

内外経済の見通し

世界経済見通し概要

～ 構造調整圧力が残り、2013 年にかけて勢いを欠く成長が続く見通し～

日 本

～ 回復基調が続くも、復旧・復興活動の一段落で不安定化する局面も視野に～

米 国

～ 構造調整の進展等を受け、成長率は緩やかながらも高まる展開に～

西 欧

～ 2013 年に底入れを探る展開も、内需の停滞からほぼゼロ成長に～

ア ジ ア

～ 景気は減速傾向が継続、2013 年にかけても潜在成長率を下回るペースで推移～

オーストラリア

～ 年後半、景気拡大ペースはやや鈍化するも、2012 年の成長率は 3% 台半ばへ～

中南米

～ 政策効果により回復に向かうブラジル、景気拡大が続くメキシコ、不況入りしたアルゼンチン～

原油価格

～ 根強い供給懸念が、原油価格の押し上げ要因に～

世界経済見通し概要

構造調整圧力が残り、2013年にかけて勢いを欠く成長が続く見通し

世界経済は引き続き構造調整圧力が残り、2013年にかけて、潜在成長率を下回る勢いを欠く成長が続く見通しである。従来の景気回復局面でみられたような力強い景況感の持ち直しは、今来年を通じて展望しづらい情勢である。

米国経済は、最大の構造問題である住宅市場の需給バランス調整に今暫くの時間が必要な状況にあるほか、将来的な財政緊縮が不可避であるなど、構造的な景気下押し圧力が残り、なかなか安定的な回復軌道に乗れない状態が続いている。構造調整の一部進展を背景に、年後半から来年にかけて成長率を高めていく展開が予想されるものの、その勢いはごく緩やかなものにとどまろう。年末までに必要な予算措置を取らなければ、意図せざる過度の財政緊縮が始まってしまうという所謂「財政の崖」を、11月に大統領・議会選挙を控えるなか、年末までの与野党合意で無事乗り切ることができるかも、引き続き大きなリスク要因である。

欧州経済は、欧州債務問題が抜本的解決策に決め手を欠く中この先も出口の見えない状況が長期化、財政緊縮の継続・金融市場の混乱・欧州銀行の金融機能低下など様々な経路から景気を下押し展開が続くことが予想される。足元既に実質的な後退局面に入っている欧州経済は今後、年単位の期間にわたり低調を続ける虞が強い。当面の課題だけをみても、ギリシャの財政再建計画を巡るギリシャ政府とトロイカ（EU、IMF、ECB）との合意形成、スペインの資本不足行への資本注入や地方政府債務問題の処理など、一歩対応を誤ればそれぞれ単独で経済への深刻なネガティブ・インパクトを持つ重要課題が今後次々と対応のヤマ場を迎える状況である。

アジア経済は、欧州経済失速の影響から成長の牽引役である輸出が大きく減速、成長率を鈍化させてきた。もうひとつの成長牽引役である内需が堅調な雇用環境等を背景に底固く推移し成長を下支えしたものの、4～6月期のアジア11カ国・地域の実質GDP成長率は6%台前半まで低下した見込みである。中国がほぼ3年ぶりの低成長となっているほか、台湾がマイナス成長に陥るなど輸出主導型のNIEsの減速も著しい。今後についても、外需環境に大きな改善が見込めない中、アジア経済の回復ペースは2013年にかけて、全体として力強さに欠ける展開となりそうだ。

こうしたなか、わが国経済は昨年秋口よりみられた足踏み状態を脱し、年明け以降、回復基調を辿ってきた。この先も年内については、震災復旧・復興活動という「牽引力」に支えられ、相応の成長率を確保できる見通しである。ただ、来年に入ると、復旧・復興活動も公共投資を中心に一段落する公算が高く、2013年度の成長率は年度末に予想される消費税導入前の駆け込み需要を織り込んでなお、1%台前半にとどまる見込みである。想定を超える世界経済の後退や金融危機の発生、一層の円高、1次産品価格の高騰など、わが国経済を予想以上に下振れさせるリスクも依然枚挙に暇がなく、引き続き警戒は怠れない。

（経済調査室長 松宮 基夫）

～回復基調が続くも、復旧・復興活動の一段落で不安定化する局面も視野に～

1. 日本経済の概況

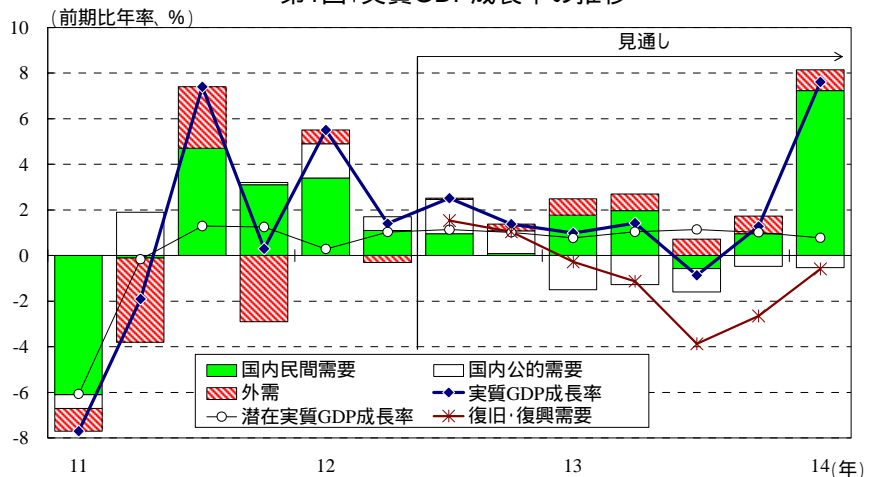
4-6月期には成長ペースが鈍ったが想定範囲内で、回復基調は変わらず

日本経済は回復基調を辿っている。4-6月期の実質GDPは前期比年率+1.4%と、4四半期連続のプラス成長、2四半期連続の潜在成長率超えを達成した(第1図)。需要項目別には、住宅投資と設備投資が増加に転じ、公共投資も高めの伸びを維持するなど、震災復旧・復興需要の着実な顕現を窺わせた。また、個人消費は同+0.6%まで鈍化したが、1-3月期の同+5.0%とあわせてみれば十分に堅調なレベルだと言える。

2012年度は相応の成長、2013年度は半ばを中心に減速となる見通し

先行きを展望すると、2012年度中は復旧・復興需要を主体とした内需の牽引力が保たれ、日本経済は回復を続ける見通しである。一方、来年2013年度には復旧・復興活動が一段落する公算が高い。このため、成長率は一旦鈍化し、マイナス成長となる四半期も出てこようが、例えば、設備投資の中では復旧・復興需要と関連の薄かった部分などに拡大の余地を残すものが存在しているとみる。また、年度末にかけては消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見込まれる。通年では、2012年度に前年度比+2%台半ば、2013年度に+1%台前半の成長率を予想する。リスクとしては、海外経済の急失速や一段の円高による景気回復の頓挫である。

第1図: 実質GDP成長率の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 部門・項目別にみた現状と見通し

(1) 企業部門

輸出、生産の回復は緩やかなペースとなる見通し

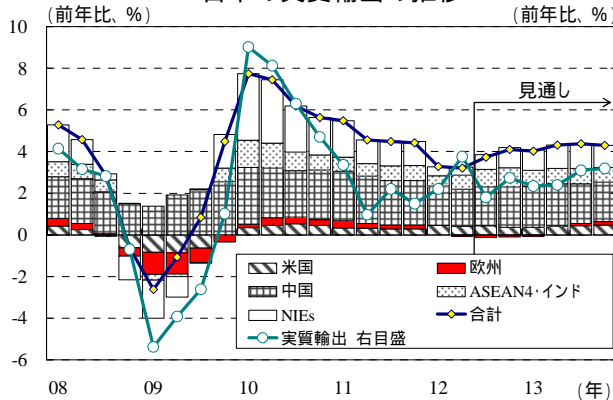
輸出は足元で欧州向けが急減しており、米国やアジア向けでも弱い動きが見られつつある。こうした中、生産も一旦足踏みという状態で、4-6月期には4四半期ぶりの前期比減少となった。先行きを展望すると、海外経済が年度後半にかけて持ち直しに向かうと想定されるものの、そのピッチは力強さを欠き、日本からの輸出の回復力も限られる公算が大きい(第2図)。その分、国内生産の伸びも限定的に止まる見通しである。

設備投資は復旧・復興需要に牽引される局面が継続、以後の反動減も何とか吸収可能とみる

一方、設備投資は、引き続き震災復旧・復興需要に牽引されて増加基調にある。GDP ベースの実質設備投資は4-6月期に前期比年率+6.3%の伸びを示した。外需の不透明感やエコカー補助金終了後の生産、消費動向に対する懸念が企業の投資マインドを慎重化させる虞はあるが、もう暫くは復旧・復興需要のプラス寄与が残るものと想定される(第3図)。

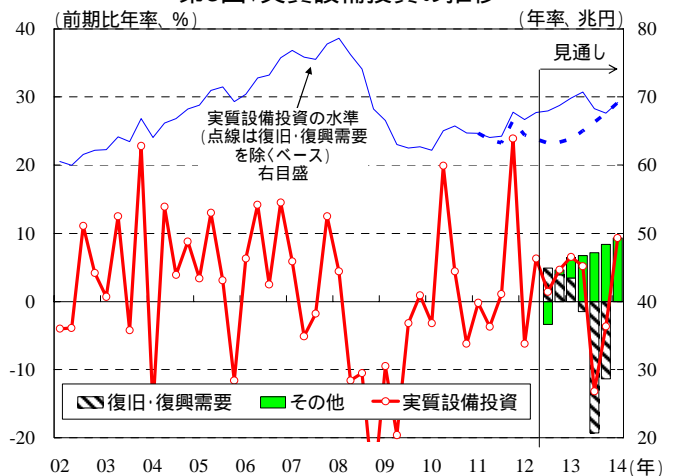
もっとも、こうした復旧・復興需要も今年度末頃には一段落することが見込まれるため、来年度以降の設備投資を左右するのはその他の部分の方向性となろう。振り返ると、設備投資は全体でリーマン・ショック後に2割以上も落ち込んだわけだが、震災影響もあって回復ピッチは鈍い。直近4-6月期時点で落ち込みの3分の1程を取り戻したに過ぎないため、今後の拡大余地は大きいと推測される。かつ、対キャッシュフロー比率は6割程度と低位に止まるなど、回復のサポート材料は揃っていない模様だ。対象項目別に言えば、コンピュータソフトウェア等はリーマン・ショック時にも底堅く推移し、情報通信機器や輸送機械は比較的早期の回復を示した。規模的にも当3項目で全体の3割超を占めており、来年度の反動減を和らげるものとして期待できる。したがって、設備投資の回復は続き、2013年度にも通年で小幅増を確保し得ると予想する。

第2図: 主要な輸出先国・地域の実質GDP成長率と日本の実質輸出の推移



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

第3図: 実質設備投資の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

個人消費は、全体として引き続き堅調に推移

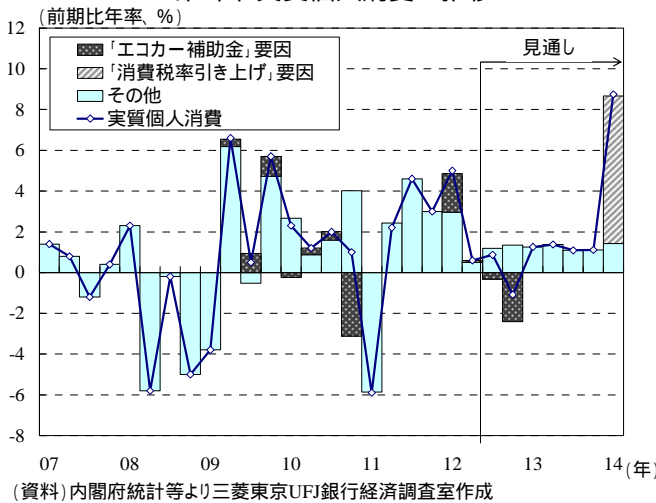
実質個人消費は4-6月期に前期比年率+0.6%と5四半期連続で増加した(第4図)。1-3月期の同+5.0%からは急減速した格好ながら、うるう年に特有の振れである公算も大きく、冒頭で指摘した通り「堅調」との評価を変えるものでないとする。財別には、エコカー補助金に後押しされた自動車販売の増加などで、耐久財が同+12.8%と1-3月期(同+9.3%)に続いて大きく伸びたほか、旅行や外食などが好調であったサービスも同+0.8%と引き続き増加した。他方、ゴールデンウィーク中の天候不順や低温等の影響によって衣料品や食料品などの販売が伸びず、半耐久財(同5.9%)と非耐久財(同3.0%)は一旦低迷した。先行きを展望すると、

年度後半の 10-12 月期にはエコカー補助金終了後の反動減が生じることで、一時的に前期比マイナスを余儀なくされそうだ。もっとも、雇用者所得の緩やかな増加やマインドの改善など、個人消費をサポートする基盤はしっかりと残り続けるものと想定される。今後も個人消費は底堅さを維持し得る見込みである。あわせて、2013 年度後半には消費税率引き上げ前の駆け込み需要で、耐久財などを中心に上振れも予想される。

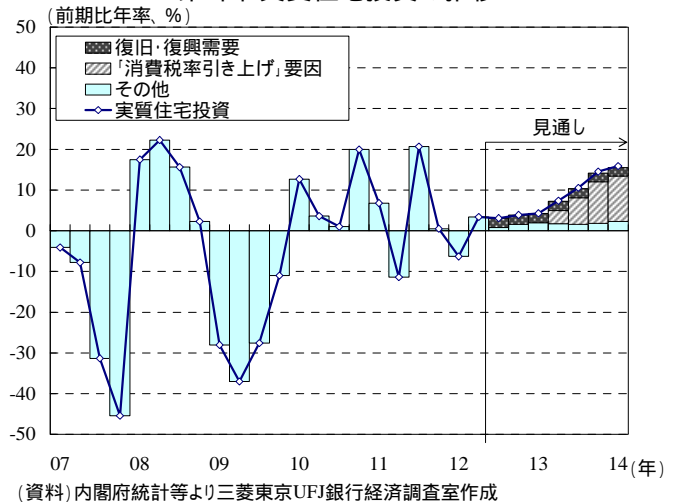
住宅投資は低金利環境や復旧・復興需要に支えられて増加基調の見通し

住宅投資についてみると、4-6 月期には実質 GDP ベースで前期比年率 +3.4% と増加に転じた（第 5 図）。「復興支援・住宅エコポイント」の申込期限を控えた住宅購入の増加や低金利環境などが背景と考えられる。また、震災被害の大きかった岩手・宮城・福島県などでは、持家を中心に着工の増加が依然継続している。先行きに目を転じると、住宅取得支援策のうち「復興支援・住宅エコポイント」などは、今年 10 月に終了する見込みである。一方、低金利環境や被災地域での住宅再建の動きは当面続くものと想定される。総じて、住宅投資は引き続き増加基調を辿る可能性が高そうだ。加えて、消費税率引き上げを前にした駆け込み需要も、2013 年度入り後から徐々に出てくると予想される。

第4図：実質個人消費の推移



第5図：実質住宅投資の推移



(3) 政府部門

GDP ベースの公的需要は 5 四半期続けて増加

実質公的需要は 4-6 月期に前期比年率 +2.4% と 5 四半期連続で増加した。高齢化で医療費や介護費の現物給付が伸びている政府消費の増加が続いたほか、昨年度補正予算の執行が本格化したことで復旧・復興関連を中心に公共投資も 2 四半期連続で増加した。

今年一杯は復旧・復興関連を中心に増加が続く見込み

公共投資の先行指標である受注工事額をみると、災害復旧関連に加え、足元ではその他の受注も大きく増加している（第 6 図）。昨年度の補正予算に計上された防災関連を中心とする治山・治水工事などの発注が増えているものと推察される。さらに、2012 年度予算でも復旧・復興関連が新たに計上されており、公的需要は今年末までは増加基調が維持され

ると見込まれる。一方、2013年度については、復旧・復興関連の財政支出がピークアウトし、減少に転じる公算が大きい。

(4) 物価

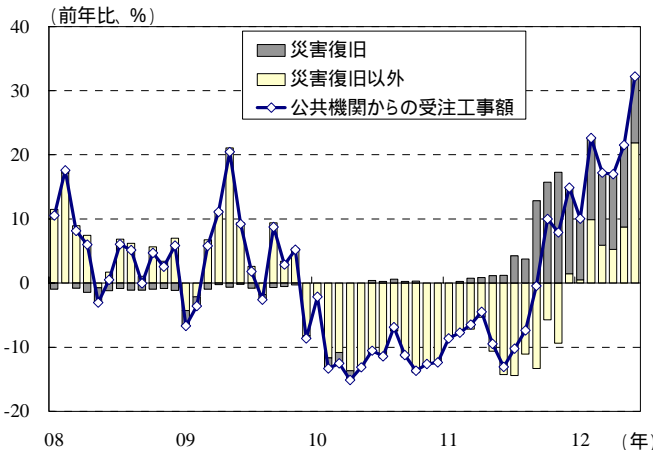
コア消費者物価は足元で再び前年比マイナス圏内

消費者物価は、生鮮食品を除くコアベースで、2月から4月まで前年比プラスとなった後、足元では原油価格下落の影響などもあって再びマイナス圏内で推移している(第7図)。品目別では、2月に行われた調査対象品目入れ替えの影響により、テレビ価格等が一旦上昇したものの、足元では既に大幅な下落に転じている。

物価下落は暫く継続するが、下落幅は緩やかに縮小する公算

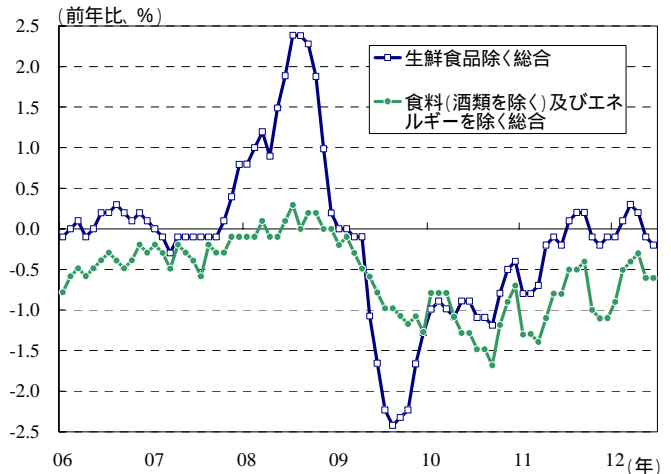
この先も、消費者物価は引き続きマイナス圏で推移しつつ、デフレギャップの縮小ペースに合わせて、緩やかに下落幅を縮小させていくと予想する。統計上は、来年2月に前述した調査対象品目入れ替えによる押し上げ効果が一年を経て剥落することなども、物価指数を引き下げる方向に作用しよう。他方、2014年4月に想定される消費税率の引き上げは、コアベースの消費者物価を2.1%程度押し上げることが見込まれる。

第6図: 公共機関からの受注工事額の推移



(注)公共機関から受注した請負契約額500万円以上の工事を集計したもの。
(資料)国土交通省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 消費者物価の推移



(資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の現状と見通し

(1) 金融政策と長期金利

今後も金融緩和策の追加余地あり

日銀は、資産買入等基金の増額など、金融緩和を段階的に強化してきている。海外絡みを中心に景気の下振れ要因が増大していることなどを踏まえると、今後も状況に応じて追加金融緩和が実施される可能性は高いと考える。具体策としては、長短国債の買入額引き上げを中心とする資産買入等基金の増強が主な候補として予想される(第1表)。

長期金利は今暫く低水準で推移する見通し

長期金利は7月後半にかけて大幅に低下し、10年物国債利回りは7月25日に一時0.72%と2003年6月以来の水準まで低下した。足元の10年物国債利回りは0.8%台まで反発しているが、欧州債務問題や米国景気の先行き等についての不透明感は依然として強く、当面は低水準で推移するとみられる。ただし、2000年代以降の傾向を鑑みると、10年物国債利

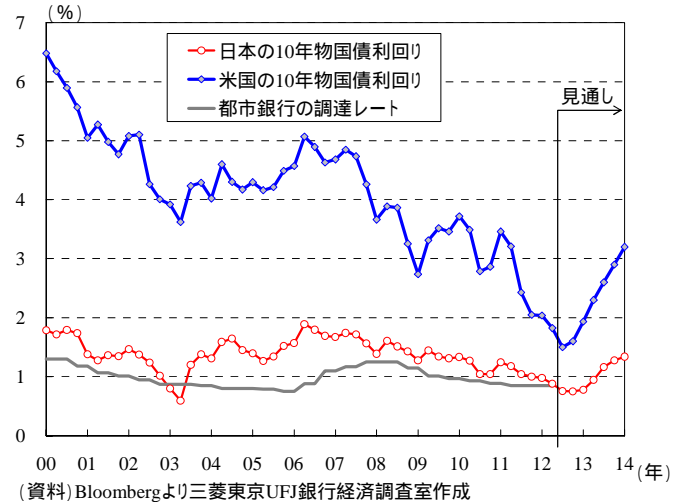
回りが都市銀行の調達レート(直近は0.85%)を下回る水準で定着する可能性は小さく(第8図)、いずれかの段階でレンジが切り上がってこよう。そのタイミングとしては、米国景気が底堅さを取り戻し始めると見込まれる2013年半ば以降を想定する。

第1表: 想定される日銀の追加金融緩和

手法	確度	理由	
資産買入等基金の増強	長短期債の買入額引き上げ	高	量的緩和強化の中心的手段として、これまでも引き上げられてきており、今後も可能性が高い。
	CP・社債等の買入額引き上げ	低	クレジットランチは発生しておらず、信用緩和の必要性は低い。
	ETF・J-REITの買入額引き上げ	中	リスクプレッドの引き下げ手段として、小幅な引き上げが行なわれる可能性がある。
	固定金利方式共担オペの増額	低	札割れ増加を受けて、すでにオペ総額が引き下げられている。
	長期国債の買入対象年限の延長	中	より長い期間の金利を引き下げる手段として行なわれる可能性がある。
	長期国債の買入下限金利の撤廃	中	8月9日の総裁記者会見で否定も、札割れ発生が今後も継続すれば可能性は高まる。
超過準備預金の付利金利引き下げ	低	5月23日の総裁記者会見で否定。市場機能の低下により逆効果となる恐れがあるため。	
「中長期的な物価安定の目途」の当面の目標(前年比+1%)の引き上げ	低	日銀は、前年比+1%を国民の物価感に照らして妥当な水準と考えており、一部で主張されている同+2%への大幅な引き上げは行なわれにくい。	
外債購入	低	財務省の所管である為替政策に踏み込むことになるため、日銀は消極的。	

(資料) 日本銀行資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図: 日米長期金利と都市銀行の調達レートの推移



(2) 為替

円高局面はもう暫く継続の公算

ドル円相場は足元、3月までの円安トレンドが反転し、8月半ばにかけて大きく円高が進行した。3月までの円安の背景にあった4つの要因のうち、日本の貿易赤字化を除く3つ(米国景気の堅調、欧州債務問題の不安後退、日銀による積極的な金融緩和期待)が反転・後退したことが原因である(第2表)。直近では、円安方向への揺り戻しが若干みられるものの、欧州債務問題をはじめとしてリスクオフの円高が進みやすい状況が変化したわけではない。円の高止まり局面は、今暫く継続しよう。円高圧力の後退は、米国金利上昇による日米金利差拡大が見込まれる2013年度からと予想する。

