

# 経済マンスリー

## 【経済概況】

### I. 日 本

輸出と生産が弱まり、景気の回復ペースが緩慢に

### II. 米 国

小康状態ながら、気懸りな製造業の低迷

### III. 西 欧

景気低迷が続くなか、ECB は新たな国債購入プログラムを発表

### IV. ア ジ ア

景気減速が長引く中、財政出動に踏み切るアジア

### V. 中 国

未だ顕在化しない景気対策の効果

### VI. オーストラリア

資源ブームは終焉に近づいているのか

### VII. 原 油

原油価格は上昇するも、需給は逼迫していない

# I. 日本

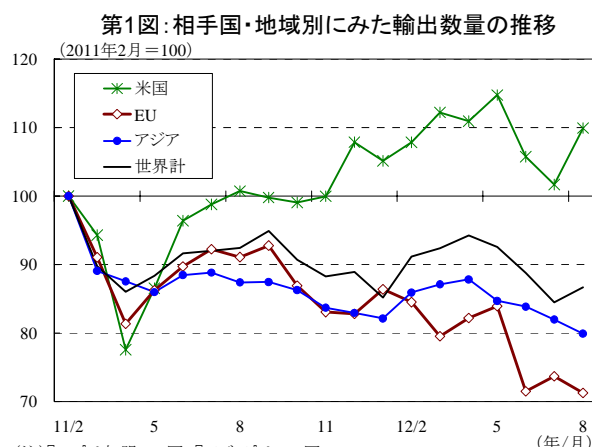
## 輸出と生産が弱まり、景気の回復ペースが緩慢に

### 1. 実体経済の動向

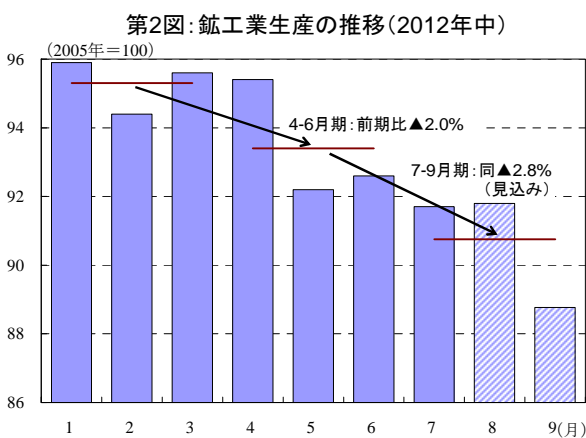
日本経済は回復基調にあるものの、足元にかけてはそのペースが急速に鈍ってきた。事の発端は海外経済の軟化と、それに伴う輸出の弱まりである。今月 10 日に発表された 4-6 月期 GDP の 2 次速報値によれば、輸出の伸びが輸入を下回り、外需全体で実質 GDP 成長率を前期比年率▲0.3%押し下げる結果となった。また、輸出の動きを数量ベースで月次、相手国・地域別にみると、欧州向けは 6 月に前月比▲14.8%もの急減を示した後、8 月にも同▲3.3%と再び減少（第 1 図）。加えて気懸かりなのが、日本からの輸出額の半分以上を占めるアジア向けが徐々に弱まってきていることである（5 月以降 4 ヶ月連続で前月比減少）。

こうしたなか、国内生産面にも悪影響が見られ始めている。実際、直近 7 月の鉱工業生産は前月比▲1.0%と再び落ち込み、4 月以降の 4 ヶ月間で 3 度目の減少を記録した（第 2 図）。この先についても、ベースがほぼ同じ製造工業の生産予測調査では、8 月が同+0.1%、9 月が同▲3.3%と見込まれている。この通りに推移した場合、7-9 月期の合計値は前期比▲2.8%もの大幅な落ち込みとなる計算だ（4-6 月期の同▲2.0%からマイナス幅が一段と拡大）。

一方、公共工事請負額は今なお大幅な伸びを維持し（被災地域に限らず全国ベースでも）、機械受注は船舶・電力を除く民需ベースで 6 月と 7 月に 2 ヶ月連続の前月比増加となるなど、投資関連の先行指標が堅調だ。また、雇用環境は引き続き底固く、内需の柱である個人消費を底支えしている。依然として景気の回復基調そのものは崩れていないとみえるが、来年度に震災復旧・復興活動が一段落する前に、先んじて日本経済が非常に厳しい状況に陥る虞も出てきたということだろう。景気回復が前倒しで途切れてしまうリスクへの警戒を、これまで以上に高めておく必要があるようだ。



(注)『EU』は加盟27カ国、『アジア』は26カ国。  
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注)『8月』と『9月』は、製造工業生産予測調査による見込み値。  
(資料)経済産業省統計より三菱東京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、長期金利

日銀は、9月18-19日の金融政策決定会合で金融緩和策を強化することを決定した。その内容は、資産買入等基金の総額を70兆円から80兆円に増やした上で、長期国債の買入れ期間を2013年12月末まで延長することが一つ（第1表）。もう一つが、現在は年0.1%としている長期国債および社債の買入れ時の入札下限金利の撤廃である。総じて事前の予想を上回る決定であったことから、市場でも日銀の緩和姿勢を明確にしたものとして概ね肯定的に受け止められている模様だ。

