



2013 年 3 月 14 日

報道機関各位

調査レポート

2013 / 2014 年世界経済見通し(2013 年 3 月)

～リスクを抱えながらも緩やかな回復の歩みが始まる～

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、「2013 / 2014 年世界経済見通し(2013 年 3 月)」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、土田陽介 (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

2013 / 2014 年世界経済見通し(2013 年 3 月)

～リスクを抱えながらも緩やかな回復の歩みが始まる～

- 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、景気の減速感が強まった。一方、2013 年の成長率は 3.4%、14 年は 3.7%と緩やかな持ち直しが見込まれる。世界経済は、様々なリスクを抱えながら、緩やかな回復の歩みを始めた状況にあるといえる。
- 米国では、これまで景気の抑制要因であった家計の債務調整や住宅のストック調整が進展し、自動車購入や住宅投資が景気回復のけん引役となる姿が鮮明になろう。企業収益は 2011 年から続く最高益の更新が見込まれ、雇用は毎月 15 万人程度のペースで増加し消費や住宅投資を下支えする。政府支出の減少が続く景気の下押し要因となるものの、民間最終需要は総じて堅調である。
- 欧州では、ECB の南欧国債購入スキームにより金融面の混乱は一服したが、内需が総じて低迷しており実体経済の回復力は弱い。米中景気の改善が鮮明になるにつれ輸出主導の回復が見込まれるものの、家計部門の回復が遅れる上、緊縮的な財政政策が続くため、景気底入れ後も回復力は緩慢であろう。
- 中国では、景気刺激策の効果により成長率が持ち直した。今年前半は景気対策の効果が見込まれるが、年後半には対策効果の息切れやインフレ率の反転による金融緩和の修正が予想される。かつての 2 ケタ成長が終焉し、7%程度が巡航速度とみられる中成長局面への移行過程にあるため、過剰設備などの調整圧力も根強く残る。輸出の回復が国内の調整圧力を緩和するが、景気の勢いに弾みがつく状況は望めない。
- 上ぶれシナリオは、米国で景気回復ペースが加速するケースや、財政再建の先送りにより当面の景気下押し圧力が緩和されるケース、欧州では過度の悲観の修正による景気回復力が想定以上に大きく働くケースがある。また、欧州、中国とも輸出主導の景気回復シナリオを想定しているため、世界経済が上ぶれすれば、輸出の増勢が加速し成長率を押し上げることになる。
- 一方、下ぶれシナリオとして、米国で財政協議が決裂しマインドの悪化や金融市場の混乱を招くケースや、ガソリン価格、長期金利が上昇するケースが懸念される。また、欧州では債務問題の再燃に加え、ドイツ以外の国々の景気低迷が続くリスクも残る。中国では、過剰設備の調整に想定以上に時間がかかるなど、中成長への移行がスムーズに進まず、景気の下押し圧力として働くリスクがある。

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、土田陽介 (chosa-report@murc.jp)

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

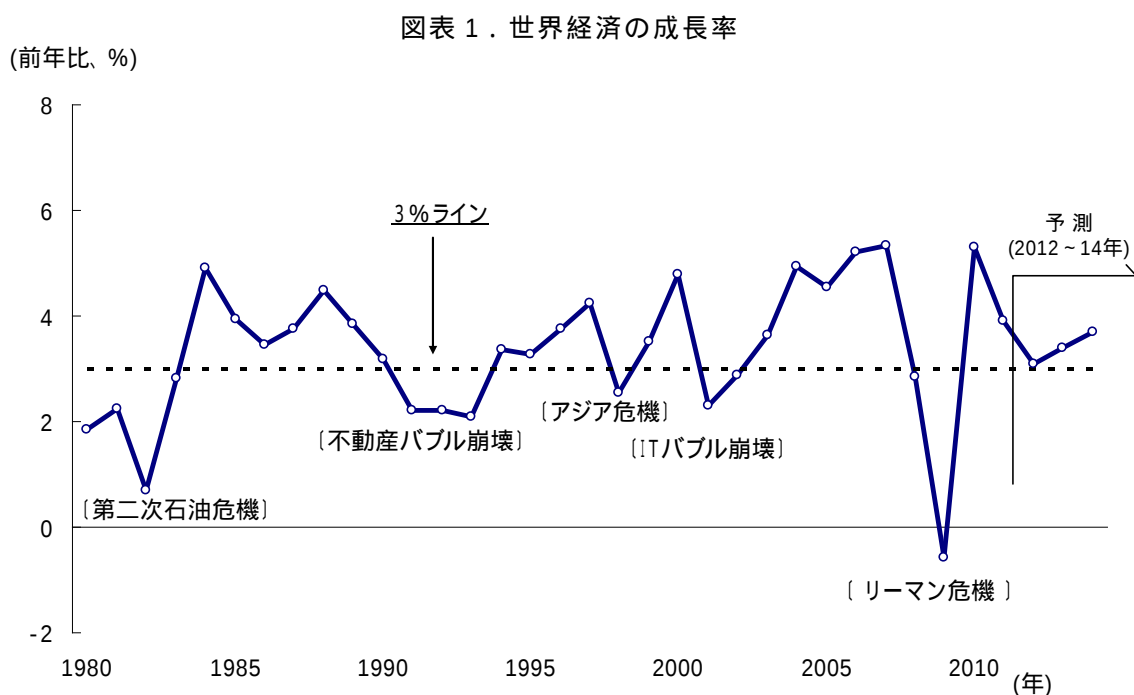
TEL : 03-6733-1633

1. 2013～14年の世界経済

世界経済のメイン・シナリオ

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、景気の減速感が強まった。一方、2013年の成長率は3.4%、14年は3.7%と緩やかな持ち直しが見込まれる。

もっとも、先進国では雇用の改善が遅れる中、財政再建が求められている。また、新興国も、かつての勢いには陰りがみられるようになった。このため、世界経済の回復は緩やかなペースにとどまるとみられる（図表1）¹。



(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

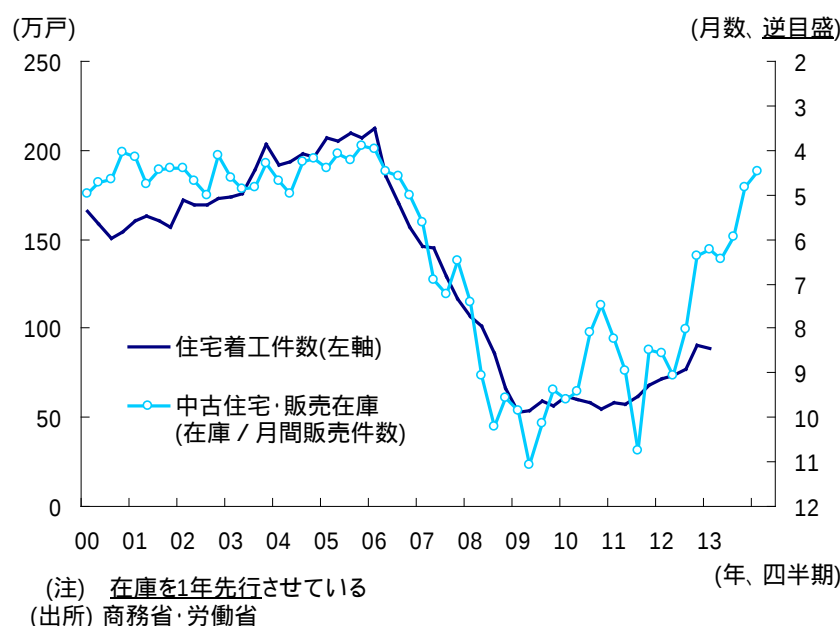
(注2) 2012～14年は当社予測値

(出所) IMF

¹ 当社の予測値は、IMFの予測（2013年：3.5%、2014年：4.1%）と比べやや慎重な立場をとっている。

米国は、昨年半ばに欧州の低迷や中国の減速により在庫調整の動きがみられたが、個人消費や住宅投資を中心に内需が底堅かったため、調整は短期間にとどまり秋から景気の腰がしっかりしてきた。回復の動きは 2013～14 年にかけて本格化する見通しである。これまでに景気の抑制要因であった家計の債務調整や住宅のストック調整が進展し、自動車購入や住宅投資が景気回復のけん引役となる姿が鮮明になろう（図表 2）。企業収益は 2011 年から続く最高益の更新が見込まれ、雇用は毎月 15 万人程度のペースで回復し消費や住宅投資を下支えする。政府支出は減少が続き景気の抑制要因となるものの、民間最終需要は総じて堅調である。

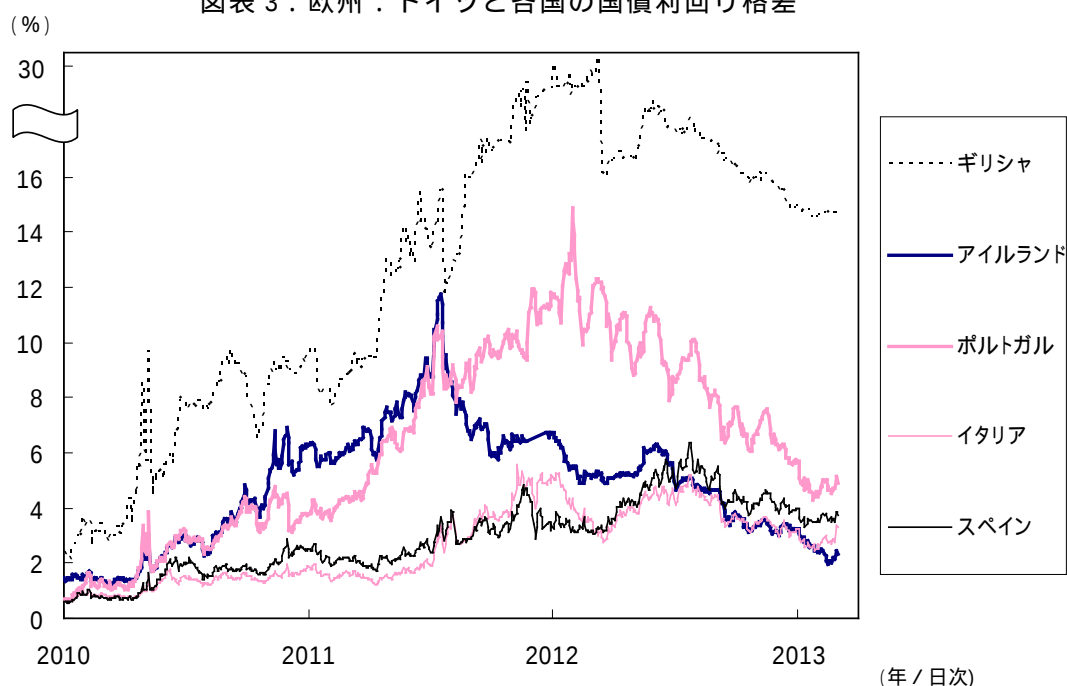
図表 2．米国：住宅のストック調整の進展



欧州の債務問題は、E C B が南欧国債の購入スキーム（OMT: Outright Monetary Transactions）を表明したことにより落ち着きがみられる（次頁図表 3）。しかし、金融面の混乱が一服した後も実体経済の低迷は続いている。米中景気の改善が鮮明になるにつれ、2013 年は輸出主導の回復が見込まれるものの、家計部門の回復が遅れる上、緊縮的な財政政策が続くため、景気底入れ後も回復力は緩慢である。2012 年後半のマイナス成長により 2013 年はマイナスのゲタをはくという計算上のテクニカルな要因もあり、年間の成長率は 2 年連続でマイナス成長が見込まれる。2014 年になると、個人消費が緩やかに回復するなど成長率は 1% 台前半まで持ち直す。それでも、1% 台半ば～後半とみられる潜在成長率を下回る推移が続く²。

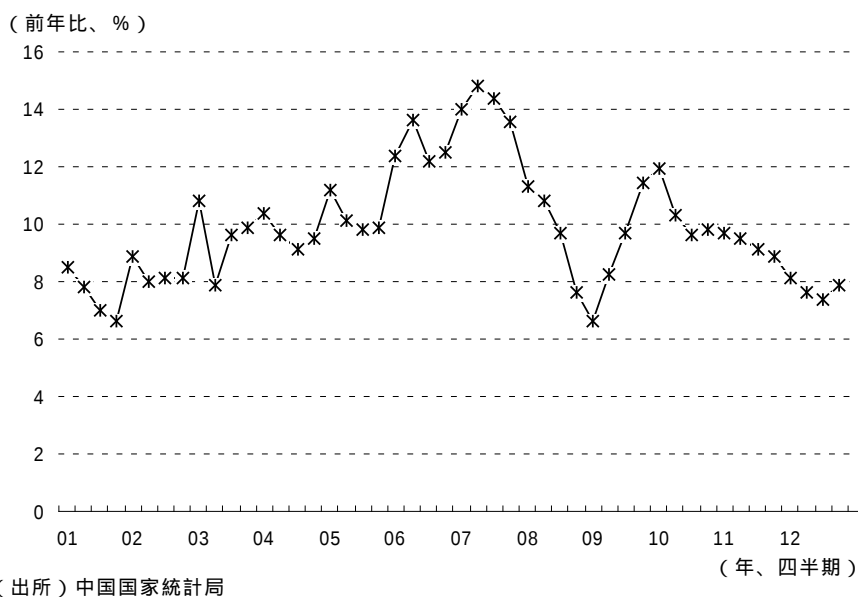
² E C B 月報（2012 年 8 月）によると、ユーロ圏の長期的な成長率（潜在成長率）について、E C B が実施した専門家アンケートでは平均 1.8%、Consensus Economics による同様の調査では平均 1.6%であったことが示されていた。

図表 3 . 欧州：ドイツと各国の国債利回り格差



中国は、昨年半にかけ景気が減速したが、景気刺激策の効果により秋以降は持ち直した（図表 4）。今年前半は景気対策の効果が引き続き見込まれるが、年後半は対策効果の息切れやインフレ率の反転による金融緩和方針の修正が予想される。何よりかつての 2 ケタ成長が終焉し、7%程度が巡航速度とみられる中成長局面への移行過程にあるため、過剰設備などの調整圧力が根強く残る。輸出の回復が国内の調整圧力を緩和することになるが、景気の勢いに弾みがつく状況は望めないであろう。

図表 4 . 中国：実質 GDP 成長率



サブ・シナリオ

世界経済が昨年の足踏み状態を脱し、回復ペースが加速するとの楽観的な見方が広がっている。本稿のメイン・シナリオはやや慎重ながらも同様の見方をとっている。しかし、今後の回復ペースについては、明るい要素と注意すべき要素が混在しており先行きを不透明にしている。このため、世界経済を予測する上で、上ぶれ、下ぶれ、両方向のサブ・シナリオの検討が重要となる。本稿は2～4節で米国、欧州、中国のメイン・シナリオを整理した後、5節でサブ・シナリオを検討するが、以下で概略を紹介する(図表5、次頁図表6)。

上ぶれケースとしては、まず米国の景気回復ペースが加速するシナリオが考えられる。当社や先述のIMF見通しは米国の回復テンポを慎重にみているが、現地の民間機関や金融市場は楽観的な見方が勢いを増している。増税の影響が限定的にとどまり、新車販売や住宅投資、企業収益が想定以上に回復するケースや、財政再建が先送りされ政府支出が景気の下押し要因にならないケースが考えられよう。もっとも、民需主導による回復ペースの加速はある程度の可能性が想定されるものの、財政再建が先送りされる可能性は小さい。

また、欧州では、ECBによる国債購入スキームなどの危機対応が進展し、金融市場の機能が回復したこととともなって、3年物流動性供給オペレーション(LTRO)の前倒し返済が進むなど金融面の改善が進んでいる。危機が深刻化する局面で、市場機能が極度に悪化した反動で、悲観的な見方の修正の動きが今後強まるシナリオが考えられよう。米国でリーマン危機からわずか半年余りで景気回復に転じたように、悲観的な見方を修正する動きが強まると、想定以上に景気の復元力が働く可能性がある。もっとも、こうした金融面での復元力がはたらくためには、債務問題が終息したとの認識が広がる必要があるが、イタリアの混乱にみられるとおり、小さな危機が繰り返される可能性が考えられ、金融面の復元力が景気を押し上げるケースは可能性としては小さいと考えるのが自然であろう。

さらに、欧州や中国のメイン・シナリオは輸出主導の景気回復を想定している。このため、世界経済全体が上ぶれる場合には、欧州や中国の回復ペースも加速することになる(以上図表5)。

図表5. 上ぶれシナリオ

	メイン・シナリオから上ぶれするケース	実現可能性
米 国	増税の影響が軽微にとどまり回復ペースが加速	中
	財政再建の先送りにより当面の景気下押し圧力が緩和	小
欧 州	金融面の改善による想定以上の景気の復元力	小
	世界景気の上ぶれにともない、輸出の増勢が加速	中
中 国	世界景気の上ぶれにともない、輸出の増勢が加速	中

次に、下ぶれシナリオとしては、まず米国では、景気回復が一方向的なものにはならず、昨年まで繰り返しみられたとおり、周期的な足踏みを繰り返す懸念が残る。最大のリスクは財政問題である。政治日程上、財政協議のヤマ場がたびたび訪れ、その度に民主、共和両党の対立によって、消費者や企業マインドが悪化し金融市場が混乱すれば、景気への波及も無視できない。また、上ぶれケースで指摘した民需主導の景気回復が加速するケースでは、リスク資産価格の上昇が見込まれ、原油やガソリン価格が上昇する可能性が高まる。そうなった場合、個人消費や企業収益が鈍化することが避けられない。同様に、回復テンポが加速すれば、F R Bの金融緩和の早期終了を織り込む形で長期金利が上昇するリスクがある。長期金利は昨年 1.4%の歴史的な水準まで低下した。このため、反動による急上昇リスクも無視できない。長期金利がどのようなタイミングで上昇するかは議論が分かれるが、金利が上昇する場合には住宅市場など実体経済への影響が強く、金融市場も混乱が避けられないことから警戒感強い。

また、欧州では債務問題が再燃するリスクがなお残る。危機対応が進展した上、ギリシャやスペインでは、ゆっくりとした歩みではあるが、財政再建と雇用コスト低減による競争力強化の動きを続けている。それでも、雇用環境が改善しない限り、緊縮疲れや政局混乱によって、改革路線が頓挫するリスクは常に残ることになる。改革路線が継続される場合には、ドイツだけが回復し南欧諸国を中心に景気の低迷が続くリスクがあり、債務問題の再燃以上に実現可能性が高いとみられる³。

中国経済では、過剰設備の調整に想定以上に時間がかかるなど、中成長への移行がスムーズに進まず、景気の下押し圧力として働くリスクがあることに注意が必要であろう（以上図表 6）。

図表 6 . 下ぶれシナリオ

	メイン・シナリオから下ぶれするケース	実現可能性
米 国	財政協議が決裂、消費者・企業マインドが悪化、金融市場が混乱	中
	ガソリン価格の上昇により個人消費や企業収益が鈍化	中
	長期金利の上昇	大
欧 州	南欧諸国の債務問題が再燃	中
	ドイツ以外の国々の景気が低迷	大
中 国	中成長に移行する過程での過剰設備の発生	中

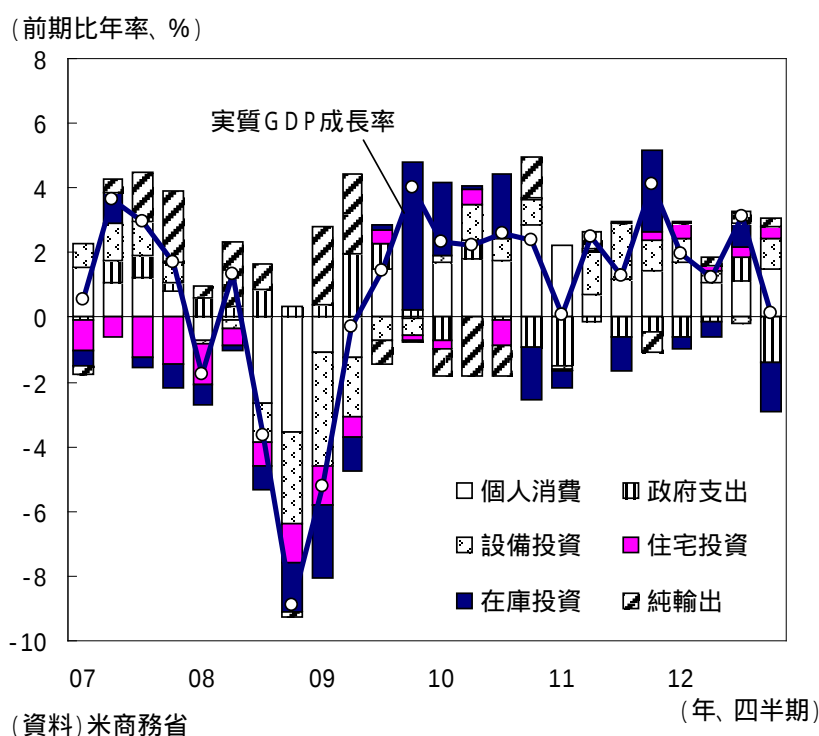
³ フィナンシャル・タイムズ紙は、南欧の債務問題が一服したものの、各国が独自の弱さを抱えており、景気のバラつきが強まるリスクを指摘している。とりわけ、フランス、イタリア、スペイン、オランダの弱さに焦点があたる可能性があるとして、問題が「P I I G S」から「F I S H」に移行したと述べている（2013 年 2 月 15 日 20 面）。

