

2011年8月16日
株式会社三菱総合研究所

2011・2012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 大森京太 東京都千代田区永田町二丁目10番3号)は、2011年4-6月期GDP速報の発表を受け、2011・2012年度の内外経済に関する予測を発表致しました。

足元の順調な回復と裏腹に、高まる先行きの不透明感

日本の実質成長率予測値：2011年度+0.2%、2012年度+2.0%

(前回予測値(6月9日)：11年度+0.3%、12年度+2.4%)

日本経済

- 日本では、大震災発生以降、主として供給面の制約から生産活動が大幅に低下したが、その後、サプライチェーンの急速な復旧から、生産は6月時点で震災前の95%程度にまで回復した。需要サイドでも、供給制約の緩和とともに、輸出が足元で持ち直しつつあるほか、消費の自粛ムードも和らぎつつある。心配された夏場の電力不足も、企業による取組みなどにより、景気への影響は限定的に止まるとみられる。
- もっとも、足元の順調な回復ぶりとは裏腹に、先行きについては下振れ圧力が強まっている。海外経済については、国・地域によって濃淡あるものの、総じてみれば減速傾向にある(下記参照)。さらに、前回見通しでリスクとして指摘していた欧米財政問題の混乱の広がり、こうした世界経済の減速懸念と相俟って、国際金融市場の不安定化に繋がり、8月上旬にかけて世界株価の大幅下落や急激な円高進行を招いた。国内の生産体制は正常化の目処がついたものの、海外経済の減速と急激な円高進行、株価下落に伴う企業マインドの悪化が輸出や国内需要の回復ペースを弱める要因となろう。
- 以上を踏まえ、実質GDP成長率の見通しについては、7-9月期には4四半期振りにプラス成長に復するとの見方は維持するが、前回予測対比、11年度、12年度ともに下方修正を行った。
- さらに、上記の見通しについてはさらなる下振れリスクがあり、不確実性は高い。海外発のリスクとしては、①欧米財政問題に端を発した市場の混乱が、金融システム不安へと発展し、金融と実体経済の負の連鎖を招くリスク、②中国を中心とする新興国経済の軟着陸の失敗が指摘できる。また、国内発のリスクについては、③定期点検後の原発停止による電力制約の深刻化、④第三次補正予算成立遅延による復興プロセスの遅れが挙げられる。

海外経済

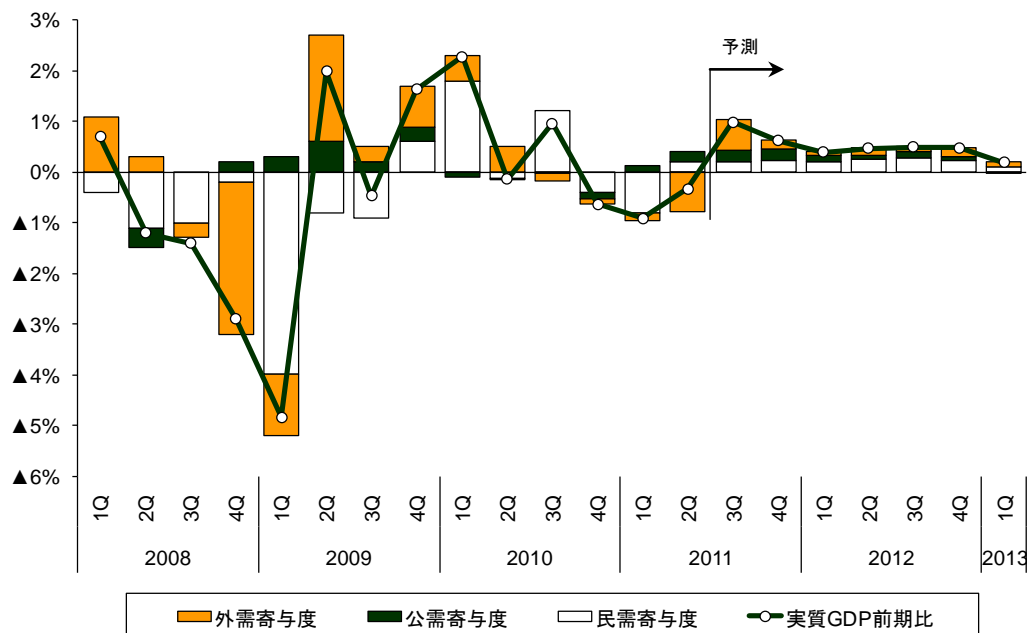
- 米国経済は、足元、減速している。もともと自律的な回復力が力強さを欠く中、①ガソリン価格の高止まり、②サプライチェーン寸断による自動車生産・販売の落ち込み、③新興国経済の減速など、複数の外生的なショックが加わったこともあって、回復ペースが弱まっている。さらに足元では、債務上限を巡る混乱や米国債の格下げによる金融市場の不安定化が加わり、企業や家計のマインドは一段と後退する可能性が高い。こうした状況を踏まえ、実質GDP成長率については、前回見通しに比べ、11年、12年ともに下方修正を行った。
- 欧州経済についても、ソブリン問題の深刻化、海外経済の減速を背景に、減速リスクが強まっている。ギリシャについては、追加支援策決定により目先の危機が後退した一方、イタリアやスペインのソブリン問題への警戒感はむしろ強まっている。欧州中央銀行(ECB)による緊急的な国債購入により、両国の長期金利は低下に転じたが、引き続き予断を許さない状況にある。
- 新興国経済は、堅調な成長を続けているが、一段のインフレ進行と既往の金融引き締め効果から、総じて成長率を鈍化させている。今後も、堅調な成長モメンタムを維持するとみられるが、①欧米経済の減速を受けた輸出の鈍化、②インフレや金融引き締めを受けた国内需要の減速などから、成長率は12年にかけて鈍化すると予想する。

図表 2011・2012年度の実質経済成長率（日本）の展望（単位：％）

項目	2009年度		2010年度		2011年度		2012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	▲ 2.4	***	2.3	***	0.2	***	2.0	***
内需	▲ 2.7	▲ 2.7	1.6	1.1	0.7	0.7	1.4	1.3
民需	▲ 5.0	▲ 3.9	2.2	1.2	0.1	0.1	1.2	0.9
民間最終消費支出	0.0	0.0	0.8	0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	0.4	0.2
民間住宅投資	▲ 18.2	▲ 0.6	▲ 0.3	0.0	1.1	0.0	4.1	0.1
民間企業設備投資	▲ 13.6	▲ 2.1	4.2	0.5	0.4	0.1	3.5	0.5
民間在庫投資	***	▲ 1.1	***	0.5	***	0.2	***	0.1
公需	5.2	1.2	▲ 0.0	▲ 0.1	2.5	0.6	2.0	0.5
政府最終消費支出	3.5	0.7	2.2	0.4	2.0	0.4	1.8	0.3
公的固定資本形成	14.2	0.6	▲ 10.0	▲ 0.5	4.6	0.2	3.3	0.1
外需（純輸出）	***	0.3	***	0.9	***	▲ 0.4	***	0.7
輸出	▲ 9.6	▲ 1.5	17.0	2.3	0.7	0.1	6.2	1.0
輸入	▲ 11.0	1.8	11.0	▲ 1.4	4.9	▲ 0.5	2.8	▲ 0.3
名目GDP	▲ 3.7	***	0.4	***	▲ 1.0	***	2.3	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 日本の実質GDP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

総括

足元の順調な回復とは裏腹に、強まる先行きの下押し圧力

世界経済は、新興国を中心に堅調な成長を続けていたが、ここへきて減速感を強めている。米国経済は、ガソリン高やサプライチェーンの寸断という外的ショックもあって回復ペースが大幅に鈍化しているが、その背景には、バランスシート調整など金融危機の後遺症により、外的ショックに脆弱な経済状況がなお続いていることがある。さらに足元では、債務上限を巡る混乱や米国債の格下げによる金融市場の不安定化が加わり、企業や家計のマインドは一段と後退する可能性が高い。欧州では、ソブリン問題の深刻化や海外経済の減速から、企業の景況感は後退しており、足元、減速リスクが強まっている。新興国経済は、堅調な成長を続けているが、各国でインフレ懸念が強まる中、金融引き締めスタンスの継続などから、生産活動はやや低下し始めており、成長率は12年にかけて鈍化するとみられる。

日本経済は、サプライチェーンの急速な復旧から、生産は6月時点で震災前の95%程度にまで回復した。需要サイドでも、供給制約の緩和とともに、輸出が足元では持ち直しつつあるほか、消費の自粛ムードも和らぎつつある。心配された夏場の電力不足も、企業による取組みなどにより、景気への影響は限定的とみられる。

しかし、足元の順調な回復ぶりとは裏腹に、先行きについては下振れ圧力が強まっている。前回見通しでリスクとして指摘していた欧米財政問題の混乱の広がり、上記の世界経済の減速懸念と相俟って、国際金融市場の不安定化に繋がり、世界株価の大幅下落や急激な円高進行を招いた。国内の生産体制は正常化の目処がついたものの、海外経済の減速と急激な円高進行、株価下落に伴う企業マインドの悪化が輸出や設備投資の回復ペースを弱める要因となろう。

政策や金融市場の前提については、足元の急激な円高を受けて、為替相場（ドル円レート）の想定について全般に円高方向へ変更した。さらなる円高進行時には、8月4日に実施された単独介入が再度行われる可能性がある。一方、米国では、8月9日の連邦公開市場委員会（FOMC）において、少なくとも13年半ばまで低金利政策が維持されるとの時間軸が示されたため、12年度までの予測期間中に円安が大幅に進行する可能性は低く、70円台半ばから80円台前半での推移が続くと想定する。なお、日本の金融政策については、8月4日の決定会合において、資産買入等の基金の増額（10兆円程度）が決定された。標準シナリオの下では予測期間中の現状維持を想定する。財政政策については、本年秋の第三次補正予算成立を前提に、12年度の復興需要として4兆円程度を見込む。

以上を踏まえ、日本の実質GDP成長率見通しについては、11年度前年比+0.2%、12年度同+2.0%と、前回6月9日時点の予測値（11年度+0.3%、12年度+2.4%）から、ともに下方修正した。

内外で高まる不確実性

前回見通し以降、内外で下振れリスクが強まっており、上記見通しについての不確実性は高い。

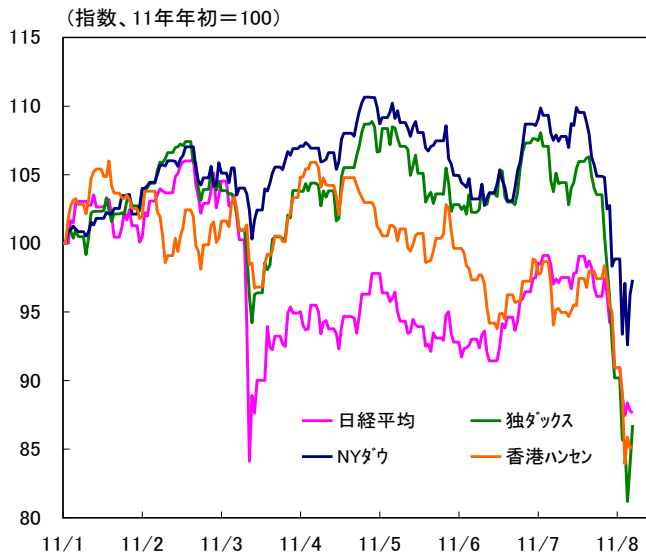
第一に、欧米財政問題に端を発した市場の混乱が、金融システム不安へと発展し、金融と実体経済の負の連鎖を招くリスクである。米国では、債務上限引上げについて合意したものの、財政再建案が不十分などの理由から、一部大手格付け会社が米国債を格下げした。欧州では、ソブリン問題が深刻な状況にある。ギリシャへの追加支援策で合意に達したものの、民間負担の拡大懸念などから、むしろイタリアやスペインの先行きに対する不透明感が高まっている。こうした中、国際金融市場は8月上旬にかけて不安定化した。金融システム不安へと発展すれば、実体経済と負の連鎖を引き起こす可能性も否定できない。