こうした追加緩和の背景には、海外経済の軟化を受けた国内景気の想定以上の鈍化、下振れリスクの高まりがあると考えられる。実際、日銀は景気の現状認識を「緩やかに持ち直しつつある」から「持ち直しの動きが一服している」へと一段引き下げた。また、先行きに関しても「当面、景気は横ばい圏内の動きにとどまる」とし、日本経済が持続的な回復基調に戻る時期が想定より後ズレしているという認識を示した。今後の情勢次第ではさらなる追加緩和の可能性もあろうが、その景気浮揚効果は必ずしも明確でなく、金融政策には手詰まり感も漂う。

長期金利は、米国景気の回復期待の高まりなどで8月中旬に0.8%台半ばまで一旦上昇した。その後、米国雇用統計の下振れ、欧米での追加金融緩和などから0.8%前後の水準へ再び低下し、日銀による追加金融緩和決定後も目立った動きは窺われない。

### (2) 為替

円相場についてみると、対ドルではFRBによる追加金融緩和観測の強まりを受けて8月中旬から上昇基調で推移し、QE3の実施が発表された当日には一時77円近くまで円高が進んだ（第3図）。その後、為替介入への警戒感などで歯止めがかかり、日銀の追加緩和決定後には一時79円台前半まで戻した。一方、対ユーロでは円安基調が継続。9月前半にはECBによる国債購入プログラムの詳細が発表され、欧州債務不安を背景とする過度なリスク回避姿勢が和らいだことが一因となったようだ。

第1表：9月18-19日の金融政策決定会合での決定内容

- |  |
|--|
| (1) 資産買入等基金の総額を70兆円から80兆円に増額(増額分の内訳は、短期国債5兆円、長期国債5兆円)。併せて、長期国債の買入れ完了日処を13年12月末に延長。～長めの金利を引き下げること企業や家計の金融環境をより緩和的にし、景気回復を後押しする。 |
| (2) 長期国債の買入れについての入札下限金利(現在、年0.1%)撤廃。社債の買入れについても同様。～長期国債の買入れを円滑に行うことが主眼だが、長期金利に下押し圧力をかける効果も期待される。                               |

(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：8月以降の円相場の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、鶴田 零)

