

PRESS RELEASE

2016年2月16日
株式会社三菱総合研究所

2015～2017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10-12月期GDP速報の発表を受け、2015～2017年度の内外景気見通しを発表致しました。

経済の自律的好循環が待たれる日本経済

日本の実質成長率予測値:2015年度+0.6%、2016年度+1.0%、2017年度▲0.2%
(前回予測値(12月8日):2015年度+1.0%、2016年度+1.4%)

海外経済

- **世界経済**: 16年は中国経済の減速や金融市場の不安定化により、15年に比べやや減速すると予想。17年は米欧を中心とする緩やかな回復に支えられ、16年から成長率をやや高める見込み。
- **米国経済**: 雇用・所得環境の回復持続や原油安による消費下支え効果を背景に、16、17年ともに景気拡大を見込む。ただし、ドル高や新興国経済減速により輸出や設備投資が下振れしているほか、株安による資産効果はく落から消費の力強い拡大は期待できず、2%台前半の緩やかな成長を予測。
- **ユーロ圏経済**: 新興国向けを中心に輸出が下振れする一方、原油安による消費の下支え効果や難民流入による政府支出の増加などにより、1%台前半の成長を見込む。
- **新興国経済**: 資源国経済の悪化や中国経済の減速から、16年も減速傾向が続くであろう。17年は中国経済の緩やかな減速は続くが、ASEANやその他東アジアは緩やかに持ち直すと予想する。

日本経済

- 企業収益の高水準と雇用環境の改善が続く一方、新興国経済の減速や金融市場の不安定化が企業・消費者のコンフィデンス回復、自律的好循環への道のりを遅らせている。16年度は、緩やかな回復テンポでのスタートが見込まれるが、期を追って企業・消費者のマインドが改善するのか正念場の年となる。16年度後半から17年度前半は、消費税率引き上げによる駆け込み需要と反動減を見込む。

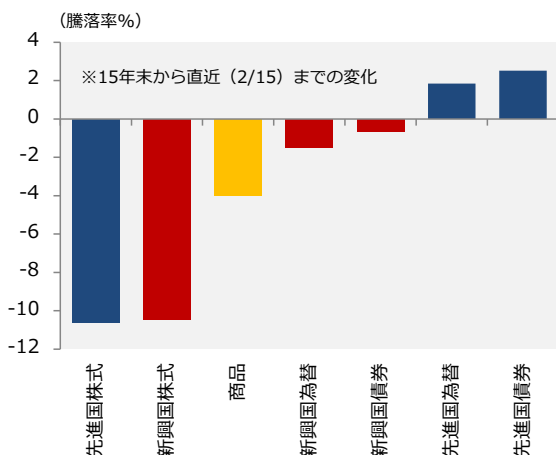
注意すべき下振れリスク

- 14年秋以降の原油安は、産油国から消費国へ約1兆ドル(世界GDP比1.2%)の所得移転をもたらした。しかし、米国金融政策が転換する中、中国経済への懸念や原油安によるオイルマネー退潮などにより、金融市場ではリスク回避的な動きが加速。原油安の恩恵が大きい先進国経済にも影を落とし始めている。次の3点の行方次第では、世界経済の大幅下振れも視野に入ってくる。
- 第1は、米国経済の先行きへの懸念である。既に新興国経済の減速とドル高、資源関連投資の抑制により、製造業の生産・投資活動は低迷している。株安が続く消費への下押し圧力が一段と強まれば、サービス業を含めた成長鈍化により2%以下の低成長が視野に入る。世界GDPの2割を占める米国経済が低成長にとどまれば、世界経済への影響も大きい。
- 第2は、新興国での強い信用収縮である。米国の量的金融緩和政策の終了後、世界の資金が新興国から先進国へと還流する動きが強まり、新興国のドル建て債務は09年以降初めて減少。ファンダメンタルズが脆弱な新興国を中心にデレバレッジと通貨安の悪循環が続く、世界の金融市場が一段と不安定化する可能性がある。
- 第3は、中国経済の急失速である。中国では、政府は相次ぎ小規模な景気対策を講じているほか、中国人民銀行も緩和政策を強化しており、現時点で急失速を招くリスクは低いが、資金流出の動きやバランスシート調整圧力が強まれば、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。米国経済にも陰りがみられる中、中国経済の急失速を招けば、世界経済の成長率の大幅低下につながる。

年明け以降にリスク回避的な資金の流れが強まる

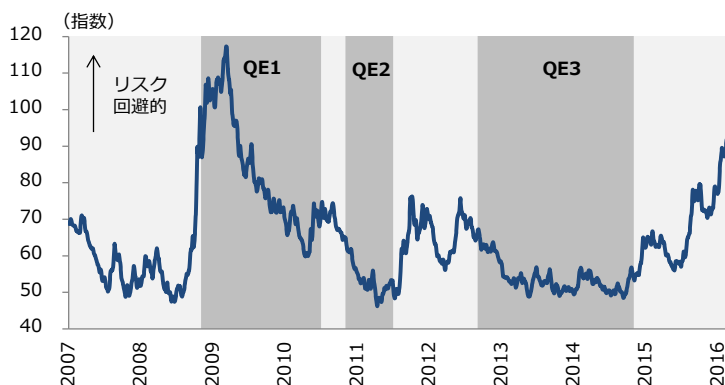
16年初以降、世界の金融市場が不安定化している。中国を中心とする新興国経済減速への懸念の高まりなどを背景に、リスク回避的な流れが強まり、株式や新興国為替などのリスク資産から資金が流出、安全資産とされる先進国の債券や為替などに資金が流入している（図表 1-1）。こうしたリスク回避の動きを定量的に指数化したMRI-RA（Risk Aversion：リスク回避）指数をみると、米国の量的緩和（QE）期間には指数が低下する傾向がみられていたが、米国の量的緩和第3弾（QE3）の終了を契機に同指数は上昇に転じた。16年入り後は、15年末から更に20ポイント程度上昇しており、リスク回避的な資金の流れが一段と強まっている（図表 1-2）。

図表 1-1 年明け以降の金融市場の変化



資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-2 リスク回避指数（MRI-RA 指数）



注：①新興国株式、②先進国株式、③新興国為替、④先進国為替、⑤先進国債券の価格変動（前週差）を標準化し、④、⑤の平均変化率から①、②、③の平均変化率を引いたものをMRI-RA指数の変化分として作成。
資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

原油安と株安の負の連鎖が広がる

原油価格は16年2月11日に26ドル/バレルを記録し、リーマンショック後の最安値31ドル（08年12月22日）を下回った。

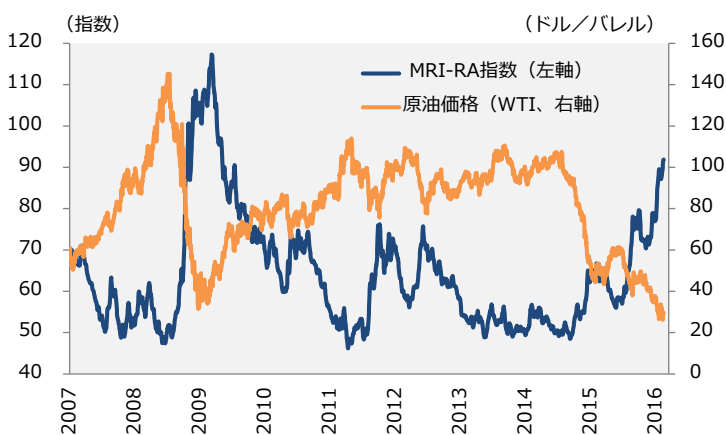
近年の原油価格は、実需要のみならず金融市場環境にも大きく左右されてきた。2000年代半ば以降、原油や金属などの実物商品が、株式や債券などと同様に金融商品として取引される傾向が強まり、金融市場参加者のリスク選好度にも影響を受けやすくなってきた。原油価格とMRI-RA指数を比較すると、（因果関係は相互にあるとみられるが）市場のリスク回避度の上昇期に、原油価格が低迷する傾向が明確である（図表 1-3）。

原油安が市場のリスク回避度を高めるメカ

ニズムはどのようなものか。原油安の経済への影響は、純輸出量がプラスの地域とマイナスの地域に分かれる（図表 1-4）。原油価格が100ドル/バレルから30ドル/バレルに下落した場合、産油国から消費国への所得移転は約1兆ドル（世界GDP比1.2%）に上る。しかし、実際には恩恵を受けるはずの消費国の株価も大きく下落している。その背景として3つの要因が挙げられる。

第1に、オイルマネーの退潮である。各国の財政均衡価格を大幅に下回る原油安により、産油国の財政が急速に悪化し、産油国の政府系投資ファンド（SWF）が流動性確保のために保有株式等を売却する動きが強まった。IMFによると、中東産油国10ヶ国の財政均衡原油価格（15年）は、89ドルであり、実際の原油価格（15年平均66ドル）はこれを大きく下回っている（図表 1-5）。今後も現在の水準（30ドル程度）が続けば、財政収支が一段と悪化し、追加的な租税負担もしくは歳出削減を余儀なくされる。

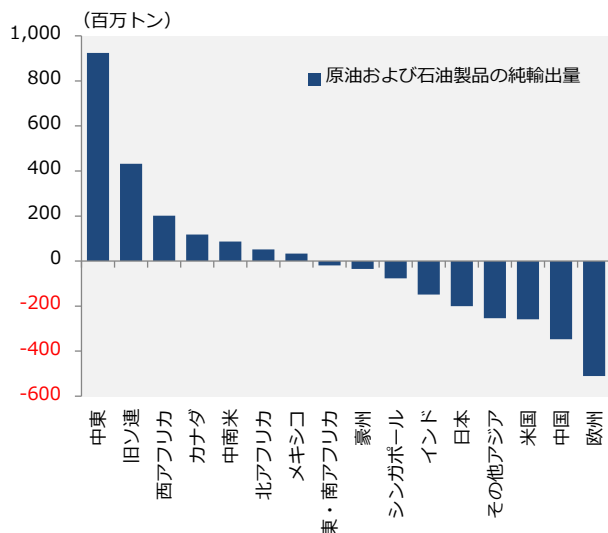
図表 1-3 原油価格とリスク回避指数（MRI-RA 指数）



資料：原油価格はBloomberg、MRI-RA指数は三菱総合研究所作成

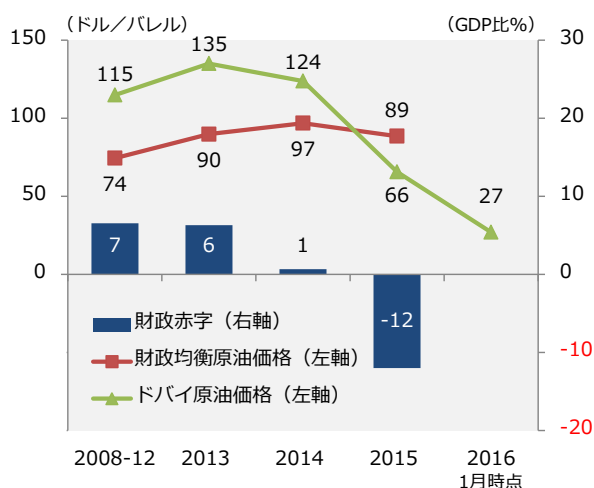
ただし、中東産油国はこれまでの資源価格上昇時に蓄えた莫大な資産を海外株式等で運用しており、当面はこうした海外資産を売却することで、財政収入を補うことができる。産油国の政府系投資ファンドは、リスク分散の観点から原油純輸入国への投資ウェイトが高いと言われており、日米欧の株価下落につながっている。

図表 1-4 原油の純輸出量



資料：BP Statistical Review of World Energy June 2015 より三菱総合研究所作成

図表 1-5 財政均衡原油価格と財政赤字



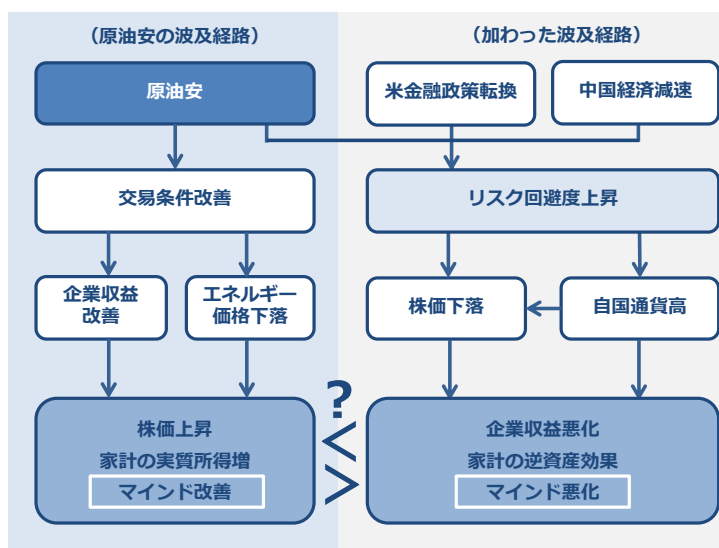
注：サウジアラビア、イラン、UAE、アルジェリア、イラク、クウェートほか中東10ヶ国の集計値。
資料：IMF「Regional Economic Outlook, Middle East and Central Asia, Oct 2015」より三菱総合研究所作成

第2に、リスク回避による先進国の通貨高・株安と、それによる企業・消費者のマインド悪化である。リスク回避局面では、新興国通貨が売られ、日本円やドルなど先進国通貨が買われる傾向が強まる。先進国における製造業の比率は低下傾向にあるとはいえ、自国通貨高が、輸外型製造業の採算悪化を通じて収益ひいては株価に与える影響は依然として大きい。資源輸入国である先進国の株価にもマイナスの影響がある。企業・消費者のマインド悪化につながれば、さらなる経済の下押し圧力となる。

第3に、資源関連業種の投資減少や企業収益悪化である。既に米国では、石油掘削設備（リグ）の稼働数は14年半ばのピーク時に比べ7割減少、GDPの設備投資（機械設備）を▲7%程度押し下げたとみられる。また、米国や英国などの主要株価指数の構成銘柄をみると、資源開発関連セクターのウェイトが10%近くあり、国として原油輸入国であっても、オイルメジャーなどの株式時価総額は大きく、こうした業種の収益悪化が株価に与える影響は大きい。

原油安による交易条件の改善は、資源輸入国に大きなプラス効果をもたらすが、原油安が資源輸入国の自国通貨高や株安に波及しており、上記のとおり金融市場を通じた企業や消費者のマインド悪化の影響が、交易条件改善によるプラスの効果を上回ることで、資源輸入国も含めた世界的な株安と景気悪化につながる可能性が高まっている（図表 1-6）。

図表 1-6 資源輸入国への原油安の波及経路



資料：三菱総合研究所作成

日本でも市場のリスク回避の強まりが原油安メリットを打ち消す可能性

市場のリスク回避姿勢の強まりは、日本経済にどれほどのインパクトをもたらすのだろうか。当社のマクロ経済モデルを用いて、その効果を試算した。

まず、原油価格下落による交易条件改善が経済にプラスに働く効果であるが（図表 1-6 左側の経路）、原油価格の 10 ドル安は、企業収益の改善や家計の実質所得上昇を通じて、実質 GDP を+0.2%程度押し上げる効果がみられる（図表 1-7）。原油価格の既往ピークである 14 年 7 月からは 70 ドル程度下落しており、トータルでの実質 GDP の押し上げ効果は+0.9%にのぼる。

次に、原油安と同時に投資家のリスク回避姿勢が強まり、円高や株安が進行した場合の影響である（前頁図表 1-6 右側の経路）。モデル上、株価は内生変数のため、今回は為替の想定を変えることでシミュレーションを行った。為替が 10 円円高に振れた場合、日本経済の実質 GDP を▲0.2%p 程度押し下げる可能性がある。

今後、米国経済の減速や中国経済の一段の悪化、地政学リスクの高まりなど投資家心理を冷やす材料が相次げば、円高・株安が進行、企業や消費者のマインドも悪化し、原油安のプラス効果を吹き飛ばす可能性も高まっている点に注意が必要だ。

図表 1-7 シナリオ別の実質 GDP 変化率

		円高		
		不変	10円高	20円高
原油	不変	0.0%	-0.2%	-0.4%
	10ドル安	0.2%	0.0%	-0.2%
	20ドル安	0.3%	0.1%	-0.1%
	70ドル安	0.9%	0.7%	0.4%

資料：三菱総合研究所のマクロ経済モデルより作成

原油価格は上値の重い展開を予想

今後、原油価格は上昇に転じるのだろうか。結論として、予測期間である 17 年度にかけて、需給両面から原油安圧力がかかりやすい展開が予想されることから、本見通しでは、高くても 45 ドル程度の上値の重い展開を前提とした。