第2表:円相場を取り巻く状況の変化

	3月までの円安局面	足元の円高局面	見通し
米国景気	雇用者数の大幅増加等を受けて、QE3観測が後退。 (円安要因)	雇用増加ペースの鈍化、企業の景況感悪化等をきっかけにQE3観測が再び台頭。	2013年にかけて緩やかに成長率が高まっていく見通し。大規模なQE3実施の可能性は小。
欧州債務問題	ギリシャの民間債権者との債務再編交渉決着(2月21日)等で不安感が後退。 (円安要因)	スペインに対する懸念が拡大し、長期国債利回りが節目とされる7%を突破。	当面、リスクオフ要因としてくすぶり続ける公算が大。
日銀の金融政策	2月の金融政策決定会合で市場予想を上回る金融緩和が打ち出され、日銀がアグレッシブに金融緩和を拡大していくとの見方が台頭。 (円安要因)	日銀は、段階的に金融緩和を強化しているものの、市場予想の範疇にとどまり、積極的な緩和期待は後退。	金融緩和を段階的に強化していくと予想されるが、市場のトレンドを変えるほどのサプライズは無いとみられる。
日本の貿易収支	2011年の日本の貿易収支が2.5兆億円の赤字に(1月25日発表)。暦年ベースの赤字は31年ぶり。 (円安要因)	2012年上半年期の貿易収支は2.9兆円の赤字と、半期ベースでは過去最大の赤字に。	少なくとも2013年前半までは貿易赤字が続くと予想。
購買力平価	日米のインフレ率格差を反映し、円高トレンドの継続を示唆。	日米のインフレ率格差を反映し、円高トレンドの継続を示唆。	日米のインフレ率格差を反映し、円高トレンドの継続を示唆。

(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、鶴田 零、高山 真、坂東 輝昭、中村 逸人)

日本経済・金融見通し

平成24年(2012年)8月30日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室
(単位: %、10億円)

見通し

	2011				2012				2013				2014	2011年度	2012年度	2013年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済 (前期比年率)																
実質GDP	▲7.7	▲1.9	7.4	0.3	5.5	1.4	2.5	1.4	1.0	1.4	▲0.9	1.3	7.6	▲0.0	2.5	1.3
個人消費	▲5.9	2.2	4.6	3.0	5.0	0.6	0.9	▲1.1	1.3	1.4	1.1	1.1	8.7	1.2	1.8	1.4
住宅投資	6.8	▲11.4	20.7	0.5	▲6.3	3.4	3.1	3.9	4.3	7.4	10.5	14.5	15.9	3.8	2.1	8.1
設備投資	▲0.2	▲3.7	1.1	23.9	▲6.2	6.3	1.4	4.7	6.5	5.2	▲13.2	▲3.7	9.3	1.1	4.4	0.5
在庫投資 (寄与度)	▲2.8	▲0.6	1.2	▲1.5	1.4	▲0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	▲0.5	0.1	0.3
公的需要	▲2.4	8.0	0.1	0.5	5.9	2.4	6.5	4.2	▲6.1	▲5.3	▲4.3	▲2.0	▲2.3	2.2	3.1	▲2.9
公共投資	▲16.5	32.9	▲4.3	▲3.9	15.2	7.2	17.0	10.4	▲15.1	▲19.2	▲14.7	▲7.8	▲13.3	2.9	7.3	▲11.1
純輸出 (寄与度)	▲1.0	▲3.7	2.7	▲2.9	0.6	▲0.3	0.1	0.3	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	▲1.0	0.1	0.7
財貨・サービスの輸出	▲1.4	▲21.3	35.3	▲13.8	14.3	4.8	▲7.0	3.8	5.7	6.0	6.3	5.7	5.6	▲1.4	3.2	4.8
財貨・サービスの輸入	6.0	0.2	14.3	4.0	9.1	6.4	▲8.5	2.2	1.4	1.6	2.2	1.2	0.2	5.6	3.3	0.9
名目GDP	▲9.1	▲5.4	6.6	▲1.0	5.7	▲0.2	2.4	▲0.1	0.1	1.3	▲1.0	1.4	8.0	▲2.0	1.7	0.9
GDPデフレーター (前年比)	▲2.0	▲2.4	▲2.1	▲1.8	▲1.3	▲0.9	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.6	▲0.5	▲0.4	▲0.0	▲1.9	▲0.8	▲0.4
鉱工業生産 (前期比)	▲1.5	▲4.2	5.4	0.4	1.3	▲2.0	0.6	0.8	1.1	1.2	0.1	1.5	1.7	▲1.0	1.6	3.8
国内企業物価 (前年比)	0.9	1.8	2.2	1.1	0.3	▲0.9	▲0.6	▲0.7	▲0.8	▲0.3	0.1	0.2	0.2	1.4	▲0.8	0.1
消費者物価 < 除く生鮮食品 > (前年比)	▲0.8	▲0.2	0.2	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.4	▲0.4	▲0.1	0.2	0.3	0.0	▲0.2	0.0
2. 国際収支																
貿易収支	908	▲ 1,093	▲ 241	▲ 1,185	▲ 1,133	▲ 1,172	▲ 479	▲ 1,117	▲ 1,476	▲ 770	192	222	436	▲ 3,470	▲ 4,244	80
経常収支	3,487	1,887	2,546	1,682	1,485	1,344	2,426	1,849	1,551	2,318	3,342	3,434	3,709	7,893	7,171	12,804
3. 金融																
無担保コール翌日物	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
10年物国債利回り	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	1.2	1.3	1.3	1.0	0.8	1.2
円相場 (円/ドル)	82	82	78	77	79	80	78	79	81	83	84	86	89	79	80	86

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

主要経済金融指標(日本)
2012年8月30日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2010年度	2011年度	2011年		2012年			2012年				
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月		
実質GDP成長率(前期比年率)	3.2	▲0.0	0.3 (▲0.7)	5.5 (2.9)	1.4 (3.5)	***	***	***	***	***		
全産業活動指数	2.0	0.2	0.5 (0.0)	▲0.1 (2.4)	▲0.2 (2.6)	▲0.3 (5.5)	0.1 (4.1)	▲0.2 (3.3)	0.2 (0.5)			
鉱工業生産指数	9.3	▲1.0	0.4 (▲1.6)	1.3 (4.8)	▲2.0 (5.3)	1.3 (14.2)	▲0.2 (12.9)	▲3.4 (6.0)	0.4 (▲1.5)			
鉱工業出荷指数	9.4	▲2.0	0.3 (▲2.2)	0.8 (4.1)	▲0.2 (8.0)	0.5 (11.9)	0.6 (16.0)	▲1.3 (11.7)	▲0.9 (▲1.1)			
製品在庫指数	3.9	9.6	▲1.4 (3.8)	5.9 (9.6)	0.0 (6.3)	4.3 (9.6)	2.0 (10.8)	▲0.7 (4.7)	▲1.2 (6.3)			
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	108.4	116.4	115.0 [111.0]	113.1 [107.7]	121.8 [121.1]	115.3 [108.8]	123.2 [126.6]	118.6 [121.5]	123.6 [115.2]	[116.6]		
国内企業物価指数	0.7	1.4	▲1.1 (1.1)	0.2 (0.3)	▲0.1 (▲0.9)	0.5 (0.3)	0.1 (▲0.4)	▲0.5 (▲0.7)	▲0.7 (▲1.4)	▲0.4 (▲2.1)		
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲0.8	0.0	▲0.2 (▲0.2)	▲0.1 (0.1)	0.3 (0.0)	0.1 (0.2)	0.1 (0.2)	▲0.3 (▲0.1)	▲0.3 (▲0.2)			
稼働率指数 (2005年=100)	88.0	87.4	89.3 [88.4]	92.1 [85.9]	89.8 [79.8]	92.4 [73.1]	91.8 [72.1]	89.8 [81.6]	87.7 [85.7]	[86.8]		
機械受注 (船舶、電力を除く(民需))	9.1	6.2	▲0.7 (6.7)	0.9 (3.3)	▲4.1 (▲1.7)	▲2.8 (▲1.1)	5.7 (6.6)	▲14.8 (1.0)	5.6 (▲9.9)			
製造業	18.3	5.9	▲0.7 (4.1)	0.1 (▲0.5)	▲5.8 (▲7.6)	▲8.4 (▲4.8)	3.4 (3.5)	▲8.0 (▲6.3)	▲2.9 (▲16.2)			
非製造業 (除く船舶、電力)	2.7	6.6	▲0.5 (8.6)	0.5 (6.4)	0.0 (3.1)	▲3.9 (1.7)	5.7 (9.0)	▲6.4 (7.6)	2.6 (▲4.6)			
資本財出荷 (除く輸送機械)	21.4	5.4	1.2 (2.1)	▲2.5 (7.0)	0.7 (0.9)	0.2 (10.8)	▲1.6 (3.4)	5.6 (5.1)	▲3.5 (▲4.5)			
建設受注	▲5.2	7.1	(13.1)	(3.6)	(6.1)	(▲0.3)	(16.2)	(▲0.9)	(4.6)			
民需	▲2.6	3.7	(9.7)	(▲3.6)	(6.6)	(▲9.6)	(22.6)	(3.7)	(▲1.4)			
官公庁	▲12.1	22.7	(19.6)	(28.7)	(29.7)	(30.7)	(22.1)	(22.6)	(39.6)			
公共工事請負金額	▲8.8	▲0.5	(3.6)	(10.3)	(15.5)	(8.0)	(5.4)	(36.7)	(14.1)	(26.6)		
新設住宅着工戸数(年率万戸)	81.8 (5.6)	84.1 (2.7)	79.6 (▲4.5)	86.2 (3.7)	87.8 (6.2)	84.8 (5.0)	89.6 (10.3)	90.3 (9.3)	83.7 (▲0.2)			
新設住宅床面積	(9.0)	(2.5)	(▲4.4)	(2.3)	(5.1)	(3.1)	(7.2)	(9.0)	(▲0.4)			
小売業販売額	0.8	0.8	(0.8)	(5.2)	(3.1)	(10.3)	(5.7)	(3.6)	(0.2)	(▲0.8)		
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲0.9	▲1.2	0.4 (▲1.0)	0.2 (1.1)	1.7 (2.7)	▲0.1 (3.4)	▲0.8 (2.6)	1.5 (4.0)	▲1.3 (1.6)			
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.4	73.3	74.2 [74.0]	71.8 [72.4]	74.1 [74.0]	72.9 [72.4]	73.0 [72.1]	74.6 [73.4]	72.0 [72.6]	[71.9]		
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	7.9	0.8	1.4 (1.9)	1.0 (1.8)	0.0 (4.0)	1.0 (4.3)	▲1.3 (5.3)	1.9 (5.6)	▲2.6 (1.2)			
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	▲0.3	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.5)	(0.9)	(0.2)	(▲1.1)	(▲0.4)			
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	23,384	52,083	25,350 28,038	127,239 33,848	138,382 28,033	126,610 35,975	131,038 28,654	142,285 24,914	141,824 30,531	28,860		
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.56	0.68	0.69 [0.57]	0.75 [0.61]	0.81 [0.62]	0.76 [0.62]	0.79 [0.62]	0.81 [0.62]	0.82 [0.63]	[0.65]		
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.0	4.5	4.5	4.6	4.7	4.5	4.6	4.4	4.3			
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.2	44.9	46.0 [43.0]	47.3 [40.1]	47.3 [38.0]	51.8 [27.7]	50.9 [28.3]	47.2 [36.0]	43.8 [49.6]	44.2 [52.6]		
企業倒産件数 (実数、件数)	13,065 (▲11.3)	12,707 (▲2.7)	3,103 (▲5.9)	3,184 (▲0.8)	3,127 (▲5.5)	1,161 (▲1.8)	1,004 (▲6.6)	1,148 (7.1)	975 (▲16.3)	1,026 (▲5.0)		

2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績)

	2010年度	2011年度	2011年		2012年	2012年				
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月
通関輸出	14.9	▲3.7	(▲5.5)	(▲1.6)	4.8	(5.9)	(7.9)	(10.0)	(▲2.3)	(▲8.1)
価格	0.1	0.6	(▲0.5)	(1.4)	(1.2)	(2.1)	(3.1)	(0.6)	(0.1)	(2.4)
数量	14.7	▲4.3	(▲5.0)	(▲3.1)	(3.5)	(3.7)	(4.7)	(9.3)	(▲2.3)	(▲10.2)
通関輸入	16.0	11.6	(12.4)	(9.9)	(5.0)	(10.6)	(8.1)	(9.4)	(▲2.2)	(2.1)
価格	3.4	9.1	(10.9)	(6.5)	(1.8)	(7.3)	(6.1)	(0.9)	(▲1.6)	(▲4.6)
数量	12.4	2.2	(1.3)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(1.9)	(8.5)	(▲0.7)	(7.0)
経常収支(億円)	166,595	76,180	9,257	20,544	9,822	13,074	3,338	2,151	4,333	
貿易収支(億円)	64,955	(34,698)	▲9,446	▲12,956	▲12,001	▲12	▲4,639	▲8,482	1,120	
サービス収支(億円)	▲12,730	▲18,265	▲6,658	▲1,421	▲7,849	783	▲4,986	▲928	▲1,935	
資本収支	▲97,221	68,806	83,422	▲28,153	▲27,980	▲14,926	▲304	▲7,446	▲20,230	
外貨準備高(百万ドル)	1,116,025	1,288,703	1,295,841	1,288,703	1,270,547	1,288,703	1,289,542	1,277,716	1,270,547	1,272,777
対ドル円レート(期中平均)	85.69	79.05	77.39	79.28	80.17	82.43	81.49	79.70	79.32	79.02

3. 金融

	2010年度	2011年度	2011年		2012年	2012年					
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月	
コールレート	0.091	0.077	0.079	0.083	0.078	0.084	0.075	0.084	0.076	0.084	
(無担保翌日物)			[0.090]	[0.088]	[0.067]	[0.085]	[0.062]	[0.069]	[0.069]	[0.073]	
ユーロ円TIBOR	0.356	0.331	0.329	0.331	0.333	0.332	0.332	0.332	0.335	0.327	
(3ヵ月物)			[0.336]	[0.336]	[0.332]	[0.336]	[0.333]	[0.332]	[0.332]	[0.332]	
新発10年国債利回り	1.127	1.050	1.030	0.968	0.848	0.985	0.885	0.830	0.830	0.780	
(未値)			[1.072]	[1.242]	[1.160]	[1.255]	[1.200]	[1.150]	[1.130]	[1.080]	
都銀貸出約定平均金利	1.357	1.269	1.292	1.269	1.255	1.269	1.268	1.268	1.255	1.252	
(前期、月比増減)			(▲0.023)	(▲0.023)	(▲0.014)	(▲0.011)	(▲0.001)	(0.000)	(▲0.013)	(▲0.003)	
日経平均株価	9,755	10,084	8,455	10,084	9,007	10,084	9,521	8,543	9,007	8,695	
(225種、未値)			[10,229]	[9,755]	[9,816]	[9,755]	[9,850]	[9,694]	[9,816]	[9,833]	
M2平残	(2.7)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(2.3)	(3.0)	(2.6)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	
広義流動性平残	(0.6)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	
貸出資金吸収動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(▲1.9)	(▲0.1)	(0.2)	(0.6)	(0.3)	(0.7)	(0.2)	(0.2)	(0.6)	(0.7)
	銀行計	(▲2.0)	(▲0.1)	(0.2)	(0.8)	(0.5)	(0.9)	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(1.0)
	都銀等	(▲4.2)	(▲1.8)	(▲1.3)	(▲0.4)	(▲1.1)	(▲0.2)	(▲1.3)	(▲1.3)	(▲0.7)	(▲0.5)
	地銀	(0.6)	(1.9)	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.6)	(2.7)
	地銀	(▲0.4)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.2)	(1.4)	(1.3)
信金	(▲1.3)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.7)	(▲0.7)	(▲0.7)	
実質預金 + CD (平残)	3業態計	(2.6)	(2.7)	(3.0)	(2.9)	(1.8)	(2.5)	(2.0)	(1.5)	(1.9)	(2.0)
	都銀	(2.6)	(1.9)	(2.1)	(2.2)	(0.7)	(1.4)	(0.6)	(0.1)	(1.4)	(1.7)
	地銀	(3.1)	(3.7)	(4.0)	(3.7)	(3.0)	(3.7)	(3.5)	(3.0)	(2.4)	(2.3)
	地銀	(0.6)	(2.8)	(3.1)	(3.2)	(2.8)	(3.3)	(3.2)	(2.8)	(2.5)	(2.3)

(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

・米国

～ 構造調整の進展等を受け、成長率は緩やかながらも高まる展開に～

1. 景気の現状

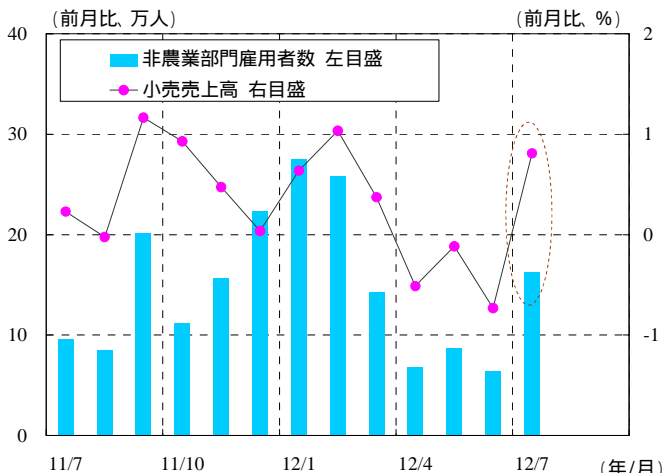
4-6 月期には海外絡みのマイナス要因で成長ペースが鈍化

米国経済は、春先以降減速している。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.7%と、1-3 月期の同+2.0%から鈍化し低めの伸びに止まった。政府支出、在庫投資のマイナス寄与が小さくなった一方、個人消費（1-3 月期：前期比年率+2.4% 4-6 月期：同+1.7%）、住宅投資（同+20.5% 同+8.9%）、設備投資（同+7.5% 同+4.2%）がそろって減速した。こうした減速の一因は、企業が、全般的な海外収益の伸び鈍化や、欧州債務問題とその波及、中国経済減速などに対する懸念の強まりといった海外絡みのマイナス要因で、慎重姿勢を強めたことにありそうだ。

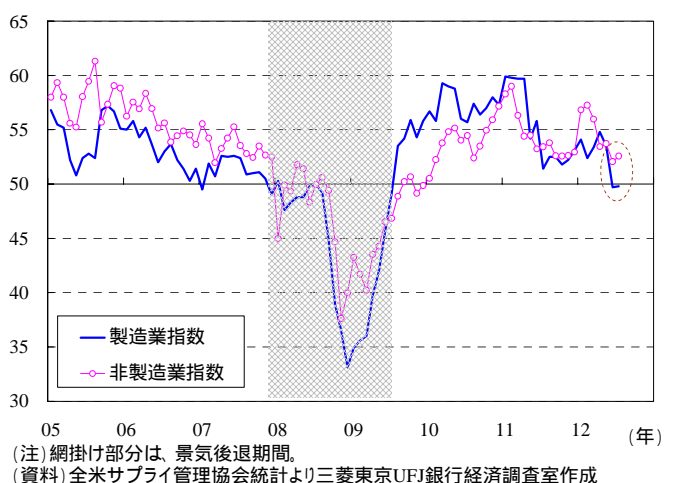
直近 7 月は経済指標の悪化に歯止め

しかしながら、直近 7 月の経済指標は悪化に歯止めがかかっている。雇用統計における非農業部門雇用者数は前月比+16.3 万人と増伸し、小売売上高も前月比+0.8%と 4 カ月ぶりにプラスに転じた（第 1 図）。また、企業景況感では ISM 指数が非製造業で上昇したほか、製造業も 2 カ月連続で（拡大と縮小の境目である）50 を下回ったが一段の悪化には至らなかった（第 2 図）。

第1図：非農業部門雇用者数と小売売上高の推移



第2図：ISM指数の推移



2. 今後の見通し

(1) 概要

成長率は少しずつ
高まる展開に

短期的な循環力・
復元力は健在

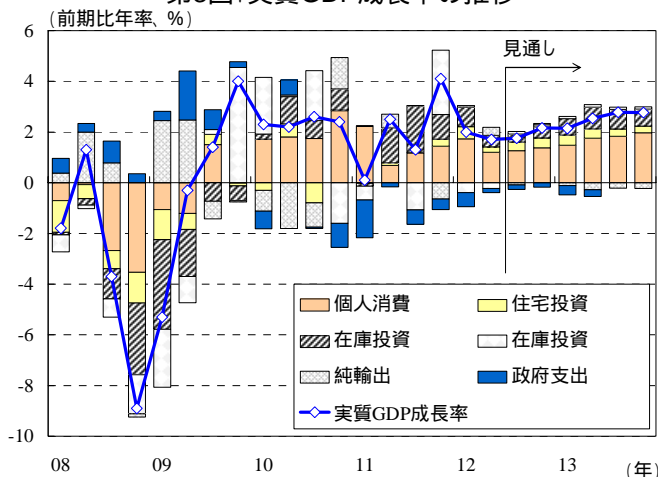
下振れリスクは、想
定以上の海外経済
軟化と意図せざる
急激な緊縮財政

米国経済は、海外絡みの減速要因が当面残る一方、国内では短期的な循環力・復元力が健在で、過去数年にわたり成長の重石となってきた構造調整にも引き続き着実な進展が見込まれる。このため、実質 GDP 成長率は2012年後半以降、再び緩やかに持ち上がってくる見通しだ(第3図)。

短期的な循環力・復元力としては、在庫と物価に因るものを指摘できる。在庫残高は97年以降のトレンド対比で今なお過少レベルにあり、その積み増し局面は2013年一杯継続の見通しである。加えて、“物価の下落 実質所得の回復”は過去にもみられた個人消費を反転に導くメカニズムの一つだが、足元にかけては既往のエネルギー価格下落等もあって物価上昇率が鈍化し、実質所得の回復まで実現している。今後の米国経済では、この循環力・復元力と構造調整の進展による下押し圧力の緩和が相俟って、他国で成長の顕著な加速が望めない中でも、比較的安定した成長が見込めそうだ(第4図)。

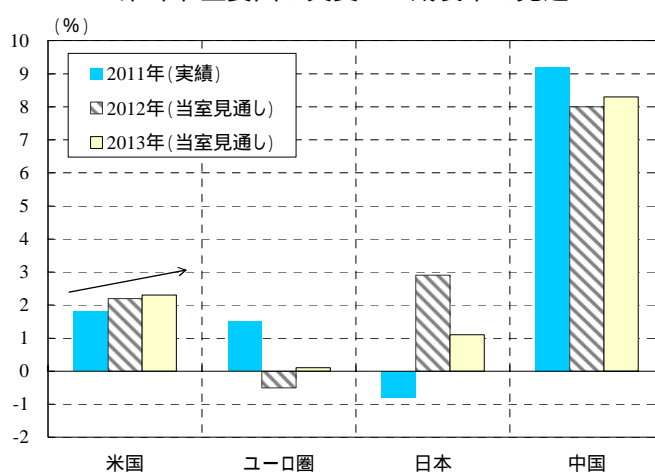
景気の下振れリスクとしては、欧州債務問題の一段の深刻化・中国経済の失速、与野党が減税延長等での合意に失敗することによる来年からの大幅な財政縮減、一次産品・原材料高による家計の実質購買力の低下、などが挙げられる。とりわけ財政面は、このまま行けば大型減税の失効や歳出の強制削減措置の発効によって、2013年に「財政の崖」と称される急激な縮減が生じ得る大きなリスク要因である。ただし、現時点で米国は財政状況が日本や欧州ほどに切迫しているわけではなく、最終的には多くの財政再建部分を先送りし徐々に実施するという形で解決が図られるものと想定される。この場合、当面の財政運営はひとまず、経済成長へ大きくは影響しないこととなる。

第3図: 実質GDP成長率の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 主要国の実質GDP成長率の見通し