主要経済金融指標(日本)  
2012年9月25日時点

経済調査室 (Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2010年度	2011年度	2011年			2012年				
			10-12	1-3	4-6	4月	5月	6月	7月	8月
実質GDP成長率(前期比年率)	3.3	▲ 0.0	0.3 (▲ 0.7)	5.3 (2.9)	0.7 (3.2)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	2.0	0.2	0.5 (0.0)	▲ 0.1 (2.4)	▲ 0.1 (2.6)	0.1 (4.1)	▲ 0.2 (3.3)	0.3 (0.6)	▲ 0.6 (0.5)	
鉱工業生産指数	9.3	▲ 1.0	0.4 (▲ 1.6)	1.3 (4.8)	▲ 2.0 (5.3)	▲ 0.2 (12.9)	▲ 3.4 (6.0)	0.4 (▲ 1.5)	▲ 1.0 (▲ 0.8)	
鉱工業出荷指数	9.4	▲ 2.0	0.3 (▲ 2.2)	0.8 (4.1)	▲ 0.2 (8.0)	0.6 (16.0)	▲ 1.3 (11.7)	▲ 0.9 (▲ 1.1)	▲ 3.1 (▲ 1.8)	
製品在庫指数	3.9	9.6	▲ 1.4 (3.8)	5.9 (9.6)	0.0 (6.3)	2.0 (10.8)	▲ 0.7 (4.7)	▲ 1.2 (6.3)	2.9 (9.4)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	108.4	116.4	115.0 [111.0]	113.1 [107.7]	121.8 [121.1]	123.2 [126.6]	118.6 [121.5]	123.6 [115.2]	128.2 [116.6]	[115.2]
国内企業物価指数	0.7	1.4	▲ 1.1 (1.1)	0.2 (0.3)	▲ 0.1 (▲ 0.9)	0.1 (▲ 0.4)	▲ 0.5 (▲ 0.7)	▲ 0.7 (▲ 1.4)	▲ 0.5 (▲ 2.2)	0.3 (▲ 1.8)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.8	0.0	▲ 0.2 (▲ 0.2)	▲ 0.1 (0.1)	0.3 (0.0)	0.1 (0.2)	▲ 0.3 (▲ 0.1)	▲ 0.3 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.3)	
稼働率指数 (2005年=100)	88.0	87.4	89.3 [88.4]	92.1 [85.9]	89.8 [79.8]	91.8 [72.1]	89.8 [81.6]	87.7 [85.7]	88.1 [86.8]	[88.8]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	9.1	6.2	▲ 0.7 (6.7)	0.9 (3.3)	▲ 4.1 (▲ 1.7)	5.7 (6.6)	▲ 14.8 (1.0)	5.6 (▲ 9.9)	4.6 (1.7)	
製造業	18.3	5.9	▲ 0.7 (4.1)	0.1 (▲ 0.5)	▲ 5.8 (▲ 7.6)	3.4 (3.5)	▲ 8.0 (▲ 6.3)	▲ 2.9 (▲ 16.2)	12.0 (4.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.7	6.6	▲ 0.5 (8.6)	0.5 (6.4)	0.0 (3.1)	5.7 (9.0)	▲ 6.4 (7.6)	2.6 (▲ 4.6)	▲ 2.1 (▲ 1.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	21.4	5.4	1.2 (2.1)	▲ 2.5 (7.0)	0.7 (0.9)	▲ 1.6 (3.4)	5.6 (5.1)	▲ 3.5 (▲ 4.5)	▲ 1.8 (▲ 4.5)	
建設受注	▲ 5.2	7.1	(13.1)	(3.6)	(6.1)	(16.2)	(▲ 0.9)	(4.6)	(8.0)	
民需	▲ 2.6	3.7	(9.7)	(▲ 3.6)	(6.6)	(22.6)	(3.7)	(▲ 1.4)	(▲ 0.4)	
官公庁	▲ 12.1	22.7	(19.6)	(28.7)	(29.7)	(22.1)	(22.6)	(39.6)	(60.9)	
公共工事請負金額	▲ 8.8	▲ 0.5	(3.6)	(10.3)	(15.5)	(5.4)	(36.7)	(14.1)	(26.6)	(19.2)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	81.8 (5.6)	84.1 (2.7)	79.6 (▲ 4.5)	86.2 (3.7)	87.8 (6.2)	89.6 (10.3)	90.3 (9.3)	83.7 (▲ 0.2)	87.0 (▲ 9.6)	
新設住宅床面積	(9.0)	(2.5)	(▲ 4.4)	(2.3)	(5.1)	(7.2)	(9.0)	(▲ 0.4)	(▲ 9.6)	
小売業販売額	0.8	0.8	(0.8)	(5.2)	(3.1)	(5.7)	(3.6)	(0.2)	(▲ 0.7)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 0.9	▲ 1.2	0.4 (▲ 1.0)	0.2 (1.1)	1.7 (2.7)	▲ 0.8 (2.6)	1.5 (4.0)	▲ 1.3 (1.6)	▲ 1.3 (1.7)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.4	73.3	74.2 [74.0]	71.8 [72.4]	74.1 [74.0]	73.0 [72.1]	74.6 [73.4]	72.0 [72.6]	75.4 [71.9]	[74.0]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	7.9	0.8	1.4 (1.9)	1.0 (1.8)	0.0 (4.0)	▲ 1.3 (5.3)	1.9 (5.6)	▲ 2.6 (1.2)	▲ 2.2 (▲ 0.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	▲ 0.3	(▲ 0.1)	(0.0)	(▲ 0.5)	(0.2)	(▲ 1.1)	(▲ 0.4)	(▲ 1.6)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	23,384	52,083	25,350 28,038	127,239 33,848	138,382 28,033	131,038 28,654	142,285 24,914	141,824 30,531	130,161 28,860	29,735
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.56	0.68	0.69 [0.57]	0.75 [0.61]	0.81 [0.62]	0.79 [0.62]	0.81 [0.62]	0.82 [0.63]	0.83 [0.65]	[0.66]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.0	4.5	4.5	4.6	4.7	4.6	4.4	4.3	4.3	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.2	44.9	46.0 [43.0]	47.3 [40.1]	47.3 [38.0]	50.9 [28.3]	47.2 [36.0]	43.8 [49.6]	44.2 [52.6]	43.6 [47.3]
企業倒産件数 (実数、件数)	13,065	12,707	3,103 (▲ 5.9)	3,184 (▲ 0.8)	3,127 (▲ 5.5)	1,004 (▲ 6.6)	1,148 (7.1)	975 (▲ 16.3)	1,026 (▲ 5.0)	967 (▲ 5.7)

## 2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2010年度	2011年度	2011年		2012年	2012年				
			10-12	1-3	4-6	4月	5月	6月	7月	8月
通関輸出	14.9	▲3.7	(▲5.5)	(▲1.6)	4.8	(7.9)	(10.0)	(▲2.3)	(▲8.1)	(▲5.8)
価格	0.1	0.6	(▲0.5)	(1.4)	(1.2)	(3.1)	(0.6)	(0.1)	(2.4)	(▲1.6)
数量	14.7	▲4.3	(▲5.0)	(▲3.1)	(3.5)	(4.7)	(9.3)	(▲2.3)	(▲10.2)	(▲4.2)
通関輸入	16.0	11.6	(12.4)	(9.9)	(5.1)	(8.1)	(9.4)	(▲2.2)	(2.1)	(▲5.4)
価格	3.4	9.1	(10.9)	(6.5)	(1.8)	(6.1)	(0.9)	(▲1.5)	(▲4.6)	(▲3.4)
数量	12.4	2.2	(1.3)	(3.1)	(3.2)	(1.9)	(8.5)	(▲0.7)	(7.0)	(▲2.1)
経常収支(億円)	166,595	76,180	9,257	20,544	9,822	3,338	2,151	4,333	6,254	
貿易収支(億円)	64,955	(34,698)	▲9,446	▲12,956	▲12,001	▲4,639	▲8,482	1,120	▲3,736	
サービス収支(億円)	▲12,730	▲18,265	▲6,658	▲1,421	▲7,849	▲4,986	▲928	▲1,935	▲3,462	
資本収支	▲97,221	68,806	83,422	▲28,153	▲27,980	▲304	▲7,446	▲20,230	▲7,329	
外貨準備高(百万ドル)	1,116,025	1,288,703	1,295,841	1,288,703	1,270,547	1,289,542	1,277,716	1,270,547	1,272,777	1,273,242
対ドルレート(期中平均)	85.69	79.05	77.39	79.28	80.17	81.49	79.70	79.32	79.02	78.66

