

PRESS RELEASE

2014年11月25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7-9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。

緩やかな回復が展望される日本経済

日本の実質成長率予測値：2014年度▲0.5%、2015年度+1.3%(※)

(前回予測値(9月8日):2014年度+0.4%、2015年度+1.3%)

※消費税率引上げ延期を踏まえた予測値。経済対策は織り込んでいない。

海外経済

- **世界経済**は、回復力が鈍い。新興国経済の成長力が鈍化しているほか、先進国間でも回復ペースにばらつきがみられる。15年にかけては米国・アジア主導での緩やかな回復を見込む。
- **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。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、ドイツ経済を中心に再び減速している。15年もバランスシート調整圧力が続くことが見込まれ、回復ペースは緩慢にとどまろう。
- **新興国経済**は、力強さに欠ける状態が続いている。中国経済は、投資鈍化などから減速傾向にある。その他新興国は、米国向けの輸出回復で好調を維持する国がある一方、高金利や資源価格下落などから減速する国があるなど経済状況はばらつきがある。15年は、中国の緩やかな成長鈍化を見込む一方、その他新興国はインフレ圧力緩和などから、総じて緩やかな回復を予想する。

日本経済

- 日本経済は、14年7-9月期の実質GDPは前期比年率▲1.6%と、2四半期連続のマイナス成長となった。在庫調整の進展は前向きな動きであるが、実質所得の減少や天候不順の影響などを背景に、消費の回復ペースは極めて鈍い。
- 今後は、4月の消費税増税後の反動減の影響が徐々に和らいでいくと見込む。雇用・所得環境の改善や企業収益回復による設備投資の増加を背景に、15年度にかけて内需中心に回復の動きを続けるであろう。
- 一方、増税後も人手不足は続き、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。成果が出るまでに時間を要するがゆえに成長戦略の実行が急がれる。

注意すべき下振れリスク

- 第1は、金融市場の変化である。米国金融政策の正常化の過程で、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。日本では、15年10月の消費税率引上げは延期された。17年4月の引上げが確約されたため、現時点で財政の信認が後退する確率は低いとみられるが、今後、国債市場のセンチメントの変化には留意が必要だ。
- 第2は、海外経済の下振れだ。ユーロ圏では、ドイツ経済の回復にブレーキがかかり始め、デフレへの懸念がくすぶる。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、緩やかな鈍化シナリオが崩れる可能性も否めない。
- 第3は、日本の消費者マインドの冷え込みである。増税後は持ち直しつつあったが、夏以降、再び悪化している。底堅い雇用・所得環境のもとでも、消費者マインドの改善が遅れる可能性はあり、消費の下振れリスクが残る。

海外経済：15年にかけて緩やかに回復

世界経済は、回復力が鈍い。新興国経済の成長力が鈍化しているほか、先進国間でも回復ペースにばらつきがみられる。15年にかけては米国・アジア主導での緩やかな回復を見込む。

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。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、ドイツ経済を中心に再び減速している。15年もバランスシート調整圧力が続くことが見込まれ、回復ペースは緩慢にとどまろう。

新興国経済は、力強さに欠ける状態が続いている。中国経済は、投資鈍化などから減速傾向にある。その他新興国は、米国向けの輸出回復で好調を維持する国がある一方、高金利や資源価格下落などから減速する国があるなど経済状況はばらつきがある。15年は、中国の緩やかな成長鈍化を見込む一方、その他新興国はインフレ圧力緩和などから、総じて緩やかな回復を予測する。

金融市場（次頁図表1-2～1-6を参照）では、9～10月中旬にかけて米量的緩和終了が意識される中、欧州や中国の減速懸念などから市場のリスク許容度が後退し、世界の株価が下落、市場のボラティリティも上昇した。その後、株価は上昇へ転じたが、今後も米金融政策の動向に敏感な状況は続くと思われる。

日本経済：14年度後半には持ち直し、15年度にかけ緩やかな回復基調が続く

日本経済は、14年7-9月期の実質GDPは前期比年率▲1.6%と、2四半期連続のマイナス成長となった。在庫調整の進展は前向きな動きであるが、実質所得の減少や天候不順の影響などを背景に、消費の回復ペースは極めて鈍い。

今後は、4月の消費税増税後の反動減の影響が徐々に和らいでいくと見込む。雇用・所得環境の改善や企業収益回復による設備投資の増加を背景に、15年度にかけて内需中心に回復の動きを続けるであろう。

実質GDP成長率は、14年度▲0.5%、15年度+1.3%と予測する。14年度は、7-9月期の成長率下振れを受け、前回の予測値から下方修正した（前回見通し<9月8日>：14年度+0.4%、15年度+1.3%）。15年度は、潜在成長率（+0.6%程度）を上回る成長との予測に変化はない。

消費者物価指数（生鮮食品除く）の前年比は、原油価格下落を受けて、14年度は+3.1%（消費税除くベース+1.1%）と、前回の予測値+3.3%（同+1.3%）から下方修正した。15年度は、①最近の円安進行、②需給ギャップの緩やかな縮小などから、緩やかな物価上昇を見込み同+1.5%と予測する。

一方、増税後の人手不足は続き、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。成果が出るまでに時間を要するがゆえに成長戦略の実行が急がれる。

3つの下振れリスク

注意すべき下振れリスクは次の3つである。

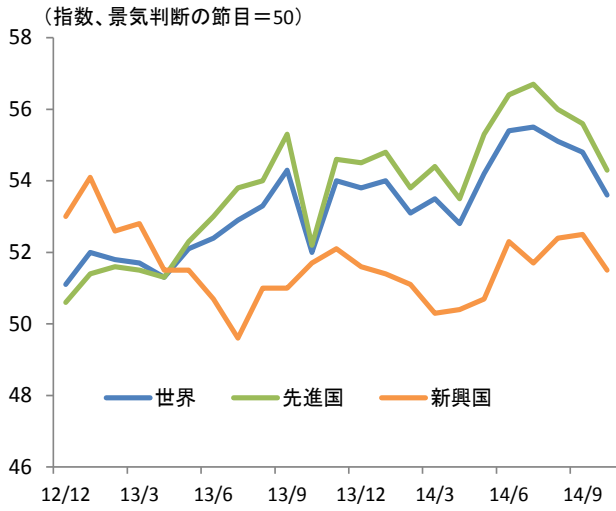
第1は、金融市場の変化である。米国金融政策の正常化の過程で、経済のファンダメンタルズが弱い新興国や、リスク性資産からの急激な資金流出には警戒が必要だ。日本では、15年10月の消費税率引上げは延期された。17年4月の引上げが確約されたため、現時点で財政の信認が後退する確率は低いとみられるが、今後、国債市場のセンチメントの変化には留意が必要だ。

第2は、海外経済の下振れだ。ユーロ圏では、ドイツ経済の回復にブレーキがかかり始め、デフレへの懸念がくすぶる。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、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性も否めない。

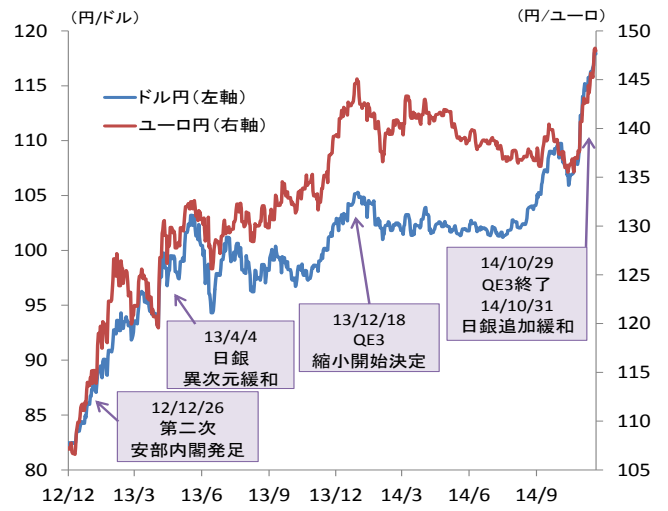
第3は、日本の消費者マインドの冷え込みである。増税後は持ち直しつつあったが、夏以降、再び悪化している。底堅い雇用・所得環境のもとでも、消費者マインドの改善が遅れる可能性はあり、消費の下振れリスクが残る。

世界経済・金融市場の動向

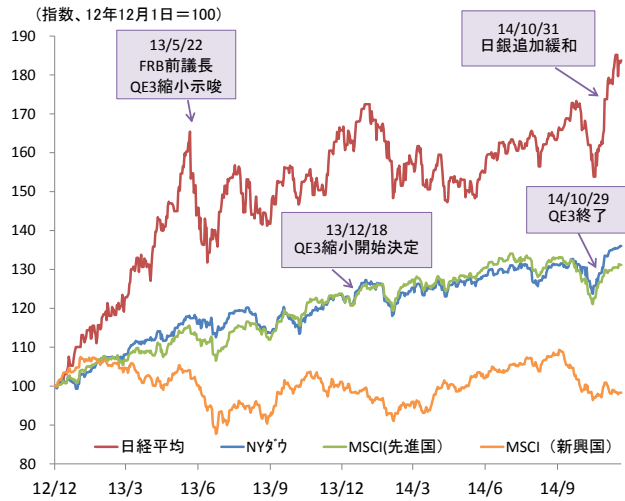
図表 1-1 コンポジット PMI



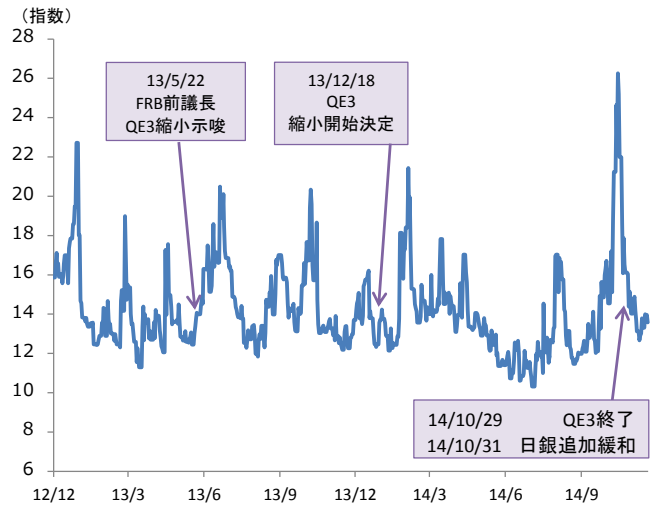
図表 1-2 為替



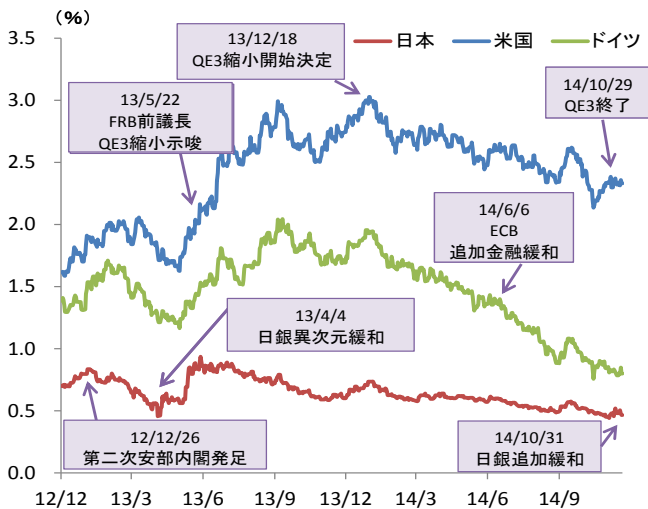
図表 1-3 世界の株価



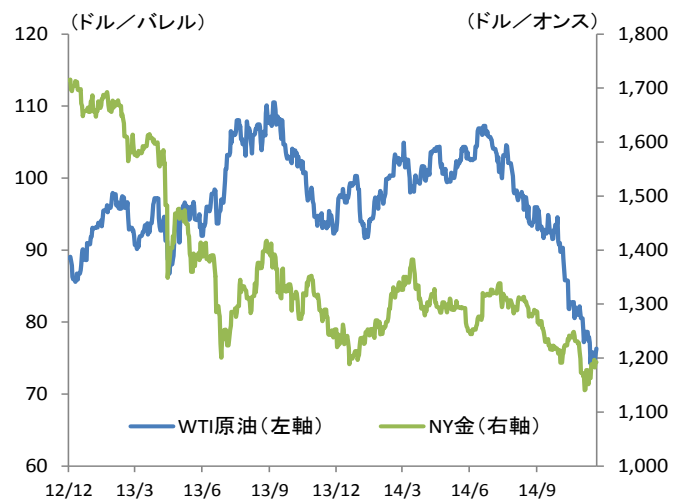
図表 1-4 米国のボラティリティ指数 (VIX 指数)



図表 1-5 長期金利 (10年物国債)



図表 1-6 商品市況



注1：コンポジット PMI は月次、その他は日次。直近値はコンポジット PMI は10月、その他は11月21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：Bloomberg、BOE Systemic Risk Survey

