

## PRESS RELEASE

2013年2月15日  
株式会社三菱総合研究所

## 2012～2014年度の内外景気見通し

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長 大森京太 東京都千代田区永田町二丁目10番3号)は、2012年10-12月期GDP速報の発表を受け、2012～2014年度の内外経済に関する予測を発表致しました。

## 底入れの動きがみられる内外経済

日本の実質成長率予測値:2012年度+0.9%、2013年度+2.3%、2014年度+0.3%  
(前回予測値(12月10日):2012年度+1.0%、2013年度+1.5%)

**海外経済**

- 海外経済は、底入れの動きがみられる。米国経済は、緩やかな回復を続けている。家計部門ではバランスシート調整が進捗し、消費が底堅く推移している。企業活動も海外経済の持ち直しに伴い回復するとみられ、14年にかけて成長テンポを高めると予想する。欧州では、信用不安が後退し、市場では正常化に向けた動きがみられる。しかし、経済の停滞は続いている。ドイツで輸出を中心に回復の兆しがみられるが、南欧諸国では緊縮財政や信用収縮による下押し圧力が強く、ユーロ圏全体では、13年はマイナス成長、14年も小幅プラスにとどまると予想する。
- 新興国経済は、底入れの動きがみられる。中国経済は、12年10-12月期に8四半期ぶりに成長率を高めた。ASEAN経済も内需に支えられ堅調を維持している。一方、インド経済は減速が続き、回復の兆しがみられない。このように各国の経済情勢にばらつきはあるものの、新興国全体では、既往の政策効果の発現を背景に、13年に緩やかに持ち直すかと予想する。14年は中国経済の成長鈍化を見込むが、全体では堅調な伸びが続くであろう。

**日本経済**

- わが国経済は、外需の悪化を主因に、12年10-12月期まで3四半期連続のマイナス成長となった。先行きを展望すると、①海外情勢の改善、②円高修正や株価上昇、③大規模な財政出動を背景に、日本経済は回復に向かうとみられる。13年1-3月期に輸出が持ち直し、春以降は生産や内需にも波及して回復軌道に戻るであろう。13年度後半は消費税増税前の駆け込み需要も予想される。
- 14年度は、前半に駆け込み需要の反動減を見込むが、各種税制措置もあり調整局面は短期で終了するとみられ、年度後半には再び回復軌道に戻ると予想する。
- 12年末の政権交代後、金融緩和と財政出動により、市場環境やマインドは好転したが、経済の持続的な成長には、「3つ目の矢」である成長戦略の実行と民間による前向きな取組みが欠かせない。仮に成長戦略実現に向けた取組みが加速すれば、上記の経済見通しが上振れする可能性はある。
- 一方、海外情勢を巡る不確実性は依然として高い。第一に、中国経済の行方である。足もと底入れした中国経済だが、国内の構造問題が解決したわけではない。新政権の求心力や政策運営に対する不透明感もくすぶる。中国経済が失速すれば、世界経済へのマイナス影響は避けられない。第二に、米国の財政運営である。「財政の崖」は回避されたが、政府債務残高の法定上限引上げなどを巡り政治対立は続いている。仮に政府機能停止などの事態に陥れば、市場の混乱や企業・家計のマインド低下を招こう。第三に、欧州債務危機の再燃が挙げられる。イタリアやドイツの選挙、スペインの政治問題や支援要請の行方など、政治を中心に不安材料は多い。市場の落ち着きにより、銀行監督一元化など統合深化に向けた動きが後退する可能性もある。

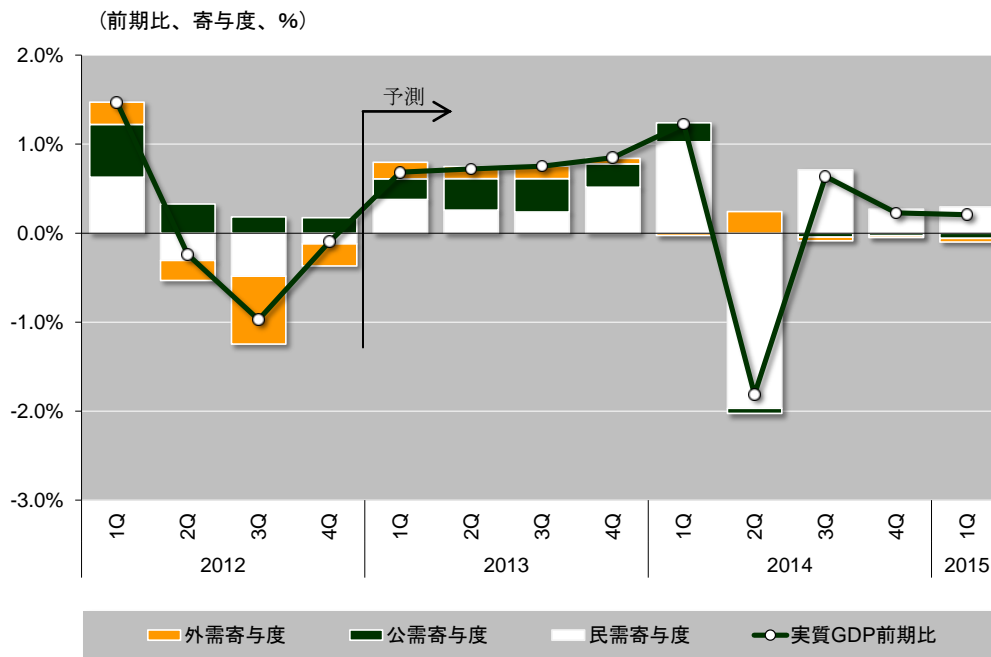
図表 2012-2014 年度の実質 GDP 成長率予測 (単位:%)

項目	2011年度		2012年度		2013年度		2014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	0.3	***	0.9	***	2.3	***	0.3	***
内需	1.3	1.3	1.9	1.8	2.2	2.2	0.1	0.1
民需	1.4	1.0	1.1	0.7	1.4	1.0	▲ 0.2	▲ 0.2
民間最終消費支出	1.5	0.9	1.4	0.8	1.2	0.7	▲ 0.4	▲ 0.2
民間住宅投資	3.7	0.1	5.0	0.1	5.5	0.1	▲ 4.4	▲ 0.1
民間企業設備投資	4.1	0.5	▲ 1.6	▲ 0.2	1.5	0.2	2.4	0.3
民間在庫投資	***	▲ 0.5	***	▲ 0.0	***	0.0	***	▲ 0.1
公需	0.9	0.2	4.5	1.0	4.7	1.1	1.1	0.3
政府最終消費支出	1.5	0.3	2.4	0.5	2.8	0.5	1.7	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.3	▲ 0.1	14.4	0.6	13.1	0.6	▲ 1.6	▲ 0.1
外需 (純輸出)	***	▲ 1.0	***	▲ 0.8	***	0.1	***	0.2
輸出	▲ 1.6	▲ 0.2	▲ 2.1	▲ 0.3	4.2	0.7	4.4	0.7
輸入	5.3	▲ 0.8	3.8	0.5	4.0	0.6	3.1	0.4
名目GDP	▲ 1.4	***	0.1	***	1.6	***	1.4	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 四半期別の実質 GDP 成長率予測

実質国内総支出 (=GDP)	前期比	実績				予測				2014				2015
		2012		2013		2013		2013		2014		2014		2015
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
前期比	1.5%	-0.2%	-1.0%	-0.1%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	1.2%	-1.8%	0.6%	0.2%	0.2%	
前期比年率	6.0%	-1.0%	-3.8%	-0.4%	2.8%	2.9%	3.0%	3.4%	5.0%	-7.1%	2.6%	0.9%	0.8%	



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

## 海外経済は底入れの動き、14年にかけて緩やかな回復を持続

海外経済は、底入れの動きがみられる。米国経済は、緩やかな回復を続けている。家計部門では金融危機後の調整圧力が和らぎ、消費や住宅投資が底堅く推移している。企業活動も海外経済の持ち直しに伴い回復するとみられ、14年にかけて成長テンポを高めると予想する。欧州では、信用不安が後退し、市場では正常化に向けた動きがみられる。しかし、経済の停滞は続いている。ドイツで輸出を中心に回復の兆しがみられるが、南欧諸国では緊縮財政や信用収縮による下押し圧力が強く、ユーロ圏全体では13年はマイナス成長、14年も小幅プラスにとどまると予想する。

新興国経済は、底入れの動きがみられる。中国経済は、12年10-12月期に8四半期ぶりに成長率を高めた。ASEAN経済も内需に支えられ堅調を維持している。一方、インド経済は減速が続き、回復の兆しがみられない。このように、各国の経済情勢にばらつきはあるものの、新興国経済全体では、既往の政策効果の発現を背景に13年に緩やかに持ち直すと予想する。14年は中国の成長率鈍化を見込むが、全体では堅調な伸びが続くであろう。

## 日本経済は13年春以降、緩やかな回復軌道へ回帰

わが国経済は、外需の悪化を主因に、12年10-12月期まで3四半期連続のマイナス成長となった。

政権が交代した12年末以降、大胆な金融緩和への期待から、市場では円高修正と株価上昇が進行。1月には公共投資を柱とする補正予算が閣議決定され、現在審議中の「平成25年度本予算案」と合わせた「15カ月予算」は106兆円規模にもものぼる。また、税制改正大綱でも、企業の設備投資や雇用・賃金増を促す税制措置が盛り込まれるなど、安倍政権色が強く反映されている。

先行きを展望すると、①海外情勢の改善、②円高修正や株価上昇、③大規模な財政出動により、日本経済は回復に向かうとみられる。13年1-3月期に輸出が持ち直し、春以降は生産や内需にも波及して回復軌道に戻るであろう。年度後半は、消費税増税前の駆け込み需要も押し上げ要因となる。14年度は、駆け込み需要の反動減から4-6月期のマイナス成長を見込むが、各種税制措置もあり調整局面は短期で終了するとみられ、7-9月期にはプラスへ転じ、後半には再び回復軌道に戻ると予想する。

実質 GDP 成長率は、12年度+0.9%、13年度+2.3%、14年度+0.3%と予測する（前回見通し<12月10日>：12年度+1.0%、13年度+1.5%）。円高修正・株高や財政出動による景気浮揚効果は+0.8%程度と見込み、13年度見通しの上方改定を行った。物価は、需給ギャップの緩やかな縮小などを背景に、13年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比+0.1%の小幅プラス、14年度は消費税増税を前提に同+2.1%と予想する。需給ギャップ（▲2.7%程度）の解消は早くも16年頃となろう。名目 GDP 成長率は、12年度+0.1%、13年度+1.6%、14年度+1.4%と予想する。

## 内外の不確実性～「3本目の矢」と3つの海外リスク

市場環境が好転し、回復の兆しもみえてきた日本経済だが、経済の持続的な成長には、「3本目の矢」である成長戦略が欠かせない。金融緩和を続けつつ、政府が大胆な規制緩和などの改革を実行すれば、企業の中長期的な成長期待の上昇により前向きな投資も増加し、上記の見通しが上振れする可能性はある。さらに雇用・所得環境の改善とともに、財政再建や社会保障改革の道筋が示されれば、将来不安の抑制にもつながり、消費や住宅投資も促進されよう。一方、こうした取組みが進まなければ、いずれ期待ははく落し、財政効果の減衰とともに回復のモメンタムは途切れるであろう。

