オペを実施しており、引き締めのスタンスを今後一段と強める可能性もある（第 14 表）。引き締めの金融調整は望ましい動きであるが、理財・信託商品のデフォルト懸念なども燦るなか、中央銀行のコントロール範囲を超えて金融市場が不安定化しないか、注視が必要となろう。

なお、短期金利の代表的な指標である 7 日物レポ金利は、超過準備率から判断すると、3～4%程度が妥当な水準とみられる（第 10 図）。

長期金利は上昇傾向が続く

長期金利については、金利自由化の加速観測を受け、昨年 7 月後半以降、上昇基調が続いている。長期金利が上昇するなか、政策銀行・商業銀行債、地方企業債、メディアム・ターム・ノート（MTN）などの発行金利も上昇傾向となっている（民間の資金調達環境も悪化）。今後も、「金利自由化の進展」や「不安定な短期金利」を受け、長期金利の緩やかな上昇が予想される。中国の長期金利は、名目 GDP 成長率に比して大幅に低い水準であり、上昇余地は大きそうだ。

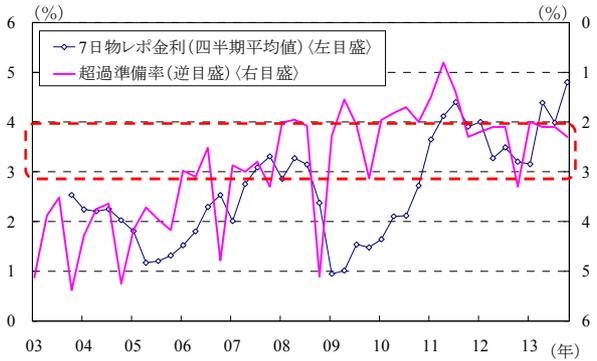
第 14 表：中央銀行による金融調節(オペ)

(億元、中央銀行による資金吸収はマイナス表示、資金供給はプラス表示)

	リバースレポ		レポ		手形売却		吸収計 (①)	供給計 (②)	ネット (①+②)
	開始 (供給)	終了 (吸収)	開始 (吸収)	終了 (供給)	開始 (吸収)	終了 (供給)			
13年1月	4,840	▲ 7,840	0	0	0	0	▲ 7,840	4,840	▲ 3,000
2月	8,600	▲ 10,580	▲ 550	0	0	0	▲ 11,130	8,600	▲ 2,530
3月	0	0	▲ 1,980	450	0	0	▲ 1,980	450	▲ 1,530
4月	0	0	▲ 2,650	2,280	0	1,050	▲ 2,650	3,330	680
5月	0	0	▲ 2,230	2,450	▲ 920	2,300	▲ 3,150	4,750	1,600
6月	0	0	▲ 240	2,230	▲ 220	1,280	▲ 460	3,510	3,050
7月	510	0	0	240	▲ 1,838	2,670	▲ 1,838	3,420	1,582
8月	2,010	▲ 1,530	0	0	▲ 1,270	2,580	▲ 2,800	4,590	1,790
9月	2,060	▲ 2,250	0	0	▲ 900	1,270	▲ 3,150	3,330	180
10月	1,520	▲ 2,030	0	0	▲ 114	220	▲ 2,144	1,740	▲ 404
11月	1,360	▲ 810	0	0	▲ 100	110	▲ 910	1,470	560
12月	470	▲ 1,310	0	0	0	0	▲ 1,310	470	▲ 840
14年1月	2,250	▲ 750	0	0	0	0	▲ 750	2,250	1,500
2月	0	▲ 1,500	▲ 1,080	0	0	0	▲ 2,580	0	▲ 2,580

(注) 1. 週単位のデータを用いて、月単位に集計。週初が属する月に、当該週のデータを分類。
 2. 『14年2月』は、2月20日までの数値。
 (資料) Reutersより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：7 日物レポ金利と超過準備率の関係



(注) 『超過準備率』は、金融機関による中央銀行への超過準備額を、金融機関の預金額で除した数値。
 (資料) 中国人民銀行統計、国際決済銀行資料、Bloomberg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④～改革の進展状況

改革に向けた進展はまずまず

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、昨年 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）において、15 分野で 60 項目の改革案が採択された。

三中全会以降、土地改革・戸籍改革・地方債務・金利自由化・「一人っ子政策」緩和などの分野で、改革実現に向けた動きが進展している（第 15 表）。三中全会からは浅いが、現状の進展度合いはまずまずであり、政権内での改革機運は維持されている模様だ。

「一人っ子政策」緩和は、出生数を年 100 万人程度押し上げへ

打ち出された改革のなかで、「一人っ子政策」の緩和は、他の政策に先駆け、地方政府毎に実施に移されつつある。今般の「一人っ子政策」緩和の内容は、夫婦どちらかが一人っ子であれば、第二子出産を認めるものだ（注 4）。中国の近年の出生率低下には、「一人っ子政策」以外の影響も大きいとみられ、緩和策対象者による第二子出産割合は大幅とはならないであろう。今回の緩和措置による出生数増加は、向こう 3 年間で年 100 万人程度と試算され、現在の年間出生数（16 百万人）を 6% 程度押し上げることとなる（第 16 表）。中長期的な人口動態の見通しを、大きく変えるまでには至らなそうだ。

(注 4) 夫婦双方が一人っ子の場合に第二子出産を認める緩和措置は、2002 から 2011 年にかけて実施済み。

(栗原 浩史)

第 15 表:三中全会で決定された改革の進展状況

決定事項	実現 難易度	進展状況	
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、共同拠出を認める) 土地売却収入の分配制度を確立	高 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	(12月)第一回都市化工作会議を開催、都市化推進の原則を公表	
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	(12月)債務調査結果公表、(1月)農村部の土地使用权を担保にした借入れを認める試験的プログラムを年内に慎重に実行
	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	-
	不動産税の推進	高	-
国有企業	高 中	- 大手石油会社が民間資本受入を決定	
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	-
	金利自由化の加速	低	(11月)貸出金利の新たなベンチマークを導入、(12月)CDを解禁
その他	民間による金融機関設立容認	低	-
	価格統制の緩和(水、石油、天然ガス、電気、輸送、通信等)	中	-
	低	(12月)全人代で決定、(1月以降)地方毎に順次緩和を実施中	

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 表:「一人っ子政策」緩和の影響

緩和の対象	(人)	備考	
人口	1,354,040,000	12年時点	
女性の人口	660,090,000	12年時点	
35-39歳の女性の人口	57,427,830	一人っ子政策は79年から開始されたため、34歳以下は基本的に一人っ子。一人っ子同士の夫婦による第二子出産は既に許容済み。よって、今回の措置の主な対象は35-39歳。全人口に占める35-39歳の割合は8.7%(10年時点)。	
35-39歳の都市部の女性の人口	19,640,318	農村部は緩和が進んでおり、今回の措置による出生数の増加は限定的。都市部人口の算出では、戸籍ベースの比率(10年時点で34.2%)を使用。	
今回の緩和の対象人数	9,820,159	35-39歳の都市部女性のうち、既婚且つ夫婦のどちらかが一人っ子の割合を、50%と想定	
	対象女性のうち、 第二子出産を行う割合	出生増加数(人)	3年に渡る場合の年平均 出生増加数(人)
ケース1	30%	2,946,048	982,015
ケース2	50%	4,910,079	1,636,693
ケース3	70%	6,874,111	2,291,370
	(参考)最近の年間出生数		16,000,000

(資料)中国国家統計局統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. NIEs

(1) 韓国

景気は回復基調が
強まる

韓国経済は回復基調が強まっている。10-12月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.9%と4四半期連続で加速した(第11図)。雇用や所得の改善を背景に民間消費(同+2.4%)が底堅く推移したほか、建設投資や設備投資などの固定資本形成(同+8.8%)が加速するなど、輸出の回復が内需にも波及しつつある。

2014年にかけても
回復基調は持続

今後の韓国経済を展望すると、内外需の持ち直しが続き、2014年の実質 GDP 成長率は前年(前年比+2.8%)から同+3.4%へ加速すると予想する。輸出は、先進国景気の持ち直しを背景に米国やEU向けなどを中心に増加ペースが高まることを見込まれる。輸出を起点とした回復が内需に波及し、民間消費も引き続き底堅い推移となろう。物価が低位安定するなか、雇用者数(2013年:前年比+1.6%)や実質所得(同+1.1%)の増加が続くことが期待できる。雇用環境の改善は、朴政権の政策の柱の一つであり、2014年予算でも雇用関連支出は社会福祉を含め全体の約3割を占めている。雇用創出企業への支援や行政による雇用ミスマッチ解消などの取り組みにより、2014年は前年の38万人を上回る45万人の雇用を創出し、一人当たり所得の拡大を目指す方針である(第17表)。

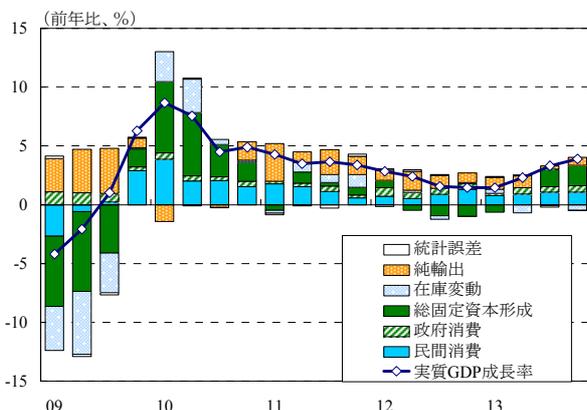
雇用環境の改善が
持続

韓国経済のリスクは、輸出全体の26.1%(2013年)を占める中国経済の変調や米国の量的金融緩和縮小に伴う金融市場の不安定化である。また、家計債務負担の増大による消費下押しリスクにも引き続き目配りする必要がある。足元の家計債務残高は可処分所得比86%と上昇ペースは鈍化しているものの依然高水準にある。米国の金融政策を巡り、長期金利が一段と上昇する局面では利払い負担が高まる点には留意が必要である。

高水準の家計債務
にも引き続き留意

(前原 佑香)

第11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17表: 韓国の2014年予算と雇用創出目標

	2013年	2014年	
	(兆ウォン)	(兆ウォン)	シェア (%)
総歳出 (名目GDP比)	342.0 (26.9)	355.8 (28.0)	-
保健・社会福祉・雇用	97.4	106.4	29.9
一般行政	55.8	57.2	16.1
教育	49.8	50.7	14.2
国防	34.3	35.7	10.0
インフラ	24.3	23.7	6.7
農林・水産・食品	18.4	18.7	5.3
R&D	16.9	17.7	5.0
公安	15.0	15.8	4.4
産業・中小企業・エネルギー	15.5	15.4	4.3
環境	6.3	6.5	1.8
文化・スポーツ・観光	5.0	5.4	1.5
外交・統一	4.1	4.2	1.2

目標	
2014年	2013年 (参考)
創出雇用者数	45万人 38万人
就業率(15-64歳)	65.2% 64.4%

(注) 名目GDPは、2012年実績。

(資料) 韓国企画財政部資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

緩やかな回復が続く

台湾経済は緩やかな回復が続いている。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+2.9%と7-9月期(同+1.3%)から加速した(第12図)。個人消費が同+3.3%と2011年7-9月期以来の高めの伸びとなり、設備投資も同+8.9%と2011年1-3月期以来の高い伸びとなった。輸出も同+4.0%と7-9月期(同+1.7%)から回復。ただし、輸入が同+6.1%へ加速した結果、純輸出の寄与は▲0.2%ポイントとなっている。

その後の月次指標は、1月の製造業PMIが55.5と2011年4月以来の高水準となり、回復ペースが加速している模様である。なお、1月の輸出は前年比▲5.3%、輸出受注は同▲2.8%と低調であったが、春節に伴う統計の歪みが影響している可能性が高そうだ。

輸出を起点に成長ペースは高まる見通し

今後の台湾経済は成長ペースがやや高まろう。2014年の実質GDP成長率は、2013年の前年比+2.1%から同+3.5%への加速を見込む。牽引役の輸出は、減速が続く中国向けの動向は不透明ながら、底打ちした欧州向け、景気回復が続く米国向けともに、2014年はプラス転換が見込めよう(第13図)。欧米先進国を中心とした世界経済の回復は、高付加価値品の輸出ウェイトが高い台湾にとっては、好ましい形だ。台湾経済は、典型的な輸出主導型であり、内需も遅行して底堅さを増すとみられる。加えて、昨年8月に始動した自由経済モデル区の第二段階実施(面積の増加や適用範囲の拡大など)も民間投資を後押ししよう。

TPP 加盟へ向け交渉を加速

なお、台湾は最近になりFTA網を強化しているが、米国を中心とした環太平洋経済連携協定(TPP)加盟へ向けても、調整を加速し始めた。一方、2月には中国と当局間の直接対話メカニズムを作ることで合意。米国・中国両国と距離を縮めており、今後の動向が注目される。