2. 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4四半期(10~12月)の実質国内総生産(GDP)は前期比年率1.3%に低下した。前期に在庫投資と政府支出が一時的な要因によって急増したため、その反動でいずれも大幅に減少したことがマイナス成長の主因であった。一方、個人消費、住宅投資、設備投資は堅調に推移しており、景気の回復力は見かけの成長率ほど弱くない。なお、2012年通年の成長率は2.2%と11年の1.8%からわずかに改善した(図表7)。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7. 米国の実質GDP(需要項目別)



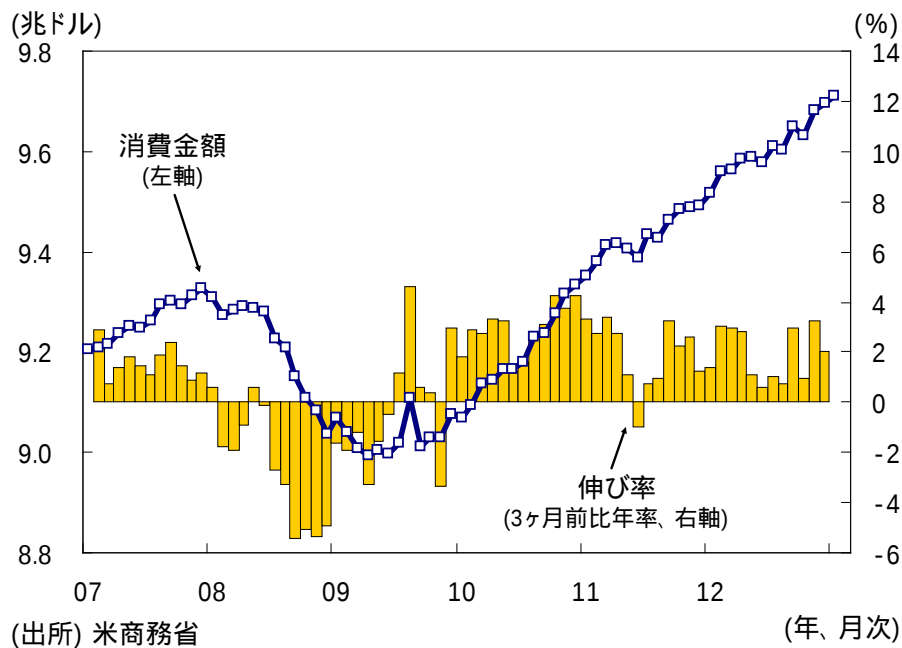
(2) 個人消費の持続力

新車購入が消費をけん引

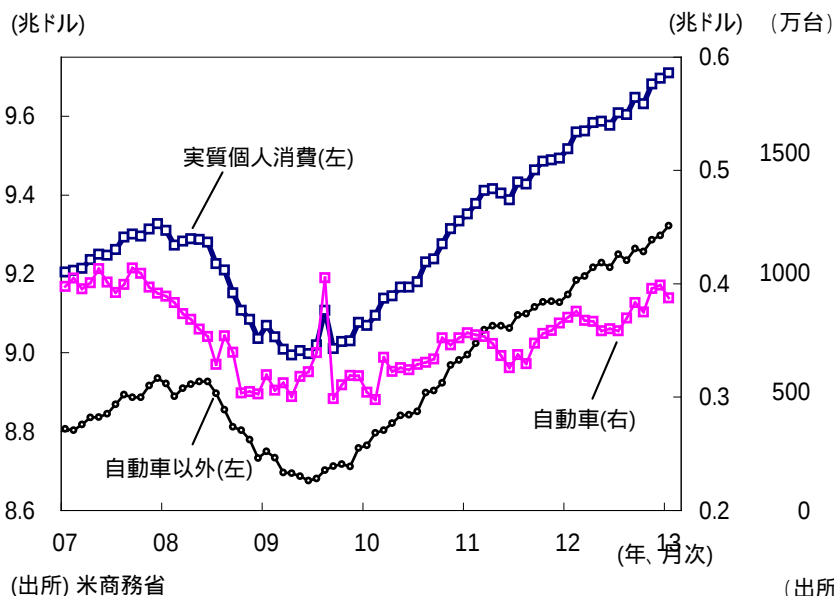
個人消費は回復の動きが鮮明である(次頁図表8)。

個人消費の内訳を新車購入とその他に分けるといずれも回復しているが、昨年後半からは新車購入の回復に勢いがみられる(次頁図表9)。買い替え需要を追い風に4ヶ月連続で1500万台の水準を維持しており、雇用の緩やかな改善や銀行・金融会社が自動車ローンを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。自動車購入は変動が大きく消費全体に与える影響が大きくなりやすい。今後も新車販売の増加が個人消費を押し上げる構図が持続する公算が大きい(次頁図表10)。

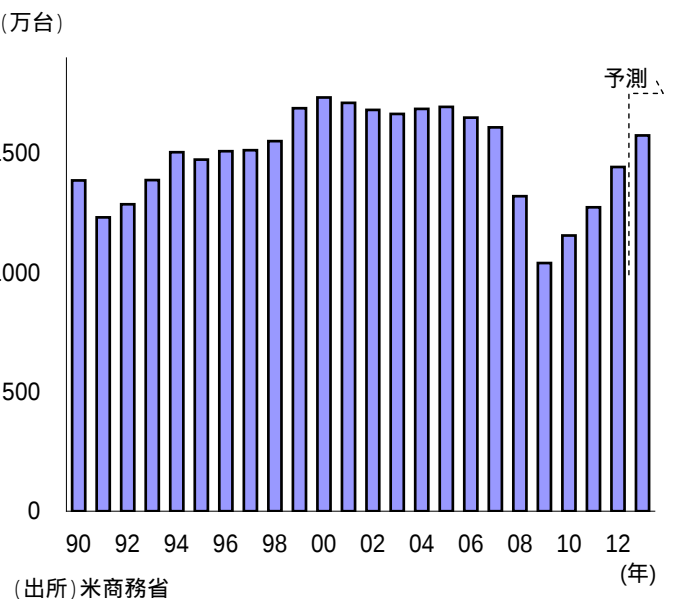
図表 8．実質個人消費



図表 9．個人消費の内訳



図表 10．新車販売台数



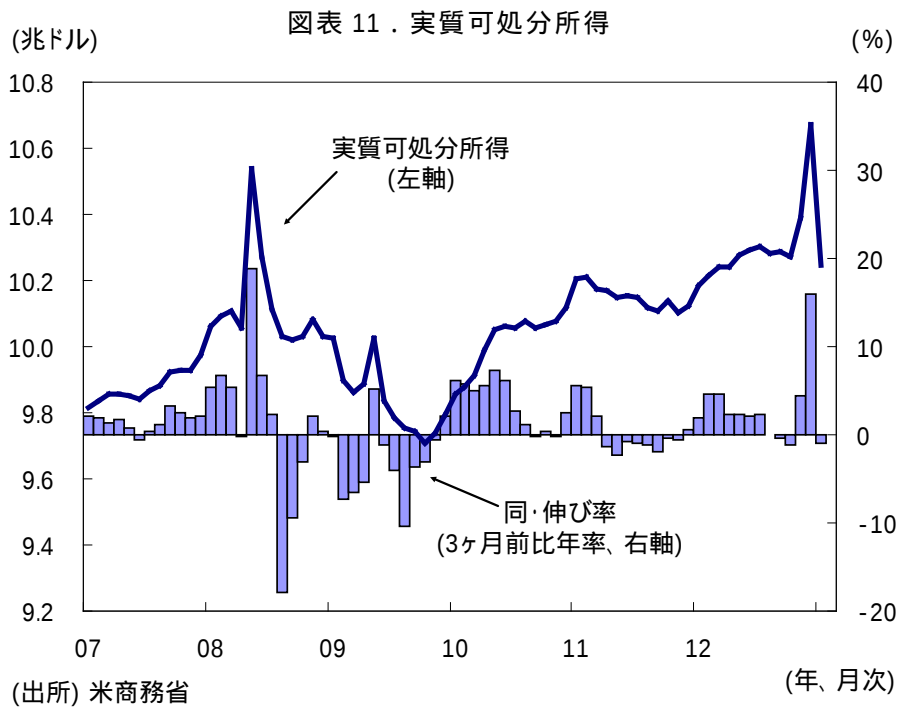
所得と消費の好循環

米国はリーマン・ショック後の景気後退で 870 万人の雇用を失ったが、その後の景気回復で 550 万人の雇用を回復した。2013 年～14 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 15 万人程度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

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。

実質可処分所得は昨年末に、「財政の崖」、すなわち増税を控え配当や賞与を前倒し支給する動きが広がったことで急増し、年明けはその反動で急減したが、そうした特殊要因を除いてみると緩やかな増加が続いている（図表 11、12）。



図表 12．所得の内訳

(季節調整済み年率、前月差、億ドル)

	個人所得	雇用者報酬	その他所得	経常移転	所得税	可処分所得
12/1	1162	1042	125	149	165	997
2	863	610	263	52	124	739
3	636	429	152	97	86	550
4	46	-194	164	50	10	36
5	194	-70	216	35	25	169
6	336	215	86	50	59	277
7	210	180	-85	133	27	183
8	188	144	53	3	27	161
9	503	311	81	143	59	444
10	60	-147	265	-75	32	28
11	1401	817	609	65	187	1214
12	3534	566	2824	207	276	3257
13/1	-5055	-378	-3480	70	-140	-4914

(出所) 米商務省

増税の影響

家計の所得に関しては、「財政の崖」をめぐる協議を通じ、年初から給与税の増税や、富裕層向け増税など、個人を対象に総額 1,400 億ドルの増税が開始されている。

一連の増税により個人消費は 1% 程度低下し、GDP 成長率を 0.7% ポイント下押しする要因になるとみられる。ウォール・ストリート・ジャーナル紙が、現地エコノミストを対象に行ったアンケートでも、増税による同程度の影響が見込まれている（図表 13）。このため、2013 年の個人消費は 1.9% 程度とやや弱い伸びにとどまる見通しである。

図表 13．増税の影響

	(%)
2013	2.3
2014	2.9
2015	3.0
増税による 成長率の下押し効果	▲0.7

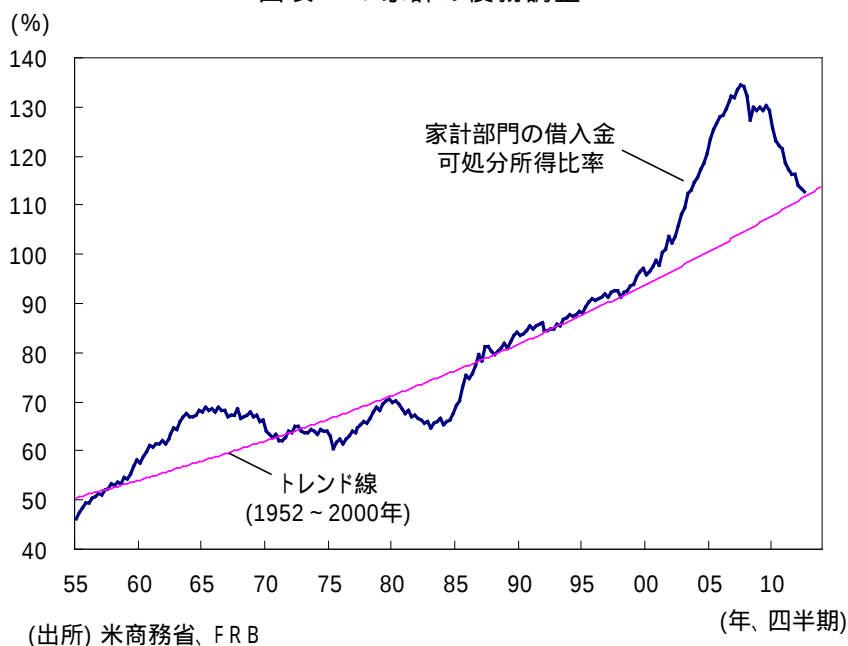
(出所) WSJが実施したエコノミスト調査の平均値

債務調整の進展

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 25.1 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昨年末の時点で 54.4 兆ドルと過去最高を記録した。その後の株高により金融資産は一段と増加したとみられ、バブル崩壊の影響を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 3.5 倍にのぼり、増減による資産 / 逆資産効果がはたらきやすい。

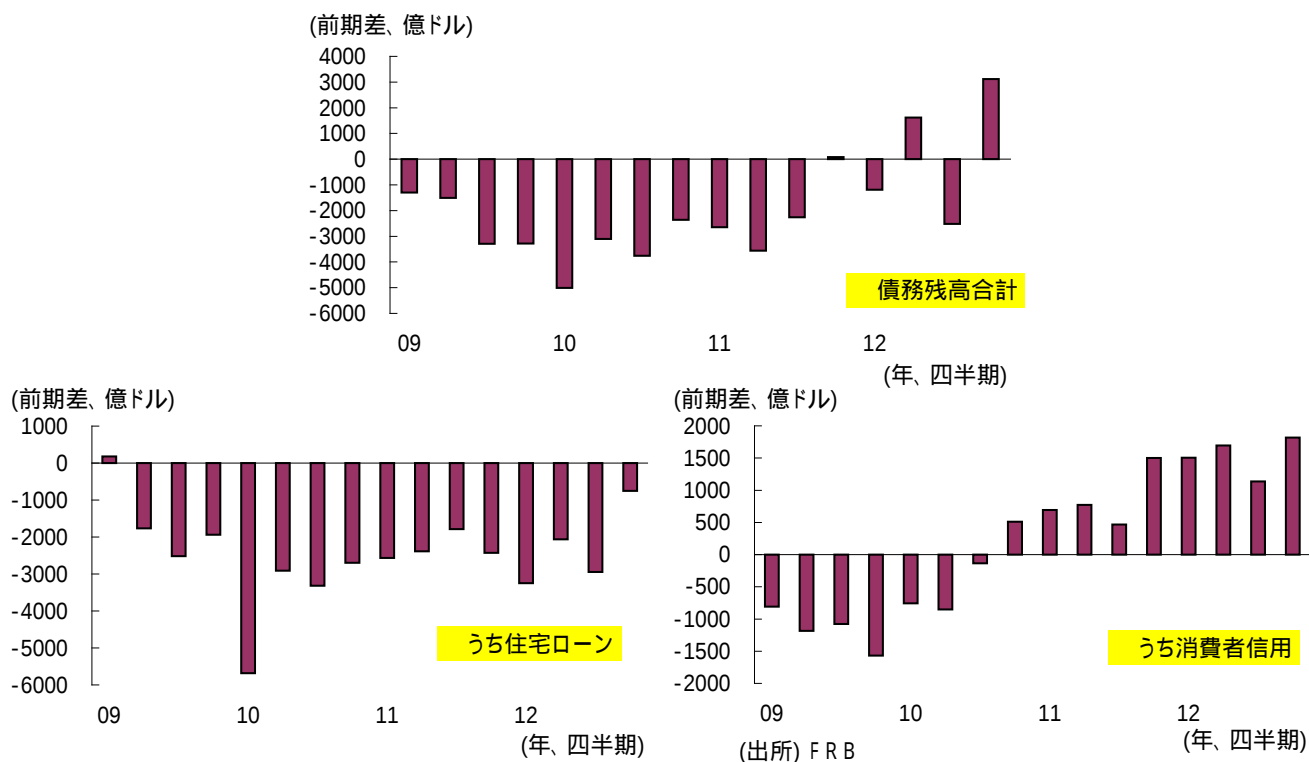
一方、債務については、住宅バブル崩壊をきっかけに債務返済の動きが強まり、2008 年 4～6 月期から 4 年にわたり減少が続いたが、このところ、債務の減少に歯止めがかかる兆しがみられる。可処分所得に占める家計の債務残高の割合をみると、長期のトレンド線上に回帰しており、債務調整がかなり進展している状況が伺える（次頁図表 14）。

図表 14．家計の債務調整



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2年にわたり増加が続いている（図表 15）。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 15．家計の債務残高



(3) 住宅市場は回復が鮮明

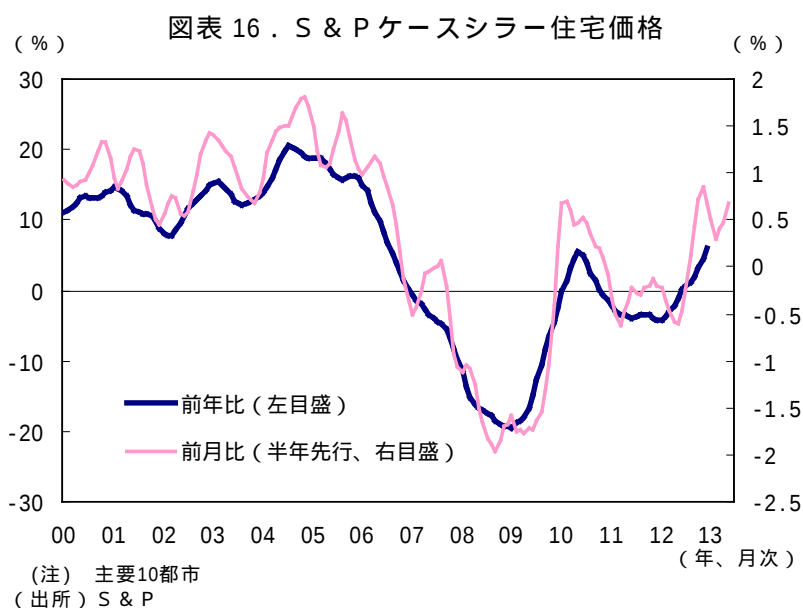
住宅価格が底入れ

住宅着工件数は 2005 年の 207 万戸をピークに、2009 年には 55 万戸と 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 万戸で底打ちすると、昨年は 78 万戸、10～12 月期平均では年率 90 万戸と回復の動きが強まった。

着工、販売と数量面の改善が進んだことで、タイムラグをおいて最近では住宅価格にも底入れの動きがみられる。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 12 月まで前月比で 11 ヶ月連続上昇し、前年同月比の変化率も 7 ヶ月連続で上昇した (図表 16)。

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。



ストック調整の進展

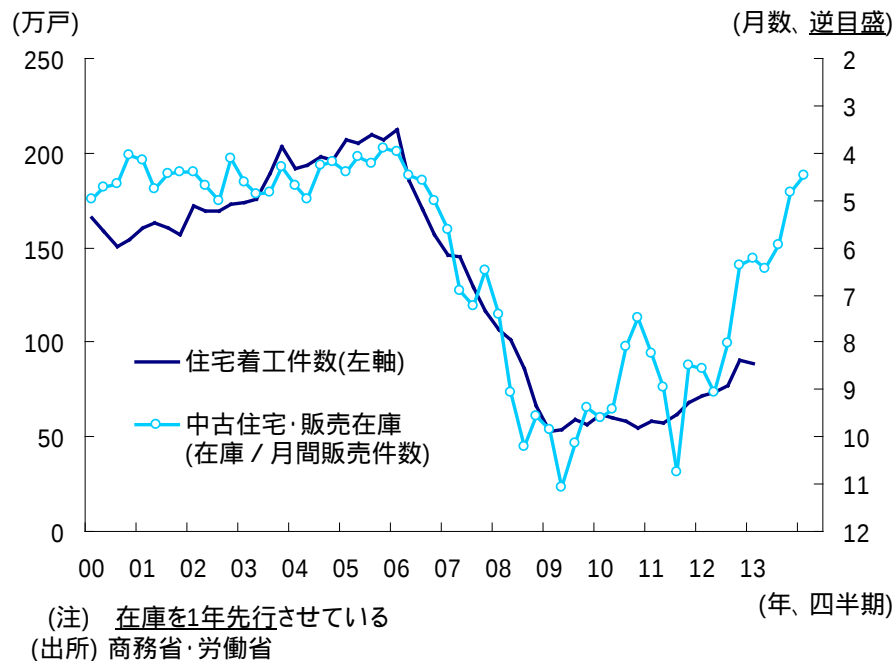
住宅市場が回復に転じた背景には、雇用の緩やかな回復に加え、バブル崩壊にともなうストック調整がかなり進展したことがある。

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 4.5 ヶ月分、中古は 4.2 ヶ月分と、いずれもバブル期の水準まで低下した。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りつつある (次頁図表 17)。

