

PRESS RELEASE

2016年5月19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1-3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。

経済の自律的好循環の実現が遅れる日本経済

日本の実質成長率予測値:2016年度+0.8%、2017年度▲0.2%

※消費税法に基づき、17年4月の消費税率引上げ(8%→10%)を前提

(前回予測値(3月8日):2016年度+1.0%、2017年度▲0.2%)

海外経済

- 世界経済: 16年は米国や中国経済の減速、不安定な金融市場環境により、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: 16年は雇用・所得環境の回復持続や原油安による消費拡大が予想される一方、ドル高や新興国経済の減速が重石となり2%を下回る水準まで成長鈍化を見込む。17年はこれら下押し要因の緩和により、2%台前半の成長を回復する見通し。
- ユーロ圏経済: 銀行の不良債権比率の高まりや、海外経済の下振れが下押し圧力となるが、雇用の回復や原油安により消費の回復が持続しており、16年、17年ともに1%台半ばの緩やかな成長を見込む。
- 新興国経済: 16年は、中国経済の成長鈍化や資源国経済の不振により、15年に比べ減速する見込み。中国経済は、政府の景気刺激策によるインフラ投資の増加などが景気を下支えする一方、過剰生産能力の調整などによる生産・設備投資の減速圧力がそれを上回ることから、17年にかけて緩やかな減速を予測する。ASEANは欧米向け輸出の回復などにより、17年にかけて緩やかに伸びを高める見込み。

日本経済

- 世界経済の減速や年明け以降の円高進行による企業収益の悪化が、設備投資の回復ペースを鈍らせるほか、賃金の伸び鈍化や株安による逆資産効果が、消費の下押し要因となる見込み。こうした逆風の下、16年度前半は極めて低い成長にとどまろう。16年度後半以降は、海外経済の不透明感の後退により設備投資の回復ペースが徐々に高まるほか、雇用市場の改善傾向が持続する中で消費者のマインドも持ち直し、消費は緩やかながら回復に向かうと見込む。実質GDP成長率は、消費税増税の影響を除けば、潜在成長率(0.5%程度)程度のプラスの成長率を予想する。

注意すべき下振れリスク

- 世界経済の下振れリスクは依然として高い。日本経済にとっては、次の3つのリスクが顕在化することで投資家のリスク回避姿勢が強まり、一段の円高・株安の進行が消費者や企業のマインドを悪化させ、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。株価再下落などにより消費への下押し圧力が強まれば、サービス業を含めた成長鈍化により1%台半ば程度の低成長が視野に入る。16年11月の米国大統領選の結果次第では経済政策の大転換も予想され、政策の先行き不透明感が強まっている。
- 第2は、新興国での強い信用収縮である。一旦は後退した米国の利上げ観測が再び高まれば、新興国からの資金流出が再加速する可能性がある。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、中国経済の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れること。政府は相次ぎ景気対策を講じているほか、中国人民銀行も金融緩和政策を強化。現時点で経済の急減速を招くリスクは低いですが、資金流出の動きやバランスシート調整圧力が強まれば、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性がある。

(1) 国際金融市場

落ち着きを取り戻しつつある世界の金融市場

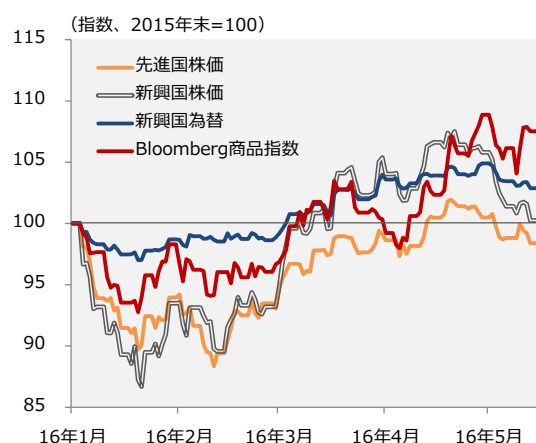
16年初以降、世界の金融市場は急激に不安定化したが、2月半ば以降は徐々に落ち着きを取り戻しつつある。リスク資産から安全資産への資金回避の動きを定量的に指数化したMRI-RA（Risk Aversion：リスク回避）指数をみると、依然として高い水準にあるものの年初の水準からは低下（図表1-1）。①米国の利上げ観測の後退、②原油や金属など資源価格の持ち直し、などから投資家のリスク回避姿勢がやや緩和しており、新興国の為替レートや株価も、3月前半には15年末の水準に戻している（図表1-2）。

