



明治安田生命

# 経済ウォッチ

2012年11月 第4週号

(原則、毎月第2週、4週発行) 2012年度 vol.16

## 〈フォーカス〉2012-2014年度経済見通し特集号

当社では、2012年7-9月期 GDP 速報値の発表を踏まえ、「2012-2014年度経済見通し」を作成、11月15日(木)にプレス発表しました。全文は、当社ホームページ、「ニュースリリース」に掲載していますので、そちらをご参照ください。

<http://www.meijiyasuda.co.jp/profile/release/>

主要なポイントは以下のとおりです。

### 1. 日本のGDP成長率予測 (カッコ内は8月時点の予測値)

実質GDP成長率:	2012年度	0.8%(2.1%)	2013年度	1.3%(1.4%)	2014年度	0.4%
名目GDP成長率:	2012年度	0.1%(1.4%)	2013年度	0.9%(0.9%)	2014年度	1.6%

### 2. 要 点

- ①日本経済は、すでに景気後退局面に入っているとみられる。輸出環境の悪化に民需の息切れが加わったことから、夏場以降減速度度合いを強めているが、年明け以降は、新興国向け輸出の回復に伴い、緩やかながら回復に向かうと予想する。ただ、中国向けの輸出動向次第では景気後退局面が長期化するリスクが残る。
- ②個人消費は、雇用・所得環境の回復ペースが鈍いなか、停滞気味の推移が続く可能性が高い。住宅投資は支援策の下支えに加え、復興需要の顕在化や消費増税前の駆け込み需要などから、来年度にかけて持ち直し傾向が続くとみる。設備投資は、昨年度からの繰り越し分の顕在化や復興需要などが期待されるものの、緩慢な回復にとどまろう。公共投資は、復興予算の執行により、年末まで増加基調で推移するが、年明け以降は減少基調に転じるとみる。
- ③2013年度の後半にかけては、輸出環境の改善に加え、個人消費を中心に、消費増税前の駆け込み需要が見込まれる。2014年度については、輸出の持ち直し傾向が続くとみられるものの、消費増税の影響で、内需の落ち込みは避けられず、低成長を余儀なくされよう。

(Matsushita wrote)

## 目 次

〈フォーカス〉: 2012-2014年度経済見通し特集号.....1	・ アイルランドは再び支援を受けるリスクが煽る...14
・ 経済情勢概況.....2	・ 広がるビッグデータの活用.....18
・ 2012-2014年度経済見通し(要約版).....3	・ 主要経済指標レビュー.....20
・ ドラギ・マジックはいつまでもつか.....11	・ 日米欧マーケットの動向.....25

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

**日本**

日本経済は、すでに景気後退局面に入った可能性が高い減速傾向が続いている。  
 個人消費は、伸びが鈍りつつある。雇用・所得環境の回復が鈍いなか、今後は、停滞色を強めるとみている。住宅投資は、緩やかな回復基調が続いている。今後も住宅取得支援策に加え、復興需要の顕在化や消費増税前の駆け込み需要からにより、基本的には回復基調が続くと予想される。  
 設備投資は、緩やかに回復している。今後も、昨年度からの繰り越し分の顕在化や震災の復興需要などが期待されるものの、下支えとして見込まれるが、輸出環境の悪化など企業マインドの慎重化から、緩慢な回復にとどまるとみている。公共投資は、復興予算の執行によって、2012年末にかけて増加基調で推移するものの、年明け以降は減少に転じるとみるでしょう。  
 輸出は、回復が遅れている。当面、弱い動きになるとみられるが、年明け年末以降、中国をはじめとする新興国景気が徐々に回復に向かうことでとともに、持ち直してくるとみている。生産は、足踏み状態となっている。日先は弱含んでいる。むとみられるが、年明け以降の輸出の持ち直しとともに、緩やかな回復へ向かうとみる。  
 依然としてマイナスの需給ギャップが大きく、今後もデフレ圧力が根強く残るため、利上げは2015年度以降に持ち越されるとみている。

**米国**

米国経済は、緩やかな回復が続いている。雇用環境がきわめて緩やかながらも回復基調を維持するとみられるほか、今後もすでに大きく低下した長期金利が景気を下支えする可能性が高い。ただし、借入に依存した過剰消費体質が修正を迫られていること、金融システムも脆弱な状況が続くことなどから、回復ペースは緩やかなものにとどまるとみる。  
 個人消費は回復基調が続くとみているが、家計のバランスシート調整が続くことが重石として残ろう。  
 住宅市場は回復基調が続いている。大量の差し押さえによる隠れ在庫が懸念材料として残るものの、すでに大きく低下した住宅ローン金利などに支えられ、今後も堅調な回復が続くただ、差し押さえによる供給圧力が強いことから、今後の回復スピードは鈍いものにとどまると予想する。  
 設備投資は、財政の崖への懸念から、当面停滞気味の推移を余儀なくされるとみる。ただ、大幅な財政赤字削減は回避されるとみており、2013年春先以降は持ち直す日先弱含むとみるが、資本ストック調整の進展や企業業績に支えられ、回復基調は維持するとみる。  
 輸出は、足元では減速する可能性が高いが、新興国需要などに支えられ、年明け以降は持ち直すと予想する。  
 FRBは異例の低金利を少なくとも2015年半ばまで継続する見通しを示している。今後も景気回復基調が続くとみられ、利上げに踏み切るのは2015年後半と予想する。

**欧州**

ユーロ圏経済は、債務問題の影響や各国の緊縮財政強化を受け、停滞が続いている。今後は新興国景気が緩やかに持ち直すことなどから、2013年年末以降は、きわめて緩慢ながらも持ち直しに向かうと予想する。フランス、イタリア、スペインによる緊縮財政を背景に内需は低迷するとみるものの、ドイツがユーロ圏景気の牽引役となる。  
 個人消費は、各国の緊縮財政に伴う雇用環境の悪化を背景に、当面年内は停滞が続くと予想する。2013年の春先年明け以降は、企業活動の回復とそれに伴う所得環境の改善により、ゆっくり上向くとみるが、回復感の乏しい状況が続くと予想する。固定投資は、銀行の貸し渋りや企業の先行き見通しの悪化に伴い、足元では減少している。ただ、世界景気がゆっくりと回復するとみられることから、2013年半ば以降2013年は、緩やかな持ち直しに向かうと予想する。  
 ECBは7月に政策金利を25bp下げて、0.75%とした。インフレ率は、ECBが物価安定の目安とする2%を上回って推移しているが、中長期的には安定しているとの見方が維持されている。預金ファシリティ金利が0%となったことから、今後追加利下げを行なっても、さらなる効果は期待しづらい。ECBが来年半ばまでに年内に再利下げを行なう確率は30%と予想する。ECBは、9月6日の政策理事会で、新たな国債買入れプログラム（OMT）を発表した。来々4月にスペイン国債の大量償還を控えていることから、スペインの地方選挙が終わる11月末頃には、スペインが救済基金への支援要請を行なうとみられ、早ければ来年初めに来々3月頃には周辺国の国債買入れが実施されるとみる。

## 2012—2014 年度経済見通し（要約版）

### 1. 日本経済見通し

#### 年明け以降外需の持ち直しを見込むものの、回復ペースは鈍い

7—9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.9%（年率換算：▲3.5%）と、三四半期ぶりのマイナス成長になった。日本経済は、今年3月を山としてすでに景気後退局面に入っているとみられる。2012年1—3月期以降は、輸出の回復に伴い、プラス成長に転じるとみるが、復興需要の景気押し上げ効果が徐々に減衰していくと予想されることもあり、2013年度にかけての回復ペースは鈍いものにとどまろう。

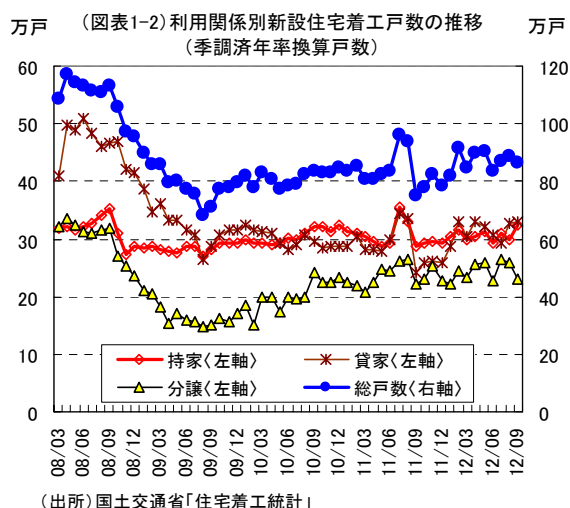
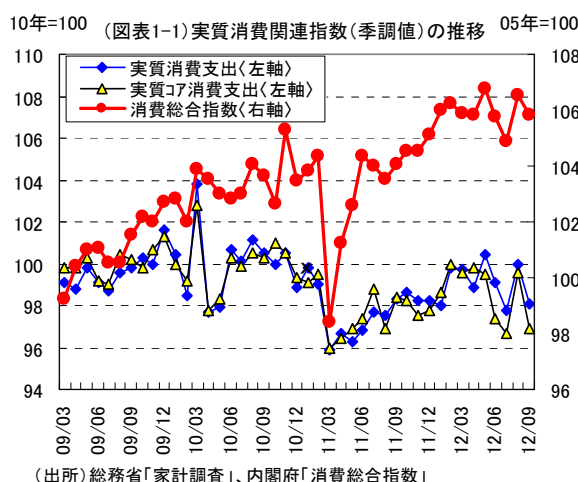
#### 個人消費は停滞色を強める

夏場以降の個人消費は勢いを失っている。需要側の統計である家計調査で実質消費支出の推移を見ると、8月は猛暑効果などが下支えする形で持ち直したものの、9月は前月比▲1.9%と再びマイナスになっており、均せば低下基調で推移している（図表1-1）。雇用・所得環境の回復も鈍い。雇用の先行指標とされる新規求人数も前月比▲1.5%と、4ヵ月連続の減少となるなど、企業の採用意欲に陰りがみえる。9月の毎月勤労統計（確報値）を見ても、定期給与は前年比▲0.4%と、4ヵ月連続で減少した。所定外労働時間は同▲2.0%の減少となり、これまで現金給与総額の回復を下支えしてきた所定外給与の伸びも見込みにくくなっている。

こうしたなか、シニア層による消費の押し上げ効果が期待されている。ただ、パック旅行などの一部に選別消費の動きがみられるものの、消費全体をけん引するには力強さに欠けている。今後の個人消費は、停滞色を強めていく可能性が高いとみており、10—12月期は2四半期連続の前期比マイナス、2013年1—3月期も、ほぼ横ばいの推移になると予想する。2013年度については、年度後半にかけて消費増税前の駆け込み需要が発生するとみているものの、電気料金の値上げや厚生年金保険料の負担増などの押し下げ要因を差し引けば、実質GDP成長率の押し上げ効果は+0.2～0.3%程度にとどまると予想する。2014年度は、駆け込み需要の反動減などが、実質GDP成長率を▲0.6%程度押し下げるとみる。

#### 住宅投資は持ち直しが続く

7—9月期の新設住宅着工戸数（季調値）は、前期比▲0.4%（4—6月期は同+1.9%）と小幅減少したが、季調済年率換算戸数は87.4万戸と、2011年度の総着工戸数（84.1万戸）を上回って推移している（図表1-2）。地域別では、東北地区が引き続き前年比で2割近い伸びを維持している。復興需要による着工増は被災3県で9万戸程度、このうち2012年度が約1.2万戸、2013年度が約2.5万戸、2014年度が約2万戸と予想しており、今後



も増加基調が続くとみている。

住宅取得支援策のうち「住宅エコポイント」（被災地以外）やフラット35Sエコの金利優遇措置が終了したものの、2012年度税制改正で延長・拡充された「新規住宅取得資金の贈与税の非課税措置」や「住宅ローン減税」が継続しており、低金利環境も下支えするとみていることから、目先の住宅着工が軟調な推移に転じる可能性は低い。2013年度は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が持家や分譲中心に発生し、住宅着工を6%程度押し上げるとみており、住宅投資は緩やかな持ち直し基調が続くと予想する。ただ、2014年度以降については、駆け込み需要の反動減から落ち込みは避けられないと予想する。

**設備投資は緩慢な回復にとどまる**

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）や資本財国内出荷（除く輸送機械）を見ると、足元では弱含んでいる（図表1-3）。ただ、建築物着工床面積（非居住用、季調値）は、卸売・小売などを中心に上昇しており、設備投資の下支え要因になるとみている。

9月調査の日銀短観の設備投資計画（大企業、ソフトウェアを含む除く土地ベース）では、製造業が前年度比+11.8%から同+11.5%へ、非製造業が同+5.1%から同+4.7%へと、小幅な下方修正にとどまった。ただ、企業業績見通しの下振れなどから、足元の企業マインドは大きく慎重化に振れており、設備投資計画も、製造業中心に下方修正される可能性が高いとみている。

