

PRESS RELEASE

2013年8月13日
株式会社三菱総合研究所

2013・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、2013年4-6月期GDP速報の発表を受け、2013、2014年度の内外経済に関する予測を発表致しました。

日本経済の回復は持続、気かりは海外情勢

日本の実質成長率予測値：2013年度+2.7%、2014年度+0.5%
(前回予測値(6月10日):2013年度+2.7%、2014年度+0.4%)

海外経済

- **米国経済**は、家計のバランスシート調整が進捗し、消費や住宅投資が堅調に推移している。13年は財政要因が重石となるが、14年にかけて成長テンポを高めるであろう。**欧州**では、景気の停滞が続いているが、一段の悪化には歯止めがかかりつつある。ユーロ圏全体では、13年のマイナス成長の後、14年は小幅ながらもプラス成長を予想する。
- **新興国経済**は、回復の動きに一服感が広がっている。中国経済は、政府が経済の構造改革に本腰を入れつつあることから、緩やかな成長減速が続くと予想される。他の新興国においても、①中国経済の減速、②米国量的緩和の縮小観測による資金流出、という2つの逆風が景気回復の重石となろう。新興国全体として、13年は12年並みの成長にとどまるであろう。14年は、引き続き中国経済の緩やかな成長鈍化を見込むが、ASEANの内需拡大などを背景に、全体では成長率をやや高めると予想する。

日本経済

- わが国の13年4-6月期の実質GDPは、消費の堅調を主因に、前期比年率+2.6%と3四半期連続でプラス成長となった。日本経済は、1-3月期に回復局面に入った後、4-6月期も回復傾向を辿ったことが確認された。
- 今後を展望すると、①輸出の緩やかな持ち直し、②更新需要等による設備投資の増加、③消費の堅調、④補正予算の執行本格化を背景に、日本経済は回復を続けると予想する。とくに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。
- 日本経済は、マインド改善による消費回復という第1段階から、業績改善による更新投資の再開や雇用情勢の改善という第2段階へ移り始めた兆候がみられる。今後、第3段階として所得の本格回復や企業の中長期の成長期待改善につながれば、景気の自律性は高まっていくであろう。その好循環の実現のカギを握るのは、政府による成長戦略の「果敢な実行」とそれに呼応する「民間の力」である。
- 気かりは、海外経済の動向と市場のセンチメントだ。まず、中国経済の行方である。景気回復力の弱さに加え、シャドーバンキング問題、不動産バブル懸念、地方政府の財政赤字など複数の不透明要素を抱える。次に、米国金融政策を巡る不透明感が挙げられる。7月以降は落ち着きを取り戻したが、市場のセンチメントが再び悪化すれば、企業や家計のマインド後退を通じ、実体経済の回復の流れに悪影響をもたらす可能性がある。国際資金フローの変化が、新興国経済へ与える影響にも注意が必要だ。さらに、欧州信用不安の再燃リスクも残存する。これら3つのリスク次第では、海外経済が急減速し、日本経済にも強い下押し圧力がかかる可能性もある。

図表 2013・2014年度の実質GDP成長率予測（単位：%）

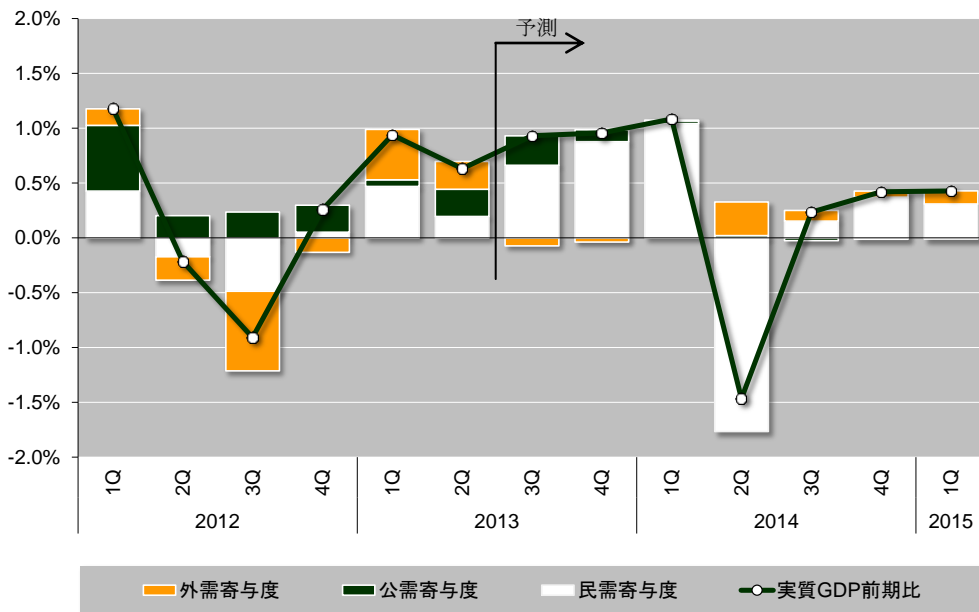
項目	2012年度		2013年度		2014年度	
	実績		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	1.2	***	2.7	***	0.5	***
内需	2.0	1.9	2.4	2.4	0.1	0.1
民需	1.3	0.9	2.3	1.7	▲ 0.0	▲ 0.0
民間最終消費支出	1.6	1.0	2.4	1.4	▲ 0.4	▲ 0.2
民間住宅投資	5.3	0.2	7.5	0.2	▲ 3.0	▲ 0.1
民間企業設備投資	▲ 1.4	▲ 0.2	1.3	0.2	3.8	0.5
民間在庫投資	***	▲ 0.1	***	▲ 0.1	***	▲ 0.2
公需	4.3	1.0	3.0	0.7	0.6	0.1
政府最終消費支出	2.1	0.4	1.8	0.3	1.4	0.3
公的固定資本形成	15.0	0.7	8.4	0.4	▲ 2.9	▲ 0.1
外需（純輸出）	***	▲ 0.8	***	0.3	***	0.4
輸出	▲ 1.2	▲ 0.2	5.1	0.8	5.3	0.8
輸入	3.8	▲ 0.6	3.7	0.5	3.0	0.4
名目GDP	0.3	***	2.3	***	1.9	***

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

		実績		予測		2014				2015
		2013		2014		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質国内総支出（=GDP）	前期比	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%	1.1%	-1.5%	0.2%	0.4%	0.4%
	前期比年率	3.8%	2.6%	3.8%	3.9%	4.4%	-5.7%	0.9%	1.7%	1.7%

（前期比、寄与度、%）



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

海外経済の回復力は緩慢

米国経済は、家計のバランスシート調整が進捗し、消費や住宅投資が堅調に推移している。13年は財政要因が重石となるが、14年にかけて成長テンポを高めるであろう。欧州では、景気の停滞が続いているが、一段の悪化には歯止めがかかりつつある。ユーロ圏全体では、13年のマイナス成長の後、14年は小幅ながらもプラス成長を予想する。

新興国経済は、回復の動きに一服感が広がっている。中国経済は、政府が経済の構造改革に本腰を入れつつあることから、今後も緩やかな成長減速が続くと予想される。他の新興国においても、①中国経済の減速、②米国量的緩和の縮小観測による資金流出、という2つの逆風が景気回復の重石となろう。新興国の成長率は、前回見通し（5月17日）から総じて下方修正した。13年の成長率は、12年並みにとどまるであろう。14年は、引き続き中国経済の緩やかな成長鈍化を見込むが、ASEANの自律的な内需拡大などを背景に、新興国全体でみれば成長率をやや高めると予想する。

国際金融市場では（次頁図を参照）、5月下旬から6月にかけて、米国量的緩和の縮小観測などから世界の株価が下落したが、7月以降は落ち着きを取り戻し、投資家心理を示すとされるボラティリティ指数（VIX指数）は低下。日本の国債市場においても、6月以降、長期金利（国債10年）は横ばい圏内で推移しており、5月にかけて急速に上昇したボラティリティも低下傾向にある。

日本経済はマインド改善から支出増へ

わが国の13年4-6月期の実質GDPは、消費の堅調を主因に、前期比年率+2.6%と3四半期連続でプラス成長となった。日本経済は、1-3月期に回復局面に入った後、4-6月期も堅調なペースで回復を続けていることが確認された。

先行きを展望すると、①輸出の緩やかな持ち直し、②更新需要等による設備投資増、③消費の堅調、④補正予算の執行本格化を背景に、日本経済は回復を続けると予想する。とくに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。

実質GDP成長率は、13年度+2.7%、14年度+0.5%と予測する（前回見通し<6月10日>：13年度+2.7%、14年度+0.4%）。物価は、需給ギャップの緩やかな縮小が続く中、電気料金上昇なども加わり、13年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比+0.5%の小幅プラス、14年度は消費税増税（5%→8%）を前提に、同+2.6%と見込む。

自律的回復に向けて歩を進める日本経済、リスクは海外情勢

日本経済は、マインド改善による消費回復という第1段階から、業績改善による更新投資の再開や雇用情勢の改善という第2段階へと移り始めた兆候がみられる。今後、第3段階として、所得の本格回復や中長期の成長期待改善へつながれば、景気の自律性は高まっていくであろう。その好循環の実現のカギを握るのは、政府による成長戦略の「果敢な実行」とそれに呼応する「民間の力」である。

気がかりは、海外経済の動向と市場のセンチメントだ。次の3つのリスク次第では、海外経済が急減速し、日本経済にも強い下押し圧力がかかる可能性もある。

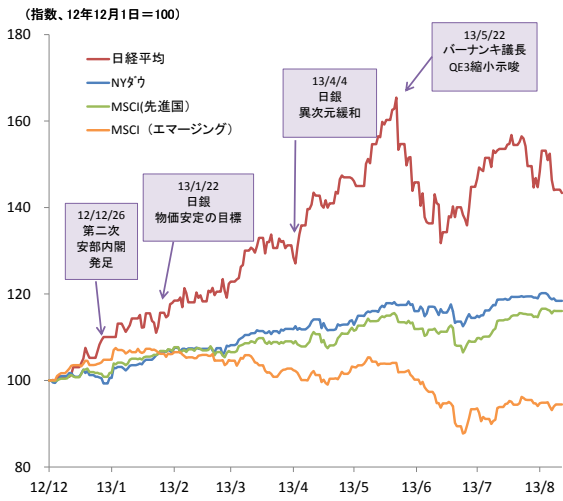
第1に、中国経済の行方である。中長期的に成長率は低下局面に入ったとみられる中国だが、足もとの回復力は想定よりも弱い。さらにシャドーバンキング問題、不動産バブル懸念、地方政府の財政赤字など複数の不透明要素を抱える。中国政府は、既にこれらの問題へ対策を講じ始めているが、経済の失速を招かずには上手くコントロールできるのか、目が離せない状況と言えよう。

第2に、米国の金融政策を巡る不透明感が挙げられる。7月以降は落ち着きを取り戻しているが、市場のセンチメントが再び悪化すれば、企業や家計のマインド後退を通じ、実体経済の回復の流れに悪影響をもたらす可能性がある。また、国際資金フローの変化が新興国経済へ与える影響にも注意が必要だ。経常赤字国のインドネシア、ブラジル、インドでは、通貨安によるインフレ再燃が政策運営を困難化させつつある。新興国のファンダメンタルズはアジア通貨危機時と比べ総じて改善しており、金融危機へと発展する事態は想定し難いが、上記の経常赤字国は相対的に資金フローの変化に脆弱なため、経済への悪影響が懸念される。

