

PRESS RELEASE

2014年5月16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1-3月期GDP速報の発表を受け、2014、2015年度の内外経済に関する予測を発表致しました。

日本経済は増税を乗り越え、緩やかな回復持続へ

日本の実質成長率予測値：2014年度+1.0%、2015年度+1.3%
(前回予測値(3月10日):2014年度+0.9%、2015年度+1.3%)

海外経済

- **米国経済**は、家計のバランスシート調整が進捗し、消費が堅調を維持している。14年1-3月期は寒波の影響から経済活動が停滞したが、14年後半にかけて成長テンポを高めていくであろう。**欧州経済**は、回復テンポは極めて緩慢ながら、持ち直しつつある。ユーロ圏は、14年は3年振りにプラス成長へ転じる見込み。ただし、バランスシート調整圧力などにより、今後も低成長が続くであろう。
- **新興国経済**は、14年初にかけての通貨安によるインフレや金融引き締めにより、成長を支えてきた内需の一部に陰りがみえ始めている。中国経済は、15年に向け緩やかな成長鈍化を見込む。その他の新興国は、14年は力強さに欠く状態が続き、15年に向け緩やかな回復を見込む。

日本経済

- 日本経済は回復傾向にある。14年1-3月期の実質GDPは、外需が3四半期連続でマイナス寄与となった反面、消費が増税前の駆け込み需要により拡大し、設備投資も大幅に増加したことから、全体で前期比年率+5.9%と高い伸びを示し、6四半期連続のプラス成長となった。
- 14年度は、消費税増税後の反動減などにより4-6月期はマイナス成長を見込むが、そのマイナス幅はほぼ想定内にとどまるとみられる。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し、15年度に向け緩やかな回復基調が続くと予想する。
- 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段階の業績改善や雇用拡大に移行、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。経済の自律性を高めていくには、企業の中長期の成長期待の改善が不可欠である。政府による成長戦略の改訂発表が、企業の成長期待を高め、前向きな循環につながることを期待したい。
- 一方、注意すべき下振れリスクは次の2つである。第1は、金融市場の変化である。14年入り後は、新興国からの資金流出や地政学的リスクの高まりもあり、日本の株価は軟調に推移してきた。今後も株価の低迷が続けば、企業や家計のマインドを冷やしかねない。
- 第2は、海外経済の行方だ。米国では、量的緩和の縮小過程での長期金利上昇がリスクとなる。中国経済は、シャドーバンキング問題をはじめ多くの火種を抱える。タイでは政情不安が経済活動の低迷を招いているが、今年選挙が行われる他の新興国でも、政治の不透明感が経済に与える影響に注意が必要である。これらのリスク次第では、海外経済が急減速し、輸出やマインド経由で日本経済にも強い下押し圧力がかかる可能性もある。

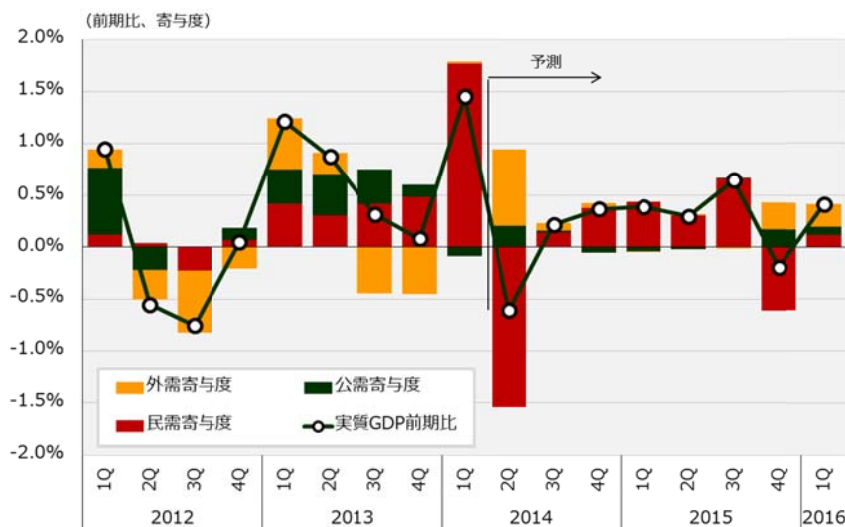
図表 2014、2015 年度の実質 GDP 成長率予測 (単位:%)

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	***	1.0	***	1.3	***
内需	1.5	1.4	2.6	2.6	0.5	0.5	1.1	1.1
民間	1.5	1.0	2.1	1.6	0.5	0.3	1.4	1.1
民間最終消費支出	1.5	0.9	2.5	1.5	▲ 0.4	▲ 0.3	0.9	0.5
民間住宅投資	5.3	0.2	9.5	0.3	▲ 1.4	▲ 0.0	2.3	0.1
民間企業設備投資	0.8	0.1	1.7	0.2	5.1	0.7	3.5	0.5
民間在庫投資	***	▲ 0.1	***	▲ 0.3	***	0.1	***	0.0
公需	1.5	0.3	4.2	1.0	0.8	0.2	0.1	0.0
政府最終消費支出	1.5	0.3	2.1	0.4	0.9	0.2	1.4	0.3
公的固定資本形成	1.3	0.1	15.3	0.7	1.1	0.0	▲ 5.5	▲ 0.2
外需(純輸出)	***	▲ 0.8	***	▲ 0.5	***	0.5	***	0.2
輸出	▲ 1.2	▲ 0.2	4.7	0.7	5.8	0.9	4.2	0.7
輸入	3.7	▲ 0.6	7.1	▲ 1.2	2.9	0.4	3.2	0.5
名目GDP	▲ 0.2	***	1.9	***	2.6	***	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 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	0.3%	0.1%	1.5%	-0.6%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.6%	-0.2%	0.4%
	前期比年率	1.3%	0.3%	5.9%	-2.4%	0.9%	1.5%	1.6%	1.2%	2.6%	-0.8%	1.7%



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

海外経済：15年にかけて緩やかな回復を見込む

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

米国経済は、家計のバランスシート調整が進捗し、消費が堅調を維持している。14年1-3月期は寒波の影響から経済活動が停滞したが、14年後半にかけて成長テンポを高めていくであろう。欧州経済は、回復テンポは極めて緩慢ながら、持ち直しつつある。ユーロ圏は、14年は3年振りにプラス成長へ転じる見込み。ただし、バランスシート調整圧力などにより、今後も低成長が続くであろう。

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

金融市場（次頁図を参照）では、年初にみられた新興国市場からの資金流出の動きは足もと落ち着いてきた。ただし、その後は地政学的リスクの高まりもあり、日本株価は総じて軟調に推移している。また、13年中に比べ外国人投資家の日本株購入スタンスが慎重化しているとみられ、日本株の年初来の下落率はやや大きくなっている。

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

日本経済は回復傾向にある。14年1-3月期の実質GDPは、外需が3四半期連続でマイナス寄与となった反面、消費が増税前の駆け込み需要により拡大し、設備投資も企業収益の回復を受けて大幅に増加したことから、全体で前期比年率+5.9%と高い伸びを示した。プラス成長は6四半期連続である。13年度全体では、実質GDPは前年度比+2.3%、名目GDPは同+1.9%と1996年度以来の伸びとなった。

14年度は、消費税増税後の反動減などにより4-6月期はマイナス成長を見込むが、そのマイナス幅はほぼ想定内にとどまるとみられる。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し、15年度に向け緩やかな回復基調が続くと予想する。

実質GDP成長率は、14年度+1.0%、15年度+1.3%と予測する（前回見通し<3月10日>:14年度+0.9%、15年度+1.3%）。14年度、15年度ともに、潜在成長率（+0.6%程度）を上回る成長となろう。

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+3.0%（消費税除くベース同+1.0%）、15年度は同+2.0%（同+1.3%）と見込む。

日本経済を取り巻く2つのリスク

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段階の業績改善や雇用拡大に移行、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。経済の自律性を高めていくには、企業の中長期の成長期待の改善が不可欠である。政府による成長戦略の改訂発表が、企業の成長期待を高め、前向きな循環につながることを期待したい。

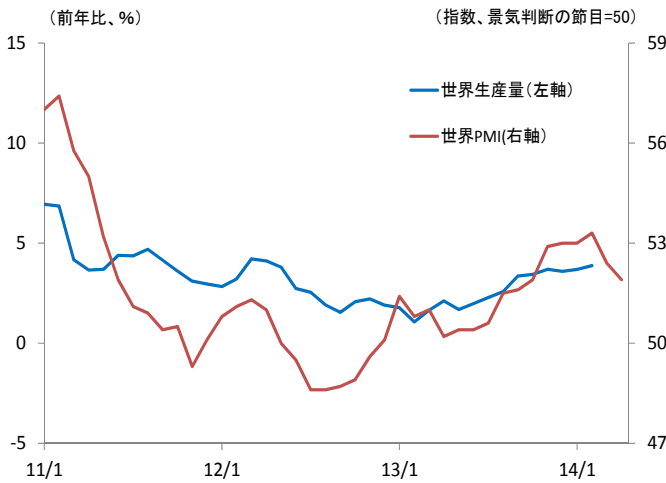
一方、注意すべき下振れリスクは次の2つである。

第1は、金融市場の変化である。14年入り後は、新興国からの資金流出が加速し、日本でも円高・株安を招いた。その後、ウクライナ情勢の緊迫化もあり、日本の株価は軟調に推移してきた。地政学リスクの高まりのほか、米国量的緩和の縮小が進められる中で、①經常赤字など経済のファンダメンタルズが弱く、②政局も不安定な新興国通貨への選別色が強まる可能性には注意が必要である。今後も株価の低迷が続けば、日本企業や家計のマインドを冷やしかねない。

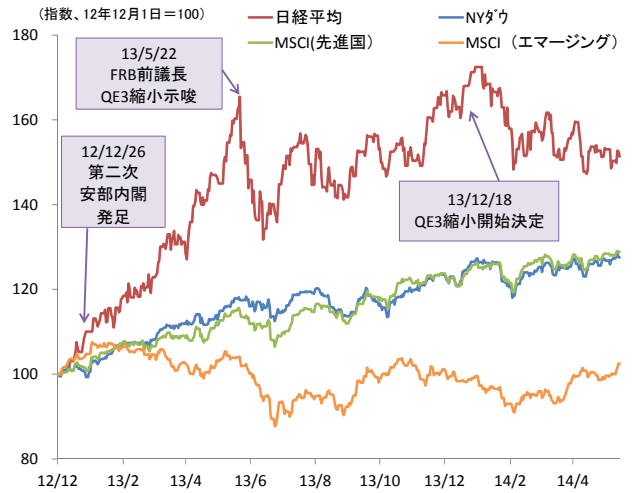
第2は、海外経済の行方だ。米国では、量的緩和の縮小過程での長期金利上昇がリスクとなる。中国経済は、シャドーバンキング問題をはじめ多くの火種を抱える。タイでは政情不安が経済活動の低迷を招いているが、今年選挙が行われる他の新興国でも、政治の不透明感が経済に与える影響に注意が必要である。これらのリスク次第では、海外経済が急減速し、輸出やマインド経由で日本経済にも強い下押し圧力がかかる可能性もある。

