

PRESS RELEASE

2013年5月17日
株式会社三菱総合研究所

2013・2014年度の内外景気見通し

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長 大森京太 東京都千代田区永田町二丁目10番3号)は、2013年1-3月期GDP速報の発表を受け、2013、2014年度の内外経済に関する予測を発表致しました。

回復局面に入った日本経済

日本の実質成長率予測値：2013年度+2.6%、2014年度+0.4%
(前回予測値(3月8日):2013年度+2.3%、2014年度+0.3%)

海外経済

- 海外経済は、緩慢ながらも持ち直している。米国経済は、家計のバランスシート調整が進捗し、消費や住宅投資が堅調に推移している。13年は財政要因が重石となるが、14年にかけて成長テンポを高めるであろう。欧州では、信用不安は和らいだが、景気の後退が続いている。ドイツは回復の兆しがみられるが、南欧諸国では緊縮財政や信用収縮による下押し圧力が強く、ユーロ圏は13年もマイナス成長、14年は小幅プラスに止まると予想する。
- 新興国経済は、持ち直しの動きがみられるが、回復ペースは鈍い。昨年秋に底入れした中国経済だが、13年1-3月期の成長率は再び鈍化。インド経済も、底入れの兆しはみられるが内需の低迷は続いている。一方、ASEAN経済は、内需に支えられ堅調を維持している。このように各国の経済情勢にばらつきはあるが、新興国全体では、政策効果の発現を背景に、13年に緩やかに持ち直すと予想する。14年は中国経済の成長鈍化を見込むが、全体では堅調な伸びが続くであろう。

日本経済

- わが国の13年1-3月期の実質GDPは、消費の堅調や輸出の持ち直しを背景に前期比年率+3.5%と、2四半期連続でプラス成長となり、日本経済が回復局面に入ったことを裏付ける結果となった。
- 先行きを展望すると、①海外経済の持ち直しや円安による輸出の回復、②マインド改善に伴う消費の堅調、③大規模な財政出動を背景に、日本経済は回復を続けるであろう。13年度後半は、消費税増税前の駆け込み需要も予想される。14年度は、前半に駆け込み需要の反動減を見込むが、各種税制措置もあり調整局面は短期で終了するとみられ、年度後半には再び回復軌道に戻ると予想する。
- 実質GDP成長率の見通しは、円安・株価上昇による消費堅調や企業業績予想の改善を背景に、上方修正を行った。このよい流れの中で、「第3の矢」である成長戦略が実行に移されれば、現時点では慎重な企業の投資・雇用姿勢も積極化し、経済見通しが一段と上振れする可能性はあろう。
- 一方、海外情勢を巡る不確実性は依然として高い。第一に、中国経済の行方である。景気回復力の弱さに加え、不動産バブル懸念、地方政府の財政赤字、シャドバンキング問題など複数の不透明要素を抱える。第二に、米国の財政問題だ。米国経済は、資産価格上昇もあって堅調を維持しているが、政府の一律歳出削減や財政運営を巡る政治対立が続けば、企業・家計のマインド低下などを招き、景気回復テンポが弱まる可能性がある。第三に、市場のセンチメントの急変リスクがある。欧州債務危機への警戒感が和らぐなか、世界的に株価が上昇し、米社債市場ではハイ・イールド債の対国債スプレッドも縮小。しかし、欧州信用不安の再燃リスクは残存しているほか、上記の中国経済や米財政問題の先行きに対する不透明感もくすぶる。また、景気回復期待やインフレ予想の改善を背景に、日本の長期金利も上昇しつつあるが、何かをきっかけに市場の流れが急変するリスクには留意が必要だ。

図表 2013・2014年度の実質GDP成長率予測（単位：%）

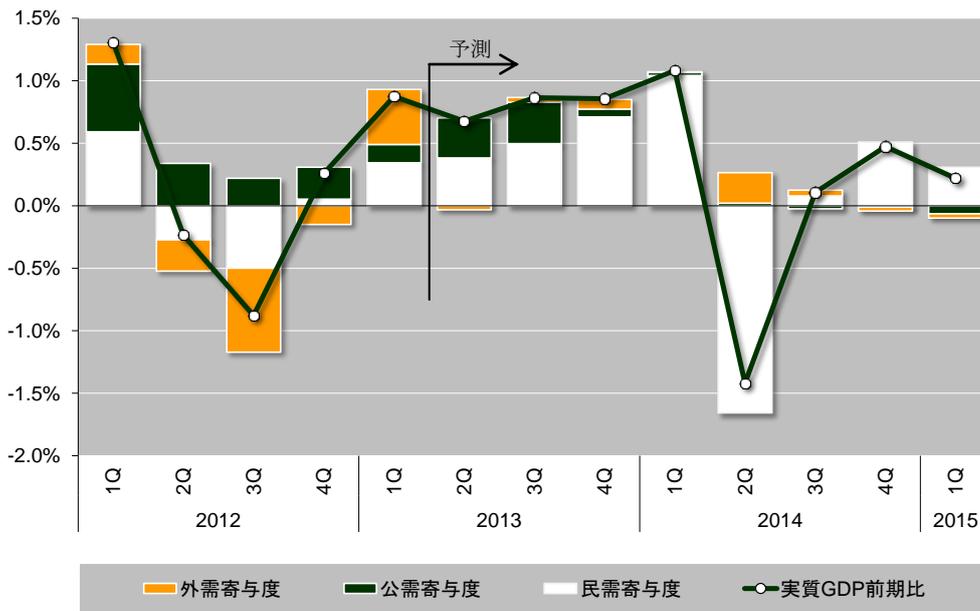
項目	2011年度		2012年度		2013年度		2014年度	
	実績		実績		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	0.2	***	1.2	***	2.6	***	0.4	***
内需	1.3	1.3	2.1	1.9	2.5	2.5	0.1	0.1
民需	1.4	1.0	1.2	0.8	2.1	1.6	▲ 0.0	▲ 0.0
民間最終消費支出	1.5	0.9	1.6	1.0	1.8	1.1	▲ 0.3	▲ 0.2
民間住宅投資	3.7	0.1	5.3	0.2	6.7	0.2	▲ 3.8	▲ 0.1
民間企業設備投資	4.1	0.5	▲ 1.5	▲ 0.2	1.7	0.2	2.7	0.3
民間在庫投資	***	▲ 0.5	***	▲ 0.1	***	0.1	***	▲ 0.1
公需	0.9	0.2	4.8	1.1	3.7	0.9	0.5	0.1
政府最終消費支出	1.4	0.3	2.6	0.5	2.3	0.5	1.5	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.2	▲ 0.1	15.2	0.7	9.4	0.4	▲ 3.6	▲ 0.2
外需（純輸出）	***	▲ 1.0	***	▲ 0.8	***	0.1	***	0.3
輸出	▲ 1.6	▲ 0.2	▲ 1.3	▲ 0.2	4.2	0.7	4.7	0.7
輸入	5.3	▲ 0.8	3.8	▲ 0.6	3.8	0.5	3.0	0.4
名目GDP	▲ 1.4	***	0.3	***	2.1	***	1.7	***

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

		2012				実績 2013				予測 2014				2015
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質国内総支出 (= GDP)	前期比	1.3%	-0.2%	-0.9%	0.3%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	-1.4%	0.1%	0.5%	0.2%
	前期比年率	5.3%	-0.9%	-3.5%	1.0%	3.5%	2.7%	3.5%	3.5%	4.4%	-5.6%	0.4%	1.9%	0.9%

(前期比、寄与度、%)



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

海外経済は14年にかけて緩やかな回復を持続

海外経済は、緩慢ながらも持ち直している。米国では、家計のバランスシート調整が進捗し、消費や住宅投資が堅調に推移している。13年は財政要因が重石となるが、14年にかけて成長テンポを高めるであろう。欧州では、信用不安は和らいだが、景気の後退が続いている。ドイツは回復の兆しがみられるが、南欧諸国では緊縮財政や信用収縮による下押し圧力が強く、ユーロ圏は13年もマイナス成長、14年は小幅プラスに止まると予想する。

新興国経済は、持ち直しの動きがみられるが、回復ペースは鈍い。昨年秋に底入れした中国経済だが、13年1-3月期の成長率は予想に反し再び鈍化した。インド経済も、底入れの兆しはみられるが内需の低迷は続いている。一方、ASEAN経済は、内需に支えられ堅調を維持している。このように各国の経済情勢にばらつきはあるが、新興国全体では、既往の政策効果の発現を背景に、13年に緩やかに持ち直すと予想する。14年は中国経済の成長鈍化を見込むが、全体では堅調な伸びが続くであろう。

国際金融市場では、欧州の信用不安の緩和と日米欧による金融緩和を背景に、投資家のリスク許容度が改善している様子がみられる（次頁図を参照）。世界の株価が上昇し、米独株価（NYダウ、独DAX）は既往高値を更新。投資家心理を示すとされるボラティリティ指数（VIX指数）は金融危機前の水準まで低下し、米社債市場ではハイ・イールド債の対国債スプレッドが縮小傾向にある。

日本経済は回復局面入り

わが国の13年1-3月期の実質GDPは、消費の堅調や輸出の持ち直しを背景に前期比年率+3.5%と、2四半期連続でプラス成長となり、日本経済が回復局面に入ったことを裏付ける結果となった。

先行きを展望すると、①海外経済の持ち直しや円安による輸出の回復、②マインド改善に伴う消費の堅調、③大規模な財政出動を背景に、日本経済は回復を続けるであろう。13年度後半は、消費税増税前の駆け込み需要も予想される。14年度は、前半に駆け込み需要の反動減を見込むが、各種税制措置もあり調整局面は短期で終了するとみられ、年度後半には再び回復軌道に戻ると予想する。

実質GDP成長率は、13年度+2.6%、14年度+0.4%と予測する（前回見通し<3月8日>：13年度+2.3%、14年度+0.3%）。一段の円安・株高の進行を受け、13年度見通しの上方修正を行った。物価は、需給ギャップの緩やかな縮小などを背景に、13年度の消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年比+0.3%の小幅プラス、14年度は消費税増税を前提に同+2.5%と見込む。

日本経済上振れの可能性が高まる一方、海外情勢の不確実性は高い

円安による採算改善やマインド改善による消費堅調から、企業の業績予想も改善している。このよい流れの中で、「第3の矢」である成長戦略が実行に向けて動き始めれば、現時点では総じて慎重な企業の設備投資・雇用姿勢が積極化し、上記の見通しが上振れする可能性はあろう。

一方、海外情勢や金融市場を巡る不確実性は高く、次の3つのリスク次第では、日本経済にも強い下押し圧力がかかる可能性がある。

第一に、中国経済の行方である。中長期的には成長率は低下局面に入ったとみられる中国だが、足もとの回復力は想定よりも弱い。さらに不動産バブル懸念、地方政府の財政赤字、シャドーバンキング問題など複数の不透明要素を抱える。中国経済が失速すれば世界経済も大きく鈍化しよう。

