

内外経済の見通し

世界経済見通し概要

～世界経済は次第に持ち直しに向うものの、成長ペースはごく緩やかにとどまる見通し～

日 本

～政策効果に支えられた景気回復の後、企業・家計が主体の自律的な成長局面へ～

米 国

～住宅・労働市場の改善が進むなか、内需を中心に回復持続～

西 欧

～景気は持ち直しの兆しをみせるが、持続的な回復はまだ遠い～

ア ジ ア

～輸出の軟調が続き景気は伸び悩み～

オーストラリア

～資源部門への過度な依存からの脱却を探る～

中南米

～低成長下のインフレに苦しむブラジル、
減速続くメキシコ、豊作と政策対応で成長加速のアルゼンチン～

原油価格

～供給懸念を受けて、原油価格は高値圏で推移する見込み～

世界経済見通し概要

世界経済は次第に持ち直しに向うものの、成長ペースはごく緩やかにとどまる見通し

世界経済は先進国とりわけ米国を中心に全体として持ち直し基調にあるが、各地域それぞれに抱える課題は重く、今後の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、構造調整の進展や、シェール革命による貿易収支改善・エネルギー価格抑制等を背景に、景気回復の足取りが確かさを増しつつある。ただ一方で、中長期的な財政緊縮は成長の重石となり続け、長期金利の上昇も確実に景気の抑制要因となることから、当面、従来の回復局面でみられたような力強い成長率の上昇までは見込みづらい情勢である。また、失業率の改善こそ比較的順調であるものの、労働市場全体の改善が捗々しくない点も気懸かりである。今後、中長期の時間軸で進められることになるであろう金融緩和の出口戦略が米国経済・世界経済に与える影響にも注視が必要である。

欧州経済は、4-6月期の実質GDP成長率が7四半期ぶりにプラス成長を記録するなど、ようやく底打ちの兆しが見え始めてきた。OMT・ESMなどセーフティネットの整備や銀行同盟の構築などが相応に進み、危機再発のテールリスクが後退した点も前向きに評価し得る。ただ、このまま持続的な成長経路にまで直ちに復せるかとなると、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、まだまだ相当な時間が必要な情勢である。

アジア経済は、輸出の軟調が続き、景気は足踏み状態にある。ASEAN経済が消費を中心に底堅さを維持すると見込まれるものの、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、潜在成長率を徐々に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、国内に構造的な課題を抱えるインド・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、昨年末以降、デフレ脱却に向け、着実に地歩を固めつつある。金融・財政政策の効果が広く波及し、輸出や個人消費の回復を背景に、1-3月期、4-6月期と続けて高めの成長率を記録した。さらに、足元では、これまで波及に時間を要していた雇用・賃金や国内設備投資・物価といった分野にもいよいよ動意がみられ始めている。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。金融緩和の強化と緊急経済対策の執行が2013年度の成長率に与える成長押し上げ効果は合わせて+2%弱に達すると試算され、同年度の実質GDP成長率を2%台半ばまで押し上げる見通しである。さらに、2014年度までを展望すると、新成長戦略「日本再興戦略」の効果が、国内設備投資を促すなどの形で、徐々に顕在化し始めてくることが期待される。前年度中に発現した政策効果の一巡や消費税増税の影響等による成長押し下げ効果を勘案しても、1%台前半の実質経済成長率を確保できるものと見込まれる。

(経済調査室長 松宮 基夫)

I. 日本

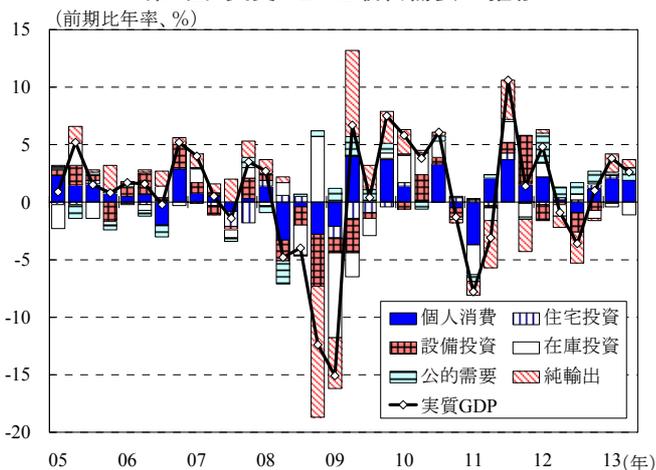
～政策効果に支えられた景気回復の後、企業・家計が主体の自律的な成長局面へ～

1. 日本経済の概況

安倍政権による経済政策が金融市場、マインド、実体経済を順に刺激中

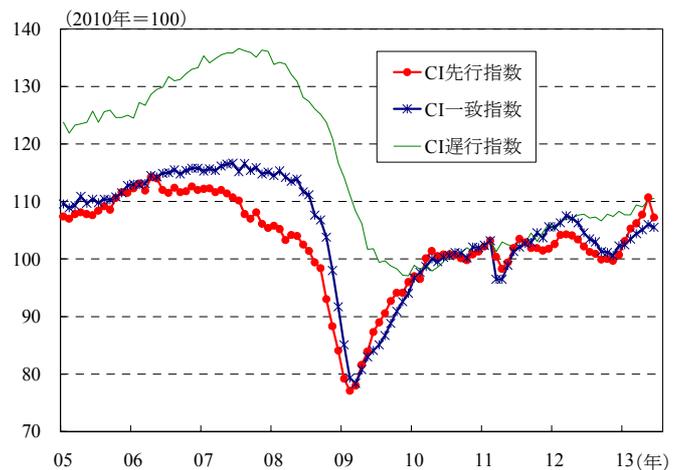
日本経済は、昨年末からの回復基調をしっかりと維持している。直近4-6月期の実質GDP成長率は1次速報値で前期比年率+2.6%（第1図）。3四半期連続でプラス成長を確保し、成長ペースも1-3月期の同+3.8%に続いて高めとなった。最終需要項目別には、個人消費が同+3.1%、輸出が同+12.5%と引き続き堅調に推移したほか、公共投資は同+7.3%と再加速し、設備投資も同▲0.4%まで減少幅を縮めた。水準で見ると、2008年7-9月期を100として、1-3月期の実質GDPは101、4-6月期は102。リーマン・ショック後の最高を立て続けに更新している。また、各種の月次指標の動きを合成した景気動向指数は昨年12月以降、先行指数と一致指数ともに6月を除く全ての月で前月比上昇を記録（第2図）。昨年11月対比では先行指数が+7.5%、一致指数が+4.9%も切り上がっている。改めて振り返ると、デフレ脱却・景気刺激策を前面に打ち出した安倍政権の誕生後、先ず金融市場（円安や株高など）とマインド面（家計や企業の景況感の上昇）で一次的な効果が顕現。続いて実体経済上にも、各政策の効果が着実に浸透してきたという流れだ。とりわけ足元では、6月分の現金給与総額が前年比+0.6%（事業所規模5人以上）と増加に転じるなど、出遅れ感のあった雇用・所得面に漸く動意が窺われるようになってきた点が特筆される。

第1図：実質GDPと最終需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：景気動向指数の推移



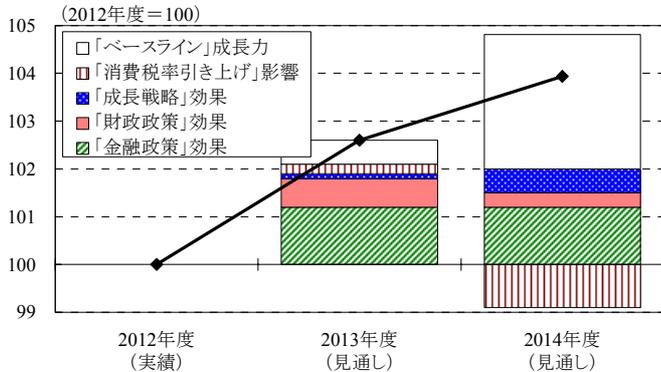
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

金融・財政政策と成長戦略、好循環が、今後の経済成長を順次サポート

今後の日本経済を展望すると、当面は金融・財政政策の直接的な支えで回復持続、次第に成長戦略の効果や好循環の始動を足掛りに自律的な成長へ移行していく公算が大きい。2013年度は、金融・財政政策の効果が本格化して内・外需ともに回復の度合いを強め、後半には消費税率引き上げ前

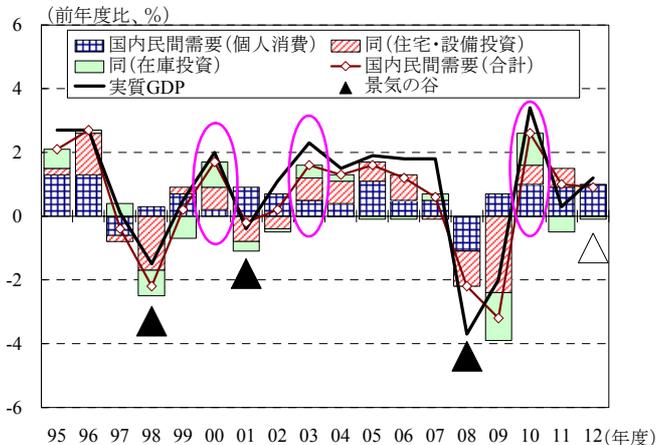
の駆け込み需要も加わって、前年度比+2%台半ばの成長率となる見通しである（第3図）。金融緩和の強化に伴う円安は、純輸出の改善（輸出増加と輸入減少）、輸出増等からの波及効果、株価上昇を通じた資産効果で、今年度の実質GDP成長率を同+1.2%ほど押し上げると推計される。また、2月に成立した大型補正予算に基づく公共工事等の執行と消費税率引き上げを前にした駆け込み需要は、成長率への寄与度でそれぞれ同+0.6%、同+0.2%のポジティブ・インパクトを持つ見込みだ。一方、2014年度に関しては、成長戦略に後押しされた設備投資の回復・拡大、日銀による金融緩和継続、それまでに実現した政策効果を起点とする好循環の回転などで、消費増税や公共投資の減退に因る悪影響を打ち返しつつ、同+1%台の成長率を確保、物価も緩やかに上昇してくるものと予想し得る。こうしたなかでは特に、企業収益や家計所得の増加が次なる生産・需要増につながる好循環が生まれ、「景気の谷」から2年後が最も成長率の高まるタイミングという過去のパターン通り（第4図）、ベースラインの成長力が上がってくるかどうか、見通し上のカギとなろう。懸念材料としては、海外経済の急失速や大幅な円高の再来といった外部環境の悪化、消費増税を受けた家計の支出抑制行動の強まり、財政再建の先送りを切っ掛けとした市場の混乱などである。

第3図：実質GDP水準の推移見通し



(注)1.『「ベースライン」成長力』は、潜在成長率に加え、各政策効果を起点とした好循環の回転や需要拡大に伴う先行的な在庫積み増し等を勘案したもの。
2.『「金融政策」効果』は、円安に因る「純輸出の改善」、「輸出増等からの波及効果」、「株価上昇を通じた資産効果」。
(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：実質GDPと国内民間需要の推移



(注)『国内民間需要』は全て、『実質GDP』成長率に対する寄与度。
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 部門・項目別にみた現状と見通し

(1) 企業部門

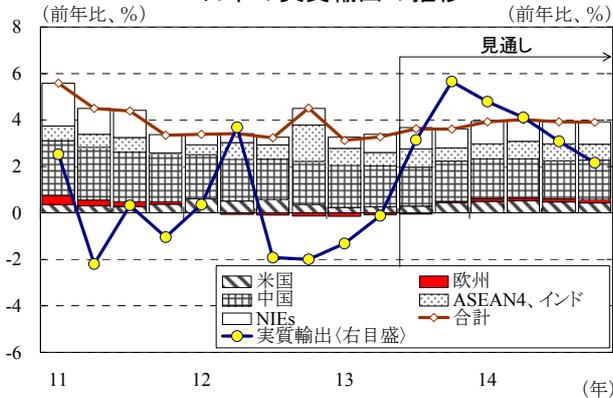
円安に海外景気の持ち直しが加わり、輸出と生産は増勢維持の見通し

4-6月期のGDPベースの実質輸出は前期比年率+12.5%と、1-3月期(同+16.8%)に続いて堅調に推移した。円安の影響が着実に浸透しているとみられる。生産面でも、輸出比率の高い加工業種全般へと回復が広がっている。加えて、先行きでは緩やかながらも海外景気の持ち直しが見込まれる(第5図)。今後も、輸出と生産は増加基調を辿る公算が大きい。

設備投資は 4-6 月期にも減少したが、早晩のプラス転化を予想させる材料は多い

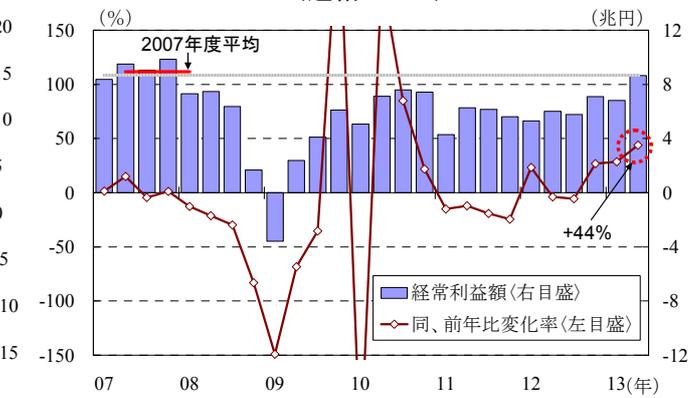
4-6 月期の実質設備投資は前期比年率▲0.4%と、6 四半期連続の減少となった。一方で、先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比+6.8%と、5 四半期ぶりに増加。金額ベースでは、2008 年 10-12 月期以降での最高水準となっている。また、ファンダメンタルズも良好だ。東証一部上場企業の 4-6 月期の経常利益は前年比 4 割ほど伸び、2007 年度の平均水準並みを確保した見込みである（第 6 図）。資本ストックの過剰感なども着実に和らいでいる。ここに成長戦略、「国内投資を促進するための、税制・予算・金融・規制改革・制度整備といったあらゆる施策の総動員」が加わることで、今後の設備投資は底打ちから回復、拡大へと進んでいくものと予想される。

第5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エイト(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6図: 東証一部上場企業の経常利益の推移 (連結ベース)



(注)8月26日時点で2013年4-6月期決算を公表済の企業のうち、2006年1-3月期以降連続してデータを取得できる1,126社の『経常利益額』を集計したもの。
(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

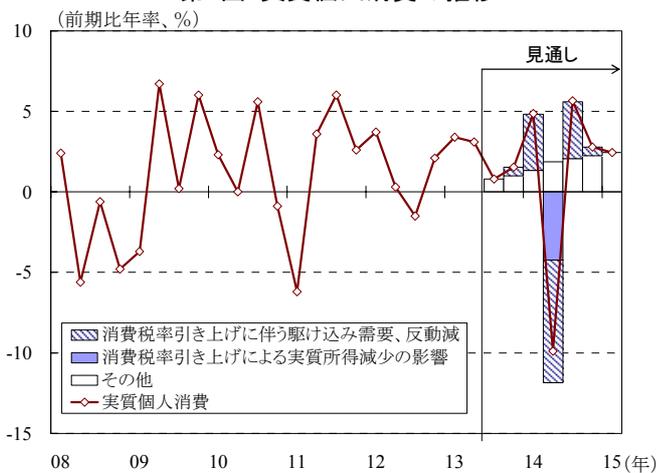
個人消費はマインド改善、雇用・所得回復、駆け込み需要で堅調推移を続ける見通し

実質個人消費は 4-6 月期に前期比年率+3.1%と、3 四半期連続で増加した（第 7 図）。耐久財（同+12.3%）が高い伸びを続けたほか、半耐久財（同+5.7%）や非耐久財（同+1.8%）、サービス（同+2.5%）も揃って増勢を保った。消費マインドの改善などにあわせて、回復の裾野が広がってきたと言える。今後には、足元で回復の兆しを見せ始めている雇用・所得環境も、個人消費のサポート材料として加わる見込みだ。今年度末にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も重なり、個人消費の増勢が一段と強まる見通しである。

住宅投資の 4-6 月期の減少は一時的、早期に増勢を取り戻す可能性大

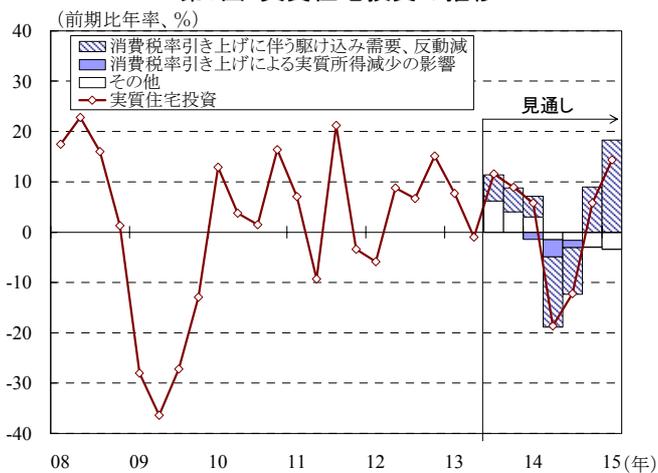
4-6 月期の実質住宅投資は前期比年率▲1.0%と、小幅ながらも 5 四半期ぶりに減少した（第 8 図）。一方で、先行指標とされる新設住宅着工戸数は、地価や住宅ローン金利の先高感、消費税率引き上げ前の駆け込み需要などを背景に、着実に増加している。この先では、前述した通り、雇用・所得環境の回復が望めるほか、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もさらに強まってくる見込みである。早晩、住宅投資は増加に転じるものと予想される。

第7図：実質個人消費の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：実質住宅投資の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 政府部門

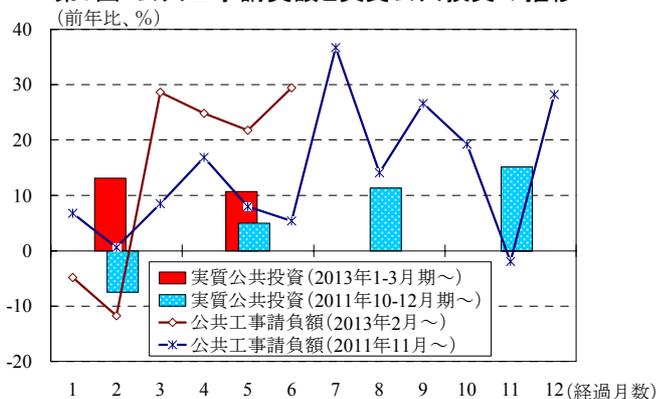
公的需要は、大規模な補正予算の執行本格化にあわせて増伸

実質公的需要は4-6月期、GDPベースで前期比年率+4.2%と6四半期連続で増加した。うち、公共投資が同+7.3%と再加速。東日本大震災に伴う復旧・復興需要はピークアウトしたものの、代わって2012年度補正予算の執行が本格化してきたとみられる。また、政府最終消費支出も、高齢化で医療費や介護費の現物給付などが膨らむなか、増加を続けた。

財政出動の効果は、今年度一杯、持続する見通し

この先に関しても、補正予算の執行が続き、公的需要は増加基調で推移する公算が大きい。今般の補正予算に含まれる緊急経済対策は国費ベースで10.3兆円と規模が大きく、且つ公共事業がその中心となっているために成長率の押し上げにも寄与しやすいと考えられる。先行指標とされる公共工事請負額は4月に前年比プラス転化したが、その後も直近7月(前年比+29.4%)まで、今回と概ね同規模の補正予算が組まれた2011年11月以降の局面を上回るペースで増加中だ(第9図)。実際の工事が集中する今年度に限ると、実質GDP成長率を+0.6%押し上げると推計される。

第9図：公共工事請負額と実質公共投資の推移



(注)『2011年11月』は9兆円(年金臨時財源の補填分を除く)の東日本大震災関係経費を含む2011年度第3次補正予算(21日)、『2013年2月』は10兆円の緊急経済対策支出を含む2012年度補正予算(26日)が成立した月。
(資料)東日本建設業保証、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：消費者物価とGDPデフレーター推移



(注)『為替変動の影響を受けやすい品目』はエネルギー、航空運賃、外国バック旅行。
(資料)総務省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価

円安と輸入物価上昇の影響が、消費者物価段階まで徐々に浸透

消費者物価は6月に、生鮮食品を除くコアベースで前年比+0.4%と1年2ヵ月ぶりの上昇を示した。内訳をみると、価格上昇が目立つのは円安に伴う輸入物価高の影響を受けやすい品目（第10図）。加えて、直近では耐久消費財なども下落幅を縮小させている。日本経済の長期停滞の象徴となってきたデフレだが、漸くその出口が視野に入ってきたと言える。

需給ギャップ改善にあわせて、消費者物価は上昇へ

この先、景気回復・成長の持続で、日本経済の需給バランスはマクロ的にも引き締まっていくと想定される。これにあわせて、消費者物価は緩やかに上昇していく公算が大きい。コアベースの消費者物価は、2013年度に前年度比+0.7%、2014年度には同+3.3%（消費税率引き上げの影響を除いて同+1.2%）と上昇ピッチを速める見通しである。GDPデフレーターも、今年度後半には前年比プラスに転じ、来年度の通年成長率では「名実逆転」現象がはっきりと解消されることになろう。

3. 金融政策・市場の現状と見通し

(1) 金融政策と長期金利

日銀は「量的・質的金融緩和」を着実に遂行中

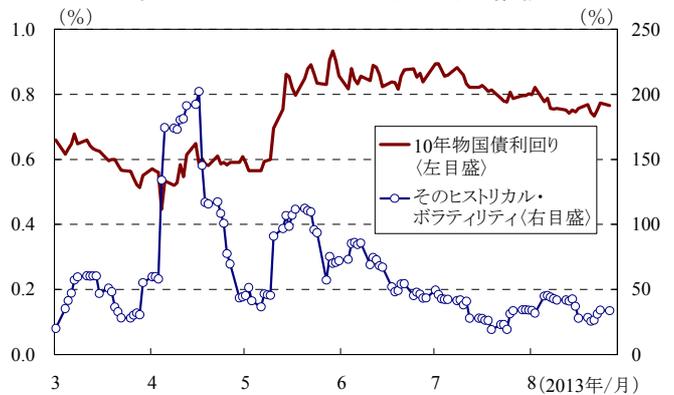
日銀は、4月4日に導入した「量的・質的金融緩和」を継続している。同緩和策は、長期国債など資産の買入れ拡大によってマネタリーベースを年間約60~70兆円ペースで増加させ、消費者物価の前年比+2%という上昇率を2年程度で達成することを目指すもの。7月末までの実績をみると、マネタリーベースが昨年末比+35兆円（2013年中の増加目標額に対する進捗率では56.6%）、長期国債の保有残高が同+28兆円（同55.2%）など、順調だ（第1表）。日銀は今後も暫く現行政策を維持し、その効果を見極めていくものと考えられる。

第1表：日銀による「量的・質的金融緩和」下でのマネタリーベース等の増加目標額

		(兆円)			
		2013年中の増加目標額	7月末までの実績額	進捗率 (%)	2014年中の増加目標額
マネタリーベース		62	35	56.6	70
資産	長期国債	51	28	55.2	50
	CP・社債等	0	0	6.7	0
	ETF・J-REIT	1	1	49.6	1
	貸出支援基金	10	3	33.0	5
負債	銀行券	1	▲3	—	2
	当座預金	60	38	63.5	68

(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11図：10年物国債利回りと、そのヒストリカル・ボラティリティの推移



(注) 『ヒストリカル・ボラティリティ』は、『10年物国債利回り』の前日比変化率の過去10日間の標準偏差、年率換算値。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**長期金利は先行き
ごく緩やかに上昇
の見通し**

長期金利は「量的・質的金融緩和」が導入された後、振れの大きい展開となり、水準が急速に切り上がる場面も少なからず見られた（第11図）。それに対応すべく、日銀は長期国債買入に係る運営方法の見直し・弾力化（4月18日に買入頻度の増加、5月30日に買入頻度・金額の上限撤廃等）や、1年物の資金供給オペ（4月は5度にわたり計7.2兆円、5月には2度、計3.3兆円）を実施。足元では、10年物国債利回りのボラティリティが低下し、水準も0.7%台に抑えられている。一方、今後には日本経済の成長率やインフレ率といったファンダメンタルズ改善、米国金利の上昇などが想定されるなか、本邦長期金利も上昇していく公算が大きい。同時に、日銀による大規模な国債買入や財政収支の改善（特に消費税率引き上げの場合）など金利抑制要因も効き続けるため、その上昇ペースはごく緩やかに止まる見通しである。

