

PRESS RELEASE

2012年11月13日
株式会社三菱総合研究所

2012・2013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、2012年7-9月期GDP速報の発表を受け、2012・2013年度の内外経済に関する予測を発表致しました。

失速が鮮明となった内外経済、13年入り後は回復へ

日本の実質成長率予測値:2012年度+1.0%、2013年度+1.5%
(前回予測値(9月10日):2012年度+2.0%、2013年度+1.6%)

海外経済

- **海外経済**は、総じて減速傾向にある。欧州債務危機の影響が貿易や金融市場の経路を通じて世界に広がり、経済の減速ペースも強まった。先行きは、新興国経済が各国の政策効果の発現などにより持ち直し、海外経済全体も13年入り後は緩やかに回復へ向かうと予想する。
- **米国経済**は、企業活動が低迷する一方、個人消費の堅調さや住宅市場の改善を背景に、緩やかな回復基調を維持している。減税失効や強制的歳出削減が重なる「財政の崖」の回避を前提に、今後も緩和的な金融環境のもとで、回復基調を維持すると予想する。
- **欧州経済**は、欧州中央銀行(ECB)による国債買入れ策(OMT)発表などを受け、欧州債務危機に対する市場の懸念は一頃に比べ和らいでいる。しかし、実体経済をみると、南欧諸国の景気後退の長期化に加え、最近ではドイツ経済も減速しており、むしろ停滞感が強まっている。今後も南欧諸国では緊縮財政や信用収縮による内需低迷を主因に停滞が続くほか、ドイツも緩慢な回復にとどまるとみられ、欧州経済の低迷は続く。
- **新興国経済**は、総じて減速傾向にある。中国の実質GDP成長率は7四半期連続で低下した。ただし、足もとでは金融緩和や景気刺激策の効果もあって底入れの兆しがみられる。ASEAN経済も、内需に支えられ相対的には堅調を維持している。一方、インド経済は減速が続き、回復の兆しがみられない。このように、各国の経済情勢にばらつきはあるものの、新興国経済全体では、金融緩和の効果発現を背景に、13年入り後に緩やかに持ち直す予想する。

日本経済

- **わが国経済**は、復興需要を背景に緩やかな回復経路を辿ってきたが、海外経済減速の強まりを映じて輸出や生産が大幅に減少し、7-9月期は3四半期振りにマイナス成長に陥った。
- 先行きを展望すると、年内は海外経済の低迷や政策効果の剥落などを背景に内外需とも弱い状態が続くが、13年入り後は海外情勢の改善から輸出が持ち直し、さらに春以降は生産や内需にも波及するかたちで徐々に回復軌道に戻っていくと予想する。したがって、調整局面は比較的短期に止まるであろう。
- ただし、海外情勢を巡る不確実性は高い。次の3つのリスク次第では後退局面が長期化・深刻化する可能性がある。第一に、中国経済の行方である。中国では、外需の悪化に加え、国内の構造問題も表面化している。政権移行期でもありマクロ政策運営に対する不透明感もくすぶる。中国経済が急激に失速すれば、世界経済が景気後退入りする可能性がある。第二に、米国の財政運営である。「財政の崖」の回避に失敗すれば、米国のみならず世界経済にも大きな下押し圧力がかかる。第三に、欧州債務危機が挙げられる。世界的な金融危機へ発展するリスクは一頃に比べ後退したが、ギリシャ支援、スペイン支援要請の行方、イタリアの選挙など不安材料は多い。

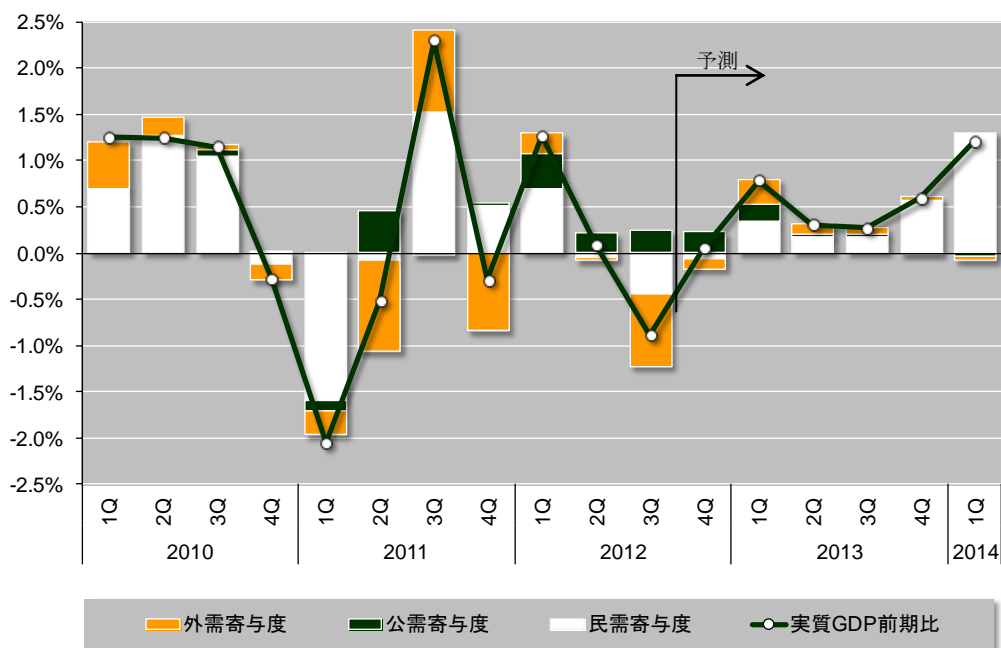
図表 2012-2013 年度の実質 GDP 成長率の展望 (単位:%)

項目	2010年度		2011年度		2012年度		2013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	3.3	***	0.0	***	1.0	***	1.5	***
内需	2.6	2.5	1.0	1.0	1.8	1.6	1.4	1.4
民間	3.2	2.3	0.6	0.5	1.2	0.8	1.4	1.0
民間最終消費支出	1.6	0.9	1.2	0.7	1.0	0.6	0.9	0.5
民間住宅投資	2.6	0.1	3.8	0.1	2.6	0.1	4.2	0.1
民間企業設備投資	3.9	0.5	1.1	0.1	0.2	0.0	1.8	0.2
民間在庫投資	***	0.8	***	▲ 0.5	***	0.1	***	0.2
公需	0.8	0.2	2.2	0.5	3.6	0.8	1.4	0.3
政府最終消費支出	2.5	0.5	1.9	0.4	2.2	0.4	1.5	0.3
公的固定資本形成	▲ 6.0	▲ 0.3	2.9	0.1	10.0	0.4	1.0	0.0
外需(純輸出)	***	0.8	***	▲ 1.0	***	▲ 0.7	***	0.1
輸出	17.4	2.3	▲ 1.4	▲ 0.2	0.2	0.0	3.6	0.6
輸入	12.3	▲ 1.5	5.6	▲ 0.8	5.0	0.7	3.1	0.4
名目GDP	1.2	***	▲ 2.0	***	0.3	***	1.1	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 四半期別の実質 GDP 成長率の展望

		実績			予測					
		2012 1-3	4-6	7-9	2013 10-12	2013 1-3	4-6	7-9	2014 10-12	2014 1-3
実質国内総支出(=GDP)	前期比	1.3%	0.1%	-0.9%	0.1%	0.8%	0.3%	0.3%	0.6%	1.2%
	前期比年率	5.2%	0.3%	-3.5%	0.2%	3.1%	1.2%	1.1%	2.4%	4.9%



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

海外経済は13年入り後に持ち直し

海外経済は、総じて減速傾向にある。欧州債務危機の影響が貿易や金融市場の経路を通じて世界に拡がり、経済の減速ペースも強まった。先行きは、新興国経済が各国の政策効果の発現などにより持ち直し、海外経済全体も13年入り後は緩やかに回復へ向かうと予想する。

米国経済は、企業活動が低迷する一方、個人消費の堅調さや住宅市場の改善を背景に、緩やかな回復基調を維持している。減税失効や強制的歳出削減が重なる「財政の崖」の回避を前提に、今後も緩やかな金融環境のもとで、回復基調を維持すると予想する。

欧州経済は、欧州中央銀行（ECB）による国債買入れ策（OMT）発表などを受け、欧州債務危機に対する市場の懸念は一頃に比べ和らいでいる。しかし、実体経済をみると、南欧諸国等の景気後退の長期化に加え、最近ドイツ経済も減速しており、むしろ停滞感が強まっている。今後も南欧諸国等では緊縮財政や信用収縮による内需低迷を主因に停滞が続くほか、ドイツも緩慢な回復にとどまるとみられ、欧州経済の低迷は続こう。

新興国経済は、総じて減速傾向にある。中国の実質GDP成長率は7四半期連続で低下した。ただし、足もとでは金融緩和や景気刺激策の効果もあって底入れの兆しがみられる。ASEAN経済も、内需に支えられ相対的には堅調を維持している。一方、インド経済は減速が続き、回復の兆しがみられない。このように、各国の経済情勢にばらつきはあるものの、新興国経済全体では、金融緩和の効果発現を背景に、13年入り後に緩やかに持ち直すと予想する。

日本経済は13年春以降、緩やかな回復軌道へ回帰

わが国経済は、復興需要や消費の堅調を背景に緩やかな回復経路を辿ってきたが、海外経済減速を映じて輸出や設備が大幅に減少したほか、エコカー補助金終了の影響などから消費にも息切れ感がみられ、7-9月期の実質GDP成長率は前期比▲0.9%（年率▲3.5%）と3四半期振りにマイナス成長に陥った。

先行きを展望すると、年内は海外経済の低迷や政策効果の剥落などを背景に内外需とも弱い状態が続くが、13年入り後は海外情勢の改善から輸出が持ち直し、さらに春以降は生産や内需にも波及するあたりで徐々に回復軌道に戻っていくであろう。調整局面は比較的短期に止まると予想する。

実質GDP成長率は、12年度+1.0%、13年度+1.5%と予測する（前回見通し<9月10日>：12年度+2.0%、13年度+1.6%）。7-9月期のマイナス成長や海外経済減速の長期化を受けて、12年度の見通しを大幅に下方修正した。13年度は小幅下方修正。なお、13年度の見通しは、14年4月の消費税率引き上げ（5%→8%）を前提に、駆け込み需要を織り込んでいる。

3大リスク次第では、世界同時景気後退入りも

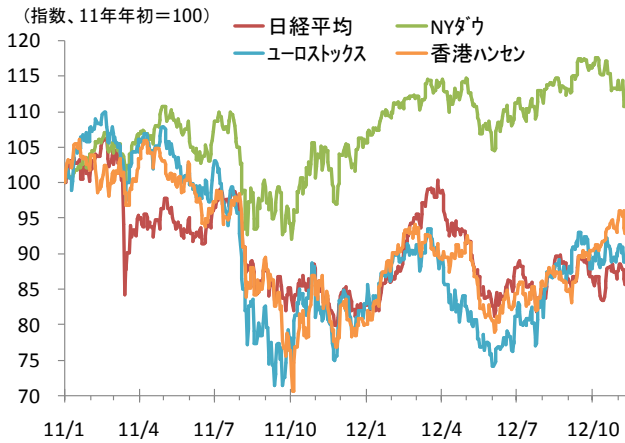
ただし、海外情勢を巡る不確実性は高く、次の3つのリスク次第では後退局面が長期化・深刻化する可能性がある。

第一に、中国経済の行方である。中国では、外需の悪化に加え、国内の構造問題も表面化している。中国経済は、政策効果から13年入り後は持ち直すと予想するが、構造問題などによる下押し圧力が一段と強まれば、短期的な回復後に急失速を招くリスクがある。政権移行期でもありマクロ政策運営に対する不透明感もくすぶる。仮に中国が急激に失速すれば、世界経済も景気後退入りの可能性が高まろう。また、中国経済が早期に回復しても、日中関係の影響から日本の輸出の回復が遅れるリスクもある。

第二に、米国の財政運営である。11月の大統領選ではオバマ大統領が再選されたが、議会のねじれ状態も続くことから円滑な進展は期待しがたく、政治のこう着状態が続く可能性が高い。最悪シナリオとして「財政の崖」回避に失敗すれば、米国はマイナス成長、世界経済にも大きな下押し圧力となる。また、12年末から13年初には米連邦政府債務残高が再び法定債務上限に達する見込みであり、市場の動揺や企業・家計のマインド悪化を招くリスクがある。

