

PRESS RELEASE

2012年2月14日
株式会社三菱総合研究所

2011-2013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、2011年10-12月期GDP速報の発表を受け、2011-2013年度の内外経済に関する予測を発表致しました。

復興需要に支えられ、緩やかな回復局面へ

日本の実質成長率予測値:2011年度▲0.5%、2012年度+1.8%、2013年度+1.6%
(前回予測値(12月9日):11年度▲0.5%、12年度+1.8%)

日本経済

- わが国経済は、東日本大震災後の生産正常化の動きが一服し、足踏みの状態にある。その背景には、欧州債務危機の深刻化、海外経済の減速、円高の定着、タイの洪水による部品供給の滞りなど外部環境の悪化がある。こうしたなか、11年10-12月期の実質国内総生産(GDP)は、2四半期ぶりのマイナス成長となった。
- 先行きを展望すると、復興需要が徐々に表面化し、日本経済は回復基調を辿ると予想する。12年度入り後は、復興需要の本格化とともに、回復傾向が明確になるであろう。官民合わせた復興需要は12年度の実質GDP成長率を1%程度押し上げる見通しである。13年度は、復興需要の押し上げ効果は徐々に弱まるが、海外経済の持ち直しや消費税率引き上げ前の駆け込み需要を背景に、回復基調を維持すると予想する。
- ただし、海外情勢を中心に不確実性は高い。リスク要因として、①欧州債務危機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するも、世界経済が標準シナリオ以上に減速する可能性、③地政学的リスクによる資源価格の高騰、などが指摘できる。

海外経済

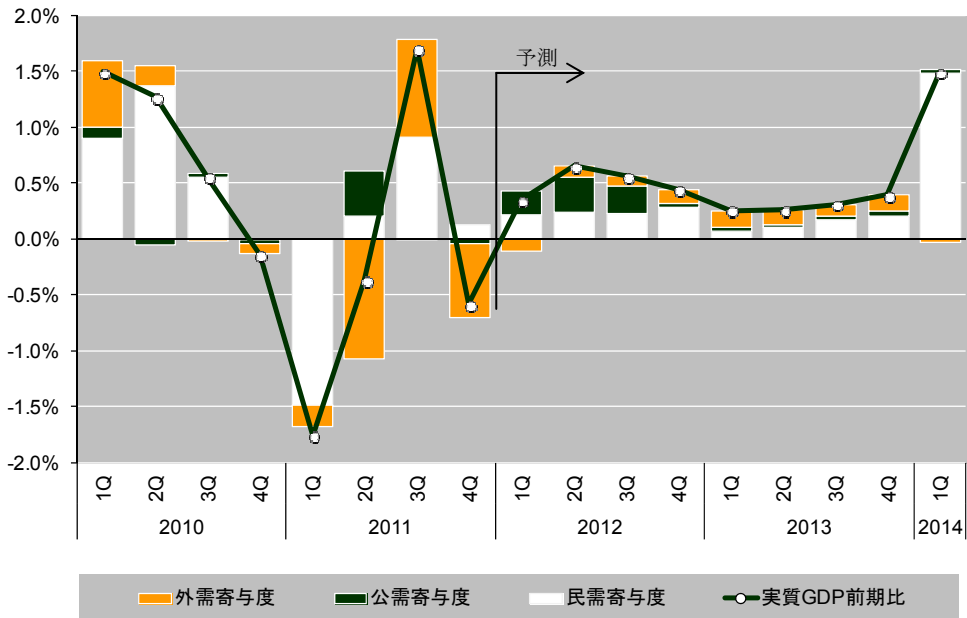
- 米国経済**は、緩やかな回復を続けている。11年後半には、サプライチェーン復旧による在庫復元やガソリン価格の低下から、回復テンポをやや高めた。しかし、住宅市場の低迷、バランスシート調整圧力の残存など、金融危機後の後遺症が未だ癒えないなか、欧州債務危機の米国経済への波及懸念も拭えず、12年、13年ともに2%を下回る緩やかな成長にとどまると見込む。
- 欧州**では、昨年末の欧州中央銀行(ECB)による長期資金供給の実施により、一頃に比べ市場の緊張はやや和らいでいる。しかし、ギリシャを巡る情勢は厳しい。目先の「無秩序なデフォルト」懸念はひとまず後退しつつあるものの、債務の持続性はなお疑問視されており、危機の収束はみえない。実体経済は、信用収縮や緊縮財政を背景に、南欧諸国を中心に悪化しており、12年はほぼゼロ近傍の低成長を予想する。13年は、南欧諸国の景気低迷は続くものの、全体ではドイツの回復に支えられ、1%弱程度の成長を見込む。
- 新興国経済**は、減速傾向にある。既往の金融引き締め効果や輸出の減速に加え、アジアではタイ洪水の影響もあって、成長率は軒並み鈍化している。こうしたなか、各国はマクロ経済政策を緩和方向へ転換し始めている。もっとも、引き続きインフレ圧力は残存しており、大幅な金融緩和は想定しにくい。こうしたなか、新興国経済は12年前半にかけて減速傾向を辿るとみられる。12年後半から13年にかけては、①足元の漸進的な金融緩和による下支え効果と、②世界経済の緩やかな回復を背景に、緩やかに成長率を高めると予想する。

図表 2011-2013 年度の実質経済成長率(日本)の展望 (単位:%)

項目	2010年度		2011年度		2012年度		2013年度	
	実績		予測		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	3.1	***	▲ 0.5	***	1.8	***	1.6	***
内需	2.4	2.4	0.6	0.4	1.7	1.7	1.2	1.1
民需	3.0	2.2	0.1	▲ 0.0	1.4	1.0	1.3	1.0
民間最終消費支出	1.5	0.9	0.5	0.3	0.6	0.4	0.8	0.5
民間住宅投資	2.3	0.1	3.7	0.1	3.7	0.1	5.4	0.1
民間企業設備投資	3.5	0.4	▲ 0.1	▲ 0.0	3.7	0.5	2.4	0.3
民間在庫投資	***	0.8	***	▲ 0.4	***	0.1	***	0.0
公需	0.5	0.1	2.0	0.4	2.8	0.7	0.7	0.2
政府最終消費支出	2.3	0.5	1.9	0.4	2.1	0.4	1.4	0.3
公的固定資本形成	▲ 6.8	▲ 0.3	1.4	0.1	6.3	0.3	▲ 2.4	▲ 0.1
外需(純輸出)	***	0.8	***	▲ 1.0	***	0.1	***	0.5
輸出	17.2	2.3	▲ 1.7	▲ 0.3	2.8	0.5	4.4	0.7
輸入	12.0	▲ 1.5	5.2	0.7	2.8	0.4	1.7	0.2
名目GDP	1.1	***	▲ 2.5	***	1.1	***	1.2	***

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

世界経済は減速、12年後半以降持ち直しへ

世界経済は減速している。欧州債務危機が世界経済にとって大きな重石となっている。

米国経済は、緩やかな回復を続けている。11年後半には、サプライチェーン復旧による在庫復元やガソリン価格の低下から、回復テンポをやや高めた。しかし、住宅市場の低迷、バランスシート調整圧力の残存など、金融危機後の後遺症が未だ癒えないなか、欧州債務危機の米国経済への波及懸念も拭えず、12年、13年ともに2%を下回る緩やかな成長にとどまると見込む。

欧州では、欧州中央銀行（ECB）による長期資金供給実施により、市場の緊張は幾分和らいでいる。しかし、ギリシャを巡る情勢は厳しい。目先の「無秩序なデフォルト」懸念はひとまず後退しつつあるものの、債務の持続性はなお疑問視されており、危機の収束はみえない。実体経済は、信用収縮や緊縮財政を背景に南欧諸国を中心に悪化しており、12年はほぼゼロ近傍の低成長を予想する。13年は南欧諸国の景気低迷は続くものの、全体ではドイツの回復に支えられ、1%弱程度の成長を見込む。

新興国経済は、減速傾向にある。既往の金融引き締め効果や輸出の減速に加え、アジアではタイ洪水の影響もあって、成長率は軒並み鈍化している。こうしたなか、各国は景気減速への対応として、マクロ経済政策を緩和方向へ転換し始めている。もっとも、引き続きインフレ圧力は残存しており、大幅な金融緩和は想定しにくい。こうしたなか、新興国経済は12年前半にかけて減速傾向を辿るとみられる。12年後半から13年にかけては、①足元の漸進的な金融緩和による下支え効果と、②世界経済の緩やかな回復を背景に、緩やかに成長率を高めると予想する。

日本経済は足踏み状態、12年度入り後は復興需要に支えられ緩やかな回復へ

わが国経済は、震災後の生産正常化の動きが一服し、足踏みの状態にある。その背景には、欧州債務危機の深刻化や海外経済の減速に加え、円高の定着、タイ洪水による影響など外部環境の悪化がある。その結果、実質国内総生産（GDP）は、11年7-9月期に前期比+1.7%（年率+7.0%）と3四半期振りにプラス成長となったが、10-12月期は前期比▲0.6%（年率▲2.3%）と再びマイナス成長となった。

欧州債務危機は次の3つの経路から、わが国経済の下押し圧力になっていると考えられる。第一に、金融市場を通じた経路である。昨年半ば以降、安全資産への逃避の動きなど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。第二に、国際金融システムを通じた経路である。昨年末のECBによる長期資金供給が功を奏し、足元、市場の緊張は幾分和らいでいる。しかし、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。このため、信用収縮の影響は、欧州系銀行の与信残高が相対的に多い新興国にも及び、現地の日本企業の売上や戦略にも影響を与えている可能性がある。第三に、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%程度と決して大きくはない。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、相応の下押し圧力になる。

先行きは、復興需要が徐々に表面化し、日本経済は回復基調を辿ると予想する。12年度入り後は、復興需要の本格化とともに、回復傾向が明確になるであろう。官民合わせた復興需要は12年度の実質GDP成長率を1%程度押し上げる見通しである。13年度は、復興需要の押し上げ効果は徐々に弱まるが、海外経済の持ち直しや消費税引き上げ前の駆け込み需要を背景に、回復基調を維持すると予想する。

金融市場や政策の前提は、次のとおりである。為替相場（ドル円レート）は、予測期間中、70円台後半から80円近傍での推移を予想する。欧州債務危機の長期化が予想されるなか、逃避先として円の選好は続くと思われる。また、米連邦準備制度理事会（FRB）が14年終盤まで低金利政策を維持するとの時間軸を示すなか、内外金利差の観点からも対ドルでの大幅な円安は想定しにくい。原油相場は、イラン情勢の緊迫化などを背景に、前回見通しよりも水準をやや引き上げ、95~110ドル/バレルでの推移を想定する。財政政策では、14年4月に消費税率引き上げ（5%→8%）を見込む。また、13年1月からの復興増税（所得税）も織り込んでいるが、25年間で約7.5兆円規模のため、単年度のGDPへの影響は軽微と予想する。金融政策は、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。

以上を踏まえ、日本の実質GDP成長率は、11年度前年比▲0.5%、12年度同+1.8%、13年度同+1.6%と予測する（11年度、12年度の予測値は前回から変更なし）。12年度以降は回復基調を辿るが、震災からの復興が見込まれる割には、力強さを欠く成長といえよう。