世界経済・金融市場の動向

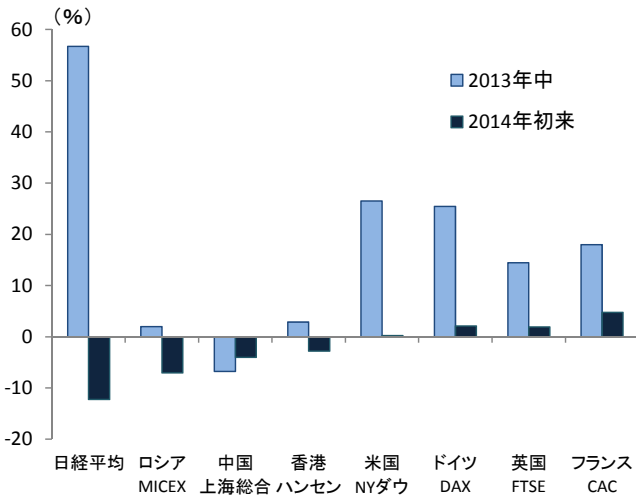
図表 世界の生産と PMI



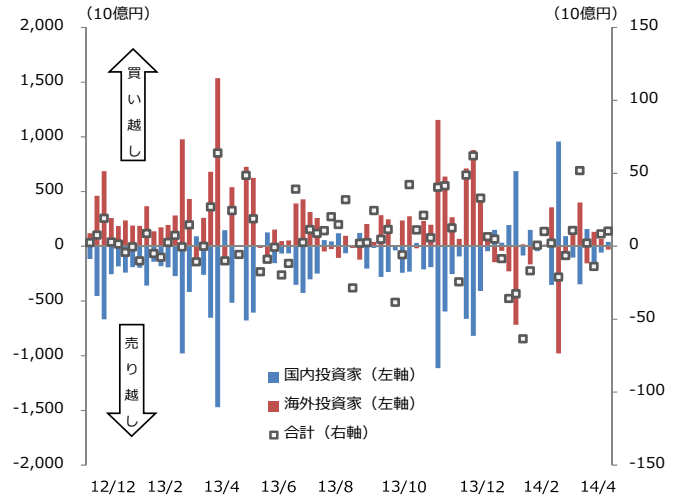
図表 世界の株価



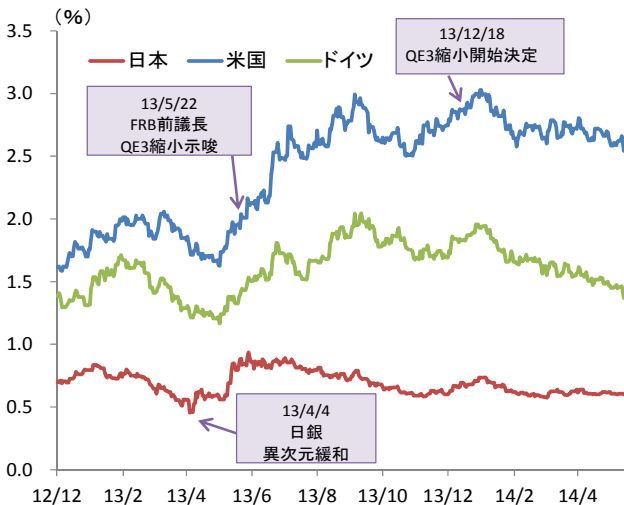
図表 主要国株価の騰落率



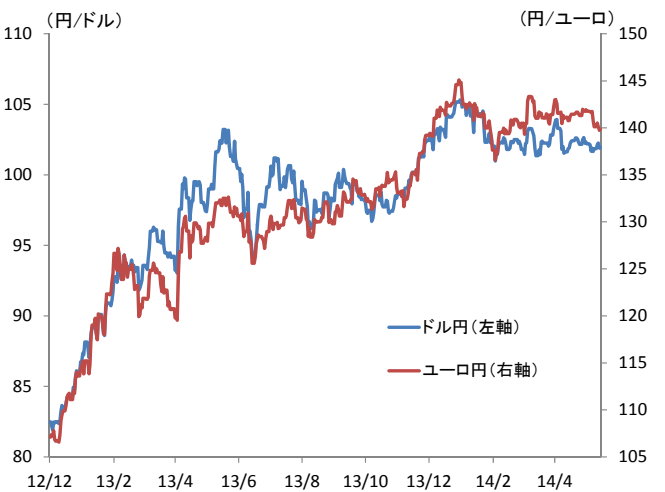
図表 日本株の投資部門売買代金(週次)



図表 長期金利(10年物国債)



図表 為替



注1: 世界の生産と PMI は月次、株式の部門別売買代金は週次、その他は日次。直近値は世界の生産量は2月、PMIは4月、株式の部門別売買代金は5月1週、その他は5月15日。

資料: オランダ統計局、Bloomberg、東京証券取引所

(1) 概観

14年1-3月期は駆け込み需要を主因に高成長

14年1-3月期の実質GDPは、季節調整済前期比+1.5%（年率+5.9%）と6四半期連続のプラス成長となった。消費や設備投資など内需の盛り上がりによる高成長となった。実質GDPの水準は、既往ピークである08年1-3月を上回り過去最高を更新した。結果として、13年度の実質GDPは前年比+2.3%と前年度（+0.7%）から伸びを拡大した。名目GDPも同+1.9%となり96年度以来の高い伸びとなった。

(2) 消費の動向

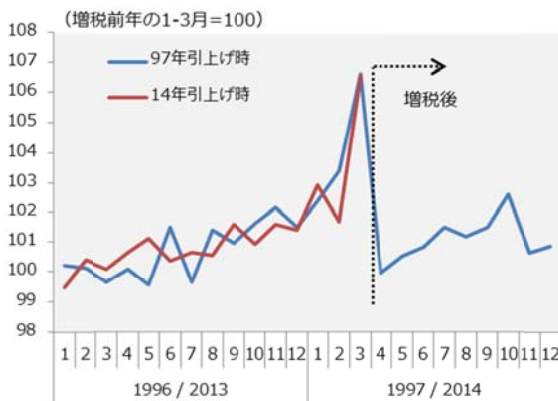
増税前の駆け込み需要は、概ね97年増税時並み

14年1-3月期の家計消費支出は季調済前期比+2.1%となった。駆け込み需要の大きさをみると、2月は大雪の影響もあり低調だったものの、3月は家電などの耐久財のみならず、衣服・化粧品など幅広い品目で盛り上がりを見せ、全体では前回消費税引上げ前の97年1-3月期（同+2.1%）と同程度となった。

駆け込み需要はほぼ想定通りであったが、消費の先行きを見る上では、①増税後の反動減の大きさ、②反動減が一巡した後の回復パスが重要になる。現時点で統計が確認できる4月時点の反動減の大きさは、概ね97年増税時と同程度とみられる。

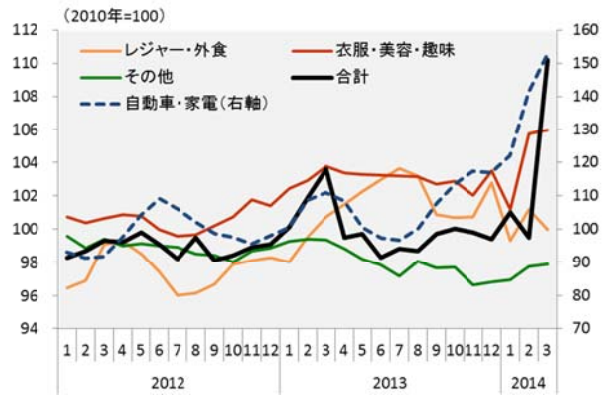
回復に向かうタイミングは、駆け込み需要の大きさや買替サイクル等を考慮すると、14年秋頃とみられる。景気ウォッチャー調査の家計動向DI（4月調査）でも、2-3ヵ月先の先行き判断DIは49.8と景気判断の分かれ目となる50に近い水準まで戻しており、反動減の長期化は予想されていない。堅調な雇用・所得環境による消費の下支えが予想されることから、消費腰折れのリスクは小さいであろう。実質民間消費支出は、前年比で14年度▲0.4%、15年度+0.9%と予想する。

図表 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 実質消費の品目別内訳



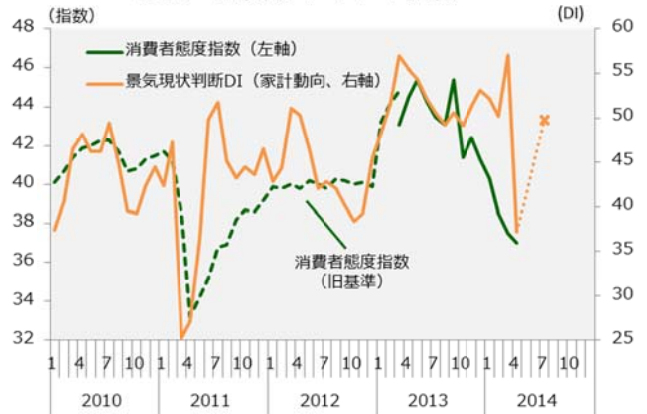
資料：総務省「家計調査」「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 業態別の増税前後の動き

(前年比)	増税前			増税後
	14年1月	2月	3月	4月
百貨店	3.3%	2.9%	25.2% (21.0%)	▲7.9%~▲15.3% (▲12.4%)
スーパーマーケット	▲1.8%	0.6%	11.1% (7.1%)	- (▲3.9%)
コンビニエンスストア	▲0.1%	0.9%	2.8%	-
家電量販店 (機械器具小売業)	7.4%	11.1%	37.3% (38.2%)	▲10~▲20% (▲6.3%)
ホームセンター	2.6%	6.8%	34.4%	-
自動車販売 (乗用車+軽乗用車)	30.6%	18.8%	16.7% (14.1%)	▲5.1% (▲14.0%)

注：括弧内は97年増税時の数値。
資料：業界団体統計、各種報道より三菱総合研究所作成

図表 消費者マインド指標



資料：内閣府「消費動向調査」「景気ウォッチャー調査」

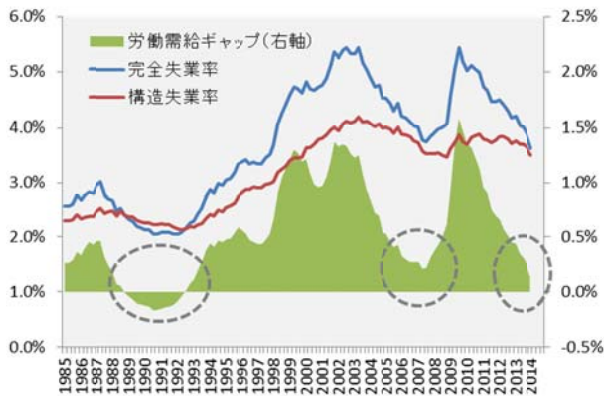
(3) 雇用・所得の動向

雇用環境の改善により引き締まる労働需給

雇用環境は改善を続けており、完全失業率は3.6%まで低下した。足元の構造失業率¹は3.5%程度とみられており、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、バブル期とリーマン・ショック前の2度のみである。

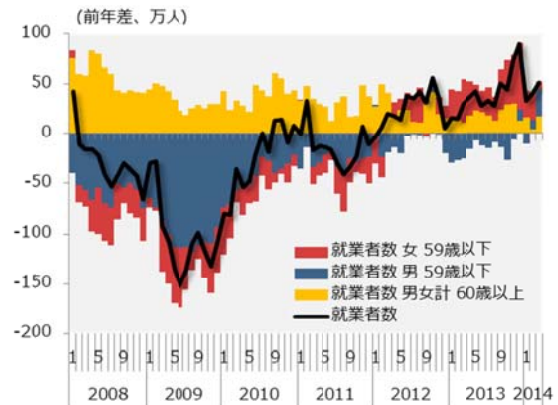
労働需給が均衡に向かうなか、新規の労働供給の主な担い手となっているのは女性であり、25-44歳の専業主婦とみられる層が、パート・アルバイトなど非正規の仕事に就くケースが増加している。失業者から就業者へ転じる通常の景気回復局面での動きに加え、非労働力人口からの就労が進んでいる点が今局面の特徴である。また、60歳以上の高齢層の就業者数も引き続き増加しており、就業者に占める65歳以上の比率が13年に初めて1割を超え、60歳以上では全体の2割を占めている²。

図表 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 就業者数変化の内訳



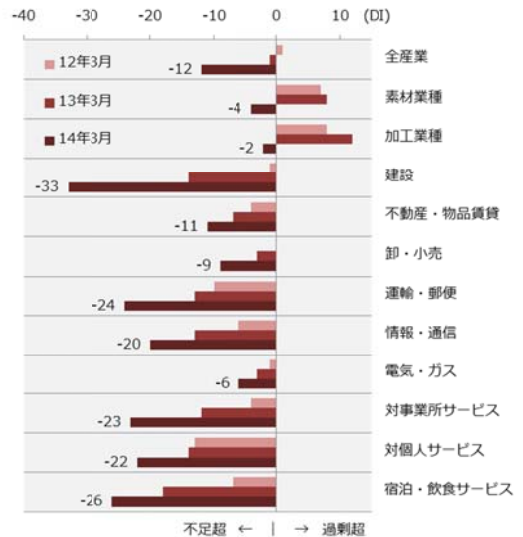
資料：総務省「労働力調査」

一部では人手不足感の強まりも

労働市場全体では、需給はほぼ均衡状態にあるが、一部では労働需給のひっ迫が懸念されている。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が、人手不足の業種は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す可能性もある。

特に、建設業は深刻であり、①震災復興や景気対策による公共工事の増加、②住宅着工の増加などを背景に、建設技能労働者の人手不足感が強まっており、工事の進捗に影響が出ている。復興需要や五輪開催における一時的な建設需要増大に対応するため、政府は、20年度までの時限的措置として、建設分野での外国人労働者受入拡大の方針を示したが³、実現は早くとも15年度以降の見込みである。

図表 雇用判断DI



資料：日本銀行「日銀短観」

¹ 構造的失業とは、景気変動に左右されない失業であり、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）が含まれる。