第二に、中国を中心とする新興国経済の軟着陸失敗への懸念である。国内の景気過熱感の高まりに加え、既往の食料品価格の上昇による影響もあって、インフレ圧力は収まっていない。標準シナリオでは、金融引き締めの継続により、景気の軟着陸が実現するとみているが、仮にこのままインフレが収束しなければ、先行き大幅な金融引き締めによる景気の急ブレーキを招くリスクも高まる。景気減速とともに、国内銀行の不良債権問題が表面化・深刻化する可能性もある。

第三に、国内発の最大のリスクは定期点検後の原発停止による電力制約の深刻化である。今回の見通しの標準シナリオとしては、ストレステストの後、順次原発が再稼働するケースを仮定しているが、リスクシナリオとして、原発が定期点検後に順次停止する場合には、12年度の実質GDP成長率を▲0.8%程度押し下げると予想する。

第四に、第三次補正予算成立の遅延による復興プロセスの遅れである。初期の復旧やがれき処理などについては、第一次、第二次補正予算のもとで進められている一方、本格的な復興予算は、次の第三次補正予算として策定される見込みである。標準シナリオでは、12年度に4兆円程度の復興需要を織り込んでいるが、仮に予算成立が遅れば復興需要本格化の時期が後ずれするリスクがある。

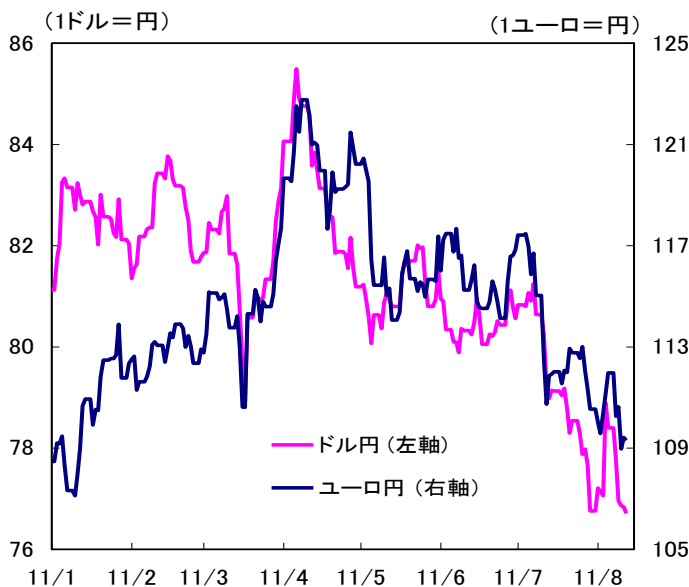
図表 世界の株価



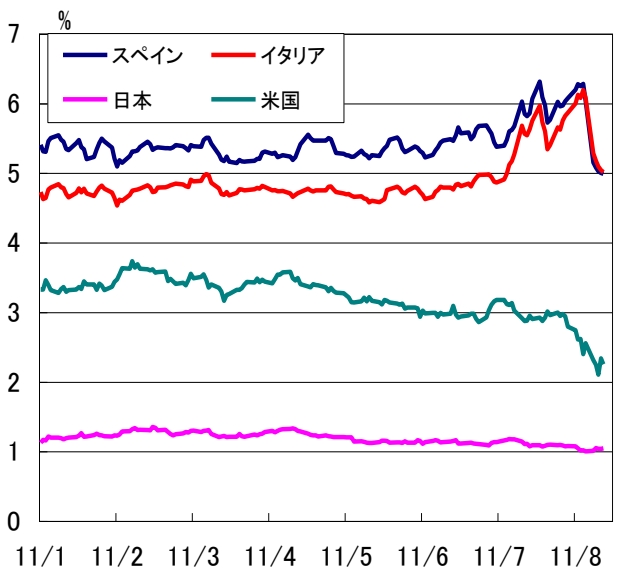
図表 VIX 指数



図表 為替



図表 長期金利 (10年)



注：直近は8月12日
資料：Bloomberg

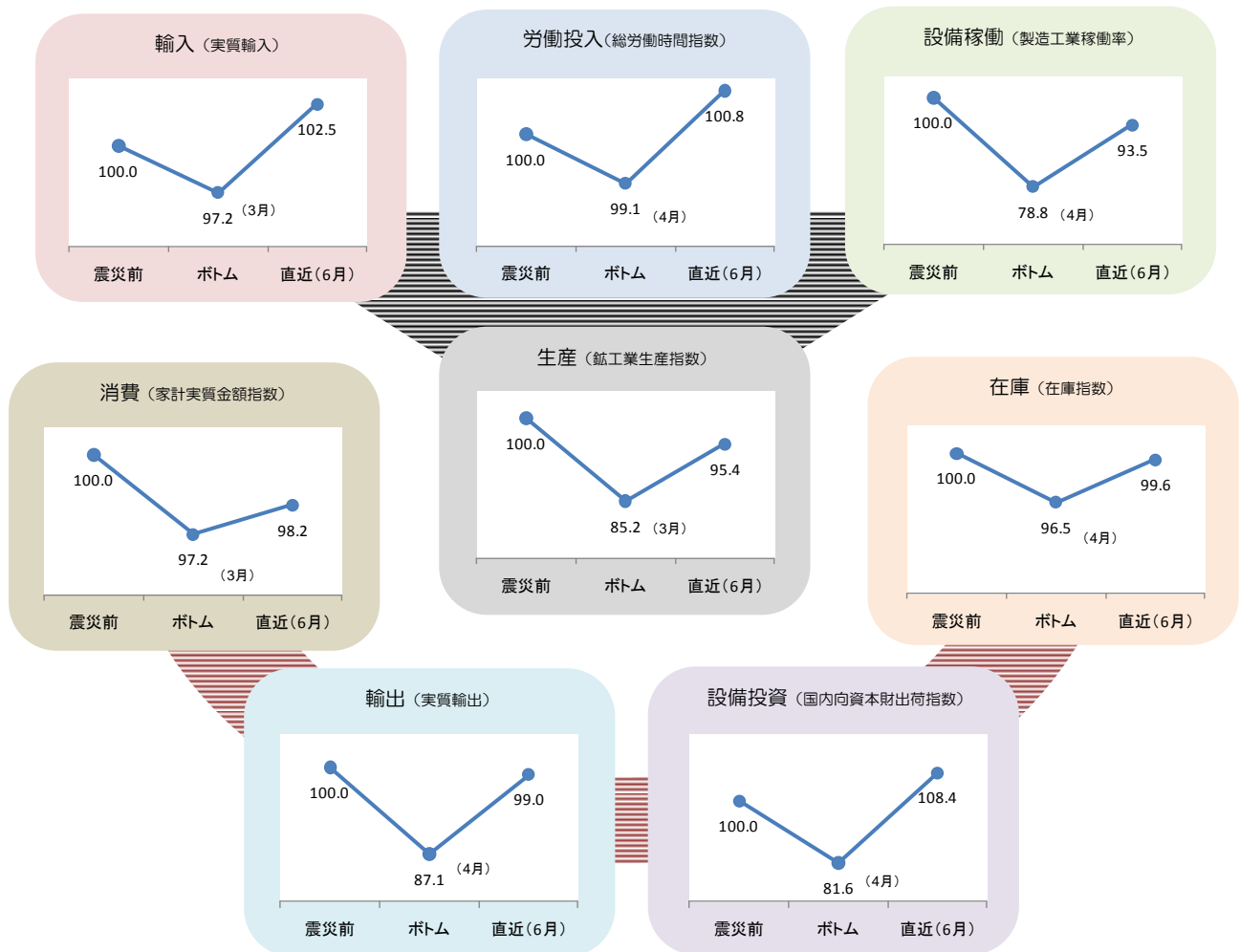
(1) 概観

震災ショックから立ち直りつつある日本経済

内閣府発表の11年4-6月期のGDP成長率(1次速報)は、実質前期比▲0.3%と、1-3月期(同▲0.9%)に比べマイナス幅は縮小した。4月以降のサプライチェーンの復旧に伴い、企業の在庫復元の動きが進んだほか(民間在庫品増加:実質前期比寄与度+0.3%p)、供給制約が強かった耐久消費財を中心に消費も回復の動きをみせ、同▲0.6%→▲0.1%とマイナス幅を縮小した。復興需要も現れ始めており、公的固定資本形成は同+3.0%の増加となった。一方、輸出は生産に1ヶ月程度遅れて落ち込んだことから、4月が底となり(生産は3月が底)、4-6月期は同▲4.9%と大幅減となった。

四半期でみれば3四半期連続のマイナス成長となっているものの、月次でみれば、足元の日本経済は、震災ショックによる落ち込みから着実に立ち直りの動きを見せている(下図表)。供給面をみると、ヒト・モノ・カネの投入については、設備稼働率は依然として震災前水準を1割弱下回っているものの、サプライチェーンの復旧等に伴い、労働投入、輸入はほぼ震災前の水準に回復しており、生産は95%程度の水準まで戻っている。こうした供給面の回復に伴い、需要面も持ち直しの動きをみせており、輸出や資本財出荷(設備投資の代理変数)、在庫もほぼ震災前の水準にまで戻している。ただし、消費については、他の需要項目に比して回復は遅れている。

図表 震災前後の主要指標の推移



注:震災前は2011年1月~2月の平均、ボトムは2011年3月以降の最小値、直近は2011年6月の水準として設定。
震災前、ボトム、直近のいずれも、震災前=100とした水準に変換。
資料:日本銀行、経済産業省、厚生労働省、総務省、内閣府の各種統計から三菱総合研究所作成。

(2) 企業部門

進むサプライチェーンの回復と高まる先行きのリスク

4月以降、想定を上回るスピードで生産の回復が進んでいる。サプライチェーンの復旧が急ピッチで進んでおり、鉱工業生産指数の4-6月の累積の上昇率は+11.6%にもものぼる。夏場についても企業や家計の節電努力により計画停電が回避される見通しであり、直近の製造工業生産予測調査による7月+2.2%、8月+2.0%の回復持続予想を考慮すると、早ければ8月中にほぼ震災前の水準に復するとみられる。

足元の順調な回復ぶりとは裏腹に、先行きについては、①海外経済の減速や円高による輸出の減少、②定期点検後の原発停止による電力制約の深刻化、が新たなリスクとして高まっている。米国では債務上限引上げ問題や米国債の格下げもあって金融市場が不安定化し、実体経済面でも弱い指標が相次いでいる。新興国についてもインフレ懸念等から金融引き締めに動いており、世界的に景気減速懸念が高まっている。国内についても、原発が定期点検後に運転再開ができない場合、原発比率の高い関西電力管内を中心に秋から冬にかけて電力制約は一段と厳しくなるとみられる（詳細は後述）。

