

2011年11月15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7-9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。

出口のみえない欧州債務問題、世界経済の重石に

日本の実質成長率予測値：2011年度+0.2%、2012年度+1.8%
(前回予測値(9月9日)：11年度+0.1%、12年度+2.0%)

日本経済

- 震災後の日本経済をみると、供給制約が解消に向かうとともに、需要も回復傾向を辿り、7-9月期の実質GDP成長率は4四半期振りにプラスに転じた。
- しかし、足元では、欧州債務問題の深刻化、海外経済の減速、円高、タイの洪水など日本経済を取り巻く外部環境は急速に悪化している。とくに、前回見通しでもリスクとして指摘していた欧州債務問題の深刻化が、投資家のリスク回避姿勢を強め、市場の不安定化を招いているほか、実体経済面でも、家計や企業のマインド悪化や信用収縮が、震源地の欧州のみならず、米国や新興国経済にも影響を及ぼし始めている。
- 日本経済の先行きについては、来年度にむけて復興需要が徐々に顕現化し、成長の押し上げに寄与することが見込まれる一方で、欧州債務問題の深刻化が様々な経路を通じて下押し圧力となるほか、円高やタイの洪水による企業業績の下振れも加わって、回復のペースは緩慢なものに止まることが予想される。実質GDP成長率の見通しについては、既に8月時点で下方修正を行っているが、本見通しにおいて、12年度の予測値をさらに小幅下方修正した。
- 上記の見通しについては、一段の下振れリスクが考えられ、海外情勢を中心に不確実性は高い。具体的には、①イタリアに対する信用不安が高まる中、欧州債務問題が世界的な金融危機へと発展する可能性、②世界的な金融危機は回避されたとしても、欧州における財政・金融・経済の負の連鎖の強まり、米国経済の再減速、輸出の急減速や国際投資資金の流出などによる新興国経済の失速等から、世界経済が大幅に減速するリスク、が指摘できる。

海外経済

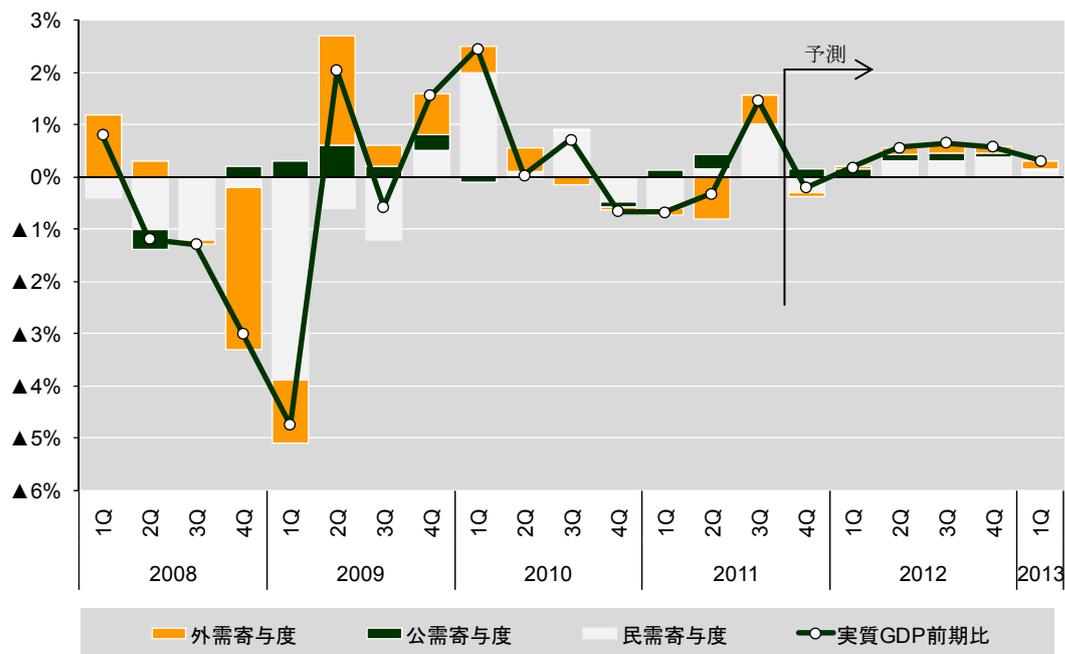
- 米国経済は、自律性に乏しい緩慢なペースでの回復を続けている。バランスシート調整の長期化、労働需給のミスマッチといった構造問題が、自律的な回復の足枷となっている状況に変わりはない。さらに足元では、欧州債務問題の深刻化や財政赤字削減を巡る政治的混乱が加わり、企業や家計のマインドは一段と悪化している。こうした状況を踏まえ、12年の実質GDP成長率について下方修正を行った。
- 欧州では、本年夏以降、債務問題が深刻化している。金融市場では、ギリシャの「無秩序なデフォルト」への警戒感が熾り続けているほか、イタリア国債の利回りが一時急上昇するなど、緊迫した状況にある。実体経済面でも、域内貿易の縮小、家計や企業のマインド悪化、欧州系銀行による資産圧縮などを背景に、減速傾向が明確になっている。12年の実質GDP成長率はゼロ近傍の低成長に止まると予想され、景気後退局面入りの可能性も高まっている。
- 新興国経済は、減速感を強めている。堅調な内需を背景に景気の拡大は続いているものの、インフレ進行、既往の金融引き締め、欧米向け輸出の減速などにより、成長率は鈍化傾向にある。さらに足元では、投資家のリスク回避姿勢の強まりや欧州系銀行による資産圧縮の動きから、国際投資資金の流出懸念が強まっているほか、タイ洪水によるサプライチェーン寸断による下押しも予想される。実質GDP成長率については、新興国全体として小幅の下方修正を行った。

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	***	2.4	***	0.2	***	1.8	***
内需	▲ 2.7	▲ 2.7	1.7	1.2	0.8	0.8	1.4	1.3
民需	▲ 5.0	▲ 3.9	2.3	1.3	0.5	0.4	1.1	0.8
民間最終消費支出	0.0	0.0	1.0	0.5	0.3	0.2	0.4	0.2
民間住宅投資	▲ 18.2	▲ 0.6	▲ 0.2	0.0	5.6	0.1	2.7	0.1
民間企業設備投資	▲ 13.6	▲ 2.1	4.2	0.5	▲ 0.3	▲ 0.0	3.5	0.5
民間在庫投資	***	▲ 1.1	***	0.5	***	0.1	***	0.1
公需	5.2	1.2	0.1	▲ 0.0	1.9	0.4	2.1	0.5
政府最終消費支出	3.5	0.7	2.3	0.4	2.1	0.4	1.5	0.3
公的固定資本形成	14.3	0.6	▲ 9.8	▲ 0.5	0.1	0.0	5.1	0.2
外需（純輸出）	***	0.3	***	0.9	***	▲ 0.6	***	0.5
輸出	▲ 9.6	▲ 1.5	17.1	2.3	▲ 0.9	▲ 0.1	4.9	0.8
輸入	▲ 11.0	1.8	10.9	▲ 1.4	4.0	▲ 0.4	2.1	▲ 0.2
名目GDP	▲ 3.7	***	0.4	***	▲ 1.6	***	1.7	***

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

海外情勢の悪化から、12年の見通しを下方修正

世界経済は減速感を強めている。前回見通しにおいてもリスクとして指摘していた欧州債務問題が深刻化し、国際金融市場の不安定化を招いている。実体経済面でも、家計や企業のマインド悪化や欧州系銀行の資産圧縮の動きを通じ、震源地の欧州のみならず、米国、新興国、そして日本経済へ悪影響が及んでいる。

米国経済は、バランスシート調整圧力などの構造問題の存在により、自律性に乏しい緩慢な回復が続いている。さらに足元では、欧州債務問題の深刻化や財政赤字削減を巡る政治的混乱を受け、企業や家計のマインドは一段と悪化している。欧州では、ギリシャの「無秩序なデフォルト」への警戒感が煽っているほか、政情不安もあってイタリア国債の利回りが急上昇するなど、緊迫した状況が続いている。実体経済面でも、域内貿易の縮小、家計や企業のマインド悪化、欧州系銀行による資産圧縮などを背景に減速傾向が明確になっている。12年の実質 GDP 成長率はゼロ近傍の低成長に止まると予想され、景気後退局面入りの可能性も高まっている。新興国経済については、堅調な内需を背景に、景気の拡大は続いているものの、インフレ進行、既往の金融引き締め効果、欧米向け輸出の減速により、成長率は鈍化傾向にある。さらに足元では、投資家のリスク回避姿勢の強まりから、国際投資資金の流出懸念が強まっているほか、タイ洪水によるサプライチェーン寸断による下押しも予想される。

一方、震災後の日本経済についてみると、供給制約が解消に向かうとともに、需要も回復傾向を辿り、7-9月期の実質 GDP 成長率は4四半期振りにプラスとなった。しかし、足元では、欧州債務問題の深刻化、海外経済の減速、円高、タイの洪水など日本経済を取り巻く外部環境は急速に悪化している。

欧州債務問題が日本経済へ及ぼす影響については、次の3つの経路が考えられる。一つめは、金融市場を通じた経路である。投資家のリスク回避姿勢の強まりから、世界の株価が軟調に推移しているほか、安全資産への逃避の動きから円高圧力が続いている。円高は、家計や企業のマインド萎縮を招くほか、輸出企業の収益下振れ要因ともなる。二つめは、金融システムを通じた経路である。財政悪化国の与信を多く抱える欧州系銀行は、世界的に資産圧縮を行っている。信用収縮の影響は、域内のみならず、欧州系銀行の与信残高が相対的に多い新興国にも及んでいる可能性がある。これが新興国経済の失速に繋がれば、次の三つめの経路から、日本の輸出や企業収益に大きな影響をもたらす。また、銀行間取引市場でのドル資金調達コストは上昇傾向にあり、欧州以外の世界の金融機関にも影響は波及しつつある。日本の金融機関による欧州の財政悪化国向け与信額は少ないため、直接的な影響は軽微とみられるが、一つめの経路から株安が続けば、相対的に株式保有比率が高い邦銀のリスク量が増加する懸念がある。三つめは、輸出を通じた経路である。日本のユーロ圏向け輸出比率は10%程度である。しかし、中国などの海外現地法人のユーロ圏向けや、米国や新興国向けなど間接的な輸出への影響まで考慮すれば、上記2つの経路とも相俟って、相応の下押し圧力となろう。

こうした中、日本経済の先行きについては、来年度にむけて復興需要が徐々に顕現化し、成長の押し上げに寄与することが見込まれる一方で、上記のとおり、欧州債務問題の深刻化が3つの経路を通じ、日本経済にも影響を及ぼすことや、タイの洪水もあって企業業績の下振れが相次いでいることなどを踏まえると、回復のペースは緩慢なものに止まることが予想される。

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、10月末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、9月に追加緩和策（オペレーション・ツイスト）が決定されたほか、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ているため、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円台半ばから後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、10月27日の決定会合において、資産買入等の基金の5兆円程度の増額（50兆円→55兆円程度）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、第三次補正予算の策定を前提に、12年度の復興需要として4兆円程度を見込む。なお、復興増税は13年初から実施される見込みであり、12年度のGDPへの影響は軽微と予想する。

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+1.8%と予測する。既に8月の見通しで、欧州債務問題の影響や海外経済の減速を理由に下方修正を行っているが、本見通しにおいて、12年度予測をさらに小幅下方修正した。

