

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：新年度の内外経済見通し

執筆者：株式会社三菱総合研究所 政策・経済研究センター主席研究員（チーフエコノミスト）
武田洋子 氏

要旨（以下の要旨は1分30秒でお読みいただけます。）

この春（2013年3月）、新しい日本銀行総裁に元大蔵省財務官の黒田東彦・アジア開発銀行総裁が就任しました。アベノミクスの「第1の矢」金融緩和の方針を受け、2%の物価目標を2年程度で達成するため「量的、質的両面から大胆な金融緩和を進める」と明言しています。日銀は、これまでのインフレファイター志向からデフレファイターにすっかり変身したと言えそうです。

黒田新総裁のお名前「東」は「はる」と読みます。これは「春は東から来る」に基づく読み方だそうですが、果たして日本経済に春は来るのでしょうか。

今回は、三菱総合研究所主席研究員（チーフエコノミスト）でマスコミにもよく登場される武田洋子氏に、新年度（2013年度）を迎えた我が国の景気について海外の情勢分析を踏まえて解説いただきます。

まず海外経済を窺うと、米国は財政再建を巡る政治的な対立が成長の足かせとなりかねませんが、大きな混乱が無いことを前提に13年度の実質GDP成長率は+1.9%と見込まれます。欧州では、景況感の良いドイツ以外では、イタリアの政局不安、キプロスの財政危機、銀行の不良債権比率の上昇が目立つスペインなどで銀行の貸出姿勢厳格化が続き、ユーロ圏の実質GDP成長率は△0.3%と予想されます。

一方、新興国経済は12年以降で底入れの動きがみられます。中国は、今年3月の全国人民代表大会で13年の成長目標を定めましたが、道路や鉄道などのインフラ投資の急回復により実質GDP成長率で13年は+8.1%と見込まれます。また、アジア経済全体では中核のASEAN諸国の内需堅調などから、緩やかな持ち直しを示しそうです。

こうした①海外情勢の改善や、アベノミクスによる「第1の矢」金融緩和への期待から②円安と株高が進んでいます。また「第2の矢」の財政出動で③12年度補正、13年度本予算を合わせた大規模な「15か月予算」（計106兆円）を背景に、日本経済は今春以降回復軌道に向かい、13年度の実質GDP成長率は比較的高めの+2.3%と予想されます。

しかし、海外情勢を巡る不確実性は依然高く、デフレ脱却、成長への回帰を確実なものとするためにも、アベノミクス「第3の矢」である成長戦略の実行が必須とされます。加えて、日本経済の長年の懸案である財政再建や社会保障改革の道筋が示されれば、将来不安の抑制につながり前向きな動きが加速する絶好の機会となろう、と結ばれています。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

テーマ：新年度の内外経済見通し¹

株式会社三菱総合研究所 政策・経済研究センター主席研究員（チーフエコノミスト） 武田洋子

1. 概要

2013年の海外経済は、緩やかな回復基調をたどるであろう。米国経済は、財政運営に不安を抱えつつも緩やかな回復を続けている。欧州では、経済の停滞が続いているが、12年秋以降、信用不安は後退している。中国経済も持ち直しに転じている。

わが国経済も、海外情勢の改善や、円安と株価上昇を背景に、底入れの兆しがみられる。13年春以降、景気は回復軌道に戻るであろう。13年度後半に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、後半には再び回復軌道に戻ると予想する。

12年末の政権交代後、新政権の経済政策に対する期待から、市場環境やマインドは好転したが、期待を実体に変えるには、「第3の矢」である成長戦略の実行が必須だ。さらに財政再建や社会保障改革の道筋が示されれば、人々の将来不安の抑制にもつながり、前向きな動きが加速するであろう。

2. 海外経済の見通し

米国：緩やかな回復を持続、リスクは財政運営

米国経済は、緩やかな回復基調を維持している。家計部門では、07年の住宅バブル崩壊後、バランスシート調整圧力が消費や投資を抑制していたが、約5年が経過し、デレバレッジ（負債削減）は着実に進展してきた。住宅市場では、販売や着工の改善傾向が明確になる中、住宅価格も低水準ながら持ち直しに転じており、家計のバランスシートの資産と負債の両サイドで改善がみられる。

