

経済マンスリー

【経済概況】

I. 日 本

～新政権による政策の効果が着実に浸透～

II. 米 国

～景気回復ペースが鈍化、財政運営は引き続き不透明～

III. 西 欧

～回復が遅れる欧州、債務問題の脆弱性も改めて確認～

IV. ア ジ ア

～堅調な資本流入が続く ASEAN～

V. 中 国

～予想外の景気減速が難度を高める新政権の経済運営～

VI. オーストラリア

～利下げ効果が顕在化するなか、中銀は様子見姿勢を継続～

VII. 原 油

～注目されるイラクの産油量増加～

I. 日本

～新政権による政策の効果が着実に浸透～

1. 実体経済の動向

新政権発足後、緊急経済対策・補正予算や金融緩和の強化、TPP 交渉への参加表明などの政策が次々と打ち出され、円安、株高、家計や企業の景況感の上昇といった形で一次的な効果が表れてきている。ここ数ヵ月の実績を改めて確認してみると、為替市場では対ドルで 100 円近く、対ユーロで 130 円超の水準まで円安が進み、円の実質実効為替レートは昨年 11 月以降の 5 ヶ月間で▲18%下落（第 1 表）。これに歩調を合わせて株価も上昇を続けており、東証株式時価総額は昨年 10 月末に比べて 100 兆円以上増加した（3 月末時点。東証一部、二部、マザーズの合計）。こうしたなか、「景気ウォッチャー調査」中の先行き判断 DI（直近 3 月の水準は昨年 10 月比+38%）や消費者態度指数（年明け以降 3 ヶ月連続の上昇で、2007 年 5 月以来の高水準）にみる企業や家計の景況感も急速に明るさを増している。

実体経済指標にも、部分的ながら動向が窺われるようになってきた。鉱工業生産は昨年 12 月から 3 ヶ月連続で増加し、製造工業生産予測調査によれば 3 月と 4 月も続伸となる見込み。消費総合指数、住宅投資や設備投資の先行指標とされる新設住宅着工戸数や機械受注（船舶・電力を除く民需）、輸出等も底打ち～上向きという状況だ。一方、新車登録台数、公共工事請負額では前年比マイナス幅が広がっている。輸入金額の拡大が先行している点も気懸かりである。また、今月初めに公表された日銀短観の 3 月分調査結果では、2013 年度の設備投資計画が依然慎重なままで（全規模・全産業ベースで前年度比▲0.7%）、想定為替レートも 1 ドル 86 円弱までの修正に止まり、円高警戒感が尚も残っていることなどが示された。

やはり、補正予算や金融緩和策の着実な執行に加え、成長戦略の早期の策定と着手によって日本経済の回復・成長軌道をより明確なものとしていく必要があるようだ。

第 1 表：主な月次指標の推移

		2012年10月	11月	12月	2013年1月	2月	3月								
		2012年10月	11月	12月	2013年1月	2月	3月	2012年10月	11月	12月	2013年1月	2月	3月		
為替相場	円/ドル (月中平均)	79	81	84	89	93	95	鉱工業生産 (前月比)	+1.6%	▲1.4%	+2.4%	+0.3%	+0.6%		
	円/ユーロ (月中平均)	102	104	110	119	124	123	消費総合指数 (前月比)	+0.4%	+0.1%	▲0.1%	+0.6%	+0.4%		
	実質実効為替レート (前月比)	▲1.7%	▲2.7%	▲3.9%	▲6.7%	▲4.8%	▲0.7%	新車(乗用車)登録台数 (前年比)	▲6.7%	+0.2%	▲2.0%	▲7.4%	▲8.1%	▲11.0%	
株価	日経平均株価 (円)	8,827	9,060	9,814	10,751	11,336	12,244	実体 経済	新設住宅着工戸数 (前月比)	+10.7%	▲6.4%	▲2.9%	▲1.9%	+9.4%	
	東証株価指数 (ポイント)	736	753	812	901	961	1,029		機械受注(船舶・電力を除く民需) (前月比)	+2.6%	+3.9%	+2.8%	▲13.1%	+7.5%	
	東証株式時価総額 (前月末比、兆円)	+2	+13	+26	+29	+13	+23		輸出(通関ベース、 前年比)	▲6.5%	▲4.1%	▲5.8%	+6.3%	▲2.9%	+1.1%
景況感	「景気ウォッチャー調査」による 景気の先行き判断DI(前月比)	▲4.1%	+0.5%	+21.7%	+10.8%	+2.1%	▲0.3%		輸入(通関ベース、 前年比)	▲1.5%	+0.9%	+1.9%	+7.1%	+11.9%	+5.5%
	消費者態度指数 (前月比)	▲0.5%	+0.2%	▲0.5%	+8.3%	+2.3%	+1.4%		公共工事請負額 (前年比)	+28.2%	+6.2%	+15.6%	+6.7%	▲4.8%	▲11.7%

(資料) Bloomberg、各種統計より三菱東京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、黒田・総裁就任後初めてとなった4月3-4日の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。具体的には日銀は、金融市場調節の操作目標を無担保コール翌日物金利からマネタリーベースに変更し（「マネタリーベース・コントロール」の採用）、マネタリーベースを年間約60～70兆円というペースで増加させ、今後2年間で倍増させることとした（第2表）。長期国債については毎月の買入れ額を7兆円強へ拡大し（保有残高は年間約50兆円増加）、且つ、買入れの平均残存期間を現状の3年弱から7年程度に延長。また、ETFとJ-REITなどのリスク性資産の保有残高も従来以上のペースで増加するよう買入れ額を膨らませるとした。いずれもが事前の予想を凌ぐレベル感であり、質と量の両面において期待を上回る金融緩和策を打ち出し、日銀の「レジーム・チェンジ」を強く印象付けたと言える。

