

PRESS RELEASE

2012年8月14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4-6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。

復興を支えに回復経路を辿る日本経済、リスクと背中合わせが続く

日本の実質成長率予測値:2012年度+2.0%、2013年度+1.6%
(前回予測値(6月8日):2012年度+2.1%、2013年度+1.6%)

日本経済

- わが国経済は、海外経済減速の影響から輸出や生産に下押し圧力がかかりつつも、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いる。
- 先行きを展望すると、12年度は、復興需要を支えに、総じてみれば回復基調を維持するとみられるが、政策効果の剥落などを背景に、年度半ばにかけて回復ペースは一旦鈍化すると予想する。13年度は、復興需要の押し上げ効果は徐々に弱まるが、輸出の回復や復興需要の民間部門への波及などを背景に、回復基調を維持するとみられる。
- ただし、海外情勢を巡る不確実性は高く、こうした日本経済の見通しには下振れリスクがある。予測期間中の最大の下振れリスクは、欧州債務危機の深刻化である。また、欧州債務危機が世界的な金融危機へと発展しなくとも、米国や新興国経済の行方次第では海外経済が一段と減速するリスクもある。とくに中国経済の失速を招けば、新興国経済はもちろん、日本も含めた世界経済にとって大きな打撃となる。

海外経済

- 米国経済は、緩やかな回復基調を維持しているが、足元では、海外情勢の悪化を受けた企業の雇用・投資姿勢の慎重化などから、回復ペースがやや鈍化している。先行きは、金融緩和に支えられ回復傾向を続けるが、引き続きバランスシート調整が一定の重石となるため、力強さに欠ける展開を見込む。
- 欧州債務危機は、ギリシャ危機からスペイン銀行不安へと広がりを見せている。6月末には欧州連合(EU)首脳会議が銀行監督一元化と銀行への直接資本注入などで合意したものの、実現への不確実性などから市場の警戒感は続いている。欧州中央銀行(ECB)も国債購入準備を表明したが、厳しい前提条件も示しているため、実行には時間を要するとみられる。今後も不安定な市場環境が続くであろう。実体経済の停滞感も強まっている。南欧諸国の景気後退が続くなか、足元、ドイツ経済にも鈍化の兆しがみられる。欧州経済の低迷の長期化を見込む。
- 新興国経済は、総じて減速傾向にある。中国の12年4-6月期の実質GDPは約3年ぶりの低成長にとどまった。こうしたなか、中国は6月に3年半振りに利下げに踏み切ったほか、各種消費刺激策を打ち出している。また、他の新興国もマクロ経済政策を緩和方向へ転換している。先行きの新興国経済は、こうした金融・財政政策に支えられ、12年秋以降、緩やかに持ち直すと予想する。

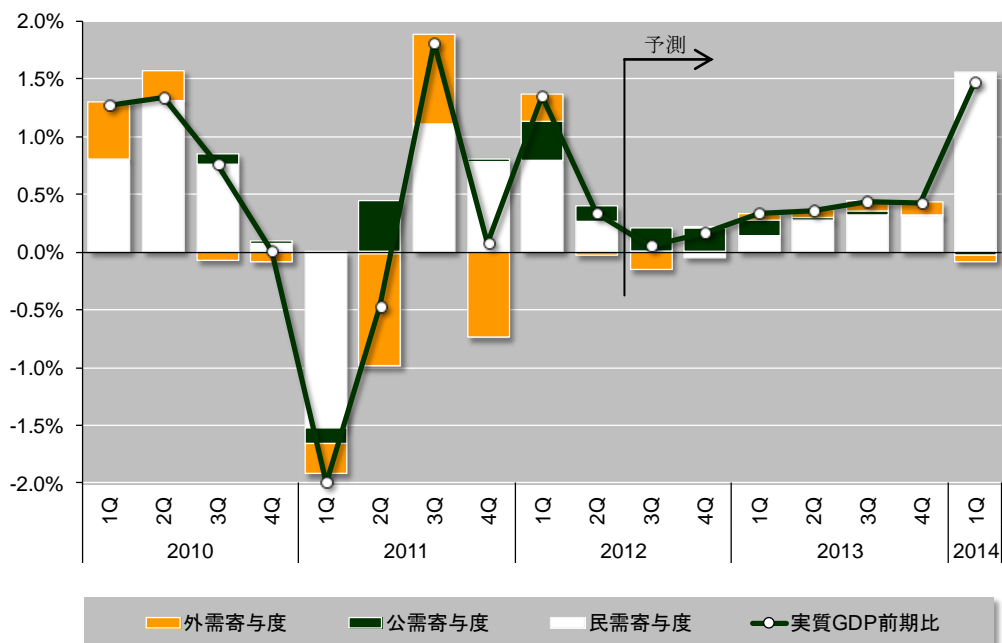
図表 2012-2013 年度の実質 GDP 成長率の展望 (単位:%)

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	***	2.0	***	1.6	***
内需	2.6	2.5	1.0	1.0	2.3	2.2	1.5	1.4
民需	3.2	2.3	0.6	0.5	2.1	1.5	1.5	1.1
民間最終消費支出	1.6	0.9	1.2	0.7	1.5	0.9	1.0	0.6
民間住宅投資	2.6	0.1	3.8	0.1	3.0	0.1	5.2	0.1
民間企業設備投資	3.9	0.5	1.1	0.1	3.9	0.5	2.5	0.3
民間在庫投資	***	0.9	***	▲ 0.5	***	0.0	***	0.1
公需	0.7	0.2	2.2	0.5	2.9	0.7	1.2	0.3
政府最終消費支出	2.5	0.5	1.9	0.4	2.0	0.4	1.4	0.3
公的固定資本形成	▲ 6.0	▲ 0.3	2.9	0.1	7.6	0.3	0.4	0.0
外需(純輸出)	***	0.8	***	▲ 1.0	***	▲ 0.1	***	0.2
輸出	17.4	2.3	▲ 1.4	▲ 0.2	3.6	0.6	3.9	0.6
輸入	12.2	▲ 1.5	5.6	▲ 0.8	5.2	0.7	3.2	0.5
名目GDP	1.2	***	▲ 2.0	***	1.7	***	1.4	***

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

項目	前期比	実績		予測							
		2012		2013		2014		2013		2014	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
実質国内総支出(=GDP)	前期比	1.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	1.5%
	前期比年率	5.5%	1.4%	0.2%	0.7%	1.3%	1.5%	1.8%	1.7%	6.0%	



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12年秋以降持ち直しへ

海外では、欧州経済の停滞や中国経済の減速が続くなか、米国経済も回復ペースが鈍化するなど、景気減速の動きが広がりを見せている。先行きを展望すると、標準シナリオでは、新興国における政策効果の発現などにより、12年秋以降、緩やかに持ち直す予想する。

米国経済は、緩やかな回復基調を維持しているが、足元では、海外情勢の悪化を受けた企業の雇用・投資姿勢の慎重化などから、回復ペースがやや鈍化している。先行きは金融緩和に支えられ回復傾向を続けるが、引き続きバランスシート調整が一定の重石となるため、力強さに欠ける展開を見込む。

欧州債務危機は、ギリシャ危機からスペイン銀行不安へと広がりをみせている。6月末には欧州連合（EU）首脳会議が銀行監督一元化と銀行への直接資本注入などで合意したものの、実現への不確実性などから市場の警戒感は続いている。欧州中央銀行（ECB）総裁も国債購入準備を表明したが、同時に厳しい前提条件も示している。実行には時間を要するとみられ、今後も不安定な市場環境が続くであろう。実体経済の停滞感も強まっている。南欧諸国の景気後退が続くなか、足元、ドイツ経済にも鈍化の兆しがみられる。欧州経済の低迷の長期化を見込む。

新興国経済は、総じて減速傾向にある。中国の12年4-6月期の実質GDPは約3年ぶりの低成長にとどまった。こうしたなか、中国は6月に3年半振りに利下げに踏み切ったほか、各種消費刺激策を打ち出している。また、他の新興国もマクロ経済政策を緩和方向へ転換している。先行きの新興国経済は、こうした金融・財政政策に支えられ、12年秋以降、緩やかに持ち直す予想する。

日本経済は復興需要に支えられ、緩やかな回復を維持

わが国経済は、海外経済減速の影響から輸出や生産に下押し圧力がかけつつも、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いる。

先行きを展望すると、12年度は、復興需要を下支えに、総じてみれば回復基調を維持するとみられるが、海外経済の減速や政策効果の剥落を背景に、年度半ばにかけて回復ペースは一旦鈍化すると予想する。13年度は、復興需要の押し上げ効果は徐々に弱まるが、輸出の回復や復興需要の民間部門への波及などを背景に、回復基調を維持するとみられる。

実質GDP成長率は、12年度+2.0%、13年度+1.6%と予測する（前回見通し<6月8日>：12年度+2.1%、13年度+1.6%）。海外経済見通しの下方修正を主因に、12年度の見通しを小幅下方修正した。13年度は前回見通しから変更はない。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。