(2) 為替

**昨年秋からの円安
の流れのなか、足元
で若干の揺り戻し**

為替相場は、安倍政権の発足前に比べれば依然として相当な円安水準にあるものの、7月初旬以降、やや円高方向へ揺り戻している（第12図）。対ドルでは再び100円を割り込んで96円前後、対ユーロでは128円前後まで円が上昇した。主因としては米国FRBによる量的緩和の縮小観測の強まり、それとも大いに関連があるが新興国経済に対する先行き懸念の高まり。こうしたなかで、リスク回避的な円買いが優勢となったわけだ。

**日銀の金融緩和継続
や内外金利差の
拡大は、円安基調の
持続を示唆**

今後、新興国を含めて世界経済は徐々に安定化してくるものと想定され、円高に結び付きやすいリスク回避の動きも限られてくる公算が大きい。元より、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の拡大（日本<米国）など、円安圧力はしっかりと残存（第13図）。当面は円安基調が続いていくものと予想される。

第12図：円相場の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：円の対ドル相場と

日米のマネタリーベース比、実質長期金利差の推移



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

(石丸 康宏、鶴田 零、坂東 輝昭、金堀 徹)

日本経済・金融見通し

見通し

	2012				2013				2014				2015	2012年度	2013年度	2014年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済																
実質GDP（前期比年率、%）	4.8	▲ 0.9	▲ 3.6	1.0	3.8	2.6	3.4	3.5	4.2	▲ 5.2	4.0	2.8	2.9	1.2	2.6	1.3
個人消費	3.7	0.3	▲ 1.5	2.1	3.4	3.1	0.8	1.5	4.9	▲ 9.9	5.6	2.8	2.4	1.6	2.2	0.1
住宅投資	▲ 5.9	8.8	6.7	15.1	7.7	▲ 1.0	11.9	8.8	5.8	▲ 18.9	▲ 11.9	5.7	14.3	5.3	7.1	▲ 3.3
設備投資	▲ 9.6	▲ 1.3	▲ 12.3	▲ 5.5	▲ 0.7	▲ 0.4	5.7	7.0	7.0	4.9	4.9	5.3	5.7	▲ 1.4	0.8	5.7
在庫投資（寄与度）	1.2	▲ 1.0	0.5	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 1.1	0.6	0.3	▲ 0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	▲ 0.1	▲ 0.2	0.3
公的需要	11.1	3.7	4.2	4.2	1.0	4.2	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.4	▲ 2.2	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 1.1	4.3	1.4	▲ 1.5
うち、公共投資	33.6	22.1	14.9	12.7	4.5	7.3	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 5.5	▲ 12.9	▲ 9.6	▲ 8.9	▲ 7.8	15.0	2.8	▲ 8.6
純輸出（寄与度）	0.3	▲ 1.0	▲ 2.7	▲ 0.2	1.6	0.7	1.6	1.4	0.8	1.0	0.3	0.2	0.1	▲ 0.8	0.9	0.8
財貨・サービスの輸出	11.2	▲ 0.7	▲ 16.8	▲ 10.2	16.8	12.5	14.8	12.6	8.2	5.7	4.5	3.2	2.8	▲ 1.2	8.3	6.8
財貨・サービスの輸入	8.3	5.4	▲ 0.0	▲ 7.8	4.1	6.2	4.5	4.1	3.6	▲ 0.4	3.0	2.8	2.8	3.8	2.9	2.5
名目GDP（前期比年率、%）	5.0	▲ 3.3	▲ 3.4	0.4	2.5	2.9	3.9	4.3	4.7	1.1	4.5	3.7	3.8	0.3	2.6	3.5
GDPデフレーター（前年比、%）	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 1.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.0	0.6	2.0	2.2	1.9	2.3	▲ 0.9	0.0	2.1
鉱工業生産（前期比、%）	0.8	▲ 2.2	▲ 3.2	▲ 1.9	0.6	1.5	2.8	2.7	2.1	▲ 1.4	▲ 0.2	0.3	0.6	▲ 2.9	4.3	2.2
国内企業物価（前年比、%）	0.3	▲ 1.1	▲ 2.0	▲ 0.9	▲ 0.3	0.6	2.0	2.2	2.5	5.0	5.0	4.9	4.6	▲ 1.1	1.8	4.9
消費者物価（除く生鮮食品、前年比、%）	0.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.5	1.0	1.2	3.4	3.3	3.2	3.4	▲ 0.2	0.7	3.3
2. 国際収支																
貿易収支（10億円）	▲ 1,069	▲ 1,097	▲ 1,651	▲ 1,592	▲ 2,523	▲ 1,761	▲ 1,744	▲ 1,453	▲ 1,308	▲ 1,144	▲ 1,145	▲ 966	▲ 955	▲ 6,892	▲ 6,266	▲ 4,210
経常収支（10億円）	1,636	1,537	976	1,080	782	2,122	1,664	2,185	2,444	2,685	2,766	3,027	3,121	4,354	8,415	11,599
3. 金融																
無担保コール翌日物（%）	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0-0.1	0.1	0.1
3ヵ月物ユーロ円TIBOR（%）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
10年物国債利回り（%）	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	0.8	0.9	1.0
円相場（円/ドル）	79	80	79	81	92	99	101	105	106	106	107	107	108	83	103	107

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

主要経済金融指標(日本)
2013年8月27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				
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率(前期比年率)	0.3	1.2	1.0 (0.4)	3.8 (0.3)	2.6 (0.9)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.3	0.1	▲0.1 (▲0.3)	0.0 (▲1.2)	1.1 (0.7)	0.4 (▲0.7)	0.1 (0.4)	1.2 (1.3)	▲0.6 (0.3)	
鉱工業生産指数	▲0.7	▲2.9	▲1.9 (▲5.9)	0.6 (▲7.9)	1.5 (▲3.1)	0.1 (▲7.2)	0.9 (▲3.4)	1.9 (▲1.1)	▲3.1 (▲4.6)	
鉱工業出荷指数	▲1.5	▲1.8	▲1.3 (▲6.4)	4.1 (▲6.3)	▲1.9 (▲3.5)	▲0.8 (▲5.9)	▲1.4 (▲3.0)	1.0 (▲2.1)	▲3.2 (▲5.1)	
製品在庫指数	12.1	▲2.7	▲1.6 (5.2)	▲3.4 (▲2.7)	0.4 (▲2.9)	▲0.7 (▲2.7)	0.8 (▲4.0)	▲0.4 (▲2.7)	0.0 (▲2.9)	
生産者製品在庫率指数 (2010年=100)	109.0	114.4	117.7 [107.2]	112.1 [107.6]	107.6 [111.5]	112.8 [110.9]	107.1 [112.2]	104.8 [110.5]	111.0 [111.7]	[115.3]
国内企業物価指数	1.4	▲1.1	0.0 (▲0.9)	0.8 (▲0.3)	0.6 (0.6)	0.1 (▲0.5)	0.4 (0.1)	0.0 (0.5)	0.1 (1.2)	0.5 (2.2)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.0	▲0.2	▲0.1 (▲0.1)	▲0.3 (▲0.3)	0.7 (0.0)	0.0 (▲0.5)	0.1 (▲0.4)	0.1 (0.0)	0.3 (0.4)	
稼働率指数 (2010年=100)	97.9	95.4	93.1 [100.3]	94.4 [102.6]	96.6 [99.6]	94.4 [102.5]	95.9 [101.3]	98.1 [99.8]	95.8 [97.7]	[97.8]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	6.2	▲3.0	▲0.8 (▲0.8)	▲0.0 (▲4.6)	6.8 (6.4)	14.2 (2.4)	▲8.8 (▲1.1)	10.5 (16.5)	▲2.7 (4.9)	
製造業	5.9	▲10.1	▲5.3 (▲11.1)	▲1.7 (▲12.1)	5.6 (▲4.2)	13.3 (▲3.9)	▲7.3 (▲9.8)	3.8 (▲6.2)	2.4 (2.4)	
非製造業 (除く船舶、電力)	6.6	2.8	5.6 (7.4)	▲3.1 (2.8)	12.5 (14.1)	14.3 (9.8)	▲6.0 (4.8)	25.4 (34.3)	▲17.5 (6.6)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	6.7	▲6.0	▲4.3 (▲11.5)	4.7 (▲9.1)	▲0.2 (▲5.4)	2.1 (▲5.7)	▲1.8 (▲3.0)	1.7 (▲6.4)	▲3.5 (▲6.4)	
建設受注	7.1	2.4	(▲2.7)	(1.2)	(17.0)	(▲3.4)	(2.0)	(26.0)	(21.9)	
民需	3.7	2.6	(3.1)	(1.2)	(13.5)	(▲5.1)	(3.2)	(26.6)	(12.4)	
官公庁	22.7	5.3	(▲7.3)	(0.2)	(18.7)	(▲4.8)	(11.5)	(32.7)	(13.6)	
公共工事請負金額	▲0.5	10.3	(17.7)	(▲6.0)	(25.2)	(▲11.7)	(28.6)	(24.8)	(21.7)	(29.4)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	84.1 (2.7)	89.3 (6.2)	90.9 (15.0)	89.9 (5.1)	98.3 (11.8)	90.4 (7.3)	93.9 (5.8)	102.7 (14.5)	97.6 (15.3)	
新設住宅床面積	(2.5)	(4.8)	(12.2)	(5.7)	(11.6)	(6.4)	(6.4)	(13.0)	(15.3)	
小売業販売額	0.8	0.3	(▲0.0)	(▲1.2)	(0.7)	(▲0.3)	(▲0.2)	(0.8)	(1.6)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲1.2	1.6	▲0.6 (▲0.2)	3.8 (2.8)	▲1.9 (▲0.2)	2.0 (5.2)	▲4.6 (1.5)	0.1 (▲1.6)	▲2.0 (▲0.4)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.3	74.8	74.4 [73.8]	76.3 [72.3]	73.9 [74.2]	77.3 [73.0]	73.2 [73.2]	74.0 [74.2]	72.3 [73.2]	[74.7]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	0.8	▲0.3	▲0.3 (▲2.5)	1.5 (▲1.6)	2.7 (1.0)	▲0.3 (▲1.9)	1.9 (0.9)	0.5 (0.0)	▲0.1 (2.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲0.3	▲0.7	(▲1.1)	(▲0.6)	(0.3)	(▲0.9)	(0.0)	(▲0.1)	(0.6)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	52	107	133	24	33	23	29	32	37	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.68	0.82	0.82 [0.71]	0.85 [0.75]	0.90 [0.80]	0.86 [0.76]	0.89 [0.79]	0.90 [0.80]	0.92 [0.81]	[0.81]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.5	4.3	4.2	4.2	4.0	4.1	4.1	4.1	3.9	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.9	46.3	41.6 [46.0]	53.3 [47.3]	55.1 [47.3]	57.3 [51.8]	56.5 [50.9]	55.7 [47.2]	53.0 [43.8]	52.3 [44.2]
企業倒産件数 (実数、件数)	12,707 (▲2.7)	11,719 (▲7.7)	2,889 (▲6.8)	2,779 (▲12.7)	2,841 (▲9.1)	929 (▲19.9)	899 (▲10.4)	1,045 (▲8.9)	897 (▲8.0)	1,025 (0.0)

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)

	2011年度	2012年度	2012年		2013年			2013年			
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月	
通関輸出	▲3.7	▲2.1	(▲5.5)	(1.2)	(7.1)	(1.1)	(3.8)	(10.1)	(7.4)	(12.2)	
価格	0.7	4.9	(4.2)	(13.5)	(13.7)	(8.9)	(7.0)	(11.5)	(13.1)	(10.2)	
数量	▲4.3	▲6.4	(▲9.3)	(▲10.8)	(▲5.8)	(▲7.1)	(▲3.0)	(▲1.2)	(▲5.0)	(1.8)	
通関輸入	11.6	3.5	(0.4)	(8.1)	(10.4)	(5.6)	(9.5)	(10.1)	(11.8)	(19.6)	
価格	9.2	2.7	(1.1)	(10.7)	(12.6)	(10.6)	(6.9)	(12.5)	(17.6)	(16.8)	
数量	2.2	0.8	(▲0.6)	(▲2.3)	(▲1.9)	(▲4.5)	(2.5)	(▲2.2)	(▲4.9)	(2.4)	
経常収支(億円)	76,180	43,536	105	15,844	16,270	12,831	7,500	5,407	3,363		
貿易収支(億円)	(34,698)	(68,921)	▲18,744	▲23,735	▲18,647	▲2,224	▲8,188	▲9,067	▲1,392		
サービス収支(億円)	▲18,265	▲25,417	▲7,083	▲1,939	▲5,269	208	▲4,405	441	▲1,305		
資本収支	29,618	▲49,201	3,165	1,720	20,290	▲7,828	▲1,124	6,390	15,024		
外貨準備高(百万ドル)	1,288,703	1,254,356	1,268,125	1,254,356	1,238,713	1,254,356	1,257,964	1,250,243	1,238,713	1,254,033	
対ドル円レート(期中平均)	79.05	83.08	81.16	92.38	98.74	94.75	97.71	101.08	97.43	99.71	

(注) 通関輸出と通関輸入の価格と数量は、年度と四半期が2005年基準、月次は2010年基準。

3. 金融

	2011年度	2012年度	2012年		2013年			2013年			
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月	
無担保コール翌日物金利	0.077	0.083	0.084 [0.079]	0.083 [0.083]	0.073 [0.078]	0.078 [0.084]	0.072 [0.075]	0.073 [0.084]	0.074 [0.076]	0.073 [0.084]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.331	0.312	0.318 [0.329]	0.270 [0.331]	0.228 [0.333]	0.250 [0.332]	0.228 [0.332]	0.228 [0.332]	0.228 [0.335]	0.228 [0.327]	
新発10年国債利回り (末値)	1.050	0.760	0.757 [1.030]	0.655 [0.968]	0.772 [0.848]	0.560 [0.985]	0.600 [0.885]	0.860 [0.830]	0.855 [0.830]	0.795 [0.780]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.269	1.184	1.226 (▲0.019)	1.184 (▲0.042)	1.153 (▲0.031)	1.184 (▲0.019)	1.183 (▲0.001)	1.179 (▲0.004)	1.153 (▲0.026)		
日経平均株価 (225種、末値)	10,084	12,398	10,395 [8,455]	12,398 [10,084]	13,677 [9,007]	12,398 [10,084]	13,861 [9,521]	13,775 [8,543]	13,677 [9,007]	13,668 [8,695]	
M2平残	(2.9)	(2.5)	(2.3)	(2.9)	(3.5)	(3.1)	(3.2)	(3.5)	(3.8)	(3.7)	
広義流動性平残	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(1.3)	(2.6)	(1.5)	(2.1)	(2.7)	(3.2)	(3.4)	
貸出・預金動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(▲0.1)	(0.9)	(1.0)	(1.4)	(1.8)	(1.5)	(1.7)	(1.8)	(1.9)	(2.0)
	銀行計	(▲0.1)	(1.1)	(1.2)	(1.8)	(2.1)	(1.9)	(2.1)	(2.1)	(2.2)	(2.3)
	都銀等	(▲1.8)	(▲0.2)	(▲0.1)	(1.0)	(1.6)	(1.2)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.8)
	地銀	(1.9)	(2.9)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(3.3)	(3.4)
	地銀Ⅱ	(1.1)	(0.8)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
信金	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.2)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.7)	(2.2)	(2.0)	(2.9)	(3.8)	(3.4)	(3.6)	(3.7)	(4.1)	(3.9)
	都銀	(1.9)	(1.8)	(1.7)	(2.8)	(4.1)	(3.5)	(3.9)	(4.0)	(4.5)	(4.0)
	地銀	(3.7)	(2.8)	(2.6)	(3.4)	(4.0)	(3.7)	(3.8)	(4.0)	(4.2)	(4.4)
地銀Ⅱ	(2.8)	(1.8)	(1.1)	(1.2)	(1.5)	(1.4)	(1.4)	(1.5)	(1.7)	(1.7)	

(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

～住宅・労働市場の改善が進むなか、内需を中心に回復持続～

1. 米国経済の現状

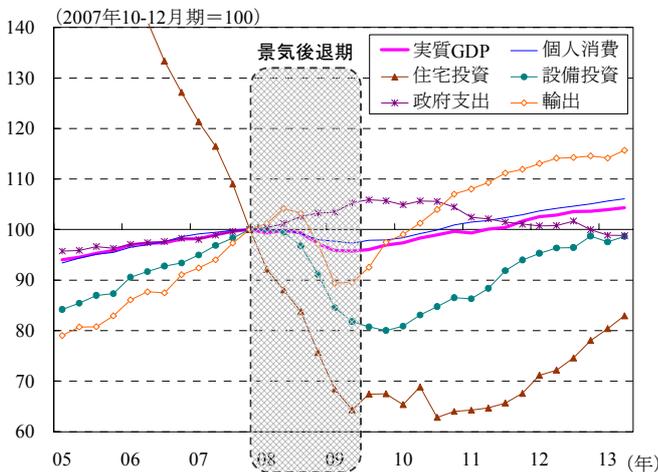
成長ペースは依然として緩やかながら、着実に回復方向

米国経済は緩やかながら回復基調を辿っている。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.7%。昨年10-12月期に同+0.1%まで減速した後、1-3月期(同+1.1%)に続いて持ち直した格好である。最終需要項目別にみると、引き続き住宅投資の急伸が目立った(4-6月期に前期比年率+13.4%、4四半期連続で同+10%を超える伸び)。確かにその水準は前回の「景気の山」(2007年10-12月期)を大きく下回るなど依然低位だが、着実に正常化しつつあることは間違いないようだ(第1図)。このほか、個人消費は鈍化したものの、まだまだ底堅いと言えるレベル感。設備投資と輸出は前期比プラスに転じ、政府支出の減少幅も縮小した。

足元でも雇用、住宅市場を中心に回復が継続

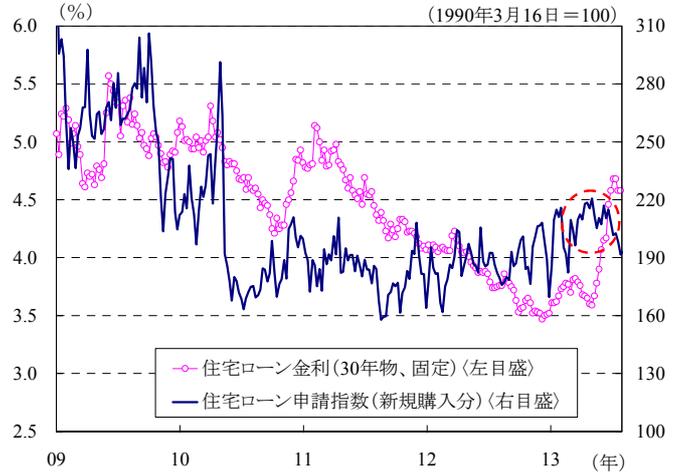
7月以降の動きも悪くない。直近の雇用統計では、同月の非農業部門雇用者数が前月比+16.2万人と引き続き増加し、失業率も同▲0.2%ポイント低下・改善した。雇用者数の増加ペースで言えば、年初来の平均は同+19.2万人と、依然、昨年を上回る走りとなっている。また、住宅関連では、金利上昇に伴う借り換えローン需要の減少が幾分か窺われるが、新規購入ローンの需要はこれまでのところ未だ安定している模様である(第2図)。

第1図: 実質GDPと最終需要の推移



(資料) 米国商務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 住宅ローン金利と住宅ローン申請指数の推移



(資料) 米国抵当銀行協会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

(1) 実体経済

米国経済の成長率は、今年が約+2%、来年が+2%台半ばの見通し

先行きを展望すると、引き続き内需を中心とした景気回復が見込まれる。住宅、労働市場の正常化をはじめとした構造調整の進展が支えとなるほか、年初の給与増税や富裕層向け増税など各種増税が消費者マインド等へ及ぼした悪影響も、時間の経過とともに剥落してくる公算が大きい。また、

財政再建に伴う下押し圧力は先々まで残り続けるとしても、その下押し度合いは徐々に逓減すると想定される。こうした結果、実質 GDP 成長率は年後半にかけて持ち上がり、2013 年に前年比+2%程度、2014 年には同+2%台半ばに達するものと予想される（第3図）。前述した通り、足元では市中金利の上昇がみられるが、水準的には依然として歴史的な低さで、景気刺激的な状態は不変。一方向的な上昇となることがない限り、景気回復の腰を折るまでの大きな妨げとはならないと考えられる。

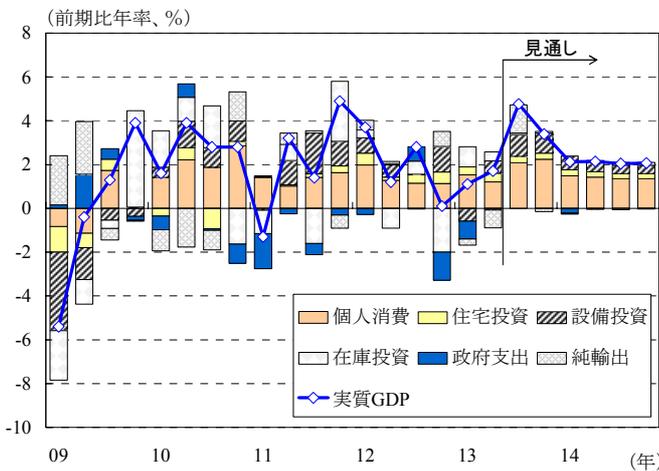
シェール革命に因る効果はますます拡大、本格化

加えて、シェール革命のプラス影響も本格化している。とりわけ、原油生産の増加によるエネルギー価格抑制などが、当面の成長を下支えするとみられる（第1表）。シェール革命の影響は、天然ガス・原油の採掘増加に直接的に係わる「投資や雇用の増加」から、最近では国内原油生産の大幅増加による「原油輸入減少（貿易収支改善）」効果、「エネルギー価格の低下・抑制を通じた家計の実質購買力改善」効果と広がりを見せている。今後も米国経済のプラス材料として十分に見込み得るところだ。

出口戦略の失敗、財政再建に伴う混乱、外部環境の悪化が、景気下押しリスク

一方で、景気の下振れリスクとしては、①金融政策に関する出口戦略の失敗、②財政再建に向けた議論の紛糾、政治的混乱による不透明感の増大、③海外経済の急変調などが挙げられる。これまでの国内財政絡みの動向に加えて、大幅な金融緩和状態から始まる出口戦略の帰趨や新興国景気など外部環境にも十分な目配りが必要であろう。

第3図：実質GDPと最終需要の推移



第1表：シェール革命が米国経済へ及ぼす影響の試算

		2011年				2012年				2013年		
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	
①	生産量の増加 (前年比、%)	天然ガス	6	8	7	9	10	5	4	1	▲1	—
②		原油	0	4	2	7	▲13	13	16	18	14	▲16
③	純輸入量の増加 (前年比、%)	天然ガス	▲21	▲30	▲29	▲19	▲30	▲13	▲10	▲35	▲21	—
④		原油	▲5	▲10	▲15	▲9	▲13	▲13	▲9	▲17	▲16	▲10
⑤	鉱工業生産の増加 (前年比、%)	鉱業	5	6	5	8	9	6	6	4	3	4
⑥		化学	1	▲1	▲0	0	0	0	▲1	1	0	1
⑦	構造物投資の増加 (前年比、%)	鉱業	▲32	24	25	31	28	21	9	1	1	8
⑧	(名目、前年比、%)	製造業	▲30	▲14	11	35	39	23	9	7	9	▲0
⑨	雇用者数の増加 (前年比、万人)	鉱業	▲59	8.3	9.0	9.2	10.4	7.6	4.5	2.6	1.7	1.5
⑩		化学	▲0.7	▲0.3	0.0	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.2	0.4	0.9	1.3
⑪	原油輸入減少(貿易収支改善)による実質GDP増加		▲0.3	0.3	0.1	▲0.0	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	▲0.0
⑫	「エネルギー価格低下→家計の実質購買力改善」による実質GDP増加		▲1.0	▲0.9	▲0.1	0.2	▲0.2	0.4	▲0.3	▲0.3	0.1	0.5

