

PRESS RELEASE

2014年2月18日
株式会社三菱総合研究所

2013～2015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10-12月期GDP速報の発表を受け、2013～2015年度の内外経済に関する予測を発表致しました。

自律的回復に向けて正念場を迎える日本経済

日本の実質成長率予測値: 2013年度+2.3%、2014年度+0.9%、2015年度+1.3%
(前回予測値(12月9日):2013年度+2.6%、2014年度+0.9%)

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、消費が堅調を維持している。14年は成長テンポをやや高めるであろう。欧州経済は、回復テンポは極めて緩慢ながら、持ち直しつつある。ユーロ圏は、14年は3年振りにプラス成長へ転じる見込み。ただし、バランスシート調整圧力などにより、今後も低成長が続くであろう。
- 新興国経済は、13年春以降の通貨安によるインフレや金融引き締めにより、成長を支えてきた内需の一部に陰りがみえ始めている。15年にかけて、中国経済は緩やかな成長鈍化を見込む。その他の新興国経済は、14年は力強さに欠く状態が続き、15年にかけて緩やかな回復を見込む。

日本経済

- 日本経済は、緩やかに回復している。13年10-12月期の実質GDPは、消費の堅調や設備投資の拡大を背景に、前期比年率+1.0%と4四半期連続のプラス成長となった。
- 14年度は、消費税増税後の反動減などにより4-6月期はマイナス成長を見込むが、13年度中の企業収益の改善が設備投資や賃金の回復につながり、14年度後半には、緩やかながらも再び成長軌道に戻し、15年度にかけて緩やかな回復基調が続くと予想する。
- 日本経済は、マインド改善による消費回復という第1段階を経て、業績改善や雇用拡大という第2段階に移行したが、足もとの成長は財政出動や駆け込み需要による寄与も大きい。今後、経済の自律性を高めていくには、企業の中長期の成長期待の改善や所得の回復が不可欠であり、14年度はこうした前向きな循環の実現に向けて、正念場となる。
- 一方、下振れリスクとして注意すべきは次の3つである。第1に、金融市場の変化である。14年入り後には、経常赤字や政情不安を抱える新興国からの資金流出が加速し、日本でも円高・株安が進んだ。今後も、市場のセンチメント悪化による企業・家計のマインド低下には注意が必要である。第2に、消費税増税後、日本経済が成長軌道へ戻るペースが、設備投資や賃金の動向次第では想定よりも鈍くなる可能性がある。第3は、海外経済の行方だ。中国経済は、シャドーバンキング問題をはじめ多くの火種を抱える。米国では、量的緩和の縮小過程での長期金利上昇がリスクとなる。これらのリスク次第では、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。

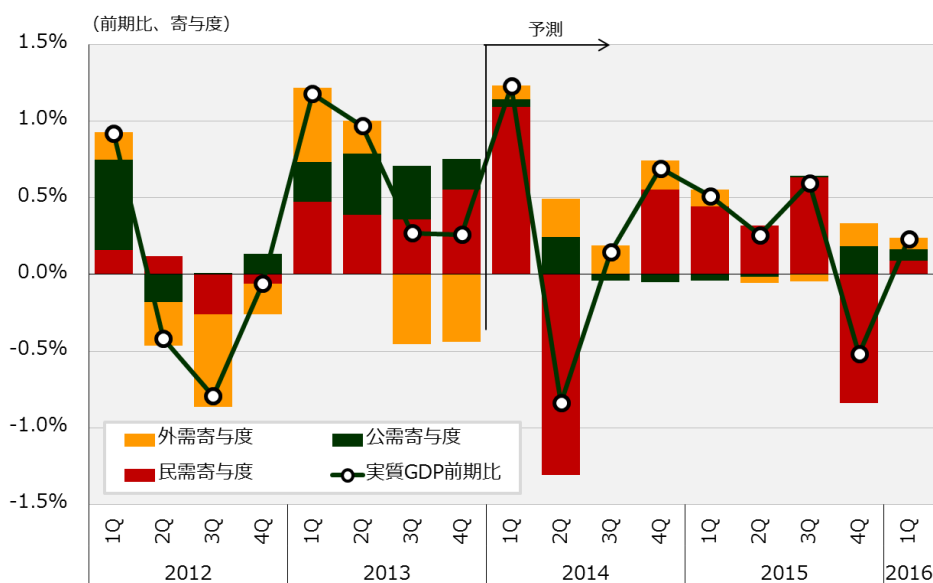
図表 2013～2015 年度の実質 GDP 成長率予測 (単位:%)

項目	2012年度		2013年度		2014年度		2015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	0.6	***	2.3	***	0.9	***	1.3	***
内需	1.5	1.4	2.5	2.5	0.6	0.6	1.0	1.0
民需	1.5	1.0	1.9	1.5	0.3	0.2	1.3	1.0
民間最終消費支出	1.5	0.9	2.3	1.4	▲ 0.4	▲ 0.2	0.8	0.5
民間住宅投資	5.3	0.1	8.2	0.2	▲ 4.9	▲ 0.1	1.8	0.0
民間企業設備投資	0.7	0.1	0.8	0.1	4.1	0.5	3.7	0.5
民間在庫投資	***	▲ 0.1	***	▲ 0.2	***	0.1	***	▲ 0.0
公需	1.5	0.3	4.4	1.0	1.7	0.4	0.2	0.0
政府最終消費支出	1.5	0.3	2.1	0.4	1.3	0.3	1.5	0.3
公的固定資本形成	1.3	0.1	16.1	0.6	3.3	0.1	▲ 5.5	▲ 0.2
外需(純輸出)	***	▲ 0.8	***	▲ 0.2	***	0.2	***	0.2
輸出	▲ 1.2	▲ 0.2	3.4	0.5	4.1	0.7	4.2	0.7
輸入	3.7	▲ 0.6	5.3	0.8	2.8	0.4	3.0	0.5
名目GDP	▲ 0.2	***	2.0	***	2.4	***	2.0	***

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

項目	前期比	実績				予測				2015				2016
		2013 1-3	4-6	7-9	10-12	2014 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	1.2%	1.0%	0.3%	0.3%	1.2%	-0.8%	0.1%	0.7%	0.5%	0.3%	0.6%	-0.5%	0.2%
	前期比年率	4.8%	3.9%	1.1%	1.0%	5.0%	-3.3%	0.6%	2.8%	2.1%	1.0%	2.4%	-2.1%	0.9%



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：15年にかけて緩やかな回復を見込む

世界経済は、先進国経済を中心に回復傾向にあるが（次頁図を参照）、一部新興国経済の減速により、世界経済の回復ペースは緩慢である。14、15年にかけて、緩やかな回復を予想する。

米国経済は、家計のバランスシート調整が進捗し、消費が堅調を維持している。13年の財政による下押し圧力（増税と歳出削減）が和らぎ、14年は成長テンポをやや高めるであろう。欧州経済は、回復テンポは極めて緩慢ながら、持ち直しつつある。ユーロ圏は、14年は3年振りにプラス成長へ転じる見込み。ただし、バランスシート調整圧力などにより、今後も低成長が続くであろう。

新興国経済は、13年春以降の通貨安によるインフレや金融引き締めにより、成長を支えてきた内需の一部に陰りがみえ始めている。15年にかけて、中国経済は緩やかな成長鈍化を見込む。その他の新興国経済は、14年は力強さを欠く状態が続く、15年にかけて緩やかな回復を見込む。

金融市場（次頁図を参照）では、新興国市場からの資金流出の動きが再び強まっている。米国の量的緩和の縮小が進められる中、①経常赤字など経済のファンダメンタルズが弱く、②政局も不安定な国の通貨（フラジャイル¹）の下落が目立っており、選別色が強まっている。

日本経済：14年4-6月期のマイナス成長を見込むも、14年度後半には成長軌道へ

日本経済は緩やかに回復している。13年10-12月期の実質GDPは、前期比年率+1.0%と4四半期連続のプラス成長となった。増税前の駆け込み需要もあり消費や住宅投資が高めの伸びを維持したほか、企業収益改善から設備投資にも回復の動きがみられ、内需主導の成長となった。

先行きを展望すると、13年度末にかけて、設備投資の緩やかな持ち直しや消費税増税前の駆け込み需要から、回復テンポは高まると予想する。14年度は、4-6月期はマイナス成長を見込むが、13年度中の企業収益の改善が設備投資や賃金の回復につながり、14年度後半には、緩やかながらも再び成長軌道に戻していくと予想する。また、政府の経済対策パッケージによる下支え効果も、短期的な需要変動をある程度均す方向に寄与しよう（14年度の実質GDP成長率を+0.5%程度押し上げると想定）。15年度は、10月の消費税増税前後の需要変動は避けられないが、緩やかな回復の流れは続く見込み。

実質GDP成長率は、13年度+2.3%、14年度+0.9%、15年度+1.3%と予測する（前回見直し<12月9日>：13年度+2.6%、14年度+0.9%）。14年度、15年度ともに、潜在成長率（+0.6%程度）を上回る成長となろう。

物価は、需給ギャップの緩やかな縮小が続く中、13年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年度比+0.8%の上昇、14年度は同+2.8%（除く消費税同+0.8%）、15年度は同+1.8%（同+1.2%）と見込む。

日本経済を取り巻く3つのリスク

日本経済は、マインド改善による消費回復という第1段階を経て、業績改善や雇用拡大という第2段階に移行したが、足もとの成長は財政出動や駆け込み需要による寄与も大きく、自律的な回復局面に入ったと判断するのは早計である。今後、経済の自律性を高めていくには、企業の中長期の成長期待改善や所得の回復が不可欠であり、14年度はこうした前向きな循環の実現に向けて、正念場となる。

一方、下振れリスクとして注意すべきは次の3つである。

第1に、金融市場の変化である。市場のリスク選好度は、米国の量的緩和縮小を迎え一頃に比べ後退している。新興国全体では、97年アジア通貨危機時に比べファンダメンタルズは改善しているが、経常赤字など経済に脆弱性を抱える国では、今後も通貨防衛のための金融引き締めを余儀なくされ、経済の減速が続くリスクがある。14年はこれらの新興国の選挙の年でもあり、市場の不透明感が高まりやすい。市場の不安定化が続けば、企業・家計のマインド低下などを通じ、日本経済の下押し要因ともなる。

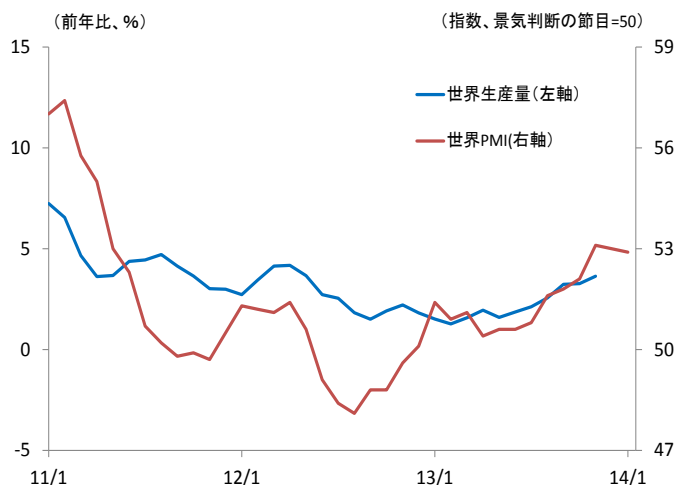
第2に、消費税増税後、日本経済が成長軌道へ戻るペースが想定よりも鈍い可能性だ。設備投資や賃金の回復ペースが鍵となる。

第3は、海外経済の行方だ。中国経済は、安定成長に向け緩やかな減速を見込むが、シャドーバンキング問題、地方財政、農村と都市の格差など課題も山積している。米国では、財政政策を巡る不透明感や量的緩和縮小過程での長期金利上昇がリスクだ。欧州では、デフレリスクがくすぶる。こうしたリスク次第では、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。

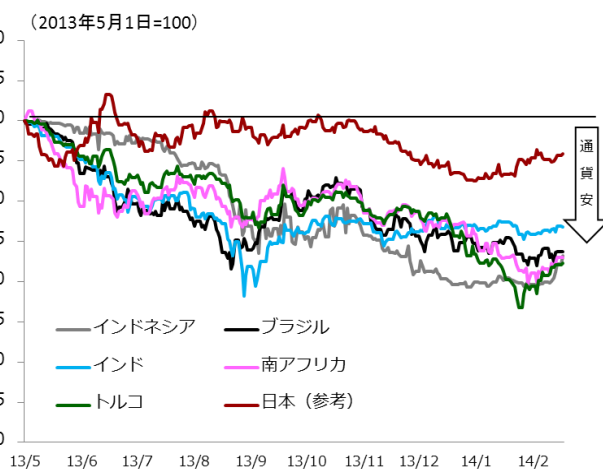
¹ ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコ