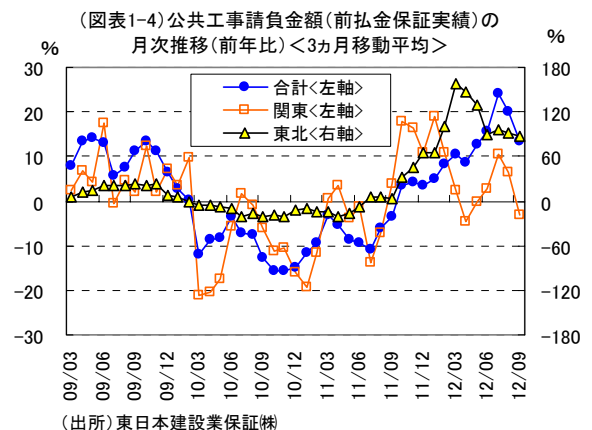
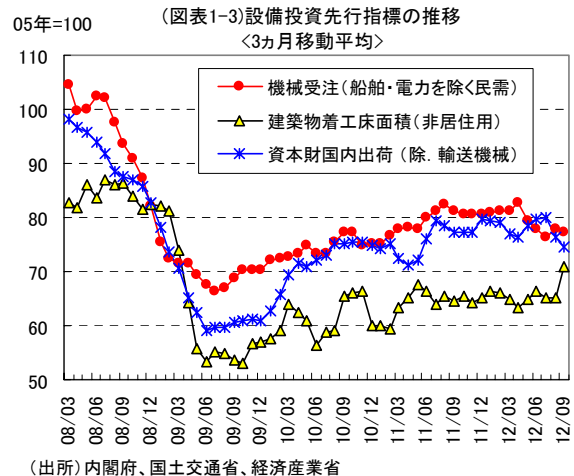
このため、2012年度の設備投資は、短観の設備投資計画から示されるような堅調な回復は期待できず、より緩慢なものにとどまると予想する。2013年度は、2012年度からの繰越分が相当程度実行されるとみているものの、再び企業の中長期的な成長期待の低下が意識される可能性が高く、設備投資の回復ペースは引き続き緩慢なものになると予想する。

**公共投資の回復基調は鈍化**

足元の動きについて、出来高に先行する公共工事請負金額を見ると、夏場以降鈍化傾向となり、9月単月では前年比▲1.9%のマイナスに転じるなど（3ヵ月移動平均では同+13.3%）、公共工事の勢いが弱まりつつある（図表1-4）。被災地の動きを見ると、公共インフラは、応急復旧段階から本格復旧・復興段階へ移行しているが、建設技能労働者は昨夏以降不足の状態が続いており、資材不足も重なって工事執行の遅れの要因になっている。こうした動きから、今後の公共投資の回復は緩慢となり、2013年1-3月期には前期比マイナスに転じると予想する。2013年度以降は、復興特別会計予算の復興関係公共事業費などが、公共投資を多少は下支えするとみるが、全体を押し上げるには力不足で、弱めの動きが続くと予想する。

**輸出の持ち直しは年明け以降**

輸出は夏場以降勢いを失っており、足元では減速基調を一段と強めている。財務省の貿易統計による

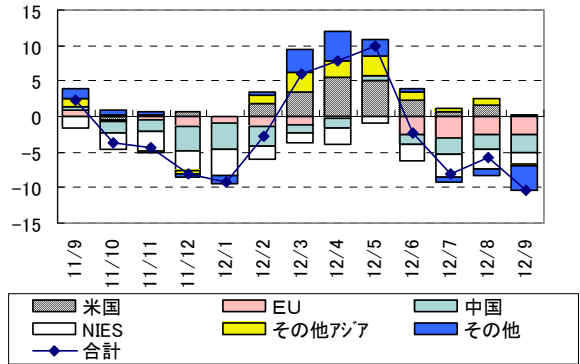


と、6月以降の輸出金額の落ち込みは、EU、中国、アジア NIEs のマイナス寄与が大きく、9月は、スイス、オーストラリア、ロシアなどの落ち込みも影響し、前年比▲10.3%の二桁減となった(図表1-5)。中国向けについては、尖閣問題の影響で日本メーカーが軒並み完成車輸出の減産を決めるなど、現状では輸出環境の好転が見込める状況にはなく、年末にかけての輸出は引き続き減速基調で推移すると予想する。ただ、年明け以降は、中国の景気対策効果が徐々に現れてくるとみている。すでに、総額1兆元の投資が発表されており、今後、一般機械などの生産財を中心に日本の輸出の増加に繋がってくる可能性が高い。中国の景気回復に伴い、経済面で中国との結びつきが深まっているアジア NIEs や ASEAN 諸国向けの輸出にも好影響を与えよう。また、中南米向けなどでは、資源開発やインフラ需要向けの輸出が堅調で、米国も緩やかな景気回復基調であることが下支えとなって、2013年以降の輸出は回復に向かうと予想する。

デフレ傾向は続く

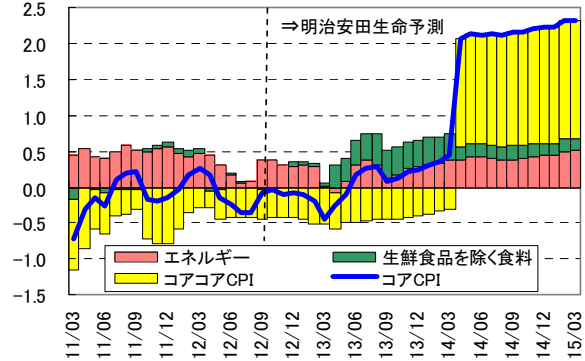
9月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数、以下コアCPI)は、前年同月比▲0.1%と5ヵ月連続でマイナスとなった。当社では、2012年7-9月期の需給ギャップは▲3.0%程度、年間15兆円程度の需要不足と試算している。マイナスの需給ギャップ(デフレギャップ)は大きく、デフレ圧力は依然として残っている。2013年度には、輸出の持ち直しや消費税率引き上げ前の駆け込み需要などから、潜在成長率(0.7%程度と試算)を上回る成長を遂げるとみられるが、2014年度については、その反動から低成長を余儀なくされることが予想され、デフレギャップの解消は容易ではない。コアCPIについては、デフレギャップをもたらす物価下押し圧力が根強く残るとみられ、2013年度については基本的に小幅なプラス圏で推移するとみている(図表1-6)。2014年度は、消費税率が5%から8%に引き上げられることによって、コアCPIの前年比が1.8%程度押し上げられると予想している。(担当:謝名)

(図表1-5) 輸出金額前年比と地域別寄与度



(出所)財務省「貿易統計」

(図表1-6) 全国コアCPIの推移(前年同月比寄与度)



(出所)総務省「消費者物価指数」等より明治安田生命作成

(図表1-7) 日本のGDP成長率予測表(ことわり書きのない箇所は前期比)

	← 予測				→ 予測							
	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2012年度				2013年度			
					4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	-0.0%	0.8%	1.3%	0.4%	0.1%	-0.9%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%
前期比年率	-0.0%	0.8%	1.3%	0.4%	0.3%	-3.5%	-0.8%	1.7%	1.1%	2.2%	3.0%	4.2%
民間最終消費支出	1.2%	1.0%	1.4%	-0.1%	-0.1%	-0.5%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	1.1%	1.6%
民間住宅投資	3.8%	2.9%	4.6%	-4.8%	1.5%	0.9%	0.5%	1.4%	1.7%	1.9%	0.9%	-2.1%
民間設備投資	1.1%	0.1%	1.3%	2.0%	0.9%	-3.2%	-0.1%	1.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
政府最終消費支出	1.9%	1.7%	0.0%	0.2%	0.5%	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
公的固定資本形成	2.9%	8.5%	-2.1%	-5.6%	2.6%	4.0%	1.0%	-0.5%	-1.2%	-1.3%	-1.2%	-1.5%
財貨・サービスの輸出	-1.4%	-0.7%	2.4%	5.1%	1.3%	-5.0%	-1.5%	1.2%	1.5%	1.4%	1.2%	1.7%
財貨・サービスの輸入	5.6%	4.8%	2.2%	2.4%	1.8%	-0.3%	0.2%	0.5%	0.7%	0.6%	0.8%	0.9%
名目GDP	-2.0%	0.1%	0.9%	1.6%	-0.3%	-0.9%	-0.3%	0.3%	-0.0%	0.6%	0.8%	1.0%
GDPデフレーター(前年比)	-1.9%	-0.7%	-0.5%	1.3%	-0.9%	-0.7%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.3%

## 2. 米国経済見通し

### 7-9月期は緩やかな回復が続く

7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+2.0%と、13四半期連続のプラス成長となり、7-9月期の同+1.3%から伸び幅が拡大した(図表2-1)。10-12月期以降は、財政の崖と呼ばれる大幅な財政赤字削減への懸念や、新興国景気の回復の遅れなどが足かせとなり、しばらく低めの伸びが続くと予想する。ただ、実質金利マイナスといった緩和的な金融環境が続いているのに加え、FRB(連邦準備制度理事会)によるさらなる追加金融緩和も見込まれることから、2012年央から2014年にかけては緩やかな景気回復が続くとみる。

(図表2-1) 米国の実質GDP予測値(前期比年率) (%)

	暦年ベース				2011年	2012年			2013年				
	2011	2012	2013	2014	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
実質GDP	1.8	2.1	1.9	2.1	4.1	2.0	1.3	2.0	1.6	1.6	2.2	2.3	2.3
個人消費	2.5	1.9	1.9	2.2	2.0	2.4	1.5	2.0	2.2	1.7	2.0	2.0	2.2
住宅投資	-1.4	11.6	9.9	8.6	12.1	20.5	8.5	14.4	9.0	9.2	9.3	9.7	10.0
設備投資	8.6	7.2	2.8	3.5	9.5	7.5	3.6	-1.3	0.8	2.1	5.8	5.3	5.0
民間在庫(寄与度)	-0.1	0.1	0.0	0.1	2.5	-0.4	-0.5	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
純輸出(寄与度)	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.6	0.1	0.2	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
政府支出	-3.1	-1.4	-0.8	-1.7	-2.2	-3.0	-0.7	3.7	-1.6	-1.7	-1.2	-1.0	-1.7

→ 予測

### 家計の活動は緩やかに上向く

個人消費は、自動車などの耐久財消費などが持ち直した結果、回復ペースが加速している。11月の雇用統計では、雇用者数の増加幅が17万人台へと改善したほか、過去2ヵ月分も大幅に上方修正された。民間雇用の増加数のうち、9割以上を占める中小企業の採用計画は底堅く、雇用環境の改善が今後も個人消費を下支えするとみる。ただ、住宅バブル崩壊後、住宅価格が大幅に下落した結果、家計の不動産資産価格は住宅ローン残高を下回って推移している。今後も家計のバランスシート調整圧力が残ることから、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。

住宅市場は、住宅ローン金利が過去最低水準に低下したことなどを背景に、堅調な回復が続いている。大量の差し押さえが隠れ在庫となっていることは懸念材料であるが、すでに大きく低下した住宅ローン金利や、政府による住宅ローン借り換え支援策などに支えられ、住宅市場は今後も堅調な回復が続くとみる。

### 設備投資は春先以降持ち直しへ、輸出は徐々に持ち直すと予想

設備投資は、財政への崖への懸念から、当面停滞気味の推移を余儀なくされるとみる。ただ、予定どおり財政赤字削減を行えば、米景気はマイナス成長に陥る可能性が高いことから、大幅な緊縮財政を回避する方向で与野党の協議が進むとみており、2013年の春先以降は持ち直すと予想する。

輸出は、欧州の景気減速や中国の景気回復の遅れを受け、目先低調に推移する可能性が高いが、新興国景気に底打ち感が広がるにつれ、持ち直しに向かうとみる。

### 利上げは2015年後半を予想

FRBは9月のFOMC(米連邦公開市場委員会)で、終了期限や購入総額を定めない方式によるMBS(住宅ローン担保証券)の追加購入を決定した。また、現行の超低金利政策の維持を予告する「少なくとも2014年の遅くまで」という一節を「少なくとも2015年半ば」へ変更するという、時間軸の強化も発表した。バーナンキ議長は「(6月に延長した)ツイストオペの終了時には、多岐にわたる資産購入を検討する」と述べており、ツイストオペと同額程度の国債追加購入が早晚決定すると予想する。一方、足元のコアCPIが前年比+2.0%なのに対し、長期金利は1%台後半で推移しており、実質金利はマイナス圏での推移が続いている。きわめて緩和的な金融環境が今後も景気を下支えする可能性が高く、2015年後半には利上げが必要になるとみる。(担当: 信本)

### 3. 欧州経済見通し

#### ユーロ圏景気は来年第2四半期以降ゆっくり上向く

ユーロ圏経済は、債務問題に収束の見通しが立たないなか、足元では一段と減速基調を強めている。7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比▲0.1%と、2四半期連続のマイナスとなった(図表3-1)。2013年は世界景気が緩やかに回復するのに伴い、ユーロ圏経済もゆっくり持ち直しに向かうと予想する。その後2014年にかけては、紆余曲折を経ながらも、少しずつ欧州債務危機への対応が進むとみられることから、ユーロ圏景気は緩やかに上向くとみる。

(図表3-1)ユーロ圏実質GDP予測

(前期比:%)	2011年	2012年	2013年	2014年	(%)											
					11年				2012年				2013年			
					10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12			
ユーロ圏実質GDP	1.5	-0.4	0.3	1.0	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.3	0.4	0.5			
家計消費	0.2	-0.9	-0.2	0.6	-0.3	0.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.3			
政府消費	0.0	-0.2	-0.2	0.1	-0.1	0.2	0.1	-0.8	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1			
固定投資	1.5	-3.4	-1.5	0.3	-0.4	-1.4	-0.8	-0.7	-0.5	-0.5	-0.1	0.2	0.2			
在庫投資(寄与度)	-0.1	-0.4	0.0	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
純輸出(寄与度)	1.1	1.2	0.8	0.6	0.3	0.4	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3			

→ 予測

#### 回復感の乏しい状況が続くとみる

足元の個人消費は、減速基調が続いている。9月の実質小売売上高は前年比▲0.8%と、13ヵ月連続の減少となった。世界景気の持ち直しに伴い、来年の春以降は企業業績の回復とそれに伴う所得環境の改善が見込まれるものの、回復感の乏しい状況が続こう。

企業の生産活動も減速基調が続いている。9月の鉱工業生産は前年比▲2.3%と、10ヵ月連続でマイナスとなった。年明け以降は、ECB(欧州中央銀行)によるOMT(Outright Monetary Transactions)の稼働が見込まれることや、世界景気が徐々に上向くとみられることから、企業の投資マインドは緩やかに改善に向かうとみる。2014年にかけては、銀行監督一元化など、欧州債務問題への取り組みの進展も企業マインドを緩やかに押し上げるとみられる。

