

PRESS RELEASE

2016年8月16日
株式会社三菱総合研究所

2016、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、2016年4-6月期GDP速報の発表を受け、2016、2017年度の内外景気見通しを発表致しました。

経済対策の下支えで緩やかな回復を持続する日本経済

日本の実質成長率予測値:2016年度+0.6%、2017年度+1.0%

(前回予測値(6月28日):2016年度+0.2%、2017年度+0.6%)

海外経済

- 世界経済: 16年は米国経済の減速などから、世界経済の成長率は15年に比べやや減速すると予想。17年は米国を中心とする緩やかな回復に支えられ、16年に比べ成長率をやや高める見込み。
- 米国経済: 16年は良好な雇用・所得環境を背景に、消費の緩やかな拡大が予想される一方、ドル高や新興国経済の減速、シェール関連投資の不振が生産・投資活動を抑制し、前年比+1.7%と減速を見込む。17年はこれら下押し要因の緩和により、2%台前半の成長に回復する見通し。
- ユーロ圏経済: 雇用市場の改善と原油安を背景に消費が増加し、16年は前年比+1.4%と緩やかな回復が続くと予測する。ただし、英国EU離脱問題の悪影響もあり、企業活動や輸出は力強さに欠けるとみられ、17年は同+1.3%とやや減速を見込む。
- 新興国経済: 中国経済の成長鈍化などを背景に、16年は総じて緩やかな減速傾向が続く見込み。中国は、製造業を中心に構造調整圧力は続くものの、政府の景気刺激策が下支えとなり、16年は前年比+6.6%、17年は同+6.4%と緩やかなペースでの減速を予測する。ASEANは、インフレ圧力の緩和による消費の回復などを背景に、16年は前年比+4.8%、17年は同+4.9%と緩やかな景気拡大を見込む。

日本経済

- 日本経済は、輸出や設備投資に弱さがみられるが、堅調な雇用・所得環境に支えられ、緩やかなながらも回復を続けている。先行きは、16年夏の猛暑が消費を押し上げるのに続き、秋以降は米国を中心とする世界経済の緩やかな回復と円高圧力の緩和が見込まれる。その結果、輸出や設備投資が緩やかなながらも持ち直すとみられるほか、雇用・所得環境の改善持続が消費の回復を後押しすることも期待される。加えて、8月に発表された経済対策による需要押し上げ効果は、17年度にかけて徐々に顕現化することが見込まれ、16年度は前年比+0.6%、17年度は同+1.0%と予測する。

注意すべき下振れリスク

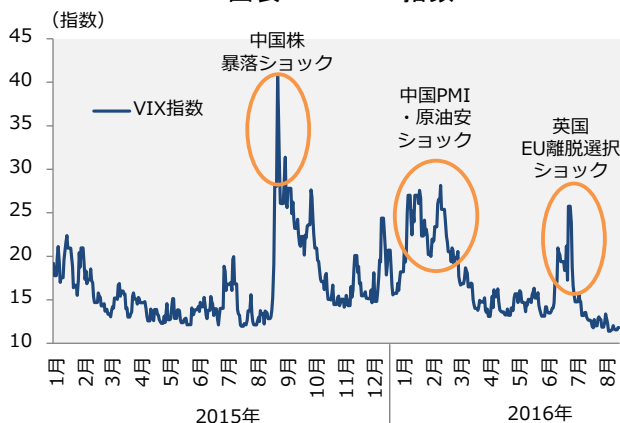
- 世界各地で政治・経済の両面にわたり不安材料が目につく。なかでも、以下の3つのリスクが顕現化する場合には、日本経済の好循環への流れも途切れる懸念が高まろう。
- 第1は、世界的な不確実性の高まりである。欧州では、英国EU離脱に向けたプロセスや離脱後のEUとの関係が不透明なほか、他の欧州諸国での反EU機運の広がりも懸念される。米国では、11月の大統領選の結果次第で経済政策や外交政策の大転換も予想される。世界的に政治の先行きに対する不確実性や地政学リスクが高まっており、企業、家計のマインドへの悪影響が懸念される。
- 第2は、米国の利上げが金融市場の予想と乖離して進むことである。今後、米国が金融政策の正常化を進めていく過程で、市場との対話に失敗し「拙速な」利上げと受け止められる場合には、新興国市場や商品市場からの資金流出が再加速し、世界の金融市場が再び不安定化する可能性がある。
- 第3は、中国経済の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れることだ。政府は相次ぎ景気刺激策を講じており、現時点で経済の急減速を招くリスクは低いと見られるが、不良債権問題など中国ショック発生への火種はくすぶっており、中国経済の予想以上の減速が世界経済に波及するリスクには注意が必要だ。

(1) 国際金融市場

英国の EU 離脱選択により一時不安定化も、落ち着きを取り戻す

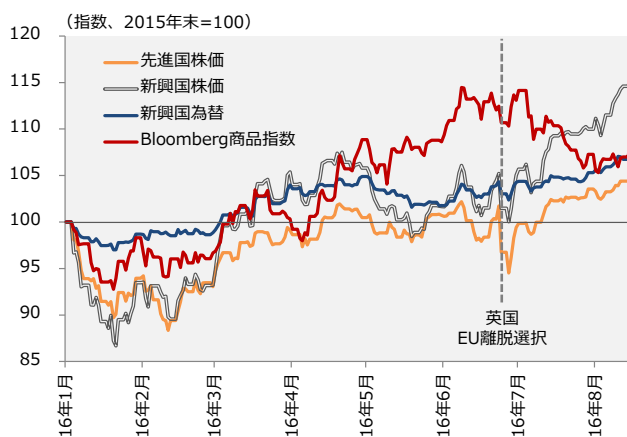
16年6月23日の英国国民投票において「EU離脱」が選択されたことを受け、世界の金融市場は一時不安定化したものの、その後は落ち着きを取り戻している(図表1-1、図表1-2)。背景には、①英国の新首相就任時期の前倒しによる不透明感の緩和、②米国景気の堅調を示す指標の公表などが、投資家のリスク回避姿勢を緩和させた可能性がある。

図表 1-1 VIX 指数



資料：Bloomberg

図表 1-2 株価・為替・商品市況

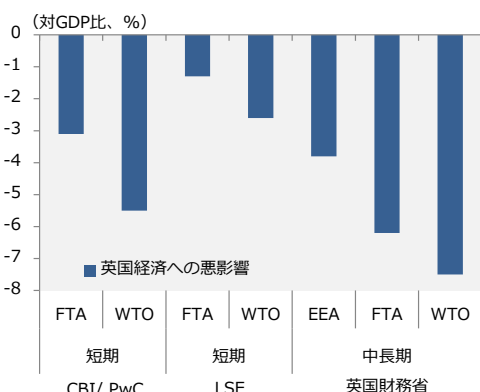


資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

英国 EU 離脱の貿易チャンネルを通じた世界経済への波及は限定的

英国が近い将来に EU を離脱した場合、英国の実質 GDP は大幅に押し下げられる可能性がある。今後の EU との貿易協定交渉の行方にも左右されるが、英国が EU と自由貿易協定 (FTA) を締結する場合でも実質 GDP を▲1~3%程度押下げ、FTA を締結できず WTO ルール下に入る場合▲2~6%弱の押下げが予想される(図表1-3)。貿易面を通じた世界経済への影響について、国際産業連関表を用いて英国の内需が10%減少した場合の各国輸出への影響を試算すると、EU を筆頭に、地理的距離の近いトルコのほか、インド、中国、米国への影響が相対的に大きい(図表1-4)。ただし、EU、トルコを除けば概ね1%以下にとどまる。貿易チャンネルを通じた世界経済全体への波及は限定的と言えよう。

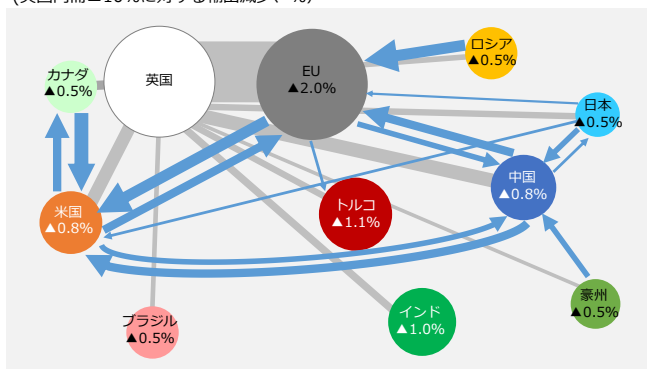
図表 1-3 EU 離脱の英国経済への影響



注：EEA (欧州経済領域)、FTA (自由貿易協定)、WTO (世界貿易機関)
資料：CBI、LSE、英国財務省より三菱総合研究所作成

図表 1-4 英国経済下振れの貿易面での波及

(英国内需▲10%に対する輸出減少、%)



注：バブルサイズは、英国内需が10%減少した場合の各国の輸出の減少規模(直接輸出および間接輸出)を表す。矢印は素材・中間財の輸出規模、グレー線は英国向け直接輸出の規模感を表す。
資料：OECD「World Input-Output Database」、RIETI-TID2014より三菱総合研究所作成

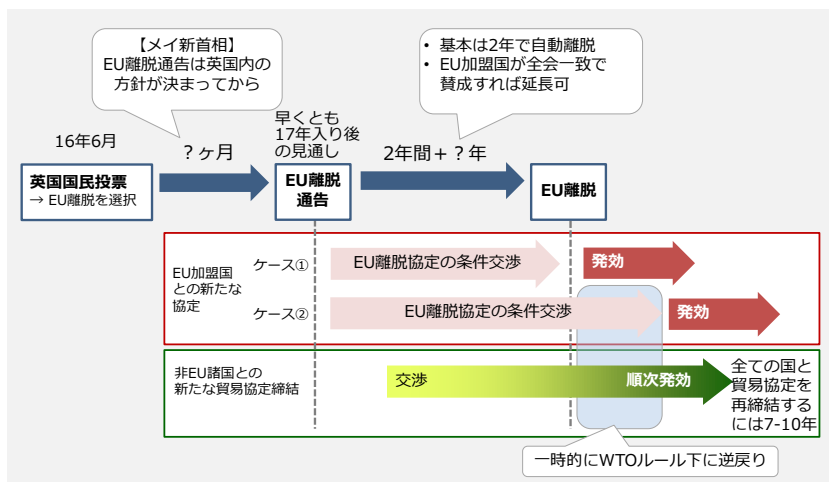
先行きの不確実性の高止まりが世界経済のリスクに

貿易チャンネルを通じた波及は限定的とみられるが、①金融市場、②企業マインド、③政治リスクの3つのチャンネルを通じた世界経済への波及は大きなインパクトをもたらす。

第1は、リスク回避姿勢の強まりによる金融市場の不安定化である。金融市場はひとまず落ち着いているものの、今後の交渉過程で英国とEUとの交渉が難航し、英国をめぐる貿易・投資環境の連続性が担保されない蓋然性が高まれば、投資家のリスク回避姿勢は再び強まる可能性がある。また、英国との経済的結びつきの強い欧州では、イタリアなど南欧を中心に金融システムが依然として脆弱であり、投資家のリスク回避姿勢の強まりが、欧州銀行の健全性への不安を高めるリスクもある。

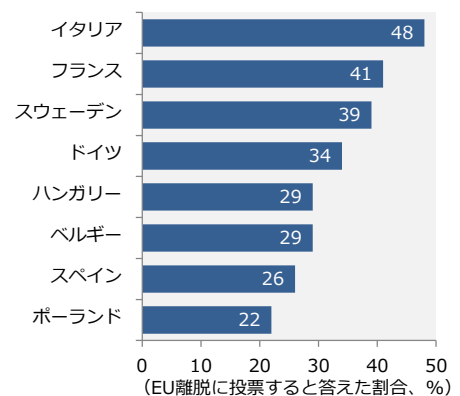
第2は、先行きの不確実性の高止まりによる企業マインドの悪化である。英国がEU離脱を通告してから原則として2年後にEU離脱に至るとみられるが、正式なEU離脱通告の時期は不明だ(図表1-5)。また、英国とEUとの間で結ばれる貿易・投資協定の中身がどのようになるのか、現時点ではみえていない。労働者の自由な移動は拒みつつも、EU単一市場へのアクセスやシングルパスポートの維持など「いいとこどり(cherry picking)」をしたい英国と、自国の反EU勢力の拡大を警戒し、それを許さないEU側との激しいつば競り合いが予想される。EU離脱通告から原則2年以内に新たな貿易・投資協定交渉がまとまらなければ、英国が有していた貿易・投資上の優遇措置は消滅し、WTOの枠組みに逆戻りする。こうした英国の事業環境をめぐる先行きの不確実性は、特に欧州事業を展開する企業の企業活動・投資姿勢を慎重化させ、投資の下振れ要因となる。

図表 1-5 英国 EU 離脱に至る今後のプロセス



資料：各種資料より三菱総合研究所作成

図表 1-6 EU 離脱支持の割合



注：「もし自国でEU離脱を問う国民投票があるなら、離脱に投票するか」という問いに対して「はい」と回答した割合。16年5月実施。資料：Ipsos Moriより三菱総合研究所作成

EU 離脱機運の欧州全体への広がり、中長期的な懸念材料

第3は、EU離脱機運の欧州全体への広がりによる政治リスクの高まりである。イタリアでは10月に憲法改正に関する国民投票が実施される予定であり、否決されればレンツィ首相は辞任する意向を表明している。イタリアの金融部門は依然として脆弱性を抱えており、経済改革を進めてきた同首相が退陣となれば、銀行部門を中心に同国経済への不透明感が強まる可能性がある。そのほか、17年にはオランダ下院選挙、フランス大統領選挙、ドイツ連邦議会選挙と、EU主要国で相次ぎ選挙が実施される。

近年の難民の大規模流入をきっかけに、欧州では反EUを掲げる政党への支持が高まりつつある。自国でEU離脱を問う国民投票があった場合、離脱を支持すると回答した人の割合は、最大のイタリアで48%、フランスで41%、ドイツでさえ34%に達しているとの調査結果もある(図表1-6)。英国のEU離脱選択がこうした反EU勢力を勢いづけ、EUやユーロの求心力が低下し、統合深化に向けた動きがとん挫すれば、欧州全体の中長期的な成長力が低下することが懸念される。

(2) 世界経済の見通し

16年は成長減速も、17年は米国経済を中心に成長率回復へ

世界経済：16年は米国経済の減速などから、世界経済の成長率は15年に比べやや減速すると予想。17年は米国を中心とする緩やかな回復に支えられ、16年に比べ成長率をやや高める見込み。

米国経済：16年は良好な雇用・所得環境を背景に消費の緩やかな拡大が予想される一方、ドル高や新興国経済の減速、シェール関連投資の不振が生産・投資活動の抑制要因となり、前年比+1.7%と減速を

見込む。17年はこれら下押し要因の緩和により、2%台前半の成長に回復する見通し。

ユーロ圏経済：雇用市場の改善と原油安を背景に消費が増加し、16年は前年比+1.4%と緩やかな回復が続くと予測する。ただし、英国 EU 離脱問題の悪影響もあり、企業活動や輸出は力強さに欠けるとみられ、17年は同+1.3%とやや減速を見込む。

新興国経済：中国経済の成長鈍化などを背景に、16年は総じて緩やかな減速傾向が続く見込み。中国経済は製造業を中心に構造調整圧力は続くものの、政府の景気刺激策が下支えとなり、16年は前年比+6.6%、17年は同+6.4%と緩やかなペースでの減速を予測する。ASEAN は、インフレ圧力の緩和による消費の回復などを背景に、16年は前年比+4.8%、17年は同+4.9%と緩やかな景気拡大を見込む。

(3) 日本経済の見通し

経済対策による押し上げにより、17年度は潜在成長率を上回る成長

日本経済は、輸出や設備投資に弱さがみられるが、堅調な雇用・所得環境に支えられ、緩やかながらも回復を続けている。先行きは、16年夏の猛暑が消費を押し上げるのに続き、秋以降は米国を中心とする世界経済の緩やかな回復と円高圧力の緩和が見込まれる。その結果、輸出や設備投資が緩やかながらも持ち直すとみられるほか、雇用・所得環境の改善持続が消費の回復を後押しすることも期待される。

加えて、8月に発表された経済対策による需要押し上げ効果は、17年度にかけて徐々に顕現化することが見込まれ、効果発現のタイミングなどを考慮すると、16年度の実質 GDP 成長率を+0.1%p、17年度を+0.4%p 程度押し上げると予測する。