世界経済・金融市場の動向

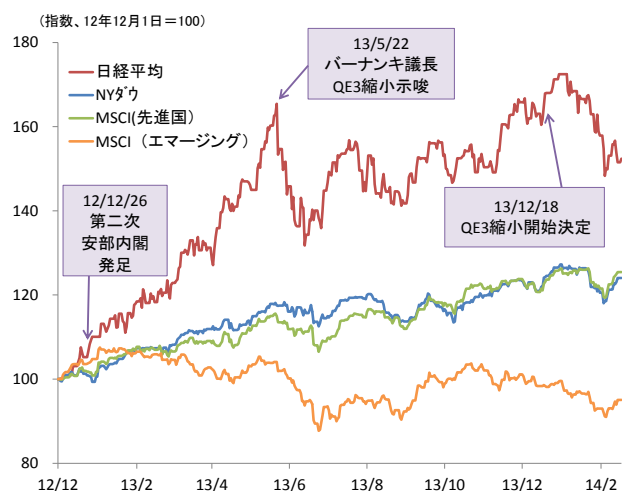
図表 世界の生産と PMI



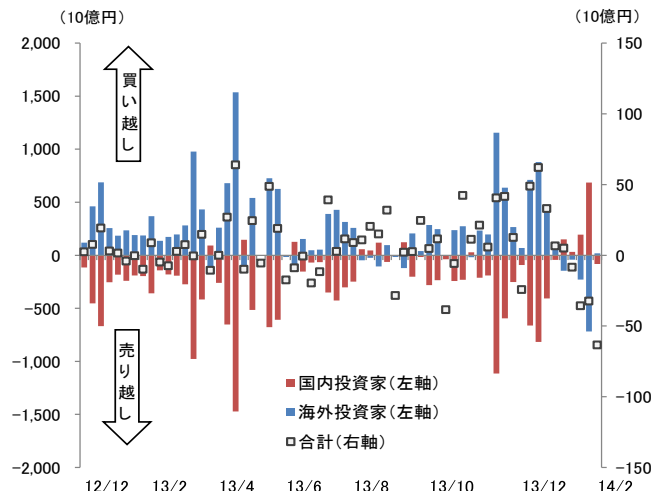
図表 為替 (新興国)



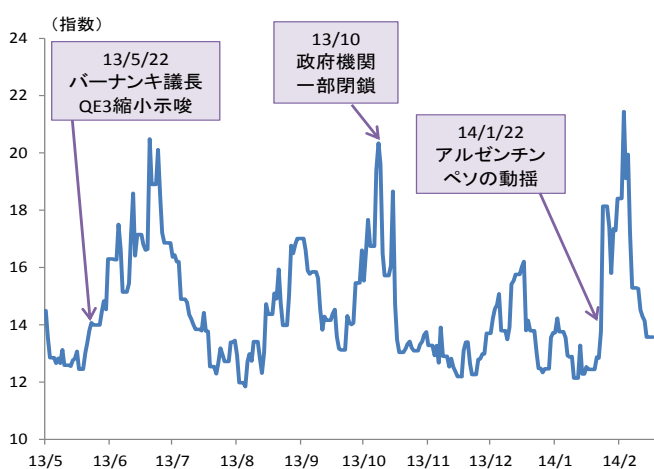
図表 世界の株価



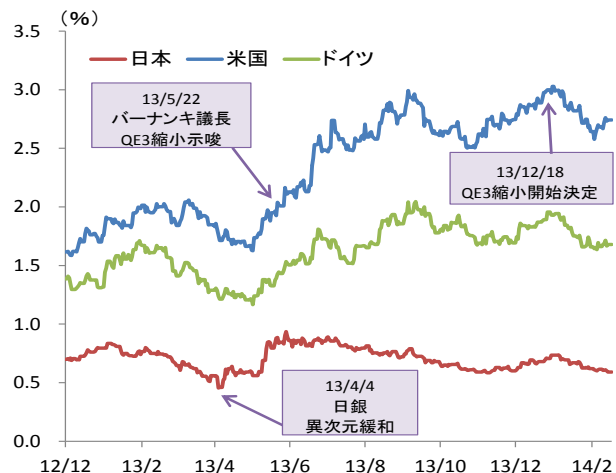
図表 日本株の投資部門売買代金 (週次)



図表 米国のボラティリティ指数 (VIX 指数)



図表 長期金利 (10年物国債)



注1：世界の生産と PMI は月次、株式の部門別売買代金は週次、その他は日次。直近値は世界の生産は 11 月、PMI は 1 月、株式の部門別売買代金は 2 月 1 週、その他は 2 月 17 日。

注2：ボラティリティ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：オランダ統計局、Bloomberg、東京証券取引所

1. 概観

13年10-12月期は民需主導によるプラス成長

13年10-12月期の実質GDP成長率（1次速報）は、季調済前期比+0.3%（年率+1.0%）と4四半期連続のプラス成長となった。外需がマイナス寄与を続けたが、増税前の駆け込み需要もあり消費や住宅投資が高めの伸びを維持したほか、企業収益改善から設備投資にも回復の動きがみられた。

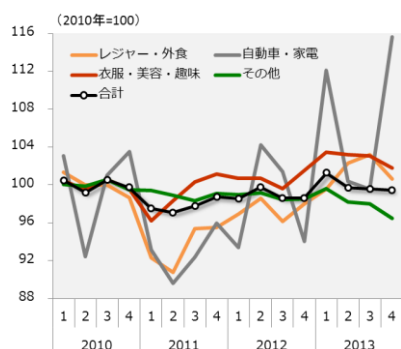
2. 消費・所得の動向

消費堅調も、駆け込み需要以外の支出は抑制気味

13年10-12月期の家計消費支出は、季調済前期比+0.5%と5四半期連続で拡大。ただし、中身を見ると、消費者マインドの改善により消費全体が押し上げられていた13年夏までとはやや様相が異なる。13年秋以降の動きをみると、増税を控え、自動車・家電など耐久財消費は大きく伸びているが、レジャー・外食など耐久財以外の消費は、総じて抑制気味で推移している。

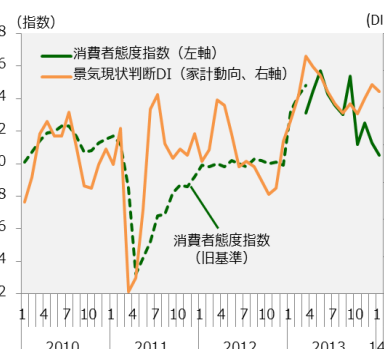
駆け込み消費により他の支出を抑制せざる得ないことが主因とみられるが、最近では、消費者マインドを示す指標も悪化している。①電気料金や生鮮食品、ガソリンなど身近な物価の上昇、②増税後の消費意欲の後退見込み²、などが影響している可能性がある。

図表 実質家計消費支出



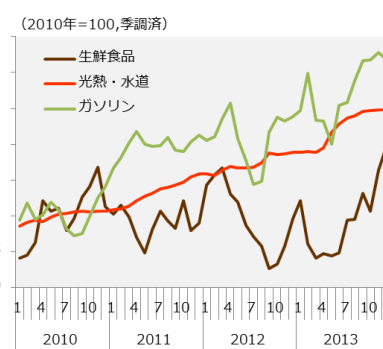
資料：総務省「家計調査」「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 消費者マインド指標



資料：内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」

図表 消費者物価

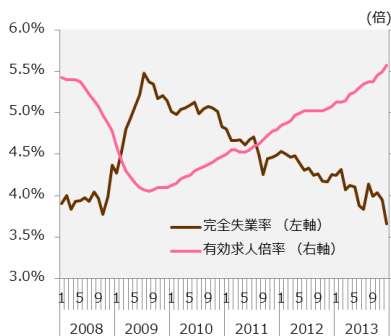


資料：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

雇用環境は改善も、一人当たり賃金の伸びは鈍い

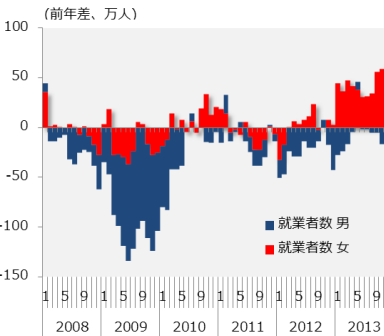
雇用環境は改善を続けている。完全失業率は改善傾向を維持しているほか、有効求人倍率も07年10月以来の1.0倍超えとなった。なかでも特徴的なのが、女性の就業者の大幅な増加である。13年入り後の就業者の変化を男女別にみると、男性は横ばいで推移する一方、女性は80万人近く増加しており、小売や飲食業におけるパート・アルバイトでの就業が大幅に増加している。

図表 失業率と有効求人倍率



資料：総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」

図表 就業者数



資料：総務省「労働力調査」

図表 一人当たり賃金



注：総労働者（含むパート）
資料：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

² 消費者態度指数は、家計に今後半年間の「暮らし向き」「収入の増え方」「雇用環境」「耐久財の買い時判断」を調査したもの。13年10月調査以降は増税後の期間も対象となったため、特に「耐久財の買い時判断」が低下している。

このため、マクロでみた総雇用者所得（就業者数×一人あたり賃金）は足元増加しているとみられるが、一人あたり賃金の伸びは依然として鈍い。所定内給与は前年比でマイナス圏内、残業代を含むベース（きまって支給する給与）でも前年比横ばい圏内で推移している。

賃金上昇の拡がり消費回復のカギ

13年は、株高による資産効果とマインド改善が消費回復のけん引役となったが、消費の持続的な回復には賃金上昇の拡がりが必要である。企業収益の改善を反映し、賞与は13年冬に続き、14年夏・冬も前年比増加となろう。また、大企業の一部ではベースアップに踏み切る動きも予想される。

賃金上昇が明確になれば、14年4月の増税後の消費腰折れは回避され、14年度後半にかけて消費は緩やかに回復経路に戻すとみており、14年度▲0.4%、15年度+0.8%と予想する。賃金上昇の企業規模間あるいは業種間の拡がり次第では、増税後の消費回復パスは下振れも上振れも可能性があり、賃金の動向に大きく左右されることになろう（賃金と消費をめぐる動きについて、詳細はp.8のBOX参照）。

3. 輸出入の動向

アジア向けを中心に輸出の回復力は鈍い

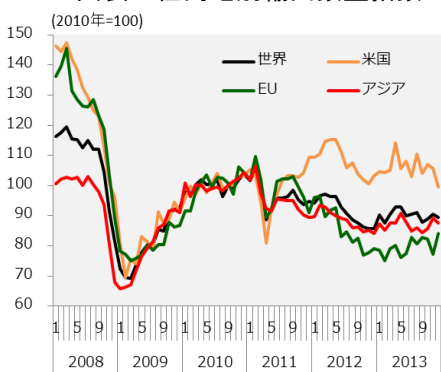
13年10-12月期の輸出は、実質前期比+0.4%と低調な伸びにとどまった。地域別では、米国向けが堅調を維持し、欧州向けが低水準ながら持ち直している一方、アジア向けは低調に推移している。

既往の円安効果が期待されるが、今のところ輸出数量の回復力は鈍い。背景として、①海外需要の回復力の弱さ、②海外生産比率や現地部品調達比率の上昇（一部は日本製品の競争力の低下）、③現地販売価格を円安程には下げていないこと、が考えられる。契約通貨ベースの輸出価格は、13年4月頃から下落基調だが、為替の変化と過去のパターンから試算される輸出物価³に比べ下落幅は小さい。12年までの円高局面での価格転嫁が十分でなかったことから、円安局面でも価格を据え置いているとみられる。