こうした決定を受けて、長期金利は一時0.3%台まで急低下した。その後、上下両方向へ大きく振れる不安定な展開となったが、足元にかけては日銀による国債買入れ方式の見直し等で債券市場全般に落ち着きを取り戻しつつある。

(2) 為替

為替市場では、3月中旬から円安の動きが一服し1ドル95円前後で一進一退となっていたが、日銀による金融緩和の強化を受けて、円は一段の下落となった。対ドルでは100円近く、対ユーロでは4月初の120円弱から130円超まで円安が進んだ。

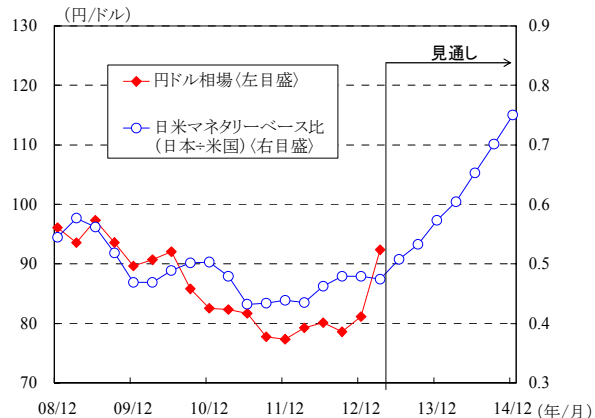
日米のマネタリーベース比（日本÷米国）でみると、リーマン・ショック以降、FRBの金融緩和度合いが日銀のそれを上回り（日米マネタリーベース比は低下）、それに歩調を合わせて円高が進行してきたところ（第1図）。今回の日銀による追加緩和は、こうした状況を大きく変えることとなる見通しである。また、今月18-19日に行なわれたG20財務相・中央銀行総裁会議では、明確な円安批判が回避された。今後、為替相場は更に円安方向へ振れる可能性も否定できない。

第2表：日銀による「量的・質的金融緩和」の概要

金融市場調節の操作目標及び調節方針	マネタリーベースを年間約60～70兆円ペースで増加
長期国債の買入れ拡充	保有残高を年間約50兆円ペースで増加 買入れの平均残存期間は7年
ETF・J-REITの買入れ拡充	ETF:保有残高を年間約1兆円増加 J-REIT:保有残高を年間約300億円増加
長期国債の買入れ方法	資産買入等基金と輪番オペを一本化 (同時に日銀券ルールを一時停止)
2%の物価安定目標の達成時期	2年程度の期間を念頭に置いて、 できるだけ早期に
金融緩和の継続	物価安定目標を安定的に持続するために必要な時点まで継続