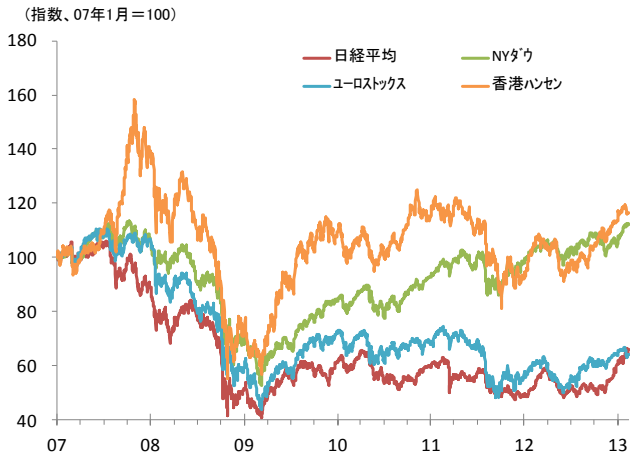
また、海外情勢を巡る不確実性は依然として高く、次の3つのリスク次第では、日本経済にも強い下押し圧力がかかる可能性がある。

第一に、中国経済の行方である。短期的には底入れした中国経済だが、国内の構造問題が解決したわけではない。新政権の求心力や政策運営に対する不透明感もくすぶる。また、日中関係の影響から日本の輸出の回復が遅れるリスクもある。

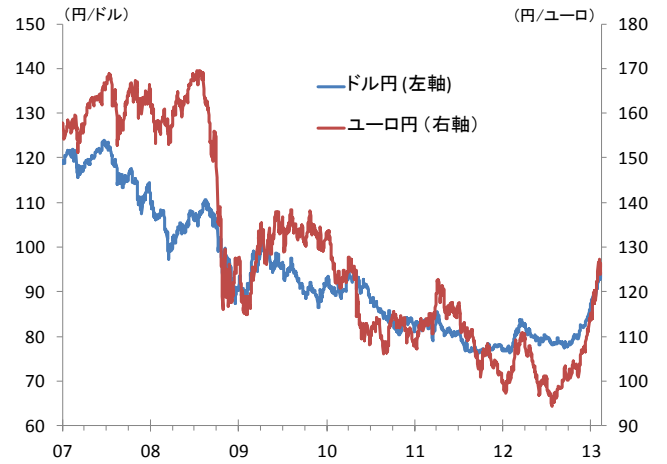
第二に、米国の財政運営である。「財政の崖」は回避されたが、一律歳出削減回避の条件である中長期的な財政再建策や政府債務残高の法定上限引上げを巡り、政治の対立は続いている。仮に政府機能停止などの事態に陥れば、市場の混乱や企業・家計のマインド低下を招こう。

第三に、欧州債務危機が挙げられる。13年もイタリアやドイツの選挙、スペインの政治問題や支援要請の行方など、政治を中心に不安材料は多い。市場の落ち着きにより、銀行監督一元化など統合深化に向けた動きが後退する可能性もある。

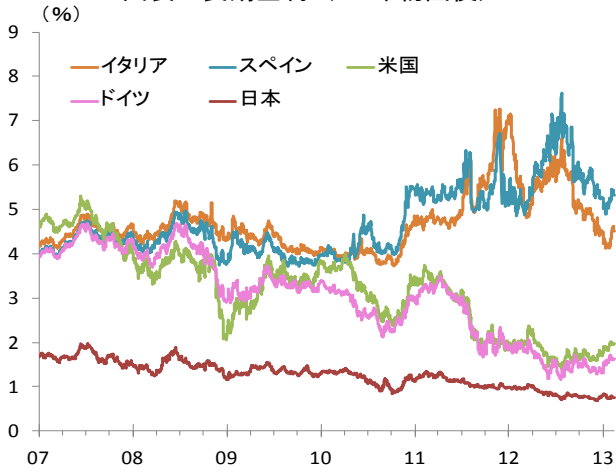
図表 世界の株価



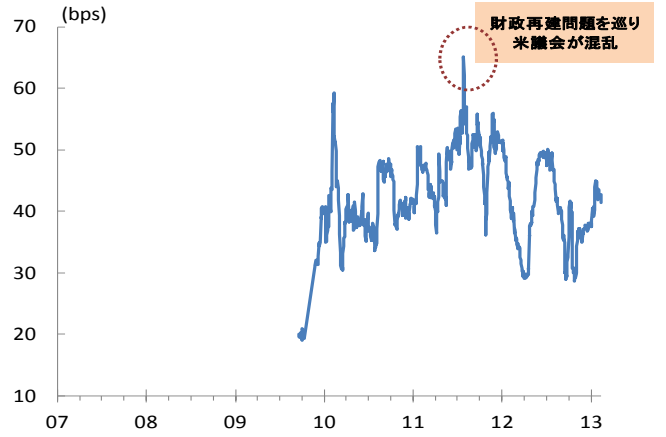
図表 為替



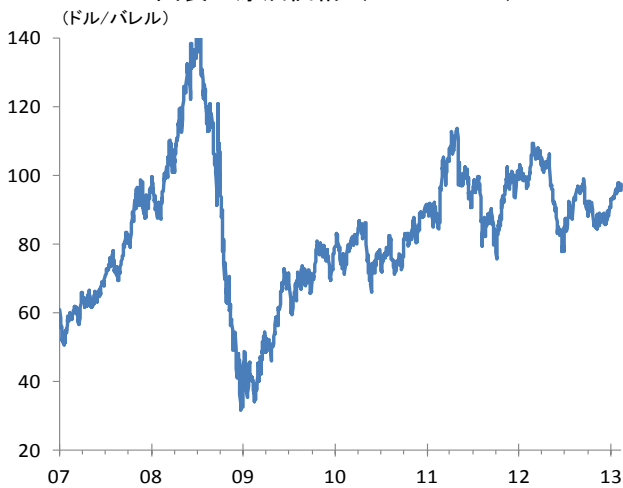
図表 長期金利 (10年物国債)



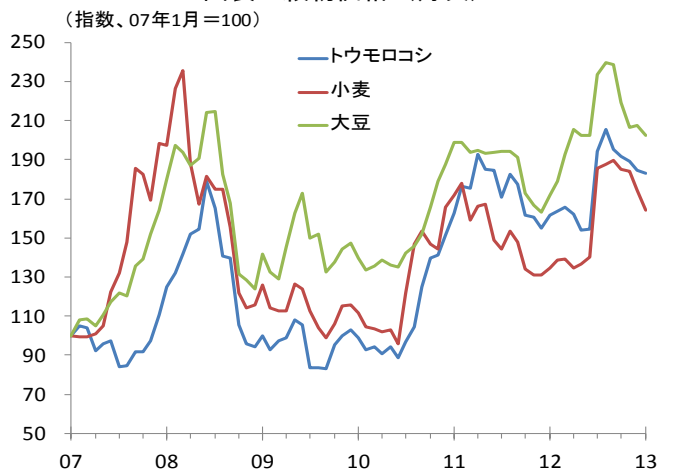
図表 米国ソブリンCDS



図表 原油価格 (WTI ベース)



図表 穀物価格 (月次)



注：直近は2月12日  
資料：Bloomberg

(1) 概観

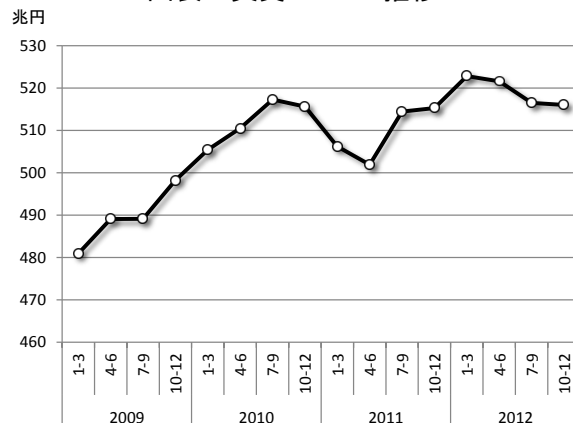
後退局面を抜ける日本経済、春頃に回復軌道へ

わが国の12年10-12月期のGDP成長率は、設備投資と輸出の低調による下押し圧力から、3四半期連続のマイナス(年率▲0.4%)となった。景気は12年11月をボトムに回復局面に入ったとみられるが、10-12月期全体ではプラス成長とはならなかった。

12年末以降、大胆な金融緩和への期待から円高修正・株高が進行したほか、1月には公共投資を柱とする補正予算案が提出された。現在審議中の「平成25年度本予算案」と合わせた「15カ月予算」では106兆円規模となる。また、税制改正大綱でも、国内の設備投資や雇用・賃金増を促す税制措置が盛り込まれるなど、安倍政権色が強く反映されている。

日本経済は春頃に回復軌道に戻っていくとの従来の見方に変更はないが、①海外経済底入れのタイミングに、②円高修正・株高による景気浮揚効果と、③補正および本予算による公共投資等の押し上げ効果が加わるため、13年度の成長率は+0.8%p程度押し上げられるとみられ、回復ペースはやや強まるであろう。

図表 実質 GDP の推移



資料：内閣府

(2) 企業活動の回復

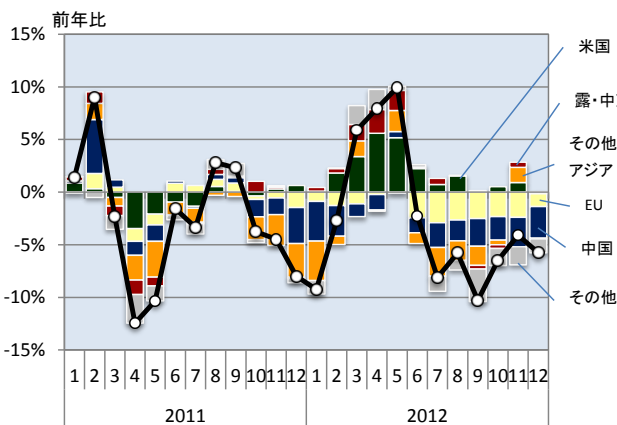
海外需要の回復と円高修正

海外では、中国経済に底打ちの動きがみられるほか、米国経済も「財政の崖」をひとまずは回避し回復基調を維持している。欧州経済は引き続き停滞が続くと予想されるが、中国をはじめとする新興国経済の回復がけん引役となり、海外需要は改善へ向かうであろう。

こうした状況の下、昨年末から進行した円高修正もあって日本の輸出環境は好転しており、1-3月期以降、輸出の回復が予想される。対中輸出は、日中関係の悪化もあり、自動車を中心に減少が続いているが、マイナス幅は縮小に向かっている。ただし、日中関係次第では需要回復に比べて輸出回復が遅れるリスクは残存する。

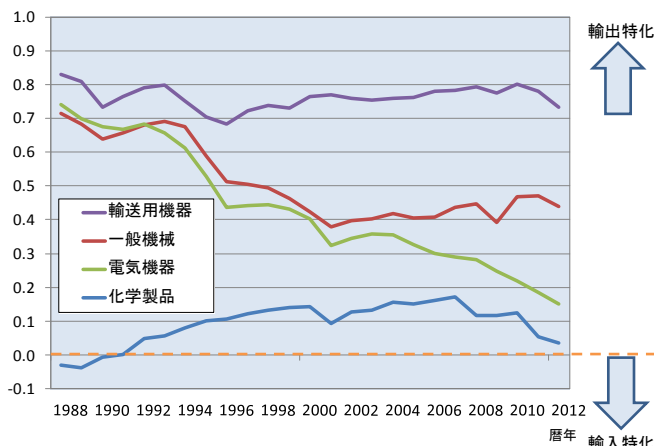
また、円高修正は日本にとってプラスの影響ばかりでないことには注意が必要である。円高修正は素原材料など輸入価格の上昇をもたらすため、輸入依存度が高い産業の収益にマイナスに寄与するほか、LNGなどの火力発電用燃料の輸入額が大きい現状では、さらなる貿易赤字の拡大につながる。また、輸出産業についても、生産拠点の海外移転による最終財・中間財の輸入比率の高まりや、製品競争力の低下から、電気機器業種などでは以前ほど円高修正の恩恵を享受し難くなっているのが実状である。

