

# 内外経済の見通し

## 世界経済見通し概要

～全世界的な金融緩和に支えられ回復基調を維持するが、成長ペースはごく緩やか～

## 日 本

～新政権の経済政策を起点に、経済の好循環を取り戻していく見通し～

## 米 国

～景気回復基調のなか、財政再建からの下押し圧力が緩和して  
成長ペースも幾分高めに～

## 西 欧

～成長促進に目配りも、回復ペースは緩やか～

## ア ジ ア

～輸出の軟調を受け景気は足踏み～

## オーストラリア

～政府は歳出抑制を継続、景気下支えは金融政策頼みに～

## 中南米

～緩慢な回復とインフレが続くブラジル、先行きの不安高まるアルゼンチン、  
構造改革が好感されるメキシコ～

## ロシア・中東欧

～各国とも内需の抑制要因を抱えるなか外需も総じて弱く、景気低迷は当面継続～

## 原油価格

～横這い圏内で推移する見込み～

## 世界経済見通し概要

### 全世界的な金融緩和に支えられ回復基調を維持するが、成長ペースはごく緩やか

世界経済は、全世界的な金融緩和の下支えもあり、全体として回復基調にあるが、各地域それぞれに抱える課題は重く、今後の成長ペースはごく緩やかにとどまる見通しである。

米国経済は、住宅市場正常化をはじめとした構造調整の進展や、シェール革命によるエネルギー価格抑制等を背景に、景気回復の足取りが確かさを増しつつある。ただ一方で、中長期的な財政再建は成長の大きな重石となり続け、また米国にとっての外需環境の弱さも残ることから、従来 of 景気回復局面でみられたような力強い成長率の改善までは見込みづらい情勢である。また、失業率の改善こそ比較的順調であるものの、労働市場全体の改善が緩やかにとどまっている点も気懸かりである。

欧州経済は、ECBによる国債購入プログラム（OMT）導入を受けて、国債利回りの低下を中心に金融市場の緊張が大幅に緩和したものの、実体経済はその間にもジリジリと悪化を続けており、景気は引き続き後退局面にある。今後についても、財政緊縮の中長期にわたる継続や、欧州銀行の体力回復の遅れなどを背景に、様々な経路から景気が下押される状況は続き、当面、低調から脱することは難しい情勢である。

アジア経済は、年明け以降、輸出の軟化を受け、景気は足踏み状態に転じている。ASEAN 経済が消費を中心に底堅さを維持しているものの、域内 GDP の 6 割弱を占める中国経済が、高度成長期から安定成長期への移行を視野に、潜在成長率を切り下げてきていることから、今後のアジア経済全体の成長率改善もごく緩やかなものにとどまる見通しである。また、国内に構造問題を抱えるインド・ベトナムの景気回復が遅れている点にも留意が必要である。

こうしたなか、わが国経済は、新政権の経済政策いわゆるアベノミクスと、日銀による量的・質的金融緩和を受けて、経済の状況が急速に好転しつつある。金融市場では大幅な円安と株高が進展し、また各種調査にみる企業や家計の景況感も大きく改善した。足元では、輸出と個人消費を中心に実体経済面にもいよいよ動意が見られ始めている。先行きについても、景気はこのまま回復基調を固めていく公算が高い。「第1の矢」である金融緩和の強化と、これから本格化が見込まれる「第2の矢」である緊急経済対策に基づく公共工事の執行が2013年度の成長率に与えるポジティブ・インパクトは合わせて+2%弱に達すると試算され、同年度の実質 GDP 成長率を2%台半ばまで押し上げる見通しである。さらに、2014年度までを展望すると、「第3の矢」である成長戦略の効果が、民間設備投資を促すなどの形で、徐々に顕在化し始めてくることが期待される。前年度中に発現した政策効果の一巡・反動や消費税増税の影響などによる成長率押し下げ効果を勘案しても、1%台前半の実質 GDP 成長率を確保できるものと見込まれる。

（経済調査室長 松宮 基夫）

## I. 日本

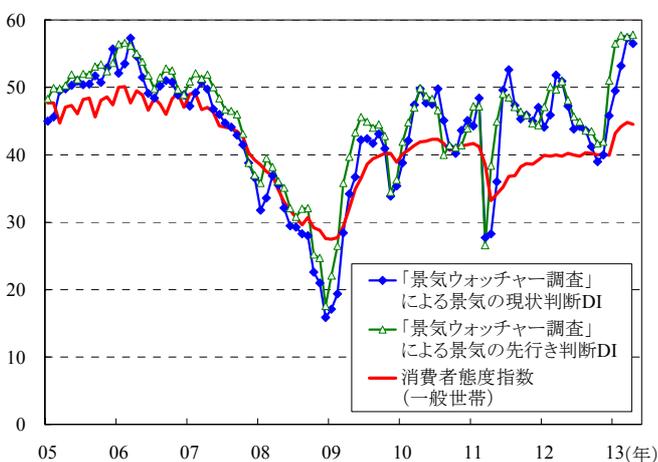
### ～新政権の経済政策を起点に、経済の好循環を取り戻していく見通し～

#### 1. 日本経済の概況

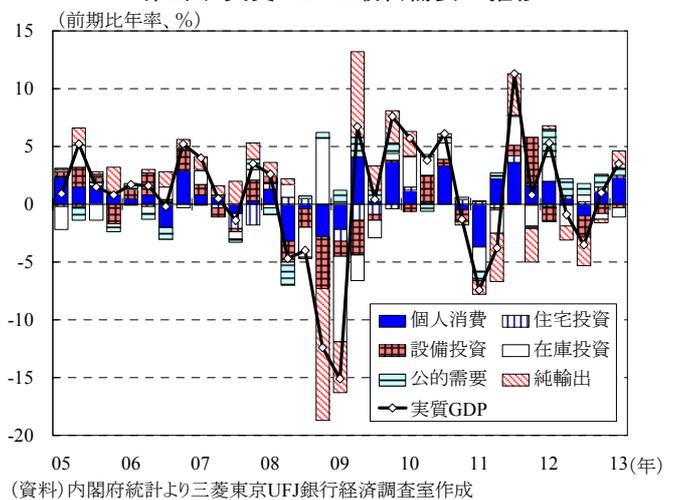
新政権の政策効果が着実に顕在化し、1-3月期の成長率は加速

日本経済では、回復の動きが各所で鮮明化してきており、国内外からの先行き期待感もいつになく高まっている。最大の要因は、新政権の強いリーダーシップの下、景気刺激的な経済政策が次々と実行に移されていることである。そして、その効果は金融市場、企業や家計など各経済主体のマインド面、実体経済へと着実に浸透してきている。為替市場では、対ドルで100円の大台を突破して円安が進み、主な貿易相手国通貨（計43通貨）をインフレ率の差を調整した上で加重平均した円の実質実効為替レートは過去半年間に20%超低下し、4月には1985年以降での最低となった。株価も急ピッチで上昇し続けており、東証株式時価総額は4月末の段階で昨年10月末対比+150兆円も膨らんだ。また、「景気ウォッチャー調査」による現状と先行きの判断DIや消費者態度指数はリーマン・ショック後の最高レベルに達し、景況感の急速な改善を指し示している（第1図）。こうした一次的な効果に続いて、実体経済面でも動意が見られ始めている。直近1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.5%と、昨年10-12月期の同+1.0%をはっきりと上回った（第2図）。なかでも輸出と個人消費の伸びが顕著であったが、ここからは円安や株高、景況感の上昇が実体的な影響を及ぼし始めた様子が窺われる。片や、設備投資は5四半期連続の前期比マイナス、公共投資は大幅な鈍化となった。もっとも、月次指標を確認してみると、設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は2月と3月に大きく増加し、公共工事請負額も4月には昨年5月以来の高い伸びを記録している。総じて、景気の足腰が強まっていることは間違いない。

第1図：企業と家計の景況感指標の推移



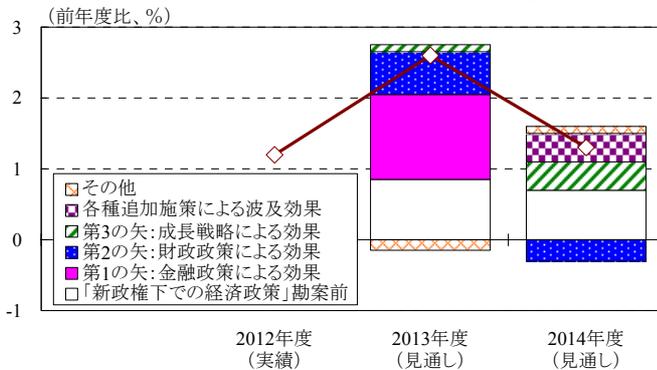
第2図：実質GDPと最終需要の推移



当面は金融・財政政策の支えで景気回復、徐々に成長戦略を足掛りとして自律的成長へ

先行きを展望すると、景気は回復基調を維持し続けていく公算が高そうだ。2013年度には、安倍政権の経済政策で“第1の矢”と位置付けられている金融緩和の強化に伴う円安や株高、これから本格化が見込まれる“第2の矢”＝緊急経済対策に基づく公共工事の執行により、内需と外需の両面から回復の度が増していく見通しである。今年度の実質GDP成長率は、2014年4月に予定される消費税率引き上げ前の駆け込み需要なども加わって、前年度比+2%台後半にまで高まると予想される（第3図）。2014年度に関しては、“第3の矢”である成長戦略の効果が、民間設備投資を促すなどの形で徐々に始まってくると見込んでいる。5月17日に発表の「成長戦略第2弾」では、「設備投資を2015年度までに1割増」との目標が示されたところ（第1表）。あわせて金融緩和状態も保たれる結果、消費税率引き上げや財政政策の効果剥落といった悪影響を吸収しながら、成長が継続していく見通しだ。こうした成長の果実は、企業収益、家計所得を通じて分配され、日本経済の好循環を促進すると想定し得る。物価についても、緩やかながら上昇方向になるものと予想している。一方、リスクシナリオとしては、日本経済の根本的な底上げが進まず、国内外からの期待が剥落。それを補うべく金融政策や財政政策への依存が一段と強まり、金融資産バブルの醸成、財政規律の喪失につながる場合などである。

第3図：実質GDP成長率の推移見通し



(注) 1. 『「新政権下での経済政策」勘案前』は、消費税率引き上げの影響を含む。  
 2. 『金融政策による効果』は、円安に因る「純輸出の改善」、「輸出増等からの波及効果」、「株価上昇を通じた資産効果」。  
 3. 『その他』は、海外経済の変動や景気拡大に伴う在庫変動に因るもの等。  
 (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1表：成長戦略第2弾に盛り込まれた主な数値目標

	現状		目標	目標達成の目途
設備投資	63兆円	⇒	70兆円	2015年度
インフラ輸出	10兆円	⇒	30兆円	2020年
農産物・食品輸出	4,500億円	⇒	1兆円	2020年
「六次産業化」市場	1兆円	⇒	10兆円	2023年
訪日外国人旅行者数	800万人	⇒	2,000万人	—

(資料) 首相官邸資料より三菱東京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

円安効果の本格化により輸出の回復ピッチは加速へ

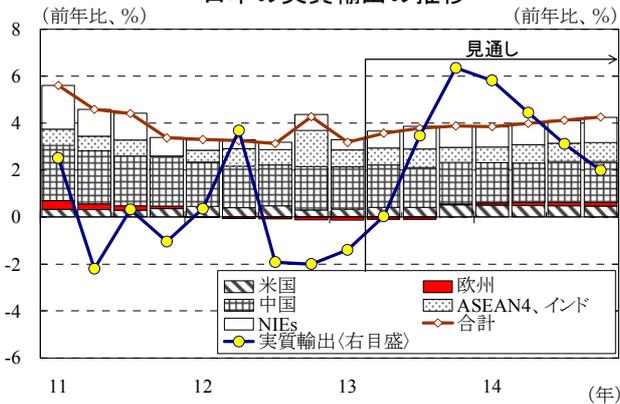
輸出は、急速に進んだ円安を受け、底打ちから反転の動きを見せ始めています。輸出数量で見ると、3月（前月比+2.3%）、4月（同+2.5%）に続けて増加した。先行きについても、海外経済の緩やかな持ち直しが想定されるなか、円安による押し上げ効果が本格化することで、輸出は回復の度を強めていく公算が高い（第4図）。また、生産は1-3月期に4四半期ぶり

の増加となったが、今後も輸出の回復や個人消費を中心とした国内需要の持ち直し、在庫調整の一巡などを背景に増加基調を維持する見通しである。

**企業収益が増加するなか、成長戦略の本格化や実質金利の低下などが設備投資を喚起**

実質設備投資は1-3月期に前期比年率▲2.6%と、5四半期連続で減少した。設備投資に対する企業の慎重姿勢が続いていることを窺わせる結果であるが、減少幅は昨年10-12月期の同▲5.9%から縮小。先行指標とされる機械受注も前述した通り、2月（船舶・電力を除く民需で前月比+4.2%）と3月（同+14.2%）に急増している。また、2013年3月期決算における企業収益は円安の追い風を受けた製造業を中心に大幅な増加となり、今期についても更なる増益予想が示されている。この先、成長戦略に伴う政策的サポートや期待成長率の持ち上がり、名目金利よりも物価の上昇ペースが上回ることに因る“実質”金利の低下なども予想され、設備投資は着実に回復へ向かう見通しだ（第5図）。

**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成長率を名目輸出ウェイト(通関ベース)で加重平均したもの。  
(資料)内閣府、財務省、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**第5図：実質設備投資と資金調達金利の推移**



(注)1.『実質金利』は、「新規貸出約定平均金利」と「国内需要デフレーターの前期比変化率」(消費税率引き上げの影響を除く)の差で、4四半期平均値。  
2. 網掛け部分は、景気後退期間。  
(資料)内閣府、日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**(2) 家計部門**

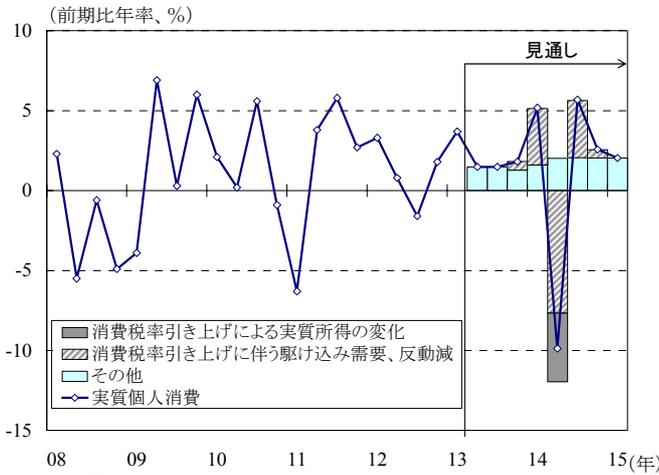
**個人消費は今後も、資産効果や所得の回復などで、堅調に推移する見通し**

実質個人消費は1-3月期に前期比年率+3.7%と、2四半期連続で増加した（第6図）。昨年終盤から続く株高に因る資産効果やマインドの改善が個人消費を押し上げている模様だ。内訳をみると、耐久財（同+13.1%）がエコカー補助金終了後にみられた自動車の反動減の一巡などから急伸したほか、被服・履物などの半耐久財（同+8.7%）への需要も膨らんだ。光熱費等を含む非耐久財（同+1.4%）や、外食、宿泊といったサービス（同+3.4%）も増加を示した。平均消費性向を年齢別に確認してみると、特に1-3月期には株式を多く保有している高齢者層での上昇が顕著であった。株高による資産効果の顕現が窺われる。こうした株高を受けての資産効果は暫く続いていくと見込まれるうえ、雇用者所得が今後徐々に回復し消費の押し上げ要因として加わってくるものと想定される。あわせて、今年度の後半には消費税率引き上げを前にした駆け込み需要が顕在化し、消費の増勢は年度末にかけて一段と強まる見通しである。

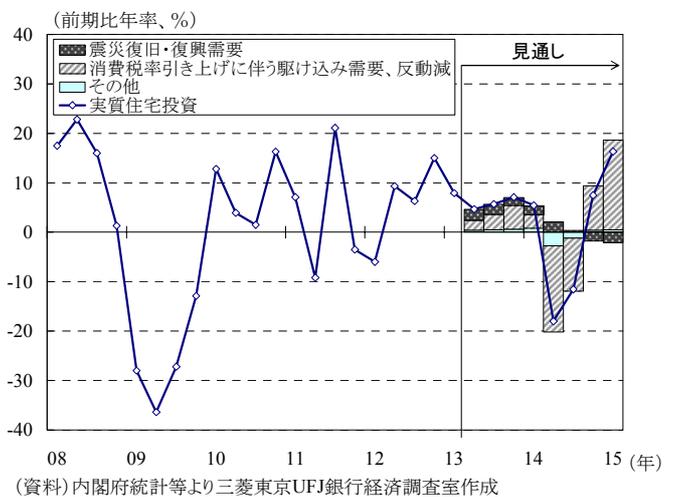
**住宅投資は引き続き堅調に推移する見通し**

実質住宅投資は 2012 年度中、急ピッチで伸びてきたが、1-3 月期にも前期比年率+7.9%と増加を続けた（第 7 図）。一昨年の東日本大震災に見舞われた東北地方で住宅再建の動きが続いているほか、低金利環境の継続なども住宅投資を後押ししていると推察される。先行きについても、震災復旧・復興需要の持続や雇用・所得環境の改善が住宅投資を支えていく公算が高い。加えて、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も今後さらに強まってくる見込み。もっとも、消費税率引き上げと同時に住宅ローン減税の拡充が予定されており、年収や住宅購入額などの条件によってはそれによる負担軽減額が消費税引き上げに伴う負担増額を上回る可能性がある。このため、今回の駆け込み需要は以前より限定的に止まると考えられる。

第6図: 実質個人消費の推移



第7図: 実質住宅投資の推移



**(3) 政府部門**

**公的需要は 5 四半期連続増加ながら、震災復旧・復興需要はピークアウト**

実質公的需要は 1-3 月期、GDP ベースで前期比年率+2.4%と 5 四半期続けての増加を記録した。2011 年度から 2012 年度に計上された震災復旧・復興関連予算の執行などによって公共投資が 5 四半期連続で拡大したほか、高齢化で医療費や介護費の現物給付が伸び続けている政府最終消費支出も増加した。ただし、公共投資は鈍化方向にある。昨年 1-3 月期に前期比年率+29.7%、4-6 月期には同+27.7%もあった伸び率は、7-9 月期に同+14.1%、10-12 月期に同+11.9%と段階的に低下し、直近の今年 1-3 月期は同+3.4%まで落ちている。震災復旧・復興需要はピークアウトの時期を迎えている可能性が大きい。

**代わって、大型補正予算の執行が公的需要の支えに**

今後も、震災復旧・復興に関わる需要は縮小し続け、成長率を押し下げる要因になると予想される。その一方で、2 月 26 日に成立済みの大規模な補正予算の執行が、これから本格化してくる見込みである。4 月には、公共工事請負額が前年比+28.6%もの増加を示した（第 8 図）。7 月に予定される参議院選挙や、消費税率の引き上げに向けて、執行が急がれている模様である。補正予算で 10.3 兆円が担保された緊急経済対策の実行により、震災復旧・復興需要の減退は相殺、カバーされる見通しである。

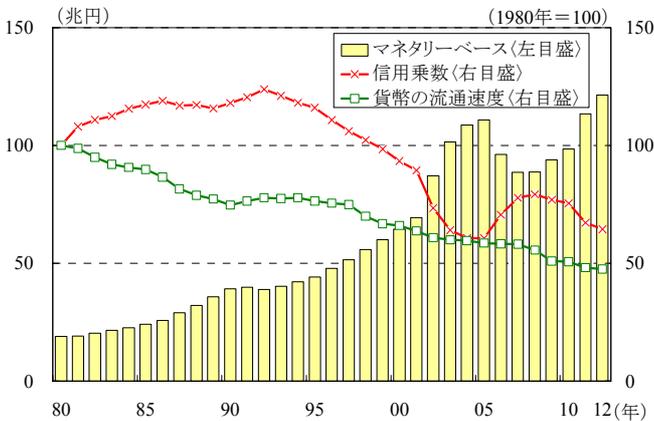


を辿っている(第10図)。とりわけマネタリーベースの急速な拡大期は、信用乗数が顕著に低下してきた点には留意が必要であろう。

**長期金利に関して  
は押し上げー押し  
下げ両方向の材料  
が拮抗**

長期金利は、日銀による「量的・質的金融緩和」導入前まで広範に低下していたが、その後は上昇に転じている。現状では、昨年11月末よりも低位にあるのは超長期の年限のみだ。また、日々の振れも拡大し、不安定な展開が継続している。もともと、引き続き低水準との評価は変わらない。この先に関しては、10年物国債利回りで1%前後(2013年度、14年度の平均値)までの緩やかな上昇を予想している。成長率やインフレ率といったファンダメンタルズの回復、米国金利の上昇などが押し上げ方向に作用する一方、日銀による金融緩和、国債買入れの着実な実行、および財政収支の改善が抑制要因となる見込みである(第2表)。

第10図:マネタリーベース、信用乗数と貨幣の流通速度の推移



(注)1.『信用乗数』は、マネーサプライ(M2)を『マネタリーベース』で除したもの。  
2.『貨幣の流通速度』は、名目GDPをマネーサプライ(M2)で除したもの。  
(資料)日本銀行、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表:長期金利に影響を与える要因の整理

要因	指標	各指標の見通し	長期金利への影響方向(矢印の向き)と重要度(矢印の太さ)
ファンダメンタルズ	インフレ率	上昇	↑
	実質経済成長率	上昇	↑
財政プレミアム	財政収支	当面は悪化 →改善(消費税率引き上げ等)	↓
	国債発行残高の平均残存期間	徐々に長期化	↑
金融政策	マネタリーベース	長期国債の買入れ等で急速に拡大	↓
	日銀保有国債残高の平均残存期間	長期化	↓
	政策金利・付利金利	低水準に据え置き	↓
海外金利	米国金利	緩やかに上昇	↑
ポートフォリオ・リバランス	株価	上昇	↑
	銀行貸出	緩やかに増加	↑
	為替相場	円安が進行	↑
市場環境	市中金利のボラティリティ	徐々に低下(安定化)	↓
政策運営・金融制度	経済政策の方向性	安定政権の確立で、成長促進型の経済政策が加速	↑
	金融規制(バーゼルⅢ)	「国債など高流動性資産の一定量保有義務」導入	↓

(資料)各種資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**(2) 為替**

**新政権の発足後、ほぼ一方向的に円安が進行**

為替相場は昨年後半以降、円安基調となっており、新政権発足前後からそのペースも速まっている。足元にかけては、対ドルで100円、対ユーロでは130円を超えての円安水準にある(第11図)。また、前述した通り、実質実効レートでみた円は昨年11月から今年4月までの半年間に21%下落しており、今や1985年以降の最低水準(従前の最低値は2007年7月。第12図)。逆に、他通貨は韓国ウォンの実質実効為替レートが昨年後半から2008年以降の平均以上。ドルやユーロなども上昇傾向で、このまま急ピッチでの円安が続けば国際的な批判につながりかねない点は懸念材料である。

**円安局面は継続するも、そのスピードは徐々に低下していく見通し**

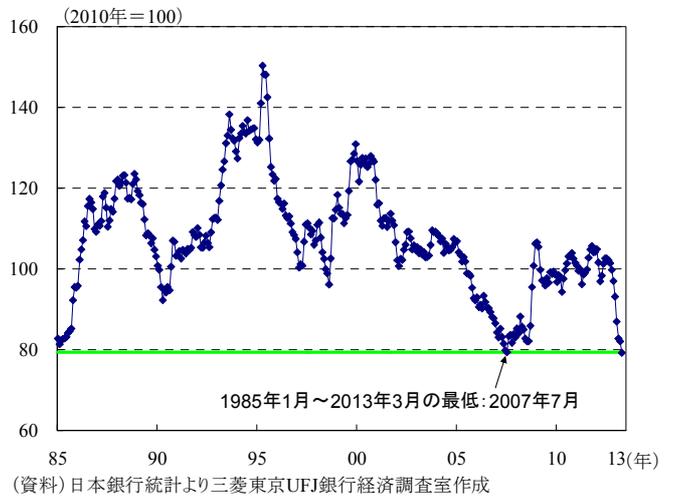
今後も当面は、日銀による「量的・質的金融緩和」を受けた日本のマネタリーベース増大や、実質長期金利差拡大(日本<米国)などの円安要因が、内外インフレ率格差(日本<米国)の残存といった円高要因に勝り、対ドルを中心に円安の流れが続く公算が高い。ただし、直近での円安加速は米国における金融緩和政策の早期解除観測などが重なったためとみら

れ、そうした見方が収束してくるにつれて、円安の進行ペースは緩やかになっていくものと予想される。

第11図:円相場の推移



第12図:円の実質実効為替レートの推移



(石丸 康宏、鶴田 零、坂東 輝昭、金堀 徹)

日本経済・金融見通し

平成25年（2013年）5月30日  
 三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
 （単位：％、10億円）

	2011				2012				2013				2014	2012年度	2013年度	2014年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済（前期比年率）																
実質GDP	▲7.4	▲3.8	11.3	0.8	5.3	▲0.9	▲3.5	1.0	3.5	2.6	3.5	4.0	4.1	1.2	2.6	1.3
個人消費	▲6.3	3.8	5.8	2.7	3.3	0.8	▲1.6	1.8	3.7	1.5	1.5	1.8	5.2	1.6	2.0	0.2
住宅投資	7.1	▲9.2	21.1	▲3.5	▲6.0	9.3	6.3	15.0	7.9	4.6	5.7	7.1	5.4	5.3	7.1	▲3.2
設備投資	1.0	▲1.3	7.1	36.2	▲9.2	▲1.1	▲12.5	▲5.9	▲2.6	3.6	6.1	7.0	7.0	▲1.5	1.4	5.7
在庫投資（寄与度）	▲2.1	▲2.0	2.5	▲1.8	2.1	▲1.8	0.6	▲0.5	▲0.8	0.2	0.1	0.3	▲0.9	▲0.1	▲0.1	0.1
公的需要	▲3.1	2.1	0.6	▲0.7	10.0	6.2	3.9	4.3	2.4	▲3.0	▲1.5	▲1.1	▲1.3	4.8	▲0.3	▲1.5
公共投資	▲17.0	3.7	▲1.6	▲8.7	29.7	27.7	14.1	11.9	3.4	▲12.1	▲4.3	▲3.9	▲5.5	15.2	▲2.7	▲8.6
純輸出（寄与度）	▲1.2	▲4.2	3.6	▲2.9	0.3	▲1.2	▲2.5	▲0.3	1.5	1.7	1.8	1.7	1.3	▲0.8	1.2	0.8
財貨・サービスの輸出	▲3.0	▲25.6	42.2	▲11.5	11.5	▲0.2	▲16.5	▲11.3	16.1	16.5	16.1	14.8	10.8	▲1.3	9.7	6.6
財貨・サービスの輸入	5.4	▲1.6	13.7	6.8	8.4	7.2	▲1.2	▲8.5	4.0	5.3	4.5	4.5	3.6	3.8	2.5	1.9
名目GDP	▲8.8	▲6.3	10.1	▲0.0	4.9	▲2.2	▲3.9	0.3	1.5	4.0	3.8	5.5	3.4	0.3	2.6	3.4
GDPデフレーター（前年比）	▲2.0	▲2.1	▲1.9	▲1.5	▲1.0	▲1.0	▲0.8	▲0.7	▲1.2	▲0.5	▲0.3	0.1	0.8	▲0.9	0.0	2.1
鉱工業生産（前期比）	▲1.5	▲4.2	5.4	0.4	1.3	▲2.0	▲4.2	▲1.9	2.2	1.6	1.8	2.1	1.8	▲3.4	4.2	2.2
国内企業物価（前年比）	0.9	1.8	2.2	1.1	0.3	▲1.1	▲2.0	▲0.9	▲0.3	0.3	1.9	2.2	2.5	▲1.1	1.7	4.9
消費者物価〈除く生鮮食品〉 （前年比）	▲0.8	▲0.3	0.2	▲0.2	0.1	0.0	▲0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.1	0.5	1.2	1.3	▲0.2	0.7	3.3
2. 国際収支																
貿易収支	826	▲1,239	▲323	▲965	▲1,069	▲1,098	▲1,651	▲1,592	▲2,526	▲2,317	▲2,050	▲1,551	▲1,432	▲6,895	▲7,350	▲4,508
経常収支	3,481	1,765	2,410	1,814	1,635	1,537	976	1,080	733	1,209	1,701	2,269	2,450	4,293	7,629	11,678
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	0.1	0.1	0.1	0.1	0-0.1	0.1	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	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
10年物国債利回り	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9	1.0
円相場（円／ドル）	82	82	78	77	79	80	79	81	92	101	105	106	106	83	105	107