(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1図：円ドル相場と日米マネタリーベース比の推移



(資料)日本銀行、FRB統計より三菱東京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)
2013年4月24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	2012年			2012年		2013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)	3.4	0.3	▲ 0.9 (3.9)	▲ 3.7 (0.4)	0.2 (0.5)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	2.0	0.2	▲ 0.1 (2.6)	▲ 0.5 (▲ 0.2)	0.3 (▲ 0.2)	▲ 0.4 (0.1)	1.7 (▲ 0.9)	▲ 1.6 (▲ 0.7)	0.6 (▲ 2.5)	
鉱工業生産指数	9.3	▲ 1.0	▲ 2.0 (5.3)	▲ 4.2 (▲ 4.6)	▲ 1.9 (▲ 5.9)	▲ 1.4 (▲ 5.5)	2.4 (▲ 7.9)	0.3 (▲ 5.8)	0.6 (▲ 10.5)	
鉱工業出荷指数	9.4	▲ 2.0	▲ 0.2 (8.0)	▲ 5.4 (▲ 4.5)	▲ 2.1 (▲ 6.0)	▲ 0.8 (▲ 5.6)	4.0 (▲ 7.5)	▲ 0.3 (▲ 3.9)	1.4 (▲ 8.8)	
製品在庫指数	3.9	9.6	0.0 (6.3)	0.3 (4.8)	▲ 2.5 (3.5)	▲ 1.2 (3.1)	▲ 1.2 (3.5)	▲ 0.4 (1.0)	▲ 2.0 (▲ 0.5)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	108.4	116.4	121.8 [121.1]	127.9 [116.5]	127.1 [115.0]	127.2 [115.6]	126.5 [112.7]	122.5 [113.5]	121.1 [110.4]	[115.3]
国内企業物価指数	0.7	1.4	▲ 0.3 (▲ 1.1)	▲ 0.8 (▲ 2.0)	0.0 (▲ 0.9)	▲ 0.1 (▲ 1.1)	0.4 (▲ 0.7)	0.2 (▲ 0.4)	0.5 (▲ 0.1)	0.1 (▲ 0.5)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.8	0.0	0.3 (0.0)	▲ 0.3 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.1)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	0.0 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.3)	
稼働率指数 (2005年=100)	88.0	87.4	89.8 [79.8]	85.0 [87.5]	83.1 [89.3]	82.2 [88.1]	84.6 [89.9]	86.0 [92.8]	86.6 [91.2]	[92.4]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	9.1	6.2	▲ 4.1 (▲ 1.7)	▲ 1.1 (▲ 4.6)	2.0 (▲ 0.8)	3.9 (0.3)	2.8 (▲ 3.4)	▲ 13.1 (▲ 9.7)	7.5 (▲ 11.3)	
製造業	18.3	5.9	▲ 5.8 (▲ 8)	▲ 3.2 (▲ 9.5)	▲ 3.9 (▲ 11.1)	3.9 (▲ 10.5)	3.0 (▲ 9.8)	▲ 13.2 (▲ 19.0)	8.6 (▲ 18.2)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.7	6.6	0.0 (3.1)	0.1 (▲ 1.3)	6.3 (7.4)	6.2 (9.1)	▲ 8.0 (1.6)	▲ 6.3 (▲ 1.5)	0.6 (▲ 5.5)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	21.4	5.4	0.7 (0.9)	▲ 4.8 (▲ 5.3)	▲ 6.0 (▲ 11.4)	0.0 (▲ 12.9)	8.4 (▲ 9.9)	▲ 5.8 (▲ 9.5)	4.0 (▲ 14.9)	
建設受注	▲ 5.2	7.1	(6.1)	(6.3)	(▲ 2.7)	(▲ 2.1)	(4.8)	(▲ 3.7)	(16.3)	
民需	▲ 2.6	3.7	(6.6)	(0.9)	(3.1)	(7.9)	(2.7)	(▲ 1.1)	(18.7)	
官公庁	▲ 12.1	22.7	(29.7)	(11.7)	(▲ 7.3)	(▲ 2.0)	(21.5)	(▲ 0.9)	(11.6)	
公共工事請負金額	▲ 8.8	▲ 0.5	(15.5)	(13.3)	(17.7)	(6.2)	(15.6)	(6.7)	(▲ 4.8)	(▲ 11.7)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	81.9 (5.6)	84.1 (2.7)	87.6 (6.2)	87.6 (▲ 1.1)	91.8 (15.0)	90.6 (10.3)	88.0 (10.0)	86.3 (5.0)	94.4 (3.0)	
新設住宅床面積	(9.0)	(2.5)	(5.1)	(▲ 2.7)	(12.2)	(8.5)	(8.4)	(7.2)	(3.5)	
小売業販売額	1.1	0.8	(2.5)	(0.1)	(▲ 0.0)	(0.9)	(0.2)	(▲ 1.1)	(▲ 2.2)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 0.9	▲ 1.2	1.7 (2.7)	▲ 1.4 (0.9)	▲ 0.7 (▲ 0.2)	0.1 (0.2)	▲ 0.1 (▲ 0.7)	1.9 (2.4)	2.2 (0.8)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.4	73.3	74.1 [74.0]	74.4 [73.1]	74.8 [74.2]	74.7 [73.8]	75.0 [74.1]	76.7 [73.7]	77.8 [72.7]	[73.0]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	7.9	0.8	0.0 (4.0)	▲ 2.8 (▲ 0.9)	▲ 0.3 (▲ 2.5)	0.5 (▲ 2.2)	1.1 (▲ 2.2)	▲ 0.6 (▲ 1.9)	2.0 (▲ 1.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	▲ 0.3	(▲ 0.5)	(▲ 0.7)	(▲ 1.0)	(▲ 0.8)	(▲ 1.7)	(0.1)	(▲ 0.8)	
常用雇用者数(前年差) (全産業・5人以上、万人)	23	52	138	131	133	128	137	26	23	
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.56	0.68	0.80 [0.61]	0.81 [0.65]	0.82 [0.71]	0.82 [0.71]	0.83 [0.72]	0.85 [0.74]	0.85 [0.75]	[0.76]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.0	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3	4.2	4.3	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.2	44.9	47.3 [38.0]	43.0 [48.4]	41.6 [46.0]	40.0 [45.0]	45.8 [47.0]	49.5 [44.1]	53.2 [45.9]	57.3 [51.8]
企業倒産件数 (実数、件数)	13,065 (▲ 11.3)	12,707 (▲ 2.7)	3,127 (▲ 5.5)	2,924 (▲ 5.9)	2,889 (▲ 6.8)	964 (▲ 11.9)	890 (▲ 13.7)	934 (▲ 5.1)	916 (▲ 11.7)	929 (▲ 19.9)