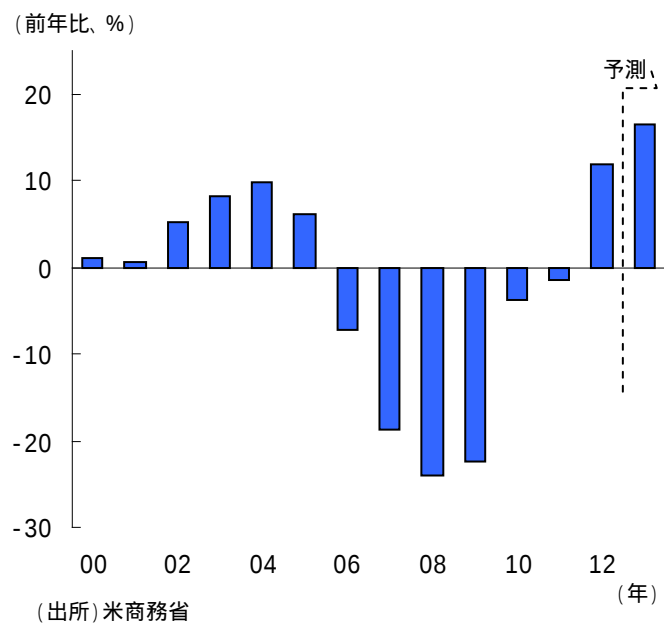
ストック調整の進展に加えて、自動車購入と同様にこれまで先送りされてきた需要が住宅市場の底入れとともに顕在化していることも追い風となり、住宅投資は今後も増加傾向

で推移する見通しである（図表 18）。

図表 17．住宅のストック調整と住宅価格



図表 18．住宅投資



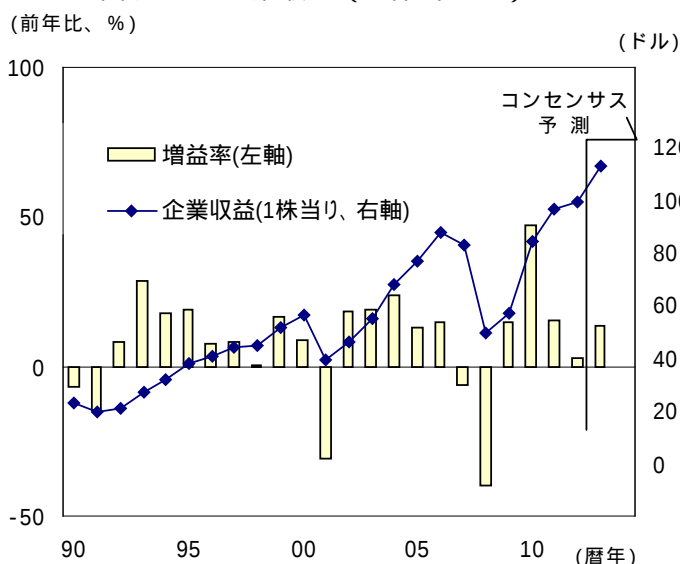
(4) 企業収益と設備投資

企業収益は過去最高益

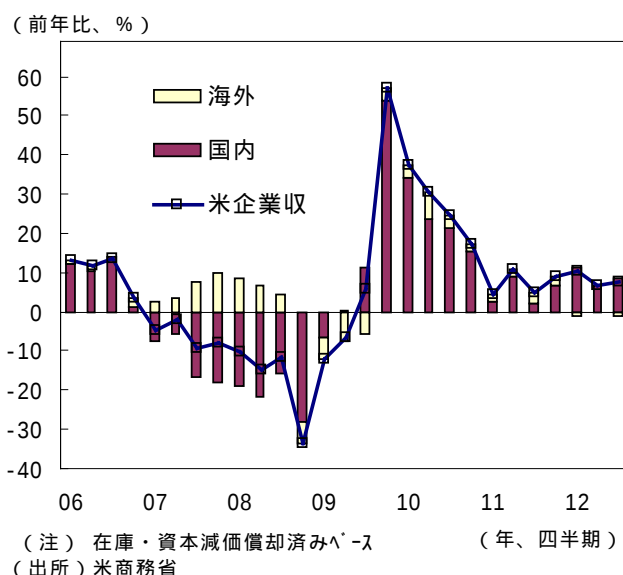
米国の企業収益は、上場企業ベース（S & P 500）で 2 年連続で過去最高益を更新した（図表 19）。また、国民所得統計でも、2 年連続で過去最高益を更新することが確実な情勢である。

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。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 20）。

図表 19．企業収益（1 株当たり）



図表 20．企業収益への地域別寄与度

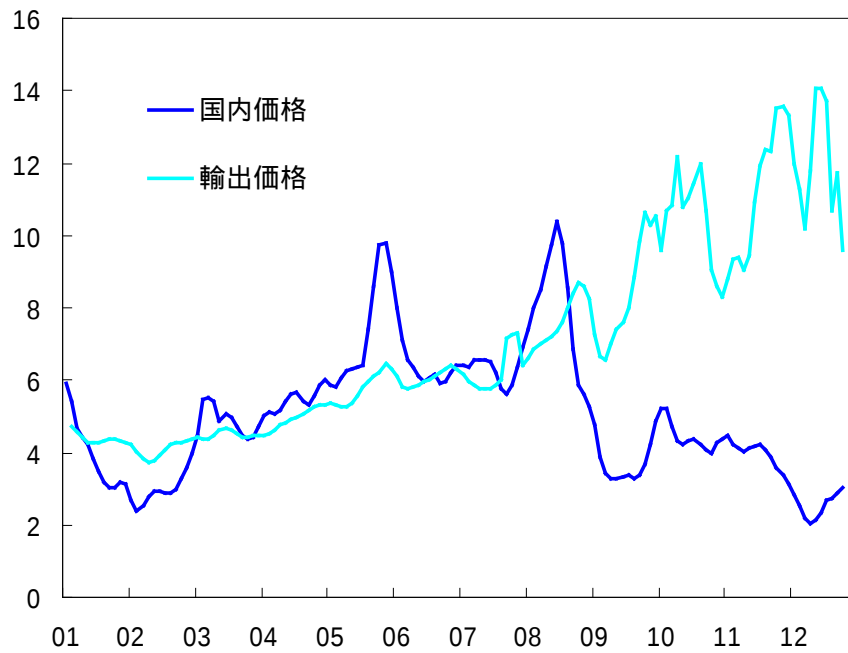


シェール革命の効果

シェール革命の効果によって、米国では天然ガスの内外価格差が一段と拡大している（次頁図表 21）。もともと緩やかな景気回復が続いていることに加え、製造業の国内回帰の動きも追い風となり米国の鉱工業生産は日本や欧州など他の先進国と比べ底堅い動きが続いている（次頁図表 22）。

図表 21．天然ガスの内外価格差

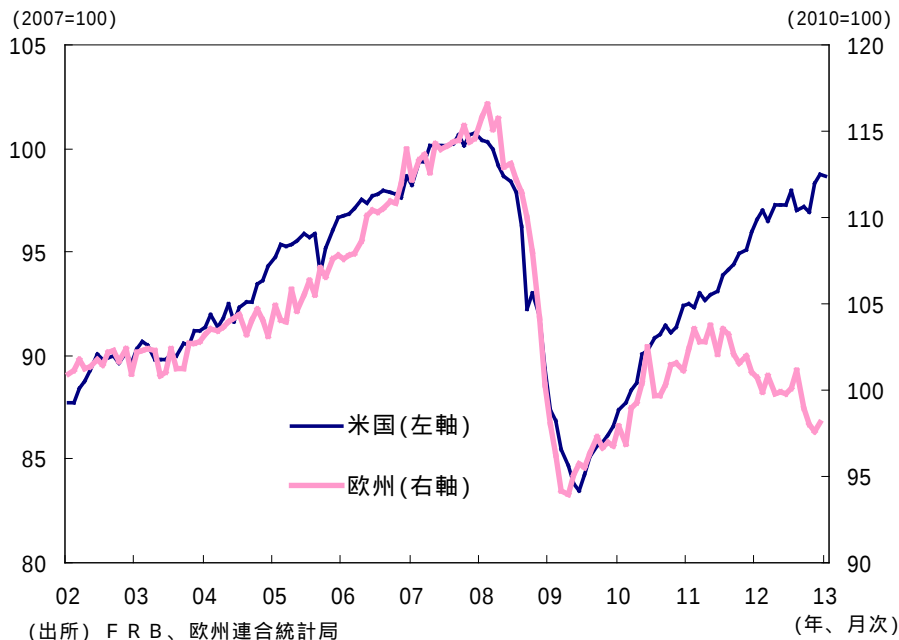
(USD/百万立方フィート)



(出所) 米エネルギー情報局

(年、月次)

図表 22．鋳工業生産の欧米比較



(出所) F R B、欧州連合統計局

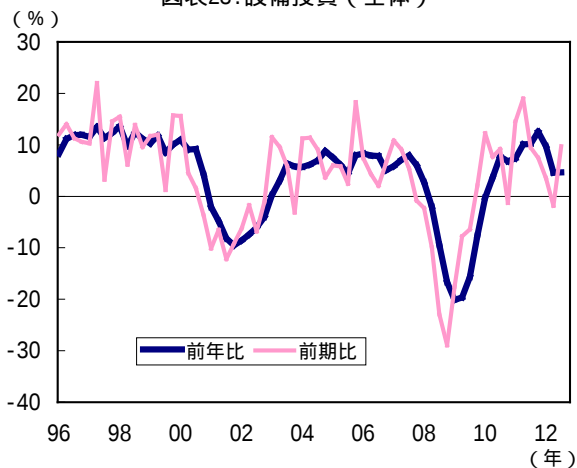
(年、月次)

好調な企業収益を背景に設備投資も底堅い

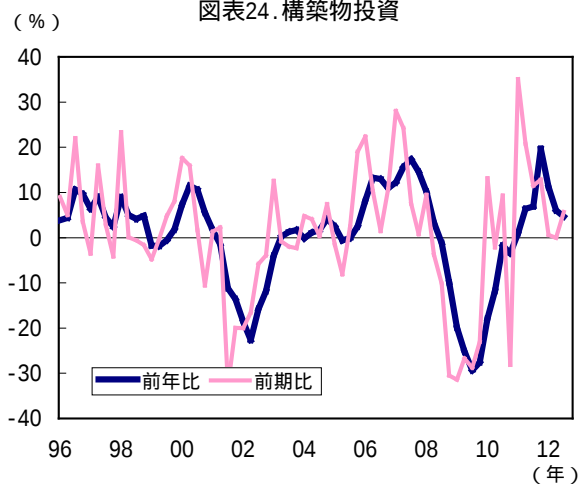
企業収益の回復を追い風に設備投資も底堅い動きが続く。

昨年設備投資減税の失効や、欧州危機の深刻化による欧州向け輸出や企業マインドの悪化により、設備投資は昨年7～9月期に前期比わずかに減少した。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23～26）。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、バブル崩壊後の低迷から回復してきた「構築物投資」は、昨年央に足踏みがみられたが直近は持ち直した。商業用不動産市場の好調を追い風に今後も底堅い動きが見込まれる。「非IT投資」はこのところ伸びの鈍化が続いているものの、「シェール革命」をきっかけに製造業の国内回帰が強まっていることや、新車市場の好調を追い風に自動車大手の増産投資計画が相次いでいることなどから持ち直す動きが予想される。

図表23. 設備投資（全体）



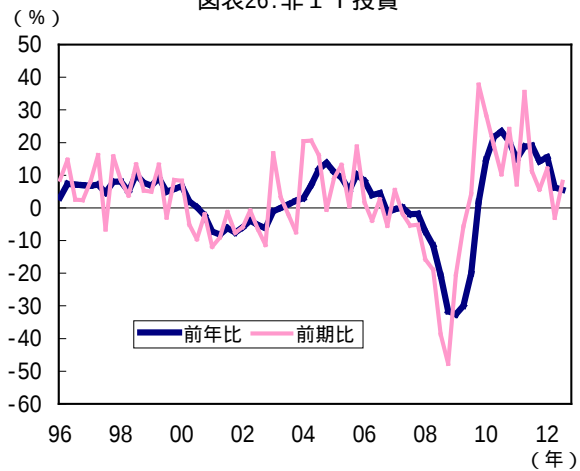
図表24. 構築物投資



図表25. IT投資



図表26. 非IT投資



（出所）米商務省

(5) 政府部門が景気の下押し要因

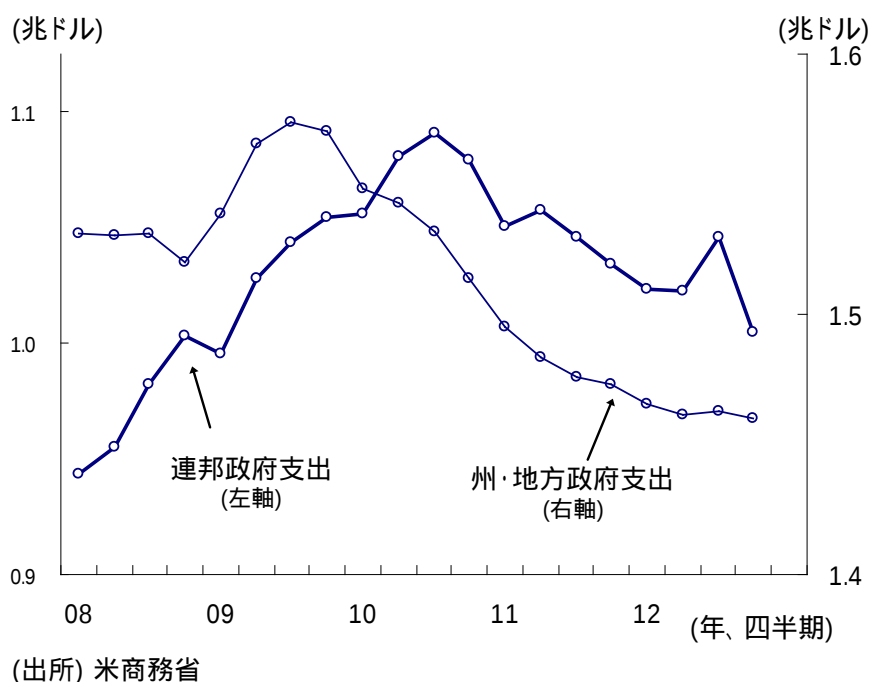
政府支出の減少

米国の政府支出は、リーマン・ショック後の回復局面で減少が続いた。もっとも、その理由は連邦政府と州・地方政府で異なる。

連邦政府支出が減少したのは、オバマ大統領が就任直後に実施した総額 8000 億ドルの景気対策の反動による。景気対策にともなう支出は大半が 2009、10 年に実施されたため、連邦政府支出は 2010 年 7～9 月期をピークに減少に転じた。

一方、州・地方政府支出は、法律によって均衡財政を義務付けられている。このため、歴史的な景気後退により税収が大幅に落ち込んだことが、州・地方政府支出の減少が続いた最大の要因であった。オバマ大統領の景気対策では、州・地方政府への財政支援が盛り込まれていたため、2009 年の支出は一時的に増加したものの、連邦政府に先駆けて 2009 年後半から減少に転じた（以上図表 27）。

図表 27．景気回復期に減少した政府支出



政府支出の見通し

これまでの減少の理由が、連邦政府と州・地方政府で異なったように、先行きについても異なった推移が予想される。

まず、州・地方政府支出については、景気の遅行指標である税収にようやく底入れの兆しがみられる。このため、昨年 7～9 月期には小幅ながらも 3 年ぶりに増加するなど、一本調子の減少にようやく歯止めがかかる兆しが出てきた。先行き、税収の回復が本格化すれ

ば、2013 年からはゆるやかな増加に転じる公算が大きい。

一方、連邦政府支出については、2011 年夏に米国債の格下げに至った民主、共和両党の財政協議が今なお続いている。いずれの党も向こう 10 年間で 2.4 兆ドルの財政再建を目指す基本姿勢ではおおむね一致がみられるものの、財政再建にあたり増税と歳出削減のいずれに重点を置くかでいまだに合意がみられない。

今後はこれまで先送りした財政問題の期限が断続的に訪れる。第一に、3 月 1 日に 2011 年予算管理法で規定された歳出の強制削減が発効した。今年 9 月までの 2013 財政年度内に 850 億ドルの歳出カットが行われ、米国の GDP を 0.6% 下押しする要因となる。

第二に、3 月 27 日に今年度の暫定予算が失効するため、それまでに本予算を可決させるか、再び暫定予算を議会で可決させる必要がある。

第三に、国債を発行するために、連邦政府の債務上限を引き上げる必要があるが、民主、共和両党の協議によって、債務上限の適用を 5 月 19 日まで先送りした。議会は春になると、予算審議の開始にあたり、慣例として 10 月から始まる次年度予算の大枠を規定する予算決議を採択する。この決議には法的根拠がなく、オバマ政権は慣例に背く形で予算決議の採択を省略してきた。しかし、連邦政府債務の上限適用を先送りする条件として、今年は 4 月 15 日までに予算決議を採択する必要がある。

第四に、5 月 19 日には債務上限の引き上げ期限が再び到来する。それまで、政府は自由に国債を発行できるが、5 月 19 日になると、その時点での政府債務残高を債務上限とし、それ以上国債を発行するために議会の承認が必要となる。かりに国債を発行できなければ、過去に発行した国債の償還財源が手当てできず、米国債がデフォルトすることになりかねない。過去の例にならえば、国債発行ができなくなっても、国庫の資金繰りをやり繰りすることで 3 ヶ月程度は時間を稼ぐことができるため、米国が実際に国債を発行出来なくなるのは今年の 8 月頃とみられる。それまでに財政再建策で合意し、債務上限を引き上げる必要があり、財政問題は今年の夏場にヤマ場を迎える（以上次頁図表 29）。

これら一連の財政協議を通じ、増税や歳出削減の重点が変化するが、いずれにしても連邦政府支出には抑制圧力がはたらくことになる。このため、連邦政府支出は、今後も減少傾向で推移する公算が大きい。

図表 29．財政問題の今後のスケジュール

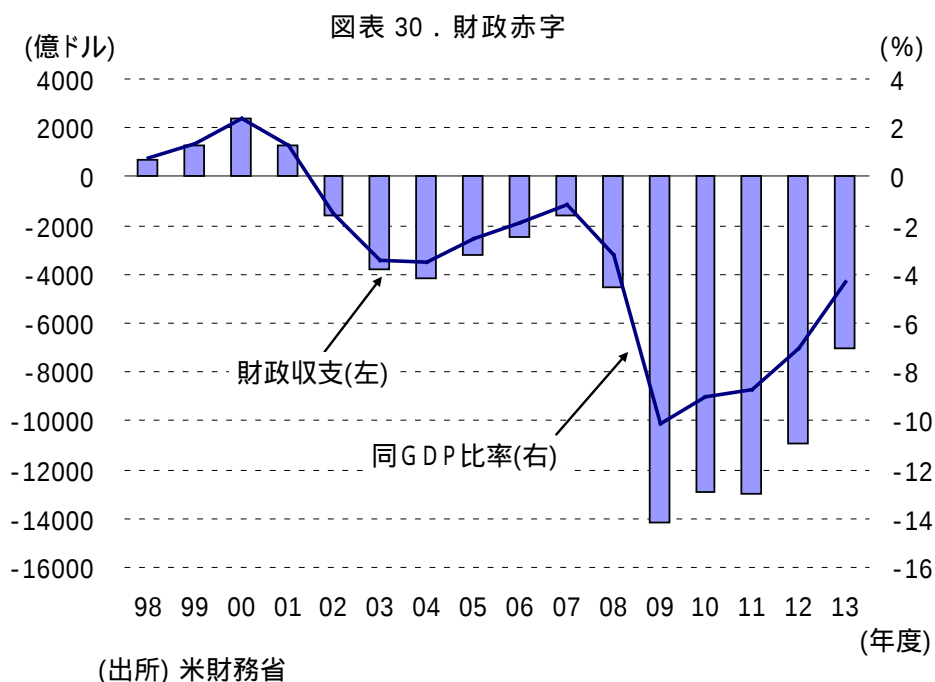
2013 3/1	歳出の強制削減開始(850億ドル)
3/27	2013年度暫定予算が期限切れ
4/15	2014年度予算の大枠を示す「予算決議」の採決期限
5/19	連邦政府債務上限の引き上げ期限
8月頃	事実上のデフォルト期限
?	3大格付け会社が米国債の格付け見直し
10/1	2014財政年度開始
2014 11/4	中間選挙

歳出の削減幅

もっとも、いずれの党も党派対立を強めながらも、景気や金融市場への影響を極力回避する配慮もみせている。このため、今後何らかの財政再建策で合意するケースでも、目先の歳出削減額は限定的にとどまる可能性が高いとみられる。

連邦政府の財政赤字は、リーマン・ショック前と比べ水準そのものは悪化したままだが、2009年につけた1.4兆ドルの過去最大の赤字と比べ、2013年は7000億ドルまで赤字が半減すると予想される。

州・地方政府と同様に、遅行指標である税収の回復がようやく本格化したことで、財政赤字も少しずつ改善し始めている。このことも、財政再建策の取りまとめにあたり、目先の歳出抑制を小幅にとどめる余裕を与えている（図表 30）



(6) 2013 / 2014 年の米国経済見通し

～ 住宅、自動車がけん引する緩やかな回復

2013 年の実質 GDP 成長率は + 2.0 %、2014 年は + 2.7 % と緩やかな回復が続く。

2013 年の成長率が低下するのは、給与税や高所得者の所得税率引き上げなどにより 1400 億ドル程度の増税が実施され、成長率を 0.7 % ポイント下押しするためである。もっとも、雇用者数は月平均 15 万人程度で増加する見通しであり、個人消費は自動車購入を中心に底堅い。住宅市場の改善を追い風に住宅投資も増加する。企業収益は 3 年連続で過去最高益の更新が見込まれ、設備投資も堅調に推移しよう。一方、政府支出は州・地方政府は下げ止まるものの、連邦政府は 3 年連続で減少する。