最後に、欧州債務危機が挙げられる。ECBによる安全装置の準備や銀行監督一元化での合意などを背景に、世界的な金融危機へ発展するリスクは一頃に比べ後退している。しかし、ギリシャ支援、スペイン支援要請の行方、イタリアの選挙など不安材料は多い。時間を稼いだ間に銀行への資本注入や統合深化について具体的な行動がとられなければ、金融市場は再び動揺しよう。世界的な金融危機へと発展すれば、わが国も含めた世界経済はリーマン・ショック以来のマイナス成長に陥る可能性が高い。リーマン・ショック時と比べ、先進国・新興国の金融・財政政策の余地は極めて限られ、一度マイナス成長に陥れば、回復への道のりは極めて険しいものとなる。

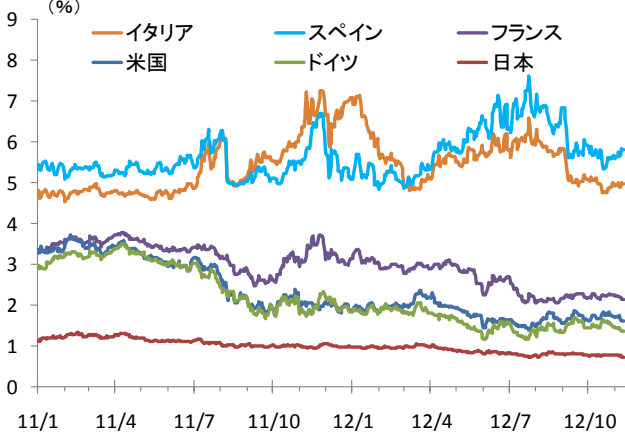
図表 世界の株価



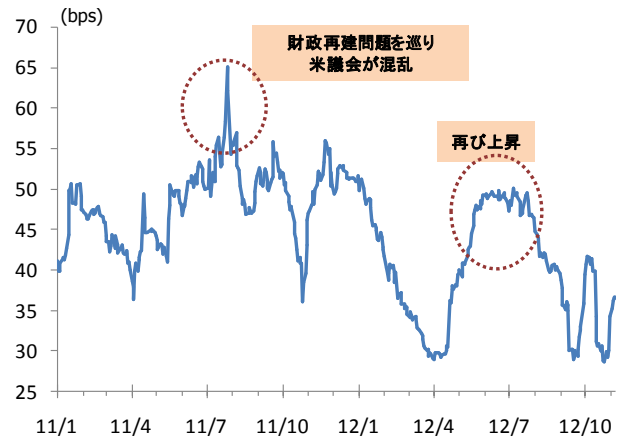
図表 為替



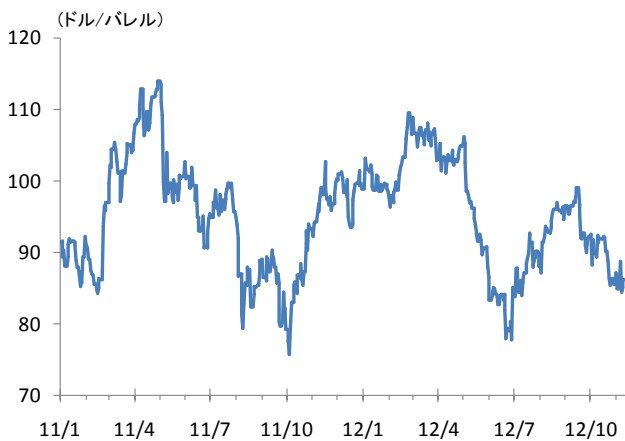
図表 長期金利 (10年物国債)



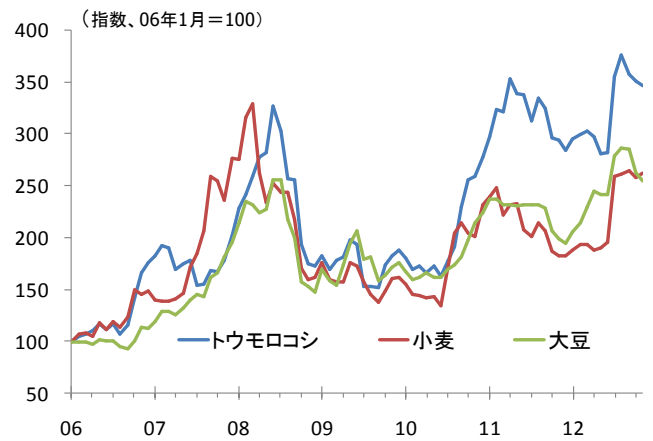
図表 米国ソブリン CDS



図表 原油価格 (WTI ベース)



図表 穀物価格 (月次)



注：直近は11月9日
資料：Bloomberg

(1) 概観

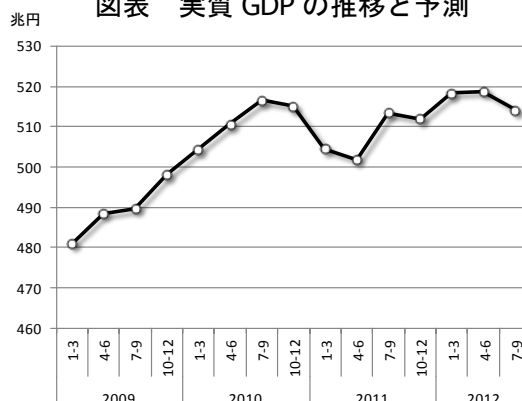
3 四半期ぶりのマイナス成長

12年7-9月期の実質GDP成長率(1次速報)は、前期比▲0.9%(年率▲3.5%)と3四半期ぶりのマイナス成長となった。

海外情勢の悪化による輸出の減速から外需は▲0.7%ポイントのマイナス寄与となったほか、内需も▲0.2%ポイントとなった。エコカー補助金終了の影響もあり、これまで堅調に推移してきた個人消費に息切れ感がみられるほか、先行き不透明感の強まりから設備投資も弱含んでいる。

今後の日本経済を展望する上でのポイントは、①海外経済回復のタイミング、②消費基調を左右する雇用環境とマインド、③復興需要の行方である。

図表 実質 GDP の推移と予測



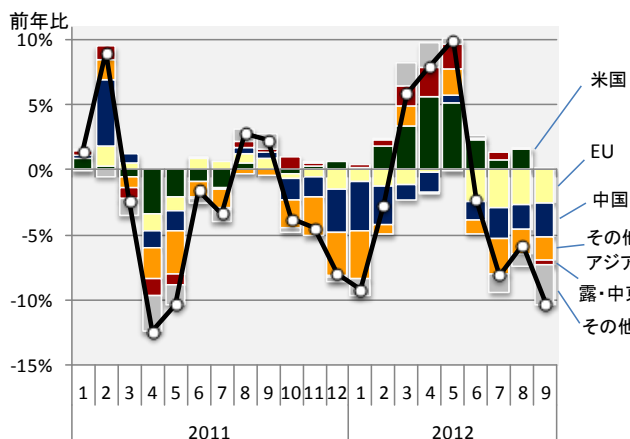
資料：内閣府、予測は三菱総合研究所

(2) 輸出・生産・設備

欧州向けからアジア向けへと広がる輸出の減少

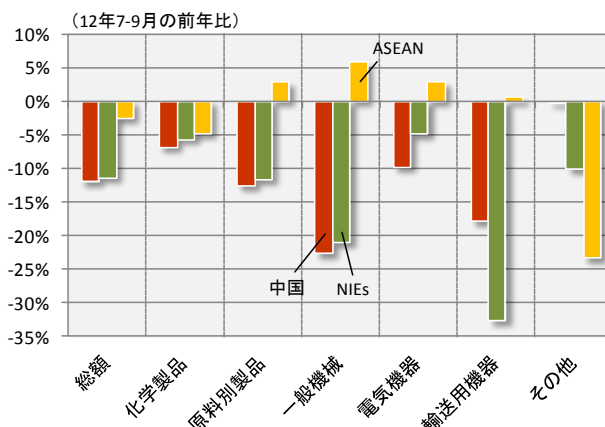
欧州経済の落ち込みに加え、世界経済の牽引役であった新興国経済も減速を強めており、輸出は6月頃から急速に悪化した。アジア向けの減少寄与が大きく、なかでも中国向けとNIEs向けの減少幅が大きい。中国向けでは、中国の投資過剰感の強まりを受けて、建設機械などの一般機械や、鉄鋼や非鉄金属などの素原材料が足もと急速に落ち込んだほか、世界的なIT在庫調整の影響から半導体などの中間財輸出も減少している。9月の中国向け自動車輸出台数は前年比▲44%減であり、日中関係の悪化も影響したとみられる。日本の製造業は、世界の工場として発達してきたアジアの生産網の一部に組み込まれており、アジアの生産減速は日本の輸出にも色濃く反映される。

図表 輸出の地域別寄与度



資料：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

図表 仕向地別品目別輸出の動き



資料：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

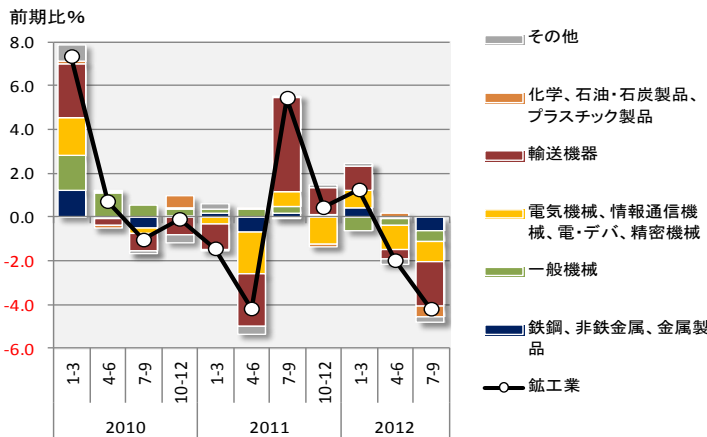
2 四半期連続の生産減

7-9月期の鉱工業生産指数は前期比▲4.2%となり、2四半期連続のマイナスとなった。過去の景気後退局面をみても、2四半期連続の生産減がひとつの目安となっており、景気後退局面入りの可能性を示唆する結果である。

生産の落ち込みの背景には、輸出の減少のほか、エコカー補助金終了の影響も大きい。鉱工業生産の業種別寄与度をみると、輸送機器の減少寄与が急拡大している。エコカー補助金終了をにらんで、自動車メーカー各社が春先から生産調整に入った影響が大きく、新車販売よりも前倒しで影響が出ている。また、輸送機械以外の業種においても、足もとほぼ全ての業種で悪化しており、中国向けを中心とする輸出の急減速を映じたものとみられる。

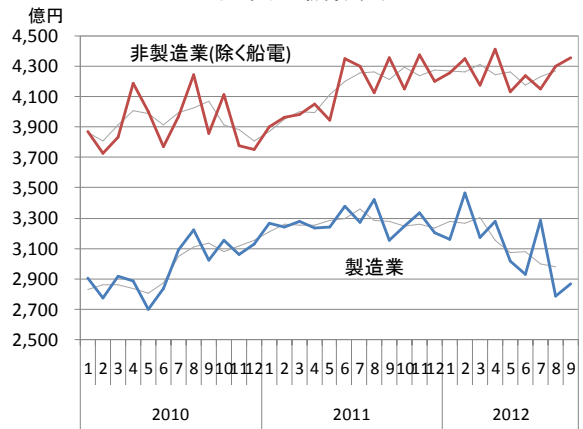
製造業を中心に企業収益が悪化しており、設備投資への姿勢も慎重化している。7-9月期の機械受注民需（除く船電）は前期比▲1.1%と2四半期連続のマイナスとなった。自動車や一般機械、電気機械など製造業を中心に減少傾向をたどっている。