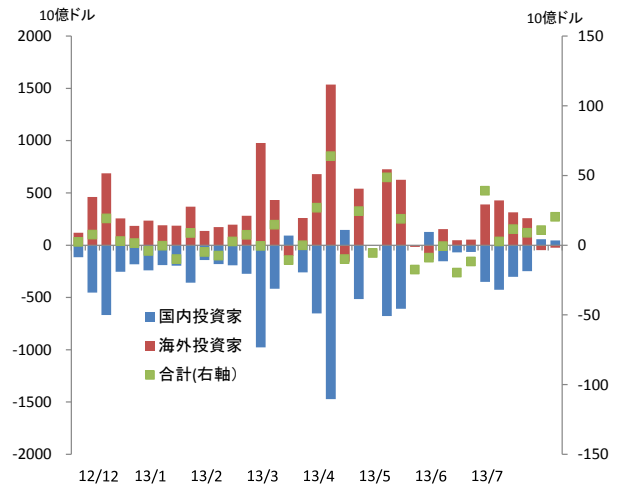
第3に、欧州信用不安の再燃リスクも残存する。信用不安はひとまず和らいだが、ギリシャやポルトガルなど火種はくすぶる。また、根本的な問題も解決していないが、市場の落ち着きによりユーロ各国の危機感が後退し、中長期的な課題（銀行同盟や財政同盟）への取り組みが遅れる懸念もある。

国際金融資本市場の動向

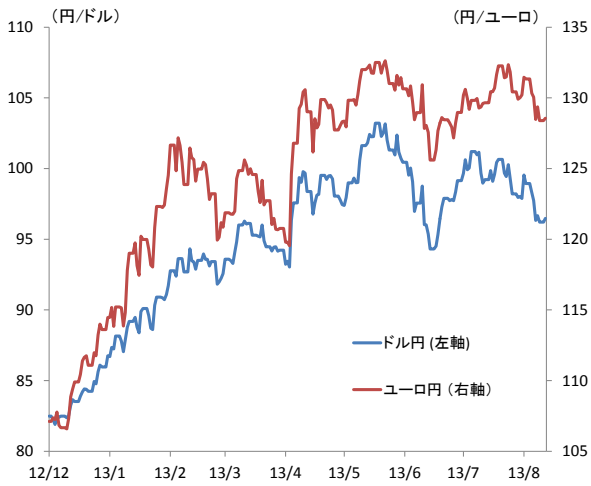
図表 世界の株価



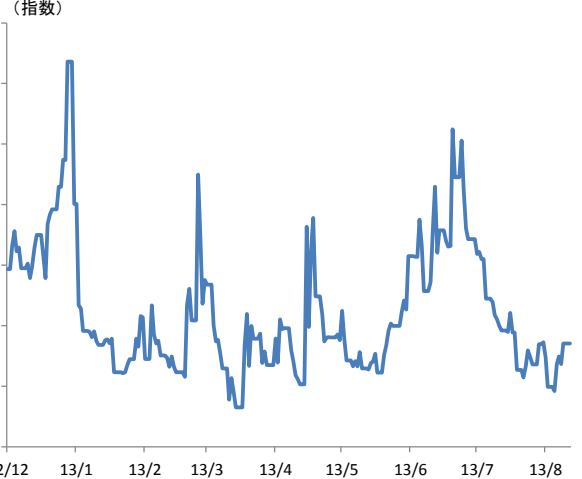
図表 株式の投資部門別売買代金（週次）



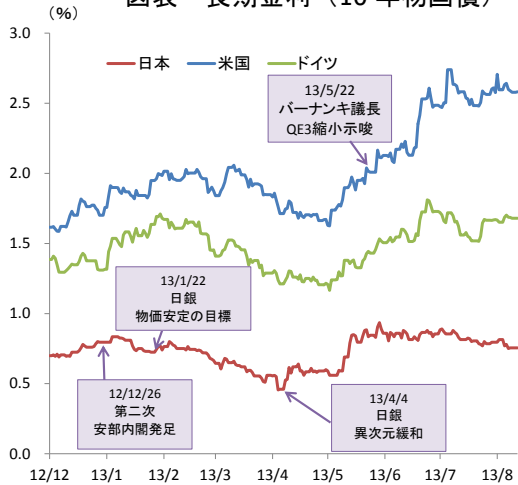
図表 為替



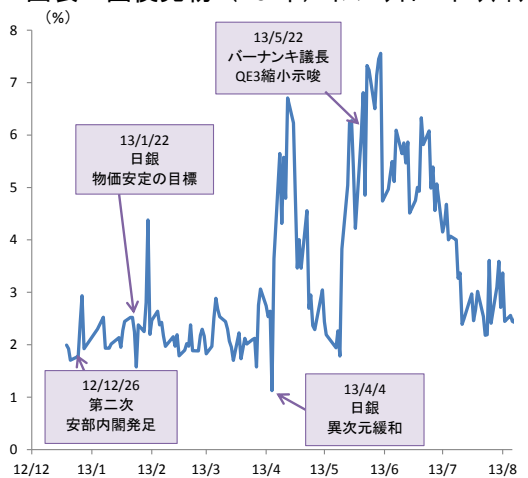
図表 ボラティリティ指数 (VIX 指数)



図表 長期金利 (10年物国債)



図表 国債先物 (10年) インフライト・ボラティリティ



注1：株式の部門別売買代金は週次、その他は日次。直近値は株式の部門別売買代金が7月第5週、その他は8月12日。

注2：ボラティリティ指数 (VIX 指数) は投資家心理を示し「恐怖指数」とも呼ばれる。指数が高いほど、投資家が相場の先行きに不透明感を持っている。

資料：Bloomberg、東京証券取引所

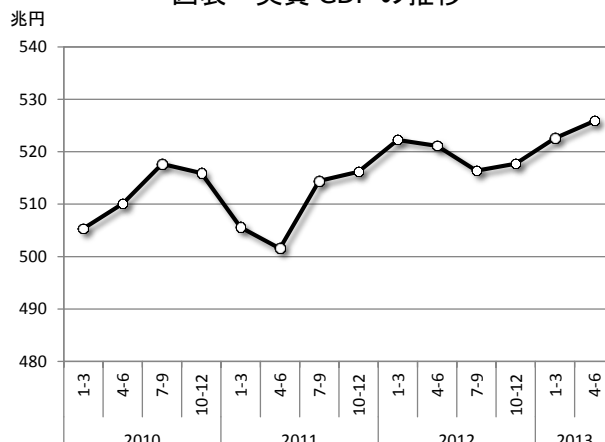
1. 概観

前期比年率+2.6%と3四半期連続のプラス成長

13年4-6月期のGDP成長率（1次速報）は、前期比+0.6%（年率+2.6%）と3四半期連続のプラス成長となった。内需主導の回復を続けていることが確認されたが、個人消費が3四半期連続で高い伸びを示したのに対し、設備投資は6四半期連続で減少するなど、家計部門と企業部門とで明暗を分ける結果となった。

今後は展望する上でのポイントは、①輸出・生産の回復テンポ、②企業の投資姿勢、③消費の持続性、④物価の見通しである。

図表 実質 GDP の推移



資料：内閣府「国民経済計算」

2. 日本経済の現状と展望

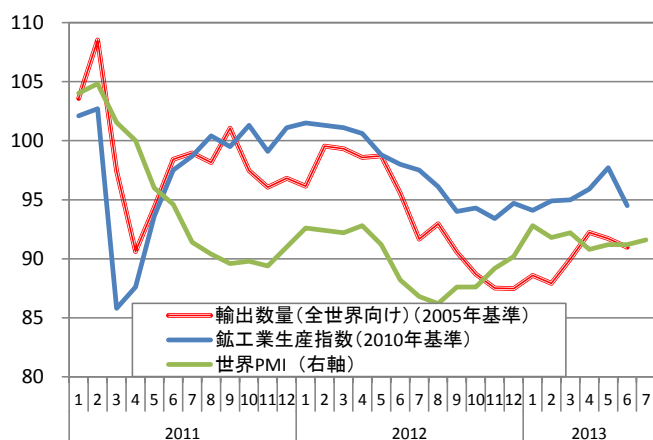
(1) 輸出・生産の回復テンポ

輸出は緩やかながらも回復へ

13年4-6月期の鉱工業生産指数は、前期比+1.5%と2四半期連続のプラスとなった。海外経済の回復力の弱さから輸出は伸び悩んでいるものの、堅調な内需に支えられ、緩やかながらも回復を維持している。今後の生産は、消費増税前の駆け込み需要も重なり、堅調に推移するであろう。

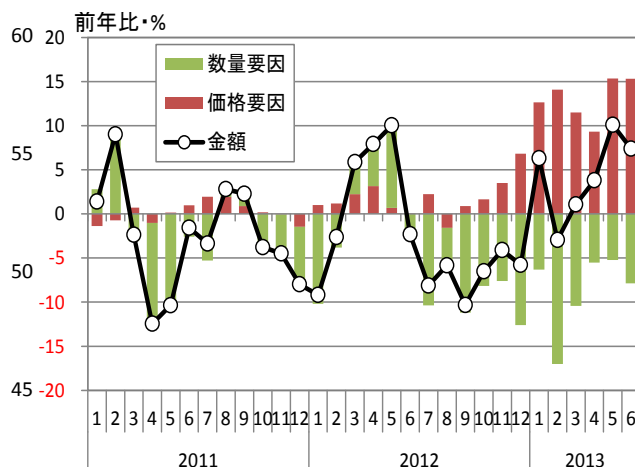
輸出は、前年比でみると、金額ベースでは回復しつつあるものの、数量ベースでは依然として減少している。一方でプラス材料もある。まず、北米向けの輸出は堅調を維持している。また、価格競争力の改善から輸出数量の回復が期待できる。為替が円安方向に変化した場合、契約価格の変更などを通じて価格競争力を増し、6~9ヶ月程度のラグを経て数量ベースが増加する傾向がある。12年11月頃から為替が円安方向に反転したため、13年7-9月期には効果の発現が期待され、緩やかながらも輸出は回復すると予想する。リスクシナリオとしては、海外経済の一段の下振れがある。中国経済の失速や、米国金融緩和の縮小観測による新興国経済への影響などが深刻化すれば、輸出の本格回復には時間がかかろう。

図表 輸出・生産数量の推移



資料：内閣府「輸出入数量指数（季調値）」
経済産業省「鉱工業生産指数」
JP モルガン「世界製造業 PMI」

図表 輸出金額



資料：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

(2) 企業の投資姿勢

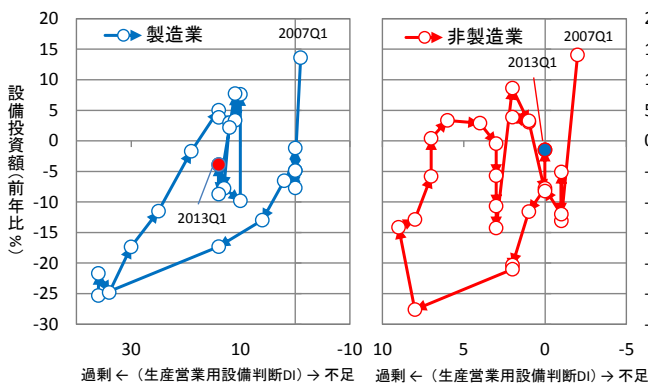
企業のマインド改善から、設備投資は持ち直しへ

13年4-6月期の設備投資は、前期比▲0.1%と6四半期連続で減少。もっとも今後は、収益環境や投資マインドの改善、実質金利の低下に支えられ、更新投資を中心に徐々に持ち直しに向かうであろう。

日銀短観（6月調査）の13年度設備投資計画では、大規模・製造業で+6.7%（3月調査：▲0.7%）、大規模・非製造業で+4.9%（3月調査：▲2.6%）と上方修正され、企業の投資マインドは回復しつつある。設備投資の先行指標である機械受注額も、13年初をボトムに非製造業中心に回復している。とくに非製造業は、設備過剰感も解消されつつあり、今後の投資をけん引しよう。一方、製造業は、設備過剰感をいまだ払しょくできておらず、能力増強投資の実行には、輸出の回復持続が必要であろう。