政府支出は、各国の緊縮策の影響により減少傾向で推移する可能性が高い。今後も、景気の下押し圧力として働き続けるとみる。輸出は目先減速する可能性が高いが、世界景気の持ち直しを背景に春先以降は徐々に持ち直すと予想する。

ECBは、7月に7ヵ月ぶりに政策金利を0.75%に引き下げた。ECB内で追加利下げによる効果は期待しづらいとの見方が多いことや、インフレ率が来年に入っても目標を超えて推移するとみられることから、来年半ばまでに追加の利下げを実施する確率は30%とみる。一方、来年4月にスペイン国債の大量償還が控えており、ECBはOMTを来年3月にも稼働すると予想する。

#### 英国景気は年明け以降徐々に上向くと予想

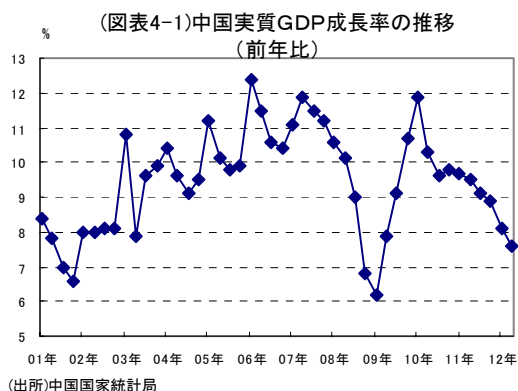
英国の2012年7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、特殊要因により成長率が押し下げられた前期の反動もあり、前期比+1.0%の大幅プラスとなった。うち6割超を占める個人消費は、オリンピックに伴う雇用の増加などを受け、改善したとみられる。一方、鉱工業生産は伸び悩んでおり、固定投資は低迷が続くとみられるほか、輸出も、主要輸出先であるユーロ圏景気回復の遅れなどを背景に伸び悩む可能性が高い。ただ、年明け以降は、緩やかな金融環境や、住宅価格の底打ちを背景に、個人消費が緩やかながら回復に向かうと予想され、英国景気は徐々に上向くとみる。BOE(イングランド銀行)は11月のMPC(金融政策委員会)で、政策金利、資産買い取り枠ともすえ置いた。MPC内では利下げや量的緩和には消極的な見方が広がっており、今後さらなる利下げ、資産買い取り枠の拡大は行われないと予想する。(担当:水野、山口)

## 4. 中国経済見通し

### 年末以降景気回復

中国の7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.4%となった(図表4-1)。これで7四半期連続の伸び鈍化だが、前期比ベースの伸びは+2.2%と、4四半期ぶりの高い伸びとなるなど、下げ止まる兆しも見える。

9月以降の経済統計は、生産、固定投資、小売、輸出などの主要指標がいずれも上向いている。政府が認可した1兆元規模のインフラ投資の効果が徐々に現れ始めており、景気は7-9月期に底を打ち、10-12月期以降、緩やかに上向く可能性が高い。一方で、政府は不動産価格抑制策を緩めない姿勢も堅持にしている。ブレーキとアクセルを同時に踏む状況は変わっていないことから、以前のよ



(図表4-2)中国実質GDP成長率予測

前年比(%)	11年	12年 (予測)	13年 (予測)	14年 (予測)
実質GDP成長率	9.2	7.5	8.2	8.0

うな高成長は期待できず、2014年にかけても世界景気のけん引役としては力不足の状況が続くとみている。2012年の実質GDP成長率は7.5%、2013年は8.2%、2014年は8.0%と予想する(図表4-2)。

### 企業活動は上向く

企業マインドは上向きつつある。国家统计局発表の10月PMI(製造業購買担当者指数)は50.2と、9月の49.8から0.4ポイント上昇、3ヵ月ぶりに好不況の分岐点となる50を超えた。1-10月の固定資産投資は前年比+20.7%と、1-9月の同+20.5%から伸びが小幅加速した。昨年7月の高速鉄道事故の影響で、鉄道運輸は一時期前年比で4割以上のマイナスとなっていたが、5月以降、段階的にマイナス幅が縮小してきており、11月はプラス転換がほぼ確実な情勢となっている。

国家发展改革委员会は9月5日に約8,000億元、25件の鉄道建設プロジェクトを一挙に認可するなど、昨年的高速鉄道事故以降、凍結していた鉄道分野への投資を本格的に再開する方針を明らかにしている。中国鉄道部によると、10月単月の「鉄道インフラ投資額」は前年同月比+240.8%を記録したとのことで、9月以降加速している。今後、鉄道投資が固定投資のけん引役となる可能性が高い。

### 個人消費は底堅い

10月の小売売上高は、前年同月比+14.5%と、9月の同+14.2%から小幅加速した。今年の春以降、当局は、エネルギー効率の良い家電製品に対する補助金支給、排気量が1.6リットル以下の自動車販売を促進、地方住民が燃料効率の良い車両に買い替えた場合の補助金付与などの個人消費の刺激策を次々に打ち出している。全体的に小粒ということもあって、これまで大きな成果を上げるには至らなかったが、金融緩和に伴う資金調達環境の改善、インフレの落ち着き、都市部の堅調な雇用などもあって、秋以降の個人消費は底堅く推移すると予想する。

### 不動産価格抑制策は緩めず

春先以降、政府が景気刺激策を強化しつつあることもあって、不動産投資にも下げ止まりの兆しが見える。もっとも、当局は、リーマンショック後に実施した4兆元の景気対策の資金の多くが不動産セクターに流れ、地方銀行中心に不良債権の山を築いたという反省もあって、不動産価格規制を緩めない姿勢を堅持している。インフラ投資を奨励する一方で、不動産価格の上昇は許さないという政策スタンスは変わらないとみられ、景気回復ペースの抑制要因となろう。(担当:小玉)



## 5. その他アジア新興国・豪州経済見通し

### アジア新興国の景気回復は遅れる

アジア新興国の景気は、内需が堅調に推移している一方で、輸出の低迷が続いているため、回復が遅れている（図表5-1）。韓国の2012年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）を見ると、前期比+0.2%と、前期（2012年4-6月期）の同+0.3%から小幅鈍化した（図表5-2）。台湾は同+0.9%と、前期の同+0.6%からやや加速したものの、一部の電子部品の輸出に支えられた面が大きく、当面の景気回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。一方、インドネシアの2012年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.2%と、高成長を維持した。海外からの直接投資は活発であり、小売売上高も前年比二桁増が続いているため、今後も内需がけん引する状況が続くと予想する。

アジア新興国の景気回復は、輸出の動向が鍵を握っている。韓国や台湾の輸出は9~10月に前年比プラス転換し、輸出回復の兆しがでてきている。ただ、今後については、韓国・台湾とも、輸出シェアが3~4割を占める中国景気の持ち直しに負う部分大きい。ASEAN諸国の輸出も、中国向けシェアが2000年から2011年にかけて4%

から12%まで拡大するなど、東アジア域内での分業体制の発達とともに、中国との結びつきを強めている。中国は、政府の景気対策の強化などに伴い、年末以降、景気が徐々に上向いてくるとみており、アジア新興国の輸出も、2013年度以降、緩やかながらも回復へ向かうと予想する。

### 金融緩和へ舵を切る

アジア新興国は、食料価格などの上昇によるインフレ圧力が依然として残っている一方で、外需回復の遅れから景気下振れ懸念が高まっているため、金融緩和に舵を切っている国が多い。韓国では、10月11日に政策金利を3%から2.75%へ引き下げたが、景気低迷が続いているため、再度利下げを行う可能性が高い。タイやフィリピンでは、利下げを発表したが、堅調な内需が利下げを支えているため予防的な面が強く、今後は慎重なスタンスをとると予想する。台湾では、このまま個人消費の低迷が続けば、利下げに踏み切る可能性があるかとみている。インドでは、インフレ圧力が高まっているものの、個人消費の刺激策として、年明け以降、利下げの機運が高まってくるとみている。

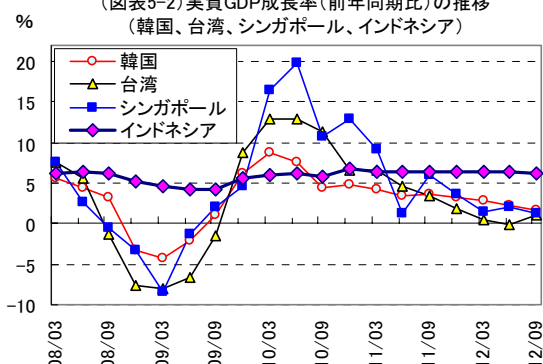
### 豪州景気は緩やかな減速傾向が続くと予想

豪州の4-6月期実質GDP成長率は前期比+0.6%と、個人消費や固定投資などが減速した結果、低い伸びにとどまった。今後の豪州景気は、中国の景気回復の遅れを受け、輸出を中心に減速傾向が続くものの、来年半ば以降、世界景気の底打ちに伴い、徐々に上向くと予想する。個人消費は、所得環境の回復ペース鈍化から、今後も緩慢な回復にとどまろう。固定投資は、企業業績の悪化を背景に、高い伸びは期待できない。一方、住宅投資は、低金利などに支えられ、持ち直しに向かうとみられる。固定投資の減速に伴い、2013年の成長率は2012年から減速するとみる。（担当：謝名、落合）

（図表5-1）その他アジア新興国・豪州の実質GDP成長率予測

	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
韓国	3.6%	2.0%	2.5%	3.0%
台湾	4.0%	1.1%	2.9%	4.0%
香港	5.0%	1.4%	3.7%	4.1%
シンガポール	4.9%	1.7%	4.0%	4.5%
インドネシア	6.5%	6.3%	6.4%	6.5%
タイ	0.1%	5.0%	4.6%	4.3%
マレーシア	5.1%	4.5%	4.8%	5.0%
フィリピン	3.9%	4.8%	5.0%	5.3%
インド	6.5%	5.2%	6.0%	6.7%
豪州	2.1%	3.5%	2.7%	2.9%

（図表5-2）実質GDP成長率（前年同期比）の推移  
（韓国、台湾、シンガポール、インドネシア）

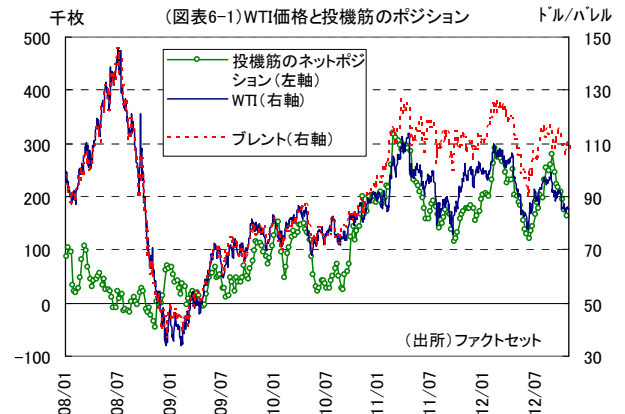


（出所）各国統計より明治安田生命作成

6. 商品相場見通し

原油価格は年末以降緩やかな上昇へ

足元の原油価格は、世界景気の減速と中東の地政学リスクの綱引きによって動いている。9月以降、世界景気の減速懸念などから、再度調整局面に入っており（11月15日現在：85.4ドル/バレル）（図表6-1）、投機筋の買いポジションも減少に転じている。WTIとブレントの価格差が20ドルを超えた状況が続いているのは、北海油田のメンテナンスの遅れや米国での原油在庫の積み上がり、米国に比し欧州の方が中東の供給懸念を受けやすいことなどが背景にある。



EIA や OPEC の世界の原油等需給見通しでは、前年比の伸びは 2012, 2013 年とも 1% を下回る緩やかなものにとどまっている。イランの核開発問題の早期解決は期待できず、イスラエルの動向にも目が離せない状況が続くが、OPEC の原油生産量を見ると、イランの生産量の減少分については、リビアの生産回復や、サウジアラビアの増産によって補填されている。

今後については、イランなど中東情勢の地政学リスクに加え、米欧などの金融緩和の長期化に伴う投機資金の流入が引き続き下支え要因となるとみている。ただ、中国景気の回復の遅れや米国の「財政の崖」問題などから、WTI 価格は年末に向けて横ばい圏の推移となろう。2013 年については、中国を中心とする新興国景気が回復に向かうことや、財政の崖のソフトランディングから、原油価格は均せば緩やかな上昇に向かうと予想する（2013 年は年平均：94 ドル/バレルを想定）。

その他商品は追加緩和による価格上昇が一服

CRB 指数の主要分野の動き（10 月末日現在）を見ると、過去 1 ヶ月では、貴金属が▲6.1%、穀物が▲2.4%、産業素材が▲1.6%と世界景気の先行き不透明感の高まりを背景に調整している。

貴金属分野のうち金価格は、米国の追加緩和期待から、9 月には一時 1,800 ドルを試す場面もみられたが、足元では 1,700 ドル付近で推移している。今後は、米国の「財政の崖」問題の煙草がプラスに働くほか、中期的には欧州債務問題への懸念緩和から、緩やかな上昇に向かうとみている。

産業素材分野のうち銅価格は、欧州債務問題の煙草や、最大の消費国である中国景気の回復の遅れから調整している。中国内の在庫の積み上がりを受け、目先は弱めの動きとなる可能性が高いものの、年明け以降は中国景気の持ち直しに伴い、緩やかな上昇に転じると予想する。

穀物のうち、米国の干ばつの被害が最も大きかったトウモロコシは、価格上昇に伴う需要抑制から消費量も頭打ちとなっている。10-12 月に作付されるブラジル、アルゼンチンなどの輸出大国では、過去最高であった前年と同程度の生産量が予測されており、今後、価格上昇圧力はやや弱まると予想する。大豆価格は、9 月以降、米国の収穫期における供給増加を背景に価格が調整している。南米諸国の生産量、輸出量の増加が見込まれており、今後もやや軟調な推移が続くとみられるが、輸出量の多い米国の期末在庫率が低水準であることや、年明け以降、中国の在庫調整一巡による輸入量の増加予想が価格の下支え役となることから、一層の低下余地は限られる。小麦価格は、ロシアやウクライナの輸出規制観測、豪州の減産、干ばつの影響による米国冬小麦の作付の遅れなど、小麦輸出国での減産が懸念されており、当面は高値圏での推移が続くだろう。（担当：松下）