図表 鉱工業生産指数の業種別寄与度



資料：経済産業省

図表 機械受注



資料：内閣府 注：薄線は3ヶ月反復移動平均

輸出・生産回復のタイミングは後ずれ、順調にいけば年明け以降回復へ

中国経済の減速が想定より長くかつ深いことから、輸出回復のタイミングは前回見通し（8月時点）で見込んでいた12年秋から後ずれ、13年初にかけて底入れ、来春以降に緩やかに回復へ向かうと予想する（詳細は新興国経済パート）。生産や設備投資も、輸出回復による企業マインドの改善や国内産業への波及を通じ、来春以降、緩やかな回復経路をたどるであろう。しかし、中国経済が回復したとしても中国での日本製品不買などが長引けば、中国景気回復の恩恵を日本企業が受けられないリスクがある。

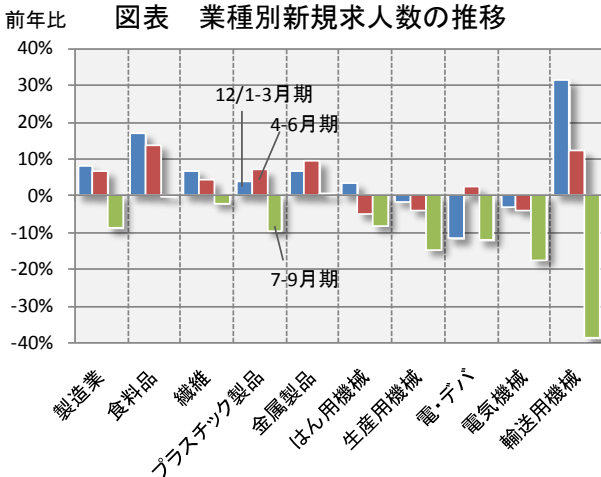
(3) 雇用・所得・消費

生産の急減速は雇用情勢にも波及

生産の落ち込みに伴い、雇用や所得環境にも悪影響が出始めている。需要の減少に伴う在庫増から、企業の人員過剰感が足もと強まりつつある。製造業の所定外労働時間は3ヶ月連続で減少したほか、新規求人倍率が12年5月にピークアウトするなど、製造業を中心に労働投入の抑制に乗り出した様子が見える。業種別の新規求人数をみても、7-9月期は輸送用機械を中心に大幅に減少している。

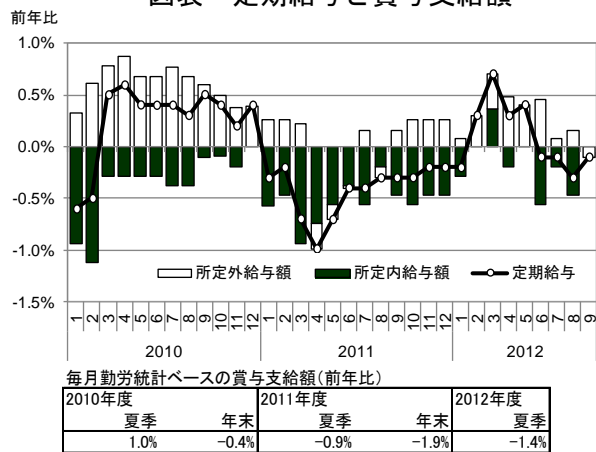
所得環境も緩やかに悪化しており、所定外給与の減少に加え、所定内給与も製造業を中心に緩やかに減少している。夏季の賞与も前年比▲1.4%と前年から減少幅が拡大した。

図表 業種別新規求人数の推移



資料：厚生労働省「職業紹介状況」

図表 定期給与と賞与支給額



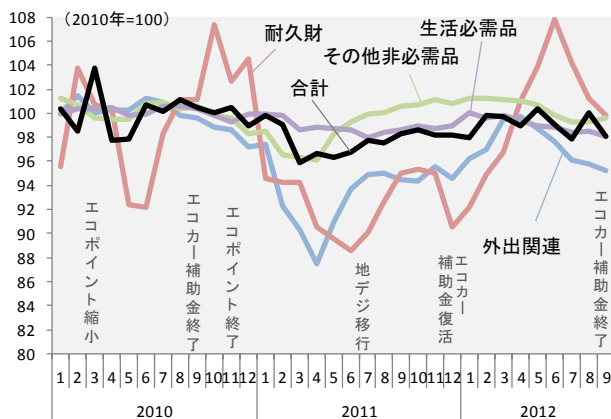
注：5人以上（一般、パート）、産業計
資料：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

消費にも息切れ感

エコカー補助金の予算切れをにらんだ駆け込みが前倒しで発生した影響もあり、7-9月期の耐久財消費は想定を下回った。また、これまで堅調であった外出関連や、装飾品や理美容品等の非必需品の消費もこのところ失速気味であり、震災後の景気回復を牽引してきた家計消費に息切れ感がみられる。

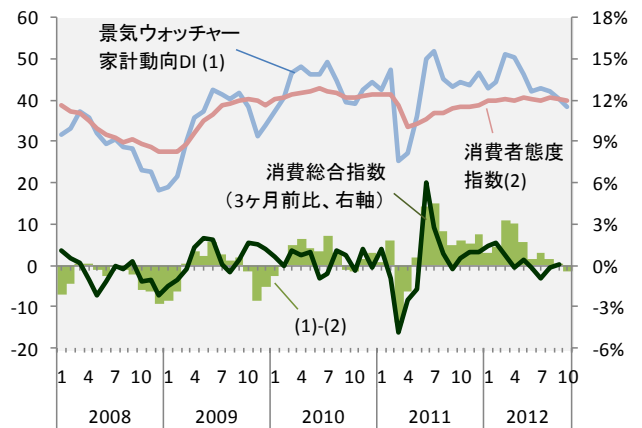
消費マインドをみると、家計からみた支出意欲（消費者態度指数）は横ばい圏内で推移しているものの、企業からみた家計関連の状況（景気ウォッチャー家計関連DI）は3月をピークに先行して悪化している。景気ウォッチャーが家計動向を敏感に反映する現象を観察できる業種（例：飲食、レジャー等）を対象に足もとの状況を調査しており、短期的な消費性向の変動や非必需消費の動向を反映しやすいとみられる一方、消費者態度指数は半年先の暮らし向きや収入、雇用環境を調査しているため、基調としての消費者のマインド変化を反映しやすいと考えられる。輸出の低迷が長期化し、本格的な雇用調整が始まれば同指数も下方トレンドを示し、消費の基調が一段と弱まるリスクがある。

図表 家計消費の実質季節調整指数



注：＜外出関連＞外食、交通費、旅行代等、＜耐久財＞自動車、テレビ、家具等、＜その他非必需品＞衣服装飾品、教養、理美容等、＜生活必需品＞食品、日用品等。
資料：総務省「家計調査」「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 消費マインドと消費支出

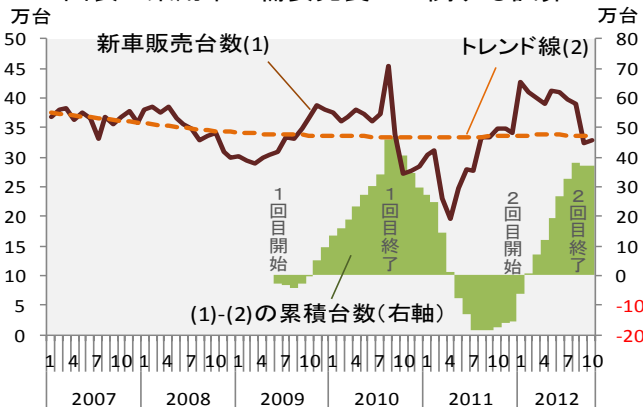


資料：内閣府「景気ウォッチャー調査」「消費動向調査」「消費総合指数」より三菱総合研究所作成

消費は当面弱含むが、13年春以降に緩やかな回復へ

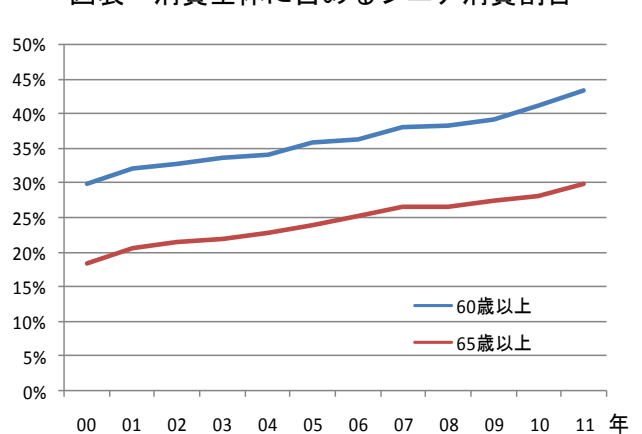
今後の消費の流れは、短期的には雇用・所得環境の悪化を背景に当面は弱含むの状況が続くであろう。エコカー補助金による需要先食いの規模は40万台弱と推計される。今後の新車販売がトレンド比▲20%減で推移すると仮定すると、先食い分の解消には半年程度の時間を要することとなる。

図表 乗用車の需要先食いに関する試算



注1：新車販売台数は、普通乗用車と軽乗用車の販売台数を三菱総合研究所にて季節調整。
注2：トレンド線は1980年以降の販売台数にHPフィルタをかけて算出。
資料：日本自動車販売協会連合会資料をもとに三菱総合研究所作成

図表 消費全体に占めるシニア消費割合



資料：総務省「家計調査」をもとに三菱総合研究所作成

消費が回復の動きを見せるのは、13年春以降とみている。まず、半年間は政策効果の剥落が下押し要因となる。また、海外情勢が比較的早期に回復し、雇用の大きな調整が回避されれば、所得が緩やかに持ち直し、消費にも波及する動きがみられるであろう。また、13年度後半は消費税増税前の駆け込み需要から伸びを高めると予想する（詳細後述）。

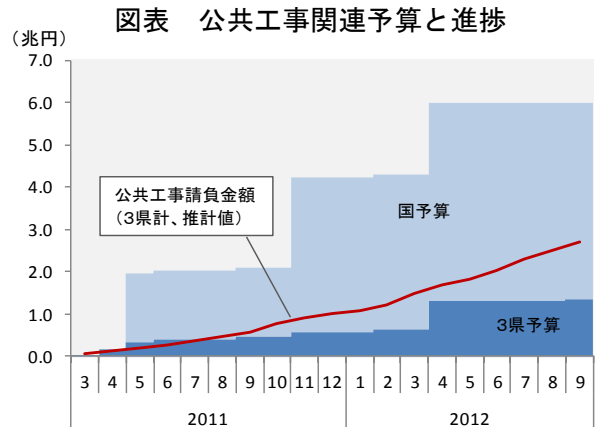
明るい材料としては、シニア消費の盛り上がりがある。12年に消費性向の高い団塊世代が完全に定年世代へ移行したこともあり、シニア消費は全体の3~4割に達している。この消費は雇用・所得環境の影響を相対的に受けにくいと考えられ、全体の下支え要因となる。

(4) 復興需要

復興工事の進捗ペースは加速するも予算規模からは遅れ

復旧工事の進捗を示す、公共工事の請負金額は、今年の春頃から明確に増加傾向にあり、被災地域でのインフラ等の復旧が本格化し始めたことを示す。ただし、予算規模からすると進捗は遅れている。震災後に組まれた国と被災3県における復旧関連の公共工事費予算は累計約6兆円に達するのに対し、12年9月までの3県の公共工事請負金額の累計は2.7兆円（弊社推計値）にとどまる。被災地では、住民の高台移転など合意形成が必要なものについて復興計画の策定に時間を要しているほか、東北地域の建設技能者の不足感は依然として解消されていないことも背景にあるとみられる。

被災規模の大きさなどから、東日本大震災からの復興需要は息の長いものになると見込まれ、復興需要が減速し始めるのは13年半ば以降と予想する。当面の日本経済の下支え要因となろう。



