

# 経済マンスリー

## 【経済概況】

### . 日 本

震災後の回復局面は、第 2 段階へ

### . 米 国

堅調な雇用増の持続性が焦点

### . 西欧

債務問題は小康状態も、成長率は当面底ばいが続く

### . ア ジ ア

景気減速とインフレ沈静化を受け金融緩和へシフト

### . 中 国

全人代における成長率目標の引き下げとその意味

### . オーストラリア

豪ドル高の弊害が顕在化し、昨年 10-12 月期の成長率は鈍化

### . 原 油

引き続きイラン情勢が最大の注目材料

# . 日本

## ～震災後の回復局面は、第2段階へ～

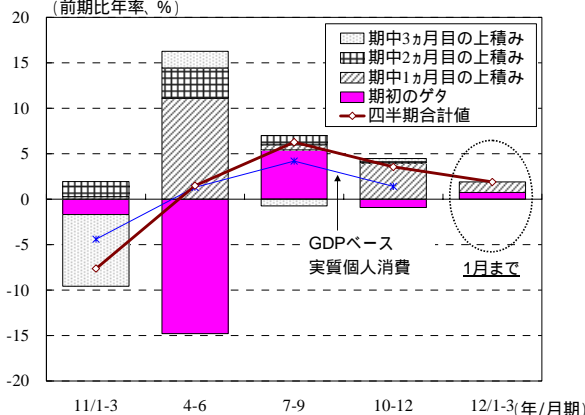
### 1. 実体経済の動向

日本の各所に多大な影響を及ぼした東日本大震災の発生から、この3月11日で丸一年が経過した。簡単に振り返ってみると、直後の昨年1-3月期、実質GDP成長率で前期比年率▲6.9%と大きく落ち込んだ日本経済であるが、4-6月期は同▲1.2%までマイナス幅を縮小。そして、7-9月期には同+7.1%もの高成長を達成した。ここまでが、震災で毀損した民間設備・住宅ストック、社会インフラの部分的な復旧や、サプライチェーン(素材・部品等の供給網)の修復などとともに進んだ回復局面の“第1段階”。その後、年末にかけて海外経済の減速や円高の影響が表面化し、10-12月期は再びマイナス成長に陥った。尤も、今月8日に発表された改定値によれば、同期のマイナス幅は同▲0.7%止まり。且つ、中身的にも、外需が不振の一方で、内需の底堅さを窺わせるものであった(個人消費は3四半期連続で増加、設備投資は同+20.7%と急伸)。

こうした海外景気の軟化およびこれまでの円高に因る「下押し圧力」と、復旧・復興需要の顕在化という「牽引力」の綱引きは、目下の1-3月期にも継続している模様だ。年明け後の1月、輸出数量は再度減少したが、個人消費の動向を示す消費総合指数は続伸し、4ヵ月連続の上昇を記録(第1図)。当指数は期中平均でも前期比プラスを維持する勢いで、1-3月期には実質GDP成長率全体のプラス転化も望めそうである。さらに、足元では先行指標の結果が一段と良好。各種の月次指標を合成した景気先行指数は1月まで3ヵ月続けて上昇し、震災前比99%の水準まで回帰している(第2図)。とりわけ、公共工事請負額や機械受注、住宅着工戸数などの復旧・復興需要に係わる先行指標の上向きが顕著となっている。

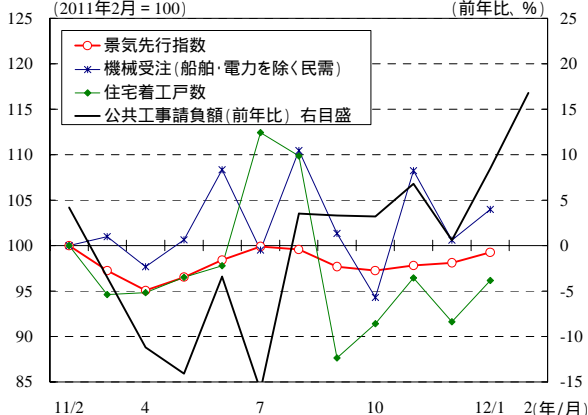
日本経済の震災後の回復局面は、復旧・復興活動が本格化し、その効果が被災地域に止まらず全国的にも広がっていく“第2段階”へ入りつつあるものと評価できる。そして、この間2012年一杯は、実質GDP成長率も高めの推移を見込み得る。

第1図:消費総合指数とGDPベース実質個人消費の推移  
(前期比年率、%)



(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:各種月次先行指標の推移(2011年2月以降)  
(2011年2月=100) (前年比、%)



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 金融政策・市場の動向

### (1) 金融政策・金利

日銀は、3月12-13日の金融政策決定会合で、成長基盤強化を支援するための資金供給の延長・拡充を決定した(第1表)。具体的には、既存の資金供給の延長と貸付枠の拡大に加え、従来は対象外であった小口の投融資や外貨建ての投融資を対象とする資金供給の新設が決定されている。また、東日本大震災への対応として導入された被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションも、貸付の受付期限が2013年4月末まで1年延長された。なお、今回の決定会合では、委員の1人から資産買入等基金を5兆円程度増額する提案があったが否決。ただし、日銀は消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、強力に金融緩和を推進していく姿勢を明確にしており、今後も、追加金融緩和を実施する可能性は小さくないとみられる。