最大のリスクは欧州債務危機

上記の見通しに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。

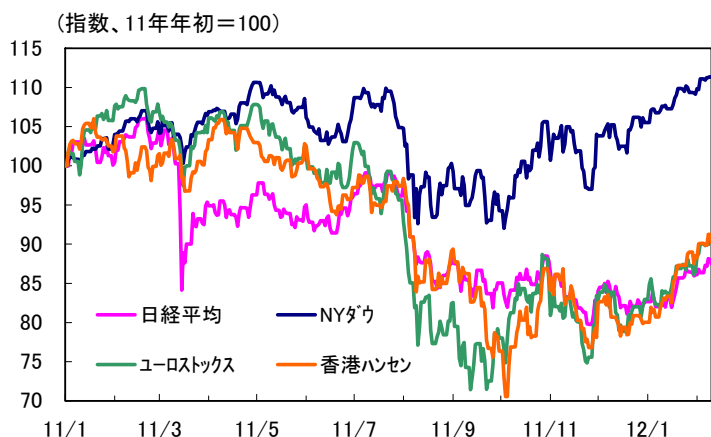
第一に、最大の懸念材料として、欧州債務危機が世界的な金融危機へと発展する可能性が挙げられる。ECBによる異例の長期資金供給などにより、市場の緊張は一頃に比べやや和らいだが、ギリシャ情勢は不安定な状況が続いている。ギリシャでは、議会での緊縮策承認を受け第2次支援実施の見通しが高まったことから、3月のデフォルト懸念はひとまず後退しつつあるが、財政再建の実行性はなお疑問視されている。債務膨張に歯止めがかからない場合、EUやIMFが追加支援に応じる可能性は低いとみられ、ギリシャのユーロ離脱懸念が市場の混乱につながる恐れがある。また、フランスなどの格下げにより、欧州金融安定基金（EFSF）の融資能力が低下するリスクもある。さらに、フランスでは大統領選を控えている。これまでドイツとフランスは基本的に協調路線を歩んできたが、この関係が崩れれば、追加負担への反対姿勢を強めるドイツとその他加盟国間の対立が深刻化する可能性も否定できない。

上記のようなリスクシナリオが現実のものとなれば、市場の緊張は一気に高まり、世界的な金融危機へと発展する可能性がある。その場合には、世界経済は深刻な景気後退に陥ることとなる。

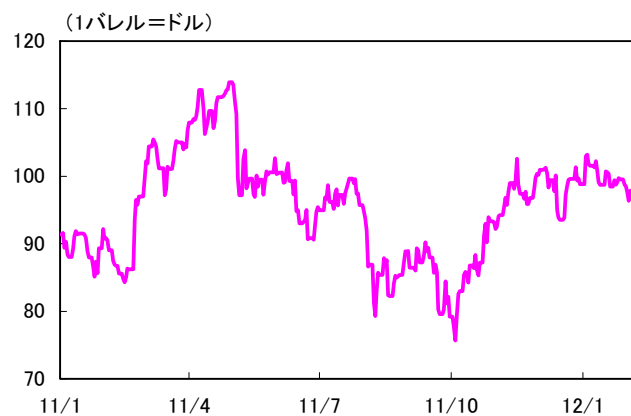
第二に、世界的な金融危機は回避されたとしても、世界経済が標準シナリオ以上に減速する懸念は残る。欧州では、財政・金融・経済の負の連鎖が強まっており、景気後退局面入りの可能性は排除できない。米国経済は、失速リスクは一頃に比べ低下したが、バランスシート調整圧力の存在により外的ショックに脆い状況が続いている。欧州債務危機や原油価格の行方次第では、再減速の恐れがある。また、新興国では、足元の景気減速を受けてマクロ経済政策を緩和方向へ転換しているが、インフレ圧力は残存しており、経済を軟着陸させることができるかはなお予断を許さない。また、欧州系銀行による資産圧縮の強まりもリスク要因として挙げられる。

第三に、地政学的リスクによる国際商品市況の想定以上の上昇が挙げられる。わが国は、震災以降、燃料輸入が増加しており、資源価格高騰の影響をより受けやすい点には注意が必要である。

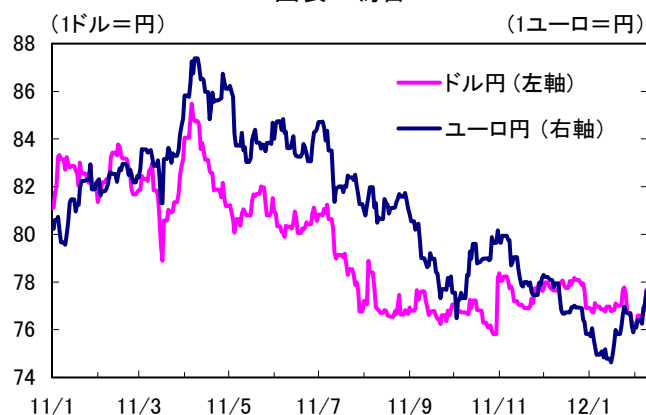
図表 世界の株価



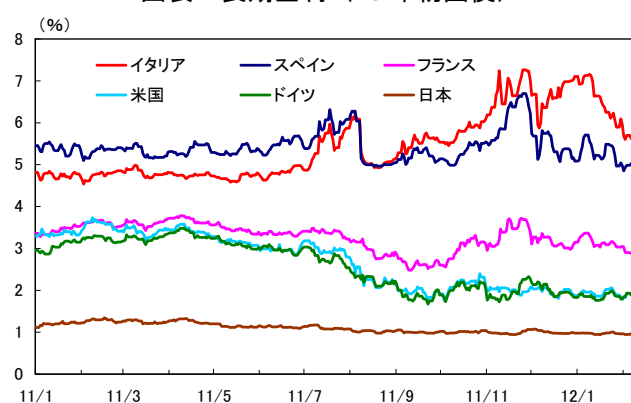
図表 原油価格 (WTI ベース)



図表 為替



図表 長期金利 (10年物国債)



注：直近は2月10日
資料：Bloomberg

(1) 概観

10-12 月期は 2 四半期ぶりのマイナス成長

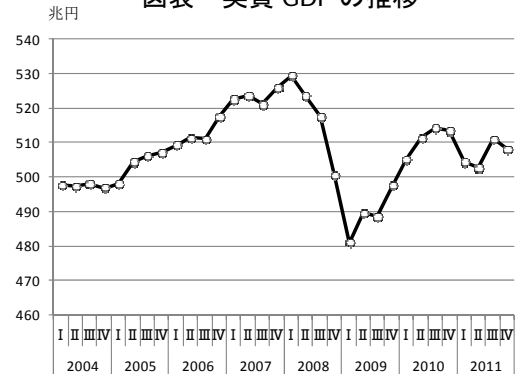
内閣府発表の 11 年 10-12 月期の GDP 成長率 (1 次速報) は、実質前期比▲0.6% (年率▲2.3%) と、2 四半期ぶりのマイナス成長となった。

主因は外需の減少であり、輸出が同▲3.1%、輸入が同+1.0%となったことで、10-12 月期の GDP を▲0.6%ポイント押し下げた。民需は、タイの洪水の影響から在庫が大きく減少したものの、家計消費や設備投資は堅調な伸びを示した。公需は、復興需要の顕現化の遅れなどから公的固定資本形成が同▲2.5%と 2 四半期連続のマイナスとなった。

実質 GDP の水準では、震災前 (10 年 10-12 月期) を依然▲1.0%程度下回っており、震災からの復興過程にある日本経済に、外需悪化という負荷が加わる格好となった。

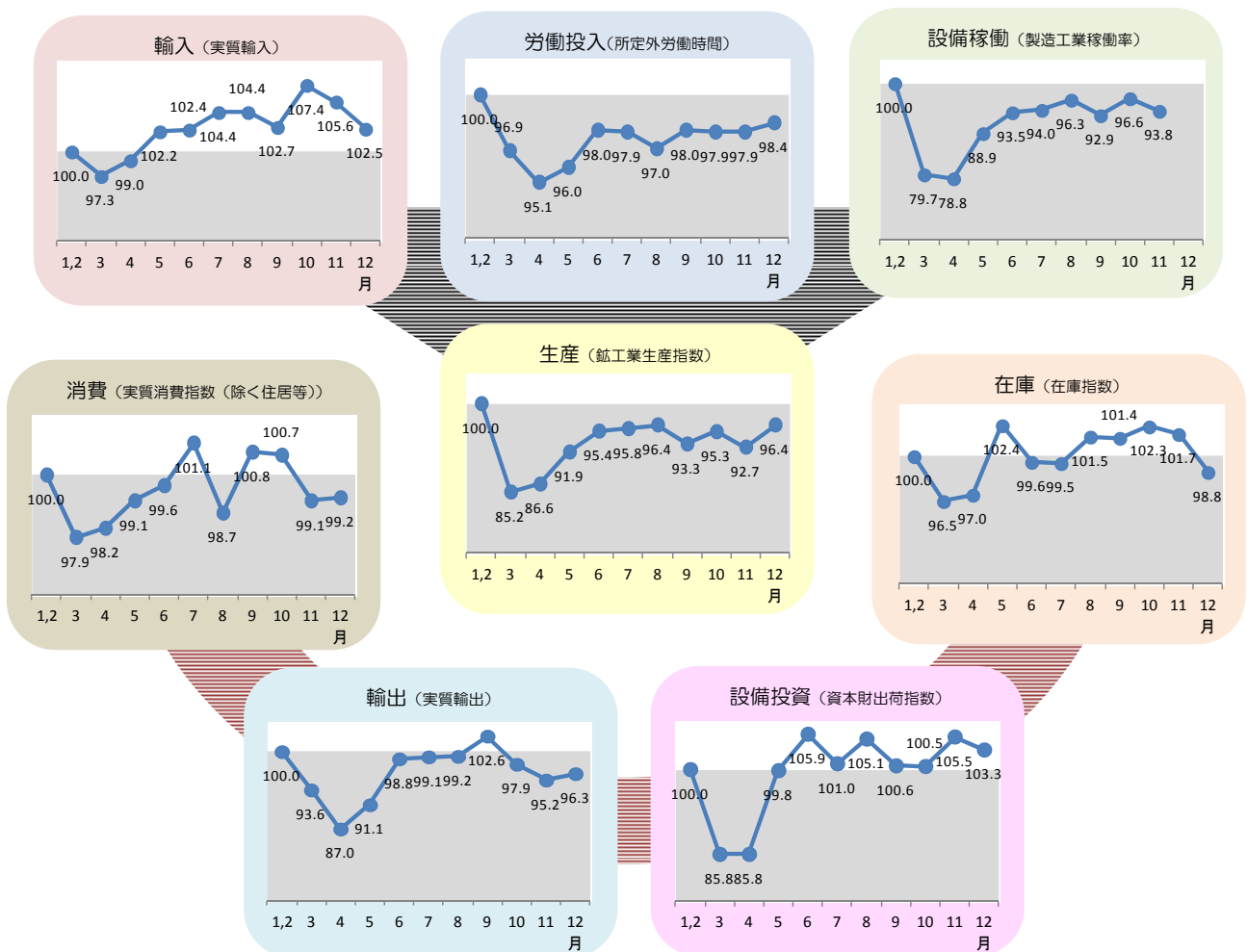
今後の見通しは、12 年 1-3 月期に実質前期比+0.3%と幾分戻した後、4-6 月期は復興需要の本格化を背景に同+0.7%と伸びを高めるとみられる。12 年度後半以降は、復興需要による押し上げ効果の縮小などから成長テンポは鈍化していくとみられるが、13 年度後半には、14 年 4 月の消費税引き上げを控え、住宅投資や個人消費を中心に再び伸びを高めると予想する (駆け込み需要による 13 年度の GDP 押し上げは+0.4%程度と予想)。