資料：「公共工事前払金保証統計」、財務省、岩手県、宮城県、福島県 HP より三菱総合研究所作成

(5) 総括

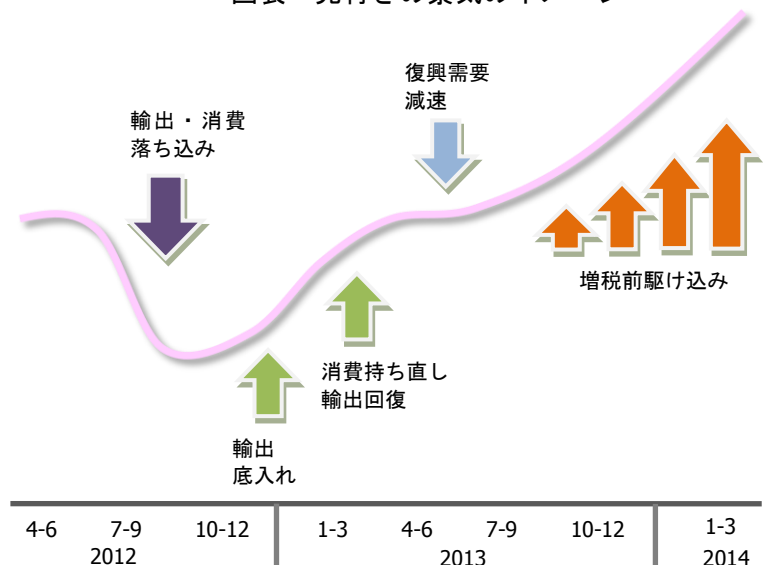
13年春以降は緩やかな回復軌道へ回帰

13年度にかけての景気の全体的な流れを展望する。12年10-12月期は、海外情勢の悪化などから輸出が7-9月期に続いて弱含むとみられ、生産や設備投資も低調な推移となろう。家計消費も政策効果の剥落や雇用・所得環境の悪化から当面は弱含むとみられる。10-12月期の成長率はゼロ近傍と予想するが、輸出の回復が少しでも遅ければ2四半期連続のマイナス成長の可能性も排除できない。

景気の持ち直しは、13年以降となろう。まず、13年入り後に中国経済をはじめとする海外情勢の改善から輸出に明るい動きが見られ始め、さらに13年春以降は、国内の生産や消費に波及する形で、徐々に回復軌道に戻っていくと予想する。その後、復興需要の減速などもあり若干伸びを低めるが、年度後半にかけて消費税引き上げ前の駆け込み需要から高めの成長を達成するであろう。

こうした流れを踏まえ、12年度の実質GDP成長率は+1.0%（前回8月から▲1.0%ポイントの下方修正）、13年度は+1.5%（前回8月から▲0.1%ポイントの下方修正）と予想する。

図表 先行きの景気のイメージ



資料：三菱総合研究所作成

消費税増税の影響

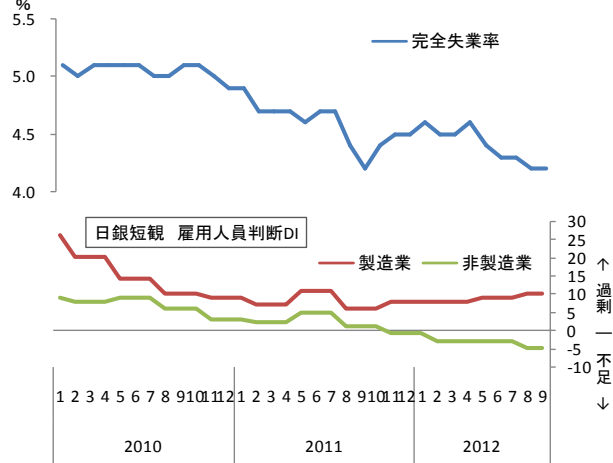
14年4月の消費税増税を控え、消費や住宅を中心に駆け込み需要が予想されるが、より前倒しで影響が出てくるとみられるのが、住宅投資である。増税の半年前までに契約すれば、引き渡しは14年4月をまたいでも旧税率が適用されるとされており、来秋に向けて住宅販売市場の盛り上がりは予想される。実際、既に住宅展示場の入場者数が増加しているほか、金融機関は住宅ローン金利の引き下げを行うなど顧客獲得競争が始まっている。ただし、住宅ローン減税など消費税引き上げにともなう“所要の措置”の詳細が明らかになっていないことから、増税前の需要の盛り上がりは実際にどの程度になるか、現時点では不透明である。

家計消費は、前回の引き上げ時をみると、直前の1-3月期に影響が集中しており、早い段階からの駆け込み需要は小さいであろう。特に、駆け込み需要が期待される耐久消費財は、既往のエコカー補助金やエコポイントにより相当の需要先食いが生じており、駆け込み需要は盛り上がりには欠ける可能性がある。

以上のとおり不透明要素は多いが、前回の消費税引き上げ時の影響等をベースに、一定の仮定の下で試算すると、13年度は住宅投資が+2.9%、家計消費が+0.6%押し上げられることなどから、実質GDP成長率には+0.4%ポイント程度のプラス寄与を予想する。逆に14年度には反動減から、▲0.7%ポイント程度のマイナス寄与となろう。

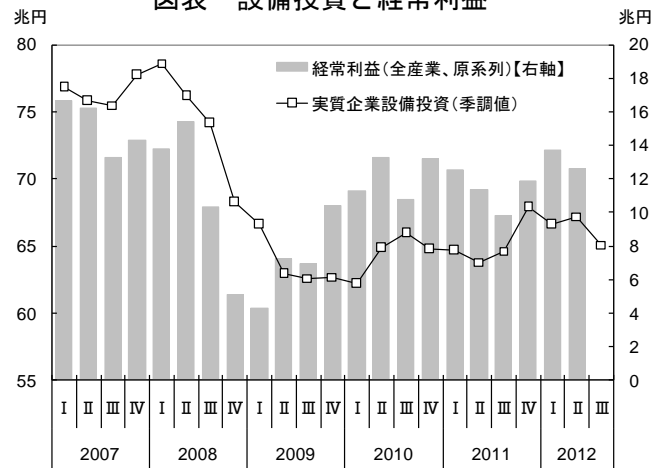
(参考) その他主要経済指標

図表 完全失業率と雇用人員判断DI



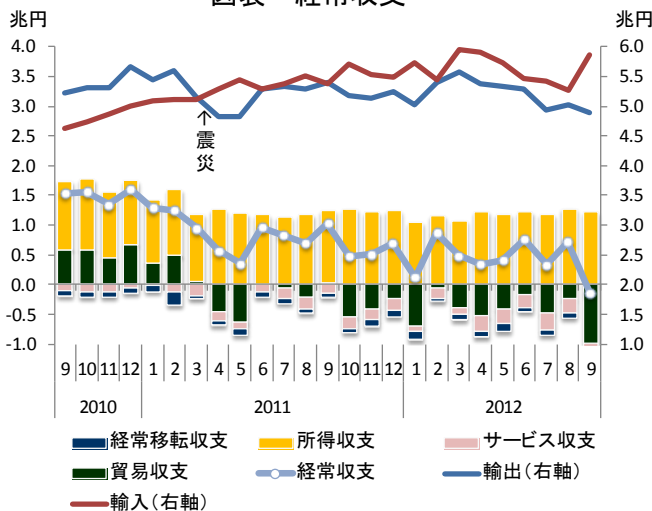
資料：総務省「労働力調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

図表 設備投資と経常利益



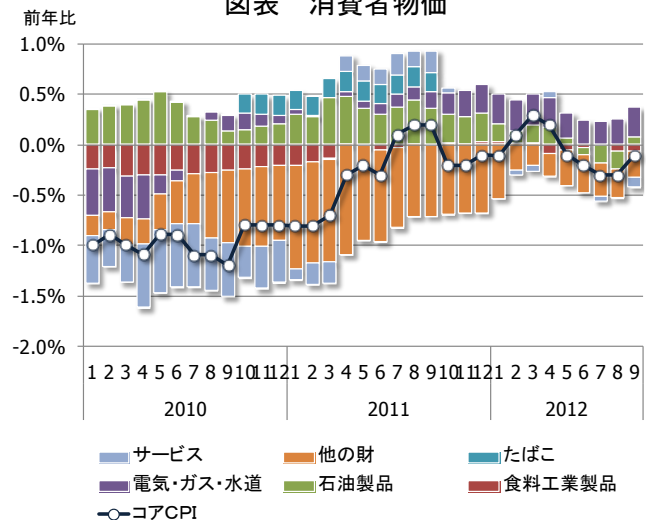
資料：財務省「法人企業統計」内閣府「国民経済計算」

図表 経常収支



資料：財務省・日本銀行「国際収支」

図表 消費者物価



資料：総務省「消費者物価指数」

(1) 米国経済

米国経済は緩やかな回復ペースを維持

米国経済は、緩やかな金融環境に支えられ、緩やかな回復基調を維持している。12年7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+2.0%と前期(+1.3%)から伸びが高まった。

内訳をみると、家計部門は力強さを欠くものの株価や住宅価格上昇など資産効果を背景に堅調であるのに対し、企業部門は外部環境の悪化を背景に低迷気味であり、明暗が分かれている。

海外経済の減速を受けて企業活動は減速気味

米企業の生産・投資活動は鈍化している。海外経済減速を受けて、EU、NIEs 諸国向け輸出が低迷、中国向け輸出も足もと鈍化している。これに財政政策(いわゆる「財政の崖¹」)への不透明感も加わり、企業の景況感は一頃に比べ低迷している。当面、金融緩和による下支えと海外経済および財政に対する不透明感の狭間で、企業の景況感は一進一退の動きにとどまるとみられ、企業活動も抑制された状態が続こう。

雇用の回復は緩慢、マインド改善が消費を下支え

雇用市場をみると、米企業の新規採用に対する慎重姿勢は続いているものの、7月以降の非農業部門雇用者数は平均+17.3万人増と、4-6月期の同+6.7万人増に比べ伸びが高まっており、米国経済の緩やかな回復ペース見合いで、雇用者数の増加が続いている。また、夏場以降、追加金融緩和期待を背景に米国株価が上昇傾向を辿るなか、家計のマインド(米コンファレンス・ボード、消費者信頼感指数)は08年2月以来の水準まで改善。こうした雇用・マインドの回復に支えられ、個人消費は比較的堅調を維持している。

住宅市場は持ち直し傾向

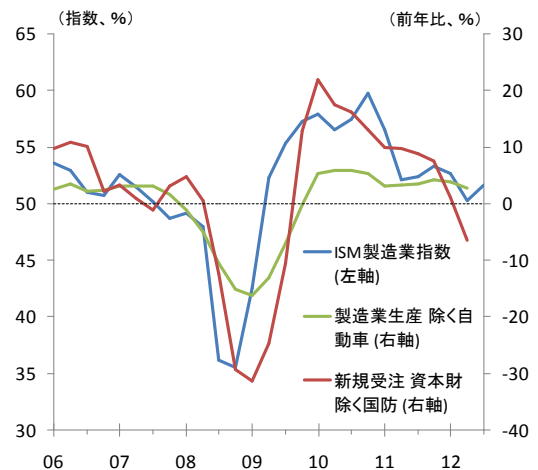
住宅市場では持ち直し傾向が明確になっている。住宅着工が08年7月以来の水準へ回復、新築・中古販売も増加基調にあるほか、建設業者の景況感も06年6月以来の水準へ改善した。住宅価格も依然低水準ではあるが、底入れの兆しがみられる。これまで米家計は、住宅ローンの返済と住宅価値の目減りという、バランスシートの資産・負債両サイドから圧迫を受け、特に低所得者は支出を増やしていく状況が続いていたが、ようやく改善に向かっている。

図表 米国経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2010 暦年	2011 暦年	2012 暦年	2013 暦年
実質GDP	2.4	1.8	2.1	1.9
個人消費	1.8	2.5	1.9	2.1
設備投資	0.7	8.6	7.0	3.0
住宅投資	▲3.7	▲1.4	11.3	8.2
在庫投資寄与度	1.5	▲0.1	0.1	0.1
政府支出	0.6	▲3.1	▲1.4	▲1.7
純輸出寄与度	▲0.5	0.1	▲0.0	0.1
輸出等	11.1	6.7	3.3	4.6
輸入等<控除>	12.5	4.8	2.9	3.1
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)	9.6	9.0	8.1	7.6