## ドラギ・マジックはいつまでもつか

### OMT で市場のマインドが改善

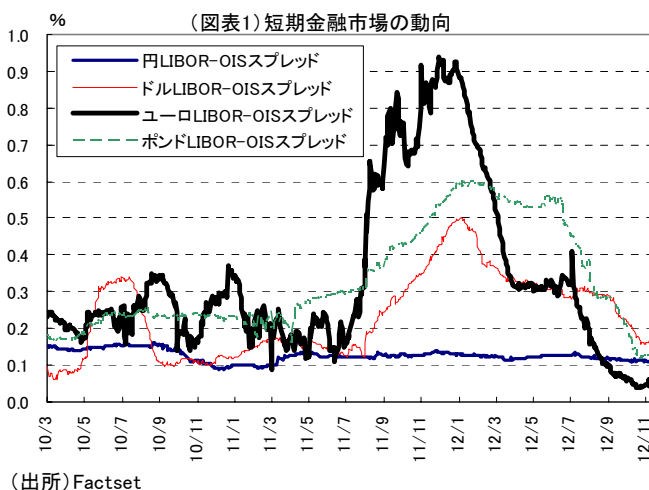
9月6日に発表された、ECB（欧州中央銀行）の新たな国債購入策（OMT：Outright Monetary Transactions）は、市場に歓迎された。それまでも、証券市場プログラム（SMP）という国債買い取りスキームはあったが、OMTの場合は、「無制限の購入」を宣言したことや、ECBが購入の国債に優先弁済権は設定しないとしたことなどが、大きな前進と受け止められたためである。

### 信用不安を防いだ LTRO

考えてみれば、ドラギ総裁はこれまでも種々の「画期的な」政策を繰り出してきた。その手腕は「ドラギ・マジック」と評され、金融市場から高い評価を与えられている。

2011年12月には、政策金利の水準で、期間3年の資金を、無制限に供給するという、長期資金供給オペ（LTRO：Long Term Refinance Operation）を打ち出したことが、市場に大きなインパクトを与えたのは記憶に新しい。2011年12月に実施された第1回目の3年物のLTROの応札額は4,890億ユーロ、今年2月に行われた第2回目の応札額は5,295億ユーロと、最初の2回で100兆円という多額の資金が供給された。2回目の入札では、対象となる金融機関の3分の1にあたる約800行もの金融機関が参加した。

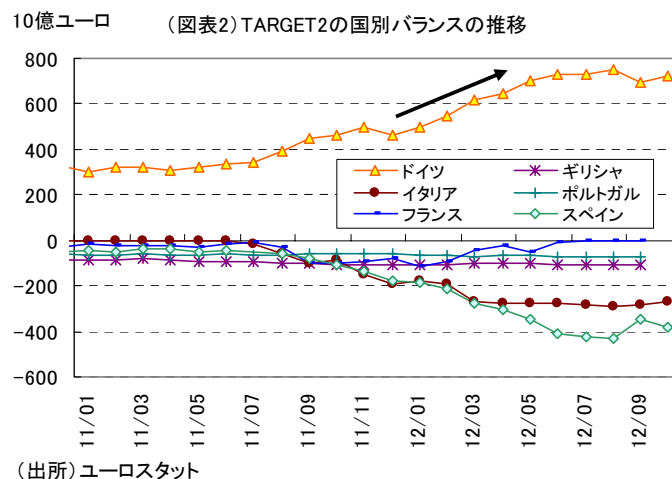
この「ウルトラ・モンスター・オペ」とでも呼ぶべき大胆な資金供給策は、金融市場のマインド改善に大きく貢献した。短期金融市場の緊張度を示す指標となるLIBOR-OIS スプレッドは大きく縮小し（図表1）、欧州の金融市場がクレジットクランチに突入する懸念は後退した。



### LTRO が周辺国からの資金逃避を助長

ただ一方で、副作用的なマネーフローの変化も生じた。低金利で大量の資金を借り入れることが可能となった銀行は、それを自国の国債購入に振り向けるだけで容易に利ざやが抜ける状態となったため、LTROの実施後、イタリアやスペインの銀行は自国の国債を大量に買い増した。その結果、両国は欧州財政問題の本質ともいえる、財政悪化と金融危機の負のループに一層脆い体質になってしまった。逆に、ドイツやフランスにとっては、周辺国の国債を「売り逃げ」しやすくなるというメリットが生じ、問題国からの資本流出が進んだ。

異なる通貨を使用する国同士の取引であれば、こうした形で資本流出が続くと、いずれ外貨が枯渇して通貨危機が起きるといった事態が生じるが、統一通貨を用いているユーロ圏の場合、最終的には、当該国の中央銀行同



士の取引でファイナンスされる。「ターゲット 2」と呼ばれるシステムに基づくもので、12月以降、ドイツの中央銀行の債権と、問題国の中央銀行の負債が両建てで大きく拡大する状況となった(図表 2)。これは民間(銀行)のリスクが、政府のリスクに移転されたことを意味する。銀行にとってはリスク軽減に成功した形だが、問題国の国債にデフォルト(債務不履行)が生じた場合、ドイツ政府に大きな損失が及ぶことになる。

また、資金供給ではソルベンシー(支払い能力)の問題は解決しない。ギリシャの総選挙を巡る混乱や、スペインの大手銀行のバンキアの支援要請などをきっかけに、今年の5月前後から、再び周辺国のソブリンリスクが問題視される状況となった。ドラギ総裁は7月26日、「ユーロを救うためならなんでもする」と宣言したうえで、有言実行という形で、9月6日に OMT を打ち出した。

### ECB に OMT を積極活用する意思はない

中央銀行が無制限に国債を買い支えてくれるのであれば、対象国にとってこれほどありがたく、心強いことはない。逆に、ECB にとっては、財政ファイナンスの領域に事実上大きく踏み込むということであり、ルビコン川を渡ったとでもいうべき大きな決断である。

市場はこうした ECB の決断を、ユーロ防衛に向けた本気度の現れと評価したわけだが、その後のドラギ ECB 総裁の発言からは、実は OMT がそれほど「物凄い」政策ではなさそうなことも徐々に明らかになってきている。

たとえば、10月4日の ECB 定例理事会後の会見で、ドラギ総裁は、ポルトガルは OMT の対象にならないのかとの記者からの質問に対し、「財政改革プログラムの管轄下にある国は、完全な市場アクセスを回復するまでは、OMT の対象外」と答えている。完全な市場アクセスというのがポイントで、この論理でいけば、ポルトガル以外にも、ギリシャはもちろんのこと、アイルランドなども現時点では対象外ということになる。また、OMT の買い取り対象は残存期間 1~3 年の国債だが、ドラギ総裁は、OMT は政府の資金調達のための短期的なシフトを誘発することを企図したものではなく、そうしたシフトが起きないか監視する姿勢を明らかにしている。また、市場アクセスを回復した政府であれば、そもそもそうしたシフトは起きないだろうとも付け加えている。つまりドラギ総裁は、ECB が、金利上昇によって資金調達難に陥った国の「最後の貸し手(ラストリゾート)」となることを、あくまで拒否している。

もともと OMT は、無制限ではあっても無条件ではない。対象国の支援要請に基づき、ESM が発行市場で国債を購入することを前提にしており、またその結果、対象国は厳しい緊縮財政や、構造改革などの条件を課されることになる。スペインは、支援要請を行った場合に課される条件を見極めたいというスタンスで、今のところ支援要請を先延ばししている状況である。ECB も積極的に活用する意図はないということになれば、無制限という触れ込みと、実際の運用はずいぶん違ってくる可能性がある。

OMT の発表当初、7%近い水準で推移していたスペインの 10 年国債利回りは、安全圏である 5%台まで一気に低下した。ドイツの主要株価指数である DAX も、発表前の 6,000 ポイント台から、9月21日には 7,451 ポイントと約 500 ポイント上昇、1 ユーロ=1.26 ドル近辺で推移していたユーロ相場も、1 週間あまりで 1.31 ドル台まで上昇した。しかし、スペインの長期金利は 10 月後半以降再び上昇しつつあるほか、株価やユーロ相場も、市場の過剰な期待が徐々に剥落する形で、発表前の水準に近いレベルにまで下落してきている。OMT は早くも賞味期限切れの様相を呈している。

### OMT でユーロは支えられない

かといって、OMT を積極的に活用すれば問題が解決するわけではない。ECB 自身が、不良債権を大量に抱えたバッドバンクになってしまえば、通貨ユーロの信認が揺らいでしまう。問題国の国債を買い

取るという行為自体が、通貨ユーロの信認を貶める行為であるがゆえに、OMTで通貨ユーロを支えることはできない。また、OMTにしても、LTROと同じで、結局は「時間を買う政策」である。この間に問題国が財政再建をしっかりと進める必要があるが、すでに限界まで緊縮財政を推し進めている対象国にとって、金利低下が進めば、どうしても改革に向けたスピードと意欲が鈍ってしまう。だからこそ、財政改革が順調に進まなければOMTによる買取りをやめるという建前になっているわけだが、実際そうした行動に踏み切れば、当該国にとって死刑宣告になりかねず、ユーロ全体が崩壊の危機にさらされる。いったん大規模な買取りを始めたら最後、出口戦略を円滑に進めるのは容易ではない。

結局 OMT は、ECB にとって「抜かざるの宝刀」にしておくのが望ましいということになるが、抜かざるの宝刀をちらつかせるだけで市場を落ち着かせる効果が長続きするはずがない。スペインは、来年4月には国債の大量償還を控えている。すでにスペインの長期金利は再上昇しつつあるが、支援要請が遅れれば遅れるほど、上昇ペースが加速する可能性は高い。OMT は、春先までには稼働する可能性が濃厚だが、市場も効果に懐疑的になりつつあり、もはや市場環境に劇的な好転をもたらすには至らないだろう。ドラギ総裁の「時間を稼ぐ」手腕は見事だが、金融市場は、欧州債務問題を解決に導くうえで、中央銀行にあまり過大な役割を期待することは禁物であることも、再認識する必要がある。（担当：小玉）

アイルランドは再び支援を受けるリスクが煽る

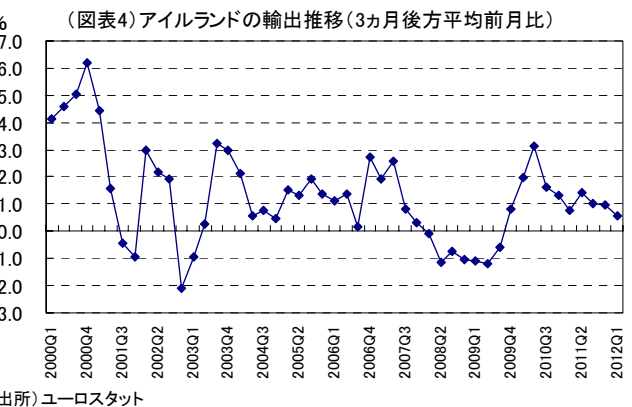
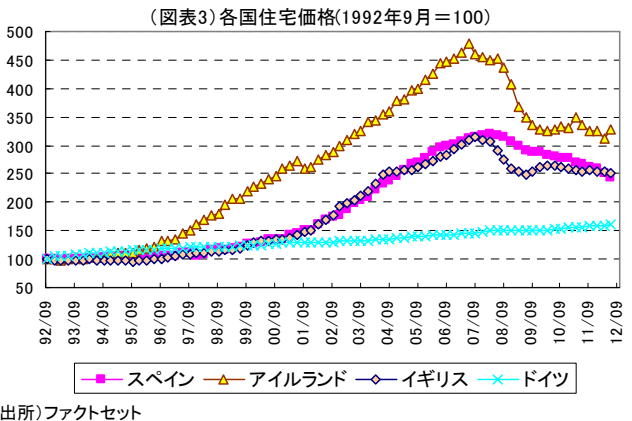
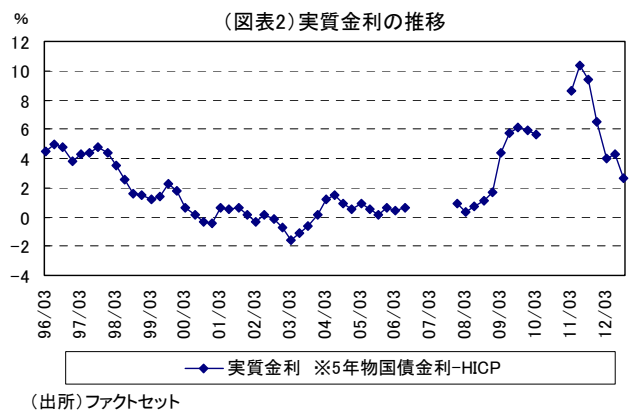
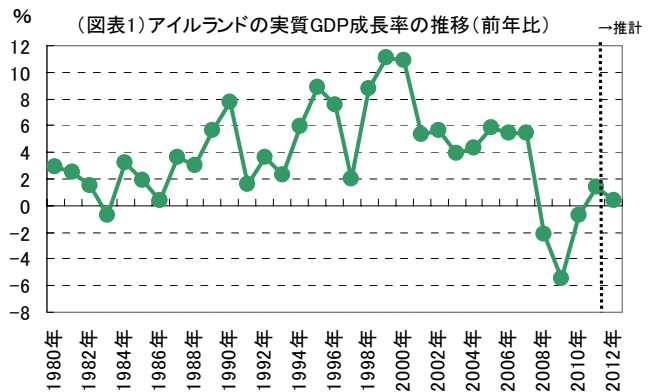
2012年7月に国債市場に復帰