長期金利については、2月後半以降、株高や米国の長期金利上昇を背景にやや上昇圧力が掛かっている。新発10年物国債利回りは今年初以降、概ね1%弱で推移してきたが、今月15日には一時1.06%と昨年11月以来の水準まで上昇した。もっとも、日銀の追加金融緩和の可能性を考えると、長期金利の上昇余地は限定的であろう。

### (2) 為替

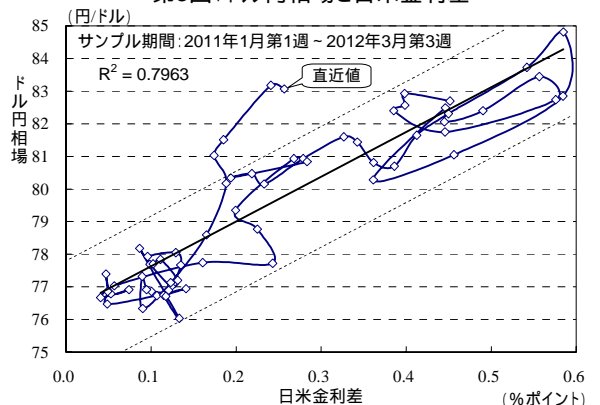
為替市場では2月初め以降、7円以上円安・ドル高が進行し、足元は1ドル=82~84円で推移している。米国の経済指標の改善やFRBの追加金融緩和観測の後退、ギリシャの債務再編交渉進捗を受けた欧州債務問題に対する警戒感の低下、日銀の2月の追加金融緩和等、複数の要因が重なり、円は大きく下落した。また、この間、円は対ユーロでも10円程度下落している。もっとも、足元の円安については、オーバーシュート気味のところも相応にあると考えられる。ドル円相場と相関性が高い2年物国債利回りでもみた日米金利差は確かに拡大しているが、金利差が示唆する水準以上に円は下落(第3図)。再びドル円相場が円高方向へ揺り戻す可能性も残している。

第1表: 成長支援資金供給の概要

	本則	ABL特別	小口特別	米ドル特別
導入時期	2010年6月	2011年6月	2012年3月	2012年3月 (骨子素案)
貸付枠	3兆円 3兆5,000億円	5,000億円	5,000億円	1兆円相当の 米ドル資金
対象投融資	1,000万円以上の 投融資	100万円以上の ABL、出資	100万円以上 1,000万円未満の 投融資	外貨建て 投融資
貸付期間	借り換えを含め 最長4年	借り換えを含め 最長4年	借り換えを含め 最長4年	借り換えを含め 最長4年
適用金利	年0.1%	年0.1%	年0.1%	市場金利
新規貸付 受付期限	2012年3月末 2014年3月末	2012年3月末 2014年3月末	2014年3月末	2014年3月末
2012年 3月13日 時点の 貸付総額	2兆9,998億円	891億円	-	-

(注) 3月の金融政策決定会合で決定されたのは、網掛け部分。  
(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3図: ドル円相場と日米金利差



(注) 日米金利差は、米国の2年物国債利回りから日本の2年物国債利回りを引いたもの。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、高山 真)

主要経済金融指標(日本)  
2012年3月29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)