貿易収支悪化の背景には構造的要因も

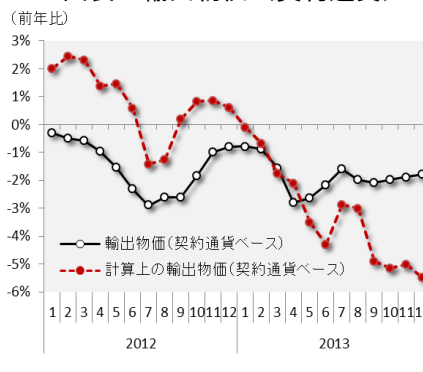
13年の貿易収支は、1979年の統計開始以来最大の赤字を記録した。05年以降の貿易（財）収支の増減を財別にみると、全体の変化分の約6割は鉱物性燃料で説明できるが、機械類も3割程度影響している。貿易赤字拡大は、原発停止の影響のみならず、製造業のサプライチェーンや商品競争力の変化など構造的要因による面も大きい。鉱物性燃料の収支が05年水準に復したとしても、貿易収支の黒字化は危ぶまれる状況にある。

図表 仕向地別輸出数量指数



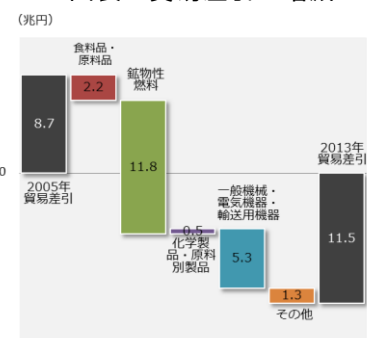
資料：内閣府「輸出入数量指数（季調値）」

図表 輸出物価（契約通貨）



注：試算方法は脚注参照
資料：三菱総合研究所作成

図表 貿易差引の増減



注：貿易差引は貿易統計ベースの財の輸出から輸入を引いたもの。
資料：財務省「貿易統計」

4. 企業活動・設備投資の動向

企業活動は持ち直しの動き継続、設備投資にも明るさ

鉱工業生産指数は、12年秋を底に持ち直しの動きを続けており、13年10-12月期は前期比+1.8%と4四半期連続の上昇となった。海外需要は振るわないものの、消費の堅調や建設需要の拡大など内需の拡大が背景にある。非製造業の活動を示す第三次産業活動指数も、情報通信業、不動産業、運輸業を中心

³ 計算上の輸出物価は、輸出物価の契約通貨ベース/円ベースについて、名目実効為替レート（4～5ヶ月のラグ）などで回帰したものを、円ベースの輸出物価に乗じて算出している。

に、13年入り後は上昇傾向にある。

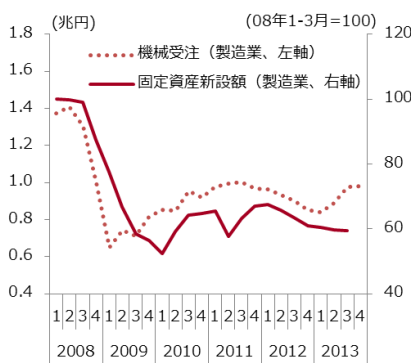
こうした中、設備投資も底入れの動きがみられる。13年10-12月期の民間企業設備投資は実質前期比+1.3%と3四半期連続の増加となったほか、設備投資の先行指標である機械受注も回復傾向にある。

図表 企業の生産・活動指数



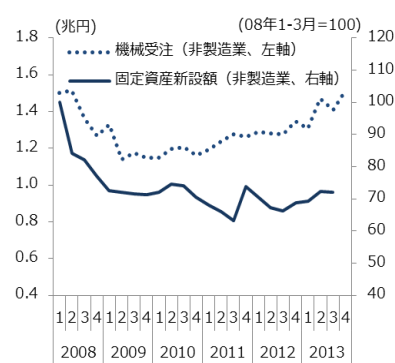
資料：経済産業省「鉱工業生産指数」「第三次産業活動指数」

図表 製造業設備投資



資料：財務省「法人企業統計」、内閣府「機械受注統計」

図表 非製造業設備投資



資料：財務省「法人企業統計」、内閣府「機械受注統計」

更新需要を中心に設備投資は緩やかに回復

先行きは、13年度末にかけては、製造業・非製造業ともに、駆け込み需要による生産・販売の好調を見込む。14年度前半は、一時的に生産活動の落ち込みを予想するものの、内需の底堅さや輸出の緩やかな持ち直しを背景に、15年度にかけて平時の回復軌道に復するとみている。

設備投資は、緩やかな回復を続けるであろう。①企業収益の改善、②実質金利の低下に加え、③リーマンショック後の投資控えにより設備保有年数が長期化していること、④設備投資減税が拡充されることを背景に、更新投資を中心に設備投資へ踏み切る企業は増えると予想する。

14年度から復興特別法人税（法人税率の約2.5%分）が廃止されるが、過去の関係性から判断すると、資本コストの低下を通じた直接的な設備投資の押し上げは+0.2%程度とみられる⁴。また、設備投資は、企業の中長期的な成長期待との関係が高く⁵、13年の業績改善やオリンピック効果とあいまって、中長期的な成長期待の改善につながれば、設備投資の回復に弾みがつくであろう。

5. 物価の動向

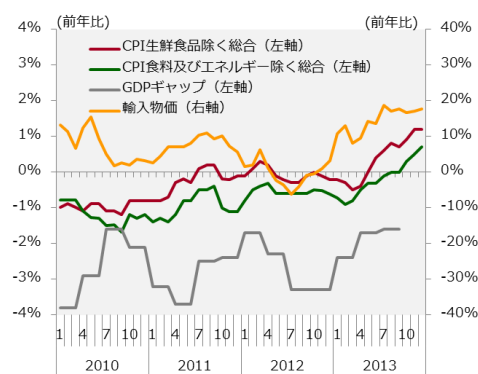
緩やかな物価上昇を見込むが2%目標には届かず

消費者物価は、13年10-12月の生鮮食品除く総合指数が前年比+1.1%上昇し、13年は5年振りの上昇（同+0.4%）となった。

最近の物価上昇率を要因分解すると、GDPギャップのマイナス寄与が緩やかに縮小する中、電気料金引き上げや円安等によるエネルギー価格上昇が大きな押し上げ要因となっている。ただし、13年4月頃から、上記では説明できない部分も増えており、輸入物価の副次的波及や増税前の駆け込み需要を見込んだ強気の価格設定などが、物価上昇に寄与している可能性もある。

先行きは、円安効果の一巡により、輸入物価上昇によるインフレ圧力は弱まることと予想される一方、GDPギャップの縮小やインフレ期待の上昇が物価上昇に寄与するとみられ、緩やかな上昇持続を見込む⁶。消費者物価（生鮮食品除く総合）の上昇率は、13年度は前年比+0.8%、14年度は同+2.8%（除く消費税影響で+0.8%）、15年度は同+1.8%（同+1.2%）と予想する。

図表 物価関連指標



注：GDPギャップ（四半期）は内閣府。
資料：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」、内閣府

⁴ 資本コストと設備投資の関係を、キャッシュ・フロー率、期待成長率、トレンドをコントロールした上で推計し、法人税減税が資本コストの低下を通じて設備投資に与える影響を算出した。

⁵ 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」を用いて推計すると、「我が国の実質経済成長率（今後3年間の見通し）」が0.1%上昇すると、設備投資は約0.8%上昇する。

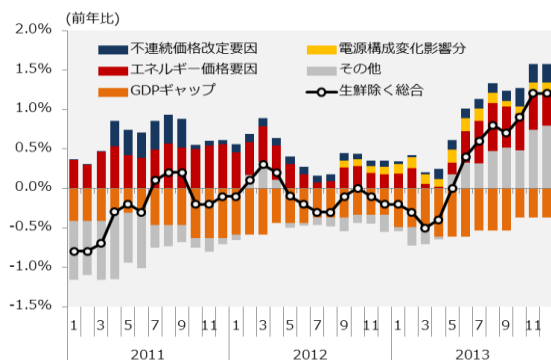
⁶ 2%の期待インフレ率でコアコアCPI（除くエネルギー・生鮮食品）上昇率を0.1%程度押し上げと推計。

図表 消費者物価の要因分解

		2013年 10-12月	背景	先行き
コアCPI (生鮮食品除く総合) 前年比		1.1%		
電源構成変化による 電気代上昇	寄与度	0.1%	火力発電比率の上昇による電気代への転嫁分	電源構成変化による一段の電気代の上昇は見込みにくい
エネルギー価格上昇 (電気、ガス、ガソリン等)	寄与度	0.4%	原油や天然ガスの輸入物価(円建て)上昇によるエネルギー価格の上昇分	新興国経済の回復力が鈍ければ、資源価格上昇圧力は弱く、為替も大幅な円安は見込みにくい。
各種価格改定	寄与度	0.2%	各種保険料、授業料、たばこなど、不連続に価格が変動する品目の上昇分	影響が一巡すれば寄与はゼロへ
需給ギャップ	寄与度	-0.4%	需給ギャップ(供給超過)による物価下落分	需給ギャップは緩やかに縮小へ
その他	寄与度	0.7%	輸入物価上昇の副次波及のほか、消費マインド回復や駆け込み需要を見込んだ強気の価格設定など。	輸入インフレの波及は徐々に沈静化。強気の価格設定も、株価や賃金の動向次第では縮小へ。

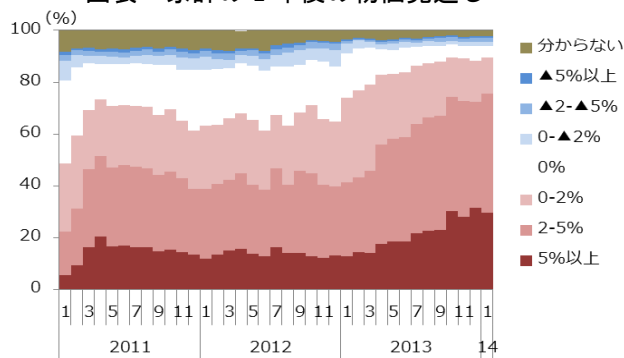
資料：三菱総合研究所作成

図表 消費者物価の要因分解



資料：総務省「消費者物価指数」等より三菱総合研究所作成

図表 家計の1年後の物価見通し



資料：内閣府「消費動向調査」

6. 総括

日本経済は緩やかに回復している。消費増税前の駆け込み需要により、13年度末にかけて内需の回復テンポは高まるであろう。14年度は、消費税増税後の反動減などにより4-6月期はマイナス成長を見込むが、13年度中の企業収益の改善が、設備投資や賃金の回復につながり、14年度後半には緩やかながらも再び成長軌道に戻していくと予想する。政府の経済対策も下支え要因となろう(14年度のGDPを+0.5%程度押し上げと想定)。15年度は、10月の消費税増税(8→10%)前後の短期的な需要変動は避けられないが、均してみれば、緩やかな回復の流れは続くと思込む。

以上を踏まえ、日本経済の実質GDP成長率は、13年度+2.3%(前回(12/9時点)+2.6%から下方修正)、14年度+0.9%(前回から変更なし)、15年度+1.3%と予想する。

日本経済の成長持続には、上記のとおり、設備投資の本格回復と消費の堅調持続が欠かせない。13年度中の収益改善と、今後の政府の成長戦略実行の相乗効果により、①企業の中長期の成長期待の改善、②個人所得の回復、という前向きな循環が生まれるかがポイントとなろう。

一方、下振れリスクとして注意すべきは次の3つである。第1に、新興国市場の不安定化がある。今後も続けば、①円高・株安、②企業・家計のマインド低下、③輸出減少を通じ、日本経済の下押し要因となる。第2に、消費税増税後、日本経済が成長軌道へ戻るペースが想定よりも鈍い可能性だ。設備投資や賃金の回復ペースが鍵となろう。第3は、海外経済の行方だ。中国経済は、安定成長に向け緩やかな減速を見込むが、シャドーバンキング問題など課題も山積する。米国経済は長期金利上昇がリスクとなるほか、欧州経済ではデフレリスクがくすぶる。これらのリスク次第では、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。

BOX：賃金の行方と消費への影響

13年の日本経済を振り返ると、円安進行により企業収益が大幅に改善したほか、株高による資産効果や賞与の増加、消費増税前の駆け込み需要などが追い風となり、高額品を中心に消費が好調に推移した。14年は増税後の反動減が予想される中、賃金上昇により消費の裾野が広がるかが重要なポイントとなる。

14年度の春闘では、定期昇給に加え、一部ではベースアップが交渉の目玉となるなど、賃上げムードが高まっている。労務行政研究所が実施した賃上げ見通しに関するアンケートによると、経営側・労組側ともに、13年度を上回る賃上げ率を予想しており、賃金カーブ自体をシフトさせるベースアップ実施を一定程度織り込んでいる模様である。