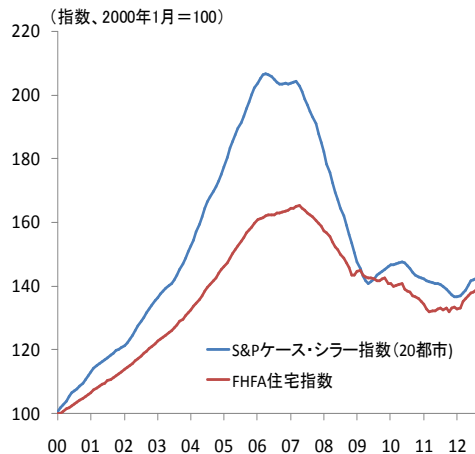
資料：米国商務省、米国労働省、FRB、
予測は三菱総合研究所

図表 企業の景況感と生産・受注



資料：FRB、米国商務省、米供給管理協会

図表 住宅価格



資料：Bloomberg

¹現行法では、12年末にブッシュ減税や給与税減税など多くの景気刺激策が失効を迎え、13年には連邦政府の一律支出削減が開始予定。

米消費の回復持続は世界経済にとっても重要

こうしたなか、米連邦準備制度理事会(FRB)による量的緩和第3弾(QE3)の実施²は、株価や住宅価格など資産価格上昇への波及効果が期待される。雇用環境の回復ペースが緩やかにとどまり、財政政策を巡る不透明感も燻り続けるなか、株価上昇が高所得者層による消費を支えているとみられる。加えて、住宅市場の改善が持続し、バランスシート調整の進捗ペースが速まれば、低中所得者層も含めて家計のマインドを下支えし、消費回復を後押しするだろう。

また、世界にとっても米国の消費回復は重要だ。90年代に比べ世界経済に対する米国経済の牽引力は弱まっているが、未だに世界GDPの約15%を占める米個人消費が腰折れすることなく回復基調を辿れば、米国のみならず世界経済の回復にもプラスだ。また、外需依存度の高い中国など新興国経済にとっては、米国の内需主導の回復により米国向け輸出が増加すれば、欧州向け輸出の減少の一部を補うことができ、景気回復の後押し要因となるだろう。

オバマ大統領が再選、財政政策を巡る不確実性は残る

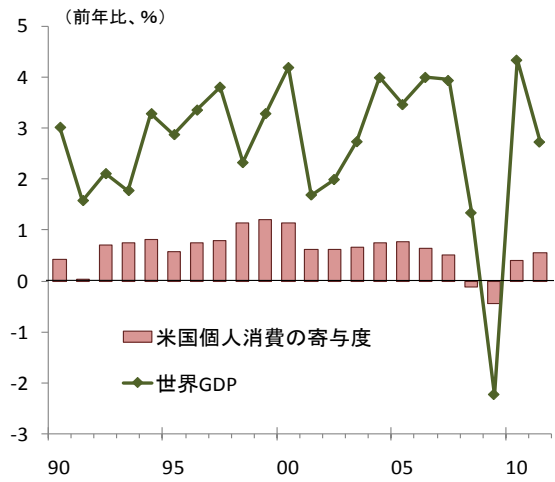
11月6日、米国大統領選挙が行われ、民主党オバマ大統領が再選した。当面の課題は、①「財政の崖」回避と、②政府債務残高の法定上限引き上げである。予測の前提として、ブッシュ減税は高所得者層を除き延長、政府支出一律削減は回避など、一定の「財政の崖」回避を想定する。しかし、議会のねじれ状態も続くことから円滑な進展は期待しがたく、今後も財政政策に対する不確実性が高い状況が続くだろう。政治の膠着状態が続き、金融市場の動揺や企業・家計のマインド悪化を招けば、回復ペースが急減速するリスクもある。さらに最悪シナリオとして「財政の崖」を回避できないければ、米国経済はマイナス成長に陥るだろう。

また、12年末から13年初には米連邦政府債務残高が再び法定債務上限に達する見込みであり、11年夏頃と同様、米国債が格下げされる可能性もある。

さらに、③海外情勢もリスクである。海外経済の減速が長期化し、輸出の減少や、米企業収益の鈍化と株価の軟調が続けば、生産・投資活動が低迷し、回復ペースが下振れする可能性がある。

これらのリスクが回避されれば、米国経済は、緩やかな金融環境に支えられ、緩やかな回復を続けるであろう。実質GDP成長率は、12年は前年比+2.1%（前回：同+2.0%）と予想する。13年は、新興国経済の持ち直しによる生産・投資活動の回復や住宅市場の改善持続が期待される一方、政府支出抑制や高所得者層向け減税廃止³など景気刺激策の一部終了が押し下げ要因となり、同+1.9%（前回：同+2.0%）と12年対比では小幅ながら伸び鈍化を予想する。

図表 世界GDPと米個人消費



資料：世界銀行、米国商務省

図表 オバマ大統領の主要経済政策

財政	・今後10年間で4兆ドルの財政赤字削減
税制 (個人)	・ブッシュ減税は高所得者層を除き延長
	・給与税減税措置に関しては立場を表明せず
税制 (法人)	・法人税率を現行の35%から28%へ引き下げ
	・米国内で雇用創出に貢献した製造業に対し税率を引き下げ
	・中小企業向け減税
雇用	・2016年までに、製造業で100万人の雇用を創出
医療保険	・医療保険制度改革法(10年成立)を引き続き、段階的に導入
貿易政策	・TPP推進
	・中国などによる不正な貿易慣行を是正
エネルギー	・2035年までにエネルギー発電量に占めるクリーンエネルギー比率を80%へ

資料：各種報道より三菱総合研究所作成
(11月9日時点)

²連邦公開市場委員会(FOMC)は、9月12-13日、夏場にかけて海外情勢の悪化を受け、量的緩和第3弾(QE3)の実施を決定。①政府系住宅金融機関(エージェンシー)が発行する住宅担保証券(MBS)を毎月400億ドル購入。また、②政策金利を0.00~0.25%に据置き、低金利政策を維持する期間(いわゆる「時間軸」)を「少なくとも15年央まで」へと、現行の「14年終盤」から延長。

³米議会予算局(CBO)は、ブッシュ減税について、高所得者層を除き延長するケースは、全て延長するケースと比較し、GDP押し上げ効果が0.25%ポイント程度縮小するとの試算を発表。

(2) 欧州経済

世界的な金融危機への発展リスクは後退

欧州債務危機への市場の懸念は、欧州中央銀行（ECB）による国債買い入れ（OMT）発表などを受け、一頃に比べ和らいでいる。

9月6日に発表されたOMTの枠組みで、買い入れ額の上限を設けないことが明示されたことから、スペイン、イタリアの国債利回りが大幅に低下した。その後も欧州安定メカニズム（ESM）正式発足（10月8日）、ユーロ圏の銀行監督一元化の13年中の開始合意（同19日のEU首脳会議）、なども支援材料となり、市場は一頃に比べ落ち着きをみせている。

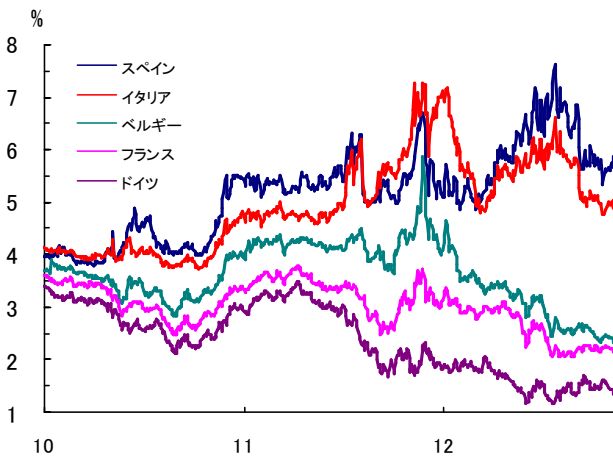
OMTにより国債利回り低下が持続し、ESMによる銀行への直接資本注入が確実に実行されれば、財政悪化（国債利回り上昇）と銀行部門悪化との連鎖が遮断される。また、実体経済への下押し圧力も、金利の低下や信用収縮圧力の弱まりを通じ、幾分緩和することが期待される。

図表 欧州経済見通し

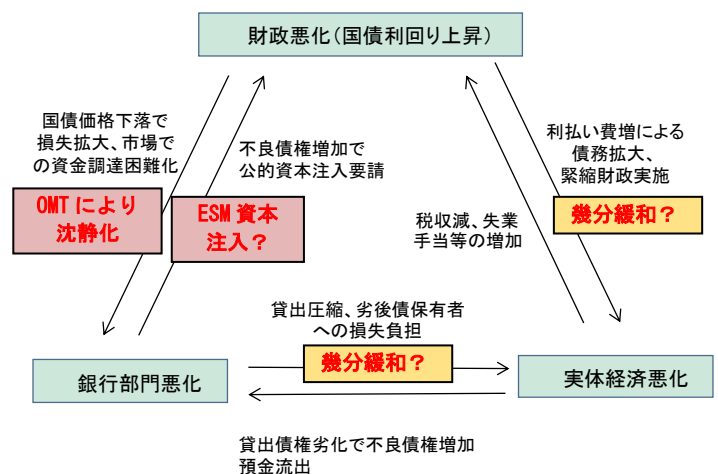
単位: 前年比%	実績		予測	
	2010暦年	2011暦年	2012暦年	2013暦年
ユーロ圏	1.9	1.6	▲ 0.4	0.0
ドイツ	4.0	3.1	0.8	0.7
フランス	1.6	1.7	0.1	0.3

資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表 ユーロ圏諸国の国債利回り（10年）



図表 OMT と ESM の直接資本注入実施で期待される負の連鎖への効果

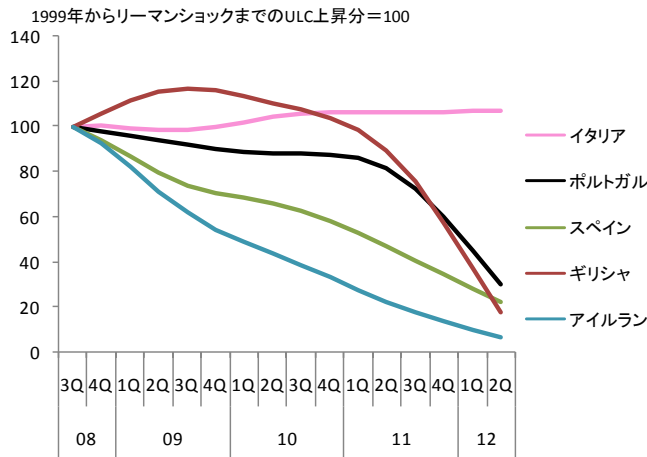


経済の悪化は南欧諸国等からコア国へ波及

金融市場が落ち着きをみせる一方で、実体経済は停滞が続いている。スペインが5四半期連続のマイナス成長となるなど南欧諸国等（南欧+アイルランド）では景気後退が長期化している。また、欧州債務危機の影響などにより新興国経済が予想を上回るテンポで鈍化、その影響がフィードバックし、ドイツなどコア国の景気減速も明確になっている。

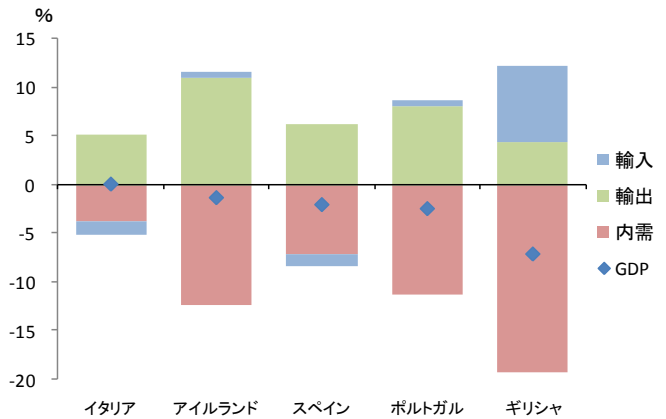
南欧諸国等では、輸出が増加する一方、内需の悪化が続いている。リーマン・ショック後の単位当たり労働コスト（ULC）は、年金改革や公的・民間部門でのリストラを受け、イタリア以外では大幅に低下している。ユーロ導入（99年）からリーマン・ショックまでの上昇分のうち、アイルランドでは約90%、ギリシャ、スペインは約80%、ポルトガルは約70%低下した。実質GDP成長率の内訳をみると、競争力回復により輸出は増加したものの、内需のマイナス寄与が成長率を押し下げている。南欧諸国等はアイルランドを除くと内需依存型の経済であり、所得減少や信用収縮が大きなダメージをもたらしたことがわかる（ULCが低下していないイタリアは、内需のマイナス寄与が相対的に小さい）。先行きは、海外経済の持ち直しとともに輸出のプラス寄与拡大が期待されるが、緊縮財政や信用収縮による内需低迷を主因に、南欧諸国等の景気停滞は13年中も続くであろう。