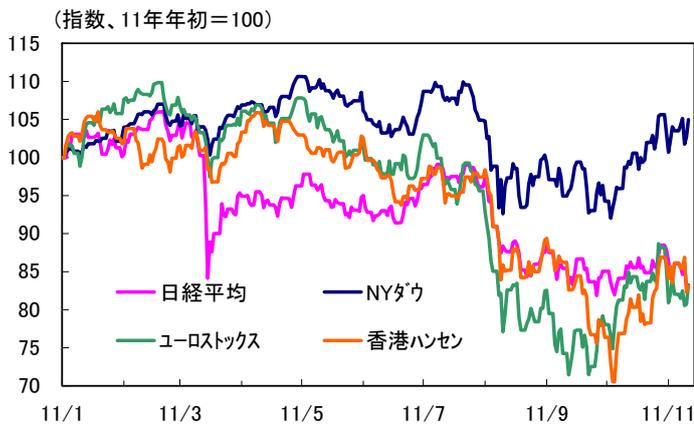
最大のリスクは欧州債務問題

上記の見通しについては一段の下振れリスクが考えられ、海外情勢を中心に不確実性は高い。

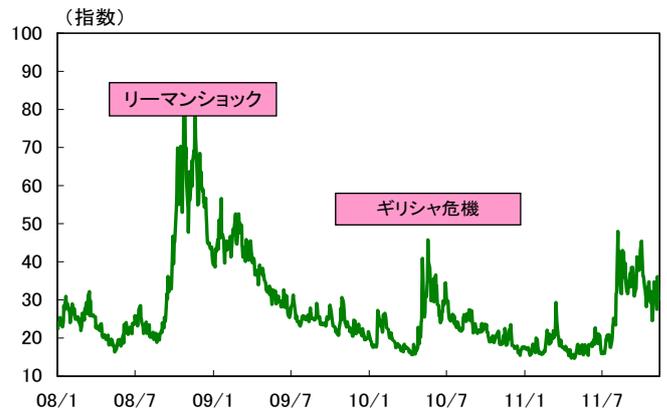
第一に、最大の懸念材料として、欧州債務問題が世界的な金融危機へと発展する可能性が挙げられる。本年夏から情勢はさらに悪化しており、収束には長期間を要するとみられる。仮に、「欧州金融安定基金（EFSF）の資金枠拡大実施の遅れ→イタリアやスペイン国債への一層の売り圧力→国債を抱える欧州系銀行の経営不安→フランス国債の格下げ懸念→EFSFの資金枠規模に対する懸念」という悪循環を断ち切れずにイタリアの危機へと発展すれば、一気にリーマン・ショック並みか、それを上回る世界的な金融危機へと広がる可能性は着実に高まる。その場合には、世界経済は再びリセッションに陥るであろう。リーマン・ショック時と比べ、中央銀行間の通貨スワップ協定など流動性危機を未然に食い止める体制整備は進んでいる一方で、先進国における財政・金融政策の対応余地は限られる。中国など新興国には一定の政策対応余地があるとはいえ、世界経済の長期停滞に繋がる恐れもある。

第二に、世界的な金融危機は回避されたとしても、世界経済が標準シナリオ以上に減速する懸念は残る。欧州では、財政・金融・経済の負の連鎖が強まっており、景気後退局面入りの可能性がある。米国も、バランスシート調整など構造問題による成長下押しが続く中、欧州債務問題や、国内の財政を巡る議論の行方によって、一段の減速の可能性がある。また、現時点では総じて内需が堅調な新興国においても、①インフレや既往の金融引き締めの影響、②欧米向け輸出の鈍化を背景に、減速傾向がみられている。加えて、③リスク回避姿勢の強まりや欧州系銀行の資産圧縮などから海外投資資金の流出が加速し、④タイの洪水によるサプライチェーン寸断の影響が長期化すれば、下押し圧力が一段と強まるであろう。

図表 世界の株価

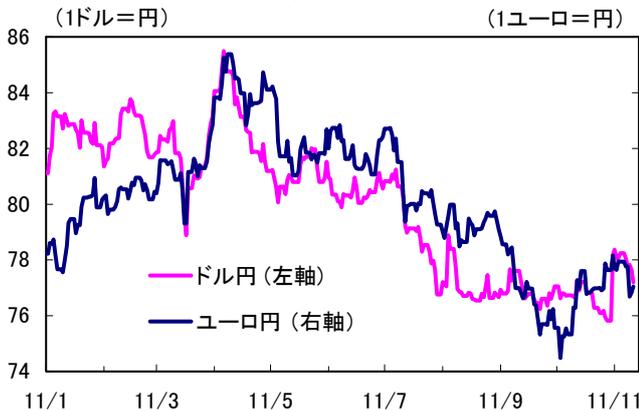


図表 ボラティリティ指数 (VIX 指数)

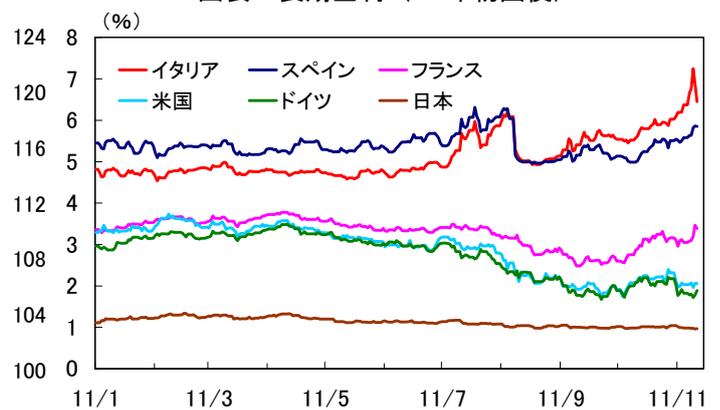


注：投資家心理を示し「恐怖指数」とも呼ばれる。指数が高いほど、投資家が相場の先行きに不透明感を持っている。

図表 為替



図表 長期金利 (10年物国債)



注：直近は11月11日
資料：Bloomberg

(1) 概観

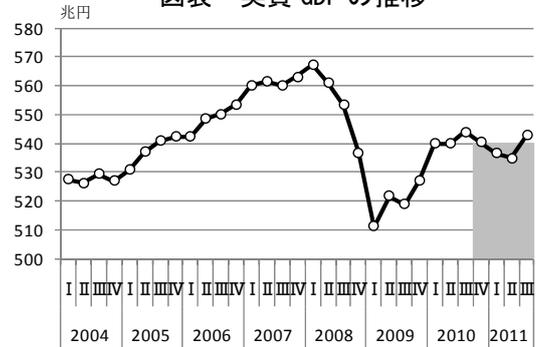
7-9 月期は高成長達成も足元の増勢は鈍化

内閣府発表の11年7-9月期のGDP成長率（1次速報）は、実質前期比+1.5%（年率+6.0%）と、4四半期ぶりのプラス成長となった。家計消費については、耐久消費財が牽引し同+1.0%の伸びとなったほか、住宅投資がフラット35s終了前の駆け込み需要等から同+5.0%、企業設備投資が同+1.1%、輸出が同+6.2%となるなど、震災後の民間部門の回復ぶりを裏付ける結果となった。実質GDPの水準をみても、7-9月期の高成長により震災前（10年10-12月期）を上回った。

GDP統計上は、前期比で大幅なプラスとなった7-9月期であるが、震災後のボトムの4-6月期との比較であり、サプライチェーンの復旧などから5-6月に急回復した「ゲタ」による影響が大きい。月次ベースで生産や輸出などの指標をみると、夏場以降は増勢が鈍化（もしくは減少）しており、足元の経済について楽観できる状況ではない。

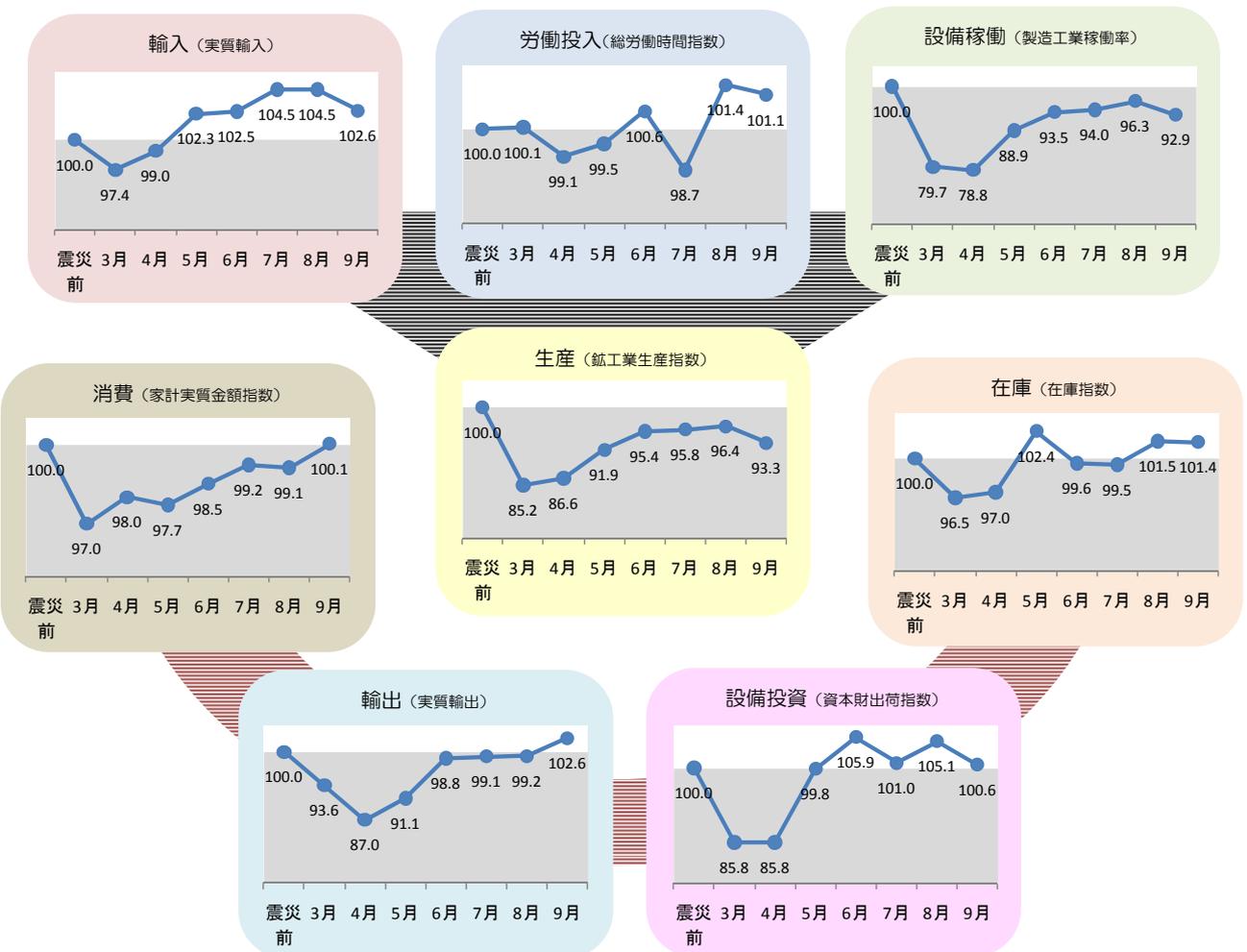
国内の供給制約がほぼ解消する一方、海外経済の減速、急激な円高進行、タイの洪水など、この半年で日本経済をめぐる外部環境は確実に悪化しており、10-12月期については、一時的に若干のマイナス成長になる可能性もある。

図表 実質 GDP の推移



資料：内閣府

図表 震災前後の主要指標の推移



注：震災前は2011年1月～2月の平均値。3月～9月のいずれも、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

国内の供給制約はほぼ解消、海外要因による下押し圧力が高まる

震災後の鉱工業生産は、5-6月に大幅に回復した後、増勢が鈍化しており、9月は震災後初めて前月比マイナスとなった。震災による供給制約の影響はほぼ解消したとみられ、足元の生産動向は、国内外の需要の弱さや円高による影響を映じたものといえよう。特に、世界的な景気減速の影響を受けやすい電子部品・デバイス工業などは、11月の生産予測値が震災の発生した3月の水準すら下回っている。

先行きについては、海外経済の減速、円高に加え、10月に発生したタイの洪水の影響が懸念される（詳細については、後掲の特集を参照）。タイに生産拠点を有する企業の収益圧迫要因となるほか、タイからの中間財調達に困難になることで国内の生産にも影響が出始めている。タイからの輸入は、生ゴムなどの素原材料や電算機器や輸送機械の完成品に近いものが中心であるが、半導体や自動車部品などの一部の中間財もタイから調達しており、自動車を中心に国内生産への影響の長期化が懸念される。

電力供給については、今冬は電力使用制限には踏み込まず、関西、九州電力管内への節電要請にとどめる方針のため、生産への影響は限定的とみられるが、来夏以降については依然不透明である。