	2009年度	2010年度	2011年			2011年			2012年	
			4-6	7-9	10-12	10月	11月	12月	1月	2月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 2.1	3.1	▲ 1.2 (▲ 1.7)	7.1 (▲ 0.4)	▲ 0.7 (▲ 0.6)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.2	2.0	▲ 0.4 (▲ 1.7)	2.0 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.4)	0.9 (0.2)	▲ 1.0 (▲ 1.1)	1.6 (▲ 0.2)	▲ 1.0 (▲ 0.1)	
鉱工業生産指数	▲ 8.8	8.9	▲ 4.0 (▲ 6.8)	4.3 (▲ 2.1)	▲ 0.4 (▲ 2.8)	2.2 (0.1)	▲ 2.7 (▲ 4.2)	3.8 (▲ 4.3)	1.9 (▲ 1.3)	
鉱工業出荷指数	▲ 8.3	9.3	▲ 5.9 (▲ 8.4)	6.6 (▲ 2.0)	▲ 0.6 (▲ 2.7)	0.2 (▲ 0.3)	▲ 1.6 (▲ 4.6)	4.6 (▲ 3.0)	▲ 0.9 (▲ 1.5)	
製品在庫指数	▲ 6.1	3.5	3.2 (4.0)	1.9 (5.5)	▲ 2.6 (3.4)	0.9 (7.0)	▲ 0.6 (8.2)	▲ 2.9 (3.4)	3.0 (2.5)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	120.4	108.2	119.1 [106.5]	116.8 [108.7]	115.4 [111.0]	118.1 [117.0]	116.2 [108.0]	111.9 [108.0]	113.5 [107.9]	[104.3]
国内企業物価指数	▲ 5.2	0.7	1.2 (2.5)	▲ 0.1 (2.6)	▲ 0.9 (1.5)	▲ 0.8 (1.6)	0.0 (1.6)	0.0 (1.2)	▲ 0.1 (0.5)	0.2 (0.6)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 1.6	▲ 0.8	0.5 (▲ 0.3)	▲ 0.1 (0.2)	▲ 0.2 (▲ 0.1)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	0.0 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.1)	0.1 (▲ 0.1)	
稼働率指数 (2005年=100)	80.0	88.0	80.4 [89.8]	87.2 [88.4]	88.5 [88.4]	89.3 [86.7]	86.7 [88.2]	89.4 [90.2]	92.4 [91.1]	[93.7]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 20.4	9.1	2.5 (9.8)	1.5 (5.8)	▲ 2.6 (6.7)	▲ 6.9 (1.5)	14.8 (12.5)	▲ 7.1 (6.3)	3.4 (5.7)	
製造業	▲ 27.9	18.3	▲ 0.2 (17.2)	2.5 (4.4)	▲ 2.8 (4.1)	5.5 (2.4)	4.7 (7.1)	▲ 7.1 (3.0)	▲ 1.8 (▲ 0.6)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 14.7	2.7	5.0 (4.2)	5.0 (7.2)	▲ 2.3 (8.6)	▲ 7.3 (1.0)	6.2 (16.0)	▲ 6.0 (9.0)	2.3 (11.7)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 24.2	21.3	6.1 (9.0)	▲ 0.1 (4.1)	▲ 0.7 (2.3)	3.5 (1.0)	0.7 (3.1)	1.7 (2.7)	▲ 3.7 (2.3)	
建設受注	▲ 14.2	▲ 5.2	(18.0)	(▲ 0.6)	(13.1)	(24.3)	(21.0)	(1.5)	(24.6)	
民需	▲ 15.3	▲ 2.6	(20.1)	(▲ 2.1)	(9.7)	(7.1)	(18.0)	(5.8)	(22.6)	
官公庁	▲ 11.1	▲ 12.1	(15.1)	(21.7)	(19.6)	(115.8)	(▲ 10.7)	(▲ 0.6)	(39.0)	
公共工事請負金額	4.9	▲ 8.8	(▲ 9.3)	(▲ 3.4)	(3.6)	(3.2)	(6.8)	(0.6)	(8.5)	(16.8)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	77.5 (▲ 25.4)	81.8 (5.6)	82.4 (4.1)	88.3 (7.9)	79.6 (▲ 4.5)	78.1 (▲ 5.8)	82.4 (▲ 0.3)	78.3 (▲ 7.3)	82.2 (▲ 1.1)	
新設住宅床面積	(▲ 21.5)	(9.0)	(3.8)	(8.6)	(▲ 4.4)	(▲ 5.8)	(▲ 0.1)	(▲ 7.3)	(▲ 2.7)	
小売業販売額	▲ 0.4	0.8	(▲ 1.7)	(▲ 1.0)	(0.8)	(1.9)	(▲ 2.2)	(2.5)	(1.8)	(3.5)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.0	▲ 0.9	0.1 (▲ 2.1)	0.4 (▲ 2.8)	0.4 (▲ 1.0)	0.3 (▲ 0.4)	▲ 0.4 (▲ 3.2)	▲ 0.1 (0.5)	▲ 0.1 (▲ 2.3)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.7	73.4	74.0 [72.3]	73.1 [75.2]	74.2 [74.0]	72.7 [71.7]	74.1 [75.7]	74.5 [74.3]	73.7 [75.9]	[72.3]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 8.5	6.8	▲ 2.6 (▲ 2.0)	1.3 (▲ 0.6)	1.1 (0.9)	▲ 0.1 (1.0)	0.0 (0.0)	2.3 (1.8)	0.5 (1.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 3.3	0.6	(▲ 0.4)	(▲ 0.3)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.2)	(0.1)	(0.0)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	▲ 77,894	23,384	28,033 10,188	27,711 21,464	25,350 28,038	21,493 28,054	28,986 28,971	25,572 27,087	21,322 32,797	32,772
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.45	0.56	0.62 [0.50]	0.66 [0.54]	0.69 [0.57]	0.68 [0.56]	0.69 [0.57]	0.71 [0.58]	0.73 [0.60]	[0.61]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.2	5.0	4.7 [5.1]	4.4 [5.0]	4.5 [5.0]	4.4 [5.0]	4.5 [5.0]	4.5 [4.8]	4.6 [4.9]	[4.7]
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	39.9	44.2	38.0 [48.33]	48.4 [45.37]	46.0 [42.97]	45.9 [40.20]	45.0 [43.60]	47.0 [45.10]	44.1 [44.30]	45.9 [48.40]
企業倒産件数 (実数、件数)	14,732 (▲ 8.7)	13,065 (▲ 11.3)	3,312 (▲ 0.3)	3,108 (▲ 3.8)	3,103 (▲ 5.9)	976 (▲ 14.0)	1,095 (3.2)	1,032 (▲ 6.3)	985 (▲ 5.3)	1,038 (5.1)