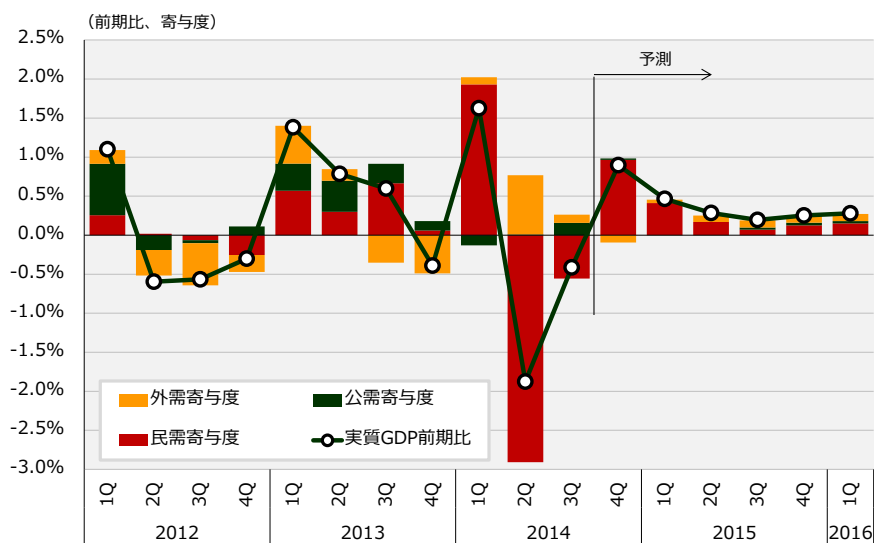
図表 1-7 2014、2015 年度の実質 GDP 成長率予測（単位：%）

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	***	2.2	***	▲ 0.5	***	1.3	***
内需	1.5	1.4	2.6	2.5	▲ 1.1	▲ 1.1	1.1	1.1
民需	1.5	1.0	2.1	1.6	▲ 1.6	▲ 1.2	1.3	1.0
民間最終消費支出	1.5	0.9	2.5	1.5	▲ 2.5	▲ 1.5	1.3	0.8
民間住宅投資	5.4	0.2	9.5	0.3	▲ 11.3	▲ 0.3	▲ 2.8	▲ 0.1
民間企業設備投資	0.7	0.1	2.6	0.4	2.2	0.3	3.9	0.5
民間在庫投資	***	▲ 0.1	***	▲ 0.5	***	0.3	***	▲ 0.3
公需	1.5	0.3	3.9	0.9	0.5	0.1	0.4	0.1
政府最終消費支出	1.5	0.3	1.8	0.4	0.4	0.1	1.5	0.3
公的固定資本形成	1.3	0.1	15.0	0.7	1.2	0.1	▲ 4.2	▲ 0.2
外需（純輸出）	***	▲ 0.8	***	▲ 0.5	***	0.5	***	0.2
輸出	▲ 1.3	▲ 0.2	4.8	0.7	5.4	0.9	3.2	0.5
輸入	3.6	▲ 0.6	7.0	▲ 1.2	2.2	0.3	2.0	0.3
名目GDP	▲ 0.2	***	1.9	***	1.4	***	1.8	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-8 四半期別の実質 GDP 成長率予測

		実績					予測					
		2013		2014		7-9	2015			2016		
		7-9	10-12	1-3	4-6		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	前期比	0.6%	-0.4%	1.6%	-1.9%	-0.4%	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
	前期比年率	2.4%	-1.6%	6.7%	-7.3%	-1.6%	3.6%	1.9%	1.1%	0.8%	1.0%	1.1%



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

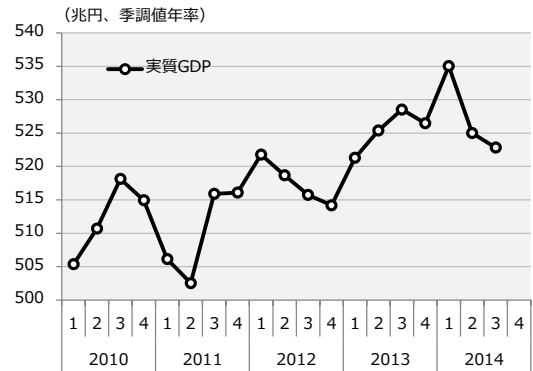
2. 日本経済

(1) 概観

2 四半期連続のマイナス成長

14年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比▲0.4%（年率▲1.6%）と、4-6月期の同▲1.8%（年率▲7.1%）に続き2四半期連続のマイナス成長となった。民間在庫が大幅なマイナス寄与（同▲0.6%p）となったほか、消費、住宅投資、企業設備投資など内需が総じて減少した。在庫調整の進展は前向きな動きであるが、実質所得の減少などから消費の回復ペースは極めて鈍い。設備投資は、12月8日公表予定の2次速報で上方修正される可能性はあるが、生産調整の長期化が企業の設備投資意欲を鈍らせた面もあろう。

図表 2-1 実質 GDP



資料：内閣府「国民経済計算」

(2) 消費の動向

増税後の消費の回復ペースは鈍い

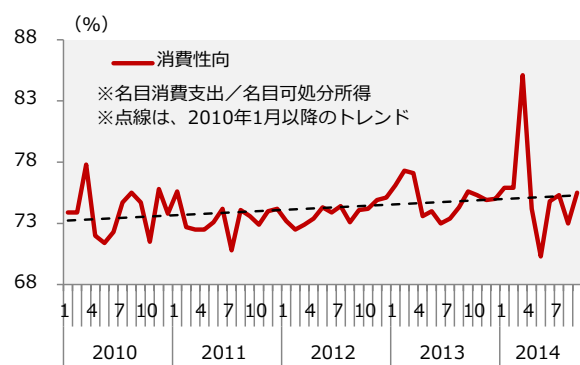
消費の回復ペースは、増税後の反動減を勘案しても極めて緩やかである。背景には3つの要因が考えられる。第1に、実質所得の減少である。賃金は上昇傾向にあるものの、消費税分を含めた物価上昇には追いついておらず、7-9月の実質賃金は前年比▲2.3%減少した。第2に、夏場の天候不順による影響がある。エアコンやレジャー・交通費・宿泊費等の外出支出が減少しており、7-9月の消費を▲1%程度下振れさせたとみられる。第3は、慎重な消費者マインドである。7月以降、消費者マインドがやや悪化しているが、ガソリンや食料品など身近な物価の上昇のほか、増税後の生産調整による残業代の伸び鈍化が影響している可能性が考えられる。

図表 2-2 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 2-3 消費性向

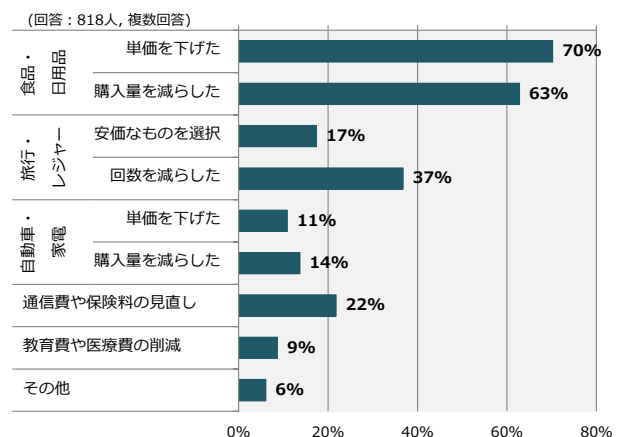


資料：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

増税後の消費行動は、どのように変化したのか。三菱総合研究所が10月に実施した「生活者予測システム(mif)」アンケート調査によると、6割の世帯が「変更なし」と回答する中、4割の世帯は増税後に「消費行動を変えた」と回答。うち6割以上の世帯が、生活必需品である食品・日用品を中心に「単価を下げた／購入量を減らした」と回答した。

実際に、家計調査で名目の消費性向（消費支出／可処分所得）をみると、賃金を上回る物価上昇にもかかわらず、実は増税前の水準からほとんど変化していない。増税後も所得に占める消費総額（名目）の割合を保つように、日常の買い物で「単価」と「量」を調整している様子が伺われる。

図表 2-4 増税後の消費行動の変化



資料：三菱総合研究所「生活者予測システム(mif)」アンケート調査（14年10月実施、サンプル2,040人）より作成

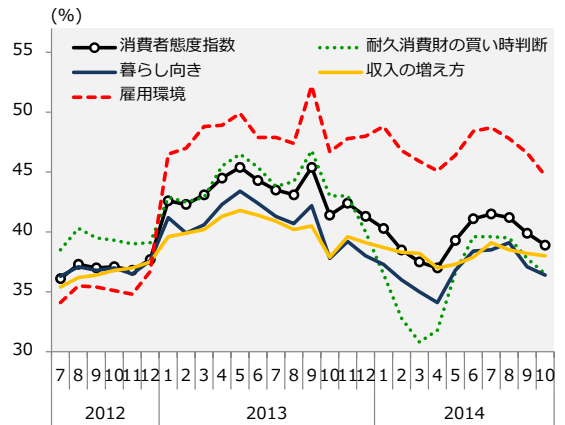
堅調な雇用・所得環境を背景に、消費は緩やかに回復へ

今後の消費を見通す上で、ポイントは3つある。第1は、反動減の解消のタイミングである。全体では徐々に和らぎつつあるが、自動車や住宅では、駆け込みの大きさを勘案すると、14年度末まで反動減の影響が残る可能性が高い。第2は、雇用・所得環境の回復が続くかどうか。後述のように雇用・所得の回復ペースは最近やや鈍っているが、労働需給のひっ迫や企業収益の改善を背景に、緩やかな回復は続くと予想する。第3は、消費者マインドが改善するか。株高や雇用・所得環境の緩やかな回復を背景に、今後は緩やかな改善を見込む。

前述のアンケート調査では、1年後の消費についても尋ねている。「変わらない」との回答が57%をしめたが、「増やす」との回答(27%)が「減らす」との回答(16%)を上回った。増やすと回答した世帯のうち約80%が「引越しや不動産購入の予定がある」「耐久消費財を購入する予定がある」を理由に挙げている。15年10月の消費税率引上げをにらみ、引越しや住宅・耐久消費財の購入を検討していた様子が窺えるが、消費税率引上げの延期により、こうした需要の一部は先送りされる可能性はある。

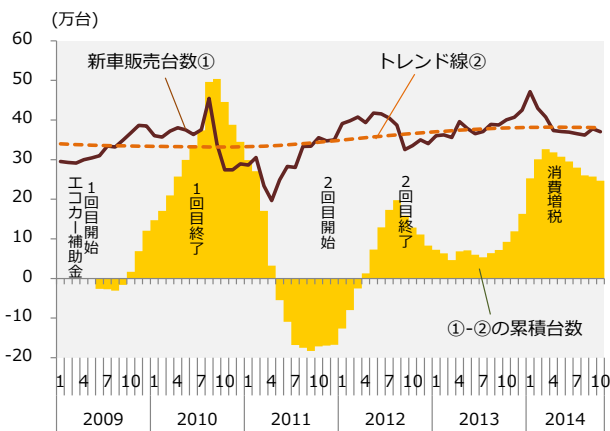
これらを踏まえると、①反動減の解消、②雇用・所得環境の緩やかな回復、③消費者マインドの緩やかな回復を背景に、消費は15年度にかけて緩やかに回復していくであろう。消費税率引上げ延期による影響は、実質所得の減少が発生しないことにより15年度の消費に若干プラスに働く可能性が高いが、駆け込み需要と反動減は年度内に発生する見込みであったため、成長率の見通しに大きな変更はない。

図表 2-5 消費者態度指数



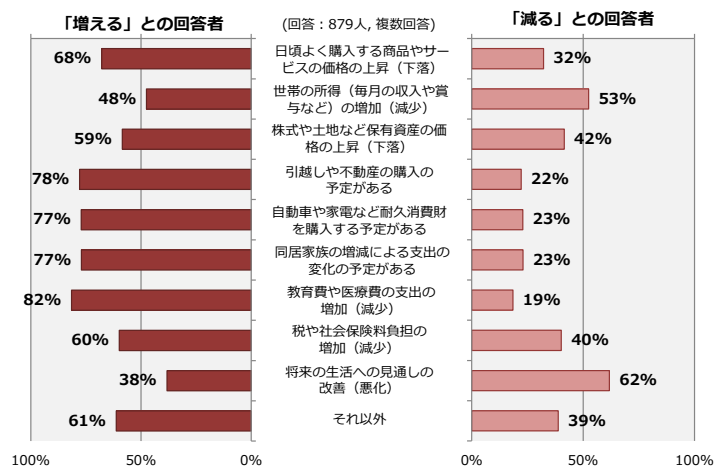
資料：内閣府「消費動向調査」

図表 2-6 乗用車販売のトレンドからの乖離



注1：乗用車（普通＋軽）の販売台数合計を季節調整。
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

図表 2-7 1年後の消費の変化とその理由



資料：三菱総合研究所「生活者予測システム(mif)」アンケート調査(14年10月実施、サンプル2,040人)より作成

(3) 雇用・所得の動向

労働需給はひっ迫も、求人数はやや鈍化

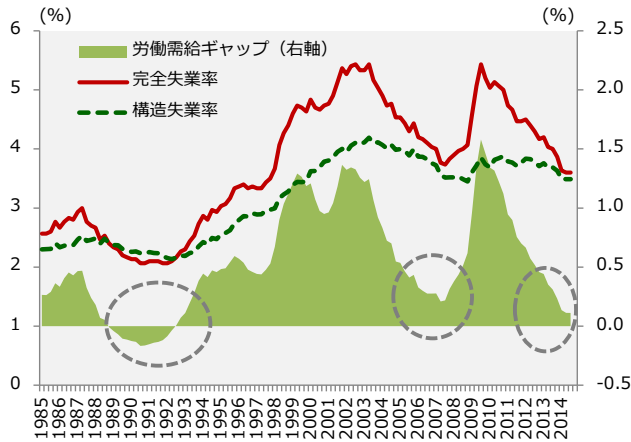
労働需給は引き続き締まっている。7-9月の完全失業率は3.6%となり、3.5%程度とみられる構造失業率¹に近い状態にある。有効求人倍率も1.1倍と22年ぶりの高水準にある。