(注) 1. 『原油輸入減少による実質GDP増加』は、原油実質輸入額の変化が実質GDPへ与える影響。
2. 『「エネルギー価格低下→家計の実質購買力改善」による実質GDP増加』は、エネルギー価格の変化に伴うエネルギー関連消費の増減分が、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して試算したもの。

(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

(2) 見通し上のキーポイント

さらなる財政緊縮リスクは後退

米国の実体経済を見通すに当たっては、「財政問題の帰趨」と「住宅市場の回復の持続性」が重要なカギを握っているものと考えられる。財政面から言えば、現在の2013会計年度の財政赤字が6月まで9ヵ月間の実績で前年度比ほぼ半減の走りとなっているなど、一段の財政緊縮リスクは後退しつつある。予想を上回る財政赤字縮小の要因としては、各種の増税や歳出削減に加え、景気回復にあわせた税収の増加、GSE（政府支援機関）

からの多額の配当収入（会計上は政府支出の戻し入れとして計上）が挙げられる（第2表）。10月から始まる2014会計年度も引き続き緊縮方向となるものの、景気の腰折れに直結するほどの急激な財政緊縮措置は想定し難いところである。と同時に、債務上限問題の再燃など不透明要素も依然残存している点には注意が必要であろう。

住宅市場の回復は持続的、ただし一段の加速までは見込めず

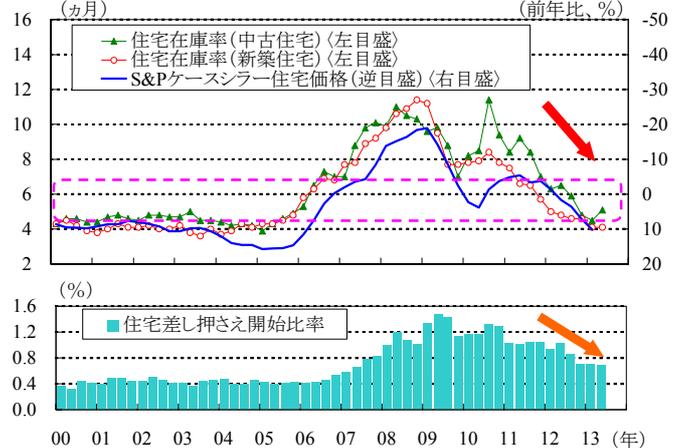
住宅市場では、在庫率が常態と推察される水準まで低下し、過剰在庫の解消に目処がつきつつあるほか、住宅価格も安定的な上昇を示すようになっている（第4図）。また、住宅の差し押さえ開始比率は着実に低下傾向を辿っており、差し押さえを通じて在庫供給圧力が急激に強まるリスクも限られてきているようだ。先行指標とされる住宅着工戸数が足元でやや弱含むなど部分的には懸念材料も窺われるものの、総じてみれば、住宅市場の回復傾向は持続的と判断される。一方で、価格の割安感などは薄れつつあり、さらなる回復ペースの加速までは見込み難いことも事実だ。実際、住宅価格の年収倍率は中古住宅でこそ3.3倍と今なお低率ながら、新築の場合には4.5倍と1990年代の平均的な水準に戻っている。先行き、金利上昇を睨んだ一時的な駆け込み需要が出てくることを考慮しても、住宅投資は徐々に回復ペースを切り下げていくこととなろう。前述した通り、GDPベースの住宅投資は目下、前期比年率+10%超の増加ペースとなっているが、早晚これが一桁台の伸びへ落ち着いてくるものと予想される。

第2表：財政収支の現状

	①2013会計年度(億ドル)	②2012会計年度(億ドル)	変化額(①-②、億ドル)	財政赤字縮小への寄与率
歳入	20,871	18,241	+2,630	67%
所得税・社会保障税	17,080	14,842	+2,238	57%
法人税	2,056	1,759	+297	8%
その他	1,735	1,640	+95	2%
歳出	25,990	27,280	▲1,290	33%
国防費	4,580	4,900	▲320	8%
社会保障	5,990	5,680	+310	-8%
メディケア	3,670	3,620	+50	-1%
メディケイド	1,980	1,880	+100	16%-3%
失業保険	560	750	▲190	5%
その他	8,090	8,400	▲310	8%
利払い	1,940	2,010	▲70	2%
GSEへの支出	▲820	5	▲825	21%
収支	▲5,100	▲9,040	+3,940	—

(注)『2012、2013会計年度』ともに、前年10月～6月までの9ヵ月間。
(資料)米国財務省、議会予算局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

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

(3) 金融政策と長期金利

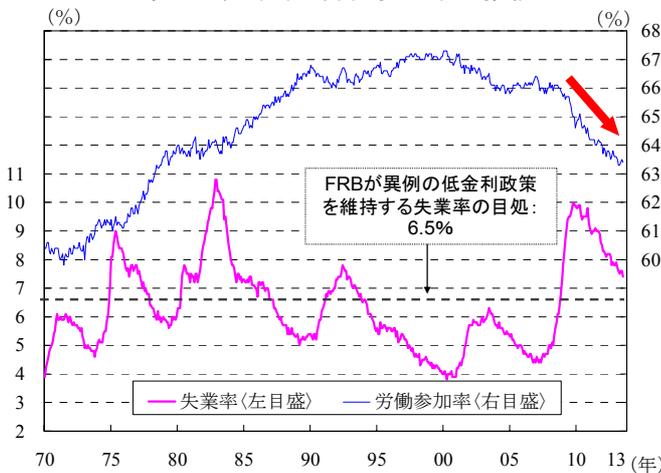
FRBの出口戦略は緩やかに段階的に進められる見通し

金融政策に関しては、5月にバーナンキFRB議長が資産買入策(QE3：量的緩和第3弾として住宅ローン担保証券を月400億ドル、国債を同450億ドル、あわせて同850億ドルのペースで買入れ実施中)の年内縮小開始の可能性に言及して以降、そのタイミングとプロセスがどうなるのか、出口戦略がより現実のものとして広く認識されるようになっている。ただし、第一段階となる資産買入策の縮小開始についても、FRB高官による発言

は区々で、依然不透明な状況にある。また、異例の低金利政策の解除については、FRB 自身が一つの目処として「6.5%までの失業率低下」を提示してきたところ（第5図）。前述した通り、失業率は直近7月に7.4%と比較的順調に低下しているが、他の雇用関連指標をみると決して芳しい結果ばかりではない（第3表）。FRB は失業率に限らず、労働市場の状態を総合的に見極めていく姿勢であり、資産買入策の縮小から異例の低金利政策の解除まで、出口戦略は緩やかなペースで進められる公算が大きい。

長期金利の一方 長期金利は足元、資産買入策の早期縮小観測などを背景に上昇している。
的な上昇は回避の もっとも、実際には出口戦略は実体経済や金融市場の反応を確認しながら、
見込み 慎重に進められるはず。長期金利の急騰、一方向的な上昇は避けられよう。

第5図：失業率と労働参加率の推移



(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：FRBが重視する雇用指標の動向

雇用指標	2008年以降の最悪値	直近値 (2013年7月)	改善度合い
失業率	10.0% (09年10月)	7.4%	○ 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)	14.0%	△ 金融危機前の2000年～2007年の平均は8.7%で、低下は道半ば
② 平均失業期間	40.7週 (11年12月)	36.6週	× 金融危機前の2000年～2007年の平均は16.7週で、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)	63.4%	× 2008年以降の低下傾向が継続 (2007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)	58.7%	× 金融危機前の2000年～2007年の平均は63.0%で、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)	3.1% (6月)	△ 金融危機前の2001年～2007年の平均は3.8%で、上昇は道半ば
⑥ 自発的失業率 (自発的離職者÷失業者)	5.6% (10年9月)	8.6%	△ 金融危機前の2000年～2007年の平均は11.4%であり、上昇は道半ば

(資料) 米国労働省統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、福地 亜希)

米国経済・金融見通し

見通し→

	2012				2013				2014				2012年	2013年	2014年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	3.7	1.2	2.8	0.1	1.1	1.7	4.8	3.4	2.1	2.1	2.0	2.1	2.8	1.9	2.6
個人消費	2.9	1.9	1.7	1.7	2.3	1.8	3.1	3.3	2.2	2.1	2.0	2.0	2.2	2.1	2.4
住宅投資	23.0	5.7	14.1	19.8	12.5	13.4	10.0	9.0	8.5	8.0	7.0	7.0	12.9	13.2	8.7
設備投資	5.8	4.5	0.3	9.8	▲ 4.6	4.6	8.0	7.5	5.0	4.0	3.0	3.0	7.3	3.2	5.2
在庫投資（寄与度）	0.4	▲ 0.9	0.6	▲ 2.0	0.9	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	▲ 0.0	0.1
政府支出	▲ 1.4	0.3	3.5	▲ 6.5	▲ 4.2	▲ 0.4	0.0	0.0	▲ 1.2	0.0	0.0	0.0	▲ 1.0	▲ 2.0	▲ 0.3
純輸出（寄与度）	0.4	0.1	▲ 0.0	0.7	▲ 0.3	▲ 0.8	1.3	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	0.1
輸出	4.2	3.8	0.4	1.1	▲ 1.3	5.4	9.0	4.8	4.8	5.0	5.3	5.5	3.5	2.6	5.5
輸入	0.7	2.5	0.5	▲ 3.1	0.6	9.5	▲ 1.0	5.0	4.3	4.5	4.8	4.8	2.2	1.7	4.2
国内民間最終需要	3.9	2.4	1.9	3.4	1.5	2.6	4.0	4.1	2.9	2.6	2.3	2.3	3.3	2.7	3.1
名目GDP（前期比年率、%）	5.8	3.0	4.9	1.6	2.8	2.4	6.5	5.5	4.2	4.2	4.1	4.1	4.6	3.4	4.6
鉱工業生産（前期比年率、%）	5.4	2.9	0.3	2.5	4.1	0.3	4.6	4.9	2.2	1.6	2.0	2.2	3.6	2.6	2.7
失業率（%）	8.3	8.2	8.0	7.8	7.7	7.6	7.4	7.3	7.3	7.2	7.1	7.0	8.1	7.5	7.2
生産者物価（前年比、%）	3.4	1.0	1.5	1.7	1.5	1.7	0.9	0.8	1.1	2.0	2.1	2.5	1.9	1.2	1.9
消費者物価（前年比、%）	2.8	1.9	1.7	1.9	1.7	1.4	1.3	1.1	1.3	1.8	1.9	2.0	2.1	1.4	1.8
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,936	▲ 1,865	▲ 1,790	▲ 1,824	▲ 1,791	▲ 1,745	▲ 1,750	▲ 1,805	▲ 1,840	▲ 1,845	▲ 1,840	▲ 1,845	▲ 7,415	▲ 7,092	▲ 7,371
経常収支（億ドル）	▲ 1,208	▲ 1,105	▲ 1,067	▲ 1,023	▲ 1,061	▲ 1,015	▲ 1,020	▲ 1,075	▲ 1,110	▲ 1,115	▲ 1,110	▲ 1,115	▲ 4,404	▲ 4,172	▲ 4,452
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
10年物国債利回り（%）	2.0	1.8	1.6	1.7	2.0	2.0	2.5	2.5	2.5	2.7	2.8	3.0	1.8	2.2	2.8

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

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅲ. 西欧

～景気は持ち直しの兆しをみせるが、持続的な回復はまだ遠い～

1. 総論

(1) 景気の状態

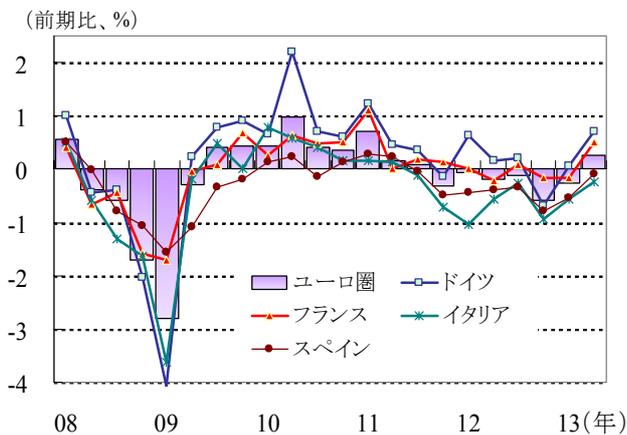
第2四半期に7期ぶりのプラス成長

欧州経済は持ち直しの兆しをみせている。ユーロ圏の実質 GDP 成長率は第2四半期に+0.3%と、7期ぶりにプラス成長を記録した。需要項目の動きは明らかになっていないが、個人消費が持ち直した模様である。国別にみると、ドイツが同+0.7%、フランスが同+0.5%となり、域内全体の成長を牽引した。一方、イタリアは同▲0.2%と8期連続、スペインは同▲0.1%と7期連続のマイナス成長となったが、いずれも想定以上の改善がみられた（第1図）。第3四半期入り後も、購買担当者指数（PMI）や企業の景況感等は改善の動きを続けている。

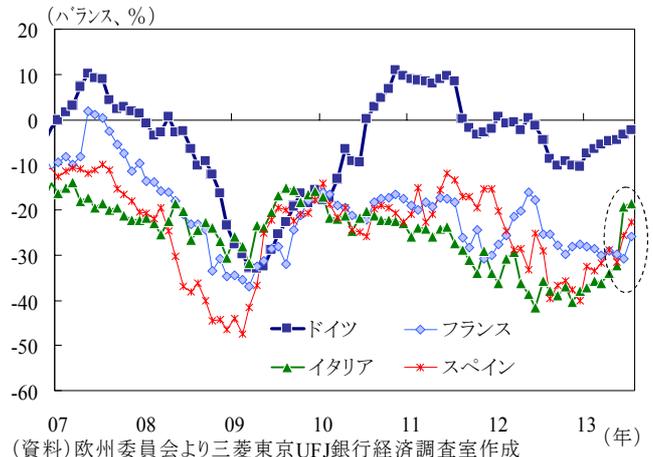
マインドの改善が個人消費の持ち直しに寄与した模様

ユーロ圏各国では、自動車販売や小売売上が足元で改善の動きをみせている。EU全体で財政緊縮一辺倒から成長促進にも目配りする政策へ方針転換されたことや、インフレの鈍化による購買力の向上などが、消費マインド改善の一助になったと考えられる。また、特にイタリアでは連立政権の樹立によって政局の混乱が収束したこともあり、消費者の信頼感が大きく持ち直している（第2図）。

第1図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



第2図：ユーロ圏の消費者信頼感



(2) 今後の見通し

ユーロ圏は漸くプラス成長に回帰も、持続的な回復は見込みにくい

年後半にかけて持ち直しの動きを続ける可能性高まる

セーフティネットの構築により中長期的なリスクは相応に低減

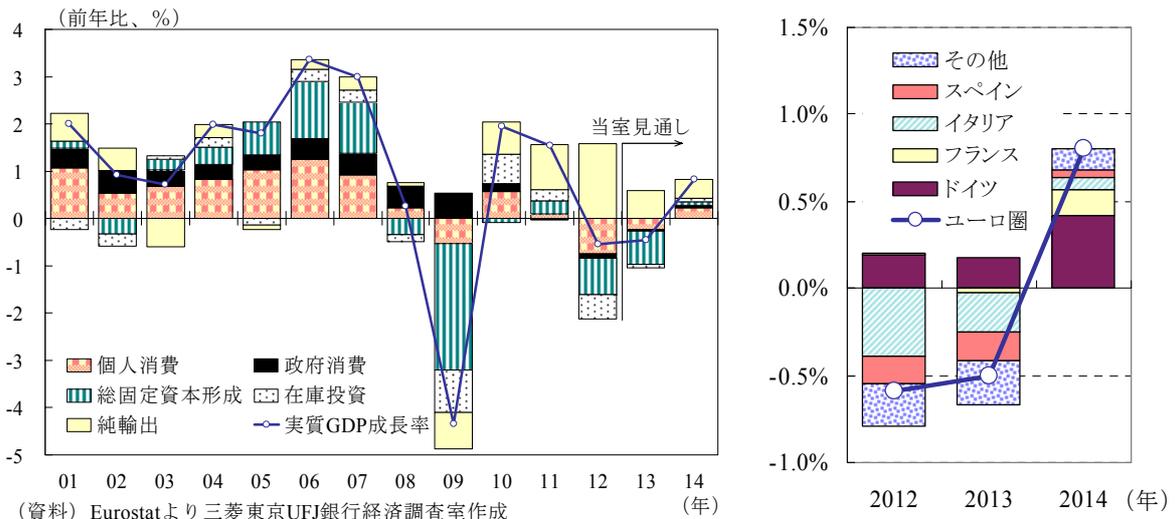
英国は回復基調が持続も、ペースは緩やか

ユーロ圏経済は、漸くプラス成長に回帰したものの、持続的な回復はまだ遠いとみられる。中国経済の減速や、ユーロ圏内の厳しい雇用情勢、域内金融市場の断片化などが成長の下押し要因として働くと考えられる。一方、欧州中央銀行（ECB）は低金利政策の継続や、担保要件の緩和など、金融緩和の強化などで実体経済を下支えする姿勢をみせており、ユーロ圏では年後半にかけて持ち直しの動きを続ける可能性が高まっているといえよう。こうしたことからユーロ圏経済はこの先、わずかながらも前期比プラス成長を維持するとみられる。2013年の実質GDP成長率は▲0.5%、2014年は+0.8%を予想する（第3図）。

なお、ECBのOMT(国債購入プログラム)や、欧州安定メカニズム(ESM)などのセーフティネットが整備されたことや、銀行同盟の構築が進んでいることからユーロ加盟国が離脱に追い込まれるようなリスクは相応に低減している。ただし、各国の政治リスクには引き続き注意を要する。

英国景気は足元にかけて底堅さを増してきたものの、現時点ではマインド先行の感が強い。先行きも回復基調が持続するとみるが、そのペースは雇用環境の改善やユーロ圏景気の持ち直しと歩調を合わせた緩やかなものとなる。

第3図：ユーロ圏実質GDP成長率



2. ユーロ圏

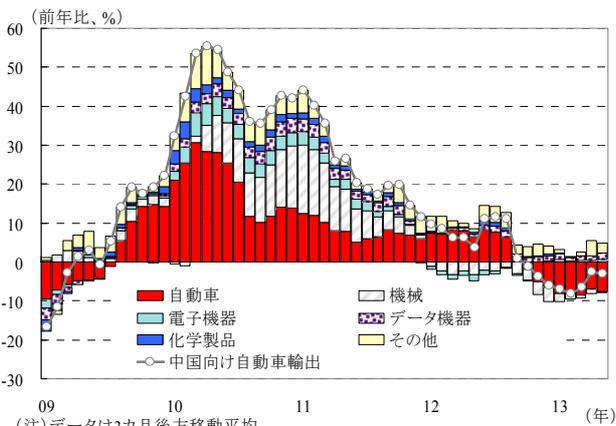
(1) 中国経済減速の影響

これまで中国の高成長を取り込んできたドイツ

しかし、今後の中国向け輸出は弱含み

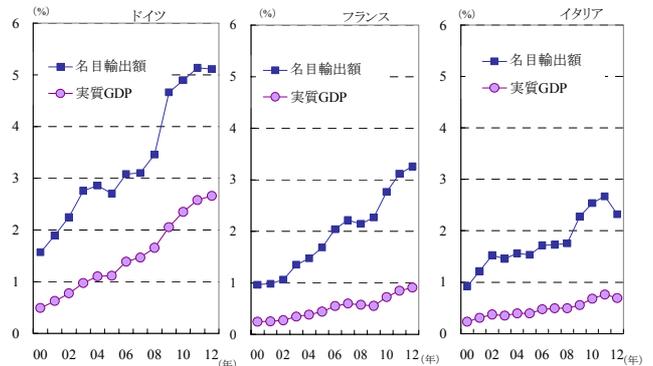
ユーロ圏の輸出は前年比減少に転じている。相手先別にみると、欧州域内向けの輸出低迷に加えて、中国向けの減少が大きい。昨年後半以降、ドイツから中国向けの輸出は、自動車の減少を主因にマイナスが続いている（第4図）。実質GDPに占める輸出の割合が約5割と高いドイツ経済は、これまで中国経済の高成長を取り込んできた（第5図）。中国向けの輸出動向をみると、名目輸出額に占める割合は、2000年の約1.5%から、2011年から12年にかけて5%を超えた。また、実質GDPに占める割合でみると、2000年の約0.4%から、2011年以降、3%近辺で推移している。フランスやイタリアにおいて、実質GDPに占める中国向け輸出の割合は1%を下回っており、ドイツは相対的に中国経済の影響を受けやすいと考えられる。中国政府が構造改革を優先するスタンスを鮮明にしていることを踏まえると、今後の同国向け輸出は弱含みで推移するとみられ、ユーロ圏の景気を押し下げる方向に働くとみられる。

第4図：ドイツの中国向け輸出



(注) データは3カ月後方移動平均。
(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：名目輸出額と実質GDPに占める中国向け輸出の割合



(注) 実質GDPに占める中国向け輸出の割合は、貿易統計にみる名目輸出額に占める中国向け輸出額の割合と同等と仮定。
(資料) Eurostat、各国統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 下押し圧力の継続

欧州周縁国の国債利回りは概ね低水準で安定しているものの、債務残高は高止まりしているため各国は財政緊縮を継続する必要があり、景気の下押し圧力として残る。

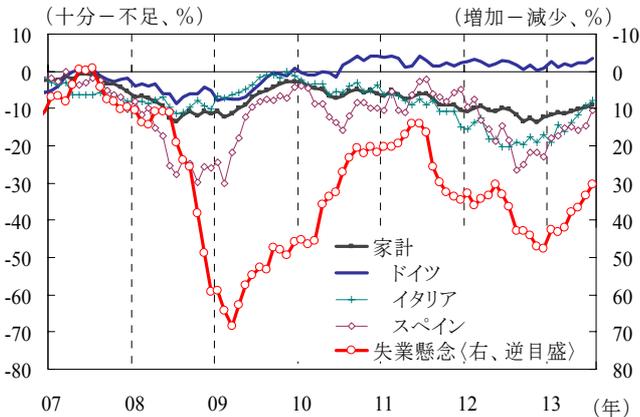
失業懸念は後退するも、家計の回復見込みは緩やか

他方、ユーロ圏の信頼感指数の構成要素をみると、失業については今後増加するとの見方が急速に減っているが、今後家計の状況が回復するとの見方は相対的に緩やかになっている（第6図）。今後の家計の状況に対する見方を国別にみると、ドイツでは十分と回答した割合が不足と回答した割合を上回っているのに対し、スペインやイタリアでは不足と回答した割合が依然として上回っている。欧州周縁国では、競争力向上を目的とし

競争力向上は家計 所得面では負担に

た労働市場改革が進められているが、家計側からみると、所得が増えにくくなることから、この先個人消費が持続的に拡大するとは考えにくい。また、ユーロ圏内の内需が伸び悩むなかでは、ドイツのユーロ圏内向け輸出も低調に推移し、同国の設備投資も抑制されるとみられる(第7図)。

第6図：ユーロ圏の家計と失業懸念



(注)いずれも今後12ヵ月間の見通し。
(資料)欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：ドイツのユーロ圏内向け輸出と設備投資