見通し

（注）無担保コール翌日物は、2013年1~3月期までは誘導目標（期末値）、2013年4~6月期からは取引金利（期中平均値）。ユーロ円TIBOR、10年物国債利回り、円相場は期中平均値。

主要経済金融指標(日本)  
2013年5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)

	2011年度	2012年度	2012年		2013年		2013年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(前期比年率)	0.2	1.2	▲ 3.5 (0.3)	1.0 (0.5)	3.5 (0.2)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.2	0.2	▲ 0.5 (▲ 0.2)	0.3 (▲ 0.2)	▲ 0.4 (▲ 1.3)	1.7 (▲ 0.9)	▲ 1.6 (▲ 0.7)	0.6 (▲ 2.5)	▲ 0.3 (▲ 1.0)	
鉱工業生産指数	▲ 1.0	▲ 3.4	▲ 4.2 (▲ 4.6)	▲ 1.9 (▲ 5.9)	2.2 (▲ 7.7)	2.4 (▲ 7.9)	0.3 (▲ 5.8)	0.6 (▲ 10.5)	0.9 (▲ 6.7)	
鉱工業出荷指数	▲ 2.0	▲ 2.5	▲ 5.4 (▲ 4.5)	▲ 2.1 (▲ 6.0)	3.4 (▲ 5.9)	4.0 (▲ 7.5)	▲ 0.3 (▲ 3.9)	1.4 (▲ 8.8)	1.2 (▲ 5.0)	
製品在庫指数	9.6	▲ 4.4	0.3 (4.8)	▲ 2.5 (3.5)	▲ 2.2 (▲ 4.4)	▲ 1.2 (3.5)	▲ 0.4 (1.0)	▲ 2.0 (▲ 0.5)	0.2 (▲ 4.4)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	116.4	124.4	127.9 [116.5]	127.1 [115.0]	121.1 [113.1]	126.5 [112.7]	122.5 [113.5]	121.1 [110.4]	119.6 [115.3]	[123.2]
国内企業物価指数	1.4	▲ 1.1	▲ 0.8 (▲ 2.0)	0.0 (▲ 0.9)	0.8 (▲ 0.3)	0.4 (▲ 0.7)	0.2 (▲ 0.4)	0.5 (▲ 0.1)	0.1 (▲ 0.5)	0.3 (0.0)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲ 0.2	▲ 0.3 (▲ 0.2)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	▲ 0.3 (▲ 0.3)	0.0 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 3.9)	0.0 (▲ 0.5)	
稼働率指数 (2005年=100)	87.4	85.9	85.0 [87.5]	83.1 [89.3]	86.2 [92.1]	84.6 [89.9]	86.0 [92.8]	86.6 [91.2]	85.9 [92.4]	[91.8]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	6.2	▲ 3.0	▲ 1.3 (▲ 4.6)	▲ 0.8 (▲ 0.8)	▲ 0.0 (▲ 4.6)	▲ 1.3 (▲ 3.4)	▲ 7.5 (▲ 9.7)	4.2 (▲ 11.3)	14.2 (2.4)	
製造業	5.9	▲ 10.1	▲ 3.0 (▲ 9.5)	▲ 5.3 (▲ 11.1)	▲ 1.7 (▲ 12.1)	1.0 (▲ 9.8)	▲ 10.0 (▲ 19.0)	4.9 (▲ 18.2)	13.3 (▲ 3.9)	
非製造業 (除く船舶、電力)	6.6	2.8	▲ 0.3 (▲ 1.3)	5.6 (7.4)	▲ 3.1 (2.8)	▲ 7.8 (1.6)	▲ 4.5 (▲ 1.5)	0.3 (▲ 5.5)	14.3 (9.8)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	5.4	▲ 6.5	▲ 4.8 (▲ 5.3)	▲ 6.0 (▲ 11.4)	2.9 (▲ 9.6)	8.4 (▲ 9.9)	▲ 5.8 (▲ 9.5)	4.0 (▲ 14.9)	2.5 (▲ 5.6)	
建設受注	7.1	2.4	(6.3)	(▲ 2.7)	(1.2)	(4.8)	(▲ 3.7)	(16.3)	(▲ 3.4)	
民需	3.7	2.6	(0.9)	(3.1)	(1.2)	(2.7)	(▲ 1.1)	(18.7)	(▲ 5.1)	
官公庁	22.7	5.3	(11.7)	(▲ 7.3)	(0.2)	(21.5)	(▲ 0.9)	(11.6)	(▲ 4.8)	
公共工事請負金額	▲ 0.5	10.3	(13.3)	(17.7)	(▲ 6.0)	(15.6)	(6.7)	(▲ 4.8)	(▲ 11.7)	(28.6)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	84.1 (2.7)	89.3 (6.2)	88.5 (▲ 1.1)	90.9 (15.0)	89.9 (5.1)	88.0 (10.0)	86.3 (5.0)	94.4 (3.0)	90.4 (7.3)	
新設住宅床面積	(2.5)	(4.8)	(▲ 2.7)	(12.2)	(5.7)	(8.4)	(7.2)	(3.5)	(6.4)	
小売業販売額	0.8	0.3	(0.1)	(▲ 0.0)	(▲ 1.2)	(0.2)	(▲ 1.1)	(▲ 2.2)	(▲ 0.3)	(▲ 0.1)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 1.2	1.6	▲ 1.4 (0.9)	▲ 0.6 (▲ 0.2)	3.8 (2.8)	▲ 0.1 (▲ 0.7)	1.9 (2.4)	2.2 (0.8)	2.0 (5.2)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.4	73.3	74.2 [72.9]	74.4 [73.8]	76.3 [72.3]	75.0 [74.1]	76.7 [73.7]	77.8 [72.7]	77.3 [73.0]	[73.2]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.8	▲ 0.3	▲ 2.8 (▲ 0.9)	▲ 0.3 (▲ 2.5)	1.5 (▲ 1.6)	1.1 (▲ 2.2)	▲ 0.6 (▲ 1.9)	2.0 (▲ 1.0)	▲ 0.3 (▲ 1.9)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.2	▲ 0.7	(▲ 0.7)	(▲ 1.1)	(▲ 0.5)	(▲ 1.7)	(0.1)	(▲ 0.8)	(▲ 0.9)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	52	107	131	133	24	137	26	23	23	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.68	0.82	0.81 [0.65]	0.82 [0.71]	0.85 [0.75]	0.83 [0.72]	0.85 [0.74]	0.85 [0.75]	0.86 [0.76]	[0.79]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.5	4.3	4.3	4.2	4.2	4.3	4.2	4.3	4.1	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.9	46.3	43.0 [48.4]	41.6 [46.0]	53.3 [47.3]	45.8 [47.0]	49.5 [44.1]	53.2 [45.9]	57.3 [51.8]	56.5 [50.9]
企業倒産件数 (実数、件数)	12,707 (▲ 2.7)	11,719 (▲ 7.7)	2,924 (▲ 5.9)	2,889 (▲ 6.8)	2,779 (▲ 12.7)	890 (▲ 13.7)	934 (▲ 5.1)	916 (▲ 11.7)	929 (▲ 19.9)	899 (▲ 10.4)

## 2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2011年度	2012年度	2012年		2013年	2012年	2013年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
通関輸出	▲3.7	▲2.1	(▲8.2)	(▲5.5)	1.2	(▲5.8)	(6.3)	(▲2.9)	(1.1)	(3.8)
価格	0.7	4.9	(0.6)	(4.2)	(13.5)	(7.3)	(13.0)	(15.3)	(12.1)	(9.6)
数量	▲4.3	▲6.4	(▲8.7)	(▲9.3)	(▲10.8)	(▲12.2)	(▲5.9)	(▲15.8)	(▲9.8)	(▲5.3)
通関輸入	11.6	3.4	(0.3)	(0.4)	(8.1)	(1.9)	(7.1)	(12.0)	(5.6)	(9.4)
価格	9.2	2.7	(▲2.6)	(1.1)	(10.7)	(1.9)	(8.3)	(12.1)	(11.7)	(7.3)
数量	2.2	0.8	(2.9)	(▲0.6)	(▲2.3)	(0.0)	(▲1.1)	(▲0.1)	(▲5.5)	(2.0)
経常収支(億円)	76,180	42,930	16,210	105	15,238	▲2,307	▲3,648	6,374	12,512	
貿易収支(億円)	(34,698)	(68,948)	▲15,144	▲18,744	▲23,762	▲5,723	▲14,793	▲6,770	▲2,199	
サービス収支(億円)	▲18,265	▲25,811	▲8,092	▲7,083	▲2,333	▲2,483	▲1,802	▲536	5	
資本収支	29,618	▲54,786	▲23,904	3,165	▲3,865	10,198	6,075	▲1,317	▲8,623	
外貨準備高(百万ドル)	1,288,703	1,254,356	1,277,000	1,268,125	1,254,356	1,268,125	1,267,299	1,258,809	1,254,356	1,257,964
対ドル円レート(期中平均)	79.05	83.08	78.62	81.16	92.38	83.64	89.18	93.21	94.75	97.71

## 3. 金融

	2011年度	2012年度	2012年		2013年	2012年	2013年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
無担保コール翌日物金利	0.077	0.083	0.085	0.084	0.083	0.082	0.083	0.087	0.078	0.072
			[0.078]	[0.079]	[0.083]	[0.078]	[0.080]	[0.085]	[0.084]	[0.075]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.331	0.312	0.327	0.318	0.270	0.308	0.292	0.269	0.250	0.228
			[0.330]	[0.329]	[0.331]	[0.329]	[0.331]	[0.332]	[0.332]	[0.332]
新発10年国債利回り (未値)	1.050	0.760	0.780	0.757	0.655	0.795	0.740	0.665	0.560	0.600
			[1.043]	[1.030]	[0.968]	[0.980]	[0.965]	[0.955]	[0.985]	[0.885]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.269	#N/A	1.245	1.226		1.226	1.220	1.203	1.184	1.183
			(▲0.010)	(▲0.019)		(▲0.013)	(▲0.006)	(▲0.017)	(▲0.019)	(▲0.001)
日経平均株価 (225種、未値)	10,084	12,398	8,870	10,395	12,398	10,395	11,139	11,559	12,398	13,861
			[8,700]	[8,455]	[10,084]	[8,455]	[8,803]	[9,723]	[10,084]	[9,521]
M2平残	(2.9)	(2.5)	(2.4)	(2.3)	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.9)	(3.1)	(3.3)
広義流動性平残	(0.2)	(0.6)	(0.3)	(0.6)	(1.4)	(1.0)	(1.3)	(1.4)	(1.6)	(2.0)
貸出資金吸収動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(▲0.1)	(0.9)	(0.8)	(1.0)	(1.4)	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.7)
	銀行計	(▲0.1)	(1.1)	(1.1)	(1.2)	(1.8)	(1.4)	(1.6)	(1.8)	(2.1)
	都銀等	(▲1.8)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.1)	(1.0)	(0.2)	(0.6)	(1.1)	(1.5)
	地銀	(1.9)	(2.9)	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.2)
	地銀Ⅱ	(1.1)	(0.9)	(1.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.6)
信金	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.3)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.7)	(2.2)	(2.2)	(2.0)	(2.9)	(2.3)	(2.3)	(2.9)	(3.4)
	都銀	(1.9)	(1.8)	(2.1)	(1.7)	(2.8)	(2.1)	(2.1)	(2.7)	(3.5)
	地銀	(3.7)	(2.8)	(2.3)	(2.6)	(3.4)	(3.0)	(3.0)	(3.4)	(3.8)
地銀Ⅱ	(2.8)	(1.8)	(2.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(0.9)	(1.4)	(1.4)	

(注)金利は期中平均値。

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

## II. 米国

～景気回復基調のなか、財政再建からの下押し圧力が緩和して成長ペースも幾分高め～

### 1. 景気の現状

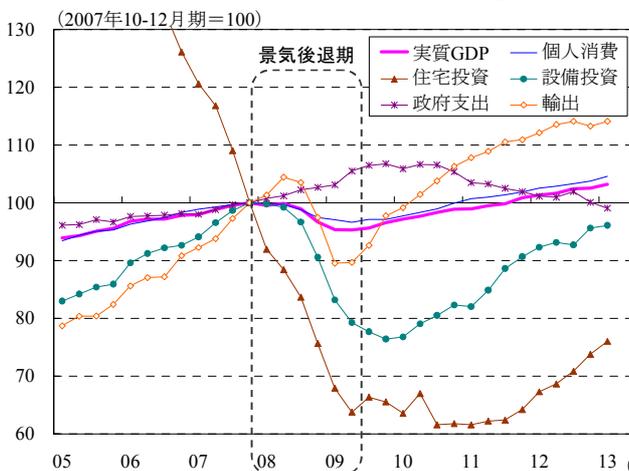
緩やかな景気回復  
局面が継続

米国経済は緩やかに回復を続けている。1-3月期の実質GDP成長率は、個人消費の加速と在庫投資のプラス転化（在庫積み増し）などが、政府支出の大幅マイナスを相殺し、前期比年率+2.5%と加速。2009年半ばからの今次景気回復局面はもうすぐ4年になるが、その牽引役は、企業部門から家計部門へシフトしつつある。昨年より輸出や設備投資の伸びが鈍化する一方、個人消費は加速し、住宅投資の回復傾向も強まっている（第1図）。

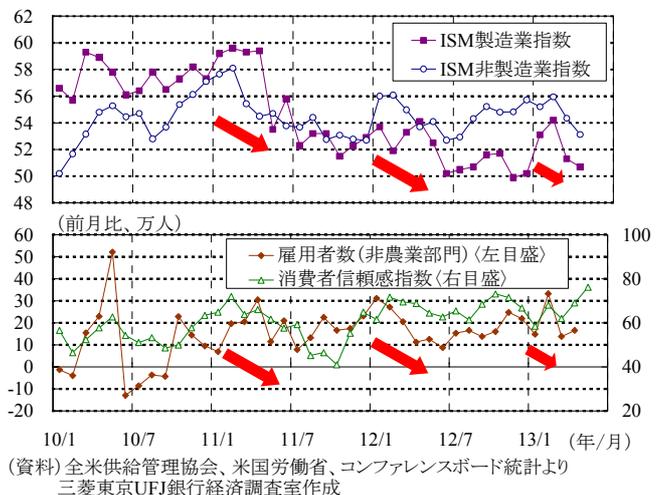
景気回復ペースの  
鈍化にも徐々に歯  
止め

景気回復ペースについて言えば、やや鈍化もみられる。実際、3月にはISM指数や雇用者数、消費者信頼感指数など主要な経済指標が悪化を示した。ただし、過去2年を振り返っても、景気回復ペースは前年後半に強まった後、続く年前半に鈍化していた（第2図）。統計上の問題などから振幅が誇張されている部分もありそうだ。4月にはISM指数が引き続き低下したものの、雇用増加幅は拡大し、消費者信頼感指数も4月と5月に連続で上昇した。ここでもまた、家計部門の動きが良好である。少なくとも、景気のペースダウンが定着、ないし加速していく流れではなさそうだ。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



第2図：ISM指数、雇用者数と消費者信頼感指数の推移



### 2. 今後の見通し

#### (1) 概要

成長率は2013年が  
2%台前半、2014年  
は2%台後半に

先行きを展望すると、米国経済では住宅市場正常化をはじめとした構造調整の進展や、シェール革命によるエネルギー価格抑制などが引き続きプラスに働いていく公算が高い。一方で、財政再建に伴う下押し圧力は当面残存するものの、その下押し度合いは徐々に逡減するものと想定される。結果、景気回復基調が保たれ、成長ペースについても今より幾分か高まっ

てこよう（第3図）。前述の通り、足元では部分的な景気回復ペースの鈍化もみられるが、過去2年において鈍化の一因となってきたガソリン価格が今年は安定しているうえ、住宅市場における回復傾向の強まりも大きな相違点である。今年の鈍化は短期かつ軽微に止まろう。

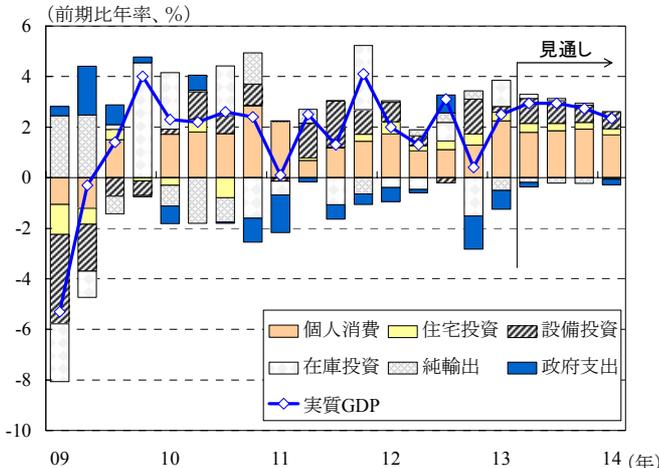
**財政緊縮による景気への下押し圧力は緩和へ**

財政面について言えば、今年10月から始まる2014会計年度では引き続き赤字縮小案が提示されているものの、内容は主に税収の自然増や富裕層増税であり、景気への直接的な悪影響が大きく懸念される財政緊縮措置は予定されていない（第1表）。財政再建に伴う成長への下押しは続くが、その度合いは緩和していく見込みだ。なお、3月から歳出の強制削減措置が実施されており、このまま継続されれば景気への悪影響が顕著になってくるとも懸念される。ただし、秋口とみられている連邦債務上限引き上げのタイミングにおいて、与野党が中長期財政再建計画の一部で合意できれば、それにより強制削減措置を代替することが可能となるはず。この点、4月に発表の予算教書に社会保障費の中長期削減案が盛り込まれるなど、与野党は少しずつ歩み寄りをみせている。

**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急激な財政緊縮の実施、②財政再建の議論紛糾、政治的混乱による不透明感の増大、③中国経済をはじめとした新興国経済の失速などが挙げられる。引き続き、財政絡みの動向が注目だ。

第3図：実質GDPと最終需要の見通し



(資料)米商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：各種予算案の比較

	2013会計年度					2014会計年度				
	歳入	歳出	裁量	非裁量	収支	歳入	歳出	裁量	非裁量	収支
議会予算局ベースライン	28,130	34,550	12,130	20,200	▲6,420	30,420	36,020	11,680	21,960	▲5,600
前会計年度比	3,630	▲820	▲720	▲110	4,450	2,290	1,470	▲450	1,760	820
大統領予算教書	27,120	36,850	12,580	22,030	▲9,730	30,340	37,780	12,420	23,080	▲7,440
前会計年度比	2,620	1,480	▲270	1,710	1,140	3,220	930	▲160	1,050	2,290
上院民主党案	27,080	35,990	12,500	21,240	▲8,910	30,230	37,150	12,410	22,310	▲6,930
前会計年度比	2,580	620	▲350	920	1,960	3,150	1,160	▲90	1,070	1,980
下院共和党案	-	-	-	-	-	30,030	35,310	11,610	21,270	▲5,280
前会計年度比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(注)『歳出』の内訳において、利払いは記載を省略。  
(資料)各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**(2) 見通し上のキーポイント～「住宅市場の回復」と「シェール革命のプラス影響」**

**住宅市場の回復は持続的**

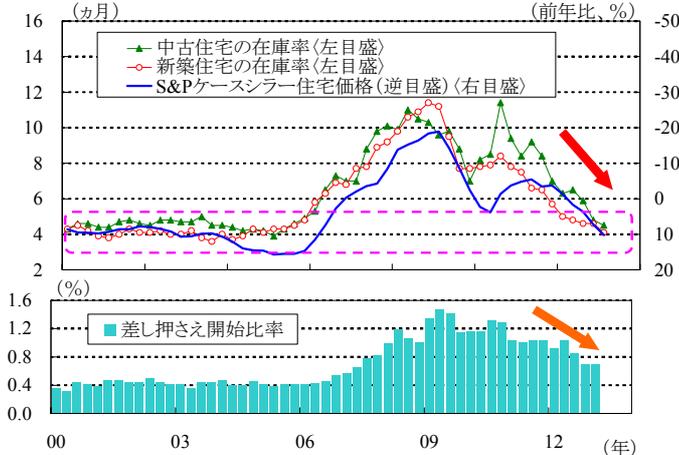
当面の景気の下支え要因は、「住宅市場の回復」と「シェール革命のプラス影響」である。住宅市場では、回復を阻害してきた最大の構造問題とみられる過剰在庫の解消に目処がつつある。具体的に、在庫率は通常とみられる水準まで低下し、住宅価格も安定的な上昇を示すようになってきている（第4図）。また、住宅ローンの差し押さえ開始比率は着実に低下しており、差し押さえを通じて在庫供給圧力が急激に高まるリスクも小さくなっていきそうだ。総じて、住宅市場の全般的な回復傾向は、持続的と判断

される。もっとも、住宅市場の回復ペースが現状から一段と加速することまでは見込み難い。例えば、住宅着工戸数は足元で年率 100 万戸程度まで増加しており、人口の増加ペースと比較した場合には 1990 年代の平均的な状態に近付いてきた格好である。回復が進むにつれて、着工戸数の過少感は薄れつつある。

### シェール革命のプラス影響は本格化

「シェール革命のプラス影響」は、足元にかけて本格化している。プラス影響は多岐に渡り、それぞれの顕在化度合いは時間とともに変化している（第 2 表）。2011 年頃までのプラス影響は、シェールガスの採掘増加に伴う「投資や雇用の直接的な増加」が中心で、米国景気全体を押し上げる力は限られた。2012 年に入ってから、天然ガス価格の低下もありシェールオイル生産が大幅に増加したことで、貿易収支改善効果が顕著になった。そして、最近ではガソリン価格の安定に代表されるように、エネルギー価格抑制効果も窺われるようになり、米国景気へのプラス影響は拡がり、且つ大きくなっている。エネルギー省によれば、米国の原油生産は少なくとも向こう数年において現行ペースでの増加が見込まれる。シェール革命は、エネルギー価格抑制効果を中心に、当面の米国景気を下支えする重要な要素となりそうだ。

第4図: 住宅在庫率と住宅価格、差し押さえ開始比率の推移



(資料) 米国商務省、全米不動産業協会統計等より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表: シェール革命の米国経済へ及ぼす影響

指標	2011年				2012年				2013年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
① 生産量 (前年比、%)									
天然ガス	6	8	7	9	10	5	4	1	-
原油	0	4	2	7	13	12	15	17	14
② 純輸入量 (前年比、%)									
天然ガス	▲21	▲30	▲29	▲19	▲30	▲13	▲10	▲35	-
原油	▲5	▲10	▲15	▲9	▲13	▲13	▲9	▲17	▲13
③ 鉱工業生産 (前年比、%)									
鉱業	5	6	5	8	9	6	6	4	3
化学	1	▲1	▲0	0	0	0	▲1	0	1
④ 構造物投資 (名目、前年比、%)									
鉱業	▲44	35	28	28	26	13	6	1	8
製造業	▲28	▲10	17	42	44	28	8	8	12
⑤ 雇用者数 (前年比、万人)									
鉱業	▲6.9	8.3	9.0	9.2	10.4	7.6	4.5	2.6	1.7
化学	▲0.7	▲0.3	0.0	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.2	0.4	0.9
⑥ 原油輸入減少(貿易収支改善)の実質GDP押し上げ効果	▲0.2	0.3	0.0	▲0.0	0.4	0.0	0.1	0.1	0.2
⑦ 「エネルギー価格低下一家計の実質購買力改善」を通じた実質GDP押し上げ効果	▲1.3	▲0.9	▲0.2	0.3	▲0.4	0.7	▲0.5	▲0.3	0.2

(注)『原油輸入減少の実質GDP押し上げ効果』は、原油実質輸入額の変化が実質GDPへ与える影響。『家計の実質購買力改善を通じた実質GDP押し上げ効果』は、エネルギー価格変化によるエネルギー関連消費増減分が、そのまま他の消費を増減させ、実質GDP成長率へ影響を与えると想定。  
(資料) 米国商務省、労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 金融政策と長期金利

#### FRB は当面、現行政策を継続見通し

金融政策に関しては、FRB が住宅ローン担保証券購入 (1 ヶ月当たり 400 億ドル) と国債購入 (同 450 億ドル) を実施しており、当面はこれが継続される見通しである。また、FRB は、今後の政策対応について、購入金額の段階的な縮小と同時に、経済情勢次第で購入金額の拡大にも柔軟な姿勢をみせている。ただ、金融資産や不動産など一部市場におけるバブルの兆候といった副作用も無視出来なくなりつつあり (第 3 表)、大幅な購入拡大のハードルは高そうだ。

失業率自体は低下が続くも、労働市場の本格回復には至らず  
長期金利は緩やかに上昇の見通し

FRBによる異例の超低金利政策については、現状、失業率が6.5%を下回るまで続けられることとなっている。失業率は直近4月に7.5%となり、ここ3ヵ月で▲0.4%ポイントと低下した。ただし、労働市場全体は失業率が示すほどに改善が進んでいない点には留意が必要だ(第4表)。

長期金利は今後、米国債への「質への逃避」需要の減退や期待成長率の回復から上昇するものの、そのペースは緩やかとなろう。FRBによる低金利政策と高水準の国債買入・保有が継続されるため、低めの金利水準がしばらく続く見込みである。

第3表:金融資産・不動産市場におけるバブルの兆候

指標	2010年	2011年	2012年	2013年(1-4月)	評価
① 株価(上昇率)	12%	0%	13%	12%	上昇ペースは速め
② 株価PER(末値)	14.9倍	13.1倍	14.1倍	15.6倍	過去平均の範囲内
③ 投資適格社債CDS(末値)	85	120	94	75	低下は適度
④ 米ドル建てハイイールド社債発行額(前年比)	67%	▲19%	50%	—	増加ペースは速い
⑤ レバレッジドローン指数(上昇率、Markit作成)	11%	▲0%	10%	3%	上昇ペースは適度
⑥ モーゲージリート指数(上昇率、Bloomberg作成)	9%	▲14%	5%	15%	上昇ペースは速い
⑦ 住宅価格(S&Pケースシャー住宅価格、20都市)	▲2%	▲4%	7%	—	上昇ペースは適度
⑧ 農地価格(カンザスシティ連銀調査)	12%	22%	25%	—	上昇ペースは大幅