## 3. 金融

	2010年度	2011年度	2011年		2012年	2012年					
			10-12	1-3	4-6	4月	5月	6月	7月	8月	
コールレート	0.091	0.077	0.079	0.083	0.078	0.075	0.084	0.076	0.084	0.086	
(無担保翌日物)			[0.090]	[0.088]	[0.067]	[0.062]	[0.069]	[0.069]	[0.073]	[0.081]	
ユーロ円TIBOR	0.356	0.331	0.329	0.331	0.333	0.332	0.332	0.335	0.327	0.327	
(3ヵ月物)			[0.336]	[0.336]	[0.332]	[0.333]	[0.332]	[0.332]	[0.332]	[0.329]	
新発10年国債利回り	1.127	1.050	1.030	0.968	0.848	0.885	0.830	0.830	0.780	0.795	
(末値)			[1.072]	[1.242]	[1.160]	[1.200]	[1.150]	[1.130]	[1.080]	[1.030]	
都銀貸出約定平均金利	1.357	1.269	1.292	1.269	1.255	1.268	1.268	1.255	1.252		
(前期、月比増減)			(▲0.023)	(▲0.023)	(▲0.014)	(▲0.001)	(0.000)	(▲0.013)	(▲0.003)		
日経平均株価	9,755	10,084	8,455	10,084	9,007	9,521	8,543	9,007	8,695	8,840	
(225種、末値)			[10,229]	[9,755]	[9,816]	[9,850]	[9,694]	[9,816]	[9,833]	[8,955]	
M2平残	(2.7)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(2.3)	(2.6)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.4)	
広義流動性平残	(0.6)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.4)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.3)	
貸出資金吸収動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	銀行計	(▲1.9)	(▲0.1)	(0.2)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.6)	(0.7)	(0.9)
		銀行計	(▲2.0)	(▲0.1)	(0.2)	(0.8)	(0.5)	(0.3)	(0.4)	(0.8)	(1.1)
		都銀等	(▲4.2)	(▲1.8)	(▲1.3)	(▲0.4)	(▲1.1)	(▲1.3)	(▲1.3)	(▲0.7)	(▲0.5)
		地銀	(0.6)	(1.9)	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.3)	(2.6)	(2.6)	(2.9)
		地銀II	(▲0.4)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(1.2)	(1.4)	(1.3)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	信金	(▲1.3)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.6)	(▲0.7)	(▲0.9)	(▲0.6)
		都銀	(2.6)	(2.7)	(3.0)	(2.9)	(1.8)	(2.0)	(1.5)	(1.9)	(2.0)
		地銀	(2.6)	(1.9)	(2.1)	(2.2)	(0.7)	(0.6)	(0.1)	(1.4)	(1.7)
		地銀II	(3.1)	(3.7)	(4.0)	(3.7)	(3.0)	(3.5)	(3.0)	(2.4)	(2.3)
			(0.6)	(2.8)	(3.1)	(3.2)	(2.8)	(2.5)	(2.3)	(2.4)	

(注)金利は期中平均値。

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

## II. 米国

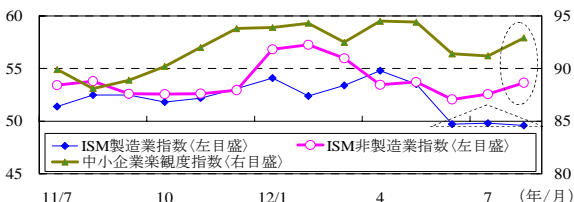
### ～小康状態ながら、気懸りな製造業の低迷～

米国景気は4-6月期に減速した後、足元では小康状態にある。海外経済の軟化等を受けて製造業の経済活動が引き続き冴えない一方、内需の影響を受け易い非製造業では回復が持続しており、二極化がみられている。例えば、企業景況感をみると、8月のISM非製造業指数は53.7と2ヵ月連続で上昇し、宿泊・食品サービス、小売、電気・ガスなどを中心に改善が続いた。加えて、主に内需の影響を受けると考えられる中小企業の景況感も、足元で持ち直しがみられる。他方、同月のISM製造業指数は49.6と、拡大・縮小の境目となる50を3ヵ月連続で下回っている（第1図）。業種別には、コンピューター・電子機器、非金属鉱物製品、輸送用機械などで、このところの低迷が顕著だ。雇用動向についても構図は同じ。8月には、サービス業の雇用者数は前月比+11.9万人と緩やかな増勢を保っているが、製造業の雇用者数は同▲1.5万人と11ヵ月ぶりに減少した（第2図）。

米国経済は、住宅市場を中心とした構造調整圧力が依然として残るなか、内需が強固とは言えず、製造業の悪化と乖離した非製造業の回復が、いつまでも続くことは見込みづらい。景気回復の持続には、製造業の早い段階での持ち直しが必要となろう。