これらを踏まえ、日本経済の実質 GDP は、16年度は前年比+0.6%、17年度は同+1.0%と成長率の回復を予測する。英国の EU 離脱問題による金融市場の混乱がひとまず落ち着いているほか、上記経済対策の効果が17年度を中心に発現することから、前回見通し（英国の EU 離脱選択後の6月28日改定、16年度+0.2%、17年度+0.6%）からいずれも上方修正した。

(4) 注意すべき下振れリスク

世界各地で政治・経済の両面にわたり不安材料が目につく。なかでも、以下の3つのリスクが顕現化する場合には、日本経済の好循環への流れも途切れる懸念が高まる。

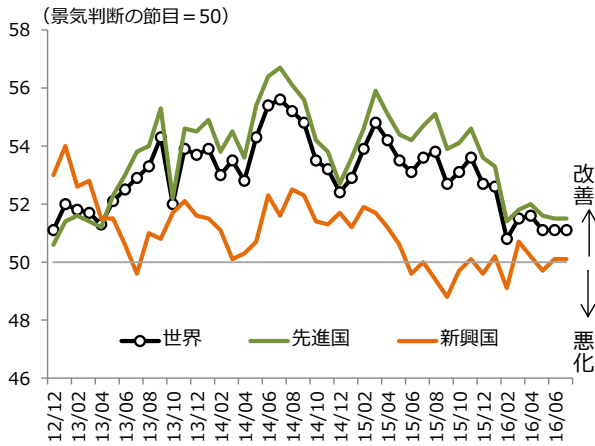
第1は、世界的な不確実性の高まりである。欧州では、英国の EU 離脱に向けた今後のプロセスや、離脱後の英国と EU の関係が不透明なほか、他の欧州諸国で反 EU 機運が広がる可能性もあり、欧州全体で将来の政治・政策に関する不確実性が高まっている。米国では、共和党・民主党両党で大統領候補者が正式に選出されたが、11月8日の本選次第で経済政策や外交政策の大転換も予想される。世界的に政治の先行きに関する不確実性が高まっているほか、頻発するテロにより地政学リスクも高まっており、投資家のリスク回避度の高まりや、企業、家計のマインドへの悪影響が懸念される。

第2は、米国の利上げが金融市場の予想と乖離して進むことである。当社では、米国経済の堅調持続を前提に、16年末に1回、17年に2回の利上げを予想している。ただし、16年初以降の金融市場の不安定化を受けて、金融市場では、米国の利上げ観測は後退しており、16年内1回の利上げすら十分には織り込まれていない。今後、米国が金融政策の正常化を進めていく過程で、市場との対話に失敗し「拙速な」利上げと受け止められる場合には、新興国や商品市場からの資金流出の動きが再加速し、世界の金融市場が再び不安定化する可能性がある。

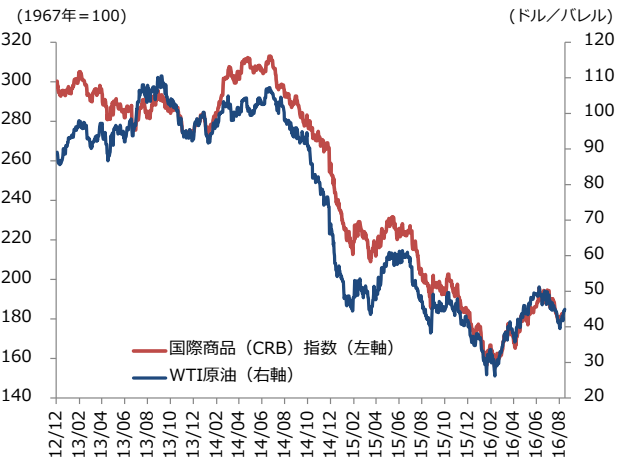
第3は、中国経済の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れることである。中国では、政府は相次ぎ景気刺激策を講じており、現時点で経済の急減速を招くリスクは低い。ただし、15年8月や16年1月のように、中国で予想以上に悪い指標が発表された場合には、世界の金融市場が不安定化する可能性がある。①中国沿岸部での住宅価格の急騰、②銀行の不良債権の増加など、中国ショック発生への火種はくすぶっており、中国経済の予想以上の減速が世界経済に波及するリスクには注意が必要だ。

世界経済・金融市場の動向

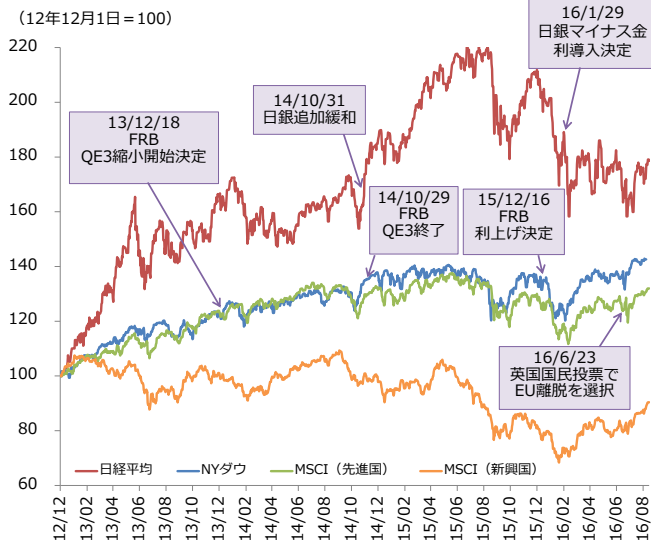
図表 1-7 PMI 総合指数



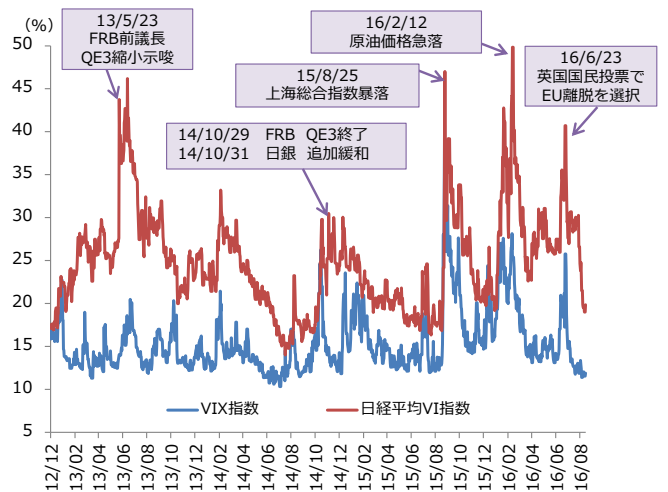
図表 1-8 商品市況



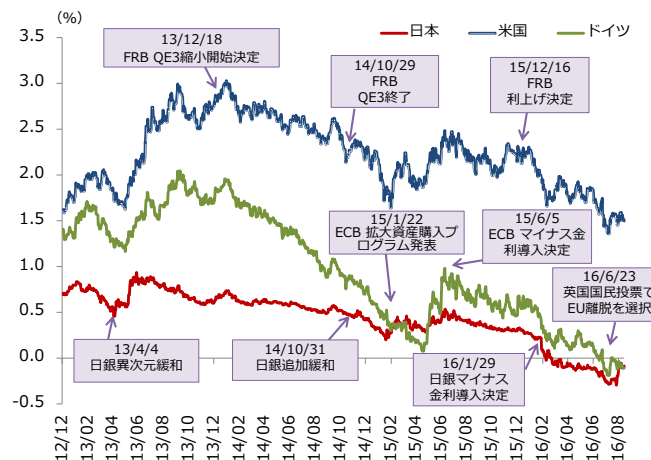
図表 1-9 株価



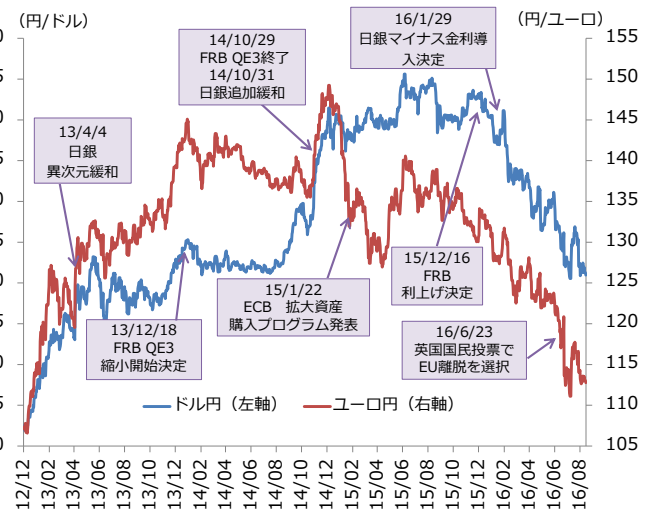
図表 1-10 日本と米国のボラティリティ指数



図表 1-11 長期金利 (10年物国債)



図表 1-12 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ある。

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。

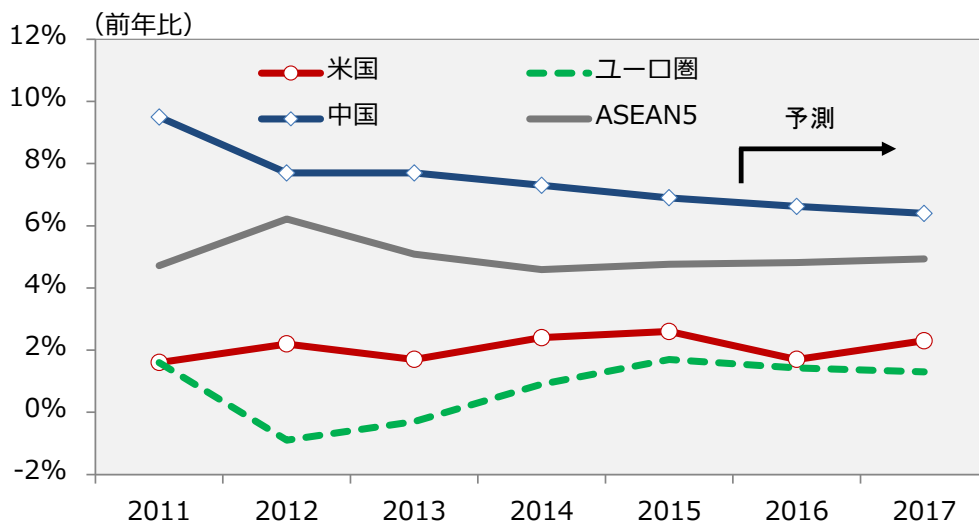
注3: 直近値は PMI 総合指数が7月、その他は8月15日。

資料: Bloomberg

図表 1-13 2016、2017 年の海外主要国の実質 GDP 成長率予測（単位：%）

国	実績	予測	
	2015	2016	2017
米国	2.6	1.7	2.3
ユーロ圏	1.7	1.4	1.3
中国	6.9	6.6	6.4
ASEAN5	4.8	4.8	4.9
インドネシア	4.8	5.0	5.2
マレーシア	5.0	4.1	4.6
フィリピン	5.9	6.2	6.0
タイ	2.8	3.3	3.0
ベトナム	6.7	5.8	6.0
香港	2.4	1.6	2.6
韓国	2.5	2.7	2.5
シンガポール	2.0	1.9	2.0
台湾	0.7	1.4	2.5
インド（年度）	7.3	7.3	7.3
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.0	▲ 0.3

注：暦年で表示。インドのみ年度（4月～3月）。
資料：米国商務省、Eurostat、IMF 等、予測は三菱総合研究所



資料：米国商務省、Eurostat、IMF 等、予測は三菱総合研究所

図表 1-14 2016、2017 年度の日本の実質 GDP 成長率予測（単位：%）

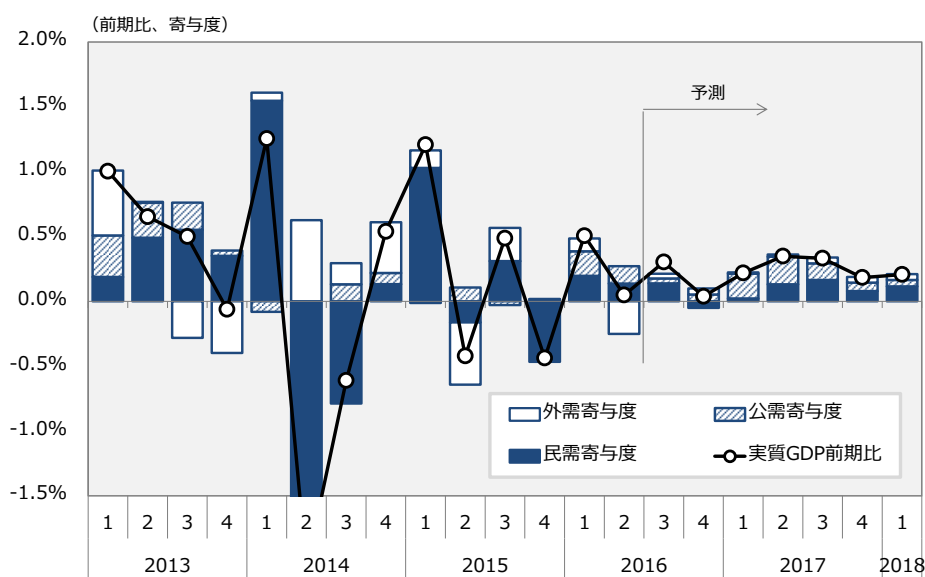
項目	2014年度		2015年度		2016年度		2017年度	
	実績		実績		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	▲ 0.9	***	0.8	***	0.6	***	1.0	***
内需	▲ 1.5	▲ 1.6	0.7	0.8	0.5	0.7	0.9	0.9
民間	▲ 1.9	▲ 1.5	0.8	0.6	0.1	0.3	0.5	0.3
民間最終消費支出	▲ 2.9	▲ 1.7	▲ 0.2	▲ 0.1	0.6	0.3	0.8	0.4
民間住宅投資	▲ 11.7	▲ 0.4	2.4	0.1	4.1	0.1	▲ 4.0	▲ 0.1
民間企業設備投資	0.1	0.0	2.1	0.3	0.1	0.0	1.3	0.2
民間在庫投資	***	0.6	***	0.3	***	▲ 0.3	***	▲ 0.2
公需	▲ 0.3	▲ 0.1	0.7	0.2	1.6	0.4	2.2	0.5
政府最終消費支出	0.1	0.0	1.6	0.3	1.7	0.3	1.6	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.6	▲ 0.1	▲ 2.7	▲ 0.1	1.3	0.1	5.6	0.2
外需（純輸出）	***	0.6	***	0.1	***	▲ 0.1	***	0.1
輸出	7.9	1.3	0.4	0.1	▲ 0.7	▲ 0.1	1.5	0.3
輸入	3.4	▲ 0.7	0.0	0.0	▲ 0.3	0.1	0.9	▲ 0.1
名目GDP	1.5	***	2.2	***	1.1	***	1.6	***

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 日本の四半期別実質 GDP 成長率予測

		実績						予測						
		2015		2016				2017				2018		
		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	1.2%	-0.4%	0.5%	-0.4%	0.5%	0.0%	0.3%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
	前期比年率	4.9%	-1.7%	2.0%	-1.7%	2.0%	0.2%	1.2%	0.2%	0.9%	1.4%	1.3%	0.7%	0.8%

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所



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

前期比横ばいも、1-6 月期で均せば潜在成長率並み

16 年 4-6 月期の実質 GDP は、季調済前期比+0.0%（年率+0.2%）と、前期比横ばいとなった（図表 2-1）。うるう年の影響を均すために 16 年上半期（1-6 月）でみれば、15 年下半期比+0.3%（年率+0.6%）と潜在成長率並みの回復を続けている。

16 年 4-6 月期の内訳をみると、民間最終消費支出は季調済前期比+0.2%と、1-3 月期（同+0.7%）に続き増加となった。不振が続いていた耐久消費財に持ち直しの動きがみられる。住宅投資（同+5.0%）や公共投資（同+2.3%）も高めの伸びをみせた。一方、設備投資は同▲0.4%と 2 四半期連続のマイナスとなったほか、輸出も同▲1.5%と 2 四半期ぶりにマイナスに転じるなど、企業部門の弱さが目立つ結果となった。

円高再燃リスク抱え、企業マインドの慎重化が懸念材料

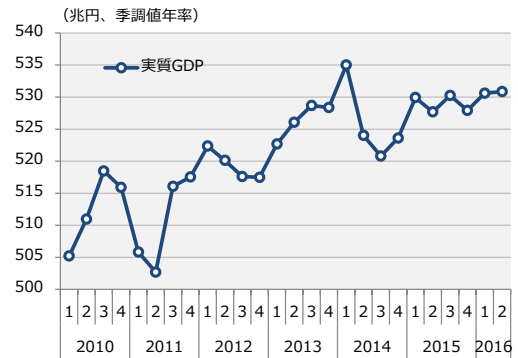
年明け以降の円高・株安の進行に加え、6 月下旬の英国の EU 離脱選択（Brexit）ショックもあり、家計や企業のマインドは押しなべて悪化してきたが、7 月以降の各種マインド指標は改善している。①英国の新首相就任時期の前倒し、②米国景気の堅調を示す指標の公表などが、投資家のリスク回避姿勢を緩和させた可能性があり、市場の落ち着きとともに、7 月の日経 PMI（製造業購買担当者景気指数）や景気ウォッチャー DI などは、総じて改善した（図表 2-2）。