(資料) Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4表:FRBが失業率に加えて重視する雇用指標の動向

雇用指標	悪化のピーク(08年以降)	直近値(13年4月)	改善度合い
(失業率)	10.0%(09年10月)	7.5%	低下ペースは速い(超低金利解除の条件は6.5%)
① 広義失業率(職探しを断念した労働者、経済的理由でのパートタイム労働者を含む)	17.1%(10年4月)	13.9%	金融危機前の00-07年平均は8.7%であり、低下は道半ば
② 平均失業期間	40.7週(11年12月)	36.5週	金融危機前の00-07年平均は16.7週であり、大幅に長期化
③ 労働参加率(労働力人口÷就業可能人口)	63.3%(13年4月)	63.3%	08年以降の低下傾向が続く(07年末は66%)
④ 就業者比率(就業者÷就業可能人口)	58.2%(11年7月)	58.6%	金融危機前の00-07年平均は63.0%であり、上昇は限定的
⑤ 新規雇用率(新規雇用者÷雇用者)	2.8%(09年6月)	3.2%	金融危機前の01-07年平均は3.8%であり、改善道半ば
⑥ 自発的失業率(自発的離職者÷失業者)	5.6%(10年9月)	7.4%	金融危機前の00-07年平均は11.4%であり、上昇道半ば

(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、栗原 浩史)

## 米国経済・金融見通し

	見通し													(単位: %、億ドル)			
	2011				2012				2013				2014	2012	2013	2014	
	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	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	3.1	0.4	2.5	2.9	2.9	2.7	2.3	2.2	2.3	2.6	
個人消費	3.1	1.0	1.7	2.0	2.4	1.5	1.6	1.8	3.2	2.5	2.6	2.7	2.4	1.9	2.4	2.6	
住宅投資	▲1.4	4.1	1.4	12.1	20.5	8.5	13.5	17.6	12.6	13.0	10.0	9.0	8.0	12.1	12.8	8.7	
設備投資	▲1.3	14.5	19.0	9.5	7.5	3.6	▲1.8	13.2	2.1	9.0	8.2	6.0	6.0	8.0	6.0	5.9	
在庫投資(2005年連鎖価格)	303	275	▲43	705	569	414	603	133	503	560	590	620	620	430	568	658	
(寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(▲1.1)	(2.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(0.7)	(▲1.5)	(1.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	
純輸出(寄与度)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	(▲0.6)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(▲0.5)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	
輸出	5.7	4.1	6.1	1.4	4.4	5.3	1.9	▲2.8	2.9	4.0	4.5	5.0	5.0	3.4	2.4	4.9	
輸入	4.3	0.1	4.7	4.9	3.1	2.8	▲0.6	▲4.2	5.4	4.5	5.0	5.5	4.5	2.4	2.4	4.8	
政府支出	▲7.0	▲0.8	▲2.9	▲2.2	▲3.0	▲0.7	3.9	▲7.0	▲4.1	▲1.0	0.0	0.0	▲1.2	▲1.7	▲2.1	▲0.4	
実質最終需要(国内民間)	2.5	2.6	3.7	3.2	3.6	2.0	1.5	3.7	3.3	3.7	3.6	3.4	3.1	2.9	3.2	3.2	
名目GDP	2.2	5.2	4.3	4.2	4.2	2.8	5.9	1.4	3.7	4.7	5.0	4.8	4.4	4.0	3.9	4.7	
鉱工業生産	2.6	1.0	5.0	4.7	5.4	2.9	0.3	2.3	5.0	2.8	3.3	2.9	2.0	3.6	3.0	2.7	
失業率	9.0	9.0	9.0	8.7	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7	7.6	7.6	7.6	7.5	8.1	7.6	7.4	
生産者物価(前年比)	4.9	6.9	6.9	5.3	3.4	1.0	1.5	1.7	1.4	2.2	1.3	1.3	1.6	1.9	1.5	2.1	
消費者物価(前年比)	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	1.9	1.7	1.9	1.7	1.9	1.7	1.6	1.7	2.1	1.7	1.9	
2. 国際収支																	
貿易収支(財)	▲1,814	▲1,872	▲1,806	▲1,893	▲1,946	▲1,860	▲1,742	▲1,806	▲1,786	▲1,820	▲1,825	▲1,830	▲1,815	▲7,353	▲7,261	▲7,269	
経常収支	▲1,200	▲1,191	▲1,082	▲1,187	▲1,338	▲1,184	▲1,124	▲1,104	▲1,084	▲1,118	▲1,123	▲1,128	▲1,113	▲4,750	▲4,454	▲4,462	
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	0.13	
ユーロドル金利(3カ月物)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	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	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5	1.8	2.2	2.8	

(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

#### ～成長促進に目配りも、回復ペースは緩やか～

## 1. 総論

### (1) 景気の現状

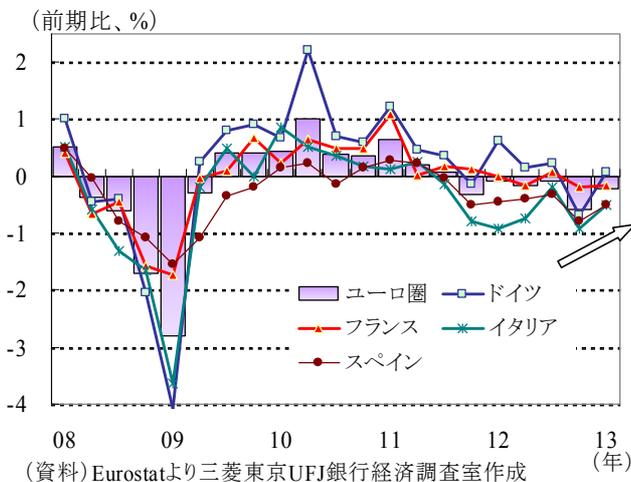
欧州経済は6四半期連続のマイナス成長

欧州経済は後退が続いている。2013年第1四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%と、ユーロ導入以来最長の6四半期連続のマイナス成長となった。先行きに対する不透明感が長引くなか、個人消費や設備投資が引き続き低調に推移した模様である。国別にみると、フランスは同▲0.2%、イタリアとスペインはそれぞれ同▲0.5%と低迷が続いている(第1図)。ドイツは同+0.1%と辛うじてプラス成長に回帰したが、足元では景況感など一部の先行指標が悪化傾向にある(第2図)。

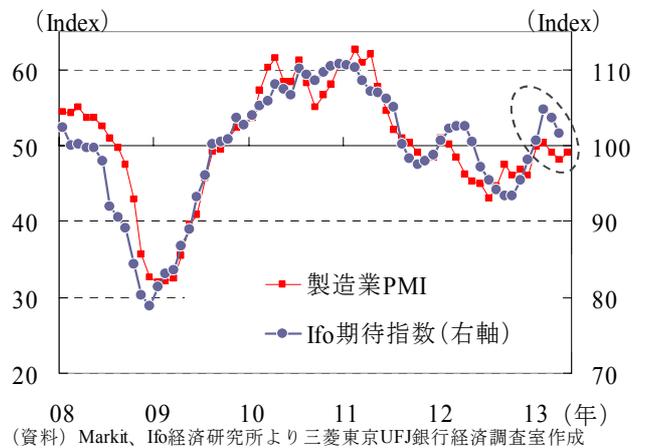
ECBは弱い経済指標を受けて利下げを決定

こうした状況下、欧州中央銀行(ECB)は5月、弱い経済指標を受けて政策金利を過去最低の0.50%に引き下げた。さらに、ドラギ総裁は追加利下げや預金ファシリティへのマイナス金利導入にも含みを残している。

第1図：ユーロ圏の実質GDP成長率



第2図：ドイツの景況感



## 2. 今後の見通し

ユーロ圏は低調な個人消費や設備投資が成長率を下押し

成長促進にも目配りした政策運営が可能に

2014年は3年ぶりにプラス成長回復も、回復ペースは緩慢

英国では外需の不振が大きな重し

一方、住宅市場に持ち直しの兆し

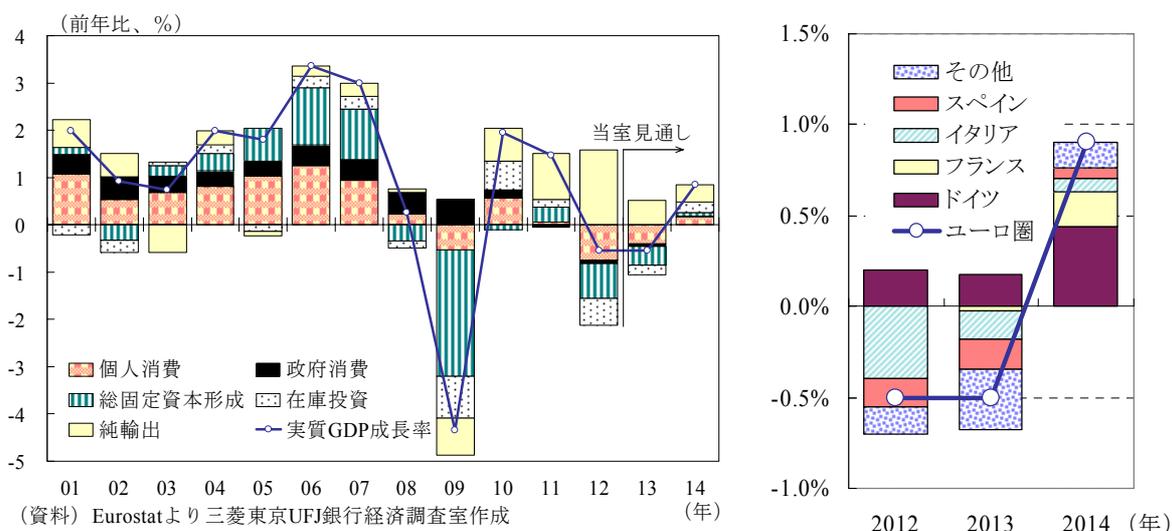
ユーロ圏経済は当面、低調な消費者や企業のマインドが個人消費や設備投資を抑制し、成長率の下押し要因となろう。緩和的な金融政策効果の浸透も緩やかにとどまると見込まれる。

他方、ECBによる国債購入プログラム（OMT）の存在が債務問題のテールリスクを後退させるなか、ユーロ圏では財政緊縮一辺倒から成長促進にも目配りした政策運営を目指す動きがみられるようになってきている。従来以上に雇用を重視した政策の実施による消費者マインドの改善や、増税の見直しによる所得増加が期待できる。

政策的な下支えもあり、ユーロ圏は2013年後半には下げ止まるとみられるが、底入れを探る展開が精一杯となろう。2014年には周縁国もマイナス成長を脱却し、3年ぶりのプラス成長に回復すると見込まれる。2013年の成長率は▲0.5%、2014年は+0.8%を予想するが、回復ペースは緩慢にとどまる点に留意したい。

英国では、外需の不振が企業活動を弱めており、特に輸出先の半分以上を占める大陸欧州での景気後退長期化が大きな重しとなっている。先行き2014年にかけて、大陸欧州の景気が下げ止まりすることで、外需要因による下押し圧力の緩和が見込まれる。また、住宅市場は英中銀が導入した貸出促進策の影響により持ち直しの兆しがみられ始めた。2014年については、政府の新たな住宅支援策が追い風となり、回復感が強まる展開を予想する。

第3図：ユーロ圏実質GDP成長率



### 3. ユーロ圏

#### (1) 財政緊縮から成長促進を目指す動き

OMT の存在により  
債務問題のテール  
リスクが後退

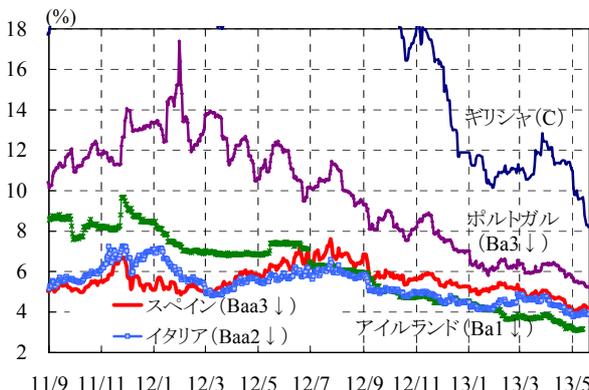
ECB が昨年発表した OMT の存在が債務問題のテールリスクを後退させたこと等から、周縁国の 10 年債利回りは低下している（第 4 図）。しかし、イタリア総選挙後の政局混迷による財政健全化の遅延懸念や、キプロスの銀行預金に対する課税を巡る混乱、スロベニアの不良債権問題などにより、依然として債務問題の抜本的な解決に至っていないことが浮き彫りになった。しかし、いずれも金融市場への波及は限定的であった。従来は債務問題に対応するセーフティネットが整っていなかったため、火種が見えると市場の不安は直ちに金利を上昇させ、当局はその都度、後追的な対応を余儀なくされていた。特に財政緊縮への取り組み姿勢は市場から注目され、不十分とみなされると大幅な金利上昇を招いた。このため、各国政府は財政健全化に向け歳出抑制だけでなく、景気が低迷するなかでの増税を余儀なくされ、結果としてさらなる景気低迷を招くという悪循環に陥っていた。

財政緊縮一辺倒か  
ら、成長促進にも目  
配り

しかしながら OMT をはじめとする各種支援体制の整備により金利の急騰リスクが後退したことから、これまでの財政緊縮一辺倒の対応から、成長の促進にも目配りした政策運営を目指す動きがみられるようになって

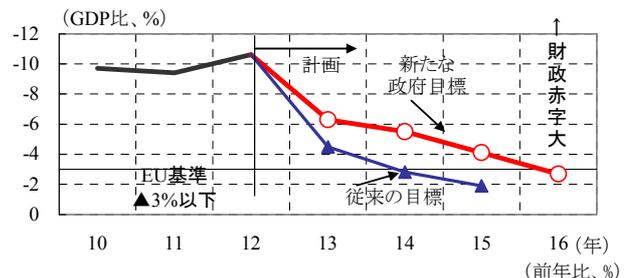
いる。  
イタリアでは漸く成立した大連立内閣が成長戦略の必要性に言及した。また、スペインは景気に配慮し、財政目標達成年を 2 年先延ばしする計画を提出している（第 5 図）。このほか、欧州委員会はフランスやオランダなどに対し、財政目標の達成先延ばしを認める方針を発表した。

第 4 図：周縁国の 10 年債利回り



11/9 11/11 12/1 12/3 12/5 12/7 12/9 12/11 13/1 13/5  
(注) ( )内は格付け、大手3社の中で最も低いもの。矢印はネガティブ見直し。(年/月)  
アイルランドは2011年10月12日以降9年金利、2013年1月4日以降8年金利。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図：スペイン政府の財政計画と経済見通し



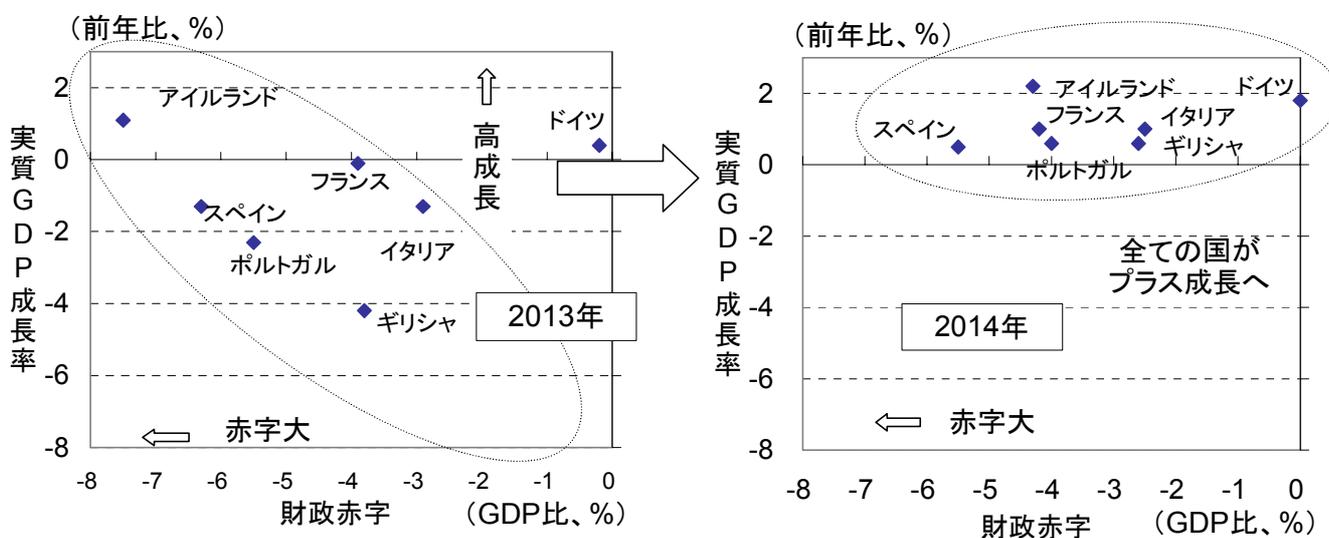
	2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率	-1.4	-1.3	0.5	0.9	1.3
内需	-3.9	-3.7	-0.8	-0.1	0.6
個人消費	-2.1	-2.5	0.0	0.4	0.8
政府支出	-3.7	-4.4	-3.1	-3.8	-3.6
総固定資本形成	-9.1	-7.1	-0.9	2.0	4.3
外需	2.5	2.4	1.3	1.0	0.7
輸出	3.1	4.1	5.9	3.9	7.1
輸入	-5.0	-3.7	2.6	4.7	6.2

(資料) スペイン財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

緊縮の緩和による  
マインドの回復や  
雇用環境の改善に  
期待

長期金利の高騰リスクが低下した状況での財政緊縮の緩和は、①個人・企業の負担軽減やマインド回復→消費や設備投資の改善、あるいは②公的需要の拡大、さらには①・②に伴う企業収益の持ち直し→雇用・所得環境の改善、といった波及経路で、実体経済へプラスの影響を及ぼすと期待できる。このため、2014年にはギリシャやポルトガル、スペインなどの周縁国を含む全ての国で従来の下押し要因が軽減し、プラス成長に回帰する計画を提出している（第6図）。これからは成長促進策と財政規律のバランスを注視する必要がある。

第6図：各国の実質 GDP 成長率と財政赤字見通し



(注) スペインは政府計画、その他は欧州委員会見通し。

(資料) スペイン政府、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

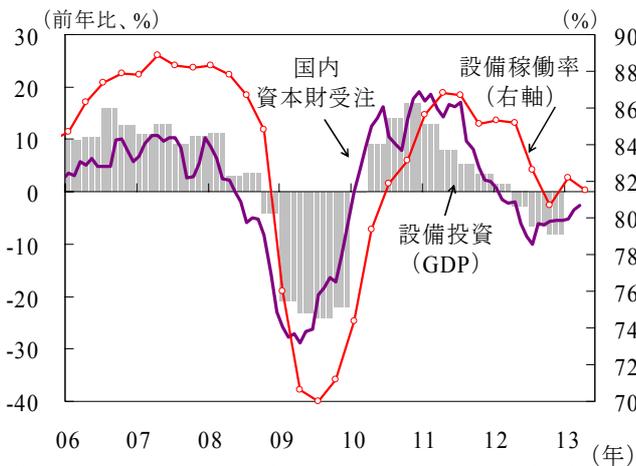
## (2) ドイツは引き続きユーロ圏経済を下支え

ドイツ経済は、第1四半期に僅か前期比+0.1%の成長にとどまり、輸出や生産等の息切れが気になりな状況にある。ただし、同期のGDPを需要項目別にみると、悪天候の影響から建設投資が落ち込んでおり、一時的に成長率が下押しされた面もある。

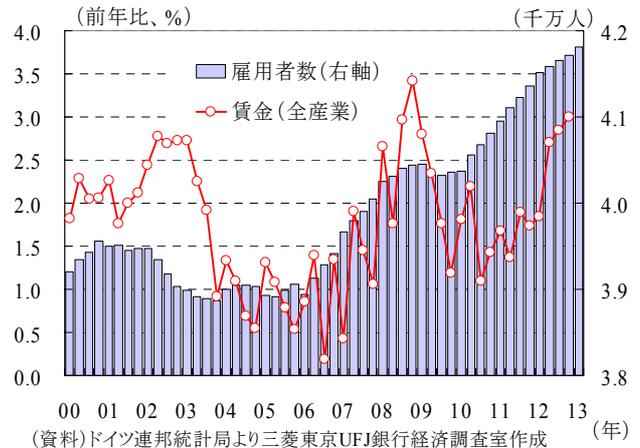
低金利や良好な雇用環境が住宅投資や個人消費を後押し

先行きについて考えると、企業の設備稼働率に底打ち感が窺え、設備投資の先行指標とされるドイツ国内の資本財受注もマイナス幅の縮小が続いている（第7図）。また、ドイツにとって、緩和的な金融環境や雇用環境の改善が続いていることから（第8図）、2014年にかけて住宅投資や個人消費が堅調に推移すると見込まれる。ドイツ経済は引き続きユーロ圏経済を下支えするとみられる。

第7図：ドイツの設備投資と国内資本財受注



第8図：ドイツの雇用者数と賃金



### (3) ECB も金融面から景気を下支え

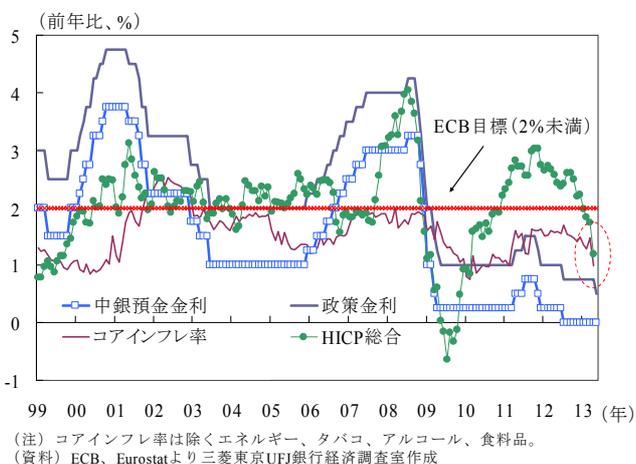
ECB は利下げを決定

追加利下げに含みも、資金需要が弱い状況下ではその効果は限定的

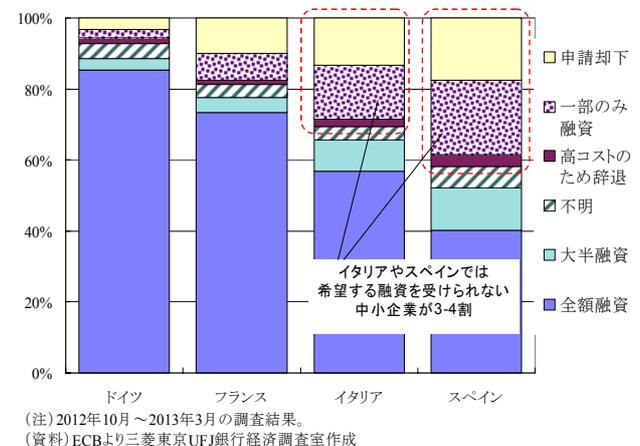
ECB は 5 月、インフレ率の鈍化や経済指標の改善の遅れを受けて利下げを決定した。これにより政策金利は過去最低の 0.50% となった(第9図)。追加利下げにも含みを残し、今局面における政策金利の引き下げは、為替相場の減価を通じて輸出を押し上げる効果が期待できる。しかし、イタリアやスペインなどの銀行の中小企業に対する与信姿勢は慎重化しており、貸出の積極化は期待しにくい面もある(第10図)。

こうしたなか、ドラギ総裁は預金ファシリティ( ECB 翌日物預金)のマイナス金利導入や非金融企業への融資に裏づけられた資産担保証券の活用を検討していることを示唆した。ECB は、OMT を整えたことで債務問題が落ち着きつつあるなか、域内金融仲介機能の向上への取り組みを強化している。

第9図：政策金利と物価



第10図：中小企業による銀行貸出申請結果



(大幸 雅代)

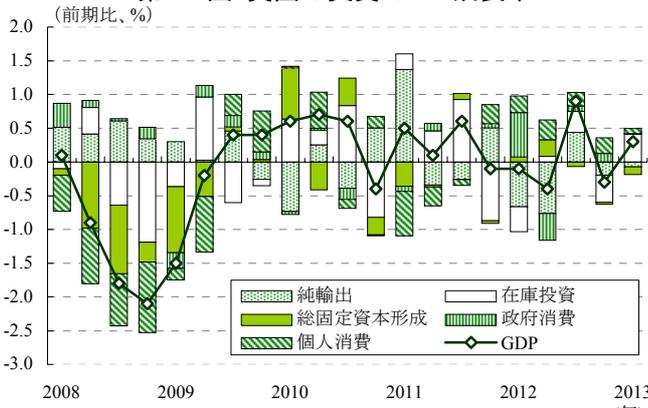
## 4. 英国

### (1) 景気の三番底は回避するも、雇用・所得環境は悪化方向

**第1四半期の実質成長率はプラスに転じ、三番底を回避** 英国経済は低調が続いているが、一時期懸念された三番底のリスクは後退してきている。第1四半期の実質 GDP 成長率は前期比+0.3%となり、2四半期連続のマイナス成長を回避した（第11図）。需要項目別の内訳をみると、前期には成長率の押し下げ要因であった在庫投資がプラス寄与に転じており、在庫復元の動きが持ち直しを牽引した。また、個人消費の底固い推移も三番底回避に寄与した。

**家計を取り巻く環境は厳しさを増しつつある** ただし足元にかけて、家計を取り巻く環境が厳しさを増しつつあることが懸念される。家計のマインドは、株価上昇等を背景に低水準ながらも改善基調を辿ってきたが、年初以降は改善が足踏み状態となっている。また雇用者数が足元で減少傾向に転じているほか、実質賃金もインフレ率の上昇によってマイナス幅が拡大している（第12図）。雇用・所得環境の軟調さが増していることを踏まえると、家計に対して今後一段の景気牽引力を期待するのは難しいとみられる。

第11図：英国の実質 GDP 成長率



第12図：英国の雇用者数と実質賃金



### (2) 2013 年中は一進一退の景気展開を予想

**外需の不振や財政緊縮が引き続き景気を下押しする公算** 企業部門については、サービス業が堅調さを増しているものの、製造業と建設業の活動は縮小傾向にあり、全体としては低調に推移している。企業活動の弱さの一因は外需の不振であり、とくに輸出先の半分以上を占める大陸欧州での景気後退長期化が大きな重しとなっている。先行き 2014 年にかけて、大陸欧州の景気が下げ止まることで、外需要因による下押し圧力の緩和が見込まれるが、今しばらくは、企業部門の低調継続は避けられないとみられる。加えて、政府は財政緊縮路線を堅持しており、財政面からの逆風も当面続く可能性が高い。