最大のリスクは欧州債務危機だが、米国財政の崖や中国失速への懸念も

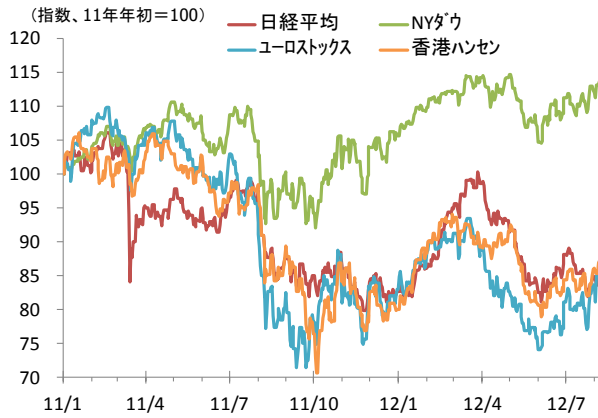
先行きの不確実性は海外情勢を中心に高く、上記の見通しには次の下振れリスクが存在する。

第一に、最大のリスク要因として、欧州債務危機の深刻化が挙げられる。ECBによる国債購入が実行されるとしても、時間を稼いだ間に安全網の拡充や統合深化について具体的な行動がとられなければ、市場は再び不安定化しよう。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、先進国の金融・財政政策の余地は限られ、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。

第二に、欧州債務危機が世界的金融危機へと発展しなくとも、海外経済が一段と減速するリスクがある。米国では、13年初に連邦政府の一律支出削減が予定されているほか、12年末には各種減税が失効を迎える（いわゆる「財政の崖」）。標準シナリオでは、「財政の崖」の回避を想定するが、大統領選などにより対応が遅れば、経済の急減速を招く可能性が高まる。

また、新興国経済にも懸念材料がある。まず、インフレ再燃リスクが挙げられる。中国の物価上昇率は鈍化しているが、米国などでの干ばつの影響から穀物価格が急騰、食品価格の上昇率が再び高まるリスクがある。資産インフレへの警戒も続く。インド、ベトナムなどではインフレ圧力が根強く、経済の軟着陸への不確実性が高い。また、欧州債務危機の展開次第では、欧州系銀行の資産圧縮の動きが強まるリスクがある。さらに、政権交代に伴う中国の政策運営に対する不透明感もある。中国経済の失速を招けば、新興国経済はもちろん、日本も含めた世界経済にとって大きな打撃となる。

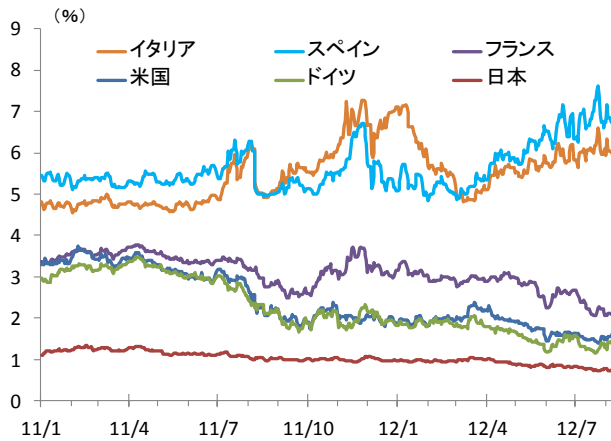
図表 世界の株価



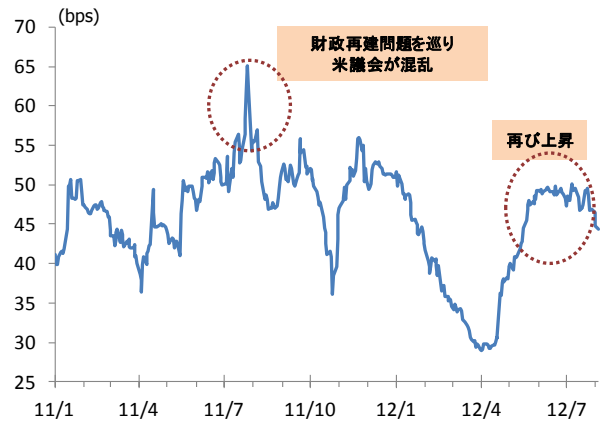
図表 為替



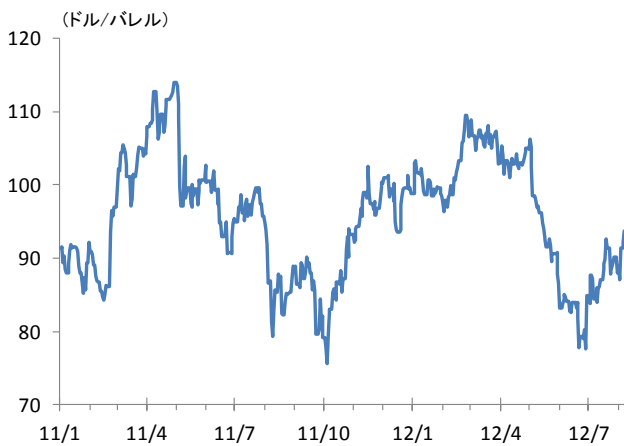
図表 長期金利 (10年物国債)



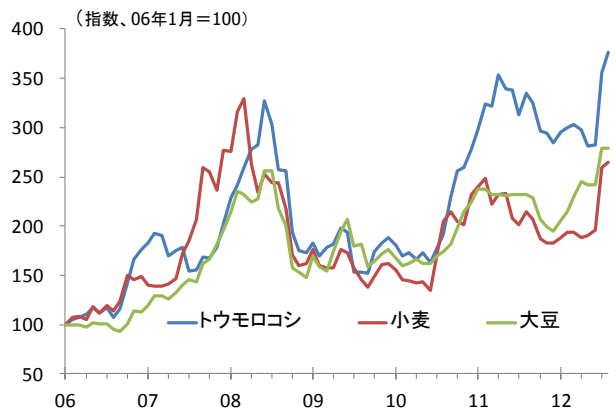
図表 米国ソブリンCDS



図表 原油価格 (WTI ベース)



図表 穀物価格 (月次)



注：直近は8月13日
資料：Bloomberg

(1) 概観

4 四半期連続でプラス成長

12年4-6月期の実質GDP成長率(1次速報)は、前期比+0.3%(年率+1.4%)と前期から減速したものの、4四半期連続のプラス成長を示した。

海外情勢の悪化による輸出の減速から外需は▲0.1%pのマイナス寄与となったものの、各種政策効果や復興需要の本格化により、内需を中心に底堅い成長をみせた。実質GDPの水準も、1-3月期に続き震災前を上回って推移している。

世界的に景気減速が広がるなか、底堅い成長を維持している日本経済であるが、今後の景気の流れを左右するのは、①消費回復の持続性、②復興需要の行方、③輸出回復のタイミング、の3つのポイントと考える。

(2) 消費回復の持続性

政策効果だけでない消費堅調の背景

12年4-6月期の民間消費支出は、実質前期比+0.1%となり5四半期連続で増加している。震災後の落ち込みからの反動もあるが、11年7-9月期に震災前の水準を回復してから堅調に推移してきた。

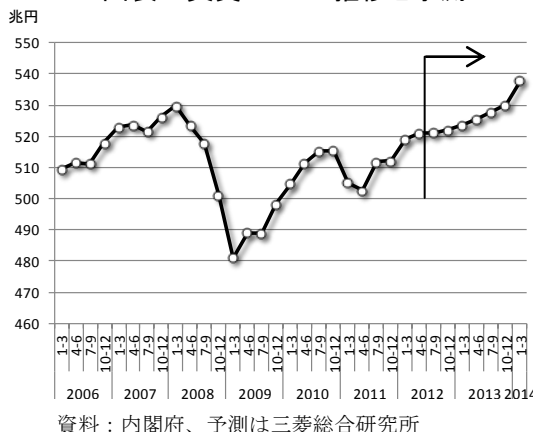
消費の第一のけん引役は自動車である。昨年末に復活したエコカー補助金により、自動車の販売は大幅に増加しているほか、東北地方での復興需要も一定の寄与があるとみられる。ただし、補助金残額は8月9日時点で401億円となっており、8月下旬から9月上旬には底をつくともみられる。補助金終了後は深刻な反動減が懸念される。前回の終了時(10年9月)には、前年比▲30%程度の減少が震災前まで続いており、秋以降、自動車の販売減は消費の下押し圧力になるとみられる。

しかし、消費の回復を支えてきたのは自動車だけではない。外食や旅行などの“外出関連”消費は、震災時に大きく落ち込んだが、東北の復旧や消費自粛ムードの緩和に伴い回復傾向を辿っており、震災前の水準に達しつつある。また、衣服・装飾品や教養娯楽品など“非必需”消費も、震災後の落ち込みから順調に回復している。このように、震災後の消費の堅調は、必ずしも“政策頼み”ではない。