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		11月時点 震災前 水準比 (注2)
		2011年								10月	11月	
		3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月				
鉱工業		▲15.5%	1.6%	6.2%	3.8%	0.4%	0.6%	▲3.3%	-	-	-	
製造工業		▲15.5%	1.6%	6.3%	3.7%	0.4%	0.6%	▲3.2%	2.3%	1.8%	97.2%	
鉄鋼業	1.69	▲10.2%	▲2.2%	▲2.1%	1.0%	▲0.7%	2.4%	▲2.9%	0.8%	1.1%	88.2%	
非鉄金属工業	1.17	▲16.5%	3.2%	1.9%	2.7%	1.2%	2.5%	▲2.3%	3.0%	1.7%	96.1%	
金属製品工業	1.04	▲10.7%	2.1%	3.4%	2.9%	▲2.4%	0.2%	▲4.4%	1.5%	4.3%	97.8%	
一般機械工業	1.18	▲14.5%	12.0%	5.6%	▲0.8%	0.5%	1.0%	▲6.1%	4.8%	▲4.4%	97.3%	
電気機械工業	1.15	▲10.2%	4.4%	2.4%	4.6%	▲0.2%	0.8%	▲7.4%	1.9%	▲0.7%	95.7%	
情報通信機械工業	0.87	▲8.0%	▲16.7%	13.5%	15.0%	15.8%	▲10.6%	▲7.8%	▲1.5%	2.4%	90.5%	
電子部品・デバイス工業	1.01	▲6.6%	▲12.6%	▲0.6%	5.2%	▲3.4%	1.2%	▲2.3%	▲9.4%	3.9%	76.8%	
輸送機械工業	1.86	▲46.7%	▲1.9%	36.6%	19.5%	5.5%	6.7%	▲5.9%	12.2%	2.7%	106.8%	
精密機械工業	1.03	▲12.9%	13.6%	1.8%	9.9%	5.7%	▲2.2%	▲1.3%	-	-	-	
窯業・土石製品工業	0.87	▲5.1%	0.2%	▲1.8%	0.5%	1.0%	1.1%	▲2.7%	-	-	-	
化学工業	1.31	▲2.3%	▲0.1%	11.0%	▲0.3%	▲6.3%	0.6%	0.0%	5.8%	3.9%	113.0%	
石油・石炭製品工業	0.16	▲12.3%	▲0.4%	1.0%	5.7%	1.3%	▲0.5%	▲4.3%	-	-	-	
プラスチック製品工業	1.28	▲11.9%	4.6%	5.1%	▲2.1%	▲0.5%	0.0%	▲4.9%	-	-	-	
パルプ・紙・紙加工品工業	1.27	▲8.3%	▲0.4%	▲1.5%	1.9%	▲2.2%	1.8%	▲1.5%	7.0%	▲0.3%	96.6%	
繊維工業	1.07	▲1.8%	▲0.9%	▲0.9%	0.4%	0.3%	1.8%	▲3.7%	-	-	-	
食料品・たばこ工業	1.06	▲8.7%	7.1%	1.0%	▲3.1%	2.1%	▲3.3%	-	-	-	-	
その他工業	0.96	▲9.4%	6.1%	0.5%	▲0.7%	▲0.7%	▲0.3%	▲1.3%	▲3.3%	4.4%	94.5%	

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、値が大きいくほど生産波及の影響が大きい。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。濃灰シャドウ部は上位20%に属する業種。

注2：2011年1-2月の生産指数平均値と、9月の生産指数を10、11月の製造工業生産予測調査予測値で延ばした値の比率。

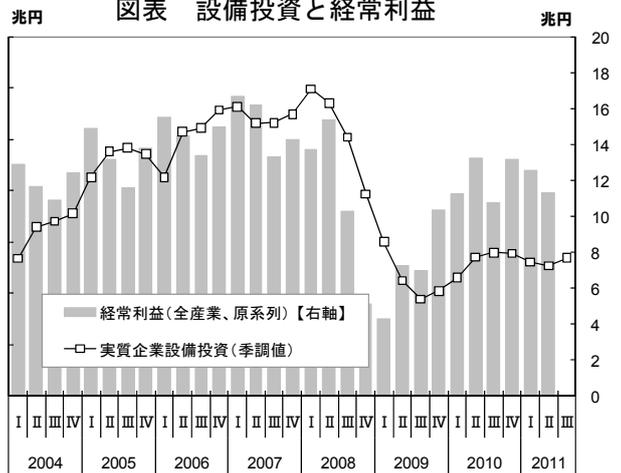
資料：経済産業省「鉱工業生産指数」「平成21年簡易延長産業連関表」

企業は国内設備投資に慎重

7-9月期の設備投資は、実質前期比+1.1%と3四半期ぶりに増加に転じたものの、水準としては、既往ピークを20%程度下回っている。また、日銀短観の設備判断DIをみても設備過剰感は依然として解消されていない様子が窺われる。企業の設備投資意欲は依然として低調といえよう。

震災後は、調達先の分散化や企業立地の見直し、被災地域での復興需要など、一部に設備投資を後押しする動きもみられるものの、海外情勢を中心に企業を取り巻く不確実性は高まっている。また、新興国の成長期待を背景に、震災前から趨勢的に増加傾向にあった海外投資の動きが、円高や電力問題によって加速する可能性もある。こうした状況を踏まえ、先行きの国内投資については、緩やかな回復に止まると予想する。

図表 設備投資と経常利益



資料：内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」

(3) 家計部門

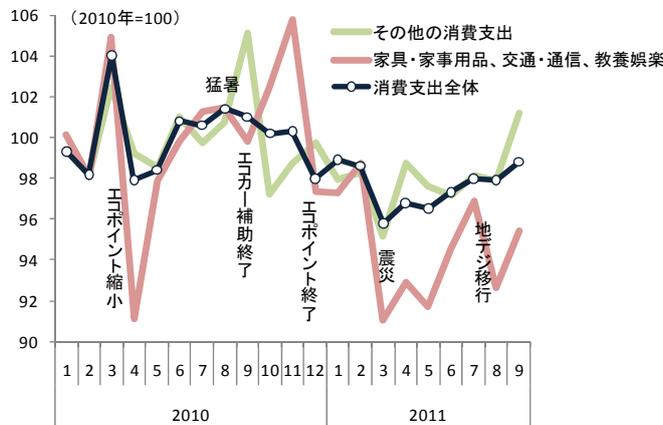
消費は平時モードへ移行も、前年の反動から水準は低調

家計の消費支出は緩やかながらも回復傾向にある。震災直後は自動車をはじめとする耐久消費財の供給制約や、自粛ムードによる旅行や外食等の支出抑制から、家計の消費活動は落ち込んだものの、6月頃からは、節電による電力使用量の減少を除けば徐々に増加傾向を辿っており、9月にはほぼ震災前の水準にまで回復した。

震災によるショックは和らいできているものの、消費の水準としては依然として低調にとどまる。10年に実施された各種消費刺激策による需要先食いの反動から、耐久消費財の地合いはもともと弱く、地デジ移行前の6-7月に薄型テレビの需要が一時的に増加したものの、その後の家電量販店の売上は前年を大幅に下回って推移している。

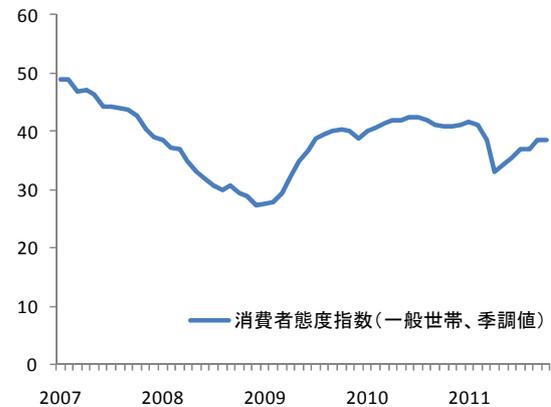
消費は徐々に平時モードへと移行しているが、耐久消費財の需要先食いに加え、所得環境の改善が見込みにくいなかで消費者マインドの持ち直しテンポも緩やかになっており、消費の先行きについては低調な推移が予想される。

図表 家計消費の実質季節調整指数の推移



資料：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

図表 消費者態度指数の推移



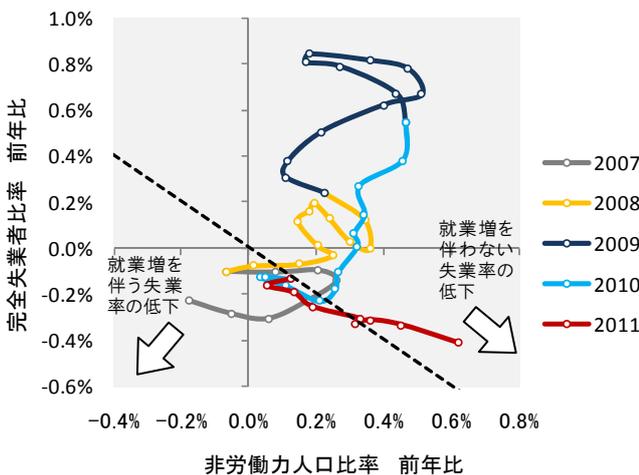
資料：内閣府「消費動向調査」

失業率改善も、潜在的失業者の増加が懸念

完全失業率（全国ベース）は、震災前の4.6%（2月）から4.1%（9月）と改善しているが、中身は芳しくない。この間の完全失業者数は▲38万人減少しているものの、それを上回って就業者数が▲56万人減少しており、代わりに非労働力人口が+80万人増加している。職探しをしていた人が、震災後に就職を諦めて非労働力化した結果、潜在的な失業者が増加している可能性がある。

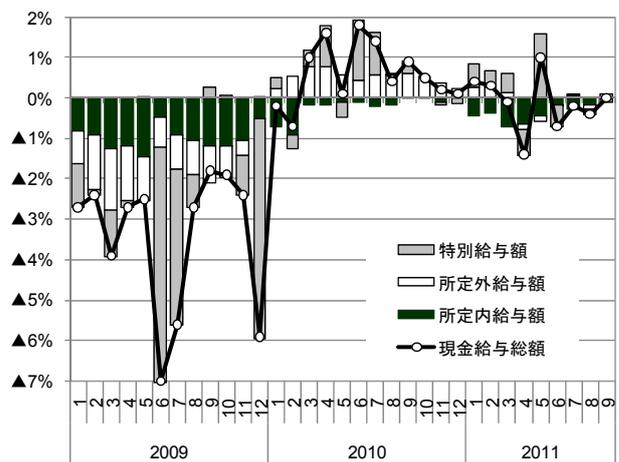
所得環境については、労働時間が震災前の水準にほぼ戻ったこともあり、所定内・所定外給与の減少幅は足元縮小している。しかし、企業の業績下方修正による今冬以降の賞与の減少や、国家公務員給与の一律削減なども見込まれており、所得を通じた消費への悪影響が懸念される。

図表 完全失業者比率と非労働力人口比率



資料：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

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

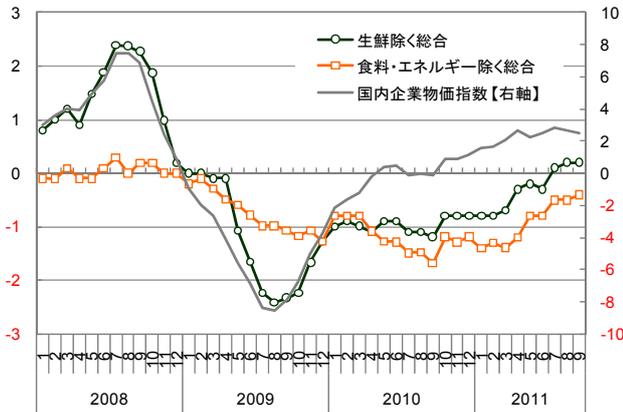
安定的なプラス転化は13年度以降

消費者物価指数の生鮮食品除く総合（コア CPI）の推移をみると、3ヶ月連続でプラスの伸びを続けている（9月は前年比+0.2%）。上昇に寄与しているのは、石油製品、電気・ガス・水道、たばこ、サービスである。リーマン・ショック後の落ち込みの後、原油価格は振れを伴いながらも上昇トレンドにあり、ガソリン等の石油製品や電気・ガス料金の押し上げ要因となっている（前年比寄与度+0.5%ポイント程度）。一方、たばことサービスに関しては、10年10月のたばこや傷害保険料の値上げの影響が大きく（併せて同+0.3-0.4%ポイント程度）、これらの影響が剥落するとみられる11年10月以降、コア CPI の伸び率が再びマイナスに陥る可能性が高い。

