

1-1. 世界: 2012年見通し - 財政制約、金融環境悪化で減速。進まぬインバランス修正

自律的回復への移行を確認できないなか政策の柔軟性は低下

- 世界経済は、先進国における政府債務の拡大に伴う財政制約の高まりと、金融市場の不安定化を受け減速の見通し。好調な姿を見せていた新興国でも外需の減退や、デレバレッジに伴う資本流入停滞の影響を受け、成長のモメンタムは鈍化。
- 欧米における債務問題をめぐる動きは政治的な色彩を強めており、景気支持と財政規律強化という両立が困難なテーマを前に政策運営におけるジレンマが増大。 債務問題の解決には相応の時間が必要であり、景況感が回復に入るのは早くても12年年央以降、遅ければ13年へずれ込むと予想される。

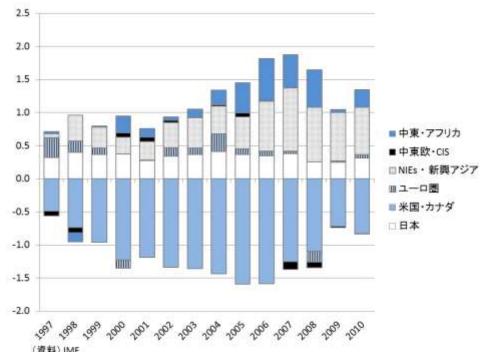
決定打に欠ける不均衡是正への動き

■ 世界同時不況後のテーマであるグローバルインバランス解消に大きな進展は見られず、貯蓄投資バランスの偏りは残存する見込み。これまでの累積的な流動 性供給が商品・資産の価格形成を歪めがちとなる状況も継続。所得格差の拡大など国内のインバランスが社会の不安定要因に。

▽ 経済成長率見通し(前年比:%)

▼ 程계队长举兑通し(削平比:%)											
	構成比 (2009年)	2007	2008	2009	2010	2011f	2012f	2013f			
世界	100.0	5.4	2.8	-0.7	5.1	3.8	3.4	4.1			
先進国	53.1	2.8	0.1	-3.7	3.1	1.6	1.4	2.1			
米国	19.9	1.9	-0.3	-3.5	3.0	1.7	1.7	2.3			
ユーロ圏	21.1	3.1	0.4	-4.2	1.7	1.5	0.3	1.3			
ドイツ	4.0	3.4	8.0	-5.1	3.6	3.0	0.5	1.5			
フランス	3.0	2.2	-0.2	-2.6	1.4	1.5	0.4	1.4			
英国	3.0	2.7	-0.1	-4.9	1.4	0.9	0.8	1.6			
日本	5.9	2.4	-1.2	-6.3	4.1	-0.8	2.1	1.8			
NIEs	3.8	5.9	1.8	-0.7	8.4	4.1	2.5	3.7			
新興国	46.9	8.9	6.0	2.8	7.3	6.0	5.3	6.1			
中東欧	3.5	5.5	3.1	-3.6	4.5	4.6	2.1	3.3			
CIS	4.3	8.9	5.3	-6.4	4.6	4.3	3.5	4.1			
ロシア	3.0	8.5	5.2	-7.8	4.0	3.8	3.2	4.1			
新興アジア	23.1	11.5	7.7	7.2	9.5	7.7	7.2	7.8			
中国	12.9	14.2	9.6	9.2	10.3	9.1	8.6	8.8			
インド	5.2	10.0	6.2	6.8	10.1	6.9	5.8	7.0			
ASEAN5	3.5	6.3	4.8	1.7	6.9	4.6	4.5	5.5			
ラテ ンアメリカ	8.5	5.8	4.3	-1.7	6.1	4.5	3.4	4.3			
ブラジル	2.9	6.1	5.2	-0.6	7.5	3.2	3.0	4.8			
中東・北アフリカ	5.0	6.7	4.6	2.6	4.4	3.7	3.2	4.1			
サブサハラアフリカ	2.4	7.1	5.6	2.8	5.4	4.8	4.7	5.1			

▽経常収支(名目世界GDP比:%)



(資料) IMF, 丸紅経済研究所

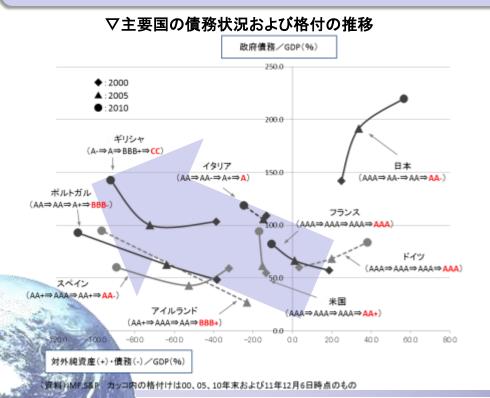
1-2. 世界: 2012年の注目点①

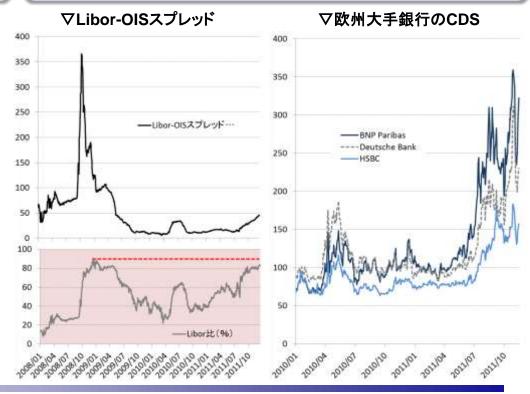
2012年の注目点: 1.政府債務問題

- 重債務国では財政悪化と景気悪化のスパイラルが深刻に。欧州の該当国では、財政資金調達における市場復帰に数年を要する見込み。
- 債務の安定性に対する評価は、その絶対的水準よりもむしろリファイナンス の持続可能性が左右。対外依存度の高さは不安定性に直結。
- 欧州における問題国救済は、金融支援の形態からより明示的に財政の融合へとシフト。将来の財政統合に向けた歩み寄りがなければ、重債務国の格付は一段と低下。一部の該当国の格付はジャンク級となり、ギリシャ同様債務再編の可能性が高まる。

2012年の注目点: 2. 金融システムの健全性

- 国債の信用力低下で、銀行間の信用状況は一段と悪化。Libor(銀行間金利)、Ovemight Indexed Swap(≒無リスク金利)間のスプレッドは拡大。金利水準で基準化すると、リスクプレミアムはリーマンショック直後に迫る水準に。
- また、国債の格下げは、当該国の民間債務の信用力にも影響するため、特に域内にエクスポージャーを多く持つ欧州系銀行の信用力が低下。
- 金融当局は、流動性供給の拡大と、銀行の資本増強のコンビネーションで事態の収束を図っているが、銀行間市場の長期安定には、カウンターパーティリスクを低減させる何らかの制度(信用補完等)が必要に。





