

2012年10月2日

報道機関各位**調査レポート****2012 / 2013 年世界経済見通し(2012年10月)**

～ 欧州の低迷、中国の減速、米国の緩やかな回復～

三菱UFJフィナンシャル・グループの総合シンクタンクの三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社(本社:東京都港区 社長:水野 俊秀)は、「2012 / 2013 年世界経済見通し」を発表いたします。

詳細は、添付資料をご参照ください。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL:03-6733-1070

本資料は、経済研究会にて配付しております

調査レポート

2012 / 2013 年世界経済見通し(2012年10月)

～ 欧州の低迷、中国の減速、米国の緩やかな回復～

2012年の世界経済の成長率は3.1%に低下するが、2013年は欧州危機の再燃を回避し、中国で追加の景気支援策が実施されることを前提に、成長率は3.6%に持ち直す見込みである。米国で緩やかな回復が続いていることが、2012～13年にかけて世界経済のアンカーの役割を果たす。

中国では内外景気の鈍化をきっかけに、高成長期の過剰投資による設備過剰が表面化し在庫調整圧力が高まっている。このため2012年の成長率は7.7%と、リーマン・ショック後を下回り13年ぶりの低成長にとどまる。こうした中、政府は景気支援に本腰を入れ始めている。追加の支援策が打出されることにより、2013年の成長率は8%程度に持ち直す。

欧州の財政金融危機は、ECBの南欧国債買い取り表明に加え、経済統合の強化と引き換えに危機国への資金支援を継続する方針で各国政府の足並みがそろい始めたこともあり落ち着きがみられる。このためユーロ圏の景気は今年末から持ち直しに転じる。もっとも、危機国の景気低迷は中核国に波及してきており、2012年の-0.5%に続き2013年も0.3%とゼロ成長にとどまる。

米国は雇用の回復ペースは緩慢だが可処分所得の増加は続き、所得と消費の好循環がみられる。住宅市場は本格回復が視野に入り、企業収益は2013年にかけて3年連続で過去最高益を更新する見通しである。「財政の崖」は年末議会で政治決着が見込まれるが、そのさい財政再建策がセットで示される公算が大きく、2013年も政府支出の減少が続く。このため、成長率は2012年2.2%、2013年2.0%と景気回復は緩やかなペースにとどまる。

リスク要因は、中国景気の持ち直しのタイミングの遅れと、欧州危機の再燃である。欧州では危機の原因である双子の赤字と低成長に改善のメドが立っていない。スペインやイタリアでは、信用収縮をきっかけに個人消費や設備投資が歴史的な落ち込みをみせ、国内景気の低迷を背景に政治リスクが高まっており、対応を誤れば危機再燃のリスクをはらむ。世界的には雇用の改善と財政再建が各国が取り組むべき最優先課題であり、持続的な経済成長と政府債務削減の道筋を早期につけることが求められる。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 細尾 忠生 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL : 03-6733-1070

1 . 2012～13年の世界経済

米国、欧州、中国の動向

2012年の世界経済の成長率は3.1%と、好不況の目安である3%近くまで成長率が低下し、景気の減速感の強い1年となろう。一方2013年の成長率は3.6%と、欧州危機が一段の混迷を回避し、中国も景気対策で下支えされることにより、世界全体でも緩やかな持ち直しが期待できる（次頁図表1）。

米国は緩やかな景気回復が定着している。雇用の回復は鈍いものの、家計の所得回復を背景に個人消費の増勢が続いている。景気回復の重石となっていた債務調整も完了の目処がついている。そうした中、住宅投資は本格回復が視野に入り、企業収益は2013年にかけて3期連続で最高益の更新が見込まれる。政府支出の減少が続いて景気を抑制するものの、民間最終需要は総じて堅調である。

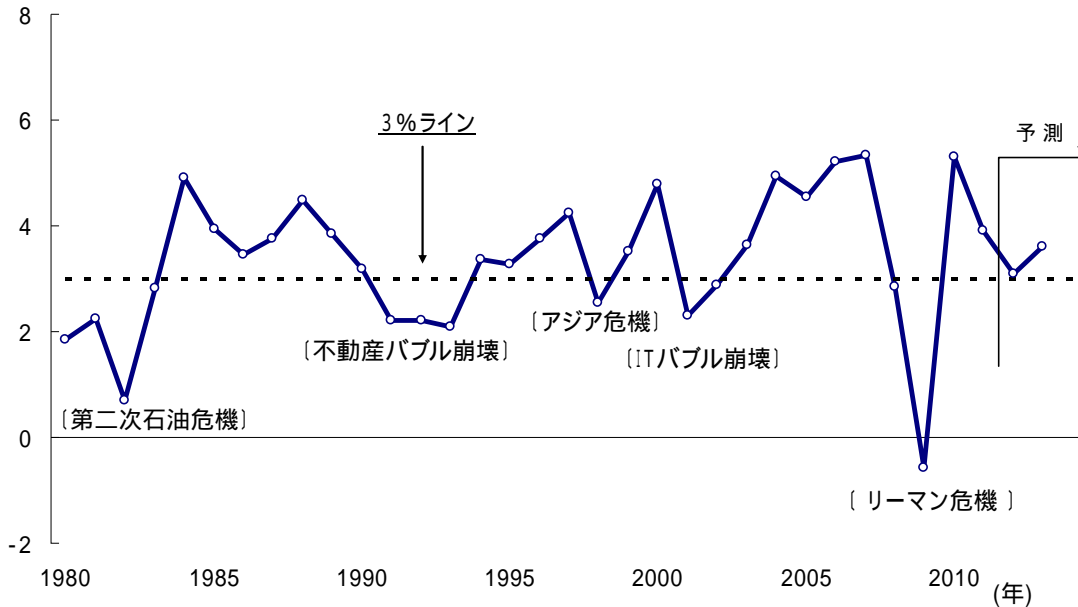
欧州の財政金融危機は、ECBが南欧国債の購入を表明したことをきっかけに落ち着きが見られる。一方、危機の原因である双子の赤字と低成長が続き、財政再建の道筋はいっこうにみえない。南欧各国は財政再建と構造改革に取り組むものの、具体的成果に結びつくまで数年単位の時間を必要とするため、危機再燃のリスクは高いままである。ドイツなど主要国は、統合強化と引き換えに資金支援を継続する方針を示しているものの、スペイン、イタリアの政治リスクの高さが最大の懸念材料である。財政危機と銀行危機の負のスパイラルが強まる中、欧州発の第2のリーマン危機を回避し、欧州に影響を封じ込めるような政策対応が求められる。

中国では、世界的な景気減速による輸出鈍化の影響に加え、リーマン・ショック後の4兆元の景気対策効果が一巡したことや、不動産バブルやインフレに対処するため昨年まで実施した金融引締めの影響が景気の足を大きく引っ張っている。このため、消費は底堅いものの、過剰投資による在庫調整や国有企業の設備投資の減少など、企業部門を中心に景気の減速感が強まっている。国務院は9月初め、4月からの公共投資認可額が1兆元を超えたと発表するなど景気の下支えに動き始めた。もともと、銀行融資の推移をみるかぎり、これまでの景気対策の効果は限定的にとどまり追加の景気対策が求められる。追加の支援策が実施されれば、2013年の成長率は持ち直し安定成長が達成されるであろう。

なお成長率は低下しているとはいえ、600兆円近い経済規模をベースに名目ではいまだ10%成長を続ける。このため年々の経済規模の増分は、GDPが2～300兆円にすぎなかった数年前と比べ拡大している。中国の成長の果実をめぐり、底堅い消費セクターを中心に世界の企業による競争は激化しており、中国景気減速の影響は国や企業で異なる。

(前年比、%)

図表1. 世界経済の成長率



(注1) 世界経済の低迷が懸念されている時の成長率は3%を下回っていたため、3%ラインは好不況の目安とみることができる

(注2) 2012～13年は当社予測値

(出所) IMF

世界経済を下支えする米国～米欧景気のデカップリング

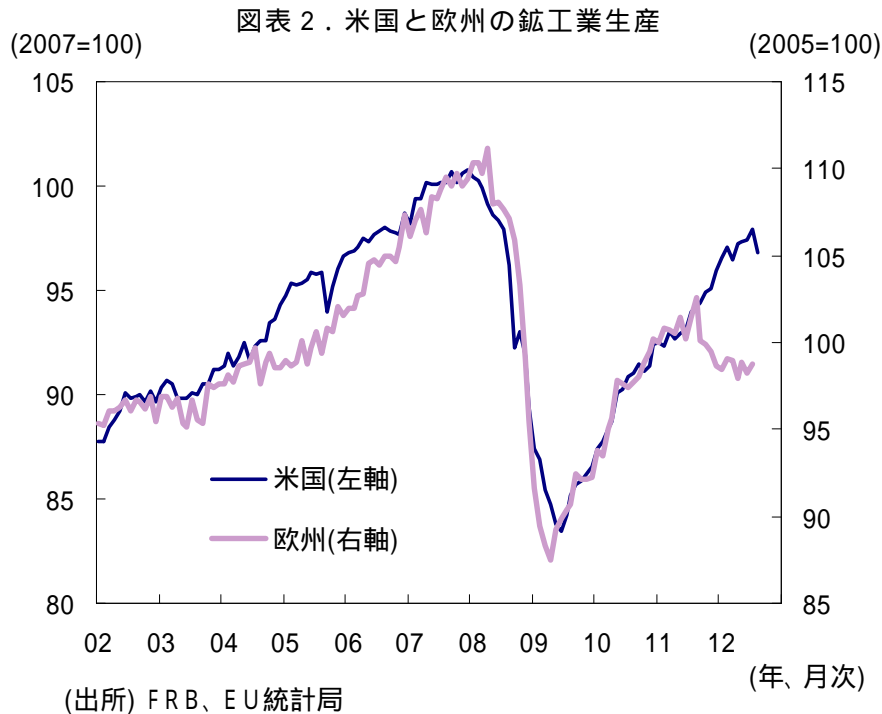
F R Bはバーナンキ議長の議会証言やF O M Cの議論の中で、米国の財政不安と欧州危機の2つを景気のリスク要因に指摘している。企業決算をみても、欧州の事業ウエイトが高い企業では収益の下ぶれが目立っており、欧州の混乱の影響が懸念される。

しかし、代表的な景気指標である鉱工業生産をみると、増加が続く米国と、減少傾向で推移する欧州では対照的な動きを示しており、米欧景気のデカップリングが鮮明になっている(次頁図表2)。

米国の鉱工業生産が増加しているのは、販売が好調に推移している自動車が生産全体を押し上げているためである。また、輸出先で1、2位を占めるカナダ、メキシコの景気が、資源高や海外企業の進出ブームを追い風に底堅く、輸出が12四半期連続で増加していることも、電子製品や産業機械などの輸出品の生産を押し上げている。

米国の新車販売は年間では1,400万台程度への回復が見込まれ、販売好調を受けてメーカー各社はフル操業を続けている。ディーラーは強気の販売姿勢を崩しておらず、販売が頭打ちになる場合にも、値下げや奨励金の積み増しなどで対処の余地がある。自動車市場を取り巻く環境は良好であり生産の増加傾向は今後も持続する公算が大きい。

もちろん、ギリシャのユーロ離脱やスペイン、イタリア情勢の一段の悪化など、リーマン・ショックに匹敵する事態が起きれば影響は避けられない。内閣府の分析によれば、南欧諸国のデフォルトは、米国でGDP比4.8%、日本で同2.6%の信用収縮を発生させ、その分GDPが下押しされることになる。もっとも、欧州の対応は抜本解決には遠いながらも、最悪の事態の回避には辛うじて成功している。欧州の混乱の影響を世界に拡散させないような対応が今後もとられれば、米国への影響も限定的にとどまろう。



米国の経常赤字と世界経済

米国の経常赤字は2006年に8,000億ドルまで拡大したが、リーマン・ショックをきっかけに半減した。個人消費を押し上げていた過剰債務の調整にともなって輸入が減少したことが経常赤字が減少した主因であった。このため、当時は債務調整に相当な時間を要するため、米国の経常赤字は減少が続くとの議論が支配的であったが、実際には景気回復にともない米国の経常赤字は再び増加に転じている(次頁図表3)。

赤字が拡大すると米ドルの信認を低下させると心配されてきたものの、有事のドル買いやリスク回避のドル買いなど、ドルへの信認は変わらずに国際金融の基礎を形成している。むしろ、米国の赤字は輸入拡大を通じて世界経済の成長をけん引する構図にある。

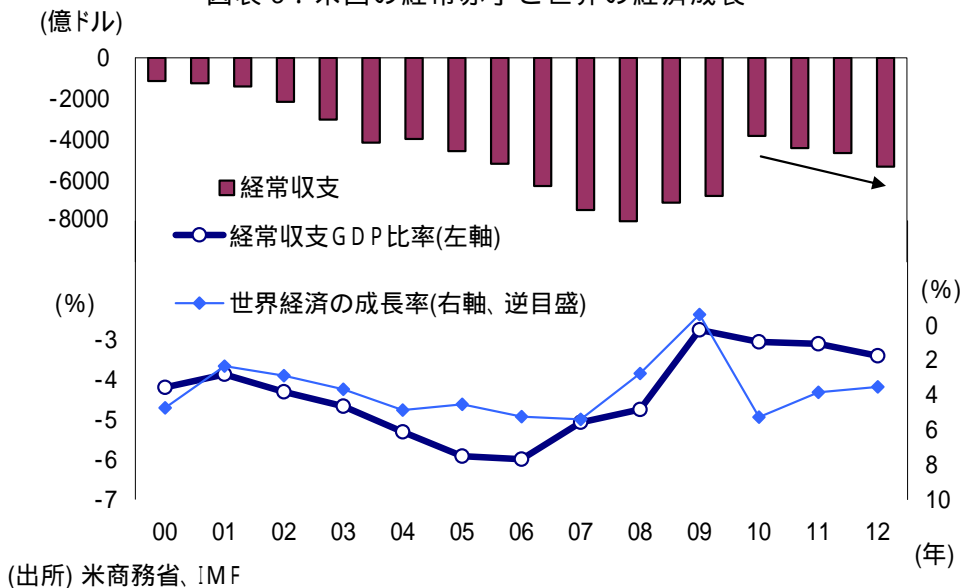
上述のとおり米国は債務調整にともない過剰消費傾向を改善する必要があったため、こうした構図が変化すると指摘されたが、景気が良くなれば輸入が増え、輸入が増えれば経常赤字が増加する単純な図式に変化はみられない。

たしかに、経常赤字はリーマン・ショック前と比べ 6 割程度の水準にとどまっている。これは、米国の景気回復にともない輸入が伸びたが、輸出がそれ以上に伸びたためである。赤字がピークをつけた 2006 年と 2011 年を比較すると、名目 GDP が 13% 増加したことで、輸入も 19% 増えたが、一方輸出は 44% も増加した。このため、経常赤字の増加はこれまで限定的にとどまった。しかし、景気と輸入の関係はリーマン・ショックの前後で変化はみられず、名目 GDP の回復に比例して輸入も増加した。

この結果、世界経済が減速しているにもかかわらず、米国経済が底堅く推移しており、米国は輸入や経常赤字の拡大を通じて世界経済失速を回避するアンカーの役割を担っている。たとえば中国では欧州向け輸出のウエイトが 2 割と大きいいため欧州低迷の影響が懸念されているが、米国向け輸出も 20% 近くあり、その上、その大半が最終消費地の米国に向かうとみられるアジア向け輸出のウエイトは 5 割にのぼり、欧州以上に米経済の影響を強く受けている。

米国では住宅市場の好転に加えて個人消費も勢いを取り戻し、小売企業はクリスマス商戦に強気の見通しを示し始めている。米国景気の減速懸念は、メディアや金融市場で誇張されるきらいがあることにも注意が必要である。米国経済は緩やかな回復が見込まれ、2012～13 年の世界経済を下支えする公算が大きい。

図表 3 . 米国の経常赤字と世界の経済成長



2. 中国経済の減速

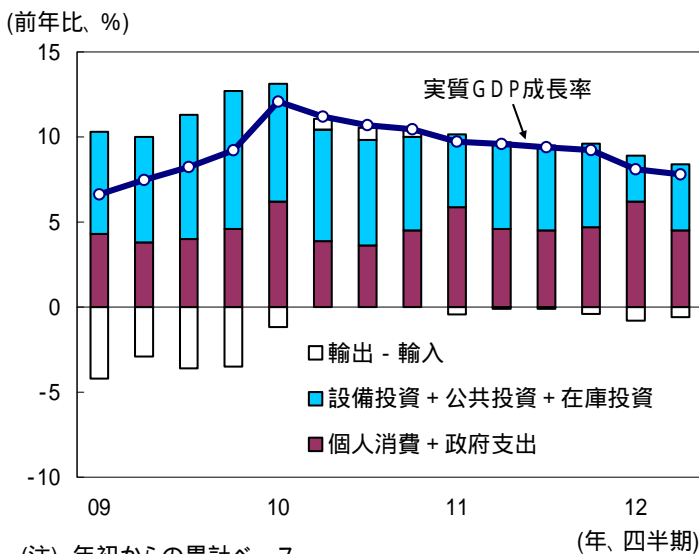
(1) 投資主導の景気減速

3年ぶりの低成長

中国国家统计局が発表した2012年第2四半期(4~6月)の実質国内総生産(GDP)は前年同期比7.6%増と、3年ぶりに8%を下回った。

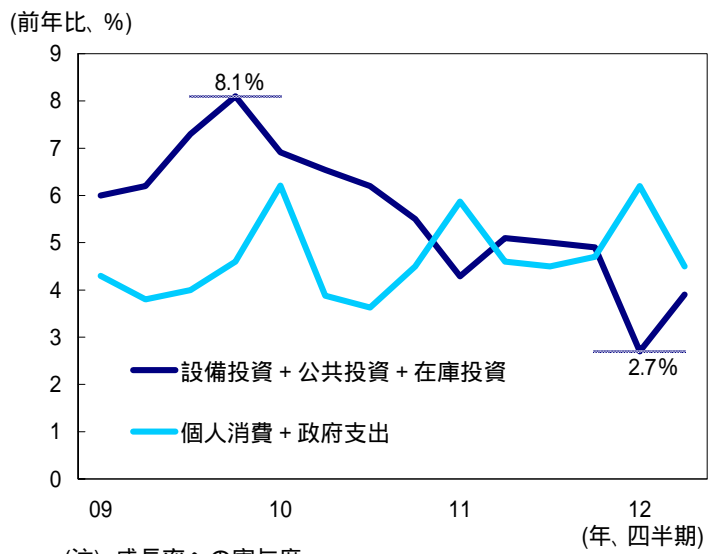
成長率低下の要因をみると、政府と民間の最終消費(個人消費と政府支出)は底堅いが、総固定資本形成(設備投資、公共投資、在庫投資)の成長率への寄与度は、ピーク時に8%あったのが3%を下回る水準まで低下したため成長率を押し下げている(図表4、5)。

図表4. 中国の成長率の内訳



(注) 年初からの累計ベース
(出所) 中国国家统计局

図表5. 投資の減速 / 堅調な消費



(注) 成長率への寄与度
(出所) 中国国家统计局

過剰設備と過剰生産 ~ 移行期の中国経済

中国は2003年から5年連続で10%を越える高成長が続き、リーマン・ショック後は4兆元(当時の為替相場でおおよそ54兆円)の景気対策で世界経済のエンジン役を担った。しかし現在の中国は、高成長から安定成長への移行期に直面している。

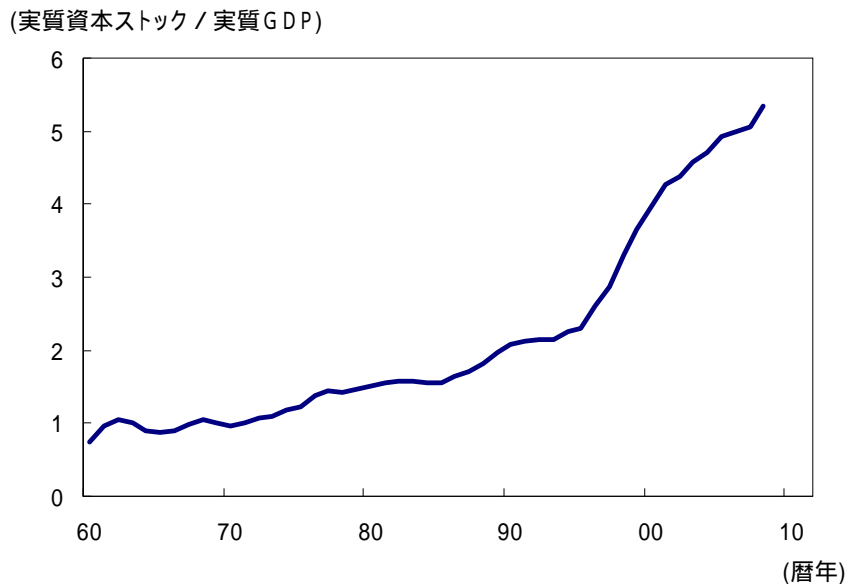
リーマン・ショック前の世界経済は、米国の住宅バブルをはじめバブル状態にあったため需要も増大し、それを満たす供給元であったのが「世界の工場」の中国であった。リーマン・ショック後も大型の景気対策が需要を生み出した。