² 年金支給開始年齢の段階的引上げに伴い、65歳までの雇用確保を目指して06年4月に高齢者雇用安定法が施行された。①定年の引上げ、②継続雇用制度の導入、③定年の定め廃止、のいずれかの対応を講じるものとされたが、06年施行時は希望者全員ではなく、継続雇用の対象者について労使協定によって対象基準を定めることができた。13年の改正で希望者全員の雇用確保が義務化された。

³ 日本の外国人労働者数は72万人（13年）と過去最高を記録したが、労働力人口に占める外国人労働者の割合は、国際的にみても低い。労働政策研究・研修機構によると、労働力人口に占める外国人労働者の割合（09年時点）は、米国16.2%、ドイツ9.4%、イギリス7.6%、フランス5.8%、韓国2.1%、日本0.8%となっている。

賃金上昇の拡がり消費回復のカギ

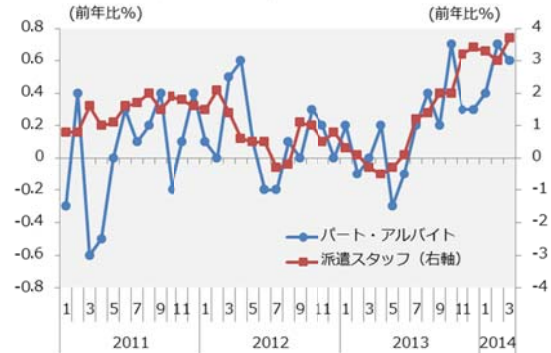
労働需給が引き締まるなか、所得環境も改善している。正社員など一般労働者の賃金（13年）は、所定内給与はほぼ横ばいながらも、残業代や賞与を含む総額では増加に転じた。また、労働需給の変化を反映しやすい派遣社員やパート・アルバイトなどの時給も13年半ば以降に上昇幅を拡大している。

図表 一般労働者の賃金上昇率



注：一般労働者の賃金指数
資料：厚生労働省「毎月勤労統計調査」

図表 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：リクルートジョブス

所得環境は、14年4月以降も引き続き改善が予想される。14年の春闘では、連合の集計（5/8時点集計）によると、賃金の引上げ率は+2.11%（定昇相当分+1.7%、賃上げ相当分+0.4%）と、13年から0.4%ポイントの上昇となった⁴。大企業を中心にベースアップを含む賃上げに応じた企業が多かったとみられる。そのほか一時金（夏冬型、年間）も、5.05ヵ月分と大幅に増加している。こうした所得環境の改善が、消費増税による家計の負担を緩和するとみられ、消費回復の支えとなることが期待される。

図表 春闘の回答状況



注：2014年は5/8時点集計値、回答結果。
資料：連合「春季生活闘争集計結果」

(4) 輸出入の動向

アジア向けを中心に輸出の低迷が続く

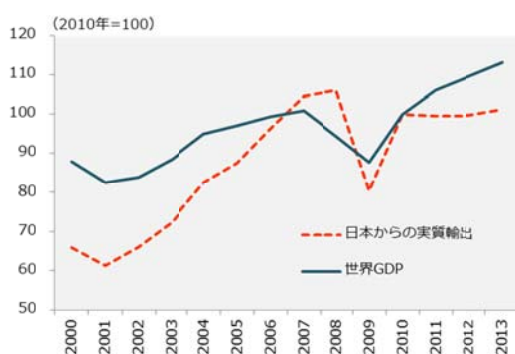
14年1-3月期の輸出は、実質前期比+6.0%と予想以上に高い伸びとなったが、国際収支統計の基準改訂の影響もあり実勢以上に高く出た可能性がある。内閣府の輸出数量指数など他の統計では1-3月期の輸出は低調な伸びにとどまっている。地域別では、米国向けが堅調を維持し、欧州向けが低水準ながら持ち直している一方、アジア向けは停滞が続く。中国向けは12年の落ち込みからは回復してきたものの、タイの景気停滞などもありASEAN向けが不振となっている。ただし、近年の輸出は海外需要の減速を考慮してもなお弱く、構造変化が進んでいる可能性が高い。

図表 仕向地別輸出数量指数



資料：内閣府「輸出入数量指数（季調値）」

図表 日本からの輸出と世界 GDP



注：世界 GDP は、各国の GDP 成長率を日本からの輸出ウェイトで加重平均し作成。
資料：各国統計および内閣府より作成

⁴ 平均賃金方式の4,271組合（272万人）の賃金引上げ率（組合員数による加重平均）。

2000年以降の日本の輸出と世界のGDPを比較すると、リーマン・ショック以降は、輸出の伸びが世界経済の成長率を明確に下回っている。特に、アジア向けでその傾向が顕著である。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ことに加え、アジア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。

貿易収支は赤字基調で推移

輸出の停滞が続き、輸入が高い伸びを続けるなか、貿易収支の赤字幅は一段と拡大している。既往の円安や燃料輸入増加に加え、14年1-3月期は、駆け込み需要による耐久財等の輸入も増加しており、貿易赤字の拡大要因となっている。GDP統計上も、外需（純輸出）が3四半期連続のマイナス寄与となり、この期間の実質GDP成長率を平均して▲0.5%p程度押し下げた。

14年度入り後は、消費増税前の駆け込み輸入のはく落から、貿易赤字幅は若干縮小するとみられる。ただし、アジア向け輸出の低迷や、燃料輸入の増加など構造的な赤字要因もあり、黒字転化は難しいであろう。15年度にかけて、赤字幅は若干縮小するものの、年間▲10兆円程度（国際収支ベース）の赤字継続を予想する。

図表 輸出入と貿易収支



(5) 企業活動・設備投資の動向

企業活動は持ち直しの動き継続、設備過剰感も和らぐ

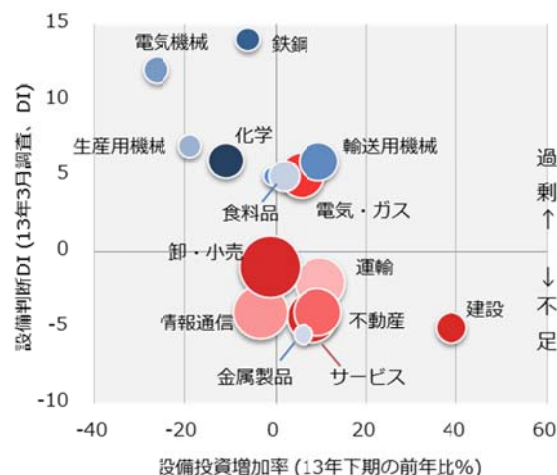
鉱工業生産指数は、12年秋を底に持ち直しの動きを続けており、14年1-3月期は前期比+2.8%と5四半期連続の上昇となった。海外需要は振るわないものの、消費の堅調や建設需要の拡大など内需の拡大が背景にある。非製造業の活動を示す第三次産業活動指数も、卸小売業や運輸業、情報通信業を中心に、上昇基調を維持している。

こうしたなか、既往の企業収益の回復や、設備稼働率の上昇などもあり、設備投資にも明るい動きがみられる。14年1-3月期の実質民間企業設備投資は前期比+4.9%と4四半期連続の増加となったほか、設備投資の先行指標である機械受注も回復傾向にある。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是和らぎつつあるほか、非製造業では、電気・ガスを除くすべて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。

図表 企業の生産・活動指数



図表 設備過剰感と設備投資



更新需要を中心に設備投資は緩やかに回復

生産活動の先行きは、14年度前半は、製造業を中心に一時的な調整局面入りを予想するものの、内需の底堅さを背景に、14年度後半以降、平時の回復軌道に復するとみている。

設備投資は、緩やかな回復を続けるであろう。①企業収益の改善、②実質金利の低下に加え、③リーマン・ショック後の投資控えによ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。

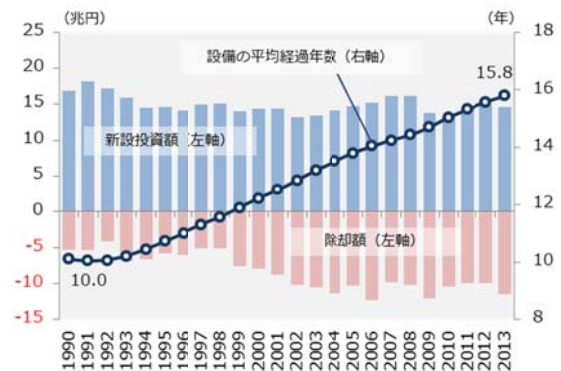
14年度から復興特別法人税（法人税率の約2.5%分）が廃止されるが、過去の関係性から判断すると、資本コストの低下を通じた直接的な設備投資の押し上げは+0.2%程度とみられる⁵。また、設備投資は、企業の中長期的な成長期待との関係性が強く⁶、13年の業績改善やオリンピック効果とあいまって、中長期的な成長期待の改善につながれば、設備投資の回復に弾みがつくであろう。

図表 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 民間企業資本ストックのビンテージ



注：資本ストックの除却が各経過年数の設備から一定率で行われるとして推計

資料：三菱総合研究所作成

(6) 物価の動向

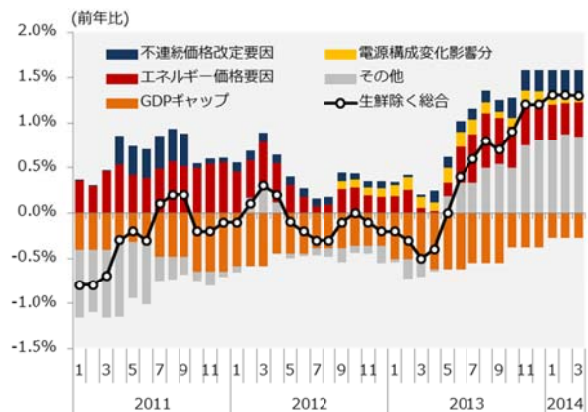
GDPギャップ縮小により物価は上昇基調を維持

消費者物価は、14年1-3月期の生鮮食品を除く総合指数（コアCPI）が前年比+1.3%上昇し、13年度は5年振りの上昇（同+0.8%）となった。GDPギャップが緩やかに縮小する中、電気料金引上げや円安等によるエネルギー価格上昇が大きな押し上げ要因となっている。そのほか、輸入物価の副次的波及や増税前の駆け込み需要を見込んだ強気の価格設定なども、物価上昇に寄与した可能性がある。

消費税引上げによる物価への影響を、東京都区部の4月中旬速報値で確認すると、生鮮食品を除く総合指数（コアCPI）は、前年比+2.7%と3月（+1.0%）から+1.7%pの上昇となった。3月からの変化幅を品目別にみると、食料など多くの品目が1.9%p～2.4%p程度の上昇幅となっており、いまのところ消費税分は消費者物価に概ね転嫁されているとみられる。

物価の先行きは、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る。輸入物価や企業物価の伸びは既に鈍化しており、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、まず、GDP

図表 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

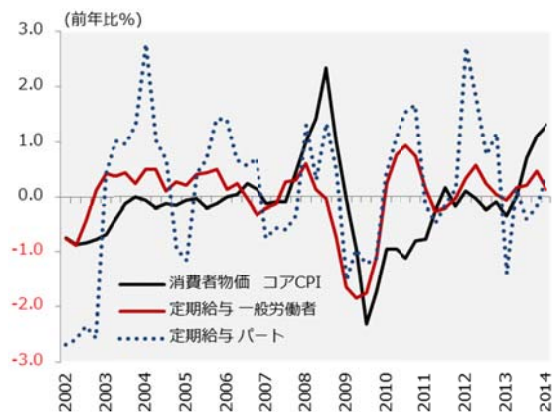
⁵ 資本コストと設備投資の関係性を、キャッシュ・フロー率、期待成長率、トレンドをコントロールした上で推計し、法人税減税が資本コストの低下を通じて設備投資に与える影響を算出した。

⁶ 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」を用いて推計すると、「我が国の実質経済成長率（今後3年間の見通し）」が0.1%上昇すると、設備投資は約0.8%上昇する。

ギャップの縮小が挙げられる。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ギャップは15～16年度中に解消へ向かうとみられる。また、過去の経験則に基づけば、賃金と物価の変化率の相関は高い。現在増えている労働供給の構造は過去の景気回復局面と異なるため、幅をもって見る必要があるが、物価の上昇圧力につながりやすいであろう。さらに、家計や企業のインフレ期待の醸成も物価上昇に寄与する可能性がある。家計の物価見通しは上昇傾向にあるほか、日本銀行が4月に初めて公表した企業の物価見通しでも、中期的な物価上昇を見込んでいる。

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+3.0%（消費税影響除くベースで+1.0%）、15年度は同+2.0%（同+1.3%）と予想する。

