

PRESS RELEASE

2014年8月14日
株式会社三菱総合研究所

2014、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、2014年4-6月期GDP速報の発表を受け、2014、2015年度の内外景気見通しを発表致しました。

日本経済は増税を乗り越え、再び成長軌道へ

日本の実質成長率予測値：2014年度+0.7%、2015年度+1.3%
(前回予測値(6月9日):2014年度+1.0%、2015年度+1.3%)

海外経済

- 米国経済は、雇用環境の改善が続く中、緩やかな回復を続けている。14年1-3月期は寒波の影響から経済活動が停滞したが、4-6月期には持ち直した。15年にかけて成長ペースを高めていくであろう。ユーロ圏経済は、緩慢ながらも回復傾向にある。金融市場の落ち着きによるマインド改善に支えられる一方、バランスシート調整圧力も続くため、回復ペースは緩慢にとどまろう。
- 新興国経済は、全体として力強さに欠ける状態が続いている。中国経済は、景気刺激策により足もとは持ち直したが、不動産市況の悪化や政府による過剰投資の抑制方針を背景に、15年にかけて緩やかな成長鈍化を見込む。その他の国では、通貨安によるインフレと金融引き締めなどにより、成長を支えてきた内需の一部に陰りがみられていたが、今後はその下押し圧力が徐々に和らぐ見込み。15年にかけて緩やかな回復を予想する。

日本経済

- 日本経済は回復基調にあるものの、消費税増税後の反動減の影響から、14年4-6月期の実質GDPは前期比年率▲6.8%と大幅なマイナス成長となった。
- 消費税増税前の駆け込み需要と反動減は相応に発生したが、その影響は徐々に和らぎつつある。今後は、所得環境の改善と設備投資の緩やかな回復を背景に、14年度後半には再び成長軌道に戻り、15年度にかけ緩やかな回復基調が続くであろう。
- 日本経済は、第1段階のマインド改善による消費回復を経て、第2段階の企業収益改善に移行、最近賃金上昇による所得拡大へと波及し始めている。一方、一部業種で人手不足が深刻化し、供給要因による成長抑制もみられる。供給力の底上げの重要性は一段と高まっていると言える。

注意すべき下振れリスク

- 第1は、金融市場の急変である。地政学リスクは一頃に比べ高まっている。何らかのショックの発生により、市場のリスク回避姿勢の高まりや原油価格の急騰を招く可能性はある。米国では、10月に量的緩和政策が終了、15年には金融政策の正常化に向けた動きが始まる見通しだ。経済のファンダメンタルズが弱い新興国や、リスク性資産からの急激な資金流出には警戒が必要だ。
- 第2は、海外経済の下振れだ。とくに中国は、住宅価格下落や地方政府の債務不履行などリスクが表面化しつつあり、政策運営の舵取りを誤れば、成長に急ブレーキがかかる可能性も否めない。
- 第3に、海外発で第1、2のリスクが発生した場合、日本経済にも、①貿易、②金融市場(株安・円高・原油高)、③マインドの3つの経路で下押し圧力がかかり、国内の前向きな循環が途切れる恐れがある。

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、新興国経済は力強さに欠ける展開が続いており、世界経済の回復ペースは緩慢である（次頁図表1を参照）。15年にかけて、緩やかな回復を予想する。

米国経済は、雇用・所得環境の改善が続く中、緩やかな回復を続けている。14年1-3月期は寒波の影響から経済活動が停滞したが、4-6月期には持ち直した。15年にかけて成長ペースを高めていくであろう。ユーロ圏経済は、緩慢ながらも回復傾向にある。金融市場の落ち着きによるマインド改善に支えられる一方、バランスシート調整圧力も続くため、回復ペースは緩慢にとどまろう。

新興国経済は、全体として力強さに欠ける状態が続いている。中国経済は、景気刺激策により足もとは持ち直したが、不動産市況の悪化や政府による過剰投資の抑制方針を背景に、15年にかけて緩やかな成長鈍化を見込む。その他の国では、通貨安によるインフレと金融引き締めなどにより、成長を支えてきた内需の一部に陰りがみられていたが、今後はその下押し圧力は徐々に和らぐ見込み。15年にかけて緩やかな回復を予想する。

金融市場（次頁図表2～6を参照）では、世界的な金融緩和を背景に、世界の株価は底堅く推移し、長期金利は低下傾向をたどった。ただし、足もとでは一部の投資家サーベイで地政学リスクへの警戒が高まっているほか、米金融政策の正常化への動きが意識され、ボラティリティがやや上昇している。

日本経済：14年度後半には再び成長軌道に戻し、15年度にかけ緩やかな回復基調が続く

日本経済は回復基調にあるものの、消費税増税後の反動減の影響から、14年4-6月期の実質GDPは前期比年率▲6.8%と大幅なマイナス成長となった。

消費税増税前の駆け込み需要と反動減は相応に発生したが、その影響は徐々に縮小傾向にある。今後は、所得環境の改善と設備投資の緩やかな回復を背景に、14年度後半には再び成長軌道に戻り、15年度にかけ緩やかな回復基調が続くであろう。

実質GDP成長率は、14年度+0.7%、15年度+1.3%と予測する（前回見通し<6月9日>:14年度+1.0%、15年度+1.3%）。14年度、15年度ともに、潜在成長率（+0.6%程度）を上回る成長となる。

物価は、需給ギャップの緩やかな縮小が続く中、賃金の緩やかな上昇もあって、14年度は同+3.3%（消費税除くベース同+1.3%）、15年度は同+2.2%（同+1.5%）と見込む。

日本経済は、第1段階のマインド改善による消費回復を経て、第2段階の企業収益改善に移行、最近では、賃金上昇による所得拡大へと波及し始めている。一方、一部業種で人手不足が深刻化し、供給要因による成長抑制もみられる。供給力の底上げの重要性は一段と高まっていると言えよう。

3つの下振れリスク

一方、注意すべき下振れリスクは次の3つである。

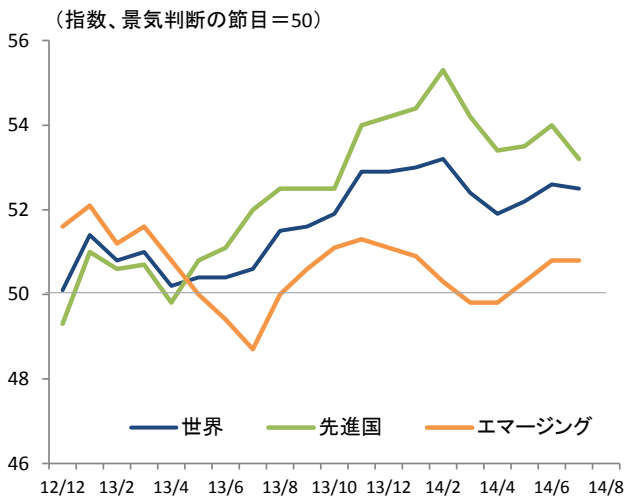
第1は、金融市場の変化である。地政学リスクは一頃に比べて高まっている。何らかのショックの発生により、市場のリスク回避姿勢の高まりや原油価格の急騰を招く可能性はある。また、米国では、10月にはFRBによる量的緩和政策が終了、15年には金融政策の正常化に向けた動きが始まる見通しである。経済のファンダメンタルズが弱い新興国や、世界のリスク性資産からの急激な資金流出には警戒が必要だ。

第2は、海外経済の下振れだ。とくに中国は、住宅価格下落や地方政府の債務不履行などリスクが表面化しつつあり、政策運営の舵取りを誤れば、成長に急ブレーキがかかる可能性も否めない。他の新興国では、政治混乱が続いたタイ、政権が交代したインド、インドネシア、これから選挙を控えるブラジルなど、今後の政治情勢とその影響が注目される。米国では、長期金利が急上昇する場合、消費や住宅市場へ強い下押し圧力がかかる可能性がある。欧州は、デフレリスクやロシア情勢の影響が気になりだ。

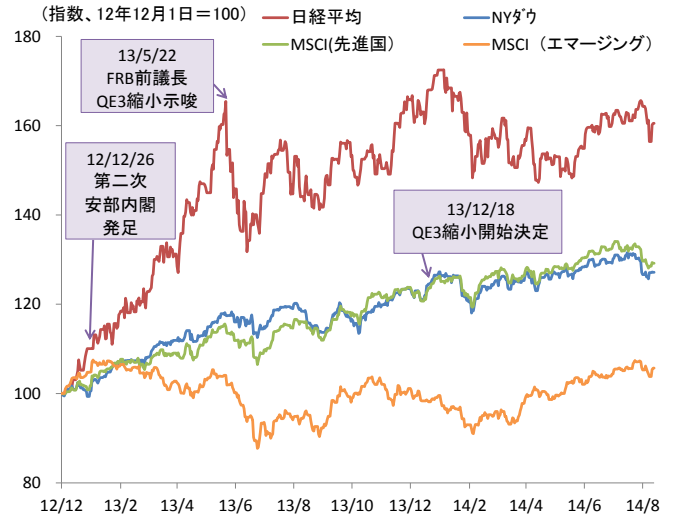
第3に、海外発で第1、2のリスクが発生した場合、日本経済にも、①貿易、②金融市場（株安・円高・原油高）、③マインドの3つの経路で下押し圧力がかかり、所得や投資の拡大という国内の前向きな循環が途切れる恐れがある。

世界経済・金融市場の動向

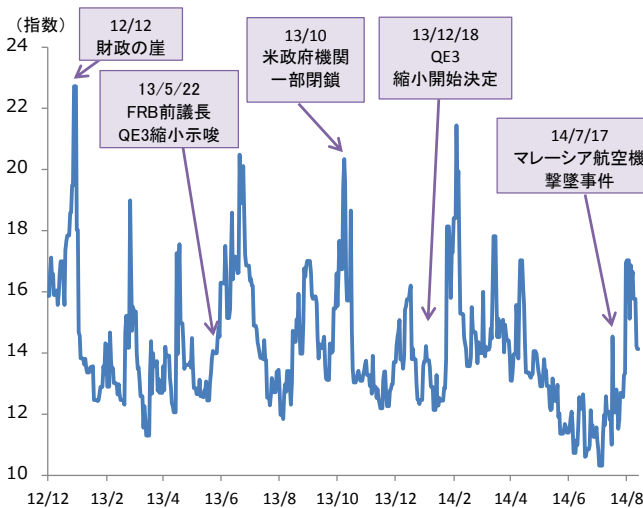
図表 1 製造業 PMI



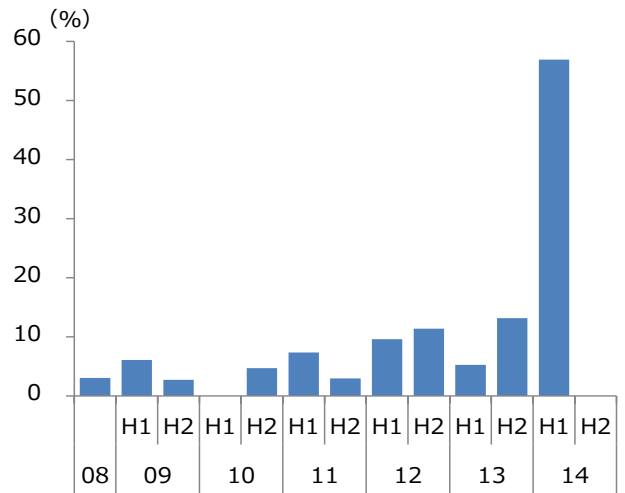
図表 2 世界の株価



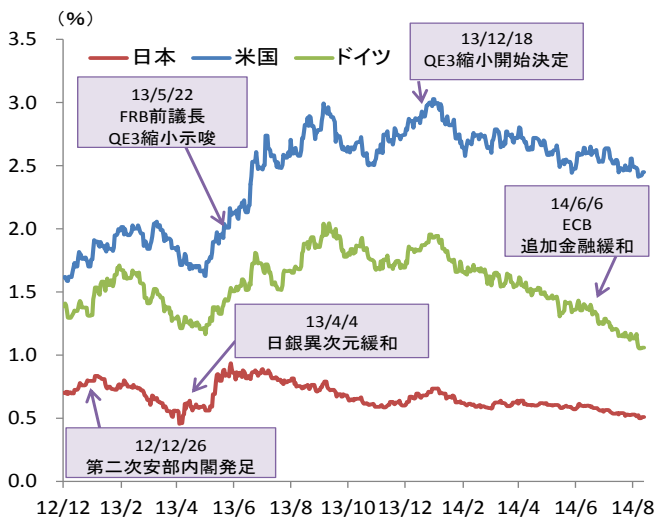
図表 3 米国のボラティリティ指数 (VIX 指数)



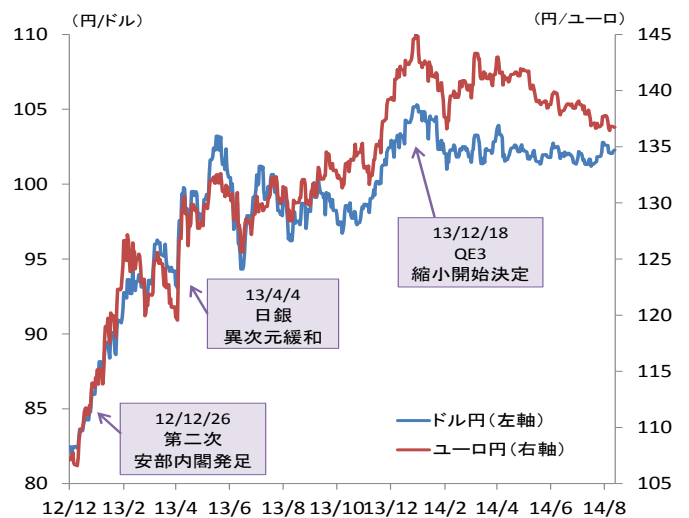
図表 4 BOE の地政学リスク指数



図表 5 長期金利 (10年物国債)



図表 6 為替



注 1：製造業 PMI は月次、その他は日次。直近値は製造業 PMI は 7 月、その他は 8 月 13 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。