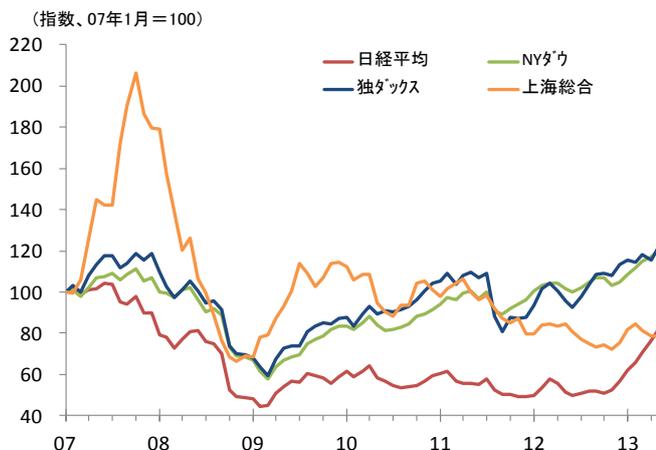
第二に、米国の財政問題である。中長期の財政再建策を巡る議会の対立は続いている。米国経済は、資産価格上昇もあって堅調を維持しているが、政府の一律歳出削減や財政運営を巡る政治対立が続けば、企業・家計のマインド低下などを招き、景気回復テンポが弱まる可能性はある。

第三に、市場のセンチメントの急変リスクがある。上述のとおり、投資家のリスク許容度は改善しているが、世界経済は随所に脆弱性を抱えている。上記の中国経済の先行きや米国財政への不透明感に加え、欧州の信用不安再燃の火種もくすぶる。市場の正常化が進む中でも、欧州銀行の与信圧縮は続いている。アジア・米国市場では、欧州銀行の与信縮小を邦銀・米銀の与信拡大が補っているが、欧州市場では信用収縮が続き、財政緊縮と相まって経済の強い下押し圧力となっている。

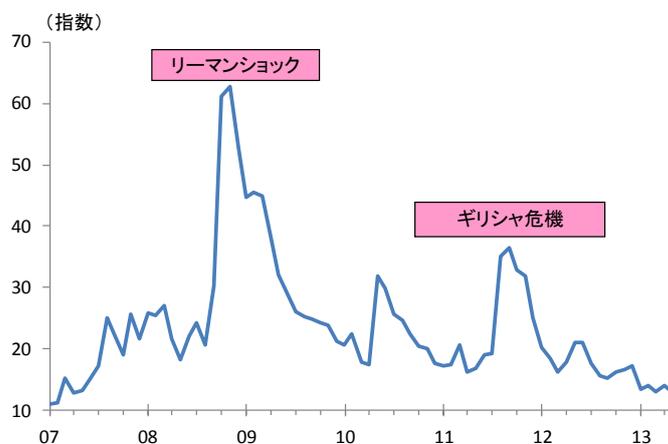
また、新興国では、国内で賃金上昇圧力が高まる中、海外からの資金流入が加速すれば、金融政策のかじ取りをさらに困難にする可能性がある。さらに、わが国では、円安・株高により市場環境の好転が続く中、長期金利も幾分上昇に転じている。現時点では、インフレ期待や景気回復期待の高まりと整合的な範囲と考えられるが、日本財政に対する信認維持の重要性は一段と高まっていると言えよう。

国際金融資本市場の動向

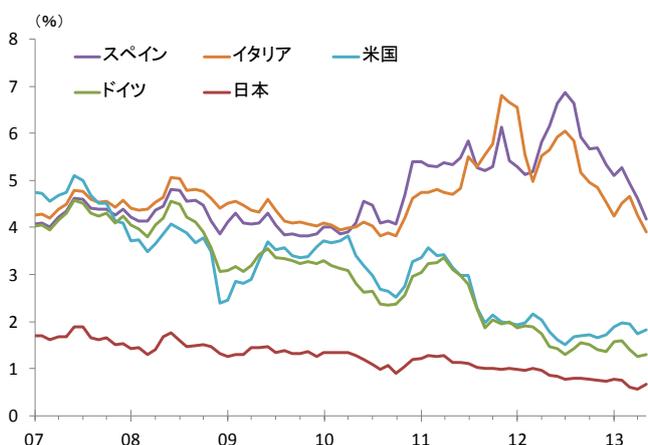
図表 世界の株価



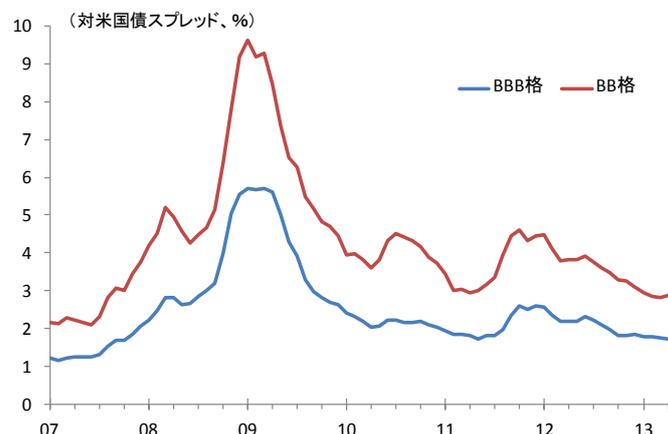
図表 ボラティリティ指数 (VIX 指数)



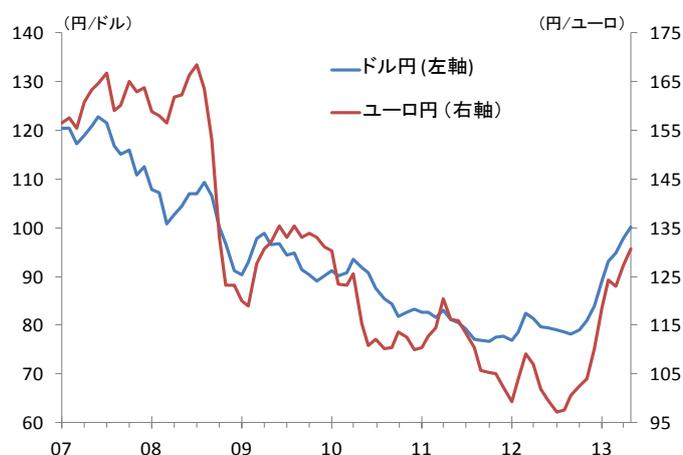
図表 長期金利 (10年物国債)



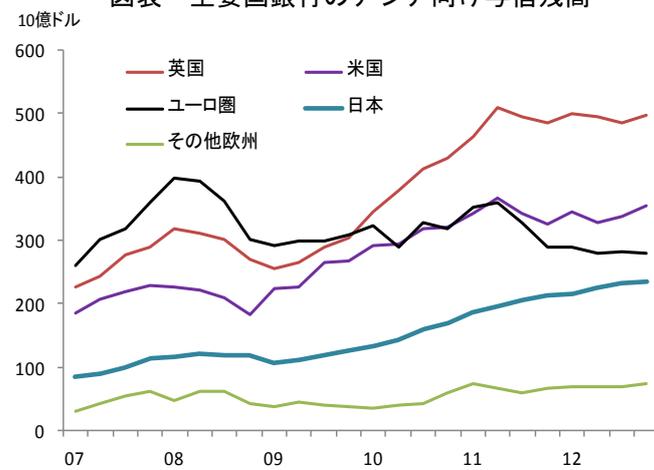
図表 米国ハイ・イールド債 (10年)



図表 為替



図表 主要国銀行のアジア向け与信残高



注1: 「主要国銀行のアジア向け与信残高」は四半期、その他は月次(日次平均値)。5月は5月1日から5月16日までの平均値。
 注2: ボラティリティ指数 (VIX 指数) は投資家心理を示し「恐怖指数」とも呼ばれる。指数が高いほど、投資家が相場の先行きに不透明感を持っている。

資料: Bloomberg、BIS consolidated banking statistics (ultimate risk basis)

(1) 概観

前期比年率+3.5%と2四半期連続のプラス成長

13年1-3月期のGDP成長率(1次速報)は、家計消費の大幅増と輸出持ち直しから、前期比+0.9%(年率+3.5%)と高い伸びを示し、2四半期連続のプラスとなった。景気は回復軌道に戻ったとみられる。ただし、設備投資は5四半期連続のマイナスと、企業の投資への慎重姿勢は続いている。

今後を展望する上でのポイントは、①輸出・生産の回復テンポ、②収益動向と企業の投資姿勢、③消費の持続性、④金融緩和効果と物価への影響である。

(2) 輸出・生産の回復テンポ

輸出・生産の回復テンポは鈍い

13年1-3月期の鉱工業生産指数は、前期比+2.2%と4四半期ぶりのプラスとなった。背景には、①自動車の生産調整の終了、②輸出の持ち直し、③個人消費の堅調がある。

ただし、輸出の回復力の弱さから、生産の回復テンポは想定よりも鈍く、12年1月時点を6%程度下回る水準に止まっている。具体的には、①中国向けの素原材料や資本財輸出の不振、②世界的なPC・電子端末需要の低迷による電子部品・デバイスの出荷在庫バランスの悪化などが挙げられる。

生産の先行きは、①消費の堅調、②海外経済の緩やかな改善、③円安による輸出採算改善などを背景に、緩やかな回復経路をたどるであろう。海外情勢の先行きに依然不透明感はあるが、米国経済の堅調やASEAN諸国の内需拡大を背景に、緩やかな回復が予想され、輸出の持ち直しの動きは続くであろう。

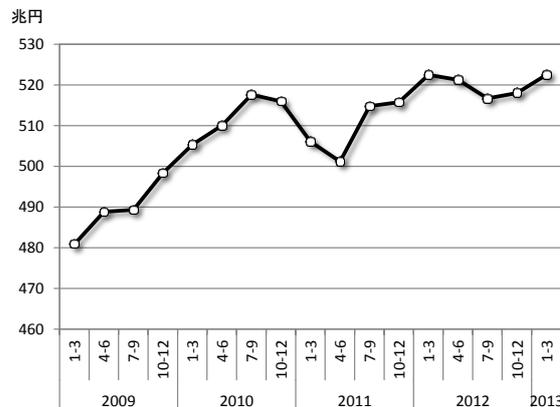
貿易赤字の拡大基調は13年後半まで続く可能性

貿易収支の赤字幅は一段と拡大している。円安は輸出採算改善に寄与する一方、輸入のドル建て比率が73%と輸出の52%を大きく上回っているため、輸入金額により反映されやすいことがある。