図表 賃金と消費者物価



資料：総務省「消費者物価指数」等より三菱総合研究所作成

図表 家計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

日本経済は緩やかに回復している。14年度は、消費税増税後の反動減などにより4-6月期は年率▲2.4%程度のマイナス成長を見込むが、雇用・所得環境の改善を背景に、消費の反動減は半年程度で概ね収束に向かうとみており、14年度後半には再び成長軌道に戻していくと予想する。既往の企業収益回復による設備投資の増加も下支え要因となろう。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、均してみれば緩やかな回復の流れは続く見込む。日本経済の実質GDP成長率は、14年度+1.0%（前回+0.9%から上方修正）、15年度+1.3%（前回から変更なし）と予想する。

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

一方、注意すべき下振れリスクは次の2つである。第1は、金融市場の変化である。14年入り後は、新興国からの資金流出が加速し、日本でも円高・株安を招いた。その後、ウクライナ情勢の緊迫化もあり、日本の株価は軟調に推移してきた。地政学リスクの高まりのほか、米国量的緩和の縮小が進められる中で、①経常赤字など経済のファンダメンタルズが弱く、②政局も不安定な新興国通貨への選別色が強まる可能性には注意が必要である。今後も株価の低迷が続けば、日本企業や家計のマインドを冷やしかねない。

第2は、海外経済の行方だ。米国では、量的緩和の縮小過程での長期金利上昇がリスクとなる。中国経済は、シャドーバンキング問題をはじめ多くの火種を抱える。タイでは政情不安が経済活動の低迷を招いているが、今年選挙が行われる他の新興国でも、政治の不透明感が経済に与える影響に注意が必要である。これらのリスク次第では、海外経済が急減速し、輸出やマインド経由で日本経済にも強い下押し圧力がかかる可能性もある。

BOX：成長戦略改訂に向けた動き

13年6月、アベノミクスの第三の矢として成長戦略（「日本再興戦略－Japan is BACK」）が閣議決定された。これを受けて、13年末の臨時国会で国家戦略特区法案や産業競争力強化法案などの関連法案が成立したほか、14年3月には国家戦略特区の第1弾として全国6区域を指定、4月の日豪 EPA 大筋合意など、具体的な動きもみられる。

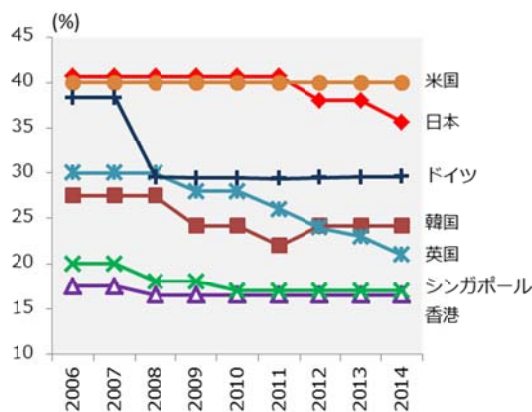
こうした動きを加速させるため、政府は14年6月、成長戦略の“改訂”を公表するとみられる。13年の日本再興戦略は、今後10年を見据えた基本戦略を提示したものであったが、市場（特に海外投資家）からは踏み込み不足との指摘もあり、14年1月には成長戦略を「進化」させていく方針が示され、経済財政諮問会議や産業競争力会議などで活発な議論が行われてきた。

成長戦略改訂の一つの目玉は、安倍首相が14年1月のダボス会議で表明した法人税改革となる見込みだ。日本の法人実効税率は35.6%（14年度、東京都）と、中国（25%）や韓国（24.2%）、タイ（20%）などアジア新興国に比べ10%以上高い水準にあるほか、ドイツ（29.6%）、英国（21%）など欧州先進国に比べても相対的に高い。さらに、近年の法人税率の引き下げ幅も相対的に小幅である。06年以降の引き下げ幅は、タイの10%、英国、ドイツの9%、台湾、中国の8%に対し、日本は5.1%（40.7%→35.6%）にとどまる。外資系企業に対するアンケート調査によると、日本における事業展開上の阻害要因として、ビジネスコストの高さを挙げる企業が8割であり、うち6割が税負担の重さを指摘している。

仮に法人実効税率が10%引下げられた場合、経済へはどの程度のインパクト⁷があるのだろうか。第一に、資本コストの低下を通じた直接的な国内設備投資の押し上げは+0.6%程度とみられる⁸。第二に、海外からの直接投資を呼び込む効果も期待される。OECD 34ヶ国のデータを用いたパネル分析によると、法人実効税率の10%引下げは、（金額は小さいものの）海外からの直接投資を+30%程度押し上げるとの推計結果が得られた⁹。第三に、設備投資や対内直投増加からの波及効果として、生産設備の若返りによる生産性の向上や、外資系企業の進出による経営や技術のスピルオーバーや競争促進など、生産性の上昇や将来の成長期待の底上げによる副次的な効果も期待される。

法人実効税率の引下げは、直接的な影響だけみれば設備投資を+1.0%程度、実質GDPを+0.13%程度押し上げるととどまるが、規制緩和をはじめ、労働力の底上げやTPPの交渉進展など他の成長戦略¹⁰と同時に進めることで、企業の成長期待の改善に成功すれば、設備投資やGDPの押し上げが期待できる。一定の前提に基づく試算では、期待成長率が+0.5%改善すれば、設備投資を+4.2%程度、実質GDPを+0.6%程度押し上げるとの結果が得られている。東京五輪の開催とあいまって、日本の「市場の魅力」¹¹を高めることができれば、中長期的な成長力向上につながるであろう。

図表 法人所得課税の実効税率



資料：KPMG 資料より作成

図表 事業展開上の阻害要因

事業展開上の阻害要因	
ビジネスコストの高さ	78.6%
日本市場の閉鎖性、特殊性	43.1%
製品・サービスに対するユーザーの要求水準の高さ	41.7%
ビジネスコスト要因	
人件費	73.1%
税負担	60.9%
事務所賃賃料	42.8%

資料：経済産業省「外資系企業動向調査」

図表 法人税引下げの影響

法人実効税率10%引下げの影響	増加額 億円	増加幅 %
① 資本コスト低下による設備投資の増加	4,000	0.6%
② 対内直接投資の増加	2,740	30.2%
①、②による設備投資の増加	6,740	1.0%
期待成長率+0.5%引上げの影響	増加額 億円	増加幅 %
③ 成長期待改善による設備投資の増加	28,700	4.2%

資料：三菱総合研究所作成

⁷ 法人税引下げには代替財源が必要だが、当試算では10%引下げ分の財源確保（約4兆円）の影響は考慮していない。

⁸ 資本コストと設備投資の関係を、キャッシュ・フロー率、期待成長率、トレンドをコントロールした上で推計し、法人税減税が資本コストの低下を通じて設備投資に与える影響を算出した。

⁹ OECD34ヶ国の対内直接投資と法人実効税率の関係を、実質GDP、インフレ率、新興国の台頭による2000年以降の構造変化、を考慮したうえで推計した。OECD34ヶ国に加えて新興国7ヶ国もサンプルに加えた推計によると、対内直接投資の法人税率変化に対する弾性値は0.3から0.2へ低下する一方、GDP変化に対する弾性値は0.9から2.0へ上昇した。

¹⁰ 詳細は、三菱総合研究所が4月21日に公表した「内外経済の中長期展望 2014-2030年度」を参照。

¹¹ OECDのFDI Potential Index 2011によると、日本の世界順位は10位であるが、「市場の魅力」では同51位と低い。

(1) 米国経済

緩やかな回復基調を維持

14年1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+0.1%と前期(同+2.6%)から伸び率が低下した。年末年始に到来した寒波により、一時的に経済活動が抑制されたことが主因とみられる。ただし、足もとの経済指標は寒波到来前の水準まで回復しており、今後も緩やかな回復基調が続くとみられる。

企業の生産活動は好調ながら、投資には慎重な姿勢

企業の生産活動は持ち直している。年末年始にかけての寒波到来により生産活動は一時的に減速していたが、足もとの増加に転じている。堅調な内需を背景に、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している。

一方、資本財新規受注(非国防、除く航空機)は13年以降、高水準ながらもほぼ横ばいで推移しており、企業の投資活動は伸び悩んでいる。背景としては、①輸出の伸びが鈍いこと、②稼働率が依然として金融危機前の水準まで回復しておらず、生産能力に余裕があることが考えられる。当面は、生産活動が持ち直す中、投資活動は緩やかながら改善に向かうが、力強さに欠く展開を予想する。

所得の改善と資産効果を支えに堅調を維持する個人消費

家計部門では、消費が堅調に推移している。①緩やかな雇用環境の改善による可処分所得の回復に加え、②バランスシート調整の着実な進捗や、③住宅価格の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。雇用者数は足もと3ヶ月で月平均23.8万人増と増加基調が維持され、過去に比べると低い水準であるものの、賃金上昇率も高まっている。一方、平均失業期間や非自発的パート比率は依然として高い水準で推移している。構造的な失業も高止まりしており、労働需給のミスマッチが解消されていないことが示唆される。今後も力強さを欠いた状態が続くとみられるものの、雇用市場は緩やかな回復を辿るであろう。

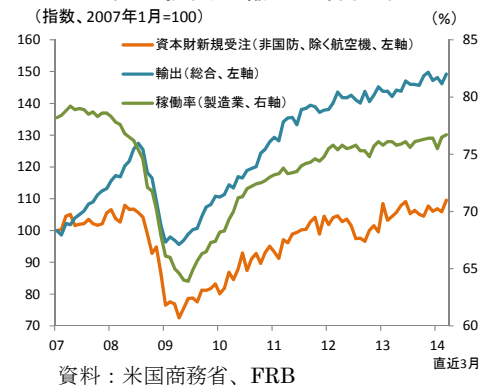
先行きも、所得環境の改善を背景に、緩やかな消費の拡大を見込む。また、過去データでは、政策に対する不確実性が低下するとマインドが改善する傾向がみられ、財政政策に関する不確実性の後退によるマインドの改善も消費の押し上げ要因となるだろう。ただし、13年を通じて増加基調を維持してきた株価の伸びが14年入り後は鈍化しており、資産効果の低下によって消費の拡大ペースが鈍化する可能性には留意が必要である。

図表 米国経済見通し

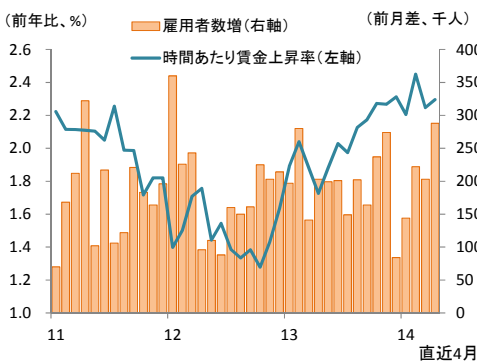
単位：前年比%	実績		予測	
	2012 暦年	2013 暦年	2014 暦年	2015 暦年
実質GDP	2.8	1.9	2.2	2.8
個人消費	2.2	2.0	2.8	2.8
設備投資	7.3	2.7	2.4	4.4
住宅投資	12.9	12.2	1.5	5.8
在庫投資寄与度	0.2	0.2	▲0.1	▲0.1
政府支出	▲1.0	▲2.2	▲0.8	0.3
純輸出寄与度	0.1	0.1	0.0	0.1
輸出等	3.5	2.7	1.7	2.9
輸入等<控除>	2.2	1.4	1.4	2.0
FFレート誘導水準(年末)	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%	0.50-0.75%
失業率(除く軍人)	8.1	7.4	6.1	5.5