金融市場は落ち着きを取り戻したとはいえ、1 年前に比べれば 20 円近く円高が進行している。円高は、日本経済にとって輸入コストの削減などメリットも大きいものの、全体としては輸出採算悪化によるマイナスの効果の方が大きいとみられる。当社のマクロ経済モデルによる試算では、為替が 10 円円高に振れた場合、設備投資や輸出の下振れにより、日本経済の実質 GDP を▲0.2%程度押し下げる可能性がある（図表 2-3）。

業種別にはどのような影響がみられるか。10 円円高が進行した場合の企業収益への影響をみると、輸出依存度の高い輸送用機械へのマイナスの影響が最も大きく、約 1.0 兆円の収益下振れ要因となるほか、卸売・小売、一次金属、電気機械、運輸などでもマイナスの影響が強く現れる（図表 2-4）。

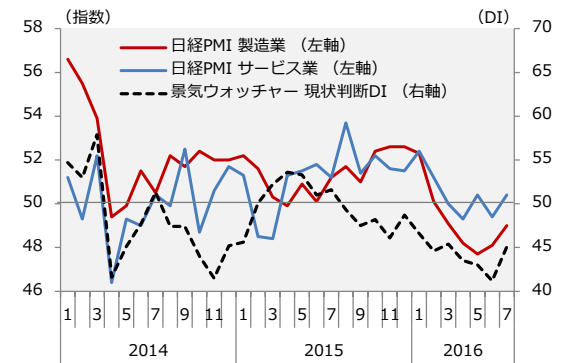
先行きの為替レートは、米国による緩やかな利上げ継続を前提に、17 年度にかけてやや円安方向に向かうと予想するが、再び円高が進行するリスクは残る。英国の EU 離脱問題や米国大統領選の行方など、世界経済の不透明感は依然として強く、投資家のリスク回避姿勢の高まりにより円高の流れが強まる可能性があるためだ。円高による影響の大きい製造業を中心に、設備投資計画の先送りや縮小、固定費増加につながる賃上げへの慎重姿勢が強まり、経済の自律的好循環の実現への動きがさらに遅れることが懸念される。

図表 2-1 実質 GDP



資料：内閣府「国民経済計算」

図表 2-2 マインド指標



資料：日本経済新聞、Bloomberg

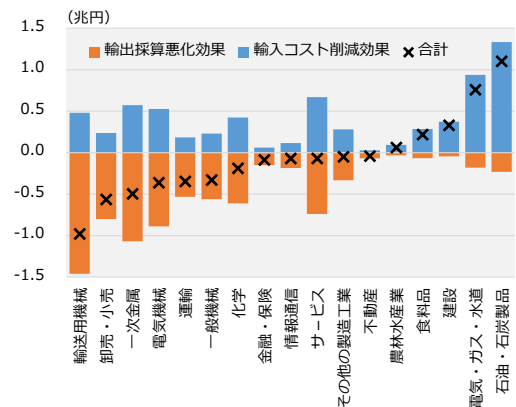
図表 2-3 円高によるインパクト

10円円高が進行した場合の日本経済への影響

項目	円高影響
実質GDP	▲0.2%
企業収益	▲4.0%
民間企業設備投資	▲0.3%
輸出	▲2.0%

資料：三菱総合研究所作成

図表 2-4 円高の企業収益への影響



注：10%円高が進行した場合の企業収益への影響。円高によるコスト削減分の3割が販売価格に反映されると仮定して試算。

資料：内閣府「SNA 産業連関表」より三菱総合研究所作成

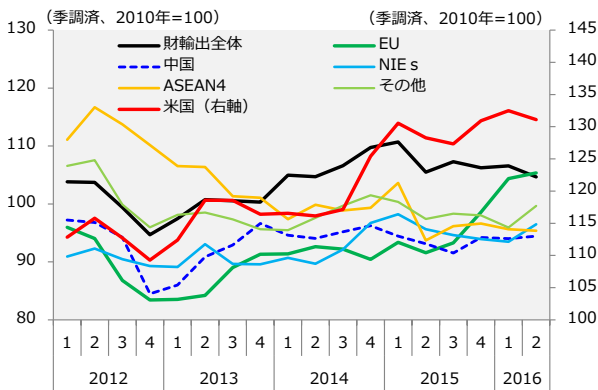
(2) 輸出の動向

世界的な投資需要の不振を背景に、輸出は弱い動き

輸出は弱い動きとなっている。欧米向け輸出は比較的堅調ながらも、中国をはじめ新興国向け輸出の不振が続く（図表 2-5）。財別では、自動車など消費財輸出は堅調も、一般機械など投資財や鉄鋼などの生産財の輸出が弱い。この背景には、中国の製造業での構造調整圧力の強まり、資源安や金融市場の不安定化などによる世界的な投資需要の低迷がある。

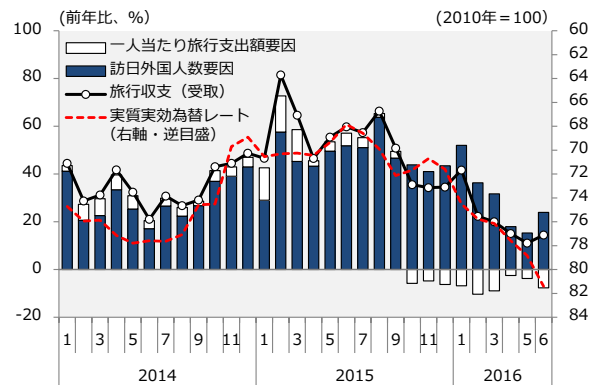
サービス輸出に含まれるインバウンド需要（非居住者家計の国内直接購入）は、16年4-6月期に季調済前期比▲4.5%となり、15四半期ぶりにマイナスに転じ、輸出を▲0.2%低下させた。年明け以降の円高進行などにより、訪日外国人数の伸びが鈍化しているほか、一人当たり旅行支出額も減少に転じている（図表 2-6、詳細は p.15 のトピックス「円高によるインバウンド需要への影響」参照）。

図表 2-5 地域別の実質輸出



注：財輸出全体は GDP、国別輸出は日本銀行「実質輸出」。
資料：内閣府「国民経済計算」、日本銀行「実質輸出入」より三菱総合研究所作成

図表 2-6 旅行収支の要因分解



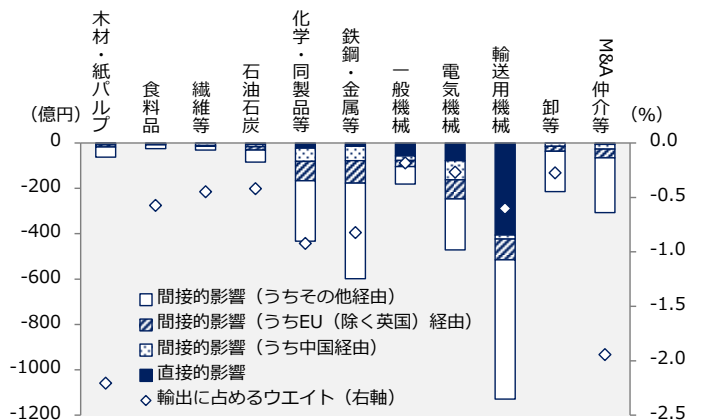
資料：日本銀行「国際収支統計」、「実質実効為替レート」より三菱総合研究所作成

英国 EU 離脱の影響は小さいが、業種別には濃淡

英国の実質 GDP 減少による日本の輸出への影響はどの程度か。日本の輸出に占める英国向けの割合は 1.7%（15 年）と小さく、英国向け輸出が仮に▲10%減少した場合でも、輸出全体への影響は▲0.2%程度にとどまる。

ただし、業種別にみると影響に濃淡がある。国際産業連関表をもとに、英国の内需が▲10%減少した場合の日本の輸出への影響を業種別に試算すると、最も減少額が大きいのが輸送用機械であり、日本からの英国向け輸出に加え、英国に財・サービスを供給する他国を経由した間接的影響も含めると、輸送用機械の輸出を▲0.6%下押しする可能性がある（図表 2-7）。そのほか、鉄鋼・金属、電気機械、化学などは、対英直接輸出への影響は小さいながらも、他国経由での影響も加味すると輸出に占めるウェイトが高くなっており、英国の EU 離脱の影響を受けやすい業種といえる。

図表 2-7 英国の内需が 10%減少した場合の日本からの業種別輸出への影響



注 1：為替レート 1 ドル=105 円を用いて円換算。
注 2：直接的影響は、日本から英国向けの輸出の減少額。間接的影響は、英国に財・サービスを供給する他国経由の日本の中間財輸出減少額。
資料：OECD「World Input-Output Database」より三菱総合研究所作成

17 年度にかけて、輸出は緩やかな回復にとどまる

輸出の先行きは、米国経済の堅調持続はプラス材料となるものの、中国経済の減速や資源国経済の低迷に加え、年明け以降の円高がラグを伴って輸出を下押しする可能性もあり、17 年度にかけて緩やかなペースでの回復にとどまる見込み。特に、一般機械をはじめ資本財輸出の不振が予想される。中国の構造調整圧力の強まりや、軟調な資源価格による米国シェール関連の投資の弱さ、英国の EU 離脱問題などによる不確実性の高まりなどを背景に、世界的に投資需要が低調に推移する可能性が高い。日本の実質輸出は 16 年度▲0.7%、17 年度+1.5%と緩やかな回復にとどまるであろう。

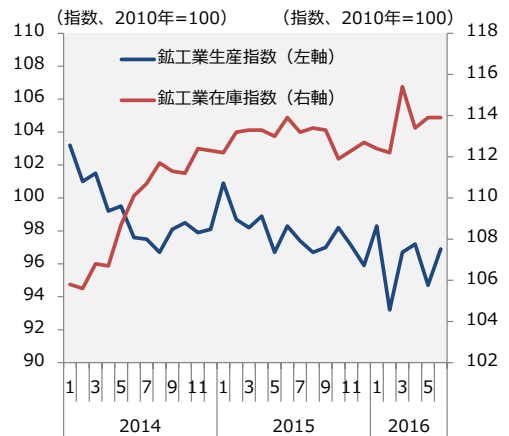
(3) 企業活動の動向

生産・サービス活動は横ばい圏で推移

鉱工業生産指数は、内外需の弱さを映じて緩やかな低下傾向をたどった後、足元では一進一退で推移している（図表 2-8）。16 年 4-6 月期の業種別の生産指数をみると、電子部品デバイスが前期比▲5.7%と、スマートフォンの販売下振れによる生産調整が続いている。一方、輸送用機械は同+2.3%となり、熊本地震などからの挽回生産の動きがみられる。また、これまで低迷が続いてきたはん用・生産用・業務用機械も、同+1.2%と 5 四半期ぶりの増加となった（図表 2-9）。

サービス業の活動状況を表す第 3 次産業活動指数は、横ばい圏内で推移している（図表 2-10）。個人の節約志向の高まりやインバウンド需要の伸びの鈍化を映じて、嗜好的個人向けサービス（宿泊、旅行、各種商品小売など）が低下傾向にあるほか、事業所向けサービスでは、弱めの輸出や生産をうけて、卸売や運輸などの製造業依存型サービスが横ばいで推移している。

図表 2-8 生産指数／在庫指数

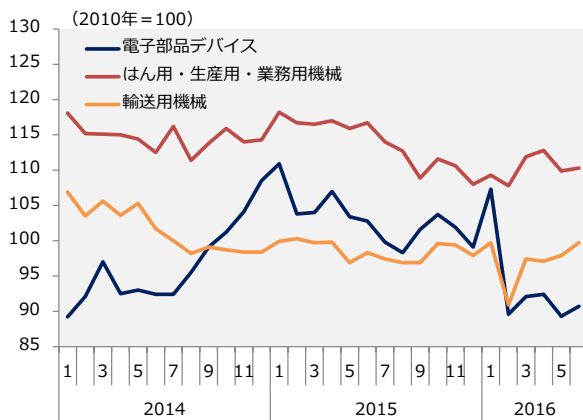


資料：経済産業省「鉱工業指数」

内外需の緩やかな回復を背景に持ち直しを見込む

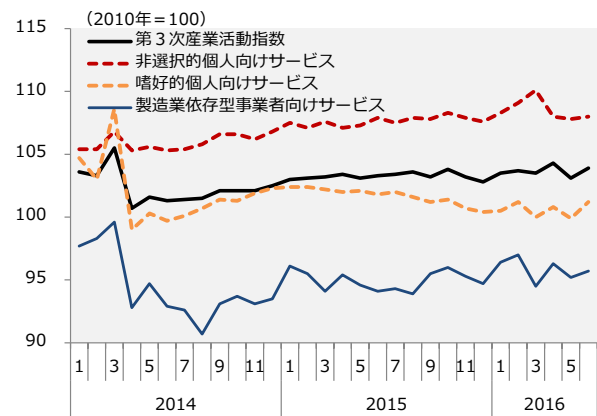
先行きは、輸送用機械の挽回生産や猛暑特需が見込まれるほか、電子部品デバイスの生産調整も一巡し徐々に持ち直すとみられ、7-9 月期の生産は前期比プラスに転じる見込み。16 年度後半以降は、在庫水準の高さが生産の重石となりつつも、内外需の緩やかな回復などを背景に、生産・サービス活動ともに持ち直しの動きを続けるであろう。17 年度の実績は+1.6%と 4 年ぶりに増加に転じると予測する。

図表 2-9 機械関連業種の生産指数



資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-10 第 3 次産業活動指数



資料：経済産業省「第 3 次産業活動指数」

(4) 設備投資の動向

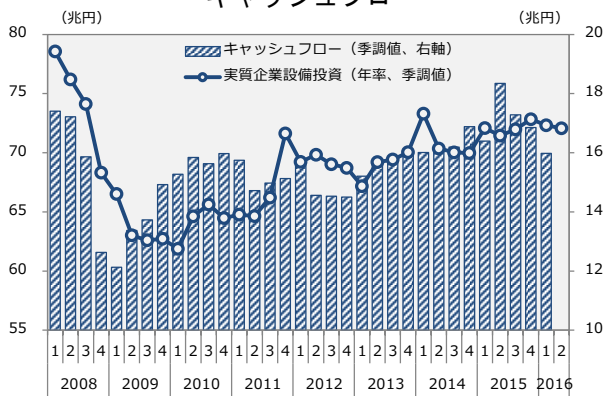
非製造業は堅調も、製造業が不透明な海外情勢や円高進行を背景に低調

16 年 4-6 月期の民間企業設備投資は、季調済前期比▲0.4%と、2 四半期連続のマイナスとなった（図表 2-11）。

製造業の設備投資は、弱めの推移となっている。熊本地震により毀損した設備の復旧・復興などは見込まれるが、不透明な海外経済情勢や円高進行が企業の投資姿勢を慎重化させているとみられる。日本政策投資銀行の「設備投資計画調査（16 年 8 月公表）」をもとに、16 年度の業種別設備投資計画をみると、化学や鉄鋼など素材業種や輸送用機械は堅調な伸びが予想されるものの、電気機械などでは伸び悩み見込み。過去の能力増強の反動減もあるが、輸出・生産の低迷や円高進行が影響しているとみられる。

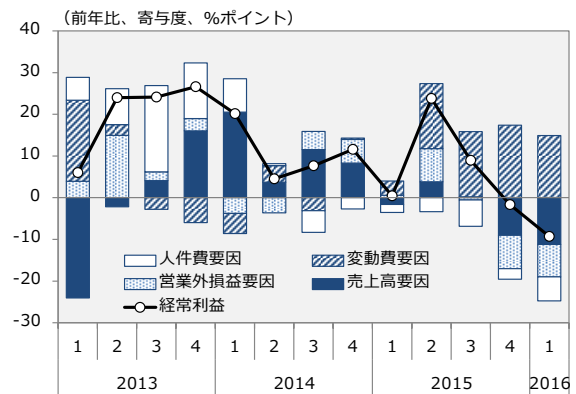
一方で、非製造業は比較的堅調だ。非製造業の設備投資は、近年の消費の多様化（ネット消費や単身高齢者世帯の増加など）やインバウンド需要の拡大などを受けて、増加基調を維持している。前出の「設備投資計画調査」によると、運輸業が物流施設や鉄道向け投資で引き続き増加しているほか、小売業でも、コンビニの新規出店など積極的な投資が計画されている。