しかし、リーマン・ショックと景気対策の効果一巡で需要拡大が一服すると、その影響を強く受けるのも「世界の工場」の中国である。好調時の水準に合わせて設備投資を行い生産を拡大させていたため、これまでの工場設備が過剰になっている。こうした事情を背景に、中国の港には石炭や鉄鉱石が山積みされ、在庫が積み上がったまま放置されるようになった。

中国経済の先行き不安が高まるにつれて、不動産バブル崩壊が懸念されるようになった。しかし、都市化が始まったばかりの中国では住宅に対する実需が強い。米国の住宅バブルや日本のかつての不動産バブルと異なり、借金を重ねて不動産投資に走った人が少ないことからバブル崩壊とはいえないだろう。政府が住宅投機を規制し不動産投資が盛り上がらないのは確かだがバブル崩壊と考えるのは早計である。

ポイントは過剰な投資傾向がみられたのは不動産だけだったのかということである。不動産投資と同じくらい、あるいはそれ以上に企業の設備投資にも過剰投資傾向がみられたことは最近の学術研究でも示されている（図表 6）。

図表 6 . 中国の資本係数
 ~ 経済規模と資本ストックの比 ~



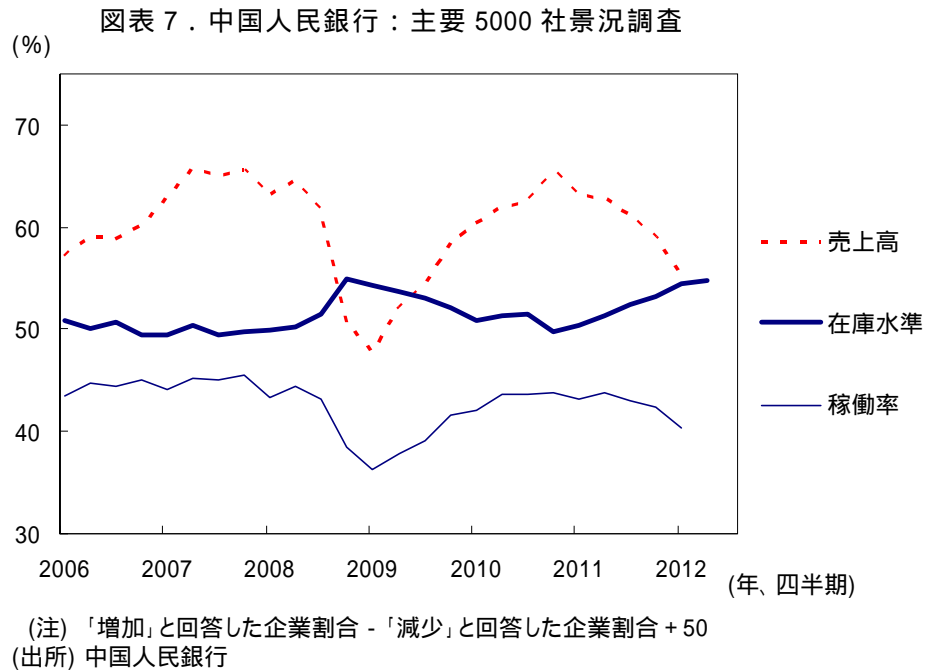
(出所) Harry X. WU, "Accounting for China's Growth in 1952-2008: China's growth performance debate revisited with a newly constructed data set," RIETI Discussion Paper Series 11-E-003

中国の都市部では中間層が拡大し、成長の波は沿岸部から内陸部に波及し始めている。中国経済の成長が今後も続くことに疑いの余地はない。

しかし、企業の立場では風景が異なる。10%成長に目線を合わせていたところから、世界経済バブルの崩壊と景気対策の終了にともない7%成長まで目線を下げる必要に直面している。生産能力をフル活用すれば作ったものが売れ残るリスクを抱えている。このため在庫調整圧力が高まり、生産や設備投資を抑制する必要が生じている。

この構図は公式統計でも確認できる。中国人民銀行（中央銀行）が四半期毎に実施する企業の景況調査をみると、売上げが減少し在庫水準が増加したため、設備稼働率を引き下げる必要に直面している（次頁図表 7）。在庫水準指数は 54.8 と、リーマン・ショック直後の 54.9 に並ぶ水準まで悪化した。世界経済バブルや景気対策など需要に裏打ちされてい

た間は表面化しなかった中国の過剰設備問題が、内外の成長減速とともに表面化し、過剰投資、つまり作り過ぎに起因する在庫調整圧力が高まっている。



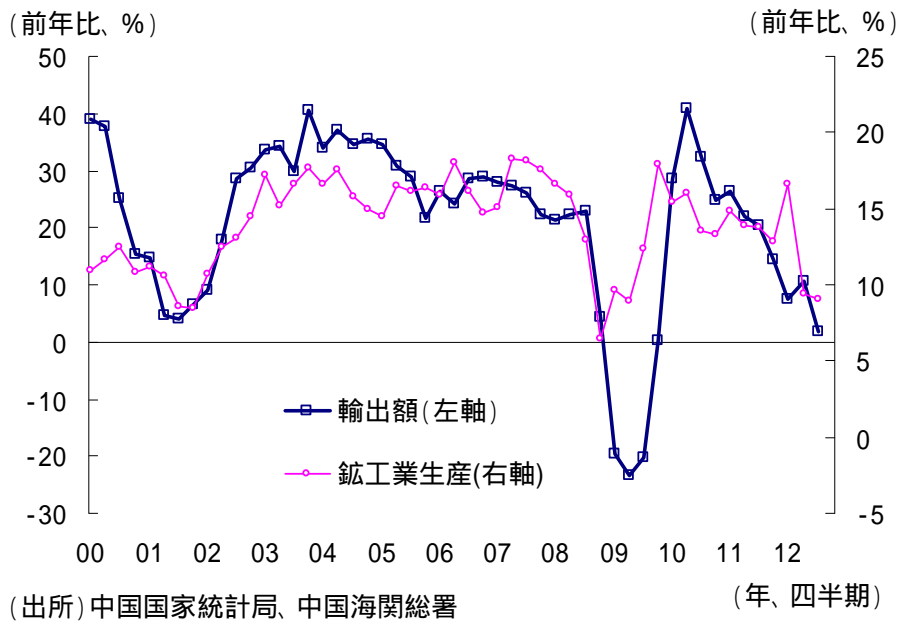
(2) 在庫調整圧力を高める輸出の鈍化

中国海関総署（税関当局）が発表した 8 月の通関輸出金額は、前年比 3% の低い伸びにとどまった。

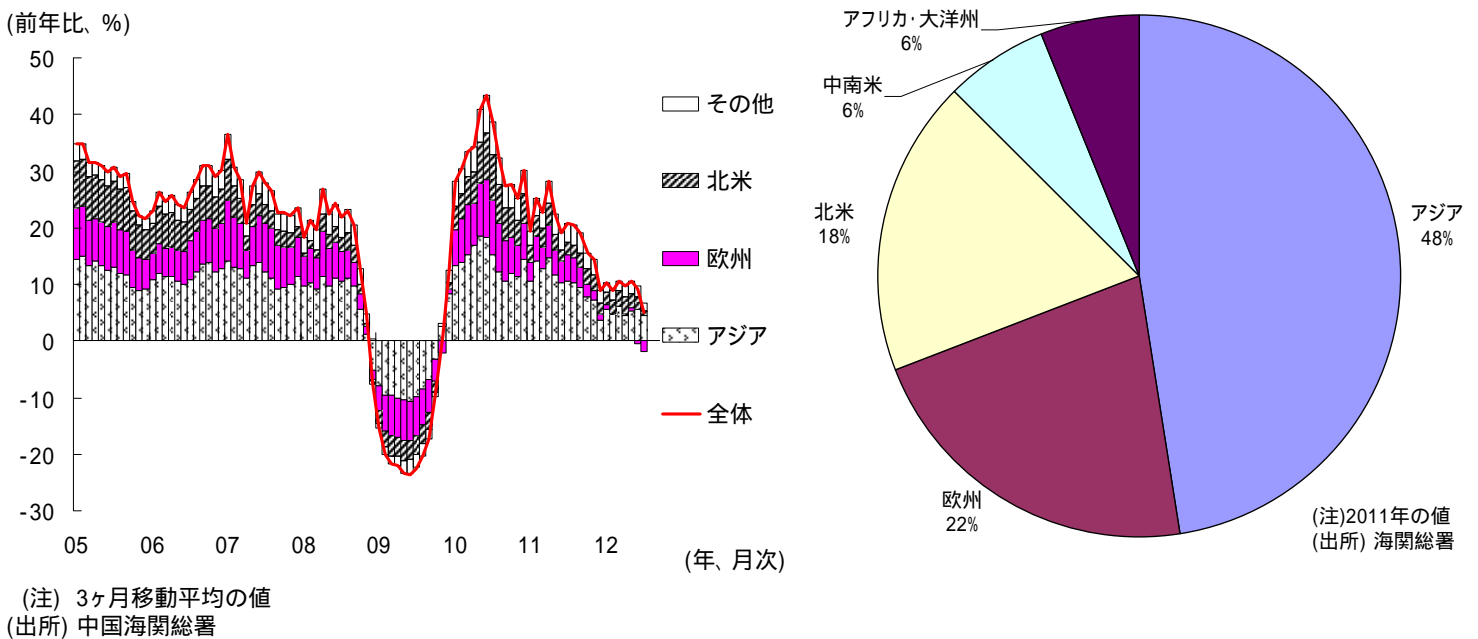
住宅投機抑制策を受けた住宅市場の冷え込みや公共投資の鈍化、過剰設備や過剰在庫の調整圧力が高まる中で、欧州危機などによる外需の減速も足を引っ張り景気減速に歯止めがかからない状況にある（次頁図表 8）。

輸出の地域別内訳をみると、欧州向けは前年割れに転じた。ウエイトは 2 割程度であり減少幅も大きいため輸出全体を下押している（次頁図表 9）。加えて半分のウエイトを占めるアジア向けや 2 割程度を占める米国向けでも鈍化傾向が鮮明になっており、米国やアジアなど新興国の景気減速の影響を受けている。また、人件費上昇にともなう工場拠点の中国外への移転や、主力輸出品であるパソコンの世界的な販売鈍化の影響なども輸出が鈍化した要因である。

図表 8 . 輸出と鉱工業生産



図表 9 . 輸出の地域別寄与度



(3) 政策対応の変化

金融引締めからの微調整

リーマン・ショック後の4兆元の景気対策は、経済を浮揚させた反面、副作用ももたらした。不良債権、インフレ、住宅バブルである。このため政府は金融引締めへ転じ、昨年7月まで6度にわたり利上げを実施した。

金融引締め策は住宅市場での投機規制と合わせて効果をあげ、食料品を中心にインフレは沈静化し、住宅価格はわずかだが下落に転じた。しかし、民間企業を中心に資金繰りの悪化が目立ち始め、中小企業が資金繰り破たんする事例が相次いだ。

このため昨年秋以降は「政策の微調整」をキーワードに、金融引締め策の部分的な緩和策を探り始め、預金準備率を3度、貸出金利を2度にわたり引き下げた（図表10、12）。

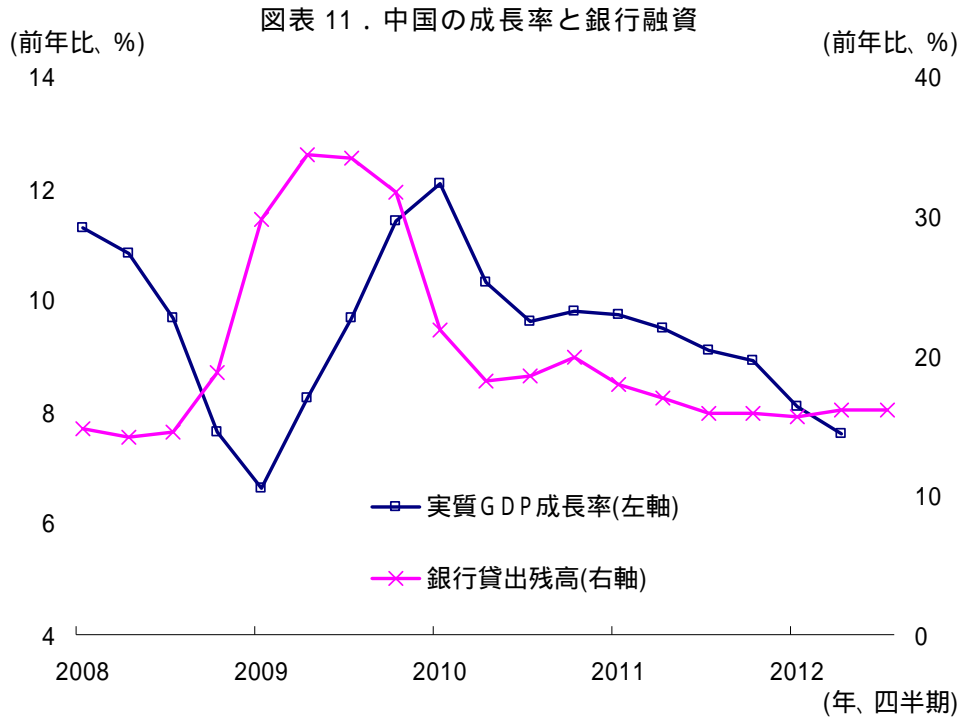
図表10．中国の経済政策：（昨秋～今年春）

2011/10/初	浙江省などで中小企業の資金繰り悪化が表面化
10/6	温家宝首相、中小企業の資金繰り支援を表明
10/25	温家宝首相、「経済政策の微調整が必要」
12/5	預金準備率を引下げ
12/14	中央経済工作会議、「穏健な金融政策の継続」、「安定的な経済成長の維持」を決定
2012/2/7	中国人民銀行、1軒目の住宅を購入する際のローン需要に応える」との方針を表明
2/10	温家宝首相、「第1四半期に経済政策を微調整」、不動産価格の抑制策継続も表明
2/24	預金準備率を引下げ
3/5	12年の経済成長率目標を7.5%に。従来の8%前後から引下げ
5/18	預金準備率を引下げ

(出所) 各種報道より作成

リーマン・ショック後の景気対策は、財源のかなりの部分を銀行融資が占め、銀行も自ら融資を積極化したため、銀行融資が異常な水準に急増した。銀行融資と中国の成長率の関係を見ると、景気対策に付随する貸出増加にともない成長率が加速したが、その後の金融引締めにより、融資が抑制され成長率が低下したことが読み取れる（次頁図表11）。

一方、中国が「政策の微調整」を始めると、新規融資の伸びの低下には歯止めがかかったが、融資額は目立ったほど増えていない。政策転換を模索し始めた当初は、政府が景気の下支えにさほど積極的でなかったため政策効果は乏しかったといえる。



下振れ懸念を強め、安定成長を重視

しかし、内外需の減速が鮮明になり始めた結果、温家宝首相は5月に地方視察を行い、安定成長を重視する方針を表明し、公共投資100件を前倒しで承認した。

この動きをきっかけに、景気下支えによる安定成長重視への政策方針転換が注目された。しかし、その後も景気の減速が続いたため、要人発言や国務院声明では、「経済の下振れリスク」と「安定成長重視」が繰り返し強調されるようになった。9月に入ると、4月からの大型公共投資の承認件数を公表し、現地報道では総額が1兆元にのぼるとされている（次頁図表12）。

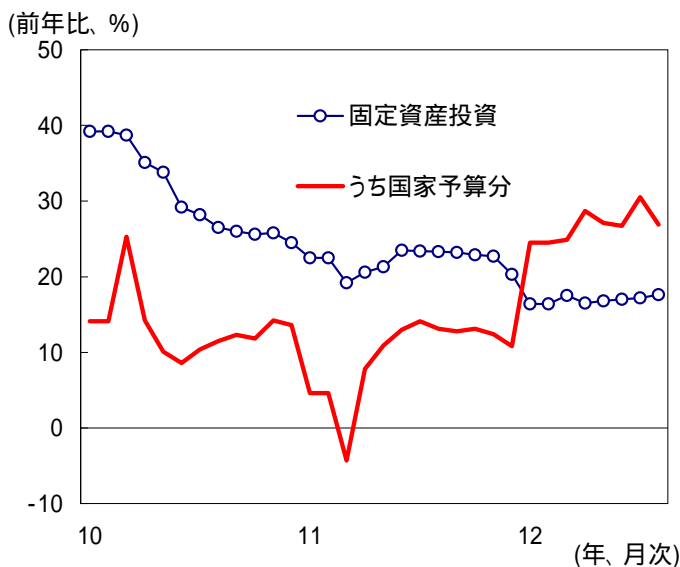
この間の固定資産投資の動きをみると、全体では緩やかな鈍化が続く中、国家予算分の投資は回復が鮮明になってきた。投資分野別にみると、高速道路工事が回復しているほか、浙江省での鉄道事故により停滞していた鉄道建設の落ち込みも緩和し始めた。道路や鉄道ではこのところ投資案件の承認が相次いでおり、回復傾向は今後も続く見通しである（次頁図表13、14）。

図表 12 . 中国の経済政策 : (今年春以降)

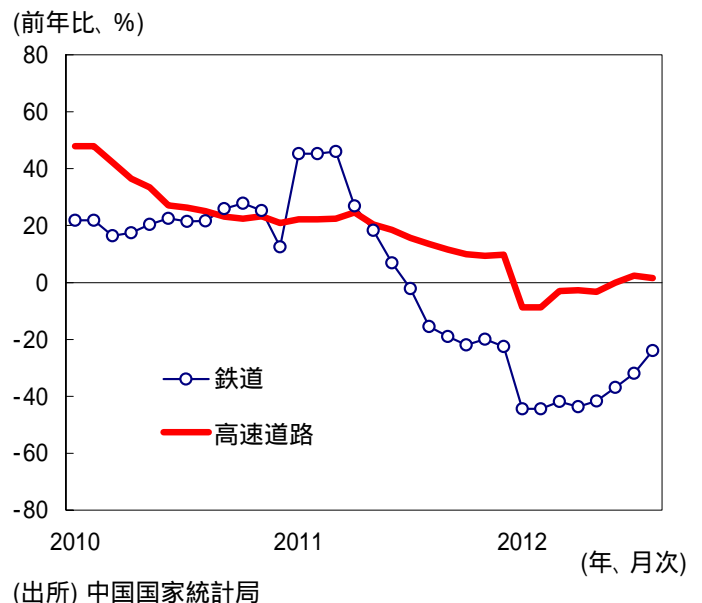
5/23	温家宝首相、「マクロ政策の適切な微調整を行い安定成長を一段と重要な位置にすえる」
6/8	3年半ぶりの利下げを実施
7/6	追加利下げを実施
7/10	温家宝首相、「経済の下振れリスクが強く、微調整を強める必要」 「政策の主目的は適切な投資の伸びを奨励することにある」
7/26	胡錦濤主席、「安定成長、構造調整、インフレ安定の3つの関係をうまく扱う必要」 温家宝首相、「経済の下振れリスクが強く、安定成長を重視する方針を堅持」
7/31	共産党政治局会議「安定成長を一段と重要な位置にすえる」 「積極的な財政政策と穏健な金融政策を継続する」(積極財政で景気下支え)
9/5	国家発展改革委員会、18都市25路線の地下鉄整備を承認、投資額は7000億元超
9/6	国家発展改革委員会、4月以降で地下鉄25路線、高速道路計画13件、港湾整備5件、 運河計画2件を承認したと発表、事業規模は不明も1兆元超との報道
9/8	胡錦濤主席、「中国経済は著しい下振れリスクにさらされている」 「インフラ投資を一段と強化する必要がある」