電力料金値上げの影響

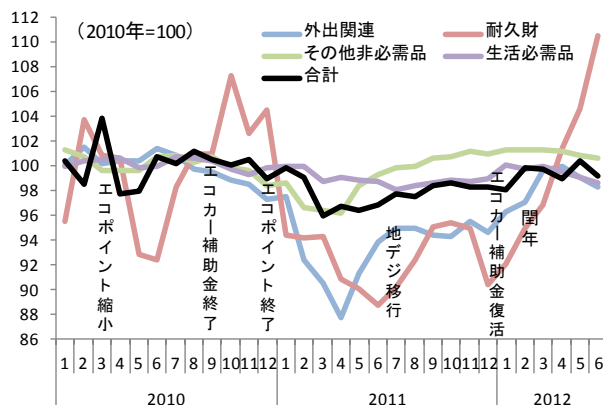
東電管内の電力料金は9月から家庭向けで8.47%値上げされることとなった。標準世帯(30A、290kWh)の値上げ幅は月あたり約360円(5.1%)とされている。物価への影響は東京都区部で+0.2%p程度の上昇寄与を見込む。ただし、原油や天然ガス価格動向を反映して毎月変更される燃料費調整単価は、4-6月の価格下落を受けて9月に大幅に下がる見込みであり、値上げの一部は燃料費調整単価の下落で相殺される。したがって、現時点では消費や物価への影響は軽微とみられるが、中東情勢の悪化などから再び原油価格が急上昇すれば、値上げに燃料費調整単価の上昇も加わるため、裁量的支出の抑制など消費の一定の下押し圧力となる点には注意が必要である。

図表 実質GDPの推移と予測



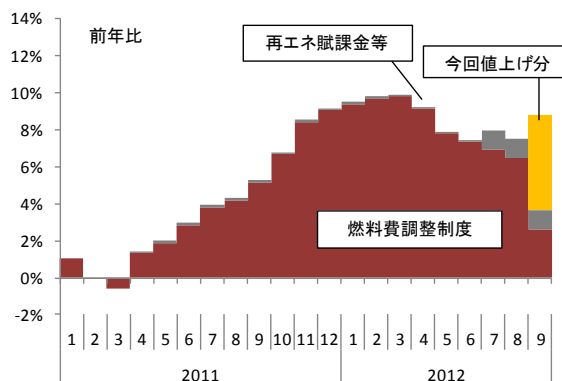
資料：内閣府、予測は三菱総合研究所

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 標準世帯の電気代上昇率



注：東京電力管内の標準世帯(30A、290kWh)
資料：東京電力公表資料より三菱総合研究所作成

消費の増勢は鈍化するものの、緩やかな回復が続く

先行きの消費は、12年9月以降、エコカー補助金終了後の反動減が予想されるほか、回復傾向を辿ってきた外出関連消費や非必需消費についても、ほぼ震災前の水準に到達しており、今後は増勢ペースが鈍化すると予想される。ただし、東北地方の復興消費は、住宅の再建等に伴って息長く発現してくるとみられるほか、団塊世代をはじめとするシニア層の消費意欲も高い。こうしたことから、消費は、12年度後半に一旦伸びが鈍化するものの、雇用・所得環境の緩やかな回復もあり、13年度以降、再び回復基調に復すると予想する。13年度後半は14年4月の消費税増税を控え、駆け込み需要を見込む（13年度の消費押し上げは+0.6%程度と予想）。

（3）復興需要の行方

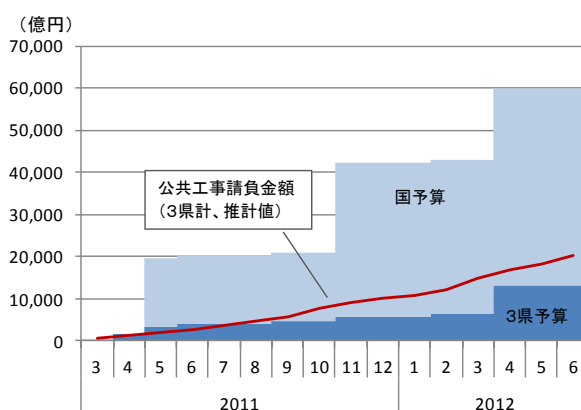
進捗が遅れる復旧工事

12年4-6月期の公的固定資本形成は、実質前期比+1.7%と、1-3月期の同+3.6%に続き、2四半期連続の増加となったが、予算規模と比較するとその増加テンポはやや鈍い。

震災後に組まれた国と被災3県の本予算および補正予算について、復旧関連の公共工事費を累計すると、12年6月時点で約6兆円となり、震災による公的インフラの推計毀損額にほぼ達している。これに対し、同月までの3県の公共工事請負金額の累計は1.4兆円であり、同統計の補足率7割を考慮しても約2兆円にとどまる。この背景には、住民の高台移転など合意形成が必要なものについての復興計画の策定や予算執行の遅れ¹、労務費・資材費の高騰や建設労働者の不足による入札不調²などが背景にあるとみられる。

今後、住民の合意や長期の復興計画を踏まえた本格的な復旧工事が進むと予想されるが、既述の要因から予算の執行や着工が遅れている。復興需要は、12年度半ばとみられていたピークが12年度後半～13年度前半に後ずれするとともに、より息の長いものになる可能性が高い。

図表 公共工事関連予算と進捗



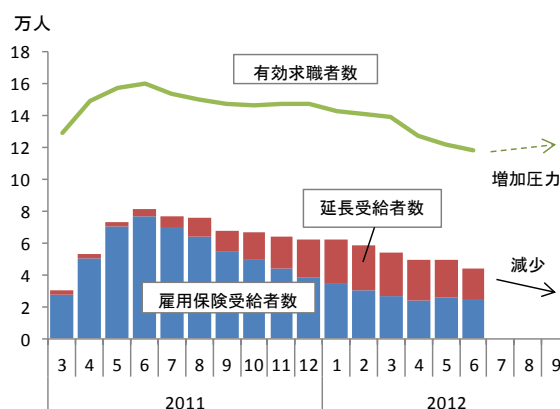
資料：「公共工事前払金保証統計」、財務省、岩手県、宮城県、福島県 HP より三菱総合研究所作成。

被災地の雇用・消費

被災地では、内陸部を中心に有効求人倍率が1.0倍を超え、雇用情勢が改善しているかに見えるが、労働需給のミスマッチなどから、求人の増加が就職増に結びついていないことも同倍率の上昇の背景にある。

被災3県の雇用保険受給者数は、昨年末時点の6.2万人から6月時点では4.4万人にまで減少した。被災地で復興がすすみ、建設業や小売業を中心に就職に結びついていることもあるが、一方で、雇用保険の受給期間切れ³が12年1月以降増加していることも背景にある。今後、雇用保険の受給期間切れにより、2-3万人単位で増加するとみられる求職者が、未充足求人との解消につながることで期待されるが、労働需給のミスマッチにより失業者が増加する可能性もある。

図表 被災3県の雇用情勢



資料：厚生労働省

一方、被災地の消費は堅調だ。被災3県の百貨店・スーパーの売上高は前年比+3.9%となっており、震災前の10年と比べても+7.9%と増加している。雇用保険受給者の増加が示すように、就業者数は全体

¹ 復興庁「平成23年度東日本大震災復旧・復興関係経費の執行状況（予備費・1-3次補正）」（6/29）によると、公共工事関連の予算の翌年度繰延（復興基金交付金除く）は約1兆円になる。

² 小規模工事を中心に入札不調率が高止まっている。

³ 失業保険の受給期間は30-330日であるが、被災者特例として120日の延長給付が認められており、特に被害の大きい45市町村では更に90日の延長が認められている。

としては震災前比で減少しているとみられるが、義援金や各種保険金の給付が進んでおり、勤労等による所得の減少を補っている模様である。ただし、東北の自律的回復という意味では、復興に絡み雇用・所得・消費の好循環が生まれることが望まれ、保険金等の臨時所得で消費を下支えしている間に、雇用が本格的に回復し、持続的な消費の伸びにつながることを期待される。

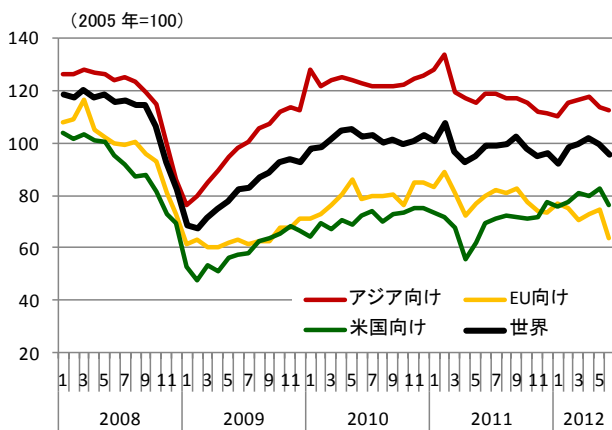
(4) 輸出回復のタイミング

海外経済の減速が輸出の下押し圧力に

海外経済が減速するなか、足元では輸出が停滞している。欧州向けは昨年来低迷が続いてきたが、これまで自動車を中心に好調な伸びをみせてきた米国向けも、足元では減速の兆候がみられる。