1-3. 世界: 2012年の注目点②

2012年の注目点: 3. 中央銀行の流動性供給

- 先進国の中央銀行は、金融危機時にシステミックリスク拡大の防止のため 流動性供給を拡大。政策金利をゼロ近傍に引き下げると同時に、景気回復 期に入っても通貨供給を高め、量的(信用)緩和を強化。
- しかし、こうした例外的な緩和措置は実体経済における信用創造に十分にはつながっておらず、商品、金融商品、不動産などの市場に流入、価格形成を部分的に歪めていると考えられる。
- FRBのQE3(第3次量的緩和)、ECBの国債購入増額については、危機の重大性と、想定される副作用を十分精査したうえでの実施となると思われる。

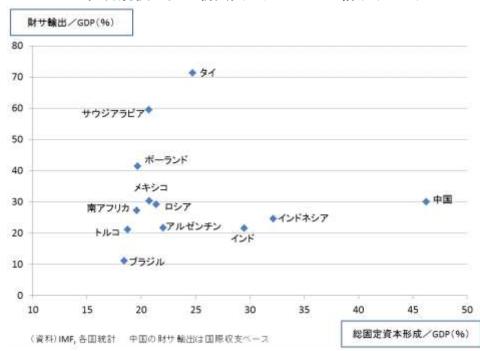
▽マネタリーベースの推移(米ドル換算:10億ドル)



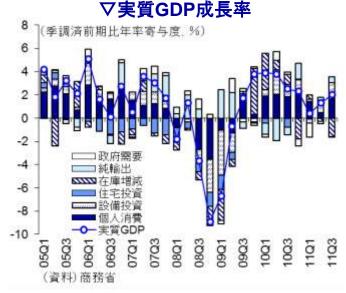
2012年の注目点: 4. 新興国経済の持続可能性

- 先進国経済の減速は、外需を通じて新興国経済にも影響する見通し。ただし、主要新興国の輸出依存度は世界同時不況後おおむね低下しており、輸出面から見た耐性は向上。
- 加えて、アジア、中東等では欧米向け輸出のシェアが低下。一方で中国への依存が高まっており、中国経済の行方が鍵を握る状況に。
- 一方、一段の金融不安で信用収縮が深刻化すれば、資本流入の停滞/流 出を引き起こす可能性が増大、国内投資の減少要因に。特に中国では現 在の高水準の投資が維持されるかが注目される。

▽ 経済規模上位の新興国におけるGDP構成(2010)



2. 米国:金融危機後の調整が続く。財政問題は今後も継続









■ 一見堅調だが、自律的回復にはなお時間

- 11年後半は個人消費、設備投資が牽引し回復が加速。債務問題に伴うマインド悪化にも関わらず、実体経済は堅調を維持。12年は、政策効果の一部剥落などで年前半は弱い回復となるが、後半に年率2%台への復帰を見込む。
- 堅調な消費は可処分所得の増加と整合的だが、所得環境の改善は政府の家計支援による部分が大きく、今後の政策次第では急変も。
- 雇用面では、歴史的な高失業率と失業期間の 長期化が継続、政治的にも最重要課題。回復 の弱さは、雇用創出力の弱さに起因する構造 的な問題。12年も急回復は期待できず。
- 住宅市場では、ネガティブエクイティ(ローン残高>資産価値)の物件の増加等が延滞・差押さえの高止まりや在庫増加を通じ、さらなる価格低下へと循環。価格の底入れ時期が焦点。

■ 財政再建と景気維持のジレンマ

- 財政赤字削減策に関する超党派委員会の協 議は決裂し、13年1月からの歳出強制削減が 決定。長期の財政再建の審議は、大統領選後、 13年以降へ先送りされた形。
- オバマ大統領の示した4,470億ドルの雇用促進 法案は、富裕層増税に対する共和党の反対で、 分割審議。当面の焦点は、12月末に失効する 給与税減税と失業保険給付延長の扱い。

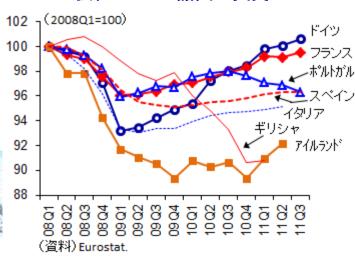
■ 大統領選:共和党の候補者レ―スは大混戦

- 12年1月から予備選が開始。異例に低い支持率に苦しむオバマ大統領の一方で、共和党も強力な候補者の擁立に至らない状況。また、現在の景気・雇用低迷の責任が、オバマ大統領以上に共和党にあると考える有権者が多く、これも消極的なオバマ支持に。

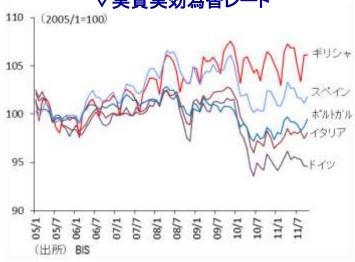
3. 欧州: 依然として歪みが残るユーロ体制。ギリシャに続く債務再編も



▽独仏とPIIGS諸国の実質GDP



▽実質実効為替レート



■ 中核国でも減速傾向強まる

- 11年の経済は年央にかけ、景気拡大を続ける ドイツ、フランスなど中核国と、債務問題を抱え るPIIGS諸国等との二極化が鮮明に。年央以 降は債務問題の拡大を受け、中核国の景気に も減速感が強まっている。ユーロ圏全体では12 年を通じて極めて低い成長が続くと予想される。
- 重債務国における財政・景気悪化のスパイラ ルは継続。財政悪化が①財政資金調達コスト の増大(支援プログラムを利用してもなお財政 を圧迫)②長期金利の高止まりを通じた景気の 下押し(税収回復の阻害要因)——という経路 で互いに影響しあう形に。為替レートが単一な ため、ユーロ圏内では通貨調整によるスタビラ イザーも機能しない状況。
- ユーロ体制維持のため中核国の負担は増大、 財政制約から景気対策を発動できる余地に乏 しい。銀行の経営悪化から金融システムにも不 安が拡大。ドイツやフランスをも含む、ユーロ圏 全域にわたる格下げの可能性も。

■ 財政危機の終息は見えず

- 12月8,9日のユーロ圏首脳会議では、財政規 律を強化する新協定を結ぶことで合意。しかし、 各国の財政の主権は維持されており、実効性 には疑問が残る。また、政治情勢などから合意 内容のまま国内批准するのが困難な国が存在 すると見られ、新協定の策定自体も難航が予 想される。
- さらに、ユーロ圏共同債の発行やECBによる 国債買い入れ拡大など、より踏み込んだ政策 では合意に至らず。ユーロ体制の安定には、一 段の財政融合が不可欠であり、強い政治的 リーダーシップが要求されることに。

4. 中国: 投資主導の成長には基調的な変化も。失速の可能性は低い





(資料) CEIC database.

▽消費者物価 10.0 (前年比.%) 8.0 6.0 4.0 2.0 0.0 -2.0 消費者物価 ・・・・・・コア(除く食品エネルギ -4.0 2008/1 2008/7 2009/1 2011/1 7/6007 7/0102 (資料) CEIC database.



