

2010年11月16日
株式会社三菱総合研究所

2010・2011年度の内外景気見通し

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長 田中将介 東京都千代田区永田町二丁目10番3号)は、2010年7-9月期GDP速報の発表を受け、2010・11年度の内外経済に関する予測を発表致しました。

日本経済は踊り場入りへ

実質成長率予測は2010年度+2.6%、2011年度+1.0%
(前回予測値(9月10日):10年度+2.1%、11年度+1.3%)

日本経済

- 日本経済は、①政策効果の逡減、②海外経済の減速による輸出の鈍化、③円高の進行などを背景に、減速している。
- 10年10-12月期以降、日本経済は踊り場入りし、11年4-6月期にかけて足踏みの状況が続くと予想する。その後、11年度後半にかけては、新興国経済の堅調持続が期待される中、緩やかなながらも回復軌道に戻っていくとみられる。しかし、その回復のテンポは、為替相場など金融市場の動向に加え、米国経済の回復のスピードや中国経済の軟着陸の成否など海外経済の行方に大きく依存しており、先行きの不確実性は高い。

海外経済

- 米国経済は減速している。先行きも、バランスシート調整が続く中、雇用市場の回復の遅れや脆弱な住宅市場等を理由に、回復テンポは緩やかなものに止まると予想する。
- 欧州経済は、緩慢なテンポで回復を続ける見込み。ドイツを中心に輸出・生産が緩やかに回復する一方、各国の緊縮財政政策が景気回復の重石となっている。
- 新興国経済は、総じて堅調な成長を持続するが、各国の緩和的金融政策の修正や中国の資産価格抑制に向けた政策対応等により、拡大テンポは鈍化すると予想する。NIEs諸国、ASEAN諸国については、米国経済減速による輸出の鈍化も景気の下押し要因となろう。インド、ブラジルは、インフレリスクが残る中、金融引き締め政策の継続等により、成長ペースは徐々に鈍化する見込み。

図表 2010・2011年度の実質経済成長率(日本)の展望 (単位:%)

項目	2008年度		2009年度		2010年度		2011年度	
	実績		実績		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	▲ 3.8	***	▲ 1.8	***	2.6	***	1.0	***
内需	▲ 2.6	▲ 2.5	▲ 2.3	▲ 2.3	1.7	1.1	0.6	0.6
民需	▲ 3.0	▲ 2.3	▲ 3.9	▲ 3.0	2.3	1.3	0.9	0.7
民間最終消費支出	▲ 1.8	▲ 1.0	0.8	0.4	1.7	1.0	▲ 0.1	▲ 0.1
民間住宅投資	▲ 3.7	▲ 0.1	▲ 18.4	▲ 0.6	▲ 2.0	▲ 0.0	3.9	0.1
民間企業設備投資	▲ 6.8	▲ 1.0	▲ 15.3	▲ 2.3	4.0	0.5	3.5	0.5
民間在庫投資	***	▲ 0.1	***	▲ 0.5	***	0.0	***	0.2
公需	▲ 1.3	▲ 0.3	3.0	0.7	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.6	▲ 0.1
政府最終消費支出	▲ 0.1	0.0	1.7	0.3	1.2	0.2	1.1	0.2
公的固定資本形成	▲ 6.6	▲ 0.3	9.3	0.4	▲ 7.6	▲ 0.3	▲ 9.7	▲ 0.3
外需(純輸出)	***	▲ 1.2	***	0.5	***	1.5	***	0.4
輸出	▲ 10.4	▲ 1.8	▲ 9.5	▲ 1.5	19.3	2.7	5.8	0.9
輸入	▲ 3.7	0.6	▲ 12.2	2.0	11.6	▲ 1.1	5.0	▲ 0.5
名目GDP	▲ 4.2	***	▲ 3.6	***	1.1	***	0.5	***

資料:内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

総括－日本経済は、来年前半にかけて踊り場の状態が続く見込み

世界経済は回復基調を辿りつつも、本年半ば以降、そのペースは減速している。とくに米国経済は、バランスシート調整が回復の重石となる中、雇用市場の改善の遅れや脆弱な住宅市場を背景に減速しており、先行きの回復テンポも緩やかなものに止まるとみられる。また、これまで急速なペースで回復してきた新興国経済も、在庫復元の一服に加え、緩和的金融政策の修正や中国の資産価格抑制に向けた政策対応等により、拡大テンポは鈍化しつつある。

こうした中、日本の10年7-9月期の実質GDP成長率（1次速報値）は、エコカー補助終了前の駆け込み需要に加え、猛暑効果などの一時的要因が消費を押し上げたことから、前期比+0.9%と4-6月期（同+0.4%）から伸び率を高めた。ただし、こうした一時的要因を除けば、①政策効果の逡減、②海外経済の減速による輸出の鈍化、③円高の進行を背景に、日本経済は減速しているとみられる。10年10-12月期から11年4-6月期にかけては、エコカー補助終了やエコポイント付与縮小・終了の反動減から、消費が一時的にマイナスに転じる可能性が高く、踊り場の状態が続くと予想する。その後、11年度後半にかけては、新興国経済が堅調な成長を持続する中、国内では設備投資が本格的に回復し始め、所得環境も緩やかな改善傾向を辿るとみられることから、緩慢ながらも回復軌道に戻っていくと予想する。

以上を踏まえ、日本の実質GDP成長率の予測値については、10年度+2.6%（前回予測+2.1%）、11年度+1.0%（同+1.3%）と、7-9月期（1次速報値）の上振れを映じて10年度の見通しを前回予測（9月10日）から上方修正する一方、11年度の見通しを下方修正した。

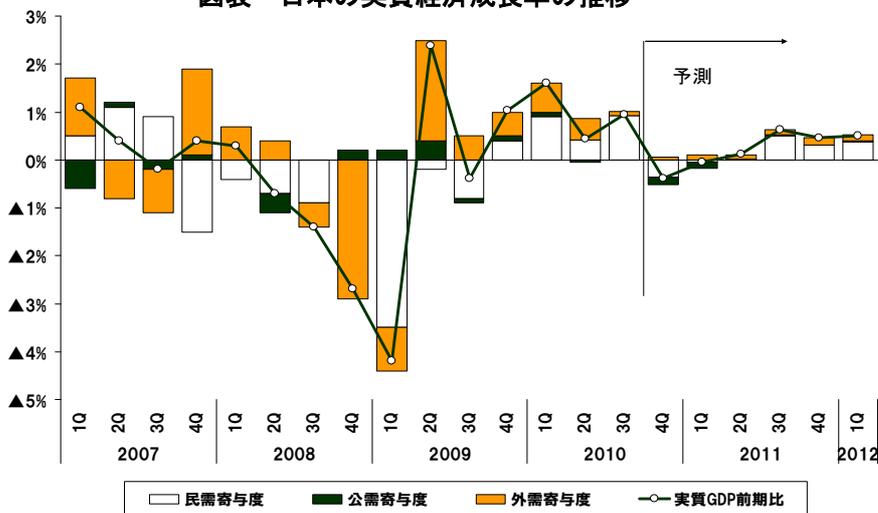
本予測については、3つの下振れリスクがある。以下に述べるリスク要素の行方によっては、日本経済が二番底に陥る可能性もある。

第一に、国際金融市場の動向が挙げられる。先進国で超緩和的な金融政策が採られる中、資金が新興国を中心とする株式市場や商品市場へ流れ込んでいる。足元では、欧州でソブリンリスクが再び意識され始めているが、何らかのイベントをきっかけに、投資家のリスク回避姿勢が一気に強まり、資金フローの急激な巻き戻しが発生する場合には、国際金融市場の不安定化を招く恐れがある。

第二に、海外経済の動向である。標準シナリオでは、米国は景気の二番底を回避し、緩やかながらも回復基調を辿るほか、中国を中心とする新興国経済は、緩和的金融政策の修正等により巡航速度へ復しつつ、堅調な成長が続くと予想する。しかし、米国経済については、バランスシートの調整や雇用市場の改善がさらに遅れれば、回復テンポが一段と弱まる可能性がある。一方、中国を中心とする新興国では、インフレ進行や資産価格高騰が終息しなければ、急速な金融引き締めによる景気の急ブレーキを招く可能性がある点には、注意が必要である。

第三に、円高の更なる進行である。足元では、やや円安方向に戻しているものの、FRBによる量的緩和政策の拡大期待が燦る中、円高トレンドが早期に反転することは期待し難い。再び円高が進行し始める場合には、輸出企業の収益圧迫や企業・家計のマインド低下を通じ、景気の下押し圧力となる。

図表 日本の実質経済成長率の推移



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

日本経済の予測の前提

財政政策については、補正予算の成立を織り込み（エコポイント制度は10年12月から付与半減、11年3月で終了、公共事業費は社会資本整備費や耐震改修費などの増加を反映）。11年度予算については、公共事業関係費の抑制継続を見込む一方、子ども手当については、これまでの半額支給のみ織り込んだ。また、本予測期間中に消費税率の変更はないと想定している。