図表 1-1 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：三菱総合研究所作成

図表 1-2 年明け以降の金融市場の変化



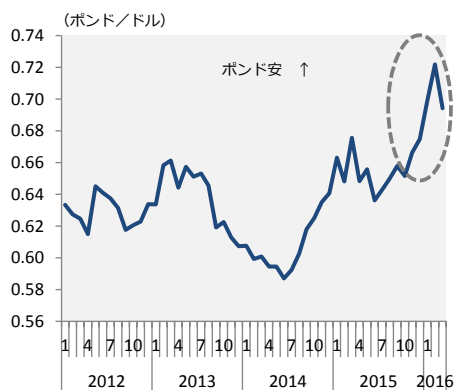
資料：三菱総合研究所作成

英国のEU離脱が最大の懸念材料

もともと、国際金融市場の先行きを展望すると幾つかの火種がある。最大の火種は、英国のEU離脱（Brexit）懸念である。EU離脱の是非を問う国民投票が6月23日に実施される予定であるが、現時点では世論が割れている。国民投票の行方が読みにくいことから、その影響を市場も十分には織り込めていないものの、1月以降はポンド安が進行している（図表1-3）。仮に、EU離脱が支持されれば、18年後半にも実現する見通しであり、EU-英国間の貿易・労働・資金の移動の自由度が低下することが予想される。国民投票の結果次第では、欧州を中心に再び金融市場が不安定化する可能性がある（図表1-4）。

第2に、ギリシャのデフォルト懸念の高まりである。EUやIMFの債権団によるギリシャの改革状況に関する審査が難航すれば、23億ユーロの大型返済が予定されている7月が近づくにつれ、ギリシャ国債金利が上昇し、南欧諸国にも悪影響が波及する可能性がある。英国の国民投票でEU離脱が支持されれば、ギリシャ支援の枠組みも見直しが必要となろう。

図表 1-3 英ポンドの対ドルレート



資料：IMF

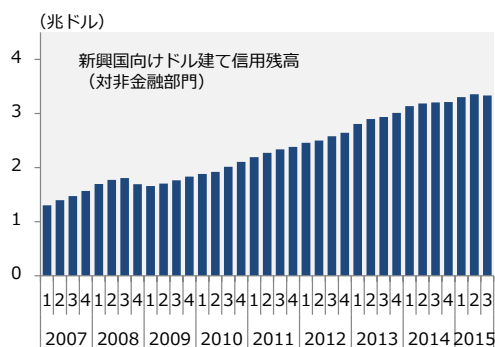
図表 1-4 英国EU離脱の英国・ユーロ圏へのマイナスの影響

項目	英国への影響	ユーロ圏への影響
金融市場の不安定化	・輸出や投資減少を通じ、英国経済の先行き懸念が高まり、株価下落や金利上昇、通貨安の可能性 ・資金流入減少や資金流出により、GDPの約7%を占める経常赤字をファイナンスできない可能性	・南欧諸国を中心とするユーロ圏離脱や、輸出や投資減少を通じたユーロ圏経済の先行き懸念が高まり、株価下落や金利上昇、通貨安の可能性
貿易の減少	・関税手続きなどのコストが増加し、全体の約4.7%を占めるEU向けの輸出が減少	・関税手続きなどのコストが増加し、全体の約14%を占める英国向けの輸出が減少
投資の減少	・貿易協定交渉など先行きの不透明感が高まり、英国内外からの英国への投資が抑制される	・貿易協定交渉など先行きの不透明感が高まり、圏内外からのユーロ圏への投資が抑制される
財政負担の増加	・EU財政向けの支出停止により財政支出は減少するが、英国GDP成長率の低下によって税収が伸び悩み、財政が悪化する可能性	・ドイツを中心に南欧向け支援や、難民・移民受け入れの負担が拡大
ユーロ統合の遅れ	—	・英国のEU離脱が各国のユーロ圏離脱派の追い風となり、ユーロやEUの結束が弱まる可能性