雇用市場での需給ミスマッチによる構造的失業の存在や低い賃金上昇率を踏まえると、力強い所得の回復は期待しがたいが、金融緩和や株価上昇も追い風となり、消費や住宅投資は堅調に推移するだろう。企業部門でも、海外情勢の改善やシェール革命によるエネルギー・コストの低下を受けて、生産や投資活動が持ち直しに転じると予想する。

一方、財政面が成長の足かせとして懸念される。給与税率引き上げは13年の一定の成長抑制要因となる。また、財政再建策を巡る政治の対立が続いており、オバマ大統領は今年（13年）3月1日に一律歳出削減発動に踏み切った。さらに4月15日には連邦政府の14年度予算決議案の提出期限、5月中旬には連邦政府債務残高の法定上限引き上げ問題を迎えるが、いずれも財政再建策が交渉の焦点となる。今後も協議の難航が続けば、市場の動揺や企業・家計のマインド悪化を招くリスクがある。実質GDP成長率は、大きな混乱は生じないことを前提に、13年+1.9%、14年+2.4%と予想する。

¹ 本稿は、株式会社三菱総合研究所が2013年2月15日に公表した「2012～2014年度の内外経済見通し」に基づき作成したものである。

欧州：信用不安は和らいだが、経済の停滞は続く

欧州では、12年秋の欧州中央銀行（ECB＜European Central Bank＞）の国債買い入れ策発表や欧州安定メカニズム（ESM＜European Stability Mechanism＞）発足などを受けて、信用不安は和らいでいる。国債利回りが昨年夏頃に比べて明らかに低下したほか、スペイン、ギリシャの銀行からの預金流出にも歯止めがかかった。

ただし、足もとでは、イタリア政局やキプロス情勢に対する不透明感がくすぶる。とくにイタリアでは、モンティ政権が進めてきた財政再建や構造改革の流れが頓挫する可能性もある。市場は今のところ冷静な反応を示しているが、今後の展開次第では、信用不安が再燃するリスクはあろう。

実体経済面では、引き続き各国間のばらつきが目立つ。ドイツの景況感は、中国経済の底入れなどを受け、軒並み改善している。13年前半には同国経済が緩やかな回復に転じるだろう。一方、南欧諸国では景気後退が長引いている。労働市場改革により競争力が改善し、輸出は増加に転じているが、内需悪化に歯止めはかかっている。とくにスペインでは、銀行の不良債権比率が一段と上昇し、失業率も26%台まで悪化している。ユーロ圏全体でも銀行の貸出姿勢の厳格化は続いている。

したがって、ユーロ圏の実質GDP成長率は、13年も $\Delta 0.3\%$ と2年連続のマイナス成長を予想する。14年は低成長ながらも $+0.8\%$ と緩やかに回復に向かうであろう。

新興国：景気は底入れし、緩やかな回復へ

新興国経済は、12年秋以降、底入れの動きがみられる。

中国経済の12年の実質GDPは前年比 $+7.8\%$ と99年以来の低成長にとどまったが、同年10-12月期は同 $+7.9\%$ と8四半期振りに成長率を高めた。在庫調整の進捗から生産が持ち直しに転じたほか、公共投資の前倒し執行を受け、道路や鉄道などのインフラ投資が急回復している。

しかし、①過剰投資問題、②所得格差、③産業高度化の必要性、④少子高齢化、⑤環境問題など、幾多の中長期的課題を抱えている。安定的な成長を持続するためには、政策の重心を景気刺激策から構造問題対応に移さざるを得ないだろう。政府も今年（13年）3月5日に開幕した全国人民代表大会で、13年の成長目標を12年と同じ $+7.5\%$ に据え置いた。実質GDP成長率は13年に $+8.1\%$ へ一旦上昇するが、14年は $+7.8\%$ へ再び成長率を低めると予想する。