図表 業種別の鉱工業生産指数（前期比%）と今後の見通し

	産業連関表 影響力係数 (注1)	鉱工業 生産指数				製造工業 生産予測調査		8月時点 震災前 水準比 (注2)
		2011年 3月	4月	5月	6月	7月	8月	
鉱工業		▲15.5%	1.6%	6.2%	3.8%	-	-	-
製造工業		▲15.5%	1.6%	6.3%	3.7%	2.2%	2.0%	99.5%
鉄鋼業	1.69	▲10.2%	▲2.2%	▲2.1%	1.0%	▲0.4%	1.2%	88.4%
非鉄金属工業	1.17	▲16.5%	3.2%	1.9%	2.7%	▲6.3%	2.7%	87.2%
金属製品工業	1.04	▲10.7%	2.1%	3.4%	2.9%	▲0.3%	1.2%	99.6%
一般機械工業	1.18	▲14.5%	12.0%	5.6%	▲0.8%	▲0.3%	8.0%	109.7%
電気機械工業	1.15	▲10.2%	4.4%	2.4%	4.6%	3.8%	6.3%	112.0%
情報通信機械工業	0.87	▲8.0%	▲16.7%	13.5%	15.0%	18.5%	▲13.3%	96.6%
電子部品・デバイス工業	1.01	▲6.6%	▲12.6%	▲0.6%	5.2%	▲0.9%	0.0%	84.7%
輸送機械工業	1.86	▲46.7%	▲1.9%	36.6%	19.5%	4.6%	5.6%	96.6%
精密機械工業	1.03	▲12.9%	13.6%	1.8%	9.9%	-	-	-
窯業・土石製品工業	0.87	▲5.1%	0.2%	▲1.8%	0.5%	-	-	-
化学工業	1.31	▲2.3%	▲0.1%	11.0%	▲0.3%	1.5%	1.8%	112.6%
石油・石炭製品工業	0.16	▲12.3%	▲0.4%	1.0%	5.7%	-	-	-
プラスチック製品工業	1.28	▲11.9%	4.6%	5.1%	▲2.1%	-	-	-
パルプ・紙・紙加工工業	1.27	▲8.3%	▲0.4%	▲1.5%	1.9%	▲0.7%	4.0%	95.4%
繊維工業	1.07	▲1.8%	▲0.9%	▲0.9%	0.4%	-	-	-
食料品・たばこ工業	1.06	▲8.7%	7.1%	1.0%	▲3.1%	-	-	-
その他工業	0.96	▲9.4%	6.1%	0.5%	▲0.7%	▲0.2%	▲0.7%	94.9%

注1：影響力係数は、産業全体への生産波及について相対的な影響力を測る指標。全産業の平均が1であり、値が大きいほど生産波及の影響力が大きい。ここでは、自部門への直接効果を除く間接効果だけを対象とした影響力係数を、経済産業省「平成21年簡易延長産業連関表」より算出。濃灰シャドー部は上位20%に属する業種。

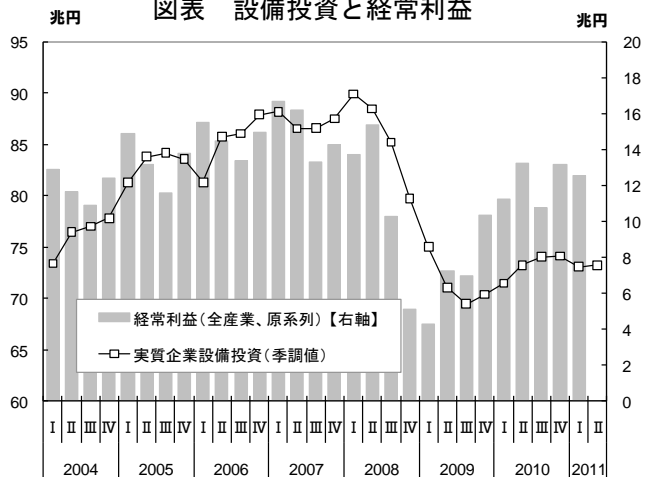
注2：2011年1-2月の生産指数平均値と、6月の生産指数を7、8月の製造工業生産予測調査予測値で延ばした値の比率。

資料：経済産業省「鉱工業生産指数」「平成21年簡易延長産業連関表」、各種報道資料

設備投資の先行きは不透明

企業収益の回復に遅れるかたちで09年後半からようやく上向いてきた設備投資であったが、震災をうけて設備投資の先行きは再び不透明になっている。サプライチェーンの復旧が早期に進んだことから、企業収益の悪化は想定よりは小さくなるとみているが、①全国的な広がりを見せる電力制約、②円高の進行、③海外経済の減速、など景気の先行きに対するリスクが増大しており、生産・設備投資計画について抜本的な見直しを余儀なくされている企業も多い。設備投資の先行きについては、各種リスクの大きさを見極めながらの慎重な動きが予想されよう。

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」

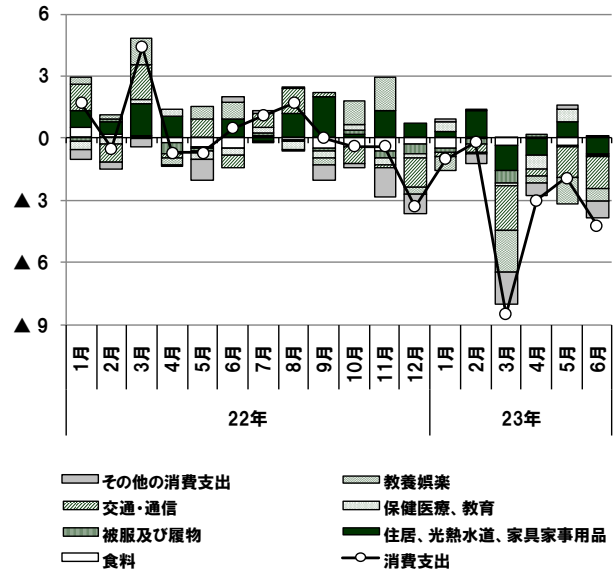
(3) 家計部門

消費自粛ムードは緩和も回復ペースは緩やか

6月の家計調査によると、実質消費支出は前年比▲4.2%の減少となった。供給制約が残る自動車向け支出が引き続き減少したほか、消費自粛による行楽費の減少や、節電による電気代の減少が下押し圧力となっている。季調済の前月比で見れば、3月の大幅な悪化(▲2.7%)の後、緩やかに増加しているものの、4-6月の累積上昇率は+1.1%にとどまり、生産等に比べ震災後の消費の回復ペースは鈍い。

震災から5ヶ月が経過し、東北地域の百貨店やスーパーが順次営業を再開するなか、東北の小売売上高は5月+1.5%、6月+3.4%と2ヶ月連続で前年を上回るなど、被災地域の復興消費が本格化している。また、全国的にも、消費自粛ムードの緩和、節電関連の特需など消費の先行きには明るい材料もあり、基本的には12年度にかけて回復基調を辿るとみているが、昨年度に終了した各種消費刺激策の反動もあり、そのペースは緩やかなものにとどまると予想される。

図表 実質消費支出の推移 (前年比%)



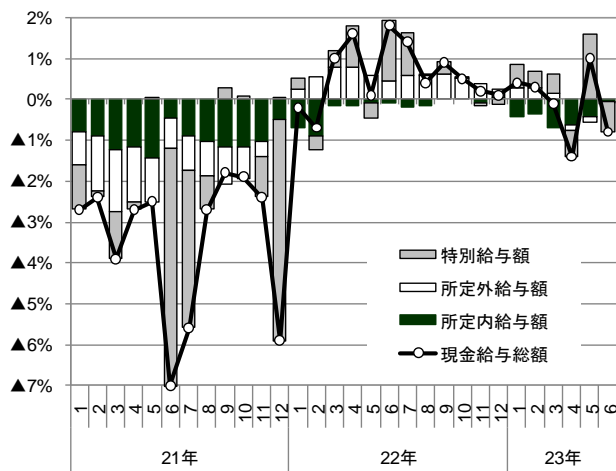
資料：総務省「家計調査」

所得環境の悪化による消費への影響が懸念材料

完全失業率(除く岩手・宮城・福島)は震災後も幅広い圏内で推移しており、被災3県以外での雇用環境はそれほど悪化していない。被災県については、震災後、失業率が大幅に上昇したとみられるが、足元では、新規求人の増加などから被災県の有効求人倍率が5月、6月と明確に上昇しており、復興需要もあって被災県の雇用環境は徐々に回復に向かっているとみられる。

所得環境については、労働時間が震災前水準にほぼ戻ったこともあり、所定内・所定外給与の減少幅は足元縮小している。しかし、今後、企業の収益環境の悪化による賞与の減少や公務員給与の一律削減なども見込まれ、所得を通じた消費への悪影響が懸念される。

図表 現金給与の推移 (前年比)



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」

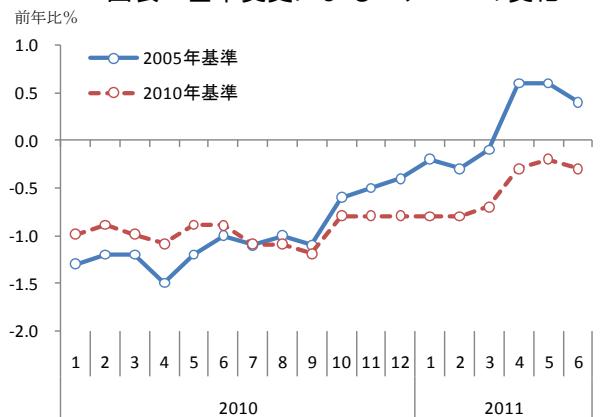
(4) 物価

基準年の変更により下方改定

8月12日に総務省が公表した新基準によるCPI遡及改定結果によると、11年6月の消費者物価指数(生鮮食品除く総合)が、+0.4%→▲0.2%へと▲0.6%p下方改定された。世帯の消費構造の変化など、物価に関する変化を的確に反映させることを目的とした改定であるが、デフレ下での基準改定時には、①消費行動の変化により物価下落品目の消費ウェイトが高まること、②各指数が直近年=100にリセットされることにより前基準年比で下落していた品目の寄与度が高まること、から下方改定される傾向にある。

需給ギャップは縮小傾向にあるため、デフレ解消に向けた動きは続くと思われるが、基準改定により同指数のプラス転化は12年度以降にずれ込むと予想する。

図表 基準変更によるコアCPIの変化



資料：総務省「消費者物価指数」

<特集> 原発全停止による日本経済への影響 ～12年度の実質 GDP 成長率を▲0.8%程度押し下げ～

浜岡原発の停止、玄海原発の再稼働停止など、東北電力、東京電力の管轄外でも原子力発電所の停止が相次いでおり、電力制約の影響は全国的に広がっている。今回の見通しの標準シナリオとしては、ストレステストの後、順次原発が再稼働するケースを仮定しているが、リスクシナリオとして、原発が定期点検後に順次停止するシナリオを仮定し、その経済的影響について試算を行った。

試算の前提となる電力需要については、節電などの影響から、4-6月平均で震災前の想定需要を▲4%程度下回って推移しており、標準シナリオでは、想定需要比で11年度▲5.3%、12年度▲4.2%の減少を見込む。一方、原発全停止シナリオでは、今秋から冬にかけて定期点検に入る原発が再稼働しないケースを想定し、11年度▲5.7%、12年度▲7.7%と減少幅が更に拡大することを見込む(図表1)。

こうした想定の下、原発全停止による生産への影響を試算すると、原発停止の影響が大きくなる12年度においては、非製造業を含めた産出高全体を▲1.8%程度押し下げることになる(図表2)。業種別では製造業への影響が大きく、なかでも輸出比率の高い機械・設備や輸送機械等への影響が大きくなる。

さらに、GDPへの影響については、11年度の実質GDP成長率を▲0.1%、12年度を▲0.8%程度押し下げるとみられる。実質GDPへの影響が顕著に表れるのは、関西電力管内を中心に複数の原発が定期点検に入る12年1-3月期以降である。12年度の実質GDP成長率の押し下げの内訳をみると、①電力制約による供給制約や需要減などによる押し下げ幅が▲0.5%p(内需減▲0.5%p、輸出減▲0.2%p、輸入減+0.2%p)、②火力発電比率の上昇に伴う石油・天然ガス等の輸入増による押し下げ幅が▲0.4%p、となっている(図表3)。また、燃料輸入増による12年度の名目輸入の増加は約2.4兆円と試算される。

なお、企業の海外生産シフトは、震災前からの流れであるほか、海外でも電力供給が不安定な地域も多く、電力問題だけを理由に加速するとは限らないが、電力も含めた政策の不確実性や円高進行がこうした動きを強め、短期のみならず、中長期的な成長力低下に繋がる可能性には注意が必要である。