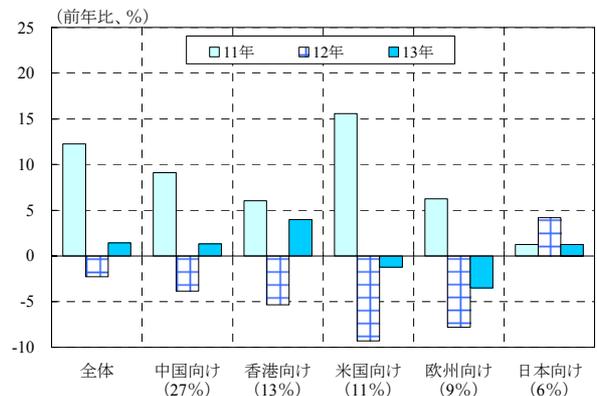
(栗原 浩史)

第12図:台湾の実質GDP成長率



(資料)台湾行政院主計処統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図:相手先別にみた台湾の輸出



(注)括弧内の数値は、輸出に占める各国・地域の13年のウェイト。
(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

(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。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+3.0%となり、7-9 月期（同+2.8%）から小幅加速した（第 14 図）。内訳をみると、財輸出が同+5.8%、サービス輸出が同+4.9%と減速した一方、個人消費が同+3.2%、総固定資本形成が同+5.3%と加速した。その後、1月のPMIは52.7（12月51.2）と23ヵ月ぶりの高水準となっており、足元でも緩やかな景気回復が続いている模様だ。

なお、2013 年通年の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%となり、2012 年（+1.5%）からは大幅に回復した。

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、不動産市場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。2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+3.3%を予想する。外需は、成長率低下が見込まれる中国向けで力強い伸びは期待しづらいが、米国や欧州向けが持ち直そう。

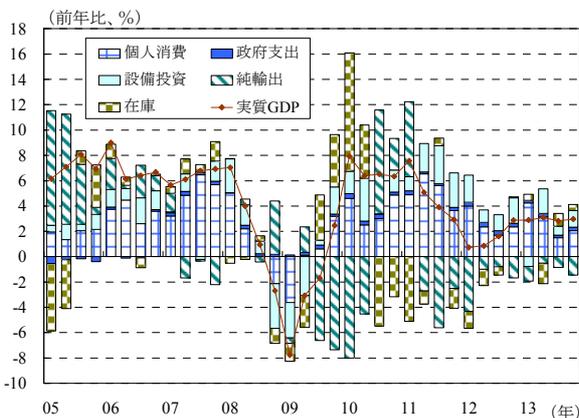
不動産価格の動向が焦点

見通し上のポイントは不動産価格であり、景気の最大の下振れリスクも不動産価格の大幅調整であろう。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、2008 年以降 200% 程度上昇している（注 5）。このところの住宅価格は、昨年 2 月の前年比 +30.6% をピークに伸びが鈍化し、直近 12 月は同+7.7%となった。都市部住宅販売件数や非居住建物販売件数は低迷しており、住宅価格の上昇率鈍化は当面続く可能性が高い（第 15 図）。米国の金融出口戦略は緩やかに止まり、住宅価格の大幅調整回避を見込むが、不確実性は高い。

（注 5）住宅価格の可処分所得倍率も高水準となっている結果、香港政府は中低所得層向け住宅供給の拡大が課題となっている。

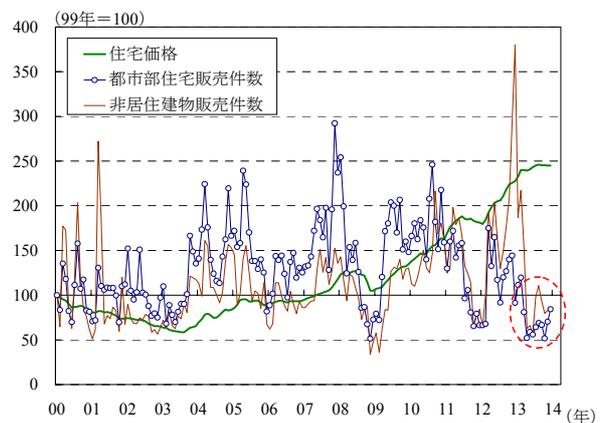
（栗原 浩史）

第 14 図：香港の実質 GDP の推移



（資料）香港統計局統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：香港の住宅価格と販売件数の推移



（資料）香港評価局、法務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

輸出拡大を主因に
景気は回復基調を
維持

シンガポール経済は回復基調が続いている。10-12月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.5%と前期の同+5.8%からは幾分低下したものの、高い伸びが続いた。需要項目別にみると、個人消費と投資は冴えなかったものの、政府支出が大幅増となったほか、輸出の拡大が支えとなった(第16図)。業種別にはエレクトロニクスや輸送エンジニアリングを中心に製造業が同+7.0%と2年ぶりの高い伸びを示したほか、サービス業も卸・小売業や金融保険業に牽引されて底堅い伸びを示した。

グローバル貿易の
拡大を受けて 2014
年も底堅い成長に

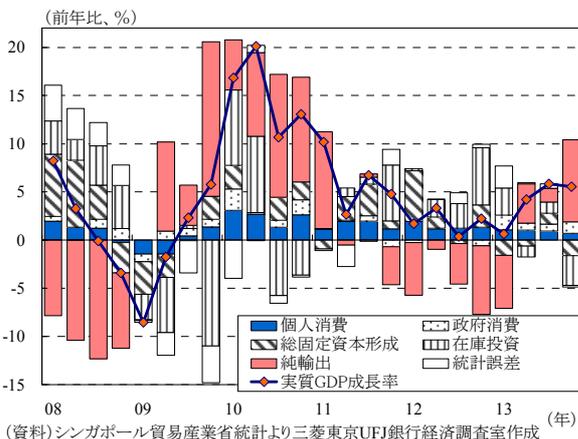
先行き、輸出は中国经济減速の影響がある一方、先進国向けを中心として緩やかながら増加ペースが拡大していくとみられる。近年、主要輸出産業であるエレクトロニクスでは通貨高や世界的な需要構造の変化を背景に輸出競争力の低下が指摘されてきた。一方、このところ国内輸出(輸出全体から再輸出を差し引いた部分)と比べて、再輸出の伸びが高めに推移している(第17図)。グローバル貿易が緩やかながらも回復する局面においては、シンガポールは東南アジアの貿易ハブとして製造業のみならず、運輸業や卸売業を通じてメリットを享受できる経済構造にある点が窺える。また、内需に関しては、引き続きタイトな労働需給が賃金上昇を通じて消費を下支えする見込みだ。結果として、2014年の成長率は前年比+3.9%と前年の同+4.1%と同程度の底堅い成長を維持する見通しである。

コア物価には上昇
圧力残るが、住宅・
運輸の伸び鈍化を
受けて物価は安定
推移

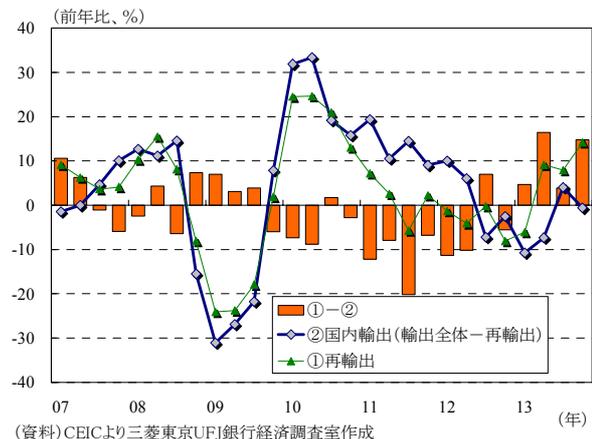
物価については、これまでインフレ率の押し上げ要因となってきた住宅や運輸の伸び率鈍化を背景に安定推移している。特に、住宅に関しては政府の需要抑制策の影響で民間住宅の取引件数は減少が続き、民間住宅価格は約2年ぶりに下落に転じている。賃金上昇を背景にコア物価には引き続き上昇圧力が残ろうが、2014年を通じて物価全体は落ち着いた動きが続くと予想する。

(シンガポール駐在 中村 逸人)

第16図：シンガポールの実質 GDP 成長率



第17図：シンガポールの国内輸出と再輸出



4. ASEAN

(1) インドネシア

内需が減速

インドネシアでは内需が減速している。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.7%と前期(同+5.6%)並みとなったが、内需は個人消費は同+5.3%、総固定資本形成は同+4.4%といずれも前期から伸びが低下した(第18図)。この結果、2013年通年の実質GDP成長率は前年比+5.8%と4年ぶりに6%を下回った。一方、世界経済が緩やかに回復するなか、ルピア安や資源価格の下落幅縮小、1月からの未加工鉱物の輸出規制開始前の駆け込みも加わり輸出が拡大する一方、内需減速を背景に輸入が減少したことから、貿易収支は10月以降プラスに転じている(第19図)。経常収支も10-12月期には名目GDP比▲2.0%(7-9月期は同▲3.9%)まで赤字幅が縮小。対外収支の改善を受けて、足元のルピア相場や債券市場、対内証券投資フローは一旦安定を取り戻している。

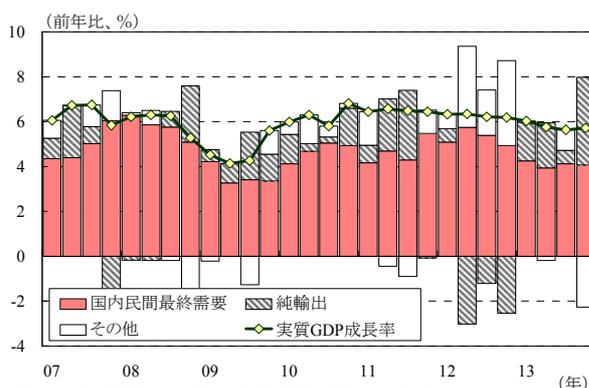
対外収支は改善傾向が継続

年前半の内需減速が影響し、2014年も成長ペースは鈍化

今後の景気展開は、年前半にかけて金利高やインフレ率の高止まりを受けて内需の減速が続く見込みである。年後半には、昨年5月の燃料価格引き上げと同時期から急進したルピア安の影響が一巡、内需は回復に転じるとみられるが、年前半の落ち込みを補いきれず、2014年通年の成長率は前年比+5.6%と一段の鈍化を予想する。リスクは米金融緩和縮小の悪影響が金融市場を通して予想以上に表れる場合であろう。足元では通貨安に伴う交易条件の改善とインフレ及び利上げによる内需減速が対外収支の改善に繋がっているが、4月の総選挙を控え、財政支出や家計への所得移転が拡大し、内需の勢いが再び強まる可能性も十分にある。新興国不安が燻り続けるなか、対外収支改善の停滞は資金フローの弱まりに直結する虞がある。引き続き、景気は下方リスクを見ておいた方が良さそうだ。

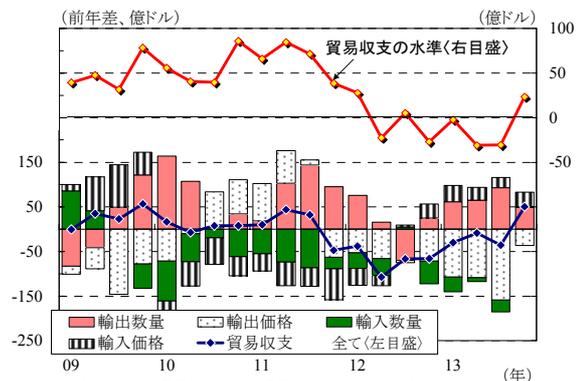
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第18図：インドネシアの実質GDP成長率



(注)1.『国内民間最終需要』は個人消費と総固定資本形成。
2.『その他』は在庫投資、政府消費、統計誤差。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：インドネシアの貿易収支



(注)輸出と輸入の数量及び価格は貿易収支の前年差に対する寄与。従って、プラスは輸出(輸入)数量・価格の増加、上昇(減少、低下)を示す。
(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

内需の勢いが幾分鈍化

マレーシア経済は輸出が回復する一方、内需の勢いが幾分鈍化している。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.1%と前期(同+5.0%)から小幅加速したが、中身を見ると、輸出が拡大した一方、消費及び総固定資本形成は減速した(第20図)。昨年末にかけてのガソリン・砂糖の補助金削減・撤廃に伴いインフレが加速したことに加え(第21図)、今年1月に実施された電力料金引き上げを控え企業・家計マインドが冷え込んだことが影響した。なお、2013年通年の成長率は同+4.7%と4年ぶりに5%を割り込んだ。