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	2012年			2012年		2013年		
			4-6	7-9	10-12	11月	12月	1月	2月	3月
通関輸出	14.9	▲3.7	(4.8)	(▲8.2)	▲5.5	(▲4.1)	(▲5.8)	(6.3)	(▲2.9)	(1.1)
価格	0.1	0.7	(1.3)	(0.6)	(4.2)	(3.6)	(7.3)	(13.0)	(15.3)	(12.1)
数量	14.7	▲4.3	(3.5)	(▲8.7)	(▲9.3)	(▲7.5)	(▲12.2)	(▲5.9)	(▲15.8)	(▲9.8)
通関輸入	16.0	11.6	(5.0)	(0.3)	(0.4)	(0.9)	(1.9)	(7.1)	(11.9)	(5.5)
価格	3.4	9.2	(1.7)	(▲2.6)	(1.1)	(1.8)	(1.9)	(8.3)	(12.1)	(11.7)
数量	12.4	2.2	(3.3)	(2.9)	(▲0.6)	(▲0.9)	(0.0)	(▲1.1)	(▲0.1)	(▲5.5)
経常収支(億円)	166,595	76,180	11,377	16,210	105	▲1,796	▲2,307	▲3,648	6,374	
貿易収支(億円)	64,955	(34,698)	▲11,298	▲15,144	▲18,744	▲8,508	▲5,723	▲14,793	▲6,770	
サービス収支(億円)	▲12,730	▲18,265	▲8,303	▲8,092	▲7,083	▲1,445	▲2,483	▲1,802	▲536	
資本収支	▲155,633	29,618	▲30,182	▲23,904	3,165	▲2,341	10,198	6,075	▲1,317	
外貨準備高(百万ドル)	1,116,025	1,288,703	1,270,547	1,277,000	1,268,125	1,270,848	1,268,125	1,267,299	1,258,809	1,254,356
対ドル円レート(期中平均)	85.69	79.05	80.17	78.62	81.16	80.87	83.64	89.18	93.21	94.75

3. 金融

	2010年度	2011年度	2012年			2012年		2013年		
			4-6	7-9	10-12	11月	12月	1月	2月	3月
無担保コール翌日物金利	0.091	0.077	0.078	0.085	0.084	0.086	0.082	0.083	0.087	0.078
			[0.067]	[0.078]	[0.079]	[0.077]	[0.078]	[0.080]	[0.085]	[0.084]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.356	0.331	0.333	0.327	0.318	0.318	0.308	0.292	0.269	0.250
			[0.332]	[0.330]	[0.329]	[0.329]	[0.329]	[0.331]	[0.332]	[0.332]
新発10年国債利回り (末値)	1.127	1.050	0.848	0.780	0.757	0.700	0.795	0.740	0.665	0.560
			[1.160]	[1.043]	[1.030]	[1.065]	[0.980]	[0.965]	[0.955]	[0.985]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.357	1.269	1.255	1.245	1.226	1.239	1.226	1.220	1.203	
			(▲0.014)	(▲0.010)	(▲0.019)	(▲0.003)	(▲0.013)	(▲0.006)	(▲0.017)	
日経平均株価 (225種、末値)	9,755	10,084	9,007	8,870	10,395	9,446	10,395	11,139	11,559	12,398
			[9,816]	[8,700]	[8,455]	[8,435]	[8,455]	[8,803]	[9,723]	[10,084]
M2平残	(2.7)	(2.9)	(2.4)	(2.4)	(2.3)	(2.1)	(2.6)	(2.7)	(2.9)	(3.0)
広義流動性平残	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.6)	(0.4)	(1.0)	(1.2)	(1.4)	(1.5)
貸出資金吸収動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(▲1.9)	(▲0.1)	(0.3)	(0.8)	(1.0)	(1.0)	(1.1)	(1.3)	(1.5)
	銀行計	(▲2.0)	(▲0.1)	(0.5)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.4)	(1.6)	(1.8)
	都銀等	(▲4.2)	(▲1.8)	(▲1.1)	(▲0.4)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.2)	(0.6)	(1.1)
	地銀	(0.6)	(1.9)	(2.4)	(2.9)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.2)
	地銀II	(▲0.4)	(1.1)	(1.3)	(1.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.4)
信金	(▲1.3)	(▲0.5)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.7)	(▲0.7)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.6)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.6)	(2.7)	(1.8)	(2.2)	(2.0)	(1.7)	(2.3)	(2.3)	(2.9)
	都銀	(2.6)	(1.9)	(0.7)	(2.1)	(1.7)	(1.1)	(2.1)	(2.1)	(2.7)
	地銀	(3.1)	(3.7)	(3.0)	(2.3)	(2.6)	(2.5)	(3.0)	(3.0)	(3.7)
	地銀II	(0.6)	(2.8)	(2.8)	(2.2)	(1.1)	(1.0)	(1.2)	(0.9)	(1.4)

(注) 金利は期中平均値。

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

II. 米国

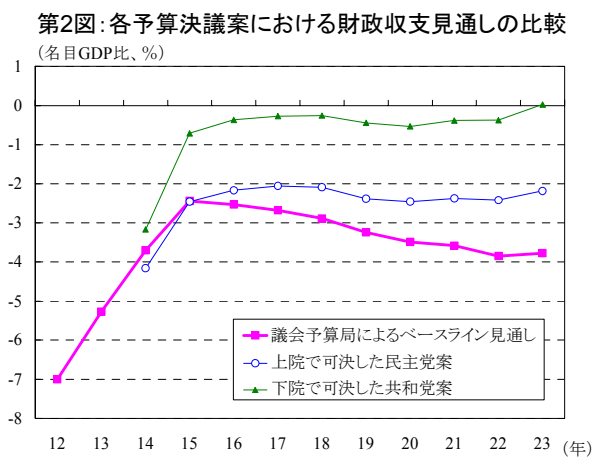
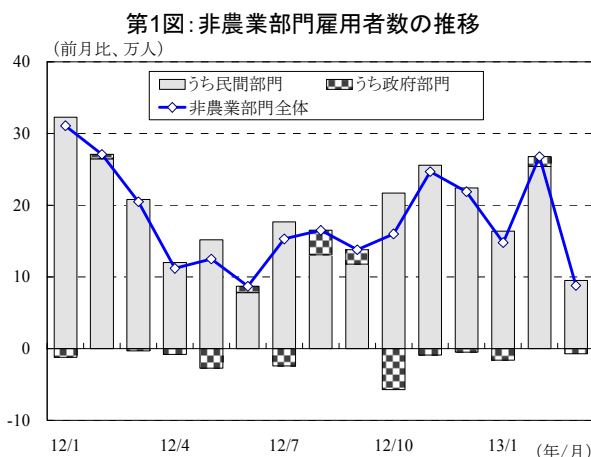
～景気回復ペースが鈍化、財政運営は引き続き不透明～

