

# 経済マンスリー

## 【経済概況】

### I. 日 本

「牽引力」と「下押し圧力」の力競べが続く

### II. 米 国

注視が必要な労働参加率の低下傾向

### III. 西 欧

金融市場は再び緊張、スペインの財政不安が根強い

### IV. ア ジ ア

金融緩和に軸足を置きつつも、徐々に高まるインフレへの警戒感

### V. 中 国

輸出減速の下での人民元変動幅拡大

### VI. オーストラリア

中銀は景気認識を下方修正、追加利下げへ地均し

### VII. 原 油

石油備蓄放出を巡る動きが明らかに

# I. 日本

## ～「牽引力」と「下押し圧力」の力競べが続く～

### 1. 実体経済の動向

国内経済では依然、「牽引力」と様々な「下押し圧力」のせめぎ合いが続いている模様ながら、足元にかけてはやや前者の「牽引力」が優勢になってきたものとみえる。日銀短観の最新3月分の調査結果（回答期間は、2月23日～3月30日）によれば、全規模・全産業の業況判断DIは昨年12月調査比+1%ポイント（第1表）。うち、非製造業のそれは同+2%ポイントの▲5%ポイントと、3四半期続けての上昇、リーマン・ショック以降での最高水準を記録している。特に震災復旧・復興需要を受ける建設業の景況感が、企業規模を問わず広く改善。大企業が同+1%ポイント、中堅企業が同+3%ポイント、中小企業が同+4%ポイントと、着実な上昇を示した。

一方、製造業においては景況感の悪化が継続しているものの、電気機械や自動車（各大企業の業況判断DIは同+4%ポイント、同+8%ポイント）などの加工業種（同+2%ポイント、全規模計で同不変）は回復方向。世界的な景気の軟化や円高といった「下押し圧力」が一旦緩和してきたことを窺わせる。と同時に、新たな懸念材料も浮上。一つには原油高で、3月の日銀短観中、大企業の化学（同▲8%ポイント）、鉄鋼（同▲7%ポイント）辺りの素材業種（同▲5%ポイント、全規模計でも▲5%ポイント）の業況判断DIは目立って切り下がった。内閣府の試算を基に改めて原油高のインパクトを確認しておくなら、その過去半年間にみられた約20%の上昇は、世界需要の3%減少ないし円の対ドル10%増価に匹敵する「下押し圧力」となり得るようだ（第1図）。

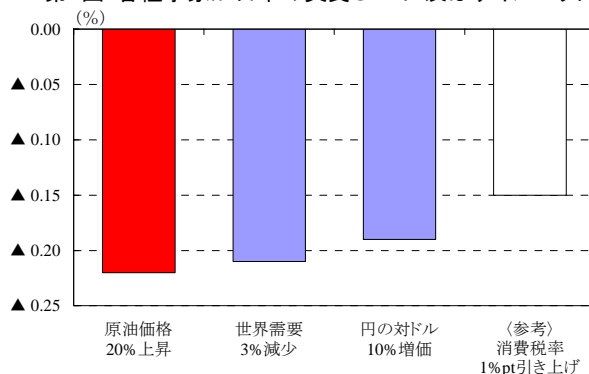
世界経済や円相場のさらなる変調は勿論、夏場の電力不足などを含め、「牽引力」＝復旧・復興活動の本格化につれて景気加速というメインシナリオを崩しかねない「下押し圧力」、これらリスク要因には引き続き十分な警戒が必要であろう。

第1表：日銀短観－業況判断DIの推移

	〔「良い」－「悪い」、%ポイント〕				
	2011年 3月調査	6月調査	9月調査	12月調査	2012年 3月調査
全産業	▲9	▲18	▲9	▲7	▲6 ○
製造業	▲4	▲15	▲5	▲5	▲7 ×
加工業種	▲3	▲16	▲3	▲5	▲5 →
電気機械(大企業)	1	▲16	▲5	▲21	▲17 ○
自動車(大企業)	23	▲52	13	20	28 ○
素材業種	▲5	▲15	▲9	▲7	▲12 ×
化学(大企業)	14	2	1	▲6	▲14 ×
鉄鋼(大企業)	▲22	▲21	▲16	▲10	▲17 ×
非製造業	▲11	▲20	▲12	▲7	▲5 ○
建設	▲23	▲26	▲21	▲17	▲14 ○
大企業	▲16	▲15	▲11	▲8	▲7 ○
中堅企業	▲24	▲20	▲16	▲16	▲13 ○
中小企業	▲25	▲29	▲24	▲19	▲15 ○

(注)『2012年3月調査』中の「○」印は『12月調査』比改善、「×」は同悪化、「→」は同不変を示す。  
(資料)日本銀行統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1図：各種事象が日本の実質GDPに及ぼすインパクト