ASEAN（東南アジア諸国連合＜Association of Southeast Asian Nations＞）経済は、内需中心に堅調に推移している。背景には、①所得水準向上による耐久消費財の普及、②域内外での自由貿易協定（FTA）締結による生産拠点としての地位確立、③インフラ投資の拡大などがある。

各国の情勢にばらつきはあるものの、アジア経済全体では、13年に緩やかに持ち直し、14年も全体では堅調な伸びが続くであろう。

ただし、懸念材料も存在する。まずは中国経済の行方である。構造問題への対応が遅れ、景気刺激策が繰り返される場合、不動産バブルや過剰投資問題の悪化を招き、景気が急失速する可能性がある。

第二に、インフレ再燃リスクだ。ASEANでは、賃金上昇を背景にインフレ圧力が高まりつつある。13年1月からインドネシア、タイ、ベトナムで最低賃金が引き上げられたほか、マレーシアは最低賃金制度を導入した。

第三に政治情勢がある。中国では、新政権が本格始動するが、求心力は未知数だ。インドネシアでは、14年に大統領選挙が予定されており、2期務めたユドヨノ大統領は退

くこととなる。またインドでも、14年に総選挙が予定されている。これらの動きについては今後も注視が必要だ。

2012～2014年度の実質GDP成長率予測（単位：％）

暦年・前年比	世界GDPに占める ウェイト※	2011 実績	2012 予測（*）	2013 予測	2014 予測
米国	21.6%	1.8%	2.2%	1.9%	2.4%
ユーロ圏	18.8%	1.6%	-0.5%	-0.3%	0.8%
新興国（下記合計）	22.2%				
中国	10.4%	9.3%	7.8%	8.1%	7.8%
NIES4	3.0%	4.0%	1.6%	3.7%	4.0%
ASEAN5	2.6%	4.5%	5.8%	5.7%	5.6%
インド	2.6%	7.9%	3.7%	5.4%	6.1%
ブラジル	3.6%	2.7%	0.9%	3.2%	3.8%

注1：世界GDPに占めるウェイトはIMFに基づく（2012年10月WEO、2011年米ドルベース換算）

注2：2012年は、米国およびユーロ圏は実績値

注3：NIES4は、韓国、台湾、香港、シンガポール。ASEAN5はインドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム。

資料：実績は各種公表資料、予測は三菱総合研究所

3. 日本経済の見通し

後退局面を抜けた日本経済、マインドも改善へ

日本経済は、外需の悪化を主因に、12年7-9月期のマイナス成長の後、10-12期もほぼゼロ成長となったが、海外情勢の改善を受けて、足もとでは輸出や生産に底入れの兆しがみられる。

また、新政権が「第1の矢」として掲げる大胆な金融緩和への期待から、市場では円安と株価上昇が進行している。「第2の矢」である財政出動に関しては、13年2月末に総額13兆円超の12年度補正予算が成立、13年度本予算案と合わせた「15カ月予算」は106兆円規模にのぼる。また、税制改正大綱でも、企業の設備投資や雇用・賃金増を促す税制措置が盛り込まれるなど、新政権色が強く反映されている。

こうした状況下、需要項目別に今後の注目ポイントを整理すると、次の3点が挙げられる。

第一に、円安の影響と輸出回復のペースだ。海外情勢の改善を主因に、13年1-3月期以降、輸出の回復が予想される。円安による輸出採算の改善から輸出企業の収益も上振れしよう。ただし、為替効果が輸出数量の回復として現れるには、半年程度のラグがありそうだ。また、電気機器業種などでは、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や製品競争力の低下から、以前ほど円安の恩恵を享受し難くなっている。

加えて、円安は、日本経済にとってプラスの影響ばかりではない。素原材料など輸入品価格の上昇をもたらすため、輸入依存度が高い企業の収益にマイナスに寄与するほか、燃料輸入比率が高い現状（10年28.6%→12年34.1%）では、貿易赤字のさらなる拡大につながる。