また、エネルギー・食料除く総合（コアコア CPI）の伸び率をみると、マイナス幅は縮小傾向を辿っているものの、前年比で▲0.4-0.5%程度、さらに、たばこ等の特殊要因を除けば同▲0.7-0.8%程度の上昇が続いている。足元の GDP ギャップは、7-9月期の高成長を踏まえても、なお▲2.5%程度存在するとみられ、物価が安定的に上昇する地合いではない。

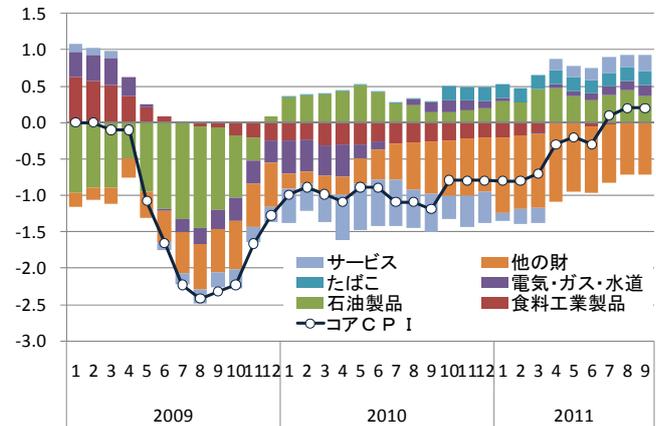
物価の先行きについては、11年度のコア CPI は前年比▲0.1%程度のマイナスが見込まれ、安定的なプラスに転じるのは、13年度以降と予想する。

図表 物価の推移（前年比%）



資料：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」

図表 生鮮除く総合の寄与度分解（前年比%）



資料：総務省「消費者物価指数」

(1) 米国経済

回復ペースは再び鈍化の可能性

米国経済は、自律的な回復力が弱い状況が続いている。11年7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+2.5%と、前期から伸び率を高めた。これには、本年春先からのガソリン価格高騰やサプライチェーン寸断による自動車生産・販売の落ち込み等、米国経済を圧迫していた外的ショックが剥落したことが影響している。

しかし、バランスシート調整の長期化などの構造問題が、米国経済の自律的な回復の足枷である状況に変わりはない。さらに足元では、欧州債務問題に対する不透明感の高まりから、家計や企業のマインドは一段と低下しており、先行き景気回復ペースが再び鈍化する可能性が高まっている。

不透明感が強い個人消費の持続性

個人消費支出の自律的な回復力を確認するため、個人消費支出を所得要因・資産効果要因(住宅・株価)に分解すると、以下のことがわかる。①住宅価格の継続的な下落は、住宅資産価値を目減りさせ、消費の抑制要因となり続けている。②一方で、昨年夏頃からの株価上昇による資産効果は、消費を押し上げる方向に寄与している。③給与減税など政策効果もあって緩やかに改善していた可処分所得は、本年春以降、雇用環境の回復ペースが鈍化したことを受けて、プラス寄与を低下させている。

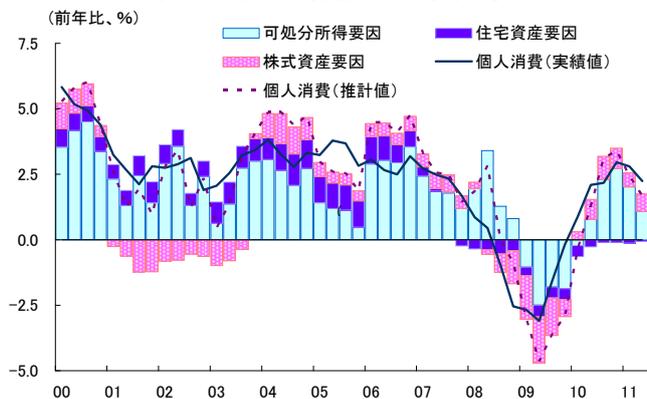
このように所得が伸び悩む中で11年7-9月期の個人消費が堅調に推移した背景には、家計貯蓄率が4.1%と07年10-12月期以来の水準まで低下したことがある。所得が落ち込み中、家計が一時的に貯蓄を取り崩して消費に充てた可能性が高く、自律的な回復とは言い難い。

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	1.8
個人消費	▲1.9	2.0	2.2	1.3
設備投資	▲17.8	4.4	8.9	6.8
住宅投資	▲22.2	▲4.3	▲1.8	1.5
在庫投資寄与度	▲0.8	1.6	▲0.2	0.1
政府支出	1.7	0.7	▲1.9	▲0.6
純輸出寄与度	1.1	▲0.5	0.1	0.1
輸出等	▲9.4	11.3	6.8	4.7
輸入等<控除>	▲13.6	12.5	4.7	3.4
名目GDP	▲2.5	4.2	3.9	3.1
消費者物価(総合)	▲0.3	1.6	2.9	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	9.0	8.8

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 個人消費支出の要因分解



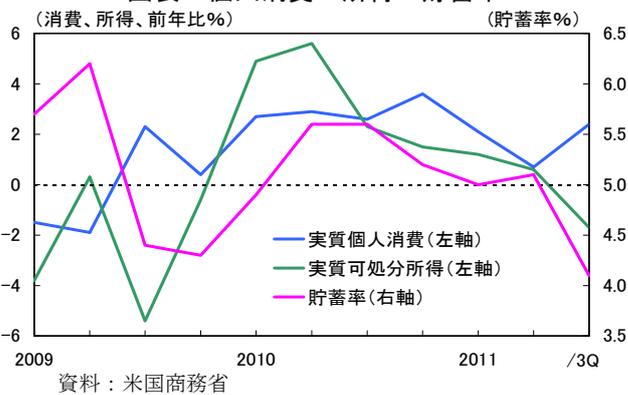
資料：米国商務省、FRBより三菱総合研究所推計

足元の雇用環境をみると、労働市場の回復ペースは、依然として緩慢に止まっている。非農業部門雇用者数の増加ペースは前月差+9万人程度(11年5月~10月平均)と、失業率を継続的に押し下げるとみられる同+20万人程度には達しておらず、実際、失業率は9%台に高止まりしている。また、平均失業期間の長期化が続いており、需給のミスマッチによる構造的失業が増加している可能性も高い。

この間、住宅市場では、差し押さえ率が高水準で推移し、所謂「隠れ在庫」の放出が続いているとみられ、住宅価格の低迷は当面続く可能性が高い。

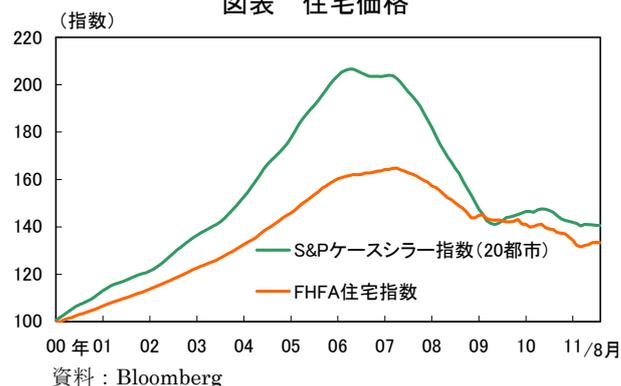
このように、厳しい雇用・所得環境や、住宅資産価

図表 個人消費・所得・貯蓄率



資料：米国商務省

図表 住宅価格



資料：Bloomberg

値の低下が続くもとで、家計はバランスシート調整を進めざるを得ず、貯蓄の取り崩しや株価の上昇などに頼った消費拡大については、今後の持続性に懸念が残る。

さらに、先行きの個人消費の動向を考えるに当たって、「給与税減税の延長可否」も懸念材料である。昨年12月に成立した減税延長法(Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010)に盛り込まれた「給与税税率の引き下げ措置」の期限は11年末である。本年9月にオバマ大統領が発表した総額4470億ドルの雇用対策法案(American Jobs Act)では、同措置の期限延長および税率引き下げ幅の拡大が提案されていた。しかし、12年の大統領選挙を前に、民主・共和両党間で対立が強まっていることから、敢え無く廃案となり、今後は同法案に含まれる内容を分割して交渉を続けることとなろう。欧州債務問題や海外経済に対する不透明感が一層高まる中、給与税税率の引き下げ措置が予定どおり終了すれば、個人消費回復ペースの鈍化を導く可能性が高まる。

財政再建策を巡っては、11月23日までに連邦債務の法的上限引き上げ法案の前提となった税制や社会保障制度などの改革を含む1.5兆ドル規模の追加赤字削減策の作成も必要である。こちらも、両党の理念の乖離は大きく、期日までの成案は見込み難い。米国議会の混乱が長引けば、既に欧州債務問題で脆弱になっている金融市場をより不安定にし、実体経済へ負の影響を与える懸念がある。

FRB、9月にオペレーション・ツイストを導入

11月1-2日開催の連邦公開市場委員会(FOMC)において、FRBは追加の金融緩和策は見送り、現行政策の維持を発表した。具体的には、9月20-21日開催の会合にて決定した①オペレーション・ツイストの導入(保有証券の平均残存期間の長期化)、②エージェンシー債およびエージェンシー保証MBSの償還資金のエージェンシー保証MBSへの再投資を継続することとした。また、政策金利(フェデラル・ファンド・レート誘導目標水準)は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」まで維持するとの時間軸文言も踏襲された。

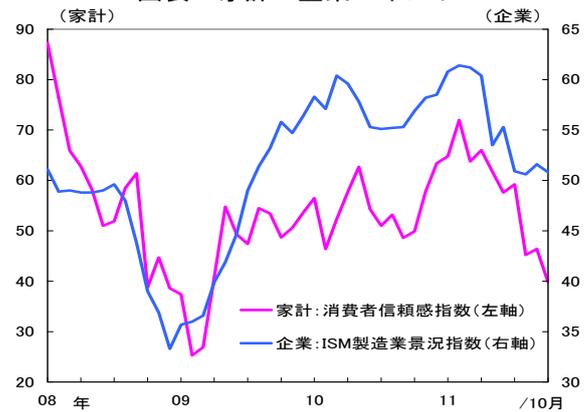
景気については、本年前半に経済成長を抑制していたサプライチェーン寸断やガソリン価格の高騰などの一時的要因の解消もあり、7-9月期は景気回復ペースが幾分強まったと認識が好転した。一方、先行きについては、緩やかな成長は続くものの「深刻な下方リスク」が存在するとの見方を示し、11~13年の実質GDP成長率見通し(四半期毎公表)を前回6月時点から大幅に下方修正した。なお、バーナンキ議長はFOMC終了後、一段の金融緩和策として注目されているMBS等の債券購入拡大について「実行可能な選択肢」とコメントしており、次なる一手に含みを持たせた。しかし、昨年実施した量的緩和政策第二弾(QE2)については、過剰な流動性を生み、国際商品市況の高騰などを招いたとの批判もあることから、景気や金融市場の動向を見極めながらの慎重な対応が取られるとみられる。

12年の実質GDP成長率見通しは下方修正

以上のとおり、米国経済は、ガソリン価格上昇の一股、サプライチェーン復旧による自動車消費の回復など、本年春先にかけて発生した外的ショックの剥落により、一旦減速した景気に持ち直しの動きがみられる。しかし、バランスシート調整圧力が残存する中、住宅市場の低迷、雇用・所得環境の緩やかな回復が続く蓋然性が高く、個人消費の拡大持続は見込みづらい。また、政府部門においても、州・地方政府を中心に厳しい財政状況が続いており、政府支出削減が景気の下押し要因となるだろう。さらに、足元の国際金融市場の不安定化を通じた家計・企業マインドの悪化、海外経済の減速感の強まりを勘案すると、先行きの景気回復ペースは前回見通しに比べ、弱まると予想する。