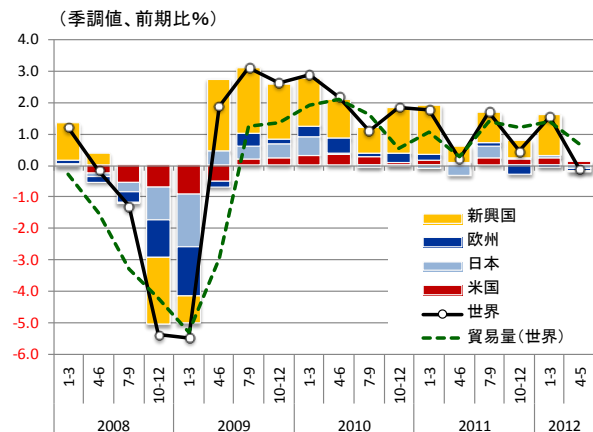
アジア向けは、タイ洪水後の挽回生産の動きから年初に回復したものの、足元は再び減少しており、均せば横ばい圏内での推移となっている。特に、中国向け輸出の4分の1を占める一般機械は前年比▲20%程度の減少が続いており、中国での生産・投資活動の減速を色濃く反映した動きとなっている。生産の減速は中国のみならず新興国全体に広がっており、12年4-5月平均の世界全体の生産は前年比▲0.1%と、09年1-3月以来のマイナスとなった。欧州債務危機の再燃や中国経済の成長鈍化から、世界経済の先行きに対する警戒感が強まっていることが背景にある。

図表 地域別輸出の推移



資料：内閣府

図表 世界の鉱工業生産の推移



資料：オランダ経済政策分析局、World Trade Monitor

12年秋以降、輸出は新興国向けを中心に回復へ

先行きの輸出は、新興国経済持ち直しのタイミングと欧州債務問題の帰趨が鍵となる。新興国は総じて金融緩和姿勢を強めており、12年秋以降、持ち直しに転じるとみられる。米国もいわゆる「財政の崖」がリスク要因ではあるが、標準シナリオでは緩やかな回復基調を維持すると予想する。これらを踏まえ、輸出は12年夏頃までは低調な推移が予想されるが、その後、新興国向けを中心に回復傾向を辿るであろう。ただし、こうした標準シナリオも、欧州債務危機の帰趨次第では大きく崩れるリスクがある。

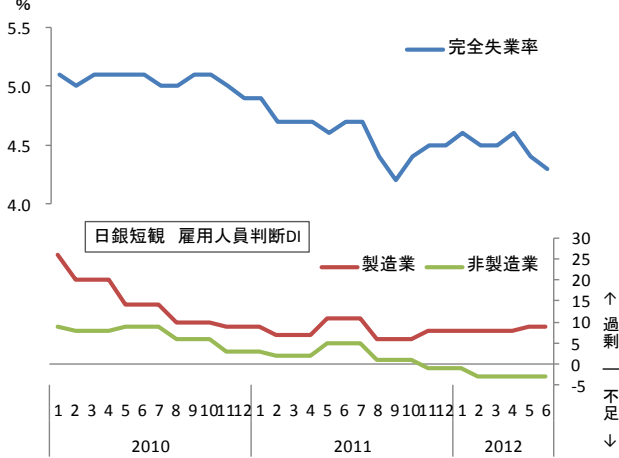
(5) 日本経済の見通し総括

13年度にかけて回復基調を維持

以上の3つのポイントを踏まえ、日本経済は来年度にかけて回復基調を維持すると予想する。12年10-12月期にかけては、政策効果の剥落などから、低めの成長が予想される。13年1-3月期以降は、輸出の回復や国内復興需要の民間部門への波及効果などを背景に、回復基調は維持すると予想する。また、13年度後半には、消費税引き上げを控えた駆け込み需要が予想され、住宅投資や個人消費を中心に再び伸びを高めるであろう（駆け込み需要による13年度のGDP押し上げは+0.4%程度と予想）。

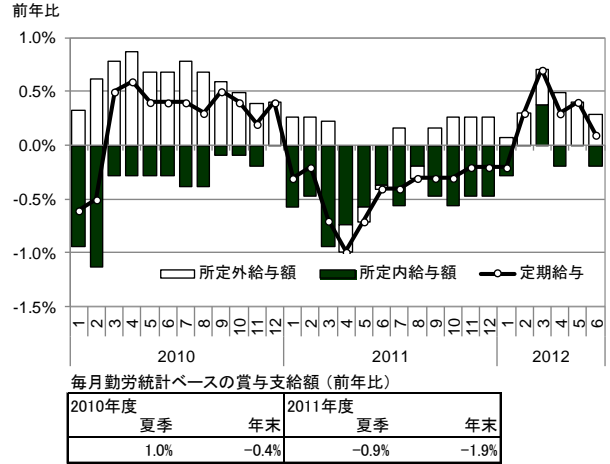
(参考) その他主要経済指標の推移

図表 完全失業率と雇用人員判断DI



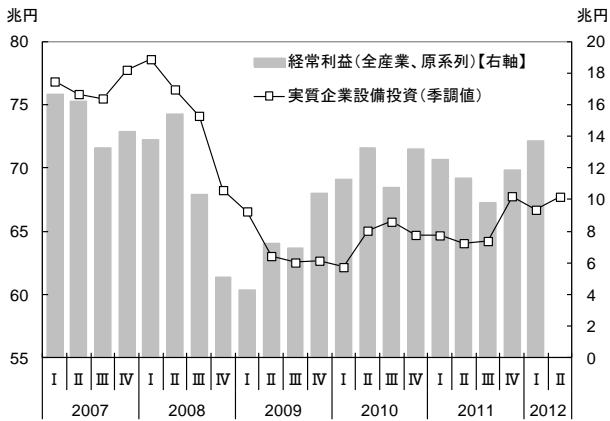
資料：総務省「労働力調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

図表 定期給与と賞与支給額



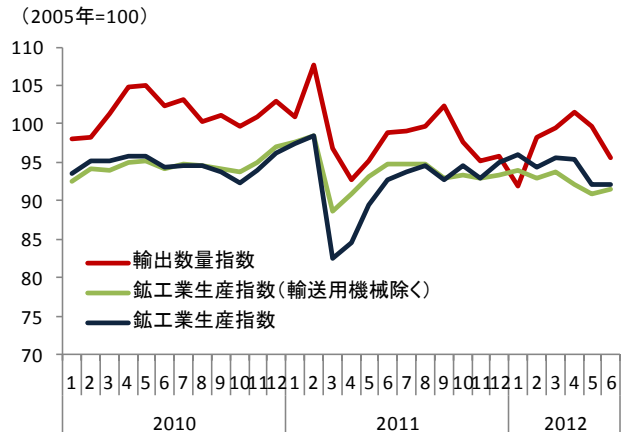
注：5人以上（一般、パート）、産業計
資料：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

図表 設備投資と経常利益



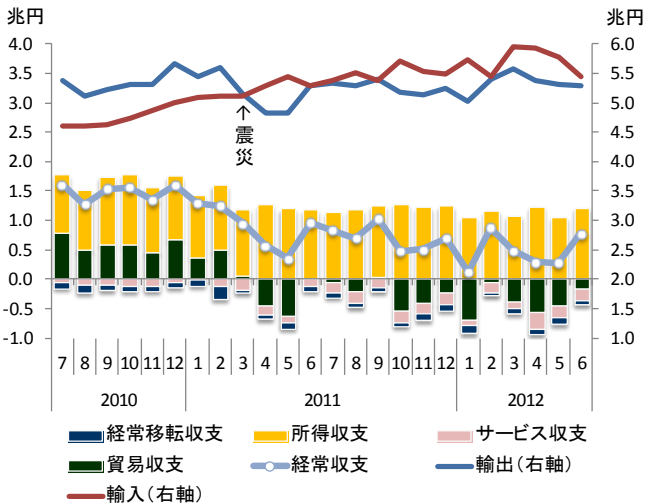
資料：財務省「法人企業統計」内閣府「国民経済計算」

図表 鉱工業生産と輸出



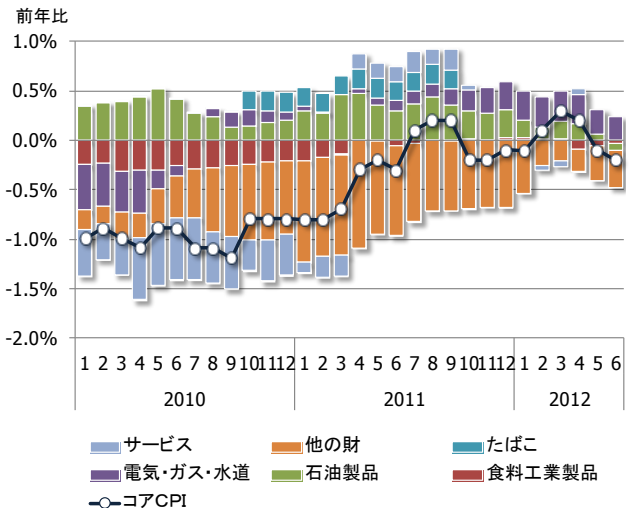
資料：経済産業省「鉱工業生産指数」

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

米国経済の回復ペースは鈍化

米国経済は、デレバレッジ(負債圧縮)が続くなか、緩やかな回復基調を維持している。しかし、12年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+1.5%と前期(+2.0%)から伸びが鈍化し、回復のモメンタムは弱まっている。