(資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 構造調整の進捗

住宅部門の構造調整は相応に進展

来年半ば頃には需給環境も正常化、住宅価格が安定へ

家計債務は依然として高水準

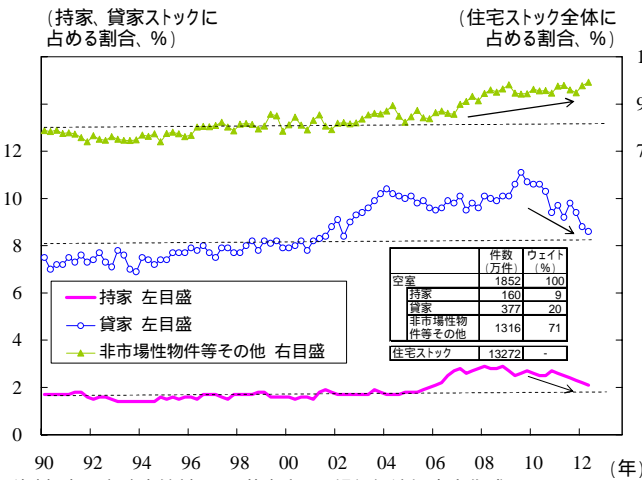
金融危機以降、住宅部門は構造的に景気回復の重石として働いていた最大の要因だが、住宅投資の GDP へのプラス寄与が定着するなど、調整が相応に進展したこともあり、下押し圧力の軽減が窺える。現在の住宅市場は、これまでの低金利や住宅価格下落等でペントアップ需要が顕在化しつつある局面と捉えられ、例えば、連邦制度準備理事会（FRB）の四半期融資担当者調査によれば、金融機関の貸出態度は依然として厳しいものの、住宅ローンの資金需要は足元で大きく増加している。

このような中で残る問題の一つは、住宅価格の下落である。住宅価格を決定する住宅需給について、空室率をみてみると、持家は足元で 2.1%（2012 年第 2 四半期）と 2008 年のピークである 2.9% から低下、貸家も 8.6%（同）と 2009 年のピークである 11.1% から大きく低下している。現行ペースの空室率低下が続けば、持家、貸家ともに、1 年程度で過去のトレンドまで回帰する公算が高い^(注1)（第 5 図）。そして、住宅ストックの過剰感が解消されれば、住宅価格も安定し、マインド面への影響も含めて経済への下押し圧力は逡減してこよう。

一方、負債サイドから構造問題をみると、家計負債は住宅ローンを中心に依然高水準である（第 6 図）。歴史的な低金利の浸透で、債務水準が高い中でも債務負担率は低位であるため、消費への悪影響は限られようが、調整の完了・過剰感の払拭はまだまだ先となる可能性が高く、信用拡大を伴う力強い動きは期待しづらい。

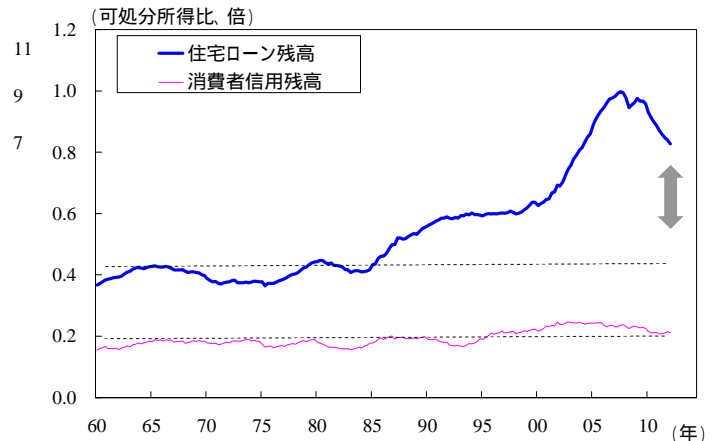
（注 1）住宅バブル期の過剰在庫は、非市場性物件として市場に流通していないものが増加する形でも、調整の進展を早めている（前掲第 5 図）。なお、今年 2 月に「不正差し押さえ問題」が解決されたことで、差し押さえの一時的急増が懸念されたが、解決後の差し押さえ件数等から判断するとそれほど影響は無さそうだ。

第5図：住宅空室率の推移



（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6図：住宅ローン残高と消費者信用残高の推移



（注）住宅ローン残高は、ホームエクイティローンを含む。

（資料）FRB、米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策と長期金利

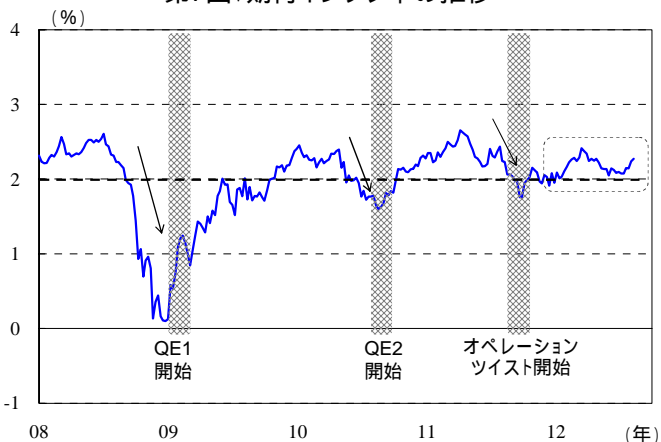
大規模な QE3 実施の可能性は低いとみる

金融政策は、8月の連邦公開市場委員会（FOMC）で現状政策が維持された。市場では大規模な量的緩和第3弾（QE3）実施の観測も根強いが、QE3は共和党等から批判が強く、商品価格上昇等の副作用も軽視できないところだ。このため、景気減速が現状程度に止まれば、株価や期待インフレ率の安定等を鑑みるに、大規模な QE3 実施の可能性は低いものとする（第7図）。

長期金利は低めの水準で推移

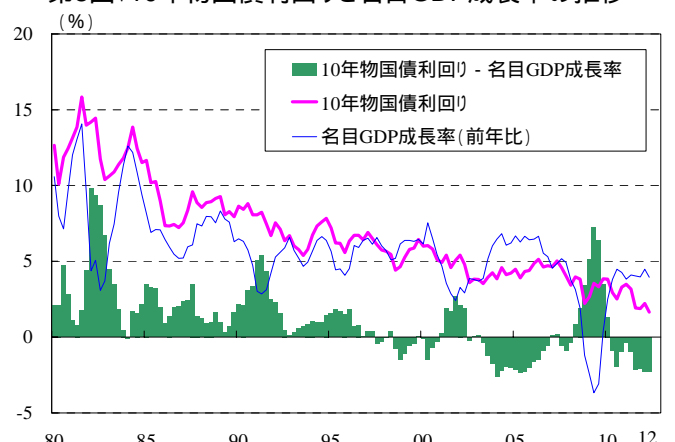
長期金利は、このところ 1.8%程度で推移しているが、過去に概ね同率で推移してきた名目 GDP 成長率を顕著に下回っており、ファンダメンタルズとの比較では異例に低いと言える（第8図）。今後についても、景況感改善による金利上昇圧力はかかろうが、欧州債務問題（に伴う質への逃避需要）の影響等が残存することで、しばらくは低めの金利水準が継続しよう。

第7図：期待インフレ率の推移



(注) 期待インフレ率は、10年物国債と同満期のインフレ連動債との利回り格差。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：10年物国債利回りと名目GDP成長率の推移



(資料) 米国商務省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、栗原 浩史、前原 佑香)

(ドル円相場動向については、「日本経済の見通し」に記載しております。)

米国経済・金融見通し

見通し →

(単位: %, 億ドル)

	2011				2012				2013				2011	2012	2013
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済 (前期比年率)															
実質GDP	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.7	1.8	2.2	2.1	2.5	2.8	2.8	1.8	2.2	2.3
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.7	1.8	2.0	2.1	2.5	2.6	2.8	2.5	1.9	2.2
住宅投資	▲1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.9	13.0	15.0	15.0	13.0	10.0	9.0	▲1.4	11.9	13.0
設備投資	▲1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	4.2	3.0	4.0	6.0	8.0	7.0	6.0	8.6	8.2	5.6
在庫投資 (2005年連鎖価格)	303	275	▲43	705	569	499	530	560	590	620	650	680	310	540	635
(寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(▲1.1)	(2.5)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(0.1)
純輸出 (寄与度)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	(▲0.6)	(0.1)	(0.3)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲2.8)	(▲2.2)	(▲2.3)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	6.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.5	5.0	6.7	4.1	4.1
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.9	3.0	3.0	4.0	5.0	5.0	5.5	4.8	3.4	4.0
政府支出	▲7.0	▲0.8	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.9	▲1.0	▲1.0	▲2.0	▲1.5	0.0	0.0	▲3.1	▲1.9	▲1.2
実質最終需要 (国内民間)	2.5	2.6	3.7	3.2	3.6	2.2	2.3	2.6	3.0	3.6	3.4	3.4	3.1	3.0	3.0
名目GDP	2.2	5.2	4.3	4.2	4.2	3.3	3.5	3.9	4.0	4.4	4.8	4.8	4.0	4.0	4.1
鉱工業生産	4.4	1.2	5.6	5.1	1.4	2.5	1.0	1.9	1.6	2.6	3.3	3.2	4.1	3.9	2.1
失業率	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.2	8.2	8.2	8.1	8.0	7.8	9.0	8.2	8.0
生産者物価 (前年比)	4.9	6.9	6.9	5.3	3.4	1.1	0.6	0.8	0.7	2.2	2.5	2.6	6.0	1.5	2.0
消費者物価 (前年比)	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.6	1.8	1.7	2.0	2.0	2.0	3.2	2.0	1.9
2. 国際収支															
貿易収支 (財)	▲1,814	▲1,872	▲1,806	▲1,893	▲1,945	▲1,856	▲1,875	▲1,880	▲1,885	▲1,890	▲1,885	▲1,860	▲7,384	▲7,556	▲7,519
経常収支	▲1,200	▲1,191	▲1,082	▲1,187	▲1,373	▲1,285	▲1,303	▲1,308	▲1,313	▲1,318	▲1,313	▲1,288	▲4,659	▲5,270	▲5,233
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	0.50	0.13	0.13	0.50
ユーロドル金利 (3ヵ月物)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5
国債流通利回り (10年物)	3.5	3.2	2.4	2.0	2.0	1.8	1.5	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	2.8	1.7	2.4

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

・西欧

～2013年に底入れを探る展開も、内需の停滞からほぼゼロ成長に～

1. 総論

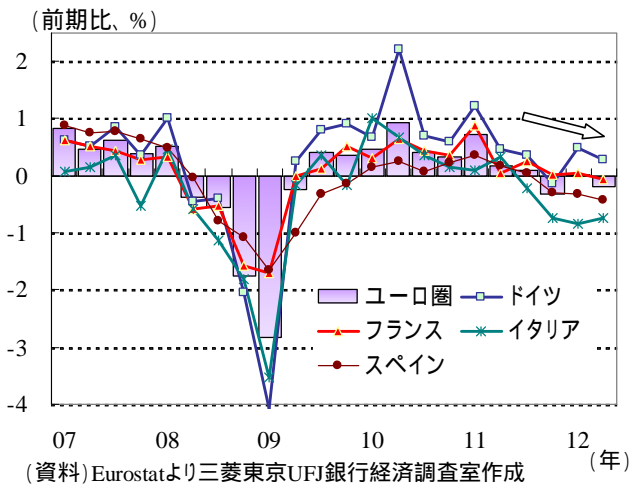
(1) 景気の現状

欧州経済は低迷

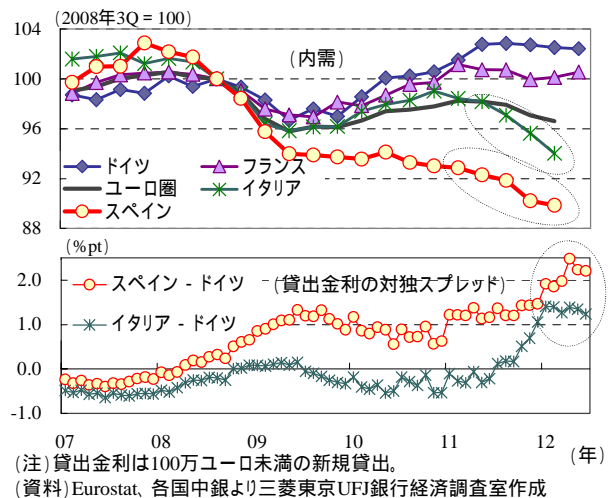
第2四半期は再びマイナス成長

欧州経済は低迷が続いている。ユーロ圏の第2四半期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%と2期ぶりのマイナス成長となった。ドイツでは、輸出と消費が投資の落ち込みを補い同 0.3%のプラス成長を確保したものの、フランスは消費と純輸出の下押しにより、3期連続のゼロ成長にとどまった。内需の弱さが目立つイタリアとスペインはそれぞれ同▲0.7%、同▲0.4%とマイナスが続いた(第1図)。両国の失業率がユーロ導入以来の最高水準で高止まりしたほか、金融市場の緊張に伴う借入れコストの上昇も響いた(第2図)。7月以降の景況感指数などは、第3四半期も再び経済が縮小することを示唆している。

第1図：欧州の実質 GDP 成長率



第2図：ユーロ圏各国の内需と貸出金利



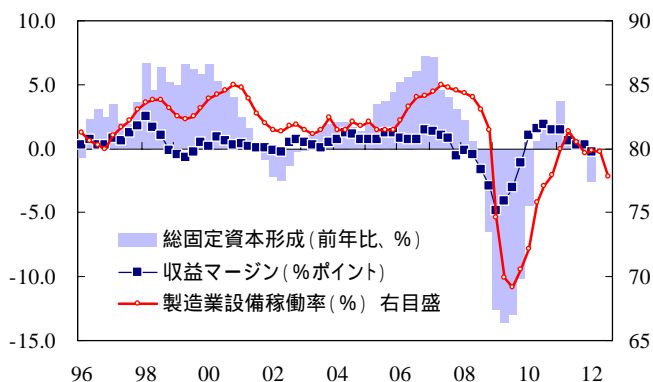
(2) 今後の見通し

2012年後半に景気が底打ちする材料は乏しい

循環面からみても景気展開は下降方向

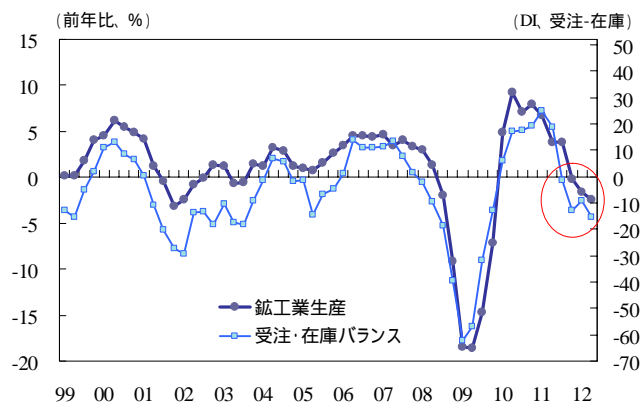
こうした状況下、欧州経済は今後も低迷が続くとみられ、2012年の実質 GDP 成長率はユーロ圏で▲0.5%、英国で▲0.7%、2013年はそれぞれ0.1%、0.3%と予想される。2012年については製造業の景況感の悪化が足元で特に目立つなか、スペインとフランスで財政緊縮策が追加されたこともあり、年後半に景気が底打ちすることは難しい。また、景気を循環面から確認しても、設備稼働率は低水準にあり設備の過剰感は払拭されず、企業の収益マージンも下向きである(第3図)。在庫調整も未完了のため、当面の景気展開は下降方向といえよう(第4図)。

第3図：設備稼働率と企業の収益マージン



(注) 収益マージン = GDPデフレーター上昇率 - 単位労働コスト上昇率
 (資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室

第4図：鉱工業生産と受注・在庫バランス



(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

2013年モイタリア
 やスペインでマイ
 ナス成長続く

景気の底入れを探
 る展開、ユーロ圏は
 ほぼゼロ成長に

ECB は追加利下げ
 を視野に

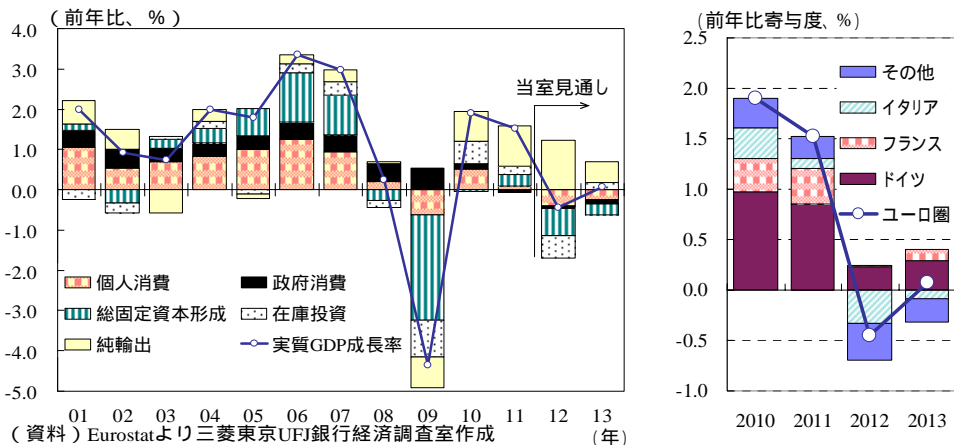
2013年についても、大規模な財政緊縮の続くスペインやイタリアではマイナス成長が続こう。特に住宅バブルの調整が継続するスペインでは、今年同様に▲2%に近い成長率が想定される。一方でドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景に、個人消費が当面下支えされる見通しである。米国や中国の景気が持ち堪えれば、ユーロ安が追い風となり、輸出の底堅さも顕在化しよう。こうしてドイツが低迷の続く他のユーロ圏諸国のマイナスを相殺する形で、ユーロ圏全体ではほぼゼロ成長となる見込みである。

英国でも今年から来年にかけて、低成長が続くとみられる。家計のバランスシート調整と財政緊縮が景気を下押しし、2012年はマイナス成長が予想される。2013年は消費者物価上昇率の低下に伴う実質可処分所得の増加により個人消費が下支えされることで、かろうじてマイナス成長を免れるとみられる。

金融政策については、欧州中央銀行（ECB）は景気の落ち込みによりインフレ圧力が抑制されていることを背景に、7月に利下げを行い、リファイナンス金利を過去最低の0.75%、中銀預金金利を0.00%とした。ECBに対する資金依存の大きいイタリアやスペインの銀行のコスト軽減などを通じて景気を下支えするため、追加利下げも視野に入ってきた。

一方で英国中銀（BOE）は、インフレ率の鈍化から金融緩和の余地が一層広がろう。ただし、経済情勢が芳しくないなか追加緩和に踏み切っても、資金需要が盛り上がる可能性は小さいと考えられる。

第5図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率と国別の見通し



2. ユーロ圏

(1) 債務調整圧力と域内需要の停滞

当面、財政面からの
内需の下押し圧力
は避けられない

ユーロ圏の構造問題である債務調整圧力は、来年も景気回復の大きな重石となりそうだ。まずユーロ圏の財政緊縮額は、スペインの追加決定や、フランスの「2013年の税收违法が330億ユーロ」との発表もあり、2013年もGDP比1.1%に相当する規模となる(第1表)。引き続き消費や投資の抑制を通じて当面、財政面からの内需の下押し圧力は避けられない。

スペインでは住宅
バブル調整も続く

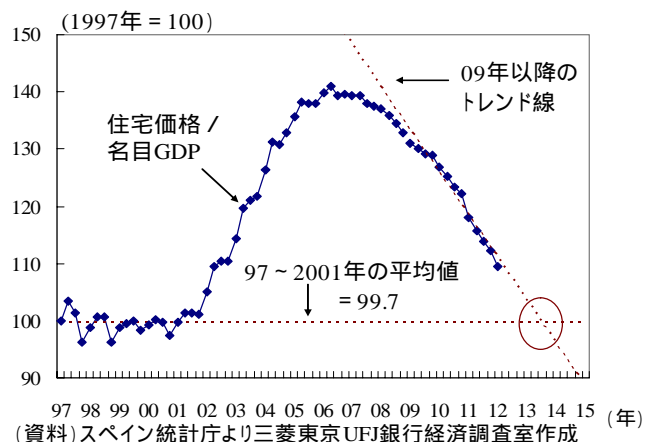
加えて、欧州域内需要の回復の足を引っ張るスペインでは、2008年の住宅バブル崩壊に伴い増大した民間部門の債務調整圧力が続くと思われる。この調整は少なくとも2014年頃まで継続する虞が強く(第6図)、引き続き域内需要の回復の構造的な重石となる。

第1表：ユーロ圏各国の財政緊縮額

	(GDP比、%)				
	2009	2010	2011	2012	2013
ユーロ圏	▲ 4.3	0.2	2.1	1.0	1.1
ドイツ	▲ 3.1	▲ 1.1	3.3	0.3	0.3
アイルランド	▲ 6.7	2.8	1.8	1.1	0.8
イタリア	▲ 2.7	0.9	0.6	1.3	1.1
ポルトガル	▲ 5.2	▲ 0.3	6.2	0.8	1.2
スペイン	▲ 6.7	1.9	0.4	3.2	1.9
フランス	▲ 4.3	0.5	1.9	0.7	2.2
ギリシャ	▲ 3.4	5.1	1.3	2.2	4.3

(注1) プラスは財政緊縮、マイナスは財政緩和を意味する。
財政収支(2012年7月IMF発表)の前年差を財政緊縮/緩和額とみなす。
(注2) スペインとフランスの追加緊縮も含む。
(注3) アイルランドの2010年と2011年分は銀行の資本注入分を除く。
(資料) IMF、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：スペインの住宅バブル調整



(2) ドイツの下支え

堅調な雇用・所得環境が個人消費を当面下支え

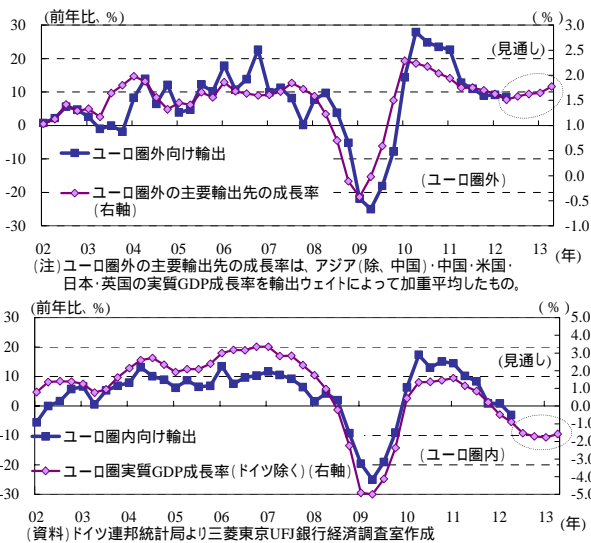
ユーロ安を追い風に、輸出の底堅さが顕在化へ

緩和的な金融環境もドイツ経済を支える要因に

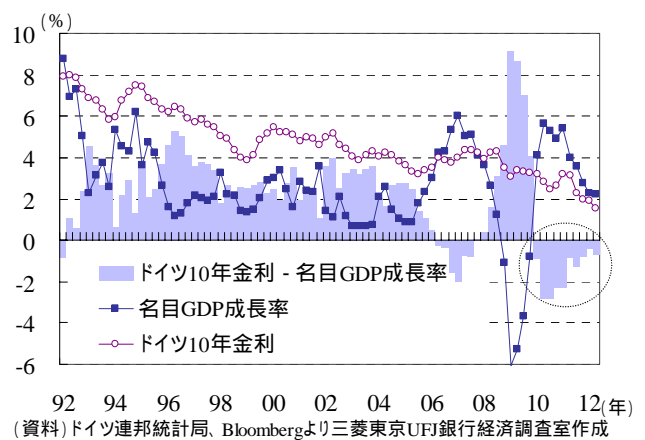
債務問題の悪影響は、周縁国向け輸出の落ち込みを通じて、牽引役のドイツにも波及している。ドイツの8月の製造業PMIは45.1と6カ月連続で業況の拡大・縮小の境目である50を下回っており、またIfo景況感指数も7月に103.3と、約2年ぶりの水準に低下している。一方で、同国の失業率は直近7月も6.8%と、東西統一以来の最低水準にとどまっているほか、協定賃金も上昇傾向にある。こうした堅調な雇用・所得環境により、同国の個人消費は当面下支えされる見通しである。