米国経済は再び回復ペースを鈍化させている。3月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+8.8万人となり2月の同+26.8万人から増加幅が大きく縮小(第1図)。3月のISM指数も製造業が51.3、非製造業が54.4と、拡大・縮小の境目である50を上回ったが、ともに2月から低下した。また、消費者マインドが悪化し、3月の小売売上は前月比▲0.4%と9ヵ月ぶりのマイナス幅となった。もともと、このような経済指標の「年初に改善が強まり、春先にかけて悪化する」動きは、過去2年と同様。季節調整の歪みなどから、経済活動の振幅が誇張されている可能性も考えられる。

さらには、住宅市場の安定的な回復に鑑みれば、足元で窺われる景気全般の減速が長期化することも想定し難い。3月の住宅着工件数は前月比+7.0%と伸び、住宅価格の上昇率も引き続き高まっている(1月のS&Pケースシラー住宅価格は前年比+8.1%)。先行指標とされる住宅建築業者景況指数などは、少なくとも向こう1年程度の住宅市場の回復持続を示しており、今後も景気全体を下支えしよう。

一方で、財政運営は引き続き不透明である。民主・共和両党は、2014会計年度の予算決議案において、向こう10年程度の財政再建ペースと手法を改めて提示したが、依然両党の隔たりは大きい(第2図)。オバマ大統領は、予算教書で社会保障関連の歳出削減を盛り込むなど、共和党の主張に幾分歩み寄る姿勢をみせているが、実際に予算を決定する議会において、民主党議員は必ずしも大統領に同調していない。現在の強制歳出削減措置を代替する財政再建策の交渉は、難航必至である。

金融政策では、景気回復ペースが鈍化したこともあり、現行の住宅ローン担保証券(MBS)と国債の買入政策が減額に至らず、当面継続される見込みである。3月の失業率は7.6%へ低下したが、就業者数の増加ではなく労働参加率の低下が主因であり、金融緩和策を早期に後退させる材料とはならないであろう。



(石丸 康宏、栗原 浩史)

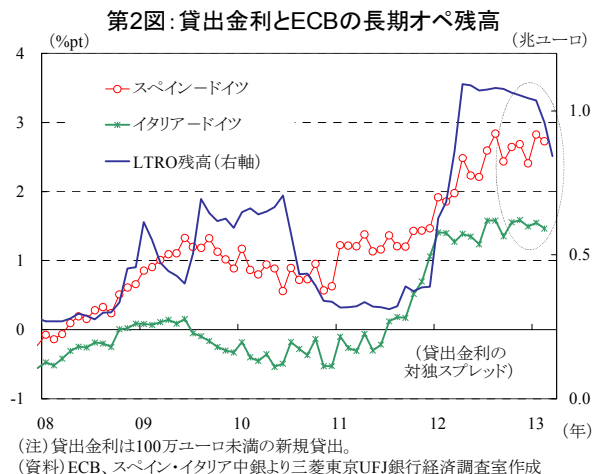
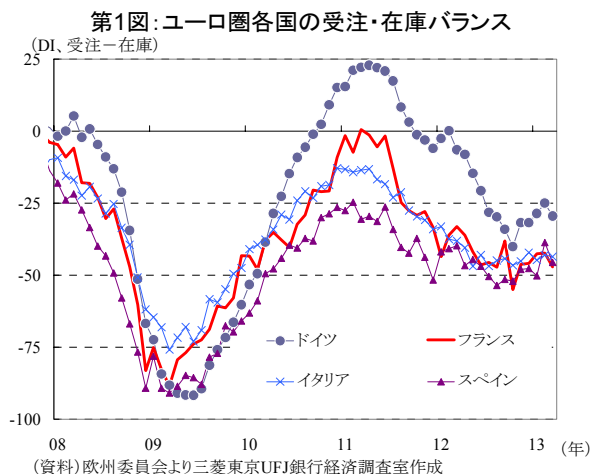
III. 西欧

～回復が遅れる欧州、債務問題の脆弱性も改めて確認～

欧州経済は第1四半期も低調な動きとなり、積極的な金融緩和により回復に向かう米国や日本と比べ、出遅れ感が目立っている。ユーロ圏の2月の鉱工業生産は前月比で若干増加したものの、前年水準を下回る状態が続いており、基調は引き続き弱い。ユーロ圏主要国の受注・在庫バランスをみると、ドイツでは受注動向に対する在庫の過剰感に改善の兆しも窺える。一方、フランスやイタリア、スペインでは、生産の底打ちは未だ確認できない（第1図）。また、景気の先行指標とされる購買担当者指数（PMI、総合）をみても、4月は前月から横ばいの46.5にとどまり、第2四半期も引き続き経済活動が弱いことを示唆している。

