

## PRESS RELEASE

2015年8月18日  
株式会社三菱総合研究所

## 2015、2016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、2015年4-6月期GDP速報の発表を受け、2015、2016年度の内外景気見通しを発表致しました。

## 日本経済は一旦足踏みも、緩やかな回復を持続

日本の実質成長率予測値:2015年度+1.3%、2016年度+1.5%  
(前回予測値(6月8日):2015年度+1.9%、2016年度+1.5%)

**海外経済**

- 世界経済は、新興国減速や資源国低迷により回復力が鈍い状況が続いているが、先行きは米国経済主導で、緩やかながらも回復に向かうと予想する。
- 米国経済は、ドル高による影響などから輸出や設備投資にやや弱い動きはみられるが、内需の自律的な成長は続いており、先行きも緩やかな景気拡大の持続を予想する。
- ユーロ圏経済は、原油安を背景とする消費の回復を主因に緩やかに持ち直している。先行きも持ち直しが続く予想するが、バランスシート調整圧力などから、回復ペースは他の先進国に比べ鈍いであろう。
- 新興国経済は、14年半ば以降、減速傾向にある。中国では、投資が一段と鈍化し景気減速が鮮明になっている。その他新興国では、ASEANの一部の国で中国経済減速の影響がみられるほか、ロシアやブラジルなど資源国経済も低迷している。先行きは、中国減速とASEANの回復の遅れや、資源国の低迷持続を見込む。一方、インドは金融緩和効果などから、緩やかな回復を見込む。

**日本経済**

- 日本経済は、14年半ば以降、緩やかに持ち直してきたが、15年4-6月期の実質GDPは、輸出の落ち込みと消費の不振を背景に、前期比年率▲1.6%と3四半期ぶりにマイナス成長となった。消費不振の背景には天候不順などの一時的要因に加え、輸出・生産の減少が消費者マインドを慎重化させた可能性がある。
- もっとも、実質雇用者報酬が増加するなど消費の地合いは悪くない。企業収益も高水準を維持している。先行きは、労働需給のひっ迫による雇用・所得環境の改善が、消費の緩やかな持ち直しを支えるほか、高水準の企業収益を背景に設備投資も堅調に推移するであろう。
- こうしたことから、日本経済は16年度にかけて内需中心に回復の動きを続けると予想する。16年度後半には、17年4月の消費税増税を控えた駆け込み需要による加速も見込まれる。

**注意すべき下振れリスク**

- 第1は、海外経済の下振れだ。とくに中国では減速傾向が続くなか、6月中旬以降の株価急落で個人消費や企業マインドへの悪影響が懸念される。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ある。先行きの海外経済は米国頼みが続くが、中国経済が急失速し、その他アジア各国の成長下振れを招けば、世界経済全体の成長率低下につながる。
- 第2は、金融市場の不安定化である。米国が15年内に利上げに踏み切るとみられるなか、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な局面にある。
- 第3は、日本の消費回復が期待はずれにとどまるリスクである。良好な雇用環境や原油安・株高を背景に、昨年末から持ち直してきた消費者マインドが最近再び慎重化している。上記の海外リスクの波及により円高・株安などが進めば、マインドが冷え込む可能性はある。

## 海外経済：米国経済主導で緩やかに回復

世界経済は、新興国減速や資源国低迷により回復力が鈍い状況が続いているが、先行きは米国経済主導で、緩やかながらも回復に向かうと予想する。

米国経済は、ドル高による影響などから輸出や設備投資にやや弱い動きはみられるが、内需の自律的な成長は続いており、先行きも緩やかな景気拡大の持続を予想する。

ユーロ圏経済は、原油安を背景とする消費の回復を主因に緩やかに持ち直している。先行きも持ち直しが続く予想するが、バランスシート調整圧力などから、回復ペースは他の先進国に比べ鈍いであろう。

新興国経済は、14年半ば以降、減速傾向にある。中国では、投資が一段と鈍化し景気減速が鮮明になっている。その他新興国では、ASEANの一部の国で中国経済減速の影響がみられるほか、ロシアやブラジルなど資源国経済も低迷している。先行きは、中国減速とASEANの回復の遅れや、資源国の低迷持続を見込む。一方、インドは金融緩和効果などから、緩やかな回復を見込む。

金融市場（P.3 図表参照）では、6月中旬以降、ギリシャ債務問題や中国株価下落を受けて、やや不安定な状況が続いた。中国株価下落は同国の減速懸念を強め、原油価格など商品市況全般の下落につながっている。米国の年内の利上げが予想されるなか、経済のファンダメンタルズが弱い新興国では通貨の下落が続いており、今後も資金流出圧力が高まる可能性がある。

## 日本経済：16年度にかけて内需中心に回復持続

日本経済は、14年半ば以降、緩やかに持ち直してきたが、15年4-6月期の実質GDPは、季調済前期比▲0.4%（年率▲1.6%）と3四半期ぶりにマイナス成長となった。背景には、第1に、外需が大幅に悪化したことが挙げられる。中国経済や資源国経済の減速などを背景に、輸出が同▲4.4%と大幅なマイナスとなった。第2に、消費が下振れ、同▲0.8%と4四半期ぶりのマイナスとなった。天候不順や軽自動車税引上げなどの一時的要因に加え、輸出・生産の落ち込みが残業時間の減少やマインドの慎重化を通じて消費の頭を抑えた可能性がある。もっとも、実質雇用者報酬が増加するなど消費の地合いは悪くない。企業収益も高水準を維持している。

先行きは、労働需給のひっ迫による雇用・所得環境の改善が、消費の緩やかな持ち直しを支えるほか、高水準の企業収益を背景に設備投資も堅調に推移するであろう。こうしたことから、日本経済は16年度にかけて内需中心に回復の動きを続けると予想する。16年度後半には、17年4月の消費税増税を控えた駆け込み需要による加速も見込まれる。

実質GDP成長率は、15年度+1.3%、16年度+1.5%と予測する。15年度は、4-6月期実績の大幅下振れを受け、0.6%ポイント下方修正する（前回見通し<6月8日>：15年度+1.9%、16年度+1.5%）。

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の前年比は、15年度+0.4%、16年度+1.4%と予測する。エネルギー価格下落の影響から、15年度半ばにかけて前年比横ばい圏内で推移した後、15年度後半から16年度にかけて、①GDPギャップのマイナス幅縮小、②賃金上昇による価格転嫁、③家計や企業のインフレ期待の醸成、などが複合的に押し上げ要因となり、再び上昇幅を拡大していくであろう。ただし、最近の原油を含めた資源価格の下落を踏まえ、その上昇ペースは前回に比べ、緩やかなものにとどまると予想する。物価予測の前提となる原油価格（WTI）は、15年度末に50ドル程度、16年度末に50ドル台後半と想定した。

## 内外経済が抱える 3 つの下振れリスク

内外経済の先行きを展望する上で、注意すべき下振れリスクは次の 3 つである。

第 1 は、海外経済の下振れだ。オランダ経済政策分析局が発表する世界貿易量をみると (P.3 図表 1-2)、15 年入り後は減少傾向が明確になっている。中国経済減速の影響が世界の貿易停滞・生産活動の抑制につながった可能性が高い。

中国では、減速傾向が続くなか、6 月中旬以降の株価急落で個人消費や企業マインドへの悪影響が懸念される。政府は相次ぎ小規模な景気対策を打っているが、政策運営の舵取りを誤れば、中国の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性もある。8 月には中国人民銀行が人民元の基準値の切り下げを行った。既往の人民元高の修正により輸出の下支えを狙ったとみられるが、切り下げが資金流出の加速を招く場合、景気の下押し圧力となりかねない。先行きの海外経済は米国頼みが続くが、中国経済が急失速し、その他アジア各国の成長下振れを招けば、世界経済全体の成長率低下につながる。

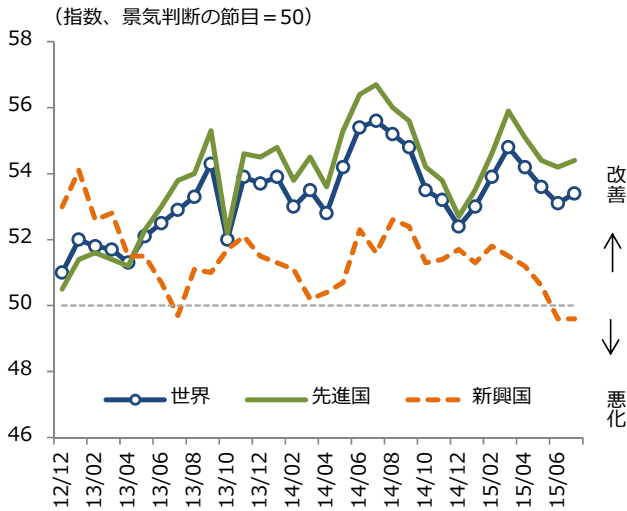
第 2 は、金融市場の不安定化である。米国の利上げが意識されるなか、新興国全体への資金流入ペースは鈍化しつつある。とくに、資源輸出国や経常赤字国 (トルコ、ブラジル、インドネシア等)、政治面で不安材料を抱える国 (マレーシア、タイ等) で通貨安や資金流出が続いている。銀行の新興国向け与信残高の変化をみても、15 年 3 月末は 14 年末対比で中南米向け与信の縮小が加速したほか、アジア向け与信も減少に転じた (詳細は P.11 「トピックス：米国利上げを控えた国際資金フローの動向」を参照)。

97 年のアジア通貨危機前と比較し、各国の外貨準備高は潤沢であり、現時点で対外的な危機に陥る可能性は低い。米国の 11 年ぶりの利上げをきっかけにファンダメンタルズが脆弱な新興国からの資金流出が加速し、世界の金融市場が不安定化する可能性には注意が必要だ。

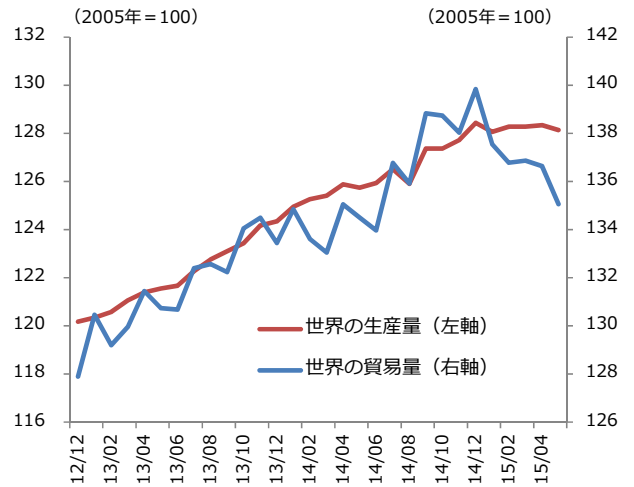
第 3 は、日本の消費回復が期待はずれにとどまるリスクである。良好な雇用環境や原油安・株高を背景に、14 年末から持ち直してきた消費者マインド (消費者態度指数) が最近再び慎重化している。日本の輸出悪化や生産減少に加え、ギリシャのユーロ離脱懸念の高まりや中国株価の急落など金融市場の動揺も、消費者心理に影響した可能性がある。上記の海外リスクの波及により円高・株安などが進めば、マインドが冷え込む可能性はある。

## 世界経済・金融市場の動向

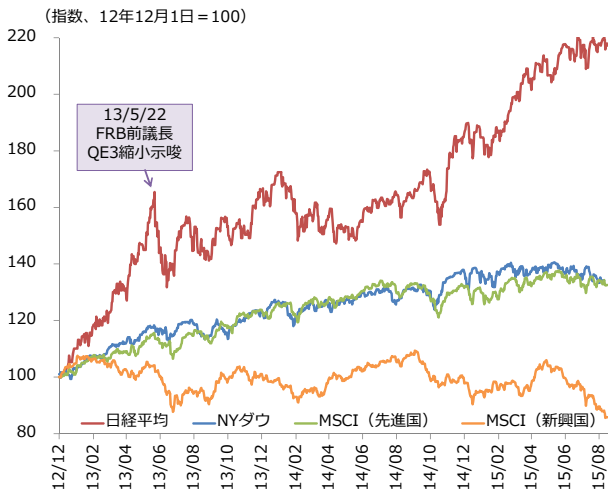
図表 1-1 PMI 総合指数



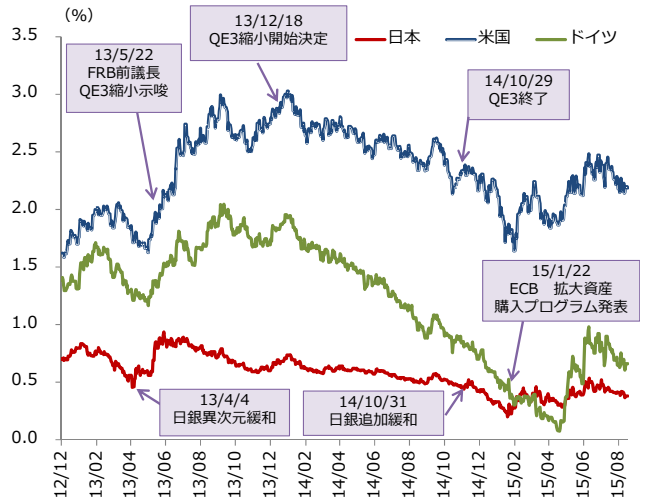
図表 1-2 世界の生産量と貿易量



図表 1-3 株価



図表 1-4 長期金利 (10年物国債)