注 3：BOE の地政学リスク指数は、英国の金融システムにおけるリスク（5つを選択）の 1つとして地政学リスクを選んだ市場参加者の割合。

資料：Bloomberg、BOE Systemic Risk Survey

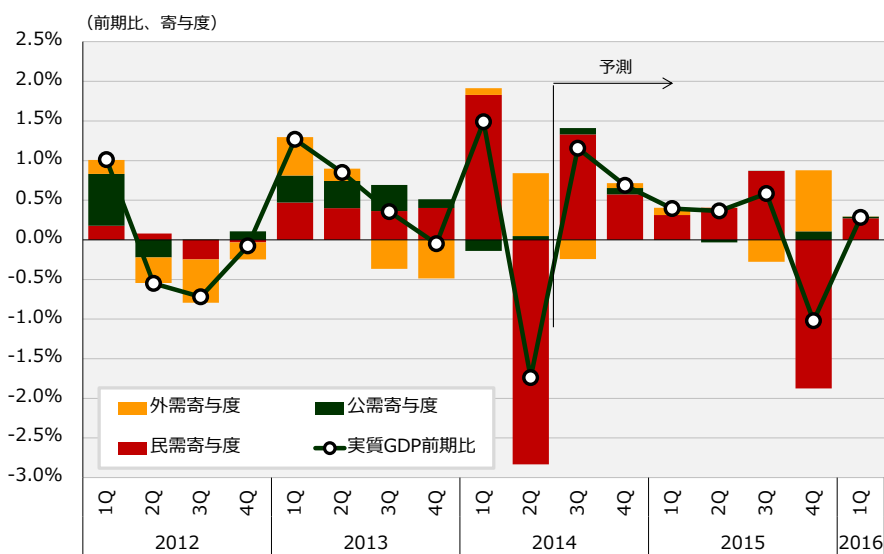
図表 7 2014、2015 年度の実質 GDP 成長率予測 (単位:%)

項目	2012年度		2013年度		2014年度		2015年度	
	実績		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	前年比伸率	寄与度
実質GDP	0.7	***	2.3	***	0.7	***	1.3	***
内需	1.5	1.4	2.6	2.5	0.2	0.2	1.1	1.1
民需	1.5	1.0	2.1	1.6	0.1	0.1	1.3	1.0
民間最終消費支出	1.5	0.9	2.5	1.5	▲ 1.1	▲ 0.7	0.9	0.5
民間住宅投資	5.4	0.2	9.5	0.3	▲ 5.8	▲ 0.2	0.1	0.0
民間企業設備投資	0.7	0.1	2.7	0.4	4.7	0.6	3.8	0.5
民間在庫投資	***	▲ 0.1	***	▲ 0.5	***	0.3	***	▲ 0.0
公需	1.5	0.3	3.9	0.9	0.6	0.2	0.3	0.1
政府最終消費支出	1.5	0.3	1.8	0.4	0.9	0.2	1.4	0.3
公的固定資本形成	1.3	0.1	15.1	0.7	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 4.2	▲ 0.2
外需 (純輸出)	***	▲ 0.8	***	▲ 0.5	***	0.4	***	0.2
輸出	▲ 1.3	▲ 0.2	4.8	0.7	5.3	0.9	4.2	0.7
輸入	3.6	▲ 0.6	7.0	▲ 1.2	3.0	0.4	3.2	0.5
名目GDP	▲ 0.2	***	1.9	***	2.5	***	2.2	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 8 四半期別の実質 GDP 成長率予測

		実績				予測							
		2013		2014		2015				2016			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
実質GDP	前期比	0.4%	0.0%	1.5%	-1.7%	1.2%	0.7%	0.4%	0.4%	0.6%	-1.0%	0.3%	
	前期比年率	1.4%	-0.2%	6.1%	-6.8%	4.7%	2.8%	1.6%	1.5%	2.4%	-4.0%	1.1%	



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

(1) 概観

消費税増税後の反動減により 4-6 月期は大幅マイナス成長

14 年 4-6 月期の実質 GDP は、季調済前期比▲1.7%（年率▲6.8%）と大幅なマイナス成長となった。消費税増税後の反動減により消費や住宅投資が大幅な落ち込みをみせたほか、前期に高い伸びをみせた設備投資も減少に転じ、国内需要は同▲2.8%のマイナス寄与となった。一方、民間在庫投資がプラスに寄与したほか、外需も輸出の減少を大幅に上回る輸入の落ち込みによりプラス寄与となった。

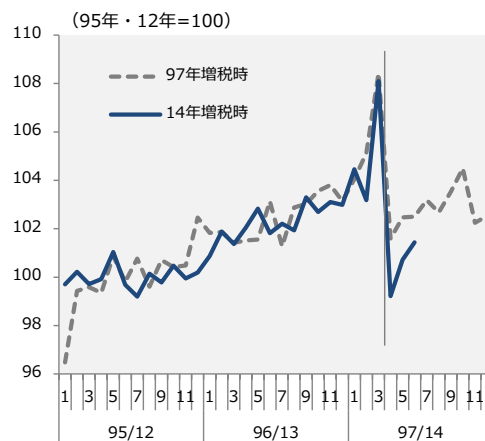
(2) 消費の動向

反動減の影響は徐々に縮小へ

14 年 4-6 月期の民間最終消費支出は、季調済前期比▲5.2%となった。消費総合指数から月別の動きをみると、4 月に季調済前月比▲8.2%と、97 年増税時（同▲6.3%）を上回る大幅な減少を記録した後、5 月に同+1.5%、6 月に同+0.7%と緩やかに持ち直しの動きをみせている。

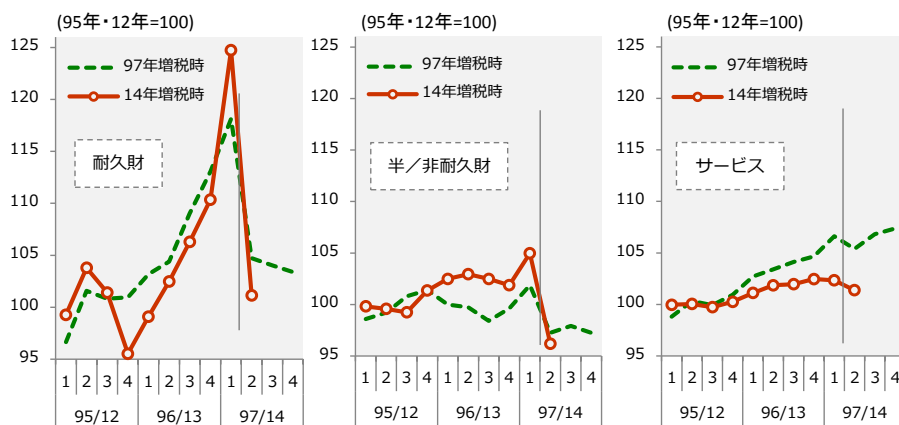
消費支出の内訳をみると、サービスでは増税前後に大きな変化はみられなかった一方、家具・家電や自動車などの耐久財が季調済前期比▲18.9%と大幅に落ち込んだほか、半耐久財・非耐久財も同▲8.4%と減少し、消費全体を押し下げた。住宅着工も、13 年 12 月の年率 105.5 万戸をピークに、6 月は同 88.3 万戸まで減少している。15 年 1 月の相続税引上げをにらみ、相続税対策として賃貸住宅投資は活発化しているものの、賃貸以外の住宅着工は、前回並みの変動となっている。

図表 1 消費総合指数



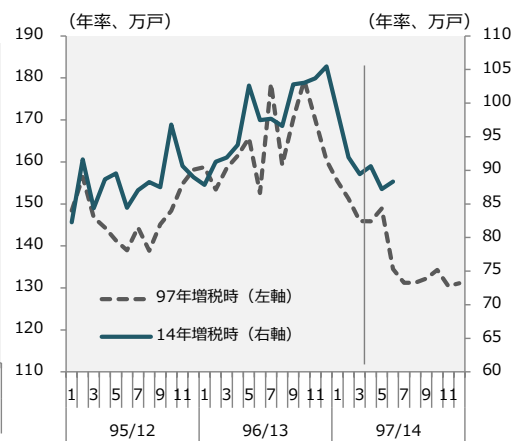
資料：内閣府「消費総合指数」より三菱総合研究所作成

図表 2 形態別の家計最終消費支出



資料：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 3 住宅着工戸数



資料：国土交通省「建築着工統計調査」

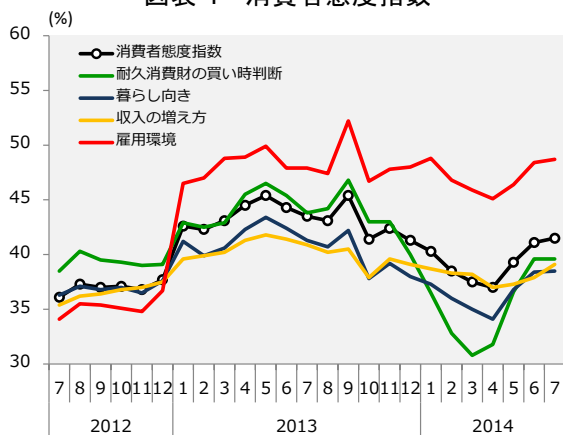
消費回復のカギは所得環境とマインドの改善持続

消費の先行きは、①雇用・所得環境の回復と、②マインド改善の持続性が鍵を握る。後述のように雇用・所得環境は底堅く推移しており、消費回復には追い風となることが期待される。また、消費者マインドも、4 月をボトムに改善傾向にある。消費者態度指数の内訳をみると、「雇用環境」が堅調なほか、増税後の買え控え予想から大きく悪化していた「耐久財の買い時判断」も持ち直している。今後、「暮らし向き」や「収入の増え方」が改善へ向かえば、消費の回復は確かなものとなる。

標準シナリオとしては、14 年秋にかけて消費が回復に向かうとの見方に変更はない。ただし、何らかの外部環境の悪化などを引き金に、雇用・所得環境やマインドが悪化する展開となれば、消費の回復ペースも弱いものとなる。その場合には、自動車や住宅などの反動減の長期化が懸念される。増税前の

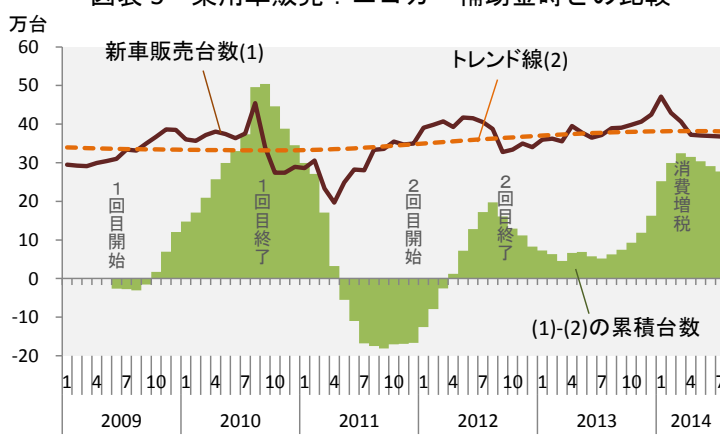
駆け込みによる乗用車の需要前倒し台数を試算すると、エコカー補助金1回目(09年6月~10年9月)ほどではないものの、2回目(11年12月~12年9月)よりは積みあがっている状況にある。

図表4 消費者態度指数



注：今後半年間の見通しについての、「良くなる」から「悪くなる」まで5段階の回答構成割合(%)に、0から1までの点数を乗じて算出したもの。
資料：内閣府「消費動向調査」

図表5 乗用車販売：エコカー補助金時との比較



注1：新車販売台数は、普通乗用車と軽乗用車の販売台数合計を三菱総合研究所にて季節調整。
注2：トレンド線は1980年以降の販売台数にHPフィルタを用いて作成。
資料：日本自動車販売協会連合会資料をもとに三菱総合研究所作成

(3) 雇用・所得の動向

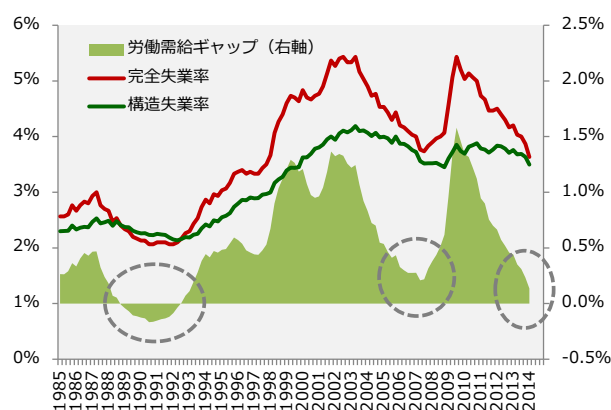
引き締まる労働需給、所得環境は改善へ

雇用環境は改善を続けており、4-6月の完全失業率は3.6%まで低下した。足もとの構造失業率¹は3.5%程度とみられ、労働需給はほぼ均衡状態にある。過去30年を振り返っても、労働需給が均衡に近い状態に達したのは、バブル期(89-92年)とリーマン・ショック前(07年)の2度のみである。有効求人倍率も6月は1.10倍と、リーマン・ショック前の好況期につけた1.08倍(06年7月)を上回る水準に達している。

労働需給がひっ迫する中、所得環境も改善している。労働需給の変化を反映しやすい派遣社員やパート・アルバイトの時給は、13年半ば以降、上昇幅を拡大²。正社員なども含めた一人当たり賃金全体でも、14年3月以降は前年比プラスで推移している。所定内給与も6月に2年3ヶ月ぶりにプラスに転じたほか、残業代や特別給与も増加している。

消費税引き上げ(5→8%)による世帯当たりの平均的な負担増額を試算³すると、年間6.7万円である。一方、14年春闘の結果⁴をもとに、平均的な収入の増加額を試算すると年間5.3万円(一時給与：4.1万円、所定内給与：1.1万円)となる⁵。賃金だけをみれば、消費増税による家計の負担増がカバーできていないように見えるが、就業者数の増加(前年比+0.7%増、世帯当たりで約2.6万円分に相当)を加味すれば、マクロ全体では消費増税分を吸収できる計算になる。