資料：米国商務省、米国労働省、FRB
予測は三菱総合研究所

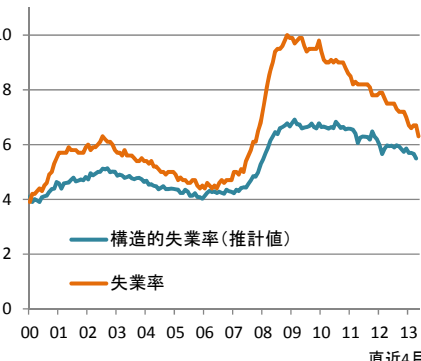
図表 投資・輸出・稼働率



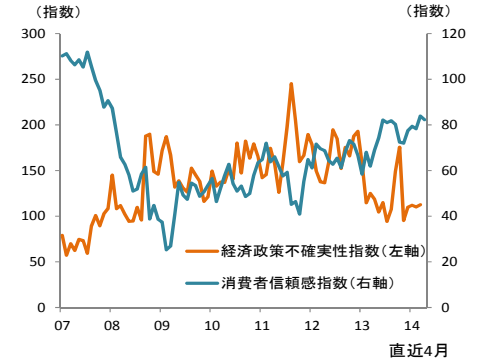
図表 雇用者数と賃金



図表 構造的失業率



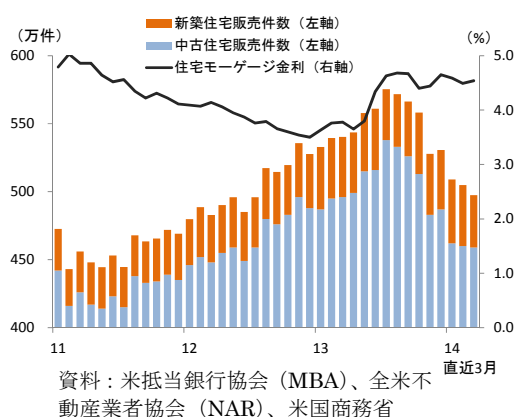
図表 経済政策の不確実性とマインド



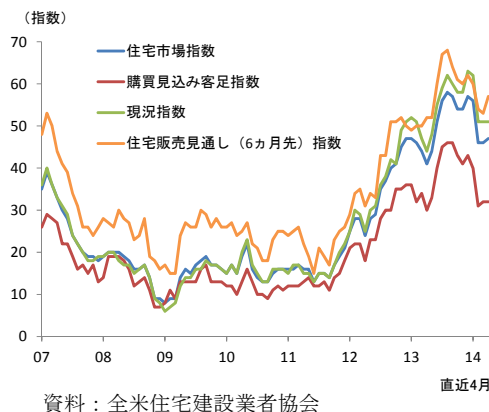
住宅市場の回復ペースは減速

住宅市場では、回復ペースが減速している。13年春以降の金利上昇により一頃に比べ需要は弱まっており、住宅販売件数は減少傾向にある。住宅着工件数が伸び悩むなか、住宅建設業者の景況感（NAHB住宅市場指数）も2月以降50を下回っている。住宅の在庫率の低下による供給過剰感の後退を背景に、住宅価格は上昇傾向を維持しているが、今後は住宅需要の鈍化を受けて、住宅価格の上昇ペースは緩やかになるとみられる。

図表 金利と住宅販売件数



図表 住宅建設業者の景況感

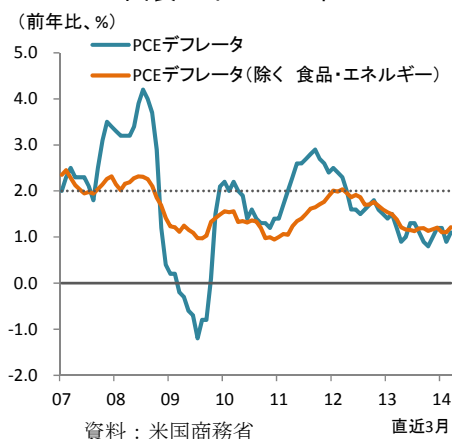


FRB、量的緩和縮小の継続とともにフォワードガイダンスを変更

3月の連邦公開市場委員会（FOMC）において、FRBは引き続き資産購入規模の縮小継続を決定。同時に、失業率が異常な低金利を継続する条件の一つであった6.5%に近づいたことを理由に、金融政策の指針である「フォワードガイダンス」を変更。今後は「FFレートの政策目標を0-0.25%に据え置くかどうかを判断する際、①労働市場の指標や②インフレ圧力やインフレ期待、③金融市場の進展などを含む幅広い情報を考慮する」とした。続く4月のFOMCにおいても、5月に国債と住宅ローン担保証券の購入規模を各50億ドル減少させることを決定した。

今後は、雇用や物価動向、市場の不安定化による影響等を見極めつつも、FOMCごとの資産購入規模の縮小を基本路線として14年末には量的緩和政策を終了する見込みである。ただし、政策金利の引き上げは早くても15年末前後と予想する。背景には、第一に、失業率は低下しているものの、労働市場は依然として回復途上にあること、第二に、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 インフレ率



堅調な回復を見込むが、政策の不確実性と市場急変がリスク

家計部門では、所得環境の回復持続や13年の給与増税の影響はく落、財政政策に関する不確実性の後退によるマインドの回復を背景に、消費が堅調に推移すると見込む。企業部門では、海外経済が持ち直すにつれて生産・投資活動が緩やかに改善するだろう。財政面では、14会計年度の予算規模拡大が、政府支出の増加に加え、国防やインフレ関連産業の生産・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年は寒波到来による影響から、前年比+2.2%（前回+2.6%）と下方修正を行うが、15年は同+2.8%（前回同）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、まず、①株価の伸び悩みが挙げられる。米国株価が軟調に推移すれば、資産価格下落による逆資産効果やマインドの低下を通じ、消費や企業活動が抑制される恐れがある。次に、②金利が再び上昇し始める可能性が挙げられる。量的緩和縮小が進むにつれて市場がその先の利上げを織り込み、金利が上昇し始めた場合、金利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を弱める恐れがある。さらに、③11月に近づくにつれて、米中間選挙に関する不確実性が高まり、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となった場合、15年3月を期限とする債務上限引き上げに関する不透明感が高まる恐れがある。

(2) 欧州経済

緩やかな持ち直しが続くユーロ圏経済

ユーロ圏経済は、バランスシート調整が下押し圧力として働くものの、国債利回りの低下や、輸出の伸びに支えられ、持ち直しの動きが続いている。

14年1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率は、前期比+0.2%と4四半期連続のプラス成長となった。ドイツは設備投資など内需が堅調に推移し、同+0.8%と高めの伸びとなった。スペインも、輸出拡大が内需の持ち直しに波及しつつあり同+0.4%とプラス成長が続いている。一方、フランスはゼロ成長、ポルトガル、イタリアは各々▲0.7%、▲0.1%のマイナス成長と、回復の遅れを示す結果となった。

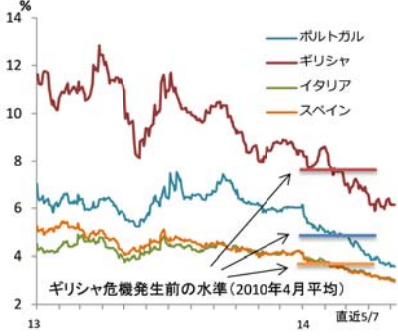
ユーロ圏諸国の国債利回りは、14年に入り一段と低下している。EU・IMFの支援を受けたギリシャ、ポルトガル¹²の利回りも10年5月のギリシャ危機発生前の水準を下回って推移し、ギリシャは4月に4年ぶりに市中での国債発行（30億ユーロ）に成功した。13年の南欧諸国の経常収支がユーロ導入以来（イタリアのみ01年以来）初めて黒字となったほか、ECBがデフレ回避のため量的緩和（QE）など追加緩和に踏み切るとの見方から、南欧国債への資金流入が活発化している。長期金利の低下を背景に、ドイツ、フランスでは企業の起債も増加しており、設備投資の持ち直しに寄与している。

図表 欧州経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2012暦年	2013暦年	2014暦年	2015暦年
ユーロ圏	▲0.6	▲0.4	0.9	1.3
ドイツ	0.9	0.5	1.6	1.6
フランス	0.0	0.3	0.7	1.1

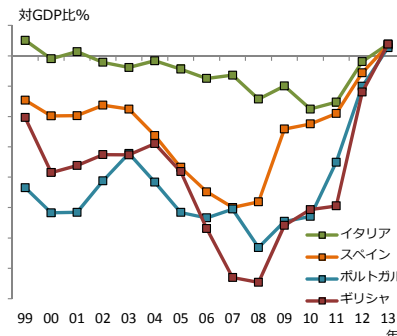
資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表 南欧諸国の国債利回り



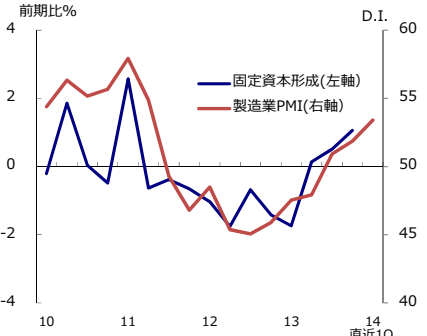
注：国債利回りは10年
資料：Bloomberg

図表 南欧諸国の経常収支



資料：Eurostat

図表 ユーロ圏の固定資本形成とPMI

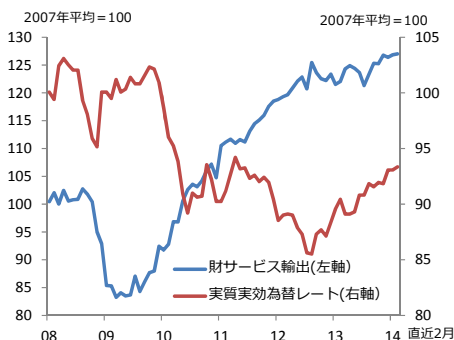


資料：Eurostat

ユーロ圏の対外輸出は緩やかな拡大が続いている。特に英国、東欧などの景気回復を受け、EU向け（全体の3割）が堅調な伸びを示している。もっとも、ユーロ上昇や新興国の景気減速を背景に、EU域外向け（7割）は頭打ちとなっており、全体でみても伸びは鈍化している。

消費は緩慢ながら持ち直しが持続している。もっとも、南欧諸国では家計のバランスシート調整が続く、失業率も高止まりする中、賃金の低迷が回復の足枷となっており、ユーロ圏全体の消費（小売売上高や新車登録）も、回復テンポは緩慢にとどまっている。

図表 ユーロ圏の財サービス輸出



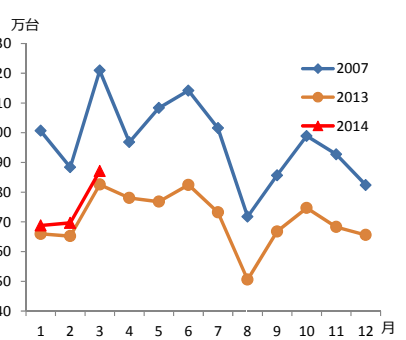
資料：Eurostat、Bloomberg

図表 ユーロ圏の失業率と小売売上



資料：Eurostat

図表 ユーロ圏の新車登録



資料：ACEA（欧州自動車工業会）

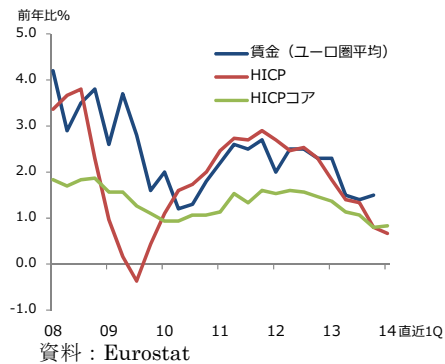
¹² 2011年5月に開始したEU・IMFによる総額780億ユーロのポルトガル支援は、2014年6月に終了予定。

長期化するデシインフレ、ECBの次の一手に注目

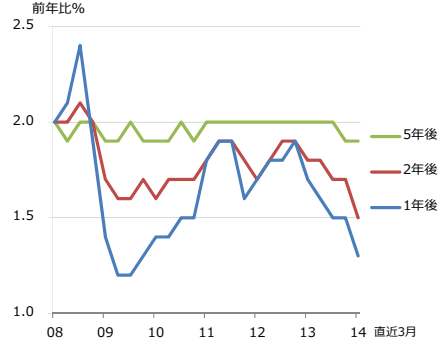
ユーロ圏では、14年4月の消費者物価指数（HICP）が前年比+0.7%にとどまり、デシインフレ傾向が持続している。ポルトガルでHICPの前年比マイナスが続くほか、ドイツでも同+1.1%と低い伸びが続いている。GDPギャップがマイナスで推移する中、12年半ば以降のユーロ上昇も物価の下押し要因¹³となっており、1年、2年先の予想インフレ率も大幅に低下している。

欧州中央銀行（ECB）は、とくにユーロ上昇による物価の押し下げに警戒感を示し¹⁴、低インフレが過度に長期化した場合には、量的緩和を含む非伝統的金融政策を導入することを4月の金融政策理事会で全会一致で決定した。5月の同理事会では金利を据え置いたが、6月のECBのインフレ見通し次第で、追加緩和に踏み切る用意がある旨を表明している。