今後は円安による輸出数量の回復が期待されるが、契約価格更新にはラグがあることなどから、貿易赤字の拡大基調は、13年後半まで続く可能性がある。

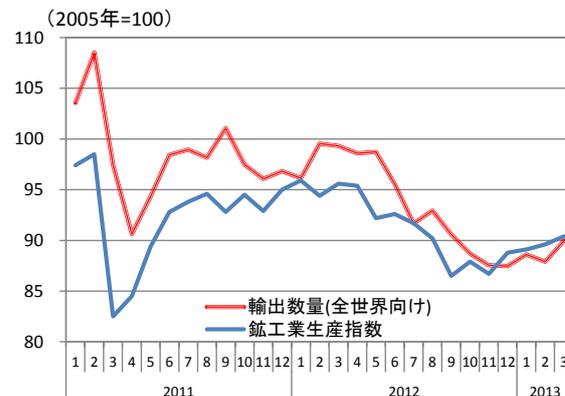
また、製品競争力が低下している業種では、円安によりどこまで輸出数量の回復に結びつくか不透明なほか、生産拠点の海外移転による最終財・中間財の輸入比率の高まりから、以前よりも円安の恩恵を受けにくくなっている点には注意が必要である。

図表 実質 GDP の推移



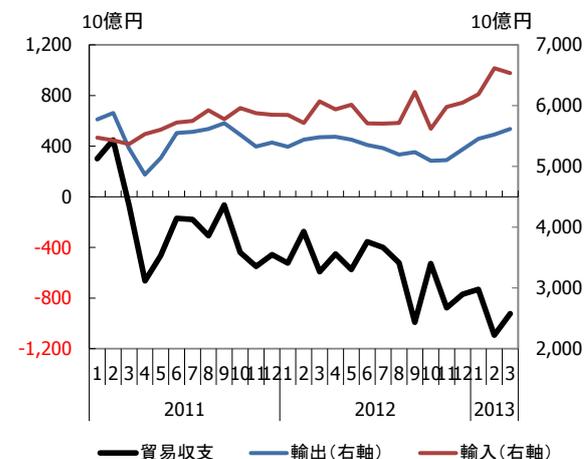
資料：内閣府「国民経済計算」

図表 輸出・生産数量の推移



資料：内閣府「輸出入数量指数(季調値)」
経済産業省「鉱工業生産指数」

図表 輸出入と収支(名目季調値)



資料：財務省「貿易統計」

(3) 収益動向と企業の投資姿勢

業績予想は改善傾向だが、設備投資姿勢はなお慎重

大幅な円安進行や消費の堅調などを背景に、自動車などの輸出企業を中心に、業績予想の上方修正が相次いでいる。円安による輸入コスト増は懸念されるが、マクロの企業収益は改善に向かうであろう。

一方、13年1-3月期の設備投資は、前期比▲0.7%と5四半期連続で減少した。日銀短観(3月調査)の13年度設備投資計画をみても、全規模・全産業で前年度比▲3.9%と期初のスタート地点としても弱く、企業は慎重な投資姿勢を崩していない。背景には、①海外も含めた景気回復の持続性、②中小企業への波及、③国内の中長期的な成長性(投資の期待収益率)について、確信を持っていないことがあろう。実際、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」の13年1月調査によれば、企業が予想する今後3年間、5年間の実質成長率見通しは、昨年調査に比べ、むしろ低下している。

先行きは、輸出や生産の回復とともに、企業の設備投資も持ち直しに向かうと予想するが、企業が潤沢なキャッシュフローを国内投資に本格的に回し始めるには、景気の持続性に対する不透明感の払しょくや中長期の成長期待の改善が必要であろう。

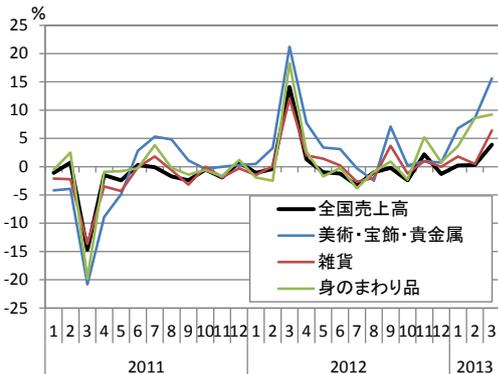
(4) 消費の持続性

マインドの改善により個人消費は回復

13年1-3月期の家計消費は、前期比+0.9%と2四半期連続で増加した。エコカー補助金終了後の自動車販売の持ち直しに加え、高額消費や外食・旅行などの非必需サービス消費が伸びている。全国百貨店売上高をみても、「美術・宝飾・貴金属」が前年比+16%、高級時計等を含む「身のまわり品」が同+10%と急増。背景には、①資産効果によるシニア層の消費拡大と、②景気回復期待からのマインド改善が挙げられる。①に関しては、家計の金融資産に占める株式等の割合は7%程度と小さいが、株・投信の保有者の7割はシニア層(60歳以上)のため、消費全体の4割を占める同層の消費は、資産効果の影響を受けやすいとみられる。②に関しては、消費者態度指数は1-4月で+6.3%pと大幅な上昇を示した。内訳をみると「雇用環境(+9.7p)」の上昇幅が大きい一方、「収入の増え方(+3.9p)」は小幅上昇にとどまった。所得に対する見方は慎重ながらも、株価上昇が消費者の景気全般に対する見方の改善に一役買っていると見えよう。

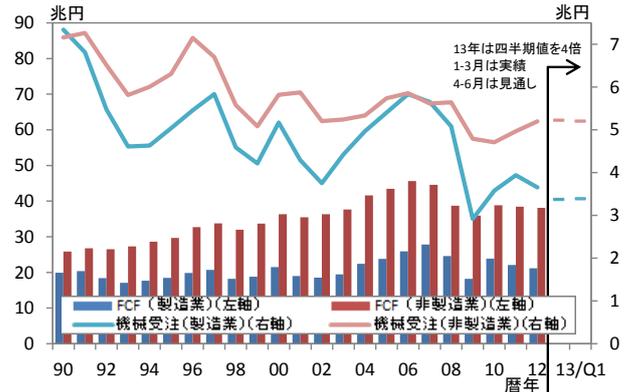
当面、消費は堅調に推移するとみられるが、足もとの回復は、株高の恩恵を受けている一部の層の高額消費による部分が大きい。消費の持続的回復には、所得環境の改善や将来不安抑制が必要となろう。

図表 品目別百貨店売上高(前年比)



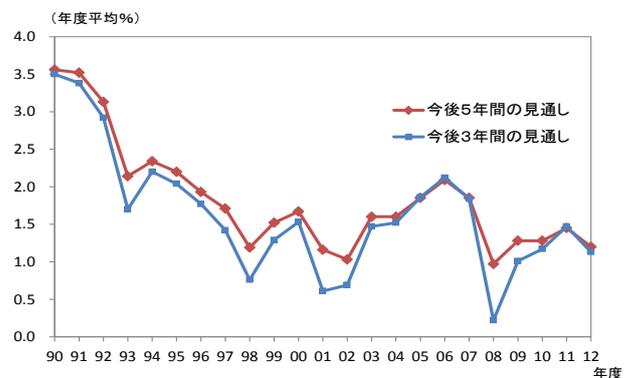
注: 値は店舗数調整後
資料: 日本百貨店協会「百貨店売上高」

図表 キャッシュフローと機械受注



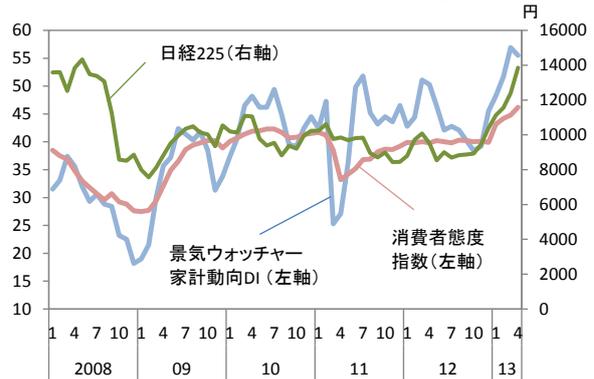
注: フリーキャッシュフロー(FCF) = 0.5 × 経常利益 + 減価償却費。
資料: 内閣府「機械受注統計」、財務省「法人企業統計」

図表 企業の実質成長率見通し



注: 直近調査は平成25年1月、回答企業は815社。
資料: 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

図表 消費者マインドと株価



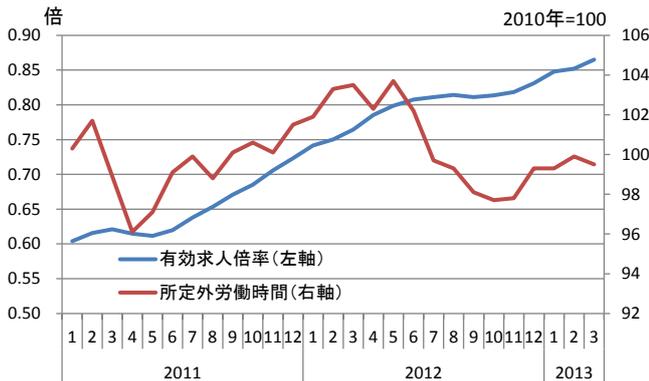
注: 消費者態度指数は、調査方法変更のため、4月は、3月の結果に新手法(郵送調査法)の前月比上昇値を足し合わせた値。
資料: 内閣府「景気ウォッチャー調査」「消費動向調査」、Bloomberg

雇用・所得環境の本格回復にはなお時間

生産の緩やかな持ち直しに伴い、雇用面でも景気と連動性の高い幾つかの指標で改善の動きがみられる。所定外労働時間（季節調整値）は、水準は依然低いものの、昨年12月以降持ち直しつつある。有効求人倍率も、昨年後半に一旦上昇ペースが鈍化した、再び上昇基調に復している。

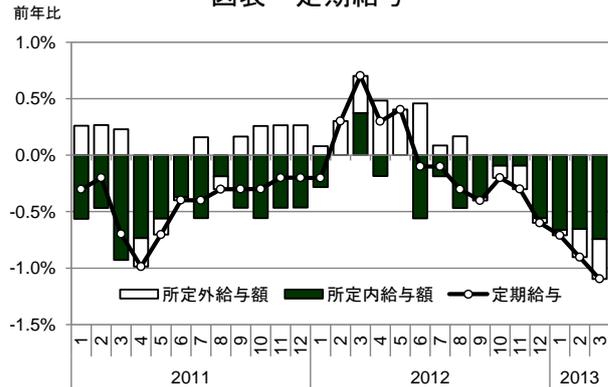
ただし、消費の堅調とは裏腹に、定期給与は10ヶ月連続の減少となるなど、所得は伸び悩んでいる。輸出企業の採算改善や金融・不動産などの業績好調を背景に、夏季賞与は前年比増加が期待されるが、所定内給与の改善を伴う所得の本格回復には、なお時間を要するとみられる。また、社会保険料や税負担増加も可処分所得の抑制要因となる。株高による消費押し上げ効果が維持されているうちに、企業の収益改善が雇用・所得環境の本格的な回復につながり、前向きなサイクルが動き出すことが期待される。