図表 実質 GDP の推移



資料：実績は内閣府、予測は三菱総合研究所。

図表 震災後の主要指標の推移



注：1,2 は 2011 年 1 月～2 月の平均値。3 月～12 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) 生産・輸出・設備投資

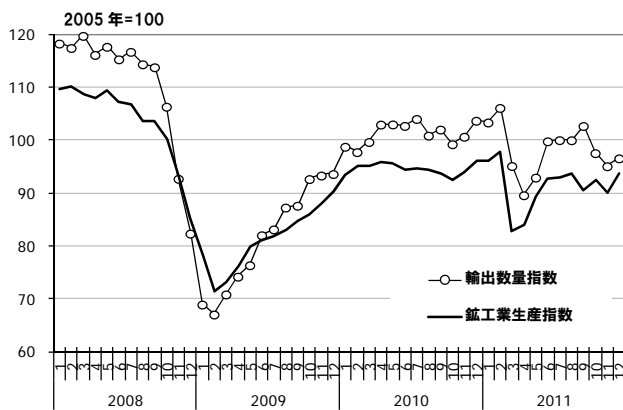
世界需要の減速と円高が重石に

国内の生産は、11年5-6月に急速に回復したが、夏以降は、震災前の水準に完全には戻らないまま、横ばい圏内の動きを続けている。内需は底堅く推移しているものの、外需の減少が生産の下押し圧力となっている。外需落ち込みの背景には、円高の定着に加え、世界的な需要の減少がある。

世界の貿易量（輸出+輸入）は、11年3月を境に増加トレンドが明らかに鈍化している。震災による日本の輸出減少の影響もあるが、年央以降、アジア（除く日本）からの輸出や欧州の輸入が減少に転じている。欧州債務危機や新興国の減速を受けた世界的な生産活動の停滞を映じたものといえよう。

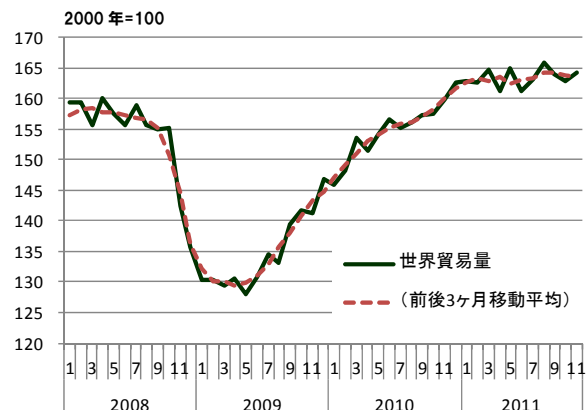
先行きは、タイの洪水の影響は徐々に緩和されるとみられるが、世界需要の減速と円高は、引き続き生産・輸出の重石となり、緩慢な回復が予想される。設備投資についても、新興国の成長期待を背景に、震災前から趨勢的に増加傾向にあった海外投資の動きが、円高や電力問題によって加速する可能性もあり、先行きの国内投資は、緩慢な回復にとどまると予想する。

図表 生産・輸出の推移



資料：経済産業省「鉱工業生産指数」、内閣府

図表 世界貿易量の推移



資料：オランダ経済政策分析局、World Trade Monitor

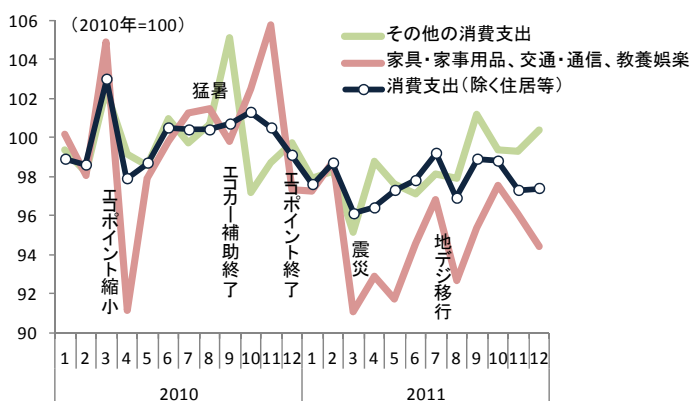
(3) 消費・雇用

消費は平時モードへ移行も水準は低調

家計の消費支出は、震災後の自粛ムードの解消もあって底堅く推移しているが、水準では低いレベルにとどまっている。リーマン・ショック後の各種消費刺激策による需要先食いの反動が続いているとみられるほか、節電による電力消費量の減少が背景にある。4次補正成立により13年1月までの期限付きでエコカー補助金が復活することとなり、12年度の消費の下支え効果は期待できるが、予算規模は前回の半分程度であるほか、上記の需要先食いを踏まえると、その効果は限定的にとどまろう。

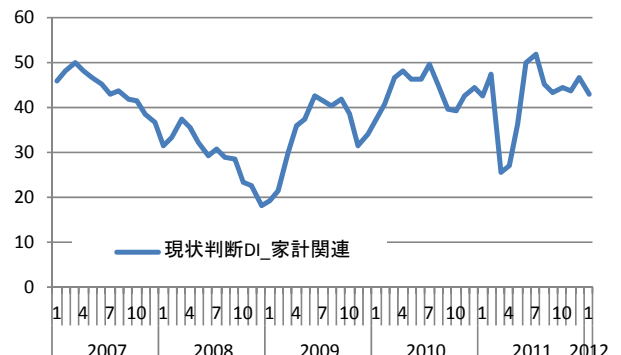
先行きは、12年度は厳しい所得環境のもと、復興需要や政策の下支えから緩慢な回復を予想する。13年度は14年4月の消費税増税を控え、年度後半の駆け込み需要を見込む（13年度の消費押し上げは+0.6%程度と予想）。

図表 家計消費の実質季節調整指数



資料：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

図表 家計関連現状判断DIの推移



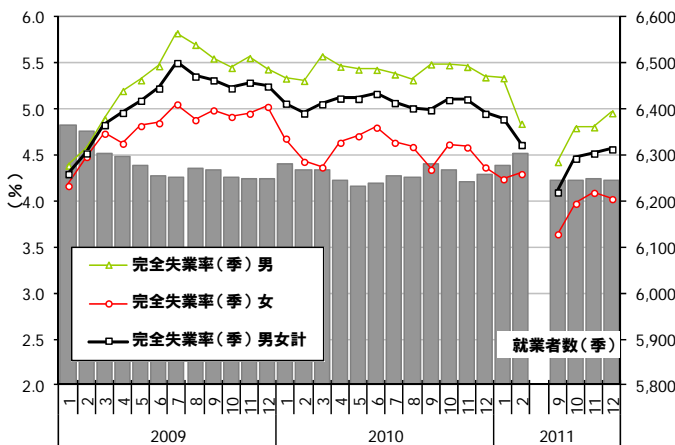
注：3ヶ月前と比較して良くなったか悪くなったかを調査。調査対象者全員が変わらないと回答した場合は50。
資料：内閣府「景気ウォッチャー調査」

失業率は緩やかに低下も、所得は減少懸念

完全失業率は、11年2月の4.6%に対し、震災後初めて全国集計が再開された9月は4.1%と、改善を示した。ただし、非労働力人口の増加による影響が大きく、職探しをしていた人が就職をあきらめて非労働力化した結果、潜在的な失業が増加した可能性がある。また、直近12月は景気の足踏みが続くなか4.6%と再び上昇している。先行きは、復興需要の本格化や、団塊世代の退職を背景に大卒の内定率が4年ぶりに前年を上回る見込みなど明るい材料もあり、失業率は徐々に低下方向へ向かうとみられる。ただし、電気料金値上げ等による企業の収益環境の悪化、生産・活動拠点の海外移転など、労働需要の下振れ要因もあり、その改善ペースは極めて緩やかなものにとどまるであろう。

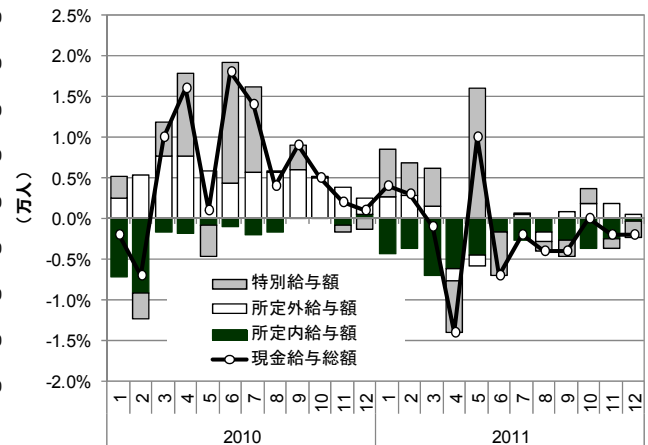
所得環境は、労働時間が震災前の水準にほぼ戻ったこともあり、現金給与総額の減少幅は縮小している。しかし、円高やタイ洪水による影響から、製造業を中心に足元の企業業績は悪化しており、今夏の賞与の減少が見込まれるなど、所得を通じた消費への悪影響が懸念される。

図表 完全失業率と就業者数



注：2011年3-8月は、東北3県除くベースのみ公表。
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) 公共投資

復興需要の本格化は12年4-6月以降

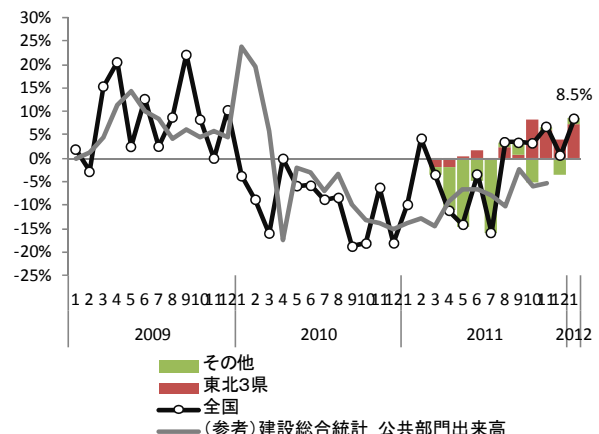
震災後、中央政府では4次にわたる補正予算が組まれたほか、被災県では復旧・復興に向け幾回にもわたる補正予算が編成されている。23年度補正予算における公共事業関係費は国だけでも2.9兆円となっており、東北3県（岩手・宮城・福島）もあわせると4兆円規模になると推定される。

震災後の公共工事請負金額の動向をみると、7月までは資材の供給不足や既存の公共工事の中断・先送り、公共工事に携わる人員の不足などもあり、前年比マイナスが続いていたが、8月以降は東北3県を中心とする復興・復旧関連工事が増加し、前年を上回って推移している。

東北3県以外の地域は、震災直後こそ大幅に減少したものの、足元は前年比横ばい圏内での推移となっている。長期的な下落トレンドを考慮すると相対的に高い水準であり、学校の耐震補強など震災後の公共事業予算枠の拡大が寄与した可能性がある。

昨年11月に成立した第3次補正予算（うち公共事業関係費1.6兆円）の執行や、国会審議中の来年度本予算（同5.3兆円）、東北3県の予算規模を考慮すると、24年度の公共工事請負金額は2桁台の高い伸びが予想される。請負金額と出来高では、3ヶ月前後のラグがあるとみられており、GDP上の公的固定資本形成が本格的に増加するのは、12年4-6月期以降と予想する。

図表 公共工事請負金額の動向 (前年比)