図表6 失業率と労働需給ギャップ



注：労働需給ギャップは、完全失業率と構造失業率の差。
資料：総務省「労働力調査」、構造失業率と労働需給ギャップは三菱総合研究所推計

¹ 構造失業率とは、景気変動に左右されない失業率であり、①求人と求職の条件面での不一致などによる失業(狭義の構造的失業)、②職探しや再就職における過渡的な失業(摩擦的失業)を対象とする失業率である。

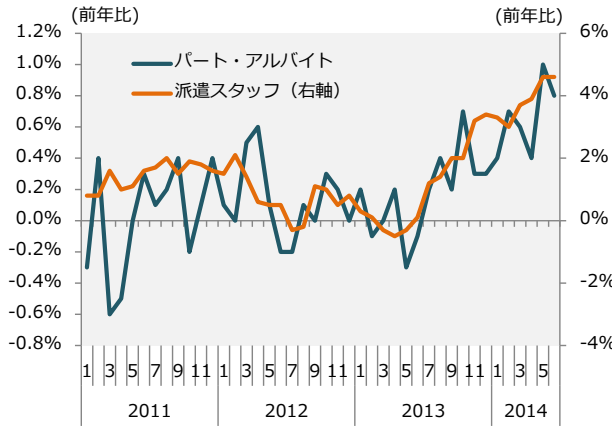
² 特に、IT・技術系の派遣スタッフの時給が大幅に上昇しており、6月は前年比+7.5%の上昇となった。

³ 13年家計調査の品目別支出額に消費課税の課税・非課税を勘案したうえで算出。

⁴ 14年の春闘では、連合の集計(7/1時点集計)によると、賃金の引上げ率は+2.07%(定昇相当分+1.69%、賃上げ相当分+0.38%)と、13年から0.36%ポイントの上昇となった。一時金(夏冬型、年間)は、4.78ヵ月分と13年(4.49ヵ月)から増額。ちなみに、一時金は5/9集計時点では5.05ヵ月分であり、7/1集計において下方修正された。

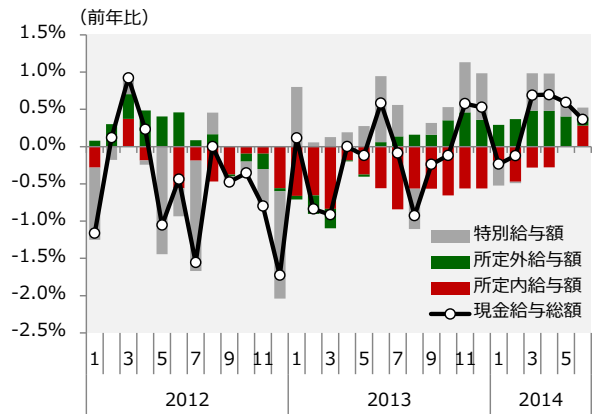
⁵ 13年の毎月勤労統計の実績に、上記春闘の結果を乗じて算出。

図表 7 非正規雇用者の時給



注：三大都市圏、募集時の平均時給。
資料：リクルートジョブズ

図表 8 現金給与総額



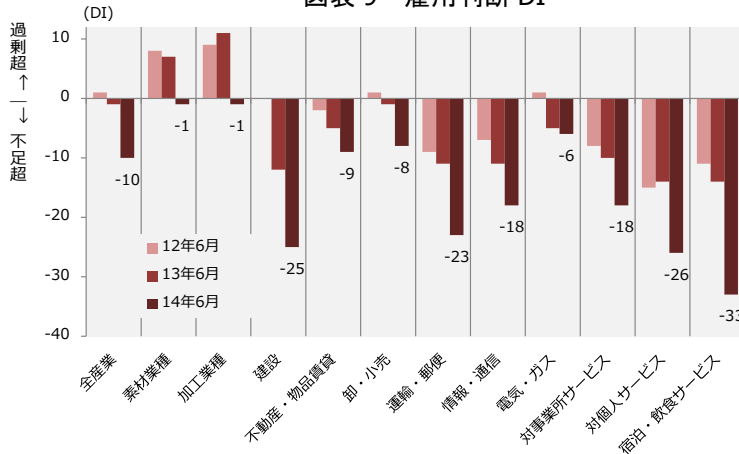
注：5人以降、調査産業計、一人当たり賃金。
資料：厚生労働省「毎月勤労統計」

非製造業では人材不足が深刻化、景気回復に水を差す可能性も

労働市場全体では、需給はほぼ均衡状態にあるが、日銀短観の雇用判断 DI によると、非製造業を中心に雇用の不足感が強まっている。雇用環境の改善は、一般に所得・消費への波及を通じて景気の好循環をもたらす。しかし、現在、人材不足の業種は、建設業や運輸業、飲食サービス業など非製造業に偏っており、労働集約的な業種での労働コストの上昇は、収益圧迫や人手不足による営業縮小などを通じて景気回復に水を差し始めた可能性がある。

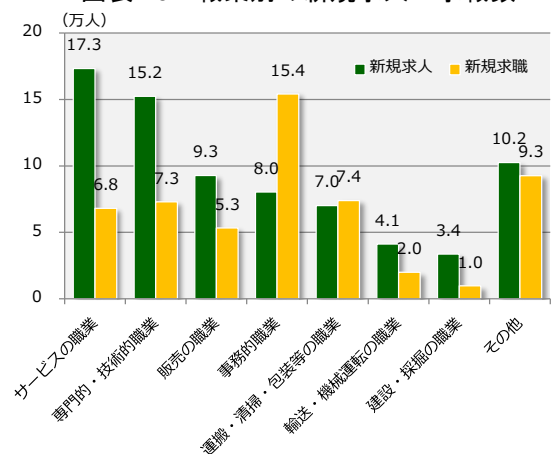
人手不足業種の偏在の背景には、職業の需給ミスマッチもある。求職希望は事務など一部の職業に偏る一方、介護や飲食調理などのサービスや専門・技術職、建設などの職業では、慢性的に求職者不足の状態にある。担い手の増加とともに、職業の需給ミスマッチ解消に向けた政策の重要性も増している。

図表 9 雇用判断 DI



資料：日本銀行「日銀短観」

図表 10 職業別の新規求人・求職数



注：2014年1月～6月の平均。
資料：厚生労働省「一般職業紹介状況」

(4) 企業活動・設備投資の動向

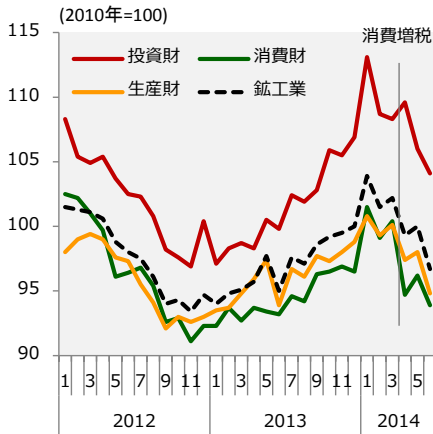
増税後は慎重な生産活動も、7月以降は需要見合いで回復へ

14年4-6月期の鉱工業生産指数は、前期比▲3.7%と6四半期ぶりの減少となった。消費税増税後の需要減少を受けて、幅広い業種で生産が減少した。生産・出荷の減少に伴い在庫も増加しており、4-6月期の在庫指数は同+1.9%と2四半期連続の増加となった。

97年増税時との比較では、今回は5月に早くも増税前の生産水準を回復したのに対し、今回は6月時点で増税前ピークを7%程度下回って推移している。前回増税時の年央以降の在庫積み上がりなどの教訓も踏まえ、企業が需要の回復状況を慎重に見極めていくとみられる。増税前の13年中に消費財を中

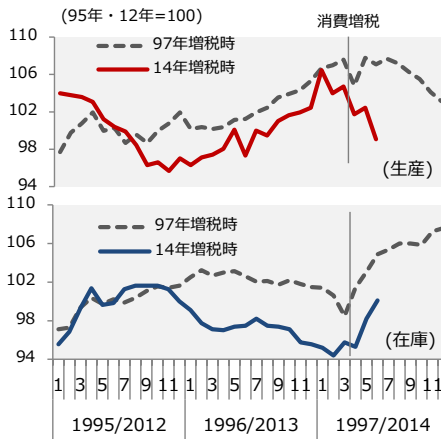
心に在庫削減が進んでおり、足もとの在庫水準は高くないことから、7月以降、生産は需要見合いで緩やかに回復していくであろう。日銀短観の業況判断 DI をみても、企業マインドの改善持続が予想されている。

図表 11 鉱工業生産指数



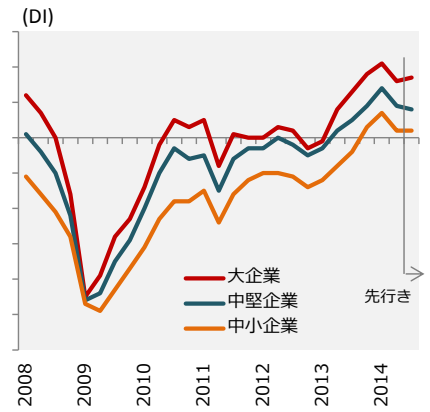
資料：経済産業省「鉱工業生産指数」

図表 12 前回増税時との比較



資料：経済産業省「鉱工業生産指数」

図表 13 業況判断 DI



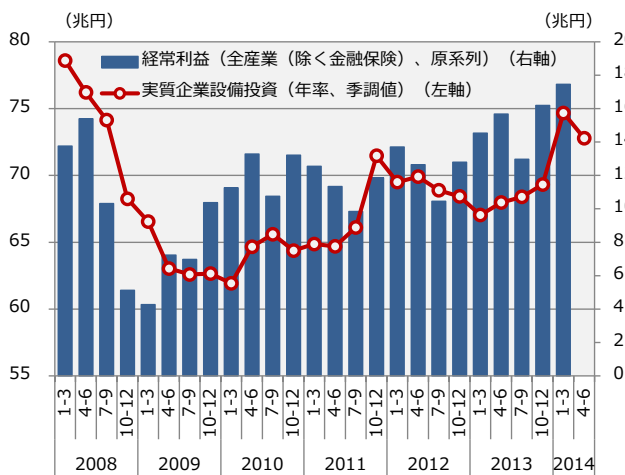
資料：日本銀行「日銀短観」

更新投資を中心に設備投資の緩やかな回復は持続

14年4-6月期の民間企業設備投資は、実質前期比▲2.5%と5四半期ぶりの減少となった。設備投資も少なからず増税前の駆け込みがあったとみられ、一定の反動減は避けられない。ただし、増税前後の変動を均してみれば、設備投資は依然として回復基調をたどっている。機械受注など一部に弱い指標もみられるが、現時点で設備投資の回復基調に変化があったと判断するのは早計であろう。

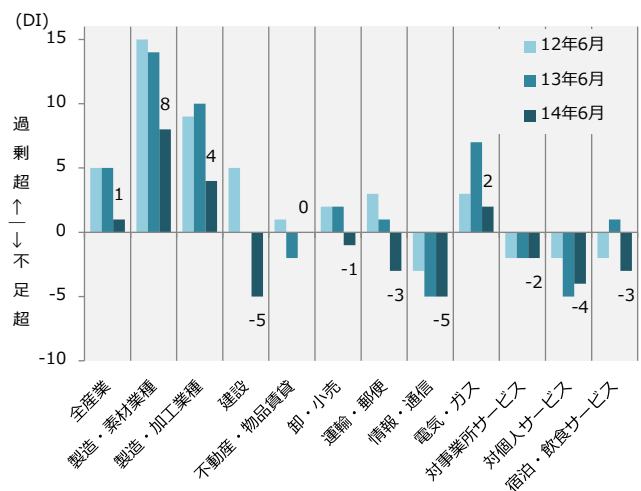
日銀短観の生産・営業用設備判断 DI によると、製造業の設備過剰感は和らぎつつあるほか、非製造業では、情報・通信業やサービス業などの業種で設備不足感が強まっており、設備投資に対する企業の潜在的な需要は高まりつつある。①企業収益の改善、②実質金利の低下に加え、③リーマン・ショック後の投資控えによる設備保有年数の長期化、④設備投資減税の拡充などを背景に、更新投資を中心に設備投資へ踏み切る企業は増えると予想する。

図表 14 企業収益と設備投資



資料：財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」

図表 15 生産・営業用設備判断 DI



資料：日本銀行「日銀短観」

(5) 外需の動向

構造要因により輸出の回復ペースは緩慢にとどまる見込み

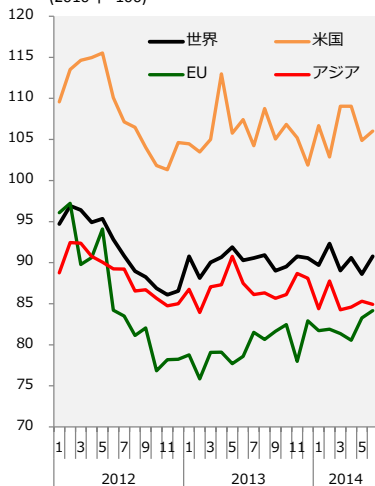
14年4-6月期の輸出は、実質前期比▲0.4%と3四半期ぶりの減少となった。地域別では、米国向けが堅調を維持し、欧州向けが低水準ながら持ち直している一方、アジア向けは依然として停滞が続いている。中国向けの伸びがやや鈍化しているほか、タイの政治混乱などもあり ASEAN 向けも減少している。

リーマン・ショック以降、輸出の伸びは世界経済の成長率を明確に下回っており、構造変化が進んでいる可能性が高い。第1に、資本集約度の高い素材業種などの上流工程も含め、中国・ASEAN への生産拠点の移転が進んでいる。第2に、新興国の技術力向上や供給力拡大により、日本を介さないサプライチェーン網の構築が進んでいる可能性がある。海外現地法人の売上高と財の種類別の輸出の関係からも、上記の変化は読み取ることができる。例えば、12年は海外現地法人の売上高が増加する一方、輸出は横ばいないし減少している。消費財はもちろんのこと、機械設備などの投資財や素材などの中間財においても、現地法人売上高と輸出の相関が近年低下傾向にある。第3に、一部業種では最終財の輸出競争力が低下している。