第二に、設備投資の行方である。生産が12年11月をボトムに2カ月連続で上昇しているほか、企業マインドも改善している。円安や株高が進んだ12年12月以降、景気ウォッチャー調査の先行き判断DI（企業動向関連）が製造業・非製造業ともに大幅に上昇し、輸出関連業種のみならず、幅広い業種で改善がみられる。ただし、「企業行動に関するアンケート調査（平成24年度、内閣府）」によれば、わが国の実質経済成長率の今後5年間の見通し

(全産業)は+1.2%と、前年度調査の+1.5%を下回った²。企業が設備投資に踏み切るには、中長期的な期待収益率の改善が求められよう。「第3の矢」である成長戦略の実行により、企業の中長期的な成長期待も好転すれば、設備投資減税という追い風もあり、設備投資にも前向きな動きが出てくる可能性はある。

第三に、消費の持続性である。厳冬による衣類や光熱費の支出増や、外出関連の支出の好調などから、12年10-12月期の個人消費は前期比+0.4%の伸びを示した。株価上昇などを背景に消費者のマインドも改善しており、短期的には消費の押し上げに寄与するとみられる。ただし、持続的な消費回復には、一時的ではなく将来にわたって所得が回復していくとの期待が高まり、かつ社会保障改革などを通じ将来に対する不安が抑制されることが重要である。

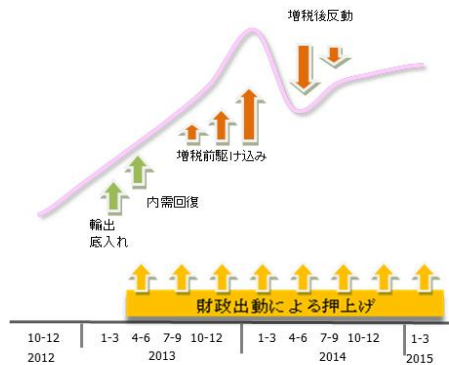
春以降、緩やかな回復軌道へ回帰

先行きを展望すると、①海外情勢の改善、②円安や株価上昇、③大規模な財政出動を背景に、日本経済は回復に向かうであろう。②と③により、13年度の成長率は+0.8%程度押し上げられると予想する。また、13年度後半は、14年4月の消費税増税を控え、住宅投資や家計消費を中心に駆け込み需要が発生するであろう。駆け込み需要による13年度の実質GDP成長率の押し上げは+0.3%p程度と想定する。

14年度は、増税後の反動減などにより、4-6月期はマイナス成長を予想するが、①税制措置が住宅投資の増減をならず方向に働くとみられること、②過去のエコポイントなどにより耐久消費財の買い換えも一部進んでいることなどから、調整局面は短期で終了し、年度後半には本来の成長軌道を取り戻すと予想する³。

以上を踏まえ、実質GDP成長率は、13年度+2.3%、14年度+0.3%と予測する。消費者物価上昇率(生鮮食品を除く総合)は、13年度は+0.1%、14年度は消費税率引き上げを前提に+2.1%と予想する。

日本経済の回復パスのイメージ



資料：三菱総合研究所作成

2012~2014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	
	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	0.3	***	1.0	***	2.3	***	0.3	***
内需	1.3	1.3	2.0	1.9	2.3	2.2	0.1	0.1
民間最終消費支出	1.4	1.1	1.2	0.8	1.5	1.1	▲ 0.2	▲ 0.2
民間住宅投資	1.5	0.9	1.4	0.8	1.2	0.7	▲ 0.4	▲ 0.3
民間住宅投資	3.7	0.1	5.0	0.1	5.5	0.1	▲ 4.4	▲ 0.1
民間企業設備投資	4.1	0.5	▲ 0.9	▲ 0.1	1.5	0.2	2.4	0.3
民間在庫投資	***	▲ 0.5	***	▲ 0.1	***	0.0	***	▲ 0.1
公需	0.9	0.2	4.7	1.1	4.7	1.1	1.0	0.3
政府最終消費支出	1.5	0.3	2.5	0.5	2.7	0.5	1.7	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.2	▲ 0.1	14.7	0.6	13.1	0.6	▲ 1.6	▲ 0.1
外需(純輸出)	***	▲ 1.0	***	▲ 0.8	***	0.1	***	0.2
輸出	▲ 1.6	▲ 0.2	▲ 2.1	▲ 0.3	4.2	0.6	4.4	0.7
輸入	5.3	▲ 0.8	3.8	0.5	4.0	0.6	3.2	0.5
名目GDP	▲ 1.4	***	0.2	***	1.6	***	1.4	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