資料：「公共工事前払金保証統計」、国土交通省「建設総合統計」より三菱総合研究所作成。

(5) 経常収支

貿易収支の赤字は継続、経常収支の赤字は回避

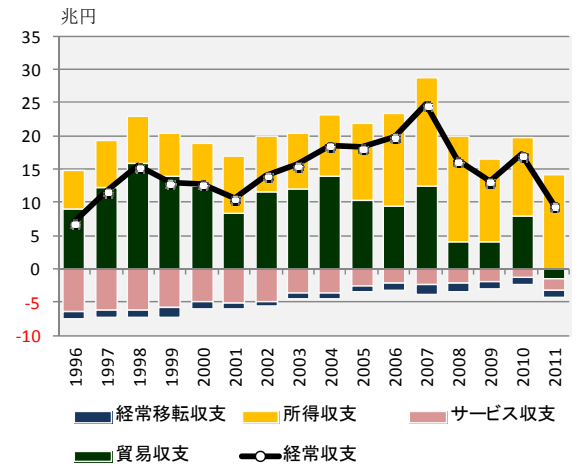
11年の貿易収支は▲1.6兆円と48年ぶりの赤字となった。その背景には、震災や欧州債務危機、円高、タイの洪水など、貿易収支の悪化材料が続いたことがある。

なかでも、原発の再稼働のめどがたたないなか、火力発電の稼働率上昇にともなう燃料輸入の増加の影響は大きい。11年半ば以降、LNGの輸入数量は前年比+10-20%増で推移しており、12年以降も引き続き増加が見込まれる。

こうしたなか、経常収支の黒字を支えているのは所得収支である。所得収支黒字の半分以上を稼いでいる債券利子は、欧州債務危機等により利回りが低下しており、当面は低調な推移が予想される。

12年以降は、所得収支の黒字により経常収支は黒字を維持する可能性が高いものの、貿易収支の赤字は、輸入の高止まりから少なくとも10年代半ばまでは継続するとみられる。

図表 経常収支



資料：財務省「国際収支」

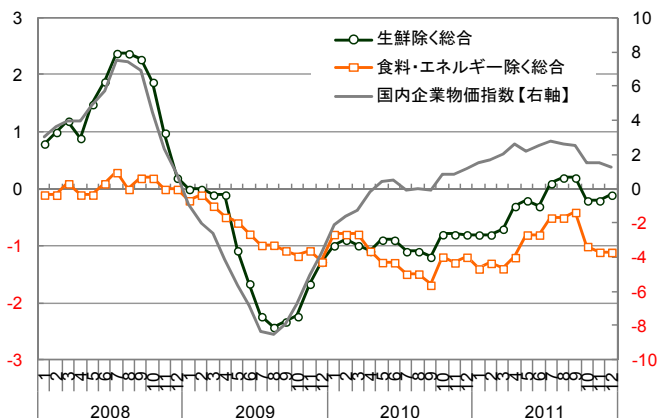
(6) 物価

コアCPI、13年度までは0%近傍で推移

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、11年7-9月に一旦前年比プラスに転じたものの、たばこや傷害保険料の値上げの影響の剥落により、10月以降は前年比▲0.1-0.2%で推移している。プラスに寄与しているのは、国際市況が高止まりしている石油関連の品目であり、ガソリンなどの石油製品、電気・ガス代を併せると消費者物価を+0.5%ポイント程度押し上げている。ただし、エネルギー・食料除く総合（コアコアCPI）の伸び率をみると、前年比で▲1.0%程度の下落が続いている。GDPギャップはなお▲4%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。

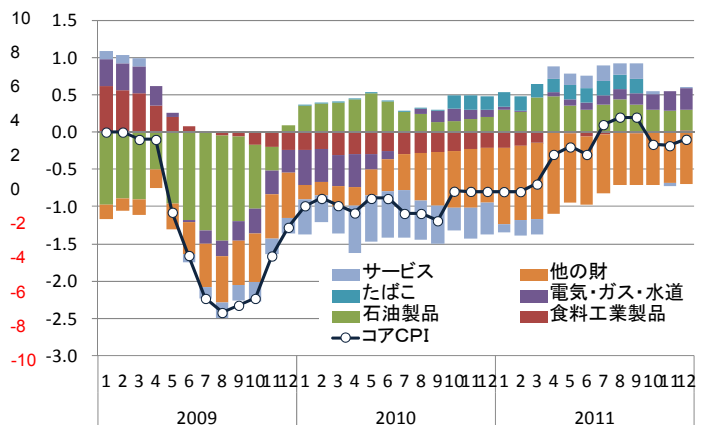
先行きについては、12年度後半以降、コアCPIが小幅ながらプラスに転じる可能性はあるが、年度全体では、12年、13年ともにゼロ%近傍と予想する。

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

足元の回復ペースは加速も、先行きは緩慢な成長を見込む

米国経済は、11 年前半に回復ペースが鈍化したのが、成長を圧迫していた外的ショック（サプライチェーン寸断、ガソリン価格高騰など）の剥落に伴い、11 年後半も回復基調を維持している。

10-12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比年率+2.8%と、前期（同+1.8%）から伸び率を高めた。供給制約の解消に伴い自動車の販売増加が消費を押し上げたほか、在庫投資が大幅なプラス寄与となった。

しかし、民間・政府部門ともに金融危機後の後遺症が未だ癒えないなか、欧州債務危機の米国経済への波及懸念も拭えず、先行きも緩やかな成長にとどまると見込む。

バランスシート調整圧力が残存、住宅市場の低迷も続く

米国経済は、11 年夏頃に懸念された失速を回避し、後半にかけて成長ペースをやや高めたが、先行きもこの増勢を維持できるかは、次の 3 つの側面から懸念が残る。

まず、個人消費は、足元堅調に推移しているが、昨年秋季以降の株価上昇による資産効果などに支えられている面が大きく、貯蓄率は 3.7%（7-9 月期：3.9%）と一段と低下している。バランスシート調整圧力はなお残存しており、貯蓄取崩しによる消費拡大の持続性には懸念が残る。また、11 年夏に急低下した消費者マインドは、足元やや持ち直しているが、海外情勢次第では再び後退する可能性も否めない。一方、雇用市場では、11 年 9 月以降、雇用者数が毎月 18 万人（平均）ペースで増加し、失業率は緩やかながら低下傾向を辿っている。もっとも、構造的失業の存在から失業率は 8% 台と依然高水準であり、賃金の伸びも抑制されていることから、所得面からも個人消費の力強い回復は期待しづらい。

次に、住宅市場では、住宅ローン金利が歴史的低水準にあるにもかかわらず、新築・中古販売ともに低迷が長期化している。住宅ローンの延滞率は 10 年初をピークにやや低下したが、サブプライム層だけでなくプライム層でも依然高く、全体の差押さえ率は高水準を続けている。その結果、差押さえ物件が「隠れ在庫」として放出され、住宅価格の低迷を招いている。これがネガティブ・エクイティ（債務が資産価値を上回る状態）を深刻化させ、住宅ローンの融資基準厳格化を助長、さらに買い替えを抑制するという悪循環がみられる。この間、住宅所有率は 1998 年以來の低水準となる一方、賃貸住宅入居戸数は増加傾向にあるなど、持ち家を断念し賃貸物件へ入居する世帯が増えているとみられる。すなわち、長引く住宅市況の低迷により、国民の住宅購入意欲そのものが低下している可能性が考えられる。

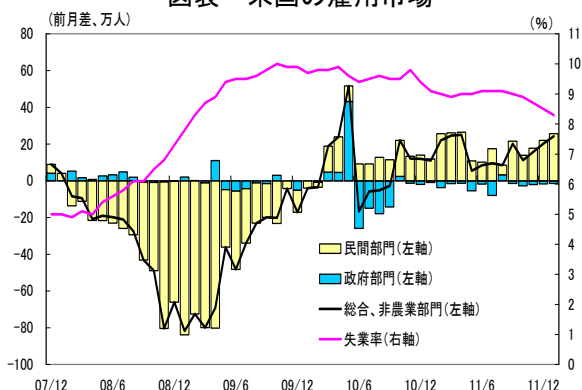
こうした状況を受け、政府も住宅市場の支援策を再度強化¹し始めており、11 年後半からは中古住宅販売の小幅増加や建設業者の景況感改善など、一部で明るい兆しもみられる。12 年入り後も、オバマ大統領が住宅ローン借り換え促進策²を、米連邦住宅金融局 (FHFA) が住宅ローン返済に係る支援 (HAMP)³の拡充を相次いで発表している。借り換えが抑制されている現状を打破するため、低金利の恩恵を受け

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	3.0	1.7	1.8	1.9
個人消費	2.0	2.2	1.8	1.9
設備投資	4.4	8.6	5.5	5.4
住宅投資	▲4.3	▲1.4	3.5	2.6
在庫投資寄与度	1.6	▲0.2	0.0	0.0
政府支出	0.7	▲2.1	▲1.1	▲0.8
純輸出寄与度	▲0.5	0.1	▲0.0	▲0.0
輸出等	11.3	6.8	4.7	5.9
輸入等<控除>	12.5	5.0	4.0	5.1
名目 GDP	4.2	3.9	3.3	3.6
消費者物価（総合）	1.6	3.1	1.9	1.6
FFレイト誘導水準（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	8.4	8.1

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 米国の雇用市場



資料：米国労働省

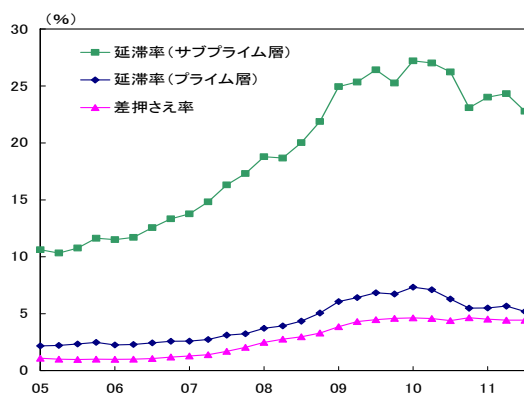
¹ 米連邦住宅金融局 (FHFA) は、11 年 10 月、ファニーメイとフレディマック（政府支援機関、GSE）が保証する住宅ローンについて、住宅の評価額の下落幅にかかわらず低金利ローンへの借り換えを認めるなど、既存の借り換え促進策（HARP：Home Affordable Refinance Program）の一層の緩和を発表。

² 12 年 2 月 1 日、詳細を公表し、50～100 億ドル規模の住宅ローン借り換え支援策を議会に承認するよう求めた。具体的には、①GSE が保証する住宅ローン以外でも、一定基準を満たせば、米連邦住宅局 (FHA) が保証する低金利ローンへの借り換えを認める、②GSE が保証する全ての住宅ローンを HARP の対象とする、など。

³ Home Affordable Modification Program の略。12 年 1 月 27 日、終了時期を 13 年末へ延長し、適用基準の緩和を発表。