15年度にかけて、海外景気の持ち直しにより輸出は回復していくとみられるが、上記の構造要因もあり、その回復ペースは緩やかなものにとどまるであろう。

図表 16 輸出数量指数

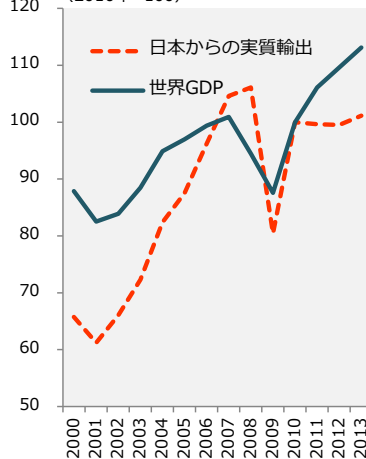
(2010年=100)



資料：内閣府「輸出入数量指数（季調値）」

図表 17 輸出と世界 GDP

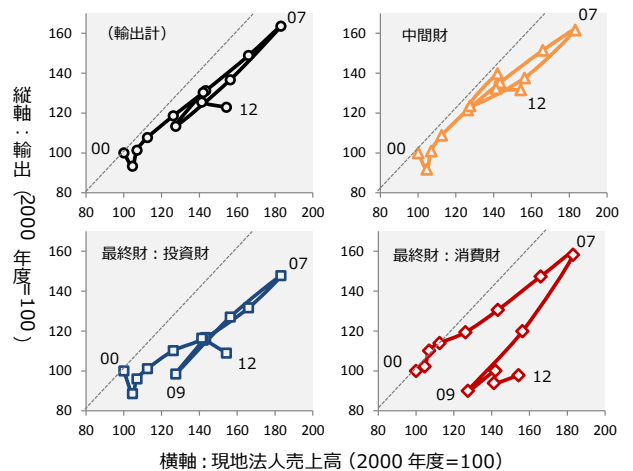
(2010年=100)



注：世界 GDP は各国 GDP 成長率を日本からの輸出ウェイトで加重平均したもの。

資料：各国統計および内閣府より三菱総合研究所作成

図表 18 海外現地法人売上高と輸出の関係



注：2000年度から2012年度にかけての推移をプロット。資料：経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

(6) 物価の動向

GDP ギャップが解消に向かう中、緩やかな物価上昇は続く

14年4-6月期の生鮮食品を除く消費者物価総合指数（コア CPI）は、前年比+3.3%の上昇となった。消費税引き上げの影響を除いても、同+1.4%程度上昇した。

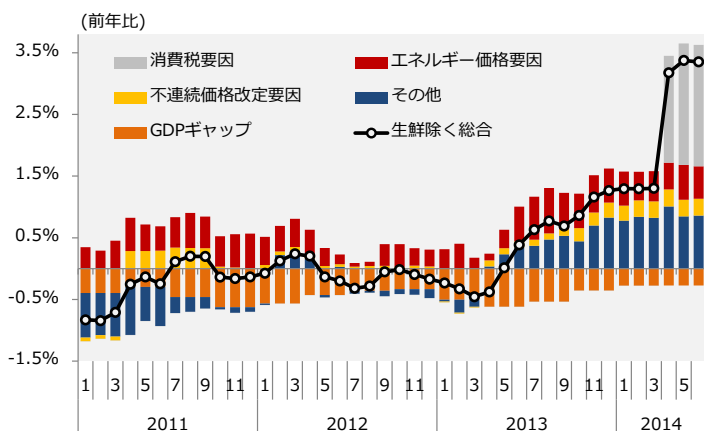
電気料金やガソリンなどエネルギー価格の上昇が、コア CPI を+0.5%ポイント程度押し上げたが、それらの影響を除いたベースでも緩やかに物価は上昇している（次頁図表 19 の青色部分）。既往の景気回復により GDP ギャップが解消に向かいつつある中、物価上昇の地合いは強まっている。

先行きは、当面は強弱材料が綱引きするものの、総じて緩やかな上昇基調を維持すると予想する。下押し要因は円安効果の一巡であり、輸入物価の伸び鈍化が、14年度半ばにかけてインフレ圧力を弱める方向に働くことが予想される。一方、押し上げ要因としては、①GDP ギャップのマイナス幅縮小⁶、②非製造業を中心とする賃金・コストの上昇による価格転嫁、③家計や企業のインフレ期待の醸成などが挙げられる。

⁶ 弊社では、内需を中心とする景気回復持続や労働市場の改善により、マイナスの GDP ギャップは16年度にかけて安定的なプラスに転化するとみている。

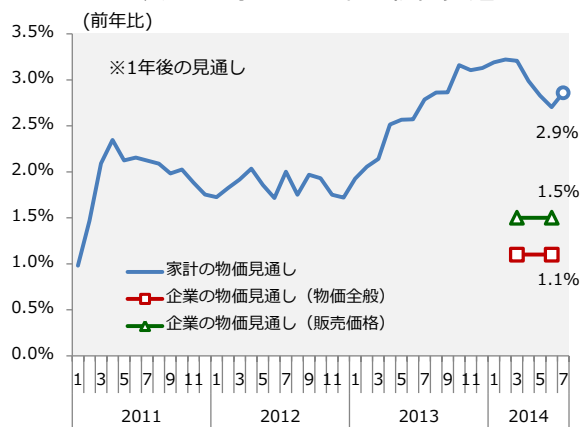
以上を踏まえ、消費者物価（生鮮食品を除く総合）の上昇率は、14年度前半は輸入物価の伸び鈍化を背景に、ほぼ横ばい圏内での推移を予想するが、年度後半から15年度にかけて緩やかな上昇を見込む。14年度は前年比+3.3%（消費税影響除くベースで+1.3%）、15年度は同+2.2%（同+1.5%）と予想する。

図表 19 消費者物価の要因別寄与度



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 20 家計と企業の物価見通し



注：企業の物価見通しは消費税除くベース。

資料：内閣府「消費動向調査」日本銀行「日銀短観」

(7) 総括

内需の底堅さを背景に、14年度後半には再び成長軌道へ

14年4-6月期は、消費税増税後の反動減などにより年率▲6.8%のマイナス成長を記録した。消費増税後の反動減がやや想定を上回ったものの、7-9月期以降、雇用・所得環境の改善や既往の企業収益回復による設備投資の増加を背景に、14年度後半には再び成長軌道に戻していくという基本シナリオに変更はない。15年度は、10月の消費税増税（8→10%）を前提とすると、その前後の短期的な需要変動は避けられないが、均してみれば内需の前向きな循環を背景に、緩やかな回復の流れは続くと思込む。日本経済の実質GDP成長率は、14年度+0.7%（前回+1.0%から下方修正）、15年度+1.3%（前回から変更なし）と予想する。

日本経済の先行きを展望すると、国内要因による景気の下振れリスクは小さい。ただし、後述の海外リスクが顕在化した場合には、①貿易、②金融市場（円高・株安・原油高）、③家計・企業マインドの3つの経路で下押し圧力がかかり、所得や投資の拡大という国内の前向きな循環が途切れる恐れがある。また、一部業種では人材不足も深刻化しつつあり、前向きな景気サイクル持続のためには、供給サイドの底上げも重要になる。

日本経済に影響を及ぼす可能性のある海外発の下振れリスクは次の2つである。第1は、金融市場の不安定化である。中東・東欧での地政学リスクの高まりや、米国の金融政策正常化に向けた動きを受けて、市場のリスク許容度は低下傾向にある。何らかのショックが発生した場合、市場のリスク回避姿勢が強まり、新興国やリスク資産から急激に資金が流出する可能性には警戒が必要だ。場合によっては、エネルギー価格急騰の可能性もある。

第2は、海外実体経済の成長下振れだ。米国では、金融政策の正常化の過程で長期金利が急上昇した場合、消費や住宅市場へ強い下押し圧力がかかる可能性がある。中国では、住宅価格の下落や地方政府の債務不履行などリスクが表面化しつつあり、政策運営の舵取りを誤れば、成長に急ブレーキがかかる可能性も否定はできない。他の新興国では、政治混乱が続いたタイ、政権が交代したインド、インドネシア、これから選挙を控えるブラジルなど、今後の政治情勢とその影響が注目される。

トピックス：成長戦略改訂の評価 ～実現すれば1%の成長力底上げは可能～

14年6月24日、「『日本再興戦略』改訂2014」（以下、14年改訂）と「経済財政運営と改革の基本方針2014」が閣議決定された。前者は13年6月に閣議決定された「日本再興戦略」（以下、13年成長戦略）を核とし、成長戦略の一段の深化に向けて、改革メニューを追加したものである。13年成長戦略で示されたKPI（成果目標）に対する進捗状況も併記されており、これまでの成長戦略に欠けていた“継続性”という点で評価できる。

成長戦略改訂の内容は多岐にわたるが、目玉として、①法人実効税率20%台まで引下げ、②女性の活躍・社会進出促進（働き方に中立的な税制・社会保障制度構築など）、③外国人材の活用、④コーポレートガバナンスの強化、⑤雇用・農業・医療分野の規制改革、が挙げられる。

今回の改訂版は、次の点で評価できる。第1に、人口問題について、女性の就労環境の整備や外国人材の活用など総合的な取組みを通じ、50年後の人口1億人維持をめざす方針が打ち出された。第2に、農協改革や混合診療拡大などいわゆる“岩盤規制”についても一部に風穴が開いた。第3に、法人減税や特区における各種規制緩和など立地競争力の強化につながる政策が打ち出された。対内直接投資の倍増に向け、従来の輸出促進策のみならず、“外から呼び込む”政策を強化した点は評価できる。第4に、国主導の改革ではなく企業・家計の行動・意識の変化を促す施策が強化された点も評価できる。

仮に、13年成長戦略と14年改訂で示された改革メニューが実現した場合の日本経済への影響を、一定の前提（図表22の注を参照）のもとで試算すると、2020年にかけて潜在成長率を平均で1.0%程度押し上げる効果が期待される。

このように、必要な改革の方向性は示されたものの、課題も残る。

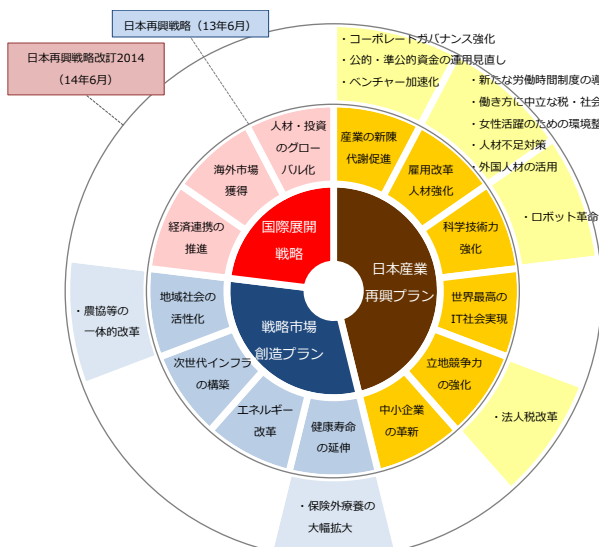
第1に、財源の問題がある。とくに、法人税減税など恒久財源が必要となる施策において、財源が明記されていないケースが多くみられるほか、財政および社会保障制度の持続可能性確保に向けた具体的な道筋は明らかになっていない。

第2に、13年成長戦略では改革実現の“ものさし”として意欲的なKPIが設定され、14年改訂でその進捗が示されているが、この1年間の歩みは遅い（KPIがそもそも設定されていない項目も多数ある）。今後は、KPIに対する成果で市場が評価する段階に入る。安倍政権の真価が問われるのは、戦略を実現・進化させていく実行力である。示された方向性が実行段階で形骸化されることがないように期待したい。

第3に、今後は中長期的な日本のあるべき姿について国民的な議論を行い、その方向を目指して経済社会の制度システムを横断的に見直し、質の高い成長戦略へと“進化”させていくことが重要であろう。

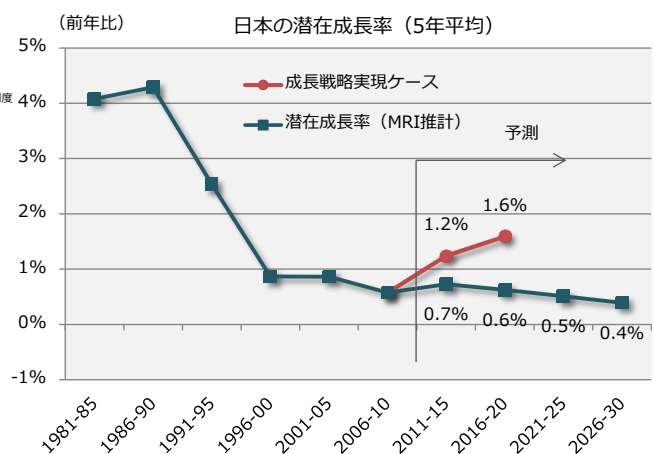
日本は過去に何度も成長戦略を策定してきたが、実行されず「失われた20年」から抜け出せずにきた。この1年間の日本経済の変化を一過性のものに終わらせないためには、昨年からの進化した成長戦略のもと、政府の着実な実行と、それに呼応した企業・国民の挑戦が求められる。

図表21 日本再興戦略および改訂の概要



資料：「日本再興戦略」「日本再興戦略改訂2014」より
三菱総合研究所作成

図表22 成長戦略実現による日本経済への影響試算



注：13年成長戦略および14年改訂で示された改革メニューのうち、KPI（成果目標）が示されており、かつ経済成長への影響として数値化が可能なものについて、目標達成を前提に試算。計数は一定の前提に基づき試算した数値であり、幅をもつてみる必要がある。
資料：三菱総合研究所作成