また、ユーロ圏内向け輸出は今後もマイナス圏での推移が避けられないが、ドイツの主要輸出先である米国や中国の景気がこの先持ち堪えることができれば、ユーロ安を追い風に、ユーロ圏外向け輸出の底堅さが顕在化すると期待できる(第7図)。加えて、周縁国の不安定な金融市場を受けてドイツ国債の長期金利が1%台後半という低水準にある等、緩和的な金融環境もドイツ経済を支える要因となろう(第8図)。このため、厳しい状況ではあるが、ドイツは来年も1%程度の成長を確保すると見込まれ、低迷が続く他のユーロ圏諸国のマイナスを相殺する形で、ユーロ圏全体でも辛うじてマイナス成長を回避すると想定される。

第7図：ドイツ輸出見通し



第8図：ドイツ名目GDP成長率と10年金利



(3) 債務問題の影響

ギリシャ、スペイン債務問題の想定以上の深刻化が景気の下振れリスク

こうしたなかで景気下振れ要因となる可能性があるのが、ギリシャとスペインの債務問題と、それに対する政策対応の動向である。

ギリシャについては、9月半ばにもEU/IMF/ECBの調査団が、財政再建プログラムの進捗状況や2013-14年の追加緊縮策の実効性に関する評価を明らかにする。仮に評価が低ければ次回融資(7-9月期に予定していた313億ユーロ)が実行されず、ギリシャが一気に資金繰りに行き詰まるおそれもある。

スペインについては、EFSF(欧州金融安定ファシリティ) / ESM(欧州安定メカニズム) および ECB による国債購入が早期に実現するのか、9月後半の個別銀行の資本不足額発表と年末～年明けの公的資金注入がスムーズに実現するのか、が焦点である。

ギリシャ向け支援
打ち切りの公算は
当面小さい

ギリシャについては、債務問題からの立ち直りは依然容易ではないとみられる。景気下振れのため昨年 GDP 比 9.3%だった財政赤字を計画値(今年同 7.3%、来年同 4.6%)まで削減できそうにない。現政権が労働市場改革に後ろ向きであり、中長期的な成長底上げも望みにくいからだ。現行の財政再建プログラムは、実質 GDP 成長率が昨年の 6.9%から 2015 年に 3%まで高まることを前提にしている。

もっとも、現行プログラムの行き詰まりがみえても、EU がギリシャ向け金融支援の打ち切りに踏み切る公算は当面小さいであろう。ギリシャのユーロ離脱観測をきっかけに、ユーロ圏経済の約 1 割を占めるスペインの市場金利が急上昇し、同国の政府債務が雪だるま式に拡大する(=発散する)おそれがあるからだ。

スペインは今後 2
～3 年間で正念場

スペインにとっては、ここ 2～3 年間で債務問題を乗り越えるための正念場と思われる。7 月発表の大型の追加緊縮策により、昨年 GDP 比 8.9%だった財政赤字を政府目標(今年同 6.3%、来年同 4.5%)まで引き下げることは視野に入ってきたが、前述のように住宅バブル崩壊の調整が続いているうえ、銀行の不良債権問題への対応(資本注入)はこれからまさに山場を迎える。

ただし、スペインはギリシャと異なり、政府債務残高が GDP 比 100%未満にとどまるうえ、労働市場改革や産業構造改革に正面から取り組んでおり、将来的な成長率向上が期待できる。その実現までの 2～3 年間、政府債務の発散を防ぐために市場金利を抑えることが肝要である。EFSF/ESM や ECB による国債購入の実現は、その意味でもスペイン経済の行方に大きな影響を持つといえよう。

(大幸 雅代)

3. 英国

(1) 家計のバランスシート調整、財政緊縮等が景気を下押し

英国景気は後退

足元の英国景気は後退している。今年第2四半期の実質GDP成長率は、前期比▲0.5%と、例年よりも雨が長く悪天候が続いたことや女王即位60周年の祝日が1日増えたことなどもあり、大きな落ち込みをみせた。今後も英国景気については、下押し要因が多く、来年にかけて低成長が続く見通しである。

個人消費は低迷

英国経済のけん引役であるべき個人消費については、来年にかけて低迷が見込まれる。その理由の1つが家計のバランスシート調整である。

家計のバランスシート調整は継続

英国では、2000年頃から2008年前半までの景気拡大期に、住宅価格の上昇に合わせ、住宅ローン等を中心に家計の債務残高が可処分所得の1.6倍まで増加した(第9図)。その後、グローバル金融危機を経て、家計はバランスシート調整を始めたものの、足元で家計の債務残高は可処分所得の1.42倍と調整途上にある。その結果、貯蓄率は今年第1四半期に6.4%と1997年以降でも高い水準にとどまっている。家計のバランスシート調整は当面続くものとみられ、個人消費の下押し要因となろう。

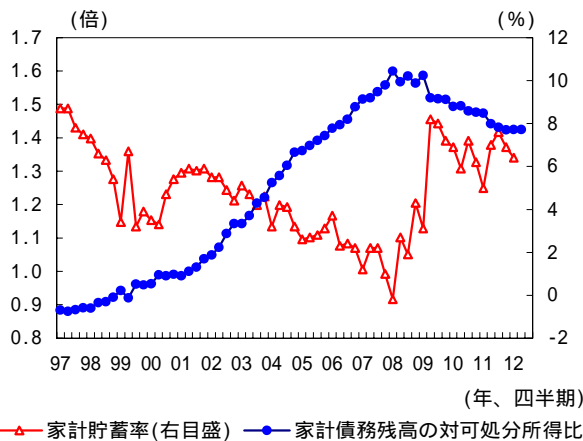
雇用情勢は停滞

また、失業者保険申請者ベースの失業率は今年7月も4.9%と高い状況が続いている(第10図)。雇用者数がやや増加したものの、増えたのはパートタイムや期間限定の労働者であり、雇用情勢が本格的に回復する兆しはみられない。

実質可処分所得は増加

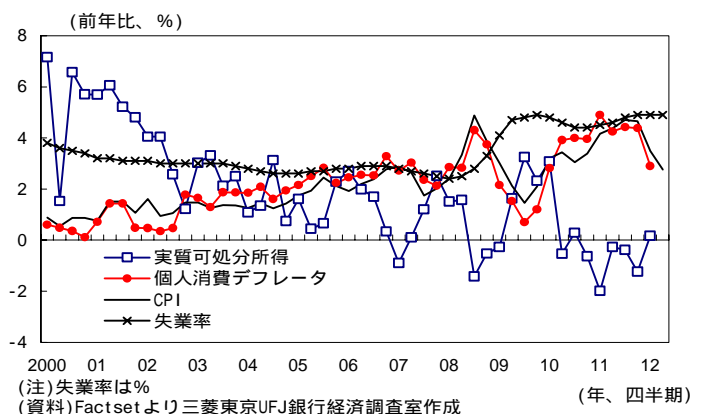
ただ一方で、今年に入り、昨年1月の付加価値税率引き上げの効果剥落や、原油価格の低下により、消費者物価上昇率が低下しているのにあわせ、実質可処分所得が増加し始めた。今年から来年にかけて、消費者物価上昇率は低下するとみられることから、今後も実質可処分所得の増加を期待できよう。これが数少ない個人消費の下支え要因になると考えられる。

第9図：家計債務残高と貯蓄率



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：実質可処分所得・貯蓄率及び失業率



(注)失業率は% (資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2012 年度の財政赤字削減は一時的要因を含む

トリプル A 格維持のため、財政緊縮は継続

財政緊縮も引き続き、英国景気の下押し要因であろう。2012 年度予算発表時に示された財政収支見通しによれば、2012 年度は GDP 比▲5.9%と昨年の▲8.3%から 2.4%ポイント改善する見込みである（第 11 図）。一方、2013 年度については、▲6.0%と財政緊縮の手綱が緩むようにみえるが、実態はそうではない。2012 年度の大幅な財政収支改善は、これまで民間の年金として運営されてきた郵便事業を営むロイヤルメールの年金が法改正により公的年金に組み入れられることになり、財政赤字が 280 億ポンド（GDP 比 1.8%）削減されるという一時的効果によるものである。決して 2013 年度に財政緊縮の手綱が緩むわけではない。キャメロン政権はトリプル A 格の維持を明言しており、財政緊縮は継続されるであろう。こうした財政緊縮もまた、景気の下押し要因となろう。

（2）難しい輸出主導の景気回復

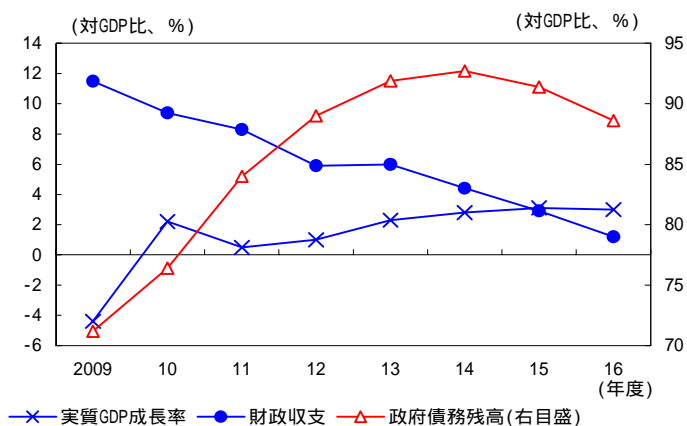
輸出の約半分がユーロ圏向け

こうした状況下、景気のけん引役として輸出が期待されるが、英国では、輸出主導の景気回復も難しいとみられる。その理由としては、英国の輸出先をみると、EU が全体の 53.2%（内、ユーロ圏が 47.0%）と、約半分を占めていることがあげられる（第 12 図）。ユーロ圏の景気については、周縁国の債務問題などで、来年にかけて低迷が見込まれている。そのため、ユーロ圏向けの輸出回復を期待することは難しい。また、米国向けが 13.3%と国別では最も大きい構造となっている。米国景気も今年から来年にかけて 2%台前半の力強さに欠ける成長率にとどまる見通しであり、米国向け輸出に期待することもできない。

国別では米国向けが最大

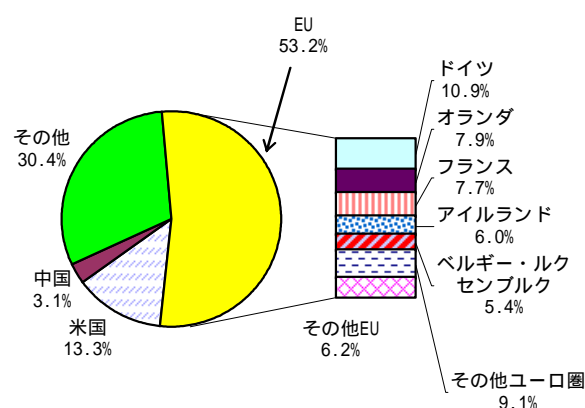
それらを踏まえると、英国景気を輸出が牽引することは難しいといえよう。

第 11 図：財政の動向



(資料)英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：英国の輸出先シェア（2011 年）



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 効果の現れない金融政策

BOE は量的緩和策を拡大

銀行貸出は伸びず

資金需要の回復は難しい

英国中銀（BOE）は昨年10月以降3回にわたり、合計1,750億ポンド資産買取枠を拡大した（第13図）。しかし、その効果は依然として見られない。金融機関が十分に流動性を保有し、貸出を増加させることを期待したが、住宅ローン残高の伸び率が低迷しているほか、民間企業向け貸出残高の伸び率は引き続き前年水準を下回っている。景気後退に陥るなか、企業等の資金需要が弱くなっていることなどが影響しているとみられる。

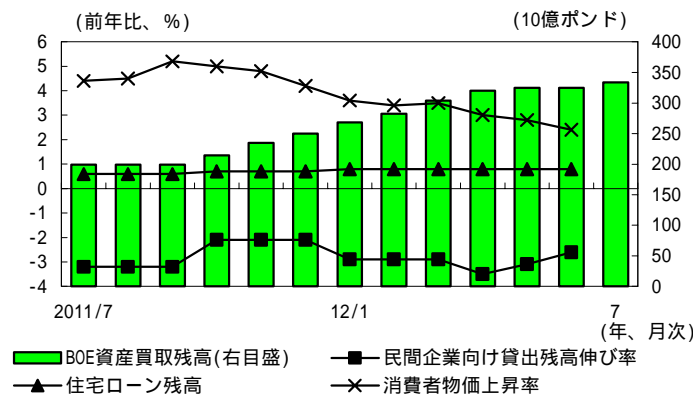
消費者物価上昇率が前年比2%台前半まで低下し、さらに来年にかけても低下傾向と予測されることから、今後、BOEの一層の金融緩和の余地は広がるが、家計のバランスシート調整や財政緊縮が継続すること、英国外の経済情勢も芳しくないことからすると、資金需要が盛り上がる可能性は小さいと考えられる。

(4) 2013年もほぼゼロ成長

2012年は▲0.7%、2013年は0.3%成長

今年から来年にかけて、英国経済は低成長を続けるであろう。2012年の実質GDP成長率は前年比▲0.7%とマイナス成長の見込みである。2013年も消費者物価上昇率低下に伴う実質可処分所得の増加により、個人消費が下支えされることで、かろうじてマイナス成長を免れるものの、前年比0.3%にとどまる見通しである。

第13図：BOEの資産買取実績、銀行貸出及び消費者物価上昇率の動向



(注)民間企業向け貸出残高、住宅ローン残高は2012年3月までは四半期の伸び率を3ヶ月毎、月次で表示している
(資料)BOE、Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 本多 克幸)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2011 (10億ドル)	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
		2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)
ユーロ圏	13,115	1.5	▲ 0.5	0.1	2.7	2.3	1.7	▲ 45	▲ 21	149
ドイツ	3,577	3.1	0.8	1.2	2.3	2.0	1.8	2,054	1,802	1,732
フランス	2,776	1.7	0.1	0.5	2.1	2.1	1.6	▲ 620	▲ 584	▲ 482
イタリア	2,199	0.5	▲ 2.0	▲ 0.5	2.8	2.8	2.2	▲ 701	▲ 465	▲ 323
英国	2,418	0.8	▲ 0.7	0.3	4.5	2.7	1.9	▲ 466	▲ 451	▲ 415

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)
名目GDP	2.8	1.9	2.2	3.6	0.9	1.4
実質GDP	1.5	▲ 0.5	0.1	0.8	▲ 0.7	0.3
<内需寄与度>	0.5	▲ 1.7	▲ 0.5	▲ 0.4	0.2	0.4
<外需寄与度>	1.0	1.2	0.5	1.2	▲ 1.0	▲ 0.1
個人消費	0.2	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 1.0	▲ 0.2	0.5
政府消費	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.5	0.1	2.5	▲ 0.2
総固定資本形成	1.6	▲ 3.6	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 0.7	▲ 0.6
在庫投資	383	▲ 91	60	77	20	84
純輸出	2,456	3,523	3,960	▲ 121	▲ 258	▲ 275

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタ、2009年にスロバキア、2011年にエストニアが参加し17カ国。
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
 3. 在庫投資、純輸出は実質値(ユーロ圏は2000年価格：億ユーロ、英国は2003年価格：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)。

・アジア

～景気は減速傾向が継続、2013年にかけても潜在成長率を下回るペースで推移～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

外需の下押し圧力が継続

アジア経済は減速傾向が継続している。外需の低迷を堅調な内需が下支えする構図が続いているが、欧州経済を中心とした世界経済の低迷が重石となり、外需の下押し圧力が内需の下支え力を上回る状況が続いている（第1表）。

第2四半期の実質GDP成長率をみると、中国が2009年第1四半期以来の8%割れとなったほか、台湾が約3年ぶりにマイナスに転じるなど外需型のNIEsは一段と減速した（第2表）。また、第1四半期に5%台前半まで減速したインドは、GDP統計は未発表ながら、低調な動きが続いているとみられる。他方、ASEANは、洪水からの復興過程にあるタイ、内需が堅調なインドネシア、マレーシアなど軒並み前期の水準を上回り、底堅さを示した。

第1表：アジア主要国・地域の成長率寄与度

		2011				2012	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
中国	成長率	9.7	9.6	9.4	9.2	8.1	7.8
	内需	10.2	9.7	9.5	9.6	8.9	8.4
	外需	▲0.4	▲0.1	▲0.1	▲0.4	▲0.8	▲0.6
	誤差	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
NIEs	成長率	5.7	3.7	3.9	3.0	1.9	1.6
	内需	1.8	3.1	2.5	1.2	2.3	1.0
	外需	4.1	0.5	1.5	1.8	▲0.4	0.6
	誤差	▲0.0	0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.0	▲0.0
ASEAN4	成長率	5.3	5.0	5.4	2.8	4.9	5.6
	内需	5.5	4.6	5.0	4.1	6.3	8.8
	外需	▲0.6	1.5	1.2	▲1.5	▲0.4	▲3.8
	誤差	0.4	▲1.1	▲0.8	0.2	▲1.0	0.7
アジア9カ国・地域	成長率	8.3	7.8	7.8	7.0	6.4	6.3
	内需	7.9	7.7	7.5	7.2	7.3	7.1
	外需	0.4	0.3	0.4	▲0.2	▲0.7	▲0.9

(注)中国は年初来累計値、2012年Q2のASEAN4、アジア9はフィリピン除く。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：アジア主要国・地域の実質GDP成長率

	2011				2012	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
中国	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6
韓国	4.2	3.5	3.6	3.3	2.8	2.4
台湾	6.6	4.5	3.4	1.8	0.4	▲0.2
香港	7.6	5.4	4.4	3.0	0.7	1.1
シンガポール	9.1	1.2	6.0	3.6	1.5	2.0
NIEs	5.7	3.7	3.9	3.0	1.9	1.6
インドネシア	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.4
マレーシア	5.1	4.3	5.7	5.2	4.9	5.4
タイ	3.2	2.7	3.7	▲8.9	0.4	4.2
フィリピン	4.9	3.6	3.2	4.0	6.4	N.A.
ASEAN4	5.3	5.0	5.4	2.8	4.9	5.6
アジア9カ国・地域	8.3	7.7	7.6	6.9	6.4	6.3
ベトナム	5.4	5.7	6.1	6.1	4.1	4.7
インド	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	N.A.
アジア11カ国・地域	8.1	7.6	7.4	6.6	6.3	6.3

(注)2012年Q2のASEAN4、アジア9はフィリピンを除く、アジア11はフィリピン、インドを除く。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2013年にかけても潜在成長率を下回るペースで推移

今後のアジア経済を展望すると、当面は減速傾向が続くものの、年終盤以降は、外需の下押し圧力が徐々に弱まり回復に向かう見込みである。もっとも、欧州経済が2013年にかけてもゼロ近傍の成長が続くこと、米国の成長ペースは2%台前半と牽引役は期待できないことから、輸出の回復力は弱く、全体として回復ペースは力強さに欠けるであろう。アジア11カ国・地域全体の成長率は、2013年にかけて6%台と7%台半ばと目される潜在成長率を下回るペースにとどまると予想する（第1図）。

国・地域別にみると、アジアの中で最も底堅い成長が期待できるのは

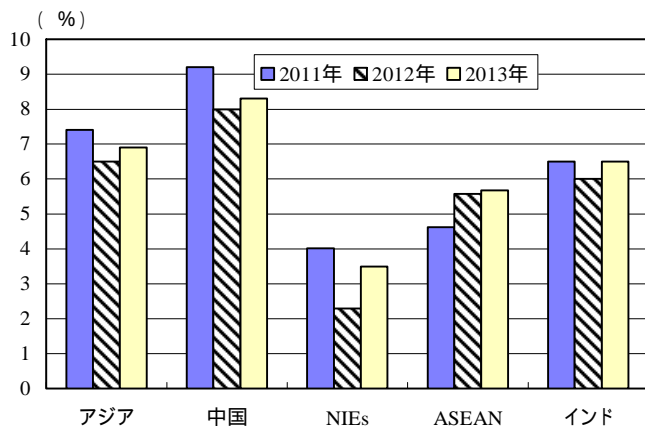
ASEAN である。内需主導の安定成長が見込まれるインドネシア、洪水の復興需要や最低賃金の大幅引き上げで消費拡大が見込まれるタイなどでは 2013 年にかけても底堅い成長が期待できる。また、中国は景気でこ入れ策の強化により（第 3 表）、投資主導で持ち直す見込みである。グローバル金融危機時のような大型対策は見込みがたく、中国に世界経済の牽引役は期待できないが、中国が投資主導の回復に向かうことは域内経済回復の起点となる。

他方、伸び悩みが予想されるのがインドである。昨年までの金融引き締めの影響で投資が低調であることに加え、インフレや財政赤字の問題を抱え、金融・財政両面で思い切った政策が打ち出しにくいためである。2013 年度にかけての成長率は 6.0～6.5%と潜在成長率（7.5%前後）を大きく下回るペースにとどまるとみる。また、外需型の NIEs は 2013 年にかけても 3%台半ばの成長にとどまる見込みである。

国際的な穀物価格の上昇に伴うインフレリスクに留意

アジア経済のリスクは、引き続き欧州債務問題の深刻化に伴い、景気の下押し圧力が想定以上に強まることであるが、天候不順を背景にした国際的な穀物価格の上昇にも留意する必要がある。景気低迷下でインフレ圧力が高まった場合、金融緩和の妨げになる可能性がある。

第 1 図：アジアの主要地域の実質 GDP 成長率見通し



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<見通しのポイント>

今後のアジア経済を展望する際のポイントは、景気減速の主因であった輸出の動向、景気の下支え役となっている内需の持続性、の 2 つである。

輸出の動向

まず、輸出の動向をみると、4～5 月に持ち直しの動きがみられたものの、6 月以降は再び減速、7 月は韓国、台湾でマイナス幅が拡大した。仕向け地別にみると、低迷が続いている欧州向けに加え、これまで比較的堅調を維持してきた米国向けやアジア域内向けも NIEs を中心に減速している。品目別にみると、主力の電子・機械関連に加え、資源価格下落の影響で資源・素材関連も軟調となっている。

第 3 表：中国の主な景気対策

分野	時期	施策
投資	5月下旬以降	投資プロジェクトの認可ペースを加速
	6月8日、7月6日	金融緩和
	7月中旬以降	地方版4兆元対策
	7月20日	戦略的新興産業の振興
	7月25日	不動産政策
	7月29日	独占分野に対する民間資本の参入奨励
消費	6月1日	省エネ製品への補助金政策
		自動車買い替え補助金政策
輸出	8月1日	輸出管理手続きの簡素化

(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室

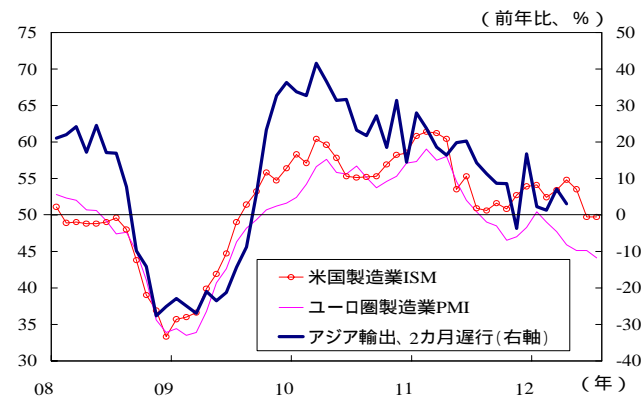
当面は外需の下
押し圧力が持続
する見込み

欧米の景況感をみると、足元は双方ともに低迷しており、当面は外需の下押し圧力が続くことを示唆している（第2図）。こうした中、年終盤以降、下押し圧力が緩和する起点として期待できるのは、緩やかながらも回復が見込まれる米国向けと景気対策により投資主導の回復が見込まれる中国向けである。