図表 1-5 為替



図表 1-6 商品市況



注1: PMI 総合指数は、PMI 製造業指数と PMI サービス業指数を合算したもの。

注2: PMI 総合指数と世界の生産量と貿易量は月次、その他は日次。直近値は世界の生産量と貿易量は5月、PMI 総合指数が7月、その他は8月17日。

資料: オランダ経済政策分析局、Bloomberg

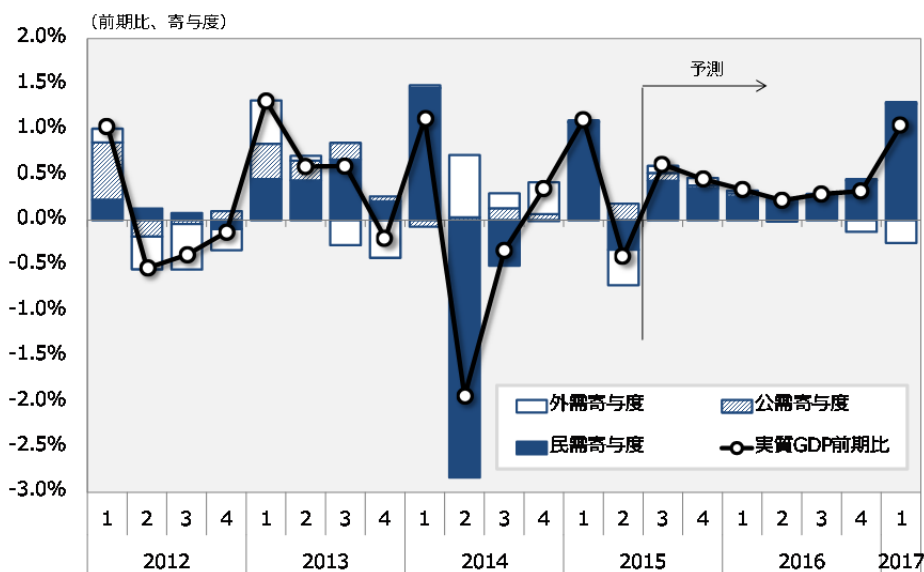
図表 1-7 2015-2016 年度の実質 GDP 成長率予測 (単位:%)

項目	2013年度		2014年度		2015年度		2016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	2.1	***	▲ 0.9	***	1.3	***	1.5	***
内需	2.5	2.6	▲ 1.4	▲ 1.5	1.3	1.3	1.5	1.5
民間	2.3	1.8	▲ 2.1	▲ 1.7	1.3	0.9	1.9	1.4
民間最終消費支出	2.5	1.5	▲ 3.1	▲ 1.9	0.4	0.2	1.8	1.0
民間住宅投資	9.3	0.3	▲ 11.7	▲ 0.4	2.7	0.1	5.0	0.1
民間企業設備投資	4.0	0.5	0.5	0.1	3.8	0.5	3.6	0.5
民間在庫投資	***	▲ 0.5	***	0.5	***	0.1	***	▲ 0.2
公需	3.2	0.8	0.8	0.2	1.2	0.3	0.3	0.1
政府最終消費支出	1.6	0.3	0.4	0.1	1.5	0.3	1.0	0.2
公的固定資本形成	10.3	0.5	2.0	0.1	1.2	0.1	▲ 3.0	▲ 0.1
外需(純輸出)	***	▲ 0.5	***	0.6	***	▲ 0.1	***	▲ 0.0
輸出	4.4	0.7	7.9	1.3	0.2	0.0	3.3	0.6
輸入	6.7	▲ 1.2	3.6	▲ 0.7	0.7	0.1	3.8	0.6
名目GDP	1.8	***	1.6	***	2.6	***	2.1	***

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						
	2014		2015				2016				2017		
	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GDP 前期比	1.1%	-1.9%	-0.3%	0.3%	1.1%	-0.4%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	1.0%
前期比年率	4.5%	-7.5%	-1.3%	1.4%	4.5%	-1.6%	2.5%	1.8%	1.4%	0.9%	1.2%	1.3%	4.3%



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

#### 3 四半期ぶりのマイナス成長

15年4-6月期の実質GDPは、季調済前期比▲0.4%（年率▲1.6%）と、3四半期ぶりのマイナス成長となった。

マイナス成長となった背景には、第1に、外需が大幅に悪化したことが挙げられる。中国経済や資源国経済の減速などを背景に、輸出が同▲4.4%と大幅なマイナスとなった。第2に、消費が下振れ、同▲0.8%と4四半期ぶりのマイナスとなった。天候不順や軽自動車税引上げなどの一時的要因に加え、上述の輸出の減速やそれに伴う生産の減少が労働時間の減少やマインドの慎重化を通じて消費の頭を抑えた可能性がある。

### (2) 外需の動向

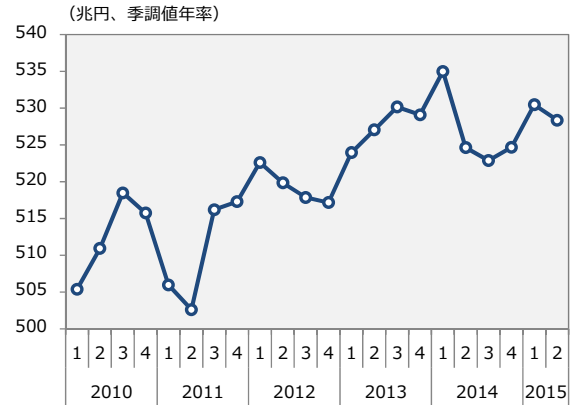
#### 輸出はアジア向けを中心に弱い動き

輸出は15年入り後に減少に転じており、弱い動きが続いている（図表2-2）。中国向けの輸出数量は前年を▲3%程度下回って推移しており、改善の兆しはみられない。中国の建設投資低迷や過剰投資問題への対応などの影響もあり、自動車や一般機械などの輸出が減少している（図表2-3）。ASEAN経済も、中国向け輸出の減少や通貨安によるインフレ圧力の強まりなどから景気が減速しており、日本からの輸出が減少。米国向けは自動車を中心に堅調に推移してきたものの、4月以降は減少している。

輸出に計上される訪日外国人の消費支出（非居住者家計の国内での直接購入）は、4-6月期が季調済前期比+6.1%となった。1-3月期伸び（同+16.3%）からは鈍化したものの、増加を続けている。4-6月期のGDP成長率への寄与は+0.03%程度である。

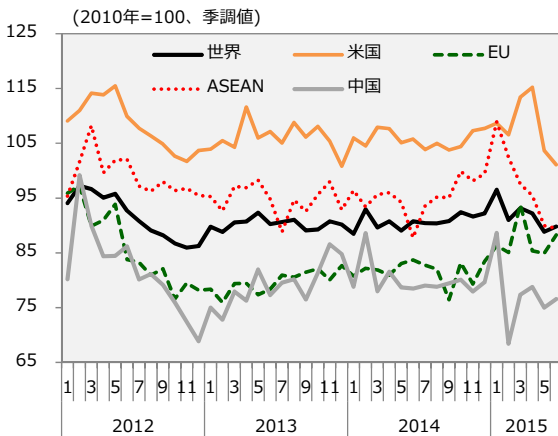
輸出の先行きは、欧米向けを中心に7-9月期以降に緩やかな持ち直しを見込むが、中国経済や資源国経済の減速などを背景に、力強さに欠ける展開となろう。円安定着により、一部では製品・部品の調達先を国内に切り替える動きもみられるが、①海外市場の成長余力、②アジア新興国の技術力の向上、③労働需給のひっ迫による国内での人材確保の難しさ、を踏まえると、現状の円安水準が定着したとしても、輸出拠点としての日本への回帰が大幅に進むとは考えにくい。16年度は海外経済の持ち直しにより、輸出の回復を予想するが、その伸びは極めて緩やかにとどまる可能性が高い。

図表 2-1 実質 GDP



資料：内閣府「国民経済計算」

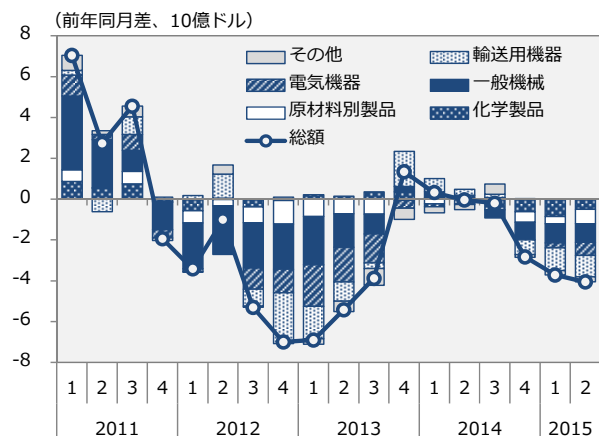
図表 2-2 輸出数量指数



注：ASEANと中国は三菱総合研究所にて季節調整。

資料：内閣府「輸出入数量指数」

図表 2-3 中国向け輸出



注：ドル建て。

資料：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

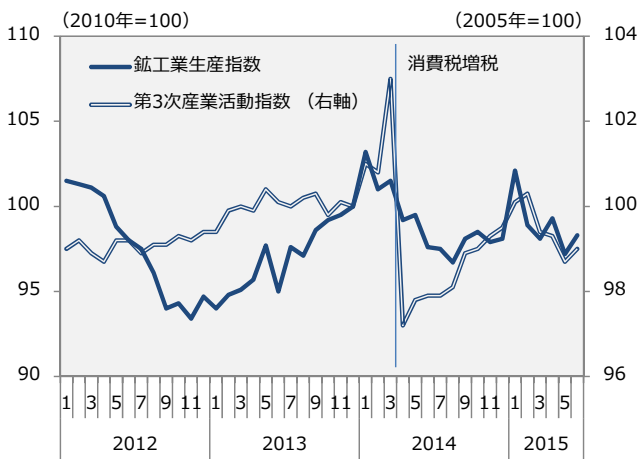
### (3) 企業活動・設備投資の動向

#### 生産は在庫調整圧力の高まりから抑制されるが、先行きは内需中心に緩やかに回復へ

輸出の減少などを背景に、企業活動も弱まっている（図表 2-4）。15 年 4-6 月の鉱工業生産は、季調済前期比▲1.4%と 3 四半期ぶりにマイナスに転じた。耐久消費財の在庫調整は徐々に進みつつあるものの、外需の落ち込みを受けて生産用機械など投資財の在庫水準が上昇しており、全体として在庫調整圧力は高まっている（図表 2-5）。また、サービス業の活動状況を示す第 3 次産業活動指数も 15 年入り後は低下傾向にある。情報通信や不動産、金融は堅調に推移しているものの、製造業の生産調整を映じた卸売業の低下がサービス業全体の足を引っ張った。

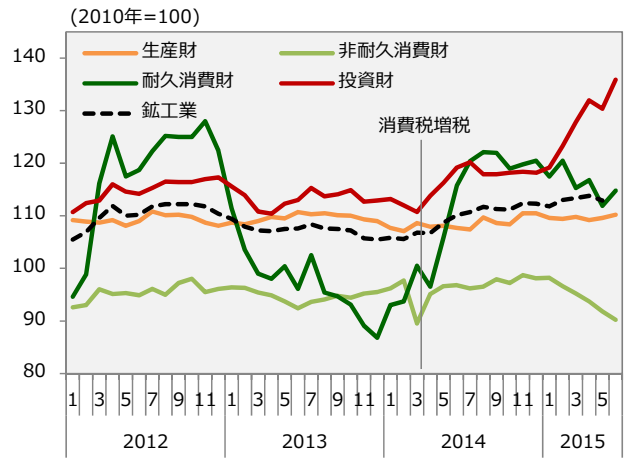
生産の先行きは、設備投資をはじめとする内需の持ち直しを背景に 7-9 月期には再び前期比プラスに転じ、16 年度にかけて緩やかな回復持続を見込む。①耐久消費財の在庫調整圧力の低下や、②企業の設備投資意欲の強さ、③所得・雇用環境の改善持続が背景にある。一方、生産全体の約 2 割が輸出向けであるため、今後、中国経済の構造調整圧力や、米国の利上げによる新興国市場からの資金流出圧力が強まる場合、生産が弱含む点が懸念される。

図表 2-4 鉱工業生産、第 3 次産業活動指数



資料：経済産業省「鉱工業指数」「第 3 次産業活動指数」

図表 2-5 財分類別の在庫指数



資料：経済産業省「鉱工業指数」

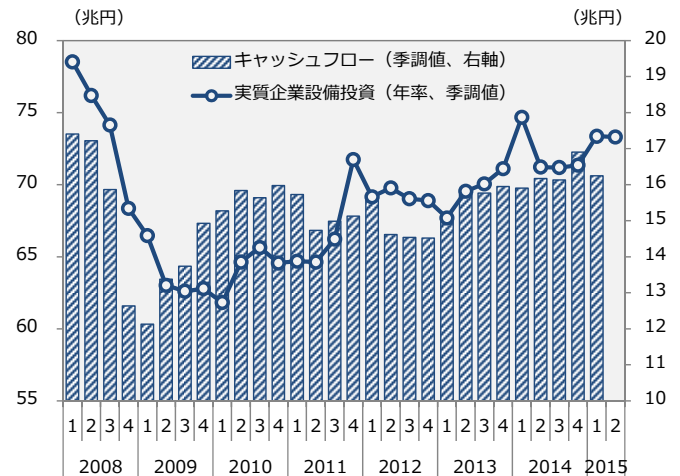
#### 設備投資に回復の動き

企業の設備投資は、消費税増税後の景気下振れや人手不足などを背景に、収益環境の回復状況に比べて弱い動きが続いてきたが、15 年入り後にはようやく改善の動きがみられた（図表 2-6）。

