

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

～外部環境の急激な悪化等を受けて、日本経済は再び厳しい状況に～

米 国

～「財政の崖」は回避も、財政再建が当面の成長ペースを抑制～

西 欧

～債務問題が長引くなか、財政緊縮や金融機能の低下が景気を下押し～

ア ジ ア

～外需の下押し圧力は徐々に緩和するも、潜在成長率を下回るペースが持続～

オーストラリア

～利下げ効果で 2013 年も潜在成長率近辺の成長が持続～

中南米

～回復のきっかけをつかんだブラジル、景気の踊り場を迎えたメキシコ、景気の底を探るアルゼンチン～

ロシア・中東欧

～西欧経済の景気減速と財政緊縮姿勢を受け、今年の成長率は更に低下～

原油価格

～世界経済先行き不安が、原油価格の上値を抑制～

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、過剰住宅ストックの調整が相応に進み、住宅価格が底を打つなど、過去数年にわたり成長の重石となってきた構造調整圧力が徐々に弱まりつつあることを感じさせる状況である。但し、一方で、住宅ローンを中心とする家計の過剰負債の調整は未だ3~4合目にとどまるなど、構造調整圧力の全てで終結が視野に入ってきたわけではない。リーマンショック以降4年間の米国経済の成長を支えてきた積極財政が、債務上限の観点から今後中長期的に緊縮方向に舵を切らざるを得ないことも考え合わせると、成長率改善の勢いはごく緩やかなものにとどまることとなろう。

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、出口の見えない状況が長期化している。ECBの諸施策により金融市場こそ小康状態にあるものの、実体経済はその間も確実に悪化を続けている。周縁国を中心に財政緊縮が続いていることに加え、欧州銀行の金融機能低下など、様々な経路から景気が下押される展開が続いている。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。

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。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全体として力強さに欠ける展開が予想される。特に、アジアGDPの6割を占め、世界経済の成長センターともいべき中国が、高度成長期から安定成長期への移行を視野に、潜在成長率を切り下げてきていることの影響は大きい。「チャイナ+1」の流れという追い風も受け、堅調な内需に支えられたASEAN諸国が底堅い成長を持続することが期待されることを勘案してもなお、アジアの成長率はごく緩やかな改善にとどまることとなりそうだ。

こうしたなか、わが国経済も、年前半までは震災復興需要を「牽引力」に何とか回復を続けてきたが、夏場以降は海外経済の一段の減速・後退などによる「下押し圧力」の重みが増し、回復の図式が崩れつつある格好となっている。とりわけ、日中情勢の悪化を受けた輸出の落ち込み・現地法人の活動低下は、日本経済に大きなネガティブ・インパクトをもたらした。来年に入ると、これまで国内では唯一の景気の下支え役だった震災復興活動も公共投資を中心に一巡してしまふ公算が高く、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%弱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、一層の円高など、わが国経済を予想以上に下振れさせるリスクも枚挙に暇がなく、依然、警戒を怠れない局面が続く。

(経済調査室長 松宮 基夫)

I. 日本

～外部環境の急激な悪化等を受けて、日本経済は再び厳しい状況に～

1. 日本経済の概況

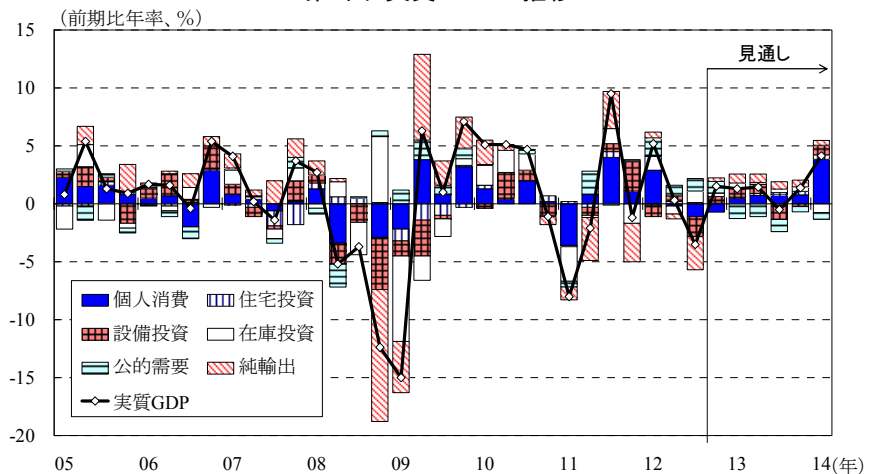
7-9 月期には内外需
ともに減少し、実質
GDP は大幅減

2012 年度、13 年度
の成長率は+1%前
後に止まる見通し

日本経済は震災復旧・復興活動を主たる牽引力として回復基調を辿ってきたが、足元で急速に勢いを失っている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲3.5%と、3 四半期ぶり且つ昨年 1-3 月期以来の大幅なマイナスを記録した（第 1 図）。主因は輸出の急減少だが、個人消費や設備投資も弱含み、震災以降で初めて内・外需が揃っての減少となった。

先行きを展望すると、当面は厳しい景気展開が継続する公算が大きく、一段と状態が悪化するリスクもありそうだ。今年度後半には、日中情勢悪化の余波を含めた外需の弱まりや、エコカー補助金終了等の影響が予想され、経済全般の勢いが低下する可能性が大きい。2013 年度も、復旧・復興活動の一段落、関連需要の一巡に伴い年度央に多大なネガティブ・インパクトが発生するものと想定される。先送りされてきた更新投資の顕現などがショックの一部を吸収すると見込まれるが、他には目立った牽引役が見当たらないのが実情だ。実質 GDP 成長率で言えば、2012 年度に前年度比+1%程度に止まり、翌 13 年度には消費税率引き上げ前の駆け込み需要分を加味しても同+1%を割り込む見通しである。

第1図: 実質GDPの推移



経済関係が強まる
なかでの日中間の
情勢悪化は、日本経
済に掛かる下押し
圧力を追加

こうした見通し上のキーポイントを挙げると、当面は日中情勢悪化の影響である。マクロ的な悪影響は先ず「財の貿易」と「現地法人の活動」の両面に強く表れる公算が大きいと考えられる。今回と同じく大規模な反日デモが発生した 2010 年 (9-10 月) 時の経験や今年 9 月の状況を鑑みると、日本からの中国向け輸出や中国に所在する日本企業の現地法人の売上の減退によって、日本の GDP 成長率と我が国企業の国内外での総売上の伸びが、それぞれ今後半年程度で▲0.5%前後押し下げられる可能性がありそうだ（第 1 表）。また、一次的な悪影響の顕現に続いて予想、

懸念されるのが、日本の国内生産への波及である。産業別には、自動車や自動車部品、その他輸送機械、電気機器、鉄鋼などに対する最終需要の減少が日本国内の生産を弱め易いと推測される。中国内での大規模な反日デモはひとまず沈静化している様子ながら、日本と中国の二国間関係を巡っては依然として不透明要素が多く、まだまだ予断を許さない状況だと言える。引き続き情勢の注視が欠かせない。

第1表: 日中情勢の悪化が日本経済へ及ぼす主な一次的影響の評価

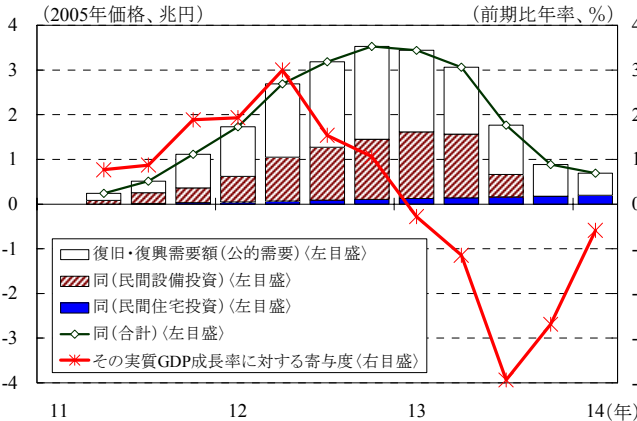
	日本経済サイドでの代表的な指標	日本経済全体との対比でみた規模の大きさ	2010年時にみられた落ち込みの深さ	今年9月の状況	今後半年間に予想される全体的な悪影響の強さ
「財の貿易」面	中国向けの輸出金額	◎◎◎ 名目GDP対比2.8%	× 前年比▲15.3%pt鈍化 (半年間平均)	前年比▲14.1%減少 8月から同▲4.2%pt鈍化	▲▲▲ 日本のGDP成長率を▲0.4%～ ▲0.5%押し下げられる可能性あり
	中国からの輸入金額	◎◎◎ 名目GDP対比3.1%	× 前年比▲5.6%pt鈍化 (半年間平均)	前年比+3.8%増加 8月の同▲7.2%からプラス転化	▲▲▲ 遅延が国内生産活動の ボトルネックとなる虞あり
「サービスの輸出」面	中国からの旅行・航空輸送 収支上の受取額	◎ 名目GDP対比0.1%	××× 前年比▲59.6%pt鈍化 (半年間の最大)	中国からの訪日客数は 前年比▲79.0%pt鈍化	▲ 大幅な減少が見込まれるが、 マクロ的な影響は限られる公算大
「現地法人の活動」面	中国に所在する 現地法人の売上高	◎◎ 26.3兆円、 国内全法人の 内外合計売上高 対比1.7%	×× 前年比▲36.4%pt鈍化 (半年間の最大、 製造企業の在港現法分を含む 円ベースの売上高)	中国国内の新車販売台数で、 日系大手3社は前年比▲35%～ ▲49%減少 ・家電メーカーやスーパー等も 苦戦	▲▲▲ 日本企業の国内外全体の売上高が ▲0.5%程度押し下げられる可能性

(注)『◎、×、▲』は当室の独自判断に基づく相対的な評価で、それぞれ数が多いほど「規模が大きい」、「落ち込みが深い」、「全体的な悪影響が強い」ことを示す。
(資料)各種統計・資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

来年度は復旧・復興需要の剥落影響と更新需要の出方がカギ

2013年度に入ると、復旧・復興活動の一段落、関連需要の一巡に伴って相当なマイナス影響が生じるものと想定される(第2図)。これによって打ち返して行けるのか。例えば、生産設備の維持・更新に伴う投資需要である。現状、設備投資の対資本ストック比率は長期均衡値から大きく下方乖離した状態にあり、また、資本ストック自体も2008年末をピークに減少し続けている(第3図)。更新投資さえ抑制、先送りさ

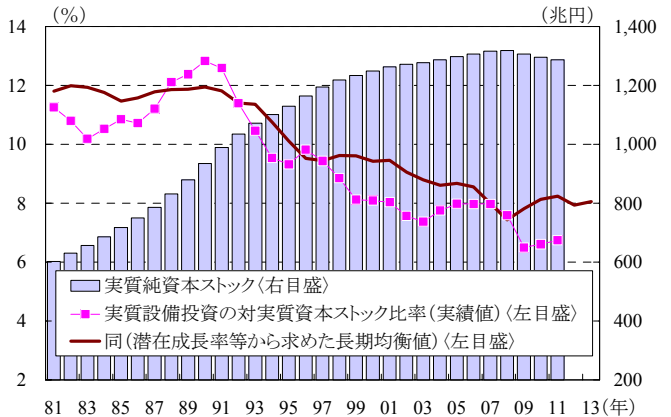
第2図: 東日本大震災に伴う復旧・復興需要の推移



(注)過去の震災時の経験、今回の震災に係わる公的予算額や民間資本ストックの毀損額などに基づく当室推計値。

(資料)内閣府統計・資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図: 設備投資の対資本ストック比率と純資本ストックの推移



(注)『実質設備投資の対実質資本ストック比率』の『潜在成長率等から求めた長期均衡値』は、「潜在成長率」、「減耗率」、「資本係数のトレンド変化率」の合計値。うち、「潜在成長率」は、当室にて推計したもの。「減耗率」は、実質純資本ストックから実質設備投資フローを差し引いた各年の減耗額を前年末の実質純資本ストックで除したもので、2009年以降は不変と想定。「資本係数のトレンド変化率」は、実質純資本ストックを産業部門の実質GDPで除し、過去10年間の平均をとったもの。「減耗率」と「資本係数のトレンド変化率」は、政府部門と民間非営利団体を除くベース。
(資料)内閣府、経済産業研究所統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

れてきたことを示唆しているわけだが、今後には環境条件さえ整えば一定の需要の顕在化を望める状況になっているとも言える。いずれにせよ、新規投資の急拡大は想定し難く、更新投資などが来年度半ばに想定される復旧・復興需要の剥落をどこまで相殺し得るかは、日本経済にとって重大なポイントとなろう。

2. 部門・項目別にみた現状と見通し

(1) 企業部門

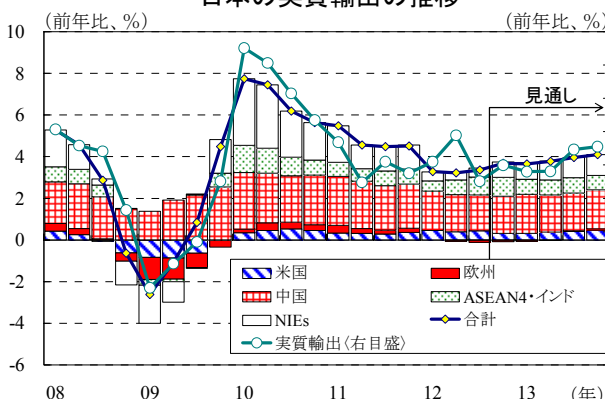
輸出は底割れこそ回避し得るが、持ち直しはごく緩やかなピッチ

日本からの輸出は、欧州向けやアジア向けを中心として夏場に急減した後、足元でも引き続き低調である。生産についても、輸出の軟化に加え、これまで底堅さを保ってきた内需の下支えが弱くなり、減少基調を辿っている。主要な輸出相手先の製造業の景況感をみると、欧州では低迷が続く一方、米国や中国ではやや改善してきている。全面的な外需の落ち込み、輸出の底割れは何とか回避できそうだ。もっとも、過去にみられたような力強い景況感の回復は展望し難く、日本からの輸出の持ち直しも緩やかなピッチになるものと予想される（第4図）。

設備投資は数字上一旦持ち直すも、来年後半には復旧・復興需要の剥落で再び減少の見通し

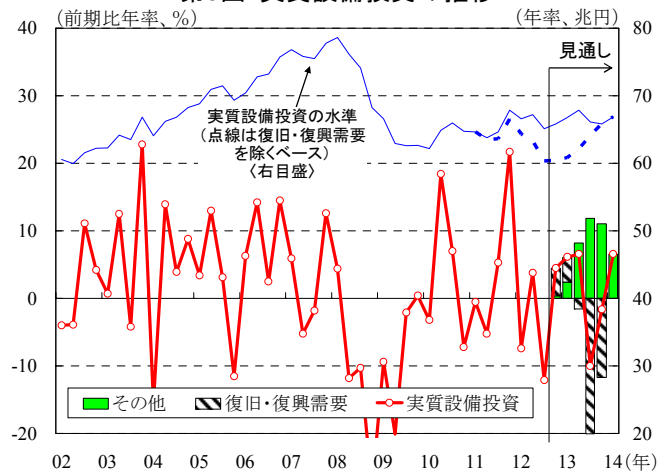
実質設備投資は7-9月期に前期比年率▲12.1%と急減を示した。9月の日銀短観では、今年度上期に手控えられた投資が下期の強気の計画として表れていたが、外部環境の悪化等を背景に一段の投資先送りが生じていると推察される。先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）をみても8月に前月比▲3.3%、9月に同▲4.3%と減少しており、下向きの流れのまま10-12月期に入ることになりそうだ。この先、設備投資は7-9月期の落ち込みが想定以上に大きかった反動もあり、数字上は一旦、2013年前半にかけて持ち直しを示すと予想される（第5図）。それでも本格的な上昇気流には乗り切れず、年後半には復旧・復興需要の一巡によってもたらされるマイナス影響に強く下押される展開となろう。

第4図：主要な輸出先国・地域の実質GDP成長率と日本の実質輸出の推移



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

第5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

個人消費は年内マイナス継続、年明け以降の持ち直しも緩やかに

7-9月期の実質個人消費は前期比年率▲1.8%と、2四半期連続で減少した(第6図)。財別にみると、耐久財が、エコカー補助金による押し上げ効果の剥落を受けた自動車販売の落ち込みで、同▲8.3%と3四半期ぶりの減少に転じた。また、前述した輸出減などを起点とする景気の軟化が消費者マインド悪化につながったことや、賃金・所得の回復の鈍さ、天候不順による季節商品の売れ行き不振などが下押し要因となり、非耐久財(同▲4.0%)とサービス(同▲0.3%)も低調であった。先行きを展望すると、10-12月期までは自動車販売の減少が続き、個人消費全体でも3四半期連続の前期比マイナスとなる可能性が大きい。年明け以降は、エコカー補助金終了後の反動減がようやく一巡し、前期比プラスに復すると見込まれる。もっとも、雇用や所得面で厳しい状況が続くと予想されることなどから、消費税の駆け込み需要が本格的に表れると想定される2014年1-3月期までの間、個人消費の持ち直しは緩やかなものに止まる見通しである。

住宅投資は復旧・復興需要や消費増税前の着工増加に支えられて底堅さを維持する見通し

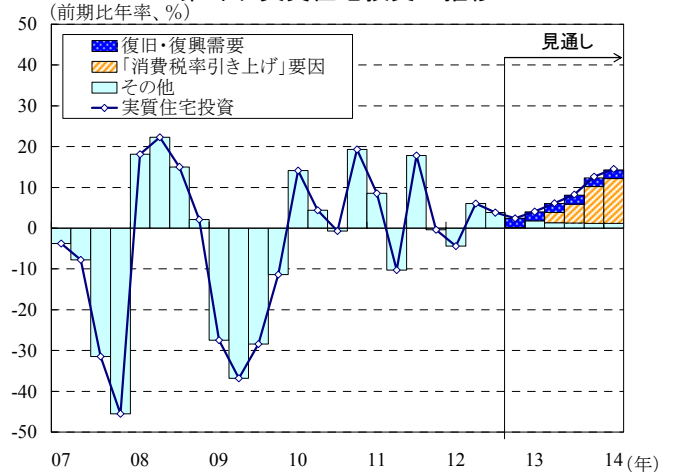
住宅投資は、7-9月期の実質GDPベースで前期比年率+3.8%と、4-6月期に続いて増加した(第7図)。各種の住宅取得支援策や低金利環境などが、引き続き住宅取得を後押ししたと推察される。また、震災被害の大きかった岩手・宮城・福島県などでは、持家を中心に住宅再建の動きが継続している。先行きに目を転じると、住宅取得支援策のうち「フラット35sエコ」の金利優遇措置が10月末に終了したことの影響、前述した雇用・所得環境の厳しさなどが、住宅需要の押し下げ要因として考えられる。一方、工期の長い分譲マンション等では消費税引き上げ前の駆け込み需要を見込んだ着工増加の動きが2013年入り後から徐々に顕在化してくるものとみられる。住宅に関してはもう暫く残存する見込みの復旧・復興需要とともに、住宅投資の押し上げ要因、サポート材料となる見通しである。

第6図: 実質個人消費の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: 実質住宅投資の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 政府部門

GDP ベースの公的
需要は 4 四半期続
けて増加

実質公的需要は 7-9 月期に前期比年率+4.3%と 4 四半期連続で増加した。2011 年度から 2012 年度に計上された復旧・復興関連予算の執行により、公共投資が 3 四半期連続で前期比年率二桁ペースの拡大となったほか（7-9 月期は同+16.8%）、高齢化で医療費や介護費の現物給付が伸びている政府最終消費支出の増加も続いた。

公的な復旧・復興
需要は今年一杯で
ピークアウトする
見通し

もともと、公共投資の先行指標となる受注工事額に注目してみると、防災を中心とする治山・治水工事などは堅調に推移しているものの、災害復旧関連は 9 月に前年比減少に転じている（第 8 図）。昨年度に計上された復旧・復興関連予算：14.9 兆円のうち、3 月末時点で既に 9.1 兆円が支出されており、直近の執行率はさらに上昇していると推測される。今年度予算に計上された 3.8 兆円については未執行部分が幾分か多いと見込まれるものの、公共投資、公的需要全体では今年末にピークアウトの時期を迎え、2013 年度には減少に転じる公算が大きい。

(4) 物価

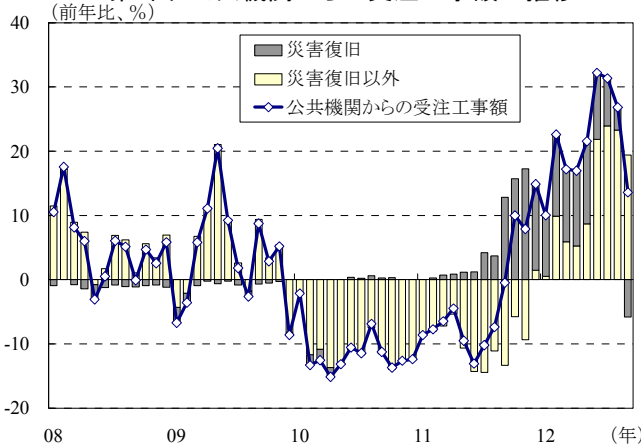
コア消費者物価は
前年比マイナス圏
内で推移

生鮮食品を除くコアベースでみた消費者物価は、9 月まで 5 ヶ月続けて前年比マイナス圏内で推移した（10 月は前年比 0.0%。第 9 図）。原油や電気料金などエネルギー関連の価格が上昇した一方、テレビや冷蔵庫といった耐久財価格の下落が継続し、全体を押し下げた。

物価の下落ペース
は緩やかになるも、
デフレ状態は継続
の見通し

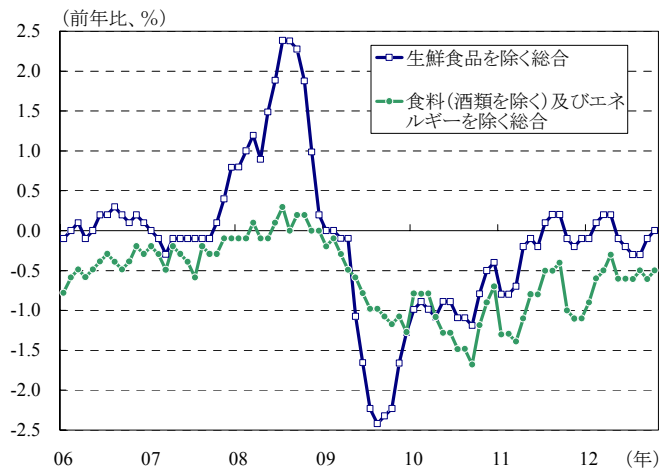
この先も、コアベースの消費者物価は暫くマイナス圏内で推移する公算が大きい。エネルギー価格等の上昇でその下落幅は緩やかに縮小していくものの、国内景気の軟化等を背景にマクロ的なデフレギャップは残り続ける見通しだ。なお、2014 年 4 月に想定される消費税率の引き上げは、コアベースの消費者物価を 2.1%程度押し上げると見込まれる。

第8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9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

今後も状況に応じて追加金融緩和が行なわれる見込み

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いる（第2表）。海外経済の失速等を受けてわが国景気は足元で急速に勢いを失っており、今後も状況に応じて追加金融緩和が実施される公算は高いものと考えられる。

長期金利は引き続き低水準で推移の見通し

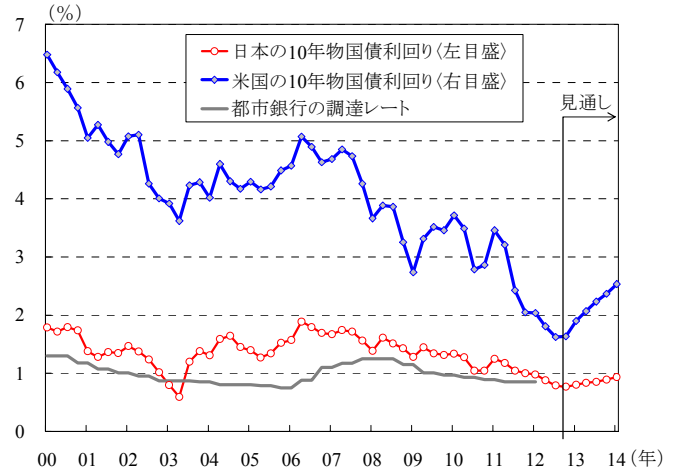
長期金利は、内外経済の軟化や日銀による追加金融緩和の実施などを受けて低水準で推移しており、10年物国債利回りは再び0.7%台前半まで低下した。国内景気の下振れや米国の「財政の崖」、欧州景気の悪化など、先行き不安材料は内外に数多くあり、長期金利は当面低水準での推移が続く見通しである。ただ、2000年代以降、10年物国債利回りが都市銀行の調達レート（直近値は0.85%）を下回る水準で定着することはあまりなく（第10図）、長期金利の更なる低下余地は限定的とみられる。この先、米国金利の上昇にあわせて、長期金利は非常に緩やかながらも上昇していくものと予想される。

第2表: 日銀の主要な金融政策の変化

4月27日	<p>「資産買入等基金」の増額 資産買入等の基金の増額:65兆円→70兆円 長期国債買入:19兆円→29兆円、ETF買入:1.4兆円→1.6兆円、J-REIT買入:1,100億円→1,200億円 固定金利型共担オペ(期間6ヵ月):15兆円→10兆円 買入対象とする長期国債等の残存期間延長:「1年以上2年以下」→「1年以上3年以下」</p>
9月19日	<p>「資産買入等基金」の増額 資産買入等の基金の増額:70兆円→80兆円 長期国債買入:29兆円→34兆円、短期国債買入:9.5兆円→14.5兆円 長期国債・社債買入についての入札下限金利(年0.1%)を撤廃</p>
10月30日	<p>「資産買入等基金」の増額 資産買入等の基金の増額:80兆円→91兆円 長期国債買入:34兆円→39兆円、短期国債買入:14.5兆円→19.5兆円、ETF買入:1.6兆円→2.1兆円、社債買入:2.9兆円→3.2兆円、CP買入:2.1兆円→2.2兆円、J-REIT買入:1,200億円→1,300億円</p> <p>貸出増加を支援するための新たな資金供給枠創設 取引金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給 貸付金利:誘導目標金利 貸付期間:最長4年</p> <p>日銀総裁、財務相・経済財政相連名による「デフレ脱却に向けた取組について」を公表 政府・日銀がそれぞれ果たすべき役割を明確化</p>

(資料)日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図: 日米長期金利と都市銀行の調達レートの推移



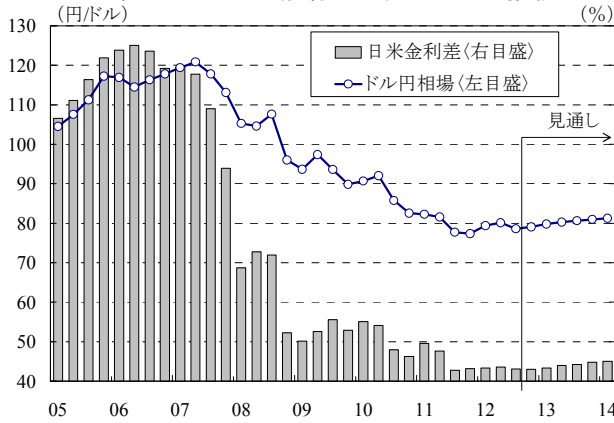
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 為替

円高圧力が残存する中で、2013年度には一旦、円高修正の動きも

ドル円相場は足元でやや円安に振れ、1ドル80円台前半での推移が続いている。また、ユーロに対しても8月以降、欧州不安を背景とする過度なリスク回避姿勢が一旦和らいだこと等から、円安傾向となっている。先行きを展望すると、ドル円相場は2013年度入り後、日米金利差が僅かながら拡大して小幅円安へ振れると予想される（第11図）。元より、内外インフレ率格差、日本のデフレを背景とした円高圧力は残り続ける見込みで（第12図）、円安が進んだとしてもそのペースは非常に緩やかなものに止まろう。また、欧州情勢が再び悪化するなどの場合には、安全資産とされる円が買い戻される可能性もある。

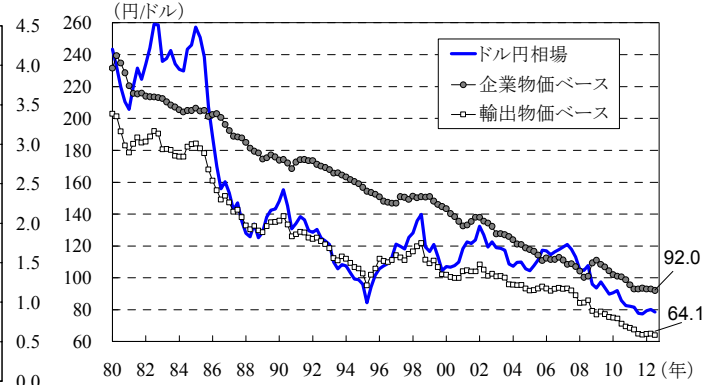
第11図:ドル円相場と日米金利差の推移



(注)『日米金利差』は、米国の2年物国債利回りから日本の2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12図:購買力平価でみたドル円相場の推移



(注) 1. 購買力平価＝基準年次のレート(73年平均1ドル＝271.4円)
×(日本の物価指数/米国の物価指数)

2. 『輸出物価』は、輸出物価指数ベースと輸出デフレーターベースの単純平均。

(資料) 総務省、日本銀行、内閣府、米国労働省、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、鶴田 零、坂東 輝昭、中村 逸人、金堀 徹)