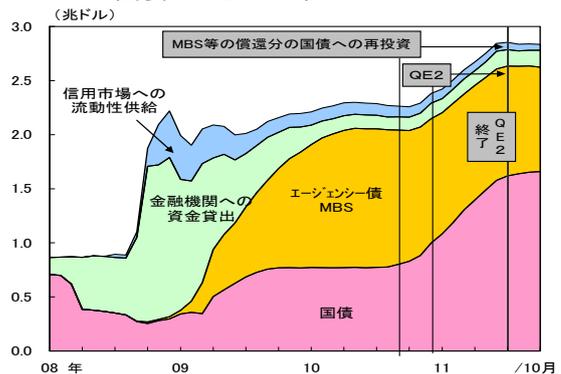
実質GDP成長率については、11年は前年比+1.8%と前回から変更なし、12年については、「給与税税率の引き下げ措置」は延長されないとの前提の下、同+1.8%(前回+2.3%)と下方修正を行った。

図表 家計・企業マインド



資料: コンファレンス・ボード、米供給管理協会

図表 FRBのバランスシート



注: 金融機関への資金貸出は、窓口貸出、PDCF、レボ、TAFなどを含む。信用市場への流動性供給は、AMLF、TALF、CPFFなどを含む。

資料: クリーブランド連銀より三菱総合研究所作成 (2011年10月26日時点)

(2) 欧州経済

急激な信用収縮から景気は大幅に減速へ

欧州の債務問題は、ギリシャやイタリアの不安定な政治情勢などあって深刻化している。金融市場では、ギリシャの「無秩序なデフォルト」への警戒感が熾っているほか、イタリア、フランスなど中核国の長期金利上昇、銀行の資金調達コストの上昇など緊迫した状況が続いている。実体経済については、家計や企業のマインド悪化、欧州系銀行の資産圧縮に伴う急激な信用収縮から、11年10-12月期から12年にかけて、前期比ベースでゼロ近傍の成長率が続く可能性が高い。

ギリシャの「無秩序なデフォルト」への懸念は続く

10月26日、EUは、①ギリシャ追加支援の民間負担の拡大（損失負担21%→50%）、②銀行の資本増強（狭義の中核的自己資本比率5%→9%）、③欧州金融安定基金（EFSF）の資金枠拡大、を柱とする「包括戦略」で合意した。EU・IMFによる1次支援の第6次融資（80億ユーロ）についても、11月半ばの実施で合意し、ギリシャの「無秩序なデフォルト」は回避される見込みとなった。しかしその後、「包括戦略」受け入れの是非を問う国民投票を巡りギリシャ政治情勢が二転三転する中、1次支援の第6次融資が一旦保留となった（その後、パパデモス新首相による連立政権発足を受け、12月半ばまでに融資が実行される見通し）。今後も迅速に財政緊縮策が実行されるかは依然不透明で、市場では「無秩序なデフォルト」への警戒感が熾っている。

イタリアへの懸念の高まりとEFSF資金枠拡大の実現性

その他の財政悪化国の国債利回りも急上昇している。とくにイタリアは、高水準の政府債務、低い競争力、政治情勢の不安定化などから財政の持続性が疑問視されている。またフランスについても、銀行への公的資金注入の可能性から、国債のトリプルA格付けが引き下げられるとの懸念が高まっている。

これらの国々への備えとしては、EFSFの資金枠拡大が急務である。上記の「包括戦略」では、①新たに加盟国が発行する国債へ一定の債務保証を付与、②EFSFが特別目的機関（SPV）を創設し、国際機関や新興国を中心に外部資金を調達、により約1兆ユーロまで拡大するとしている。しかし、域外からどの程度の資金調達ができるのか不透明なほか、フランスが格下げされれば、再び資金枠が1兆ユーロを達成できない可能性がある。さらに、イタリア、スペインへの支援の必要性が生じれば、1兆ユーロでは不十分で、更なる資金枠拡大が必要となる。

こうした中、イタリアの国債利回りは、アイルランドなどが金融支援に追い込まれた際の7%台を突破した。その後、モンティ新首相による連立政権発足（11月13日）により、利回りは一旦低下している。しかし、市場の不安は続いており、EFSF資金枠の拡大は時間との戦いになりつつある。

欧州系銀行の資産圧縮は加速する可能性

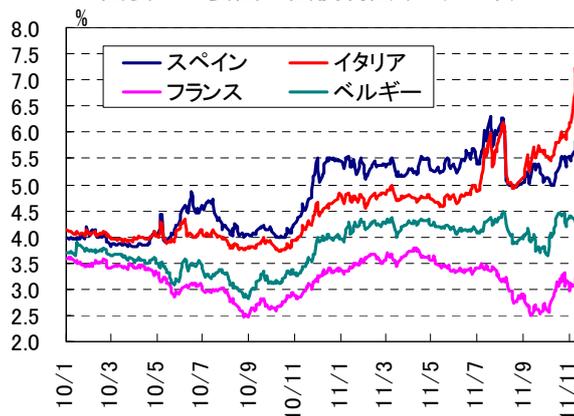
この間、銀行間取引における調達コストは急上昇しており、ECBによる長めの資金供給（12ヶ月、13ヶ月物）やカバー

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	▲ 4.3	1.8	1.7	0.2
ドイツ	▲ 5.1	3.6	2.9	0.6
フランス	▲ 2.6	1.4	1.6	0.2
英国	▲ 4.4	1.8	0.9	0.3

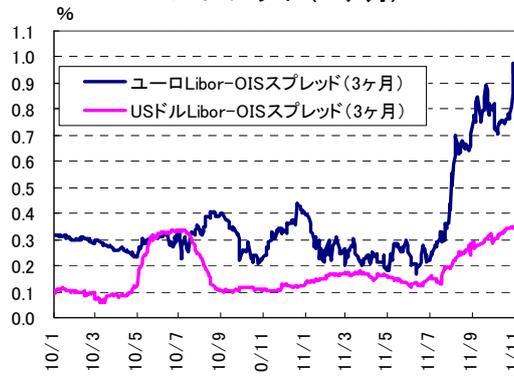
資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表 主要国の国債利回り（10年）



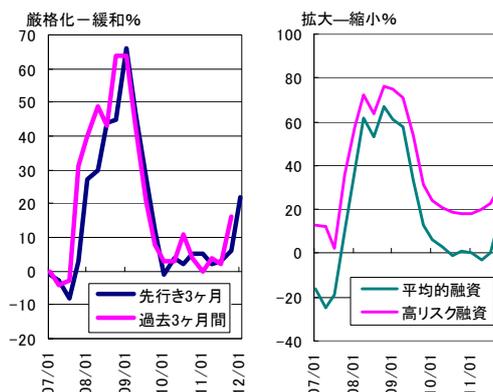
資料：Bloomberg

図表 ユーロ、ドルのLibor—OIS スプレッド（3ヶ月）



資料：Bloomberg

図表 ユーロ圏金融機関の貸出態度と金利上乗せ幅（企業向け）



資料：ECB

ドボンド買入れ再開の発表（10月6日）後も高水準にとどまっている。「包括戦略」に盛り込まれた銀行の自己資本増強は、「自力調達→公的資金注入→EFSF」の順番で12年6月までに実施することが想定されている。もっとも、株価下落で自力での資本調達が厳しい一方、政府の介入も避けたい銀行は、貸出など資産の圧縮を一段と加速させる可能性が高い。ECBの貸出サーベイ（11年7-9月期）によると、既に企業への貸出基準が急速に厳格化しているほか、融資の際の金利上乗せ幅を拡大させる動きがみられており、先行きもこの傾向がさらに強まることが予想される。

こうした信用収縮の影響は、域外にも及ぶ可能性がある。欧州系銀行は、東欧を中心に新興国向け与信を米銀や邦銀に比べて圧倒的に多く保有している。欧州系銀行が域外についても資産圧縮を急速に行えば、世界経済の下押し圧力として作用しよう。

景況感は急速に悪化

EUの景況感指数は、8月以降、急速に悪化している。消費者や小売業など消費関連指数の悪化幅が拡大したほか、輸出受注の急速な減少により鉱工業指数も悪化に転じている。イタリアなど財政悪化国においては、「信用不安の広がり（金利上昇）→更なる財政悪化懸念→緊縮財政→景気悪化」の負の連鎖から、内需が冷え込んでいる。財政に余裕のあるドイツについても、域内輸出の減少が設備投資の減少につながるほか、家計のマインド萎縮が消費に影響する可能性が高い。

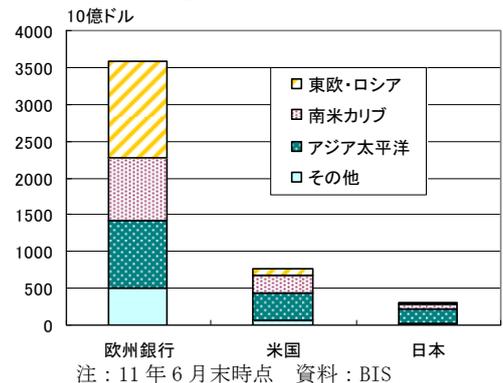
こうした中、ECBは11月3日の政策理事会において、政策金利を0.25%ポイント引き下げ1.25%とした。ドラギ新総裁は「ユーロ圏は緩やかなリセッションに向かっている」とし、さらなる追加利下げの可能性を示唆している。

11年、12年の見通しとリスク

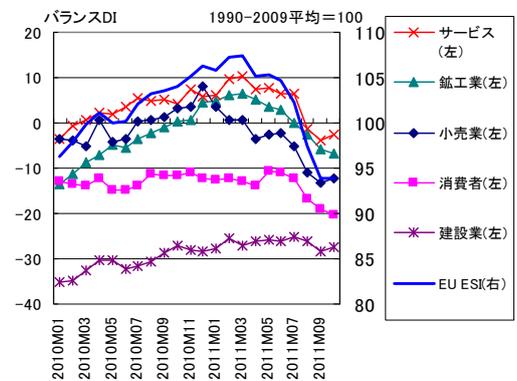
欧州経済の先行きについては、域内の政治情勢やEFSFの資金枠拡大など「包括戦略」の実現性やそのスピードに大きく依存するため、不確実性が非常に高い。メインシナリオとしては、「包括戦略」のもとでギリシャが「無秩序なデフォルト」に至らず、EFSFの資金枠拡大によりイタリアのデフォルトのリスクは回避されると想定する。しかし、その場合でも、財政・金融・経済の負の連鎖から、景況感の悪化が続くほか、輸出の減少もあり、欧州経済全体では11年10-12月期から12年にかけて前期比ベースでゼロないしは小幅のマイナス成長となる可能性が高く、リセッション入りも否定できない。したがって、今回の見通しでは、EU27カ国、主要3カ国ともに前回より11年を▲0.1～▲0.4%程度、12年を▲0.8～▲1.2%程度下方修正した。EU27カ国の実質GDP成長率は、11年は+1.7%とし、12年は+0.2%とゼロ近傍の低成長を見込む。

もっとも、ギリシャやイタリアの政治情勢の混乱、EFSFの資金枠拡大の遅れ、これらの情勢に反応したイタリア国債への売り圧力、同国への与信残高が多い欧州金融機関への不安とフランス格下げ懸念の高まりなど、欧州の信用不安が世界的な金融危機に発展する蓋然性は着実に高まっており、その場合には、リーマン・ショック時のような大幅なマイナス成長を伴う深刻な景気後退に陥る可能性も十分考えられよう。

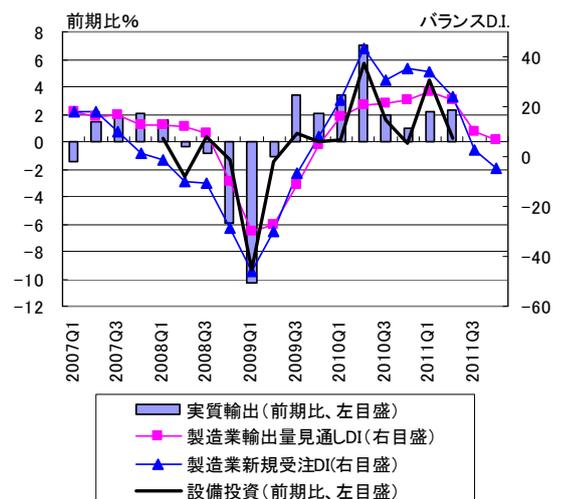
図表 途上国向け与信残高



図表 EU27カ国の景況感



図表 ドイツの輸出、受注、設備投資



(1) 総括

減速感が強まる

新興国経済は、減速感を強めている。堅調な内需を背景に、景気拡大は続いているものの、インフレ進行と既往の金融引き締め効果、さらに欧米向け輸出の減速により、成長率を鈍化させている。