(注)内閣府の『短期日本経済マクロ計量モデル(2011年版)』に基づく試算値、1年目の標準ケースからの乖離率。

(資料)内閣府資料より三菱東京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・株価

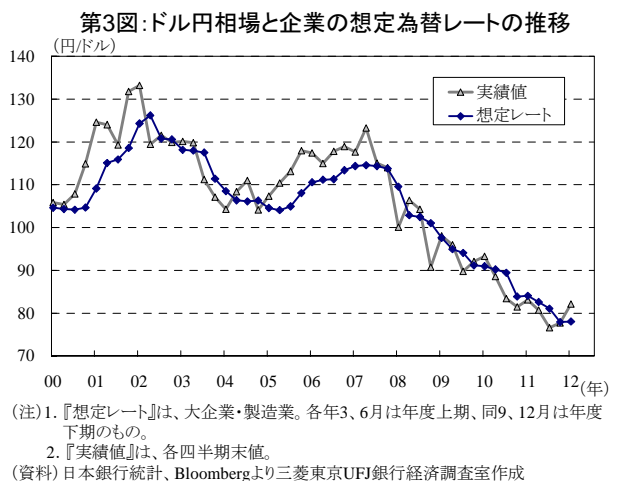
金融市場では3月後半以降、リスク回避の動きが再び強まっている。新発10年物国債利回りは、3月15日の1.06%をピークに低下に転じ、足元では1%を割り込んでいる（第2図）。日経平均株価も、足元は9,500円前後と、3月のピークから700円程度下落した水準にある。こうした金融市場の楽観ムード転換の背景には、スペインの財政赤字削減難航をきっかけとして欧州債務問題に対する警戒感が再度強まったことのほか、米国の雇用増加ペースの減速や中国の成長率鈍化などがある。

日銀は、4月9-10日の金融政策決定会合で金融政策の現状維持を決定した。市場の一部には追加緩和観測があったため、現状維持の決定は株安などの一因ともなった。ただし、今月は27日にも金融政策決定会合が予定されており、2013年度までの経済・物価の見通しを示す「展望レポート」が発表される。日銀は、見通しを再点検した結果、「中長期的な物価安定の目途」（消費者物価の前年比上昇率で1%）の達成に向けて金融政策面からのさらなる後押しが必要と判断する可能性があり、その場合には追加緩和が実施されよう。

### (2) 為替

為替市場でも、楽観ムードの後退を反映して円高方向への揺り戻しが起きている。3月下旬から足元までの円相場の動きをみると、対ドルで1ドル=84円台から1ドル=81円前後まで上昇し、対ユーロでは1ユーロ=111円台から1ユーロ=106~107円まで切り上がった。

4月2日に公表された日銀短観の3月調査によると、大企業・製造業の2012年度の想定為替レートは1ドル=78.14円（上半期：78.04円、下半期：78.24円）である（第3図）。今のところは、足元の相場水準よりも円高に位置しており、今後一段の円の上昇が回避されれば、収益上振れ要因となろう。ただし、欧州債務問題や米国の追加金融緩和観測など潜在的な円高要因は燻り続けているため、過度な期待は抱きにくい。



(石丸 康宏、高山 真)