日本経済・金融見通し

平成24年（2012年）11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	▲8.0	▲2.1	9.5	▲1.2	5.2	0.3	▲3.5	1.5	1.3	1.4	▲0.5	1.4	4.2	▲0.0	1.0	0.9
個人消費	▲6.1	1.4	6.7	1.9	4.9	▲0.4	▲1.8	▲1.2	0.8	1.2	1.3	1.3	6.6	1.2	1.0	1.0
住宅投資	8.5	▲10.3	17.8	▲0.4	▲4.4	6.0	3.8	2.4	4.1	6.1	8.2	12.6	14.8	3.8	2.9	6.9
設備投資	▲0.5	▲5.2	5.3	21.7	▲7.4	3.8	▲12.1	4.5	6.1	6.6	▲10.0	▲1.6	6.6	1.1	0.7	0.7
在庫投資（寄与度）	▲3.0	▲0.2	1.3	▲1.7	1.2	▲0.7	1.0	0.3	0.5	0.2	0.3	0.4	▲0.8	▲0.5	0.1	0.3
公的需要	▲2.0	8.2	▲0.6	0.5	6.7	3.7	4.3	4.2	▲5.1	▲4.5	▲4.3	▲2.0	▲2.3	2.2	3.2	▲2.6
公共投資	▲15.1	36.0	▲9.9	▲2.0	17.7	11.0	16.8	10.4	▲15.1	▲19.2	▲14.7	▲7.8	▲13.3	2.9	8.7	▲11.2
純輸出（寄与度）	▲1.1	▲3.7	3.2	▲3.3	0.5	▲0.4	▲2.9	0.3	0.8	0.7	0.6	0.6	0.4	▲1.0	▲0.6	0.4
財貨・サービスの輸出	▲1.6	▲22.1	40.3	▲16.1	14.1	5.3	▲18.7	2.0	5.6	5.8	5.3	5.1	5.0	▲1.4	0.3	3.4
財貨・サービスの輸入	6.2	▲0.6	15.3	3.8	9.2	7.3	▲1.4	0.1	0.8	1.4	1.5	1.7	2.7	5.6	4.7	1.1
名目GDP	▲9.3	▲5.6	8.5	▲2.4	5.6	▲1.3	▲3.6	▲0.3	0.5	1.3	▲0.6	1.5	4.3	▲2.0	0.2	0.5
GDPデフレーター（前年比）	▲2.0	▲2.4	▲2.1	▲1.8	▲1.3	▲0.9	▲0.7	▲0.6	▲0.9	▲0.5	▲0.7	▲0.4	▲0.1	▲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	▲4.2	▲1.4	1.3	1.2	0.1	1.5	1.7	▲1.0	▲3.1	1.6
国内企業物価（前年比）	0.9	1.8	2.2	1.1	0.3	▲1.0	▲1.9	▲0.7	▲0.8	▲0.3	0.1	0.2	0.2	1.4	▲1.1	0.0
消費者物価〈除く生鮮食品〉 （前年比）	▲0.8	▲0.3	0.2	▲0.2	0.1	0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.0	0.1	0.2	0.4	0.0	▲0.1	0.2
2. 国際収支																
貿易収支	908	▲1,093	▲241	▲1,185	▲1,133	▲1,102	▲1,690	▲2,385	▲2,588	▲2,043	▲1,190	▲1,500	▲1,807	▲3,470	▲7,765	▲6,539
経常収支	3,487	1,887	2,546	1,682	1,485	1,515	916	561	302	715	1,612	1,423	1,178	7,618	3,294	4,927
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	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9
円相場（円/ドル）	82	82	78	77	79	80	79	79	80	80	81	81	81	79	79	81

（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11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	2012年			2012年				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率(前期比年率)	3.3	▲0.0	5.2 (2.90)	0.3 (3.3)	▲3.5 (0.1)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	2.0	0.2	▲0.1 (2.4)	▲0.1 (2.6)	▲0.5 (▲0.2)	0.3 (0.6)	▲0.5 (0.6)	0.0 (▲0.1)	▲0.3 (▲1.1)	
鉱工業生産指数	9.3	▲1.0	1.3 (4.77)	▲2.0 (5.3)	▲4.2 (▲4.6)	0.4 (▲1.5)	▲1.0 (▲0.8)	▲1.6 (▲4.6)	▲4.1 (▲8.1)	1.8 (▲4.3)
鉱工業出荷指数	9.4	▲2.0	0.8 (4.13)	▲0.2 (8.0)	▲5.4 (▲4.5)	▲0.9 (▲1.1)	▲3.1 (▲1.8)	0.2 (▲3.3)	▲4.3 (▲8.4)	0.0 (▲4.7)
製品在庫指数	3.9	9.6	5.9 (9.6)	0.0 (6.3)	0.3 (4.8)	▲1.2 (6.3)	2.9 (9.4)	▲1.6 (5.9)	▲0.9 (4.8)	0.3 (4.2)
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	108.4	116.4	113.1 [107.7]	121.8 [121.1]	127.9 [116.5]	123.6 [115.2]	128.2 [116.6]	125.2 [115.2]	130.4 [117.6]	128.1 [116.6]
国内企業物価指数	0.7	1.4	0.2 (0.3)	▲0.2 (▲1)	▲0.8 (▲1.9)	▲0.7 (▲1.5)	▲0.4 (▲2.2)	0.2 (▲1.9)	0.2 (▲1.5)	▲0.3 (▲1.0)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲0.8	0.0	▲0.1 (0.1)	0.3 (0.0)	▲0.3 (▲0.2)	▲0.3 (▲0.2)	0.0 (▲0.3)	0.0 (▲0.3)	0.2 (▲0.1)	0.0 (0.0)
稼働率指数 (2005年=100)	88.0	87.4	92.1 [85.9]	89.8 [79.8]	85.0 [87.5]	87.7 [85.7]	88.1 [86.8]	85.8 [88.8]	81.1 [87.0]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	9.1	6.2	0.9 (3.3)	▲4.1 (▲1.7)	▲1.1 (▲4.6)	5.6 (▲9.9)	4.6 (1.7)	▲3.3 (▲6.1)	▲4.3 (▲7.8)	
製造業	18.3	5.9	0.1 (▲0)	▲5.8 (▲7.6)	▲3.2 (▲9.5)	▲2.9 (▲16.2)	12.0 (4.0)	▲15.1 (▲18.4)	2.8 (▲12.7)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.7	6.6	0.5 (6.4)	0.0 (3.1)	0.1 (▲1.3)	2.6 (▲4.6)	▲2.1 (▲1.0)	3.6 (3.9)	1.3 (▲4.7)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	21.4	5.4	▲2.5 (7.0)	0.7 (0.9)	▲4.8 (▲5.3)	▲3.5 (▲4.5)	▲1.8 (▲4.5)	▲3.0 (▲7.1)	▲1.5 (▲4.4)	▲6.7 (▲11.2)
建設受注	▲5.2	7.1	(3.6)	(6.1)	(6.3)	(4.6)	(8.0)	(8.7)	(3.6)	
民需	▲2.6	3.7	(▲3.6)	(6.6)	(0.9)	(▲1.4)	(▲0.4)	(2.4)	(0.7)	
官公庁	▲12.1	22.7	(28.7)	(29.7)	(11.7)	(39.6)	(60.9)	(40.3)	(▲17.8)	
公共工事請負金額	▲8.8	▲0.5	(10.3)	(15.5)	(13.3)	(14.1)	(26.6)	(19.2)	(▲1.9)	(28.2)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	81.9 (5.6)	84.1 (2.7)	86.2 (3.7)	87.8 (6.2)	87.4 (▲1.1)	83.7 (▲0.2)	87.0 (▲9.6)	88.8 (▲5.5)	86.6 (15.5)	
新設住宅床面積	(9.0)	(2.5)	(2.3)	(5.1)	(▲2.7)	(▲0.4)	(▲9.6)	(▲7.7)	(12.6)	
小売業販売額	0.8	0.8	(5.2)	(3.1)	(0.5)	(0.2)	(▲0.7)	(1.7)	(0.4)	(▲1.2)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲0.9	▲1.2	0.2 (1.1)	1.7 (2.7)	▲1.4 (0.9)	▲1.3 (1.6)	▲1.3 (1.7)	2.2 (1.8)	▲1.9 (▲0.9)	0.6 (▲0.1)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.4	73.3	71.8 [72.4]	74.1 [74.0]	74.4 [73.1]	72.0 [72.6]	75.4 [71.9]	73.2 [74.0]	74.7 [74.1]	74.0 [72.7]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	7.9	0.8	1.0 (1.8)	0.0 (4.0)	▲3.3 (▲0.9)	▲2.6 (1.2)	▲2.2 (▲0.8)	0.3 (0.1)	▲0.8 (▲2.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	▲0.3	(0.0)	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.4)	(▲1.6)	(0.0)	(▲0.5)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	23,384	52,083	127,239 33,848	138,382 28,033	131,051 27,711	141,824 30,531	130,161 28,860	133,260 29,735	129,732 24,538	21,493
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.56	0.68	0.75 [0.61]	0.81 [0.62]	0.82 [0.66]	0.82 [0.63]	0.83 [0.65]	0.83 [0.66]	0.81 [0.67]	0.80 [0.68]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.0	4.5	4.6	4.7		4.3	4.3	4.2	4.2	4.2
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.2	44.9	47.3 [40.1]	47.3 [38.0]	43.0 [48.4]	43.8 [49.6]	44.2 [52.6]	43.6 [47.3]	41.2 [45.3]	39.0 [45.9]
企業倒産件数 (実数、件数)	13,065 (▲11.3)	12,707 (▲2.7)	3,184 (▲0.8)	3,127 (▲5.5)	2,924 (▲5.9)	975 (▲16.3)	1,026 (▲5.0)	967 (▲5.7)	931 (▲6.9)	1,035 (6.0)

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	2012年			2012年				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
通関輸出	14.9	▲3.7	(▲1.6)	(4.8)	▲8.2	(▲2.3)	(▲8.1)	(▲5.8)	(▲10.3)	(▲6.5)
価格	0.1	0.6	(1.4)	(1.2)	(0.6)	(0.1)	(2.4)	(▲1.6)	(0.9)	(1.8)
数量	14.7	▲4.3	(▲3.1)	(3.5)	(▲8.7)	(▲2.3)	(▲10.2)	(▲4.2)	(▲11.1)	(▲8.2)
通関輸入	16.0	11.6	(9.9)	(5.1)	(0.2)	(▲2.2)	(2.2)	(▲5.3)	(4.1)	(▲1.5)
価格	3.4	9.1	(6.5)	(1.8)	(▲2.6)	(▲1.5)	(▲4.5)	(▲3.3)	(▲0.1)	(▲0.5)
数量	12.4	2.2	(3.1)	(3.2)	(2.9)	(▲0.7)	(7.0)	(▲2.1)	(4.2)	(▲1.1)
経常収支(億円)	166,595	76,180	20,544	11,377	15,837	4,221	6,254	4,547	5,036	
貿易収支(億円)	64,955	(34,698)	▲12,956	▲11,298	▲14,894	1,122	▲3,736	▲6,445	▲4,713	
サービス収支(億円)	▲12,730	▲18,265	▲1,421	▲8,303	▲8,488	▲2,083	▲3,462	▲2,225	▲2,801	
資本収支	▲97,221	68,806	▲28,153	▲30,182	▲26,433	▲19,683	▲7,329	▲11,472	▲7,632	
外貨準備高(百万ドル)	1,116,025	1,288,703	1,288,703	1,270,547	1,277,000	1,270,547	1,272,777	1,273,242	1,277,000	1,274,160
対ドル円レート(期中平均)	85.69	79.05	79.28	80.17	78.62	79.32	79.02	78.66	78.17	78.97

3. 金融

	2010年度	2011年度	2012年			2012年				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
コール・レート	0.091	0.077	0.083	0.078	0.085	0.076	0.084	0.086	0.085	0.085
(無担保翌日物)			[0.088]	[0.067]	[0.078]	[0.069]	[0.073]	[0.081]	[0.080]	[0.081]
ユーロ円TIBOR	0.356	0.331	0.331	0.333	0.327	0.335	0.327	0.327	0.327	0.326
(3ヵ月物)			[0.336]	[0.332]	[0.330]	[0.332]	[0.332]	[0.329]	[0.329]	[0.329]
新発10年国債利回り	1.127	1.050	0.968	0.848	0.780	0.830	0.780	0.795	0.765	0.775
(未値)			[1.242]	[1.160]	[1.043]	[1.130]	[1.080]	[1.030]	[1.020]	[1.045]
都銀貸出約定平均金利	1.357	1.269	1.269	1.255		1.255	1.252	1.257	1.245	1.242
(前期、月比増減)			(▲0.023)	(▲0.014)		(▲0.013)	(▲0.003)	(0.005)	(▲0.012)	(▲0.003)
日経平均株価	9,755	10,084	10,084	9,007	8,870	9,007	8,695	8,840	8,870	8,928
(225種、未値)			[9,755]	[9,816]	[8,700]	[9,816]	[9,833]	[8,955]	[8,700]	[8,988]
M2平残	(2.7)	(2.9)	(3.0)	(2.4)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.4)	(2.3)
広義流動性平残	(0.6)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.0)	(0.0)	(0.3)	(0.7)	(0.8)
貸出資金吸収動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(▲1.9)	(▲0.1)	(0.6)	(0.3)	(0.8)	(0.6)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
	銀行計	(▲2.0)	(▲0.1)	(0.8)	(0.5)	(1.1)	(0.8)	(0.9)	(1.1)	(1.1)
	都銀等	(▲4.2)	(▲1.8)	(▲0.4)	(▲1.1)	(▲0.4)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.4)
	地銀	(0.6)	(1.9)	(2.3)	(2.4)	(2.9)	(2.6)	(2.6)	(2.8)	(3.2)
	地銀Ⅱ	(▲0.4)	(1.1)	(1.2)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	(1.3)	(1.5)	(1.2)
信金	(▲1.3)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.7)	(▲0.9)	(▲0.8)	(▲0.7)	(▲0.6)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.6)	(2.7)	(2.9)	(1.8)	(2.2)	(1.9)	(2.0)	(2.3)	(2.3)
	都銀	(2.6)	(1.9)	(2.2)	(0.7)	(2.1)	(1.4)	(1.7)	(2.1)	(1.9)
	地銀	(3.1)	(3.7)	(3.7)	(3.0)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.4)	(2.5)
	地銀Ⅱ	(0.6)	(2.8)	(3.2)	(2.8)	(2.2)	(2.5)	(2.3)	(2.4)	(1.9)

(注)金利は期中平均値。

(資料)内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業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

～「財政の崖」は回避も、財政再建が当面の成長ペースを抑制～

1. 景気の現状

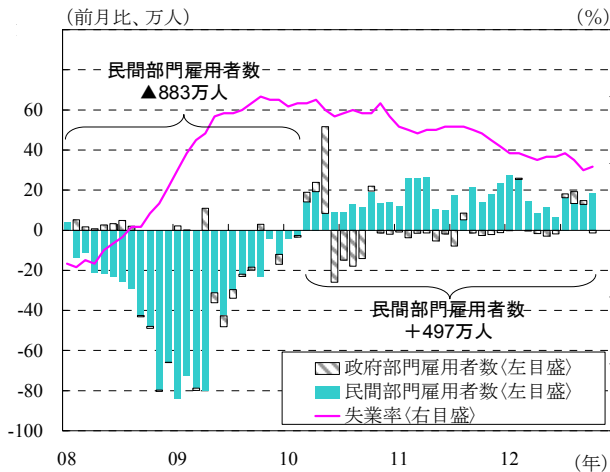
景気回復は依然として道半ば

米国では、2009年6月の景気の谷から拡大期間が3年を越えたが、回復は依然として道半ばの状況である。後退期間の景気の落ち込みが大きかったうえに、その後の回復ペースもごく緩やかに止まっている結果、雇用者数は景気後退期に減少した分の6割弱しか回復しておらず、失業率は8%程度と今なお高水準である（第1図）。

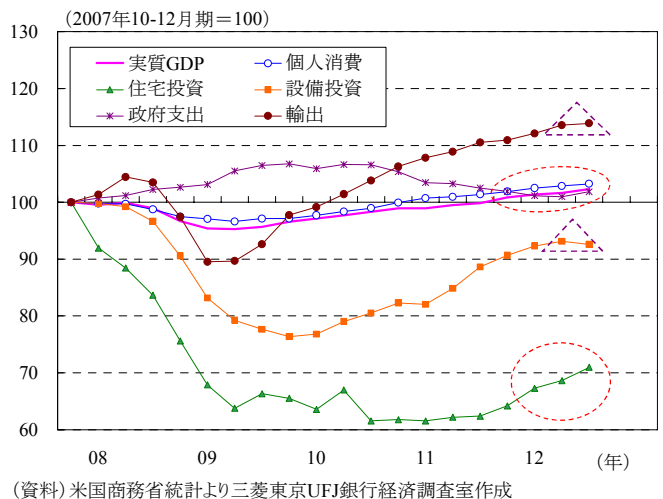
景気回復の中身は足元で変化

景気回復の中身については、このところ変化しつつある。これまでの回復過程では、住宅バブル崩壊とバランスシート調整を受けて家計部門が低迷する一方、新興国を中心とした海外経済の拡大によって、輸出や設備投資など企業部門が堅調に推移してきた。現状は逆に、海外景気の鈍化を受けて輸出が減速し、設備投資も6四半期ぶりに減少するなど、製造業を中心に企業部門で停滞感が強い（第2図）。一方、個人消費は底堅さを増しつつあり、住宅市場では住宅価格が底を打ったとみられるほか、住宅投資が依然低水準ながら6四半期続けて増加するなど改善の動きが安定化しつつある。企業部門と対照的に、家計部門は比較的良好な状態だ（第2図）。

第1図：雇用者数と失業率



第2図：実質GDP



2. 今後の見通し

(1) 概要

成長率は2%台が続く

米国経済は、構造調整の進展などもあり徐々に底堅さを増すものの、海外景気の低迷や財政からの下押し圧力により、実質GDP成長率は2013年後半でも前期比年率+2%台に止まる見通しである（第3図）。

内需の柱である個人消費と住宅投資は、過去数年間の重石となってきた諸々の構造調整が一定程度進展したことで、底堅く推移する見込みで

ある。しかしながら、欧州など海外景気の低迷持続は、米国からの輸出や米国内での設備投資を抑制する方向に作用し続けるであろう。

内需は底堅く推移も力強い成長の牽引までは期待できず

現環境下では、内需の回復を起点とした力強い成長は難しいとみられる。今次景気回復局面は、家計がバランスシート調整中のなか、企業は労働分配率引き下げなどで国際競争力を強化し、外需を取り込んできた格好である（第4図）。足元でやや持ち直しているとは言え、依然として家計はバランスシート調整途上で正常化への道半ばである。加えて、労働分配率低下の結果、所得・消費の好循環は以前より強まり難い状況となっており、外需の不振を完全に補うほどの力強さは期待できない。

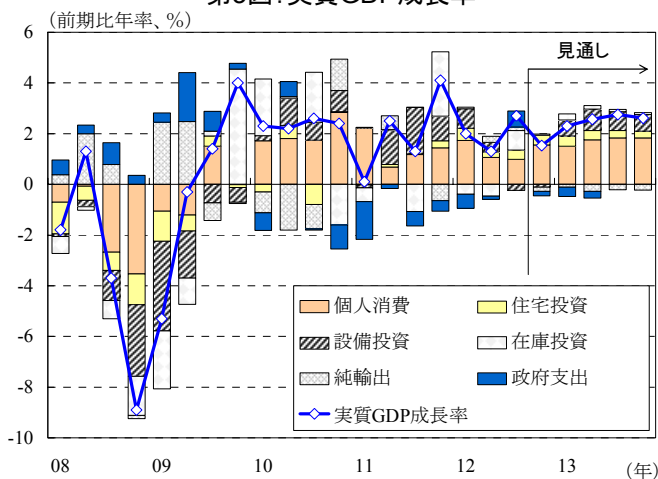
財政支援の早期取り外しは困難

なお、本見通しに際しては、少なくとも来年に限っての意図せざる急激な財政緊縮、いわゆる「財政の崖」は何とかギリギリのところで回避されることを前提としている。経済の本格回復が見込めないなか、財政再建は緩やかなペース（＝公的債務残高の急拡大を押し止める程度のペース）にならざるを得ないものと予想されるからである。この場合、景気への下押し圧力は「財政の崖」が全面的に実現する場合と比べて小さくなるものの、それでも財政再建自体の必要性がなくなるわけではない。段階的な財政再建の実行は今後も長期にわたり経済成長の下押し圧力となる。

主な下振れリスクは財政関連

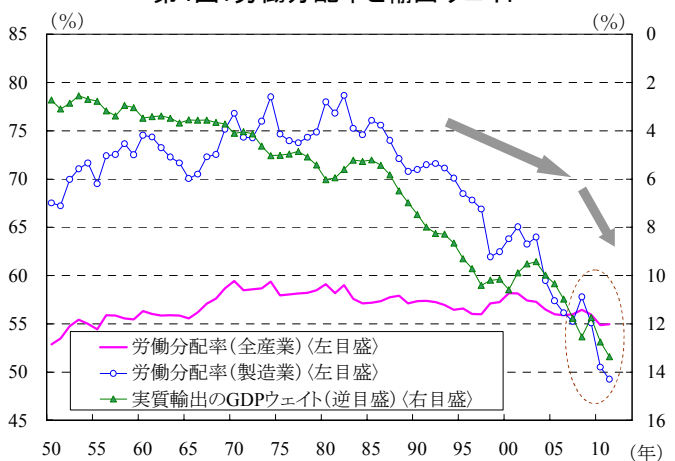
景気の下振れリスクとしては、①「財政の崖」回避や財政再建の議論紛糾による不透明感の増大、②「財政の崖」、急激な財政緊縮の全面的な実現、③欧州債務問題の一段の深刻化・中国経済の失速、などが挙げられる。なかでも、財政絡みの動向がポイントである。政府部門は、リーマン・ショック以降に各種景気対策などを通じて、民間家計部門の過剰負債を実質的に肩代わりしてきたと言える。家計負債が一定程度減少し、そこからのリスクが減じつつある一方、政府部門に起因する下振れリスクが高まっている状況だ。

第3図: 実質GDP成長率



(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: 労働分配率と輸出ウェイト



(注)『労働分配率』は、雇用者報酬を付加価値で除したもの。
(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

(2) 大統領・議会選挙を経て焦点は財政運営へ

オバマ大統領再選・議会支配構造不変で、概ね現状政策が継続へ

11月6日の大統領選挙では、オバマ大統領が再選された。議会選挙では引き続き、上院では民主党、下院では共和党が過半となったが、民主党が上下院でわずかながらも議席数を伸ばしている。このため、経済政策は概ね現状維持となるも、やや民主党寄りの運営が予想される（第1表）。

当面の焦点は財政運営

当面の政策の焦点は財政運営であり、具体的には「財政の崖」対応である（第2表）。「財政の崖」は、それが全面的に顕在化すれば景気後退に導きかねない一方、完全に回避すれば（来年に緊縮的な財政運営を全く行わずに先送りすれば）米国債が格下げされるなど財政懸念が強まるリスクがある。双方向へバランスをとった解決策が求められ、円滑な「財政の崖」回避は容易なことではない。

また、“手続き”面も回避の障害になる可能性がある。例えば、「財政の崖」の一部を成す歳出の強制削減措置は、債務上限と密接に関連している。連邦債務は年末に債務上限に到達し、来年2月か3月にも債務上限の引き上げが必要と見込まれる状況にあるが、現状の債務上限は、昨年成立した財政管理法により、強制削減措置を条件に引き上げられた経緯がある^(注)。強制削減措置を停止しつつ、ここから一段と債務上限を引き上げることは、昨年成立させた財政管理法から大きく逸脱することになり、政治的なハードルは高いであろう。

(注) 2011年財政管理法は2段階から成り立っている。第一段階では、裁量的支出の10年間で9,170億ドル削減を決定するとともに、債務上限を昨年秋に9,000億ドル引き上げた(14.29兆ドル→15.19兆ドル)。第二段階では、議会に新設した特別委員会が財政赤字削減策のとりまとめに失敗したため、1.2兆ドル規模の財政赤字自動削減策を成立させるとともに、債務上限を今年に入り1.2兆ドル引き上げた(15.19兆ドル→16.39兆ドル)。

「財政の崖」回避に向け両党は歩み寄りの姿勢

とは言え、経済情勢が緊縮財政に耐えうる状況でないことが徐々に明らかになるなか、少なくとも当面のところに関しては、「財政の崖」は何とか回避される方向へ情勢が進みつつある。選挙後には、両党ともに「財政の崖」回避に向けて歩み寄りの姿勢をみせているほか、廃止が最も濃厚であった給与税減税についても、延長方向で議論が進んでいる。このため、合計 6,000 億ドル程度の「財政の崖」のうち、顕在化するのは富裕層向け所得税減税廃止などを中心に 1~2 割程度に止まろう。

段階的な財政再建実施は不可避

ただし、中期的な財政再建策の策定と着実な実施は不可避である。財政再建ペースは、①経済の本格回復が見込めないこと、②下院共和党が主張してきた急激な財政再建策は選挙戦で否定されたことなどから、オバマ大統領の予算教書に近い緩やかなペースが見込まれる。それでも、経済成長に対しては年▲0.4%程度の下押しが当面続こう。

なお、このような緩やかな財政再建ペース下では、公的債務残高が高水準で横這うこととなる。財政懸念を強めないためにも、信頼性の高い中期的な財政再建策の策定は必須であり、この点に関しても注視が必要だ。

第1表:オバマ大統領・民主党の政策方針

財政運営方針	10年間で3兆ドルの赤字削減(歳出削減と富裕層向けの増税実施)
法人税率	35%から28%へ引き下げ(製造業は25%以下に)
所得税率	富裕層を増税(最高税率35%→39.6%)
キャピタルゲイン・配当税率	キャピタルゲイン税は20%へ引き上げ、配当税は所得税水準へ戻す(最高税率39.6%)
その他	米国内で雇用創出した製造業への税率引き下げ、米国内企業の海外利益に対する国際最低税の導入
社会保障改革	2014年に全面実施
雇用	今後4年で製造業雇用を100万人増加(製造業支援、中小企業減税、クリーンエネルギー投資等)
住宅	既存住宅対策の継続・強化
金融政策	(直接的な言及はなし)
貿易政策	FTA・TPP推進
中国(人民元)	為替操作国への認定見送り(実質ベースでの人民元上昇を評価)
金融規制改革	着実に実施
エネルギー	2020年までに原油の純輸入量を半減、2035年までにクリーン・エネルギーの割合を80%へ引き上げ

(資料)民主党綱領等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表:「財政の崖」の概要

	影響額 (億ドル)	名目GDP 比(%)	2013年の実質GDPへの 影響(%)	両党のスタンス
個人所得税減税および代替ミニマム税軽減措置の終了	2,210	1.4	▲1.4 (うち富裕層部分は▲0.15)	共和党は恒久化、民主党は富裕層のみ増税
その他税制優遇措置の終了	650	0.4		-
給与減税の終了	950	0.6	▲0.75	共和党議員から反対が多い、共和党は、民主党に比べ短めの給付期間を主張
緊急失業保険給付の終了	260	0.2		
歳出の強制削減措置の発効	650	0.4	▲0.75	国防費が50%を占めるため主に共和党が反対
医師に対するメディケア診療報酬の支払額削減	110	0.1		-
医療保険改革による増税	180	0.1	▲1.0	-
その他の歳入と歳出の変化	1,050	0.7		-
計	6,060	3.9	▲3.9	-
経済状態の変動を通じた歳入と歳出の変化	▲470	▲0.3		-
合計	5,600	3.7	-	-

(資料)米国会議予算局資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 金融政策と長期金利

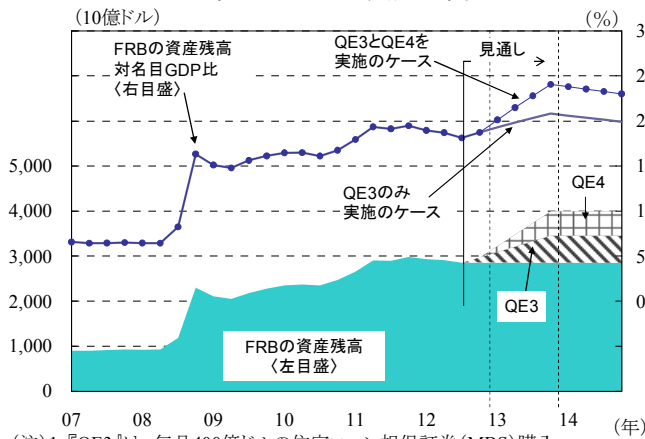
QE3 は来年を通じ
て継続へ

金融政策では、9月の連邦公開市場委員会（FOMC）で追加緩和（QE3）が決定された。FRBは、失業率を重視し緩和に積極的なスタンスを強めており、QE3は少なくとも来年を通して継続されそう（第5図）。また、年末にはオペレーションツイストの期限が到来するが、短期国債の売却を伴わず、長期国債購入のみを実施する形へ変更して継続される可能性が高まってきている（QE3.5やQE4と呼ばれる可能性も）。このような追加緩和実施により、将来的な政策金利引き上げのタイミングは、大きく後ずれしたと言えよう。