(資料)ドイツ連邦統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) ECBの金融政策

ECBは時間軸政策の導入に踏み切る

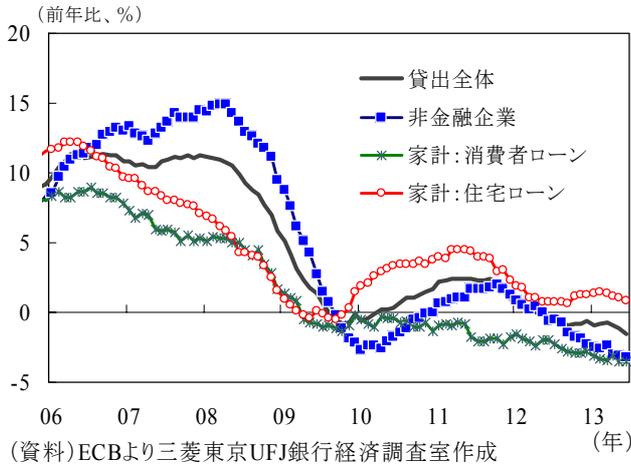
政策当局の意図しない長短金利の上昇を抑制

中小企業向け融資の促進も

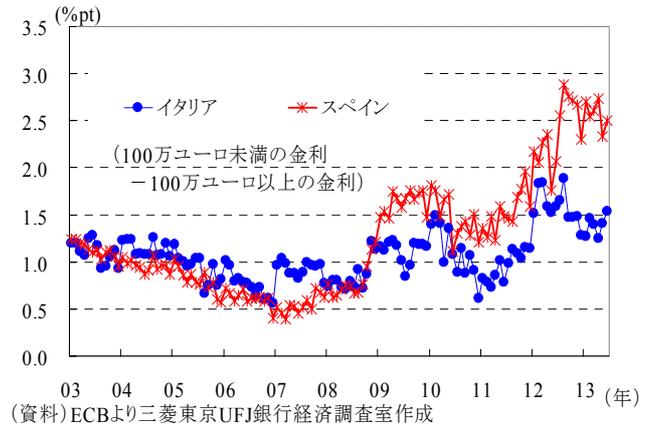
ECBは7月、従来の「金融政策において事前のコミットはしない」との立場から一転、フォワード・ガイダンス（時間軸政策）の導入に踏み切り、追加利下げも視野に、低金利政策を長期化するとの見通しを示した。長期資金供給オペ（LTRO）の返済が進み、超過準備も減少、短期金利に上昇圧力がかかるなか、意図しない長短金利の上昇を抑制するため、ECBは時間軸政策の導入に踏み切らざるを得なかったとみられる。ECBは時間軸政策導入にあたり、①インフレが抑制されていること、②脆弱な実体経済、③低調な金融活動、を理由にあげている。ECBは2014年もインフレ率が目標である2%未満を大きく下回るとみているほか、実体経済については下ぶれリスクを警戒している。さらに、銀行貸出が早期に好転する兆しがうかがえないなか（第8図）、ECBは少なくとも2014年中は金利を据え置くとの見方が多い。

また、ECBはオペとして受け入れる資産担保証券（ABS）を拡大するとともに、担保として差し入れられたABSに適用するヘアカット率も引き下げると発表した。高止まりする小口貸出金利（100万ユーロ未満）に対応し（第9図）、中小企業向け融資の促進をめざしている。

第8図：ユーロ圏の銀行貸出



第9図：貸出金利の大小スプレッド



(4) 債務問題への対応状況

ESM への直接資本
注入機能の付与な
どにより、財政と銀
行の負の連鎖の継
続リスクが低下

債務問題への対応は進捗しつつある。6月、ESM（欧州安定メカニズム）に域内の銀行へ直接資本を注入する機能が与えられ、財政と銀行の負の連鎖が発生するリスクが低下した。また、EU財務相会合が合意に至った「銀行再生・破綻処理指令」案に、処理方法として盛り込まれたベイルイン（銀行の債券保有者への損失負担）は、将来的に財政と銀行の負の連鎖防止に貢献する可能性がある。こうしたセーフティネットの構築が進むことで、先行き、加盟国がユーロ離脱に追い込まれるリスクは相応に低減しつつある。

一方、財政同盟など
はドイツの反対に
より、まだ時間を要
する模様

一方、財政同盟や域内単一の清算基金、共通の預金保険制度については、ドイツが批判的な姿勢をみせており、周縁国を資金的にバックアップする仕組みの導入には、まだ時間を要する模様である。

第1表：銀行同盟の構成要素

構成要素	進捗状況
単一の銀行監督ルール	・ バーゼルⅢを反映した自己資本指令（CRDIV）を2014年1月から適用
単一の銀行監督機関	・ 2014年半ばに稼働
単一の破綻処理メカニズム	・ 銀行再生・破綻処理指令案に合意（各国当局にベイルイン権限を付与） ・ 単一の清算基金については、欧州委員会が創設案を公表
共通の預金保険制度	・ 現状、進展なし 〔ドイツのメルケル首相は明確に反対の姿勢〕

(資料)欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

3. 英国

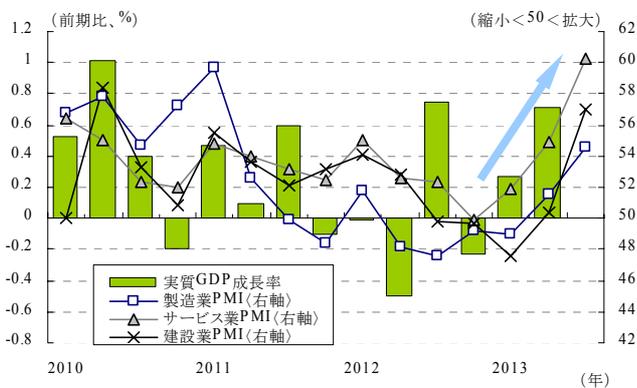
(1) マインドの改善が景気回復を牽引

第2四半期の実質成長率は2四半期連続のプラス成長に 英国景気は、持ち直しの足取りがしっかりとしてきた。第2四半期の実質GDP成長率は前期比+0.7%と、前期の同+0.3%から加速した(第10図)。企業の業況感を示す購買担当者指数(PMI)は、主要3業種(製造、サービス、建設)すべてが夏場にかけて上昇傾向で推移しており、第3四半期も景気回復が進展していることを示唆している。

マインド改善による家計部門の堅調が景気回復の牽引役となっている。7月の消費者信頼感指数は2010年以来の高水準となったほか、第2四半期の小売売上高(数量ベース)は前期比+1.0%と、第1四半期の同+0.4%を大きく上回る伸びとなった。

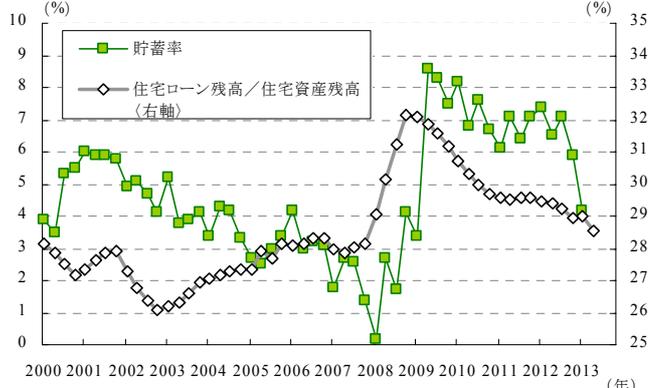
マインドは好転するも、所得の改善に遅れ 株価の上昇や欧州債務問題に対する不安感の後退がマインドの好転に繋がっているほか、住宅価格上昇によるローンの負担感軽減も寄与しているとみられる(第11図)。ただし、所得の改善は遅れており、結果として貯蓄率が大きく低下している。第1四半期に貯蓄率は4年ぶりの低水準となり、その後一段と低下している可能性が高い。

第10図: 英国の実質GDP成長率とPMI



(注)2013年第3四半期のPMIは7月の値。
(資料)ONS、Markitより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図: 英国の貯蓄率と住宅ローン残高



(注)2013年第2四半期の住宅資産残高は住宅価格からの推計値。
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

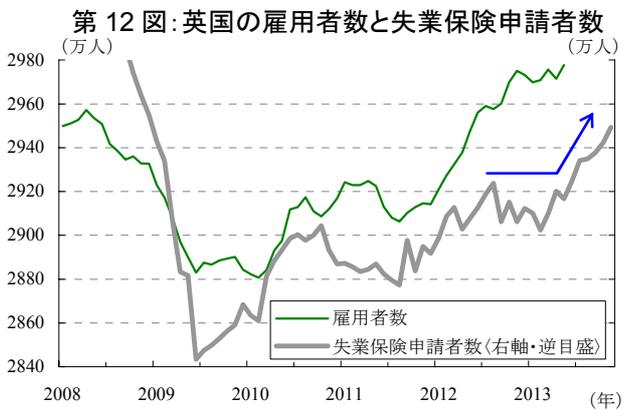
(2) 2014年にかけて緩やかな景気持ち直しを予想

雇用の本格回復には今しばらく時間を要する 景気回復基調が持続的なものとなるには、所得の増加が伴うことが必要だが、雇用者数の増加ペース鈍化など、足元の雇用環境は依然として厳しい。雇用者数に数ヵ月先行する、失業保険申請者数の動きをみると、昨年夏場から今年初にかけて、減少が足踏みした後、6月以降は減少基調が再び明確になり(第12図)、先行きの雇用増を示唆してはいるものの、本格的な回復には今しばらく時間を要するとみられる。また、賃金の伸び悩みとインフレ率の高止まりが続くことで、実質的な購買力が下押しされることも懸念される。

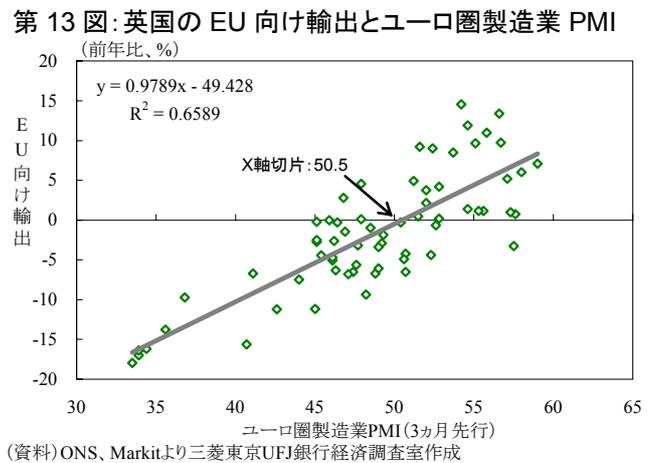
大陸欧州向け輸出は低調継続の公算

外需については、中近東など欧州以外への輸出がけん引役として期待される一方、英国の輸出シェアの半分以上を占める大陸欧州向けは低調が続こう。ユーロ圏の製造業購買担当者指数（PMI）は7月に50.3まで回復し、英国の大陸欧州向け輸出が増加に転じる水準と試算される50.5に接近したが（第13図）、当面は下押し圧力後退以上の影響は見込みにくい。

景気は足元にかけて底堅さを増してきたものの、現時点ではマインド先行の感が強い。先行きも回復基調が持続するとみるが、そのペースは雇用環境の改善やユーロ圏景気の持ち直しと歩調を合わせた緩やかなものとなる。



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



(資料) ONS、Markitより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) BOEはフォワード・ガイダンスを導入も効果は限定的

BOEは金融緩和継続の閾値を失業率7.0%以上と設定

8月7日、中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は、金融政策に関するフォワード・ガイダンス（先行き指針）を導入したが、市場が予想していたほど強いコミットメントではなかったことから、反応は限定的なものに止まった（第2表）。BOEは、金融緩和継続の目安となる失業率の水準（閾値）を少なくとも7.0%（ILO基準）以上と設定したが、事前予想では閾値は6.5%になるとの見方が多かった（足元の水準は7.8%）。また、インフレリスクが高まった場合にはガイダンスを無効とする等の条件が付与されたため、比較的早い段階でBOEが金融引き締め政策に転換する可能性が意識される結果となった。

インフレ率の高止まりが制約要因に

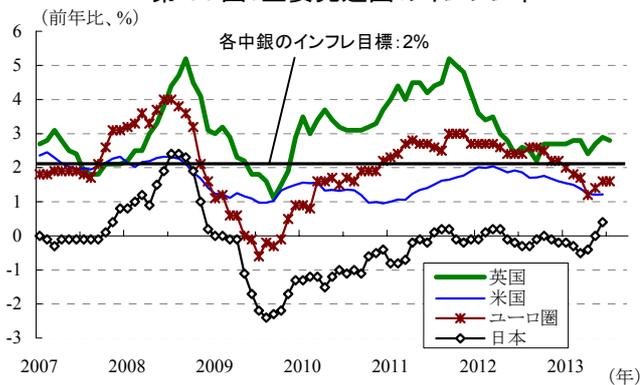
これらの背景には、インフレ警戒を緩められない状況にBOEが置かれていることがある。主要4中銀のなかで唯一、インフレ率が目標水準を上回っているBOEは（第14図）、金融政策委員会内でのインフレ警戒感が根強い。今回のフォワード・ガイダンス導入についても、委員の1人が反対票を投じ、委員9人の全会一致とはならなかった。先行き、景気回復に伴って、物価上昇圧力が高まる展開も想定され、市場金利の上昇抑制という、フォワード・ガイダンスに期待される効果が十分に発揮されなくなる可能性もあろう。

第2表:BOE のフォワード・ガイダンス

【政策金利】
少なくともILO基準失業率が7%に到達するまでは、現状の0.5%から引き上げない。
【資産買入】
失業率が7%を上回っている間、必要と判断すれば買入規模を増額する。
【ロックアウト条件】
以下の3条件のいずれかに抵触した場合、ガイダンスを無効にする。ただし、即座の利上げまたは資産売却を意味しない。
①先行き18～24か月のCPI上昇率が2.5%を上回る可能性が高いとMPCが判断した場合。
②中期的なインフレ期待が十分に抑制されなくなった場合。
③金融システムが脅かされているとFPCが判断した場合。

(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図:主要先進国のインフレ率



(注)英国、ユーロ圏、日本は消費者物価、米国は個人消費デフレーター。
(資料)各国統計より三菱東京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	1.4	1.4	164	176	187
ドイツ	3,401	0.7	0.6	1.5	2.0	1.6	1.8	241	231	224
フランス	2,609	0.0	▲ 0.1	0.7	2.0	1.1	1.3	▲ 58	▲ 54	▲ 46
イタリア	2,014	▲ 2.4	▲ 1.4	0.4	3.0	1.4	1.3	▲ 11	2	1
英国	2,443	0.2	0.9	1.3	2.8	2.8	2.4	▲ 939	▲ 720	▲ 651

(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	0.4	1.6	1.6	3.4	3.7
実質GDP	▲ 0.6	▲ 0.5	0.8	0.2	0.9	1.3
<内需寄与度>	▲ 2.1	▲ 1.0	0.4	0.8	0.4	1.2
<外需寄与度>	1.6	0.6	0.4	▲ 0.6	0.6	0.1
個人消費	▲ 1.3	▲ 0.4	0.4	1.1	1.7	1.3
政府消費	▲ 0.4	▲ 0.1	0.2	2.8	0.9	▲ 0.3
総固定資本形成	▲ 4.2	▲ 3.9	0.4	0.5	▲ 4.1	1.6
在庫投資 (寄与度)	▲ 0.5	▲ 0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.2
輸出	2.9	▲ 0.5	1.8	0.9	0.9	2.4
輸入	▲ 0.7	▲ 2.0	1.0	2.8	▲ 0.8	2.1

(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 ～輸出の軟調が続く景気は伸び悩み～

1. アジア経済全般

(1) 景気の現状

景気は足踏み

アジア経済は輸出の軟調が続く、伸び悩んでいる。第2四半期の実質GDP成長率をみると、NIEsは持ち直しの動きがみられるが、中国は前年比+7.5%と2四半期連続で減速した(第1表)。景気低迷が続くインドは、鉱工業生産や自動車販売の前年割れが続いており、景気回復の動きは依然として鈍い。他方、ASEANは総じて堅調を維持するも、輸出の低迷に加え、政策効果の剥落によりタイでは減速感が強まっている。

輸出は軟調な動きが続く

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、年明け以降は軟調が続いている。韓国は底這いで推移しているほか、インドネシア、マレーシアは資源関連輸出の低迷を受け前年割れが続いている(第2表)。中国は政府の貿易決済に係る監視強化策により香港向けの水増しが剥落したことから、5月以降、輸出は急減速した。

仕向け地別にみると、米国向けは持ち直しつつあるが、景気後退が続く欧州向けの低迷が続いたほか、アジア域内向けも鈍化した。

第1表：アジア主要国・地域の実質GDP成長率

	2011		2012				2013	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
	(前年比、%)							
中国	9.1	8.9	8.1	7.6	7.4	7.9	7.7	7.5
韓国	3.6	3.3	2.8	2.4	1.6	1.5	1.5	2.3
台湾	3.5	1.2	0.6	▲0.1	0.7	4.0	1.6	2.5
香港	4.0	3.0	0.7	0.9	1.5	2.8	2.9	3.3
シンガポール	6.0	3.6	1.5	2.3	0.0	1.5	0.2	3.8
NIEs	3.9	2.8	1.9	1.7	1.2	2.2	1.5	2.7
インドネシア	6.5	6.5	6.3	6.4	6.2	6.1	6.0	5.8
マレーシア	5.7	5.2	5.1	5.6	5.3	6.5	4.1	4.3
タイ	3.7	▲8.9	0.4	4.4	3.1	19.1	5.4	2.8
フィリピン	3.0	3.8	6.5	6.3	7.3	7.1	7.8	-
ASEAN4	5.3	2.8	4.9	5.9	5.7	9.0	5.8	-
ベトナム	6.1	6.1	4.6	4.8	5.1	5.4	4.8	5.0
インド	6.5	6.0	5.1	5.4	5.2	4.7	4.8	-
アジア11カ国・地域	7.5	6.8	6.3	6.2	5.9	6.7	6.1	-

(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

	12/Q4	13/Q1	Q2	13/4	5	6	7
	(前年比、%)						
中国	9.4	18.4	3.8	14.6	1.0	▲3.1	5.1
韓国	▲0.4	0.7	0.8	0.2	3.1	▲1.0	2.6
台湾	2.4	2.4	2.4	▲1.9	0.7	8.6	1.6
香港	7.4	4.0	2.4	9.0	▲1.0	▲0.2	-
シンガポール	▲0.1	▲6.9	1.1	2.4	2.3	▲1.5	5.0
NIEs	2.2	▲0.2	1.6	2.5	1.5	0.8	-
インドネシア	▲8.3	▲6.4	▲5.8	▲8.7	▲4.1	▲4.5	-
マレーシア	0.7	▲3.2	▲3.8	▲3.0	▲2.6	▲5.9	-
タイ	18.2	4.5	▲1.9	3.8	▲5.1	▲3.5	-
フィリピン	9.1	▲6.2	▲2.7	▲11.1	▲0.8	4.1	-
ASEAN4	3.6	▲2.0	▲3.8	▲3.5	▲3.8	▲4.0	-
ベトナム	17.8	19.2	14.6	12.0	20.4	11.3	9.9
インド	0.7	3.5	▲2.1	▲0.6	▲1.1	▲4.6	11.6

(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

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、2014年共に前年比+6.2%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)。

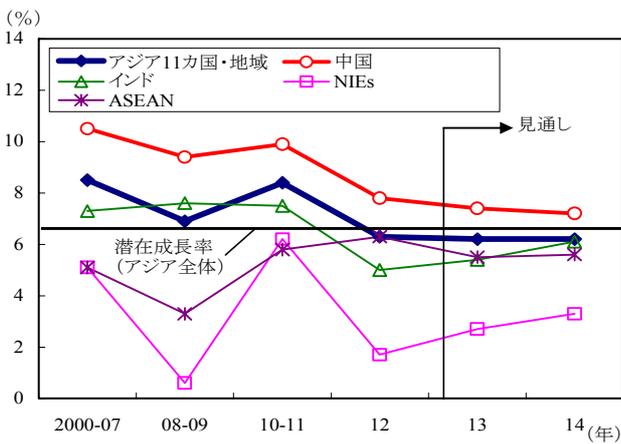
中国政府は 7%台の成長ペースを維持する姿勢を明示

高成長から安定成長へ舵を切る中国は、投資拡大により成長率を嵩上げすることには慎重であるが、景気の底割れは回避する姿勢を明示している。7月半ばに李克強首相が「成長の下限は7.5%、最低ラインは7%」と発言、当面は7%台の成長ペースを維持する姿勢を示した。この背景には、シャドーバンキングの拡大を抑制すべく、6月に人民銀行が市場への資金供給を手控えた結果、インターバンク金利が高騰し、国内外で景気の減速懸念が広がったことがある。7月下旬に開催された国務院常務会議では、中小企業を対象とした付加価値税・営業税の免税や通関手続きの簡素化などを決定、経済改革路線を堅持しつつ、社会の安定に必要な成長率は維持する方針を打ち出した。第2四半期の求人倍率は1.07倍と1倍を超える水準が続いており、7%成長を確保できれば当面、大幅な雇用悪化は回避できると考えられる。

2014年にかけても中国の成長ペースは鈍化が続く見込み

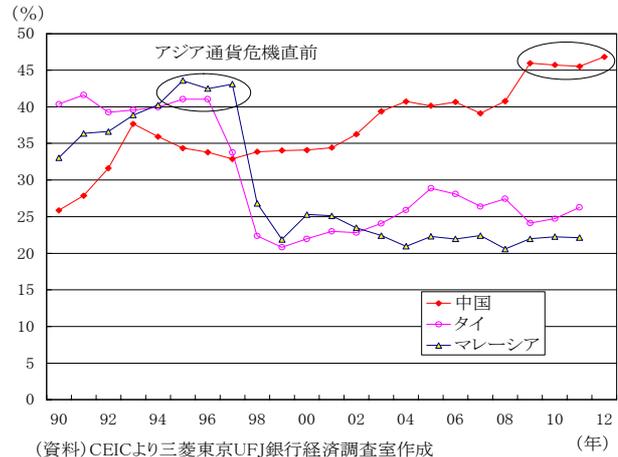
中国は持続成長が可能な成長ペースを模索しており、2014年にかけても成長率の鈍化が続くとみられる。中国の投資率（固定資本形成/名目GDP）は、4兆元の大型景気対策が実施された2009年以降、40%台半ばまで急上昇しており、通貨危機直前のタイやマレーシアを上回っている（第2図）。この結果、限界資本係数は上昇（投資効率は低下）しており、投資による成長率押し上げ効果は小さくなっている。過剰投資の抑制により、投資の成長率への寄与度は徐々に低下するとみられる。

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・タイ・マレーシアの投資率



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ASEANは堅調を維持するも、消費の拡大ペースは鈍化

中国以外の国・地域に目を転じると、ASEANは引き続き潜在成長率を上回る成長が見込まれる。失業率がリーマンショック前の水準を下回り、労働需給の逼迫が続くなか、賃金の堅調な伸びを背景に消費が底堅く推移する見込みである。もっとも、インドネシアでは燃料価格の引き上げや通貨安によりインフレ加速が不可避であること、家計債務が高水準にあるタイでは、個人向けローンの伸びは鈍化が見込まれることから、消費の拡大ペースは鈍化するとみられる。

景気回復の遅れが目立つインド・ベトナム

インド及びベトナムは景気回復の遅れが顕著である。インドは財政赤字削減に取り組んでいることに加え、ルピーが史上最安値圏まで下落しており、金融緩和を通じた景気下支えに踏み切りにくい状況にある。他方、ベトナムは消費の伸び悩みに加え、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、企業の設備投資は伸び悩むとみられる。NIEs については、輸出の回復が緩やかに止まることから潜在成長率を下回る成長ペースが続く見込みである。

5月以降、金利は据え置き

金融政策をみると、5月にインド、ベトナム、韓国、タイが追加利下げに踏み切って以降、インドネシアを除き金利を据え置いている。インドネシアは、6月下旬の燃料価格引き上げに伴うインフレ加速や通貨安阻止のため、中銀は6、7月と2ヵ月連続で利上げに踏み切った。追加利下げが期待されたインドは、懸案の物価は落ち着いているものの、5月下旬以降、ルピー安が加速したことを受け、利下げを見送らざるを得ない状況にある。

インドネシアを除き、金利は据え置き

今後の金融政策を展望すると、アジア経済は伸び悩んでいるものの、景気の先行き底割れ懸念は乏しいこと、これまでの金融緩和により実質金利が低水準にあることから、追加利上げが見込まれるインドネシアを除き政策金利は据え置きが予想される。もっとも、通貨安圧力が強まっているASEAN・インドでは、中銀が流動性吸収など政策金利以外の手段に踏み切る可能性もあろう。

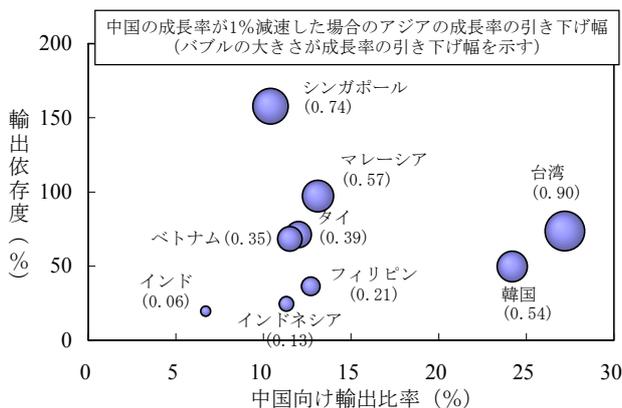
(3) 見通しのポイント

①中国経済減速の影響

中国経済が成長ペースを切り下げるなか、他のアジア諸国は主に中国向け輸出の減少を通じ影響を受ける。中国経済が1%減速した時の各国・地域の実質 GDP の減速幅をみると、輸出依存度が高い台湾（0.90%）やシンガポール（0.74%）、マレーシア（0.57%）、タイ（0.39%）などが大きい（第3図）。他方、インド（0.06%）やフィリピン（0.21%）は相対的に影響が小さいといえる。中国・香港を除くアジア9カ国・地域全体では、0.3%程度成長率を押し下げる計算になる。