設備投資の内訳をみると、業種別に濃淡がある。非製造業では、建設業が減少する一方、インバウンド需要や物流構造の変化の影響を受けやすい不動産やサービス、卸小売などで能力増強を目的とする投資が増加。製造業でも円安等による収益環境の改善を追い風に、維持・補修や省力化、新製品開発などを目的に設備投資を増やす動きがみられる（図表 2-7、2-8）。

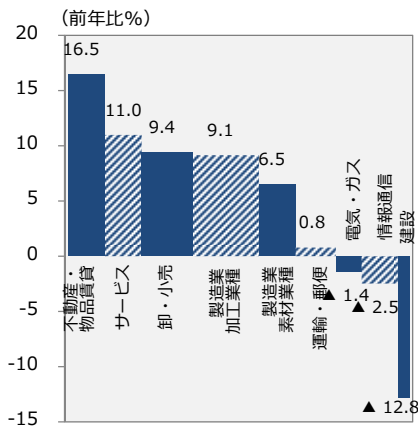
企業の資金調達面でも設備投資需要の高まりは確認できる。設備投資向け貸出残高が伸びており、特に中小企業向け貸出は、前年比+3%台半ばとリーマンショック前に並ぶ水準となった（図表 2-9）。省エネ補助金やものづくり補助金など設備投資に対する補助金政策が後押しした可能性がある。

図表 2-6 キャッシュフローと設備投資



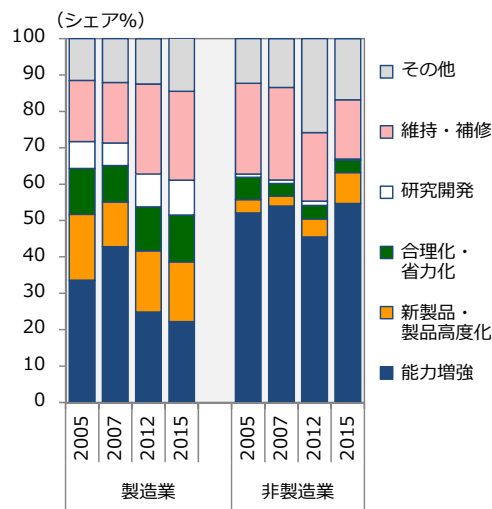
注：キャッシュフロー＝経常利益×0.5+減価償却費  
資料：財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 業種別の設備投資



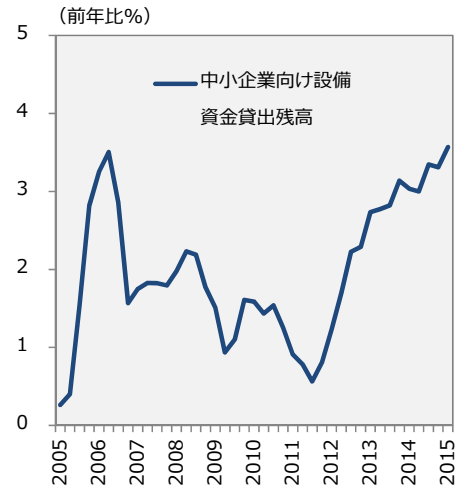
注：14年度下半期の前年比。横幅は当該業種の設備投資規模を示す  
資料：財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-8 設備投資動機



資料：日本政策投資銀行「設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-9 中小企業向け貸出残高



資料：日本銀行「貸出先別貸出金」

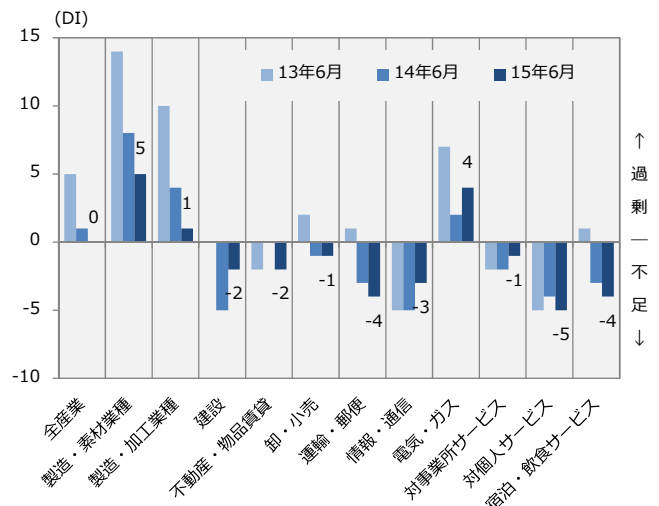
内需の回復が設備投資を後押し

先行きの設備投資は、15年度は、14年度計画分の後ずれもあり高めの伸びが予想されるほか、16年度もやや伸びは鈍化するものの、引き続き回復の動きを続けると予想する。

第1に、非製造業を中心に設備不足感が依然として強い(図表 2-10)。所得・雇用環境の改善や訪日外国人数の増加が引き続き見込まれることなどから、サービス業や小売業などで投資ニーズが高まっている。第2に、円安や原油安により企業収益が回復しており、製造業を中心に老朽化した設備の維持更新投資など、過去に先送りしてきた投資の実行に踏み切る可能性が高い。

このように設備投資には追い風が吹いているが、海外経済の変調による外需の悪化が、投資回復モードに水を差す可能性は否定できず、その影響を注視しておく必要がある。

図表 2-10 生産・営業用設備判断 DI



資料：日本銀行「日銀短観」より三菱総合研究所作成

(4) 消費の動向

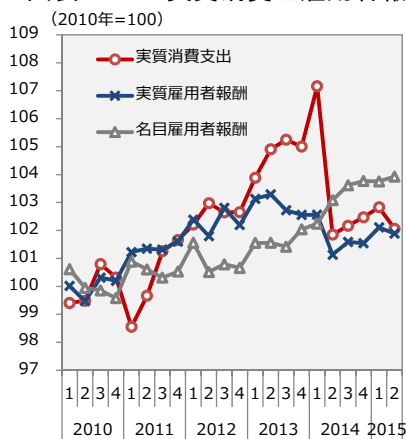
天候不順など一時的な要因もあり、消費持ち直しの動きが一旦足踏み

消費は増税後の落ち込みから緩やかに持ち直しているものの、15年4-6月は前期比▲0.8%と4四半期ぶりに減少に転じた(図表 2-11)。15年6月の天候不順により衣料品などの半耐久財消費が同▲3.9%と落ち込んだほか、耐久財消費の不振(同▲2.2%)が全体の足を引っ張った(図表 2-12)。耐久財では軽自動車税の引上げ(15年4月)に伴い軽自動車の販売が落ち込んだほか、デジタル家電などの不振も続いている。消費者マインドの改善ペースも15年4月以降は足踏み状態にあり、7月には再び慎重化している(図表 2-13)。天候不順や軽自動車税引上げなどの一時的要因に加え、輸出・生産の落ち込みが残業時間の減少やマインドの慎重化を通じて消費回復の頭を抑えた可能性がある。

しかしながら、後述するように雇用・所得環境は引き続き改善を続けているなど、消費の地合いは悪くないとみる。輸出の弱さは引き続き懸念すべき材料ではあるものの、4-6月の消費減少は一時的なものとする。

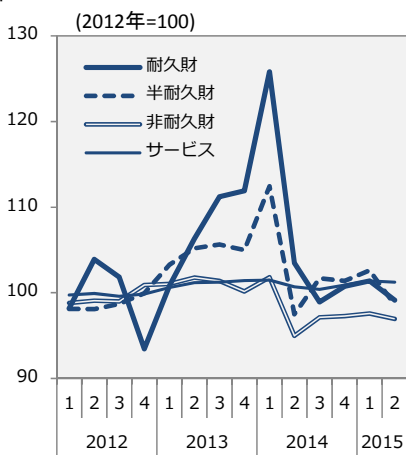


図表 2-11 実質消費と雇用者報酬



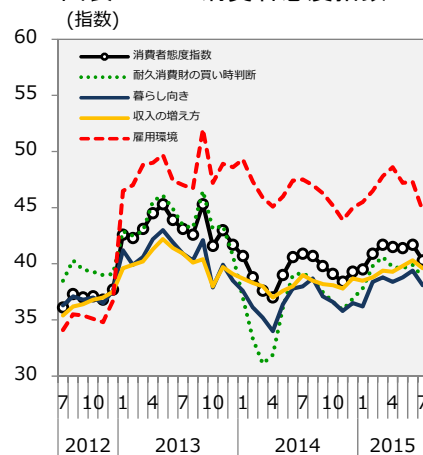
資料：内閣府「国民経済計算」

図表 2-12 形態別消費



資料：内閣府「国民経済計算」

図表 2-13 消費者態度指数



資料：内閣府「消費動向調査」

### 今後の消費は緩やかに回復

15年4-6月期の消費は減少したが、7-9月期は前期比プラスに転じると予測する。16年度にかけて緩やかな回復基調をたどるとの見方に変更はない。労働需給のひっ迫や企業収益の回復により雇用・所得環境が改善しており、実質雇用者報酬の緩やかな増加が見込まれることが背景にある。ギリシャのユーロ離脱懸念や中国株価の急落により、日本の株価の振れ幅も大きくなっており、海外発のショックが消費者マインドを悪化させるリスクには注意が必要だが、標準シナリオとしては、内需の好循環持続を背景に先行きの消費マインドは再び持ち直し、消費は緩やかに回復すると見込む。

実質民間最終消費支出は、15年度前年比+0.4%、16年度同+1.8%と予測する。なお、16年度の後半には17年4月の消費税引上げ(8→10%)前の駆け込み需要を織り込んでおり、16年度の+1.8%のうち+0.5%程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込んでいる。

### (5) 雇用・所得の動向

#### 実質雇用者報酬は増加基調で推移

15年4-6月期の実質雇用者報酬は前年比で増加に転じた(図表2-14)。雇用者数の上昇ペースは13~14年と比べて落ち着いてきているものの、名目賃金が上昇しているほか、原油安を受けて消費者物価が前年比横ばい圏内まで低下しており、実質雇用者報酬の押し上げ要因となった。

名目賃金は、生産の弱含み(後述)を受けて残業代(所定外給与)が弱い動きとなっているものの、企業収益の改善や労働需給のひっ迫によるベースアップなど賃上げの動きを受け、所定内給与が前年を上回って推移している(図表2-15)。日本労働組合総連合会の報告によると、15年春闘の賃上げ率は2.2%と、17年ぶりの伸びとなった。夏季賞与も各種調査によれば、大幅に増加した14年から更に増加しているとみられる<sup>1</sup>。

先行きは、物価の緩やかな上昇や後述する労働需給のミスマッチによる雇用者数の伸び鈍化により、実質雇用者報酬の回復ペースはやや落ち着く可能性が高いが、16年度にかけて回復持続を見込む。

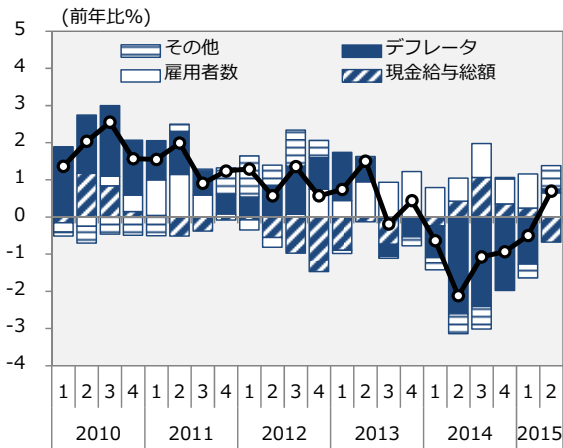
#### ミスマッチの解消が課題

12年後半以降、雇用者数は堅調に増加してきたが、15年4月以降は増加幅が縮小している(図表2-16)。労働需給は引き続きひっ迫しているものの、専門技術や経験を持つ者が既に職に就いたことで、雇用者数が増加する動きは一巡し、企業側が求人を出しても就職に結びつかないケースが増えている。

実際に、職業間の求人と求職のばらつきを示すミスマッチ指標の推移を確認すると、このところ緩やかに上昇しており、就業希望者と企業のニーズとの間のミスマッチが徐々に拡大している(図表2-17)。今後も雇用者数が増え、雇用者報酬が増加していくためには、女性や高齢者などの労働参加率の引上げに加え、求人と求職のミスマッチの解消により、更に多くの者が就労機会を得ることが必要である。

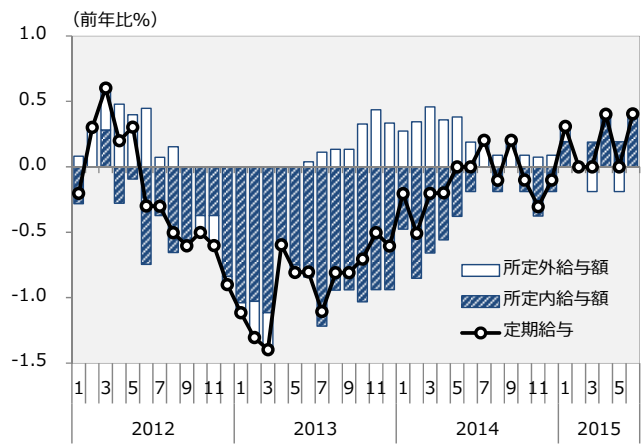
<sup>1</sup> 日本経済新聞が行った調査(7月13日公表)では対前年比2.11%増(14年は同9.06%増)、日本経済団体連合会が行った調査(最終集計、7月30日公表)では2.81%増(14年は同7.19%増)。