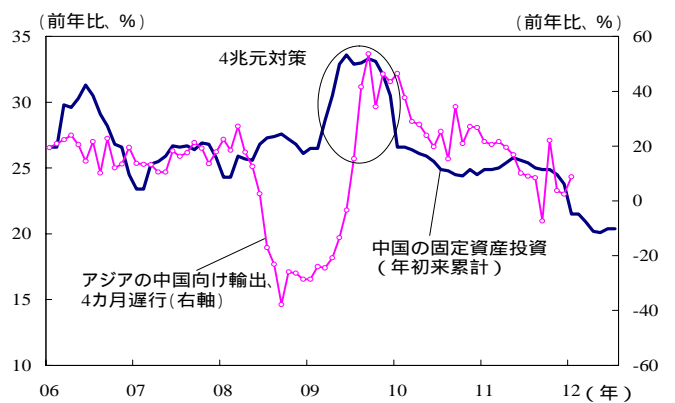
中国については、地方政府が相次いで大型インフラ投資計画を打ち出している。中国のインフラ投資向けの輸出品目は鉄鉱石やセメントなどの資源が中心で、アジア各国の直接的な恩恵は限定的とみられるが、投資主導で中国の景気が回復に向かうことで、インフラ以外の投資や消費へ波及することが見込まれる。なお、グローバル金融危機時の4兆円対策実施後のアジアの中国向け輸出動向をみると、中国の投資の持ち直しからアジアの中国向け輸出回復までに4カ月程度のラグがあり、今次局面で効果が出てくるのは年終盤頃と考えられる（第3図）。また、今般の投資実行額がグローバル金融危機時に比べ小規模にとどまる公算が大きいことから、輸出の持ち直しペースは緩やかにとどまるとみる。

第2図：欧米の製造業景況感とアジアの輸出

第3図：中国の固定資産投資とアジアの中国向け輸出



(資料)CEIC、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料)CEIC、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

内需の持続性
中国・ASEAN
の消費は加速

次に消費の動向をみると、所得拡大やインフレ緩和を追い風に ASEAN 及び中国は加速した。とりわけ、良好な雇用・所得環境にあるマレーシアや最低賃金の大幅引き上げが実施されたタイの伸びは顕著であった。他方、NIEs は軒並み減速したが、これは生産・輸出の減速や株価の低迷がマインドの悪化を通じ消費に波及したためと考えられる。もっとも、NIEs についても、失業率がリーマンショック前近辺の水準を維持するなど雇用環境は堅調を維持しており、消費者マインドの悪化は限定的である（第4図）。

インフレ緩和に
伴う実質賃金の
上昇が消費回復
に

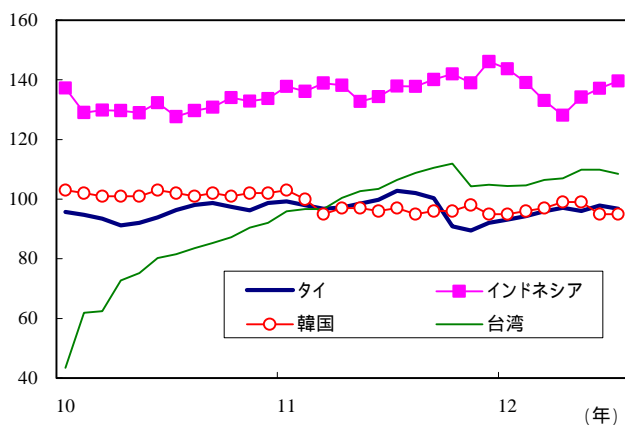
今後を展望すると、インフレ緩和に伴う実質賃金の上昇が消費回復をもたらすとみる。さらに、中国・ASEAN については、最低賃金の引き上げ幅が前年よりも鈍化する可能性はあるものの、将来的な所得拡大期待は引

き続き高く、消費拡大を支えることが期待される。

民間投資の拡大も景気回復の一因

民間投資の拡大も景気回復を支えよう。足元の実質投資の動向をみると、ASEAN は好調、中国は堅調を維持している（第4表）。この背景には、海外からの直接投資の増加がある。先進国経済が低成長にとどまる中、生産コストの削減と中期的に有望な消費市場であるアジアへの投資の流れが加速しているためと考えられる。足元で投資が減速しているNIEsにおいても、韓国や台湾では直接投資が増加傾向にあり、投資の持ち直しを示唆している。足元で直接投資が低迷している中国やフィリピンでは政府が公共投資の拡大を打ち出しており、投資全体としては拡大が見込まれよう。

第4図：アジア主要国・地域の消費者マインド



(注)台湾は雇用の先行き、その他は所得の先行き指数。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4表：アジア主要国・地域の実質投資

	2011				2012		(前年比、%) (直接投資)	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	2011	2012上
中国	18.4	18.9	17.8	18.7	19.0	18.6	9.7	▲3.0
韓国	1.5	4.7	▲1.3	▲3.5	5.5	N.A.	4.6	32.5
台湾	10.6	4.8	▲9.9	▲13.2	▲9.0	▲2.2	30.0	4.1
香港	▲8.0	8.3	19.4	16.0	20.4	7.6	N.A.	N.A.
シンガポール	▲3.4	8.6	8.0	▲0.2	17.0	1.8	21.4	▲1.4
インドネシア	7.3	9.3	7.1	11.5	10.0	12.3	20.1	30.3
マレーシア	24.9	7.6	2.9	18.8	19.8	24.6	17.5	27.8
タイ	12.6	8.6	9.1	▲1.3	9.2	11.8	▲2.2	15.6
フィリピン	12.5	▲9.5	1.0	▲2.4	2.8	N.A.	37.6	▲72.9
インド	3.7	14.7	5.0	▲0.3	3.6	N.A.	31.3	▲39.9

(注1)中国は名目投資を投資価格指数で実質化。
(注2)中国、シンガポール、インドネシア、フィリピン、インドは政府投資を含む。
(注3)直接投資は台湾、韓国、マレーシア、フィリピン、タイは認可ベース、その他は実行ベース。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表：アジア経済見通し総括表

名目GDP(2011年)・シェア (10億ドル、%)			実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
			2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
中国	7,298	56.7	9.2	8.0	8.3	5.4	2.7	3.7	2,017	2,103	1,997
韓国	1,116	8.7	3.6	2.8	3.5	4.0	2.5	2.8	265	229	206
台湾	467	3.6	4.0	1.4	3.4	1.4	1.8	1.9	416	398	405
香港	243	1.9	5.0	1.6	3.5	5.3	4.2	3.4	129	143	184
シンガポール	260	2.0	4.9	2.2	3.8	5.2	4.3	2.7	570	476	493
NIEs	2,086	16.2	4.0	2.3	3.5	3.7	2.8	2.7	1,380	1,246	1,288
インドネシア	846	6.6	6.5	6.2	6.4	5.4	4.8	5.3	17	▲172	▲137
マレーシア	279	2.2	5.1	4.2	4.9	3.2	2.0	2.7	318	250	302
タイ	346	2.7	0.1	5.5	4.8	3.8	3.1	3.3	119	80	107
フィリピン	213	1.7	3.9	5.0	5.2	4.6	3.9	4.2	71	54	77
ASEAN4	1,683	13.1	4.6	5.6	5.7	4.6	3.9	4.3	525	212	349
インド	1,676	13.0	6.5	6.0	6.5	8.4	8.0	7.1	▲782	▲701	▲763
ベトナム	123	1.0	5.9	5.3	5.9	18.6	8.8	7.5	2	▲8	▲16
アジア11カ国・地域	12,866	100	7.4	6.5	6.9	5.5	3.6	4.1	3,142	2,852	2,856
			実績	見通し		実績	見通し		実績	見通し	

(注)インドは年度(4月~3月)ベース。

(竹島 慎吾)

2. 中国

(1) 現状

第2四半期には8%
を下回る低成長へ

中国はほぼ3年振りの低成長となっている。第2四半期の実質GDP成長率は前年比7.6%と前期(同8.1%)から一段と低下した。欧州債務問題の長期化にもかかわらず、グローバル危機時と異なり、景気対策が遅れたことが響いている。この背景として、3つのファクターが指摘できよう。第一に、グローバル危機時の大型景気対策の弊害として不動産バブルや地方政府債務問題が発生したことへの反省とその再燃への懸念がある。第二に、高成長期の終焉を踏まえ、構造調整の追求が不可欠となっており、過大な景気対策による過剰投資を繰り返せないことがある。第三に、現時点では、グローバル危機時ほど、景気が落ち込んでいないだけに、今後、危機が深刻化した場合に備え、余力を残しておく必要がある。

輸出は欧米向けを
中心に急速に悪化

足元の状況を確認すると、まず、輸出は、5~6月には前年比二桁増に回帰し、持ち直したかにみえたが、7月には一転して、同+1.0%まで急減速し、一気に先行き不透明感を高めた。地域別にみると、欧州(同16.2%)ならびに米国(同+0.6%)向けの悪化が目立つ一方、NIEs、ASEAN向けなどは二桁増を維持している。

連続でのサプライズ
利下げも、投資喚起
には至らず

投資は4月の前年比+19.0%を底に緩やかに伸びを高めてきたが、7月には同+20.4%と前月に比べ、0.8%ポイント低下した。当局は、市場予想よりも早いタイミングで、6月、7月と連続で利下げに踏み切ったが、貸出増加額は6月に9,198億元まで拡大した後、7月には5,401億元に縮小し、政策効果が十分顕在化しているとは言い難い。また、購入制限を中心とする厳しい不動産規制の下では、不動産開発投資のみならず、鉄鋼を中心とする資材関連の投資についても不振は避けられなかった。

一方、消費は緩やかながら加速傾向にある。消費者物価上昇率は7月には前年比1.8%とインフレが収まり、また、多くの地域で最低賃金引き上げ(平均+19.4%)ならびに賃上げガイドライン(同+13.8%)が発表されるなか、所得も順調に拡大している。なお、6月から家電、小型車等省エネ製品購入に対する補助金政策が導入されたが、グローバル危機後の販売振興策に比べ、規模が小さく、当面の押し上げ効果は限定的となっている。

(2) 見通し

共産党大会に向け
て、投資を中心に景
気てこ入れ強化

政権交代が行われる共産党大会を今秋に控え、政府は景気てこ入れ策の強化を続けており、政策効果の浸透により、今後、景気は加速に転じる見込みである

当然ながら、対策の中心は投資に置かれている。すでに、5月下旬頃から、投資プロジェクトの認可ペースの加速に加え、前倒し認可も顕著となっている。なかでも、宝鋼と武漢鋼鉄の大型製鉄所の認可は、長く、生産能力の過剰を警戒して、延期されていただけに、驚きをもって迎えられた。また、内陸部を中心に地方政府の大型インフラプロジェクトも相次いで発

表され、グローバル危機時になぞらえて、地方版 4 兆円対策との呼称が定着しつつある。むろん、前回のように、安直な投資が可能な状況ではないが、中長期的な成長力に寄与する投資を選別的に実行する余地はあろう。

第 12 次 5 カ年計画期の重要な奨励産業に選定されている戦略的新興産業（省エネ・環境保護、次世代 IT、バイオ、先端機械設備、新エネルギー、新素材、新エネルギー車）についても、7 月に、財政・金融等、多方面から政策支援が盛り込まれた発展計画が発表され、本格始動の見込みである。また、鉄道、エネルギーなど、国有企業の独占分野に対する民間資本の参入奨励策についても発表後 2 年を経て、政府の指示により、各官庁から多分野に渡る細則が出揃い、民間投資の活性化が期待される。

金融政策面では、依然として 20.0% の高水準にある預金準備率の引き下げが見込まれる。また、消費者物価上昇率が前年比 1.8% と 1 年物預金金利（3%）を大きく下回る状況では利下げの余地も大きい。

消費はインフレ緩和と所得拡大を背景に堅調推移

消費については、補助金政策に過大な期待はかけ難いが、インフレ緩和と所得拡大により、堅調推移が予想される。景気減速とはいえ、消費振興の意味合いもあり、今後も各地域で最低賃金の引き上げならびにガイドラインに基づく賃上げが実施されよう。

一方、輸出については、欧州を中心に先進国向けの伸び悩みが懸念される。相対的に景気堅調な新興国の市場開拓に尽力した成果はあろうが、全体としても目立った回復は望み難い。海外景気の悪化により、輸出が一段と落ち込む場合には、グローバル危機時同様、付加価値税の還付率引き上げに踏み切る可能性も出てこよう。

グローバル危機時ほどの大型対策には踏み切れず

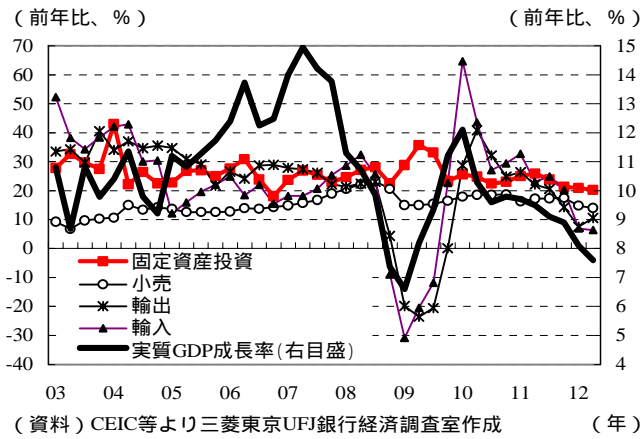
このように、政府は、依然として、多種多様な景気てこ入れ策の選択肢を有している。ただし、冒頭にも示したとおり、グローバル危機対策の弊害としての不動産バブルや地方政府債務問題への反省、ならびに、高成長期の終焉を見据えた構造調整の必要性などを考慮すれば、グローバル危機時のような大型対策には踏み切り難く、勢い、景気拡大ペースは限定されよう。この結果、2012 年から 2013 年にかけて、通年では前年比 8% 台前半の成長へのソフトランディングが予想される。

輸出の大幅悪化と不動産規制の再強化などにリスク

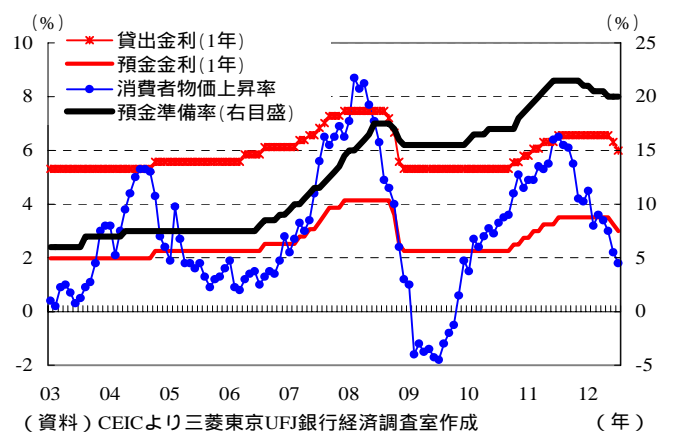
むろん、内外には、下プレをもたらしかねない懸念材料も少なくない。欧州債務問題が世界経済の動揺を喚起する広がりを見れば、輸出の大幅な悪化は避けられない。また、地方政府による不動産規制の一部緩和や利下げなどから、住宅価格が上昇する地域が増えており、不動産規制の再強化による下押しリスクも浮上している。さらには、国内外の早魃の影響によるインフレ再燃の可能性も否定できない。これらリスクが顕在化する兆候には十分注意する必要がある。

（萩原 陽子）

第5図：中国の成長関連指標



第6図：中国の物価と金融情勢



3. NIEs

(1) 韓国

韓国経済は引き続き減速

韓国経済は減速している。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比 2.4% と3四半期連続で伸びが鈍化した。輸出は世界経済の低迷で伸び悩んだほか、家計債務の調整が重石となり、個人消費（同+1.2%）も一段と減速しており、内外需共に冴えない展開が続いている。

2012年の成長率は2.8%、2013年は3.5%と予想

年終盤以降、外需の下押し圧力が徐々に弱まることから景気は回復に向かうとみられるが、そのペースは緩やかなものにとどまろう。2012年の成長率は前年比2.8%、2013年は同3.5%と4%程度とみられる潜在成長率を下回るペースにとどまると予想する。

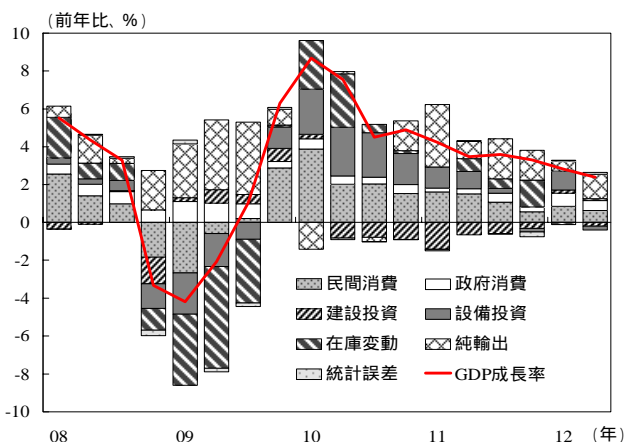
政府・中銀は景気テコ入れへ

外需による景気の牽引は期待しがたい中、景気を支えるのは政府・中銀の経済・金融政策である。政府は6月に下半期の景気浮揚策として、8兆5000億ウォン規模（GDP比0.7%）の経済対策を打ち出した。具体的には、高齢者への失業手当の支給など中間層の経済支援強化が軸となっている。グローバル金融危機後の財政出動（同7.4%）に比べると小粒であるが、年後半の景気の支えになる。

金融面では中銀が7月に、政策金利を0.25%ポイント引き下げた（現行水準：3.0%）。家計の借入金の約95%は変動金利が占めるが、金融監督院の推計によると、今回の利下げで家計利払い負担は、預金の利息収入の減少を差し引いても、1.6兆ウォン程度（GDP比約0.1%）軽減する見込みである。家計のバランスシート調整が続く中、中銀が追加利下げを行い、消費を更に下支えする可能性もあるだろう。

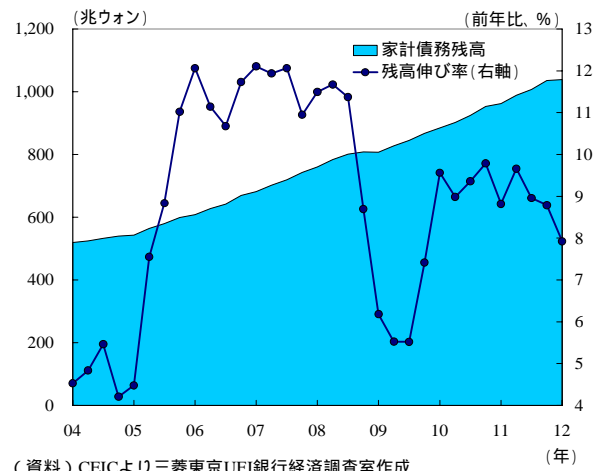
（福永 雪子）

第7図：韓国の実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：韓国の家計の債務残高



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

輸出減少続き、マイナス成長へ

台湾では、第2四半期の実質 GDP 成長率が前年比 0.2%と前期(同0.4%)から悪化し、ほぼ3年振りのマイナス成長となった。輸出は主力のエレクトロニクスを中心に前期に引き続き減少し、外需の寄与度は大幅に縮小した。設備投資も輸出に先行した昨年後半からの減少基調を続けた。また、消費は同+0.8%と前期(同+1.4%)から一段と伸びが低下した。雇用情勢はさほど悪化していないものの、2013年からの個人投資家へのキャピタルゲイン税導入の動きが株価下落を促し、購買意欲を低下させた。

欧州債務問題に加え、構造改革も当面の景気下押し要因

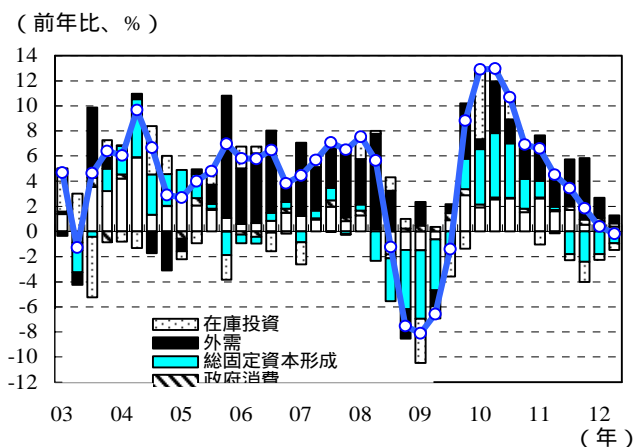
輸出主導型の台湾経済にとって欧州債務問題が燻る海外景気の先行き不安は、引き続き、重石とならざるを得ない。加えて、キャピタルゲイン税導入、電力料金の大幅引き上げなど、馬英九総統(大統領)の再選を機に進められている構造改革も当面の景気下押し要因となる。

ただし、エレクトロニクス輸出については、新型スマートフォン、最新版 OS 搭載パソコンなど新製品の投入による持ち直しが予想される。また、景気悪化を踏まえ、馬総統は7月中旬に緊急経済対策の策定を指示しており、一定の底支え効果が見込めよう。

加えて、総統選挙終了に伴い、中国との経済協力枠組み協定(ECFA)を中心とした対中経済関係強化のスピードアップにも期待がかかる。8月には ECFA の重点事項である投資保護協定がようやく締結され、台湾企業の長年の要望がかなえられた。中国からの観光客数は2012年前半で前年比+52.4%と大幅増加、中国スマートフォン市場向けの IC 出荷は好調など、中国市場を取り込む恩恵は大きい。それだけに、中国との FTA を急ぐ韓国等にも先行した貿易自由化の進展が重要視されよう。

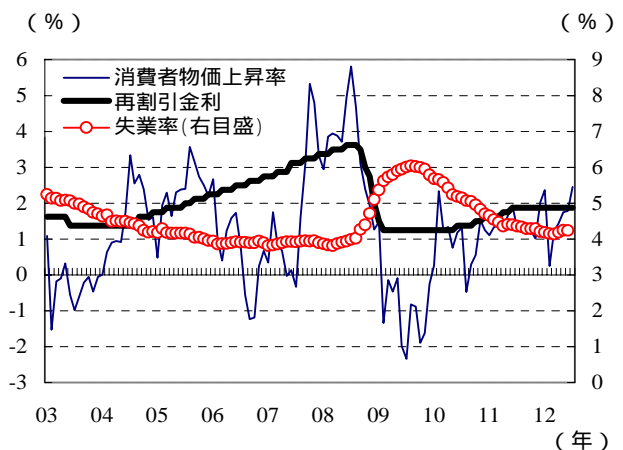
(萩原 陽子)

第9図：台湾の実質 GDP 成長率



(資料) CEIC より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

第10図：台湾の物価・金利・雇用



(資料) CEIC 等より三菱東京 UFJ 銀行経済調査室作成

(3) 香港

欧州債務問題の長期化は内需も下押し

香港経済は低成長が続いている。第2四半期の実質 GDP 成長率は前期の前年比 0.7%を上回ったとはいえ、同 1.1%にとどまった。欧州債務問題が長期化するなか、財輸出のマイナス幅は前期の同 5.7%から同 0.4%へと縮小したものの、内需が大きく減速してきた。失業率 3.2%と良好な雇用環境が続いているものの、株価は不況で、不動産市場にも先行き不透明感が広がった結果、消費の伸びは同+3.5%と前期（同+6.5%）から低下した。旺盛であった民間部門の機械・設備投資も息切れし、総固定資本形成は同+12.9%から同+5.7%まで減速した。