図表 2-11 民間企業設備投資と
キャッシュフロー



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 2-12 経常利益の要因分解



資料：財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

円高が懸念材料も成長・競争力強化への投資は底堅い

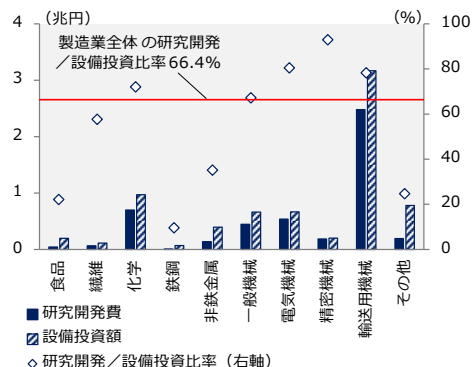
先行きは、製造業では、円高による企業収益悪化が 16 年度の投資の抑制要因となる。16 年 1-3 月期の経常利益は、円高進行による①輸出収益の悪化（売上高要因）、②為替差損（営業外損益要因）などの影響から 2 四半期連続の前年比マイナスとなった（図表 2-12）。過去の経験則に基づくと、キャッシュフローの悪化は半年程度のラグをもって設備投資に波及する。

17 年度にかけては、生産・輸出の緩やかな回復などを背景に、製造業の投資姿勢も徐々に改善するほか、非製造業でも、消費の多様化やインバウンド需要などから投資ニーズの強い状況が続くと予想する。以上を踏まえ、民間企業設備投資は、16 年度+0.1%、17 年度+1.3%と緩やかな回復持続を予測する。

また、研究開発投資など、中長期的な成長や競争力強化に資する投資も、底堅い推移が予想される。日本政策投資銀行の「設備投資計画調査」で大企業の研究開発費を確認すると、3 年連続で増加している。研究開発費全体の 98%を製造業が占め、さらに製造業の設備投資に対する研究開発費の割合は 66.4%と高い（図表 2-13）。16 年 12 月公表の 2 次 QE から適用される GDP の基準改定（2008SNA 対応）では、15 兆円程度（名目 GDP の 3%程度）の研究開発費が新たに設備投資に計上されるとみられ、今後、企業による研究開発への取り組みは、GDP 上の設備投資の押し上げに寄与することになる。ただし、日本企業の研究開発は、研究成果の事業化や市場投入の遅れ、現場との連携不足といった課題も抱えており、今後はスピーディな製品化・事業化といった経営努力も求められるだろう（図表 2-14）。

さらに、IoT（モノのインターネット化）やビッグデータに関する企業の対応をみると、製造業、非製造業ともに前年度と比較して意識の高まりがみられる（図表 2-15）。世界に比べて日本の取り組みは遅れているものの、今後は、日本企業の意識の高まりからこうしたデジタル新技術の活用が進み、企業の生産性上昇や新規需要の創出につながっていくと考えられる。

図表 2-13 大企業製造業の研究開発費と設備投資額（2016 年度）



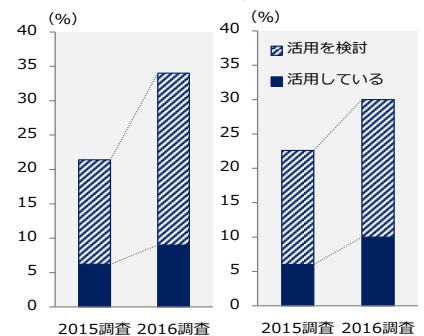
資料：日本政策投資銀行「設備投資計画調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 研究開発への課題

研究成果の事業化の遅れ	50.8
アイデア不足	33.4
技術力が劣る分野の存在	24.6
市場把握不足、市場投入の遅れ	20.6
現場との連携不足	14.8
同業者との標準化の連携不足	3.9
大学研究機関との連携不足	3.2
顧客等との連携不足	2.8
自社開発への過度なこだわり	1.6
開発成果追求の行き過ぎ	0.5
その他	2.3

資料：日本政策投資銀行「企業行動に関する意識調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 IoT、ビッグデータへの対応



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

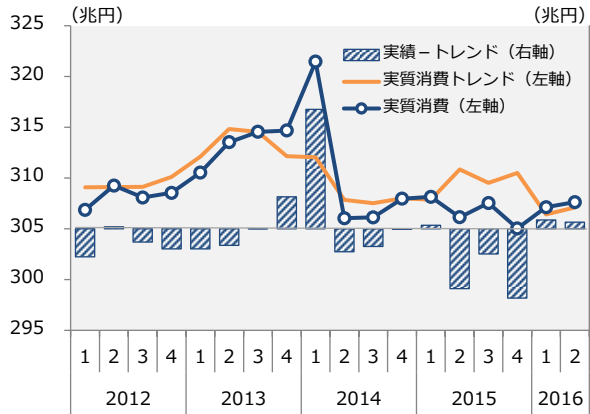
¹ 為替差損のほか、有価証券売却・評価損益、手形売却損益、仕入・売上割引、投資不動産賃貸料等が含まれる。

(5) 消費の動向

耐久財消費を中心に緩やかながらも持ち直しの動き

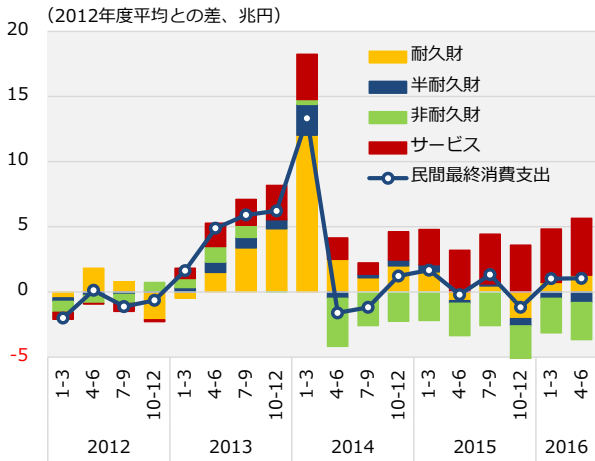
消費は緩やかながらも持ち直しの動きがみられる。16年4-6月期の実質消費支出は、季調済前期比+0.2%と2四半期連続の増加となった(図表2-16)。うるう年の影響を均すために16年上半期(1-6月)でみれば、15年下半期比+0.4%(年率+0.7%)のプラス。内訳をみると、非耐久財や半耐久財は弱い動きが続くが、耐久財が同+4.3%と増加している。耐久財は、軽自動車税増税(15年4月)の影響などから、15年度の消費の下振れ要因となっていたが、16年入り後は持ち直しの動きをみせている。そのほか、サービス支出も通信費の増加などを背景に緩やかに増加している(図表2-17)。

図表 2-16 実質消費支出



注：トレンドは、実質消費支出を実質雇用者報酬、株価、就業率で回帰して推計。
資料：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-17 実質消費支出の内訳



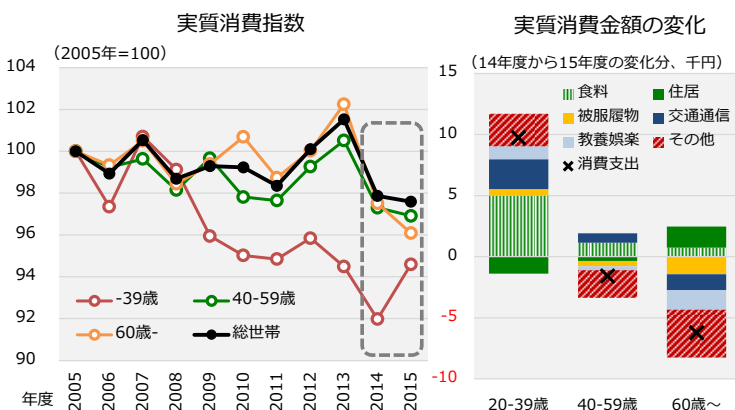
資料：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

中高年層の「選択的消費」抑制が消費悪化の背景に

足元は緩やかに持ち直しつつある消費だが、回復の足取りは鈍く、水準は依然として低い。14年度から15年度にかけての実質消費の変化を年齢階層別に確認すると、20-30代の若年層は低水準ながらも持ち直した一方で、40-50代の中年層、60代以上の高年層はいずれも一段と悪化した(図表2-18)。中高年層の悪化について費目別内訳をみると、交際費や贈与金などが含まれる「その他」のマイナス寄与が最も大きいほか、「教養娯楽」「交通・通信」「被服履物」なども減少に寄与している。これらの所得弾性値が比較的高い「選択的消費」について、中高年層の家計が消費を抑制したことが、15年度の消費悪化の背景にある。

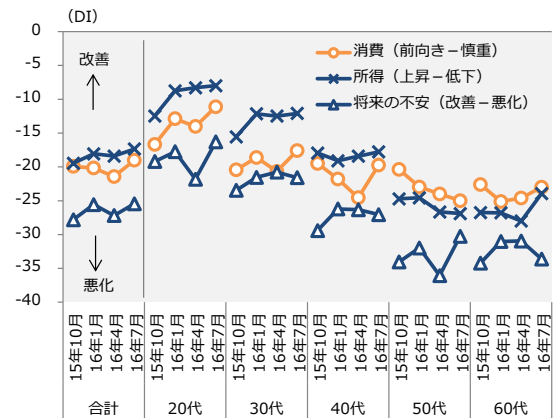
16年度入り後の年齢階層別の消費マインド(前向き-慎重)に変化はみられるのだろうか。当社で四半期ごとに実施している「生活者市場予測システム(mif)」を用いた5千人を対象とするアンケート調査によると、若年層は所得・雇用環境の改善などから消費マインドは持ち直しつつあるものの、50代は低下傾向にある(図表2-19)。所得環境の悪化や将来不安の強まりが背景にあるとみられる。

図表 2-18 年齢階層別の実質消費



注：家計調査の総世帯・四半期結果基に作成。消費者物価を用いて実質化。
資料：総務省「家計調査」「消費者物価」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 MRI 消費者マインド DI



注：各項目とも3か月前からの変化を調査。
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5,000人)より作成

経済対策による押し上げ効果もあり、17年度にかけて消費は高めの伸び

先行きの実質消費支出は、後述する雇用・所得環境の改善が若年層を中心に消費の下支え要因となることから、消費の基調としては17年度にかけて緩やかな回復を見込む。加えて、8月2日に閣議決定された経済対策（①最低賃金引上げ、②雇用保険料率の引下げ、③低所得者向け現金給付）は17年度の実質消費支出を+0.3%p程度押し上げる効果が見込まれることから、実質消費支出は、16年度は前年比+0.6%、17年度は同+0.8%と高めの伸びを予測する。

なお、16年の夏はラニーニャ現象による猛暑が予想されており、季節消費の盛り上がりが見込まれる。記録的な猛暑に見舞われた10年と同程度の暑さになった場合の個人消費への影響を試算すると、電気代を筆頭に、飲料やアイスクリーム、水着など夏物消費が約3,350億円増加し、実質消費支出を+0.4%p程度押し上げるとみられる。ただし、7月から8月中旬までの気温を見る限り10年ほどの猛暑ではないことから、16年7-9月期の猛暑による消費の押し上げ効果は+0.2%p程度となる見込み。

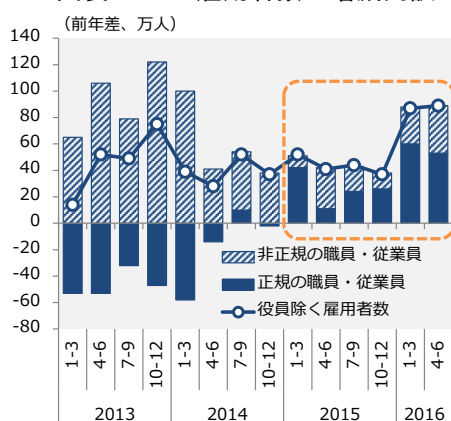
(6) 雇用・所得の動向

正規化の進展による雇用の質の改善と、若年層を中心とする賃金上昇が進む

雇用環境は引き続き改善している。雇用増加の内訳をみると、正規の職員・従業員数が増加しており、アベノミクス初期の非正規主体の雇用増とは中身が変化している。労働需給のひっ迫や労働者派遣法の改正などを背景に、非正規社員の正規化を進める動きがみられ、雇用の質が改善している（図表2-20）。

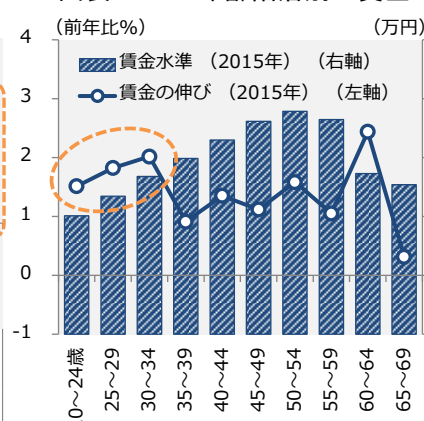
賃金は緩やかに上昇している。賃金水準が低い60歳以上の高齢就業者の増加により、就業者全体の平均賃金は伸びにくくなっているが、年齢階層別にみると、どの年齢層でも賃金は上昇している（図表2-21）。特に20代から30代前半までの若年層では、初任給の上昇や正規化のほか、賃金水準の高い大企業就業者の比率も高まっており、賃金の伸びが高くなっている。

図表 2-20 雇用者数の増減内訳



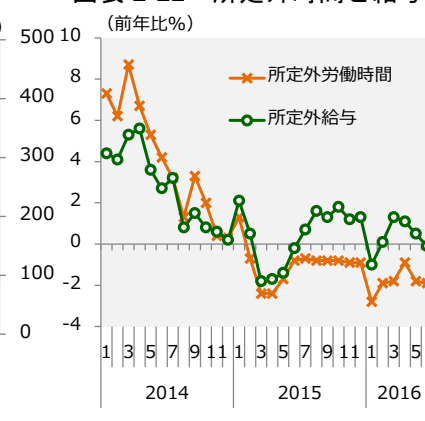
資料：厚生労働省「労働力調査（詳細集計）」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 年齢階層別の賃金



資料：厚生労働省「賃金構造基本調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-22 所定外時間と給与



資料：厚生労働省「毎月勤労統計」より三菱総合研究所作成

生産減少や企業収益悪化による雇用・所得環境への波及は限定的

生産の減少や企業収益の悪化による、雇用・所得環境への波及も一部に見られるが、現時点では影響は限定的だ。例えば、製造業の所定外労働時間は15年末頃から前年を下回っているものの、時間当たり賃金が上昇していることから所定外給与では前年比プラス圏で推移している（図表2-22）。新規求人倍率も上昇を続けており、足元は2倍を上回る水準にあるなど、企業の採用意欲も強まっている。

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ひっ迫は続くと思われる。企業にとっても優秀な人材の確保が重要課題となっており、一人当たりの賃金上昇や労働条件の改善（正規化など）への圧力は今後も強まっていくであろう。

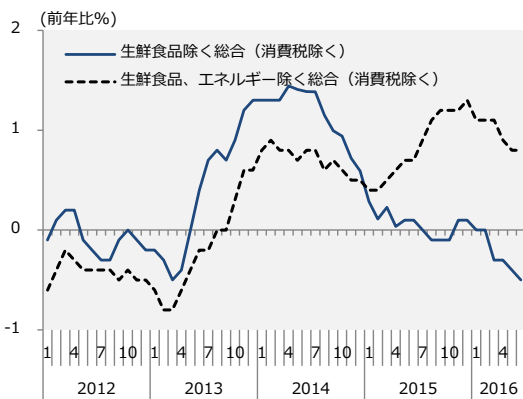
(7) 物価の動向

消費需要の弱さや円高・資源安の進行を受けて、価格設定の見直し増加

消費者物価指数は、16年4-6月の生鮮食品除く総合が前年比▲0.4%と2四半期連続のマイナスとなった。16年初の原油価格の下落や円高の進行が、電気代やガソリン代をはじめ、他の財・サービスの価格にラグをもって波及していることが背景にある。日本銀行が公表している生鮮食品・エネルギー除く総合も同+0.8%（16年4-6月）と、15年末の同+1.3%から伸びが鈍化している（図表2-23）。