■ 投資の段階的縮小で減速の見込み

- 11年の経済成長率は10年の10.4%から9%付近へと減速する見込み。12次5ヵ年規画における「富民」や「内需重視」の方向性に従い、消費はある程度の底堅さを見せるが、4兆元の景気刺激策効果の剥落や引き締め策の強化などにより、投資の伸びは年末にかけ減速。
- 12年に入っても、これまで高い水準を保っていた投資の伸びはそのペースを緩めると予想される。外部環境の悪化から、消費マインドや外需にも陰りが出ると見られ、自然体で成長率は8%台に減速すると予想される。
- -一方、中国は政策の柔軟性が高いことから、減速感の高まりに対しては、財政、金融両面から何らかの景気刺激策がとられる可能性が高い。 足元の物価上昇率の低下も支援材料。
- -さらに、12年には指導部の交代が予定されている。歴史的には、党大会の年には景気刺激 策が発動される場合が多く、成長は高まる傾向 にある。

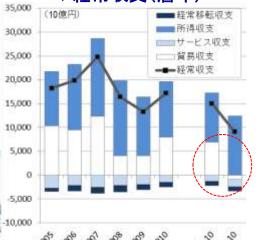
■ 第12次5力年規画

- 11年3月の全人代で採択された同規画では、 「強国」から「富民」へと重点政策のシフトが明 示されており、労働分配率の向上などを通じ、 「投資主導型」から「消費主導型」の成長へと転 換を目指すもの。
- 同規画は胡錦涛政権が作成した最後の5カ年 規画となるが、その特徴が「分配重視」である のに対して、新政権の方向性は「底上げ重視」 とされる。こうした背景から、同規画が効力のあ る15年までは、分配の改善を目指しながらも、 高い成長率は堅持するという、両立が困難な テーマに取り組むことに。

5. 日本: 復興需要が顕在化。国際収支に構造的変化



▽経常収支(暦年)



(出所) 財務省

▽貿易·経常収支見通し(日本貿易会:年度) (10億円)

		2010年度実績		2011年度見込み		2012年度見通し		
		金額	前年比(差)	金額	前年比(差)	金額	前年比(差)	
	通関類	通関貿易収支		192	-571	-5,949	3,208	3,778
通		総額	67,792	14.9%	66,461	-2.0%	69,173	4.1%
関	輸出	数量要因		14.6%	_	-1.4%	_	4.1%
関貿易収		価格要因	_	0.2%	_	-0.6%	_	0.0%
		総額	62,413	16.0%	67,031	7.4%	65,965	-1.6%
支	輸入	数量要因	_	12.4%	_	0.4%	_	2.4%
		価格要因		3.3%	_	7.0%	_	-3.9%
経	経常	又支	16,126	344	12,397	-3,728	16,194	3,797
経常		貿易・サービス収支	5,223	441	-786	-6,009	2,952	3,738
収支		所得収支	12,078	2	14,202	2,124	14,317	115
文		経常移転収支	-1,175	-99	-1,018	157	-1,074	-56

(資料)日本貿易会

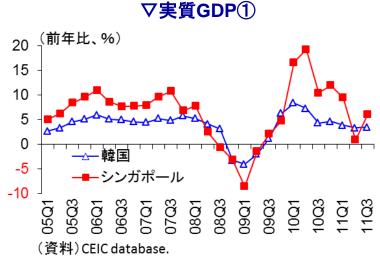
■ 震災の影響が色濃く出た11年、復興の12年

- 11年の日本経済は、東日本大震災発生後の電力不足・サプライチェーン分断による供給ショック、個人消費における自粛ムードの広がりなどを背景に、年前半大きく屈折。
- 7-9月期には電力・サプライチェーンの回復に加え、抑制されていた消費にも反動が見られ、実質GDP成長率(前期比年率)は、+5.6%と大きく反発。しかし年末にかけ、海外経済の減速等を受け回復のモメンタムは低下。
- 12年には第3次補正予算における12兆円規模 の震災対策費の執行が本格化し、特に前半の 成長率を押し上げる見込み。海外経済減速、円 高定着に伴う投資の海外シフト等が懸念材料。
- 震災復興費の主な財源は復興債11.6兆円(償還期限25年)だが、償還財源として13年より所得税をはじめとする増税が計画されており、来るべき家計負担の増大が消費マインドに影響を与えることも。また、税と社会保障一体改革における国民負担の方向性なども注目点。

■ 対外経済には大きな変化

- 震災後の供給ショックは一段落したが、輸出の 回復の弱さに対し、輸入は原子力発電の代替 燃料としての化石燃料輸入の急増で高止まっ ており、11年の貿易収支は赤字となる見込み。
- 円高の定着等を背景に、企業の生産拠点の海外シフトが活発化する兆候あり。諸機関による企業の設備投資動向調査でも、国内投資を抑制し、海外投資を増加させる方向性が鮮明に。
- 近い将来の貿易赤字定着には至らないと考えられるが、国際収支の構造として貿易黒字の縮小、所得収支(利子、配当など)黒字の拡大という傾向は継続すると予想される。

6. NIEs: 海外経済の減速は大きな負荷に。高まる中国の影響

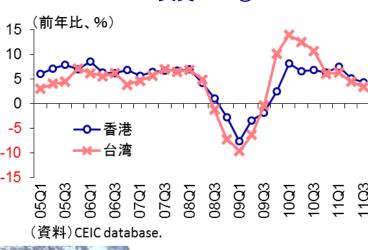


▽海外経済への依存度

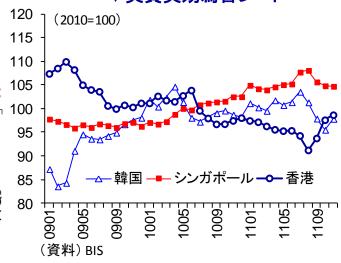
				10	H GDPLL、%	
		貿易・サービス		対内直接	対内証券	
		輸出		投資	投資	
韓国	2005	40.2	06~10	0.2	2.2	
神 中国	2010	53.9	平均	0.2	2.2	
シンガポール	2005	230.2 06~10		14.2	2.6	
シンガポール	2010	210.9	平均	14.2	2.0	
香港	2005	198.7	06~10	26.7	9.0	
TET / CS	2010 222.9 平均		平均	20.7	9.0	
台湾	2005	61.4	06~10	1.3	-5.2	
	2010	72.7	平均	1.3	-5.2	

(資料)IMF

▽実質GDP②



▽実質実効為替レート



■ 先進国の減速は相応のインパクト

- 11年のNIEs諸国の経済は、前年の急回復の反動減はあったものの、年初の強めの成長の効果で、通年でも4%前後の回復を達成する見込み。ただし、年後半に明らかになったセンチメントの悪化は、世界経済の減速に伴い12年に入っても継続する見通し。
- NIEs諸国の経済は、構造的に海外への依存が 高く、その変調に左右されやすい。しかしながら、 輸出面では欧米への依存度が低下しており、 世界同時不況時と比較すればある程度の耐性 は備わったと考えられる。代わって中国依存が 高まっており、中国の動向も大きな鍵。