中国経済の減速と言っても、減速の要因によって各国・地域の輸出に及ぼす影響度は異なる。中国の消費が減速する場合は、消費財輸出の比率が高い韓国、台湾、タイなどへの影響が大きいと考えられる。中国経済の減速が主にインフラなどの投資減速によってもたらされる場合は、原油や鉄鋼など一次産品の輸出比率が大きいベトナムやインドネシアへの影響が大きくなりそうである（第3表）。

第3図：中国経済減速のアジア経済への影響



(資料) CEICなどより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：アジア主要国・地域の中国向け財別輸出 (2011年)

	(GDP比, %)			
	韓国	台湾	シンガポール	インド
一次産品	0.1(0.1)	0.1(0.0)	1.9(0.0)	0.8(0.6)
中間財	10.5	14.3	7.6	0.5
最終財	3.4	4.1	1.9	0.1
合計	14.0	18.5	11.4	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	1.7(0.2)	2.2(1.5)	1.1(1.1)	2.2(1.9)	3.4(2.4)
中間財	5.7	16.8	4.5	1.3	2.5
最終財	3.6	2.1	2.2	0.2	2.1
合計	11.0	21.0	7.8	3.7	7.9

(注)一次産品の()は原油・石炭、鉄鉱石・鉄鋼。

(資料) RIETIより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②ASEAN の個人向けローンの拡大ペース

輸出の回復にはもうしばらく時間がかかりそうだが、消費は引き続き景気の下支え役になると期待できる。第2四半期の消費動向をみると、中国は新政権による汚職腐敗対策の強化による消費者マインドへのショックは薄らぎ小幅加速したほか、シンガポールは所得の増加を背景に底打ちの兆しがある。ASEANの動向をみると、タイは自動車購入支援策の終了に伴い減速したものの、マレーシア、インドネシア、フィリピンでは伸びがやや鈍化するも堅調を維持している。

ASEANでは所得の拡大に加え、個人向けローンの拡大が消費、とりわけ自動車などの耐久財消費を支えてきたと考えられる（第4表）。もっともローンの高い伸びが続いた結果、タイやマレーシアでは2012年の家計債務残高が名目GDP比で8割近くに達しており、両国の中銀は家計債務の一段の積み上がりを警戒している。

マレーシア中銀は7月に各種ローンの最長借入期間の短縮(個人ローンは25年→10年)を中心とした家計債務の抑制策を発表、一段の債務拡大に歯止めをかける姿勢を打ち出した。タイでは具体的な対策は発表されていないが、消費性ローン(除くクレジットカードローン)の貸出態度指数をみるとマイナス幅が拡大(厳格化)しており、金融機関は貸出拡大に慎重になっている様子が窺える(第4図)。

今後もASEANでは労働需給の逼迫した状況が続くことから、所得の堅調な伸びが期待できるが、タイやマレーシアでは個人向けローン上昇ペースに歯止めがかかることみられることから、消費の拡大ペースは鈍化する公算が大きい。

第4表：ASEANの個人向けローン残高

	シェア 2012年末 (%)	2011年	2012年		2013年		家計債務残高 対名目GDP比 (%)
			Q3	Q4	Q1	Q2	
			(前年比、%)				
タイ	消費性ローン	38.8	19.3	28.3	28.9	25.1	77.5
	クレジットカードローン	7.0	5.8	9.6	14.3	11.6	
	その他消費ローン	31.7	22.3	31.9	31.7	27.4	
	住宅ローン	61.2	7.9	9.2	11.3	10.1	
マレーシア	消費性ローン	40.8	9.4	7.0	6.4	6.8	80.5
	クレジットカードローン	5.4	8.4	3.1	1.8	1.2	
	その他消費ローン	35.3	9.5	7.6	7.1	7.7	
	住宅ローン	59.2	15.4	15.2	14.8	14.1	
インドネシア	消費性ローン	74.5	22.5	18.3	19.2	19.4	16.9
	住宅ローン	25.5	29.9	23.4	21.7	17.8	
フィリピン	消費性ローン	60.1	14.3	13.3	12.2	11.0	5.3
	クレジットカードローン	25.5	9.9	10.3	12.4	9.0	
	その他消費ローン	34.7	17.6	15.5	12.1	12.4	
	住宅ローン	39.9	17.2	20.3	19.8	20.1	

(注)その他消費ローンは、自動車ローン、教育ローン等。インドネシアは、クレジットカードの中銀統計が存在しない。
家計債務残高は、消費性ローン、住宅ローン等を含む。

(資料)各国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：タイの貸出態度指数



(資料)タイ中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) リスク要因～米国の量的金融緩和縮小の影響

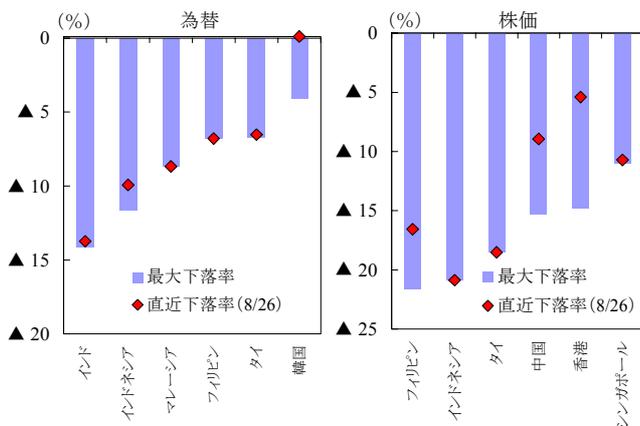
アジアを巡る海外マネーに変調がみられる。5月22日、バーナンキ米FRB議長が量的金融緩和の縮小を仄めかしたことを契機に、これまで流入していた海外資本が一転、流出に転じた。さらに6月18日に同議長が今年後半の資産買入策縮小の可能性に言及して以降、資本流出は一段と加速した。5月22日以降の為替・株価の最大下落率(8月20日時点)をみると、為替は経常赤字国であるインド、インドネシア、株価は過去最高値圏にあったASEANの下落率が大きい(第5図)。

米国が量的金融緩和の縮小に踏み切った場合でも、世界的にみて歴史的な低金利が続いていることに変わりないが、高成長期待を背景に高水準の資本流入が続いていたアジアは資本流出が生じやすい。資本フローの安定度を図るために、国際収支のうち経常収支と比較的安定度が高い直接投資を合算した収支(名目GDP比)をみると、中国やマレーシア、台湾を中心に黒字基調が持続している(第5表)。他方、経常赤字国であるインドネシア、インドは赤字基調にあり、資本流出を招きやすい資本構造にあるといえる。また、タイは経常黒字国であるが2012年以降は、対外直接投

資の増加により赤字に転じている。

アジア各国・地域の外貨準備高は高水準を維持していることに加え、チェンマイ・イニシアティブなどの国際的なセーフティネットが拡充しており、98年の通貨危機のような状況に陥る可能性は大きくない。もっとも、株価下落による逆資産効果やマインドへの影響、通貨防衛のための金融引き締めなどのルートを通じて、景気の抑制要因となることは間違いなく、留意が必要である。

第5図：アジア主要国の株価・為替下落率
上位国・地域（5月22日比、8月26日時点）



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表：アジア主要国・地域の「経常収支+直接投資」

	2009	2010	2011	2012		2013	
				Q3	Q4	Q1	Q2
中国	9.2	6.8	6.1	-	4.9	-	4.6
韓国	2.1	0.7	0.8	1.7	2.1	3.0	3.8
台湾	10.6	7.2	5.7	7.7	8.4	8.1	-
香港	6.8	1.8	1.4	▲2.2	▲2.2	▲2.7	-
シンガポール	18.2	38.9	35.8	33.0	30.8	29.8	29.2
インドネシア	2.5	2.3	1.6	▲0.7	▲1.1	▲1.1	-
マレーシア	12.6	9.2	10.6	5.1	3.8	3.7	-
タイ	8.7	4.6	1.6	▲0.1	▲1.3	▲1.0	-
フィリピン	6.5	4.8	3.6	3.4	3.2	4.3	-
インド	▲0.4	▲2.7	▲2.4	▲3.6	▲4.4	▲3.9	-

(注) 4四半期平均値

(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	7.4	7.2	2.6	2.5	3.3	1,931	2,034	1,843
韓国	1,156	8.2	2.0	2.9	3.2	2.2	1.6	2.7	431	499	365
台湾	474	3.3	1.3	2.4	3.5	1.9	1.3	1.8	499	485	503
香港	263	1.9	1.5	2.9	3.5	4.1	4.3	4.2	35	51	69
シンガポール	277	2.0	1.3	2.1	3.0	4.6	2.5	3.1	514	600	663
NIEs	2,169	15.3	1.7	2.7	3.3	2.7	2.0	2.8	1,480	1,635	1,600
インドネシア	878	6.2	6.2	5.9	6.0	4.3	7.1	6.5	▲241	▲263	▲199
マレーシア	304	2.1	5.6	4.5	5.1	1.6	1.9	2.3	183	198	209
タイ	366	2.6	6.4	4.4	4.6	3.0	2.9	3.0	2	23	55
フィリピン	250	1.8	6.9	7.1	6.5	3.2	3.3	3.3	71	80	75
ASEAN4	1,798	12.7	6.3	5.5	5.6	3.4	4.8	4.6	15	38	140
インド	1,825	12.9	5.0	5.4	6.1	10.4	6.5	6.6	▲789	▲786	▲686
ベトナム	138	1.0	5.3	5.1	5.4	9.2	6.7	6.8	22	▲7	▲5
アジア11カ国・地域	14,157	100	6.3	6.2	6.2	3.8	3.3	3.8	2,658	2,914	2,892

(注) インドは年度(4月~3月)ベース。

実績 → 見通し

実績 → 見通し

実績 → 見通し

(竹島 慎吾)

2. 中国

(1) 現状

輸出不振の表面化 により景気は一段 と減速

中国では景気が一段と減速した。第2四半期の実質GDP成長率は前期の前年比+7.7%から通年の目標値と同水準である同+7.5%まで低下した。主因は輸出が前期の同+18.4%から同+3.8%へと大幅減速したことであった。前期の輸出を押し上げていたのは香港向けの急増であったが、そこには投機資金による水増し疑惑が出ていた。そこで、5月初旬に、当局が貿易取引における貨物代金と資金決済額の不一致に対する監視強化策を発表すると、6月の実施を待たずして、5月から香港向け輸出は急失速した。これに伴い、賃金ならびに人民元の上昇によって、中国の輸出が不振に陥っているという実態が表面化したのである。

投資も前期の同+20.9%から同+19.7%へと減速した。輸送、水利などインフラ公共投資は堅調が続いているものの、過剰生産能力の調整が求められている製造業は伸び率低下が避けられなかった。

これに対し、消費は同+13.0%と前期（同+12.4%）に比べ若干ながら加速した。新政権による汚職腐敗対策が緩められたわけではないが、消費者マインド全般に対するショックは薄らいだ模様である。とはいえ、景気減速の下で賃金上昇のペースダウンが目立つ状況でもあり、輸出・投資の落ち込みを補うには消費は依然として力不足という感が否めない。

(2) 見通し

改革と景気の両 睨みでソフトラン ディングに挑戦

3月の全人代で首相に就任した李克強氏は改革ボーナスと称して、高成長期の人口ボーナスに替わる安定成長期の推進力を改革に求めた。その一つである行政改革においては、就任時に1,700項目あった政府許認可事項の3分の1を廃止するとの意気込みを語り、すでに165項目の削減ないし下部への権限委譲が進んだ。また、7月には貸出金利の自由化に踏み込むとともに、過剰生産19業種における生産設備の整理企業リストの発表などにより構造調整も着実に進めようとしている。

李首相は改革に注力する一方、景気対策には否定的であったが、7月に入ると、徐々に景気に配慮する発言が目立ち始めた。9日の広西チワン族自治区視察における座談会の席で、「経済成長率・雇用水準等が下限を下回ってはならない」と明言した。続いて、16日の専門家・企業トップ座談会においては、「成長の下限は7.5%、最低ラインは7%」との発言が報じられた。景気の落ち込みは社会不安や地方政府・企業の不満から、政権基盤を危うくし、改革を頓挫させかねないことからすれば、やむをえない判断といえよう。

その後、李首相が主催する国務院常務会議では、24日に、①中小企業の付加価値税・営業税免税（8月1日実施）、②通関手続きの簡素化、費用徴収の削減等の貿易政策（8月より漸次実施）、③鉄道投融资体制改革と中西部ならびに貧困地域への鉄道建設の加速——が決定された。さらに、31日の同会議では、下水、家庭ごみ処理、ガスパイプ・暖房システムの改修、送電網、公共交通網の拡充等、民生改善に向け、広範な分野で都市部のインフラ整備を促進する方針が打ち出された。

こうした動きを踏まえ、国家発展改革委員会による中小企業集合債の発行拡大等の資金調達ルートへの拡充策、政府による中小企業向けの貸出重視の指示、中小企業向けの小規模金融機関設立の奨励など、中小企業金融を支援する政策が相次いだ。また、政府は、省エネ・環境保護産業に続いて、IT産業についても振興策を打ち出した。2015年時点で、前者は4兆5,000億元、後者については3兆2,000億元の市場規模への成長を目指しており、有効需要を生み出す投資先を提示している。

金融政策面では、景気減速と不動産価格上昇が併存するという状況の下、引き続き、公開市場操作による機動的なコントロールが主体となり、金利ならびに預金準備率の操作は控えられよう。6月には、短期市場を資金調達源とするシャドバンキングへの警告の意味合いもあり、資金需給が逼迫する時期にもかかわらず、大規模な資金供給を手控えて、金利高騰を促した結果、国内外から中国経済に対する先行き不安を喚起してしまった。その反省から、当局は、その後、資金需給を慎重に調節して市場金利の安定に努めており、このスタンスは今後も維持されよう。

輸出は2014年春まで香港向けの大幅増加の反動大

輸出においては2014年春頃までは低率の伸びが避けられまい。減少傾向にあった欧米向けには下げ止まりが期待できるものの、昨年半ばから本年4月まで続いた香港向けの大幅増加の反動が大きいためである。その後も賃金・通貨上昇による競争力低下の重石は残る。こうした状況下、人民元相場は、米国を中心とした上昇圧力があっても、現水準からの上昇は小幅にとどまると予想される。

消費については堅調が維持されようが、現水準から勢いを増す要素には乏しい。8月にも公的部門に対し、有名芸能人が出演する豪華な宴会やイベントを禁止する通達が出され、綱紀粛正のスタンス持続が示された。また、全国の過半を占める18地区で平均+14%と最低賃金の引き上げは続いているが、前年の20地区、平均+20%には及ばず、また、企業業績を反映して全体的な賃金上昇のペースダウンは避けられまい。

以上を総合すれば、インフラプロジェクトならびに政府が支援する成長産業向けを中心とした投資が景気の下支え役を務めつつも、実質GDP成長率は2012年の前年比+7.8%から2013年には同+7.4%、2014年には同+7.2%と徐々に低下していくものと予想される。

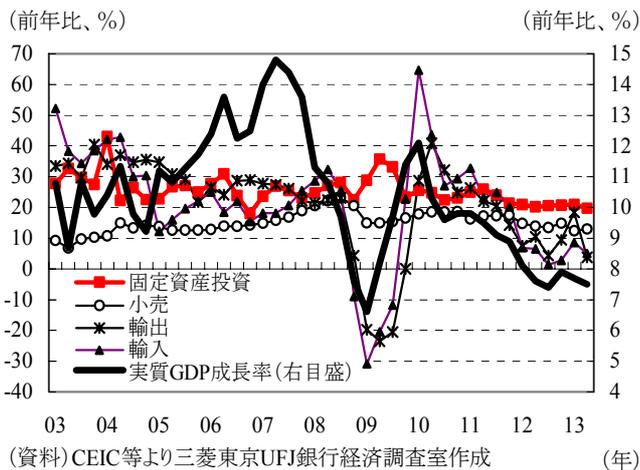
シャドーバンキングが膨らませた過剰債務

なお、6月の金融市場の混乱により、その背景にあるシャドーバンキングがはらむリスクに世界的な注目が集まった。そもそも、中国においては、銀行が規制金利下で高マージンを確保できるため、国有大企業向け貸出に傾斜し、中小企業は民間金融に依存せざるを得ないという問題があった。このため、民間金融を含むシャドーバンキングは正規の金融システムを補完するハイリスク・ハイリターン取引として一定の評価を得ていた。しかし、グローバル経済・金融危機後の大規模な内需拡大策を機に貸出が急増し、当局が抑制を図ると、これに代わり、銀行理財商品（資産運用商品）など新たなスキームで調達した資金が地方政府、不動産会社、過剰投資業種など当局が貸出抑制を促していた分野に流入し、過剰債務・不良債権リスクを膨らませた。

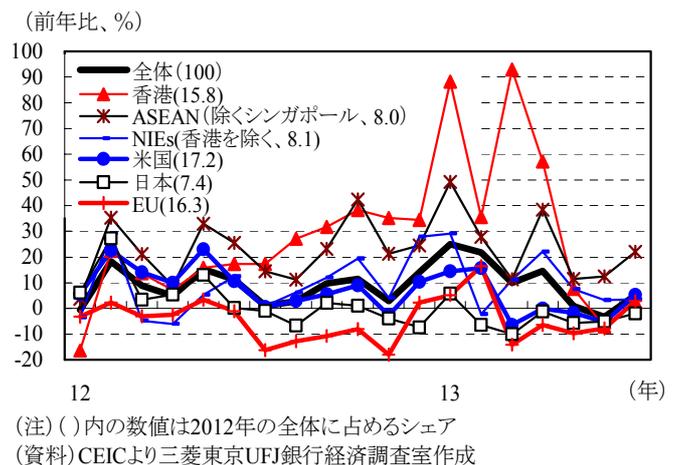
当局はシャドーバンキングの管理強化に本腰を入れるとともに、正規の銀行機能を向上させるため、金利自由化も進めている。中央政府自体の債務はGDP比15%足らずと依然小さく、金融システム不安が浮上するような緊急時においては、資金注入を含む迅速な対応をためらわないと考えられる。このため、短期的にコントロール不能な危機的状況に陥る可能性は小さい。とはいえ、地方債務、不動産バブル、過剰投資などの問題が膨らんだことは事実である。李首相が唱える経済改革・構造調整により、問題体質の改善が進むか否かが中長期的なリスク顕在化の鍵を握っていよう。

(萩原 陽子)

第6図：中国のGDPと関連指標



第7図：中国の地域別輸出伸び率



3. NIEs

(1) 韓国

第2四半期の成長率は小幅加速

第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比+2.3%と前期（同+1.5%）から小幅加速した。家計債務問題が重石となり個人消費（同+1.7%）は伸び悩んだものの、不動産市場の低迷で長らく不振だった建設投資（同+7.1%）に回復の兆しがみられた。

2014年にかけても潜在成長率を下回る成長ペースが続く

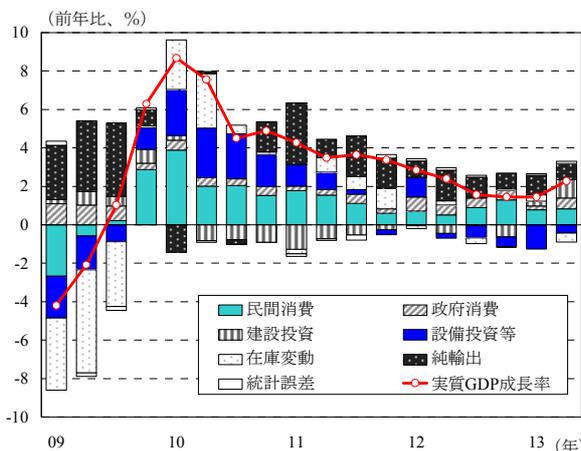
今後の韓国経済を展望すると、2013年の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%、2014年は同+3.2%と3%台半ばとみられる潜在成長率を下回るペースが続くと予想する。

実質GDPの約5割を占める個人消費は引き続き伸び悩みが予想される。雇用環境は改善傾向にあり、賃金の上昇ペースは小幅加速しているものの、家計負債は可処分所得比で依然高水準にあり、家計のバランスシート調整が引き続き消費の伸びを抑制するとみる。加えて、輸出は欧州向けで底打ちしているほか、景気回復が続く米国向けで持ち直しているが、中国の景気が減速するなか、輸出全体の回復のペースは緩やかなものに止まろう。こうしたなか、財閥を中心とする大企業は、朴槿恵政権が4月に打ち出した景気浮揚策（創造経済）に応えるべく、企業創設支援や産業育成支援などへの投資計画を相次いで発表している。また、政府は7月にも研究開発の高度化を通じたインフラ整備計画を打ち出しており、これらの投資は2014年にかけての景気の下支えになると考える。

中銀は5月の利下げ以降、政策金利を据え置いている（現行水準：2.5%）。景気テコ入れのため、追加利下げに踏み切る可能性もあるが、ウォン安が進行していることから、中銀は当面は様子見すると考えられる。

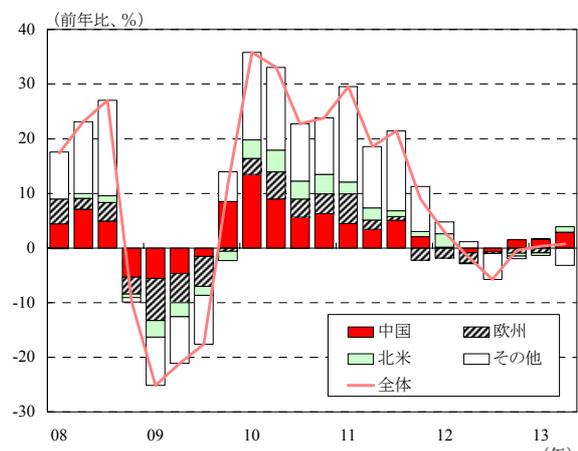
（前原 佑香）

第8図：韓国の実質 GDP 成長率



（資料）韓国中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：韓国の地域別輸出



（資料）韓国関税庁統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 台湾

輸入減速と消費持ち直しで景気加速

台湾では、第 2 四半期の実質 GDP 成長率が前年比+2.5%と前期（同+1.6%）から上昇した。前期にはゼロ近傍であった外需の寄与度が+2.1%へと大きく拡大したことが主因であるが、輸出が同+5.2%とほぼ前期（同+5.0%）並みにとどまる一方、輸入が同+6.7%から同+3.2%に低下したため、明るさには乏しい。また、消費も株式増税の影響などによる前期の低迷（同+0.3%）から持ち直したとはいえ、同+1.7%にとどまった。

輸出には欧米向けの改善と FTA 網強化が追い風

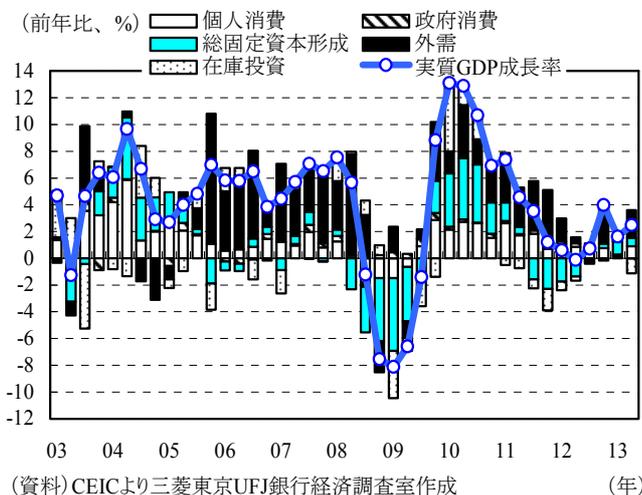
今後も景気はごく緩やかなペースで加速し、実質 GDP 成長率は 2012 年の前年比+1.3%に対し、2013 年に同+2.4%、2014 年には同+3.5%へと若干の上昇が予想される。

