

PRESS RELEASE

2015年5月21日
株式会社三菱総合研究所

2015、2016年度の内外景気見通し

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長 大森京太 東京都千代田区永田町二丁目10番3号)は、2015年1-3月期GDP速報の発表を受け、2015、2016年度の内外景気見通しを発表致しました。

日本経済は緩やかな回復を持続

日本の実質成長率予測値:2015年度+1.8%、2016年度+1.5%
(前回予測値(3月9日):2015年度+1.8%、2016年度+1.5%)

海外経済

- 世界経済は、新興国減速や資源国低迷により回復力が鈍い状況が続いているが、先行きは米国経済主導で、緩やかながらも回復に向かうと予想する。
- 米国経済は、天候要因などから15年1-3月期の成長ペースが大幅に鈍化したが、内需の自律的な回復は続いているとみられ、先行きは緩やかな景気拡大の持続を予想する。
- ユーロ圏経済は、原油安とユーロ安を背景に緩やかに持ち直している。先行きも持ち直しが続く予想するが、バランスシート調整圧力などから、回復ペースは他の先進国に比べ鈍いであろう。
- 新興国経済は、14年半ば以降、減速傾向にある。中国では、投資が一段と鈍化し景気減速が鮮明になっている。その他新興国では、ロシアやブラジルなど資源国経済が低迷、ASEAN経済も一部の国で中国経済減速の影響がみられる。先行きは中国減速と資源国の低迷持続を見込む一方、ASEANとインドはインフレ圧力緩和による消費回復などから、緩やかな回復を見込む。

日本経済

- 日本経済は、15年1-3月期の実質GDPが前期比年率+2.4%と2四半期連続のプラス、成長ペースもやや加速した。消費が緩やかな持ち直しを続けているのに加え、設備投資、住宅投資も4四半期ぶりにプラスに転じた点が注目される。
- 先行きは、労働需給のひっ迫による雇用・所得環境の改善が、消費の緩やかな持ち直しを支えるほか、円安・原油安などによる企業収益拡大により設備投資も堅調に推移すると予想する。16年度後半には、17年4月の消費税増税を控えた駆け込み需要も見込まれ、日本経済は16年度にかけて内需中心に回復の動きを続けるであろう。

注意すべき下振れリスク

- 第1は、海外経済の下振れだ。米国の成長率低下は一時的と予想するが、シェール関連投資減少やドル高の影響は気がかりだ。ユーロ圏ではデフレ懸念がくすぶる。中国では減速傾向が強まっており、政策運営の舵取りを誤れば、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性も否めない。先行きの海外経済は米国頼みの状況にあるが、ユーロ圏経済や中国経済が下振れし、米国経済の拡大ペースの鈍化を招けば、世界経済全体の成長率低下につながる。
- 第2は、金融市場の不安定化である。米国が15年後半以降に利上げに踏み切るとみられるなか、経済のファンダメンタルズが弱い新興国や、リスク性資産からの急激な資金流出には警戒が必要な局面にある。ユーロ圏ではギリシャのデフォルトへの懸念が続いており、国際金融市場の動揺につながる可能性も払しょくできない。
- 第3は、日本の消費者マインドの冷え込みである。原油安や株高の影響もあり、消費者マインドは回復の動きをみせているが、上記の海外リスクの波及による円高・株安の進行などにより、消費者マインドが再び冷え込む可能性はある。

海外経済：米国経済主導で緩やかに回復

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

米国経済は、天候要因などから15年1-3月期の成長ペースが大幅に鈍化したのが、内需の自律的な回復は続いているとみられ、先行きは緩やかな景気拡大の持続を予想する。

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

新興国経済は、14年半ば以降、減速傾向にある。中国では、投資が一段と鈍化し景気減速が鮮明になっている。その他新興国では、ロシアやブラジルなど資源国経済が低迷、ASEAN経済も一部の国で中国経済減速の影響がみられる。先行きは中国減速と資源国の低迷持続を見込む一方、ASEANとインドはインフレ圧力緩和による消費回復などから、緩やかな回復を見込む。

金融市場（次頁図表参照）では、年初来、原油価格の下落と世界的な国債利回りの低下が続いてきたが、3月に原油価格が反転、4月は欧米国債利回りが上昇に転じた。株式市場では、イエレンFRB議長が米国株価に関し「potential danger」と発言。その後も米国株価は高値圏で推移しているが、米国金融政策の正常化時期を巡る見方の変化やギリシャ動向次第では、金融市場が敏感に反応する可能性が高い。

日本経済：16年度にかけて内需中心に回復持続

日本経済は、15年1-3月期の実質GDPが前期比年率+2.4%と2四半期連続のプラス、成長ペースもやや加速した。消費が緩やかな持ち直しを続けているのに加え、設備投資、住宅投資も4四半期ぶりにプラスに転じた点が注目される。

先行きは、労働需給のひっ迫による雇用・所得環境の改善が、消費の緩やかな持ち直しを支えるほか、円安・原油安などによる企業収益回復により設備投資も堅調に推移すると予想する。16年度後半には、17年4月の消費税増税を控えた駆け込み需要も見込まれ、日本経済は16年度にかけて内需中心に回復の動きを続けるであろう。

実質GDP成長率は、15年度+1.8%、16年度+1.5%と予測する（前回見通し<3月9日>から変更なし）。

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の前年比は、15年度+0.6%、16年度+1.6%と予測する。原油安の波及により、15年4-6月に一時的にゼロ%近傍となるが、その後は①GDPギャップのマイナス幅縮小、②賃金上昇による価格転嫁、③家計や企業のインフレ期待の醸成、などが複合的に押し上げ要因となり、再び上昇幅を拡大していくであろう。物価予測の前提となる原油価格（WTI）は、15年度末に60ドル台半ば、16年度末に70ドル台前半と、緩やかに上昇を続けると想定した。

3つの下振れリスク

注意すべき下振れリスクは次の3つである。

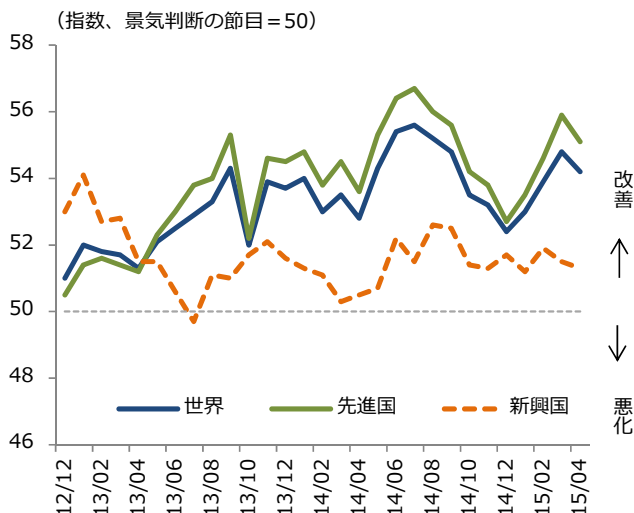
第1は、海外経済の下振れだ。米国の成長率低下は一時的と予想するが、シェール関連投資減少やドル高の影響は気がかりだ。ユーロ圏ではデフレ懸念がくすぶる。中国では減速傾向が強まっており、政策運営の舵取りを誤れば、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性も否めない。先行きの海外経済は米国頼みの状況にあるが、ユーロ圏経済や中国経済が下振れし、米国経済の拡大ペースの鈍化を招けば、世界経済全体の成長率低下につながる。

第2は、金融市場の不安定化である。米国が15年後半以降に利上げに踏み切るとみられるなか、経済のファンダメンタルズが弱い新興国や、リスク資産からの急激な資金流出には警戒が必要な局面にある。ユーロ圏ではギリシャのデフォルトへの懸念が続いており、国際金融市場の動揺につながる可能性も払しょくできない。

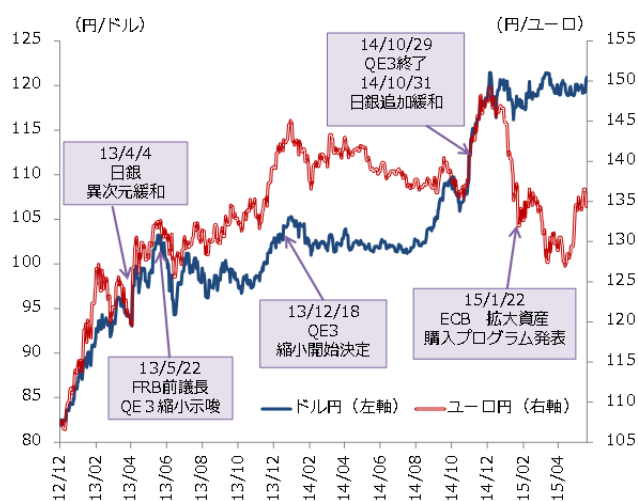
第3は、日本の消費者マインドの冷え込みである。原油安や株高の影響もあり、消費者マインドは回復の動きをみせているが、上記の海外リスクの波及による円高・株安の進行などにより、消費者マインドが再び冷え込む可能性はある。

世界経済・金融市場の動向

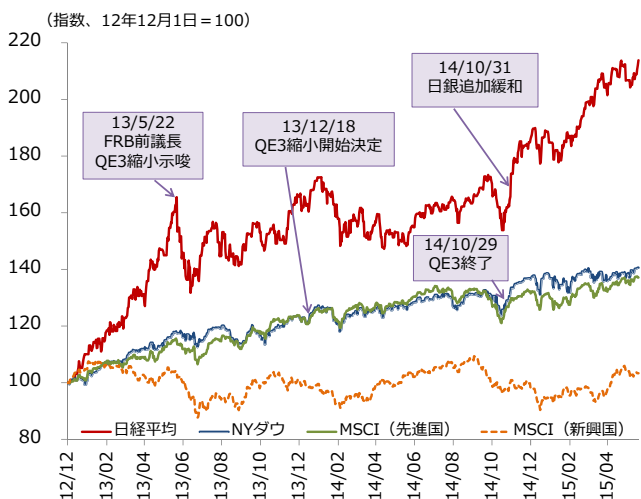
図表 1-1 PMI 総合指数



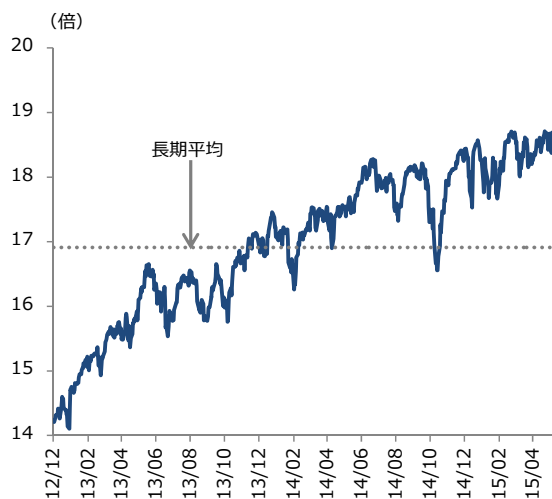
図表 1-2 為替



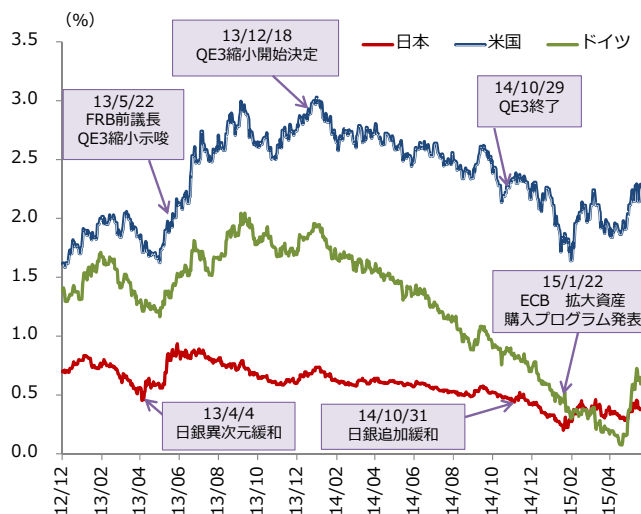
図表 1-3 世界の株価



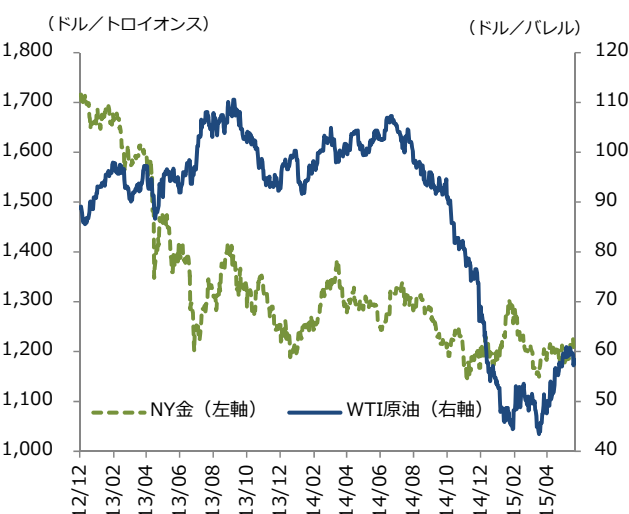
図表 1-4 米国の株価収益率 (S&P500 種)