(注) 1完全失業率は、2011年4-6月期と7-9月期は岩手、宮城、福島の3県を除いたベース。

## 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)

	2009年度	2010年度	2011年			2011年			2012年	
			4-6	7-9	10-12	10月	11月	12月	1月	2月
通関輸出	▲17.1	14.9	(▲8.1)	(0.5)	▲5.5	(▲3.8)	(▲4.5)	(▲8.0)	(▲9.2)	(▲2.7)
価格	▲7.0	0.1	(0.0)	(1.6)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.1)	(▲1.5)	(1.0)	(1.2)
数量	▲9.9	14.7	(▲8.1)	(▲1.1)	(▲5.0)	(▲4.0)	(▲4.4)	(▲6.6)	(▲10.1)	(▲3.7)
通関輸入(円建)	▲25.2	16.0	(10.5)	(13.8)	(12.4)	(17.9)	(11.5)	(8.2)	(9.5)	(9.3)
価格	▲18.4	3.4	(7.4)	(12.1)	(10.9)	(11.3)	(12.5)	(8.9)	(6.2)	(5.8)
数量	▲7.3	12.4	(2.8)	(1.5)	(1.3)	(6.0)	(▲1.0)	(▲0.7)	(3.1)	(3.2)
経常収支(億円)	157,817	161,255	15,372	31,007	10,044	5,624	1,385	3,035	▲4,373	
貿易収支(億円)	65,996	64,955	▲10,534	▲1,762	▲9,370	▲2,061	▲5,851	▲1,458	▲13,816	
サービス収支(億円)	▲18,185	▲12,730	▲5,040	▲5,146	▲5,449	▲2,754	▲1,151	▲1,544	▲930	
資本収支	▲123,113	▲97,221	8,947	4,590	80,739	▲5,277	77,048	8,968	901	
外貨準備高(百万ドル)	1,042,715	1,116,025	1,137,809	1,200,593	1,295,841	1,209,882	1,304,763	1,295,841	1,306,668	1,302,877
対ドルレート(期中平均)	92.80	85.69	81.70	77.84	77.39	76.77	77.54	77.85	76.97	78.45

## 3. 金融

	2009年度	2010年度	2011年			2011年			2012年	
			4-6	7-9	10-12	10月	11月	12月	1月	2月
コールレート	0.102	0.091	0.067	0.078	0.079	0.081	0.077	0.078	0.080	0.085
(無担保翌日物)			[0.093]	[0.093]	[0.090]	[0.091]	[0.091]	[0.087]	[0.085]	[0.093]
ユーロ円TIBOR	0.516	0.356	0.332	0.330	0.329	0.329	0.329	0.329	0.331	0.332
(3ヵ月物)			[0.388]	[0.364]	[0.336]	[0.336]	[0.335]	[0.335]	[0.335]	[0.335]
新発10年国債利回り	1.353	1.127	1.160	1.043	1.030	1.045	1.065	0.980	0.965	0.955
(未値)			[1.208]	[0.987]	[1.072]	[0.920]	[1.185]	[1.110]	[1.215]	[1.255]
都銀貸出約定平均金利	1.449	1.357	1.349	1.315	1.292	1.317	1.313	1.292	1.294	1.280
(前期、月比増減)			(▲0.008)	(▲0.034)	(▲0.023)	(0.002)	(▲0.004)	(▲0.021)	(0.002)	(▲0.014)
日経平均株価	11,090	9,755	9,816	8,700	8,455	8,988	8,435	8,455	8,803	9,723
(25種、未値)			[9,383]	[9,369]	[10,229]	[9,202]	[9,937]	[10,229]	[10,238]	[10,624]
M2平残	(2.9)	(2.7)	(2.8)	(2.8)	(3.0)	(2.8)	(3.0)	(3.2)	(3.1)	(2.9)
広義流動性平残	(0.5)	(0.6)	(▲0.0)	(0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.3)
貸出資金吸収動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.8)	(▲1.9)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.6)
	銀行計	(0.8)	(▲2.0)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.8)
	都銀等	(▲0.4)	(▲4.2)	(▲2.8)	(▲2.6)	(▲1.3)	(▲1.6)	(▲1.4)	(▲1.0)	(▲0.6)
	地銀	(2.4)	(0.6)	(1.5)	(1.9)	(2.1)	(2.0)	(2.1)	(2.2)	(2.3)
	地銀	(1.3)	(▲0.4)	(0.9)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)
信金	(0.8)	(▲1.3)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.5)	
実質預金 + CD (平残)	業態計	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.3)	(3.0)	(2.5)	(3.0)	(3.3)	(2.9)
	都銀	(3.0)	(2.6)	(2.3)	(1.0)	(2.1)	(1.2)	(2.2)	(3.0)	(2.9)
	地銀	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.9)	(4.0)	(4.1)	(4.0)	(3.8)	(3.6)
地銀	(1.8)	(0.6)	(2.0)	(2.8)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.3)	(3.1)

(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

## ．米国

### ～ 堅調な雇用増の持続性が焦点 ～

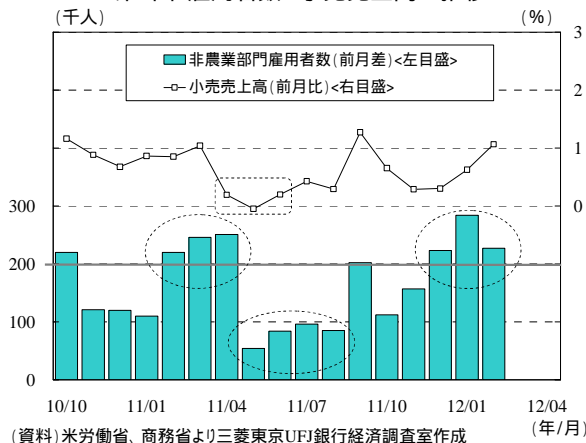
米国経済は持ち直しの動きが継続している。雇用者（非農業部門）は昨年12月から3カ月続けて前月差20万人超の堅調な増加を記録しており、モメンタムが鈍化していた消費も足元では伸び率が再度高まっている（第1図）。