アイルランドは、ユーロ導入により英国以外の欧州向けの輸出を増やしたことや、欧州連合の助成により教育やインフラへの投資を増加させたことにより、90年代以降金融危機で頓挫するまで高成長が続き、「ケルトの虎」と呼ばれた(図表1)。この間、ユーロ導入に伴う大幅な金利低下のほか(図表2)、所得環境の改善や移民の増加による住宅需要の増加がみられ、住宅価格は90年代前半から2007年にかけて、約5倍に上昇した(図表3)。しかし、2008年のバブル崩壊以降は、住宅価格が大きく低下した結果、銀行の不良債権が大幅に増加し、政府は経営が悪化した銀行への巨額の資本注入を余儀なくされた。

政府の財政負担が増したことで、2010年の公的債務は対GDP比で92.5%と、2008年の44.2%から大幅に増加した。アイルランドの10年国債金利は9%を超え、国債発行による自力資金調達に困難となった結果、2010年11月からはEUとIMF(国際通貨基金)の支援を受けることになった。ただ、2013年までの再建計画が順調に進んでいることや、景気の持ち直しを背景に、政府は2012年7月に5億ユーロの3ヵ月物Tビル、同月末には52億3000万ユーロの長期国債を発行し、約2年ぶりに国債市場に復帰した。アイルランド国債管理庁によれば、発行した長期国債は主に海外投資家が購入し、利回りは5年物が5.9%、8年物が6.1%で、入札は好調であった。堅調な輸出が法人税などの歳入の増加につながっており、2013年末までの再建計画を達成できる可能性が高まっている。

生産コスト低下による国際競争力の強化

支援を受けている国のなかで、アイルランドがいち早く市場に復帰できた背景には、主に単位労働コストの低下による国際競争力の向上を受けて、輸出主導で景気回復が進んでいること



がある。輸出は2009年第4四半期以降、緩やかな伸びが続いている（図表4）。

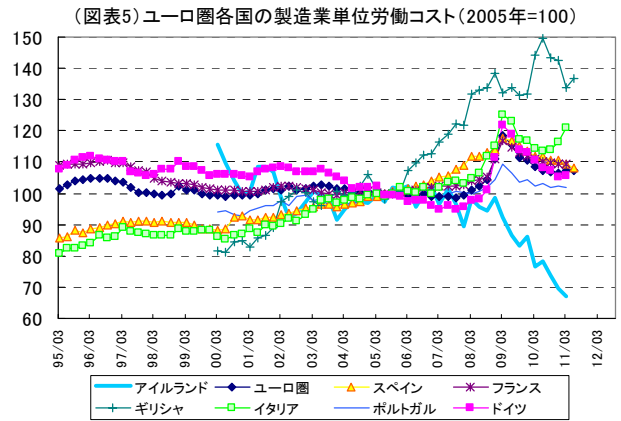
単位労働コスト（賃金÷労働生産性）は、分子の賃金の低下を受け、2008年冬頃から低下傾向が続いている（図表5）。マクロ経済政策の手段としては、大きく金融政策、財政政策、為替政策などがあげられるが、共通通貨ユーロを導入している国は、各国で独自の金融政策や名目為替レートを切り下げる為替政策をとることはできない。財政政策の実施は各国に委ねられているが、ユーロの信認維持のためには財政規律の順守が重要視されているため、柔軟に活用することは難しい。財政危機に陥った国はむしろ厳しい緊縮財政を課される。そこで、アイルランド政府がとった手段は、大胆な賃金カットを実施することで生産コストを抑え、実質為替レート（＝名目為替レート×（他国の物価水準÷自国の物価水準））を切り下げて競争力を高める政策であった。このような対策をとったため、アイルランドは激しいデフレや失業率の上昇を招いた。しかし、同国が英語圏のメリットを活かし、2000年代から育成していた外資の高付加価値産業が高品質かつ相対的な安値を背景に輸出を伸ばしたのに加え、実質為替レート切り下げにより他国製品が割高になったことで、輸入が減少し内需に振り替わった。こうした経緯を通じ、政府は景気を回復に導くことに成功した。

**同国の景気は来年も低成長にとどまると予想**

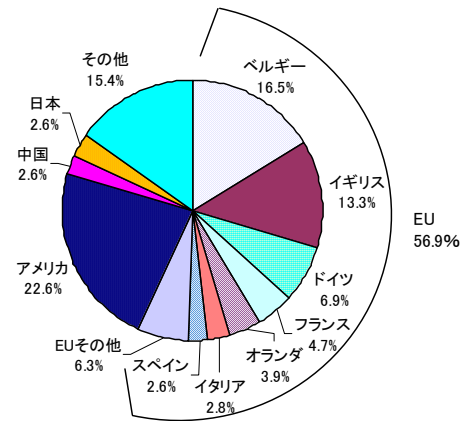
それでは、今後は同国の経済は順調に推移するのであろうか。2012年7月の輸出先の内訳を見ると、EU向けが全体の56.9%を占める。またアメリカの移民が多く、従来から商用的な繋がりが大きいことを背景に、アメリカ向けも22.6%を占める。EU向け輸出先の内訳では、ベルギー、イギリスが過半を占める（図表6）。

世界的に景気の減速基調が強まっていることから、輸出は目先減速する可能性が高い。年明け以降は世界景気が徐々に上向くとみられることから、緩やかに持ち直しに向かうとみるのが主要輸出先の欧州では引き続き緊縮財政が景気の下押し圧力となるため、回復感の乏しい状況が続くと予想する。

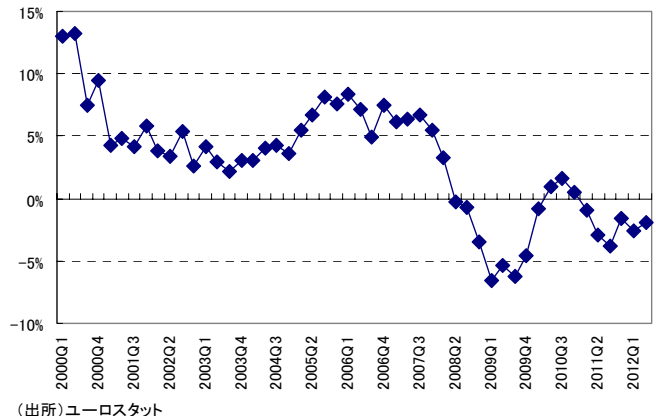
一方、内需は低調な推移が続くとみている。2012年第2四半期の個人消費は前年同月比▲1.9%と、6四半期連続のマイナスとなった（図表7）。背景には、家計の債務が高止まりしていることがある（図表8）。不動産バブル崩壊



(図表6) アイルランドの輸出先(2012年7月)



(図表7) アイルランドの個人消費(前年比)



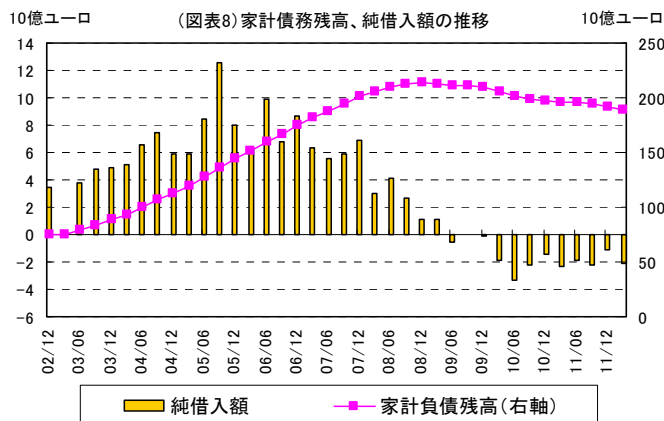
後、家計部門は債務の返済を進めているが、住宅価格が大きく下落した結果、家計のバランスシート調整が今後も個人消費の下押し圧力となる可能性が高い。また、堅調な輸出を主導する企業の多くは外資系であることから、輸出によって得られた所得が海外に流出し、国内の所得増加につながりにくい面もある。足元の銀行の不良債権比率が14.8%と高水準で推移するなかでは、銀行による貸出態度の厳格化した状態が続くこともあり、内需は引き続き停滞気味の推移が続こう。対策がゆっくりと進んでいるもの

の欧州債務問題は根本的な解決には遠く、今後もイタリアやポルトガルなど国を変えて欧州債務危機は続くこととみられることから、輸出主導のアイランドは、来年も低成長での推移が続き、安定的な回復には至らないだろう。短期的な景気見通しに不透明感が漂っていることが、同国の中期的な景気見通しにも影響を与え、それが国債の金利上昇を招き財政悪化につながっていく可能性が高い。

**銀行への直接支援がアイランドにも適用されるかに注目**

6月のEU首脳会談では、銀行監督の一元化を背景に、ESM（欧州安定メカニズム）から銀行へ直接支援することが決定した。ただ、10月のEU首脳会談では、ドイツが銀行監督一元化前に実施された銀行への支援にまで直接支援を適用すべきではないとの意見を表明している。これまでのアイランドへの支援が、ESMが政府を介さずに銀行に直接行なったものと認められれば、その支援額は政府の債務とはならないため、再建計画は大きく前進するものの、ECB（欧州中央銀行）の監督が及んでいなかったときに経営悪化した銀行まで、後になって政府に責任を負わせることなく支援したことにするのは、ドイツを中心に反対する国が多く、実現に至らない可能性が高い。

EUとIMFによれば、これまでのところアイランドは輸出主導による景気回復によって財政再建を順調に進めており、2013年12月に支援が終了し、2014年1月から完全に国債市場へ復帰する予定である。財政再建計画では、政府は2015年までに対GDP政府債務を115.6%にまで低下させることが求められており、IMFの予測では、2015年に対GDP政府債務が115%と、目標に収まることになる（図表9）。ただ、試算の前提となっている実質GDP成長率は、来年で欧州債務危機が収束するという前提で、2014～2017年の年平均成長率が2.75%と高めの水準となっている。一方、2012年から2021年までの年平均成長率を0.5%とした試算では、2021年には対GDP政府債務が146%にまで達する見通しとなっている（図表10）。来年以降の成長率が、IMFの基本見通しより下振れると、財政再建が厳しくなるが、11月7日に発表された欧州委員会の秋季経済見通しでは、同国の成長率が引き下げられ、2012年が0.4%、2013年が1.1%、2014年が2.2%とされた。元々の基本シ



(出所)アイランド中央銀行

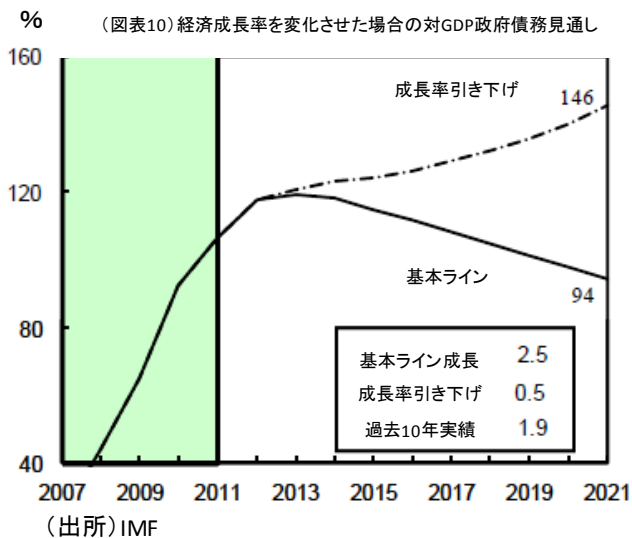
(図表9)アイランドの対GDP政府債務と実質GDP成長率

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	→予測														
対GDP政府債務(%)	24.8	44.2	65.2	92.5	106.5	117.7	119.3	118.4	115	111.5	108.4	105	101.2	97.6	94.1
実質GDP成長率(%)	5.2	-3	-7	-2.6	1.4	0.4	1.4	2.5	2.8	2.8	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5

(出所)IMF



ナリオでも、2015年に何とか目標を達成するレベルであるため、この見通しのまま行くと、目標達成は厳しい。債務問題の深刻化によって、主要輸出先の欧州は景気が停滞気味に推移する可能性が高いほか、銀行システムが脆弱ななかでは、内需下振れリスクがあることを考えれば、アイルランドが第二次支援に追い込まれる可能性は否定できない。（担当：水野）



## 広がるビッグデータの活用

### 多種多量のデータが生成

ブログへの書き込みなどの文字情報や、動画、GPS（全地球測位システム）に基づく位置情報、防犯カメラの映像など、爆発的に大量に発生するデータをビッグデータといい、最近注目を集めている。この背景として、インターネットなど ICT（情報通信技術）の進展により、デジタル化され、生成・収集・蓄積等が可能・容易になった多種多量のデータが日々生成されるようになったことが挙げられる。

当初、ビッグデータを活用したのは、米国のネット企業である。例えば、グーグルは、検索と無料アプリケーションをもとに集まった膨大なデータを広告に活用している。フェイスブックなどのソーシャルメディアは、会員データをもとに広告やソフトウェアなどの販売を行っている。アマゾンには、購買履歴などのデータを用いて、おすすめの商品を提示するなど、購買意欲を高める工夫を行っている。このようなビッグデータの活用は、利用者個々のニーズに即したサービスの提供を可能とし、業務運営の効率化や新産業の創出に寄与している。

### 公共分野での活用も

わが国の例を見ると、本田技研工業は、ドライバーの快適なカーライフを実現するため、より安全で環境にも配慮したドライブ情報サービス・ネットワークとして、安全・安心、防災、天気、省燃費ルート等の情報を提供する「internavi」を 2002 年から提供しており、会員数は 145 万人にのぼっている。会員が運転する車には「internavi」が装着され、自らがセンサーとなり、交通情報を集める。そのデータは、インターナビ情報センターに共有され、5 分毎等の間隔で収集する VICS（渋滞・交通規制情報）を補完し、広範囲のインターナビ情報が会員に提供される。このシステムの利用者は、目的地へ約 20% 早く到着するルートの案内を受け、渋滞を回避することができる。これは、CO<sub>2</sub> 換算で約 16% の温室効果ガスを削減する。