図表 輸出の地域別寄与度



資料：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

図表 貿易特化係数



資料：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成  
注：貿易特化係数=(輸出額 - 輸入額) / (輸出額 + 輸入額)

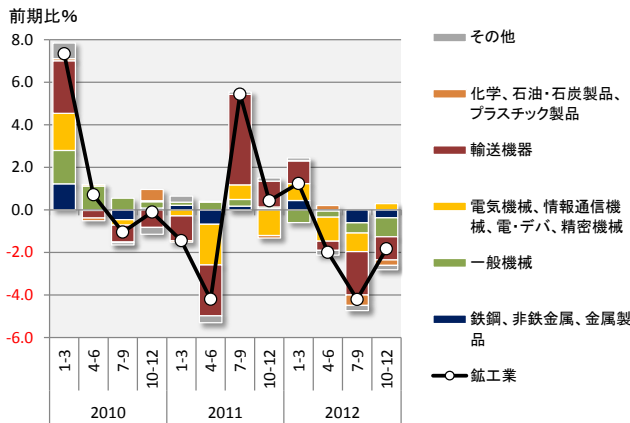


## 生産の底打ちと先行する企業マインドの改善

12年10-12月期の鉱工業生産指数は、前期比▲1.9%と3四半期連続のマイナスとなったが、月次では昨年11月をボトムに反転上昇しており、生産は下げ止まりつつある。生産の下押し要因となっていた輸送機械でもエコカー補助金終了に伴う在庫・生産調整が進捗した模様。生産予測調査では1月、2月と前月比2%を超える伸びが見込まれており、生産活動は、1-3月期に回復基調に復するものとみられる。

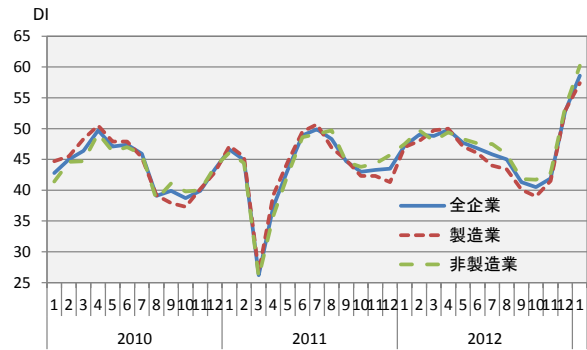
企業マインドも回復へ向かっている。とくに円高修正・株高が進んだ昨年12月に景気の先行き判断DI（企業動向関連）が製造業・非製造業ともに大幅に上昇、輸出関連業種のみならず幅広い業種で改善がみられた。ただし、企業が設備投資に踏み切るには期待収益率の改善が必要である。成長戦略の実行により、企業の成長期待が上向けば、キャッシュフローが潤沢の中、投資減税を追い風に、低調であった設備投資にも前向きな動きが出てこよう（9頁図表参照）。

図表 鉱工業生産指数の業種別寄与度



資料：経済産業省「鉱工業生産指数」より三菱総合研究所作成

図表 景気の先行き判断DI（企業動向関連）



資料：内閣府「景気ウォッチャー調査」

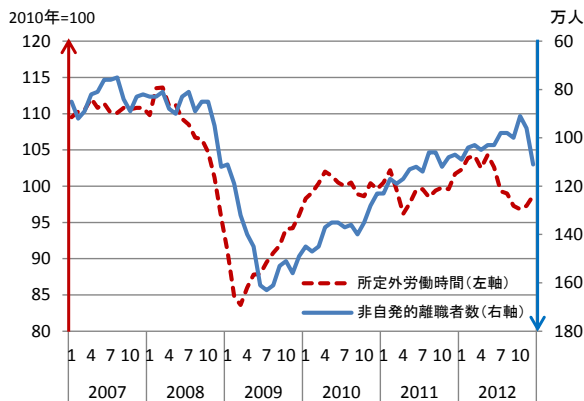
### (3) 雇用・所得環境の持ち直しと個人消費の堅調

#### 所得・雇用環境は改善へ向かうが、本格回復にはなお時間

生産の低迷に伴い、昨夏以降、所定外労働時間が大幅に減少してきた。企業の生産調整が長引いた場合、労働時間のみならず雇用面にも影響が出るが、足もとややその兆候がみられる。低下傾向で推移してきた失業率が昨年12月は8ヶ月ぶりに上昇へ転じたほか、失業者のうち非自発的離職が大幅に増加している。

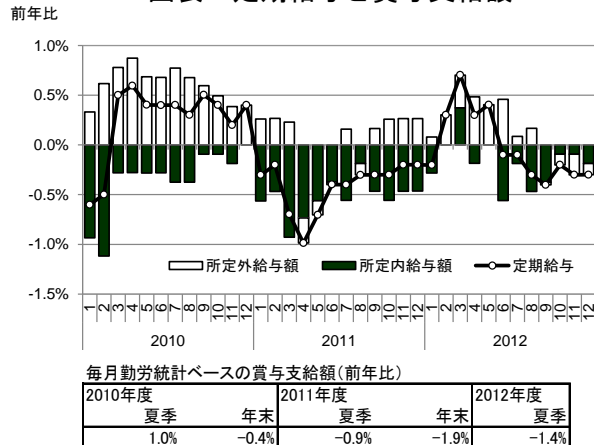
生産が増産に転じるなか、雇用調整も浅いものにとどまると予想するが、遅行する失業率は当面は横ばいもしくは若干の悪化で推移しよう。所得面では、残業代等の所定外給与は生産持ち直しにより回復が予想されるほか、一部企業は円高修正などによる業績改善を受け、夏季賞与を増やす可能性もある。ただし、マクロ全体でみれば収益環境は依然厳しく、所得の本格回復には時間を要しよう。

図表 所定外労働時間と非自発的離職



資料：厚生労働省「毎月勤労統計」総務省「労働力調査」

図表 定期給与と賞与支給額



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

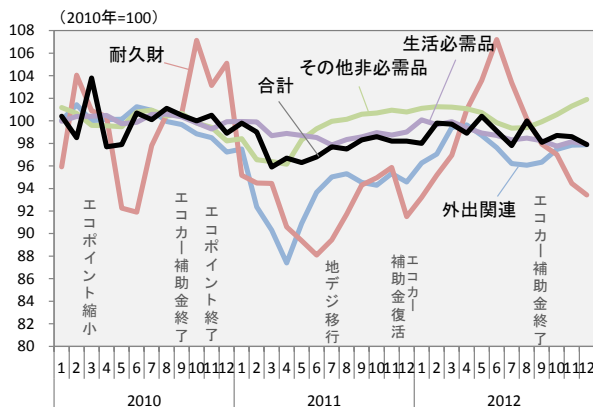
## 底堅く推移する個人消費、住宅販売も回復へ

個人消費は、厳冬による衣類や光熱費の支出増や、年末年始の休日の日並び効果による外出関連支出増加などを背景に底堅く推移し、12年10-12月期は実質前期比+0.4%の伸びを示した。懸念されていたエコカー補助金終了後の自動車販売の反動減は、想定よりも小幅にとどまっている。

消費マインドについて、景気ウォッチャー調査をみると、昨年12月から現状の家計動向DIが大幅に改善。昨年末からの株高が寄与したとみられる。半年先の暮らし向きや収入・雇用環境に対する見方を示す消費者態度指数も、1月は雇用環境を中心に大幅に上昇した。こうしたマインド改善は、短期的に消費回復を後押しするとみられるが、持続的な回復には所得改善の実現や将来不安抑制が必要となろう。

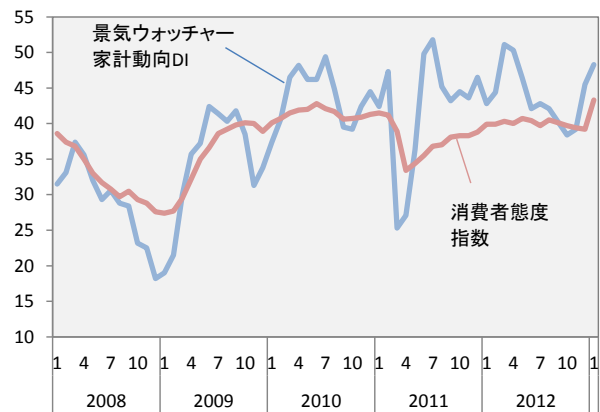
消費税増税前の駆け込みが注目される住宅販売は、足もと回復傾向にあるほか、着工ベースでも戸建てを中心に堅調に推移している（9頁図表参照）。ただし、「25年度税制改正大綱」に消費税増税に合わせた住宅ローン減税拡充が盛り込まれたため、増税前後の住宅販売の山谷は幾分均されるであろう。

図表 家計消費（実質季節調整指数）



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

図表 家計の消費マインド



資料：内閣府「景気ウォッチャー調査」「消費動向調査」

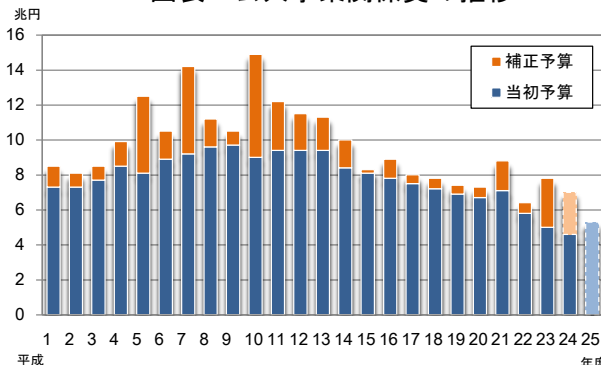
## （4）補正予算と来年度本予算

### 公共事業は14年度にかけて高水準で推移

安倍政権は公共事業を柱とする総額13兆円の補正予算案を1月にまとめた。過去の補正と比べても公共事業比率が高く、景気刺激色の強い内容となった。「24年度補正予算」と「25年度本予算」をあわせた15ヶ月予算では106兆円の大規模な予算案を決定した。予算ベースでの公共工事関連費は、13年度は5.3兆円（当初予算前年比+15.6%）にのぼる。

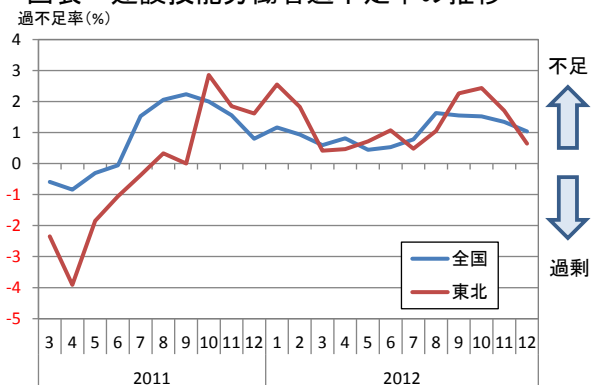
ただし、建設技能者不足などにより、復興工事の進捗は遅れており（9頁図表参照）、大規模な公共事業費の計上は、東北以外での建設労働者需要の増加を招き、建設技能者の不足に拍車をかける可能性がある。本見通しでは、上記の要因なども考慮し、補正予算の約半分が14年度以降に繰り越されるとの仮定のもと、13年度の成長率を+0.7%p程度押し上げると試算する。