その背景には、海外情勢の悪化を受け、企業の投資・雇用姿勢が慎重化、その結果、雇用・所得の回復ペースは鈍化し、消費の増勢も幾分弱まったことがある。

海外情勢の悪化を受け、投資・消費が鈍化の兆候

米企業の景況感、欧州債務危機の広がりや中国経済の先行きに対する不透明感の高まりから、製造業部門を中心に大きく後退しており、生産・投資活動にも鈍化の兆候がみられる。

雇用市場をみても、非農業部門雇用者数は4月以降、均してみれば10万人を下回る増加にとどまっており、回復ペースが鈍化している。これは記録的な暖冬で今冬の雇用が押し上げられた反動もあるが、海外情勢の悪化を受けた企業の雇用スタンスの慎重化を映しているとみられる。また、構造的失業の存在もあって失業率は8%台と高水準であり、賃金・所得の伸びも緩やかにとどまっている。

こうしたなか、消費者マインドも雇用や所得の先行きに対する懸念からやや悪化し、小売売上高は3ヶ月連続で縮小するなど、消費拡大ペースは減速している。

バランスシート調整は進捗しつつも引き続き重石に

一方、金融危機後の構造調整には一定の進捗がみられる。家計の債務返済比率(可処分所得に対する債務返済額)をみると、90年代半ばの水準へ低下しており、フロー面での負担は相当軽減している。この背景には、デレバレッジ(負債圧縮)の進展に加え、歴史的に低金利による利払いコストの低下がある。一方、資産は、株式資産価値は回復傾向にあるものの、住宅資産価値の目減りが続いており、なお低水準にとどまっている。このように、家計のバランスシート調整圧力は着実に和らいでいるものの、引き続き一定の重石となり、先行きの消費拡大ペースを緩やかにとどめよう。

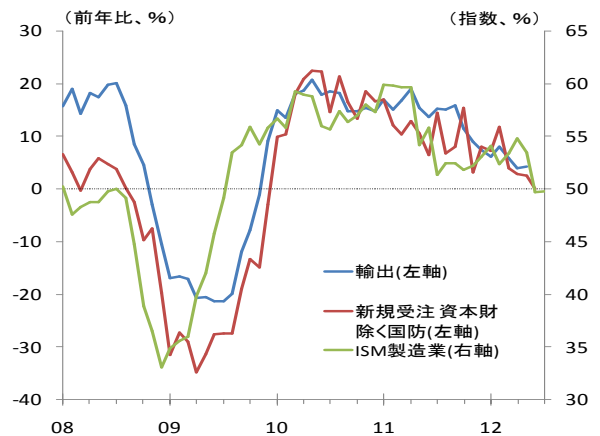
住宅市場では、政府の支援強化や歴史的に低水準のローン金利を下支えに、低水準ながら着工、販売、一部地区の住宅価格が持ち直すなど、明るい兆しがみられる。しかし、差し押さえ物件流入から供給過剰感根強く、今後も回復テンポは緩慢なものに抑制されるだろう。

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	2.0	2.0
個人消費	1.8	2.5	1.9	2.1
設備投資	0.7	8.6	7.8	4.0
住宅投資	▲3.7	▲1.4	8.0	3.2
在庫投資寄与度	1.5	▲0.1	0.1	▲0.0
政府支出	0.6	▲3.1	▲1.9	▲1.0
純輸出寄与度	▲0.5	0.1	▲0.1	0.1
輸出等	11.1	6.7	4.2	5.9
輸入等<控除>	12.5	4.8	3.8	3.9
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	8.0	7.6

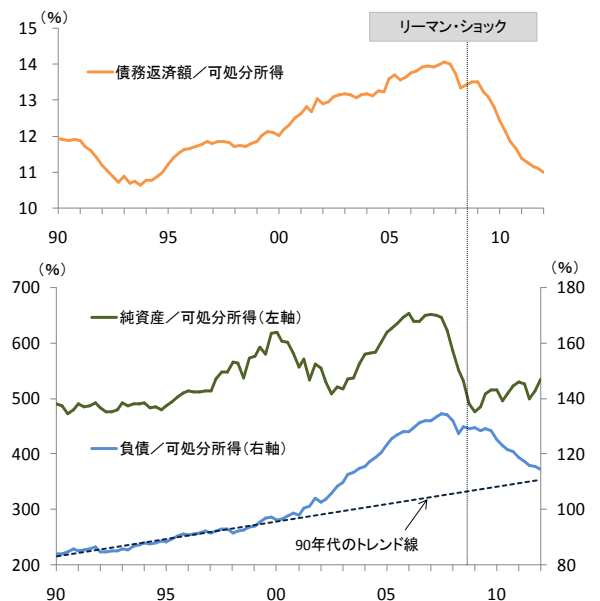
資料：米国商務省、米国労働省、FRB、
予測は三菱総合研究所

図表 企業の景況感と輸出・受注



資料：米国商務省、米供給管理協会

図表 家計のバランスシート調整



資料：FRB

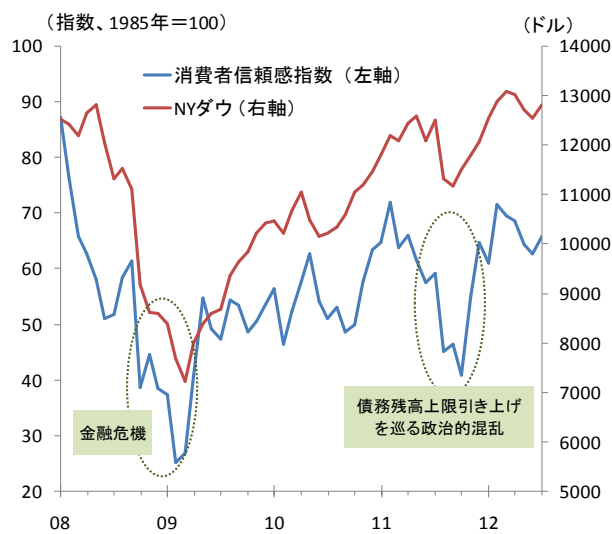
先行きのリスクは、海外情勢と財政の崖

米国経済は、金融緩和に支えられ回復傾向を辿るが、引き続きバランスシート調整が一定の重石となるため、そのペースは緩やかにとどまると見込む。実質 GDP 成長率見通しは、12 年は前年比+2.0%（前回から変更なし）、13 年は海外経済の持ち直しや国内民間需要の回復を見込むが、政府支出削減が足枷となり、同+2.0%（前回：同+1.9%）と 12 年と同じ伸びを予想する。

先行きの下振れリスクとしては、海外情勢と「財政の崖」が挙げられる。世界経済減速による米企業の業績不振や投資家のリスク回避姿勢による株価軟調が続けば、企業や家計のマインドの低迷を招き、回復ペースが一段と緩慢になる可能性がある。

財政に関しては、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であり、これら財政政策の行方（いわゆる「財政の崖」）が警戒されている。また、12 年末頃には米連邦政府債務残高が再び法廷債務上限に達する見込みである。議会がねじれ状態にあることや、11 月の大統領選を控え、民主・共和両党の対立が高まっていることから、円滑な進展は期待しがたい。標準シナリオでは、一定の減税延長と政府支出一律削減の回避を想定するが、財政を巡る政治的混乱を背景に、金融市場の不安定化や企業や家計のマインドの大幅な悪化を招けば、回復ペースが急減速するリスクがある。

図表 株価と消費者マインド



資料：米コンファレンス・ボード、Bloomberg

(2) 欧州経済

統合深化の実現や危機対応の遅れを不安視する市場

欧州債務危機は依然予断を許さぬ状況にある。

6 月末のユーロ圏・EU 首脳会議では、①総額 1,200 億ユーロの「成長・雇用協定」、②銀行監督制度の一元化と銀行への直接資本注入、③スペインの銀行向け支援、④市場安定化のための欧州金融安定基金 (EFSF)・欧州安定メカニズム (ESM) の柔軟活用、などで合意し、金融・財政統合に向けた一歩を踏み出した。しかし、監督権限移譲をめぐる各国の主張の違いなどから実行には時間がかかるとみられ、13 年初とされる銀行への直接資本注入は遅れるとの観測もくすぶっている。

また、欧州中央銀行 (ECB) 総裁は、8 月 2 日、短期債を中心とする国債購入の準備を表明した。しかし、前提として、発行国の要請による EFSF/ESM の国債購入実施という条件を付けており、実行には時間を要するとみられる。現時点の安全網 (新規融資能力⁴) では、スペインやイタリアの 12、13 年分の国債償還額 (スペイン 1,600 億ユーロ、イタリア 3,500 億ユーロ) を満たすことはできない。ユーロ圏が安全網を拡充する前に IMF が融資枠を使用することは考えにくく、まずは EFSF/ESM が国債購入により、支援要請国の短期的な財政資金繰りを支え、その後 ECB による流通市場での短期債購入で利回りを低下させて危機収拾を図るものとみられるが、具体的な見通しは立っていない。市場では、こうした統合深化に向けた取り組みや危機対応の遅れが引き続き不安視されている。