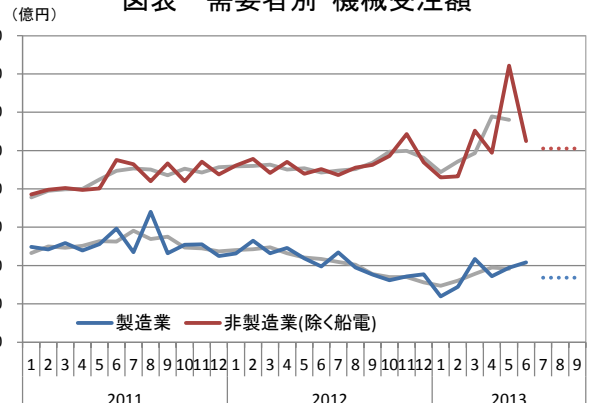
設備投資の本格回復には、景気の持続性に対する不透明感の払しょくや中長期の成長期待の改善が必要だ。先送りされてきた更新投資を中心に今後は持ち直しを予想するが、力強さには欠けるであろう。

図表 生産・営業用設備判断DIと設備投資額(前年比)



注：生産・営業用設備判断DIは（過剰-不足）。
資料：財務省「法人企業統計」、日本銀行「短観」

図表 需要者別 機械受注額



注：薄線は3ヶ月後方移動平均、点線は7-9月期の見通し額を3で割った値。
資料：内閣府「機械受注統計」

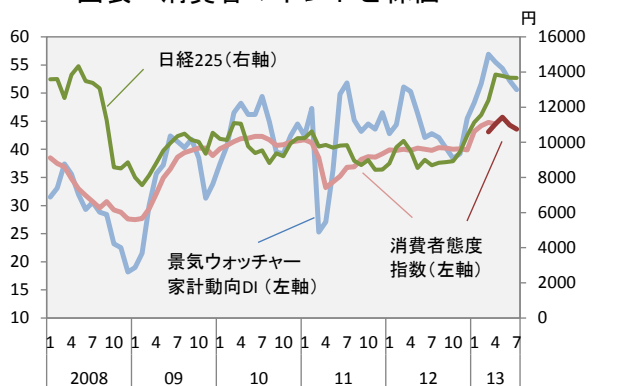
(3) 消費の持続性

家計消費の堅調は続く

13年4-6月期の家計消費は、前期比+0.8%と3四半期連続で増加。高額消費や外食・旅行などの非必需サービス消費の堅調も続いている。消費者マインドについて、消費者態度指数や景気ウォッチャー指数をみると、5月下旬以降の株価下落の影響から若干低下したものの、依然高水準で推移している。6月下旬以降は、株価も再度上昇しており、消費者マインドの強さは維持されるであろう。

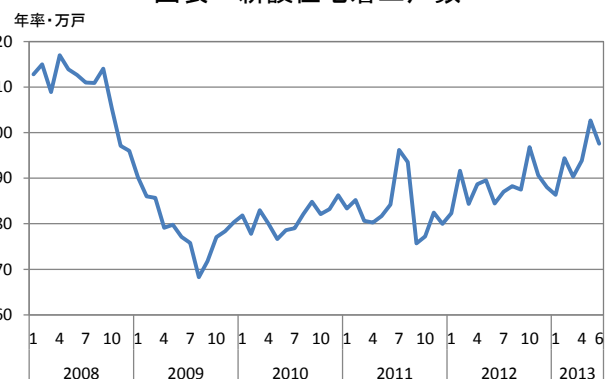
今後は、ボーナス消費の盛り上がり、14年4月の消費増税をにらんだ駆け込み消費の本格化などから、消費の堅調が続くであろう。住宅市場でも、5月の住宅着工戸数が4年7ヶ月ぶりに100万戸を超えた。現行税率適用の請負契約は9月末までのため、駆け込みによる押し上げ効果は年度末にかけて徐々に弱まるであろう。

図表 消費者マインドと株価



注：消費者態度指数は、調査方法変更のため2013年4月前後で連続性がない。新調査方法の2013年3月は予備調査結果。
資料：内閣府「景気ウォッチャー調査」「消費動向調査」、Bloomberg

図表 新設住宅着工戸数



注：値は季節調整値。
資料：国土交通省「建設着工統計調査」

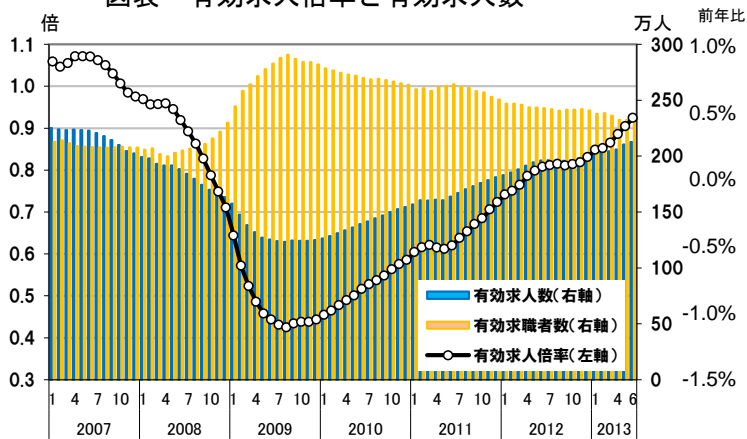
所得の本格回復が消費持続のポイント

生産の緩やかな回復に伴い、雇用面でも改善の動きがみられる。有効求人倍率は上昇、失業率や製造業の人員過剰感も改善傾向にある。定期給与も、13ヶ月連続で前年比減だが、下落幅は縮小しつつある。

日銀短観（6月調査）の売上・収益計画によると、大企業・全産業の13年度の経常利益は前年比+8.4%の増益が見込まれており、企業の業況改善を背景に、賞与は増加が見込まれる。だが、定期給与は下落幅の縮小が見えてきた段階にとどまっている。

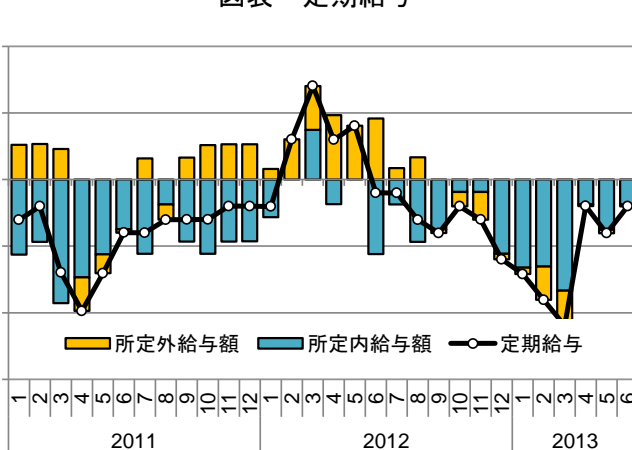
消費増税後の消費や住宅投資の持続的回復には、所得の本格的回復や将来不安の緩和が必要となる。14年度入り後の消費は、駆け込み需要の反動により落ち込みが想定されるが、13年度中の企業収益の改善が14年度の所得回復へとつながれば、年度後半には本来の軌道へ復するであろう。とくに消費の持続性という観点では、人々の恒常所得を左右するとみられる所定内給与の回復が鍵と言える。

図表 有効求人倍率と有効求人数



注：値は季節調整値。
資料：厚生労働省「職業紹介状況」

図表 定期給与



注：5人以上（一般、パート）、産業計
資料：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

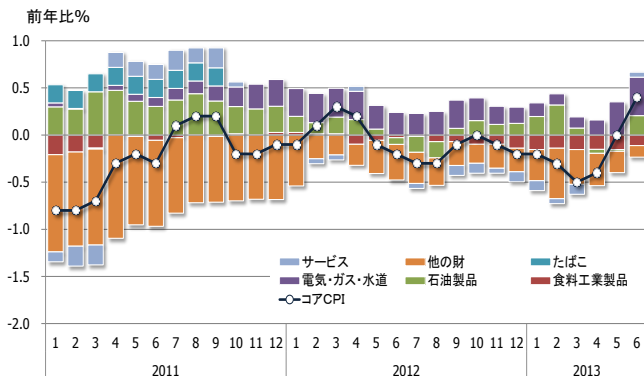
(4) 物価の見通し

消費者物価はコストプッシュにより前年比プラス圏へ

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、長期的には正の相関関係がある。弊社モデルによる試算では、15年度には GDP ギャップがほぼ解消されるが、過去の物価上昇率との関係を踏まえると、解消後の物価上昇率は1%程度に止まる見通し。ただし、①インフレ期待の上昇（後掲参考図表）、②円安などによるコスト上昇などから、消費者物価への上昇圧力はやや高まってきており、GDP ギャップ解消後の物価上昇率も若干押し上げられる見通しである。

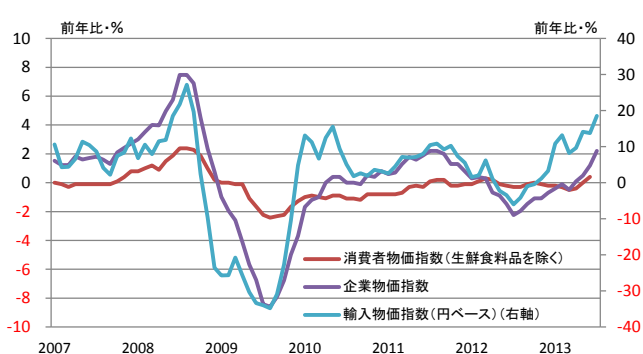
コスト面からの消費者物価の押し上げには、①円安による輸入物価上昇の転嫁、②電気料金の値上げがある。円安による輸入物価の上昇は企業物価へとまず波及し、4月から企業物価はプラスへと転換した。また、消費者物価指数の生鮮食品を除く総合指数（コアCPI）も、13年6月には前年比でプラスに転じた。以上を踏まえ、13年度のコアCPIは、前年比+0.5%（前回+0.3%）、14年度は同+2.6%（同+2.5%）と、前回見通しから小幅上方修正した。

図表 生鮮食品除く総合の推移と品目別寄与度



資料：総務省「消費者物価指数」
Copyright© Mitsubishi Research Institute, Inc.

図表 各種物価指数の推移



資料：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」

3. 総括

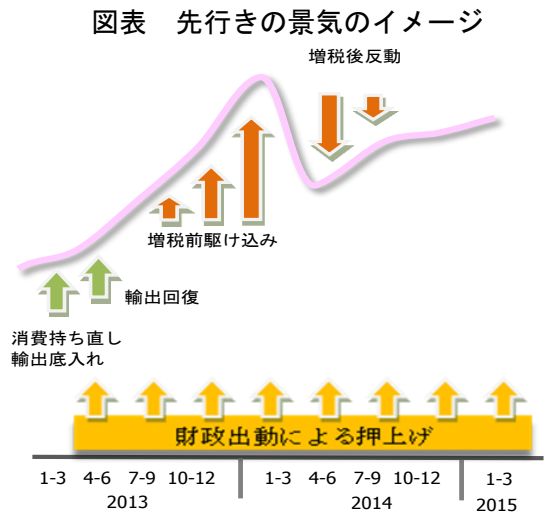
13年度後半に向け、回復テンポは強まる見込み

13年度中は、消費増税前の駆け込み需要もあり、消費がさらに勢いを増すことが予想されるほか、補正予算などの財政出動も景気を底堅く支えるだろう。企業の生産・投資活動や、家計の所得環境も徐々に改善していくとみられ、輸出回復のテンポ次第では、その勢いは一層強まるであろう。

14年度は、前半は増税後の反動減によりマイナス成長が予想されるが、13年度中の企業収益の改善が、14年度にかけて投資や所得の自律的回復へとつながれば、年度後半には本来の成長軌道を取り戻すであろう。

日本経済の実質 GDP 成長率は、14年度の消費税増税(5→8%)を前提に、13年度+2.7% (前回から変更なし)、14年度+0.5% (前回から+0.1%pの上方修正)と予想する。