資料：OECD、各種資料より三菱総合研究所作成

第3に、新興国の債務問題である。リーマン・ショック以降、ドル調達コストの低下などを背景に、新興国向け信用残高は急拡大してきたが、中国の景気減速や資源価格の下落などから債務返済能力が低下しており、新興国でバランスシート調整圧力が強まっている（図表 1-5）。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が、ブラジルやトルコなど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には注意が必要だ。

図表 1-5 新興国向け信用残高



資料：BIS 統計より三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

新興国経済の減速や資源国経済の不振で回復は鈍い

世界経済：16 年は米国経済や中国経済の減速、不安定な金融市場環境により、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：16 年は雇用・所得環境の回復持続や原油安による消費拡大が予想される一方、ドル高や新興国経済の減速が重石となり、前年比+1.9%（前回+2.2%）と下方修正を行う。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：銀行の不良債権比率の高まりや、新興国を中心とした海外経済の下振れが下押し圧力となるものの、雇用の回復や原油安により消費を中心に回復が持続しており、16 年は前年比+1.4%（前回+1.3%）と予測する。17 年も消費主導の緩やかな回復が続くと見込み、+1.5%と予測する。

新興国経済：16 年は、中国経済の成長鈍化や資源国経済の不振により、15 年に比べ減速する見込み。中国経済は、政府の景気刺激策によるインフラ投資の増加などが景気を下支えする一方、過剰生産能力の調整などによる生産・設備投資の減速圧力がそれを上回ることから、前回と同様に 16 年+6.5%、17 年+6.3%と、緩やかな減速を予測する。ASEAN は、欧米向け輸出の回復などにより、16 年+4.8%、17 年+4.9%と緩やかに伸びが拡大する見込み。

(3) 日本経済の見通し

経済の自律的好循環の実現が遅れる日本経済

世界経済の減速や年明け以降の円高進行による企業収益の悪化が、設備投資の回復ペースを鈍らせるほか、賃金の伸び鈍化や株安による逆資産効果が、消費の下押し要因となる見込み。為替が 10 円円高に振れた場合、企業収益は 4%減少し、実質 GDP を▲0.2%程度押し下げる可能性がある。こうした逆風の下、16 年度の前半は極めて低い成長にとどまろう。16 年度後半以降は、海外経済の不透明感の後退により設備投資の回復ペースが徐々に高まるほか、雇用市場の改善傾向が持続する中で消費者のマインドも持ち直し、消費は緩やかながらも回復に向かうと見込む。実質 GDP 成長率は、消費税増税の影響を除けば、潜在成長率（0.5%程度）程度のプラス成長率を予想する。

17 年 4 月の消費税率引上げを前提とすると、日本経済の実質 GDP 成長率（前年比）は、16 年度+0.8%と前回（3 月 8 日：+1.0%）から下方修正し、17 年度は▲0.2%（前回から変更なし）と予測する。16 年度末にかけては、17 年 4 月の消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するとみられ、消費や住宅投資を中心に高い伸びを予想する。16 年度の+0.8%成長のうち、+0.4%p 程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込む。参考までに、消費税の影響を除いた実質 GDP 成長率は、16 年度+0.4%、17 年度+0.7%と緩やかな回復を予測する。

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）は、緩やかな上昇を見込む。16 年初に一段と下落した原油価格だが、2 月半ば以降は緩やかに値を戻している。16 年度末にかけて 50 ドル、17 年度末にかけて 55 ドルまで原油価格が上昇することを前提とすれば、生鮮食品除く総合（コア CPI）は、16 年 7-9 月期までは前年比横ばい圏内で推移し、10-12 月期以降は緩やかに伸びを高める見通し。16 年度は前年比+0.4%、17 年度は、消費税除くベースで同+1.3%、消費税含むベースで同+2.3%と予測する。

熊本地震による需要喪失額は約 5 千億円

熊本県には、輸送機械や電子部品の製造拠点が集積している。4月16日の本震の後も活発な余震活動が続いたことから被害状況の把握や復旧作業に時間を要したほか、九州自動車道をはじめとする物流網の一時的な寸断により、熊本県からの部品供給が停滞。5月の連休明け頃から、被災工場の部分的な稼働再開や他工場での代替生産が本格化したものの、この間のサプライチェーン寸断の影響は全国に広がった。4-6月期の鉱工業生産を最大で▲2%ポイント程度押し下げる可能性がある。