需要面では、中国をはじめとする新興国経済の下振れにより、世界的な需要低迷が予想される。一方、供給面では、①16 年半ば頃のイランの経済制裁解除による原油供給の増加が予想されるほか、②非 OPEC の産油国（ロシア、イラン、米国など）にシェアを奪われることを懸念するサウジアラビアが減産に消極的である。さらに、③原油安により一時的に生産が減少している米国のシェールオイルも原油価格が再び上昇に転じれば生産を再開するとみられることから、原油価格は上値の重い展開が予想される。

こうした原油価格の低迷予想に加え、中国を中心とする新興国経済の減速などを踏まえた当社の内外経済の見通しのポイントは、以下のとおりである。

海外経済：金融市場の不安定化を背景に成長率を下方修正

世界経済：金融市場の不安定化を背景に、米国および新興国経済を中心に景気の回復が遅れることから 16 年の成長率を下方修正した。17 年は、欧米先進国を中心とする内需の緩やかな回復に支えられるかたちで、金融市場も落ち着きを取り戻し、16 年に比べてやや伸びを高めると予測する。

米国経済：16 年は輸出の下振れや金融市場の不安定化による下押し圧力の強まりを背景に、前年比 +2.2%（前回+2.7%）と下方修正を行う。ドル高や新興国経済減速により、17 年も輸出や設備投資は弱い動きが予想されるが、雇用・所得環境の回復持続や原油安による消費下支え効果を背景に、16 年と同程度の緩やかな成長を予測する。

ユーロ圏経済：前回から見方に大きな変更はない。新興国向けを中心に輸出の下振れが下押し圧力となるものの、難民流入による政府支出の増加が内需の押し上げ要因となる。雇用環境の改善とバランスシート調整の進捗により、16 年+1.3%（前回+1.4%）、17 年+1.5%と予測する。

新興国経済：16 年の成長率は、資源安・投資低迷や中国経済鈍化の影響から景気の回復が遅れるとみられ、中国（+6.6%→+6.5%）、ASEAN5（+4.9%→+4.8%）、ブラジル（▲0.5%→▲2.6%）など全体的に前回から下方修正した。17 年は中国が+6.3%と引き続き減速すると予測するが、ASEAN5 やその他東アジアは緩やかに持ち直すと見込む。ブラジルは 17 年も▲0.5%と 3 年連続のマイナス成長となろう。

日本経済：経済の自律的好循環が待たれる日本経済

日本経済は、企業収益の高水準と雇用環境の改善が続く一方、新興国経済の減速や金融市場の不安定化が企業・消費者のコンフィデンス回復、自律的好循環への道のりを遅らせている。16年度は、緩やかな回復テンポでのスタートが見込まれるが、期を追って企業・消費者のマインドが改善するのかが正念場の年となる。

これらを踏まえ、日本経済の実質 GDP 成長率（前年比）は、15年度（+1.0%→+0.6%）、16年度（+1.4%→+1.0%）と、前回（12月8日）からともに下方修正した。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伸びを高めると予測する。16年度の+1.0%成長のうち、+0.3%p程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込む。17年度は、消費税率引き上げによる反動減から、▲0.2%とマイナス成長となる見通し。

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）は、年明け以降の一段の原油安を映じ、16年度（+0.9%→0.0%）を大幅に下方修正した。ただし、16年7-9月期以降は、①原油価格の緩やかな上昇、②賃金上昇によるサービス価格の上昇、③駆け込み需要などによる需給ギャップの縮小などを背景にマイナス幅が縮小、16年10-12月期に前年比でプラス圏に戻る見込み。17年度は、エネルギー価格の下押しがはく落することなどから、消費税除くベースで前年比+1.3%、消費税含むベースで同+2.6%とプラスに転じると予測する。

内外経済が直面する3つの下振れリスク

世界経済の下振れリスクは高まっている。具体的には次の3つの経路が考えられる。日本経済にとっては、3つのリスクが顕在化することで、消費者や企業のマインドが悪化し、経済の好循環実現への流れが途切れることが最大のリスクとなる。

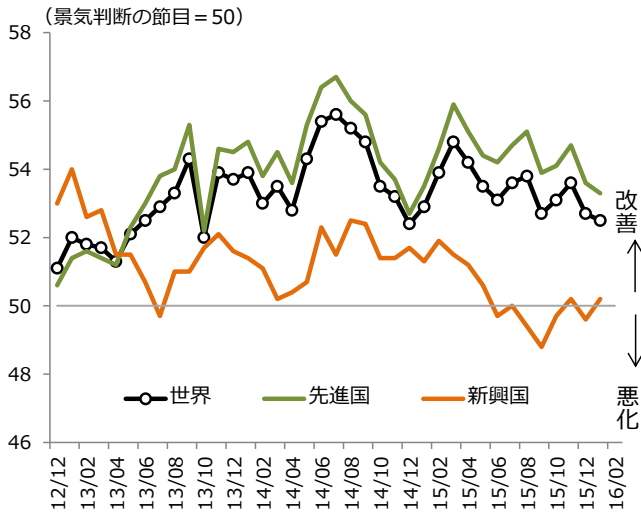
第1は、米国経済の先行きへの懸念である。既に新興国経済の減速とドル高、資源関連投資の抑制により、製造業の生産・投資活動は低迷している。製造業の米国GDPに占める割合は12%程度と小さいため、サービス業を中心に非製造業が成長を支えると見込むが、株安が続く消費への下押し圧力が一段と強まれば、サービス業を含めた成長鈍化により2%以下の低成長が視野に入る。世界GDPの2割を占める米国経済が低成長にとどまれば、予測期間中の世界経済の成長ペースは、15年の成長率（IMF予測+3.1%）から一段と減速するであろう。

第2は、新興国での強い信用収縮である。米国の量的金融緩和政策の終了後、世界の資金が新興国から先進国へと還流する動きが強まっている。とくに、資源国や経常赤字国（ブラジル、南アフリカ等）、政治面で不安材料を抱える国（トルコ、マレーシア、タイ等）で通貨安が進み、資金が流出傾向にある。BIS（国際決済銀行）によれば、15年9月末時点で、新興国のドル建て債務は09年以降初めて減少に転じた。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。ファンダメンタルズが脆弱な新興国を中心にデレバレッジと通貨安の悪循環が続き、世界の金融市場が一段と不安定化する可能性には注意が必要だ。

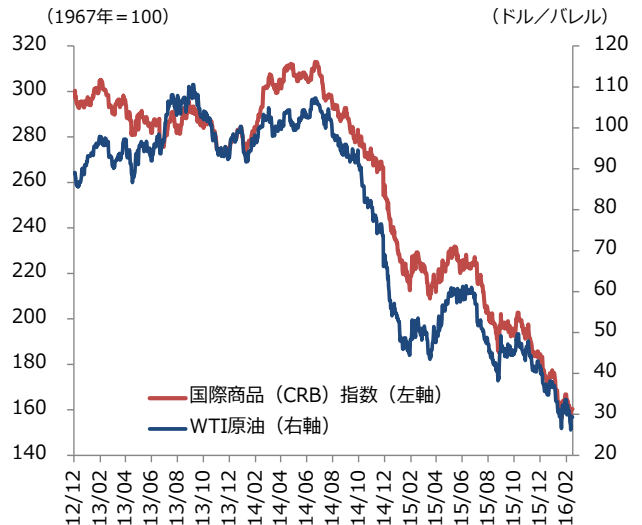
第3は、中国経済の急失速である。中国では、経済の減速傾向が続く中、政府は相次ぎ小規模な景気対策を講じているほか、中国人民銀行も緩和政策を強化しているため、現時点で急失速を招くリスクは低い。資金流出の動きやバランスシート調整圧力が強まれば、中国の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性もある。米国経済にも陰りがみられる中、中国経済の急失速を招けば、世界経済の成長率の大幅低下につながる。

世界経済・金融市場の動向

図表 1-8 PMI 総合指数



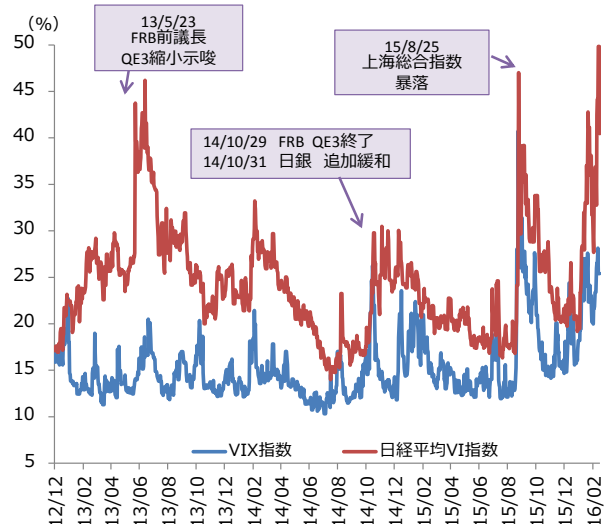
図表 1-9 商品市況



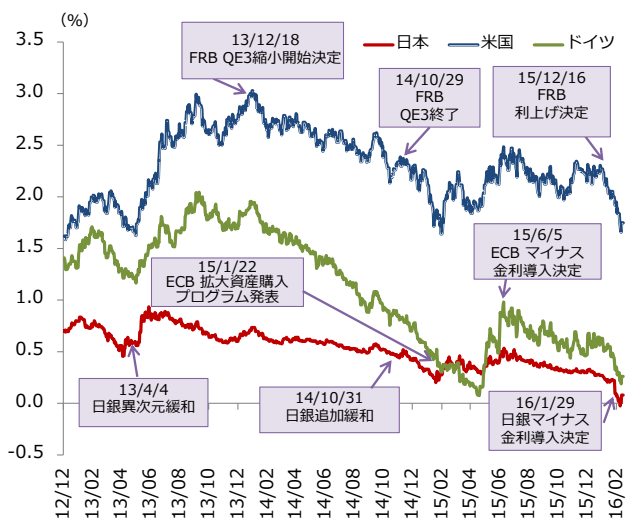
図表 1-10 株価



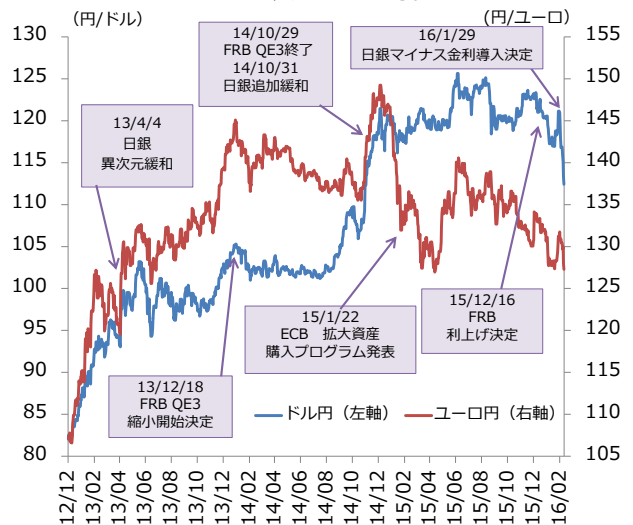
図表 1-11 日本と米国のボラティリティ指数



図表 1-12 長期金利 (10年物国債)



図表 1-13 為替



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です。

注2: ボラティリティ指数は投資家心理を示し「恐怖指数」とも呼ばれる。指数が高いほど、投資家が相場の先行きに不透明感を持っている。

注3: 直近値は PMI 総合指数が 1 月、その他は 2 月 15 日。

資料: Bloomberg

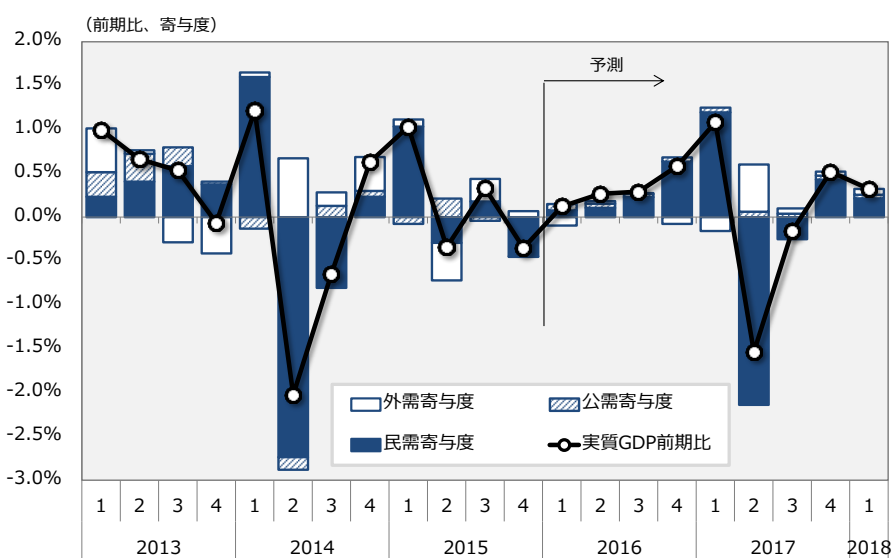
図表 1-14 2015～2017 年度の実質 GDP 成長率予測（単位：%）

項目	2014年度		2015年度		2016年度		2017年度	
	実績		予測		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	▲ 1.0	***	0.6	***	1.0	***	▲ 0.2	***
内需	▲ 1.5	▲ 1.6	0.6	0.6	1.1	1.0	▲ 0.6	▲ 0.6
民需	▲ 1.9	▲ 1.5	0.5	0.3	1.1	0.9	▲ 1.1	▲ 0.8
民間最終消費支出	▲ 2.9	▲ 1.8	▲ 0.4	▲ 0.3	1.1	0.6	▲ 2.0	▲ 1.2
民間住宅投資	▲ 11.7	▲ 0.4	2.4	0.1	2.3	0.1	▲ 1.2	▲ 0.0
民間企業設備投資	0.1	0.0	2.0	0.3	2.9	0.4	0.4	0.1
民間在庫投資	***	0.6	***	0.2	***	▲ 0.3	***	0.3
公需	▲ 0.3	▲ 0.1	0.6	0.2	0.7	0.2	0.8	0.2
政府最終消費支出	0.1	0.0	1.2	0.2	1.0	0.2	1.1	0.2
公的固定資本形成	▲ 2.6	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.0	▲ 1.0	▲ 0.0	▲ 0.3	▲ 0.0
外需（純輸出）	***	0.6	***	0.1	***	▲ 0.0	***	0.5
輸出	7.8	1.3	0.3	0.0	1.3	0.2	2.3	0.4
輸入	3.3	▲ 0.7	▲ 0.1	0.0	1.6	▲ 0.2	▲ 0.4	0.1
名目GDP	1.5	***	2.1	***	1.7	***	1.5	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-15 四半期別の実質 GDP 成長率予測

		実績				予測				2018 1-3				
		2015		2016		2017		2018 1-3						
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6		7-9		10-12			
実質GDP	前期比	1.0%	-0.3%	0.3%	-0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	0.6%	1.1%	-1.5%	-0.2%	0.5%	0.3%
	前期比年率	4.2%	-1.4%	1.3%	-1.4%	0.5%	1.1%	1.2%	2.3%	4.4%	-6.0%	-0.6%	2.1%	1.3%



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

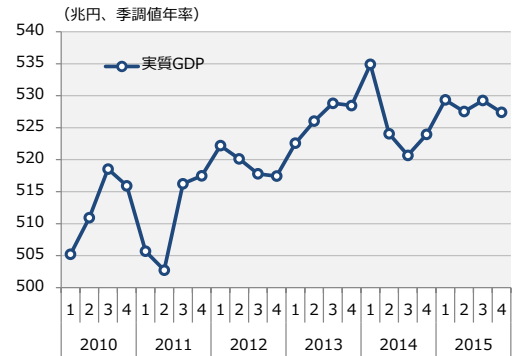
(1) 概観

15年10-12月期は再びマイナス成長へ

15年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比▲0.4%（年率▲1.4%）と、再びマイナス成長となった（図表2-1）。

マイナス成長の主因は消費であり、同▲0.8%（寄与度▲0.5%p）とGDP全体を押し下げた。10-12月期の気温が平年よりも高く推移したことから、冬物衣料や灯油など季節商品が不調であったほか、自動車をはじめとする耐久消費財も引き続き不振であった。その他の項目では、輸出が新興国向けの低迷などから同▲0.9%とマイナスとなったものの、設備投資が非製造業を中心とする能力増強投資の増加などから同+1.4%と2四半期連続の増加、在庫投資も寄与度▲0.1%pと在庫調整が進んだ点はプラス材料である。