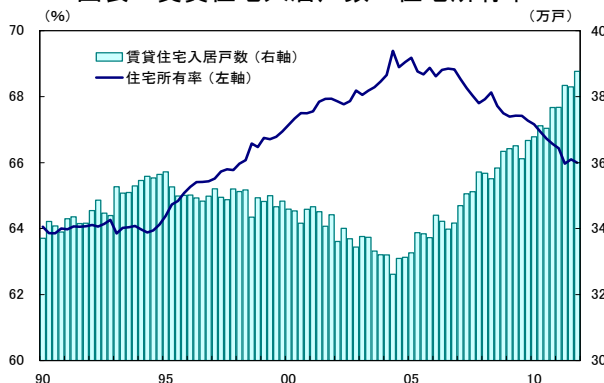
やすい基盤を整えることを狙った対策が多く、底打ちの転換点となるかが注目される。

図表 住宅ローン延滞率・差押さえ率



資料：Bloomberg

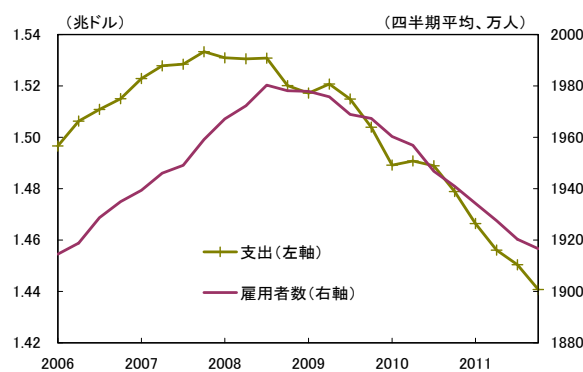
図表 賃貸住宅入居戸数・住宅所有率



資料：米国商務省

最後に、政府部門をみると、州・地方政府は、リーマン・ショック後の税収減や失業保険給付拡大などによる財政悪化を受け、職員削減を続けており、雇用回復の足を引っ張っている。また、連邦政府は、11年8月成立の「11年予算管理法」に基づき、13年以降、10年間で総額2.1兆ドルの歳出を強制的に削減する予定であり、実行されれば一定の下押し要因となる。もっとも、大統領選挙やその後の政治情勢次第では、執行が頓挫する懸念もある。その際には、米国債の格下げの可能性が高まる。財政再建の遅れが不安視され市場の混乱を招けば、むしろ米国経済の回復を大きく妨げることとなるだろう。

図表 州・地方政府の支出と雇用



資料：米国商務省

金融緩和は長期化へ

米連邦準備制度理事会 (FRB) は、12年1月24-25日開催の連邦公開市場委員会 (FOMC) 後の声明文において、フェデラル・ファンド・レートの誘導目標水準 (政策金利) を 0.00~0.25% に据え置き、この低金利を維持する期間について「少なくとも14年終盤」までと、これまでの「13年半ば」から時間軸の延長を発表した。また、昨年9月に導入した①オペレーション・ツイスト (保有証券の平均残存期間の長期化) や、②エージェンシー債・エージェンシー保証 MBS の償還資金の再投資も継続する。なお、今回初めて、長期的に達成すべきインフレ率について、個人消費支出デフレータの前年比+2%がFRBの責務と最も合致していると明示した。さらに、政策金利の見通しも初めて公表し、金融緩和効果を高めるためにコミュニケーションの強化も図られた。財政政策の余地が限定されるなか、FRBは金融緩和を長期間継続する姿勢を明確にすることで市場に安心感を与え、景気回復の下支えを目指すと思われる。

12年、13年ともに2%を下回る緩やかな成長を見込む

米国では、雇用市場の緩やかな回復や株価上昇によるマインドの改善に伴い、個人消費は今後も緩やかな回復を続けるとみられる。企業部門でも、企業収益が高水準を維持するなか、足元の景況感改善が投資の回復持続の下支えとなろう。しかし、住宅市場の低迷、バランスシート調整圧力の残存、失業率の高止まりなどから力強い消費の回復は期待出来ない。また、現行法では、12年末にブッシュ減税が終了、13年からは一律歳出削減が開始される予定であり、一定の下押し圧力となるだろう。

以上を踏まえ、実質GDP成長率は、12年は前年比+1.8%と前回の見通しを維持する。13年は内需の緩やかな回復が続く、世界経済持ち直しによる輸出拡大も期待できるが、政府支出削減が足枷となり、同+1.9%と緩やかな成長にとどまると予想する。なお、先行きのリスク要因としては、①地政学的リスクによる原油・ガソリン価格の高騰、②欧州債務危機の行方、③政治・財政の不透明感が挙げられる。

(2) 欧州経済

収束がみえない欧州債務危機

欧州債務危機の展開は依然不透明な状況にある。欧州中央銀行（ECB）による異例の長期資金供給により、市場の緊張は幾分緩和した。しかし、ギリシャを巡る情勢は厳しい。目先の「無秩序なデフォルト」懸念は後退しつつあるものの、債務の持続性はなお疑問視されており、危機の収束はみえない。こうしたなか、欧州経済は信用収縮と緊縮財政を背景に、景気の停滞色が強まりつつある。

強まる ECB 依存

債務危機が深刻化するなか、ECBは、昨年12月、3年物の長期資金供給を無制限で実施した。ECBによる異例の対応を受け、銀行間取引市場などで市場の緊張がやや和らいだほか、欧州系銀行の余剰資金が国債買入に向かったため、イタリア、スペイン、ベルギーなどの国債利回りは低下に転じた。

もともと、ギリシャの先行きに対する不透明感は続く。同国の財政再建が進捗せず、昨年10月に合意した第2次支援策では支援規模が不十分であることが判明、民間債権者の追加負担（損失負担割合を50%→70%）や、さらなる財政緊縮策が必要となった。ギリシャ議会での緊縮策可決を受け、同支援は実施される見通しが高まったが、ギリシャの財政再建の実行性は疑問視されており、ユーロ離脱への懸念はくすぶり続けている。こうした状況下、一時はポルトガルについても、民間負担などの追加支援が必要になるとの懸念が高まる局面がみられた。

1月30日のEU首脳会議では、25カ国が新たな財政協定で合意し、均衡財政遵守が義務付けられた。しかし、欧州安定基金（EFSF）や本年7月に発足予定の欧州安定メカニズム（ESM）の規模拡大は議論されず、目下の危機への対応は不十分といえる。ECBが2月28日に2回目の長期資金供給を予定していることもあり、現時点では2～4月のイタリア、スペイン国債の大量償還への懸念はやや後退しているが、ギリシャへの警戒感はなお強く、欧州金融システムはECB頼みの脆弱な状況が続いている。

銀行の貸出姿勢は一段と厳格化

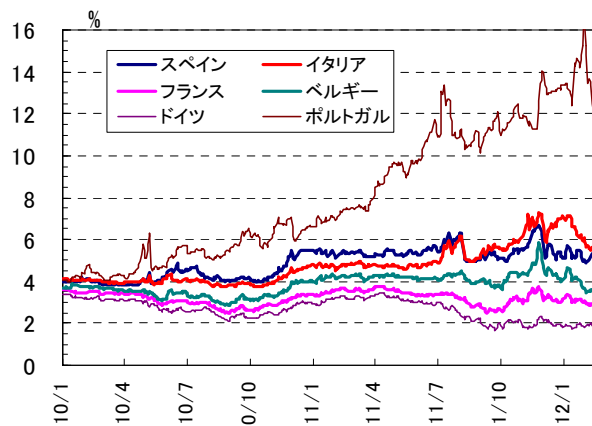
昨年10月のEU首脳会議で決定した包括戦略では、EUの銀行は12年6月までに狭義の中核的自己資本比率を5%から9%に引き上げることが義務付けられた。欧州銀行監督機構（EBA）は12月の再査定で、1,147億ユーロの資本増強が必要との結果を発表している。しかし、株価下落で増資が困難ななか、銀行は資産圧縮の動きを加速させている。ECBの貸出サーベイ（1月）によると、ドイツを除くユーロ圏各国で銀行の企業向け、家計向けの貸出基準が著しく厳格化した。その内容も、金利上乗せ幅の拡大のみならず、ローン規模縮小、期間短縮、手数料引き上げなど広範囲に及んでいる。ECBの長期資金供給を受け、銀行の資金調達環境は幾分改善しているものの、自己資本比率引き上げの必要性から、一段の厳格化を予定している先が多く、今後、信用収縮の動きが強まる可能性がある。

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	1.9	1.7	0.2	0.9
ドイツ	3.6	3.0	0.8	1.5
フランス	1.4	1.6	-0.1	0.5
英国	2.1	0.9	0.3	0.9

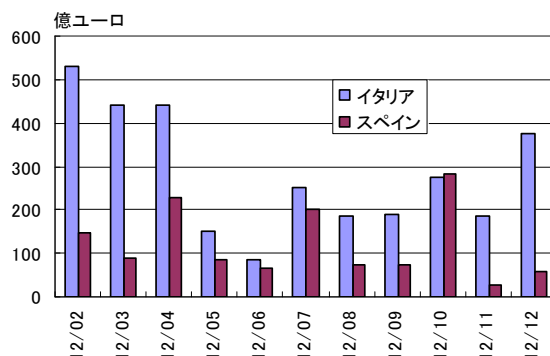
注：EU 27 とフランスの 2011 暦年は予測値
資料：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 ドイツ国債との利回りスプレッド(10年)



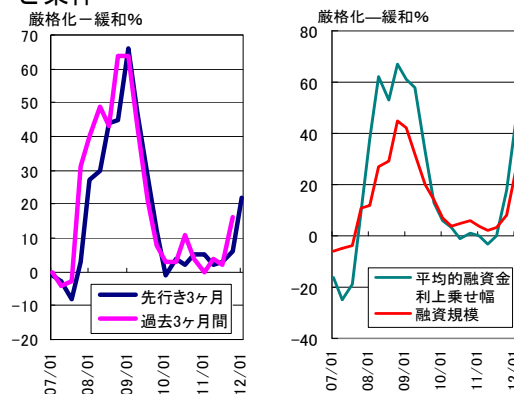
資料：Bloomberg

図表 イタリア、スペインの国債償還予定



資料：Bloomberg

図表 ユーロ圏金融機関の企業向け貸出態度と条件

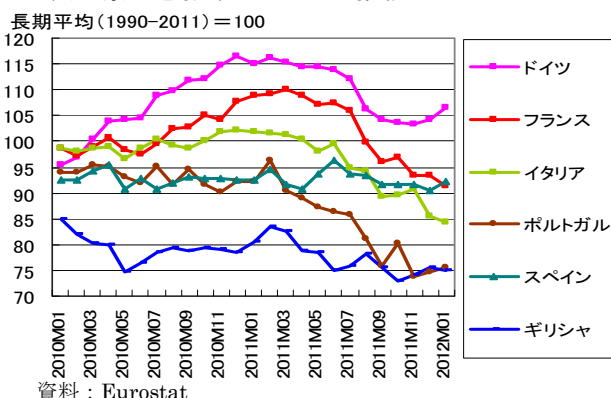


資料：ECB

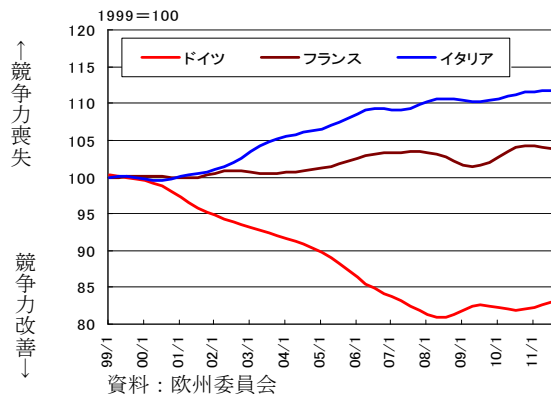
ドイツ経済は持ち直しの兆しも

EU27 カ国の景況感指数は低下傾向を辿っているが、12年1月は8カ月ぶりに上昇した。国別にみると、格差が鮮明になっている。深刻な債務危機に陥っているギリシャ、ポルトガルは極めて低い水準にとどまっているほか、フランス、イタリアの景況感も急速に悪化している。両国は緊縮財政や信用収縮により内需が冷え込むなか、労働コスト上昇による競争力喪失も続いている。また、イタリアは9月、フランスは10月に付加価値税引き上げが予定されている。フランスの場合、同時に企業の社会保障費負担の軽減が実施され、中期的に競争力改善につながるものが期待されるものの、短期的には付加価値税引き上げの下押し圧力が上回る可能性がある。一方、ドイツは、11年10-12月期の実質GDP成長率が前期比で▲0.2~0.3%程度とマイナスになったとみられるが、足元は輸出受注が2カ月連続で改善しているほか、サービス部門も回復傾向にあり、景況感指数は持ち直しに転じている。