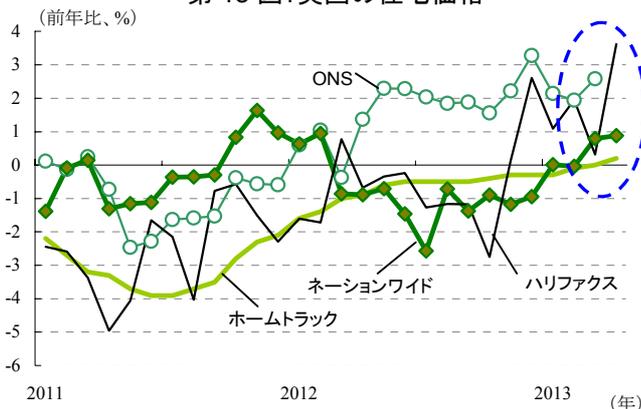
## 住宅市場に持ち直しの兆し

こうしたなか、数少ない明るい動きがみられるのが住宅市場である。住宅市場は、2008年から2009年にかけて急速に落ち込んだ後、底ばい状態が続き、昨年末頃からようやく持ち直しの兆しがみられ始めた。英国では、複数の調査機関が各自の算出方法で住宅価格指標を作成し公表しているが、足元は主要な価格指標すべてが前年比プラスに転じている(第13図)。住宅市場の持ち直しの要因としては、昨年8月からイングランド銀行(BOE)が導入した貸出促進策(FLS)の影響が挙げられる。FLSによる金融機関の資金調達コストの低下が住宅ローン金利の低下を促し、住宅販売件数も昨秋頃から増加し始めた(第14図)。また、ロンドンの住宅市場については、アジア等からの投資資金流入による影響も指摘されている。

## 住宅市場の本格回復は2014年以降とみる

もっとも、家計のバランスシート調整は継続中であり、雇用・所得環境の本格的な回復が伴わない間は、住宅市場の回復の裾野や持続性は限定的なものとなろう。当面は、金利低下を受けたpent-up demand顕在化による緩やかな回復に止まる可能性が高い。2014年については、政府の新たな住宅購入支援策が追い風となり、回復感が強まる展開を予想する。

第13図:英国の住宅価格



第14図:英国の住宅販売件数とローン金利

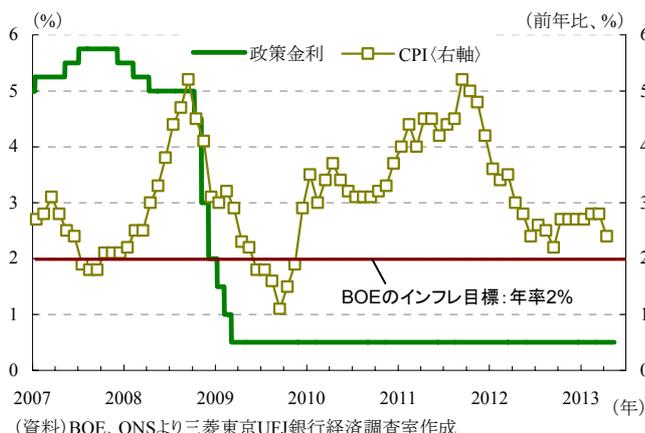


### (3) 追加金融緩和の可能性が浮上したが、効果は限定的とみる

#### 財務相がインフレ目標政策の運営柔軟化に言及

財政出動の余地が限られるなか、英国政府は金融政策による景気底上げに対して期待を強めている。足元のインフレ率は、BOEの目標である前年比+2%を上回っているが(第15図)、3月20日の予算演説では、オズボーン財務相がインフレ目標政策の運営柔軟化に言及し、現状の経済環境では、BOEが景気により配慮した政策を採りうることを示唆した。またFLSについては、4月25日に拡充が発表され、期間延長とともに中小企業向けの貸出促進策が強化された(第1表)。もっとも、金利はすでに低水準にあり、企業活動の低調によって資金需要が乏しいなかでは、追加金融緩和の効果は限られよう。

第 15 図: 英国の政策金利と CPI



第 1 表: BOE の貸出促進策(FLS) 拡充の概要

- ① 期間の延長  
実施期間を2014年1月末までから2015年1月末までに延長
- ② 中小企業向け貸出促進の強化  
貸出純増額に応じて受けられる資金支援額を中小企業向け貸出については増額
  - ・家計・大企業等向け貸出  
純増1ポンドにつき1ポンドの資金調達支援
  - ・中小企業向け貸出  
純増1ポンドにつき2013年中は10ポンド、2014年は5ポンドの資金調達支援
- ③ 利用可能金融機関の拡大  
従来: 銀行、ビルディングソサイエティ  
追加: リース会社、ファクタリング会社  
不動産抵当・住宅信用会社

(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

表: 西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2012 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)
ユーロ圏	12,198	▲ 0.6	▲ 0.5	0.8	2.5	1.5	1.6	152	176	187
ドイツ	3,401	0.9	0.6	1.5	2.0	1.6	1.8	241	231	224
フランス	2,609	0.0	▲ 0.1	0.9	2.0	1.1	1.4	▲ 61	▲ 54	▲ 46
イタリア	2,014	▲ 2.4	▲ 1.0	0.5	3.0	1.5	1.4	▲ 15	2	1
英国	2,443	0.3	0.3	1.1	2.8	2.8	2.4	▲ 914	▲ 642	▲ 590

(2) 需要項目別見通し

(単位: %)

	ユーロ圏			英国		
	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)	2012年 (実績)	2013年 (見通し)	2014年 (見通し)
名目GDP	0.8	0.5	1.8	1.7	3.1	3.5
実質GDP	▲ 0.6	▲ 0.5	0.8	0.3	0.3	1.1
<内需寄与度>	▲ 2.1	▲ 1.1	0.5	1.4	0.5	1.0
<外需寄与度>	1.6	0.5	0.4	▲ 0.9	▲ 0.2	0.1
個人消費	▲ 1.3	▲ 0.7	0.3	1.2	0.8	1.1
政府消費	▲ 0.3	▲ 0.2	0.1	2.2	0.0	▲ 0.4
総固定資本形成	▲ 3.9	▲ 2.3	0.4	1.5	▲ 1.8	0.7
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.6	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	0.3	0.2
輸出	2.9	1.4	2.3	▲ 0.2	▲ 1.3	1.9
輸入	▲ 0.8	0.3	1.7	2.7	▲ 0.8	1.5

- (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 ～輸出の軟調を受け景気は足踏み～

### 1. アジア経済全般

#### (1) 景気の現状

##### 景気は足踏み

アジア経済は昨年第3四半期を底に持ち直しに転じたが、足元では輸出の軟調を受け足踏みしている。第1四半期の実質GDP成長率をみると、中国が前年比+7.7%と大方の予想に反し鈍化したほか、外需型の台湾やシンガポールも減速した（第1表）。また、ASEANは内需が下支えとなり堅調を維持したものの、輸出依存度が高いタイ及びマレーシアは事前予想を下回る伸びにとどまった。また、景気回復が遅れているインドは、鉱工業生産や自動車販売の伸び率はゼロ近辺で一進一退が続いており、景気回復の動きは依然として鈍い。

##### 年明け以降、輸出は軟調

景気足踏みの主因である輸出の動向をみると、昨年終盤にかけて持ち直しの動きがみられたが、年明け以降は軟調に推移している。韓国は前年割れこそ逃れているが、ゼロ近傍の伸びにとどまっているほか、台湾は4月に再び前年割れとなった（第2表）。二桁の伸びが続く中国は例外であるが、香港向けの水増しが輸出全体を嵩上げしているとの見方が根強く、輸出の実態は発表された数字より弱い可能性がある。

第1表：アジア主要国・地域の実質GDP成長率

	2011				2012				2013
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
中国	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.4	7.9	7.7
韓国	4.2	3.5	3.6	3.3	2.8	2.4	1.6	1.5	1.5
台湾	7.4	4.6	3.5	1.2	0.6	▲0.1	0.7	4.0	1.7
香港	7.6	5.1	4.0	3.0	0.7	0.9	1.5	2.8	2.8
シンガポール	9.1	1.2	6.0	3.6	1.5	2.3	0.0	1.5	0.2
<b>NIEs</b>	<b>5.9</b>	<b>3.6</b>	<b>3.9</b>	<b>2.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>	<b>2.2</b>	<b>1.5</b>
インドネシア	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.4	6.2	6.1	6.0
マレーシア	5.1	4.3	5.7	5.2	5.1	5.6	5.3	6.5	4.1
タイ	3.2	2.7	3.7	▲8.9	0.4	4.4	3.1	19.1	5.3
フィリピン	4.9	3.6	3.2	4.0	6.3	6.0	7.2	6.8	N.A.
<b>ASEAN4</b>	<b>5.3</b>	<b>5.0</b>	<b>5.4</b>	<b>2.8</b>	<b>4.9</b>	<b>5.8</b>	<b>5.6</b>	<b>8.9</b>	<b>N.A.</b>
ベトナム	5.4	5.7	6.1	6.1	4.6	4.8	5.1	5.4	4.9
インド	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	5.5	5.3	4.5	N.A.
<b>アジア11カ国・地域</b>	<b>8.4</b>	<b>7.7</b>	<b>7.4</b>	<b>6.7</b>	<b>6.3</b>	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>	<b>6.6</b>	<b>N.A.</b>

(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・地域の輸出

	(前年比、%)						
	12/Q3	Q4	13/Q1	13/1	2	3	4
中国	4.4	9.4	18.4	23.6		10.0	14.7
韓国	▲5.8	▲0.4	0.5	0.6		0.2	0.4
台湾	▲2.2	2.4	2.4	2.0		3.3	▲1.9
香港	4.3	7.4	4.0	0.3		11.2	9.0
シンガポール	▲5.7	▲0.1	▲6.8	▲6.9		▲6.7	2.7
<b>NIEs</b>	<b>▲2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>▲0.2</b>	<b>▲1.2</b>		<b>1.6</b>	<b>2.6</b>
インドネシア	▲14.1	▲8.3	▲6.4	▲2.9		▲13.0	—
マレーシア	▲4.7	0.7	▲3.2	▲2.3		▲4.9	—
タイ	▲3.0	18.2	4.5	4.1		4.2	—
フィリピン	6.2	9.1	▲6.2	▲9.4		0.1	—
<b>ASEAN4</b>	<b>▲6.3</b>	<b>3.6</b>	<b>▲2.0</b>	<b>▲1.0</b>		<b>▲3.8</b>	<b>—</b>
<b>アジア9カ国・地域</b>	<b>0.0</b>	<b>5.7</b>	<b>7.4</b>	<b>9.1</b>		<b>4.5</b>	<b>—</b>

(注)1、2月は旧正月の影響を排除するためには1-2月期実績。

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

仕向け地別にみると、景気後退が続く欧州向けのマイナス幅が拡大したほか、これまで堅調であったアジア域内向けも、中国向けを中心に鈍化した。海外需要の低迷に加え、韓国やタイなどでは通貨高も輸出を抑制したとみられる。

## (2) 今後の見通し

2014 年にかけても  
潜在成長率を下回  
るペースに止まる

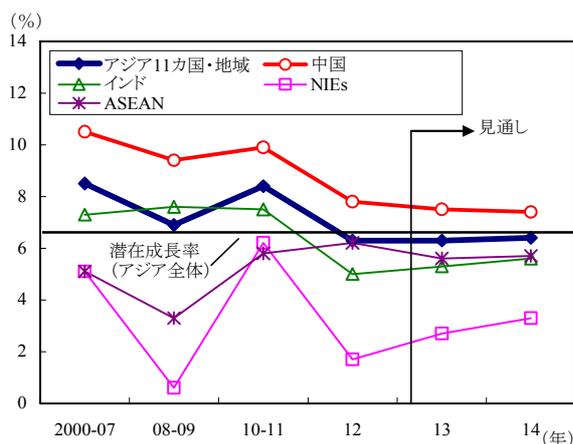
2014 年にかけてのアジア経済を展望すると、消費を中心とした内需が下支えする一方、輸出の回復ペースは緩慢に止まることから、アジア 11 カ国・地域の成長率は、2013 年は前年比+6.3%、2014 年は同+6.4%と 6% 台半ばとみられる潜在成長率を下回る見込みである（第 1 図）。

目下の注目点は、安定成長への移行を目指す中国の動向である。習政権は高成長から安定成長へ舵を切っているが、政府自身が新たな潜在成長率を模索しているとみられ、そのペースについては見方が定まっていない。新たな成長ペースを探る上でメルクマールとして考えられるのは、雇用動向である。政府が毎年定める成長率目標は雇用の安定を維持するために必要な成長率と考えられているためである。求人倍率をみると、2010 年第 4 四半期以降、1 倍を超え、今年第 1 四半期は 1.1 倍と統計入手可能な 2001 年以降で最高水準にある（第 2 図）。

目下の中国の安定  
成長ペースは 7.5%  
近辺

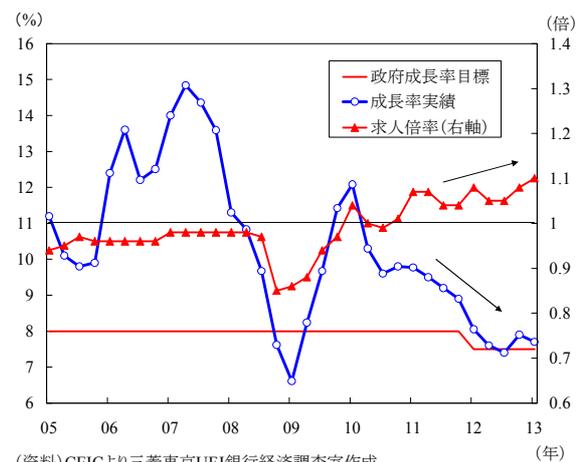
足元で景気が減速しているにもかかわらず、政府が景気テコ入れ策を打ち出さない背景には、雇用環境が堅調を維持するなか、不動産価格の再上昇やシャドバンキングの拡大などによる金融リスクの高まりなどに伴い、景気浮揚よりもリスク回避策を優先させているためと考えられる。目下の安定成長ペースは 2013 年の政府目標である 7.5% 近辺と考えられるが、足元の良好な雇用環境を鑑みると、一時的に 7% 近辺までの成長鈍化を容認する可能性もある。

第 1 図：アジアの成長率見通し



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：中国の成長率・成長目標と求人倍率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ASEAN は引き続き  
好調

中国以外の国・地域に目を転じると、景気が最も良好なのは ASEAN である。政局の安定や賃金上昇を背景に消費主導で潜在成長率を上回る 5% 台後半の成長が期待できる。

国内の構造問題を  
抱え低迷するイン  
ド・ベトナム

ASEAN とは対照的に、景気回復の遅れが目立つのは、国内の構造問題を抱えるインド及びベトナムである。インドは経済のボトルネックとなっている供給不足の解消に向け、補助金削減を中心とした構造改革に着手し

たものの、その効果が浸透し民間投資が本格回復するにはまだ時間がかかるとみられる。他方、ベトナムでは多額の不良債権を抱えた金融機関が貸出に慎重になっており、企業の資金繰りは厳しい状況が続いている。NIEsについては、輸出の回復ペースが緩やかに止まることから伸び悩みが予想される。また、韓国では家計債務の積み上がりが消費の重石となろう。

### 金融緩和スタンスを維持

金融政策をみると、5月に入り、インド、ベトナム、韓国、タイが追加利下げに踏み切った。韓国、タイについては、景気浮揚に加え、通貨高抑制の狙いもあると考えられる。今後については、景気の回復ペースが緩やかに止まるなか、アジア各国・地域はインドネシアを除き緩和スタンスを維持するであろう。韓国、ベトナム、インドでは追加利下げが見込まれる。

### インドネシアはガソリン価格の引き上げに伴い、利上げに踏み切る公算大

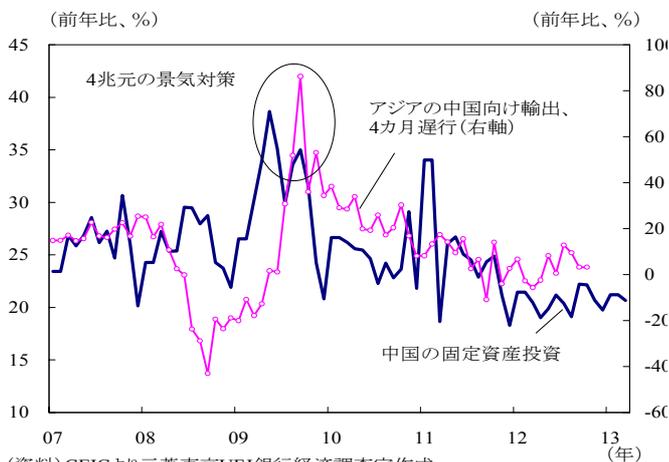
インドネシアでは利上げが見込まれる。燃料補助金の見直しに伴い、早ければ6月中にもガソリン価格の大幅引き上げが実施される見込みである。計画通りガソリン価格が引き上げられた場合、消費者物価上昇率は一時的に最大3%程度加速する可能性があり、インフレを抑制すべく中銀は利上げに踏み切る公算が大きい。

## (3) 見通しのポイント

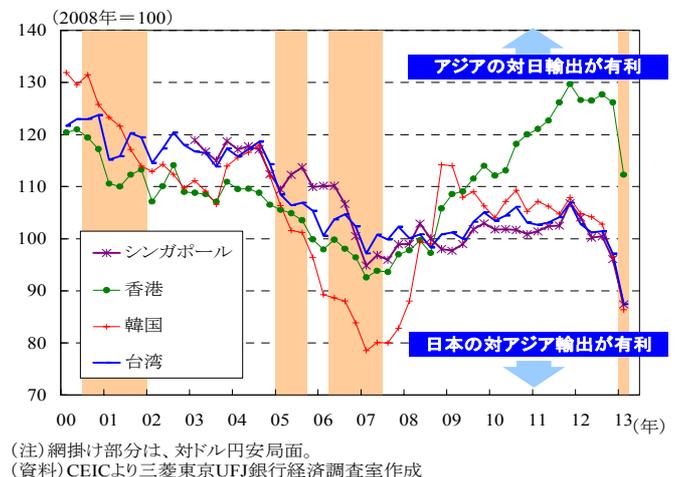
### ①円安の輸出への影響

輸出の先行きをみると、輸出回復の起点として期待される中国向けは、アジア輸出の一定の下支えとなりうるが、中国政府が過剰投資の抑制に注力していることから、けん引役までは見込みにくい(第3図)。こうしたなか、円安がアジアの輸出にとって新たな重石となることが懸念される。実際、第1四半期の日本向け輸出をみると、日本と競合する輸出品目が多いNIEs(とりわけ韓国)を中心に減速している。NIEsと日本の相対的な輸出価格を比較すると、過去の円安局面ではNIEsの輸出価格競争力は低下傾向にある(第4図)。他方、日本から中間財・資本財の輸入が多いASEANでは、円安による輸入価格下落のメリットもある。とりわけ、対日貿易赤字国であるタイ・ベトナムが円安のメリットを享受しやすいといえる。

第3図：中国の投資とアジアの中国向け輸出



第4図：NIEs・日本の相対的な輸出価格比較



## ②ASEAN の消費を支える個人ローン

輸出の回復力が鈍いなか、消費が引き続き景気の下支え役となることが期待できる。第1四半期の消費動向をみると、これまで堅調を維持してきた中国は新政権による汚職腐敗対策の強化で減速したものの、ASEANは底堅さを維持している（第3表）。自動車販売動向をみると、2012年の販売台数はタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンともに過去最高を更新したが、2013年に入っても軒並み二桁増が続いている。

ASEAN主要国の消費を支えている要因は、①失業率がリーマンショック前を下回り、タイやマレーシアでは労働需給が逼迫した状態が続いていること、②近年の最低賃金の大幅引き上げを背景に所得拡大期待が強いこと、更に、③個人ローンの拡大も消費の追い風になっていると考えられる（第4表）。ASEANの個人ローン残高の伸び率をみると、マレーシアを除き二桁増となっており、タイでは3割近い伸びとなっている。個人ローンの拡大は消費拡大に寄与する一方、タイ及びマレーシアでは家計債務の積み上がり<sup>(注)</sup>に対する警戒感も出ており、注意が必要である。

(注) タイの家計債務残高（GDP比）は、2009年の50.8%から2012年には65.7%へ上昇。マレーシアは2009年の71.7%から2012年には80.5%へ上昇。

第3表：アジア主要国・地域の実質消費

(前年比、%)

	2011			2012				2013
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
中国	12.1	11.3	13.1	11.7	11.3	12.0	13.7	11.6
韓国	3.0	2.1	1.1	1.3	1.0	1.7	2.7	1.6
台湾	3.2	3.4	1.4	1.9	1.6	0.9	1.6	0.4
香港	10.8	10.1	6.6	5.7	2.6	1.9	2.8	7.0
シンガポール	6.2	6.1	2.7	4.7	1.6	0.5	2.0	1.6
NIEs	4.4	3.9	2.0	2.4	1.4	1.4	2.4	2.0
インドネシア	4.6	4.8	4.9	4.9	5.2	5.6	5.4	5.2
マレーシア	6.6	7.6	7.3	7.4	8.8	8.5	6.2	7.5
タイ	2.7	2.4	▲2.8	2.9	5.3	6.0	12.4	4.2
フィリピン	5.6	7.4	6.4	5.1	5.9	6.3	6.9	-
ASEAN	4.7	5.1	4.0	5.0	5.9	6.3	7.2	-
インド	6.6	6.3	9.2	6.1	2.0	2.0	4.6	-
アジア	9.2	8.7	9.7	8.7	7.9	8.3	9.9	-

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

第4表：ASEAN主要国の個人ローン残高

(前年比、%)

		2011	2012				2013
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
タイ	銀行貸出全体	11.9	8.1	8.0	12.7	15.2	16.1
	うち個人向け	22.4	22.7	25.4	27.6	31.7	27.8
	うち住宅向け	10.5	9.9	9.7	10.3	12.4	12.9
マレーシア	銀行貸出全体	13.6	12.2	12.6	11.9	10.4	10.6
	うち個人向け	11.0	8.8	7.9	7.4	6.8	7.3
	うち住宅向け	13.2	13.9	13.6	13.2	12.9	12.4
インドネシア	銀行貸出全体	24.7	24.9	25.7	23.0	23.1	20.0
	うち個人向け	22.5	16.5	12.4	18.3	19.2	18.3
	うち住宅向け	29.9	33.4	42.1	23.4	21.7	15.4
フィリピン	銀行貸出全体	13.9	14.2	11.1	12.4	12.4	-
	うち個人向け	15.5	17.2	17.4	16.1	15.3	-
	うち住宅向け	17.2	21.1	23.2	20.3	19.8	-

(注) 個人向けローンは除く住宅・不動産。インドネシアの2013年Q1は2月実績。  
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (4) リスク要因～ASEANに集中する資本流入

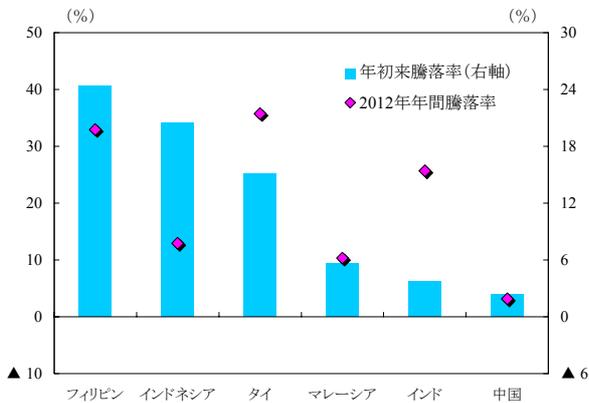
アジア新興国への資本流入が続いている。特に足元は、アジア主要国へ幅広く海外マネーが流入した昨年と異なり、景気が好調なASEANに集中している点が目を引く。アジア主要国の年初来の株価騰落率（5/29時点）をみると、新政権発足後も景気回復の足どりが重い中国（同+2.4%）や景気低迷が続くインド（同+3.8%）は小幅な上昇にとどまった一方、フィリピン（同+24.4%）やインドネシア（同+20.5%）、タイ（同+15.1%）には、ハイペースな資本流入が続いた（第5図）。

海外マネーは国債市場にも流入しており、国債の外国人保有比率はインドネシア（3月：32.6%）、タイ（3月：17.6%）では過去最高水準まで上昇した。また、資本の一部は不動産市場にも流入しているとみられる。

こうしたなか、懸念は資産インフレである。足元の証券投資（ネット）の名目 GDP 比はフィリピンで 1.4%、インドネシアで 1.0% など、経済規模に比して警戒水準にあるとはいいがたいが（第 6 図）、市場規模が小さい ASEAN だけに、政府は急速な資本流入を警戒している。フィリピン中銀は 1 月以降、通貨高抑制のため、市中銀行向け中銀定期預金金利を 2 度に引き下げたほか、タイ中銀は、資産インフレを警戒し、資本流出入の監視を強化することを発表した。

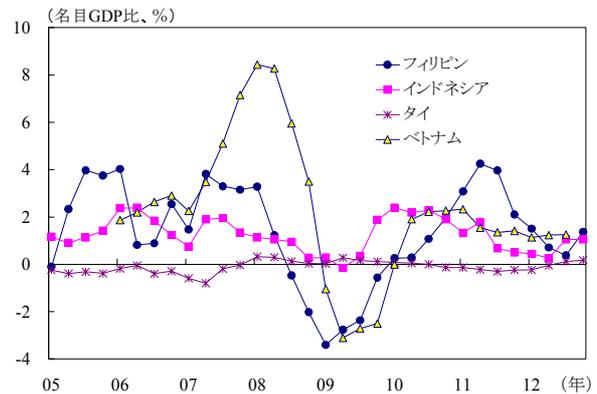
中国が高成長から安定成長に向かい、インドの景気低迷が長引くなか、好調が見込まれる ASEAN は、今後も資本流入の受け皿となることが予想される。また、日銀の量的・質的金融緩和で、資本流入ペースが加速する可能性もある。かかる環境下、ASEAN は資産インフレの抑制という難しい舵取りを求められている。

第 5 図：アジア主要国の株価騰落率



(注) 年初来騰落率は 5 月 29 時点。  
(資料) CEIC より三菱東京UFJ 銀行経済調査室作成

第 6 図：ASEAN の証券投資（ネット）



(注) 後方 4 四半期移動平均。  
(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 (2012年) ・シェア (10億ドル、%)	実質 GDP 成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)				
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年		
中国	8,227	58.1	7.8	7.6	7.4	2.6	3.1	3.5	1,931	2,053	2,005
韓国	1,156	8.2	2.0	2.8	3.2	2.2	1.7	2.7	431	321	281
台湾	474	3.3	1.3	2.4	3.5	1.9	1.7	1.9	496	460	492
香港	263	1.9	1.5	2.9	3.5	4.1	4.2	4.2	29	47	56
シンガポール	277	2.0	1.3	2.0	3.1	4.6	2.6	3.1	514	633	699
NIEs	2,169	15.3	1.7	2.6	3.3	2.7	2.1	2.8	1,471	1,460	1,528
インドネシア	878	6.2	6.2	6.1	6.3	4.3	6.2	5.4	▲241	▲230	▲179
マレーシア	304	2.1	5.6	4.7	5.3	1.6	2.1	2.4	183	206	241
タイ	366	2.6	6.5	4.7	4.5	3.0	3.2	3.0	27	39	55
フィリピン	250	1.8	6.6	6.0	5.8	3.2	3.4	3.3	71	77	74
ASEAN4	1,798	12.7	6.2	5.6	5.7	3.4	4.5	4.1	41	92	190
インド	1,825	12.9	5.0	5.9	6.5	10.4	7.1	6.9	▲789	▲807	▲788
ベトナム	138	1.0	5.0	5.3	5.6	9.2	6.2	6.4	11	▲1	▲2
アジア11カ国・地域	14,157	100	6.3	6.3	6.4	3.8	3.7	3.9	2,664	2,798	2,933

(注) インドは年度 (4 月～3 月) ベース。

(竹島 慎吾)