図表 2-1 実質 GDP



資料：内閣府「国民経済計算」

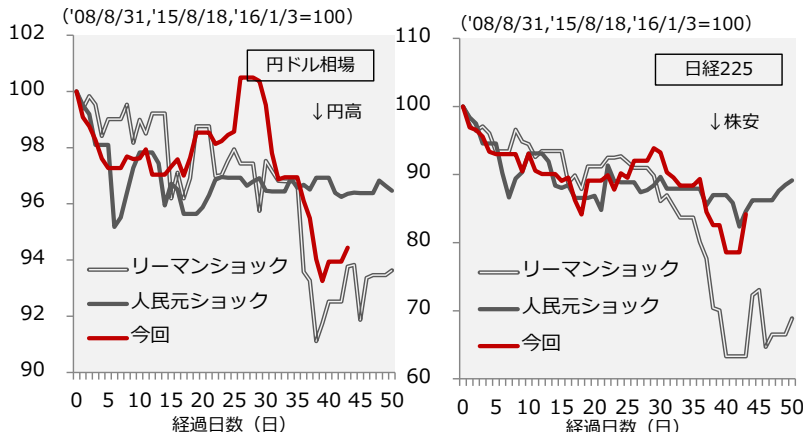
金融市場の不安定化で、企業や消費者のマインド悪化リスクが上昇

16年1-3月期以降の景気は再び回復に向かうのだろうか。経済の好循環実現に向けた前向きなモメンタムがこのまま弱まるのが最大の懸念材料である。金融市場が不安定化するなか、企業や家計のコンフィデンスがどれだけ維持されるかが鍵となろう。金融市場では、15年末から直近（2月15日時点）までに、為替は7円程度円高となり、株価は3,000円程度下落した。1月29日の日銀のマイナス金利導入により、一時的に為替は円安方向に振れたもの、世界的なリスク回避の流れに押し戻される形で、再び円高・株安が進行している（図表2-2）。

企業のマインドが後退した場合、賃上げや設備投資への影響が懸念される。14、15年度の春闘では、ベースアップを含む賃上げを実現してきた（図表2-3）。16年度も、労使のトップ会談では「経済の好循環に向け賃金引き上げが必要」との考えで一致したものの、世界経済の先行きに対する不透明感が強まるなか、固定費の増加につながるベースアップに対する経営側の警戒感は根強い。設備投資も、製造業を中心に計画の先送りや縮小を余儀なくされる可能性が高い。経済の好循環実現への動きが弱まれば、デフレ脱却も一段と遠のくであろう。

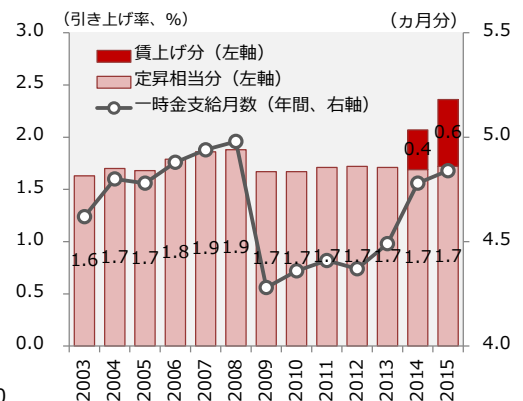
一方、消費者サイドはどうであろうか。16年1月の消費者態度指数や景気ウォッチャー調査などマインド指標はいまのところ大きく悪化はしていない。円高・株安と同時に原油安も進行していることから、ガソリンや灯油などの小売価格の下落が消費者マインドの悪化を緩和している可能性がある。ただし、円高・株安の流れが続けば、資産保有比率の高い中高年層を中心に消費者マインドが後退する可能性は高まっている。当社が1月末に実施した5千人の生活者アンケート調査によると、元本保証のない金融商品で運用を行っている人や、NISA口座を開設している人ほど、消費に対する姿勢がこの3ヶ月で慎重化している。株安に加え、春以降の賃上げ率が小幅にとどまれば、企業だけでなく消費者のマインドも後退しかねない。

図表 2-2 過去のリスク回避局面との市況比較



資料：Bloomberg

図表 2-3 春闘妥結状況



資料：連合春季生活闘争回答結果より三菱総合研究所作成

(2) 輸出の動向

新興国向けの低迷により輸出は一進一退の動き

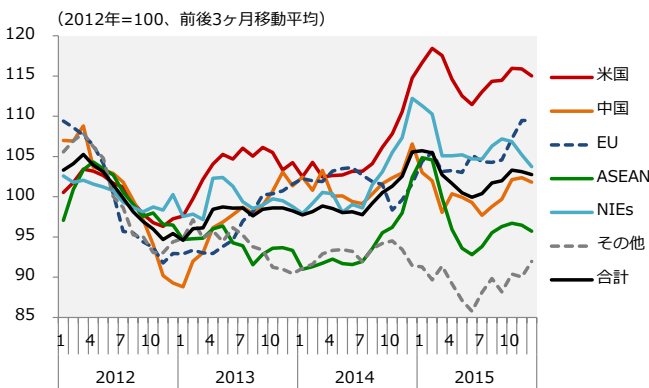
15年10-12月期の輸出は、季調済前期比▲0.9%と2四半期ぶりにマイナスに転じた。地域別では、米国向けが堅調を維持しているものの、15年夏に底入れし持ち直しつつあったアジア向けに、15年10月以降再び弱い動きがみられる(図表2-4)。商品別では、動きにばらつきがあり、輸送用機械は米国自動車販売の好調などから持ち直しの動きがみられる一方、一般機械は中国の投資鈍化などを背景に悪化が続くほか、電気・電子部品は中国の需要鈍化などを受け回復力が鈍い状況にある(図表2-5)。

一方、統計上は輸出の一部に計上されるインバウンド消費は好調だ。10-12月期の非居住者家計の国内での直接購入は、季調済前期比+10.1%となり、輸出を+0.3%p押し上げた。15年計では2.8兆円となったが、これは自動車部品の輸出(3.5兆円)やタイ向けの輸出(3.4兆円)に近い金額である。訪日外国人の増加が、低調な輸出の一部を補う構図となっている。

資源安の世界経済への波及と米国自動車需要の動向が鍵

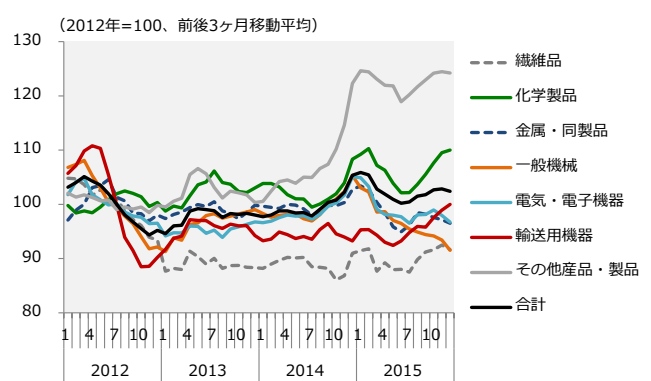
輸出の先行きは、米国経済の堅調持続とユーロ圏の緩やかな回復がプラス材料となるものの、中国経済や資源国経済の減速などを背景に、17年度にかけて緩やかなペースでの回復が続くであろう。資源価格下落により景気が悪化している中東、ロシア、ブラジルなど資源国向けの輸出¹は全体の10%弱を占めるほか、中国減速の影響を受けやすいアジア向け輸出は全体の50%強を占めており、日本の輸出への影響は大きい。また、輸出全体の8%を占める米国向け自動車輸出の動向も重要だ。米国は原油安を追い風に自動車販売が好調だが、今後の利上げペースによっては自動車販売への下押し圧力も懸念される。

図表2-4 地域別の実質輸出



資料：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表2-5 商品別の実質輸出



資料：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

(3) 企業活動の動向

海外需要の悪化や在庫調整の遅れを背景に、生産は一進一退の動き

鉱工業生産も一進一退の動きが続いている。輸送機械では、在庫調整の進展や輸出向け出荷の回復など明るい動きがみられるものの(図表2-6)、他の業種は軒並みさえない状況。一般機械や電気機械は依然として在庫調整の進捗が遅く、生産回復の重石となっているほか(図表2-7)、情報通信機械は中国向けを中心とする需要の急減速により、生産の低迷が続いている(図表2-8)。

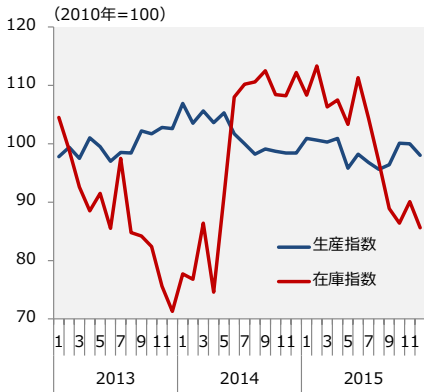
サービス業の活動状況を表す第3次産業活動指数は、緩やかながらも改善しつつある。輸出の持ち直しを受けて運輸や卸売に改善の動きがみられるほか、15年末までの株価上昇を映じて金融業も堅調に推移。その一方で、生活娯楽関連サービス(外食やテーマパークなど)および小売業は、後述する消費の弱さを映じて横ばい圏内で推移している。

在庫の適正化にはなお時間がかかり、先行きの回復ペースは緩やかに

先行きは、①輸出が米国向けを中心に緩やかながらも回復へ向かうこと、②雇用・所得環境の改善による消費の緩やかな回復、などを背景に、鉱工業生産は17年度にかけて徐々に回復していくとみる。ただし、一般機械など投資財をはじめとする在庫水準の適正化にはまだ時間を要するとみており、回復ペースは緩やかなものにとどまるであろう。

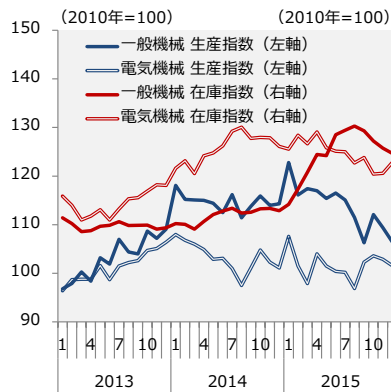
¹ 資源国は、中東、ロシア、ブラジル、オーストラリア、チリ、南アフリカの合計。

図表 2-6 輸送機械



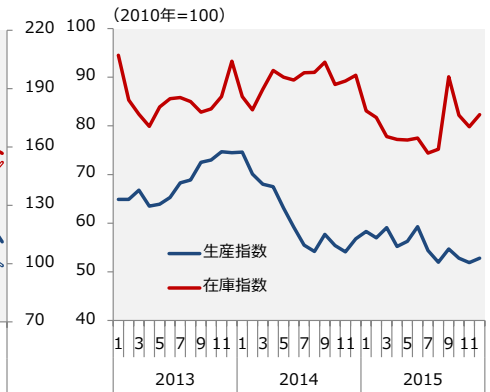
資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-7 一般機械と電気機械



資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-8 情報通信機械



資料：経済産業省「鉱工業指数」

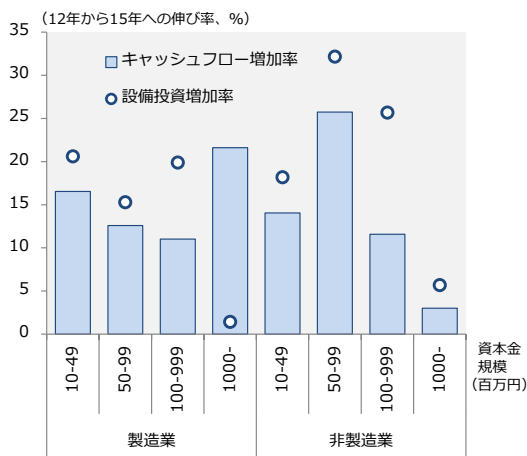
(4) 設備投資の動向

大企業を中心に設備投資の回復ペースは弱い

企業の設備投資は、15年10-12月期は季調済前期比+1.4%と2四半期連続のプラスとなった。製造業では、輸送機械を始め加工業種の設備投資が堅調に推移する一方、市況の悪化などもあり素材業種の投資が低調に推移している。非製造業では、卸小売、不動産、サービスなどが回復する一方、LTE（高速通信網）への投資が一巡した通信業などが減少傾向にあるなど、業種毎にまちまちの状況である。

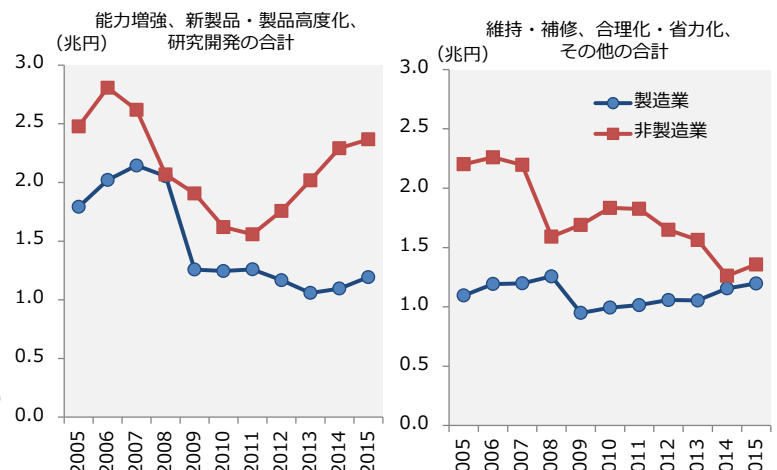
設備投資は、均してみれば緩やかな回復傾向にあるものの、企業収益や設備投資計画に比べて、実績が弱い状況が続いている。なかでも、大企業（資本金10億円以上）の設備投資が弱く、大企業製造業はキャッシュフローの大幅な改善に比べて設備投資の伸びがかなり低い（図表2-9）。

図表 2-9 規模別の投資動向



注：キャッシュフロー＝経常利益×0.5+減価償却費。12年から15年への変化。
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 2-10 大企業の投資動機別設備投資額



注：資本金10億円以上。法人企業統計の固定資産新設額に、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」の設備投資動機割合を乗じて算出。
資料：財務省「法人企業統計」、日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

先行きは非製造業を中心とする緩やかな回復にとどまる

手元の資金は潤沢にもかかわらず、設備投資が伸びない背景には、大企業を中心とする設備投資ニーズの低調さがある。日本政策投資銀行が実施した「企業行動に関する意識調査（15年6月）」によると、設備投資の現況について、大企業の74%の企業が「必要な維持・更新投資を実施しており、競争力や生産性を維持している」と回答しており、追加的な投資拡大の必要性を感じていない（中堅企業では65%）。

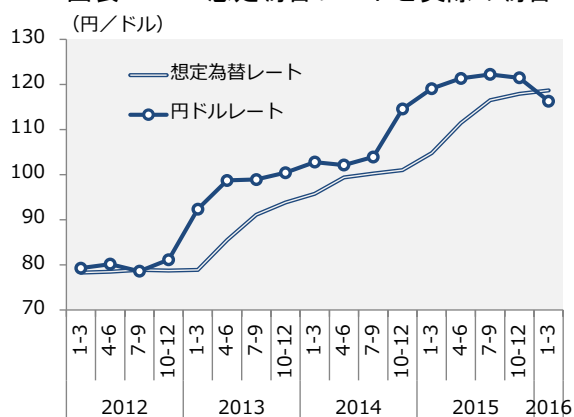
大企業の投資動機別の設備投資額（当社推計）をみると、特に製造業の投資拡大意欲の低さが窺える。製造業では、能力増強投資を抑制し、維持・補修や合理化・省力化など生産維持に必要なレベルの投資にとどめる傾向が確認される（図表2-10）。一方の非製造業では、維持・補修投資を減らす一方で、能

力増強投資を大きく増やしている。物流構造の変化やインバウンド需要の盛り上がり、オフィス需要の拡大などを背景に、思い切ったスクラップアンドビルドを進めているとみられる。

企業の持続的な成長に向けては、競争力や生産性を「維持」するだけでなく「向上」させる必要があり、研究開発や新製品・サービス市場の開拓も含めた前向きな投資に踏み込むことが必要となる。しかしながら、前出の企業の意識調査にもあるように、企業の意欲に大きな変化がなければ、設備投資の先行きは、非製造業を中心に、緩やかな回復にとどまるであろう。

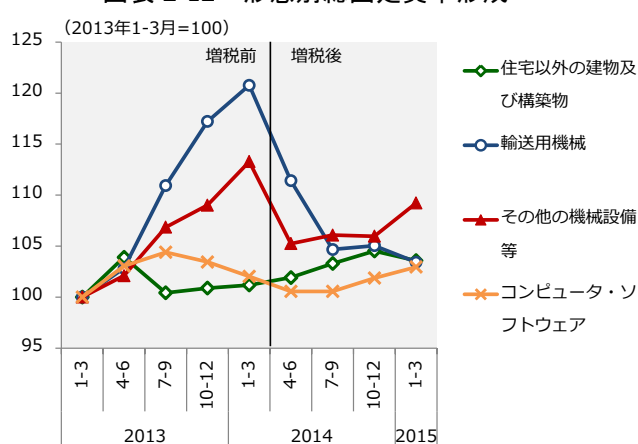
また、年初以降の円高進行が企業収益を悪化させ、設備投資を抑制する可能性にも注意が必要である。日銀短観による企業の想定為替レートと実際の円ドルレートを比較すると、12年以降初めて想定為替レートよりも実際の円ドルレートが円高に振れる可能性が高く（図表 2-11）、企業収益の下振れが懸念される。10円の円高進行で企業収益が▲4%程度減少し、設備投資を▲0.3%程度抑制する可能性がある。