(出所) 各種報道より作成

図表 13 . 固定資産投資 : 資金別



図表 14 . 固定資産投資 : 分野別



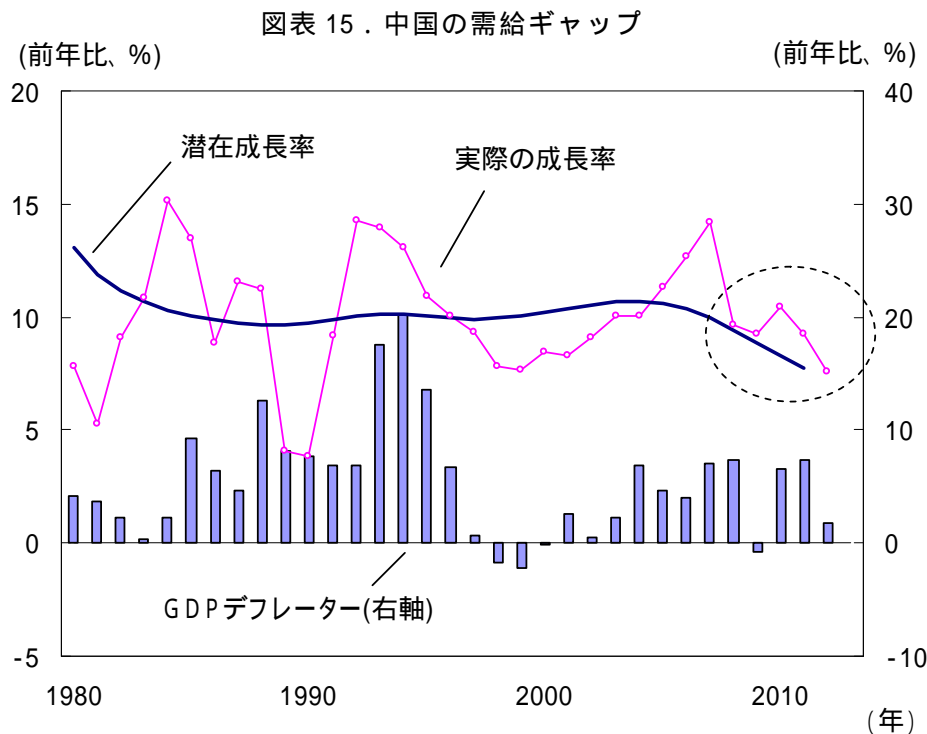
追加の景気対策が必要に

公共投資の承認前倒しは、中国政府が景気減速リスクに懸念を強め、景気刺激に前向きになっていることを示している。中国政府が集中的にこれらのプロジェクトを発表したことは、10年ぶりの指導部交代を控え、景気支援に対して小出しの対応から前向きで断固とした姿勢に変化したことを物語る。

もっとも、不動産市場がいち早く回復し始めたことにもあらためて懸念を強めている。不動産市場での投機規制を解除すれば、景気の浮揚効果は大きいものの、住宅価格高騰への市民の不満が根強い。ため政府は慎重姿勢を崩していない。また短期的な景気動向よりも、投資主導から消費主導、あるいは新素材など戦略的分野での競争力向上など中長期的な政策課題への取り組みを重視する姿勢も変えておらず、リーマン・ショック後のようなV字回復ペースは展望できない。

それでも景気のスローダウンは、中国政府の想定を上回るペースである可能性が高い。中国のGDPをみると、潜在GDP近辺にとどまり需給がほぼ均衡している状態にある(図表15)。高成長期の余韻が残る中国にとっては、これは景気の停滞感が出てくる状態であることを示す。実際、今年の年間成長率が後述の当社見通しである7.7%となると、リーマン直後の2008、09年を下回り、1999年以来13年ぶりの低成長にとどまることになる。

このため、今後も追加の景気支援策がとられることになるだろう。もう一段の景気支援策が実施されれば成長率も持ち直し2013年は8%台への回復が見込まれる。



(注) 潜在成長率はHPフィルターによる当社の試算
(出所) 国家統計局

(4) 2012 / 2013 年のアジア経済見通し ~ 13 年にかけて緩やかな持ち直し

中国の実質 GDP 成長率は 2012 年には +7.7% と 11 年ぶりの低成長となるものの、追加の景気支援策が実施されれば 13 年には +8.0% と緩やかに持ち直す見通しである。

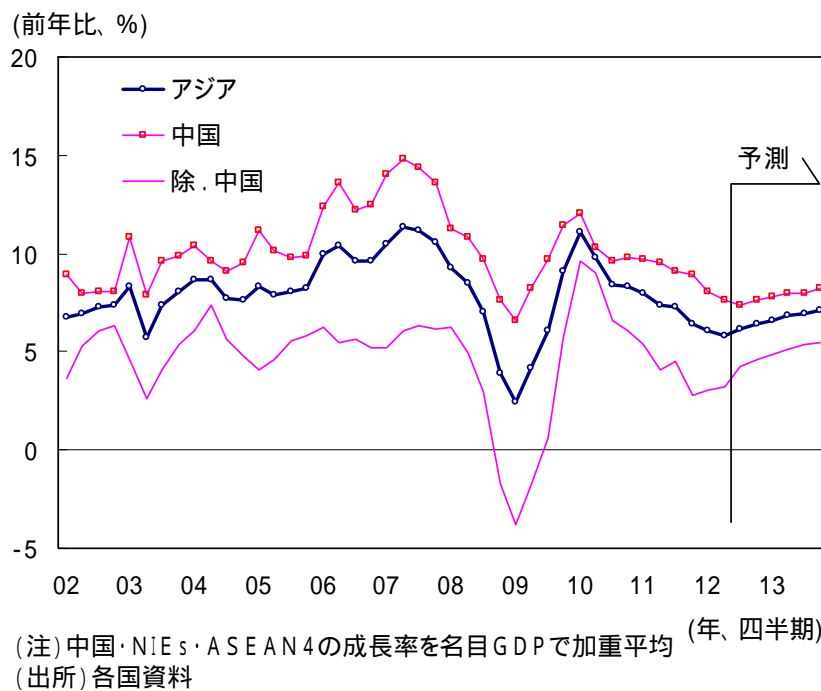
中国では内外景気の減速をきっかけに、企業の過剰設備による在庫調整圧力が強まっている。政府は昨秋から政策の微調整を続けたが、今春以降は公共投資の前倒し承認などを通じて景気の下支え姿勢を鮮明にし、安定成長を公約している。

中国経済は高成長から安定成長への移行期にあり、企業の過剰設備の解消には時間がかかる。政府は最近の住宅価格の持ち直しに懸念を強め、一段の追加対策にこれまで積極的ではなく、7~9 月期の成長率は一段と低下した公算が大きい。

もっとも、景気減速は企業部門が中心であり、個人消費には底堅さもみられる。住宅投資や社会インフラ投資の実需は向こう数年にわたって増加が見込まれる。このため、新しい指導部が発足し、追加の景気支援策が実施されれば、2013 年の成長率は持ち直し 8% 程度の緩やかな回復が見込まれる。

一方、中国以外のアジア地域のうち、ASEAN 各国では内需主導の景気回復が続いているが、韓国、台湾では輸出の減少を背景に成長率が低迷し台湾はマイナス成長に転じた。先行きについては、ASEAN は内需主導の成長が持続し、韓国、台湾でも米中景気の持ち直しにより輸出主導の回復が見込まれる (以上図表 16)。

図表 16 . アジア経済の見通し



3. 欧州経済の低迷

(1) 危機国の低迷が中核国にも波及

4期連続マイナス成長、異例の景気悪化

通貨ユーロを採用するユーロ圏の2012年第2四半期(4~6月)の実質国内総生産(GDP)は前期比年率-0.7%と3期連続マイナス成長となった。第1四半期(1~3月)は当初0.1%成長と発表されたが、改定値で小幅なマイナス成長に下方修正された(図表17)。

景気判断の定義では、主要経済指標が6ヶ月連続減少する局面を景気後退期とするが、便宜的にはGDPが2期連続マイナス成長になれば景気後退とみなされる。ユーロ圏は7~9月期もマイナス成長が確実であり、昨年末から4期連続マイナス成長が続く景気後退局面にある。

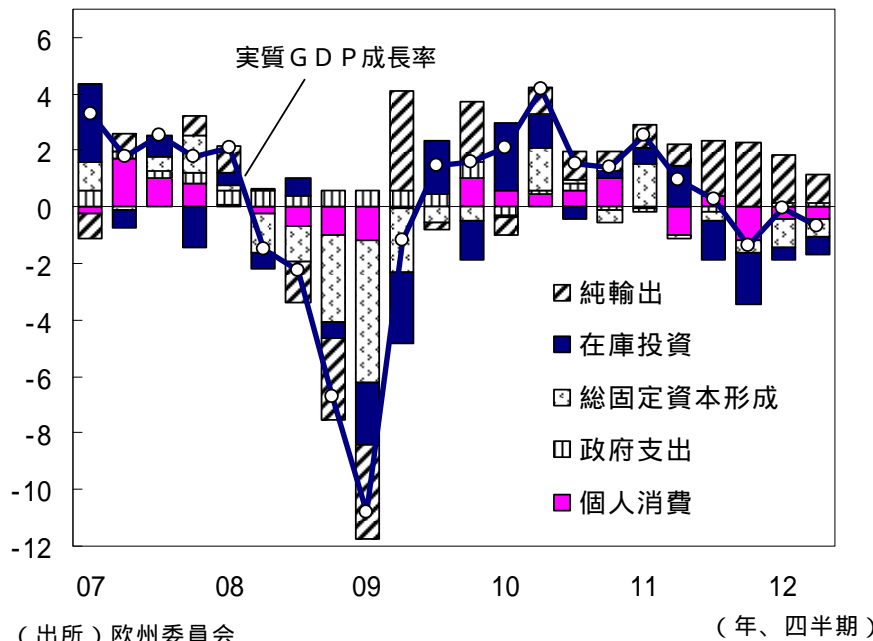
GDPの内訳を内外需に分けると、内需では個人消費が3期連続、固定資本形成(設備投資+公共投資)は5期連続減少した。在庫投資の水準は2期連続で減少し、GDP成長率への寄与度は4期連続マイナス寄与となった。一方、緊縮財政が続く政府支出は小幅ながら2期連続増加した。この結果、内需全体でGDP成長率を1.5%押し下げた。

外需については輸出が2期連続増加したが輸入も3期ぶりに増加した。このため、GDP成長率への寄与度は前期の1.7%から1%に縮小した。それでも4期連続1%以上のプラス寄与が続いており、内需の落ち込みを外需がある程度補っている。

内需の減少の一部を外需が埋め合わせているため、内外需が同時に減少したリーマン・ショック当時と比べるとマイナス成長の度合いは小さい。しかし、1999年のユーロ圏発足以来、マイナス成長となったのは、リーマン・ショック当を除けば2003年第1四半期のみであり、4期連続マイナス成長はユーロ圏にとって異例の経済情勢といえる。

図表17. ユーロ圏のGDP(需要項目別)

(前期比年率、%)



(出所) 欧州委員会

(年、四半期)

イタリア、スペインの内需低迷

経済規模で域内3、4位のイタリア、スペインでは、内需の低迷が著しい(図表18、19)。

両国ともに昨年後半から4期連続でマイナス成長が続き、今年後半もマイナス成長が確実視される。2013年についても、一時的なプラス成長はあっても年間ではマイナス成長が避けられない状況にある。

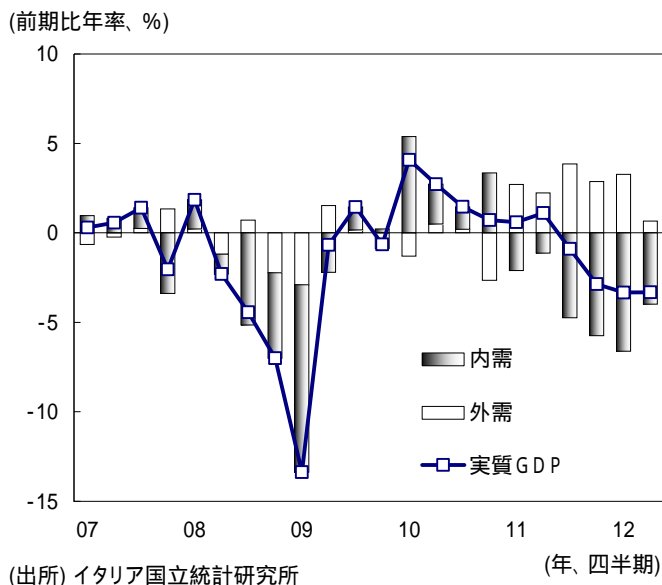
イタリアでは、個人消費と固定資本形成(設備投資+公共投資)がいずれも5期連続で減少した。特に、リーマン・ショック当時と比べ個人消費の低迷が目立つ。リーマン時のGDPは最大13%のマイナス成長を記録したが、今回は外需(輸出-輸入)が下支えし3%程度のマイナス成長にとどまる。しかし、当時の個人消費は最大3.4%減少したのに対し、足元では3期連続で4%程度の落ち込み(-3.9%、-4.5%、-4.0%)が続いており、リーマン・ショックを上回る調整圧力がイタリアの家計に押し掛かる。

スペインの内需の落ち込みも深刻な様相を呈している。固定資本形成はリーマン・ショック前の2008年第1四半期以来18四半期連続で減少し、4年半にわたる投資の落ち込みに全く歯止めがかからない。住宅バブル崩壊の影響がGDP統計に色濃くあらわれている。

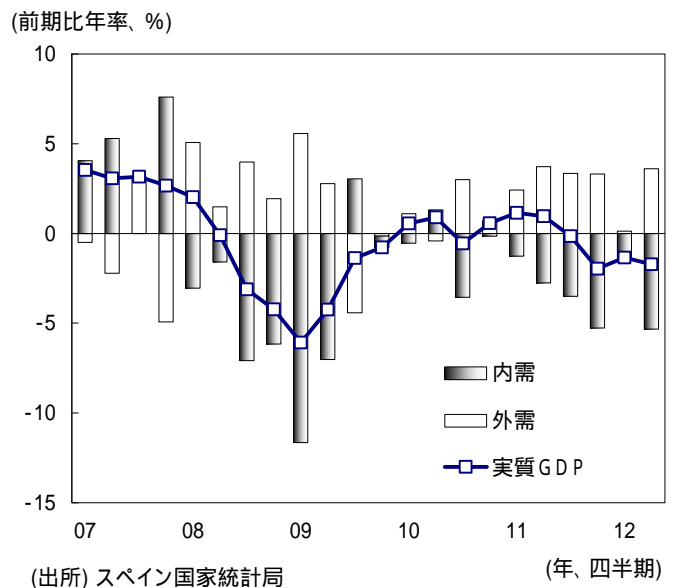
両国とも内需の減少にともない、輸入がイタリアでは6期連続、スペインで3期連続減少したほか、直近4~6月期はいずれも輸出が増加した。このため、外需が内需の深刻な落ち込みを部分的に補い、GDP全体の減少幅はリーマン・ショックほどではない。

しかし、財政再建は増税や歳出削減という直接的な影響以上に、深刻な調整圧力を民間の家計や企業に及ぼしており、景気回復のきっかけが見出しにくい状況にある。

図表18. 実質GDP ~ イタリア



図表19. 実質GDP ~ スペイン

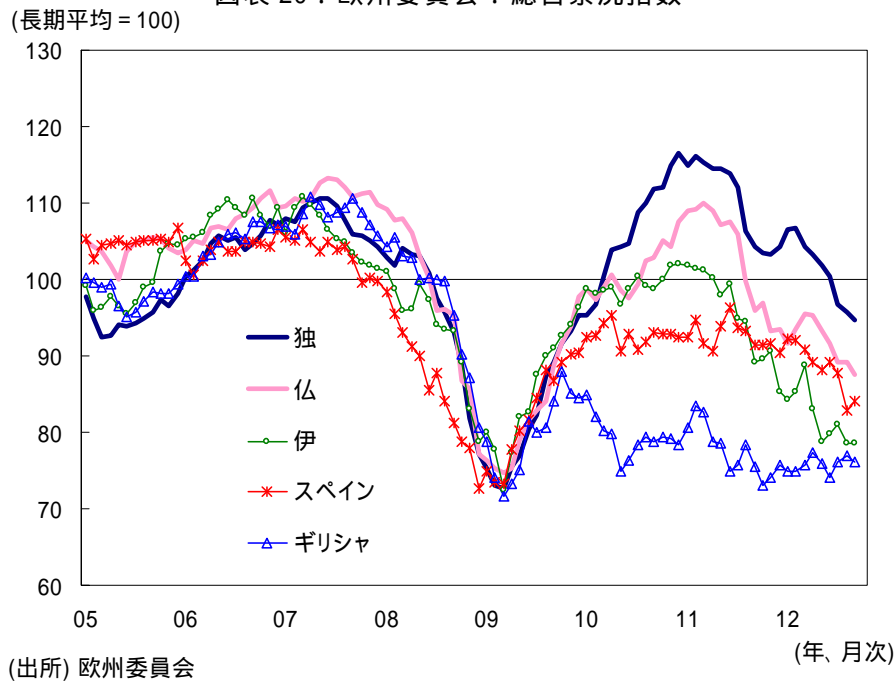


ドイツの景気減速

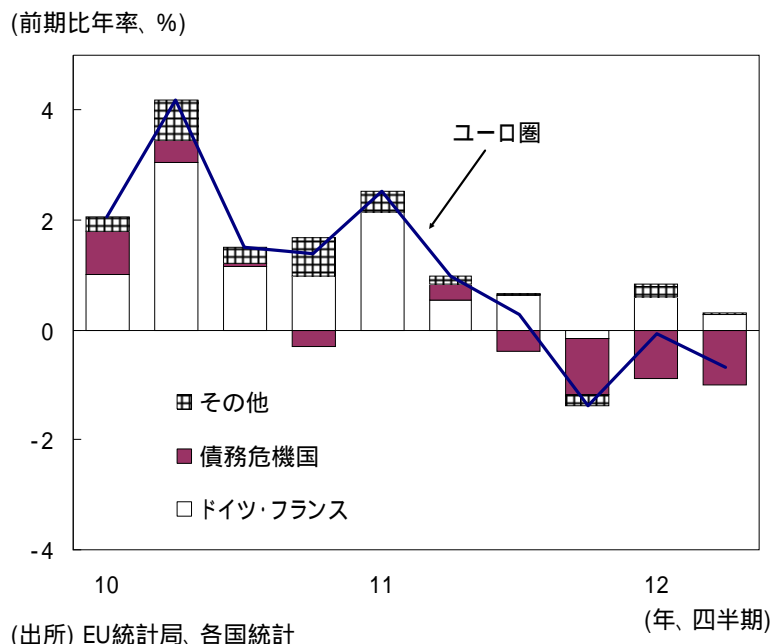
欧州委員会は、企業、消費者、小売などのDIを合成し、長期平均を100とする総合景況指数を公表している。それによれば2009年終盤にギリシャ危機が表面化して以降、域内各国の景気の連動性が低下し景況感格差が鮮明になっている（図表20）。

景況感格差は下方に引っ張られており、これまで好調だったドイツ、フランスの中核国の景況も低下傾向が鮮明になってきた。ドイツの指数は9月におよそ3年ぶりの水準まで低下し100の水準を3ヶ月連続で下回った。

図表20．欧州委員会：総合景況指数



図表21．ユーロ圏GDPの国・地域別内訳



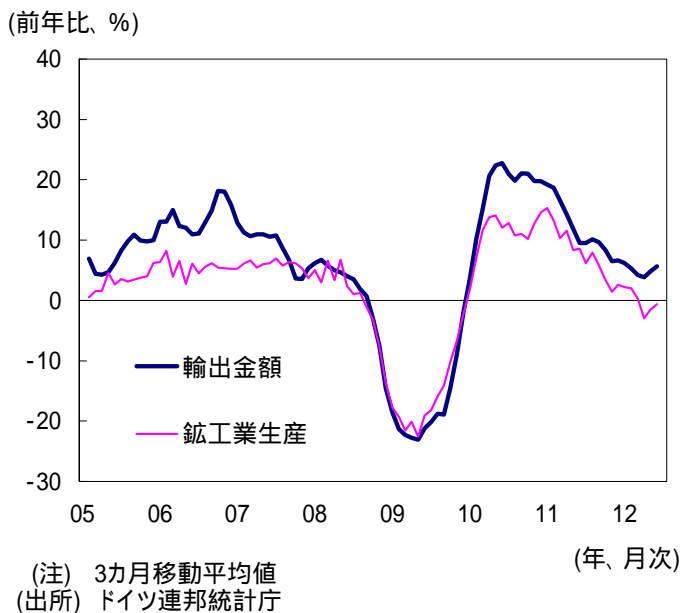
ドイツは2010年、11年と3%成長を達成したが、2012年と13年は1%成長にとどまる。フランスも1.5%程度の成長を確保してきたが、2012年と13年はゼロ成長の見通しである。

このため、ドイツ、フランスのユーロ圏全体の成長率への寄与度は低下し、イタリア、スペインなどの落ち込みを支えきれなくなっている（前頁図表21）。危機国の低迷に中核国の減速が加わったことが、ユーロ圏が第2四半期に3期連続マイナス成長となり、第3四半期もマイナス成長が確実な状況におちいった要因である。

