

2012・13年度 内外経済見通し

2012年11月14日

2012年7～9月期GDP統計1次速報の公表などを受け、みずほ総合研究所は2012・13年度の内外経済見通しを作成しました。各国・地域の成長率予測の概要は以下の通りです。

[海外経済]

- ◆米国経済：財政の崖の影響で減速
2012年：+2.1%（前回+2.0%）
2013年：+1.4%（前回+1.3%）
- ◆欧州経済：緊縮財政が回復を阻害。債務問題への不安は残存
2012年：▲0.4%（前回▲0.4%）
2013年：+0.0%（前回+0.2%）
- ◆アジア経済：輸出が伸び悩み低めの成長。中国の回復力も限定的
2012年：+6.1%（前回+6.2%）
2013年：+6.1%（前回+6.1%）

[日本経済]

- ◆海外経済減速に伴う輸出減、エコカー補助金終了の影響で景気後退
2012年度：+0.8%（前回+1.7%）
- ◆輸出・消費が持ち直し、前半は緩やかに回復。後半は駆け込み需要で加速
2013年度：+1.1%（前回+1.3%）

チーフエコノミスト：高田 創

[経済予測チーム]

山本康雄（全体総括）	03-3591-1243	yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp
・ 米国経済		
小野 亮	03-3591-1219	makoto.ono@mizuho-ri.co.jp
山崎 亮	03-3591-1289	ryo.yamasaki@mizuho-ri.co.jp
・ 欧州経済		
中村正嗣	03-3591-1265	masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp
・ アジア経済		
稲垣博史（総括）	03-3591-1379	hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp
鈴木貴元（中国）	03-3591-1413	takamoto.suzuki@mizuho-ri.co.jp
・ 日本経済		
前川亜由美（外需）	03-3591-1386	ayumi.maekawa@mizuho-ri.co.jp
大和香織（政府）	03-3591-1284	kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp
千野珠衣（政府）	03-3591-1294	tamai.chino@mizuho-ri.co.jp
徳田秀信（雇用・消費）	03-3591-1298	hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp
市川雄介（住宅）	03-3591-1416	yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp
風間春香（企業）	03-3591-1418	haruka.kazama@mizuho-ri.co.jp
岡地迪尚（物価）	03-3591-1242	michinao.okachi@mizuho-ri.co.jp
・ 原油		
井上 淳	03-3591-1197	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
・ 金融市場総括		
武内浩二	03-3591-1244	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

今回の見通しのポイント

<海外経済>

- 欧米経済は財政緊縮の影響で低成長が続く見込み。特に、2013年の米国経済は、「財政の崖」の影響で成長率が低下。債務問題への不安が残るユーロ圏は、2013年もゼロ成長にとどまる見通し。新興国は相対的に堅調ながら、欧米向け輸出依存度の高い国は低成長
- 中国の国内需要は景気対策効果により、2013年前半にかけて持ち直し。ただし、輸出が伸び悩むことなどから、成長率は8%にとどまる見込み
- 成長率（みずほ総合研究所が予測対象とする国・地域の加重平均）は2011年の+3.8%から2012年は+3.1%に減速し、2013年は+2.9%にさらに低下すると予測
- 米国の財政の崖への対応、中国経済の回復力、欧州債務問題の行方などに対する不透明感が強い状況が継続

<日本経済>

- 海外経済の減速を背景にした輸出・生産減と設備投資の調整、エコカー補助金終了に伴う自動車の販売・生産減少により、2012年春から年末にかけて景気後退局面に
- 中国向けを中心とした輸出持ち直し、エコカー補助金の反動一巡で年明け後の景気は回復に向かうが、復興需要のピークアウトが予想される中で、2013年度前半は浮揚感の乏しい展開に。年度後半は消費税率引き上げ前の駆け込み需要により成長ペースが加速
- 成長率は2012年度+0.8%、2013年度+1.1%にとどまる見込み
- 尖閣諸島問題を契機とする日中関係悪化が自動車輸出減や中国人旅行者減を通じて当面の成長率に与える影響は限定的。ただし、日本製品の不買運動が連結ベースの企業業績に与える影響は無視できず。関係悪化が長期化すれば日本経済への悪影響も拡大するリスク

I. チーフエコノミストの視点

～世界経済変調継続、2013年は2012年よりも低成長～

みずほ総合研究所の9月の
変調シナリオを再確認

我々の前回見通しは9月11日に発表したものだが、8月15日に発表した予想を1カ月もたたないうちに大幅に下方修正する異例の対応を行った。みずほ総合研究所の世界経済見通しは従来から市場コンセンサスよりも慎重な見方であったが、そうしたストーリーラインを超えた大きな下振れ、「変調」が生じたとのメッセージが9月以降の我々の基本スタンスである。9月に既に大幅な下方修正を行っていただけない、今回、9月の見通しから大きな変化はないが、日本経済については大幅な下方修正を行い、その他の地域も全般的に下振れの見通しとした。我々の2012年の見通しは概ねコンセンサス水準と考えられるが、2013年の見方は引き続き、米国を中心にコンセンサスよりも低く、2013年は2012年よりも厳しいとした。

今回、最も下方修正の大きかった日本については、8月までの判断は「緩やかな回復」であったが、9月に判断を「踊り場」とし、10月以降は「後退」との判断に転じており、その判断が今回の見通し修正につながっている。その結果、今年年初来の、みずほ総合研究所の見通しでは、2012年は日本の成長率が日米欧で最も高いとのシナリオであったが、残念ながらそのシナリオは修正が必要になった。

一般的に調査機関のバイアスとして、景気が停滞した段階にあるなか、翌年の見通しは期待も込めて、当該年よりも高めの見通しになることが多い。コンセンサスシナリオ上、欧米での金融緩和や中国の金融財政支援策による政策期待から、2013年に向けて回復に戻るとするのが、依然、有力なシナリオである。ただし、多分に「政策頼み」の側面もあるだけにそこには不確実性も伴う。一方、我々は、昨年来、一貫したストーリーラインとして、先進国の財政面からの下押しは2013年にかけて強まるとして2013年の成長率は2012年から改善しにくいとのシナリオを続けてきた。財政面からの下押しは、米国では「財政の崖」となるが、同様の「崖」は欧州にも存在するだけに、世界需要の回復は鈍いとするシナリオである。新興国の成長率は相対的に高い状態は続くが、欧米による輸入の低迷や新興国向け信用残低下から、その成長率水準は2012年程度に止まるとした。

世界で生じる「財政の崖」

世界の需要減少の背景にある財政緊縮の動きについては、次の貯蓄投資バランス（ISバランス）の教科書的な議論が存在する。すなわち、経常収支とは

$$\text{経常収支} = (S - I) + (\text{税収} - \text{政府支出})$$

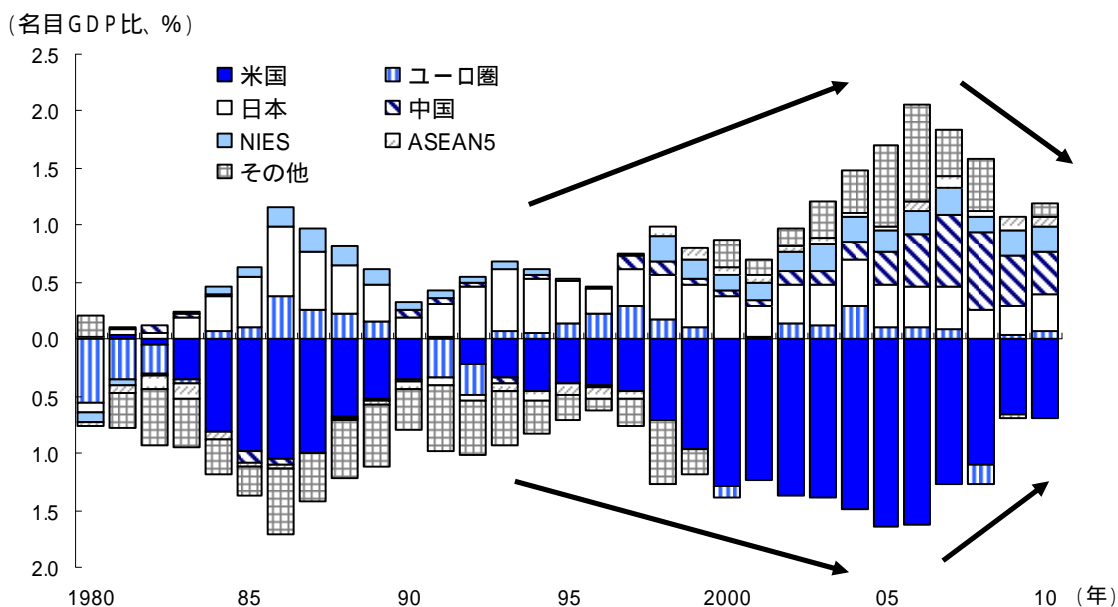
$$= \text{民間の貯蓄余剰（不足）} + \text{財政余剰（赤字）}$$

となる。

米国の経常収支赤字は民間の貯蓄不足に加えて財政赤字による。米国は長期にわたって「双子の赤字」とされたが、それゆえ長期にわたって世界に需要を供給することができた。次頁の図表1は1980年代以降の世界の経常収支の推移を示す。その構造は米国が赤字を拡大させることが世界の成長エンジンにな

ることだった。過去30年以上、例外的な1991年を除き、米国は赤字で世界に需要を供給し続けた。その幅は2005年がピークになり、縮小傾向が足下まで続いている。2013年にかけて財政赤字の縮小、「財政の崖」は更なる経常収支赤字の縮小をもたらしやすく、同時に世界の需要不足をもたらさうる。

図表1：世界全体の経常収支対名目GDP比推移



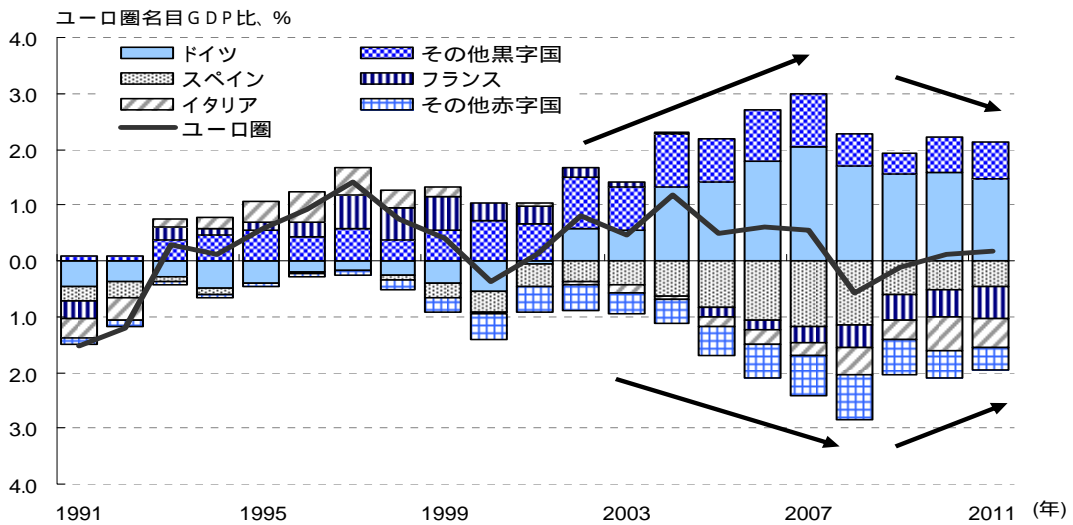
(資料) IMFよりみずほ総合研究所

欧州でも「欧州版財政の崖」

次頁の図表2は欧州域内の経常収支推移を示す。欧州域内で経常収支の赤字国と黒字国の乖離、不均衡の拡大トレンドが生じたのはユーロがスタートした1999年以降であり、欧州の赤字国が欧州域内にとどまらず、世界に黒字（需要）をもたらした構造は米国の赤字エンジンの小型版である。実際、中国にとって最大の輸出地域は欧州であった。2000年代以降、世界には主要2大エンジンが存在したことになる。

しかし、2007年以降、米国主導のエンジンが低下し、さらに2009年以降、欧州のエンジンも低下したなかに今日の世界経済の状況がある。欧州も米国の「財政の崖」以上の財政緊縮化（欧州版財政の崖）を、債務問題改善の名のもとに2013年に向け強くコミットせざるをえない。

図表2：ユーロ圏各国の経常収支推移



(注) その他黒字国はオランダ、ベルギー、オーストリア、フィンランド、ルクセンブルク。
 その他赤字国はギリシャ、ポルトガル、アイルランド。
 (資料) 欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

世界中「財政の崖」で「合成の誤謬」が加わった

ここに示した2つの図表(前頁図表1、図表2)は、どちらも経常収支に伴う不均衡拡大が経済の拡大を促した2000年代後半までの環境の大きな転換を示しており、現在は双方ともに不均衡縮小の「正常化」の過程にある。すなわち、欧米各国が個別に財政緊縮を「財政再建」の名のもとに行うのは「正論」だが、世界中が財政緊縮を行うことの「合成の誤謬」がマクロ経済的に経済の収縮不安を招く。中国、日本、その他アジア等の貿易を通じた経済縮小には以上の環境が背景にある。

なかでも、世界最大の米国と、それに次ぐ欧州が、政治環境も含め、同時に内向きに向かったことの影響は大きい。さらに、中国、日本も国内の政局中心で海外への視点が低下する環境にある。各国の減速が社会・政治の不安定さにつながるだけに、更なる経済面の不確実性を加速しやすい。足元の状況は、2008年のリーマンショックのようなイベントにより誰もが認識する急減速ではない。しかし、漠然とした不安が深まる不気味な状態といえよう。

米国はオバマ大統領再選でレジーム転換生じず

このような2013年も続く停滞シナリオに大きな転換があるとしたら、筆者は米国大統領選に伴う財政を中心とした大幅なレジーム転換しかないと考えてきた。すなわち、米国経済の悪化が予想以上に進展し、その悪化度合いが「閾値」を越えるような場合、今年11月の米国大統領選で政権交代が生じ、経済政策に大幅なレジームチェンジが生じることだった。具体的には、景気悪化が度をすぎれば、現職のオバマ大統領が再選されず、その後の新大統領が前例にない一時的な景気浮揚策を、既存の財政問題を棚上げしても行なうことだった。

ただし、実際には8月以降に生じた米国経済の楽観シナリオの復活は以上のようなレジームチェンジシナリオの台頭を後退させる結果となってオバマ大統領再選につながった。現職のオバマ大統領が再選されたことで、基本的に連続性が維持されたシナリオとなることが確認されただけに、我々の今回のシナ

1930年代の世界大恐慌の環境と類似する面も

リオでは、2013年に向け財政面からの一定の下押しシナリオを再確認するものとなった。米国は「財政の崖」を相応に緩和する政策対応がなされると展望するが、「崖」をいくら崩しニュートラルなレベルまで戻しても、財政が実体経済を押し上げる「山」を作るまでには至らない。

下記の図表3は、1929年以降の世界大恐慌を巡る環境と、今日、2007年以降、欧米が1930年代以来の深刻なバランスシート調整にある環境とを比較したものである。両者はバランスシート調整下で財政が緊縮化し、しかも各国が為替の下落を志向する点で類似点が多い。

図表3：世界大恐慌と今日の環境比較

	世界大恐慌(1929年以降)	今回(2007年以降)
起 点	1929年10月24日(暗黒の木曜日)	2007年夏、サブプライム問題
背 景	1920年代の信用拡張と投機ブーム	2000年代の米国サブプライムブームと欧州のユーロバブル
金融危機	1931年クレディアンシュタルト倒産	2008年、リーマンショック
財政緊縮	金本位制に伴う財政緊縮化	欧州債務危機で緊縮財政 米国の債務上限問題での緊縮化
通貨政策	通貨切り下げ競争	欧米の金融緩和は実質的に通貨安を誘導
保護主義	保護主義の台頭	一部の新興国に保護主義の兆し

(資料) みずほ総合研究所

今回の我々のシナリオは、米国の大統領選の結果も踏まえた上で、改めて、2013年に向けた景気の低迷が続くことを確認したものであり、2013年に向けた不確実性が大きいことを示すものである。筆者は9月以降の環境を①変調、②世界は金融緩和オリンピック、③世界中が政局化としたが、このような状況は2013年を展望しても大きく変わりにくいと考えている。

(チーフエコノミスト 高田 創)

II. 世界経済の現状と展望

2012年7～9月期の世界経済は全般に停滞

中国が減速する中でアジア諸国が総じて低成長にとどまるなど、2012年7～9月期の世界経済は全般に停滞した。

米国の7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%（4～6月期同+1.3%）とやや持ち直した（図表4）。輸出・設備投資は減少したものの、個人消費・住宅投資の伸びが高まったほか、国防費が急増した。

ユーロ圏の7～9月期の実質GDP（11/15公表）は、各種の経済指標などからマイナス成長が続いたと推測される。

中国の7～9月期の実質GDPは前年比+7.4%（4～6月期同+7.6%）と7四半期連続で減速した。景気対策の効果で公共投資は持ち直しつつあるが、輸出の停滞が響いた。