金融政策は、10年度後半～11年度前半に、包括緩和政策の一段の拡充（基金の増額）を予想する。

為替市況（ドル円相場）は、米国量的緩和政策の一段の拡大期待を背景に、80円近傍で推移した後、11年度後半にかけては、米国経済の回復とともに、80円台半ばまで戻すと予想する。

長期金利は、日本銀行による包括緩和政策の継続により、0.9%～1%近傍での推移を見込む。もっとも、既に低水準に達していることから、包括緩和政策の拡充による低下幅は小幅に止まると予想する。

原油価格は、先進国の超金融緩和政策を背景とする商品市場への資金流入から、上昇圧力が続くこと予想し、80ドル/バレル台半ば～90ドル/バレルでの推移を見込む。

【主な予測の前提】

財政政策	<ul style="list-style-type: none">・ 補正予算の成立を織り込み（エコポイント制度は10年12月から付与半減、11年3月で終了、公共事業費は社会資本整備費や耐震改修費などの増加を反映）。・ 11年度予算は、公共事業関係費の抑制は継続、子ども手当は半額支給のみ織り込み。
金融政策	<ul style="list-style-type: none">・ 10年度後半～11年度前半に、包括緩和政策の一段の拡充（基金の増額）を予想。
為替	<ul style="list-style-type: none">・ 米国量的緩和政策の一段の拡大期待を背景に、80円近傍で推移した後、11年度後半にかけては、米国経済の回復とともに、80円台半ばまで戻すと予想。
長期金利	<ul style="list-style-type: none">・ 10年物国債流通利回りは、日本銀行による包括緩和政策の継続により、0.9%～1%近傍での推移を見込む。もっとも、既に低水準に達していることから、包括緩和政策の拡充による低下幅は小幅に止まると予想。
商品市況	<ul style="list-style-type: none">・ 原油価格（WTIベース）は、先進国の超金融緩和政策を背景とする商品市場への資金流入から、上昇圧力が続くこと予想し、80ドル/バレル台半ば～90ドル/バレルでの推移を見込む。

国内経済

(1) 企業部門

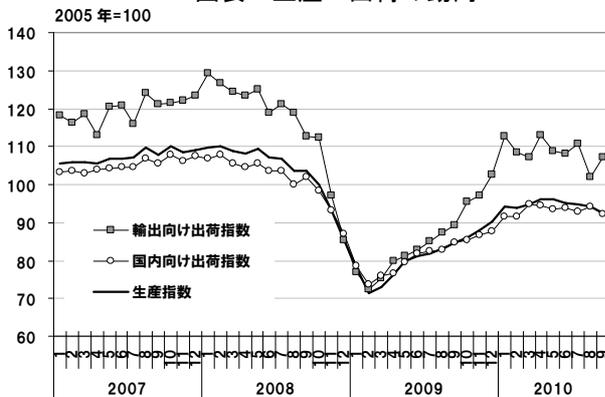
輸出・生産の回復ペースは明確に鈍化

日本経済の持ち直しを牽引してきた輸出と生産の回復ペースが明確に鈍化している。起点はやはり外需の変調であり、①新興国における在庫調整、②欧米先進国における消費不振が背景にある。

新興国経済は総じて堅調ながらも、中国などではリーマンショック後の在庫復元の動きが一服し、鋼材など一部の品目では供給過剰による在庫調整の動きもみられる。また、欧米先進国では、雇用環境の改善の遅れなどから、耐久消費財を中心に消費が低調に推移しており、液晶パネルをはじめとする IT 関連財の世界的な生産調整にもつながっている。

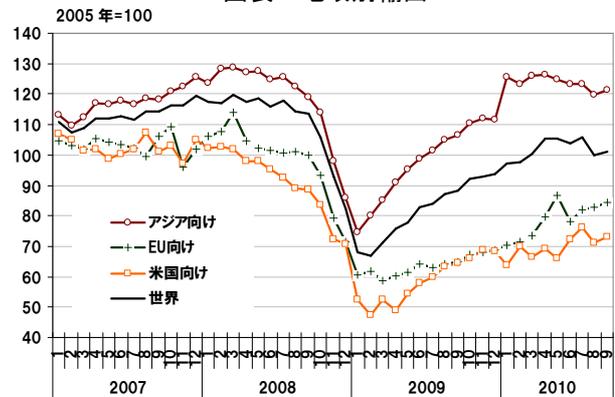
先行きについては、中国における在庫調整に一定の進展がみられることから、需給引き締めによる輸出・生産の回復も期待されるが、国内では、エコカー補助の終了に加え、エコポイント制度も順次規模を縮小していく。加えて、円高による輸出採算の悪化、輸入品との価格面での競争激化もあり、輸出・生産は、少なくとも 11 年半ばまでは低調な推移が予想される。

図表 生産・出荷の動向



資料：経済産業省「鉱工業生産指数」「鉱工業出荷内訳表」

図表 地域別輸出



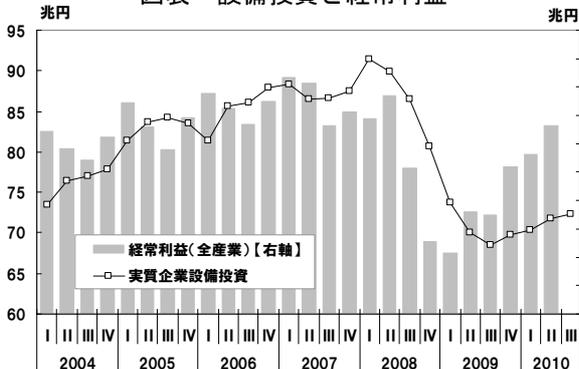
資料：内閣府「輸出数量指数」

設備投資の回復は 11 年半ば以降に

消費や生産に比べ、設備投資の回復テンポは鈍い。製造業を中心とする売上・利益の回復など、企業が設備投資に前向きになる環境は整いつつあるものの、従来からの景気の先行き不透明感に加え、年央以降の円高進行が企業マインドを悪化させている。設備稼働率の上昇もこのところ一服しており、設備投資の本格的な回復は、11 年半ば以降にずれ込むとみている。

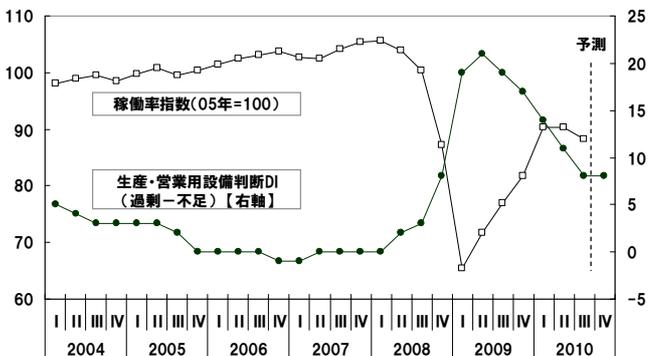
また、中長期的にも、設備投資の高い伸びは期待しにくい。日本企業の海外生産比率は、趨勢的に上昇しており、中長期的な国内成長期待の慎重化と新興国経済に対する成長期待の高まりを背景に、企業がこれまで以上に国内の投資を抑制し、海外直接投資を加速させる可能性も十分に考えられる。

図表 設備投資と経常利益



資料：内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」

図表 稼働率指数と設備判断DI



資料：日銀短観、経済産業省「鉱工業生産指数」

(2)家計部門

消費の増加テンポは鈍化、政策効果の反動減も

所得環境が徐々に持ち直しつつある中、エコカー補助、エコポイント制度などの消費喚起効果もあり、家計消費は緩やかながらも改善基調を辿ってきた。とくに7-9月期の消費は、猛暑効果や増税前のたばこの駆け込み需要といった一時的要因もあって、実質前期比+1.1%と高い伸びとなり、水準としてより一マンショック前を上回った。

こうした消費の回復を支えた政策効果は、需要を先食いした面も大きく、10-12月期以降は、むしろ反動減が予想される。既に9月上旬で補助金が終了した自動車については、新車販売台数(普通車)が、8月に前年比+46.7%増とピークを打ったあと、10月は同▲26.7%減と急減した。エコポイント対象家電の売上については、付与ポイント半減前の11月がピークとみられており、足元、前年比4~5倍の売れ行きとみられる液晶テレビも、12月以降、反動減が予想される。

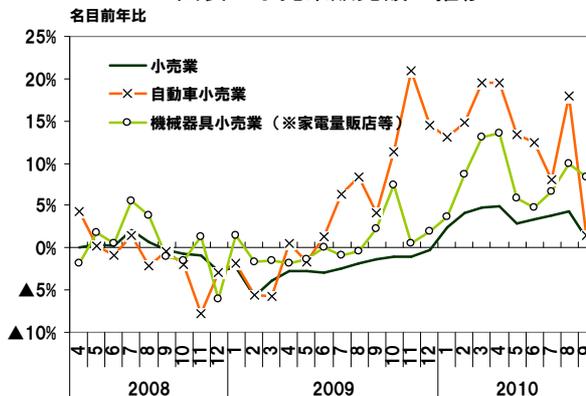
先行きを展望すると、11年4-6月期までは、こうした政策効果終了にともなう反動から、消費は減少傾向で推移する可能性が高い。ただ、消費の基調を左右する所得環境は緩やかながらも回復基調にあるとみられ、消費の趨勢としては底堅く推移するとみられる。