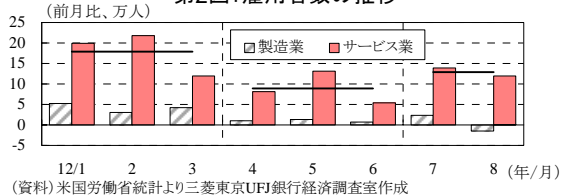
このようななか、FOMCは今半月の定例会合で金融緩和の追加策を決定した。具体的には、MBS（住宅ローン担保証券）を毎月400億ドルのペースで買い入れること（いわゆるQE3）および「異例の低金利が正当化される公算が高い」とする時間軸の「2014年終盤」から「2015年半ば」への延長。前者のMBS買い入れは、過去の資産買い入れ（QE1、QE2）と比べるとやや小規模だが（第1表）、買い入れ期間を「経済動向次第」とし、総額も定めなかったことで、“無制限”との解釈も可能にし、先行きの緩和期待を大幅に強める内容である。追加緩和の副作用に配慮しつつ、現段階で出来る最大限の政策を打ち出した印象であり、FRBの景気・雇用情勢への懸念の強さが改めて確認された。

第1図：企業景況感の推移



(資料) 全米供給管理協会、全米独立企業連盟統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：雇用者数の推移



(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1表：FRBの資産購入状況

	総額		月あたり購入額	
	国債	MBS	国債	MBS
QE1 2008年11月～2010年3月	3,000	12,500	500	1,000
QE2 2010年11月～2011年6月	6,000	-	750	-
オペレーションツイスト 2011年9月～2012年12月	6,670	-	400	-
QE3 2012年9月～	-	?	-	400
①FRB保有額	16,508	8,437	-	-
②市中発行額	92,469	75,417	-	-
①÷②	18%	11%	-	-

(注) 1. 『月あたり購入額』は、当室概算。

2. 『FRB保有額』は9月7日時点、『市中発行額』は6月末時点の残高。うち、『国債』は期間1年以上の合計、『MBS』(住宅ローン担保証券)はエージェンシーの発行分のみ。

(資料) FRB資料・統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、栗原 浩史、前原 佑香)

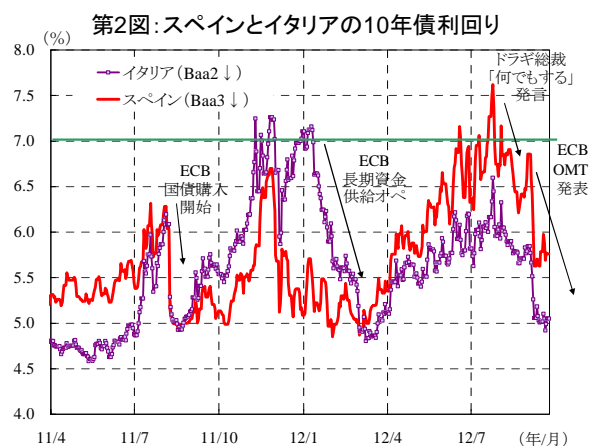
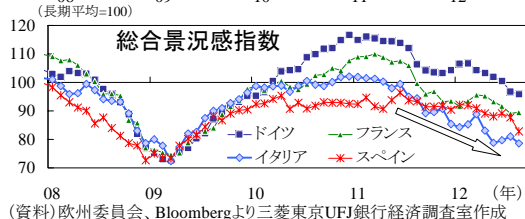
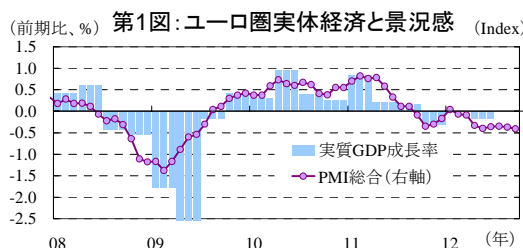
### Ⅲ. 西欧

#### ～景気低迷が続くなか、ECB は新たな国債購入プログラムを発表～

西欧経済は欧州債務問題の影響により第3四半期も低調である。直近の購買担当者指数（PMI）は、ユーロ圏の実質GDPが第3四半期も前期（前期比▲0.2%）と同程度に縮小したことを示唆している（第1図）。特にイタリアとスペインでは景況感の悪化が顕著であり、民間部門の活動が弱い。また、世界経済の減速が続くなかでは、牽引役のドイツ景気も年後半は足踏みとなる可能性が高い。欧州中央銀行（ECB）は、9月の理事会で政策金利を過去最低の0.75%に据え置くと決定したものの、成長率見通しを下方修正しており、年内の追加利下げは十分視野にありう。