輸出加速が主因であり、最大の輸出先である中国の景気減速という逆風はあるが、欧米向けの減少基調には歯止めがかかろう。また、輸出主導型経済にもかかわらず、構築が遅れていた FTA 網の強化の好影響も期待できる。6 月には中国との経済協力枠組み協定の重点分野の一つであるサービス貿易の自由化について協定締結に至り、7 月にはニュージーランドとの経済協力協定締結にも漕ぎ着けた。

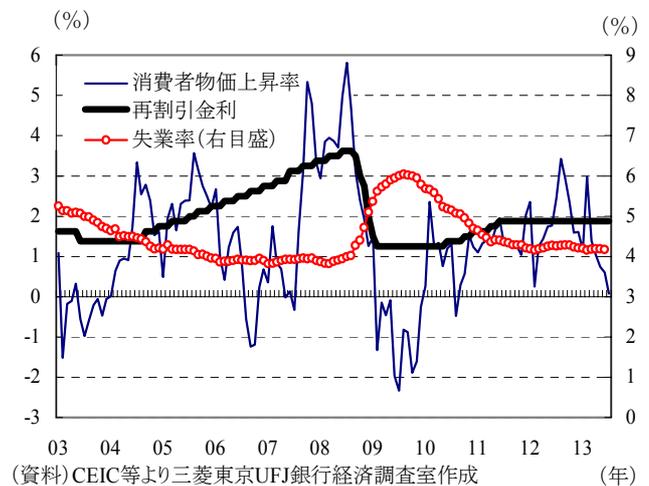
投資面では 8 月に自由経済モデル区の始動がある。TPP 参加も視野に FTA 網の拡大を志向するなかで、自由化に対する対応力を高めるという位置付けである。既存の 6 自由貿易港区を含む 8 地区が選定され、スマート物流、国際医療、農業の高付加価値化、産業連携の 4 分野がモデル産業となるが、これに限定されず、「自由化、国際化、先進性」の理念に合致していれば、どのような産業でも対象になり得る。台湾の今後の成長力を決定付ける動きとしてその帰趨が注目される。

（萩原 陽子）

第 10 図：台湾の実質 GDP 成長率



第 11 図：台湾の物価・金利・雇用



(3) 香港

投資の大幅なプラス転換を主因に景気加速

香港では、第2四半期の実質GDP成長率は前年比+3.3%と前期(同+2.9%)から小幅上昇した。総固定資本形成が前期の同▲3.3%から同+6.9%と好転したことが主因である。消費は同+4.2%と前期(同+6.3%)には及ばないながら、良好な所得・雇用環境の下で堅調を維持した。一方、財輸出においては金輸出の急増と一般商品輸出の低迷が続いている。

海外経済動向からみて、強い景気拡大は見込み難い

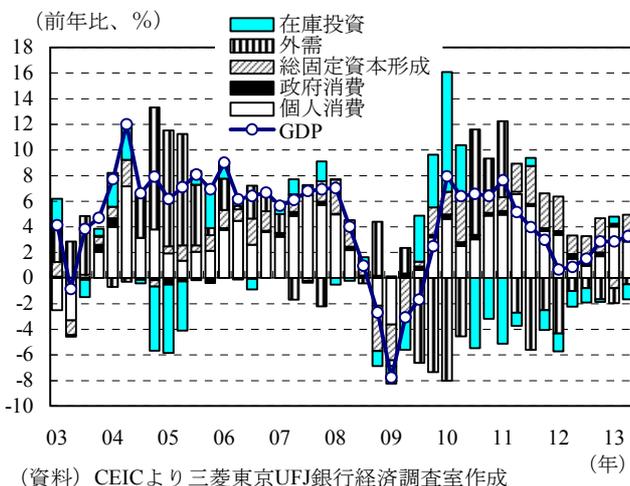
海外経済動向を踏まえれば、今後の景気拡大に強い期待は持ちづらく、通年の実質GDP成長率は2013年には前年比+2.9%、2014年には同+3.5%と予想される。

中国が高度成長期から安定成長期へ移行するなかで、香港への波及効果も弱まっている。中国の輸出には長年の通貨・賃金上昇に伴う競争力の低下が避けられず、中国と世界との貿易を仲介する貿易センターである香港の輸出にも重石となる。中国人旅行者はいまや海外旅行者の4分の3を占め、未だに前年比+20%の勢いで、日米からの旅行者の大幅減少を補い、旺盛な購買力で消費拡大にも大いに寄与しているが、この勢いにも陰りが出る可能性がある。もっとも、中国政府が人民元国際化に向けて、香港のオフショア人民元センターとしての機能向上ならびに市場規模拡大を促しているという好材料は残っている。

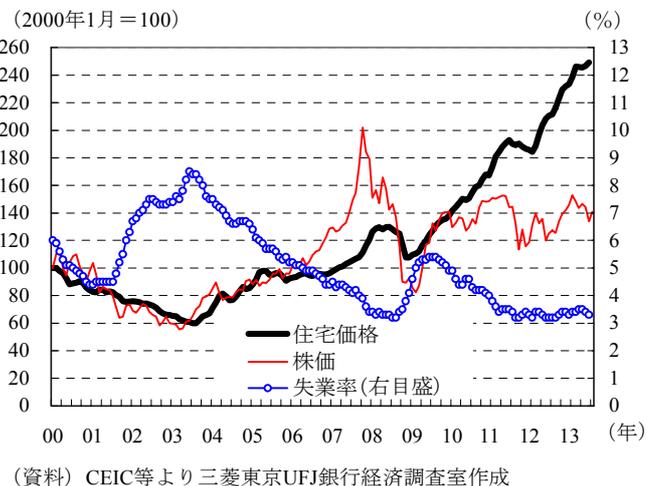
米国の量的金融緩和の縮小に伴う資産市場への影響にも注意を要する。香港では2009年以降、不動産価格の高騰が続いてきたが、規制強化と住宅ローン金利の引き上げから、すでに歯止めがかかりつつある。それだけに、大幅な下落を警戒する声が増えている。

(萩原 陽子)

第12図：香港の実質GDP成長率



第13図：香港の資産価格と雇用情勢



(4) シンガポール

シンガポール経済は緩やかな持ち直しの動き

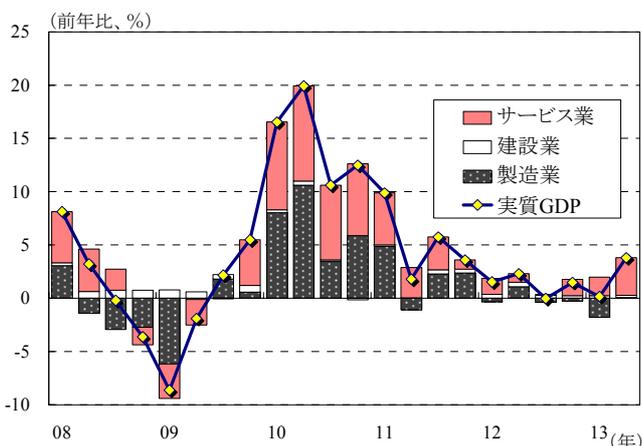
シンガポール経済は緩やかに持ち直している。第2四半期の実質GDP成長率は前年比+3.8%（前期比年率+15.2%）と、前期の同+0.2%（同+1.8%）から加速した。卸・小売業や運輸セクターといったサービス業で堅調が続いたことに加えて、バイオ医薬品やエレクトロニクスを中心とした製造業の回復が成長率の加速に寄与した。第2四半期の非石油地場輸出(NODX)は前年比ではマイナスながら、前期比では5四半期ぶりに増加に転じている。3月以降、50超を維持してきたPMI輸出受注が示唆していた通り、輸出の改善が漸く現れてきたようだ。また、第2四半期の海外からの来訪者数は376.8万人、前年比+11%と高い伸びが持続、ホテル稼働率も86.0%と高水準で推移しており、増加する外国人旅行者も国内景気を支える要因となっている模様だ。

輸出の回復ピッチは緩やか、2014年でも潜在成長率の下限程度

先行きに目を転じると、このところの政府や中銀による住宅・自動車ローン関連の規制強化が内需の抑制要因として働くと考えられる。一方で、依然として失業率が2.1%と低水準で推移するなど雇用環境の良好さが保たれている上、物価動向も落ち着いて推移しており、総じて見れば内需は底堅く推移する見込みである。他方、海外経済は米国を中心に緩やかに持ち直しに向かうとみられるが、欧州経済の回復の遅れや輸出の2割（含む香港）を占める中国経済の安定成長シフトを受けて、輸出の回復ペースは緩やかなものにとどまる見込みだ。以上を踏まえると、2013年の成長率は前年比+2.1%、2014年も同+3.0%と潜在成長率（3～5%）の下限近辺にとどまる見通しである。なお、インフレ率については、需要抑制策が住宅・交通関連の物価の伸び鈍化に繋がっている点や緩やかな成長ペースによる需給緩和をうけて2014年にかけては落ち着きを保つと予想する。

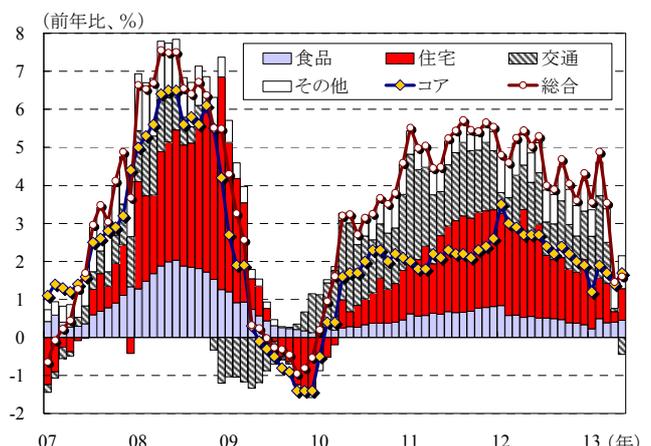
（シンガポール駐在 中村 逸人）

第14図：シンガポールの実質GDP成長率



（資料）シンガポール通産省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：シンガポールの消費者物価上昇率



（資料）CEIC、シンガポール通貨庁統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. ASEAN

(1) インドネシア

成長率の鈍化が続く中、インフレ加速と通貨安で中銀は利上げを実施

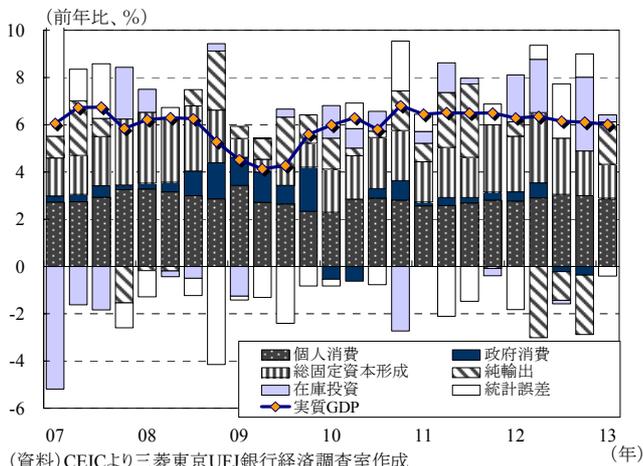
インドネシア経済は引き続き減速傾向を辿っている。第2四半期の実質GDP成長率は、前年比+5.8%と前期の同+6.0%から一段と低下、2010年第3四半期以来、約3年ぶりに6%を下回った。インフレ加速に伴い個人消費の伸びが鈍化したほか、総固定資本形成も4期連続で減速するなど、これまで底堅く推移してきた内需の勢いが弱まりつつある。一方、6月下旬に実施した燃料価格引き上げの影響で、消費者物価上昇率は7月に前年比+8.6%まで急加速した。ルピアも5月下旬以降のグローバルな新興国の金融市場の不安定化に伴って下落ペースが加速している。中銀はインフレ抑制と通貨安阻止のため、6月と7月に計75bpの利上げを実施、政策金利であるBIレートは6.50%まで引き上げられた。

インフレと利上げが個人消費や投資などの内需を抑制

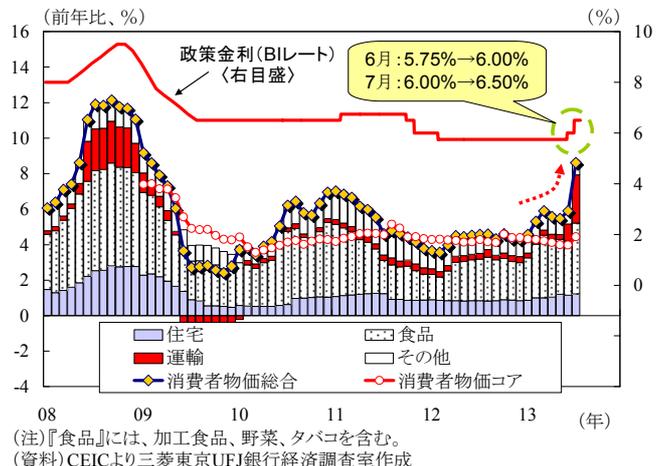
先行き、米国を中心に海外経済が緩やかな回復に向かう中で、燃料価格引き上げと通貨安で輸入の伸びが抑制されることから、外需は成長率に対してプラスの寄与を続けそうだ。一方、内需については、燃料価格上昇とルピア安によってインフレ率の高止まりが予想されるため、個人消費の減速は避けられないだろう。また、利上げが企業や家計の資金調達コストの上昇に繋がり、住宅投資や設備投資は抑制される見込みだ。堅調な雇用環境や最低賃金の上昇に伴う購買力の向上、来年の総選挙前の財政支出の拡大が景気を下支えするとみられるが、インフレ加速や利上げの影響をカバーするには至らず、実質GDP成長率は2013年に前年比+5.9%まで減速した後、2014年も同+6.0%と小幅の反発にとどまる見通しである。一方、燃料補助金の削減や利上げ・通貨安に伴う内需と輸入の抑制は大幅な財政赤字や経常赤字の拡大に歯止めをかける効果が期待される。

(シンガポール駐在 中村 逸人)

第16図：インドネシアの実質GDP成長率



第17図：インドネシアの物価動向と政策金利



(2) マレーシア

底堅い消費と政府支出の拡大で第2四半期の成長率は小幅加速

マレーシア経済は足踏みしている。第2四半期の実質 GDP 成長率は前年比+4.3%と、前期の同+4.1%からは小幅加速したが引き続き低水準での推移となった。輸出減が響いて外需のマイナス寄与が続いたほか、前期まで二桁増を続けてきた総固定資本形成の伸びが大きく鈍化した。一方、良好な雇用・所得環境や低所得者給付の拡充、物価安定を背景に個人消費が底堅い伸びを示した点に加え、政府支出が二桁増へと大幅拡大したことが外需と総固定資本形成の落ち込みを補った。

経済変革プログラムや最低賃金制度等に支えられ緩やかな景気回復へ

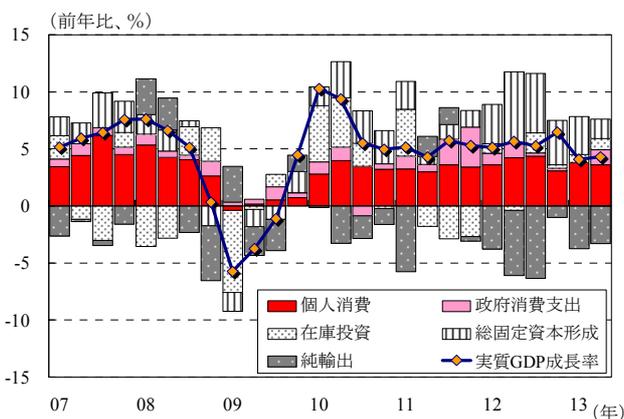
先行きについては、海外経済の回復ピッチが鈍い中で外需による景気の牽引は当面見込めない一方、個人消費や政府支出を中心とした内需が景気を下支えする構図が続いていくことが予想される。インフラ拡充を中心とした経済変革プログラム (ETP) の推進が次第に民間投資も喚起するとみられるほか、7月1日から本格導入された最低賃金制度、公務員の賃上げが民間消費の押し上げ要因となろう。これらを踏まえると、実質 GDP 成長率は 2013 年度に前年比+4.5%と、2012 年の同+5.6%からは減速するものの、2014 年度には同+5.1%へ緩やかに加速していくと予想する。

大幅な財政赤字や家計債務の拡大といった構造的問題が顕在化

一方、公共投資や低所得者給付など補助金拡大による財政負担は増しており、2012 年の財政収支は名目 GDP 比▲4.5%と大幅赤字が継続。7月末には大手格付け会社の一つが長期格付けの見通しを「安定的」から「ネガティブ」へと引き下げている。こうした中、政府は 10 月公表予定の 2014 年度予算案に補助金削減や GST 導入等の財政再建策を盛り込む見込みだ。また、名目 GDP 比で 8 割に達した家計債務の問題も懸念が高まっており、中銀は個人向けローンの最長期間の短縮措置を打ち出している。景気に配慮しながらも財政赤字や家計債務拡大等の問題を解決し、持続的成長に繋げていけるか、政権にとって難しい舵取りが迫られる局面である。

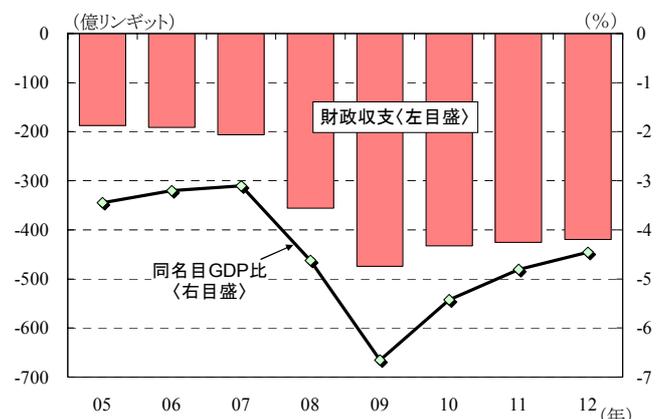
(シンガポール駐在 中村 逸人)

第 18 図：マレーシアの実質 GDP 成長率



(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：マレーシアの財政収支



(資料) マレーシア財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) タイ

タイ経済は減速感が強まる

タイ経済は減速感が強まっている。第2四半期の実質GDP成長率は前年比+2.8%と前期(同+5.4%)から減速した。自動車購入支援策の期限切れの反動で消費(同+2.4%)が減速したほか、洪水からの復興需要の一巡や治水対策など公共工事の遅延により、投資は同+4.5%と前期から小幅減速した。さらに財輸出の減少(同▲1.5%)が景気を押し下げた。

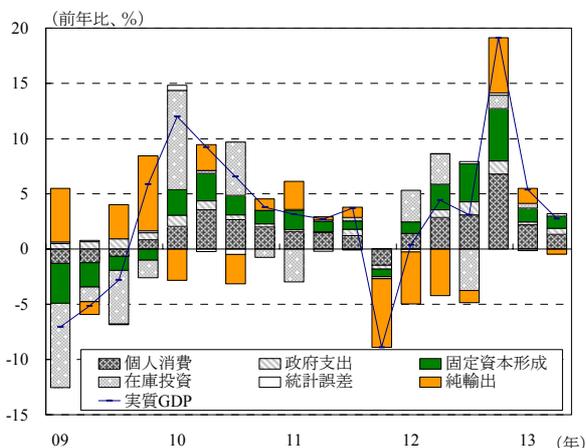
2014年にかけて、潜在成長率並みの成長が持続

2013年と2014年の実質GDP成長率は各々前年比+4.4%、同+4.6%と、潜在成長率並みの成長が続くと予想する。消費は成長が続くものの、拡大ペースは鈍化するとみる。最低賃金引き上げによる所得の拡大が下支えとなるものの、前年の自動車購入支援策による駆け込み需要の反動減や中銀が更なる消費ローンの積み上がりに懸念を示していることから、これまでにみられたような借入による消費の拡大が見込めないためである。輸出は、中国経済の減速や先進国景気の回復ペースが緩慢であることから、エレクトロニクス製品や農産物加工品を中心に伸び悩みが続くとみられる。このようななか、政府は8月6日に新たな景気浮揚策を決定した。この景気対策は、民間投資の促進を狙ったもので、エコカーへの投資奨励策や中小企業向けの政府保証融資の拡充などの内容となっている。これに加え、進捗が遅れている治水事業や社会インフラ開発などの大型インフラ投資が内需を下支えすることが見込まれる。

タイ中銀は、5月に通貨高抑制を通じた景気テコ入れ措置として、追加利下げに踏み切ったが、その後は政策金利を据え置いている(現行水準:2.5%)。政府・中銀は輸出減速を主因として成長率見通しを下方修正したが、足元でパーツ安圧力が高まっていること、景気浮揚は財政政策を優先させるとみられることから、政策金利は据え置きを予想する。

(前原 佑香)

第20図： タイの実質GDP成長率



(資料)タイ国家経済社会開発委員会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7表： タイの主要品目・地域別にみた輸出

	シェア (2012年)	2011年	2012年	2013年	
				1-3月期	4-6月期
合計	100	9.7	5.6	0.4	▲7.7
業種別					
エレクトロニクス製造業	14.4	▲7.3	3.4	▲0.0	▲13.8
自動車製造業	12.8	▲1.2	29.5	12.5	5.8
農産物加工業	12.5	20.9	6.7	▲5.3	▲8.5
機械・備品製造業	7.5	7.0	4.4	0.4	▲7.0
石油製造業	5.7	24.7	18.7	▲9.7	▲23.8
天然ゴム	3.8	53.6	▲29.4	▲12.0	▲21.5
国別					
ASEAN	24.9	16.1	7.1	2.0	▲3.3
中国	11.8	16.6	4.9	3.4	▲18.3
日本	10.3	12.1	0.8	▲2.1	▲11.5
米国	10.0	2.8	7.2	▲1.1	▲9.0
欧州(EU27)	9.6	5.5	▲7.4	2.8	▲9.8

(注) パーツ建て。

(資料)タイ関税局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) フィリピン

景気は内需主導で
好調維持

フィリピン景気は好調が続いている。第1四半期の実質GDP成長率は、個人消費のほか、民間住宅建設や政府のインフラ投資の増加を背景に前年比+7.8%と2010年6月のアキノ政権就任後で最も高い伸びを示した。第2四半期の動向をみると、輸出は減少しているものの、底堅い海外労働者送金を背景とした消費の堅調な伸びや企業の設備投資の拡大を背景に内需主導の成長が続いている。

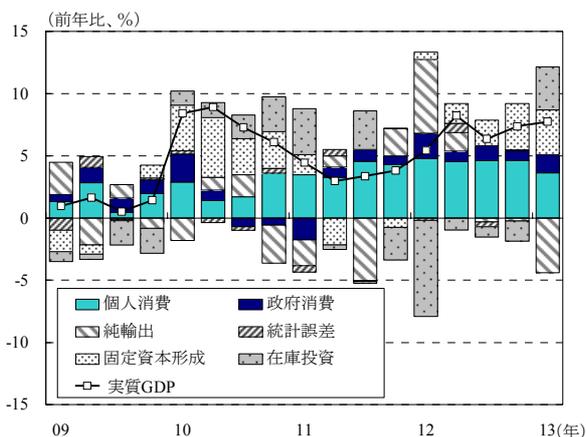
2014年にかけても
高成長が持続する
見込み

2014年にかけても投資の拡大や底堅い個人消費に支えられ、2013年の実質GDP成長率は前年比+7.1%、2014年は同+6.5%と高成長が続くと予想する。企業収益の拡大を背景に、今後も投資の拡大が続くことが見込まれる。上場企業の留保利益は前年比+18.6%（第2四半期）と3四半期連続で増加しており、企業マインドは上昇傾向を辿っている。企業部門の好況は、雇用増を通じて個人消費を支えている。雇用者数は農業部門では減少しているものの、製造業を含む工業（第2四半期：前年比+3.8%）や、BPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）などのサービス業（同+1.9%）を中心に増加が続いており、消費者信頼感指数は上昇傾向にある。さらに、送金者数の増加を背景に堅調な拡大が見込まれる海外労働者送金も、個人消費を下支えするであろう。