図表 2-14 実質雇用者報酬



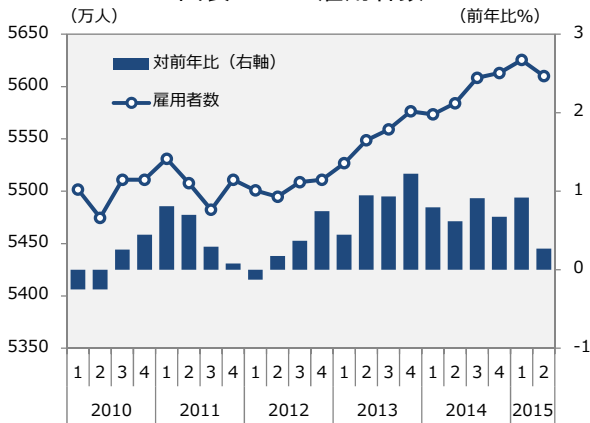
資料：各種統計より三菱総合研究所作成

図表 2-15 一人当たり定期給与



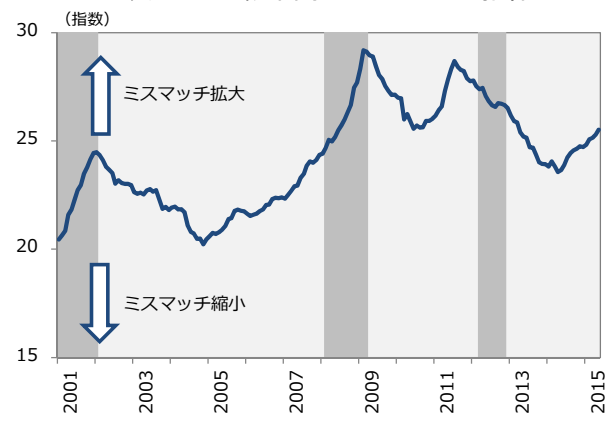
資料：厚生労働省「毎月勤労統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 雇用者数



資料：総務省「労働力調査」

図表 2-17 職業間のミスマッチ指標



注：各職業における有効求人数と有効求職者数の割合の差を合計して算出。最小値は0、最大値は100。シャドーは景気後退期を表す。  
資料：厚生労働省「職業安定統計」より三菱総合研究所作成

## (6) 物価の動向

### 消費者物価指数は対前年比横ばい圏内で推移

消費者物価指数（CPI）をみると、15年4-6月のコアCPI（生鮮食品除く総合）は前年比+0.1%と、前年比横ばい圏内で推移しており、原油安の波及によるエネルギー価格の下落が物価を押し下げている（図表 2-18）。一方、コアコアCPI（食料およびエネルギー除く総合）は同+0.3%とプラス圏で推移している。

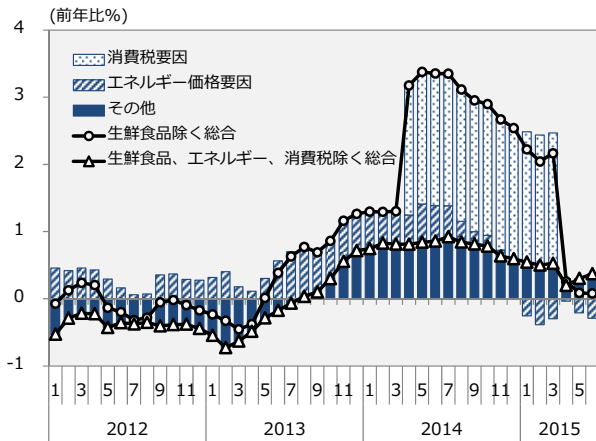
物価の伸び低下にも関わらず、家計の物価見通しは高止まって推移している（図表 2-19）。円安による輸入コスト上昇分が食料品などに価格転嫁されているほか、人件費上昇によりサービス価格も上昇。家計の体感する物価が上昇している可能性がある。

### 物価の先行きは15年度半ばから16年度にかけて再び上昇幅拡大

物価の先行きは、エネルギー価格下落の影響から、15年度半ばにかけて前年比横ばい圏内で推移した後、15年度後半から16年度にかけて、①GDPギャップのマイナス幅縮小、②賃金上昇による価格転嫁、③家計や企業のインフレ期待の醸成、などが複合的に押し上げ要因となり、再び上昇幅を拡大していくであろう。

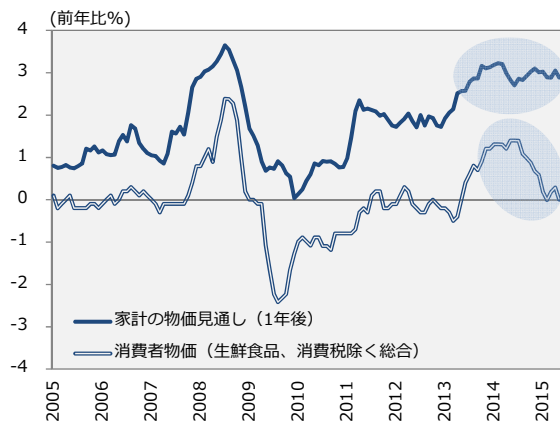
消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の前年比は、15年度+0.4%、16年度+1.4%と予測する。最近の原油を含めた資源価格の下落を踏まえ、その上昇ペースは前回（15年度+0.6%、16年度+1.6%）に比べ、緩やかなものにとどまると予想する。物価予測の前提となる原油価格（WTI）は、15年度末に50ドル程度、16年度末に50ドル台後半と想定した。

図表 2-18 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 2-19 消費者物価と物価見通し



資料：総務省「消費者物価指数」等より三菱総合研究所作成

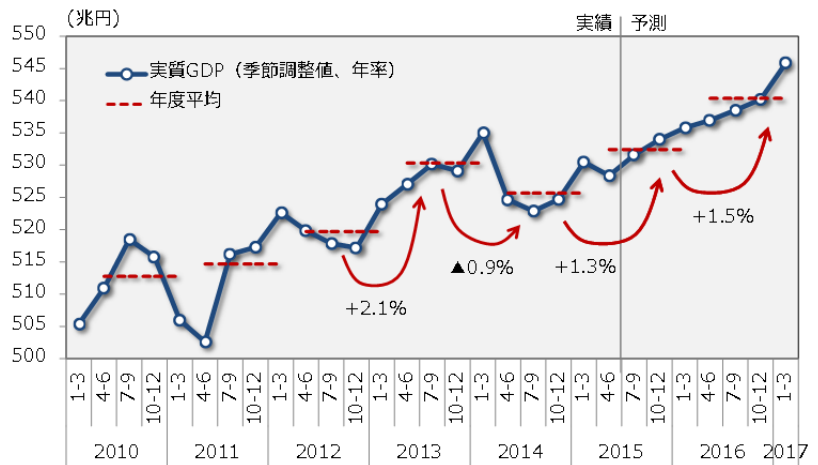
(7) まとめ

内需の前向きな循環により、7-9 月期にはプラス成長へ

日本経済の先行きを展望すると、雇用・所得環境の改善や企業収益回復に伴う設備投資の増加などにより、7-9 月期には再びプラス成長へ戻ると予想する。16 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。外需は、欧米向けの輸出を中心に緩やかな持ち直しを見込むが、中国経済や資源国経済の減速などを背景に、極めて緩やかな回復にとどまると予想する。

実質 GDP 成長率は、15 年度は前年比+1.3%、16 年度同+1.5%と予測する(図表 2-20)。15 年 4-6 月期の成長率が予測を大幅に下回ったことから、15 年度の見通しを前回(6 月 8 日)の同+1.9%から大幅に下方修正し、16 年度は変更なしとする。16 年度末にかけては、17 年 4 月の消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するとみられ、消費や住宅投資を中心に高い伸びを予想する。16 年度の+1.5%成長のうち、+0.4%p 程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込む。

図表 2-20 実質 GDP の実績と見通し



資料：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所作成

(8) 先行きのリスク

3 つの下振れリスク

日本経済の先行きを展望する上で注意すべき下振れリスクは次の 3 つである。

第 1 は、海外経済の下振れだ。とくに中国では減速傾向が続くなか、6 月中旬以降の株価急落で個人消費や企業マインドへの悪影響が懸念される。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ある。先行きの海外経済は米国頼みが続くが、中国経済が急失速し、その他アジア各国の成長下振れを招けば、世界経済全体の成長率低下につながる。

第 2 は、金融市場の不安定化である。米国が 15 年内に利上げに踏み切るとみられるなか、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な局面にある。

第 3 は、日本の消費回復が期待はずれにとどまるリスクである。良好な雇用環境や原油安・株高を背景に、昨年末から持ち直してきた消費者マインドが最近再び慎重化している。上記の海外リスクの波及により円高・株安などが進めば、マインドが冷え込む可能性はある。

米国利上げを控え、高まる新興国からの資金流出圧力

米国利上げを控え、国際的な資金フローに注目が集まっている。新興国向け資金フロー（債券、株式）をみると（図表 2-21）、流入ペースの減速傾向が強まっている。マクロ経済面で脆弱性を抱える国を中心に通貨安圧力や資金流出圧力に晒されている。

通貨安に加え、資金流出から外貨準備が減少する国も

ロシア、ブラジル、マレーシア、インドネシアなどの資源輸出国では、14 年以降、資源安を受けて通貨安傾向が続いている（図表 2-22）。これに加え、資金流出傾向の強まりから、外貨準備高が減少に転じる国も多い。外貨準備高の水準（対 GDP 比）でみれば、97 年のアジア通貨危機前と比較し各国の外貨準備高は潤沢で、即座に対外的な危機に陥る可能性は低い。ただし、インドネシアやブラジルでは経常収支（対 GDP 比）の赤字幅が拡大しており、個別国の抱える経済の脆弱性に投資家は敏感になっている（経常収支と為替の動きは P.19 図表 5-15 参照）。

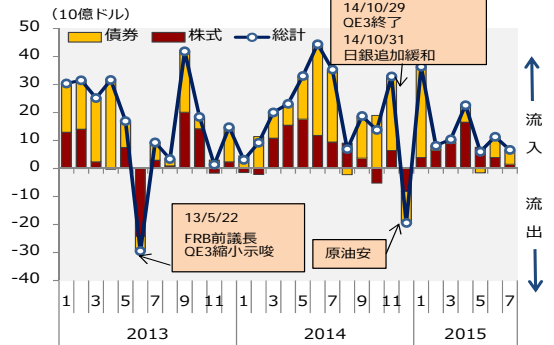
新興国の証券投資フローをみると（図表 2-23）、15 年 1-3 月期には中国の証券投資フローが流出超に転じたほか、ブラジルでは資金流出傾向が強まっている。また、政治面での不安材料を抱えるマレーシア、タイでは資金流出超が続いている。

新興国向けの与信残高は既に減少

世界の与信動向をみると、新興国向けの銀行与信残高（図表 2-24）は既に減少に転じている。景気低迷が続く南米では 14 年以降、与信残高の減少の動きがみられたが、アジア向けは成長期待もあり与信拡大が続いてきた。しかし、15 年 1-3 月期には、中南米向けの与信縮小に加え、アジア向け残高も減少に転じた。

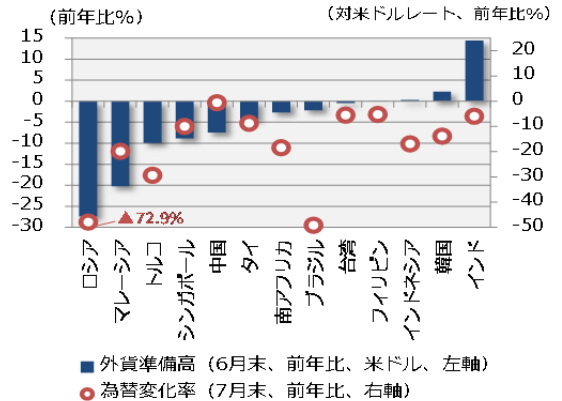
今後、新興国市場からの資金流出圧力が想定外に高まる場合には、①金融市場経由での影響波及に加え、②貿易経由での影響も懸念される。例えば、資金流出により各国の内需が鈍化すれば、わが国の輸出を一段と押し下げる可能性もあり、各国の動向から目が離せない。