このように、求職・転職者にとって仕事を見つけやすい状況にあることには変わりはないが、失業率や有効求人倍率の改善ペースは7-9月にやや鈍化した。背景には労働需要の増勢鈍化がある。新規求人数は14年4-6月まで前年差+15万人程度で推移してきたが、7-9月は同+9万人まで縮小。サービス業や製

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。

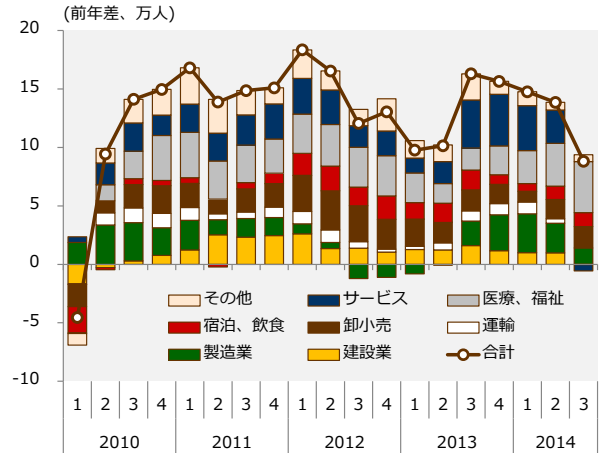
造業を中心に新規求人の伸びが鈍っている。消費税増税後の消費の不振や企業の生産調整が影響している可能性がある。

図表 2-8 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

図表 2-9 業種別の新規求人数



資料：厚生労働省「一般職業紹介状況」

所定内給与は安定的に前年比プラスで推移

賃金は安定的に前年を上回って推移している。これまでの企業収益回復を背景に、14年夏季賞与が製造業を中心に改善し前年比+3.1%の増加。所定内給与も14年春闘による賃上げや正社員登用の増加などを背景に4ヵ月連続のプラスとなった。増税分を含む消費者物価の上昇幅は下回るが、14年前半まで下落基調で推移してきた所定内給与が、安定的なプラスに転じたことは明るい材料である。

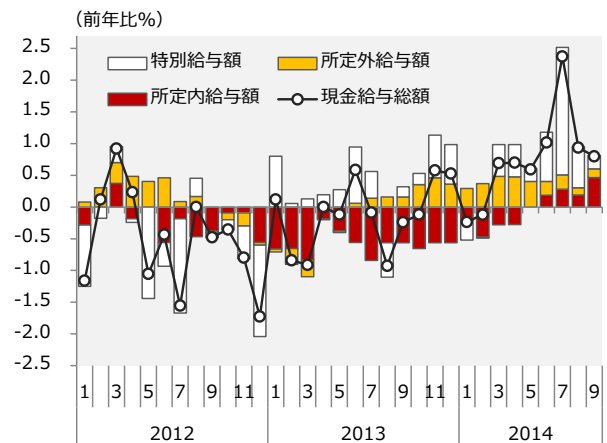
一方、残業代など所定外給与の伸びはやや鈍化している。上述の求人数の増勢鈍化と同様、増税後の消費不振が影響している可能性がある。

企業の人手不足感強く、雇用・所得環境の改善続く

以上のとおり、増税後は求人数の増勢はやや鈍化し残業も減少しているものの、企業の人手不足感は、非製造業を中心に依然として強い。9月の日銀短観の雇用判断DIをみると、製造業でも、中堅・中小企業の不足超が拡大したほか、大企業も6年ぶりに不足超に転じた。労働需給ひっ迫の背景には、景気循環要因だけでなく、労働力人口減少といった構造変化も大きいとみられ、企業の採用意欲の高い状況が、15年度も続く可能性が高い。

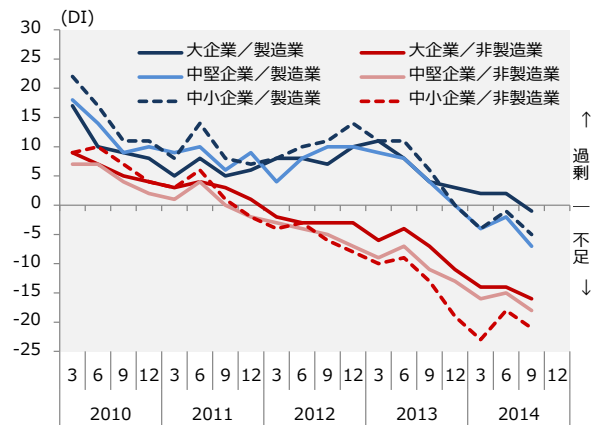
こうした状況下、15年度にかけて賃金は前年比でプラス圏の伸びを続けると予測する。第1に、企業がよりよい人材を確保し事業継続するためには、賃金も含めた待遇の改善が避けられない。第2に、9月以降の円安進行で大企業製造業を中心に収益改善も見込まれる。雇用・所得環境の改善持続は、15年度にかけて消費の緩やかな回復を支えるであろう。

図表 2-10 現金給与総額



注：5人以下、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」より三菱総合研究所作成

図表 2-11 雇用判断DI



資料：日本銀行「日銀短観」

(4) 企業活動・設備投資の動向

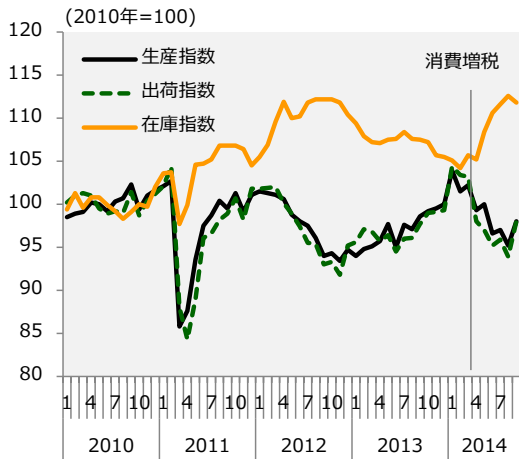
増税後の在庫調整局面は終盤に、15年度にかけて需要見合いで生産回復へ

製造業では、消費税増税後の生産調整が長引いている。輸出の低迷に加え、消費や住宅投資の不振が続く、耐久消費財や資本財を中心に在庫水準が高まったことが背景にある。

在庫に対する生産の動きをみると、4月以降、在庫増加と生産・出荷減少がほぼ同時に進行しており、97年増税時と比べ、在庫増に対する生産調整スピードは早い。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、企業が需要の動向を慎重に見極めながら、早めの生産調整を行っている。

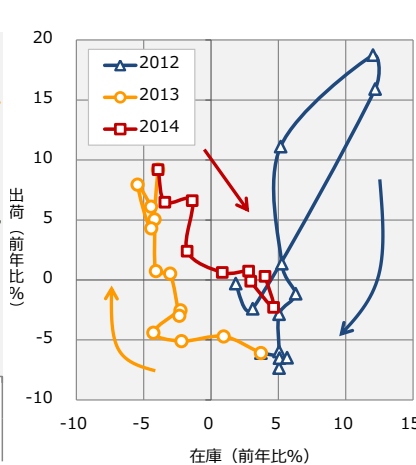
こうした対応もあり、在庫調整局面は終盤に差し掛かっている。在庫指数は9月に増税後初めて低下。今後、需要の回復が進めば、生産・出荷も比較的速やかに持ち直しに向かうと予想する。

図表 2-12 鉱工業生産指数



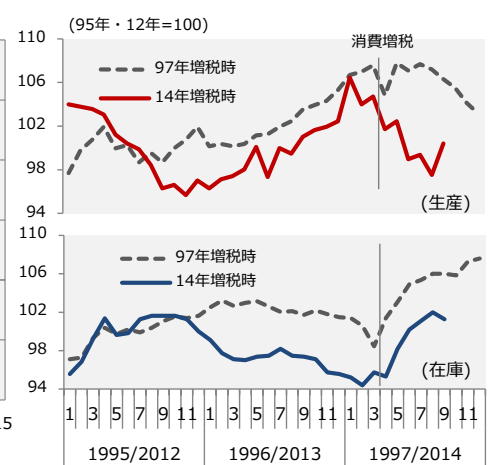
資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-13 在庫循環



資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-14 前回増税時との比較

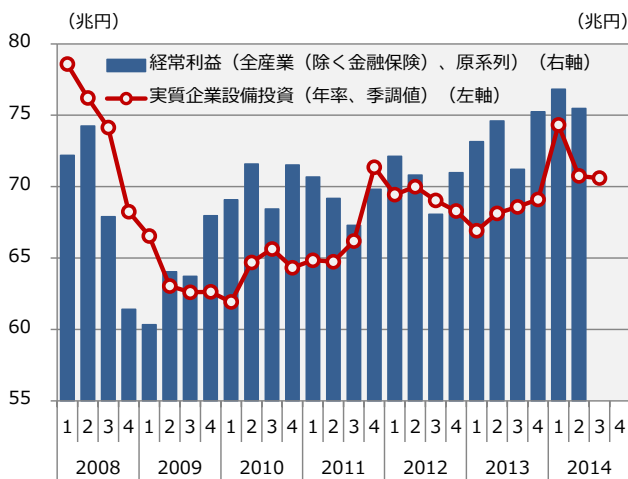


資料：経済産業省「鉱工業指数」

収益改善と更新需要を背景に、設備投資は堅調を維持

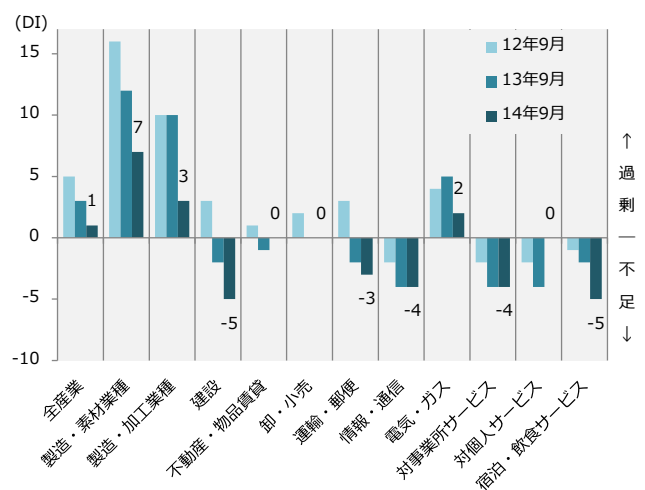
企業の設備投資は、消費や生産など他の指標に比べて増税後の反動減が小さく、堅調に推移している。既往の企業収益回復を受けて、大企業を中心に14年度は強気の設備投資計画を立てており、増税後も計画見直しの動きはあまりみられない。第1に、製造業では過去の投資抑制により設備保有年数の長期化が進んでおり更新需要は高まっている。第2に、非製造業でも消費構造の変化や外国人観光客の増加に対応するため物流や宿泊などで能力増強投資ニーズが根強い。第3に、14年9月以降の円安進行もあり、企業収益は引き続き拡大基調を維持するとみられる。これらを追い風に、企業の設備投資は15年度も堅調に推移するとみられる。

図表 2-15 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 2-16 生産・営業用設備判断 DI



資料：日本銀行「日銀短観」

(5) 輸出の動向

輸出の回復は極めて緩やかにとどまる

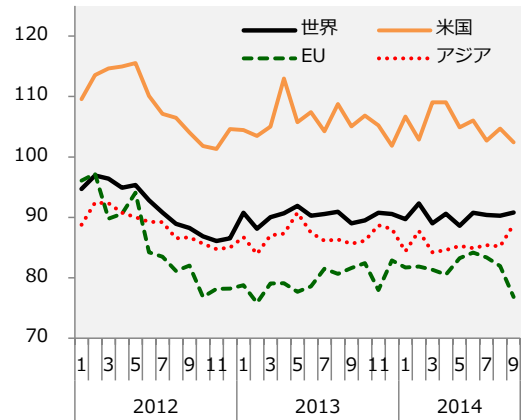
輸出は引き続き横ばいで推移している。アジア向けがやや持ち直しの動きをみせているが、米国向けが生産拠点の移転による自動車輸出の減少などから前年割れが続いている。また、EU向けは、ドイツ経済の失速などを背景に7月以降、3ヵ月連続で減少している。

世界経済の回復ペースに比べても日本の輸出回復力は弱い。第1に、過去の円高局面で十分な価格転嫁ができなかったことから、円安下でも現地販売価格を円安分ほどには下げていない。第2に、円高局面での生産拠点の海外移転の影響が、最終財のみならず、中間財の輸出にも影響しているとみられる。第3に、アジア新興国の台頭により技術面／価格面で日本の相対的な競争力が低下した可能性が高い。