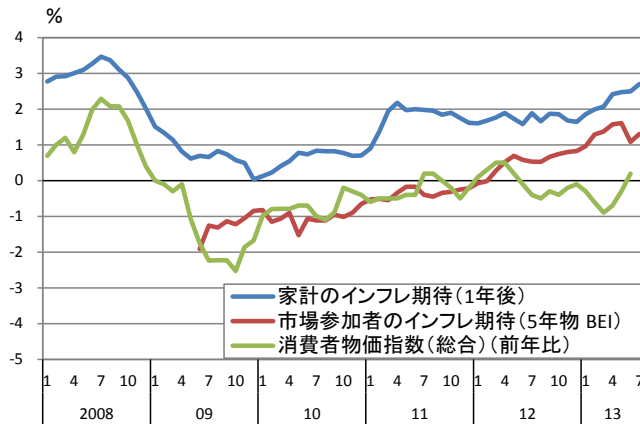
駆け込み需要と反動の影響に関しては、13年度の実質 GDP 成長率を+0.4%p程度押し上げ(住宅投資+1.3%p、家計消費+0.6%p)、14年度は▲0.7%p(住宅投資▲2.5%p、家計消費▲1.2%p)程度の下押しを想定している。



資料：三菱総合研究所作成

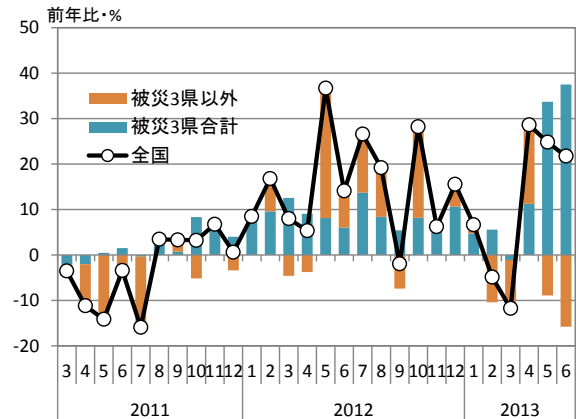
(参考) その他主要経済指標

図表 予想物価上昇率



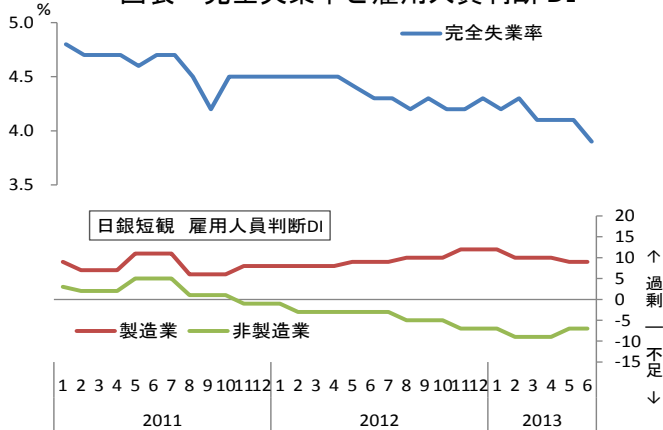
注：家計のインフレ期待（1年後）は、内閣府「消費動向調査」の「物価の見通し」の各回答にウェイト付けを行い算出。
BEIは、固定利付国債と物価連動国債の利回り格差から求めるブレイク・イーブン・インフレ率。
資料：内閣府「消費動向調査」、総務省「消費者物価指数」、Bloomberg より、三菱総合研究所作成。

図表 公共事業請負金額（被災3県と全国）



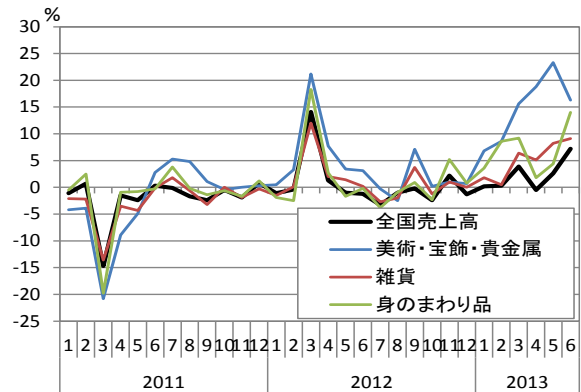
注：被災3県：福島、宮城、岩手
資料：「公共工事前払金保証統計」より三菱総合研究所作成

図表 完全失業率と雇用人員判断DI



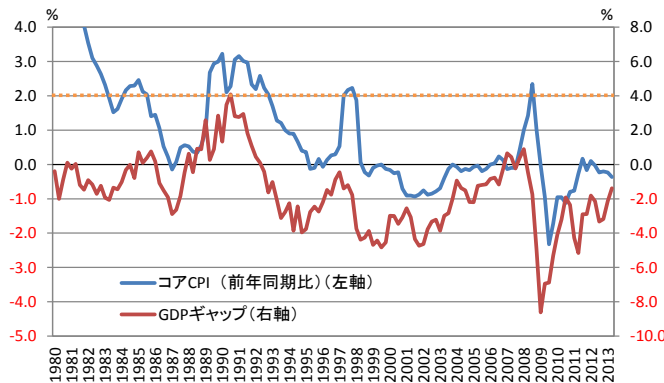
資料：総務省「労働力調査」、日本銀行「短観」

図表 品目別百貨店売上高（前年比）



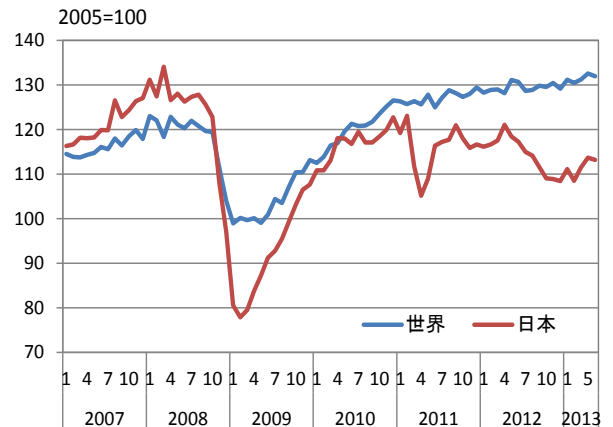
注：値は店舗数調整後。
資料：日本百貨店協会「百貨店売上高」

図表 GDPギャップと消費者物価上昇率



注：点線は、物価目標となる2%。
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

図表 世界貿易量と日本の輸出量



資料：オランダ経済政策分析局、World Trade Monitor

1. 米国経済

米国経済は緩やかな回復を維持

米国経済は、住宅市場の改善にけん引され、緩やかな回復基調にある。家計部門では、デレバレッジ(負債の圧縮)の進展や住宅資産価値の上昇を背景に、バランスシートが改善。雇用環境も緩やかに回復している。

13年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+1.7%となった。住宅投資が2桁の伸びを示す中、消費の回復が持続し、設備投資も2四半期振りにプラスへ転じた。一方、一律歳出削減の影響から、政府支出は3四半期連続で減少。外需は、輸出が2期ぶりに増加したが、内需の回復による輸入増からマイナス寄与となった。

図表 米国経済見通し

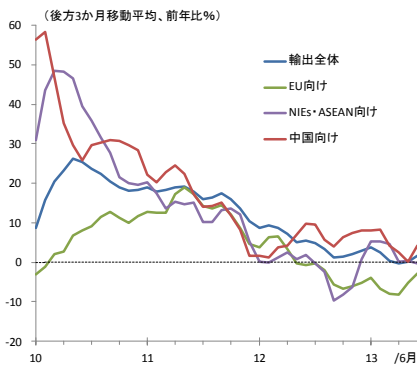
単位：前年比%	実績		予測	
	2011 暦年	2012 暦年	2013 暦年	2014 暦年
実質GDP	1.8	2.8	1.7	2.5
個人消費	2.5	2.2	2.1	2.6
設備投資	7.6	7.3	3.2	6.7
住宅投資	0.5	12.9	12.8	7.5
在庫投資寄与度	▲0.2	0.2	▲0.0	0.0
政府支出	▲3.2	▲1.0	▲2.3	▲2.2
純輸出寄与度	0.1	0.1	▲0.1	▲0.1
輸出等	7.1	3.5	2.7	4.6
輸入等<控除>	4.9	2.2	3.0	4.4
FFレート誘導水準(年末)	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%
失業率(除く軍人)	8.9	8.1	7.6	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

輸出は不振ながら、内需堅調により企業部門もやや持ち直し

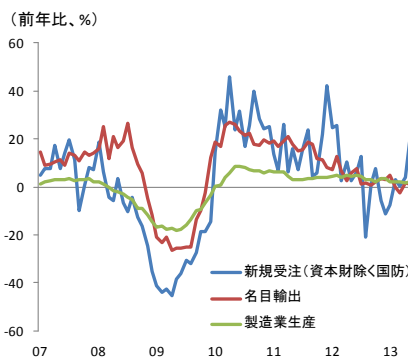
今春以降、停滞気味であった企業の生産・投資活動は足もとやや持ち直している。EUと中国向けの輸出が低迷・鈍化するなか、一律歳出削減への懸念も加わり、企業は生産・投資に慎重姿勢を強めていたが、堅調な国内需要を背景に、設備投資の先行指標である非国防資本財受注は増加に転じている。企業の景況感(ISM指数)をみても、製造業は11年6月以来の水準まで回復、非製造業も堅調に推移している。

図表 国別輸出



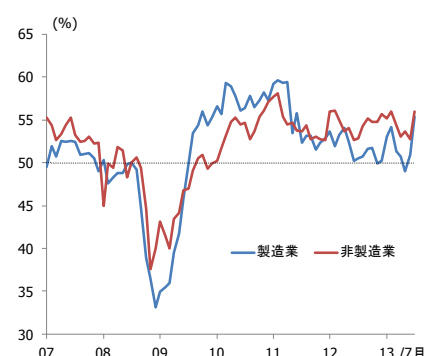
資料：米国商務省

図表 受注、輸出、生産



資料：米国商務省

図表 企業の景況感 (ISM指数)



資料：米国供給管理協会

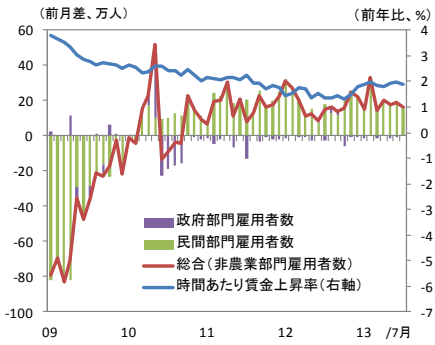
住宅市場の改善に支えられる個人消費

雇用環境は緩やかな改善傾向を続けている。13年以降の非農業部門雇用者数は、月平均19.2万人増と、12年の同18.3万人を上回るペースで増加している。ただし、13年入り後の給与税率引き上げや、時間あたり賃金上昇率の緩やかな伸び(年初来平均+1.9%増)を背景に、可処分所得の回復ペースは力強さを欠いている。

こうしたなか、消費を支えているのは、住宅市場の改善だ。金融緩和や政府支援もあり、住宅販売は新築・中古ともに増加基調が鮮明となっている。年初来の住宅価格(S&Pケース・シラー)の上昇ペースは05年平均を上回り、水準をみても08年9月以来の高さまで回復している。とくに、住宅価格上昇の資産効果は、高所得者層だけでなく中所得者層にも波及しやすく、住宅市場改善と消費拡大の好循環が期待される。また、住宅市場の改善は、ホーム・エクイティ・ローンの利用拡大、住宅関連の財・サービスの購入、関連産業での雇用拡大を通じ、消費・雇用の押し上げ要因となる。