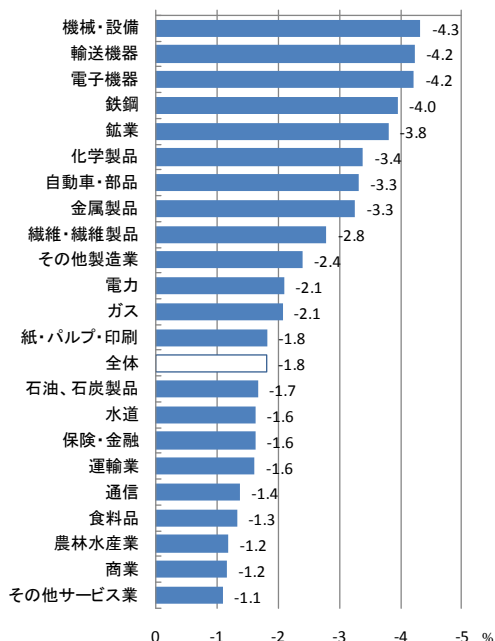
図表1 電力需要の設定

		2011年度	2012年度
電力需要 (想定需要比%)	標準	▲5.3	▲4.2
	原発全停止	▲5.7	▲7.7

注：震災前に想定されていた需要からの減少幅。家庭用、産業用、業務用の合計

資料：三菱総合研究所推計

図表2 原発全停止による生産への影響



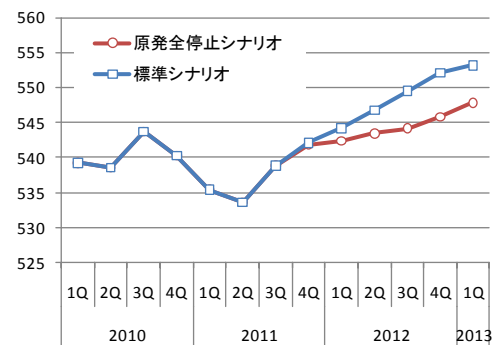
注：2012年度の原発全停止シナリオにおける、同年度標準シナリオ比での生産の減少率。CGEモデルによる試算値。

資料：三菱総合研究所作成

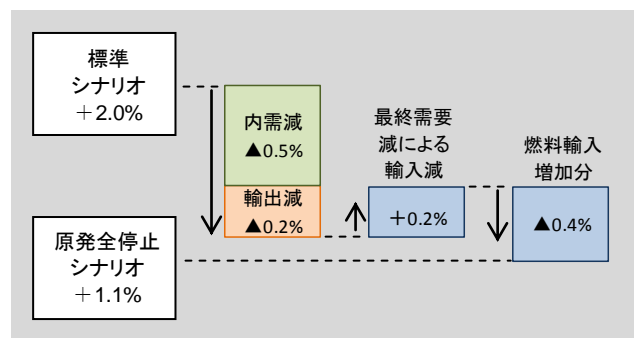
図表3 実質GDPへの影響

		2011年度	2012年度
実質GDP (前年比%)	標準	0.2	2.0
	原発全停止	0.1	1.1
	差	▲0.1	▲0.8

兆円 < 四半期別の実質GDP水準(年率) >



< 12年度の実質GDP成長率押し下げの内訳 >



資料：三菱総合研究所推計

(1) 米国経済

景気回復ペースは大幅に鈍化

米国経済の回復ペースは、足元、大幅に鈍化している。11年2Qの実質GDP成長率は、前期比年率+1.3%に止まったことに加え、GDP統計の年次改定に伴い、1Qも景気拡大ペースが鈍かったことが示された（改定前：同+1.9%→改定後：同+0.4%）。

東日本大震災の影響による供給制約から、自動車販売が急減速するなど、外生的な要因が足元の成長率鈍化に寄与している面はある。しかし、雇用環境改善の遅れ、家計のバランスシート調整の長期化、厳しい財政事情を背景とした政府支出抑制などの構造的な問題が、米国経済の自律的回復力を弱めていることが懸念される。

金融危機の後遺症により、外生的ショックに脆い

米国の実質GDP成長率は、09年3Q以降8四半期連続でプラスを続けてきた。家計部門では消費が回復し、企業部門でも内外需要の回復を背景に設備投資や輸出の拡大が米国経済の成長を牽引していた。しかし、消費回復は、減税などの政策効果や株価上昇による資産効果が寄与してきた面が大きく、とくに恩恵を受けやすい高所得者層が牽引していた。

11年春先以降、こうしたプラス効果は、複数のマイナスの外生的ショックにより相殺され、米国経済全体の成長が下押しされている。第一に、国際商品市況の高騰により、家計の実質購買力が低下し、企業の景況感も後退している。第二に、サプライチェーン寸断による自動車生産の滞りから、2Qの新車販売台数は大きく落ち込み、耐久財消費は実質GDP成長率に対してマイナス寄与となった。第三に、このところアジアを中心に新興国の成長ペースが減速しており、米国経済にも影を落とすつつある。このように、複数の外生的ショックが重なる中、企業の景況感も後退し、雇用の回復テンポは再び鈍化している。

そもそも米国経済は、金融危機による後遺症が依然として残っており、これらの外生的ショックへの耐性が弱い状態といえる。この結果、これにまつわる構造的な問題、具体的には、①家計のバランスシート調整の長期化と、②金融危機を経て一段と膨張した財政赤字を巡る問題が、自律的回復を妨げる要因ともなっている。

まず、家計部門のバランスシートをみると、総負債に占める住宅ローンの割合は依然高い水準にある。また、住宅差押え率が既往ピークに近い水準にある中、住宅価格の下落が続き、住宅資産の評価額は低い状態が続いている。このため、家計は自身のバランスシートの資産・負債両サイドから圧迫を受け、とくに低中所得者層は支出を増やしにくい状況が続いている。

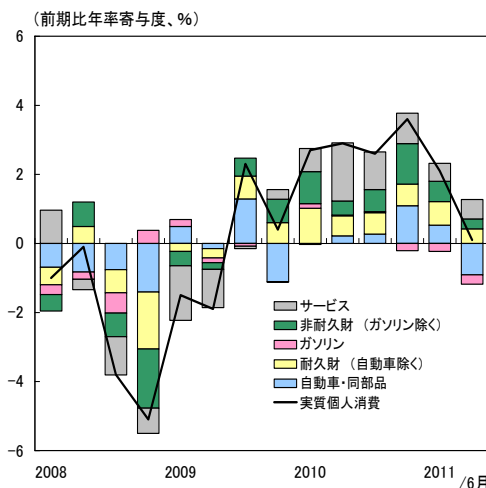
次に財政問題については、先頃、連邦債務の法的上限引き上げ法案の成立により、デフォルト（債務不履行）は回避された。しかし、問題の根幹である財政赤字削減規模については、今後10年間で合計2.5兆ドル程度に止まった。

図表 米国経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2009暦年	2010暦年	2011暦年	2012暦年
実質GDP	▲3.5	3.0	1.8	2.3
個人消費	▲1.9	2.0	2.0	2.3
設備投資	▲17.8	4.4	7.0	5.6
住宅投資	▲22.2	▲4.3	▲1.5	2.8
在庫投資寄与度	▲0.8	1.6	0.0	0.0
政府支出	1.7	0.7	▲2.0	▲0.6
純輸出寄与度	1.1	▲0.5	0.1	0.1
輸出等	▲9.4	11.3	7.9	6.7
輸入等<控除>	▲13.6	12.5	5.5	5.0
名目GDP	▲2.5	4.2	3.6	3.4
消費者物価（総合）	▲0.3	1.6	2.6	2.0
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）	9.3	9.6	8.9	8.2

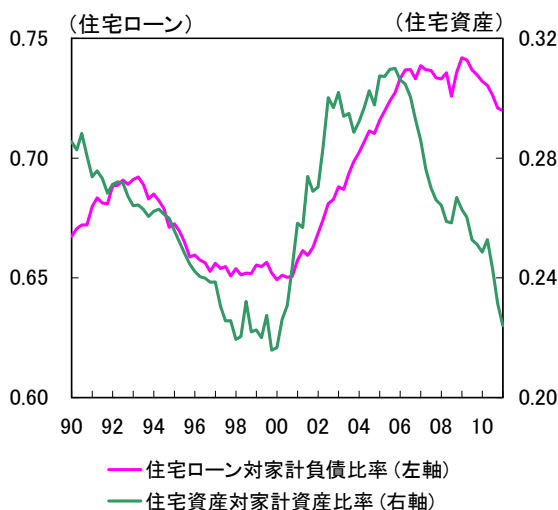
資料：米国商務省、労働省、FRB、予測は三菱総合研究所

図表 実質個人消費の内訳



資料：米国商務省

図表 住宅関連資産・負債



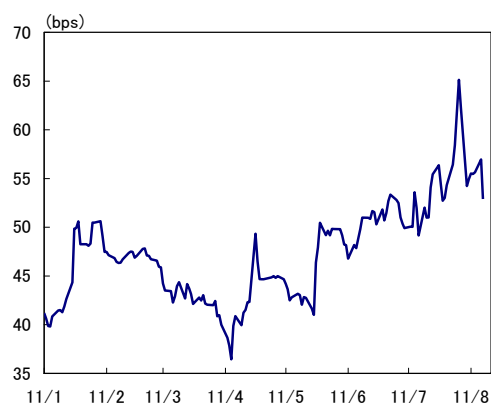
資料：FRB

内容をみても、1兆ドル規模の裁量的支出削減策については明示されたが、税制や社会保障制度の改革などを含む1.5兆ドル規模の追加的赤字削減策については先送りされており、抜本的な解決には至っていない。一方で、連邦政府の支出削減が、同じく厳しい財政状況にある州・地方政府の支出抑制とも相俟って、先行き景気の下押し要因となり続けるとの懸念も高まっている。

米国債、初の格下げへ

このような状況下、米格付け会社のスタンダード&プアーズ社は、現行の格付け制度が導入された1941年以来初めて、米国債の格付けを「AAA」から「AA+」に引き下げた。その理由として、①合意された財政再建策は、中期的に政府の債務構造を安定させるには不十分であること、②財政再建策について政党間で大きな乖離があり、政府が安定して政策を遂行できるかどうか不確かであること、を挙げている。さらに、長期格付け見通しを「ネガティブ」とし、合意案を下回る歳出削減幅、金利上昇、新たな財政拡張などにより、政府債務が拡大した場合には、今後2年間で格付けを「AA」へ引き下げるとしている。もっとも、市場が混乱する中、米国債選好はむしろ強まり、国債利回りは低下している。米国の信用力そのものに揺らぎはないとみられるが、米国ソブリンCDSの保証料率が幾分上昇していることや、レポ市場における米国債のヘア・カット率変更の可能性などについては注意が必要であろう。

図表 米国ソブリン CDS



資料： Bloomberg

以上のとおり、①政治不信と財政再建に向けた道筋の不透明感、②財政・金融政策の行き詰まり感、③構造問題を抱える中での追加的な景気下押し懸念、などが複合的に市場の心理を冷やし、金融市場では、8月上旬にかけて株価が大幅下落、投資家の不安心理の度合いを示すボラティリティ・インデックス（VIX指数）も急上昇するなど不安定感が一気に高まった。

FRB、少なくとも13年半ばまで低金利の維持を表明

8月9日開催の連邦公開市場委員会（FOMC）の声明では、景気について、11年入り後の回復ペースが想定よりも極めて緩やかに止まるなか、先行きに対する下押しリスクが高まったとの見方が示された。これを受けて、政策金利（フェデラル・ファンド・レート誘導目標水準）を0.00～0.25%に据え置き、この異例な低金利を「少なくとも13年半ばまで（at least through mid-2013）」まで維持することを発表した。09年3月17-18日開催のFOMC声明以来、この低金利を維持する期間については「長期間（for an extended period）」という文言を使用してきたが、時期を明確に示すことで時間軸政策を強化した。また、FRB保有証券の元本償還資金を中長期国債へ再投資する策も継続する。