図表 1-5 長期金利 (10年物国債)



図表 1-6 商品市況



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

注2: PMI 総合指数は月次、その他は日次。直近値は PMI 総合指数が4月、その他は日本時間5月20日15:00時点。

注3: 米国の株価収益率の長期平均は、ITバブル期を除いた1980年以降の平均。

資料: Bloomberg

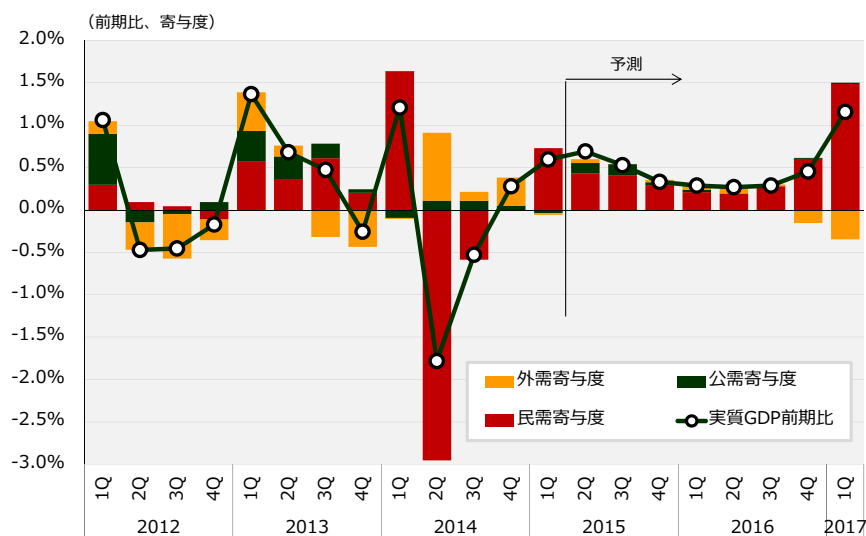
図表 1-7 2015~2016 年度の実質 GDP 成長率予測 (単位:%)

項目	2013年度		2014年度		2015年度		2016年度	
	実績		実績		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	2.1	***	▲ 1.0	***	1.8	***	1.5	***
内需	2.4	2.4	▲ 1.8	▲ 1.8	1.6	1.5	1.6	1.5
民間	2.2	1.7	▲ 2.5	▲ 1.9	1.7	1.3	2.0	1.5
民間最終消費支出	2.5	1.5	▲ 3.1	▲ 1.9	1.6	0.9	1.8	1.1
民間住宅投資	9.3	0.3	▲ 11.6	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	5.7	0.1
民間企業設備投資	4.0	0.5	▲ 0.5	▲ 0.1	3.0	0.4	3.7	0.5
民間在庫投資	***	▲ 0.5	***	0.5	***	0.0	***	▲ 0.2
公需	2.9	0.7	0.7	0.2	1.0	0.2	0.3	0.1
政府最終消費支出	1.6	0.3	0.5	0.1	1.5	0.3	1.0	0.2
公的固定資本形成	10.3	0.5	2.0	0.1	▲ 0.6	▲ 0.0	▲ 3.0	▲ 0.1
外需(純輸出)	***	▲ 0.5	***	0.6	***	0.2	***	▲ 0.0
輸出	4.4	0.7	8.0	1.3	5.6	1.0	3.3	0.6
輸入	6.7	▲ 1.2	3.7	▲ 0.7	4.8	0.7	3.8	0.6
名目GDP	1.8	***	1.4	***	3.0	***	2.2	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-8 四半期別の実質 GDP 成長率予測

		実績					予測							
		2014		2015			2016				2017			
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	前期比	1.2%	-1.8%	-0.5%	0.3%	0.6%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	1.2%
	前期比年率	4.9%	-6.9%	-2.1%	1.1%	2.4%	2.8%	2.1%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%	1.8%	4.7%



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

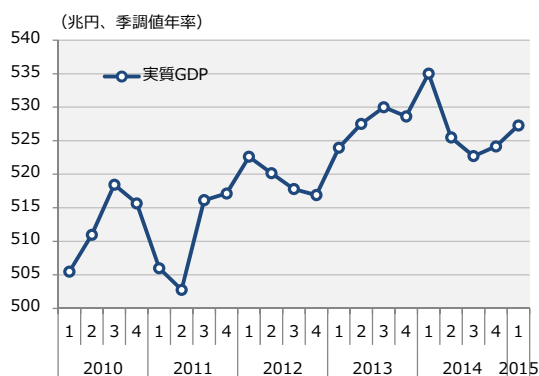
(1) 概観

2 四半期連続のプラス成長

15年1-3月期の実質GDPは、季調済前期比+0.6%（年率+2.4%）と、2四半期連続のプラス成長となった。

消費が3四半期連続の増加と持ち直しの動きを続けているほか、住宅投資や設備投資が4四半期ぶりに増加に転じた。在庫増加による寄与度が高く、今後の生産下押し要因となる可能性はあるが、日本経済は民間需要を中心に持ち直しの動きを続けている。輸出も米国向けの回復などから3四半期連続の増加となった。

図表 2-1 実質 GDP



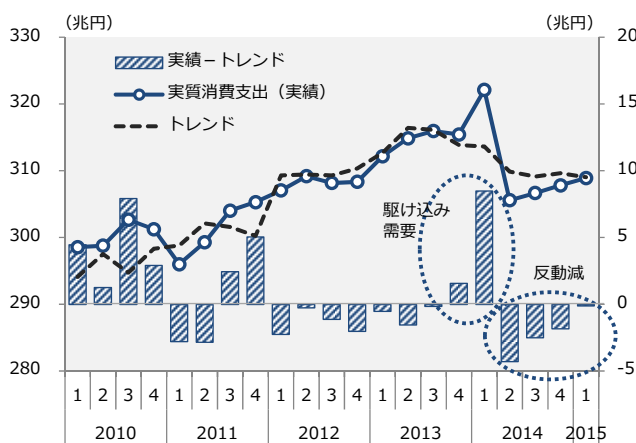
資料：内閣府「国民経済計算」

(2) 消費の動向

反動減は解消されつつあるが実質所得の弱さが重石

消費は14年4-6月期を底に緩やかに持ち直している。13年度末に発生した増税前の駆け込み需要は、自動車や家電など耐久消費財を中心に10兆円程度に上ったとみられるが、その規模から判断すると、15年1-3月期までで概ね反動減は解消したとみられる（図表 2-2）。その一方、反動増減を除いた消費の基調（実質所得、株価、高齢化率などから推計したトレンド）は、13年半ば以降に大きく低下している（図表 2-2 点線）。原油安や株価上昇などを背景に消費者マインドは持ち直しつつあるものの、消費税も含めた物価の上昇により実質所得が低下した影響が大きい（図表 2-3）。

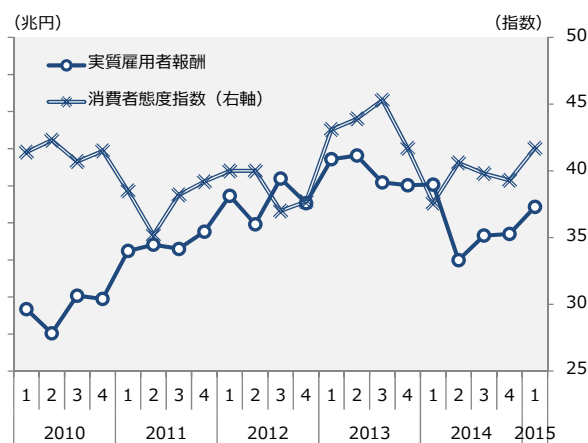
図表 2-2 実質消費



注：トレンドは、実質消費を実質雇用者報酬、株価、高齢化率で回帰して推計。

資料：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-3 実質賃金と消費者マインド



資料：内閣府「国民経済計算」、「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

実質賃金の上昇や消費者マインドの改善を背景に消費は回復へ

反動減が解消されつつある中、消費の先行きの鍵を握るのは実質賃金の動向である。詳細は後述するが、①労働需給がひっ迫していること、②円安・原油安による企業収益の改善により賃上げ余地は拡大していること、などを考慮すると、16年度にかけて実質賃金は緩やかに上昇していくと予想する。

実質賃金の緩やかな上昇や消費者マインドの回復などを背景に、民間最終消費支出は、15年度+1.6%、16年度+1.8%と堅調な伸びを予測する。なお、16年度の後半には17年4月の消費税引上げ（8→10%）前の駆け込み需要を織り込んでおり、+1.8%のうち+0.7%程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込む。

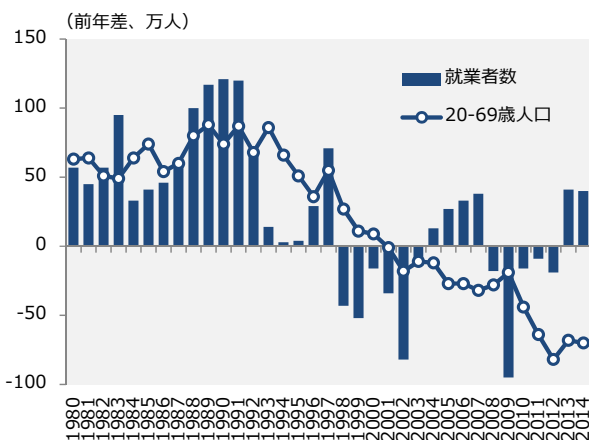
(3) 雇用・所得の動向

人手不足感の強い状況が続く

20-69歳人口が年70万人程度の減少を続ける中、就業者数は年40万人増とハイペースで増加を続けている（図表2-4）。医療福祉や情報通信の就業者数が堅調に伸びていることに加え、リーマンショック後に延べ140万人近い雇用調整を行ってきた製造業の就業者数が、2年連続で増加に転じた影響が大きい。労働供給面では、幅広い年齢階層で女性の労働力率上昇が寄与している。

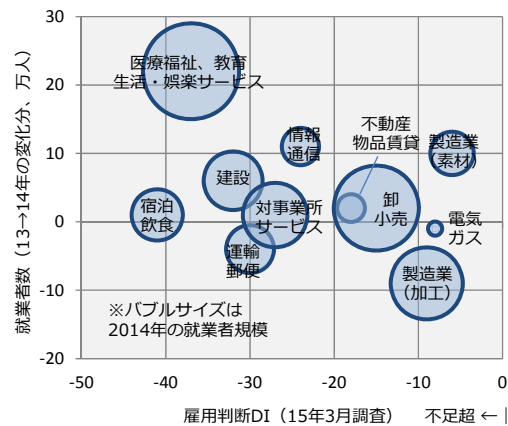
このように就業者数は増加しているものの、企業の手不足感は依然として強い。医療福祉では就業者数は伸びているが、日銀短観の雇用判断DIをみると人手不足感はむしろ強まっている。宿泊・飲食サービスや運輸では、外国人観光客の増加やインターネット消費の拡大など新たな需要への対応を迫られているが、労働条件や職種、地域などのミスマッチもあり就業者数が増えていない（図表2-5）。労働力の供給余地が限られる中、非製造業や中小企業を中心に人手不足感が強い状況が続くとみられ、これらのウェイトの大きい地方部ほど影響が大きい。