2014 年は増税の影響がはく落する個人消費は増勢の加速が見込まれる。住宅投資の回復も持続するほか、好調な企業収益を追い風に設備投資の増加も見込まれ、民間最終需要が総じて堅調に推移する。政府支出は連邦政府が財政再建の動きを強めるため 4 年連続の減少が見込まれ景気の抑制要因になる。もっとも、好調な民需が主導し経済成長率は 2.7 % と、2 % 台前半とみられる潜在成長率を上回って推移しよう (以上図表 31)。

図表 31 . 米国の経済見通し総括表

暦年	2013年(実績)		2013年(予測)		2014年(予測)		2011年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
	上期	下期	上期	下期	上期	下期				
実質 GDP	2.3	1.8	1.7	2.7	2.8	2.8	1.8	2.2	2.0	2.7
個人消費	2.1	1.7	1.9	2.3	2.3	2.4	2.5	1.9	1.9	2.3
住宅投資	15.3	12.7	10.0	9.8	10.0	10.0	-1.4	11.9	10.6	9.9
設備投資	7.0	2.0	6.5	7.9	9.5	9.9	8.6	7.7	5.7	9.2
在庫投資(寄与度)	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.1	-0.1	0.0
政府支出	-2.2	0.0	-2.4	-1.0	-1.0	-1.0	-3.1	-1.7	-1.5	-1.0
純輸出(寄与度)	-0.1	0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1
輸出	3.9	0.8	3.0	7.3	7.7	8.1	6.7	3.2	3.5	7.7
輸入	3.5	-0.4	2.8	5.4	6.9	7.8	4.8	2.5	2.6	6.7
名目 GDP (前期比年率)	3.8	3.7	2.9	3.2	3.3	3.5	4.0	4.0	3.2	3.3
消費者物価(前年比、%)	2.2	2.0	1.9	2.1	2.3	2.5	1.7	2.1	2.0	2.4
失業率(%)	8.2	7.9	7.8	7.6	7.4	7.2	8.9	8.1	7.7	7.3
貿易収支(通関、10億ドル)	-378	-378	-391	-409	-438	-477	-727	-756	-800	-915
同名目 GDP 比(%)	-4.9	-4.8	-4.9	-5.0	-5.3	-5.7	-4.8	-4.8	-4.9	-5.5
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	1.93	1.67	2.05	2.25	2.45	2.65	2.79	1.80	2.15	2.55

(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

FFレートは期末値。10年債利回りは期中平均値。

3. 回復の勢いに欠ける欧州経済

(1) 底入れしたユーロ圏景気

実質GDP成長率～マイナス成長に転じた2012年

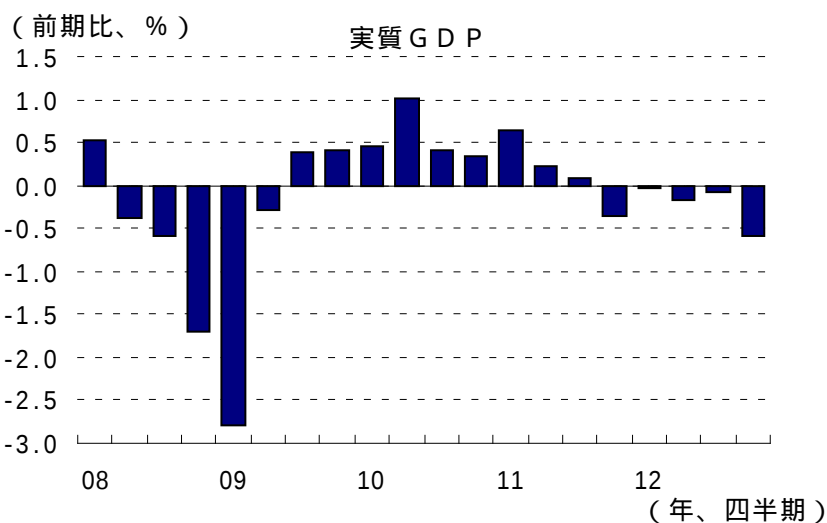
2012年10～12月期のユーロ圏の実質GDP(国内総生産、速報値)は前期比-0.6%と、7～9月期(同-0.1%)からマイナス幅が拡大した(図表32)。

国別に見ると、ドイツのGDPが前期比-0.6%と4四半期ぶりに縮小したことが目立つ。後述する輸出の失速が、ドイツ景気を下押ししたとみられる。またフランスも前期比-0.3%と再び縮小に転じた。債務問題が続いている諸国を見ると、イタリアが前期比-0.9%、スペインが同-0.7%、ポルトガルが同-1.8%とそれぞれ前期(同-0.2%と同-0.3%、同-0.9%)よりもマイナス幅を拡大させた。前期比の公表が取り止められているギリシャのGDPは前年同期比で-6.0%と、マイナス幅は前期(同-6.7%)よりも縮小したが、深刻な景気後退が続いている。

構成項目別には、個人消費の低迷が顕著であったとみられる。販売側の統計である小売売上高は、10～12月期平均で7～9月平均から1.5%減と失速している。また乗用車の登録台数も足元にかけて前年割れが続いており、個人消費の弱さを示している。悪化が続く雇用・所得情勢に加えて、財政再建に伴う年金支出の抑制や付加価値税(VAT)引き上げといった様々な要因が、個人消費の重しになったとみられる。加えて、これまで景気を下支えしてきた外需(輸出)も失速した模様である。10～11月平均の輸出数量の増減率は-0.5%と、7～9月期平均(+0.2%)から0.7%ポイント低下した。

なお、2012年通年の実質GDP成長率は-0.5%と、リーマン・ショックを受けて景気が大きく失速した2009年(-4.4%)以来のマイナス成長になった見込みである。

図表32. 年末にかけて増勢を弱めた2012年の実質GDP



企業主導で徐々に持ち直す景況感

もっとも、ユーロ圏景気は 2012 年末には底打ちし、それ以降は徐々に持ち直していると思われる。

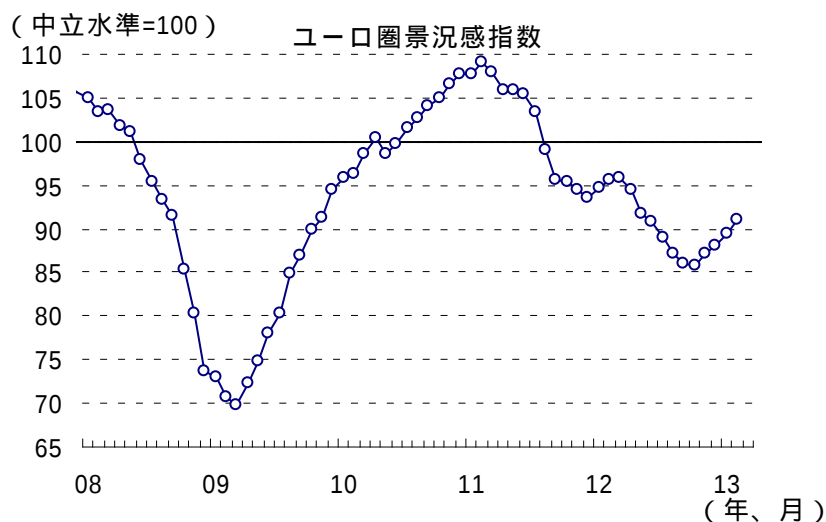
まず景気の方角感を示すユーロ圏景況感指数は 2 月が 91.1 と、4 ヶ月連続で上昇が続いている（図表 33）。構成項目別に見ると、企業部門では、製造業景況感指数（長期平均は - 6.8）が - 11.2 と 4 ヶ月連続で上昇している（図表 34）。先行きの増産期待の高まりを反映したかたちだ。加えて、サービス業や建設業も景況感指数が上昇基調を保っていることから、景気回復に向けた期待が幅広い産業に広がっているとみられる。

家計部門でも、購買意欲を示す消費者信頼感指数が 2 月に - 23.6 と 3 ヶ月連続で上昇するなど、消費マインドは緩やかに改善している（図表 35）。しかし後述のように、2013 年 1 月の失業率が 11.9%と過去最悪の水準で高止まりしているなど、雇用・所得情勢は依然調整局面にあることから、個人消費は引き続き弱含みであると判断される。

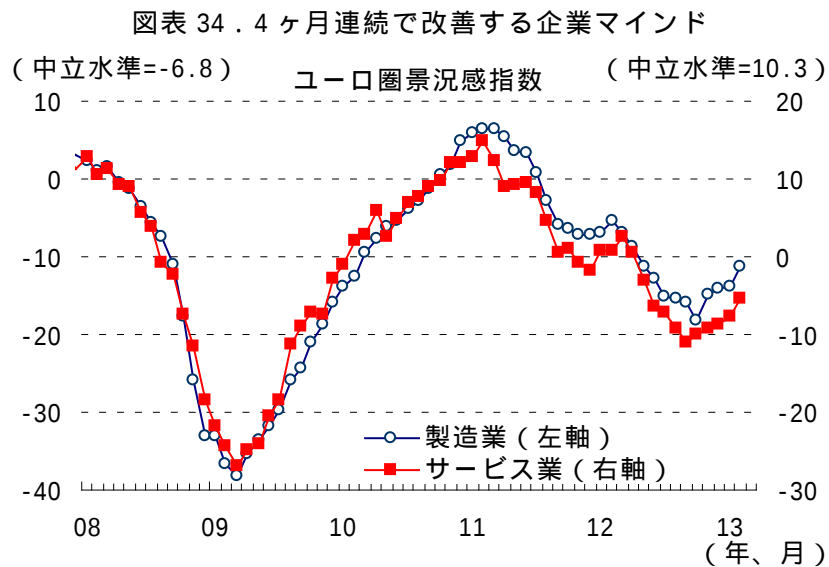
なお国別には、輸出に優位性があるドイツの景況感指数は着実に改善が続いている。その一方で、イタリアやスペインといった輸出競争力の低い重債務国の景況感は、改善ペースが依然滞っており、厳しい状況が続いている。

総じてみれば、ユーロ圏の景気は昨年末で底を打って最悪期を脱し、企業の生産活動がけん引するかたちで、回復基調に転じたとみられる。ただその回復に向けた足取りは重く、国ごとのバラつきもあって力強さに欠けている。

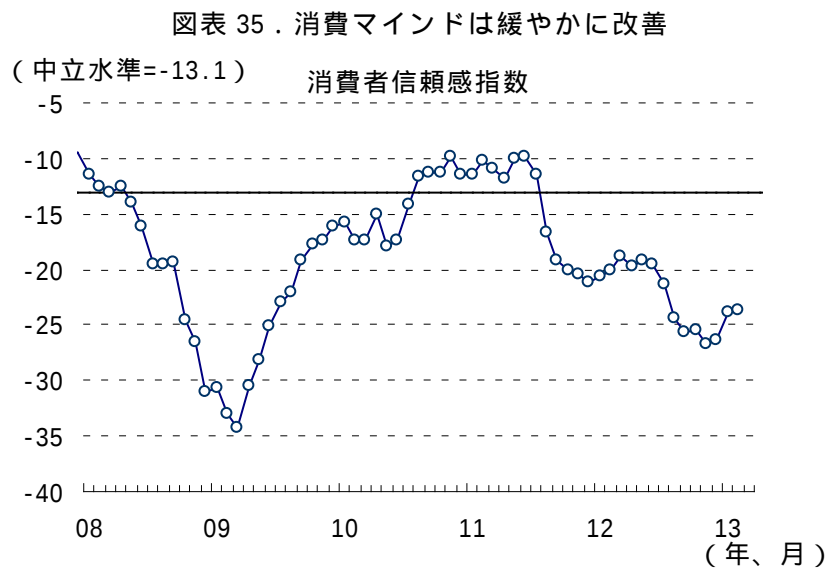
図表 33．底打ちしたユーロ圏景気



（出所）欧州委員会 E C O F I N



(出所) 欧州委員会 E C O F I N



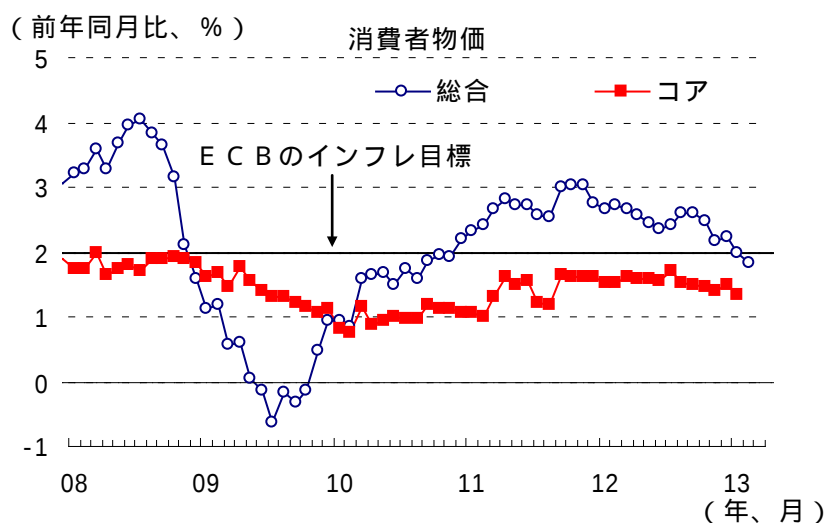
(出所) 欧州委員会 E C O F I N

インフレの基調は安定を維持

景気回復の足取りが重いため、物価上昇圧力は弱含みでいる。最新 2013 年 2 月のユーロ圏消費者物価（速報値）は前年比 +1.8%と、前月（同 +2.0%）よりも伸びを低くしている（図表 36）。変動の大きい食品や燃料の価格を除いたコアベースの消費者物価は 1.5%前後の水準で趨勢的に推移している。また卸売物価も、均してみると 2%台での安定した推移となっている（図表 37）。

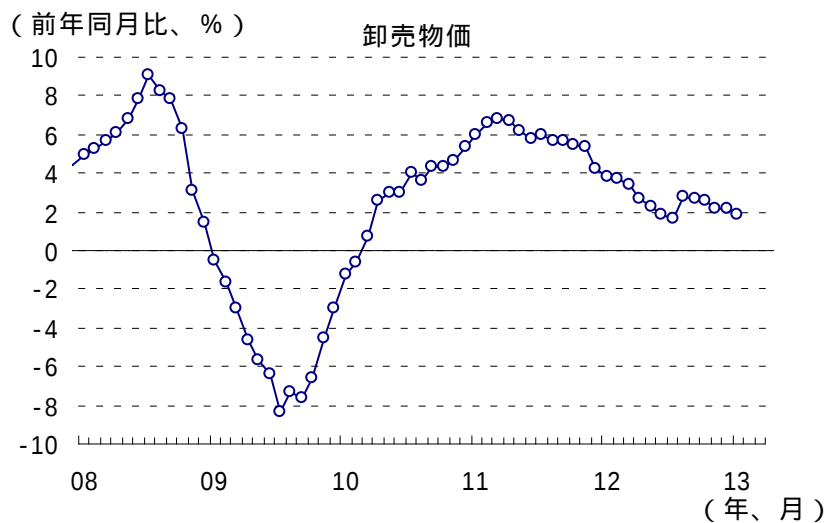
今後の景気回復ペースも緩慢であると予想されるため、予測期間中のインフレ率は欧州中央銀行（ECB）の目標水準（2%以下）で収まるだろう。

図表 36．消費者物価の上昇圧力は弱含み



（出所）欧州連合統計局

図表 37．2%台で安定する卸売物価



（出所）欧州連合統計局

(2) 小康状態が続く財政・金融問題

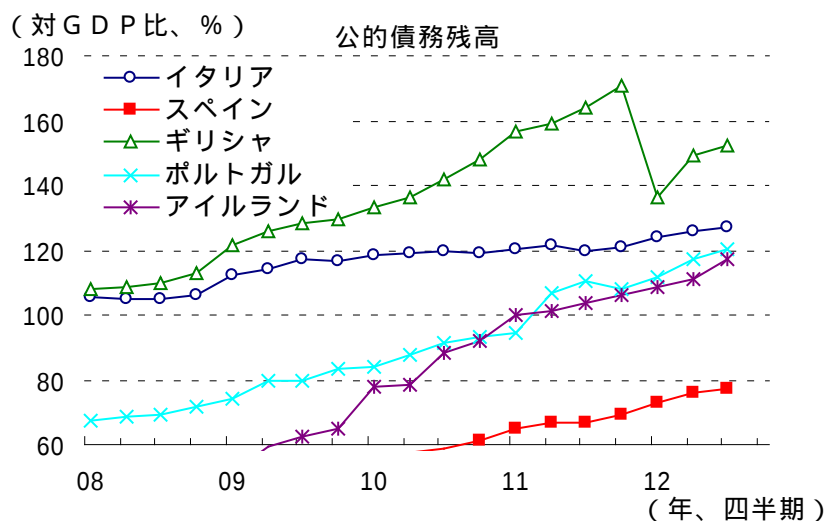
実体経済に回復に向けた動きが見られる一方で、財政・金融問題は小康状態を保っており、収束に向けた取り組みも徐々に進んでいる。

引き続き財政再建に取り組む欧州

まず財政面を見ると、欧州財政・金融問題の震源地である重債務国を中心に、歳出・歳入の両方で財政健全化に向けた動きが継続されている。歳出面の取り組みとしては、例えばスペインでは、深刻な景気後退が続いているにもかかわらず、2012年9月に付加価値税（VAT）が18%から21%に引き上げられた。またフランスでも、富裕層への増税論議が大きな話題になった。足元のデータを見ると、一連の財政再建策を受けて財政収支（フロー面）での改善は進んでいるとみられる一方で、公的債務残高（ストック面）での改善は景気低迷を受けて滞っている（図表38）。2013年2月上旬の欧州理事会で合意に達した次期中期予算（2014～2020年）が初の減額予算となったとおり、今後もユーロ圏諸国は、基本的には財政健全化への取り組みを続けるとみられる。予測期間中も政府支出や公共投資は抑制され、景気回復の下押し要因となるだろう。

もっとも、2月中旬のイタリア総選挙で反緊縮派の政党勢力が大きく躍進するなど、重債務国を中心に財政緊縮に対する不満が高まっている。欧州委員会のレーン委員（経済・通貨問題担当）も、景気が下振れた場合に限り財政再建を先送りする可能性について言及しており、緊縮一辺倒の流れには修正が入る可能性がある。

図表 38 . 依然膨らみ続ける重債務国の借金



(注) 公的債務残高 / 四半期 GDP の後方移動累積値
(出所) 欧州連合統計局

大きく前進した金融不安に対する政策対応

他方で金融面については、金融不安に対する政策対応が大きく前進した。2012年9月に欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁は、欧州安定メカニズム（ESM）による発行市場での国債買い取りを前提に、重債務国から金融支援の要請があれば、当該国の国債を流通市場において無期限で買い支える計画（OMT）を公表した。続く同年10月には、ESMが正式に稼動し、少なくとも短期的には重債務国の金利を安定化させることができる枠組みが整備された。これが金融市場に好感され、債務問題は小康状態となるとともに、統一通貨ユーロや株式といったリスク資産が買戻しされた。

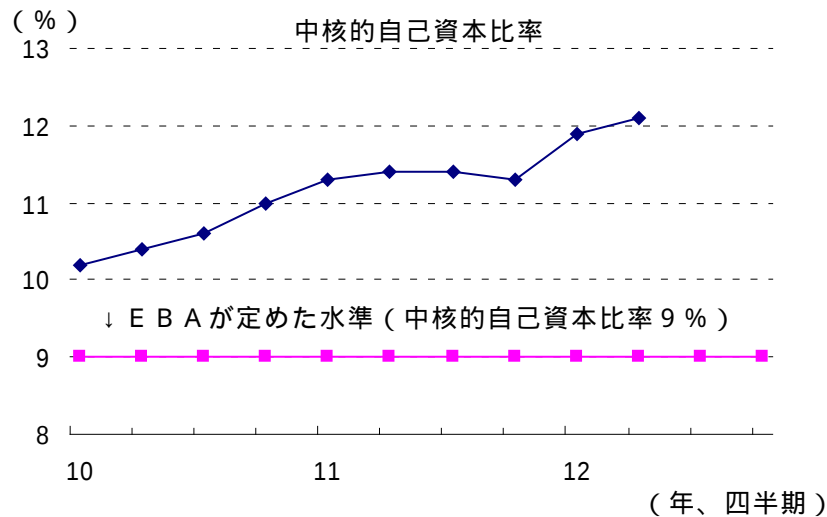
こうした「延命措置」的な対処療法策が整備された一方で、危機の再燃を防ぐための「原因治療」的な改革に対する取り組みにも、一定程度の前進がみられた。その代表的なものが、銀行同盟の設立に向けた動きである。銀行同盟構想はECBによるユーロ圏内を中心とするEUの大銀行の監督一元化（SSM）と、銀行破綻処理・預金者保護スキームの共通化の2つの柱から成る。このうちSSMに関しては、2014年1月からその実施が予定されている。他方で銀行破綻処理と預金者保護については、米国の連邦預金保険公社（FDIC）に倣った構想が年内にも取りまとめられ、13年半ばにも具体的な法案が欧州議会で審議される見込みである。