(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。14年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+4.0%と寒波の影響を受けた前期(同▲2.1%)から増加に転じた。消費や設備投資が前期から伸びを高めたほか、住宅投資は3期ぶりに増加した。在庫投資もプラス寄与となった。

生産の拡大傾向が続くなか、投資にも持ち直しの動き

企業の生産活動は持ち直している。輸出の伸びは鈍いが、堅調な内需を背景に生産は拡大傾向が続いている。企業の景況感(ISM指数)も拡大・縮小の分岐点である50を上回る水準で底堅く推移。また、稼働率は金融危機前のピークに比べれば低い水準であるものの、緩やかな上昇傾向が続いている。足もとでは、資本財新規受注の水準が高まっており、投資活動にも持ち直しの動きがみられる。

消費は所得回復と資産効果により増加基調

家計部門では、消費が増加基調を維持している。①バランスシート調整の着実な進捗に加え、②雇用環境の改善による可処分所得の回復、③株価上昇による資産効果、④消費者マインドの改善が消費を下支えしているとみられる。

雇用市場をみると、緩やかな回復を続けている。2月以降、非農業部門の雇用者数が6ヶ月連続で月あたり20万人以上のペースで増加、5月には金融危機前のピークの水準を上回った。また、賃金は伸びが鈍い状態が続いているものの、小規模企業に賃上げの動きが広がっていることに加え、短期失業率が金融危機前の水準にまで低下しており、今後は賃金上昇率が高まる可能性がある。一方、平均失業期間や非自発的パート比率は高い水準で推移しており、質的な改善は遅れている。今後も力強さは欠くとみられるが、雇用の緩やかな回復は続くと思込む。

先行きも、所得環境の改善を背景に、緩やかな消費の拡大持続を見込む。ただし、①金融政策の正常化過程で長期金利が急激に上昇した場合、耐久財消費を中心に消費が抑制される可能性には留意が必要である。また、②中間選挙(11月)で共和党が両院で多数党を獲得した場合、財政政策に関する不確実性が高まり、家計・企業のマインド低下を通じて消費の伸びが鈍化する恐れがある。

図表1 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	2.3	2.2	2.0	2.8
個人消費	1.8	2.4	2.4	2.8
設備投資	7.2	3.0	4.5	4.1
住宅投資	13.5	11.9	1.8	5.6
在庫投資寄与度	0.1	0.0	0.0	▲0.0
政府支出	▲1.4	▲2.0	▲0.5	0.3
純輸出寄与度	0.0	0.2	▲0.3	0.0
輸出等	3.3	3.0	2.6	3.3
輸入等<控除>	2.3	1.1	3.9	2.6
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

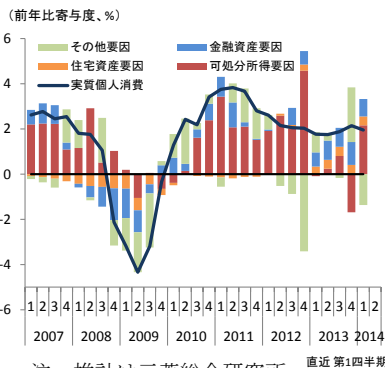
資料：米国商務省、米国労働省、FRB
予測は三菱総合研究所

図表2 生産・投資



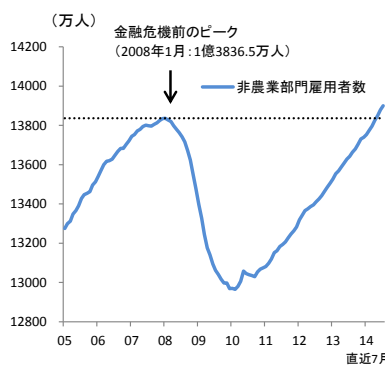
資料：米国商務省、FRB

図表3 個人消費の要因分解



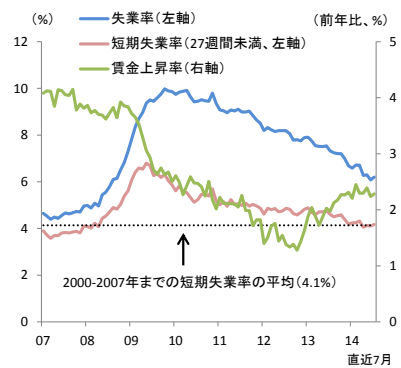
注：推計は三菱総合研究所
資料：米国商務省、FRB

図表4 雇用者数



資料：米国労働省

図表5 失業率と賃金



資料：米国労働省

⁷ 長期失業が景気悪化による循環的な理由ではなく、技能のミスマッチなど構造的な理由に基づく場合、賃金上昇率は長期失業率よりも短期失業率に左右される傾向があると考えられる。たとえば、Linder et al (2014)は通常の失業率よりも短期失業率(失業26週以下の失業者数 / 労働力人口)を用いた方が賃金上昇率の予測精度が高いことを示している。(Linder, Peach and Rich (2014) "The Long and Short of It: The Impact of Unemployment Duration on Compensation Growth," Blog post on FRB NY Liberty Street Economics (February 12, 2014).)

住宅市場の回復ペースは鈍化

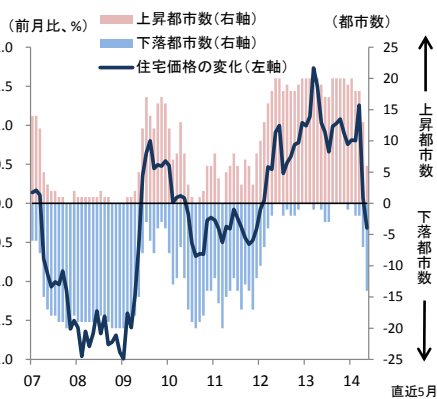
住宅市場では、回復ペースが鈍化している。中古住宅の販売件数は増加傾向にあるが、足もとでは住宅価格が減少に転じた。背景として、13年春以降の長期金利上昇に加え、14年前半にかけて住宅モーゲージローンの貸出基準が厳格化されたことが挙げられる。住宅の在庫率も上昇しており、今後の住宅価格の上昇ペースは緩やかになるとみられる。

図表6 住宅販売件数



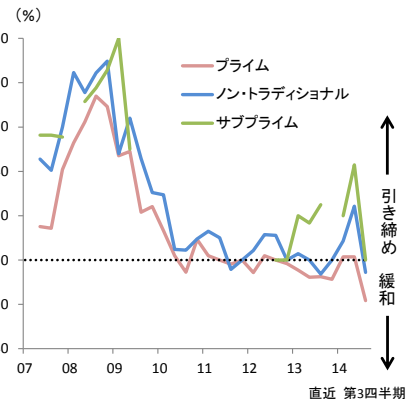
資料：全米不動産業者協会（NAR）、
米国商務省

図表7 住宅価格



資料：S&P ケース・シラー

図表8 住宅モーゲージ貸出基準



資料：FRB

FOMC では金融政策の正常化へ向けた議論が活発化

6月の連邦公開市場委員会（FOMC）では、拡大したバランスシートの下での利上げ手法について議論され、①準備預金の超過残高への付利に加え、②翌日物リバースレポを用いることが検討された。その他の利上げ手法として、③ターム物預金ファシリティー、④ターム物リバースレポも検討されている。既に、上記②と③は試験的に実施されている。また、同委員会では、量的緩和政策は14年10月に終了見通しであること、保有債券の再投資終了の前に利上げを行うべきとの意見がFOMC参加者の多数派であることが示された。

政策金利の引上げ開始時期は、15年後半と予想する。理由としては、第1に、失業率は低下しているものの、労働市場は質の面では依然として回復途上にあること、第2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。

図表9 インフレ率



資料：米国商務省

米国経済は堅調な回復を見込むが、政策の不確実性がリスク

家計部門では、所得環境の回復持続や13年の給与税増税の影響はく落を背景に、消費の増加傾向が続くと見込む。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、防衛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る。

実質GDP成長率は、14年は年初の寒波到来による影響から、前年比+2.0%（前回+2.2%）と下方修正を行うが、15年は同+2.8%（前回から変更なし）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は、第1に、金融政策の正常化に向けた動きが展望される中、長期金利が再び上昇し始める可能性が挙げられる。長期金利の上昇ペース次第では、耐久財消費の下押し要因となるほか、住宅市場の回復ペース鈍化や株価の下落につながる恐れがある。第2に、11月の米中間選挙の結果次第で不確実性が高まり、家計や企業のマインドが悪化する可能性が挙げられる。また、仮に共和党が両院で多数党を獲得した場合、15年3月までに対応が必要とされる債務上限引き上げへの不透明感が高まる恐れがある。第3に、住宅市場回復ペースの一段の鈍化が挙げられる。足もとの住宅価格の軟調な推移が続けば、資産効果の低下を通じて消費の伸びが鈍化しかねない。

(2) 欧州経済

緩やかな回復が続くユーロ圏経済

ユーロ圏経済は、金融市場の落ち着きによるマインド改善に支えられ、緩やかな回復傾向が続いている。企業の景況感（PMI）も拡大・縮小の目安となる 50 を上回る水準で推移している。もっとも、①南欧諸国の雇用回復の遅れ、②ウクライナ・ロシア情勢等を受けた輸出の鈍化から、回復ペースは極めて緩慢にとどまっている。

消費動向をみると、ドイツでは良好な雇用環境から所得の堅調な伸びが続く一方、南欧諸国では若年層を中心に雇用者数の減少が続き、所得の回復が遅れている。ユーロ圏全体では小売上が前年比プラスで推移するなど消費は持ち直しつつあるが、今後も盛り上がりや欠く緩やかな回復ペースが続こう。

輸出も鈍化傾向にある。既往のユーロ高から回復ペースが鈍化してきたうえ、足もとはロシアの景気悪化も加わり、前年比でゼロ%近傍の伸びまで低下するなど陰りがみられる。

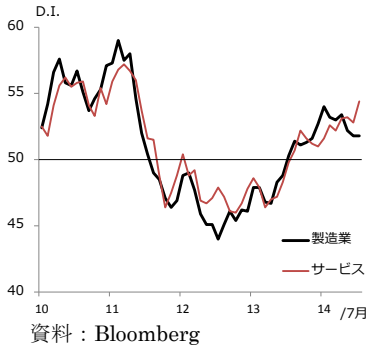
こうした状況下、輸出ウェイトの高いドイツでは、これまで好調が続いていた設備投資が減速する可能性がある。南欧諸国は、設備投資計画では 14 年は名目ベースで前年比増加が見込まれているが、高水準の企業債務、銀行の厳しい貸出姿勢などの制約から、緩やかな回復にとどまろう。

図表 10 欧州経済見通し

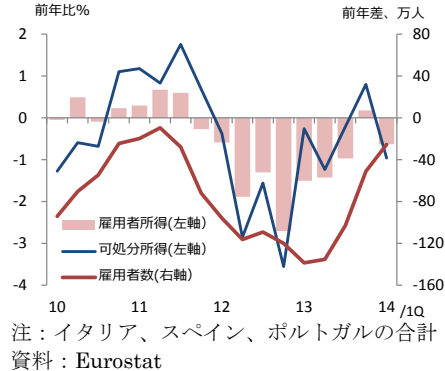
単位：前年比%	実績		予測	
	2012暦年	2013暦年	2014暦年	2015暦年
ユーロ圏	▲ 0.6	▲ 0.4	0.9	1.3
ドイツ	0.9	0.5	1.7	1.6
フランス	0.4	0.4	0.6	1.1

資料：実績は Eurostat。予測は三菱総合研究所

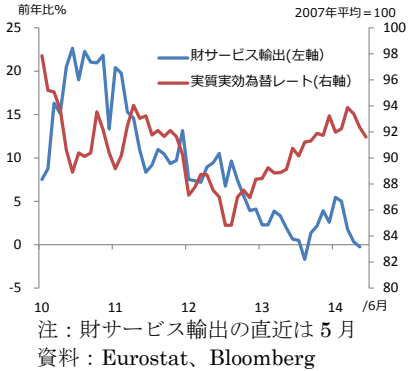
図表 11 ユーロ圏企業景況感（PMI）



図表 12 南欧諸国の雇用と所得



図表 13 ユーロ圏の輸出と為替

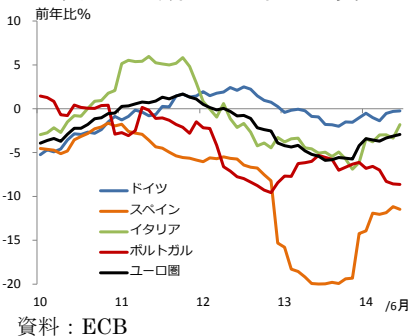


銀行の企業向け貸出は減少続く

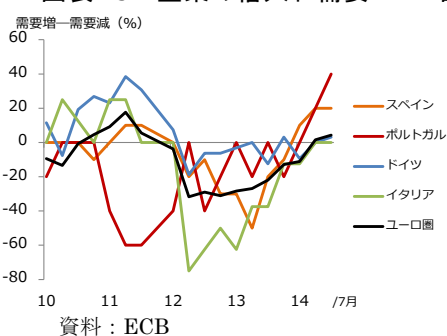
銀行の企業向け貸出は、マイナス幅を幾分縮小しつつも、減少が続いている。ECBによる貸出サーベイをみると、南欧企業を中心に借入れ需要は高まりつつある。一方、貸し手の銀行側では、市場の落ち着きから資本増強は進んでいるものの、資産の劣化に歯止めがかからず、なお脆弱さが残る。企業向け貸出に占める不良債権比率は、14年3月時点でイタリアとポルトガルが13~14%、スペインが20%に達した。とくにスペインでは、同比率の上昇が建設業、製造業、サービス業など幅広い業種で見られる。

10月後半には、ECBが銀行の健全性審査（ストレステスト）の結果を公表する。銀行の資本の増強につながり、金融システムの安定化に寄与するのか、今後の動向が注目される。