図表 2-4 20-69歳人口と就業者数



資料：総務省「労働力調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 産業別の雇用判断DIと就業者数



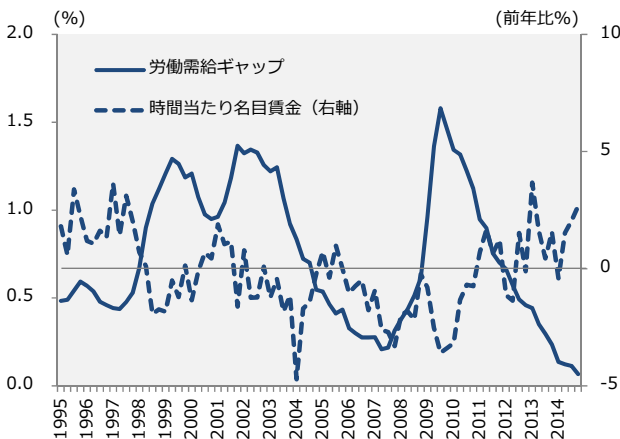
資料：総務省「労働力調査」、日本銀行「日銀短観」より三菱総合研究所作成

タイトな労働需給が、賃上げを促す

労働需給のひっ迫は賃金にも波及している。労働需給ギャップの供給超過幅が縮小するなか、春闘賃上げや非正規雇用の待遇改善などを背景に、時間当たり名目賃金はプラス圏に浮上している（図表2-6）。

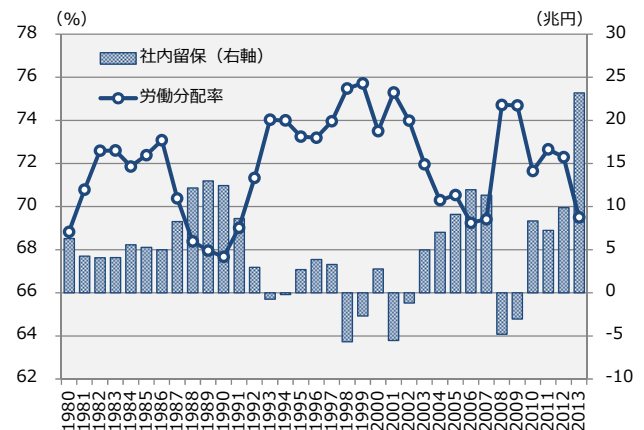
賃上げは企業収益の圧迫要因となるが、賃上げの原資は潤沢である。円安や国内景気の回復により企業収益が大幅に改善しており、企業の社内留保は23兆円（13年実績）とバブル期を上回る水準に達した（図表2-7）。法人企業統計をベースに、1%のベースアップ実施時のコストを試算すると、約1.4兆円である。団塊世代の退職などにより企業の人件費負担は総額では低下しており、賃上げの余地は大きい。

図表 2-6 名目賃金と労働需給ギャップ



注：時間当たり名目賃金＝名目雇用者報酬／労働投入時間
資料：各種統計より三菱総合研究所作成

図表 2-7 労働分配率と社内留保



注：社内留保＝当期純利益－配当金で算出。
資料：財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

(4) 企業活動・設備投資の動向

耐久消費財の在庫調整は続くが、生産は緩やかに回復へ

消費や輸出の緩やかな回復を背景に、企業活動は徐々に上向きつつある（図表 2-8）。鉱工業生産は、全体としては 14 年 8 月を底に緩やかに持ち直している。サービス業の活動状況を示す第 3 次産業活動指数も、増税直後の反動から着実に回復の動きを続けている。ただし、耐久消費財の在庫水準が高止まり、生産回復が遅れている点は懸念される（図表 2-9）。消費税増税後の自動車や住宅の需要回復ペースが企業の想定を下回っているとみられ、在庫調整が長引いている。

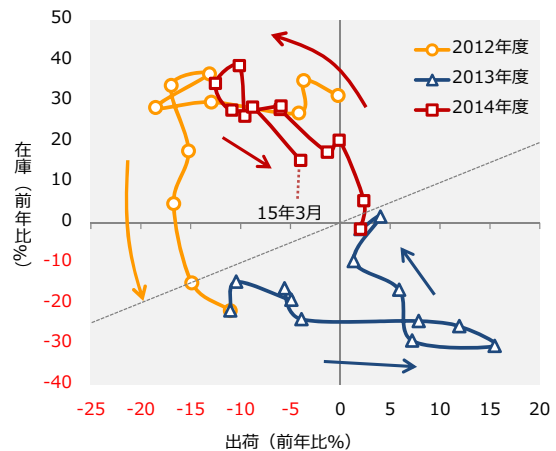
生産の先行きは、16 年度にかけて内需の持ち直しとともに緩やかに回復を続けると見込む。生産財や非耐久消費財では、既に前向きな在庫積み増し局面に入りつつあるほか、調整が遅れている耐久消費財の生産も、雇用・所得環境の改善による需要回復を背景に、15 年春以降は徐々に上向くであろう。

図表 2-8 鉱工業生産、第 3 次産業活動指数



資料：経済産業省「鉱工業指数」「第 3 次産業活動指数」

図表 2-9 耐久消費財の在庫循環

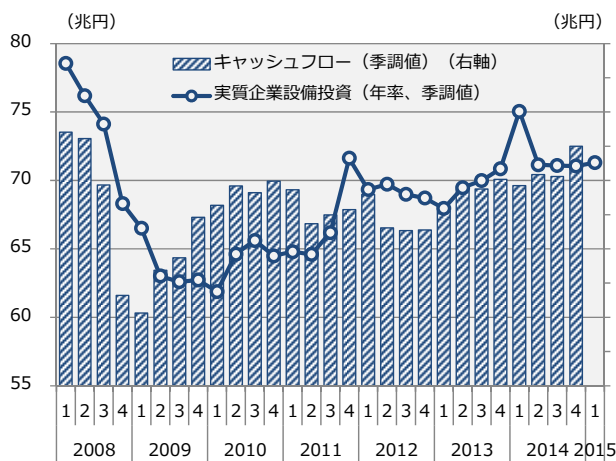


資料：経済産業省「鉱工業指数」

増税後の景気下振れにより設備投資の一部が先送りされた可能性

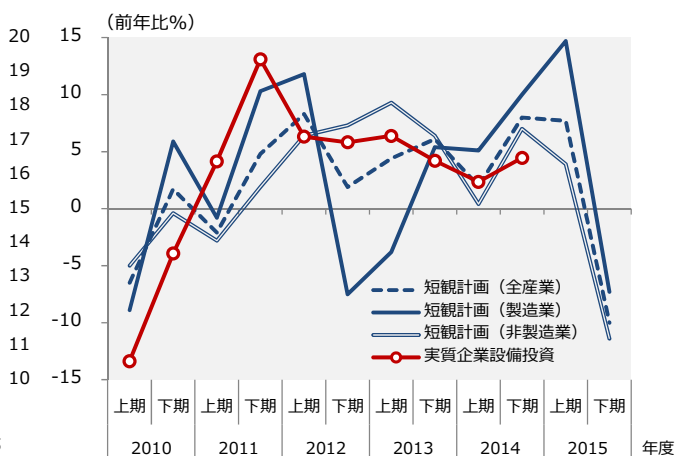
企業の設備投資は、14 年 4-6 月期以降、ほぼ横ばい圏内で推移している。水準としては 13 年度並みの高水準を維持しているが、潤沢なキャッシュフローや事前の設備投資計画を鑑みると、設備投資は弱い結果となった（図表 2-10、2-11）。消費税増税後の景気下振れや人材不足により、企業は計画していた設備投資の一部を先送りした可能性がある。15 年度の設備計画も、上期は製造業を中心に強気の見通したが、下期は現時点では慎重な見通しとなっている。

図表 2-10 キャッシュフローと設備投資



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

図表 2-11 設備投資計画と実績

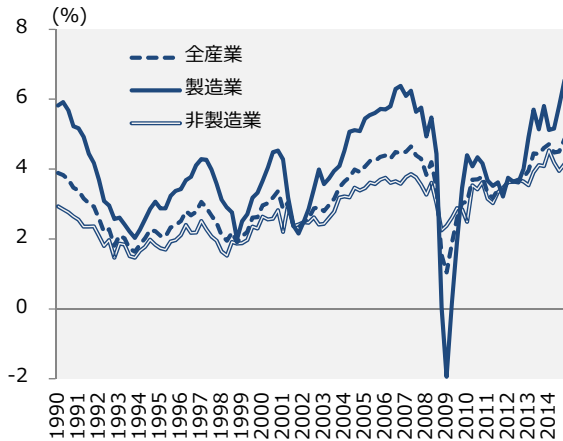


注：短観設備投資計画はソフトウェア含む土地除くベース
資料：日本銀行「日銀短観」、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

設備投資を後押しする材料は揃っており、15年度以降に回復へ

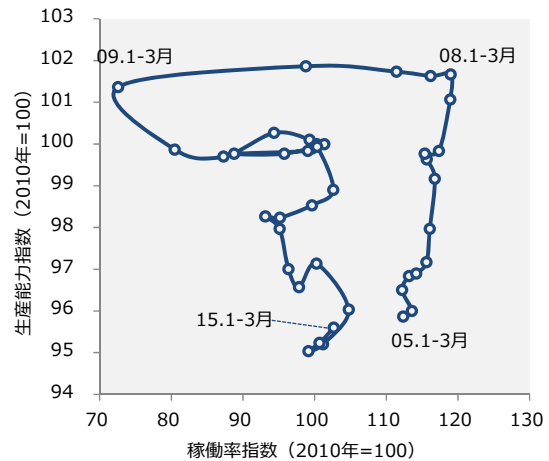
15年度以降の設備投資は、回復に向かうと予想する。第1に、円安や原油安により企業収益が回復しており、総資産利益率（ROA）も上昇している（図表 2-12）。国内のみならず海外からの投資も呼び込める可能性があり、設備投資を促す材料となろう。第2に、製造業を中心に設備の老朽化が進んでおり、キャッシュフローの拡大や設備稼働率の上昇が、設備の更新投資を後押しする可能性がある（図表 2-13）。第3に、非製造業でも消費構造の変化などに対応するため、小売りや物流を中心に能力増強投資ニーズが根強い。円安定着により国内投資を見直す動きも一部にみられる。

図表 2-12 企業の総資産利益率（ROA）



注：総資産利益率＝経常利益／総資産
資料：財務省「法人企業統計」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 製造業の稼働率と生産能力



資料：経済産業省「鉱工業指数」

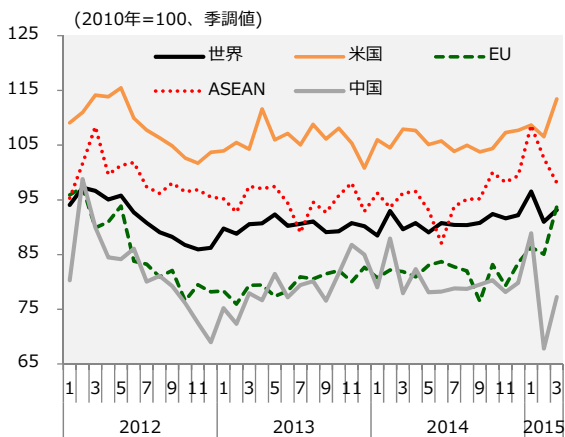
(5) 輸出入の動向

輸出の回復は継続も、回復ペースは緩やかにとどまる

輸出は緩やかながらも回復しているが、仕向地別に強弱がある（図表 2-14）。米国を中心に自動車販売が好調であることに加え、ユーロ圏の消費の持ち直しもあり、欧米向けが回復傾向にある。こうしたなか、弱さが目立つのが中国向けである。中国の住宅市場低迷や過剰生産能力の調整などの影響により、自動車や一般機械などの輸出が減少している（図表 2-15）。

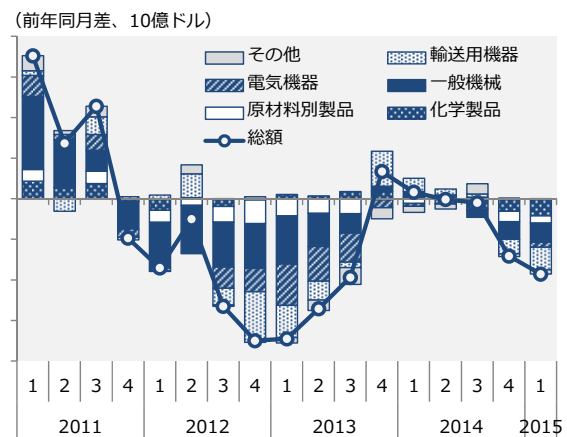
先行きは、緩やかな回復を見込むが、力強さに欠ける展開となろう。円安定着により、一部では製品・部品の調達先を国内に切り替える動きもみられる。しかし、①海外市場の成長力の高さ、②アジア新興国の技術力の向上、③労働需給のひっ迫による国内での人材確保の難しさ、を踏まえると、現状の円安水準が定着したとしても、輸出拠点としての日本への回帰が大幅に進むとは考えにくい。16年度にかけても、日本からの輸出は緩やかな回復にとどまる可能性が高い。