図表 2-11 想定為替レートと実際の為替



注: 16年1-3月期は2/16日以降115円で推移した場合の平均
資料: 日銀短観、Bloombergより三菱総合研究所作成

図表 2-12 形態別総固定資本形成



資料: 内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

なお、17年4月の消費税増税の影響は、設備投資にも表れる可能性がある。本来、設備投資には消費税は課されないため、増税前後に需要の変動は発生しないはずだが、14年の増税時は、輸送用機械やその他の機械設備などを中心に駆け込み需要が確認された（図表 2-12）。①WindowsXPのサポート終了に伴うシステム関連投資、②排ガス規制強化に伴う建機等の駆け込み需要、③簡易課税制度を利用する中小企業の駆け込み投資²、などの要因も一部にあるとみられるが、業種別の投資の動きなどをみると、リース業が貸出用の資産を増税前に駆け込みで購入した影響が大きい。増税前にリース契約を結べば、基本的には契約期間中は旧税率が適用されるためだ。

こうした点を踏まえると、17年4月の消費税増税時にも、一定の駆け込み需要と反動減が生じる可能性が高く、実質設備投資は16年度+2.9%、17年度+0.4%と予測する。

(5) 雇用・所得の動向

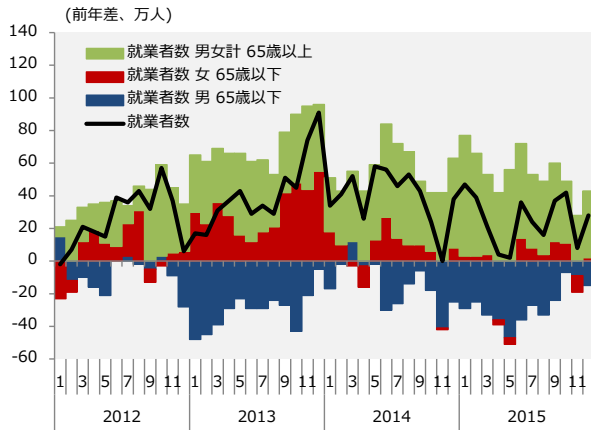
就業者の増加と物価上昇率の低下が実質雇用者報酬を押し上げ

雇用環境は引き続き改善している。就業者数の伸びは13年頃に比べればやや鈍化しつつあるものの、引き続き前年比+20万人強の増加を続けている。就業者増加の内訳をみると、13年頃までは女性と高齢者の伸びが目立ったのに対し、14年以降は女性の伸びが一服し、65歳以上の高齢者を主体とする増加となっている（図表 2-13）。労働需給のひっ迫により、65歳以下世代の追加的な労働供給余地が限られる中、高齢労働者への需要が高まっている。賃金構造基本統計調査によると、65-69歳男性の平均賃金（267万円）は30-34歳男性（276万円）よりも低く、企業からすれば雇用コストも抑制できる。

このように、賃金水準の低い高齢就業者が増加していることもあり、一人当たり名目賃金の伸びは前年比+0.3%程度の小幅プラスにとどまっているものの、就業者の増加により世帯当たりの収入は増加しているほか、原油安による物価上昇率低下を受けて、実質雇用者報酬は前年比+1.8%増加した（図表 2-14）。

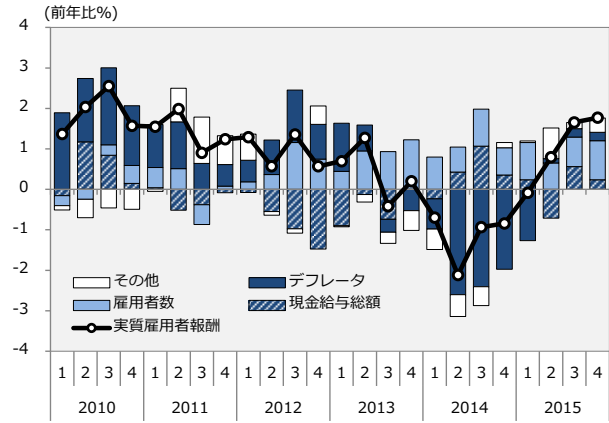
² 簡易課税制度を利用する売上高5千万円以下の中小企業では、増税前に投資した方がプラスになるが、対象企業の割合は納税額ベースで全体の4.2%（13年度）にとどまる。

図表 2-13 就業者数の増加内訳



資料：厚生労働省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

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

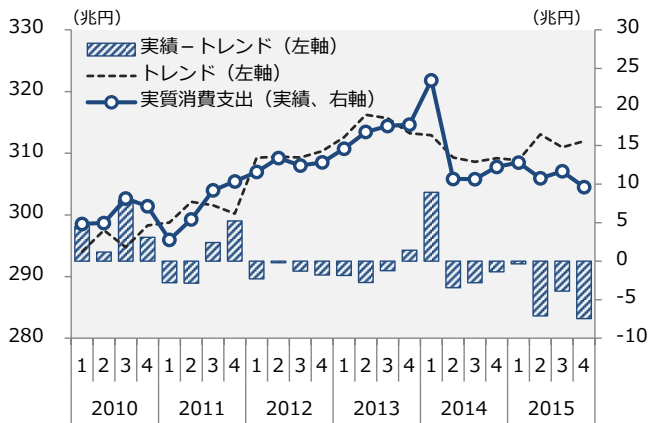
企業の人手不足感は、非製造業を中心に依然として強いことから、17年度にかけても労働需給の逼迫は続くと思われる。優秀な人材の確保が企業にとっても重要課題となっており、現役世代の賃金上昇や労働条件の改善（正規化など）への圧力は徐々に強まってくるであろう。原油価格の低迷も実質賃金の上昇という点ではプラスである。ただし、上述のとおり、金融市場の不安定化による円高・株安の進行が、企業マインド悪化を通じて雇用・所得環境の改善ペースを鈍らせる可能性には注意が必要である。

(6) 消費の動向

耐久消費財の需要低迷などから、消費は低調な推移

15年10-12月期の消費は、季調済前期比▲0.8%と2四半期ぶりにマイナスとなった(図表2-15)。10-12月期は全国的に平年よりも気温が高く推移したことから、冬物衣料や灯油など季節商品の不調が響いたとみられるほか、連休が少なかったこともレジャー関連消費などの下押し要因となった可能性がある。ただし、こうした特殊要因を考慮したとしても、消費の基調は弱い。

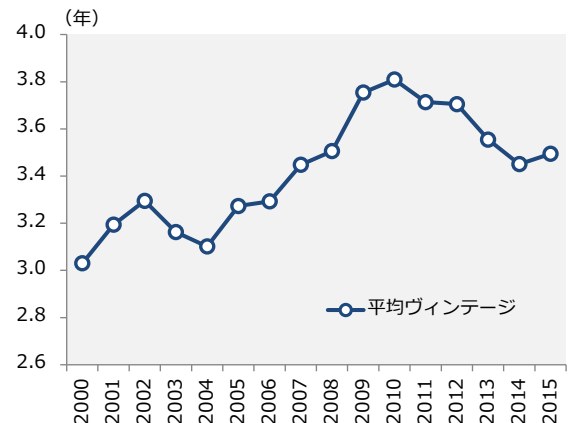
図表 2-15 実質消費の実績とトレンド



注：トレンドは、実質消費を実質雇用者報酬、株価、就業者率で回帰して推計。

資料：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 家庭用耐久財の平均ヴィンテージ



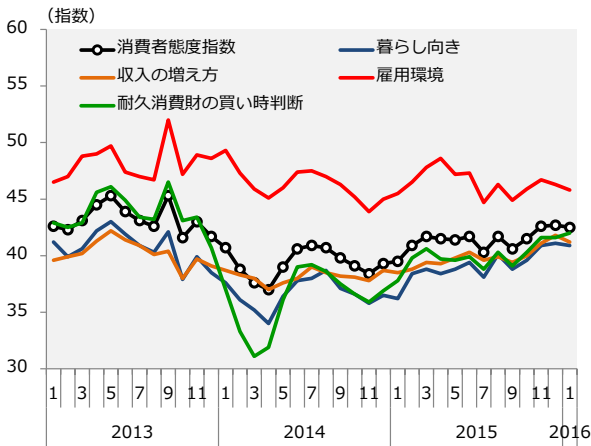
注：エアコン、テレビ、パソコン、洗濯機、冷蔵庫、掃除機、自動車の平均ヴィンテージを消費金額ウェイトで加重平均。

資料：各種統計より三菱総合研究所作成

実質 GDP は消費税増税前（13年7-9月～10-12月）とほぼ同水準にあるのに対し、実質消費は増税前の水準を▲2.5%下回っており、設備投資や輸出など他の需要項目と比べても弱さが目立つ。実質雇用者報酬が増税前から+0.7%増加しているなか、消費の回復はなぜこれほど弱いのか。

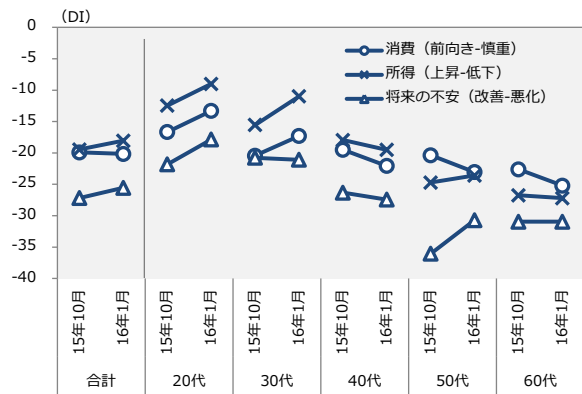
第1に、耐久消費財の需要先食いの影響である。財別の消費支出によると、耐久消費財は増税前の水準を▲12.8%下回っており、全体の足を引っ張っている。軽自動車税の増税など制度要因もあるものの、①11年までのエコカー減税やエコポイント、14年の増税前の駆け込み需要により家庭用耐久財のヴィンテージ（購入後の経過年数）が若返っており買い替えニーズが弱いこと（図表2-16）、②住宅需要の低迷に連動して家具や家電への需要も低下していること、などが耐久消費財の需要不振の背景にある。

図表 2-17 消費者態度指数



資料：内閣府「消費動向調査」

図表 2-18 MRI 消費者マインド DI



注：消費、所得、将来不安に関する3か月前からの変化。
資料：三菱総合研究所「生活者市場予測システム (mif)」アンケート調査 (サンプル 5000 人) より作成

第2に、中高年層を中心とする消費者マインドの悪化である。三菱総合研究所が開発した「生活者市場予測システム (mif)」を用いた5千人を対象とするアンケート調査 (16年1月末に調査実施) によると、現在の消費に対する姿勢は、総じて「慎重」が「前向き」を上回っているが、年齢別にみると中高年層ほど慎重との結果が得られた。前回 (15年10月調査) と比較しても、若年層が改善する一方、中高年層は悪化している (図表 2-18)。若年層は (定昇を含む) 賃金の緩やかな上昇など近年の所得・雇用環境の改善を実感しやすい一方、中高年齢層では所得上昇の実感が薄く、将来不安も強いため、消費者マインドは弱い。

金融市場の不安定化により、消費下振れリスク高まる

消費の先行きに関しては、これまで緩やかな回復基調をたどると見込んでいたが、従来よりも下振れリスクは高まっている。株価の下落が高齢者層を中心に消費者マインドを悪化させるとみられるほか、企業収益や企業マインドの悪化が雇用・所得環境の改善ペースを鈍らせる可能性もある。

16年度の実質消費支出は、前年比+1.1%の伸びを予想する。16年度末にかけて、消費税増税前の駆け込み需要が予想され、16年度の消費は+0.4%程度押し上げられるであろう。家庭用耐久財のヴィンテージが若返っていることに加え、消費税率の引き上げ幅が前回より小さいことから、今回の駆け込み需要は1.3兆円程度と、前回の2.1兆円よりは小規模にとどまる見込み。また、16年度補正予算に盛り込まれた低年金者向けの給付金は、16年6月頃までに支給されるとみられるが、全額が消費に回った場合、16年度の消費を+0.1%程度押し上げるとみられる。消費税増税後の17年度の実質消費支出は、軽減税率を考慮しても前年比▲2.0%と予測する。

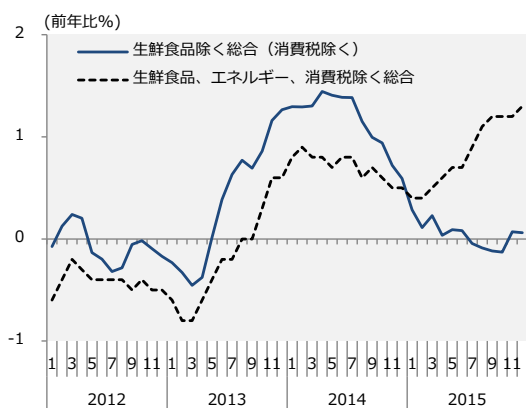
(7) 物価の動向

企業の価格設定行動に改善の動き

消費者物価指数の生鮮食品除く総合は、15年10-12月は前年比横ばい圏内での推移が続いたものの、エネルギー価格下落の影響を除けば同+1.2%の上昇となっており、内生的には物価上昇圧力が強まっている (次頁図表 2-19)。

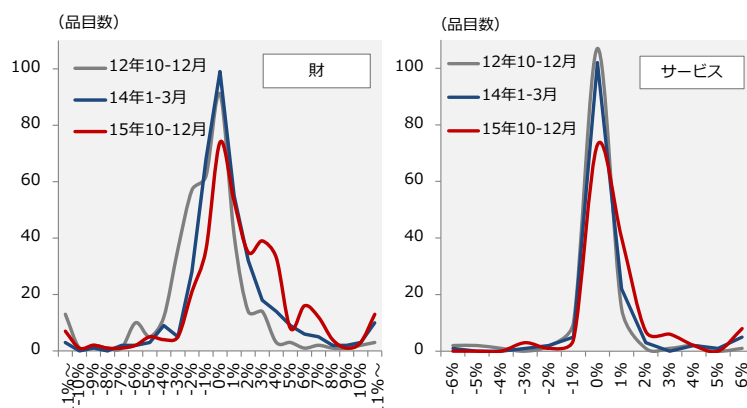
品目別の物価上昇率の分布をみると、財・サービスともに分布の右裾が厚くなってきている様子が確認できる (次頁図表 2-20)。財では、前年比で+3%以上上昇した品目が全体の約1/3を占めるなど、思い切った値上げに踏み切る企業が増加している。また、財に比べて価格が硬直的なサービスでも、人件費の高騰や円安によるコスト上昇を背景に、販売価格へ転嫁する動きがみられており、企業の価格設定行動にも改善の動きがみられる。

図表 2-19 消費者物価



資料：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-20 品目別の物価上昇率の分布



資料：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

16年度は0%程度、17年度は消費税引き上げなどから2%台半ばへ

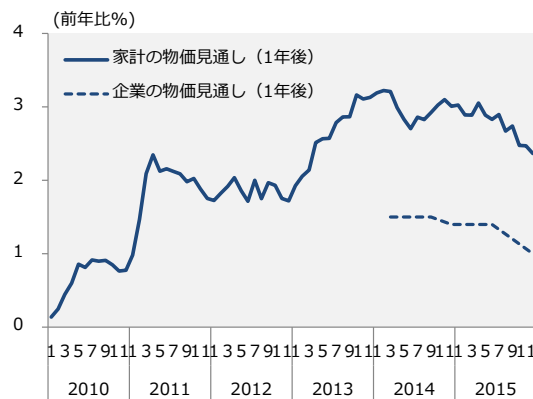
物価の先行きはどうか。16年初以降に原油価格が一段と下落していることから、生鮮食品除く総合（コア CPI）は、16年4-6月期から再び前年比マイナスに転じる見通し。16年7-9月期以降は、①原油価格の緩やかな上昇、②賃金上昇によるサービス価格の上昇、③駆け込み需要などによる需給ギャップの縮小、などを背景にマイナス幅が縮小し、16年10-12月期に前年比プラス圏に復すると予測する。16年度全体では前年比ゼロ%程度となろう。17年度は、エネルギー価格の下押しがはく落することなどから、消費税除くベースで前年比+1.3%、消費税含むベースで同+2.6%とプラスに転じると予測する。

日銀が基調的な物価の変動を補足するための指標として注目する、生鮮食品・エネルギーを除くベースは、プラスの伸びを維持するものの、原油安のエネルギー以外の財・サービスへの波及などからやや伸びを低め、16年度平均では同+0.8%と予想する。17年度も同+0.8%程度の伸びとなろう。