図表 有効求人倍率と所定外労働時間



資料：厚生労働省「毎月勤労統計」、「一般職業紹介状況」

図表 定期給与



注：5人以上（一般、パート）、産業計
資料：厚生労働省「毎月勤労統計」

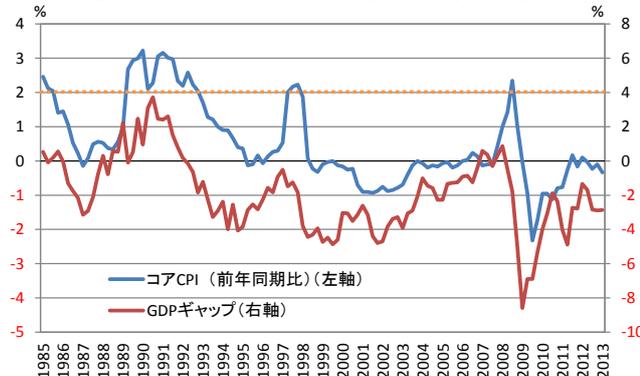
(5) 金融緩和効果と物価への影響

インフレ期待は上昇に転じた模様だが、消費者物価の押し上げ効果は不透明

消費者物価上昇率と GDP ギャップ（需給ギャップ）の間には、長期的には正の相関関係がある。弊社モデルによる試算では、早ければ15年後半頃にマイナスの GDP ギャップが解消されるが、過去の物価上昇率との関係を踏まえると、解消後の物価上昇率は1%程度に止まる見通しだ。ただし、①円安や資産価格上昇の波及効果、②インフレ期待、③賃金上昇の行方次第では、幾分上振れする可能性はある。実際、市場や家計の予想物価上昇率は高まっている。13年度の消費者物価指数は、前年比+0.3%、14年度は同+2.5%（消費税引き上げによる押し上げ分2.0%を含む）と前回見通しから小幅上方修正した。

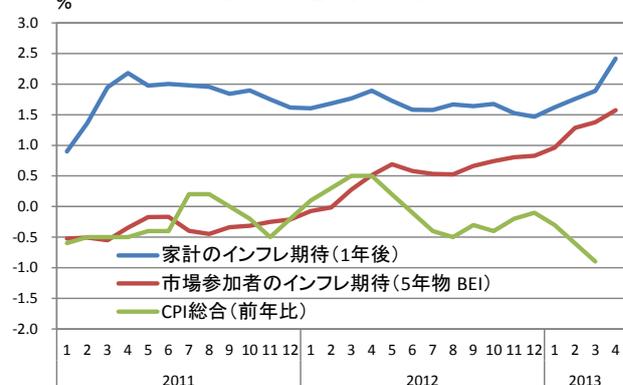
なお、予想物価上昇率の高まりによる実質金利の低下が実質 GDP に与える影響を試算すると、インフレ期待が2%まで上昇すると、GDP 成長率を+0.1~0.2%程度押し上げるとの結果が得られた。ただし、これは実質金利の低下のみで設備投資が喚起されることが前提となっている。上述のとおり、企業が本格的に投資へ踏み切るには、中長期的な成長期待（投資の期待収益率）の改善もあわせて必要となろう。

図表 GDP ギャップと消費者物価上昇率



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

図表 予想物価上昇率



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

(6) 総括

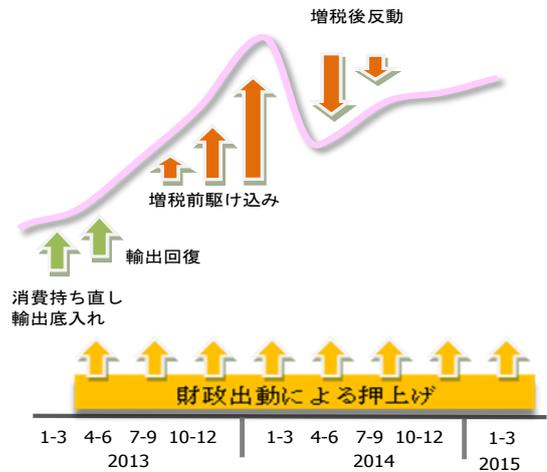
13年度後半に向け、回復テンポは強まる見込み

13年度4-6月期以降、引き続き消費の堅調な推移が予想されるほか、補正予算などの財政出動も表面化してこよう。輸出・生産の回復とともに、企業収益や家計の所得環境も徐々に改善していくとみられる。景気は回復傾向を辿り、13年度後半には、消費税増税前の駆け込み需要もあって、回復テンポを一層強めるであろう。

14年度は、前半は増税後の反動減によりマイナス成長が予想されるが、①税制措置が住宅投資の山谷を幾分緩和するとみられること、②エコポイントなどにより耐久消費財の買換えもある程度進んだことを背景に、調整局面は短期で終了するとみられ、14年度後半には、本来の成長軌道に復すると予想する。

日本経済の実質GDP成長率は、①一段の円安・株価上昇、②想定以上の消費の堅調、③企業業績予想の改善を踏まえ、13年度+2.6%（前回から+0.3%pの上方修正）、14年度+0.4%（前回から+0.1%pの上方修正）と予想する。なお、駆け込み需要と反動の影響は、13年度の実質GDP成長率を+0.3%p程度押し上げ（住宅投資+2.0%p、家計消費+0.6%p）、14年度は▲0.6%p程度の下押しを想定している。

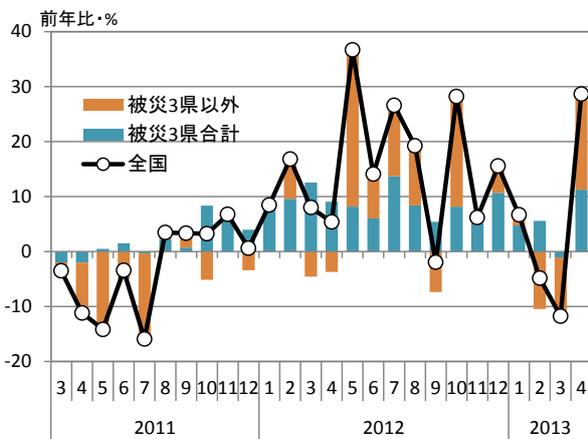
図表 先行きの景気のイメージ



資料：三菱総合研究所作成

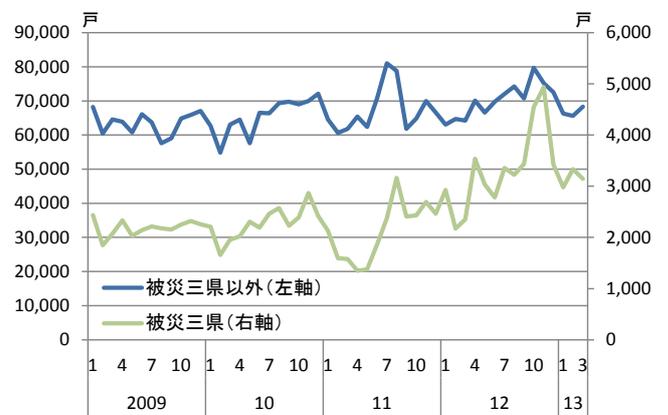
(参考) その他主要経済指標

図表 公共工事請負金額（被災3県と全国）



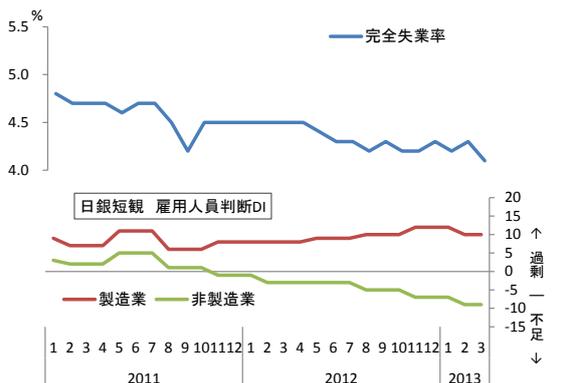
資料：「公共工事前払金保証統計」より三菱総合研究所作成

図表 新設住宅着工戸数



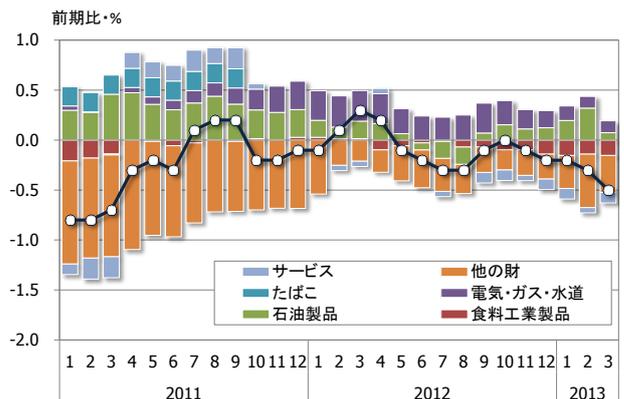
資料：国土交通省「建設着工統計調査」

図表 完全失業率と雇用人員判断DI



資料：総務省「労働力調査」、日本銀行「企業短期経済観測調査」

図表 CPI（生鮮食品除く総合）品目別寄与度



資料：総務省「消費者物価指数」

(1) 米国経済

米国経済は緩やかな回復ペースを維持

米国経済は、緩やかな回復基調を維持している。住宅バブル崩壊から約5年が経過し、家計部門では、デレバレッジ（負債圧縮）が進んだほか、資産価格上昇もあってバランスシート調整が着実に進捗。こうした構造調整圧力の緩和を受けて、消費や住宅投資が堅調に推移している。

13年1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比年率+2.5%と前期から伸びを高めた。消費や住宅投資は堅調であった一方、設備投資は鈍化しており、家計と企業部門で回復の動きに濃淡がみられる。

図表 米国経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2011 暦年	2012 暦年	2013 暦年	2014 暦年
実質GDP	1.8	2.2	1.9	2.4
個人消費	2.5	1.9	2.0	2.4
設備投資	8.6	8.0	6.7	7.4
住宅投資	▲1.4	12.1	11.6	9.1
在庫投資寄与度	▲0.1	0.1	0.0	▲0.0
政府支出	▲3.1	▲1.7	▲3.3	▲2.7
純輸出寄与度	0.1	0.1	0.0	▲0.0
輸出等	6.7	3.4	3.4	4.7
輸入等<控除>	4.8	2.4	2.6	3.9
FFレート誘導水準（年末）	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%
失業率（除く軍人）	8.9	8.1	7.5	7.0