主要経済金融指標(日本)  
2012年4月20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	11月	12月	1月	2月	3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)	▲ 1.0 (▲ 1.1)	1.6 (▲ 0.2)	▲ 1.0 (▲ 0.1)		
鉱工業生産指数	▲ 8.8	9.3	▲ 4.2 (▲ 5.8)	5.4 (▲ 0.9)	0.4 (▲ 1.6)	▲ 1.7 (▲ 2.9)	2.3 (▲ 3.0)	0.9 (▲ 1.6)	▲ 1.6 (1.5)	
鉱工業出荷指数	▲ 8.3	9.4	▲ 5.5 (▲ 8.3)	7.0 (▲ 1.6)	0.3 (▲ 2.2)	▲ 1.9 (▲ 4.1)	3.3 (▲ 2.4)	▲ 1.1 (▲ 1.5)	0.3 (1.5)	
製品在庫指数	▲ 6.1	3.9	3.1 (4.6)	1.8 (6.0)	▲ 1.4 (3.8)	▲ 0.5 (8.6)	▲ 1.7 (3.8)	2.1 (2.5)	▲ 0.5 (1.0)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	120.4	108.2	121.1 [106.5]	116.5 [108.7]	115.0 [111.0]	115.6 [108.0]	112.7 [108.0]	113.5 [108.4]	110.4 [105.9]	[108.8]
国内企業物価指数	▲ 5.2	0.7	1.2 (2.5)	▲ 0.1 (2.6)	▲ 0.9 (1.5)	0.0 (1.6)	▲ 0.1 (1.1)	0.0 (0.5)	0.2 (0.6)	0.6 (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)	0.0 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.1)	0.1 (▲ 0.1)	0.2 (0.1)	
稼働率指数 (2005年=100)	80.0	88.0	79.8 [89.8]	87.5 [88.4]	89.3 [88.4]	88.1 [88.2]	89.9 [90.2]	92.8 [91.4]	91.2 [93.3]	[73.1]
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)	14.8 (12.5)	▲ 7.1 (6.3)	3.4 (5.7)	4.8 (8.9)	
製造業	▲ 27.9	18.3	▲ 0.2 (17.2)	2.5 (4.4)	▲ 2.8 (4.1)	4.7 (7.1)	▲ 7.1 (3.0)	▲ 1.8 (▲ 0.6)	16.0 (6.7)	
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)	6.2 (16.0)	▲ 6.0 (9.0)	2.3 (11.7)	2.3 (10.8)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 24.2	21.4	3.4 (9.0)	1.4 (4.0)	1.2 (2.1)	0.6 (2.6)	1.9 (2.4)	▲ 3.5 (2.2)	▲ 0.8 (6.4)	
建設受注	▲ 14.2	▲ 5.2	(18.0)	(▲ 0.6)	(13.1)	(21.0)	(1.5)	(24.6)	(▲ 1.8)	
民需	▲ 15.3	▲ 2.6	(20.1)	(▲ 2.1)	(9.7)	(18.0)	(5.8)	(22.6)	(▲ 7.1)	
官公庁	▲ 11.1	▲ 12.1	(15.1)	(21.7)	(19.6)	(▲ 10.7)	(▲ 0.6)	(39.0)	(18.6)	
公共工事請負金額	4.9	▲ 8.8	(▲ 9.3)	(▲ 3.4)	(3.6)	(6.8)	(0.6)	(8.5)	(16.8)	(8.0)
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)	82.4 (▲ 0.3)	78.3 (▲ 7.3)	82.2 (▲ 1.1)	91.7 (7.5)	
新設住宅床面積	(▲ 21.5)	(9.0)	(3.8)	(8.6)	(▲ 4.4)	(▲ 0.1)	(▲ 7.3)	(▲ 2.7)	(6.8)	
小売業販売額	▲ 0.4	0.8	(▲ 1.7)	(▲ 1.0)	(0.8)	(▲ 2.2)	(2.5)	(1.8)	(3.4)	
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)	▲ 0.4 (▲ 3.2)	▲ 0.1 (0.5)	▲ 0.1 (▲ 2.3)	1.8 (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]	74.1 [75.7]	74.5 [74.3]	73.7 [75.9]	72.3 [72.3]	[72.4]
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)	0.0 (0.0)	2.3 (1.8)	0.5 (1.0)		
現金給与総額 (全産業・5人以上)	3.4	0.5	(▲ 0.6)	(▲ 0.4)	(▲ 0.1)	(▲ 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	28,986 28,971	25,572 27,087	128,676 32,797	125,311 32,772	35,975
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]	0.69 [0.57]	0.71 [0.58]	0.73 [0.60]	0.75 [0.61]	[0.62]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.2	5.0	4.7 [5.1]	4.4 [5.0]	4.4 [5.0]	4.5 [5.0]	4.5 [4.8]	4.6 [4.9]	4.5 [4.7]	[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]	45.0 [43.60]	47.0 [45.10]	44.1 [44.30]	45.9 [48.40]	51.8 [27.70]
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)	1,095 (3.2)	1,032 (▲ 6.3)	985 (▲ 5.3)	1,038 (5.1)	1,161 (▲ 1.8)

(注)『完全失業率』は、2011年4-6月期と7-9月期は岩手、宮城、福島を除外したベース。

## 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	11月	12月	1月	2月	3月
通関輸出	▲17.1	14.9	(▲8.1)	(0.5)	▲5.5	(▲4.5)	(▲8.0)	(▲9.2)	(▲2.7)	(5.9)
価格	▲7.0	0.1	(0.0)	(1.6)	(▲0.5)	(▲0.1)	(▲1.5)	(1.0)	(1.2)	(2.1)
数量	▲9.9	14.7	(▲8.1)	(▲1.1)	(▲5.0)	(▲4.4)	(▲6.6)	(▲10.1)	(▲3.8)	(3.8)
通関輸入(円建)	▲25.2	16.0	(10.5)	(13.8)	(12.4)	(11.5)	(8.2)	(9.6)	(9.3)	(10.6)
価格	▲18.4	3.4	(7.4)	(12.1)	(10.9)	(12.5)	(8.9)	(6.3)	(5.8)	(7.2)
数量	▲7.3	12.4	(2.8)	(1.5)	(1.3)	(▲1.0)	(▲0.7)	(3.1)	(3.2)	(3.1)
経常収支(億円)	163,383	166,595	15,372	31,007	9,257	1,261	2,657	▲4,373	11,778	
貿易収支(億円)	65,996	64,955	▲10,534	▲1,762	▲9,446	▲5,889	▲1,468	▲13,816	1,021	
サービス収支(億円)	▲18,185	▲12,730	▲5,040	▲5,146	▲6,658	▲1,262	▲1,981	▲930	▲1,304	
資本収支	▲123,113	▲97,221	8,947	4,590	83,422	77,436	10,171	901	▲6,806	
外貨準備高(百万ドル)	1,042,715	1,116,025	1,137,809	1,200,593	1,295,841	1,304,763	1,295,841	1,306,668	1,302,877	1,288,703
対ドル円レート(期中平均)	92.80	85.69	81.70	77.84	77.39	77.54	77.85	76.97	78.45	82.43