輸出回復とインフラ投資の拡大により景気の持ち直しが続

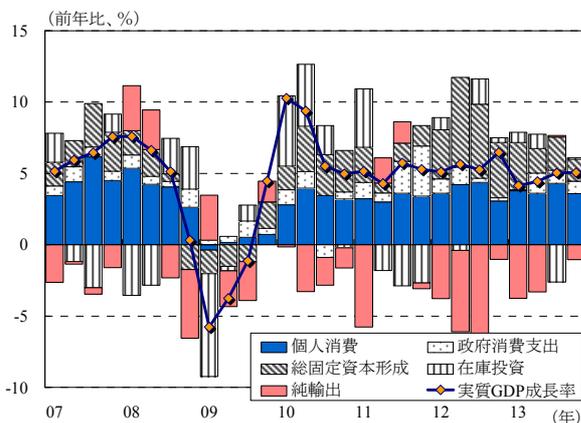
先行き、輸出は中国经济減速の影響でかつてほどの高い伸びは期待できないが、先進国向けを中心とした復調により緩やかに加速していきだろう。他方、内需はインフレが懸念材料となるものの、経済変革プログラムに伴うインフラ投資が民間投資を喚起すると予想されるほか、雇用・所得環境の安定も消費を下支えするとみられる。このため、2014年の実質GDP成長率は同+5.4%と前年の同+4.7%から加速する見通しである。

新興国を取り巻く資本フローが不安定ななか、財政再建の停滞がリスク

昨年7月、大手格付け機関フィッチが外貨建て長期債格付け見通しをネガティブに引き下げて以降、政府は燃料補助金削減や砂糖補助金撤廃などの財政再建を進めてきた。一方、これらがもたらしたインフレ圧力によって、ナジブ首相の支持率は昨年12月の世論調査で52%と前回8月調査から10%ポイントも低下するなど、国民の政府への反発は強まっている。こうしたなか、政府は生活必需品値下げキャンペーンの実施や高速道路料金の値上げを見送る等、家計負担を軽減する施策を打ち出している。新興国を取り巻く資本フローが不安定さを残すなか、海外投資家は投資対象国のファンダメンタルズを厳しく選別しており、財政再建の停滞がマレーシア経済のリスクとなりうる。

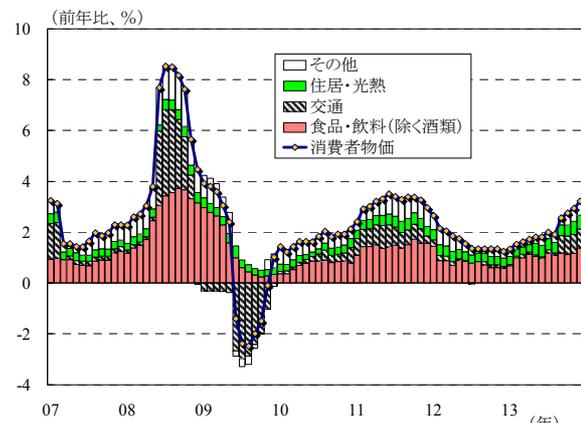
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第20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21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

政策効果の剥落にデモの影響も加わり景気は失速

タイ経済は失速している。10-12月期の実質GDP成長率は前年比+0.6%と大洪水直後の2012年1-3月期以来の低い伸びとなった。2012年末に期限切れとなった自動車購入支援策の反動減により民間消費（同▲1.2%）が前年割れとなったことに加え、固定資本形成（同▲6.5%）の低迷も全体を押し下げた（第22図）。更に、昨年11月以降続いているデモの影響で、予算の執行率が低下したため、政府支出の伸びも大幅に鈍化した。

政局混迷の影響で2014年も低調が続く見込み

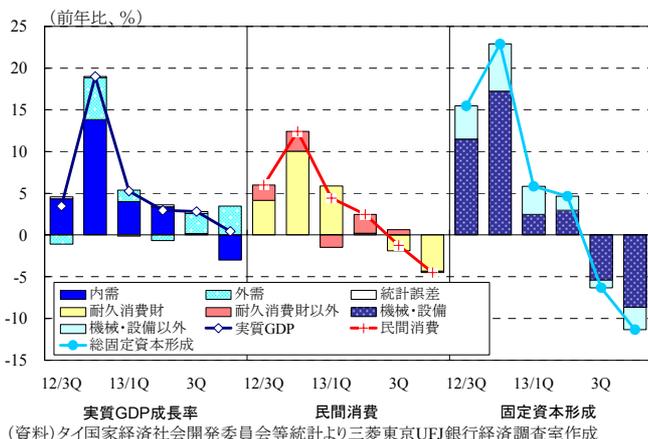
2014年のタイ経済を展望すると、政局混迷の影響で低調が続く見込みである。2014年の実質GDP成長率は前年比+3.1%と2013年（同+2.9%）並に止まると予想する。自動車購入支援策の反動減による民間消費の低迷が年央まで続くと思われるほか、長期化の様相を呈している政局混迷が以下の3つの経路を通じて景気を下押しと見込むためである。政局混迷は、①マインドの悪化を通じた消費の低迷、②外国人観光客の減少によるサービス輸出の減少、③大規模の運輸・治水インフラプロジェクト等の公共投資の執行遅延に伴う投資の減速・政府支出の遅延、などを通じ2014年の実質GDP成長率を1.2%ポイント程度下押し可能性が大きい（第23図）。一方で、輸出は緩やかに拡大するとみる。輸出は、2012年から2013年初にかけて海外景気の弱さを背景に伸び悩みをみせたが、2014年は先進国向けを中心に回復が見込まれる。

政局混迷により2014年の成長率を1.2%ポイント下押し

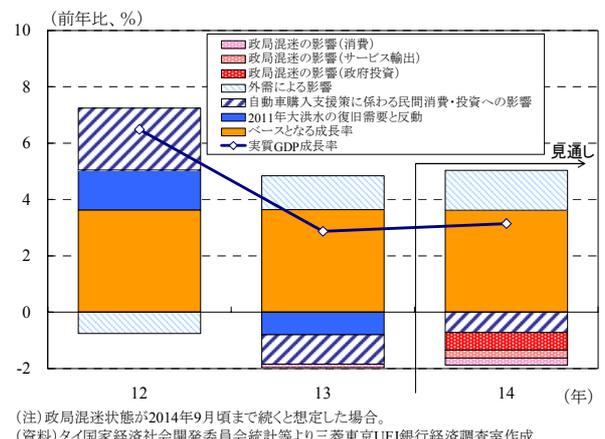
タイ中銀は、懸案の家計債務の拡大ペースが鈍化したことや政局混迷による景気への悪影響を受け、11月に政策金利を0.25%ポイント引き下げたが、その後は様子見の姿勢を維持している。もっとも、政局の混迷を背景に景気浮揚のための財政政策の施行が難しいなか、景気が一段と減速する局面では追加利下げに踏み切る可能性があるだろう。

（前原 佑香）

第22図：タイの実質GDP成長率



第23図：タイの実質GDPに対する各要因の影響



(4) フィリピン

内需主導で高成長を維持

フィリピン経済は内需主導で高成長が続いている。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.5%と高い伸びを維持した（第 24 図）。大型台風の影響や政府支出の抑制から減速が予想されていたものの、個人消費（同+5.6%）や設備投資を中心とした固定資本形成（同+7.0%）が成長を下支えしたほか、予想されていた政府支出の減少幅は限定的に止まった。この結果、2013 年の実質 GDP 成長率は前年比+7.2%と前年（同+6.8%）から加速し、政府目標（同+6~7%）を上回った。

2014 年も 6%台の高成長が続く見込み

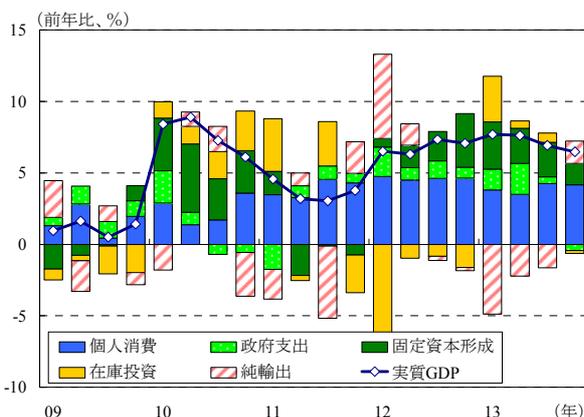
2014 年のフィリピン経済は、投資の拡大や底堅い個人消費に支えられ、実質 GDP 成長率は同+6.6%の高成長が続くと予想する。実質最低賃金の上昇が続いていることや高賃金職種（専門職・技術職等）の雇用者比率が高まっていること（第 25 図）に加え、海外景気の回復を受け海外労働者送金の増加が見込まれることなどから、個人消費は引き続き底堅い伸びが期待できる。また、海外からの直接投資の拡大が続くことも成長を支えよう。ASEAN の労働需給が逼迫するなか、フィリピンは雇用確保が比較的容易であることに加え、近年、フィリピン経済区庁（PEZA）が投資環境の改善に取り組んだ結果、2013 年 1-9 月期の投資認可額は前年比+114.8%と大幅な伸びを記録した。また、好況を背景に国内企業の投資意欲も高まっており、内外からの投資増を通じて成長を下支えしよう。

消費・投資の拡大が成長を下支え

内需主導の高成長が続くなかでも、物価は中央銀行の目標レンジ（前年比+3%~5%）内で推移している。2013 年 12 月以降は、11 月に襲来した大型台風の影響で、食料品を中心に価格の上昇がみられるものの、安定的な経常黒字を背景に大幅な通貨安には陥っておらず、物価への影響は限定的とみられる。物価・為替が安定するなか、中銀は、当面の政策金利を据え置く公算が大きい。

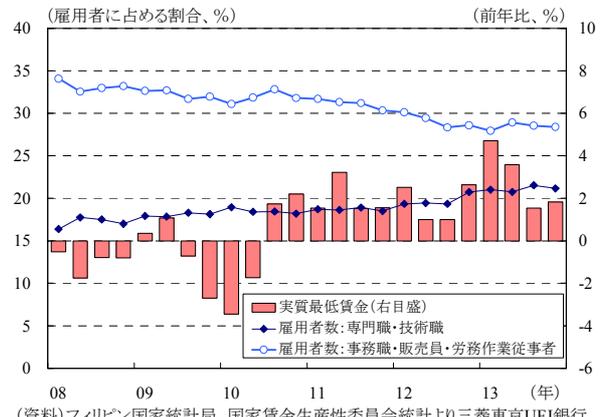
（前原 佑香）

第 24 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 25 図: フィリピンの実質最低賃金と雇用者数



（資料）フィリピン国家統計局、国家賃金生産性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

景気は内需を中心に低迷が継続、対外収支は改善傾向を維持

インド経済は引き続き低迷している。10-12月期の経済指標をみると、鉱工業生産は前年比▲1.1%と再び前年割れに転じたほか、自動車販売は同▲6.9%と4四半期連続で減少しており、かつマイナス幅が前期から拡大した(第26図)。一方、輸出の伸びは一桁台に鈍化しつつも、金を中心に輸入の抑制が続いたことで貿易収支は改善傾向を維持している。

2014年度も潜在成長率を大幅に下回る成長ペース

インド経済は先行きも低迷が続く公算が大きい。物価高が消費の重石となるほか、金利高も資金調達コストの上昇を通じて企業の投資を抑制しよう。輸出はルピー安により、米国や中東・アフリカ向けを中心に拡大が続くとみられるが、輸出依存度の低いインドでは成長率全体を顕著に押し上げることは期待できない。この結果、2014年度の実質GDP成長率は前年比+5.5%と、6%台前半と目される潜在成長率を大きく下回る見通しだ。

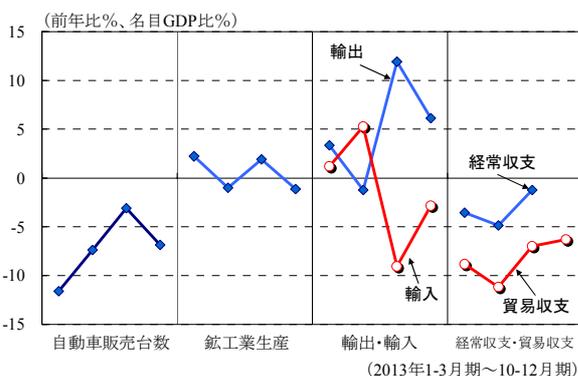
インド中銀はインフレ目標の導入など新たな金融政策の枠組みを公表

1月21日、インド準備銀行は、新たな金融政策の枠組みに関する提言を公表した。提言は、①政策決定の際に消費者物価を重視(従来は卸売物価)、②4%(±2%)のインフレ目標導入、インフレ率を1年以内に8%未満、2年以内に6%未満へ抑制、③新設する金融政策決定会合にて金融政策を決定、という内容。直後の28日には、昨年9月、10月に次いで3度目の利上げを決定した。中銀がインフレ抑制を最優先課題とするなか、金利は今後も高止まりが予想される。一方、現在のインフレは供給制約下での食料価格高騰による要因が大きく、利上げによる需要抑制が物価を落ち着かせる効果は限定的と考えられ(第27図)、投資規制緩和など供給拡大をもたらす投資促進策の推進が不可欠である。この意味でも5月末までに実施予定の総選挙を経て発足する政権の手腕に期待が集まっている。