図表 公共事業関係費の推移



資料：財務省HPより三菱総合研究所作成。

図表 建設技能労働者過不足率の推移



資料：国土省「建設労働需給調査結果」

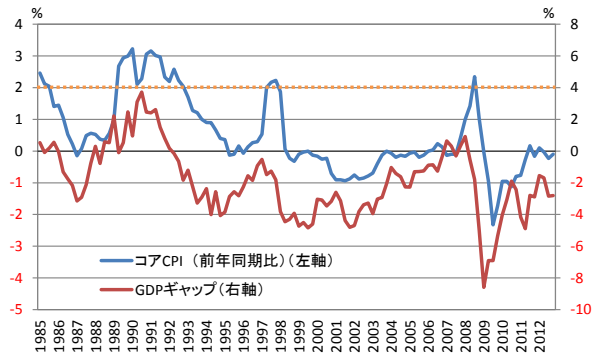
#### (4) 金融政策と物価目標

##### GDP ギャップの解消は 16 年頃と予想

日本銀行は、1月の政策決定会合において「物価安定の目標」を設定し、消費者物価の前年比上昇率が2%になるまで金融緩和を続けることを決定した。①「目途」から「目標」へ変更され、目指すべき物価上昇率も1%から2%に引き上げられたことで、金融緩和期間がより長くなったこと、②資産買入等の基金について「期限を定めない資産買入れ方式」を導入することが、今回の変更点である。ただし、現在の金融緩和手段に変更はなく、資産買入の増額は14年初からである。

消費者物価の上昇率と GDP ギャップ（需給ギャップ）の間には、長期的に正の相関関係がある。そこで、現在の GDP ギャップ（▲2.7%程度）の解消にどのくらいの期間を要するのか、弊社予測の潜在成長率（+1%弱）を基に試算すると、早くても16年頃となる。また、過去の関係性を踏まえると、GDP ギャップが解消されたとしても、消費者物価上昇率は1%程度と見込まれ、目標の2%の達成には、金融緩和とともに、成長戦略の大胆な実行が必要となろう。13年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比+0.1%の小幅プラス、14年度は消費税率引上げを前提に同+2.1%と予想する。

図表 コア CPI と GDP ギャップ



資料：コア CPI は総務省「消費者物価指数」より  
GDP ギャップは、各種資料より三菱総合研究所推計

#### (5) 総括

##### 13 年春以降、緩やかな回復軌道へ

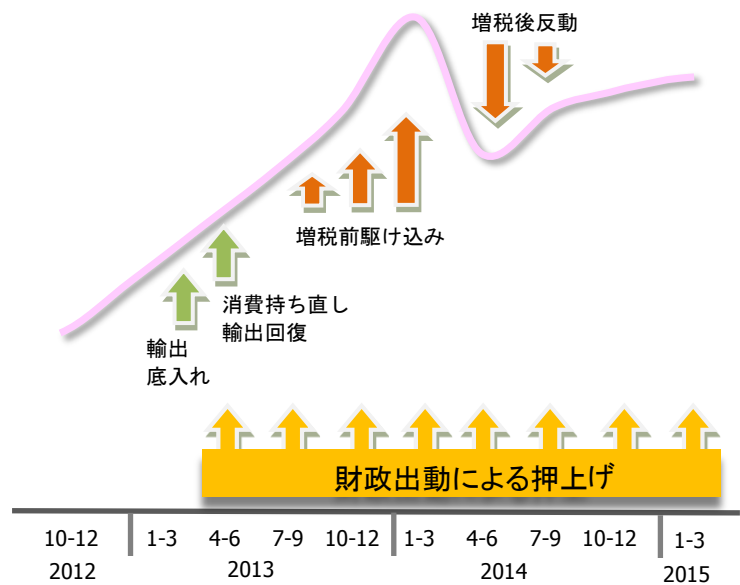
13年1-3月期は、輸出・生産の持ち直しなどから、外需主導でプラス成長に転じると予想。4-6月期以降は、外需の回復が、企業の設備投資や家計の雇用・所得にも徐々に波及してくるとみられ、緩やかな回復を見込む。

13年度後半は、14年4月の消費税増税を控え、住宅投資や家計消費を中心に駆け込み需要が発生するであろう。本見通しでは、住宅投資+2.0%p、家計消費+0.6%pの押し上げを見込み、13年度の実質 GDP 成長率は全体で+0.3%p 押し上げられると想定している。

14年度は、増税後の反動減により4-6月期はマイナス成長が予想されるが、①通常の景気変動とは異なり、企業側もある程度予測可能な需要変動であること、②税制措置が住宅投資の山谷を均す方向に働くとみられること、③エコポイントなどにより耐久消費財の買換えも一部進んだとみられることなどから、調整局面は短期で終了するとみられ、7-9月期にはプラスに転じ、後半には、本来の成長軌道に復すると予想する（14年度の反動減等による下押しは住宅投資▲1.2%p、家計消費▲0.8%p、実質 GDP 成長率▲0.6%pと想定）。

以上を踏まえ、日本経済の実質 GDP 成長率は、12年度+0.9%、13年度+2.3%、14年度+0.3%を予想。13年度は、円高修正・株高による景気浮揚効果と補正および本予算による公共投資等の押し上げ効果を考慮し、+0.8%p 程度の上方改定を行った。

図表 先行きの景気のイメージ

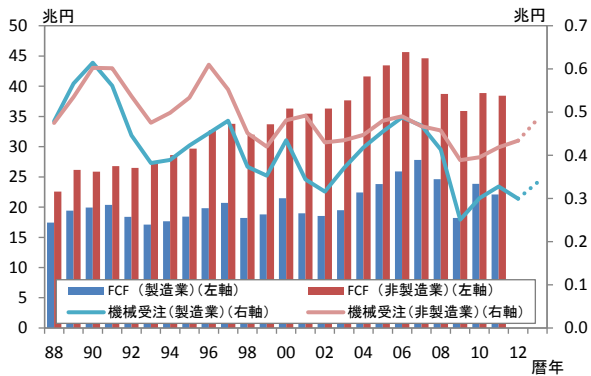


資料：三菱総合研究所作成



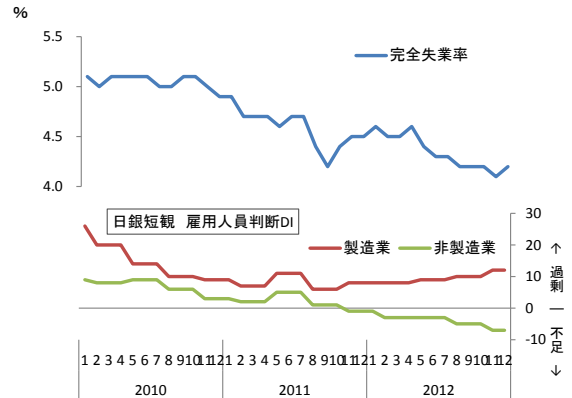
(参考) その他主要経済指標

図表 キャッシュフローと機械受注



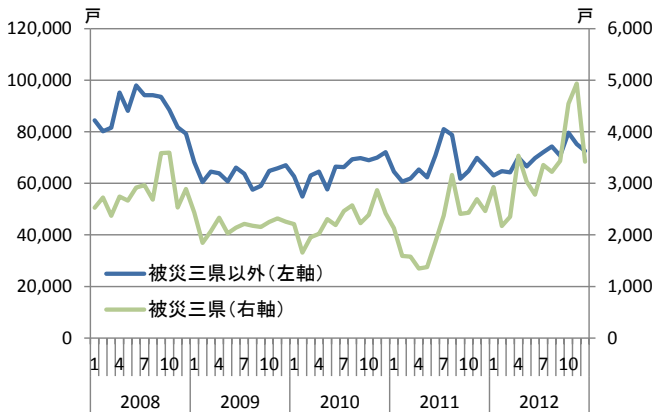
資料：内閣府「機械受注統計」、財務省「法人企業統計」  
フリーキャッシュフロー (FCF) = 0.5 × 経常利益 + 減価償却費  
点線は見通し。

図表 完全失業率と雇用人員判断 DI



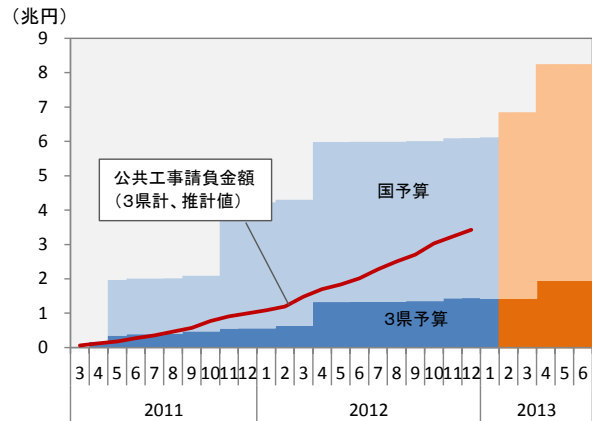
資料：総務省「労働力調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

図表 新設住宅着工戸数



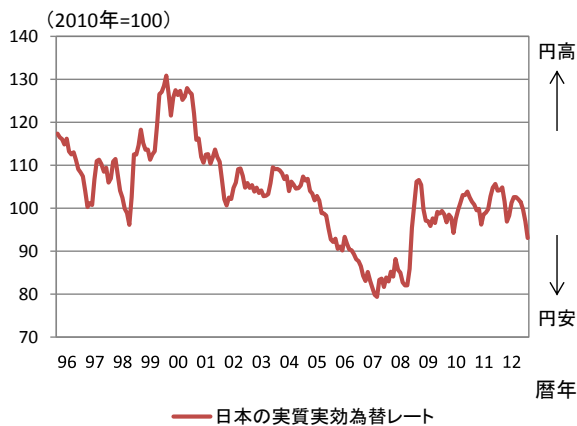
資料：国土交通省「建設着工統計調査」

図表 公共工事関連予算と進捗



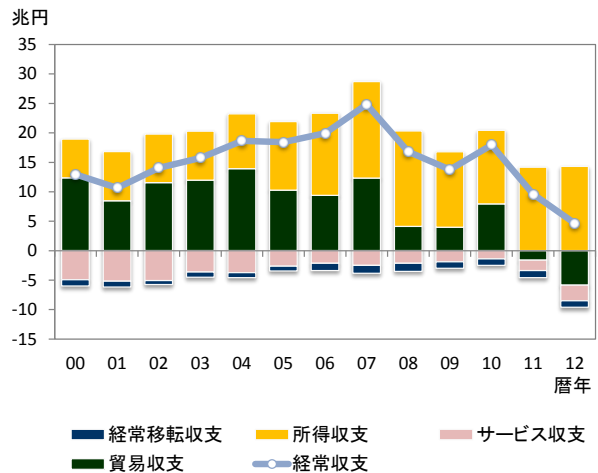
資料：「公共工事前払金保証統計」、財務省、岩手県、宮城県、福島県 HP より三菱総合研究所作成  
2013年2月以降は、現時点での予算案ベース

図表 実質実効為替レート



資料：BIS

図表 経常収支



資料：財務省・日本銀行「国際収支」

(1) 米国経済

米国経済は緩やかな回復ペースを維持

米国経済は、緩やかな回復基調を維持している。

12年10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率▲0.1%と09年4-6月期以来のマイナス成長となったが、国防費などの政府支出の減少がその主因であり、消費を中心に民間需要は総じて堅調であった。

企業部門では、「財政の崖」への懸念や海外経済減速の影響を受けて、12年後半に生産・投資活動が鈍化した。家計部門が底堅く推移し、米国経済の成長をけん引している。

家計部門では、住宅バブル崩壊による後遺症が消費や投資の抑制要因となっていたが、約5年が経過し、その重石は軽くなりつつある。住宅市場では、販売や着工の改善傾向が明確になっている。家計のバランスシートをみても、株価や住宅価格上昇を背景に資産が増加に転じたほか、負債の可処分所得比率も過去のトレンドへ回帰しており、調整は着実に進展している。