アジア経済は、輸出の伸び悩みなどから減速した国が多い。韓国やインドネシアの成長ペースが鈍化したほか、シンガポールはマイナス成長となった。台湾やベトナムの成長率はやや持ち直したものの、力強さはみられない。

こうした中で日本の実質GDPは、前期比年率▲3.5%（4～6月期同+0.3%）と大きく落ち込んだ。

図表4 主要国・地域の実質GDP成長率

(前期比年率、%)

	2011年				2012年		
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	1～3月	4～6月	7～9月
米国	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	2.0
ユーロ圏	2.6	0.9	0.3	▲ 1.3	▲ 0.0	▲ 0.7	
ドイツ	5.0	1.8	1.5	▲ 0.6	2.0	1.1	
フランス	3.5	0.3	1.0	0.1	0.1	▲ 0.1	
イタリア	0.4	1.2	▲ 0.9	▲ 2.7	▲ 3.2	▲ 3.3	
日本	▲ 8.0	▲ 2.1	9.5	▲ 1.2	5.2	0.3	▲ 3.5
韓国	5.3	3.4	3.4	1.3	3.5	1.1	0.6
台湾	10.4	2.1	▲ 1.9	▲ 2.1	1.6	2.2	3.5
香港	11.9	▲ 2.3	2.1	0.9	2.1	▲ 0.2	
シンガポール	19.7	▲ 3.0	2.0	▲ 2.5	9.8	0.2	▲ 1.5
タイ	3.4	▲ 2.8	6.7	▲ 35.7	50.8	13.9	
フィリピン	6.2	1.9	2.5	7.3	12.6	0.9	
オーストラリア	▲ 1.7	5.6	4.6	2.0	5.6	2.6	

(前年比、%)

中国	9.8	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.4
マレーシア	5.1	4.3	5.7	5.2	4.9	5.4	
インドネシア	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.4	6.2
ベトナム	5.6	5.7	6.1	6.1	4.0	4.7	5.4
インド	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	5.5	
ブラジル	4.2	3.3	2.1	1.4	0.8	0.5	
ロシア	4.0	3.4	5.0	4.8	4.9	4.0	

(資料)Datastream、CEIC、各国統計

世界経済は 2013 年も低成長
にとどまる見通し

2012 年の世界経済成長率（みずほ総合研究所が予測対象としている国・地域の加重平均値）は 2011 年の+3.8%から減速し、+3.1%に低下する見通しである（図表 5）。2013 年の成長率は+2.9%と、さらに減速すると予測している。緊縮財政が景気を圧迫する欧米経済が、低成長局面を脱することは期待できそうもない。新興国についても、先進国向け輸出の低迷や欧米からの資金流入減の影響を受けやすい国を中心に低めの成長が続く国が多くなろう。

米国の実質GDP成長率は2012年+2.1%の後、2013年は+1.4%に減速すると予測している。いわゆる「財政の崖」については、景気への影響を緩和するために歳出削減や増税（減税終了）の一部が先送りされるとみられる。しかし、崖を完全になくすことはできず、2013年は成長抑制要因となることが避けられないだろう。

ユーロ圏の実質GDP成長率は2012年▲0.4%の後、2013年も+0.0%にとどまる見通しである。各国とも財政緊縮が景気回復の重石となるが、特に大幅な緊縮を迫られるギリシャ・スペインなど南欧諸国の景気は低迷が続き、ドイツなど健全国との格差が拡大するであろう。

中国の実質GDPは2012年+7.7%に鈍化した後、2013年は+8.0%に小幅ながら持ち直すと予測している。最近の金融緩和や、インフラ投資前倒しなどの景気対策により、2012年末から2013年前半にかけて成長率が高まるとみられる。もっとも、景気過熱によるインフレや過剰投資による不動産価格の再上昇への警戒感から政策運営は慎重になされ、成長率が大きく加速することもないであろう。

図表5 世界経済予測総括表

暦年	(前年比、%)				(前年比、%)	
	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2012年 (前回：9月予測)	2013年
予測対象地域計	5.3	3.8	3.1	2.9	3.2	3.0
日米ユーロ圏	2.6	1.3	1.1	0.7	1.2	0.8
米国	2.4	1.8	2.1	1.4	2.0	1.3
ユーロ圏	2.0	1.5	▲ 0.4	0.0	▲ 0.4	0.2
日本	4.5	▲ 0.7	1.6	0.4	2.2	0.9
アジア	9.3	7.5	6.1	6.1	6.2	6.1
NI Es	8.4	4.0	1.7	1.7	1.9	1.8
ASEAN5	7.0	4.4	5.6	4.3	5.7	4.2
中国	10.4	9.3	7.7	8.0	7.8	8.1
インド	8.9	7.5	5.4	5.2	5.4	5.2
オーストラリア	2.4	2.3	3.4	2.5	—	—
ブラジル	7.5	2.7	1.3	3.3	1.2	3.2
ロシア	4.3	4.3	3.3	3.2	3.2	3.2
日本(年度)	3.3	▲ 0.0	0.8	1.1	1.7	1.3
原油価格(WTI, \$/bbl)	80	95	95	84	96	86

(注)予測対象地域計はIMFによる2011年GDPシェア(PPP)により計算。
(資料)IMF、みずほ総合研究所

アジア経済は、欧米や中国向け輸出依存度が高い国を中心に、全般に伸び悩みとみられる。NIEs（韓国・香港・台湾・シンガポール）の実質GDP成長率は2012・2013年とも+1.7%と低成長が続くであろう。一方、内需の堅調が見込まれるASEAN5（タイ・マレーシア・インドネシア・フィリピン・ベトナム）は相対的に高めの成長を保つ見通しだが、実質GDP成長率は2012年+5.6%、2013年+4.3%と2013年にかけて鈍化するとみられる。

インド経済は、根強く残るインフレ圧力が内需回復を妨げ、2012年の実質GDP成長率は+5.4%、2013年は+5.2%と減速が続く見通しである。

オーストラリア経済は、2012年後半から2013年にかけて財政緊縮による減速が予想される。実質GDP成長率は2012年+3.4%の後、2013年は+2.5%に減速するであろう。

ブラジル経済は、昨年中の財政・金融引き締めの影響が残り、2012年の実質GDP成長率は+1.3%にとどまる見通しである。もっとも、金融緩和・景気対策の効果などにより足元の景気は持ち直している模様であり、2013年の成長率は+3.3%に高まるであろう。

ロシア経済は、原油価格の緩やかな低下が見込まれることなどから、実質GDP成長率は2012年+3.3%、2013年+3.2%と3%台の成長が続くであろう。

日本経済は復興需要の下支えにより、2012年（暦年ベース）の実質GDP成長率は国内需要を中心に+1.6%が見込まれる。しかし、2012年後半は景気後退局面となり、2013年入り後の回復ペースも緩やかであることから、2013年の成長率は+0.4%に大きく鈍化する見通しである。

注目される米国の財政の崖への対応

当面の世界経済の動向を左右する要因として、米国の「財政の崖」への対応が注目される。前述の通りみずほ総合研究所では、財政緊縮の一部が先送りされるものの、景気下押しは避けられないとみている。11月の大統領選でオバマ大統領が再選されたが、ねじれ議会（上院は民主党、下院は共和党が多数）は変わらなかった（次頁図表6）。今後、財政の崖を回避する方策が模索されることになろうが、党派間の調整は難航が予想される。議論が長引けば、先行き不透明感の強まりから家計・企業の支出行動が慎重化し、景気下振れをもたらすリスクがある。最終的にどの程度の崖が残るのかによっても、年明け以降の景気シナリオに変更が生じる余地がある。

中国経済の先行きにも不透明感

2013年の世界経済を見通す上でのもう一つのポイントは、中国経済の回復ペースをどうみるかであろう。金融緩和・景気対策の効果により、製造業PMIや固定資産投資など月次の経済指標には足元で持ち直しの兆しがみられる。一方で、新興国向けを中心に輸出の減速が続く、供給力過剰による在庫調整圧力も残存している。2013年の中国経済は景気対策の効果によって成長率がやや高まると予測しているが、輸出減速に伴う在庫調整の長期化やこれまでの過剰投資の調整が本格化することなどにより、経済活動の停滞が続くリスクもある。これまでの輸出・投資中心の成長パターンから転換を目指す中国経済がソフトランディングできるか否かは、中長期的な世界経済の動向をも左右するファクターとして注目していく必要がある。

欧州債務問題への不安は継続

欧州債務問題については、ESM(欧州安定メカニズム)の発足やECB(欧州中央銀行)によるOMT(国債買い入れ策)発表を受け、金融市場の不安が足元で和らいでいる。当面の注目点はスペインの金融支援要請とギリシャの支援プログラム見直しの議論の行方であろう。ギリシャについては、緊縮策を盛り込んだ2013年予算案をギリシャ議会が可決したことなどから、近日中に追加融資が決定される可能性が高まっている。

もともと、来年以降までを展望した場合、金融不安が再燃する可能性が払拭されたとは言いがたい。これまでに金融支援を受けた国々に対して支援国側が大幅な財政緊縮を求める図式は続き、支援打ち切りやギリシャのユーロ離脱観測が浮上する場面もまだありそうだ。財政緊縮に伴う欧州経済の低成長が世界経済の回復ペースを限定するとともに、欧州債務問題への不安が残存することは引き続き金融市場の緊張を通じて世界経済の下振れにつながるリスクをはらんでいる。

図表 6 主な政治日程

2012年 9月	(欧)ECB理事会(6日) 国債購入プログラムの詳細を発表 (日)通常国会閉会(8日) 特例公債法案は不成立 APEC首脳会議(ウラジオストック,9日) (欧)ドイツ憲法裁判所がESM(欧州安定メカニズム)を合憲と判断(12日) (欧)オランダ総選挙(12日) 財政緊縮路線の与党自民党が勝利 (米)FOMC(12・13日) MBS(住宅ローン担保証券)の追加購入(月額400億ドル)等(QE3)を決定 (日)金融政策決定会合(18・19日) 資産買入等基金の10兆円増額を決定 (日)民主党代表選で野田代表再選(21日) (日)自民党総裁選で安倍氏勝利(26日)	11月	G20財務相・中央銀行総裁会議(4・5日) (米)大統領選・連邦議会選挙(6日) オバマ大統領再選 上院民主・下院共和のねじれ議会は継続 (欧)ギリシャ議会が緊縮策を含む予算案可決(12日) (中)第18回共産党大会(8-14日) (欧)ECB理事会(8日) ASEAN首脳会議(18-20日) (日)金融政策決定会合(19・20日) (欧)EU首脳会議(22・23日)
10月	(欧)ECB理事会(4日) (日)金融政策決定会合(4・5日) (欧)ESM設立総会(8日) IMF・世界銀行年次総会(東京、12-14日) (欧)EU首脳会議(18・19日) (日)金融政策決定会合(30日) 金融緩和強化(基金増額11兆円等)を決定	12月	(欧)ECB理事会(6日) (米)FOMC(11・12日) (欧)EU首脳会議(13・14日) (韓)大統領選(19日) (日)金融政策決定会合(19・20日)
		2013年 1月	(欧)ECB理事会(10日) (日)金融政策決定会合(21・22日) (米)FOMC(29・30日)
		2月	(欧)ECB理事会(7日) (日)金融政策決定会合(13・14日)
		3月	(日)金融政策決定会合(6・7日) (欧)ECB理事会(7日) (米)FOMC(19・20日)

(資料)みずほ総合研究所作成

Ⅲ. 海外経済

(1) 米国経済

2012年7～9月期の実質GDP成長率は持ち直し。内訳をみると、明暗が分かれる内容

想定以上に落ち込んだ企業活動：①世界経済の減速が輸出に悪影響

②更に国内財政政策の不透明感が加わり、国内の設備投資も悪化。今期も軟調に

2012年7～9月期の米国実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率+2.0%（4～6月期同+1.3%）と、減速した4～6月期から持ち直した。内訳をみると、住宅投資、政府支出が大きく拡大し、個人消費も持ち直した。一方、設備投資が前期比年率▲1.3%と減少し、輸出も悪化した。

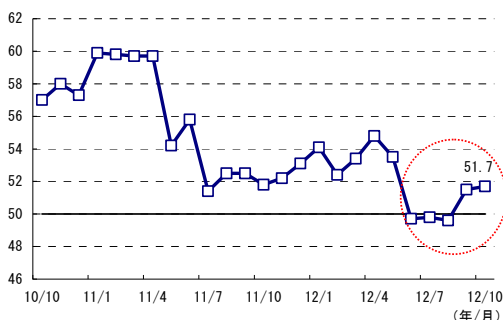
みずほ総合研究所では、8月の見通しにおいて「欧州債務問題や世界的な景気減速への懸念から不透明感が高まり、2012年下期の民間経済活動を抑制するだろう」と予想した。7～9月期の設備投資や輸出の動きは基本的にはこのシナリオに沿ったものと言えるが、こうした企業部門の経済活動の悪化度合いは想定よりも大きかった。これとは逆に、住宅投資や個人消費といった家計部門の動きは想定よりも堅調さを保った。

まず、企業活動に目を向けてみよう。7～9月期の輸出は前期比年率▲1.6%と2009年1～3月期以来の減少となった。地域別の名目輸出金額の推移を見ると、北米、欧州、中国を含むアジア等、幅広い地域で減速している。財別でも全般的な減速が確認でき、世界的な景気減速の影響が現れている。中でも注目したいのは資本財輸出の減速であり、世界各地の企業が設備投資に慎重な姿勢を強めていることを示している。

世界経済の減速に加えて、米国内では財政政策を巡る不透明感が漂い続けており、こうした国内外の先行き不安が米国内の設備投資にも悪影響を及ぼしている。7～9月期の経済指標を振り返ってみると、製造業ISM指数は6月以降3カ月連続で「業況改善・悪化」の分かれ目となる50を下回り、9月によりやく持ち直した（図表7）。機械関連の設備投資動向を表す非国防資本財（除く航空関連）の出荷額は7月から3カ月連続で減少した（図表8）。さらに新規受注額も6、7月に大きく落ち込んで以降、横ばいで推移しており、設備投資の低迷が今後も続く可能性を示唆している。

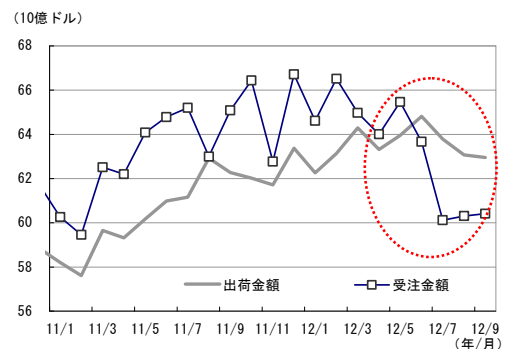
世界経済の減速が続き、国内財政政策の行方も未だ混沌としている状況を踏まえると、こうした企業活動の萎縮は10～12月期も続くと考えられ、今回の見通しでは設備投資、及び輸出を下方修正した。

図表7 製造業ISM総合指数



(注) 季節調整値。指数が50%超で前月比改善、50%未満で悪化。
総合指数は新規受注、生産、雇用、入荷遅延、在庫指数の単純平均。
(資料) 米サプライマネジメント協会 (ISM)

図表8 非国防資本財（除く航空関連）



(注) 季節調整値。
(資料) 米国商務省

底堅く推移した家計部門：住宅投資は前期比年率で2桁の伸びとなり、持ち直しが持続。背景には投資家の動き

住宅市場は金融緩和の下、投資家主導で持ち直しが続く見込み

次に家計部門の動向を見てみよう。7～9月期の住宅投資は前期比年率+14.4%と2桁の伸びとなり、予想以上の持ち直しが続いている。金融危機後、住宅市場は景気回復のボトルネックとなってきただけに、注目に値する動きだ。従来は、金融緩和が行われると金利感応度の高い住宅投資がいち早く持ち直し、景気回復のきっかけとなった。しかし金融危機の後には、住宅市場そのものが危機の震源地であり、家計が巨額の負債を抱えてしまったが故に、異例と言える大幅な金融緩和が行われても住宅投資の反応は鈍いまだだった。