図表 2-21 新興国向け資金フロー



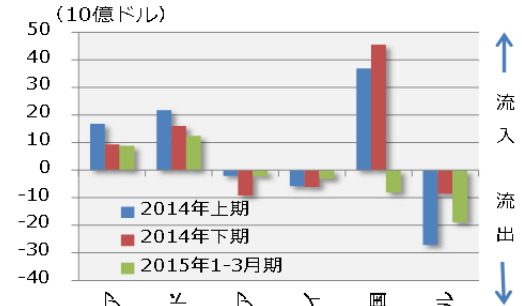
資料：IIF（国際銀行協会）より三菱総合研究所作成

図表 2-22 為替変化率と外貨準備高



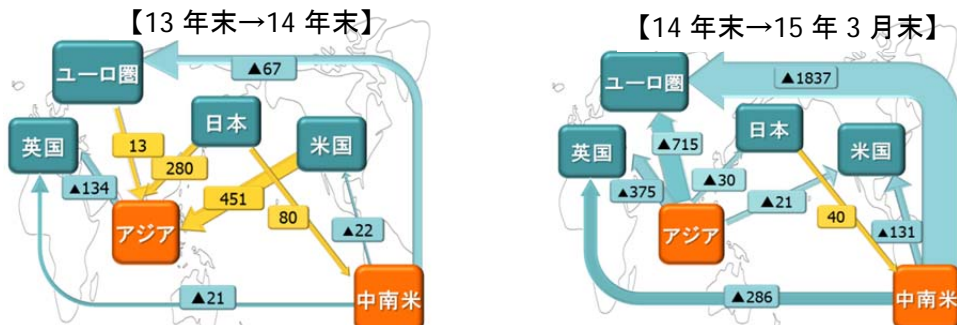
資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 2-23 新興国の証券投資フロー



注：ネットの金額（米ドル換算）。  
資料：CEIC、各国統計より三菱総合研究所作成

図表 2-24 銀行与信残高の変化



注 1：億ドル（右図は、年率換算で金額調整）、与信残高には預金、貸出、証券投資などの金融資産を含む。  
注 2：ユーロ圏はオーストリア、ベルギー、フランス、ドイツ、ギリシャ、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン。  
資料：BIS「Consolidated Banking Statistics」より三菱総合研究所作成



### 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。15年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+2.3%と寒波や西海岸港湾でのストライキの影響を受けた前期(同+0.6%)から大幅に伸びを高めた。輸出が増加に転じたほか、個人消費が全体を押し上げた。

#### 消費は所得回復を主因に増加基調

消費は、①雇用・所得環境の回復、②消費者マインドの改善、③原油安による購買力の上昇、④住宅価格の上昇による資産効果に支えられ、増加基調を維持している。とくにガソリン安もあって、自動車販売が好調である(図表3-2)。

消費堅調の主因は、良好な雇用・所得環境である。非農業部門の雇用者数は月平均20万人前後のペースで増加。求人数も統計開始以来(2000年12月)の過去最多を更新しており、企業の採用意欲は強い。失業率は5.3%とFOMCが想定する長期均衡失業率(5.0~5.2%)付近まで改善した(図表3-3)。今後も雇用・所得環境の改善が消費をけん引すると予想する。ただし、雇用市場の構造問題は残存する。①非自発的パート比率は依然高いほか、②賃金上昇率も鈍い。③失業率低下も勤労世代(25~54歳)の労働参加率の低下による影響が大きい。就労できずに意欲を失った者の労働市場からの退出が続いている。

先行きは、雇用・所得環境の改善持続を背景に、消費の拡大を見込む。ただし、金融政策の正常化の過程で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。また、株価が下落すれば、逆資産効果や消費者マインドの悪化を通じて、消費の伸びが低下しかねない。過去のデータから試算すると、株価が10%下落すると消費が約0.3%押し下げられる。

図表 3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2013	2014	2015	2016
実質GDP	1.5	2.4	2.3	2.7
個人消費	1.7	2.7	3.1	3.1
設備投資	3.0	6.2	2.3	4.5
住宅投資	9.5	1.8	7.8	4.9
在庫投資寄与度	0.0	0.0	0.1	▲0.2
政府支出	▲2.9	▲0.6	0.2	0.0
純輸出寄与度	0.2	▲0.2	▲0.7	▲0.2
輸出等	2.8	3.4	1.6	2.7
輸入等<控除>	1.1	3.8	5.6	3.2
FFレート誘導水準(年末)	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	1.25-1.50
失業率(除く軍人)	7.4	6.2	5.4	5.1

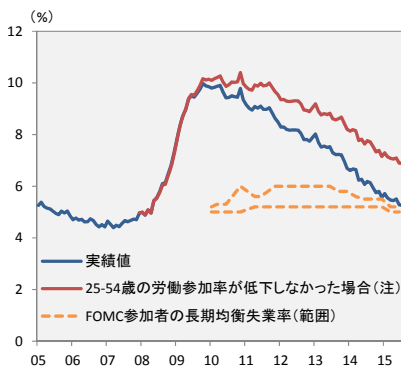
資料：米国商務省、米国労働省、FRB  
予測は三菱総合研究所

図表 3-2 新車販売台数



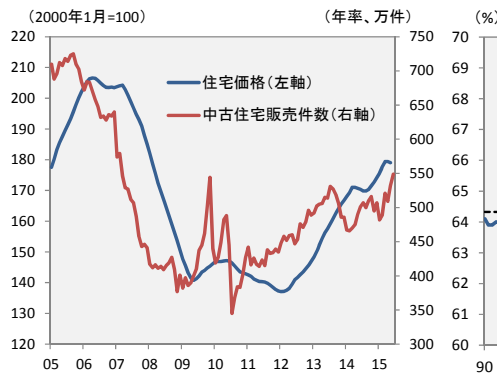
資料：米国商務省

図表 3-3 失業率



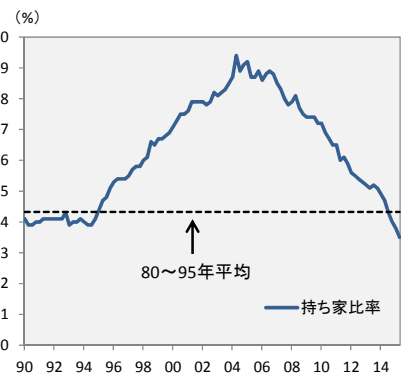
注：08年以降に非労働力化した者が労働市場に留まって失業していると仮定して算出。  
資料：米国労働省、FRB

図表 3-4 住宅価格と販売件数



資料：S&P ケース・シラー  
全米不動産業者協会 (NAR)

図表 3-5 持ち家比率



資料：米国商務省

#### 住宅市場は緩やかに回復

住宅市場は、緩やかなペースで回復している。住宅価格は上昇傾向にあるほか、住宅販売件数も増加し、6月には07年2月以来の水準まで回復した(図表3-4)。住宅着工件数や住宅建設業者の景況感(NAHB住宅市場指数)も改善傾向にある。①雇用・所得環境の改善、②低いモーゲージ金利、③15年以降のモーゲージローン貸出基準の緩和に加え、④短期的には、利上げ開始前の駆け込み需要も住宅市場の下支え要因となっている可能性がある。一方、住宅需要の抑制要因もみられる。第1に、在庫率の低下(過剰供給の解消)により住宅価格が所得を上回るペースで上昇してきたため、家計の住宅購買力が後退している。第2に、学生ローン負担が年々増しており、若年層の住宅需要が抑制されている可能性がある。



第3に、賃貸住宅への志向の変化などにより持ち家比率が低下している（図表3-5）。こうした住宅需要の抑制要因により、今後の住宅市場の回復は緩やかなペースにとどまると予想する。

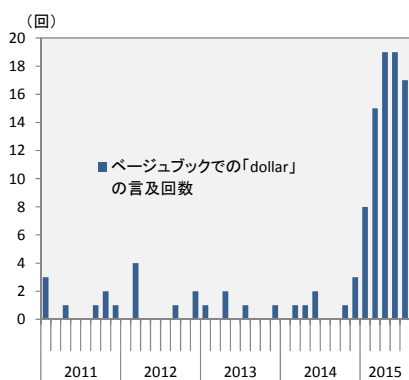
### 企業活動は基調としては拡大傾向だが、製造業やシェール関連産業など一部で減速の動き

企業活動は製造業を中心に一部で減速している。非製造業の景況感（ISM指数）は堅調な内需を背景に高い水準で推移しているが、製造業では、①海外経済の回復の遅れや、②ドル高による輸出の減少により、生産活動が鈍化している。地区連銀経済報告（ページブック）では、ドル高について言及回数が増えており、ドル高の影響に対する懸念が高まっている（図表3-6）。

投資活動も弱まっている。設備投資の先行指標である資本財新規受注は、14年後半以降、減少傾向が続いている（図表3-7）。①海外経済の減速やドル高で収益が悪化した米国企業が投資を抑えていること（図表3-8）、②ドル高による海外から国内への投資減少、③設備稼働率が低下傾向にあることが抑制要因と考える。堅調な内需が下支えするものの、上記の抑制要因により、先行きの生産・投資は拡大ペースが緩やかになるであろう。

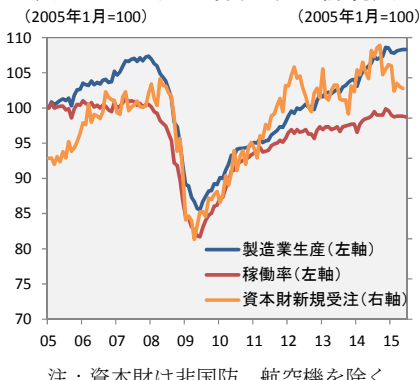
原油安によるシェール関連への影響も生産・投資の重石となる。14年末以降、稼働リグ数や鉱業・原油・ガス向け機械の新規受注が急激に減少しているほか、一部のシェール油田地域で失業率の上昇がみられる。今後も原油安がシェール関連投資や雇用に与える影響には注意が必要である。

図表 3-6 ドル高の言及回数



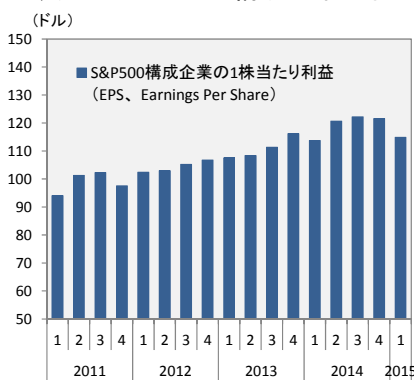
資料：FRB

図表 3-7 生産・稼働率・新規受注



注：資本財は非国防、航空機を除く。  
資料：米国商務省、FRB

図表 3-8 S&P500 構成企業の利益



資料：Bloomberg

### イエレン FRB 議長、15 年内の利上げ開始を示唆

15年7月の連邦公開市場委員会（FOMC）は、先行きの金融政策の指針であるフォワードガイダンスをわずかに変更した。「労働市場がさらに改善し、中期的にインフレ率が2%に回復すると合理的な確信を得られるとき、FF金利の引き上げが適切である」から「労働市場がいくぶんさらに改善（some further improvement）、・・・」とし、利上げ開始に要する労働市場の改善度合いのハードルを引き下げた。また、イエレン FRB 議長は5月、7月の講演および7月の議会証言で「経済が予想通りに改善すれば、15年内のいずれかの時点で利上げを開始することが適切」と発言。15年内には利上げが行われる見込みである。一方で、①当面は、中国株価の急落による中国経済への影響を見極める必要があるほか、②今秋以降は、16会計年度予算（15年10月～16年9月）や連邦債務上限引き上げを巡る議会の対立が深まり、財政政策の不確実性が高まる可能性もある。9月での利上げ開始の可能性は残るものの、9月に地ならし、12月に利上げ開始と予想する。

### 景気の拡大傾向の維持を予想

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、拡大が続くと見込む。また、原油価格の低迷が続けば、自動車を中心に消費の下支え要因となろう。生産・投資活動は、ドル高やシェール関連の生産・投資減少が抑制要因となるが、堅調な内需に支えられ、改善傾向は維持するとみる。

実質 GDP 成長率は、統計の遡及改定の影響から15年は前年比+2.3%（前回+2.4%）と小幅下方修正を行うが、16年は同+2.7%（変更なし）と緩やかな回復持続を予測する。

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、耐久財消費の抑制要因となるほか、住宅市場の回復ペース鈍化や、株価下落につながる恐れがある。第2に、ドル高により企業収益が一段と悪化すれば、経済活動に悪影響が及ぶ可能性がある。企業収益の悪化は投資減少を引き起こしている可能性があるほか、株価が下落した場合、逆資産効果や消費者マインドの悪化を通じて、消費の伸びが低下しかねない。

## 4. ユーロ圏経済

### 消費を主因に緩やかな回復続く、ギリシャの影響は限定的

ユーロ圏では、消費主導の緩やかな回復が続いている。ギリシャのユーロ離脱懸念の高まりは、他のユーロ圏諸国の国債利回り上昇にはつながらず、ユーロ圏経済への影響は現在までのところ限定的にとどまっている（図表 4-2）。

ユーロ圏の 15 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 +0.3% と 1-3 月期 (+0.4%) からやや伸びが低下したものの、緩やかな回復が確認された。もっとも、国毎ではばらつきがみられる。ドイツ（同+0.4%）、スペイン（同+1.0%）、ポルトガル（同+0.4%）が堅調であった一方、フランス（同 0.0%）、イタリア（同+0.2%）は低成長にとどまった。

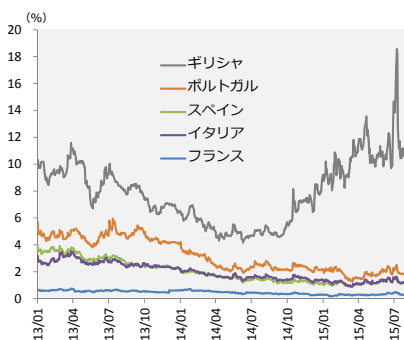
原油安が続く中、消費は回復が持続している。雇用環境の改善により、名目賃金（時間当たり）の伸びが緩やかに上昇しており（図表 4-3）、消費者マインドも高水準を維持している。小売売上高、新車登録台数は、過去 1-2 ヶ月で幾分伸びが低下しつつも、堅調に推移している（図表 4-4）。