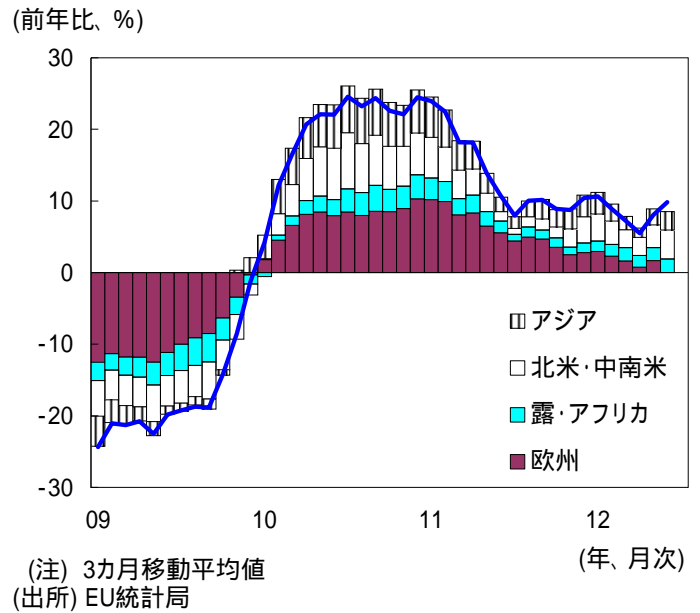
ユーロ圏内で1人勝ちの様相を強めていたドイツで景気減速感が強まったのは、けん引役であった輸出の鈍化により鉱工業生産が前年割れに失速したためである（図表22）。

ドイツがけん引してきたユーロ圏全体の輸出を相手先別にみると、英国や東欧などのユーロ圏域外の欧州向け輸出が低下している。これらの国々はユーロ圏との経済的な結びつきが強くユーロ圏の景気低迷の影響を受ける。英国は4期連続マイナス成長となったほか、ポーランドやハンガリーも主要輸出先のユーロ圏のマイナス成長により景気低迷が鮮明になっている。その他の地域でも、米国や中国のプラス寄与が低下しており、輸出は総じて鈍化している（図表23）。

図表22．ドイツ：輸出と鉱工業生産

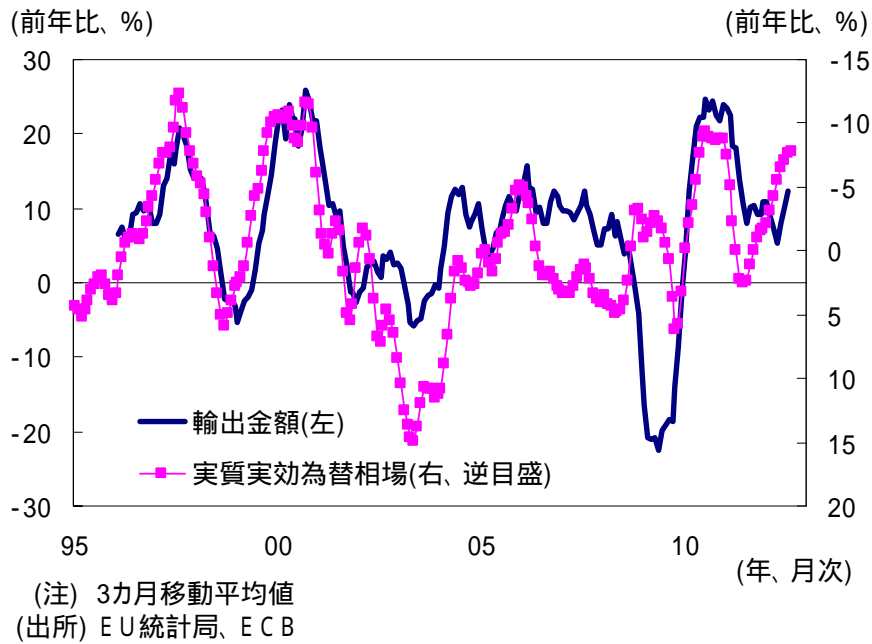


図表23．ユーロ圏：輸出の地域別内訳



一方、先行きについては、米中を中心に世界経済の持ち直しが見込まれることに加えて、これまでのユーロ安の効果がユーロ圏の輸出を再び押し上げる見込みである。もっとも、世界的な景気減速が長引けば、輸出回復のシナリオにも狂いが生じ、ドイツなど中核国の景気に下振れリスクが残ることになる（次頁図表24）。

図表 24 . ユーロ圏の輸出とユーロ相場

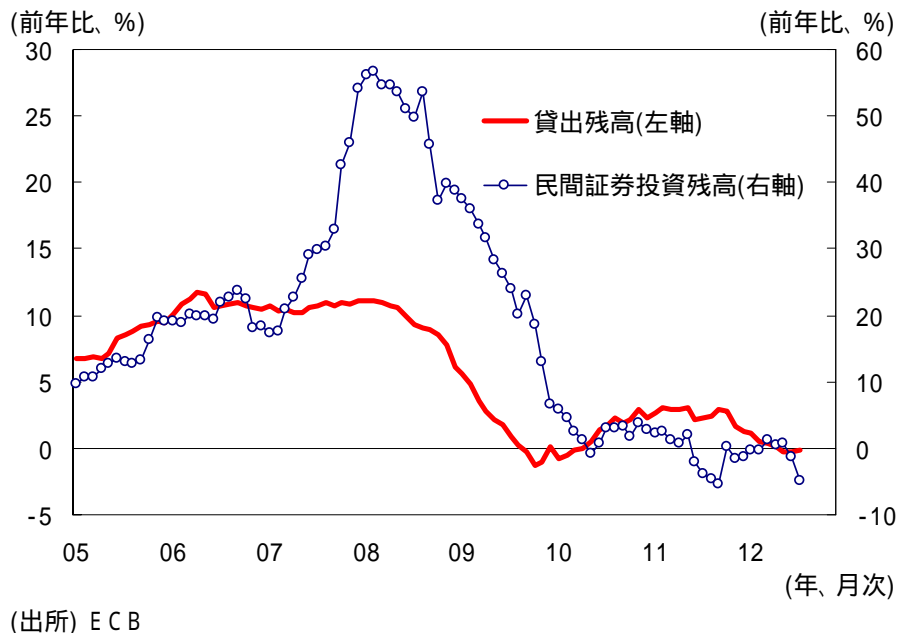


(2) 欧州が直面する信用収縮

銀行の資金仲介機能の低下

ECBの統計によると、欧州の銀行の民間向け貸し出し残高はリーマン・ショック以来の減少に転じた。欧州では大企業の資金調達手段は債券発行が中心であるが、銀行の民間証券投資残高も減少に転じている。こうした背景には企業や消費者の資金需要の減少に加え、銀行の信用収縮の動きがあり、とりわけ、イタリア、スペインの国内民間需要の大幅な減少を招く要因となっている（図表 25）。

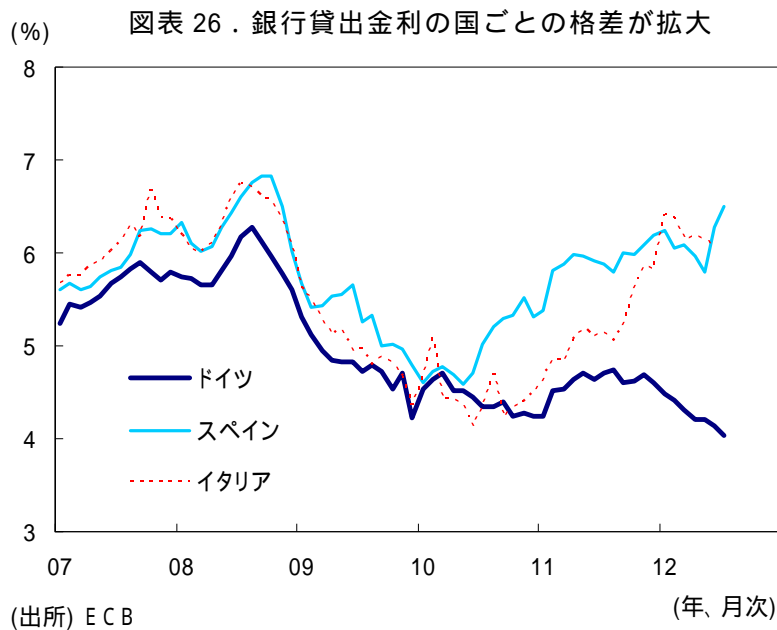
図表 25 . 銀行：貸出と民間証券投資



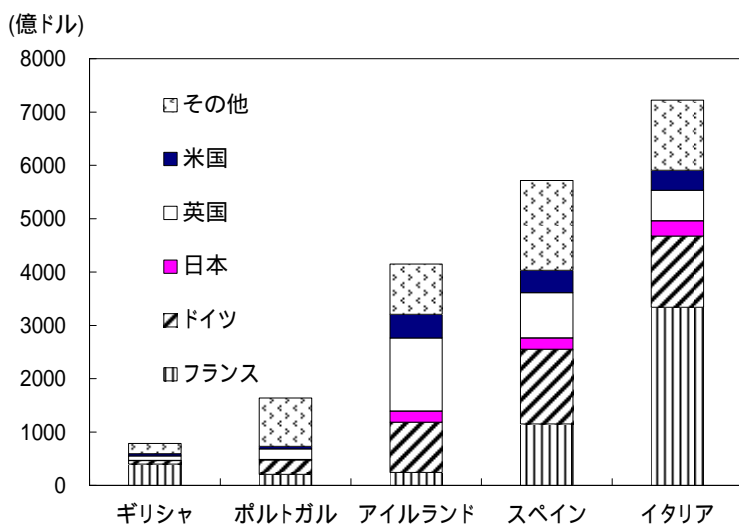
ドイツ、フランスによる資金回収

ECBは、相次ぐ利下げや大胆な資金供給策を実施してきたが、イタリアやスペインの貸出金利は信用リスクの高まりを反映し高止まりし、ドイツとの金利格差が鮮明になっており、南欧諸国では金融緩和の効果が浸透していない（図表26）。

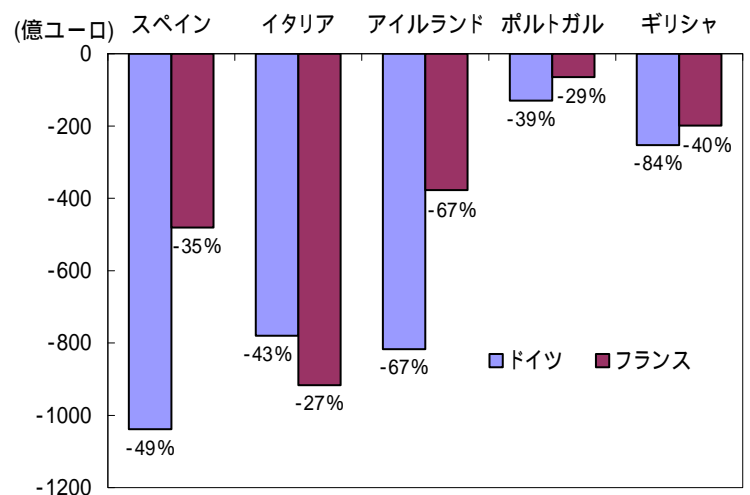
イタリアやスペインでは、歴史的な景気後退に見舞われているにもかかわらず金利が高止まりしているため、企業や消費者は資金調達が困難になっている。こうした動きは欧州メディアで「金融分断」として注目されている。



図表 27 . 主要国の銀行の南欧向け債権



図表 28 . 独仏銀行の債権回収額



「金融分断」と呼ばれ、不況に直面する南欧諸国に金融緩和効果が及ばない背景には、域内でのマネーフローの変化がある。

ユーロが発足した 1999 年以降、為替リスクが消滅したことや、金利低下を追い風に、イタリアやスペインで資金需要が拡大したため、ドイツ、フランスの金融機関は、南欧諸国への債権を増加させ業績拡大に結び付けてきた。

しかし、ギリシャ危機の表面化により域内各国の信用リスクに格差が生じると、ドイツやフランスの銀行は南欧諸国から資金を引上げるようになった（前頁図表 27、28）。こうしたマネーフローの変化が「金融分断」と呼ばれる欧州の信用収縮の原因であり、信用収縮によりイタリアやスペインの内需が低迷し、内需低迷により信用リスクが一段と高まることで、「金融分断」による信用収縮が加速する悪循環に陥り、景気回復への端緒を見出しづらい状況にある。

(3) 2012 / 2013 年の欧州経済見通し

～ わずかに持ち直すが、ゼロ成長が続く

2012 年の実質 GDP 成長率は -0.5% と 3 年ぶりのマイナス成長となり、2013 年についても +0.3% の低成長にとどまる（図表 29）。

各国政府の歳出削減や、銀行の信用収縮、企業・消費者マインドの悪化により、域内需要は低迷が続く。今年末から米中景気の持ち直しにともない、ユーロ安も追い風にドイツなど中核国では外需主導の回復が見込まれる。それでも 1% 台後半とみられる潜在成長率を大幅に下回る弱い回復にとどまる。財政金融危機が深刻化し金融市場が混乱すれば、景気が下振れするリスクも残ることに注意が必要である。

図表 29．欧州の経済見通し総括表

暦年	2011年(実績)		2012年(予測)		2013年(予測)		2010年(実績)	2011年(実績)	2012年(予測)	2013年(予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
実質 GDP	1.9	0.0	-0.5	-1.0	0.6	1.1	2.0	1.5	-0.5	0.3
個人消費	0.0	-0.6	-1.1	-0.7	-0.1	0.0	1.0	0.1	-0.9	-0.2
総固定資本形成	3.1	-1.5	-3.9	-4.3	-2.3	-0.8	-0.3	1.6	-3.4	-2.4
在庫投資(寄与度)	0.3	-0.4	-0.4	-0.3	0.1	0.1	0.6	0.2	-0.8	0.0
政府支出	-0.4	-0.4	0.5	-0.6	-0.6	-0.5	0.8	-0.1	0.0	-0.6
純輸出(寄与度)	0.8	1.7	1.7	1.0	1.1	1.1	0.8	1.1	1.5	1.0
輸出	5.6	3.4	2.6	5.5	6.2	7.0	10.9	6.3	3.5	6.2
輸入	4.1	-0.2	-1.0	3.7	4.5	5.3	9.3	4.1	0.4	4.5
消費者物価(前年比、%)	2.6	2.8	2.6	2.5	2.7	2.7	1.6	2.7	2.5	2.7
失業率(%)	9.9	10.4	11.1	11.4	11.6	11.8	10.1	10.2	11.2	11.7
政策金利(レボ金利)	1.00	1.50	1.00	0.50	0.50	0.50	1.00	1.50	0.50	0.50
10年債利回り	4.38	4.24	3.55	3.35	3.15	2.95	3.79	4.31	3.45	3.05

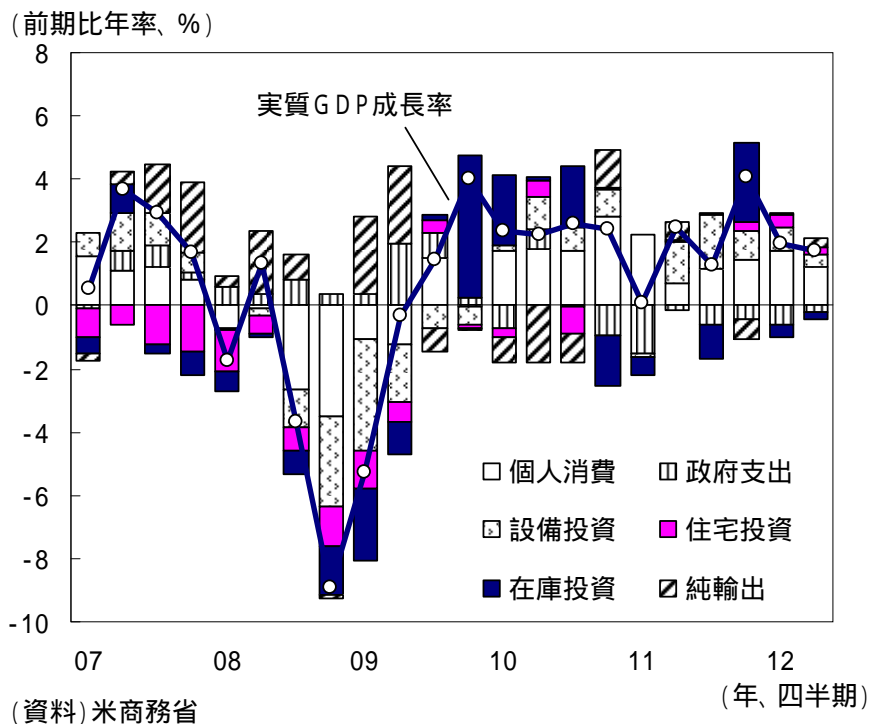
(注) GDP は前期比年率(%）、(在庫投資・純輸出は寄与度) 政策金利は期末値。10年債利回りは期中平均値。

4. 米国経済の緩やかな回復

(1) 緩やかな景気回復

米国の2012年第2四半期(4~6月)の実質国内総生産(GDP)は前期比年率1.3%に低下した。自動車購入が1~3月期に急増した反動で個人消費が鈍化したことが成長率が低下した主因であった。一方、設備投資と住宅投資は5期連続で増加し、輸出は12期連続で増加した。政府支出は57年ぶりに8期連続減少し成長率を下押した(図表30)。それでも米国経済は、景気回復に転じた2009年後半からおおむね2%ペースでの緩やかな回復が続いている。

図表30. 米国の実質GDP(需要項目別)



(2) 個人消費の持続力

新車販売が個人消費を左右

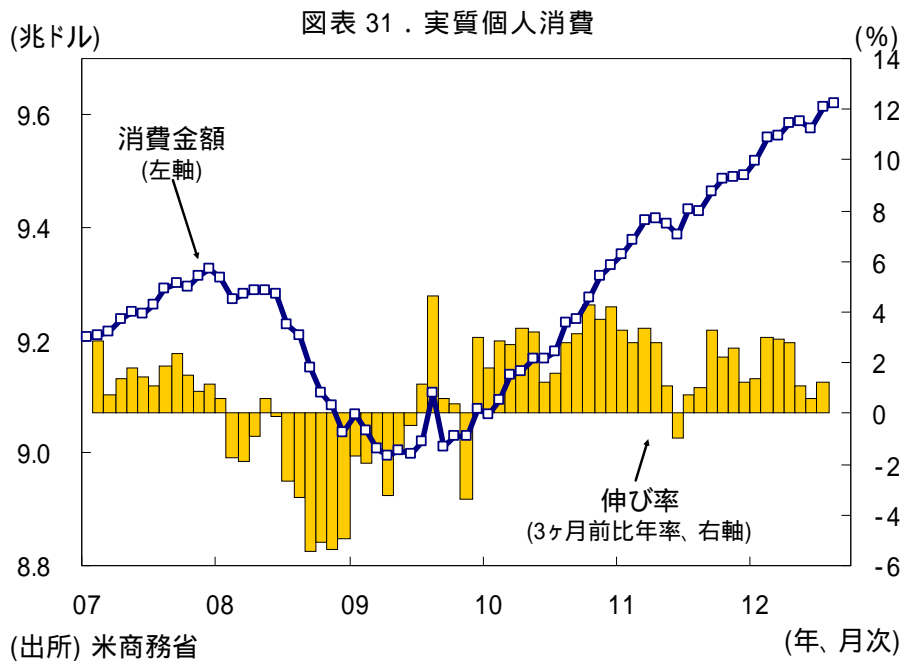
個人消費は回復の動きが鮮明である(次頁図表31)。昨年と同様に4~6月期に伸びが低下したのは、季節調整の歪みのもとで1~3月期は強めに、4~6月期は弱めになりやすいことと、ガソリン価格が高騰したためであった。

季節調整の歪みやガソリン高はいずれも新車販売台数に影響した。近年は自動車などの耐久財の消費動向が消費全体の動向を左右する傾向が強まっている(次頁図表32)。

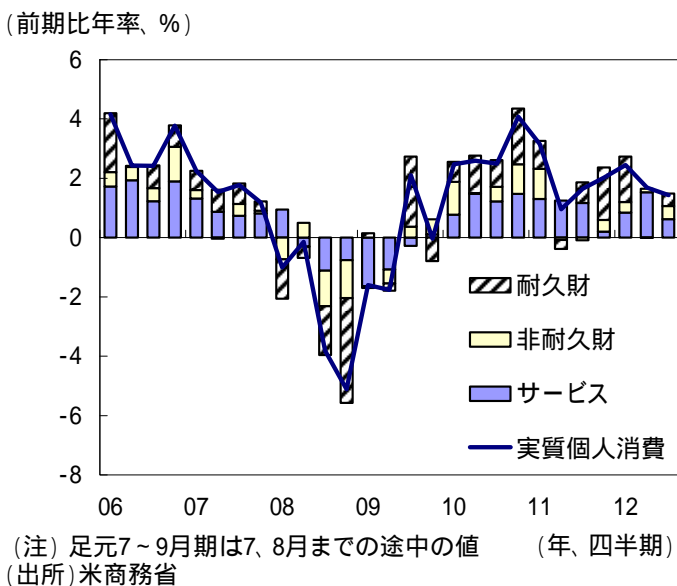
新車販売は買い替え需要を追い風に増加トレンドにあり、8月は年率1460万台まで回復した。雇用の緩やかな改善や銀行・金融会社が自動車ローン積極的に拡大させているこ