図表 2-14 輸出数量指数



注：ASEAN と中国は三菱総合研究所にて季節調整。
資料：内閣府「輸出入数量指数」

図表 2-15 中国向け輸出



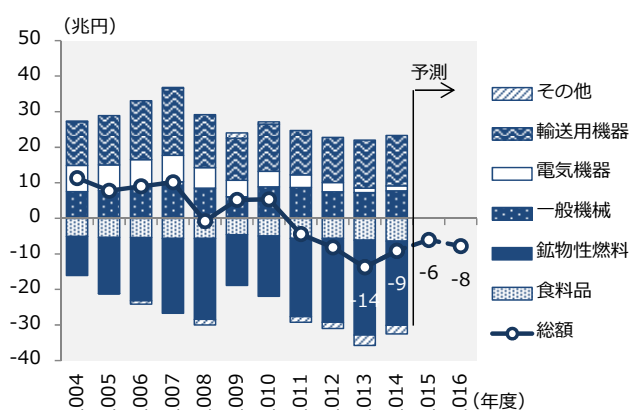
注：ドル建て。
資料：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

原油安により 15 年度の貿易赤字幅は縮小へ

輸出の緩やかな回復と原油安により、貿易収支の赤字幅は縮小傾向にある。貿易収支（季調値）は、14 年 1-3 月期に▲4.7 兆円と過去最大の赤字を記録したが、15 年 1-3 月期には▲0.9 兆円まで縮小した。

原油価格は、15 年 1-3 月を底に再び上昇に転じている。本見通しでは、原油価格（WTI）が 15 年度末に 60 ドル台半ば、16 年度末に 70 ドル台前半と、緩やかに上昇を続けると想定している。こうした前提の下、貿易赤字額（通関ベース）は 14 年度の▲9 兆円から 15 年度には▲6 兆円程度まで縮小するが、16 年度は▲8 兆円程度と再び赤字幅が拡大すると予想する（図表 2-16）。

図表 2-16 貿易収支の実績と見通し



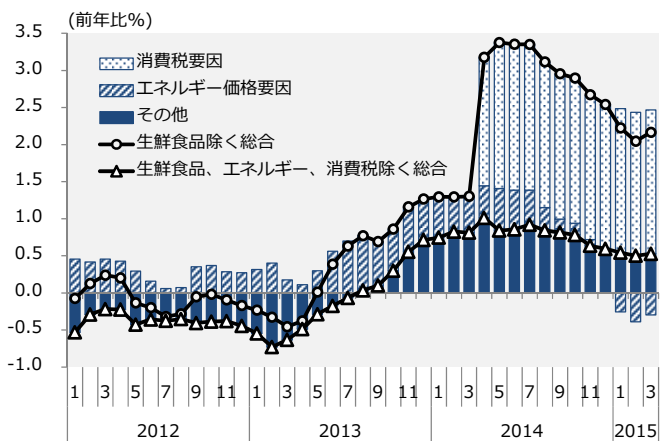
注：原油と為替の前提は、15 年度末が原油 64 ドル、為替 122 円、16 年度末が原油 72 ドル、為替 124 円。
資料：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

(6) 物価の動向

原油安により物価の伸び鈍化も、家計の物価見通しは高止まり

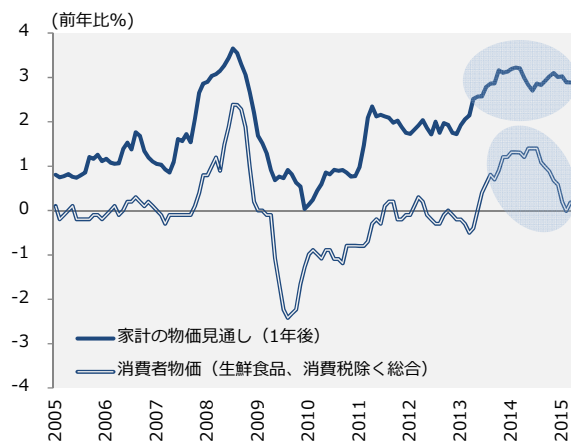
消費者物価指数（CPI）の伸びは鈍化している。15 年 1-3 月のコア CPI（生鮮食品除く総合）は前年比+2.1%となり、消費税増税の影響を除くと同+0.1%となった（図表 2-17）。原油安の波及により物価の伸びは鈍化しているものの、家計の物価見通しは高止まって推移している（図表 2-18）。人件費上昇のサービス価格への転嫁などから、消費税と生鮮食品・エネルギー価格を除いた消費者物価（図表 2-17）が、+0.5%程度の伸びを維持していることの影響を受けている可能性がある。

図表 2-17 消費者物価の要因別寄与度



資料：総務省「消費者物価指数」等より三菱総合研究所作成

図表 2-18 消費者物価と物価見通し



資料：総務省「消費者物価指数」、内閣府「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

16 年度にかけて再び上昇幅拡大

物価の先行きは、原油安の波及により、15 年 4-6 月にコア CPI の前年比が一時的にゼロ%近傍となるとみられるが、その後は、①既往の円安の国内物価への波及、②GDP ギャップのマイナス幅縮小、③非製造業を中心とする賃金上昇による価格転嫁、④家計や企業のインフレ期待の醸成、などが複合的に押し上げ要因となり、再び上昇幅を拡大していくであろう。また、物価予測の前提となる原油価格（WTI）は、上述の前提の通り、16 年度末にかけて緩やかに上昇すると想定しており、16 年度にはエネルギー価格が再び物価の押し上げ要因となろう。コア CPI の上昇率は、15 年度は前年比+0.6%、16 年度は同+1.6%と予測する。

(7) まとめ

内需の前向きな循環により、16年度にかけて成長持続

日本経済の先行きを展望すると、雇用・所得環境の緩やかな改善や企業収益回復に伴う設備投資の増加により、16年度にかけて内需中心に回復の動きを続けるとの基本シナリオに変更はない。

実質 GDP 成長率は、15年度+1.8%、16年度+1.5%と予測する。14年7月以降の円安・原油安の進行は、15年度にかけて実質 GDP 成長率を+0.3%p程度押し上げる効果があると見込む¹。14年度補正予算による成長押し上げ効果(+0.2%p程度)もあり、15年度は潜在成長率(+0.7%程度と推計)を大きく上回る成長を実現するであろう。16年度は、成長のペースはやや鈍化するものの、年度末にかけては、17年4月の消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するとみられ、消費や住宅投資を中心に高い伸びを予想する。16年度の+1.5%成長のうち、+0.5%p程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込む。

政府は、15年夏をめどに新たな財政再建計画を作成する予定だが、20年度の基礎的財政収支の黒字化に向けて残された期間は短い。成長戦略の着実な実行とともに、社会保障費をはじめとする政策経費の削減に本格的に取り組む必要がある。当社では5月下旬に「内外経済の中長期展望 2015-2030年度」を公表し、そのなかで社会保障制度改革も含めた成長力底上げのための処方箋を示す予定である。

(8) 先行きのリスク

国内の前向きな循環が途切れる3つのリスク

上記の日本経済の前向きな循環が途切れるリスクとして3つの要素が挙げられる。

第1は、海外経済の下振れだ。米国の成長率低下は一時的と予想するが、シェール関連投資減少やドル高の影響は気がかりだ。ユーロ圏ではデフレ懸念がくすぶる。中国では減速傾向が強まっており、政策運営の舵取りを誤れば、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性も否めない。先行きの海外経済は米国頼みの状況にあるが、ユーロ圏経済や中国経済が下振れし、米国経済の拡大ペースの鈍化を招けば、世界経済全体の成長率低下につながろう。

第2は、金融市場の不安定化である。米国が15年後半以降に利上げに踏み切るとみられるなか、経済のファンダメンタルズが弱い新興国や、リスク性資産からの急激な資金流出には警戒が必要な局面にある。ユーロ圏ではギリシャのデフォルトへの懸念が続いており、国際金融市場の動揺につながる可能性も払しょくできない。

第3は、日本の消費者マインドの冷え込みである。原油安や株高の影響もあり、消費者マインドは回復の動きをみせているが、上記の海外リスクの波及による円高・株安の進行などにより、消費者マインドが再び冷え込む可能性はある。

¹ 詳細は、MRI Economic Review (2015.01.19)「円安と原油安の日本経済への影響」参照。
http://www.mri.co.jp/opinion/column/ecorev/ecorev_20150119.html

3. 米国経済

緩やかな回復基調を維持

米国経済は、緩やかな回復基調にある。もともと、15年1-3月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+0.2%と14年10-12月期(同+2.2%)から伸び率が低下した。寒波の到来により一時的に経済活動が抑制されたことが主因とみられる。今後は緩やかな景気拡大の維持を予想する。

消費は所得回復を背景に増加基調

消費は、寒波の到来により14年末以降はやや減速しているが、①雇用・所得環境の回復、②消費者マインドの改善、③原油安、④住宅価格の上昇による資産効果に支えられ、増加基調を維持している。

雇用は回復を続けている。非農業部門の雇用者数は月平均20万人前後のペースで増加、失業率も5.4%まで改善した。今後も雇用・所得環境の改善が消費を下支えするとみられる。ただし、賃金上昇率は緩やかにとどまっている。背景には、①14年以降に失業給付の支給延長が終了したため、失業者の留保賃金²が低下し、低賃金の仕事への再就職が増加している可能性や、②非自発的パート比率が依然として高いこと、③労働生産性の上昇が鈍いこと、などが挙げられる。

雇用の回復のほか、消費を3つの要因が下支えしている。第1に、消費者マインドはリーマンショック前付近まで改善した(図表3-2)。第2に、原油安が実質可処分所得の伸びに寄与し、消費者の購買力を高めている(図表3-3)。第3に、株価は15年以降、横ばい圏内にとどまるが、住宅価格は14年半ば以降に再び上昇に転じている。

先行きは、雇用・所得環境の改善を背景に、消費の拡大持続を見込む。原油安も消費を下支えするだろう。ただし、金融政策の正常化の過程で長期金利が急激に上昇する場合、耐久財消費を中心に消費が抑制される可能性には留意が必要である。

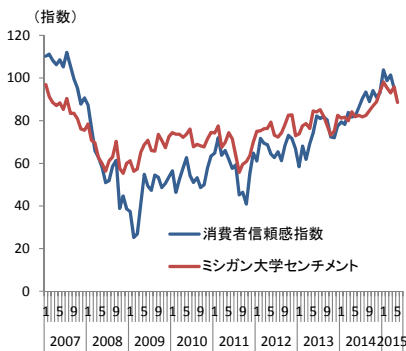
先行きは、雇用・所得環境の改善を背景に、消費の拡大持続を見込む。原油安も消費を下支えするだろう。ただし、金融政策の正常化の過程で長期金利が急激に上昇する場合、耐久財消費を中心に消費が抑制される可能性には留意が必要である。

図表 3-1 米国経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2013 暦年	2014 暦年	2015 暦年	2016 暦年
実質GDP	2.2	2.4	2.4	2.7
個人消費	2.4	2.5	3.4	3.1
設備投資	3.0	6.3	3.1	5.2
住宅投資	11.9	1.6	3.5	3.5
在庫投資寄与度	0.0	0.0	0.0	▲0.1
政府支出	▲2.0	▲0.2	0.1	0.0
純輸出寄与度	0.2	▲0.2	▲0.6	▲0.2
輸出等	3.0	3.2	0.9	2.7
輸入等<控除>	1.1	4.0	4.4	3.3
FFレート誘導水準(年末)	0-0.25	0-0.25	0.5-0.75	1.50-1.75
失業率(除く軍人)	7.4	6.2	5.4	5.1