4つのリスクにより成長下押し

新興国経済を取り巻く下押し圧力は以下の4つである。まず、インフレ圧力の残存と金融政策の困難化である。今夏以降、欧米経済の減速懸念の広がりや国際商品市況の落ち着きによる輸入インフレの緩和から、金融引き締めを見合わせる国が増加した。ブラジル、インドネシアではそれぞれ8月、10月に利下げに転じたほか、インフレ率が高止まりしているインドでは、10月に利上げが実施されたものの、同時に追加利上げの可能性は低いとの見解が示された。一方、総じてみれば各国の物価上昇率の水準は依然として高く、金融政策のかじ取りが困難化している。インフレ圧力の残存は、消費・投資の減速要因ともなっており、金融政策の運営には注意が必要である。

第二に、国際投資資金の流出による景気下押しである。今夏以降、欧州債務問題の深刻化から、投資家がリスク回避姿勢を強め、新興国の株式市場や国際商品市場から資金を流出する動きがみられた。世界の主要銀行の新興国向け与信の内訳をみると欧州系による保有残高が大きい。今後、欧州系銀行による資産圧縮の動きが加速する可能性は高く、これまで堅調な成長を支えてきた消費・投資が急減速しかねない。

第三に、新興国からの欧米向け輸出の減速である。特にアジア新興国では、米国、欧州向け輸出シェアは、10年時点でも10%前半を維持していることに加え、アジア域内の貿易拡大は域内の部品取引など生産体制の分業化に起因する部分が多い。重要な最終消費地である欧米各国の景気減速はアジアにとって大きな減速リスクとなる。

第四に、タイの洪水によるサプライチェーン寸断による景気下押しが見込まれる（後掲の特集を参照）。今後の見通しについて一定の前提条件を置いて試算を行うと、タイからの中間財等の輸入減少による各国の生産下押しやタイ向け輸出の減少を通じて、11年末から12年にかけてアジア各国の実質GDP成長率は▲0.1～▲0.4%程度下押しされることが見込まれる。

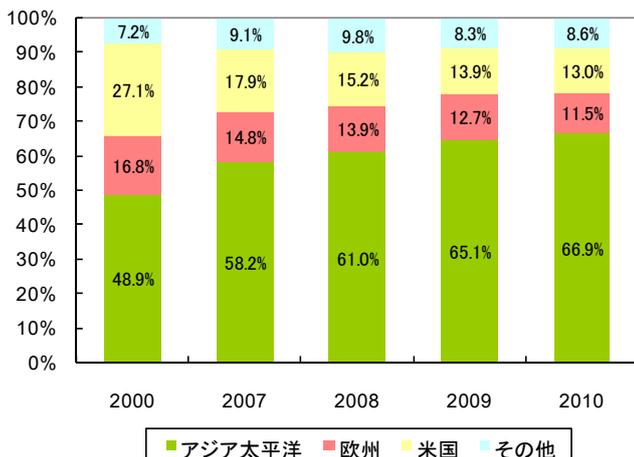
上記の下押し要素を抱える中、新興国全体として前回見通しから小幅の下方修正を行う。しかし、ベースシナリオとしては、景気下押し圧力がかかりつつも、堅調な内需に支えられ、新興国の景気拡大の動きは続くと予想する。

図表 新興国経済見通し

	実績	前年比、%	
		2010年	2011年
中国	10.3	9.0	8.4
NIEs	8.3	3.9	3.4
香港	6.8	3.6	3.3
韓国	6.2	3.8	3.3
シンガポール	14.5	4.8	4.4
台湾	10.8	3.8	3.4
ASEAN5	6.9	4.4	4.5
インドネシア	6.1	6.0	5.5
マレーシア	7.2	4.1	3.8
フィリピン	7.3	3.9	3.7
タイ	7.8	1.4	3.0
ベトナム	6.8	5.4	5.7
インド	8.6	7.6	7.3
ブラジル	7.5	3.9	3.7

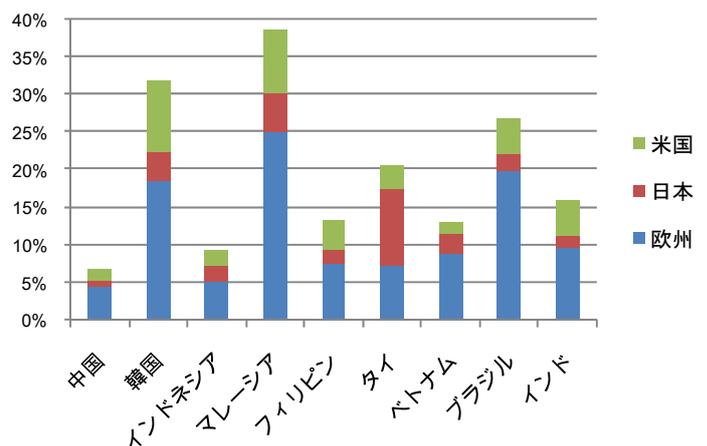
資料：10年実績はCEIC。予測は三菱総合研究所

図表 アジア太平洋地域の輸出先



資料：UN, Comtrade より三菱総合研究所作成

図表 欧米日銀行の新興国向け与信残高（対GDP比）



注：2011年6月末、GDPは名目値
資料：BIS, IMF データより三菱総合研究所作成

(2) 中国経済

GDP は基調として鈍化傾向

中国経済は、基調としてやや減速している。11年7-9月期の実質GDP成長率が前年比+9.1%と前期(4-6月期+9.5%)から鈍化した。なお、前期比では+2.3%と前期(4-6月期+2.2%)に比べ僅かに加速している。減速が続いているとはいえ、実質GDP成長率は9%台、インフレ率も5%台を維持し、景気過熱感の調整には時間を要している。

景況感の外需鈍化や中小企業の経営難から低下

消費の動きをみると、自動車販売台数については政策によって支えられていた10年の反動から、11年入り後の伸び率は鈍化傾向にあったが、足元は前年比横ばいから若干プラスで推移しており、台数ベースでも、9月は160万台と高水準を維持している。10月の小売売上高は、前年比+17.2%と消費全体としての堅調さも持続している。

一方、企業活動については、東日本大震災によるサプライチェーン停滞の影響が緩和する一方、欧米向け輸出の低迷や賃金上昇、既往の原材料高により、中小企業を中心に利益率は低下しており、景況感も緩やかながら低下傾向を辿っている。こうした中、10月の生産は前年比+13.2%と、前半の同+14%程度のペースからやや減速している。

また、外需をみると、海外経済の減速による影響が顕著となっている。10月の輸出は前年比+15.9%となり、8月同+24.5%、9月同+17.1%と伸びの鈍化が続いている。特にEU向け輸出は、8月前年比+22.3%、9月同+9.8%、10月同+7.5%と減速が鮮明である。中国にとって、欧州向け輸出は20%超のシェアを占めることから、12年にかけての欧州経済の急減速は中国の輸出低迷に繋がる。また、タイ洪水の影響でタイ向け輸出の減少も見込まれる。輸出全体に占めるタイ向けシェアは1.3%と小さいものの、輸出下押しの要因となるであろう。

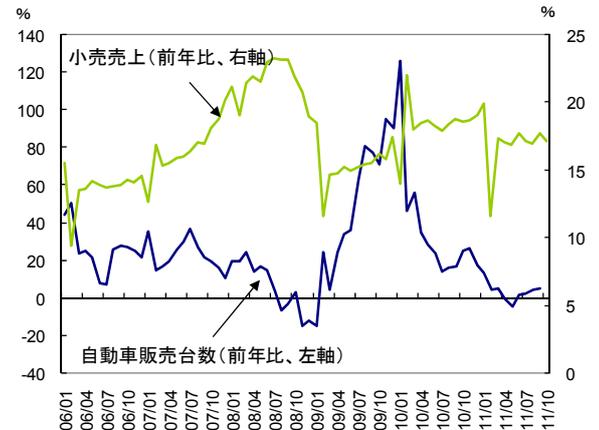
固定資本投資の推移をみると、大規模な景気刺激策が行われた09年からはピークアウトしたものの、10年以降は前年比+25%前後と高い伸びを維持している。とくに地方都市を中心に、低所得者向け住宅投資やインフラ投資などが堅調さを維持している。一方、政府の住宅投資規制や融資規制の効果もあり、都市部の住宅価格は下落が続いているほか、不動産景気指数も低下トレンドを辿っている。都市部の不動産市場の過熱感については、政府はかねてからバブル発生を警戒し、過剰な投資の抑制を重視してきたこともあり、各種政策の効果が顕現化してきていると考えられる。

金融引き締めは一服

中国の消費者物価(CPI)上昇率は、10月時点で前年比+5.5%と、直近ピークの7月(同+6.5%)から徐々に低下しているとはいえ、政府の目標とみられる同+4%程度を大きく上回っている。欧州債務問題を受け、投資家がリスク回避姿勢を強めたことから、国際商品価格が下落し、輸入インフレ圧力は弱まりつつある。しかし、食料品価格は10月も同+11.9%となお高い伸びを示しているほか、国内のインフレ圧力も根強い。物価上昇率は今後緩やかに低下していくものの、そのペースは緩慢であると予想する。政府の目標の4%程度に近づくのは12年末頃となろう。

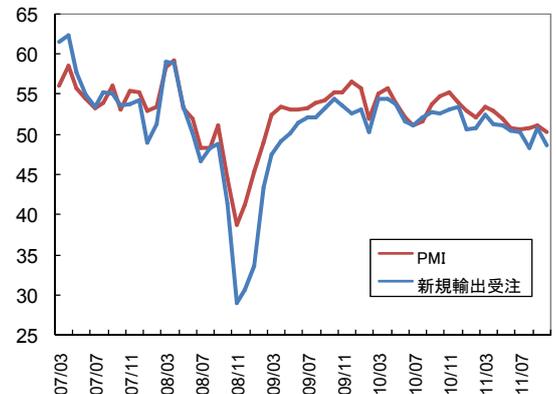
金融政策については、既往の引き締め政策により、預金準備率は既に過去最高水準(21.5%)へ達し

図表 小売売上高と自動車販売台数の推移



資料: Bloomberg

図表 企業の業況感 (PMI)



資料: Bloomberg, CEIC

図表 固定資本投資の動向



資料: Bloomberg

ているほか、足元の政策金利（1年貸出金利）は6月の利上げ後、6.56%で推移している。欧州債務問題や欧米経済減速の中国への影響が顕在化すれば、金融引き締めスタンスを転換し、預金準備率の引き下げなどを実施する可能性もある。しかし、当面の中国経済の最大のリスクはインフレであることから、金融政策の変更には慎重に対応すると考えられ、本見通しのベースシナリオでは、12年まで政策据え置きを予想する。

成長率は減速が続く見込み

以上を踏まえ、中国の実質 GDP 成長率の見通しについては、既往の金融引き締め効果に加え、タイ洪水の影響、欧州債務問題および世界経済減速の影響などを加味し、11年の成長率については前年比+9.0%、12年は同+8.4%と前回（各+9.1%、+8.5%）から小幅下方修正を行った。

（3）NIEs、ASEAN 経済

NIEs 諸国は外需鈍化が顕著

NIEs 諸国については、基調として成長の鈍化が続いている。11年7-9月期の実質 GDP 成長率は、シンガポールが、前年比+5.9%（4-6月期同+0.9%）、韓国が同+3.4%（前期+3.4%）、香港が同+4.3%（前期+5.1%）、台湾が同+3.4%（前期+5.0%）となった。シンガポールでは、前期が大幅に減速したことの反動もあり、7-9月期は成長率が高まったが、輸出や投資が鈍化するなど懸念材料は多い。先行きについては、NIEs 各国は GDP に占める輸出の割合が大きいため、欧米経済の減速を背景に、成長ペースの鈍化は続くと思われる。また、タイ洪水によるサプライチェーン寸断の影響もあり、11年末から12年にかけて▲0.1%～▲0.3%程度の下押し圧力がかかると予想される。