11年の実質GDP成長率見通しは大幅下方修正

以上のとおり、米国経済は、もともと自律的な回復力が力強さを欠く中で、足元、外生的なショックが加わったことにより、回復ペースが弱まっている。このうち、サプライチェーン寸断による自動車の販売・生産の落ち込みについては、11年後半にかけてリバウンドが予想される。また、既往のドル安も輸出を下支えする要因となる。しかし、家計と政府の構造的な問題の解決には時間を要することに加え、足元の株安を受けた逆資産効果の強まりも勘案すると、11年中の景気回復ペースは前回見通しに比べ、大幅に弱まると予想される。また、11年については、GDP統計の年次改定に伴う、1Qの大幅下方改定の反映という技術的な部分があることにも留意が必要である。

こうした点を織り込み、実質GDP成長率については、11年は前年比+1.8%（前回+2.7%）と前回比大幅に下方修正、さらに12年についても同+2.3%（前回+2.7%）と下方修正する。また、さらなる下振れリスクとして、金融と実体経済の負の連鎖に陥る可能性には注意が必要である。

(2) 欧州経済

欧州ソブリン問題の深刻化、輸出鈍化により景気は減速

欧州経済は緩やかな成長を続けているものの、欧州ソブリン問題の深刻化、海外経済の減速から企業の景況感の後退しており、足元、減速リスクが強まっている。

ギリシャ発の金融混乱は一旦回避されたが、イタリア、スペインへの危機伝播の懸念はむしろ高まっている。また、欧州経済を牽引してきた輸出も、米国、アジアの景気減速を受けてドイツの新規受注DIが急速に悪化しており、先行きの大幅鈍化が懸念される。

収束のシナリオが描けない欧州ソブリン問題

7月21日のEU首脳会議で決定した総額1,590億ユーロのギリシャ向け追加支援策は、公的支援（1,090億ユーロ）と民間負担（500億ユーロ程度）に分かれる。公的支援では、追加融資に加え、欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の融資条件そのものが緩和された（返済期限延長、金利負担軽減）ほか、金融機関への資本増強目的の融資、流通市場での国債買い入れなど、EFSFの機能強化が盛り込まれた。一方、民間負担としては、ギリシャ国債の30年債への交換および再投資、ギリシャ政府による国債買い戻しなどが提示された。これにより14年までのギリシャの資金繰りの目処が立ったほか、ギリシャ国債への信用補完により、格付け会社に「選択的（制限的）デフォルト」とされた場合でも、ギリシャの銀行が引き続きギリシャ国債を担保に欧州中央銀行（ECB）から資金供給が受けられる見込みとなった。

もっとも、追加支援決定後、イタリア、スペイン国債の利回りは一段と上昇するなど、市場の不透明感が後退したとは言い難い状況にある。

第一の理由として、根本的な問題は解決していないとの見方がある。今回の融資期限である14年までにギリシャ経済が回復せず、計画通り財政赤字を削減できなければ、再び同じ事態を繰り返す可能性がある。厳しい緊縮策を続ける中、構造改革を断行できたとしても、今後3年間で競争力を回復し、安定的な景気回復を遂げられるのかは極めて不透明と言わざるを得ない。

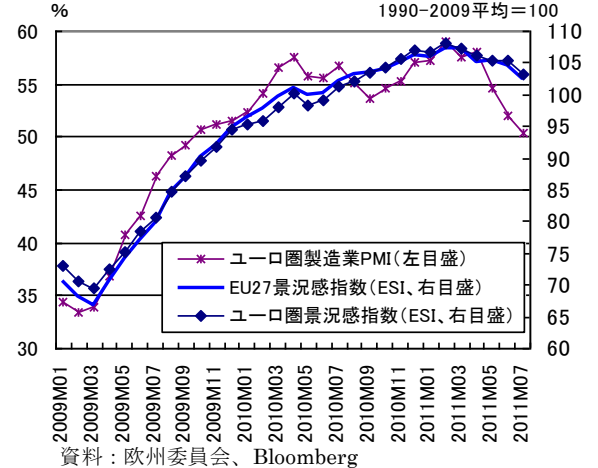
第二に、民間負担増やデフォルトへの懸念が高まったことである。10年に13年半ば以降の恒久的な危機対策となる欧州安定メカニズム（ESM）が決定した際、13年以前の民間負担はないと明記されたが、今回その方針が大きく変更された。格付け機関が「民間負担発生の場合、選択的（制限的）デフォルトと認定する」と明言していた中で今回の決定は、ユーロ圏政府が一時的なデフォルトを容認したと受け止められている。追加支援策の公表文では、「民間負担はギリシャに限る例外措置」としているが、前例を作ったという事実は残る。その他の財政悪化国、特にスペイン、イタリアに危機が広がり、民間負担を含む債務再編、つまりデフォルトが発生する事態となれば、多額の与信を抱える欧州系銀行への影響は甚大となる。

図表 欧州経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2009暦年	2010暦年	2011暦年	2012暦年
EU27	▲ 4.2	1.8	1.9	1.4
ドイツ	▲ 4.7	3.5	3.0	1.4
フランス	▲ 2.6	1.4	1.9	1.4
英国	▲ 4.9	1.4	1.3	1.5

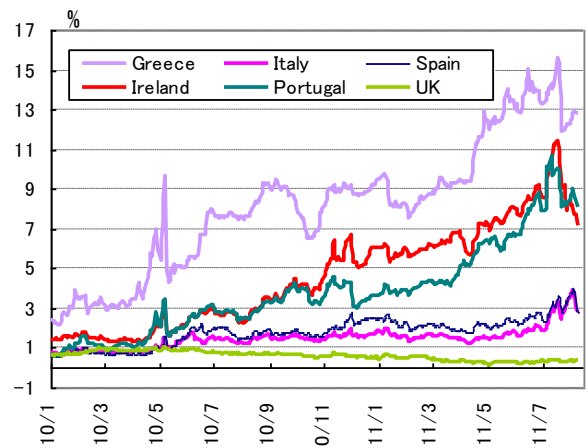
資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表 景況感の推移



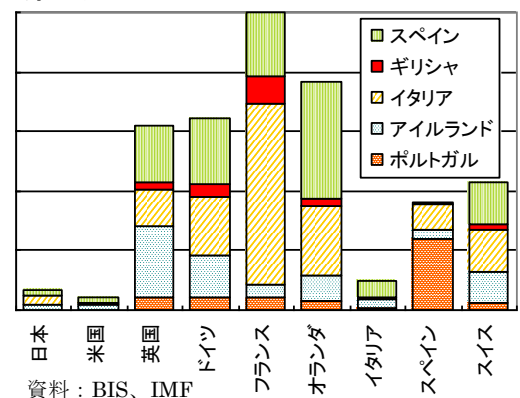
資料：欧州委員会、Bloomberg

図表 ドイツ国債との利回りスプレッド



資料：Bloomberg

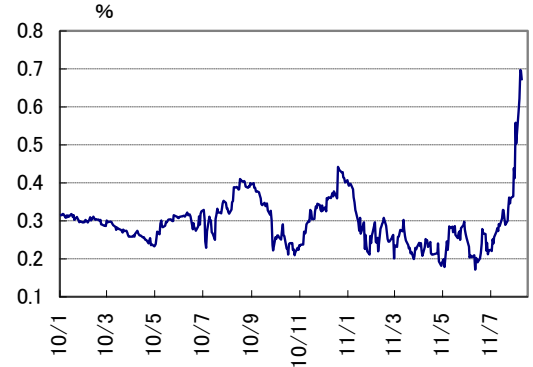
図表 財政悪化国への与信残高
対GDP比%



資料：BIS、IMF

ギリシャ追加支援発表後、米格付け会社ムーディーズ社はスペイン国債を格下げ方向で見直す旨を発表したが、その理由として、ギリシャ追加支援に民間負担が盛り込まれた影響でスペインの調達コストが上昇したことを挙げている。銀行間取引市場においても緊張が高まる中、ECBは8月4日、10年5月以来となる6ヶ月物の無制限資金供給オペを実施する旨を発表した。またECBは、4日に本年4月以来実施を見送っていた証券市場プログラム（流通市場での国債買い入れ）の再開を、7日には緊急声明で同プログラムの積極的な実行を表明し、スペイン、イタリア国債の購入に踏み切った。さらに、金融株の大幅下落を受けて、欧州4カ国が空売り規制に踏み切ったこともあって、市場の混乱はひとまず収まりつつあるが、今後も予断を許さない状況にある。

図表 Euribor-OIS スプレッド (3ヶ月)



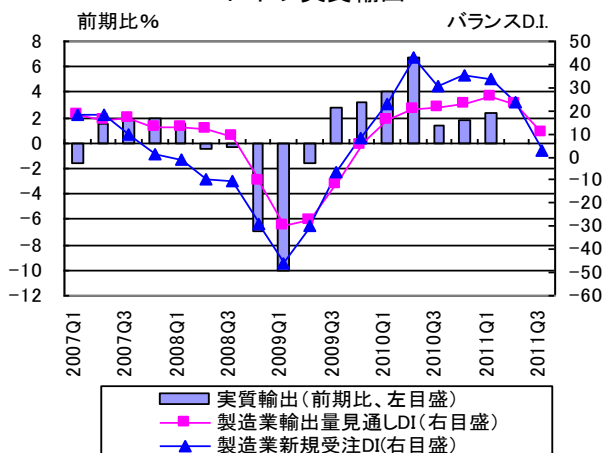
資料：Bloomberg

ドイツ経済も鈍化の兆し

これまで欧州経済を牽引してきたドイツ経済にも陰りが出ている。同国の製造業の景況感をみると、新規受注DIや輸出量見通しDIは、09年後半の水準まで低下している。ドイツの輸出は域外経済に大きく依存しているため、米国やアジア経済の減速が影響し始めているとみられる。

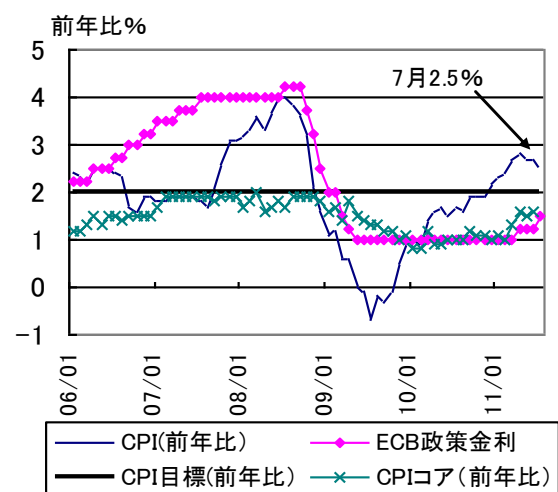
一方、物価については、7月のユーロ圏のCPI上昇率が前年比+2.5%と、上昇ペースに鈍化の兆しがみられる。ECBは7月の政策理事会で今年2度目となる政策金利の引き上げ（1.25%→1.5%）を実施したが、8月4日の政策理事会では景気減速への警戒感を表明しており、当面は様子見姿勢を続ける可能性が高い。