## 3. 金融

	2009年度	2010年度	2011年			2011年		2012年		
			4-6	7-9	10-12	11月	12月	1月	2月	3月
コールレート	0.102	0.091	0.067	0.078	0.079	0.077	0.078	0.080	0.085	0.084
(無担保翌日物)			[0.093]	[0.093]	[0.090]	[0.091]	[0.087]	[0.085]	[0.093]	[0.085]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.516	0.356	0.332	0.330	0.329	0.329	0.329	0.331	0.332	0.332
			[0.388]	[0.364]	[0.336]	[0.335]	[0.335]	[0.335]	[0.335]	[0.336]
新発10年国債利回り (末値)	1.353	1.127	1.160	1.043	1.030	1.065	0.980	0.965	0.955	0.985
			[1.208]	[0.987]	[1.072]	[1.185]	[1.110]	[1.215]	[1.255]	[1.255]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.449	1.357	1.349	1.315	1.292	1.313	1.292	1.294	1.280	
			(▲0.008)	(▲0.034)	(▲0.023)	(▲0.004)	(▲0.021)	(0.002)	(▲0.014)	
日経平均株価 (225種、末値)	11,090	9,755	9,816	8,700	8,455	8,435	8,455	8,803	9,723	10,084
			[9,383]	[9,369]	[10,229]	[9,937]	[10,229]	[10,238]	[10,624]	[9,755]
M2平残	(2.9)	(2.7)	(2.8)	(2.8)	(3.0)	(3.0)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(3.0)
広義流動性平残	(0.5)	(0.6)	(▲0.0)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.7)
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)	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.8)
	銀行計	(0.8)	(▲2.0)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.3)	(0.2)	(0.5)	(0.7)	(0.8)
	都銀等	(▲0.4)	(▲4.2)	(▲2.8)	(▲2.6)	(▲1.3)	(▲1.4)	(▲1.0)	(▲0.6)	(▲0.5)
	地銀	(2.4)	(0.6)	(1.5)	(1.9)	(2.1)	(2.1)	(2.2)	(2.3)	(2.3)
	地銀II	(1.3)	(▲0.4)	(0.9)	(1.2)	(1.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.1)
信金	(0.8)	(▲1.3)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.5)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.3)	(3.0)	(3.0)	(3.3)	(3.3)	(2.9)
	都銀	(3.0)	(2.6)	(2.3)	(1.0)	(2.1)	(2.2)	(3.0)	(2.9)	(2.3)
	地銀	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(3.8)	(3.8)	(3.6)
	地銀II	(1.8)	(0.6)	(2.0)	(2.8)	(3.1)	(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

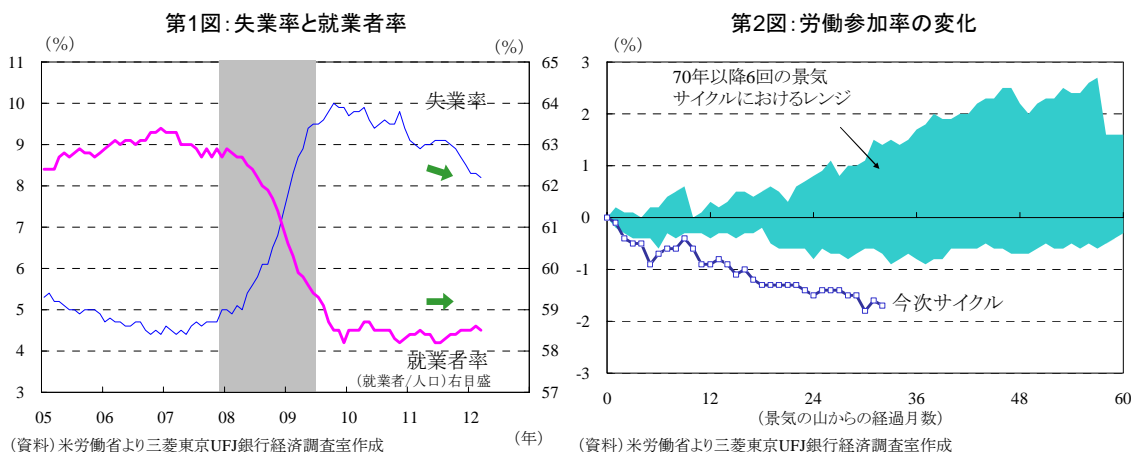
## II. 米国

### ～注視が必要な労働参加率の低下傾向～

米国経済は持ち直しの動きが継続している。ガソリン高が進んできたものの消費者マインドは大きく悪化するに至らず、消費が堅調に推移している。1-3月の小売売上高は前期比+1.9%と、昨年10-12月期（同+1.9%）と同水準の高めの伸びになった。企業部門で在庫の積み上げが年明け以降も続いていることや、貿易赤字の縮小なども踏まえると、1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率2～3%程度が見込めそうだ。

注目された雇用に関しては、3月の雇用統計で非農業部門雇用者の増加幅が12万人と前月（24万人）から半減し、20万人超の増加が3カ月で途切れた。温暖な天候要因の剥落もあり減速は予想されたが、他の雇用関連指標では強めの数字が出ており、雇用統計の結果はやや下に振れ過ぎた印象である。20万人超の雇用増が持続するほど経済活動は強くないが、さりとて、3月の雇用増加ペースが当面のトレンドとの判断も尚早であろう。