こうしたことから、15年度にかけて海外景気が順調に回復したとしても、日本からの輸出は極めて緩やかな回復にとどまる可能性が高い。

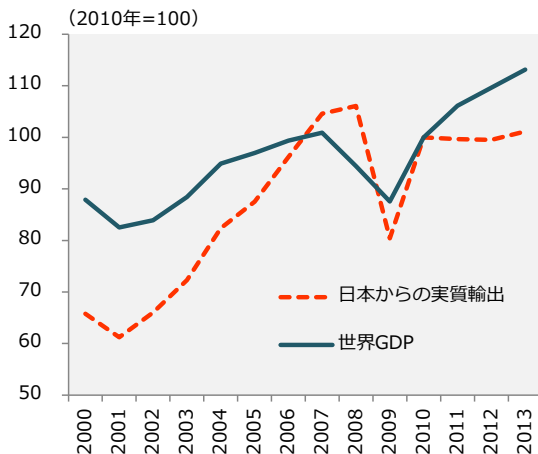
図表 2-17 輸出数量指数

(2010年=100、季調値)



資料：内閣府「輸出入数量指数」

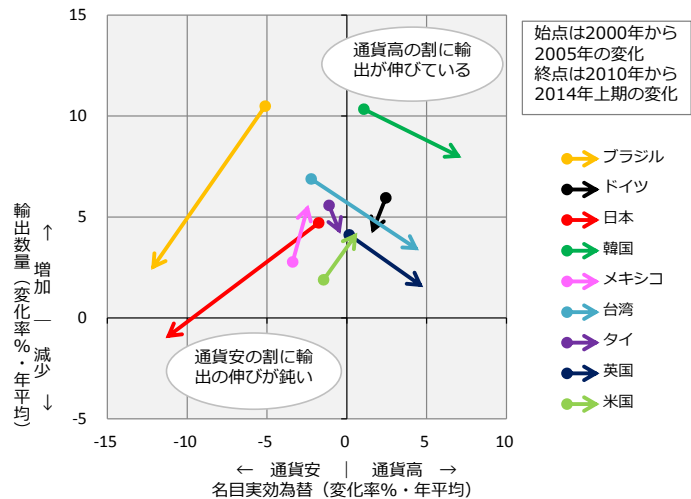
図表 2-18 輸出と世界 GDP



注：世界 GDP は各国 GDP 成長率を日本からの輸出ウエ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 2-19 名目実効為替と輸出数量



資料：各国統計より三菱総合研究所作成

(6) 物価の動向

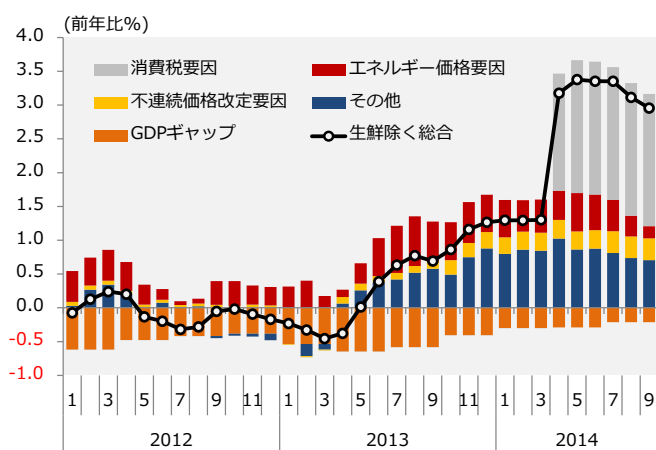
一旦伸び鈍化も、円安波及などから 15 年度にかけて再び上昇幅拡大

消費者物価の伸びはやや鈍化している。9月のコアCPI(生鮮食品除く総合)は前年比+3.0%と、4-6月の同+3.3%から伸びが鈍化した。消費税引き上げの影響を除くと同+1.0%の上昇となる。7-9月の伸び鈍化は、原油価格の大幅下落や円安効果一巡の影響が大きい。

物価の先行きは、円安と資源価格の下落という強弱材料が綱引きする状況を予想する。円安が消費者物価に波及するまでにはややラグがあるため、14年10-12月は消費税を除くベースで前年比+1%を下回る水準まで低下すると予測する。その後は、①円安による輸入物価の上昇、②GDPギャップのマイナス幅縮小²、③非製造業を中心とする賃金上昇による価格転嫁、④家計や企業のインフレ期待の醸成、などが複合的に押し上げ要因となり、再び緩やかに上昇幅を拡大していく可能性が高い。消費者物価(生鮮食品を除く総合)の上昇率は、14年度は前年比+3.1%(消費税影響除くベースで同+1.1%)、15年度は同+1.5%と予測する。

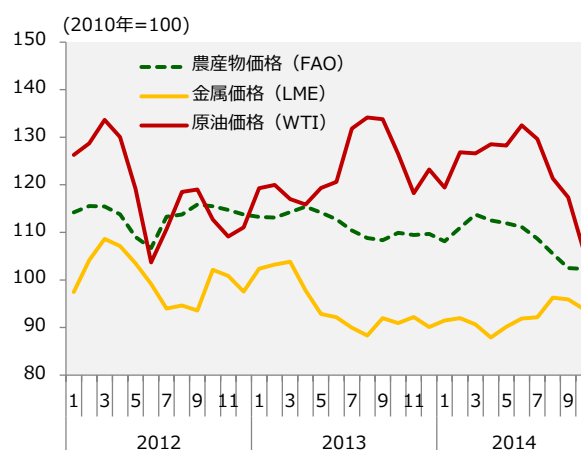
² 三菱総合研究所では、内需を中心とする景気回復持続や労働市場の改善により、GDPギャップのマイナス幅は16年度にかけて縮小していくとみている。

図表 2-20 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 2-21 国際資源価格



資料：Bloomberg、FAO より三菱総合研究所作成

(7) まとめ

内需の前向きな循環を背景に、15年度にかけて緩やかに回復

日本経済の先行きを展望すると、雇用・所得環境の緩やかな改善や企業収益回復による設備投資の増加を背景に、15年度にかけて内需中心に回復の動きを続けるとの基本シナリオに変更はない。

実質 GDP 成長率見通しは、14年度は▲0.5%と前回見通し(+0.4%)から大幅に下方修正した。7-9月期の実績が、消費を中心に想定を下回ったことが背景にある。15年度は同+1.3%と前回見通しから変更ない。消費税率引上げ延期により消費を上方修正する一方、回復ペースが鈍い輸出を下方修正した。

消費税率引上げ延期は、短期的には景気にプラス(15年度の成長率を+0.1%p程度押し上げ)とみられるが、中長期的には、日本の財政再建への道のりを一段と険しくする。日銀が量的緩和の出口に向かうまでに財政再建を着実に進めなければ、国債の信認低下による日本売りが加速する可能性がある。消費税率10%への引上げを17年4月より更に先送りする余裕は、日本財政には残されていない。

財政再建は先送りされたが、第三の矢である成長戦略への取組は手を緩めてはいけない。15年度の成長率は+0.6%程度とされる潜在成長率を上回る見通しであるが、増税後も人手不足は続き、供給要因による成長抑制傾向もみられている。供給力の底上げの重要性は一段と高まっており、成果が出るまでに時間を要するがゆえに成長戦略の実行が急がれる。

(8) 先行きのリスク

国内の前向きな循環が途切れる3つのリスク

第1は、金融市場の変化である。米国金融政策の正常化の過程で、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。日本では、消費税率引上げは延期された。17年4月の引上げが確約されたため、現時点で財政の信認が後退する確率は低いとみられるが、今後、国債市場のセンチメントの変化には留意が必要だ。

第2は、海外経済の下振れだ。ユーロ圏では、ドイツ経済の回復にブレーキがかかり始め、デフレへの懸念がくすぶる。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、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性も否めない。

第3は、日本の消費者マインドの冷え込みである。増税後は持ち直しつつあったが、夏以降、再び悪化している。底堅い雇用・所得環境のもとでも、消費者マインドの改善が遅れる可能性はあり、消費の下振れリスクが残る。

日本経済全体では円安はプラス

14年9月以降、2ヵ月足らずで10円以上の円安ドル高が進行。最近の円安進行に対しては、そのデメリットを懸念する声も多く聞かれるようになった。

円安進行は、日本経済にとってプラスかマイナスか。結論としては、経済全体ではプラスに寄与すると考えられる。第1に、企業の海外売上高・輸出金額が円換算で増え、大企業中心に連結ベースの収益を押し上げる。経常収支でも、円安は燃料輸入増により貿易赤字を拡大させる可能性が高い一方³、所得収支は黒字幅を拡大しよう。海外子会社からの配当受取が増加するためだ。第2に、企業収益拡大や増配期待から、株高につながりやすい。資産効果やマインド改善が、資産保有層の消費にプラス効果をもたらす。

だが、プラス効果は縮小傾向にある。円安の輸出数量の押し上げ効果は構造的に弱まっているためだ⁴。当社マクロモデルに基づく、10円の円安による実質GDPの押し上げ効果は、構造変化前の+0.3%程度から、+0.1%程度へ低下した可能性が示唆される。

円安メリットの享受者は企業間で大きな偏り

企業部門全体では円安が収益にプラスに働くため、今後、設備投資増や賃金上昇が期待される。ただし、業種と規模によりメリットの享受者には偏りがある。

企業規模別に輸出入構造をみると、製造業・大企業（従業員1000人以上）では、売上に占める輸出比率（24%）と売上原価に占める輸入比率（10%）の差が大きく、円安メリットを享受しやすい。一方、非製造業や中小企業は同比率が逆転し、輸入コスト増によるデメリットの方が大きい。

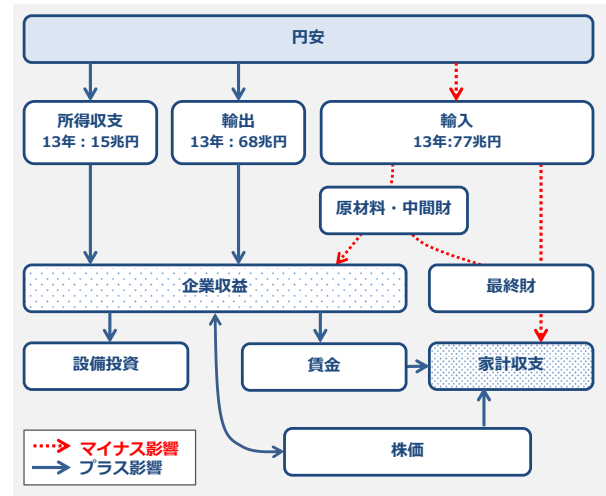
もっとも、上記分析に海外子会社からの配当受取などは含まれていない。近年の企業の海外進出状況を踏まえば、中堅・中小企業でも海外の収益増によるプラスの恩恵は増加傾向にある可能性がある。

一般家計にプラス効果が及ぶにはラグあり

家計部門では、円安のマイナス効果が現れやすい。ガソリンや電気料金値上げが、家計に負担増となるためだ。家計が円安メリットを享受できる経路として、企業収益改善による株高や賃金上昇が考えられるが、株式など有価証券の保有者は高齢層や大都市の家計に偏っている。企業の収益改善が賃金上昇につながれば、非製造業の売上増にも寄与し、経済全体の好循環を生むが、賃金上昇には少なくとも半年～1年程度ラグがあるほか、波及の程度も不透明である。

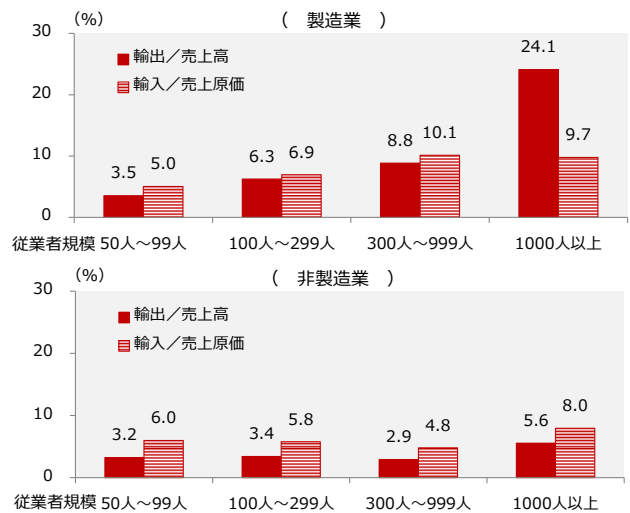
円安の経済へのプラス効果の度合いは、大企業による中小企業への価格転嫁の容認度合いや、賃金還元による家計・非製造業への波及がポイントとなる。

図表 2-22 円安の日本経済への波及



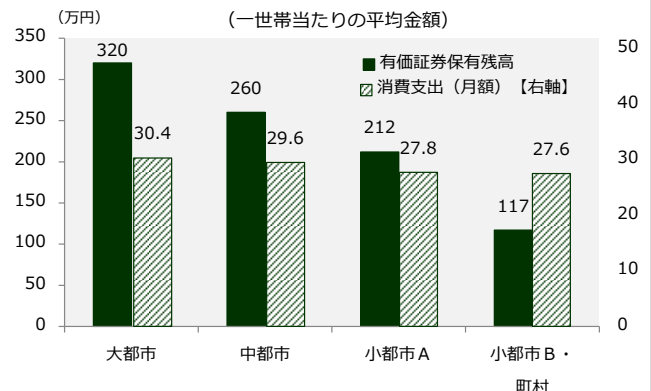
資料：三菱総合研究所作成

図表 2-23 輸出入と企業収益構造



資料：経済産業省「企業活動基本調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-24 都市規模別の有価証券保有残高



注：二人以上の世帯
資料：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

³ 輸出入の外貨建て決済比率は、輸出 63%に対し、輸入 79%と高く、円安が進んだ場合、輸入物価の上昇率が輸出物価の上昇率を上回る傾向があることも、貿易赤字の拡大要因となっている。