3月、銀行預金に対する課税を巡り混乱したキプロス問題は、10万ユーロ以下の小口預金を保護しつつ、大口預金の負担を増大させることで決着した。当局者はキプロスが特殊なケースであることを強調し、不安の鎮静化に努めたが、他の周縁国においても、預金者がヘアカットのリスクを懸念するようになった。さらに、不良債権問題を抱えるスロベニアの信用リスクをあらわすCDSスプレッドが上昇するなど、抜本的な解決策に欠ける欧州債務問題の脆弱性が改めて浮き彫りにされた。

こうしたなか、欧州中央銀行（ECB）は4月の定例理事会において、政策金利の据え置きを決定したが、ドラギ総裁はこの先景気が著しく後退する場合、「行動する用意がある」と強調した。また、他のECBメンバーからも利下げの可能性を示唆する発言が相次ぎ、日銀が量的・質的金融緩和を打ち出すなか、欧州でも利下げ期待は高まっている。しかしながら、2度の3年物長期資金供給オペ（LTRO）の早期償還が示唆するように、資金需要が弱い状況下では、利下げの効果も限定的とみられる。金融緩和効果を高めるためにECBは、高止まりしているスペインやイタリアの中小企業の借り入れ費用を軽減する方策を検討しており、今後の対応が注目される（第2図）。



(竹島 慎吾、大幸 雅代)

IV. アジア

～堅調な資本流入が続く ASEAN～

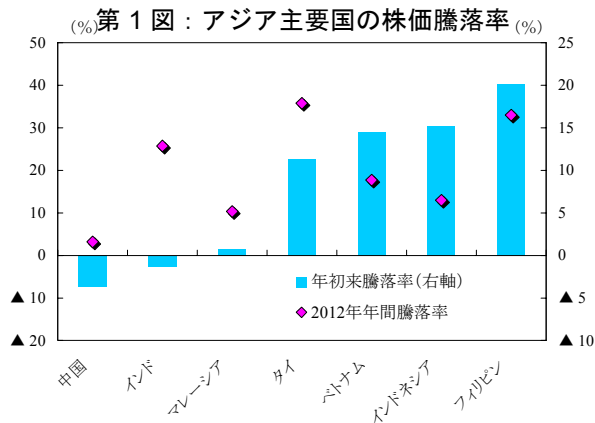
アジア新興国への資本流入が続いている。特に足元は、アジア主要国へ幅広く海外マネーが流入した昨年と異なり、景気が好調な ASEAN に集中している点が目を引く。アジア主要国の年初来の株価騰落率（4/23 時点）をみると、新政権発足後も景気回復の足どりが重い中国（同▲3.7%）や景気低迷が続くインド（▲1.3%）は下落した一方、景気好調なフィリピン（同+20.1%）やインドネシア（同+15.3%）、タイ（同+11.3%）には、ハイペースな資本流入が続いた（第1図）^(注)。

海外マネーは国債市場にも流入しており、国債の外国人保有比率はインドネシア（3月：32.6%）、タイ（2012年12月：16.4%）では過去最高水準まで上昇した。また、資本の一部は不動産市場にも流入しているとみられる。

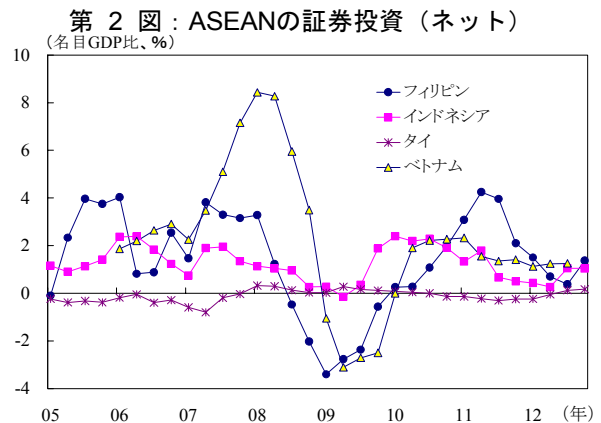
こうしたなか、懸念は資産インフレである。足元の証券投資（ネット）の名目 GDP 比はフィリピンで 1.4%、インドネシアで 1.0% など、経済規模に比して警戒水準にあるとは言いがたいが（第2図）、市場規模が小さい ASEAN だけに、政府は急速な資本流入を警戒している。フィリピン中銀は1月以降、通貨高抑制のため、市中銀行向け中銀定期預金金利を2度に亘り引き下げたほか、タイ中銀は、資産インフレを警戒し、資本流出入の監視を強化することを発表した。

中国の景気回復ペースが緩やかにとどまり、インドの景気低迷が長引くなか、アジア域内でもっとも堅調な成長が見込まれる ASEAN は、今後も資本流入の受け皿となることが予想される。また、日銀の「異次元」の金融緩和で、資本流入ペースが加速する可能性もある。かかる環境下、ASEAN は資産インフレの抑制という、難しい舵取りを求められている。

（注）景気低迷が続くベトナム（同+14.5%）にも資本が流入しているが、これは懸案のインフレの一服などで、中期的な成長期待が市場で再評価されているためと考えられる。