## 2. 中国

### (1) 現状

新政権の綱紀粛正策が消費を下押し、予想外の景気減速

中国では、第1四半期の実質 GDP 成長率が前年比+7.7%と前期の同+7.9%から低下し、前期以降、景気回復基調に転じたとの市場の楽観的な予想は覆えされた。

成長率低下の主因は消費で、前期の同+14.9%から同+12.4%まで減速し、4月時点でも同+12.8%にとどまっている。所得拡大ペースの低下に加え、新政権による汚職腐敗対策の強化が公費支出・接待需要のみならず、消費者マインド全般を萎縮させたとみられる。

一方、投資は同+20.9%とほぼ前期（同+20.8%）並みで、昨年半ば以降の傾向として、輸送、水利などインフラ公共投資をけん引役に安定推移した。しかし、社会融資総量〔実体経済が金融システム（銀行、証券、保険などの金融機関ならびに証券市場）から獲得した資金の総額〕が前年同期の1.6倍にも膨らんだことにより、市場で醸成された過大な期待水準には遠く及ばなかった。4月には、投資はさらに同+20.1%に低下した。

輸出は第1四半期には同+18.4%と、1年半振りの高水準に達し、この結果、外需の寄与度は前期の同+0.2%から同+1.1%に拡大した。ただし、輸出は香港向けの同+74.1%、寄与度にして同+10.5%ポイントという極端に高い伸びに押し上げられており、一部企業が貿易決済を装って投機資金を流入させたことによる水増しとの見方が強い。4月に入っても香港向けにけん引された輸出の二桁増ペースは持続している。

### (2) 見通し

リスク対策を強化しつつ、安定成長を模索

3月の全人代で李克強副首相が首相に就任し、習近平・李克強政権が本格始動した。新政権は、高成長期から安定成長期へのスムーズな移行を念頭に、景気対策を通じた成長率の嵩上げを極力回避し、経済改革による生産性向上を中核に据え、新たな潜在成長率の水準を見定めようとしている感がある。

4月には2003年のSARS禍を想起させる鳥インフルエンザ感染が広がり、さらに20日に四川省で2008年ほど大規模ではないにせよ、マグニチュード7.0という大地震が発生した。この結果、景気減速とも相まって、地方政府を中心に景気テコ入れ策への要求が高まったとみられている。しかし、人口ボーナス期が終わり、求人倍率が上昇するなかで、中央政府はむしろ、先進国の金融緩和に伴って急増する資本流入、社会融資総量の増加に反映されたシャドバンキングの拡大、不動産価格の上昇などで膨らむバブルリスクの回避に注力している。3月初旬の不動産価格抑制策の強化に続いて、李首相誕生後も、シャドバンキングの主要ツールである資産運用商品の管理策、資本流入規制などが相次いで導入された。こうした政策運営を踏まえ、実質 GDP 成長率は2012年の前年比+7.8%から2013

年には同+7.6%、2014年には同+7.4%と小幅低下を予想する。

**都市化や規制緩和により、生産性の高い投資を喚起**

詳細をみていくと、当面は、引き続き、投資が成長の下支え役を務めよう。政府は高成長時代の終焉を踏まえ、一段と投資過剰の抑制に注力する一方で、新たな成長の源泉と位置付ける都市化や規制緩和の推進により、生産性の高い投資の喚起を図ると考えられる。金融政策面では、公開市場操作を通じたコントロールが続こう。年初来の資本流入増に対し、5月にはほぼ1年半振りに中央銀行手形発行の再開に踏み切り、市場からの資金吸収力を強めている。景気減速と不動産バブルの併存という状況を踏まえれば、金利ならびに預金準備率の操作よりも公開市場操作による機動的な対応が適しているという判断は妥当なものと考えられる。

消費は力強さを欠いた展開が続こう。綱紀粛正策が緩められる兆しはなく、安定成長期への移行に伴う所得拡大ペースの減速や先行き不安も消費者マインドの重石となろう。また、新たな消費振興策も予定されていない。ただし、鳥インフルエンザの感染は収束に向かっており、消費が大きく落ち込むリスクは軽減した。

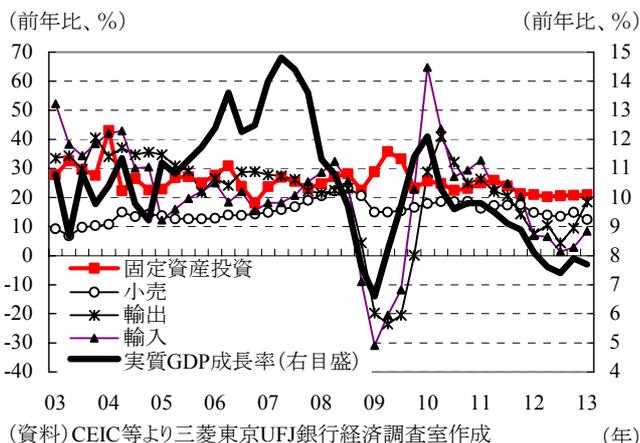
**輸出は水増しの減退と通貨・賃金上昇により減速**

輸出においては足元の二桁成長を維持するのは難しいと考えられる。不振が続いた欧米向けは持ち直しが期待できるものの、香港向けの減速は避けられまい。6月から実施される資金流入規制策には、貿易取引における貨物代金と資金決済額の不一致や中国への大量な資本の持ち込みに対する監視強化が盛り込まれ、輸出水増しを減退させる効果を持つ。また、これまでの人民元ならびに賃金上昇は着実に中国の輸出競争力を低下させている。

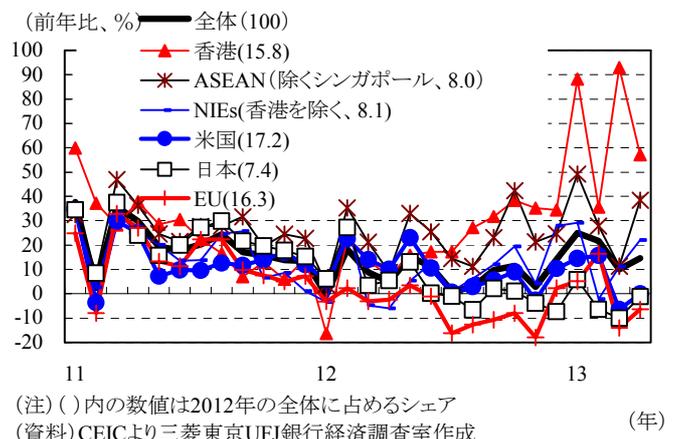
なお、6月からの資金流入規制策には、外貨建て預貸比率の高い銀行に対して人民元ポジション保有制限を強化する人民元高抑制策も含まれている。6月の米中首脳会談、7月の米中戦略・経済対話を踏まえ、人民元相場のさらなる弾力化への可能性が高まっているが、その場合でも、大幅な人民元高は介入によって回避される状況に変わりはないだろう。

(萩原 陽子)

第7図：中国のGDPと関連指標



第8図：中国の地域別輸出伸び率



### 3. NIEs

#### (1) 韓国

第1四半期の成長率は前年比+1.5%と底這い

韓国経済は底這いが続いている。第1半期の実質 GDP 成長率は前年比+1.5%と、3四半期連続で低成長が続いた。昨年後半以降進行した通貨高の影響で輸出が伸び悩んだほか、企業マインドの悪化から設備投資が低迷した。また家計債務問題が重石となり、個人消費も軟調が続いた。

2014年にかけても潜在成長率を下回る成長ペースが持続

2013年の実質 GDP 成長率は前年比+2.8%、14年は同+3.2%とやや加速するものの、3%台半ばと目される潜在成長率を下回るペースが続くと予想する。

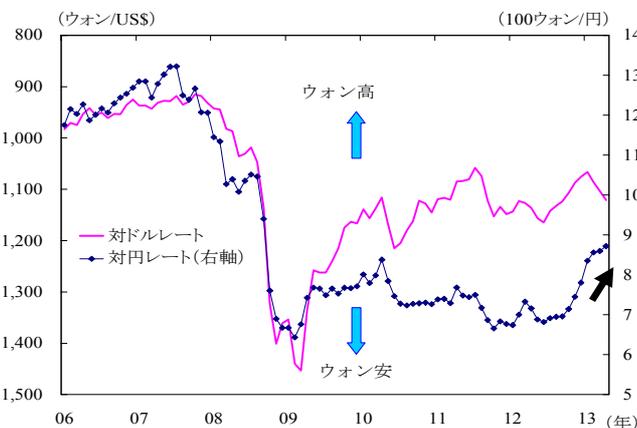
内外需の下押し圧力は今後も持続するとみる。FTA 網が張り巡らされるなか、外需の緩やかな持ち直しは好材料だが、通貨高が重石となろう。とりわけ対円での上昇は<sup>(注)</sup>、自動車など日本と競合する輸出品目を中心に下押し圧力がかかると考える。また家計負債は増加ペースこそ鈍化した、可処分所得比では依然高水準にあり、消費の伸びを抑制するとみる。

こうしたなか、政・財・官が4月以降に打ち出した景気浮揚策が景気を下支えしよう。4月、政府は雇用創出を目玉とする17.3兆ウォン（名目 GDP 比1.4%）規模の経済対策を打ち出したほか、財閥を中心とする大企業は政府の呼びかけに応え、148兆ウォン（前年比+7.7%）の投資計画を打ち出した。また5月には、中銀は7カ月ぶりの利下げを行った（現行水準：2.5%）。財政出動のうち、所謂真水の部分は名目 GDP 比0.4%に止まるなど、実効性を割り引いてみる必要はあるものの、財政、金融双方の政策を総動員した刺激策は、年後半以降の景気の支えになると考える。

(注) 韓国の全国経済人連合会の試算によると、ウォンが対円で1%上昇すると、韓国の輸出額は0.24%押し下げられる。

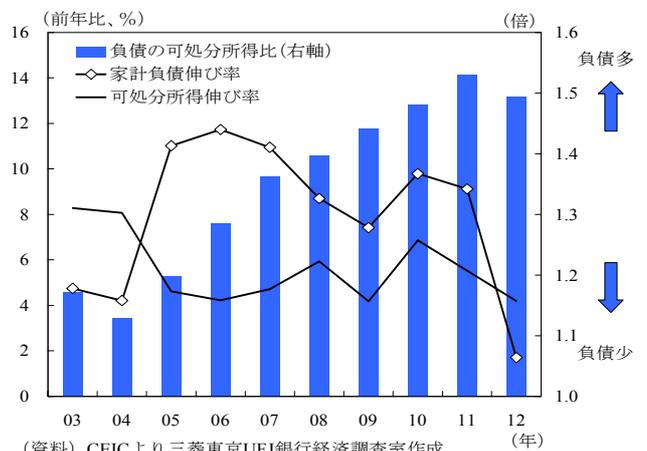
(福永 雪子)

第9図：韓国ウォンの為替相場



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：韓国の家計負債



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 台湾

### 消費・輸出の伸び 悩みで景気再減速

台湾では、第1四半期の実質GDP成長率が前年比+1.7%と前期(同+4.0%)から大幅に低下した。輸出は欧米向けの減少が続くなか、同+4.8%と小幅加速に止まる一方、輸入は資本財を中心に同+6.6%まで拡大し、外需の寄与度が▲0.1%に落ち込んだことが大きい。また、消費も所得の伸び悩みに、年初からの株式キャピタルゲイン税導入の影響が加わり、同+0.4%にまで落ち込んだ。一方、設備投資は、海外で事業展開する台湾企業に対する台湾への投資回帰優遇策の効果もあり、1年超の減少を経て、前期からの増加基調を継続し、同+7.4%まで伸びを高めた。

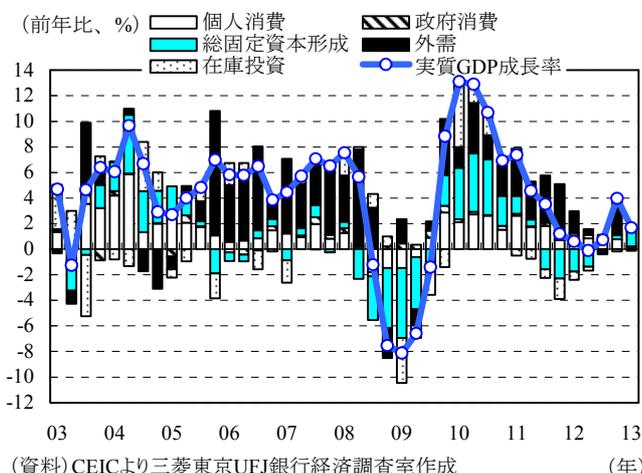
### 景気回復が続くも、 円安などの逆風が 輸出拡大を限定

今後、景気は緩やかに加速し、実質GDP成長率は2012年の前年比+1.3%に対し、2013年に同+2.4%、2014年には同+3.5%へと上昇が予想される。輸出は欧米向けの減少基調に歯止めがかかり、スマートフォン、タブレット端末関連は堅調が見込まれるものの、円安やパソコン需要の鈍化などの逆風もあり、回復力はさほど強いものにはなり難い。勢い、内需への波及効果も限られよう。

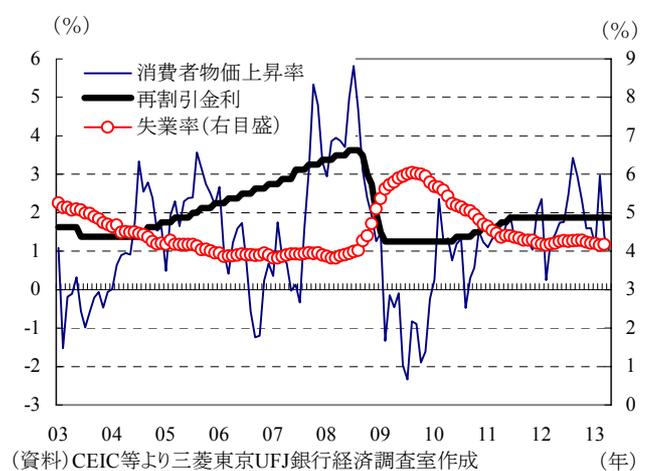
一方、投資については、2014年までの投資回帰優遇策に加え、3月に発表された自由経済モデル区プランに期待がかかる。スマート物流、国際医療、農業の高付加価値化、産業連携の4分野で自由化を進めるもので、7月に正式に始動し、まず、既存の6自由貿易港区をモデル区に昇格させる。TPP参加も視野にFTA網の構築を急ぐうえで、自由化に対する対応力を高めるという位置付けである。中国の景気減速により、対中経済関係緊密化のメリットが弱まるなかで、優遇税制や規制緩和で内外から投資を呼び込む魅力的な制度設計が求められよう。

(萩原 陽子)

第11図：台湾の実質GDP成長率



第12図：台湾の物価・金利・雇用



### (3) 香港

消費・輸出は加速するも、投資減少で、景気は横這い

香港では、第1四半期の実質GDP成長率が前期に続き前年比+2.8%にとどまった。良好な所得・雇用情勢と資産市況が続くなか、消費は同+7.0%と前期（同+2.8%）から大幅に伸びた。また、輸出も加速したが、急増する金輸出に押し上げられたもので、一般商品の輸出は低調であった。一方、総固定資本形成は、過去2年通年で二桁近い勢いで拡大してきたが、中国の景気減速による先行き不透明感もあり、同▲2.2%と減少に転じた。

中国の輸出減速の影響もあり、重い景気回復の足取り

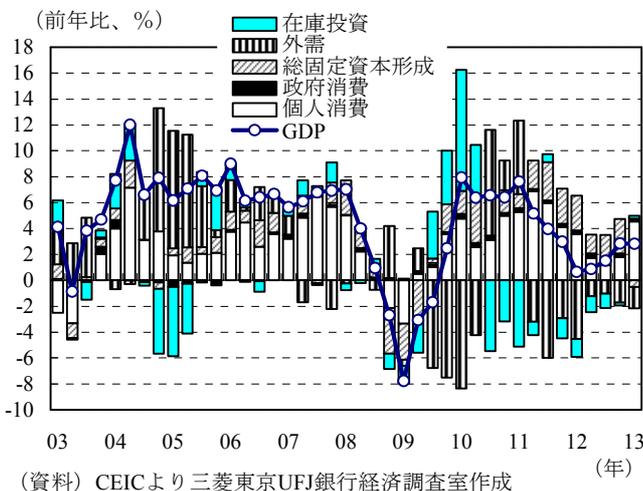
今後も、景気回復の足取りは重く、通年の実質GDP成長率は2013年には前年比+2.9%、2014年には同+3.5%と緩やかな上昇に止まると予想される。

金融センターとしては、中国が中長期的な安定成長のために経済・金融改革を加速させ、人民元の国際化を含め、その実験場として香港を活用する動きに拍車がかかっているというプラス材料がある。しかし、貿易センターとしては、通貨・賃金上昇により中国の輸出に陰りが出てきたことが、中国と世界との貿易を仲介する香港にとって不安材料となっている。3月下旬に始まった港湾労働者の賃上げストライキは5月上旬に収拾されたものの、貿易センターとしての信頼性を低下させた。

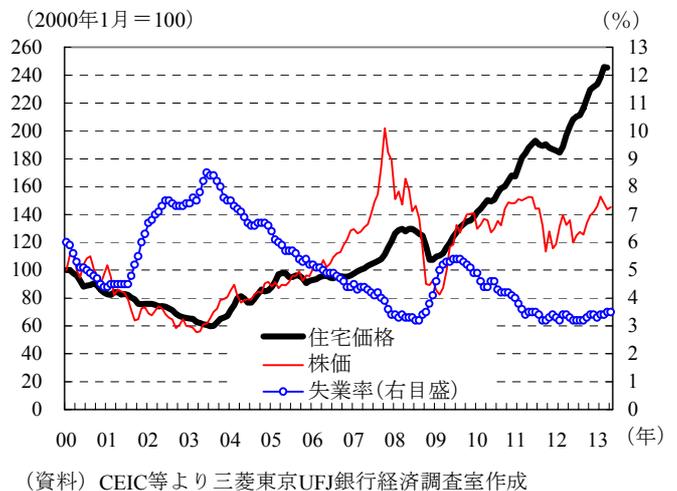
また、資産効果も縮小する見込みである。香港では、2009年以降、度々、不動産規制を強化してきたが、さほどの価格抑制効果がなかった。このため、2月には印紙税率の倍増に加え、銀行への管理強化を通じて、住宅ローン金利の引き上げを促した。これにより、不動産価格の上昇には歯止めがかかりつつある。なお、一部には大幅な下落を予想する向きもあり、その場合、逆資産効果が大きくなるリスクにも注意を要しよう。

(萩原 陽子)

第13図：香港の実質GDP成長率



第14図：香港の資産価格と雇用情勢



#### (4) シンガポール

輸出低迷に伴う製造業の落ち込みで第1四半期の実質GDP成長率は鈍化

シンガポール経済は、外需不振を主因に足踏み状態にある。第1四半期の実質GDP成長率は前年比+0.2%（前期比年率+1.8%）と、前期の同+1.5%（同+3.3%）から鈍化した。業種別には、サービス業や建設業といった内需関連業種は底堅さを保ったものの、輸出の減少を受けた製造業での落ち込みが大きく、成長率の低下につながった。

良好な雇用環境を背景に内需が景気を支えるが、潜在成長率の下限程度の成長ピッチ

先行きについても、輸出の回復度合いが限られるなか、内需が景気を下支えする構図が続くとみられる。第1四半期の失業率は1.9%とほぼ完全雇用の状態にあるほか、名目賃金も若干鈍化しつつも依然、堅調な伸びを続けている。労働需給の逼迫はサービス業での雇用拡大と外国人労働者の流入規制といった構造的な要因に因るところが大きく、当面こうした状況は変わらないだろう。一方、中国経済の安定成長へのシフトや欧米経済の緩慢な回復ピッチを踏まえれば、外需のけん引力は過去と比べれば限られる可能性が高い。以上を踏まえると、2013年の成長率は前年比+2.0%、2014年も同+3.1%と潜在成長率（3～5%）の下限近辺に止まる見込みだ。

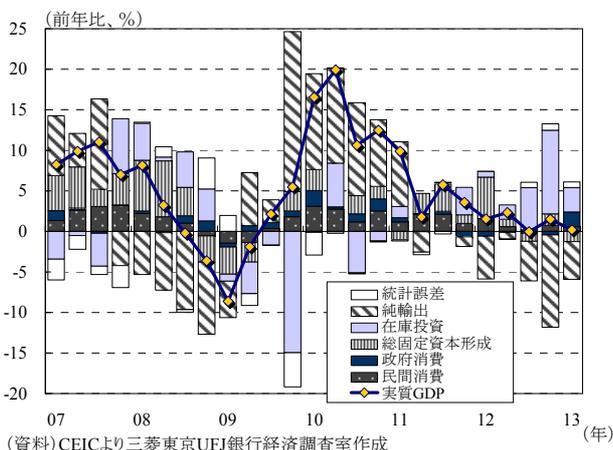
労働需給の逼迫がインフレ率を高めやすい状況が継続、引き締め政策が維持される公算

他方、物価は、4月の消費者物価上昇率が、交通と住宅の伸び幅の縮小を映じて前年比+1.5%へ大きく鈍化。ただし、今後については労働需給の逼迫が賃金上昇を通じてインフレを加速させやすい状況が続くとみられる。シンガポール通貨庁は4月に金融（通貨）政策の引き締めスタンスを維持したが、来年にかけても現状程度の引き締め策を継続すると予想する。

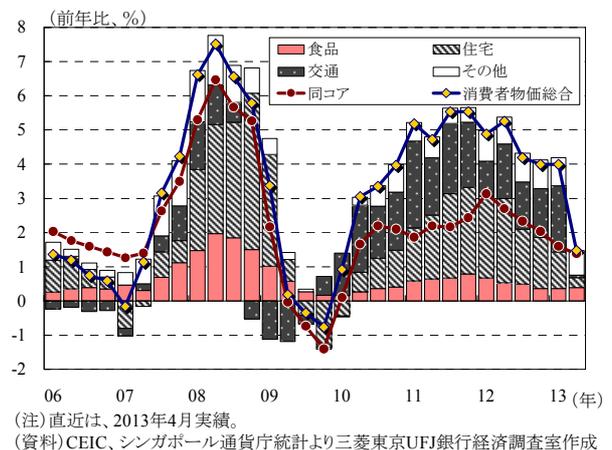
シンガポールは積極的な海外労働者の受入で高成長を遂げてきたが、こうした成長戦略は足元で転換期を迎えている。低技能労働者の流入に伴う生産性低下や自国民の雇用問題に対応すべく、政府は外国人労働者の流入抑制に舵を切った。こうしたなかで経済全体の生産性を高め、持続的成長をいかに達成していくか、同国経済にとって正念場といえる局面にある。

（中村 逸人）

第15図：シンガポールの実質GDP成長率



第16図：シンガポールの消費者物価上昇率



## 4. ASEAN

### (1) インドネシア

#### 第1四半期も成長率の鈍化が継続

インドネシア経済は底堅さを維持しているものの、景気の勢いは徐々に弱まりつつある。第1四半期の実質GDP成長率は前年比+6.0%と前期の同+6.1%から小幅減速、成長率の低下は3期連続となる。個人消費や総固定資本形成等の内需が鈍化した一方で、これまで成長率を押し上げてきた外需は輸出回復と輸入減によって4四半期ぶりにプラス寄与となった。

#### 燃料補助金の見直しに係るインフレ加速が景気のかく乱要因に

先行き、堅調な雇用や最低賃金の上昇が内需を支えるほか、海外景気の緩やかな回復で外需の下押し圧力も緩和していくとみられる。こうしたなか、景気のかく乱要因となるのが、燃料補助金の見直しに係る物価動向だ。

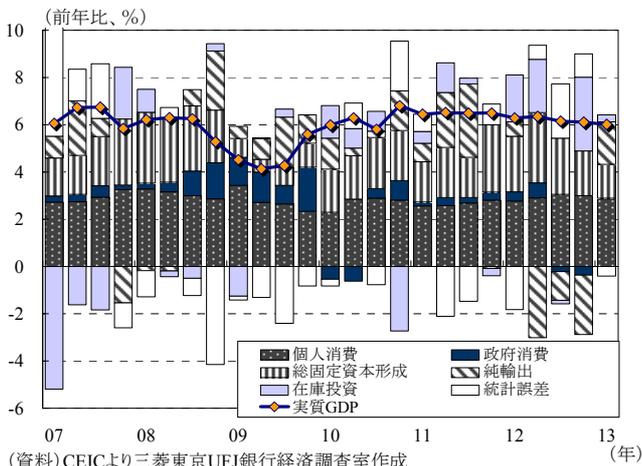
政府は5月20日に燃料補助金の見直しを盛り込んだ2013年修正予算案を国会に提出した。燃料小売価格が年半ばから後半にかけて引き上げられた場合(補助金付きガソリン価格は1リットル当り4,500ルピアから6,500ルピア、上昇率+44.4%)、インフレ率は一時的に最大3%程度加速する可能性がある。物価上昇に伴う家計の実質購買力低下や利上げ等のインフレ抑制策の影響を踏まえても2013年通年のインフレ率は前年比+6.2%まで上昇する見込みである。2014年には、利上げ効果の浸透や年後半の燃料価格引き上げの影響一巡によって同+5.4%と、中銀のインフレ目標(4.5±1%)内に収まるとみられる。こうした物価の動きを反映し、成長率は2013年に同+6.1%へ減速するが、2014年には総選挙を控えた財政支出の拡大や堅調な対内投資にけん引され、同+6.3%へと回復する見込みだ。

#### 経常・財政赤字の縮小で対外収支の安定性は維持、ルピア安にも歯止め

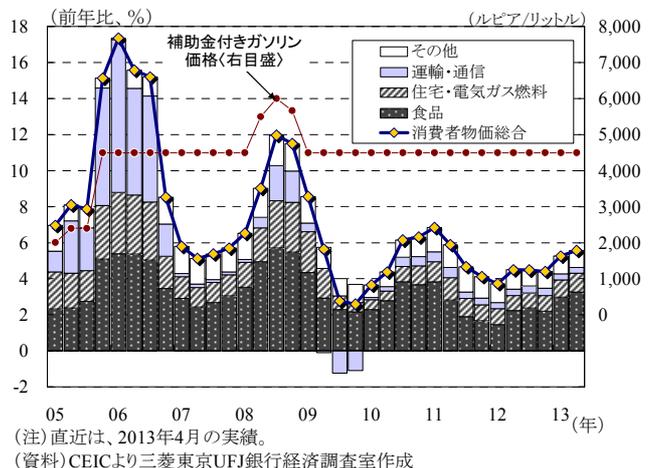
燃料補助金の見直しは経常赤字と財政赤字を縮小させ、対内投資の拡大を通じて資金フローの安定性を高めるとみられる。こうしたなか、足元で下落が顕著なルピア相場も次第に下落に歯止めが掛かると予想される。

(中村 逸人)

第17図：インドネシアの実質GDP成長率



第18図：インドネシアの物価動向



## (2) マレーシア

内需の堅調が続く  
中、外需の不振を主  
因に成長ペースは  
鈍化

マレーシア経済は内需が好調を維持するなか、外需の不振により成長ペースは鈍化している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比+4.1%（前期：同+6.5%）へ急減速した。輸出（同▲0.5%）の回復が遅れるなか、好調な内需を背景に輸入（同+3.6%）が拡大し外需の寄与度のマイナス幅が拡大した。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+7.5%）は前期から加速、総固定資本形成（同+13.2%）も二桁増を維持するなど内需は総じて堅調が続いている。