インフレ抑制には金融引き締めのみならず、政府の投資促進策の推進が不可欠

(シンガポール駐在 中村 逸人)

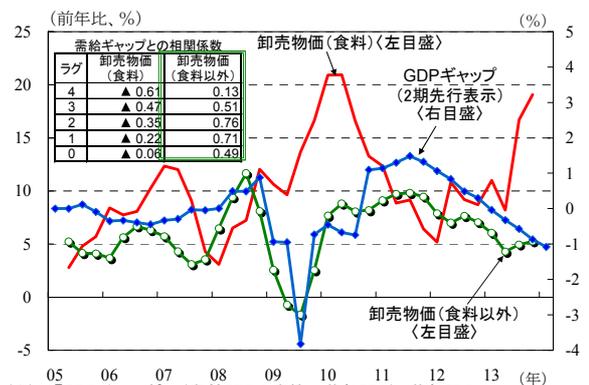
第26図：インドの10-12月期の経済指標



(注)『貿易収支』および『経常収支』のみ名目GDP比(%)。10-12月期の名目GDPは当室試算値。

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：インドの卸売物価とGDPギャップ



(注)1.『GDPギャップ』=(実質GDPの実績-潜在GDP)/潜在GDP

2. 潜在GDPは、HPフィルターを用いて機械的に抽出したトレンド部分。

(資料)CEIC、インド統計計画実施省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) ベトナム

緩やかな回復が持
続

ベトナム経済は内需主導で緩やかな回復が続いている。10-12月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.0%と3四半期連続で伸びが高まった。2013年通年では同+5.4%と政府目標を達成した(第28図)。2013年通年の成長率を需要項目別にみると、個人消費(同+5.4%)や投資(同+6.2%)が加速した。一方、外需は、輸出・輸入がともに増加したため、純輸出(輸出-輸入)の成長率への寄与度は0.1%ポイントと2012年から縮小した。

2014年の成長率は
5.4%と前年並み

今後のベトナム経済を展望すると、消費の堅調を背景に2014年の実質 GDP 成長率は前年比+5.4%と前年並みの成長となる見込みである。

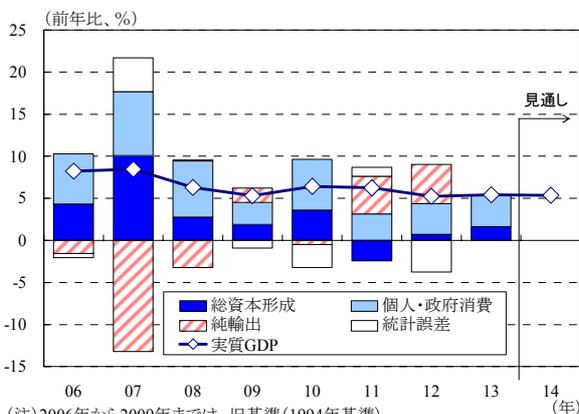
ベトナム経済の成長の起点となっているのは海外からの直接投資であるが、2013年の対内直接投資認可額は、日本・韓国を中心に前年比+54.5%(216億ドル)と大幅に増加した。海外からの投資拡大は、生産・輸出の拡大のみならず雇用拡大にも寄与している。外国企業による雇用指数は前年比+6.6%と国営・民間企業を含む全企業の伸び(同+4.3%)を上回っている。足元の失業率は2.2%の低水準で推移しており、雇用及び物価の安定による実質所得の増加を背景に消費は堅調が続くとみられる。

輸出は、近年急拡大している携帯電話・部品(輸出シェア約16%)が引き続きけん引役として期待できる。2014年も外資系企業による携帯電話の生産増が計画されているものの、大幅増となった2013年(同+67.1%)から伸びは鈍化が見込まれる。他方、内需の持ち直しを背景に輸入の増加が見込まれることから、ドン相場に影響を及ぼす貿易収支は、2014年は赤字に転じる公算が大きい(第29図)。

なお、懸案の不良債権問題は、昨年10月から国家資産管理会社(VAMC)が不良債権の買い取りを開始したが、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中期的な景気の抑制要因となろう。

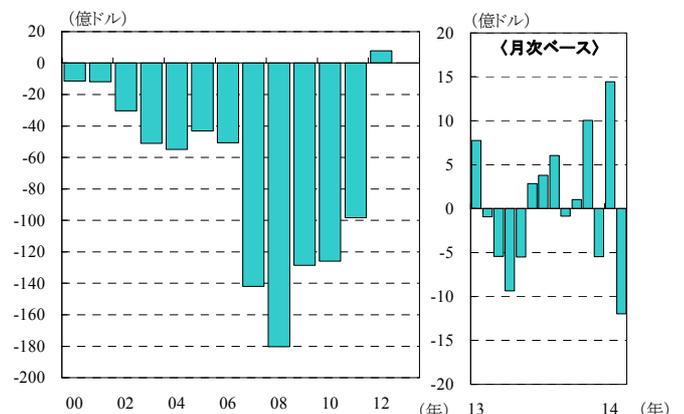
(前原 佑香)

第28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29図：ベトナムの貿易収支



(資料)ベトナム税関総局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

V. オーストラリア ～インフレ圧力の高まりを受け、追加利下げ観測は後退～

1. 景気の現状

雇用の軟調を背景に、消費者マインドが再び悪化 豪州経済は潜在成長率を下回る成長が続いている。雇用の軟調を背景に、消費者マインドが再び悪化しており、消費は伸び悩んでいる。また、設備稼働率は上向きつつあるものの、依然として長期平均を下回っており、設備投資は低迷している。にもかかわらず、景気が減速するなかでも昨年10-12月期の消費者物価上昇率は前年比+2.7%と、豪ドル安の影響を受けて加速し、追加利下げの可能性は後退した。

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みられる。軟調な雇用が消費を抑制するとみられる一方で、海外経済が持ち直すなか、これまで増強された資源生産能力を活用した資源輸出は緩やかに拡大する見込みである。また、低金利政策の浸透による住宅市場の回復が、景気を下支えすると期待される。物価については、豪ドル安を背景に貿易財が高止まりするとみられることから、2014年の消費者物価上昇率は小幅加速する見込みである。

住宅市場の回復が景気を下支え

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	2.6
経常収支 (億ドル)	▲ 637	▲ 432	▲ 368

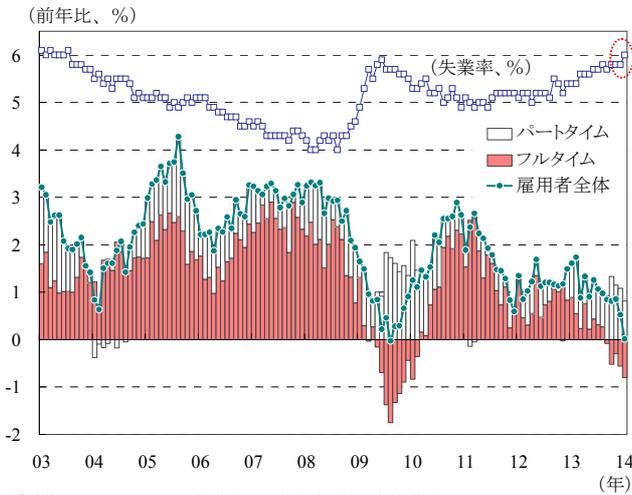
→
見通し

(1) 雇用環境

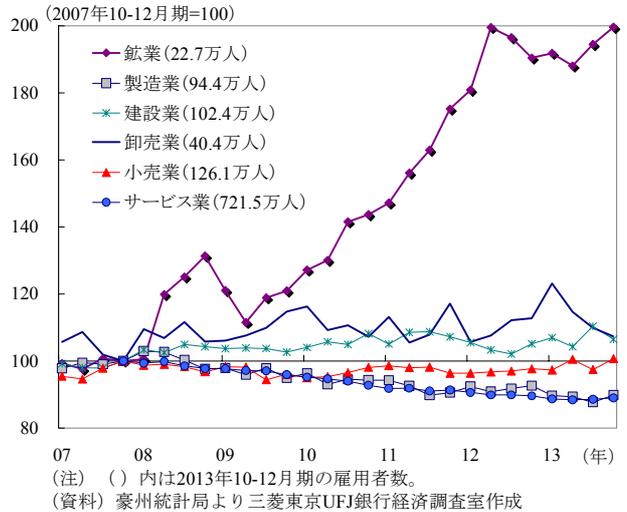
雇用者数はフルタイム労働者がマイナスに 雇用環境は依然軟調である。1月の失業率は6.0%と2003年7月以来の水準まで上昇した(第1図)。雇用者数はリーマンショック時なみの前年比横ばいまで落ち込むなか、とりわけフルタイム労働者はマイナスに転じている。労働時間も減少しており、賃金の伸びは緩やかである。先行指標とされる新規求人数や欠員数は減少に歯止めがかかりつつあるものの、依然低水準にあり、軟調な雇用動向は消費を抑制する見込みである。

先行指標は悪化に歯止めも、依然低水準 これまでの通貨高や人件費の上昇などを背景に、豪州に拠点を置く海外製造業は、自動車関連企業を中心に相次いで生産中止を発表している。業種別の雇用者数をみると、鉱業が引き続き増加しているほか、住宅市場の回復もあり建設が増加に転じているが、製造業やサービス業は低調な動きが続くことが見込まれ、雇用の回復はしばらく時間がかかりそうである(第2図)。

第1図：雇用動向



第2図：業種別雇用者数



(2) 資源輸出と住宅市場

資源セクターは、鉄
鉱石を中心に輸出
が増加

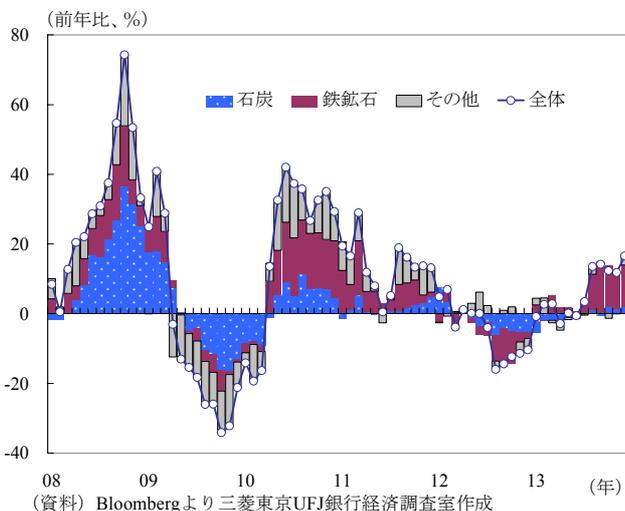
資源セクターは、豪ドル安が進むなか、海外経済の持ち直しを受け昨年
後半から鉄鉱石を中心に輸出が増加している（第3図）。また、豪ドル安
を背景に輸入価格が上昇するなか、輸入が減少しつつあり、貿易収支は昨
年10-12月期に2年ぶりの黒字を記録し、経常収支も改善傾向にある。

住宅市場は好調が
持続

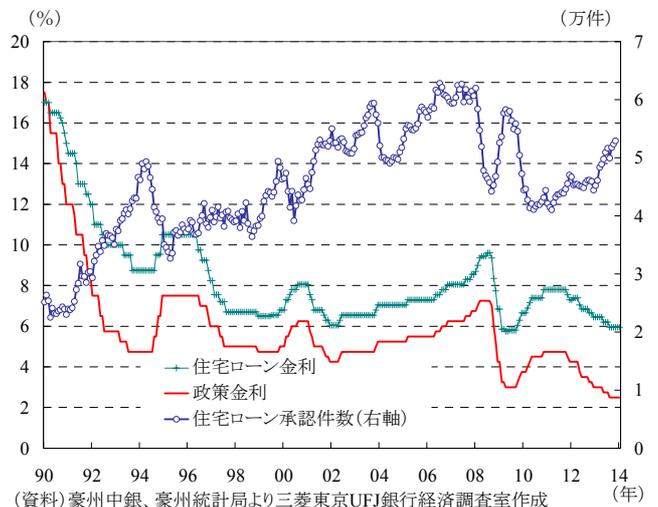
他方、住宅市場は好調が持続している。豪州準備銀行（RBA）による
一連の利下げを受けた住宅ローン金利の低下を背景に、住宅販売や住宅ロ
ーン申請件数は増加している（第4図）。この他、住宅着工件数も伸び、
また、銀行の貸出姿勢も住宅ローンを中心に緩和的となっており、金利政
策の浸透による景気の下支え効果が引き続き期待できる。