（注）年初来騰落率は4月23日時点。
（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



（注）後方4四半期移動平均。
（資料）CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

（竹島 慎吾、福永 雪子）

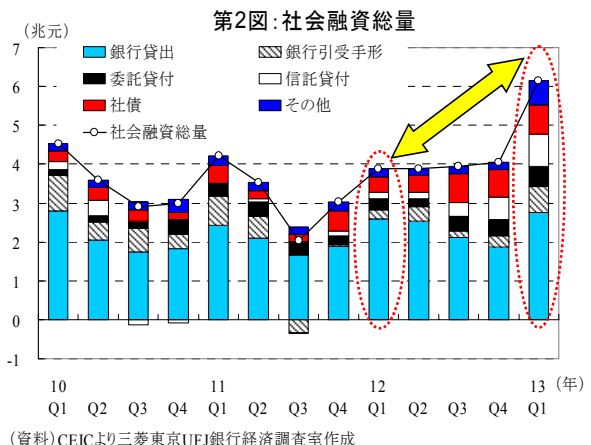
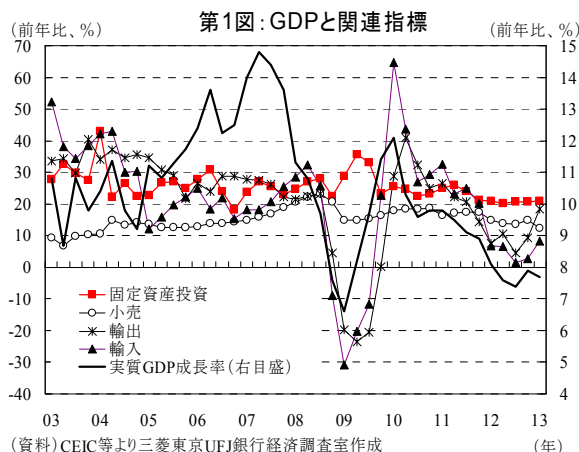
V. 中国

～予想外の景気減速が難度を高める新政権の経済運営～

第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比 7.7%と前期（同 7.9%）から低下し（第1図）、前期比ベースでも 1.6%と過去3四半期の約 2%からペースダウンした。市場では、中国の景気は前期の2年振りの加速により底打ちし、第1四半期も小幅加速と予測していたため、これに反した結果は世界各国の株価や商品価格の下落要因となった。

成長率低下の主因は消費減速で、新政権による汚職腐敗対策の強化が公費支出・接待需要のみならず、消費者マインド全般を萎縮させたとみられる。もっとも、これ自体は、市場の想定とさほど変わりはなく、市場の想定を下回ったのは、むしろ、投資であった。投資は、昨年半ば以降からの傾向として、輸送、水利などインフラ公共投資を牽引役に安定推移した。しかし、社会融資総量（実体経済が金融システムから獲得した資金の総額）が、シャドーバンキングの拡大もあり、前年同期の 1.6 倍にも膨らんだことで市場には投資に対する過大な期待が醸成されていたと考えられる（第2図）。なお、輸出は前年比+18.4%と、1年半振りに 20%近い伸びに達し、この結果、外需の寄与度は前期の 0.2%から 1.1%に拡大した。ただし、これは香港向けの同+74.1%、寄与度にして 10.5%ポイントという極端に高い伸びに押し上げられたもので、一部企業が貿易決済を装って投機資金を流入させたことによる水増しとの指摘が出ている。そうだとすれば、成長率は実態的にはさらに低いということになる。

一方では、シャドーバンキングの拡大、不動産価格の再上昇などバブル懸念が再燃し、国債格下げにも発展しており、対策が強化され始めたところである。景気減速とバブル懸念の併存は新政権の経済運営を一段と難しいものになっている。加えて、足元の鳥インフルエンザ感染の広がり、2003年の SARS 禍を想起させる。SARS は情報公開を含む政府の対応の遅れもあって感染が拡大し、大きな人的被害に加え、消費を中心に大幅な成長減速を招いた。鳥インフルエンザ問題は先行きの不透明感をさらに強めており、これも含め、今後の経済動向には一段と肌理細かい注視を要しよう。



(竹島 慎吾、萩原 陽子)

VI. オーストラリア

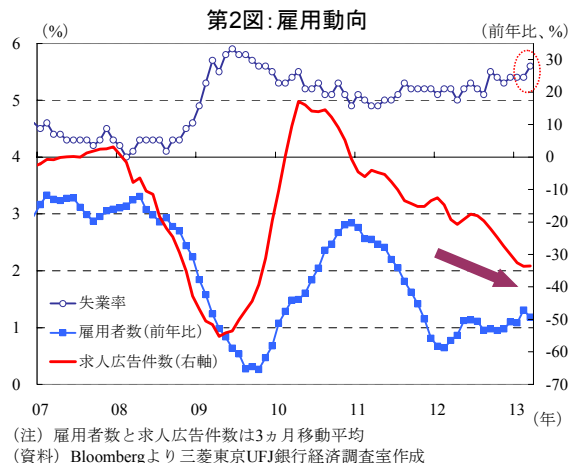
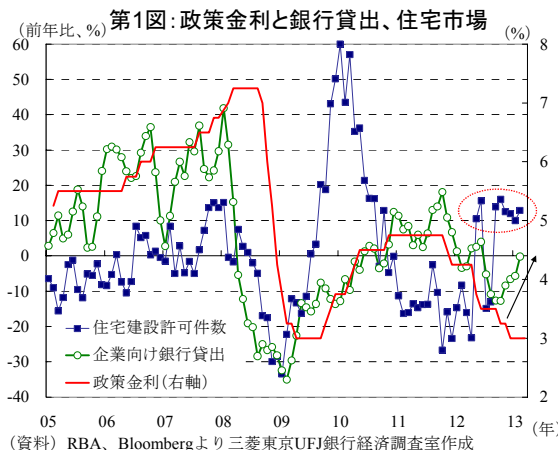
～利下げ効果が顕在化するなか、中銀は様子見姿勢を継続～