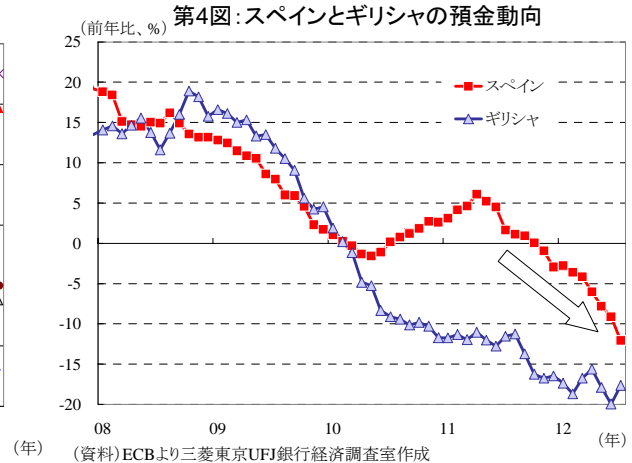
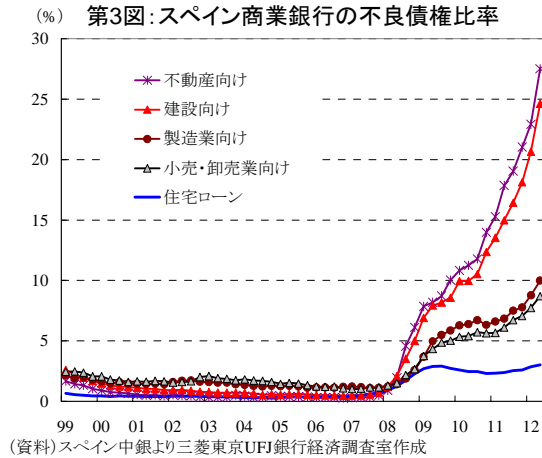
7月26日のECBドラギ総裁による「（ユーロ存続のため）何でもする」との発言以降、期待の高まっていた債務危機対応については、9月6日のECB理事会において、新たな国債購入プログラム（OMT）の枠組みが決定した。当面の支援対象としてスペインを想定するOMTの発動には、厳しい財政再建などの条件が付くが、ECBに優先弁済権がなく、購入規模は無制限である点が、市場から評価された。スペインとイタリアの10年債利回りは、足元それぞれ5%台後半、5%割れまで低下した（第2図）。

当のスペインは、州政府や国民の反発を勘案し、IMFも関与する厳格な財政緊縮条件を受け入れることを躊躇している。しかし、スペイン経済は、不動産バブル崩壊後のバランスシート調整や、銀行の不良債権問題から混迷の度を強めている。スペインの商業銀行の6月の不良債権比率は、不動産・建設セクターで25%前後まで上昇した（第3図）。また、銀行預金は昨年11月より前年比減少に転じ、足元7月にはマイナス幅が二桁に達している（第4図）。





ギリシャ情勢は、財政再建期限の延長を巡るトロイカ（EU/IMF/ECB）との協議が10月下旬まで延期されるなど予断を許さず、内外からスペイン金利に上昇圧力がかかるリスクは依然として強い。こうしてみると、スペインがECB、ESM（欧州安定メカニズム）による国債購入に頼らずに事態を乗り切ることが難しいと考えざるを得ない状況で、今後もEU・スペイン間の駆け引きの中で様々な紆余曲折が予想される。



(矢口 満、大幸 雅代)



## IV. アジア

### ～景気減速が長引く中、財政出動に踏み切るアジア～

アジア経済は減速傾向が継続している。世界経済の低迷が重石となり、外需の下押し圧力が内需の下支え力を上回る状況が続いている。足元の輸出動向をみると、7月以降も大半の国・地域で前年割れが続いており、下げ止まりは確認できない。

景気減速に直面した各国・地域は、これまで金融緩和に軸足を置いてきた。昨年10月のインドネシアを皮切りに、タイ、フィリピン、中国などが相次いで利下げを実施、アジア主要国・地域の中で、金融緩和に踏み切っていない国・地域は台湾・マレーシアのみとなった。なお、8月以降は預金準備率を引き下げたインドを除き、各国ともに金融緩和を見送っているが、既に多くの国・地域において実質ベースでみた政策金利は1%前後まで低下しており、インフレ率の低下ペースが鈍化（一部の国・地域では小幅上昇）する中、総じて金融緩和的な環境は維持されている。

今後も、各国・地域は景気動向を睨みながら追加金融緩和のタイミングを模索するとみられるが、景気減速が長びく中、財政出動により景気浮揚を図る動きが強まってきた。9月に入り、中国が1兆元規模の投資プロジェクトを承認したほか、韓国は消費・投資の活性化を柱とした景気刺激策を打ち出した。また、新たな景気刺激策を打ち出していないフィリピンも、今年実施予定の2,000件超のインフラ案件のうち、約9割の入札を完了させるなど予算執行率の向上により歳出拡大を図っている。実際、アジア主要国・地域の財政収支をみると、2009年のグローバル金融危機時には及ばないものの、2012年に入って赤字幅が拡大（黒字幅が縮小）しており、総じて財政拡張的なスタンスをとっている（第1表）。

これまでのところ利下げ幅や財政出動規模は比較的小幅にとどまっている。これは、欧州債務問題の先行きが依然不透明な中、海外景気の一段の減速に備え政策余地を温存する狙いがあったためと考えられる。今後については、景気の底割れを防ぐため、政策発動がより積極化していくものと見込まれる。

第1表: アジア主要国・地域の財政収支

(GDP比、%)