² 調査対象は、東京、大阪、名古屋の証券取引所第一部および第二部に上場する全企業 2,374 社。うち回答企業は、815 社(製造業 425 社、非製造業 390 社)。調査時期は、2013(平成 25)年 1 月。

³ 14 年度の反動減等による実質 GDP 成長率の押し下げは△0.6%p と想定。

3つの海外リスクと「第3の矢」

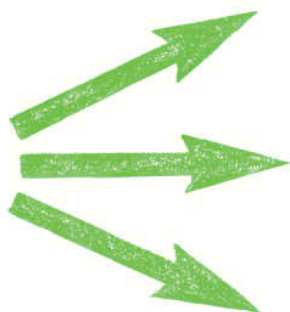
ただし、海外情勢を巡る不確実性は依然として高く、次の3つのリスク次第では、日本経済にも強い下押し圧力がかかる可能性がある。前述したように、第一は中国経済の行方である。短期的には底入れした中国経済だが、国内の構造問題が解決したわけではない。また、日中関係の影響から日本の輸出の回復ペースが想定より鈍い可能性もある。第二に、中長期の財政再建策を巡るアメリカの政治の対立である。仮に政府機能の停止などの事態に陥れば、市場の混乱や企業や家計のマインド悪化を招こう。第三に、欧州の信用不安再燃が挙げられる。今のところ市場の受け止め方は冷静だが、イタリアの政局やキプロス情勢など不安材料は多い。今年（13年）9月のドイツの連邦議会選挙次第では、統合深化に向けた動きが後退する可能性もある。

そうしたリスクの影響を抑え、デフレ脱却、成長への回帰を確実なものにするためにもアベノミクスの「第3の矢」への期待は大きい。「第1の矢」、「第2の矢」により市場環境やマインドは好転したが、経済の持続的成長には、規制改革などの「第3の矢」を大胆かつ着実に進めることが不可欠である。

積年の課題を克服する好機

以上のようにリスクはあるものの、海外情勢の改善に、政策に対する期待の高まりが重なって、市場環境やマインドは好転している。政府が経済連携や大胆な規制緩和などの改革を実行すれば、先行きの成長見通しが上振れする可能性はある。さらに財政再建や社会保障改革の道筋が示されれば、将来不安の抑制にもつながり、前向きな動きは加速するであろう。積年の課題であるデフレ脱却と成長力向上に向けた取り組み、そして社会保障改革を実行する絶好のチャンスである。

以 上





執筆者紹介

武田 洋子(たけだ ようこ) 東京都生まれ

株式会社三菱総合研究所 政策・経済研究センター 主席研究員(チーフエコノミスト)

<学歴・職歴>

米国ジョージタウン大学公共政策大学院修士課程修了

1994年 日本銀行入行

2009年 株式会社三菱総合研究所入所 政策・経済研究センター 主任研究員(シニアエコノミスト)

2012年 同 主席研究員(チーフエコノミスト)。

<外部委員等>

社団法人日本証券アナリスト協会検定会員、金融税制研究会委員(2010年)、金融税制調査会委員(2010年)、参議院予算委員会客員調査員(2011年)、社会保障審議会年金部会委員(2011年～)、国家戦略室フロンティア分科会委員(2012年)等