失業率に目を転じると、3月に8.2%（前月比▲0.1%）となり、ピーク（2009年10月の10.0%）から2%程度低下した状態にある。FRB（米連邦準備制度理事会）の高官もこのところ頻繁に言及しているが、GDPの成長ペースに比し失業率の低下ペースが速い点は注目されよう（オクンの法則からの逸脱）。これは、労働参加率の低下が続いているためであり、失業率が低下する一方で、就業者率は横這い圏という構図をもたらしている（第1図）。過去の労働参加率には、“景気後退期には低下し、景気回復初期には上昇する”循環的なパターンがみられたが、現在の回復局面では構造要因からの低下圧力があるためか、そのような上昇がみられていない（第2図）。労働市場の需給ギャップは依然として大きいため、このような供給サイドの要因が当面の経済活動へ与える影響は限られようが、労働参加率にこのまま持ち直しがみられず低下傾向が続くようだと、中期的には米国経済にとって労働供給不足という懸念材料をもたらそう。短期の景気動向とともに注視する必要がある。



(矢口 満、栗原 浩史)

### III. 西欧

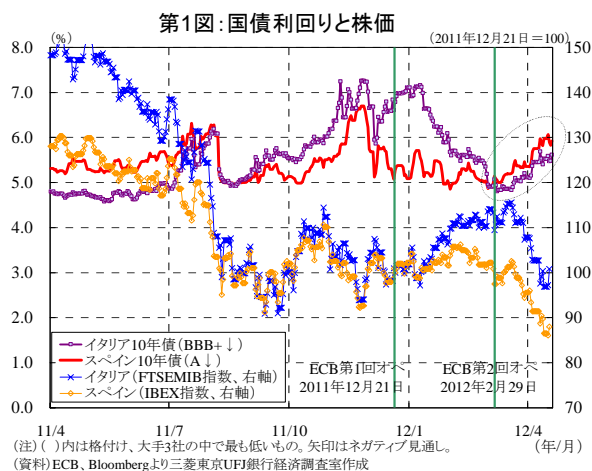
#### ～金融市場は再び緊張、スペインの財政不安が根強い～

西欧経済は底這いが続いている。3月の購買担当者指数（PMI）はこれまで堅調であったドイツでも低下するなど、企業の景況感は低調である。欧州域内向け受注が低迷しているほか、雇用の悪化を受けて個人消費も弱い。

金融市場についても、欧州中央銀行（ECB）による3年物資金供給オペを受けた小康状態も束の間、わずか1カ月余りで早くも緊張をみせ始めている。特にスペインの金利上昇が顕著（第1図）。政府が3月末に追加の財政緊縮策を発表したにもかかわらず、10年債利回りは6%前後まで上昇し、その余波はさまざまな構造改革を打ち出しているイタリアの国債利回りにも及び始めている。この背景には、依然として拭われないスペインの財政不安がある。

今般スペイン政府が発表した今年の財政緊縮の規模は、中央政府で273億ユーロ（GDP比2.5%）、州政府で約100億ユーロ（同0.9%）。省庁予算の削減や公務員給与・年金の凍結、法人税の引き上げなどで2012年の財政赤字をGDP比▲5.3%におさめる。4月12日に下院を通過した予算安定法が成立すれば、独立性の強い州政府が赤字目標を逸脱した場合に、中央政府が介入して強制措置をとることも可能となる。しかし、今年の実質GDP成長率は▲1.7%（政府予測）の落ち込みが想定され（第1表）、不動産バブル崩壊後の調整が続くなか、今年の実績達成には早くも不透明感が漂う。

実際、スペインの商業銀行の不良債権比率（国内貸出）をみると、騰勢に歯止めがかかっておらず、昨年第4四半期には不動産向けが21%、建設向けが18%まで上昇している。また、2月の失業率は23.6%、25歳未満の若年層に限っては50.5%と、建設部門を中心とした雇用者の減少が続いている。こうした厳しい経済環境のなか、今年2月に発表された競争力回復を目指す労働市場改革や、銀行の引当強化などの構造改革も、目先の景気下支えとはなりにくく、財政健全化に向けた道のりはまだ長い。



第1表：スペイン政府の成長率と財政計画

	2010 (実績)	2011 (実績)	2012 (計画)
実質GDP成長率	▲0.1	0.7	▲1.7
消費	0.6	▲0.7	▲3.1
総固定資本形成	▲6.1	▲5.2	▲8.8
内、建設投資	▲10.1	▲8.1	▲9.9
輸出	13.5	9.0	3.5
輸入	8.9	▲0.1	▲5.1
財政赤字(GDP比、%)	▲9.3	▲8.5	▲5.3
同 目標値(同上)	▲9.8	▲6.0	▲5.3
政府債務残高(GDP比、%)	64.9	68.5	79.8
同 目標値(同上)	65.9	67.3	79.8

(注)成長率計画は、スペイン政府が2012年の財政赤字目標を策定する上でのベースシナリオ。

(資料)スペイン財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(矢口 満、大幸 雅代)