さらに、大手金融機関の財務体質も、従前からの経営改善に向けた取り組みなどを受けて緩やかに改善している。欧州銀行監督局（EBA）が監督の対象としているEU域内の大銀行90行の中核的自己資本（Tier 1）比率は、銀行によるリスク資産の圧縮などから、直近2012年4～6月期で12.1%と2四半期連続で上昇した（図表39）。このトレンドは、12年後半以降の金融市場の復調を受けて、足元にかけても継続しているとみられる。

もっとも、個別の国のレベルでは、スペインの不良債権比率が高止まりし続けていることや、イタリアで国内三位の銀行であるモンテ・パスキが不正取引を行ったことなどが不安視されている。銀行システムの健全性に対する市場の懸念は依然強いといえる。

そして、銀行の与信態度は引き続き厳しい。ECBが圏内の主要銀行に対して実施した与信態度サーベイは、年央にかけての銀行の融資スタンスが、企業向け融資・住宅ローンともに厳しくなることを示唆している（図表40）。今後も自己資本の充実やバランスシートの圧縮が求められる中で、銀行のリスク志向は高まりにくいだろう。銀行が再びリスクを取り、実体経済に対して成長資金を供給できるようになるまでには、なお時間を要するとみられる。

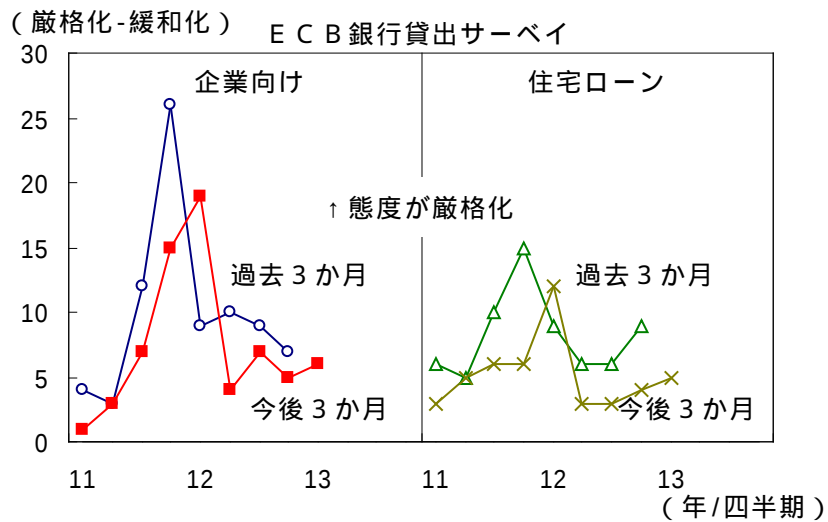
図表 39 . 改善が進む欧州銀の財務体質



(注) ストレステスト対象の E U 内の大銀行 90 行の平均水準

(出所) 欧州銀行監督局 (E B A)

図表 40 . 引き続き厳しい銀行の与信態度



(出所) 欧州中央銀行 (E C B)

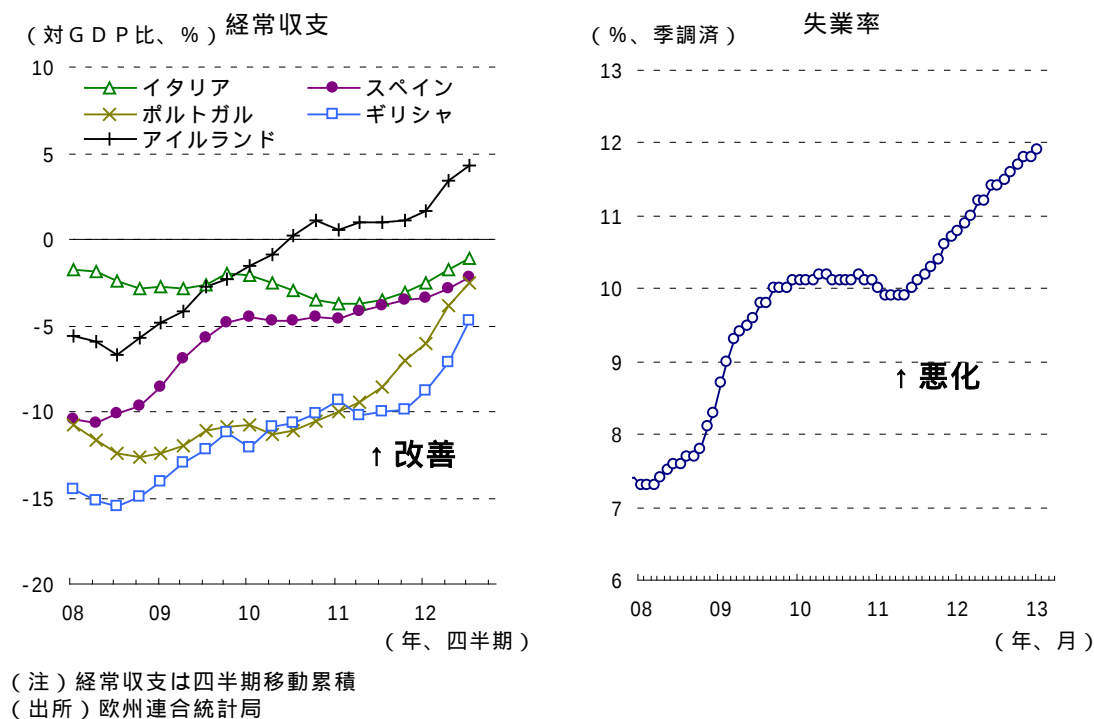
(3) 経済の不均衡は対外面を中心に改善が続く

経済の不均衡は対外面を中心に改善が続いている。

まず対外面での不均衡であるが、重債務国を中心とする経常収支の赤字は、足元にかけて改善が順調に進んでいる。中でもアイルランドは、既往のユーロ安などを映じて底堅く推移した輸出の恩恵などを受けて、2011 年の年初頃から黒字基調で推移し、プラス幅も拡大させている(図表 41)。ギリシャやポルトガルといった経常収支赤字が深刻であった国々も、貿易赤字の縮小などを通じて経常収支赤字の縮小に努めている。

一方でユーロ圏内での不均衡はいまだ調整過程にある。労働市場を見ると、直近 2013 年 1 月の失業率が 11.9%と過去最悪水準を更新し続けている。ギリシャやスペインなどでは失業率は依然 20%以上で推移しており、うち 25 歳未満の若年労働者層の失業率は 50%以上といった異常な事態が続いている。景気回復の動きが滞っている中で、雇用調整の進捗もまた極めて緩慢な動きとならざるを得ない状況である。

図表 41 . 経常収支赤字の縮小が続く一方で滞る対内不均衡の改善



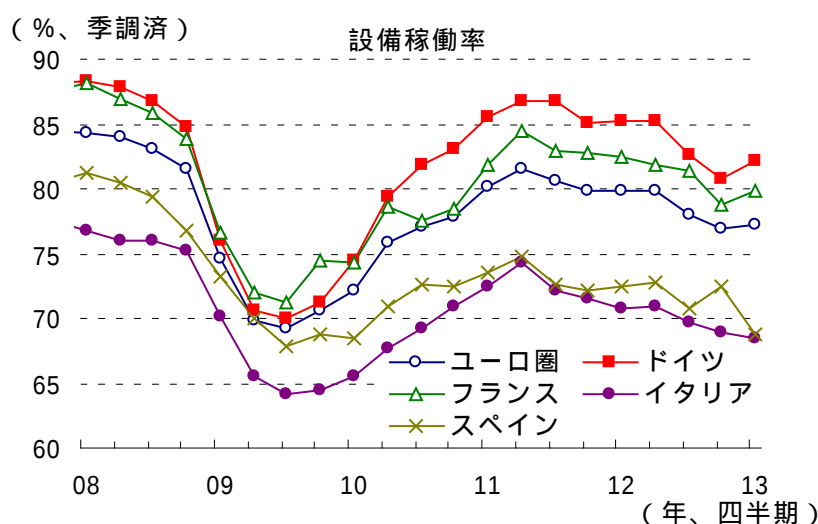
(4) 2013 / 2014 年のユーロ圏経済見通し

～ 輸出主導の極めて弱い回復が続く

以上を踏まえて先行き 2 年のユーロ圏経済を見通すと、2013 年の実質 GDP 成長率は - 0.2%、14 年は + 1.1% と予測した。

まず 2013 年については、米中向けを中心とする圏外需要（輸出）にけん引されるかたちで、景気の増勢が徐々に強まるとみられる。次に圏内需要をみると、徐々に拡大すると予想される輸出の動きに合わせて設備投資も次第に勢いを増してくると考えられるが、足元の製造業の設備稼働率は持ち直しの兆しがみられるものの水準が依然低いために、設備投資の回復ペースは極めて緩慢なものにとどまろう（図表 42）。

図表 42．依然水準が低い設備稼働率



(出所) 欧州委員会 E C O F I N

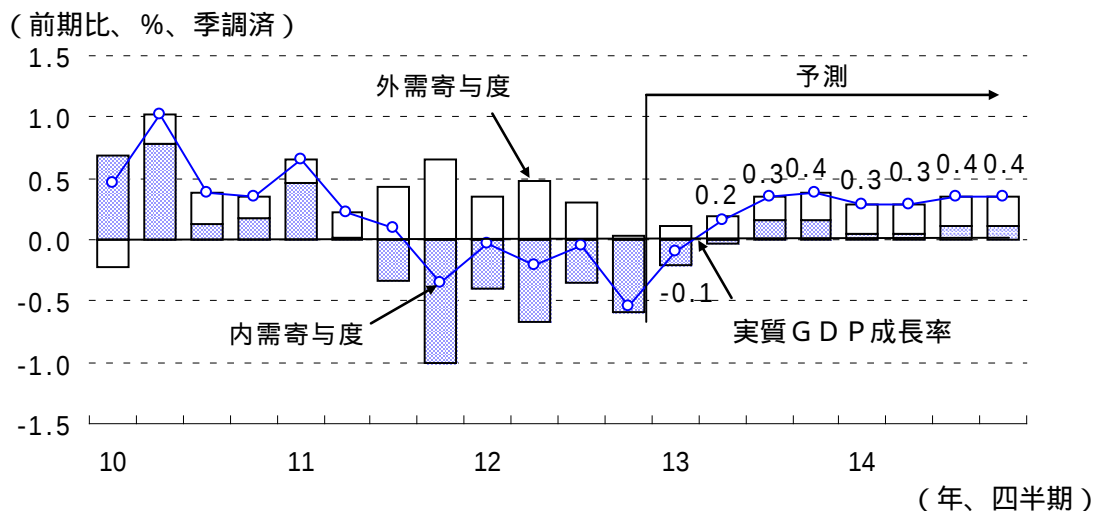
他方で家計部門では、個人消費や住宅投資は底打ちするとみられるものの、それらの勢いもまた力強さに欠けると予想される。企業業績の回復を通じた雇用・所得情勢の改善が大幅に遅れるとみられることが、その主な理由である。政府部門でも、財政再建の流れの中で、先行きも財政支出・公共投資ともに縮減基調での推移が続くと判断され、これが景気回復の下押し要因となるだろう。

総じて見ると、2013 年のユーロ圏経済は輸出が主導するかたちでの極めて緩慢な成長が続くものの、景気拡大の発射台が低いために、通年の実質経済成長率は - 0.2% 程度の小幅マイナス成長になると予測した。

続く 2014 年は 3 年ぶりにプラス成長へと復するとみられる。需要項目別には、まず世界景気の拡大に伴って輸出が増勢を強めるだろう。加えて、企業業績の回復などから設備投資や個人消費・住宅投資も 13 年よりは増勢を徐々に強めると予想される。他方で財政支出

や公共投資は、財政再建の流れを受けて引き続き縮小し、景気回復を下押しするだろう。
通年の実質経済成長率を+1.3%と予測した（以上図表43と44）。

図表43．ユーロ圏の実質GDP成長率予測



（出所）実績は欧州連合統計局、予測は当社

図表44．ユーロ圏の景気見通しの総括表

	2012年（実績）		2013年（予測）		2014年（予測）		2011年	2012年	2013年	2014年
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	実績	実績	予測	予測
実質GDP	-0.6	-0.8	-0.6	1.3	1.3	1.4	1.5	-0.5	-0.2	1.3
個人消費	-1.5	-1.5	-1.2	0.8	0.4	0.4	0.1	-1.3	-0.8	0.5
政府支出	0.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.9	-0.1	-0.2	-0.5	-0.6
総固定資本形成	-4.6	-3.8	-1.2	0.8	1.0	1.8	1.6	-3.6	-1.4	1.1
純輸出（寄与度）	1.8	1.1	0.4	0.8	0.9	1.0	1.0	1.6	0.7	0.9
輸出	2.5	3.7	3.0	5.4	6.1	6.1	6.5	3.0	3.8	5.9
輸入	-1.4	1.5	2.4	4.1	4.8	4.8	4.3	-0.4	2.6	4.6
消費者物価（前年比、%）	2.6	2.4	2.0	2.0	2.3	2.3	2.7	2.5	2.0	2.3
失業率（%）	11.1	11.6	12.0	11.8	11.5	11.3	10.2	11.4	11.9	11.4
政策金利	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	0.75	0.75	0.75

（注）実質GDPとその構成項目は季調済前期比の年率換算値（純輸出は寄与度）、政策金利は期末値

（出所）実績は欧州連合統計局、予測は当社

4．中国景気の加速は限定的

(1) 底打ちした中国景気

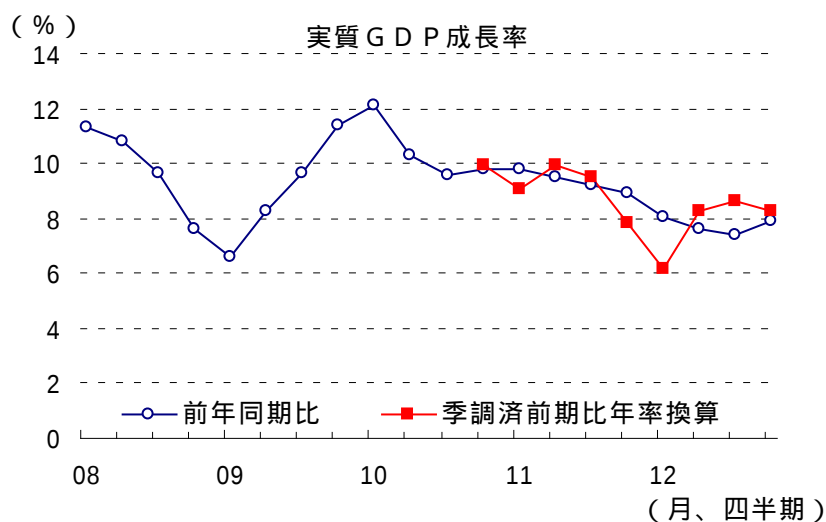
2012 年 10～12 月期実質 GDP は 8 四半期ぶりに成長が加速

中国景気は底打ちし、増勢を緩やかに強めているとみられる。2012 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +7.9% と、8 四半期ぶりに伸び率が高まった（図表 45）。なお 2012 年通年の成長率は +7.8% となり、政府の目標であった +7.5% を上回った。また季調済前期比の推移でみた実質 GDP 成長率は 2012 年 1～3 月期をボトムとしており、以降は年率 8% 台のペースで推移している。

需要項目別にみえていくと、景気回復の主なけん引役は建設投資などの固定資産投資であったと考えられる。特に鉄道や高速道路などといったインフラ建設が、中国政府による景気対策を受けて堅調に推移したとみられる（図表 46）。それに加えて、世界景気の緩やかな回復を受けて底堅く拡大した輸出も景気の再加速をサポートしたかたちとなった。

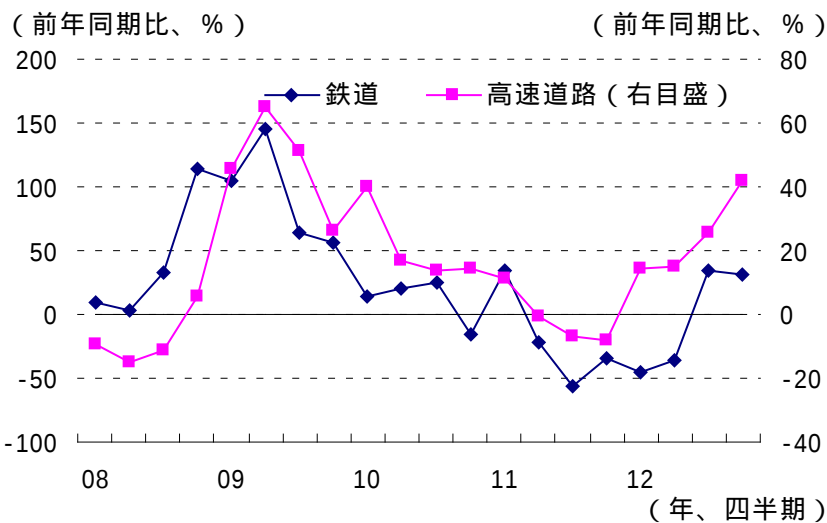
加えて個人消費も好調を維持した模様であるが、一部耐久消費財の消費からは一服感が見て取れる。消費財全般の販売動向を示す小売売上高は、2012 年 10～12 月期を均してみると同年 7～9 月期から増勢を強めている。半面で、例えば乗用車の販売台数は、後述する排ガス規制や燃料価格の上昇といった要因もあって勢いが減速している（図表 47）。

図表 45．2012 年 10～12 月期の実質 GDP は前年同期比 +7.9% に加速



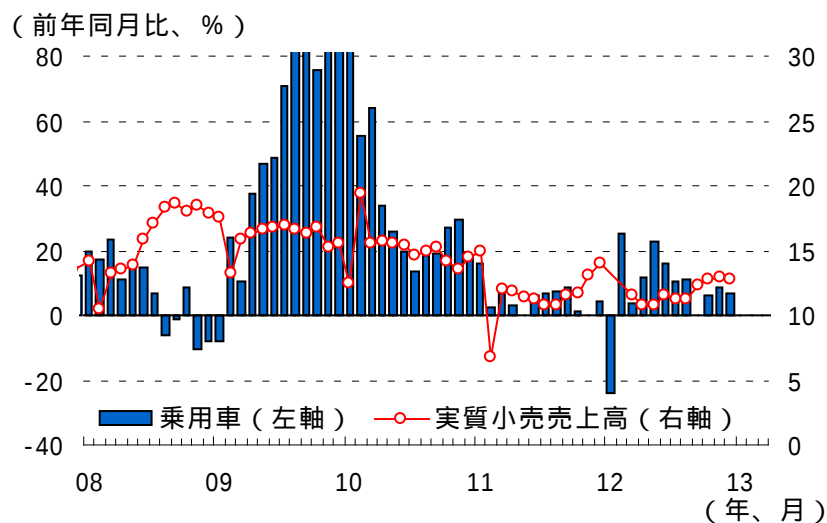
(出所) 中国国家统计局

図表 46．政策効果を受けて勢いが増したインフラ投資



(注) 固定資産価格の前年比でデフレートした
(出所) 中国国家统计局

図表 47．一部に一服感がみえる個人消費



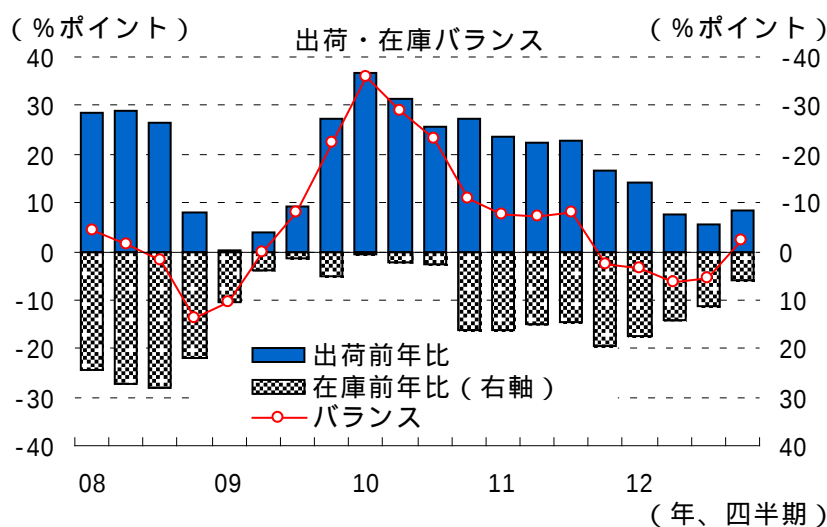
(注) 小売売上高は消費者物価の前年比でデフレートした
(出所) 中国国家统计局

徐々に進捗する企業の在庫調整

景気の再加速に伴って企業の在庫調整も徐々に進捗している。鉱工業部門の出荷・在庫バランスをみると、2012年第4四半期は5期ぶりにプラスに転じた（図表48）。生産を抑制して在庫を減らした結果が、バランスの改善につながったかたちとなった。