図表 製造業新規受注DI、輸出量見通しDIとドイツ実質輸出



資料：欧州委員会、Eurostat

図表 ユーロ圏CPIとECB政策金利



資料：Bloomberg

11年、12年の見通しとリスク

今後の見通しについては、上記のとおり、①域外経済減速による輸出の鈍化、②市場の懸念が強まっているイタリア、スペインでの更なる財政緊縮策の実行、などから減速傾向を辿ると予想する。ドイツについては、輸出の減速感の強まりを背景に、11、12年ともに下方修正（11年+3.2%→+3.0%、12年+1.6%→+1.4%）、EU27カ国も上記を受けて下方修正（11年+2.1%→+1.9%、12年+1.6%→+1.4%）した。先行きのリスクとしては、①ユーロ諸国の足並みの乱れから、欧州ソブリン問題が一層深刻化し、金融システムの混乱を招くリスク、②米国など域外経済が大きく下振れするリスクが考えられる。欧州の景気減速が鮮明になれば、欧州ソブリン問題による金融市場への影響は増幅する可能性が高く、先行きの不確実性は高まっているといえよう。

(1) 総括

堅調を維持するも減速感が強まる

新興国経済は、堅調な成長を続けているが、インフレ進行と既往の金融引き締め効果を背景に、総じて成長率を鈍化させている。

震災によるサプライチェーン停滞の影響を短期的に受けたアジア各国でも、堅調な内需に支えられ、成長が途切れる動きはみられていない。しかし、前回見通しからの変化として、①欧米経済の減速を受けた輸出の鈍化、②インド、中国を中心に、一段のインフレ進行や既往の金融引き締めを受けた国内需要の減速感の強まり、などがみられる。

先行きを展望すると、内需拡大に支えられ、堅調な成長モメンタムを維持する見方に変更はないが、上記の点を踏まえれば、成長ペースは今後も鈍化していくとみられる。とくに、エネルギーや食料品価格の上昇圧力は根強く、需要が旺盛な新興国では、引き続きインフレが最大のリスク要因であると考えられる。

図表 新興国経済見通し 前年比、%

	実績	予測(修正後)	
		2010年	2011年
中国	10.3	9.1	8.5
NIEs	8.3	4.0	3.5
香港	6.8	3.8	3.4
韓国	6.2	4.0	3.4
シンガポール	14.5	5.0	4.8
台湾	10.8	3.9	3.4
ASEAN5	6.9	4.9	4.8
インドネシア	6.1	6.0	5.7
マレーシア	7.2	4.3	4.0
フィリピン	7.3	4.0	3.8
タイ	7.8	3.5	3.9
ベトナム	6.8	5.4	5.9
インド	8.6	7.8	7.4
ブラジル	7.5	4.4	4.2

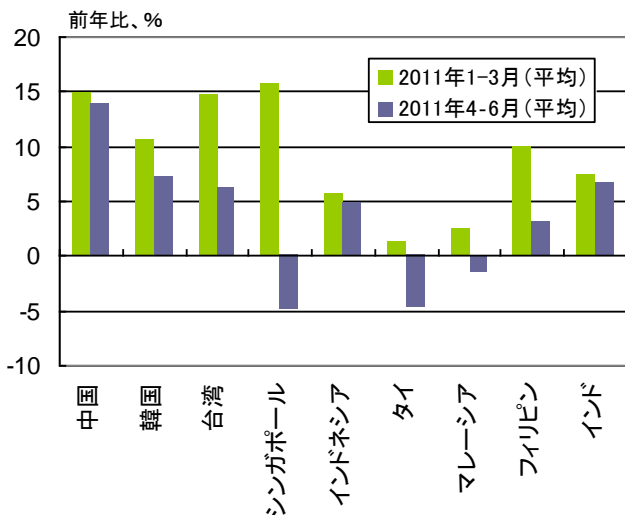
資料：10年実績は CEIC。予測は三菱総合研究所

景気の急減速リスクに配慮しつつも、金融引き締め政策を継続

新興国各国は、インフレ進行を受け、段階的に金融引き締めを行っている。しかし、内需の強さから、食料品やエネルギーなどの資源価格の上昇によるインフレ圧力が国内に波及している国が多く、既往の金融引き締めによるインフレ抑制効果は今のところ限定的である。物価上昇率と比較して利上げ幅が十分ではない国も多い。このため、新興国の金融引き締めは継続するとみられる。

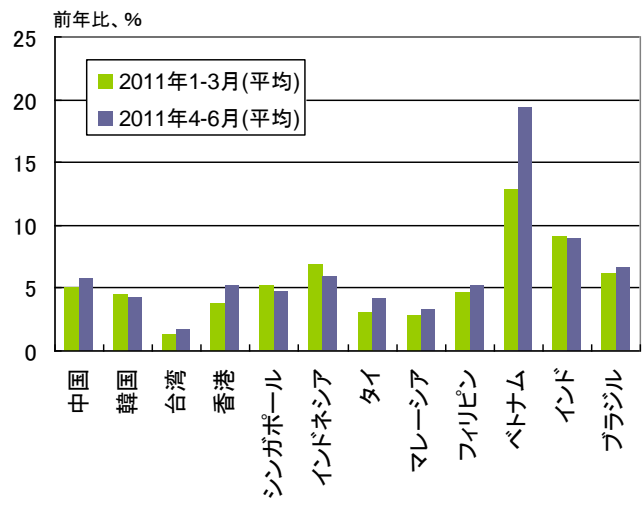
一方、インフレによる消費や設備投資への下押し圧力と、急激な金融引き締めによる景気減速リスクも高まっている。とくに、国際商品市況が再上昇する場合には、景気減速リスクは拡大するとみられる。また、東日本大震災に伴って部品供給難から短期的に生産が押し下げられていることに加え、欧米経済の不透明感の強まりもあり、韓国、マレーシア、フィリピンなどは7月の追加利上げを見送った。各国とも、今後も景気の減速リスクに配慮しながら、追加利上げのタイミングを模索する展開が続くと見込まれる。

図表 各国生産の推移



注：フィリピンは4-5月の平均。
資料：CEIC より三菱総合研究所作成。

図表 各国CPIの推移



資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成。

(2) 中国経済

高成長を持続

中国経済は、11年4-6月期の実質GDP成長率が前年比+9.5%と前期(1-3月期+9.7%)より鈍化したものの、前期比では+2.2%と前期(1-3月期+2.1%)に比べ僅かに加速しており、想定を上回る高成長を続けている。

企業の景況感は後退

足元の動きをみると、消費については、自動車販売が、減税などの政策効果で押し上げられた10年の反動から、伸び率は明確に鈍化している。ただし、小売売上高は、6月も前年比+17.2%と消費全体としては堅調を維持している。

震災後のサプライチェーン停滞の影響をみると、対日輸出入は4月以降、電子機器、輸送機械などを中心に低迷した。その後は緩やかに回復傾向を示しており、今後も日本のサプライチェーン復旧と歩を合わせる形でマイナスの影響は縮小していくと見込まれる。

一方で、既往の利上げや貸出規制の影響は徐々に顕現化しており、企業活動の減速感が強まっている。生産については、消費や住宅など内需に支えられ、前年比+10%~15%と堅調に推移している。しかし、融資規制で企業の資金繰りが悪化し、赤字企業の損失も拡大している中、企業の景況感指数(PMI指数)は、低下を続けており、好不況の境目である50に近づいている。

引き続き金融引き締めと為替の弾力性拡大が必要

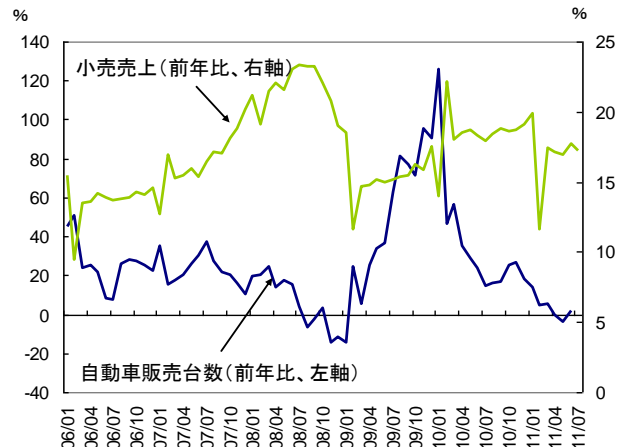
中国の消費者物価(CPI)上昇率は、7月に前年比+6.5%と前月から一段と伸びを高めており、数次にわたる金融引き締めにもかかわらず、インフレが収束する兆しがみえない。食料品価格が前年比+14.8%と大幅に上昇していることに加え、資源や食料品以外の消費財でも価格上昇が続いている。また、賃金上昇率(全国平均)も、11年4-6月期は前年比+15%超と徐々に上昇幅が拡大しており、インフレ圧力は容易には解消しないとみられる。

資産価格の抑制効果も十分とはいえない。金融引き締めに加え、貸出規制の強化、不動産規制などが実施されているにもかかわらず、不動産に対する需要は底堅く、不動産価格は、ペースこそ鈍化傾向をみせているものの上昇を続けている。

これまでの金融引き締め政策により、預金準備率は既に過去最高水準へ達している一方、足元の政策金利(1年貸出金利)は6.56%と、CPIの伸び率とほぼ同水準であり、実質金利はゼロ近傍に止まっている。先行きの金融政策については、今後の国際商品市況の動向や世界経済の動向にも影響を受けるが、12年半まで漸進的な利上げを継続する可能性が高い。

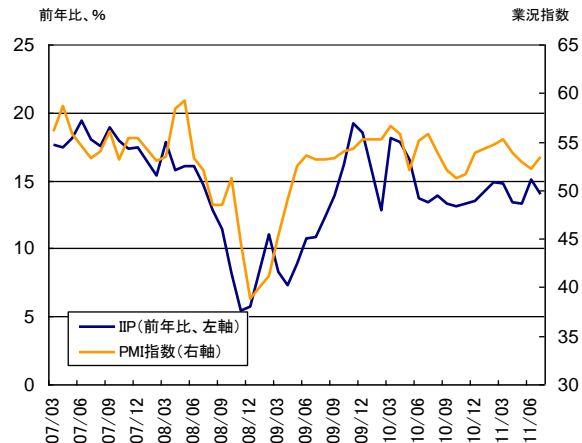
インフレとの関係では、人民元の為替レートの弾力性拡大も引き続き必要である。人民元はリーマンショック後の柔軟化再開(10年6月)以降、8月11日時点で累計約6.8%上昇しているが、今後も元高方向への調整が必要であろう。これらの金融政策および為替政策により、中国のCPI上昇率は、12

図表 小売売上高と自動車販売台数の推移



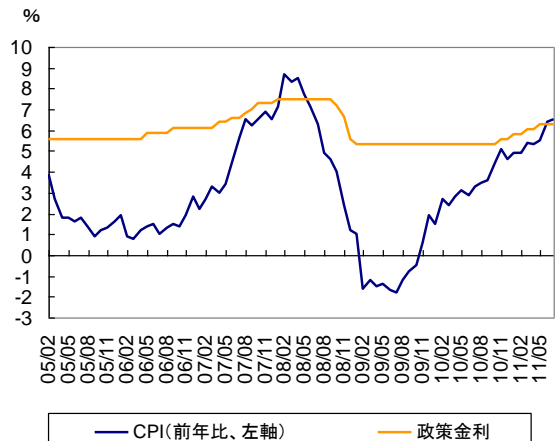
資料: Bloomberg

図表 生産 (IIP) と業況感 (PMI)



資料: Bloomberg, CEIC

図表 CPI と政策金利 (貸出1年) の動向



資料: Bloomberg

年後半にかけて緩やかに鈍化してくとみられるが、足元の上昇率の高さや、国際商品市況も高止まりしていることを踏まえ、12年に前年比+4.5%程度と予想する。

金融機関の不良債権増加もリスク要因

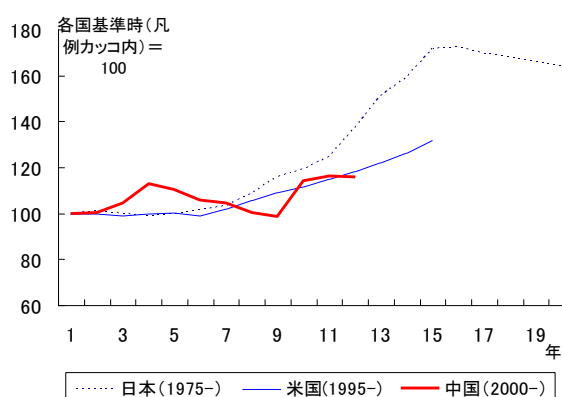
国内経済や資産市場の過熱感が続く中、信用拡大とそれに伴う金融機関の不良債権の増加も、中国経済が抱えるリスクである。中国政府と人民銀行は、不良債権問題が経済に大きな影響を与える可能性があるとの認識から、ストレステストの実施や、不動産規制の強化、地方政府の債務問題の状況把握などを順次実施している。