低成長ながら、中国効果などが景気を下支え

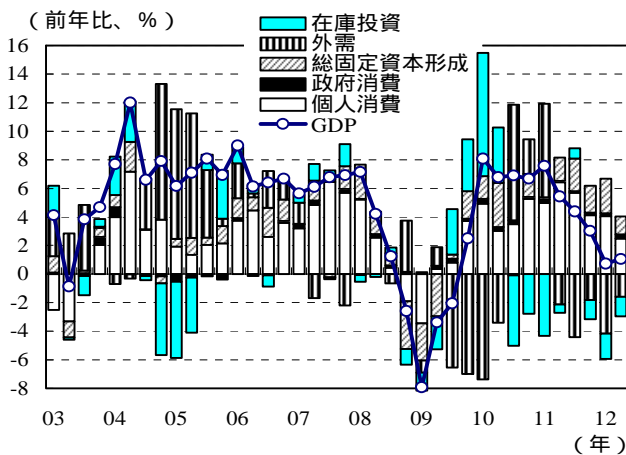
欧州債務問題が世界景気に影を落とす状況では、引き続き、低成長が見込まれる。中国の輸出において、2012 年通年の 10%成長という目標の達成が危ぶまれるなかでは、中国と世界を仲介する貿易センターである香港の輸出にも多くを期待することはできない。

こうしたなかで、依然として、中国効果には一定の期待ができよう。旅行サービス輸出は今や GDP の 1 割強を占めているが、牽引役は中国人観光客の旺盛な購買であり、その勢いには衰えがみられない。香港返還 15 周年と梁振英・新行政長官の就任を期して、中国政府は人民元オフショア商品や経済緊密化協定（CEPA）の拡充など市場開放を通じた経済支援を強化しており、中国関連ビジネス拡大への寄与が見込まれる。

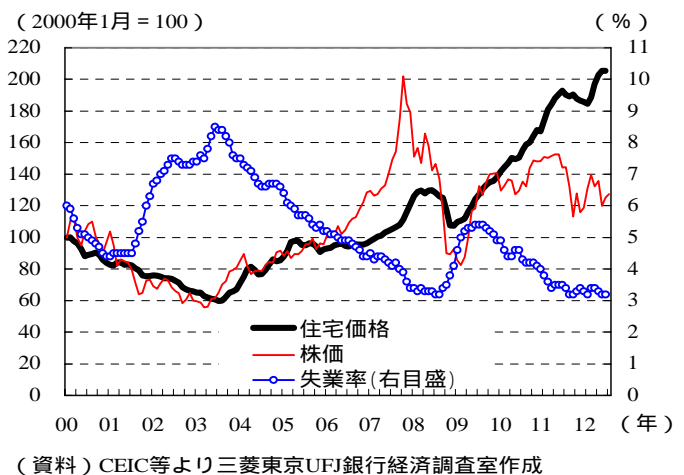
ドルペッグ制の下での低金利の長期化に加え、すでに、香港当局が、不透明な海外景気を念頭に、潤沢な財政余剰を活用して、市民生活・企業支援を中心に GDP 比 1.5%の下支え効果を見込む予算を組んでいることも、景気悪化のバッファとみることができよう。

(萩原 陽子)

第 11 図：香港の実質 GDP 成長率



第 12 図：香港の資産価格と雇用情勢



(4) シンガポール

景気は外部環境悪化を主因に減速傾向

シンガポール経済は外部環境悪化の影響で減速傾向が続いている。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比 2.0% (季節調整済み前期比年率 0.7%) と低い伸びにとどまった。

こうした中、消費者物価上昇率は住居費や自動車購入費用の高止まりなどを背景に、依然 5%台と高止まりしている。不動産市場は政府による投機抑制策の影響で昨年に比べ軟化しつつあるものの、第2四半期の民間不動産価格指数は前期比+0.4% (前期：同 0.1%) と再びプラスに転じた。

外需の伸び悩みで下押し圧力が続く中、内需が景気を下支え

今後も外需の伸び悩みなどによる下押し圧力が続く予想されるため、2012年の実質 GDP 成長率は前年比 2.2%と潜在成長率(3~5%)を下回る水準にとどまろう。もっとも、総じて良好な雇用環境(第2四半期の失業率：2.0%)や公団住宅(HDBフラット)や公共交通機関の拡充などの公共投資が内需の下支えになるとみられる。また6月末に植物園施設「ガーデンズ・バイ・ザ・ベイ」が開業したほか、9月に恒例のF1グランプリ開催、年末にかけてセントーサ島に世界最大級の海洋水族館「マリン・ライフ・パーク」や北部地域に新しい動物園「リバー・サファリ」の開業が予定されており、観光客の増加も内需を下支えしよう。2013年には世界経済の持ち直しを受け、3%台の成長回復を予想する。

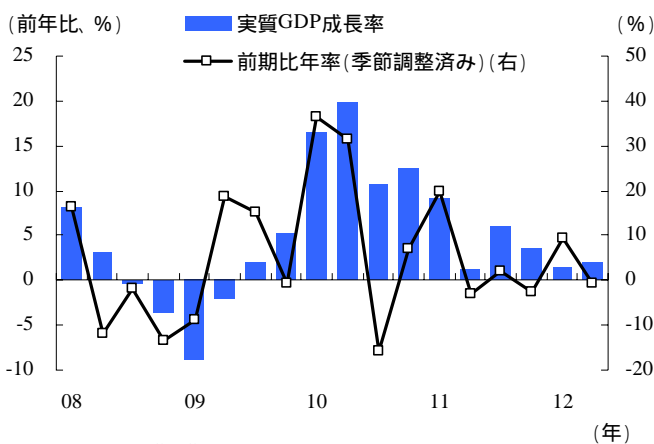
新たな観光施設の開業も追い風に

労働需給逼迫に伴うコアインフレ上昇圧力には留意

消費者物価上昇率は前年のベース効果に加え、エネルギー価格の下落などにより低下が見込まれる。ただし、外国人労働者流入抑制策の強化に伴う労働需給の逼迫が続いており、労働コストの上昇がコアインフレ率に対する上昇圧力となる可能性には留意する必要がある。

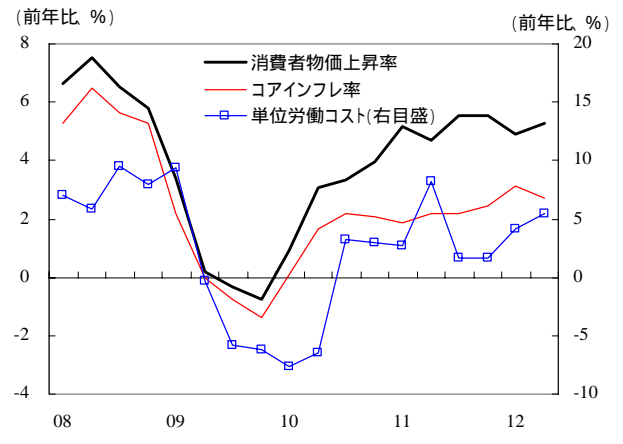
(シンガポール駐在 福地 亜希)

第13図：シンガポールの実質 GDP 成長率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：シンガポールの物価動向



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. ASEAN

(1) インドネシア

第2四半期の実質GDP成長率は6.4%と堅調維持

インドネシア経済は内需を牽引役に堅調な拡大が続いている。第2四半期の実質GDP成長率は前年比6.4%(前期:同6.3%)と小幅加速した。輸出が伸び悩む中、民間消費の拡大や相対的に低コストの労働力や、市場拡大を睨んだ外資による設備投資の活発化などが下支えとなった。

消費者物価上昇率は前年のベース効果の一巡や一部食品価格の上昇などを背景に緩やかな上昇傾向にあるものの、燃料価格の下落などもあり足元4%台半ばと低水準にとどまっている。

内需を牽引役に6%台の成長が持続

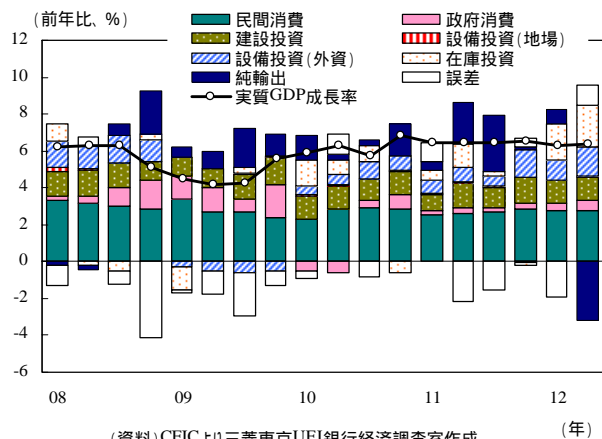
今後もインドネシア経済は内需を牽引役に6%台の成長を維持するとみられるものの、成長ペースはやや鈍化しよう。所得水準の上昇や緩和的な金融環境などが民間消費を下支えするものの、6月の頭金比率規制導入に伴い二輪車の販売が既に伸び悩んでいるが、8月下旬の断食明け大祭後には自動車販売への影響も予想される。また、資源価格の下落や外需の伸び悩みによる下押し圧力にも留意する必要がある。

経常赤字拡大に伴う金融市場不安定化には留意

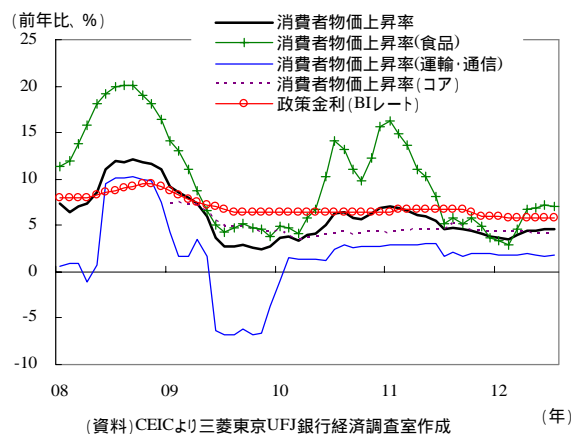
経済安定の鍵となるインフレが総じて安定を維持する中、当面のリスクとしては経常赤字の拡大に伴う金融・為替市場の不安定化が挙げられる。第2四半期の経常収支は貿易黒字の縮小を主因に69億ドル(前期:32億ドル)と赤字幅が大きく拡大した。世界経済の減速や資源価格の下落、未加工鉱物の輸出規制などにより輸出が伸び悩んだ一方、内需拡大に伴い輸入が高水準で推移した。8月にインドネシア中銀は経常赤字抑制策の一環として、中銀預金ファシリティ(FASBI)金利を従来の3.75%から4.0%へ引き上げており、金利の高め誘導によりルピア安圧力を緩和したいという思惑が窺える。目先高水準の経常赤字が続くとみられることから、金融市場安定化に向け中銀は難しい舵取りを迫られている。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第15図：インドネシアの実質GDP成長率



第16図：インドネシアの物価と政策金利



(2) マレーシア

内需の好調を背景に成長ペースは加速

インフレ率は低位安定

外需の伸び悩みにより目先成長ペースは鈍化

総選挙を意識した家計支援措置の拡充が内需を下支え

2013 年にはインフレ圧力は強まる見込み

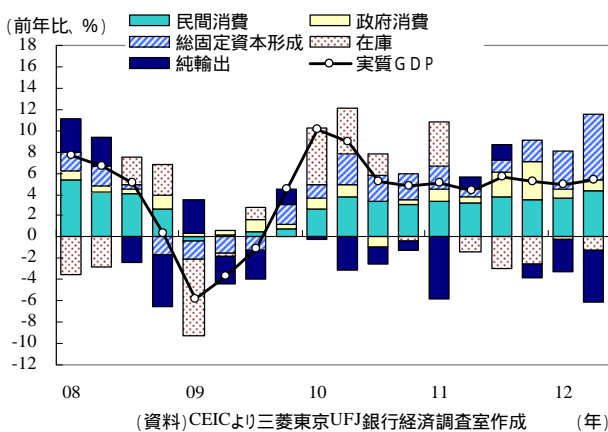
マレーシア経済は外需が伸び悩む中、内需を牽引役に堅調な拡大が続いている。第 2 四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%（前期：同 4.9%）へ加速した。輸出の鈍化により外需の寄与度がマイナスに転じたものの、良好な雇用所得環境や物価の低位安定を背景にした民間消費の拡大、石油・ガスなどの資源開発や大型の公共投資の活発化が景気を下支えした。消費者物価上昇率は生活必需品（コメ、砂糖、燃料など）に対する補助金の拡充に加え、エネルギー価格の下落などで足元 1% 台半ばと 2 年ぶりの低水準まで低下している。

目先マレーシア経済は、外需の伸び悩みにより成長ペースの鈍化が予想されるものの、内需は総じて堅調を維持しよう。首都における空港や公共交通インフラ整備などの大型プロジェクトが引き続き牽引役となるほか、早晚実施予定の総選挙を睨んだ家計支援措置などが民間消費を下支えしよう。公務員（127 万人）に対する賞与や年金受給者（65 万 7,000 人）に対する特別給付金（一律 500 リンギ）の支給などに加え、来年導入予定の最低賃金制度による地方を中心とした所得水準上昇への期待も当面の消費拡大に追い風となるとみられる。また 9 月末に発表予定の 2013 年度予算案でも個人所得税減税などが盛り込まれる公算が大きい。2013 年には世界経済の持ち直しもあり、景気は緩やかな回復に転じよう。

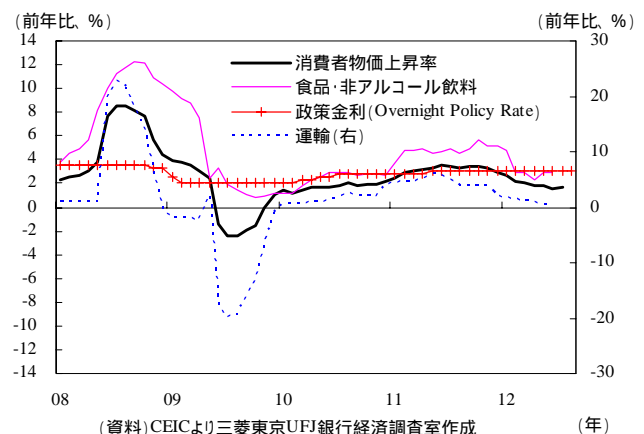
消費者物価上昇率は補助金支出の拡充により当面は安定推移が見込まれるものの、2013 年にかけて成長ペースが高まることに伴い、需要面からのインフレ圧力が強まると予想する。また最低賃金制度導入による労働コストの上昇が、サービス価格や製品価格へのコスト転嫁などを通じてインフレ圧力となる可能性には留意する必要がある。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 17 図：マレーシアの実質 GDP 成長率



第 18 図：マレーシアの物価と金利



(3) タイ

洪水からの復興需要で急回復

タイ経済は、洪水被害から急回復している。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比 4.2%と前期（同+0.4%）から大幅に加速した。世界経済減速の影響で外需は低迷したが、昨年の洪水被害からの反動で、民間投資や消費が成長を押し上げた。インラック政権が今年4月に最低賃金を引き上げたことも、消費回復の追い風となった。

2012年の成長率は復興需要に牽引され5.5%へ加速

今後を展望すると引き続き復興需要が成長を押し上げよう。2012年の成長率は前年比5.5%へ加速、2013年に入ると反動増加のモメンタムは一服するとみられるが、多年度に亘る治水事業が継続することから、同4.8%と底堅い成長を維持しよう。

政府は治水対策として、総額3,500億バーツ（約9,150億円）規模の投資計画を発表、一部プロジェクトは既の実施段階にある。事業の中には長期プロジェクトも含まれており、多年度に亘るインフラ投資が景気を押し上げると見込まれる。

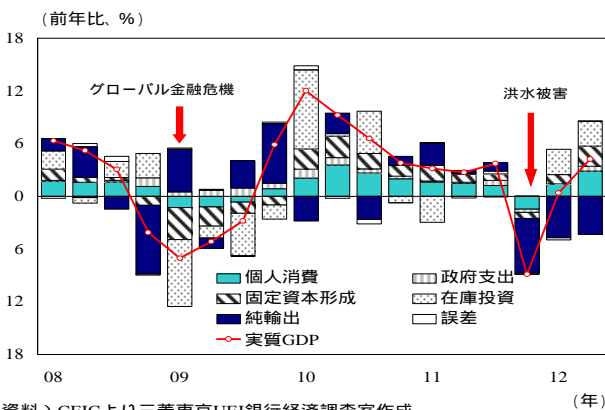
企業の復興需要も当面の景気を牽引しよう。民間投資指数に先行性のある企業信頼感指数は、4-6月期に51ポイントと高水準を維持し、当面、民間投資が強含みで推移することを示唆している。また、最低賃金の大幅引き上げが、引き続き消費の拡大をもたらすとみる。

追加利下げの可能性あり

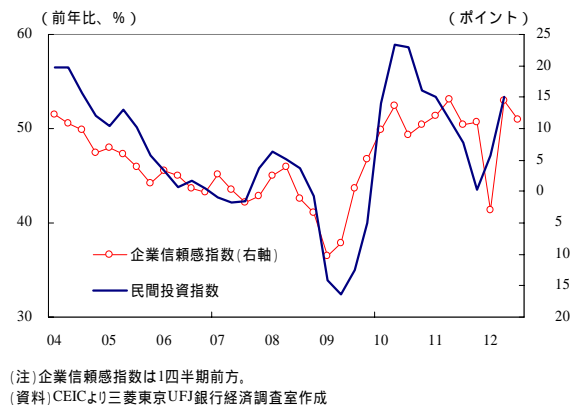
内需は堅調であるものの、外需の下押し圧力が想定以上に強いことから、中銀は8月に2012年の成長率見通しを5月時点の6.0%から5.7%へ下方修正した。同時に、中銀は追加利下げを検討し始めている。これまでの会合では、全会一致で金利据え置きを決定していたが、7月会合では5対2（2票は利下げ）と、中銀のスタンスに変化が生じている。洪水後、緊急利下げに踏み切った中銀は、景気回復の目処がたったことから利下げを一旦中止したものの、外需の低迷を受け追加利下げを行う可能性がある。

（福永 雪子）

第19図：タイの実質 GDP 成長率



第20図：タイの企業部門関連指標



(4) フィリピン

フィリピン経済は
堅調

フィリピン経済は堅調に推移している。第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比 6.4%と6四半期ぶりの高い伸びとなった。底堅い海外労働者送金に支えられた消費や政府消費が伸びを高めた。足元でも個人消費を中心に、景気は堅調を維持している。

2012年、2013年の
成長率は5%台を
維持

今後を展望すると、フィリピン経済は堅調が続き、2012年の成長率は前年比 5.0%、2013年は同 5.2%と5%台を維持すると予想する。

外需の回復が緩やかにとどまるなか、景気を下支えするのは、政府によるインフラ投資の拡大と底堅い消費である。アキノ政権は、昨年まで財政健全化を目指し歳出を絞っていたが、今年は景気浮揚のため、歳出を拡大する方向に舵を切っている。歳出拡大の目玉はインフラ投資で、5月までに、今年実施予定の2,000件超のインフラ案件のうち、約9割の入札が完了した。年後半、これらの案件の実行が景気を押し上げよう。

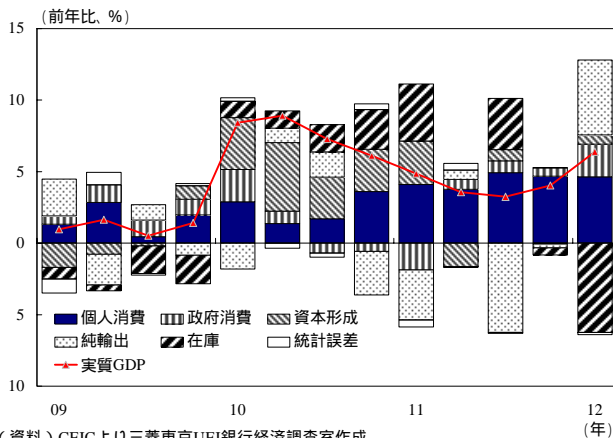
また、消費は海外労働者送金に支えられ、底堅さを維持するとみる。足元の送金動向をみると、欧州の低迷をアジアや米国からの送金が補う形で、堅調を維持している。こうした送金元の多元化を支えに、今後も送金は安定的に推移しよう。また、景気対策として、貧困世帯への現金給付の対象世帯の拡大が予定されていることも、消費の下支えになろう。

懸念は海外マネー
流入による通貨高

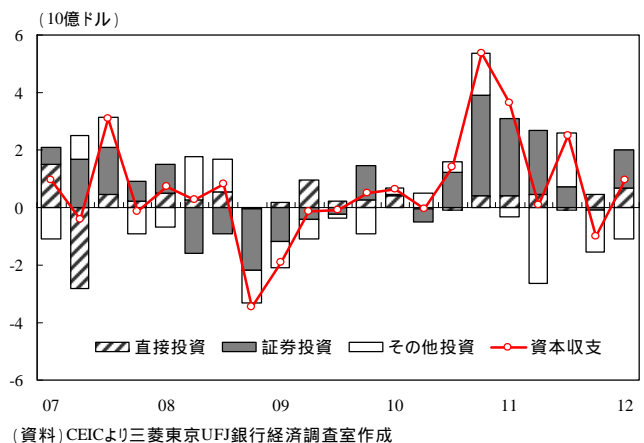
目下の懸念は海外マネー流入による通貨高である。第1四半期の資本収支は、証券投資に押し上げられ、2四半期ぶりに増加した。ペソは、下落傾向にある周辺国通貨とは対照的に年初来4%程度上昇している。経済の相対的な堅調さや、5月末に格付機関ムーディーズが格付見通しを「安定的(Stable)」から「ポジティブ(Positive)」へ上方修正したことが、海外マネー流入の要因となっている。中銀は7月に0.25%ポイントの利下げに踏み切ったが、今後、通貨高抑制を狙った利下げを行う可能性がある。

(福永 雪子)

第21図：フィリピンの実質 GDP 成長率



第22図：フィリピンの資本収支



5. その他アジア

(1) インド

景気減速感が鮮明化

インド経済は景気減速感が鮮明となっている。4-6月期の鉱工業生産は金利高や世界経済減速に伴う製造業の生産・投資の低迷などで前年比0.1%と低迷した。こうした中、インフレ率（卸売物価上昇率）はエネルギー価格の低下などを背景に前年比7%を切る水準まで低下してきたが、食品価格の高止まりが続くなど予断を許さない状況が続いている。

景気は伸び悩み

今後も、インド経済は伸び悩みが予想される。賃金上昇やインフレ圧力緩和などによる民間消費の下支えに加え、インフラ分野を中心に投資拡大が見込まれるものの、当面、利下げ余地が限られることなどから民間投資の本格回復は期待し難く、回復ペースは緩慢なものに止まろう。また、モンスーン期の少雨に伴う農業生産の減少を景気下振れリスクとしてみとめる必要がある。

インフレリスクには引き続き留意

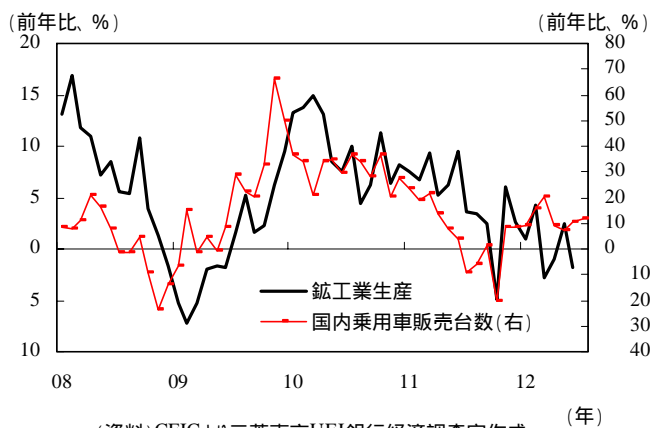
物価は前年のベース効果の剥落やエネルギー価格の下落、ルピー安の是正などでインフレ圧力の緩和が見込まれる。もっとも、所得水準の上昇に伴う消費拡大など需要面からのインフレ圧力は根強く、財政改革およびインフラ投資の加速などによる供給能力の増強が喫緊の課題である。また農業生産の減少に伴う食品価格高騰には留意する必要がある。