図表 HICP（消費者物価指数）と賃金



図表 予想インフレ率

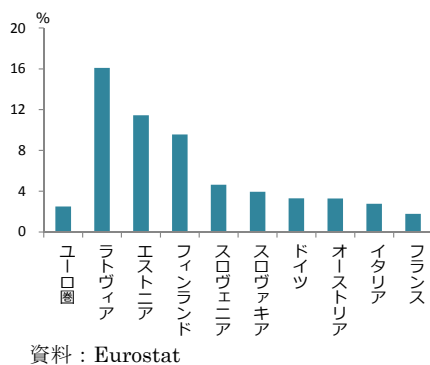


ユーロ圏経済は緩やかな回復へ、リスクはウクライナ情勢と、南欧諸国のデフレ入り

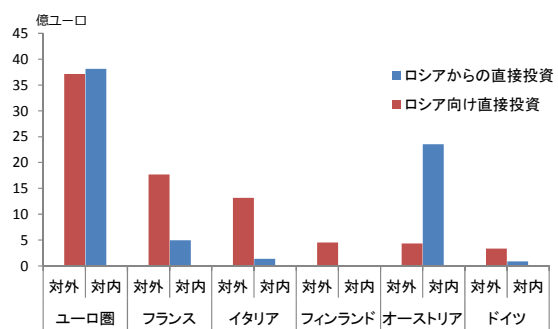
ユーロ圏経済のメインシナリオは、ECBの追加金融緩和によりユーロの一段の上昇は抑えられ、輸出は緩やかに拡大する一方、南欧諸国のバランスシート調整圧力の持続や失業率の高止まりなどから、内需の回復は緩慢にとどまると予想する。ユーロ圏全体の実質GDP成長率は、14年は+0.9%と低めの伸びにとどまり、15年は家計や企業のバランスシート調整の若干の進捗を見込み、+1.3%と予想する。ドイツ経済は、EU向けを中心に輸出が拡大、設備投資、消費へと波及する姿で回復が持続するため、実質GDP成長率は、14年、15年ともに+1.6%と予想する。

ただし、下振れリスクとして、第一に、ウクライナ情勢のユーロ圏経済への影響が挙げられる。具体的には、①ロシア経済の悪化による輸出への影響、②直接投資への影響、③ロシアが報復措置としてEU向けのエネルギー供給を停止した場合の経済全体への影響、などが考えられる。ロシアの14年1-3月期の実質GDPは前期比▲0.5%と急速に悪化し、IMFは同国がリセッション入りしたと表明している。ユーロ圏全体でみたロシアへの輸出ウェイトは3%程度と小さいが、バルト諸国やフィンランドでは10～16%にのぼる。

図表 輸出に占めるロシアのシェア（13年）



図表 ユーロ圏主要国の対ロシア直接投資

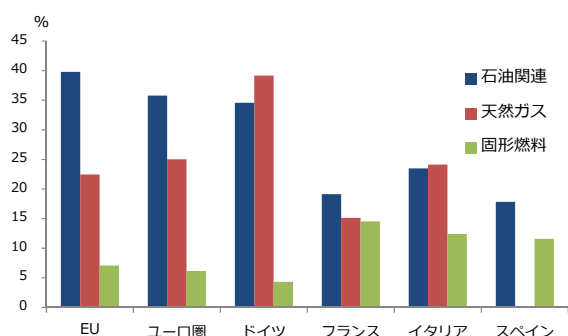


¹³ ECBドラギ総裁は、2012年以降のユーロ上昇によりインフレ率が0.4～0.5%ポイント低下したと指摘。

¹⁴ ECBドラギ総裁は、「為替レートは政策目標ではないが、物価安定と経済成長にとって重要」、「為替レートの上昇は一段の金融緩和措置を必要とする」と発言。

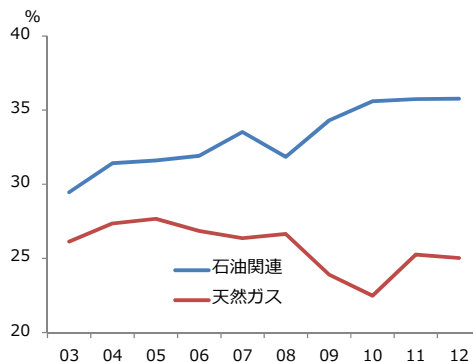
直接投資をみると、フランス、イタリアが高水準の対ロシア投資を行っているほか、オーストリアではロシアからの対内投資の顕著な増加がみられる。ロシアとの関係悪化により投資案件が中断、延期されれば、設備投資を計画していた域内企業、および関連する輸出企業の業績にも影響しよう。また、ユーロ圏はエネルギー需要のうち63%（EUは55%）を輸入に依存しているが、石油関連の36%、天然ガスの25%をロシアからの輸入に頼っている（計数は12年）。国別にみると、ドイツの天然ガス総需要に占めるロシアからの輸入比率が40%程度と他国に比べ高い。ロシアが、石油、天然ガスの供給を停止した場合、コストと量の両面で欧州経済への影響は免れない。

図表 欧州の対ロシアエネルギー依存度（12年）



注：ロシアからの純輸入/各地域・国エネルギー需要
資料：Eurostat、欧州委員会

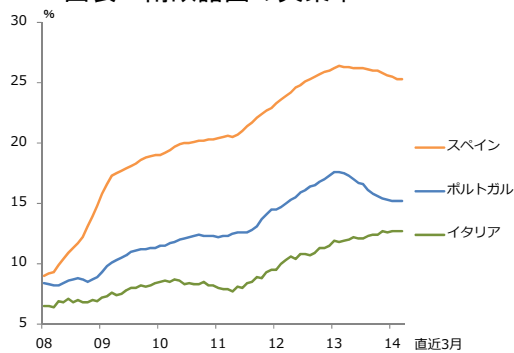
図表 ユーロ圏の石油、天然ガスのロシア依存度



注：ロシアからの純輸入/各地域・国エネルギー需要
資料：Eurostat

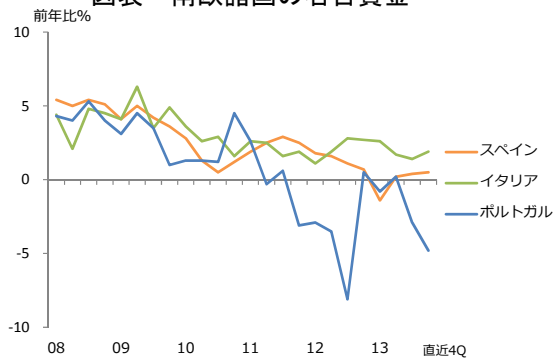
第二に、南欧諸国のデフレ入りの可能性が指摘できる。スペイン、ポルトガルでは労働市場改革により賃金の弾力的な調整が可能になり、労働コストが低下、輸出の拡大をもたらした一方、失業率の高止まりから、国内消費は低迷が続き、賃金と物価上昇率の低下につながっている。こうした状況が続けば、期待インフレ率の一段の低下→消費、設備投資の手控え→低成長の長期化とデフレに陥る恐れがある。

図表 南欧諸国の失業率



資料：Eurostat

図表 南欧諸国の名目賃金



注：政府部門を除く
資料：Eurostat

(1) 概観

新興国経済の成長ペースは鈍化

新興国では、昨年中ごろより強まった資金流出や通貨下落の動きは一段落したものの、経済は総じて減速傾向にある。

昨年来の金融市場の変化は、新興国の経済や政策運営にも大きな影響をもたらした。既往の通貨安によるインフレや政策金利の上昇で、内需の減速に直面している国も多い。ブラジルでは、通貨安への対応として2月、4月と利上げを継続している。国により濃淡はあるものの、インド、ブラジルではインフレと金利上昇が経済の下押し圧力となり、生産や消費活動の伸びが鈍化するなど内需への影響が顕在化している。また、中国では民間部門の投資が減速しているほか、タイでも政治的な混乱の長期化から内需が振るわない。

貿易面をみると、これまで順調に拡大してきた ASEAN4¹⁵の域内および域外向けの輸出に変化がみられる。ASEAN4 域内向けは伸びが鈍化し 13 年はほぼ横ばいにとどまった。域外向けでは、中国向けが 12 年の減少後、13 年はやや回復するも低調な推移が続いたほか、日本やインド向けは 12 年以降 2 年連続で減少している。また、シンガポール及び香港は、ASEAN 域内及び中国貿易のハブの役割を果たしているが、これらを含む NIEs 向け輸出も 13 年は前年比で大幅減少となった。

中国の成長が鈍化する中、外需拡大の恩恵を受け高成長を維持してきたアジア新興国経済に、これまでのような勢いは見られない。

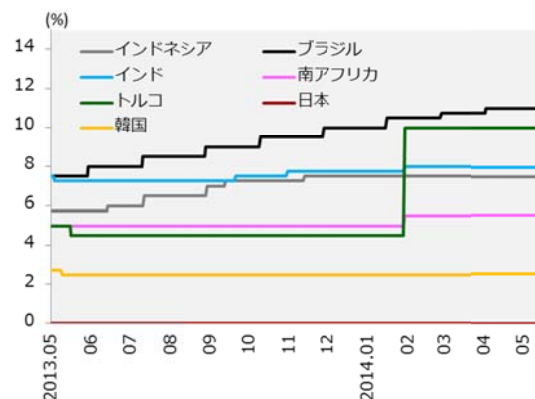
今回の見通しでは、中国を投資鈍化から小幅下方修正したほか、タイは政情不安の長期化の影響、インドネシアは足もとの外需減速を反映し下方修正した。ブラジルも金利高止まりから内需の一段の鈍化を見込み、成長率見通しを下方修正した。一方で、欧米向け輸出回復が期待できる国（NIEs、マレーシア、フィリピンなど）は上方修正している。14 年 4 月以降、インド総選挙を皮切りに、インドネシア、トルコ、ブラジルで大統領選挙などが予定されているほか、総選挙が延期になっているタイなど、各国で政策面での変化が経済に与える影響にも注意が必要だ。

図表 新興国の為替



資料：Bloomberg

図表 新興国の政策金利



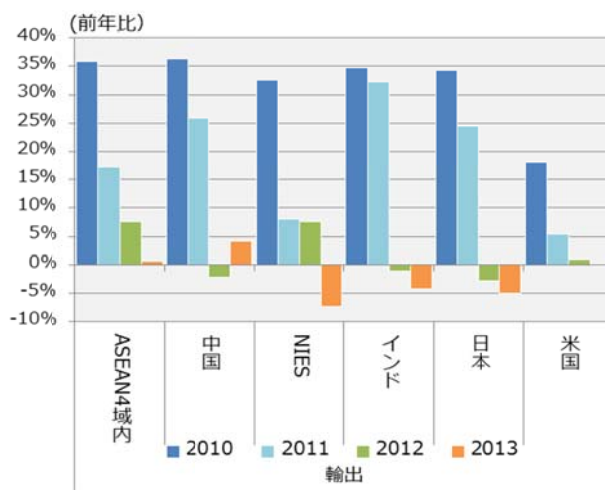
資料：Bloomberg

図表 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2012	2013	2014	2015
中国	7.7	7.7	7.3	7.2
NIEs	1.8	2.8	3.7	3.8
香港	1.5	2.9	4.0	4.4
韓国	2.0	2.8	3.8	3.7
シンガポール	1.9	4.1	3.6	4.0
台湾	1.5	2.1	3.5	3.8
ASEAN5	6.2	5.2	4.8	5.3
インドネシア	6.3	5.8	5.4	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	2.5	3.7
ベトナム	5.2	5.4	5.4	5.5
インド	4.5	4.9	5.0	6.0
ブラジル	1.0	2.3	2.2	2.5

注：シャドー部分が予測値
資料：実績は IMF、予測は三菱総合研究所

図表 ASEAN4 の域内及び主要域外輸出



資料：CEIC、Bloomberg より三菱総合研究所作成

¹⁵ ASEAN4 はインドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン。

(2) 中国経済

外需の低迷や投資抑制方針から足取りは重い

中国経済は、外需の低迷や国内の投資抑制などの影響もあり、減速している。

14年1-3月期の実質GDPは、前年比+7.4%と2四半期連続で伸びが鈍化、12年7-9月期以来の低い伸びとなった。同統計局が公表している季節調整済み前期比も、前期比+1.4%と前期（13年10-12月期）の同+1.8%より低下した。

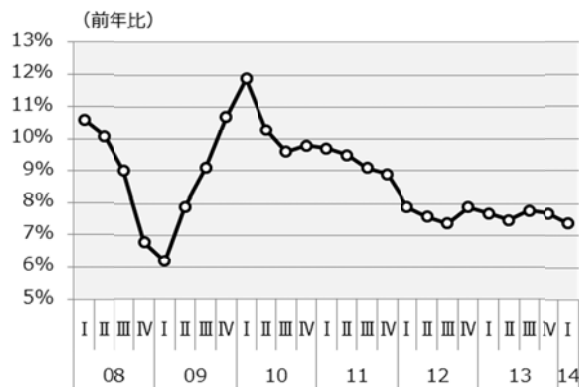
まず、消費動向をみると、インターネット販売など大衆消費が好調なもの、14年1-3月期の小売販売（名目）は前年比+12.0%と、前年同期（同+12.4%）をやや下回った。