長期金利は低めの
水準で推移

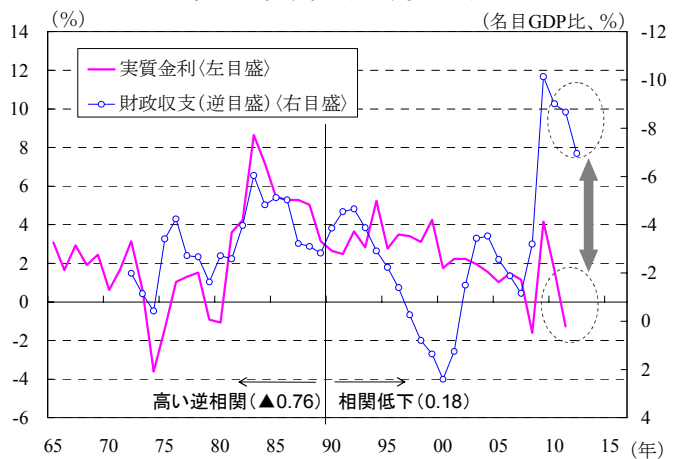
長期金利は、景況感改善に伴う金利上昇圧力がかかる一方、政策金利がゼロ近傍で推移し、財政状況悪化からの金利上昇圧力も限られるなか、当面は低水準が続く見通しである（第6図）。

第5図:FRBの資産残高



(注)1.『QE3』は、毎月400億ドルの住宅ローン担保証券(MBS)購入。
2.『QE4』は、毎月450億ドルの長期国債購入と想定。
(資料)FRB資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図:実質金利と財政収支



(注)『実質金利』は、10年物国債利回りから消費者物価上昇率を引いたもの。
(資料)米国財務省資料、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	1.3	2.7	1.5	2.3	2.6	2.8	2.6	1.8	2.2	2.3
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.5	1.4	2.2	2.1	2.5	2.6	2.6	2.5	1.9	2.2
住宅投資	▲1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.5	14.2	15.0	15.0	13.0	10.0	9.0	▲1.4	12.0	13.1
設備投資	▲1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	3.6	▲2.2	▲1.0	6.0	8.0	7.0	6.0	8.6	7.0	4.0
在庫投資(2005年連鎖価格)	303	275	▲43	705	569	414	613	630	710	760	790	820	310	557	770
(寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(▲1.1)	(2.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(0.8)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(0.2)	(0.2)
純輸出(寄与度)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	(▲0.6)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	5.3	1.1	0.0	4.0	4.0	4.5	5.0	6.7	3.5	3.1
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.8	0.1	1.0	4.0	5.0	5.0	5.5	4.8	2.9	3.3
政府支出	▲7.0	▲0.8	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.5	▲1.0	▲2.0	▲1.5	0.0	0.0	▲3.1	▲1.4	▲0.6
実質最終需要(国内民間)	2.5	2.6	3.7	3.2	3.6	2.0	1.3	2.2	3.0	3.5	3.4	3.3	3.1	2.8	2.8
名目GDP	2.2	5.2	4.3	4.2	4.2	2.8	5.5	3.2	4.1	4.4	4.8	4.7	4.0	4.1	4.2
鉱工業生産	4.4	1.2	5.6	5.1	5.9	2.3	▲0.0	▲0.0	2.0	2.7	3.2	2.8	4.1	3.6	1.7
失業率	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.1	8.2	8.2	8.1	7.9	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	1.0	1.5	1.8	1.7	3.3	2.5	2.6	6.0	1.9	2.5
消費者物価(前年比)	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.8	1.6	2.0	1.9	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	▲1,943	▲1,858	▲1,742	▲1,860	▲1,865	▲1,870	▲1,875	▲1,880	▲7,384	▲7,403	▲7,490
経常収支	▲1,200	▲1,191	▲1,082	▲1,187	▲1,336	▲1,174	▲1,057	▲1,175	▲1,180	▲1,185	▲1,190	▲1,195	▲4,659	▲4,742	▲4,751
3. 金融															
FFレート誘導目標	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
ユーロドル金利(3ヵ月物)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
国債流通利回り(10年物)	3.5	3.2	2.4	2.0	2.0	1.8	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.4	2.8	1.8	2.1

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

III. 西欧

～債務問題が長引くなか、財政緊縮や金融機能の低下が景気を下押し～

1. 総論

(1) 景気の現状

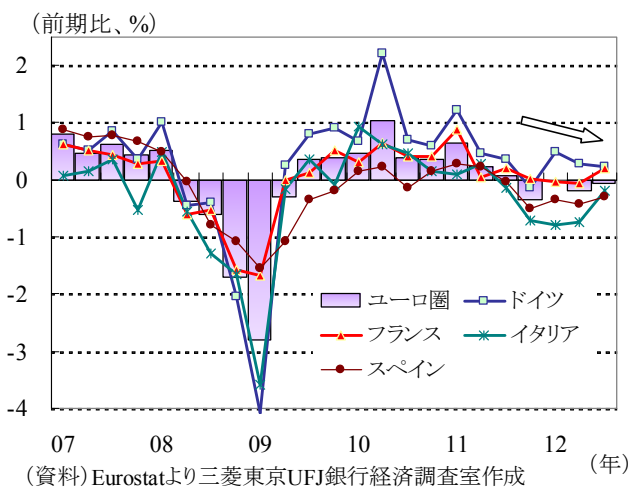
欧州経済はリセッション入り

第4四半期の経済はさらに縮小へ

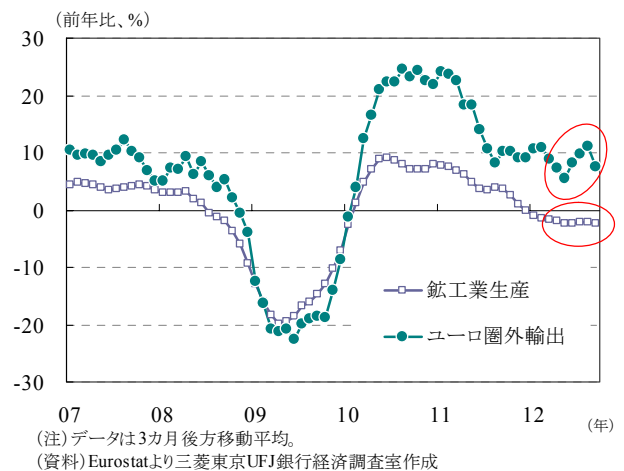
欧州経済は低迷から抜け出す兆候がない。ユーロ圏の第3四半期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%と、2期連続のマイナス成長となった。ドイツが同0.2%と前期の同0.3%から減速したほか、イタリアは同▲0.2%、スペインも同▲0.3%とマイナスが続いた（第1図）。ユーロ圏外向けの輸出は増加したものの、設備投資の落ち込みが下押ししたとみられる。

輸出増加については、第3四半期に、欧州中央銀行（ECB）が新しい国債購入プログラム（OMT）を発表し、金融市場の緊張が大幅に緩和されたことを一因に、米国を中心に抑え込んでいた在庫を復元する動きが顕在化した影響が大きい。しかし、こうした動きも第4四半期には一巡するとみられ、ユーロ圏の輸出増勢も一時的なものにとどまる公算が大きい。実際、足元の輸出には反動減があらわれている（第2図）。また、10月と11月の購買担当者指数（PMI）は第3四半期から一段と悪化し、第4四半期に経済がさらに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：ユーロ圏鉱工業生産と輸出



(2) 今後の見通し

財政緊縮や金融機能の低下など、さまざまな経路から景気を下押し

2012 年の実質 GDP 成長率は ▲0.4%、2013 年もゼロ成長に

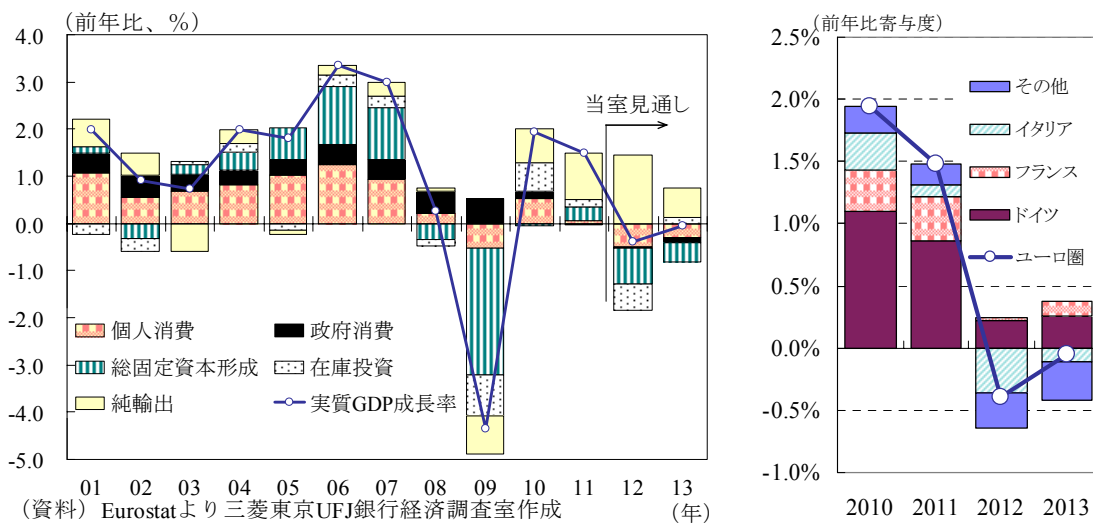
英国もほぼゼロ成長の公算

欧州経済は、ユーロ圏の債務問題の抜本的解決に決め手を欠くなか、出口の見えにくい状況が長期化している。ECB による新しい国債購入プログラム (OMT) の発表も、市場心理の改善には大きく寄与したものの、単独で实体经济を低迷状態から脱却させ得る性格のものではない。銀行の貸出姿勢の消極化にみられるように、欧州銀行の金融機能の回復にも繋がっていない。また、この間も周縁国を中心に財政緊縮が続く等、さまざまな経路から景気が下押されている状況に著変はない。

依然として企業・消費者マインドに改善の兆しが窺えないなか、第 4 四半期の実質 GDP 成長率のマイナス幅は一段と拡大することが予想され、ユーロ圏経済が底入れするのは来年以降にずれ込むおそれが強い。また、底入れ後も、景気が勢いづく展開は期待し難く、ほぼ底ばい状態が続くと想定される。2012 年の実質 GDP 成長率は 2012 年に ▲0.4%、2013 年もゼロ成長を見込む (第 3 図)。

英国については、第 3 四半期こそオリンピック効果や、第 2 四半期の下振れ (悪天候と英女王即位 60 周年に伴う休日増加) の反動という 2 つの一時的要因が成長率を押し上げたものの、第 4 四半期以降は、外需低迷や財政緊縮からの、景気に対する逆風が再度強まってくる見込みである。英国の実質 GDP 成長率は、2012 年が前年比 0.0%、2013 年が 0.1%と予想する。

第 3 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) 圧迫される域内需要

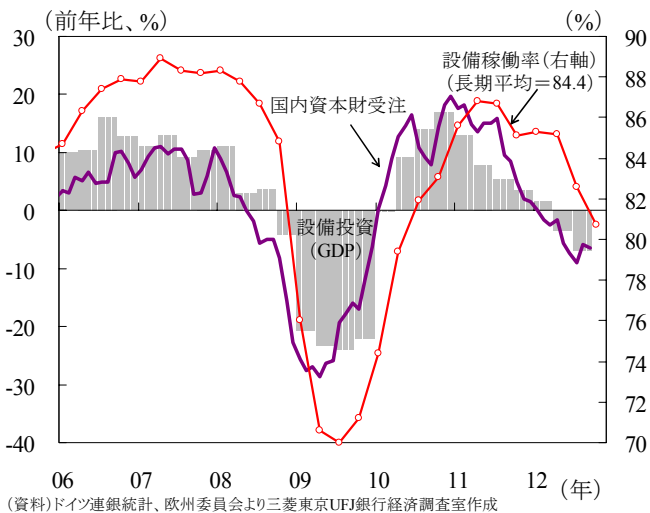
ドイツの設備投資も落ち込むおそれ

ユーロ圏の域内需要は財政の引き締め等により引き続き脆弱で、景気が全体として持ち直しに転じる局面にはない。ドイツ製造業の資本財国内受注が明確な落ち込みをみせているほか、設備稼働率も長期平均(84.4%)を下回っており、設備投資が積極化される状況も期待しにくい(第4図)。

財政緊縮が域内需要を圧迫

中長期的にみると、財政緊縮ペースは2014-15年には幾分鈍化するとみられ、構造改革の効果も次第に顕在化するとみられるものの、2013年中は大きな痛みを伴う財政緊縮が続き、域内需要を圧迫するおそれ強い(第1表)。既にユーロ導入以来の最高水準にある失業率はこの先も上昇するとみられ、鈍化傾向が続いている可処分所得と相俟って、消費は当面抑制されることが想定される。

第4図：ドイツの設備投資動向



第1表：ユーロ圏各国の財政緊縮／緩和

(GDP比、%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ユーロ圏	2.2	1.0	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
ドイツ	3.4	0.4	▲0.0	0.1	0.2	0.1	0.0
フランス	1.9	0.5	1.2	0.7	0.8	1.0	1.1
イタリア	0.7	1.1	0.9	0.2	0.3	0.2	0.4
スペイン	0.4	1.9	1.3	1.1	0.7	0.7	0.4
ポルトガル	5.6	▲0.8	0.5	2.0	0.6	0.0	0.1
アイルランド	1.9	0.8	0.8	2.6	2.0	0.8	0.3
ギリシャ	1.4	1.6	2.8	1.2	1.0	1.1	0.0

(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10月IMF発表)の前年差を財政緊縮／緩和額とみなす。
(注2)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

(2) 金融政策による実体経済改善効果は限定的

OMT 発表後も銀行の貸出姿勢は厳格化

ECBによる新たな国債購入プログラム(OMT)の発表により市場マインドは大きく改善したが、金融環境が本格的に改善するまでにはまだ時間がかかりそうである。OMTの発表後に実施された銀行貸出態度調査をみても、銀行の貸出姿勢はむしろ厳格化の度合いが強まっているが、これは銀行の資金調達環境の改善以上に、景気・産業見通しが悪化していることが最大の理由である(第5図)。

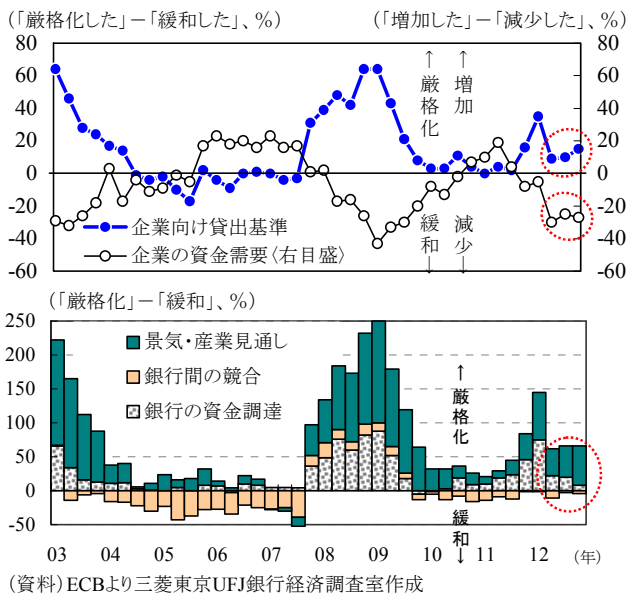
ECBは追加利下げも視野に

もちろん、雇用環境の悪化や貸出の低迷がインフレ圧力を抑制するなか、ECBには追加利下げの余地があろう。ECBのドラギ総裁は早急な利下げメッセージは送っていないが、景気の下振れリスクには引き続き警戒している。ECBからの借り入れの大きいスペインやイタリアの銀行の資金調達コスト軽減を見据えた追加利下げは、十分視野にあると思われる

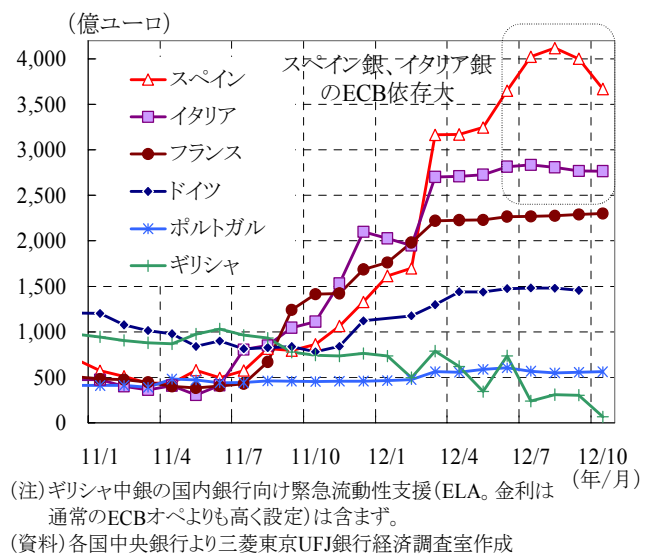
る（第6図）。

ドイツに限っては、緩和的な金融環境や堅調な労働市場などが住宅市場も含めて当面景気を下支えする見通しだ。しかし、肝心の資金需要が弱い現状では、他の国に関しては残念ながら、貸出金利が低下しても実際の貸出が加速する可能性は低く、貸出面からの経済の回復は期待しづらい。

第5図：貸出姿勢の厳格化と主な要因



第6図：ECBからの借り入れ



(3) 課題山積みの債務問題

債務問題・政治など強い下ぶれリスク

以上を踏まえると、欧州経済は、当面、勢いを欠く景気展開を余儀なくされ、先行き不透明感の強い状況が続くと予想する。たしかに、EU/ユーロ圏の銀行同盟・財政同盟が一部早期実現するというポジティブサプライズも考え得るが、より警戒すべきは、やはり政治と債務問題のダウンサイドリスクである。

イタリアは2013年春にモンティ首相任期切れ

政治面では、イタリアにおいて2013年春のモンティ政権の任期切れに伴い、次期政権に対する不透明感・不安感が強まるおそれが指摘できる。また、同年秋に総選挙が実施されるドイツにおいても、メルケル首相への支持は根強いものの、現在の連立与党（CDU/CSUと自由民主党）の支持率は合計しても過半数に達せず、このままでは連立組み換えの可能性も出てくる。こうしたなかメルケル政権は有権者向けの医療費拡大や各種手当て拡充の方針を発表したが、それが財政緊縮に苦しむ周縁国からの反発を招く等、ユーロ圏内の不協和音の火種もくすぶり始めている。

ドイツは2013年秋に総選挙

債務問題の課題は山積み

債務問題の解決に向けた課題は、特にギリシャとスペインで山積みしている。ギリシャについては、11月26-27日に実施されたユーロ圏財務相会合において、同国向けの次回融資437億ユーロに合意したものの、新たなギリシャ支援計画は、実質GDP成長率などの前提条件が楽観的なおそれが多い。さらには、具体的な支援策が発表されていても、各支援策による政府債務の削減額は未発表であったり、ギリシャ政府による民間保有国債の時価での買戻しなどは原資が不明であったりと、当面の時間稼ぎとみられるものも多く、会合の声明も追加措置の必要性を示唆している。

新たなギリシャ支援計画で合意も、前提条件が楽観的

スペインは資本不足行への資金注入の実効性

一方、スペインでは、年末から来年初めにかけて予定している資本不足銀行への400億ユーロ規模の公的資金注入がスムーズに実現するか否か、そして資本注入に伴うリストラや不良債権処理による経済へのネガティブインパクトがどの程度となるかが大きなポイントである。また、歴史的経緯から中央政府による統制の難しい一部の自治州において、財政赤字の削減が急務となっている。これら次々と山場を迎える課題は、対応を一つ間違えば経済に大きな悪影響を及ぼすおそれが強く、大きなダウンサイドリスクである。

(4) 債務問題に苦しむスペインとギリシャの実体経済

① スペイン

財政緊縮、住宅市場の調整が景気を下押し

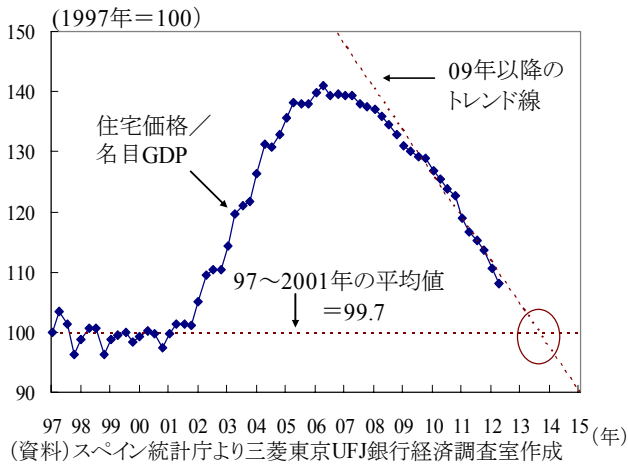
スペイン経済は、財政緊縮、住宅市場の調整、さらには厳しい資金調達環境などから混迷の度を強めている。第3四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.3%と、4期連続のマイナス成長となった。

不良債権比率は30%弱

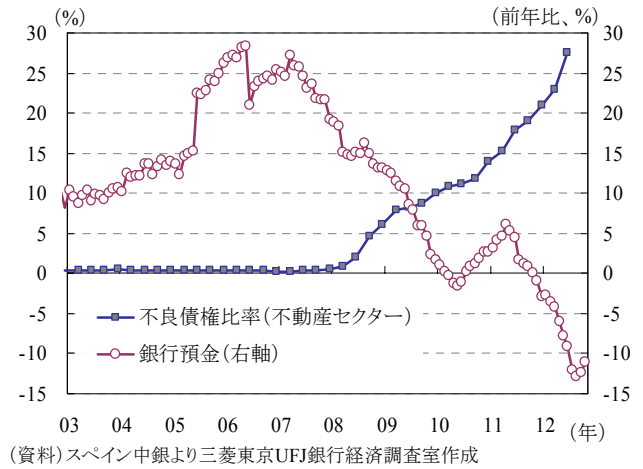
スペインでは不動産バブルの崩壊以来、住宅価格の調整が続いているうえ（第7図）、今年3-4月、7月、そして9月に大型の財政緊縮策を発表しており、景気に大きな下押し圧力がかかっている。その結果、失業率は直近9月に25.8%に達するなど、上昇傾向に歯止めがかかっている。金融面の不安も多く、スペインの商業銀行の不良債権比率は不動産セクターで30%近くまで上昇しているほか、家計・企業部門の銀行預金も昨年11月より前年比減少に転じ、足元では二桁のマイナスで推移している（第8図）。銀行の不良債権問題が解決に至らない限り、企業の資金調達環境は厳しい状況が続くだろう。

銀行預金は2桁のマイナス

第7図：スペイン住宅価格の調整



第8図：スペイン銀行の不良債権比率と預金



② ギリシャ

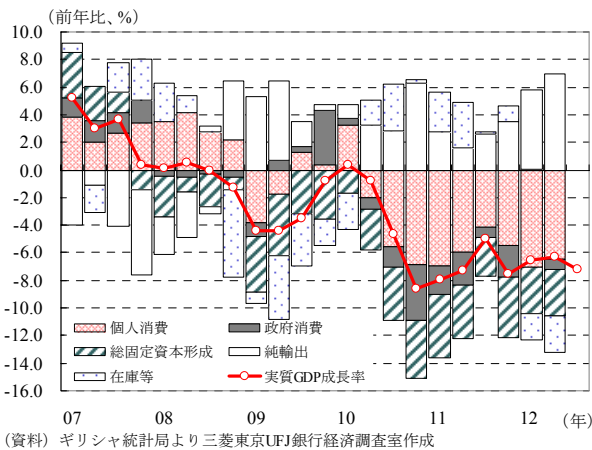
財政と貿易で収支
改善も、景気回復の
手掛かりなし

2013年まで6年連
続のマイナス成長
は避けられない

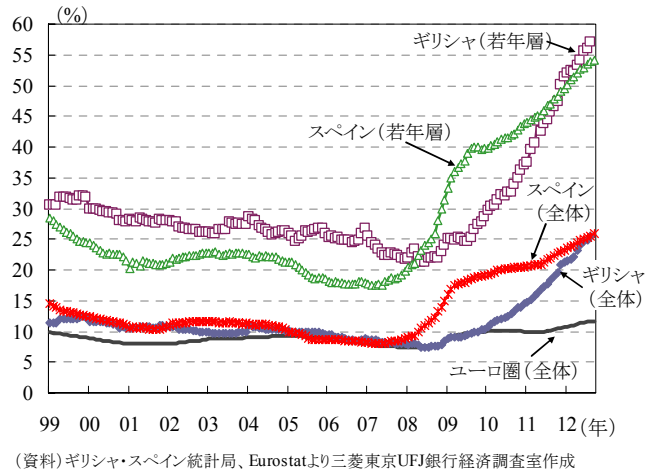
ギリシャ経済は一段と悪化している。第3四半期の実質GDP成長率は前年比▲7.2%と、前期(同▲6.3%)からマイナス幅が拡大した(第9図)。個人消費、政府消費、設備投資などの内需が総じて弱い。輸入の大幅な落ち込みが続いているため貿易収支は改善しており、加えて財政緊縮により財政赤字も縮小しているものの、景気回復の手がかりはない。

ギリシャの失業率は足元では25%を超えている(第10図)。職をкаろうじて維持している就労者でも、賃金が大幅に低下している環境下では、消費の拡大は難しい。そもそも債務問題の先行きが不透明なかたでは、大規模デモやストが頻発するなど政情不安も懸念され、同国の主力産業である観光業は安定しない。2008年のリーマンショック以降、6年連続の景気後退は避けられそうにない。

第9図：ギリシャの実質GDP成長率



第10図：失業率



(大幸 雅代)

3. 英国

(1) 家計に底堅さがみられる一方、企業部門は軟調に推移

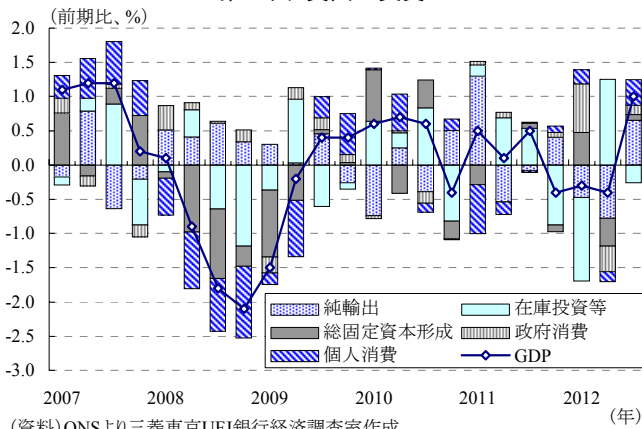
第3四半期は4四半期ぶりのプラス成長

英国景気は、夏場にかけて持ち直しの動きがみられた。第3四半期の実質GDP成長率は、4四半期ぶりにプラスに転じ、伸び率も前期比1.0%と、2007年第3四半期以来の高成長となった(第11図)。①4-6月期の下ぶれ(悪天候と英女王即位60周年に伴う休日増加)の反動と②オリンピック効果という2つの一時的要因が成長率を押し上げた。英国統計局(ONS)はオリンピックの効果について、チケット販売だけで実質GDPが0.2%押し上げられたと分析している。

実質所得の増加が家計の追い風に

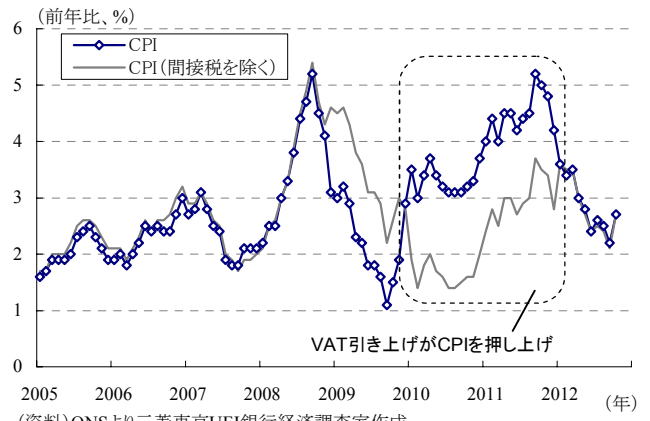
こうした要因に加え、雇用の改善とインフレ率低下による実質所得の増加も個人消費の押し上げに寄与したとみられる。消費者物価の上昇率は、昨年後半に前年比5%台まで加速したが、付加価値税(VAT)率引き上げの影響剥落とエネルギー価格の下落等により、同2%台まで低下している(第12図)。一方、企業部門は軟調が続いており、製造業PMI指数は、10月まで6ヵ月連続で拡大・縮小の分岐点である50を下回った。また、サービス業PMI指数は50を上回っているものの、10月は2010年12月以来の低水準となった。

第11図: 英国の実質GDP



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図: 英国の消費者物価



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 第4四半期以降は、景気に対する逆風が再度高まってくる見込み

実質所得の今後の増加余地は限定的

もともと、英国経済がこのまま、昨年後半から続く低迷を抜け出す可能性は小さい。年末にかけて大手電気・ガス会社が6~9%の料金引き上げを予定していることや(CPIにおける電気・ガスのウェイトは5.2%)、干ばつによる小麦価格上昇の影響が今後顕在化してくることを考慮すると、インフレ率低下による実質所得の増加余地は限定的であろう。加えて、企業部門の軟調さから雇用調整圧力が高まる可能性も想定される。

家計のバランスシート調整も継続

また、家計の債務残高は依然として高水準にあり、バランスシート調整による下押しも継続している。住宅市場の調整も道半ばであり、足元の住宅価格の年収倍率は4.25倍と、住宅ブーム以前とピーク時のちょうど中間まで低下してきた程度である(第13図)。住宅の割高感解消によって