本予測の前提として、原油価格（WTI）が16年度末に40ドル/バレル、17年度末に45ドル/バレルまで上昇、為替（円ドル）は17年度末にかけて122円程度にまで緩やかに円安が進むと想定している。仮に、原油価格が引き続き30ドル/バレル前後で推移すれば、17年度の消費者物価上昇率は消費税除くベースで同+1.0%まで縮小（▲0.3%pの下振れ）するとみている。

また、原油安に端を発する金融市場の不安定化が実体経済に波及し、需給ギャップのマイナス幅が一段と拡大すれば、①企業の価格設定行動の変化（値下げ圧力）、②家計や企業の期待インフレ率の低下、などを通じて、物価上昇のシナリオが崩れる可能性がある。家計と企業の物価の見通しは、15年以降緩やかに低下してきており、エネルギー価格の下落の影響が期待物価上昇率にも影響を与えつつある（図表 2-21）。

図表 2-21 家計および企業の物価見通し



資料：内閣府「消費動向調査」、日本銀行「日銀短観」より三菱総合研究所作成

(8) まとめ

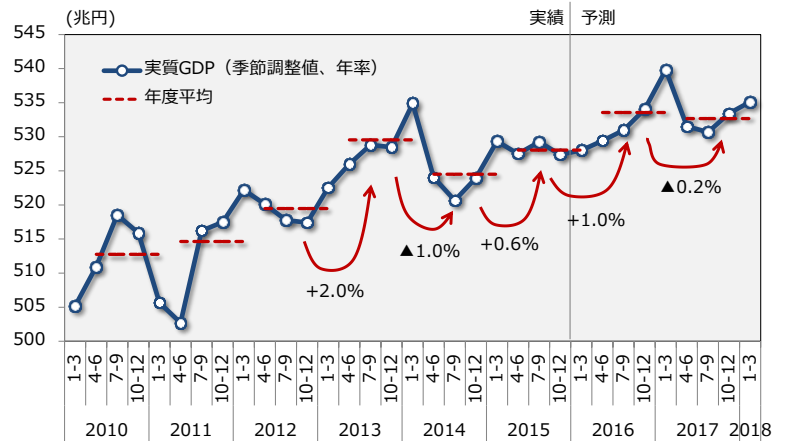
内外需ともに力強さに欠ける日本経済

日本経済の先行きは、内外需ともに力強さに欠ける展開が予想される。新興国経済の回復ペースが極めて緩やかにとどまる見込みであるほか、在庫水準の適正化にはなお時間がかかることから、輸出・生産の回復は緩やかなペースにとどまる見込み。内需は、雇用・所得環境の回復持続が予想されるものの、金融市場の不安定化などから中高年層を中心に消費者マインドが悪化しており、消費回復のテンポは前回の見通し（15年12月）に比べてやや鈍ると予想する。設備投資も、中長期的な事業戦略上必要となる投資は出てくるとみられるが、海外情勢の悪化もあり緩やかな回復にとどまるであろう。

日本経済の実質 GDP 成長率（前年比）は、15 年度+0.6%、16 年度+1.0%、17 年度▲0.2%と予測する。15 年度および 16 年度の見通しは、15 年 10-12 月期の成長率が予測を下回ったことや上記のシナリオを踏まえ、前回見通し（12 月 8 日、15 年度+1.0%、16 年度+1.4%）からともに下方修正した。

16 年度末にかけて、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+1.0%成長のうち、+0.3%p 程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込む。17 年度は消費税引き上げによる反動減から消費を中心に内需が落ち込み、前年比▲0.2%とマイナス成長となる見通し。

図表 2-22 実質 GDP の見通し



資料：実績は内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

(9) 先行きのリスク

内外経済が直面する 3 つの下振れリスク

世界経済の下振れリスクは高まっている。具体的には次の 3 つの経路が考えられる。日本経済にとっては、3 つのリスクが顕在化することで、消費者や企業のマインドが悪化し、経済の好循環実現への流れが途切れることが最大のリスクとなる。

第 1 は、米国経済の先行きへの懸念である。既に新興国経済の減速とドル高、資源関連投資の抑制により、製造業の生産・投資活動は低迷している。製造業の米国 GDP に占める割合は 12%程度と小さいため、サービス業を中心に非製造業が成長を支えると見込むが、株安が続き消費への下押し圧力が一段と強まれば、サービス業を含めた成長鈍化により 2%以下の低成長が視野に入る。世界 GDP の 2 割を占める米国経済が低成長にとどまれば、予測期間中の世界経済の成長ペースは、15 年の成長率（IMF 予測 +3.1%）から一段と減速するであろう。

第 2 は、新興国での強い信用収縮である。米国の量的金融緩和政策の終了後、世界の資金が新興国から先進国へと還流する動きが強まっている。とくに、資源国や経常赤字国（ブラジル、南アフリカ等）、政治面で不安材料を抱える国（トルコ、マレーシア、タイ等）で通貨安が進み、資金が流出傾向にある。BIS（国際決済銀行）によれば、15 年 9 月末時点で、新興国のドル建て債務は 09 年以降初めて減少に転じた。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。ファンダメンタルズが脆弱な新興国を中心にデレバレッジと通貨安の悪循環が続き、世界の金融市場が一段と不安定化する可能性には注意が必要だ。

第 3 は、中国経済の急失速である。中国では、経済の減速傾向が続く中、政府は相次ぎ小規模な景気対策を講じているほか、中国人民銀行も緩和政策を強化しているため、現時点で急失速を招くリスクは低い。資金流出の動きやバランスシート調整圧力が強まれば、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。米国経済にも陰りがみられる中、中国経済の急失速を招けば、世界経済の成長率の大幅低下につながろう。

トピックス：軽減税率導入による世帯属性別の負担軽減効果

15年12月に平成28年度税制改正大綱が閣議決定され、17年4月の消費税10%への引き上げ時に、「酒類及び外食を除く食料品」、「新聞」に軽減税率（8%）を適用することが決まった。軽減税率の適用により、家計の負担構造がどのように変化するか、以下では、所得階層別・年齢階層別に分析した。

軽減税率では高所得層にも一定の財源投入

軽減税率の家計への影響を所得階層別に見てみよう。所得に対する食料品支出（除く酒類及び外食）の割合は、低所得世帯ほど高いことから、年間収入に対する負担軽減額（＝負担軽減率）は低所得世帯ほど高くなり、低所得世帯の消費税「負担感」を和らげる効果が期待される。ただし、負担軽減額では、高所得世帯ほど食料品への支出金額も大きいため、「軽減額」は高所得世帯のほうが大きい（図表2-23）。その結果、負担軽減額に世帯数を乗じて算出される所要財源でみると、世帯収入が800万円以上の中～高所得世帯に対して全体の1/4程度の財源が投入されることがわかる。

高齢世帯の負担軽減効果が大きい

年齢階層別でみると、所得階層別ほどの差異はないものの、高齢世帯ほど負担軽減率・負担軽減額ともに高まる傾向がみられる（図表2-24）。高齢世帯は、住居費や教育費などへの支出の割合が若・中年世帯に比べて低い一方、その分、消費支出に占める教養娯楽費や医療費に加え、食料品への支出割合が相対的に高いことが背景にある。必要財源をみても、60歳以上が全体の5割を占めており、軽減税率は若年世帯よりも高齢世帯への負担軽減効果が大きい政策と言える。

受益と負担のバランスを考慮した制度設計を

軽減税率適用により減収となる約1兆円の消費税収について、どのような「安定的財源」で穴埋めするか、今後の検討課題となっている。現時点では、0.4兆円程度の財源は目途が立っているが、残りの0.6兆円程度は、軽減税率導入までに歳入および歳出における法律上の措置を講ずることにより、確保することとしている。限られた財源を最大限有効に活用するためにも、政府は、軽減税率導入やその代替財源の確保によって発生する所得階層別・年齢階層別の負担構造の変化を正確に把握し、受益と負担のバランスを考慮した制度設計が必要となる。

図表2-23 所得階層別の負担軽減

世帯年間収入	負担軽減率 (%)		負担軽減額 (万円/年)		必要財源 (億円)
	軽減率	負担軽減率	軽減額	負担軽減額	必要財源
-200万円	0.5	0.6	0.6	0.6	787
200-400	0.3	0.8	0.8	0.8	2,350
400-600	0.2	1.0	1.0	1.0	2,207
600-800	0.2	1.2	1.2	1.2	1,631
800-1000	0.1	1.3	1.3	1.3	1,028
1000万円-	0.1	1.5	1.5	1.5	1,349

注：総世帯ベース。負担軽減率は負担軽減額／年間収入。必要財源は負担軽減額×世帯数×マクロ換算係数。マクロ換算係数は、全国消費実態調査での消費支出の全世帯合計と国民経済計算の名目消費支出のズレを調整するものであり、1.8と設定。
資料：総務省「平成26年全国消費実態調査」より三菱総合研究所作成

図表2-24 年齢階層別の負担軽減

世帯主年齢階級	負担軽減率 (%)		負担軽減額 (万円/年)		必要財源 (億円)
	軽減率	負担軽減率	軽減額	負担軽減額	必要財源
～29歳	0.13	0.5	0.5	0.5	219
30～39	0.16	0.9	0.9	0.9	872
40～49	0.16	1.1	1.1	1.1	1,650
50～59	0.16	1.1	1.1	1.1	1,837
60～69	0.22	1.1	1.1	1.1	2,463
70歳～	0.25	0.9	0.9	0.9	2,353

注：総世帯ベース。負担軽減率は負担軽減額／年間収入。必要財源は負担軽減額×世帯数×マクロ換算係数。
資料：総務省「平成26年全国消費実態調査」より三菱総合研究所作成

図表2-25 所得階層別／年齢階層別の影響

年齢階層	所得階層							所得階層							所得階層								
	-200万円	200-400	400-600	600-800	800-1000	1000万円-	負担軽減率 (%)	-200万円	200-400	400-600	600-800	800-1000	1000万円-	負担軽減額 (年間、万円)	-200万円	200-400	400-600	600-800	800-1000	1000万円-	必要財源 (億円)		
	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	負担軽減率 (%)	
～29歳	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1	1.4	4	35	42	17	5	4					
30～39	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3	1.5	10	106	275	223	103	81					
40～49	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4	1.7	23	129	348	433	299	350					
50～59	0.7	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6	27	121	240	304	311	557					
60～69	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7	87	502	572	348	211	301					
70歳～	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.8	1.0	1.2	1.4	1.5	1.7	91	734	456	191	90	130					

注：データの制約上、酒類・外食も含む食料品全体に軽減税率が適用されたとして計算。二人以上世帯ベース。
資料：総務省「平成26年全国消費実態調査」より三菱総合研究所作成

³ 参考：MRI Economic Review(2016.1.21)「軽減税率導入による日本経済及び家計への影響」
<http://www.mri.co.jp/opinion/column/uploadfiles/mer20160121.pdf>

3. 米国経済

輸出悪化などを背景に成長鈍化

米国の実質 GDP の伸びは鈍化している。15 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比年率+0.7%と 2 期連続で前期から伸びが低下した。暖冬の影響を受けて消費の伸びがやや鈍化したほか、ドル高や新興国経済の減速、原油安に伴うシェール関連投資の減少を背景に、輸出や設備投資の伸びがマイナスに転じた。在庫投資も前期に引き続きマイナス寄与となり、全体を押し下げている。

消費は所得回復を主因に増加基調だが、株安の逆資産効果も

消費は 10-12 月の伸びは鈍化した、増加基調を維持している。①雇用・所得環境の回復、②原油安による購買力の上昇、③住宅価格上昇による資産効果、④低金利による利払い費の低下に支えられている。特にガソリン安と低金利によるローン拡大を背景に、自動車販売が好調である。

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直近 3 ヶ月で月平均 23.1 万人前後のペースで増加。失業者 1 人当たりの求人数を示す労働需給ひっ迫率も金融危機前のピークを上回る水準まで回復した（図表 3-2）。潜在的な失業者⁴や非自発的なパート労働者を考慮した場合の労働需給ひっ迫率も、過去のピークに近い水準まで高まっており、企業の採用意欲は強い。14 年半ば以降伸びが鈍化していた賃金も、最近では上昇ペースを高めつつある。勤労世代（24～54 歳）の労働参加率の低下など一部で構造問題は残るものの、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。

一方、2009 年以降、資産効果を通じて消費を下支えしてきた株価は、15 年以降横ばい圏内で推移し、16 年入り後は下落している（図表 3-3）。背景には、①ドル高や新興国経済の減速による一株当たり利益の減少、②原油安による素材・エネルギー関連株価の大幅な下落、③FRB による大規模資産購入の終了などがある。過去のデータから試算すると、16 年初以降の約 9%の株価下落は、逆資産効果を通じて消費を約 0.2%押し下げる（図表 3-4）。内需関連の企業収益は堅調とみられる一方、ドル高や新興国経済の減速、原油安などにより、今後も株価の大幅な上昇は見込みがたい。株価上昇による資産効果を通じた消費の押し上げ効果は薄れていくであろう。

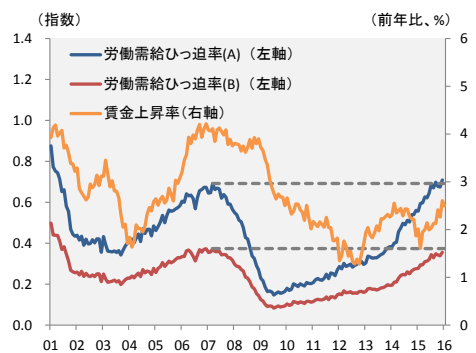
先行きは、雇用・所得環境の改善持続を背景に、消費の緩やかな拡大を見込む。ただし、FRB による利上げ開始に伴い、これまで消費を下支えしてきた①株高による資産効果のはく落に加え、②低金利下での自動車を中心としたローンの拡大や、③住宅価格上昇の資産効果が鈍り（後述）、拡大ペースは現在よりも緩やかになるとみられる（図表 3-5）。過去データから試算すると、15 年後半の消費は、住宅価格が前年比で 5.5%程度上昇していることによる資産効果によって、0.3%程度押し上げられている。

図表 3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2014	2015	2016	2017
実質GDP	2.4	2.4	2.2	2.3
個人消費	2.7	3.1	2.6	2.4
設備投資	6.2	2.9	2.9	4.1
住宅投資	1.8	8.7	6.9	4.3
在庫投資寄与度	0.0	0.2	▲0.2	0.0
政府支出	▲0.6	0.8	1.0	0.6
純輸出寄与度	▲0.2	▲0.7	▲0.2	▲0.1
輸出等	3.4	1.1	1.3	2.7
輸入等<控除>	3.8	5.0	2.4	2.8
FFレート誘導水準(年末)	0-0.25	0.25-0.5	0.5-0.75	1.0-1.25
失業率(除く軍人)	6.2	5.3	4.9	4.7

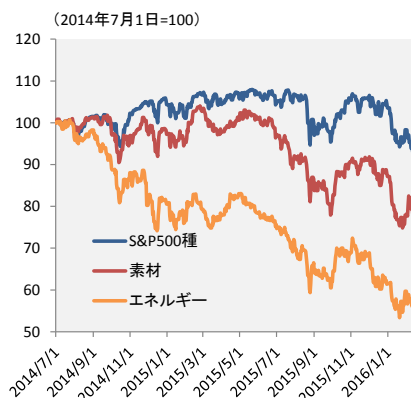
資料：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所

図表 3-2 労働需給ひっ迫率・賃金



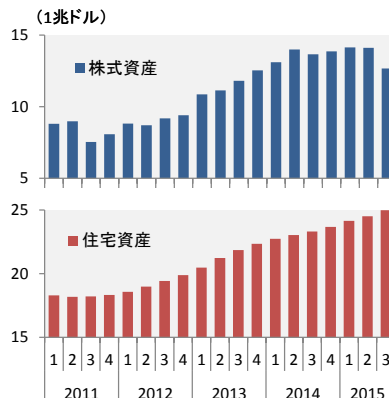
注：労働需給ひっ迫率(A)=求人数 / 失業者数。労働需給ひっ迫率(B)=求人数 / (失業者数+潜在的な失業者数+非自発的なパート労働者)。資料：米国労働省