資料：米国商務省、米国労働省、FRB
予測は三菱総合研究所

図表 3-2 消費者マインド



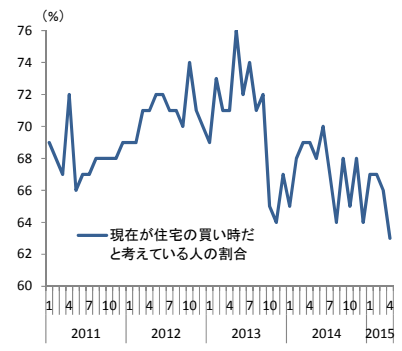
資料：コンファレンス・ボード
ミシガン大学

図表 3-3 実質可処分所得と消費



資料：米国商務省

図表 3-4 住宅の買い時判断



資料：ファニー・メイ (Fannie Mae)

住宅市場の回復は緩やかにとどまる

住宅市場の回復は、緩やかなペースにとどまっている。住宅価格の上昇は続いているが、住宅販売件数は横ばい圏内で推移している。雇用・所得環境の改善や住宅ローン金利の低下、15年以降のモーゲージローン貸出の基準緩和が住宅市場を下支えしている一方、次の3点が販売の抑制要因となっている可能性がある。まず、①在庫率の低下(過剰供給の解消)により住宅価格が所得を上回るペースで上昇してきたため、家計の購買意欲(買い時判断)が13年前半に比べ後退したことが考えられる(図表3-4)。また、②学生ローン負担が年々増しており、若年層で住宅需要が抑制されている可能性や、③14年末以降はドル高により、海外投資家による投機目的の住宅購入が減少していることが指摘されている。住宅需要は上記の下支え要因と抑制要因が拮抗し、今後も勢いに欠ける状態が続くとみられる。

企業活動は基調としては拡大傾向だが、一部で減速の動き

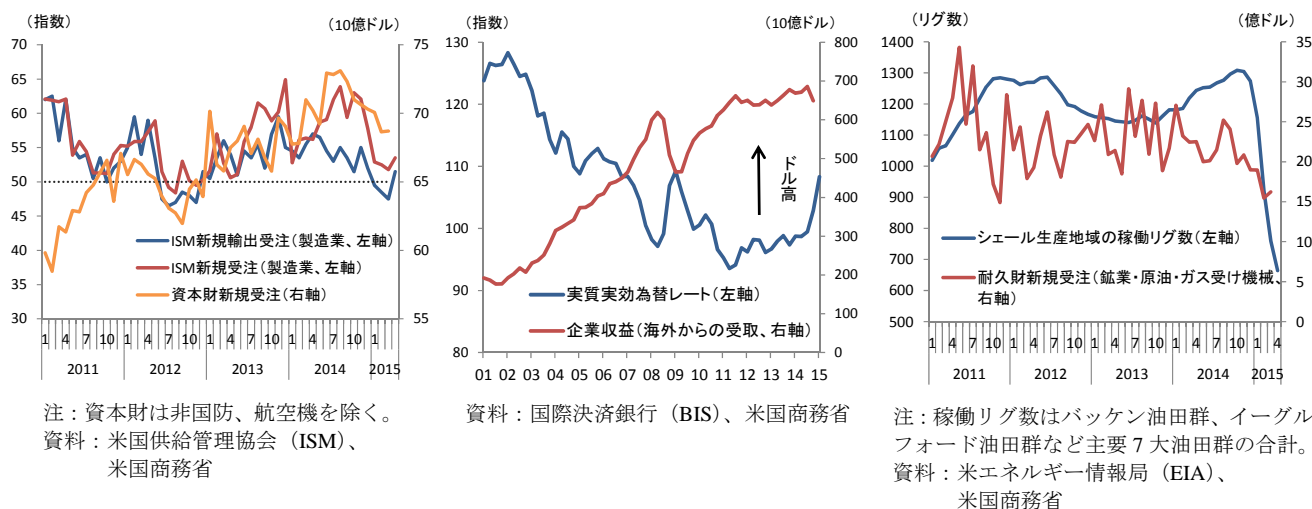
企業活動は製造業を中心に一部で減速している。非製造業の景況感(ISM指数)は堅調な内需を背景に高い水準で推移しているが、製造業では、①海外経済の回復の遅れや、②ドル高による輸出の減少に

² 労働者が就業してもよいと判断する賃金の最低水準。失業者は留保賃金よりも低い賃金の仕事には再就職しない。

加え、③寒波の到来もあり 15 年に入って生産活動が鈍化している。輸出や新規受注に対する製造業の景況感も、西海岸港湾でのストライキの影響もあって、14 年末以降に低下した（図表 3-5）。また、投資活動も弱まっている。設備投資の先行指標である資本財新規受注は、14 年後半以降、減少傾向が続いている。①ドル高による海外から米国内への投資減少や、②海外経済の減速やドル高で収益が悪化した米国企業が投資を抑えていることが考えられる（図表 3-6）。堅調な内需や設備稼働率の回復が下支え要因になるものの、上記の抑制要因により、先行きの生産・投資は拡大ペースが緩やかになるであろう。

原油安によるシェール開発への影響も生産・投資回復の重石となる。14 年末以降、稼働リグ数や鉱業・原油・ガス向け機械の新規受注が急激に減少。採算割れとなったシェールオイル油田を中心に、シェール開発投資の減少が窺われる（図表 3-7）。14 年末以降は米国全体の鉱業部門の雇用者数や賃金が減少しているほか、一部のシェールオイル生産地域では失業率の上昇がみられる。また、原油安が一部の州・地方政府の税収減につながる可能性にも留意が必要である。

図表 3-5 企業の景況感・受注 図表 3-6 為替・海外からの企業収益 図表 3-7 シェール関連投資



FRB、金融政策の正常化に向け、フォワードガイダンスを変更

15 年 3 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) は、先行きの金融政策の指針であるフォワードガイダンスを変更した。14 年 12 月以降に用いられた「金融政策の正常化は忍耐強く (patient) 対応しうる (=今後 FOMC 2 回は正常化を開始する可能性が低い)」が削除され、「労働市場がさらに改善し、中期的にインフレ率が 2% に回復すると合理的な確信を得られるとき、FF 金利の引き上げが適切である」が追加された。一方、ドル高や輸出の弱さを理由に GDP 成長率見通しが下方修正され、FOMC 参加者の FF 金利見通しも引き下げられた。インフレ率は目標を下回っているほか、賃金の伸びも鈍いため、利上げは早く 15 年後半とみられる。利上げ時期は、幅広い指標を考慮して慎重に判断されるだろう。

景気の拡大傾向の維持を予想

消費は、雇用・所得環境の回復持続やマインドの改善を背景に、拡大が続くと見込む。また、原油価格も低い水準での推移が続けば、消費の押し上げ要因となろう。生産・投資活動は、ドル高やシェール関連の生産・投資減少が下押し圧力となるが、堅調な内需に支えられ、緩やかながらも改善傾向を維持するとみられる。

実質 GDP 成長率 (前年比) は、寒波到来などによる 15 年 1-3 月期の減速を考慮して 15 年は +2.4% (前回 +3.2%) と大幅に下方修正を行うが、16 年は +2.7% (前回 +2.6%) と緩やかな回復持続を予想する。

リスク要因は、第 1 に、金融政策の正常化に向けた動きが進む中、長期金利が再び上昇し始める可能性が挙げられる。長期金利の上昇ペース次第では、耐久財消費の下押し要因となるほか、住宅市場の回復ペース鈍化や、株価下落につながるおそれがある。株価が下落すれば、マイナスの資産効果や消費者マインドの悪化を通じて、消費の伸びが低下しかねない。第 2 に、原油安がシェールオイル開発投資に与える悪影響が挙げられる。原油価格が低い水準にとどまれば、シェール開発投資が減少し、地域の生産活動の低下や雇用環境の悪化をまねくことが懸念される。第 3 に、ドル高により企業収益が悪化すれば、経済活動に悪影響が及ぶ (S&P500 種企業の海外売上比率は約 44%)。企業収益の悪化は、投資の減少や株価の下落を通じて、消費者マインドの悪化につながるおそれがある。

4. ユーロ圏経済

消費の回復を主因に持ち直しが続く

ユーロ圏では、消費の回復を主因に景気を持ち直しが続き、企業や家計の景況感も改善している（図表 4-2、4-4）。もっとも、中国やロシア向けの不振から輸出が伸び悩むほか、設備投資も勢いを欠いており、回復ペースは緩やかにとどまっている。

ユーロ圏の 15 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（前期比）

は+0.4%となり、14 年 10-12 月期（+0.3%）からやや伸びを高めた。ドイツが+0.3%と前期（+0.7%）から鈍化する一方、スペイン、ポルトガルが各+0.9%、+0.4%と堅調に推移したほか、回復の遅れていたフランスが+0.6%と高めの伸び、イタリアも+0.3%と約 4 年ぶりのプラス成長となった。

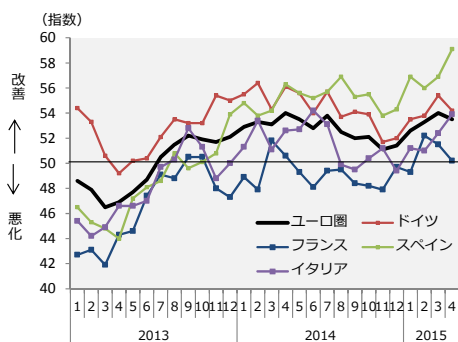
消費は総じて回復が持続している。原油安による消費者マインドの改善に加え、緩やかな雇用・所得環境の回復が背景にある（図表 4-3）。小売売上高は、伸びは鈍化しつつも堅調に推移しているほか、金利低下を背景に新車登録台数も増勢が続いている（図表 4-4）。

図表 4-1 ユーロ圏経済見通し

暦年ベース (単位: 前年比%)	実績		予測	
	2013	2014	2015	2016
ユーロ圏	▲ 0.4	0.9	1.2	1.2
ドイツ	0.2	1.6	1.5	1.6
フランス	0.7	0.2	0.9	1.0

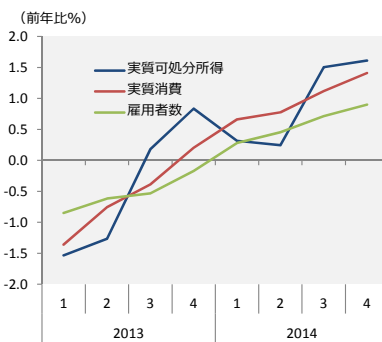
資料：実績は Eurostat、予測は三菱総合研究所

図表 4-2 主要国の企業景況感



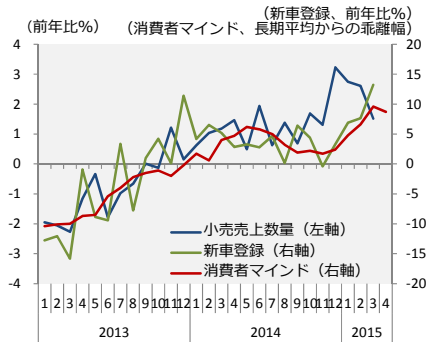
注：PMI 総合指数
資料：Bloomberg

図表 4-3 ユーロ圏の雇用、所得、消費



資料：Eurostat

図表 4-4 ユーロ圏の消費と消費者マインド

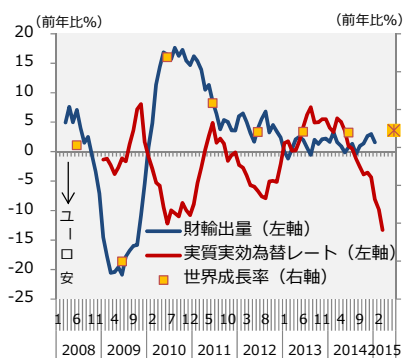


注：長期平均は 1990 年から直近 4 月の平均
資料：Eurostat、Bloomberg

輸出は伸び悩み

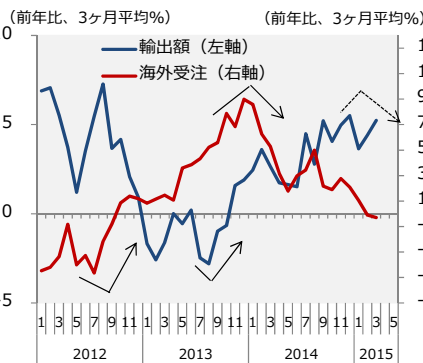
一方、ユーロ圏の輸出は、ユーロ安にもかかわらず、新興国の景気減速の影響等から伸び悩んでいる（図表 4-5）。ユーロ圏の域外輸出の 4 割を占めるドイツの内訳をみると、米国向けが好調な一方、ロシア（輸出シェア約 3%）向けが前年比▲31%と大幅に落ち込んでいるうえ、中国（同シェア約 6%）向けの不振もあり、全体の伸びは鈍い。先行指標となるドイツの海外受注は、前年比でゼロ近傍まで低下しており、輸出の鈍化が推測される（図表 4-6）。こうした状況下、設備投資の回復も勢いを欠いている。ユーロ圏の 15 年の設備投資計画は、14 年 11 月、15 年 4 月時点でともに前年同月時点の計画を下回っている（図表 4-7）。ドイツは、海外受注不振の影響から、南欧は、企業のバランスシート調整の継続から、いずれも設備投資を積極化しづらい状況が続いている。