資料：米国商務省、米国労働省、FRB、
予測は三菱総合研究所

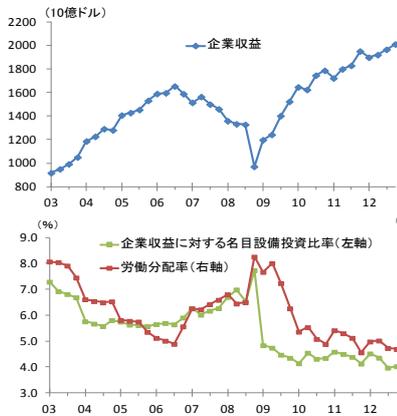
企業収益は好調ながら生産・投資活動は低調

企業の収益動向をみると、リーマン・ショック後は、労働分配率の低下を伴いつつも回復を続け、足もとは危機前の水準を大きく上回っている。13年1-3月期の決算でも堅調な結果¹が示されている。

しかし、収益対比でみた設備投資は抑制された状況が続いている。バブル崩壊後の期待成長率の低下に加え、世界経済の先行き不透明感が持続してきたことが背景とみられる。

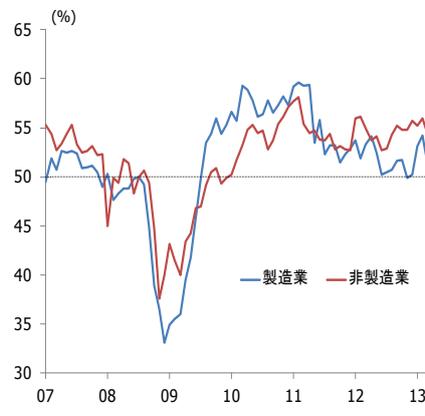
また、13年初にかけて改善していた企業景況感は、3-4月になって勢いを失いつつある。背景には、①欧州向け輸出の低迷が続き輸出の回復ペースが鈍いこと、②一律歳出削減の発動により、景気の先行きに対する不透明感が高まったことが考えられる。企業の生産・投資活動も低調にとどまっており、当面、こうした状況は続くと思われ。

図表 企業収益と設備投資



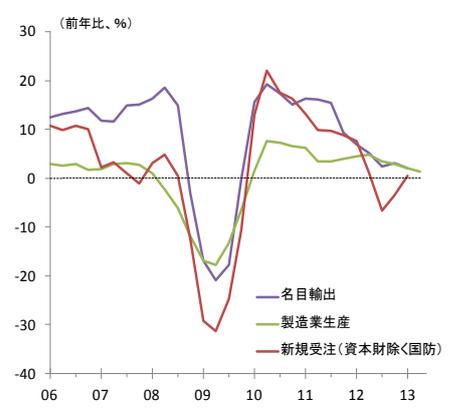
資料：米国商務省

図表 企業の景況感 (ISM 指数)



資料：米供給管理協会

図表 生産・受注・輸出



資料：米国商務省、FRB

個人消費は資産価格の持ち直しを支えに回復

雇用・所得環境をみると、13年入り後、雇用者数は月平均19.6万人増と増加基調を維持しているが、可処分所得の伸びは低位にとどまっている。個人所得の寄与度分解をみると、年初来、雇用者報酬の伸びが鈍化していることに加え、給与税率引き上げが押し下げ要因となっている。

所得が伸び悩むなか、消費を支えているのは資産価格の上昇だ。NYダウ平均株価が史上最高値を更新するなど資産価格は上昇。高所得者層の金融資産に占める株式比率は約50%と高く、消費全体の約4割にのぼる同層の消費を喚起しているとみられる。

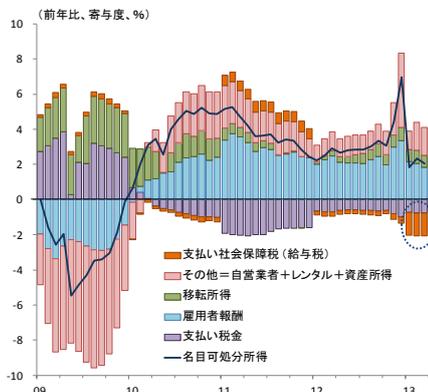
住宅市場では、金融緩和や政策支援もあり、販売や着工の改善傾向が明確になっている。住宅価格上昇が続くなか、12年は住宅担保価値がローン残高を下回る「ネガティブ・エクイティ」の状況にある物件は170万件減少し、全体に占める割合もピーク時の10年1-3月期の約26%から12年10-12月期は約22%に低下²した。住宅投資がGDPに占める割合は2.7%（12年時点）と小さく、直接的な成長押し上げ効

¹ トムソン・ロイターによると、米S&P総合500種指数採用企業は前年比+5.3%の増益見込み(13年5月10日時点)。

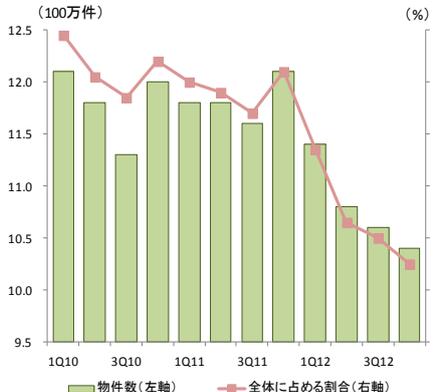
² 民間調査会社コア・ロジック社によるデータ。

果は限られるが、関連産業での雇用拡大やホーム・エクイティ・ローンの利用拡大を通じた消費喚起が期待できる。また、所得階層別の資産保有割合をみると、住宅は株式に比べ幅広い世帯で保有されている。住宅価格上昇の効果は、株高の恩恵を受けづらい中所得者層にも波及しやすく、住宅市況改善と消費拡大の好循環が期待される。当面、企業の賃金抑制姿勢は続くと思われる、個人所得の力強い回復は期待できないが、①緩和的な金融環境、②バランスシート調整圧力の緩和、③資産効果を背景に、家計の消費や住宅投資は、今後も緩やかな回復を続けると見込む。

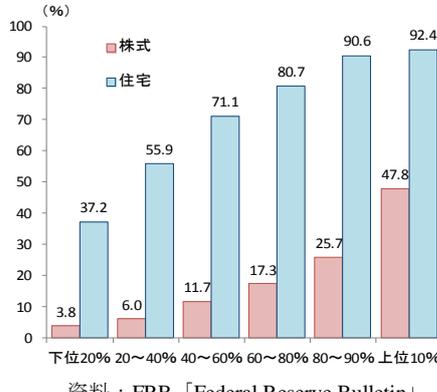
図表 個人所得の寄与度分解



図表 ネガティブ・エクイティ物件



図表 所得階層別の資産保有割合

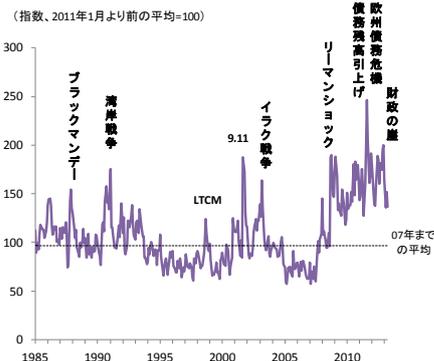


財政政策の先行きに対し、不確実性が高い状況が続く

米議会では、14 会計年度予算や中長期の財政再建を巡る協議が続いている。しかし、上院民主党は歳出削減と同額の増税を、下院共和党は増税なしで大幅な医療・社会保障費の削減を主張するなど、相容れない内容となっており、協議の難航は必至である。

また、5月19日には、米連邦政府債務残高の法定上限引上げ問題に再び直面する。2ヶ月程度の財源のやり繰りは可能とみられるが、夏場にかけて財政政策を巡る不確実性が再び高まる可能性が高い。

図表 経済政策不確実性指数



米国経済は緩やかな回復基調を辿るが、緊縮財政が足かせ

家計部門では、上記のとおり、13-14 年を通じ消費や住宅投資は総じて堅調な推移を見込む。企業部門では、当面、生産・投資活動は低調を見込むが、海外経済の持ち直しとともに回復に向かうとみられるほか、シェール革命によるエネルギーコスト低下も追い風となるだろう。これらの要因に支えられ、14 年にかけて米景気の回復テンポは速まっていくと予想する。

一方、財政面は一定の成長の足かせとなる。とくに 13 年は、給与税率引き上げや高所得者増税が可処分所得の減少要因となる。一律歳出削減も、国防やインフラ関連産業を中心に政府支出や設備投資の抑制要因となるほか、雇用面では政府部門や関連産業で減少が予想される。

以上を踏まえ、13 年の実質 GDP 成長率は前年比+1.9%（前回同）と 12 年対比伸びを低めるが、14 年は同+2.4%（前回同）と回復テンポが速まっていくと予想する。

先行きの懸念材料として、まず、①消費の減速が挙げられる。現在は資産価格上昇が増税による可処分所得減少の影響を相殺しているとみられるが、その流れが止まれば増税による下押し圧力が表面化し、消費が減速する可能性がある⁴。次に、②財政協議の難航が、国債格下げなどを通じ市場の動揺や企業・家計のマインド低下を招くリスクだ。最後に、③住宅市場回復の持続性が挙げられる。現在は金融緩和や政府支援にも支えられているが、一部支援策⁵は 13 年末に終了予定。それまでに自律的な回復軌道に乗らなければ、支援策打ち切り後に回復ペースが再び鈍化する可能性はある。

³ 財政政策を巡る不透明感を示す指標として、スタンフォード大とシカゴ大の研究者が考案・作成した「経済政策不確実性指数」がある。同指数は、①経済の不確実性と政策について言及した新聞記事の頻度、②先行き数年間に失効予定の連邦税法の条項の数、③将来のインフレと政府支出に対するエコノミストの見方の不一致度合いの3点を基に作成。

⁴ CBO は、給与税率引き上げと高所得者増税が、13 年の実質 GDP 成長率を▲0.6%程度押し下げるとの試算を公表。

⁵ 米連邦住宅金融局 (FHFA) による借り換え促進策 (HARP: Home Affordable Refinance Program)。2011 年 10 月公表。

(2) 欧州経済

金融市場は落ち着くものの、景気後退続く

欧州の信用不安は、緩和傾向が続いている。

イタリアでは、2月末の総選挙以降、政権が樹立できずに政局の混迷が続いていたが、4月末、大統領が首相に指名したレッタ氏が上下院で信認され、中道左派、中道右派、中道の大連立政権が成立。不透明感の後退から、同国の国債利回りは一段と低下した。スペイン、イタリアの国債利回り（10年）の対独スプレッドは、足元2%台後半と、ピーク時の5%程度から大幅に縮小している。