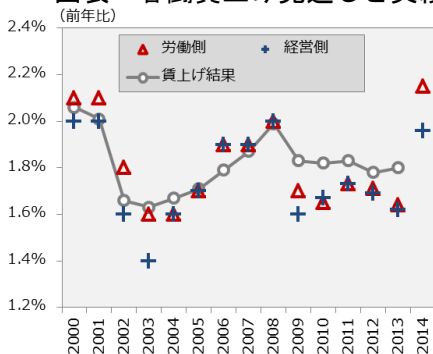
賃上げに向けた環境は徐々に整いつつある。第1に、企業収益が改善している。企業の売上高営業利益率はリーマンショック前の水準に回復しつつある。厚生労働省の調査によると、経営側が賃金を決定する際、もっとも重視する要素として企業業績を挙げた企業が全体の6割に上っている。過去の経験では、収益が回復して2~3四半期後に賃金上昇につながりやすい。

第2に、景況感の改善が中堅・中小企業にも波及しつつある。従業員数や賃金総額でみたときの中堅・中小企業のボリュームは大きく、消費に与える影響は大きい。12年の賃上げ動向をみると、規模が小さい企業ほど賃上げ実施率は低くなっているが、13年後半以降、中堅・中小企業にも業績回復の波が及びつつあり、賃上げの広がりが期待できる。

第3に、賃金上昇がパートなど非正規雇用にも及びつつある。一般に労使交渉は正社員が対象であり、非正規社員には賃上げが波及しにくいものの、13年半ばころから小売や飲食などを中心に労働需給のひっ迫感が高まっており、パート時給は緩やかながらも上昇している。全体の失業率も、13年12月には3.7%まで改善しており、需給面からの賃上げ圧力は徐々に高まってくるであろう。雇用全体に占めるパート比率の上昇は、一人あたり平均賃金の抑制要因となる点には留意が必要だが、新規の雇用増を伴えばマクロの総所得の増加につながり、消費にもプラスである。

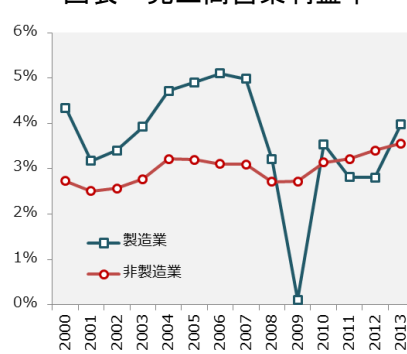
シニア消費比率が全体の4割を占める中、賃金と消費の繋がりは以前ほど強いものではなくはなっているものの、アベノミクス後の消費拡大の波にやや乗り遅れていた現役世代の中~低所得世帯の消費を喚起するうえで、賃金の上昇は重要な鍵となる。14年以降の経済の好循環を実現する意味でも、賃金上昇による消費の裾野の広がりが期待される。

図表 春闘賃上げ見通しと実績



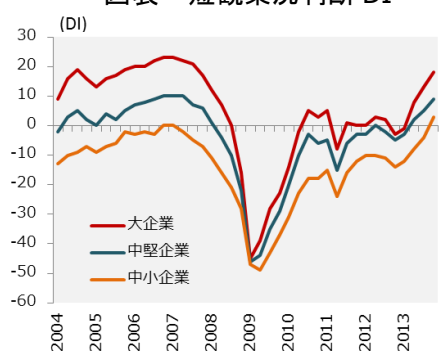
資料：労務行政研究所「賃上げに関するアンケート調査」

図表 売上高営業利益率



資料：財務省「法人企業統計」

図表 短観業況判断DI



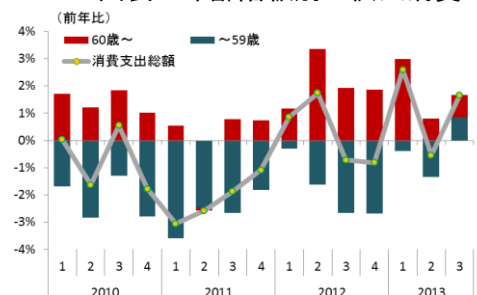
資料：日本銀行「日銀短観」

図表 企業規模別の賃金上昇率と就業者数 (2012年)

	従業員規模 (人)	従業員規模 (人)					
		全規模	5000-	1000-4999	300-999	100-299	30-99
一人当たり賃金を上げた企業の割合 (定期昇給含む) %	75.3%	86.7%	82.2%	81.5%	72.7%	58.1%	不明
就業者数 万人	5,427	522	741	778	801	854	1,730
構成比%	100%	10%	14%	14%	15%	16%	32%
賃金総額 兆円	191	22	31	29	30	28	52
構成比%	100%	12%	16%	15%	16%	14%	27%

資料：厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」

図表 年齢階級別の個人消費



注 年齢階級別消費支出額に世帯数を乗じて算出。世帯数は「国民生活基礎調査」より線形補間。資料：総務省「家計調査」、厚生労働省「国民生活基礎調査」

1. 米国経済

緩やかな回復基調を維持

米国経済は、緩やかな回復基調にある。13年10-12月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率+3.2%と前期（同+4.1%）から伸びをやや弱めたが、回復が続いていることが確認された。10月の政府機関の一部閉鎖の影響から政府支出が減少、住宅投資も13期ぶりに減少したが、消費は前期から伸びを高めたほか、輸出の増加から外需もプラス寄与となった。

所得の改善と資産効果を支えに堅調を維持する個人消費

企業の生産活動は持ち直している。企業は設備投資に慎重な姿勢を崩していないものの、昨夏以降、消費の堅調を背景に、生産は増加傾向が続いている。最近では、企業の景況感（ISM指数）にやや陰りがみられるが、拡大・縮小の分岐点である50を上回る水準を維持している。

家計部門では、バランスシート調整が着実に進捗し、消費は堅調に推移している。個人消費を所得要因・資産効果要因（住宅・株価）に分解すると、12年後半以降、所得回復に加え、住宅価格上昇と株高による資産効果が、押し上げに寄与してきたことがわかる。家計の可処分所得は、13年初は給与減税終了により一時伸びを低めたが、雇用の緩やかな回復（非農業部門雇用者数は13年月平均19.4万人増）が続く中、13年後半にかけて伸びを高めた。インフレ率が緩やかに低下する中、実質賃金の上昇も家計の購買力を高め、消費を支えている。

住宅市場では、13年春以降の金利上昇により一頃に比べ需要は弱まっている。ただし、中古住宅の在庫率が住宅バブル前の平均水準まで低下するなど、供給過剰感の後退もあって、住宅価格は上昇傾向を維持している。当面は、金利先高感による駆け込み需要も想定されるため、住宅価格の上昇傾向は続くと思われ。もっとも、量的緩和縮小の進展とともに、モーゲージ金利が一段と上昇する可能性があり、価格上昇ペースは次第に緩やかになるであろう。

株式資産価値も、13年中は増加傾向を維持し、消費全体の4割を占める高所得者層（株式の5割を保有）の消費を喚起してきた。ただし、14年入り後は株価が下落に転じており、逆の資産効果が働くことになる。

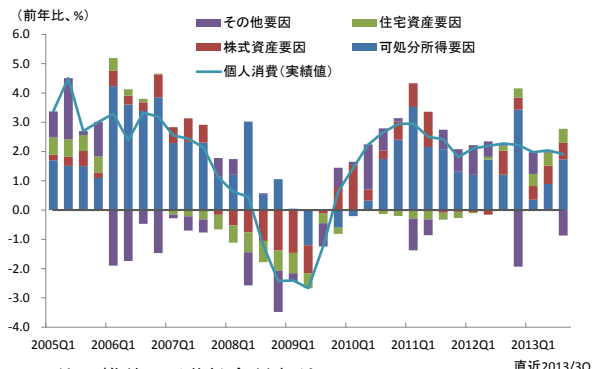
今後も、所得環境の回復を主因に、消費の緩やかな拡大持続を見込むが、金利の上昇や資産価値の減少によるマイナスの影響には、留意が必要である。

図表 米国経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2012 暦年	2013 暦年	2014 暦年	2015 暦年
実質GDP	2.8	1.9	2.6	2.8
個人消費	2.2	2.0	2.7	2.8
設備投資	7.3	2.6	3.6	4.6
住宅投資	12.9	12.0	4.5	5.8
在庫投資寄与度	0.2	0.2	▲0.1	▲0.1
政府支出	▲1.0	▲2.2	▲0.4	0.3
純輸出寄与度	0.1	0.1	0.3	0.1
輸出等	3.5	2.8	4.8	2.9
輸入等<控除>	2.2	1.4	2.2	2.0
FFレート誘導水準（年末）	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0.50-0.75%
失業率（除く軍人）	8.1	7.4	6.1	5.5

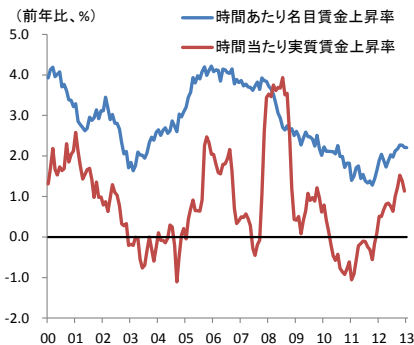
資料：米国商務省、米国労働省、FRB
予測は三菱総合研究所

図表 個人消費の要因分解



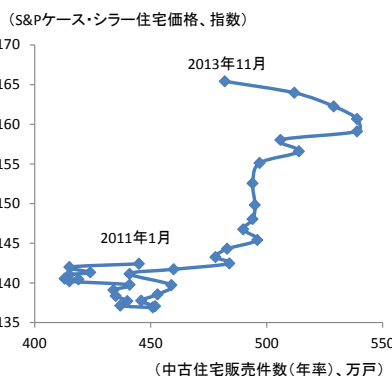
注：推計は三菱総合研究所
資料：米国商務省、FRB

図表 賃金上昇率



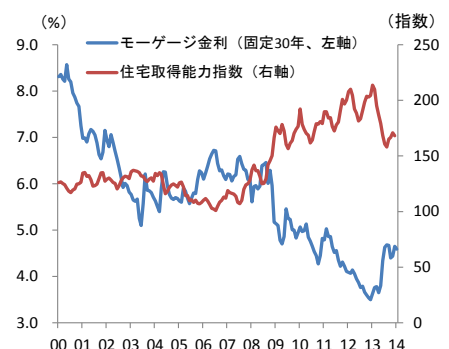
注：実質賃金上昇率は12月、名目賃金上昇率は1月が直近
資料：米国労働省

図表 住宅価格と販売件数



資料：S&P ケース・シラー 全米不動産業者協会（NAR）

図表 住宅ローン金利と購買力



注：住宅取得能力指数は12月、モーゲージ金利は1月が直近
資料：全米不動産業者協会（NAR）
米抵当銀行協会（MBA）

財政政策、14年度の予算規模は13年度に比べ拡大

13年12月、超党派委員会による予算協議が合意に至った。合意内容を踏まえ、14会計年度（13年10月～14年9月）の歳出法案が14年1月に議会で可決され、政府機関の機能停止は回避された。これにより、①毎年1,100億ドルの歳出強制削減の幅が今後2年間（14、15会計年度）で約630億ドル縮小される一方、②連邦政府職員の退職プログラムや軍事恩給の見直し等により、財政赤字は10年間で200-230億ドル追加的に削減されることとなった。13会計年度に比べ14会計年度の連邦政府の裁量的支出の規模は拡大されるため、成長率の押し上げ要因となる。

また、2月12日には、政府債務残高の上限を15年3月までの1年間、無条件で引き上げる法案が議会で可決され、財政を巡る混乱はひとまず回避された。

FRB、量的緩和の縮小開始とともにフォワードガイダンスを強化

12月開催の連邦公開市場委員会（FOMC）において、FRBは、雇用の累積的な回復と労働市場の見通しの改善を理由に、1月から資産購入規模の縮小（国債：450億ドル/月→400億ドル/月、住宅ローン担保証券（MBS）：400億ドル/月→350億ドル/月）を開始することを決定。同時に、「インフレ率が2.0%を下回り続けるならば、失業率が6.5%を下回っても相当期間（well past the time）は異常な低金利を維持することが適切」とし、いわゆる「フォワードガイダンス」を強化した。量的緩和の縮小決定とともにフォワードガイダンスが強化されたことで、金利の急激な上昇は回避された。続く1月開催のFOMCでも、2月に国債と住宅ローン担保証券の購入規模を各50億ドル減少させることを決定した。