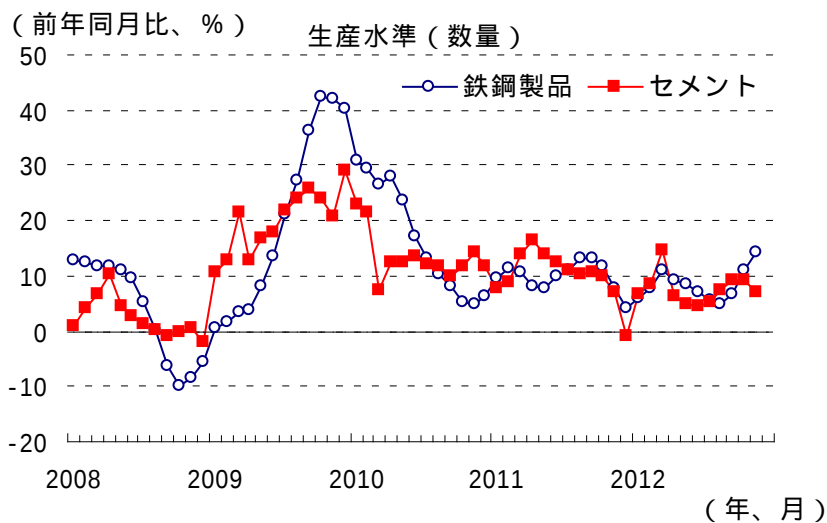
ただ経済活動の基盤である生産財部門の調整は遅れている。鉄鋼製品の生産の回復ペースは足元で加速しているが、これは需要増を反映した動きというよりも、地方政府による増産指令を受けた動きであり、実態としては過剰な供給能力の解消に依然手間取っている模様だ（図表49）。

図表48．進捗する中国の在庫調整



(注) 出荷は売上高で代用した
(出所) 中国国家统计局

図表49．生産財の立ち上がりは緩やか



(注) 3ヶ月移動平均
(出所) 中国国家统计局

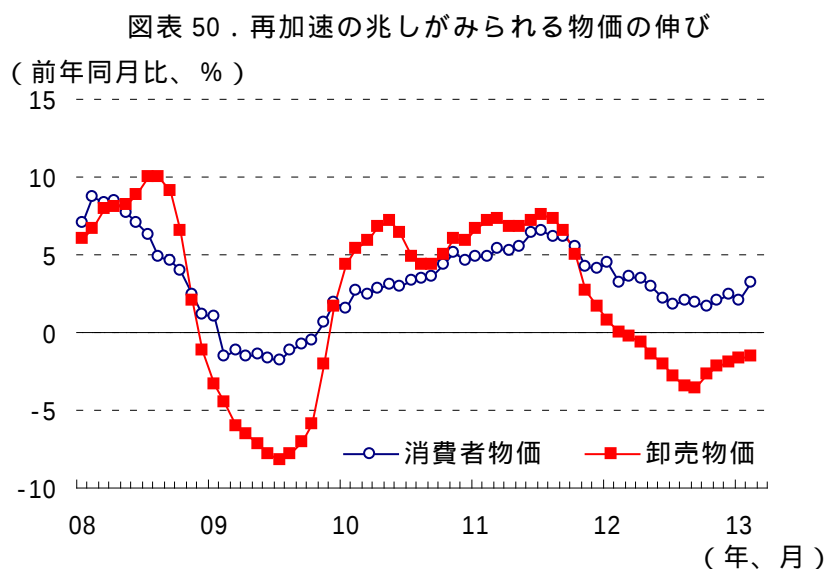
物価上昇率は徐々に高まる公算

景気の再加速を受けて、物価上昇率にも再加速の兆しがみられる（図表 50）。

2013 年 2 月の消費者物価は前年同月比 +3.2% と再び上昇率が高まった。3% 台に乗ったのは 2012 年 5 月（3.0%）以来である。旧正月（春節）を迎え食品価格が強含んだことが、全体の物価上昇率を押し上げた。

先行きの物価は徐々に上昇率を高めると考えられる。消費者物価に先行する卸売物価は 2013 年 2 月が前年同月比 -1.6% と、2012 年 9 月を底に 5 ヶ月連続でマイナス幅を縮小させている。財別には、消費財が前年同月比 +0.7% と前月と同じ伸び率にとどまった。他方で生産財の価格は、前年同月比 -2.4% と依然前年水準を下回っているものの、マイナス幅の縮小が徐々に進展している。川上の物価下落圧力は着実に緩和しており、年央にかけて前年比プラスに復すると考えられる。また川下である消費者物価の構成項目に着目しても、生鮮食品価格の動向を大きく左右する豚肉の価格低下に歯止めがかかりつつあることが注目される。

総じて見れば、中国の先行きの物価は、13 年は景気の加速やベース効果（12 年後半にかけて物価上昇率が縮小したことの反動）を受けて、当局のインフレ目標（消費者物価上昇率で +3.5%）を視野に入れる水準まで騰勢を強めるだろう。もっとも 14 年は、後述するように金融緩和の修正が進み景気が若干スローダウンするとみられるため、物価の伸びはそれ程高まらず、消費者物価の上昇率で 3~4% 台の水準に留まろう。



（出所）中国国家统计局

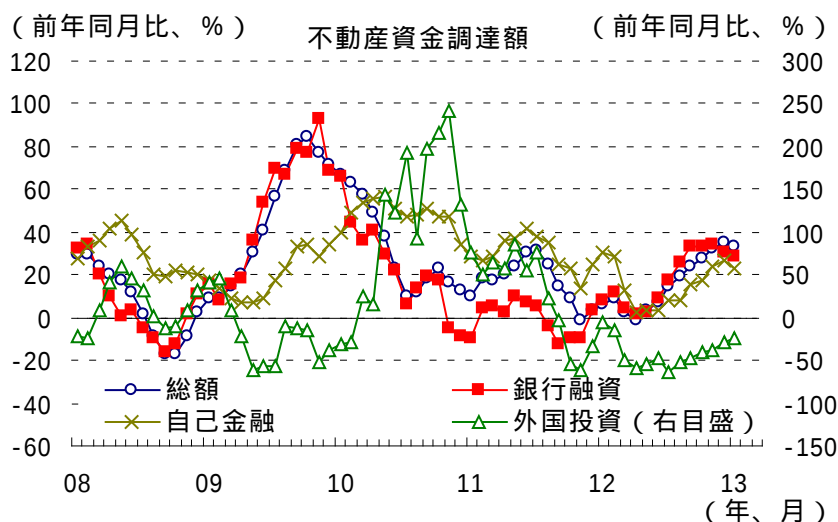
不動産規制を維持する中国当局

景気の減速に加えて当局の規制を受けて低迷が続いた不動産市場にも明るい兆しがみえるようになってきた。直近 2013 年 1 月の主要 70 都市新規住宅価格は北京市が前年同月比 +3.3%（前月が同 +1.6%）、上海市が同 +1.3%（同横ばい）、広州市が同 +4.7%（同 +2.3%）と、住宅価格は持ち直しの傾向を強めている。

こうした不動産市場の持ち直しは、主に中国人民銀行による資金供給などの金融緩和の効果を受けたものと考えられる。不動産プロジェクトの資金調達額は足元にかけて増勢を強めているが、その内訳をみると銀行融資と自己金融（価格上昇に伴う売却益）が持ち直しの動きを強めている（図表 51）。融資平台と呼ばれる地方政府によって設立された不動産プロジェクトを中心とする投融資企業の資金繰りも、徐々にではあるが緩和しているとみられる。

半面で、中国政府は不動産に対する購入規制を依然堅持し続けている。2 月には上海と重慶の両市で先行して導入されていた不動産取引税を全土で適用することを目指す旨が、政府によって示された。住宅についてみれば、都市部を中心に実需が旺盛である一方で、投資対象としての人気も根強い。既往の日米欧など先進国による金融緩和を受けてダブついた投資マネーの流入が、住宅価格を押し上げてしまう可能性もある。こうした状況に配慮し、中国政府は住宅価格の上昇に対して引き続き警戒スタンスを維持しよう。

図表 51．不動産プロジェクトに対する銀行融資が持ち直す



（注）3 ヶ月移動平均
（出所）中国国家统计局

(2) 景気に中立的とみられる 2013 年の政策運営スタンス

中央経済工作会議からみる 2013 年の財政・金融政策方針

2012 年 12 月、2013 年の経済運営方針を定める中央経済工作会議が開催された。2011 年 11 月に発足した習近平政権の先行きの経済政策運営を占う上で非常に注目された同会議であったが、2013 年の経済運営方針は 3 年連続で「積極的財政」と「穏健的金融緩和」に据え置かれた（図表 52）。また 3 月の全人代では、実質経済成長率の目標水準が 2 年連続で 7.5% に維持された。

図表 52．中央工作会議で示された 2013 年の経済運営方針（一部抜粋）

最終目標

- ・ 経済原理を尊重しつつ、持続可能な経済成長ペースでより高い経済の発展を目指す。

需要面での戦略目標

- ・ 内需拡大という戦略の基本に則り、消費を育成し経済成長に対する基本的役割を増強する。
- ・ 民間投資の増加と誘導を図る。
- ・ 国民生活水準を向上させるインフラ部門へ公共投資を、重複投資にならないかたちで増強する。

経済政策の方針

- ・ **積極的な財政政策**を実施し、税制改革による構造的減税政策の改善に結び付ける。政府部門は節約を徹底すると同時に歳出を厳格に抑え、必要に応じた資金配分を行う。
- ・ **穏健的な金融政策**を実施し、程度をよく把握して操作性を高める。社会融資規模の適切な拡大、銀行貸出しの適度な増加、人民元レートの基本的安全をそれぞれ実現し、実体経済発展のための投融資について、そのコストを確実に引き下げる。
- ・ **不動産市場のコントロール政策を引き続き堅持する。**
- ・ 財政・金融分野に潜むリスクを極めて重視し、地域的な金融危機を発生させないという最低ラインを守る。

（出所）各種報道資料

財政面（積極的財政）については、追加的な支出増による景気刺激ではなく、資金配分の合理化や税制改革など歳出・歳入両面での効率化の推進が強調された。他方で金融面（穏健的金融緩和）に関しては、実体経済に対する投融資規模の安定的な拡大が目指されると同時に、不動産市場のコントロールについては引き続きこれを堅持する方向が示された。

もっとも、以上で述べられた運営方針は従前と大きく変わらず、かつ総花的である。景気腰折れの回避や指導部交代による経済成果のアピールに伴い実施された財政によるインフラ投資策も、追加の刺激策が実施されない限り、次第に増勢を鈍化させるだろう。また景気の再拡大に伴い、インフレ高進への警戒感が 2014 年にかけて徐々に高まって来ると考えられる。したがって、中国人民銀行（中央銀行）による金融緩和策は徐々に中立気味に修正されるとみられる。

以上より、予測期間中の中国政府による経済運営スタンスは、景気刺激志向というよりも景気安定志向にシフトしたと判断されるが、同時に注目されるのが、習近平政権が中国

経済の構造改革に踏み込めるかどうかという点である。

既往の高成長に伴い、中国経済は著しい発展を遂げてきたが、一方で発展段階が進んだことに伴って徐々に中成長期に移行するものとみられる。そうした中成長期への移行に際して、中国経済が克服しなければならない課題は数多く存在する。

例えば、高成長の副作用として、後述の通り中国では深刻な環境問題が発生している。また戸籍制度改革や、貧富の格差の是正も進んでいない。人件費の上昇に伴って縫製など軽工業の競争力が落ちている。加えて、重化学工業でも国有企業を中心に過剰な生産能力の集約が課題となっている。

一連の課題に関しては、2010年に公表された第12次5ヶ年計画でも政府がその克服の必要性を強調しており、その後の中央経済工作会议や全人代などでも、表現を違えながら繰り返し言及されてきた。確かに構造改革は、短期的には経済成長を鈍化させる公算が大きい。また既得権益が奪われることに抵抗する勢力が出てくるため、改革をスムーズに行うことは困難である。

もっとも、中長期的に見た場合、これらの問題の解決を目指さない限り、中国経済が「中進国の罠（経済成長に伴い人件費は上昇したが、生産性に劣るために一段の経済発展が見込めない状況）」に陥ることは確実である。

本予測では、習近平政権の経済運営方針の詳細が不透明な中で、中国政府が短期的な景気拡張策よりもむしろ「第12次5ヶ年計画」に沿った構造改革路線を歩む事を重視すると想定した。

大気汚染の深刻化を受けて排ガス規制が強化される可能性

既往の高成長の弊害として中国では環境破壊が深刻化しており、その対策の必要性が叫ばれて久しい。大気汚染問題に限ってみると、2008年に開催された北京オリンピックの際の排ガス規制（単双号）などを受けて一時的に改善が見られたが、自動車の普及拡大や生産設備の老朽化などから問題が足元にかけて再び深刻化しており、冬場以降は大量に拡散された微細な粒子（PM2.5）が人体に悪影響を及ぼすことに対する懸念が強まっている。

こうした中で政府当局も、昨年来自動車排ガス規制の強化に努めている（図表53）。規制強化策を景気という観点から評価すると、短期的な下押し要因となる可能性はあるものの、経済活動を鈍化させるような圧力にはならないだろう。確かに自動車排ガス規制は、短期的には乗用車販売の勢いを下押しする公算が大きいですが、その半面でエコカー市場の拡大に貢献することになるとみられる。また工場の公害規制強化は、製造業の生産の制約要因になるかもしれないが、一方で中長期的には、エネルギー効率の向上や環境負荷の軽減をもたらす技術革新を生むだろう。そうした動きは、中国企業の生産性を高める結果をもたらすはずである。

図表53．自動車排ガス対策を巡るこの頃の動き

日付	内容
2012年6月6日	中国政府、広州市が先行して採用していた新基準「国5」を制定し、順次全国に適用する方針を示す。
7月1日	広州市が2013年までの1年間、自動車登録台数を12万台（月間1万台）に制限。
8月14日	広西チワン族自治区が自動車排ガス規制の草案を発表し、パブリック・コメントを募集
2013年1月4日	広州市は渋滞規制を目的に、市内の高速道路で、一部時間帯において積載量15トン以上の市外ナンバーの貨物車両の通行を規制（10日～）。
1月16日	山東省済南市が大気汚染対策として市内中心部で自動車ナンバープレートの末尾番号の奇数と偶数で通行を規制する「単双号」を導入。
1月19日	北京市は大気汚染が一定基準を超える日に機動車（自動車、二輪車、そのほか電動車などエンジン付車両全般を含む）の通行規制を実施し、従わない場合には罰金を科す条例案を公開。
1月22日	北京市が年内に市内の大気中に含まれる汚染物質含有率を前年比2%減にする目標を設定。
2月21日	環境保護省が大気汚染の激しい19省・自治区・直轄市の47都市を対象に、従来よりも厳しい汚染排出物の排出基準を設ける（3月1日～）。

（出所）各種報道資料

(3) 2013 / 14 年の中国経済見通し

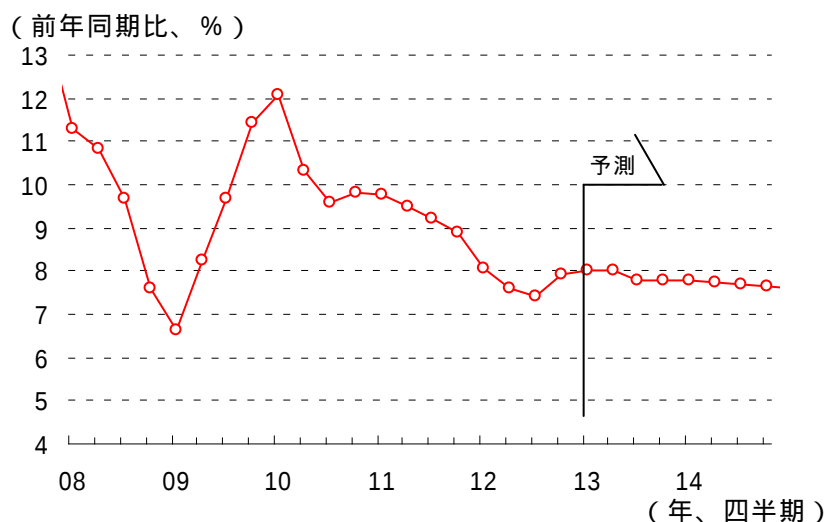
～ 13 年央にかけて加速も、その後は増勢が鈍る

以上を受けて先行き 2 年の中国経済を見通すと、2013 年の実質 GDP 成長率を + 7.9 %、14 年を + 7.7 % と予測した (図表 54)。

まず 2013 年の動きを展望すると、年前半にかけては景気刺激策の効果を映じて堅調を維持するとみられるインフラなどの固定資産投資が景気拡大をけん引するだろう。ただ年後半にかけて、景気対策のはく落や中国人民銀行による金融緩和策の修正などを受けて、固定資産投資の増勢が鈍化して経済全体の成長テンポを緩やかに下押しするとみられる。ただ、耐久財を中心に一服感が窺えるとはいえ、実質所得の増加を背景にしっかりと推移するとみられる個人消費が、景気を下支えする。加えて米国を中心に徐々に加速するとみられる世界景気の恩恵を受けて輸出が勢いを強めるだろう。2013 年通年の実質経済成長率は + 7.9 % になると予測した。

続く 2014 年は巡航速度での景気拡大が続こう。回復のリード役は、世界景気の拡大を反映した輸出の増加と、引き続き旺盛な意欲を受けた個人消費である。他方で固定資産投資は、企業の設備投資は堅調に推移するだろうが、その一方で中国人民銀行による金融緩和の修正が続き、また政府によるインフラ建設が一服すると見込まれることなどから、建設投資を中心に増勢の鈍化が続こう。通年の実質経済成長率を + 7.7 % と予測した。

図表 54 . 中国の実質 GDP 成長率予測



(出所) 実績値は中国国家统计局、予測は当社

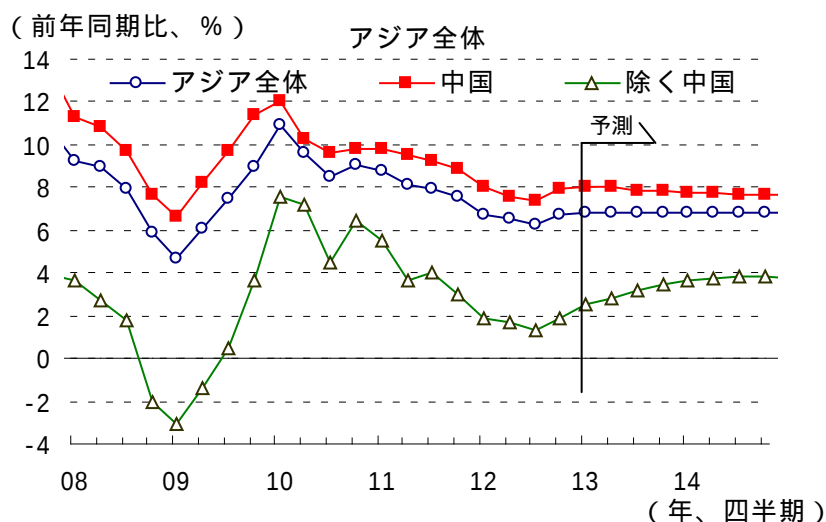
(4) その他アジア諸国の景気予測～総じて堅調な成長が続く

その他のアジア諸国（NIEs 諸国とアセアン諸国）に関しては、総じて堅調な成長が続くだろう。実質GDP成長率は2013年が+6.8%、14年も+6.8%と予想した。

まずNIEs 諸国（香港、韓国、台湾、シンガポール）を見ると、特に韓国と台湾では、2013年は年央にかけて景気が加速するとみられる中国向けを中心に輸出がしっかりと推移し、景気回復がサポートされると予想される。2014年も、高い伸びを維持するとみられる中国向け輸出にけん引された景気の拡大が続くだろう。

他方でアセアン諸国（アセアン4）も、タイやインドネシアなどを中心に内需が好調を保ち、景気回復をけん引しよう。もっとも、これらの国々では物価上昇圧力が徐々に強まっていることから、2014年末にかけて利上げなどを含めた金融緩和策の修正が進むとみられる。そのため、経済の成長ペースは巡航速度を維持する程度にとどまろう。

図表 55 . アジア諸国の実質GDP成長率予測



(注) アジア全体は中国、アセアン4、NIEs（香港、韓国、シンガポール、台湾）の5ヶ国。全体の成長率は各国の名目GDP（米ドル）でウェイト付けした。

(出所) 実績値は各国統計局、予測は当社

5. サブ・シナリオ

(1) 上ぶれケース

世界経済の先行きについて、昨年の足踏み状態を脱したことで楽観的な見方が広がっている。しかし、今後の回復ペースについては、明るい要素と注意すべき要素が混在しており不透明である。このため、世界経済予測に際し、上ぶれ、下ぶれ、両方向のサブ・シナリオの検討が重要になる。まず上ぶれシナリオから検討する（図表 56）。