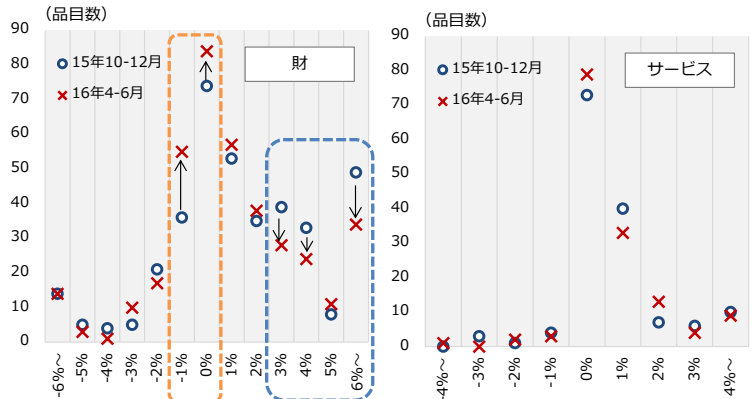
16年4-6月期の品目別の物価上昇率の分布をみると、15年10-12月期に比べて財の物価上昇率の分布が下方にシフトしている。前年比+3%以上の上昇率の品目数が低下する一方で、同0%ないしは▲1%程度の品目数が増加している（図表2-24）。消費税増税後に、円安によるコスト上昇分の転嫁などから思い切った値上げに踏み切る企業が増加したが、消費需要の弱さや円高・資源安の進行を受けて、強気の価格設定を見直す企業が増加している可能性がある。

図表 2-23 消費者物価



資料：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より三菱総合研究所作成

図表 2-24 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

原油価格の緩やかな上昇を前提に、コア CPI は 17 年度にかけて+1%程度へ

物価の先行きはどうか。前提となる原油価格（WTI）は、足元の40ドル台から、16年度末に50ドル、17年度末に55ドル程度まで上昇すると想定しているが、こうした緩やかな上昇を前提としても、16年末まではエネルギー価格のマイナス寄与が続くとみられる。一方、労働需給のひっ迫による賃金上昇がサービス価格に徐々に転嫁されていくとみられ、内生的な価格上昇圧力は少しずつではあるが強まっていくとみられる。これらを踏まえると、生鮮食品除く総合（コア CPI）は、16年末までは前年比マイナス圏内で推移するものの、17年入り後に緩やかに伸びを高め、17年度後半には+1%台半ばの伸びとなる見通し。16年度は前年比▲0.2%、17年度は同+1.0%と予測する。

(8) まとめ

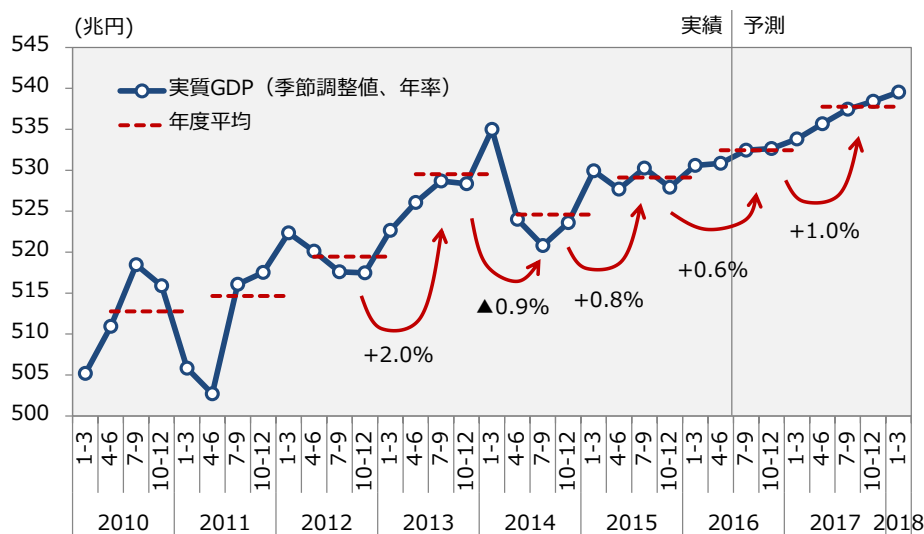
経済対策による押上げにより、17年度は潜在成長率を上回る成長

日本経済は、輸出や設備投資に弱さがみられるが、堅調な雇用・所得環境に支えられ、緩やかながらも回復を続けている。先行きは、16年夏の猛暑が消費を押し上げるのに続き、秋以降は米国を中心とする世界経済の緩やかな回復と円高圧力の緩和が見込まれる。その結果、輸出や設備投資が緩やかながらも持ち直すとみられるほか、雇用・所得環境の改善持続が消費の回復を後押しすることも期待される。

加えて、16年度後半から17年度にかけては、8月2日に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」がGDPの押上げ要因となろう。中小企業向け融資の保証枠なども含めた事業規模は28.1兆円であり、国・地方の直接の歳出が7.5兆円、財政投融资も含めると13.5兆円の財政措置を伴う大型の景気対策となった。そのトータルでの経済効果は、政府試算のとおり約1.3%程度と見込まれるが、効果発現のタイミングなどを考慮すると、16年度の実質GDP成長率を+0.1%p、17年度を+0.4%p程度押し上げると見込む。ただし、その財源として3兆円程度の建設国債の発行が見込まれており、20年度の財政健全化目標の達成は一段と困難になった。17年度以降の歳出削減への取り組みが重要になる。

これらを踏まえ、日本経済の実質 GDP 成長率は、16 年度は前年比+0.6%、17 年度は同+1.0%と成長率の回復を予測する（図表 2-25）。前回見直し（英国の EU 離脱選択後の 6 月 28 日改定、16 年度+0.2%、17 年度+0.6%）からいずれも上方修正した。

図表 2-25 実質 GDP の見直し



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

世界各地で政治・経済の両面にわたり不安材料が目につく。なかでも、以下の 3 つのリスクが顕現化する場合には、日本経済の好循環への流れも途切れる懸念が高まろう。

第 1 は、世界的な不確実性の高まりである。欧州では、英国の EU 離脱に向けた今後のプロセスや、離脱後の英国と EU の関係が不透明なほか、他の欧州諸国で反 EU 機運が広がる可能性もあり、欧州全体で将来の政治・政策に関する不確実性が高まっている。米国では、共和党・民主党両党で大統領候補者が正式に選出されたが、11 月 8 日の本選次第で経済政策や外交政策の大転換も予想される。世界的に政治の先行きに関する不確実性が高まっているほか、頻発するテロにより地政学リスクも高まっており、投資家のリスク回避度の高まりや、企業、家計のマインドへの悪影響が懸念される。

第 2 は、米国の利上げが金融市場の予想と乖離して進むことである。当社では、米国経済の堅調持続を前提に、16 年末に 1 回、17 年に 2 回の利上げを予想している。ただし、16 年初以降の金融市場の不安定化を受けて、金融市場では、米国の利上げ観測は後退しており、16 年内 1 回の利上げすら十分には織り込まれていない。今後、米国が金融政策の正常化を進めていく過程で、市場との対話に失敗し「拙速な」利上げと受け止められる場合には、新興国や商品市場からの資金流出の動きが再加速し、世界の金融市場が再び不安定化する可能性がある。

第 3 は、中国経済の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れることである。中国では、政府は相次ぎ景気刺激策を講じており、現時点で経済の急減速を招くリスクは低い。ただし、15 年 8 月や 16 年 1 月のように、中国で予想以上に悪い指標が発表された場合には、世界の金融市場が不安定化する可能性がある。①中国沿岸部での住宅価格の急騰、②銀行の不良債権の増加など、中国ショック発生への火種はくすぶっており、中国経済の予想以上の減速が世界経済に波及するリスクには注意が必要だ。

トピックス：円高によるインバウンド需要への影響

円高によりインバウンド需要は約 2,700 億円下振れ

円高は訪日外国人数の減少にどの程度影響しているのか。当社の訪日外国人人数モデル²を用いて、円高の訪日外国人人数への影響を試算すると、円ドルレートが15年末水準の120円程度で推移した場合（ベースライン）に比べ、10%の円高進行で16年の訪日外国人数は約120万人下振れるとの結果となった（図表 2-26）。円高は人数のみならず、一人当たり旅行支出にも影響する。訪日外国人の出身国のGDP、為替、原油価格を説明変数として一人当たり旅行支出を推計³したところ、10%円高で16年の旅行支出額は、一人当たり約4,500円押し下げられる見込み。

これらを踏まえると、16年のインバウンド需要は10%の円高により、約2,700億円（うち7割弱が訪日人数の押し下げ効果）の下振れが予想される。これはインバウンド需要全体の約9.0%に相当する。

国籍別ではコストに敏感な東アジアの影響が大きい

円高への反応は国籍別に違いがみられる。国籍別訪日外国人人数モデル⁴により、為替レートの変動への弾性値を推計すると、特に台湾、香港などの東アジア地域で円高によるマイナス影響が大きい。LCC（格安航空会社）利用客も多く、コストに敏感な東アジアからの観光客において円高の悪影響が表れやすい。

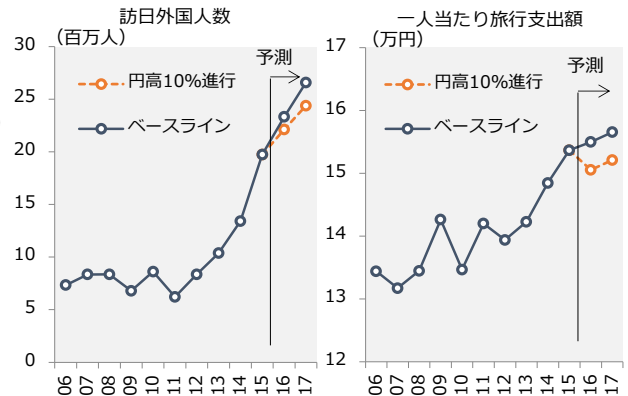
業種別では小売業よりも宿泊業、飲食業へのインパクトが大きい

業種別にみたインバウンド需要下振れのインパクトはどれほどか。消費関連の業種別に、訪日外国人の旅行支出減少額とそれが業界の売上合計に占めるウェイトを試算⁵してみると、金額では小売業への影響額が約1,000億円減少と最も大きいものの、ウェイトで見ると、宿泊業、飲食業、旅客運送業へのインパクトが大きい（図表 2-27）。特に宿泊業は、売上総額に占める減少額のウェイトが1割に達しており、宿泊業を中心とした対個人サービス業の景況感の後退が懸念される。

地域別では北海道、九州地方の域内経済への影響が大きい

日本の地域別ではどれくらい影響の違いがあるのか。総宿泊者数に占める訪日外国人ウェイトは、宿泊総数の多い関東や近畿だけでなく、近年東アジアからの観光客が増加している北海道や九州地方で高い（図表 2-28）。こうした地域は、地域内経済の観光業への依存度も高いため、インバウンド需要が減少した場合のインパクトが相対的に大きいとみられる。

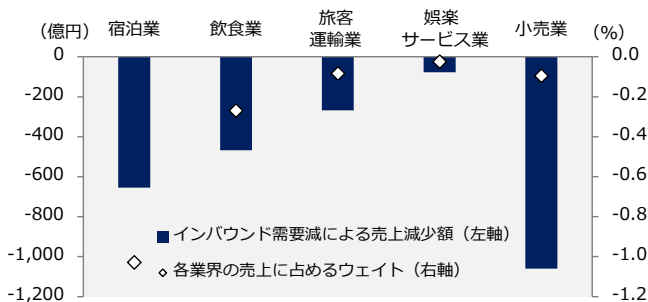
図表 2-26 円高進行による訪日外国人数と一人当たり旅行支出額への影響試算



注：先行き予測は三菱総合研究所作成。詳細は脚注 1、2 を参照。

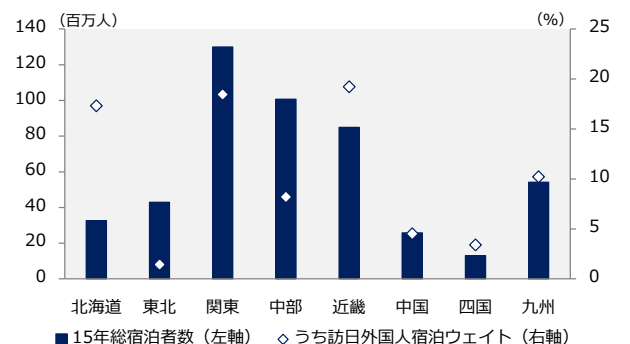
出所：日本政府観光局（JNTO）、日本銀行・財務省「国際収支統計」等より三菱総合研究所作成

図表 2-27 インバウンド需要減少による影響試算



出所：日本政府観光局（JNTO）、観光庁「訪日外国人消費動向調査」、総務省「サービス産業動向調査」、経済産業省「商業販売統計」等より三菱総合研究所作成

図表 2-28 地域別訪日外国人宿泊ウェイト



出所：観光庁「宿泊旅行統計調査」より三菱総合研究所作成

² 訪日外国人人数モデルの詳細は、MRI Economic Review(2016.2.18)「訪日外国人数はどこまで伸びるか」を参照。

<http://www.mri.co.jp/opinion/column/uploadfiles/mer20160218.pdf>

³ 一人当たり旅行支出は、旅行収支（受取）／訪日外国人人数により算出。10%円高進行シナリオは、訪日外国人消費動向調査データを用い、実質実効為替レートを10%円高に設定してベースラインからの乖離幅を試算。

⁴ 実質GDP、実質為替レート（各国の対円為替レートを実質化）、東日本大震災ダミー、Visa緩和または免除ダミー、原油価格を説明変数として使用。

⁵ インバウンド需要減少額を、「訪日外国人消費動向調査」における旅行消費額の内訳構成比により按分して作成。

3. 米国経済

消費の伸びを背景に成長率は持ち直し

16年4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+1.2%と低い伸びにとどまった。ただし、大幅なマイナス寄与となった在庫投資を除けば、同+2.4%と持ち直している。設備投資は3四半期連続の減少となったが、ドル高進行の一服を背景に、輸出が4四半期ぶりに増加に転じたほか、消費の伸びが大幅に上昇した。

消費性向の持ち直しにより、消費の伸びが上昇

消費は増加基調を維持している。16年初に不安定化した金融市場が落ち着きを取り戻す中、家計の消費性向が高まり、4-6月期は消費の伸びが上昇(図表3-2)。物価の持ち直しが押し下げ要因になっているものの、①良好な雇用・所得環境、②住宅価格の上昇、③株価の持ち直しが消費を支えている。

雇用・所得環境は、良好さを維持しているものの、改善ペースは鈍化している。直近3ヶ月の非農業部門の雇用者数は月平均+19.0万人の増加と、失業率の維持に必要な水準(同+13.2万人程度、当社試算)は上回るものの、15年の平均(同+22.9万人)から増加ペースが鈍化。①FOMC参加者が想定する長期均衡失業率(4.8%前後)まで失業率が改善し、雇用者数が伸びにくくなっていることに加え、②世界経済の先行き懸念の高まりなどを受けて、企業の採用姿勢がやや慎重になっていることが背景にある。一方、失業率が改善する中、賃金は上昇率が高まりつつある。雇用の改善ペースは鈍化すると予想するが、全体としてみれば、今後も良好な雇用・所得環境は続くと思われる。

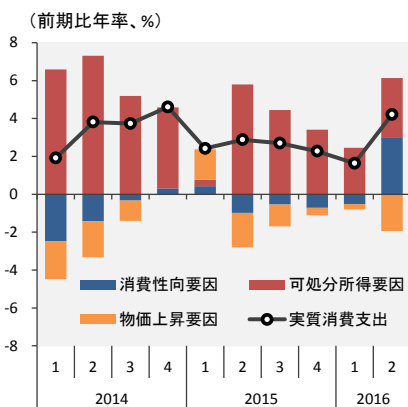
先行きは、良好な雇用・所得環境を背景に、消費の緩やかな拡大を見込む。ただし、①雇用の改善ペース鈍化に加え、②低金利下で拡大した自動車ローンを中心に消費者ローンの伸びが鈍ることで、消費の拡大ペースは15年よりも緩やかになると予想する。16年以降、一部の銀行では自動車ローン貸出の頭金やクレジットスコア要件などが引き上げられており(図表3-3)、今後は信用力の低い低所得層向けであるサブプライム自動車ローンの伸び鈍化を予想する。

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	2.6	1.7	2.3
個人消費	2.9	3.2	2.6	2.4
設備投資	6.0	2.1	▲1.2	2.2
住宅投資	3.5	11.7	6.1	3.7
在庫投資寄与度	▲0.1	0.2	▲0.3	0.1
政府支出	▲0.9	1.8	1.0	0.5
純輸出寄与度	▲0.1	▲0.7	▲0.1	▲0.0
輸出等	4.3	0.1	▲0.3	2.2
輸入等<控除>	4.4	4.6	0.3	1.9
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	6.2	5.3	4.9	4.7