震災による製造業や農畜産物の生産の落ち込み、被災地の消費や観光需要の減少などを総合すると、熊本地震による需要減少の規模は約 5 千億円（全国 GDP 比 0.1%程度、熊本県 GDP 比 8%程度）に上るとみられる。ただし、5月以降は震災による生産の遅れを挽回する動きがみられるほか、復興住宅や公共インフラの復旧も本格化するとみられ、東日本大震災に比べれば規模は小さいものの、16年度末にかけて復興需要の増加が予想される。

被害に対する対応は急務だ。熊本県と市は計 440 億円の緊急追加予算を決定したほか、国も 7,780 億円の補正予算を編成し、被災者の住居や生活資金の確保、公共施設の復旧、被災した中小企業の支援に充てる方針である。今後の最大の課題は、復旧・復興を担う人手の不足である。予算の迅速な執行に向け、他地域からの支援も含め、地方自治体の人手不足への対応を行う必要がある。

17年4月の消費税率引上げを先送りするとの見方もあるが、政府の財政再建に対する姿勢に疑念が生じれば、日本の財政への信認が大きく後退する。そうなれば、日本経済全体が大きな代償を払うことになり、熊本地震からの復興や今後近い将来想定される地震への備えにも支障をきたす。消費税率の引き上げを先送りする場合には、その後の中長期的な財政健全化に向けた道筋をしっかりと示す必要がある。

(4) 注意すべき下振れリスク

世界経済の下振れリスクは依然として高い。日本経済にとっては、次の3つのリスクが顕在化することで投資家のリスク回避姿勢が強まり、一段の円高・株安の進行が消費者や企業のマインドを悪化させ、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。株価再下落などにより消費への下押し圧力が強まれば、サービス業を含めた成長鈍化により 1%台半ば程度の低成長が視野に入る。16年11月の米国大統領選の結果次第では経済政策の大転換も予想され、政策の先行き不透明感が強まっている。

第2は、新興国での強い信用収縮である。原油価格の持ち直しなどを背景に、16年2月頃からは新興国の資金流出傾向に一服感がみられているが、6月の OPEC 総会における交渉が不調に終わり、原油価格が再度下落した場合や、米国の利上げ観測が再び強まった場合には、新興国からの資金流出の動きが再燃する可能性がある。BIS（国際決済銀行）によれば、15年9月末時点で、新興国向け信用残高は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が、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。

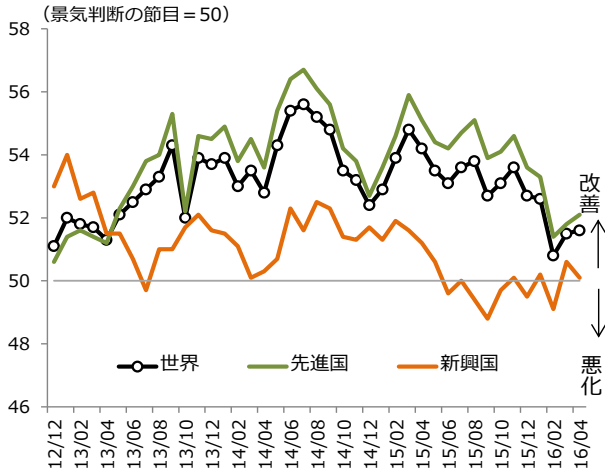
第3は、中国経済の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れることである。中国では、政府は相次ぎ景気対策を講じているほか、中国人民銀行も緩和政策を強化しており、現時点で経済の急減速を招くリスクは低い。資金流出の動きやバランスシート調整圧力が強まれば、中国の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性がある。