低金利政策の浸透
による景気の下支
え効果に引き続き
期待

第3図：輸出動向



第4図：住宅ローン金利と承認件数



3. 金融政策・為替

(1) 金融政策

消費者物価上昇率は 10-12 月期に加速

消費者物価上昇率は 10-12 月期に前年比+2.7%（7-9 月期：同+2.2%）に加速した（第 5 図）。政策金利からインフレ率を差し引いた実質金利は約 13 年ぶりにマイナスに陥っている。内訳をみると、非貿易財が小幅ながら加速したことに加え、当期約 12%下落した豪ドル相場を受けた貿易財価格が 2 年ぶりに前年比プラスに転じたことが大きい。今後も豪ドル安を背景に貿易財が高止まりするとみられることなどから、2014 年のインフレ率は小幅加速する見込みである。

RBA は中立姿勢へシフト

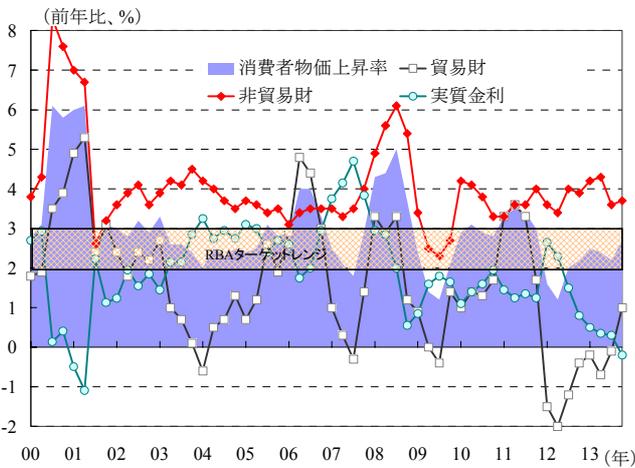
こうしたなか、RBA は 2 月も政策金利を据え置いた。これまでの利下げの判断の一因となった豪ドル相場については、豪ドル高を懸念する文言を削除し、「下落が続けば均衡のとれた経済成長を下支えする」と期待を示した。先行きの金融政策については、「金利の安定期間を設けることが最も妥当となる公算が大きい」と見通した。RBA の中立姿勢へのシフトを受けて、市場の追加利下げ観測は後退している。

(2) 為替

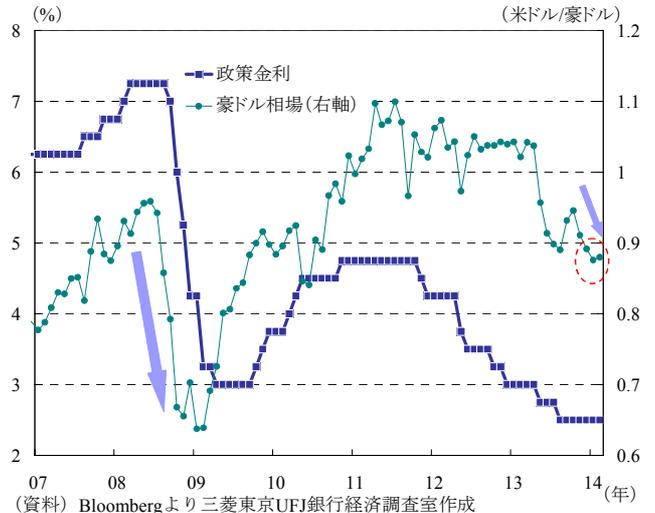
豪ドルは低調な国内景気や、米国の量的金融緩和の進展に伴い、今後も上値の重い展開に

豪ドル相場は昨年 10 月末以降、スティーブンス RBA 総裁の豪ドル高を牽制する発言などを材料に下落した。その後、12 月には米国の量的金融緩和の縮小開始決定を背景に、一時 1 豪ドル=0.88 ドルと、最後の利下げを行った昨年 8 月以来の安値をつけた。足元では RBA の追加利下げ観測が後退したことなどから同 0.90 ドル近辺に上昇しているが、低調な国内景気や米国の量的金融緩和縮小の進展を踏まえると、今後も上値の重い展開が予想される（第 6 図）。

第 5 図：消費者物価指数



第 6 図：政策金利と豪ドル相場



(大幸 雅代)

VI. 中南米

～金利上昇が重石となるブラジル、力強さを欠くメキシコ、 蓄積した歪みの是正を迫られるアルゼンチン～

1. ブラジル

(1) 景気の現状

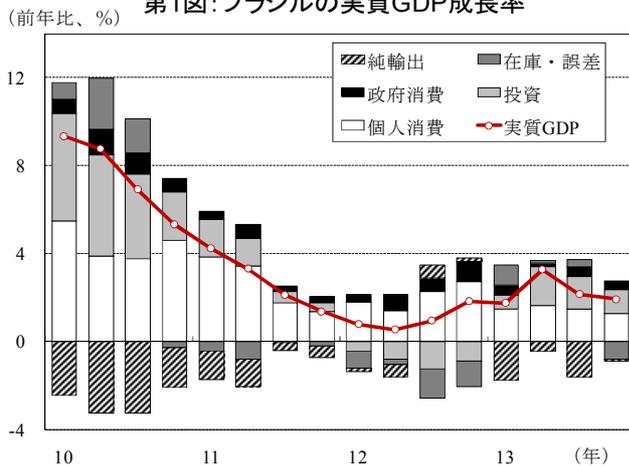
10-12 月期は前年
比+1.9%へ減速、2
四半期連続の減速

金融引き締めの影響で、ブラジル経済はかなり冷え込んできた。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+1.9%となり、2 四半期連続で減速した（第 1 図）。金利上昇は、インフレ抑制のためにブラジル中銀が 2013 年 4 月から継続する利上げの影響に加えて、5 月以降の米国の量的金融緩和縮小を巡る金融市場の流動性の逼迫を反映している（第 2 図）。

10-12 月期の実質 GDP 成長率を需要項目別にみると、GDP の 62%を占める個人消費が前年比+1.9%と前期（同+2.3%）から減速した。個人消費が同+2%未満となるのは 2004 年 1-3 月期以来のことである。また、投資は同+5.5%と 4 四半期連続で増加基調は維持したものの、増加率は 2 四半期連続で縮小した。一方、純輸出の寄与度は輸出の減速により 4 四半期連続でマイナスとなった。

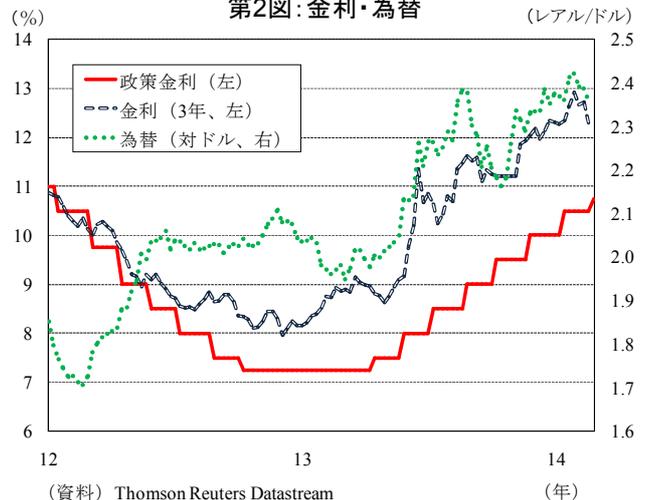
なお 2013 年通年の実質 GDP 成長率は前年比+2.3%となり、2012 年の同+1.0%から回復したものの、低い伸びにとどまった。

第1図:ブラジルの実質GDP成長率



(資料) IBGE, Thomson Reuters Datastream

第2図:金利・為替



(資料) Thomson Reuters Datastream

消費マインドは再
び悪化、生産は低迷

小売売上高は 2013 年央以降、持ち直しつつあるものの、力強さを欠いている。また、昨年 7 月を底に上昇に転じていた消費者信頼感指数は 12 月以降再び低下しており、消費の下振れリスクが残る（第 3 図）。

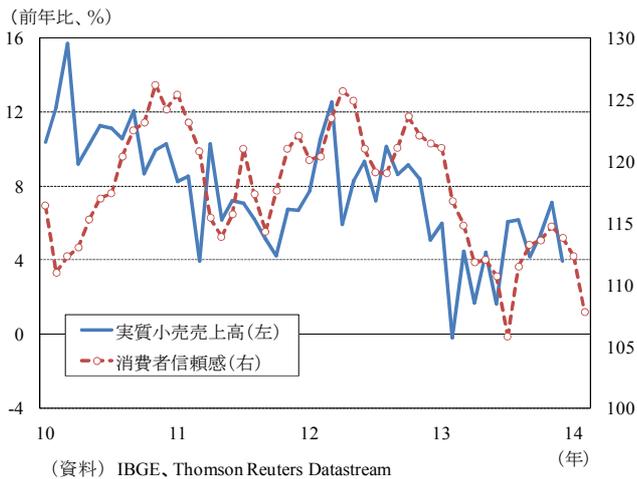
一方、2012 年央より持ち直していた生産は 2013 年 5 月以降低迷している。設備稼働率（季節調整済）は 2013 年 12 月に 2009 年 9 月以来の低水準となる 81.4%まで低下した（第 4 図）。また鉱工業生産は昨年 4 月をピ

ークに減速傾向にあり、12月には前年割れ（▲2.3%）となった。前月比（季節調整済）でみると3.5%の減少となり、特に自動車は同▲17.5%の大幅減となった。新聞報道等によれば、集団休暇の利用により、一時的に生産を止めて在庫調整を図った企業が多かったとされる。

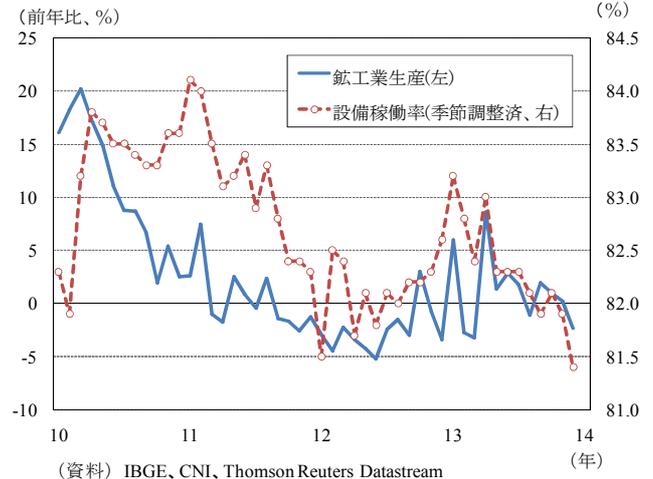
外需も力強さを欠いている。10-12月期の輸出は前年比+4.1%と緩やかな伸びに止まっている（第5図）。輸出先別にみると、EU向けは再び前年割れとなり、中国向けは加速が一服した。またメルコスール向けは2013年央より減速傾向にある（第6図）。メルコスール向けの3分の2はアルゼンチン向けであり、アルゼンチンの景気減速や輸入規制強化の影響が表れている。

2013年の貿易黒字は前年比▲86.8%の26億ドルに急減した。貿易黒字の急減に加えて、サービス収支、所得収支の赤字拡大により2013年の経常赤字は同+50.0%の814億ドルに拡大した。2013年の経常赤字の対GDP比率は3.7%となり、前年と比べて1.3%拡大した（第7図）。