■ 選挙を控え財政出動も

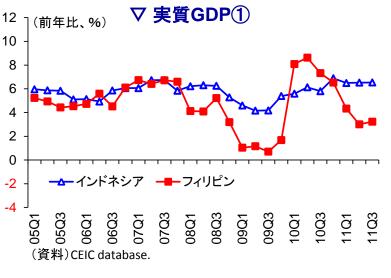
【韓国】経済は減速傾向。IT需要の低迷等の影響を受けてはいるが輸出は底堅く、内需の停滞を補う形。ウォン安にバイアスのかかった為替政策は継続すると考えられるが、過度な切り下げはインフレにつながるリスクも。12年には4月の総選挙、12月の大統領選挙を控えており、何らかの景気対策が打たれる可能性あり。

【シンガポール】成長ペースは鈍化傾向が鮮明。 11年7-9月期は、バイオ医薬品等の製造業が内需を牽引し、前年比+6.1%と持ち直しを見せたが、その後の金融不安の拡大は、同国の主要産業である金融セクターに負荷となると見られる。

【香港】設備投資を始めとする堅調な内需が景気を 下支えしているものの、輸出依存度が極めて高く、 世界経済の減速に伴う外需低迷が顕著に。

【台湾】半導体や液晶パネル等の主要産業が海外経済の減速を受けて大幅に縮小、外需の減退を通じて内需にも影響。12年1月には総統選を控えており、何らかの景気刺激策の可能性も。

7. アセアン: 内需拡大を背景に抵抗力の強まった経済。資本流入の停滞がリスク



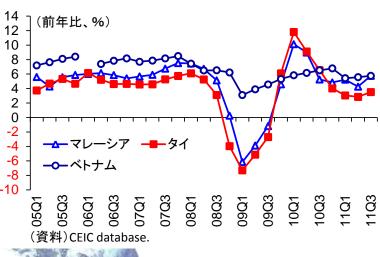
▽ 海外経済への依存度

名目GDP比、%

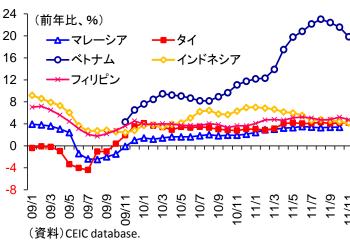
				対内直接 投資	対内証券 投資	
インドネシア	2005	35.0	06~10	1.5	1.7	
インドホンノ	2010	24.7	平均	1.0	1.7	
フィリピン	2005 43.5 06~10	1.5	2.3			
フィッピン	2010	32.6	平均	1.0	۷.۵	
マレーシア	2005	117.0	06~10	3.3	0.4	
マレージア	2010	97.2	平均	ა.ა	0.4	
タイ	2005	73.5	06~10	3.2	1.3	
21	2010	71.3	平均	ა.2	1.3	
A1 4 1	2005	69.0	06~10	7.8	2.5	
ベトナム	2010	74.8	平均	7.8	2.5	

(資料)IMF

▽ 実質GDP②



▽ 消費者物価



■ 減速しつつも安定した成長

- アセアン経済は、輸出鈍化やタイの洪水の影響でやや減速しているものの、総じて見れば、 安定した成長を続けている。
- 12年の経済は輸出依存度の高い国、既往の 対内投資の水準が高かった国などを中心に 先進国経済減速の一定の影響を受けると予 想される。しかし一方で、①世界同時不況を 経て輸出面における欧米への依存度が低下 していること②インフラ投資をはじめとして資 本蓄積が継続すると見込まれること③所得増 が個人消費を支えると予想されること——な どから大幅な減速は免れる見込み。

【インドネシア】11年は内需主導で6%台半ばの景気拡大を見るが、12年は若干減速の見込み。中銀はインフレの落ち着きを背景に金融緩和に転換。一方で、最低賃金の大幅引き上げが見込まれ、その影響が他の階層に及ぶリスクも。

- 【フィリピン】輸出比率は比較的低いものの、輸出 の過半を占めるエレクトロニクス関連商品の在 庫調整の動きもあり、減速感が強まっている。 海外居住者からの送金は堅調を維持すると見 られており、旺盛な個人消費が底支えに。
- 【タイ】洪水の影響で11年の成長率は1%前後となる見込み。中銀は利下げに動いたが現時点では大胆な下げ幅とはなっていない。12年はGDP比8.9%にのぼる復興プラン執行で年後半にかけ成長が加速する見通し。
- 【マレーシア】輸出依存度が高く、外部経済の影響を受けやすい構造だが、近年では欧米への依存度が低下、代わって中国向け輸出が拡大。中国経済の動向は大きな鍵に。

【ベトナム】ピークアウトしたもののインフレ率は +20%近く。金融政策と為替政策の一段の調和 が求められる。海外資本への依存度が大きく、 一段の信用収縮はダウンサイドリスクに。

8. インド: 物価上昇に伴う金融引き締めで景気は減速



▽卸売物価上昇率

(前年比.%) 🚗

(資料) CEIC database.

10

8

0

-2



▽海外経済への依存度

∭ 工業製品 ■■ 燃料・電気	≡
<u></u> 食品 その他	< l ₁
77.9 - 1.0 - 1.0	0/5 0/9 1/1 1/5

				名	目GDP比、%
		貿易・サービス 輸出		対内直接 投資	対内証券 投資
インド	2005	19.2	06~10	2.4	1.4
421	2010	21.2	平均	2. 4	1.4

(資料)IMF

■ 物価上昇が景気の足かせに

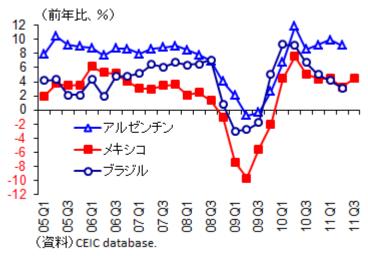
- 主要新興国の中でも、インドは景気減速が鮮明。11年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と低下が加速。主因は物価上昇とそれに伴う金融引き締め。
- 卸売物価は前年比+9%以上の高い伸びが継続。食料品価格は伸びが鈍化しているが、エネルギー、工業製品は高止まり。
- 中央銀行は、10年3月から11年10月まで13回にわたる利上げを実施(4.75⇒8.5%)。物価上昇のペースが今後弱まるとの見通しから、12月以降の利上げ休止を示唆したが、資金流出に伴うルピー安の影響もあり物価上昇圧力は当面残ると見られる。
- 消費、投資とも停滞しているが、不振が目立つ のが、自動車販売。大手自動車メーカーのスト なども影響し、11年4-9月までの乗用車販売は 前年比▲0.5%。先行きについては、内需の鈍 化に加え、世界経済の動きに合わせ輸出も減 速が避けられない見込み。

■ 安定感に乏しいルピー相場

- 経済に対する欧州債務危機の影響も大きい。 物価高を伴う景気減速、経常・財政収支の悪 化などの要因が加わり、11年8月以降のル ピーの下落幅は、主要アジア通貨の中で最大。
- これに対し、政府・中銀は、ドル売り介入のほか、非居住者による債券投資の上限引き上げなど資本流入規制の緩和措置を相次いで実施。その一つが、総合小売業における直接投資規制の緩和。実施時期はいまだ未定だが、資金流入とともに、流通システムの近代化及びインフレ抑制効果が期待される。