固定資本投資（都市部、名目）は、14年1-3月期は前年比+17.6%と、前年同期（同+20.9%）から鈍化した。過剰投資や先行き景気への不安感、中国の「世界の工場」としての地位低下などを背景に、民間企業や外資企業の設備投資が伸び悩んでいる。国営企業の設備投資が下支え要因となっているが、地方のインフラ・住宅投資はこれまで通り重視される一方で、政府の過剰投資への抑制方針もあり投資全体の伸びは限定的だ。

なお、政府は14年4月、規模は不明ながら景気刺激策として、中西部への鉄道プロジェクトの建設促進と小規模企業向けの減税を発表した。政府は開発余地が大きい中西部を中心に鉄道を建設するため、債券を発行するなど民間資金の活用も打ち出しており、一定の景気下支え効果は期待できる。

輸出は、13年前半の水増し輸出に対する取締り強化の影響などもあり、1-3月期は前年比▲3.4%減と減少トレンドが続き、4月は前年比+0.9%と微増となった¹⁶。輸出先をみると日本など先進国向けの持ち直しが続く一方、香港を含むNIEs向けが減少、ASEAN向けも伸びが鈍化するなど地域別では濃淡があるものの、概して輸出の増加ペースは鈍化している。こうした輸出の低迷や内需の伸び鈍化から、工業生産（付加価値）も、14年1-3月期は前年比+8.7%と前年同期（同+9.5%）より鈍化傾向が続いている。

図表 中国実質GDP成長率



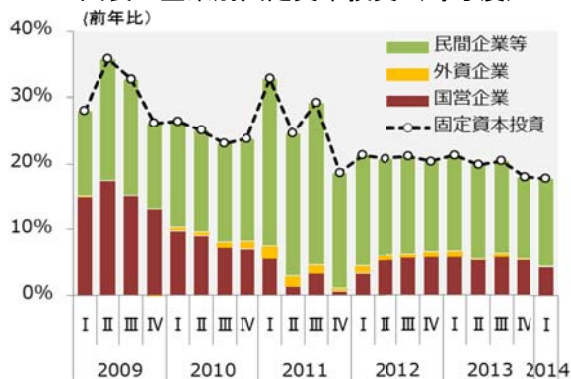
資料：Bloomberg

図表 小売売上高と工業生産



資料：CEIC

図表 企業別固定資本投資（寄与度）



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 地域別輸出



資料：CEIC

¹⁶ 輸出の水増しは主に香港向け輸出で行われたと考えられ、中国側と香港側の輸出入を見るとデータの乖離は2011年以降徐々に拡大し、2013年前半が乖離のピーク。中国国家外貨管理局は13年5月以降偽輸出への取締りを強化し摘発しているが、摘発分は氷山の一角とされる。

地方財政赤字の拡大で徐々にリスクが高まる

中国の地方政府の財政赤字幅は年々拡大し、13年は5兆元の赤字を計上、中央・地方合計で見ても1.2兆元の赤字と悪化傾向が続いている。地方政府は、税収不足という構造的な問題を抱え、歳入の大半を土地売却収入に依存しており、不動産市況の影響を大きく受けている。地方財政改革として、固定資産税（一部都市で試験導入開始¹⁷）など抜本的な税制改革が議論されているが、財政構造の改革には時間を要するため、地方政府は足もとの不動産市況の動向に神経を尖らせている。

不動産市況を見ると、政府による需要抑制策（2軒目購入にかかる頭金比率の引上げなど）の影響などから上昇ペースの鈍化が続いているが、下記のシャドバンキング問題と相まって市況急落のリスクもあり、注意が必要であろう。

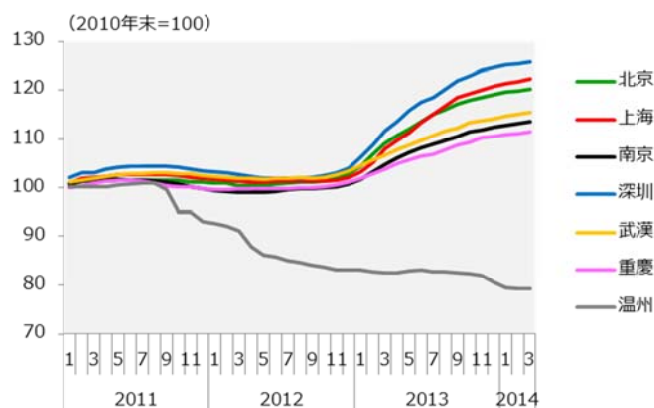
シャドバンキングに相当するとされる人民元建て銀行融資以外の資金調達額をみると、14年1-3月期で前年同期比▲25.0%の大幅減少（資金調達額全体は同▲9.3%減）と、信用に縮小傾向がみられる。国内では、3月には太陽光発電パネル企業、4月には建材会社が予定された債券の利払いを履行できずデフォルト（債務不履行）が相次いでいる。中国政府は、企業への監視を強めた上で各種金融商品のデフォルトを容認する姿勢を示しているが、シャドバンキング問題には中小企業や個人投資家も多く関わっているとされており問題は根深い。急激な信用収縮と景気悪化によるデフォルトが連鎖する悪循環の回避に向け、マクロ経済面での舵取りの重要度が増している。

図表 財政収支



資料：CEIC

図表 主要都市の住宅価格指数



資料：中国国家统计局より三菱総合研究所作成

成長目標は据え置きも、緩やかな減速へ

3月の全人代後に公表された14年の経済政策の数値目標では、13年同様、実質前年比+7.5%前後の成長率が示された。政府は、成長率の数値目標にこだわらない点を強調するとともに、総合的なバランスを重視する方針を示した。安定的な雇用が確保できる範囲として7%台前半までの成長率低下は容認していると考えられる。

先行きを展望すると、企業の投資意欲は低調な推移を示しており、景気の減速は続くであろう。ただし、成長率が7.0%を下回り、雇用面での影響が顕在化する場合、中央政府が財政政策を中心とした景気のコロ入れに動く可能性が高いとの見方に変更はない。そのため、実質GDP成長率は7%台前半を維持すると見込む。13年の前年比+7.7%から減速し、14年は同+7.3%（前回+7.4%より下方修正）、15年は同+7.2%（前回+7.3%より下方修正）と予測する。

図表 経済政策目標（2013-2014年）

	2013年		2014年
	目標	実績	目標
経済成長率（実質、前年比）	7.5	7.7	7.5前後
固定資本投資（名目、前年比%）	18.0	19.3	17.5
小売販売（名目、前年比%）	14.5	13.1	14.5
物価上昇率（前年比%）	3.5	2.6	3.5前後
M2（前年比%）	13.0	13.6	13.0前後
財政赤字（1兆元）	1.2	1.2	1.4
貿易（輸出入合計、前年比%）	8.0	7.6	7.5前後

資料：中国政府資料等より三菱総合研究所作成

¹⁷ 4月の政府会合で3年前後を目標に不動産登記制度の確立が方針として打ち出された。

(3) ASEAN 経済

金融市場は安定を取り戻すも二極化

ASEAN では、通貨安や資金流出は一段落したものの、中国経済減速の各国輸出への影響や、タイの政治面での混乱長期化、インドネシアでは輸出の鈍化や既往のインフレ、金利高止まりが、足もとの成長抑制要因となっている。

インドネシアの14年1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.2%と、輸出の低迷と政府支出の伸び鈍化により、4年半ぶりの低成長となった。同国では13年5月以降、通貨安に見舞われインフレ率が上昇。13年半ば以降の5回の利上げ（累計で5.75%→7.5%）を受けて、投資への悪影響が顕在化した。さらに、政府の財政支出抑制により公共投資が減少したほか、国内の加工推進を目的に鉱石の輸出禁止措置を実施したため輸出も減少した。

足もとでは通貨安が一服したほか、消費が底堅いこともあり、14年後半は緩やかに成長パスに回帰すると見込まれる。ただし、政治の行方は気がかりである。14年4月、5年に一度の総選挙が実施され、得票率は伸び悩んだものの最大野党が勝利し、現大統領の所属する最大与党は得票率を落とした。新大統領と目されるジョコ・ウィドド氏の打ち出す経済政策や政権連立の動きが14年後半以降の経済政策運営の鍵を握る。

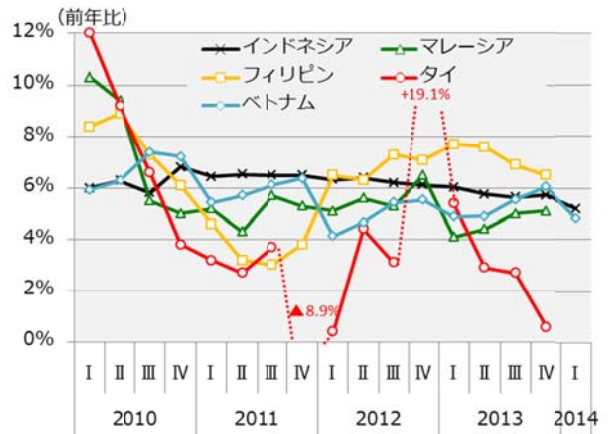
タイ経済は、政治的な混乱の影響で企業マインドが大幅に落ち込み、投資も低調な推移が続いている。13年末以降、反政府デモの活発化により観光業や小売業、製造業など幅広く影響が及んでいる。

14年3月末には上院選挙が実施されたが、2月に実施された下院総選挙は違憲と判断、再実施には数ヶ月の時間を要する見込み。さらに5月、最高裁がインラック首相による数年前の人事を違憲と判断し、同首相に加え9閣僚が失職した。ニワットタムロン副首相が首相代理に任命されたが、政治的な混乱の収束には時間を要するとみられる。4月まで2億パーツ以上の大型民間投資案件への認可などが滞ってきたことに加え、現行の選挙管理内閣では、予備費支出や政府プロジェクトの許可などが行えず、景気への悪影響の長期化が懸念される。こうした状況を踏まえ、タイ財務省は14年の実質GDP成長率見通しを前年比+2.6%前後と同+4%から下方修正した。特に政府支出は13年の前年比+1.3%増から14年は▲3.1%前後と大幅な減少を見込んでいる。

マレーシア、フィリピンでは、資金流出の影響が軽微だったことに加え、電子部品関連の市況回復の影響もあり輸出が堅調に推移し、製造業やサービス業を中心に設備投資が拡大している。マレーシアの13年10-12月期の実質GDPは前年比+5.1%と好調を維持、フィリピンでは台風被害の影響が懸念されたが、13年10-12月の実質GDPは前年比+6.5%となり、13年通年でも+7.2%と高成長を維持した。

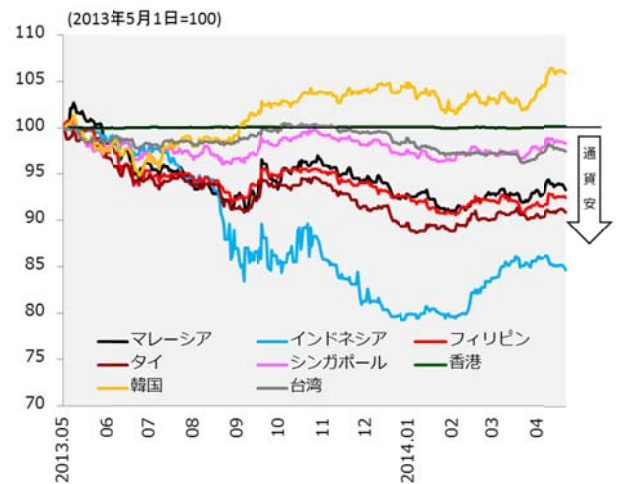
以上を踏まえ、政治的な混乱が長期化しているタイや足もとで輸出が減速しているインドネシアを下方修正する一方、内需や輸出が堅調なマレーシア、フィリピンを上方修正した。ASEAN5の実質GDP成長率は、14年は前年比+4.8%と前回(+5.0%)から下方修正、15年はやや持ち直し同+5.3%（変更なし）と予測する。

図表 ASEANの実質GDP成長率



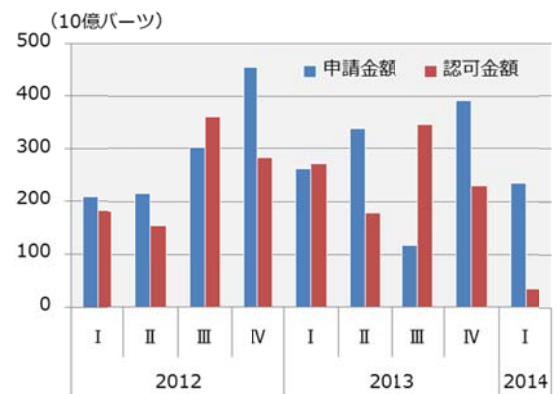
資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 ASEAN・NIEsの為替