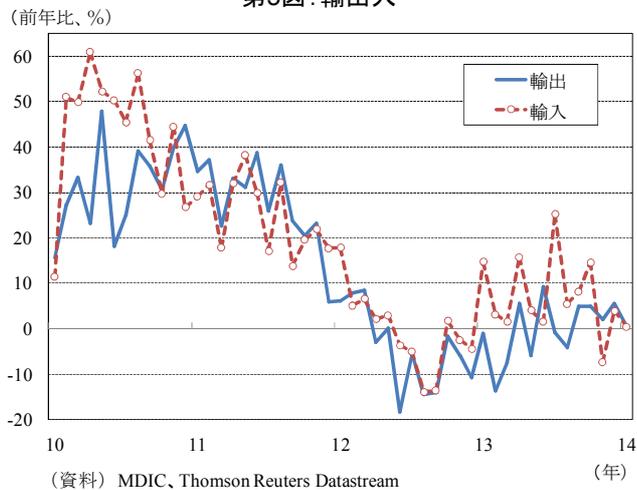
第3図：実質小売売上高と消費者信頼感



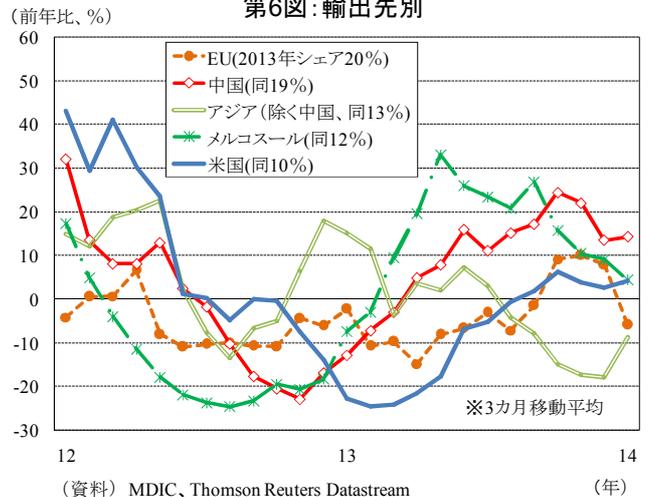
第4図：鉱工業生産と設備稼働率



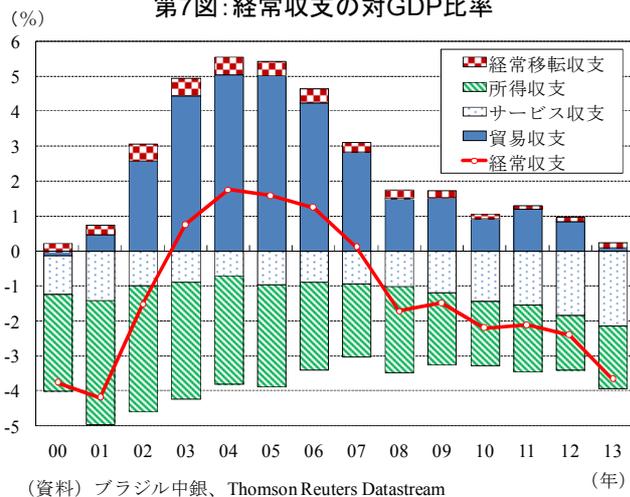
第5図：輸出入



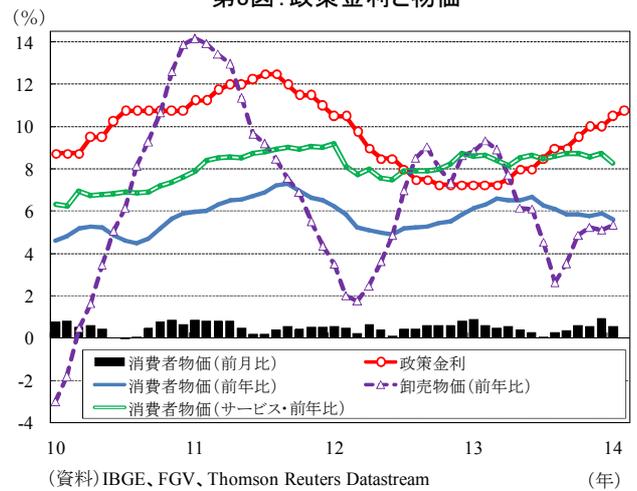
第6図：輸出先別



第7図：経常収支の対GDP比率



第8図：政策金利と物価



消費者物価上昇率は高止まり
中銀は政策金利を10.75%へ引き上げ

1月の消費者物価上昇率は前年比+5.6%と、直近ピークをつけた2013年6月の同+6.7%から低下したものの、なおインフレ目標の中心値である4.5%を上回る水準に高止まりしている。消費者物価のうち、サービス費目の上昇率は、逼迫する労働市場を背景に8%を上回る水準が続いている(第8図)。ブラジル中銀はインフレ抑制のために、昨年4月以降、8回連続で合計3.5%ポイントの利上げを行い、政策金利を10.75%まで引き上げた。2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ており、今後様子見に転じる可能性がある。

(2) 今後の見通し

消費は力強さを欠く状況が続く

これまでの消費刺激のための歳出増により財政収支は悪化傾向にあり、更なる消費刺激策の実施余地は乏しい。また、2011年12月以降開始した工業製品税(IPI)の減税が徐々に縮小する。こうしたなか、今年6~7月にブラジル全土にて開催されるサッカー・ワールドカップでは、消費の喚起が期待できることから景気の底割れは回避するものの、金利上昇の影響で、消費が力強さを欠く状況は今しばらく続くものと思われる。

アルゼンチン経済の減速は輸出を下押し

アルゼンチン経済の減速は、ブラジルの輸出にとって下押し圧力として働く。アルゼンチンはブラジルにとって輸出入ともに第3位の相手国であり、ブラジルの輸出全体の8.1%、輸入の6.9%を占めている(2013年実績)。2013年はアルゼンチン向け自動車輸出が好調であったこともあり、ブラジルの対アルゼンチン貿易黒字(32億ドル)は、ブラジルの世界全体に対する貿易黒字(26億ドル)を上回った。アルゼンチン経済の減速は、2014年のブラジルの実質GDP成長率を▲0.2%ポイント程度引き下げるとみられる。

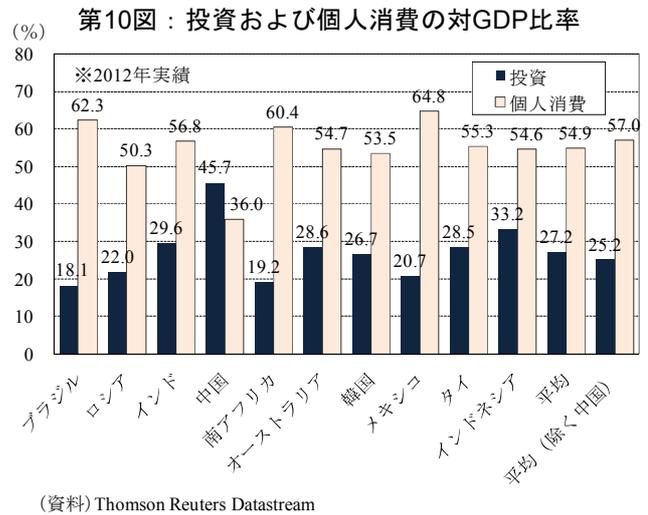
世界経済の緩やかな回復が輸出をサポート

米国の量的金融緩和縮小に伴い、金融市場は不安定な状況が続く

一方で、米国の足元における天候不順の影響によりブラジルの輸出は一時的に減速する可能性があるものの、米国経済を中心とする世界経済の緩やかな回復がブラジルの輸出をサポートしよう。

昨年5月の米国量的金融緩和縮小観測浮上以降、新興国を巡るマネーフローは不安定化した。インフレと経常赤字を抱えるブラジルは、いわゆる「フラジャイル・ファイブ」の一角として経済の先行きを不安視されている。米国の量的金融緩和縮小は、通貨安による輸出増加が期待できるが、金利上昇による消費・投資の抑制、ならびに通貨安を通じた物価上昇による消費抑制の2つの経路を通じ成長を抑制する。米国の量的金融緩和縮小は今年1月から始まったばかりであり、今後も不安定な金融環境が予想され、景気は下振れリスクを孕んでいることに注意が必要だろう。

もっとも、ブラジルはバックストップとして輸入13.8ヵ月分に相当する3,755億ドルの外貨準備を保有（2014年1月末）していることに加え、これまでの経済危機の教訓により債務全体に占める短期債務の割合を低下させるなどの債務構造の改善を図っており、資本流出リスクに対する一定の備えは存在する。また経常赤字が拡大した2013年においても、そのファイナンスには長期安定資金と考えられる対内直接投資（FDI）にて8割方カバーされている。2014年は石油生産の回復により経常赤字は縮小することが見込まれる一方、そのファイナンスとして対内直接投資（FDI）の不足分をカバーする対内証券投資については、金利水準から投資流入も期待できよう。



(3) 構造的なインフレ体質の改革が課題

供給制約がもたらす構造的なインフレ体質

積極的な利上げにもかかわらず、インフレが高止まりする背景には、供給制約がもたらす構造的なインフレ体質がある。過剰な労働者保護政策により失業率は低下傾向が続いており（第9図）、予算配分において社会保障関連支出を重視する一方、公共投資不足から道路や鉄道、港湾といったインフラ基盤が十分に整備されておらず、供給力不足に陥っている。

発展段階が類似した国との比較において、ブラジルは GDP に占める投資の割合が小さい（第 10 図）。2012 年のブラジルの投資比率は GDP 比 18.1% に止まる一方、第 10 図における 10 カ国の投資比率の平均は同 27.2%、投資比率が突出して高い中国を除いた 9 カ国の平均においても同 25.2% と、ブラジルよりも 7% ポイント以上高い。他方、消費の割合は、ブラジルが GDP 比 62.3% であるのに対し、10 カ国の平均は同 54.9%、消費の割合が突出して低い中国を除いた 9 カ国の平均においても同 57.0% とブラジルが 5% ポイント以上高い。

ブラジルに求められる消費と投資のバランスのとれた成長モデルへの移行

現状の消費主導の成長では、過剰消費によるインフレ高進や経常収支の悪化に陥りやすい。持続成長を実現するためには、消費主導の成長モデルから、消費と投資のバランスのとれた成長モデルへの移行が必要であり、そのために構造改革の推進が求められる。

こうした課題についてはブラジル政府も十分認識しており、すでに着手している。例えば社会基盤整備については、サッカー・ワールドカップ開催や 2016 年の五輪開催を起爆剤に利用する形で、中期計画を策定し、民間資本も活用しながら、道路・鉄道・港湾等の整備を進めている。

国民の痛みを伴う改革の着手は容易ではないが、中国が中期的な減速局面に入り資源価格高騰の追い風が止まる環境下、ブラジル国債が投資適格級の格付けを維持するためにも、構造改革は不可避である。そのためには構造改革を推進する意義や利点を国民にわかりやすく説明し、優遇税制などを有効に活用しながら、国を挙げて貯蓄や投資奨励を推進していくことが望ましく、その前段階としてインフレを確り抑制し、貯蓄率を高める環境を整備することが必要となる。

2. メキシコ

(1) 景気の現状

10-12 月期は前年比 +0.7% の成長にとどまり、前期から減速

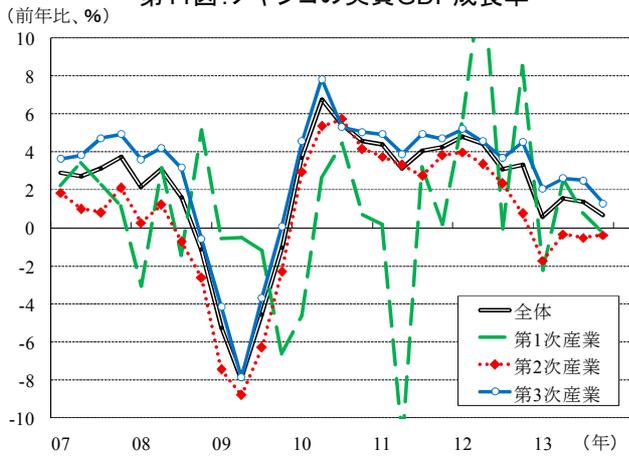
メキシコ経済の基調は依然弱い。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +0.7% となり、7-9 月期の同 +1.4% から減速した（第 11 図）。産業別にみると、経済全体の 62% を占める第 3 次産業は同 +1.3% と第 1 次産業、第 2 次産業がマイナス成長に陥るなか、プラス成長を維持した。もっとも、2010 年から減速傾向が継続しており、最近 4 年で最低の成長率となっている。

また、経済全体の 35% を占める第 2 次産業は同 ▲0.4% となり、2013 年前半を底に持ち直しの兆しはあるものの、4 四半期連続で前年割れとなった（第 12 図）。建設業（同 ▲4.6%）および鉱業（同 ▲0.9%）の低迷が長引いており、製造業は同 +1.9% と 2013 年前半に底を打ったものの、7-9 月期の同 +2.9% から減速した。なお、2013 年通年の実質 GDP 成長率は +1.1% にとどまり、2011 年の同 +4.0%、2012 年の同 +3.9% を大幅に下回っ