図表 3-3 株価



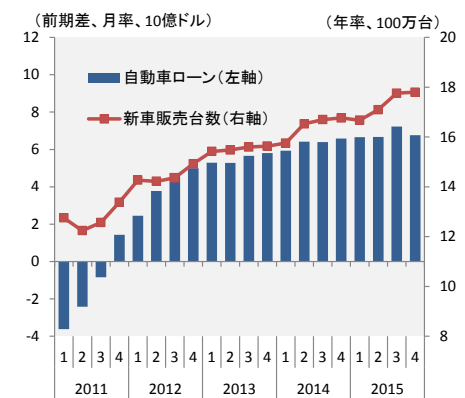
資料：Bloomberg

図表 3-4 家計の資産



資料：FRB

図表 3-5 自動車ローン・販売台数



注：自動車ローンは後方 4 四半期移動平均。資料：FRB、米国商務省

⁴ 潜在的な失業者とは、過去 12 ヶ月以内に求職活動を行ったが、直近 4 週間は求職活動をしていない者。

住宅市場の回復ペースは鈍化

住宅市場は、回復ペースがやや鈍化している。住宅価格が幅広い地域で上昇するなど回復傾向は維持されているものの、①住宅価格の所得を上回るペースでの上昇や、②利上げ開始前の駆け込み需要のはく落などにより、住宅販売件数は15年半ば以降、横ばい圏内にとどまる。ここ数か月は先行指標である中古住宅販売成約指数が低下している。今後、住宅市場の回復ペースは鈍化が続く可能性が高い。

シェール生産地域では、鉱業以外の産業の経済活動も減速

企業活動は輸出の減少・原油安の影響を受け、製造業や鉱業で悪化している。製造業の景況感（ISM 指数）は低下が続き、15年末以降には拡大・縮小の分岐点である50を4ヶ月連続で下回った（図表3-6）。生産活動も、①海外経済の回復の遅れや、②ドル高による輸出の減少を背景に、伸びが低下している。

投資活動も減速している。設備投資の先行指標である資本財新規受注は力強さを欠く。背景には、①海外経済の減速やドル高による収益悪化、②生産活動の鈍化を受けた設備稼働率の低下、③一段の原油安によるシェール関連産業の投資抑制などに加え、ここ数か月は④株価下落による企業マインドの悪化がある。先行きも企業の投資活動は慎重な動きが続くだろう。

シェール生産地域では、原油安によるシェール関連投資低迷の影響が、他産業にも波及している。14年後半以降、鉱業関連の新規受注や雇用者数が急激に減少する中（図表3-7）、鉱業依存度が高い州で鉱業を除くGDPも減速（図表3-8）。原油安は、実質可処分所得の上昇による消費の押し上げ効果（GDP比+0.6%程度）が、シェール関連産業の投資を押し下げる効果（同▲0.3%程度）を上回り、総合すると米国に経済にはプラスに働くとみるが、シェール依存度の高い地域では、経済活動の抑制要因となっている。

FRB、次回3月のFOMCでの利上げは見送りへ

15年12月の連邦公開市場委員会（FOMC）は、FF金利の誘導目標値を0.25～0.50%へ引き上げることを決定。同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通しからは、16年に1%程度の利上げが示唆された。しかし、16年入り後、金融市場が不安定化。市場の予想する16年の利上げ幅は、15年末の約0.50%から低下し、2月上旬には16年に利上げは行われぬとの予想になっている。イエレンFRB議長は2月の議会証言で、利上げが遅れることに伴うリスクに触れる一方、金融市場の不安定化と海外経済減速のリスクを強調し、「経済が下振れすれば利上げペースも減速するのが適切」と、当初の想定よりも緩やかなペースでの利上げを示唆した。当社は、海外経済や金融市場の不安定化が米国経済にどの程度影響を及ぼすのかを見極める必要があることなどから、次回3月のFOMCでは利上げが見送られ、その後の利上げ判断も経済動向に基づき慎重に行われると予想する。

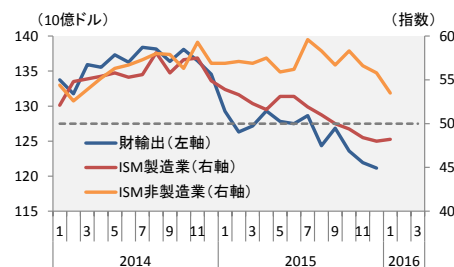
米国経済は拡大持続ながら、前回予測から下方修正

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、消費の下支え要因となろう。一方、生産・投資活動は、新興国経済の減速やドル高、原油安によるシェール関連活動への悪影響が抑制要因となり、横ばい圏内での推移が続くとみる。

実質GDP成長率は、16年は輸出の下振れや年初来の金融市場の不安定化の消費への下押し圧力を考慮して前年比+2.2%（前回同+2.7%）と下方修正を行う。17年も同+2.3%と緩やかな回復持続を予測する。

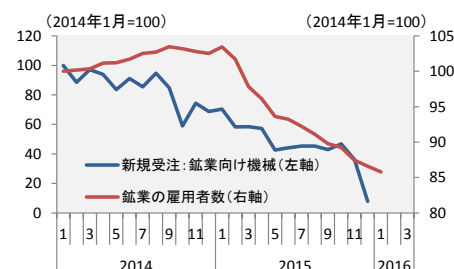
リスク要因は、第1に、新興国経済の減速とドル高による企業利益の一段の悪化が考えられる。すでに企業利益の悪化が投資減少や株価下落につながっている。株価下落が長期化すれば、逆資産効果や消費者・企業マインドの悪化を通じ、消費・投資の伸びが低下しかねない。第2に、FRBが市場の予想を上回るペースで利上げをした場合、長期金利が上昇し、耐久消費財や住宅投資が抑制される可能性がある。第3に、16年11月の大統領選の結果次第では、政策運営の不確実性の上昇や、大幅な歳出減もしくは増税など経済政策の方針転換を通じ、経済活動が下押しされる可能性は残る。

図表3-6 輸出・企業の景況感



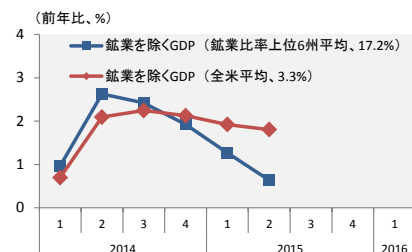
資料：米国供給管理協会、米国商務省

図表3-7 鉱業関連の新規受注・雇用



資料：米国労働省、CEIC

図表3-8 鉱業を除くGDP



注：括弧内は鉱業のGDPに占める割合(13年)。州×産業のGDPを用いて、各州GDPの伸びを算術平均して算出。

資料：米国商務省

4. ユーロ圏経済

消費の回復を主因に緩やかな回復傾向を維持

ユーロ圏経済は、消費主導の緩やかな回復が続いている。ただし、中国、ロシア向けを中心に新興国向け輸出が減少しているほか、設備投資も勢いを欠き、回復ペースは鈍い。

ユーロ圏の15年10-12月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.3%と7-9月期と同水準の伸びとなった。イタリア(同+0.1%)や、15年11月のパリ同時多発テロの影響を受けたフランス(同+0.2%)で伸びが低下した一方、ドイツ(同+0.3%)、スペイン(同+0.8%)は前期並みの伸びを維持した。

消費は雇用・所得環境の改善を背景に回復基調を維持

ユーロ圏の消費は、やや減速しつつも回復基調は持続している(図表4-2)。特に新車販売が堅調に推移。①雇用・所得環境の改善や、②低インフレによる家計の購買力上昇が続く中、③消費者マインドも高水準を維持し、消費を下支えしている。雇用者数や可処分所得の増加が続いており、先行きも消費は緩やかな回復が続くだろう。

企業の景況感は堅調だが、一部で先行きに対する懸念も

ユーロ圏の企業部門の景況感は、回復傾向が続く内需を背景に、総じて堅調に推移している。15年以降、フォルクスワーゲン(以下、VW)不正問題やパリ同時多発テロなど先行きに対する懸念材料が増したが、現時点ではユーロ圏全体への悪影響は限定的となっている。もっとも、一部では弱い動きもみられる。

ドイツでは、VWの不正が明らかになった15年9月以降、EU域内の新車登録台数は高い伸びが続く中、VW車は大幅に減速。横ばい圏内で推移していたドイツ国内の自動車生産が12月は減少に転じた(図表4-3)。輸出悪化の影響も考えられるが、悪影響が自動車産業に波及し始めた可能性がある。

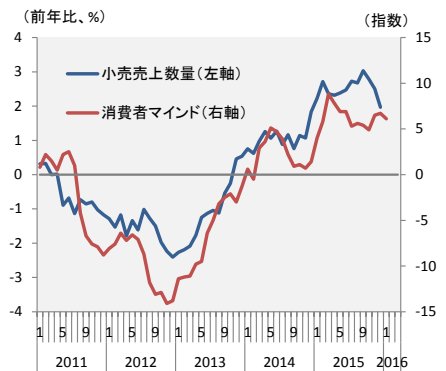
フランスでは、15年11月のパリ同時多発テロ後、小売売上高の伸びが減速している(図表4-4)。消費者マインドは底堅く推移しているものの、力強さを欠く企業の景況感はさらに悪化し、拡大・縮小の分岐点である50を辛うじて上回る水準で推移している。悪影響の波及には、今後も注意が必要である。

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	
	2014	2015	2016	2017
ユーロ圏	0.9	1.5	1.3	1.5
ドイツ	1.6	1.4	1.5	1.6
フランス	0.2	1.1	0.5	1.0

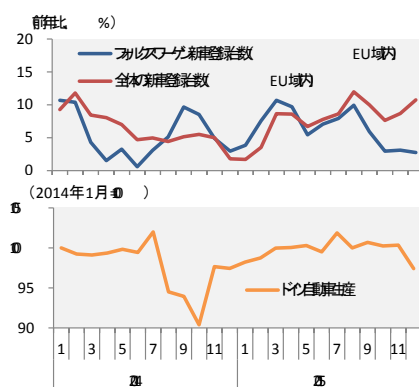
資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 ユーロ圏の消費動向



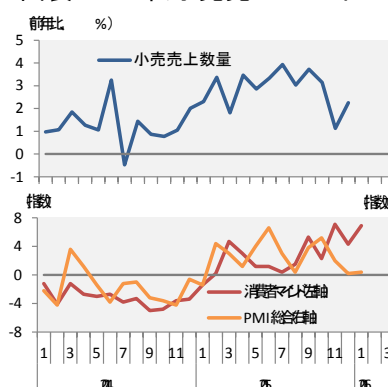
注：小売売上数量は後方3ヶ月移動平均。消費者マインドは長期平均(1985年1月～2016年1月)からの乖離を示す。
資料：Eurostat

図表 4-3 独自動車市場の動向



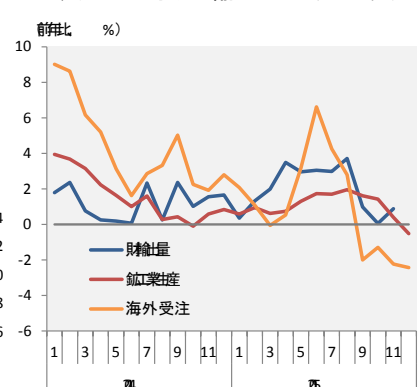
注：後方3ヶ月移動平均。
資料：欧州自動車工業会(ACEA)、CEIC

図表 4-4 仏小売売上・マインド



資料：Eurostat、Bloomberg

図表 4-5 独の輸出・生産・受注



注：後方3ヶ月移動平均。
資料：Eurostat、Bloomberg

ユーロ圏の輸出の伸びは一段と緩やかに、生産活動にも悪影響が波及

ユーロ圏の内需は総じて堅調な一方で、輸出環境は厳しさを増している。ユーロ圏の輸出は前年比マイナス傾向にある。背景には、①ロシア・中国向けを中心に新興国向け輸出が減少する中、②先進国向け輸出も伸びが大幅に鈍化したことがある。ユーロ安は輸出を下支えしているとみられるが、世界経済の減速が輸出の足かせとなっている。先行指標となるドイツの海外受注も前年比マイナスとなっており、今後も輸出は力強さを欠く状態が続くと予想する(図表4-5)。

輸出の不振は、ユーロ圏内の生産にも波及しつつある。ドイツでは輸出の鈍化に伴い、生産の伸びが低下。生産の低迷が続けば、雇用や投資の抑制を通じ、内需の悪化につながる恐れがある。

ECB、次回3月の政策理事会で追加緩和の見込み

ユーロ圏では、デフレーション傾向が続いている。15年12月の消費者物価上昇率（HICP）はエネルギー価格の下落を背景に、前年比+0.4%と0%付近にとどまる。一方、コアベースでみると、1%前後で推移し、大幅な低下はみられない。ただし、先行きは、①14年半ば以降のユーロ圏進行による輸入物価押し上げ効果は落していきとみられるほか、②南欧を中心とする高失業率や、③低い期待インフレ率などが物価の下押し圧力となり、デフレーション傾向が強まる可能性がある（図表4-6）。

こうした中、欧州中央銀行（ECB）は15年12月の政策理事会で追加緩和を決定した（図表4-7）。しかしながら、その後も期待インフレ率の低下が続いている。16年1月のECB政策理事会後にドラギECB総裁は次回3月の政策理事会での追加緩和を示唆。中銀預金金利の引き下げや資産買入プログラムの拡大が検討されるとみられる。

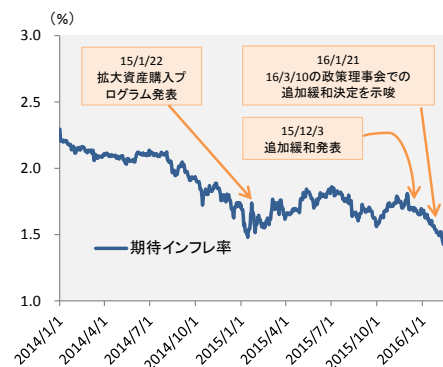
ユーロ圏は緩やかな回復を見込むが、外需悪化により下方修正

ユーロ圏経済は、雇用・所得環境の改善と原油安を背景に、消費が増加し、緩やかな回復が続くと予想する。ドイツを中心に難民流入による政府支出や消費の増加が内需を押し上げると見込む（図表4-8）。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ユーロ圏全体でみて雇用の回復ペースが遅いこと、などが景気回復の足かせとなろう。③輸出も新興国経済向けの減少が続いており、力強さに欠けるとみる。

16年のユーロ圏の実質GDP成長率は、大規模な難民流入が政府支出増により内需を押し上げるものの、新興国向けを中心に輸出の下振れが下押し圧力となると見込み、前年比+1.3%と（前回+1.4%）、15年の1.5%から減速を予測。17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、内需の回復が続くことから前年比+1.5%と予測する。ドイツは、輸出の下振れを受け、16年は前年比+1.5%（前回+1.7%）と下方修正を行い、17年も同+1.6%と16年並みの成長を見込む。フランスは、同時多発テロの観光業などへの悪影響を織り込み、16年は同+0.5%と低成長を見込む（変更なし）。17年はやや回復し、同+1.0%と予測する。

リスク要因は、第1に、新興国経済のさらなる下振れが考えられる。新興国経済が急減速すれば、輸出・海外売上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。第2に、金融市場の不安定化が挙げられる。16年初以降、欧州金融機関の財務悪化懸念が高まり、株価が大幅に下落（図表4-9）。銀行の貸出姿勢の慎重化や消費者・企業マインドの低下、逆資産効果などを通じて、消費や投資が抑制される恐れがある。第3に、VW不正問題の影響波及がある。ドイツの自動車生産の減少が長期化した場合、幅広い産業の投資・雇用の悪化を通じてユーロ圏全体に悪影響を与える可能性がある。第4に、地政学リスクの高まりがある。パリ同時多発テロ以降も、フランスにとどまらず欧州全体でテロの恐れは残る。マインド低下につながれば、消費や投資が抑制されかねない。第5に、ユーロ圏の政治的な不安定性の高まりがある。難民流入により内向き志向が強まり、国内外で政治的な対立が深まれば、ユーロ統合や構造改革などの進展が遅れかねない。また、政策の不確実性が高まる場合には、マインド低下を通じて消費や投資に悪影響が及ぶ恐れがある。

図表4-6 ユーロ圏の期待インフレ率



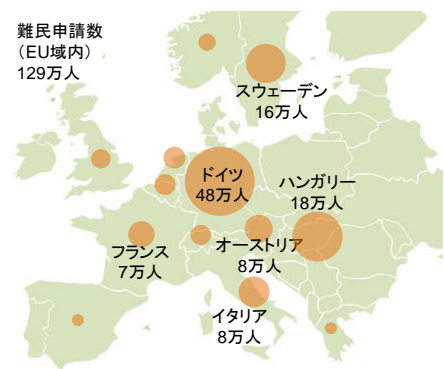
注：インフレ・スワップレート（5年後から5年間）。
資料：Bloomberg

図表4-7 ECB政策理事会の決定内容

	15年12月の決定事項
政策金利引き下げ	・中銀預金金利を▲0.2%→▲0.3%
拡大資産買入プログラム	・終了時期の目途を「16年9月まで」→「17年3月まで」 ・償還された資産の元本を再投資 ・買入れ対象に地方債を追加
銀行への無制限の流動性供給	・少なくとも17年末まで継続