⁴ MRI Monthly Review, 2014年11月号トピックス「日本の輸出はなぜ伸びないか」参照。

3. 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7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は、季調済前期比+0.9%（年率+3.5%）と2期連続で増加した。政府支出が伸びを高めたほか、外需がプラス寄与となった。

消費は所得回復を背景に増加基調

消費は、①雇用環境の改善による可処分所得の回復と、②消費者マインドの改善に支えられ、増加基調を維持している。

雇用市場をみると、14年以降、非農業部門の雇用者数は月平均20万人を上回るペースで増加、失業率も5%台にまで低下した。一方、雇用の質の改善は遅れている。雇用者に占める非自発的なパート労働者の比率は減少傾向ながら、依然高い水準にある。ベバリッジ曲線⁵をみると、長期失業者の曲線が右上にシフトした状況が続いており、構造的失業の増加が示唆される。また、賃金上昇率も鈍い状態が続いている。医療保険料など企業の福利厚生コストの上昇が抑制要因となっている可能性がある。今後も雇用の質の改善は緩やかなペースにとどまるであろう。

一方、これまで消費の押し上げ要因であった資産価格の上昇による資産効果は、ここ数ヶ月低下している可能性がある。14年夏以降、株価は振れの大きい状況にある。12-13年を通じて上昇を続けてきた住宅価格も、14年春以降は低下が続いている（次項、図表3-5を参照）。

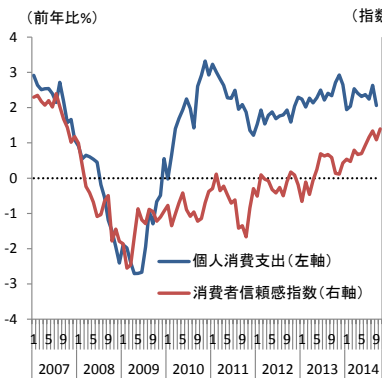
先行きは、雇用・所得環境の改善を背景に、緩やかな消費の拡大持続を見込む。ただし、①資産価格の下落が続けば、マイナスの資産効果や消費者マインドの低下を通じて、消費の伸びが鈍化しかねない。また、②金融政策の正常化に向け長期金利が急激に上昇する場合、耐久財消費を中心に消費が抑制される可能性には留意が必要である。

図表 3-1 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	2.3	3.0
個人消費	1.8	2.4	2.2	2.6
設備投資	7.2	3.0	5.7	4.8
住宅投資	13.5	11.9	1.4	4.1
在庫投資寄与度	0.1	0.0	▲0.0	0.0
政府支出	▲1.4	▲2.0	0.0	0.8
純輸出寄与度	0.0	0.2	▲0.1	0.2
輸出等	3.3	3.0	3.5	4.0
輸入等<控除>	2.3	1.1	3.4	2.1
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	6.2	5.6

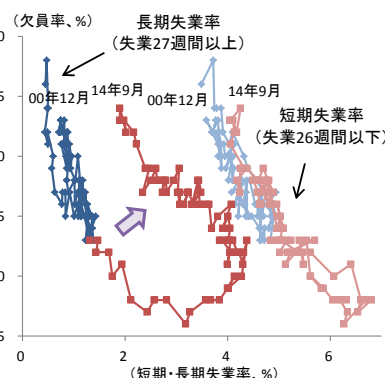
資料：米国商務省、米国労働省、FRB
予測は三菱総合研究所

図表 3-2 消費・マインド



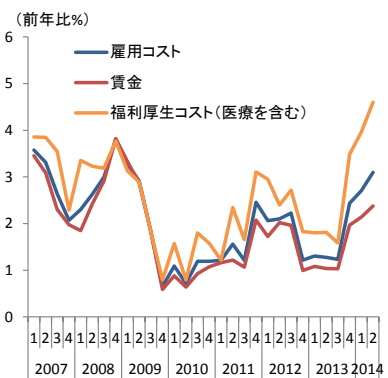
注：個人消費支出は直近9月
資料：米国商務省、米コンファレンス・ボード

図表 3-3 ベバリッジ曲線



注：金融危機後は赤線で表示
資料：米国労働省

図表 3-4 雇用コスト



注：雇用コストは時間当たり
資料：米国労働省

住宅市場の回復ペースは鈍化

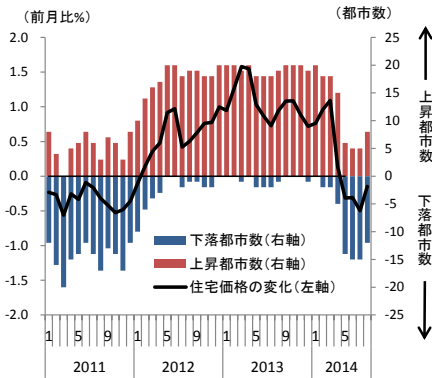
住宅市場では、回復ペースが鈍化している。5月以降、住宅価格は4ヶ月連続で下落。住宅販売も中古住宅を中心に力強さを欠く状態が続いている。背景として、第1に、13年春以降の長期金利上昇に加え、14年初に銀行が住宅モーゲージローンの貸出基準を厳格化したことが挙げられる。第2に、学生ローン負担が大きく、将来の雇用見込みが低い若年層で住宅需要が抑制されている可能性が指摘されている。事実、初回購入者への中古住宅販売は横ばいにとどまっている。第3に、12年以降の住宅価格上昇を背景にアンダーウォーター物件⁶が減少し、現在を売り時と判断する住宅所有者の割合の上昇や投資向

⁵ 欠員率と失業率の関係を示す右下がりの曲線。スキルのミスマッチなど構造的失業が増加すると欠員率、失業率ともに高まり、ベバリッジ曲線は右上にシフトする。

⁶ 住宅評価額が住宅ローン残額を下回る状態にある物件。

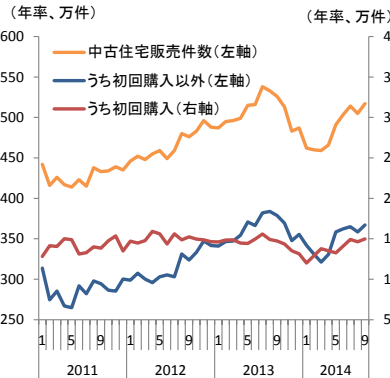
けの住宅購入意欲の低下を招いた。住宅需要は13年前半に比べて勢いに欠ける状態が続くだろう。

図表 3-5 住宅価格



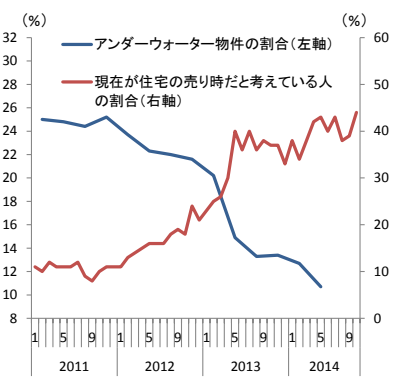
資料：S&P ケース・シラー

図表 3-6 中古住宅販売件数



資料：全米不動産業者協会 (NAR)

図表 3-7 売り時判断



資料：コアロジック社、ファニー・メイ

企業の生産が拡大するなか、投資も持ち直し傾向

企業活動は拡大基調にある。輸出の伸びは鈍い状態が続いているが、内需拡大を背景に生産は増加傾向を維持。企業の景況感 (ISM 指数) も 50 を上回る水準で底堅く推移している。14 年以降は設備投資の先行指標である資本財新規受注の水準が高まっており、これまで企業の慎重姿勢が続いていた投資活動も持ち直しつつある。

FRB、出口戦略を公表、QE3 は終了が決定

9 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) では、「金融政策正常化の原則と計画」が公表され、①準備預金の超過残高への付利と翌日物リバースレポ⁷を用いて、②保有債券の再投資終了前に利上げを行う方針が示された。続く 10 月の FOMC では、①労働市場の見通しの相当な改善と、②経済情勢の回復持続を理由に資産購入プログラム (QE3) の終了が決定した。

今後は、雇用や物価など幅広い指標を考慮して利上げ時期を慎重に模索するとみられる。利上げ時期は早くも 15 年半ばと予想する。その背景には、①雇用の質は依然回復途上にあることや、②インフレ率は政策目標を下回っていることが挙げられる。FOMC 参加者と市場の金利見通しにはギャップがあり、今後、その調整速度によっては市場の不安定化を引き起こすリスクがある。FRB は市場との対話を通じ、そのギャップの緩やかな縮小を目指すとみられる。

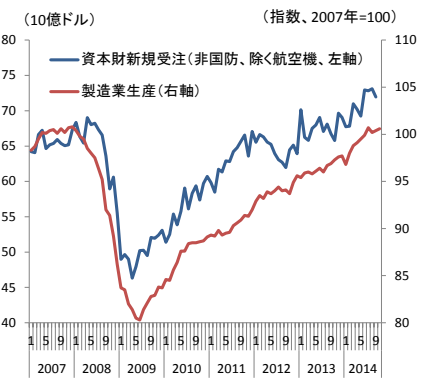
拡大傾向の維持を見込むが、政策の不確実性がリスク

消費は、雇用・所得環境の回復持続やマインドの改善を背景に、増加傾向が続くと見込む。生産・投資活動は、拡大傾向の内需に支えられ、緩やかに改善するだろう。

以上を踏まえ、今後も緩やかな回復持続を予想する。実質 GDP 成長率 (前年比) は、7-9 月期の伸びを考慮し、14 年+2.3% (前回+2.0%)、15 年+3.0% (前回+2.8%) とともに上方修正を行った。

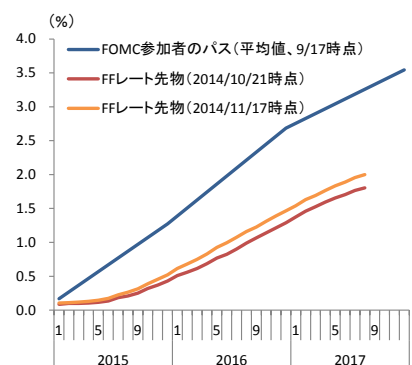
リスク要因は、第 1 に、金融政策の正常化に向けた動きが進む中、長期金利が再び上昇し始める可能性が挙げられる。長期金利の上昇ペース次第では、耐久財消費の下押し要因となるほか、住宅市場の回復ペース鈍化や株価の下落につながる恐れがある。第 2 に、住宅市場回復ペースの一段の鈍化が挙げられる。住宅価格の下落が続けば、マイナスの資産効果を通じて消費の伸びが低下しかねない。第 3 に、中間選挙の結果、共和党が上下院ともに過半数を得たことで、債務上限引き上げの期限である 15 年 3 月が近づくとつれて財政の不確実性が高まり、消費者や企業のマインドが悪化する可能性が挙げられる。

図表 3-8 生産・投資



資料：米国商務省、FRB

図表 3-9 市場と FOMC の金利見通し



資料：FRB、Bloomberg

⁷ 債券を担保に資金を借入れ、金利を付けて翌日返却する貸借取引。この場合、FRB が金融機関から借入れを行う。

4. ユーロ圏経済

回復にブレーキがかかるユーロ圏経済

ユーロ圏経済は、ドイツの景気に陰りがみえ始め、回復にブレーキがかかっている。

輸出がGDPの5割を超えるドイツでは、ロシア向け輸出減少、海外経済減速から海外受注が鈍化しており、企業マインドが悪化、生産も減少している。7-9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.1%とほぼ横ばいとどまった。輸出の伸び悩みが続けば、既に減少に転じた設備投資が更に落ち込み、ユーロ圏全体の景気を下押しする恐れがある。

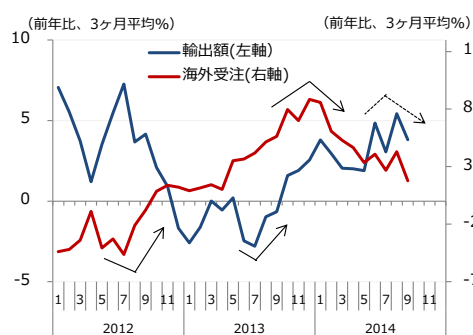
また、フランス、イタリアでも労働市場改革が遅れ、競争力の低下から輸出が不振、失業率も上昇後高止まりするなど停滞が続いている。7-9月期の実質GDP成長率（前期比）は、フランスが+0.3%と3四半期ぶりにプラス成長となったが、イタリアは▲0.1%と2四半期連続のマイナス成長（ゼロ成長以下は13四半期連続）となった。一方、スペイン、ポルトガルでは、失業率は依然高水準ながら、金融市場の落ち着きから消費マインドが回復し、13年半ばからの持ち直しは続いている。7-9月期の実質GDP成長率（前期比）はスペイン+0.5%、ポルトガル+0.2%と各5期連続、2期連続のプラス成長。以上の各国の状況から、ユーロ圏全体では同+0.2%と、4-6月期（同+0.1%）に続き低成長にとどまった。

図表 4-1 ユーロ圏経済見通し

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	▲ 0.7	▲ 0.4	0.7	0.9
ドイツ	0.6	0.2	1.4	1.1
フランス	0.4	0.4	0.3	0.6