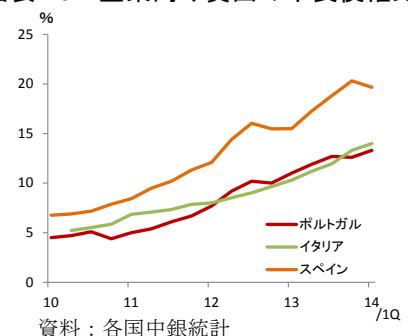
図表 14 銀行の企業向け貸出



図表 15 企業の借入れ需要



図表 16 企業向け貸出の不良債権比率

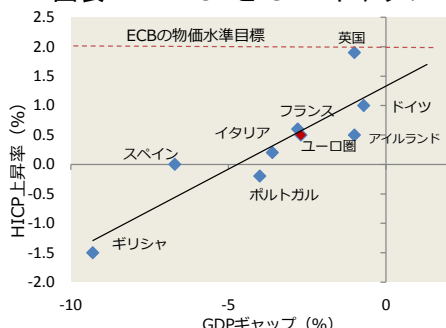


強まるディスインフレ傾向

潜在成長率を下回る成長によりマイナスの GDP ギャップが続く中、ユーロ圏のディスインフレ傾向はやや強まっている。14年7月の消費者物価指数（HICP）は前年比+0.4%に低下した。ポルトガルで下

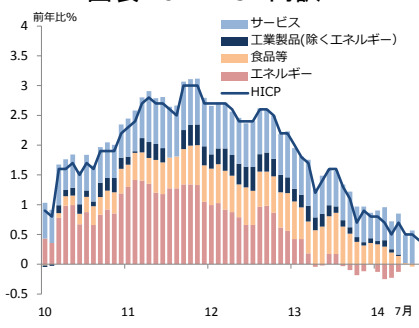
落、スペインもゼロ近傍の伸びが続き、その他の国でも概ね低下傾向が続いている。インフレ率低下の主因がエネルギー価格から、13年半ば以降は食料品と工業製品へと裾野が広がっているほか、短中期のインフレ期待も低下傾向にある。当面は、①ECBの追加緩和の効果が見られるか、②足もと下がり始めた中長期の期待インフレ率（5年）が2%近傍を維持できるのかが注目点となる。

図表 17 HICP と GDP ギャップ



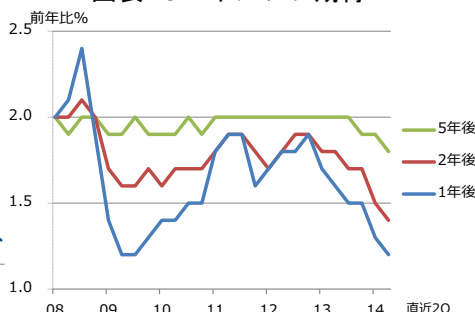
注：GDP ギャップ（14年）は欧州委員会
春季予測、HICPは6月
資料：Eurostat、欧州委員会

図表 18 HICP 内訳



資料：Eurostat

図表 19 インフレ期待



注：ECBによるEU域内の専門家への予測アンケート
資料：ECB

追加緩和に踏み切った ECB

ECBは6月5日、4つの柱からなる追加緩和策、①政策金利引下げ、②ターゲット型長期資金供給 (TLTRO)、③固定金利オペの延長と不胎化の停止、④資産担保証券 (ABS) 買入れ準備を発表した。

TLTROは、銀行が今後2年間で基準額（銀行ごとに設定）より多少でも貸出を増加させれば、今後の政策金利変更の有無にかかわらず0.25%の低利で長期資金調達が可能となる。

もっとも、貸出増加への大きな効果は見込み難い。①不良債権比率が高い南欧企業向け貸出は、銀行にとってなおリスクが高く、貸出に回る額は限定的とみられること、②ECBのバランスシート拡大にはつながらないこと（TLTROは最大でも1兆ユーロ程度で、過去の資金供給<LTRO>償還による縮小分を補う程度）、③EUのABS規模は米国の4分の1、中小企業ABS残高はその8%程度（約1,200億ユーロ）と小さいこと、などが理由として挙げられる。

図表 20 ECBの追加緩和策の概要

	概要	目的
政策金利引下げ	<ul style="list-style-type: none"> ・主要オペ金利を0.25%→0.15% ・中銀預金金利を0%→▲0.1%（当座預金の超過準備にも適用） 	銀行が中銀預金を貸出に回す
ターゲット型長期資金供給 (TLTRO)	<ul style="list-style-type: none"> ・金利は主要オペ金利+0.1% ・14年は9月と12月、14年4月末の貸出残高の7%まで（約4000億ユーロ）供給 ・15年以降は純貸出額が基準を超えた銀行のみ、超過額の3倍まで供給 ・16年4月末までの純貸出額が基準を下回った銀行は16年9月に全額返済義務 	銀行の貸出促進（家計向け住宅ローンは対象から除外）
固定金利オペ延長と不胎化停止	<ul style="list-style-type: none"> ・固定金利オペ（無制限供給）を2016年12月まで継続 ・国債買入れプログラム（10～12年）で供給した資金の吸収停止 	流動性供給により銀行間金利低下
ABS買入れ準備	<ul style="list-style-type: none"> ・詳細未定 	企業間の貸出金利格差是正

資料：ECB

ユーロ圏経済の回復ペースは緩慢にとどまる見込み

ユーロ圏経済は、マインド改善に支えられ、持ち直し傾向は持続すると予想する一方、バランスシート調整の長期化、雇用回復の遅れ、EUの対ロシア制裁強化等による輸出の鈍化を背景に、その回復ペースは緩慢とみられる。ユーロ圏全体の実質GDP成長率は、14年は+0.9%、15年はバランスシート調整の若干の進捗により+1.3%との予想を維持する（前回から変更なし）。

下振れリスクは、①ストレステスト実施後に銀行の多額の資本不足が露呈し、市場が混乱するリスク、②ウクライナ・ロシア情勢の泥沼化、③南欧諸国のデフレ入りである。①の場合、低下傾向が続く国債、社債利回りが再び上昇に転じる恐れがある。ECBが本格的な量的緩和策をとりづらい状況下、①②③いずれの場合も、ユーロ圏経済の長期停滞につながる可能性がある点に注意する必要がある。

(1) 概観

新興国経済は力強さに欠ける状況が続く

新興国経済は、全体として力強さに欠ける状況が続いている。新興国市場からの資金流出はひと段落し、足もとの経済情勢は、むしろ個々の財政・金融政策や政治情勢等に左右されている。昨年来、通貨安が進んだ国では、インフレと高金利による景気下押し圧力が続いているほか、タイでは政治的な混乱が景気を押し下げている。先進国経済の回復による外需の好転などから、景気を持ち直しの兆しがみられる国もあるが、総じて回復ペースは緩やかだ。

金融政策面では、インド、ブラジル、インドネシアの政策金利は、高水準を維持している。一方、トルコは、世界の金融市場が落ち着きを取り戻していることに加え、インフレや経常収支の改善から、5月以降、早々に利下げに転じた。

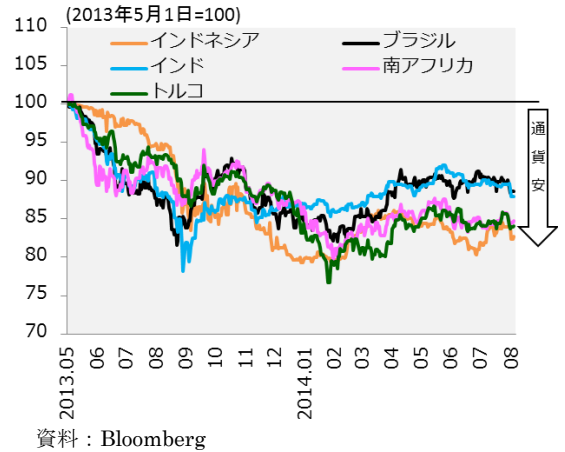
実体経済をみると、インド、ブラジル、インドネシアなどでは、インフレと高金利により景気の鈍化が続いている。また、中国では、企業の生産活動や消費はやや上向き傾向を示しているが、不動産価格の下落が広がっており、景気に勢いはみられない。タイでは、政治的な混乱により14年前半にかけて景気が急減速。5月末以降、経済正常化に向けての政策が打ち出され、足もとでは持ち直しの兆しを見せているが、不透明感が払拭されるには至っていない。

今回の見通しでは、インドネシアは足もとの景気鈍化、タイは政情不安による14年後半までの景気下押し、ブラジルは投資を中心に内需の一段の鈍化を見込み、成長率見通しを下方修正した。

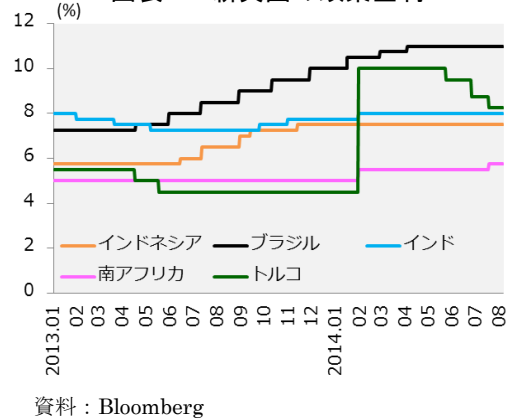
今後、注視すべき点として、①中国経済の行方（後述）、②政治情勢の影響、③米国の金融政策変更による新興国市場への影響がある。②に関しては、インドで10年ぶりの政権交代実現（14年5月）、トルコ大統領選で現首相が当選（8月）、インドネシア新政権発足（10月）、ブラジル大統領選挙（10月）、と政治イベントが目白押しである。各国の政策面での変化が経済に与える影響には注意が必要だ。

また、③について、各国の経常収支を確認すると、通貨安が進んだインドネシア、インド、南アフリカ、トルコなどの赤字国では、昨年後半に経常収支の改善傾向がみられた。ただし、各国とも、i) 輸出競争力のある国内産業が限られていること、ii) 電力・インフラ不足などの供給面での制約、iii) 旺盛な内需による輸入増傾向の強まりなど構造的な問題もあり、14年入り後は経常収支の改善はそれほど進んでいない。今秋にも米国の量的緩和政策は終了するとみられるが、その際、ファンダメンタルズが脆弱な市場から再び資金流出が起きる可能性は否定できない。

図表1 新興国の為替レート



図表2 新興国の政策金利

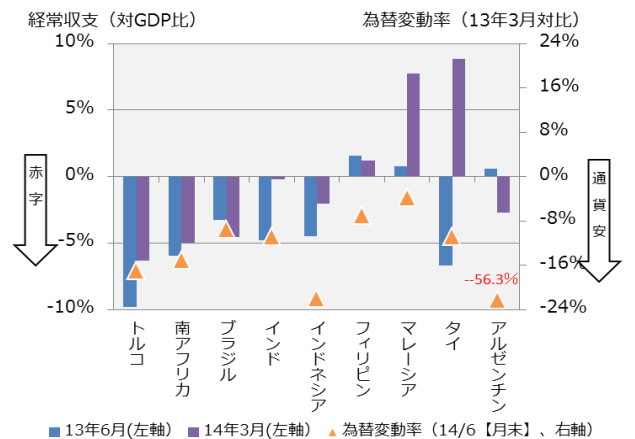


図表3 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2012	2013	2014	2015
中国	7.7	7.7	7.3	7.2
NIEs	1.8	2.7	3.7	3.8
香港	1.5	2.9	3.9	4.4
韓国	2.0	2.8	3.8	3.7
シンガポール	2.5	3.9	3.6	4.0
台湾	1.5	2.1	3.5	3.8
ASEAN5	6.2	5.2	4.3	5.3
インドネシア	6.3	5.8	5.3	5.7
マレーシア	5.6	4.7	5.1	5.3
フィリピン	6.8	7.2	5.8	5.9
タイ	6.5	2.9	0.3	3.6
ベトナム	5.2	5.4	5.4	5.5
インド	4.8	4.7	5.0	6.0
ブラジル	1.0	2.5	1.4	2.5

注：シャドー部分が予測値
資料：実績はIMF、予測（及びインド実績）は三菱総合研究所

図表4 新興国の為替と経常収支



(2) 中国経済

景気刺激策でやや持ち直し

中国経済は、14年入り後、外需の低迷や国内の投資抑制などの影響もあり減速したが、欧米向けの輸出の回復や政府の景気刺激策（図表7）の効果により、足もとでやや持ち直しの兆しがみられる。中国政府は、過剰投資の抑制方針を維持しているが、4月以降は、複数の小規模な景気刺激策により、景気の一段の悪化を微調整する方針を明確化しており、政策が景気を下支えする格好となっている。

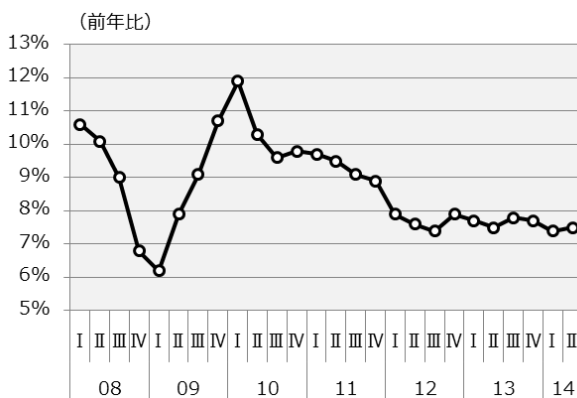
こうした中、14年4-6月期の中国の実質GDPは、前年比+7.5%と1-3月期の同+7.4%から3四半期ぶりに伸びを高めた。季節調整済み前期比も、前期比+2.0%と1-3月期の同+1.5%より拡大し、企業の景況感改善（PMI）とともに、景気全体がやや上向きになっていることを確認できる結果となった。

消費も底堅く推移しており、4-6月期の小売販売（名目）をみると、家計の所得増が続いていることから、前年比+12.3%と1-3月期（同+12.0%）から伸びが高まった。インターネット販売も、1-6月期で前年比+48.3%と大幅な伸びを続けている。