図表 景況感指数 (ESI) の推移



図表 競争力指数 (単位労働コストベース) の推移



12年、13年の見通しとリスク

EU27 カ国の先行きは、景気悪化が鮮明になったフランスやその他南欧諸国と持ち直しの兆しがみられるドイツとの綱引きとなる。標準シナリオとしては、厳しい財政再建や信用収縮を背景に、ほぼゼロ成長を余儀なくされるものの、ドイツ経済の底堅さが下支えとなり、深いリセッション入りは回避できると予想する。12年の実質GDP成長率は、ドイツを小幅上方修正する一方、フランスは下方修正し、EU全体では前年比+0.2%と前回見通しを据え置いた。13年は、ドイツが緩やかな回復傾向を辿るものの、債務危機の根本的な解決には時間がかかるため、国債金利の高止まりから南欧諸国等の景気低迷は続く予想する。EU27 カ国全体では、ドイツを主導に同+0.9%と低成長ながらも緩やかな回復を予想する。

もっとも、先行きの不確実性は依然高い。リスクシナリオとして、まず、ギリシャ情勢の不安定化が挙げられる。第2次支援の実施見通しにより、3月の国債償還時にデフォルトに陥る事態は回避される可能性が高まっている。しかし、深刻な景気悪化や世論の反発から、緊縮策が計画通り実行される保証はなく、債務膨張に歯止めがかからない事態も予想される。その場合、EUやIMFが追加支援に応じる可能性は低いとみられており、ギリシャのユーロ離脱懸念が市場の混乱につながる恐れがある。

次に、フランスなどの格下げにより、EFSFの融資能力が低下するリスクである。S&Pは1月13日、フランス、オーストリアなどのソブリンのほか、EFSFをこれまでの「AAA」から「AA+」に格下げした。また、ムーディーズも2月13日、フランスの見通しをネガティブに修正した。仮にムーディーズがフランスの格下げを実施した場合、EFSFの融資能力(未使用枠約2500億ユーロ)が低下するとみられ、トリプルAに戻るためにはドイツなど残る5カ国の保証額追加が必要となる。また、フランスは春の大統領選を控え、サルコジ大統領の劣勢が伝えられるなど政治リスクも抱える。これまではドイツとフランスが基本的に協調路線を歩んできたが、この関係が崩れれば、追加負担への反対姿勢を強めるドイツとその他加盟国間の対立が深刻化する可能性も否定できない。

上記のリスクシナリオが現実のものとなれば、市場の緊張は一気に高まり、世界的な金融危機へと発展する可能性がある。その際には、欧州経済も深刻な景気後退に陥ることとなる。

(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、既往の金融引き締め効果や欧米向け輸出の減速により、成長率は鈍化傾向が続いている。

政策余地はあるものの、2012年は成長率が鈍化

前回見通しでも指摘したとおり、新興国経済は減速傾向にある。背景には、10年以降の金融引き締めの影響、欧州債務危機など新興国経済を取り巻く外部環境の悪化、タイの洪水の影響などがある。こうしたなか、各国は景気減速への対応として、これまでの引き締め方向でのマクロ経済政策を転換し始めている。ただし、先進国に比べ政策対応余地はあるとはいえ、08年以降の景気刺激策によって拡大した財政赤字やインフレ圧力の残存を踏まえると、大規模な刺激策は想定しにくく、世界経済減速による影響をマクロ経済政策により払拭することは難しい。

金融政策に関しては、すでにブラジル、インドネシア、タイ、フィリピンが利下げに踏み切り、金融緩和スタンスに転じている。しかし、各国の消費者物価（CPI）の上昇率をみると、国際商品市況の落ち着きを背景に低下傾向を示している国も存在する一方、ベトナム、インド、シンガポール、ブラジルなどでは自国通貨安の影響もあって高めの上昇率が続き、依然としてインフレ圧力はくすぶっている。こうした状況下、大幅な金融緩和の実施は困難とみられ、先行きは外需減速の状況とインフレ圧力を睨みながらの漸進的な対応が予想される。

財政面をみると、08年のリーマン・ショック後、各国とも大規模な財政出動を行ったこともあり、中国、台湾、ASEAN5で財政収支が悪化している。ベトナムやインドなどを除けば、日米と比較して各国の赤字幅（対GDP比）は小さく、仮に世界経済の急減速リスクが高まれば一定の財政出動は可能とみられる。しかし、洪水被害に対する巨額の復興プランを計画しているタイを除けば、再度大規模な財政出動を想定することは難しい。また、積極的な財政出動はインフレを助長しやすい側面があることから、金融政策との整合性も問題となる。

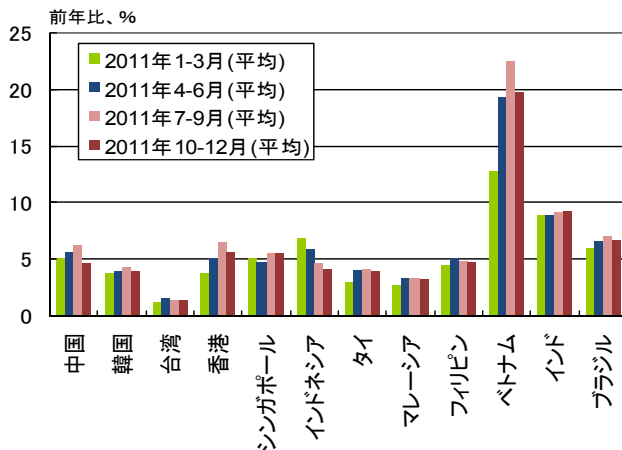
したがって、国ごとに対応の差はあるものの、政策の前提としては、漸進的な金融緩和スタンスと、中立的もしくは11年並みの財政政策スタンスの維持を想定する。こうしたなか、外需環境の悪化による下押し圧力から、新興国の成長率は12年前半にかけて鈍化傾向を辿るとみられる。12年後半から13年にかけては、①金融緩和による投資・消費への下支え効果と、②世界経済の緩慢な回復を背景に、緩やかに成長率を高めると予想する。

図表 新興国経済見通し

	実績	予測		
	2010暦年	2011暦年	2012暦年	2013暦年
中国	10.3	9.2	8.4	8.6
NIEs	8.4	4.0	3.4	4.2
香港	7.0	5.0	3.8	4.0
韓国	6.2	3.6	3.3	4.2
シンガポール	14.5	4.8	3.0	4.7
台湾	10.9	4.0	3.4	4.0
ASEAN5	6.9	4.5	4.5	5.0
インドネシア	6.1	6.5	5.6	6.0
マレーシア	7.2	5.0	4.2	4.6
フィリピン	7.6	3.7	3.8	4.2
タイ	7.8	1.4	3.5	4.6
ベトナム	6.8	5.9	5.7	5.8
インド	8.6	7.6	7.0	7.2
ブラジル	7.5	2.9	2.9	3.6

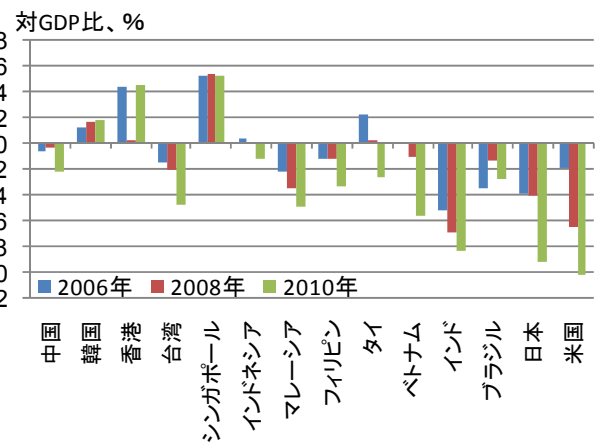
資料：10年実績はIMF、各国政府。予測は三菱総合研究所。
注：11年はタイ、マレーシア、インド、ブラジルを除き実績値。

図表 各国のCPI（四半期別平均）



注：10-12月期のインドは10-11月の平均値。
資料：Bloombergより三菱総合研究所作成。

図表 各国の財政収支



資料：IMFより三菱総合研究所作成。

(2) 中国経済

成長率は一段の鈍化

中国経済は減速を続けている。11年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+8.9%と前期(7-9月期+9.1%)から鈍化した。前期比でも+2.0%と減速している(同+2.3%)。結果として、11年暦年の実質GDP成長率は、前年比+9.2%と前年(+10.3%)から大幅に鈍化した。項目別にみると、投資が+5.0%ポイント、消費が+4.7%ポイントの寄与と内需の好調が続く一方、外需が▲0.5%ポイントと成長率を押し下げた。

2012 年前半にかけて外需の低迷が続く見込み

消費の動きをみると、12月の小売売上高は前年比+18.1%と、消費全体として堅調さは持続している。一方、乗用車販売台数は、11年中は前年比横ばい圏で推移していたが、12年1月は例年比早めに始まった春節の影響もあって前年比▲24.1%と大幅なマイナスになるなど、足元では、高額耐久消費財の消費に陰りがみられる。

企業活動をみると、輸出の低迷を受け、景況感指数(PMI)は好不況の境目とされる50前後で推移している。また、海外向け受注の低迷により、12月の生産は前年比+12.8%と減速傾向を辿っている。

こうしたなか、輸出は11年12月の前年比+13.4%のあと、12年1月は春節の影響もあり、同▲0.5%と減少に転じた。国別にみると、11年春先以降、東日本大震災の影響緩和により、日本向け輸出の伸びが緩やかに回復する一方、米国向けは低調な推移を続けているほか、EU向けの伸びも債務危機が深刻化した夏以降、大幅に低下している。EU向けは中国の輸出全体の約20%を占めており、12年前半の欧州経済の減速は中国の輸出低迷に繋がるであろう。

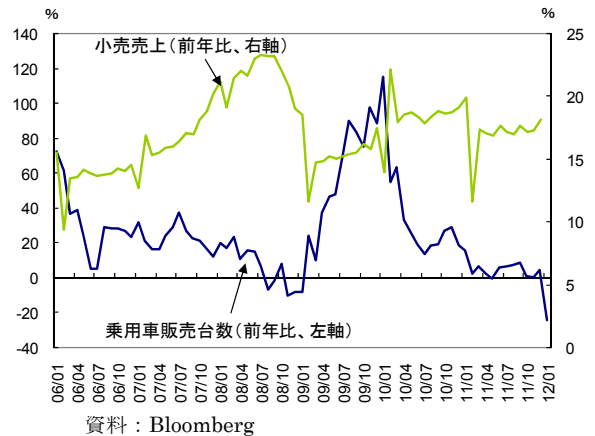
不動産市場では、政府による住宅投資規制や融資規制を受け、都市部で住宅販売価格の下落が続いている。また、政府もバブル抑制の観点から、こうした動きを容認する発言をしている。ただし、急激な不動産価格の下落は、不良債権額の急増をもたらすことから、地域ごとの不動産価格の動向や地方政府融資プラットフォーム向け関連の不良債権処理の動向には、今後、一層の注意が必要であろう。