外需回復の遅れが  
重石となり、2013  
年の成長率は5%  
割れ

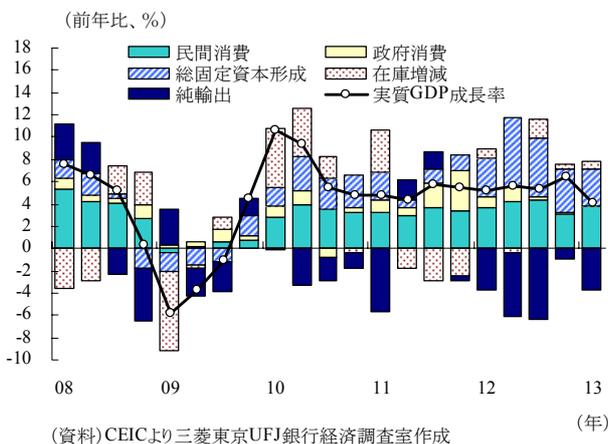
マレーシア経済は、目先外需回復の遅れが重石となり、2013年の成長率は前年比+5%をやや下回る公算が高いものの、2014年にかけて内需の堅調と外需の持ち直しにより、5%台の成長ペースへ回帰するとみられる。5月初めに実施された総選挙で与党連合が勝利し、経済政策の継続性・一定の政治的安定性が確保されたことから、首都圏のMRT建設を含む経済変革プログラム（ETP）実施の加速による投資拡大が期待されるほか、最低賃金制度の本格導入（従業員5人以下の中小企業は7月1日より実施）や公務員の賃上げなどによる所得増加も民間消費拡大の追い風となろう。

一方総選挙に向けた歳出拡大などにより財政赤字はASEANのなかでも高水準にあり、財政健全化に向けた補助金削減やGST導入による歳入ベースの拡大などが喫緊の課題となっている。

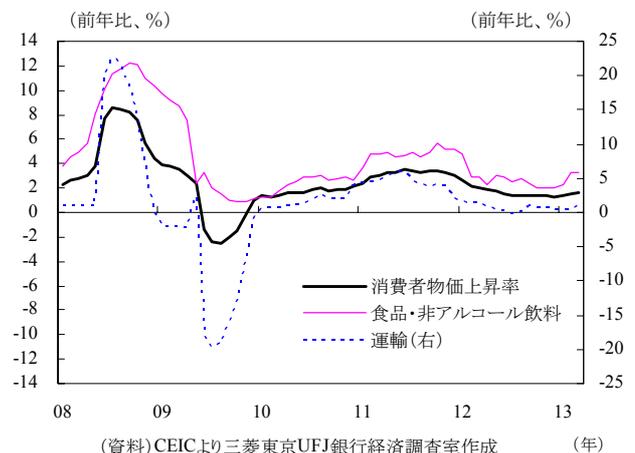
今年1月の最低賃金制度導入に伴う労働コストの上昇などで潜在的な物価上昇圧力は強まりつつある。今後、補助金削減に伴う食品や燃料価格の上昇などがさらなる物価圧力となる可能性には留意する必要があるだろう。

（シンガポール駐在 福地 亜希）

第19図：マレーシアの実質GDP成長率



第20図：マレーシアの消費者物価上昇率



### (3) タイ

#### タイ経済は底堅く推移

タイ経済は、底堅く推移している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比+5.3%と、事前の市場予想（Bloomberg 予想：同+6.0%）を下回ったが、4%台後半とみられる潜在成長率を上回る伸びをみせた。内訳をみると、世界経済の持ち直しが弱いなか輸出が振るわなかった一方で、個人消費や固定資本形成が堅調だった。

#### 2013年、2014年も緩やかな成長が続く見通し

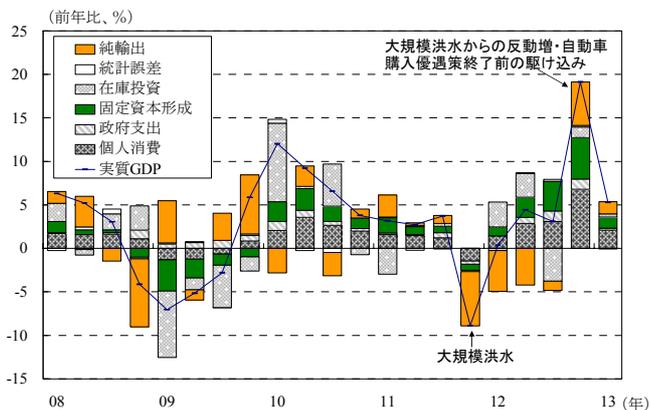
2013年及び2014年の成長率は前年比+4.7%、同+4.5%と、潜在成長率並みの成長が続くと予想する。2013年前半、自動車購入優遇策が期限切れを迎えた反動や、洪水からの復旧需要の一巡、また外需の一層の加速が期待しがたいことは、景気の下押し材料となろう。しかし、物価の安定が見込まれるなか、最低賃金上昇による所得拡大が個人消費の下支えになること、2014年に向け実施される治水事業や輸送インフラ開発などのインフラプロジェクト投資が内需を押し上げることから、緩やかな成長が続くとみられる。

#### 中銀は0.25%ポイントの追加利下げを実施

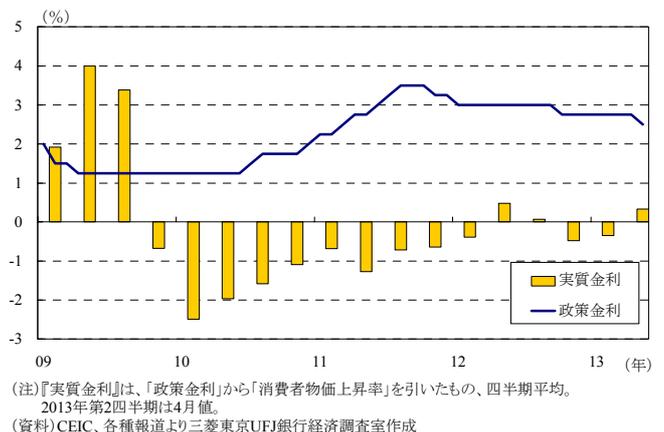
中銀は昨年10月以降、政策金利を据え置いてきたが、5月に0.25%ポイントの追加利下げに踏み切った（政策金利：2.50%）。バーツ高の輸出への悪影響を懸念する財務相や経済界からの利下げ圧力が強まっていたが、中銀はこれまで、実質金利がゼロ近傍で推移していることや、利下げが過度な信用拡大につながることを懸念し、政策金利を据え置く方針を示してきた。しかし、政府が輸出の軟調を理由に2013年の成長率見通しを下方修正するなか、中銀としてもバーツ高抑制策を通じた景気のコク入れに踏み切らざるを得なかったと考えられる。今後は、暫く政策金利は据え置かれるとみるが、足元で上昇が一服しているバーツが再び急騰した場合は、中銀はバーツ高への対応を迫られることになり、政策運営は難しさを増している。

（前原 佑香）

第21図： タイの実質GDP成長率



第22図： タイの政策金利と実質金利



#### (4) フィリピン

##### フィリピン経済は 内需主導で好調

フィリピン経済は好調を維持している。2012年の実質 GDP 成長率（前年比+6.6%）はアジア主要国のうち中国に次ぐ高成長を記録した。足元、ペソ高の影響で輸出は鈍化しているが、堅調な海外労働者送金や企業収益の改善が投資につながる好循環により、内需主導の成長が続いている。

##### 2013年、14年の成長率は引き続き潜在成長率を上回るペースを予想

2013年の実質 GDP 成長率は前年比+6.0%、2014年は同+5.8%と5%程度とみられる潜在成長率を上回るペースを予想する。

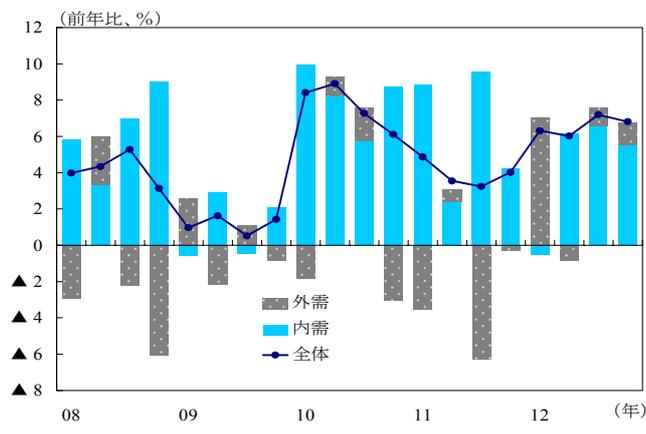
高成長に伴う通貨高が輸出を下押しするとみられるものの、投資や個人消費が成長のけん引役になると考える。個人消費は、派遣先の多様化などで底堅さを増す海外労働者送金に引き続き支えられよう。また政府の中長期的な成長戦略に基づいたインフラ投資や地方開発が、多年度に亘り成長率を押し上げると予想する。

こうしたなか、当面の注目材料は海外マネー流入への政府・中銀の対応である。フィリピン総合株価指数は連日にわたり史上最高値を更新しており、年初来上昇率は、アジア主要国・地域の中では最も高い。政府の統治機能の向上や高成長期待を背景に、投資適格入りが相次いだことが追い風になった<sup>(注)</sup>。政府・中銀は、資産バブルや一層のペソ高進行が景気の下押し圧力になることを懸念し、海外マネー流入ペースの抑制に腐心している。中銀は市中銀行向け中銀定期預金である SDA（Special Deposit Account）金利を今年に入って累計1.5%ポイント引き下げたほか、4月には外貨両替に関わる規制緩和も発表した。高成長維持と流入資金抑制の両立という難しい舵取りを迫られるなか、政府・中銀は今後も政策効果を見極めつつ、追加対応を検討すると考えられる。

(注) 3月にはフィッチが同国の外貨建長期国債格付けを、5月には S&P が外貨建及び自国通貨建長期国債格付けをそれぞれ初めて投資適格級へ引き上げた。

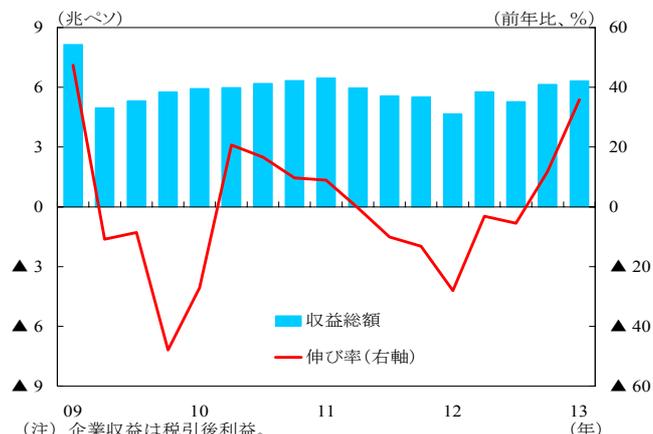
(福永 雪子)

第23図：フィリピンの実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第24図：フィリピンの企業収益



(注) 企業収益は税引後利益。  
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 5. その他アジア

### (1) インド

景気の低迷が続くなか、コアインフレ率の低下を受け中銀は追加利下げを実施

インド経済は軟調な動きが続いている。昨年9月以降の政府の構造改革前進を受けた株価の上昇や、資本財生産の持ち直しなど、足元一部では改善の兆しがみられるものの、鉱工業生産指数や国内自動車販売台数がゼロを挟んで一進一退の動きが続くなど、景気回復の動きは鈍い。

こうしたなか、1-3月期のインフレ率(卸売物価上昇率)は前年比+6.7%、4月には同+4.9%と約3年半ぶりの水準へ低下した。コアインフレの代替指標とされる工業製品価格に加え食品価格の高騰も収まりつつある。インフレ沈静化を受け、インド準備銀行(RBI、中銀)は今年に入り合計0.75%ポイントの追加利下げを実施した(レポレート:7.25%)。

2013年度についても景気回復ペースは緩慢

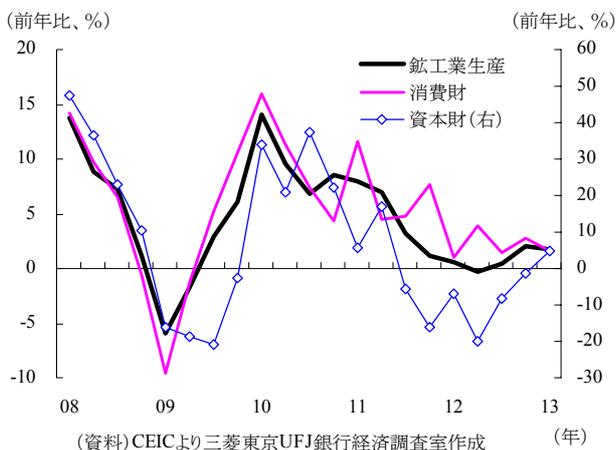
インド経済は今年度後半以降徐々に持ち直しが見込まれるものの、通年の実質GDP成長率は前年比+6%程度と7%程度と目される潜在成長率を下回る成長ペースに止まることが予想される。所得増加や景況感の改善、金利低下などが消費の下支えとなる一方、構造改革の効果が浸透し民間投資が本格回復するにはまだ時間がかかるとみられる。

構造改革のモメンタム維持が最優先課題

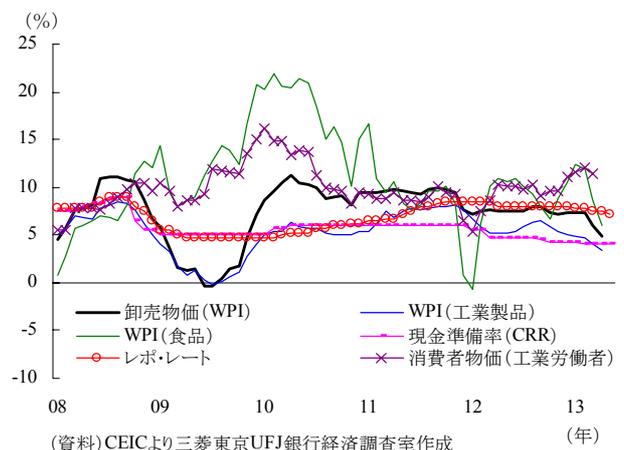
こうしたなか、シン政権の構造改革に進展がみられる点は前向きに評価できる。政府は補助金削減に向け、今年から国営石油会社に対しディーゼル小売価格の段階的な引き上げを容認したほか、補助金直接支払い制度(Direct Benefits Transfer :DBT)の導入および対象となる地域・サービスの段階的拡大などで補助金支出の効率化を目指している。2014年の総選挙を睨み政治的な思惑の強まりもあり、改革の進捗については予断を許さないものの、中長期的な安定成長に向け構造改革のモメンタムを維持することがシン政権の最優先課題といえよう。

(シンガポール駐在 福地 亜希)

第25図：インドの鉱工業生産



第26図：インドの物価と政策金利



## (2) ベトナム

### ベトナム経済は伸び悩み

ベトナム経済は伸び悩みが続いている。第1四半期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と、前期の同+5.4%から減速した。輸出が2四半期連続で加速するなど外需は回復が続いている一方で、内需は停滞している。実質小売売上高をみると同+4.5%と、前年(同+5.0%)から減速しており、GDP全体の約6割を占める個人消費は低調が続いている。

### 2014年にかけても、潜在成長率を下回る推移が続く

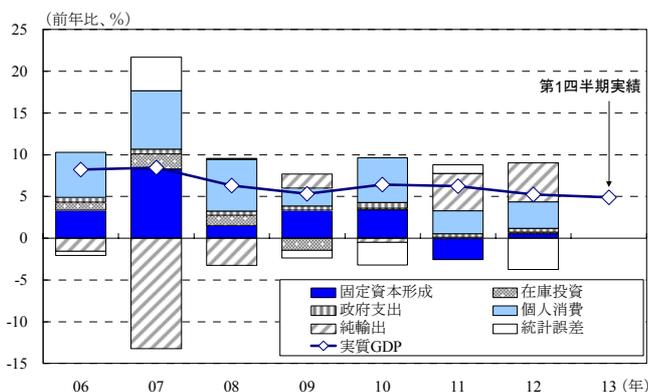
2013年と2014年の成長率は前年比+5.3%、同+5.6%と、6%程度と目される潜在成長率を下回り、景気の回復ペースは緩やかなものに止まることが予想される。足元で輸入が増加しつつあるが、縫製品など低価格品への海外からの底堅い需要や、携帯電話・同部品の輸出が拡大しつつあることから、外需が景気を底支えすると見込まれる。他方、内需は弱い動きが続こう。地場企業の多くが在庫増大や資金繰りの問題を抱えているとみられるが、5~6%（中銀公表値：4月）の不良債権を抱える金融機関が、不良債権問題の根源である国営企業改革に進展がみられないまま貸出拡大路線に踏み切ることが難しく、問題解決には相応の時間を要するとみられる。政府は前年末比+12%の貸出目標を掲げているが、中銀が発表した1-4月期実績は同+1.4%に過ぎず、企業活動は停滞が続くことが見込まれる。このようななか、個人消費の更なる拡大は見込み難しく、景気は伸び悩みが予想される。

### 中銀は、断続的な利下げで、景気をテコ入れ

中銀は、2013年に入り3月、5月に主要政策金利の一つであるリファイナンスレートを各々1%ポイント引き下げ7.0%とした。中銀は、内需喚起や企業向け融資の拡大による景気テコ入れを狙い、2012年3月以降、計8回の利下げを実施しているが、利下げ効果が实体经济に十分浸透しているとは言い難い。消費者物価上昇率が安定推移するなか、中銀は更なる利下げを行う可能性もあろう。

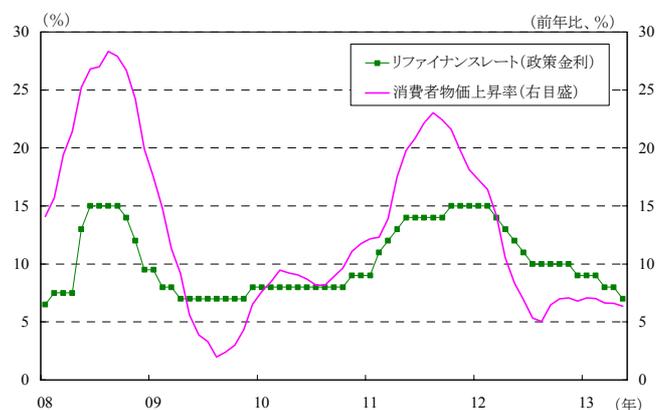
(前原 佑香)

第27図：ベトナムの実質GDP成長率



(注)2006年から2009年までは、旧基準(1994年基準)。  
(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第28図：ベトナムの政策金利と消費者物価上昇率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## V. オーストラリア

### ～政府は歳出抑制を継続、景気下支えは金融政策頼みに～

#### 1. 景気の現状

景気減速には歯止めがかかるも、足元の指標は強弱まちまち

豪州経済は景気減速に歯止めがかかっているが、足元の指標は強弱まちまちである。これまでの利下げ効果により個人消費や住宅投資が緩やかに持ち直す一方、豪ドル高の影響で雇用は依然軟調である。また、輸出は底打ちしたものの、回復ペースは鈍く、最大の輸出相手国である中国の景気回復の足取りの重さを懸念して、豪州の企業マインドは下押しされている。

中銀は豪ドル高を強く懸念して利下げを決定

こうした状況下、豪州準備銀行（RBA）は豪ドル高に対する強い警戒感を背景に、5月に5ヵ月ぶりに追加利下げを実施した。利下げ後、米ドル高の進行や中国の軟調な経済指標の発表を受けて、豪ドルは約1年ぶりにパリティ（1豪ドル=1米ドル）を割って推移している。

#### 2. 今後の見通し

2014年にかけて潜在成長率を下回る

先行きを展望すると、2013年の実質GDP成長率は前年比+2.6%、2014年は同+2.8%と、3%近傍とみられる潜在成長率をやや下回る成長ペースにとどまると予想する（第1表）。利下げ効果の浸透により、個人消費や住宅部門の回復が引き続き景気を底支えするものの、①資源関連投資のピークアウト、②豪ドル高、③財政健全化が景気抑制要因になると考えられる。

資源関連投資のピークアウト、豪ドル高、財政健全化が景気を抑制

近年の高成長を支えてきた資源関連投資については、早晩ピークアウトするとみられていたが、中国の安定成長へのシフトが想定以上に早いことなどから、RBAは既にピークアウトしているとみている。問題は、資源ブーム効果の非資源部門への波及が緩やかにとどまっていることであり、その主因は1年半余り続いている豪ドル高と考えられる。雇用者数をみると、鉱業部門の増加が顕著である一方、製造業や小売業など非資源部門は低迷から脱していない（第1図）。

資源ブームの非資源部門への波及は緩やか

また、財政健全化を目指す政府が歳出抑制スタンスを維持することも、引き続き景気の重石になるとみられる。政府は昨年7月に炭素税及び資源税を導入し、資源ブームを追い風にした歳入増加により2012年度（2012年7月～2013年6月）の財政黒字への回帰を狙った。これは、資源部門から非資源部門への富の分配を通じて、持続的な成長を目指す意図もあったが、資源価格の下落により政府は早くもその目標を断念せざるを得なくなった。

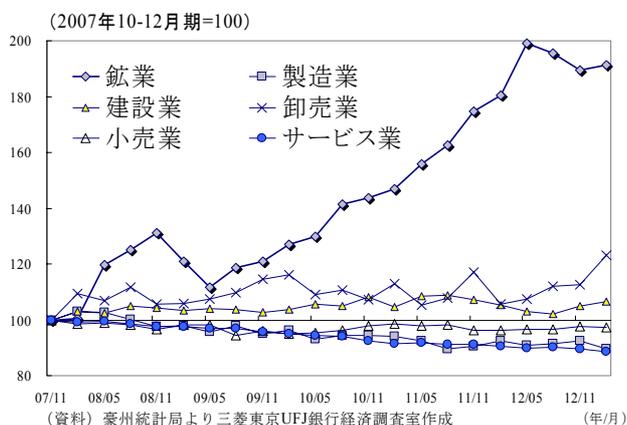
**財政黒字化は 2015 年度へ 3 年先送り** 今年 5 月に発表された 2013 年度予算案では、財政黒字化は 2015 年度へ 3 年先送りされた（第 2 図）。もっとも、2 つの新税による歳入見込みを下方修正したにも関わらず、歳出計画に大きな変更はなく、公共投資を中心とした歳出抑制が続く見込みである。

第 1 表：豪州経済の見通し

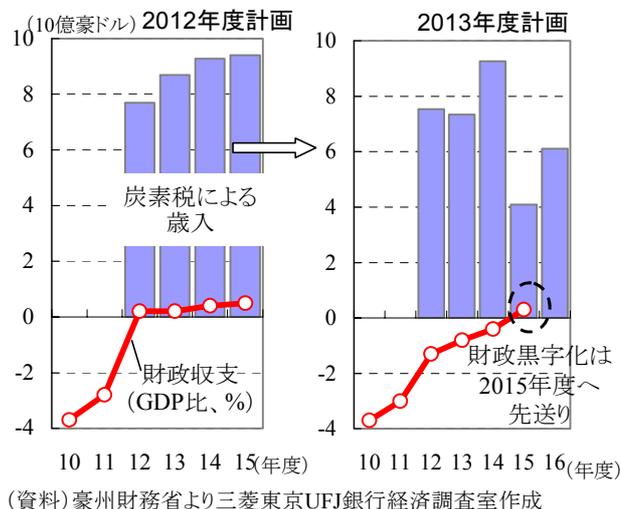
	2012年	2013年	2014年
実質GDP成長率 (%)	3.6	2.6	2.8
消費者物価上昇率 (%)	1.8	2.3	2.4
経常収支 (億ドル)	▲ 555	▲ 587	▲ 608

見通し

第 1 図：産業別雇用者数



第 2 図：政府の財政計画



### 3. 金融政策・為替

#### (1) 金融政策

**RBA は豪ドル高を強く懸念して追加利下げを決定**

RBA は豪ドル高に対する強い懸念を背景に 5 月に 5 カ月ぶりに追加利下げを決定、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）の目標値を現行制度で史上最低の 2.75% まで引き下げた。今回の利下げは、景気を下支えする狙いもあるが、4 月の日銀の「量的・質的金融緩和」や 5 月の欧州中央銀行（ECB）の利下げなど先進主要国の金融緩和策が、通貨高抑制を狙う RBA の決断を後押ししたと考えられる。

RBA は声明文で、豪ドルの水準について「歴史的水準からみても依然高い」と豪ドル高に対する警戒感を示した。

**物価は RBA のターゲット内で推移**

物価動向をみると、第1半期の消費者物価上昇率は前年比+2.5%と、RBAのターゲット内（同+2~3%）に収まっている。昨年7月の炭素税導入を受け非貿易財価格は上昇したものの、豪ドル高を背景に貿易財の価格は低水準に抑えられている（第3図）。RBAは声明文で、今回の利下げは「緩和余地の一部を使った」と述べたが、その後発表された金融政策に関する四半期報告書では、2013年の物価見通しを最大1%ポイント下方修正しており、その分追加利下げの余地が拡大している。

**RBA は物価見通しを下方修正、追加利下げ余地が拡大**

**景気の下支えは金融政策頼み**

政府が歳出抑制スタンスを継続していることから、景気の下支えは金融政策頼みとなっている。豪州経済は当面、潜在成長率を下回る成長ペースが続くとみられなか、RBAは追加利下げに踏み切る公算が大きい。

**(2) 為替動向**

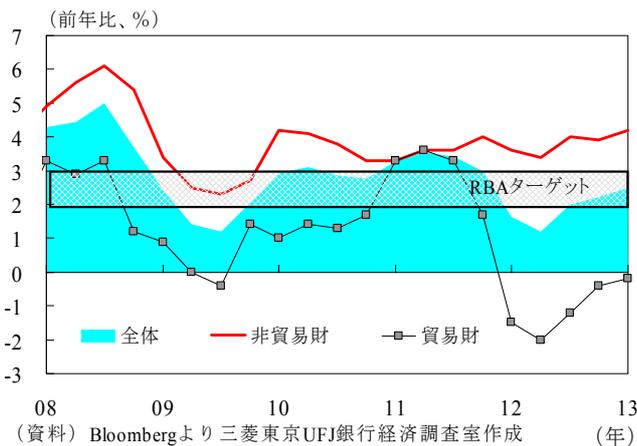
**足元、1豪ドル=0.96ドル台と、約1年ぶりのパリティ割れ**

5月の追加利下げ決定直後、豪ドル相場は1豪ドル=1.02ドル台へ下落したが、その後、米国経済の回復や軟調な中国の経済指標と相俟って、足元は1豪ドル=0.96ドルとパリティ割れで推移している（第4図）。

この先追加利下げが見込まれるため、豪ドルはパリティを下回る水準がしばらく継続するとみられる。もっとも、日米欧の主要先進国が金融緩和姿勢を維持することから、豪ドルの相対的な高金利は変わらず、豪ドルに一段の下落圧力がかかるとは考えにくい。歴史的にみた豪ドル高水準が持続すると予想される。

**相対的な高金利を背景に豪ドル高が持続**

第3図：消費者物価指数



第4図：政策金利と豪ドル相場



(大幸 雅代)