一方、固定資産投資（都市部、名目）は、政府の投資抑制方針を受けて引き続き鈍化傾向にあり、4-6月期は前年比+17.2%と、1-3月期（同+17.7%）からやや鈍化した。ただし、4月に中西部を中心に鉄道インフラ整備が打ち出されたこともあり、地域別で見ると、4-6月期は、西部地区が同+19.8%となるなど、西部が牽引している。

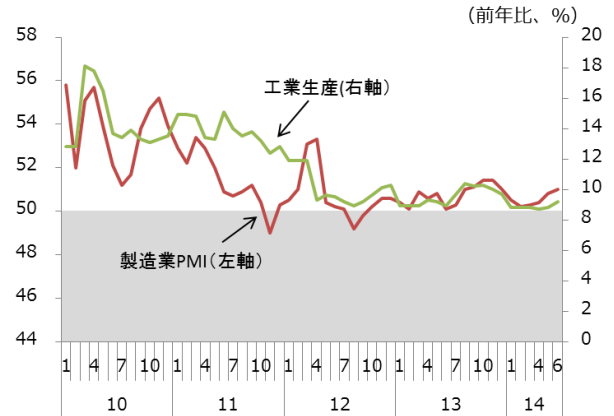
輸出入をみると、輸出は1-3月期には前年比▲3.5%と減少したが、4-6月期は同+4.9%と増加に転じ、緩やかながら回復傾向がみられる。輸出先をみると欧米など先進国向けの持ち直しが続く一方、香港を含むNIEs向けの減少や、ASEAN向けの伸び鈍化が継続している。一方、輸入は、投資の鈍化などもあり、4-6月期前年比+1.3%と1-3月期（同+2.0%）から伸びがやや鈍化した。

図表5 中国の実質GDP成長率



資料：CEIC

図表6 中国の生産と企業マインド



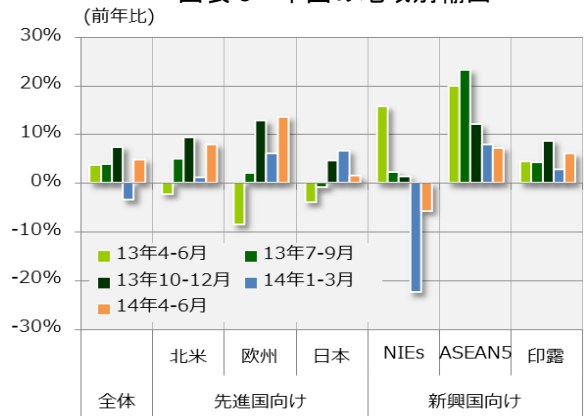
資料：CEIC

図表7 中国の主な景気刺激策

時期	政策の内容
2014年4月	零細企業向け減税の2016年までの延長や課税最低限額の引き上げ
	建設基金の設立や債券発行による中西部での鉄道建設の加速
	債券発行を活用した老朽住宅地区の再開発 一部農村金融機関の預金準備率を0.5-2.0%引き下げ
2014年5月	企業向け行政手数料の軽減、透明性の向上
2014年6月	零細企業・農業向け融資の比率が過半を占める銀行を対象に一部銀行の預金準備率を0.5%引き下げ

資料：各種報道より三菱総合研究所作成

図表8 中国の地域別輸出



資料：CEIC

不動産価格下落が地方財政悪化や信用収縮を増幅させる可能性

中国が直面する目下のリスクは、①不動産価格の急激な下落、②地方政府債務のデフォルト、③急激な信用収縮への懸念である。

不動産市場では、足もと大きな変化がみられる。政府による住宅購入制限や金融引き締め、さらに景気減速を背景に、地方都市から大都市へと住宅価格下落の動きが広がり、6月は70都市中55都市で価格が前月に比べ下落した。

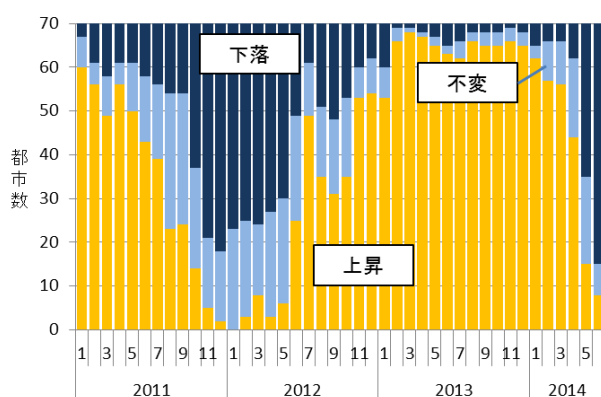
こうした中、地方政府の財政を取り巻く環境は厳しさを増している。6月に公表された中国審計署（会計検査院に相当）による予算執行調査の検査結果では、特定調査対象の9省（省名は未公表）において、14年3月時点で、8億2100万元の地方債務の返済遅延が発生したとの報告がなされ、中国政府が地方政府によるデフォルトの存在を公表した。中国審計署によると、昨年6月時点で、地方債務のうち、2014年から15年の間に償還を迎える債務は全体の4割弱にのぼる。

地方債務を借入主体別（昨年6月時点）にみると、地方政府融資平台が全体の39.0%を占め、地方政府（22.7%）や国有企業（17.5%）を上回っている。地方政府は、地方政府融資平台と呼ばれる地方政府傘下の投資会社を経由して借入や債券発行により資金を調達し、不動産やインフラへの投資を増加させてきたため、不動産価格の影響を受けやすい構造となっている。

政府は、不動産価格の下落は必要な調整プロセスの範囲内と判断している模様だが、同時に急激な不動産価格の下落が地方財政リスクを増幅させる可能性も注視しているとみられ、難しい舵取りを強いられている。

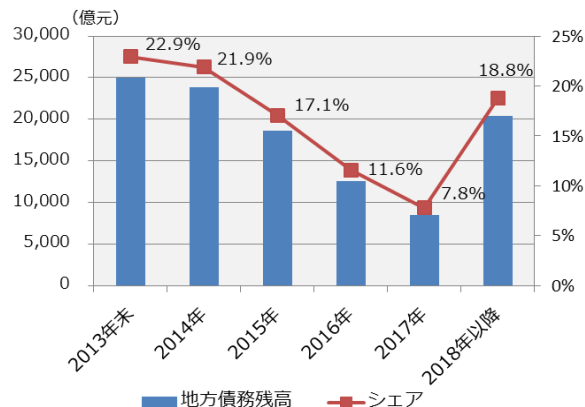
急速な信用収縮への懸念もくすぶる。シャドーバンキングに相当するとされる人民元建て銀行融資以外の資金調達額は、14年4-6月期で前年比+38.2%と前期（1-3月期）から急回復した。しかし、内訳をみると、地方鉄道プロジェクトで発行が増加したとみられる社債が同+98.9%と高い伸びを示す一方で、今年多額の償還を迎えるとされている信託貸付は前年比▲58.2%と減少が続いており、急激な信用収縮リスクが後退したと考えるのは早計であろう。

図表9 中国の主要都市の住宅価格（前月比）



資料：中国国家统计局

図表10 中国の償還年限別の地方債務残高



資料：中国審計署資料より三菱総合研究所作成

中国経済は緩やかな成長鈍化を見込む

先行きを展望すると、政府の景気刺激策により足もとの景気はやや持ち直しているが、上記のとおり、不動産市況の悪化や政府の過剰供給の抑制方針を背景に、15年にかけて緩やかな成長鈍化を見込む。

実質GDP成長率は、7%台前半を維持するとの見方に変更はなく、14年は同+7.3%、15年は同+7.2%と予測する（前回から変更なし）。

図表11 中国の最近の債務不履行事例

時期	内容
2014年3月	上海超日太陽能科技の社債がデフォルト
2014年4月	建材会社の徐州中森通浩新型板材、3月末に予定していた利払いを履行できず、私債債主に保証をつけていた信用保証会社が代位弁済
2014年6月	中国審計署が、14年3月末時点で地方政府のデフォルト発生を公表
2014年7月	中国山西省の建設会社、華通路橋集団が、7月下旬に期限を迎える4億元（約65億円）の社債償還を履行できない恐れがあると警告

資料：各種報道より三菱総合研究所作成

(3) ASEAN 経済

各国の経済情勢はまちまち

ASEAN では、通貨安や資金流出は一段落し、経済情勢は個々の金融政策や政治情勢に左右されている。インドネシアでは既往のインフレと金利高止まりが、タイでは政治面での混乱長期化が、足もとの成長抑制要因となっている。また各国では、原油価格の上昇によりインフレ圧力も徐々に高まりつつあり、7月にマレーシア、フィリピンが相次いで利上げに転じた。

成長鈍化のインドネシア、新大統領による政策に注目

インドネシアの 14 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +5.1%と、前期 (1-3 月期、同+5.2%) から伸びが低下、09 年 7-9 月期以来の低成長となった。同国では通貨安への対応としての 5 度の利上げの結果、政策金利は 7.5%に据え置かれており、投資を中心に内需への下押し圧力が続いている。さらに、財政支出抑制による政府支出の減少、年初からの未加工鉱石の輸出禁止に伴う輸出の減少が前期に引き続き成長率を押し下げた。

足もとでは、消費が底堅いこともあり、14 年後半から緩やかに成長パスに回帰すると見込まれる。インドネシアでは 4 月に総選挙が実施され、7 月の大統領選挙では、中間層が支持するジャカルタ特別州知事ジョコ・ウィドド氏が勝利し、10 月には新政権が発足する見込みである。ジョコ氏は、①汚職対策として、調達システムの電子化などにより行政の透明性を高めることに加え、②貧困地域を重視した投資とインフラ整備、③投資促進、許認可手続きの簡素化などの具体的な政策を掲げている。一方で、鉱石の輸出禁止など保護主義的な貿易政策は基本的に継続する方針である。また大統領選が接戦となるなど政権基盤は磐石ではなく、ジョコ氏が掲げる政策の実現には不確実性が伴う。成長鈍化の中で、インドネシア経済の先行きは新政権による政策運営に左右されよう。

タイの政治混乱はひとまず一服も不透明感はお高い

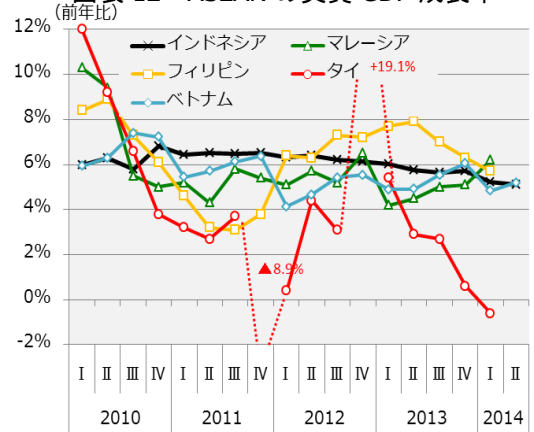
タイ経済は、政治的な混乱の影響で企業マインドが大幅に落ち込み、投資も低調な推移が続いていたが、軍事クーデター後の事態の沈静化に向けた動きを背景に、生産、小売販売など、各種経済指標が緩やかながら上向く兆しをみせている。

タイでは、5 月に前首相ほか 9 閣僚の失職後、デモが激化し、5 月下旬には軍部によるクーデターが発生する事態に発展。軍と警察により構成される国家平和秩序評議会 (NPOMC) が国家の全権を掌握した。国家平和秩序評議会は、今回の政治的な混乱が経済に与える影響について配慮を示しており、5 月に中断した投資認可も 6 月から再開、8 月までに未認可案件の処理を行う方針を打ち出している。

現時点で打ち出された方針は、①9 月日処で暫定政権発足、②エネルギー価格の値上げ凍結や税率据え置き、農家への補償などに向けた政府機関との調整 (短期の安定策)、③鉄道をはじめとするインフラ整備事業や国境経済特区の設置の推進 (長期の安定策)、など多岐にわたる。基本シナリオとして、今年後半に向けて上記のプロセスが順調に行われ、経済も緩やかながら回復軌道に乗ると見込むが、政治面での不透明感は依然として高く、回復が遅れるリスクは残存している。

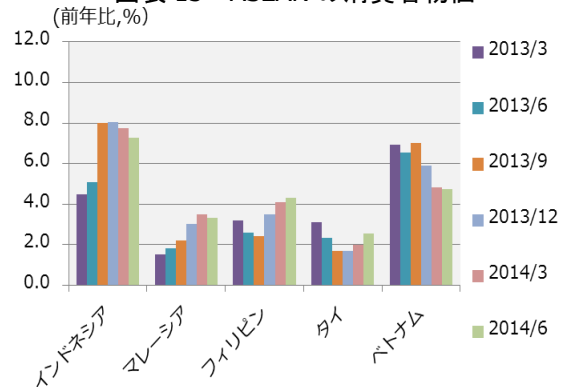
以上を踏まえ、タイ、インドネシアの実質 GDP 成長率予測は、14 年前半の落ち込みなどを考慮して下方修正。一方、その他の ASEAN 諸国は前回見通しから変更なしとする。ASEAN5 は、14 年は前年比 +4.3%と前回 (同+4.8%) から下方修正、15 年は持ち直し同+5.3% (前回から変更なし) と予測する。

図表 12 ASEAN の実質 GDP 成長率



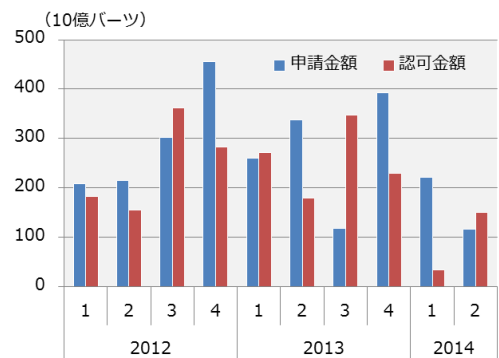
資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 13 ASEAN の消費者物価