“3カ月連続で20万人超の雇用者数増加”は昨年2～4月にも経験しており、焦点は持続性である。昨年は、原油高やサプライチェーン障害を受け小売売上高が4～6月に低迷を余儀なくされ、雇用者も5～8月の4カ月間は10万人未満の増加にとどまった。外部環境の悪化に対し米国経済が依然として脆弱であることが示された格好だ。今回も、足元は原油高の影響が顕在化する途上だが、自律的回復の力は、昨年に比べれば強まっている。労働市場では、労働時間が金融危機前の水準へ回復しており雇用者数が増加しやすい環境が整ったこと、自発的失業率（失業者に対する自発的離職者の割合）が上昇傾向にあり先行きの賃金伸び率の持ち直しが示唆されていること、などが指摘できる（第2図）。また、家計でも、昨年10-12月期の債務残高が14四半期ぶりにプラス（前期比+0.3%）に転じるなど、債務の削減がある程度進んだ結果、バランスシート調整圧力の緩和が窺われる状況となっている。

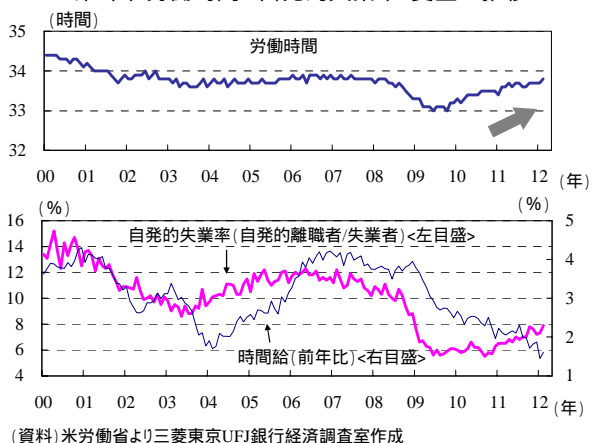
懸念の原油価格は昨年10月以来上昇基調にあり、ガソリン価格も節目の4ドル/ガロンに近付いている。ただし、前年比でみた価格上昇幅は昨年ほどでないことに加え、暖冬によるエネルギー消費抑制や天然ガス価格下落で原油高の影響が緩和されている面もある（注）。原油価格上昇が現状程度までであれば、景気は減速するものの（非農業部門の雇用者数増加は前月差10～20万人程度）、昨年同様の景気再失速（同10万人未満）は回避されそうだ。

（注）米国のエネルギー消費シェアは、原油37%、天然ガス25%、石炭21%、原子力9%、再生7%（2010年時点）であり、天然ガスのシェアは軽視できない。

第1図：雇用者数と小売売上高の推移



第2図：労働時間と自発的失業率・賃金の推移



(矢口 満、栗原 浩史)

## ・ 西欧

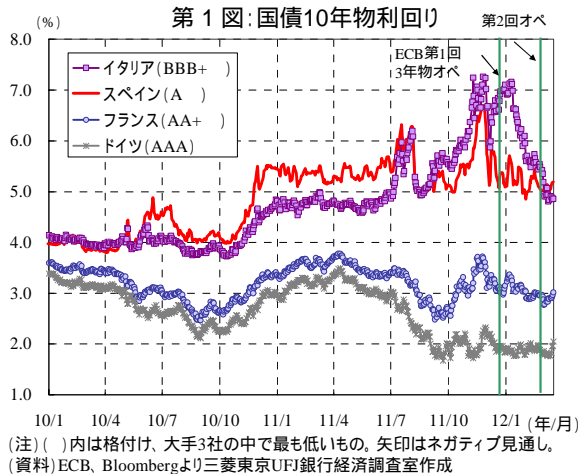
### ～ 債務問題は小康状態も、成長率は当面底ばいが続く ～

昨年から西欧経済の最大の懸念材料であった債務問題は、足元一旦、小康状態にある。まず、欧州中央銀行（ECB）が昨年12月と今年2月に3年物資金供給オペを実施し、総額約1兆ユーロの流動性を民間銀行に供給したことに伴い、欧州銀行の資金繰りに対する不安が一旦沈静化した。また、債務危機に瀕していたギリシャも、2月21日にユーロ圏各国が第2次支援に合意し、さらに民間部門による国債減免も実施されたことで、無秩序なデフォルトに陥るリスクは後退した。

こうした中で注目されるのが、「危険水準」といわれる7%を一時超えていたイタリアの10年債利回りが、足元5%程度まで低下したことだ（第1図）。これは、ECBの3年物オペに伴い、市場のリスク回避傾向が弱まったためである。実際、イタリアの民間銀行は2度のオペで約2,500億ユーロを調達し、その一部を国債購入に充てている。また、昨年11月に就任したモンティ首相は12月以降、追加的な財政緊縮を皮切りに、国民に痛みを伴う構造改革を次々と打ち出した。それでも世論調査で60%近い支持率を維持しており、その安定感も利回り低下の一助になったとみられる。