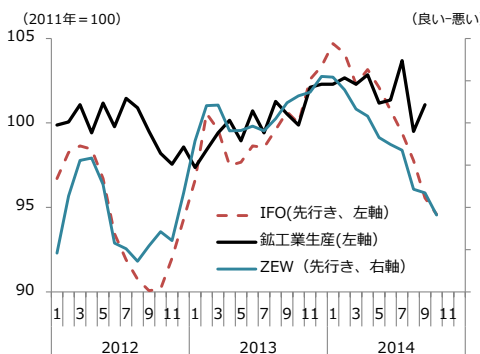
資料：実績は Eurostat。予測は三菱総合研究所

図表 4-2 ドイツ輸出と海外受注



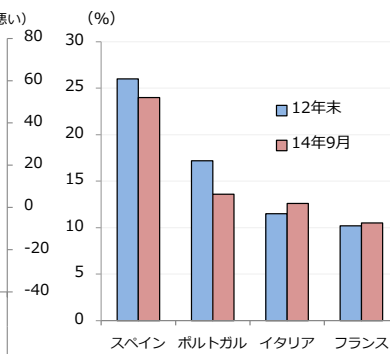
資料：Bloomberg、Eurostat

図表 4-3 ドイツの企業マインドと生産



資料：Bloomberg、Eurostat

図表 4-4 失業率の変化

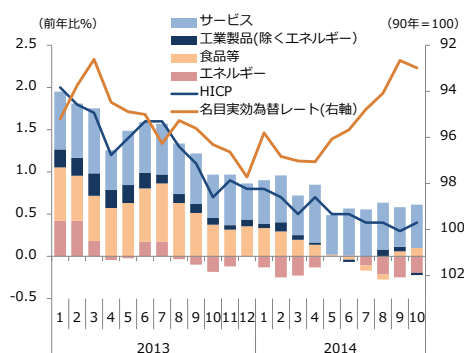


資料：Eurostat

高まるデフレ懸念

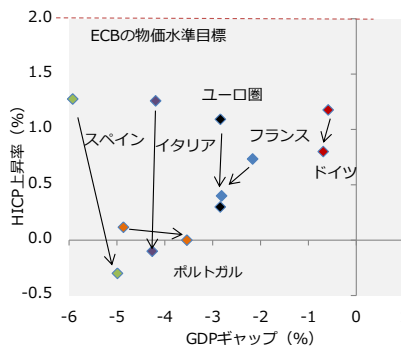
ユーロ圏がデフレへ陥るとの懸念は高まっている。10月の消費者物価（HICP、前年比）は+0.4%と低水準にとどまった。ECBの金融緩和を受けてユーロは下落に転じたものの、海外経済の減速懸念から資源価格の下落が続き、全体を押し下げている。14年の需給ギャップは、南欧諸国で縮小しつつも大幅なマイナスが続くほか、フランス、イタリアはマイナス幅拡大が見込まれる。これまで2%近傍で安定していた中長期の期待インフレ率も、8月以降、2%を下回る水準で推移しており、物価の下押し圧力は強まっている。

図表 4-5 消費者物価の内訳



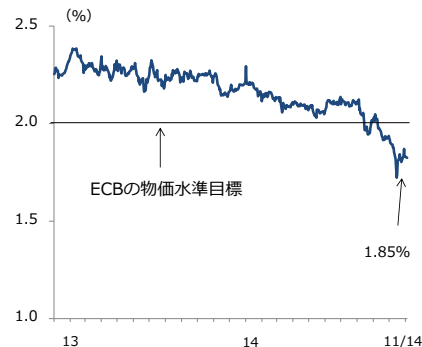
資料：Eurostat

図表 4-6 GDPギャップと物価



注：13年平均と14年9月時の変化、GDPギャップ（14年）はIMF見通し
資料：IMF、Eurostat

図表 4-7 中長期の期待インフレ率



注：ユーロのインフレ・スワップレート（5年後からの5年間）
資料：Bloomberg

ECBの本格的な量的緩和実施の可能性高まる

中長期の期待インフレ率の低下を受け、ECBは9月、政策金利を0.1%ポイント引き下げ（主要オペ金利0.15%→0.05%）、資産担保証券（ABS）とカバードボンド⁸を買い入れる追加緩和策を発表。ただし、注目された初回の長期資金供給（TLTRO）は826億ユーロと低調に終わった。ECBは11月、TLTROと、ABS・カバードボンド買入れにより、資産を12年3月末の水準（3兆ユーロ）まで拡大させる方針を示し、これらの手段で不十分な場合や、中長期の期待インフレ率が更に低下した場合には、追加緩和策を実施する旨を表明。国債買入れによる本格的な量的緩和実施の可能性は高まっている。

ストレステスト結果は金融市場安定に一定の効果

ECBは10月、銀行の資産査定と健全性審査（ストレステスト）の結果を発表。資本不足の銀行は13行にとどまった。①過去2回のストレステストに比べ自己資本の要件、シナリオ設定が厳格化されたこと、②資本増強はイタリアの銀行で遅れがみられる一方、ドイツ、フランス、スペインの銀行では進捗がみられたこと、等から一定の安心感をもって受け止められた。

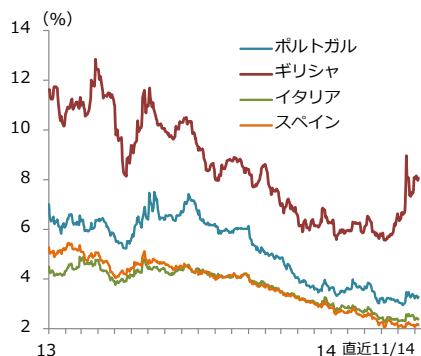
ECBの銀行貸出調査（14年3Q）によると、ドイツ、フランスのほかスペインの銀行では、資金調達コスト低下などにより上乗せ金利や期間、担保など融資条件を緩和する動きがみられ、企業向け貸出金利も低下している。スペイン企業の借入れ需要は高まっており、先行き融資環境の改善が徐々に貸出増加につながる事が期待される。

ユーロ圏の低成長は継続、リスクはデフレ入り

ユーロ圏経済は、14年下期はドイツを中心に減速するとみられるが、金融緩和やユーロ下落により、デフレ入りは回避すると予想する。15年中は、金融機関の貸出金利低下から南欧諸国でも貸出が徐々に増加に向かい、バランスシート調整も緩やかに進捗、後半にかけて持ち直しに向かうと予想する。実質GDP成長率（前年比）は、ドイツの急減速などを受けて14年、15年ともに前回見通しから下方修正し、ドイツは14年+1.4%、15年+1.1%（前回各+1.7%、+1.6%）、フランスは14年+0.3%、15年+0.6%（前回各+0.6%、+1.1%）、ユーロ圏全体では14年+0.7%、15年+0.9%（前回各+0.9%、+1.3%）と予測する。

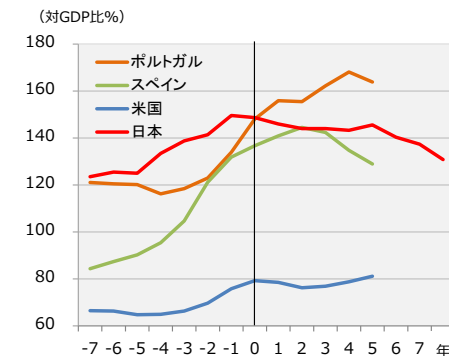
リスク要因は、①金融市場が不安定化し、国債や社債利回りが再上昇するリスク、②南欧諸国のデフレ入りである。①はギリシャの国債利回りが9月以降再上昇するなど一部にリスク再燃の兆候がみられる。②は、期待インフレ率低下が続く場合に陥る可能性がある。いずれの場合も、南欧のバランスシート調整がさらに遅れ、ユーロ圏経済の長期停滞につながる可能性が高まる点に注意する必要がある。

図表 4-10 国債利回り（10年）



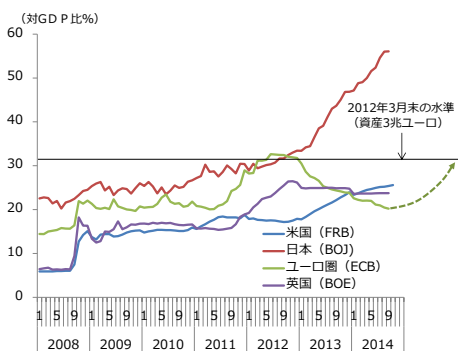
資料：Bloomberg

図表 4-11 南欧企業の債務残高



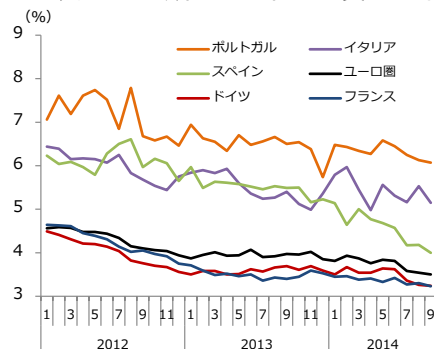
注：日本は1990年、その他は2008年を0時点、債務残高はローンと社債
資料：OECD

図表 4-8 各国中銀のバランスシート



資料：各国中央銀行

図表 4-9 銀行の企業向け貸出金利



注：期間1~5年、100万ユーロ未満の貸出
資料：ECB

⁸ 主に金融機関が発行する担保付社債、不動産や公共セクター向け融資など質の高い債権で構成されるカバー・プールを担保とする。発行体および担保保有者が破綻した場合、投資家に優先的に償還が行われるため安全性が高いとされる。

5. 新興国経済

(1) 概観

力強さに欠ける中、金融市場が動揺

新興国経済は、中国経済の鈍化や資源価格の低迷、南米経済の不振などを受け、全体として力強さに欠ける状況が続いている。

こうした中、9月から10月にかけて、欧米経済や中国経済の先行きへの懸念が強まり、各国為替や株価が下落した。米国の金融政策が正常化に向かう中、金融市場が各国のファンダメンタルズに敏感になっている様子がうかがえる。

アジア各国や資源国への波及を注視

各国の政治経済状況や経済構造にはばらつきがあるものの、①中国との関連性の強いアジアやその他新興国、②オーストラリア、ブラジル、ロシアなどの資源国、③景気減速懸念が強く中国向け輸出も比較的多い欧州で、為替や株価の下落傾向が強くみられた。

アジア各国のうち、経常黒字を維持しているシンガポールや台湾などでも、中国経済の鈍化懸念を背景に株価が下落。ASEAN5は、中国経済からの影響に加え、経常赤字や海外純負債を抱えるなど脆弱性がみられる国も多いことから、変動幅も比較的大きい。今後も予期せず資金流出圧力が高まるリスクを注視する必要がある。

オーストラリア、ブラジルなどの資源国でも影響がみられる。資源国は、①資源価格の下落、②中国の投資鈍化による輸出低迷などを受け、通貨安、株安の傾向が強く、資源国への影響波及にも注意を要する。

インドなどを上方修正、インドネシア、ブラジルなどは下方修正

今回の見通しでは、インドおよびタイは緩やかな内外需の回復、マレーシア、フィリピンは輸出好調を背景に上方修正した。一方、内需と輸出の鈍化が続くインドネシア、中国向け輸出の低迷や内需の鈍化が続く韓国やシンガポール、デモ長期化で観光業が影響を受けている香港は下方修正。ブラジルも、4-6月期以降の景気減速傾向の強まりを受け、成長率見通しを大幅下方修正した（詳細は後述）。

中国経済、政治情勢、米国金融政策の影響に注意

注視すべきリスク要因は、前回見通し同様に、①中国経済の行方（後述）、②各国政権交代後の政治情勢の変化、③米国の金融政策変更による新興国市場からの資金流出が挙げられる。とくに15年後半までは、前述の通り、③の金融市場経由での波及が各国の成長率を押し下げるリスクが懸念される。

図表 5-1 為替（対米ドル）、株価、各指標

国・地域	為替 (下落率) 9/1→10/17	株価 (下落率) 9/1→10/17	経常収支 対GDP比 (▲:赤字)	財政収支 対GDP比 (▲:赤字)	海外純債務 対GDP比 (▲:負債超)
アジア					
日本	2.4%	6.1%	0.7%	-8.2%	62.4%
中国	-0.3%	-4.7%	1.9%	0.8%	17.8%
シンガポール	2.0%	4.4%	18.3%	5.7%	63.9%
台湾	1.6%	10.5%	11.7%	-3.1%	40.9%
韓国	5.2%	8.1%	6.1%	0.7%	-7.8%
香港	0.1%	7.0%	1.9%	0.8%	130.1%
タイ	1.4%	2.3%	-0.6%	-0.2%	-11.5%
マレーシア	3.7%	4.2%	3.9%	-4.6%	3.6%
フィリピン	3.3%	1.1%	3.5%	-0.1%	-9.2%
ベトナム	4.0%	8.1%	5.6%	-5.6%	-72.9%
インドネシア	3.4%	2.9%	-3.3%	-2.1%	-36.1%
インド	1.5%	3.1%	-1.7%	-7.2%	-25.5%
その他					
南アフリカ	3.8%	6.6%	-5.8%	-4.4%	-4.9%
トルコ	4.0%	6.5%	-7.9%	-1.5%	-49.8%
ニュージーランド	5.8%	1.3%	-3.4%	0.7%	-69.4%
オーストラリア	6.6%	6.4%	-3.3%	-3.5%	-49.6%
ブラジル	8.4%	8.9%	-3.6%	-3.3%	-33.4%
アルゼンチン	0.8%	-6.0%	-0.8%	-2.8%	3.2%
メキシコ	3.3%	4.8%	-2.1%	-3.8%	-35.3%
ロシア	9.0%	0.6%	1.6%	-1.3%	5.1%
欧州					
ドイツ	2.9%	6.6%	7.0%	0.2%	46.2%
フランス	2.9%	7.9%	-1.3%	-4.2%	-20.6%
スペイン	2.9%	7.3%	0.8%	-7.1%	103.1%
英国	3.2%	7.5%	-4.5%	-5.8%	-17.4%
スイス	2.9%	5.7%	16.0%	0.2%	144.3%
米国		4.2%	-2.4%	-5.8%	-34.0%