図表 実質消費の推移



資料：内閣府「国民経済計算」

図表 小売業販売額の推移



資料：経済産業省「商業販売統計」

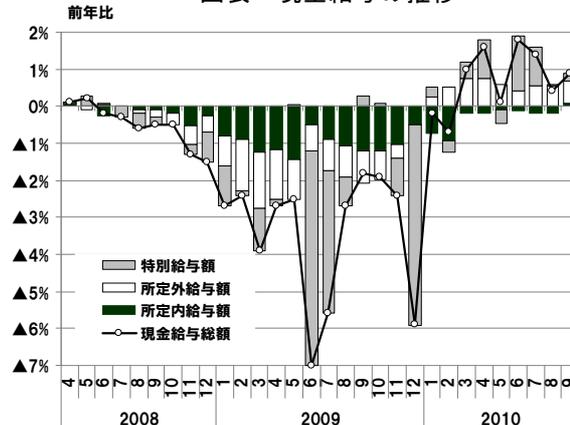
雇用環境は依然厳しいものの、所得環境に明るさ

雇用環境をみると、完全失業率は足元3ヵ月連続で改善しているとはいえ、水準としては5.0%と依然として高い。11年春の新卒学生の内定状況をみても、前年よりも厳しい結果が見込まれており、企業の採用姿勢は依然として慎重と言える。企業の雇用人員に対する過剰感はおおしく、生産の増加には残業など労働時間の調整で対応しており、新規の雇用は手控えている。今後、景気回復の継続や、既存の政府の雇用対策の効果により、雇用環境も徐々に改善していくとみられるが、そのペースは極めて緩やかなものに止まるとみられる。

所得環境をみると、基本給にあたる所定内給与は依然として前年比横ばい圏内での推移となっているが、既往の生産回復に伴う残業代の増加により、所定外給与は増加してきた。賞与についても、10年夏季は前年比+1.1%増と4年ぶりにプラスに転じており、最悪期は脱した模様である。

“生産→所得→消費”の好循環が働けば、経済は自律的な回復経路を辿ることができる。しかし、これまで政策効果や外需によって、生産と消費は押し上げられてきたものの、所得の回復は未だ限定的である。また短期的には、生産縮小が予想され、雇用・所得環境の改善の流れは一時的に停滞する可能性もある。所得の持続的な回復は、日本経済の先行きを左右する重要なファクターとなる。

図表 現金給与の推移



注：5人以上（一般、パート）、産業計
資料：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

《特集》 円高の影響

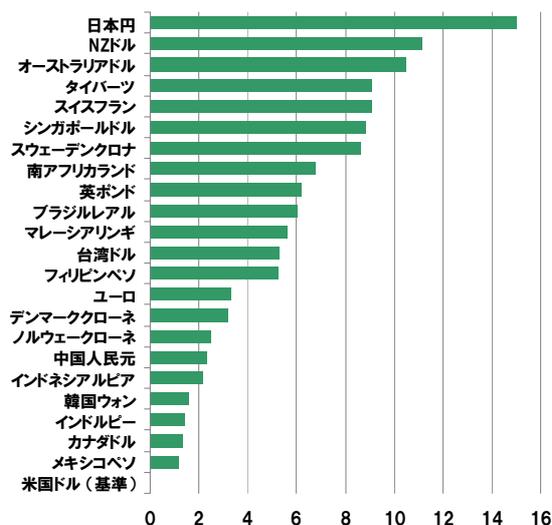
日本の通貨高は、国際的にみても突出している。3月末からの各国通貨の対ドル騰落率をみると、日本円は+15.0%と、主要通貨では最も高くなっている。実効ベースでみれば+10%弱と幾分マイルドになるとはいえ、韓国、台湾などアジア各国や欧州に比べれば高い上昇率となっており、輸出企業の収益下押し要因となっている。また、日本の株式市場は円高に敏感に反応する傾向があるため、株安を通じて個人消費等への悪影響も懸念される。

では、具体的にどの程度インパクトがあるのだろうか。三菱総合研究所の開発した『短期マクロ経済モデル』を用いて、円高による日本経済への影響についてシミュレーションを行った。前提としては、円ドルレートが“10円”円高水準で推移した場合を仮定した。

結果のポイントは以下のとおり。円高による輸出採算の悪化などから、輸出が▲2.8%減少し、企業収益も▲6.9%減少する。次いで、生産や設備投資などにも波及し、全体として実質GDPは▲0.4%の減少となる。長い目でみれば、①企業による為替管理への取組みや、②日本のアジア向け輸出比率の上昇とドル貿易決済比率の低下により、日本企業の円高耐久力は高まっているほか、資源・原材料をはじめとする輸入価格の下落など、円高によるメリットもある。しかし、輸出牽引型の成長構造である現在の日本において、少なくとも短期的には、円高は経済全体でみてマイナスの影響をもたらす。

米国の景気回復力が依然として弱い中、当面、FRBによる量的緩和政策は継続するとみられ、円高ドル安トレンドが直ぐに修正される可能性は低い。ユーロについても、ギリシャやアイルランドをはじめとする債務問題が依然として燻っており、上昇期待は小さい。こうした中、一段の円高進行リスクについては、十分に考慮しておく必要がある。

図表 各国通貨の対ドル騰落率 (%)



注：2010年3月末を基準とした11/8現在の騰落率。

資料：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 円高の日本経済への影響 (試算結果)

項目	変化幅	
GDP関連	実質GDP	▲0.4%
	実質個人消費	▲0.1%
	実質設備投資	▲0.5%
	実質輸出	▲2.8%
	実質輸入	▲0.9%
企業関連	鉱工業生産指数	▲2.7%
	企業収益(経常利益)	▲6.9%
金融関連	日経平均株価	▲7.0%
物価関連	消費者物価(除く生鮮)	▲0.4%
	国内企業物価	▲1.6%
雇用関連	失業率	0.1%

資料：三菱総合研究所作成

海外経済

(1) 米国経済

景気拡大のテンポは減速

米国経済は、09年半ばから景気回復を続けているが、10年3Qの実質GDP成長率（前期比年率）は+2.0%に止まり、モメンタムが鈍化している。個人消費は増勢を維持しているものの過去の景気回復局面と比べ勢いを欠き、住宅投資は減税効果の剥落から大幅な減少に転じている。

家計部門では、雇用回復の遅れとバランスシート調整の重みが支出の拡大を妨げており、先行きも、個人消費、住宅投資の伸びは抑制されるであろう。企業サイドも、在庫復元および景気後退後に回復した更新投資が一巡しつつある。

家計支出拡大を妨げる雇用回復の遅れとバランスシート調整

家計支出の本格回復を妨げている一因は、雇用環境改善の遅れであろう。今次局面の特徴としては、①長期失業（27週間以上）率が高止まっていること、②失業率と求人率の関係をみると、過去の同水準の求人率と比べ失業率が高水準に止まっていることがある。これは、単に景気循環によるものだけではなく、構造的失業、すなわち労働需給のミスマッチが拡大している可能性を示唆している。住宅バブルの恩恵を受けていた建設・金融業の雇用が危機前の水準に戻ることは容易ではなく、その分他産業での雇用増が必要となるが、産業を超えた労働の移動には時間がかかるとみられる。

加えて、過剰に積み上がった住宅ローンの圧縮は未だ道半ばであり、今後も住宅差押さえ件数は高水準の状態が続くと考えられる。こうした脆弱な住宅市場を映じて、住宅価格は低迷しており、家計が保有する住宅の純資産価値（住宅資産－住宅ローン）も歴史的な低水準に止まっている。住宅保有による資産効果は当面期待できず、家計は負債圧縮を優先せざるを得ない状況にある。こうしたバランスシート調整圧力は家計支出拡大に対する重石となるであろう。

FRB、量的緩和政策の拡大を決定

インフレ率が望ましい水準を下回っていることを受けて、FRBは連邦公開市場委員会（FOMC、11/2～3開催）において、6000億ドルの米国債購入を柱とする量的緩和政策の拡大に踏み切った。上述のとおり、金融政策のみでは解決できない課題も多く、その効果は限定的との見方が多い。

しかし、FRBによる累次の金融緩和効果もあり、銀行の貸出態度は足元軟化に転じている。地方金融機関の破綻を受け、一部中小企業のファイナンス状況は依然として厳しいものの、総じてみれば資金調達環境の改善は続いている。また、株価上昇が持続すれば、資産効果が消費の下支えとなり得る。