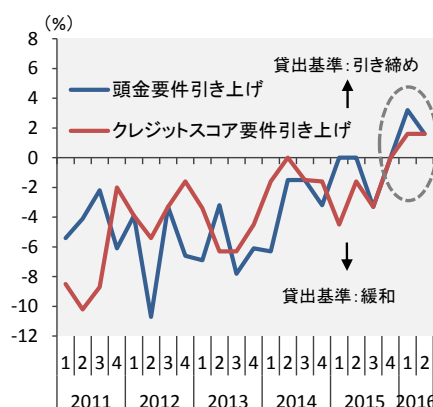
資料：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、
予測は三菱総合研究所

図表 3-2 消費の要因分解



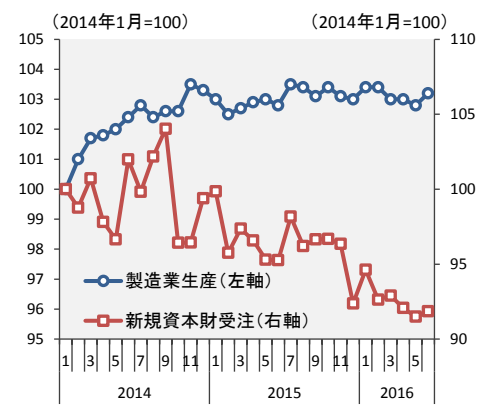
資料：米国商務省

図表 3-3 自動車ローンの銀行貸出基準



注：自動車ローン貸出の際に必要な頭金やクレジットスコアを引き上げた銀行と引き下げた銀行の割合の差。
資料：FRB

図表 3-4 生産・資本財新規受注



注：新規資本財受注は、航空を除く非国防。
資料：米国商務省、FRB

生産・投資活動は弱い状態が継続

企業活動は、輸出の減少・原油安の影響により、製造業や鉱業を中心に弱い状態が継続している。16年以降、金融市場が不安定化する中、利上げ観測後退によりドル高が一服。製造業の景況感(ISM指数)は拡大・縮小の分岐点である50を上回って推移しているものの、輸出は弱い動きが続いており、生産活動も横ばい圏内にとどまる(図表3-4)。

投資活動も弱い動きが続いている。設備投資の先行指標である資本財新規受注は減少傾向が継続(図表3-4)。背景には、①海外経済の減速やドル高による企業収益悪化、②生産活動鈍化による設備稼働率の低下がある。先行きも、これらの要因から企業の投資活動は慎重な動きが続くだろう。

次回 9 月の FOMC での利上げは見送りの可能性大

16 年 7 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% に据え置くことを決定。声明文では「見通しに関する短期的なリスクは減少した」との一文が新たに追加されており、FOMC は年内の更なる利上げに向けて前向きである可能性が示唆される。当社は、①英国 EU 離脱選択の世界経済への影響を見極める必要や、②11 月の大統領選を前に不確実性が高まる恐れがあることから、次回 9 月の FOMC では利上げは見送られ、12 月に 0.25% の利上げ実施を予想する。

16 年の成長率は 1% 台後半を予想

米国経済は、良好な雇用・所得環境に支えられた堅調な消費を主因に、緩やかな拡大が続くと見込む。ただし、ドル高や海外経済の減速、シェール関連投資の減少が設備投資全体の抑制要因となる。実質 GDP 成長率は、16 年は 4-6 月期の下振れを考慮して前年比+1.7% (前回同+1.9%) と下方修正を行う。17 年は同+2.3% と緩やかな回復持続を予測する (変更なし)。

緩やかな拡大持続がメインシナリオだが、先行きにはリスクも

米国経済は緩やかな拡大持続がメインシナリオだが、成長鈍化のリスクもある。15 年後半以降、企業向け銀行貸出基準が厳格化している (図表 3-5)。過去の推移をみると、銀行貸出基準が厳格化した後に実質 GDP の伸びが低下し、景気後退に入る傾向がある。銀行の米国経済の見通しは悪化している可能性が高い。

リスク要因は、第 1 に、企業収益の一段の悪化が考えられる。すでに企業収益の悪化が投資の抑制につながっている。今後、株価が軟化した場合には、逆資産効果や家計・企業マインド悪化を通じて、消費・投資の伸びは鈍化しよう。また、雇用削減につながれば、消費が抑制される。過去データをみると、企業収益の減少後に、2 年程度のラグを伴って雇用者数も減少する傾向があり (図表 3-6)、雇用への影響には注意が必要だ。

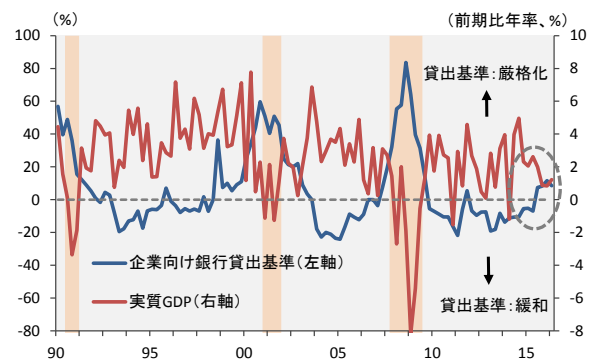
第 2 に、英国の EU 離脱選択の影響である。15 年の英国向け輸出は米国 GDP の約 0.7% と小さいが、世界経済の成長率低下や金融市場の不安定化を招いた場合、悪影響が及ぶ。第 3 に、米連邦準備制度理事会 (FRB) が市場予想を上回るペースで利上げした場合、金利が急激に上昇し、耐久消費財の消費や住宅投資が抑制される可能性がある。第 4 に、英国の EU 離脱選択に加え、16 年 11 月の大統領選に関する不確実性の高まりが企業マインドに悪影響を及ぼす可能性がある。

11 月の大統領選に向け、大統領候補が正式に決定

16 年 7 月下旬に共和党、民主党でそれぞれ党大会が開かれ、共和党はトランプ氏が、民主党はクリントン氏が正式に大統領候補として指名された。公表された党の綱領を見ると、通商政策では双方の方針が近いものの、経済政策では、共和党は法人税の減税など成長を重視する一方、民主党は富裕層への増税など格差の是正を重視しており、方針に大きな違いがある (図表 3-7)。

現時点での支持率 (CNN 調べ、7 月 29~31 日時点) は、クリントン氏 45% が、トランプ氏 37% をリード。ムーディーズ・アナリティクスの分析によれば、トランプ氏の政策が実現すれば、米国は景気後退に陥る一方、クリントン氏の政策は経済成長につながる。米国経済のみならず、世界経済の先行きを占う上で、大統領選挙の結果が注目される。

図表 3-5 銀行貸出基準・実質 GDP



注：銀行貸出基準は大企業向け。影は景気後退期を示す。
資料：米国商務省、FRB、NBER

図表 3-6 企業収益・雇用者数 (非農業部門)



注：影は景気後退期を示す。
資料：米国商務省、米国労働省、NBER

図表 3-7 共和党・民主党の綱領

	共和党	民主党
外交	・核兵器を近代化 ・テロ関連地域からの入国審査の厳格化	・アジアとの同盟強化
通商	・米国を第一に置く貿易交渉が必要	・雇用につながらない貿易協定に反対
経済	・法人税を他の先進国並みに引き下げる	・富裕層への増税 ・最低賃金の上昇 ・金融規制の強化

資料：各種資料より三菱総合研究所作成

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、輸出は弱い動きが続いているほか、設備投資も勢いを欠き、回復ペースは鈍い。

ユーロ圏の16年4-6月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.3%と前期（同+0.6%）から鈍化したものの、緩やかな回復を継続。フランス、イタリア（ともに同0%）はゼロ成長となった一方、スペイン（同+0.7%）、ドイツ（同+0.4%）は高めの伸びを維持した。

消費は回復基調を維持するものの、16年入り後は伸びが鈍化

ユーロ圏の消費は、回復基調は持続しているものの、16年入り後は伸びが鈍化している（図表4-2）。①雇用・所得環境の改善や、②原油安による家計の購買力向上が消費を下支えしているが、ここ数ヶ月は株価の下落や消費者マインドの悪化が消費の抑制要因となっている。ただし、労働市場では雇用者数の増加が続いており、先行きも消費の回復基調は維持すると見込む。

ユーロ圏の輸出は伸びが鈍い状態が継続

ユーロ圏の企業の景況感、回復傾向が続く内需を背景に総じて底堅く推移している。6月の英国のEU離脱選択（後述）のユーロ圏全体への悪影響は現時点では限定的となっている。

一方、輸出環境は厳しい状況が続いている。15年秋以降、ユーロ圏の財輸出は前年比0%付近で推移。①アジア向けで弱い動きが続いているほか、②米国向けが16年入り後は減少に転じ、全体を押し下げている（図表4-3）。また、③財輸出全体の1/3を占めるEU向けや英国向けも伸びが低下。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は前年比マイナスとなっており、弱い動きが続いている。海外経済の減速を背景に、今後輸出は力強さを欠くと予想する。輸出の低迷が、生産や雇用、投資の抑制を通じて内需に波及する可能性には注意が必要である。

デフインフレ傾向が継続、ECBの量的緩和は持続性に課題

ユーロ圏では、デフインフレ傾向が続いている。15年以降、エネルギー価格の下落を背景に、消費者物価上昇率は前年比0%付近での推移が継続。先行きは、①14年半ば以降のユーロ安進行による輸入物価の押し上げ効果は弱く、②低い期待インフレ率が物価の下押し圧力となる可能性がある。

こうした中、金融緩和政策の軸の一つである資産買入プログラムは、①国債の買入れ規模が各国の欧州中央銀行（ECB）への出資比率見合いで決まっており、かつ②同一銘柄の買入れが全体の33%までに制限され、③ECB預金金利（現在▲0.4%）未満の利回りの国債は購入できないことから、購入可能な債券が限られる。今後は、資産買入プログラムのスキームに微調整が行われる可能性がある。

6月の国民投票で、英国はEU離脱を選択

ユーロ圏経済の先行きについて、今後、注意すべき要素は2つあげられる。第1に、英国EU離脱による悪影響がある。6月23日に英国で国民投票が実施され、離脱派（51.9%）が残留派（48.1%）を上回り、英国のEU離脱が選択された。背景には、①東欧を中心とするEU域内からの移民増加や、②EUの規制強化に伴う英国の国家主権の喪失に対する懸念、③EU財政への拠出負担に対する不満などがある。

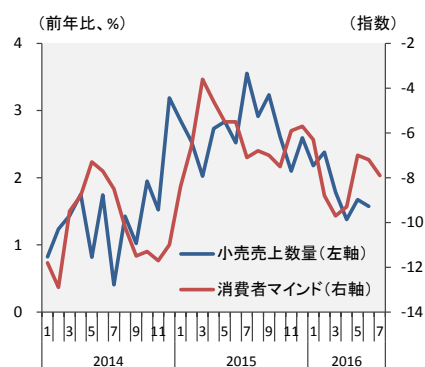
英国のEU離脱に向けた不確実性は高い。まず、①離脱プロセスの予想が難しい。メイ英首相は「年内はEUに離脱通告（EU条約50条の申請）しない」としているが、EU側は通告前に事前交渉しない方針で、交渉の開始時期は不明確だ。離脱通告後も、EU離脱の期限である2年以内に交渉がまとまらない可能性は高く、EU離脱時期の延期の有無など様々なスケジュールがありうる。また、②英国とEU

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	1.7	1.4	1.3
ドイツ	1.6	1.7	1.6	1.4
フランス	0.6	1.3	1.0	0.8

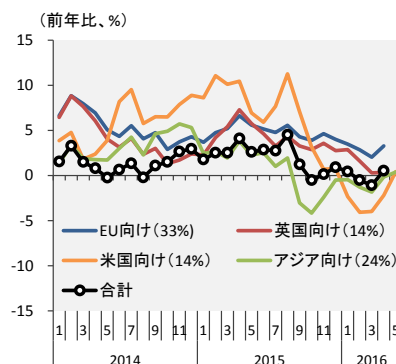
資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

図表4-2 ユーロ圏の消費動向



資料：Eurostat

図表4-3 ユーロ圏の仕向地別財輸出



注：後方3ヶ月移動平均。EU向けはユーロ圏を除く。括弧内は15年における財輸出に占める割合。

資料：Eurostat

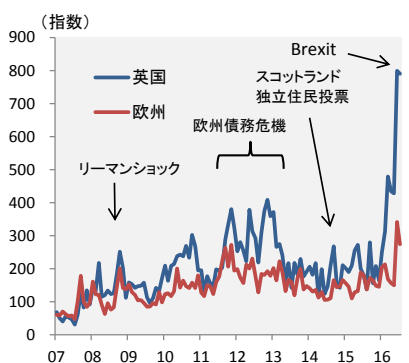
の新たな関係も不透明だ。英国は、関税や非関税障壁なしで貿易可能な「単一市場へのアクセス」（金融機関が英国で許可を得れば EU 域内でも営業できる「シングルパスポート制度」を含む）の適用を維持しつつも、「人の移動の自由」には制限を求めると予想される。一方、EU 側は「単一市場へのアクセス」と「人の移動の自由」はセットとしており、交渉は難航が予想される。

英国 EU 離脱のユーロ圏経済への影響は、主に3つの経路が考えられる。第1に、金融市場の不安定化がある。南欧を中心に金融システムに脆弱性が残る中（後述）、リスク回避的な動きが強まれば、銀行不安がユーロ圏全体に広がりうる。第2に、不確実性の上昇がある。国民投票が近づくにつれて英国のみならず欧州各国で不確実性が高まった（図表 4-4）。過去の不確実性と投資のデータから試算すると、ドイツ、スペインで▲0.4%程度、イタリアで▲0.6%程度、投資を押し下げる。第3に、輸出の減少がある。ユーロ圏全体では GDP に占める英国向け輸出の割合は2%程度にとどまるが（図表 4-5）、ベルギー、オランダなどでは比率が高く、英国向け輸出が減少した場合の影響は大きい。

金融システムへの不安が再燃

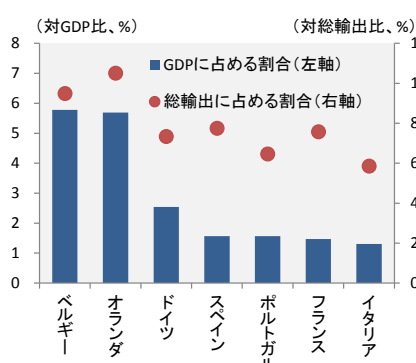
2つ目の注意すべき要素は、金融システムへの不安の高まりである。銀行の不良債権比率が約18%（15年時点）と高水準であるイタリアでは、英国の EU 離脱選択後、銀行の健全性への不安が高まり（図表 4-6）、主要銀行の株価が下落。ECB は不良債権比率の引き下げを要請しているが、政府による銀行支援には、銀行の株主と債権者による損失負担が必要とされる（EU による国家援助規則（state aid rule）、銀行再建破綻処理指令（BRRD））。レンツィ伊首相の進退がかかった10月の国民投票を控え（図表 4-7）、有権者の反発につながる政策の実行は政治的に難しい。7月末公表のストレステストでも経済ショックに弱いことが示され、イタリアの主要銀行は年内の増資を計画している。欧州では、企業の資金調達の多くを銀行融資が占める。金融システムの悪化が企業活動の抑制要因になる可能性には注意が必要だ。

図表 4-4 欧州の不確実性指数



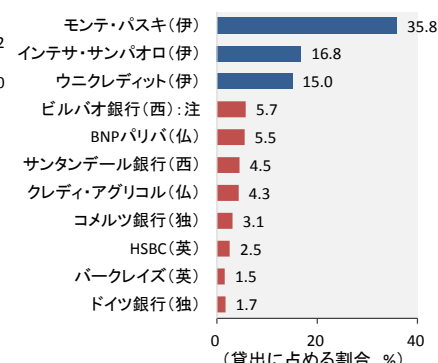
注：欧州はドイツ、フランス、イタリア、スペインの平均。
資料：Economic Policy Uncertainty

図表 4-5 英国向け輸出比率



注：ベルギーはルクセンブルクを含む。14年。
資料：IMF、RIETI-TID

図表 4-6 各国主要銀行の不良債権



注：「ビルバオ銀行」はビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア銀行を示す。16年8月時点。
資料：Bloomberg

英国の EU 離脱選択を受け、ユーロ圏は17年を下方修正

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。ただし、英国の EU 離脱選択の悪影響もあり、企業活動や輸出は力強さに欠けるとみる。

ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、16年を前年比+1.4%（変更なし）と予測するが、17年は同+1.3%と（前回+1.5%）と下方修正する。ドイツは、16年は同+1.6%（変更なし）と15年並みの成長を見込むものの、17年は英国の EU 離脱選択の悪影響を考慮して、同+1.4%と下方修正を行う（前回+1.6%）。フランスは、16年前半の実績上振れを受け、16年は同+1.0%と上方修正する（前回+0.8%）。17年はやや減速し、同+0.8%と予測する（前回+1.0%）。