資料：ECB

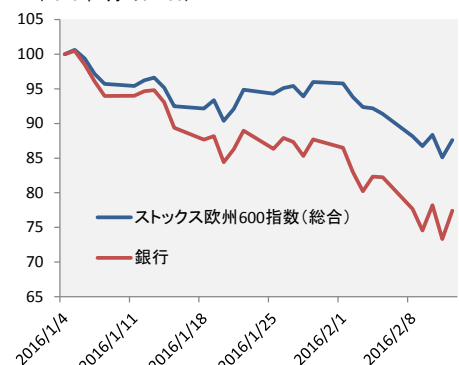
図表4-8 難民申請数



注：2015年の合計。
資料：Eurostat

図表4-9 ユーロ圏の株価

(2016年1月4日=100)



資料：Bloomberg

(1) 概観

資源安や中国経済減速などから新興国は減速傾向

新興国経済は、減速傾向が続いている。

中国経済は、過剰投資などの構造問題から成長が鈍化している。その他新興国でも、インド、ベトナムなど一部の国を除き、減速傾向がみられる。背景には、①資源安を背景とする資源国経済の低迷、②中国向け輸出の低迷に伴うアジア各国への景気下押し、③資源安と中国経済減速に加え、米国利上げなど金融市場とリスクオフに伴う通貨安、株安などの影響がある。

資源安及び中国経済減速と成長率の関係をみると、資源純輸出比率が高い国や中国向け輸出比率が高い国では成長率が減速傾向の国が多い(図表 5-1)。資源純輸出比率が高いロシアやオーストラリアは、GDP 規模が大きいことから、これらの国の経済の減速は世界経済に与える影響も大きい。

中国経済減速の影響を大きく受ける国は、韓国、マレーシア、ベトナム、タイがあげられる。ベトナムでは中国の生産代替拠点として魅力が高まっていること、タイでは14年に政治情勢の不安定化から経済が低迷したことの反動から、15年の成長率は上昇している。ただし、タイでは干ばつなどの影響もあり、回復の勢いは鈍い。また、輸出が低迷している韓国や、消費税導入後、個人消費の伸びが鈍化しているマレーシアでは成長率が減速している。

資金流出圧力の高まりが景気下押し圧力に

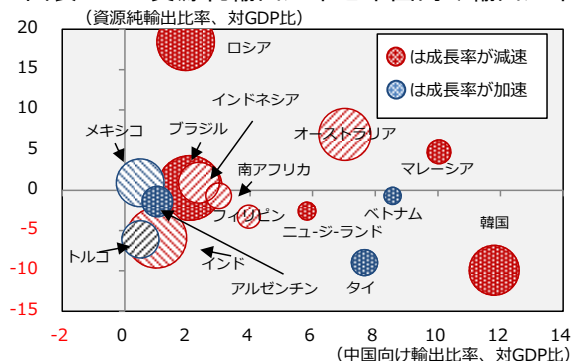
資源安や中国経済の減速などにより、為替や株式を通じた影響もみられる。新興国を①中国依存度の高い国(対GDP比の中国向け輸出が10%を超える国)、②資源純輸出国、③そのほかの新興国、に分類すると、①、②の国で通貨安や株価下落傾向がみられる国が多い(図表 5-2)。

韓国や台湾など対GDP比の中国向け輸出が10%を超える国は、経常収支などファンダメンタルズが比較的健全で為替への影響は抑制されている。しかしながら、15年後半以降の中国株価下落の影響や中国経済への先行き懸念から、株価は下落している。

一方、資源純輸出国については、ブラジル、ロシア、マレーシア、メキシコなどで特に為替の下落率が高い。これらの国では、資金流出圧力などを背景に外貨準備高も減少している。また、GDPに占める資源の純輸出割合が上昇するほど、14年から15年にかけて経常収支の赤字幅が拡大(黒字幅が縮小)する傾向がある(図表 5-3)。資源安が資源国のファンダメンタルズの悪化要因となり、さらなる資金流出を招いている。

通貨安は、輸出押上げ要因となるものの、為替の減価と経済成長率の減速は同時に表れている国も多い。現在のところ、通貨安は、輸入インフレ圧力や資金流出圧力に伴う

図表 5-1 資源純輸出比率と中国向け輸出比率



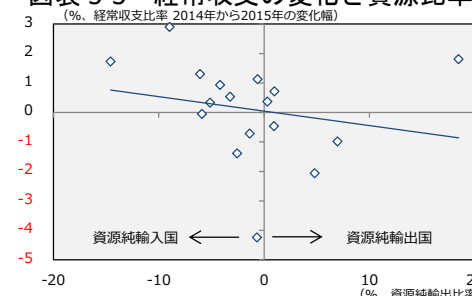
注1: バブルサイズは GDP 規模を表す。赤(青)は14年から15年にかけて成長率が減速(加速)した国。濃い赤(青)は成長率が0.5%以上減速(加速)した国。
注2: 資源は鉱物性燃料及び鉱石等。加工製練後の物は含まない。
資料: IMF WEO、UN comtrade より三菱総合研究所作成

図表 5-2 為替(対米ドル)、株価、各指標

国・地域	為替 (下落率) 15/1-16/1	株価 (騰落率) 15/1-16/1	外貨準備 (増減率) 15/1-16/1	経常収支 対GDP比 15/1-16/1	財政収支 対GDP比 15/1-16/1
中国	-5.9%	8.8%	13.8%	3.1%	-0.8%
①中国依存度が高い国(対GDP比の中国向け輸出が10%を超える国)					
韓国	-10.1%	0.0%	1.2%	7.1%	0.8%
シンガポール	-8.6%	-15.9%	-3.5%	20.8%	4.2%
台湾	-5.9%	-15.9%	1.7%	12.4%	-2.1%
香港	-0.1%	-15.5%	9.2%	2.2%	0.5%
②資源純輸出国					
ブラジル	-51.1%	-2.1%	-1.1%	-4.0%	-3.1%
ロシア	-32.6%	20.6%	-0.5%	5.0%	-1.1%
マレーシア	-25.2%	6.7%	-18.9%	2.2%	-2.7%
メキシコ	-21.7%	-5.0%	-8.5%	-2.4%	-4.0%
オーストラリア	-17.6%	8.8%	1.2%	-4.0%	-1.8%
インドネシア	-11.7%	15.2%	-3.8%	-2.2%	-3.3%
③そのほか					
アルゼンチン	-59.9%	20.1%	-20.7%	-1.8%	-5.5%
南アフリカ	-43.5%	1.2%	-7.9%	-4.3%	-5.1%
トルコ	-29.8%	-15.4%	-10.0%	-4.5%	-1.3%
ニュージーランド	-19.6%	10.5%	-0.6%	-4.7%	-0.4%
タイ	-10.1%	14.6%	0.2%	6.2%	-2.5%
フィリピン	-6.3%	-10.2%	1.8%	5.0%	-1.0%
ベトナム	-4.8%	2.7%	-3.5%	0.7%	-6.1%
インド	-5.5%	8.7%	11.8%	-1.4%	-6.7%

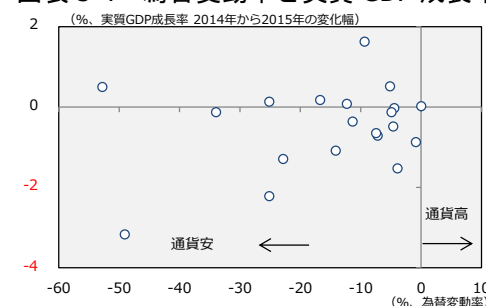
注: 経常収支及び財政収支は2015年。
資料: Bloomberg、IMF WEO より作成

図表 5-3 経常収支の変化と資源比率



注: 資源純輸出比率は、資源純輸出額の対GDP比(2014年)。
資料: UN comtrade、IMF WEO より作成

図表 5-4 為替変動率と実質 GDP 成長率



注: 為替変動率は15年1月から12月までの変化。
資料: Bloomberg より三菱総合研究所作成

内需抑制のマイナス効果が輸出の押し上げ効果を上回り、実体経済の下押し要因となっている（図表 5-4）。

また、新興国のドル建て信用残高は、リーマンショック後の 08 年以來の減少に転じている（図表 5-5）。資源安や中国経済減速による実体経済の下押しに加えて、米国の金融政策の転換などから資金が安全資産へ回帰していることで、信用が収縮する動きがみられる。

中国、ASEAN などを下方修正

新興国全体の先行きは、資源安、投資低迷や中国経済鈍化の影響から、16 年も減速傾向が続く見込み。17 年は、ASEAN やその他東アジアを中心に緩やかに持ち直す見込み。中国経済は、資金流出圧力の高まりから 16 年を下方修正、17 年も成長率の鈍化が続くと予想。ASEAN やその他東アジアは、17 年にかけて持ち直しに向かうと見込むが、中国経済鈍化や資源安などから緩やかな成長にとどまるだろう。ブラジルは、資源安やインフレ・高金利に加え、政治問題の深刻化から、16 年から 17 年にかけてマイナス成長を見込む（詳細は p24）。

中国急減速、リスクオフ、政治情勢の影響がリスク

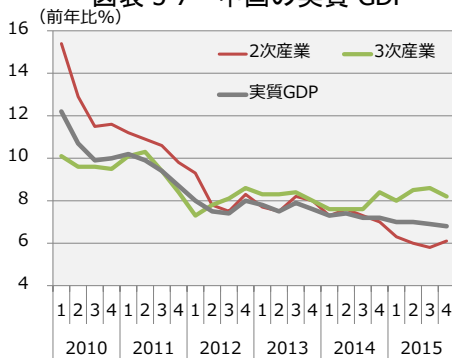
新興国全体で注視すべきリスク要因は、①中国経済の急減速と新興国全体への影響波及、②米国利上げ後のリスクオフ姿勢の強まりやバランスシート調整圧力の高まりによる新興国市場からの資金流出・信用収縮の加速、③タイ、マレーシア⁵、ブラジル、フィリピンなどでの政治不安による経済への影響が挙げられる。

(2) 中国経済

15 年の成長率は 6.9%と 25 年ぶりの低成長も、急減速は回避

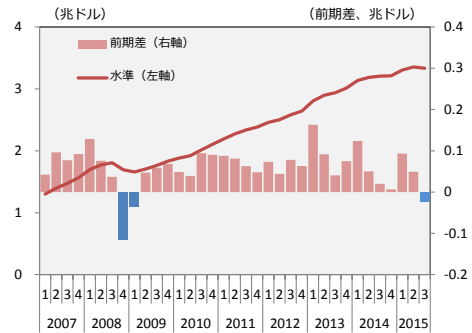
中国経済は緩やかな成長鈍化を続けている。15 年 10-12 月期の実質 GDP は、前年比+6.8%と前期（7-9 月期+6.9%）から鈍化（図表 5-7）。15 年通年では、前年比+6.9%と政府目標の同+7%前後はかろうじて達成したものの、25 年ぶりの低成長となった。投資低迷を背景に、2 次産業を中心に景気の勢いは弱い。一方、①消費が堅調で 3 次産業（サービス産業）が比較的高い伸びを維持していること、②政府のインフラ投資や住宅規制緩和などの景気刺激策で建設業の成長率が底打ちしていることを主因に、景気の急減速は回避している（図表 5-8）。ただし、15 年 6 月以降の株価急落の影響から、これまで 3 次産業の成長をけん引してきた金融業 GDP は伸びが鈍化している。金融業 GDP が第 3 次産業 GDP に占める割合は約 17%と寄与は大きく、政府が期待している 3 次産業も一頃に比べ勢いに欠ける点には注意が必要だ。

図表 5-7 中国の実質 GDP



資料：CEIC

図表 5-5 新興国のドル建て信用残高（非金融）



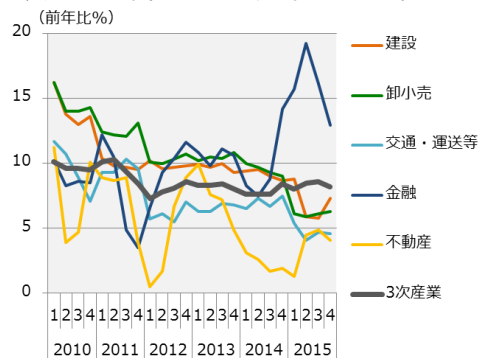
資料：BIS より三菱総合研究所作成

図表 5-6 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2014	2015	2016	2017
中国	7.3	6.9	6.5	6.3
ASEAN5	4.6	4.7	4.8	4.9
インドネシア	5.0	4.8	5.2	5.1
マレーシア	6.0	4.8	4.4	4.8
フィリピン	6.1	5.8	5.8	5.6
タイ	0.8	2.8	2.7	3.0
ベトナム	6.0	6.7	6.0	5.9
香港	2.5	2.4	2.4	2.6
韓国	3.3	2.6	3.0	2.6
シンガポール	2.9	2.1	2.6	2.7
台湾	3.9	0.9	1.9	2.8
インド(年度)	7.3	7.6	7.1	7.1
ブラジル	0.1	▲ 3.7	▲ 2.6	▲ 0.5

注：シャドウ部分が実績見込み（2015 年）及び予測値。
資料：実績は IMF 等、予測は三菱総合研究所

図表 5-8 中国の 3 次産業 GDP 内訳



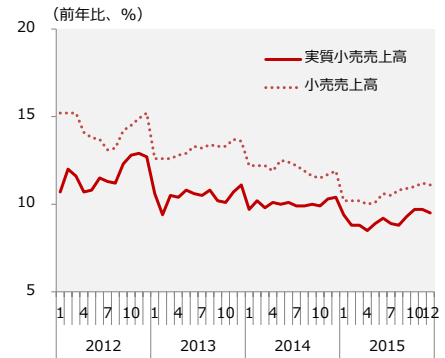
資料：中国国家統計局より三菱総合研究所作成

⁵ マレーシアでは、政府系投資会社の巨額債務問題から、8 月末に反政府デモが行われるなど政治不安が高まった。

家計セクターは堅調

前述のとおり、支出面から景気を支えているのが、堅調な消費だ。小売売上高（名目）は、15年前半に一度落ち込んだものの、堅調な雇用・所得環境を映じ日用品や家電の売上げが好調なほか、15年10月以降の小型車向けの減税措置により自動車販売が伸び、10-12月期は前年比+11.0%と二桁の伸びを維持（図表5-9）。消費者物価の上昇率を考慮した実質ベースでみても、15年4月を底に持ち直しを続け、卸小売セクターの投資の持ち直しへと波及している。

図表 5-9 中国の小売売上高



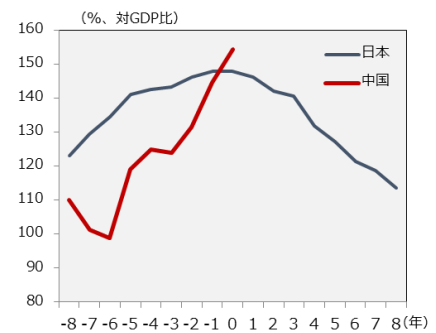
資料：CEIC、Bloomberg より三菱総合研究所作成

過剰投資の調整や銀行融資の低迷が投資を押し下げ

対照的に、企業のマインドは悪化の一途をたどっており、製造業を中心に企業セクターの苦境は続いている。背景には、①過剰投資の解消に向けた調整圧力や、②内外受注の低迷に伴う企業収益の悪化に加え、③バランスシート調整圧力、④海外への資金流出の加速がある。

中国の非金融部門の企業債務対 GDP 比は、14年において150%超と、90年代の日本の水準（94年には148%まで増加）をすでに上回り、潜在的なバランスシート調整圧力は高まっている（図表5-10）。また、債務の増加にあわせて、銀行の貸出態度も慎重化している。13年以降の政府のシャドウバンキング規制やデフォルト懸念の拡大などもあり、受託貸付や信託貸付などの資金調達が低迷（図表5-11）。社債の発行額は伸びているものの、銀行融資は、15年以降の金融緩和にも関わらず、回復は限定的だ。

図表 5-10 非金融部門の企業債務比率

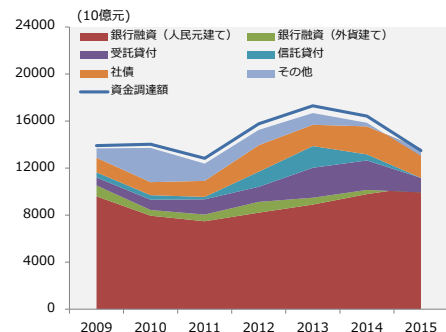


注：基準年は日本が1994年、中国が2014年
資料：BIS より三菱総合研究所作成

海外への資金流出加速も投資を押し下げ

海外への資金流出加速も投資を押し下げている。14年後半以降、中国の金融収支（外貨準備を除く）の赤字幅が拡大している（図表5-12）。背景には、①海外向け直接投資の増加と国内向け直接投資の低迷、②現預金や貸出の大幅な流出超、③15年後半からの株安に伴う証券投資（ネット）の流出超がある。現預金は、7-9月期の株価暴落の影響もありネットで大幅な流出超を記録。貸出も、14年後半以降、流出超が続いている。BISの与信統計をみると、10年以降、中国では短期のクロスボーダー与信が増加してきたが、15年入り後は中国経済の減速の影響から、残高が減少傾向を示している。これらの資金流出傾向の強まりが、一段の人民元安や株安を引き起こし、今後、更なる投資抑制を引き起こすおそれもある。