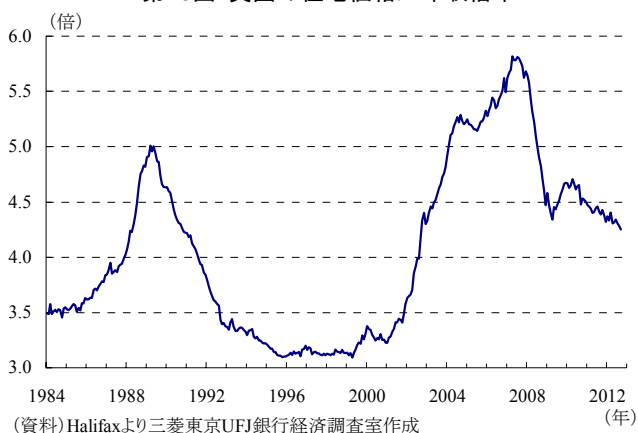
EU 域内向け輸出の減少が先行きも企業部門の重しに

住宅投資が上向き基調に転じるには、今しばらく時間を要するであろう。

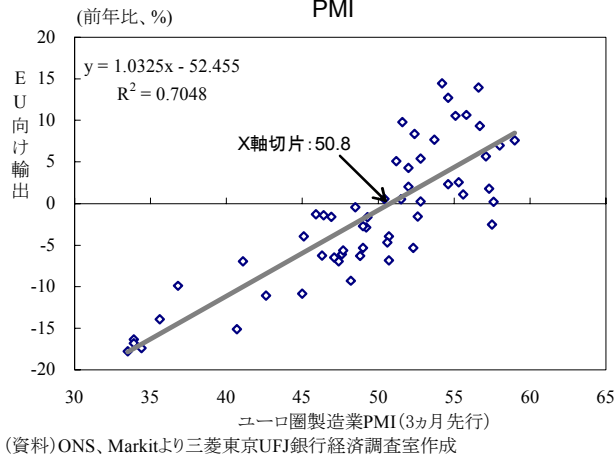
企業部門も軟調が続く可能性が高い。足元の輸出は、EU 域外向けが比較的底堅く推移しているものの、シェアの 50%以上を占める EU 域内向けの減少により、全体としては伸び悩みとなっている。英国の EU 域内向け輸出と相関性が高いユーロ圏製造業 PMI をみると、直近 10 月は 45.4 と経験的に EU 域内向け輸出が増加に転じる水準である 50.8 を大きく下回っている（第 14 図）。

また、ポンドの実質実効レートが 2008 年以来の高水準にあるなど、通貨高による価格競争力の低下も輸出低調の要因である。先行きのユーロ圏景気は、債務問題などを背景に軟調継続が予想されるため、需要の減少とポンド高・ユーロ安の両面から、輸出は下押しされよう。

第13図: 英国の住宅価格/年収倍率



第14図: 英国のEU向け輸出とユーロ圏製造業 PMI



(3) 財政緊縮が継続するなか、BOE は新たな金融緩和スキームを導入

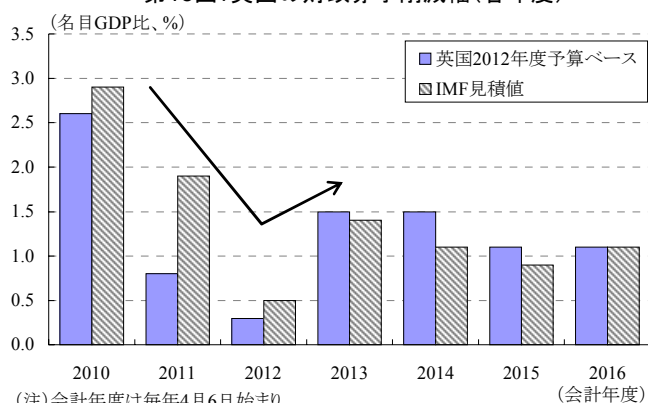
2013 年度にかけて、財政緊縮による下押し圧力が増大

財政緊縮による景気下押し圧力も高まる方向にある。キャメロン政権は、英国の格付けのトリプル A 格を堅持するため、2015 年までの財政赤字解消を目指している。IMF 等の見積もりによると、2011 年度から 2012 年度にかけては赤字削減ペースが鈍化した一方、2013 年度にかけては削減幅が拡大するため、財政面からの逆風が強まる公算である（第 15 図）。

FLS の効果は現時点では不透明

英国中銀 (BOE) は、これまで実施してきた国債等の買い入れによる量的緩和に加え、新たな民間貸出促進スキーム (FLS, Funding for Lending Scheme) を 8 月から導入した。FLS は、BOE が銀行等に対して低コストの資金を提供することで、家計や企業向けの貸出増加を促す制度である（第 2 表）。9 月の貸出金利の低下や消費者ローンの大幅増加など、一部に FLS の効果とみられる動きも出てきているが、住宅ローンを中心とする家計のバランスシート調整や企業活動の弱含みが続くなかで、民間貸出全体をどの程度押し上げうるかは、現時点では不透明である。

第15図：英国の財政赤字削減幅(各年度)



(注) 会計年度は毎年4月6日始まり。
 (資料) 英財務省、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：BOEの貸出促進策(FLS)の概要

対象金融機関	銀行 ビルディングソサエティ (住宅ローン業務中心の協同組織金融機関)														
対象貸出	英国非金融セクター向け貸出 貸出期間4年以下														
内容	対象金融機関は、企業及び家計向け貸出債権等を担保にBOEから短期国債を借り入れることができる BOEから提供された短期国債を用いることで、金融機関は政策金利並み(0.50%)の低利で資金調達が可能になる														
短期国債貸出枠	2012年6月末時点の英国非金融セクター向け貸出の5%と、2013年末までのネット貸出増加額(新規貸出額－返済額)の合計(FLS開始時点では800億ポンド)														
手数料	2012年6月末から2013年末までのネット貸出増減率に応じて決定 <table border="1"> <thead> <tr> <th>貸出増減率</th> <th>≥0%</th> <th>▲1%</th> <th>▲2%</th> <th>▲3%</th> <th>▲4%</th> <th>≤▲5%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>手数料(年率)</td> <td>0.25%</td> <td>0.50%</td> <td>0.75%</td> <td>1.00%</td> <td>1.25%</td> <td>1.50%</td> </tr> </tbody> </table>	貸出増減率	≥0%	▲1%	▲2%	▲3%	▲4%	≤▲5%	手数料(年率)	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%
貸出増減率	≥0%	▲1%	▲2%	▲3%	▲4%	≤▲5%									
手数料(年率)	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%									
利用期間	2012年8月1日～2014年1月31日														
情報公開	対象先別の利用額及び家計・企業向け貸出額を公表(四半期毎)														

(資料) BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 2013年もほぼゼロ成長に

2013年も低成長の公算

先行きの英国景気については、家計がある程度の下支えとなるとみる
 が、外需低迷や財政緊縮からの逆風が一段と強まる公算が大きく、2013
 年前半にかけて再びマイナス成長に陥る展開を見込む。実質 GDP 成長率
 は、2012年が前年比 0.0%、2013年が 0.1% と予想する

(ロンドン駐在 高山 真)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2011 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2011年 (実績)	2012年 (見通し)	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	13,114	1.4	▲ 0.4	▲ 0.0	2.7	2.5	1.8	▲ 45	108	128
ドイツ	3,607	3.0	0.8	0.9	2.3	2.0	1.8	2,054	1,986	1,792
フランス	2,778	1.7	0.1	0.5	2.1	2.1	1.6	▲ 620	▲ 559	▲ 448
イタリア	2,199	0.4	▲ 2.2	▲ 0.7	2.9	3.0	2.0	▲ 701	▲ 301	▲ 256
英国	2,436	0.9	▲ 0.0	0.1	4.5	2.7	2.3	▲ 465	▲ 863	▲ 650

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)
名目GDP	2.7	1.6	1.7	3.6	2.4	1.2
実質GDP	1.5	▲ 0.4	▲ 0.0	0.9	▲ 0.0	0.1
<内需寄与度>	0.5	▲ 1.8	▲ 0.7	▲ 0.4	0.6	0.2
<外需寄与度>	1.0	1.5	0.6	1.2	▲ 0.6	▲ 0.0
個人消費	0.1	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.9	0.7	1.1
政府消費	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.5	0.2	2.6	▲ 0.3
総固定資本形成	1.6	▲ 4.0	▲ 2.2	▲ 2.4	1.1	▲ 3.9
在庫投資	418	▲ 73	32	60	▲ 26	▲ 16
純輸出	2,391	3,639	4,182	▲ 114	▲ 207	▲ 219

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

IV. アジア

～外需の下押し圧力は徐々に緩和するも、潜在成長率を下回るペースが持続～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

景気は減速傾向が
持続

アジア経済は減速傾向が続いている。第3四半期の実質GDP成長率(前年比)をみると、中国が7.4%と前期から一段と低下したほか、韓国は1%台、シンガポールはほぼゼロ成長と外需型のNIEsは減速傾向が続いている(第1表)。また、第2四半期の成長率が5.5%と2四半期連続で5%台にとどまったインドは、GDP統計は未発表ながら、金利高止まりの影響で投資が抑制されており、低調な動きが続いているとみられる。他方、ASEANは、外需の低迷により成長ペースは鈍化しているものの、堅調な内需が下支えとなり、インドネシア、マレーシアを中心に底堅さを維持している。

生産活動は持ち直
しの動き

もっとも、直近の経済指標をみると、景気減速に歯止めがかかりつつある。中国では景気てこ入れ策の効果が徐々に浸透し、投資や生産など景気の底打ちを示す指標が増加している。この他の多くの国・地域も生産活動は持ち直しつつあり(第2表)、景気の減速ペースは鈍化しているとみられる。

第1表：アジア主要国・地域の実質GDP成長率

(前年比、%)

	2011				2012		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
中国	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.4
韓国	4.2	3.5	3.6	3.3	2.8	2.3	1.6
台湾	7.4	4.6	3.5	1.2	0.6	▲0.1	1.0
香港	7.8	5.1	4.3	2.8	0.7	1.2	1.3
シンガポール	9.1	1.2	6.0	3.6	1.6	2.5	0.3
NIEs	6.0	3.6	4.0	2.8	1.9	1.7	1.3
インドネシア	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.4	6.2
マレーシア	5.1	4.3	5.7	5.2	5.1	5.6	5.2
タイ	3.2	2.7	3.7	▲8.9	0.4	4.4	3.0
フィリピン	4.9	3.6	3.2	4.0	6.3	6.0	7.1
ASEAN4	5.3	5.0	5.4	2.8	4.9	5.8	5.6
アジア9カ国・地域	8.3	7.7	7.6	6.8	6.4	6.2	6.0
ベトナム	5.4	5.7	6.1	6.1	4.1	4.7	5.4
インド	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	5.5	—
アジア11カ国・地域	8.4	7.7	7.4	6.7	6.3	6.3	5.9

(注) 2012年Q3のASEAN4、アジア11カ国・地域はインドを除く。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：アジア主要国・地域の生産

(前年比、%)

	12/Q1	Q2	Q3	12/7	8	9	10
中国	11.6	9.5	9.1	9.2	8.9	9.2	9.6
韓国	3.9	1.5	0.4	0.2	0.3	0.7	—
台湾	▲4.7	▲1.4	1.5	0.1	1.4	3.0	—
シンガポール	▲0.8	4.6	▲0.9	2.4	▲2.3	▲2.8	▲2.1
インドネシア	1.7	2.0	3.6	0.4	1.6	9.0	—
マレーシア	3.5	4.9	2.4	2.5	▲0.2	4.8	—
タイ	▲6.9	▲1.6	▲10.2	▲5.5	▲11.2	▲13.7	—
フィリピン	9.4	4.2	4.5	2.5	4.2	6.7	—
ベトナム	14.3	7.4	6.7	6.1	4.4	9.7	5.7
インド	0.6	▲0.3	0.5	▲0.2	2.3	▲0.4	—

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

景気は持ち直しに
転じる見込み

今後のアジア経済を展望すると、内需の堅調が続く中、外需の下押し圧力が弱まることから、景気は持ち直しに転じる見込みである。もっとも、欧州経済が2013年にかけてもゼロ近傍の成長にとどまること、米国の成長ペースも2%台前半とグローバル経済回復の牽引役までは期待できないことから、景気反転の起点となる輸出の回復力は力強さに欠けるであろう。

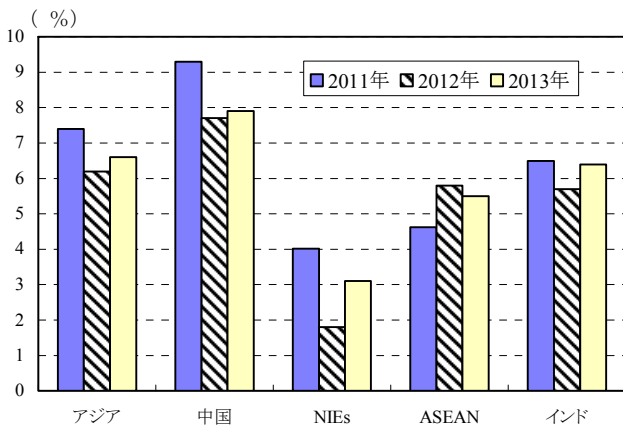
こうした中、中国及び ASEAN を中心とした域内需要が景気の下支えになるとみるが、アジア 11 カ国・地域全体の成長率は、2013 年にかけても 6% 台半ばと 7% 前後と目される潜在成長率を下回るペースにとどまる見込みである（第 1 図）。

国・地域別にみると、中国は景気対策効果の更なる浸透により、投資を中心に持ち直しが期待できる（第 2 図）。政府は高成長から持続可能な安定成長へのシフトを志向しており、グローバル金融危機時のような大型景気対策に踏み切ることが期待できないが、中国が投資主導で緩やかながらも自律回復に向かうことで域内経済は下げ止まる見込みである。また、内需主導で底堅い成長が見込まれる ASEAN も域内経済を下支えするとみられる。内需主導の安定成長が見込まれるインドネシア、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、2013 年にかけても 5% 台半ばの潜在成長率並みの成長が期待できる。

インドは引き続き伸び悩み

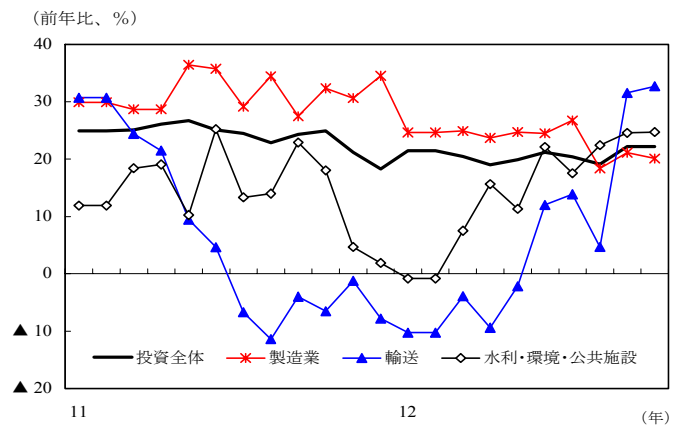
他方、引き続き伸び悩みが予想されるのはインドである。インフレ圧力が根強く金融緩和余地が限定的であることに加え、大幅な財政赤字を抱え、思い切った財政政策が打ち出しにくいためである。2013 年度にかけての成長率は 6% 台前半と潜在成長率（7.5% 前後）を下回るペースにとどまるとみる。また、外需型の NIEs は 2013 年にかけて 3% 台前半の成長にとどまる見込みである。

第 1 図：アジア主要地域の実質 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

第 2 図：中国の固定資産投資



(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>

9 月以降、輸出は下げ止まりの動き

景気回復のカギを握る輸出動向をみると、足元では総じて低い伸びにとどまっているものの、9 月以降は下げ止まりの動きがみられる。9 月の輸出はマレーシアやフィリピンがプラスに転じたほか、10 月には韓国が 4 カ月ぶりにプラスとなった（第 3 表）。仕向け地別にみると、欧州向けは低迷が続いているものの、米国向けやアジア域内向けが持ち直しつつある。品目別にみると、価格下落の影響で資源・素材関連は低迷が続く一方、在

庫調整の進展により電子・機械関連に持ち直しの兆しがある。

最終需要地である欧米の景況感指数をみると悪化に歯止めがかかりつつあるが、欧州経済は低迷の長期化が見込まれること、また、持ち直しの動きがある米国も回復ペースはごく緩やかにとどまることから、アジアの輸出の約3割を占める欧米向けの輸出環境の大幅な改善は見込みにくい。

中国向けが輸出回復の起点に

こうした中、輸出回復の起点として期待できるのは、景気対策により自律回復が見込まれる中国向けである。アジアの中国向け輸出（GDP比）をみると、マレーシア（19.7%）を筆頭に台湾（18.4%）、韓国（13.2%）などが高い（第4表）。財別にみると、主に欧米など先進国向け需要に左右される部品などの中間財が中心であるが、台湾や韓国、タイでは最終財がGDP比3~4%台と相応の比率を占めている。中国経済が投資主導で持ち直しに転じることで、インフラ以外の投資や消費への波及が見込まれ、これらの国・地域を中心に中国向け輸出が増加し、その効果が域内向け輸出にも徐々に波及するとみる。もっとも、安定成長への移行を視野に入れる中国政府はリーマンショック時のような大規模な財政出動には慎重であることから、中国といえども当面は域内経済回復の牽引役までは期待できない。以上を踏まえると、輸出は持ち直すものの、明確な牽引役が不在の中、そのペースは緩やかにとどまらざるを得ないとみる。

第3表：アジア主要国・地域の輸出

(前年比、%)

	12/Q1	Q2	Q3	7	8	9	10
中国	7.6	10.6	4.5	1.0	2.7	9.9	11.6
韓国	3.0	▲1.7	▲5.7	▲8.7	▲6.0	▲2.3	1.1
台湾	▲4.0	▲5.4	▲2.2	▲11.5	▲4.2	10.4	▲1.9
香港	▲1.1	2.0	4.3	▲3.1	1.1	15.8	—
シンガポール	5.9	▲0.6	▲5.7	▲3.3	▲8.9	▲4.8	5.9
NIEs	1.4	▲1.2	▲2.5	▲6.6	▲4.5	3.9	—
インドネシア	6.9	▲9.0	▲14.1	▲7.6	▲24.7	▲9.4	—
マレーシア	4.0	0.8	▲4.4	▲7.3	▲8.5	2.9	—
タイ	▲1.4	2.0	▲3.5	▲4.5	▲6.9	0.2	—
フィリピン	4.8	10.5	6.2	6.0	▲9.0	22.9	—
ASEAN4	3.1	▲1.1	▲6.3	▲5.5	▲12.8	▲0.3	—
アジア9カ国・地域	4.2	3.9	▲8.0	▲3.0	▲13.0	▲4.9	—

(注)シャドローは輸出が前月に比べ改善している国・地域。

(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・地域の中国向け財別輸出

(GDP比、%)

	韓国	台湾	シンガポール	インド
一次産品	0.1	0.1	0.0	0.9
中間財	9.9	13.8	8.0	0.4
最終財	3.2	4.6	1.8	0.0
合計	13.2	18.4	9.8	1.3

	タイ	マレーシア	フィリピン	インドネシア	ベトナム
一次産品	1.2	1.9	0.8	1.5	2.7
中間財	5.4	15.8	4.8	1.2	2.0
最終財	3.6	2.0	2.3	0.2	1.6
合計	10.1	19.7	7.8	2.9	6.3

(注)シャドローは最終財のGDP比率が2%以上の国・地域。

(資料)RIETIより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中国・ASEANの消費は堅調維持

景気の下支え役となっている消費は、中国及びASEANでは最低賃金の引き上げやインフレ緩和を追い風に堅調を維持している。とりわけ、タイやインドネシアの自動車販売は二桁の伸びが続いており、2012年通年では過去最高台数を大幅に更新する公算が大きい。また、中国では6月に導入された省エネ製品向けの補助金政策も消費を下支えする一因となっている。他方、NIEsは低調な動きが続いているが、これは輸出減速の長期化や株価の低迷がマインドの悪化を通じ消費を抑制しているためと考えられる。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（第5表）、消費者

最低賃金の持続的な引き上げが消費を下支え

マインドの悪化は限定的である。

今後を展望すると、景気減速の影響で賃金の上昇ペースは鈍化すると予想されるものの、総じて労働需給がタイトなことから所得環境は底堅さを維持することが見込まれる。とりわけ、中国・ASEANについては、政府が消費拡大のため持続的な最低賃金の引き上げ方針を打ち出していることから、将来的な所得拡大期待は引き続き高く、このことが消費拡大を支えとみる。

ASEAN は直接投資の増加に伴い民間投資が拡大

内需のもう一つの柱である投資も景気を下支えする見込みである。足元の実質投資の動向をみると、ASEAN 及び中国は堅調を維持している（第6表）。中国は景気対策による公共投資の拡大が主因であるが、ASEAN については、インフラ投資に加え、海外からの直接投資の増加に伴う民間投資の拡大が背景にある。中国については、足元の景気対策が来年にかけて着実に実行されるとみるが、ASEAN 向けの直接投資についても高水準の流入が予想される。ASEAN はアジアの FTA 網の中心地域であること、タイを中心に日本からの投資シェアが高く、チャイナプラスワンの受け皿となることが期待できるためである。

第5表：アジア主要国・地域の失業率

(%)

	リーマンショック前(2007年)	リーマンショック後のピーク	今次局面のピーク	直近(9月)
中国	4.1	4.3	4.1	4.1
韓国	3.3	4.3	3.9	3.1
台湾	3.9	6.0	4.6	4.3
香港	4.1	5.7	3.7	3.5
シンガポール	2.1	3.3	2.1	1.9
インドネシア	9.4	8.4	6.8	6.1
マレーシア	3.2	4.0	3.1	2.9
タイ	1.4	2.1	0.9	0.6
フィリピン	7.3	8.0	7.4	7.0

(注)シャドローはリーマン・ショック前の水準以下の国・地域。中国は都市部の失業率。
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6表：アジア主要国・地域の実質投資

(前年比、%)

	2011		2012			(直接投資)	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	2011	12/1-9
中国	17.8	18.7	19.0	18.6	20.2	9.7	▲3.8
韓国	▲1.3	▲3.5	5.5	▲2.1	N.A.	4.6	47.6
台湾	▲8.8	▲12.5	▲9.1	▲5.7	2.0	30.0	17.4
香港	20.1	16.6	21.1	8.5	10.6	N.A.	N.A.
シンガポール	8.0	▲0.2	18.5	4.9	▲0.9	21.4	▲13.2
インドネシア	7.1	11.5	10.0	12.3	10.0	20.1	27.2
マレーシア	2.9	18.8	19.8	24.6	22.9	17.5	▲13.8
タイ	9.1	▲1.3	9.2	11.8	16.2	▲2.2	130.7
フィリピン	1.0	▲2.4	3.9	11.8	8.7	37.6	27.2
インド	5.0	▲0.3	3.6	0.7	N.A.	31.3	▲20.3

(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7表：アジア経済見通し総括表

名目GDP (2011年) ・シェア (10億ドル、%)			実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
			2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年	2011年	2012年	2013年
中国	7,298	56.7	9.3	7.7	7.9	5.4	2.7	3.3	2,017	2,183	1,989
韓国	1,116	8.7	3.6	2.3	3.1	4.0	2.2	2.5	265	324	290
台湾	467	3.6	4.1	1.0	3.1	1.4	2.0	1.8	416	417	426
香港	243	1.9	4.9	1.2	3.2	5.3	3.9	3.5	162	75	104
シンガポール	260	2.0	4.9	1.6	3.0	5.2	4.6	3.8	570	476	493
NIEs	2,086	16.2	4.0	1.8	3.1	3.7	2.7	2.6	1,413	1,292	1,313
インドネシア	846	6.6	6.5	6.1	6.2	5.4	4.4	4.9	17	▲145	▲111
マレーシア	279	2.2	5.1	5.0	5.1	3.2	1.8	2.4	318	234	285
タイ	346	2.7	0.1	5.5	4.7	3.8	2.9	2.8	59	15	29
フィリピン	213	1.7	3.9	6.2	5.4	4.8	3.3	3.8	71	61	76
ASEAN4	1,683	13.1	4.6	5.8	5.6	4.6	3.5	3.9	465	165	279
インド	1,676	13.0	6.5	5.7	6.4	8.4	8.5	7.0	▲782	▲724	▲792
ベトナム	123	1.0	5.9	5.1	5.5	18.6	8.8	7.5	2	▲9	▲16
アジア11カ国・地域	12,866	100	7.4	6.2	6.6	5.5	3.6	3.8	3,116	2,907	2,773
			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

四半期の GDP は減速続くも、月次指標は総じて上向き

中国経済には底打ちの兆候がみえ始めた。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 7.4%と前期（同 7.6%）から低下したものの、月次の経済指標は 8 月を底に総じて上向いている。共産党大会を念頭に置いた年半ばからの景気でこ入れ策の効果が徐々に顕在化してきた感がある。

景気でこ入れ策の効果が顕在化の兆し

投資が 8 月の前年比+19.1%から、9~10 月には同+22.2%に上昇した背景には、年半ばからの認可加速を受けて、インフラ投資が活発化したことが大きかった（前掲第 2 図）。とくに輸送部門は年前半には大幅減少で足を引っ張っていたが、政府が資金支援を本格化させ、足元では牽引役に転じている。9 月時点で、中央政府は年半ば以降に認可したプロジェクトが鉄道 25 項目、道路 13 項目を含む総計 1 兆元にのぼることを発表した。その一部が顕在化し始めたものと考えられる。

消費は実質ベースでは年半ばからすでに加速傾向にある。食料インフレ、住宅インフレともに緩和し、また、過半の地域で最低賃金引き上げ（平均+19.4%）に加え、賃上げガイドライン（同+14.0%）の改訂もあり、順調な所得拡大が続いている。さらに、6 月に導入された省エネ製品向け補助金政策の好影響で家電販売も加速している。

輸出は、7 月（前年比+1.0%）、8 月（同+2.7%）と低迷したが、9~10 月には約+10%の伸びに回帰した。付加価値税還付の迅速化、融資・信用保険の拡充など輸出対策の効果も一助ではあろうが、地域別の伸び率の格差からすれば、主として輸出先の景況によるところが大きいと考えられる。10 月には NIEs、ASEAN 向けが+30%を超え、米国向けも持ち直しに向かう一方、欧州向け（同▲8.1%）、日本向け（同+1.1%）の不振が目立っている。

(2) 見通し

景気は投資を中心に持ち直すも、8%割れの成長へ

今後は対策効果のさらなる浸透により、景気が投資を中心に持ち直そう。ただし、政府は高成長期の終焉を念頭に持続可能な安定成長へのソフトランディングを志向しており、不動産バブル回避も視野に入れ、グローバル危機後のような大規模な財政出動・大幅金融緩和に踏み込まないと考えられる。輸出にも、かつてのような強力な牽引力は望めないなか、中国の経済成長率は来年にかけても、通年では、アジア危機下の 1998~99 年以来となる 8%割れとなる見込みである。

詳細をみていくと、投資については、1 兆元のインフラプロジェクトの一部が実施段階に入ったところであり、今後、さらに多くのプロジェクト着工が見込まれる。なお、中央政府によるインフラプロジェクト認可加速を受けて、地方政府も大型インフラプロジェクトを相次いで発表し、その規模は 10 兆元近くにも達し、グローバル危機後の投資過熱の再来を危惧

グローバル危機時 のような財政出 動・金融緩和は回 避

する向きもある。ただし、グローバル危機の際に地方政府の債務問題が表面化したため、銀行の融資姿勢は厳格化しており、自ずと合理的な水準に収まると予想される。

金融政策面では、中国人民銀行（中央銀行）は公開市場操作における資金供給手段であるリバースレポを多用し、利下げや預金準備率の引き下げを差し控えている。6、7月の連続利下げに伴い、住宅価格が上昇の兆しをみせたこともあり、市中金利の上昇局面における資金供給、住宅バブル懸念が生じた際の資金吸収、ともに機動的に対処できるマネーコントロール手法を追求している。

輸出については、欧州・日本向けの不振は避け難いものの、新興国向けの堅調持続に加え、米国向けの持ち直しもあり、10%前後の伸びが期待される。人民元相場は7月下旬には前年末比▲1.5%まで下落した後、米大統領選挙で焦点が当たるなかで急上昇に転じたが、引き続き、輸出競争力にダメージを与えないように上下にコントロールされるとみられる。

人口ボーナス期の終盤にさしかかり、世界第2位の経済規模に達した今日、投資にせよ、輸出にせよ、底堅い拡大は見込まれるものの、二桁の高度経済成長を牽引するほどの勢いはなくなっている。安定成長期へのステージ移行後の新たな成長率はどの水準に収まるか、その鍵を握る消費の増勢は今後の政策に大きく左右されよう。

安定成長持続の鍵 を握る習近平新政 権の改革

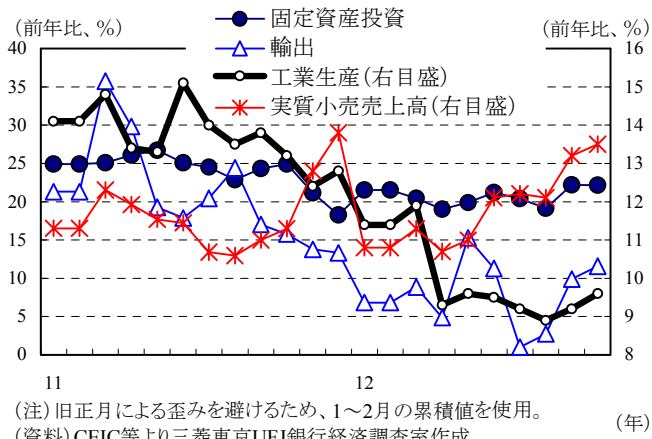
11月の共産党大会直後の共産党中央委員会全体会議（一中全会）で、習近平氏が最高指導者たる党総書記に選任された。前・胡錦濤政権期は高度成長により世界経済における中国の地位を飛躍的に高めた反面、所得格差が拡大、投資・輸出に過度に依存した成長は持続不能との認識を示しつつも、その是正はさほど進まなかった。習近平政権は成長ステージ移行下でこうした課題解決への挑戦を余儀なくされている。