英国の EU 離脱に伴う不確実性が最大のリスク

リスク要因は、上記のとおり、第1に、英国 EU 離脱の悪影響、第2に、金融システム不安の高まりがある。第3に、海外経済のさらなる下振れがある。海外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が腰折れし、ユーロ圏経済全体を下押しする恐れがある。第4に、テロなど地政学リスクの高まりが、幅広い地域で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。

図表 4-7 今後の政治日程

2016年	10月	イタリア憲法改正をめぐる国民投票
2017年	3月	オランダ下院選挙
	4、5月	フランス大統領選挙
	8~10月	ドイツ連邦議会選挙
2018年	5月	イタリア総選挙

資料：各種資料より三菱総合研究所作成

5. 新興国経済

(1) 概観

減速傾向は続くも、一部に明るい動きもみられる

新興国経済は、中国経済の成長鈍化などから減速傾向が続いているが、資金流出圧力が緩和するなど一部に明るい動きがみられる。

中国経済は、民間投資の減速を主因に緩やかに減速しているが、政府による景気刺激策などが成長を下支えしている。その他新興国においても、中国経済減速による影響などから減速傾向が続いているが、資金流出圧力が緩和するなどやや明るい動きもみられる。

資金流出圧力の緩和の背景には、米国利上げ見通しの後退などがある。新興国通貨は、米国の量的緩和終了や利上げ開始に伴い、通貨安が続いてきた。しかし、16年初以降は、原油価格の持ち直しや米国経済減速による利上げ観測の後退から、やや通貨高の方向で推移（図表 5-1）。16年6月23日の英国 EU 離脱選択も、市場で米国の利上げがより困難になったと判断されたことで、むしろ新興国通貨の増価要因となったと考えられる。

英国 EU 離脱によるアジア新興国の実体経済への影響はどの程度か。アジア新興国における英国向けの輸出をみると、インドや中国では一定程度の割合を占めるが、総じて割合は高くない（図表 5-2）。一方、海外からの与信のうち英国からの割合は、インド、マレーシア、中国で 20% を超えるなど、金融面でのつながりは深い。

現在のところ英国の EU 離脱問題によるアジア新興国経済への影響は限定的だが、今後、英国の金融機関が与信を圧縮する場合や、英国 EU 離脱の経済影響が欧州全体に広がれば、アジア新興国経済への影響は無視できない。

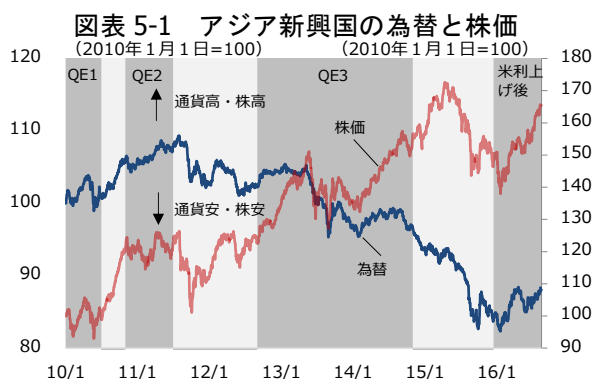
16年までは緩やかな減速が続く

新興国経済の先行きは、中国経済の成長鈍化などを背景に、16年までは緩やかな減速傾向が続く見込み。中国経済は、過剰生産能力の調整などから 17年にかけて緩やかな鈍化傾向が続くと見込む。

ASEAN やその他東アジアは、米国経済の回復などから 17年にかけて持ち直しに向かうと見込むが、中国経済の成長鈍化などから緩やかな成長にとどまるだろう。インド経済は、好調な内需を背景に高い成長を続ける見込み。ブラジル経済は、不安定な政治情勢は続くが、資源価格の持ち直しなどで GDP の減少幅は縮小していく見通し。

中国急減速、米国利上げ、EU 離脱の影響波及がリスク

新興国全体で注視すべきリスクは、①中国経済の急減速と新興国全体への影響の波及、②米国利上げ観測の高まりによる新興国市場からの資金流出、③バランスシート調整圧力の高まりによる信用収縮の加速、④英国 EU 離脱の欧州への波及と金融システムの不安定化、などがあげられる。



注：中国、韓国、台湾、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム、インドの9カ国の指数の平均値。
資料：Bloomberg より作成

図表 5-2 EU 向け輸出と EU からの与信

		英国	EU
輸出	中国	2.8	19.7
	韓国	1.1	10.3
	インドネシア	1.0	11.1
	マレーシア	0.9	9.3
	タイ	1.8	12.1
	フィリピン	0.7	10.6
	ベトナム	2.6	21.5
	インド	4.3	21.6
	与信		
中国	23.9	15.0	
韓国	3.8	2.3	
インドネシア	15.5	11.0	
マレーシア	27.2	4.7	
タイ	10.0	4.9	
フィリピン	23.0	14.3	
ベトナム	15.8	16.6	
インド	27.2	16.9	

注：輸出と与信で、EU の対象国は一部異なる。与信の分母は、BIS に報告している他国の金融機関が当該国に有する与信総額。

資料：RIETI、BIS より作成

図表 5-3 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	6.6	6.4
ASEAN5	4.6	4.8	4.8	4.9
インドネシア	5.0	4.8	5.0	5.2
マレーシア	6.0	5.0	4.1	4.6
フィリピン	6.2	5.9	6.2	6.0
タイ	0.8	2.8	3.3	3.0
ベトナム	6.0	6.7	5.8	6.0
香港	2.7	2.4	1.6	2.6
韓国	3.3	2.5	2.7	2.5
シンガポール	3.3	2.0	1.9	2.0
台湾	3.9	0.7	1.4	2.5
インド(年度)	7.2	7.3	7.3	7.3
ブラジル	0.2	▲ 3.8	▲ 3.0	▲ 0.3

注：シャドウ部分は予測値。

資料：実績は IMF 等、予測は三菱総合研究所

(2) 中国経済

16年4-6月期の実質GDP成長率は前期と変わらず

16年4-6月期の実質GDPは、前年比+6.7%と前期と同じ成長率となった(図表5-4)。民間投資は減速傾向を強めているが、政府のインフラ投資拡大や、消費の持ち直しが成長を下支えしている。

第2次産業の実質GDPは、同+6.0%と前期(同+5.7%)から伸びが加速し、15年1-3月期以来の伸び率となった。自動車生産が好調なことなどから、設備稼働率が上昇した可能性がある。一方、第3次産業は、不動産の伸びが加速しているものの、金融業が4四半期連続で伸びを低めたことから、成長鈍化が続く(図表5-5)。

消費は、緩やかな減速傾向が続く見込み

消費は底堅く推移している。16年7月の実質小売売上高(推計)は前年比+8.3%と、政府の自動車購入促進策による自動車消費の増加もあり、足元ではやや持ち直している(図表5-6)。

一方、やや長い目でみて、消費の基調は堅調といえるのだろうか。政府は消費主導型経済への移行を目指しているが、政府の景気刺激策による効果を除けば、消費は緩やかな減速傾向にある可能性が高い。

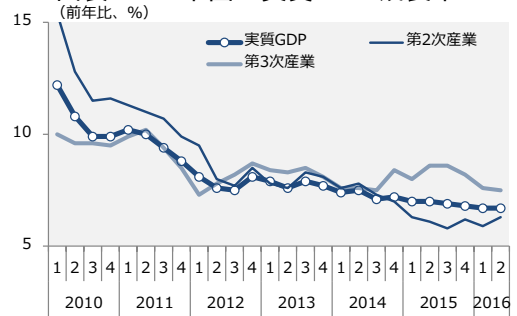
消費が減速傾向にある背景には、第1の要因として、可処分所得の伸びの鈍化がある。民間企業の収益は足元で改善しているものの、国有企業の収益は依然として前年割れが続くなど厳しい状況が続いており、雇用者の賃金伸び悩みの背景となっている(図表5-7)。

第2に、都市部の人口流入ペースの減速がある。これまで都市人口の増加は、所得や消費の増加に寄与してきた。しかし、生産年齢人口の減少や、農村所得の上昇、都市部の生活費の高まりなどを背景に、出稼ぎ労働者数は15年で前年比+1.3%と増加幅の縮小が続く。15年の都市部の年間可処分所得は3.1万円と、依然として農村部(1.1万円)より高く、都市部の人口流入ペース鈍化は、所得や消費の鈍化につながっている。

第3に、工業部門の雇用者減も消費減速の一因となっている可能性がある。ここ1年間で石炭や鉄鋼業など過剰生産能力を抱える産業では、雇用の調整が進められている(図表5-8)。政府としても失業対策基金を設けるなど、失業者の他産業での再雇用も行われているが、所得水準は一定程度低下している可能性が高い。

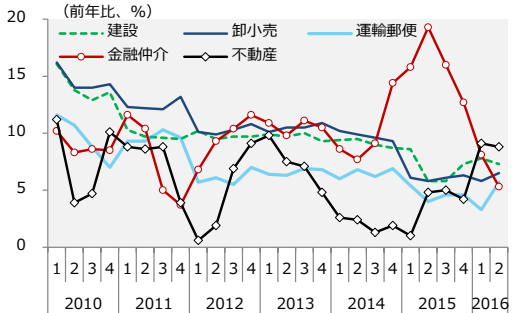
今後は、政府の企業負担軽減策⁶による企業収益の緩やかな持ち直しが所得・雇用環境を下支えするとみられるが、消費の緩やかな鈍化傾向が続く公算が高い。

図表5-4 中国の実質GDP成長率



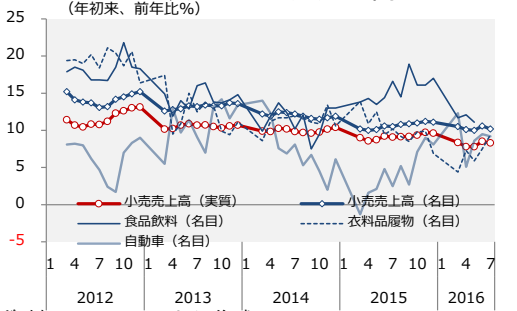
資料：Bloombergより作成

図表5-5 中国の第3次産業GDP内訳



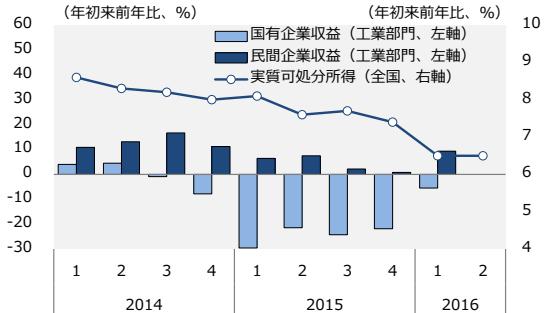
資料：Bloombergより作成

図表5-6 小売売上高



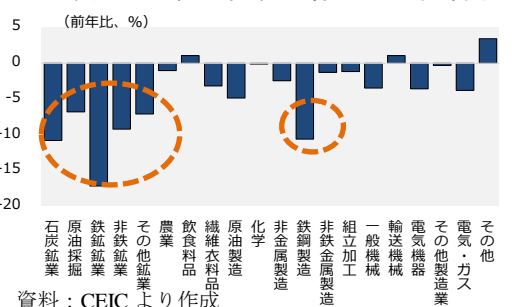
資料：Bloombergより作成

図表5-7 企業収益と実質可処分所得



資料：CEICより作成

図表5-8 雇用者数の増減(工業部門)



資料：CEICより作成

⁶ 営業税から増徴税へ一本化(営改増)する過程で企業の税負担が軽減されているほか、中央政府の要請に基づき、地方政府による年金保険料や失業保険料の企業負担引下げが相次いで発表されている。

民間投資は減速が続くも、各種政策効果が下支えに

固定資産投資は、伸びが鈍化傾向にある（図表 5-9）。インフラ投資が増加しているが、製造業で前年比+3.0%と伸びが急速に鈍化するなど、民間投資の減速が続く。

こうした中、中央政府は企業の税負担軽減策のほか、地方政府に対して社会保険料引下げを要請するなど、介入を強めている。今後も、投資は鈍化傾向が続くとみるが、拡大を続けるインフラ投資に加えて、企業に対する負担軽減策の効果が波及していけば、民間投資の減速ペースは緩やかにとどまると見込まれる。

住宅価格の高騰は当面のリスク要因

住宅市場は、上昇が鈍い地方都市と、価格が高騰している大都市で2極化している。16年4-6月期の住宅価格は、全国では前年比+4.8%にとどまるが、深センで同+53.8%、上海では同+27.9%と、大都市で急上昇しており、16年1-3月期の深センの住宅価格は、実質GDPのトレンドから40%ほど高くなっている（図表 5-10）。企業債務の高まりを背景に銀行の不良債権増加が続く中、住宅価格の急落で住宅向けの債権の健全性が損なわれれば、金融機関のバランスシートの更なる悪化を招きかねない（図表 5-11）。政府は、都市部の過度な住宅価格高騰を抑制する必要に迫られている⁷。

資金流出リスクは後退

一方、米国の利上げ観測後退などから、中国からの資金流出圧力は緩和している。14年後半以降、資金流出圧力が急速に高まったことから、外貨準備を取り崩すことで急速な元安を抑制してきた。しかしながら、16年以降は外貨準備を大きく取り崩す動きはみられず、中国政府としては、自然体での緩やかな元安は容認する姿勢を示している（図表 5-12）。

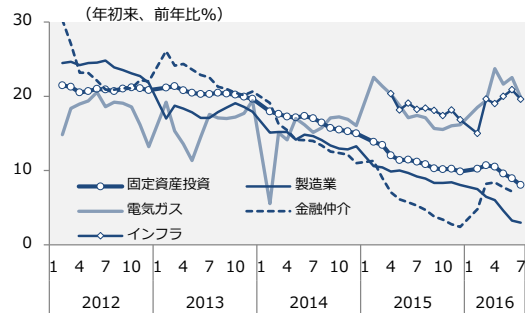
国際収支をみると、直接投資や証券投資の流出幅が拡大しており、中国企業が戦略的に海外進出を強めている様子が窺える。一方、前年対比で現預金の流出は解消しており、中国経済の停滞懸念などの理由で国外に資本を逃避させる動きは弱まっている。

先行きの減速ペースは緩やかに

先行きを展望すると、中国経済は減速傾向が続くものの、そのペースは緩やかなものになると予想する。過剰生産能力削減などから第2次産業には強い下押し圧力がかかるが、政府による景気刺激策が下支えする展開が続くだろう。元安による輸出の押し上げや、やや長い目でみれば、海外投資の活発化による国民所得向上も、今後の成長を下支えする可能性がある。先行きの実質GDP成長率は、16年+6.6%、17年+6.4%を予測する（それぞれ0.1%pの上方修正）。

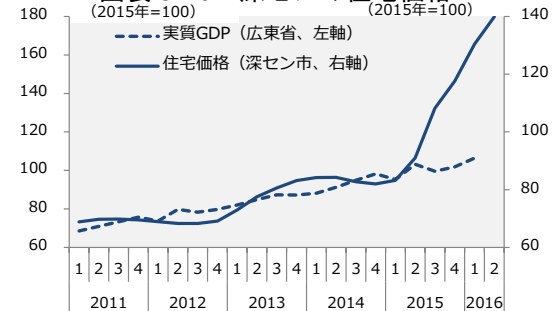
一方、リスク要因は、①都市部を中心とした住宅バブルの再燃、②銀行の不良債権増加と企業部門のバランスシート調整圧力の高まり、③資金流出の深刻化、による投資の急減速があげられる。米国の利上げ観測の高まりなどにより、投資家によるリスクオフ姿勢が過度に強まり、中国経済の先行きへの懸念が再燃すれば、資金流出に伴い投資が急減速、成長率も急低下する可能性がある。

図表 5-9 固定資産投資



資料：Bloomberg より作成

図表 5-10 深センの住宅価格



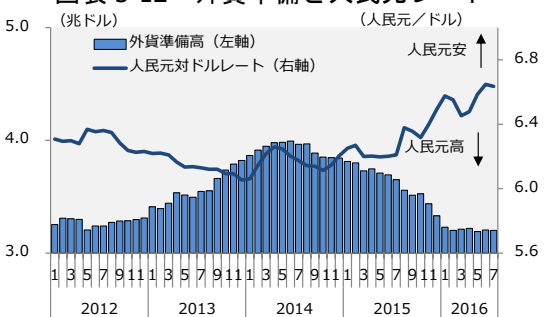
資料：Bloomberg より作成

図表 5-11 不良債権比率



資料：中国銀行監督管理委員会より作成

図表 5-12 外貨準備と人民元レート



資料：Bloomberg より作成

⁷ 都市部では、住宅市場の引き締め策が実施されている。深セン市ではローン頭金比率の引き上げ、上海市でも2戸目のローン頭金比率の引き上げや住宅ローンの金利優遇策の見直しを行っている。