今後は、雇用や物価動向、市場の不安定化による影響等を見極めつつ、量的緩和縮小を慎重に進めると予想する。失業率は、14年2～4月には6.5%を下回るとみるが、量的緩和縮小の終了は14年末前後、その後、資産の圧縮過程を経て、政策金利の引き上げは早くても15年末以降と、相当時間を要するであろう。背景には、第1に、最近の失業率改善の一部は労働参加率の低下によること⁷、第2に、失業期間や非自発的パート比率の高止まりなど、労働市場は依然として回復途上にあること、第3に、インフレ率が政策目標（前年比+2.0%）を下回る状況が続くとみられること、が挙げられる。

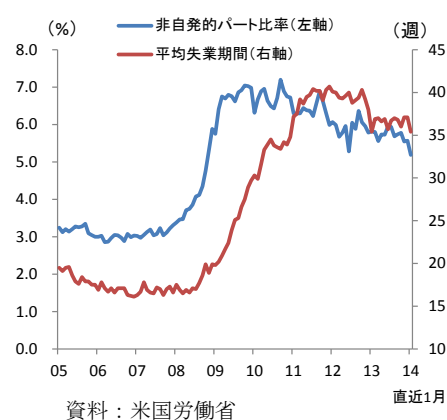
堅調な回復を見込むが、政策の不確実性と市場急変がリスク

家計部門では、所得環境の回復持続や、13年の給与増税の影響はく落を背景に、消費が堅調に推移すると見込む。企業部門では、海外経済が持ち直すにつれて、生産・投資活動が緩やかに改善するだろう。財政面では、14会計年度の予算規模拡大が、政府支出の増加に加え、国防やインフラ関連産業の生産・投資活動や雇用の押し上げ要因となろう。

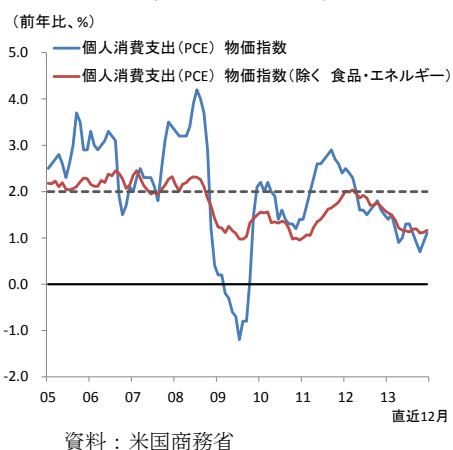
以上を踏まえ、実質GDP成長率は、14年は前年比+2.6%（前回+2.5%）、15年は同+2.8%と緩やかな回復持続を予想する。

先行きの懸念材料として、まず、①株式市場の不安定化がある。米国株価が軟調に推移すれば、家計の資産価値下落や家計・企業のマインド低下につながる恐れが挙げられる。また、②量的緩和縮小が進むにつれ、市場で先行きの利上げを織り込む動きや不確実性が強まることにより、金利が上昇し始める可能性がある。金利上昇ペース次第では、耐久財消費の抑制要因となるほか、住宅市場の回復ペースを弱める可能性がある。その際、株価の下落も重なれば、経済の下押し圧力は一段と強まるであろう。

図表 パート比率と失業期間



図表 インフレ率



⁷ 13年12月の超党派委員会での合意により、2008年以来続いてきた「緊急失業保険給付」は12月28日に失効。失業給付支給期間短縮は、労働市場からの退出者を増やし、失業率や労働参加率の低下をもたらす可能性。

2. 欧州経済

ユーロ圏経済は緩慢ながら持ち直しへ

ユーロ圏経済は信用不安が落ち着き、実体経済も緩慢ながら持ち直しの動きが続いている。

2010年以降、財政危機の広がりを受けEU・IMFにより実行されたアイルランド向け支援(2010年12月)と、スペイン向け銀行支援(12年7月)は、市場が落ち着きを取り戻す中、それぞれ13年12月、14年1月に無事終了した。

実体経済面でも、13年10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率は、前期比+0.3%と3四半期連続のプラス成長となった。ドイツで緩やかな回復が続くほか、南欧諸国でもポルトガル、スペインが各3、2四半期連続で小幅のプラス成長となるなど持ち直しの動きがみられる。

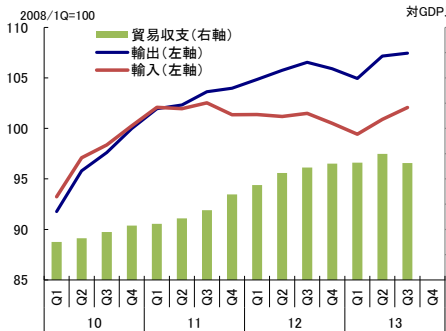
輸出が堅調に推移する中、ユーロ圏の企業の景況感は改善傾向にあり、設備投資(固定資本形成)も持ち直しに転じている。もっとも、ユーロ圏輸出の半分以上を占める域外輸出はユーロ上昇を受けて伸びが鈍化し、今後も力強い回復は見込みづらい⁸。設備投資の回復も、緩やかなペースにとどまろう。

図表 欧州経済見通し

単位: 前年比%	実績		予測	
	2012暦年	2013暦年	2014暦年	2015暦年
ユーロ圏	▲0.6	▲0.4	0.8	1.2
ドイツ	0.9	0.5	1.4	1.6
フランス	0.0	0.2	0.7	1.1

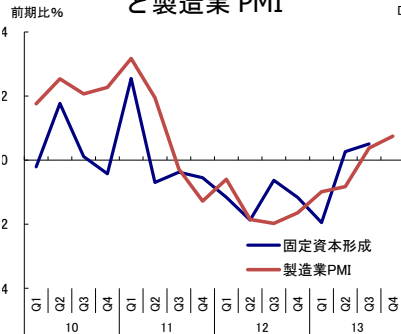
資料: 実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表 ユーロ圏輸出入と貿易収支



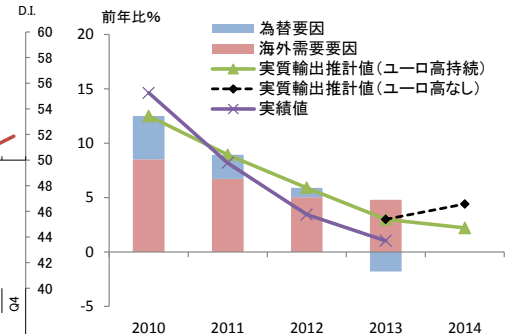
注: 輸出入はGDPベース
資料: Eurostat

図表 ユーロ圏の固定資本形成と製造業PMI



資料: Eurostat, Bloomberg

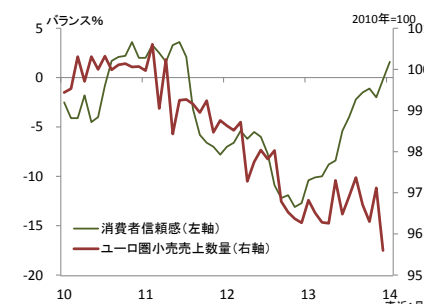
図表 ユーロ域外輸出



注: 試算の詳細は脚注7を参照
資料: Eurostat、欧州委員会

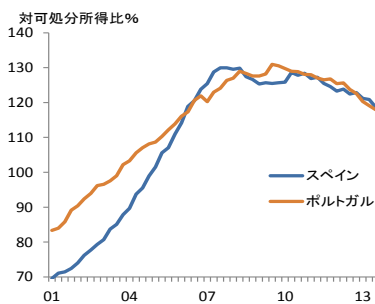
消費の回復テンポも鈍い。金融市場の落ち着きを受け、消費者マインドは改善に転じているが、①失業率の高止まりが続くこと、とくに南欧諸国では所得の減少が続くこと、②家計の債務残高が依然高水準であること、が重石となっている。

図表 小売売上数量と消費者マインド



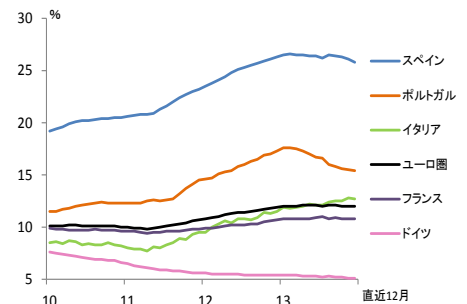
注: 消費者信頼感は長期平均からの乖離幅
資料: Eurostat

図表 家計のローン残高



資料: ECB

図表 失業率



資料: Eurostat

強まる低インフレ傾向、ECBの政策対応に注目

ユーロ圏では低インフレ傾向が強まっている。ユーロ圏のGDPギャップは、欧州信用不安が一段と深刻化した12年以降、マイナス幅を拡大しており、これがインフレ率低下の背景とみられる。ユーロ圏の消費者物価(HICP)上昇率は、13年10月以降、前年比1%を下回っているほか、食料・エネルギー

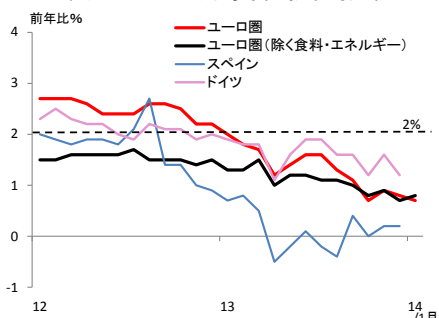
⁸ 図表(中段右)はユーロ域外向けの実質輸出(財)を、Quarterly report on the euro area 2010 II “The Export performance of the euro area”を基に要因分解し、14年分を予測したもの(三菱総合研究所推計)。「ユーロ高持続」シナリオは14年のユーロ上昇率を13年並みと仮定、「ユーロ高なし」シナリオは同上昇率が前年比ゼロと仮定。

ーを除くコアベースでは、12月に同+0.7%とユーロ導入以来最低水準となった。労働コスト抑制圧力の強いスペインでは、HICPの前年比がゼロ近傍で推移しているほか、緩やかな景気回復が続くドイツでも、13年中のHICPは同+1.6%と12年（同+2.1%）から低下した。

欧州中央銀行（ECB）は、13年11月に政策金利を0.5%から0.25%に引き下げ、1月にはフォワード・ガイダンスを改めて強調したほか、2月には低インフレの継続自体をリスクとし、需要の弱さに注意を払う必要性を強調するなど、デフレへの警戒を強めている。もっとも、銀行が過去のLTRO（3年物長期オペ）で調達した資金の早期返済⁹を進めており、ユーロ圏の短期市場金利はむしろやや上昇している。

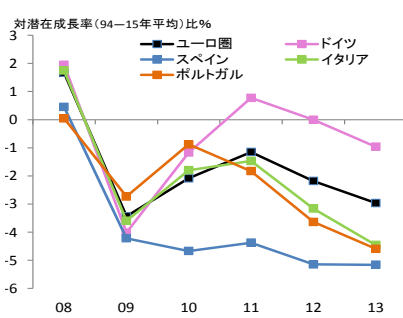
ECBは、①正当化されない短期金利の上昇や、②中期的なインフレ見通しの悪化が生じた場合、追加緩和に踏み切ると表明している。追加緩和策としては、i) LTRO実施、ii) 政策金利引き下げ（中銀預金金利はマイナス）、iii) 量的緩和などが考えられるが、i) は供給された資金が銀行の国債購入に回り、銀行と財政の負の連鎖を強める、ii) は銀行がマイナス金利によるコスト増を顧客に転嫁し、結果的に借り入れコストが上昇するなどの副作用が指摘されている。iii) は、過去の国債買い入れ（SMP）に対する不胎化オペの中止が検討されるが、規模が小さく効果は限定的とみられる。流通市場で国債を購入することは可能だが、どの国債を購入するかは「政治・法律・経済上大きな難題」（メルシュ ECB専務理事）との否定的な意見があるほか、ECBが検討している資産担保証券（ABS）など民間債権購入は、ドイツ政府が難色を示している。ECBが機動的な政策対応でデフレを回避できるのか、注目される。