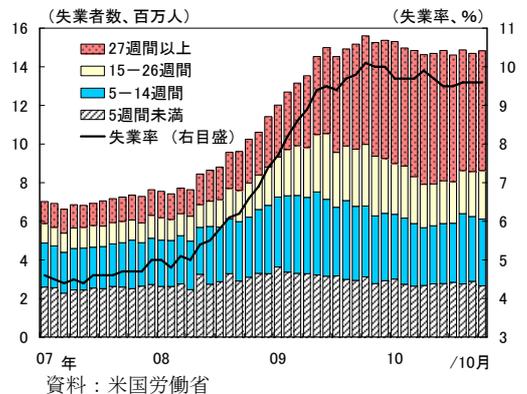
米国経済は、足元の経済指標をみる限り、二番底は回避し、引き続き回復基調を辿っている。ただし、構造的な問題を抱える労働市場やバランスシート調整の長期化から、その回復テンポは緩やかに止まると予想する。以上を踏まえ、実質GDP成長率は、10年は前回と変わらず+2.6%、11年は+2.4%（前回見通し+2.6%）と小幅下方修正を行った。

図表 米国経済見通し

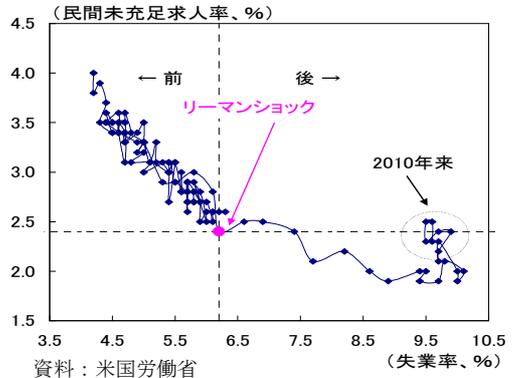
単位：前年比%	実績		予測	
	2008暦年	2009暦年	2010暦年	2011暦年
実質GDP	0.0	▲2.6	2.6	2.4
個人消費	▲0.3	▲1.2	1.7	2.2
設備投資	0.3	▲17.1	6.0	10.7
住宅投資	▲24.0	▲22.9	▲3.2	▲1.7
在庫投資寄与度	▲0.5	▲0.6	1.4	▲0.2
政府支出	2.8	1.6	1.2	2.9
純輸出寄与度	1.2	1.1	▲0.7	▲0.4
輸出等	6.0	▲9.5	11.7	12.1
輸入等<控除>	▲2.6	▲13.8	14.1	12.2
名目GDP	2.2	▲1.7	3.7	3.9
消費者物価（総合）	3.8	▲0.3	1.6	1.7
FFレート誘導水準（年末）	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%
失業率（除く軍人）	5.8	9.3	9.6	9.3

資料：米国商務省、労働省、FRB、
予測は三菱総合研究所

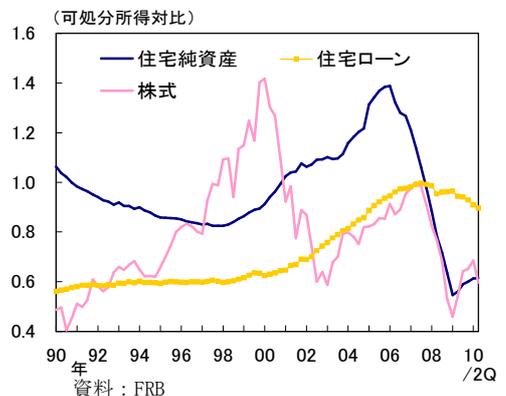
図表 期間別失業者数



図表 UV曲線



図表 家計のバランスシート



(2) 欧州経済

10年3Qの実質GDP成長率

欧州27カ国の10年3Qの実質GDP成長率は、前期比+0.4%と、5期連続のプラスとなった。国別では、外需、設備投資の好調に加え消費マインドにも明るさのみられるドイツが、減速しつつも堅調な伸びを示し、全体の牽引役となった。一方、厳しい歳出削減策発表により、消費マインドが低迷する南欧諸国はマイナスもしくは低い伸びとなるなど、依然として大きな格差がみられる。英国は、内需の回復に加え、ポンド安による輸出の伸びが寄与したとみられ、4期連続のプラスとなった。

ソブリンリスクと銀行セクターへの懸念は続く

南欧諸国および英国による厳しい11年予算の発表を受けて、各国国債の対独スプレッドは一旦縮小した。しかしその後、アイルランドの本年の財政赤字がGDP比32%に膨張し、ギリシャに続き支援が必要になるとの懸念や、欧州版IMF構想の具体的な内容に、ドイツの主張を受け、デフォルト（債務不履行）など国債保有者への損失負担を可能とする枠組みが盛り込まれるとの見方から、アイルランド、ギリシャ、ポルトガルのスプレッドが再び急拡大している。ソブリンリスクの高まりは、多額の域内国債を保有する金融セクターの財務悪化や、資金調達コストの上昇に繋がるため、貸出抑制などを通じた経済への影響が懸念される。

ユーロ反転により、輸出の勢いはやや鈍化

米国の追加緩和期待を背景とするドル全面安の流れを受け、ユーロの実効為替レートは上昇に転じており、ドイツIFO景況感（期待）指数の改善も頭打ちとなっている。ECBは11月4日の政策理事会において、政策金利据え置きを決定したほか、12月に資金供給削減を議論すると述べ、FRBとの政策スタンスの違いを明らかにした。先行き更にユーロ高が進む可能性や米国など海外景気減速を勘案すると、ユーロ圏の域外向け輸出は本年前半の高い伸びからは、幾分鈍化する可能性が高い。

ドイツ頼みの欧州経済

先行きの欧州経済は、不安定な金融市場、緊縮財政による下押し圧力が続く中、輸出競争力の高いドイツに支えられ、低成長ながら緩やかな回復が続くと予想する。

ドイツは回復が外需のみならず消費に波及していることを踏まえて見通しを上方修正し、10年は+3.3%（前回+2.9%）、11年は+1.8%（前回+1.4%）を予想する。

英国は、3Qは高い伸びを示したものの、5年間で約11兆円という厳しい歳出削減や、11年1月からの付加価値税引上げなどへの不安から、足元は失業者数増加、消費マインド悪化など不透明感が増している。10年は上方修正し+1.7%（前回+1.4%）とする一方、11年の見通しは据え置き+1.3%を予想する。

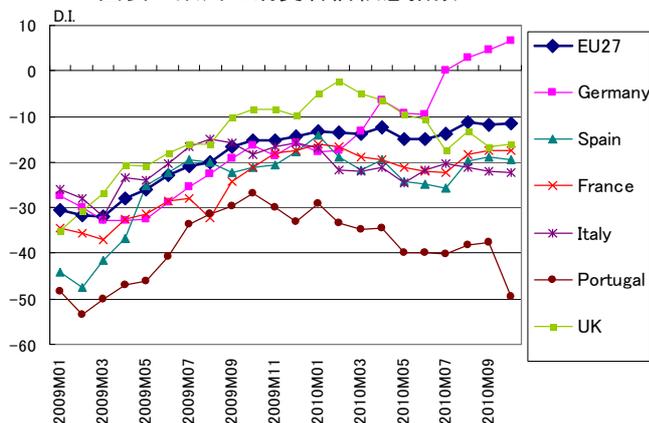
EU27カ国は、ドイツの上方修正により、10年は+1.7%（前回+1.3%）、11年は+1.5%（前回+1.1%）を予想する。

図表 欧州経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2008暦年	2009暦年	2010暦年	2011暦年
EU27	0.4	-4.2	1.7	1.5
ドイツ	0.7	-4.7	3.3	1.8
フランス	0.1	-2.5	1.6	1.4
英国	-0.1	-5.0	1.7	1.3

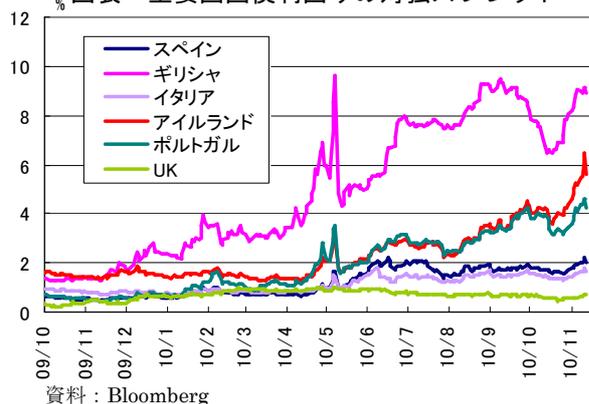
資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表 欧州の消費者信頼感指数



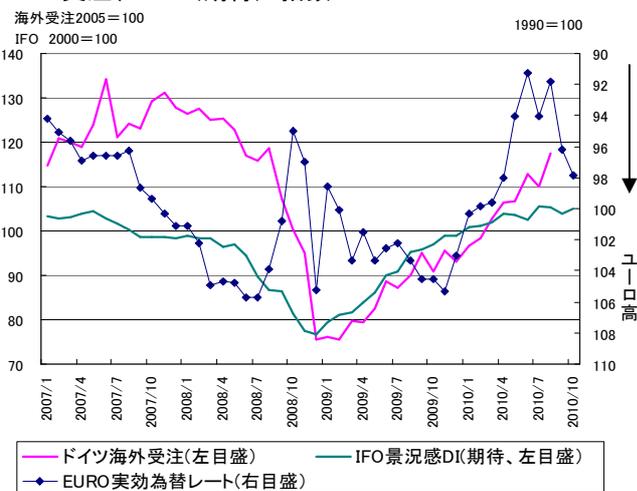
資料：Eurostat

図表 主要国債利回りの対独スプレッド



資料：Bloomberg

図表 ユーロ実効為替レートとドイツの海外受注、IFO（期待）指数



資料：Bloomberg

(3)新興国経済

金融引き締めから成長率はやや鈍化

新興国経済は、内需の堅調さや外需の回復に牽引され回復を続けている。一方で、高い成長期待と海外資金の流入などから、景気の過熱感是一段と強まっており、中国も政策金利の引き上げに踏み切るなど、各国は過剰流動性の増加とインフレに対する警戒感を強めつつある。こうした状況下、各国は金融引き締め姿勢を継続させると見込まれ、今後は成長率が緩やかに鈍化していくことが予想される。