格差是正、消費拡大の切り札となる所得分配改革は本年中にプランが提示されることになっているが、既得権益層の抵抗が強く、8年にも渡る論争が繰り広げられたといわれている。習総書記は父・習仲勳・元副首相が改革派の重鎮であり、自身も地方幹部時代、民間企業の発展を後押ししたことなどから改革推進を期待する声もある。しかし、習総書記を含め、新指導部7人の多くは太子党を始めとする既得権層とみられており、不透明感が残る。

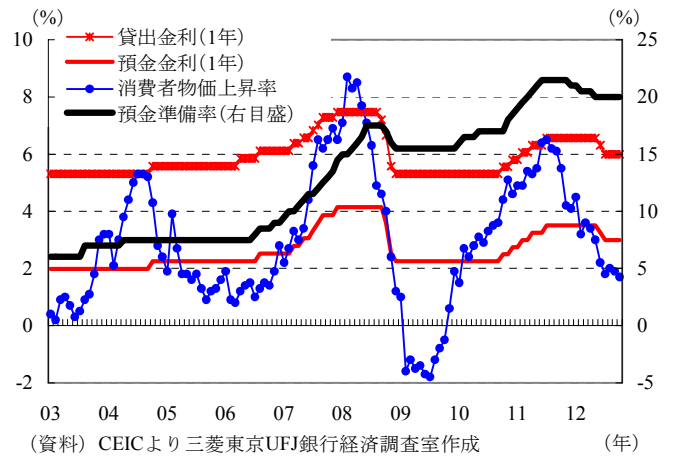
汚職・腐敗問題も含めた格差に対する国民の不満を放置すれば、労働意欲の低下から、既得権層への過剰配分の原資となった中国の経済成長という「金の卵を産む鶏」を殺しかねない。新政権も、汚職・腐敗と格差の問題への強い危機感を抱いているとみられるものの、問題解決に実効性ある対策がどこまで打ち出されるのか、その帰趨は中国の中長期的成長力を決定付けるものとして注目される。

（萩原 陽子）

第3図：中国の主要経済指標



第4図：中国の物価と金融情勢



3. NIEs

(1) 韓国

第3四半期は3年ぶりの低成長

韓国経済は減速が続いている。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 1.6%と 3 年ぶりの低成長となった。輸出の低迷で企業マインドが冷え込んでおり、設備投資（同▲6.0%）が減少したことに加え、家計の債務負担が重石となり、個人消費（同+1.5%）も伸び悩んだ。

2013 年にかけても潜在成長率を下回る成長ペース

2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 2.3%、2013 年はやや持ち直すが同 3.1%と 3%台後半とみられる潜在成長率を割り込もう。

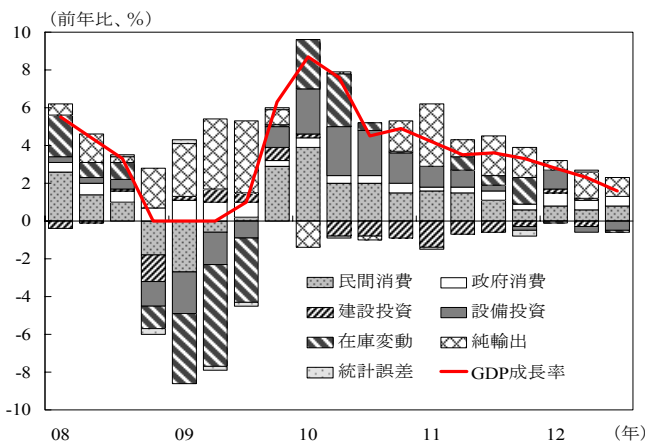
最大の貿易相手国である中国向けを中心に輸出は持ち直しが見込まれるものの、輸出全体の回復ペースが緩やかにとどまる中、不動産市場の低迷や家計債務問題が重石となり、個人消費も伸び悩みが予想される。

こうした中、景気の下支え役となるのは政府・中銀の財政・金融政策である。政府は 6 月に打ち出した 8 兆 5 千億ウォン（名目 GDP 比 0.7%）の経済対策に加え、9 月には内需刺激のため不動産関連税の減免などを柱とする減税対策（同 3.2%）を打ち出した。他方、金融面では中銀が 10 月に追加利下げ（0.25%ポイント、現行 2.75%）を実施した。こうした財政・金融両面の施策が来年にかけて景気を下支えすると考える。

12 月には大統領選挙が実施される。選挙は与党セヌリ党の朴槿恵候補、最大野党である民主統合党の文在寅候補の事実上の一騎打ちとなっており、接戦となっている。両者が掲げる経済政策はいずれも李明博政権下で拡大したといわれる格差是正が柱で、なかでも焦点は成長の恩恵を享受してきた財閥への対応策である。与党の朴候補も現政権の親財閥路線を批判しており、富の再分配が新政権の最優先課題になろう。

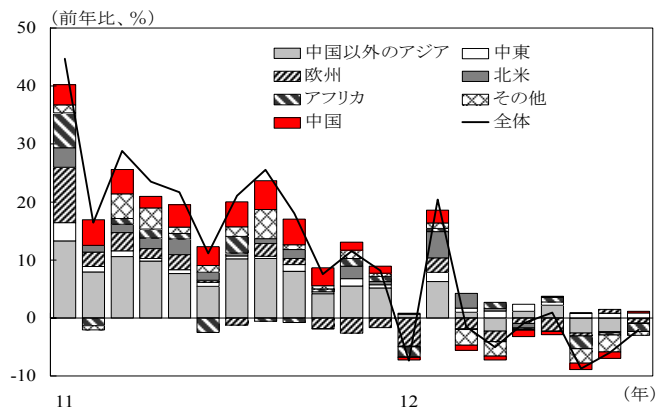
（福永 雪子）

第 5 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 6 図：韓国の仕向け地別輸出



(注) 1. 統計の制約上、国別内訳の合計と全体の合計は一致しない。
2. 例年、1、2月は中国の旧正月要因で振れが大きい傾向がある。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

輸出・投資ともに増加に転じ、プラス成長へ回帰

台湾では、第3四半期の実質 GDP 成長率が前年比 1.0%と前期（同▲0.1%）から改善し、プラス成長に回帰した。輸出は3四半期振りに同+1.8%と小幅ながら増加に転じ、民間設備投資も前期まで1年間続いた減少基調に歯止めがかかった。一方、消費は同+0.9%と前期（同+1.6%）からさらに減速した。その背景として、失業率は9月時点でも4.3%と目立った上昇はしていないものの、人員削減や無給休暇に踏み切る企業が増え、雇用不安が広がっていることが指摘されている。

輸出不況の下、経済政策で底支え

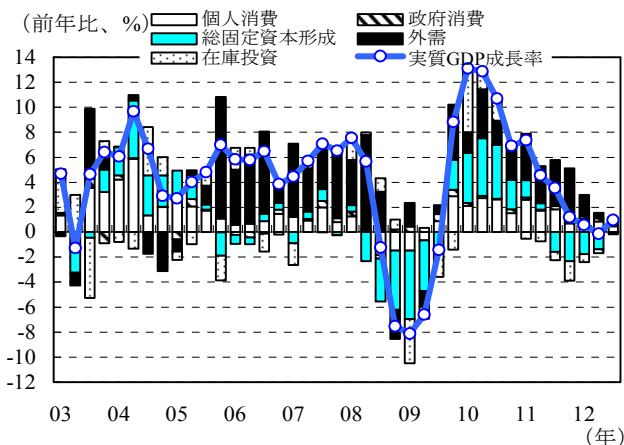
今後も輸出主導型の台湾経済にとって欧米を中心とした海外景気の不振に因るダメージは避け難い。こうしたなか、馬英九政権は9月には、外交分野を中心に、政権2期目に入って初の大型人事交代に踏み切り、対中、対米の主要ポストに側近を据え、両国との関係強化を通じた経済効果の発揮を狙っている。中国とは、2010年に締結した経済協力枠組み協定（ECFA）における関税引き下げ品目の拡大など自由化推進の協議のスピードアップが志向されよう。また、対米間では、輸入牛肉の安全性の問題から悪化していた関係を修復し、FTA 締結などを目指している。

同じく9月には経済対策も本格化している。産業構造改革、輸出市場の拡大など5分野を対象とする総合経済対策を提起し、景気てこ入れを図る一方で、景気悪化とインフレに拍車をかけかねない12月の電力料金引き上げ（第2弾）は延期し、2013年10月に再検討することとした。

対外経済関係強化を含む経済対策に一定の効果が見込まれることに加えて、エレクトロニクス輸出も、新型スマートフォン、タブレット端末の新製品等を中心に若干ながら持ち直す見込みである。このため、実質 GDP 成長率は2012年の1.0%から2013年は3.1%への加速が予想される。

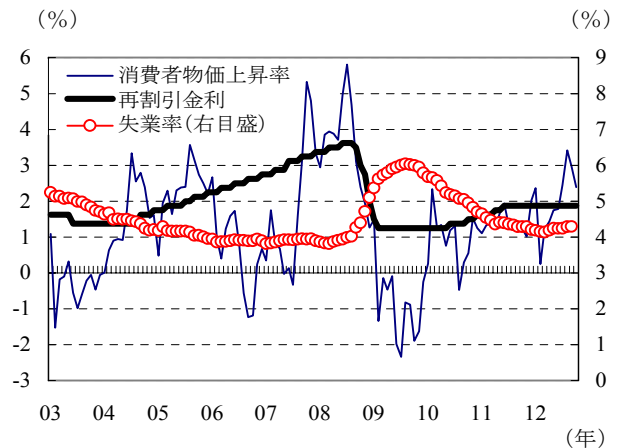
（萩原 陽子）

第7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8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

外需のマイナス幅が拡大し、低成長続く

香港経済は引き続き低成長となった。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 1.3%と前期の同 1.2%からごくわずかの上昇にとどまった。財輸出は中国向けの拡大により、3 四半期振りに同+4.0%の増加に転じたが、財輸入の伸びを下回り、外需のマイナス幅は拡大した。一方、内需面では、低金利の下、民間部門の機械・設備投資が加速し、総固定資本形成は同+5.7%から同+8.7%へと伸びが高まった。また、消費は同+2.8%と底堅い水準を維持した。失業率 3.3%と良好な雇用環境が続き、株価・不動産価格の上昇による資産効果も加わったためとみられる。

低成長ながら、中国効果などが景気を下支え

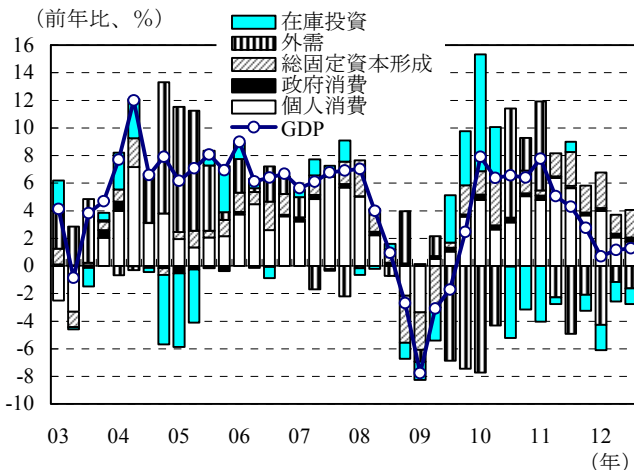
香港の景気は緩やかに加速しよう。欧米景気が最悪期を脱し、中国の輸出が回復に向かうに伴い、中国と世界を仲介する貿易センターである香港の輸出も底打ちが見込まれる。また、中国経済も持ち直しつつあり、その恩恵を最も大きく受ける香港では、人民元オフショアセンターを始めとする中国関連ビジネス拡大による経済効果が見込まれる。

なお、足元では、香港は先進国の金融緩和に伴い膨らんだ国際投資資金の主要な受け皿となっている。資産市況の押し上げを通じて内需底支えに寄与する反面、インフレ圧力の強化につながることから、当局は香港ドル売り介入や不動産規制強化でインフレ・資産バブルの抑制を図っている。

以上を総合すれば、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 1.2%と前年の 4.9%からの大幅低下は避けられないものの、2013 年には 3.2%へと加速が予想される。また、物価面では、税・公共料金の減免策が継続されるとみられるなか、上昇率は 2011 年の 5.3%から 2012 年には 3.9%、2013 年には 3.5%と若干ながら低下が見込まれる。

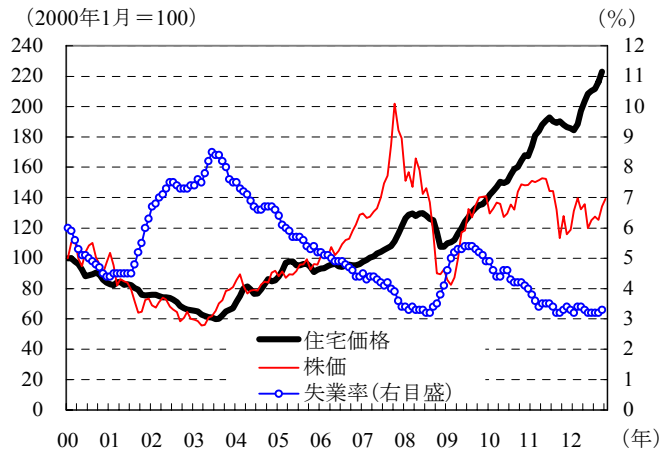
(萩原 陽子)

第 9 図：香港の実質 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：香港の資産価格と雇用情勢



(資料) CEIC等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 0.3%（前期比年率▲5.9%）と低水準にとどまった。公共投資が下支えとなったものの、輸出の落ち込みに加え、民間企業の設備投資が減少した。

インフレ圧力は依然として根強い。自動車購入費用や帰属家賃が高水準にあるほか、労働需給逼迫を背景にサービスコストの上昇圧力が高まりつつある。このためシンガポール通貨庁（MAS）は 10 月に発表した半期毎の金融政策（為替相場が操作手段）レビューで、現行の通貨高政策を維持することを決定した。

外需の伸び悩みが続く中、内需が景気を下支え

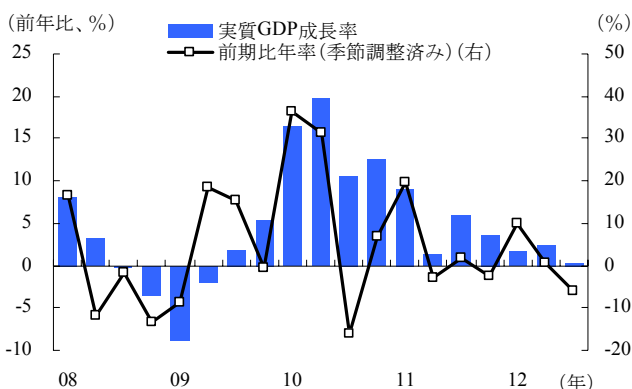
2013 年にかけても外需の伸び悩みが続く中、内需が景気を下支えする構図が続くと予想する。足元、雇用増加ペースは鈍化しつつあるものの、9 月末時点の失業率が 1.9%とほぼ完全雇用の状況が続いている。また、公団住宅（HDB フラット）や大量高速鉄道（MRT）の拡充などの公共投資の活発化、年末にかけて新たに開業が予定されている観光施設の観光客の増加なども内需拡大の支えとなることが見込まれる。もっとも、欧米経済が力強さを欠く中、輸出の回復力は限定的とみられ、シンガポールの通年の成長率は潜在成長率（3～5%）を下回る水準にとどまろう。

引き続き労働需給逼迫に伴うインフレ圧力には留意

インフレ率は前年のベース効果に加え、公共交通機関の拡充による自動車購入需要の低下、住宅供給の拡大および不動産市場の過熱抑制策などで鈍化が見込まれる。ただし外国人労働者流入抑制策が一段と強化される中、労働需給の逼迫に伴うインフレ圧力は強まる方向にある。いかに労働生産性の向上を通じて労働コストの上昇を抑えられるかが課題となろう。

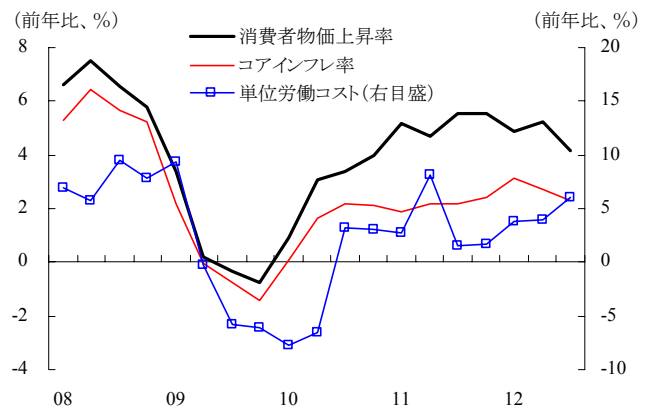
（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 11 図：シンガポールの実質 GDP 成長率



（資料）シンガポール通産省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 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3四半期の実質 GDP 成長率は 6.2%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3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 6.2%（前期：同 6.4%）と小幅鈍化したものの相対的に高い伸びを維持した。外需の伸び悩みを受け企業の設備投資の拡大ペースが鈍化する中、民間消費が下支えとなった。

消費者物価上昇率は燃料価格の下落などもあり、足元 4%台半ばと低位安定を維持している。

内需を牽引役に 6%台の成長が持続

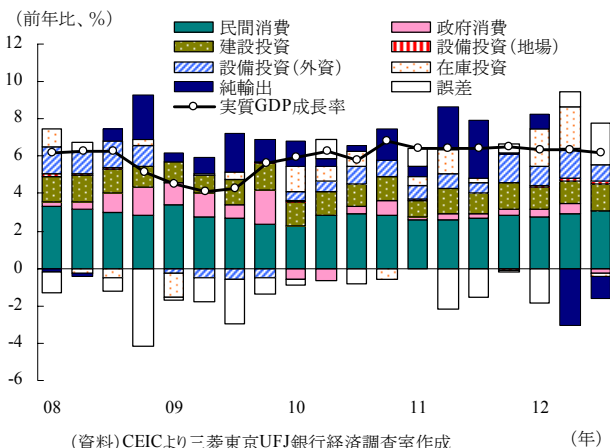
インドネシア経済は、外需は伸び悩むものの、内需を牽引役に通年で 6%程度の成長を維持しよう。所得水準の上昇や緩やかな金融環境などを背景に民間消費の拡大基調が続くほか、内外企業の設備投資や建設投資の拡大が下支えとなることが見込まれる。所得環境については、失業率（8月時点：6.14%）が改善基調を辿っているほか、物価を上回るペースでの賃金上昇が続いている。一方、外需については、輸出の 6 割を占める資源関連品目の価格の軟化に加え、主要資源輸出先である中国やインドなどの需要の伸び悩みなどが重石となる一方、今年 5 月に導入された未加工鉱物の輸出規制については輸出合意書（SPE）の取得により輸出が認められる企業が増えつつある点がプラス要因と考えられる。

補助金支出増加に伴う財政悪化懸念には引き続き留意

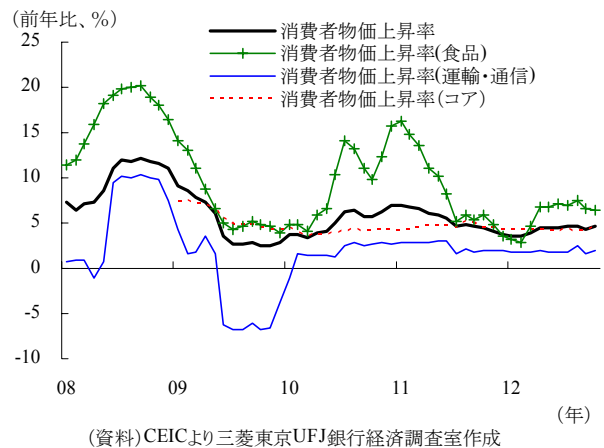
こうした中、10月下旬に国会が可決した 2013 年度予算案（財政赤字：名目 GDP 比 1.65%）では、公務員給与や調達・維持費を抑える一方、インフラ向けを含む資本支出を前年度比約 3 割増とした点が前向きに評価できる。もっとも、補助金も同程度の拡充が図られていることに加え、2014 年の総選挙に向けた政治的な要因などから財政負担がさらに膨らむ可能性には留意する必要がある。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第 13 図：インドネシアの実質 GDP 成長率



第 14 図：インドネシアの消費者物価上昇率



(2) マレーシア

外需が伸び悩む中、内需の好調を背景に堅調維持

マレーシア経済は外需が低迷する中、内需を牽引役に堅調な拡大が続いている。第3四半期の実質GDP成長率は前年比5.2%（前期：同5.6%）とやや鈍化しつつも高水準を維持した。輸出（同▲3.0%）が落ち込んだ一方、良好な雇用・所得環境や物価の低位安定を背景に民間消費（同+8.5%）が好調を維持したほか、石油・ガスを中心とした資源開発や交通インフラ整備など大型の公共投資の活発化などを背景に総固定資本形成（同+22.7%）も高い伸びを維持した。

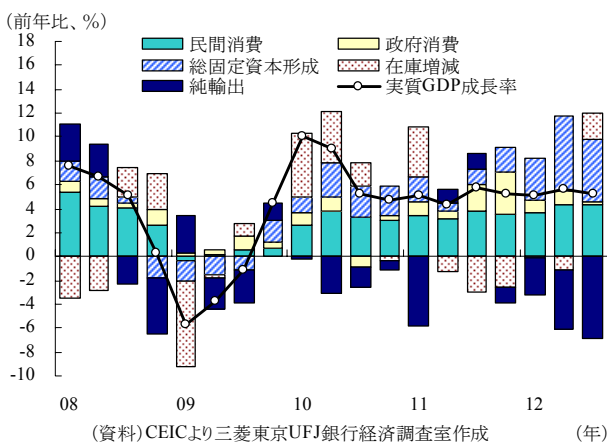
こうした中インフレ率は、生活必需品（コメ、砂糖、燃料など）に対する補助金の拡充もあり、低位安定が続いている。

総選挙を意識した家計支援措置の拡充もあり、通年で5%程度の成長を維持

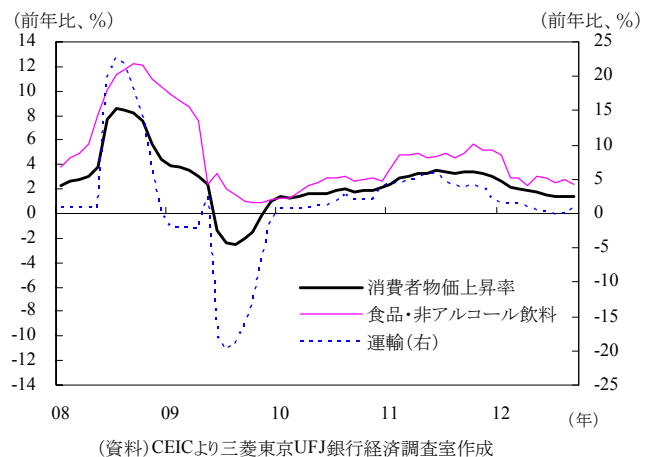
マレーシア経済は、外需は伸び悩みが予想されるものの、内需は総じて堅調を維持し、来年にかけても前年比5%程度の成長を維持しよう。来年3月までに実施予定の総選挙を睨んだ政府による家計支援策などにより民間消費の拡大が見込まれるほか、大型プロジェクトの活発化も景気を下支えするとみられる。9月末に発表された2013年度予算案では今年度につき低所得者層、高齢者、女性、子どもに対する一時金支給のほか、若年層を対象にしたスマートフォン購入への補助金支給、低所得層の所得税減税など手厚い家計支援措置が盛り込まれた。また来年に予定されている最低賃金制度の導入に伴い、地方を中心に所得が増加することも消費拡大の追い風となろう。

物価は補助金支出の拡充などにより安定推移が見込まれる。ただし、不動産価格上昇や最低賃金制度導入による労働コストの上昇など、潜在的なインフレ圧力は強まりつつある。総選挙後には補助金削減など財政健全化に向けた動きが始動する可能性があり、年後半以降の物価動向には留意する必要があるだろう。

第15図：マレーシアの実質GDP成長率



(シンガポール駐在 福地 亜希)
第16図：マレーシアの消費者物価上昇率



(3) タイ

輸出減少と在庫削減が景気を下押し

タイ経済は洪水被害からの急回復が一服している。第3四半期の実質GDP成長率は前年比3.0%と前期(同+4.4%)から鈍化した。個人消費や復興のための設備投資など民間投資は堅調に推移したが、世界経済の減速に伴う輸出の減速に加え、在庫削減が景気を下押しした。

2013年にかけても内需が下支えとなり底堅い成長が持続

今後を展望すると、内需に支えられ底堅い成長が続こう。2012年の成長率は前年比5.5%、2013年は洪水被害からの反動の一巡で同4.7%へ鈍化するが、潜在成長率近辺のペースを維持する見込みである。

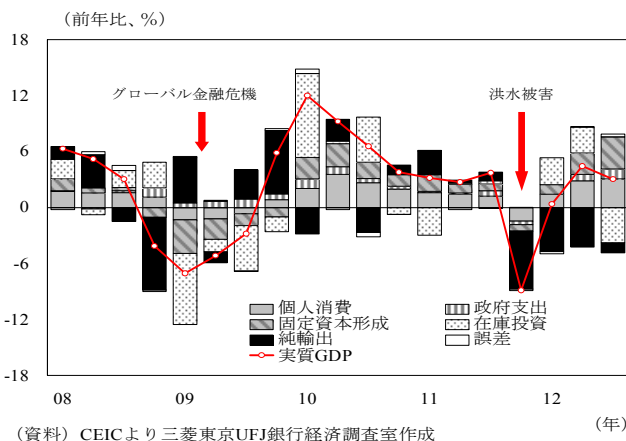
個人消費は所得の拡大や政府の消費刺激策が支えになると考える。政府は今年4月、主要7県の最低賃金を300バーツ/日(約40%増)へ引き上げたが、2013年1月には残りの県でも同一水準まで引き上げる予定である。大幅な所得増加は地方を中心に消費を刺激しよう。また、政府が昨年9月から実施している自動車物品税の還付(最大10万バーツ)は来年以降も継続予定で、潜在的需要を掘り起こそう。さらに政府主導の多年度に亘る洪水対策も景気を下支えするとみられる。

企業部門も持ち直しに向かうとみられる。海外経済の悪化で外需型企業を中心にマインドは低迷していたが、足元では回復の兆しが出てきた。また、洪水後も海外からの直接投資は高い伸びが続いている。

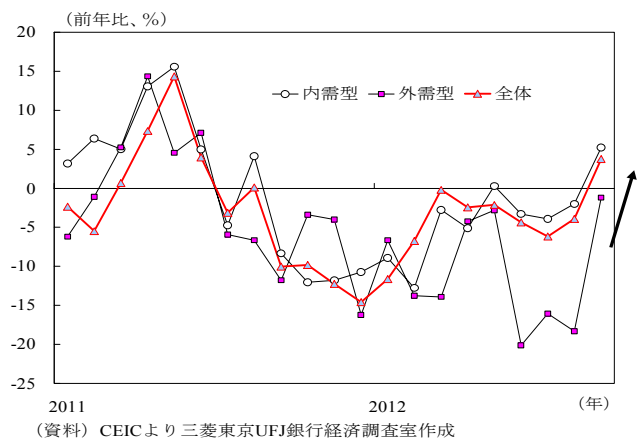
中銀は洪水直後に緊急利下げ(合計0.5%ポイント)に踏み切った後、政策金利を据え置いていたが、10月の会合で0.25%ポイントの追加利下げを実施した(現行2.75%)。中銀は利下げの目的として、輸出が低迷する中、景気を下支えするためと説明したが、パーツが年初来3%弱上昇していることから、一段の通貨高を抑制し輸出競争力を維持する狙いもあったと考えられる。もっともアジア経済の減速に歯止めがかかりつつあるなか、利下げは最終局面に近づいていると考える。

(福永 雪子)

第17図：タイの実質GDP成長率



第18図：タイの企業マインド



(4) フィリピン

フィリピン経済は底堅さを維持

フィリピン経済は好調に推移している。第3四半期の実質GDP成長率は前年比7.1%と、前期(同6.0%)から加速し、4%台半ばとみられる潜在成長率を大きく上回るペースで推移した。海外経済の減速で輸出の伸びが鈍化したものの、底堅い海外労働者送金に支えられた消費が伸びを高め、政府主導のインフラ投資が成長を押し上げた。

2013年にかけても潜在成長率を上回るペースで推移

今後のフィリピン経済を展望すると内需主導で堅調が続く、2012年の成長率は前年比6.2%、2013年は同5.4%と好調なペースを維持すると予想する。

個人消費は底堅い雇用・所得環境と海外労働者送金が下支えになると考える。7-9月期の海外労働者送金(ドルベース)は前年比+6.3%と前期(同+4.9%)から加速した。ペソベースの送金額も通貨高ペースの鈍化を背景に増加基調にあり、消費にプラスに働いている。今後もペソ高基調が緩やかにとどまるとみられる中、消費の下支えとなろう。

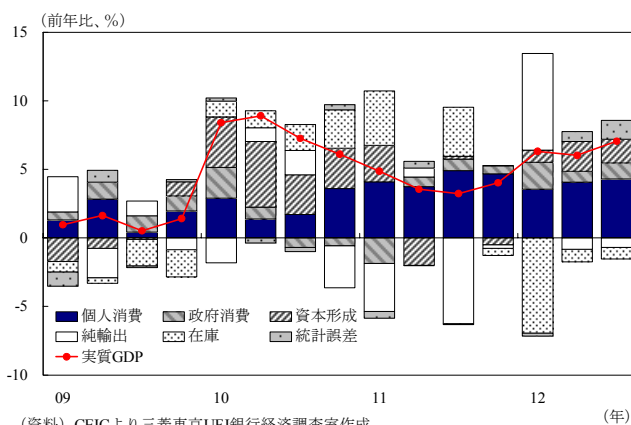
また、民間投資や官民パートナーシップ(PPP)の枠組みでのインフラ事業も景気を支えると考えられる。来年にかけて高速道路など22件の大型インフラ案件が順次入札される予定であり、投資拡大が見込まれる。