経常赤字は小幅改善も高水準で推移

4-6月期の貿易赤字は輸出を上回る輸入の減少により401億ドル（前期：471億ドル）へ縮小した。輸入減少の主因は輸入全体の約3割を占める原油および同1割を占める金とみられるが、この背景には国際商品価格の下落や金に対する輸入税引き上げなどが影響している。もっとも、輸出の低迷が続く中、資源関連輸入の一段の減少は難しく2012年度の経常赤字はGDP比4.0%（2011年度：同4.5%）と高水準で推移しよう。

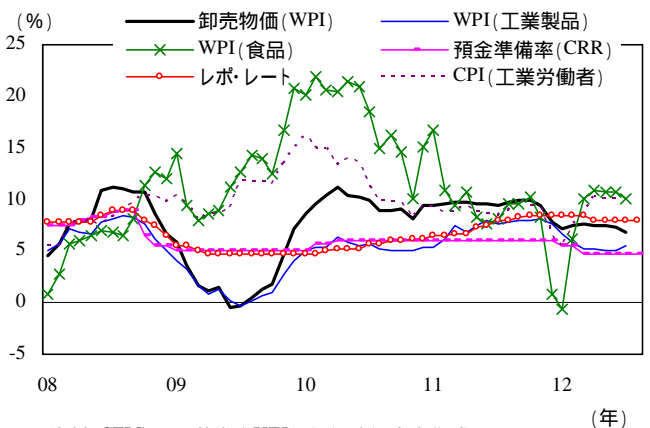
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第23図：インドの生産・消費動向



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第24図：インドの卸売物価と政策金利



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) ベトナム

景気は底打ち

ベトナム経済は底打ちしつつある。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 4.7%と前期(同 4.0%)から伸びを高めた。需要項目別の統計は未公表であるが、消費者物価上昇率が 5%台まで鈍化するなか、個人消費が持ち直しに転じたとみられる。一方、政府・中銀の引き締め政策の影響が残る企業部門は低調に推移したとみられる。1-3 月期の企業収益は、全体の約 7 割の企業が赤字を計上したほか、7 月の製造業購買担当者 (PMI) 指数は 43.6 ポイントと過去最低水準を更新した。

2013 年は 5.9%へ加速するも、潜在成長率を下回る

今後を展望すると、インフレ沈静化と利下げ効果の浸透、経済対策により内需は緩やかに持ち直そう。ただし、世界的な景気減速による外需伸び悩みの重石は残ると考える。2012 年の成長率は前年比 5.3%、2013 年は同 5.9%へ加速するが、6%程度と目される潜在成長率を下回ると予想する。

政府・中銀は企業支援策を相次いで発表

政府・中銀は低迷する企業部門を支援すべく、各種対策を矢継ぎ早に打ち出している。中銀は今年 3 月以降、リファイナンスレートを 5%ポイント引き下げた (15% → 10%) ほか、商業銀行に対しては、7 月以降、新規及び既存の貸出金利を年 15%以下へ引き下げよう指示した。他方、政府は 5 月、資金繰りが厳しい中小企業を中心に、法人税の支払い延期や土地使用料の大幅削減などを含む総額 29 兆ドン (GDP 比約 1%) 規模の経済対策を打ち出したほか、6 月には中小企業の法人税減税 (30%) を決定した。これらの政策は低迷する企業部門の回復を後押ししよう。

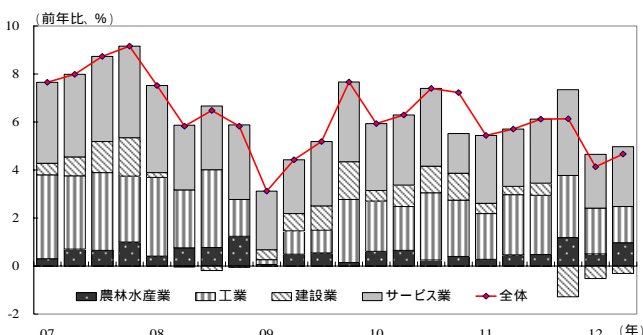
物価は高進を回避

懸案の物価は高進を回避すると予想する。5 月の公務員の最低賃金の引き上げなど根強い物価上昇圧力は残存するが、内需の回復が緩やかにとどまること、輸入インフレの要因であった通貨の下落に歯止めがかかっていること^(注)が、物価の抑制要因になると考える。中銀は 7 月に利下げの年内凍結宣言を行ったが、景気回復ペースが緩やかなことから、追加利下げに踏み切る可能性をみても必要がある。

(注) 通貨の下落圧力緩和の背景は、政府の総需要抑制策で 2011 年の経常収支が 10 年ぶりに黒字化したこと、一時、輸入額比 1.5 カ月分まで減少した外貨準備高が、今年 3 月末には同 2.3 カ月分まで回復したこと、などにより通貨の信認が暫時回復していることがある。

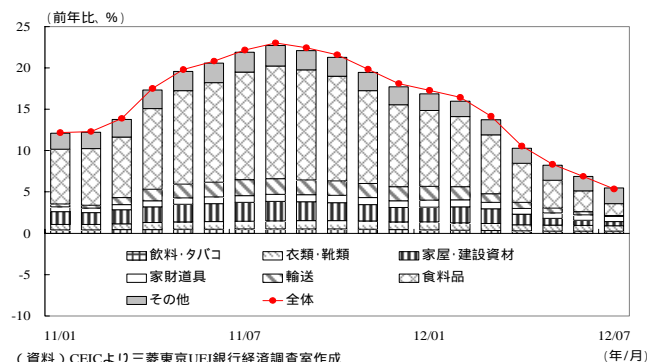
(福永 雪子)

第 25 図：ベトナムの実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 26 図：ベトナム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

．オーストラリア

～ 年後半、景気拡大ペースはやや鈍化するも、2012年の成長率は3%台半ばへ ～

1．景気の現状

豪州経済は回復基調

牽引役は個人消費と設備投資

豪州経済は回復基調を辿っている。1-3月期の実質GDP成長率は、昨年の洪水被害に伴う低迷からの反動で前年比4.3%と、約4年ぶりの高成長を記録した。足下は一部で軟調な動きもみられるが、総じて景気は回復基調を辿っている。景気の牽引役は個人消費と設備投資だ。個人消費は利下げや物価の下落がプラスに働いており、4-6月期の実質小売売上高は前年比+3.9%と前期（同+2.5%）から加速した。食料品などの基礎的支出に加え、百貨店や外食など選択的支出も伸びを高めた。

企業部門は、世界経済減速の影響や国内のストなどで生産・輸出活動は停滞しているが、鉱業部門を中心とする設備投資が好調を維持している。特に西オーストラリア州ではガスのパイプライン輸送計画など、大規模な設備投資が相次いでいる。

2．今後の見通し

2012年の成長率は3.6%、2013年は3.1%と予想

2012年の成長率は前年比3.6%と、年初の高成長からやや鈍化するものの、前年（同2.1%）を上回るペースを予想する（第1表）。2013年も個人消費や資源部門の設備投資を支えに同3.1%と、潜在成長率並みのペースを確保すると考える。

引き続き外需は低迷が予想されるほか、洪水被害からの反動のモメンタムの剥落で、成長ペースの鈍化は避けられない。ただし、個人消費の拡大を支えに、景気は底堅さを維持すると予想する。個人消費は雇用所得環境の改善と利下げ効果の浸透が支えとなろう。中銀の利下げで家計の利払い負担は軽減しており、今後は低金利の浸透で消費が下支えされると見込まれる（第1図、第2図）。後述するように当面、RBA（豪州準備銀行）が低金利政策を維持するとみられるなか、個人消費は底堅さを維持しよう。また、中長期的な資源需要の拡大を視野に入れた鉱業部門の設備投資も、引き続き景気の支えとなると考える。

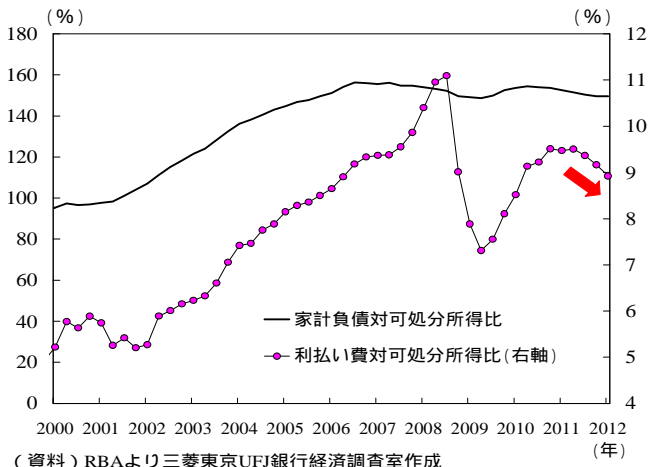
リスクは海外経済の想定以上の大幅減速である。世界経済が予想を上回る減速に陥れば、需要の後退、商品市況の下落を通じ、豪州の資源輸出を下押ししよう。政府は7月に炭素税を導入し、2012年度の財政黒字化を目指しているが、資源メジャーからの法人税が減少すれば、政府が目指す財政黒字化のシナリオに遅れが出かねず、注意が必要である。

第1表：豪州経済の見通し

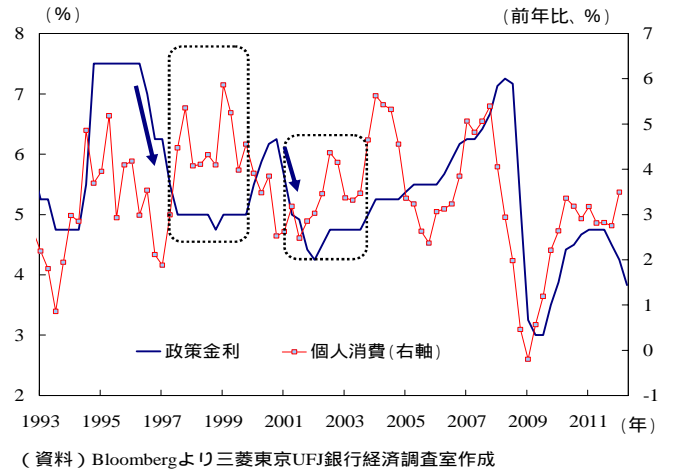
	2011年	2012年	2013年
実質GDP成長率（%）	2.1	3.6	3.1
消費者物価上昇率（%）	3.4	2.0	2.8
経常収支（億ドル）	▲335	▲590	▲618

見通し

第 1 図：家計の利払い負担率（対可処分所得比）



第 2 図：政策金利と個人消費（実質 GDP ベース）



3. 金融政策

(1) 金利動向

RBA は合計 1.25% ポイントの大幅利下げを実施、足元は据え置き

RBA は 6 月、7 月の 2 会合連続で政策金利（翌日物インターバンク金利であるキャシュレートの目標値）を各 0.25% ポイント引き下げた後、8 月会合では据え置きとした。現行水準は 3.5%、昨年 11 月に利下げサイクルに入って以降、利下げ幅は合計 1.25% ポイントに達した。

8 月の声明文は一連の利下げが一定の景気刺激効果を出していることを評価し、現在の水準を適切と肯定する内容だった。実際、中銀が注目する市中の住宅ローンの変動金利は、今次利下げ局面で 0.95% ポイント引き下げられており（第 3 図）、一定の利下げ効果が認められる。

物価は当面目標圏内で推移

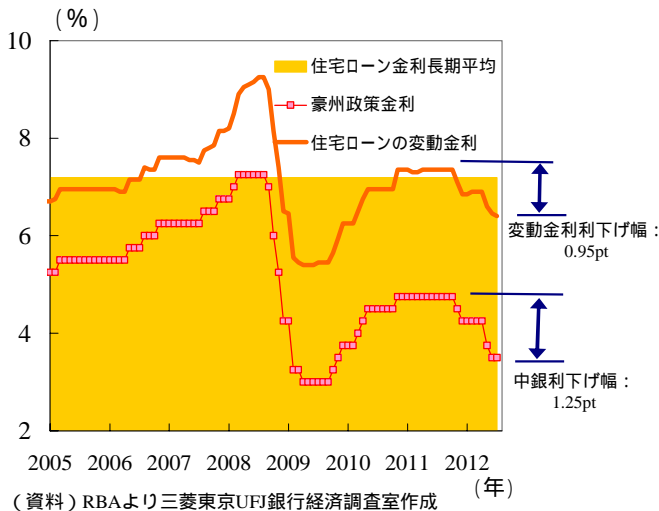
金融政策への影響の大きい物価動向について、RBA は楽観的な展望を示している。4-6 月期の消費者物価上昇率は前年比 1.2% と、豪ドル高に伴う輸入品価格の下落が寄与し、RBA の目標（2-3%）を下回る水準へ鈍化した（第 4 図）。今後についても、通貨高による輸入物価の下落圧力の剥落^(注)や、7 月から導入された炭素税が来年半ばにかけてインフレ圧力となることが予想されるが、中銀は物価が概ね目標レンジ内に収束するとみている。

中銀は緩和寄りのスタンスを維持

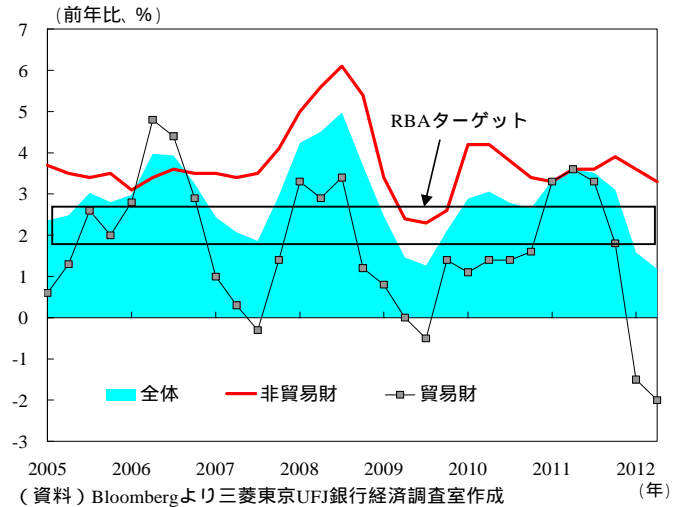
世界経済は低調な推移が見込まれるが、財政黒字化を標榜する政府にとって新たな財政出動を打ち出すことは難しい。金融緩和が政府・中銀にとって重要な景気浮揚策となるなか、8 月の声明文に今後の方向性を示唆する文言はなかったが、中銀は緩和寄りのスタンスを維持するとみられる。

(注) 豪ドルはパリティ近傍の水準が定着すると見込まれるなか、前年比でみた通貨高の物価の下落圧力は、徐々に剥落すると考える。

第 3 図：政策金利と住宅ローン金利



第 4 図：消費者物価上昇率（貿易・非貿易財別）



(2) 為替動向

豪ドルは約 5 カ月ぶりの高値圏、当面、パリティを挟んだ展開が持続

豪ドルは足元 1 豪ドル=1.05 ドル近傍、約 5 カ月ぶりの高値圏にある。欧州債務問題の解決に向けた取り組みで、リスク回避の動きが一服したほか、米国の追加金融緩和期待などが豪ドル買いに繋がり、足元の通貨を押し上げている。今後も高格付け、相対的な高金利、資源国などの強みを支えに底堅さを維持し、パリティを挟んだ展開が持続しよう。

(福永 雪子)

中南米
～政策効果により回復に向かうブラジル、
景気拡大が続くメキシコ、不況入りしたアルゼンチン～

1. ブラジル経済

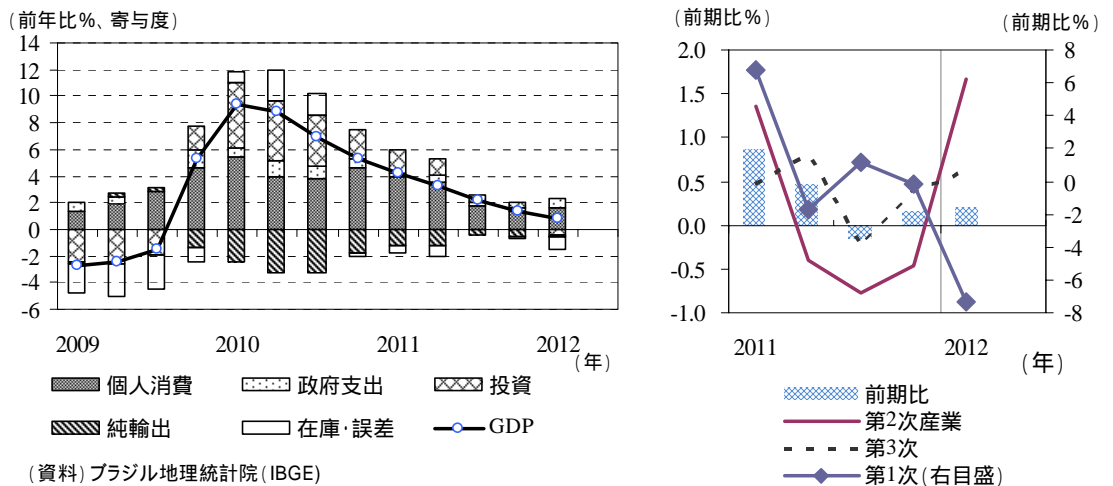
(1) 景気の現状

1-3 月期の成長率は低迷。ただし、干ばつが災いした面も

ブラジル経済は低成長が続いている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%と低迷している。個人消費と政府支出が成長率を 2.3%ポイント押し上げたが、固定資本投資が成長率を 0.4%ポイント押し下げ、純輸出や在庫などが計 1%ポイント強押し下げた。

前期比ベースでも成長の加速がみられない。前期比成長率は昨年 10-12 月期と同じ+0.2%に留まった。もっとも 1-3 月期については干ばつという個別要因が成長率を悪化させた面もある。第 1 次産業の生産は前期比 7.6%と低迷し、成長率を 0.3%ポイント程度押し下げた模様だ(第 1 図)。第 2 次、第 3 次産業は回復の兆しがうかがえるので、景気の実態は 0.2%という数字よりも改善していると考えられよう。但し、干ばつの影響は 4-6 月期も尾を引く可能性がある。

第1図: ブラジルの実質GDPの推移



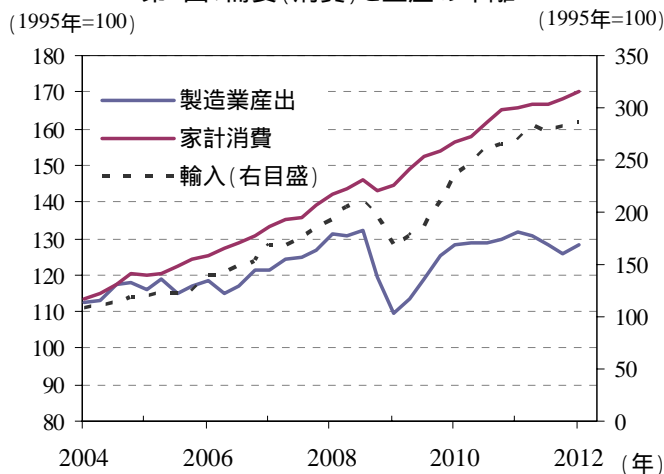
ブラジル経済に二面性。堅調な消費と弱い生産

家計消費は鈍化したとはいえ前年比+2%程度の増加を保っており、堅調である。最低賃金の引き上げ、手厚い社会保障・雇用制度、消費者信用の増加が、堅調な消費を支えている。ただし、その需要に応えているのは輸入だ。ブラジルは新興国の中でも突出して自国通貨高になっており、国内製造業は輸入品との競合に苦戦している(第 2 図、第 3 図)。

リアル高と世界景気の鈍化がブラジル製造業の重石に

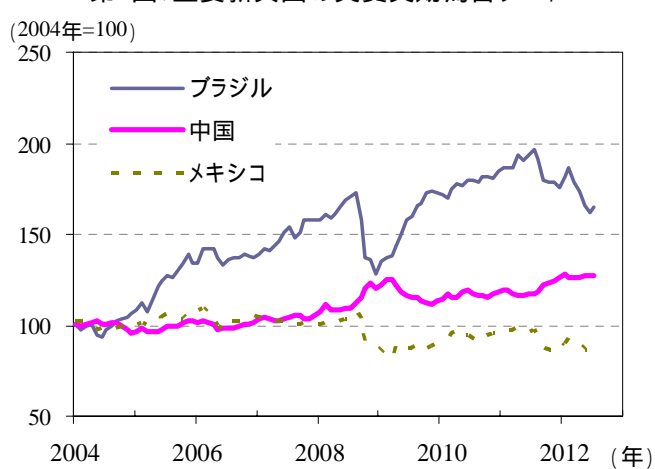
通貨高に世界経済の鈍化も加わり、輸出の伸びは急落した。2010 年、2011 年と 3 割増ペースで伸びていた輸出だったが、今年上期は前年同期比でゼロ成長に留まった。EU 向けが 6%となったほか、東欧向け 38%、隣国アルゼンチン向け 15%と振るわない。米国向けこそ+17%と堅調だが、中国向けは+6%に鈍化している。

第2図：需要（消費）と生産の乖離



(資料) ブラジル地理統計院

第3図：主要新興国の実質実効為替レート



(資料) 国際決済銀行

(2) ブラジル経済の見通し

下期以降、各種政策効果が現れ内需主導の回復へ
2012年の実質成長率は1.8%、2013年4.0%と予測

今後も、EU向けを中心に輸出には多くを期待できないなか、景気回復は内需主導とならざるを得ないだろう。そのため、中央銀行は昨年8月以来、累計4.5%ポイントの利下げを実施してきた（現在の政策金利は8.0%）。政府は民間消費の下支えのために、家電や自動車購入支援策を逐次、実施してきた。また輸入品との競合に苦しむ産業界からの要請に応え、レアル売りの為替介入を実施してきた。その結果、ブラジルの実質実効為替相場は過去1年間で約2割低下しており、依然水準は高いものの、この1年の下落率では主要新興国の中でトップとなっている。また、メルコスル域外からの輸入車の一部に増税を課すなど、保護主義的な対応まで採っている。

こうした対策の結果、第2次産業の生産に回復の兆しがでていますが、8月、政府は更に景気の後押しのため、インフラ投資計画（今後5年間で795億レアル、約3.1兆円）を発表した。ブラジルの強みは財政収支が黒字であることだ。プライマリー収支はGDP比3%の黒字で、景気の一段の悪化に対しても財政出動する余力がある。

これら政策効果が今後、現れてくることになり、下期以降は景気回復が次第に鮮明になっていくだろう。

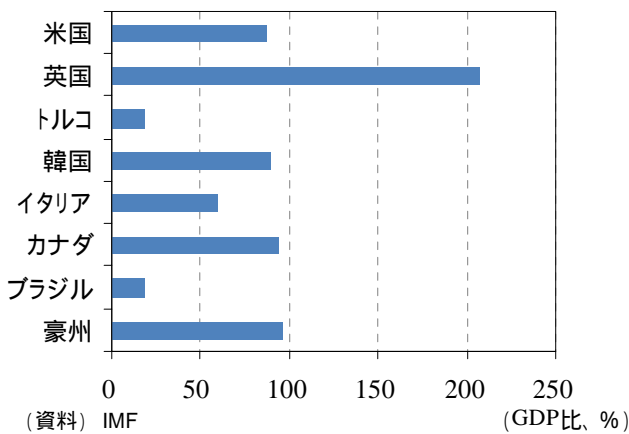
なお、消費に対する懸念材料として、消費者ローンの延滞率上昇が指摘されている。確かに、自動車ローンを含め消費者信用が急増していたことは懸念材料であるが、GDP対比で国際比較するとブラジルの家計債務は依然として低い（第4図）。ブラジルではまだ住宅金融が発達していないためである。消費者信用について懸念なしとはしないが、基本的には家計債務の問題が景気の腰を折るような規模には達していないと見ることが可能だろう。同国の金融深化はこれからである。