(5) 伊勢志摩サミットに向けて

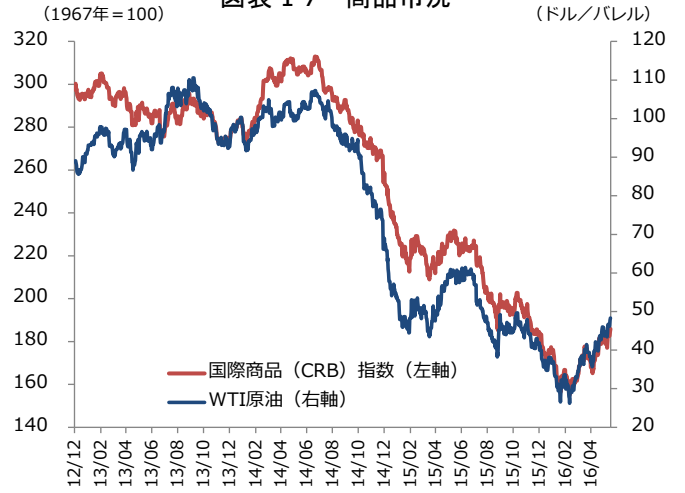
5月26日～27日に開催される伊勢志摩サミットの最大のポイントは、世界経済の不透明感払拭に向けて国際協調を打ち出せるかであろう。政府は、財政出動への協調を成果としたい考えとみられるが、各国の財政余力や経済状況にはバラつきがある。質の高い成長実現に向け、各国が成長戦略や構造改革を進めることにコミットできるかが鍵となる。財政出動に関しては、各国の経済財政状況を勘案しつつ、研究開発や必要なインフラ投資など生産性上昇に資するものに絞るべきだ。そのほかテロ対策、難民対策、核廃絶への取組み、課税逃れへの対応など国際的課題も重要テーマとなる見込み。議長国として指導力を発揮し、伊勢志摩の豊かな観光資源と併せて世界に日本をアピールする絶好の機会である。

世界経済・金融市場の動向

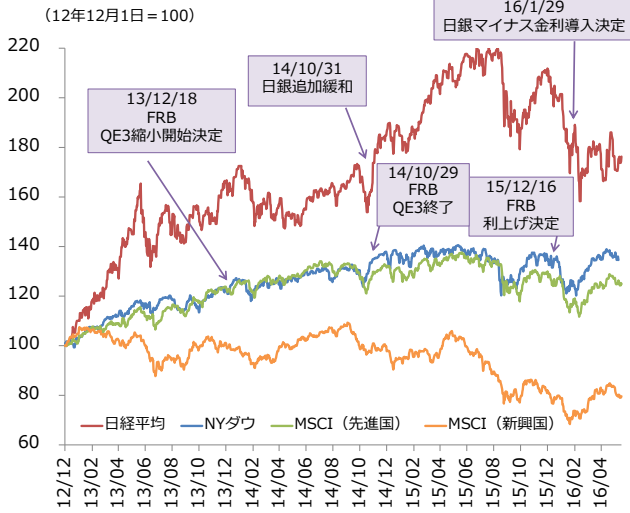
図表 1-6 PMI 総合指数



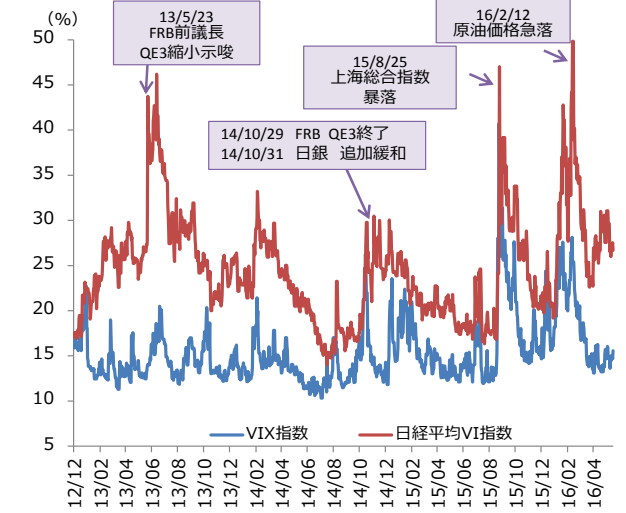
図表 1-7 商品市況



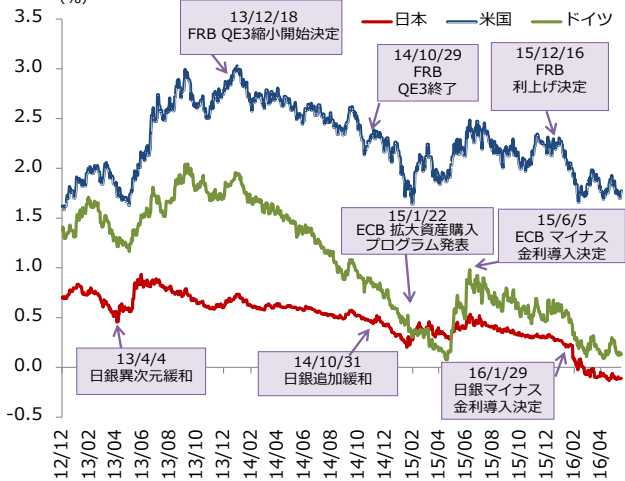
図表 1-8 株価



図表 1-9 日本と米国のボラティリティ指数



図表 1-10 長期金利 (10年物国債)