追加利下げの可能性は小さい

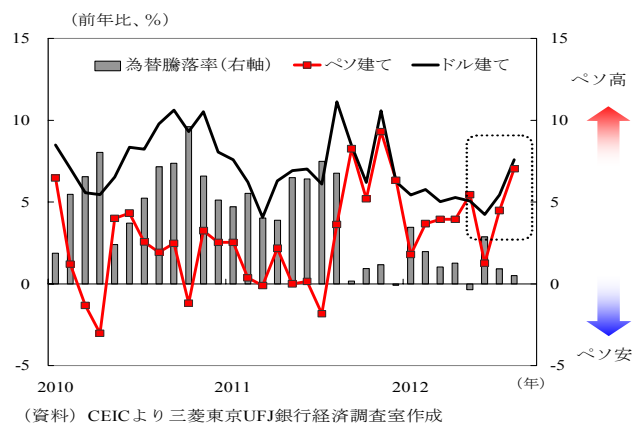
景気が堅調なかにも、中銀は10月に3カ月ぶりの利下げを行った。利下げは今年4回目だった。中銀は声明文で今回の利下げについて、物価が安定推移する中、海外経済減速の影響を緩和するための「予防的」利下げであると説明したが、通貨高抑制の狙いもあったとみられる。もっともアジア経済の減速に歯止めがかかりつつある中、周辺国との金利差拡大に伴う大幅な通貨高の進行は見込みにくく、追加利下げの可能性は小さくなりつつあるとみられる。

(福永 雪子)

第19図：フィリピンの実質GDP成長率



第20図：フィリピンの海外労働者送金



5. その他アジア

(1) インド

低成長が続く
中、インフレ率
は依然高水準

インド経済は低成長が続いている。7-9月期の鉱工業生産は持ち直しの兆しが窺えるものの、前年比+0.5%（前期：同▲0.3%）と低水準にとどまった。金利高や世界経済減速に伴う製造業の生産・投資の伸び悩みなどが重石になっている。インフレ率（卸売物価上昇率）は食品価格の伸びが鈍化する一方、電気料金や燃料価格の値上げなどを背景に前年比7%台で高止まりしている。

2013年度にかけ
ても景気は伸び
悩み

2013年度にかけてもインド経済は伸び悩みが予想される。所得水準の上昇が民間消費の拡大を下支えするとみられるものの、根強いインフレ圧力を背景に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、景気回復ペースは緩やかなものとなろう。

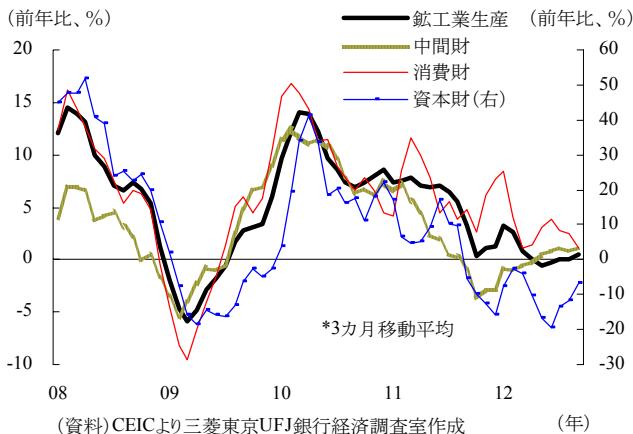
インフレ率については、燃料価格引き上げの影響などで目先高止まりが予想されるが、前年のベース効果や国際資源価格の軟化などを背景に低下が見込まれ、中銀は利下げのタイミングを模索する展開となろう。

シン政権の改革
が前進、中長期
的な成長加速に
プラス

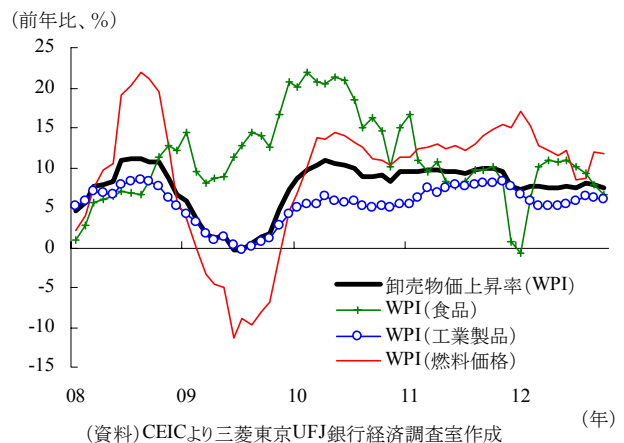
厳しい経済環境下、シン政権の経済・財政改革に前進が見られる点は前向きに評価できる。9月以降、補助金削減に向けた燃料価格引き上げのほか、総合小売業や保険・年金部門における外資規制緩和などの改革を矢継ぎ早に打ち出し、内外の投資家マインド改善にも繋がっている。燃料価格引き上げは目先景気への重石となる可能性があるものの、財政改革に伴うインフラ投資資金の捻出、エネルギーの過剰消費抑制などは中長期的な成長加速、国際収支バランス改善にプラスとなろう。来年は2014年の総選挙を睨み政治的な駆け引きが予想される中、経済・財政改革のモメンタムを維持することが最重要課題となろう。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第21図：インドの生産動向



第22図：インドの卸売物価上昇率



(2) ベトナム

景気は底打ちしつつあるも、厳しい経済環境が継続

ベトナム経済は底打ちしつつあるが、依然厳しい経済環境が続いている。第3四半期の実質 GDP 成長率は前年比 5.4%と前期（同 4.7%）からやや加速した。輸出は7月を底に持ち直しつつあるが、内需は伸び悩んでおり、雇用・所得環境の改善が進まない中、実質小売売上高は横ばいにとどまっている。また、在庫調整を背景に生産が伸び悩んでいる。

2013 年にかけても潜在成長率を下回るペースが持続

2013 年にかけてのベトナム経済を展望すると、外需の緩やかな持ち直しが支えとなるが、内需の回復は鈍く、2013 年の成長率は前年比 5.5%と、2012 年の 5.1%に続き約 6%と目される潜在成長率を割り込むと考える。

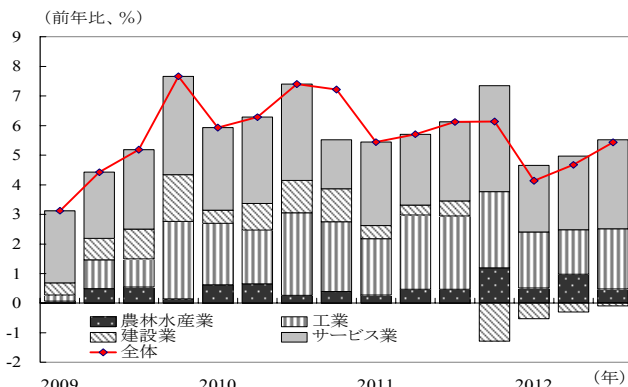
政府・中銀は低迷する企業部門を支援すべく、今年3月以降、利下げに加え、法人税の支払延期や貸出金利の引き下げなどの対策を相次いで打ち出した。もともと 1-6 月期の貸出残高は前年比+10.1%と 1-3 月期（同+7.8%）から小幅加速したにとどまり、企業の資金繰りは厳しい状況が続いているとみられる。この背景にあるのは不良債権問題で、9 月末時点の不良債権比率は 8.82%と、中銀の目標（2013 年末に 3%未満）を大きく上回っている。不動産市場が低迷する中、金融機関の慎重な貸出姿勢は今後も続くと思われる。

海外経済が力強さを欠く中でも、輸出は一定の下支えとなろう。輸出は 7-9 月期にかけても二桁の伸びを維持している。これはベトナムの輸出品は縫製品など低付加価値品が中心で、世界的な景気低迷下で低価格志向の需要を取り込んでいるためと考えられる。さらに近年では携帯電話など高付加価値品の輸出が増加していることも輸出を下支えするとみられる。

懸案のインフレについて、政府は物価抑制姿勢を維持しており、2013 年にかけて 7%台で安定推移するとみられるが、2013 年も最低賃金の引き上げが予定されるなど賃上げ圧力は根強く、予断は許さない状況にある。

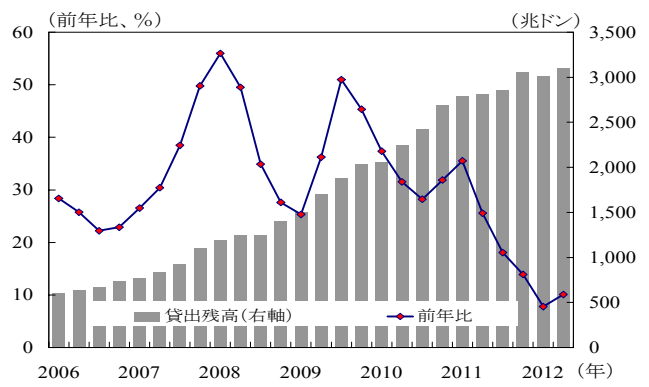
（福永 雪子）

第 23 図： ベトナムの実質 GDP 成長率



(注) 業種別内訳の合算と全体の合計値は必ずしも一致しない。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 24 図： ベトナムの貸出残高



(注) 四半期ベース。各期間とも年初来の累積ベース。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

V. オーストラリア

～利下げ効果で 2013 年も潜在成長率近辺の成長が持続～

1. 景気の現状

豪州経済は高成長を維持するも成長ペースは鈍化

豪州経済は高成長を維持しているが、成長ペースは鈍化している。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 3.7%と、4 年ぶりの高成長をみせた 1-3 月期（同 4.4%）から減速した（第 1 図）。1-3 月期は、昨年の洪水の影響からの反動が成長を押し上げたとみられるが、反動要因は徐々に剥落しつつある。足元の動向をみると、世界経済の減速や資源価格下落の影響で輸出額は減少し、非資源部門の設備投資は低迷が続いている。個人消費は、政府が炭素税導入（7 月～）に先立ち支給した補助金などにより 4 - 6 月期は伸びが高まったが、7 月以降はその効果が一服しつつある。

2. 今後の見通し

2013 年の成長率は 2.8%と潜在成長率近傍のペースを維持

2013 年にかけての豪州経済を展望すると、個人消費や資源部門の設備投資を支えに底堅い成長が見込まれる。2013 年の成長率は前年比 2.8%と、前年（同 3.3%）を下回るものの、3%近傍とみられる潜在成長率並みの底堅いペースを予想する（第 1 表）。

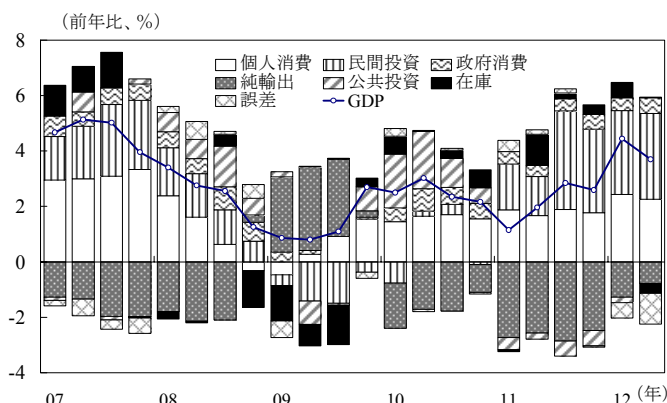
企業部門について、豪ドルが引き続き高値圏で推移するとみられるなか、製造業や観光業などは引き続き厳しい環境が見込まれるが、鉱業部門は設備投資を中心に引き続き堅調に推移しよう。このところの資源価格の下落に伴い、資源メジャーによる投資計画の見直しが目立つが、中銀（RBA）は少なくとも 2013 年中は資源部門の設備投資による景気の押し上げ効果が続くと思込んでいる^(注)。

雇用は軟調な推移が予想されるが、個人消費は利下げ効果の浸透で底堅く推移すると考える。利下げにより利払い費の可処分所得比は低下傾向にある。当面見込まれる金融緩和により利下げ効果は一段と浸透し、消費の支えになろう。低迷が続く住宅市場は、住宅ローン金利の低下で底入れを探る展開を予想する。

また外需は、最大の貿易相手国である中国経済が持ち直しに転じることが、輸出にプラスへ働くと考える（第 2 図）。

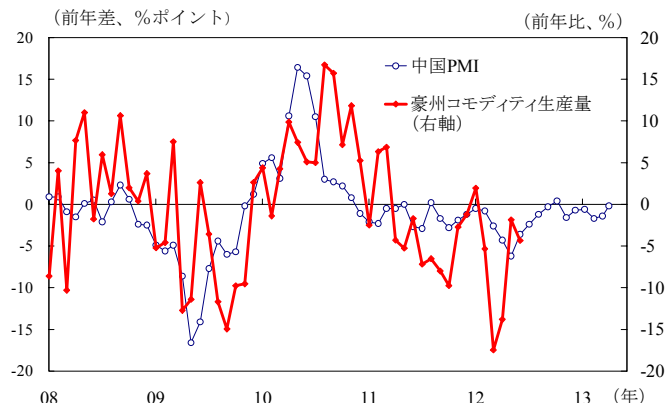
（注）中銀は、豪州の資源ブームは第 1 段階の資源価格上昇による交易条件の改善を経て、現在、第 2 段階の設備投資が成長を押し上げるフェーズにあるが、この活発な設備投資は 2013 年中にピークアウトし、その後、第 3 段階の増強された生産能力を活用した輸出増加のフェーズに移行するとみている。

第 1 図：実質 GDP 成長率の推移



(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：豪州コモディティ生産量と中国 PMI



(注) 中国PMIは6カ月前方。

(資料) CEIC、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

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	3.3	2.8
消費者物価上昇率 (%)	3.4	1.8	2.8
経常収支 (億ドル)	▲ 335	▲ 547	▲ 687

見通し

3. 金融政策

(1) 金利動向

RBA は合計 1.5% ポイントの利下げ後、11 月は据え置き

RBA は 11 月の会合で政策金利（翌日物インターバンク金利であるキャッシュレートの目標値）を現行の 3.25% で据え置いた。直近の利下げは 10 月で、昨年 11 月以降の利下げ幅は 1.5% ポイントに達した。

11 月の声明文は、中国経済の先行き不透明感を強調した 10 月の声明文から一転、同国経済の底打ち感を評価するトーンに変化し、金利を据え置いてこれまでの利下げ効果を見極めるとする内容となった。

RBA はしばらく様子見

景気対策効果で中国経済の持ち直しが見込まれるなか、中銀はしばらく金利を据え置いて様子見しよう。ただし物価、雇用などの指標を睨みつつ、追加利下げで内需を下支えする可能性は残されているとみる。

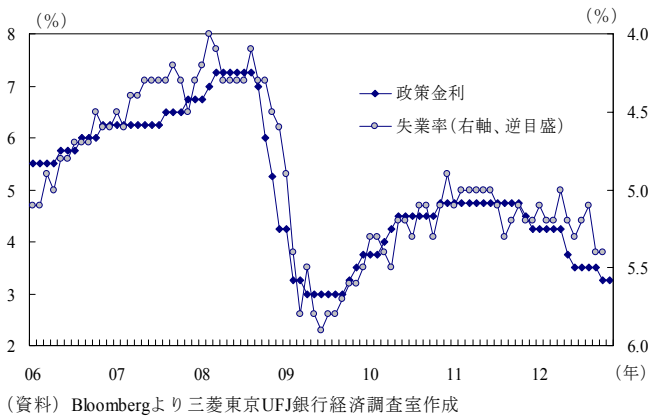
雇用に目を向けると失業率は足元で上昇しており（第 3 図）、雇用者数の先行指標である求人広告件数は、当面の軟調な推移を示唆している。雇用の伸び悩みが個人消費を下押しするなど、内需に予想以上に低調な動きがあれば、追加利下げが視野に入ろう。

政府は 2012 年度（2012 年 7 月～2013 年 6 月）中の財政黒字化を公約しているが、資源価格下落に伴う税収の下振れで公約実現への道程は厳しい。財政出動余地が乏しいなか景気テコ入れは金融政策頼みであり、利下げ圧力がかかり易い地合にある。

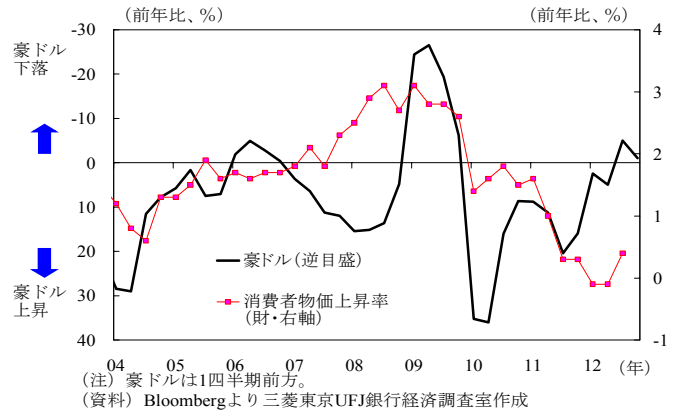
なお、金融政策への影響の大きい物価動向について、RBA は 7 月に導入された炭素税導入の影響や、豪ドル高による輸入物価の下落効果が一巡

していること（4-6月期：前年比1.2%→7-9月期：同2.0%）（第4図）を注視しているが、景気回復ペースが潜在成長率近辺にとどまるなか、消費者物価上昇率は概ねターゲット圏内（2-3%）で推移するとみている。かかる環境下、インフレ懸念が利下げ判断の大きな妨げとなる可能性は小さいと考える。

第3図：政策金利と失業率



第4図：豪ドル相場と消費者物価上昇率（財）



(2) 為替動向

豪ドルはパリティ超でのレンジ相場

豪ドルはこのところ概ね1豪ドル=1.02~1.06ドルのレンジ相場が続いている。中国経済減速懸念を背景に豪ドルは、9月5日に直近の安値（1豪ドル=1.02ドル）をつけたが、その後は米国の追加金融緩和や市場のリスク選好の動きから上昇基調を辿った。ただし燻り続ける欧州債務問題や、豪州の追加利下げ観測などから上値も重い展開となっている。

今後についても、欧州債務問題などで上値は重い一方、当面の金利据え置き観測で下値も堅く、高値圏でもみ合い相場が続くと予想する。

（福永 雪子）

VI. 中南米

～回復のきっかけをつかんだブラジル、景気の踊り場を 迎えたメキシコ、景気の底を探るアルゼンチン～

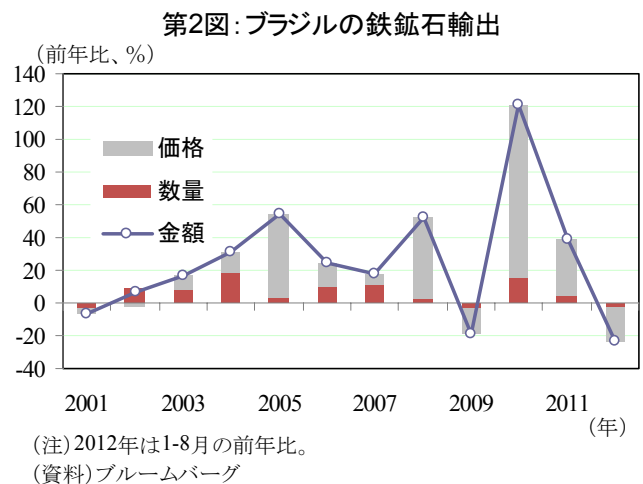
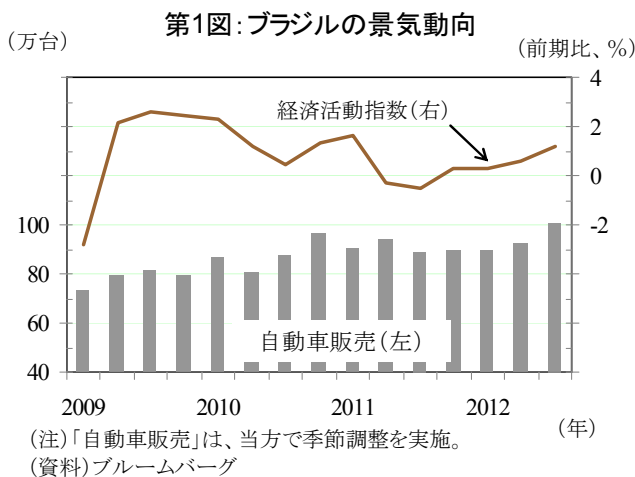
1. ブラジル経済

(1) 景気の現状

7-9 月期の成長率は
加速、減税により自
動車販売が急増、
一方、外需は不振

ブラジル経済は4-6 月期まで低成長が続いていたが、7-9 月期に入りようやく回復が明らかになってきた。回復を先導したのは自動車販売を中心とした消費だ。7-9 月期の自動車販売台数は工業製品税の減税により前期比 8.4%増加し 100 万台を超えた。これにより生産も刺激され、経済活動指数（月次 GDP）も同 1.2%増と加速した（第 1 図）。この結果、7-9 月期の成長率は約 2 年ぶりに前期比で 1%を超えた模様だ。

しかし、外部環境は依然として厳しい。新興国、特に中国の景気減速を受け鉄鉱石などの資源輸出が落ち込んでいる（第 2 図）。加えて、南米地域の景気悪化により工業品輸出も不振であるからだ。輸出は足元で前年比 2 ケタの減少となっている。一方、輸入も減少している。これはブラジルの内需低迷に加え、政府の国産品優遇策とレアル安により輸入品から国産品への代替が起こっていることも反映している。その結果、貿易収支は月間 20 億ドル強の黒字を維持している。

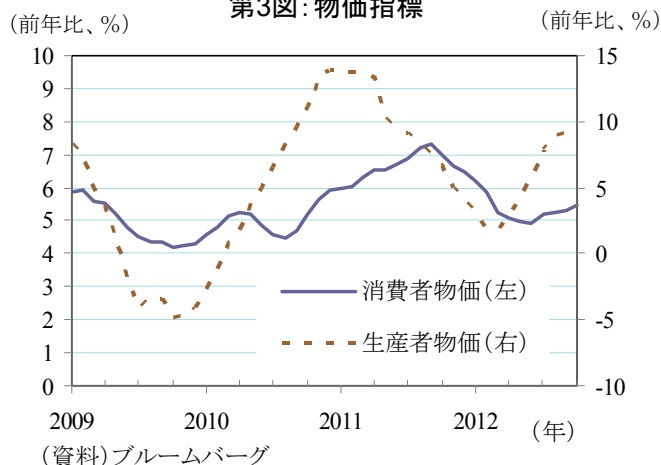


インフレ率が上昇
に転じ、中央銀行は
利下げ終了を示唆

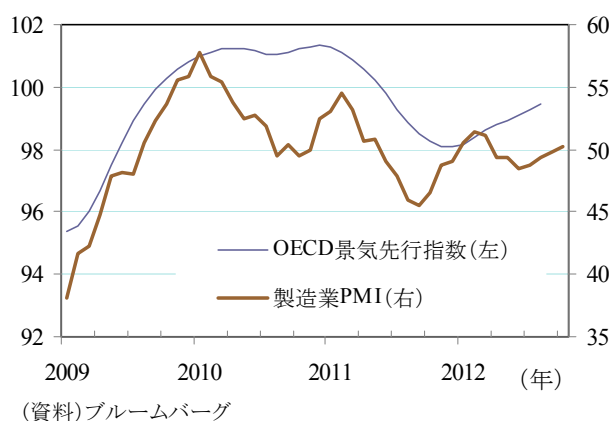
インフレについては、景気鈍化を受けて低下基調が続いていたが、国際的な食糧価格の上昇もあり、生産者物価はすでに前年比+10%に接近している。物価上昇は消費者物価にも波及してきており、6 月の前年比+4.9%を底に+5%台半ばに上昇してきている（第 3 図）。

こうした展開を受け、ブラジル中央銀行は 10 月に利下げを実施したものの、下げ幅を 0.25%に留めるとともに、声明で今後は金利を据え置くことを示唆した。

第3図: 物価指標



第4図: 各種景気先行指標の動き



(2) ブラジル経済の見通し

利下げ効果により
設備投資が増加に
転じ、景気回復を支
援する見込み

景気先行指数は緩やかな上昇が続いており、今後の緩やかな景気拡大を示唆している。製造業の業況指数 (PMI) も夏場以降回復してきた (第4図)。ただし、今後も輸出には多くを期待できず、景気回復は内需主導となるが、消費頼みの回復を長く期待することは難しい。夏以降の回復の主役となった自動車減税は時限的なもので、現時点では年末で打ち切られる予定だ。今後、自律的な景気回復を実現するためには、内需のもう一つの柱である設備投資の回復が必要になる。設備投資については、これまでの利下げが後押しとなり、今後回復していくことが期待される。既に、実質金利は2001年以降の最低水準に低下している。過去、実質金利の低下の後には設備投資が回復しており、今回も同様の効果が期待できよう (第5図)。

公共事業増による
景気押し上げ効果
発揮は2014年以降
に

なお、政府は港湾や道路などインフラ整備のために、民間資金を積極的に導入していく方針を表明している。従来、ブラジルは民営化には消極的であったので、実現すれば画期的な転換となるが、入札は来年4月以降のことで、景気押し上げ効果が期待できるのは早くても来年の下期以降とみられる。

金融システム動揺
の可能性は小さい

リスク要因は銀行の不良資産増加である。特に、近年急増した消費者ローンでは、90日超の延滞比率が約8%で高止まりしており、しばしば消費に対するリスク要因として指摘されている。だが、前回見通しで検討したとおり、国際比較するとブラジルの家計債務 (GDP比) は依然として低い。また銀行の自己資本比率も高く、主要銀行株がブラジル株全体に対して、特に劣後しているわけでもない (第6図)。銀行セクターについては注視していく必要はあるが、過度の悲観は不要だろう。

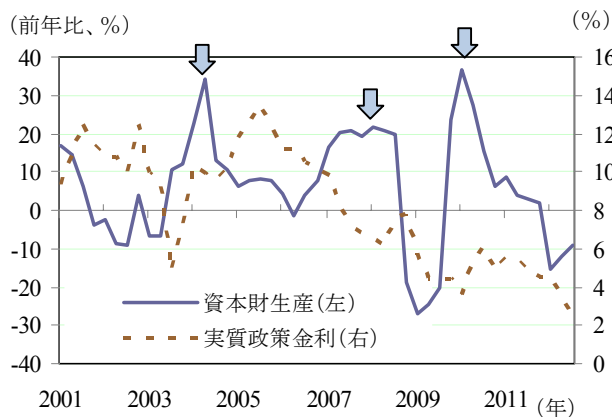
2013年の成長率は
3.4%を予想。潜在
成長率には届かず

設備投資の増加により内需主導の自律的な回復過程に入ると期待できるものの、今後は新興国からの資源需要の伸びも鈍化することから、2000年代後半に経験した高成長の再来はないだろう。成長率は当分の間、潜

在成長率とされる3%台後半を下回ることになるだろう。

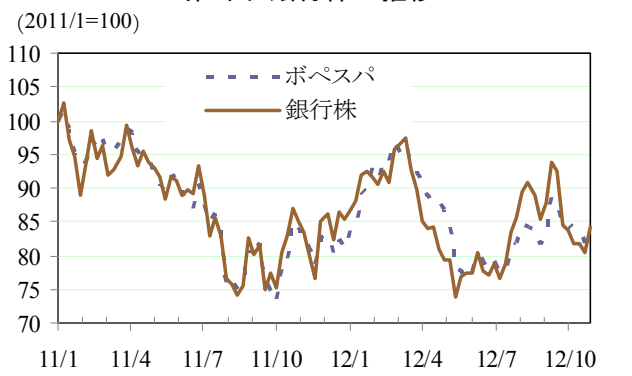
金融政策が据え置きモードに入ったと思われることから、金利差からのレアル安局面も終わりに近づいた可能性が高い。レアルの対ドル相場は、当分の間、足元の1ドル=2.0~2.1レアル付近で留まるだろう。景気回復につれレアル高に向かうだろうが、政府のレアル高警戒も根強い。レアルの上昇余地は限られるだろう。

第5図: 実質金利と設備財生産



(資料)ブルームバーグ

第6図: 銀行株の推移



(注)「銀行株」は、ボベスパ指数に採用されている4銀行の株価を時価総額ウェイトで指数化。
(資料)ブルームバーグ

2. メキシコ経済

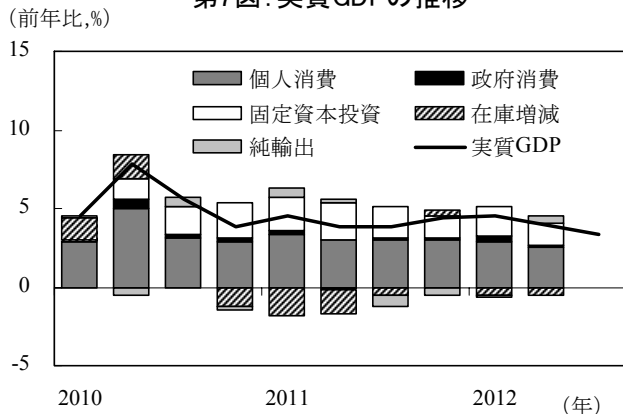
(1) 景気の現状

好景気続くも7-9月期の成長率はやや鈍化。景気は踊り場

近年、北米の新たな生産拠点として注目を集め、投資ブームが続いているメキシコは順調な景気拡大を遂げてきたが、7-9月期の成長率は前年同期比3.3%となり、4-6月期の同4.1%からやや鈍化した(第7図)。