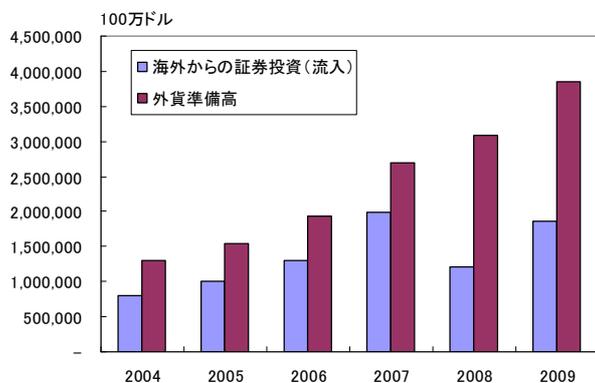
2つのリスク～欧米減速と資産バブル

先行きを展望すると、新興国経済を取り巻くリスクは2点ある。第一に、欧米経済減速を通じた輸出の鈍化、第二に、過剰流動性の高まりによるインフレ進行や資産価格バブル発生と急速な金融引き締めによる下押しリスクである。これまで以上にこれらのリスク要因への目配りが必要である。

まず、欧米経済の減速リスクについては、貿易のチャネルを通じて、新興国への下押し圧力となる。アジア太平洋地域では、域内貿易のシェアが高まりつつあり、09年時点で過半を占めている。もっとも、同時点で欧州、米国向け輸出もそれぞれ15%程度の構成比を維持している。近年、最終消費地としてのアジア太平洋地域のプレゼンスが高まる一方、同地域で組立・加工を行い、最終財が欧米各国に出荷されるという構図は続いていることから、欧米向け輸出の減速が生産に与える影響は無視できない。特に、シンガポールやマレーシアなど輸出依存度の高い国については景気の急減速に注意が必要となる。

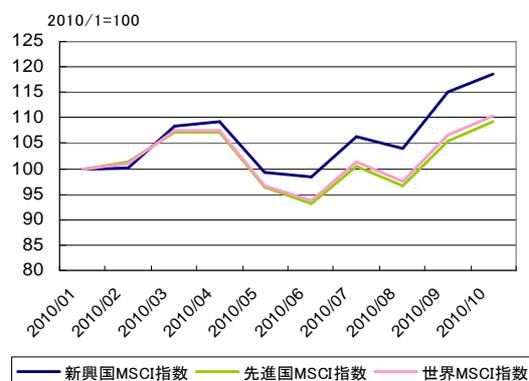
次に、資金流入に伴う過剰流動性の増加もあって、インフレ進行や資産価格高騰などの問題が顕在化しつつある点である。08年に金融危機の影響で落ち込んだ新興国向け証券投資も、先進国における金融緩和の影響や新興国の高い成長期待を背景に、09年には急回復している。足元でも新興国市場への資金流入は続いているとみられ、特に夏場以降、新興国株価が先進国株価を大きく上回って上昇している。

図表 新興国向け証券投資と外貨準備高



注：韓国、中国、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ブラジルの合計
資料：IMF, IFS

図表 新興国と先進国の株価指数



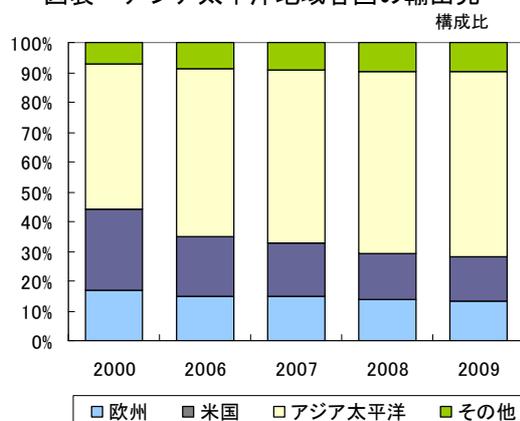
資料：Bloomberg データより三菱総合研究所作成

図表 新興国経済見通し

	実績		予測	
	2008暦年	2009暦年	2010暦年	2011暦年
中国	9.6	9.1	10.1	8.7
NIEs	1.8	▲0.9	6.8	4.1
香港	2.2	▲2.8	5.7	4.1
韓国	2.3	0.2	5.2	4.2
シンガポール	1.8	▲1.3	12.8	5.2
台湾	0.7	▲1.9	8.0	3.6
ASEAN5	4.7	1.7	6.2	5.1
インドネシア	6.0	4.5	5.8	6.1
マレーシア	4.7	▲1.7	6.2	4.6
フィリピン	3.7	1.1	6.0	4.0
タイ	2.5	▲2.2	6.7	4.2
ベトナム	6.3	5.3	6.4	6.2
インド	6.4	5.7	8.2	7.5
ブラジル	5.1	▲0.2	7.6	4.6

資料：実績は、各国政府、IMF データなどを基に作成、予測は三菱総合研究所

図表 アジア太平洋地域各国の輸出先

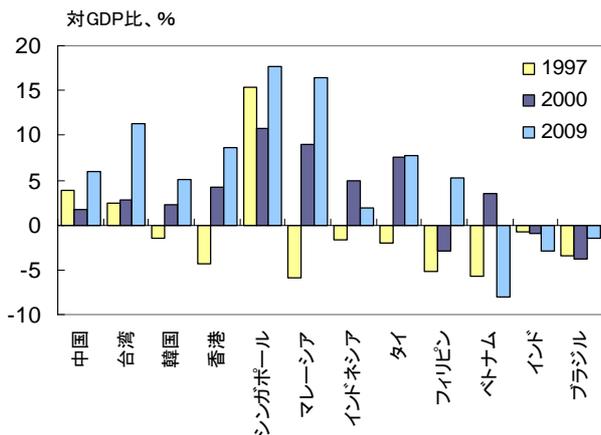


資料：国際連合、Comtrade データより三菱総合研究所作成

急激な資金流入は、インフレや資産バブル発生の温床となる可能性があることから、各国は金融引締めや資本規制などにより、これらの問題に対応する姿勢を明確化させている。この流れが今後も続くことになれば、大幅な金融引き締めを行う必要が生じ、その結果、急速な景気失速を招くリスクがある。なお、97年のアジア通貨危機発生時と比較すると、各国は多額の外貨準備を積み上げていることに加え、経常収支も赤字から黒字に転じている国も多く、通貨危機のような状況に陥る蓋然性は現時点で低いとみられる。しかし、特にベトナム、インド、ブラジルなど経常収支赤字国に関しては、今後の動向に十分注意を払う必要がある。

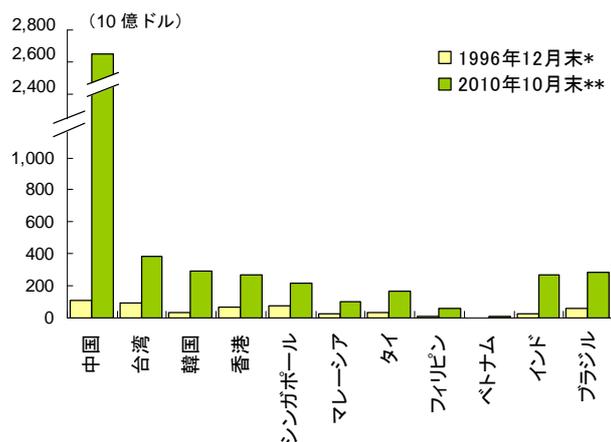
メインシナリオとしては、アジア経済を牽引する中国経済の減速が緩やかなペースで進むことに加え、欧米各国の景気減速がそれほど大きなものではないと予想することから、新興国経済全体では、10年後半から11年にかけて成長テンポはやや鈍化しつつも、引続き堅調な成長持続を見込む。

図表 各国の経常収支（対GDP比）



資料：IMF、IFS

図表 各国の外貨準備高（アジア危機前との比較）



*インドネシアは1998年5月末、インドは1997年5月末

**中国は2010年9月末

資料：Bloomberg

中国経済は安定成長路線を模索

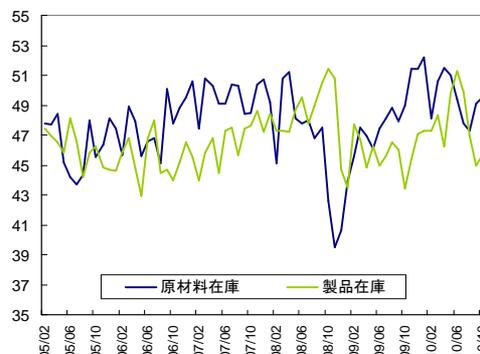
中国の10年7-9月期実質GDP成長率は、前年比+9.6%と、高めの伸びながらも2四半期連続で低下した。足元では、在庫復元の一服といった短期的な要因もあり、生産の増勢がやや鈍化しているが、PMI在庫指数を見る限り、在庫水準は再び低下してきていると推測され、生産の増勢は今後も続く可能性が高い。