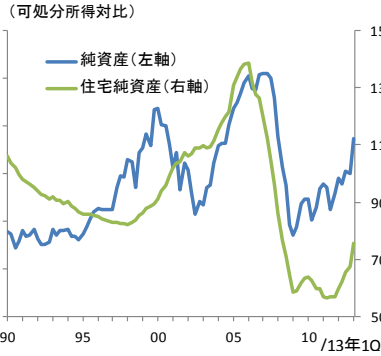
株高による資産効果も続いている。株高は、5月下旬から6月中旬にかけて調整局面にあったが、その後、NYダウは再び最高値を更新。株式保有比率が5割と高く、消費全体の4割を占める高所得者層の消費を喚起しているとみられる。住宅価格上昇と株高が相まって、消費者マインド(消費者信頼感指数)も、08年2月以来の水準にまで改善。住宅価格・株高上昇による資産効果と、それに伴う消費者マインドの改善を背景に、家計の消費や住宅投資は、今後も緩やかな回復を続けると見込む。

図表 雇用環境



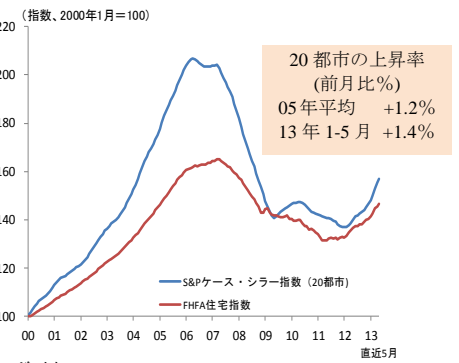
資料：米国労働省

図表 家計の純資産



資料：FRB

図表 住宅価格 (S&P ケース・シラー)



資料：Bloomberg

FRB、資産買い入れ縮小時期を模索

6月の連邦公開市場委員会 (FOMC) 後の会見で、バーナンキ議長は、①資産買い入れ縮小は金融引き締めを意味しないこと、②経済状況をみて縮小ペースを調整することを強調しつつも、③現在の見通しと今後得られるデータが概ね一致するならば、「年内に資産買い入れペースを縮小することが適切」との見方を提示した。

続く7月末開催の FOMC の声明では、緩和縮小の時期に関する具体的な記述はなく、むしろ、モーゲージ金利の上昇やインフレ率の低さに言及したほか、資産買い入れ終了後も異例な低金利政策を相当な期間 (considerable time) 継続する旨を再度強調した。

今後は、雇用情勢やインフレ率などを慎重に見極めつつ、年内に資産買い入れ縮小を開始するとみられる。ただし、異例な低金利政策から舵を切る「出口」へのハードルは高い。第一に、足もとではインフレ率が低下傾向にあること、第二に、雇用市場の改善に力強さはなく、長期失業率の高止まりは続いていること、第三に、財政政策を巡る不確実性も続く可能性が高いことが挙げられる。

米国経済は緩やかな回復を辿る

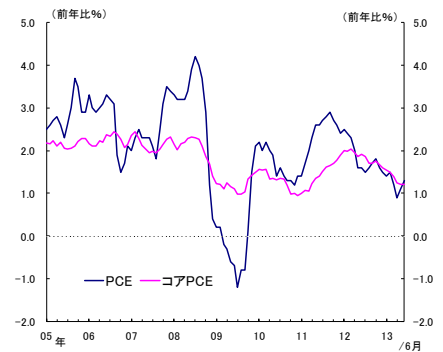
家計部門では、力強い所得の回復は期待できないが、住宅市場の改善によって消費や住宅投資は総じて堅調に推移するとみられる。企業部門でも、堅調な内需に支えられ、生産・投資活動は緩やかに改善、海外経済の持ち直しにつれて回復ペースを高めるであろう。

一方、成長の足かせとなるのは財政だ。給与税率引き上げの消費への影響は、資産効果もあって表面化していないが、3月より開始された一律歳出削減は、政府支出の抑制要因となっている。もっとも14年入り後は、こうした下押し圧力は弱まるであろう。

実質 GDP 成長率は、統計改訂の影響から、13年は前年比+1.7%と前回 (+1.9%) から小幅下方修正、14年は回復テンポが速まると予想し、同+2.5%と前回 (+2.4%) から小幅上方修正を行った。

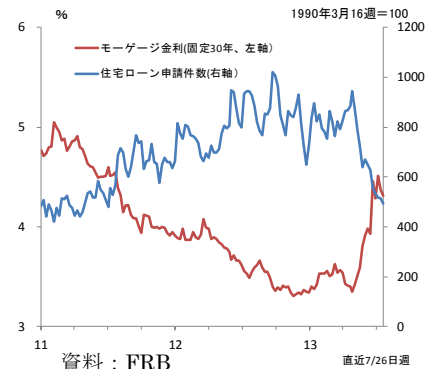
先行きの懸念材料としては、まず、①住宅市場回復の持続性があげられる。5月以降、住宅ローン金利の上昇を受け、住宅ローン申請件数は減少しており、住宅市場への悪影響が懸念される。また、住宅市場の改善を支えてきた一部支援策¹は13年末に終了する見込みである。支援終了後も回復が持続するかが注目される。次に、②海外経済の不透明感があげられる。輸出の低迷が続けば、生産・投資活動は鈍い状態が続く可能性がある。さらに、③政府債務残高の法定上限引き上げの不確実性が、家計・企業のマインド低下を引き起こす可能性がある。米議会では、社会保障の充実や公共投資に予算を確保したい民主党に対して、小さな政府を目指す共和党が債務上限の引き上げに反対しており、協議は難航。5月には債務上限に達成し、その後は、米財務省が特例措置などにより財源を捻出している状況にあるが、米議会予算局 (CBO) によると、それも10~11月には尽きる見通しである。秋以降、財政政策を巡る不確実性が再び高まる可能性が高い。

図表 消費支出 (PCE) デフレーター



資料：米国経済分析局

図表 住宅ローンの金利と申請件数



資料：FRB

¹ 米連邦住宅金融局 (FHFA) による借り換え促進策 (HARP: Home Affordable Refinance Program)。

2. 欧州経済

景気停滞が続くユーロ圏経済

欧州経済は停滞が続いている。ただし、一段の悪化には歯止めがかかりつつある。

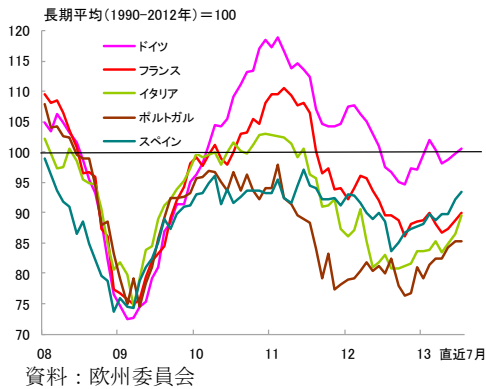
ユーロ圏経済は、6 四半期連続のマイナス成長を続けていたが、13 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は小幅マイナスか、ほぼゼロ近傍の成長となった模様。南欧諸国では、景気後退が続くものの、金融市場の落ち着きを受けて、家計・企業のマインドが幾分改善しており、ユーロ圏の鉱工業生産、小売売上高をみても一段の悪化には歯止めがかかりつつある。

図表 欧州経済見通し

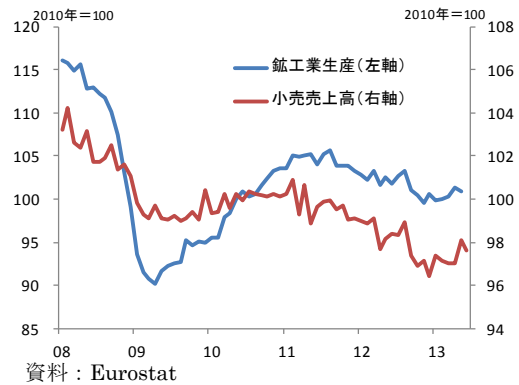
単位: 前年比%	実績		予測	
	2011暦年	2012暦年	2013暦年	2014暦年
ユーロ圏	1.6	▲ 0.5	▲ 0.5	0.7
ドイツ	3.1	0.9	0.4	1.4
フランス	1.7	▲ 0.0	▲ 0.1	0.7

資料：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 景況感指数の国別内訳



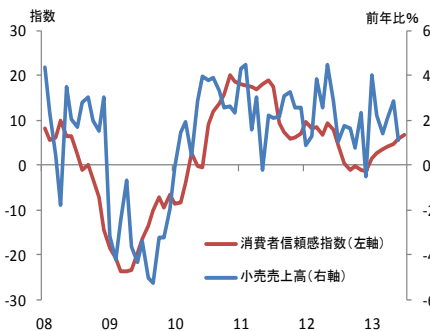
図表 ユーロ圏の生産、小売売上高



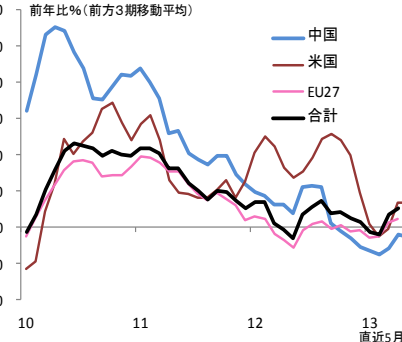
ドイツ経済は内需中心に緩やかな回復へ

ドイツの 13 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、2 四半期連続のプラス成長となった模様。金融市場の落ち着きや失業率低下 (4 月 5.4%→5 月 5.3%) による消費者マインドの持ち直しを背景に、個人消費は底堅く推移している。一方、輸出は、米国向けはやや上向いているが、EU 向けはほぼ横ばい圏内にとどまっているほか、中国向けの減少傾向も続いており、当面、輸出がけん引役となることは期待しづらい。企業の景況感をみても、製造業の PMI は 50 近傍で一進一退を続けている。先行きは、内需中心の緩やかな回復となろう。

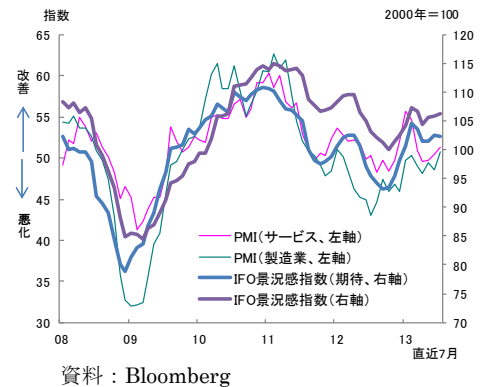
図表 ドイツの小売売上



図表 ドイツの輸出



図表 ドイツの企業景況感

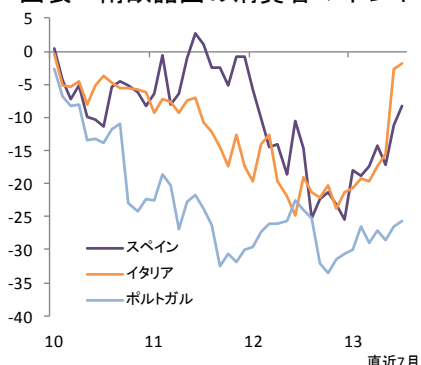


南欧では雇用悪化と信用収縮が継続も、マインドにやや明るさ

南欧諸国では、雇用悪化と信用収縮の持続を背景に、内需の低迷が続いているが、一段の悪化には歯止めがかかりつつある。12 年後半の増税 (スペインは VAT 引き上げ、ポルトガルは所得税増税) により小売売上高が大幅に落ち込んだが、足もとは低水準ながら幾分持ち直している。また、輸出が比較的堅調に推移する中、生産の落ち込みにも歯止めがかかりつつある。こうした中、13 年 4-6 月期の実質