足元でようやく前進し始めたようにも見受けられる住宅投資は、投資家が主導していると考えられる。

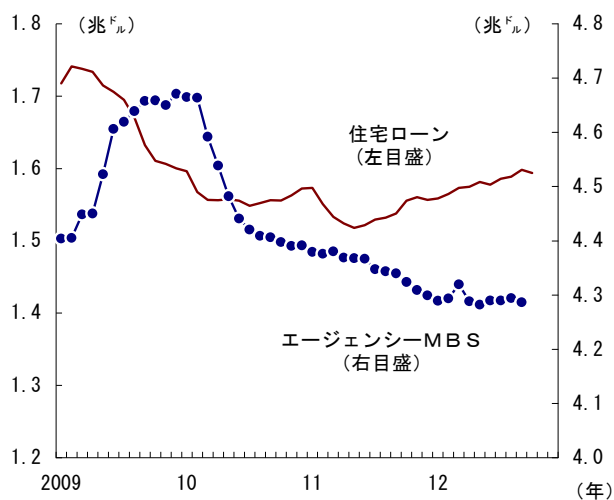
まず金融面の動きに着目すると、ファニーメイ（連邦抵当金庫）とフレディマック（連邦住宅貸付抵当公社）が保証・発行している住宅ローン担保証券（エージェンシーMBS）の残高が横ばいで推移する中で、商業銀行の住宅ローン残高は緩やかな増加傾向を辿っている（図表9）。

個人向け住宅ローンの貸出基準は2011年以降厳しいままであることも踏まえ、商業銀行がバランスシートに抱え始めた住宅ローンとは、健全性が高い借り手向けで、ファニーメイやフレディマックに持ち込まず、バランスシートに抱えていてもリスクの少ない住宅ローンと考えられる。

次に住宅販売の動きをみると、新築と中古を合わせた戸建て住宅の販売件数は持ち直している（図表10）。一般的には、戸建て住宅は持ち家用であるため、戸建て住宅の販売が上向けば持ち家率も上昇するはずだ。しかし、実際には2005年をピークにして持ち家率は低下傾向を辿っており、2012年7～9月期でもその傾向に変化はみられない。

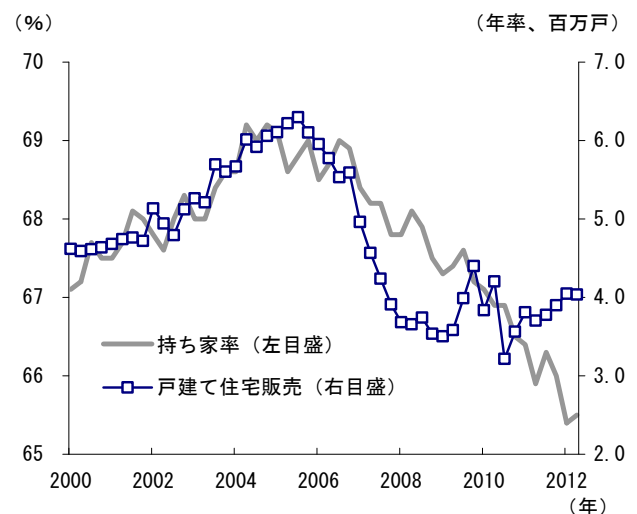
これは、住宅の買い手と実際の居住者が違うことを示唆している。上述した金融面の動向を合わせて考えると、住宅ローンを借りて戸建て住宅を購入しているのは一般の人々ではなく投資家や富裕層であり、彼らが購入した物件を賃貸に転用している可能性が指摘できる。歴史的な低金利、税制上のメリット、高い家賃収入が投資家らによる住宅購入を後押ししているとみられる。

図表9 住宅金融の動向



(資料) FRB、ファニーメイ、フレディマック

図表10 持ち家率と戸建て住宅販売件数



(資料) 米国商務省、全米不動産協会 (NAR)

個人消費はこれまでの見通し通り緩やかな伸びに

政府支出の増加は一時的で、10～12月期には反動減の見込み。その後は2,000億ドル規模の「財政の崖」が残存との見方を維持

2012年の成長率は+2.1%、2013年は+1.4%と予想

目先のリスクは、①国内財政政策と②ハリケーンの影響

今後も金融緩和が続く中で、こうした住宅市場の持ち直しが持続するとの見方から、今回の見通しでは住宅投資を上方修正している。

7～9月期の個人消費は前期比年率+2.0%と、4～6月期から持ち直した。7～9月期の実質可処分所得は、インフレの高まりにより前期比年率+0.8%（4～6月期同+3.1%）と減速したものの、家計は貯蓄率を引き下げること消費の伸びを維持した格好だ。10～12月期には先行き不透明感やインフレが消費の重石となり、伸びはやや鈍化しよう。

7～9月期の政府支出は、主に国防費の増加により前期比年率+3.7%と2010年4～6月以来のプラス寄与となったが、先行きは厳しいだろう。大統領選は現職のオバマ大統領が勝利し、議会選挙では上院が民主党、下院が共和党という「ねじれ」状態が続く結果となった。最大の課題である「財政の崖」については、従来同様2,000億ドル程度の大きさの緊縮措置がとられると想定している（図表11）。今後の政府支出は10～12月期に7～9月期の国防費増加の反動減が発生すると見られる上、その後も引き締め気味の財政運営が続くだろう。

今回の見通しでは、2012、2013年の実質GDP成長率をそれぞれ+0.1%Ptずつ上方修正したが、7～9月期成長率の予想比上振れを映じたもので、見通しの基本的な考え方に変化はない。住宅市場に明るさが見られるものの、「財政の崖」という緊縮財政の影響や、先行き不透明感により低成長が続くと考えている（図表12）。

今後の米国経済に関するリスク要因は、3つ挙げられる。①国内財政政策の動向、②10月末に米国東海岸に上陸して大きな被害をもたらしたハリケーン・サンディの影響、③住宅市場の動向だ。①、②は特に目先のリスク要因であり、③は2013年以降の見通しのシナリオをも左右するリスク要因である。

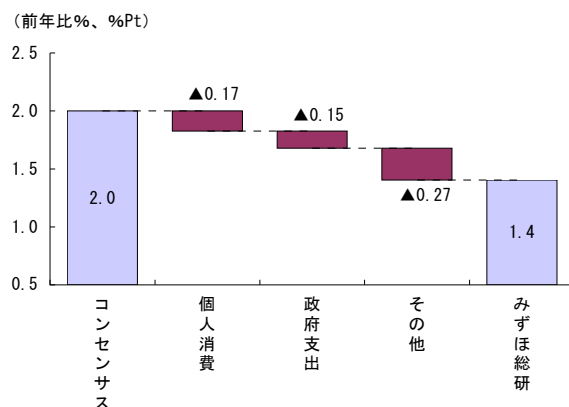
①は、2013年初に控える「財政の崖」の回避と、12月中にも上限に達するといわれる連邦政府債務残高の法定上限の引き上げが、どのような過程を経て実現するのか（あるいは実現されないのか）によって、経済への影響が大きく変わる。オバマ大統領は11月16日にも議会指導部をホワイトハウスに招き、

図表 11 「財政の崖」

(単位: 10億ドル)		総研見通し (CBO 8月推計値)
歳入関連		
ブッシュ減税、代替ミニマム課税 (AMT) 軽減措置の失効		247
低・中所得者向け		205
高所得者向け		42
給与減税の失効		* 95
投資減税など、他の税負担軽減措置の失効		84
医療保険改革 (いわゆるオバマケア) に伴う増税		* 18
歳出関連		
財政管理法による一律歳出削減		54
緊急失業補償の失効		* 26
メディケア診療報酬削減凍結措置の失効		10
その他 (分類が困難なもの)		▲9
総額		525
回避されるとみられる項目		▲311
見通し上の「財政の崖」の総額		214
財政緊縮による景気下振れが財政収支に及ぼす景気安定化効果		▲17
残存する「財政の崖」の規模		197

(注) 1. 総研見通しは8月22日時点のCBO推計値を使用。
2. 網掛け部分は、見直し回避されると考える項目。
3. *印の数字は2012年5月22日のCBO推計値から変わらないと想定したもの。
4. 総研見通しの「その他分類が困難なもの」は残差として導出したもの。
5. 景気安定化効果はCBO推計をもとにみずほ総合研究所が再推計。
(資料) CBO (2012年5月22日、2012年8月22日) より、みずほ総合研究所作成

図表 12 2013年予想コンセンサスとの差



(注) コンセンサスはブルーチップ (2012年9、11月号)。その他は住宅投資、設備投資、在庫投資、純輸出の合計 (含む推計誤差)。コンセンサスとみずほ総合研究所予測値の差の内訳は、みずほ総合研究所による試算値。
(資料) Blue Chip Economic Indicators よりみずほ総合研究所作成

家計のバランスシート
の回復を促す③住宅投資の
上振れ

金融政策は 12 月にも次
の緩和策が採られる可能
性

「財政の崖」問題について協議することを表明している。選挙前までと同じよう
に対立の溝を埋めることができないままなら、見通し以上に景気が冷え込む
リスクがあるが、早期に妥協案が成立する場合には不透明感が和らぎ景気が上
振れするリスクもある。

②ハリケーン・サンディについては、従来の見通しのシナリオを左右するほ
どの影響はないだろう。影響が現れるとすれば短期的なものに留まり、住宅投
資を中心として2012年10～12月期に景気が下振れし、2013年1～3月期には
その反動や政府の緊急支出などによって上振れする可能性がある。

③住宅市場の動向については、上振れリスクが挙げられる。投資家主導とは
言え、住宅販売が持ち直していく中で、住宅価格が現在の金融市場で織り込ま
れている以上に上昇していくなら、低所得層の家計で遅れているとみられるバ
ランスシートの上振れが進み易くなる。

楽観は禁物だが、景気回復のボトルネックとなってきた住宅市場の持ち直し
の持続性やその波及について、注意深く見守っていく必要があるだろう。

連邦公開市場委員会 (FOMC) は2012年9月に、異例の金融緩和を続ける期
間 (時間軸) を「2014年終盤まで」から「2015年半ばまで」に延伸し、エー
ジェンシーMBSを毎月400億ドル購入する無期限のプログラムも決定した。

バーナンキFRB議長は2012年末予定のツイストオペ (MEP) 終了時に
債券購入プログラムを全面的に見直す方針を示している。みずほ総合研究所で
は、12月のFOMCにおいてエージェンシーMBSの買い増しや、(短期国債売
却を伴わない) 長期国債購入といった追加緩和策が採られると予想している。
さらに2013年には、時間軸について、上述した暦ベースのものから、特定の
経済指標に関連づける変更などが行われるだろう。

図表 13 米国経済予測総括表

	2012年				2013年				2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	1～3月期 (実績)	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期			
GDP (前期比年率%)	2.0	1.3	2.0	1.0	1.4	1.5	1.4	1.3	1.8	2.1	1.4
個人消費 (前期比年率%)	2.4	1.5	2.0	1.8	1.3	2.1	1.9	1.7	2.5	1.9	1.8
住宅投資 (前期比年率%)	20.5	8.5	14.4	12.0	5.0	8.0	5.0	5.0	▲1.4	11.8	8.2
設備投資 (前期比年率%)	7.5	3.6	▲1.3	0.0	2.5	4.0	3.5	3.5	8.6	7.2	2.1
在庫投資 (寄与度, 前期比年率Pt)	▲0.4	▲0.5	▲0.1	0.4	0.1	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.1	▲0.0
政府支出 (前期比年率%)	▲3.0	▲0.7	3.7	▲4.5	▲1.8	▲1.8	▲1.8	▲1.8	▲3.1	▲1.6	▲1.6
純輸出 (年率10億ドル)	▲415.5	▲407.5	▲413.7	▲413.2	▲405.8	▲404.4	▲403.1	▲401.7	▲408.0	▲412.5	▲403.8
輸出 (前期比年率%)	4.4	5.3	▲1.6	▲0.5	2.5	2.0	2.0	2.0	6.7	3.1	1.4
輸入 (前期比年率%)	3.1	2.8	▲0.2	▲0.5	0.7	1.4	1.4	1.4	4.8	2.7	0.7
国内最終需要 (前期比年率%)	2.2	1.4	2.3	0.7	0.9	1.7	1.4	1.3	1.8	1.9	1.3
失業率 (%)	8.3	8.2	8.1	7.9	7.9	8.0	8.0	8.0	8.9	8.1	8.0
非農業部門雇用者数 (1カ月当たり, 千人)	232	108	139	133	122	134	112	106	125	156	125
名目可処分所得 (前期比年率%)	6.3	3.8	2.6	3.7	0.7	4.1	4.0	4.0	3.8	3.2	2.9
個人貯蓄率 (%)	3.6	4.0	3.7	3.9	3.3	3.4	3.5	3.6	4.2	3.8	3.4
個人消費支出デフレーター (前年比%)	2.4	1.6	1.5	1.5	1.4	1.6	1.6	1.7	2.4	1.8	1.6
食品・エネルギーを除くCPI (前年比%)	1.9	1.8	1.6	1.7	1.6	1.7	1.9	2.0	1.4	1.8	1.8

(注) 2012年10～12月期以降はみずほ総合研究所による見通し。
(資料) 米国商務省、米国労働省、みずほ総合研究所

(2) 欧州経済

7～9月期のユーロ圏実質GDPは前期に続きマイナスとなった見込み

底堅さの続いてきたドイツも10～12月期にはマイナス成長に陥る可能性

緊縮モードは2013年も継続。特に、フランスやスペインでは2013年の緊縮措置が前年を上回る規模

一部諸国では財政目標の緩和が容認されると想定

ユーロ圏景気の悪化が続いている。成長率との連動性が高いユーロ圏PMIは、7～9月期が46.3(前期比▲0.1Pt)と2009年4～6月期以来の水準に落ち込み、10月が45.7(前月比▲0.3Pt)へと更に低下した。7～9月期のユーロ圏実質GDP(15日発表)はマイナス成長となった見込みであり、10～12月期入り後も景気後退が続いているとみられる。

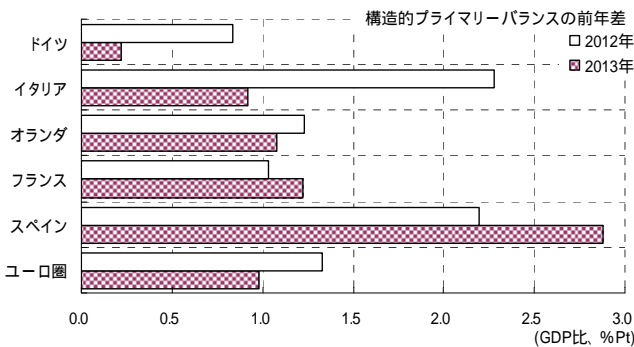
景気悪化の背景には南欧諸国における大幅な緊縮措置やユーロ圏債務問題の深刻化に伴う金融不安の増大がある。スペインでは7～9月期の実質GDPが前期比▲0.3%と5四半期連続のマイナスとなり、10～12月期には一段と悪化すると見込まれる。9月からの付加価値税(VAT)引き上げにより個人消費に大きな影響が出ているためだ。さらに、ユーロ圏で相対的に底堅さがみられたドイツでも減速感が強まっている。夏場には生産の持ち直しがみられたものの、9月には生産が急減すると共に、設備投資や輸出の先行指標となる新規受注も大幅に悪化した。南欧の景気悪化の長期化や金融不安による企業・家計行動の慎重化、世界経済の減速による影響を受けているとみられ、ドイツでは10～12月期がマイナス成長となる可能性が高まっている。

ユーロ圏の見通し上のポイントは①財政政策、②ユーロ圏債務問題への政策対応とそれを受けた金融市場の動向であり、前回見通し時点(8月)からの状況変化や今後の見通しは以下の通りである。

まず、財政政策に関しては、想定よりも財政面からの景気下押し圧力が強まったとの認識だ。欧州委員会によれば、ユーロ圏全体での緊縮措置による景気への影響度(構造的プライマリー収支の前年差)は、2012年が1.3%Pt、2013年が1.0%Ptと試算されている(図表14)。2013年の緊縮規模は前年より幾分緩和するとは言え、景気低迷が続くユーロ圏にとって大きな重石となろう。主要国の2013年予算案を見ると、フランス・スペインでは2012年を上回る規模の緊縮措置を予定している。この結果、両国の景気は低迷が続き、ドイツをはじめ、ユーロ圏全体にも相応の影響を及ぼすだろう。

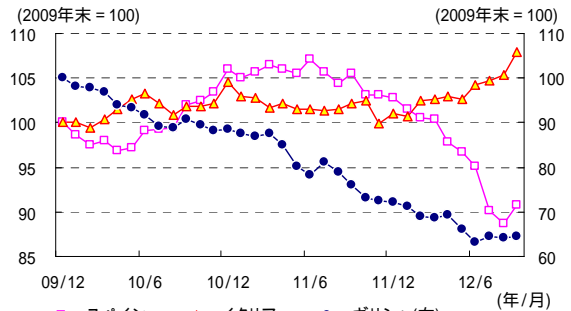
当社ではユーロ圏の一部諸国では景気低迷の長期化により財政赤字の削減目標を達成できず、ドイツや欧州委員会もそれを容認せざるを得ないと想定してきた。実際、11月のG20財務相・中央銀行総裁会議でも足元の景気動向

図表 14 ユーロ圏主要国の財政緊縮の規模



(注)構造的プライマリーバランスは景気循環要因を控除したもの。欧州委員会が算出。
(資料)欧州委員会「2012年秋季経済予測」

図表 15 南欧諸国市中銀行の預金残高



(注) インターバンク・中銀オペを除く市中銀行の預金残高(非居住者預金を含む)。統計の定義変更に伴うデータの断裂を修正済み。
(資料) 各国中央銀行、ECBのデータよりみずほ総合研究所作成