## VI. 中南米

### ～緩慢な回復とインフレが続くブラジル、先行きの不安高まる アルゼンチン、構造改革が好感されるメキシコ～

#### 1. ブラジル

##### (1) 景気の現状

景気は消費主導の  
拡大が続く。外需は  
なお不振

2012年の実質GDP成長率は前年比+0.9%と低い伸びに留まった。景気拡大に貢献したのは消費（個人、政府）だけで、純輸出、固定投資、在庫投資はマイナス寄与、純輸出の寄与度はほとんどゼロであった。

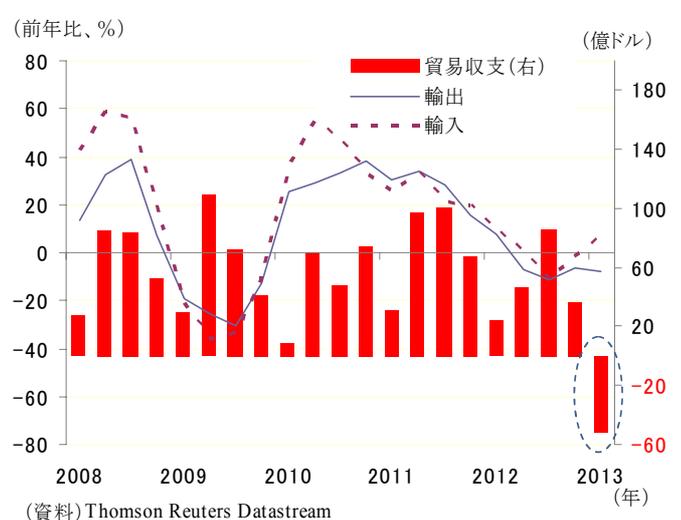
四半期データをみると、成長率は低いながらも加速してきている。昨年10-12月期は前期比年率で+2.6%と6四半期ぶりに2%を上回った。1-3月期はやや減速し同+2.2%となったが、2%台を維持している（第1図）。

成長の主役は、これまで断続的に実施されてきた減税と、最低賃金の引き上げに助けられた消費である。輸出は1-3月期も金額ベースでは減少しており、四半期ベースの貿易収支は12年ぶりに赤字に転落した（第2図）。設備投資も、建設財の一角に拡大の兆しがみられるが、まだ明確な回復の動きは確認できない。

第1図：実質成長率の推移



第2図：貿易取引



消費刺激を続けた  
副作用でインフレ  
率が上昇。中央銀行  
は0.75%の利上げ  
を実施。政策金利は  
8.0%に

しかし、景気浮揚のため消費を刺激し続けた副作用は、予想外に早いインフレ率の上昇となって現れた。消費者物価上昇率は年明け早々から6%台に上昇し、3月には政府の年間インフレ目標の上限である6.5%を上回った（第3図）。インフレ率上昇の背景には天候不順による食料品価格の高騰という一時的要因もあったが、サービス業での人件費上昇という構造的な要因も大きい。ブラジルは労働者の権利が手厚く保護され、簡単には人員整理ができない。低成長にもかかわらず、失業率が4.6%（12月）と現行統計が開始された2002年以来で最も低い水準にとどまっているのは、

その表れだ。加えて最低賃金の上昇率が高めに維持されているため、生産性上昇率が限られているサービス業では価格に転嫁されやすい。インフレ率の上昇を受け、ブラジル中央銀行は4月に0.25%ポイントの利上げの後、5月には0.5%ポイントの追加利上げを実施し、政策金利を8.0%とした。

経常赤字が拡大。  
今後の動向には注意が必要

消費に頼った景気回復は、経常収支の悪化にもつながっている。足元半年間の赤字幅は450億ドルと、年間赤字幅に匹敵する金額に膨らんでいる。近年、ブラジルには多額の直接投資が流入し、直接投資だけで経常赤字を賄っていたが、足元ではその構図にも変化が出ている（第1表）。

もちろん、ポートフォリオ投資や借入による外貨流入が続いているうえ、外貨準備も潤沢なため、外貨獲得に不安があるわけではない。もっとも、世界経済を見渡すと、資源ブームが一巡しつつあると言われる中、ブラジルへの資源開発投資も今後は鈍化していく可能性がある。少なくとも従来のような増加ペースを維持することは難しいだろう。

ブラジルが2000年代以降享受してきた「消費拡大に伴う経常赤字拡大を海外からの投資でファイナンスする」という成長パターンは、今後転機を迎える可能性がある。ブラジルの中長期的な成長力への影響も含め、国際収支動向に注目する必要があるだろう。

第3図：消費者物価



(資料) Thomson Reuters Datastream

第1表：国際収支

	2011	2012	2012		2013
			7-9	10-12	1-3
経常収支	-525	-542	-89	-201	-245
直接投資	667	653	179	177	133
ポートフォリオ投資	353	88	33	31	71
その他	78	-50	-46	-85	141
総合収支	573	148	77	-79	96

(資料) Thomson Reuters Datastream

## (2) 2013年以降の見通し

景気とインフレ両面への配慮が求められるブラジル

世界経済に明るさが戻ってきているとはいえ資源需要の回復は鈍く、今後も輸出の急回復は望みにくい。そして上述のとおりインフレと経常赤字問題が浮上ってきており、従前のように減税等で消費刺激策を続けることも難しくなっている。ブラジルは、景気とインフレ両面への対処が必要な局面を迎えている。

景気浮揚のためだけでなくインフレを抑制するためにも、ブラジルはインフラ投資も含め投資主導の経済になることが望ましい。そのための努力も続けられている。ブラジル議会は5月、港湾設備への民間資本の

参入を認める改革法案を承認した。ブラジルの港湾、道路、公共交通機関は慢性的な投資不足に悩んでおり、経済活動の深刻な制約となっている。港湾設備への民活導入は、その解消のための重要な一歩といえる。また、来年のサッカー・ワールドカップ開催のための公共交通機関整備が遅れており、今後は突貫工事で建設が進められることになっている。

インフラ投資も短期間に集中するとインフレ要因に。

こうしたインフラ投資は景気の下支え材料となるものの、生産のボトルネックが多いブラジルで短期間に投資が集中すると、資材や労働需給のひっ迫からインフレ要因になりやすい。

インフレと利上げが制約要因となり、2013年2.5%、2014年3.3%成長を予測

ブラジル政府が公共事業や減税という景気刺激策を打つ一方、中央銀行はインフレ対策のため利上げを続けることになろう。但し、景気への配慮も必要なことから利上げは短期間に行われると思われ、年内に後0.25%ポイントの利上げを2回、政策金利は8.5%まで引き上げられると予想している。

高止まりするインフレは実質購買力低下を招き消費の抑制要因となるほか利上げは民間投資への制約材料となろう。この結果、景気回復は緩やかなペースとなり、潜在成長率とされる4%に達するのは2015年以降となろう（後掲第3表）。

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

## 2. アルゼンチン

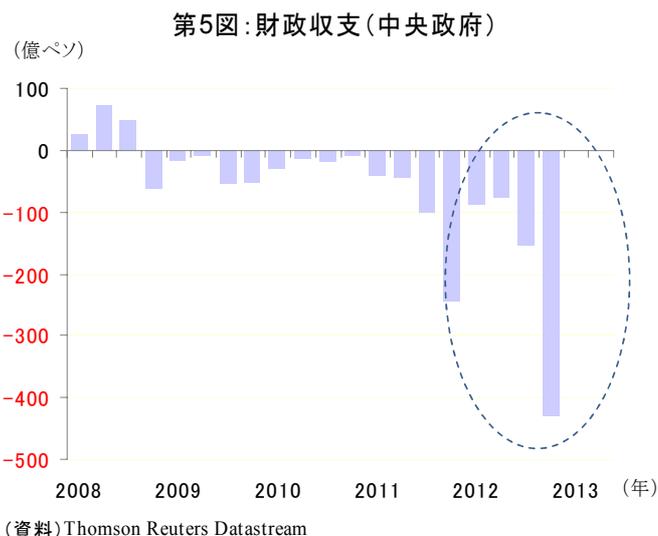
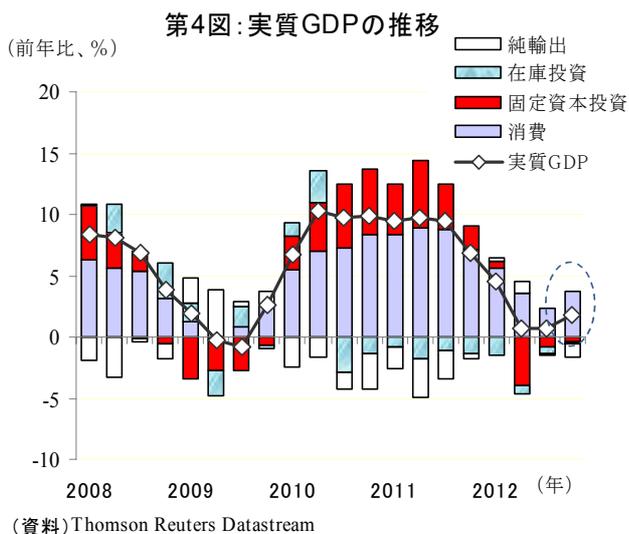
### (1) 景気の現状

2012年成長率は1.9%に鈍化。年明け後はやや持ち直し

2012年の実質GDP成長率は前年比+1.9%に減速したが、足元では持ち直しの動きがみられる（第4図）。生産面では穀物生産が不作だった昨シーズン（2011/12年）から回復している。需要面では、個人消費が昨年7-9月期を底に徐々に回復してきている。しかし、消費の増加は、2013年10月に実施される中間選挙を意識した人気取り政策によるところが少なくない。消費増の裏側で財政赤字は顕著に拡大している（第5図）。

20%超のインフレが続く

拡張的な財政金融政策が採られているため、インフレは依然として終息していない。政府が発表しているインフレ率は10%強であるが、実態は年率20%を超えるインフレが長期化しており、国民の不満が高まっている。そこで政府は2月から、大手小売業者に対し値上げの凍結を「説得」する行政指導を開始した。この結果、インフレ率は多少低下したものの、却って売り惜しみや買い占めを招いている品目もあり、先行き1年間の期待インフレ率は34%と悪化したままである。



## (2) 2013 年以降の見通し

成長率は小幅回復するも、先行きは極めて不透明

アルゼンチンの主力輸出産業は農業であるが、昨年は主力産品の大豆が不作で輸出量も1割減となっていた。2013年は作柄もよく農産物輸出は回復し、景気拡大に貢献するだろう。だが、長年のインフレ政策は持続不可能な段階に近づきつつある。

先行き不安から資本流入も止まり、外貨準備が減少。ペソ安への圧力高まる

アルゼンチンの公式為替レートは年間10%強の下落となっているが、これは25%程度のインフレ率が続いている実態に対し明らかに過小である。この結果、同国の実質為替レートが上昇、アルゼンチン製品の価格競争力が低下している。加えて、一方的な国有化などアルゼンチンの経済運営への不信感から、海外からの資本流入は途絶えがちで、外貨準備を取り崩す状況が続いている。外貨準備はこの2年間で約125ドル、24%減少し、足元では対外債務(1,411億ドル、2012年末時点)の約28%に低下している(第6図)。

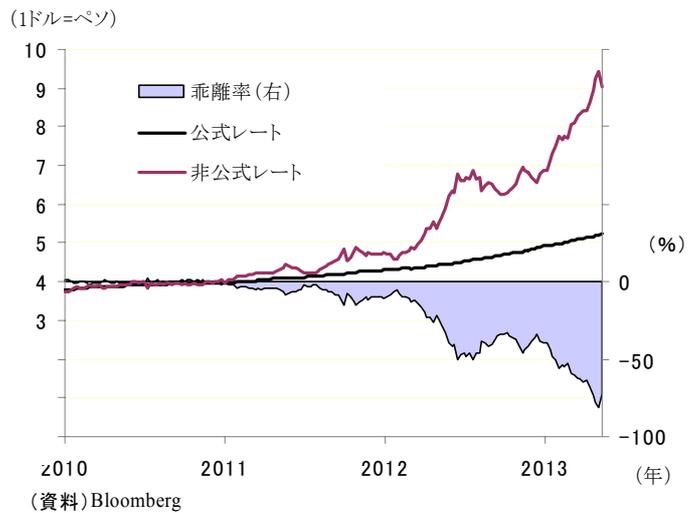
4月以降、デモが発生するなど政府の経済政策への不満が高まってきている。企業・消費者マインドも低迷が続いている。為替市場は経済運営の行き詰まりを感じており、非公式レートは1ドル=9ペソ台に下落した(第7図)。政府は逃避資金への課税猶予や中国政府との外貨融通策を発表し不安の解消に努めているが、その効果は限定的だ。

支持率が低迷しているため、政府は当面、選挙目当てのバラマキ政策を続け、景気の延命を図ると考えられる。しかし選挙後は、財政金融政策を引き締め方向に修正せざるを得なくなり、現実を追認するかたちでペソの大幅な下落、それによるインフレ率の急上昇と消費・投資の減速により成長率の低下を招く可能性が高い。アルゼンチン経済は2014年に向け厳しい局面を迎えそうだ。

第6図：外貨準備高



第7図：為替レート



### 3. メキシコ

#### (1) 景気の現状

在庫調整により景  
気鈍化も、今後は回  
復の見通し

2012 年前半、メキシコは前年比+4.7%の成長を遂げたが、米国景気の中だるみとインフレによる実質所得減により、後半の成長率は同+3.3%に鈍化した。10-12 月期は在庫の成長率への寄与度が▲1.0%（前年比ベース）となっており、在庫調整がやや深くなっていたことがわかる（第2表）。この影響は消費の不振となって年明け後も残り、1-3 月期の成長率も前年比+0.8%と低迷した（速報ベース）。しかし米国景気が堅調であることに加え、消費者マインド、景気先行指数も回復していることから、4-6 月期以降、景気は徐々に立ち直っていく見通しだ（第8図）。

インフレ率は目標  
を上ブレもコアは  
安定

一方物価をみると、消費者物価上昇率が中央銀行が目標としている4%を超えている（第9図）。これは、農産物、エネルギー価格の上昇と一部公共料金の引き上げによるもので、その他の物価（コア物価）は3%近辺で推移しており、基本的には物価が安定していることを示している。中央銀行も、農産物やエネルギー価格の上昇が他分野への物価に波及していく可能性は小さいととらえており、事実3月には政策金利の引き下げ（4.5%→4.0%）を実施している。

第2表:実質成長率の推移

(前年比%、寄与度)

	2011	2012				
			1-3	4-6	7-9	10-12
GDP	3.9	3.9	4.9	4.4	3.3	3.3
個人消費	3.0	2.3	2.9	2.6	1.5	2.4
政府消費	0.2	0.2	0.3	0.3	0.0	0.0
固定資本投資	1.7	1.3	1.8	1.3	1.2	0.8
在庫	-0.9	-0.3	0.0	0.0	-0.2	-1.0
純輸出	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.5	-0.2

(資料) Thomson Reuters Datastream

第8図:景気動向



(資料) Thomson Reuters Datastream

## (2) 2013年以降の見通し

米国経済に引っ張られ3%台半ばの成長へ

雇用が改善するなど米国景気の足取りがしっかりしてきているので、メキシコ経済も輸出増から投資が活発化し、それによって生まれる所得増が消費を支えるという、好循環に向かう可能性が高い。

加えて、新政権下で予想外に構造改革が進み始めた。2012年11月に労働改革法が成立し、有期雇用や残業に関する規制が緩和されたほか、2013年に入ると金融改革法が成立し、中小企業向け融資の拡充が期待できるようになってきた。通信分野の外資参入など、硬直的だった国有企業経営にも柔軟化の兆しがみえる。こうした動きを好感し、大手格付会社の一つが5月に入りメキシコの外貨建て長期国債の格付を1段階格上げした。構造改革は、民間企業の活動の幅を広げると同時に、経済の柔軟性を高めインフレへの抵抗力を高めると期待できる。

構造改革の次の重要ステップは、国営石油事業の改革

今後の構造改革の進展については、国営石油事業の改革に注目しておきたい。メキシコは豊富な石油埋蔵量があると考えられるにもかかわらず、国による非効率な経営が祟り、近年は生産量の減少が続いている。ここに改革のメスが入れば、構造改革の進展を印象づけ、メキシコに対する評価を更に高めることになるだろう。

一方、金融政策については、基本的にコア物価が落ち着いていることからメキシコ中央銀行は暫く金利据え置きを続けると予想している。2010年以降、不作などの要因によりしばしば食料品価格が上昇し消費者物価上昇率が目標上限(4%)を超えることがあったが、コアの上昇率が3%付近で安定していたので政策金利は結果的には3年以上据え置かれていた。中央銀行のコア重視のスタンスは変わらないだろう。

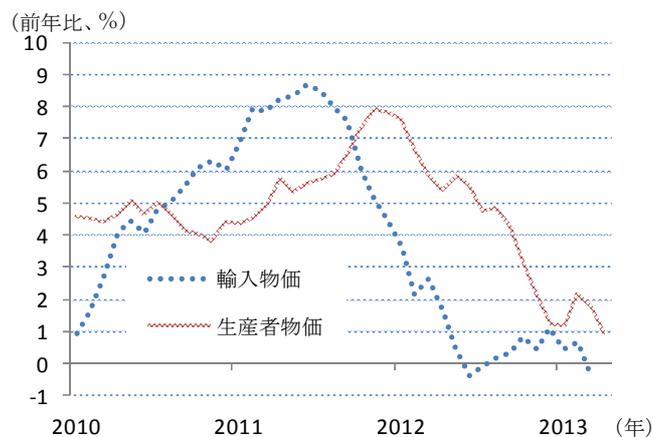
但し、メキシコ経済への評価の高まりからメキシコ・ペソ高が続いていることもあり、川上の物価指標は今後ディスインフレ傾向が再び強くなることを示唆している(第10図)。この傾向がコアに反映されてくると、再び水準訂正の利下げが検討されることもあろう。

第9図: 消費者物価上昇率と政策金利



(資料) Thomson Reuters Datastream

第10図: 川上の物価指標



(資料) Thomson Reuters Datastream

第3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)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
ブラジル	0.9	2.5	3.3	5.4	5.8	5.7	▲ 542	▲ 620	▲ 650
アルゼンチン	1.9	2.2	2.0	10.0	10.5	11.0	5	10	5
メキシコ	3.9	3.2	3.7	4.1	3.7	3.7	▲ 92	▲ 130	▲ 150
中南米全体(注)	2.5	2.9	3.5	5.1	5.0	4.9	▲ 800	▲ 890	▲ 945

(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

～各国とも内需の抑制要因を抱えるなか外需も総じて弱く、景気低迷は当面継続～

### 1. ロシア・中東欧経済の概況

- 西欧諸国の景気後退による外需の落ち込みが続く**      ロシア・中東欧経済は総じて低調に推移している。まず各国共通の要因としては、主要輸出先である西欧諸国の景気後退によって、外需の落ち込みが続いていることが挙げられる。また中東欧については、国毎に程度は異なるが、各国とも財政面での問題を抱えており、歳出削減や増税などが内需の重しとなっている。
- ロシアは資源価格の軟調が減速要因**      それぞれの国の状況をみていくと、ロシアは、輸出の約7割を占める鉱物資源（原油、天然ガス等）の市況軟調が景気減速の根底にある。中国など新興国の景気回復が緩慢なものに止まるなか、資源価格は今後も軟調な推移が予想されるため、ロシア経済も当面低調を余儀なくされよう。
- チェコ、ハンガリーの景気後退は長期化**      中東欧では、チェコとハンガリーで景気後退が継続しており、共に5四半期連続のマイナス成長となった。チェコでは2013年1月より追加的な増税が実施されており、今年中の景気後退脱却は難しいとみられる。ハンガリーは、バランスシート調整が継続中であるほか、過大な政府債務に起因する通貨下落リスクがあり、顕在化した場合の影響が懸念される。一方、ポーランドは、建設投資の落ち込みによって減速しつつも、今のところ景気後退は免れている。インフレ鈍化や中銀の利下げが下支えとなり、先行きも底割れは回避する見込みである。
- ポーランドは景気底割れを回避する見込み**

第1表：ロシア・中東欧経済の見通し

	名目GDP (10億ドル)	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)			経常収支 (億ドル)		
	2012年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
ロシア	2,022	3.4	2.9	3.3	5.1	6.2	5.8	813	480	360
チェコ	196	▲1.3	▲0.5	1.5	3.3	1.8	1.6	▲53	▲41	▲38
ハンガリー	127	▲1.7	▲0.2	1.1	5.7	2.6	3.0	22	24	23
ポーランド	488	1.9	1.2	2.0	3.7	1.4	2.0	▲174	▲190	▲180
ロシア・中東欧	2,833	2.6	2.2	2.9	4.7	4.9	4.7	608	273	165

## 2. 主要国の動向

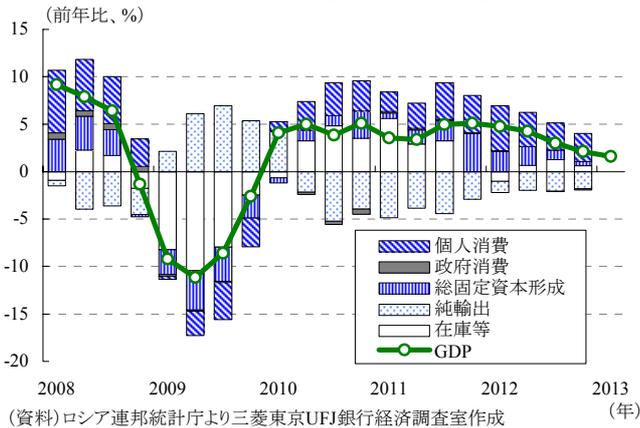
### (1) ロシア

#### ①景気の現状

企業部門を中心に  
景気減速が続く

ロシア経済は、企業部門を中心に景気減速が続いている。第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比+1.6%となり、2010年以降のプラス成長局面としては最も低い伸びまで鈍化した（第1図）。ユーロ圏等の景気低迷を受けて輸出の伸び悩みが続いているほか、企業の設備投資の減速や公共投資の減少等による総固定資本形成の鈍化なども景気の重しとなっている。一方、個人消費は、比較的良好な雇用環境を背景に底堅さを維持している。設備投資減速の背景は、昨年9月の中銀の利上げを映じた貸出金利の上昇、金融機関の貸出基準厳格化に伴う融資の伸び鈍化（第2図）、輸出低調による投資マインドの冷え込みなどである。

第1図：ロシアの実質 GDP 成長率



第2図：ロシアの企業向け貸出額と貸出金利



#### ②見通し

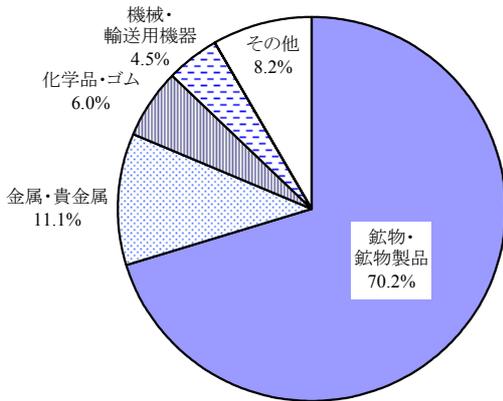
資源価格の軟調と  
外需の低迷が下押し  
し要因に

ロシアの景気は当面低調に推移する公算が大きい。中国を始めとする新興国の景気回復が緩慢なものに止まるなか、資源価格は軟調な推移が予想され、資源輸出に対する依存度が高いロシアにとっては大きな景気下押し要因となろう（第3図、第4図）。また、ユーロ圏を中心に欧州の景気低迷継続が見込まれるため、数量面でも輸出の伸びは期待しにくい。少なくとも2013年中については、輸出が景気の牽引役となる可能性は小さいとみられる。

家計部門の底堅さは  
景気の下支えに

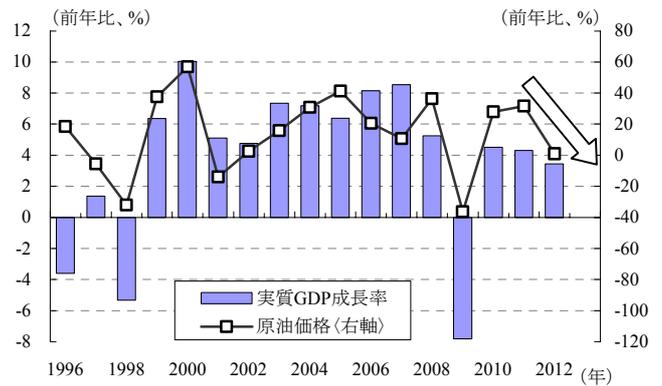
一方、家計に関しては、比較的良好な雇用環境を背景に、消費の底堅い伸びが見込まれる。足元の失業率は5%台と、リーマンショック前並みの水準まで改善しており、名目賃金も二桁台の増加が続いている。ただし、昨年後半以降は、実質賃金の伸び鈍化や家計向けローンの伸びのピークアウト等もみられるため、個人消費に景気下支え以上の力強さを期待することは難しいとみられる。

第3図:ロシアの輸出品目構成比(2011年)



(資料)ロシア連邦統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図:ロシアの実質GDP成長率と原油価格



(注)原油価格はブレント、WTI、ドバイの単純平均。

(資料)ロシア連邦統計庁、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

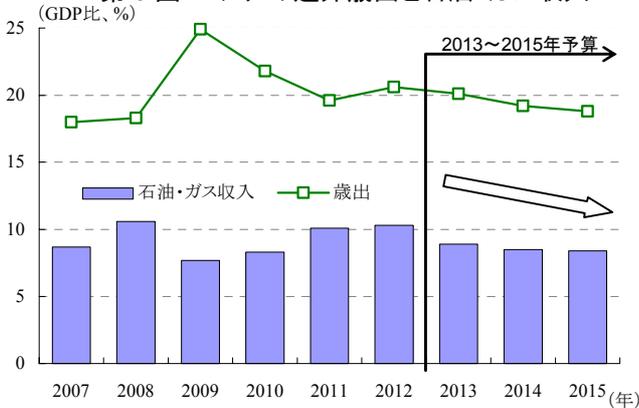
### 抑制的な財政スタンスも景気に対する逆風のひとつ

また、財政・金融政策による景気刺激の余地も限られている。ロシアでは2013年予算から、過去数年の原油価格に基づいて算出した基礎原油価格を前提に歳出の大枠が定められることとなった。本ルールに基づくと、2013年の歳出の対GDP比は20.1%と2012年の同20.6%から低下し、さらに2014年には同19.2%に縮小と、景気に対しては抑制的な財政スタンスが続く見通しとなっている(第5図)。

### インフレリスクの見極めが金融緩和の判断を左右

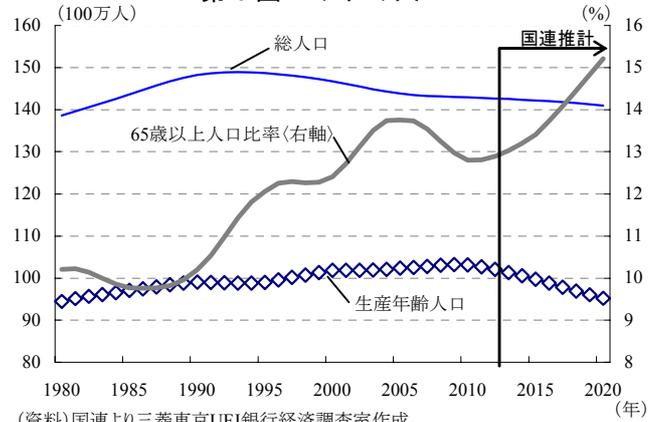
こうしたなか、中央銀行に対しては金融緩和の要請が強まっており、6月には、タカ派として知られるイグナチエフ総裁に替わり、プーチン大統領の側近であるナビウリナ前経済発展相が新総裁に就任する予定である。ただし、足元のインフレ率は中銀の目標レンジ(5~6%)の上限を上回っているため、金融緩和に踏み切る上ではインフレリスクの慎重な見極めが不可避である。とりわけロシアは、2010年以降、生産年齢人口の減少局面に入っており、低成長下でも労働需給逼迫による賃金インフレが発生しやすい点には留意する必要がある(第6図)。