失業率は低下傾向も、所得回復ペースは鈍い

民間需要が堅調に推移する中、雇用環境も緩やかに改善している。12年の非農業部門雇用者数は月平均18.1万人のペースで増加、新規失業保険申請件数も足元減少傾向にある。失業率は依然高水準ではあるが、12年中に0.7%ポイント低下し、9月以降はオバマ大統領就任当初(09年1月)の水準である7%台で推移している。

連邦準備制度理事会(FRB)は、12年12月開催のFOMCにおいて、「失業率が6.5%を上回り、かつ先行き1~2年の物価上昇率見通しが2.5%を超えず、長期のインフレ期待も抑制されている間は、異例の低金利政策を続ける」と公表。金融政策の目安(guidepost)として、失業率の水準に言及したのは初めてであり、今後、失業率の動向によって、市場の期待がより敏感に変化することが予想される。そこで、先行きの失業率を試算すると、仮に13年以降、雇用者数が12年中のペース(月間15~20万人)で増加すれば、14年末頃には6.5%を下回る可能性はある。

しかし、以下の3点には留意が必要である。まず、足もとでは、高齢化の進展に加え、若年層を中心に職探しを諦めた者の増加が労働参加率を低下させ、失業率低下の一因となっている。雇用市場が回復基調をたどれば、職探しを再開する者が増え、失業率は下がりやすくなる可能性がある。

さらに、失業率と求人率の関係(UV曲線)をみると、過去の同水準の求人率と比べ失業率が高水準に止まっている。これは、金融危機前後での産業における雇用創出力の変化により、労働需給のミスマッチが拡大し、依然解消されていないことを示唆している。FRBが明示した失業率が金融危機前(4%台)よりも高い水準である背景には、こうした構造的な問題の残存も考えられる。

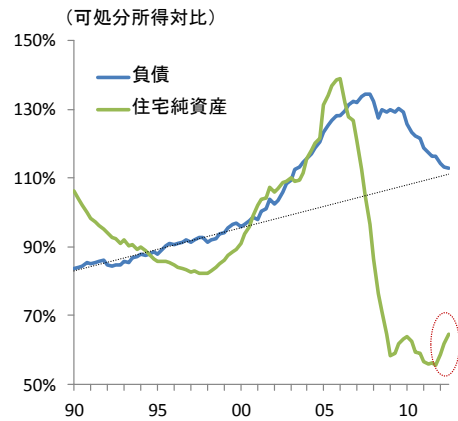
また、失業率と賃金上昇率の関係(フィリップス曲線)をみると、10年以降は、失業率の低下局面において賃金上昇率も低下している。労働分配率の低下や、就業者全体に占めるパートタイム就業者比率の高まりが、賃金抑制要因の一つといえるだろう。

図表 米国経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2011 暦年	2012 暦年	2013 暦年	2014 暦年
実質GDP	1.8	2.2	1.9	2.4
個人消費	2.5	1.9	1.9	2.4
設備投資	8.6	7.7	7.9	7.1
住宅投資	▲1.4	11.9	10.2	8.2
在庫投資寄与度	▲0.1	0.1	0.0	0.0
政府支出	▲3.1	▲1.7	▲2.6	▲2.5
純輸出寄与度	0.1	0.0	▲0.1	0.0
輸出等	6.7	3.2	3.8	4.6
輸入等<控除>	4.8	2.5	3.5	3.6
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)	8.9	8.1	7.5	7.0

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 家計のバランスシート



資料：FRB

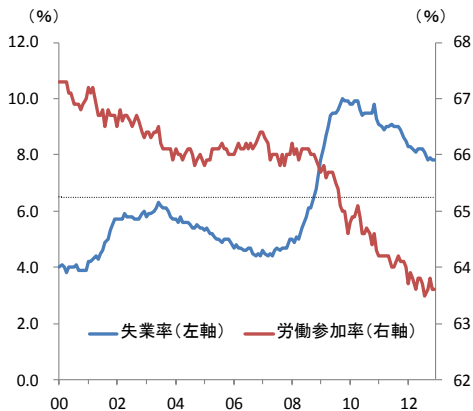
図表 失業率の試算

		(失業率、%)		
		2013	2014	2015
就業者 (月者数平均増加幅)	10万人	7.8	7.5	7.2
	15万人	7.5	6.9	6.3
	15~20万人	7.3	6.4	5.6

資料：米国労働省より三菱総合研究所試算

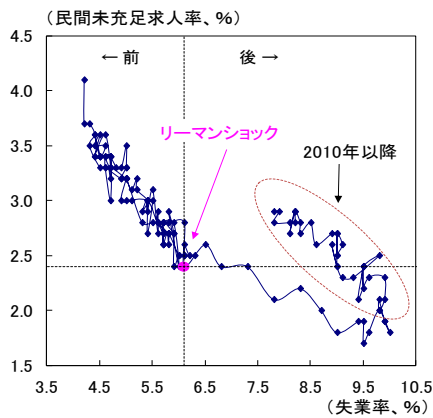
以上の点を踏まえると、今後も力強い所得の回復は期待しづらい。失業率の 6.5% への改善も、FRB が示しているとおおり、15 年入り後の可能性が高いとみられる。

図表 失業率と労働参加率



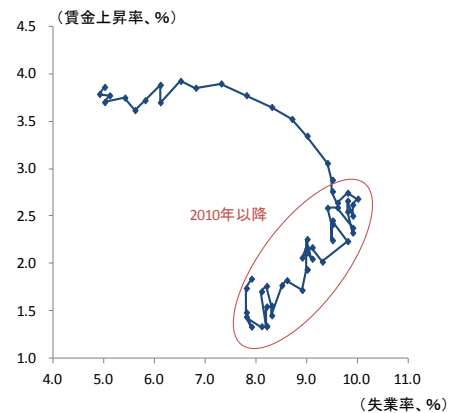
資料：米国労働省

図表 UV 曲線



資料：米国労働省

図表 フィリップス曲線



資料：米国労働省

### 財政政策、「崖」は回避したが不確実性は残る

13 年 1 月に「2012 年米国納税者救済法 (American Taxpayer Relief Act of 2012: ATRA)」が成立し、いわゆる「財政の崖」は回避した。この法案により、①高所得者層向け (単身は年収 40 万ドル、夫婦合算は年収 45 万ドル以上) の所得税減税と②給与税の減税は終了したが、③高所得者層を除く世帯での所得税減税が恒久化されたほか、④緊急失業保険給付が 1 年延長となった。失業期間の長期化を助長させるリスクを内包するものの、消費の下支え要因となろう。

ただし、⑤政府支出一律削減は、3 月 1 日開始へと 2 ヶ月先送りしたにすぎず、一律削減回避の条件である中長期の財政再建策は示されていない。議会がねじれ状態にあることや、米財政問題の最重要課題である医療・社会保障関連費について、民主・共和両党で理念の乖離が大きいことから、今後も協議は難航するだろう。また、5 月中旬頃には、米連邦政府債務残高の法定上限引き上げ問題に再び直面することとなる。両期限が近づくとつれ、財政政策を巡る不透明感は再び高まる可能性が高い。

図表 当面の財政協議スケジュール

3/1	一律歳出削減 発動
4/15	2014年度予算決議 提出期限
5/19	債務上限引き上げ問題 再び直面

資料：各種報道より三菱総合研究所作成  
(2 月 1 日時点)

### 米国経済の堅調な回復は続くが、緊縮財政が足かせ

家計部門では、力強い所得の回復は期待しがたいが、緩和的な金融環境やバランスシート調整の進捗を背景に、13~14 年を通じ、消費や住宅投資は総じて堅調に推移するとみられる。企業部門では、13 年入り後は海外経済の持ち直しに伴い生産・投資活動が回復するとみられるほか、シェール革命によるエネルギーコスト低下も米企業の追い風として、その効果が徐々に顕現化してくるであろう。これらの要因に下支えされ、14 年にかけて回復テンポが速まっていくことが期待される。

一方、財政面は一定の成長の足かせとなる。とくに 13 年前半は、給与税率引き上げや高所得者増税による可処分所得の減少圧力により、個人消費は一時的に弱含むだろう。13 年後半は、増税の影響や財政政策の不透明感が解消されるに伴い、下押し圧力は低減していくと見込む。また、政策協議が順調に進展したとしても、財政再建に向けての道のりは長く、一定の重石となることには変わりはない。

以上を踏まえ、実質 GDP 成長率は、13 年は前年比+1.9% (前回同)、14 年は同+2.4%と予想する。ただし、財政政策協議の難航により政府機能のシャットダウンや格下げなどを招けば、金融市場の動揺や企業・家計マインドの急速な悪化につながるリスクには注意が必要である。また、現在の住宅市場の回復は金融政策に加え政府支援にも支えられているが、一部支援策<sup>1</sup>は 13 年末に終了予定である。それまでに自律的な回復軌道に乗らなければ、支援策終了後に回復ペースが再び鈍化する可能性はある。

<sup>1</sup> 米連邦住宅金融局 (FHFA) による借り換え促進策 (HARP: Home Affordable Refinance Program)。2011 年 10 月公表。

## (2) 欧州経済

### 債務危機への懸念は後退、金融市場は正常化に向けた動き

金融市場では、昨秋の ECB の国債買い入れ策 (OMT) 発表や、銀行監督一元化を 14 年 3 月にも開始するとの合意 (12 年 12 月) などを受けて、債務危機への懸念が後退し、正常化に向けた動きがみられる。

欧州各国の国債利回りをみると、スペインは昨年夏に危険水域とされる 7% を超えたが、足元は 5% 台前半、イタリアも 4% 台半ばで推移している。またアイルランド、ポルトガルも、ピーク時から約 11% 程度低下した。12 年 7 月に長期債の発行を再開したアイルランドに続き、ポルトガルも 13 年 1 月に 5 年債発行に成功、市場調達の本格的な再開が現実味をおびてきた。

スペイン、ギリシャの銀行からの預金流出にも歯止めがかかっている。両国の銀行預金残高 (中央政府、金融機関を除く) は 12 年 8 月をボトムに増加傾向にあり、資金の逃避先であったドイツの銀行の預金残高も 12 月は減少に転じている。

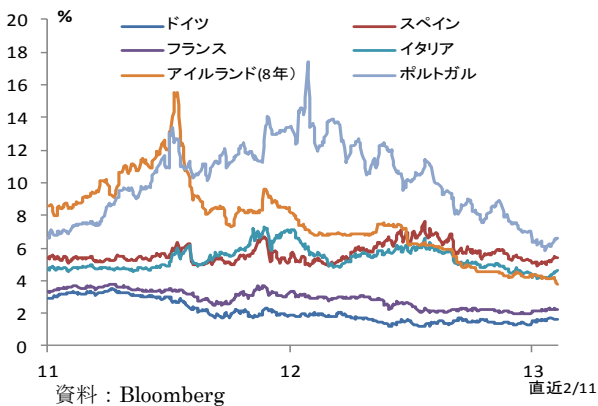
こうした中、ユーロ圏の銀行は、11 年 12 月、12 年 2 月に ECB が実施した 3 年物の無制限長期資金供給 (LTRO) の繰上げ返済を開始。1 回目の LTRO (供給額 4,890 億ユーロ) に対する返済額は合計で 1,456 億ユーロにのぼり、銀行の資金繰りが緩和しつつある様子が窺える。ECB のバランスシートの規模も 12 年 2 月以来の水準に縮小している。