資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 タイの民間投資認可 (金額)



資料：CEIC

(4) インド経済

景気低迷が続く中、インフレ・金利動向が鍵を握る

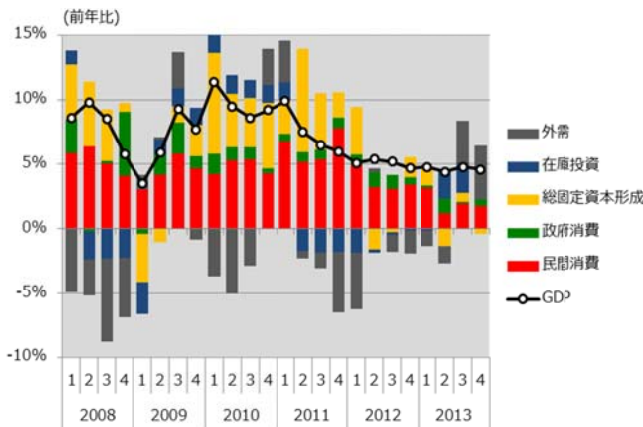
インド経済は、一部に持ち直しの兆しがみられるが、総じて低調な状況が続いている。

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低迷している。とくに乗用車販売は、景況感の悪化や金利高、燃料費の高止まりから13年度(4-3月)は前年度割れに転じ、低調な状況が続いている。政府は、自動車市場の活性化を狙い、14年度暫定予算案において車両にかかる物品税率の引き下げを導入したが、効果の発現までには時間を要するであろう。物価面では、食料品価格は落ち着く傾向にあるが、ルピー安による輸入インフレ圧力は根強い。消費者物価指数(CPI)上昇率は4月に前年比+8.5%と15年1月までの目標の8%に近づいているが、最近では低下の動きが足踏み状態となっている。卸売物価指数(WPI)上昇率も、3月は同+5.7%と、2月(同+4.7%)からやや高まった。

こうした中、14年4月、インド準備銀行は政策金利(レポレート)を8%に据え置いた。今後、インフレ率が目標水準¹⁸に向け低下していく場合は、目先の追加引き締めはないとの認識を明示しており、今後引き締め策が一段落、もしくは緩和スタンスに転換することができれば内需の押し上げ要因となろう。今後のインフレ動向と政策対応が重要な鍵を握る。

外需は、既往のルピー安による輸出の緩やかな増加と輸入の減少により持ち直しの動きが続いてきた。ただし、製造業の投資意欲低下による供給制約もあって、輸出の回復力は限定的だ。とくに2月、3月は前月比▲3%前後の減少と足踏みがみられる。輸入は、昨年以降の輸入規制強化により金輸入も前年比で減少が続いているが、全体の3割超を原油・石油製品が占め、大幅な減少は見込みがたい。このため、貿易収支の大幅な改善は期待できない。

図表 インド実質 GDP 成長率



図表 インドの金利・物価・為替



インフレ克服には時間を要し、成長ペースの回復は緩やか

インド経済は高インフレや既往の金利上昇が重石となり、7%前後とされる潜在成長率を下回る状況が続いている。ただし、今後は物価上昇率の落ち着きや輸出の緩やかな回復が予想されるため、実質GDP成長率は、14年は同+5.0%(変更なし)と緩やかに回復するとの見方を維持し、15年はインフレ緩和により内需がやや持ち直すと見込み、同+6.0%と予測する(変更なし)。

インドが中長期的に成長軌道に回帰するためには、インフレ体質の克服と、製造業の強化や構造改革の推進による経常赤字構造からの脱却が必要である。14年4月に開始し、5月までに順次実施されている総選挙では、10年ぶりの政権交代の可能性が高まっており、最大野党インド人民党を率いるモディ氏による政策に注目が集まっている。しかし、少数与党による連立政権(政治基盤の弱さ)や、地方・州政府の権限の強さなどから、改革の実施には時間を要するとみられる。

¹⁸ インド準備銀行は、CPI上昇率を16年1月までに6%に抑制するという目標を掲げている。

(5) ブラジル経済

回復足踏みから成長鈍化へ

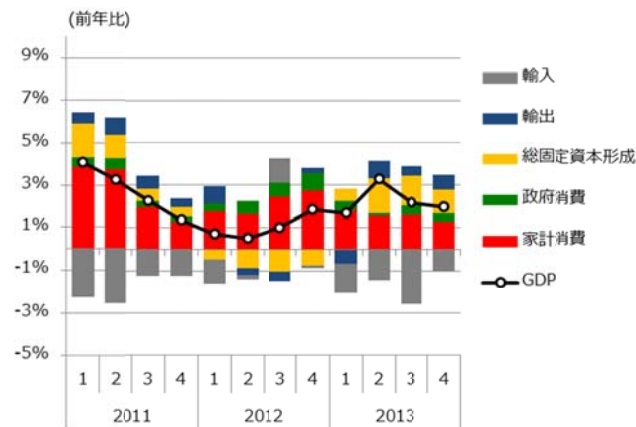
ブラジル経済は、13年中ごろより持ち直しの動きを続けてきたが、インフレ抑制のための金融引き締め政策の影響が内需に波及し、足もとでは足踏み状態となっている。

13年10-12月期の実質GDP成長率は、前年比+2.0%と前期より鈍化、13年の実質GDP成長率は前年比+2.3%となった。個人消費は前年比+2.3%と、物価の高止まりや金利上昇による消費意欲の減退で回復は緩やかなものとなった。ブラジルでは、国内供給力不足がボトルネックとなり慢性的なインフレ圧力が根強く、レアル安も相まって物価が高止まり、消費意欲を押し下げている。

消費者物価は、3月前年比+6.2%と、中央銀行の政策目標（中央値）である同+4.5%を大きく上回っている。ブラジル中央銀行は4月、政策金利の基準金利を11%へ引き上げ、昨年4月以降の利上げ幅は計3.75%に達した。ブラジル中銀は、インフレ抑制への姿勢を明確にする一方、金利上昇による景気腰折れリスクも強く意識しており、声明文では「次回会合までマクロ経済の動向を見極めたうえで、次の政策を決める」といった文言が加わった。今後は利上げペースが鈍化、もしくは小休止の可能性もある。

一方、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を背景として、13年10-12月期の総固定資本形成は前年比+6.3%増と前年（同▲4.0%）から急回復した。しかし、工事の大幅な遅れから、実際のインフラ投資規模は当初想定を下回っていることもあり、経済の押し上げ効果は限定的だ。輸出もレアル安を追い風に回復傾向にあり前年比+2.5%増となったが、一方で輸入が前年比+8.4%と輸出を上回って大幅に増加した。上述の国内供給力不足のため、国内投資や輸出の増加に伴い、資本財や中間財の輸入も大幅に増加する構造に変化はみられない。

図表 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 ブラジルの金利・物価・為替



資料：CEIC

投資・輸出の増勢が見込まれるが回復の余地は限定的

今後は、建設業や運輸業などW杯やオリンピック関連の投資が牽引する生産増加、さらにレアル安を追い風とする輸出の持ち直しが進むとみられる。しかし、金利高止まりの影響から、14年後半までは緩やかな景気減速傾向が続くであろう。また、公共料金値上げや干ばつの影響による食料品価格の上昇などインフレ圧力の払拭は困難なことや、経常赤字と財政赤字の双子の赤字問題も抱えていることから、景気回復の余地は限定されている。

実質GDP成長率の見通しは、14年は同+2.2%（前回+3.0%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+2.5%（前回+2.8%から下方修正）と予測する。ブラジルも14年11月に大統領選挙を控えている。現大統領が再選される可能性が高いとみられているが、これまでの経済政策への不信感も根強い。今後、積極的な経済政策が打ち出されるか否かが注目点となる。

図表 ブラジルの主な産業別GDP



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
国内総生産（=GDP）	472,645	481,720	494,454	505,196	▲0.2%	1.9%	2.6%	2.2%
民間最終消費支出	288,056	295,703	299,903	306,092	0.6%	2.7%	1.4%	2.1%
民間住宅投資	14,049	15,831	15,894	16,426	4.7%	12.7%	0.4%	3.3%
民間設備投資	64,660	66,310	70,131	73,027	0.5%	2.6%	5.8%	4.1%
民間在庫品増加	▲1,927	▲3,623	▲2,525	▲2,339	***	***	***	***
政府最終消費支出	97,140	98,794	100,578	102,553	0.5%	1.7%	1.8%	2.0%
公的固定資本形成	21,028	24,646	25,516	24,567	1.1%	17.2%	3.5%	▲3.7%
公的在庫品増加	▲37	11	50	50	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	▲10,325	▲15,953	▲15,093	▲15,180	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	70,444	79,950	85,711	91,924	▲0.7%	13.5%	7.2%	7.2%
財貨・サービス輸入	80,770	95,902	100,804	107,104	4.5%	18.7%	5.1%	6.2%

（単位：2005暦年連鎖価格10億円、%）

国内総生産（=GDP）	517,525	529,429	534,615	541,680	0.7%	2.3%	1.0%	1.3%
民間最終消費支出	308,449	316,229	314,820	317,530	1.5%	2.5%	▲0.4%	0.9%
民間住宅投資	13,619	14,917	14,713	15,051	5.3%	9.5%	▲1.4%	2.3%
民間設備投資	68,516	69,708	73,258	75,845	0.8%	1.7%	5.1%	3.5%
民間在庫品増加	▲1,892	▲3,502	▲3,002	▲2,829	***	***	***	***
政府最終消費支出	100,594	102,719	103,694	105,186	1.5%	2.1%	0.9%	1.4%
公的固定資本形成	20,315	23,415	23,667	22,376	1.3%	15.3%	1.1%	▲5.5%
公的在庫品増加	▲30	0	40	40	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	8,359	7,063	9,691	10,874	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	81,304	85,154	90,074	93,819	▲1.2%	4.7%	5.8%	4.2%
財貨・サービス輸入	72,945	78,091	80,384	82,945	3.7%	7.1%	2.9%	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
鉱工業生産指数	95.8	98.9	100.5	103.1	▲3.0%	3.2%	1.6%	2.6%
国内企業物価指数	100.5	102.4	106.5	108.8	▲1.0%	1.8%	4.1%	2.2%
消費者物価指数（生鮮除く総合）	99.6	100.4	103.4	105.5	▲0.2%	0.8%	3.0%	2.0%
GDPデフレーター	91.3	91.0	92.5	93.3	▲0.9%	▲0.4%	1.6%	0.8%
完全失業率	4.3%	3.9%	3.6%	3.5%	***	***	***	***
新設住宅着工戸数（万戸）	89.3	98.7	84.4	83.9	6.2%	10.6%	▲14.5%	▲0.6%

（単位：10億円、%）

対外バランス	經常収支（10億円）	4,223	790	1,558	2,852	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲9,434	▲14,442	▲14,416	▲14,010	***	***	***	***
	貿易収支	▲5,247	▲10,864	▲10,199	▲10,086	***	***	***	***
	輸出	62,203	69,804	75,139	80,585	▲1.0%	12.2%	7.6%	7.2%
	輸入	67,450	80,668	85,338	90,671	3.7%	19.6%	5.8%	6.2%
	通関収支戻（10億円）	▲8,158	▲13,751	▲12,970	▲13,046	***	***	***	***
	通関輸出	63,940	70,857	76,045	81,526	▲2.1%	10.8%	7.3%	7.2%
	通関輸入	72,098	84,608	89,015	94,571	3.4%	17.4%	5.2%	6.2%

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%	0.78%	0.98%	***	***	***	***
	M2	822,476	854,337	886,804	919,441	2.5%	3.9%	3.8%	3.7%
	日経平均株価	9,650	14,424	14,912	16,515	5.1%	49.5%	3.4%	10.7%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	92.0	99.0	103.4	107.1	▲5.4%	7.7%	4.4%	3.6%
	円/ドル レート	83.1	100.2	103.8	106.5	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.288	1.341	1.340	1.301	***	***	***	***
	円/ユーロ レート	107.1	134.4	139.1	138.6	***	***	***	***

注：国債10年物利回り、M2、日経平均株価、原油価格、及び為替レートは年度中平均。

資料：各種資料より三菱総合研究所予測。

《本件に関するお問合せ先》

株式会社 三菱総合研究所 〒100-8141 東京都千代田区永田町二丁目10番3号

政策・経済研究センター 武田洋子 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。