一方、政策期待から金融不安が緩和。年内にもスペインが支援要請に踏み切り、ECBは国債買い入れを実施へ

2013年はゼロ成長とユーロ圏景気の低迷が続く見通し

過度な緊縮や政策対応の遅れが懸念材料。フランスが大幅に格下げされれば、ESMの信用力も低下することに。ドイツ・イタリアの総選挙も注目イベント

に配慮するとの方針が合意された。ユーロ圏としても、財政再建路線を維持しつつ、景気・雇用の更なる悪化リスクに目配りせざるを得ないだろう。

次に、ユーロ圏債務危機への政策対応に関しては、ECBの新たな国債買い入れ策(OMT)の詳細が明らかになった。また、政策期待から金融不安が緩和しつつある兆候が出始めている点はポジティブな材料である。例えば、スペイン・イタリア国債の外国人保有比率が上昇に転じ、南欧諸国の市中銀行の預金減少傾向にも一服感がみられる(前頁図表15)。こうした動向は、南欧諸国から流出したマネーがドイツ等流れ込むという「金融分断化」に歯止めがかかり、金融面の景気下押し圧力が緩和しつつあることを示すものと言える。本見通しでは、スペインが年内にもユーロ圏に金融支援を要請し、OMTの発動により金融安定化が更に促される事を想定している。なお、スペイン支援には欧州安定メカニズム(ESM)の「予防的信用枠」が用いられ、ESMの資金枠が一気に枯渇するような事態は生じないとみている。

以上の点を踏まえ、ユーロ圏の成長率を2012年が▲0.4%、2013年が±0.0%と予測した(図表16)。政策対応への期待から金融面の景気下押し圧力が緩和しているが、足元の景気減速感の強まりや緊縮措置が積み増されたことを勘案し、2013年の成長率見通しを下方修正した。海外景気の持ち直しやユーロ安による輸出拡大がユーロ圏景気の下支え要因だが、景気底入れの時期は2013年入り後となり、その後も回復感の乏しい状況が続くとみている。

見通し上のリスクは依然として下振れ方向にある。まず、財政政策に関しては、財政目標の達成に固執し、景気後退が長期化する恐れがある。ドイツ等では南欧支援に対する反発が強まっており、国内政治上の配慮から、南欧諸国に厳しい姿勢で臨もうとするかもしれない。次に、政策対応が更に遅延すれば、金融不安を再燃させるだろう。スペインが金融支援への慎重姿勢を続ければ、いずれ失望売りを招く可能性は高い。さらに、そうしたリスクが顕現化すれば、景気下振れのみならず、格下げにもつながり得る。特に、フランスが大幅に格下げされれば、ESMの信用力にも大きな影響が及ぶことになる。また、2013年に実施されるイタリア(4月頃)やドイツ(9月頃)の総選挙は注目イベントであり、政策対応に影響を与える可能性があるだろう。

図表 16 ユーロ圏経済見通し

(単位: %)

	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2011年		2012年		2013年	
				上期	下期	上期	下期(予)	上期(予)	下期(予)
実質GDP	1.5	▲0.4	0.0	1.9	0.1	▲0.5	▲0.6	▲0.1	0.9
(期中成長率)	0.6	▲0.5	0.7	2.0	1.0	▲0.2	▲0.6	▲0.3	0.4
民間消費	0.1	▲1.0	▲0.1	▲0.0	▲0.6	▲1.3	▲0.8	▲0.1	0.6
政府消費	▲0.1	▲0.3	▲1.1	▲0.3	▲0.4	0.3	▲1.4	▲0.9	▲1.0
固定資本形成	1.6	▲3.3	▲1.0	3.2	▲1.6	▲4.4	▲2.9	▲1.2	1.2
外需(寄与度)	1.0	1.5	0.4	0.7	1.7	1.6	1.1	0.1	0.2
輸出	6.4	3.0	2.7	5.8	3.5	2.5	3.8	1.7	3.7
輸入	4.2	▲0.3	1.9	4.4	▲0.3	▲1.1	1.3	1.5	3.4
在庫・誤差脱漏(寄与度)	0.2	▲0.6	0.1	0.7	▲0.9	▲0.6	▲0.4	0.3	0.3
内需	0.5	▲1.9	▲0.4	1.2	▲1.6	▲2.2	▲1.8	▲0.2	0.7
消費者物価	2.7	2.5	1.6	2.6	2.8	2.6	2.4	1.7	1.5
コア・インフレ率	1.4	1.6	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	1.4

(注) 年は前年比。半期はGDPが前期比年率、消費者物価が前年比。網掛けは予測値。期中成長率は各年第4四半期の前年比(半期は前年同期比)。成長率は稼働日数調整後。

(資料) Eurostat、みずほ総合研究所

(3) アジア経済

7～9 月期は減速が目立つ、
インフレ懸念残存から金融
緩和は限定的

2012 年 10～12 月期の景気
は総じて低迷、通年の実質
GDP 成長率は減速

2013 年の景気も引き続き低
迷

4～6 月期の経常収支は悪
化、7～9 月期の改善は一
時的である見込み

2012 年 7～9 月期の景気は、引き続き低迷した。輸出の減少や低成長に直面した国が多かったことに加え（図表 17）、長引く輸出不振の結果、一部では内需にも悪影響が波及しつつあるためである。これまでに発表された GDP をみると、韓国、中国、インドネシアで減速、シンガポールでマイナス成長となった。

景気は低迷したものの、最低賃金の上昇やインドの干ばつなどインフレ要因が依然くすぶっているため、金融緩和の動きは限定的であった。9 月以降を見ると、利下げは、韓国、タイ、フィリピンの 3 カ国がそれぞれ 0.25%Pt ずつ実施したに止まった（図表 18）。他に、インドが預金準備率を 0.25%Pt ずつ 2 回（計 0.5%Pt）引き下げた。

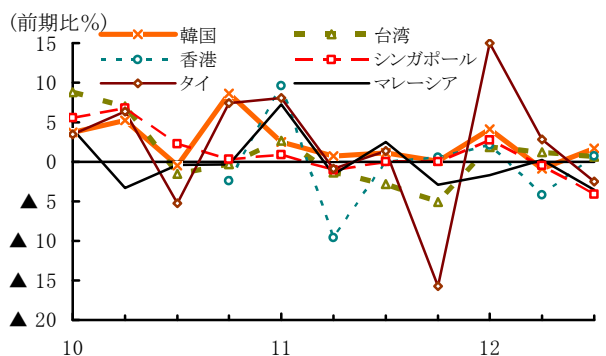
2012 年 10～12 月期の景気を展望すると、公共投資主導で中国経済は若干持ち直すことが見込まれるものの、輸出軟調から、大部分の国では引き続き低迷するであろう。2012 年通年の実質 GDP 成長率は、2011 年対比で減速する見込みである。

2013 年の景気も、引き続き低迷するであろう。日米経済の減速や、ユーロ圏経済の低成長が見込まれるなど、輸出環境が非常に厳しくなることが予想されるためだ。

内需については、輸出依存度が高い国では、輸出低迷が内需に波及するため、総じて伸び悩むことが予想される。ただし、政策的な景気下支えが見込まれる中国では内需が持ち直すことが予想されるほか、2013 年に最低賃金の大幅な引き上げが見込まれるインドネシアなどでは、個人消費は堅調な拡大を続けると予想する。

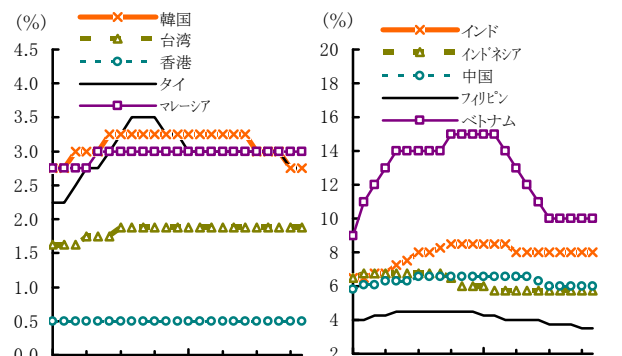
経常収支を GDP 比で見ると、内外景況格差を背景に、4～6 月期は前年同期と比べ悪化する国が過半となり、タイと香港では赤字化した。一方、7～9 月期は、4～6 月期に比べ改善した国が増えた可能性が高い。インドネシアで 7 月にパーム油の輸出関税引き下げが行われたことや、タイで民間復興投資の一巡を受け資本財輸入が急減したことなど、一時的な要因があったためである。

図表 17 輸出数量



(注) 韓・台・マレーシアの季節調整はTRAMO-SEATS。
直近四半期は、未発表の場合、直近月か直近2カ月平均。
(資料) 各国統計

図表 18 政策金利



(注) 最新月は、データを入手可能な直近日。
(資料) 各国統計

経常収支は再度悪化する懸念が強い

7～9 月期の中国の成長率は +7.4%と、減速傾向が持続

2013 年にかけては、公共投資を中心に緩慢ながら持ち直し

もっとも、日米欧対比で、アジアの内需の方が高い伸びを続けるという趨勢が変わったわけではない。特に、2013 年に議会の任期満了を控えるマレーシアや、2014 年に大統領選挙を控えるインドネシアでは、政権支持率の上昇を狙い歳出を大幅に拡大する可能性もある。こうした状況を踏まえると、アジアの経常収支は再度悪化に向かう懸念が強く、当面注視していく必要がある。

中国では、2012 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比 +7.4%と、小幅ながらも前期と比べて 0.2%Pt 低下し、減速傾向が持続した（図表 19）。

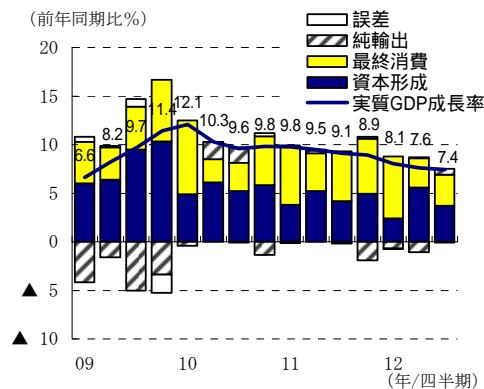
減速の主因は、欧州金融危機をきっかけとする海外経済の減速に加え、賃金コスト上昇、元高などによる競争力低下の想定以上の強まりを要因とした輸出の伸びの鈍化、不動産投機抑制策の継続などを背景に、企業が生産・在庫調整を続けたことが挙げられる。ただし、前倒し・積み増しが図られていた公共投資の効果が現れ始めたことや、労働需給のタイトさが残存するなかで、個人消費が底堅く推移したことから、期末には底固めのムードも現れた。

今後の景気を展望すると、中国経済は、公共投資の効果の顕現と、長引いていた生産・在庫調整の一服により 2013 年にかけて緩慢ながら持ち直しに向かう。ただし、上述した想定以上の競争力低下を背景に輸出が低調な伸びを続けるため、持ち直しのペースは従来考えていたよりも緩やかなものとなる。

公共投資については、2012 年に入って、エネルギー・環境関連の公共投資や、低所得者向け政策支援住宅（保障性住宅）の投資などが加速したのに続いて、足元 7～9 月期は、昨年的高速鉄道事故などによって事業の見直しが行われていた交通関連の公共投資が加速した（図表 20）。11 月に指導部の交代が行われ、第 12 次 5 カ年計画に関する公共投資が出やすくなることや、各地方政府が中長期の投資計画を相次ぎ打ち出していることから、2013 年にかけて公共投資は幾分伸びを高めよう。ただし、大幅な加速については、投資の過熱を招き、すでに顕在化しつつある過剰設備の問題をさらに悪化させる可能性があることなどから、管理監督の厳格化などを通して抑制を図るものと考えられる。

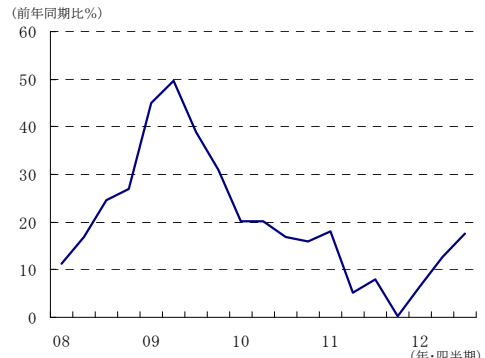
一方、民間投資については、公共投資の拡大によって生産・在庫調整が進んでも、輸出が回復しにくいことや、過剰設備が顕在化していることなどから、回復しにくい状況が続くと考えられる。

図表 19 中国の実質 GDP 成長率



(注) 年初来累計を四半期に分割。消費は政府消費を含む。
(資料) 国家統計局

図表 20 中国の公共投資



(注) 公共投資は、非民間比率50%以上の産業による投資。石油・ガス採掘、電力・ガス・水道、建築、交通運輸、水利・環境・公共施設管理、教育、衛生・社会サービス、文化・スポーツ・娯楽、公共管理。
(資料) 国家統計局、CEIC

消費は引き続き底堅い伸びに

生産・在庫調整圧力は2013年前半にかけて徐々に緩和

大規模な景気対策の発動によるリスクシナリオに留意

アジアでは、2012年に続き2013年も減速する国が多くなる見通し

消費については、引き続き底堅い伸びが続こう。労働需給のタイト感が残存していること、金融緩和や低中所得者向け政策支援住宅の供給などによって一次取得者の住宅購入が活発になってきていることなどが、その主因である。

成長の押し下げ圧力となっていた在庫については、公共投資の持ち直しなどを背景に2012年末から2013年前半にかけて調整圧力が徐々に和らいでいくと考えられる。足元、産業別にみると、軽工業品や機械で調整が一巡してきているのに加えて、これまで在庫の積み上がりが顕著にみられた素材でも、調整圧力が低下に向かいつつある。ただし、生産の回復は緩やかなものにならざるを得ないだろう。海外経済の不安定な状況が続くほか、公共投資の一段の加速には歯止めがかけられるとみられるためである。

このように中国の景気は、海外経済や過剰設備に対する懸念が根強く続かなかで、緩慢な持ち直しにとどまるとみられる。

なお、11月8日に開催された共産党大会では、2020年までの所得倍増が掲げられた。平均+7%程度の成長で、構造改革を促しつつ、ソフトランディングを図ることが目指されている。しかし、中国では、経済の減速懸念や社会不満などが高まるほど、大規模な景気対策による弥縫策に走りやすい。新政権が現在の姿勢を転換し、「大規模な景気対策の発動→経済構造のゆがみの増幅→経済の停滞」というリスクシナリオに向かわないか、留意が必要であろう。

以上の点を踏まえ、2012年のアジア各地域の実質GDP成長率は、中国が+7.7%、NIEsが+1.7%、ASEAN5が+5.6%、インドが+5.4%、2013年は、中国が+8.0%、NIEsが+1.7%、ASEAN5が+4.3%、インドが+5.2%と予測した(図表21)。

図表21 アジア経済見通し

(単位：%)

	2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
アジア	7.3	6.0	9.3	7.5	6.1	6.1
中国	9.6	9.2	10.4	9.3	7.7	8.0
NIEs	1.8	▲ 0.7	8.4	4.0	1.7	1.7
韓国	2.3	0.3	6.3	3.6	2.2	1.9
台湾	0.7	▲ 1.8	10.7	4.0	1.0	2.1
香港	2.1	▲ 2.5	6.8	4.9	1.3	0.8
シンガポール	1.7	▲ 1.0	14.8	4.9	1.6	0.5
ASEAN5	4.8	1.6	7.0	4.4	5.6	4.3
インドネシア	6.0	4.6	6.2	6.5	6.2	5.4
タイ	2.5	▲ 2.3	7.8	0.1	5.4	2.7
マレーシア	4.8	▲ 1.5	7.2	5.1	4.7	3.2
フィリピン	4.2	1.1	7.6	3.9	5.7	3.7
ベトナム	6.3	5.3	6.8	5.9	5.1	5.4
インド	8.1	6.4	8.9	7.5	5.4	5.2
オーストラリア	2.2	1.5	2.4	2.3	3.4	2.5