図表 欧州経済見通し

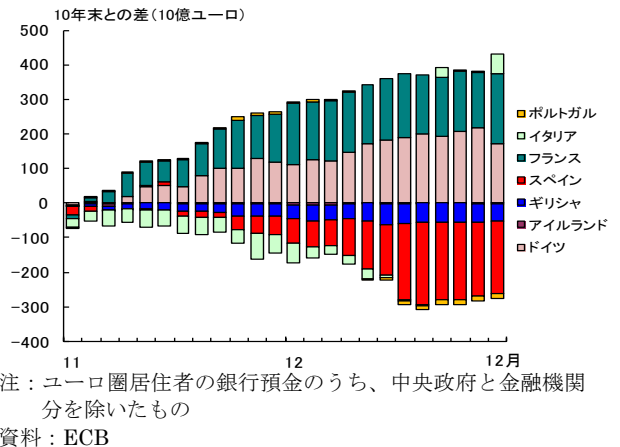
単位: 前年比%	実績		予測	
	2011 暦年	2012 暦年	2013 暦年	2014 暦年
ユーロ圏	1.6	▲ 0.5	▲ 0.3	0.8
ドイツ	3.1	0.9	0.7	1.6
フランス	1.7	0.1	▲ 0.0	0.7

資料: 実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所  
注: 2012 暦年は速報値

図表 ユーロ圏諸国の国債利回り (10 年)



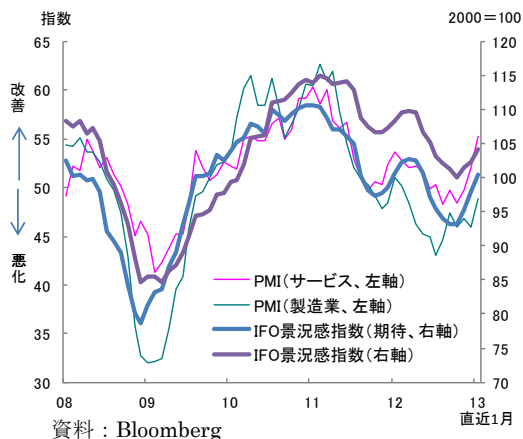
図表 銀行の預金残高



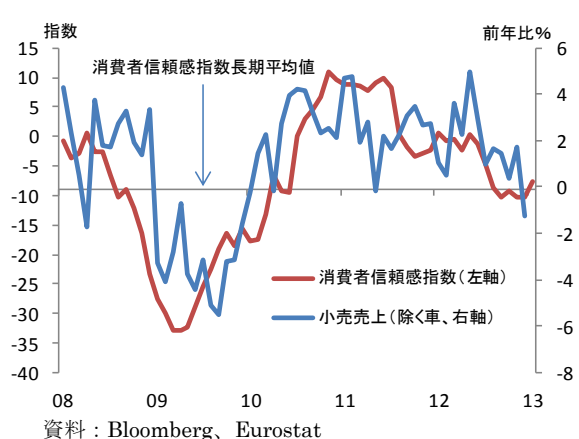
### ドイツ経済には回復の兆し

ドイツの 12 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 ▲0.6% と 4 四半期ぶりのマイナスとなった。もともと、中国経済の底入れなどを受け、足もとは企業の景況感を示す IFO 景況感指数、製造業の購買担当者指数 (PMI)、消費者信頼感指数がいずれも上昇に転じており、企業や家計のマインド悪化には歯止めがかかりつつある。先行きは、輸出の持ち直しに加え、失業者数の減少やマインドの改善から消費も上向くことが予想され、13 年前半には緩やかな回復に転じるとみられる。

図表 ドイツの景況感指数 (PMI と IFO 指数)



図表 ドイツの小売売上高と消費者信頼感指数



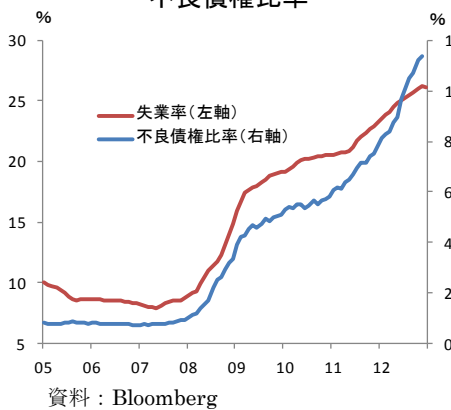


## 景気後退が続く南欧諸国、労働市場改革により競争力回復の動きも

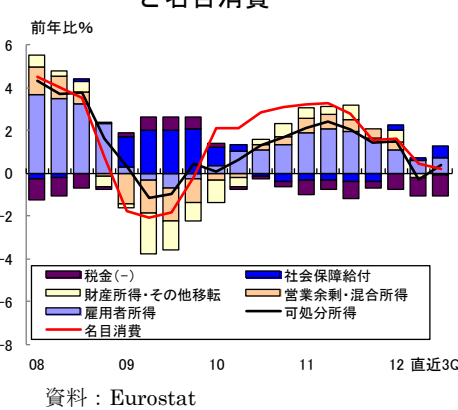
一方、南欧諸国では、軒並み景気後退が続くが、リーマン・ショック後の輸出の伸びに差がみられ始めている<sup>2</sup>。イタリアの輸出の伸びは緩やかにとどまる一方、労働市場改革の進むスペイン、ポルトガル、ギリシャの輸出が顕著な増加を示している。雇用コスト低下による競争力向上への取組みが成長にプラスに働き始めたといえる。

もっとも、いずれの国でも、厳しい財政緊縮策と失業の増加から、消費を中心に内需悪化は続いている。とくにスペインでは、住宅価格の下落継続により金融機関の不良債権比率の上昇テンポはさらに加速し、失業率も26.1%まで上昇。ユーロ圏全体でも、増税、雇用環境の悪化などから可処分所得の伸びは前年比+0.4%と低水準にとどまっている。金融機関の貸出姿勢も厳格化が続き、とくに家計向け（住宅ローン）でその動きが顕著である。金融市場はひとまず落ち着きを取り戻したが、緊縮財政と信用収縮と実体経済の負の連鎖は13年中も続くであろう。

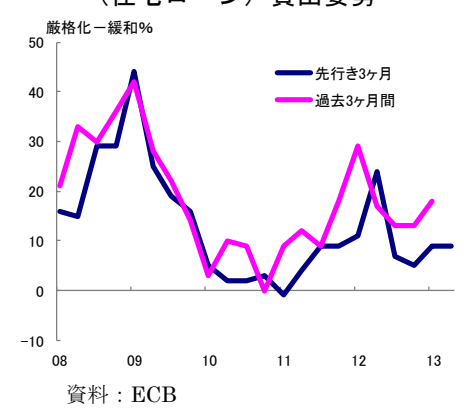
図表 スペインの失業率と不良債権比率



図表 ユーロ圏の可処分所得と名目消費



図表 ユーロ圏金融機関の家計向け（住宅ローン）貸出姿勢



## ユーロ圏は13年のマイナス成長後、極めて緩やかな回復へ

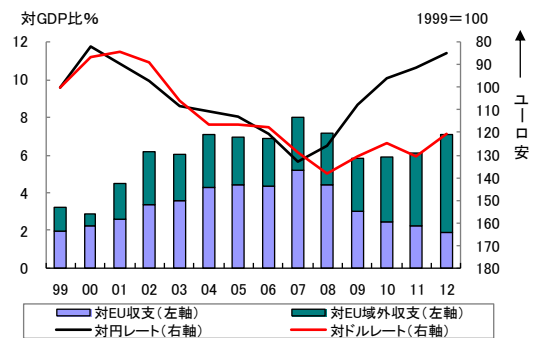
ドイツの実質GDP成長率は、新興国および米国向け輸出の回復や消費の底堅さから、13年は+0.7%の緩やかな回復、14年は内需の回復テンポが加速すると見込み+1.6%と予測する。

ユーロ圏全体では、南欧諸国の景気後退が13年半ばまで続くとみられるため、13年は▲0.3%と2年連続のマイナス成長と予測。14年はドイツの内需回復により、南欧諸国も同国向け輸出が牽引する格好で極めて緩やかながらもプラスに転じると見込み、全体で+0.8%の成長率を予想する。

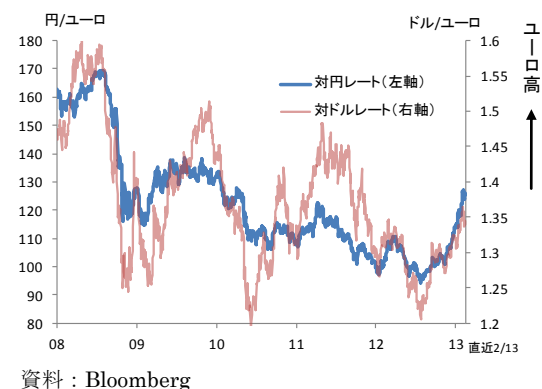
リスクシナリオとしては、i) 金融市場が再び不安定化することや、ii) 12年末以降のユーロ高傾向が持続し、ドイツ主導の景気回復力が弱まること、が考えられる。

とくに前者は、①今月末のイタリア総選挙後、同国の財政・構造改革が遅れるリスク、②秋のドイツ総選挙でユーロ懐疑派勢力が拡大し、ドイツとその他諸国との溝が深まる事態、③金融市場の落ち着きにより、銀行監督一元化、預金保険スキーム、破たん処理など統合深化への取組みが遅れるリスク、④スペインの政治不安定化、および財政悪化に歯止めがかからぬ中でも支援要請をためらう事態、⑤フランスの景気悪化と更なる格下げ、などが考えられる。これらのリスク次第では、市場の信用不安が再燃し、危機拡大の引き金となる可能性がある。

図表 ドイツの輸出と為替動向



図表 ユーロ相場の推移



<sup>2</sup> 2012年の輸出額（1～11月平均）を2008年（平均）対比で見ると、ギリシャは+44%、スペインは+19%、ポルトガルは+18%増加する一方、イタリアは+6%にとどまっている。



(1) 総括

新興国経済は景気底入れ、春以降に緩やかに回復へ

新興国経済は、昨年秋頃から底入れの動きがみられる。世界経済の懸念材料のひとつであった中国経済も持ち直しに転じている。

12年後半は欧州債務問題への警戒感が後退した。また、米中を中心に政治的なイベントも目白押しであったが、結果として大きなサプライズはなく、米国の財政問題もひとまずは収束をみたことから、市場ではリスク回避姿勢が和らぎ、新興国へ資金を戻す動きもみられる。

景気回復のタイミングは、各国の状況にばらつきはあるものの、金融緩和の効果発現に伴い、春以降は緩やかに成長率を高めると予想する。

マクロ経済政策運営も、回復テンポを確認しながら、13年後半にかけて景気刺激スタンスから中立的～やや引締めスタンスに移っていくこととなろう。金融政策面では、昨年10月にフィリピン、タイ、韓国、ブラジルが利下げに踏み切って以降、利下げの動きは一服している。インドは1月に利下げに踏み切ったが、高インフレによりこれまで実施できなかった分の利下げへの対応という側面が大きい。むしろ足もとでは、ASEANを中心に新興国全体で賃上げの動きが強まっているほか、米国をはじめ世界的な金融緩和による投機的資金の流入もあり、インフレが再燃しやすい状況にある。