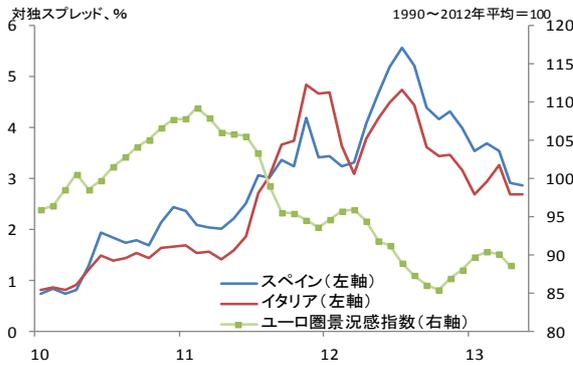
一方、ユーロ圏の実体経済は景気後退が続いている。1-3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%と6四半期連続のマイナス（景気後退期間はユーロ導入以来最長）となり、3月の失業率も12.1%と過去最悪となった。国別にみると、ドイツが緩やかながらも回復に転じつつある一方、スペイン、イタリアなどの南欧諸国は6~10四半期連続でマイナス、フランスも2四半期連続でマイナスとなり景気後退入りした。

図表 欧州経済見通し

単位:前年比%	実績		予測	
	2011暦年	2012暦年	2013暦年	2014暦年
ユーロ圏	1.6	▲0.5	▲0.5	0.8
ドイツ	3.1	0.9	0.5	1.6
フランス	2.0	0.0	▲0.1	0.7

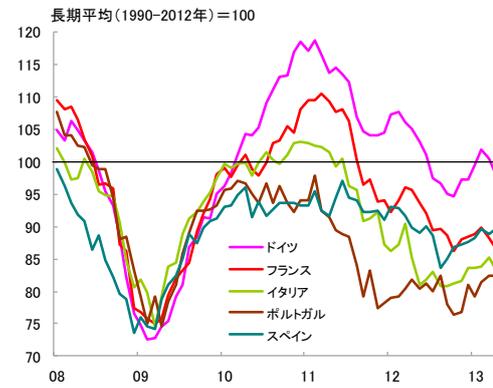
資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表 スペイン、イタリア国債利回りの対独スプレッドとユーロ圏景況感



注：国債利回りは10年
資料：Bloomberg、Eurostat

図表 景況感指数の国別内訳

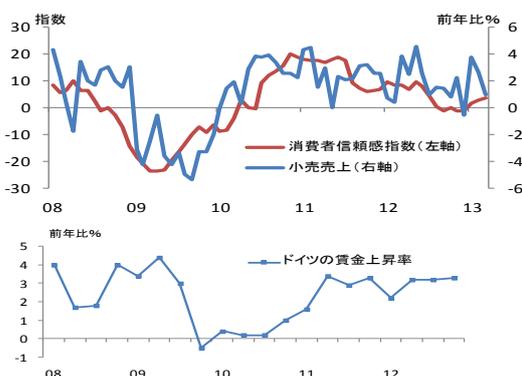


資料：欧州委員会

ドイツ経済は緩やかながらも回復へ

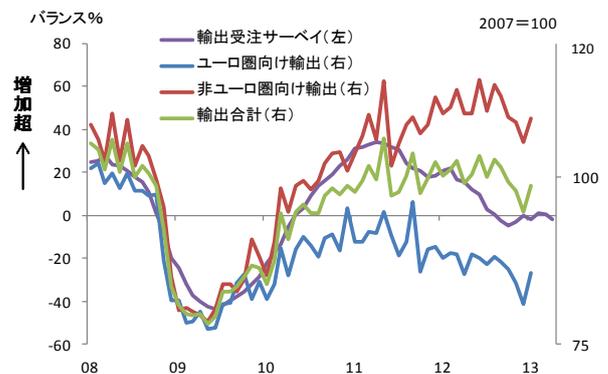
ドイツの13年1-3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.1%と2四半期ぶりにプラスとなった。所得環境が良好な中、金融市場の落ち着きによる消費者マインドの回復も加わり、消費は底堅く推移している。一方、輸出は、輸出受注サーベイが示すように一進一退となっている。中国など海外経済の回復の遅れに加え、12年後半以降のユーロ上昇が影響している可能性がある。ドイツ経済は回復基調を辿るが、13年中の回復テンポは緩慢にとどまり、本格回復は14年入り後となる。

図表 ドイツの消費と賃金上昇率



注：消費者信頼感指数は1990-2012年平均値からの乖離
資料：Eurostat、Bloomberg

図表 ドイツの輸出と輸出受注サーベイ



注：輸出受注サーベイは1990-2012年平均値からの乖離
資料：Eurostat

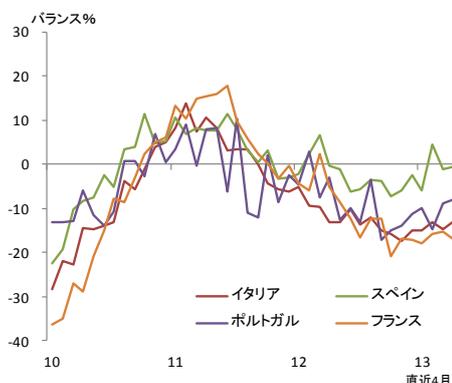
南欧諸国は信用収縮が持続、内需悪化に歯止めがかからず

南欧諸国では、総じて景気悪化に歯止めがかかっていない。とくにスペインは前期比▲0.5%と6四半期連続でマイナス成長を続けている。労働コスト低下による価格競争力の改善から輸出がプラス寄与を示した一方、失業率は26.7%（13年3月）と悪化が続くなか、消費の落ち込み幅が拡大したとみられる。

また、信用収縮も持続している。市場の落ち着きに伴い、企業向けの貸出金利は低下傾向にあるが、相対的に南欧諸国の低下幅は小さい。とくにスペインでは、国債利回りの低下にもかかわらず貸出金利が高止まりしており、企業向け貸出の圧縮も顕著である。住宅価格の下落と不良債権比率の上昇が続くなか、銀行は資金調達コストが下がっても貸出への慎重姿勢を崩していない。こうした中、ECBは5月2日に政策金利を0.75%から0.5%へ引き下げた。しかし、域内で「金融市場の分断化」が生じていることもあり、金融緩和の波及効果は限定的とみられる。

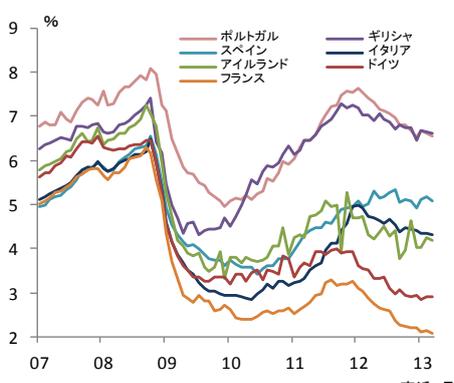
財政再建の進捗には南欧諸国間で差がみられる。イタリアの12年の財政赤字（対GDP比）は▲3.0%と、当初の予定どおり3%目標を達成した。一方、14年に目標期限を迎えるスペインは、EU/IMFの支援により銀行への資本注入を実施したため、12年の財政赤字（同）は▲10.6%と悪化し、14年の3%目標達成は不可能とみられる。欧州委員会は期限の延長を認めるとみられるが、今後も財政再建が景気回復への大きな重石となる状態が続こう。

図表 南欧諸国の輸出受注サーベイ



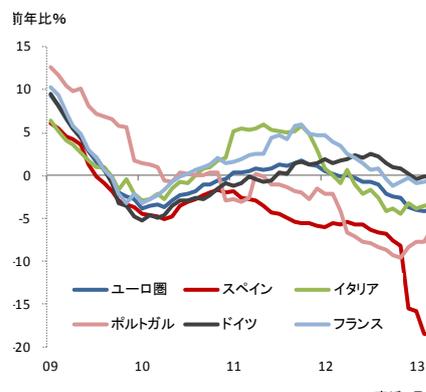
注：1990-2012年平均値からの乖離
資料：Eurostat

図表 企業向け貸出金利



注：融資額100万ユーロ以下の新規融資
資料：ECB

図表 企業向けローン残高



資料：ECB

ユーロ圏は13年のマイナス成長後、14年は緩やかな回復へ

ドイツの実質GDP成長率は、消費は底堅いものの、輸出の回復が遅れているため、13年は+0.5%と前回見通し（+0.7%）を小幅下方修正する。14年は内需の回復加速から+1.6%と前回予測を維持する。

ユーロ圏全体では、南欧諸国の景気後退が13年半ばまで続くとの見通しに変わりはないが、ドイツの下方修正により13年は▲0.5%と前回見通し（▲0.3%）を小幅下方修正した。14年は、ドイツの回復のほか、南欧諸国の輸出増や内需のマイナス寄与縮小からプラス成長を見込むが、回復テンポは極めて緩やかに止まると予想し、前回見通し（+0.8%）を維持する。

リスクシナリオとしては、i)信用不安の再燃、ii)ドイツ経済の回復の遅れが挙げられる。とくに前者は、①イタリアの財政規律の緩み、②秋のドイツ総選挙でのユーロ懐疑派勢力の拡大、③スペインの信用収縮と経済悪化の深刻化、④フランスなど中核国の景気悪化と更なる国債格下げ、⑤銀行監督一元化や預金保険スキーム構築などの統合深化への取り組みの遅れ、が考えられる。

⑤に関しては、13年前半までに欧州安定メカニズム（ESM）による銀行への資本注入の実務的な方法が決定される予定だが、各国政府が過去に行った資本注入分を含めることにドイツが反対を表明している。ESMから銀行への直接資本注入は、南欧諸国、なかでも状況が悪化しているスペインの信用収縮と実体経済の負の連鎖を断つために不可欠であり、6月の期日までに決定できるかが注目される。

(1) 総括

新興国経済の回復テンポは鈍い

新興国経済は、昨秋頃に底入れし、持ち直しの動きをみせているが、中国経済を筆頭に、13年1-3月期の回復テンポは総じて緩やかなものに止まっている。

所得水準の向上などに伴い、内需は比較的堅調に推移している一方、輸出減速が景気の足を引っ張っている。欧州経済の低迷に加え、中国経済の減速が他の新興国の輸出に影響を与えているとみられる。また、比較的好調なタイやフィリピンなどでも、先進国の金融緩和の影響から、資本流入による自国通貨高が生じており、輸出採算が悪化している。

物価は総じて安定も一部に利上げの動き

国際商品市況が安定的に推移していることもあり、各国のインフレ率は総じて安定的に推移している。ベトナムやインドの物価上昇率は依然として高いものの、昨年比ではおしなべて低下している。ただし、通貨安によりインフレ圧力が高まっているブラジルやインドネシアでは、消費者物価上昇率が中央銀行の許容レンジの上限に達しつつある。

こうした物価状況のもと、総じて緩和局面にあった各国の金融政策スタンスに、ばらつきが出始めている。インフレにより利下げが遅れていたインドが13年に入り3度利下げしたほか、円安ウォン高による輸出産業への影響が懸念される韓国も5月に予想外の利下げに踏み切った。一方、ブラジルはレアル安によるインフレを懸念し、1年9ヶ月ぶりに利上げに転じたほか、同じく通貨安が進むインドネシアでも利上げ観測が強まっている。