(注) 1. 実質GDP成長率(前年比)。網掛けは予測値。

2. 平均値はIMFによる2011年GDPシェア(購買力平価ベース)により計算。

(資料) 各国統計、みずほ総合研究所

日本経済

(1) 景気の現状

7～9月期は輸出・国内民間需要
が落ち込みマイナス成長

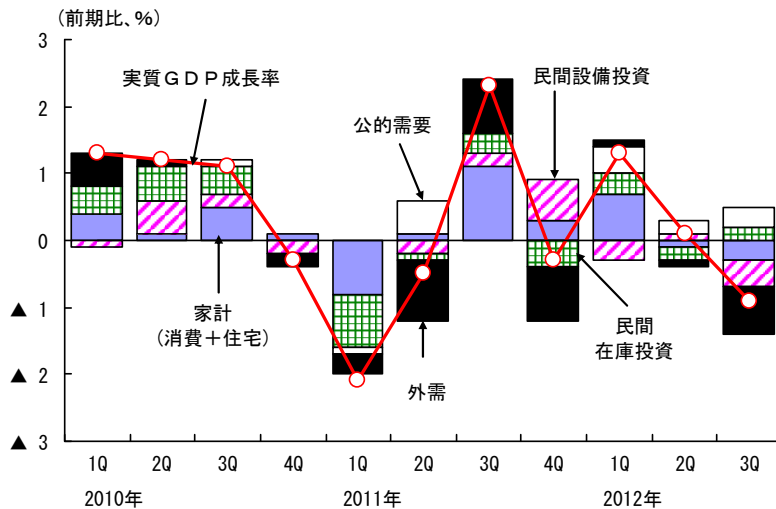
2012年7～9月期の実質GDP成長率（1次速報）は前期比▲0.9%（年率▲3.5%）と3四半期ぶりのマイナス成長になった（図表22）。日本経済は今年3月をピーク（山）にして景気後退局面に入っているとみられるが、そのことを改めて確認する内容であった。

マイナス成長の主因は、輸出の落ち込み（前期比▲5.0%）である。世界的な景気減速を受け、日本からの輸出は各国・地域向けとも減少したが、特に欧州向け、中国向けの落ち込みが大きかったとみられる。輸入も前期比▲0.3%とわずかに減少したものの、輸出の大幅減により、実質GDP前期比に対する外需寄与度は▲0.7%Ptと成長率を大きく押し下げた。

国内民間需要は前期比▲0.6%（実質GDP前期比に対する寄与度▲0.4%Pt）となった。個人消費（前期比▲0.5%）は、エコカー補助金終了に伴い耐久財消費が減少（前期比▲2.1%）したほか、非耐久財（同▲1.0%）やサービス（同▲0.1%）も弱含んだ。また、製造業を中心に企業行動が慎重化したことを受けて、設備投資（同▲3.2%）が大幅に減少した。低金利などを背景に住宅投資（前期比+0.9%）は底堅く、取り崩し幅が縮小した民間在庫投資もプラス寄与（+0.2%Pt）となったが、個人消費・設備投資の落ち込みを補うには至らなかった。

一方、公的需要は復興事業の進捗などにより前期比+1.1%（寄与度+0.3%Pt）と4四半期連続で増加を保った。民間需要と公的需要を合わせた国内需要は前期比▲0.2%（寄与度▲0.2%Pt）となった。国内需要が減少するのは、東日本大震災の影響で落ち込んだ2011年1～3月期（前期比▲1.8%、寄与度▲1.8%Pt）以来のことである。

図表 22 GDP成長率の四半期推移



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

(2) 2012・13 年度の見通し

2012 年度の成長率は+0.8%
にとどまる見通し

2012 年 10～12 月期もマイナス成長が続く可能性が高い。中国の国内需要は投資を中心に足元で持ち直しの兆しがみられるが、過剰在庫の調整が進むまでは日本からの輸出が本格的に回復するには至らないであろう。国内需要については、復興事業の執行に伴う公共投資の拡大が引き続き下支えとなる見通しである。しかし、エコカー補助金が終了したのが 9 月下旬であるため自動車販売の水準は一段と下がり、個人消費は 10～12 月期も減少が続くことが想定される。7～9 月期に大きく落ち込んだ設備投資も、景気の先行きに対する不透明感が強い中で、急回復は見込みがたい。

もっとも、今回の景気後退局面が年末を越えて長期化する可能性は、現時点では低いと考えている。第一の要因は、エコカー補助金の反動で落ち込んでいる自動車販売・生産が年末までに下げ止まるとみられることだ。前回のエコカー補助金終了（2010 年 9 月 7 日）後を振り返ると、自動車販売台数は翌月の 10 月に底をつけ、自動車生産も 11 月から増加に転じた。2012 年 9 月 21 日に終了した今回についても、遅くとも年内には自動車販売が下げ止まり、自動車生産も回復に転じることが予想される。

第二の要因は、年明け以降の輸出が中国向けを中心に持ち直すとみられることである。景気対策の効果で 2013 年前半にかけての中国経済は緩やかながらも加速し、在庫調整の進展とともに日本からの輸出も年明け以降は回復に転じると予想される。ただし、財政の崖の影響で米国経済の減速が想定されるため、輸出の回復ペースは緩やかであろう。

足元で企業行動が慎重化していることから設備投資が回復に向かうには時間を要しそうだが、震災からの復興に伴う公的需要の増加は引き続き景気の下支えとなる。2013 年に入ってから日本経済は、公的需要の拡大が続く中で個人消費・輸出が底入れし、景気後退局面を脱するであろう。2013 年 1～3 月期は前期比+0.3%（年率+1.1%）と力強さには欠けるもののプラス成長を確保する見通しである。

2012 年 7～9 月期と 10～12 月期がマイナス成長となるため、2012 年度の実質 GDP 成長率は+0.8%（9 月予測：+1.7%）にとどまると予測している。9 月見通しからの下方修正の主な要因は、海外経済減速による輸出下振れ、それに伴って製造業を中心に企業行動が慎重化し設備投資の先送りが増加していることである。

2013 年度の成長率は+1.1%。
後半は駆け込み需要により加速

2013 年度前半（4～6 月期、7～9 月期）の個人消費はエコカー補助金終了の反動減から徐々に持ち直し、生産の底入れとともに設備投資も緩やかな回復軌道に復するとみられる。一方、2012 年度中の景気回復を支える復興需要は、2012 年度末にはピークアウトする可能性が高い。インフラ復旧事業の大半で 2012 年度中の整備完了が目標とされており、2013 年度に入ると公共投資は減少に転じると予想される。もっとも、高台への集落移転のような事業は 2013 年度に入ってから本格化するとみられるため公共投資の減少ペースは緩やかであろう。また、輸出の回復ペースは引き続き緩やかなものとなり、成長率は

年率+1%台にとどまりそうだ。

2013年度後半(2013年10~12月期、2014年1~3月期)は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が国内需要を押し上げるとみられる。2014年4月の消費税率引き上げ(5%⇒8%)を控えて個人消費や住宅投資を中心に駆け込み需要が発生し、2013年度後半の成長率を高めるとみられる。

その結果、2013年度の実質GDP成長率は+1.1%(9月予測: +1.3%)と2012年度からはやや加速する見通しである。

図表 23 日本経済見通し総括表

		2010	2011	2012	2013	2012				2013				2014
		年度				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	3.3	0.0	0.8	1.1	1.3	0.1	0.9	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5	0.9
	前期比年率、%	--	--	--	--	5.2	0.3	3.5	0.3	1.1	1.3	1.7	2.2	3.7
内需	前期比、%	2.6	1.0	1.6	1.1	1.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3	0.5	0.9
民需	前期比、%	3.2	0.6	1.0	1.1	1.0	0.1	0.6	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	1.1
個人消費	前期比、%	1.6	1.2	1.0	1.2	1.2	0.1	0.5	0.2	0.1	0.2	0.3	0.8	2.0
住宅投資	前期比、%	2.6	3.8	2.5	6.6	1.1	1.5	0.9	0.4	1.3	3.2	3.0	2.3	5.0
設備投資	前期比、%	3.9	1.1	0.4	1.3	1.9	0.9	3.2	0.3	0.3	0.8	0.9	0.7	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	0.8	0.5	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3
公需	前期比、%	0.8	2.2	3.2	1.1	1.6	0.9	1.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
政府消費	前期比、%	2.5	1.9	2.0	1.6	1.1	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6
公共投資	前期比、%	6.0	2.9	8.7	1.5	4.2	2.6	4.0	0.2	0.4	0.6	0.8	1.3	1.8
外需	前期比寄与度、%Pt	0.8	1.0	0.8	0.0	0.1	0.1	0.7	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
輸出	前期比、%	17.4	1.4	0.4	1.1	3.3	1.3	5.0	0.5	0.5	0.7	1.0	1.1	1.0
輸入	前期比、%	12.3	5.6	4.4	1.2	2.2	1.8	0.3	0.4	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8
名目GDP	前期比、%	1.2	2.0	0.2	0.8	1.4	0.3	0.9	0.2	0.5	0.2	0.2	0.4	0.9
GDPデフレーター	前年比、%	2.1	1.9	0.6	0.3	1.3	0.9	0.7	0.3	0.3	0.0	0.4	0.4	0.6
内需デフレーター	前年比、%	1.4	0.7	0.7	0.5	0.4	0.6	0.8	0.6	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5

(注) 網掛けは予測値
(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」よりみずほ総合研究所作成

		2010	2011	2012	2013	2012				2013				2014
		年度				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
鉱工業生産	前期比、%	9.3	1.0	4.1	1.4	1.3	2.0	4.2	3.7	2.0	1.0	1.3	1.3	1.1
経常利益	前年比、%	39.0	2.0	0.6	5.6	14.1	15.1	4.7	1.6	5.2	4.8	4.6	8.3	4.7
名目雇用者報酬	前年比、%	0.5	0.1	0.2	0.4	0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	0.3	0.4	0.5	0.4
完全失業率	%	5.0	4.5	4.3	4.2	4.5	4.4	4.2	4.2	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	81.9	84.1	87.3	93.0	86.2	87.8	87.4	86.0	87.4	90.2	95.1	96.5	89.8
経常収支	年率換算、兆円	16.7	7.6	5.3	6.6	5.9	6.1	3.7	5.5	5.8	6.0	6.2	7.8	7.5
国内企業物価	前年比、%	0.4	1.3	1.4	0.7	0.3	0.9	1.8	1.1	1.5	1.4	0.9	0.5	0.1
消費者物価	前年比、%	0.8	0.0	0.2	0.3	0.1	0.0	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2
無担保コール翌日物金利	%	0.06	0.08	0~0.10	0~0.10	0.08	0.08	0.08	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10
新発10年国債利回り	%	1.13	1.05	0.79	0.79	0.97	0.85	0.78	0.76	0.75	0.75	0.75	0.80	0.85
日経平均株価	円	9,961	9,181	8,900	9,200	9,274	9,036	8,886	8,700	8,700	8,800	9,000	9,300	9,500
対ドル為替相場	円/ドル	86.0	79.0	79.0	81.0	79.3	80.2	79.0	78.0	79.0	80.0	80.0	81.0	82.0
WTI原油先物最期近物	ドル/バレル	84.0	97.0	91.0	82.0	103.0	93.0	92.0	90.0	88.0	85.0	83.0	81.0	80.0

(注1) 網掛けは予測値。実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある
(注2) 経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース(金融・保険、電気業を除く)
(注3) 消費者物価は生鮮食品を除く総合(2010年基準)
(注4) 完全失業率、新設住宅着工戸数、経常収支の四半期は季節調整値
(注5) 金融関連の指標について、無担保コール翌日物金利は期末値、その他は期中平均値
(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、財務省「法人企業統計季報」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、国土交通省「建築着工統計調査報告」、日本銀行「国際収支」、「企業物価指数」、「金融経済統計月報」、「外国為替相場」、日本相互証券㈱「主要レート推移」、日本経済新聞、Bloomberg、よりみずほ総合研究所作成

再び拡大したGDPギャップ
のマイナス幅

みずほ総合研究所で試算しているGDPギャップは、2012年7～9月期時点で潜在GDP比▲3.1%（約16.2兆円の供給超過）となっている（図表24）。7～9月期がマイナス成長であったため、4～6月期の同▲2.0%からマイナス幅が大きく広がった。今回の見通しに基づくと、マイナス成長が続く2012年10～12月期には需給ギャップのマイナスが同▲3.3%まで拡大する見通しである。その後、景気回復とともにGDPギャップのマイナス幅は縮小に向かうが、2013年度末時点でも同▲1.8%（9.6兆円の供給超過）と供給超過は解消しない見通しである。消費税率引き上げの影響で2014年度前半は実質GDPの水準が下がり、GDPギャップのマイナス幅はさらに拡大する可能性が高い。9月時点の見通しでは2013年度末時点ではほぼGDPギャップのマイナスが解消すると予測していたが、今般の景気後退によりデフレ脱却は遠のいたと言わざるをえない。

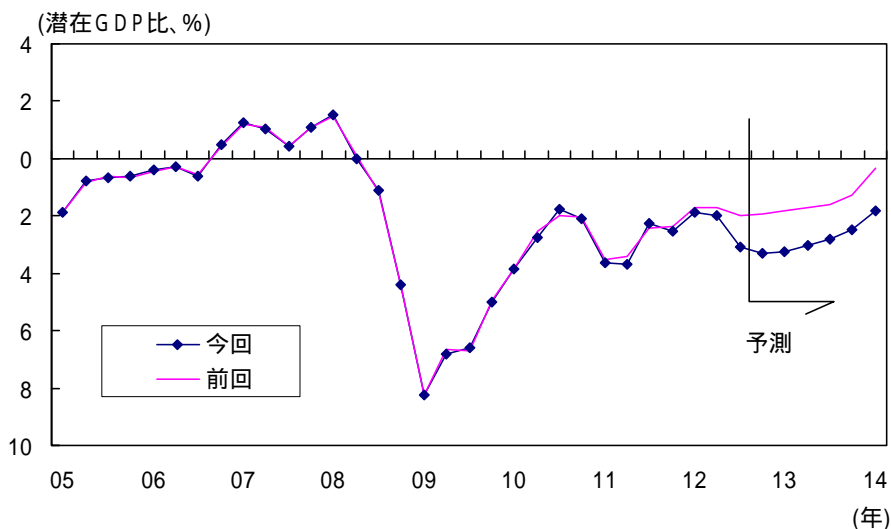
コアCPIは引き続き低下

生鮮食品を除く総合消費者物価指数（以下、コアCPI）、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合消費者物価指数（以下、米国基準コアCPI）は、2012年9月時点でそれぞれ前年比▲0.1%、同▲0.6%となっている。予測期間中の米国基準コアCPIは徐々にマイナス幅が縮小していくとみられるが、GDPギャップのマイナスが残存する中で下げ止まりには至らないとみられる。原油価格下落などを背景にエネルギー価格低下が予想されることもあり、コアCPI前年比は2012年度▲0.2%、2013年度▲0.3%とマイナスが続く見通しである。予測期間中にデフレ脱却が展望できる状況にはならないであろう。

年明け後の回復シナリオのカギを握るのは、海外経済と輸出動向

以上が今回の経済見通しのメインシナリオである。しかし、年明けから日本経済が回復に向かうとのシナリオは現時点でそれほど確実なものとは言えず、先行きに対する不透明感は強い。米国・中国をはじめとする海外経済の動向、それを受けての輸出の先行きが来年の景気回復シナリオが実現するかどうかのカギを握っていることは間違いない。しかし、米国経済については財政の崖への対応を巡る不確実性があり、中国経済についても在庫調整の長期化が回

図表 24 GDPギャップの推移



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」などよりみずほ総合研究所試算

懸念される日中関係悪化の影響

復を阻害するリスクが残存している。

さらに、尖閣諸島問題を契機とする日中関係悪化の影響の大きさも現時点では見通しがたい。中国で9月中旬に激化した反日デモは短期間で沈静化したものの、日本製品の不買運動や日中間の人的交流の減少といった影響は継続している。足元でもっとも顕著なのは、日本ブランドの自動車販売減と中国からの旅行者数減少であろう。

日本車の中国国内での販売は前年比で3~6割程度減少し、日本メーカー数社が中国向けの輸出車生産を停止している。日本メーカーは、中国向けの自動車をほとんど現地生産しており、輸出は一部の高級車などに限られている。2011年の実績でみると日本から中国への完成車輸出は年間22.5万台に過ぎず、現地生産が9割以上を占めている(図表25)。欧米市場向けの3~4割を輸出しているのとは対照的だ。したがって、中国向け完成車輸出の停止による輸出全体や国内生産への影響は限定的といえる。しかし、当然ながら現地生産・販売の減少は連結ベースで自動車メーカーの収益圧迫要因となる。競争の激しい中国市場でシェアを失うことが痛手であることは間違いない。

中国からの訪日客数は2010年に約141万人、震災の影響で減少した2011年は約104万人となった(図表26)。一人当たり消費額は14~16万円程度であり、旅行者数を乗じると総消費額は2010年:約2,000億円、2011年:約1,700億円と計算できる。これは国際収支統計上サービス収支の内訳である旅行の受取として計上される。2012年4~8月の訪日客数は前年比でほぼ倍増のペースであったが、反日デモの影響で9月は前年比+9.8%まで伸びが鈍化した。日中関係の悪化がなかった場合の訪日客数が2011年比でほぼ2倍の200万人程度であったと仮定し、それが100万人に半減したとすると、中国人旅行者による消費額の減少は1,500億円程度と試算される(一人当たり消費額は15万円と仮定)。これはGDP比でみると0.03%に過ぎず、旅行関連など一部の業界への影響は大きいものの、成長率へのインパクトは限定的である。