図表 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績	予測		
	2011	2012	2013	2014
中国	9.3	7.8	8.1	7.8
NIEs	4.0	1.6	3.7	4.0
香港	4.9	1.3	3.5	4.2
韓国	3.6	2.0	3.7	3.8
シンガポール	4.9	1.2	3.0	3.3
台湾	4.1	1.3	3.9	4.3
ASEAN5	4.5	5.8	5.7	5.6
インドネシア	6.5	6.2	6.3	6.5
マレーシア	5.1	5.3	4.7	5.1
フィリピン	3.9	6.5	5.0	5.1
タイ	0.1	5.3	5.9	4.4
ベトナム	5.9	4.8	5.8	6.1
インド	7.9	3.7	5.4	6.1
ブラジル	2.7	0.9	3.2	3.8

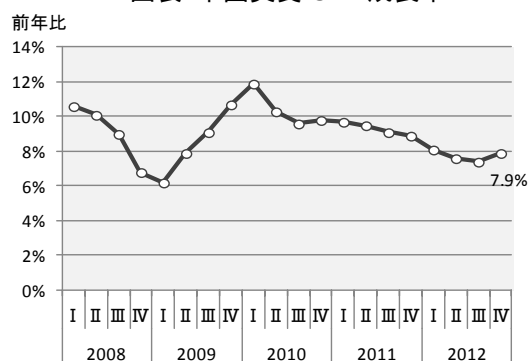
資料：実績はIMF、予測は三菱総合研究所

(2) 中国経済

12年の成長率は8%割れ

中国の12年の実質GDP成長率は前年比+7.8%となった。景気過熱の抑制という政府が意図した減速に、欧州債務危機による外需低迷という意図せざる要因が重なったことから、99年以來の低成長となった。ただし、2度の利下げや積極的な流動性の供給、公共投資の前倒しなど、政策効果もあり、10-12月期は内需主導で同+7.9%と8四半期ぶりに成長率が上昇。中国経済は7-9月期をボトムに回復局面に入ったとみられ、政府が目標として掲げた+7.5%の成長は達成した。

図表 中国実質GDP成長率



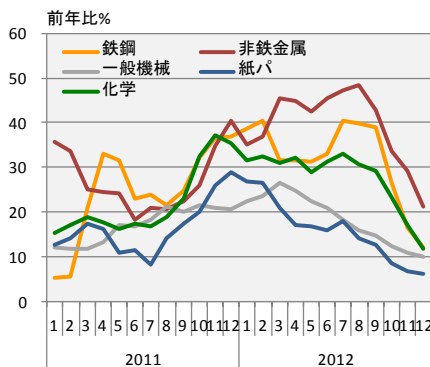
資料：Bloomberg

過剰投資問題を抱えつつも景気循環上の回復局面へ

中国の生産は、昨年8月をボトムに緩やかな回復傾向をたどっている。在庫の積み上がりが問題となっていた鉄鋼や非鉄金属などの素材産業が、回復のけん引役となっている。海外情勢の改善に加え、不動産市場の回復や公的インフラ投資の増加から業況が改善している。ただし、過剰投資問題の解決に進展はなく、在庫調整による景気循環上の回復に過ぎない。

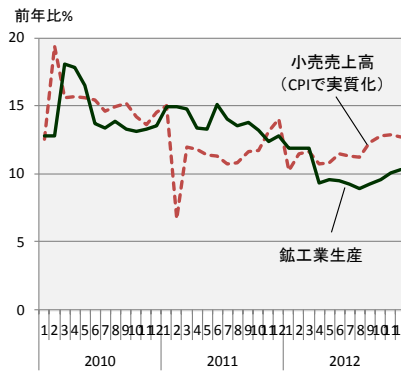
消費は堅調に推移している。小売売上高は前年比+15%程度で推移しており、物価の影響を加味しても高い伸びを維持している。所得水準の向上が消費拡大に寄与している。投資も回復傾向にある。都市部の設備投資は、過剰投資問題を抱える素材産業などで伸びが鈍化しているが、卸小売業が好調なほか、公的部門でも道路や鉄道などのインフラ投資が急回復している。住宅開発に関する引き締め策の継続から、住宅投資は抑制気味で推移しているが、オフィスや商業物件の不動産開発投資は高い伸びを維持している。

図表 中国実質在庫



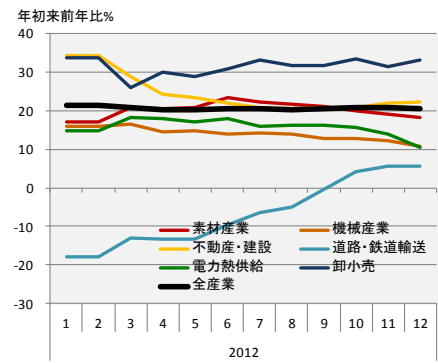
資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 中国小売売上と生産



資料：CEIC

図表 中国都市部固定資産投資



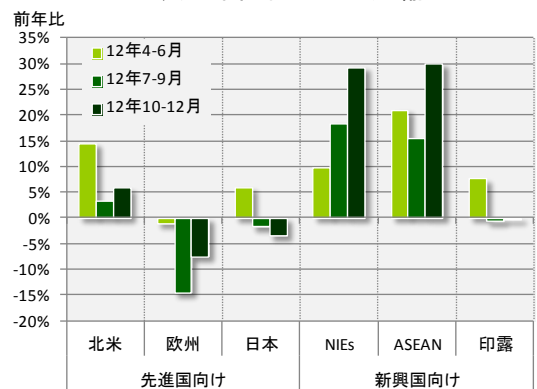
資料：CEIC より三菱総合研究所作成

**輸出は緩やかに回復、日本向けは減少**

輸出は振れを伴いながらも、緩やかに回復へと向かっている。仕向地別でみると、新興国向けが好調であり、なかでも NIEs と ASEAN 向けは 10-12 月期に前年比+30% 程度の伸びを示した。堅調な内需を背景に、幅広い品目で増加基調を維持している。先進国向けでは、北米が若干伸びを拡大している。

一方、欧州向けは、10-12 月は前年比▲7.5%と 7-9 月の同▲14.5%からはマイナス幅を縮小したものの、欧州経済低迷を受けて減少が続く。日本向けは、日中関係の悪化もありマイナス幅が拡大した。

図表 中国仕向け地別輸出



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

**経済政策の方向性に大きな変更なし**

昨年 12 月半ばに、13 年の経済政策の方向性を決定するための中央経済工作会议が開催され、6 つの経済運営方針が示された (右表)。基本的に 12 年の運営方針を踏襲しているが、都市化の推進が新たに加わった。都市のインフラ整備のみならず、2 億人ともいわれる地方からの出稼ぎ労働者の市民化推進を最重要任務としており、中国の格差問題の背景にある戸籍制度改革を意図しているとみられる。

同会議では、経済の現状認識として、国内市場のポテンシャルや生産基盤の優位性など中国経済の力を肯定的に捉えつつも、生産能力過剰や企業経営コストの上昇、資源・環境問題など、成長の持続可能性の点で問題を抱えていることを指摘している。

**短期的には持ち直すが中期的には成長率鈍化へ**

13 年 1-3 月期は、輸出が回復の動きをみせるとともに、所得水準向上による内需拡大もあり、+8% 台前半の成長を達成する可能性が高い。4-6 月期以降は、景気が回復軌道に復するとみられるが、もはやかつてのような高成長を維持することは難しいであろう。

中国では、12 年に労働人口比率が減少に転じたとみられるほか、農村から都市への労働力の流入もペースが鈍化しており、成長モデルの転換が急がれる。海外からの直接投資も、12 年はリーマン・ショック時以来の減少に転じており、インドネシアやベトナムなど労働力や不動産の安価な国への生産拠点の移転も進んでいる。

図表 中央経済工作会议で示された基本方針

<b>1. 経済の持続的で健全な発展</b>
内需拡大を基本戦略とし、力強い消費の成長分野を育てると同時に、投資の効率を高める。積極的な財政政策と穏健的な金融政策を維持する。不動産市場のコントロール政策を堅持。
<b>2. 三農問題の解決</b>
三農(農村、農業、農民)問題の解決を最重要事とし、農業技術や農業経営の改善を図る。
<b>3. 産業構造調整の加速</b>
生産過剰問題の解決に重点的に取り組む。イノベーションを経済発展のエンジンとして位置づけ。
<b>4. 都市化の推進</b>
都市化は内需拡大の最も大きなポテンシャル。秩序だった農業転移人口の市民化を最重要任務として取り組む。
<b>5. 国民生活の改善</b>
低所得層の基本的生活の保障。都市と農村の社会保障体系の整備。保障性住宅の建設と管理強化。
<b>6. 経済体制改革</b>
経済政策の意思決定体制の改革。

資料：JETRO 資料より三菱総合研究所作成

中国政府自身も認識しているように、①過剰投資問題、②所得格差問題に代表される社会不安、③世界の工場としての優位性低下と産業高度化の必要性、④少子高齢化、⑤環境問題など、中国経済は幾多の構造問題を抱えている。12年後半は、こうした問題を一旦棚上げして景気回復を優先した中国政府であるが、中期的な成長持続のためには、構造問題への対応は避けては通れない。海外経済が回復へと向かえば、13年中に政策の重心を景気刺激策から構造改革へと移すであろう。

以上を踏まえ、中国の実質 GDP 成長率は、13年は前年比+8.1%と8%台回復を見込むが、14年は同+7.8%と再び伸びを低めると予測する。一方、政策転換が遅れ、高成長を続けた場合、不動産バブルやさらなる過剰投資問題の悪化を招き、その後に景気が急失速するリスクが高まるであろう。

### (3) ASEAN 経済

#### 内需主導で堅調を維持

ASEAN 経済は内需中心に堅調に推移している。所得水準の向上による耐久消費財の普及、対外・域内 FTA 締結による生産拠点としての地位確立、インフラ投資の拡大などが背景にある。12年10-12月期は、インドネシアとフィリピンが GDP 成長率を高めたほか、他の国においても生産が堅調な回復を見せており、底堅い成長を達成したとみられる。

#### 強まるインフレ圧力

堅調を維持する ASEAN 経済では、インフレ圧力が再び強まりつつある。最大の要因は、賃金の上昇である。13年1月からインドネシア、タイ、ベトナムで最低賃金が引き上げられたほか、マレーシアでも最低賃金制度が導入された。また、タイでは失業率が0.6%とほぼ完全雇用状態にあり、深刻な労働力不足が賃金上昇圧力となっている。賃金の上昇は内需拡大に資する一方、生産性向上を伴わなければ、企業のコスト高と物価上昇を招き副作用も大きい。

賃金以外の要因として、インドネシアでは、12年後半から経常赤字に転じたことから、通貨ルピア安が進んでおり（1年前と比べて対ドル6%安）、物価上昇圧力となっている。財政赤字の削減を目的としてガソリンに対する政府補助金が削減されたことも、物価上昇に拍車をかけるであろう。

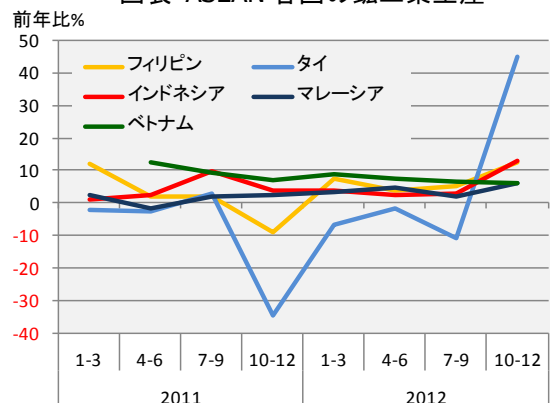
#### 政治面に留意はいるが、内需主導で成長持続

ASEAN 経済は、所得水準の上昇を背景に、消費が堅調に推移するとみられるほか、インフラ投資も高水準で続くとみられる。外需も13年1-3月期以降、中国経済の回復を追い風に再び伸びを高めるとみられる。こうした経済状況の好転を背景に、各国とも一段の金融緩和の可能性は低く、インドネシアなどでは、むしろ利上げも視野に入ってくる展開が予想される。