9. ラテンアメリカ: 減速は見られるが、内需に支えられた成長が継続

▽実質GDP①



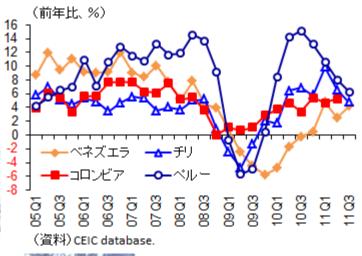
▽海外経済への依存度

A CODDIL O

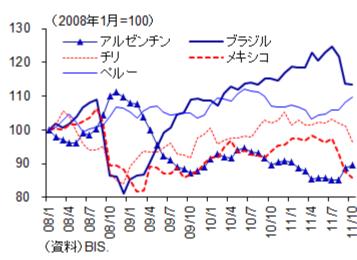
				名	目GDP比、%
		貿易・サービス 輸出		対内直接 投資	対内証券 投資
ブラジル	2005	15.7	06~10	2.2	2.1
7 7 7 10	2010	11.2	平均	2.2	2.1
メキシコ	2005	27.1	06~10	2.2	1.4
ノインコ	2010	30.3	平均	2.2	1.4
アルゼンチン	2005	25.7	06~10	2.2	1.0
1106777	2010	22.0	平均	2.2	1.0
ベネズエラ	2005	39.5	06~10	-0.2	0.5
ハホスエノ	2010	23.0	平均	-0.2	0.5
コロンビア	2005	16.6	06~10	3.7	0.8
コロンレア	2010	15.6	平均	3.7	0.6
チリ	2005	40.9	06~10	7.4	1.5
7.9	2010	40.2	平均	7.4	1.0
ペルー	2005	24.8	06~10	4.5	1.3
~\JV—	2010	24 1	平均	4.0	1.3

(注)ペルーの2010年のデータは、2009年のデータを使用 (資料)IMF

▽実質GDP②



▽実質実効為替レート



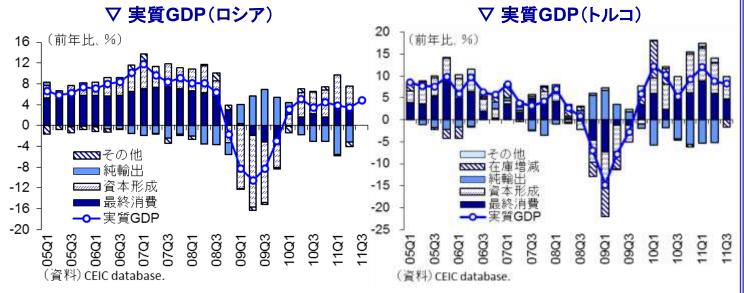
■ 高成長が続いたが、足もと減速

- ラテンアメリカ諸国では、中間所得層の拡大 が続いているほか、天然資源に恵まれ、近年 の資源高の恩恵を享受してきたことなどから、 内需を中心とした高成長を続けてきた。
- リーマン・ショック後は、一時的な景気の落ち 込みが見られたが、その後は急回復し、早期 にショック前の高い成長率に復帰。もっとも、足 もとでは、インフレ率の上昇や、それに対応す る利上げが進められてきた影響に加え、世界 的な景気減速の影響もあって、再び伸び率が 鈍化している。
- 一方、世界経済の先行き不透明感が増す中、 再び金融緩和や景気刺激策を実施する動き が見られる。傾向から見ても内需の厚みが増 していくと考えられることから、景気の腰折れ は回避できる見通し。

■ 比較的低い海外依存度

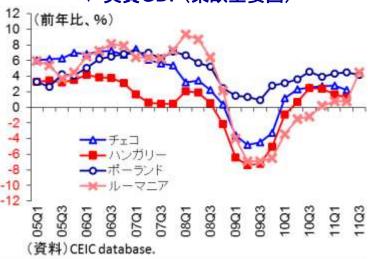
- ブラジル、アルゼンチン、メキシコはかつて通 貨危機を経験したが、現在の公的債務は健全 なレベルに回帰。また、ブラジル、アルゼンチ ンは海外経済への依存度も低いため、以前の ような危機に至るリスクは小さい。
- 一方、メキシコの海外依存度は高めであり、特に米国景気低迷の影響を受けやすい状況。また、チリはこれまでの資本流入が高水準であったことから、金融環境の悪化による資本流入の停滞に影響を受けやすいと見られる。
- 世界的に緩和的な金融環境の中、ブラジルでは経済規模・成長性や高金利を背景に短期資金の流入が続き、レアルは相対的に強い状態が継続。中銀はいち早く利下げを実施。

10. ロシア・中東欧: 西欧との関係強く、海外依存度の高い国を中心に減速



(資料)IMF

▽ 実質GDP(東欧主要国)



▽ 海外経済への依存度

A H CDDLL N

	自GDP比、%					
		貿易・サービス 輸出		対内直接 投資	対内証券 投資	
ロシア	2005	35.2	06~10	3.5	0.3	
нуу	2010	30.1	平均	3.5	0.3	
チェコ	2005	67.1	06~10	3.6	1.9	
711	2010	71.6	平均	3.0	1.8	
ハンガリー	2005	67.8	67.8 06~10	17.1	1.2	
ハンカリー	2010	84.9	平均		1.2	
ポーランド	2005	37.1	06~10	3.8	1.8	
小一ラント	2010	42.2	平均	3.8	1.8	
	2005	33.4	06~10	E /	0.5	
ルーマニア	2010	35.9	平均	5.4	0.5	
	2005	21.7	06~10	0.5	1.0	
トルコ	2010	21.1	平均	2.5	1.0	

■ ロシア:欧州減速の影響は免れない

- ロシア経済は、資源価格の高止まりなどを背景に、投資・消費主導で、3~4%台の安定的な景気拡大が継続。ただし、先行きについては、主要輸出先である欧州経済の動きに合わせて、減速は避けられないとみられる。なお、現在の4%程度の成長は潜在成長率に近いと考えられ、インフレも沈静の方向。
- 12年の主なトピックは、WTOへの正式加盟と 大統領選挙。WTOには、12年7月までに正式 加盟予定。また、3月の大統領選では、プーチ ン氏の勝利が事実上確定。

■ トルコ:一段の金融不安がリスク

- 足もとのトルコ経済は、内需を中心に堅調に拡大しているものの、経常収支赤字の高さ (11Q2:GDP比▲11.3%)等を背景に、信用収縮リスクや通貨安によるインフレ加速のリスクが高まっている。トルコは、地理的に近い欧州金融機関からの与信が大きく、金融市場は不安定的な状態が続く可能性がある。