図表 HICP（消費者物価指数）



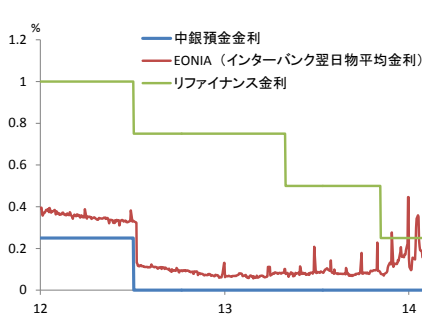
注：スペインは VAT 等税金引上げ分を除く
資料：Eurostat

図表 GDP ギャップ



注：13年は欧州委員会推計値
資料：欧州委員会

図表 政策金利と短期市場金利



資料：ECB、Bloomberg

ユーロ圏経済は14年にプラス成長へ転化も低成長は続く

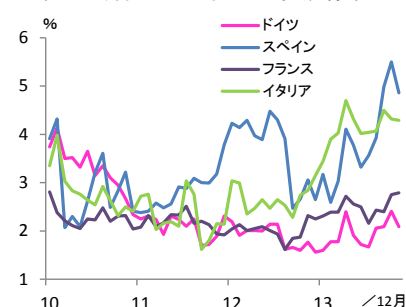
ドイツ経済は、輸出の持ち直しが設備投資、消費へと波及し、緩やかな回復を続けると見込む。実質 GDP 成長率は、14年は+1.4%、15年は+1.6%と予想する。ユーロ圏全体では、14年は+0.8%と1%を下回る見通しを維持する。15年は家計や企業のバランスシート調整の若干の進捗を見込み、+1.2%と予想する。極めて緩慢な回復パスとなろう。

今後のリスクとして、①デフレ入りと、②統合進化の遅れが考えられる。この場合、現在落ち着いている信用不安が再燃する恐れもある。

上記のとおり、経済の南北格差や金融政策手段の制約が存在する中、ECBはより一段と難しい局面に直面している。ひとたびデフレに陥れば、投資・消費活動の低迷や民間・政府の実質債務負担の増加を招く。

統合進化の遅れも懸念される。2本の柱のうち、「銀行同盟」は、14年秋に単一銀行監督制度（SSM）がスタートするほか、単一破綻処理制度（SRM）でも合意（13年12月）するなど、一定の進捗がみられる。しかし、もう一つの柱である「財政同盟」に関しては、構造改革を行う国に対する金融支援制度の議論が先送りされるなど、本格的な財政移転の仕組み作りは進捗していない。単一の金融政策では、名目貸出金利と物価上昇率の差の両面から実質金利に格差が生じるため、財政移転の仕組みがなければ危機に陥った国の景気回復は難しい。また、14年5月に予定される欧州議会選挙で反EU勢力が躍進し、ユーロの統合深化への取り組みがさらに遅れば、ユーロ圏の景気停滞が長期化するリスクがある。

図表 銀行の企業向け実質貸出金利



注：期間1～5年、100万ユーロ未満
実質金利はHICPを差し引いて作成
資料：ECB

⁹ ECBは11年12月、12年2月に、債務危機による流動性低下を受け、総額約1億ユーロの3年物長期流動性供給オペ（LTRO）を実施。このオペは実施から1年後より早期返済が可能。ECBによる資産査定（AQR）やストレステスト実施に備え、銀行が負債圧縮のため、早期に返済する動きが続いている。

1. 概観

米国の量的緩和縮小により揺れる新興国経済

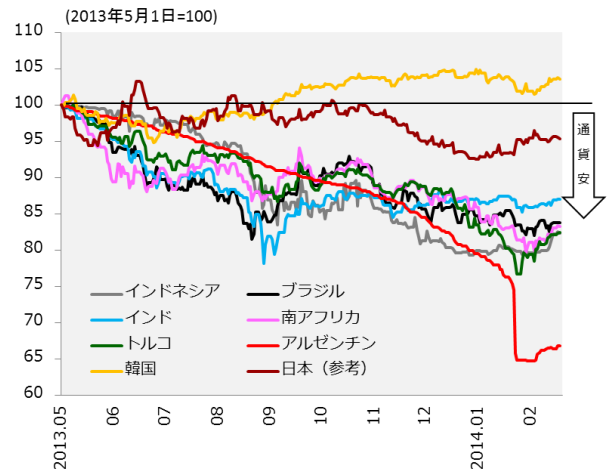
新興国からの資金流出の動きが再び強まっている。13年12月に米国FRBが量的緩和の縮小に踏み切り、今後資産買入額の縮小、さらには資産の圧縮が見込まれることから、市場はリスクに敏感になっている。投資先の選別色が強まっており、経済の基礎体力が弱い新興国を中心に通貨の売り圧力が高まっている。

金融市場の潮目の変化は、新興国の経済や政策運営にも重大な影響を及ぼす。アルゼンチンでは、中央銀行が外貨準備の減少を理由に介入を中止したことをきっかけに通貨が大幅に下落。トルコでは、通貨防衛のため政策金利を4.5%から10.0%に一気に引き上げたほか、ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカなどでも相次いで利上げを実施している。

とくにブラジルやインドは、国内景気が振るわないにも関わらず、通貨防衛のために政策金利の引き上げを余儀なくされている。国により濃淡はあるものの、インフレと金利上昇が下押し圧力となり、新興国経済の内需は総じて低調な推移を予想する。また、14年の新興国は、2月のタイ総選挙を皮切りに、インド、インドネシア、トルコ、ブラジルでも大統領選挙など大きな政治イベントが予定されており、金融市場と政治の不安定性があいまって、新興国経済が停滞すれば世界経済のアキレス腱となる可能性が高い。

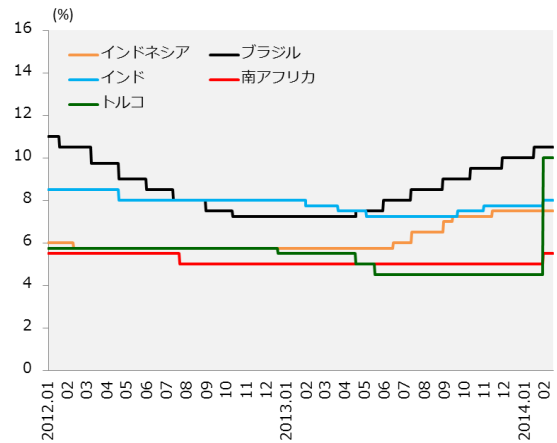
今回の見通しでは、インド、インドネシア、ブラジルなど、通貨安により政策金利の引き上げを余儀なくされた国では、先行きの内需鈍化を反映して成長率見通しを全体的に下方修正している。

図表 新興国の為替



資料：Bloomberg

図表 新興国の政策金利



資料：Bloomberg

図表 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2012	2013	2014	2015
中国	7.7	7.7	7.4	7.3
NIEs	1.7	2.7	3.5	3.7
香港	1.5	2.9	4.0	4.4
韓国	2.0	2.8	3.4	3.5
シンガポール	1.3	3.7	3.4	3.6
台湾	1.5	2.2	3.5	3.8
ASEAN5	6.2	5.2	5.0	5.3
インドネシア	6.2	5.8	5.5	5.7
マレーシア	5.6	4.7	5.0	5.2
フィリピン	6.8	7.2	5.5	5.5
タイ	6.5	2.9	3.5	4.4
ベトナム	5.2	5.4	5.4	5.5
インド	5.0	4.7	5.0	6.0
ブラジル	1.0	2.3	3.0	2.8

注：シャドー部分が予測値
資料：実績は各国統計、予測は三菱総合研究所

図表 世界の政治イベント（2014年）

世界の主な政治日程	
1月	
2月	・タイ総選挙
3月	・中国全人代
4月	・インド総選挙
5月	・欧州議会選挙 ・南アフリカ総選挙
6月	
7月	・インドネシア大統領選挙
8月	・トルコ大統領選挙
9月	・インドネシア大統領選挙（決選投票）
10月	・ブラジル大統領選挙
11月	・米国中間選挙
12月	

資料：各種資料より三菱総合研究所作成

2. 中国経済

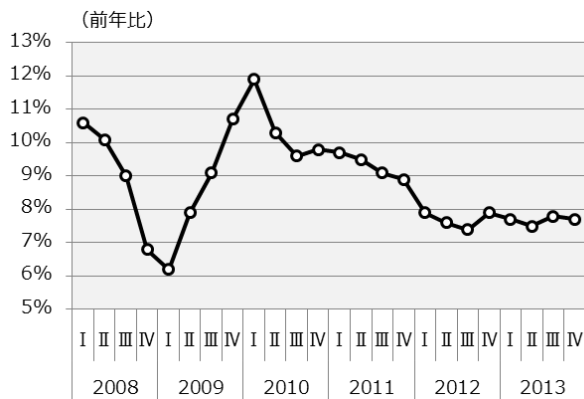
13年は7.7%成長

中国の13年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.7%と、7-9月期（同+7.8%）からはやや伸びが鈍化したものの、底堅い結果となった。13年全体では+7.7%成長と12年と同じ伸びを維持した。

個人消費は、節約令による高級品・接待需要が低迷する一方、大衆品の需要が拡大し、堅調な動きをみせている。逆に、高い伸びを続けてきた固定資産投資は、過剰投資問題を抱える製造業を中心に若干伸びが鈍化しつつある。

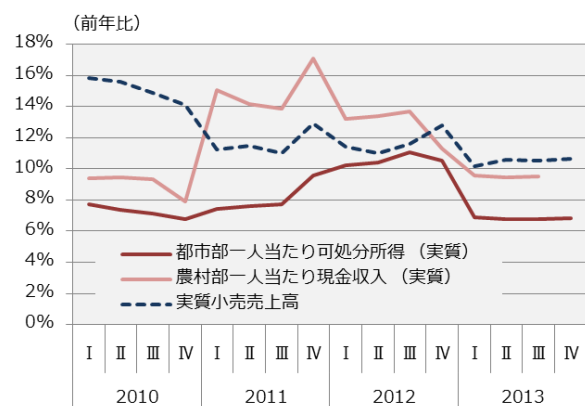
輸出は、偽装輸出への取り締まり強化もあり13年春以降に伸びが大幅に鈍化した。足もとは緩やかに持ち直しつつある。ただし、北米や欧州など先進国向けが持ち直す一方、NIEs向けが大幅に減速したほか、通貨安に見舞われたインドネシアを中心にASEAN向けも伸びが鈍化するなど地域別では濃淡がみられる。

図表 中国の実質GDP成長率



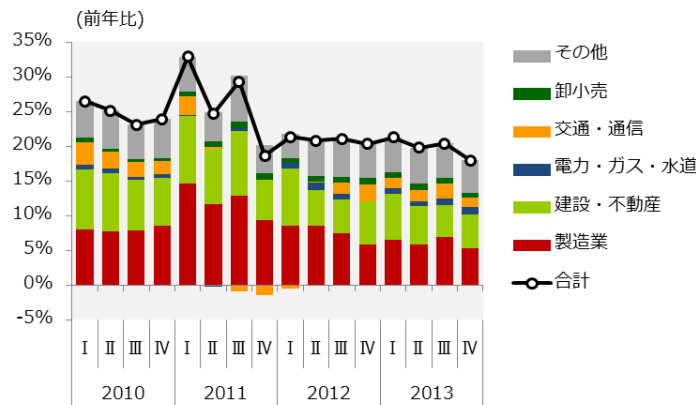
資料：Bloomberg

図表 中国の実質小売売上高



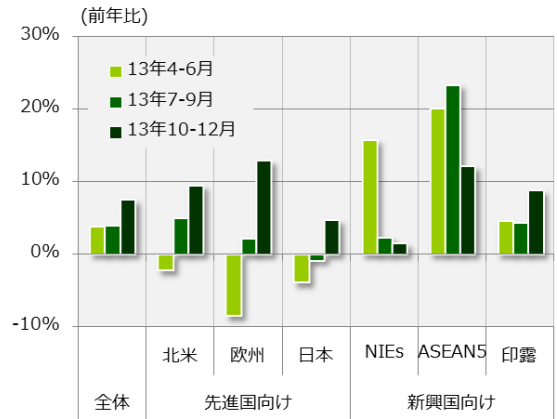
資料：CEIC

図表 中国の業種別固定資産投資



資料：CEIC

図表 中国の地域別輸出



資料：CEIC

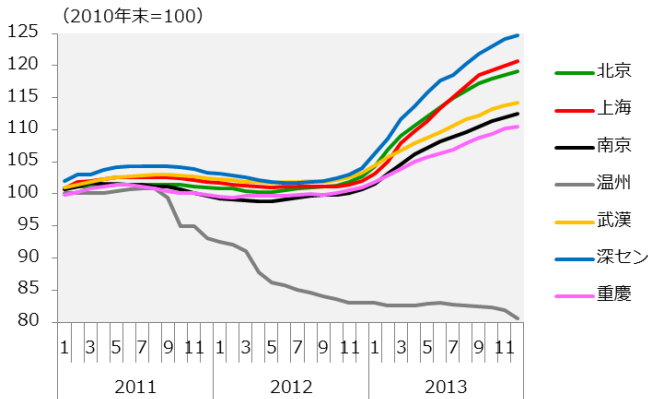
リスクも蓄積する中国経済：住宅価格の高騰とシャドーバンキング問題

中国では、12年に住宅価格が一旦は下落に転じたものの、13年半ばにかけて大都市圏を中心に住宅価格の上昇テンポが加速した。こうした状況を受け、北京市や上海市など特に上昇率の高い大都市圏では、地方政府による需要抑制策（2軒目購入にかかる頭金比率の引上げなど）が打ち出された。13年末にかけて、上昇ペースがやや鈍化してきたのは、これらの需要抑制策が奏功し始めた可能性がある。ただし、地方税収の大半を土地売却収入に頼る状況を変えない限り、地方政府が本気で需要抑制に取り組むとは考えにくい。上海市や重慶市など一部の都市で試験導入が始まっている固定資産税の全国的な導入など、抜本的な改革が必要となる。