図表 1-11 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だ。

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4月、その他は5月17日。

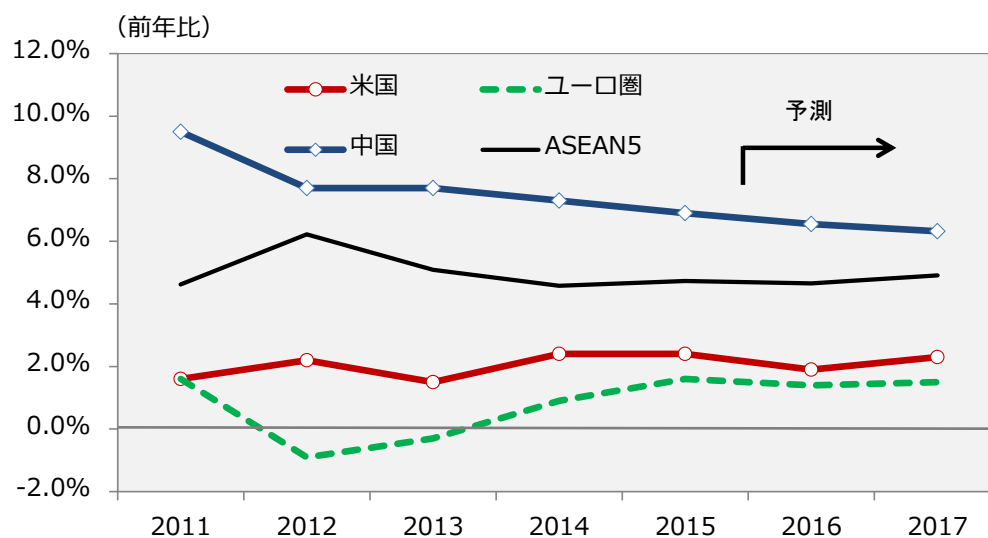
資料: Bloomberg

図表 1-12 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	2.4	1.9	2.3
ユーロ圏	1.6	1.4	1.5
中国	6.9	6.5	6.3
ASEAN5	4.7	4.8	4.9
インドネシア	4.8	5.0	5.2
マレーシア	5.0	4.4	4.8
フィリピン	5.8	6.0	5.9
タイ	2.8	3.1	3.0
ベトナム	6.5	6.0	6.0
香港	2.4	2.4	2.6
韓国	2.5	2.5	2.5
シンガポール	2.0	2.1	2.2
台湾	0.8	1.4	2.3
インド（年度）	7.3	7.1	7.1
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.4	▲ 0.2

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 1-13 2016、2017 年度の日本の実質 GDP 成長率予測 (単位: %)