■ 東欧:ハンガリーでも債務問題

- 輸出比率の高いチェコ、ハンガリーは、西欧経済減速の影響で鈍化傾向が鮮明。特に、ハンガリーでは、GDPの8割に達する政府債務や金融面での対外依存の高さなどを背景に、国債利回りが上昇。11年11月にはIMFに金融支援を要請。
- -ポーランドの11年の経済は内需主導で堅調に推移。ズロチ安が輸出を助けている側面も。 ルーマニア経済も内需主導型だが、09年IMF に金融支援を要請した際の条件となった財政 再建などの影響が残る。12年以降は徐々に巡 航速度に戻っていく見込み。

11. 中東・アフリカ: 不安定な状況は変わらず。西側とのパワーバランスの変化も

▽中東・北アフリカにおける民主化運動の動向

	名目GDP	1人当たり GDP	失業率	かル率	民主化関連の動き		
	10億ドル	ドル	%	%			
アルジェリア	158	6,966	10.0	3.9	大統領退陣等を求めデモ発生。現状、深刻な混乱には至らず。		
バーレーン	23	26,932	n.a.	2.0	マジョリティのシーア派によるデモ発生。武力で弾圧して対抗中。		
エジプト ☆	218	6,417	9.0	11.7	2月にムバラク大統領辞任、軍が暫定統治。来年6月に大統領選。		
イラン	407	11,883	14.6	12.4	小規模デモ発生。特段の影響なし。		
イラク	81	3,548	n.a.	2.4	小規模デモ発生。特段の影響なし。		
ヨルダン	26	5,767	12.5	5.0	小規模デモ発生。王制に影響なし。		
クウェート	133	38,775	2.1	4.1	小規模デモ発生。特段の影響なし。		
レバノン	39	15,239	n.a.	4.5	小規模デモ発生。特段の影響なし。		
リビア ☆	71	13,846	n.a.	2.5	10月カダフィ大佐死亡。暫定政府が統治。		
モロッコ	91	4,794	9.1	1.0	小規模デモ発生。王制に影響なし。		
オマーン	58	25,492	n.a.	3.3	小規模デモ発生。王制に影響なし。		
カタール	127	88,222	n.a.	-2.4	デモ等は発生せず。		
サウジアラビア	448	22,607	10.0	5.4	マイノリティのシーア派による小規模デモが発生。王制に影響なし。		
スーダン	65	2,380	13.7	13.0	民主化デモの特段の影響なし。		
シリア	59	5,126	8.4	4.4	3月以降民主化デモ発生。アサド大統領は武力で弾圧して対抗中。		
チュニジア 🏚	44	9,454	13.0	4.4	民主化デモを受け、1月にベンアリ大統領が国外逃亡。新政権樹立。		
UAE	302	47,439	n.a.	0.9	デモ等は発生せず。		
イエメン ☆	31	2,606	n.a.	11.2	サレハ大統領が権限移譲案に署名、来年2月に大統領選。		

(注)データは2010年。中東・北アフリカ諸国のうち、小国のジブチ、モーリタニアは除外している。 (資料)IMF.

■ 民主化運動は現在も進行中

- チュニジアで始まった中東の民主化運動 「アラブの春」は、リビア、イエメン、エジプト でも独裁政権を転覆させた。シリアでは現 在も民主化運動が続いており、アサド政権 が武力で弾圧して対抗している状況。
- 大規模デモは、所得水準が比較的低く、 高インフレ・高失業率の国で発生するとの 特徴があったが、比較的豊かなバーレー ンにも波及。少数派のスンニー派が多数 派のシーア派を統治する構造にあり、シー ア派によるデモが発生。武力で弾圧してい るため、対立が深刻化している。
- クウェートやモロッコなど他の諸国でも小規模デモが起こっているが、現在のところ、 王制・政権崩壊につながる可能性は低い。

■ 民主化の余波で中東情勢緊迫も

- 長期独裁を続けていたムバラク大統領が 退いたエジプトでは、イスラム原理主義組 織ムスリム同胞団が設立した「自由公正 党」が躍進。パレスチナ過激派ハマスと関 係を強化する動きも見せており、中東安定 の軸であったイスラエル・エジプトの関係が 揺らいでいる。
- また、1~2年内に核兵器保有国になる可能性が取り沙汰されるイランでは、英国大使館襲撃事件後、EU主要国は相次いで大使を召還しており、対立を深めている。かつて建設中のイラクの原子炉を空爆した前例のあるイスラエルが軍事行動を起こす可能性も指摘されており、中東情勢緊迫化の懸念が強まっている。

Ⅱ 産業·市況動向

- 1. 産業動向:2012年の主要産業の傾向と課題
- 1. 素材開発・中核部品に加え、省エネ、環境、医療福祉、バイオ、情報通信などでの産業高度化が日本再生のカギに
- 2. インフラ市場では金融力とエンジニアリング/施設・プラントオペレーション/パートナー関係の構築などソフトパワーが鍵に
- 3. 円高により日本企業の海外展開は加速、アジア各国産業の高度化を踏まえ、国際分業進化、サプライチェーン高度化が進む