以上のように、中国向け自動車輸出停止や中国人旅行者の減少が短期的な成長率に与える影響は大きくない。しかし、現地法人の収益悪化が連結ベースの企業業績に与える影響は無視できない。また、何らかの要因で日中間の緊張が再度強まるようなことがあれば、不買運動が激化して輸出への悪影響が拡大するリスクもある。さらに、日本企業が生産拠点を中国以外に移転する動きが加速するなど、中長期的にはさまざまな影響が生じる可能性がある。

図表 25 自動車の現地生産・輸出台数(2011年)

(単位:台、%)

	合計	現地生産		輸出	
			ウェイト		ウェイト
世界合計	1832.4	1386.0	75.6	446.4	24.4
米国	381.1	238.4	62.6	142.7	37.4
欧州	249.4	149.9	60.1	99.5	39.9
中国	329.3	306.8	93.2	22.5	6.8

(注)ウェイトは現地生産と輸出の合計に対する比率

(資料)FOURIN「日本自動車調査月報」、日本自動車工業会

図表 26 中国人旅行者数と消費額

中国人訪日客数 (万人)	2010年	141.3
	2011年	104.4
一人当たり消費額 (万円)	2010年	14.5
	2011年	16.4
総消費額 (億円)	2010年	2055.7
	2011年	1715.1

(注)一人当たり消費の2010年は4~12月平均

(資料)日本政府観光局「訪日外客数」

観光庁「訪日外国人消費動向調査」

(3) 外需

7～9 月期の輸出は大幅減

2012 年 7～9 月期の実質輸出（SNAベース）は、前期比▲5.0%（4～6 月期同+1.3%）と 3 四半期ぶりに減少した。地域別の輸出数量指数（みずほ総合研究所による季節調整値）をみると、すべての地域向けが減少している（図表 27）。景気低迷が続く欧州向けや、素材分野を中心に国内の在庫調整圧力が強い中国向けは大きく減少した。これまで堅調であった米国向け輸出も、昨年の震災やタイ洪水の影響で減少した自動車在庫を復元する動きが一巡したため減少に転じた。

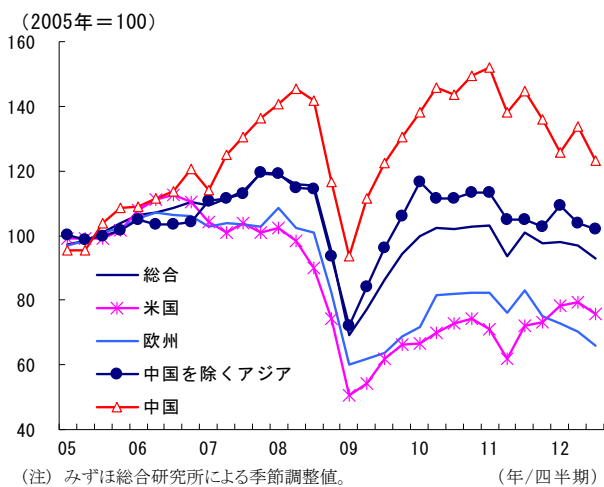
実質輸入も前期比▲0.3%（4～6 月期同+1.8%）と減少したが、輸出に比べてマイナス幅は小さかった。その結果、7～9 月期の実質GDP前期比に対する外需寄与度は▲0.7%Pt（4～6 月期同▲0.1%Pt）と大幅なマイナスとなった。

輸出は年明け後に持ち直すが、回復ペースは緩やか

先行きの輸出は、中国の景気回復などを背景に年明け以降持ち直していくと想定している。ただし、財政の崖の影響で米国経済の減速が見込まれることなどから回復ペースは緩やかであろう。実質輸出は 2012 年度に前年比▲0.4%、2013 年度は同+1.1%と予測した（次頁図表 29）。

リスク要因として、尖閣問題を契機とした日中関係悪化の影響が挙げられる。中国向け輸出を業種・需要段階別にみると、総じて中間財のウェイトが高い（図表 28）。中間財は、日系企業の現地生産向け部品も含まれるが、中国企業の生産にも影響するため、今のところ通関手続きの遅延などの目立った影響は出ていない模様だ。他方、最終財のうち、一般消費者向けの自動車や電気機械などは不買運動の影響を受けやすい。しかし、これらは現地生産が中心であり、輸出への影響は限定的となろう。もちろん、現地販売の減少は日本企業の連結ベース企業業績の下振れ要因となる。また、公共投資などの入札における日本外しや化学や鉄鋼などの汎用品における調達先変更などが顕現化すれば、輸出減に拍車がかかるリスクもある。

図表 27 地域別輸出数量



図表 28 対中輸出の需要段階別シェア

	シェア	素材	中間財	最終財
中国向け輸出	-	2.6	65.5	32.0
電気機械	26.4	-	75.1	24.9
一般機械	21.7	-	34.9	65.1
化学製品	15.2	1.9	92.5	5.6
鉄鋼	12.1	11.2	88.2	0.5
輸送用機械	9.8	2.6	49.1	48.2
精密機械	6.9	-	35.4	64.6

(注) 斜線の業種は不買運動、それ以外の業種は景気減速の影響を受けやすい。

(資料) RIETI-TIDよりみずほ総合研究所作成

輸入は緩やかに拡大

7～9 月期の経常黒字は大幅に減少

2013 年度の経常黒字は小幅増

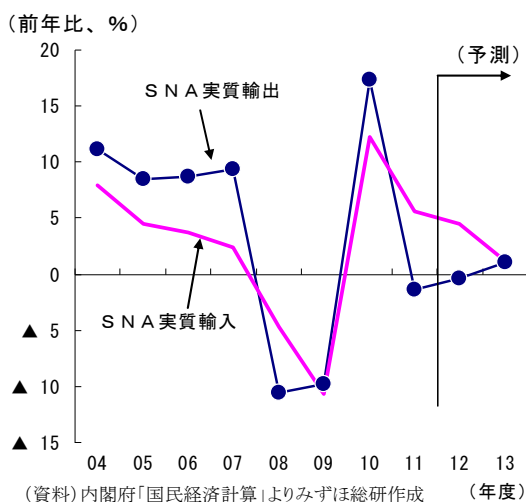
輸入については、先行きも原油やLNGなど火力発電用燃料の輸入が高水準で推移しそうだ。加えて、2012 年度中は復興需要の顕在化に伴う資材輸入増が見込まれる。2013 年度は、2014 年 4 月の消費増税前の駆け込み輸入増が予想されるものの、燃料や資材輸入の増加が一服することから伸びは鈍化するだろう。2012 年度の実質輸入は同+4.4%、2013 年度は同+1.2%と予測した。実質GDP成長率に対する外需寄与度は2012 年度▲0.8%Pt、2013 年度▲0.0%Pt と予測している。

2012 年 7～9 月期の経常黒字（季節調整済み年率換算値、以下同じ）は 3.7 兆円（4～6 月期 6.1 兆円）と大幅に減少した。内訳をみると、所得収支がほぼ横ばいで推移（14.5 兆円→14.7 兆円）する一方、輸出が大幅に減少したことから貿易赤字が大幅に拡大し（▲4.4 兆円→▲6.8 兆円）、外国人旅行者が減少したことなどからサービス収支の赤字も拡大（▲2.7 兆円→▲3.3 兆円）した。2012 年度上半期の経常黒字は 4.8 兆円と、過去最低水準を記録した。

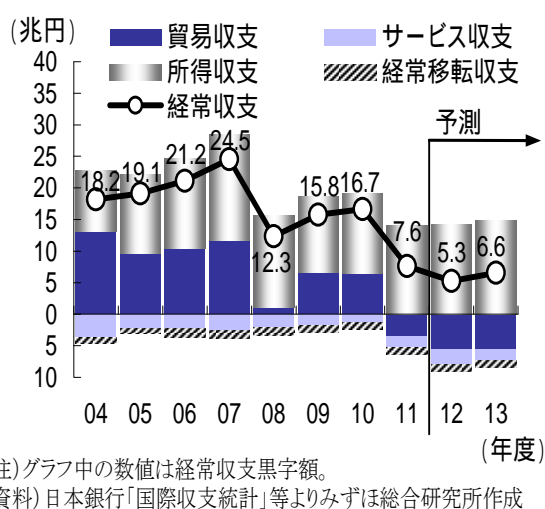
今後、貿易収支は輸出の緩やかな持ち直しにより赤字が縮小する方向に向かうと見込まれる。世界経済の低成長が続く中、原油価格は緩やかに下落し、価格面からの輸入金額押し下げ圧力も強まるとみられる。ただし、輸出の伸びは大きくは高まらず、貿易収支は 2013 年度中も赤字で推移すると見込まれる。所得収支については対外資産の大半を占める証券投資の収益率が安定していることなどから、2012 年度、2013 年度とも 14 兆円台の黒字を維持するとみられる。

2012 年度の経常黒字は貿易赤字拡大により 2011 年度の 7.6 兆円から 5.3 兆円に減少する見通しである（図表 30）。2013 年度の経常黒字は貿易収支の赤字幅が縮小することにより増加に転じるものの、6.6 兆円の低水準にとどまると予測している。

図表 29 実質輸出入の見通し



図表 30 経常収支の見通し



(4) 企業部門

鉱工業生産は2 四半期連続の減産

当面の生産は弱含むものの、年内に底入れ

年明け以降の生産は緩やかに回復

2012年7～9月期の鉱工業生産は、前期比▲4.2%（4～6月期同▲2.0%）と2四半期連続の減産となった（図表31）。エコカー補助金の終了に伴い輸送機械が大幅なマイナスとなったほか、世界的なデジタル家電需要の弱さなどから電子部品・デバイスの生産も減少した。海外経済の減速を受け、一般機械や鉄鋼なども落ち込んだ。

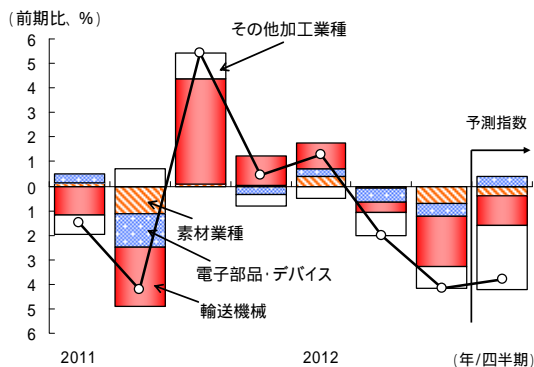
年内の生産活動は弱含みで推移するとみられる。製造工業生産予測指数は、10月（前月比▲1.5%）が減産、11月（同+1.6%）が増産となっている。情報通信機械の大幅減産が見込まれているほか、一般機械や鉄鋼なども引き続き慎重な生産計画となっている。9月の在庫率指数は2009年5月以来の高水準となっており、幅広い業種で在庫調整圧力が強まっている。

一方、エコカー補助金の終了に対応した輸送機械減産の動きは一巡しつつあり、在庫調整が進んだ電子部品・デバイスの生産も上向きつつある。復興需要に伴う資材需要の増加も下支えとなり、生産は年末頃に下げ止まる可能性が高い。

2013年に入ると、中国の景気対策の効果が徐々に現れてくるもとで輸出が緩やかに回復するため、生産も持ち直しに向かうとみられる。中国の公共投資が増加すれば、一般機械、鉄鋼など素材関連の需要が高まる。中国国内の在庫調整が進むにつれ、日本国内の生産も徐々に誘発されるだろう。また、エコカー補助金終了に対応した減産が一巡し、自動車生産も緩やかに回復するとみられる。一方、復興需要は年初にピークアウトするとみられるため、生産の回復のペースは緩やかなものにとどまる見通しである（図表32）。2013年末から2014年初にかけては、消費税率の引き上げを前にした駆け込み需要が耐久消費財を中心に生じるとみられ、生産の押し上げ要因になるだろう。

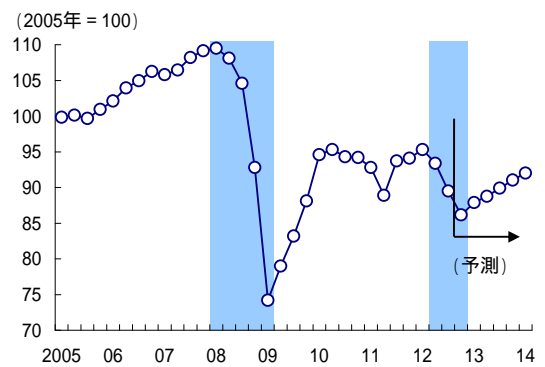
以上より、2012年度の鉱工業生産は前年比▲4.1%、2013年度は同+1.4%と予測した。なお、尖閣諸島問題を契機とした日本製品不買運動の影響は、足元で自動車輸出・生産の下振れ要因となっている。今のところ他の業種への影響は限定的なようだが、影響が拡大・長期化すれば生産の回復を遅らせるリスクもある。

図表 31 鉱工業生産の業種別寄与度分解



(注) その他加工業種は、輸送機械、電子部品・デバイス除く。
2012年10～12月期は、10・11月が予測指数通り、12月が11月から横ばいと仮定した場合。
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」

図表 32 鉱工業生産の見通し



(注) シェドウ部分は景気後退局面。足元については、2012年3月をピーク(山)とする景気後退局面が年内まで続く仮定。
(資料) 経済産業省「鉱工業指数」によりみずほ総合研究所作成

2013 年以降の企業収益は緩やかに持ち直し

上場企業（電力、金融・保険を除く）の7～9 月期決算は、製造業を中心に減益となった模様である。デジタル家電事業の不振が響いた電機、販売数量の伸び悩みに加え、鋼材価格の下落で採算が悪化した鉄鋼、新興国の景気減速などを背景に販売が減少した建設機械などで落ち込みが目立った。一方、非製造業は一部に堅調を維持する企業もあったが、全体としてみれば個人消費の弱含みなどにより収益の伸びは鈍化した模様である。

当面は、企業活動が低調に推移する中で企業収益も弱含む見通しであるが、2013 年以降は、輸出・生産の持ち直しとともに、収益も徐々に改善に向かうとみられる。2013 年にかけて原油価格の低下が予想されることも収益改善の支えとなろう。2012 年度の経常利益（法人企業統計季報ベース；電力、金融・保険を除く）は前年比+0.6%（2010 年度同▲2.0%）とわずかの増益にとどまりそうだ。2013 年度は同+5.6%と2012 年度から伸びが高まる見通しだが、金融危機前のピークである2006 年度の水準（約58 兆円、2013 年度の予測は約51 兆円）を取り戻すには至らないであろう。

7～9 月期の設備投資は2 四半期ぶりに減少

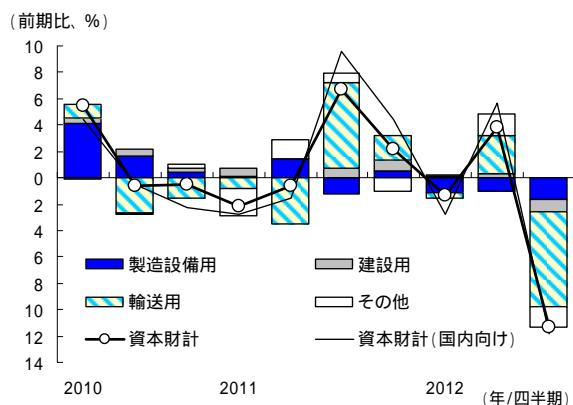
7～9 月期のSNA設備投資は、前期比▲3.2%（4～6 月期同+0.9%）と2 四半期ぶりに減少した。機械設備投資の供給側統計である資本財出荷指数をみると、製造設備用が3 四半期連続でマイナスとなったほか、輸送用が急減したことが全体を押し下げた（図表33）。

2013 年度の設備投資は緩やかな回復にとどまる

日銀短観（9 月調査）の2012 年度設備投資計画調査では、高水準の投資計画が維持されているものの、上期分が下振れて下期に先送りされる形となっており、足元で設備投資に対する姿勢は慎重化している模様である。当面は製造業を中心に生産や収益の弱含みが予想されることから、投資計画も下方修正される可能性が高い。一方、2013 年度は2012 年度からの先送り分が実行されることや、環境関連や先端素材分野の投資増などがプラスに寄与するだろう。

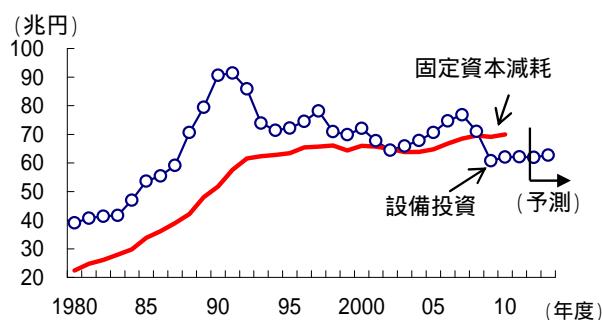
以上より、2012 年度の実質設備投資は前年比▲0.4%と減少した後、2013 年度は同+1.3%と緩やかな回復を予測している。ただし、水準としては直近（2010 年度時点）の固定資本減耗を下回る低水準にとどまるだろう（水準の比較は名目値、図表34）。