た。

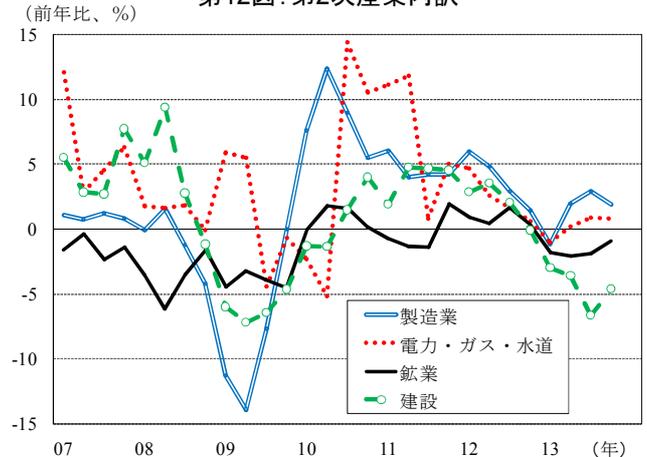
小売売上高は2012年前半より減速傾向が継続しているが、昨年11月以降、下げ止まりの兆しがうかがえる。もっとも1月の消費者信頼感指数は83.4と2010年3月以来の水準まで低下しており、消費マインドは依然低調である(第13図)。消費マインドの低迷は、景気低迷の影響に加えて、ペニャ・ニエト政権が推進する構造改革への不安を映じているとみられる。財政改革の一環として、1月から清涼飲料を対象とする新税が導入されており、消費に下押し圧力として働くと考えられる。

第11図: メキシコの実質GDP成長率



(資料) INEGI, Thomson Reuters Datastream

第12図: 第2次産業内訳



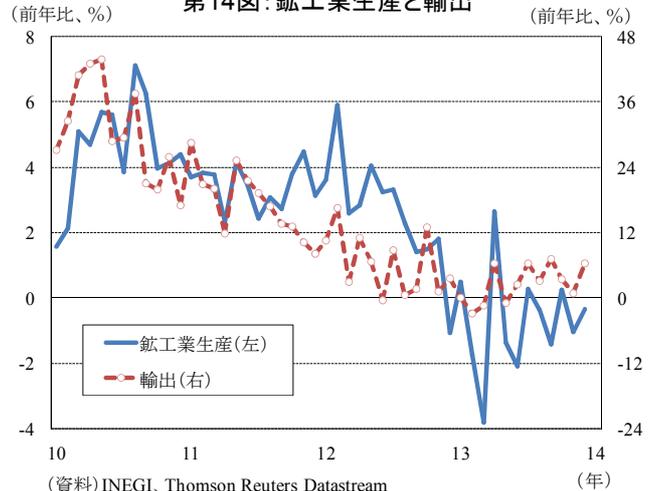
(資料) INEGI, Thomson Reuters Datastream

第13図: 実質小売売上高と消費者信頼感



(資料) INEGI, Thomson Reuters Datastream

第14図: 鉱工業生産と輸出



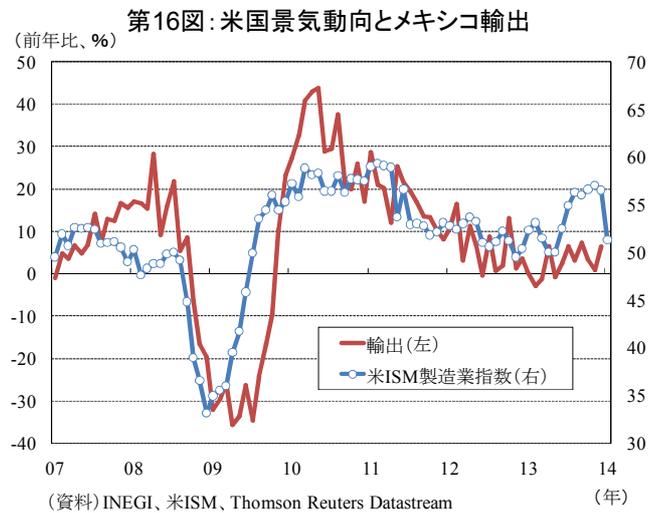
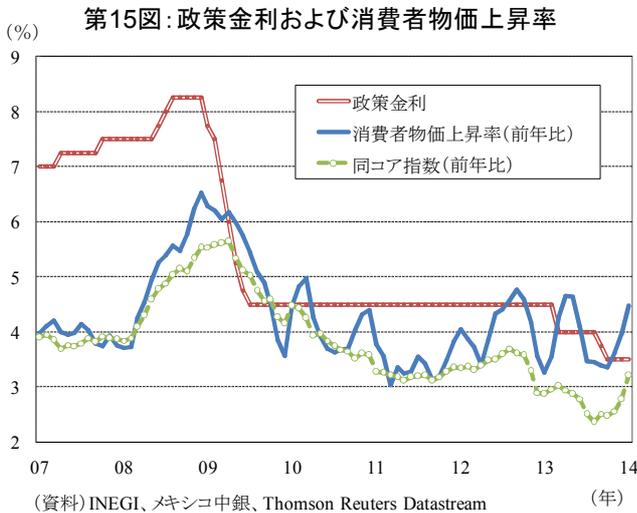
(資料) INEGI, Thomson Reuters Datastream

**緩和的な金融政策
は当面維持される
見通し**

鉱工業生産は下げ止まりつつあるが、依然前年割れが続いており、輸出は持ち直しているものの、勢いに欠ける(第14図)。こうしたなか、メキシコ中銀は景気の下振れリスクを勘案し、昨年9月および10月に計0.5%ポイントの利下げを行い、政策金利を年3.5%へ引き下げた。その後は、政策金利を据え置き、景気の下支えを図っている。

1月の消費者物価上昇率は前年比+4.5%と、メキシコ中銀が定めるインフレーションターゲット(2.0~4.0%)の上限を7ヵ月ぶりに上回った(第15図)。

しかしメキシコ中銀は新税導入による一時的要因の影響が大きいと判断し、年末までに4%未満に収まるとの見通しを示しており、現在の緩和的な金融政策は当面維持されるものと思われる。



(2) 今後の見通し

財政・金融両面からの刺激が景気を下支え

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、2013年後半以降、政府支出を拡大する一方、メキシコ中銀は緩和的な金融政策を継続しており、財政・金融両面からの景気刺激により景気を下支えしている。

米国景気回復に伴い、輸出は徐々に増加

米国はメキシコの輸出の8割弱を占める最大の輸出先であり、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16図)。米国の足元における天候不順の影響により、メキシコの輸出も一時的に減速する可能性があるものの、米国の景気回復に伴いメキシコの輸出は徐々に力強さを増すものと思われる。

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きた(第1表)。これを受けて、格付け会社ムーディーズは、一連の構造改革がメキシコの潜在的な成長見通しや財政のファンダメンタルズを強化するとの見方を示し、2月にメキシコのソブリン格付けをBaa1からA3に引き上げた。S&Pおよびフィッチも政府の構造改革に対するコミットメントの強さを評価し、2013年中にソブリン格付けの引き上げを行った。

第1表: ペニャ・ニエト政権において成立した主な改革法

改革法	改革前における主な問題点	改革法の内容
教育改革法	教育・教員の質が低い 教員の評価基準が曖昧	教員評価試験の実施義務化 独立した教員評価機関の設置等
通信改革法	通信セクター（電話・放送）における市場寡占 通信コスト・料金の高止まり	参入規制の緩和 市場寡占に対する監督機関の設置等
金融改革法	信用創造の低迷 金融サービスコスト・手数料の高止まり	政府系開発金融機関の役割強化 監督機関の権限強化等
財政改革法	税源が少ない 歳入において国営石油会社PEMEXへの依存度が高過ぎる	税源拡大・多様化 税制・課税方法の簡素化等
エネルギー改革法	石油開発のための投資資金および技術の不足 電力料金の高止まり（国家独占の弊害）	石油開発の民間への門戸開放 発電事業の民間への門戸開放等

（資料）メキシコ各紙

構造改革進展に対する評価は米国の量的金融緩和縮小に伴う資金流出リスクを緩和

構造改革の進展は中期的にメキシコの潜在的な成長見通しや財政のファンダメンタルズを強化するものの、経済成長に対し即効性があるわけではない。しかしながら、国債の信用力を引き上げることで、米国の量的金融緩和縮小に伴い金融市場が不安定化する局面において、一定の防壁となりうる。メキシコの直近1年間の経常赤字累計額の対GDP比率は1.8%に止まっているものの、国債の流動性が高いこともあり、他の新興国と比べ、経常赤字のファイナンスに占める対内証券投資の割合が高い。もともと、構造改革の進展に対する評価から、量的金融緩和縮小の影響は限定的と思われる。実際、昨年5月の新興国の資金流出懸念時においても、メキシコの通貨は他の新興国に比べ影響が限定的であった。

一連の構造改革推進により、メキシコの持つ地理的優位性や貿易上の優位性が改めて見直され、米州の製造拠点・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

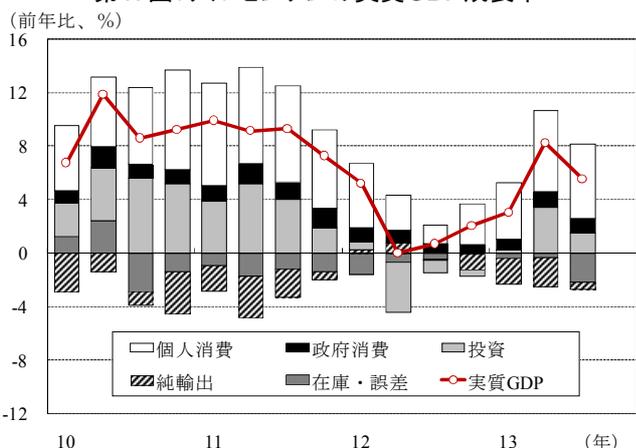
10-12月期も減速が続く

アルゼンチン経済は、2013年央以降、減速に転じている。7-9月期の実質GDP成長率は前年比+5.5%と4-6月期の同+8.3%から減速した（第17図）。

需要項目別にみると、個人消費は前年比+8.3%と引き続き堅調であるものの、投資は同+6.1%と前期（同+16.2%）から大きく減速した。これは設備投資が前期の同+30.5%から同+6.3%に減速したことが主因である。

10-12月期も景気減速が続いている模様だ。経済活動指数から推測すると10-12月期の成長率は同+2.7%と7-9月期の同+5.5%から一段と減速したとみられる（第18図）。また、12月の鉱工業活動指数は前年比▲5.4%と、8月以降5ヵ月連続で前年の水準を下回った（第19図）。

第17図: アルゼンチンの実質GDP成長率



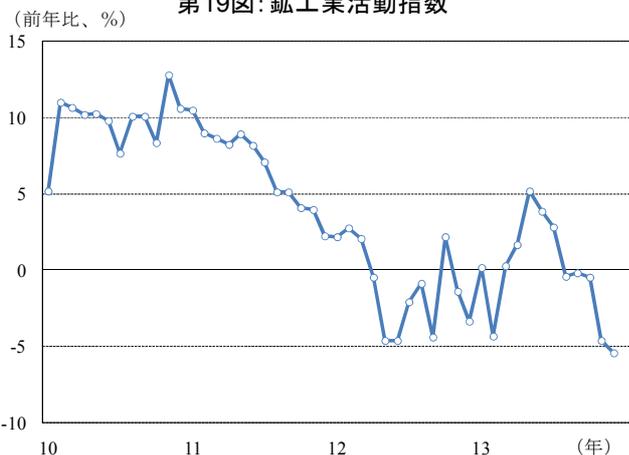
(資料) MECON, Thomson Reuters Datastream

第18図: 経済活動指数



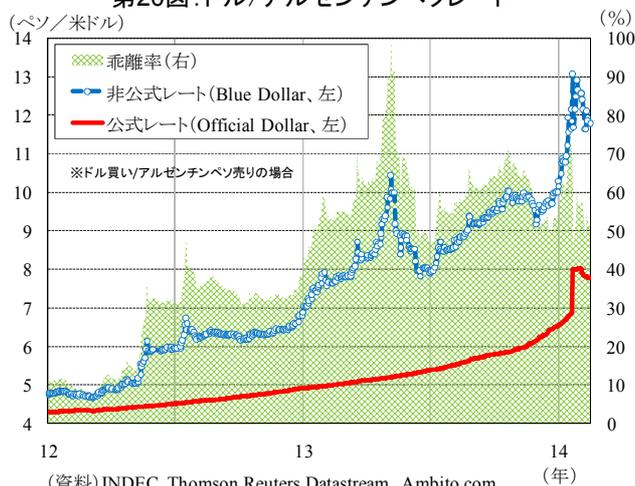
(資料) INDEC, MECON, Thomson Reuters Datastream