図表 4-5 ユーロ圏の輸出



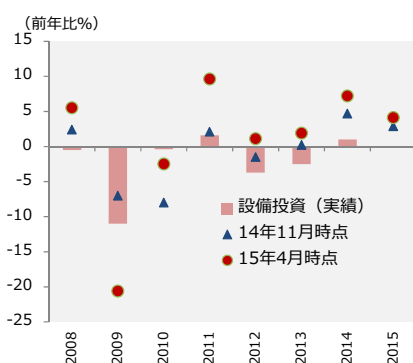
注：15 年の世界成長率は IMF 予測
資料：IMF、Eurostat、Bloomberg

図表 4-6 ドイツの海外受注と輸出



資料：ブンデスバンク、Bloomberg

図表 4-7 ユーロ圏の設備投資計画



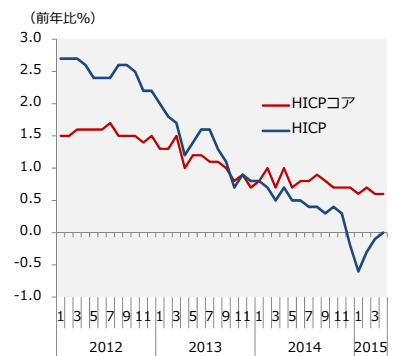
注：実質ベース
資料：欧州委員会

物価の下落品目が拡大

ユーロ圏の4月の消費者物価（HICP）は、原油価格の小幅上昇やユーロ安を受け、前年比0.0%と5ヶ月ぶりにマイナス圏を脱したが、エネルギー、食料等を除くコアベースでは、同+0.6%と伸びの低下傾向が続いている（図表4-8）。消費者物価指数の構成品目のうち、前年比で下落した品目のシェアは、食料やエネルギーのほか、耐久財や非耐久財などでも拡大傾向にあり、リーマンショック後の景気後退時とほぼ同水準にある（図表4-9）。

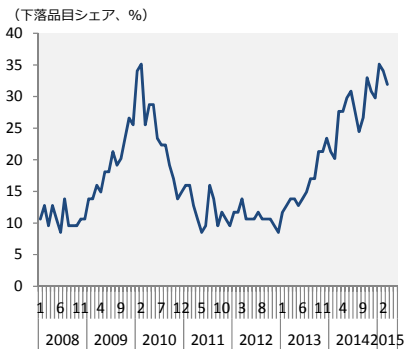
資本と労働の Slack（需給の緩み）による物価の下押し圧力も持続している。とくに労働市場の Slack は大きい。スペイン、ポルトガルでは雇用者数が増加する一方、これまで職探しを諦めていた労働者の再参入も多く、失業率は高止まりしている。フランスやイタリアでは、景気回復力の弱さから失業率の上昇傾向が続く。ユーロ圏の時間当たり賃金は前年比+1.1%（14年10-12月期）と約4年ぶりの低い伸びとなっている（図表4-10）。ECBによる量的緩和政策の発表後、期待インフレ率は下げ止まっているが、2%の物価水準目標への戻りは鈍い（図表4-11）。

図表 4-8 消費者物価（HICP）



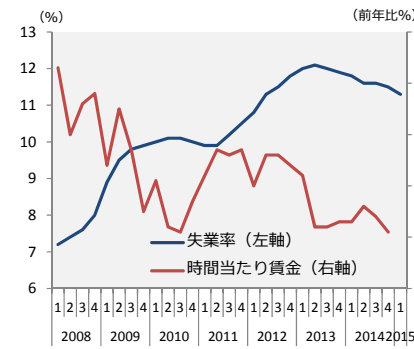
注：HICP コアは除くエネルギー、食料、アルコール、タバコ
資料：Eurostat

図表 4-9 下落品目のシェア



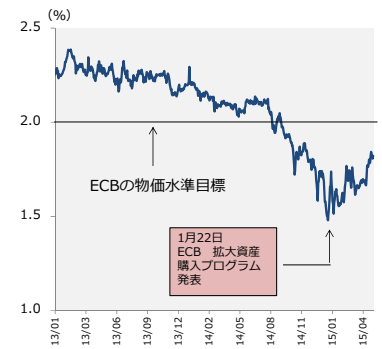
注：HICP を構成する品目（94 品目）のうち下落を示す品目の割合（ウェイト付けなし）
資料：Eurostat

図表 4-10 ユーロ圏の失業率と賃金



資料：Eurostat

図表 4-11 期待インフレ率



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

ユーロ圏は緩やかな回復が続くものの、低インフレは持続

ユーロ圏は、緩やかな雇用増加と原油安を背景とした消費の回復がけん引役となり、持ち直しが続くとして予想する。もっとも、ロシアの景気後退や中国の景気減速により輸出が伸び悩むほか、バランスシート調整等から設備投資も低めの伸びが続くため、回復ペースは緩やかにとどまり、低成長、低インフレの傾向は続くとする。15年の実質 GDP 成長率（前年比）は、1-3月期の消費の堅調を織り込み、ドイツ（+1.5%、前回+1.4%）、ユーロ圏（+1.2%、前回+1.0%）ともに上方修正する。16年は、雇用の回復とバランスシート調整の進捗により、消費、設備投資が緩やかに回復するとの予想に変わりはなく、ドイツは+1.6%、ユーロ圏も+1.2%と予想する（前回見通しと変わらず）。

リスク要因は、第1に、デフレ入りである。景気回復テンポが緩やかにとどまる中、需給の緩みによる物価の下押し圧力は持続している。中長期のインフレ期待が再び低下し、デフレマインドが強まるリスクは残存する。第2に、ギリシャ情勢である。チプラス政権とトロイカ（EU、IMF、ECB）との金融支援交渉は難航しており、ギリシャのデフォルトへの懸念が続いている。デフォルトによる市場への影響は小さいとの見方が多いが、ギリシャがEUを離脱する事態となれば、想定外の影響が周辺国、国際金融市場に及ぶ可能性がある。第3に、ロシア経済悪化のユーロ圏輸出、企業収益への影響である。ロシア向け輸出はドイツのEU域外輸出の約6%を占めるほか、フランス、イタリアはロシア向けに多額の直接投資があり、影響が懸念される。第4に、反EU機運の高まりが政治経済に及ぼす影響である。5月7日の英国総選挙で与党保守党が勝利し、公約どおり、17年末までにEU離脱の是非を問う国民投票が実施されることとなった。現時点では、EU残留支持が優勢だが、今後EU離脱への支持が高まる場合には、ユーロ圏諸国の反EU勢力拡大へと波及する可能性もある。ユーロ圏でも、15年はポルトガル（9～10月）、スペイン（11～12月）で総選挙が予定されており、その動向が注目される。

(1) 概観

中国の成長鈍化や資源安で新興国経済の減速続く

新興国経済は、14年半ば以降、総じて減速傾向が続いている。中国経済の一段の成長鈍化や、資源安による資源国経済の成長低下が主因にある。

生産指数をみると、多くの国で生産活動が鈍化基調にある。もっとも、国別ではマクロ環境に差がみられる。ロシアやブラジルなど資源国では、資源安を受けた輸出減速に加え、通貨安による物価上昇から内需が減速、生産が落ち込んでいる。インドネシアやマレーシアなど一部の ASEAN、韓国などのその他東アジアでは、資源安の影響に加え、中国向けの輸出鈍化などにより外需が低迷、生産が下押しされている（図表 5-2）。

一方で、インド、タイ、ベトナムなどは、資源の純輸入国であるため、資源安により、インフレ圧力緩和などのプラス効果の波及がみられ、成長が下支えされている。

ブラジル、ASEAN などを下方修正

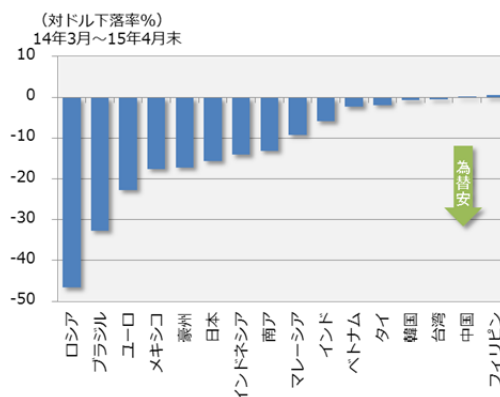
今回の見通しでは、中国は潜在成長率の趨勢的な低下や投資の鈍化を背景に、16 年に向け景気の減速傾向が続くと予想に変化はない。その他のアジア各国では、家計債務負担の増加や中国向け輸出の低迷などから景気回復ペースが鈍化するタイや、資源安や輸出低迷の影響の大きいマレーシア、インドネシアを下方修正。韓国は、中国向け輸出の低迷から 15 年を下方修正、16 年以降は緩やかな回復を見込む。ブラジルは、資源安や高金利の影響から景気が減速しており、15 年の成長率見通しを前回見通しから一段と下方修正し、16 年も 1% 割れの低成長を予想する。

一方、インドはインフレ緩和や海外からの直接投資の増加を背景に 15 年以降も緩やかな景気回復が見込まれる（詳細は後述）。

中国経済、米国金融政策、政治情勢の影響がリスク

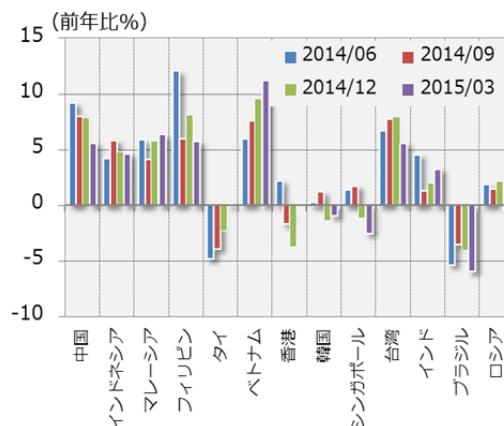
注視すべきリスク要因は、①成長鈍化を続ける中国経済の行方とアジア各国への影響波及（後述）、②米国の金融政策変更による新興国市場からの資金流出、③タイ・ブラジルなどの政治情勢の変化による政策面での影響が挙げられる。特に、米国で金融政策正常化に向けた動きが進むとみられる 15 年後半頃から 16 年にかけて、②の金融市場経由での波及が各国の成長率を押し下げるリスクが懸念される。

図表 5-1 各国の為替



資料：Bloomberg

図表 5-2 新興国の生産（実質）



注：各国四半期平均。中国のみ年初来（名目）
資料：Bloomberg

図表 5-3 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2013	2014	2015	2016
中国	7.7	7.4	6.9	6.6
ASEAN5	5.1	4.6	5.0	5.1
インドネシア	5.6	5.0	5.1	5.3
マレーシア	4.7	6.0	5.0	5.0
フィリピン	7.2	6.1	6.0	6.1
タイ	2.9	0.7	3.7	3.5
ベトナム	5.4	6.0	5.6	5.7
香港	3.1	2.3	2.9	3.2
韓国	2.9	3.3	3.0	3.4
シンガポール	4.4	2.9	2.9	3.3
台湾	2.2	3.7	3.6	3.9
インド(年度)	6.9	7.3	7.4	6.9
ブラジル	2.7	0.1	▲ 0.8	0.7

注：シャドー部分が予測値、インド（年度）は、2014 年見込み
資料：実績は IMF およびインド政府、予測は三菱総合研究所

(2) 中国経済

2015年1-3月期も成長鈍化

中国経済は、景気鈍化ペースが強まっている。15年1-3月期の実質GDPは、前年比+7.0%と前期(+7.3%)から一段と鈍化、リーマンショック直後の09年春以来の低成長となった(図表5-4)。14年夏以降の不動産市況の悪化に加え、輸出も勢いを欠くことから、投資や生産が全体的に鈍化している(図表5-5)。