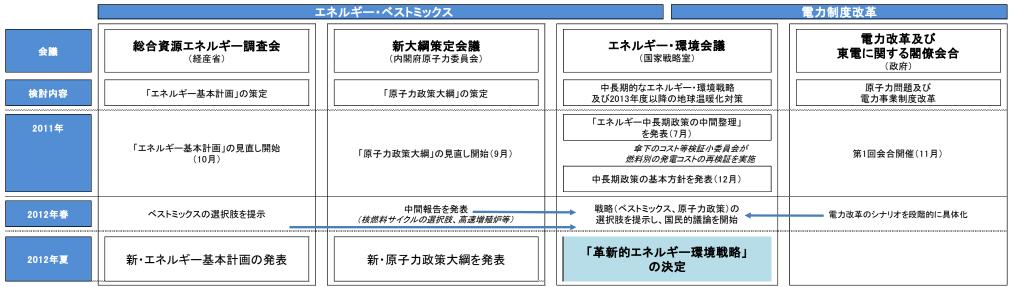
繊維	個人消費は依然として弱く、大幅な回復は見込薄だが、衣料用は 節電意識を背景に <u>機能性素材</u> が伸長、産業用は自動車生産の回 復に伴うエアバック用途等が下支えする等の明るい材料もある。 <u>炭素繊維、ナノファイバー</u> 等の高付加価値分野の拡大に期待。	電機	薄型TVやタブレット端末等の <u>アジア勢との競争激化</u> 、価格下落継続。円高で海外への生産拠点移転が進む。電力不足から、 <u>創工ネ、 蓄エネ、省エネ</u> が焦点となり、エコ家電やLEDが活況。蓄電池と組み 合わせた製品も登場。好調なスマートフォンはワイヤレス充電も。
鉄鋼	東北復興に伴う建設投資で国内需要は回復するが、 <u>円高による 輸入鋼の流入</u> で鋼材価格の値上げは困難。自動車生産の回復も 需要に貢献。原料価格は世界的な景気減速を受けて <u>上昇に一服</u> <u>感</u> 。新日鉄住金の合併が電炉の <u>業界再編</u> に波及する可能性あり。	情報・通信	情報の収集、伝達、管理のネットワーク化に向けてセンサー・無線 通信技術や <u>クラウドが深化。一方、情報のセキュリティ管理</u> やバッ クアップなどリスク管理ニーズが高まる。技術進歩から <u>スマートフォ</u> ン及びタブレット端末のビジネス現場での活用が拡大・多様化する。
エネルギー	原発代替でLNGや重油等の化石燃料の需要が拡大。7月の全量 買取制度の導入が再生可能エネルギーの普及を後押し。バイオ マス発電及びバイオエネルギーへの注目も高まる。一方、ガソリン 需要は引き続き低迷し、 <u>製油所の統廃合</u> が一段と進む可能性も。	産機・ プラント	タイの復興需要向け産業機械、米国の建機製造用の加工機械など輸出機会が増加。対アジアで環境・電力などインフラ・システム輸出も期待できるが生産拠点移転も進行。次世代電池や太陽光・風力発電、蓄電池といったスマートエネルギー関連機器も注目。
化学	国内出荷量は <u>一進一退。自動車向け</u> 樹脂が好調に推移するが、 電機・工業用向けの出荷減少は続く。輸出はアジア域内の需給バ ランスの緩和、円高要因等により減少傾向。 <u>国内過剰設備の統廃</u> 合や高機能品へのシフト、 <u>医療や電池材料等</u> の多角化が進行。	建設・セメント	民間建設投資持ち直しに加え <u>復興需要</u> もあり、建設経済研究所は前年度比+2.9%(11年度は+8.5%見込み)と予測。海外では、中国でのプロジェクト管理・コンサルティング活動の拡大から、将来的には中国企業との第三国取り組みにも期待。
紙パ	紙・板紙の国内出荷量は2000年をピークに低調に推移。輸出は 円高や海外経済の減速懸念等から減少傾向。印刷・情報用紙を 中心とする輸入紙の増加が懸念材料。業界大手はアジア・資源国 等の成長市場を取り込むべく、 <u>海外ビジネスの拡大</u> に注力。	流通	個人消費は前年比+0.5%と11年(同▲1.2%程度)から回復。水平・垂直統合は緩やかに進捗。特に情報標準化・共有による <u>製・配・販のSCM改革</u> は低価格次世代端末の普及もあり、注目を集めよう。次世代端末を用いた <u>需要側情報活用</u> も加速。
自動車	震災による需要増から <u>国内販売の増加基調</u> が続く。ハイブリッド 車や電気自動車等、 <u>エコカー</u> が依然主戦場。一方、 <u>円高</u> 基調や <u>世</u> <u>界景気の減退</u> は収益を圧迫する不安材料。中国やインドなどの新 興国における <u>競争が激化</u> 。サプライチェーンの高度化が進もう。	食品	食料品売上高は前年比+0.5%と11年(同▲0.3%程度)から回復。 但し原材料価格高止まりに懸念。消費志向は「低価格・地元産・国 産」から「安全・味・簡便さ」へ。オーガニック志向が強まる可能性も。 また海外市場への参入も拡大しよう。

Ⅱ 産業・市況動向

2-1. 国内の中長期的なエネルギー政策の決定で新規ビジネス出現の可能性

エネルギー政策の見直し状況

2012年夏に発表される「革新的エネルギー環境戦略」には、我が国の中長期的なエネルギー・ミックス、電力システムの在り方、原子力の位置付け等が盛り込まれる予定。 国内のエネルギー供給体制の変化により、発電燃料、新規・既存の発電所、再生可能エネルギー等において、ビジネス・チャンスが出現する可能性。



出所: 丸紅経済研究所作成

来夏のピーク電力需給見通し

全ての原発が停止した場合、西日本でも電力不足が発生、地域間の融通や節電・ピークシフトが不可欠。

という、大学のでは、大学の主義の主義の主義の主義の主義の主義の主義の主義の主義の主義の主義の主義の主義の									
	北海道	東北	東京	中部	関西	北陸			
最大電力需要*	485	1,246	4,922	2,520	2,784	533			
供給力	474	1,485	5,193	2,750	2,533	565			
供給-需要	-11	239	271	230	-251	32			
(予備率)	(-2.3%)	(19.2%)	(5.5%)	(9.1%)	(-9.0%)	(5.9%)			

	中国	四国	九州	東3社	中西6社	9電力
最大電力需要*	1,083	544	1,544	6,653	9,008	15,661
供給力	1,234	529	1,534	7,152	9,145	16,297
供給-需要	151	-15	-10	499	137	636
(予備率)	(13.9%)	(-2.7%)	(-0.6%)	(7.5%)	(1.5%)	(4.1%)

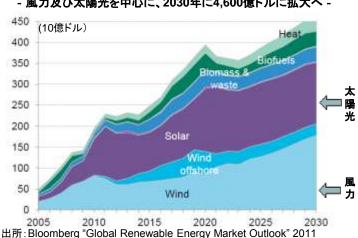
*最大電力需要は、2011年夏の最大需要を適用

= 不足

出所:エネルギー・環境会議資料(11月1日)

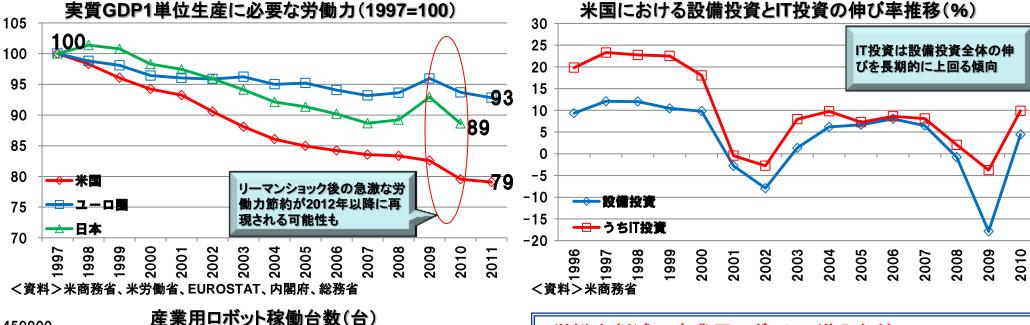
/TLAA/

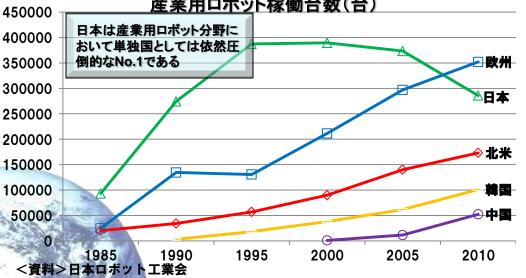
再生可能エネルギーへの年間投資額 - 風力及び太陽光を中心に、2030年に4,600億ドルに拡大へ -



Ⅱ 産業·市況動向

2-2. 低コスト化・省エネが広い分野で加速する: 自動化とIT化





■労働力削減=産業用ロボットの導入など

- 世界各国の課題解決に貢献でき、かつ日本が競争力を有する分野として、欧米や新興市場国における労働力節約ニーズが挙げられる。
- 特に2010年に生産年齢人口比率がピークに達した中国では同二一ズが強い。日本は過去に同じ局面を工場の自動化で乗り越えた経験があり、同分野で高い競争力を有する(2010年の対中産業用ロボット輸出国別シェアは日本が50.5%で第1位)。