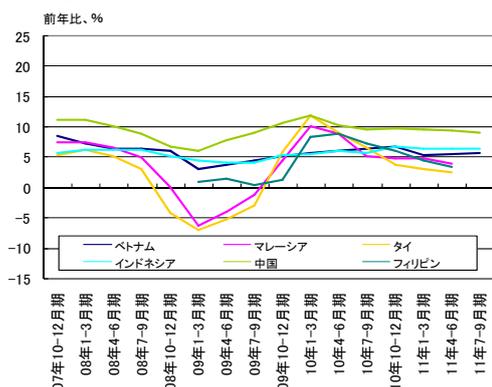
これらの状況を踏まえ、NIEs の実質 GDP 成長率については、11年は前年比+3.9%（前回+4.0%）、12年は同+3.4%（前回+3.5%）と、11年、12年ともに小幅に引き下げる。

ASEAN5 はタイ洪水の影響で下方修正

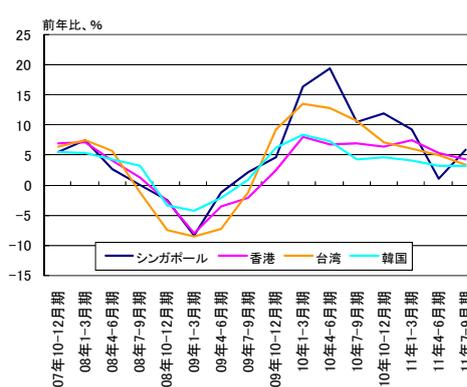
ASEAN 諸国では、内需に支えられ景気拡大の動きが続いているが、タイ、マレーシア、フィリピンでは、インフレの進行や既往の金融引き締めの影響もあり、成長率の鈍化がみられる。ベトナムも堅調な成長が続いているが、インフレは加速しており、景気の先行きには注意を要する。

GDP 成長率については、タイ洪水の影響により、全体として11年、12年ともに下方修正を行う。とくに、タイの見通しについては、洪水の影響で11年が前年比+1.4%と前回+3.5%から▲2.1%ポイントの下方修正、12年は、復旧・復興の動きが経済を押し上げることが期待されるとはいえ、前半は洪水の影響が残り、通年で同+3.0%と▲0.9%ポイントの下方修正を行う。また、マレーシア、フィリピン、インドネシアなどでタイからの中間財の輸入が停滞し、生産に下押し圧力がかかることが予想される。加えて、インフレ圧力の継続や、欧米経済減速の流れ、国際資金流出の動きがマイナス材料となり、成長率は緩やかに鈍化を続けるとみられる。こうした中、ASEAN5 の実質 GDP 成長率については、11年はタイの大幅下方修正の影響もあり、前年比+4.4%と前回（+4.9%）からやや大きく下方修正、12年も前半にかけて欧米経済の減速と、タイ洪水の影響による生産下押しが続くと見込み、同+4.5%と前回（+4.8%）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

＜特集＞ タイ洪水による新興国経済への影響 ～サプライチェーン寸断により成長下押し～

タイ経済への影響

10月上旬から各地方で深刻な状況が続いているタイの洪水被害について、タイ経済への影響、およびサプライチェーンを通じたアジア経済全体への影響を分析した。

まず、タイ国内経済への影響については、10月後半にタイ財務省が洪水による経済的損失は60億ドル（対GDP比1.9%）との試算を発表、タイ中央銀行も11年の実質GDP成長率の見通しを従来予想の+4.1%（7月）から、+2.6%へと▲1.5%下方修正している。

しかし、10月後半時点よりも被害状況は深刻化しており、11月上旬には8つ目の工業団地が浸水しているほか、バンコク市内でも浸水被害・避難地域の拡大が続いている。これらの現状を踏まえると、洪水被害についてはタイ財務省の試算を大幅に上回る規模となることが予想される。洪水はなお進行中であるが、①12月中には排水に目処、②被害を受けた国内工場などの生産設備が数か月から半年で復旧完了、③インラック政権が11月上旬に発表した9,000億バーツ規模（GDPの約8.9%）の「ニュー・タイランド計画」が11年末から12年初めに本格化することを前提に試算すると、被害規模は現時点では対GDP比5.0%程度にのぼるとみられる。この結果、11年の実質GDP成長率については▲2.1%程度の方修正を行い、前年比+1.4%程度と予想する。12年については、「ニュー・タイランド計画」による復興需要を見込むものの、11年10-12月の経済活動の大幅な落ち込みによる成長率へのマイナスのゲタの影響もあり、同+3.0%程度にとどまると予想する。

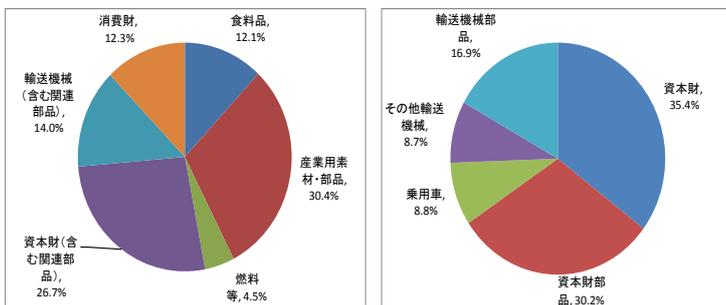
さらに、今回の影響がタイの中長期的な成長力低下に繋がる可能性には注意が必要である。今回の洪水被害の長期化を契機に、アジア域内におけるサプライチェーンの見直しが大幅に行われることとなれば、足元の賃金上昇などのマイナス要素も相まって、投資低迷を通じてタイの中長期的な成長率を押し下げる可能性もある。

サプライチェーンを通じたアジア経済全体への下押し

タイの洪水被害は国内にとどまらず、サプライチェーンを通じてアジア全体に波及する可能性が高い。タイ全体の輸出構造をみると、産業用素材・部品、資本財、輸送機械の輸出シェアが大きい。また、輸送機械や資本財の部品輸出の仕向け先シェアを確認すると、日米のウェイトが高いほか、ASEAN、NIEs各国も比較的大きなシェアを占めており、これらの産業では、サプライチェーン寸断の影響が世界に波及する可能性がある。実際、自動車産業では、日米、マレーシアなどで減産の動きがみられるなど、すでに影響がみられ始めている。

図表1 タイの輸出構造（2010年）

＜タイの品目別輸出＞（左：全体内訳、右：資本財と輸送機械の内訳）



＜資本財部品と輸送機械部品の輸出先内訳＞

資本財部品の輸出先	シェア	輸送機械部品の輸出先	シェア
中国	11.8%	オーストラリア	3.2%
香港	14.1%	ブラジル	3.7%
日本	12.9%	中国	1.9%
韓国	3.0%	インドネシア	9.6%
マレーシア	7.5%	日本	11.6%
シンガポール	10.0%	マレーシア	8.1%
米国	8.9%	フィリピン	3.4%
		インドネシア	4.7%
		シンガポール	5.1%
		ベトナム	4.7%
		米国	11.7%

資料：UN、Comtrade データより三菱総合研究所作成

図表2 各国へのインパクト
（タイからの輸入額が▲4%減少のケース）

アジア新興国経済への影響に限定すると、タイからの中間財等の輸入が仮に4%程度減少した場合、サプライチェーン寸断による製造業の生産下押しを通じ、アジア各国のGDPを▲0.1%～▲0.3%程度押し下げる。さらに国内経済低迷によるタイ向け輸出減少のインパクトも含めると、影響は▲0.1%～▲0.4%程度と試算できる。

	GDPに占める製造業の比率	タイからの輸入比率	タイからの▲4.0%輸入低下によるGDPへのインパクト
中国	40.2	2.4	0.10
香港	1.7	2.5	0.10
韓国	27.6	1.9	0.08
シンガポール	20.9	3.3	0.13
台湾	30.6	1.5	0.06
インドネシア	25.8	5.5	0.22
マレーシア	27.6	6.2	0.25
フィリピン	21.4	7.1	0.28
ベトナム	25.2	6.6	0.26
米国	11.7	0.5	0.02
日本	18.0	3.0	0.12

資料：CEIC、IMFなどを用いて三菱総合研究所作成

(4) インド経済

景気拡大テンポは鈍化も高インフレ続く

インドの景気拡大テンポは鈍化している。11年4-6月期の実質GDPは前年比+7.7%と、10年中(+8.6%)に比べ、その勢いはやや弱まっている。需要項目別にみると、輸出が好調に推移する一方、国内では、消費が緩やかながらも鈍化し、固定資本形成も減速基調にある。過去の動きをみると、景気減速がしばらくの間続く場合には、消費減速とほぼ同時に固定資本形成が大幅に減速するパターンが多い。足元の状況は、このパターンに入りつつあると考えられる。

一方、インフレ率は9月の卸売物価指数が前年比+9.7%と足元で高止まりしている。こうした中、インド中央銀行は、10月25日に政策金利を引き上げ、レポレートおよびリバースレポレートをそれぞれ8.5%、7.5%とした。しかし同時に、先行きについては追加利上げの可能性が低いとの発表も行った。これは、内外景気の減速感の強まりに配慮しての判断と考えられる。この間、為替レートは、中央銀行による利上げ一服の見通しに加え、後述の投資家のリスク回避志向の強まりもあって、足元で減価傾向にある。

資金フローの状況

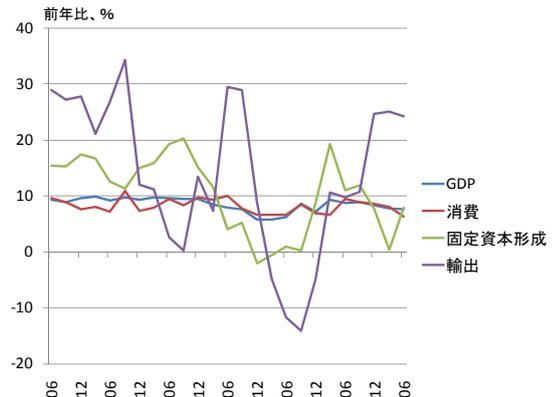
欧州債務問題が一段と深刻化する中、新興国の高成長の原動力の一つである資本流入動向にも目を配っておく必要がある。投資家のリスク回避志向の強まりを受け、海外からインドへの証券投資は減少している。さらに足元の為替レートの減価、利上げスタンス緩和の見通しなどを踏まえると、資本流入の勢いは一段と弱まる可能性がある。インドは経常赤字国であり、固定資本投資などのファイナンスは海外資金に大きく依存している。したがって、資本流入の動向は国内の投資動向にも影響を与えうる。

もっとも、現時点では直接投資は堅調に推移している。先行きについては、欧州債務問題の帰趨などにもよるが、インド経済の期待成長率の高さなどを踏まえると、短期資金の引き上げは避けられないとしても、中長期的な投資資金が一度に引き上げるリスクは高くはないと考えられる。中国のように、地価などの不動産市況にバブル的な状況がみられていないことも、中期的な投資を支える要因となろう。

12年にかけて成長率は鈍化

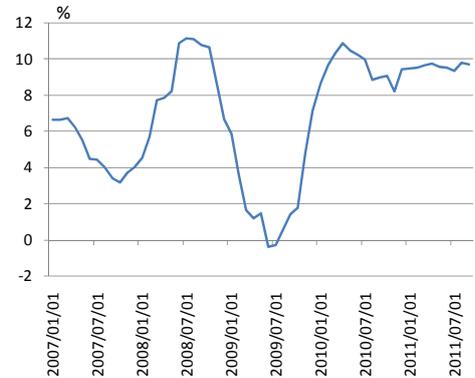
これまでの金融引き締め政策そのものが後手に回ってきたことから、景気は鈍化しつつも高インフレの状態は簡単には収まらない可能性が高い。上記のとおり、当面、利上げは見送られる模様だが、既往の金融引き締め政策が景気を鈍化させているというよりは、むしろインフレに伴う賃金上昇などを通じた内生的な調整メカニズムが景気の下押し圧力となって顕現化してきたと考えられる。好調を維持してきた輸出に関しても、中東、米国、中国などが主な貿易相手であるが、海外経済減速の影響は避けられないであろう。このため、インド経済は12年に向けて一段と減速していく公算が大きい。実質GDP成長率については、前回見通しから若干下方修正し、11年前年比+7.6%、12年同+7.3%と予測する(前回:各+7.8%、+7.4%)。