図表 リーマン・ショック以降の ULC



注：欧州委員会の競争力指数（ユーロ 17 ヶ国向け、ULC ベース）を基に三菱総合研究所作成

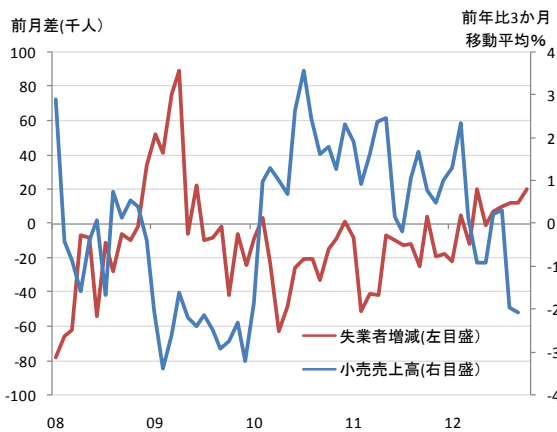
図表 リーマン・ショック以降の実質 GDP 成長率内訳 (09 年 1Q-12 年 2Q)



資料：Eurostat

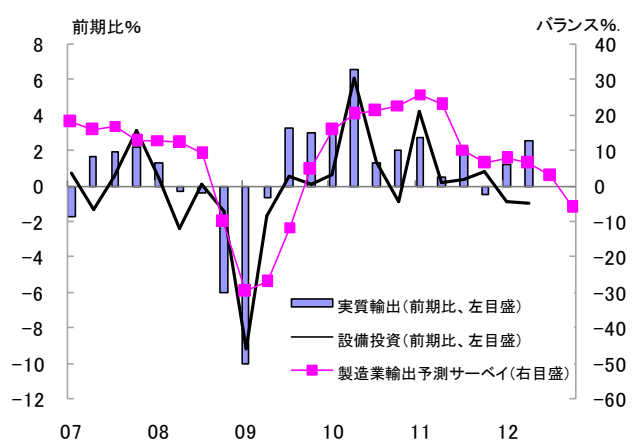
ドイツ経済の減速も明確になっている。失業率は依然低水準ながら、失業者数は5カ月連続で増加し、小売売上高の前年比減少幅も拡大している。設備投資は12年に入り2四半期連続で減少したほか、企業の景況感を示すifo景況感指数も6カ月連続で低下している。一方、外需をみると、8月の輸出額は米国など非ユーロ圏向けを主因に増加したが、9月の海外受注が大幅に減少したほか、4Qの製造業輸出予測サーベイも3年ぶりのマイナスを示しており、既に輸出が減少に転じている可能性が高い。このため、12年4Qの実質GDP成長率は前期比マイナスとなる可能性があるほか、13年入り後も新興国経済の回復の後ずれから緩慢な回復にとどまるであろう。12年のドイツの実質GDP成長率見通しは+0.8%、13年は+0.7%と予想する。ユーロ圏全体の実質GDP成長率も12年は▲0.4%、13年は0.0%と予想する。

図表 ドイツの小売売上高と失業者数増減



資料：Bloomberg

図表 ドイツの実質輸出、設備投資、輸出見通し



資料：Eurostat、欧州委員会

欧州債務問題を巡る先行きの懸念材料も多い

ひとまず金融市場の沈静化には成功したが、欧州債務問題を巡っては多くの懸念材料がある。合意した支援策に関しても、①スペインのESMへの支援要請の有無、②銀行監督一元化の13年中の実現可否など、実施には難航が予想される。また、③ギリシャ支援の持続性、④イタリアのモンティ政権交代をめぐる動きなど政治的な不安材料もある。そして、最大のリスクは、⑤実体経済の悪化により財政赤字削減目標が達成できず、OMTという安全装置発動や直接資本注入ができない状態が続く間に、市場の疑心暗鬼が強まり金利が一気に上昇に転じるシナリオである。その場合には、世界経済の景気後退シナリオが現実味を帯びることになるだろう。

(1) 総括

減速が続く新興国経済

新興国経済は、総じて減速傾向にある。欧州債務危機による影響が世界に広がるなか、中国経済の減速感が強まったことから、新興国経済全体でみた外需が、景気の下押し圧力となっている。

外需の減速を受け、昨年末以降、各国はマクロ経済政策を緩和方向へ転じ、金融緩和や財政出動を行ってきたが、リーマン・ショック後に比べて規模が小粒であることから、短期で景気の流れを反転させるほど強力でなく、効果の発現には時間を要している。

こうした各国の金融緩和の動きは、政策効果の見極めもあって、夏場に一旦は落ち着いたものの、10月に入って、フィリピン、タイ、韓国、ブラジルが一段の利下げに踏み切っている。①中東情勢の悪化による原油価格の上昇、②米国干ばつによる農作物価格の上昇、③米国QE3による新興国へのマネーの流入などインフレ懸念が再燃しやすい状況下での利下げは、想定を超える景気減速に対する危機感の表れとみることができる。

リーマン・ショック後の新興国経済は、財政出動による後押しもあり、高めの成長を遂げてきたが、中国における過剰供給問題をはじめ、世界の企業や投資家は、新興国経済に対する過剰な成長期待の修正を迫られており、その調整に時間とコストを費やしている。

図表 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2010	2011	2012	2013
中国	10.4	9.3	7.7	8.1
NIEs	8.5	4.0	1.8	3.7
香港	7.1	5.0	1.6	3.4
韓国	6.3	3.6	2.2	3.8
シンガポール	14.8	4.9	1.8	3.5
台湾	10.7	4.0	1.3	3.7
ASEAN5	7.0	4.5	4.8	5.5
インドネシア	6.2	6.5	5.6	6.2
マレーシア	7.2	5.1	3.8	4.6
フィリピン	7.6	3.9	4.0	4.6
タイ	7.8	0.1	4.6	5.2
ベトナム	6.8	5.9	4.9	6.2
インド	10.1	6.8	5.0	6.0
ブラジル	7.5	2.7	1.4	4.0

資料：実績はIMF、予測は三菱総合研究所

図表 各国の政策金利

	2011												2012									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
インドネシア		6.75								6.5	6.0				5.75							
マレーシア					3.0																	
フィリピン			6.25		6.5								6.25		6.0					5.75		5.50
タイ	2.25	2.5	2.75			3.0	3.25	3.5			3.25		3.0									2.75
ベトナム			12.0			13.0									12.0	11.0	10.0	9.0	8.0			
韓国	2.75		3.0			3.25													3.00			2.75
台湾			1.75			1.88																
中国		6.06		6.31			6.56												6.31	6.00		
インド	6.5		6.75		7.25	7.5	8.0		8.25	8.5						8.0						
ブラジル	11.25		11.75	12.0		12.25	12.5	12.0		11.5	11.0		10.5		9.75	9.0	8.5		8.0	7.5		7.25

資料：Bloomberg

13年初にかけて底入れし、来春以降は緩やかに回復へ

12年の成長率見通しは、上期の成長率下振れと中国経済減速の各国への波及などから、おしなべて下方修正した。ASEANを除いて、新興国の成長率は11年から大幅に鈍化することとなる。

景気回復のタイミングは、各国の状況にばらつきはあるものの、金融緩和の効果発現に伴い、13年初にかけて底入れの動きをみせ、来春以降は緩やかに成長率を高めると予想する。ただし、インフレ再燃のリスクもくすぶり、各国とも大幅な金融緩和には動きにくいほか、財政面でも大規模な対策は打ちづらい状況にある。リーマン・ショック時に比べると政策による景気押し上げ余地は小さいとみられ、回復テンポは緩やかにとどまるであろう。

(2) 中国経済

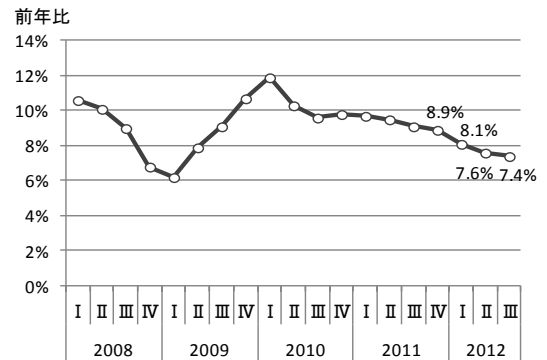
中国経済は減速傾向

中国経済は減速を続けている。12年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+7.4%と7四半期連続で減速し、リーマン・ショック後の09年1-3月期以来の低成長となった。この背景には、景気過熱の抑制という政府が意図した減速に、欧州債務危機による外需低迷という意図せざる要因が重なったことがある。

先進国向けを中心に弱含む外需

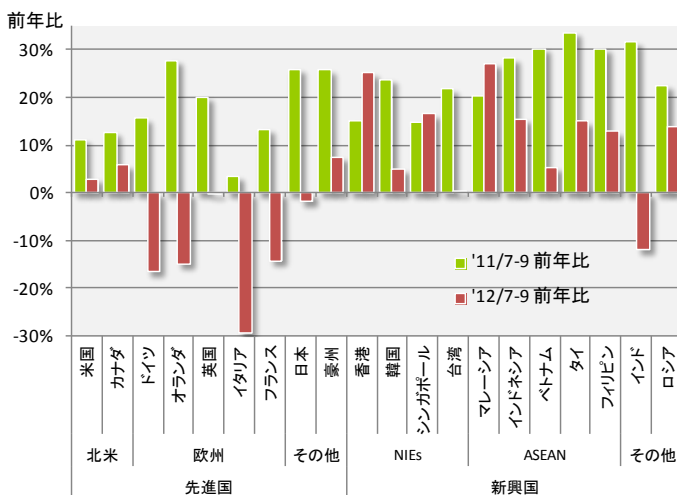
中国の輸出は足もと大幅に鈍化している。仕向地別にみると、先進国向けの輸出が大幅に悪化している。とくに欧州向けはイタリアを筆頭に軒並み前年比▲30～▲15%程度減少しており、財別では一般機械や電気機械、繊維製品を中心に落ち込んでいる。また、最大の輸出先である米国向けは11年7-9月期の前年比+11%から12年7-9月期は同+3%まで減速。一般機械類の落ち込みが目立つ。一方、先進国に比べ相対的に堅調なのがNIEsやASEAN向けである。とくにASEAN向けは、堅調な内需を背景に幅広い品目で増加基調を維持している。韓国・台湾向けでは、鉄鋼や非鉄金属、化学製品などの中間財は落ち込んだが、一般機械や電気機械などの最終財は底堅く推移している。

図表 中国実質 GDP 成長率



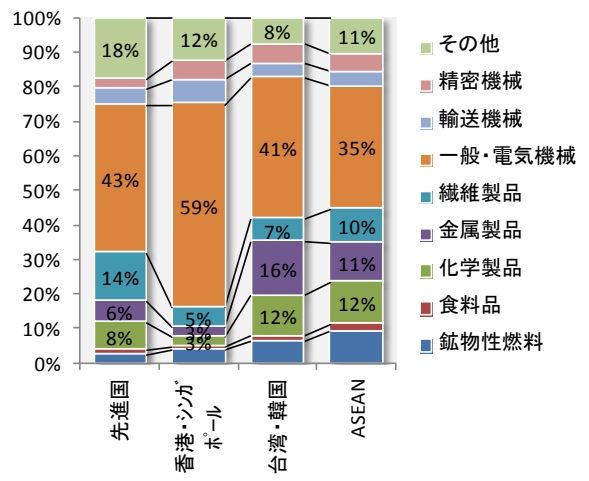
資料：Bloomberg

図表 仕向地別の輸出



資料：CEIC

図表 品目・地域別の輸出シェア



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

過剰投資問題の顕在化

外需の大幅な落ち込みは、これまで中国が抱えていた過剰投資問題をも表面化させる格好となった。中国では、リーマン・ショック後の4兆元の経済対策により投資への依存度が一段と高まり、GDPに占める固定資本形成比率は約45%にまで達した。10年には不動産市場が過熱しバブルへの懸念が強まったため、11年に入り政府は不動産投資規制を実施。建設需要を見込んで生産能力を増強した鉄鋼、セメント、板ガラスなどの素原材料産業では、供給過剰感が高まっていた。