ただし、イタリアの今年の財政緊縮はGDP比3%もの規模に上り、その景気下押し圧力はこれから顕在化する。イタリア経済は昨年後半に2四半期連続でマイナス成長に陥ったが（第1表）、今後も財政緊縮により個人消費や設備投資などの内需が圧迫されよう。なお、モンティ首相は今年1月に大幅な規制緩和策を、3月23日には解雇規制緩和を含む労働市場改革案を発表したが、これらは中長期的に成長促進につながる政策であるものの、景気押し上げの即効性は期待できない。

スペイン、ポルトガル、ギリシャといった南の国々は、イタリア以上に経済状況が悪化している。西欧の成長率は当面底ばいを続ける見込みである。



第1表: ユーロ圏とイタリアの主要経済指標

	ユーロ圏				イタリア			
	11/3Q	4Q	12/1月	2月	11/3Q	4Q	12/1月	2月
実質GDP成長率	0.1	▲0.3	-	-	▲0.2	▲0.7	-	-
内需	▲0.2	▲0.6	-	-	▲1.1	▲1.4	-	-
外需	0.3	0.3	-	-	0.9	0.7	-	-
鉱工業生産	3.9	0.0	▲1.1	-	▲0.3	▲3.0	▲4.1	-
生産期待DI	5.2	0.6	1.9	2.9	4.9	0.2	▲2.4	0.5
小売売上	▲0.5	▲1.1	0.0	-	▲1.5	▲1.8	-	-
失業率	10.2	10.5	10.7	-	8.4	8.7	9.2	-
景況感	98.4	93.6	93.4	94.4	92.9	88.6	84.3	85.3

注) 実質GDP成長率は前期比、鉱工業生産、小売売上は前年比。  
 (資料) Eurostat、Istat、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(矢口 満、大幸 雅代)

## ．アジア

### ～景気減速とインフレ沈静化を受け金融緩和へシフト～

アジア経済の成長ペースは鈍化している。米国経済は持ち直しの動きが継続しているものの、欧州経済の失速が鮮明になるなか、輸出の減速が景気の下押し圧力となっている。リーマンショック後のような景気の底割れには至っていないが、足元で欧州債務問題に対する不安が燦るなか、各国ともに景気の先行きに対する警戒感を崩していない。

こうした環境下、2010年終盤から懸案であったインフレが沈静化していることを受け、各国中銀は金融政策の軸足を金融緩和へシフトしている（第1表）。昨年10月にインドネシアが利下げに踏み切ったことを皮切りに、今年1月にかけてタイ、フィリピンが続き、中国とインドは政策金利は据え置いたものの預金準備率を引き下げた。3月には、ベトナムが約3年ぶりの利下げに踏み切ったほか、インドは金融政策会合直前という予想外のタイミングで2度目の預金準備率引き下げを決定した。

これらの国が金融緩和に転じた背景には、欧州債務問題に伴う景気減速への対応という共通要因のほかに、各国が抱える固有の事情もある。6%台半ばの安定成長が続いているインドネシアでは、物価が3%台で落ち着いている環境を捉え、これまで10%前後で高止まっていた金利水準を構造的に引き下げる狙いがある。タイの利下げは大規模洪水による景気失速への緊急対応という意味合いが強い。

今後を展望すると、今次局面での金融緩和は小幅なものにとどまりそうである。その理由は、アジア経済の底割れ懸念が必ずしも大きくないこと、インドやベトナムを除き、総じて利下げ余地が大きいことに加え、足元で原油や食料品価格が上昇に転じていることから、インフレ圧力が再び高まる懸念が拭えないためである。各国中銀はインフレの再台頭を警戒しつつ、金融緩和のタイミングを模索する難しい舵取りが続くであろう。

第1表: アジア主要国・地域の金融緩和の状況

	実質GDP成長率 (前年比、%)		消費者物価上昇率 (前年比、%)		政策金利・預金準備率の変化幅 (ベースポイント)						政策金利・ 預金準備率 直近値 (%)	
	2011年		直近ピーク	直近値	対象金利	2011年			2012年			
	1-3月	10-12月				10月	11月	12月	1月	2月		3月
インドネシア	6.4	6.5	7.0	3.6	政策金利	25	50			25		5.75
タイ	3.2	▲9.0	4.3	3.4	政策金利		25		25			3.0
中国	9.7	8.9	6.5	3.2	預金準備率			25		25		20.5
フィリピン	4.6	3.7	5.3	2.7	政策金利				25		▲25	4.0
インド	7.8	6.1	10.0	7.0	預金準備率				50		75	4.75
ベトナム	5.4	6.1	23.0	14.2	政策金利						100	14.0
韓国	4.2	3.4	4.7	3.1	政策金利	据え置き						3.25
台湾	6.6	1.9	2.0	0.3	政策金利	据え置き						1.88
マレーシア	5.2	5.2	3.5	2.2	政策金利	据え置き						3.0

(注)1.米ドルベッグ制を採用しているため米国の金融政策に追随する香港、金融政策の対象が金利ではなく為替としているシンガポールは除外。

2.インドの物価は卸売物価。

3.中国の預金準備率は大手銀行のもの、ベトナムの政策金利はリファイナンスレート。

(資料)各国中銀、各種報道を基に三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(矢口 満、竹島 慎吾)