とも販売回復に寄与している。ディーラー各社は好調な客足を受け、インセンティブ（販売奨励金・値引き）を抑制し、値上げを実施するなど強気の販売姿勢を崩していない。

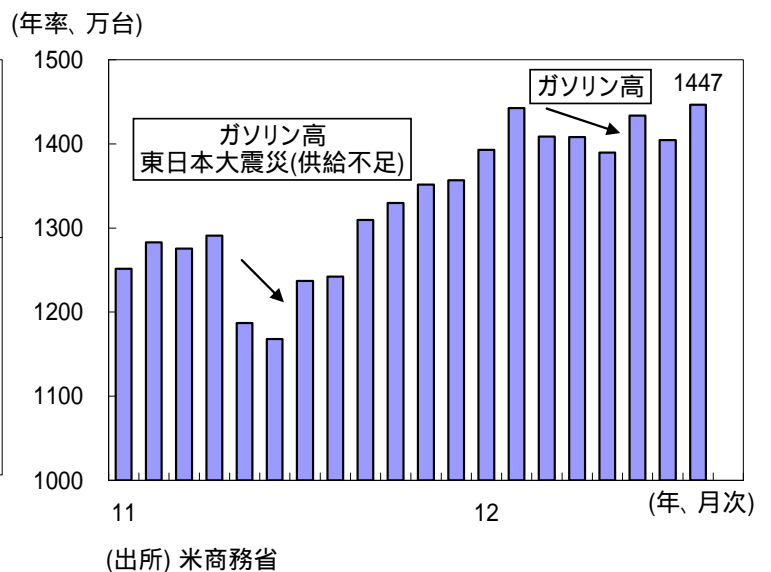
これまでの販売台数はメーカー各社の当初の想定を上回るペースで回復し、2012年は1400万台前半、2013年は1500万台後半まで増加が見込まれる（図表33）。自動車購入が個人消費に占める割合は小さいものの、金額ベースでの変動が大きいいため個人消費全体に与える影響が大きくなりやすい傾向がある。このため、新車販売の増加が個人消費を押し上げる構図が来年にかけて持続する公算が大きい。



図表 32．個人消費の内訳



図表 33．新車販売台数

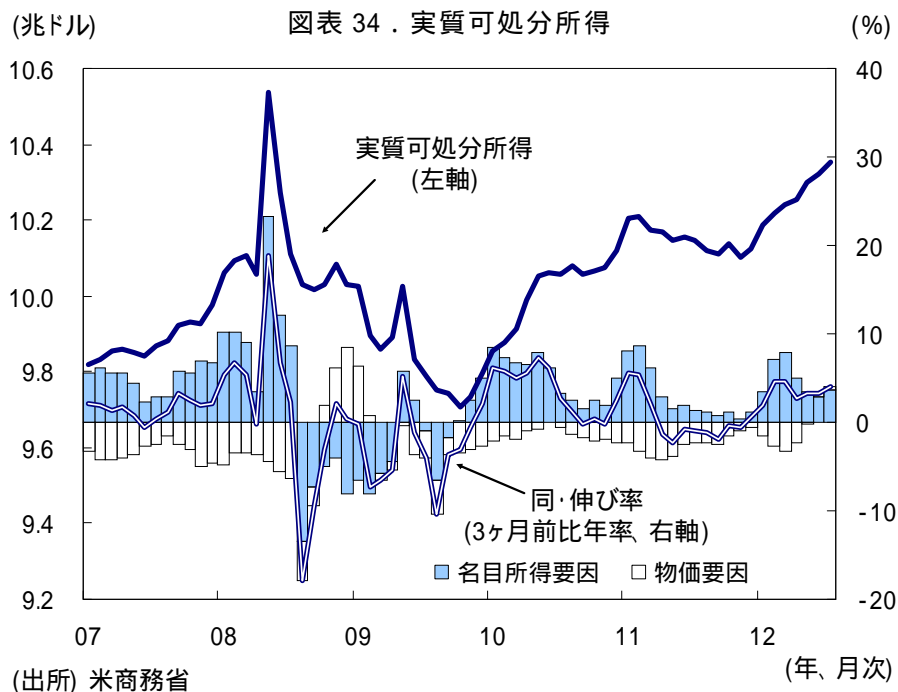


所得と消費の好循環

米国はリーマン・ショック後の景気後退で900万人の雇用を失ったが、その後の景気回復で400万人の雇用を回復した。2012年～13年にかけても、2%台前半の緩やかな経済成長が続くため、月平均10万人台前半の緩やかなペースで雇用の増加が続く見込みである。

一方、所得と消費の関係をみると、所得と消費が連動し緩やかな回復が続いている。雇用の回復が遅れる中でも所得が増加したのは、職についている人の給与が増加したためであり、所得の増加を背景に個人消費は底堅い動きが続いている。

特に、実質可処分所得はこのところ増加トレンドに勢いがついている（図表34）。足元では所得の伸びが加速しているにもかかわらず、消費の伸びは緩やかなペースにとどまっているため貯蓄率が上昇している。



債務調整の完了

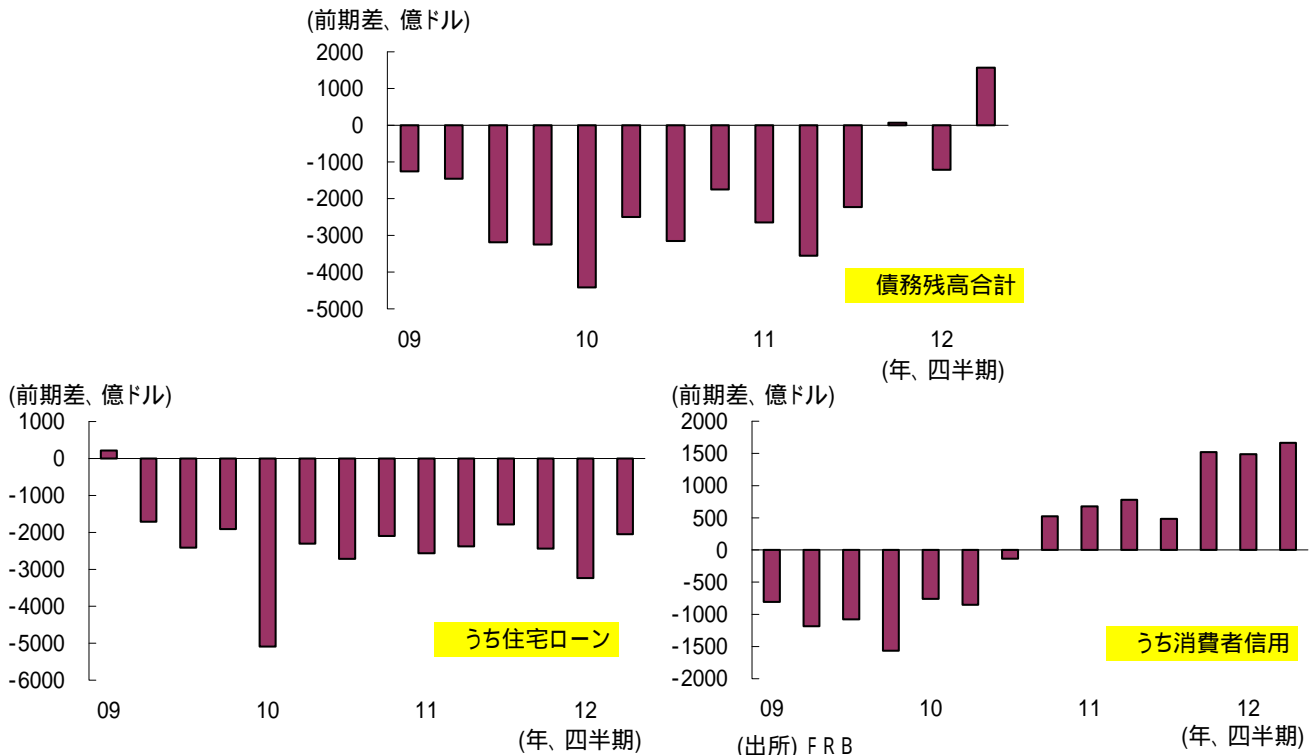
米国の家計のバランス・シートをみると、住宅などの実物資産は24.2兆ドルと5年前のピーク（29.6兆ドル）を下回っている。一方、株式や投資信託などの金融資産は今年の3月に52.7兆ドルとリーマン・ショック前のピークに並んだ。直近6月はわずかに減少したものの、バブル崩壊の影響をほぼ克服しつつあると評価できる。家計が保有する金融資産は日本の3倍以上にのぼるため、増減による資産／逆資産効果ははたらきやすい。

一方、債務については、住宅バブル崩壊をきっかけに債務返済の動きが強まり、2008年4～6月期から4年にわたり減少が続いた。もっとも、直近6月に家計の債務は増加しており、米国の家計の債務調整はおおむね完了している（次頁図表35）。

家計の債務の内訳をみると、住宅ローン（ホーム・エクイティ・ローンを含む）は依然として減少が続いているが、クレジット・カードや自動車ローンなどの消費者信用はこの1年半にわたり増加が続いている。

今後は住宅投資の緩やかな回復にともない、住宅ローンも年内には増加に転じる可能性があり、債務が持続的に増加することで個人消費を下支えする見込みである。

図表 35 . 家計の債務残高が増加



(3) 住宅市場は回復が鮮明

住宅価格が底入れ

住宅着工件数は 2005 年の 207 万戸をピークに、2008 年には 90 万戸と、1947 年の統計開始以来初めて 100 万戸を下回り、2009 年には 55 万戸とピークの 4 分の 1 近くに落ち込んだ。その後も 2010 年は 58 万戸、2011 年は 61 万戸と過去最低水準で低迷が続いた。

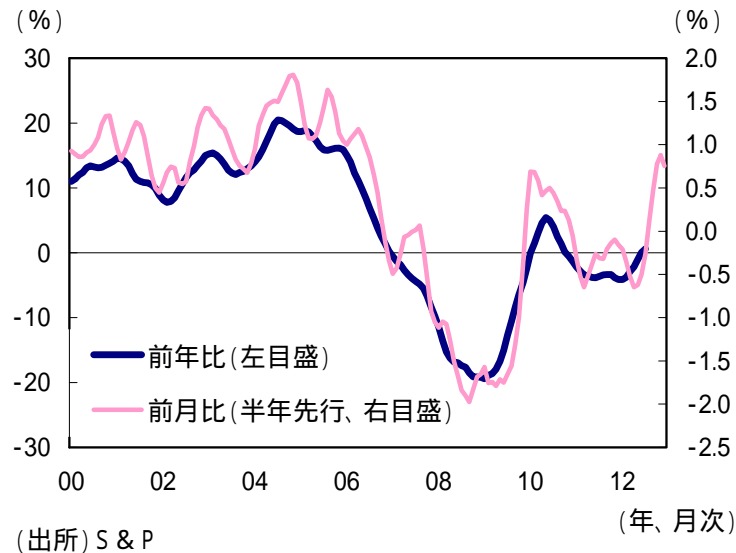
しかし、2011 年 2 月に年率 52 万戸で直近ボトムをつけた後は緩やかに増加し、直近は 75 万戸と 4 年ぶりの水準まで回復した。

着工、販売と、まず取引数量面で住宅市場の需給が改善したことで、タイムラグをおいて最近では住宅価格にも底入れの兆しがみられる。代表的な住宅価格指標である S & P ケースシラー住宅価格指数の動きをみると、直近 7 月まで前月比で 5 ヶ月連続上昇し、前年同

月比の変化率も2ヶ月連続で上昇した（図表36）。

住宅価格の目安とされる前年同月比の上昇率がプラスに転じるのは、オバマ政権が住宅市場支援策として住宅ローン減税を時限的に実施し、駆け込み需要の効果で市場が一時的に持ち直した2010年春を特殊ケースと考えれば、住宅バブル崩壊後初めてのことである。

図表36．S & Pケースシラー住宅価格



過剰在庫を払しょく

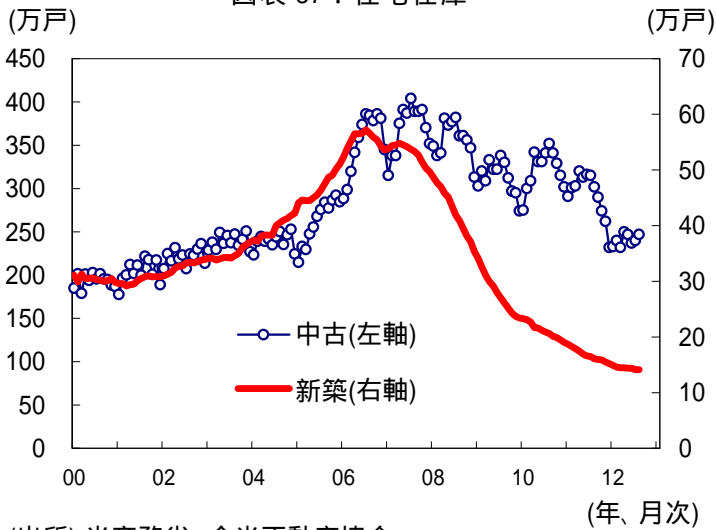
住宅市場が回復に転じた背景には、雇用の緩やかな回復に加え、バブル崩壊にともなうストック調整がかなり進展したことがある。

新築住宅在庫は、住宅バブルのピークに57万戸あったが、直近は14万戸と過去最低水準に減少した。また、中古住宅在庫はピーク時に400万戸にのぼったが、直近では240万戸とバブル崩壊により在庫が急増する以前の水準に低下した（次頁図表37）。

1ヶ月に販売された住宅の何倍の在庫があるかをみる住宅在庫率は、新築で4.6ヶ月分、中古は6ヶ月分まで低下した。バブル期と比べ販売件数は依然低水準にとどまるにもかかわらず、在庫水準が低下したことにより、在庫率は適正水準とされる6ヶ月程度まで改善した（次頁図表38）。過剰在庫のストック調整が進展したことで、住宅市場は本格回復が視野に入る。

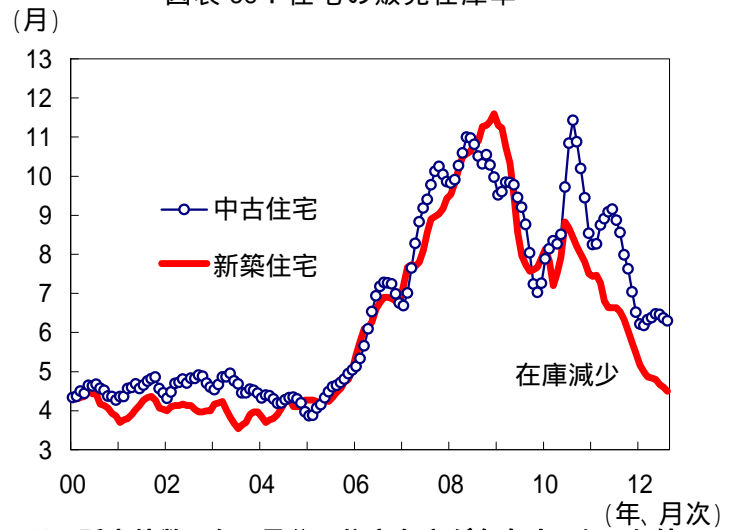
米国の住宅市場は地域別のバラつきが大きく、バブル期に価格急騰がみられたカリフォルニア、ネバダ、アリゾナ、フロリダなどの各州では、いまだ在庫水準が高く価格も低迷している。これらの州では住宅市場回復の鍵を握る雇用についても、バブル崩壊の後遺症により改善が遅れている。こうした懸念材料は残るものの、米国全体の平均でみれば、住宅市場のストック調整に進展がみられ始めたことが新規の住宅購入や着工の増加を促し、住宅価格の上昇を支えていく公算が大きい（次頁図表39）。

図表 37. 住宅在庫



(出所) 米商務省、全米不動産協会

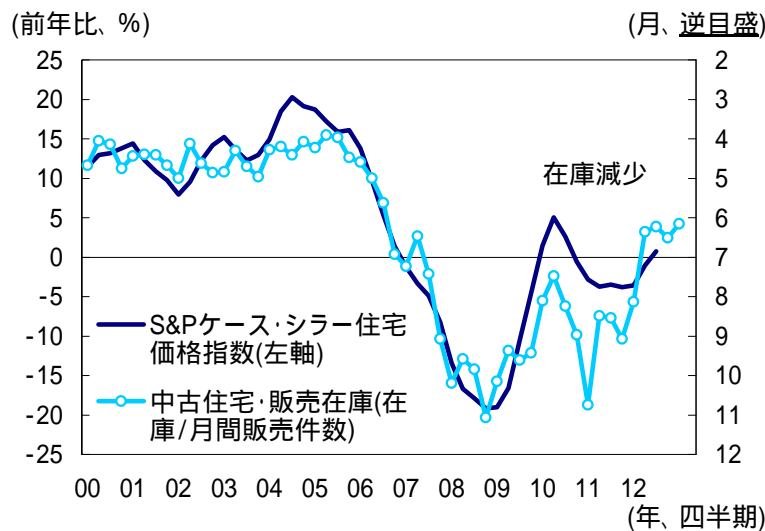
図表 38. 住宅の販売在庫率



(注) 販売件数の何ヶ月分の住宅在庫が存在するかみた値
3カ月移動平均値

(出所) 米商務省、全米不動産協会

図表 39. 住宅のストック調整と住宅価格



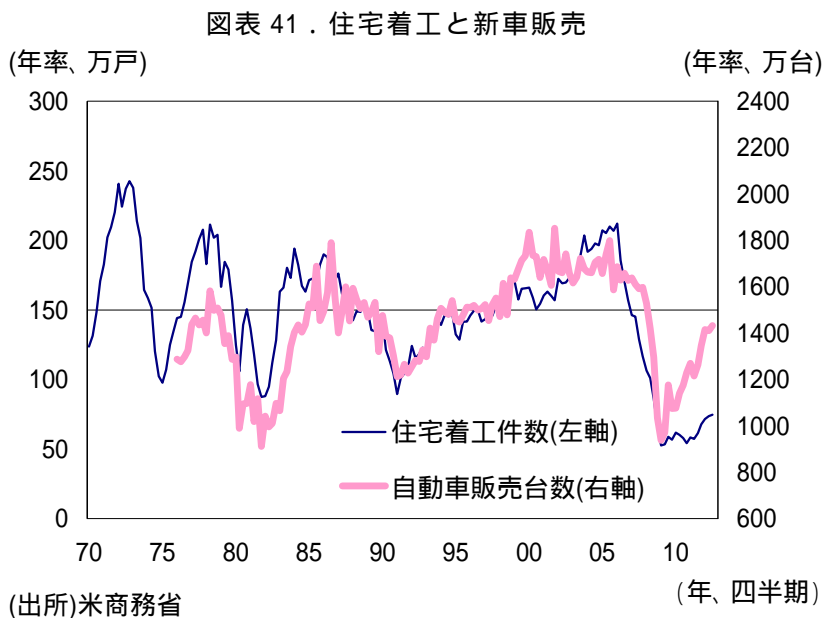
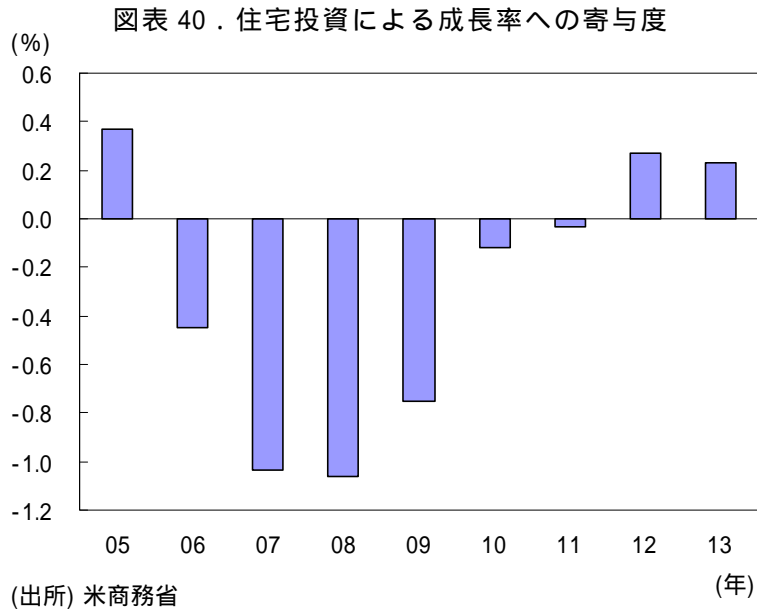
(注) 住宅・販売在庫を価格の先行指標として半年先行させている
(出所) 米国商務省・労働省