回復持続の可能性高いがリスクも併存

新興国経済は、所得水準の向上による内需拡大の持続が期待されるほか、既往の金融緩和効果の発現などに伴い、景気は緩やかな回復基調を維持するとみられる。

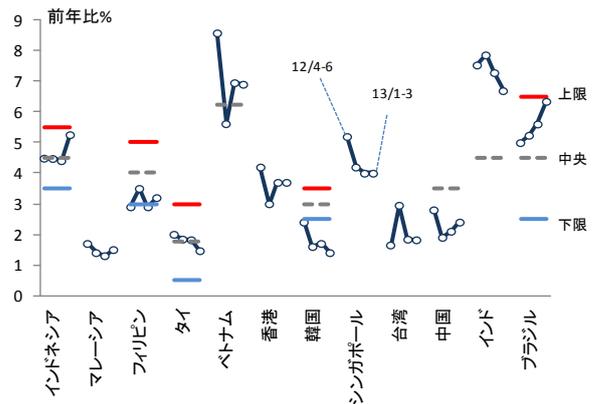
ただし、こうした新興国経済全体の回復シナリオに水を差す可能性があるリスク要因としては、①中国経済の失速、②賃上げなどによるインフレ再燃、③過度の資本流入による通貨高や資産バブル、などがあげられる。特に、③の国際的な資本の動きは、中国経済の減速感が強まる中、商品市場には流れ込みにくい状況にあり、経済のファンダメンタルズの強い特定の国に集中的に流れ込む可能性があり、注意が必要となろう。

図表 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2011	2012	2013	2014
中国	9.3	7.8	7.9	7.7
NIEs	4.0	1.7	2.9	3.8
香港	4.9	1.4	3.0	4.0
韓国	3.6	2.0	2.8	3.8
シンガポール	5.2	1.3	2.1	3.5
台湾	4.1	1.3	3.2	4.0
ASEAN5	4.5	6.1	5.7	5.6
インドネシア	6.5	6.2	6.2	6.4
マレーシア	5.1	5.6	5.1	5.2
フィリピン	3.9	6.6	5.2	5.4
タイ	0.1	6.4	5.8	4.3
ベトナム	5.9	5.0	5.2	5.6
インド	7.7	4.0	5.7	6.4
ブラジル	2.7	0.9	3.0	3.8

資料：実績はIMF、予測は三菱総合研究所

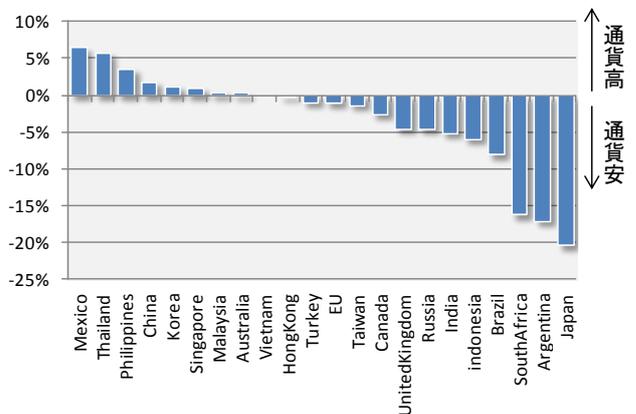
図表 各国の消費者物価 (CPI)



注：四半期毎の平均値。横ラインは各国中央銀行・政府の許容レンジ。インドのみ卸売物価。

資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 主要国の為替動向 (対ドル)



注：12年4月から13年4月までの騰落率。

資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

(2) 中国経済

13年1-3月期は再減速

中国の13年1-3月期の実質GDP成長率は、前年比+7.7%と12年10-12月期の同+7.9%から減速した。海外情勢の回復や在庫調整の進展等を背景に、1-3月期は8%台へ回復するとの見方が市場に広がっていただけに、期待外れの結果となった。

消費減速の背景に実質所得の伸び悩み

再減速の最大の要因は、消費の伸び悩みである。小売売上高（弊社で実質化）をみると、13年1-3月期は前年比+10.2%と、12年10-12月期の同+12.8%から減速した。

習体制下で12年12月に発令された節約令の影響により、飲食や贈答品需要が大幅に落ち込んだほか、過剰設備問題による企業収益の悪化などを背景に、実質所得が減速している。とくに都市部の一人当たり実質可処分所得は、1-3月期に前年比+6.9%と、10-12月期の同+10.5%から大幅に減速した。

消費の先行きは、所得水準向上による耐久財普及や都市化によるサービス需要の拡大を背景に、趨勢として増加を続けるが、賃金の伸び悩み等から消費の伸びは中長期的には鈍化していくであろう。

輸出は緩やかに回復、日本向けは減少

輸出は振れを伴いながらも、（統計上は）緩やかに回復へと向かっている。仕向地別でみると、好調なのは他のアジア新興国向けであり、13年1-3月期はNIEs向けが前年比+50%、ASEAN向けが同+30%と大幅な伸びを示した。ただし、地方政府による香港向けの偽装輸出入の疑いも報道されるなど、統計の信頼性には問題がある（因みに、香港向けを除くNIEs向け輸出を試算すると、10-12月の前年比+16.6%から1-3月の同+13.1%に鈍化する）。

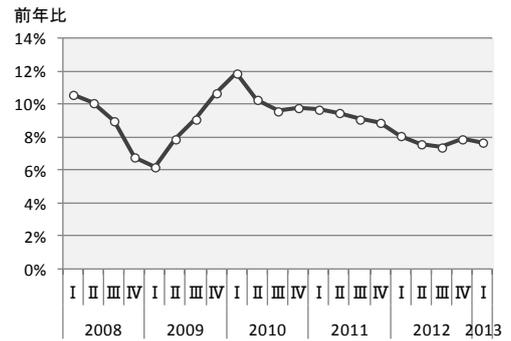
一方、先進国向けは、北米は堅調に回復しているものの、日本向けは引き続きマイナス、欧州向けも低調な推移が続いている。

在庫調整は一服も生産の回復力弱く

生産は12年8月をボトムに緩やかな回復傾向をたどってきたが、13年1-3月は前年比+8.9%と、12年10-12月期の同+10.0%から再び減速した。在庫調整は、鉄鋼を中心に昨年半ば以降進展がみられたが、素材産業を中心に依然として過剰投資問題を抱えるなか、前向きな在庫積み増しに動けない状況にある。

固定資産投資は、1-3月期に前年比+20.9%と高い伸びを維持している。製造業では伸びが鈍化しているものの、卸小売業が堅調を維持しているほか、公的部門でも道路や鉄道などのインフラ投資が急回復している。住宅投資は若干伸びを高めているが、3月に公表された不動産の規制強化（国五条）の適用を見据えた駆け込み需要による影響が出た可能性もある。

図表 中国実質 GDP 成長率



資料：Bloomberg

図表 所得と消費（実質ベース）



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 仕向け地別輸出（名目）



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 工業生産と都市部固定資産投資



資料：Bloomberg

13 年も 7.5%の成長目標は据え置き

政府は、13 年 3 月の全国人民代表大会において、13 年の施政方針及び経済社会発展の主要目標や任務を示した。経済成長率目標は昨年同様 7.5%と設定。目標値は前年から据え置きとなったが、声明の中で容易に達成可能な目標ではないことを強調している。

そのほか、インフレや不動産市場抑制策の継続を強調し、マネーサプライの伸びは 12 年から 1%p 引き下げ+13%に設定。CPI の伸び率は 12 年の+4%前後から +3.5%前後に引き下げた。一方で、不動産価格の抑制による地方税収の減少等に配慮し、財政赤字は一定の赤字幅拡大を容認する姿勢を見せている。

短期的には持ち直すが中期的には成長率鈍化へ

13 年後半にかけては、海外情勢の改善を背景に、輸出が回復基調をたどるとみられ、製造業の業績回復とともに、所得・消費も持ち直しの動きがみられるであろう。このため、実質 GDP 成長率は、前期比で見れば、13 年半ばから後半にかけて緩やかに伸びを高めると予想する。ただし、その後は潜在成長率見合いで成長が鈍化していくであろう。年次ベースでは、13 年は前年比+7.9%（前回+8.1%から下方修正）、14 年は同+7.7%（前回+7.8%から下方修正）と予測する。

こうした標準シナリオに対する下振れリスクとして注意すべき点が 2 つある。

第一に、不動産バブルへの懸念である。昨年末以降、再び住宅価格が上昇傾向にあり、13 年 3 月は主要 70 都市のうち 68 都市で上昇。政府は 13 年 3 月に新たな不動産抑制策を発表し、地方政府がその細則を順次発表しているが、細則の中身をみると、適度な不動産価格の上昇は許容されており、実効性には疑問が残る。

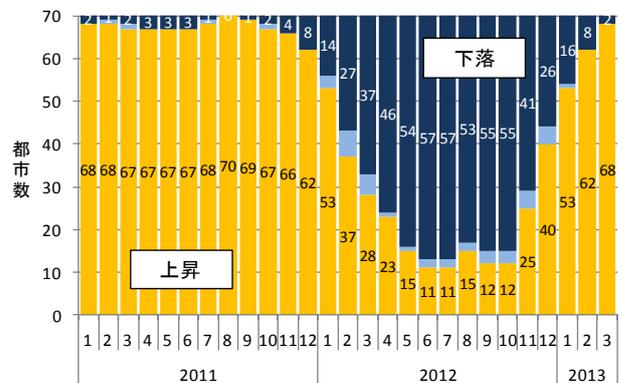
第二に、地方の融資プラットフォーム⁶やシャドバンキングの問題である。地方政府は、公式統計には計上されない地方プラットフォーム経由の借入を増大しているとみられ、一部で焦げ付きも報告されている。また、政府が銀行による（オンバランスでの）融資を規制した結果、銀行が融資以外の信用仲介を拡大。銀行の販売する「理財商品（資金運用商品）」の運用先は多様だが、地方プラットフォームが発行する債券なども含まれ、資金は最終的に不動産や中小企業向けに流れているとみられる。信託会社経由で、不動産プロジェクト会社に貸し付け、銀行がそれらを組み入れた理財商品を販売するケースもあるという。金融市場の発展に伴い、新たな金融商品取引が拡大するのは自然な流れであるが、金融当局による監督も行き届いておらず、リスク管理や投資家への情報開示も不十分とみられ、不動産価格の下落や中小企業の破たんなどをきっかけに連鎖的な影響が出ないかが懸念される。

図表 13 年の経済・社会発展目標

単位は断りが無い限り前年比%	2012年実績		2013年
	実績	目標	目標
GDP成長率(実質)	7.8	7.5	7.5前後
消費者物価指数(CPI)	2.6	4.0前後	3.5前後
全社会固定資産投資(名目)	20.3	16.0	18.0
社会消費品小売総額(名目)	14.3	14.0	14.5
輸出入総額	6.2	10.0前後	8.0前後
財政赤字規模	億元	8,000	12,000
マネーサプライ(M2)	13.8	14.0前後	13.0前後
都市部新規就業者数	万人	900以上	900以上
都市部登録失業率	%	4.1	4.6以下