豪州経済は景気減速に歯止めがかかっているが、足元の経済指標は強弱まちまちである。豪州準備銀行（RBA）は4月2日の理事会において、世界経済の下振れリスクが後退していると評価し、政策金利を3会合連続で過去最低の3.00%に据え置いた。

RBAによる今次局面1.75%ptの利下げ効果は顕在化しつつある。住宅市場をみると、住宅ローン金利が低下するなか、住宅建設許可件数は、二桁の伸びを維持している（第1図）。これらを好感して消費者マインドは明るさを取り戻し、小売売上は緩やかな伸びを確保した。また、貸出金利の低下や世界経済の持ち直しを受けて、企業マインドも底打ちがみられ、企業向け銀行貸出は上向きつつある。

他方、雇用統計では景気の陰りが浮き彫りとなった。3月の失業率は5.6%と、3年半ぶりの水準まで悪化した。雇用者数も前年比+0.9%と緩慢な伸びにとどまり、その先行指標とされる求人広告件数も同▲32%と、雇用は当面の軟調な推移を示唆している（第2図）。さらに、4月15日に発表された中国の第1四半期の実質GDP成長率は前年比7.7%と、景気回復の足取りが重いことが明らかになった。中国を最大の輸出相手国とする豪州では、同国向けを起点とした輸出の持ち直しが期待されていただけに、発表後、豪ドル相場が大きく下落するなど、輸出の先行きに対する不安が一段と高まった。

4月のRBA議事録では、累積的な金融緩和の効果が顕在化していることの評価を強めた。ただし、「一段の緩和余地がある」との認識を改めて示し、利下げ効果の更なる浸透を期待する一方で、豪ドル高や財政健全化、資源ブームのピークアウトなどの逆風に対応するべく、追加利下げに含みを残した。第1四半期の消費者物価上昇率は前年比2.5%と、中銀の目標圏内で安定して推移しており、景気が想定以上に下振れした場合は追加利下げに踏み込む可能性が残されている。



(竹島 慎吾、大幸 雅代)

VII. 原油

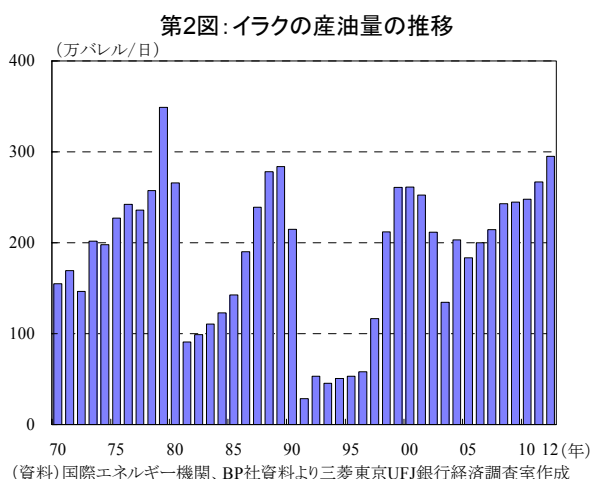
～注目されるイラクの産油量増加～

原油価格（WTI 期近物）は、2月下旬から3月中旬にかけてキプロス問題などが重石となり、1 バレル 90～93 ドル台のレンジで軟調に推移した後、同月下旬のキプロス支援合意を受けて、同 97 ドル台まで再上昇した（第1図）。一方、4月に入ってから、世界景気の先行き不安などから下落に転じ、足元では同 90 ドルを割り込む状況となっている。

原油市場では米国シェールオイルの生産拡大が注目されているが、イラクにおける原油生産の回復も見逃せないところである。イラクの産油量はイラン・イラク戦争（1980～88年）、湾岸戦争（1991年）、イラク戦争（2003年）の際に急減したが、その後の情勢改善に伴い回復傾向にある。特に2012年は、輸出拠点が新設されたこと等から産油量が日量295万バレルに達し、1979年以来の高水準となった（第2図）。2012年はイランの産油量が欧米の経済制裁の影響等により大きく減少したが、結果的にはイラクの増産分がイラン減産分を相殺する役割を果たした。

イラクはベネズエラ、サウジアラビア、カナダ、イランに次いで豊富な原油埋蔵量を保有しているが、イラン・イラク戦争以降、新規油田開発は停止していた。しかし、2009年に1回目の国際入札が実施され、大手外国石油会社が落札した。治安情勢や未整備の法体制などへの懸念はあるが、油田開発への期待は大きく、今年（2012年）は5回目の国際入札が予定されている。また、国際エネルギー機関（IEA）は「世界エネルギー見通し2012」において、イラクは2030年代までにサウジアラビアに次ぐ世界第2位の原油輸出国になるとの見通しを示しており、今後、原油供給国として存在感を高めてくるものとみられる。

中期的には、世界の原油需要は新興国を中心として増加が見込まれているが、イラクや米国の供給力拡大により需給バランスが緩和する可能性もあろう。



（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、宜しくお願い申し上げます。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。