	2009	2010				2011				2012	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
中国	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 1.4	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 1.4	▲ 2.5	▲ 2.3
韓国	▲ 1.7	▲ 1.1	▲ 0.1	1.3	1.3	1.7	2.1	2.1	1.4	1.0	0.7
台湾	▲ 4.5	▲ 3.2	▲ 2.8	▲ 2.5	▲ 2.3	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.9	▲ 2.4	N.A.
マレーシア	▲ 7.0	▲ 5.4	▲ 4.7	▲ 4.5	▲ 4.1	▲ 3.5	▲ 2.5	▲ 3.0	▲ 3.5	▲ 3.6	▲ 4.4
タイ	▲ 4.2	▲ 3.3	▲ 2.1	▲ 0.8	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 1.7	▲ 3.2	▲ 2.4
フィリピン	▲ 3.7	▲ 3.8	▲ 3.8	▲ 3.7	▲ 3.1	▲ 2.3	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 1.8	▲ 2.1	▲ 2.1

(注) 財政収支は中央政府が対象、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

(矢口 満、竹島 慎吾)

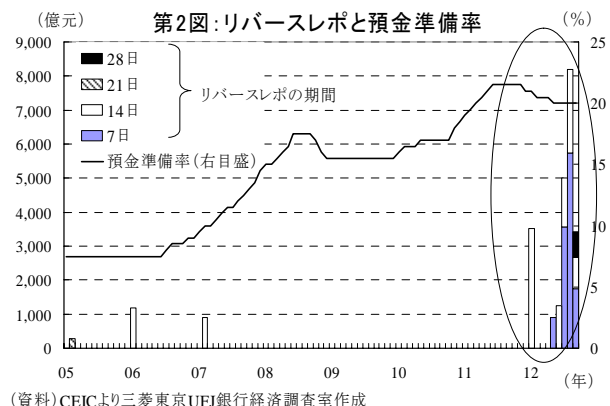
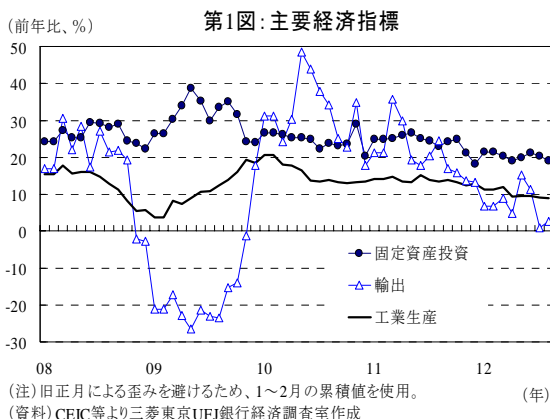
## V. 中国

### ～未だ顕在化しない景気対策の効果～

景気減速の下、政府は年半ばから投資認可の加速、利下げ、購入補助金など景気対策を強化してきた。9月5～6日には、鉄道25項目、道路13項目、総計1兆元のプロジェクトを認可し、3年7カ月振りの安値にあった株価は景気回復期待から大幅上昇した。しかし、9日に発表された経済指標には底入れの兆しがみえず、失望感を抑制するために先んじててこ入れしたようにもみえる。8月の工業生産は前年比+8.9%と2009年5月以来の低水準となり、投資も同+19.1%と前月から1.3%伸びが低下した(第1図)。翌10日に発表された輸出も先進国向けの不振に伴い、同+2.7%と前月(同+1.0%)に引き続き低迷した。温家宝首相は12日の国务院常务会议で、融資や信用保険の拡充など8項目の輸出対策を決定したが、期待されていた付加価値税の還付率引き上げには踏み込まず、還付の迅速化にとどめるなど、力不足の感は否めない。

こうしたなか、9月17日、中国人民銀行(中央銀行)は第12次5カ年計画(2011～2015年)における金融改革の原案を公表し、預金準備率を中心とした量的管理から公開市場操作を通じた金利調節へと金融調節手段をシフトする方針を示した。すでに、本年5月頃より人民銀行は公開市場操作における資金供給手段であるリバースレポを多用する一方、預金準備率の引き下げを遅らせており、先進国同様、市場メカニズムを通じた機動的なマネーコントロールを追求しつつある。景気不振のみならず、食料インフレと住宅バブルの再燃の兆しにも目配りが必要とされる現状には適合しているともいえるが、グローバル危機時の急速な金融緩和ほどの景気浮揚効果は望み難い。

政権交代という微妙な時期ながら、過大な景気対策を避け、市場原理に基づく金融調整を進めるなど、高成長期の終焉を睨んで持続可能な成長モデルを模索する当局のスタンスが随所に現れている。方向性は妥当とはいえ、先進国の景気不振が長期化するなかで、政策効果の顕在化の遅れから膨らんだ社会の不満の噴出が中国への国際信認低下を通じて経済悪化を増幅する兆候もみせており、先行きを注視する必要がある。



(矢口 満、萩原 陽子)