図表 欧州経済見通し

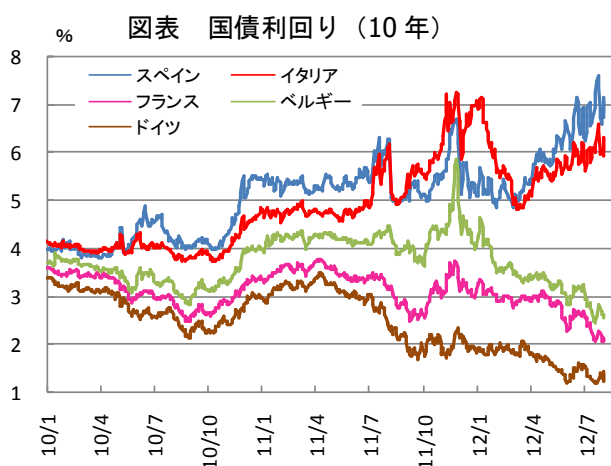
単位: 前年比%	実績		予測	
	2010 暦年	2011 暦年	2012 暦年	2013 暦年
EU27	2.0	1.6	▲ 0.2	0.8
ドイツ	3.6	3.1	0.8	1.3
フランス	1.6	1.7	0.2	0.7
英国	1.8	0.8	▲ 0.2	1.1

資料：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

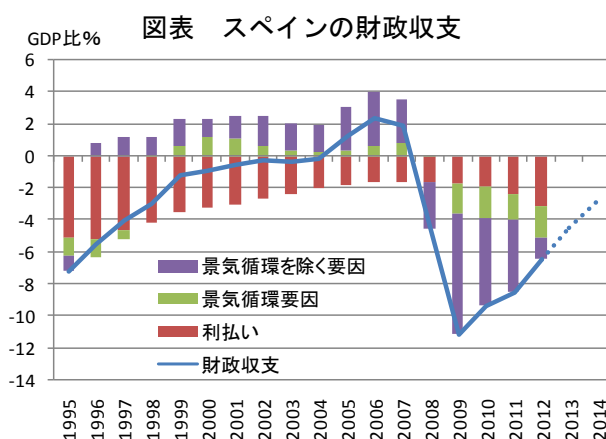
⁴ 9 月の ESM 発足 (予定) までは EFSF の未使用枠約 1,500 億ユーロにとどまる。ESM 発足後も、10 月中の各国の資本払い込み前までは 2,600 億ユーロ、その後 3,600 億ユーロとなる。

銀行不安が広がったスペイン、財政支援を余儀なくされる可能性も

スペインでは、07年の住宅バブル崩壊を契機に景気が悪化し、銀行の不良債権が急増、黒字だった財政収支も赤字に転落した。本年5月以降の銀行不安の高まりを受け、EUはスペインの銀行支援で合意⁵したが、これらの支援が将来の政府債務となる可能性が不安視され、支援決定後も、スペイン国債利回り（10年）は警戒水準といわれる7%近傍で推移している。ラホイ政権は、財政赤字削減目標の達成⁶に向け、付加価値税引き上げ（18→21%）などGDP比約6%に相当する追加緊縮策を閣議決定したが、景気低迷が長期化すれば銀行経営や財政状況を一層悪化させるとの見方から、必ずしも市場の信任は得られていない。さらに、州政府の資金難も深刻化している。既にバレンシア州などが政府に支援を要請、今後も州政府からの支援要請額は膨らむと予想される。スペイン政府自体が本格的な支援要請に追い込まれる可能性は高まっており、対応が急がれる。



資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所



注：12年は欧州委員会見通し 13年以降点線は目標値

景気循環要因とは失業給付、税金など景気により受動的に変動する要因

資料：欧州委員会

債務の持続性が懸念されるイタリア

イタリアは足元の財政収支改善にもかかわらず、過去の負の遺産である政府債務（対GDP比120%）が意識され、市場の圧力に晒されている。11年末に発足したモンティ政権（テクノクラート政権）による財政・年金改革により、12年はプライマリー・バランス（基礎収支）の黒字幅拡大が見込まれている。今後も政府の計画どおりにプライマリー・バランスの改善が続けば、13年～14年をピークに債務残高は減少に転じるとみられるが、金利の高止まりと景気の長期低迷により債務拡大が続く恐れもある。また、モンティ政権の任期終了（13年4月）以降、財政・構造改革への取り組みが後退するリスクもある。

こうした状況下、格付け会社ムーディーズは7月、イタリアの格付けを2段階引き下げ、Baa2とした。イタリアは、今後、多額の国債償還（年内1,400億ユーロ、13年2,100億ユーロ）を迎えるが、仮にイタリアが国債償還資金を市場で調達できなくなれば、世界経済へのインパクトは計り知れない。BIS統計によると、世界の主要24カ国の銀行が保有するイタリア向け公的債権（12年3月末現在）は、すでに支援を受ける3カ国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル）向け公的債権の約4倍の規模である。欧州系銀行が同債権の約80%（フランス約35%、ドイツ約23%）を保有するが、邦銀と米銀もそれぞれ約10%、約8%保有しており、金融システムを通じた世界的な混乱は不可避となろう。

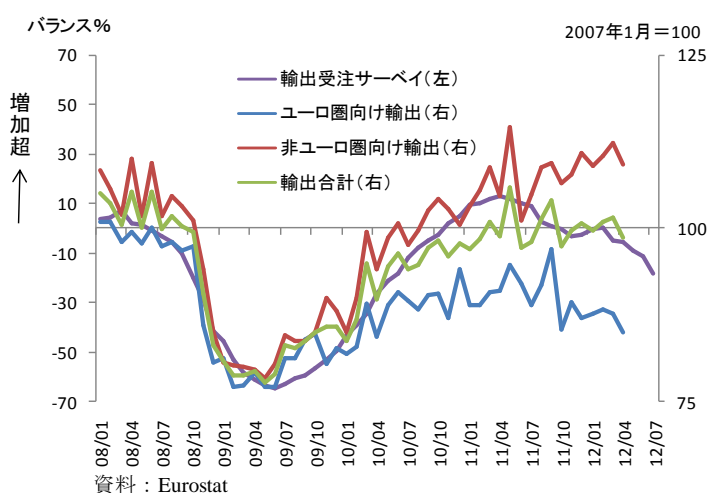
⁵ 最大1,000億ユーロ、うち300億ユーロを8月中に実施予定。

⁶ EUは、同国の財政赤字削減期限を2013年から14年に延長することを承認。12年の財政赤字目標（対GDP比）を5.3%から6.3%に、13年は3%から4.5%に修正した。

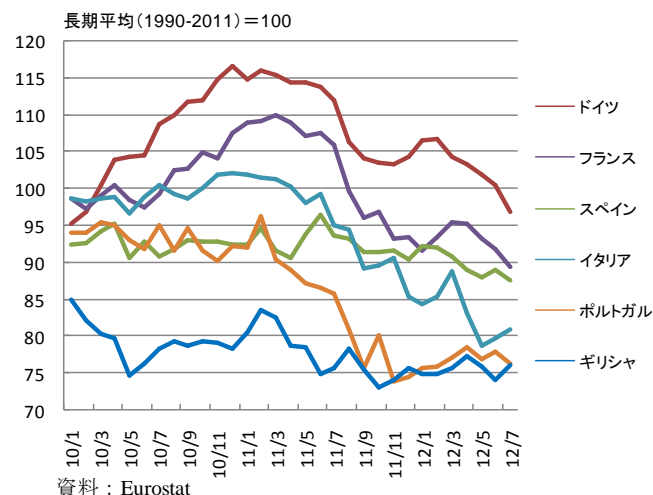
減速が予想されるドイツ経済

好調なドイツ経済にも減速の兆しがみえる。ドイツの輸出は、ユーロ圏向けの減少を非ユーロ圏向けの増加が補う格好で堅調に推移してきたが、足元では、輸出受注サーベイが5カ月連続で低下するなど陰りがみられる。また、3カ月連続で失業者数が増加するなか、小売売上高は前月比減少が続くなど内需も鈍化しており、7月の景況感指数（ESI）は長期平均の100を2年5カ月ぶりに下回った。12年中はドイツ経済も減速傾向を辿るであろう。ただし、ECBの金融緩和（政策金利1.0%→0.75%、中銀預金金利0.25%→0.0%）やユーロ安を下支えに景気後退には陥らず、13年には緩慢ながらも回復軌道に復すると予想する。

図表 ドイツの輸出量と輸出受注サーベイ



図表 主要国の景況感指数（ESI）



欧州経済の低迷は長期化

標準シナリオでは、「統合深化に向けた取り組みの遅れから、市場の不透明感はくすぶり続けるが、EFSF/ESM や ECB の国債購入は実施され、世界的な金融危機発生は回避される」と予想する。しかし、①南欧諸国の景気後退の長期化、②好調だったドイツ経済の減速、③ユーロ圏向け輸出減少による英国の景気悪化などを踏まえ、EU27 カ国の実質 GDP 成長率は、前回見通しから12年、13年ともに小幅下方修正し、12年は▲0.2%、13年は+0.8%（前回見通しは各0.0%、+0.9%）と予想する。標準シナリオでも、欧州経済の低迷は長期化するであろう。