図表 4-1 ユーロ圏経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2013	2014	2015	2016
ユーロ圏	▲ 0.4	0.8	1.3	1.4
ドイツ	0.3	1.6	1.5	1.6
フランス	0.7	0.2	1.0	1.1

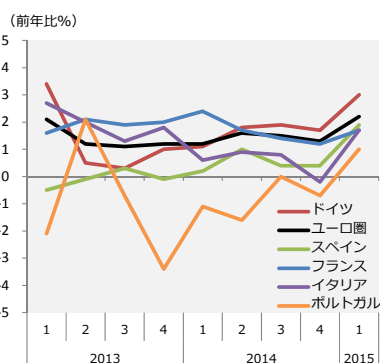
資料：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 国債利回りの対独スプレッド



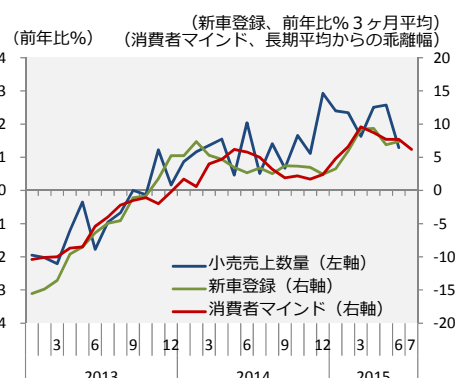
注：国債利回りは 10 年  
資料：Bloomberg

図表 4-3 ユーロ圏の名目賃金



注：名目時間当たり賃金  
資料：Eurostat

図表 4-4 ユーロ圏の消費とマインド

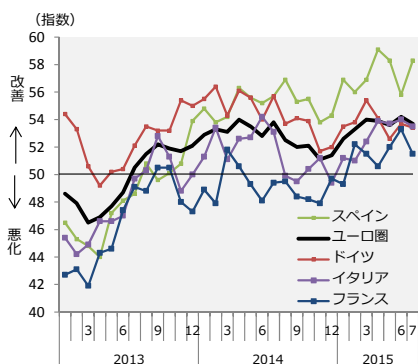


注：長期平均は 1990 年から 15 年 7 月の平均  
資料：Eurostat、Bloomberg

### 設備投資にも持ち直しの動き

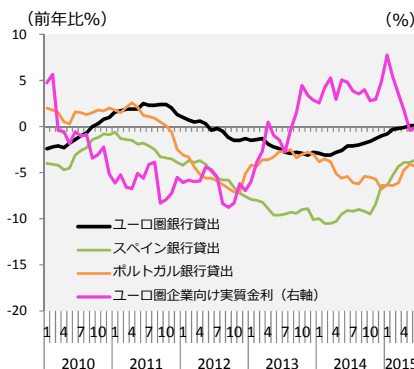
企業部門の景況感、出遅れていたフランス、イタリアで改善傾向がみられるなど、ユーロ圏全体で見れば堅調を維持している（図表 4-5）。こうした中、ユーロ圏の企業向け銀行貸出は、貸出金利（実質ベース）の低下を受け、5 月には 3 年ぶりに前年比でプラスに転じた（図表 4-6）。企業の設備投資を目的とする借入需要にも改善傾向がみられる（図表 4-7）。南欧諸国を中心にバランスシート調整は続くものの、その下押し圧力は徐々に軽減し、設備投資は緩やかながら持ち直しに向かうとみられる。

図表 4-5 企業の景況感 (PMI)



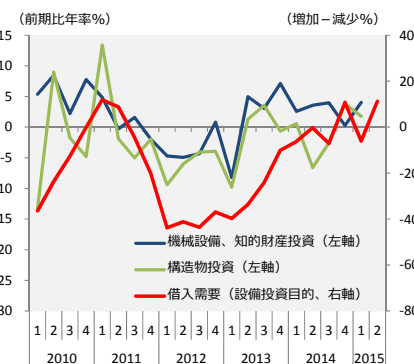
注：PMI 総合指数  
資料：Bloomberg

図表 4-6 企業向け銀行貸出



注：ローン売却、証券化調整ベース  
実質貸出金利 = 100 万ユーロ未満の融資向け貸出金利 - 消費者物価 (HICP) 上昇率  
資料：Eurostat、ECB

図表 4-7 設備投資と借入需要



資料：Eurostat、ECB

## 輸出は新興国減速から緩やかな伸び

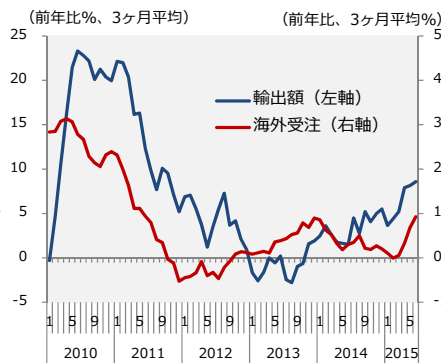
輸出は、既往のユーロ安の効果が徐々に発現しつつある（図表 4-8）。先行指標となるドイツの海外受注の伸びは上昇に転じており、ユーロ圏全体の輸出も先行き回復が見込まれる（図表 4-9）。もっとも、大幅な輸出増加は見込みづらい。輸出先の内訳を見ると、EU 以外の欧州（ロシア等欧州新興国）向けの不振に加え、中国向けが減少に転じている。輸出は米国、EU 域内向け頼みであり（図表 4-10）、15 年全体の財輸出の伸びは、前年比+5-6%程度（ユーロ安が進行した 10 年時の 2 分の 1 程度の伸び）にとどまると予想する<sup>2</sup>。内需の回復による輸入増加もあり、実質 GDP への外需の寄与は小幅マイナスに低下するとみられる。

図表 4-8 ユーロ圏の財輸出



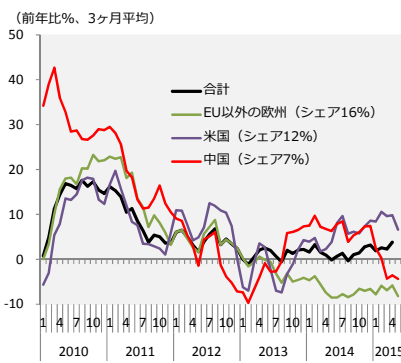
資料：Eurostat、国際決済銀行（BIS）

図表 4-9 ドイツの輸出と受注



資料：ブンデスバンク、Bloomberg

図表 4-10 ユーロ圏の国別輸出



注：シェア（輸出に占める割合）は 14 年  
資料：Eurostat

## ユーロ圏は消費回復が設備投資に波及し、緩やかな回復へ

ユーロ圏は、消費の回復が設備投資に徐々に波及する格好で、内需主導の緩やかな回復を辿ると予想する。ただし、①南欧諸国で家計・企業のバランスシート調整圧力が残ること、②雇用の回復ペースが過去の回復局面に比べ遅いこと、などから、回復ペースは抑制されると見込む。外需は、ユーロ安傾向持続が見込まれるが、新興国経済の減速から輸出が力強さに欠けるため、小幅のマイナス寄与を予想する。ギリシャを巡っては、8月に欧州連合（EU）が最大 860 億ユーロ（期間 3 年）規模の第 3 次金融支援で正式合意。ギリシャ問題のユーロ圏経済への影響は軽微にとどまろう。

以上を踏まえ、15 年の実質 GDP 成長率は、ドイツに加え、スペイン、ポルトガルでも景気回復の動きがみられること等から、ユーロ圏（前年比+1.3%、前回+1.2%）を小幅上方修正する。ドイツは前年比+1.5%（変更なし）、フランスは同+1.0%（前回+0.9%）を予測する。16 年は、雇用環境の改善とバランスシート調整の進捗により、内需の回復テンポがやや加速すると予想し、ユーロ圏の見通しを前年比+1.4%（前回+1.2%）へ上方修正する（ドイツは同+1.6%で変更なし、フランスは同+1.1%、前回+1.0%）。

リスク要因は、第 1 に、ユーロ圏の政治的な不安定性の高まりである。ギリシャに対する金融支援は正式合意されたものの、今回のギリシャ問題により、単一通貨ユーロの欠陥および財政同盟の必要性が改めて認識されたほか、各国内の反 EU 世論の高まり、ドイツとその他の国の意見の隔たりの大きさも明らかとなった。ユンケル欧州委員長やドラギ ECB 総裁などが 6 月に発表した「欧州経済通貨同盟の完成」では、統合の第 2 ステージ（17 年半ば以降）において、「経済ショックに見舞われた国への財政による安定化機能の創設」が提案されている。しかし、各国で反 EU 勢力の拡大が続けば、統合への取り組みが後退しかねない。ユーロ存続への懸念がくすぶれば、金融市場が不安定化する恐れもある。今後ポルトガル（15 年 10 月）、スペイン（同 11～12 月）、アイルランド（16 年前半）で総選挙が予定されるが、とくにスペインの左派政党ポデモスの動向が注目される。

第 2 に、新興国経済の悪化による輸出、生産の回復の遅れである。ユーロ圏の輸出に占める新興国（EU 以外の欧州、南米、東アジア）の割合は、輸出全体の約 3 割を占める。すでにロシア向け輸出（14 年シェア 4%）は、同国への経済制裁や通貨安、それによる景気悪化から前年比 4 割弱減少しているが、今後中国を中心にその他新興国経済が急減速すれば、輸出依存度の高いドイツ経済の腰折れにつながり、ユーロ圏全体を下押しする恐れがある。

<sup>2</sup> 欧州委員会が推計したユーロ圏の輸出関数（Quarterly Report on the Euro Area Volume 9 Issue 2）の弾性値を用いて試算。

## 5. 新興国経済

### (1) 概観

#### 中国の成長鈍化や資源安で減速続く

新興国経済は、14年半ば以降、減速傾向が続いている。

中国経済は、過剰投資への対応や地方財政悪化などの構造問題から成長鈍化が続いている。その他各国も、中国の成長鈍化に伴う輸出鈍化、資源安による資源国経済の低迷により、減速傾向が続いている。

資源輸出国であるブラジル、インドネシアなどでは、14年後半以降、資源安の影響に加え、中国の需要鈍化から中国向け輸出（名目）が大幅に減少した（図表 5-1）。資本財などの中国向け輸出のウェイトが高い韓国、台湾でも、中国向け輸出が減少に転じた（図表 5-2）。

#### ASEAN、韓国などを下方修正

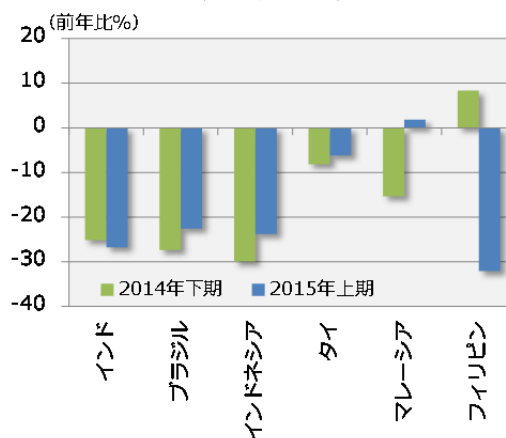
中国経済は、一部指標に下げ止まりの兆しが窺えるものの、過剰投資や地方財政悪化など構造問題による調整圧力や株安による景気下押し圧力などから、16年にかけて、減速傾向が続くとの見方を維持する。ASEAN では、中国経済減速や資源安の影響もあり、総じて回復の動きが遅れると予想する。インフラ投資の遅れからインドネシアを、GST（物品・サービス税）導入後の反動減や通貨安の影響からマレーシアを、政情不安による落ち込みからの回復の遅れからタイをそれぞれ下方修正。韓国は、MERS<sup>3</sup>による消費下押しから15年を中心に下方修正を行う。台湾も中国向け輸出減速の影響が拡大したことから、下方修正を行う。ブラジルは、資源安や高金利の影響から景気減速が続いており、15年はマイナス成長、16年も前年比+1%未満の低成長を見込む。

一方、インドは金融緩和効果やインフレ圧力緩和を背景とする内需の緩やかな持ち直しにより、15年以降も緩やかな景気回復を見込む（詳細は後述）。

#### 中国経済、米国利上げ、政治情勢の影響がリスク

新興国全体で注視すべきリスク要因は、①中国経済の行方とアジア各国への影響波及（詳細は後述）、②米国の利上げによる新興国市場からの資金流出、③タイ、マレーシア、ブラジルなどの政治情勢の変化による政策面での影響が挙げられる。

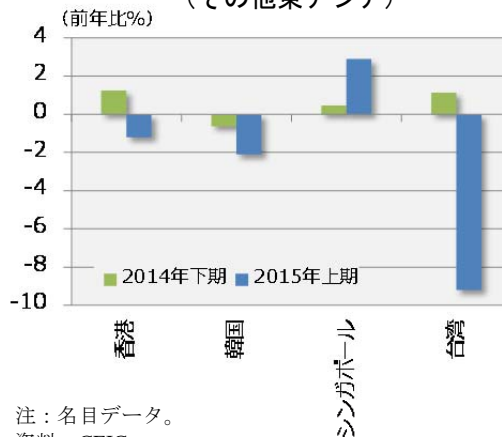
図表 5-1 中国向け輸出  
(インド、ブラジル、ASEAN4)



注1: ASEAN4 はインドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン。

注2: 名目、2015年上期はブラジル除き5月までのデータ。  
資料: CEIC

図表 5-2 中国向け輸出  
(その他東アジア)