資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 14 タイの投資申請額および認可額



資料：CEIC

(4) インド経済

輸出回復で底入れの兆し

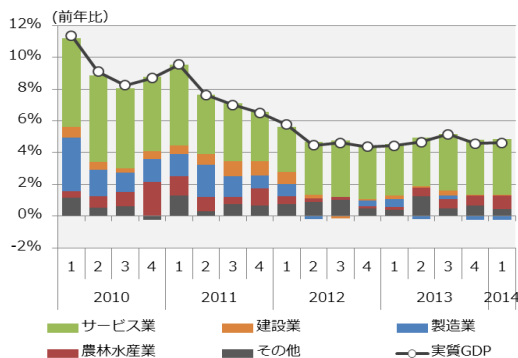
インド経済は、低調な動きが続いているものの、通貨安を背景とする緩やかな輸出の回復を受け、底入れの動きをみせている。14年1-3月期のインドの実質GDP成長率は前年比+4.6%と、前期10-12月期からは横ばいとなった。

内需は、既往の金融引き締めにより設備投資が鈍化、長引く高インフレから消費意欲が下押しされる状況が続いている。

物価面では、既往の利上げ効果から、昨年後半以降インフレが緩和傾向にあったが、足もとでは再び足踏み状態となっている。消費者物価指数(CPI)上昇率をみると、6月は前年比+7.3%と2年半ぶりに8%を下回ったが、卸売物価指数(WPI)上昇率は、足もとの数ヶ月間は5~6%台で高めの推移が続いている。既往のルピー安による輸入インフレや原油高に加え、54年ぶりといわれる熱波を受けての電力需要急増や雨量不足による農業不作懸念もあり、インフレ圧力が根深いことが背景にある。インド準備銀行は、5ヶ月連続で政策金利(レポレート)を8.0%に据え置いているが、景気とインフレの状況をにらみながらの政策対応が重要な鍵を握る局面が続いている。

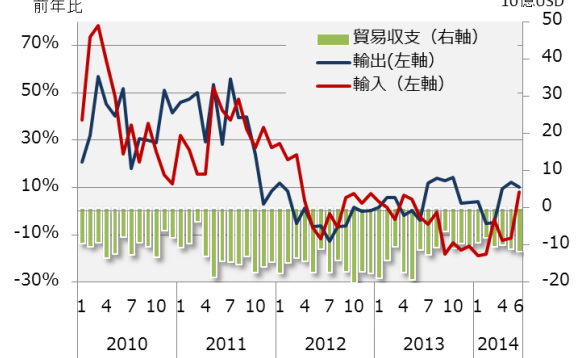
外需は、ルピー安による緩やかな輸出増と金輸入規制を主因とする輸入減により、持ち直しの動きが続いてきた。もっとも、①高金利に伴う企業の投資コストの高止まり、②電力やインフラなどの供給面での制約、③製造業の競争力の弱さなどから、製造業は産業別GDPでみても低迷が続いており、通貨安による輸出促進効果は限られている。また、輸入は、昨年以降前年比で減少が続いてきたが、6月は増加に転じた。全体の3割超を原油・石油製品が占め、原油高の中では大幅な減少は見込みがたい。

図表 15 インド実質 GDP 成長率(産業別)



資料：CEIC

図表 16 インドの輸出入



資料：CEIC

堅実な政策運営方針を打ち出したモディ政権

14年4月から5月にかけて実施されたインド下院総選挙では、インド人民党(BJP)が下院における単独過半数を獲得した。結果として、単独政党過半数による政権交代が実現し、BJPのナレンドラ・モディ新首相が就任した。西部グジャラート州でのインフラ整備・外資誘致の実績のあるモディ新首相は、現時点で、堅実な政策運営方針を打ち出している。

注目された7月10日の予算案では、①これまでの財政赤字の抑制方針を維持したほか、②鉄道やIT関連などインフラへの重点投資、③中小企業活性化のための手続き簡素化、④保険・防衛分野の外資規制の緩和、⑤化学製品やLEDテレビパネル分野などへの関税引き下げを導入するとした。一方、輸入抑制の観点からステンレスやボーキサイトなど資源への関税引き上げを打ち出すなど、貿易政策面では一貫性に欠ける感が否めない。中長期的な成長力を高めるための重要課題は、①インフレ体質の克服、②インフラ整備や電力不足解消、③税制⁸や行政の制度改革の実施により、経常収支赤字から脱却することである。政策の優先順位を明確にしていく必要がある。

今後は世界経済の持ち直しに伴い、輸出の緩やかな回復が予想されることに加え、新政権によるインフラ整備の進捗なども期待される。実質GDP成長率は、14年は前年比+5.0%、15年は同+6.0%と景気の回復を予測する(前回から変更なし)。

⁸ なお、物品サービス税(GST)については、予算案でGST導入に関する具体的なスケジュールを2014年度中に明示する予定。

(5) ブラジル経済

インフラ投資も一服し成長鈍化が続く

ブラジルの14年1-3月期の実質GDPは、前年比+1.9%と前期(同+2.2%)より一段と減速、季節調整済みでも、前期比+0.2%と前期(同+0.4%)から伸びが鈍化した。

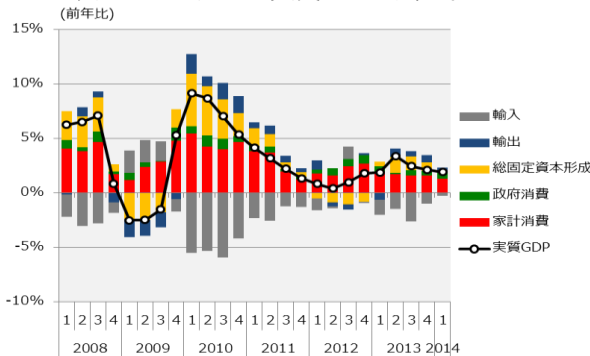
家計消費は、インフレによる消費マインドの低迷などもあり、1-3月期は前年比+1.9%と前期(同+2.4%)より伸びが鈍化した。ただし、W杯関連では、同国への旅行者の増加や国内のインターネット経由での消費拡大により、小売業と運送業にはプラスの効果を与えているとみられるなど、4-6月期はW杯による消費押し上げ効果が期待される。

総固定資本形成は、14年1-3月期は製造業を中心に生産活動の低迷が見られたことに加え、建設工事の鈍化により、前年比▲2.0%と12年10-12月期以来のマイナスに転じた。14年6月からの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として、昨年は総固定資本形成がプラス寄与を続けてきたものの、足もとではインフラ投資が一服し、投資による景気押し上げ効果は低減している。生産(季節調整値)も、6月まで4ヶ月連続で前月割れするなど、低調な推移となっている。

一方、外需は、緩やかながらリアル安による輸出回復が続いている。14年1-3月期の輸出は前年比+3.1%増加した。しかし、足もとでは、ブラジルにとって南米最大の輸出先であるアルゼンチンの景気が通貨急落や金利急騰により失速し、2月以降、同国向け輸出が前年比1割から3割減と大幅な減少が続いている。加えて、ブラジルにとって最大の輸出先である中国向けも、中国の投資鈍化から低調な推移が続いており、輸出の回復ペースは極めて緩慢だ。

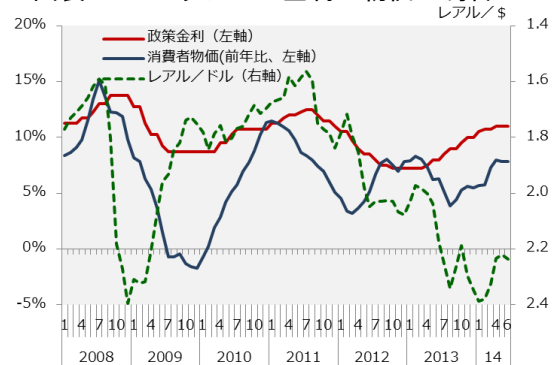
消費者物価は、中央銀行の政策目標(中央値)である同+4.5%を大きく上回る推移が続いている。ブラジル中央銀行は既往のインフレ抑制目的で、4月には政策金利を11%へ引き上げた。高金利政策の維持による投資や消費への悪影響も続いている。

図表 17 ブラジル実質 GDP 成長率



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 18 ブラジルの金利・物価・為替



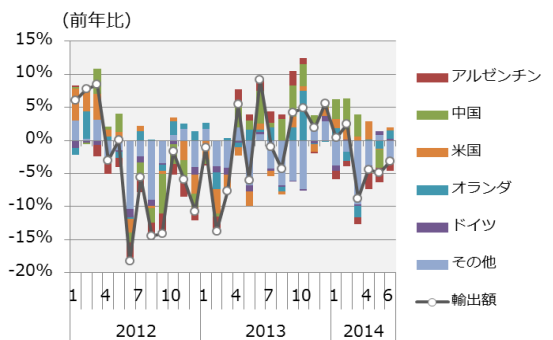
資料：CEIC

ブラジル経済は金利高止まりで低成長が続く見込み

こうした中、ブラジルでは、金利の高止まりによる内需押し下げ効果により、14年後半までは景気低迷が続くとシナリオに変更はない。また、同国最大の輸出先である中国の行方や、足もとで急減速しているアルゼンチン向け輸出の先行きなど、外需環境も当面不透明な状況が続くであろう。

実質GDP成長率の見通しは、14年は前年比+1.4%(前回+2.2%から下方修正)と減速、15年は14年後半からの緩やかな回復とインフレ圧力緩和を見込み、同+2.2%(前回+2.5%から下方修正)と予測する。ブラジルは10月に大統領選挙を控えているが、現時点で、現政権への支持は磐石なものではない。近年、経済の資源依存度が高まり、資源価格に経済が左右される傾向が強まっており、新政権が国内製造業の強化に向けて構造的な問題に着手できるかどうか、今後のブラジル経済の行方を左右するとみられる。

図表 19 ブラジルの輸出(輸出先別寄与)



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				
	2012 実績	2013 実績	2014 予測	2015 予測	2012 実績	2013 実績	2014 予測	2015 予測	
名目	国内総生産（＝GDP）	472,640	481,445	493,351	504,314	▲0.2%	1.9%	2.5%	2.2%
	民間最終消費支出	288,053	295,671	298,945	305,072	0.6%	2.6%	1.1%	2.0%
	民間住宅投資	14,049	15,833	15,456	15,586	4.7%	12.7%	▲2.4%	0.8%
	民間設備投資	64,660	66,949	70,638	73,628	0.5%	3.5%	5.5%	4.2%
	民間在庫品増加	▲1,928	▲4,238	▲2,725	▲2,871	***	***	***	***
	政府最終消費支出	97,140	98,464	100,776	102,827	0.5%	1.4%	2.3%	2.0%
	公的固定資本形成	21,028	24,617	25,224	24,621	1.1%	17.1%	2.5%	▲2.4%
	公的在庫品増加	▲37	23	10	3	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲10,325	▲15,873	▲14,972	▲14,551	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	70,444	80,032	86,079	92,644	▲0.7%	13.6%	7.6%	7.6%
	財貨・サービス輸入	80,770	95,905	101,051	107,195	4.5%	18.7%	5.4%	6.1%

（単位：2005暦年連鎖価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	517,583	529,251	532,713	539,574	0.7%	2.3%	0.7%	1.3%
	民間最終消費支出	308,478	316,240	312,660	315,480	1.5%	2.5%	▲1.1%	0.9%
	民間住宅投資	13,630	14,928	14,062	14,077	5.4%	9.5%	▲5.8%	0.1%
	民間設備投資	68,495	70,317	73,606	76,421	0.7%	2.7%	4.7%	3.8%
	民間在庫品増加	▲1,892	▲4,001	▲2,422	▲2,568	***	***	***	***
	政府最終消費支出	100,589	102,375	103,295	104,752	1.5%	1.8%	0.9%	1.4%
	公的固定資本形成	20,321	23,392	23,287	22,316	1.3%	15.1%	▲0.4%	▲4.2%
	公的在庫品増加	▲30	8	▲10	▲18	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	8,383	7,156	9,317	10,505	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	81,269	85,172	89,701	93,484	▲1.3%	4.8%	5.3%	4.2%
	財貨・サービス輸入	72,886	78,016	80,384	82,980	3.6%	7.0%	3.0%	3.2%

	年度				対前年度比増減率				
	2012 実績	2013 実績	2014 予測	2015 予測	2012 実績	2013 実績	2014 予測	2015 予測	
指数	鉱工業生産指数	95.8	98.9	100.2	102.8	▲3.0%	3.2%	1.3%	2.6%
	国内企業物価指数	100.5	102.4	106.5	108.8	▲1.0%	1.8%	4.1%	2.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.6	100.4	103.6	105.9	▲0.2%	0.8%	3.3%	2.2%
	GDPデフレーター	91.3	91.0	92.6	93.5	▲0.9%	▲0.4%	1.8%	0.9%
	完全失業率	4.3%	3.9%	3.5%	3.4%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	89.3	98.7	84.4	82.3	6.2%	10.6%	▲14.5%	▲2.5%

（単位：10億円、％）

対外 バラ ンス	経常収支（10億円）	4,223	831	2,328	4,162	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲9,434	▲14,423	▲13,078	▲12,434	***	***	***	***
	貿易収支	▲5,247	▲10,971	▲10,055	▲9,547	***	***	***	***
	輸出	62,203	69,784	72,360	77,879	▲1.0%	12.2%	3.7%	7.6%
	輸入	67,450	80,755	82,415	87,426	3.7%	19.7%	2.1%	6.1%
	通関収支戻（10億円）	▲8,158	▲13,756	▲12,934	▲12,521	***	***	***	***
通関輸出	63,940	70,857	75,105	80,835	▲2.1%	10.8%	6.0%	7.6%	
通関輸入	72,098	84,613	88,039	93,357	3.4%	17.4%	4.0%	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%	0.69%	0.58%	0.75%	***	***	***	***
	M2	822,476	854,338	881,700	908,880	2.5%	3.9%	3.2%	3.1%
	日経平均株価	9,650	14,424	15,410	16,657	5.1%	49.5%	6.8%	8.1%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	92.0	99.0	101.7	104.1	▲5.4%	7.7%	2.6%	2.4%
	円/ドル レート	83.1	100.2	102.5	105.1	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.288	1.341	1.341	1.302	***	***	***	***
	円/ユーロ レート	107.1	134.4	137.4	136.8	***	***	***	***

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 対木さおり 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。