第19図: 鉱工業活動指数



(資料) INDEC, Thomson Reuters Datastream

第20図: ドル/アルゼンチンペソレート



(資料) INDEC, Thomson Reuters Datastream, Ambito.com

高インフレ、外貨準備減少、通貨急落

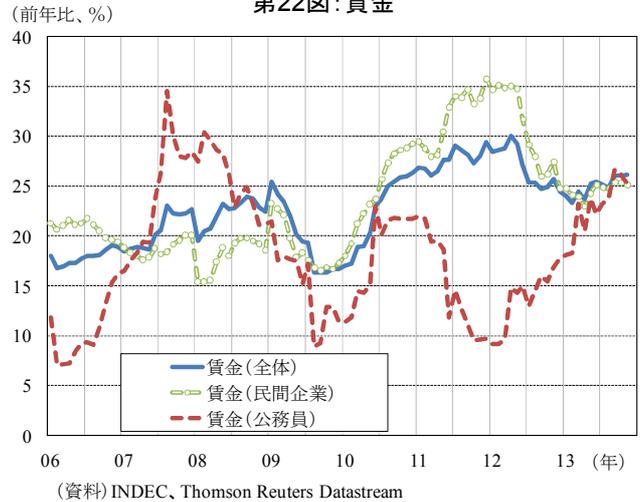
インフレは依然として終息しておらず、年率20%を超えるインフレが長期化している。民間コンサルタント会社推計による2013年12月のインフレ率は同26.8%であった。政府は2007年頃よりインフレの実態を偽り、同10%程度のインフレ率として公表してきたことが、多くの歪みをもたらしている。アルゼンチンペソはインフレ実態の反映不足により実質的に割高な水準となっており、国際競争力の低下を招いている。実勢に近いとされるアルゼンチンペソの対ドル非公式レートとの乖離が拡大している(第20図)。割高なアルゼンチンペソを買い支えるために外貨準備は急速に減少(第21図)。2014年1月末の外貨準備高は、3.7ヵ月分の財・サービス輸入額に相当する277億ドルと、1年間で148億ドル(34.8%)、1ヵ月間で29億ドル(9.3%)減少した。なお、対外債務の返済に外貨準備を利用していることも、外貨準備の減少要因となった。これらに加えて、過去に強行した債務交換に係り、債務交換に応じなかった一部の国債保有者から提訴され、アルゼンチンは再デフォルトリスクを抱えている。

今年1月には、政府閣僚による通貨防衛を放棄したととれる発言をきっかけにアルゼンチンペソが急落した。これまでの強引な政策運営により

第21図：外貨準備高



第22図：賃金



蓄積した多くの歪みは維持困難となりつつあり、アルゼンチンは歪みの是正を迫られる状況にある。外貨準備減少に歯止めをかけるため、昨年後半より国内において様々なルールの変更を行う一方、国際協調路線に徐々に舵を切り始めている。2月にはIMFの勧告に従い、実態に近いと考えられる新しい消費者物価指標を導入した。新しい消費者物価指標によると、1月のインフレ率は前月比+3.7%と、従来の消費者物価指標の4倍強の数値となった（前年比数値は公表されず）。

(2) 今後の見通し

個人消費は減速

1月には通貨安が一気に進んだことから、今後は輸入インフレが一段と進む可能性があり、これに伴い、個人消費は減速する見通しである。新しいインフレ指標を導入し、高インフレの実態を政府が認めることは前進であり、インフレ鎮静化が次なる課題となる。政府は生活必需品の価格統制を1月から新たに開始する一方、アルゼンチン中銀は売りオペレーションや預金金利の高め誘導による流動性吸収を実施し、インフレ鎮静化を図っているが、標準的な金融政策を導入していないアルゼンチンにおいて、インフレ鎮静化は容易ではない。

今後のインフレ動向を見通す上で重要となるのはこれから開始される労働組合との賃上げ交渉である。アルゼンチンにおいてインフレ圧力が強い背景には、労働組合の強い賃上げ要求体質がある。政権与党の重要な支持基盤である労働組合の発言力が強く、2000年代半ば以降は20%前後の賃上げ率が定着しており、賃上げがインフレをもたらす悪循環となっている（第22図）。今後の賃上げ交渉において、いくつかの労働組合では35%の賃上げを要求ラインとしている模様であり、これに対する政府の対応が

注目される。

**外貨準備減少防止
への対応が喫緊の
課題**

外貨準備減少への対応も喫緊の課題である。政府は穀物業者への備蓄穀物の輸出要請や民間銀行への4月末までの外貨保有制限を行うことで市場への外貨放出を誘い、外貨需給の緩和を図りつつ、穀物収穫期までの時間稼ぎを行っている模様だ。引き続き輸入規制の徹底が図られ、生産活動の足枷になるものと思われる。

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)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
ブラジル	1.0	2.5	2.6	5.4	6.2	5.9	▲ 542	▲ 814	▲ 760
メキシコ	3.9	1.1	3.7	4.1	3.8	3.7	▲ 148	▲ 223	▲ 200
アルゼンチン	1.9	4.2	2.2	10.0	10.6	11.5	0	▲ 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. 原油価格

～非 OPEC の生産拡大を背景に、原油価格は横這い圏内で推移～

1. 価格動向

足元は 100 ドル台
の高値圏

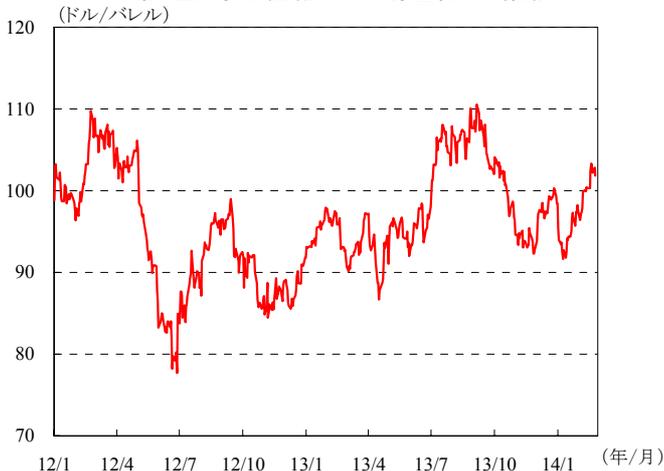
原油価格（WTI 期近物）は 12 月中旬以降、米国の量的緩和縮小決定や地政学リスクの高まりを背景に 99 ドル近辺の高値で推移した。しかし、1 月上旬～中旬は米国の原油在庫増加や米中の経済指標悪化、イラン核協議進展を受けて下落傾向をたどり、91 ドル台と約 8 ヶ月振りの安値をつけた（第 1 図）。

1 月下旬には、米国でのパイプラインによる原油輸送開始を受けて在庫減少期待が高まり、原油価格は 95～100 ドルにレンジを切り上げた。2 月中旬以降は、米北東部等での寒波による需要増加期待を背景に、原油価格は 100～103 ドルと強含んで推移している。

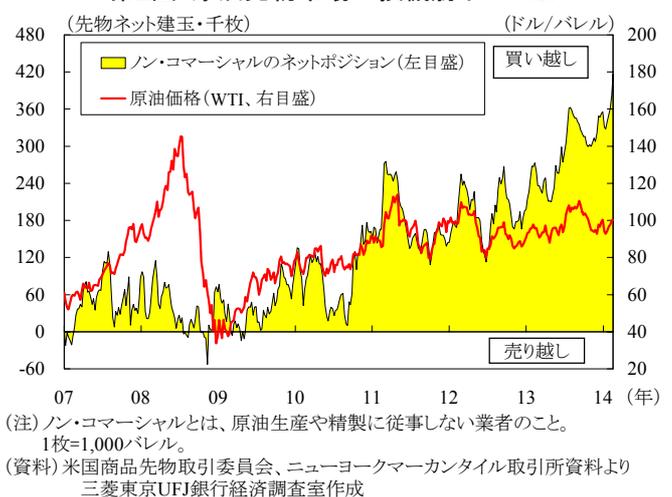
投機筋の買い越し
額は過去最高水準

原油先物市場における投機筋の買い越し額をみると、1 年半ば以降 5 週連続で拡大しており、過去最高水準となっている（第 2 図）。また、原油市場への資金流入を示す総建玉（未決済残高）は 2013 年後半から減少しているが、足元の水準は依然として高い。

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

2013 年は供給超過幅が縮小

2013 年の世界の原油需給バランスは供給超過（＝在庫積み増し）となったが、超過幅は前年から大幅に縮小した（第 3 図）。石油輸出国機構（OPEC）の生産減少・非 OPEC の生産増加により供給全体は増加した一方、新興国の需要が底堅く増加したためである。

世界の原油需要は前年並みの予想

国際エネルギー機関（IEA）によれば、2013 年は新興国の原油需要の伸びが鈍化し、日本は前年の火力発電用需要増加の反動がみられた。一方、米国の需要は 3 年振りの増加に転じ、欧州は引き続き落ち込んだが小幅にとどまった。この結果、世界の原油需要の伸びは+1.4%と前年（+1.2%）をやや上回った。今年については、先進国景気は緩やかながら拡大傾向を辿るが、新興国景気は伸び悩むとみられ、世界の原油需要は前年と同程度の伸びにとどまると見込まれる。

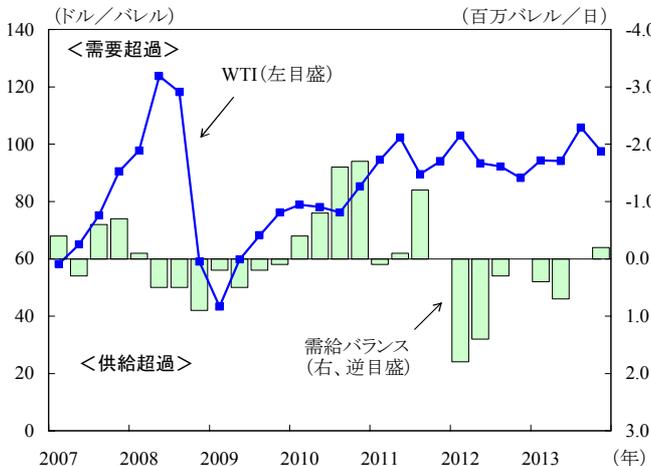
OPEC の生産量は低水準

供給についてみると、OPEC 全体の生産量は 2013 年 6 月以降減少傾向を辿ったが、サウジアラビアと UAE の生産拡大およびリビアの生産回復により 12 月以降は増加している。1 月の生産量は日量 2,999 万バレルとほぼ生産目標（同 3,000 万バレル）通りだが、3 年振りの低水準となっている。これは、リビアの生産量が平時の 3 分の 1 にとどまっているほか、経済制裁の影響によりイランの生産量が低水準で推移しているためである。

非 OPEC の生産拡大が続く見込み

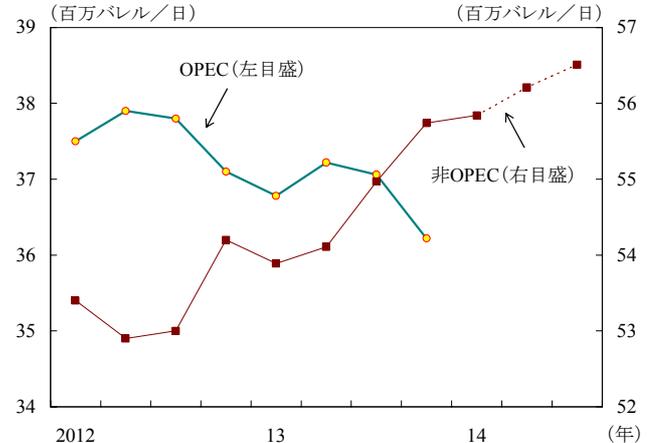
非 OPEC の生産は、米国のシェールオイル増産が牽引する形で拡大している。米シェールオイルに加え、カナダのオイルサンド（＝高粘度の原油を含む砂岩層）やブラジルの深海油田からの生産拡大、ロシアの原油生産拡大も予想されており、2014 年も非 OPEC の生産は拡大傾向が続くとみられている（第 4 図）。こうした非 OPEC の動向を睨みながら、OPEC、特にサウジアラビアが、世界的な供給超過拡大を避けるために機動的に対処していくことになろう。

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：OPECと非OPECの産油量の推移



(注) 2014年はIEAによる見通し。OPECは随伴ガス(NGLs)を含む。
(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95～98ドル台の推移と予想

先進国景気は緩やかな拡大傾向を迎える一方、中国の成長率鈍化や新興国経済の伸び悩みが予想される。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、ブラジル等の非 OPEC 諸国の生産拡大が続くとみられる。この結果、需給面からの価格上昇圧力は限定的であろう。しかしながら、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95～98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 (%)
2012/Q1	103.0	8.9%
2012/Q2	93.4	▲8.8%
2012/Q3	92.2	3.0%
2012/Q4	88.2	▲6.2%
2013/Q1	94.4	▲8.4%
2013/Q2	94.2	0.9%
2013/Q3	105.8	14.8%
2013/Q4	97.6	10.6%
2014/Q1	95	0.7%
2014/Q2	96	1.9%
2014/Q3	98	▲7.4%
2014/Q4	96	▲1.6%
2012年	94.2	▲1.0%
2013年	98.1	4.1%
2014年	96	▲1.8%

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 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiko_ishimaru@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、宜しくお願ひ申し上げます。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、弊行ホームページでもご覧いただけます。