信用拡大の現状を確認すると、中国の対名目 GDP でみた融資額についてバブル崩壊を経験した日本、米国と比較した場合、①中国の拡大ペースは米国の住宅バブル発生前と同水準ながらも10年以降は頭打ちであること、②信用水準は日米のバブル期に比べまだ低い状況であることがわかる。さらに09年以降の景気回復期において、中央政府の歳入は増加を続けており、大規模な公的資本注入などの政策対応によって対処できる余地は大きいと考えられる。また、中国の主要な商業銀行も、足元の不良債権問題への対応として、資本増強を計画しているとみられる。

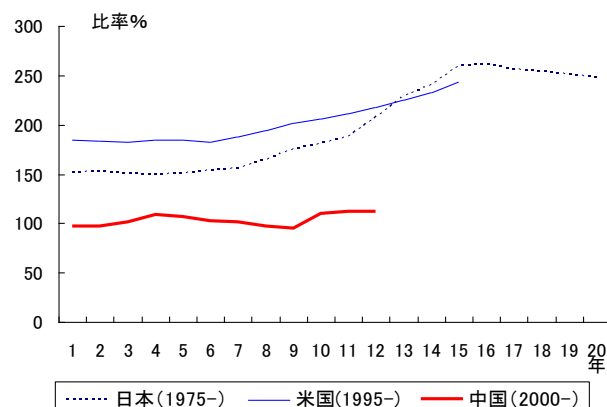
しかし、先行き景気の減速が予想される中、国内銀行の地方政府向けも含めた融資の不良債権化は今後むしろ拡大する可能性がある。仮に、マクロ経済が急激に悪化し、住宅価格の下落など資産価格の急落を伴えば、不良債権問題は一気に深刻化しかねない。中国政府としては、不良債権問題の観点からも、中国経済の急減速の回避は至上命題であるといえる。

図表 融資額/名目 GDP 比率の推移

①基準時点で指数化した比較



②水準による比較



資料： Bloomberg、FRB、米商務省、内閣府より三菱総合研究所作成。中国の2011年データは推計値。

成長率は11年後半から12年前半にかけて減速

以上を踏まえ、中国の実質 GDP 成長率の見通しについては、今後11年後半から12年前半にかけての減速を織り込みつつも、11年前半が予想を上回る高い成長となったことから、11年年間の成長率については前年比+9.1%と上方修正、12年は同+8.5%と前回(+8.6%)から小幅の下方修正とする。

(3) NIEs、ASEAN 経済

NIEs 諸国は成長鈍化が明確化

NIEs 諸国については、成長の鈍化が明確になっている。11年4-6月期の実質 GDP 成長率は、シンガポールが前年比+0.9%（1-3月期同+9.3%）、韓国が同+3.4%（同+4.2%）となった。特にシンガポールは、欧米向けの輸出鈍化の影響を受けて生産が低迷し、前期比では▲6.5%と大幅な減速となった。先行きについては、金融引き締め継続の継続、中国経済の成長鈍化、欧米経済の先行き不透明感の高まりなどを背景に、引き続き成長ペースは鈍化していくとみられる。日本の震災の影響については、サプライチェーン停滞などもあり、台湾やシンガポールなどで輸出入が低迷したが、サプライチェーン復旧が急速に進んでいることもあり、影響は限定的なものにとどまるであろう。

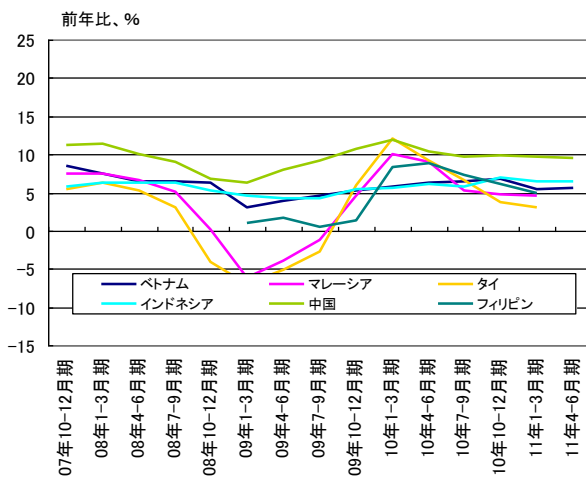
これらの状況を踏まえ、NIEs の実質 GDP 成長率については、11年は前年比+4.0%（変更なし）、12年は同+3.5%（前回+3.6%）と、11年後半からの減速を見込み12年を小幅に引き下げる。

ASEAN5 は緩やかに鈍化しつつも基調は底堅い

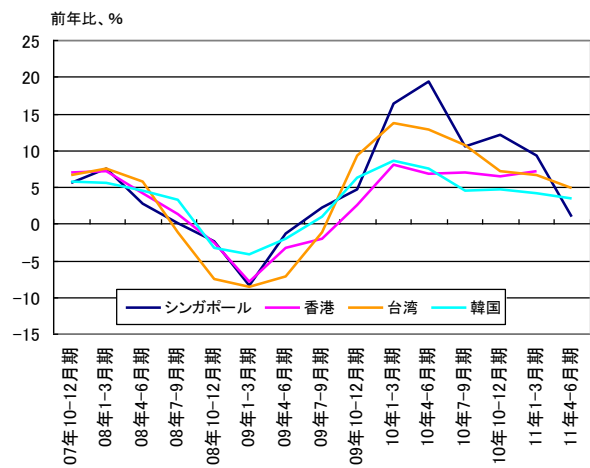
ASEAN 諸国では、内需に支えられ景気拡大の動きが続いているが、タイ、マレーシア、ベトナムでは、インフレの進行や金融引き締めの影響もあり、成長率の鈍化がみられる。また、日本の震災の影響については、マレーシア、フィリピン、タイなどで日本からの部品輸入が停滞し、生産に一部下押し圧力がみられる。

先行きについては、金融引き締め継続や中国や NIEs などの成長鈍化の流れを受け、成長率は緩やかに鈍化を続けるとみられる。ただし、減速ペースは国によって異なる可能性が高く、外需依存型のタイ、マレーシア、フィリピンなどでは、外需減速の影響をそれなりに大きく受けるものの、内需依存型のインドネシア、ベトナムなどは堅調さを維持すると見込まれる。加えて、アジア全体としては、11年後半から日本の復興需要の高まりから対日輸出の増加が見込まれることともあり、減速は緩やかなものにとどまると予想する。ASEAN5 の実質 GDP 成長率については、11年は前年比+4.9%と前回から変更なし、12年は11年後半から12年前半の緩やかな成長鈍化を見込み、同+4.8%と前回（+5.0%）から下方修正を行う。

図表 中国と ASEAN5 の実質 GDP 成長率



図表 NIEs の実質 GDP 成長率



資料： Bloomberg

(4) インド経済

景気は過熱気味に推移

インドでは、金融引き締めが続いているが、景気の過熱感
は続いており、インフレ率は6月の卸売物価が前年比+
9.4%と足元で高止まりしている。一方で、最近の需要面の
動きをみると、こうした状況が変化する兆しも窺われている。
インド経済の需要項目の過去の動きをみると、景気減速がし
ばらくの期間続く場合には、消費減速とほぼ同時に固定資本
投資が大幅に減速するパターンが多い。足元の状況は、消費
が幾分伸びを低める中、固定資本形成の伸びも鈍化するなど、
このパターンに入りつつあるように考えられる。

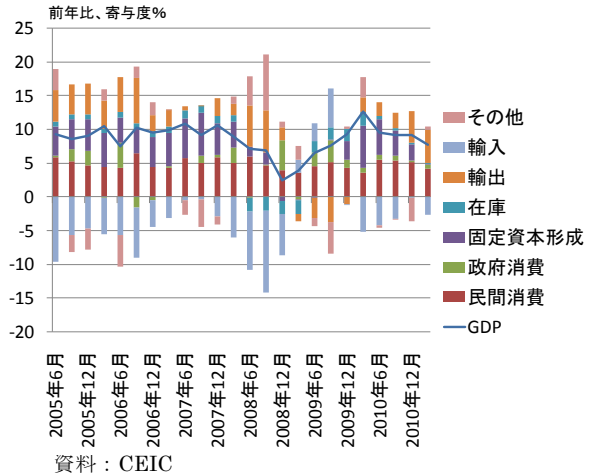
ただし、金融政策による引き締めが続く一方、財政政策は
いまだ緩和的で両者が矛盾していること、金融引き締めそ
のものが後手に回っていることから、景気は鈍化しつつも
そのテンポは緩慢で高インフレの状態も簡単には収まら
ない可能性が高い。

バブルリスクはあるか

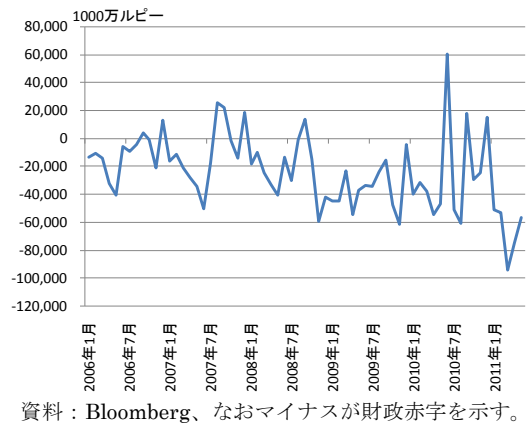
先行き景気が減速する中でも、資本蓄積の進行持続や生
産性上昇などから、成長率自体は引き続き高い水準で推移
するとみられる。インドの一人当たりの資本ストックは、
諸外国と比べて低レベルにあり、資本蓄積が生産性を上昇
させる余地は大きい。

しかし、こうした高成長のもとでは、経済が持続的な成
長パスから乖離し、「歪み」を生じさせることもある。例
えば、返済余力を超える借り入れを行って過剰な投資を行
うケースなどである。実際、インドの与信残高の対名目 GDP 比率、住宅価格や預貸率などをみると、
長期的なトレンドから上振れて推移している。足元ではその上昇トレンドがやや一服している点などを
踏まえれば、今後、軟着陸に向かうと考えられるが、先行きの大きな潜在的リスクと言えよう。