金融政策の運営は一段と困難化

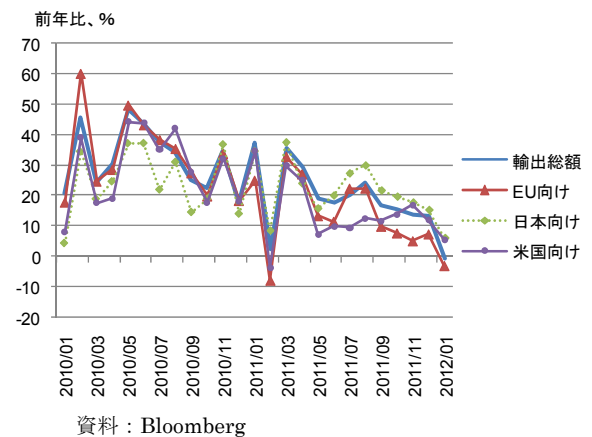
中国の消費者物価(CPI)上昇率は、国際商品市況の落ち着きにより、11年7月の同+6.5%をピークに低下し、12月には前年比+4.1%となったが、12年1月は春節の影響で再び伸びを高め、同+4.5%と加速した。食料品価格は、12年1月時点で前年比+10.5%と高い伸びを示しており、国内のインフレ圧力は依然根強い。

こうしたなか、金融政策は引き続き難しい運営を要求されよう。中国人民銀行は、コスト高、人件費高、資金繰り難から業績が急速に悪化した中小企業への支援強化の目的から、11年12月に預金準備率を過去高水準(21.5%)から0.5%ポイント引き下げ21.0%としたが、足元の政策金利(1年貸出金利)は11年6月以降、6.56%で据え置いている。今後、インフレリスクを意識し現行の政策金利を維持するのか、景気テコ入れを重視して利下げに踏み切るかは、欧州債務危機や世界経済の動向次第の側面が強いが、標準シナリオのもとでは、預金準備率の段階的な引き下げは織り込むものの、政策金利は予測期間中据え置かれると予想する。

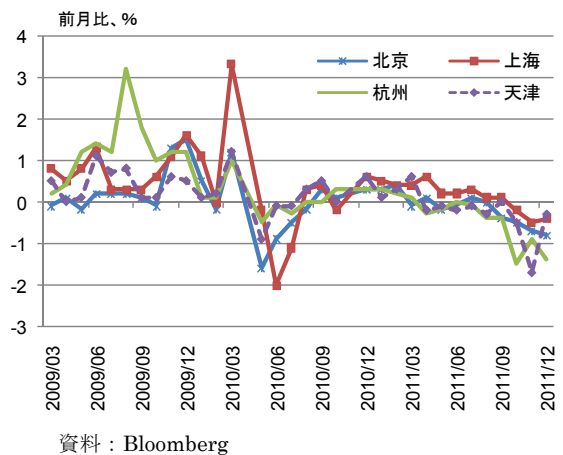
図表 小売売上高と乗用車販売台数の推移



図表 中国の輸出(相手国先別)の推移



図表 都市部の中古住宅価格の推移



12 年は減速継続、13 年にやや加速

以上を踏まえ、実質 GDP 成長率は、タイ洪水の影響、欧州債務危機および世界経済減速の影響などを加味し、12 年は前年比+8.4%と一段の減速を見込む（前回から変更なし）。13 年は、預金準備率の引き下げや世界経済の緩やかな回復を前提に、同+8.6%と若干伸びを高めると予想する。

(3) NIEs、ASEAN5 経済

NIEs は外需鈍化により低迷

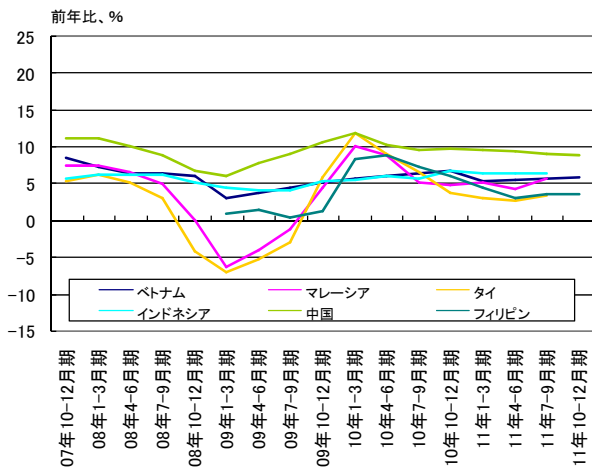
NIEs では、成長の鈍化傾向が強まっている。11 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、シンガポールが前年比+3.6%（7-9 月期同+5.9%）、韓国が同+3.4%（同+3.4%）、香港が同+3.0%（同+4.0%）、台湾が同+1.9%（同+3.4%）と軒並み減速した。各国とも欧州向け輸出の減速や世界的な電子製品需要の低迷が実質 GDP 成長率を押し下げる要因となっている。欧州経済は、12 年中は低成長を続けるとみられるため、当面、外需の大幅な好転は見込みがたい。こうしたなか、NIEs の実質 GDP 成長率は、12 年は前年比+3.4%と予想する（前回から変更なし）。13 年は、欧州経済の緩やかな持ち直しや米国経済の成長持続を前提に、同+4.2%と成長率をやや高めると予想する。

ASEAN5 は内需堅調で底堅いものの減速は避けられず

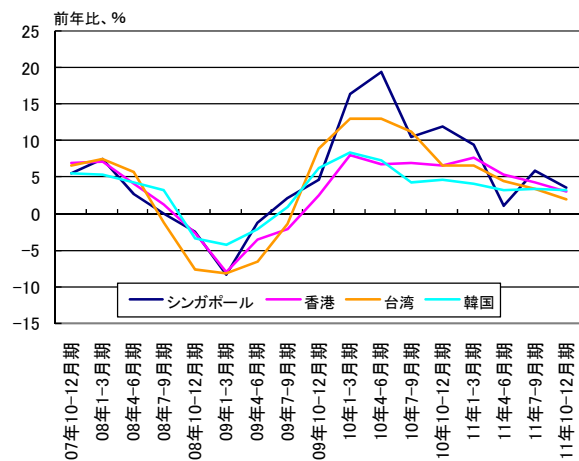
ASEAN5 では、内需に支えられ景気拡大の動きが続いているが、11 年 10 月以降、洪水の影響が深刻化したタイでは、生産活動の急減や輸出入の低迷など大きな影響がみられているほか、マレーシア、フィリピンでも、既往の金融引き締めの影響や外需減速により、成長率は鈍化している。

11 年 10-12 月期にマイナス成長が見込まれるタイの実質 GDP 成長率は、11 年全体で前年比+1.4%との予測を維持する。ただし、前回見通し時に比べ、排水や復旧の動きがやや前倒しで進んでいることから、12 年は同+3.5%（前回同+3.0%）と上方修正したほか、13 年も復興計画進捗により同+4.6%と伸びを高めると予想する。ASEAN5 全体では、11 年はベトナム、インドネシアの 10-12 月期が予想以上に堅調だったこともあり、前年比+4.5%と前回（同+4.4%）から小幅上方修正、12 年は前半の欧米経済の減速とタイ洪水の影響による生産下押しの継続により、同+4.5%と前回から変更なしとする。13 年は、インドネシア、フィリピン、タイなど各国の金融緩和の影響が 12 年後半から徐々に波及するとみられることから、同+5.0%と成長率をやや高めると予想する。

図表 中国と ASEAN5 の実質 GDP 成長率



図表 NIEs の実質 GDP 成長率



資料： Bloomberg

(4) インド経済

拡大テンポの鈍化が続く

インド経済は引き続き緩やかな減速局面にある。11年7-9月期の実質GDPは前年比+6.9%と、4-6月期の同+7.7%から伸び率は低下した。需要項目別にみると、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。

足元のデータを確認すると、鉱工業生産は減速基調にあるが、昨年11月は上昇を示した。この背景には、前年との休日の日並びの違いといったテクニカルな要因があり、基本的には、減速傾向を辿っているとみられる。

一方、下支え要因としては、11年後半以降の財政支出拡大と、11年夏以降のルピー安による若干の輸出改善が挙げられる。つまり、国内の民間需要は減速傾向にあるものの、輸出や政府支出といった外生的な要因がややプラスに働いている。

インフレリスクは残るが、政策は緩和化の動きも

インフレ率は足元でやや低下しているが、11年12月の消費者物価指数が前年比+6.5%、卸売物価指数が同+7.5%と依然高い水準にある。また、足元の低下は、天候要因による食品価格上昇の一服が背景にあり、インフレ圧力が緩和したといえる状況ではない。こうしたなか、インド中央銀行は1月に政策金利（レポ金利）を年8.5%に据え置く一方、預金準備率を6%から5.5%へ引き下げた。中央銀行の説明によれば、預金準備率の引き下げは金融市場で不足気味な流動性供給を主目的としており、政策金利の引き下げはインフレ鎮静化の確認後としている。なお、財政政策は、政府から明示的な方針は打ち出されていないものの、データを確認する限り、11年後半以降、政府支出はやや拡大している。

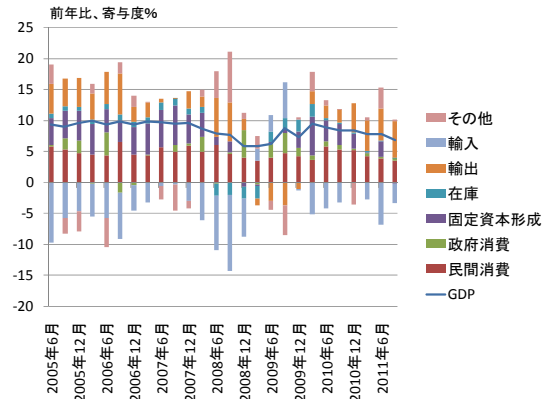
12年は高インフレ下で減速、13年は持ち直し

これまで金融引き締め政策そのものが後手にまわってきたうえ、足元で財政支出もやや増加していることから、高インフレの状態は簡単には収まらない可能性が高い。そのため、12年は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り続けると予想する。さらに、当面は既往の利上げの影響も残るであろう。

一段の財政拡張策は採られないとの前提に立てば、12年半ば頃にはインフレ圧力がやや緩和し、こうした流れを確認した後、金融政策は利下げへと転換する可能性がある。そのため、13年入り後は景気がやや勢いを取り戻すシナリオを想定する。実質GDP成長率は、12年は前年比+7.0%と前回（同+7.3%）から若干下方修正し、13年は同+7.2%と予測する。

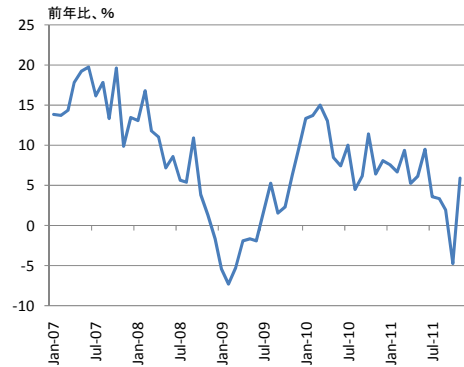
先行きのリスク要因には、上記のインフレ圧力の持続のほか、欧州債務危機の影響が挙げられる。現時点では、直接投資が著しく細るには至っていないが、新興国の高成長の原動力の一つである資本流入動向には目を配っておく必要がある。