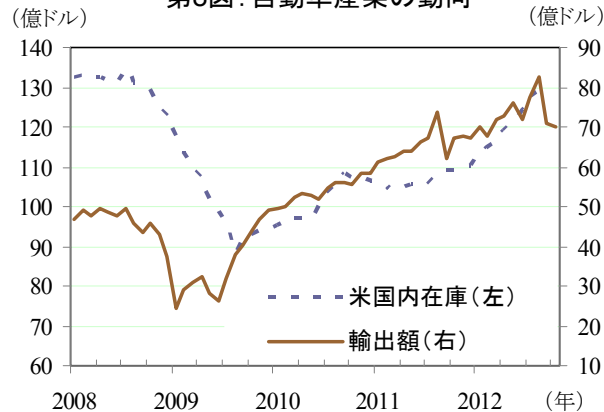
小幅減速となった主因は、対米自動車輸出の鈍化だ。米国で自動車在庫が高水準になってきたため在庫調整が発生、メキシコにも調整の余波が及んでいる(第8図)。

第7図: 実質GDPの推移



(資料)国立統計地理情報院(INEGI)

第8図: 自動車産業の動向



(資料)ブルームバーグ

食品価格中心にインフレ率上昇

一方、消費者物価上昇率は10月に前年比4.6%と、5カ月連続で中央銀行の目標レンジ上限(4%)を上回っている。上昇の主因は、天候不順による食料品価格の高騰(同15.6%)であるが、メキシコ中央銀行はインフレの2次波及を警戒する姿勢を表明した(10月26日)。

(2) メキシコ経済の見通し

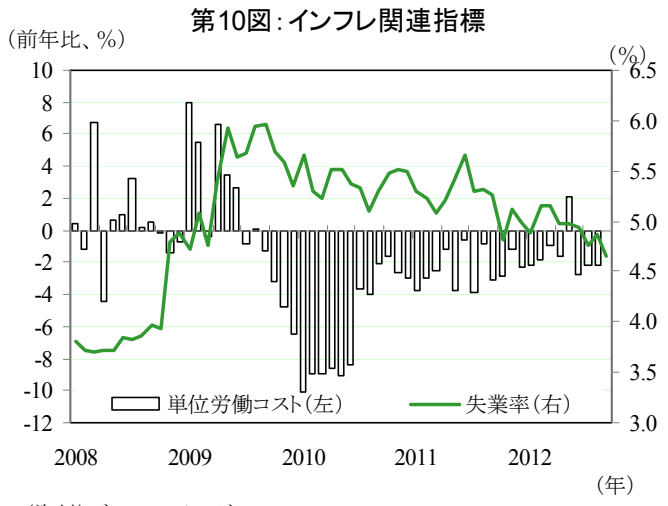
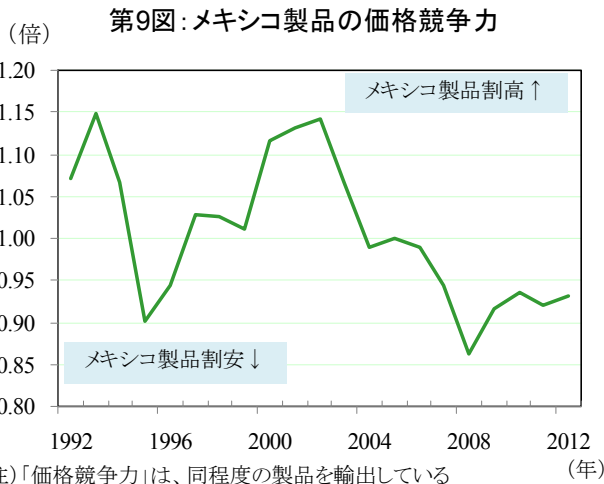
調整は短期で終わり、息の長い景気拡大が続く見通し。2013年3.3%成長を予想

米国経済は年末にかけて一旦減速するものの2013年以後は緩やかな回復に向かうと考えられるため、メキシコ経済の調整も軽微、短期で終わり、内需主導の景気拡大が続く見通しだ。メキシコの価格競争力は健在であり(第9図)、米州市場への「地の利」も合わせると、メキシコへの企業進出はこれからも続く見通しだ。進出に伴う設備投資と雇用増に支えられ、メキシコは息の長い景気拡大を続けることになるだろう。

賃金インフレの懸念はまだ小さい

食品インフレが他物価へ波及していく可能性は、今のところ小さいと考えられる。賃金は上昇しているが、それを上回る生産性の向上があり、単位労働コストは低下しているからだ。失業率も低下してきているとはいえ、2008年と比較するとまだ高く、労働市場がひっ迫しているわけではない(第10図)。利上げは早くても2014年になるとみられる。

為替相場は、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。2014年末に1ドル=12ペソ程度に上昇するとみている。



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おり、4-6月期の成長率は前年比でゼロ%となった(第11図)。悪化の主因は投資の減少である。世界景気の悪化により投資が控えられたこともあるが、政策による悪影響も無視できない。外貨節約のため政府が厳しい輸入管理を続けているため資本財の供給が滞り、設備投資の減少を招いている。また企

業経営への政府の過度の干渉が嫌われ、企業マインドが悪化したことも投資意欲の減退につながっている。次に、消費も徐々に鈍化してきている。インフレにより実質所得が目減りしてきているためだ。公式の消費者物価上昇率は10%弱と発表されているが、実勢は25%程度とみられている。実勢の消費者物価上昇率で計算すると、7-9月期にはついに実質所得がマイナスになった模様だ。

但し、最大の輸出先で全輸出の2割を占めるブラジルの景気が持ち直してきたことは、アルゼンチンにとって朗報となっている。ブラジル向け自動車輸出台数は、前年比ベースで年初来2桁のマイナスが続いていたが、8月から急速に改善し始め、9月は同▲2.0%、10月は同+26%と増加に転じた。

(2) アルゼンチン経済の見通し

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

景気は依然として悪化中であるが、悪化のテンポは緩和し始めており景気は底固めの時期に入ってきた。景気は年末にかけやや持ち直し、2012年の成長率は2.1%となろう。

そして2013年については、アルゼンチンは穀物輸出増の恩恵を受けることができそうである。同国にとって大豆及び関連商品は、輸出の3割弱を占める主力商品である。2012年は干ばつにより減産となったが、2013年が平年並みの作柄となれば、現在、穀物価格が上昇していることもあり3割以上の増収が期待できる。アルゼンチン政府は国内向け供給を優先する政策を採っているため、増産がそのまま輸出増となるわけではないが、他の穀物と合わせ農産物は輸出増加に貢献できるだろう（第12図）。

2013年は輸出の好転により、景気は回復に向かうだろう。もっとも回復後は、輸入も急増すると考えられるため（輸入規制もやや緩和されるとみられる）、成長率のV字回復は期待しにくい。2013年の成長率は3.6%と予測する。

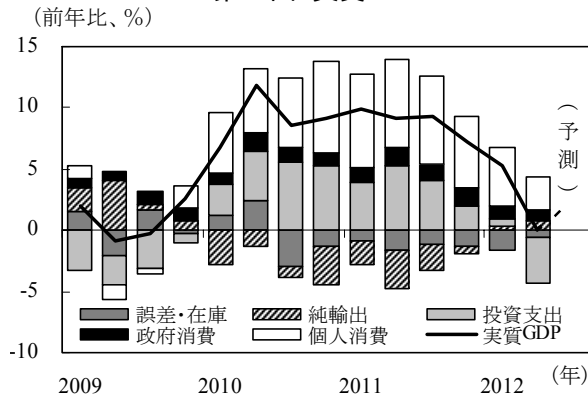
政府は為替管理を強めているが、アルゼンチン・ペソの公式対ドルレートについては、緩やかながら下落率の加速を容認している。足元の年間下落率は約12%と1年前の約7%からやや加速した。公式レートは実勢より3~4割程度割高と考えられるため、今後も年間1割強の下落が続く、2013年末時点では1ドル=5.6ペソ程度となっているだろう（2012年10月末1ドル=4.77ペソ）。

当面、債務不履行のリスクに注意が必要

最後に、債務不履行再発の懸念が生じていることに注意が必要だ。2001年に債務不履行を起こしたアルゼンチンは、その後ほとんどの債権者と債務再編で合意したが、応じなかった一部債権者が返済を求め米国で法的手段をとっている。それに対し、アルゼンチン政府は支払いを拒否する姿勢を崩していない。あくまで支払いを拒否した場合、債務不履行と

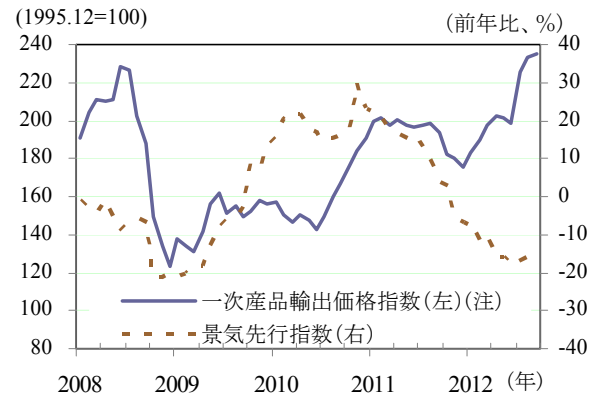
認定される可能性がある。そうなればアルゼンチンは一層国際社会から孤立することになりかねず、経済に悪影響を及ぼす可能性があるだろう。

第11図: 実質GDP



(注)直近の実質GDP成長率は、月次実質GDPを基に予測。
(資料)アルゼンチン中央統計局

第12図: 景気先行指数と一次産品価格



(注)アルゼンチンの輸出構成でウェイト付けした指数。
(資料)アルゼンチン中央銀行、Torcuato Di Terra大学

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	1.4	3.4	6.6	5.3	5.5	▲ 525	▲ 490	▲ 560
アルゼンチン	8.9	2.1	3.6	9.8	10.0	10.0	▲ 0	10	▲ 2
メキシコ	3.9	3.7	3.3	3.4	4.2	4.2	▲ 111	▲ 80	▲ 110
中南米全体 (注)	4.1	2.7	3.5	6.8	6.0	6.4	▲ 533	▲ 514	▲ 500

(注)全体の数値は、主要7カ国の統計に基づく。各国の比重は2010年のドル建て名目GDPによる。2011年は実績。
7カ国は、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

(国際通貨研究所 森川 央)

Ⅶ. ロシア・中東欧

～西欧経済の景気減速と財政緊縮姿勢を受け、今年の成長率は更に低下～

1. 概要

西欧経済減速の影響が深刻に

ロシア中東欧各国の景気は、内需の落ち込みあるいは減速にこれまで景気のけん引役を果たしてきた西欧諸国への輸出不振が加わり、足元、景気下振れリスクが益々高まっている。欧州債務問題を背景とする西欧各国の財政緊縮強化の影響が、ロシア中東欧にも重くのし掛かっている。

ロシアは、内需の勢い鈍化がより鮮明に

ロシア経済は、銀行貸出の抑制が個人消費、企業投資の減速につながる。財政支出も、今年前半までの大幅増の反動や原油市況軟化による歳入の伸び鈍化から減速が見込まれる。加えて、欧州各国の景気低迷が輸出を下押しすることが予想される。2012年後半以降、ロシア経済はさらに減速するとみられる。

チェコ、ハンガリーは景気後退長期化の懸念

中東欧諸国のうち、財政緊縮等による内需冷え込みが続くチェコ、ハンガリーでは、ユーロ圏の景気低迷に伴う輸出の落ち込みによって唯一の成長下支え要因を失うことになり、景気後退長期化への懸念が高まっている。

ポーランドは内外需が減速も政策対応の余地は存在

一方、これまで内外需がバランスよく景気を支えてきたポーランドだが、ユーロ圏の景気後退により足元で輸出が減少に転じた。内需は、比較的大きな国内市場や中間層の拡大などポテンシャルは小さくないものの、足元は予想以上のペースで減速している。ただしポーランドには、金融緩和等の政策発動の余地があり、景気後退は回避できよう。

第1表：ロシア東欧経済の見通し

	名目GDP 2011年 (10億ドル)	実質GDP成長率 (前年比%)			消費者物価上昇率 (前年比%)			経常収支 (億ドル)		
		2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
ロシア	1,857	4.3	3.6	3.6	8.5	6.7	6.5	988	850	530
チェコ	215	1.7	▲1.0	0.8	1.9	3.3	2.4	▲63	▲25	▲30
ハンガリー	140	1.6	▲1.6	0.5	3.9	5.8	4.4	20	20	25
ポーランド	514	4.3	2.5	2.2	4.3	3.6	2.6	▲221	▲190	▲180
ロシア・中東欧	2,726	3.9	2.7	2.9	6.8	5.7	5.2	594	513	307

2. 主要国動向

(1) ロシア

①景気の現状

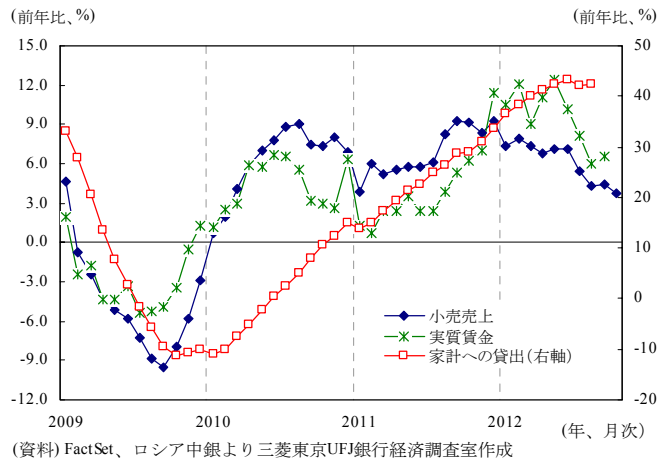
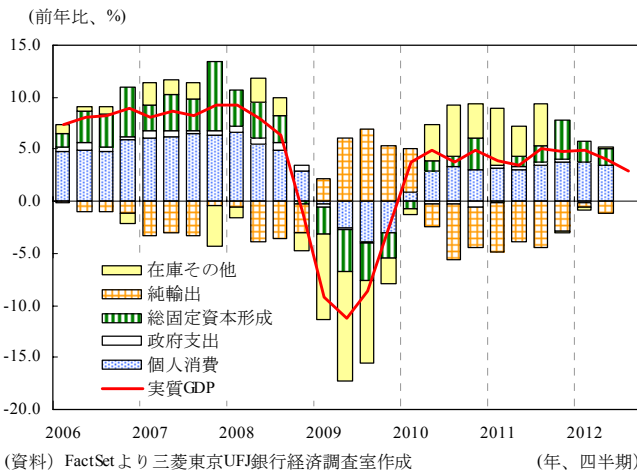
7-9 月期の実質 GDP 成長率は 2.9%に鈍化

食料品価格の上昇や規制価格の引き上げからインフレ率は予想以上のペースで上昇

ロシアの景気は、これまで個人消費や総固定資本形成といった内需をけん引役に堅調に推移してきたが、ここに来て内需の勢いに鈍化が見られる。(第1図) 特に個人消費については、実質賃金の伸び鈍化やこれまで加速が続いてきた個人向け銀行貸出のペースダウンなど、この先の消費鈍化を示唆する兆候がみられる(第2図)。加えて、今年の農作物の収穫が、早魘の影響で昨年とは対照的に落ち込んでおり、これが、直接的な成長押し下げ要因となるだけでなく、食料品価格の上昇という経路を通じてインフレ率を押し上げている。7月の公共料金改定等、規制価格引き上げによるインフレ率の上昇も加わり、実質賃金の下押しが家計のマインドを大きく悪化させるなど、これまで景気のけん引役を果たしてきた個人消費の行方に陰りが見えている。

第1図：実質 GDP 成長率

第2図：小売売上、実質賃金、家計への貸出



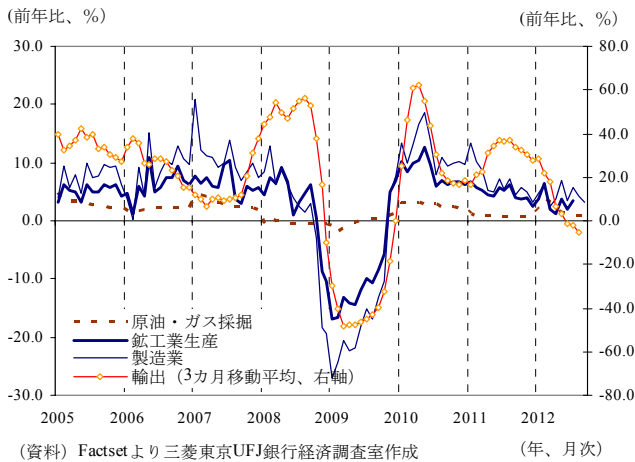
インフレ率の高まりを受け、中銀は利上げを実施

直近9月のインフレ率は前年比 6.6%となり、中銀の目標値である前年比 6% (年末値) 達成の可能性は著しく低くなっている。上昇するインフレ圧力、及びインフレ上昇期待を抑えるため、中銀は 9 月に政策金利を 0.25%ポイント引き上げ 8.25%とするなどインフレ警戒姿勢をより明確にしている。

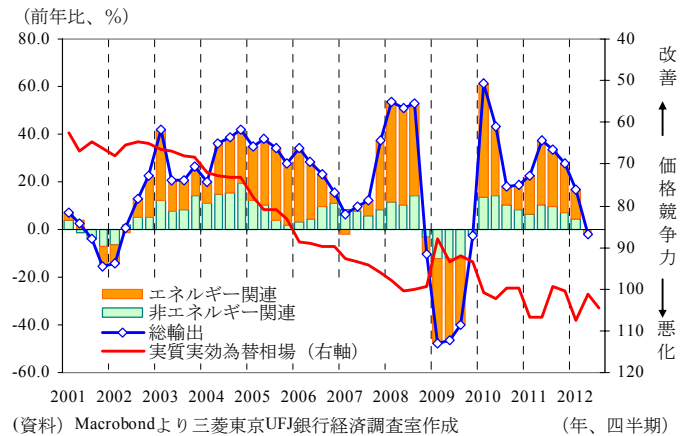
伸び悩む鉱工業生産

一方、鉱工業生産は弱含みの展開が続いている(第3図)。国内での個人消費の減速に加え、物価・賃金の上昇を背景に実質実効為替相場のみたロシア企業の価格競争力は悪化傾向にある。主要輸出品であるエネルギーの価格が世界景気鈍化に伴い弱含んでいる上、主要輸出先である EU 各国からの需要も弱まるなど、製造業を中心に鉱工業生産を取り巻く環境はより厳しくなっている(第4図)。

第3図：鉱工業生産



第4図：エネルギー及び非エネルギー関連品の輸出

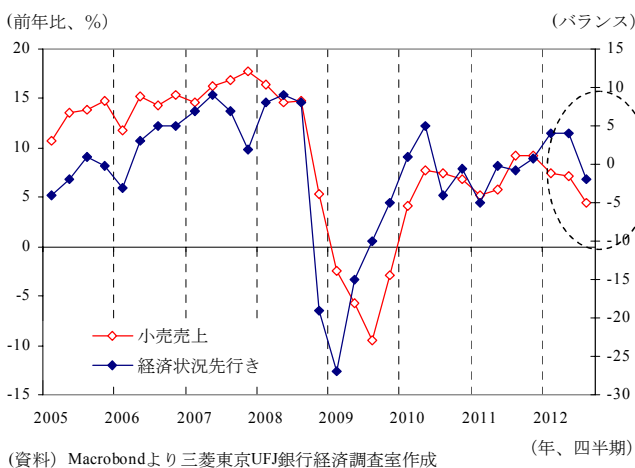


②今後の見通し

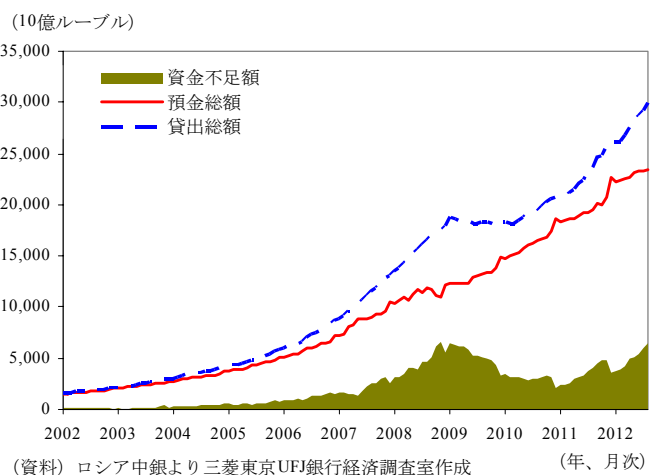
個人消費はさらなる鈍化を予想

足元で進む個人消費の鈍化傾向は、実質賃金上昇ペースの減速、家計への銀行貸出の伸び鈍化、更には消費者マインドの後退などから今後も続くと予想される(第5図)。特に、銀行部門は、急速に拡大してきた貸出に預金の伸びが追い付いておらず、資金不足幅が拡大傾向にある(第6図)。これまで銀行の資金不足は中銀のリファイナンスオペなどで補われてきた。しかし、中銀は急速に拡大してきた家計向け貸出に対し警戒感を強めており、今後家計向けの貸出について何らかの規制が敷かれる可能性は高く、これまでのような貸出ペースの持続を期待することは難しい。ただし、歴史的低水準にある失業率など雇用状況は比較的良好であり、消費が大きく落ち込む事は避けられよう。

第5図：小売売上と消費者マインド（景気先行き）



第6図：金融機関の貸出と預金



新たな財政ルール の導入により、 2013年の歳出の伸 びは大幅鈍化

一方政府は、2013年～15年の予算案で、歳出を過去の一定期間の原油価格に連動させるというルールを採用した。これによって歳出拡大ペースにある程度歯止めがかかることになる。実際、このルールに従うと2013年の歳出拡大ペースは4～5%程度に抑制される。これは、大統領選挙前の支出の大幅増加を受けて20%程度の伸び率が見込まれる2012年の歳出拡大ペースから著しい減速となる。これまでの歳出増の多くが公務員賃金及び年金支給額の引き上げに充てられたことを考慮すると、歳出拡大ペース鈍化の影響は、個人消費の鈍化という形で現れる可能性が高い。したがって、2013年の特に前半はインフレ率の高止まりも加わり、個人消費の勢い回復を期待することは難しい。その一方で、投資に関しては2014年の冬季オリンピックに向けた拡大が期待でき、これが消費鈍化の影響をある程度緩和しよう。

プーチン政権は反 プーチン勢力に対 する圧力を強化

政治面のリスクにも引き続き留意が必要である。4月の大統領選挙でプーチン氏の大統領への就任が決まったことで、最大の政局不透明感は払拭されたが、3期目のプーチン大統領の影響力は以前の2期と比較すると相当弱まっている。一方、反プーチン勢力はモスクワなどの主要都市に限られるなど、その政治的影響力は依然限定的であり、市民の間で経済的な不満が高まらない限り、反政権の動きが大きく発展する可能性は低い。にもかかわらず、政府は、対抗勢力への圧力を強める傾向にある^(注1)。法の支配、及び各行政部門の基盤が弱いロシアにおいては、指導者のカリスマ性が政局の安定に不可欠である。足元、そのカリスマ性に陰りがみえるなか、プーチン政権は対抗勢力への圧力を強めることで、政局の安定維持を図ろうとしているようである。

資金流出と通貨安 のリスク

こうした政治面の動きが、ロシアの資金流出入に与える影響が懸念される。大統領選挙前に示されたロシアのビジネス環境改善の公約^(注2)にも関わらず、ビジネスを取り巻く制度上の不透明感は、むしろ強まっているように見える。欧州債務問題などを背景にした投資家のリスクの許容度の低下にロシア特有の事情が加わり、資金流出トレンドは当面継続が予想される。資金流出によってルーブル安が進めば、製造業部門の価格競争力の改善が期待できる一方、国内のインフレに拍車がかかるリスクは無視できない。加えて、国内銀行の資金不足状態がさらに深刻化すれば、貸出の抑制を招くことになろう。今後も資金フローの動向には留意を要する。

ロシアの実質GDP成長率は、2012年が前年比3.6%、2013年が同3.6%と予想する。

(注1) 過去半年の間にロシア議会では国家反逆罪、違法行為とされている神への冒瀆行為などを拡大解釈する法律や、インターネット上の事実上の検閲を行う法律を成立させている。

(注2) プーチン大統領は世銀のビジネス環境ランキングで2010-11年に120位(183カ国中)であったロシアの投資環境を2015年には同ランキング50位、2018年には20位に引き上げるを目標を掲げている。

(2) チェコ

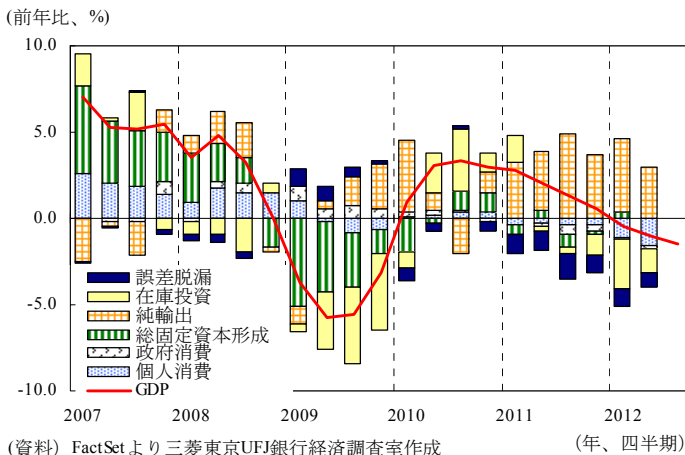
①景気の現状

財政緊縮の影響による内需の冷え込みが続く

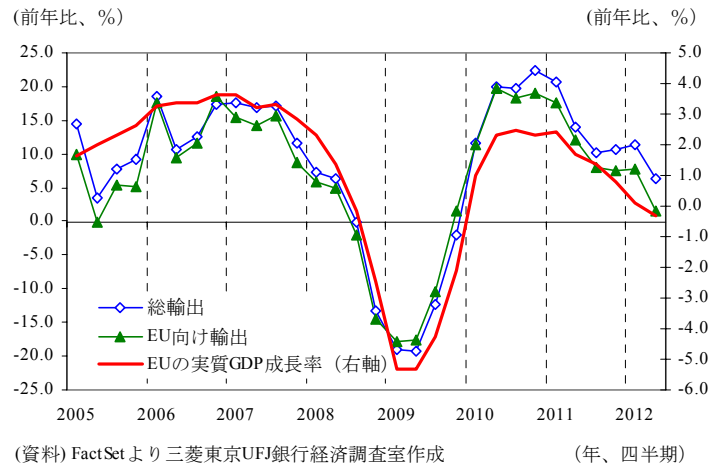
チェコ経済は、内需の冷え込みにこれまで成長を下支えしてきた外需の鈍化が加わったことなどから景気後退長期化への懸念が強まっている（第7、8図）。7-9月期の実質GDP成長率は前年比▲1.5%と、3四半期連続でマイナスとなった。

足元の景気後退の主因は、厳しい財政緊縮策の実施にある。同国は、2009年の景気後退時に財政赤字規模が対GDP比5.8%まで拡大、同年12月にEUから財政赤字超過国とされ、2013年までに財政赤字を同3%以下に抑えるよう求められた。これを受け、政府は公務員賃金の削減をはじめ、所得税控除枠の縮小、更には一部VAT税率の引き上げといった増税を実施、2011年の財政赤字規模を同3.3%まで縮小させることに成功した。しかし、その代償として、同国の成長率は2012年に入ってから、個人消費の減少加速を主因にマイナスに陥っている。増税によるインフレ率の高止まりから実質賃金上昇率は低迷し、失業率も高止まるなど、個人消費を取り巻く環境は、厳しい状況が続いている。

第7図：実質GDP成長率



第8図：輸出とEUの成長率



②見通し

財政緊縮の継続に西欧景気低迷の影響が加わり、強まる景気後退長期化への懸念

これまで唯一、成長に対してプラスに寄与してきた外需の勢いは、主要輸出先であるドイツをはじめとするEU諸国の景気低迷を背景に予想以上のペースで鈍化している。欧州債務問題に収束の兆しはみられず、財政支出削減のプレッシャーに晒されているEU各国の景気が近い将来好転する可能性も低い。これを受け、チェコの鉱工業新規受注は年初をピークに内外ともに急速に低下している（第9図）。足元で進む鉱工業生産の減少を背景に雇用情勢などに対する消費者の懸念は根強く、消費の冷え込みが今後も続く可能性を示唆している。

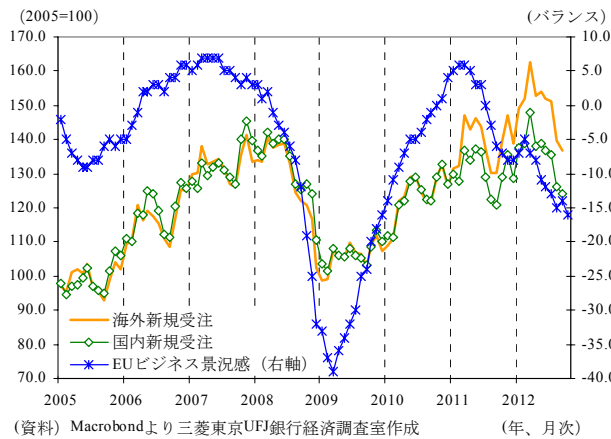
成長率は2012年は▲1.0%、2013年は、翌年の総選挙を踏まえた財政緩和策により0.8%への回復を予想