政治的な動きとしては、マレーシアで13年4月までに下院総選挙が実施される見込みであり、最低賃金制度の導入や60歳定年制の導入を掲げ、ナジブ首相は政権維持を目指す。インドネシアでも、14年に大統領選が予定されており、2期務めたユドヨノ大統領が退くことから、政治的安定を経済成長につなげた同大統領の路線が継承されるのか、ポストユドヨノ体制に注目が集まる。

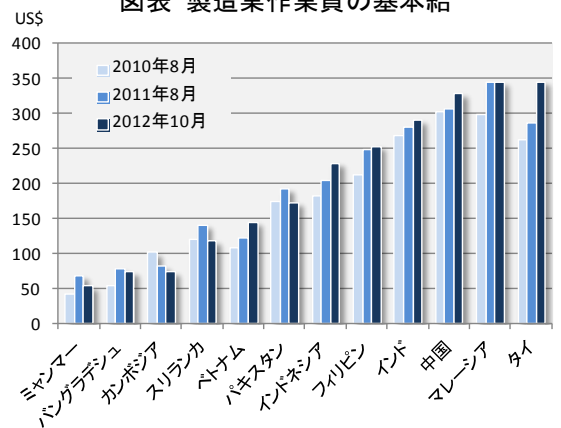
政治体制移行に大きな問題が発生しなければ、内需中心に堅調な成長を維持するであろう。ASEAN5の実質 GDP 成長率は、13年は前年比+5.7%と前回（同+5.5%）から小幅上方修正、14年は同+5.6%と5%台後半の成長を予測する。

図表 ASEAN 各国の鉱工業生産



資料：Bloomberg

図表 製造業作業員の基本給



資料：JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査」より三菱総合研究所作成

## (4) インド経済

### 三重苦による景気低迷続く

経常赤字、財政赤字、高インフレの三重苦によりインド経済は減速が続いている。輸出は最悪期を脱したかにみえるが、依然として低迷が続いている。

高金利が重石となり、企業の設備投資や GDP の 6 割を占める消費が低迷しているほか、頼みの外需も、主たる輸出品である貴金属類が欧州向けを中心に減速している。中東向けの機械類や自動車等も不振である。

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

### 経済改革への取組みと金融緩和の実施

インド政府も景気の低迷に手をこまねいている訳ではない。昨年 8 月にチダンバラム財務相が就任して以降、ディーゼルオイル等への補助金支出の削減、外国からの投資促進、インフラ投資プロジェクトの迅速化など、財政健全化や製造業の競争力強化に向けた改革を相次いで打ち出している。こうした政府の姿勢を市場も評価しており、昨秋以降、ルピー安に一定の歯止めがかかっている。

こうした財政面での取組みに呼応するかたちで、インド中央銀行は 13 年 1 月に昨年 4 月以来となる政策金利の引き下げ (7.0%→6.75%) に踏み切った。インフレ率が若干ではあるが低下してきたことも利下げの支援材料となった。

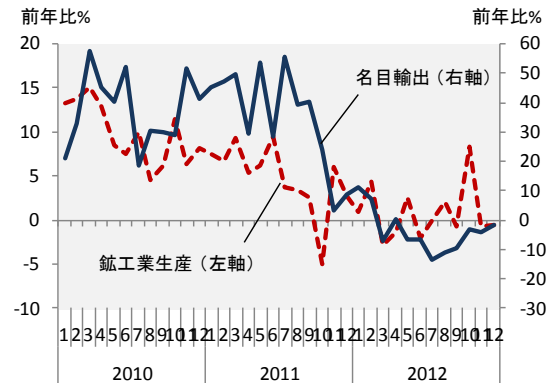
### 景気回復にはなお時間

三重苦の解消に向けて、経済改革と利下げという、小さな一歩を踏み出したインドであるが、インフレ懸念が根強いなか、大幅な財政赤字を抱えるインドは一段の公共投資拡大も見込めず、短期的には内生的な景気回復シナリオは期待薄である。中国経済が底入れし、世界経済も緩やかな回復軌道に戻れば、輸出主導で緩やかな回復パスを辿ることが予想される。

ただし、上記の構造的課題が重石となるため、潜在成長率とされる 7% 台半ばを下回る成長率が続くであろう。また、14 年には総選挙が予定されており、徐々に選挙を意識した動きが強まる中、少数与党の連立政権が経済改革を進められるかは不透明であり、政治動向にも注目が集まる。

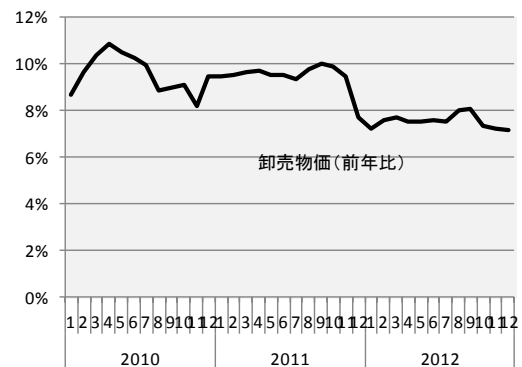
実質 GDP 成長率は、13 年は前年比+5.4%と前回 (+6.0%) から下方修正、14 年は同+6.1%と予測する。

図表 インド輸出と生産



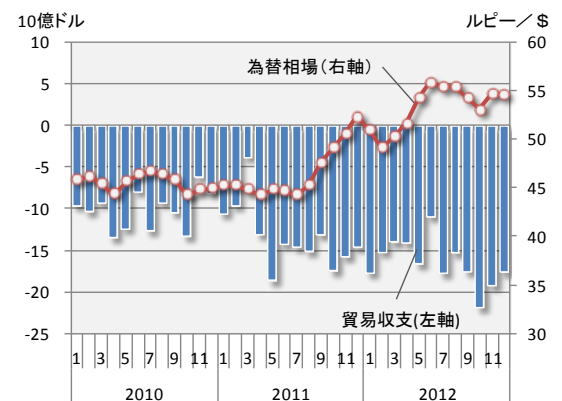
資料：Bloomberg

図表 インド卸売物価指数



資料：Bloomberg

図表 インド貿易収支と為替相場



資料：CEIC



計数表

日本経済見通し総括表（年度ベース）

（単位：10億円、％）

	年度				対前年度比増減率			
	2011 実績	2012 予測	2013 予測	2014 予測	2011 実績	2012 予測	2013 予測	2014 予測
国内総生産(=GDP)	473,281	473,963	481,451	488,175	▲1.4%	0.1%	1.6%	1.4%
民間最終消費支出	287,309	289,245	290,983	294,229	0.9%	0.7%	0.6%	1.1%
民間住宅投資	13,475	14,082	15,036	14,733	4.2%	4.5%	6.8%	▲2.0%
民間設備投資	63,798	62,598	63,310	65,013	3.1%	▲1.9%	1.1%	2.7%
民間在庫品増加	▲2,803	▲2,759	▲2,826	▲3,453	***	***	***	***
政府最終消費支出	96,774	97,780	99,877	101,055	1.3%	1.0%	2.1%	1.2%
公的固定資本形成	21,019	24,002	27,317	27,531	▲1.6%	14.2%	13.8%	0.8%
公的在庫品増加	66	29	45	45	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	▲6,357	▲11,014	▲12,291	▲10,978	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	70,933	70,299	78,460	82,862	▲3.9%	▲0.9%	11.6%	5.6%
財貨・サービス輸入	77,290	81,313	90,751	93,840	11.2%	5.2%	11.6%	3.4%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

国内総生産(=GDP)	513,701	518,442	530,147	531,909	0.3%	0.9%	2.3%	0.3%
民間最終消費支出	304,711	308,940	312,634	311,393	1.5%	1.4%	1.2%	▲0.4%
民間住宅投資	12,997	13,645	14,394	13,759	3.7%	5.0%	5.5%	▲4.4%
民間設備投資	67,449	66,367	67,335	68,956	4.1%	▲1.6%	1.5%	2.4%
民間在庫品増加	▲2,676	▲2,871	▲2,721	▲3,311	***	***	***	***
政府最終消費支出	99,350	101,765	104,594	106,398	1.5%	2.4%	2.8%	1.7%
公的固定資本形成	20,250	23,164	26,198	25,784	▲2.3%	14.4%	13.1%	▲1.6%
公的在庫品増加	35	28	45	45	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	11,969	7,642	8,122	9,415	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	82,298	80,610	83,993	87,673	▲1.6%	▲2.1%	4.2%	4.4%
財貨・サービス輸入	70,329	72,968	75,871	78,258	5.3%	3.8%	4.0%	3.1%

	年度				対前年度比増減率			
	2011 実績	2012 予測	2013 予測	2014 予測	2011 実績	2012 予測	2013 予測	2014 予測

鉱工業生産指数	93.2	90.6	95.1	98.0	▲1.0%	▲2.8%	5.0%	3.0%
国内企業物価指数	101.6	100.8	102.3	105.9	1.3%	▲0.8%	1.6%	3.5%
消費者物価指数(生鮮除く総合)	99.8	99.6	99.7	101.8	▲0.0%	▲0.1%	0.1%	2.1%
GDPデフレーター	92.1	91.4	90.8	91.8	▲1.7%	▲0.7%	▲0.7%	1.1%
完全失業率	4.5%	4.3%	4.1%	4.0%	***	***	***	***
新設住宅着工戸数(万戸)	84.1	88.9	91.0	84.0	2.7%	5.7%	2.3%	▲7.6%

（単位：10億円、％）

経常収支(10億円)	7,618	4,365	5,652	7,504	***	***	***	***
貿易・サービス収支	▲5,297	▲9,546	▲9,492	▲7,983	***	***	***	***
貿易収支	▲3,470	▲6,519	▲6,609	▲5,341	***	***	***	***
輸出	62,628	61,282	67,615	71,408	▲2.8%	▲2.1%	10.3%	5.6%
輸入	66,097	67,801	74,224	76,750	14.0%	2.6%	9.5%	3.4%
通関収支戻(10億円)	▲4,419	▲8,074	▲8,997	▲7,718	***	***	***	***
通関輸出	65,281	64,116	71,574	75,596	▲3.7%	▲1.8%	11.6%	5.6%
通関輸入	69,700	72,190	80,571	83,314	11.6%	3.6%	11.6%	3.4%

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)	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	***	***	***	***
国債10年物利回り	1.06%	0.80%	0.92%	1.12%	***	***	***	***
M2	802,553	821,104	837,955	853,501	2.9%	2.3%	2.1%	1.9%
日経平均株価	9,181	9,572	11,816	12,325	▲7.8%	4.3%	23.4%	4.3%
原油価格(WTI、ドル/バレル)	97.2	92.5	98.3	101.7	16.6%	▲4.9%	6.4%	3.5%
円/ドル レート	79.0	83.1	93.8	96.5	***	***	***	***
ドル/ユーロ レート	1.378	1.273	1.293	1.320	***	***	***	***
円/ユーロ レート	108.9	105.7	121.2	127.4	***	***	***	***

注：国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、及び為替レートは年度中平均。  
資料：各種資料より三菱総合研究所予測。

《本件に関するお問合せ先》

株式会社 三菱総合研究所 〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目10番3号  
政策・経済研究センター 武田洋子 森重彰浩 電話：03-6705-6087 FAX：03-5157-2161 E-mail：ytakeda@mri.co.jp  
広報・IR部 笠田・武居 電話：03-6705-6000 FAX：03-5157-2169 E-mail：media@mri.co.jp  
尚、本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブに配布しております。