一方で、中国政府の経済運営方針や、インフレ圧力を考慮すると、中国経済は緩やかに鈍化を続けると予想する。中国政府は、草案段階の第12次5ヵ年計画において、外需・投資主導から消費主導型への移行を目指すとともに、「安定した『比較的』速い経済発展」と「経済発展と『歩調の合った』収入の増加」を掲げ、成長一辺倒ではなく、所得格差の縮小も意識した政策を模索する方針を強めている。この状況を踏まえれば、来年以降は、安定成長を意識した政策運営の下で、成長率はやや低下傾向を示す可能性が高い。

インフレ警戒の強まりと金融政策の修正

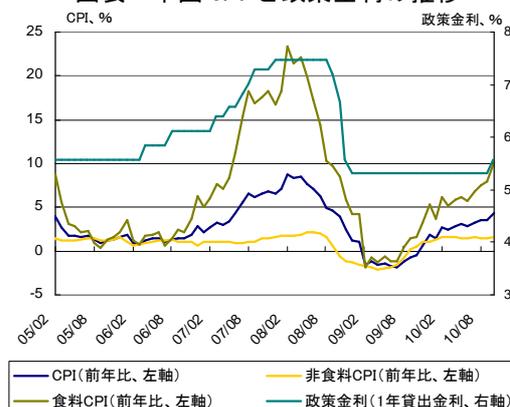
中国人民銀行は、10月19日に2年10ヶ月ぶりに利上げに踏み切り、11月は預金準備率の引き上げを実施した。この背景には、①物価上昇率が3ヶ月連続で中国政府が目標とする前年比+3%を超えた後、10月は前年比+4.4%とインフレ圧力が加速度的に強まっていること、②都市化の進展に伴い農産物の耕作地が減少する一方で食料需要が

図表 中国 PMI 在庫指数の推移



資料：Bloomberg

図表 中国 CPI と政策金利の推移



資料：Bloomberg

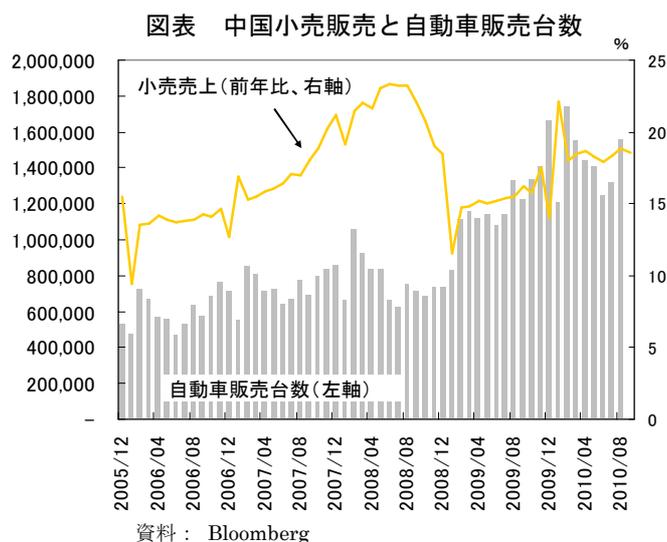
増大しているという構造的な問題に加え、投機取引の動きもあり、食料品価格の上昇が進行し、国民生活への影響が無視できなくなってきたこと、③預金準備率の引き上げや貸出規制など既往の金融政策の修正が、資産価格高騰の歯止めにはならず、一段の上昇への警戒感が強まったことが挙げられる。

もっとも、今回の利上げは小幅なものであり、インフレ圧力を沈静化させるほどの効果はないとみられる。また、中国政府が格差解消を目指して、賃上げを容認している点もインフレ圧力残存の背景となろう。先行きの金融政策については、10年末から11年前半にかけて断続的に小幅な利上げを実施すると予想する。

政策の後押しにより消費は堅調さを維持

11年以降、大型景気対策の終了に伴い、財政政策による景気の下支え効果は徐々に弱まっていくとみられる。もっとも、上記の通り、政府は内需、特に消費主導の政策を明確に打ち出している。家電製品の購入支援策（11年末まで）や6月に開始した低燃費車購入補助など、消費を支援する政策は当面維持することが予想され、消費の堅調さが続くであろう。

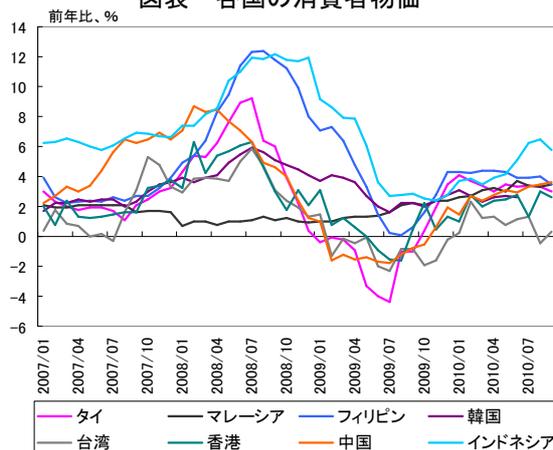
以上から、メインシナリオとしては、金融緩和と政策の修正や融資規制の影響などもあり、緩やかに成長テンポは鈍化するが、内需を重視する政策の下で、消費の拡大が続き、総じて堅調な成長が続くと予想する。実質GDP成長率は、10年7-9月期が前回予想比で上振れしたため、10年は+10.1%（前回+9.6%）と上方修正する一方、11年は+8.7%と前回と同じ成長率を予想する。



NIEs, ASEAN 各国で進む金融政策の修正

NIEs、ASEAN 各国では、内需の堅調さと外需の回復に支えられ、景気拡大が続いている。インフレ懸念や資産価格の上昇から、各国では政策金利の引き上げが実施されているが、現時点では引き締めによる景気押下げリスクは顕在化していない。一方で、消費者物価上昇率の推移からは、依然としてインフレ圧力は収まっていない様子が窺われる。先行きを展望すると、危機対応として導入された財政政策の効果が薄れる中で、金融引き締めによりインフレや資産価格をコントロールしつつ、巡航速度での成長を続けていくことが政策運営上の重要な目標となろう。

図表 各国の消費者物価



資料：Bloomberg

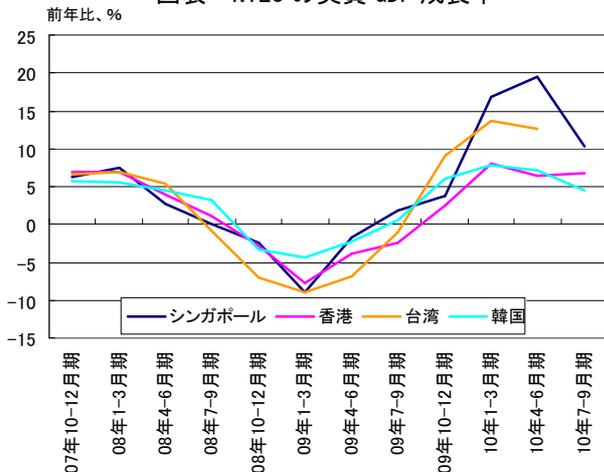
急回復から成長鈍化に向かう NIEs

NIEs 諸国は、主にアジア向け輸出の急回復を受け、速いペースで景気回復を続けてきたが、足元で成長率は鈍化している。この背景には、輸出回復の一服に加え、急激な生産回復に伴う在庫の積みあがりによる生産の鈍化がある。NIEs 経済は貿易依存度が高く、欧米各国や中国の景気減速の影響を貿易経由で受けやすいことから、輸出の減速による成長鈍化は今後も続く予想する。もっとも、NIEs 各国の国内需要は引き続き回復傾向を示しており、メインシナリオとしては、減速ペースは緩やかなものに止まると予想する。NIEs の実質 GDP 成長率については、10 年は前年比+6.8%と前回 (+6.6%) から上方修正する一方、11 年は米国向けを中心に年前半にかけて輸出が伸び悩むと想定し、同+4.1% (前回+4.7%) と下方修正する。