中銀は、年明け以降、ペソ高に対応すべく市中銀行向け中銀定期預金であるSDA（Special Deposit Account）金利を累計1.5%ポイント引き下げてきた。5月下旬以降は一転してペソ安圧力が高まっていることから、金利据え置きを見込む。フィリピンは経常黒字国であるものの、高成長期待や投資適格国入りで昨年来、ASEANの中でも海外マネーの流入が顕著であったことから、資本の動きが大きくなりうる点には留意が必要である。

（前原 佑香）

第21図：フィリピンの実質GDP成長率



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

第22図：フィリピンの企業景況感・消費者信頼感



（資料）フィリピン中央銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

5. その他アジア

(1) インド

景気低迷が続くな
か、通貨安を受けて
金融緩和に動けず

インド経済は引き続き減速傾向を辿っている。第2四半期の月次指標をみると、輸出が3四半期ぶりにマイナスに転じたほか、自動車販売は前年比▲7.4%と2期連続の前年割れとなった。資本財生産も4月以降再び減少に転じており、投資活動も冷え込んでいる模様だ。一方、直近7月の卸売物価上昇率が前年比+5.8%と約3年ぶりの低水準にとどまるなど、物価は落ち着きをみせている。中銀は1月以降3度にわたり利下げ（利下げ幅は合計75bp）を実施、景気下支えを図ってきたが、大幅な経常赤字と5月以降加速した資本流出の影響で加速したルピー安に対応するため、以降は政策金利であるレポ・レートを7.25%に据え置いている。

2013~2014年度を
通じて潜在成長率
を下回る見込み

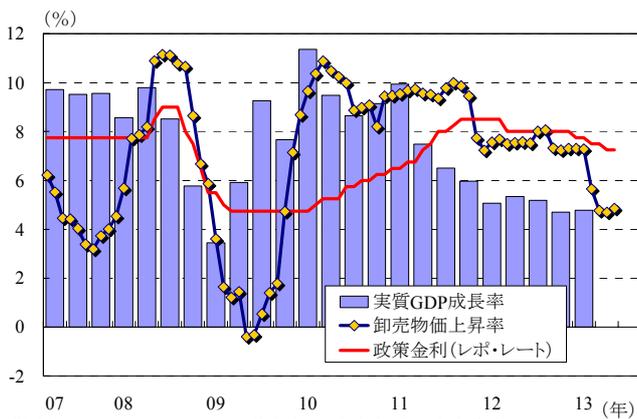
経常赤字は国内の供給不足や補助金による過剰需要といった構造要因が影響しており、短期間での解決は難しい。このため、通貨安圧力は根強く燻り続ける公算が大きく、金融緩和を通じた景気下支えは暫く見込めないだろう。今年度の実質GDP成長率は前年比+5.4%、2014年度も同+6.1%と、7%近傍とされる潜在成長率を下回る見込みである。

政府は経常赤字削
減策を発表するも
実効性は不透明

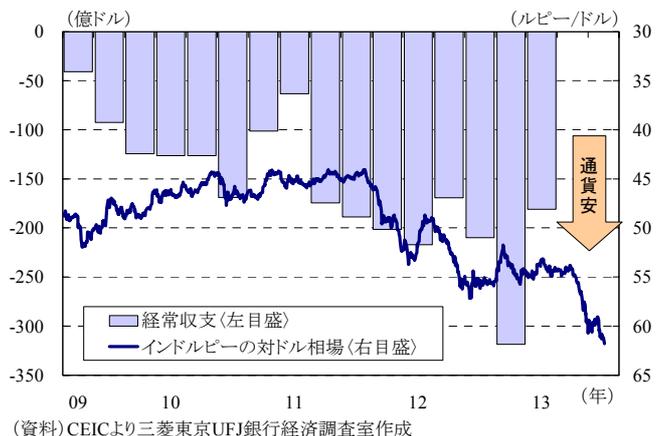
こうした中、政府は安定した資金フローである対内直接投資を促進するため、通信業での外国企業の出資比率上限を100%まで容認、小売業での外国企業に課されている国内調達比率に係る規制の緩和、等を表明した。また、政府は金・銀や不必要な輸入の抑制、原油需要の抑制といった経常赤字削減策も発表している。もっとも、経常赤字削減策は実効性が不透明であるほか、対内直接投資に係る規制緩和も効果が顕在化するには相応の時間が必要である。ルピー安が加速した場合、インフレを大幅に加速させる可能性もある点には留意が必要である。

(シンガポール駐在 中村 逸人)

第23図：インドの成長率・物価・政策金利



第24図：インドの経常赤字と為替対ドル相場



(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2四半期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、今年の政府目標（同+5.5%）を下回る伸びにとどまった。輸出（同+14.6%）は二桁台の増加が続いているものの、実質小売売上高は同+5.1%と低い伸びに止まっている。

2014年にかけても、潜在成長率を下回る推移が続く

2013年の実質GDP成長率は前年比+5.1%、2014年は同+5.4%と、6%程度と目される潜在成長率を下回ると予想する。

輸出は、海外経済が緩やかながらも回復に向かうなか、近年急拡大している携帯電話や電子機器などのハイテク製品がけん引役となろう。他方、内需は弱い動きが続くとみる。消費は物価の安定を背景に実質所得の増加が見込まれ、緩やかな持ち直しに向かうことが期待される。一方、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ため、投資は伸び悩みが予想される。政府は銀行貸出の目標を前年末比+12%と掲げているが、中銀が発表した7月末実績は同+5.0%と低い伸びにとどまっている。中銀は7月に国家資産管理会社（VAMC）を設立し、本格的な不良債権処理に着手したが、一定の効果が現れるには相応の時間を要する。

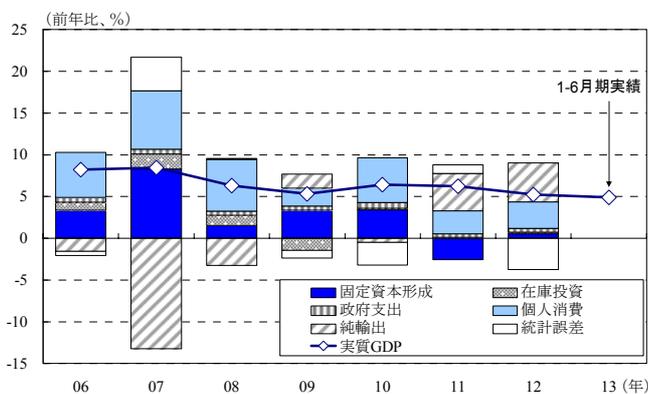
中銀は、5月以降政策金利を据え置きつつも、市中金利の低下を誘導

中銀は5月以降、政策金利を据え置く一方で、貸出を促進すべく市中金利の低下を誘導してきたが、米国の量的金融緩和の縮小観測が強まるなか、ドン売り^(注)圧力が強まったことから、市場への資金供給を絞り金利の誘導水準を再び引き上げた。景気の回復ペースが鈍いなか、中銀は金融緩和姿勢を維持し、為替動向を睨みながら、再び市中金利の低下を促すとみる。

(注)通貨下落圧力から6月には、1年半ぶりに対ドルのコアレートが1%切り下げた。

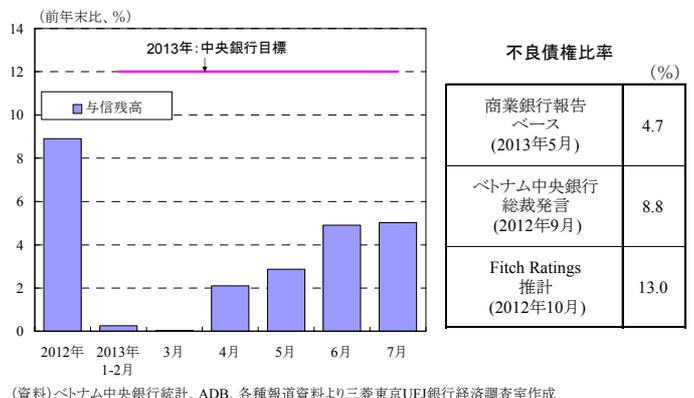
(前原 佑香)

第25図：ベトナムの実質GDP成長率



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

第26図：ベトナムの与信残高と不良債権比率



(資料) ベトナム中央銀行統計、ADB、各種報道資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

V. オーストラリア ～資源部門への過度な依存からの脱却を探る～

1. 景気の現状

減速傾向が続く

豪州経済は減速傾向が続いている。豪州準備銀行（RBA）は5月までに累計2.00%ポイントの利下げを実施しており、その効果により住宅投資は緩やかに持ち直しているものの、7月の失業率が5.7%に悪化するなか、個人消費が弱含んでいるほか、設備投資も低迷している。7月の企業や消費者のマインドは依然弱く、第3四半期に入っても景気低迷が続いている模様である。

失業率が悪化するなか、消費が弱含み

中銀は追加利下げを実施

こうした状況下、RBAは8月6日の金融政策決定会合で、3カ月ぶりに追加利下げを実施し、低調な経済活動をサポートする姿勢をみせている。

2. 今後の見通し

資源投資ブームの終焉と、中国経済の減速による逆風が続く

今後の豪州経済は、資源投資ブームの終焉と中国経済の減速による逆風が続くとみられるなか、2014年にかけても3%近傍とみられる潜在成長率を下回る成長ペースにとどまると予想する（第1表）。財政の出動余地が限定されるなか、引き続き金融政策による景気下支えが期待される。

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	2.4	2.8
消費者物価上昇率 (%)	1.8	2.4	2.2
経常収支 (億ドル)	▲ 567	▲ 406	▲ 454

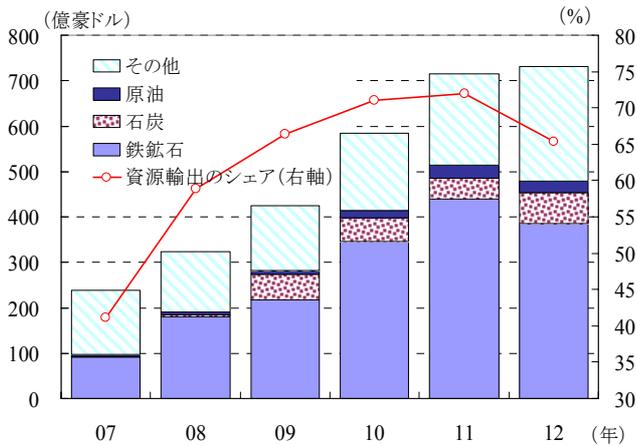
→
見通し

(1) 資源投資ブームの終焉と中国経済減速の影響

最大の資源輸出相手国である中国向けの輸出が伸び悩み

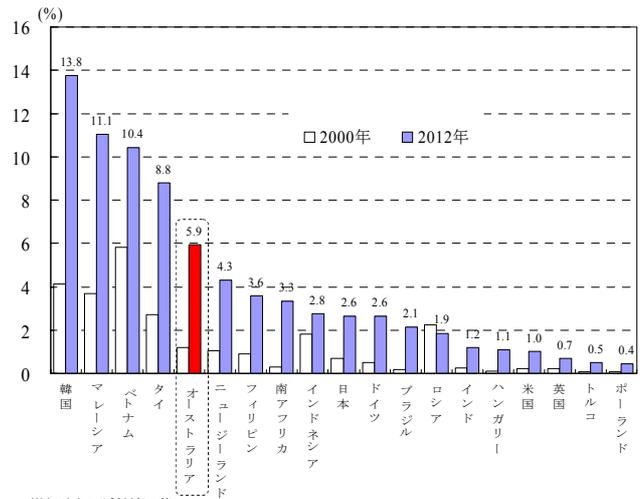
豪州資源セクターでは、これまで増強してきた生産能力の活用による輸出増加が期待される局面にさしかかっているが、最大の資源輸出相手国である中国向けの輸出が伸び悩んでいる。2012年半ば以降、中国向け輸出は鉄鉱石の減少を主因に低迷し、輸出に占める資源部門のシェアも、同年は約65%と、前年の約72%から大幅に縮小した（第1図）。豪州の実質GDPに占める輸出のシェアは2割強、内、中国向けの輸出は約3割を占めている。2012年の実質GDPに占める中国向け輸出は約6%と、先進国の中ではもっとも大きく、日本やドイツの同2.6%、また米国の同1.0%を大きく上回る（第2図）。足元では、中国向けの輸出は前年比プラスに回復しているものの、中国経済をみると、第2四半期の実質GDP成長率が前年比+7.5%と減速傾向にある。中国政府は構造改革を優先するスタンスを鮮明にしており、2014年にかけて7%台前半の成長ペースにとどまるとみられることから、同国向け輸出は伸び悩みそうだ。

第1図：中国向けの財別輸出



(資料) 豪州外務貿易省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：実質 GDP に占める中国向け輸出の割合



(注) ベトナムは2011年の値。
(資料) IMF、各国統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 政権交代に伴う影響

ラッド首相は資源部門への過度な依存からの脱却を図る

6月末に3年ぶりに首相に返り咲いたラッド氏は、資源部門への過度な依存からの脱却を図りつつ、景気回復をサポートする姿勢を示している。ラッド首相は就任後発表した「国家競争力戦略」の中で、労働市場の柔軟化や規制緩和など、7つの改革を柱として掲げ、企業に不人気の炭素税を1年前倒しで廃止することも発表した。炭素税廃止に伴う税収不足を補う歳出削減案に FBT (Fringe Benefits Tax) 控除の廃止 (社有車の私的利用への課税強化)、タバコ税の引き上げ (12月から12.5%ずつ計4回) や、銀行預金に対する課税 (20万豪ドルまでの預金に対し、0.05%) などの増収案を提案した。もともと、FBT 控除の廃止については、自動車業界がこれにより年間10%以上の販売減少が見込まれると反発するなど、早くも実現性が懸念される状況にある。

財政の出動余地が限定される中、金融政策による下支えに期待

また、政府は8月2日、2013年度の実質 GDP 見通しを、中国経済など外部環境の下ぶれを理由に、5月時点の2.75%から2.5%へ下方修正した (第2表)。同時に財政見通しも、景気の下ぶれによる税収不足を背景に、今年度の財政赤字 (現金収支ベース) は5月時点の GDP 比▲1.1%から同▲1.9%へ下方修正、財政黒字の達成年度を当初の2015年度から2016年度へ1年先送りした。財政の出動余地が限定されるなか、国内では金融政策による一層の下支えが期待されている。

与野党ともに、経済再生と財政再建が大きな課題

9月7日の総選挙に向けて、与党の支持率は野党に対し劣勢にある。与党は政権を維持できるか不透明であるが、いずれの政党が政権を握っても、経済再生と財政再建が大きな課題となる。

第2表：政府の経済・財政見通し（8月）

年度 (7月～翌年6月)	(%)			
	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率	2.5	3.0	3.0	3.0
	2.75	3.0	3.0	3.0
失業率 (年度末時点)	6.25	6.25	5.0	5.0
	5.75	5.75	5.0	5.0
消費者物価上昇率	2.5	2.0	2.5	2.5
	2.25	2.25	2.5	2.5
財政収支(GDP比)	▲ 1.9	▲ 1.5	▲ 0.3	0.2
	▲ 1.1	▲ 0.6	0.0	0.4

(注) 下段は2013年5月時点。財政収支は現金収支ベース。
(資料) 豪州財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・為替

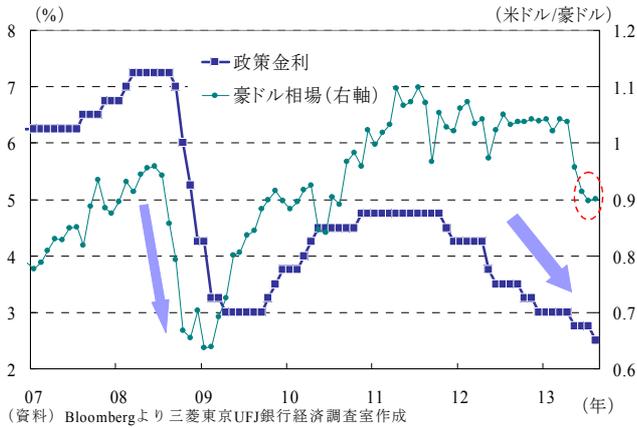
(1) 金融政策

RBAは8月に追加
利下げ、低調な経済
活動をサポート

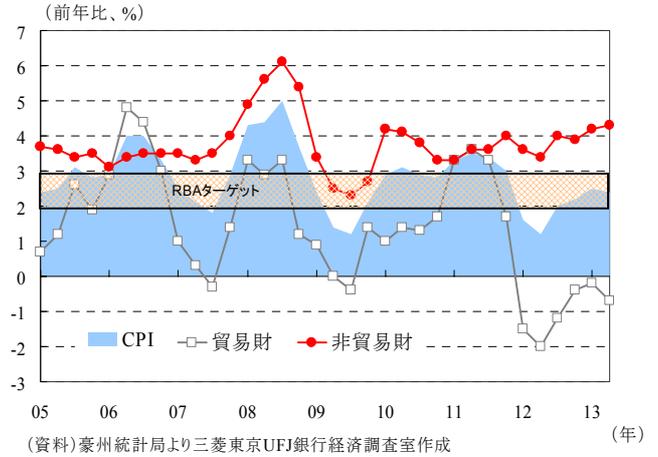
RBAは8月6日の金融政策決定会合で、政策金利（翌日物インターバンク金利であるキャッシュレートの目標値）を2.75%から0.25%ポイント引き下げ、過去最低の2.50%とすることを決定した（第3図）。利下げは5月以来3カ月ぶり。RBAは、6月と7月の理事会において政策金利を据え置いたが、7月理事会の議事録では為替水準について、利下げ以降の大幅な豪ドルの下落を認識しつつも、歴史的にみると依然高いと評価していた。また、豪ドルの下落により、目先のインフレはやや押し上げられるが、それでも目標圏内に収まるとみており（第4図）、追加利下げには引き続き含みを残していた。スティーブンス総裁は7月30日には「インフレ見通しは必要なら利下げの余地があると示唆している」と発言し、市場の利下げ期待が高まっていた。8月の声明文をみると、今回の利下げは、インフレ圧力が中期的に抑制されていることを背景に、低調な経済活動をサポートする狙いを読み取ることができる。

今後の金融政策については、議事録をみても一段の緩和余地についての言及がなく、一旦は中立姿勢をとっているが、RBAは低金利と通貨安による景気支援を続けているとみられることから、追加利下げの可能性があろう。

第3図：政策金利と豪ドル相場



第4図：消費者物価指数



(2) 為替動向

中銀は緩和スタンスを維持するとみられ、豪ドルは上値の重い展開に

豪ドル相場は 7月30日のスティーブンス総裁の利下げを示唆するコメント以降、1豪ドル=0.90ドル近辺から理事会前日は0.88ドル台へ下落した。しかし、今後の追加利下げの可能性については強いメッセージがなかったことから、足元では0.90ドル台前半で推移している。今後については、豪州経済が潜在成長率を下回るなか、中銀は緩和スタンスを維持するとみられ、豪ドルは上値の重い展開が想定される。

(大幸 雅代)

VI. 中南米

～低成長下のインフレに苦しむブラジル、 減速続くメキシコ、豊作と政策対応で成長加速のアルゼンチン～

1. ブラジル

(1) 景気の現状

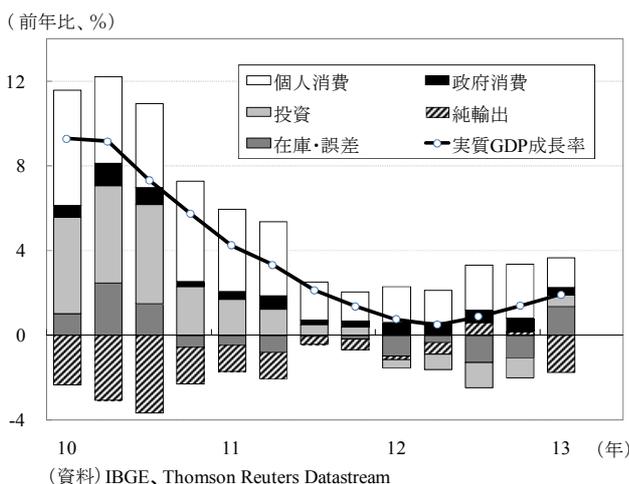
低成長が続く

ブラジル経済は低成長が続いている。拡張的な財政政策により消費を刺激してきたにもかかわらず、4%程度と目される潜在成長率を大幅に下回る低成長にとどまっている。予想外に早く現れたインフレにより実質購買力が削がれたことに加え、インフレ抑制のために連続利上げが実施されたことから消費者マインドが悪化し、消費は抑制された。

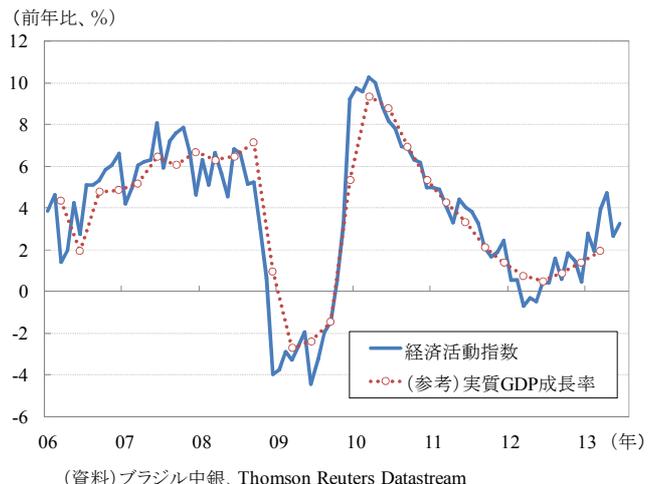
第1四半期の実質GDP成長率は前年比+1.9%で、2012年第2四半期を底に徐々に持ち直しているものの、そのペースはきわめて緩やかである。投資が5四半期ぶりに増加に転じたものの、これまで成長を下支えしてきた個人消費が鈍化したことに加え、輸出も減少に転じた（第1図）。4～6月の経済活動指数から鑑みると、第2四半期も引き続き緩やかな回復にとどまっているとみられる（第2図）。

こうしたなか、インフラ不足や労働市場改革の遅れなどの構造要因に、景気刺激策や通貨安などの足元の要因が加わり、インフレは加速した。ブラジル中銀はインフレ抑制のために、4月以降、3会合連続で合計1.25%ポイントの利上げを行い、政策金利は8.50%となった。

第1図:ブラジルの実質GDP成長率の推移



第2図:経済活動指数の推移



インフレはピークアウトするも、再加速する可能性も

利上げ効果により、7月の消費者物価上昇率は前年比+6.27%と、前月の+6.70%から低下し、ブラジル中銀の定めるインフレターゲット（2.5%～6.5%）の上限を下回った（第3図）。しかし前月からの低下幅（▲0.43%ポイント）は、天候不順により昨夏から今春にかけて値上がりしていた「食

料」(▲0.34%ポイントの寄与)、ならびに、6月の抗議デモを受け公共交通機関の運賃の値上げを撤回した「交通」(▲0.12%ポイントの寄与)の低下によるものであり、その他の費目はほとんど低下していない。今後はレアル安の影響で輸入価格が上昇すると予想されることから、インフレは再加速する可能性がある。

雇用情勢の悪化は消費の下押し圧力に

個人消費を取り巻く環境をみると、金利上昇や雇用情勢の悪化により、消費者信頼感指数は依然下げ止まっておらず、個人消費の鈍化が今しばらく継続する可能性を示唆している(第4図)。

6月の失業率は46ヵ月ぶりに前年同月の水準を上回った。国内産業や労働者に対する手厚い保護政策のもと、低成長下においても、失業率の低下傾向が続いていたが、こうした傾向は一服した。今年上半期の新規雇用者数は、過去4年間で最も低い水準となっており、雇用情勢は悪化している。低成長下におけるインフレ加速により足元では実質賃金が低下していることもあり、雇用情勢の一段の悪化は、購買力低下を通じて、消費への下押し圧力となろう。

(2) 今後の見通し

消費にこれまでのような牽引力は期待できない

世界経済に明るさが徐々に戻ってきているとはいえ、中国を中心とした新興国の成長ペース鈍化を背景に資源需要の回復は鈍く、今後も輸出の回復は緩やかにとどまる公算が大きい。他方、これまでの消費刺激策による歳出増により財政収支は悪化傾向にあり、更なる消費刺激策の実施余地は乏しいことから、消費にこれまでのような下支え役は期待できない。