住宅市場の回復と米景気

米国の住宅投資は、バブル期にはGDPの6%程度を占めていたが、その後は大幅に減少し、今では2%程度にすぎない。しかし、減少率が大きかったため、これまでは経済成長率の下押し幅も大きかった。その住宅投資が改善に転じたことにより、2012年～13年にかけて、米国の成長率を年0.2～0.3%押し上げる見込みである。

住宅市場が回復したとはいえ、住宅価格の値上がり益を担保に借入れを増加させることで個人消費を押し上げるような波及効果は見込めない。それでも、住宅投資の成長率への寄与度は無視できない大きさになる（図表 40）。

また、住宅投資は新車販売と連動性が高い。住宅投資と新車販売の相互作用的な回復が続き、米国の景気回復をけん引することが見込まれる（図表 41）。



(4) 企業収益と設備投資

企業収益は過去最高益

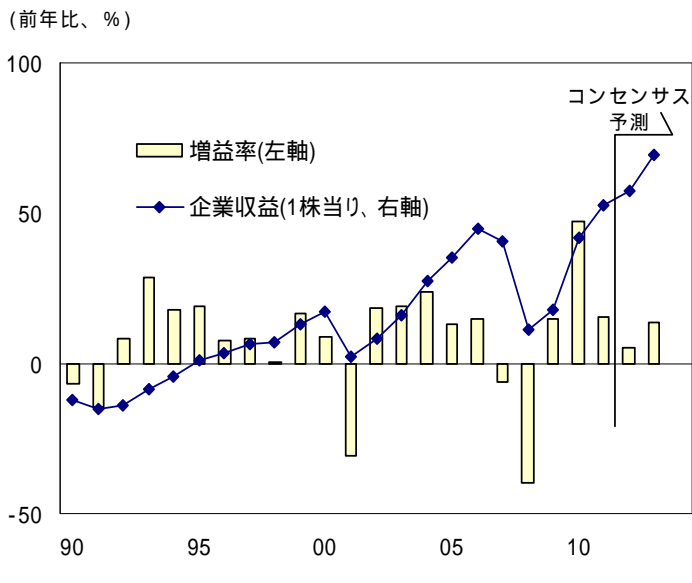
米国の企業収益は、上場企業ベース（S & P 500）、国民所得統計のいずれでみても、2012年は2年連続で過去最高益を更新することが確実な情勢である（図表42）。

四半期ごとにみると、このところ増益率の鈍化が目立つが、これは内外景気の減速により売上高の伸びが頭打ちになっていることが要因の一つである。

また、ドル高も収益の伸びを下押ししている。ドルの実効相場は前年比5%程度のドル高水準で推移している。前回の世界経済見通しでは、この為替相場水準が継続する場合、米企業の収益を3%程度下押しすると試算したが、実際、決算会見でドル高が3~5%程度の減益要因になったと発表する企業が多かった。

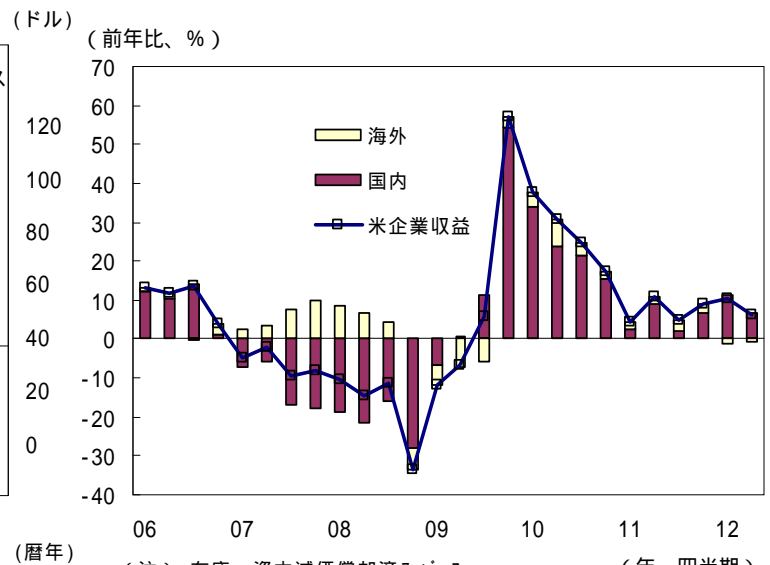
大企業を中心に上場企業ベースでは、自動車をはじめ欧州の事業ウエイトの高い業種で欧州情勢の悪化が収益を下押しするケースも目立つ。もっとも、米企業全体では、欧州の低迷や新興国の減速などの海外要因の収益への影響は限定的にとどまっている（図表43）。

図表42．企業収益（1株当たり）



(注) コンセンサス予測はトムソン・ロイター社集計
(出所) S & P

図表43．企業収益への地域別寄与度



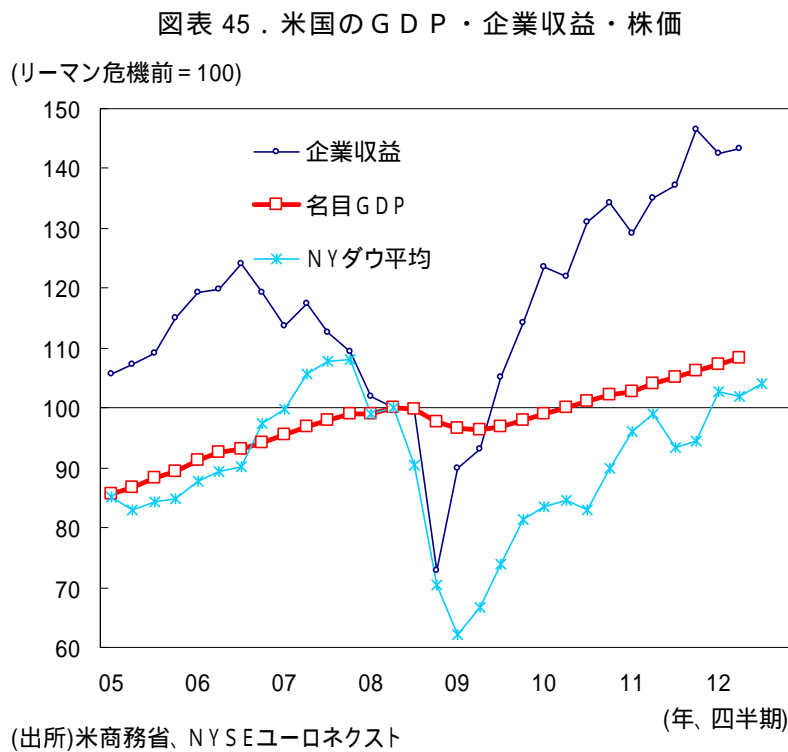
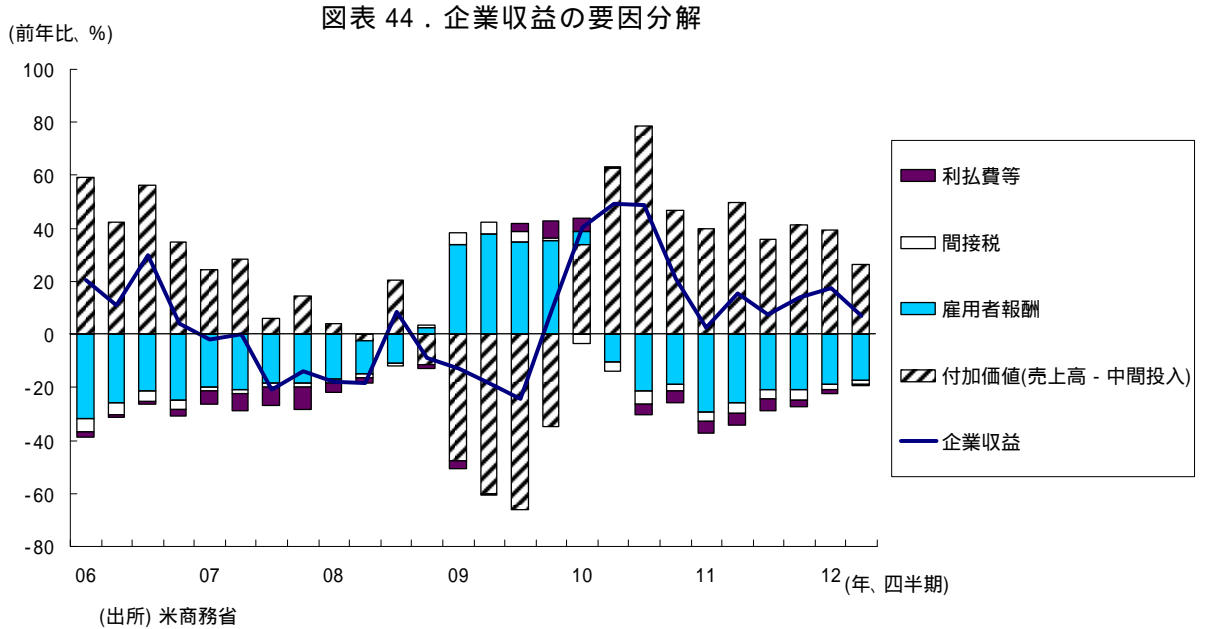
(注) 在庫・資本減価償却済みベース
(出所) 米商務省

世界的な景気減速やドル高の影響がみられるとはいえ、米国内の緩やかな景気回復を背景に増益トレンドが崩れるほどの影響はみられない。リーマン・ショックの直後は、人件費の削減を進めたが、その後の景気回復では、人件費コストを吸収しながら増益を確保している（次頁図表44）。

GDP、企業収益、株価について、リーマン・ショック後の落ち込みからの回復度合いをみると、まず、企業収益がリーマン・ショック前のピーク水準を上回り、その後を追うようにGDPも危機前水準を上回り、足元では株価についても危機前につけたピーク水準

の更新が視野に入ってきている。景気回復にともない企業収益が回復し、企業収益に連動して株価が回復する経済成長のパターンが鮮明になっている（図表 45）。

家計部門では、中間所得層を中心に住宅の含み損や雇用回復の遅れなどバブル崩壊の傷跡がいまだに残るものの、企業部門は目覚ましい回復を遂げている。



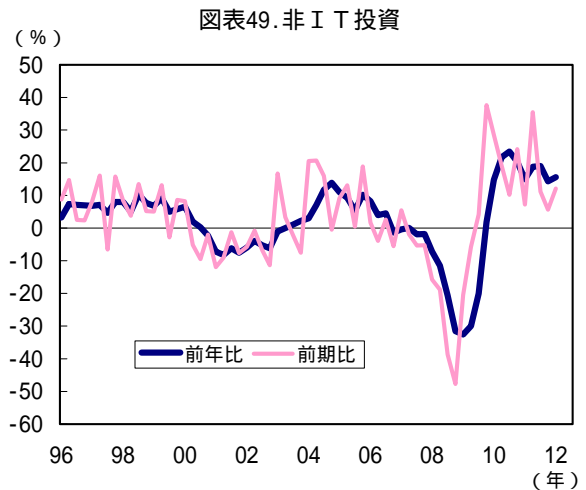
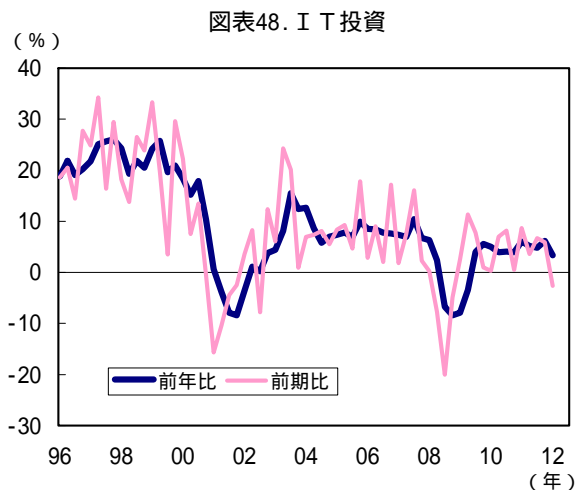
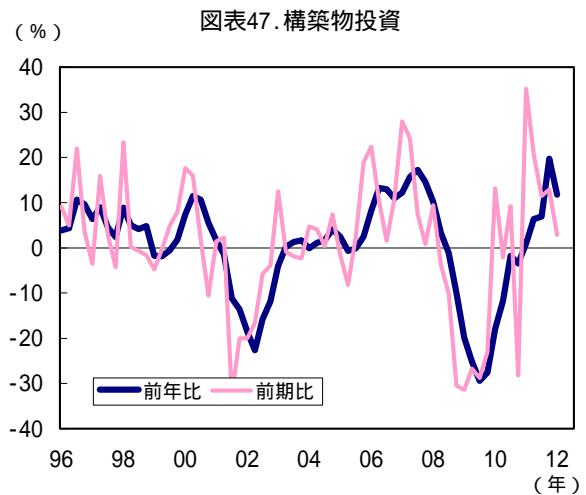
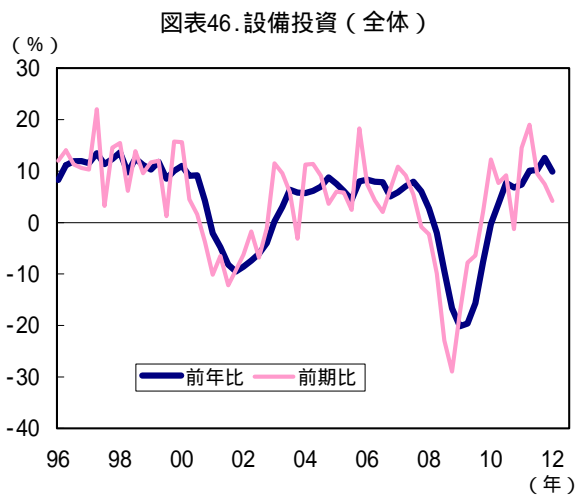
収益回復を追い風に設備投資も底堅い

企業収益の回復を追い風に設備投資も底堅い動きが続く。

設備投資減税が昨年末で失効したことや、期限切れを前に駆け込み需要が発生したため、今年の設備投資は反動減が懸念された。そのうえ、経済の先行きへの根強い不透明感は、企業マインドを悪化させ設備投資の抑制要因としてはたらく。

それでも、厳しい競争環境に直面する企業は設備投資を増加させている(図表46~49)。とりわけ、企業の競争力を左右するとされ、ウエイトでも設備投資全体の半分を占める「IT投資」が底堅い。また、『シェール革命』をきっかけに製造業の国内回帰が強まり、これまで低調だった「非IT投資」も高い伸びを続けている。さらに、バブル崩壊後の調整が続いていた商業用不動産市場でも改善の動きが強まり、「構築物投資(建設投資)」の回復がここに来て鮮明になり始めた。

2013年にかけて3年連続で過去最高益が確実とみられることから、好調な企業収益を背景に設備投資の緩やかな増加傾向が続く見通しである。



(出所) 米商務省

(5) 政府部門が景気の下押し要因

財政の崖

米国では財政政策がもとで2013年初めから景気が急失速するリスクが懸念されている。ブラインダー元FRB副議長が、3月に米紙への寄稿の中で「財政の崖 (fiscal cliff)」と表現したことをきっかけに、バーナンキ議長など主にFRB関係者が、金融政策では対応できない景気の下ぶれリスクとして警鐘を鳴らし注目されるようになった。

具体的には、ブッシュ減税、社会保障減税の打ち切りと、政府支出の強制削減を中心に、総額6,070億ドル（およそ48兆円）の増税や歳出削減が始まるというものである（図表50）。議会予算局の分析によれば、実際にこのような事態になれば、2013年上半期のGDP成長率は-2.9%に落ち込み、年間の成長率も-0.5%とマイナス成長に陥り深刻な景気後退に直面する。一方、議会予算局は代替シナリオを想定し2013年の成長率予測を示した。それによると、ブッシュ減税を延長し、歳出の強制削減を回避するケースでは、年間の成長率は1.7%になると予想している。

図表50. 「財政の崖」の内訳

(億ドル)	
歳入	3,990
所得税・相続税減税等の終了	2,210
給与税減税の終了	950
投資減税等の終了	650
医療制度改革による増税措置	180
歳出	1,030
財政管理法による一律的な歳出削減	650
失業保険の給付延長措置の終了	260
その他	110
その他	1,050
増税・歳出削減の合計	6,070
調整措置(経済的なフィードバック効果)	470
財政政策による景気の下押し幅	5,600

(出所)アメリカ議会予算局

好調な民需、低迷する公需

もつとも、経済専門家を対象にしたアンケート調査によると、年末まで妥協案がまとまり、「崖」と表現される極端な増税・歳出削減は回避されるとの見方が支配的である。党派対立が激化したこの2年を振り返っても、政府と議会、上院と下院がねじれ状態にあるため、予算協議がまとまらずに政府機関閉鎖の可能性が高まったり、国債発行のための法案審議が難航したが、いずれもタイム・リミット寸前まで党派対立を続けながら、期限寸前では必ず妥協案での合意を積み重ねてきた。

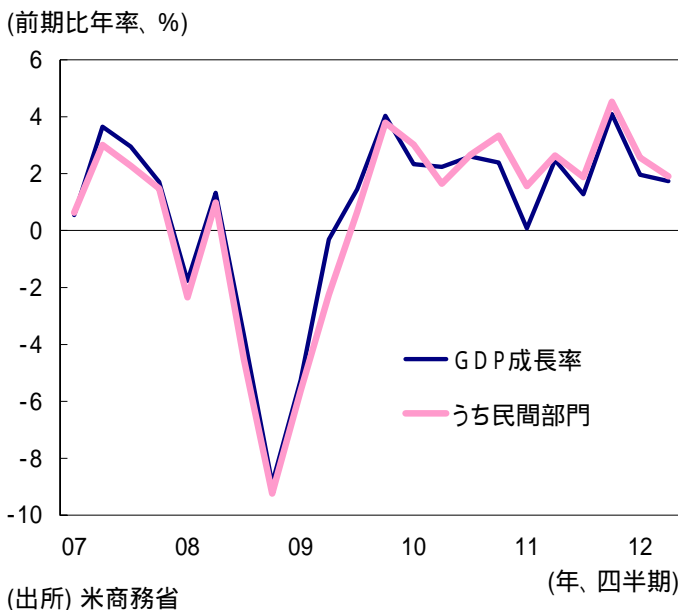
ただし、政治的な妥協で景気の急激な落ち込みを回避できても、米国の財政再建が喫緊の課題であることに変わりない。このため、先述の議会予算局が示した代替シナリオのように、増税や歳出削減が全て先送りされる可能性は小さく、部分的な増税や一部の歳出削減で政治決着が図られる可能性が高い。

連邦政府と州など地方政府の支出を合計した公的需要はGDPの2割を占め、個人消費に次いでウェイトが大きい。これまで年率2%程度のペースで増加が続き、とりわけリーマン・ショックをきっかけに個人消費や設備投資など民間需要が減少したさいには景気を下支えしたが、2010年後半からすでに景気の下押し要因になってきた（図表51、52）。

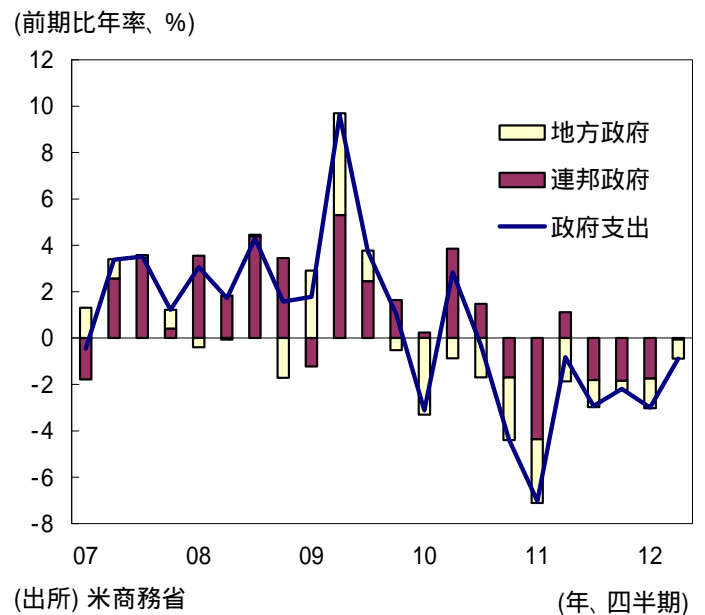
「財政の崖」に関し、部分的な増税や一部の歳出削減で政治決着が図られると、民間需要は堅調なのに公的需要が足を引っ張る構図が、2013年に一段と強まることが予想される。

「崖」と表現される極端な増税と歳出削減は回避できても、公的需要に頼れない成長構造にあることにかわりなく、公的需要が下押し要因となって成長率が加速しない可能性があることに注意が必要であろう。