図表 実質GDPと主な需要項目の推移



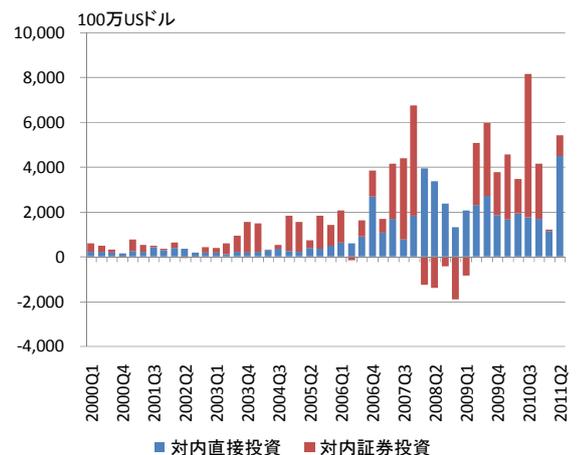
注: GDPは要素費用表示、他は市場価格表示。
資料: CEIC

図表 卸売物価指数の推移



資料: CEIC

図表 対内資金流入の状況



資料: CEIC

(5) ブラジル経済

景気拡大テンポは緩やかに鈍化

ブラジル経済は拡大を続けているものの、足元そのテンポはやや鈍化している。既往の金融引き締め政策などに伴い、個人消費、固定資本投資とも緩やかではあるが鈍化傾向にある。純輸出の拡大テンポも、資源価格の上昇に支えられた交易条件の改善がこのところ一服、更に米国を中心とする海外経済減速の影響もあって、やや弱まっているとみられる。

こうした中、政策当局は、これまでの金融引き締め政策を転換し、8月、10月と利下げを実施、政策金利は11.5%とした。その背景には、レアル高の回避や、世界経済の先行きの減速懸念などへの対応といった狙いがあったと考えられる。もともと、こうした政策転換には、ブラジルの金融・財政政策が他の新興国とは異なり、インフレに対して機動的に対応してきた面も挙げられる。まず、インフレ率上昇に対し、他の新興国と比べ政策金利を弾力的に上昇させる政策運営をしてきた。また、インフレ抑制の観点では、金融政策のみが注目されがちであるが、総需要に影響を与える財政政策も重要である。他の新興国に比べ、ブラジルはリーマン・ショック後の財政出動が抑制気味に行われてきたとみられる。なお、インフレ率と関連の深い失業率をみると、足元は概ね横ばいの動きを続けている。そのため、最近の利下げがただちにインフレ率の加速をもたらすとは考えにくい。状況を注視していく必要がある。

対内資金流入鈍化などのリスク要因

リスク要因としては、第一に、海外からの資金流入の鈍化が挙げられる。最近の対内資金流入の推移をみると、世界経済の減速や金融市場におけるリスク回避の流れを受けて、証券投資は鈍化しつつある。また、欧州系銀行のブラジル向け与信残高は大きく、資産圧縮の影響を受け易い。経常赤字の同国では、海外与信の減少や直接投資の鈍化に伴い、設備投資の拡大テンポも鈍る公算が大きい。

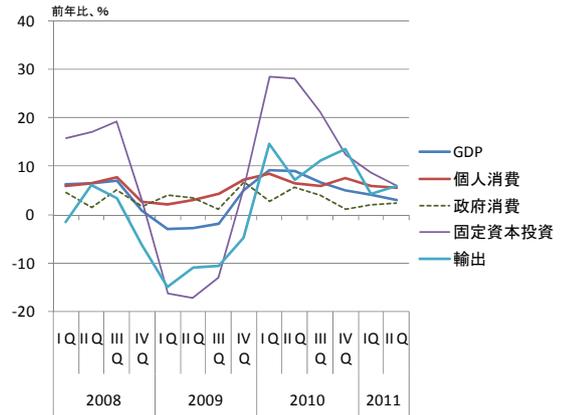
第二に、より中長期的な観点では、消費者ローンなどの家計の債務問題もブラジル経済にとってのリスクである。消費者信用の足元におけるトレンドからの乖離額はGDP比2%程度にとどまり、潜在的な不良債権の規模は小さいものの、そうした不均衡の調整が対内資金流入の急激な鈍化といったリスクと相まって、景気を腰折れさせる可能性も否定はできない。

来年にかけて減速の見通し

当方の分析に基づけば、ブラジル金融政策の政策効果ラグは半年ないしそれ以上と考えられる。足元で利下げに動いたとはいえ、しばらくは既往の引き締め効果が残ることに鑑みると、8、10月の利下げが直ちにインフレ圧力を高めるとは考えにくい。そのため、世界経済が減速するという前提の下では、インフレが再加速する公算は今のところ低い。

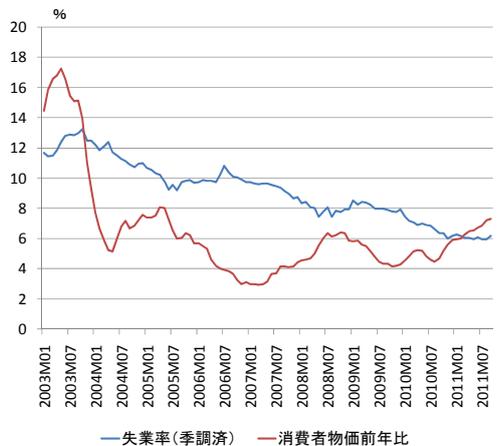
一方、景気については、既往の引き締め効果や海外経済の減速などを背景に、11、12年にかけて成長率は低下していくだろう。米国経済などの状況に鑑み、実質GDP成長率見通しについては、11年前年比+3.9%、12年同+3.7%と前回見通し（各+4.4%、+4.2%）から引き下げる。なお、他の新興国に比べれば、すでにインフレリスクに対応してきた分、減速局面からの立ち直りが早い可能性もある。

図表 実質 GDP 成長率（前年比、%）



資料：ブラジル中銀

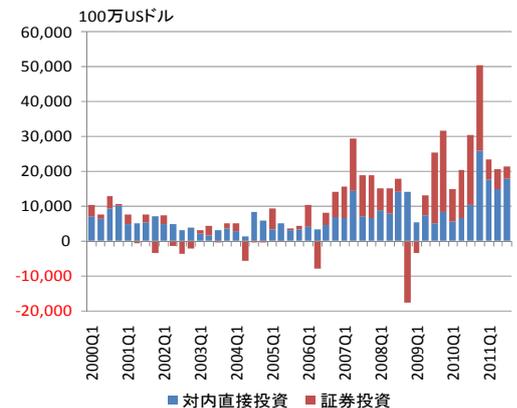
図表 失業率と消費者物価の推移



資料：Bloomberg

注：失業率の季節調整は三菱総合研究所。

図表 対内資金流入の推移



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、％）

	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	
名目	国内総生産（＝GDP）	474,037.9	475,811.4	468,027.1	476,132.8	▲ 3.7%	0.4%	▲ 1.6%	1.7%
	民間最終消費支出	280,681.2	279,371.8	277,301.8	278,264.7	▲ 2.3%	▲ 0.5%	▲ 0.7%	0.3%
	民間住宅投資	12,905.7	12,946.4	13,887.6	14,383.3	▲ 21.3%	0.3%	7.3%	3.6%
	民間設備投資	63,672.7	65,816.4	65,528.4	67,614.5	▲ 16.6%	3.4%	▲ 0.4%	3.2%
	民間在庫品増加	▲ 3,596.3	▲ 2,172.4	▲ 1,128.5	▲ 452.1	***	***	***	***
	政府最終消費支出	94,948.7	96,329.8	98,137.1	99,550.6	1.7%	1.5%	1.9%	1.4%
	公的固定資本形成	21,263.3	19,341.7	19,518.5	20,545.7	8.6%	▲ 9.0%	0.9%	5.3%
	公的在庫品増加	134.4	143.2	302.6	393.9	***	***	***	***
目	財貨・サービス純輸出	4,028	4,035	▲ 5,520	▲ 4,168	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	64,218.2	73,537.7	71,664.7	75,790.8	▲ 18.0%	14.5%	▲ 2.5%	5.8%
	財貨・サービス輸入	60,190.1	69,503.2	77,185.0	79,958.7	▲ 25.0%	15.5%	11.1%	3.6%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	526,495.9	539,122.4	540,252.9	550,069.4	▲ 2.4%	2.4%	0.2%	1.8%
	民間最終消費支出	303,886.2	306,839.1	307,712.2	308,946.1	0.0%	1.0%	0.3%	0.4%
	民間住宅投資	12,556.8	12,533.5	13,232.4	13,587.5	▲ 18.2%	▲ 0.2%	5.6%	2.7%
	民間設備投資	70,621.1	73,584.2	73,400.0	75,933.2	▲ 13.6%	4.2%	▲ 0.3%	3.5%
	民間在庫品増加	▲ 4,191.8	▲ 1,773.3	▲ 985.3	▲ 471.5	***	***	***	***
	政府最終消費支出	100,669.8	102,983.8	105,183.9	106,792.6	3.5%	2.3%	2.1%	1.5%
	公的固定資本形成	21,038.2	18,966.1	18,978.5	19,951.1	14.3%	▲ 9.8%	0.1%	5.1%
	公的在庫品増加	205.8	222.3	332.7	393.9	***	***	***	***
質	財貨・サービス純輸出	20,134.6	26,856.3	23,733.9	26,546.8	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	72,721.3	85,168.7	84,393.7	88,487.7	▲ 9.6%	17.1%	▲ 0.9%	4.9%
	財貨・サービス輸入	52,586.7	58,312.4	60,659.8	61,940.8	▲ 11.0%	10.9%	4.0%	2.1%

	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	
指数	鉱工業生産指数	86.1	93.8	91.4	95.8	▲ 8.8%	8.9%	▲ 2.6%	4.8%
	国内企業物価指数	102.6	103.3	105.5	105.7	▲ 5.2%	0.7%	2.1%	0.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.7	99.8	99.7	99.6	▲ 1.5%	▲ 0.9%	▲ 0.1%	▲ 0.1%
	GDPデフレーター	90.0	88.3	86.6	86.6	▲ 1.3%	▲ 2.0%	▲ 1.9%	▲ 0.1%
等	完全失業率	5.2%	5.0%	4.5%	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	84.3	88.2	▲ 25.4%	5.6%	3.0%	4.6%

（単位：10億円、％）

対外	経常収支（10億円）	15,782	16,126	9,283	11,053	***	***	***	***
バラ	貿易・サービス収支	4,781	5,223	▲ 3,611	▲ 1,681	***	***	***	***
ンス	貿易収支	6,600	6,496	▲ 1,811	▲ 211	***	***	***	***
	輸出	55,567	64,451	62,780	66,363	▲ 17.9%	16.0%	▲ 2.6%	5.7%
	輸入	48,967	57,956	64,590	66,574	▲ 26.4%	18.4%	11.4%	3.1%
	通関収支戻（10億円）	5,187	5,379	▲ 3,138	▲ 1,747	***	***	***	***
	通関輸出	59,008	67,792	66,323	70,262	▲ 17.1%	14.9%	▲ 2.2%	5.9%
	通関輸入	53,821	62,413	69,461	72,009	▲ 25.2%	16.0%	11.3%	3.7%

為替	基準割引率（旧・公定歩合、年度末）	0.30%	0.30%	0.20%	0.20%	***	***	***	***
	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.100%	0.097%	0.000%	0.000%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	1.37%	1.16%	1.08%	1.13%	***	***	***	***
	M2	759,757	780,078	781,918	800,805	2.9%	2.7%	0.2%	2.4%
	日経平均株価	9,974	9,961	9,042	9,150	▲ 7.7%	▲ 0.1%	▲ 9.2%	1.2%
	原油価格（WTI、ドル／バレル）	70.7	83.4	95.3	96.8	▲ 17.9%	18.0%	14.3%	1.5%
等	円／ドル レート	92.9	85.7	78.3	78.8	***	***	***	***
	ドル／ユーロ レート	1.413	1.323	1.403	1.380	***	***	***	***
	円／ユーロ レート	131.2	113.2	109.9	108.7	***	***	***	***

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。