「internavi」装着車の走行データは、埼玉県道路行政にも活用されており、急ブレーキポイントを抽出し、街路樹の剪定や路面表示をすることで、急ブレーキ回数の約 7 割減少という成果をあげている。また、東日本大震災では、①津波警報と地震震度情報や首都圏の通行止め状況のカーナビ画面への配信、②地震時の位置情報付きの家族へのメールによる安否連絡、③国土交通省河川局が設置した 11 ヶ所の浸水センサー観測値のカーナビやスマートフォンへの配信等が実施された。

この他、徳島大学病院では、HER（電子健康記録）について、分散処理ソフト等を組み込んだシステムによって、医療機関等の診療データや検査結果を集積し、疾病を管理・分析している。このように、ビッグデータは、交通、災害、医療など、公共部門においても利用が広がっている。

### 急拡大する市場規模

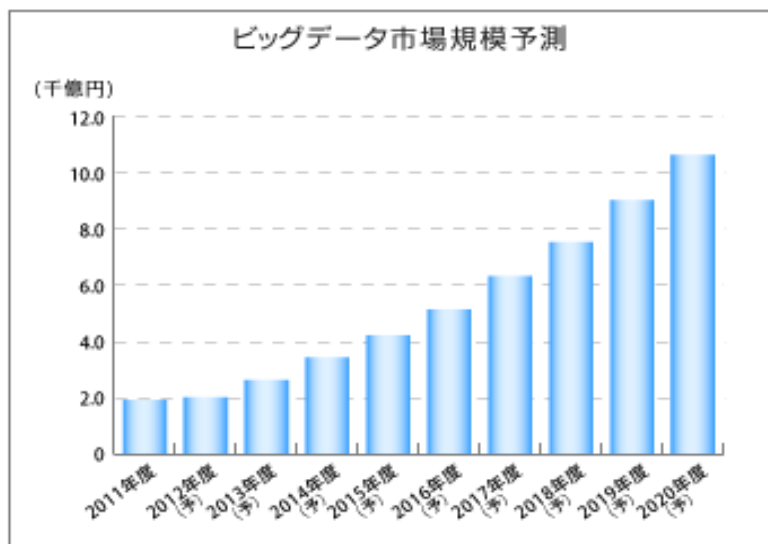
総務省の情報通信審議会に設置されている ICT 基本戦略ボードは、今後の ICT 戦略の立案を担うが、その議論において、ビッグデータをわが国の戦略分野に位置づけるべきとの意見が強調されている。また、主要シンクタンクの調査において、ビッグデータは、ICT 分野における重要な潮流や戦略的な技術として位置づけられている。

矢野経済研究所は、ビッグデータ市場の短期、中期、長期の成長シナリオを公表している。それによると、短期的には、ビッグデータへの注目度の高さとデータ処理技術の向上によって、マーケティングや商品開発を目的としたシステムへの投資が促進されるとしている。中期的（2015 年頃）には、データ活用の大幅なコスト低減と普及を狙って、様々なデータがクラウド（データのパソコン上ではなくイン

ターネット上へ保存するサービス) に集約され、インフラとして多数の企業が利用するようになるとしている。長期的 (2017 年頃) には、クラウドのデータは社会のインフラとなり、ビッグデータの活用で、社会の無駄や余剰の最適化が推進されるとしている。

矢野経済研究所は、ビッグデータ利用の活発化にともない、ビッグデータ市場の IT 投資金額に占める比率が 2011 年の 2% から 2020 年には 10.6% へ、市場規模が 2011 年の 1900 億円から 2020 年には 1 兆 6 百億円へと、ともに大幅に増大すると予測している (図表 1)。

(図表1)ビッグデータ市場規模推移



注1:ユーザー企業のIT投資金額ベース(ソフトウェアライセンス、システム構築、ハードウェア、保守を含む) 注2:(推)は予測値 (矢野経済研究所推計)

**個人情報保護の必要性**

ビッグデータは、性別や年齢、住所などの個人属性のほか、消費行動、行動エリアなど幅広い個人の情報も含む。これらは、集計・加工されることで、事業や行政の運営上貴重なデータとなるが、個人が望まないに

(出所) 矢野経済研究所

もかかわらず、知らない間に自分に関する情報が他者に利用され、さらに拡散する危険をはらんでいる。

わが国において、この問題を規制する法律は、個人情報保護法である。個人情報保護法における個人情報とは、生存する個人に関する情報であつて、当該情報に含まれる、氏名、生年月日その他の記述等により特定の個人を識別することができるものをいう。個人情報取扱事業者は、個人情報の取得に当たって、利用目的の明示と本人の同意が必要であり、また、本人の同意なく第三者に譲渡してはならない。したがって、ネット企業がインターネットを通じて、個人情報を取得したり、個人情報をビッグデータのデータベースとし、解析結果を第三者に提供するには、本人の同意が必要である。

**情報に関する権利の尊重**

ICT の進展によって、従来、消費履歴や近所の風景写真など、個人情報に該当しないとされていた情報でも、他の情報と組み合わせられることで特定の個人を識別することが可能になろうとしている。例えば、一部の携帯端末で撮った写真には位置情報が埋め込まれ、写真を公開すれば、いとも簡単にその場が特定され、個人の識別が容易になる。

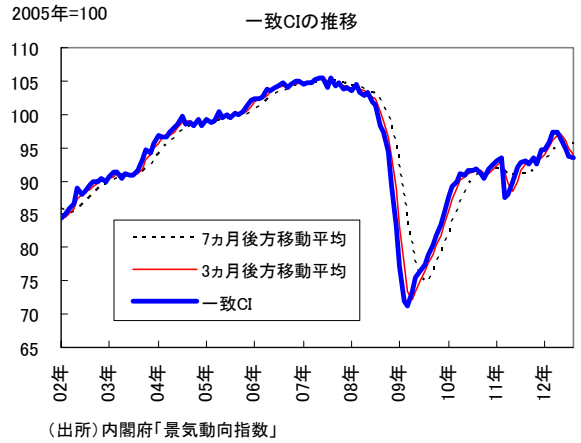
したがって、個人情報保護法が規制の対象としない情報も、新たなルールを設け保護する必要性が高まっているといえる。ルール策定に当たっては、事業者が個人の消費履歴等を収集・活用するには、本人の事前同意を必要とするべきである。また、本人のサイトへの書き込みが、リンクやコピーによって外部に拡散し、消去できない状態になった場合、ソーシャルメディア等の管理者に対して、自身のデータの消去を要求する権利を認めることも検討すべきであろう (EU では、忘れられる権利として認められている)。情報は、物品や金銭とは異なり、いったん喪失すると回復不能という性質をもつ。ビッグデータが広く活用される時代こそ、個人が自己に関する情報をコントロールする権利が尊重されるべきである。(担当: 心光)

主要経済指標レビュー (11/5~11/16)

《日 本》

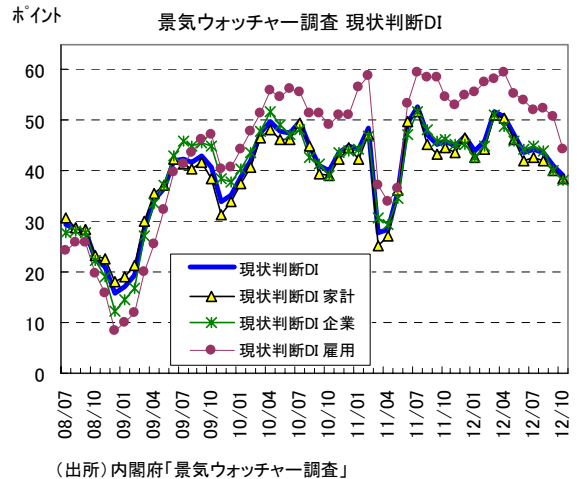
○ 9月景気動向指数 (11月6日)

9月の景気動向指数では、一致CIが91.2 (前月差▲2.3ポイント)と6ヵ月連続の下降、先行CIは91.7 (前月差▲1.5ポイント)と2ヵ月ぶりの下降となった。内閣府の基調判断は、8月の「足踏みを示している」から9月は「下方への局面変化を示している」に下方修正された。下方への局面変化とは、事後的に判定される景気の山が、それ以前の数ヵ月にあった可能性が高いことを示す。日本経済は世界景気の減速に伴う輸出の悪化に加え、内需も息切れしつつあることから、年内は減速基調で推移すると予想しているが、年明け以降は、中国を中心とする新興国が回復に向かうことで、緩やかながら回復に向かうとみている。ただ、年末以降も中国向け輸出の減速傾向が続くようなら、後退局面が長期化する可能性も現実味を帯びてこよう。



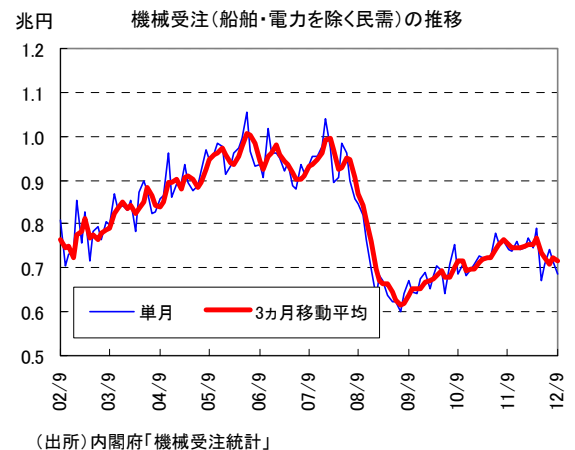
○ 10月景気ウォッチャー調査 (11月8日)

10月の景気ウォッチャー調査では、現状判断DIが前月差▲2.2ポイントの39.0と、3ヵ月連続で低下、横ばいを示す50ポイントは6ヵ月連続で下回った。内訳項目の家計動向関連、企業動向関連、雇用関連の3項目すべてで低下した。景気ウォッチャー調査による基調判断の文言は、9月の「景気は、このところ弱まっている」から、「景気は、さらに弱まっている」へと下方修正された。5月以降、基調判断は8月を除き毎月下方修正されている。ウォッチャーの判断理由を見ると、日中関係の悪化を指摘する声が多かった。エコカー補助金終了の影響を指摘する声も目立つ。先行き判断DIも前月差▲1.8ポイントの41.7と、6ヵ月連続で低下した。年明け以降も中国向け輸出の回復が鈍いようであれば、景気後退局面の長期化も覚悟する必要が出てこよう。



○ 9月機械受注 (11月8日)

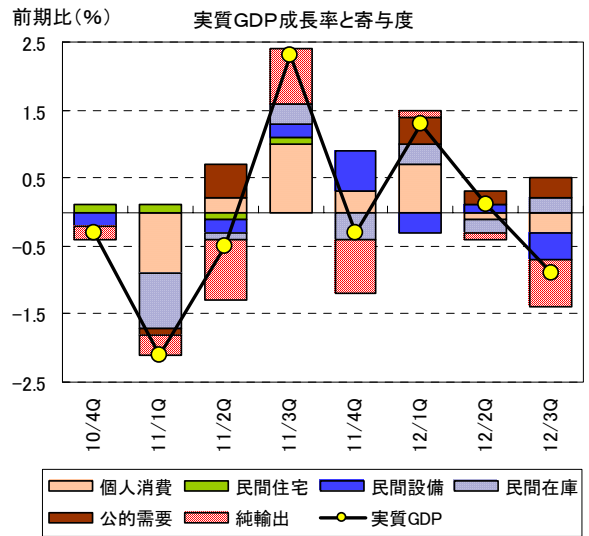
9月の機械受注 (船舶・電力を除く民需) は前月比▲4.3%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。前年同月比でも▲7.8%と、2ヵ月連続のマイナス。内閣府による基調判断は、8月の「一進一退で推移している」から、「足元は弱い動きもみられるものの、基調としては一進一退で推移している」へと下方修正された。今後は、輸出産業を中心に製造業の受注がさらに弱含む可能性があり、機械受注はさらなる下振れリスクに警戒が必要な局面が続こう。7-9月期のGDP速報における実質設備投資は大幅マイナスとなり、10-12月もマイナスとなる可能性が高く、年度内の設備投資は軟調な推移が続くと予想する。



○ 2012年7-9月期GDP速報 (11月12日)

7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.9% (年率換算: ▲3.5%) と、3四半期ぶりのマイナス成長となった。世界的な景気低迷の影響を受け、輸出が落ち込んだことに加え、内需も民需中心に息切れしつつあることが主因。輸出は、中国や欧州の景気減速を受け、前期比▲5.0%の大幅減となった。民間最終消費支出は、エコカー補助金の終了や、震災後の反動増的な動きの一巡を受け、同▲0.5%と2四半期連続の減少。民間企業設備投資は、輸出減を受けた企業マインドの悪化が下押し材料となり、同▲3.2%の大幅減となった。

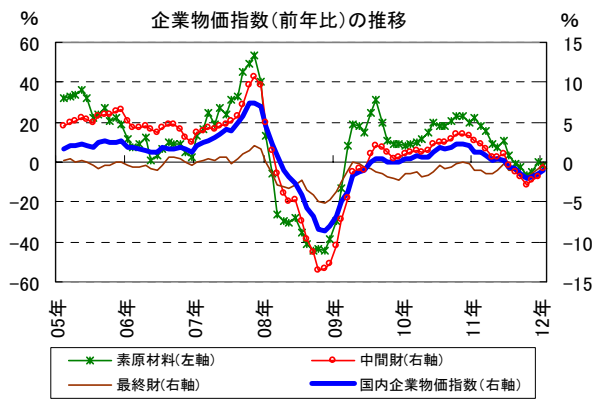
10-12月期の実質GDP成長率は、2四半期連続のマイナスとなる可能性が高い。1-3月期以降は、輸出の回復に伴い、プラスに転じると予想するが、復興需要の景気押し上げ効果が徐々に減衰していくと予想されることもあり、回復ペースは鈍いものにとどまろう。



(出所)内閣府「四半期別GDP速報」

○ 10月企業物価指数 (11月12日)