図表 56. 上ぶれシナリオ

	メイン・シナリオから上ぶれするケース	実現可能性
米 国	増税の影響が軽微にとどまり回復ペースが加速	中
	財政再建の先送りにより当面の景気下押し圧力が緩和	小
欧 州	金融面の改善による想定以上の景気の復元力	小
	世界景気の上ぶれにともない、輸出の増勢が加速	中
中 国	世界景気の上ぶれにともない、輸出の増勢が加速	中

米国～回復ペースの加速：「グレートローテーション」は本物か？

米景気については回復ペースが加速するシナリオが考えられる。当社やIMF見通しは回復テンポを慎重にみているが、現地の民間機関では楽観的な見方が勢いを増している。ウォール・ストリート・ジャーナル（WSJ）が現地エコノミスト 52 人を対象に毎月実施しているアンケート調査によれば、増税による成長率の下押し幅が平均で 0.7%ポイント想定されているにもかかわらず、2013 年は 2.4%、14～15 年にかけては 3%程度の高成長が見込まれている（次頁図表 57）。当社のメイン・シナリオについても、増税の影響が限定的にとどまり、新車販売や住宅投資、企業収益が想定以上に回復するケースや、財政再建が先送りされ政府支出が景気の下押し要因にならないケースでは、成長率が上ぶれることになる。

こうした楽観論は、本稿でも指摘したとおり家計の債務調整や住宅市場のストック調整に進展がみられることが背景にある。これまでの回復局面で景気の抑制要因になってきた調整圧力が緩和され、今年は本格回復が見込めるのは確かであろう。金融市場では、リスク回避により債券市場に流入していた資金が、株式などのリスク資産市場にシフトする「グレートローテーション」期待が高まっている。このところの株高についても、これまでのところは、企業収益の回復ペースに見合った動きであり、期待先行とは言えないのも確かである（次頁図表 58）。

しかし、当社が成長率を控えめに予測するのは、米国の潜在成長率が 2% 台半ばに低下していると考えからである。潜在成長力を上回る腰の強い景気回復が見込めるにしても、現地専門家や金融市場が期待するほどの高い成長ペースが実現される可能性は低いと考えられ、米景気の上ぶれシナリオの実現性は小さいだろう。

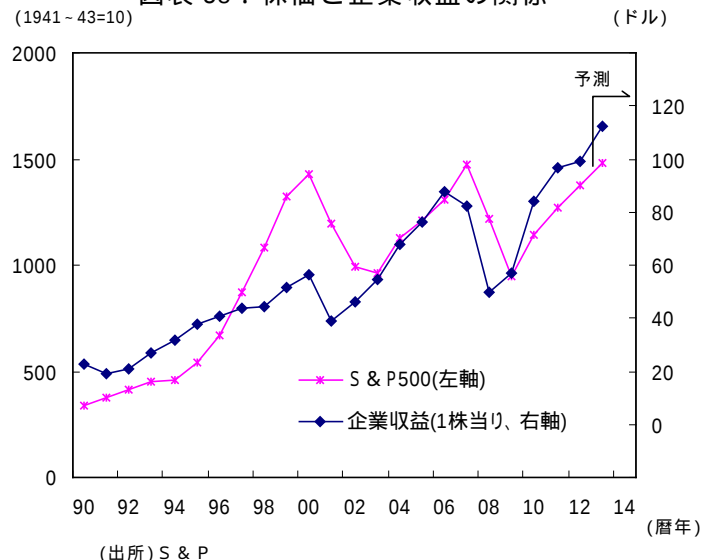
図表 57 . 米国の GDP 成長率予測 (%)

	WSJ 調査		当社
	1月	2月	
2013	2.3	2.4	2.0
2014	2.9	2.8	2.7
2015	3.0	2.9	2.5

(注) WSJ調査は、現地エコノミスト52人を対象に
毎月上旬に実施

(出所) WSJ紙2月8日A2面

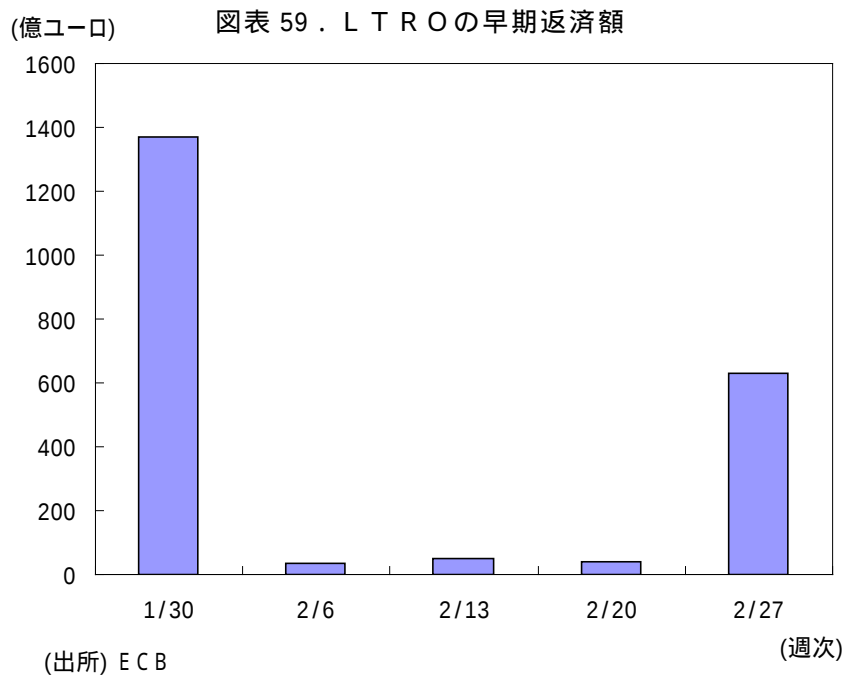
図表 58 . 株価と企業収益の関係



欧州～行過ぎた悲観の修正

リーマン危機後の米国では、構造問題を抱えながらも、循環的な回復の動きが続いた。同じように、金融市場で進んだ欧州に対する過度な悲観がこれから修正されていけば、構造改革が遅れても循環的な回復メカニズムが想定以上にはたらく可能性が考えられる。とりわけ、金融市場の落ち着きによって欧州系の金融機関の財務や収益は回復が鮮明になってきた。そうした中、ECBが危機時に行った総額 1 兆ユーロにのぼる 3 年物流動性供給オペレーション (LTRO) で得た資金の一部を、期限前に前倒しで返済する動きも出てきた (次頁図表 59)。また、ターゲット 2 と呼ばれる欧州各国中央銀行の資金決済残高からみる限り、南欧の債務危機国からドイツへの資金逃避の動きが落ち着き、ギリシャやスペインでは銀行預金が増加に転じた。

ユーロ崩壊をはじめ、発生確率は低いものの発生した場合には大きな混乱をもたらすテイル・リスクが一段と後退した。今後、欧州に対する過度の悲観が修正されれば、雇用の改善が遅れ内需に停滞感が見られる場合でも、世界経済の上ぶれにともない輸出主導の回復メカニズムがはたらくやすくなる可能性がある。



中国～輸出に上ぶれ期待

現在の中国経済は、4 節で示したとおり中成長への移行過程にあり、過剰設備をはじめ様々な調整圧力に直面している。このため、昨年からの景気刺激策の効果がはく落する今年後半以降成長率の低下が予想される。しかし、内需が力強さを欠いていても、世界経済の拡大を追い風に輸出が上ぶれ、過剰設備など国内の調整圧力を緩和させるシナリオは十分考えられよう。また、輸出が景気回復のけん引役となるケースでは、国内の不動産投資がけん引役となるケースと比べ、金融緩和の修正が急がれるリスクも小さい。輸出主導の景気回復が勢いを増す場合には、国内に構造調整圧力が残る中でも 8% 成長の達成が視野に入ってくる。

(2) 下ぶれケース

次に、下ぶれシナリオを検討する。米国では財政問題をはじめ、ガソリン価格や金利の上昇リスク、欧州では債務問題の再燃リスクや、「F I S H」と総称される景気回復の遅れが見られる国々の問題がある（図表 60）。

図表 60．下ぶれシナリオ

	メイン・シナリオから下ぶれするケース	実現可能性
米 国	財政協議が決裂、消費者・企業マインドが悪化、金融市場が混乱	中
	ガソリン価格の上昇により個人消費や企業収益が鈍化	中
	長期金利の上昇	大
欧 州	南欧諸国の債務問題が再燃	中
	ドイツ以外の国々の景気が低迷	大
中 国	中成長に移行する過程での過剰設備の発生	中

米国～(1) 財政問題は夏がヤマ場

昨年から心配された「財政の崖」については、崖の高さを3分の1程度に抑え、また増税や歳出削減の一部をいったん先送りする形で、景気や金融市場への影響が回避された。もっとも、先送りされた部分も小さくなく、今後は先送りした財政問題の期限が断続的に訪れ財政問題が米国の懸案であることに変わりない。

特に、第2節でみたとおり、今後は財政協議の政治日程が断続的に訪れる（次頁図表 61）。最悪のケースでは、今年の8月頃には国債が発行できなくなるおそれがあり、財政問題は今年の夏場にヤマ場を迎える。

一連の財政協議が決裂すれば、金融市場への影響が心配される。懸案を先送りする際も、代替シナリオを明示しないと米国債が格下げされるリスクがある。一方、本格的な財政再建に踏み切れば、景気や金融市場への影響が大きくなる。このため、景気への影響に配慮しながら、問題の先送りを続けるというのがメイン・シナリオであり、そうした楽観論が金融市場でもみられる。しかし、党派対立が高まることによって、ボタンの掛け違いによる突発的なリスクも否定できなくなっていることに注意が必要であろう。

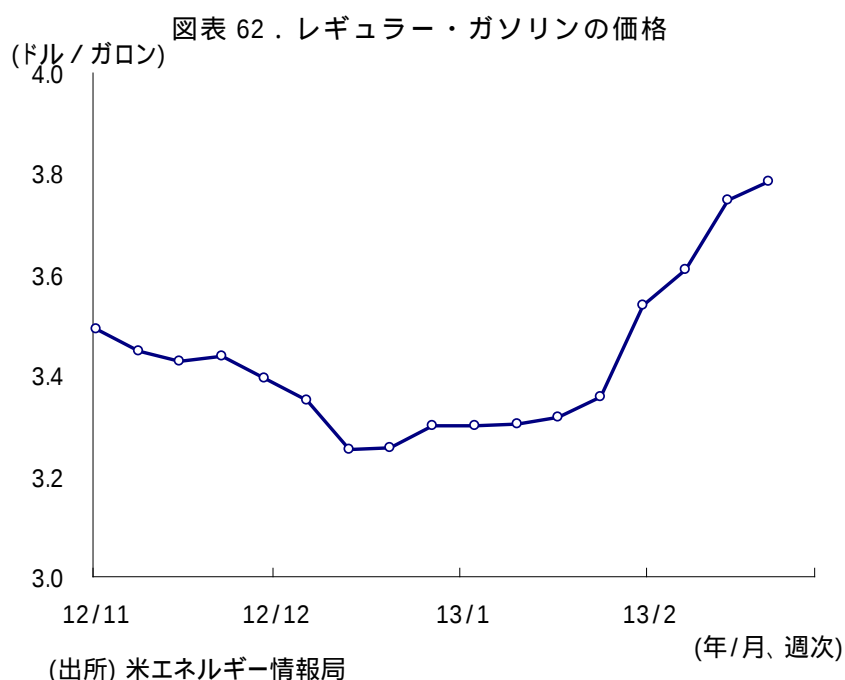
図表 61．財政協議の政治日程（再掲）

2013 3/1	歳出の強制削減開始(850億ドル)
3/27	2013年度暫定予算が期限切れ
4/15	2014年度予算の大枠を示す「予算決議」の採決期限
5/19	連邦政府債務上限の引き上げ期限
8月頃	事実上のデフォルト期限
?	3大格付け会社が米国債の格付け見直し
10/1	2014財政年度開始
2014 11/4	中間選挙

米国～(2) ガソリン価格と長期金利の上昇

米国の景気回復に弾みがつけば、ガソリン価格が上昇し、個人消費が鈍化したり企業のコストが上昇し景気回復に水を差すおそれがある。同様に景気回復が続けば、いずれFRBの金融緩和の終了が視野に入り、長期金利が上昇する懸念も残る。

まず、米国のレギュラー・ガソリン価格は10週連続で上昇し、過去最高値水準の1ガロン＝4ドル近くまで上昇した(図表62)。2月に行われたウォルマートなど小売主要各社の決算発表では、増税の影響とともにガソリン価格の上昇が原因で個人消費が伸び悩みリスクが高いとの警告が相次いだ。ガソリン価格の高値定着や上昇加速は、住宅や株式の資産効果があまり期待できない中低所得層の消費を直撃することになる。



一方、長期金利の動向をみる上で、F R Bの金融緩和策の柱の一つである資産購入策について、打ち切りや購入額を縮小させるタイミングに注目が集まっている。後述のとおり2013年中は年間1兆ドルにのぼる現在のQ E 3（量的緩和第3段）が継続されるとみられるが、景気の本格回復にともないインフレ圧力の上昇が目立つようになれば、金融市場では、Q E 3の早期解除を織り込む動きが広がり長期金利に上昇圧力がはたらくことになる。金利が上昇すれば、住宅ローン金利や企業の資金調達コストが上昇するほか、金融市場の混乱も予想され、経済に与える影響が増幅されるリスクも無視できない。

欧州～（１）債務問題の再燃リスク

欧州の債務問題についてはどうだろうか（次頁図表63）。

まずギリシャではマイナス成長が続く中でも、増税や歳出削減、さらに徴税強化などによって財政収支が改善し、今年はプライマリー・バランスの黒字達成が確実な状況となった。それでも、債務残高が大きすぎるため、いずれ債務の追加的な減免が必要とみられる。債務減免に向けた動きは、9月に予定されるドイツ総選挙後に本格化するとの見方が大勢だが、資金支援を続けるトロイカ（E U、E C B、I M F）を構成する各国と国際機関の内部調整や、トロイカとギリシャとの実際の協議が難航することが予想される。

一方、住宅バブル崩壊に直面するスペインは、住宅価格の下落に歯止めがかからないため銀行の不良債権が増加している。しかし、昨年トロイカに資金支援を申請したことで、支援の条件である銀行改革に進展がみられた。スペインの銀行は、住宅価格が50%下落しても必要な資本を維持できるよう引当金の積み増しや不良債権の切り離しを進めたほか、支援資金を利用した自己資本の強化も進んだ。住宅バブル崩壊という状況の改善はすぐには見込めないにせよ、状況が悪化しても銀行部門の備えが強化されており、スペインの危機再燃リスクを低下させている。ただし、改革を継続していくためには安定した政権基盤が必要だが、汚職スキャンダルが表面化しラホイ内閣の支持率が低迷しているため、改革がとん挫するリスクがあり注意が必要である。

イタリアでは、今年に入り、資産規模で国内3位のモンテ・パスキのデリバティブ関連の損失が表面化した。今後も財務が脆弱とみられる銀行の隠れ損失が表面化するようなことが起これば、金融市場のイタリアに対する評価も見直しが迫られる。また、イタリアはユーロ圏の中ではドイツとフランスに次ぐ経済大国であり、通貨同盟の中核として政治的にも大国であるため、その発言権を背景にユーロの結束や統合強化の基本方針に突如として反対姿勢を強めるような可能性も、テイル・リスクとしては無視できないであろう。もちろん、イタリアの銀行は財務に脆弱性を抱え、資金繰りについてE C Bへの依存度合いを強めており、ユーロ離脱が国民世論とならない限り、イタリアが取りうる選択肢はおのずと限られてくる。

図表 63．債務問題再燃リスクの論点

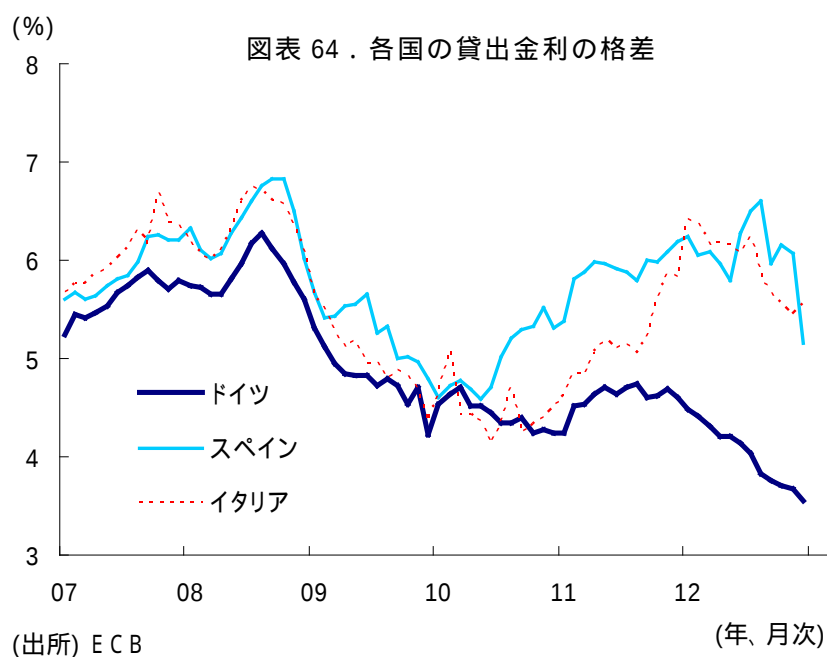
ギリシャ	○ 財政再建が進展
	× 債務の規模そのものが大きく、ドイツ総選挙後に追加の債務削減策の行方が焦点
スペイン	○ 銀行部門の改革が進展（自己資本の強化と不良債権処理の進展）
	× 与党の収賄スキャンダルにより政権の信任が低下
イタリア	○ モンティ首相が自主的な改革を進め市場に評価
	× ただし、銀行部門は財務面の脆弱性を抱え、隠れ損失懸念も払しょくされず
	× 政治大国でもあり、ドイツ主導体制にも一定の発言力を持つ

（注）表中の○は債務問題の克服に向けた動き、×は債務問題の再燃を招きかねないリスク要因を示す

欧州～（２）まだら模様の景気回復

欧州でみられる景気底入れの動きはドイツで鮮明なのに対し、その他の国々では依然として低迷が続く。欧州債務問題では当初、財政と経常収支の過大な赤字を抱える国々が「P I I G S」と総称されたが、南欧の債務問題の一服にともなう新たな難題として、ドイツとその他諸国に二分されたまだら模様の景気回復状況を、フランス、イタリア、スペイン、オランダの４カ国の頭文字をとり「F I S H」と総称されている。これら４カ国は、財政再建・構造改革の遅れと経済低迷が相互連鎖する難しい状況に直面する。つまり、財政再建や構造改革の遅れが経済低迷の原因であり、経済低迷が財政再建を困難にしている。

特に、金融市場の危機が一服しても、経済情勢が一向に改善しないスペインやイタリアでは、市場金利に連動して貸出金利が高止まりしている（次頁図表 64）。このため、E C Bの異例の低金利政策による景気浮揚効果が乏しく景気低迷の一因となっている。低金利政策の効果が一部の国々に波及しない状況は「欧州分断」との言葉で懸念されている。低金利や世界経済の回復を追い風にドイツ景気だけが回復し、「F I S H」を中心に欧州全体では浮揚力に乏しい状況が続くこと、それによって各国の財政再建や経済構造改革が遅れ、一段の経済低迷を招く負のスパイラルが現実化するリスクがある。



中国～中成長に移行する過程での過剰設備の発生

最後に、中国経済については、過剰設備の調整に想定以上に時間がかかるなど、中成長局面への移行がスムーズに進まず、景気の下押し圧力として働くリスクがあることに注意が必要であろう。

6．金融政策

(1) 米国～QE3を継続、規模縮小は2014年

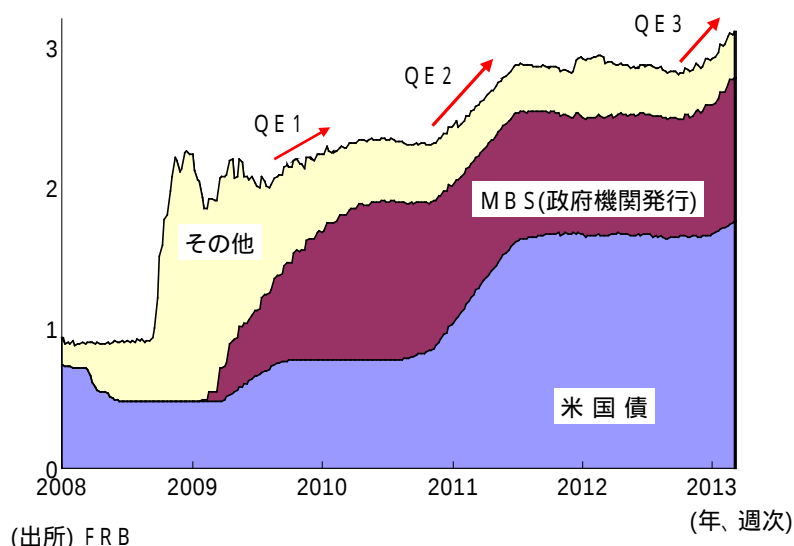
F R Bはゼロ金利政策と国債などの資産購入を柱とする金融緩和策を継続している。