第5図:ロシアの連邦歳出と石油・ガス収入



(資料)ロシア財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図:ロシアの人口



(資料)国連より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) チェコ

### ①景気の現状

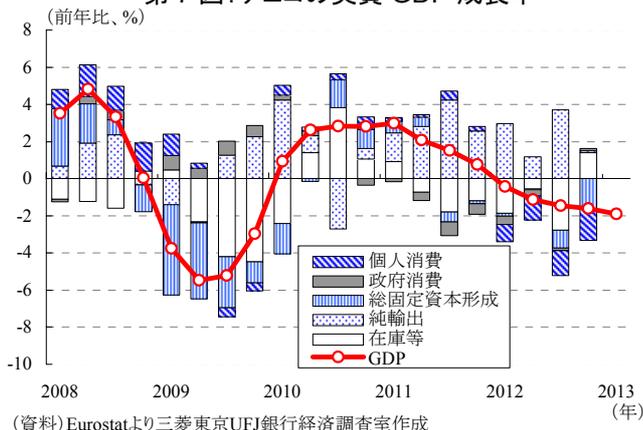
2012 年初頭以降、  
景気後退が継続

チェコ経済は景気悪化が進行している。第 1 四半期の実質 GDP 成長率は前年比▲1.9%となり、マイナス幅が一段と拡大した（第 7 図）。2012 年以降の景気落ち込みの主因は、物価上昇による個人消費の大幅な減少である。基調としてのインフレ圧力は必ずしも高くないものの、2012 年は付加価値税の軽減税率引き上げ（食料品等が対象、10%→14%）や公共料金の上昇がインフレ率を押し上げ、家計の購買力を低下させた。

足元に掛けて輸出  
のマイナス幅が拡大基調

昨年末以降の動きとしては、輸出が減少に転じ、足元のマイナス幅が前年比▲10%台まで拡大していることも懸念材料である（第 8 図）。債務問題の影響によって景気後退が続く EU 向けだけでなく、米国、中国、ロシアなど EU 以外の相手国向けの輸出も減少に転じたことが、輸出全体の落ち込みを大きくしている。

第 7 図：チェコの実質 GDP 成長率



第 8 図：チェコの輸出



### ②見通し

景気後退は今しばらく  
継続する公算

先行き、実質 GDP 成長率のマイナス幅が縮小に転じるものの、プラス成長への早期回帰は難しいとみられる。足元、家計については、インフレの落ち着きなどを受けてマインドに持ち直しの動きも出ているが、企業マインドの悪化傾向には歯止めが掛かっていないためである。インフレという国内要因による景気下押し圧力が緩和してきたところで、輸出不振という海外要因による下押し圧力が高まってきたことが懸念される。

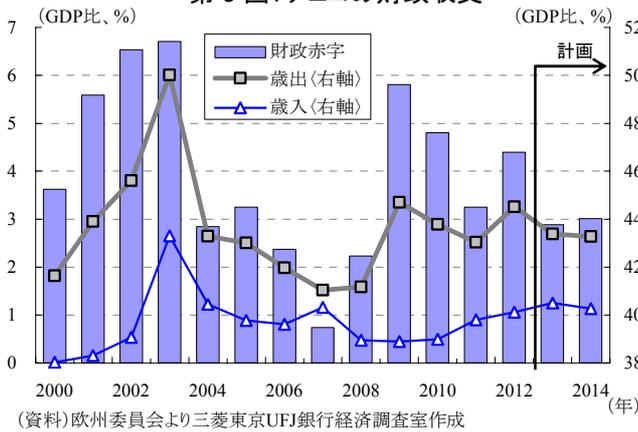
財政緊縮は2013年  
も継続

内需についても大きな期待は掛けにくい。チェコ政府は、2013 年の財政赤字を GDP 比 2.9%（2012 年は同 4.4%）に削減することを目標に、1 月から付加価値税率の再引き上げや高所得者を対象とする新税導入を実施した。これらの増税と同時に歳出抑制も方針に掲げられており、内需を下押しすることが予想される（第 9 図）。

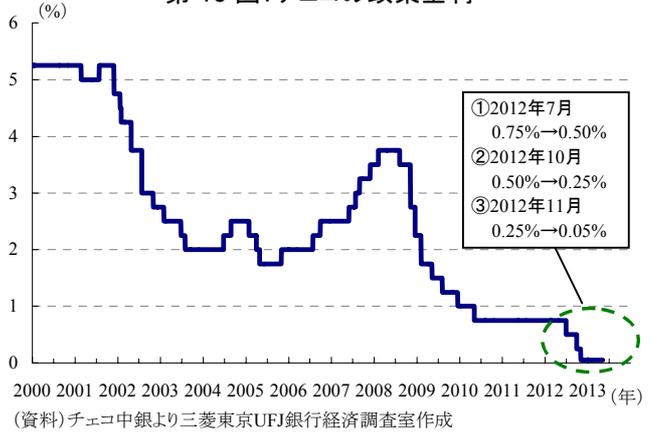
利下げの効果も限定的

金融政策による景気下支え効果も限定的である。中央銀行は昨年後半以降、利下げを実施し、政策金利を0.05%まで引き下げたが、利下げ前の水準も0.75%とかなり低水準であったため、利下げ幅自体は小幅なものにならざるを得なかった（第10図）。景気後退からの脱却は、ユーロ圏がプラス成長に転じ、輸出の下げ止まりが見込まれる2014年以降となろう。

第9図: チェコの財政収支



第10図: チェコの政策金利 (%)



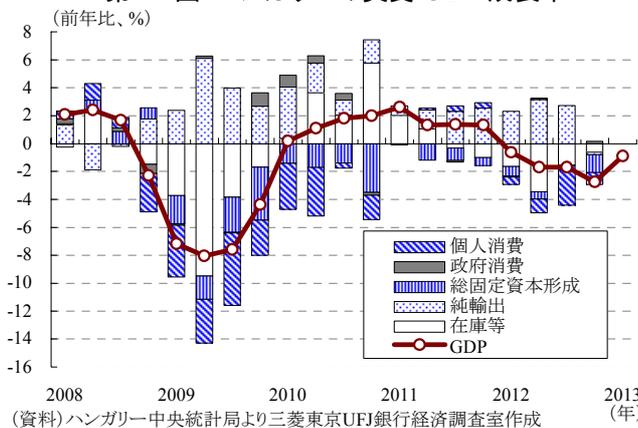
(3) ハンガリー

① 景気の現状

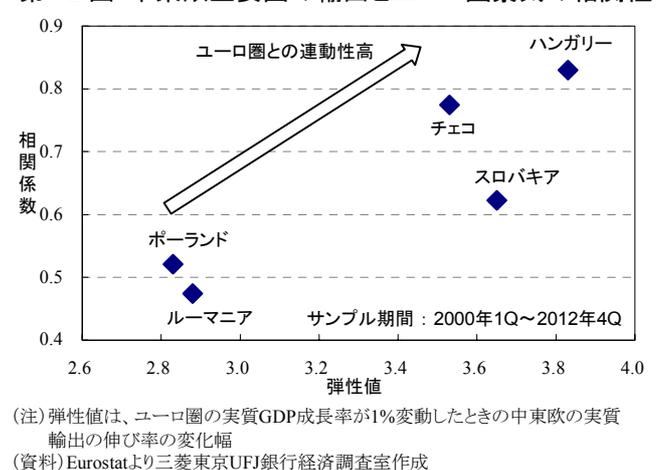
信用収縮を背景に 景気後退が継続

ハンガリーでも景気後退が継続している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比▲0.9%と、前期の同▲2.7%からマイナス幅は縮小したものの、引き続きマイナス圏内で推移した（第11図）。景気悪化の主因は、海外資金の流出や金融機関の総資産を課税対象とする銀行税の導入（2010年）等に起因する信用収縮である。銀行の貸出フローをみると、足元は毎月500億フォリント（GDP比0.2%）前後のマイナス（返済超過）が続いており、消費や住宅投資、設備投資の下押し要因となっている。

第11図: ハンガリーの実質GDP成長率



第12図: 中東欧主要国の輸出とユーロ圏景気の相関性



とくに企業部門については、昨年末以降、輸出が減少傾向に転じるなど、厳しさが一段と増している。中東欧諸国の輸出は総じてユーロ圏景気との連動性が高いが、中でもハンガリーはユーロ圏の動向に左右されやすく、深刻な景気後退の一因となっている（第12図）。

## ②見通し

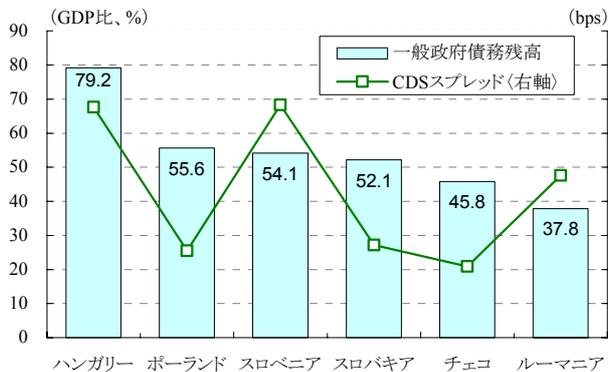
景気後退脱却には、今しばらく時間を要する公算

景気の落ち込みペースに緩和の兆しはみられるものの、景気後退から抜け出すには、今しばらく時間を要する公算が大きい。たしかに、家計については、付加価値税率引き上げ（2012年1月）の影響一巡や電気・ガス料金の値下げ（2013年1月）等を映じた、インフレ率の低下を背景にマインドが持ち直しつつある。しかし、信用収縮や雇用環境の悪化等による下押しが当面予想されることに加え、財政問題に起因する潜在的なリスクも存在している。

通貨安によるバランスシート調整圧力増加リスクが警戒される

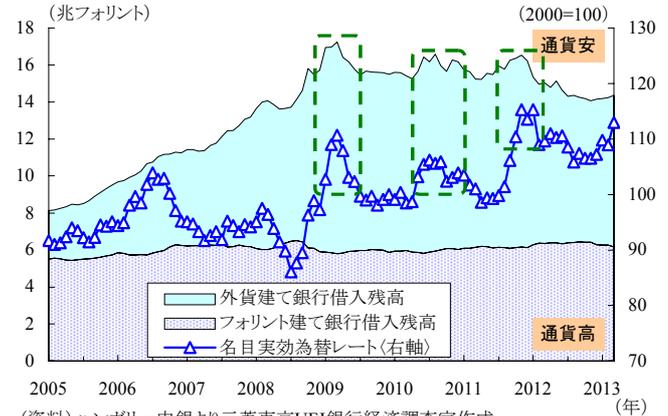
ハンガリーの一般政府債務残高はGDP比79.2%（2012年末時点）と、中東欧の主要国の中では最も高く、CDSスプレッドも高水準で推移している（第13図）。政府による民間経済への干渉強化に対する海外投資家の警戒感も強く、海外資金の流出懸念も根強い。とくにハンガリーは、企業及び家計の借入の半分以上が外貨建てであるため、通貨安が債務の増加に直結する構造となっていることが問題である（第14図）。フォロント相場下落によってバランスシート調整圧力が一段と高まり、景気後退がさらに深刻化するリスクに留意しておく必要がある。

第13図：中東欧諸国の政府債務とCDSスプレッド



(注) CDSスプレッドは直近30営業日(4/17~5/28)の平均値。  
(資料) 欧州委員会、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：ハンガリーの企業・家計の借入とフォロント相場



(資料) ハンガリー中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (4) ポーランド

### ①景気の現状

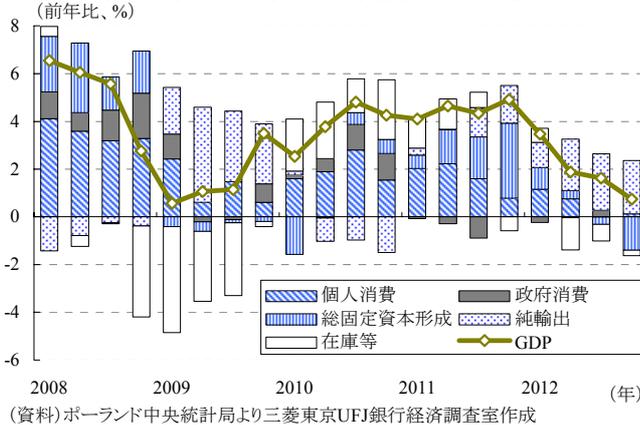
総固定資本形成の反動減により成長率は大幅に鈍化

ポーランド経済は、景気後退こそ免れているが、成長率は大きく鈍化している。2012年第4四半期の実質GDP成長率は、総固定資本形成の大幅減少によって前年比+0.7%と、2009年以来の低い伸びとなった（第15図）。

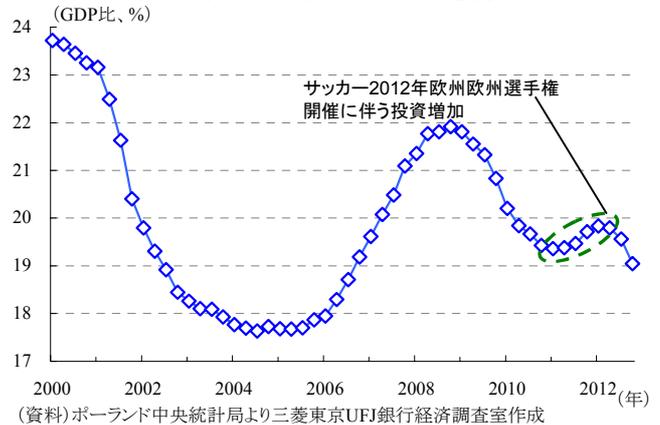
総固定資本形成は、2012年のサッカー欧州選手権(6月開催)にかけて、スタジアムやホテルの建設、交通インフラ整備等を背景に増加基調を辿っ

たが、2012 年後半以降は反動減が大きな押し下げ要因となった。ただし、足元の総固定資本形成の GDP 比は 19%と、欧州選手権効果によって増加する前の水準を大きく下回っているため、反動減は一巡しつつあると考えられる（第 16 図）。

第 15 図: ポーランドの実質 GDP 成長率



第 16 図: ポーランドの総固定資本形成 (GDP比、%)



## ②見通し

### 2013 年中は輸出の低調による景気下押しが続く公算

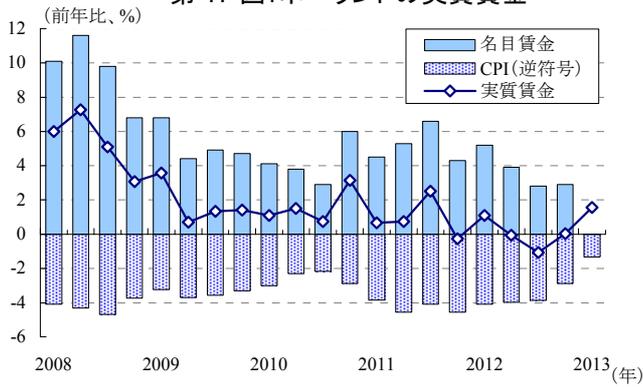
先行きを展望すると、少なくとも 2013 年中は輸出の低調による景気下押し圧力が続く公算が大きい。実質 GDP 成長率の需要項目別寄与度では、昨年第 2 四半期以降、純輸出（輸出－輸入）が大幅なプラス寄与となっているが、これは内需鈍化を反映した輸入減少によるものである。ポーランドの輸出は、EU 向けが 8 割近くを占めるため、ユーロ圏を中心とする景気後退の長期化により、失速感が強まっているほか、生産活動にも軟調さが波及している。西欧諸国の景気停滞は長期化する可能性が高く、海外要因による景気下押しは当面継続しよう。外需の持ち直しは、EU の実質成長率が前年比 1%台前半まで回復するとみられる 2014 年以降となろう。

### インフレ率の低下が家計部門の底支えに

外需の不振が続く一方、内需については家計部門が底割れ回避に寄与するとみられる。失業率の高止まりを背景に名目賃金の伸びは減速しているものの、昨年後半以降、インフレ率が大きく低下したことにより、実質賃金の減少には歯止めが掛かった（第 17 図）。

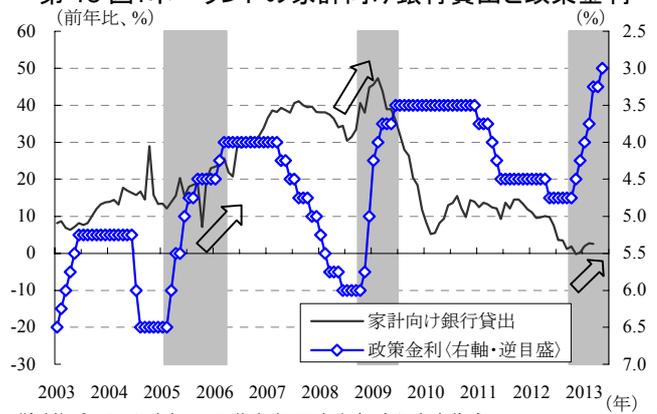
また、インフレ鈍化を受けて昨年 11 月以降、中央銀行が実施した合計 1.75%ポイントの利下げも、家計のサポート要因となろう。過去 2 回の利下げ局面では、利下げに反応して家計向け銀行貸出の伸びが加速しており、足元でも緩やかながら、伸びが高まりつつある（第 18 図）。これらの要因によって、ポーランド経済は低成長ながらも景気後退を回避し、2014 年には外需の持ち直しに伴い、徐々に底堅さを増していくとみられる。

第 17 図: ポーランドの実質賃金



(注) 2013年第1四半期の実質賃金は名目賃金の伸びが前期並みと仮定し計算。  
 (資料) ポーランド中央統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図: ポーランドの家計向け銀行貸出と政策金利



(資料) ポーランド中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

## Ⅷ. 原油価格 ～横這い圏内で推移する見込み～

### 1. 価格動向

#### 90 ドル台半ばで推移

原油価格（WTI 期近物）は、米景気回復期待や地政学的なリスクへの警戒感等から、90 ドル台半ばで推移している（第1図）。

3月下旬、キプロス向け支援策が合意に至ると、欧州債務危機の再燃に対する警戒感が後退し、原油価格は大幅に上昇、一時97ドル台に達した。その後、米雇用統計や小売売上高が弱い結果となったこと等から、原油価格は下落に転じ、4月半ばには、中国の実質GDP成長率が市場予想を下回ったことを受け、約4ヵ月ぶりに90ドル台を割り込んだ。

4月下旬には、地政学的リスクへの警戒やイタリアの政局不安が後退したこと等が買い材料となり、原油価格は反発。5月に入ると、ECBの利下げや米雇用統計の改善もあり、一段と上昇、米国の経済指標や原油在庫統計に反応しつつ、90ドル台半ばで推移している。

#### 投機筋の買い越し額は高水準

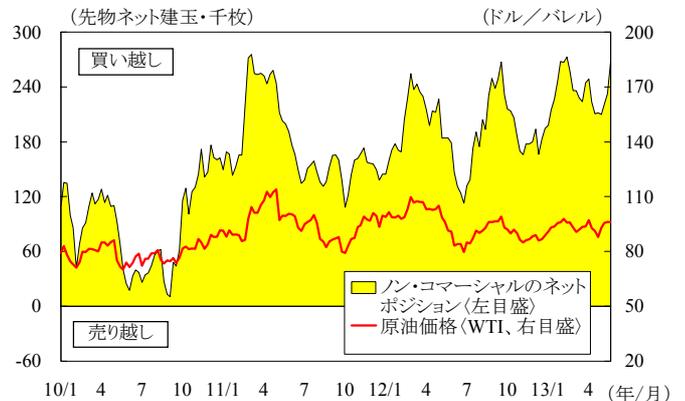
原油先物市場における投機筋の買い越し額をみると、米景気回復期待が高まるなか、投資家のリスク選好姿勢が強まっており、足元、高水準で推移している（第2図）。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



（資料）Bloombergより、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：原油先物市場の投機筋ポジション



（注）1. 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。

2. 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

### 1～3 月期も供給超過

国際エネルギー機関（IEA）によると、1～3 月期の世界の原油需給バランスは、5 四半期連続の供給超過（＝在庫積み増し）となり、超過幅は前期から拡大した（第 3 図）。OPEC、非 OPEC ともに供給を抑制したものの、需要の減少を相殺するには至らなかった。

### 世界の原油需要は緩やかに増加

需要の動きを地域別にみると、景気後退局面にある欧州が低調となる一方、北米は横這いとなっている。新興国では、中国の需要が伸び悩んだが、全体としては、堅調に推移している。2013 年については、欧州の需要が、引き続き、低調に推移するとみられる。一方、米国の原油需要が安定的に推移すると見込まれるほか、アフリカや中国を除くアジア地域においても、需要が拡大するとみられ、世界全体の原油需要は緩やかに増加するとみられている。

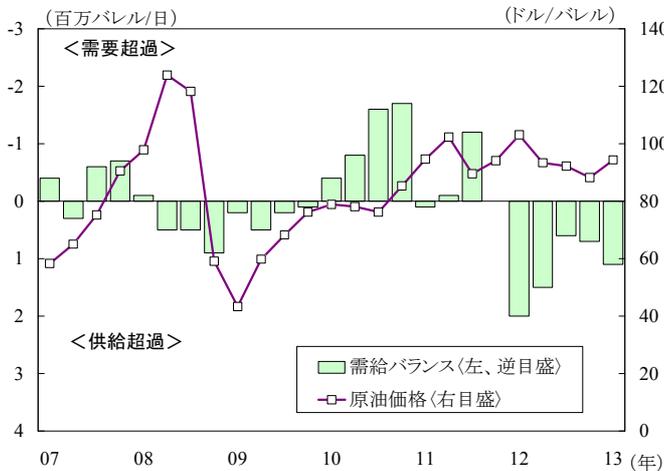
### 米国の産油量が急速に拡大

供給についてみると、非 OPEC の産油量は増加傾向を辿っている。なかでも、北米では、非在来型のシェールオイルの産油量が急速に拡大している。こうしたなか、IEA は、北米の原油供給量が半年前の見通しを上回るペースで増加すると予想している（第 4 図）。

### OPEC の生産余力が拡大

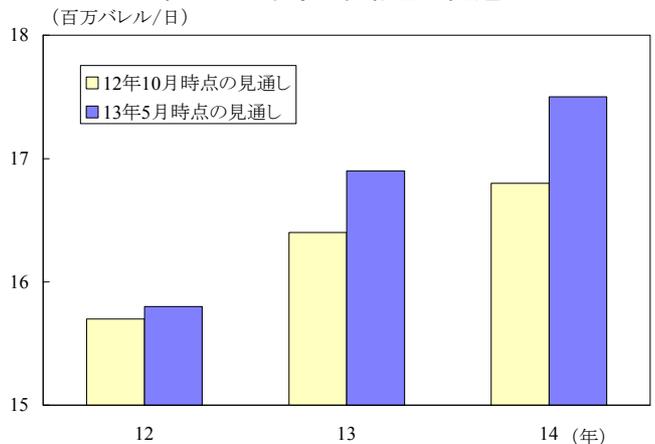
OPEC の産油量についてみると、サウジアラビアは、世界の原油需給バランスの過度な緩和を避ける狙いから、産油量を抑制している。こうした傾向は今後も続き、OPEC の生産余力は、今後も拡大していくと見込まれている。イラクについては、産油量が拡大しているが、中央政府とクルド自治政府の対立が解消されておらず、先行きの増産については、不透明感もある。また、リビアやアルジェリア、ナイジェリアといったアフリカの産油国については、民主化運動の影響や法制面の不備に対する懸念から、生産能力の拡大の遅れが懸念されている。

第3図：原油価格と世界の原油需給バランス



(資料) IEA 資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：北米原油供給量の見通し



(注) 北米には、米国、カナダ、メキシコその他、チリが含まれる  
(資料) IEAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 価格の見通し

原油価格は横這い  
圏内での推移が見  
込まれる

世界経済は回復傾向を辿ると見込まれるが、欧州債務問題が抜本的な解決に至っていないことや、中国で新政権による綱紀粛正が図られていること等から、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみられる。こうしたなか、原油需要については、緩やかな増加が予想される。また、世界的な金融緩和により、原油市場に資金が流入しやすい環境が続くとみられる。

供給面では、米国のシェールオイル増産が世界全体の需給を緩和させることが見込まれる。一方、OPEC は、過度な需給の緩和を避けるために、産油量を調整する可能性が高い。こうしたことから、原油価格は、米国の増産による供給面からの価格下押し圧力を受けつつも、横這い圏内で推移すると予想される。

(宮城 充良)

原油価格の見通し

		WTI先物	
		(ドル/バレル)	前年比 (%)
2012年	1-3	103.0	8.9%
	4-6	93.4	▲8.8%
	7-9	92.2	3.0%
	10-12	88.2	▲6.2%
2013年	1-3	94.3	▲8.4%
	4-6	94	0.7%
	7-9	95	3.0%
	10-12	94	6.5%
2011年		95.1	19.5%
2012年		94.2	▲1.0%
2013年		94	▲0.8%
2014年		92	▲2.5%

見  
通  
し↓

(注) 期中平均価格

## 世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
日本 (年度ベース)	2.0 (1.2)	1.8 (2.6)	1.9 (1.3)	▲0.1 (▲0.2)	0.3 (0.7)	2.8 (3.3)	604 (517)	584 (729)	1,036 (1,090)
米国	2.2	2.3	2.6	2.1	1.7	1.9	▲4,750	▲4,454	▲4,462
ユーロ圏	▲0.6	▲0.5	0.8	2.5	1.5	1.6	152	176	187
ドイツ	0.9	0.6	1.5	2.0	1.6	1.8	241	231	224
フランス	0.0	▲0.1	0.9	2.0	1.1	1.4	▲61	▲54	▲46
イタリア	▲2.4	▲1.0	0.5	3.0	1.5	1.4	▲15	2	1
英国	0.3	0.3	1.1	2.8	2.8	2.4	▲914	▲642	▲590
アジア11カ国・地域	6.3	6.3	6.4	3.8	3.7	3.9	2,664	2,798	2,933
中国	7.8	7.6	7.4	2.6	3.1	3.5	1,931	2,053	2,005
NIEs	1.7	2.6	3.3	2.7	2.1	2.8	1,471	1,460	1,528
ASEAN4カ国	6.2	5.6	5.7	3.4	4.5	4.1	41	92	190
インド	5.0	5.9	6.5	10.4	7.1	6.9	▲789	▲807	▲788
オーストラリア	3.6	2.6	2.8	1.8	2.3	2.4	▲555	▲587	▲608
中南米	2.5	2.9	3.5	5.1	5.0	4.9	▲800	▲890	▲945
ブラジル	0.9	2.5	3.3	5.4	5.8	5.7	▲542	▲620	▲650
ロシア・中東欧	2.6	2.2	2.9	4.7	4.9	4.7	608	273	165
ロシア	3.4	2.9	3.3	5.1	6.2	5.8	813	480	360

(注) 2012年は実績値、2013、2014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、ベネズエラの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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。