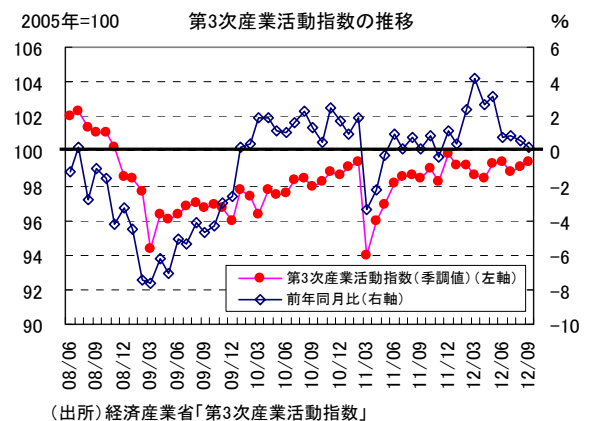
10月の国内企業物価指数は前年同月比▲1.0%と、7ヵ月連続のマイナスで、全23種目中、14種目がマイナスとなった。世界的な景気減速、国内消費の伸び悩みから、情報通信機器 (同▲10.1%)、鉄鋼 (同▲9.9%)、電子部品・デバイス (同▲3.6%) などが大きくマイナスとなった。ただ、石油・石炭製品のプラス幅が拡大、非鉄金属がプラスに転換したことを受け、全体では9月の同▲1.5%からマイナス幅が縮小した。輸出物価指数は、金属・同製品や化学製品、電気・電子機器などの下落が続く、契約通貨ベースで同▲1.8%と、10ヵ月連続のマイナス。輸入物価指数も、金属・同製品や木材・同製品、化学製品、電気・電子機器の下落から、契約通貨ベースで同▲1.9%と、6ヵ月連続のマイナスとなった。この結果、交易条件は、ほぼ横ばいの推移にとどまった。



(出所)日銀「企業物価指数」

○ 9月第3次産業活動指数 (11月12日)

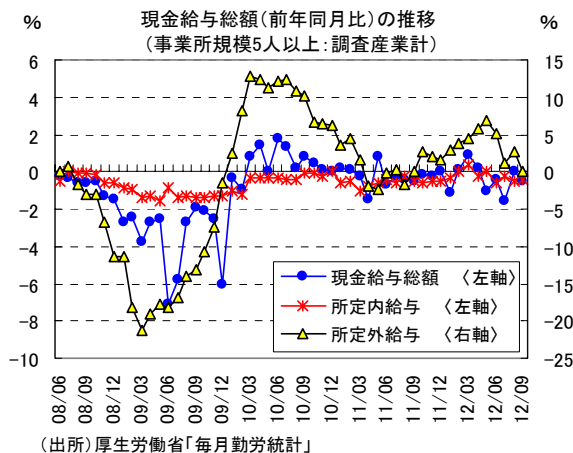
9月の第3次産業活動指数は前月比+0.3%と、2ヵ月連続で上昇した。業種別に見ると、金融業・保険業 (同+2.8%)、生活関連サービス業・娯楽業 (同+1.3%) など、13業種中10業種がプラス寄与となった。金融業・保険業では証券や生損保のプラス寄与が目立った。一方、卸売業・小売業 (同▲1.2%)、学術研究、専門・技術サービス業 (同▲2.8%) などがマイナス寄与となった。卸売業・小売業では自動車や織物・衣服・身の回り品関連のマイナス寄与が目立った。9月の第3次産業活動指数は小幅改善したものの、金融業・保険業が指数全体を押し上げた影響が大きく一時的な要因とみられることから、今後は停滞気味の推移が続くと予想する。



(出所)経済産業省「第3次産業活動指数」

○ 9月毎月勤労統計（確報、11月16日）

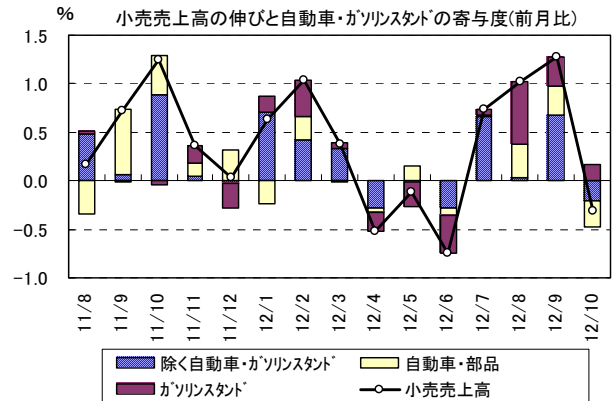
9月の毎月勤労統計では、現金給与総額（事業所規模5人以上：調査産業計）が前年同月比▲0.5%と、2ヵ月ぶりにマイナスとなった。内訳を見ると、定期給与が同▲0.4%と、4ヵ月連続の減少となったものの、特別給与は同+1.6%と、2ヵ月連続でプラスとなった。定期給与の内訳項目では、所定内給与が同▲0.4%と、4ヵ月連続の減少、所定外給与は同+0.1%と、辛うじてプラスとなった。一方、総実労働時間は同▲1.5%と、2ヵ月連続のマイナスとなった。内訳項目の所定内労働時間が同▲1.5%、所定外労働時間も同▲2.0%と、いずれも減少した。9月の現金給与総額は再びマイナスに転じ、これまで現金給与総額の伸びを支えてきた所定外労働時間もマイナス基調となっており、所得環境の改善は、今後も期待しにくい状況が続くと予想する。



《米 国》

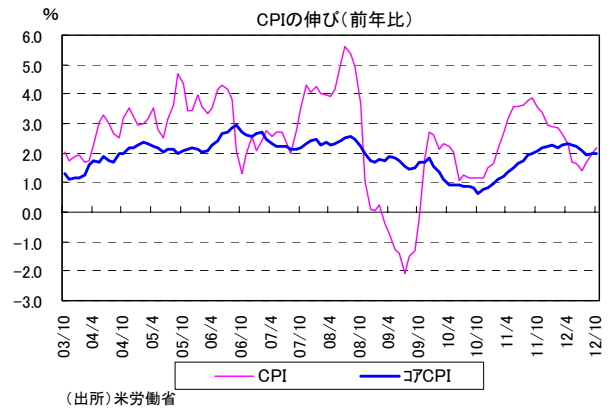
○ 10月小売売上高 (11月14日)

10月の小売売上高は前月比▲0.3%と、4ヵ月ぶりに減少し、市場予想(同▲0.2%、ブルームバーグ調査)をも下回った。業種別に見ると、自動車・部品や建材が大きく落ち込んだ。月末に発生した大型ハリケーン「サンディ」による影響が大きいとみられる。振れの激しい自動車・部品、ガソリン、建材を除くベースでは、同▲0.1%と、減少幅は小幅なものにとどまった。雇用環境が改善傾向を保っているほか、ハリケーンで破損した自動車の買い替え需要も見込まれることなどから、今後の個人消費は緩やかな回復基調を維持すると予想する。



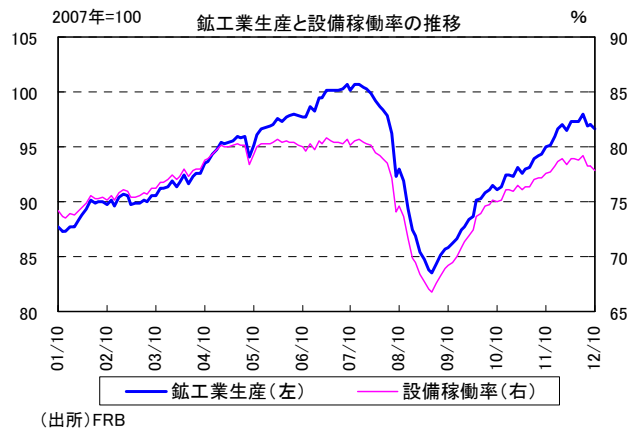
○ 10月CPI (消費者物価指数) (11月15日)

10月のCPIは前月比+0.1%と、伸び幅が9月の同+0.6%から縮小した。これは市場予想(同+0.1%)どおりの結果。ガソリンなどのエネルギーが同▲0.2%と、3ヵ月ぶりに低下し、全体を押し下げた。一方、エネルギーと食料品を除いたコアCPIは前月比で+0.2%と、賃貸料、アパレル、教育・通信などが上昇した結果、9月の同+0.1%から伸び幅が拡大した。ただ、前年比では9月の+2.0%から伸び幅は変わらなかった。賃金の上昇ペースは緩やかなものにとどまっており、コアCPIは今後も安定的な推移が続くとみる。



○ 10月鉱工業生産 (11月16日)

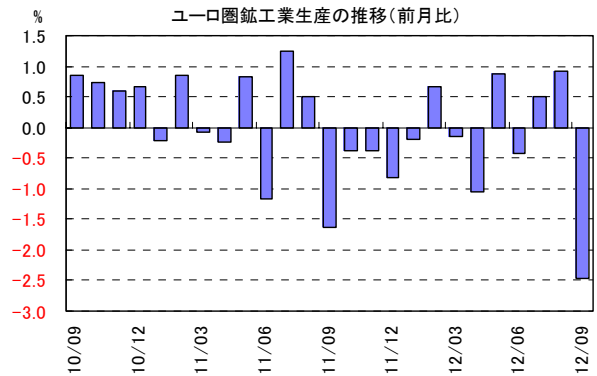
10月の鉱工業生産は前月比▲0.4%と、2ヵ月ぶりに減少し、市場予想(同+0.2%)を下回った。産業別に見ると、製造業が同▲0.9%、公益事業が同▲0.1%と、大型ハリケーン「サンディ」の影響を受け、ともに減少した。一方、鉱業は2ヵ月連続の増加となった。製造業の内訳を見ると、耐久財が同▲0.6%、非耐久財が同▲1.0%と、ともに2ヵ月ぶりの減少となった。設備稼働率は9月の78.2%から77.8%へと、2ヵ月ぶりに低下した。今後は、大型ハリケーンによる生産への悪影響が和らぐとみられるほか、新興国景気の底打ちが見込まれることから、生産は徐々に持ち直しに向かうと予想する。



《 欧 州 》

○ 9月ユーロ圏鉱工業生産（11月14日）

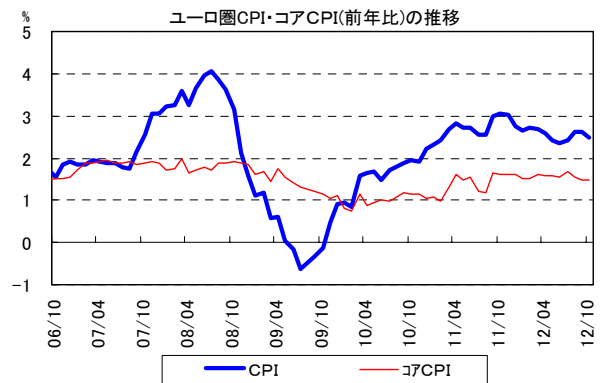
9月のユーロ圏鉱工業生産指数は前月比▲2.5%と、市場予想の同▲2.0%を下回り、2009年1月以来の大幅減となった。財別に見ると、消費財が同▲2.7%、中間財が同▲2.0%、資本財が同▲3.1%と軒並み減産となった。主要国では、ドイツが同▲1.8%、イタリアが同▲1.5%、スペインが同▲2.8%、フランスが同▲2.7%の減産となった。また、アイルランドが同▲12.6%、ポルトガルが同▲12.0%と、大きく落ち込んだ。新興国景気の持ち直しペースが遅れているほか、各国で緊縮財政政策が本格化していることから、今後も鉱工業生産は停滞気味の推移が続くと予想する。



(出所)ユーロスタット

○ 10月ユーロ圏CPI（確定値）（11月15日）

10月のユーロ圏消費者物価指数（CPI）は前年比+2.5%と、5ヵ月ぶりに伸び幅が縮小した。内訳を見ると、食品が同+2.7%→同+2.9%と、伸び幅が拡大したものの、エネルギー価格の伸びが鈍化したことを背景に、工業製品は同+3.4%→同+3.0%と、伸び幅が4ヵ月ぶりに縮小した。一方、物価の基調を表すコアCPIは同+1.5%と、伸び幅は前月と変わらず。主要国別では、ドイツが同+2.1%、スペインが同+3.5%と、伸び幅が変わらなかった一方、イタリアが同+3.4%→同+2.8%、フランスが同+2.2%→同+2.1%と、伸び幅が縮小した。ECBは11月の理事会で、景気悪化への懸念を示したほか、インフレについては、エネルギー価格の上昇などで年内は2%を上回って推移するが、中期的にはほぼ安定しているとの認識を示している。