## ・中国

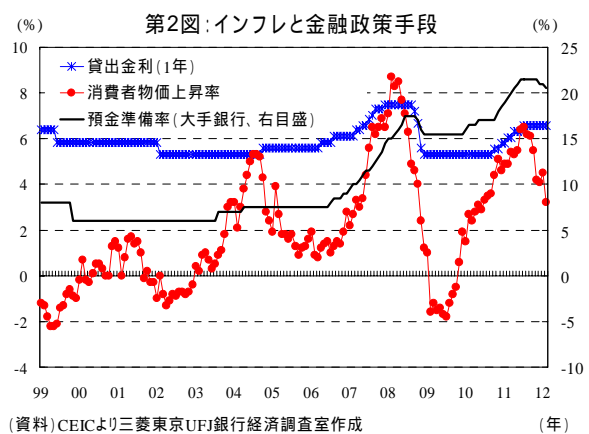
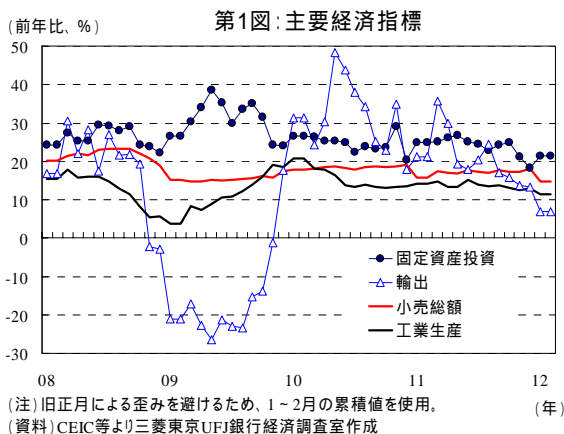
### ～ 全人代における成長率目標の引き下げとその意味 ～

2012年3月5～14日、全国人民代表大会（全人代）が開催された。政府は積極財政政策と中立的金融政策の継続を掲げ、高めの成長と物価安定の両立を追求する方針を示した。これに伴い、実質 GDP 成長率の目標を 7.5% と、過去 7 年間の 8% から引き下げる一方、消費者物価上昇率を前年同様 4% に設定した。

成長率目標を引き下げた背景には、第 1 に、高成長から安定成長へのスムーズなステージ移行に向け、成長パターンの転換を重視する動きがある。第 2 に、2012 年は政権交代の年に当たることから、大規模な党・政府人事異動に絡み、実績作りのための投資拡大が見込まれるが、こうした動きを牽制し、投資過熱を回避する意図もあろう。

成長率の目標値は最低ラインという位置付けであり、8% に設定されていた過去 7 年間の実績は最低で 9.2%、最高で 14.2% と、相当な上ブレが常態化していた。当然ながら、2011 年の 9.2% 成長からの大幅な景気減速を示唆するものではない。にもかかわらず、内外の懸念を誘発し、一時的に世界的に株価を押し下げるほどの過剰反応を引き起こした。

折しも、全人代の会期中に、1～2月の経済指標が発表され、工業生産、輸出、小売と総じて減速トレンドが確認された（第 1 図）。とくに輸出の伸びは欧州向けの不振を反映して前年比+6.9%と 12 月の水準からほぼ半減した。これに対し、当局はすでに昨秋から人民元高をペースダウンさせ、2012 年に入ると若干の元安に誘導するなど、輸出のテコ入れを進めてきた。また、預金準備率も昨年 12 月から 2 回、市場予想より早いタイミングで引き下げられた（第 2 図）。消費者物価は 1～2 月平均で同+3.9% と目標を下回る水準に落ち着きつつあるなか、未だ 20% 台と高水準にある預金準備率の引き下げ余地が大きいことは会期中の記者会見において中央銀行総裁も認めている。さらに、商務部では、輸出や消費の新たな振興策策定を検討するなど、当面の景気底支えのために政府が切れるカードは多く、当方は過度の悲観論には与し難い。



(矢口 満、萩原 陽子)

## ．オーストラリア

### ～豪ドル高の弊害が顕在化し、昨年 10-12 月期の成長率は鈍化～

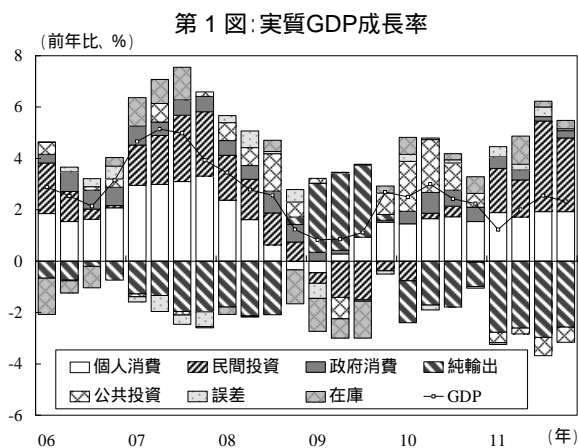
豪州経済は、昨年の洪水被害による低迷からの回復局面にあるが、足元の回復ペースはやや鈍化している。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 2.3%と、前期(同 2.6%)の伸びを下回るペースとなった(第 1 図)。需要項目別にみると、個人消費(同+3.5%)など底堅さを維持した指標もあったが、民間投資(同+13.4%)の鈍化が GDP 全体の伸びを抑制した形となった。