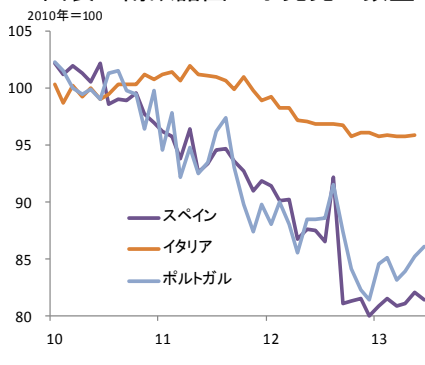
GDP 成長率（速報値、前期比）はスペインが▲0.1%、イタリアが▲0.2%と、1-3 月期（各▲0.5%、▲0.6%）からマイナス幅を縮小した。

図表 南欧諸国の消費者マインド



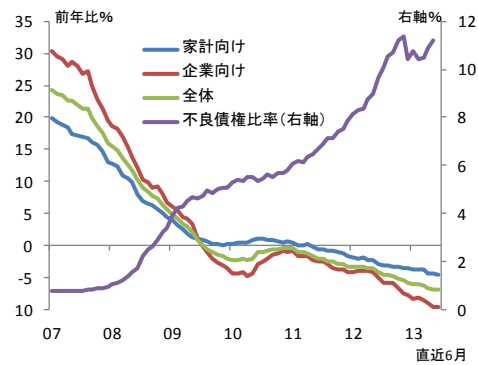
注：1990-2012 年平均値からの乖離
資料：Eurostat

図表 南欧諸国の小売売上数量



資料：Eurostat

図表 スペインの銀行貸出

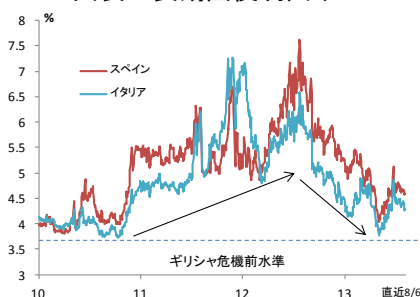


注：12 年 12 月より不良債権の SAREB（不良債権受け皿機関）への移管開始、融資残高は SEREB 移管分を含むが、不良債権比率は含まない
資料：スペイン銀行、Bloomberg

もともと、信用収縮は持続している。スペインの銀行貸出は、家計、企業向けともに前年比でマイナス幅を拡大している。景気後退による需要減退もあるが、不良債権比率の上昇が続く中、銀行の貸し出し姿勢は依然厳しく、中小企業を中心に企業の資金繰りは苦しい状況が続いている。

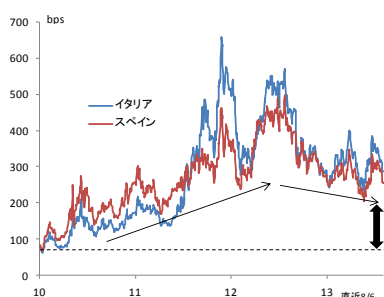
国債市場では、7 月以降のポルトガルの政治不安定化を受け、スペインやイタリアの長期金利が幾分上昇したものの、ECB によるフォワードガイダンス²導入等もあり、総じて落ち着いている。それに対し、銀行部門では、CDS の高止まりや資金調達における中銀依存が続いており、なお脆弱な状況にある。6 月のユーロ圏財務相会合では、欧州安定メカニズム（ESM）による銀行への直接資本注入を 14 年後半以降に実施することで合意、14 年 3 月の予定から更に先送りされた。

図表 長期国債利回り



資料：Bloomberg

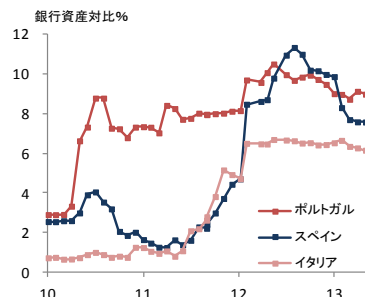
図表 銀行 CDS スプレッド



資料：Bloomberg

注：各国とも主要 2 行の平均値

図表 中銀の銀行への資金供給



資料：ECB、各国中銀

ユーロ圏は 13 年後半に下げ止まるが、銀行への資本注入の遅れがリスクに

ドイツの実質 GDP 成長率は、緩やかな回復を予想するものの、中国経済減速による輸出回復の遅れにより、13 年は+0.4%、14 年は+1.4%と前回予測（13 年+0.5%、14 年+1.6%）を小幅下方修正する。ユーロ圏全体では、南欧諸国の景気後退は 13 年半ばまで続くが、後半には下げ止まると見込み、13 年は前回見通し（▲0.5%）を維持する。14 年は、ドイツの下方修正に加え、銀行への資本注入の先送り等から信用収縮の解消が遅れる可能性が高いと予想し、+0.7%（前回見通し+0.8%）と小幅下方修正する。

リスクシナリオとしては、i) 中国経済の急減速によるドイツ経済の回復の遅れ、ii) ドイツ総選挙による政治の不安定化、iii) 銀行への資本注入の遅れ等による南欧経済の低迷長期化、が挙げられる。ii) は、反ユーロ政党の支持上昇などで、与党のキリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）と自由民主党（FDP）の中道右派連合が過半数を獲得できず、連立政権樹立をめぐる混乱する事態が懸念される。また、iii) に関しては、信用不安緩和により、各国の危機感がかえって後退し、必要な取り組みが遅れる可能性がある。ユーロ圏 GDP の 3 割を占め、ドイツに匹敵する規模の南欧諸国の景気停滞の長期化は、新興国の減速と相まって世界経済の下押しリスクとなろう。

² 7 月 4 日の金融政策理事会において「政策金利を長期にわたり、現行もしくはそれより低い水準に止める」と表明。

1. 総括

新興国経済をとりまく“2つの逆風”

新興国経済は、12年秋頃に底入れし、持ち直しの動きをみせてきたが、このところ回復の動きに一般感が広がっている。①中国経済の減速、②米国量的緩和の縮小観測による資金流出、という2つの逆風が新興国経済回復の重石となっている。

今回の見通しでは、中国の成長率を下方修正したほか、中国と貿易上の結びつきの強い国（韓国、台湾）や、資金流出による経済政策運営の困難化が予想される国（インドネシア、インド、ブラジル）を中心に、成長率見通しを下方修正した。

中国減速のインパクト

近年、世界の工場として存在感を高めてきた中国は、輸出や生産を拡大すると同時に、1次産品や中間財、機械設備など、海外からの輸入も拡大してきた。中国の成長鈍化は、中国向け輸出の減少を通じて各国経済に影響を与える。

中国の輸入の1/3を占めるのが、原油や鉄鉱石などの1次産品であり、主要輸出国のインドネシア、ブラジルへの影響が懸念される。また、電子部品や機械設備などを中国に輸出する韓国や台湾への影響も大きい。ASEAN諸国の輸出に占める中国向けの割合も2割程度あり、内需が堅調とはいえ影響は免れないであろう。

米国量的緩和の縮小観測による資金流出懸念

米国量的緩和の縮小観測が強まった5月以降、新興国からの資金流出が進み、ブラジルやインドを中心に、為替・株・債券のトリプル安が進んだ。7月以降、そうした動きは一服しつつあるが、今後、米国金融政策の出口に向けた動きが本格化するなかで、新興国からの資金流出の動きが再び強まる可能性がある。

とくに、インド、インドネシア、ブラジルは、輸出競争力が弱い故に経常赤字に陥っており、自国通貨安によるインフレが誘発されやすい経済構造にある。資金流出によるダメージは相対的に大きいであろう。既にインドネシアやブラジルは、内需が弱いながらも通貨安を嫌気して連続利上げに踏み切っており、国内経済への影響が懸念される。

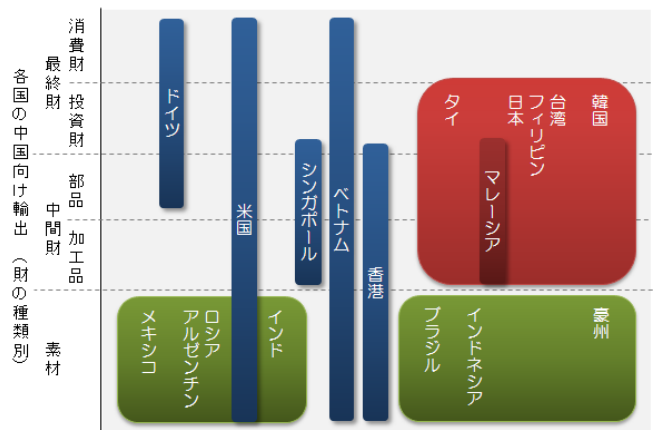
もっとも、アジア通貨危機時のような金融ショックに発展する可能性は低い。当時と比べれば、①外貨準備が潤沢であり、②上記の3カ国を除けば経常収支は黒字であることが背景にある。

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	7.5	7.3
NIEs	4.0	1.7	2.5	3.8
香港	4.9	1.4	2.9	4.0
韓国	3.6	2.0	2.5	3.7
シンガポール	5.2	1.3	2.0	3.5
台湾	4.1	1.3	2.7	3.9
ASEAN5	4.5	6.1	5.4	5.6
インドネシア	6.5	6.2	5.8	6.2
マレーシア	5.1	5.6	4.9	5.2
フィリピン	3.9	6.6	6.0	5.8
タイ	0.1	6.4	4.8	4.5
ベトナム	5.9	5.0	4.9	5.6
インド	7.7	4.0	5.0	6.1
ブラジル	2.7	0.9	2.3	3.3

資料：実績はIMF、予測は三菱総合研究所

図表 各国輸出の対中国ウェイトと中身



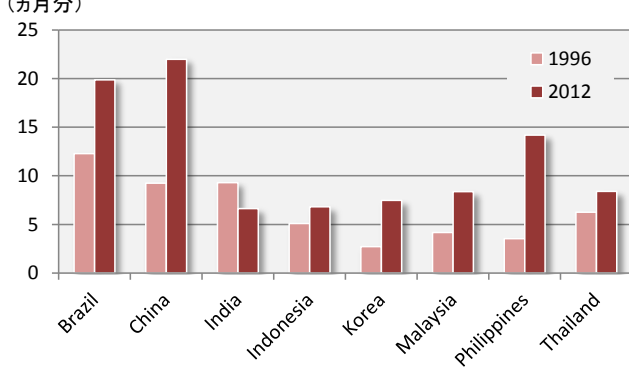
← 低 各国輸出に占める中国向けの割合 高 →
資料：RIETI-TID2012より、三菱総合研究所作成

図表 為替・株価・金利の動向

	為替 (下落率)	株価 (下落率)	金利 (上昇率)	S&P 格付け
ブラジル	14.1%	13.1%	1.7%	BBB
インド	13.3%	3.4%	0.5%	BBB-
タイ	6.8%	11.9%	0.5%	BBB+
マレーシア	6.7%	-3.1%	0.7%	A-
フィリピン	5.6%	6.1%	0.0%	BBB-
インドネシア	5.5%	9.4%	2.4%	BB+
シンガポール	3.1%	4.0%	1.1%	AAA
韓国	2.0%	2.5%	0.7%	A+
台湾	1.7%	-0.2%	0.3%	AA-
香港	-0.1%	3.8%	1.4%	AAA
中国	-0.6%	8.5%	0.3%	AA-

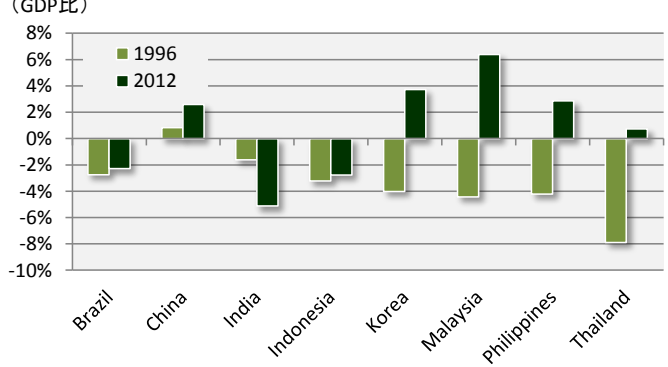
注：5/1～7/31 までの変化率。為替は対ドルの変化率、株価は各国の代表的株価指数、金利は各国10年物国債利回り。
資料：Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 輸入額に対する外貨準備の比率