注1：経常収支及び財政収支は2013年。

注2：海外純債務は、ASEAN5、韓国、アルゼンチン、ニュージーランド、南ア、ロシア、英国、トルコは2011年時点、それ以外は2013年時点

資料：Bloomberg、IMF WEO (2014/10)、External Wealth of Nation Mark II dataset(2007-2011)

図表 5-2 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
ASEAN5	6.2	5.2	4.4	5.3
インドネシア	6.3	5.8	5.1	5.5
マレーシア	5.6	4.7	5.6	5.4
フィリピン	6.8	7.2	5.9	6.0
タイ	6.5	2.9	0.8	4.0
ベトナム	5.2	5.4	5.5	5.6
香港	1.5	2.9	2.7	3.7
韓国	2.0	2.8	3.6	3.4
シンガポール	2.5	3.9	3.3	4.8
台湾	1.5	2.1	3.5	3.8
インド	4.8	4.7	5.3	6.1
ブラジル	1.0	2.5	0.3	1.5

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

(2) 中国経済

金融危機後以来の低成長

中国経済は、鈍化傾向を強めている。14年7-9月期の実質GDPは、前年比+7.3%と金融危機直後の08年末以来の低成長となった。背景には、夏以降、不動産市況の悪化から建設・不動産向け投資が一段と減速し、投資や生産の伸びが鈍化したことがある。春以降の零細企業向け減税や鉄道建設などのミニ景気刺激策の下支え効果も限定的で、季調済前期比で、7-9月期は+1.9%と、4-6月期(同+2.0%)から低下した。

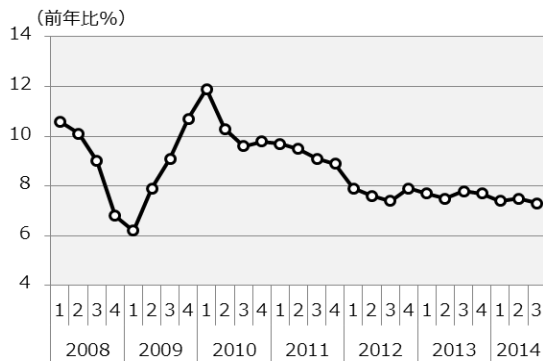
不動産市況の低迷により内需押し下げ

消費は、7-9月の小売販売をみると、前年比+11.9%と4-6月(同+12.3%)からやや低下、10月も同+11.5%と低調だ。項目別にみると、住宅投資の低迷を背景に、住宅関連の家具や家電、装飾品などの伸び鈍化がみられる。

固定資産投資は、過剰生産の抑制が行われていることに加え、建設・不動産向けの低迷により、7-9月は前年比+13.4%と4-6月(前年比+17.2%)から一段と鈍化し、10月はほぼ横ばいの推移となった。投資鈍化を受け、企業の生産活動も低迷している。経済活動の実態をより敏感に反映するとみられる電力生産も、8月は前年比▲2.2%と前年割れ、9月以降はやや持ち直したが、10月も同+1.9%と低調な推移が続いている。

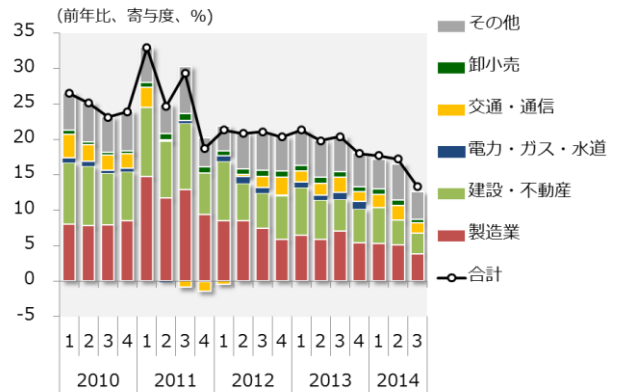
輸出は、持ち直しの動きが続いている。欧米向けの回復や、ロシア向けの増加などに支えられ、7-9月は前年比+12.9%、10月は同+11.6%とやや低下したものの、回復を続けている。

図表 5-3 中国の実質 GDP 成長率



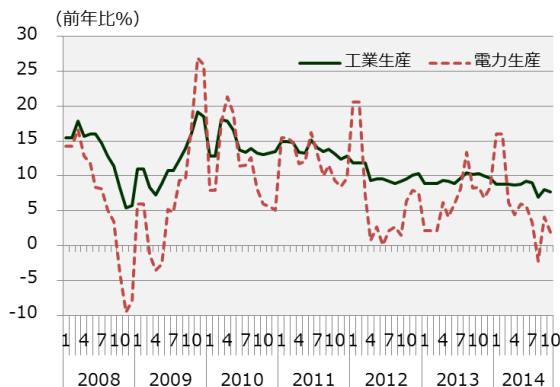
資料：Bloomberg

図表 5-4 中国の業種別固定資産投資



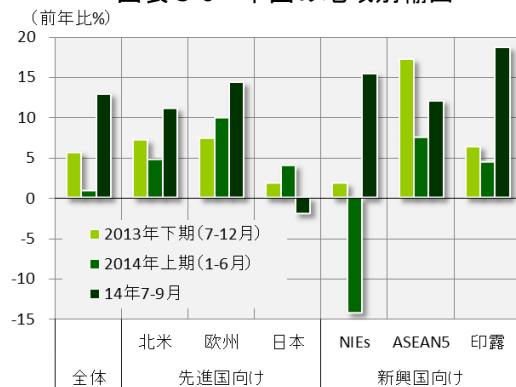
資料：CEIC

図表 5-5 中国の工業生産と電力生産



資料：Bloomberg

図表 5-6 中国の地域別輸出



資料：CEIC

不動産市場の調整は長期化の可能性も

不動産市場では、既往の金融引き締めや政府による住宅購入規制に加え、景気の先行きへの不透明感の高まりなどから、住宅価格下落が拡大した。

9-10月は70都市中69都市で新築住宅価格が前月に比べ下落。価格水準は都市平均で、10月は前月比

▲0,8%と6ヶ月連続で前月割れとなった。住宅市場の悪化への対応として、中国人民銀行は9月末、住宅ローン規制の緩和⁹を発表。持ち家としての住宅購入意欲は底堅いものの、投資向け住宅需要が落ち込んでおり、不動産市場の調整には時間を要する可能性もある。

不動産市場の悪化で厳しさを増す地方財政

不動産市況の悪化が続く中、歳入を不動産関連収入に依存する地方政府の財政状況は厳しさを増している。地方政府の債務の内訳をみると、不動産向け投資を行っている地方政府融資平台¹⁰経由での債務が、地方債務全体の4割程度を占め、不動産市況の悪化した春以降、債務不履行リスクは一段と高まっているとみられる。さらに当面数年は既存債務の返済ピークが続くことから、地方政府の債務返済は綱渡りの状況が続く。

中央政府は、リスク軽減策として、地方政府債務の管理強化を打ち出している¹¹。しかし、構造的な歳入不足問題を抱える地方財政のリスク圧縮には、固定資産税の導入など歳入源の拡充が必須であり、数年を要するであろう。

企業向けの与信残高は高水準

企業部門もリスクを蓄積させている。中国の企業向け与信（海外金融機関からの与信含む）を確認すると、08年以降、金融危機後の大規模刺激策の影響もあって急増し、13年末時点で対GDP比150%近傍と、日本のバブル崩壊時（1990年）の水準を上回っている。時期や各国の状況の違いから単純な比較はできないものの、成長鈍化の中での企業の債務負担の増加は、不良債権の急拡大と急激な信用収縮を引き起こすリスクも内包しており、今後も注視が必要だ。

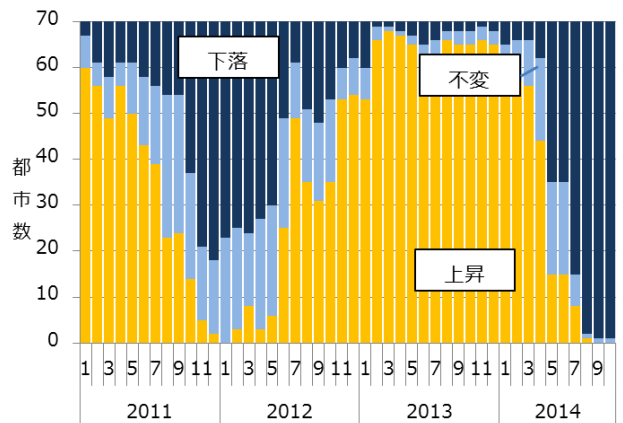
中国経済は緩やかな成長鈍化を見込む

先行きを展望すると、不動産市場の調整や政府の過剰供給の抑制方針を背景に、投資を中心に減速傾向が続き、15年にかけて緩やかな成長鈍化を見込む。

実質GDP成長率（前年比）は、7%台前半を維持するとの見方に変更はなく、14年は+7.3%、15年は+7.2%と予測する（変更なし）。背景には、7%を下回るまで景気が減速する場合は、中央政府が本格的な景気刺激策に踏み切る可能性が高いことが挙げられる。

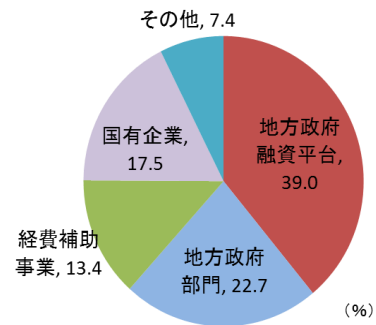
リスク要因は、前述の通り、①不動産市場の調整の長期化、②地方政府債務の債務不履行の可能性、③企業の債務負担拡大に伴う信用収縮の可能性や不良債権問題である。とくに、①の不動産市場の調整ペースが加速し、市況が急速に悪化する場合には、②、③のリスクへの波及は免れず、中国の成長率を大きく引き下げる可能性がある。

図表 5-7 中国の主要都市の住宅価格（前月比）



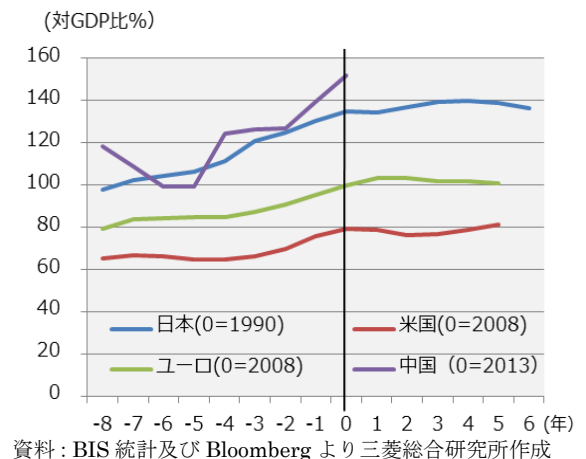
資料：中国国家统计局

図表 5-8 中国の地方債務の内訳



資料：中国審計署(13年6月時点)

図表 5-9 各国の企業向け与信水準



資料：BIS 統計及び Bloomberg より三菱総合研究所作成

⁹ 1戸目の住宅ローンが返済完了済みであれば、2戸目購入の頭金減免を受けることのできる措置。

¹⁰ 中国の地方政府が傘下に置く投資会社で、借入や債券発行により資金調達し、インフラ投資などを行う。

¹¹ 8月に中央政府は、地方政府による直接の債券発行を容認し、10月には具体的な管理強化策を発表した。①全人代（全国人民代表大会）が、地方政府の新規の債務額上限を定める、②地方融資平台などの他の事業体を經由した新規借入は禁止する、③既存債務の返済を進めるなどの方針が示された。

(3) ASEAN 及びその他東アジア

各国の経済情勢のばらつきは拡大

ASEAN・その他東アジアでは、経済情勢が個々の金融政策や政治情勢に左右される状況が続いている。

ASEAN をみると、インドネシアでは、既往の高金利による投資鈍化を背景に内需が減速。11 月には燃料補助金削減に伴うインフレ懸念から、再利上げに踏み切った。一方、タイは、政治機能が正常化しつつある中、景気も緩やかな回復パスに戻りつつある。また、欧米向け輸出が好調なマレーシア、フィリピンは、堅調を維持。それぞれ 7 月以降利上げに転じ、10 月にフィリピンが 2 度目の利上げを実施した。

その他東アジアの景気は、総じて減速傾向にある。韓国では、企業マインド悪化と投資低迷が続いている。夏以降、財政出動と 2 度の利下げを行ったが、中国向け輸出の低迷もあり景気は鈍化傾向を強めている。シンガポールでは、中国向けなど輸出が減速しているほか、香港では、デモの影響が観光業に波及している。

インドネシアは内需と輸出の鈍化が続く

インドネシアの 14 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 +5.0% と 4-6 月期 (同+5.1%) から伸びが鈍化した。通貨安への対応として 13 年 6 月以降の利上げにより、投資を中心に内需への下押し圧力が続いている。また、年初からの資源輸出規制や資源価格の低迷も成長率を押し下げたとみられる。