## IV. アジア

### ～金融緩和に軸足を置きつつも、徐々に高まるインフレへの警戒感～

アジア経済の成長ペースは鈍化している。第1四半期の実質GDP成長率をみると、アジア主要国・地域の中で先陣を切って発表されたベトナム(4Q:前年比6.1%→1Q:同4.0%)及び中国(同8.9%→同8.1%)はともに事前予想を下回った(第1表)。欧州経済の失速に伴う輸出の減速や昨年までの引き締めの影響で政策金利が高止まりしていることが景気の重石となっている。

こうした成長鈍化に直面し、ベトナムは3月に続き、4月にも利下げに踏み切った。中銀高官は複数回の追加利下げを示唆している。また、中国は、昨年12月以降、2度にわたり預金準備率を引き下げたが、景気が予想を上回るペースで減速したことを受け、景気のでこ入れを強化する公算が大きい。

両国とは対照的なスタンスを打ち出したのはシンガポールである。4月13日、シンガポール通貨庁(MAS)は、半期毎の金融政策方針で引き締め策を再び強化した<sup>(注)</sup>。この背景には、米国経済の持ち直しや欧州中央銀行(ECB)の3年物資金供給オペ(LTRO)などにより海外景気の下振れリスクが後退する一方、原油高や労働需給逼迫を背景にインフレ圧力が再び高まっていることがある。MASは、2012年の成長率見通しを潜在成長率を下回る水準へ下方修正すると同時に金融引き締めを強化し、経済成長よりもインフレ抑制を重視する姿勢を明確にした。

シンガポールのように金融引き締めにまで踏み切る国は未だ例外的であるが、ベトナムのように積極的な金融緩和方針を打ち出している国もまた例外的といえる。多くの国・地域は、海外経済の減速懸念が一時に比べ薄らぐなか、金融緩和に軸足を置きつつも、原油高や賃金上昇などを背景にインフレへの警戒感を緩めていない。成長ペースの減速に直面しながらも、利下げのハードルは必ずしも低くない。

(注)シンガポールの金融政策は為替相場が操作手段。通貨高は金融引き締め、通貨安は金融緩和方針を示す。

第1表: アジア主要国・地域の実質GDP成長率、消費者物価上昇率

	実質GDP成長率 (前年比、%)			消費者物価上昇率 (前年比、%)		
	2011		2012	2012		
	7-9月	10-12月	1-3月	1月	2月	3月
中国	9.1	8.9	8.1	4.5	3.2	3.6
韓国	3.6	3.3	N.A.	3.4	3.1	2.6
台湾	3.4	1.9	N.A.	2.4	0.3	N.A.
香港	4.3	3.0	N.A.	6.1	4.7	N.A.
シンガポール	6.0	3.6	1.6	4.8	4.6	N.A.
インドネシア	6.5	6.5	N.A.	3.7	3.6	4.0
マレーシア	5.8	5.2	N.A.	2.7	2.2	N.A.
タイ	3.7	▲9.0	N.A.	3.4	3.3	3.5
フィリピン	3.6	3.7	N.A.	3.9	2.7	2.6
ベトナム	6.1	6.1	4.0	17.3	16.4	14.2
インド	6.9	6.1	N.A.	6.6	7.0	6.9

(注)インドの物価は卸売物価。

(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(矢口 満、竹島 慎吾)



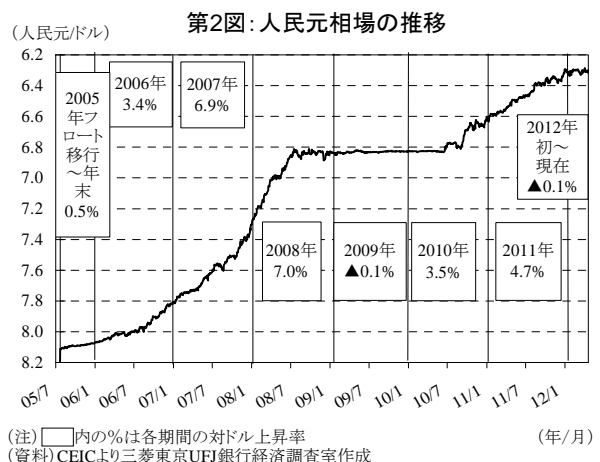
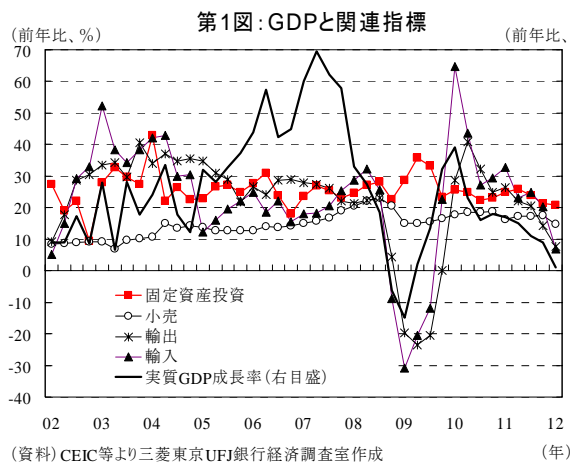
## V. 中国