## VI. オーストラリア

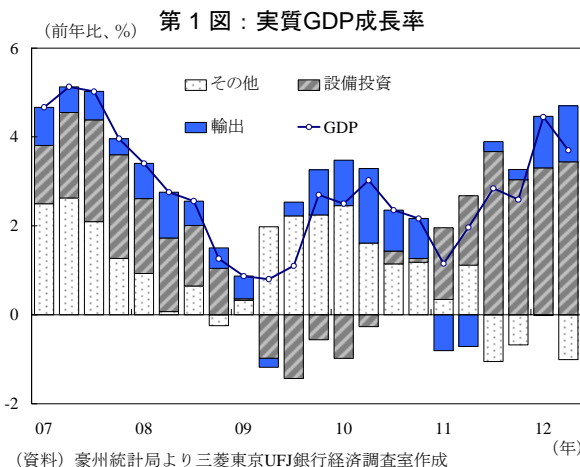
### ～資源ブームは終焉に近づいているのか～

先日発表された4-6月期の実質GDP成長率は前年比3.7%と、3%程度とみられる潜在成長率を上回る伸びをみせたが、最大のプラス寄与となったのが資源部門を中心とする設備投資だった(第1図)。グローバル金融危機時には大型経済対策を打ち出した中国向けの輸出拡大で、資源部門がリセッション入りの回避に寄与しており、近年、景気動向の鍵は資源部門が握るといっても過言ではない。

しかしこのところ、資源ブームの終焉を懸念する声がある。8月、BHPピリトンが資源価格の下落や生産コストの上昇など事業環境変化を理由に、200億ドル超規模の鉱山拡張計画を凍結した。その翌日には資源エネルギー相が「資源ブームは終焉」と発言し、波紋を呼んだ。さらに9月には政府が2012年度の資源関連輸出額は3年ぶりに減少との見通しを公表した。実際、豪州の資源ブームは終焉に近づいているのか。

結論として、資源ブームの終焉を意識するのは尚早と考える。「資源ブーム」には、3つの側面がある。第1の側面は資源価格上昇に伴う交易条件の改善である。交易条件は昨年7-9月期に過去最高水準に達した後、海外景気の減速に伴う需給の緩和で頭打ちとなった(第2図)。政府は、資源エネルギー相が“終焉”と表現したのは、豪州が5年超にわたり享受してきた交易条件の右肩上がりの上昇についてだったと後日説明している。交易条件は新興国を中心とする底堅い需要を支えに下げ止まり、高原状態が続く公算が大きい。

第2の側面は大型設備投資である。天然ガスなどの需要拡大を追い風に、資源部門では名目GDP比約9%の大型設備投資が進行中で、豪州経済は正にこの恩恵を享受している。中銀は、大型設備投資は2014年頃に一服すると予想しているが、資源ブームはそこで終焉を迎えるわけではなく、その後、供給設備増強による輸出拡大期という第3の側面へシフトする。景気拡大期が21年目に突入した豪州経済であるが、資源部門が経済を牽引する構図は、今後も持続すると考える。



(矢口 満、福永 雪子)

## VII. 原油

### ～原油価格は上昇するも、需給は逼迫していない～

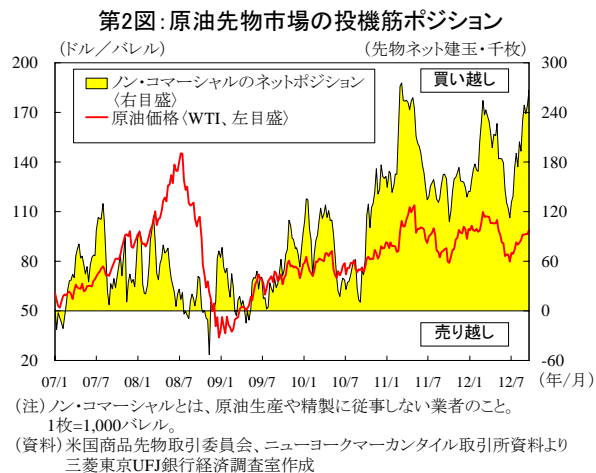
原油価格（WTI 期近物）は7月以降、上昇傾向にある（第1図）。米メキシコ湾岸へのハリケーン襲来や中東諸国の情勢緊迫による供給懸念が買い材料となった。さらに、9月13日の米連邦準備制度理事会（FRB）の追加金融緩和を受けて需要増加期待が高まったことから、原油価格は上昇し、14日には99.00ドルと5月以来の高値となった。その後、米国の戦略備蓄の放出観測やサウジアラビア増産の報道等を受け、原油価格は下落に転じ、足元では92ドル前後で推移している。

最近の原油価格上昇に対して警戒が強まっているが、供給拡大の必要性については見解が分かれている。

8月末、先進7カ国（G7）は石油市場を緊密に監視している旨の緊急声明を発表し、国際エネルギー機関（IEA）への石油備蓄放出の要請を示唆した。米国も戦略備蓄放出の可能性に触れているが、大統領選を控えてエネルギー政策が争点の一つになっている国内事情もあろう。

他方、供給は不足していないとの見方もある。9月中旬、IEAと石油輸出国機構（OPEC）の両事務局長は「石油市場の供給は十分」と発言しているほか、サウジアラビア石油相は原油価格上昇への懸念を示しながらも「足元の原油高は市場の需給では裏付けられない」としている。

世界の原油需給バランスをみると、1～6月期は大幅な供給超過（＝在庫積み増し）となっており、OPECの産油量も高水準で推移している。深刻な供給不足は生じていないとみてよいだろう。しかしながら、需給逼迫に対する懸念が高まったことから、投機筋の買い越し額は急拡大し（第2図）、価格を押し上げたとみられる。足元の原油価格は下落しているが需給逼迫懸念は根強く、下値は限定的となろう。



(石丸 康宏、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、弊社ホームページでもご覧いただけます。