内需の落ち込みに外需の鈍化が加わり景気後退長期化へのリスクが高まっているにもかかわらず、政府は今年の財政赤字目標値を対GDP比3.2%、2013年は同2.9%とし、財政緊縮策を維持する姿勢を崩していない（第2表）。現在、政府が議会に提出している税制改革案では、2013年1月からのVAT税率の引き上げ（軽減税率：14%→15%、標準税率：20%→21%）、高額所得者に対する増税や不動産売却税の導入などが盛り込まれている。すでに議会で承認が得られている各種の改革についても、年金支給額の物価連動制緩和や失業手当の受給条件の厳格化など、消費を更に落ち込ませる内容となっている（第3表）。

一方、厳しい財政削減策を実施してきた現政権に対する国民の反発は強く、最近の地方選挙や上院選挙では、財政緩和を求める野党社会民主党などの勢力が盛り返しており、これまでの財政緊縮姿勢がどこまで維持されるか不透明になってきている。足元にかけて、長期金利やCDSスプレッドの低下がみられるなか（第10図）、2014年の5月から6月に予定されている総選挙に向け、政府が財政緊縮姿勢の緩和を模索する可能性は十分あろう。

これらを踏まえて、2012年のチェコの実質GDP成長率は前年比▲1.0%、2013年の成長率は、前年比0.8%と予想する。

第9図：新規受注指数とEUビジネス景況感



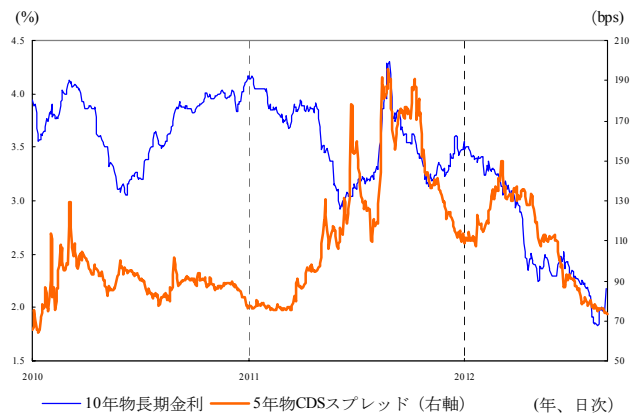
第2表：政府財政削減計画

	(10億コルナ)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
一般政府財政収支		-86	-218	-183	-125	-124	-114
	対GDP比(%)	-2.2	-5.8	-4.8	-3.3	-3.2	-2.9
金利支払い		1.0	1.3	1.4	1.4	1.5	-
	対GDP比(%)	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5	-
基礎的財政収支		-1.2	-4.6	-3.5	-1.9	-1.8	-
	対GDP比(%)	-1.2	-4.6	-3.5	-1.9	-1.8	-
一般政府債務残高		28.7	34.4	38.1	41.2	45.5	-
	対GDP比(%)	28.7	34.4	38.1	41.2	45.5	-

(資料) チェコ財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

チェコ政府見通し

第10図：長期金利とCDSスプレッド



第3表：2013年財政緊縮策（政府案）

歳入増加手段	歳出削減手段
・ VAT、物品税比率の引き上げ (対GDP比0.5%相当)	・ 年金支給の物価連動制の緩和 (対GDP比0.3%相当)
・ 所得税率の変更 (対GDP比0.2%相当)	・ 中央政府での運営コストの削減 (対GDP比0.3%相当)
・ 不動産売却税など (対GDP比0.2%相当)	・ 公的調達合理化 (対GDP比0.1%相当)
・ 民間年金制度導入 (対GDP比0.5%相当)	・ 失業手当受給条件の厳格化

(注) 網掛け部分は議会承認済

(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) ハンガリー

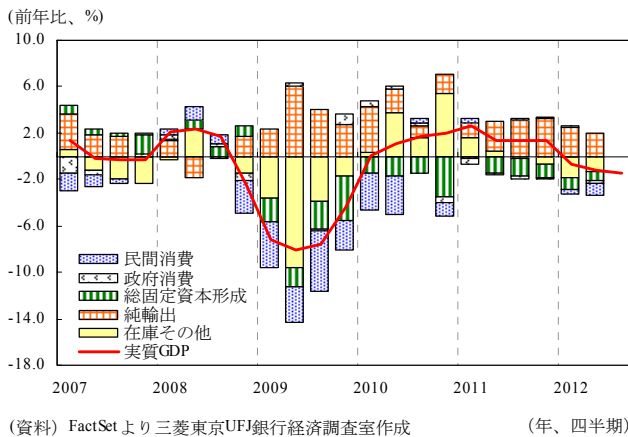
①景気の現状

成長のけん引役である輸出の勢い鈍化からマイナス成長に

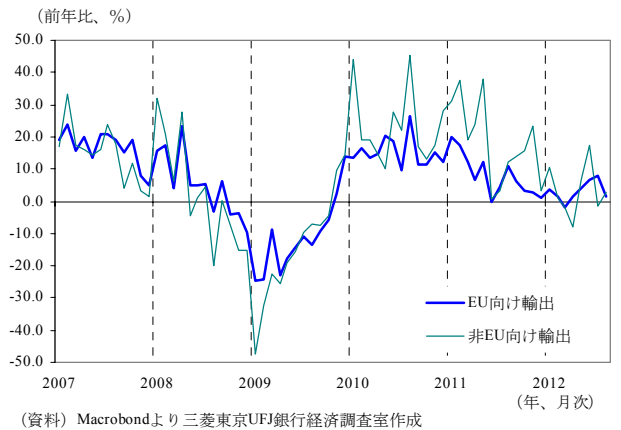
ハンガリー経済は、個人消費の低迷や投資の縮小といった内需の落ち込みを輸出が補うことでかろうじてプラス成長を維持してきた。しかし、EU向けを中心に輸出の勢いが鈍化するとともに、昨年半ば以降、内需の冷え込みが一段と深刻化しており 2012 年に入ってからにはマイナス成長に陥っている（第 11、12 図）。

重い債務負担を抱える家計のバランスシート調整が続いているほか、VAT 税率引き上げ、通信会社や銀行などへの特別税の導入、食料品価格の上昇を背景にインフレが加速し、実質賃金上昇率はマイナス推移が続いている（第 13 図）。加えて、失業率も依然高水準にあるなど、個人消費の早期回復を望むことは難しい環境が続いている。銀行部門は、重い税負担や不良債権増加に伴う貸倒引当金の積み上げの必要性から利益率が低下するなか、貸出抑制姿勢を厳格化させており、景気後退が更に深刻化するリスクが懸念される（第 14 図）。

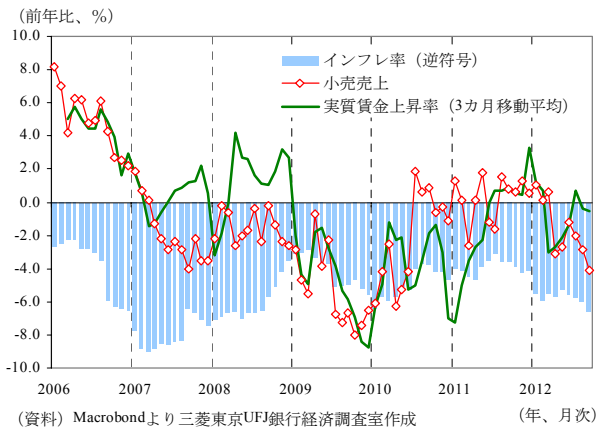
第 11 図：実質 GDP 成長率



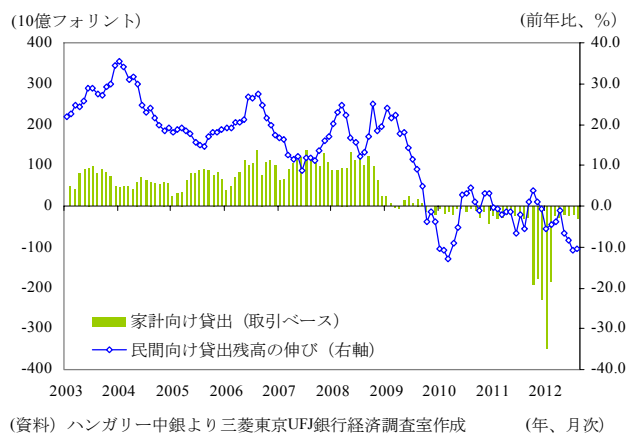
第 12 図：EU 向けと非 EU 向け輸出



第 13 図：実質賃金と小売売上



第 14 図：民間向け銀行貸出



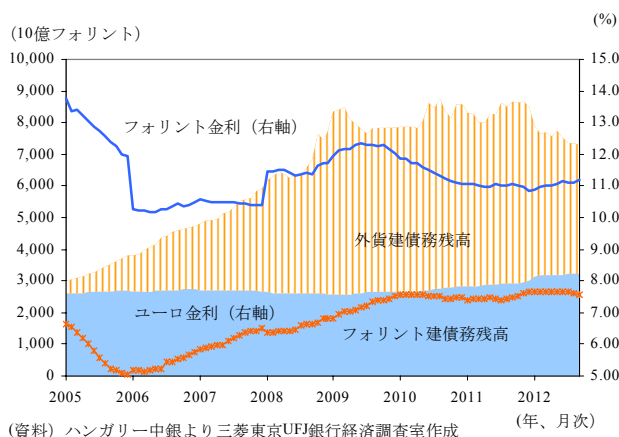
②見通し

銀行の貸出抑制が個人消費及び企業投資を抑制

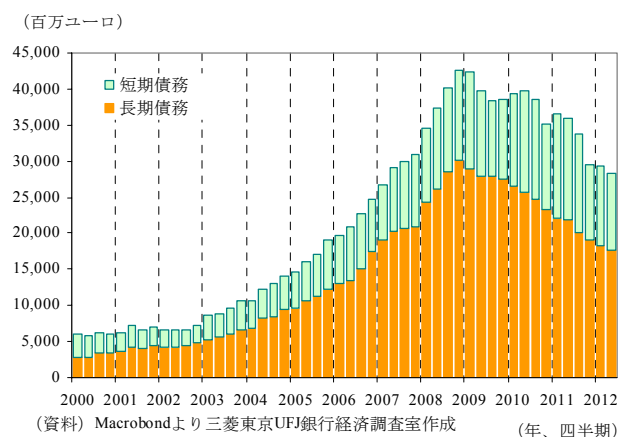
ハンガリー景気は、外需の失速と内需の冷え込み長期化から引き続きマイナス成長となろう。家計のバランスシート調整は、消費者マインドの低迷を背景に当面続くとみられる。また、景気後退に伴う不良債権比率の上昇や貸倒引当増加への懸念などから銀行側の貸出基準厳格化が進んでおり、家計向け貸出の減少とそれに伴う需要の後退はさらに長期化しよう（第15図）。なお、政府が実施を計画している新たな住宅ローン金利補助スキームは、フォリント建住宅ローン金利を足元の約13%から約9%まで引き下げるとみられており、ある程度は住宅市場の下支えとなろう。

一方、企業向け貸出については、生産縮小及び設備投資の低迷を背景に引き続き減少傾向が続くとみられる。また、欧州景気の低迷長期化からハンガリーの銀行の親会社である西欧金融機関のバランスシートが更に悪化し、クロスカントリーでのデレバレッジがさらに進むリスクにも注意が必要である（第16図）。

第15図：家計への貸出残高と金利



第16図：金融機関による対外債務残高



追加財政緊縮策実施も内需低迷長期化の一因に

財政赤字超過国としてEUの監督下に置かれているハンガリー政府は、今年以降、財政赤字規模を対GDP比3%以下に抑えることを求められている。景気後退にもかかわらず、政府は赤字削減目標達成（2012年、2013年とも対GDP比2.7%）に向けて、財政緊縮方針を堅持しており、2013年に追加的な支出削減と増税を予定している。特に、半減を予定していた銀行税の現状維持をはじめ金融取引税の引き上げ（0.1%→0.2%）、電力、水道、ガス及び通信といった公益事業への課税などが盛り込まれており、これらはすでに冷え込んでいる消費を更に押し下げよう。外需についても、西欧の景気が急速に好転する可能性は低いことなどを考慮すると弱含みが予想される。これらを踏まえると、今年の実質GDP成長率は前年比▲1.6%、2013年は同0.5%にとどまろう。

(4) ポーランド

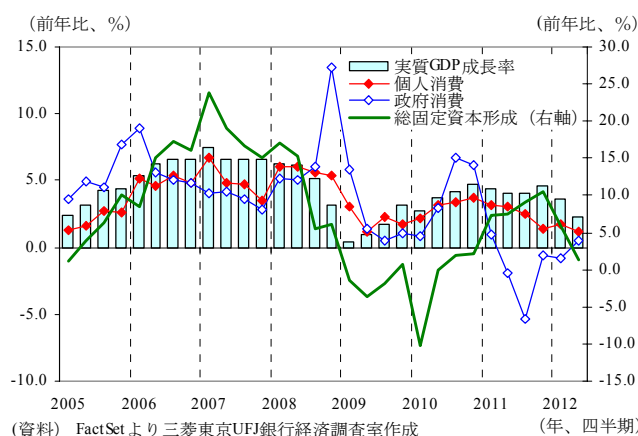
①景気の現状

内需、外需の勢いはいずれも鈍化

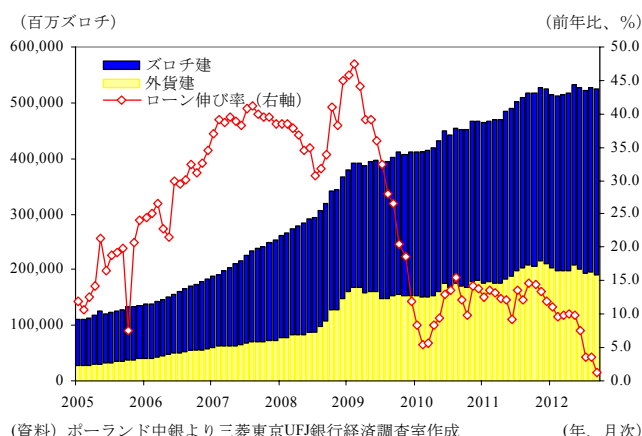
内需・外需がともにバランスよく成長を支え、昨年までは前年比4%を超える成長率を維持してきたポーランド経済は、個人消費の鈍化及び総固定資本形成の失速から予想以上のペースで減速している（第17図）。個人消費鈍化の背景には、賃金の伸び悩みや失業率の高止まりなどがある。加えて、家計向け貸出の頭打ちも個人消費減速の一因である（第18図）。

一方、EU諸国の景気低迷、特にこれまで堅調に推移してきたドイツ景気に陰りが見え始めるなか、今年に入り減速傾向にあった鉱工業生産は、足元9月に大幅なマイナスに転じた。サッカー欧州選手権（6月開催）を背景とした建設投資ブームの収束も企業活動の鈍化をより深める要因となっている。

第17図：実質GDP成長率と主な需要項目の伸び率



第18図：家計向け銀行貸出



②見通し

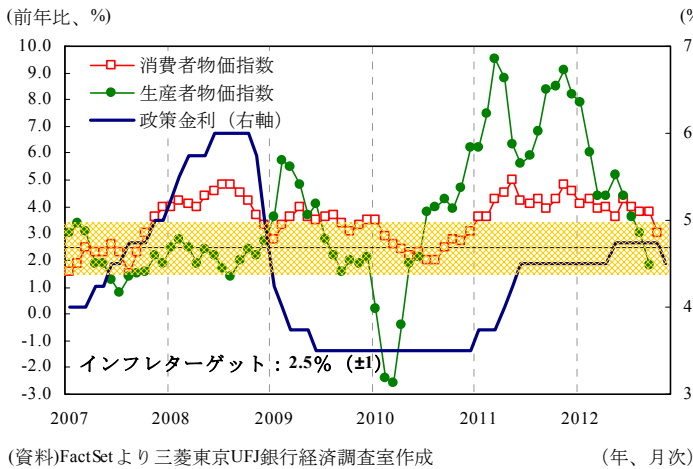
内外需の鈍化から景気減速が進む見込み

金融緩和による景気刺激期待

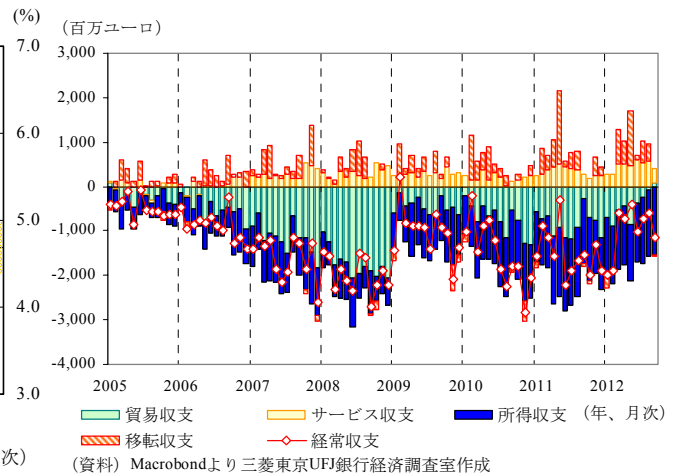
2012年後半以降のポーランド経済は、EU諸国の景気低迷、特に主要輸出先であるドイツの需要鈍化、国内ではサッカー欧州選手権後のインフラ投資の縮小や雇用情勢悪化及び家計向け貸出鈍化などから内外需ともに一段の減速が予想される。ただし、景気の急減速と6月以降進んだズロチ高にも助けられインフレ圧力が後退したことで11月には政策金利が引き下げられたほか、追加金融緩和の可能性も示唆されている。足元の政策金利水準は4.50%と依然利下げの余地があり、金融緩和が景気を刺激できる可能性は十分に残っている（第19図）。

一方、内需鈍化から貿易赤字が縮小し、経常赤字も縮小傾向を示すなど国際収支上の不均衡の調整が進んでいる（第20図）。これは、投資家のリスク警戒感緩和の一助となり、ズロチ相場の安定に寄与しよう。ポーランドの家計及び政府債務残高に占める外貨建債務の割合は、ハンガリーほどではないものの決して低くなく、ズロチ安が家計や財政の圧迫要因となるリスクは常に存在している。ズロチ相場の安定維持は、内需がさらなる下ぶれを回避しうるか否かのメルクマールのひとつである。

第 19 図：インフレ率と政策金利



第 20 図：経常収支



今後も原則としては財政赤字削減姿勢を維持するも、景気刺激策の実施も視野に

財政については、財政赤字超過国として EU の監督下に置かれるポーランドは、今年の財政赤字を対 GDP 比 3%以下に抑えることを目標に掲げていたが（政府目標値は同 2.9%）、予想を上回る景気減速から今年目標達成は厳しくなっている。ただし、政府は 2013 年には財政赤字を同 3%以下に抑えとし、原則として財政緊縮姿勢を維持する立場をとっている。その背景には、ポーランド憲法において、政府債務残高の対 GDP 比が 55%を上回ると、自動的に予算の執行に厳しい制約が課されることになっており、2011 年の財政債務規模が 55%にかなり接近した水準であったことを考慮すると、財政緊縮姿勢を維持せざるをえないという事情がある。

ただし、急速に鈍化する景気を前に政府は 2013 年以降の成長促進策として、政府が保有する国営企業株を用いて、国立商業銀行（BGK）の増資を行った上で、BGK が市場から資金を調達（3 年間で 400 億ズロチ）し、成長戦略上の重点投資（道路建設や老朽化した発電所の近代化など）に振り向けるスキームを 10 月に発表した。本スキームは、直接的には政府債務を増加させない、財政上ニュートラルな仕組みと位置付けられているが、BGK の資金調達に政府保証を付与することによる潜在的な債務増加リスクには留意しておく必要がある。

これらを踏まえ、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 2.5%、2013 年は同 2.2%と潜在成長率（3%）は下回るものの、プラス成長を維持できると予想する。

(ロンドン駐在 石原 尚子)

Ⅷ. 原油価格

～世界経済先行き不安が、原油価格の上値を抑制～

1. 価格動向

欧米の財政不安を受けて軟調推移

原油価格（WTI 期近物）は欧米の財政問題に対する根強い懸念を背景に、9 月半ば以降、軟調に推移している（第 1 図）。

9 月 13 日の米国の追加金融緩和決定後は、需要増加期待の高まりから原油価格は 99 ドル台に上昇した。その後、世界経済の先行き懸念、中東情勢緊迫化による供給不安など強弱両方の材料が意識される中、原油価格は 92 ドル近辺で推移したが、10 月下旬には 85 ドル台にレンジを切り下げた。10 月末に米東海岸のハリケーン「サンディ」襲来を受けて供給懸念が高まったが、経済活動の停滞が不安視されたことから、価格上昇は限定的だった。11 月に入り、米国の財政問題の行方が注目される中、原油価格は概ね 85 ドル近辺で推移している。

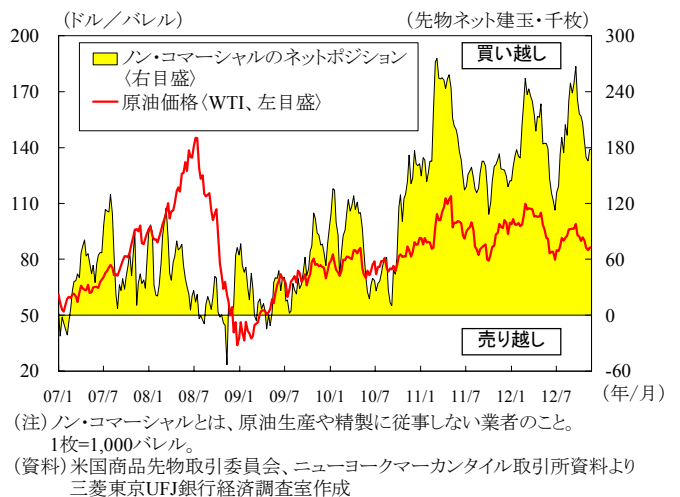
投機筋の買い越し額は 7 週連続減少

原油先物市場における投機筋の買い越し額をみると、世界経済先行き懸念等から投資家のリスク回避姿勢が強まり、9 月下旬から 7 週連続で減少が続いたが、11 月半ばに増加に転じている（第 2 図）。

第1図：原油価格(WTI期近物)の推移(2012年)



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

7～9 月期は供給超過

7～9 月期の世界の原油需給は引き続き供給超過（＝在庫積み増し）となったが、超過幅は前期から縮小した（第 3 図）。先進国と新興国の需要が増加した一方、供給は石油輸出国機構（OPEC）、非 OPEC ともにほぼ横這いだったためである。

世界の原油需要は 2013 年も小幅増加にとどまる見込み

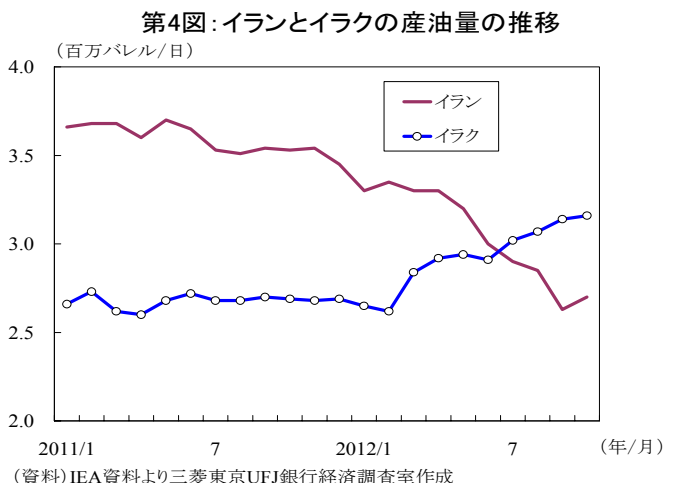
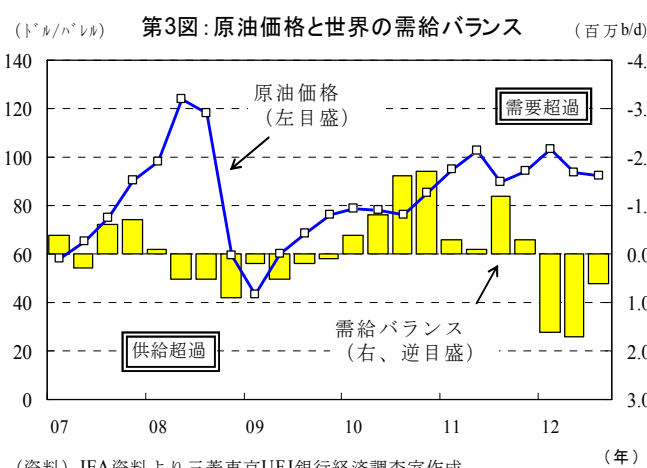
国際エネルギー機関（IEA）によれば、2012 年は日本の火力発電用需要が増加するが、欧米景気の弱さやアジア諸国の景気減速を受けて、世界の原油需要は前年比+0.8%と昨年（同+1.0%）を下回る伸びが見込まれている。2013 年については、世界景気は緩やかな回復傾向を辿ると見込まれるが、日本の原油需要が前年の反動からマイナスの伸びとなり、引き続き欧州景気も低迷することから、世界の原油需要の伸びは前年と同程度にとどまるとみられている。

イラクとイランの産油量が逆転

供給についてみると、OPEC 全体の産油量は 5 月以降減少傾向にあるが、イランの産油量は欧米による経済制裁強化の影響から減少している一方、イラクの産油量はペルシャ湾岸の輸出拠点新設によって大幅に増加しており、7 月にはイランを上回った（第 4 図）。1 月以降のイラクの増産分が、イラン減産分の 85%をカバーした格好となっている。イラン減産分を補うべく増産してきたサウジアラビアは 8 月に減産に転じているが、高い生産水準を維持している。

中期的に、産油国としての米国とイラクの存在感高まる見通し

イラクの生産拡大は、足元のイラン減産分を相殺する役割だけでなく、中期的にも原油供給国として存在感を高めるものとして注目されている。また、非 OPEC では、米国におけるシェールオイル生産増加が注目されている。IEA は 11 月発表の「世界エネルギー見通し 2012」において、米国は 2020 年代半ばまでに世界最大の産油国に、イラクは 2030 年代までにサウジアラビアに次ぐ世界第 2 位の原油輸出国になるとの見通しを示している。



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

2013年の世界景気の回復ペースは緩やかなものにとどまると見込まれるが、欧州債務問題に加えて、米国の財政問題や中国の景気減速に対する懸念が高まっている。当面、世界景気先行き不安は払拭されず、原油価格の上値を抑制するだろう。

他方、OPECの生産量は小幅減少しているものの、生産目標の日量3,000万バレルを依然上回っている。足元の世界の原油需要は弱いことから、供給不足感はない。しかしながら、イランやイスラエル等の中東諸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96ドルと緩やかな上昇基調を辿るとみられる。

将来的には、米国とイラクの生産拡大により需給構造が変化する可能性

昨今の原油市場では、米国のシェールオイル生産拡大やイラクの生産回復といった供給力拡大の動きが注目されている。将来的には、米国とイラクはサウジアラビアに匹敵する産油国となり、世界の原油需給構造が大きく変化する可能性があるだろう。

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
12/1Q	103.0	8.9%
12/2Q	93.4	▲8.8%
12/3Q	92.2	3.0%
12/4Q	89	▲5.4%
13/1Q	91	▲11.7%
13/2Q	93	▲0.4%
13/3Q	96	4.1%
13/4Q	96	7.9%
2011年	95.1	19.5%
2012年	94	▲0.8%
2013年	94	▲0.4%

見通し

(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)	▲0.7 (▲0.0)	1.8 (1.0)	0.5 (0.9)	▲0.3 (0.0)	▲0.1 (▲0.1)	0.0 (0.2)	1,198 (964)	565 (415)	504 (610)
米国	1.8	2.2	2.3	3.2	2.0	1.9	▲ 4,659	▲ 4,742	▲ 4,751
ユーロ圏	1.4	▲0.4	▲0.0	2.7	2.5	1.8	▲ 45	108	128
ドイツ	3.0	0.8	0.9	2.3	2.0	1.8	2,054	1,986	1,792
フランス	1.7	0.1	0.5	2.1	2.1	1.6	▲ 620	▲ 559	▲ 448
イタリア	0.4	▲2.2	▲0.7	2.9	3.0	2.0	▲ 701	▲ 301	▲ 256
英国	0.9	▲0.0	0.1	4.5	2.7	2.3	▲ 465	▲ 863	▲ 650
アジア11カ国・地域	7.4	6.2	6.6	5.5	3.6	3.8	3,116	2,907	2,773
中国	9.3	7.7	7.9	5.4	2.7	3.3	2,017	2,183	1,989
NIEs	4.0	1.8	3.1	3.7	2.7	2.6	1,413	1,292	1,313
ASEAN4カ国	4.6	5.8	5.6	4.6	3.5	3.9	465	165	279
インド	6.5	5.7	6.4	8.4	8.5	7.0	▲ 782	▲ 724	▲ 792
オーストラリア	2.1	3.3	2.8	3.4	1.8	2.8	▲ 335	▲ 547	▲ 687
中南米	4.1	2.7	3.5	6.8	6.0	6.3	▲ 533	▲ 514	▲ 500
ブラジル	2.7	1.4	3.4	6.6	5.3	5.5	▲ 525	▲ 490	▲ 560
ロシア・中東欧	3.9	2.7	2.9	6.8	5.7	5.2	594	513	307
ロシア	4.3	3.6	3.6	8.5	6.7	6.5	988	850	530

(注) 2011年は実績値、2012、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、ヴェネズエラの7カ国。
- ・「ロシア・中東欧」は、ロシア、ポーランド、チェコ、ハンガリーの4カ国。

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 伊達)

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

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。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。