図表 51 . 意外と好調な民間需要



図表 52 . 低迷が続く公的需要



(6) 2012 / 2013 年の米国経済見通し

～ 債務調整が完了、潜在成長ペースの回復へ

2012年の実質GDP成長率は+2.2%、2013年は+2.0%と緩やかな回復が続く。

2012年は、個人消費が所得の回復に支えられ、自動車購入を中心に緩やかな回復が続くほか、住宅投資や企業の設備投資も増加が見込まれる。一方、景気の本格回復にともない輸入が増加し経常赤字が拡大するため、外需寄与度は再びマイナスとなる。政府支出は州政府の財政難を背景に2年連続で減少する。外需と公需の下押しにより成長率は2.2%と潜在成長率近辺にとどまるが、民間最終需要がけん引し緩やかな景気回復が持続する。

2013年についても、個人消費や設備投資など民間最終需要が総じて堅調に推移し景気回復をけん引するが、政府支出は州政府の歳出削減に連邦政府の歳出削減も加わり3年連続の減少が見込まれ景気の抑制要因になる。このため経済成長率は2.0%と、前年に続いて潜在成長率近辺の緩やかなペースにとどまる。連邦支出の強制削減やブッシュ減税の打ち切りなど、財政再建の動きが急激に進められる場合には、経済に大きな影響を与えることになるが、大統領・議会選挙の終了からクリスマス休暇にかけてのレイムダック・セッションで、政治的な妥協が成立する公算が大きいであろう（以上図表53）。

図表 53 . 米国の経済見通し総括表

暦年	2011年(実績)		2012年(予測)		2013年(予測)		2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
実質GDP	1.3	2.3	2.3	1.8	2.1	2.2	2.4	1.8	2.2	2.0
個人消費	2.8	1.6	2.1	1.9	2.2	2.4	1.8	2.5	1.9	2.2
住宅投資	0.7	4.7	15.3	7.1	9.4	9.0	-3.7	-1.4	10.5	8.7
設備投資	5.1	15.4	7.0	3.6	5.0	6.7	0.7	8.6	8.1	5.1
在庫投資(寄与度)	-0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	1.5	-0.2	0.1	0.2
政府支出	-4.9	-2.2	-2.2	-0.9	-2.0	-2.0	0.6	-3.1	-1.9	-1.7
純輸出(寄与度)	0.5	0.0	-0.1	0.0	-0.2	-0.4	-0.5	0.1	0.0	-0.2
輸出	6.4	4.4	3.9	5.5	5.7	6.6	11.1	6.7	4.4	5.9
輸入	2.1	3.6	3.5	4.7	6.1	7.7	12.5	4.8	3.8	6.2
名目GDP(前期比年率)	3.5	4.5	3.8	2.7	2.6	2.7	3.8	4.0	3.7	2.7
消費者物価(前年比、%)	1.3	2.0	2.2	2.0	1.9	2.1	1.0	1.7	2.1	2.0
失業率(%)	9.0	8.9	8.2	8.1	7.9	7.7	9.6	9.0	8.1	7.8
貿易収支(通関、10億ドル)	-364	-363	-378	-389	-411	-447	-635	-727	-767	-858
同名目GDP比(%)	-4.9	-4.8	-4.9	-4.9	-5.2	-5.5	-4.4	-4.8	-4.9	-5.3
FFレート	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
10年債利回り	3.34	2.24	1.93	1.65	1.85	2.05	3.21	2.79	1.79	1.95

(注) GDPは前期比年率(%)、(在庫投資・純輸出は寄与度)
 消費者物価はコアベース、財政収支は会計年度(前年10月～9月)
 FFレートは期末値。10年債利回りは期中平均値。

5. リスク要因、金融政策、課題

(1) 欧州危機の再燃リスク

世界経済の下ぶれ要因

世界経済の下ぶれ要因となるリスクが2つある。中国景気の持ち直しのタイミングの遅れと、欧州危機の再燃である。中国経済についてはすでにみたので、本節では欧州危機への対応状況を整理したうえで、危機再燃シナリオを検討する。

資金支援と統合強化

欧州危機については、ECBが南欧国債の買い取り策（Outright Monetary Transactions：OMT）を決定し、支援の柱となるESM（欧州安定メカニズム）にも発足の目処がついたため、金融市場は落ち着きを取り戻している。このため危機はすでに最悪期を脱したとの楽観論も指摘され始めたが、時間稼ぎにすぎないとの慎重な見方も根強い。以下ではECBの政策決定に至る過程を整理した上で、危機再燃シナリオを検討する。

まず、6月に開催されたEU首脳会議（EUサミット）では、統合強化の具体的な道筋をつけることで合意した。昨年末のサミットで合意され、今年初めに発効した財政協定を深化させるための経済通貨統合について、具体的なロードマップを作成することを決めたほか、銀行同盟の創設でも合意した（図表54）

経済通貨統合の強化と銀行同盟は、危機をテコに欧州統合を推進する動きと位置付けられる。もともと、ドイツは危機が表面化した当初から、財政統合を確約すればドイツは資金支援を行うとの立場を繰り返し表明してきた。このため、統合の強化推進は、ドイツなどの資金支援を正当化させる条件が整いつつあることを示している。

図表54. EUサミット声明（6月）

<p>「成長と雇用のための協定」を決定</p> <p>欧州理事会議長は経済通貨統合のための具体的なロードマップ作成、中間報告を10月、最終報告を12月に提出</p> <p>銀行とソブリン債問題の負の連鎖を断つことが必要</p> <p>欧州委員会は単一の銀行監督メカニズムを9月に提案、ユーログループが年末までに討議する</p> <p>単一監督メカニズムが設立されれば、ESMは銀行に直接資本注入する</p> <p>スペイン支援では、ESMに優先債権者待遇を付与しない</p> <p>7/9のユーログループ会合でこれらの決定を発効</p>
--

（出所）ユーロ圏首脳会議声明

スペイン支援の体制整備も進展

統合強化と支援継続の二本柱で各国の足並みがそろったことで、EUサミットを受けて開催されたユーロ圏財務相会合では具体論についても進展がみられた。

まず危機対応の柱として、ESMを用いて国債購入や銀行への資本注入を行うことで合意した。これらはいずれも昨秋のサミットで合意していたが、一部の国々が反対したためあらためて合意したものである（図表 55）。

一方、危機国支援のうち、ギリシャについては、6月総選挙で財政再建の継続が確認されたため情勢がいったん落ち着いた。一方、5月にバンクア銀行が経営破たんしたことをきっかけに、スペインが市場の標的となり長期金利が上昇したため、スペイン支援の概要を取りまとめ合意した（図表 55、56）。

図表 55 . ユーロ圏財務相会合声明（7月）

ユーロ圏の金融安定のために強くコミットすることをあらためて申し合わせた
 特に、EFSF/EMSを柔軟かつ効率的に活用することを検討する
 スペイン向け銀行支援については政治的理解を得た（=了承した）
 ESMがスペインに融資を行うさいには、優先債権者待遇を付与しない
 7月20日に最終合意のうえ覚書を交わす
 なおスペインの財政再建目標を1年先送りすることを承認する
 （財政赤字をGDP比3%以下に抑制する目標年次を2013年から14年に1年遅らせる）

（出所）ユーログループ声明

図表 56 . ユーログループとスペイン政府の覚書

スペイン政府の要請に基づき、資本増強のための1000億ユーロをEFSFが融資を行う
 スペイン政府の代理人であるFROB（金融再建基金）を経由して融資を行う
 銀行支援は、構造改革や財政再建と密接に関連する（=改革の継続を支援の条件とする）
 9月末までに外部監査を行い、銀行を再建可能性の度合いにより3つのグループに分類、
 グループごとに期限を決め再建・清算計画を提出する
 銀行が発行したハイブリッド債や劣後債については投資家責任を求める
 バッドバンクを設立し銀行の不良債権を分離する
 銀行監督の強化と貯蓄組合のガバナンス強化を求める

（出所）欧州委員会

政府とECBの足並みもそろろう

ECBが南欧国債購入に踏み切ったのは、7月26日のロンドン講演で、ドラギ総裁が「ユーロ防衛のために何でもする」と踏み込んだ発言を行ったことがきっかけであった。

ドラギ総裁がこのような踏み込んだ対応策を示すことができた背景には、政治の側が、統合強化と引き換えに資金支援の継続を行うことで足並みがそろったことに加え、スペイン支援についてもESMの活用を柱とする対応策を取りまとめたことで、ECBに急場しのぎのための過度な負担を強いてきた政治の対応状況が改善されたことがあった。

このため、ECBの具体策が明らかになる前から、メルケル首相はドラギ構想に積極的支援を表明した。今春までECBは政治の側の責任を繰り返し求め、各国政府との間に微妙な空気が流れていたが、各国政府の足並みに加え、政治とECBの足並みもそろい始めた点は、今後の危機対応を推進するうえで、大きなターニング・ポイントを迎えたと評価できる。

スペイン・イタリア情勢とギリシャの第2次債務再編リスク

もともと、スペインやイタリアの長期金利やドイツ国債との利回り格差が低下したとはいえ、依然として危機水準で推移していることに変わりなく、金融市場は一連の対応について、抜本的な解決には程遠いと判断している。また、ギリシャでは今春、民間銀行による債務減免措置が実施された後も、国債スプレッドは異常な高水準に張り付いたままでありいっこうに改善がみられない（次頁図表57）。

このうちスペイン、イタリアについての当面のリスクは内需の低迷と政治情勢である。ユーロ圏全体の景気情勢はすでにみたとおりの緩やかな持ち直しが見込まれるが、スペインとイタリアについては、内需の落ち込みに歯止めがかかっていない。

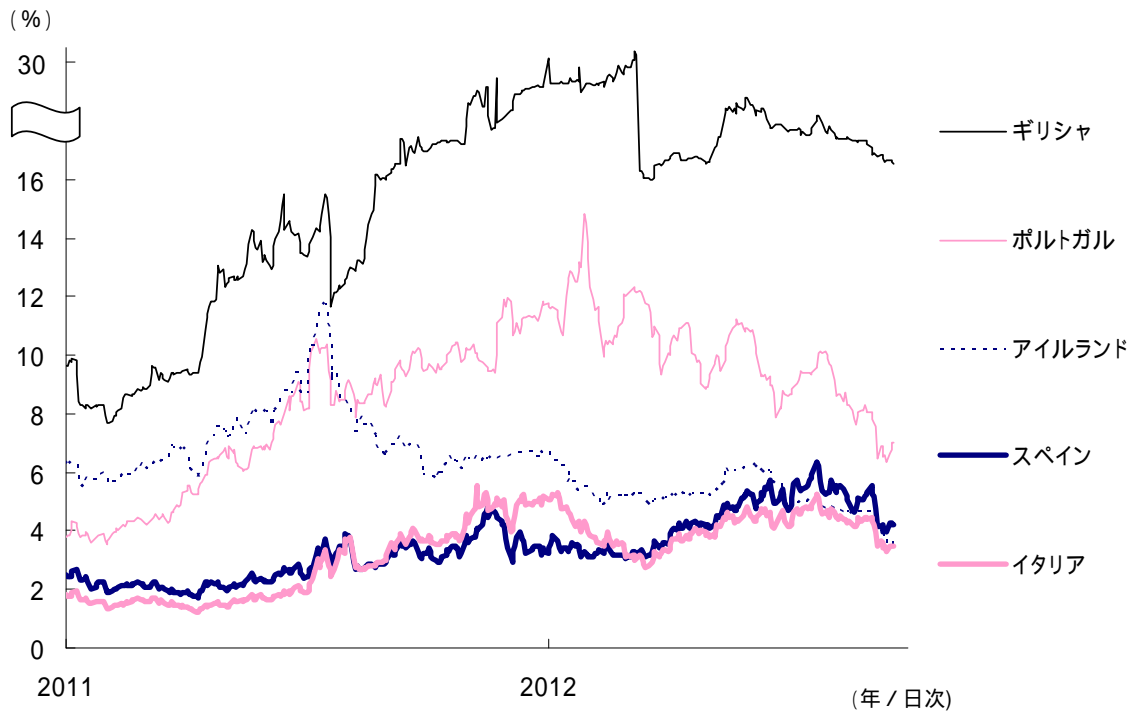
経済情勢の悪化を受け、スペインではデモが頻発し、計画どおりに改革政策が実行できるか疑問符がついている。住宅価格の下落や不良債権の増加に歯止めがかからないうえ、このところ、銀行預金の流出や、海外投資家がスペイン国債を売却する資本逃避に拍車がかかるなど、金融情勢は出口の見えない深刻な状況に直面している（次頁図表58、59）。

イタリアでは、危機のきっかけになったベルルスコーニ前首相が、欧米主要メディアとのインタビューを通じ政界復帰を宣言し、その上でユーロ離脱をほのめかしている。また地元ラジオ番組のDJが、反緊縮を掲げポピュリズム的な人気を博すなど、イタリア政局はギリシャ以上に混沌としており、政治リスクが異様に高まっている。

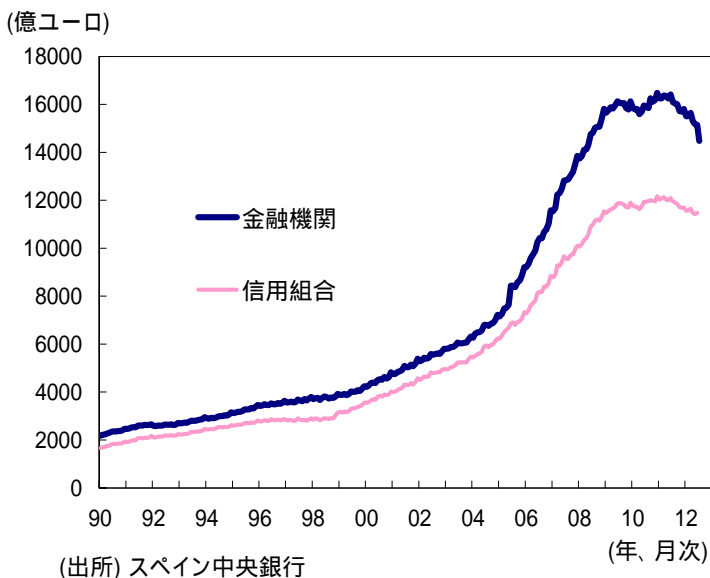
足元で危機が落ち着いているのは、モンティ実務者内閣が財政再建法や労働改革法を成立させ、経済手腕が市場の信認を得ているためである。仮りに来春の総選挙をにらんで、各政党が不人気のモンティ政権と距離を置き始め、選挙を契機に政党主導の政権に交代すれば、市場の信認を得ることは容易ではなく、スペインに続いてイタリア情勢が再び不安定になるリスクをはらんでいる。

ギリシャでは、今年春に民間銀行が保有する2000億ユーロの債権について、額面で53%、実質価値で75%の債務減免が実施された。それでも財政再建のメドがたたないため、再度の債務再編は不可避である。すでに、前回の債務再編のさいに債務減免を免れたECBや欧州各国政府など公的投資家が保有する債権について、債務再編観測が指摘されている。

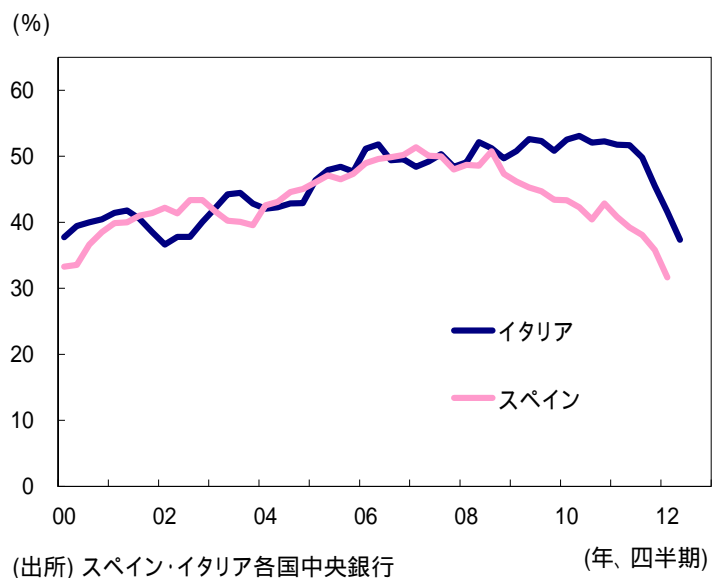
図表 57 . 各国債とドイツ国債の利回り格差



図表 58 . スペイン：銀行の預金流出



図表 59 . スペイン・イタリア国債の海外保有比率



(2) 米欧の金融政策と世界経済の課題

米欧の金融政策～政策効果の波及経路

米国のFRB（連邦準備制度理事会）は量的緩和第3段（QE3）を決定した（図表60）。

もっとも、追加緩和の効果めぐっては評価が対立している。バーナンキ議長は過去の量的緩和策の効果について、FRB－USモデルによればGDPを3%押し上げ雇用が200万人増加したと主張したのに対し、民間エコノミストの間では、QE3がGDPを押し上げる効果は0.3%程度にすぎないとの指摘が目立つ。

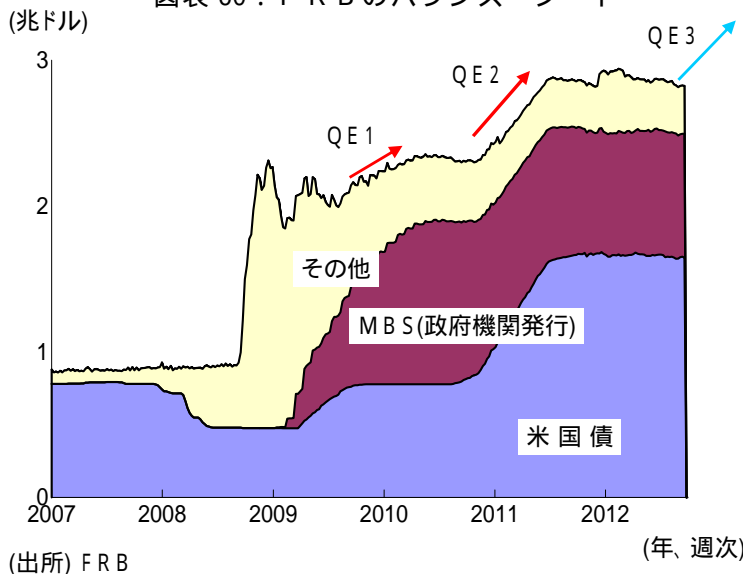
政策決定の根拠である雇用回復の遅れについても、需要不足が原因として追加緩和策を正当化するバーナンキ議長と、雇用のミスマッチの拡大など構造的な要因が大きいため、追加緩和を行っても雇用の回復は見込みにくいとの見解がFRB内部で対立する。

それでもFRBは政策判断の妥当性を主張し、声明文で追加的な政策も検討する方針を明記したため、雇用の改善が遅れる場合には追加緩和策の可能性も残る。もっとも、すでに資源価格が上昇するなど副作用が目立つほか景気の自律的な回復も見込まれる。このため一段の追加緩和については、効果と副作用をあらためて慎重に検討することになる。

ECBでも政策効果の波及経路を意識した政策運営が続く。3年物資金を無制限供給するLTRO（長期資金供給オペ）や、資金供給の際の担保要件の緩和（低格付け南欧国債を資金オペ担保に容認）、そして9月理事会で決定した南欧国債の買い取り策は、いずれも危機国の市場安定を狙ったマクロ・プルーデンス政策の性格に加えて、市場の機能不全でECBの政策効果が行き渡らない状況を改善することを目指した政策である（図表61）。

もっとも、南欧国債の買い取り策は、金融市場の安定をはかる上で大きな効果が期待できる反面、市場が安定すればスペインなどは構造改革や財政再建努力を棚上げするリスクをはらむ。将来的にECBはジレンマに直面する可能性があり、政策の妥当性やECBの対応があらためて問われかねず予断を許さない状況が続く。