注: 名目データ。  
資料: CEIC

図表 5-3 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2013	2014	2015	2016
中国	7.7	7.4	6.9	6.6
ASEAN5	5.1	4.6	4.7	4.9
インドネシア	5.6	5.0	4.8	5.0
マレーシア	4.7	6.0	4.7	4.7
フィリピン	7.1	6.1	6.0	6.1
タイ	2.8	0.9	2.9	3.5
ベトナム	5.4	6.0	5.9	5.7
香港	3.1	2.5	2.9	3.2
韓国	2.8	3.3	2.5	3.2
シンガポール	4.4	2.9	2.9	3.3
台湾	2.2	3.8	1.5	2.8
インド(年度)	6.9	7.3	7.4	6.9
ブラジル	2.7	0.1	▲ 1.2	0.7

注: シャドー部分が予測値。

資料: 実績はIMF等、予測は三菱総合研究所

<sup>3</sup> MERS とは中東呼吸器症候群と呼ばれる感染症で、15年5月以降、韓国において輸入症例が発生し二次感染が多数発生した。



## (2) 中国経済

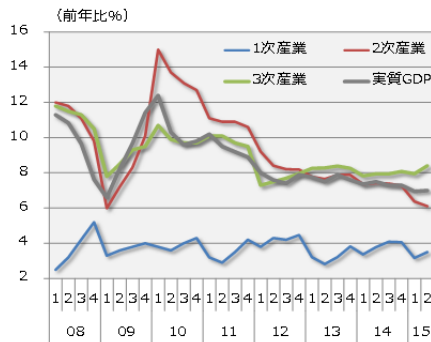
### 15年4-6月期は7%成長維持も、実勢は依然として弱い

中国の15年4-6月期の実質GDPは、前年比+7.0%と前期（1-3月期+7.0%）並みの伸びとなり、2四半期連続で09年春以来の低成長となった（図表5-4）。4-6月期の成長率は、①株高による金融セクターの好調を通じた3次産業GDPの押し上げ（図表5-4、詳細は後述）、②政府の景気てこ入れ策による投資下支えの2点により押し上げられていると考えられ、実勢は+7.0%よりも弱い可能性がある。

固定資産投資（都市部、名目）は、4-6月期でみると前年比+10.5%と、前期（同+13.6%）から伸びが鈍化した。もっとも、投資主体別にみると、国営企業による投資が前年比+11.4%、地域別では中部向け投資が同+14.5%と高い伸びを示した。産業別では、通信・交通、電力・ガス・水道向けがけん引役を果たし、政府の景気てこ入れ策が投資全体を下支えしている格好となっている。一方、民間部門では、製造業や、不動産・住宅向け投資を中心に鈍化が続いている（図表5-5）。

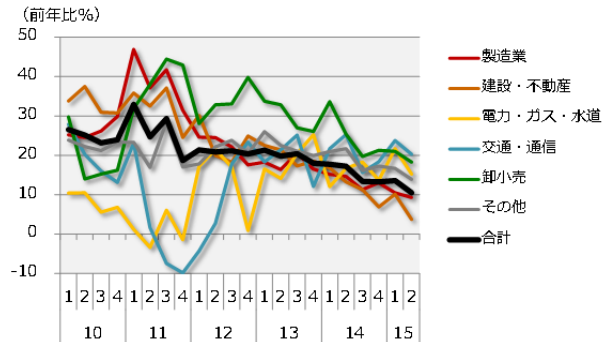
企業の景況感（ビジネス環境）も09年の金融危機時の水準を下回り、引き続き悪化している（図表5-6）。また、国内景気の実態をより敏感に反映する電力生産や鉄道貨物輸送は、14年後半以降、低迷を続けている（図表5-7）。

図表 5-4 中国の実質 GDP 成長率



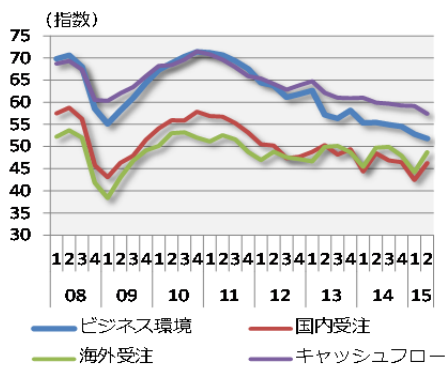
資料：CEIC

図表 5-5 中国の固定資産投資



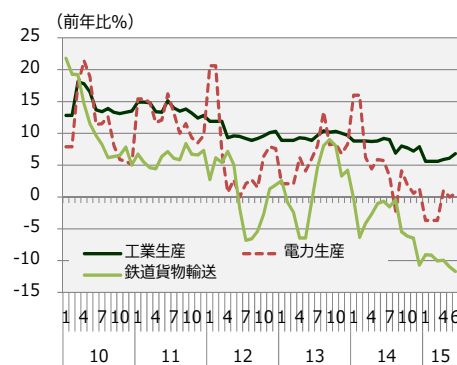
資料：Bloomberg

図表 5-6 中国の企業景況感



資料：CEIC

図表 5-7 中国の生産・電力生産・鉄道貨物

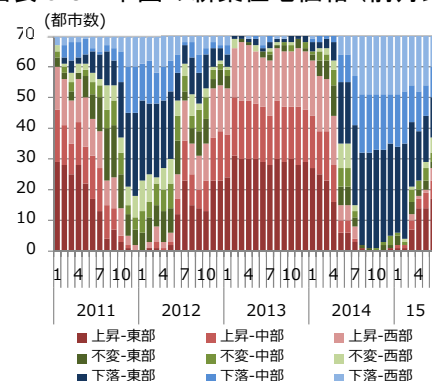


資料：CEIC

### 住宅市場は下げ止まりの兆しはみられるが、二極化

住宅市場では、下げ止まりの動きがみられる。14年後半以降の住宅規制の緩和を受け、住宅価格に先行する住宅の販売面積は、6月は前年比+4.5%と1年半ぶりにプラスとなった。新築住宅価格の上昇・下落都市を地域別にみても、大規模都市を中心に東部での販売価格の回復が顕著だ。もっとも、中西部の中規模都市では回復力は極めて弱い（図表5-8）。とくに小規模都市では販売不振が解消せず、住宅在庫の積みあがり指摘されており、住宅市場は二極化の様相をみせている。

図表 5-8 中国の新築住宅価格（前月比）



資料：中国国家统计局

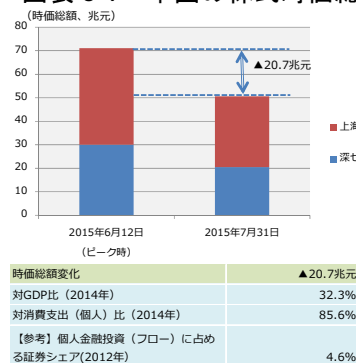


## 株価急落で懸念される悪影響

中国経済の先行きを左右する要因としては、中国株価急落による悪影響が挙げられる。中国の個人金融投資（フロー）に占める株式など証券投資の割合は 4.6%（12 年）と低いほか、株価急落後も依然として年初の株価水準を上回っており、経済全体への影響は限定的にとどまる可能性もある。しかし、6 月中旬から 7 月末までの上海及び深セン総合指数の株式時価総額の目減り額は、中国の GDP、個人消費（名目、14 年）対比でそれぞれ 32.3%、85.6%に上った（図表 5-9）。今後、株安が中国経済に与える悪影響は以下の 3 つが考えられる。

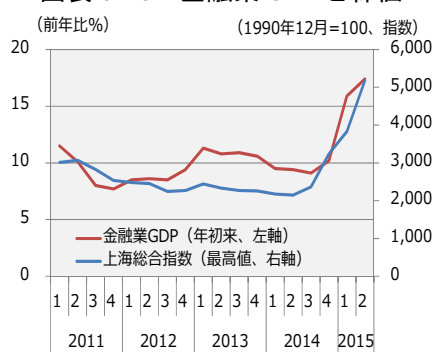
第 1 に、金融セクターの大幅な成長鈍化である。金融業 GDP は、14 年 1-6 月期の前年比+9.4%から、15 年 1-6 月期には同+17.4%まで成長を加速してきた（図表 5-10）。株価急落で、金融業 GDP は押し下げられる可能性が高い。第 2 に、消費抑制の可能性である。過去、株価と消費の連動性は低いが、今回は、住宅市場の調整が続く中、個人投資家の資金が信用取引拡大を通じて株式市場に流入していた（図表 5-11）。株価急落で個人が想定外の損失を抱えた結果、消費者マインドが冷え込み、所得の伸び悩みも相まって、株安が消費の足かせとなる可能性もある。第 3 に、企業マインドの一段の悪化である。債務負担の高まりに加え、キャッシュフロー面で不安を抱える企業も多い（前頁、図表 5-6）。上場企業の取引停止などの異例の事態が、マインドや起業活動に与える影響に注意が必要だ。

図表 5-9 中国の株式時価総額



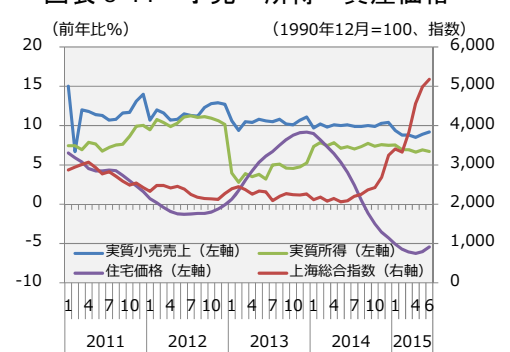
資料：Bloomberg、中国国家統計局

図表 5-10 金融業 GDP と株価



資料：Bloomberg、中国国家統計局

図表 5-11 小売・所得・資産価格



注：消費者物価で実質化。

資料：CEIC、中国国家統計局、Bloomberg より作成

## 政府は景気下支えに配慮も効果は限定的

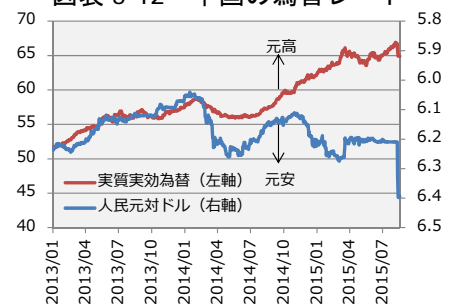
景気への配慮から、中国人民銀行による 6 月末の利下げに加え、中央政府も支出の前倒しや、起業促進などに向けた規制緩和を進めている。しかし、①金融政策面では、低インフレが続く中、政策金利を引き下げても実質金利はそれほど低下していない。②財政面でも、財政赤字の拡大懸念から、大幅な支出増加には踏み切っていない。これらの政策による効果は小幅にとどまるであろう。

また、中国人民銀行は、8 月 11 日に人民元の基準値算出方式の変更を発表、前日比 2%近く基準値を切り下げ、その後も 2 日間切り下げを実施した（図表 5-12）。背景には、①実勢<sup>4</sup>をより反映した基準値となる仕組みに変更する目的に加え、②新興国の通貨安傾向が続く中、人民元の実質実効為替レートを元安方向に調整することで輸出下支えを図る狙いもあったとみられる。しかし、14 年半ばからの同レートの上昇幅（15%前後）に比べれば下落幅は小さく、輸出下支え効果は限定的であろう。

## 中国経済は緩やかな成長鈍化を予想

先行きを展望すると、政府の財政・金融政策は弱いながらも下支えにはなるものの、過剰投資や地方財政悪化など構造問題や株価下落、天津爆発事故による物流停滞などによる下押し圧力を背景に、中国経済の成長鈍化傾向は続く予想する。実質 GDP 成長率は、15 年は前年比+6.9%（変更なし）、16 年は同+6.6%（変更なし）と緩やかな成長率の低下を予測する。リスク要因は、①地方政府の債務不履行、②企業の債務負担拡大に伴う信用収縮や不良債権増加、③株安と景気悪化の悪循環の強まりである。リスクが顕現化した場合、成長率の大幅低下の可能性がある。

図表 5-12 中国の為替レート



注：実質実効為替レート（日次）はパークレイズキャピタル算出値。

資料：Bloomberg

<sup>4</sup> 人民元には本土のみのオンショアレートと香港を中心とするオフショアレートが並存し、最近はその乖離が拡大。

### (3) ASEAN 及びその他東アジア

#### 中国の成長鈍化の影響が続く

ASEAN・その他東アジア経済は、資源安や中国の成長鈍化により輸出減速に直面しており、地域全体で見ると景気の勢いに欠ける状況が続いている。

ASEAN をみると、欧米向けの輸出が好調なベトナムを除けば、中国向けの輸出低迷や、内需伸び悩みなどから、成長の鈍化傾向が強まっている（図表 5-13）。

その他東アジア経済は、総じて減速傾向にある（図表 5-14）。韓国では、MERS の影響から消費が減速し、4-6 月期は前年比 +2.2%と前期（同+2.5%）から成長率が鈍化。MERS が収束しつつあることに加え、政府が対 GDP 比 0.8%にのぼる景気対策を実施したこともあり、今後経済全体でみた影響は薄らいでいくと見込むが、①輸出低迷と、②観光業への悪影響は続く予想する。