国内景気の実態をより敏感に反映するとみられる、電力生産や鉄道貨物輸送をみても14年後半以降悪化し、景気減速ペースの強まりが示唆される(図表5-6)。

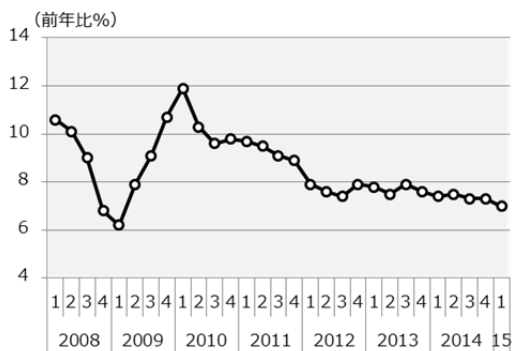
財政・金融政策で景気下支えも、企業の業況感は悪化

固定資産投資を項目別にみると、政府の景気刺激策を受け、中西部での鉄道建設などインフラ投資(図表5-5の交通・通信)は前年比で伸びを高めたが、製造業の設備投資や建設・不動産投資の低迷が全体を押し下げている。投資の鈍化が続く中、鉄鋼・石炭など素材や製品の在庫率の上昇がみられ、在庫調整圧力も強い。

中国人民銀行は、物価上昇率の鈍化に伴う実質金利上昇への対応から、14年11月、15年2月、5月と3度の政策金利引き下げを実施、15年2月、4月には預金準備率も引き下げた。

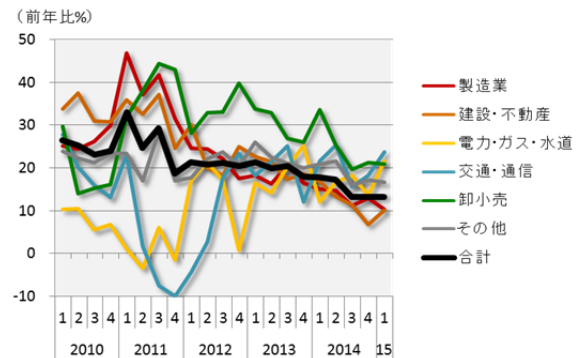
しかし、内外受注の低迷から、企業の景況感は08年のリーマンショック時の水準以下まで落ち込んでおり(図表5-7)、現時点で景気刺激策や金融緩和への反応は乏しい。15年4月には、国有企業として初の社債での債務不履行が発生したほか、15年3月末時点における商業銀行の不良債権比率は1.39%と上昇し、過去5年でもっとも高い水準となった。

図表 5-4 中国の実質 GDP 成長率



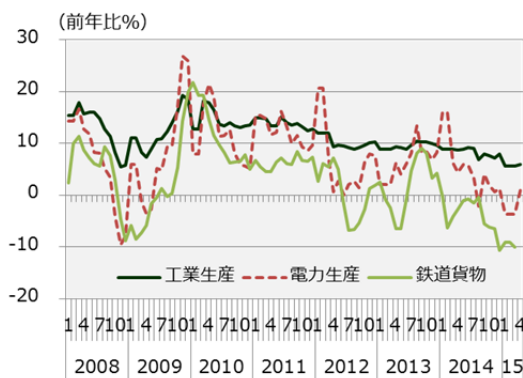
資料：Bloomberg

図表 5-5 中国の固定資産投資



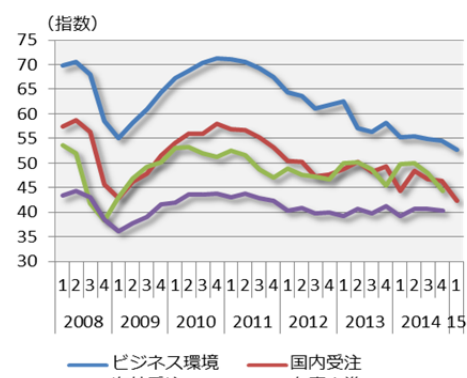
資料：CEIC

図表 5-6 中国の生産・電力生産・鉄道輸送



資料：Bloomberg

図表 5-7 中国の企業景況感



資料：CEIC

依然として強い住宅市場の調整圧力

住宅市場でも調整が続いている。15年3月の70主要都市(平均)の新築住宅価格は、前年比▲6.1%と6ヶ月連続でマイナスとなった(図表5-8)。前月比では徐々に下落幅が縮小しつつあるが、住宅価格に先行する傾向のある商業用住宅の販売面積(15年3月)は、前年比▲9.5%と前年割れが続いている。

投資資金の冷え込みなどもあり、住宅市場の調整には時間を要するとみられる。

政府は景気鈍化に警戒も政策余地は限られる

15年3月に開催された全人代（全国人民代表大会）では、経済成長率の目標が7%前後へ引き下げられた（図表5-9）。公表された「政府活動報告」では、構造改革に向けた政策実施を強調し、一定の成長鈍化を容認しているものの、景気の下振れ圧力に対する危機感が明確になっている。15年1-3月の各経済指標は、15年通年の政府目標を下回っており、政府も景気減速への対応を迫られている。

もっとも、政府の対応には限界がある。前述のとおり、すでに中国人民銀行は金融緩和に転じているものの、過剰投資への警戒感から、小幅な利下げを段階的に実施せざるをえない。財政面では、中央政府の15年度予算（支出）は前年比+10%増と景気への配慮がみられるが、土地関連収入に依存する地方では厳しい財政状況が続く。地方政府の財政赤字は14年の▲1.4兆元から15年は▲1.6兆元へと悪化が見込まれ、景気刺激策の余地は限られている。

さらに、中央・地方政府ともに、14年後半からの景気減速の影響で歳入の伸びが鈍化している（図表5-10）。構造調整と景気腰折れの回避という2つの政策目標の間で、金融・財政政策の舵取りは一段と困難になっている。

中国経済は成長鈍化を見込む

先行きを展望すると、不動産市場の調整や政府の過剰供給の抑制方針を背景に、投資を中心に減速傾向が続き、15年以降も緩やかな成長鈍化を見込む。中国政府は、当面は、景気の急減速の回避に向け、金融・財政面からの景気下支えに配慮すると予想するが、景気への下押し圧力の強さから、実質GDP成長率（前年比）は、15年は+6.9%（変更なし）、16年は+6.6%（変更なし）と緩やかな成長率の低下を予測する。

リスク要因は、①不動産市場の調整の長期化、②地方政府債務の債務不履行の可能性、③企業の債務負担拡大に伴う信用収縮の可能性や不良債権問題である。とくに、①の不動産市場の調整が長期化する場合や、海外の金融市場環境の変化などから市況が急速に悪化する場合には、②、③のリスクへ波及する蓋然性も高まることから、成長率の大幅低下の可能性がある。

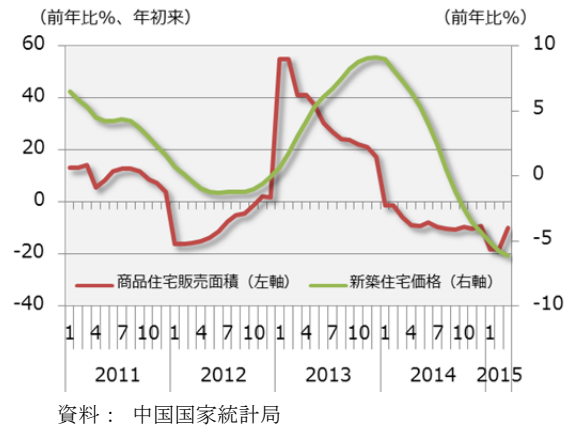
（3）ASEAN 及びその他東アジア

中国の景気鈍化の影響から、勢いに欠ける

ASEAN・その他東アジア経済は、中国の景気鈍化により外需減速に直面する国も多く、全体で見ると景気の勢いに欠ける。

ASEAN をみると、インドネシアでは、既往の高金利政策による内需鈍化や輸出低迷を背景に景気鈍化が続いている（図表5-11）。タイ経済は、14年春以降、緩やかな回復パスに戻つつあるが、消費の伸び悩みや中国向けの輸出低迷などから回復力は弱い。マレーシアも資源価格の下落による輸出への下

図表 5-8 中国の住宅価格と販売面積

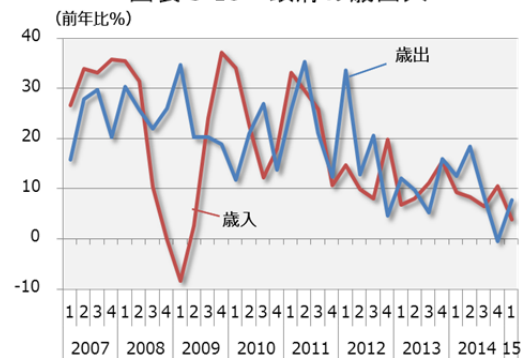


図表 5-9 中国の経済政策目標

	2014年		2015年
	目標	実績	目標
経済成長率 (実質、前年比%)	7.5前後	7.4	7.0前後
固定資産投資 (名目、前年比%)	17.5	15.3	15.0
小売販売 (名目、前年比%)	14.5	12.0	13.0
物価上昇率 (前年比%)	3.5	2.0	3.0前後
M2 (前年比%)	13.0前後	12.2	12.0前後
財政赤字 (1兆元)	1.4	1.4	1.6
貿易 (輸出入合計、前年比%)	7.5前後	3.4	6.0前後

資料：中国政府資料「政府活動報告」等より作成

図表 5-10 政府の歳出入



押し圧力を受けている。一方、米国向け輸出が好調なフィリピン、ベトナムは堅調を維持している。

その他東アジアの景気は、総じて減速傾向にある（図表 5-12）。韓国では、輸出の 2 割を占める中国向け輸出の低迷などから、景気は鈍化傾向にある。15 年 2 月の鉱工業生産は、前年比▲5.0%と落ち込み、3 月も同▲0.1%と低迷した。14 年夏以降、政府が財政出動に踏み切ったほか、韓国中央銀行も 14 年後半から 3 月までに 3 度にわたり利下げを実施。政策金利は過去最低水準にあるが、現時点で景気への影響は限定的である。

インドネシアは輸出不振と内需下押しで低成長

インドネシアの 15 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前年比+4.7%と約 5 年ぶりの低成長となった。資源安や中国の景気鈍化の影響もあり、輸出が低迷、投資も振るわず成長率を押し下げた。インドネシア中銀は景気鈍化やインフレ圧力の緩和を受け、15 年 2 月に 3 年ぶりの利下げに転じたが、政策金利は 7.5%と依然として高い。15 年入り後も自動車やオートバイ販売が落ち込むなど、高金利による内需への下押し圧力が続いている。

15 年 2 月に成立した 15 年補正予算では、原油安を背景に、燃料補助金を大幅削減したほか、課税対象の拡大が計画され、それらの財源をインフラ投資に充てる予定となっている。こうした中、先行きは、インフレ圧力の緩和や財源確保を通じたインフラ整備の進展を受け、同国の景気は緩やかながら回復軌道に戻ると予想する。

タイは家計債務負担や外需低迷で、回復は緩やか

タイは、14 年春以降、政治正常化を受け景気回復が続くものの、消費回復の遅さや外需低迷により、緩やかな回復ペースにとどまっている。タイ中央銀行は、原油安によるインフレ圧力緩和と景気のでこ入れを理由に 15 年 3 月に 1 年ぶりの利下げに踏み切り、4 月にも追加利下げを実施した。しかし、同国ではリーマンショック後、家計債務の増加により家計のバランスシート調整圧力が高まっていることに加え、金融機関のローン審査も厳格化される傾向にあり、耐久消費財を中心に消費の回復力は弱い（図表 5-13）。

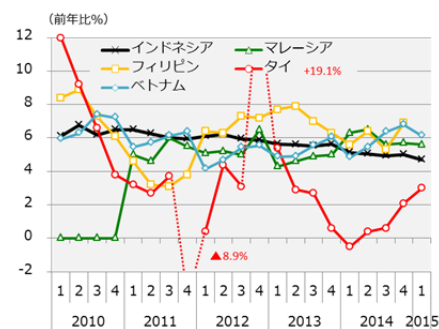
政治面では、15 年 4 月に戒厳令が解除されたが、治安維持目的での制限が続き、民政復帰に向けた総選挙実施も 15 年末から 16 年に先送りされた。今後も、政治面で再び不安定化し、景気回復が遅れるリスクは残存している。