着実な回復を続ける ASEAN5

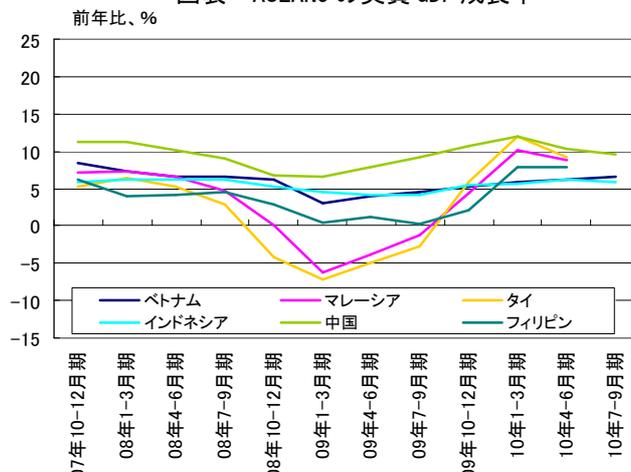
ASEAN 諸国では、引続き景気拡大のモメンタムが強まっている。インドネシア、ベトナムでは個人消費が牽引役となり内需の拡大が続き、堅調に成長している。また、マレーシア、タイでは輸出回復を受け、回復基調を強めている。先行きについては、米国を中心に海外減速の影響を受け、10 年後半から 11 年前半にかけてやや成長率が鈍化するものの、着実な成長が続くとの判断に変更はない。以上の状況を踏まえ、ASEAN5 の実質 GDP 成長率については、10 年はタイ、マレーシアの回復が予想を上回るペースで進んでいることから、前年比+6.2% (前回+5.5%) と大幅に上方修正し、11 年は同+5.1% と前回予測と同じ成長率を予想する。

図表 NIEs の実質 GDP 成長率



資料：Bloomberg

図表 ASEAN5 の実質 GDP 成長率



インド経済のインフレリスクは残る

インド経済は、外需や金融引き締めの影響などから成長率が鈍化させつつも、内需の拡大などを背景に堅調な推移を続けると予想する。

まず政策面では、金融環境の安定化を図る観点などから財政健全化の手綱を強めている。そのため、先行き財政支出は削減圧力を受ける可能性が大きい。金融政策は、インフレ圧力が煽っていることから、引き締めスタンスが継続される見込みである。政策金利（レポ金利）は11月2日に6.25%に引き上げられた。足元の内需拡大を牽引する設備投資や耐久消費財への需要が下押し圧力を受けることが見込まれる。

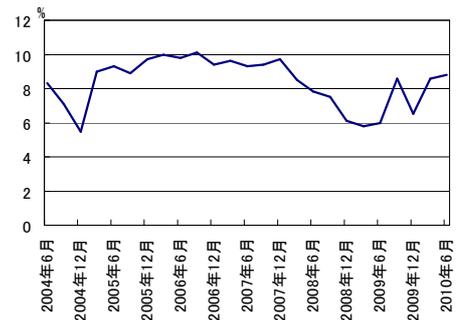
外需動向に関しても、米国経済の回復の遅れが直接的に他のアジア諸国経由でインド経済にマイナスの影響を及ぼすとみられる。とはいえ、中間所得層の拡大やインフラ投資需要に支えられた成長は今後も持続する見込みであり、内需の安定的な拡大がこうした外的ショックをカバーしていく公算が大きい。

リスク要因としては、インフレ率の高止まりや、ルピー安による債務負担の実質的な増加などがある。需要面からの物価上昇圧力は既往の金融引き締め効果から、ある程度収まってきたとみられるものの、企業物価の上昇率が高止まりしている状況を見ると予断は許さない。また、国際金融市場の動向がインド経済を不安定化させるリスクにも一定の目配りが必要である。経常赤字の規模はGDPの約2~3%程度であり、インド経済は海外資本の取り込みを必要とする構造である。インドの対外債務は、ドルベースでみた経済規模比率では足元低下しているが、海外での金融資本市場のリスク回避スタンスが高まりルピー安を招けば、これがインドの対外負債の実質的な負担を増加させかねない。また、対外負債の内訳をみると、直接投資など長期債務が着実に増える一方、足元は、短期負債も急速に増えている。そのため短期資金フローが急速に流出するリスクには注意が必要である。

金融政策については、現在のインフレリスクを鑑みると、少なくとも11年1Qまでは引き締めスタンスが続くであろう。再びGDPギャップが拡大へと動き出すタイミングについては、引き締め政策の効果のラグを踏まえると、先行き半年程度はGDPギャップが縮小するとみるのが妥当である。従って、局面変化は11年7-9月期頃が一つの目処にはなると予想する。

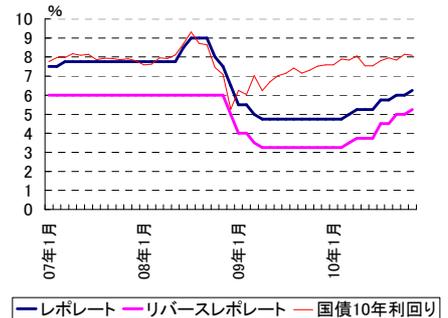
以上から、実質GDP成長率については、前回の見通し同様、高成長ながらも金融引き締めの影響などから緩やかな成長率の低下を見込む。米国経済の自律的回復の脆弱さを背景に、11年を前回よりも小幅下方修正し、10年は+8.2%（前回+8.2%）、11年は+7.5%（前回+7.6%）と予想する。

図表 インドの実質 GDP（前年比）



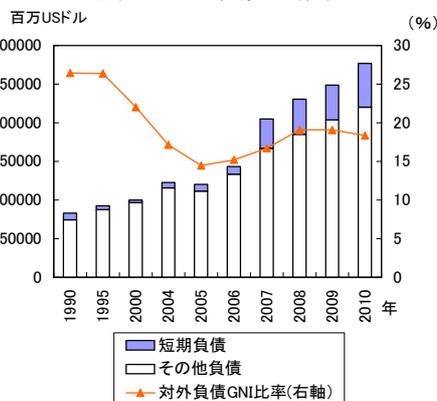
資料：Bloomberg

図表 金利動向



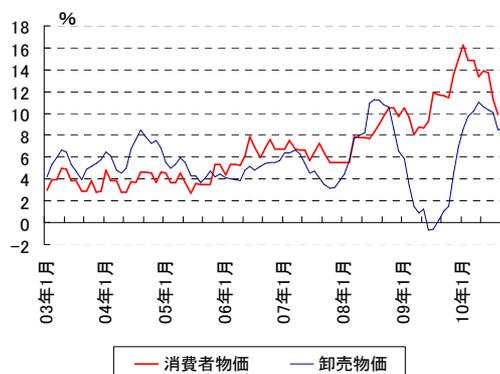
資料：Bloomberg

図表 対外負債の推移



注：2010年値は第2四半期時点の実績に基づく。
資料：World Bank データなどから三菱総合研究所作成

図表 物価の推移



資料：Bloomberg

ブラジル経済は堅調な成長持続の見込み

ブラジル経済は、金融引き締め効果を受けつつも、内需の好調などを背景に堅調な推移を続けると予想する。

政策面をみると、景気の過熱感が高まる中、政策金利は本年4月以降、7月までに10.75%まで引上げられた。引続きインフレ圧力への対応のため、利上げバイアスがかりやすい展開が予想される。財政政策も危機対応の刺激策が10年中でほぼ剥落する見込みである。

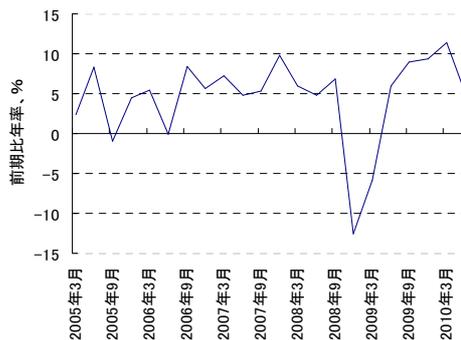
一方で、内需を中心とする自律的な成長モメンタムは持続している。こうした成長の背景には、労働供給の拡大、実質賃金の上昇、信用拡大などがある。こうした動きは今後も持続するとみられ、堅調な成長が見込まれる。インフレ率も今のところターゲットゾーンで推移しており、新興国の中では引き締め局面から早めに抜け出すのではないかとみられる。

リスク要因としては、米国経済の先行き、過度なレアル高の進行、資本流入の急激な変化、などが挙げられよう。ブラジル経済は輸出を通じて米国経済の影響を受けやすい。米国経済の自律的な回復力が鈍い中、金融引き締めのさじ加減を誤ると、景気失速を招くリスクがある。レアルは自国の利上げ期待と先進国の金融緩和を背景とする資本流入により、足元で上昇圧力が高まっているが、過度なレアル高は輸出の押下げはもちろん、企業マインドを冷やす可能性がある。

更に、経常赤字国であるブラジルは、設備投資などのファイナンスを対内資本流入に依存している面が強い。そのため資本流入の急激な変動はブラジル経済に悪影響を及ぼす。対外負債構成をみると、直接投資など長期負債が中心であり、ブラジル経済の成長力に寄与する部分が大きいと推察される一方、資金の巻き戻しが生じれば、その分経済への下押し圧力となる。足元では財政規律が維持されており、状況が急変するとは考えにくいものの、利上げ予想の後退でレアル上昇の潮目に変化し、資本流入一辺倒だった資金フローが鈍化・流出すれば、金融市場はもちろん、投資活動などに予期せぬショックを与える可能性もある。資本流入規制の厳格なインドと比べれば、先進国の金融緩和を背景とする投機的な資金も入りやすく、その逆流の可能性にも注意が必要であろう。