民間投資の鈍化は、企業の設備投資の伸び悩みが主因である。その背景を同期間の法人企業統計から探ると、鉱業部門の設備投資は世界的な資源需要を追い風に前年比+78.1%(前期:同+66.1%)と増勢を強めた一方、製造業(同+7.0%)や小売業などのその他業種(同+1.8%)はいずれも鈍化した(第 2 図)。製造業等は、定着しつつある豪ドル高に苦しんでおり、設備投資を手控えたと考えられる。豪州経済は資源部門とそれ以外の部門の成長格差を抱え、二速経済(two-speed economy)と称されているが、足元の景気展開は、その課題を浮き彫りにしたといえる。

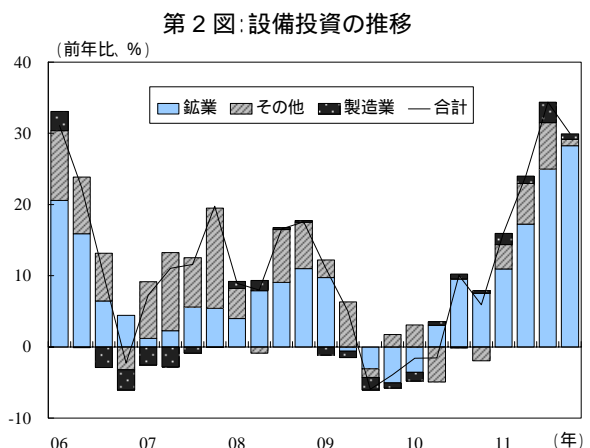
この結果、昨年通年の実質 GDP 成長率は 2.0%と、前年(2.5%)から鈍化した。豪州経済の成長率はこのところ、3%程度とみられる潜在成長率を下回るペースが続いている。もっとも今年については、昨年の洪水被害の反動や復興需要などを支えに、3%台へ加速する展開を予想する。

中銀(RBA)は昨年 11 月、12 月に 2 カ月連続で利下げを行った以降は、政策金利を 4.25%に据え置いている。ただし、3 月 6 日の決定会合の声明文でも「景気が悪化すれば緩和の余地がある」として、追加利下げに含みを残した。

豪ドルはパリティ近傍(ドルと等価)の高値圏で推移している。軟調な GDP 統計を受け小幅下落したが下値は堅く、足元は 1 豪ドル=1.04 ドル(3/28)近辺で推移している。当面、米国で低金利が続くとみられることもあり、高値圏の推移が続こう。



(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) 豪州統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(矢口 満、福永 雪子)

## ．原油

### ～引き続きイラン情勢が最大の注目材料～

原油価格（WTI 期近物）は、2月中旬以降、イラン情勢緊迫化や米原油在庫減少、米雇用および住宅関連指標の改善を受けて上昇ペースが加速し、2月24日には109ドル台と昨年5月以来の高値に上昇した。3月に入り、イラン情勢やギリシャ債務交換、米国や中国の経済指標が強弱それぞれの材料となり、106ドルを挟んでもみ合う展開が続いている。

足元の原油価格を見る上で最大の注目材料は、イラン情勢の緊迫化や同国向け制裁強化に伴う供給減少である。核開発疑惑を巡り、イランと欧米諸国との間で緊張が高まっており、米国が昨年12月末に対イラン経済制裁を強化したのに続き、1月には欧州連合（EU）がイラン産原油の輸入禁止について正式決定し、7月から全面禁輸に踏み切ることとなった。

イランの産油量は昨年12月以降、減少が続いており、2月には日量338万バレルと10年振りの低水準となった（第2図）。この背景には、禁輸を控え、既に欧州諸国が輸入を削減していることがあるとみられる。

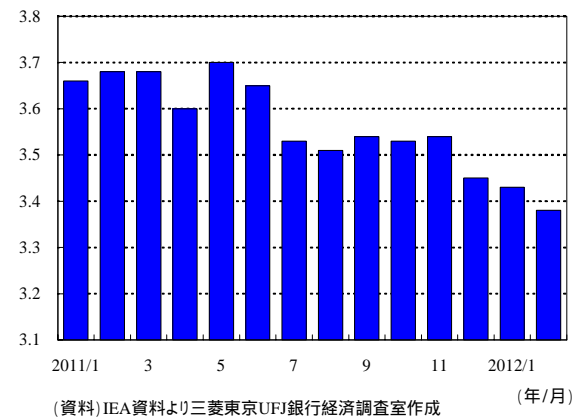
一方、サウジアラビアの産油量は1,000万バレルと、30年振りの高水準に達している。昨年リビアが内戦状態に陥り、大幅減産を余儀なくされた際には、サウジアラビアはUAEとクウェートとともに増産してリビア減産分を補ってきた。内戦終結を受けてリビアの生産は回復しているが、対イラン制裁に伴う供給懸念が高まっていることから、サウジアラビアは増産基調を維持している模様だ。

この結果、石油輸出国機構（OPEC）の生産量は増加しており、供給不足は生じていないとみられる。ただし、増産に伴う生産余力低下が供給懸念の高まりにつながり、原油価格を押し上げる可能性には留意する必要があるだろう。

（ドル/バレル） 第1図：原油価格（WTI期近物）の推移



（百万バレル/日） 第2図：イランの産油量の推移



（矢口 満、篠原 令子）

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、弊社ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/>でもご覧いただけます。