注：外貨準備額／月平均輸入額
資料：IMF、Bloomberg より、三菱総合研究所作成

図表 GDP に対する経常収支の比率



資料：IMF より、三菱総合研究所作成

2. 中国経済

13年4-6月期も減速

中国の13年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+7.5%と2四半期連続の減速となった。年初時点では、上半期の成長率は8%台を回復するとの見方もあったが、結果はそうした期待を覆すものとなった³。13年上半期の成長鈍化の背景には、①輸出の減少、②消費の減速、がある。

輸出の伸びは、5月以降急速に鈍化しており、13年6月の輸出は、前年比▲3.1%のマイナスとなった。春節の影響で統計が振れやすい1-2月を除けば、09年11月以来の減少である。中国では、地方政府による資金調達のための偽装輸出⁴が問題となっており、この結果を鵜呑みにすることはできないが、欧州向け減少幅の再拡大や、米国向けや香港向けの伸び鈍化は、輸入国側の統計をみても確認できる。

消費の拡大ペースも鈍化している。小売売上高をみると、13年上半期は前年比+13%弱と、12年平均の同+14.3%から伸びが低下。物価は安定的に推移していることから、実質ベースでも鈍化している。習体制下で12年12月に発令された節約令の影響から、三公消費⁵の抑制が続いており、飲食や自動車、ガソリン等への支出が減少。所得面でも、過剰設備問題による企業収益の悪化などを背景に、実質所得の伸びが鈍化している。

成長モデル転換に本腰を入れる政府

中国では、生産年齢人口（15-59歳）が12年にわずかながら減少に転じたほか、農民工（農村戸籍の出稼ぎ労働者）の都市流入ペースも鈍化しており、沿岸部を中心に労働需給がひっ迫。賃金の上昇と若い労働力の不足により、生産拠点としての魅力が低下している。12年の対中直接投資は、実行ペースで前年比▲3.7%の減少となった。

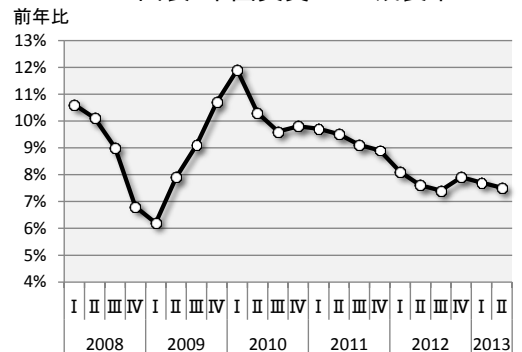
豊富な労働力と投資に依存した従来型の成長モデルに限

³ 中国の13年の実質GDP成長率見通しについて、世界銀行は6月に8.4%→7.7%、IMFは7月に8.1%→7.8%、と相次いで下方修正。

⁴ 中国政府は5月に「外貨資金流入管理強化に関する問題の通知」を発表し、偽装輸出による資金調達への取り締まりを強化した。

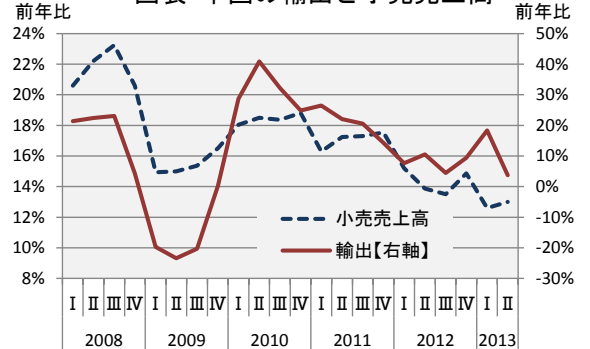
⁵ 三公消費とは、「公金が負担する①出国（出張）費、②車両購入・運行費、③公務接待費」とされる（JETRO資料）。

図表 中国実質GDP成長率



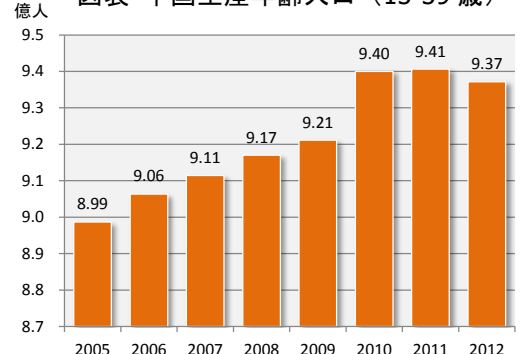
資料：Bloomberg

図表 中国の輸出と小売売上高



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 中国生産年齢人口（15-59歳）



資料：中国国家统计局他より三菱総合研究所作成

界がきていることから、中国政府は持続可能な成長に向けて、経済構造改革に本腰を入れつつある。

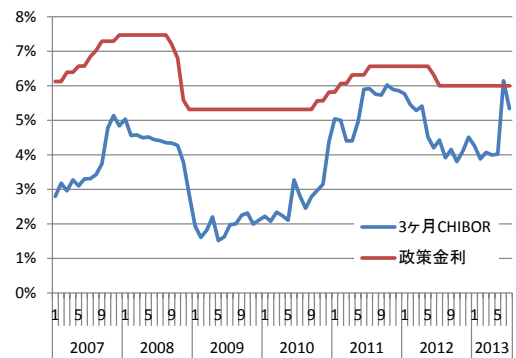
なかでも、李克強首相の下、取り組みを強化しているのが、シャドーバンキングをはじめとする、金融部門が抱えるリスクの低減である。

中国は政策金利を低位に据え置きつつも、景気過熱を抑えるために、銀行からの融資規制を行ってきた。その結果、中小企業や地方政府傘下の不動産開発会社などが資金繰りに窮し、銀行を介さない「理財商品」を通じて資金を調達するようになった。資金の出し手（家計）も、預金金利規制のある銀行預金に比べ高利回りが期待できる理財商品への投資を増やしたため、こうしたオフバランスの資金調達ルートが拡大した。金融市場の発展に伴い、新たな金融商品取引が拡大するのは自然な流れであるが、金融当局による監督も行き届いておらず、リスク管理や投資家への情報開示も不十分とみられるため、不動産価格の下落や中小企業の破たんなどをきっかけに、債務不履行が連鎖的に広がることが懸念される。

こうした事態に対し、中国政府は、実体経済に見合わない融資の拡大（金融の膨張）への取り締まりを強化している。①輸出を装った資金調達の取り締まり、②流動性供給の絞り込み（短期金利の上昇）、③不動産投機の抑制、④貸出金利の自由化、などを相次いで打ち出している。

このように政府は構造改革に力を入れているが、改革の成否は、地方政府をうまくコントロールできるかにかかっている。中国の場合、中央政府が上げ潮方向に旗を振れば地方政府は追従するが、下げ潮方向への旗振りにはなびきにくい傾向があり、今後の地方政府の動きは注意深く見ていく必要がある。

図表 短期金利と政策金利



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

潜在成長率見合いで成長鈍化へ

中国経済の先行きを展望すると、成長が再び加速に転じる可能性は低い。賃金の上昇に伴い、中国の生産性は緩やかに低下しており、こうした潜在成長率の低下に歩を合わせる形で、14年にかけて中国経済の減速は続くであろう。13年の中国の成長目標は+7.5%であり、これを下回るようであれば、雇用面でも影響が出てくるとみられ、政府も景気のコテコテ入れに動く可能性が高い。

こうした状況を踏まえ、中国の実質 GDP 成長率は、13年は前年比+7.5%（前回+7.9%から下方修正）、14年は同+7.3%（前回+7.7%から下方修正）と予測する。前述のシャドーバンキングの問題は、中国経済の先行きを展望する上でのリスク要因ではあるが、政府の取り組みを見る限り、リーマン・ショックのような大きなショックに発展する可能性は現時点では低いとみられる。

3. ASEAN 経済

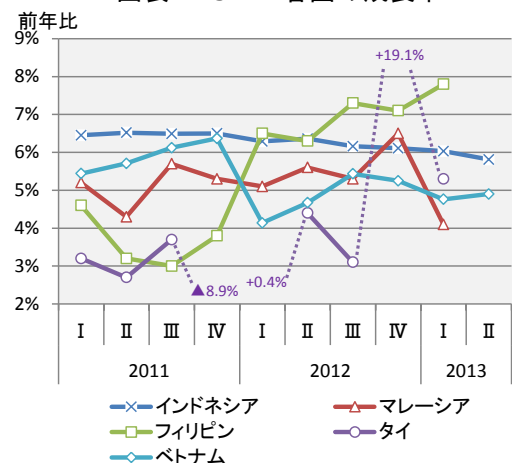
経済は堅調も一部に減速感

ASEAN 経済は、引き続き所得水準上昇による内需拡大が見込まれるものの、一部の国では、中国経済の減速や自国通貨安によるインフレが成長の抑制要因となろう。

内需は、基本的には拡大が見込まれるものの、自国通貨安によるインフレ率の上昇が、実質所得の伸び鈍化を通じ、各国の消費拡大ペースを押さえる可能性がある。また、輸出をみても、インドネシアやマレーシアからの中国向けの1次産品輸出を中心に、各国輸出は総じて減少している。中国経済の中長期的な成長鈍化が予想されるなか、回復の動きは鈍いものとなる。

とくに通貨安とインフレの悪循環に陥っているのが、インドネシアだ。同国は、経常赤字国であり、通貨安が物価へ波及しやすい経済構造にある。更に、6月にはガソリン補助金の削減を実施。ガソリンは+44%、軽油は+22%値上げされ、物

図表 ASEAN 各国の成長率



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

値上昇に一段と拍車をかける格好となった(政府は13年の物価上昇率見通しを+4.9%→+7.2%に大幅引き上げ)。

その結果、足元の消費者物価が中央銀行の許容レンジを超えて上昇。中央銀行は、6月、7月と2回連続の利上げに踏み切ったものの、方向感を変えるまでの効果はなく、断続的にドル売り介入を実施しているとみられる。インドネシアは、2.4億人の人口を抱えるASEAN最大の人口大国であり、内需主導での成長が期待されるが、当面は、経済面では通貨安とインフレによる負のインパクトが予想され、政治面では14年の選挙後の政治体制や政策運営などが懸念材料となろう。

これらを踏まえ、ASEAN5⁶の見通しは、13年は前年比+5.4%(前回+5.7%から下方修正)、14年は同+5.6%(前回から変更なし)と予測する。

4. インド経済

金融政策の軸足は、景気対策から再びルピー安対策に

インド経済は、ルピー安と高インフレ率が金融緩和の妨げとなり機動的な金融政策を打てなかったことで、長きにわたり成長の減速に苦しんできた。13年入り後は、こうした状況に変化が生まれ、農産品価格や国際原油価格の軟化、ルピー安の一服などを背景に、インフレ率(卸売物価上昇率)が低下した。これを受けて、インド準備銀行は年初以降、3度の利下げを実施している。

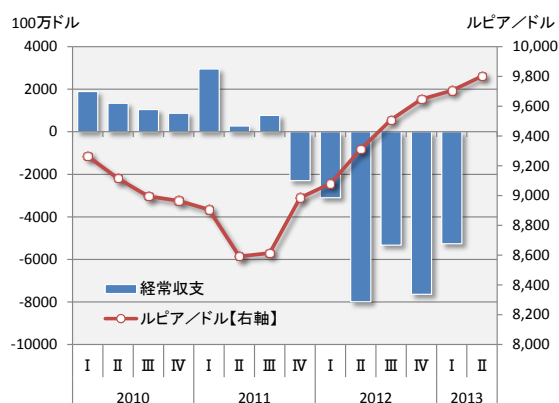
ただし、こうした好環境は長くは続かなかった。5月に米国の量的緩和の縮小観測が強まると、双子の赤字を抱え経済の基礎体力が相対的に弱いインドは、市場からの資金引き上げ圧力を受け、落ちていたルピー安が再び加速。5月初旬の53ルピー/ドルから7月初旬には61ルピー/ドルにまで下落。結果的に中央銀行は、景気刺激より為替相場の安定に政策の重心を置かざるをえなくなり、6月、7月と2ヵ月連続で政策金利を据え置いた。今後、一段のルピー安が進むようであれば、利上げも視野に入ってくることが予想される。実際、7月に入り、中央銀行は市場への流動性供給の抑制策を相次いで発表しており、通貨安によるインフレ再発には神経をとがらせている。