インフレ率は5%付近で下げ止まり。利下げはサイクル終盤

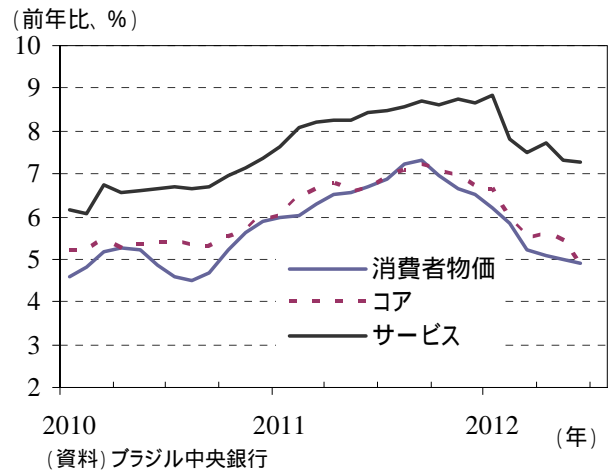
景気は回復に向かうが、それは景気対策に支えられたものであり、民間主体の自律的な成長軌道に乗るわけではない。インフレが政策課題になるのはまだ先だが、ブラジル経済は基本的に高コスト体質であるため、今後はインフレ率の低下は鈍り、現在の5%付近で落ち着いていくだろう。そのため、利下げは終盤に差し掛かっていると考えられる。

利下げ局面の終了が近いことから、レアル安局面も終わりに近づいた可能性が高い。レアルの対ドル相場は、足元の1ドル=2.0~2.1レアル付近で当分の間、留まるだろう。世界経済に大きな波乱がない限り、景気回復につれレアル高に向かうだろうが、政府のレアル高警戒も強い。7月も1ドル=2.0レアルを超えてレアル高になりかけると口先介入していた。レアルの上昇余地は限られるだろう。

第4図: 家計債務 (2010年)



第5図: 消費者物価の推移



2. メキシコ経済

(1) 景気の現状

好景気が持続。
2012年上期の実質成長率は前年同期比+4.3%

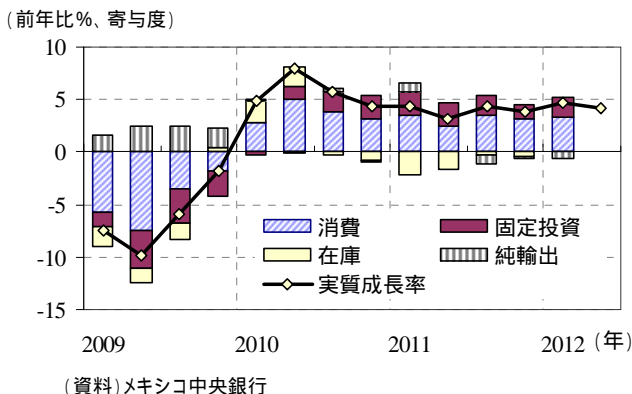
メキシコ経済は順調な景気拡大が続いている。1-3月期と4-6月期の実質GDP成長率は、それぞれ前年同期比+4.5%、+4.1%であった(第6図)。

成長を支えているのは設備投資だ。メキシコは近年、自動車生産の拠点として注目されており、自動車生産は近い将来、400万台に届くと言われている。そのための投資が続き、投資から消費への好循環が生まれている。両方でGDPを5%ポイント程度押し上げている。

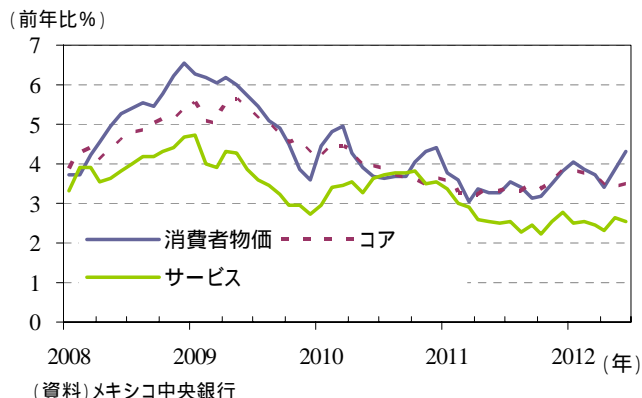
インフレ率上昇も
コアは安定

インフレ率は6月に前年比4.3%に上昇、中央銀行の目標レンジ(3%±1%)から飛び出した。しかし、これは天候不順による食料品価格の上昇が主因である。好景気にもかかわらず、コア・インフレ率、労働需給を反映するサービス価格のインフレ率は安定している(第7図)。

第6図: 実質GDP成長率の推移



第7図: 消費者物価の推移



(2) メキシコ経済の見通し

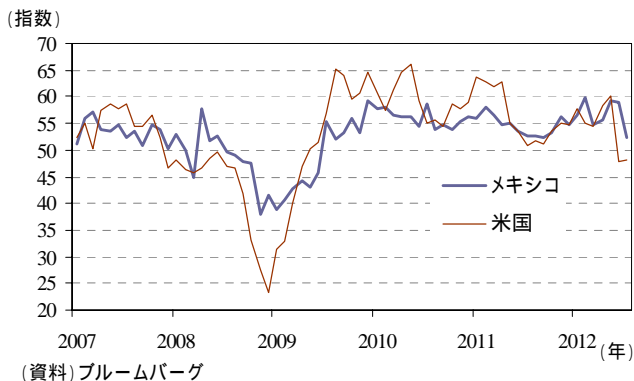
目先やや減速も、息の長い景気拡大が続く見通し

堅調な景気拡大が続くメキシコだが、短期的には成長率がやや減速すると思われる。メキシコの輸出は、80%近くが米国向けで、米国とメキシコの生産の相関係数は0.9と高い。今年前半の米国経済はやや減速しているので、その影響が暫く遅れてメキシコに及んでくるからだ(第8図)。

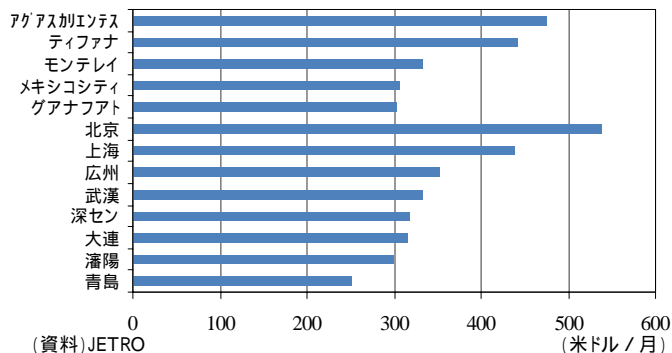
しかし、その後は持ち直し、設備投資主導の景気拡大が続く見通しだ。メキシコへ進出する企業が増えているのは、中国の人件費上昇によりメキシコとの賃金格差が縮小し(地域によっては逆転)、北米市場への「地の利」があるメキシコの優位性が高まっているからだ(第9図)。裾野の広い自動車産業の構築には時間がかかる。メキシコの設備投資ブームは今後も期待でき、息の長い景気拡大が続くだろう。

メキシコペソは割安なまま放置されている(第3図)。購買力平価からみると30%以上過小評価されているようだ。堅調な景気が続いていることが評価され、緩やかなペソ高が進むだろう。現在は1ドル=13ペソ前半の相場が続いているが、2013年末にかけ1ドル=12ペソ程度に上昇するとみている。

第8図: 米墨の製造業業況指数 - 新規受注



第9図: ワーカー(一般工職)の賃金比較(2010年)



3. アルゼンチン経済

(1) 景気の現状

外部環境の悪化と迷走気味の経済政策により不況入り

アルゼンチン経済は昨年後半から急速に減速してきたが、4-6月期は更に悪化し景気後退期に入った可能性が高い(第10図)。景気は全面的に悪化している。まず、世界経済の減速により資源輸出が鈍化したことに加え、最大の貿易相手国であるブラジルの減速により工業品輸出も打撃を受けた。4月から輸出入とも前年割れに陥っている。加えて、政府が厳しい輸入管理を始めたことで部材の供給が滞り、生産の減少も招いている。また企業経営への政府の干渉が嫌われ企業マインドが悪化、インフレが長引いていることから消費者マインドも委縮している。公式のインフレ率は10%弱と発表されているが、実勢は25%程度とみられている。そして、実勢インフレ率を前提にした賃上げがなされているため、インフレと賃金上昇の悪循環が起こり、アルゼンチンはスタグフレーションに陥っている。

(2) アルゼンチン経済の見通し

年内景気悪化続くが、穀物価格上昇とブラジル経済の立ち直りにより、2013年は回復

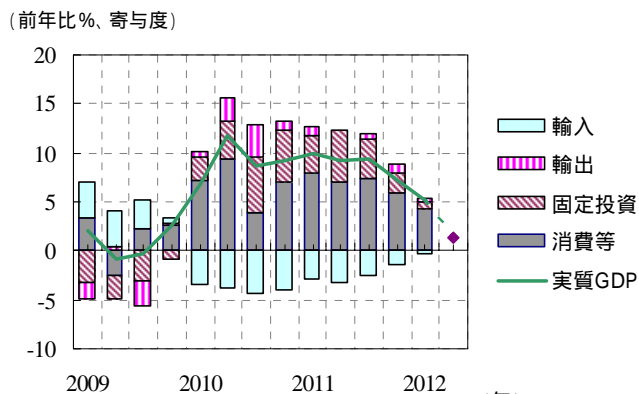
年内は景気悪化が続く見通しで、2012年の成長率は2.6%に低下するだろう。もっともアルゼンチンはGDP統計の信ぴょう性にも疑いがもたれており、実態はゼロ%台の成長率になっている可能性がある。

こうしたなか、アルゼンチンにとって朗報は穀物価格が急騰していることだ。大豆や穀物についてはアルゼンチンは世界有数の輸出国である。2012年は作柄が悪かったが、2013年は天候に恵まれれば1割程度の増産が可能だ。数量・価格の両面で輸出増となり景気回復に貢献しよう。また、最大の輸出先であるブラジルの経済の立ち直りも追い風となろう。ブラジル向け輸出は160億ドルにのぼり、2位の中国向け(60億ドル)を大きく上回っている(2011年)。

ただし、インフレについては楽観できない。マネタリーベースが年率30%以上の勢いで増加しているからだ。2009年はインフレ率が低下したが、その際には先行してマネタリーベースの伸びが鈍化していた。現在のところ、公式統計ではインフレは10%弱で安定しているため、金融当局が量的な引き締めへ転ずる兆しはなく、インフレ終息は難しいと考えられる(第11図)。

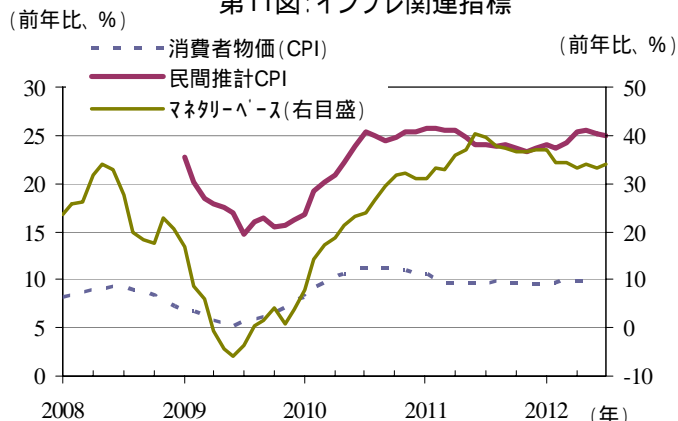
政府が管理している公式為替相場は下落が不十分であるため、高インフレは実質為替相場を押し上げ、アルゼンチンの価格競争力を奪っていく。そのため、景気が回復しても急成長は望めず、2013年の成長率は4.0%に留まるだろう。

第10図: 実質成長率



(注) 直近の成長率は月次GDP4-5月平均の前年比。
(資料) アルゼンチン政府

第11図: インフレ関連指標



(注) マネタリーベースは3カ月移動平均
(資料) ブルームバーグ

第1表 中南米経済の見通し

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
ブラジル	2.7	1.8	4.0	6.6	5.1	5.5	▲ 525	▲ 580	▲ 620
アルゼンチン	8.9	2.6	4.0	9.8	10.0	10.0	0	▲ 1	▲ 2
メキシコ	3.9	3.8	3.3	3.4	3.9	4.2	▲ 88	▲ 100	▲ 110
中南米全体 (注)	4.1	2.9	3.9	6.8	6.0	6.3	▲ 618	▲ 544	▲ 560

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

(国際通貨研究所 森川 央)

・原油価格

～根強い供給懸念が、原油価格の押し上げ要因に～

1. 価格動向

欧州債務不安を受けて77ドル台へ急落後、上昇

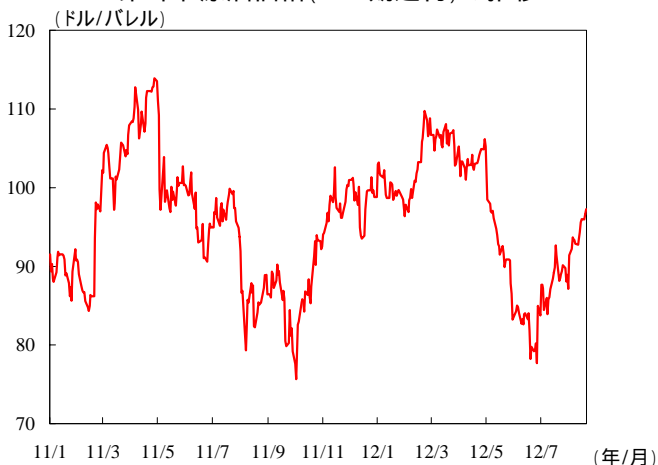
原油価格（WTI 期近物）は欧州債務問題や地政学リスクの高まりを受けて、値動きが大きい展開となっている。

5月に入ると、スペイン銀行問題やギリシャのユーロ圏離脱を巡る懸念といった欧州債務不安の高まりを背景に原油価格は急落し、6月28日には77ドル台と9ヵ月ぶりの安値となった（第1図）。しかし欧州連合（EU）首脳会議の結果が好感されたことから、原油価格は84ドル台へ急反発し、その後もイラン情勢緊迫や米政府によるイラン制裁強化、米雇用統計の改善や米追加緩和期待等を受けて上昇し、8月中旬には97ドル台と3ヵ月半ぶりの高値となっている。

投機筋の買い越し額は高水準

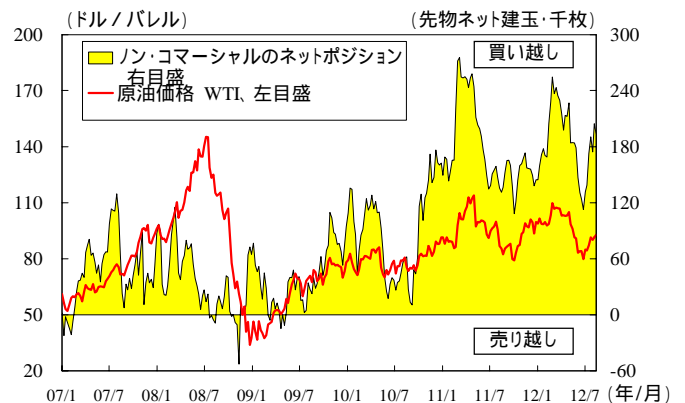
原油先物市場における投機筋の買い越し額をみると、欧州債務問題への懸念から投資家のリスク回避姿勢が強まり、6月から7月前半にかけて急減したが、足元では再び高水準となっている（第2図）。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



（資料）Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：原油先物市場の投機筋ポジション



（注）ノン・コマーシャルとは、原油生産や精製に従事しない業者のこと。
1枚=1,000バレル。
（資料）米国商品先物取引委員会、ニューヨークマーカンタイル取引所資料より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 需要・供給動向

4～6月期は供給超過

国際エネルギー機関（IEA）によれば、4～6月期の世界の原油需給は大幅な供給超過（＝在庫積み増し）となった（第3図）。先進国（OECD諸国）の需要が前期から減少した一方、石油輸出国機構（OPEC）の供給が高水準で推移したためである。

世界の原油需要は2012年と2013年ともに小幅増加にとどまる見込み

2012年については、欧米の原油需要は景気の弱さを背景に低迷するが、日本では火力発電用需要が増加することから、先進国全体では需要の落ち込みが改善すると見込まれている。新興国については、アジア諸国では景気減速により原油需要の伸びが鈍化する一方、中東諸国は伸びを高めるとみられ、新興国全体では前年並みの底堅い伸びを維持しよう。

この結果、2012年の世界の原油需要は前年比+1.0%と昨年（同+0.7%）をやや上回る伸びが見込まれている。2013年については、世界景気が緩やかな回復傾向を辿る中、世界の原油需要は2012年と同程度の小幅な伸びになると予想されている。

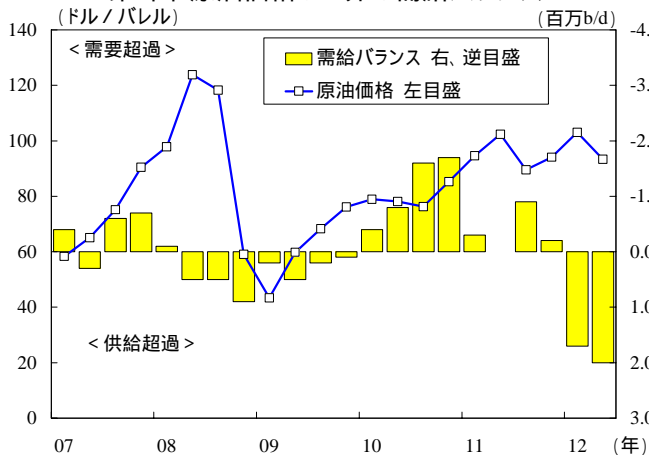
イラン減産続く

供給についてみると、欧米による経済制裁強化の影響からイランの産油量は減少が続いている。イラン減産分を補うべくサウジアラビア等の湾岸産油国は増産してきたが、既に産油量は高水準に達しており、4月以降はほぼ横這いで推移している。この結果、OPEC全体の産油量は5月以降、減少している。

イラクの産油量が増加、イランを上回る

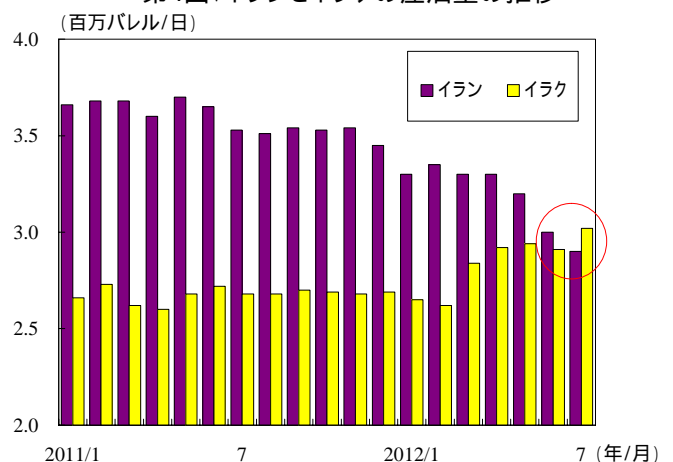
今後もイランの生産動向がカギとなるが、他方でイラクの生産回復が注目される。ペルシャ湾岸の輸出拠点新設によって、イラクの産油量は3月以降大幅に増加しており、7月にはイランを上回った（第4図）。イラクの生産増加がイラン減産分を補う形になれば、OPEC全体の生産量は高水準を維持しようが、それに伴う生産余力の縮小が供給懸念につながる可能性に留意する必要がある。

第3図：原油価格と世界の需給バランス



(資料)IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：イランとイラクの産油量の推移



(資料)IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 価格の見通し

原油価格は緩やかな上昇基調を辿る見込み

欧州債務問題が燻る中で、世界景気先行き不安は払拭されておらず、原油価格の上値を抑制するだろう。世界景気は2013年にかけて回復傾向をたどると見込まれるが、緩やかなペースにとどまるとみられることから、需要面からの価格押し上げ圧力は大きくないと思われる。

他方、OPECの生産量は減少しているものの、生産目標の日量3,000万バレルを上回っており、水準は高い。しかしながら、生産余力が2008年以来の低水準にあることや、イランやシリアといった中東産油国を巡る地政学リスクにより供給懸念が根強い状況が続くとみられ、原油価格の押し上げ要因になると見込まれる。原油価格は、2013年末にかけて四半期平均で98ドルと緩やかな上昇基調を辿るとみられる。

天候要因により一時的に価格急騰の可能性

なお、米国では6~11月がハリケーン・シーズンであり、石油関連施設が集中している米メキシコ湾沿岸にハリケーンが襲来し被害が生じることとなれば、生産の停止・減少から供給懸念が高まり、一時的に原油価格が急騰する可能性がある。

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)	
12/1Q	103.0	8.9%	
12/2Q	93.4	▲8.8%	
12/3Q	91	1.6%	見 通 し ↓
12/4Q	93	▲1.1%	
13/1Q	93	▲9.7%	
13/2Q	95	1.8%	
13/3Q	98	7.7%	
13/4Q	98	5.4%	
2011年	95.1	19.5%	
2012年	95	▲0.0%	
2013年	96	1.0%	

(注) 期中平均価格

(篠原 令子)

世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億ドル)		
	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
日本 (年度ベース)	▲0.8 (▲0.0)	2.9 (2.5)	1.1 (1.3)	▲0.2 (0.0)	▲0.1 (▲0.2)	▲0.2 (0.0)	1,204 (999)	898 (902)	1,273 (1,495)
米国	1.8	2.2	2.3	3.2	2.0	1.9	▲ 4,659	▲ 5,270	▲ 5,233
ユーロ圏	1.5	▲0.5	0.1	2.7	2.3	1.7	▲ 45	▲ 21	149
ドイツ	3.1	0.8	1.2	2.3	2.0	1.8	2,054	1,802	1,732
フランス	1.7	0.1	0.5	2.1	2.1	1.6	▲ 620	▲ 584	▲ 482
イタリア	0.5	▲2.0	▲0.5	2.8	2.8	2.2	▲ 701	▲ 465	▲ 323
英国	0.8	▲0.7	0.3	4.5	2.7	1.9	▲ 466	▲ 451	▲ 415
アジア11カ国・地域	7.4	6.5	6.9	5.5	3.6	4.1	3,142	2,852	2,856
中国	9.2	8.0	8.3	5.4	2.7	3.7	2,017	2,103	1,997
NIEs	4.0	2.3	3.5	3.7	2.8	2.7	1,380	1,246	1,288
ASEAN4カ国	4.6	5.6	5.7	4.6	3.9	4.3	525	212	349
インド	6.5	6.0	6.5	8.4	8.0	7.1	▲ 782	▲ 701	▲ 763
オーストラリア	2.1	3.6	3.1	3.4	2.0	2.8	▲ 335	▲ 590	▲ 618
中南米	4.1	2.9	3.9	6.8	6.0	6.3	▲ 618	▲ 544	▲ 560
ブラジル	2.7	1.8	4.0	6.6	5.1	5.5	▲ 525	▲ 580	▲ 620

(注) 2011年は実績値、2012年と2013年は予想値。

- ・日本の消費者物価は生鮮食品を除く総合ベース。経常収支は、円建ての経常収支実績・見通しをドル円相場(期間平均)の実績・見通しにより換算したもの。
- ・「ユーロ圏」は、ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ギリシャ、スロベニア、マルタ、キプロス、スロヴァキア、エストニアの17カ国。
- ・ユーロ圏及び英国の消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。
- ・インドは年度(4月～3月)ベース。
- ・「中南米」は、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラの7カ国ベース。

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 伊達)

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると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います。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。