第3図: 消費者物価上昇率および政策金利の推移



(資料) IBGE、ブラジル中銀、Thomson Reuters Datastream

第4図: 実質小売売上高と消費者信頼感の推移



(資料) IBGE、Thomson Reuters Datastream

こうしたなか、来年のサッカー・ワールドカップ開催や2016年の五輪開催のための交通インフラ整備やスタジアム補修に対する投資は引き続き出ており、景気の下支えとなろう。世界経済は緩やかながら回復に向かう見込みであり、今後はレアル安も手伝い、輸出の持ち直しも期待で

きる。この結果、来年にかけて緩やかながら回復傾向を維持しよう（後掲第1表）。

政策金利は年内にあと2回の追加利上げを見込み、年末9.50%の水準に達すると予想する。

2. メキシコ

(1) 景気の現状

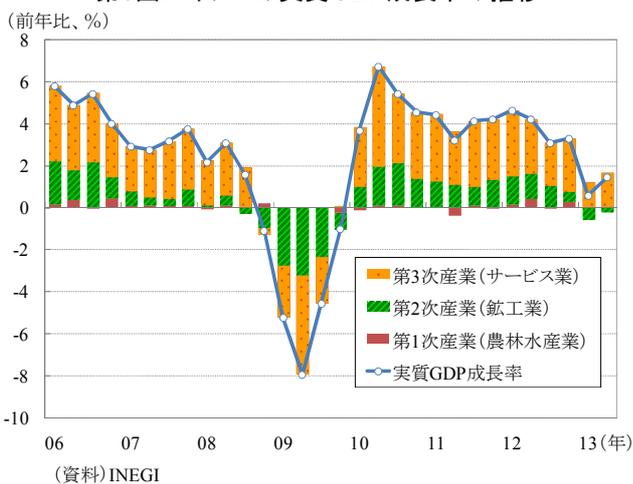
前期比では4年ぶりにマイナス成長となった第2四半期

メキシコ経済は減速している。第2四半期の成長率は前年比+1.5%となり、基準年変更に伴い、同+0.8%から同+0.6%に下方修正された第1四半期からは持ち直したものの、季節調整済み前期比では▲0.7%と4年ぶりにマイナス成長となった。

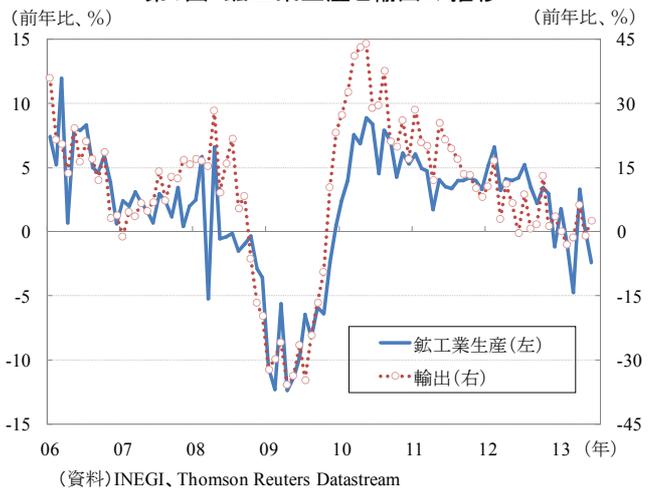
産業部門別にみると、第2次産業（鉱工業）が、第1四半期の前年比▲1.7%に続き、第2四半期も同▲0.6%と、2四半期連続のマイナス成長となった（第5図）。とりわけ鉱業（2四半期連続のマイナス成長）および建設業（3四半期連続のマイナス成長）の不振が目立つ。また公的部門の経済活動も2四半期連続のマイナス成長となった。

原油生産の減少に加え、昨年12月の政権交代後、新政権は政府支出を縮小させており、公共事業の減少により建設需要が縮小している。また米国を中心とする海外需要も不冴で、輸出の低迷が国内生産の減速を通じて企業や家計の景況感を悪化させ、個人消費が鈍化した（第6図、第7図）。

第5図:メキシコの実質GDP成長率の推移



第6図: 鉱工業生産と輸出の推移



インフレはピークアウト

消費者物価上昇率は7月に前年比+3.5%となり、3ヵ月連続で低下するとともに、2月以来5ヵ月ぶりにメキシコ中銀の定めるインフレターゲット（2.0%～4.0%）の上限を下回った（第8図）。メキシコ中銀は、3月の利下げ以降、インフレ動向を見極めるため、政策金利を4.0%に据え置いてきたが、7月の会合においては景気鈍化のリスクにも警戒している。

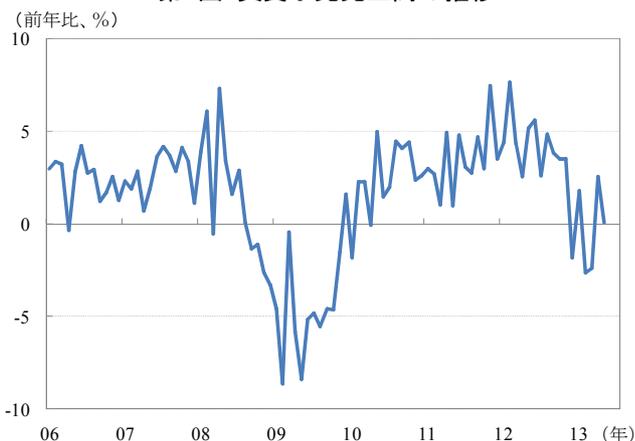
(2) 今後の見通し

政府支出は今後拡大へ

企業や家計の景況感は冴えないことから、消費や投資の急回復は見込みにくいものの、新政権がこれまで抑制してきた政府支出を今後は拡大していく方針を示していることから、有効需要が創出され成長をサポートするものと期待される。加えて、シェア 8 割弱と圧倒的な輸出先である米国の景気回復とペソ高の解消がメキシコの輸出を後押しすることが見込まれる。以上より、メキシコ経済は今年後半から回復に向かう見通しである。

ペニャ・ニエト大統領は、2018 年までの 6 年間に官民合わせて総額 4 兆ペソ（約 3,000 億ドル、2012 年名目 GDP の 25.8%相当）を投資する国家インフラ計画を発表した。この中には交通関連投資（0.6 兆ペソ）、通信インフラ投資（0.7 兆ペソ）の他に、後述する憲法改正を伴う国営石油会社 PEMEX への民間投資拡大も含まれる。成長への寄与は来年以降になると思われるが、中期的なメキシコの競争力向上に寄与し、更なる投資を呼び込むことが期待できる。

第7図：実質小売売上高の推移



(資料)INEGI, Thomson Reuters Datastream

第8図：消費者物価上昇率および政策金利の推移



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

構造改革の最重要課題が審議入りへ

7 月の地方選挙結果を踏まえ、構造改革推進で合意している与党 PRI と野党 PAN 両党の協力体制は引き続き維持されることが確認されたことから、構造改革の最重要課題であるエネルギーと財政の改革法案が 9 月に再開する通常国会にて審議される見込みとなった。エネルギー改革法案は国営石油会社である PEMEX への民間資本参入や原油・電力・ガス部門への民間投資拡大を認める内容であるが、エネルギー分野への外資導入に強く難色を示す国民は少なくなく、今後国民的な議論となる展開が予想される。最終的には可決に必要な票数を確保する与党 PRI と野党 PAN の賛成により法案は成立すると予想されるが、もし不成立となった場合には金融市場に相当な失望を与えられ、マクロ経済への影響には注意が必要と思われる。

3. アルゼンチン

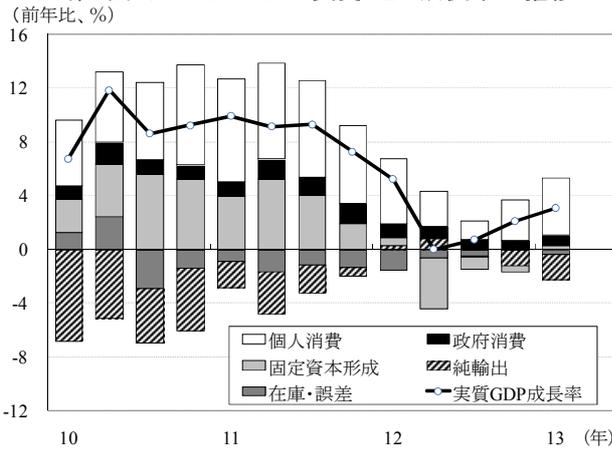
(1) 景気の現状

穀物の豊作と政策 対応により成長加 速

2012年のアルゼンチン経済は干ばつによる穀物の凶作と世界的な需要の弱さによる輸出の落ち込みにより、前年比+1.9%の低成長にとどまったが、今年は穀物の豊作と10月の中間選挙を意識した政策対応（拡張的な財政金融政策、所得税の課税最低限度額引き上げ、ならびに複数商品の値上げ阻止）により、成長が加速している。

第1四半期の成長率は、好調な個人消費（同+6.1%）に支えられて同+3.0%へ加速した（第9図）。さらに第2四半期は生産が前期の同▲3.9%から同+3.5%へと増加に転じてきたことに加え、穀物や自動車の輸出が伸び、米ドル建て輸出金額が前期の同▲2.5%から同+11.4%へと大幅な増加に転じている（第10図）。4～6月の経済活動指数から算出すると、第2四半期は同+7%程度の成長が見込まれる（第11図）。

第9図：アルゼンチンの実質GDP成長率の推移



(資料)MECON、Thomson Reuters Datastream

第10図：鉱工業生産と輸出の推移



(資料)INDEC、Thomson Reuters Datastream

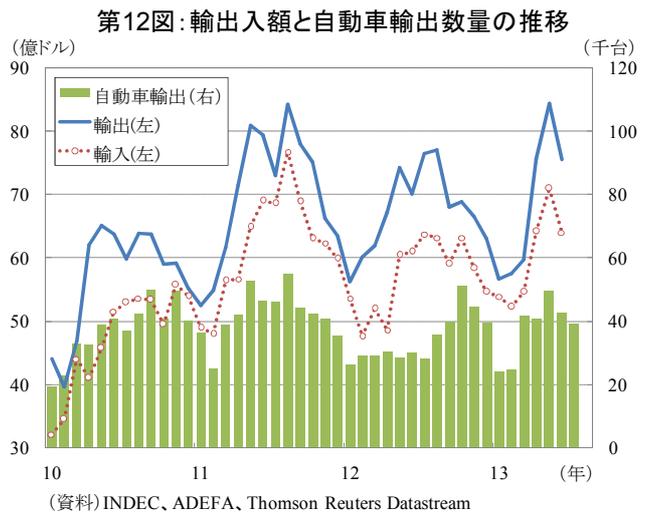
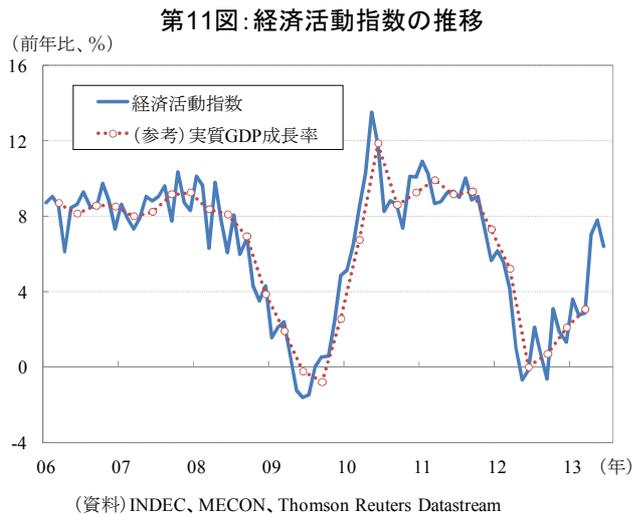
過去最高の穀物総 収穫量を記録

フェルナンデス大統領は7月、今シーズン（2012/2013年度）のアルゼンチンの穀物総収穫量は2010/2011年度を上回り、過去最高を記録する見込みであることを発表した。アルゼンチンの輸出総額に占める穀物およびその加工品の割合は3分の1を占めており、またそれらの輸出には30%前後（穀物の種類によって異なる）の輸出課徴金が課され、政府の収入となって国庫を潤している。

アルゼンチンは2001年のデフォルト以降、実質的に国際金融市場から締め出されているため、輸入は輸出で得られる外貨の範囲内に抑制することが基本的に求められている。そのため政府は国内の企業等に対し、厳しい輸入規制を行っており、企業等は必要な生産財や資本財の輸入が困難となることがあるなど、輸入規制が供給のボトルネックとなっている。今年は穀物等の輸出増加が見込まれることが輸入規制の緩和につながり、輸出入両サイドの拡大に結び付くという好循環が生まれたと思われる。今年1

～2月には前年比▲11.9%であった自動車輸出は3月から急増し、3～7月累計の自動車輸出台数は前年比+46.0%となった（第12図）。

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。そこで政府は大手小売業等に対し生活必需品約500品目について、上・下院の中間選挙がある10月を期限とする価格凍結指導を行った。



(2) 今後の見通し

10月の中間選挙以降にはリスクも

フェルナンデス大統領の支持率は低迷しているため、10月の中間選挙までは現在の人気取り政策を引き延ばす可能性が高く、景気は底堅く推移する見込みである。しかし現在の政策の持続性については疑問が残り、期限を迎える価格凍結指導に加え、その他の政策も、修正を迫られることになる可能性が大きく、2014年の成長率は前年比+2.2%と今年(同+4.2%)を下回るとみられる。また、市場レートを追認するかたちで、ペソの大幅な下落に発展するリスクも否定できない。

国営石油会社 YPF は米石油大手シェブロンとアルゼンチン国内の有望シェール鉱区の開発契約に7月調印した。YPFに不足する、シェールガス・オイル開発に必要な技術力と開発資金を外国企業から引き出すことを狙ったものであり、シェブロンによる初期投資額は12.4億ドルに及ぶとされる。アルゼンチンはシェールガスで世界2位、シェールオイルで世界4位の採掘可能埋蔵量を持つ。今後もこうした開放的な政策が継続され、デフォルト以降、成長に不可欠であるものの、長期資金不足から推進できなかった資源・インフラ関連投資が進展するものと思われる。

第1表:中南米経済の見通し

	実質GDP成長率(%)			消費者物価上昇率(%)			経常収支(億米ドル)		
	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年	2012年	2013年	2014年
ブラジル	0.9	2.2	2.6	5.4	5.8	5.7	▲ 542	▲ 710	▲ 740
メキシコ	3.9	1.9	3.7	4.1	3.7	3.7	▲ 92	▲ 150	▲ 170
アルゼンチン	1.9	4.2	2.2	10.8	10.7	11.5	5	▲ 8	▲ 10
中南米全体(注)	2.5	2.8	3.3	5.0	5.4	5.1	▲ 800	▲ 1046	▲ 1099

(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。2012年は実績。
7カ国は、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー、ベネズエラ。

(国際通貨研究所 加藤 淳)

Ⅶ. 原油価格

～供給懸念を受けて、原油価格は高値圏で推移する見込み～

1. 価格動向

108 ドル台と 2012 年 3 月以来の高値に上昇

原油価格（WTI 期近物）は 7 月以降、地政学リスクの高まりや米国の原油在庫減少を受けて大きくレンジを切り上げ、105 ドル近辺の高値圏で推移している（第 1 図）。

原油価格は、6 月後半は 95 ドル近辺の狭いレンジで推移したが、7 月に入るとエジプト情勢緊迫を受けた地政学リスクの高まりや米国の原油在庫減少を背景に上昇傾向を辿り、同月下旬には 108 ドル台と 2012 年 3 月以来の高値をつけた。8 月中は、エジプト情勢が一段と混迷したことを受けて小幅に値を上げる場面もあったが、米国や中国の経済指標に反応しつつ 105 ドル近辺で推移している。

投機筋の買い越し額は過去最高

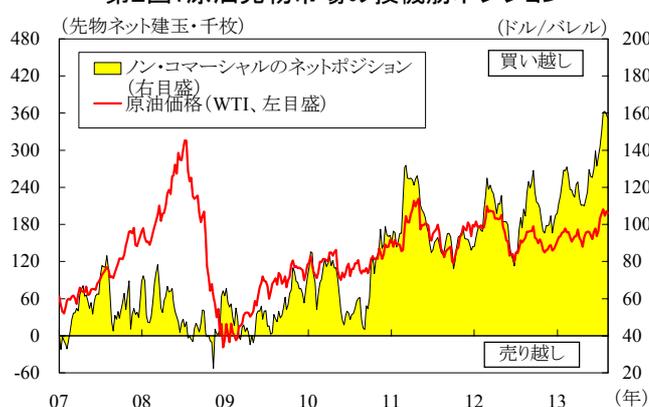
原油先物市場における投機筋の買い越し額をみると、エジプトの情勢緊迫を受けて供給懸念が強まったことから、7 月以降 5 週連続で増加し、過去最高を更新した（第 2 図）。原油先物市場への資金流入を示す総建玉も、過去最高水準となっている。なお、米量的金融緩和の早期縮小観測は、これまでのところ原油市場への資金流入に大きな影響を与えていない。

第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：原油先物市場の投機筋ポジション



(注) ノン・コマーシャルとは、原油生産や精製に従事しない業者のこと。

1枚=1,000バレル。

(資料) 米国商品先物取引委員会、ニューヨークマーカンタイル取引所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 需要・供給動向

供給超過が継続

世界の原油需給バランスは、供給超過（＝在庫積み増し）が続いている（第 3 図）。需要が小幅の伸びにとどまる一方、米国やカナダの供給が増加したためである。

世界の原油需要は小幅増加の見込み

国際エネルギー機関（IEA）によれば、今年の世界の原油需要は、欧米が回復するものの、日本は前年の火力発電用需要増加の反動がみられるほか、アジアは需要の伸びが鈍化したことから、全体では前年比+1.0%と昨

年（同+1.2%）を下回ると見込まれている。2014年については、先進国景気は緩やかな回復傾向を辿る一方、新興国景気は鈍化するとみられ、世界の原油需要は前年と同程度の小幅な伸びになると見込まれる。

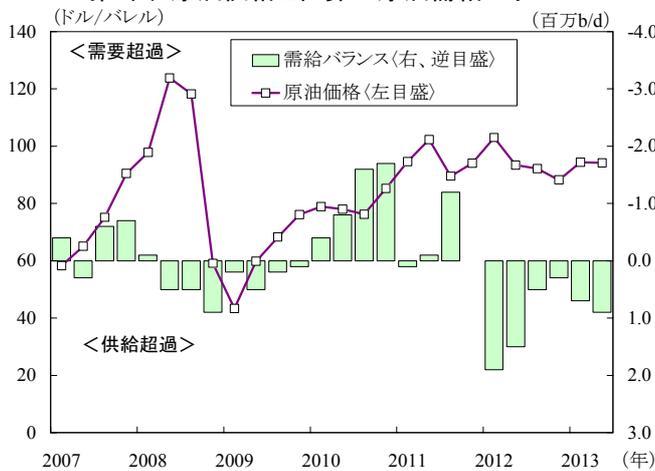
**生産回復してきた
リビアとイラクが
一転して減産**

供給についてみると、これまで回復が続いてきたリビアとイラクの産油量が、6月以降大きく減少に転じていることから、石油輸出国機構(OPEC)全体の生産も減少している。リビアの生産減少は、原油輸出ターミナルでの労働者ストの影響によるものであり、イラクについては治安悪化とインフラの問題が大きい。その他、核開発問題を巡り欧米諸国と対立しているイランや内戦が続くシリア、治安悪化やインフラの問題を抱えるイエメン、ナイジェリアなど、中東・アフリカ産油国の生産減少が相次いでいる。多くは短期的に解消できない状況や問題であることから、当面これらの国々の生産は減少基調を辿る可能性が高い。

**米国のシェールオ
イルとカナダのオ
イルサンドの生産
拡大**

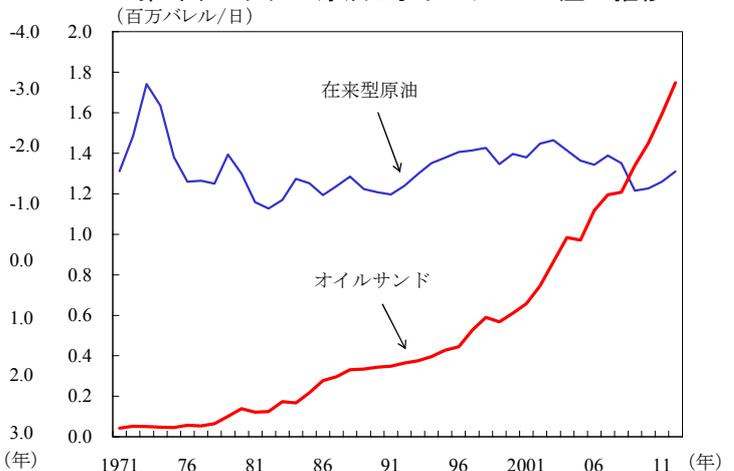
対照的に、北米では原油生産が増加している。米国のシェールオイル生産拡大への注目度が高いが、カナダのオイルサンド(=高粘度の原油を含む砂岩層)からの原油生産量も近年増加傾向にあり、在来型原油(=通常の油田から開発される原油)の生産量を上回っている(第4図)。2014年にかけても米国とカナダの原油生産拡大が見込まれており、中東・アフリカ産油国の生産減少の影響を相殺することとなる。

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:カナダの原油とオイルサンド生産の推移



(資料)カナダ石油生産者協会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 価格の見通し

**原油価格は四半期
平均で100~105ド
ル台の推移と予想**

世界景気は緩やかな回復傾向を辿ると見込まれるが、中国を始めとする新興国の景気鈍化や減速懸念が、原油価格の上値を抑えるであろう。供給面では、中東・アフリカ産油国の生産減少基調が見込まれるが、米国とカナダの生産拡大により供給不足は避けられよう。しかしながら、エジプトやシリア、イランなど中東・アフリカ諸国の地政学リスクの高まりによる供給懸念が根強い状況が続くとみられ、原油価格は四半期平均で100~105ドル台と高値圏で推移すると見込まれる。

エジプトの産油量は日量 73 万バレルと比較的小さいものの、情勢緊迫の影響によりスエズ運河の通航に支障が生じる場合、原油価格は史上最高値（147 ドル）を更新するおそれがある。

（篠原 令子）

原油価格の見通し

	WTI先物 (ドル/バレル)	前年同期比 (%)
12/1Q	103.0	8.9%
12/2Q	93.4	▲8.8%
12/3Q	92.2	3.0%
12/4Q	88.2	▲6.2%
13/1Q	94.4	▲8.4%
13/2Q	94.2	0.9%
13/3Q	105	13.9%
13/4Q	100	13.3%
14/1Q	100	6.0%
14/2Q	102	8.3%
14/3Q	104	▲1.0%
14/4Q	102	2.0%
2012年	94.2	▲1.0%
2013年	98	4.4%
2014年	102	3.7%

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 (524)	681 (820)	1,024 (1,083)
米国	2.8	1.9	2.6	2.1	1.4	1.8	▲4,404	▲4,172	▲4,452
ユーロ圏	▲0.6	▲0.5	0.8	2.5	1.4	1.4	164	176	187
ドイツ	0.7	0.6	1.5	2.0	1.6	1.8	241	231	224
フランス	0.0	▲0.1	0.7	2.0	1.1	1.3	▲58	▲54	▲46
イタリア	▲2.4	▲1.4	0.4	3.0	1.4	1.3	▲11	2	1
英国	0.2	0.9	1.3	2.8	2.8	2.4	▲939	▲720	▲651
アジア11カ国・地域	6.3	6.2	6.2	9.2	6.7	6.8	2,658	2,914	2,892
中国	7.8	7.4	7.2	2.6	2.5	3.3	1,931	2,034	1,843
NIEs	1.7	2.7	3.3	2.7	2.0	2.8	1,480	1,635	1,600
ASEAN4カ国	6.3	5.5	5.6	3.4	4.8	4.6	15	38	140
インド	5.0	5.4	6.1	10.4	6.5	6.6	▲789	▲786	▲686
オーストラリア	3.6	2.4	2.8	1.8	2.4	2.2	▲567	▲406	▲454
中南米	2.5	2.8	3.3	5.0	5.4	5.1	▲800	▲1,046	▲1,099
ブラジル	0.9	2.2	2.6	5.4	5.8	5.7	▲542	▲710	▲740

(注) 2012年は実績値、2013年と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。
- ・ユーロ圏およ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。

照会先：三菱東京UFJ銀行 経済調査室 (次長 伊達)

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

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。