シャドーバンキングの問題も依然として根深い。シャドーバンキングに相当するとされる、人民元建て銀行融資以外の資金調達額は、13年末時点で8.4兆元（約140兆円）にのぼり、資金調達額全体に占

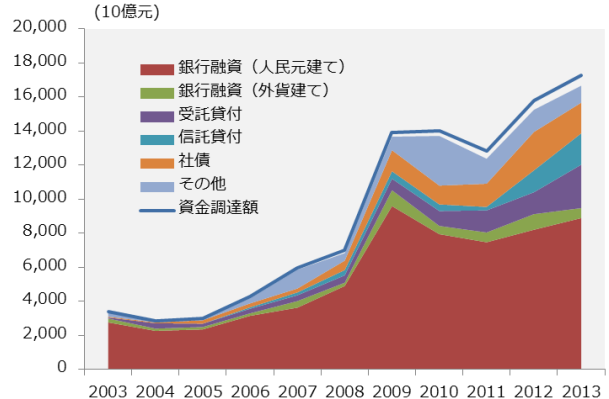
める割合も49%に達した。また、14年1月には山西省の鋁山会社の経営不振により、同社を投資先に組み入れていた理財商品の焦げ付き懸念が表面化。最終的には第三者からの出資により元本割れは回避されたが、理財商品のデフォルトリスクを改めて認識させられると同時に、政府系とみられる“第三者”による救済は、今後のモラルハザードを助長しかねない点が危惧される。

図表 中国主要都市の住宅価格指数



資料：中国国家统计局より三菱総合研究所作成

図表 中国の社会融資総量



資料：CEIC

三中全会決定事項の実行段階へ

13年11月に実施された中国共産党の三中全会後に公表された「改革の全面的深化における若干の重要な問題に関する中共中央の決定」では、今後の中国経済・社会のかじ取りについて、予想以上に踏み込んだ内容の政策方針が示された。

全体では、①中長期的な労働力不足問題に目を配りつつ、②戸籍制度改革などを通じて農村部の所得水準向上と格差是正を図り、③国有企業改革と地方の財政改革により過剰投資を抑制していく方針が示された。「投資から消費へ」という成長モデル転換に向けた基礎固めといえよう。

金融改革では、「経済資源の配分にあたり市場に決定的な役割を与える」とし、貸出金利の自由化など改革の一部はすでに実行に移している。改革の実験場として注目の集まる上海自由貿易試験区では、試験区内での資本取引や金利の自由化が予定されており、近々規制緩和のメニューが発表される予定となっている。しかし、実施時期が不透明な改革項目も多く、今後の実行力が問われる。

図表 三中全会で示された改革項目

人口・労働力改革	・一人っ子政策の緩和（夫婦の片方（従来は双方）が一人っ子なら2子目可） ・定年の引上げ（男性60歳、女性55歳を段階的に引上げ2030年に65歳に）
都市化・土地改革	・農村から中小都市部への戸籍移動制限緩和（大都市へは引き続き制限） ・農村集団保有地の転売や貸出を認める
財政・税制改革	・営業税を廃止し、増値税（付加価値税）に一本化 ・地方財源強化（不動産税導入、地方債発行認可、中央政府と歳出責任共有）
国有企業改革	・水・石油・天然ガス・電力・交通・通信などの分野での価格競争導入 ・国有企業の国家納付金率を段階的に10%→30%まで引上げ社会保障財源に
金融改革	・金融業の対外開放や中小行など民間金融機関の参入に関する規制緩和 ・金利自由化や人民元の資本取引の段階的自由化

資料：各種資料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、生産年齢人口（15-59歳）が減少に転じる中、成長が再び加速に転じる可能性は低い。潜在成長率の低下に歩を合わせる形で、15年にかけて中国経済は緩やかに減速するであろう。もっとも、成長率が7%を下回るようであれば、雇用面の影響を懸念し、中央政府が財政政策等による景気のコ入れに動く可能性が高い。そのため、実質GDP成長率は7%台を維持すると見込み、13年の前年比+7.7%から14年は同+7.4%（前回+7.3%から上方修正）、15年は同+7.3%と予測する。

ただし、上述のとおり、不動産バブルやシャドーバンキング、地方政府の財政赤字問題などリスクが蓄積している点は否めない。中央政府の政策対応により、ただちに景気が腰折れする可能性は現時点では低いとみているが、これらのリスク次第では、中国経済が安定成長への軟着陸に失敗し、非連続的に失速しうる点には注意が必要である。

3. ASEAN 経済

金融市場と政治の不安定化が景気下押し

ASEAN 経済は、中長期的には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、通貨安によるインフレおよび通貨防衛のための利上げが、足もとの成長抑制要因となっている。

インドネシアの13年10-12月の実質 GDP 成長率は前年比+5.7%となり、成長の緩やかな減速が続く。13年5月以降、米国的緩和の縮小観測から通貨安に見舞われ、財政赤字削減を目的とするガソリン補助金の削減（6月下旬実施）も相まって、同国のインフレ率は前年比5%台後半から8%台後半へ上昇した。インドネシア中央銀行は、6月以降に5回の利上げ（累計で5.75%→7.5%へ）を実施しており、同国の成長を支えてきた内需（消費と投資）への影響が懸念される。

タイ経済は、低調な推移が続いている。12年末に自動車の初回購入者向けの補助金が終了したこともあり、耐久消費財を中心に消費が低迷しているほか、13年末以降は反政府デモの活発化により観光業や小売業、製造業など幅広く影響が及んだ。14年2月に実施された総選挙も、デモ隊の妨害により一部が再投票（4月）となり、新政権の発足は14年5月にずれ込む見通し。利下げによる緩和的な金融環境が景気の下支えとなることが期待されるが、大型インフラ整備の停滞など政治混迷による経済面への影響は大きい。

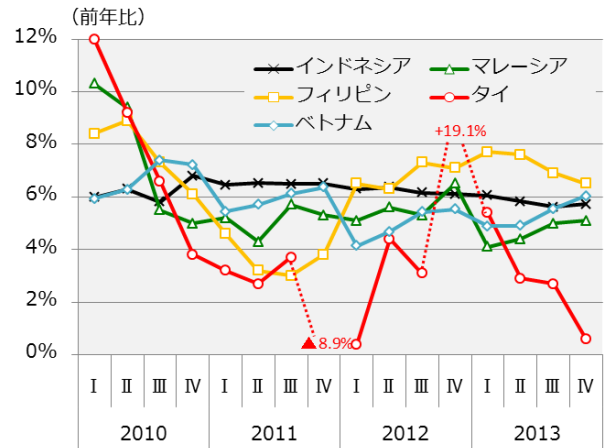
これらの状況を踏まえ、ASEAN5¹⁰の実質 GDP 成長率は、13年の前年比+5.2%から、14年はやや減速し同+5.0%（前回+5.4%から下方修正）、15年は緩やかに持ち直し同+5.3%と予測する。

ASEAN 経済統合による生産拠点としての優位性向上

ASEAN10 各国では、15年の ASEAN 共同体（AEC）創設に向けて、準備が進められている。AEC では、関税の撤廃のみならず、投資の自由化や熟練労働者の移動自由化などを目指している。10年には既に ASEAN6 ヶ国において関税の撤廃が実施されているが、これが CLMV 諸国¹¹にも拡充されることから、ASEAN 域内でのモノの移動について、原則、関税撤廃が実現する。

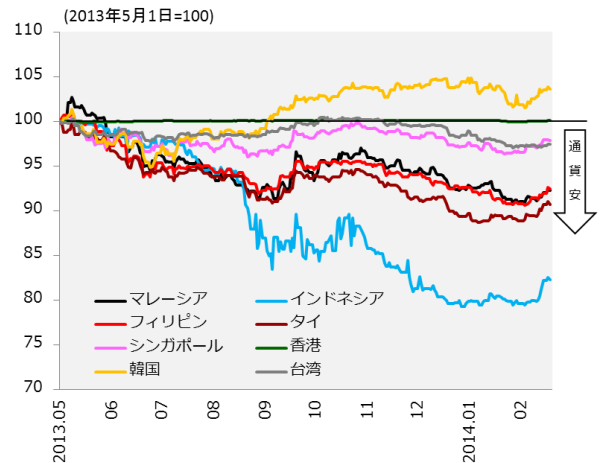
ASEAN 諸国の賃金格差は依然大きく、カンボジアやミャンマーの賃金水準はタイやマレーシアの4分の1程度である。こうした多様な労働力の活用により、国境を越え最適なサプライチェーン網を構築することが出来れば、生産拠点としての優位性は一段と高まるであろう。また、15年にかけて、物流面でも南部回廊（バンコク～プノンペン～ホーチミン）や南北回廊（中国昆明～バンコク）などのインフラ整備が進む予定であり、これも支援材料となろう。

図表 ASEAN の実質 GDP 成長率



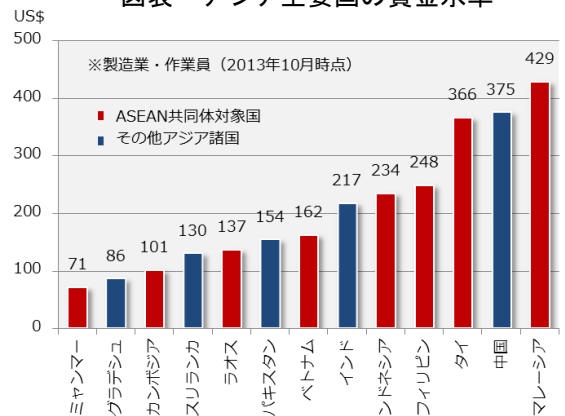
資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 ASEAN・NIEs の為替



資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 アジア主要国の賃金水準



資料：JETRO より三菱総合研究所作成

¹⁰ 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。

¹¹ CLMV とは、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナムの4ヶ国。

4. インド経済

景気低迷が続くも、外需の改善など明るい動きも

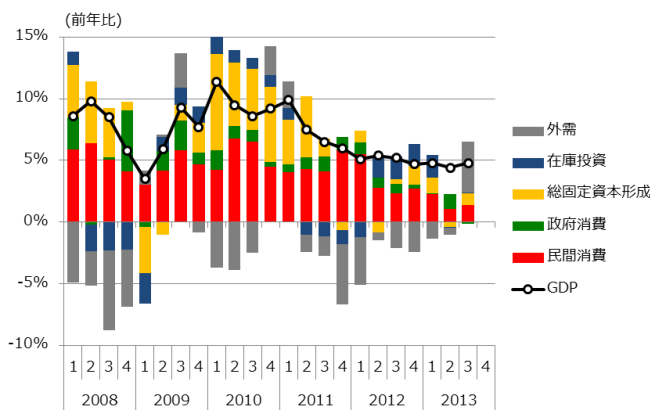
インド経済は、全体として低迷が続いているが、一部に持ち直しの兆しもみられる。内需が引き続き弱いながらも、輸出の増加と輸入の減少により外需が持ち直しつつある。

内需の減速が続く背景には、物価の上昇がある。既往のインドルピー安による輸入物価の上昇が、国内にも波及しているほか、天候不順等により食料品価格も前年比 10% 超の上昇が続いている。とくに地方部では、賃金上昇率が相対的に低い一方、消費に占める食料品の割合も高く、家計への影響は大きい。