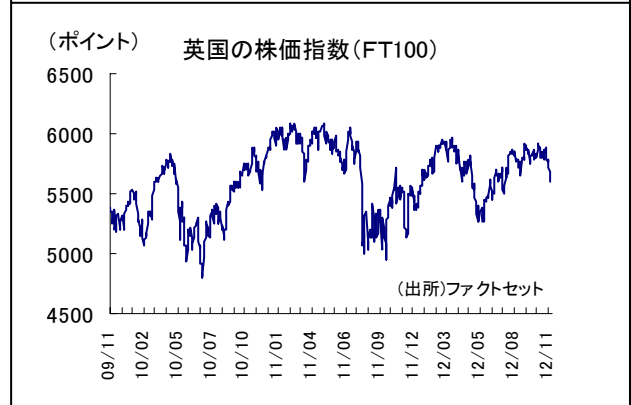
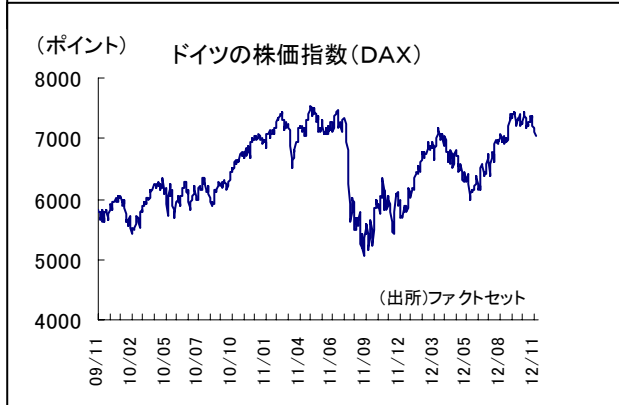
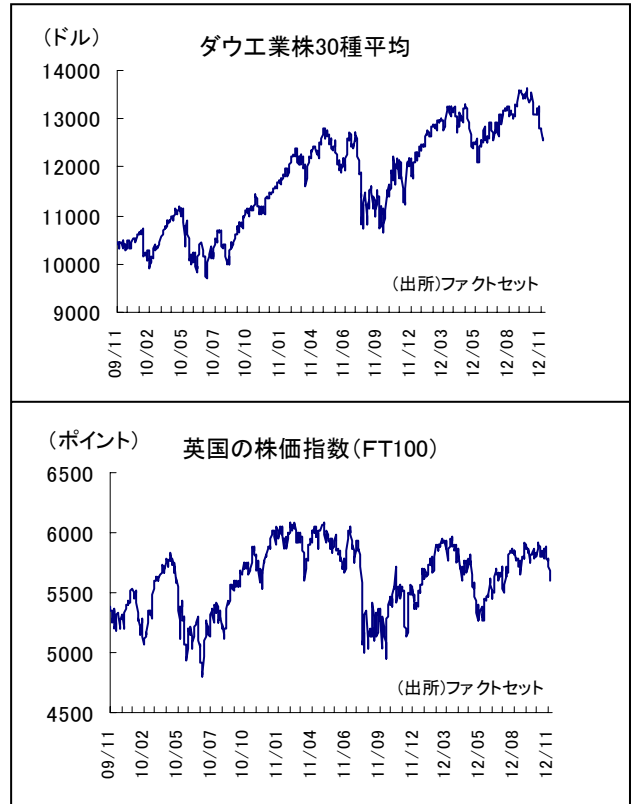
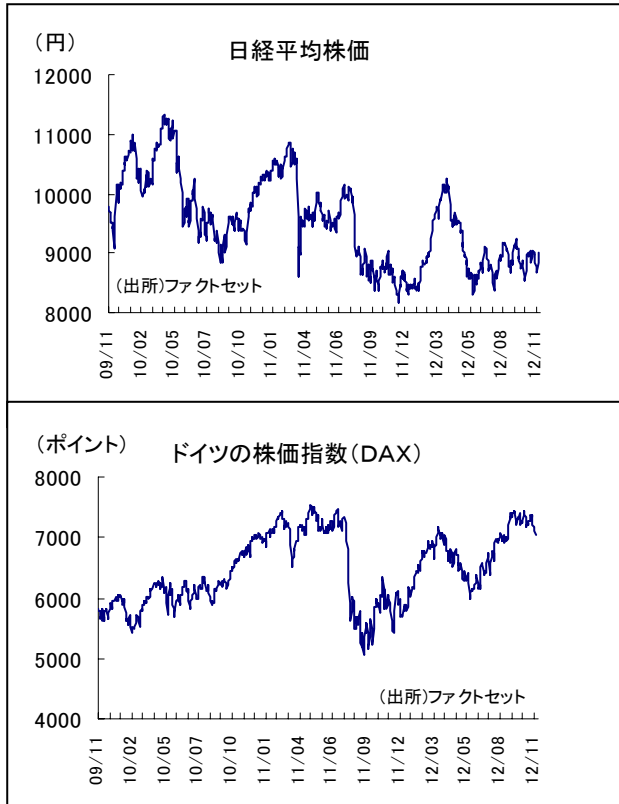


(出所)ユーロスタット

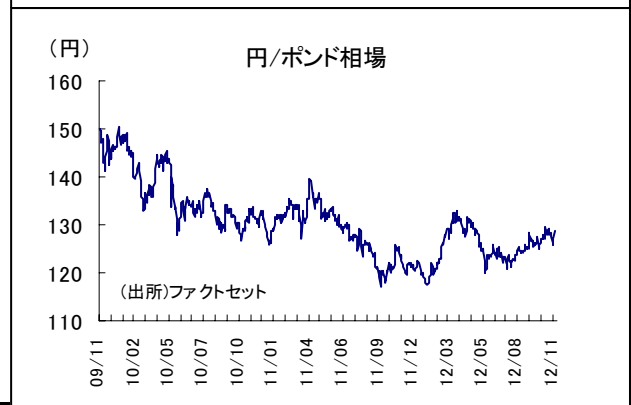
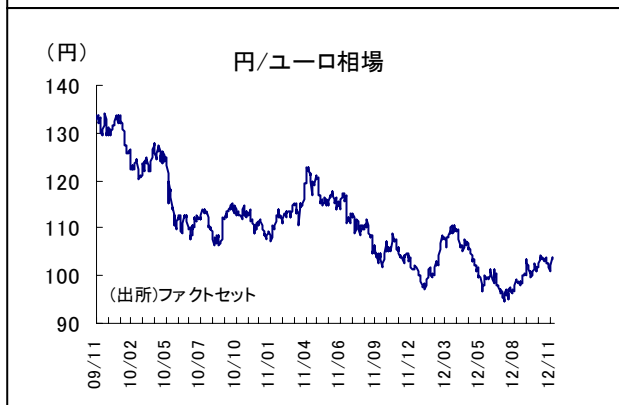
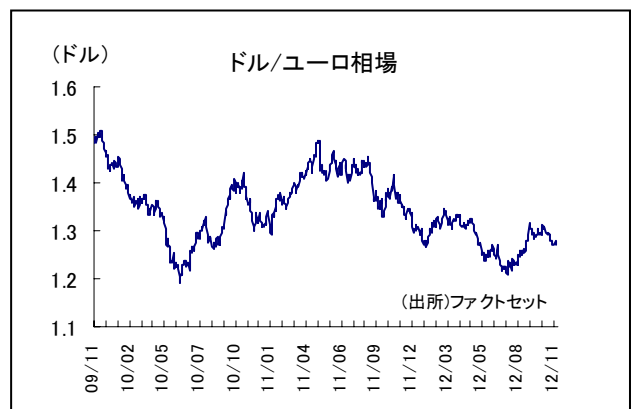
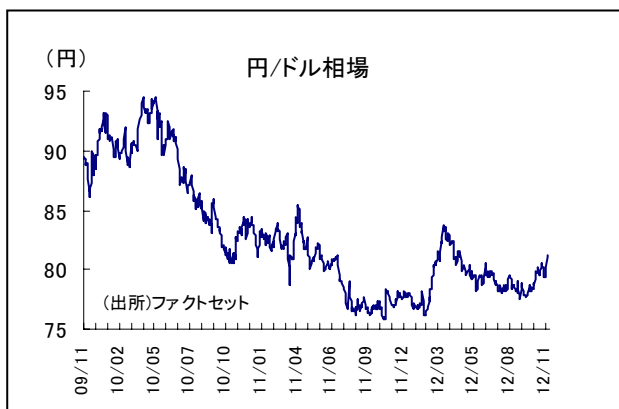


日米欧マーケットの動向 (2012年11月16日現在)

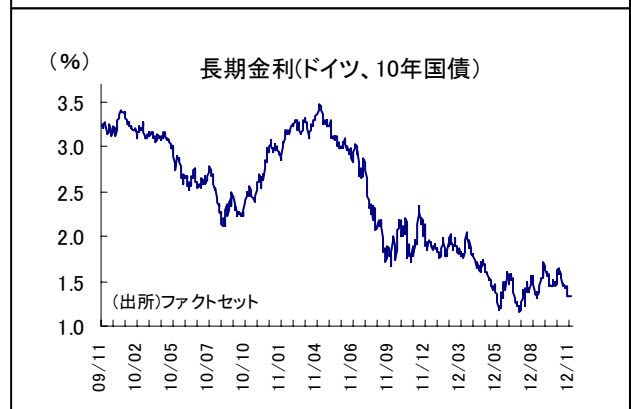
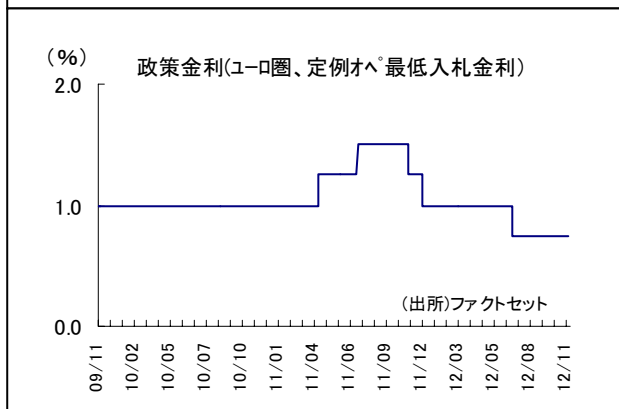
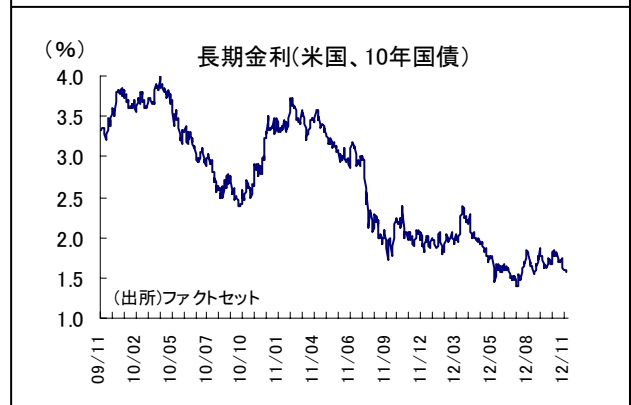
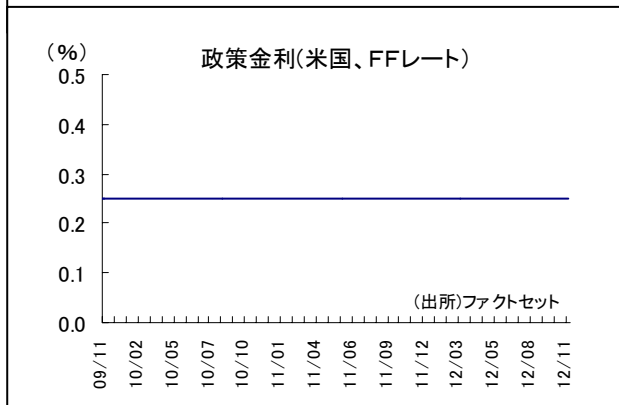
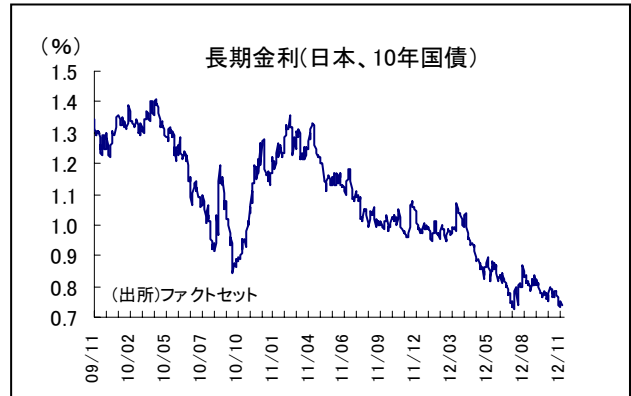
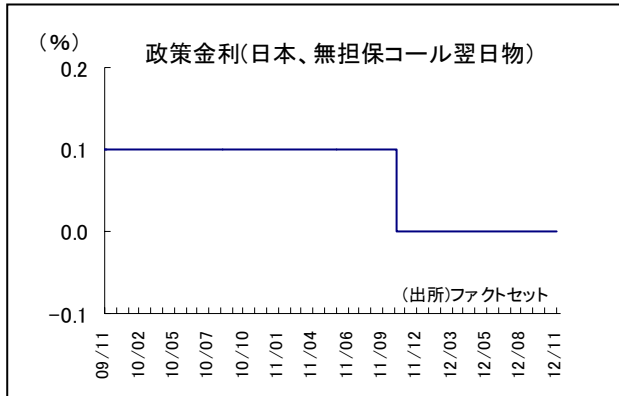
▽各国の株価動向



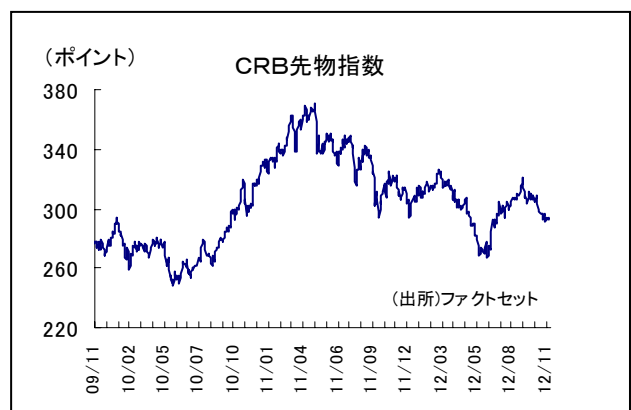
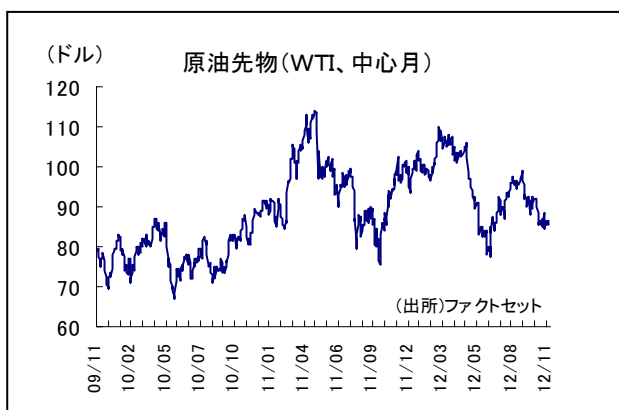
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内 2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、心光勝典、松下定泰、謝名憲一郎、信本将己  
水野有香、落合翔太、山口範大