リスクシナリオとしては、統合深化に向けた取り組みが遅れるなか、国債購入実施にも時間がかかり、結果的に市場の混乱が抑えきれずに世界的な金融危機に発展するケースが考えられる。その場合には、EU 経済の深いリセッション入りは避けられず、世界経済も景気後退に陥るであろう。

(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。欧州経済の停滞感が強まっているほか、NIEs、ASEAN 各国の輸出先として存在感を増す中国経済の減速もあり、設備投資や外需を中心に、各国の成長は鈍化している。

景気減速と輸入インフレ圧力後退から金融緩和に舵

景気減速を受け、各国の金融政策は緩和姿勢を強めている。ブラジル、インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナムが既に利下げ局面にあるほか、4 月にはインドが、欧州債務危機が再燃した 6 月以降は中国、韓国も利下げに踏み切った。

輸入インフレ圧力の低下による金融緩和余地の拡大も、各国の金融緩和を後押しした。11 年半ば以降、欧州債務危機が広がるなか、原油、金属などの国際商品価格が下落し、輸入インフレ圧力は後退しており、一部の国を除けば、各国の物価上昇率は概ね中央銀行が適切と判断するレンジに収まりつつある。

しかし、インフレ再燃へのリスクは残る。足元、1956 年以来最悪といわれる米国などでの干ばつの影響から穀物価格が急騰しており、先行き食品価格が再上昇するリスクがある。中国では、不動産など資産インフレへの警戒も続く。インドでは、物価上昇率が中銀の許容水準を超え、4 月以降は政策金利を据え置いている。インフレ抑制と成長持続の両立に向け、難しい舵取りが今後も続こう。

12 年秋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。中国（詳細は後述）のほか、外需や設備投資の不振から NIEs は+2.4%（前回+3.3%）、インドは+5.8%（前回+6.9%）と大幅に下方修正した。一方、ASEAN5 はインドネシアの内需堅調やタイの復興などを背景に+4.9%（前回+5.1%）と修正は小幅にとどめた。

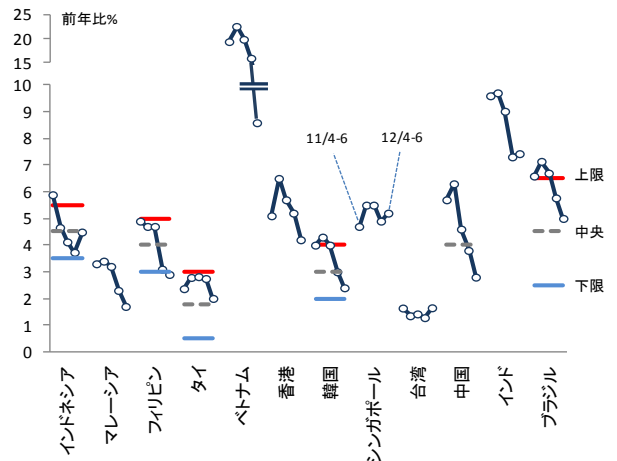
景気回復のタイミングは、各国の状況にばらつきはあるものの、金融緩和の効果発現に伴い、12 年秋から 13 年にかけて緩やかに成長率を高めると予想する。ただし、インフレ再燃のリスクもくすぶり、各国とも大幅な金融緩和には動きにくいほか、財政面でも各国とも大規模な対策は打ちづらい状況にある。リーマン・ショック時に比べると政策による景気押し上げ余地は小さいとみられ、回復テンポは緩やかにとどまるであろう。

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	9.2	7.8	8.4
NIEs	8.5	4.0	2.4	3.8
香港	7.1	5.0	2.3	3.4
韓国	6.3	3.6	2.8	3.8
シンガポール	14.8	4.9	2.0	4.3
台湾	10.7	4.0	2.0	3.6
ASEAN5	7.0	4.5	4.9	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	4.0	4.6
フィリピン	7.6	3.9	3.7	4.2
タイ	7.8	0.1	4.8	5.2
ベトナム	6.8	5.9	5.1	6.2
インド	10.8	7.1	5.8	6.7
ブラジル	7.5	2.7	2.6	4.0

資料：実績は IMF。予測は三菱総合研究所

図表 各国の消費者物価 (CPI)



注 1：インドのみ卸売物価
注 2：横ラインは各国中央銀行の目標レンジ
資料：Bloomberg

図表 各国の政策金利

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	
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				
タイ	2.25		2.5	2.75		3.0	3.25	3.5			3.25			3.0						
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													3.0	
台湾			1.75		1.88															
中国		6.06		6.31			6.56											6.31	6.0	
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	

資料：Bloomberg

(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4-6月期の実質GDP成長率は前年比+7.6%と、6四半期連続での成長鈍化となった。リーマン・ショック後の09年1-3月期以来の低成長である。

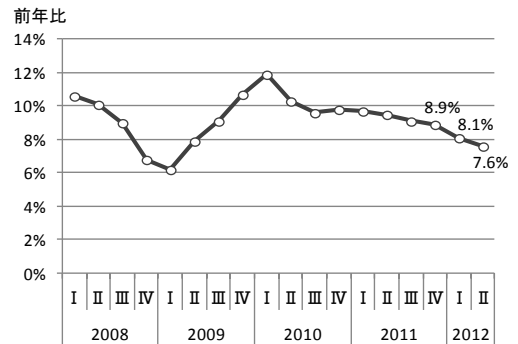
欧州向けを中心とする輸出の伸び鈍化が成長率低下の主な原因であるが、内需面でも減速感が強まっている。個人消費は、年初以降、宝飾品や家電製品、自動車などの贅沢品・耐久財の伸びが明確に鈍化している。設備投資も業種を問わず全体的に減速感が強まっており、景気の先行き不透明感を映じた格好となっている。

景気てこ入れに動く中国政府

中国の景気減速は、①政府による計画的減速と、②外部要因による意図せざる減速、の二面性をもつ。リーマン・ショック後に実施された4兆元の大型景気対策は、景気浮揚効果と同時に、都市圏の住宅バブル、地方政府の債務膨張という副作用をもたらした。住宅市場の過熱を受け、政府は10年4月の北京市を皮切りに、各地方都市に不動産引き締め策⁷を順次導入しており、12年入り以降、不動産開発投資は減速傾向にある。住宅価格も値上がりの激しかった東部地域を中心に、前年比マイナスに転じる都市が増加した。こうした住宅投資減速や価格下落に対し、政府は未だ「適切な価格帯への回帰」途上であると見られ、一連の不動産引き締め策を堅持する姿勢を崩していない。また、財政政策についても、全体として積極姿勢は維持するものの、地方の過剰投資の資金源となってきた融資プラットフォーム会社の整理・管理強化を打ち出すなど、需要と釣合いのとれた投資規模をめざす動きがみられる。こうした4兆元の景気対策の副作用対応に起因する景気減速は、持続可能な社会に向けての計画的減速といえる。

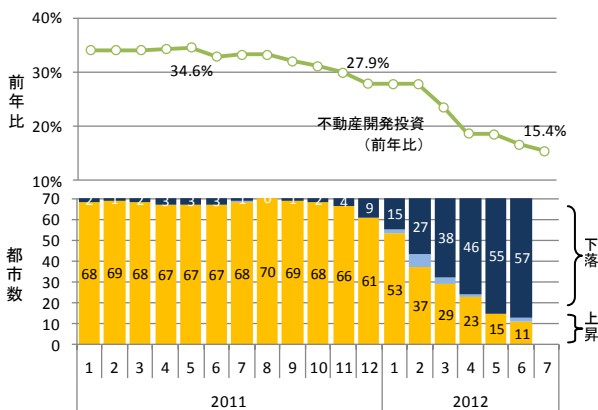
一方、意図せざる減速としては、欧州債務危機など外部環境の悪化による生産や輸出の減速がある。中国の7月の輸出は前年比+1.0%と、春節等の影響がでた1月を除けば、09年11月以来の低い伸びにとどまった。こうした輸出の減速を受け、製造業PMIも新規輸出受注の落ち込みなどから低下傾向にある。工業生産や電力使用量も昨年末以降、明確に伸びが鈍化しており、上海市、湖北省など一部の行政区では電力消費量が前年比マイナスとなった。発電や鉄鋼生産の落ち込みなどから、燃料となる石炭の港湾在庫も積み上がっている。

図表 中国実質 GDP 成長率



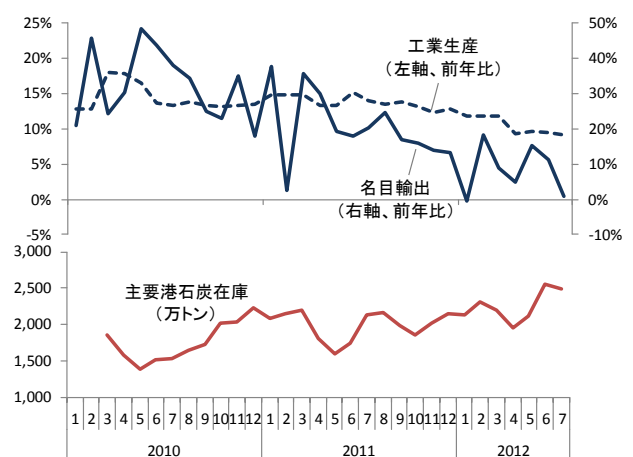
資料：Bloomberg

図表 不動産投資と都市別住宅価格騰落



注：下図は、中国の70主要都市について、新規住宅販売価格の前年比での騰落状況をみたもの。
資料：中国国家统计局

図表 生産・輸出、石炭在庫



資料：Bloomberg

こうした意図せざる減速を受け、中国政府は景気てこ入れに動き出している。金融政策では、6月上旬に▲0.25%、7月上旬に▲0.31%と2度の貸出基準金利の引き下げを実施したほか、短期金融市場での資金供給も積極的に行っている。財政面では、総額265億元規模の省エネ家電の購入支援策や、エコカーを対象とした取得税減免など各種の消費刺激策を打ち出している。