弱い内需に対し、外需は持ち直しつつある。既往のルピー安により輸出品の価格競争力が増しており、機械部品等の輸出が大幅に増加。一方、輸入はルピー安や内需の弱さを映じて減少しているほか、輸入の 1 割を占めていた金の輸入が 13 年半ば以降、激減している影響も大きい¹²。

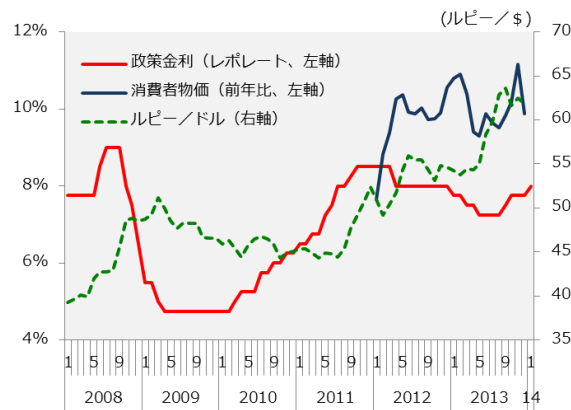
その結果、インドの悩みの種である経常赤字も幾分縮小し始めている。為替も、13 年 9 月に既往最安値（66 ルピー／ドル）を記録した後は 62 ルピー前後で推移しており、13 年 11 月以降、新興国通貨が再び売られ始めた局面でも、相対的には底堅さを維持している。13 年 9 月にインド準備銀行総裁に就任したラジャン氏が、CPI 上昇率を「2 年以内に 6% 以下に抑える」との目標を掲げ、連続利上げを行うなど、“インフレファイター”として積極的な政策発動姿勢を見せていることも背景にある。

図表 インドの実質 GDP 成長率



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 インドの金利・物価・為替



資料：CEIC

本来の成長軌道への回帰に向け、選挙後の変化に期待

インドの潜在的な成長率は、7% 台半ばとされるが、高インフレや金利の上昇が重石となるため、当面は潜在成長率を下回る状況が続くであろう。ただし、輸出の緩やかな回復により 13 年の低成長からは持ち直す見込み、実質 GDP 成長率の見通しは、13 年の前年比+4.7%から 14 年は同+5.0%と緩やかに回復（前回+5.4%からは下方修正）、15 年は同+5.4%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¹³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、汚職の蔓延などもあるとみられる。14 年 4 月の総選挙では、野党インド人民党の勝利が予想されている。グジャラート州知事として外資導入による高成長実現に成功した同党モディ氏の手腕に期待が集まるところである。

¹² インド政府は、昨年 8 月、経常収支の改善を目的に、金の輸入規制を強化した。

¹³ インドでは、土地収用に関する補償や手続きを定めた「新土地収用法」が施行された。被収用者への補償を手厚くし、土地収用をスムーズに進めることが狙いだが、住民の 80% 以上の同意など収用手続きが明文化され、補償コストも増加したため、インフラプロジェクトがかえって停滞する可能性を懸念する声もある。

5. ブラジル経済

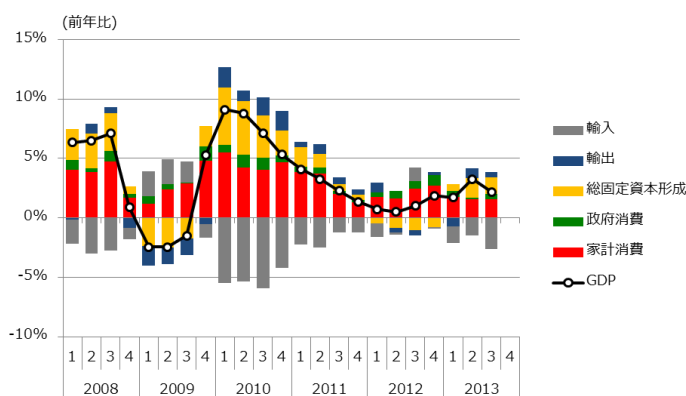
緩やかに持ち直すも足場は弱い

ブラジル経済は、緩やかに持ち直しの動きを見せている。消費の伸びが鈍化しているものの、固定資産投資や輸出の持ち直しが景気の下支え要因となっている。

消費の伸びが鈍化している背景には、物価上昇率の高止まりや金利の上昇がある。同国の消費者物価は、前年比+6%程度の上昇を続けており、中央銀行の政策目標である同+4.5%を大きく上回っている。元来、「ブラジルコスト¹⁴」とも称されるコスト高により、投資が大幅に不足しており、国内供給力不足から慢性的なインフレ体質にある。そこにレアル安が加わったことで、物価が高止まりしており、消費の重石となっている。

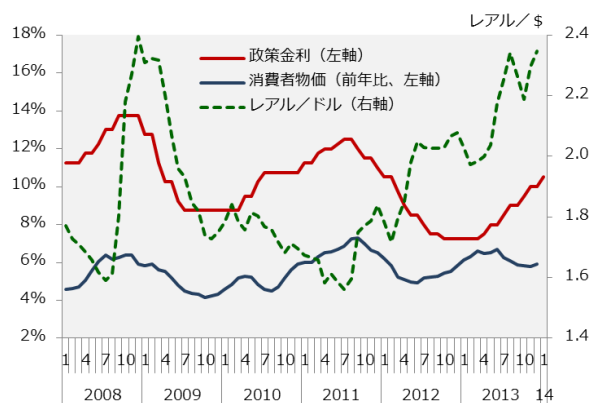
一方、成長の持ち直しに寄与しているのは、固定資産投資である。14年のW杯、16年の五輪などインフラ整備需要の盛り上がり背景にある。輸出も、レアル安を追い風に回復傾向にある。ただし、上述の慢性的な国内供給力不足のため、固定資産投資や輸出の増加に伴い、資本財や中間財の輸入も大幅に増加している。

図表 ブラジルの実質 GDP 成長率



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 ブラジルの金利・物価・為替



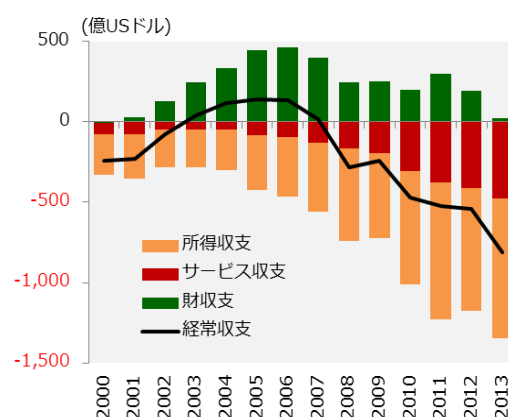
資料：CEIC

双子の赤字が中長期の成長制約に

ブラジル経済は、W杯にむけた固定資産投資の増加や通貨安による輸出の持ち直しもあり、短期的には成長率がやや持ち直すとみられる。ただし、積年の課題である経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」は、むしろ悪化しており、これらが中長期的な成長の重石となろう。実質GDP成長率の見通しは、13年の前年比+2.3%から14年は同+3.0%（前回+3.3%から下方修正）と緩やかに持ち直すが、15年は同+2.8%と再び減速を予測する。

14年11月には大統領選挙を控えている。13年5月には、公共料金の引上げ表明をきっかけに大規模なデモが発生し、ルセフ大統領の支持率も大幅に低下したが、13年秋以降は雇用・所得環境の持ち直しとともに、政権支持率も回復しつつある。ただし、再選に向けて十分な支持率ではないことから、選挙までの間、財政再建が先送りされる可能性もあり、格下げリスクには注意が必要である。

図表 ブラジルの経常収支



資料：CEIC

¹⁴ ブラジルでは、複雑な税制、高い金利、労働・雇用面での過剰な保護措置、未整備なインフラ、治安の悪さといった問題がブラジルコストとして、従来から指摘されている。

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			
		2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
		実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測
名目	国内総生産（＝GDP）	472,600	482,269	493,778	503,806	▲0.2%	2.0%	2.4%	2.0%
	民間最終消費支出	288,055	295,650	299,847	305,644	0.6%	2.6%	1.4%	1.9%
	民間住宅投資	14,049	15,634	15,114	15,565	4.7%	11.3%	▲3.3%	3.0%
	民間設備投資	64,630	65,720	68,879	71,817	0.5%	1.7%	4.8%	4.3%
	民間在庫品増加	▲1,933	▲3,203	▲2,437	▲2,568	***	***	***	***
	政府最終消費支出	97,131	98,683	100,745	102,722	0.5%	1.6%	2.1%	2.0%
	公的固定資本形成	21,029	24,798	26,268	25,283	1.1%	17.9%	5.9%	▲3.7%
	公的在庫品増加	▲37	▲15	12	12	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲10,325	▲14,998	▲14,649	▲14,670	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	70,444	79,098	83,985	89,906	▲0.7%	12.3%	6.2%	7.1%
	財貨・サービス輸入	80,770	94,096	98,633	104,576	4.5%	16.5%	4.8%	6.0%

（単位：2005暦年連鎖価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	517,473	529,119	533,633	540,407	0.6%	2.3%	0.9%	1.3%
	民間最終消費支出	308,453	315,673	314,419	317,014	1.5%	2.3%	▲0.4%	0.8%
	民間住宅投資	13,617	14,731	14,014	14,273	5.3%	8.2%	▲4.9%	1.8%
	民間設備投資	68,488	69,068	71,920	74,558	0.7%	0.8%	4.1%	3.7%
	民間在庫品増加	▲1,898	▲3,147	▲2,714	▲2,858	***	***	***	***
	政府最終消費支出	100,582	102,654	103,994	105,560	1.5%	2.1%	1.3%	1.5%
	公的固定資本形成	20,314	23,576	24,346	23,014	1.3%	16.1%	3.3%	▲5.5%
	公的在庫品増加	▲30	▲18	5	5	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	8,356	7,204	8,528	9,814	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	81,299	84,038	87,485	91,178	▲1.2%	3.4%	4.1%	4.2%
	財貨・サービス輸入	72,943	76,834	78,957	81,364	3.7%	5.3%	2.8%	3.0%

		年度				対前年度比増減率			
		2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
		実績	予測	予測	予測	実績	予測	予測	予測
指数	鉱工業生産指数	95.8	98.9	100.5	103.1	▲3.0%	3.2%	1.6%	2.6%
	国内企業物価指数	100.5	102.4	106.5	108.8	▲1.0%	1.9%	4.0%	2.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.6	100.4	103.2	105.1	▲0.2%	0.8%	2.8%	1.8%
	GDPデフレーター	91.3	91.1	92.5	93.2	▲0.9%	▲0.2%	1.5%	0.8%
	完全失業率	4.3%	3.9%	3.7%	3.6%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	89.3	97.0	83.0	82.4	6.2%	8.6%	▲14.5%	▲0.6%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	4,354	2,849	4,321	5,316	***	***	***	***	
	貿易・サービス収支	▲9,434	▲12,899	▲12,188	▲11,789	***	***	***	***	
	貿易収支	▲6,892	▲11,327	▲10,626	▲10,521	***	***	***	***	
	輸出	61,583	68,260	72,572	77,689	▲1.7%	10.8%	6.3%	7.1%	
	輸入	68,475	79,588	83,198	88,210	3.6%	16.2%	4.5%	6.0%	
	通関収支戻（10億円）	▲8,176	▲12,778	▲12,429	▲12,401	***	***	***	***	
	通関輸出	63,941	71,181	75,575	80,905	▲2.1%	11.3%	6.2%	7.1%	
	通関輸入	72,117	83,959	88,004	93,306	3.5%	16.4%	4.8%	6.0%	
	為替	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	***	***	***	***
		国債10年物利回り	0.79%	0.70%	0.78%	0.98%	***	***	***	***
M2		822,469	854,016	885,825	917,756	2.5%	3.8%	3.7%	3.6%	
日経平均株価		9,650	14,362	15,408	16,515	5.1%	48.8%	7.3%	7.2%	
原油価格（WTI、ドル／バレル）		92.0	99.5	102.3	104.9	▲5.4%	8.2%	2.8%	2.6%	
円／ドル レート		83.1	100.2	103.8	106.5	***	***	***	***	
ドル／ユーロ レート		1.288	1.336	1.320	1.302	***	***	***	***	
円／ユーロ レート		107.1	133.8	136.9	138.6	***	***	***	***	

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 田中康就

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

広報部 峰尾 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。