足元の景気指標は総じて弱い

こうしたなか、13年1-3月期にわずかながら明るい動きがみられていた実体経済も、足元は多くの統計が景気の悪化を示している。鉱工業生産指数は、5ヵ月ぶりにマイナスに転じたほか、輸出も2ヵ月連続で減少。消費の面でも、自動車販売が7ヵ月連続で前年を下回るなど、耐久財を中心に消費が弱含んでいる。

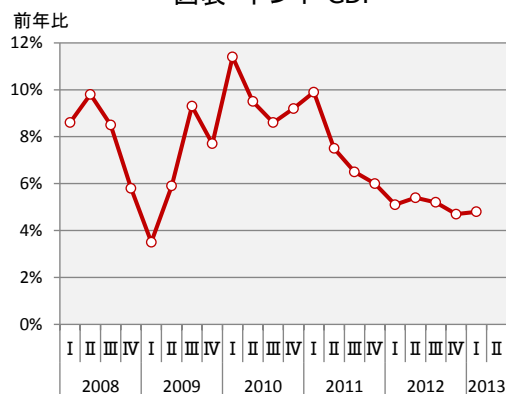
経常赤字国であり、国内で必要なものの多くを海外から調達するインドは、ルピー安による輸入物価上昇の消費者物価等への波及も早く、7月にも物価は上昇幅を拡大するとみられている。財政赤字削減の一環としてディーゼル油補助金削減も実施しており、インフレの再発が消費の抑制要因となる可能性がある。

図表 インドネシア経常収支と為替



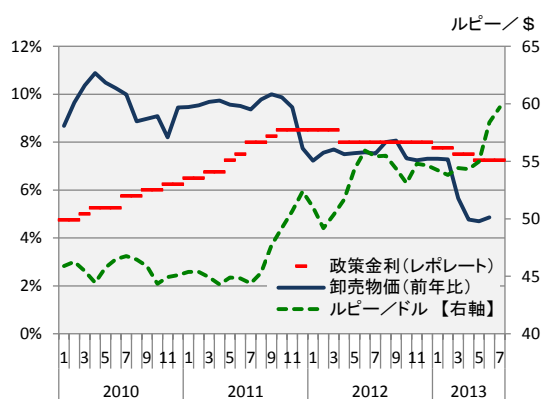
資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 インド GDP



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 インフレ率と政策金利、為替



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

⁶ ASEAN5 とは、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナムの5ヶ国。

潜在成長率を下回る成長が続く

インドの潜在的な成長率は 7% 台半ばとされるが、経常赤字、財政赤字、高インフレの三重苦が重石となるため、当面は潜在成長率を下回る状況が続くであろう。13 年はルピー安によるインフレ上昇や金利の高止まりを背景に成長減速を見込み、前年比+5.0%（前回+5.7%から下方修正）、14 年は同+6.1%（前回+6.4%から下方修正）と予測する。

インドが中長期的に成長軌道に乗るためには、海外からの直接投資の呼び込みなどを通じた製造業の強化や輸出競争力の向上を通じて、慢性的な経常赤字構造を改善していく必要がある。外資の参入規制緩和（例：通信業の 100% 外資の参入許可）などの前向きな動きがみられるものの、未整備なインフラや土地収用の困難さなどがボトルネックとなっており、輸出競争力強化への道のりは遠い。改革の動きが鈍い背景には、少数与党による連立政権（政治基盤の弱さ）や、地方・州政府の権限の強さ、汚職の蔓延などがあるとみられ、14 年の総選挙による“変化”に期待が集まるところである。

5. ブラジル経済

通貨安によりインフレが再燃

ブラジルでは、消費者物価上昇率が 12 年半ばの前年比 +5.0% 程度をボトムに再び上昇し、13 年 6 月は前年比 +6.7% と、中央銀行のインフレターゲットの上限である同 +6.5% を上回って推移している。なかでも、食品価格は前年比で 2 ケタ上昇し、中・低所得層を中心に国民の不満拡大にもつながっている。

物価上昇は、レアル安の影響が大きい。政府・中央銀行は、12 年末までは、レアル高による輸出産業への影響を懸念し、利下げと断続的なドル買い介入でレアル安に誘導してきた。しかし、13 年 5 月以降は、米国量的緩和の縮小観測を背景に、（意図せざる）レアル安が進行し、物価への悪影響が顕著となっている。これを受けてブラジル中央銀行は、景気回復の足取りがおぼつかないなかで、4 月から 3 会合連続で利上げに踏み切った。7 月以降、レアル安のテンポは落ち着きつつあるものの、レアル安の方向感を変えるほどの効果はみられていない。

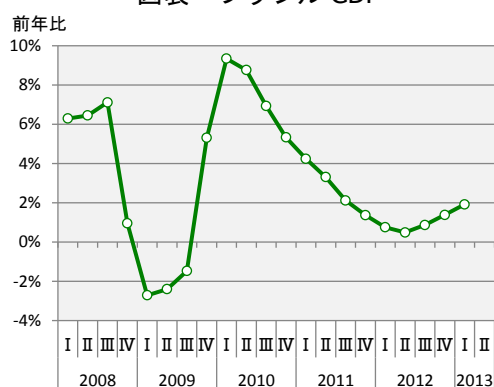
資源輸出の減速もあり低成長にとどまる

通貨安は内需にはマイナスとなる一方、輸出産業にとっては価格競争力の向上を意味し、プラスに働く可能性が高い。ただし、ブラジルの輸出の 7 割近くを占めるのは、鉄鉱石などの 1 次産品であり、輸出先の筆頭が中国である。同国の景気減速によるブラジルからの輸出への影響は免れないであろう。

こうした状況を踏まえ、ブラジルの実質 GDP 成長率は、13 年は前年比 +2.3%（前回 +3.0% から下方修正）、14 年は同 +3.3%（前回 +3.8% から下方修正）と予測する。12 年の同 +0.9% に比べれば回復するものの、4% 程度とされるブラジルの潜在成長率を下回る伸びが続くと予想する。

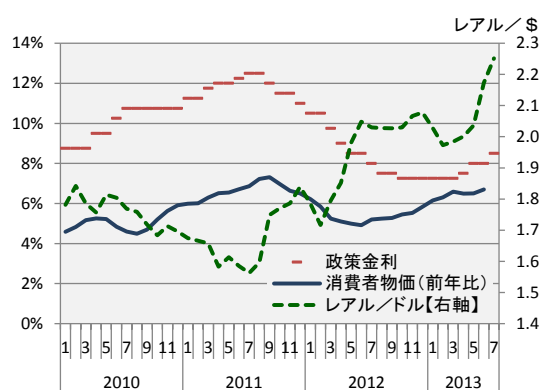
ブラジルの一段の下振れリスクは、政治の不安定化であろう。同国では 6-7 月にかけて、公共交通機関の運賃値上げに端を発する大規模なデモが発生した。前ルラ政権下では、ボルサファミリア政策によって、低所得層の所得底上げが図られたが、依然として貧困層は 2 千万人（総人口の約 1 割）近くいるとされ、物価上昇による低所得層の不満増大が、政治の不安定化につながるリスクも否定できない。

図表 ブラジル GDP



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 インフレ率と政策金利、為替



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

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			
	2012 実績	2013 予測	2014 予測	2012 実績	2013 予測	2014 予測	
名目	国内総生産(=GDP)	474,609	485,658	494,854	0.3%	2.3%	1.9%
	民間最終消費支出	289,889	295,603	299,288	0.9%	2.0%	1.2%
	民間住宅投資	14,113	15,486	15,333	4.7%	9.7%	▲1.0%
	民間設備投資	62,693	63,679	66,250	▲1.7%	1.6%	4.0%
	民間在庫品増加	▲3,084	▲3,177	▲3,629	***	***	***
	政府最終消費支出	97,299	98,717	100,322	0.6%	1.5%	1.6%
	公的固定資本形成	24,089	26,377	26,240	14.6%	9.5%	▲0.5%
	公的在庫品増加	▲16	▲11	▲11	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲10,376	▲11,017	▲8,939	***	***	***
	財貨・サービス輸出	70,394	79,522	84,719	▲0.8%	13.0%	6.5%
	財貨・サービス輸入	80,770	90,539	93,658	4.5%	12.1%	3.4%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産(=GDP)	519,678	533,558	536,373	1.2%	2.7%	0.5%
	民間最終消費支出	309,694	317,157	315,985	1.6%	2.4%	▲0.4%
	民間住宅投資	13,683	14,710	14,273	5.3%	7.5%	▲3.0%
	民間設備投資	66,518	67,353	69,883	▲1.4%	1.3%	3.8%
	民間在庫品増加	▲2,991	▲3,594	▲4,643	***	***	***
	政府最終消費支出	101,339	103,121	104,570	2.1%	1.8%	1.4%
	公的固定資本形成	23,291	25,249	24,522	15.0%	8.4%	▲2.9%
	公的在庫品増加	▲13	▲12	▲12	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	8,268	9,707	11,908	***	***	***
	財貨・サービス輸出	81,298	85,458	89,946	▲1.2%	5.1%	5.3%
	財貨・サービス輸入	73,031	75,750	78,037	3.8%	3.7%	3.0%

	年度			対前年度比増減率			
	2012 実績	2013 予測	2014 予測	2012 実績	2013 予測	2014 予測	
指数	鉱工業生産指数	95.8	99.8	103.4	▲2.9%	4.1%	3.6%
	国内企業物価指数	100.5	102.4	106.4	▲1.1%	1.9%	3.9%
	消費者物価指数(生鮮除く総合)	99.6	100.1	102.7	▲0.2%	0.5%	2.6%
	GDPデフレーター	91.3	91.0	92.3	▲0.9%	▲0.3%	1.4%
	完全失業率	4.3%	3.9%	3.9%	***	***	***
	新設住宅着工戸数(万戸)	89.3	95.1	86.0	6.2%	6.5%	▲9.6%

（単位：10億円、％）

対外 バラ ンス	經常収支(10億円)	4,354	5,387	6,880	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲9,434	▲10,057	▲8,308	***	***	***
	貿易収支	▲6,892	▲7,540	▲5,666	***	***	***
	輸出	61,583	69,011	73,521	▲1.7%	12.1%	6.5%
	輸入	68,475	76,550	79,187	3.6%	11.8%	3.4%
	通関収支戻(10億円)	▲8,176	▲8,875	▲6,957	***	***	***
為替	通関輸出	63,941	72,006	76,711	▲2.1%	12.6%	6.5%
	通関輸入	72,117	80,881	83,668	3.5%	12.2%	3.4%
	無担保コール翌日物金利(年度末)	0.09%	0.09%	0.09%	***	***	***
	国債10年物利回り	0.79%	0.82%	1.00%	***	***	***
等	M2	822,463	841,609	857,016	2.5%	2.3%	1.8%
	日経平均株価	9,650	13,805	15,250	5.1%	43.1%	10.5%
	原油価格(WTI、ドル/バレル)	92.0	102.2	106.8	▲5.4%	11.1%	4.5%
	円/ドル レート	83.1	99.4	103.5	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.288	1.317	1.320	***	***	***
	円/ユーロ レート	107.1	130.9	136.6	***	***	***

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 石橋和樹 電話：03-6705-6087 FAX：03-5157-2161 E-mail: ytakeda@mri.co.jp

広報・IR部 笠田 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。