(3) ASEAN 及びその他東アジア経済

減速傾向続くも、そのペースは緩やかに

ASEAN・その他東アジア経済は、総じてみると減速傾向が続くも、そのペースは緩やかになっている。

ASEAN5 をみると、インドネシア経済は、インフレ圧力の低下でやや上向いているほか、フィリピンでは5月の大統領選挙に伴う政府支出の拡大などから高い成長を維持。一方、資源安の影響などからマレーシアでは成長鈍化が続いており、ASEAN5 の成長率は総じてみれば横ばい圏内で推移している（図表 5-13）。

その他東アジア経済は、減速ペースがやや和らいでいる。台湾や韓国は、中国向け輸出が持ち直しの動きをみせており、16年初以降輸出がやや上向いている。韓国は、乗用車に対する個別消費税引下げなどから個人消費も好調で、成長率は回復している（図表 5-14）。

名目輸出は持ち直しの動きがみられる

ASEAN5 の名目輸出は、14 年を境に減少傾向で推移していたが、16年初以降は持ち直しの動きがみられる（図表 5-15）。名目輸出の持ち直しには、中国経済の減速ペースの弱まりを背景とした、①資源価格の上昇、②一部非資源関連品目の輸出増加がある。

資源価格は、15 年に原油や鉄鉱石をはじめ、多くの商品で下落したが、16年初以降、価格は持ち直している（図表 5-16）。資源価格の上昇は、資源関連品目の輸出金額増加を通じて、インドネシアやマレーシアの名目輸出を押し上げている。また、電子機器など一部の非資源関連品目でも、改善の動きがみられる。ベトナムでは、資源関連輸出のウェイトが低いものの、好調な電子機器輸出を背景として、輸出は増加傾向で推移している。

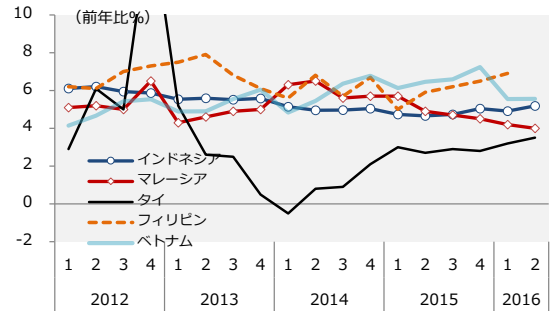
資源価格や非資源関連輸出の持ち直しの背景となっているのは、中国経済の減速ペースの弱まりだ。ASEAN4 の主要国向けの輸出金額をみると、中国向け輸出に下げ止まりの兆しがみられる（図表 5-17）。中国政府の景気刺激策による内需でこ入れが、資源価格の下落や貿易を通じて ASEAN 経済にも恩恵を及ぼしている。

先行きは緩やかながらも成長率回復へ

ASEAN・その他東アジア経済は、資金流出の一服や、インフレ圧力緩和による消費の緩やかな回復、中国向けや米国向け輸出の持ち直しなどを背景に、緩やかながらも回復に向かうだろう。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、16 年が前年比+4.8%、17 年が同+4.9%を予測する。

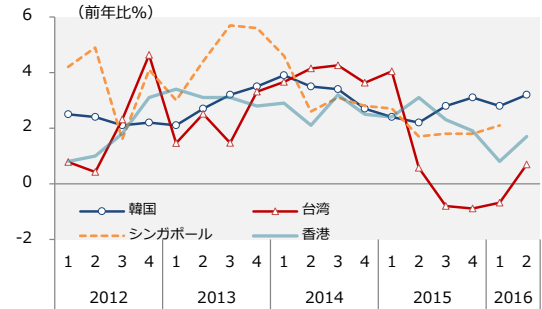
リスク要因は以下の3点。第1に、中国経済が想定以上に急減速した場合、東アジアを中心に一段の景気減速を引き起こす可能性がある。第2に、米国利上げによる資金流出と通貨安加速の再燃が懸念される。第3に、首相の汚職疑惑が続くマレーシアなど政治情勢の変化が景気に及ぼす影響が懸念される。

図表 5-13 ASEAN の実質 GDP 成長率



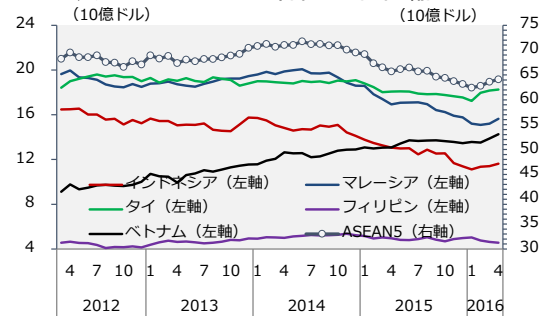
資料：Bloomberg、CEIC より作成

図表 5-14 その他東アジアの実質 GDP 成長率



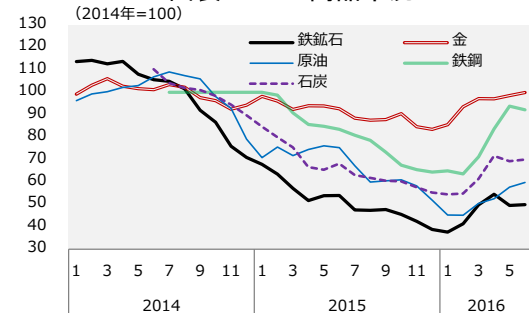
資料：Bloomberg、CEIC より作成

図表 5-15 ASEAN 各国の名目輸出



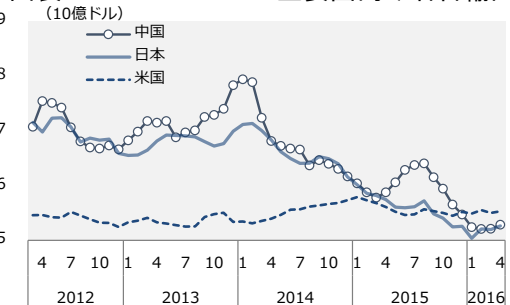
資料：CEIC より作成

図表 5-16 商品市況



資料：Bloomberg より作成

図表 5-17 ASEAN4 の主要国向け名目輸出



注：インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピンの合計。
資料：CEIC より作成

(4) インド経済

インフレ緩和で内需の拡大が続く

インド経済は、緩やかな拡大が続いている。16年1-3月期の実質GDPは、前年比+7.9%と前期（15年10-12月期：同+7.2%）から成長が加速した（図表5-18）。原油安によるインフレ圧力の緩和などから個人消費が拡大、成長加速の主因となっている（図表5-19）。

一方、輸出や固定資本形成はやや弱い動きが続いている。輸出は、資源国の内需減速を背景にアフリカや中東向け輸出が軟調であるほか、固定資本形成も不良債権の増加などから投資に対する姿勢がやや慎重化し、ともに前年比でマイナスの寄与となった。

先行きも内需の緩やかな拡大を背景に高成長持続

先行きは、低い物価上昇率や相次ぐ利下げによる景気下支え効果もあり、内需の緩やかな拡大が続くだろう。16年7月から実施された公務員給与の大幅上げや、外資規制緩和も成長押し上げ要因となる可能性がある⁸。実質GDP成長率（年度）は、16年度、17年度ともに前年比+7.3%を予測する。

今後のリスクは、①雨量不足による農業生産の落ち込みやインフレ再燃、②不良債権増加に伴うバランスシート調整圧力の高まり、③中央銀行総裁退任に伴う金融政策への信認低下などがある。

(5) ブラジル経済

外部環境は改善も、自律的な経済回復は遠い

ブラジル経済は、外部環境に一部改善がみられるものの、低迷が続く。16年1-3月期の実質GDPは、前年比▲3.7%とマイナス幅は前期からやや縮小したが、依然としてマイナス成長となっている（図表5-20）。

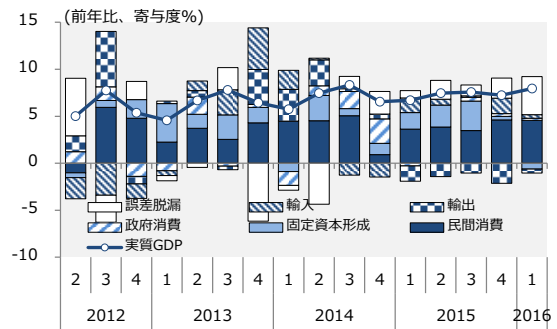
16年4-6月期の名目輸出は、前年比▲3.6%と前年比マイナスが続くが、鉄鉱石の価格上昇や中国向け輸出の持ち直しなど外部環境の改善を受けて、底打ちの兆しがみられる。生産、小売売上高は、五輪特需があるにもかかわらず、前年比でマイナスを続けている（図表5-21）。投資も、五輪関連施設への投資が行われているものの、資源関連投資が低迷しているとみられ、低調に推移。5月に発足したテメル政権の構造改革への期待などから、企業や消費者のマインドは改善しつつあるが、自律的な経済回復への道のりは遠い。

政治不安・五輪後の反動減で、マイナス成長を見込む

先行きは、①政治不安に伴う社会の不安定化、②財政悪化による政府支出抑制、③五輪後の投資や消費の減少から、16年は前年比▲3.0%、17年も投資やインフラ建設を中心とした五輪後の反動減が続き、同▲0.3%と3年連続のマイナス成長を予測する。

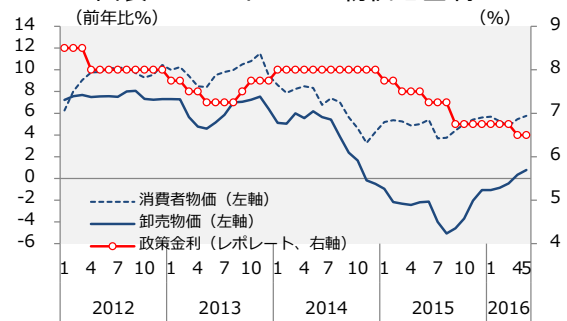
現時点では通貨レアルは上昇基調にあり、市場からの信頼を取り戻しつつあるが、①ジカ熱・財政難などによる五輪運営の混乱や、②テメル大統領代行の汚職疑惑による政権の支持率への影響、などリスクはくすぶる。

図表 5-18 インドの実質 GDP 成長率



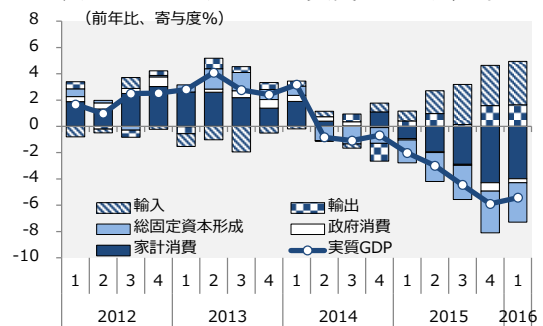
資料：Bloomberg より作成

図表 5-19 インドの物価と金利



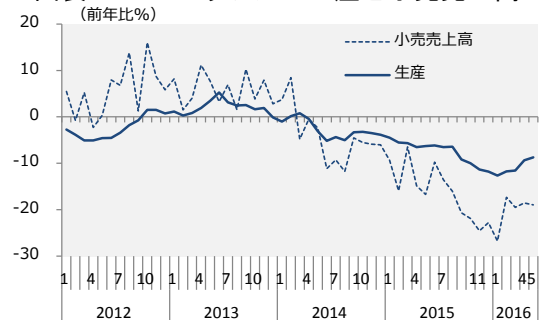
資料：Bloomberg、CEIC より作成

図表 5-20 ブラジルの実質 GDP 成長率



資料：Bloomberg より作成

図表 5-21 ブラジルの生産と小売売上高



資料：Bloomberg より作成

⁸ 政府は公務員給与を23.6%引き上げることを発表、支給は16年7月1日に開始。外資規制については、防衛産業の出資上限撤廃や食料品会社の単独進出を可能にするなど規制緩和を決定。

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 実績	2016 予測	2017 予測	2014 実績	2015 実績	2016 予測	2017 予測	
名目	国内総生産（＝GDP）	489,558	500,535	505,858	513,951	1.5%	2.2%	1.1%	1.6%
	民間最終消費支出	293,205	291,933	292,508	296,855	▲0.8%	▲0.4%	0.2%	1.5%
	民間住宅投資	14,438	14,759	15,260	14,934	▲8.5%	2.2%	3.4%	▲2.1%
	民間設備投資	68,390	70,104	69,801	71,379	1.5%	2.5%	▲0.4%	2.3%
	民間在庫品増加	193	1,574	589	▲315	***	***	***	***
	政府最終消費支出	100,961	102,266	103,548	106,360	2.2%	1.3%	1.3%	2.7%
	公的固定資本形成	23,668	23,041	23,154	24,711	0.4%	▲2.6%	0.5%	6.7%
	公的在庫品増加	97	22	52	48	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲11,393	▲3,164	945	▲20	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	88,385	87,371	81,767	85,849	10.5%	▲1.1%	▲6.4%	5.0%
	財貨・サービス輸入	99,778	90,536	80,822	85,869	4.0%	▲9.3%	▲10.7%	6.2%

（単位：2005暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	524,783	529,179	532,441	537,768	▲0.9%	0.8%	0.6%	1.0%
	民間最終消費支出	307,159	306,525	308,348	310,743	▲2.9%	▲0.2%	0.6%	0.8%
	民間住宅投資	13,143	13,456	14,008	13,454	▲11.7%	2.4%	4.1%	▲4.0%
	民間設備投資	70,723	72,191	72,287	73,212	0.1%	2.1%	0.1%	1.3%
	民間在庫品増加	254	1,759	348	▲556	***	***	***	***
	政府最終消費支出	102,318	103,933	105,709	107,370	0.1%	1.6%	1.7%	1.6%
	公的固定資本形成	21,779	21,194	21,467	22,664	▲2.6%	▲2.7%	1.3%	5.6%
	公的在庫品増加	60	11	26	22	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	11,317	11,688	11,360	12,020	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,724	92,056	91,450	92,795	7.9%	0.4%	▲0.7%	1.5%
	財貨・サービス輸入	80,407	80,368	80,090	80,775	3.4%	▲0.0%	▲0.3%	0.9%

	年度				対前年度比増減率				
	2014 実績	2015 実績	2016 予測	2017 予測	2014 実績	2015 実績	2016 予測	2017 予測	
指数	鉱工業生産指数	98.4	97.4	97.0	98.6	▲0.5%	▲1.0%	▲0.4%	1.6%
	国内企業物価指数	105.2	101.8	99.5	101.3	2.7%	▲3.2%	▲2.3%	1.9%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.0	100.0	99.8	100.8	2.8%	0.0%	▲0.2%	1.0%
	GDPデフレーター	93.3	94.6	95.0	95.6	2.4%	1.4%	0.4%	0.6%
	完全失業率	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	88.0	92.1	93.3	86.8	▲10.8%	4.6%	1.4%	▲7.0%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	8,725	18,003	18,655	20,458	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲9,314	▲603	3,356	4,019	***	***	***	***
	貿易収支	▲6,589	542	4,276	3,703	***	***	***	***
	輸出	75,637	73,145	67,047	70,394	8.5%	▲3.3%	▲8.3%	5.0%
	輸入	82,226	72,603	62,771	66,692	1.8%	▲11.7%	▲13.5%	6.2%
	通関収支戻（10億円）	▲9,128	▲1,087	2,543	1,833	***	***	***	***
	通関輸出	74,667	74,117	69,250	72,708	5.4%	▲0.7%	▲6.6%	5.0%
通関輸入	83,795	75,205	66,707	70,875	▲1.0%	▲10.3%	▲11.3%	6.2%	

為替	国債10年物利回り	0.48%	0.29%	-0.10%	-0.10%	***	***	***	***
	M2	882,398	914,242	945,075	973,265	3.3%	3.6%	3.4%	3.0%
	日経平均株価	16,273	18,841	16,668	17,455	12.8%	15.8%	▲11.5%	4.7%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	80.6	44.9	45.7	52.5	▲18.6%	▲44.2%	1.6%	14.9%
	円/ドル レート	110.0	120.0	104.9	106.6	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.268	1.105	1.110	1.087	***	***	***	***
円/ユーロ レート	138.8	132.6	116.5	115.9	***	***	***	***	

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。消費者物価は2015年基準。

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 米良有加 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。