同国では、10 月からジョコ新大統領による内閣が発足。しかし、国会は野党が多数を占め、新政権の基盤は磐石とはいえない。こうした中、連立政党からバランスよくポストに指名されたほか、民間出身者が半数以上を占め、新鮮な顔ぶれの組閣となった。成長鈍化の中、新政権は海洋インフラ整備を打ち出すなど政策策定を進めるとともに、まずは財政圧迫要因となっている燃料補助金削減を決定した。今後の政策運営手腕が注目される。

タイは経済正常化も回復の動きは緩やか

タイでは、クーデター後の政治の正常化に向けた動きを背景に、生産、小売販売など、経済指標が緩やかに上向く傾向がみられる。

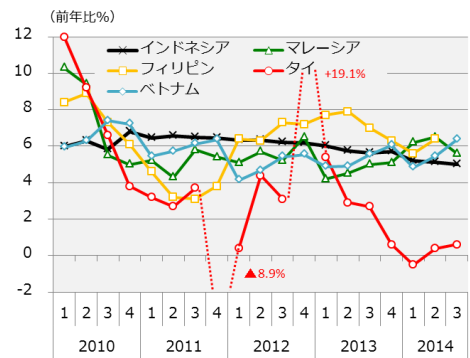
9 月には暫定政権の組閣が行われた。軍・警察幹部も多く含まれる一方、経済閣僚には閣僚経験者を任命するなど、実践力を重視した布陣とされる。当面は政治機能の正常化が続き、経済も緩やかながら回復軌道に乗ると予想する。ただし、15 年以降の新憲法制定や総選挙などの過程で、政治が再び不安定化する可能性は払拭できず、景気回復が遅れるリスクは残存している。

タイ、マレーシア、フィリピンを小幅上方修正、インドネシア、韓国などを下方修正

以上を踏まえ、タイ、マレーシア、フィリピンの実質 GDP 成長率予測を上方修正する。一方、インドネシアは 7-9 月期の内需減速や再利上げを受け、小幅に下方修正する。ASEAN5 の実質 GDP 成長率 (前年比) は、14 年は +4.4% と前回 (+4.3%) から小幅に上方修正、15 年はインフレ圧力の緩和や海外経済の回復を背景に +5.3% (変更なし) へ持ち直すと予測する。その他アジアについては、韓国は春以降の景気鈍化を、シンガポールは輸出減速を、香港はデモの長期化による観光業への影響を考慮し、それぞれ下方修正する。

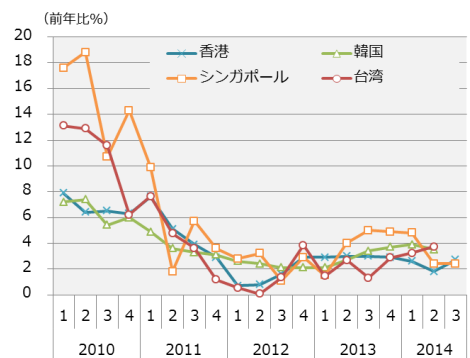
リスク要因は、①中国経済の一段の鈍化、②インドネシア、タイなどの政権交代後の政治動向などが挙げられる。①については、10 年以降、ASEAN やその他東アジアと中国の間の貿易・投資面での連動性が高まっており、中国経済の鈍化の影響は大きい。②については、インドネシア、タイともに政権基盤の脆弱さが投資抑制方向に作用する可能性もある。

図表 5-10 ASEAN の実質 GDP 成長率



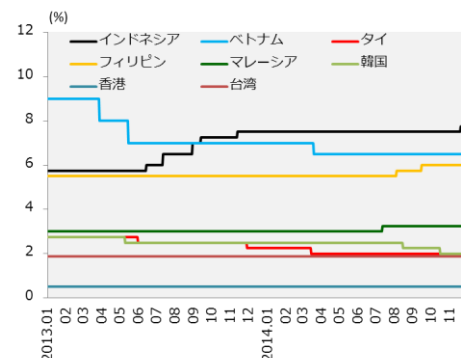
資料：Bloomberg

図表 5-11 東アジアの実質 GDP 成長率



資料：Bloomberg

図表 5-12 各国の政策金利



資料：CEIC

(4) インド経済

インフレ緩和と投資拡大で緩やかに内需持ち直し

インド経済は、輸出回復に伴う製造業の復調と、夏以降のインフレ緩和や対内投資増加もあり、緩やかに持ち直している。14年4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.7%と、1-3月期（同+4.6%）から伸びを高めた。

消費は、原油や食料品価格の下落を受け、やや持ち直し傾向をみせている。国内自動車販売額は、7-9月は前年比+6.6%と前期（4-6月同+2.2%）から伸びが上昇。投資は、高止まりする政策金利（レポレート 8.0%）が投資の抑制要因となっているものの、夏以降は、海外からの直接投資が増加し、緩やかに回復を続けている。

輸出入をみると、輸出は、中東情勢の悪化などにより2割弱を占める中東主要国向けが減少、さらに夏以降は中国向けも低迷。米国向けの持ち直しはみられるものの、回復の動きは鈍い。輸入は、6月以降増加に転じ、9月は原油輸入量の増加もあり、前年比+26.0%と大幅な増加となった。

インフラ整備、インフレ緩和で内需回復も、外需は低迷

先行きはインフレ圧力の緩和やインフラ整備の進捗などもあり、内需の緩やかな回復が続くであろう。ただし、輸出回復ペースは鈍く、景気全体の回復ペースは緩やかなものにとどまると予想する。実質GDP成長率（前年比）は、小幅に上方修正し、14年は+5.3%、15年は+6.1%と緩やかな回復の持続を予測する（前回14年+5.0%、15年+6.0%）。リスク要因としては、通貨安によるインフレ再燃や、海外経済の一段の下振れによる輸出低迷があげられる。特に後者は、中東やアフリカなど後進新興国で地政学リスクが高まる中、不安材料が多い。

(5) ブラジル経済

投資の大幅鈍化から急減速

ブラジル経済は、内外需の低迷により、減速ペースが一段と強まっている。14年4-6月期の実質GDPは、前年比▲0.8%と、前期（同+1.9%）からマイナスに転じ、季調済前期比は、▲0.6%と、1-3月期（▲0.2%）から一段と減少した。景気低迷にも関わらず、10月末に通貨安とインフレへの対応から、ブラジル中銀は、予想に反して一段の利上げに転じた（11%→11.25%）。

消費は、6月までW杯関連の支出拡大がみられたものの、7月以降は景況感の悪化などから減速、9月の小売販売は持ち直すも前年比+0.5%と低迷が続いている。投資は、金利が高止まりする中、春以降はW杯向けインフラ投資の反動もあり、投資活動が全般に冷え込んでいる。

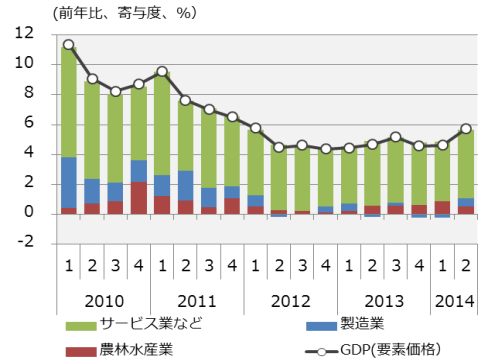
輸出はアルゼンチンの景気急減速に加え、夏以降は資源価格の下落や中国の景気鈍化を背景に、減少傾向にある。

高金利、資源安、輸出先低迷の三重苦で低迷

先行きは、金融引き締めにより内需押し下げの影響が続くことに加え、資源価格の下落や、主要輸出先の景気減速による輸出低迷で、15年入り後も景気低迷が続くと見込まれる。実質GDP成長率（前年比）は、輸出が前回見通しよりも下振れしていることや一段の金融引き締めを考慮し、14年は+0.3%と大幅減速（前回+1.4%から下方修正）、15年はインフレ圧力の緩和と15年後半からの緩やかな回復を予想し、+1.5%（前回+2.2%から下方修正）と予測する。

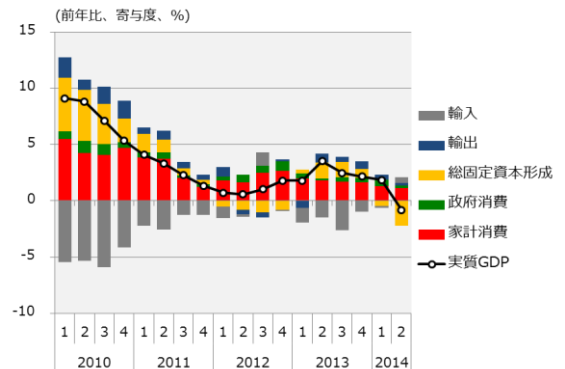
リスク要因は、第1に、政府の製造業強化に向けた構造改革の遅れによる内外投資の低迷だ。第2に、中国やアルゼンチン向け輸出低迷の長期化が挙げられる。①については、10月の大統領選挙でルセフ現大統領が再選されたものの、経済政策への不満は大きい。ルセフ政権の下では、構造改革の進捗の遅れが投資の冷え込みの長期化を招き、中長期的な成長率の低下を引き起こす可能性もある。

図表 5-13 インドの実質 GDP 成長率(産業別)



資料：CEIC

図表 5-14 ブラジルの実質 GDP 成長率



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）	472,637	481,440	488,062	496,609	▲0.2%	1.9%	1.4%	1.8%
	民間最終消費支出	288,053	295,673	294,039	298,873	0.6%	2.6%	▲0.6%	1.6%
	民間住宅投資	14,049	15,833	14,497	14,248	4.7%	12.7%	▲8.4%	▲1.7%
	民間設備投資	64,660	66,949	68,917	71,322	0.5%	3.5%	2.9%	3.5%
	民間在庫品増加	▲1,930	▲4,246	▲2,236	▲3,655	***	***	***	***
	政府最終消費支出	97,140	98,463	100,670	102,663	0.5%	1.4%	2.2%	2.0%
	公的固定資本形成	21,028	24,617	25,660	24,817	1.1%	17.1%	4.2%	▲3.3%
	公的在庫品増加	▲37	23	68	71	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲10,325	▲15,873	▲13,553	▲11,731	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	70,444	80,032	87,056	94,213	▲0.7%	13.6%	8.8%	8.2%
	財貨・サービス輸入	80,770	95,905	100,610	105,944	4.5%	18.7%	4.9%	5.3%

（単位：2005暦年連鎖価格10億円、%）

実質	国内総生産（=GDP）	517,580	529,205	526,333	533,323	0.7%	2.2%	▲0.5%	1.3%
	民間最終消費支出	308,478	316,243	308,180	312,245	1.5%	2.5%	▲2.5%	1.3%
	民間住宅投資	13,630	14,924	13,231	12,859	5.4%	9.5%	▲11.3%	▲2.8%
	民間設備投資	68,495	70,268	71,816	74,645	0.7%	2.6%	2.2%	3.9%
	民間在庫品増加	▲1,894	▲4,007	▲2,205	▲3,568	***	***	***	***
	政府最終消費支出	100,589	102,373	102,753	104,247	1.5%	1.8%	0.4%	1.5%
	公的固定資本形成	20,321	23,368	23,655	22,664	1.3%	15.0%	1.2%	▲4.2%
	公的在庫品増加	▲30	8	39	36	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	8,383	7,190	10,104	11,323	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	81,269	85,168	89,787	92,625	▲1.3%	4.8%	5.4%	3.2%
	財貨・サービス輸入	72,886	77,978	79,683	81,302	3.6%	7.0%	2.2%	2.0%

		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	98.2	100.3	▲3.0%	3.2%	▲0.8%	2.2%
	国内企業物価指数	100.5	102.4	106.2	106.8	▲1.0%	1.9%	3.7%	0.6%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.6	100.4	103.5	105.1	▲0.2%	0.8%	3.1%	1.5%
	GDPデフレーター	91.3	91.0	92.7	93.1	▲0.9%	▲0.4%	1.9%	0.4%
	完全失業率	4.3%	3.9%	3.6%	3.6%	***	***	***	***
	新設住宅着工数（万戸）	89.3	98.7	85.6	81.7	6.2%	10.6%	▲13.3%	▲4.6%

（単位：10億円、%）

対外バランス	経常収支（10億円）	4,223	831	4,592	7,760	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲9,434	▲14,423	▲12,144	▲10,478	***	***	***	***
	貿易収支	▲5,247	▲10,971	▲8,791	▲7,050	***	***	***	***
	輸出	62,203	69,784	73,933	80,311	▲1.0%	12.2%	5.9%	8.6%
	輸入	67,450	80,755	82,724	87,360	3.7%	19.7%	2.4%	5.6%
	通関収支戻（10億円）	▲8,158	▲13,756	▲11,524	▲9,950	***	***	***	***
通関輸出	63,940	70,857	74,879	81,016	▲2.1%	10.8%	5.7%	8.2%	
通関輸入	72,098	84,613	86,403	90,966	3.4%	17.4%	2.1%	5.3%	

為替等	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.09%	0.09%	0.08%	0.08%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.79%	0.69%	0.54%	0.65%	***	***	***	***
	M2	822,476	854,338	882,340	913,406	2.5%	3.9%	3.3%	3.5%
	日経平均株価	9,650	14,424	15,933	17,319	5.1%	49.5%	10.5%	8.7%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	92.0	99.0	89.9	81.6	▲5.4%	7.7%	▲9.2%	▲9.2%
	円/ドル レート	83.1	100.2	108.7	118.6	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.288	1.341	1.301	1.231	***	***	***	***
円/ユーロ レート	107.1	134.4	141.1	145.9	***	***	***	***	

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。