なかでも鉄鋼業は、2012年末の粗鋼生産能力が9億トンに達するといわれ、世界供給力の約半分をまかなう計算になる。しかし、実際の粗鋼生産量は1-9月の合計で5.3億トン、年間通じて7億トン強と見込まれ、稼働率は低位にとどまる。市況低迷による採算悪化から中小の製鉄所を中心に倒産が相次いでいる。政府はこれまでも製鉄所の統廃合を進めてきたが、地方政府の反発もあり十分には進んでいない。市況が少しでも好転すると増産に転じる中小業者が増えるため、中央政府によるコントロールが難しく、過剰供給の解消は容易ではないのが実状だ。

中国での過剰供給の問題は、日本やアジア市場にも影響が及んでいる。中国国内で発生した余剰在庫が、低価格で国内市場に流入しており、日本メーカーの収益圧迫要因となっている。特に、紙・パルプ業界等では輸入が急増しており、印刷・情報用紙の国内総供給に占める輸入品の割合は、リーマン・ショック前の6%から足もとは16%にまで上昇している。また、鉄鋼製品では中国から東南アジア向け輸出が急増しているとされ、日本メーカーにとっては、海外市場での競争激化にもつながっている。

大規模な景気刺激策の実施は回避

中国政府は、今年夏場に2度の政策金利の引き下げ、短期金融市場での資金供給などの金融緩和策を実施したほか、財政面では、家電や自動車に対する購入支援や地方の公共投資計画認可などの景気刺激対策を打ってきた。

しかし、もう一段の政策発動は避けたいのが政府の本音であろう。過去の景気対策により過剰投資問題や不動産市場の過熱が発生したうえ、地方政府を中心に毎年の財政赤字が拡大しており、財政健全化への目配りも必要となっている。そのため、不動産開発への規制などは続けているほか、地方の公共投資計画も着工時期は不透明である。

新政権移行後に追加の刺激策が打たれる可能性はあるが、よほどの不測の事態がない限りリーマン・ショック時のような大規模な景気刺激策の実施は回避されよう。

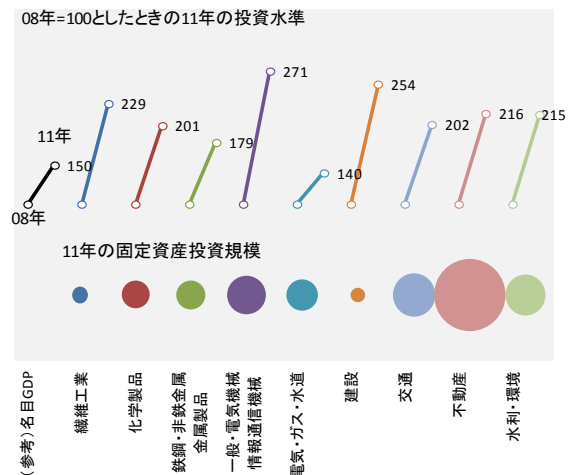
短期的には持ち直すが中期的には成長率鈍化へ

先行きは、年初来の金融・財政政策効果の発現を背景に10-12月期に底入れし、13年1-3月期以降、緩やかな回復フェーズに入るとみられる。既に、いくつかの指標では底入れのサインが表れつつあり、10月の製造業PMIが3ヶ月ぶりに50を超えたほか、鉱工業生産や小売売上高も伸び率が小幅上昇した。

実質GDP成長率は、12年は前年比+7.7%（前回+7.8%）、13年は同+8.1%（前回+8.4%）と下方修正を予測するが、13年にかけて緩やかな回復との見方に変更はない。

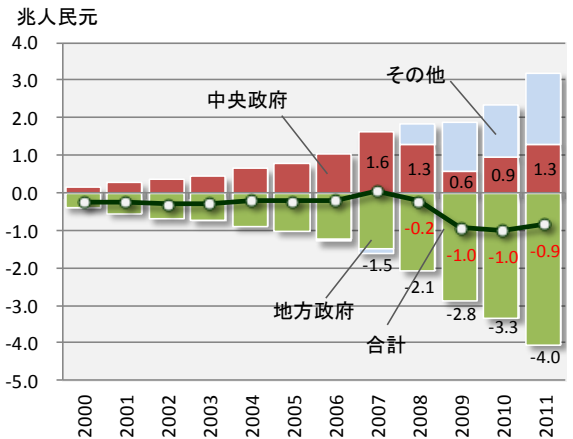
ただし、もはや安定的に8%を上回る高成長を維持することは難しいであろう。過剰投資問題は、今後も成長の重石となり続ける。また、中国は2010年代半ばには生産年齢人口が減少局面入りするとみられており、農村から都市への労働力の流入もペースが鈍化している。基調としての成長率は低下局面に入ったとみられる。11月15日には習近平氏が党総書記に就任し、来年3月の全国人民代表大会において国家主席となることが予定されている。新政権は、①過剰投資問題、②投資主導による馬力成長モデルから消費主導の質的成長モデルへの転換、③所得格差是正と社会の安定維持、④高齢化対応といった構造問題に取り組む必要がある。高度成長期から持続可能な安定成長期へと移行できるのか、中国経済は大きな試練を迎えている。

図表 業種別の固定資産投資



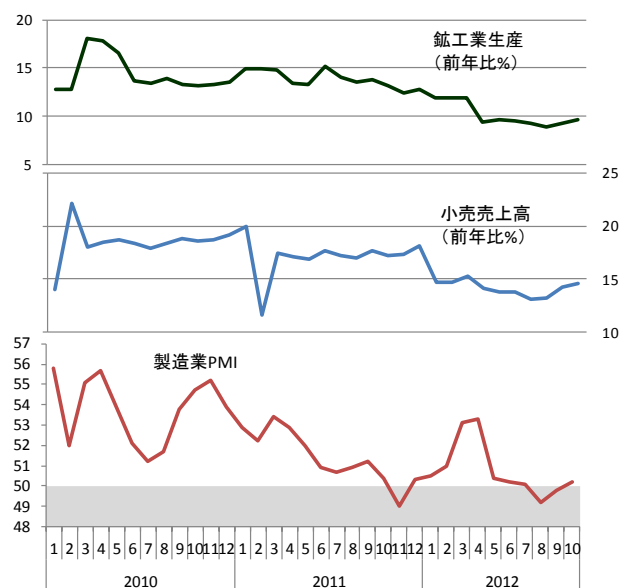
資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 中央と地方政府の財政赤字



資料：CEIC

図表 鉱工業生産、小売売上高、製造業PMI



資料：CEIC

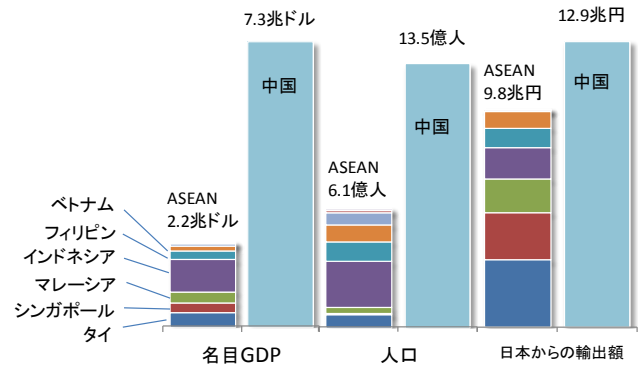
(3) ASEAN 経済

内需主導で相対的に堅調を維持

ASEAN 経済は、世界経済減速のなか相対的に堅調を維持している。ASEAN の総人口は 6 億人、GDP 規模では 2.2 兆ドルと、中国の半分の人口と 3 割の経済規模を有する。日本からの輸出では対中国比 3/4 の大きさとなる。

景気を支えているのは堅調な内需である。ASEAN 最大の経済規模を誇るインドネシアでは、一人あたり GDP が 3 千ドルを超え、家電など耐久消費財の本格的な普及期に入っており、若年層を中心に消費意欲が旺盛だ。また、資源価格や農産物価格の高止まりも ASEAN 経済の追い風となっている。

図表 ASEAN と中国の比較

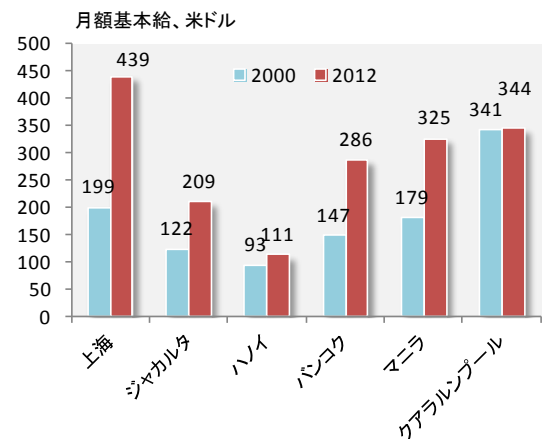


資料：IMF、財務省等から三菱総合研究所作成。

成長期待や豊富な労働力を背景に直接投資も増加

海外からの直接投資も増加傾向にある。ASEAN への直接投資額は、リーマン・ショック後にいったん落ち込んだが、比較的早くに回復し、11 年には 1,165 億ドル（前年比+26%）と過去最高を記録。成長期待の大きい内需を狙って小売等の進出が増加しているほか、安い豊富な労働力とアジア各国との FTA 締結による貿易上の優位性を活かし、輸出向けの生産拠点を整備する動きも加速している。中国と ASEAN の賃金を比較すると、中国の賃金大幅上昇により、ASEAN の相対的な賃金水準は 2000 年対比低下した。労働コスト上の競争力が増しており、アパレルなどを中心に、中国から ASEAN へ生産拠点を移転する動きもみられる。

図表 一般ワーカーの賃金比較



資料：JETRO 資料より三菱総合研究所作成

中国景気減速が下押し圧力に

もともと、ASEAN と中国との貿易上の結びつきは強く、中国景気減速の影響は免れない。ASEAN からみた輸出に占める中国の割合は、各国とも 10%強と同程度である。ただし、輸出品目の内訳が異なることから減少幅には差がある。中国向け輸出の減少幅が最も大きいのは、インドネシアである。同国は資源国であり、原油や天然ガスなどの鉱物性燃料の割合が 65%程度と高く、鉱物性燃料の中国向け輸出は、前年比▲30%程度と大幅に減少。マレーシア、タイは、主たる輸出品である電子部品や一般機械の輸出が大幅に落ち込んでいる。一方、フィリピンでは中国向け輸出がプラスの伸びを維持している。台湾系 EMS メーカーからのパソコンの輸出が伸びている影響とみられる。

インフレと景気減速の両方へ配慮し、内需主導の成長を持続

マレーシアを除く ASEAN 各国は、昨年末から今春にかけて金融緩和に転じたが、夏場以降、資源価格の高止まりや農産物価格の上昇などのインフレ懸念を背景に、政策金利を据え置いてきた。しかし、10月にタイ、フィリピンが中国経済の想定以上の減速が国内経済に与える影響への配慮などから利下げに踏み切っている。

ASEAN 経済は堅調な内需を中心に成長を続けるとみられる。ただし、中国経済減速による下押し圧力は強まっているため、ASEAN⁴の実質 GDP 成長率は、12 年は前年比+4.8%と前回（同+4.9%）から小幅下方修正を行った。13 年は同+5.5%で前回から変更なし。

⁴ ASEAN5：インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム

(4) インド経済

インドを取り巻く経済情勢は悪化

インド経済は、内外需ともに悪化し、かつ回復に向けた明るい兆しもみられていない。GDPの6割を占める消費は、高金利が重石となり、自動車や二輪車などの耐久消費財を中心に減速している。輸出も、世界経済減速を受け、主たる輸出品である貴金属類が減速しているほか、中東向けの機械類や自動車等も不振である。その結果、7-9月の輸出は前年比▲11.8%と大幅なマイナス、国内の生産も減速している。

高インフレから政策余地は限定的

同国にとって最大の課題はインフレ抑制である。12年7-9月の卸売物価は同+7.8%と、昨年の10%近傍からは鈍化したものの、依然高止まっている。こうした状況の下、インド中央銀行は、政策金利のレポレート率を4月に8.5%から8.0%に引き下げたものの、その後は据え置きを余儀なくされている。

インドは産業構造の高度化が進んでおらず、貿易構造をみても、素原材料や加工度の低い部品等を輸出し、完成品を輸入する途上国型である。高度な加工産業が育っていないことから慢性的な貿易赤字に陥りやすく、資金流出やルピー安を招きやすい状況にある。石油消費量の7割を輸入に依存する同国にとって、ルピー安と原油価格の高止まりは大きな物価上昇圧力となっており、金融政策運営を困難にしている。