図表 実質 GDP と主な需要項目の推移



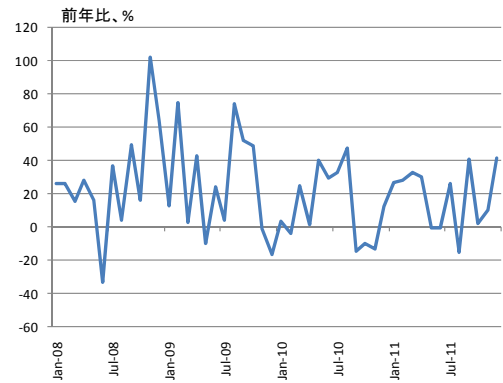
資料：CEIC

図表 鉱工業生産の推移



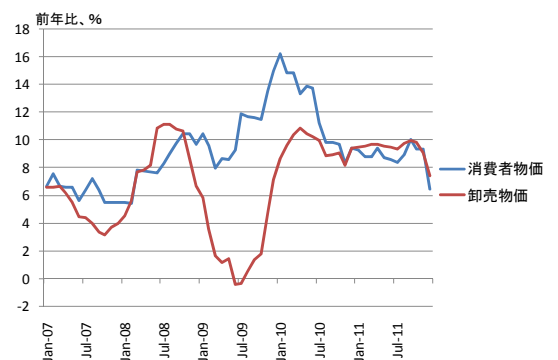
資料：CEIC

図表 財政支出の推移



資料：Bloomberg

図表 物価の推移



資料：CEIC

(5) ブラジル経済

景気の減速ペースに変化も

ブラジル経済は基本的には減速局面にある。ただし、足元では、昨年後半のマクロ経済政策の転換などを背景に、減速ペースは幾分和らぎつつある。

リーマン・ショック後の景気刺激策で経済が過熱した結果、10年から11年前半にかけては、金融引き締めや財政緊縮策などが採られた。こうした政策要因に加え、世界経済の減速や交易条件改善の一服（ブラジルの輸出品である農産物価格や資源価格の軟化）などが重なり、景気は減速傾向を辿った。こうしたなか、11年9月には、金融政策を転換し利下げを実施したほか、これまで緊縮方向で運営されてきた財政も最近では拡張方向へとシフトしつつある。政策金利は、11年夏時点の12.5%をピークに、本年1月までに4回の利下げを実施した結果、1月末時点で10.5%となっている。

こうしたなか、月次の実質 GDP 成長率を表すといわれる中央銀行経済活動指数（IBC-Br）をみると、11年11月には4カ月ぶりに前期比で上昇に転じた。金融政策の利下げ効果が即座に顕現化したとは考えにくいと、財政支出の増加に起因する部分が多いと思われる。そのため、現時点では、民間需要が勢いを取り戻したというほどではないものの、景気の減速ペースは幾分和らぎつつある。

12年前半は減速局面、年半ばから13年にかけ持ち直し

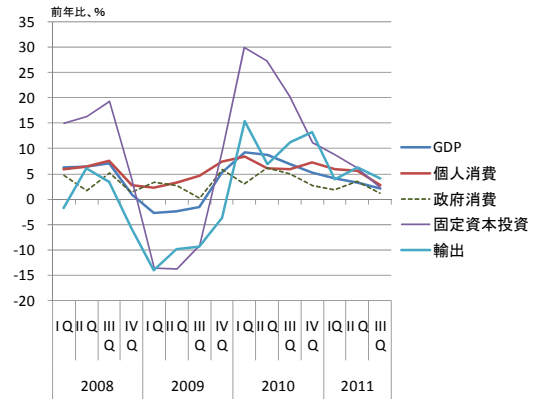
12年の基本的な流れとして、前半は既往の金融引き締めの影響、欧米向け輸出の減速、交易条件改善の一服、対内投資の鈍化などの下押し圧力が続き、明確に持ち直しに転じるのは後半以降と予想する。とくに金融緩和効果の顕現化には半年から1年程度のラグがあるため、11年半ば以降の利下げ効果が表れるのは、12年春以降と考えられる。

一方、インフレ動向には引き続き注意が必要である。足元では上昇が一服しているとはいえ、消費者物価の上昇率は前年比で+6%台となお高い。また、インフレ率と関連の深い失業率をみると、これまで概ね横ばいの動きを続けていたが、足元で再び低下している。既往の金融引き締め効果や足元の景気減速から、インフレ圧力が直ちに高まるとは考えにくいだが、大胆な金融緩和策は採りづらい状況にある。景気は年後半から持ち直すとみられるものの、政策面からの押し上げ余地は限られよう。

想定される外的リスクは、欧州債務危機の影響である。ブラジルは欧州系銀行からの借入が多く、国外銀行のブラジル向け与信残高の7割超を占める。また、対内投資の減速を招けば、投資の下押し圧力となる。さらに、同危機の影響から他の新興国経済の回復が遅れば、ブラジルにとって重要な交易条件の改善を遅らせる可能性もある。

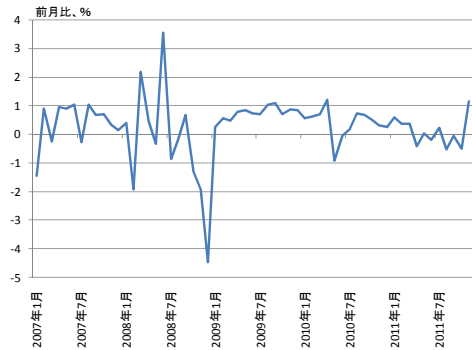
以上を踏まえ、実質 GDP 成長率見通しは、12年はとくに前半を中心に下押し圧力が続くとの見方から、前年比+2.9%と前回（同+3.7%）から下方修正を行った。13年は12年後半以降の持ち直しの動きが続き同+3.6%と予想する。

図表 実質 GDP 成長率（前年比、%）



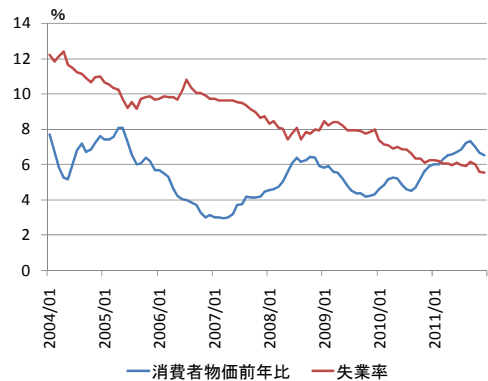
資料：ブラジル中銀

図表 IBC-Br 指数



資料：Bloomberg

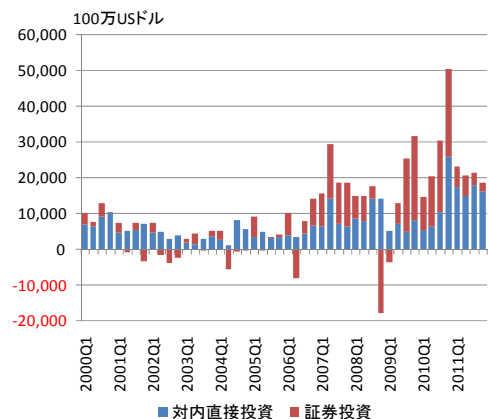
図表 失業率と消費者物価の推移



資料：Bloomberg

注：失業率の季節調整は三菱総合研究所。

図表 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				
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	
	実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測	
名目	国内総生産（＝GDP）	479,180	467,215	472,263	478,069	1.1%	▲ 2.5%	1.1%	1.2%
	民間最終消費支出	284,187	282,822	283,548	285,307	0.0%	▲ 0.5%	0.3%	0.6%
	民間住宅投資	12,997	13,624	14,280	15,253	2.8%	4.8%	4.8%	6.8%
	民間設備投資	62,051	61,547	63,858	65,547	2.1%	▲ 0.8%	3.8%	2.6%
	民間在庫品増加	▲ 1,494	▲ 3,588	▲ 3,157	▲ 2,881	***	***	***	***
	政府最終消費支出	95,771	97,056	98,282	99,395	1.6%	1.3%	1.3%	1.1%
	公的固定資本形成	21,445	22,021	23,702	23,350	▲ 6.1%	2.7%	7.6%	▲ 1.5%
	公的在庫品増加	▲ 75	22	▲ 40	▲ 37	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	4,300	▲ 6,287	▲ 8,209	▲ 7,865	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	73,803	70,769	73,747	78,834	14.4%	▲ 4.1%	4.2%	6.9%
	財貨・サービス輸入	69,503	77,056	81,957	86,699	15.5%	10.9%	6.4%	5.8%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	510,932	508,173	517,117	525,523	3.1%	▲ 0.5%	1.8%	1.6%
	民間最終消費支出	299,593	301,156	303,025	305,492	1.5%	0.5%	0.6%	0.8%
	民間住宅投資	12,552	13,014	13,496	14,220	2.3%	3.7%	3.7%	5.4%
	民間設備投資	64,752	64,682	67,100	68,693	3.5%	▲ 0.1%	3.7%	2.4%
	民間在庫品増加	▲ 1,331	▲ 3,261	▲ 2,751	▲ 2,519	***	***	***	***
	政府最終消費支出	98,172	100,033	102,152	103,628	2.3%	1.9%	2.1%	1.4%
	公的固定資本形成	20,628	20,927	22,241	21,706	▲ 6.8%	1.4%	6.3%	▲ 2.4%
	公的在庫品増加	▲ 95	▲ 6	▲ 46	▲ 43	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	16,813	11,909	12,284	14,795	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	83,557	82,110	84,425	88,141	17.2%	▲ 1.7%	2.8%	4.4%
	財貨・サービス輸入	66,744	70,201	72,141	73,346	12.0%	5.2%	2.8%	1.7%

	年度				対前年度比増減率				
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	
	実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測	
指数	鉱工業生産指数	93.8	91.8	95.0	97.6	8.9%	▲ 2.1%	3.5%	2.8%
	国内企業物価指数	103.3	105.1	105.4	106.1	0.7%	1.8%	0.2%	0.6%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.8	99.7	99.7	99.8	▲ 0.9%	▲ 0.1%	0.0%	0.1%
	GDPデフレーター	93.8	91.9	91.3	91.0	▲ 1.9%	▲ 2.0%	▲ 0.7%	▲ 0.4%
	完全失業率	5.0%	4.5%	4.4%	4.2%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	81.9	82.9	86.5	91.4	5.6%	1.2%	4.4%	5.7%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	16,126	7,921	6,264	6,928	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	5,223	▲ 4,982	▲ 4,972	▲ 4,930	***	***	***	***
	貿易収支	6,496	▲ 3,326	▲ 3,874	▲ 4,169	***	***	***	***
	輸出	64,451	62,097	64,327	68,694	16.0%	▲ 3.7%	3.6%	6.8%
	輸入	57,956	65,424	68,200	72,863	18.4%	12.9%	4.2%	6.8%
	通関収支戻（10億円）	5,379	▲ 4,374	▲ 6,039	▲ 5,579	***	***	***	***
	通関輸出	67,792	64,979	67,607	72,383	14.9%	▲ 4.1%	4.0%	7.1%
通関輸入	62,413	69,353	73,645	77,962	16.0%	11.1%	6.2%	5.9%	

為替	基準割引率（旧・公定歩合、年度末）	0.30%	0.20%	0.20%	0.20%	***	***	***	***
	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	1.16%	1.05%	1.04%	1.16%	***	***	***	***
	M2	780,078	802,323	822,560	840,586	2.7%	2.9%	2.5%	2.2%
	日経平均株価	9,961	9,076	9,262	9,687	▲ 0.1%	▲ 8.9%	2.1%	4.6%
	原油価格（WTI、ドル／バレル）	83.4	96.2	106.3	106.3	18.0%	15.4%	10.4%	0.0%
	円／ドル レート	85.7	78.4	79.0	81.0	***	***	***	***
	ドル／ユーロ レート	1.323	1.388	1.353	1.350	***	***	***	***
円／ユーロ レート	113.2	108.9	106.8	109.4	***	***	***	***	

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）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。