図表 33 資本財出荷の目的別寄与度分解



(資料) 経済産業省「鉱工業指数」、「鉱工業出荷内訳表」

図表 34 設備投資の見通しと固定資本減耗（名目ベース）



(注) 民間企業部門。1993年度以前の設備投資と2000年度以前の固定資本減耗は2000年基準SNAにより延長。
(資料) 内閣府「国民経済計算」よりみずほ総合研究所作成

(5) 家計部門

雇用・所得環境は、企業の採用意欲の低下や夏季賞与の減少などから改善の動きが一服

個人消費は一時的に弱含み

雇用情勢は当面改善の動きが足踏み

7～9月期の失業率は4.2%と4～6月期(4.4%)から低下した。もっとも、失業率の低下は、一部業種(小売業)の就業者数が4～6月期に大きく落ち込んだ反動の影響が大きい。2012年9月の有効求人倍率(0.81倍)が3年2カ月ぶりに低下するなど、景気低迷を受けて企業の採用意欲は足元で低下している。常用雇用(毎月勤労統計)は減産が続く製造業を中心に伸びが鈍化した(4～6月期前年比+0.8%⇒7～9月期同+0.6%)。

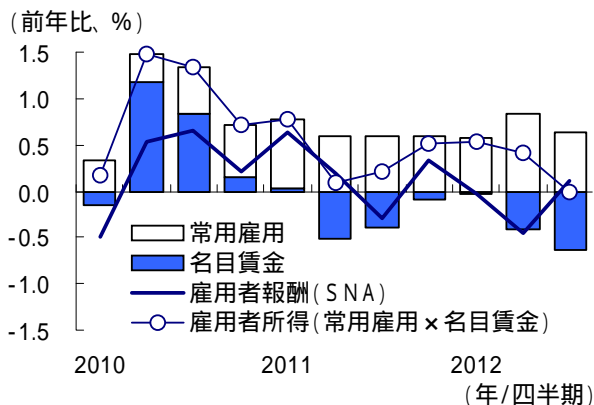
名目賃金(4～6月期前年比▲0.5%⇒7～9月期同▲0.6%)は、夏のボーナス減や製造業における定期給与の減少などから引き続き前年割れとなった。その結果、7～9月期の名目雇用者所得(常用雇用×名目賃金)は前年比横ばい(4～6月期前年比+0.4%)となった(図表35)。なお、7～9月期のSNAベース名目雇用者報酬は、小売業における雇用者数の反動増などから同+0.1%(4～6月期同▲0.4%)と小幅なプラスとなった。

7～9月期の実質個人消費は前期比▲0.5%(4～6月期同▲0.1%)と2四半期連続で減少した。エコカー補助金終了(9/21)後に自動車販売が一段と落ち込んだほか、夏のボーナス減少や天候不順の影響などで自動車以外の消費も弱含んだ(図表36)。

雇用情勢は当面改善の動きが足踏みするだろう。復興事業の執行に伴い建設関連業では引き続き雇用増が見込まれるが、生産活動の停滞などから製造業や事業所向けサービスなどでは雇用の減退が予想される。年明け以降は生産活動の持ち直しに伴い雇用環境は改善に向かうとみられるが、そのペースは緩やかであろう。全産業の雇用者数(労働力調査ベース)は、2012年度、2013年度ともに前年比+0.2%と予測した。

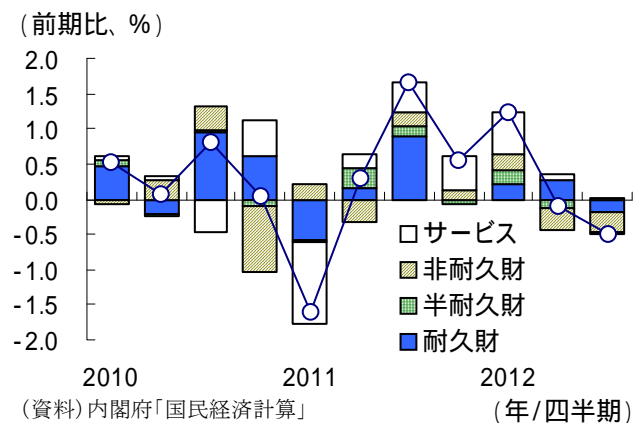
名目賃金も当面横ばい圏で推移する見通しである。製造業を中心に、所定内給与の抑制や所定外給与の減少が引き続き見込まれる。また、円高や海外経済の減速により2012年度上期の企業収益が悪化したことから、今夏に続いて2012年冬のボーナスも前年を下回る可能性が高い。

図表 35 雇用者所得の推移



(資料) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」

図表 36 実質国内家計最終消費支出の内訳



(資料) 内閣府「国民経済計算」

(年/四半期)

雇用者報酬は緩やかな伸びにとどまる見通し

エコカー補助金終了後の反動減が続き、2012年末の個人消費は低調に推移

2013年度後半は消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生

以上のような雇用・賃金動向に加え、国家公務員給与の削減（2011年度人事院勧告（平均0.23%削減）の実施、2012・2013年度における平均7.8%減額）を勘案すると、2012年度の雇用者報酬は前年比▲0.2%と3年ぶりの前年割れとなる見通しである。2013年度は企業業績の持ち直しなどを背景に同+0.4%と緩やかに増加すると予測した。

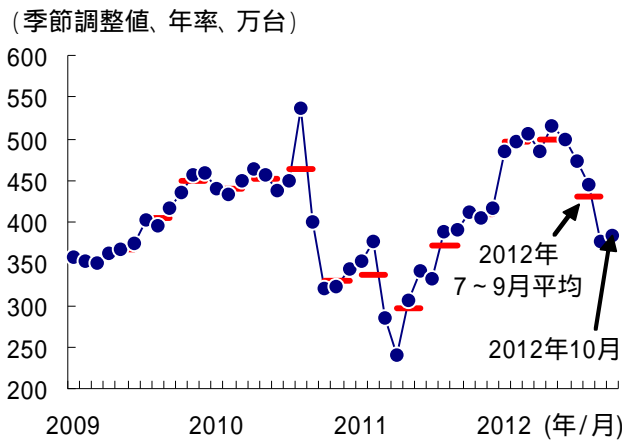
個人消費は年末にかけて低調に推移する見通しである。10月の自動車販売台数（みずほ総合研究所による季節調整値）は前月比+1.7%と5カ月ぶりに増加したが、7～9月期と比べると10%程度低い水準にあり、需要先食いの反動が続いている（図表37）。自動車販売は11月以降も低水準が続き、四半期ベースでは10～12月期も大幅なマイナスが予想される。雇用・所得環境の改善が足踏みする中で自動車以外の消費も力強さを欠く動きが見込まれるため、2012年10～12月期の個人消費は引き続き減少するとみている。

年明け後については、自動車販売の持ち直しが見込まれるものの、先述のとおり雇用・所得環境の改善が緩やかなペースにとどまるほか、復興増税（所得増税が2013年1月開始）による家計負担の増加も見込まれるため、個人消費の回復は力強さを欠くだろう。2012年度の実質個人消費は前年比+1.0%と予測している（図表38）。

2013年度前半についても、個人消費は引き続き緩やかな回復にとどまりそうだが、2013年度後半は2014年4月の消費税率引き上げ（5%⇒8%）を控え、駆け込み需要により伸びが高まる見通しである。1997年4月に消費税率が3%から5%へ引き上げられた際の駆け込み需要の規模は約2兆円と試算される。今回も同程度の駆け込み需要が発生し、2013年度の個人消費は0.79%Pt押し上げられる見込みである。2013年度の実質個人消費は前年比+1.2%と予測した。

なお、2014年度は駆け込み需要の反動が生じるほか、家計負担の高まりによるマイナスの影響も加わるとみられる。両者を合わせると、2014年度の個人消費には1.87%Ptの下押し圧力がかかると試算される。

図表 37 自動車販売台数の推移



(注)季節調整済み年率換算値。
 (資料)(社)日本自動車販売協会連合会「新車販売台数状況」、
 (社)全国軽自動車協会連合会「軽四輪車新車販売」

図表 38 個人消費の見通し

(前年比、%)	09年度	10年度	11年度	12年度	13年度
雇用者報酬	▲4.4	0.5	0.1	▲0.2	0.4
雇用者数	▲1.0	0.4	▲0.1	0.2	0.2
一人当たり名目賃金	▲3.4	0.6	▲0.3	▲0.5	0.2
名目可処分所得	▲0.1	▲0.5	▲0.3	▲0.6	0.2
名目消費支出	▲1.3	▲0.0	0.3	0.1	0.5
消費性向	96.6	97.0	97.5	98.1	98.4
消費性向(前年差)	▲1.3	0.3	0.5	0.7	0.3
消費支出デフレーター	▲2.6	▲1.6	▲0.8	▲0.9	▲0.7
実質消費支出	1.2	1.6	1.2	1.0	1.2

(注)1.消費性向＝家計最終消費支出÷家計可処分所得×100。
 2.2010年度以前の雇用者数は2005年国勢調査ベース。2011年度は2012年1月分から公表されている2010年国勢調査ベースの適及値。
 (資料)内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月労働統計」などよりみずほ総合研究所作成

7～9月期の住宅着工戸数は増勢が一服

2012年度後半の住宅着工は横ばい圏で推移

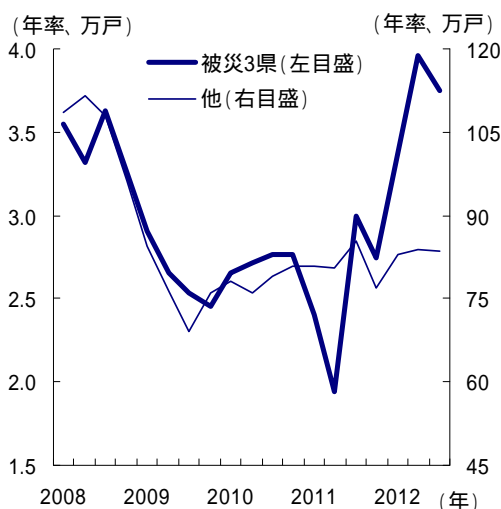
2013年度は消費増税前の駆け込みで大幅増

7～9月期の新設住宅着工戸数は前期比▲0.4%（4～6月期同+1.9%）とほぼ横ばいとなった。水準でみると87.4万戸（季節調整済み年率換算値、以下同様）と、景気が弱含む中でも底堅く推移している。住宅ローン金利が低位で推移していることを背景とした住宅取得意欲の改善に加え、住宅エコポイント制度等による投資促進策が着工を下支えしたとみられる。なお、被災3県（岩手、宮城、福島）ではこれまで復興需要を背景に着工戸数が大きく増加してきたが、足元では一服しているようだ（図表39）。一方、GDPベースの7～9月期の実質住宅投資は前期比+0.9%（4～6月期同+1.5%）と2四半期連続で増加した。これまでに着工された住宅の工事が進捗したとみられる。

2012年度後半の住宅着工は、ほぼ横ばい圏で推移するだろう。雇用・所得環境の改善が一服していることや住宅エコポイントが着工期限（2012年10月末）を迎えたことは下押し要因となりうるが、金利が引き続き低位で推移する見通しであること、マンション等の需給が良好であることなどから、着工戸数は比較的高い水準を維持する見込みだ。2012年度の着工戸数は87.3万戸（前年比+3.8%）、実質住宅投資は前年比+2.5%と予測した。

2013年度の住宅着工は、2014年4月の消費税率引き上げを控えた駆け込み需要により、大幅な増加が予想される。税率引き上げの半年前までに契約が結ばれた住宅には現行税率が適用されるという措置を受け、着工戸数は持家や貸家を中心に2013年度半ばにピークに達するだろう。その後は減少が避けられないものの、2013年度の着工戸数は93.0万戸（前年比+6.4%）と2008年度（103.9万戸）以来の高水準となりそうだ。着工の増加に伴い、実質住宅投資も前年比+6.6%と高い伸びが見込まれる。

図表 39 住宅着工戸数の推移



(注) 被災3県（岩手、宮城、福島）はみずほ総研による季節調整値(X-12ARIMA)。
(資料) 国土交通省、みずほ総合研究所

図表 40 住宅投資の見通し

	2010年度 (実績)	2011年度 (実績)	2012年度 (予測)	2013年度 (予測)
新設住宅着工 (万戸)	81.9	84.1	87.3	93.0
(前年比・%)	5.6	2.7	3.8	6.4
持家 (万戸)	30.9	30.5	30.7	33.1
(前年比・%)	7.5	1.2	0.8	7.6
貸家 (万戸)	29.2	29.0	31.2	33.4
(前年比・%)	6.3	0.7	7.5	7.1
分譲 (万戸)	21.2	23.9	24.7	25.8
(前年比・%)	29.6	12.7	3.5	4.5
名目住宅投資 (前年比・%)	2.8	4.3	1.8	6.6
デフレーター (前年比・%)	0.2	0.5	0.6	0.0
実質住宅投資 (前年比・%)	2.6	3.8	2.5	6.6

(注) 着工戸数の合計には給与住宅も含む。
(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」

(6) 政府部門

7～9 月期は公共投資・政府消費とも拡大

復興需要に加えて復興以外の地方事業も公共投資拡大に寄与する見通し

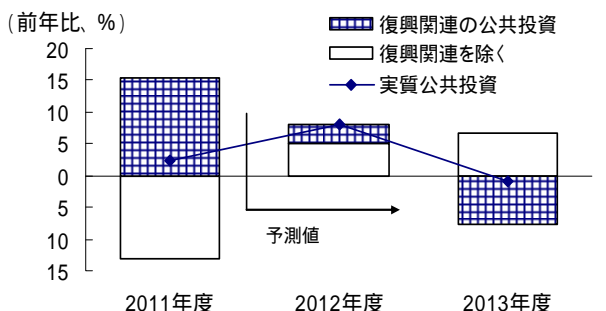
2012 年 7～9 月期の実質公共投資は前期比+4.0% (4～6 月期同+2.6%) と伸びが高まった。被災地向け復興事業の拡大が続いたほか、被災地以外でも 2012 年度に入って大型案件の発注があり、進捗ペースで伸びが高まってきたようだ。また、2012 年 7～9 月期の実質政府消費は同+0.3% (4～6 月期同+0.5%) と増勢が続いている。社会保障費の拡大に加えて、被災地の瓦礫処理事業による押し上げが続いたとみられる。

今後について、公共投資は復興需要の拡大に加えて、復興関連以外でも地方公共投資の拡大が続く、2012 年度中は増加基調を維持するとみている。公共投資向け復興予算の執行状況を整理すると、2011 年度第 1～第 3 次補正予算に計上された公共事業向けとみられる予算 4.0 兆円のうち、1.0 兆円が 2011 年度中に支出された (会計検査院調査)。地方の公共事業原資となる地方交付税・東日本大震災復興交付金 3.8 兆円 (2011 年度補正予算計) は 2011 年度に 2.5 兆円が支出され、国・地方を合わせた 2011 年度の執行額は 3.5 兆円となる。2012 年度以降は 2011 年度からの繰越し 3.6 兆円や 2012 年度当初予算 (国+地方 1.8 兆円) に加えて、2013 年度概算要求でも追加の復興予算が要求されている。本見通しでは 2012 年度中に 4 兆円程度、2013 年度に 2 兆円程度の復興公共事業が執行されると想定した (図表 41)。復興事業のピークアウトにより、2013 年度の公共投資は減少に転じる見通しである。なお、2012 年 10 月 26 日に閣議決定した予備費を活用した経済対策 (予算 3,694 億円) による公共投資の押し上げは限定的であろう。

政府消費は、今後も社会保障関係費の増大に加えて、瓦礫処理の進展による押し上げが予想される。2012 年度以降の瓦礫処理向け予算は 7,383 億円 (2011 年度繰越分 3,941 億円を含む) に上る。工程表通り 2013 年度末までに処理を終えたとすると、瓦礫処理による政府消費押し上げは 2012 年度に 0.4%Pt、2013 年度に 0.3%Pt 程度となる。

以上から、公共投資は 2012 年度に前年比+8.7%と拡大した後、2013 年度は同▲1.5%と減少が見込まれる。政府消費は 2012 年度同+2.0%、2013 年度同+1.6%と拡大が続く見通しである。公的需要全体では 2012 年度同+3.2%、2013 年度同+1.1%と予測した (図表 42)。