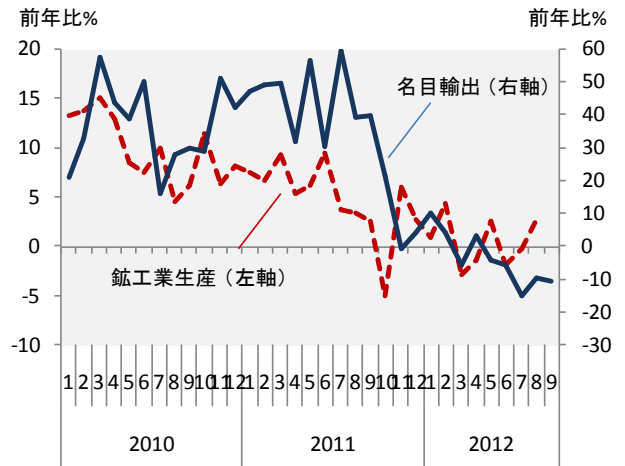
高インフレ体質の改善には、産業の高度化が必要となるが、インドは絶対的な投資不足が従来から指摘されている。エネルギー設備などを含め基本的なインフラが未整備であるほか、インフレに伴う賃金上昇等もネックとなり、中国やASEANなどに比べ海外からの投資が低調だ。インド政府は、外国投資を積極的に呼び込むため、12年9月以降、外資規制の緩和に着手した。軽油向け補助金削減による財政改革とあわせ、今後の効果発現が期待される。

12年は大幅な減速へ

インフレ懸念が根強いなか、大幅な財政赤字を抱えるインドは一段の公共投資拡大も見込めず、短期的には内生的な景気回復シナリオは期待薄である。海外情勢の回復次第というのが実状であろう。中国経済が底入れし世界経済も緩やかな回復軌道に戻れば、輸出主導で緩やかな回復パスを辿ることが予想される。ただし、上記の構造的課題が重石となるため、潜在成長率とされる7%台半ばを下回る成長率が続くであろう。

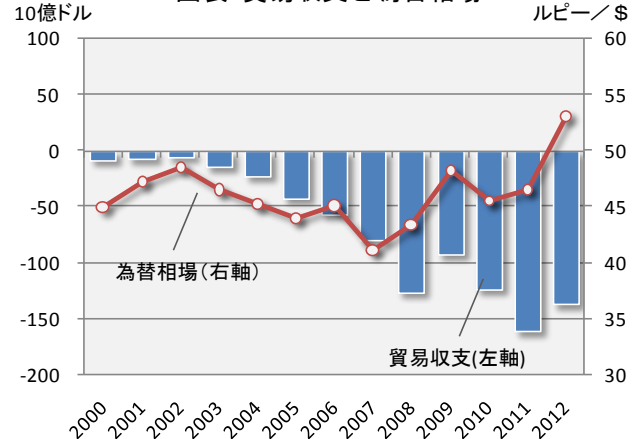
実質GDP成長率は、12年は前年比+5.0%（前回+5.8%）、13年は同+6.0%（前回+6.7%）とともに一段の下方修正を予測する。

図表 インド輸出と生産



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 貿易収支と為替相場



注：2012年は1-9月分。
資料：CEIC

(5) ブラジル経済

急減速後、政策効果から持ち直しの兆し

ブラジル経済は10年半ば以降、減速の度合いを強めてきた。金融引き締めに伴う高金利とレアル高を受けて、家計消費や設備投資が落ち込んだ。輸出も中国向け資源輸出の数量減と市況悪化から輸出採算が悪化した。

景気の減速を受け、11年半ば以降、マクロ経済政策を緩和方向へ修正した。金融政策面では、ブラジル中銀は、11年8月に金融緩和に転じて以降、12年10月までに計10回の利下げを実施。この結果、政策金利は、11年夏時点の12.5%をピークに10月末時点で7.25%へ低下した。財政政策面でも、家電や自動車を対象とする減税、自動車ローンをはじめとする貸出基準の緩和、社会保険料の負担軽減など、家計や企業の支出を後押しする政策を相次いで打ち出してきた。

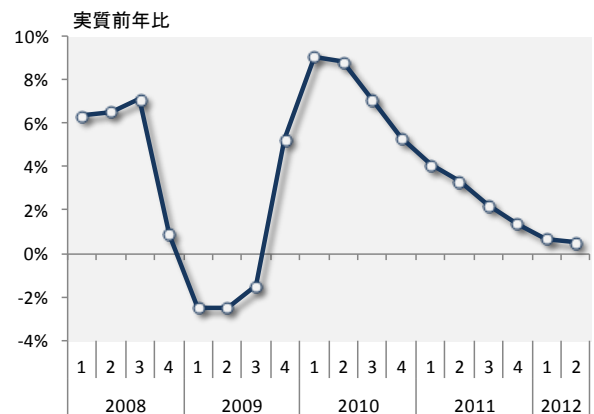
こうしたマクロ経済政策の効果もあり、足もとは、極めて緩やかながらも持ち直しの動きをみせている。持ち直しの主因は、GDPの6割強を占める消費である。各種刺激策の効果もあり、消費者マインドが好転している。また、利下げに伴い、通貨レアルも1.6（レアル/ドル）から2.0までレアル安が進んでおり、輸出には一定の支援材料となっている。

このように、財政・金融両面からの政策効果から、景気は極めて緩やかながらも持ち直しの動きをみせているが、懸念材料もある。足もとの消費好調は減税などによる耐久財需要の先食いの面は否めず、減税終了後の反動減が懸念される。また、個人向け貸出基準の緩和による消費者ローン残高拡大の副作用として、貸倒れ率が上昇していることも懸念される。

ブラジル経済の本格的な景気浮揚に向けては、最大の輸出先である中国経済の回復が待たれるほか、利下げ打ち止め観測の強まりによる通貨レアル高や、それに伴う対内投資鈍化への懸念も根強く、政府が13年の目標として掲げる+4.5%成長の達成は容易ではない。

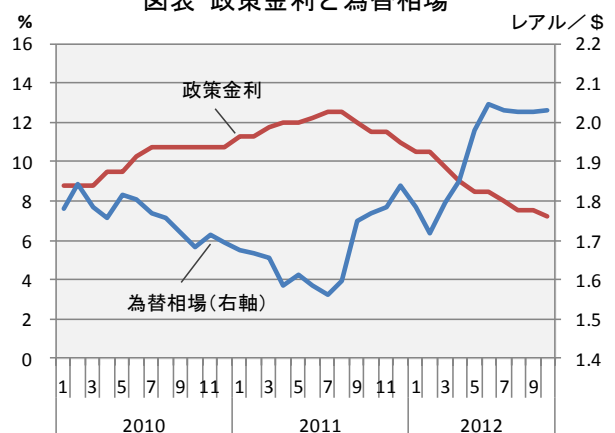
実質GDP成長率は、12年は前年比+1.4%と前回（同+2.6%）から下方修正、13年は同+4.0%と前回同+4.0%から変更なしと予測する。

図表 ブラジル実質GDPの推移



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 政策金利と為替相場



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

計数表

日本経済見通し総括表（年度ベース）

（単位：10億円、％）

		年度				対前年度比増減率			
		2010 実績	2011 実績	2012 予測	2013 予測	2010 実績	2011 実績	2012 予測	2013 予測
名目	国内総生産（＝GDP）	479,351	469,991	471,363	476,432	1.2%	▲2.0%	0.3%	1.1%
	民間最終消費支出	284,184	284,972	285,838	287,262	0.0%	0.3%	0.3%	0.5%
	民間住宅投資	12,997	13,560	13,817	14,517	2.8%	4.3%	1.9%	5.1%
	民間設備投資	62,033	62,138	61,955	62,748	2.1%	0.2%	▲0.3%	1.3%
	民間在庫品増加	▲1,313	▲3,764	▲3,074	▲2,117	***	***	***	***
	政府最終消費支出	95,784	97,178	98,316	99,472	1.6%	1.5%	1.2%	1.2%
	公的固定資本形成	21,443	22,242	24,379	24,754	▲6.1%	3.7%	9.6%	1.5%
	公的在庫品増加	▲76	47	34	35	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,300	▲6,380	▲9,901	▲10,240	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	73,803	70,913	69,519	72,302	14.4%	▲3.9%	▲2.0%	4.0%
	財貨・サービス輸入	69,503	77,293	79,420	82,542	15.5%	11.2%	2.8%	3.9%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	511,749	511,578	516,579	524,347	3.3%	0.0%	1.0%	1.5%
	民間最終消費支出	299,669	303,198	306,374	309,181	1.6%	1.2%	1.0%	0.9%
	民間住宅投資	12,587	13,068	13,405	13,967	2.6%	3.8%	2.6%	4.2%
	民間設備投資	65,028	65,751	65,857	67,017	3.9%	1.1%	0.2%	1.8%
	民間在庫品増加	▲1,167	▲3,492	▲3,112	▲2,299	***	***	***	***
	政府最終消費支出	98,302	100,127	102,293	103,837	2.5%	1.9%	2.2%	1.5%
	公的固定資本形成	20,799	21,402	23,543	23,768	▲6.0%	2.9%	10.0%	1.0%
	公的在庫品増加	▲96	21	45	44	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	16,764	11,854	8,492	9,197	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	83,679	82,508	82,656	85,661	17.4%	▲1.4%	0.2%	3.6%
	財貨・サービス輸入	66,915	70,655	74,164	76,465	12.3%	5.6%	5.0%	3.1%

		年度				対前年度比増減率			
		2010 実績	2011 実績	2012 予測	2013 予測	2010 実績	2011 実績	2012 予測	2013 予測
指数	鉱工業生産指数	94.1	93.2	89.9	93.1	9.3%	▲1.0%	▲3.5%	3.6%
	国内企業物価指数	100.2	101.6	100.4	100.7	0.4%	1.3%	▲1.2%	0.4%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.8	99.8	99.6	99.6	▲0.9%	▲0.0%	▲0.1%	▲0.0%
	GDPデフレーター	93.7	91.9	91.2	90.9	▲2.1%	▲1.9%	▲0.7%	▲0.4%
	完全失業率	5.0%	4.5%	4.3%	4.2%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	81.9	84.1	86.6	90.8	5.6%	2.7%	3.0%	4.9%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	16,660	7,618	4,166	4,721	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	5,223	▲5,297	▲9,652	▲9,798	***	***	***	***
	貿易収支	6,496	▲3,470	▲6,512	▲6,905	***	***	***	***
	輸出	64,451	62,628	60,822	62,887	16.0%	▲2.8%	▲2.9%	3.4%
	輸入	57,956	66,097	67,334	69,792	18.4%	14.0%	1.9%	3.7%
	通関収支戻（10億円）	5,332	▲4,419	▲7,338	▲7,573	***	***	***	***
等	通関輸出	67,789	65,281	63,781	66,342	14.9%	▲3.7%	▲2.3%	4.0%
	通関輸入	62,457	69,700	71,118	73,915	16.0%	11.6%	2.0%	3.9%

為替	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）	0.10%	0.09%	0.10%	0.10%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	1.16%	1.06%	0.80%	0.83%	***	***	***	***
	M2	780,129	802,553	821,851	836,897	2.7%	2.9%	2.4%	1.8%
	日経平均株価	9,961	9,181	8,913	9,221	▲0.1%	▲7.8%	▲2.9%	3.5%
	原油価格（WTI、ドル／バレル）	83.4	97.2	89.7	89.7	18.0%	16.6%	▲7.7%	▲0.0%
	円／ドル レート	85.7	79.0	79.7	82.4	***	***	***	***
	ドル／ユーロ レート	1.323	1.378	1.266	1.293	***	***	***	***
	円／ユーロ レート	113.2	108.9	101.0	106.5	***	***	***	***

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＞

株式会社 三菱総合研究所 〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目10番3号

政策・経済研究センター 武田洋子 森重彰浩 電話：03-6705-6087 FAX：03-5157-2161 E-mail：ytakeda@mri.co.jp

広報・IR部 笠田・武居 電話：03-6705-6000 FAX：03-5157-2169 E-mail：media@mri.co.jp

尚、本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブに配布しております。