### ～輸出減速の下での人民元変動幅拡大～

第1四半期の実質GDP成長率は前年比8.1%と前期(同8.9%)から一段と低下し、グローバル危機のさなかにあった2009年第2四半期以来の低水準となった(第1図)。前期比ベースでも1.8%と前期の2.0%から低下した。景気減速の主因は、輸出が前年比+7.6%と前期の同+14.3%から大幅に低下したことである。欧州債務問題が燻るなか、欧州向けが2009年第4四半期以来のマイナス成長(同▲1.8%)に転落するとともにNIEs向けも同+5.3%と前期に比べて伸び率が半減し、足を引っ張った。一方、ASEAN(同+13.1%)、米国(同+12.8%)、日本(同+10.3%)向けは堅調を維持している。

内需面では、消費が前期の前年比+17.5%から同+14.8%へと減速が目立った。景気の先行き不安による消費者マインドの悪化に加え、自動車においても家電においても、大型販売振興策後の反動減が避けられなかった。投資は、金融緩和に転じたとはいえ、預金準備率が2回の引き下げ後も20.5%と緩和のペースが遅いなか、小幅減速した。もっとも、住宅投資やインフラ投資などが不振を続ける反面、省力化のための産業機械向けや資源採掘向けの投資などは好調であり、底割れを防ぐ要素となった。

GDP発表翌日の4月14日、中国人民銀行(中央銀行)は人民元の対ドル相場の日中変動幅を基準値の±0.5%から±1%に拡大すると発表した。土曜日の午前中というタイミングは異例であり、その直前に、米財務省が4月半ばに予定されていた為替政策報告書(半年毎)の公表を先送りすると表明したため、水面下の交渉も取り沙汰された。人民元相場は2012年に入ってから、対ドルで極めて安定的に推移しており、中国当局は4月19～20日のG20財務相・中央銀行総裁会議、5月3～4日の米中戦略・経済対話を前に為替相場柔軟性拡大をアピールする必要があった。輸出減速を主因とした成長率の低下が明白となる一方、インフレはピークアウトしており、政府は政権トップが交代する共産党大会を今秋に控え、今後、景気てこ入れを強化するはずである。このため、人民元が変動幅拡大を機に上昇ペースを速めるとは考えにくい。



(矢口 満、萩原 陽子)

## VI. オーストラリア

### ～中銀は景気認識を下方修正、追加利下げへ地均し～

豪州で追加利下げ観測が高まっている。中銀（RBA）は4月3日の金融政策決定会合で、政策金利を3回連続で4.25%に据え置いた。結果は事前の予想通りだったが、声明文が利下げに一步踏み込んだ内容だったことが、市場のサプライズとなった。

声明文ではまず、「成長ペースは従来予想比下振れしている」と景気認識が下方修正された。背景には、資源部門に支えられた民間投資が景気を下支えしているが、二速経済（two-speed economy）と呼ばれる資源部門とそれ以外の部門の不均衡や、軟調な住宅市場、また財政健全化に向けた歳出抑制などが重石となっていることがある。

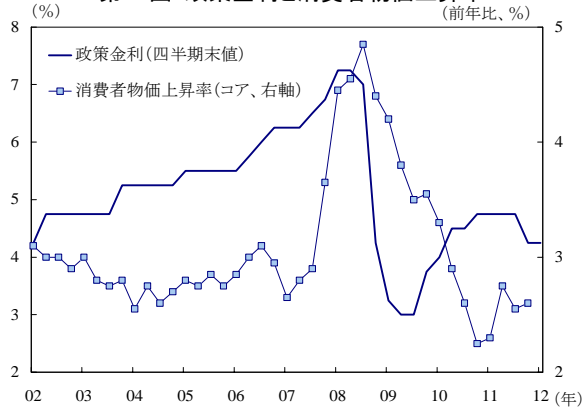
さらに今後について、「追加利下げを検討する前に、間もなく発表される物価関連データで、インフレ見通しの再評価を行うのが適切」と説明された（第1図）。前月の声明文でも追加利下げへの含みはあったが、中銀が利下げの判断基準まで踏み込んで言及したことを、市場は追加利下げへの地均しと受け止めた。

実際、足元のマクロ経済指標は力強さに欠ける展開が続いている。昨年の洪水被害の反動で、大幅な伸びが期待されていた2月の輸出は同+5.8%と伸び悩んだ。同月の生産、個人消費は共に不冴えて、設備稼働率は81.1%と2000年以降の平均に届かない水準にとどまり、小売売上高は前年比+2.0%と前月（同+2.8%）から鈍化した。

中銀が注目する物価関連指標は4月下旬に公表される。中銀は2月時点で、年前半の消費者物価上昇率（コア）を前年比2.25%程度と予想していたが、軟調な需要を受けインフレ見通しの下方修正を余儀なくされれば、追加利下げに踏み切ると予想する。