図表60．FRBのバランス・シート



図表61．ECBのバランス・シート



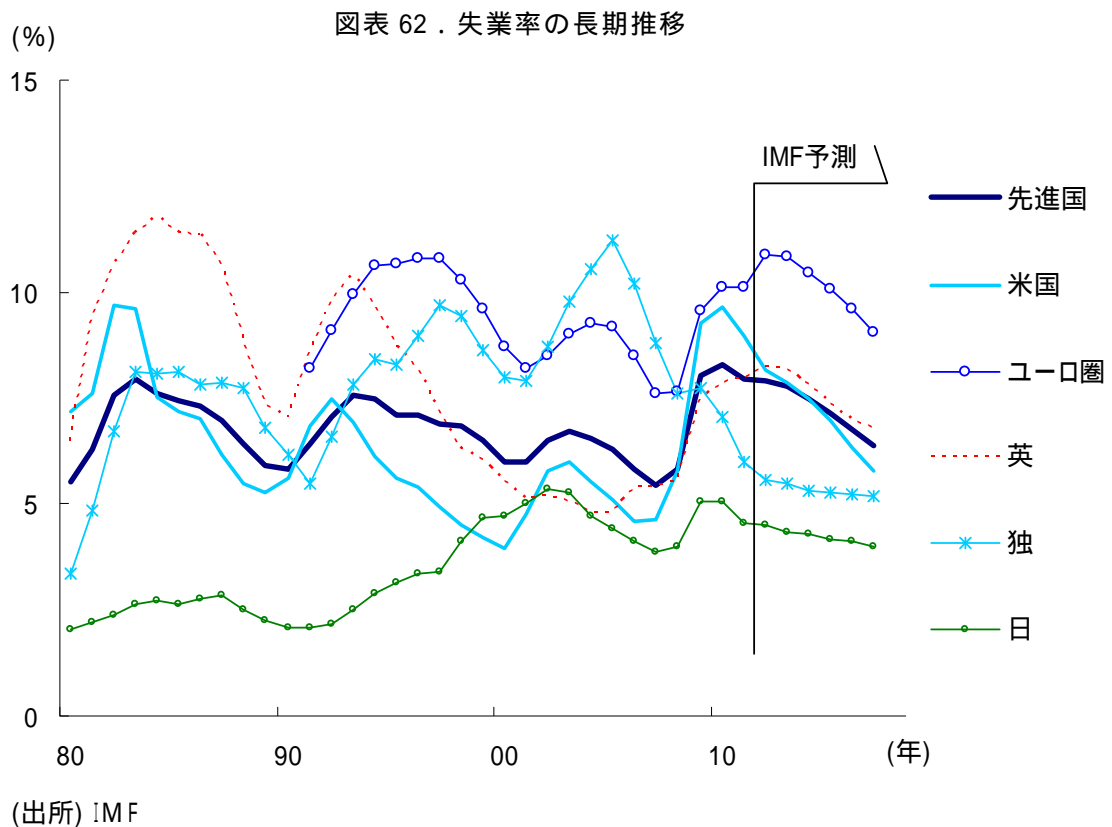
世界経済の課題：雇用と財政再建

世界経済が直面する課題は、失業率と財政収支の改善がいずれも遅れていることである。失業率と財政収支の改善の遅れは、リーマン・ショック後の大不況の影響が、いまだ解消されていないことを端的に示しており、改善を促すために持続的な経済成長が求められている。

先進国各国での職探しは困難をきわめている。さほど高い技能を必要としない仕事を、新興国が低賃金で代替するようになってきているためだ。より熟練が求められる職業に従事する能力のある人はよいが、単純労働者にとり就職口は狭い。

各国の所得上位層の所得が力強さを維持しながらも、低所得層の生活は改善されないままであり、そのうえ先進国の象徴であった中間層が、リーマン・ショックを契機に経済的な苦境に直面し、中間層が変容している、あるいはかつての意味での中間層が減少している。

職業訓練の強化を通じた労働者の技能向上が必要であるが即効性には乏しい。労働者一人一人の自助努力が求められる問題であり、政府が差し伸べる手立ては限られる。だからこそ経済成長を持続させることが喫緊の課題である（以上図表 62）。



財政再建への取り組みも待ったなしの対応が求められる。

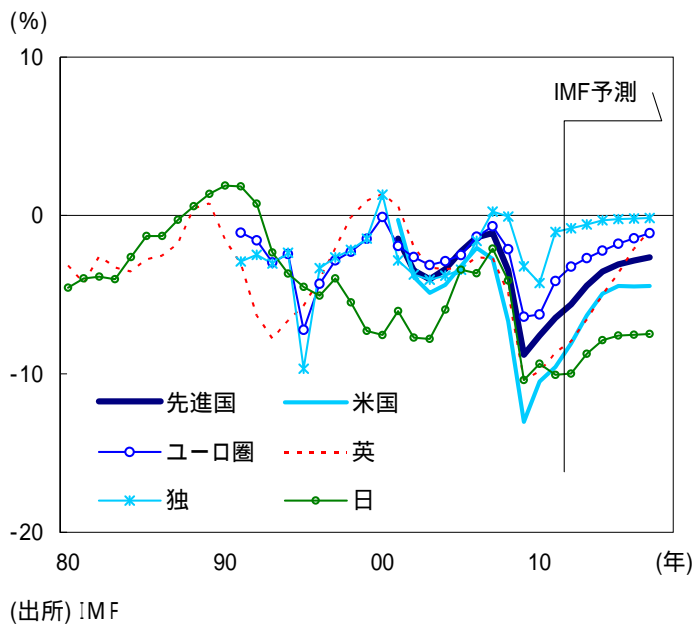
運用難に直面する投資家の先進国債への投資需要は根強く、市場資金の大半を占める年金基金をはじめ、利回り確保を求める資金が国債市場から流出するリスクが小さいことは確かである。

もつとも、世界経済の自律的な回復を背景に国債利回りの低位安定が修正される可能性も否定できない。財政赤字の持続性に金融市場が警戒を強め、リスク・プレミアムが上昇すれば、思わぬ金利上昇や通貨下落を招くことになる。こうした事態を回避するために、財政再建の具体策を示し政策への信認を確保することが不可欠である。

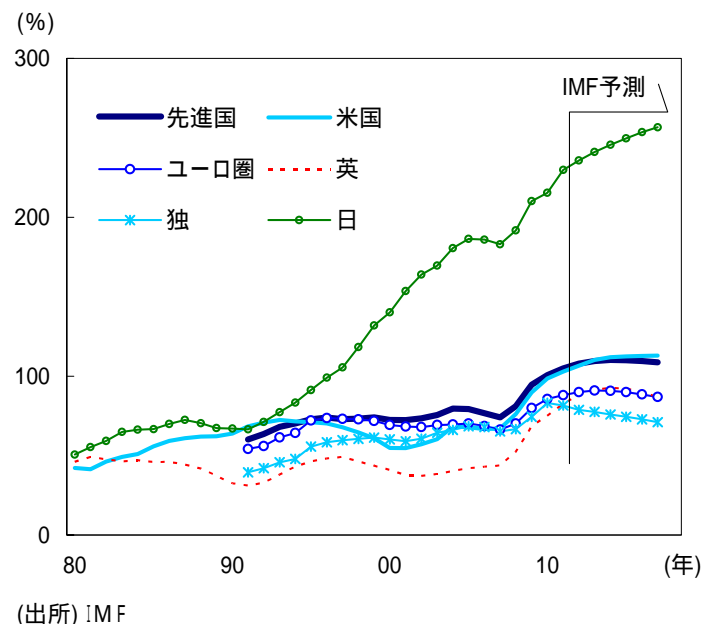
財政赤字は世代間の不公平を生み出す要因でもあり、高齢化社会の本格的な到来への備えとして、財政構造改革にも早期の取り組みが求められる。財政制度を再設計するうえで、持続的な経済成長を通じた歳入確保は大前提となる（以上図表 63、64）。

世界経済は、今年末から来年にかけて、欧州の低迷、中国の減速、米国の財政の崖と、心配事が尽きないものの、経済的には最低限の足取りをひとまず確保できそうである。しかし、雇用と財政というすぐには答えを見出すことが困難な課題が世界的に重くのしかかる閉塞感は、簡単には払しょくできそうにない。

図表 63．財政赤字の長期推移



図表 64．政府債務残高の長期推移

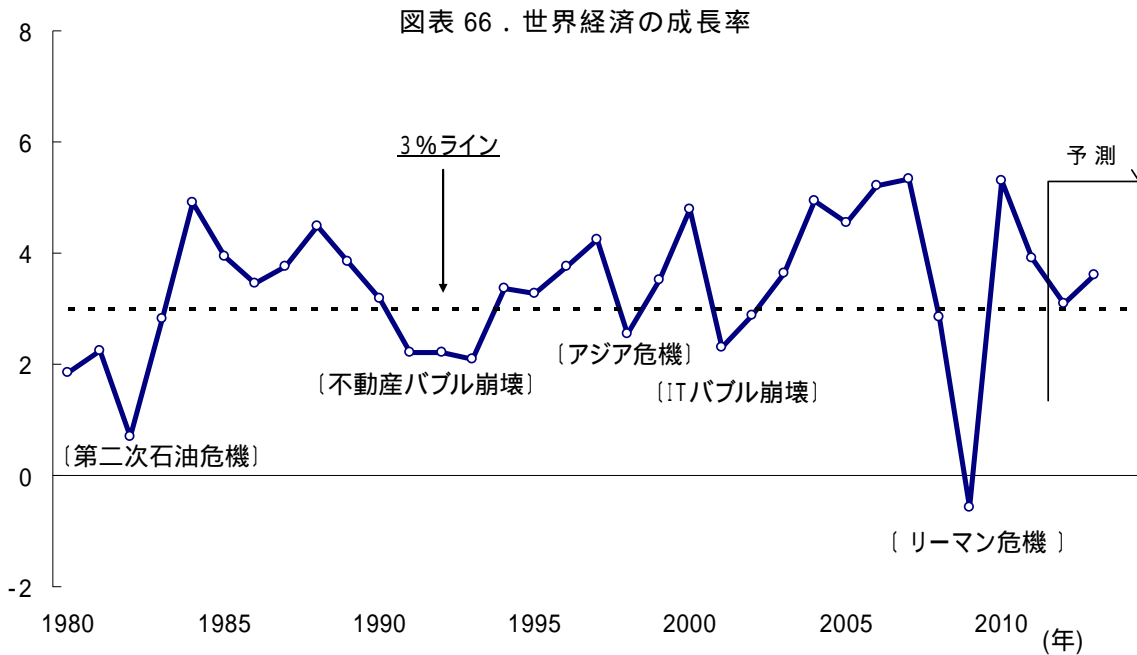


図表 65 . 世界経済予測総括表

	2010	2011	2012	2013	2011				2012				2013			
					1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
世界	5.3	3.9	3.1	3.6	4.3	3.9	3.8	3.6	3.6	3.2	2.8	2.7	2.9	3.3	3.8	4.2
先進国	3.2	1.6	1.2	1.5	2.0	1.5	1.4	1.3	1.5	1.2	0.9	1.0	0.9	1.2	1.6	1.7
米国	2.4	1.8	2.2	2.0	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	1.9	2.1	2.1	2.0	2.2	2.5
欧州	2.0	1.5	-0.5	0.3	2.5	1.0	0.3	-1.4	-0.1	-0.7	-1.7	0.0	0.7	0.9	1.1	1.2
日本	4.5	-0.8	2.3	1.5	-7.9	-1.3	6.9	0.3	5.3	0.7	-0.2	1.4	2.1	1.7	2.1	2.4
アジア	9.3	7.3	6.0	6.6	8.2	7.5	7.1	6.4	5.9	5.8	6.0	6.2	6.4	6.6	6.7	6.8
中国	10.4	9.3	7.7	8.0	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.4	7.6	7.8	8.0	8.0	8.2
インド	10.4	8.0	5.3	5.5	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	5.5	5.4	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6
ASEAN	7.3	3.9	5.3	5.8	4.8	4.2	4.8	1.8	4.4	5.4	5.8	5.8	5.8	5.8	5.9	5.9

(注) は前期比年率、その他は前年比の成長率
シャドウ部分は当社の予測値

(前年比、%)



(注1) 世界経済の低迷が懸念されている時の成長率は3%を下回っていたため、3%ラインは好不況の目安とみることができる

(注2) 2012～13年は当社予測値

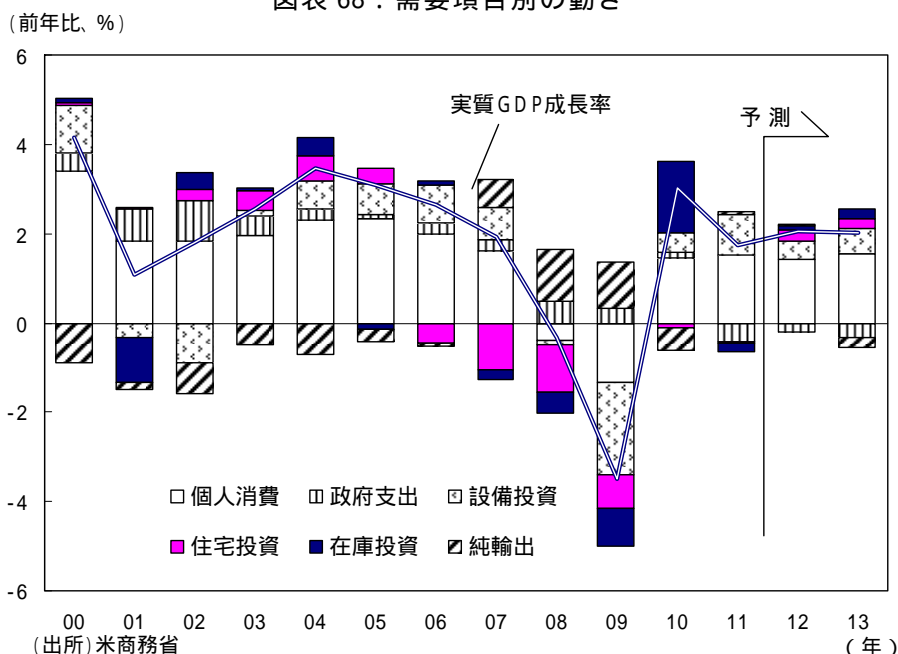
(出所) IMF

図表 67 . 米国経済予測総括表

	2012年				2013年				2010年	2011年	2012年	2013年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	2.0 2.4	1.3 2.1	1.9 2.3	2.1 1.8	2.1 1.8	2.0 2.0	2.2 2.1	2.5 2.2	2.4	1.8	2.2	2.0
個人消費	2.4 1.8	1.5 1.9	2.0 2.0	2.1 2.0	2.2 2.0	2.3 2.2	2.4 2.3	2.4 2.3	1.8	2.5	1.9	2.2
住宅投資	20.6 9.3	8.4 10.4	6.3 11.7	7.5 10.6	10.0 8.0	10.0 8.4	9.0 9.1	8.0 9.2	-3.7	-1.4	10.5	8.7
設備投資	7.5 12.5	3.6 9.7	3.4 6.0	4.2 4.6	5.0 4.0	5.9 4.6	6.7 5.4	7.5 6.3	0.7	8.6	8.1	5.1
在庫投資 (寄与度)	-0.4	-0.5	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.5	-0.2	0.1	0.2
政府支出	-3.0 -2.2	-0.7 -2.2	-1.0 -1.7	-1.0 -1.4	-2.0 -1.2	-3.0 -1.8	-2.0 -2.0	-1.0 -2.0	0.6	-3.1	-1.9	-1.7
純輸出 (寄与度)	0.1	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	0.1	0.0	0.0
輸出	4.4 4.0	5.2 4.3	5.7 4.2	5.3 5.1	5.7 5.5	6.1 5.7	6.6 5.9	7.0 6.3	11.1	6.7	4.4	5.9
輸入	3.1 3.2	2.8 3.9	5.4 4.0	5.3 4.1	6.1 4.9	7.0 5.9	7.8 6.6	8.2 7.3	12.5	4.8	3.8	6.2
名目GDP (10億ドル)	4.2 4.5	2.8 3.9	3.0 3.5	2.1 3.0	2.8 2.7	2.7 2.6	2.9 2.6	2.5 2.7	3.8	4.0	3.7	2.7
消費者物価コア(前年比)	2.2	2.3	2.1	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	1.0	1.7	2.1	2.0
失業率	8.3	8.2	8.1	8.0	7.9	7.8	7.7	7.6	9.6	9.0	8.1	7.8
FFレート(期末値)	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
10年債利回り(平均値)	2.04	1.83	1.60	1.70	1.80	1.90	2.00	2.10	3.21	2.79	1.79	1.95

(注) 各項目の上段は前期比年率、下段は前年比、いずれも%

図表 68 . 需要項目別の動き

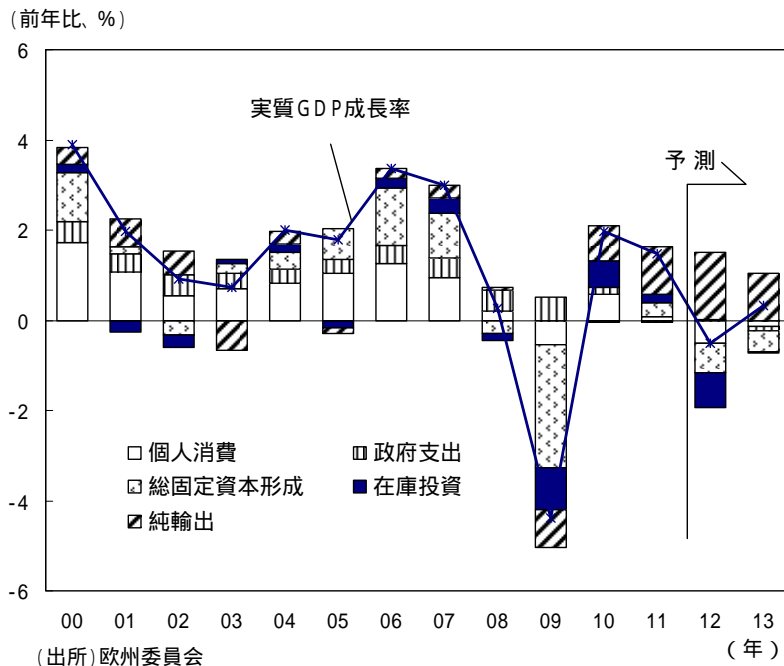


図表 69 . 欧州経済予測総括表

	2012年				2013年				2010年	2011年	2012年	2013年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	-0.1 0.0	-0.7 -0.5	-1.7 -1.0	0.0 -0.6	0.7 -0.4	0.9 0.0	1.1 0.7	1.2 1.0	2.0	1.5	-0.5	0.3
個人消費	-0.7 -1.0	-0.8 -0.7	-0.8 -1.1	-0.4 -0.7	0.0 -0.5	0.0 -0.3	0.0 -0.1	0.0 0.0	1.0	0.1	-0.9	-0.2
総固定資本形成	-5.2 -2.4	-3.3 -3.0	-4.9 -3.9	-3.9 -4.3	-2.0 -3.5	-1.2 -3.0	-0.8 -2.0	-0.4 -1.1	-0.3	1.6	-3.4	-2.4
在庫投資 (寄与度)	-0.4	-0.6	-1.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.2	-0.8	0.0
政府支出	0.7	0.5	-1.0	-0.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5				
純輸出 (寄与度)	1.7	1.0	0.8	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1	0.8	1.1	0.4	0.4
輸出	2.8 2.6	5.5 3.4	5.1 3.1	6.1 4.9	6.1 5.7	6.6 6.0	7.0 6.5	7.4 6.8	10.9	6.3	3.5	6.2
輸入	-0.9 -0.9	3.6 -0.3	3.6 0.1	4.1 2.6	4.5 3.9	4.9 4.3	5.3 4.7	5.7 5.1	9.3	4.1	0.4	4.5
消費者物価(前年比)	2.7	2.5	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.7	1.6	2.7	2.5	2.7
失業率	10.9	11.2	11.3	11.4	11.5	11.6	11.7	11.8	10.1	10.2	11.2	11.7
政策金利(レバ`金利; 期末値)	1.00	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00	1.50	0.50	0.50
10年債利回り(平均値)	3.65	3.44	3.40	3.30	3.20	3.10	3.00	2.90	3.79	4.31	3.45	4.31

(注) 各項目の上段は前期比年率、下段は前年比、いずれも%

図表 70 . 需要項目別の動き



図表 71 . アジア経済予測総括表

	2012年				2013年				2010年	2011年	2012年	2013年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
アジア9ヶ国 (前年比、%)	6.1	5.8	6.1	6.4	6.6	6.9	6.9	7.1	9.4	7.3	6.1	6.9
中国	8.1	7.6	7.4	7.6	7.8	8.0	8.0	8.2	10.4	9.3	7.7	8.0
輸入数量	-8.9	0.1	-4.0	-1.5	1.0	3.5	6.0	8.5	24.7	-11.1	-3.6	4.8
財政収支	33.6	12.9	24.4	24.4	24.9	24.9	25.4	25.4	18.4	23.7	23.8	25.2
除(中国(NIEs + ASEAN4))	3.0	3.2	4.2	4.6	4.9	5.1	5.4	5.4	7.8	4.2	3.8	5.2
韓国	2.9	2.3	3.6	4.2	4.5	4.8	5.0	5.0	6.4	3.6	3.3	4.8
失業率(中国、%)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.1	4.1	4.1
(韓国、%)	3.4	3.3	3.1	3.2	3.3	3.2	3.1	3.0	3.7	3.4	3.3	3.2
政策金利(中国:貸出基準金利、%)	6.56	6.31	6.00	5.75	5.25	5.25	5.25	5.25	5.81	6.56	5.75	5.25
(韓国:コール誘導水準、%)	3.25	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	2.50	3.25	3.00	3.00
人民元/ドル相場	6.31	6.33	6.36	6.31	6.27	6.23	6.19	6.15	6.77	6.46	6.33	6.21
円/人民元相場	12.6	12.7	12.4	12.4	12.5	12.7	12.9	13.0	13.0	12.3	12.5	12.8

(注)政策金利は期末値。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。