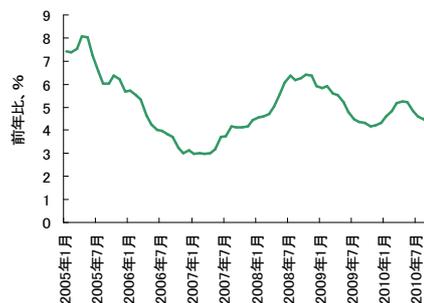
実質 GDP 成長率見通しについて、前回予測からの主な修正点は、米国の自律的回復テンポの鈍さと足元のレアル高進行を背景に輸出の伸びがやや鈍化する点である。そのため、成長率見通しを小幅下方修正した。ただし、自律的な成長メカニズムは維持されており、来年にかけて潜在成長率とみられる4%半ば程度の成長を確保するシナリオには変更はない。以上から、10年は+7.6%（前回+7.7%）、11年は+4.6%（前回+4.7%）を見込む。

図表 実質 GDP 成長率推移



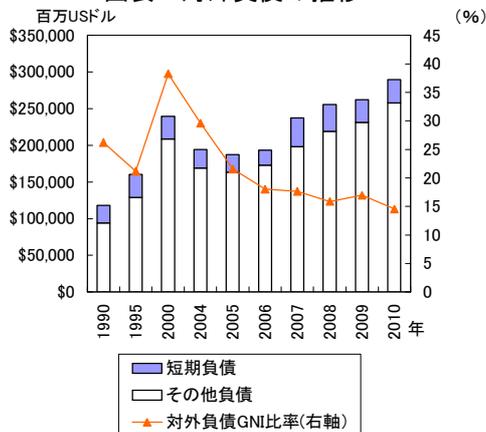
資料：Bloomberg

図表 消費者物価の推移



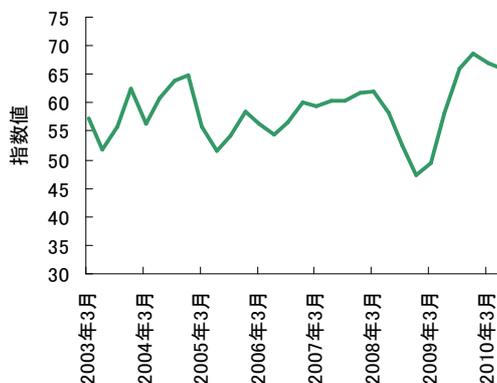
資料：Bloomberg

図表 対外負債の推移



注：2010年値は第2四半期時点の実績に基づく。
資料：World Bank データなどから三菱総合研究所作成

図表 企業信頼感指数の推移



資料：Bloomberg

日本経済見通し総括表

(単位:10億円、%)

名目	年度				対前年度比増減率			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
	実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
国内総生産(=GDP)	494,182.8	476,412.3	481,501.2	483,877.0	▲ 4.2%	▲ 3.6%	1.1%	0.5%
民間最終消費支出	288,114.7	283,418.8	283,956.4	283,191.6	▲ 1.8%	▲ 1.6%	0.2%	▲ 0.3%
民間住宅投資	16,404.4	12,853.1	12,654.2	13,245.4	▲ 1.2%	▲ 21.6%	▲ 1.5%	4.7%
民間設備投資	76,760.8	62,700.2	64,726.9	66,672.0	▲ 5.6%	▲ 18.3%	3.2%	3.0%
民間在庫品増加	1,390.3	▲ 1,108.0	249.2	2,024.0	***	***	***	***
政府最終消費支出	93,555.4	93,900.5	95,177.4	96,664.3	0.7%	0.4%	1.4%	1.6%
公的固定資本形成	19,628.3	20,415.3	18,990.2	17,248.0	▲ 3.5%	4.0%	▲ 7.0%	▲ 9.2%
公的在庫品増加	244.6	204.4	164.9	154.2	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	▲ 1,916	4,028	5,582	4,678	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	78,314.2	64,218.2	73,599.3	75,580.1	▲ 15.1%	▲ 18.0%	14.6%	2.7%
財貨・サービス輸入	80,229.9	60,190.1	68,017.4	70,902.5	▲ 4.7%	▲ 25.0%	13.0%	4.2%

(単位:2000暦年連鎖方式価格10億円、%)

国内総生産(=GDP)	541,017.3	531,203.6	544,888.7	550,091.9	▲ 3.8%	▲ 1.8%	2.6%	1.0%
民間最終消費支出	304,897.6	307,199.7	312,493.7	312,061.9	▲ 1.8%	0.8%	1.7%	▲ 0.1%
民間住宅投資	15,322.9	12,495.9	12,247.0	12,730.7	▲ 3.7%	▲ 18.4%	▲ 2.0%	3.9%
民間設備投資	82,246.4	69,679.7	72,453.3	75,019.4	▲ 6.8%	▲ 15.3%	4.0%	3.5%
民間在庫品増加	2,360.7	▲ 360.0	▲ 241.8	598.7	***	***	***	***
政府最終消費支出	97,050.3	98,714.7	99,909.8	100,997.4	▲ 0.1%	1.7%	1.2%	1.1%
公的固定資本形成	18,456.3	20,171.2	18,629.8	16,821.2	▲ 6.6%	9.3%	▲ 7.6%	▲ 9.7%
公的在庫品増加	299.1	265.0	231.4	217.4	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	20,993.8	20,553.6	28,560.9	30,679.3	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	80,420.2	72,752.5	86,826.9	91,863.2	▲ 10.4%	▲ 9.5%	19.3%	5.8%
財貨・サービス輸入	59,426.4	52,199.0	58,266.0	61,183.9	▲ 3.7%	▲ 12.2%	11.6%	5.0%

指数等	年度				対前年度比増減率			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
	実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
鉱工業生産指数	94.4	86.0	93.5	95.3	▲ 12.7%	▲ 8.9%	8.7%	2.0%
国内企業物価指数	108.2	102.6	102.9	103.0	3.1%	▲ 5.2%	0.3%	0.1%
消費者物価指数(生鮮除く総合)	101.6	100.0	99.0	98.8	1.2%	▲ 1.6%	▲ 1.0%	▲ 0.2%
GDPデフレーター	91.3	89.7	88.4	88.0	▲ 0.4%	▲ 1.8%	▲ 1.5%	▲ 0.5%
完全失業率	4.1%	5.2%	5.0%	4.8%	***	***	***	***
春闘賃上率	1.99%	1.83%	1.82%	1.87%	***	***	***	***
新設住宅着工戸数(万戸)	103.9	77.5	81.1	87.2	0.3%	▲ 25.4%	4.7%	7.5%

(単位:10億円、%)

経常収支(10億円)	12,336	15,782	16,619	17,911	***	***	***	***
貿易・サービス収支	▲ 888	4,781	6,928	7,580	***	***	***	***
貿易収支	1,159	6,600	8,240	8,673	***	***	***	***
輸出	67,712	55,567	63,729	66,229	▲ 16.3%	▲ 17.9%	14.7%	3.9%
輸入	66,553	48,967	55,489	57,556	▲ 3.9%	▲ 26.4%	13.3%	3.7%
通関収支戻(10億円)	▲ 765	5,232	6,475	6,909	***	***	***	***
通関輸出	71,146	59,013	67,369	70,025	▲ 16.4%	▲ 17.1%	14.2%	3.9%
通関輸入	71,910	53,781	60,895	63,116	▲ 4.1%	▲ 25.2%	13.2%	3.6%

基準割引率(旧・公定歩合、年度末)	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	***	***	***	***
無担保コール翌日物金利(年度末)	0.107%	0.100%	0.101%	0.101%	***	***	***	***
国債10年物利回り	1.47%	1.37%	1.06%	1.02%	***	***	***	***
M2	738,454	759,675	777,783	786,543	2.1%	2.9%	2.4%	1.1%
日経平均株価	10,802	9,974	9,759	10,291	▲ 32.4%	▲ 7.7%	▲ 2.2%	5.5%
原油価格(WTI、ドル/バレル)	86.1	70.7	80.6	87.0	4.8%	▲ 17.9%	14.0%	8.0%
円/ドル レート	100.5	92.9	85.2	82.8	***	***	***	***
ドル/ユーロ レート	1.423	1.413	1.331	1.343	***	***	***	***
円/ユーロ レート	143.0	131.3	113.5	111.1	***	***	***	***

注:国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、及び為替レートは年度中平均。春闘賃上率は、2011年以降予測値。

資料:各種資料より三菱総合研究所予測。

《本件に関するお問合せ先》

(株)三菱総合研究所 〒100-8141 東京都千代田区永田町2-10-3

政策・経済研究センター 武田洋子 電話:03-6705-6087 Email: ytakeda@mri.co.jp

広報・IR部 笠田・鈴木 電話:03-6705-6000 Email: media@mri.co.jp

《担当》

【内外経済総括】武田洋子 【日本】森重彰浩 【米国】平田暁子 【欧州】重次泰子 【新興国】対木さおり、大島一宏

*本資料は、内閣府記者クラブ、日本銀行記者クラブに資料配布しております。