図表 5-11 中国の企業資金調達

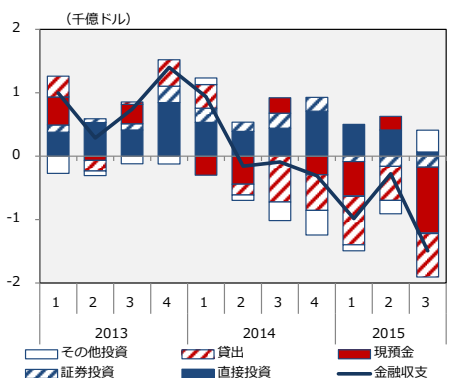


資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

政策の不透明感も人民元安と資金流出に影響

株式市場や為替市場のゆがみの弊害も顕在化している。中国人民銀行は、SDR採用に向けた人民元国際化の一環として、15年8月に為替レートの基準値算定方法の変更を実施、その後数日間で基準レートを大幅に元安方向に調整した。しかし、その後も資金流出傾向が弱まらず、香港のオフショアレートと中国本土のオンショアレートのかい離幅は15年末にかけて一段と拡大、人民元レートは一段の元安圧力に晒される結果となった（次頁図表5-13）。

図表 5-12 中国の金融収支（ネット）



資料：中国国家外貨管理局より三菱総合研究所作成

一方、株式市場では、14年以降、新興企業の重要な資金調達源となっていたIPOは、15年6月以降の市場の混乱で15年11月まで停止。また、株価の乱高下を抑制する目的で16年から導入されたサーキッドブレーカー制度が逆に狼狽売りを助長する格好となり、同制度は開始4日後に停止する事態となった。

このような政策面の不透明感も、国内の現金預金の流出など資金流出圧力の高まりの一因となったと考えられ、今後、人民元取引の自由化に向けた取り組みを進めていくためには、市場の透明性を高める取り組みが必要になるだろう。

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、中国経済の減速傾向は続くと予想する。政府は財政・金融面から景気刺激策を行っており、これらの政策が景気の下支え要因にはなるものの、国有企業の改革を含め、過剰投資の調整にはなお数年かかるとみられる。実質GDP成長率は、16年は資金流出圧力の高まりなどを背景に前年比+6.5%に下方修正、17年は同+6.3%と徐々に減速ペースは和らぐものの、緩やかな成長率の低下を予測する。

リスク要因は、上述の通り、①バランスシート調整圧力の強まりによる投資の長期低迷、②資金流出の深刻化による投資の急減速である。特に、後者に関しては、米国利上げ後の投資家によるリスクオフ姿勢の強まりもあり、中国経済や政策運営への懸念が払しょくされない限り、資金流出に伴う投資の急減速リスクは高まるであろう。これらのリスクが顕在化すれば成長率の大幅低下の可能性がある。

(3) ASEAN 及びその他東アジア経済

中国成長鈍化の影響から総じて減速が続く

ASEAN・その他東アジア経済は、資源安や中国の成長鈍化による輸出減速に加え、米国利上げなどに伴う通貨安・資金流出圧力の高まりから、総じてみると減速傾向となっている。

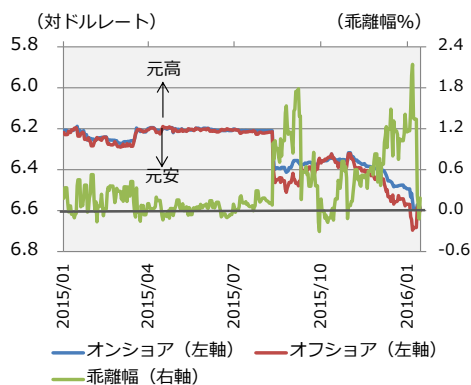
ASEAN5 をみると、資源安や中国経済減速の影響を強く受けているマレーシアで成長が鈍化するなど、景気下押し圧力が強まっている。ただし、インドネシアが相次ぐ景気刺激策による景気下支えもあり持ち直しているほか、中国の生産代替拠点として魅力が高まっているベトナムでは成長率が加速していることから、総じてみると成長率は横ばい圏内で推移している(図表5-14)。その他東アジア経済は、外需の減速が内需に波及する格好で総じて減速している(図表5-15)。

景気刺激策も財政面の制約もあり効果は限定的

こうした中、韓国や台湾、ASEAN 主要国では、公共事業やインフラ投資の上乗せや、前倒し執行などを通じた景気刺激策を実施している(次頁図表5-16)。ただし、財政収支が赤字の国も多く(図表5-2、p20)、大規模な景気刺激策は見込みがたい。

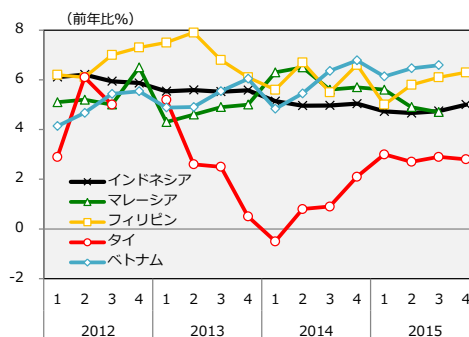
金融政策についても通貨安傾向が強まるなか、輸入インフレ圧力から、大幅な金利引き下げを実施する余地もそれほどないと考えられる。したがって、資金流出圧力や、通貨安に伴う輸入インフレ圧力に伴う内需抑制の悪影響が、当面は景気刺激策による押し上げ効果を上回ると見込む。

図表 5-13 人民元レートの推移



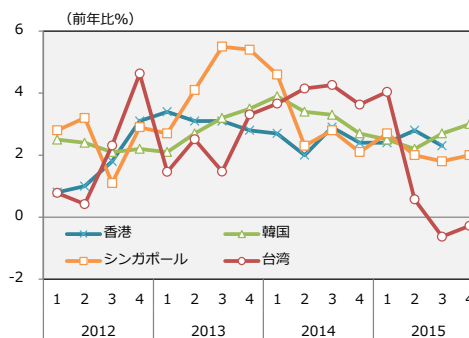
資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-14 ASEAN の実質 GDP



資料：Bloomberg、CEIC

図表 5-15 その他東アジアの実質 GDP



資料：Bloomberg

先行きの成長ペースは緩やかなものにとどまる見込み

先行きを展望すると、内需は、①通貨安に伴うインフレ圧力と、②資金流出による投資下押し圧力が続き、力強さに欠ける状況が続くと予想する。外需も、欧米向けの緩やかな輸出回復などが下支えとなるものの、大幅な回復は見込みがたい。上記を踏まえ、ASEAN・その他東アジア経済は、17年にかけて持ち直しに向かうと見込むが、資源安・中国経済鈍化に伴う外需押下げなどから、成長率は緩やかな回復にとどまると見込む。ASEAN5の実質GDP成長率は、16年は前年比+4.8%（前回+4.9%から下方修正）、17年は同+4.9%と予測する。その他東アジアは、中国向けを中心に輸出低迷が続いており、韓国、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、各国の一段の景気減速を引き起こす可能性が挙げられる。第2に、原油安の進行や米国利上げ後のリスクオフ姿勢の強まりを背景に、特に、①資源輸出国、②中国との関係性の強い国では、資金流出と通貨安の長期化や深刻化による内需の急減速が懸念される。第3に、政治面で不安を抱えているタイやマレーシアなどに加え、16年5月に大統領選挙を控えたフィリピンでも政治面の変化が景気に及ぼす影響が懸念される。各国の政権基盤の脆弱さが海外投資の抑制に加え、通貨安や資金流出を引き起こす悪循環に陥る可能性にも目配りが必要だ。

(4) ブラジル経済

止まらぬ通貨安圧力、物価上昇で悪循環が続く

ブラジル経済は、内外需の低迷に加え、通貨安やインフレに伴う金利高止まりから大幅に悪化。15年7-9月期の実質GDPは、前年比▲4.5%と6四半期連続のマイナスとなり（図表5-17）、季節調整済み前期比でも▲1.7%と3四半期連続のマイナス成長となった。小売販売や鉱工業生産は過去1年半以上、前年比マイナスとなっており（図表5-18）、消費や企業マインドも下げ止まりの兆しは見えない。景気低迷の長期化の影響から、財政面では厳しさが増しており、五輪向け投資や運営費の削減の可能性も高まっている。

五輪後の反動減から、17年までマイナス成長を予想

先行きは、①資源安や通貨安、高金利による内需下押し、②財政悪化に伴う五輪関連を含めた支出抑制から、16年は前年比▲2.6%（前回同+▲0.5%）と大幅下方修正する。17年も投資を中心に五輪開催後の反動減もあり、同▲0.5%と3年連続のマイナス成長を見込む。

米格付け会社S&Pが15年9月に同国ソブリン格付けを投資不適格級まで引き下げ、同じく格付け会社のフィッチも、12月に投資不適格級（BB+）に引き下げた。ブラジル経済は、すでに複合的なリスク要因が顕現化する形で景気急減速局面に突入し、悪循環から抜け出す目途がみえない。現時点では外貨準備高は潤沢で短期的に対外的な危機に陥る可能性は低いものの、追加的なリスク要因は、①政治的不安定化による内外投資低迷の長期化と、②一段の通貨安に伴う急激なインフレ進行が挙げられる。①は、汚職問題による政治面での混乱に加え、景気悪化による財政悪化から財務大臣が辞任に追い込まれるなど、政治面での先行きの不透明感是一段と強まっている。②についても、金融市場の混乱や資源の一段の価格下落の影響を受け、資金流出が加速する場合には、投資が一段と冷え込む蓋然性も高まるであろう。

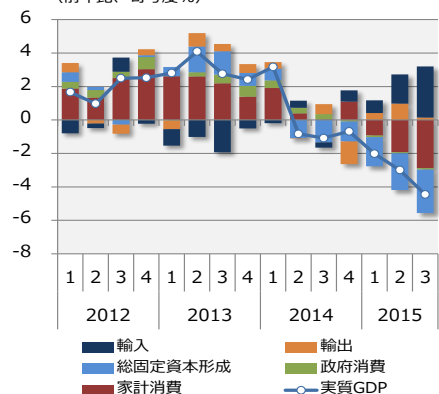
図表 5-16 新興国の主な景気刺激策

	財政政策	金融政策
韓国	・16年度予算：前年度比2.9%増 ・予算の4割を第1四半期（1-3月）に早期執行	・政策金利は15年6月以降据え置き（1.5%）
台湾	・16年度予算：前年度比2.1%増 ・公共事業などで景気を下支え	・政策金利を15年12月に0.125%引き下げ（1.625%）
インドネシア	・15年9月以降、税制優遇など8次にわたる景気刺激策を実施 ・規制緩和や認可手続きの簡素化、税制優遇	・政策金利を16年1月に0.25%引き下げ（7.25%）
マレーシア	・16年度予算：高速道路建設など財政支出を予定 ・ただし、原油安などによる歳入減で見直しに	・政策金利は14年7月以降据え置き（3.25%）
フィリピン	・16年度予算：対前年度比15%増 ・インフラ整備向けも29%増を予定	・政策金利は14年9月以降据え置き（6%）
タイ	・16年度予算：国家レベルの生活向上、農家と低所得者への緊急支援など景気対策を実施 ・予算の3割を第1四半期（15年10-12月）に実施	・政策金利は15年4月以降据え置き（1.5%）

資料：各種報道より三菱総合研究所作成

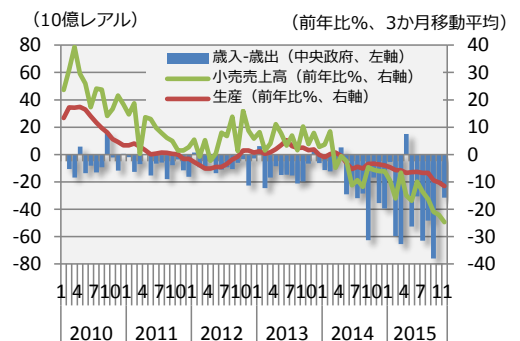
図表 5-17 ブラジルの実質 GDP

（前年比、寄与度%）



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-18 ブラジルの政府財政と生産・小売



資料：Bloomberg、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			
		2014 実績	2015 予測	2016 予測	2017 予測	2014 実績	2015 予測	2016 予測	2017 予測
名目	国内総生産（＝GDP）	489,618	500,050	508,419	515,821	1.5%	2.1%	1.7%	1.5%
	民間最終消費支出	293,217	291,944	296,455	296,179	▲0.8%	▲0.4%	1.5%	▲0.1%
	民間住宅投資	14,438	14,791	15,275	15,512	▲8.5%	2.4%	3.3%	1.5%
	民間設備投資	68,411	70,199	72,574	73,564	1.6%	2.6%	3.4%	1.4%
	民間在庫品増加	181	1,289	▲507	1,315	***	***	***	***
	政府最終消費支出	100,954	101,853	102,363	105,144	2.2%	0.9%	0.5%	2.7%
	公的固定資本形成	23,666	23,501	23,280	23,802	0.4%	▲0.7%	▲0.9%	2.2%
	公的在庫品増加	97	12	26	26	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲11,345	▲3,538	▲1,046	278	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	88,351	87,580	87,678	93,573	10.5%	▲0.9%	0.1%	6.7%
財貨・サービス輸入	99,696	91,118	88,724	93,295	3.9%	▲8.6%	▲2.6%	5.2%	

（単位：2005暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	524,688	528,053	533,574	532,696	▲1.0%	0.6%	1.0%	▲0.2%
	民間最終消費支出	307,056	305,705	309,107	302,777	▲2.9%	▲0.4%	1.1%	▲2.0%
	民間住宅投資	13,141	13,451	13,758	13,599	▲11.7%	2.4%	2.3%	▲1.2%
	民間設備投資	70,717	72,122	74,249	74,522	0.1%	2.0%	2.9%	0.4%
	民間在庫品増加	243	1,423	▲311	1,512	***	***	***	***
	政府最終消費支出	102,312	103,583	104,590	105,720	0.1%	1.2%	1.0%	1.1%
	公的固定資本形成	21,768	21,584	21,368	21,311	▲2.6%	▲0.8%	▲1.0%	▲0.3%
	公的在庫品増加	60	▲6	4	4	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	11,348	11,681	11,598	14,115	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,687	91,916	93,141	95,323	7.8%	0.3%	1.3%	2.3%
財貨・サービス輸入	80,338	80,235	81,543	81,208	3.3%	▲0.1%	1.6%	▲0.4%	

		年度				対前年度比増減率			
		2014 実績	2015 予測	2016 予測	2017 予測	2014 実績	2015 予測	2016 予測	2017 予測
指数	鉱工業生産指数	98.5	97.8	99.9	99.3	▲0.4%	▲0.7%	2.1%	▲0.6%
	国内企業物価指数	105.3	101.8	99.5	103.1	2.8%	▲3.3%	▲2.3%	3.7%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	103.2	103.3	103.3	105.9	2.8%	0.0%	▲0.0%	2.6%
	GDPデフレーター	93.3	94.7	95.3	96.8	2.5%	1.5%	0.6%	1.6%
	完全失業率	3.5%	3.3%	3.2%	3.3%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	88.0	90.7	94.1	87.7	▲10.8%	3.0%	3.8%	▲6.8%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	7,931	17,695	21,563	23,759	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲9,314	▲1,240	2,215	4,371	***	***	***	***
	貿易収支	▲6,566	▲189	2,353	3,646	***	***	***	***
	輸出	75,618	73,862	74,559	79,573	8.4%	▲2.3%	0.9%	6.7%
	輸入	82,184	74,051	72,207	75,927	1.8%	▲9.9%	▲2.5%	5.2%
	通関収支戻（10億円）	▲9,144	▲1,795	238	1,431	***	***	***	***
通関	通関輸出	74,670	74,235	74,304	79,301	5.4%	▲0.6%	0.1%	6.7%
	通関輸入	83,815	76,030	74,066	77,870	▲0.9%	▲9.3%	▲2.6%	5.1%

為替	国債10年物利回り	0.48%	0.30%	0.10%	0.10%	***	***	***	***
	M2	882,398	914,745	944,093	976,595	3.3%	3.7%	3.2%	3.4%
	日経平均株価	16,273	18,741	17,700	20,038	12.8%	15.2%	▲5.6%	13.2%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	80.6	44.0	37.6	43.1	▲18.6%	▲45.4%	▲14.5%	14.6%
	円/ドル レート	110.0	120.2	117.5	120.5	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.268	1.101	1.078	1.058	***	***	***	***
円/ユーロ レート	138.8	132.4	126.6	127.5	***	***	***	***	

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 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 上岡・瀬戸口 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。