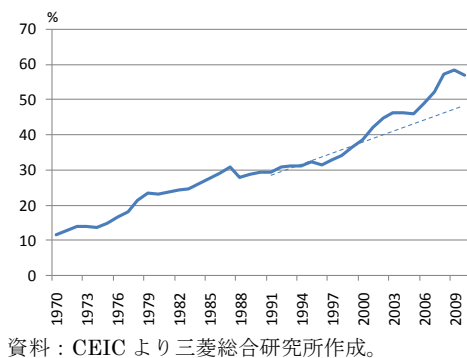
図表 実質 GDP と需要項目別寄与度



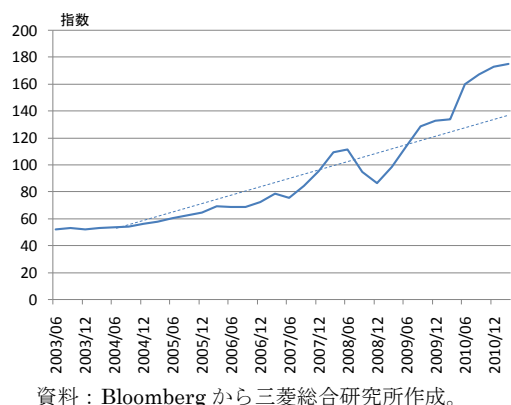
図表 財政収支の状況



図表 銀行与信/名目 GDP の推移



図表 不動産価格指数（ムンバイ）の推移



11、12 年にかけて成長率は鈍化

金融引き締めが後手に回っている一つの背景として、インドの財政構造は収入に占める利払い費の割合が大きく、利上げが財政を逼迫させるという点が意識されている可能性もある。この点を踏まえると、金融引き締めが予防的に景気を鈍化させるというよりは、インフレーションに伴う賃金上昇などを通じた内生的な景気調整メカニズムを背景に、12年にむけて一段と減速していく公算が大きい。このため、実質 GDP 成長率については、前回見通しから12年を中心に下方修正し、11年前年比+7.8%、12年同+7.4%と予測する。

(5) ブラジル経済

インフレ服の兆候も

ブラジル経済は拡大を続けているものの、足元やや鈍化している。個人消費は拡大傾向に一服がみられ、固定資本投資は鈍化傾向が明らかである。資源価格の上昇に伴う交易条件の改善ペースもやや一服し、かつ為替もレアル高が進んでいることから、純輸出拡大を通じた総需要刺激効果もやや弱まっているとみられる。財政政策はプライマリーバランスの黒字が拡大するなど、どちらかといえば引き締め方向にある。

金融政策については、7月20日に追加利上げが実施され、政策金利は12.5%に達した。金融引き締めが続く中、消費者物価の前年比は、なお高止まりしているものの、瞬間速度を示す前月比では足元鈍化しており、インフレは落ち着く方向に向かう可能性が高いとみられる。インフレ率と関連の深い指標をみても、足元の失業率は6%程度、稼働率は82%台で、それぞれ概ね横ばいの動きに転換しつつある。足元、インフレ期待がなお上昇している点がリスク要素であり、追加利上げの可能性は排除できないが、その緊急性は低下しつつあるといえる。

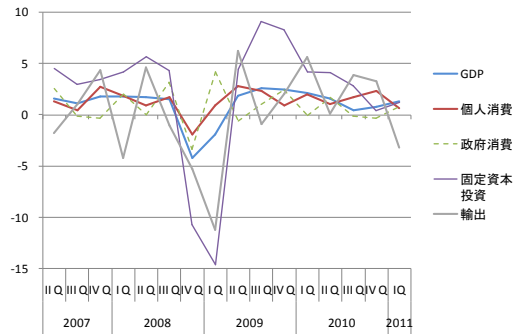
資産市場の過熱状況

ブラジル経済では、住宅市場など資産市場でのバブル懸念が高まっているといわれる。住宅価格は都市部では前年比20-30%の上昇を示しており、消費者物価などの上昇率を大きく上回る。これは資産ブームによくみられるパターンである。消費者信用の推移をみると、10年以降、トレンドから乖離する動きがみられる。こうした乖離は、結果的に過剰債務となることが多い。しかし、住宅ローン市場の規模はそれほど大きくなく、11年時点でGDP比5%程度といわれている（米国はブーム前の00年時がGDP比約70%、ピーク時が約105%であった）。消費者信用の足元におけるトレンドからの乖離額もGDP比2%程度にとどまる。ゆえに、消費者ローンに限ってみれば、過剰部分はあったとしても、その規模が決定的に大きいわけではない。そのため、長期的な成長が著しく阻害されるとはみられない。ただ、ブラジル中央銀行による利上げは家計の利払い負担を高めるため、家計部門におけるデフォルトのリスクは高まる。短期的にみたブラジル経済の腰折れリスクは残っている。

来年にかけて減速の見通し

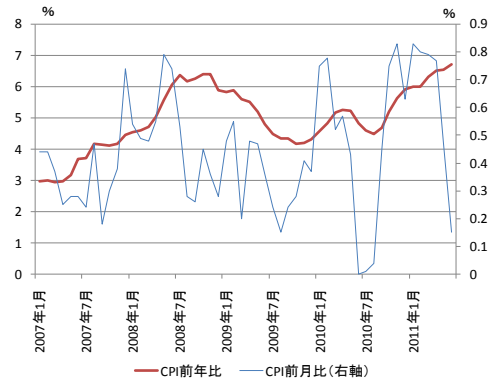
以上、既往の引き締め効果やレアル高や海外経済の減速などを背景に、11、12年にかけて成長率は低下していくだろう。米国経済の状況が12年にかけて大きく改善しないという前提に立てば、こうしたシナリオの蓋然性が高い。ゆえに、実質GDP成長率見通しについては、11年前年比+4.4%、12年同+4.2%と前回見通しから引き下げる。

図表 実質 GDP 成長率（前期比、%）



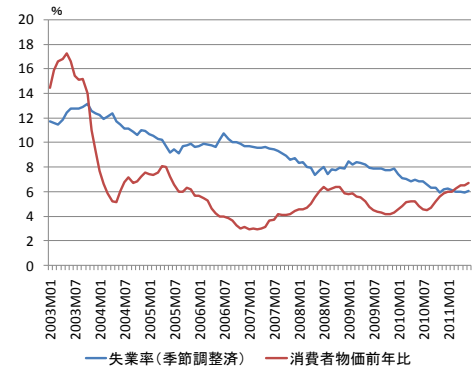
資料：Bloomberg

図表 消費者物価の推移



資料：Bloomberg

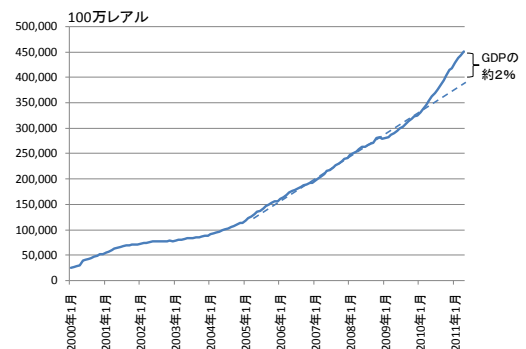
図表 失業率と消費者物価の推移



資料：Bloomberg

注：失業率の季節調整は三菱総合研究所。

図表 消費者信用総額の推移



資料：Bloomberg

総括表

日本経済見通し総括表（年度ベース）

（単位：10億円、％）

名目	年度				対前年度比増減率			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
国内総生産（＝GDP）	474,036.6	475,778.5	470,901.0	481,794.8	▲ 3.7%	0.4%	▲ 1.0%	2.3%
民間最終消費支出	280,678.6	279,280.4	277,215.0	278,865.3	▲ 2.3%	▲ 0.5%	▲ 0.7%	0.6%
民間住宅投資	12,905.7	12,946.4	13,235.8	13,944.3	▲ 21.3%	0.3%	2.2%	5.4%
民間設備投資	63,671.7	65,834.9	65,977.9	68,344.2	▲ 16.6%	3.4%	0.2%	3.6%
民間在庫品増加	▲ 3,593.9	▲ 2,160.6	▲ 1,388.5	▲ 642.3	***	***	***	***
政府最終消費支出	94,948.7	96,358.0	98,177.1	100,297.2	1.7%	1.5%	1.9%	2.2%
公的固定資本形成	21,263.3	19,341.7	20,282.3	21,051.4	8.6%	▲ 9.0%	4.9%	3.8%
公的在庫品増加	134.4	143.2	286.5	366.3	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	4,028	4,035	▲ 2,885	▲ 432	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	64,218.2	73,537.7	72,769.1	78,430.9	▲ 18.0%	14.5%	▲ 1.0%	7.8%
財貨・サービス輸入	60,190.1	69,503.2	75,654.1	78,862.6	▲ 25.0%	15.5%	8.8%	4.2%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

国内総生産（＝GDP）	526,452.9	538,509.8	539,706.0	550,394.7	▲ 2.4%	2.3%	0.2%	2.0%
民間最終消費支出	303,885.0	306,460.5	305,574.6	306,830.9	0.0%	0.8%	▲ 0.3%	0.4%
民間住宅投資	12,554.9	12,522.8	12,666.4	13,191.9	▲ 18.2%	▲ 0.3%	1.1%	4.1%
民間設備投資	70,606.9	73,605.9	73,933.1	76,524.0	▲ 13.6%	4.2%	0.4%	3.5%
民間在庫品増加	▲ 4,188.4	▲ 1,757.0	▲ 716.1	▲ 102.5	***	***	***	***
政府最終消費支出	100,666.1	102,903.4	105,001.2	106,844.7	3.5%	2.2%	2.0%	1.8%
公的固定資本形成	21,033.4	18,930.3	19,794.4	20,438.5	14.2%	▲ 10.0%	4.6%	3.3%
公的在庫品増加	205.8	222.3	308.0	366.3	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	20,115.1	26,732.0	24,453.7	28,009.2	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	72,703.6	85,079.1	85,649.0	90,922.7	▲ 9.6%	17.0%	0.7%	6.2%
財貨・サービス輸入	52,588.5	58,347.1	61,195.3	62,913.5	▲ 11.0%	11.0%	4.9%	2.8%

指数等	年度				対前年度比増減率			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
	実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
鉱工業生産指数	86.1	94.0	94.6	100.6	▲ 8.8%	9.2%	0.7%	6.3%
国内企業物価指数	102.6	103.3	104.7	105.1	▲ 5.2%	0.7%	1.4%	0.4%
消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.7	99.8	99.4	99.3	▲ 0.9%	▲ 0.9%	▲ 0.4%	▲ 0.1%
GDPデフレーター	90.0	88.4	87.3	87.5	▲ 1.3%	▲ 1.9%	▲ 1.3%	0.3%
完全失業率（除く岩手、宮城、福島）	5.2%	5.0%	4.7%	4.5%	***	***	***	***
春闘賃上率	1.83%	1.82%	1.83%	1.86%	***	***	***	***
新設住宅着工戸数（万戸）	77.5	81.9	84.4	88.3	▲ 25.4%	5.6%	3.0%	4.7%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	15,782	15,888	8,931	13,307	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	4,781	5,170	▲ 1,075	1,703	***	***	***	***
	貿易収支	6,600	6,465	589	3,034	***	***	***	***
	輸出	55,567	64,434	63,609	68,744	▲ 17.9%	16.0%	▲ 1.3%	8.1%
	輸入	48,967	57,969	63,020	65,711	▲ 26.4%	18.4%	8.7%	4.3%
	通関収支戻（10億円）	5,187	5,379	▲ 800	1,565	***	***	***	***
	通関輸出	59,008	67,792	67,195	72,550	▲ 17.1%	14.9%	▲ 0.9%	8.0%
	通関輸入	53,821	62,413	67,995	70,985	▲ 25.2%	16.0%	8.9%	4.4%

為替	基準割引率（旧・公定歩合、年度末）	0.30%	0.30%	0.20%	0.22%	***	***	***	***
	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.100%	0.097%	0.000%	0.016%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	1.37%	1.16%	1.23%	1.40%	***	***	***	***
	M2	759,757	780,078	800,596	823,776	2.9%	2.7%	2.6%	2.9%
	日経平均株価	9,974	9,961	9,728	10,200	▲ 7.7%	▲ 0.1%	▲ 2.3%	4.9%
	原油価格（WTI、トル／バレル）	70.7	83.4	95.0	98.4	▲ 17.9%	18.0%	13.9%	3.6%
	円／ドル レート	92.9	85.7	79.1	81.5	***	***	***	***
	ドル／ユーロ レート	1.413	1.323	1.420	1.378	***	***	***	***
	円／ユーロ レート	131.3	113.4	112.4	112.3	***	***	***	***

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。

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・武居 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、金融記者クラブに資料配布しております。