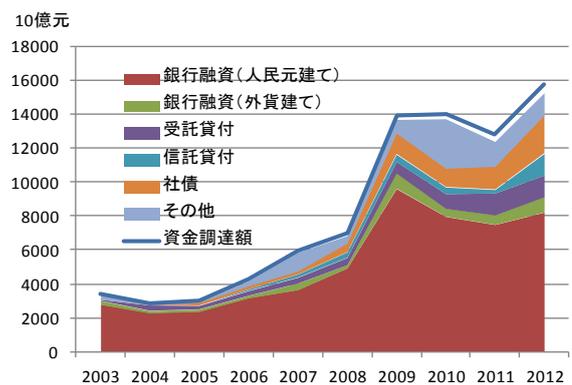
注：12 年の目標は、12 年の全人代で示されたもの。
資料：JETRO 資料より三菱総合研究所作成

図表 70 都市の住宅価格騰落



資料：中国国家统计局より三菱総合研究所作成

図表 資金調達額の内訳



資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

⁶ 地方融資プラットフォーム会社とは、公共投資プロジェクトの資金調達機能を担う目的で、地方政府およびその関連機関が出資し、設立した法人。

(3) インド経済

景気減速が続くも“三重苦”は幾分緩和

インドは、経常赤字、財政赤字、高インフレの三重苦により、これまで思い切った金融緩和策がとれず、実質 GDP 成長率も 11 年の+7.7%から 12 年は+4.0%と大幅に減速してきた。

ただし、13 年入り後は三重苦に改善の兆しがみられる。

第一に、金融緩和の妨げとなってきたインフレ率は足もと落ち着きつつある。農産品価格や国際原油価格の軟化、ルピー安の一角が背景にあり、インフレ率（卸売物価上昇率）は 4 月に前年比+4.9%まで低下。金融緩和余地の拡大を背景に、インド準備銀行は 13 年入り後に 3 度の利下げを実施し、政策金利（レポ金利）を昨年末の 8%から 7.25%まで引き下げた。インド準備銀行は、“大幅な緩和余地は限られている”としているが、実質金利の上昇を抑えるため、金融緩和への圧力は強まるであろう。

第二に、経常赤字の背景にある貿易赤字は、振れを伴いつつも縮小方向にある。インドの製造業の輸出競争力の弱さに変わりはないものの、石油や金の国際市況の軟化が輸入金額の減少に寄与している。また、昨秋以降の財政再建策の中で、ディーゼル油への補助金が削減されており、価格上昇が消費量の抑制に寄与している模様。

第三に、財政面では、①前述の補助金削減のほか、②貧困層向けの社会保障支出の見直し、③大企業・富裕層向けの直接税増税など、歳入歳出の両面から見直しを進めている。ただし、14 年に総選挙を控え、農村向けの雇用・所得保障プログラムなどの大幅な見直しは困難なほか、中央政府による GST（物品サービス税）の導入は今回も見送られており、抜本的な財政再建への道のりは遠い。

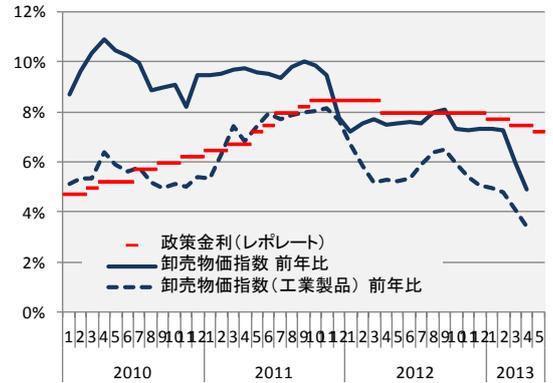
回復にはなお時間

三重苦の解消に向けて、少しずつ歩みを進めるインドであるが、国際商品価格の軟化という外部環境に助けられている面も大きく、この機を逃さずに、財政赤字削減と金融緩和による景気回復を両立させる必要がある。

中長期的に中国の成長鈍化が予想されるなか、インド市場への期待は高いが、人口の 65%を占める貧困層の経済的自立という課題を抱えているうえ、産業構造や就業構造の未熟さなど、成長軌道に乗るまでの課題は多い。中長期的には、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。

インドの潜在的な成長率は 7%台半ばとされるが、経常赤字、財政赤字、高インフレの三重苦が重石となるため、当面は潜在成長率を下回る成長率が続くであろう。実質 GDP 成長率は、13 年は前年比+5.7%（前回+5.4%から上方修正）、14 年は同+6.4%（前回+6.1%から上方修正）と予測する。14 年には総選挙が予定されており、最大野党の優勢が伝えられるなか、少数与党の連立政権が進める経済改革の行方には注目が集まる。

図表 インフレ率と政策金利



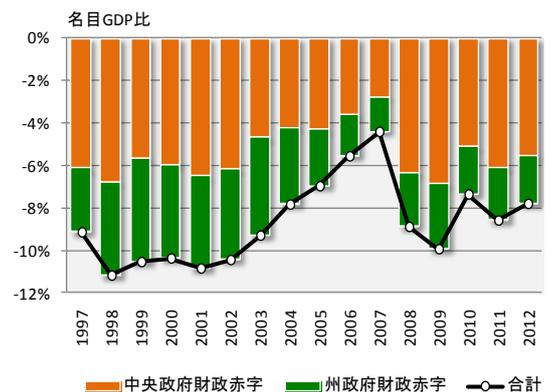
資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 インド輸出入と貿易収支



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 インド財政収支



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

計数表

日本経済見通し総括表（年度ベース）

（単位：10億円、％）

	年度				対前年度比増減率			
	2011 実績	2012 実績	2013 予測	2014 予測	2011 実績	2012 実績	2013 予測	2014 予測
国内総生産（＝GDP）	473,217	474,651	484,578	492,866	▲1.4%	0.3%	2.1%	1.7%
民間最終消費支出	287,271	289,871	293,839	297,669	0.9%	0.9%	1.4%	1.3%
民間住宅投資	13,475	14,116	15,271	15,059	4.2%	4.8%	8.2%	▲1.4%
民間設備投資	63,809	62,608	63,529	65,393	3.1%	▲1.9%	1.5%	2.9%
民間在庫品増加	▲2,780	▲3,499	▲2,792	▲3,229	***	***	***	***
政府最終消費支出	96,713	97,834	99,648	101,544	1.2%	1.2%	1.9%	1.9%
公的固定資本形成	21,020	24,147	26,639	26,296	▲1.5%	14.9%	10.3%	▲1.3%
公的在庫品増加	66	▲22	5	5	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	▲6,357	▲10,405	▲11,561	▲9,871	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	70,933	70,351	78,403	83,049	▲3.9%	▲0.8%	11.4%	5.9%
財貨・サービス輸入	77,290	80,756	89,963	92,920	11.2%	4.5%	11.4%	3.3%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

国内総生産（＝GDP）	513,622	519,822	533,239	535,295	0.2%	1.2%	2.6%	0.4%
民間最終消費支出	304,662	309,660	315,227	314,239	1.5%	1.6%	1.8%	▲0.3%
民間住宅投資	12,999	13,686	14,604	14,051	3.7%	5.3%	6.7%	▲3.8%
民間設備投資	67,459	66,451	67,589	69,385	4.1%	▲1.5%	1.7%	2.7%
民間在庫品増加	▲2,657	▲3,318	▲2,809	▲3,193	***	***	***	***
政府最終消費支出	99,288	101,880	104,234	105,777	1.4%	2.6%	2.3%	1.5%
公的固定資本形成	20,261	23,349	25,545	24,615	▲2.2%	15.2%	9.4%	▲3.6%
公的在庫品増加	35	▲17	5	5	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	11,958	8,235	8,881	10,531	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	82,289	81,253	84,693	88,636	▲1.6%	▲1.3%	4.2%	4.7%
財貨・サービス輸入	70,331	73,017	75,812	78,105	5.3%	3.8%	3.8%	3.0%

	年度				対前年度比増減率			
	2011 実績	2012 実績	2013 予測	2014 予測	2011 実績	2012 実績	2013 予測	2014 予測
鉱工業生産指数	93.2	90.0	93.6	96.9	▲1.0%	▲3.4%	4.0%	3.6%
国内企業物価指数	101.6	100.5	102.4	106.0	1.3%	▲1.1%	1.9%	3.6%
消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.8	99.6	99.9	102.5	▲0.0%	▲0.2%	0.3%	2.5%
GDPデフレーター	92.1	91.3	90.9	92.1	▲1.7%	▲0.9%	▲0.5%	1.3%
完全失業率	4.5%	4.3%	4.0%	3.9%	***	***	***	***
新設住宅着工戸数（万戸）	84.1	89.3	92.9	86.8	2.7%	6.2%	4.1%	▲6.6%

（単位：10億円、％）

対外バランス	經常収支（10億円）	7,618	4,293	2,053	4,129	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲5,297	▲9,476	▲12,707	▲10,981	***	***	***	***
	貿易収支	▲3,470	▲6,895	▲9,824	▲8,339	***	***	***	***
	輸出	62,628	61,570	68,457	72,514	▲2.8%	▲1.7%	11.2%	5.9%
	輸入	66,097	68,465	78,281	80,853	14.0%	3.6%	14.3%	3.3%
	通関収支戻（10億円）	▲4,422	▲8,173	▲9,044	▲7,446	***	***	***	***
	通関輸出	65,288	63,941	71,296	75,534	▲3.7%	▲2.1%	11.5%	5.9%
	通関輸入	69,711	72,114	80,339	82,979	11.6%	3.4%	11.4%	3.3%
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	1.06%	0.79%	1.05%	1.36%	***	***	***	***
	M2	802,509	822,487	839,493	854,862	2.9%	2.5%	2.1%	1.8%
	日経平均株価	9,181	9,650	14,750	16,250	▲7.8%	5.1%	52.8%	10.2%
	原油価格（WTI、ドル／バレル）	97.2	92.0	95.4	97.7	16.6%	▲5.4%	3.7%	2.5%
	円／ドル レート	79.0	83.1	102.3	104.3	***	***	***	***
	ドル／ユーロ レート	1.378	1.288	1.300	1.300	***	***	***	***
	円／ユーロ レート	108.9	107.1	132.9	135.5	***	***	***	***

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

《本件に関するお問合せ先》

株式会社 三菱総合研究所 〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目10番3号
 政策・経済研究センター 武田洋子 森重彰浩 電話：03-6705-6087 FAX：03-5157-2161 E-mail：ytakeda@mri.co.jp
 広報・IR部 笠田 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。