#### インドネシアは内外需不振とインフラ投資の遅れで低成長

インドネシアの 15 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 +4.7%と 1-3 月期（同+4.7%）に続き低成長となった。資源安や中国の成長鈍化の影響もあり、輸出が低迷、投資も振るわず成長率を押し下げた。15 年入り後も自動車やオートバイ販売が落ち込むなど、高金利による内需への下押し圧力が続いている。加えて、14 年に発足したジョコ政権の公約であるインフラ投資が大幅に遅れていることなどから、同政権の支持率が低下している。今後一部閣僚を交代させて体制の立て直しを図る可能性も高く、インフラ投資などの政策動向が内需の鍵を握る。

#### マレーシアは GST 導入前の駆け込みの反動で内需鈍化

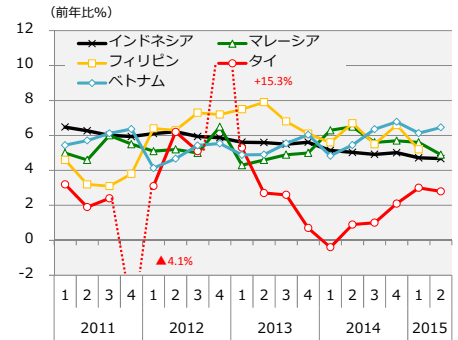
マレーシアは、4 月の GST 導入を控え、3 月末までに駆け込み需要が発生し、内需が押し上げられてきた。4 月以降は反動減の影響から、消費・生産が低迷している。15 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+4.9%と 1-3 月期（同+5.6%）から低下した。加えて、政府系投資会社の汚職事件に関連した政治リスクが嫌気され通貨安が進んでおり、先行きは資源安による輸出下押し圧力やインフレ圧力による成長鈍化が続くと見込む。

#### インドネシア、タイ、マレーシア、韓国、台湾を下方修正

以上を踏まえ、ASEAN5 の実質 GDP 成長率は下方修正し、15 年前年比+4.7%（前回+5.0%）、16 年同 +4.9%（前回+5.1%）と予測する。15 年後半以降は、欧米向けの輸出持ち直しなどが下支えとなるものの、既往の通貨安によるインフレ圧力などから内需が下押しされる格好で回復が遅れ、成長ペースは緩やかなものにとどまると見込む。その他東アジアは、MERS の影響から韓国を、中国向け輸出減速の影響拡大を受け台湾を下方修正する。

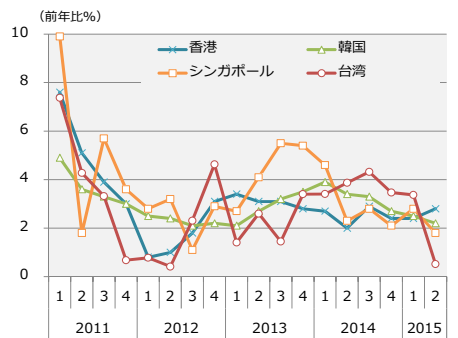
リスク要因は、以下の 3 つの点がある。第 1 に、中国経済の想定を上回る急激な減速が、各国の一段の輸出減速を引き起こす可能性が挙げられる。近年のアジア域内の貿易拡大や分業拡大により、中国経済が ASEAN やその他東アジアに与える影響は大きくなっている。第 2 に、米国利上げを控え、資源輸出国や経常赤字国など脆弱性を抱えた国を中心に、通貨安による影響（図表 5-15）が懸念される。とくにインドネシアやマレーシアは通貨安傾向が続いており、一段の通貨安によるインフレ再燃リスクに注意が必要だ。第 3 に、タイやマレーシアなどの政治の不安定化が挙げられる。各国の政権基盤の脆弱さが海外からの投資の抑制に加え、一段の通貨安や資金流出を引き起こす可能性もある。

図表 5-13 ASEAN の実質 GDP 成長率



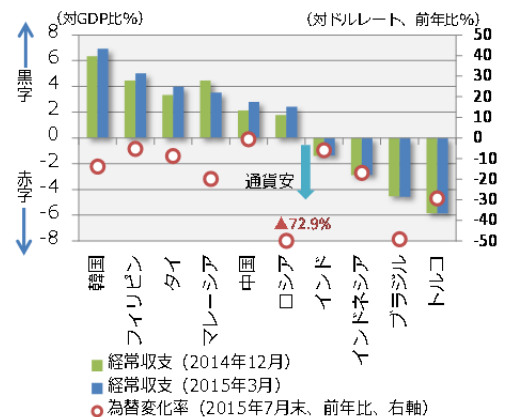
資料：Bloomberg

図表 5-14 その他東アジアの実質 GDP 成長率



資料：Bloomberg

図表 5-15 新興国の経常収支と為替



資料 CEIC、Bloomberg より作成

## (4) インド経済

### インフレ緩和で内需の回復続くも外需が下押し

インド経済は、緩やかな回復が続いている。15年1-3月期の実質GDP（需要側）は、前年比+7.5%と前期（14年10-12月期：同+6.6%）より加速した（図表5-16）。ただし、同国のGDP統計は15年1月以降の基準改定の影響を大きく受けており、成長率は幅を持ってみる必要がある。生産・消費・景況感など他のマクロ指標も含めて判断すれば、内需を中心に緩やかな回復は続いているものの、外需環境の悪化もあり回復力は弱い（図表5-17）。

消費は、既往の原油安を主因とするインフレ圧力緩和を背景に、持ち直しの動きを続けており、投資も海外からの直接投資増加などを背景に、回復している。

一方で、外需をみると、中東向けや中国向けの減少から、4-6月期の輸出は前年比▲11.9%と大幅減少が続いている。

### 先行きも回復ペースは緩やか

先行きは、インフレ圧力緩和や15年入り後の3度の利下げによる下支え効果もあり、内需の緩やかな回復が続くと見込まれるが、輸出低迷から、緩やかな景気回復ペースにとどまるとの見方に変更はない。実質GDP成長率（年度）は、15年度は前年比+7.4%（変更なし）、16年度は同+6.9%（変更なし）と予測する。

リスク要因には、産油国経済や中国経済の一段の下振れによる輸出低迷が挙げられる。輸出割合の高い中東やアフリカなど後進新興国での地政学リスクの高まりなど、外部環境の不確実性は依然として高い。

## (5) ブラジル経済

### 景気悪化が続くが、実質輸出はプラスに

ブラジル経済は、内外需の低迷から、悪化が続いている。15年1-3月期の実質GDPは、前年比▲1.6%と4四半期連続のマイナスとなった。小売販売や鉱工業生産は14年春以降、前年割れを続けており、消費や企業マインドも低迷が続いている（図表5-18）。景気悪化にもかかわらず、通貨安に伴う高インフレが続く、金融引き締めを余儀なくされる中、内需への下押し圧力が続いている。

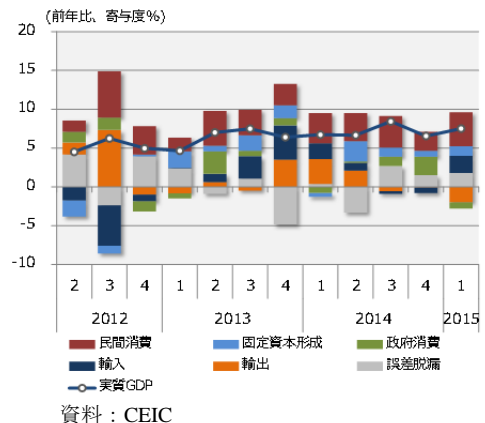
内需に加え、輸出は総額の2割程度を占める中国向けの低迷などから、名目では4-6月期も前年比▲15.4%と大幅減少が続いている。もっとも、資源安に加え通貨安の影響もあり、実質ベースの輸出は同+8.3%と15年入り後はプラスに転じており、景気の下支え要因となっている。

### 15年はリセッション入り、16年は緩やかに回復へ

先行きは、高金利による内需下押しに加え、中国経済減速による輸出下振れが大きく影響し、実質GDP成長率は、15年が前年比▲1.2%と下方修正する（前回▲0.8%）。インフレ圧力の継続から高金利が続くと見込まれることから、内需の底打ちは早くても15年後半以降となるであろう。16年のリオ五輪に伴う投資や消費の押し上げに加え、上記のとおり、通貨安に伴う実質輸出の持ち直しの動きもあり、16年は同+0.7%と緩やかな回復を見込む（変更なし）。

リスク要因は、①政治不安定化による内外投資低迷と、②一段の通貨安に伴うインフレ加速が挙げられる。とくに①は、汚職問題を契機に国民のルセフ政権への支持率が低下、景気悪化による財政収支悪化から、格下げリスクも高まっており、投資を中心に経済活動への悪影響が懸念される。

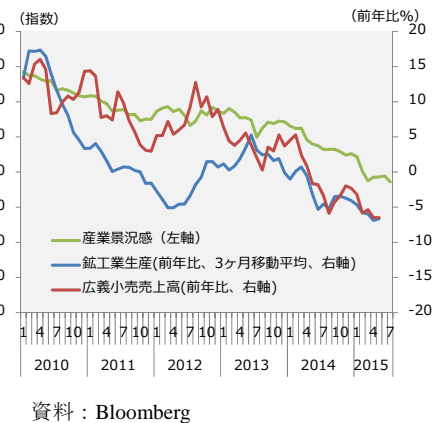
図表5-16 インドの実質GDP成長率



図表5-17 インドの輸出と鉱工業生産



図表5-18 ブラジルの生産・小売・景況感



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				
	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	
名目	国内総生産（＝GDP）	483,075	490,779	503,562	514,344	1.8%	1.6%	2.6%	2.1%
	民間最終消費支出	296,549	293,431	294,193	302,273	2.7%	▲1.1%	0.3%	2.7%
	民間住宅投資	15,851	14,508	14,974	15,940	12.5%	▲8.5%	3.2%	6.4%
	民間設備投資	68,155	69,358	72,535	75,975	4.9%	1.8%	4.6%	4.7%
	民間在庫品増加	▲3,895	▲1,450	▲474	▲1,727	***	***	***	***
	政府最終消費支出	98,781	101,458	102,554	104,005	1.3%	2.7%	1.1%	1.4%
	公的固定資本形成	23,561	24,755	25,150	24,698	12.4%	5.1%	1.6%	▲1.8%
	公的在庫品増加	16	86	23	14	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲15,944	▲11,368	▲5,393	▲6,833	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	79,982	88,327	90,094	94,374	13.3%	10.4%	2.0%	4.8%
財貨・サービス輸入	95,926	99,696	95,487	101,207	18.8%	3.9%	▲4.2%	6.0%	

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	530,617	525,852	532,436	540,382	2.1%	▲0.9%	1.3%	1.5%
	民間最終消費支出	317,196	307,390	308,467	313,996	2.5%	▲3.1%	0.4%	1.8%
	民間住宅投資	14,953	13,210	13,564	14,246	9.3%	▲11.7%	2.7%	5.0%
	民間設備投資	71,547	71,886	74,622	77,317	4.0%	0.5%	3.8%	3.6%
	民間在庫品増加	▲3,686	▲1,264	▲720	▲1,973	***	***	***	***
	政府最終消費支出	102,161	102,581	104,113	105,179	1.6%	0.4%	1.5%	1.0%
	公的固定資本形成	22,360	22,799	23,066	22,380	10.3%	2.0%	1.2%	▲3.0%
	公的在庫品増加	2	53	▲4	▲13	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	7,264	11,214	10,902	10,856	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	85,034	91,792	92,005	95,003	4.4%	7.9%	0.2%	3.3%
財貨・サービス輸入	77,770	80,578	81,103	84,147	6.7%	3.6%	0.7%	3.8%	

	年度				対前年度比増減率				
	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	
指数	鉱工業生産指数	98.9	98.5	99.5	102.4	3.2%	▲0.4%	1.0%	3.0%
	国内企業物価指数	102.4	105.3	103.7	105.0	1.9%	2.8%	▲1.4%	1.2%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.4	103.2	103.7	105.1	0.8%	2.8%	0.4%	1.4%
	GDPデフレーター	91.0	93.3	94.6	95.2	▲0.3%	2.5%	1.4%	0.6%
	完全失業率	3.9%	3.5%	3.4%	3.2%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	98.7	88.0	91.8	95.3	10.6%	▲10.8%	4.3%	3.8%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	1,472	7,931	17,403	16,913	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲14,464	▲9,314	▲2,423	▲3,268	***	***	***	***
	貿易収支	▲11,019	▲6,566	▲684	▲1,657	***	***	***	***
	輸出	69,751	75,618	75,147	78,717	12.1%	8.4%	▲0.6%	4.8%
	輸入	80,770	82,184	75,831	80,374	19.7%	1.8%	▲7.7%	6.0%
	通関収支戻（10億円）	▲13,756	▲9,144	▲3,505	▲4,673	***	***	***	***
通関輸出	70,856	74,670	76,509	80,144	10.8%	5.4%	2.5%	4.8%	
通関輸入	84,613	83,815	80,014	84,817	17.4%	▲0.9%	▲4.5%	6.0%	

為替	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.69%	0.48%	0.44%	0.70%	***	***	***	***
	M2	854,173	882,398	913,888	941,190	3.9%	3.3%	3.6%	3.0%
	日経平均株価	14,424	16,273	20,628	21,575	49.5%	12.8%	26.8%	4.6%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	99.0	80.6	50.0	54.9	7.7%	▲18.6%	▲38.0%	9.8%
	円/ドル レート	100.2	110.0	123.8	126.2	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.341	1.268	1.095	1.083	***	***	***	***
円/ユーロ レート	134.4	138.8	135.5	136.7	***	***	***	***	

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 坂本貴志 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。