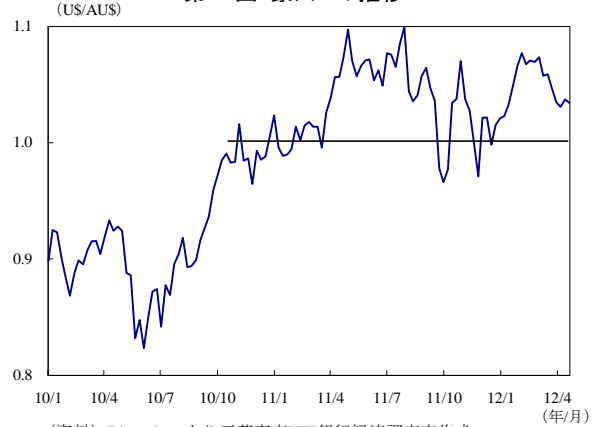
こうしたなか、豪ドルは1豪ドル=1.03ドル（4/19）と、3カ月ぶりの水準へ低下した（第2図）。追加利下げ観測の高まりに加え、中国の1-3月期の実質GDP成長率が予想を下回り、中国经济への依存が大きい豪州経済の下振れ懸念が台頭したことで売りが出た。豪ドルは米国の低金利継続などを支えに底堅さは維持しようが、利下げ観測が燃るなか、目先はパリティ（ドルと等価）近辺の上値の重い展開を予想する。

第1図：政策金利と消費者物価上昇率



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：豪ドルの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(矢口 満、福永 雪子)

## VII. 原油

### ～石油備蓄放出を巡る動きが明らかに～

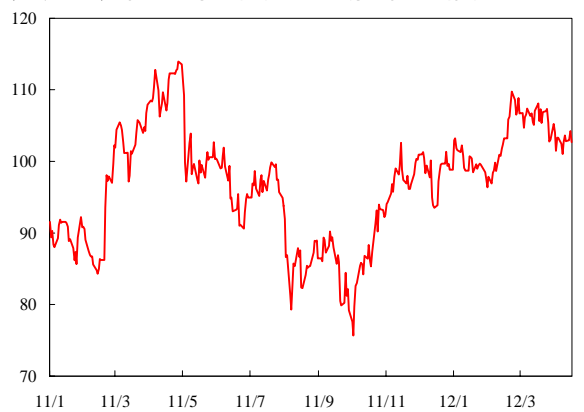
原油価格（WTI 期近物）は、3月に入りイラン情勢やギリシャ債務交換、米国や中国の経済指標が強弱それぞれの材料となり、106ドルを挟んでもみ合う展開が続いたが、月末には欧米の石油備蓄放出観測が高まったことから供給不安が緩和し、102ドル台へ下落した。4月も、米国や中国の経済指標を受けた需要鈍化懸念の高まりや欧州債務問題の再燃等により、原油価格は102ドル近辺で推移している。

3月末、フランスのベッソン産業・エネルギー担当相は、米国と石油備蓄放出を巡り協議中であることを明らかにした。原油高による悪影響は消費国共通の懸念だが、米仏では大統領選を控え、原油高への対応が争点の一つになっていることが今般の動きの背景とみられている。その後、国際エネルギー機関（IEA）加盟28カ国の協調放出に向けてIEAの最終決定待ち、と報じられたほか、IEA事務局長が「市場の状況次第では行動に踏み切る用意がある」と発言するなど前向きな検討姿勢が窺える。なお、IEAによる石油備蓄放出は、1991年の湾岸戦争時、2005年のハリケーン・カトリーナ襲来時、2011年のリビア大幅減産時と過去3回実施されている。

しかしながら、加盟国の足並みは揃っていない模様だ。イランの産油量は昨年12月以降、減少が続いているが、サウジアラビアの増産や内戦終結後のリビアの生産回復等により、石油輸出国機構（OPEC）の生産量は約3年振りの高水準に達している（第2図）。このため、実際には供給不足は起きておらず価格抑制のために石油備蓄放出を実施すべきでない、との主張がある。また、放出した場合は再び積み上げる必要があることから、将来的な需要増加要因として市場で意識される可能性がある。

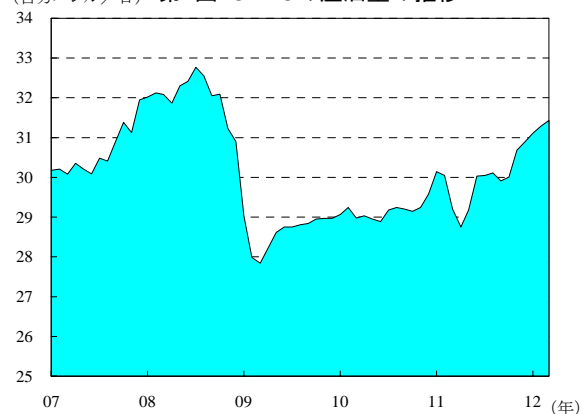
イランの生産減少や情勢緊迫化に伴う供給懸念が当面続くとみられる中、IEAは原油価格の動向とOPEC生産量を見極めつつ、石油備蓄放出の時期や規模を探ることになる。

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：OPECの産油量の推移



(資料) IEA資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

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