■バリューチェーン効率化=ITの活用など

- ITを活用したSCMにより、1企業の枠を超えてモノの無駄を無くす(部分最適⇒全体最適)。スマートグリッドもSCMの一種と考えられる。
- タブレット型PCなど次世代端末は従来型端末よりも低価格であり、それゆえにコスト削減効果およびネットワーク外部性が高い。需要側での次世代端末普及により、需要側情報活用も加速しよう。

Ⅱ 産業・市況動向

2-3. アジアインフラ市場、国際分業の深化

マインフラ関連世界市場の拡大

	2020年	2007年	増減
1)水	68 兆円	36 兆円	+32 兆円
2)石炭火カ発電・石炭ガス化プラント	35 兆円	16 兆円	+19 兆円
3)送配電	37 兆円	12 兆円	+25 兆円
4)原子力	17 兆円	4 兆円	+13 兆円
5)鉄道	22 兆円	16 兆円	+6 兆円
6)リサイクル	33 兆円	18 兆円	+15 兆円
7)宇宙産業	27 兆円	13 兆円	+14 兆円
8)スマートグリッド・スマートコミュニティ	40 兆円	4 兆円	+36 兆円
9)再生可能エネルギー	27 兆円	8 兆円	+20 兆円
10)情報通信	600 兆円	300 兆円	+300 兆円
11)都市開発・工業団地	360 兆円	244 兆円	+116 兆円
合計	1270 兆円	670 兆円	+600 兆円

(出所)経済産業省『産業構造ビジョン2010』、各種資料を基に作成。

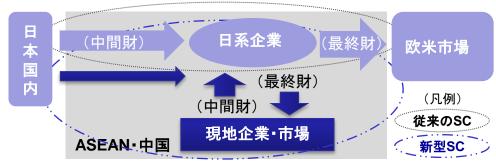
▽国際競争の激化

- <u>先進国</u>: インフラ関連輸出において、日本は高品質・単品売りに実績がある一方、設計、建設、ファイナンス、運営、維持管理までを含めた統合的なシステム輸出は、欧米大手に比較し相対的に低い水準にある。
- <u>新興国</u>: 欧米大手に加えて、昨今技術力を高めた韓国、中国などの新興国も官民一体となって受注競争に参入。

▽喫緊の課題

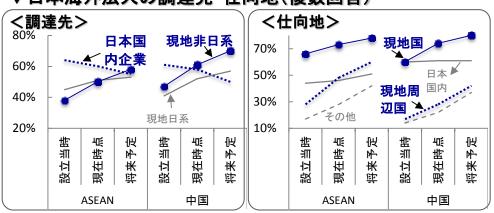
アジアのインフラ市場では金融力とエンジニアリング/施設・プラントオペレーション/パートナー関係の構築などソフトパワーが鍵に。

マアジア産業高度化・国際分業深化に伴うSCの面的な拡大



- 日本企業が推進する国際分業は、日本国内と相互に完結した従来 の構造から、進出先及び周辺国の現地企業・市場を複雑に巻き込 んだ面的な新型SC(サプライチェーン)へ進化。
- ✓ <u>調達先の現地化</u>: 海外現地法人の調達先について、日本国内からの調達は減少。一方、ASEAN・中国現地産業の高度化に伴い、現地国の非日系企業からの調達は拡大へ。
- ✓ <u>地産地消の拡大:</u> 日本国内を仕向地とする割合はまだ高いが、現地国・現地周辺国への販売は拡大へ。

▽日本海外法人の調達先・仕向地(複数回答)



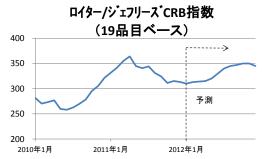
(出所)経済産業省『2011年版ものづくり白書』より作成。

Ⅱ 産業·市況動向

3. 資源価格見通し: 経済減速も下値は限定的で年央にかけて回復

CRB

欧米経済への懸念と新興国資源需要の綱引き



- 欧州債務危機と米国の経済停滞感から積極的な投資は控えられ、先進国の資源需要は低迷、投資資金の流入も限定的。一方、新興国需要は底堅く推移。
- 不安定な経済環境の中、商品価格の 上値は限定的。しかし各国の金融緩和 策や欧州債務危機の一服感に伴う安 心感から商品への投資が回復し、下期 にかけて商品価格は上昇しよう。

原油

需給緩和も地政学リスクと過剰流動性から上昇



- 先進国の消費は減速しようが、新興市 場国の増加から世界需要は過去最高。 一方、生産量も過去最高が見込まれて いる上、OPECの生産余力、OECD在 庫とも十分で需給は緩和傾向。
- ただし在庫の地域的偏りや中東の地政学的リスクから価格は高止まり。また金融緩和に伴う流動性上昇も価格下支え要因。

銅

2013年の供給過剰観測から後半は頭が重い



- 2012年は供給不足が見込まれるものの、景気減速に伴う需要減少から上値は重い。しかし、安値では将来の需要増をにらんだ中国の在庫積み増しや頻発する供給トラブルが相場を下支え。
- 2013年の供給過剰観測から年後半から下値圧力がかかるが、需要低迷による銅開発案件延期や世界経済の回復期待などから下値は限られよう。

コーン

米国の記録的な低在庫が価格を下支え



- 生産量は過去最高となるが需要に追い つかず供給不足が継続。米国では記録 的な低在庫であり、天候要因に左右さ れやすい夏前にかけて上昇を見込む。 また、中国の輸入増加も支援材料。
- ただし米国のエタノール用需要は頭打ちが予想されており、高価格による小麦への飼料需要シフトも想定され、収穫期にかけての下落を予想する。

鉄鋼

震災復興需要から年後半にかけて価格上昇



- 国内自動車生産は徐々に回復が見込まれる。年前半は需要不足から鋼材減産が継続、冷延価格は弱含みが予想されるが後半は引き締まり上昇。中国の自動車販売は引き続き堅調となろう。
- 熱延は震災復興需要の本格化に伴い 需要増を予想。しかし、割安な中国・韓 国製との競争激化から価格の上値は 限定的になると考える。

エチレン

原油・ナフサ価格の上昇から価格は後半上昇



- 欧州向け輸出不振から需要を牽引して いた中国の需要が減退、年前半は国 内プラントにおける稼働率調整継続が 見込まれる。
- 欧州債務問題の落ち着きに伴い年後 半は需要が回復、原油高に伴う原料の ナフサ高が予想され、価格は上昇に向 かおう。一方、中国・中東の生産増から 海外市場の競争激化が予想される。

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号 TEL 03-3282-7683 http://www.marubeni.co.jp/research/index.html

(注記)

- ・本稿に掲載されている情報および判断は、丸紅経済研究所により作成されたものです。丸紅経済研究所は、 見解または情報の変更に際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。
- ・本稿は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するもの ではありません。本稿に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。