このうちゼロ金利政策については、昨年12月の連邦公開市場委員会（F O M C）で、物価が2.5%以下で安定する限り、失業率が6.5%に低下するまで継続する方針を決定した。先行き、景気回復にともない職探しを再開する人が増えるため、雇用の増加が失業率の低下に結びつきにくくなる。このため、失業率が6.5%に低下するのは、景気が順調に回復しても2015年半ば頃になる公算が大きく、金利はかなりの期間にわたりゼロ水準に据え置かれる見通しである。

一方、資産購入策については、昨年9月のF O M CでQE3と呼ばれる住宅ローン担保証券（M B S）の購入を決定した。また、同12月のF O M Cでは、長期国債の購入と短期国債の売却を組み合わせたツイスト・オペの終了にともない、新たに米国債の購入を決定しQE3を強化した。これらの資産購入策についてF O M C声明文は、「規模やペース、組み合わせの決定にあたっては、予想される資産購入の効果と費用をこれまで通り適切に評価する」と述べるにとどめ、終了のメドや基準は明示せず会合ごとに議論を続けている。

バーナンキ議長はじめ主要幹部は、資産購入策による雇用や住宅市場の改善効果が、過度な金融緩和が原因で様々な不均衡を生むリスクを上回っていると主張しており、2013年中は現行の資産購入策が継続される見通しである。もっとも、M B Sと米国債の購入額は毎月850億ドル、年間1兆ドルにのぼり、F R Bのバランスシートは今年末に4兆ドルに増加する（図表65）。このため、過度な金融緩和が新たな不均衡を生むことへの懸念も根強く、今後はQE3の縮小や打ち切りへの思惑が金融市場で繰り返し浮上し、それにつれて長期金利は上昇が見込まれる。F R Bは市場金利の上昇を追認する形で2014年に資産購入規模を縮小し、14年末までに購入停止に踏み切るとみられる。

図表65．F R Bのバランスシート～QE3で拡大
(兆ドル)

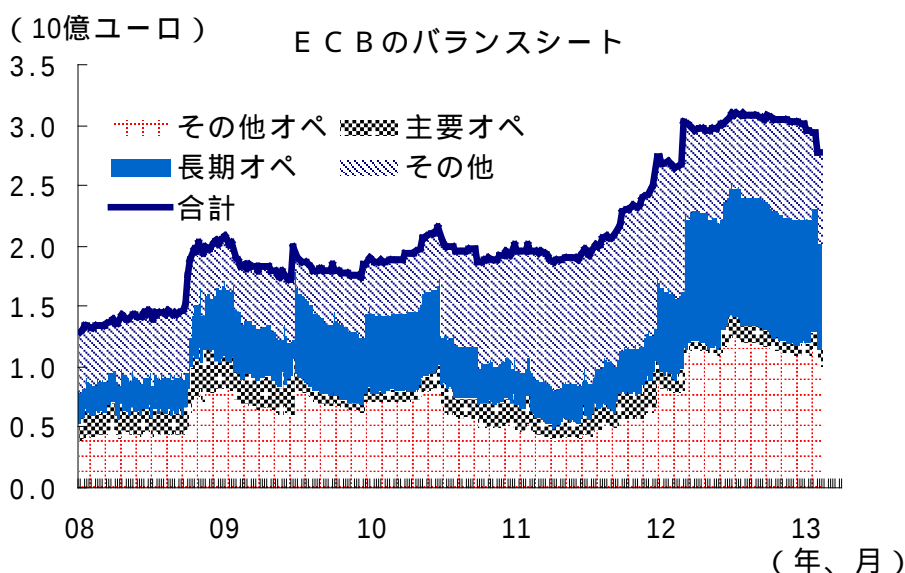


(2) 欧州～低金利政策を維持するも危機対応策は徐々に収束へ

ユーロ圏 17 ヶ国の中央銀行である欧州中央銀行（E C B）の予測期間中の金融政策を見通すと、基本的には低金利政策を維持し、景気回復を下支えするとみられる。物価も、緩慢な景気拡大ペースもあって安定基調で推移すると予想されることから、E C Bは2014年まで政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を現行の年 0.75% に据え置くと予想する。

一方で、財政・金融問題の収束に向けた動きに合わせて危機対応策として実施された流動性供給策などは徐々にその役目を終えて、E C Bのバランスシートは縮小の方向に向かうだろう（図表 66）。既に足元では、E C Bが2011年12月と2012年2月の2回に渡って実施した3年流動性供給オペレーション（L T R O）の資金の繰上げ回収などが進んでいる。こうした流れが今後も継続する見込みである。

図表 66 . E C Bのバランスシート～足元で縮小



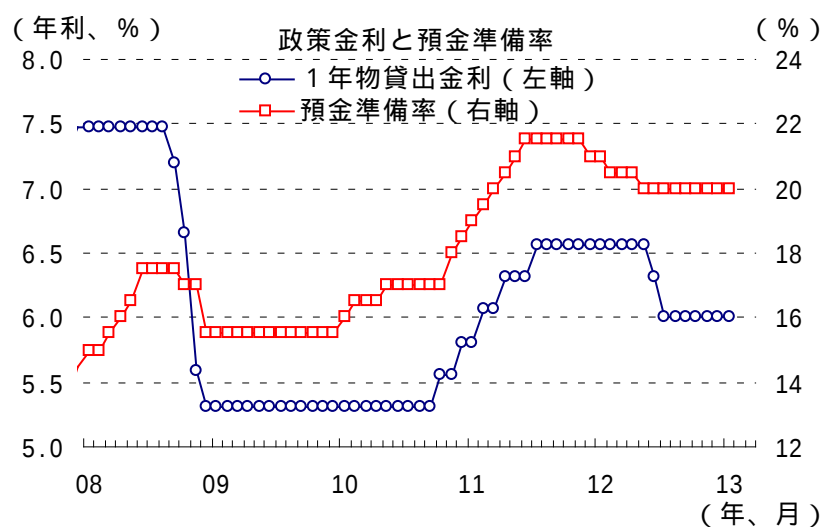
(出所) 欧州中央銀行 (E C B)

(3) 中国～金融緩和の修正に着手する見込み

中国人民銀行（P B C）の予測期間中の金融政策を見通すと、2013 年前半にかけて、景気加速の動きやインフレ圧力の高まりなどを受けて、2011 年末から実施されてきた金融緩和策の修正に入るだろう。

具体的には、まず 2013 年後半にかけて、リバース・レポ取引や預金準備率の引き上げなどを通じて資金供給の抑制が実施される可能性がある。なお物価の動向次第では、政策金利の引き上げのタイミングも模索されるだろう。以上で述べた金融緩和を修正する流れは 2014 年も継続すると予想する。

図表 67．中国：貸出金利と預金準備率



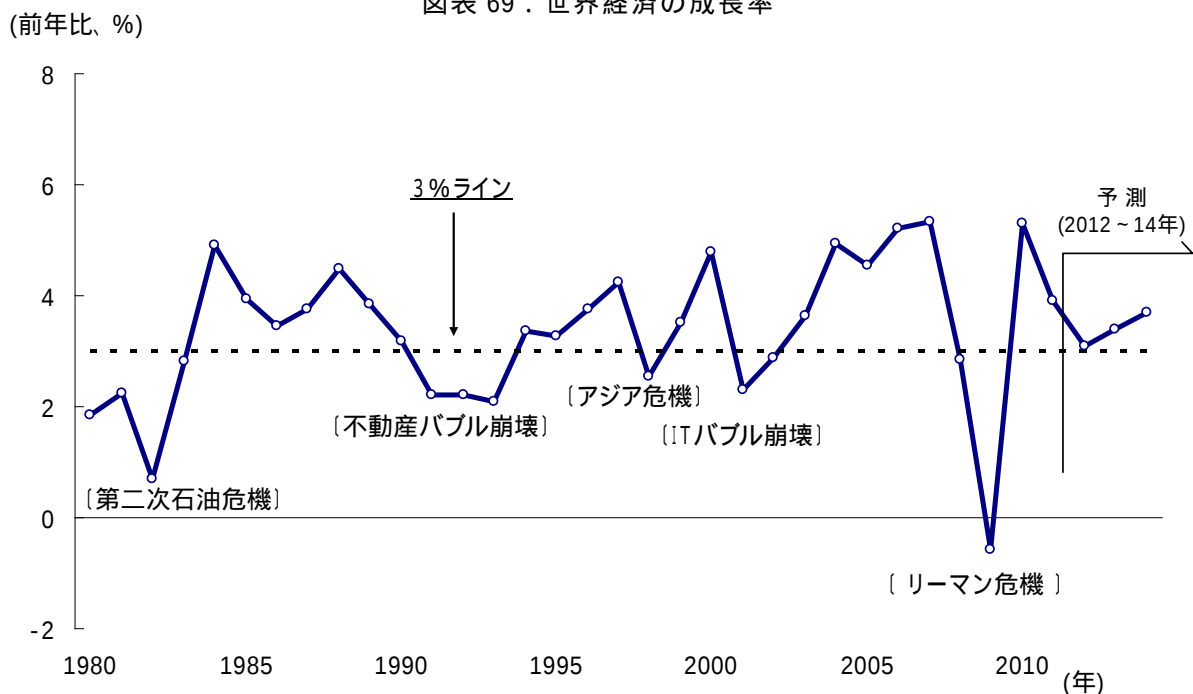
(注) 預金準備率は大手行向け
(出所) 中国人民銀行（P B C）

図表 68．世界経済予測総括表

	2011	2012	2013	2014	2012				2013				2014			
					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	3.9	3.1	3.4	3.7	3.6	3.3	2.9	2.5	2.6	3.1	3.6	4.2	3.5	3.7	4.0	4.2
先進国	1.6	1.2	1.2	2.1	1.6	1.4	1.1	0.6	0.6	0.9	1.3	1.9	2.3	2.1	2.1	2.0
米国	1.8	2.2	2.0	2.7	2.0	1.3	3.1	0.1	2.0	2.5	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
欧州	1.5	-0.5	-0.2	1.3	-0.1	-0.7	-0.2	-2.3	-0.4	0.6	1.4	1.6	1.2	1.2	1.4	1.4
日本	-0.6	1.9	1.1	1.1	6.0	-1.0	-3.8	-0.4	2.6	2.9	2.9	2.5	3.8	-4.8	0.4	0.7
アジア	7.4	6.6	6.8	6.9	6.7	6.5	6.3	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.9	6.9
中国	9.2	7.8	7.9	7.7	8.1	7.6	7.4	7.9	8.0	8.0	7.8	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7
インド	7.5	5.3	5.1	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	4.8	4.9	5.0	5.1	5.5	5.6	5.7	5.8
ASEAN	4.6	6.3	5.7	5.8	4.8	5.8	5.5	9.0	5.7	5.7	5.8	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8

(注) ①は前期比年率、その他は前年比の成長率
 シャドー部分は当社の予測値
 (出所) IMF、各国統計

図表 69．世界経済の成長率



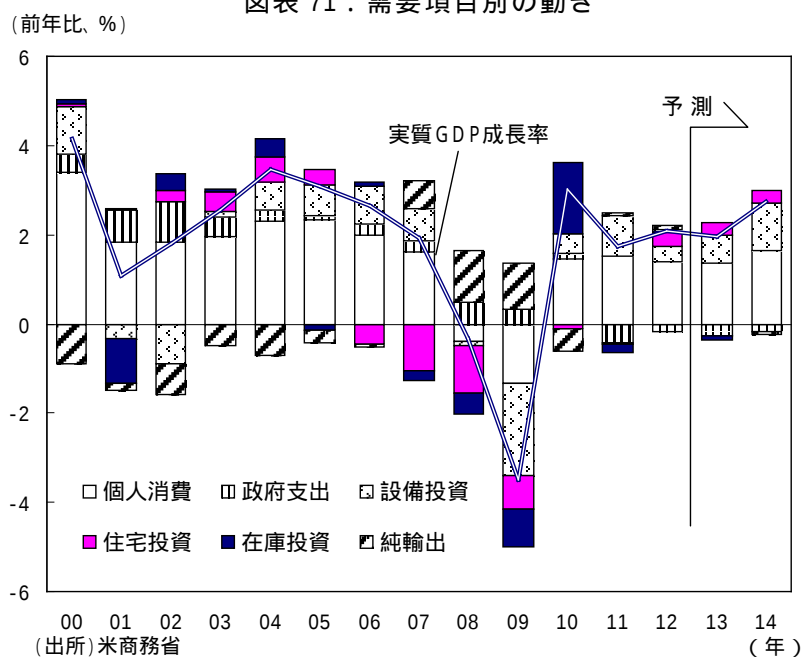
(注1) 世界経済の低迷が懸念されている時の成長率は3%を下回っていたため、3%ラインは好不況の目安とみることができる
 (注2) 2012～14年は当社予測値
 (出所) IMF

図表 70 . 米国経済予測総括表

	2013年				2014年				2011年	2012年	2013年	2014年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質 GDP	2.0 1.6	2.5 1.9	2.7 1.8	2.7 2.5	2.8 2.7	2.8 2.7	2.8 2.8	2.8 2.8	1.8	2.2	2.0	2.7
個人消費	1.6 1.7	2.2 1.9	2.3 2.0	2.3 2.1	2.3 2.3	2.4 2.3	2.4 2.4	2.4 2.4	2.5	1.9	1.9	2.3
住宅投資	6.0 11.3	9.0 11.4	10.0 10.5	10.0 8.7	10.0 9.7	10.0 10.0	10.0 10.0	10.0 10.0	-1.4	12.1	10.5	9.9
設備投資	4.2 3.8	6.8 4.6	7.9 7.1	8.9 6.9	9.7 8.3	9.9 9.1	9.9 9.6	10.0 9.9	8.6	7.7	5.6	9.2
在庫投資 (寄与度)	0.5 0.5	0.0 0.0	0.0 0.0	0.0 0.0	0.0 0.0	0.0 0.0	0.0 0.0	0.0 0.0	-0.2	0.1	-0.1	0.0
政府支出	-0.7 -1.2	-1.0 -1.3	-1.0 -2.4	-1.0 -0.9	-1.0 -1.0	-1.0 -1.0	-1.0 -1.0	-1.0 -1.0	-3.1	-1.7	-1.5	-1.0
純輸出 (寄与度)	-0.5 0.9	0.1 1.4	0.1 2.9	0.0 5.7	-0.1 5.8	-0.1 6.4	-0.2 7.1	-0.2 7.6	0.1	0.0	0.0	0.0
輸出	3.8 1.7	7.0 2.1	7.4 3.5	7.4 6.4	7.8 7.4	7.8 7.6	8.2 7.8	8.2 8.0	6.7	3.3	3.4	7.7
輸入	6.3 0.9	4.9 1.4	5.3 2.9	6.1 5.7	7.0 5.8	7.4 6.4	7.8 7.1	8.2 7.6	4.8	2.4	2.7	6.7
名目 GDP (10億ドル)	3.5 3.3	3.2 3.4	3.4 2.8	2.7 3.2	3.5 3.2	3.5 3.3	3.9 3.4	2.8 3.4	4.0	4.0	3.2	3.3
消費者物価コア(前年比)	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	1.7	2.1	2.0	2.4
失業率	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4	7.3	7.2	7.1	8.9	8.1	7.7	7.3
F F 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)	2.00	2.10	2.20	2.30	2.40	2.50	2.60	2.70	2.79	1.80	2.15	2.55

(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 71 . 需要項目別の動き

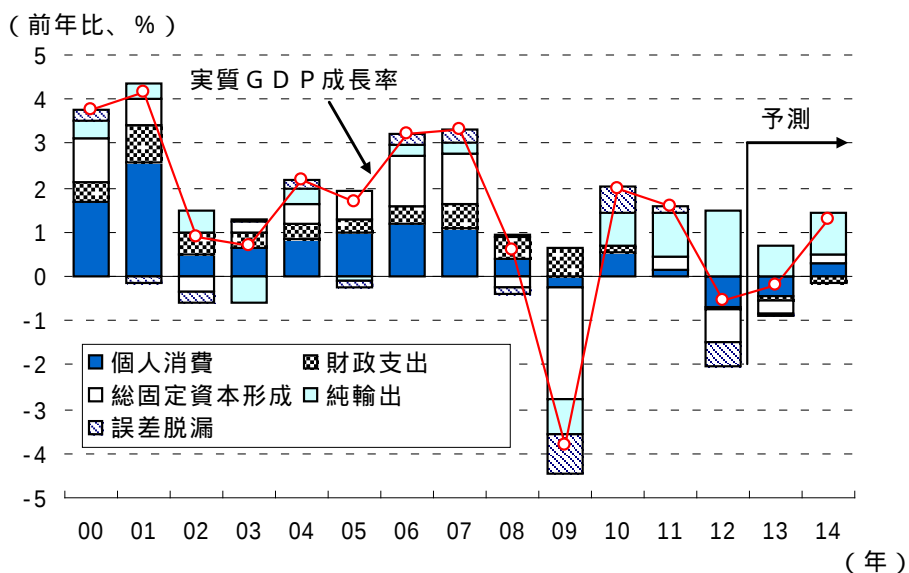


図表 72 . 欧州経済予測総括表

		2013年				2014年				2011年	2012年	2013年	2014年
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP		-0.4	0.6	1.4	1.6	1.2	1.2	1.4	1.4				
		-0.9	-0.5	-0.1	0.8	1.2	1.3	1.3	1.3	1.5	-0.5	-0.2	1.3
個人消費		-1.0	0.0	1.0	1.0	0.3	0.3	0.5	0.5				
		-1.6	-1.2	-0.8	0.2	0.6	0.6	0.5	0.4	0.1	-1.3	-0.8	0.5
	総固定資本形成	-1.0	-1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0				
		-3.4	-3.4	-1.7	-0.8	0.3	0.8	1.0	1.3	1.6	-3.6	-1.4	1.1
	政府支出	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-1.0	-1.0				
		-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.6	-0.1	-0.2	-0.5	-0.6
	純輸出（寄与度）	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.6	0.7	0.9
	輸出	3.0	5.1	5.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1				
輸入		3.5	3.2	3.5	4.8	5.6	5.9	6.1	6.1	2.9	1.5	1.9	3.1
		2.4	3.9	3.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8				
		1.8	2.1	2.7	3.7	4.3	4.5	4.8	4.8	1.9	-0.2	1.2	2.1
消費者物価（前年比）		2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.5	2.0	2.3
失業率		12.0	12.0	11.8	11.8	11.5	11.5	11.3	11.3	10.2	11.4	11.9	11.4
政策金利（期末値）		0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00	0.75	0.75	0.75

（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 73 . 需要項目別の動き

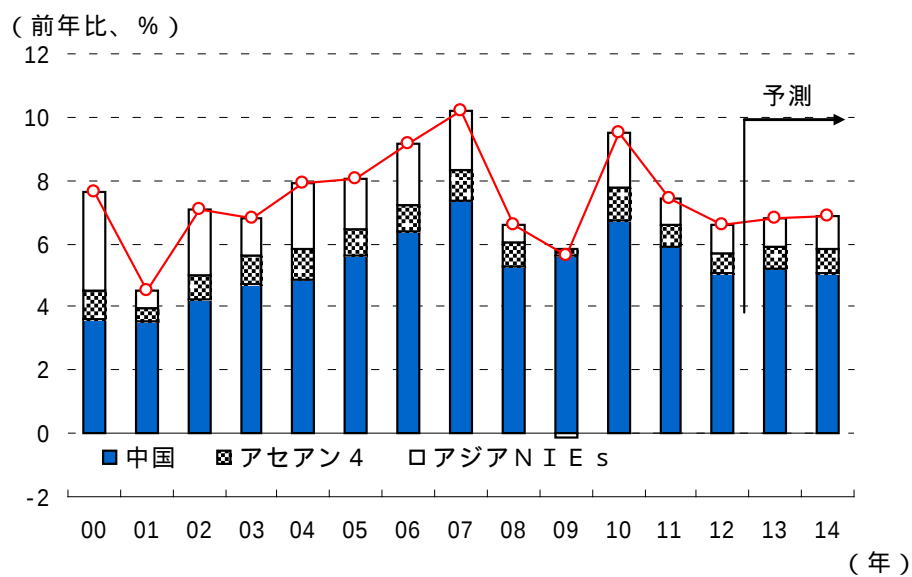


図表 74 . アジア経済予測総括表

	2013年				2014年				2011年	2012年	2013年	2014年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
アジア9ヶ国	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.9	6.9	7.4	6.6	6.8	6.9
中国	8.0	8.0	7.8	7.8	7.8	7.7	7.7	7.7	9.2	7.8	7.9	7.7
除く中国	4.0	4.1	4.3	4.4	4.5	4.6	4.7	4.7	6.1	3.8	4.2	4.6
アセアン4	5.7	5.7	5.8	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8	4.6	6.3	5.7	5.8
アジアNIEs	2.7	2.9	3.0	3.2	3.5	3.6	3.7	3.7	4.1	1.7	2.9	3.6
(参考)インド	4.8	4.9	5.0	5.1	5.5	5.6	5.7	5.8	7.5	5.3	5.1	5.8

(注) 前年同期比(%)

図表 75 . アジアの地域別成長率



細尾 忠生	総括
	米国経済
土田 陽介	欧州経済
	アジア経済



- 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。当社までご連絡下さい。