⁷ 複数戸の住宅を保有する世帯に対する住宅購入制限や住宅ローン金利の引上げ、頭金率の引上げなど。

インフレに対する警戒感が一頃に比べ後退していることも、政策的な緩和余地を生んでいる。5月以降の原油価格の軟化が国内物価にも波及しつつあるほか、豚肉をはじめ食品価格の上昇幅も縮小傾向にあり、7月の消費者物価上昇率は+1.8%と12年目標の+4%程度を大きく下回っている。

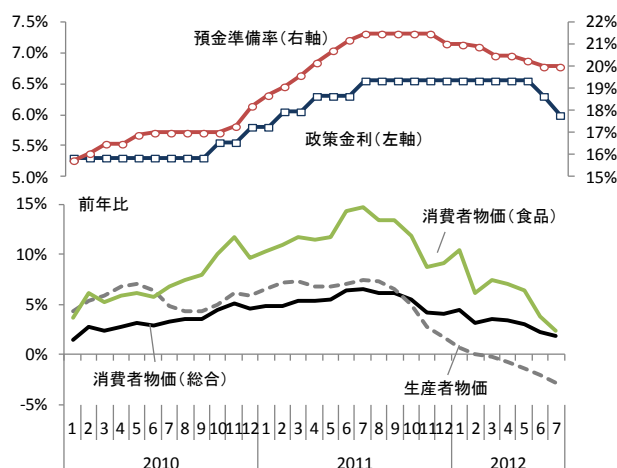
ただし、足元では米国の干ばつの影響などから穀物価格が急騰しており、今後、食品価格が上昇に転じれば自ずと緩和余地も縮小する。また、一連の景気刺激策もリーマン・ショック後の対策と比べれば小粒感は否めない。その背景には、過剰投資によるバブルやインフレ再燃に対する警戒のほか、4兆元の景気対策の影響により中央・地方の政府債務が拡大しており、財政健全化への目配りも必要となっていることが挙げられる。一連の景気刺激策は、不動産開発への規制など締めるべきは締めつつも、主に民間の消費・投資活動を刺激することに重点を置いた対策となっている。

図表 最近の景気刺激策

投資	○大型投資プロジェクトの投資承認の前倒し ○保障性住宅(低所得者向け住宅)の整備促進
金融	○貸出基準金利を6月に0.25%p、7月に0.31%p引き下げ ○最優遇貸出金利を基準金利の0.9倍から6月に0.8倍、7月に0.7倍に引き下げ
不動産	○1戸目の住宅購入にかかる個人向け住宅ローンの金利の引き下げ(最優遇貸出金利の引下げに対応)
消費	○総額265億円規模の省エネ型家電製品購入補助。エアコン、薄型テレビ、冷蔵庫、洗濯機、温水器の5品目が対象 ○1600ccおよびそれ以下の省エネ車の普及に、総額60億円の財政資金投入を決定 ○新エネ車(EV、PHV)の車両取得税免除、省エネ車(HV)の車両取得税他の半減 ○農林部での小型車市場を対象とする「自動車下郷」政策を12年下期から全国的に復活予定 ○省エネ照明・LED電球の普及に22億円の補助

資料：新華社他各種報道より抜粋

図表 物価と政策金利の推移



資料：Bloomberg

12年秋から13年にかけて緩やかながら加速へ

中国経済の先行きに関しては、7-9月期をボトムに景気が持ち直しの動きをみせるかが焦点となる。12年は米国・欧州ともに低成長が見込まれており、中国経済の行方は、世界経済や各種資源価格を展望する上でも重要なポイントになる。

標準シナリオとしては、12年秋以降、金融緩和や景気刺激策が奏功し、内需を中心に回復軌道に乗ると予想する。輸出は欧州向けを中心に引き続き低調な推移が予想されるものの、消費や民間投資の回復が期待できる。ただし、年前半の減速が予想以上に大きかったことから、12年の実質GDP成長率見通しは前年比+7.8%と、前回見通し(同+8.4%)から下方修正する。13年は同+8.4%(前回見通しは同+8.6%)と若干伸びを高めるシナリオを維持する。

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）	479,356	469,981	478,104	485,027	1.2%	▲2.0%	1.7%	1.4%
	民間最終消費支出	284,182	284,952	288,271	290,493	0.0%	0.3%	1.2%	0.8%
	民間住宅投資	12,997	13,560	13,945	14,892	2.8%	4.3%	2.8%	6.8%
	民間設備投資	62,030	62,117	64,707	66,477	2.1%	0.1%	4.2%	2.7%
	民間在庫品増加	▲1,305	▲3,738	▲3,456	▲2,385	***	***	***	***
	政府最終消費支出	95,784	97,181	98,286	99,521	1.6%	1.5%	1.1%	1.3%
	公的固定資本形成	21,443	22,242	23,947	24,274	▲6.1%	3.7%	7.7%	1.4%
	公的在庫品増加	▲76	47	19	17	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,300	▲6,380	▲7,614	▲8,260	***	***	***	***
	財貨・サービス輸入	69,503	77,293	80,693	84,818	15.5%	11.2%	4.4%	5.1%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	511,725	511,527	521,928	530,433	3.3%	0.0%	2.0%	1.6%
	民間最終消費支出	299,654	303,165	307,743	310,688	1.6%	1.2%	1.5%	1.0%
	民間住宅投資	12,587	13,069	13,457	14,159	2.6%	3.8%	3.0%	5.2%
	民間設備投資	65,020	65,716	68,268	69,943	3.9%	1.1%	3.9%	2.5%
	民間在庫品増加	▲1,156	▲3,468	▲3,293	▲2,627	***	***	***	***
	政府最終消費支出	98,293	100,120	102,122	103,587	2.5%	1.9%	2.0%	1.4%
	公的固定資本形成	20,796	21,397	23,015	23,097	▲6.0%	2.9%	7.6%	0.4%
	公的在庫品増加	▲96	21	3	▲3	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	16,764	11,854	11,190	12,184	***	***	***	***
	財貨・サービス輸入	66,914	70,647	74,301	76,652	12.2%	5.6%	5.2%	3.2%

		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	94.9	97.3	9.3%	▲1.0%	1.8%	2.5%
	国内企業物価指数	100.2	101.6	101.2	101.6	0.4%	1.3%	▲0.3%	0.4%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.8	99.8	99.7	99.8	▲0.9%	▲0.0%	▲0.0%	0.1%
	GDPデフレーター	93.7	91.9	91.6	91.4	▲2.1%	▲1.9%	▲0.3%	▲0.2%
	完全失業率	5.0%	4.5%	4.3%	4.1%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	81.9	84.1	86.4	90.8	5.6%	2.7%	2.6%	5.2%

（単位：10億円、％）

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	16,660	7,618	5,935	6,416	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	5,223	▲5,297	▲6,968	▲6,992	***	***	***	***
	貿易収支	6,496	▲3,470	▲4,340	▲4,696	***	***	***	***
	輸出	64,451	62,628	64,548	68,622	16.0%	▲2.8%	3.1%	6.3%
	輸入	57,956	66,097	68,888	73,318	18.4%	14.0%	4.2%	6.4%
通関 収支	通関収支戻（10億円）	5,332	▲4,419	▲5,317	▲5,336	***	***	***	***
	通関輸出	67,789	65,281	65,985	70,233	14.9%	▲3.7%	1.1%	6.4%
	通関輸入	62,457	69,700	71,302	75,569	16.0%	11.6%	2.3%	6.0%

為替	基準割引率（旧・公定歩合、年度末）	0.30%	0.30%	0.29%	0.29%	***	***	***	***
	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.10%	0.09%	0.09%	0.09%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	1.16%	1.06%	0.84%	0.95%	***	***	***	***
	M2	780,129	802,632	824,118	846,255	2.7%	2.9%	2.7%	2.7%
	日経平均株価	9,961	9,181	9,009	9,700	▲0.1%	▲7.8%	▲1.9%	7.7%
	原油価格（WTI、ドル／バレル）	83.4	97.2	91.3	97.0	18.0%	16.6%	▲6.1%	6.2%
	円／ドル レート	85.7	79.0	79.3	81.5	***	***	***	***
	ドル／ユーロ レート	1.323	1.378	1.253	1.293	***	***	***	***
円／ユーロ レート	113.2	108.9	99.4	105.4	***	***	***	***	

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。