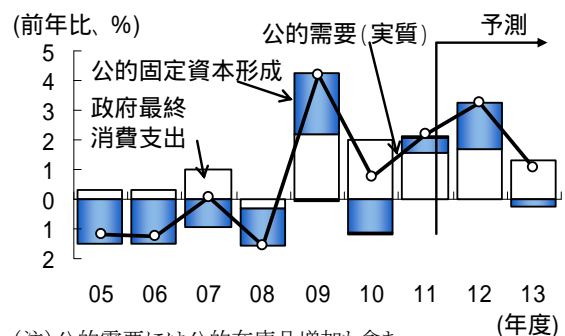
図表 41 実質公共投資への復興事業の寄与



(注)復興関連の公共投資は2011年度3.5兆円、2012年度4.0兆円、2013年度2.0兆円執行されると想定して計算した。

(資料)内閣府「国民経済計算」よりみずほ総合研究所作成

図表 42 公的需要(実質)の見通し



(注)公的需要には公的在庫品増加も含む。

(資料)内閣府「国民経済計算」よりみずほ総合研究所作成

(7) 物価

7～9 月期の国内企業物価は
前年比マイナス幅拡大

国内企業物価は前年比マイ
ナスが続く見込み

7～9 月期のコアCPIは前
年比下落

コアCPIは2012・2013年
度とも小幅マイナスとなる
見通し

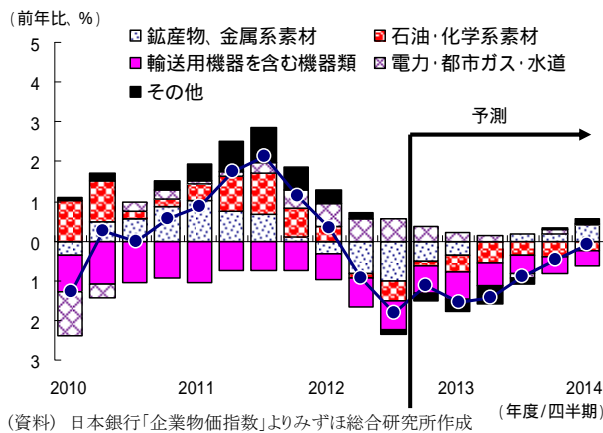
7～9 月期の国内企業物価は、前年比▲1.8%（4～6 月期同▲0.9%）とマイナス幅が拡大した。内訳をみると、原油価格が6 月を底に9 月まで上昇が続いていたものの水準としては前年より低かったため、石油・石炭製品がマイナスに転じた。また、中国の景気減速などによる市況下落が続き、鉄鋼、非鉄金属のマイナス幅が拡大した。

今後を展望すると、国内企業物価は前年比下落が続く見込みである。2012 年10～12 月期は、昨年分が大きく下落していた影響で、前年比マイナス幅の縮小が見込まれる。もっとも、前期比での下落は続くと言及され、デフレが改善することを示すものではない。2013 年に入っても、世界経済の減速懸念を背景とした国際商品市況の低下に伴い、エネルギーや素原材料の下落が続くことにより、2013 年半ばまで前年比▲1.5%前後のマイナスが続くとみられる。その後は、価格下落のペースが徐々に緩やかになり、前年比マイナス幅は縮小しよう。2012 年度の国内企業物価は前年比▲1.4%（2011 年度同+1.3%）と3 年ぶりに下落、2013 年度も同▲0.7%とマイナスが続くと予測している（図表 43）。

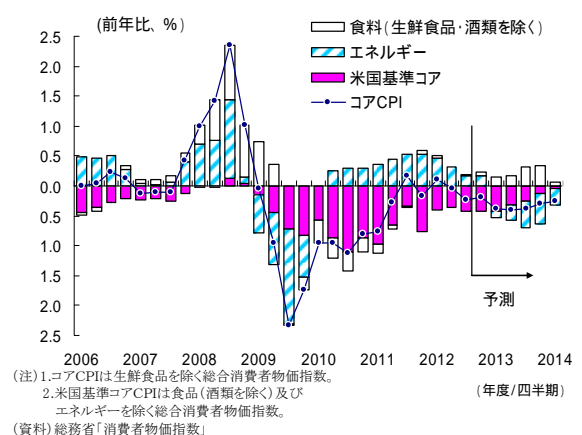
7～9 月期の生鮮食品を除く総合消費者物価指数（以下、コアCPI）は、前年比▲0.2%（4～6 月期同±0.0%）と下落に転じた。食料（酒類除く）及びエネルギーを除く総合消費者物価指数（以下、米国基準コアCPI）は同▲0.6%（4～6 月期同▲0.5%）とマイナス幅がやや拡大し、エネルギー物価は同+2.0%（4～6 月期同+3.7%）とプラス幅が縮小した。

2012 年度の米国基準コアCPIは、前年比▲0.6%（2011 年同▲0.8%）とマイナス幅は緩やかに縮小する見込みだ。一方、エネルギー価格は年度末から前年比下落に転じていくとみられる。2012 年度のコアCPIは、エネルギーの押し上げ寄与が低下することにより、前年比▲0.2%（2011 年度±0.0%）と小幅のマイナスが見込まれる。2013 年度も米国基準コアCPIは同▲0.3%と下落幅が縮小するが、そのペースは緩慢だろう。エネルギー価格の低下も見込まれる2013 年度のコアCPIは同▲0.3%にマイナス幅が拡大し、2013 年度中にデフレ脱却には至らない見通しである（図表 44）。

図表 43 国内企業物価の見通し



図表 44 消費者物価の見通し



(8) 金融市場

金融緩和期待を映じたリスクオン相場から様子見へ

前回見通し以降の金融市場は、9月までのリスクオン相場とそれ以降の様子見相場に分けられよう。リスクオンとは投資家が経済環境の好転などを背景に株や商品などのリスク資産への投資を積極化させることで、夏場以降9月までは欧米の金融緩和期待から株高・商品高・ドル安が進んだ（図表45）。

9月は日米欧の中央銀行が相次いで行動を起こした、まさに金融政策月間とも言える月であった。先陣を切ったのはECBで、6日の政策理事会で従来からアナウンスしていた新たな国債買入れ策（OMT）を発表した。期間が1～3年の国債を無制限に買入れるという内容であり、南欧国債相場の安定化につながることを期待される。但し、対象国がコンディショナリティを受け入れ、ESM支援を要請することが条件となっているため、現状実施の有無はスペインの支援動向次第となっている。次に動いたのはFRBで、12・13日のFOMCではフォワード・ガイダンス（時間軸政策）の強化とエージェンシーMBSの追加購入という、いわゆる量的緩和第3弾（QE3）が決定された。最後に日銀も、市場では据え置きがコンセンサスであった中、18・19日の金融政策決定会合で資産買入等基金を70兆円から80兆円に増額する追加緩和を決定した。ちなみに日銀は10月にも2カ月連続の追加緩和を決定した。

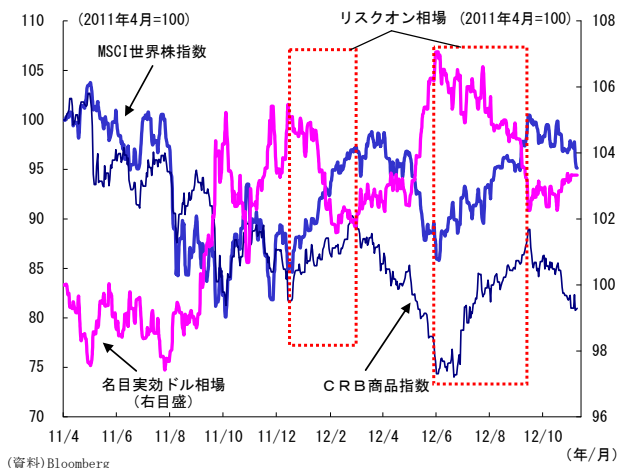
各国中銀の一連の行動は、マーケットでは概ね好意的に受け取られた。7月には1ユーロ=1.2ドル近傍まで売り込まれていたユーロが一時1.3ドル台を回復したほか、株式市場ではダウ平均が2007年来の高値水準に上昇した。また、南欧諸国の長期金利も一時期に比して低下しており、金融不安も緩和傾向にある。

ただし、その後は財政の崖を控えた米国景気の減速懸念、スペインの支援要請やギリシャ追加支援決定が後ずれしていることへの不安などを背景に投資家は総じて様子見姿勢に転じているようである。

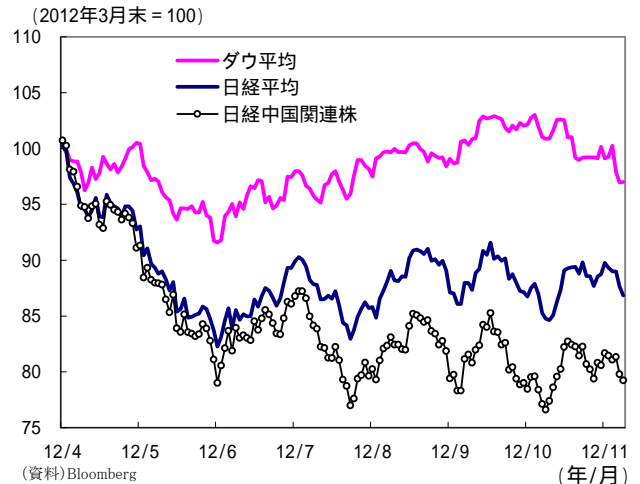
出遅れが目立つ国内株式相場

国内に目を転じると、まず国内株式相場は日経平均で一時9,000円を回復するもその後は上値重く、米国株と比較して総じてアンダーパフォームが目立つ状況が続いている（図表46）。日銀の積極的な緩和姿勢を映じてドル円相

図表 45 株価、商品価格、ドル相場の推移



図表 46 日米株と中国関連株の推移



場が円安地合いとなっていることは株価の支援材料である。しかし、海外景気の減速を受けた外需の落ち込みから国内景気は悪化に転じており、業績改善期待の後退が株価の上値を抑制する要因となっている。特に中国景気の減速や尖閣国有化問題を受けた日中関係の悪化の影響から中国関連株の冴えない展開が続いており、日本株の足を引っ張っている。日本株の方向性を左右する海外投資家は売り買い交錯を続けており、日本株のアンダーウェイトを続けているようである。

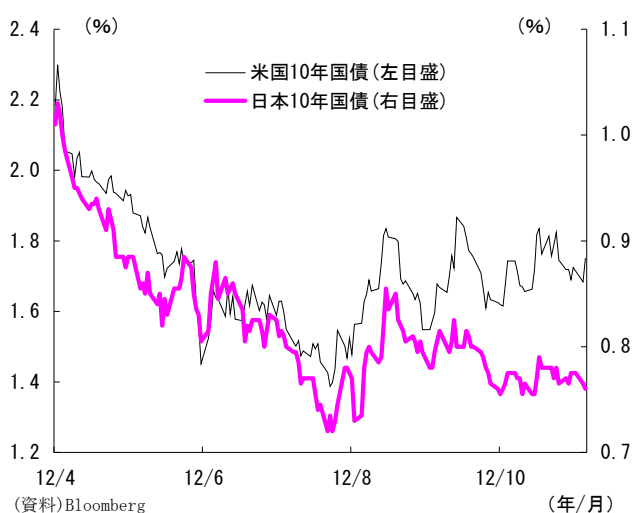
好需給が支える国内債券相場

一方、国内債券相場は底堅い地合いを維持しており、長期金利は0.7%台を中心に推移している。QE3で長期国債の追加購入が見送られたことや将来のインフレに対する警戒姿勢などを映じて、8月末に1.5%台だった米10年国債利回りは一時1.8%台まで上昇したが、円債市場への影響は限定的であった(図表47)。こうした円債市場の底堅さの背景には、デフレ基調継続と日銀の緩和姿勢強化に加え、良好な需給環境がある。国内銀行の貸出は増加傾向にあるものの、預金の増加率が上回る中で預貸率の低下傾向に変化はなく、国内金融機関の債券運用ニーズは引き続き強いと言えよう。日本の長期国債の投資家別売買状況をみても、4~6月期に一時的に売り越しとなった国内金融機関は7~9月期には再び買い越しに転じている(図表48)。一方、海外投資家は2四半期連続で長期債を買い越しており、好需給を支える主体の一翼を担っている。欧州債務問題が続く中で海外当局の外貨準備資産での円貨シフトなどの動きから今後も買い越し基調は続きそうである。

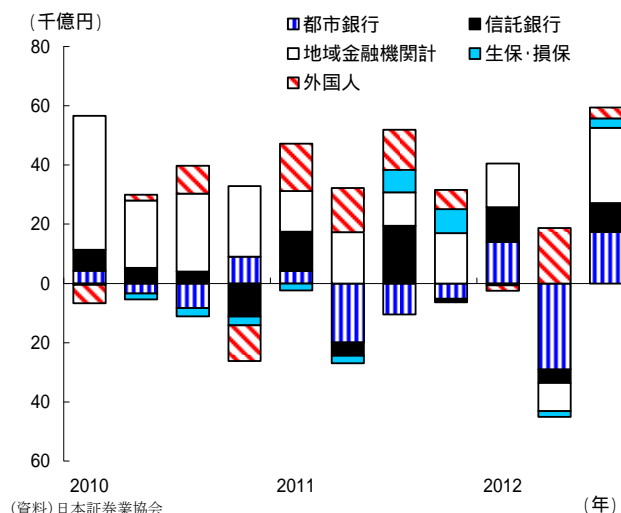
各国中銀は緩和策強化を続ける見通し

今後の相場を予測する上での重要な要素は米国の財政の崖や欧州債務問題など、不確実でかつ影響力の大きいものが多い。そうした不安要素を抱える金融市場を支えるのは引き続き各国の金融政策であろう。世界的な景気の減速傾向が続く中で、今後も先進国では一段と金融緩和の強化が図られる見通しである。FOMCは9月の声明文で、労働市場の見通しが大幅に改善しない限り、「MBS購入の継続、追加資産の購入、及び他の追加策」を採る方針を示し、更なる緩和に含みを持たせた。また、バーナンキFRB議長は、FOMC後の記者会

図表 47 日米10年国債利回りの推移



図表 48 日本の長期国債の投資家別売買状況



長期金利は低位での推移、ドル円相場はもみ合い、株価は当面上値の重い展開を予想

見で、2012 年末にツイスト・オペが終了した時点で、資産購入政策を全面的に見直す方針を示しており、12 月の FOMC にて次の緩和策が採られる可能性が考えられよう。ECB は、南欧諸国の支援動向次第だが、スペインは年内に支援要請に至るといのがメインシナリオであり、その場合、国債購入策を実施していくことになる。日銀はデフレ脱却に向けて「強力な金融緩和を推進」というスタンスを維持しており、追加緩和の主目的がデフレ対策であることは明らかである。しかし、各国が金融緩和を強化し、「緩和競争」、「通貨安競争」の様相を呈する中、最近の追加緩和決定は円高進行リスクを意識した面も強かったといえよう。今後も日銀は、欧米中銀の追加緩和実施や為替動向をにらみながら、資産買入等基金の増額を中心とした漸進的な緩和強化を実施していくと予想される。ただし、デフレの長期化や円高の進行を受けて、政財界からは、より大胆な追加緩和を求める声も根強く、現状の政策には手詰まり感も漂う中、買入れ国債対象年限の長期化、リスク資産や外債の購入といった、日銀が現状では慎重姿勢を示している政策も検討されるであろう。特に 2013 年は 3 月に山口・西村両副総裁、4 月には白川総裁が任期満了を迎える。執行部の交代を契機に金融政策の手法が大きく転換する可能性がある。

各市場の見通しについては、長期金利は日米とも低位での推移が継続しよう。景気の減速もしくは低迷が続く中、金融緩和の強化と良好な需給が相場を支える見込みである。ただし、日米とも財政問題が意識されることによる金利上昇リスクを内包している。きっかけとなり得るのは、米国は財政の崖回避と債務上限の大幅な引き上げ、日本は総選挙後の新政権による消費税増税の棚上げなどであろう。為替相場については、ドル円相場は 1 ドル=80 円前後でもみ合いを想定しているが、米追加緩和や欧州債務問題深刻化のタイミングでは円高傾向が強まるリスクが残存している。日本の株式相場については、国内景気悪化に伴う企業業績の下振れ懸念から当面上値の重い展開が続くと予想される。リスク要因としては、日中関係悪化や中国経済の調整長期化による中国向け需要の一段の落ち込みなどが挙げられる。

図表 49 各市場の見通し

	2012/ 4-6	7-9	10-12	2013/ 1-3	4-6	7-9	10-12	2014/ 1-3
無担保コール0/N (末値、%)	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1
ユーロ円TIBOR (3か月、%)	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
金利スワップ (5年、%)	0.43	0.36	0.31	0.30	0.30	0.30	0.35	0.40
新発国債 (10年、%)	0.88	0.79	0.76	0.75	0.75	0.75	0.80	0.85
日経平均株価 (円)	9,000	8,900	8,700	8,700	8,800	9,000	9,300	9,500
ドル・円 (円/ドル)	80	79	78	79	80	80	81	82
ユーロ・ドル (ドル/ユーロ)	1.28	1.25	1.27	1.25	1.21	1.17	1.14	1.11

(注) シャドローは実績。予測値は期中平均。但し、無担保コール0/Nは期末値。ユーロ円TIBORは360日ベース。スワップ5年は6カ月LIBORに対する固定金利払。為替相場はニューヨーク終値ベース。