インドネシア、タイ、マレーシア、その他東アジアを下方修正

以上を踏まえ、資源安によるインフレ緩和というプラス効果はあるものの、中国の景気鈍化の影響などから、インドネシア、タイ、マレーシアを小幅下方修正した。その結果、ASEAN5 の実質 GDP 成長率（前年比）も小幅下方修正し、15 年+5.0%（前回+5.2%）、16 年+5.1%（前回+5.2%）と予測する。基調としては、15 年後半以降は緩やかな回復が続くと見込む。その他アジアは、中国の景気鈍化から外需経由での減速を見込み、下方修正する。

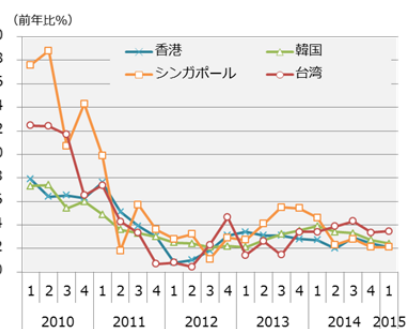
リスク要因は、①中国経済の想定を上回る急激な減速、②タイなどの政治の不安定化が挙げられる。①に関しては、ACFTA や AEC³を通じたアジア域内での貿易拡大により、中国経済が ASEAN やその他東アジアに与える影響は大きい。②に関しては、政権基盤の脆弱さが海外投資の抑制をまねく懸念がある。

図表 5-11 ASEAN の実質 GDP 成長率



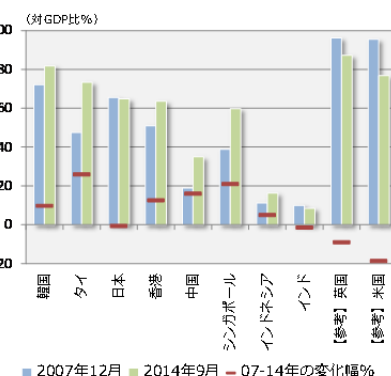
資料：Bloomberg

図表 5-12 東アジアの実質 GDP 成長



資料：Bloomberg

図表 5-13 アジア各国の家計債務



資料：BIS、IMF より作成

³ ACFTA は、ASEAN 中国自由貿易協定、AEC は ASEAN 経済共同体の略。

(4) インド経済

インフレ緩和と投資拡大で回復続く

インド経済は、モディ政権への期待感を背景とした海外からの直接投資の増加(図表 5-14)や、インフレ圧力緩和による内需押し上げ効果を背景に、14年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.5%と緩やかに回復を続けている。

同国では、原油が輸入の3割を占め、原油安によるプラス効果は大きい。14年末以降、卸売物価の伸び率はエネルギー価格の下落により、前年比マイナスに転じている(図表 5-15)。インフレ圧力の緩和を受け、インド準備銀行は、15年1月に続き3月にも利下げを実施した(レポ金利:14年12月8.0%→15年3月7.5%)。海外からの直接投資の増加と、エネルギー価格下落に加え、内需の持ち直しから企業生産が後押しされ、緩やかながら回復を続けている。自動車販売など消費関連の指標も、インフレ緩和により持ち直しを続けている。

一方、輸出(名目)は、中東情勢の悪化などにより2割弱を占める中東主要国向けの低迷が続いているほか、14年後半から中国向けも低迷し、3月は▲21.1%と大幅減となった。

内需回復も外需鈍化で回復ペースは緩やか

先行きは、インフレ緩和や利下げによる下支え効果もあり、内需の緩やかな回復が続くと見込まれるが、輸出低迷から、緩やかな景気回復ペースにとどまると予想する。実質GDP成長率(前年比、年度)は、前回見通しからの変更はなく、14年度は+7.3%、15年度は+7.4%、16年度は+6.9%と予測する。リスク要因は、産油国や中国経済の一段の下振れによる輸出低迷が挙げられる。輸出割合の高い中東やアフリカなど後進新興国での地政学リスクの高まりなど、外部環境の不確実性は高い。

(5) ブラジル経済

内外需の減速続く

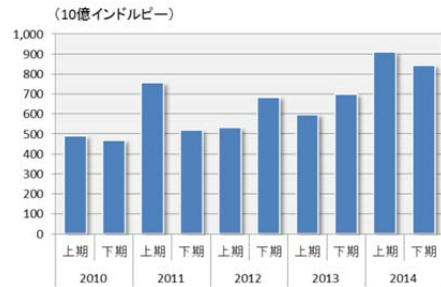
ブラジル経済は、内需の低迷と外需の不振から、減速が続いている。14年10-12月期の実質GDPは、前年比で▲0.2%と落ち込んだ。景気減速にも関わらず、通貨安とインフレへの対応から、ブラジル中銀は、14年12月以降、3度の利上げを実施し(図表 5-16)、高金利により内需が下押しされている。

消費は、消費者マインドが悪化を続ける中、耐久財支出を中心に低迷している。投資は、高金利に加え、製造業の生産不振から低迷が続いている。輸出は14年後半からの資源安に加え、全体の2割弱を占める中国向けの減少から、15年3月は前年比▲13.7%と大幅減少が続いている。

15年はリセッション入り

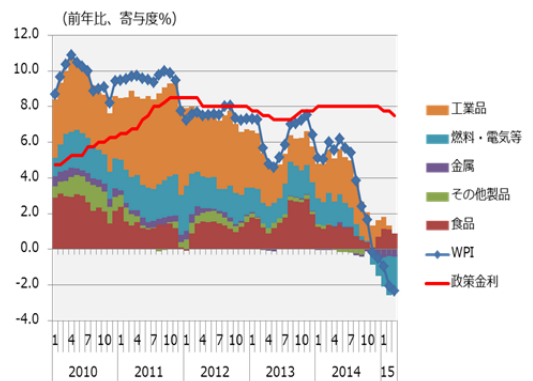
先行きは、高金利による内需下押しに加え、資源安や中国経済減速による輸出下振れが大きく影響し、実質GDP成長率(前年比)は15年▲0.8%とリセッション入りを予想する(前回+0.4%から大幅下方修正)。その後、15年後半からのリオ五輪前の投資押し上げなどから、16年は+0.7%(前回+1.4%)と緩やかな回復を見込む。リスク要因は、①政治不安定化による内外投資低迷と、②輸出低迷の長期化が挙げられる。とくに前者は、汚職問題を契機に国民のルセフ政権への不信感が拡大、デモも頻発しており、投資を中心に経済活動への影響が懸念される。

図表 5-14 インドの対内直接投資額



資料: CEIC

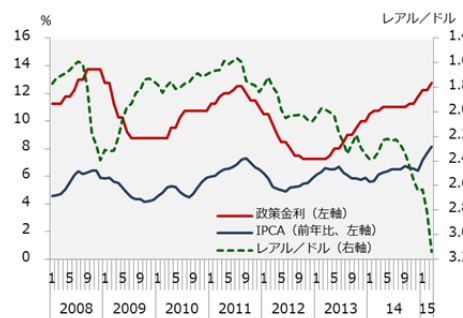
図表 5-15 物価と政策金利



注: WPIは卸売物価指数

資料: CEIC

図表 5-16 ブラジルの物価と政策金利



注: IPCAはブラジルの代表的な消費者物価指数

資料: CEIC

計数表

日本経済見通し総括表（年度ベース）

（単位：10億円、％）

		年度				対前年度比増減率			
		2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
		実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
名目	国内総生産（＝GDP）	483,075	489,905	504,644	515,674	1.8%	1.4%	3.0%	2.2%
	民間最終消費支出	296,551	293,373	298,337	307,047	2.7%	▲1.1%	1.7%	2.9%
	民間住宅投資	15,851	14,514	14,669	15,698	12.5%	▲8.4%	1.1%	7.0%
	民間設備投資	68,155	68,678	71,853	74,939	4.9%	0.8%	4.6%	4.3%
	民間在庫品増加	▲3,894	▲1,658	▲2,206	▲3,454	***	***	***	***
	政府最終消費支出	98,779	101,526	103,712	105,362	1.3%	2.8%	2.2%	1.6%
	公的固定資本形成	23,561	24,776	24,771	24,366	12.4%	5.2%	▲0.0%	▲1.6%
	公的在庫品増加	16	64	70	70	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲15,944	▲11,367	▲6,563	▲8,354	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	79,982	88,389	94,044	98,187	13.3%	10.5%	6.4%	4.4%
	財貨・サービス輸入	95,926	99,756	100,607	106,541	18.8%	4.0%	0.9%	5.9%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

実質	国内総生産（＝GDP）	530,614	525,054	534,296	542,425	2.1%	▲1.0%	1.8%	1.5%
	民間最終消費支出	317,198	307,314	312,167	317,930	2.5%	▲3.1%	1.6%	1.8%
	民間住宅投資	14,953	13,215	13,191	13,941	9.3%	▲11.6%	▲0.2%	5.7%
	民間設備投資	71,548	71,173	73,316	76,062	4.0%	▲0.5%	3.0%	3.7%
	民間在庫品増加	▲3,687	▲1,338	▲1,318	▲2,567	***	***	***	***
	政府最終消費支出	102,158	102,666	104,199	105,226	1.6%	0.5%	1.5%	1.0%
	公的固定資本形成	22,360	22,812	22,673	22,000	10.3%	2.0%	▲0.6%	▲3.0%
	公的在庫品増加	2	38	17	17	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	7,264	11,240	12,556	12,506	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	85,034	91,855	97,025	100,214	4.4%	8.0%	5.6%	3.3%
	財貨・サービス輸入	77,770	80,615	84,469	87,708	6.7%	3.7%	4.8%	3.8%

		年度				対前年度比増減率			
		2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
		実績	実績	予測	予測	実績	実績	予測	予測
指数	鉱工業生産指数	98.9	98.5	101.2	104.3	3.3%	▲0.5%	2.7%	3.1%
	国内企業物価指数	102.4	105.2	104.6	106.5	1.8%	2.8%	▲0.6%	1.8%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.4	103.2	103.8	105.5	0.8%	2.8%	0.6%	1.6%
	GDPデフレーター	91.0	93.3	94.5	95.1	▲0.3%	2.5%	1.2%	0.7%
	完全失業率	3.9%	3.5%	3.4%	3.3%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	98.7	88.0	88.9	93.5	10.6%	▲10.8%	1.0%	5.2%

（単位：10億円、％）

対外バランス	經常収支（10億円）	1,472	7,810	15,888	15,108	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲14,464	▲9,381	▲3,493	▲4,594	***	***	***	***
	貿易収支	▲11,019	▲6,571	▲637	▲1,867	***	***	***	***
	輸出	69,751	75,613	79,835	83,352	12.1%	8.4%	5.6%	4.4%
	輸入	80,770	82,184	80,472	85,218	19.7%	1.8%	▲2.1%	5.9%
	通関収支戻（10億円）	▲13,756	▲9,140	▲5,053	▲6,540	***	***	***	***
	通関輸出	70,856	74,670	79,504	83,006	10.8%	5.4%	6.5%	4.4%
通関輸入	84,613	83,810	84,557	89,546	17.4%	▲0.9%	0.9%	5.9%	

為替	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.69%	0.48%	0.45%	0.72%	***	***	***	***
	M2	854,108	882,358	913,314	941,655	3.9%	3.3%	3.5%	3.1%
	日経平均株価	14,424	16,273	20,325	21,600	49.5%	12.8%	24.9%	6.3%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	99.0	80.6	60.1	68.8	7.7%	▲18.6%	▲25.5%	14.5%
	円/ドル レート	100.2	110.0	120.9	122.8	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.341	1.268	1.095	1.083	***	***	***	***
円/ユーロ レート	134.4	138.8	132.4	133.0	***	***	***	***	

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

資料：各種資料より三菱総合研究所予測。

《本件に関するお問合せ先》

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

政策・経済研究センター 武田洋子 対木さおり 森重彰浩 田中康就

電話：03-6705-6087 FAX：03-5157-2161 E-mail ytakeda@mri.co.jp

広報部 峰尾 電話：03-6705-6000 FAX：03-5157-2169 E-mail：media@mri.co.jp

尚、本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブに配布しております。