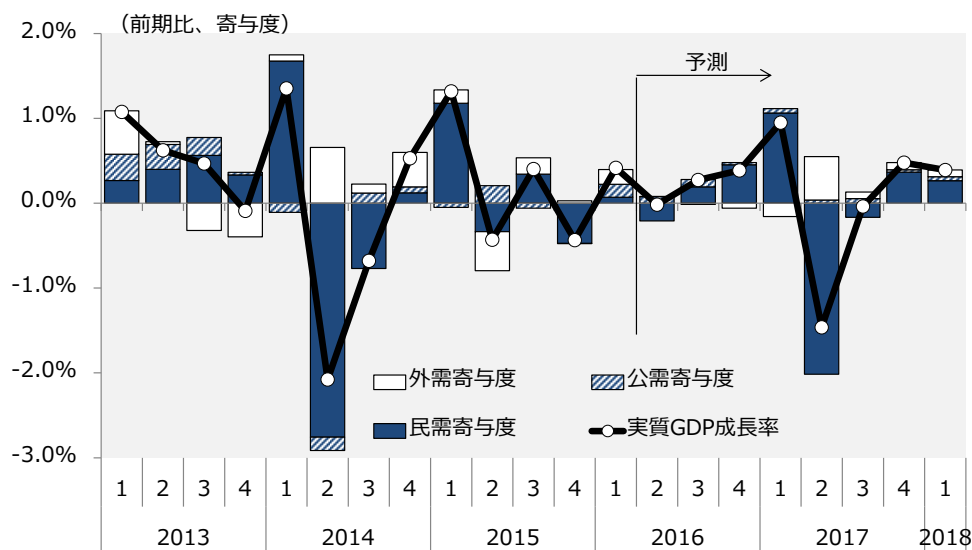
項目	2014年度		2015年度		2016年度		2017年度	
	実績		実績		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	▲ 0.9	***	0.8	***	0.8	***	▲ 0.2	***
内需	▲ 1.5	▲ 1.6	0.7	0.7	0.5	0.7	▲ 0.7	▲ 0.7
民間	▲ 1.9	▲ 1.5	0.7	0.5	0.3	0.4	▲ 1.2	▲ 0.9
民間最終消費支出	▲ 2.9	▲ 1.7	▲ 0.3	▲ 0.2	0.5	0.3	▲ 2.0	▲ 1.2
民間住宅投資	▲ 11.7	▲ 0.4	2.4	0.1	2.3	0.1	▲ 3.0	▲ 0.1
民間企業設備投資	0.1	0.0	1.6	0.2	2.0	0.3	0.5	0.1
民間在庫投資	***	0.6	***	0.4	***	▲ 0.3	***	0.3
公需	▲ 0.3	▲ 0.1	0.8	0.2	1.2	0.3	0.7	0.2
政府最終消費支出	0.1	0.0	1.6	0.3	1.5	0.3	0.9	0.2
公的固定資本形成	▲ 2.6	▲ 0.1	▲ 2.2	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.0	0.1	0.0
外需(純輸出)	***	0.6	***	0.1	***	0.1	***	0.5
輸出	7.9	1.3	0.4	0.1	1.5	0.3	2.3	0.4
輸入	3.4	▲ 0.7	▲ 0.1	0.0	1.0	▲ 0.2	▲ 0.5	0.1
名目GDP	1.5	***	2.2	***	1.2	***	1.1	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-14 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	1.3%	-0.4%	0.4%	-0.4%	0.4%	0.0%	0.3%	0.4%	0.9%	-1.5%	0.0%	0.5%	0.4%
	前期比年率	5.4%	-1.7%	1.6%	-1.7%	1.7%	-0.1%	1.1%	1.6%	3.9%	-5.7%	-0.2%	1.9%	1.6%

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

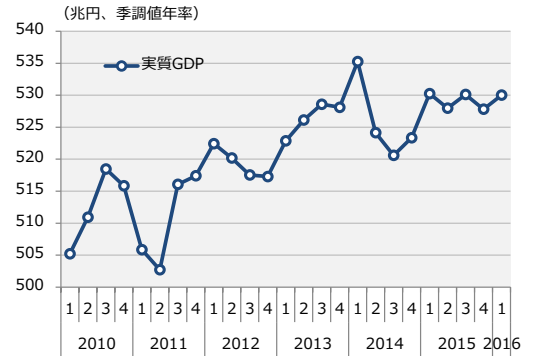
(1) 概観

2 四半期ぶりのプラス成長も基調は弱い

16年1-3月期の実質GDPは、季調済前期比+0.4%（年率+1.7%）と、2四半期ぶりのプラス成長となった（図表2-1）。ただし、うるう年による押し上げ効果を除けば、小幅プラス成長にとどまり、景気は弱い状況が続いている。

内訳をみると、民間最終消費支出は同+0.5%と増加したものの、10-12月期の季節消費の落ち込みからの反動やうるう年による押し上げ効果（+0.7%程度）を勘案すると、消費の基調としては小幅マイナスであった可能性が高い。また、設備投資が同▲1.4%と3四半期ぶりにマイナスに転じたほか、住宅投資も同▲0.8%と2四半期連続のマイナスとなり、内需の弱さが目立った。一方、輸出は小幅プラスに転じた。

図表 2-1 実質 GDP



資料：内閣府「国民経済計算」

年明け以降の円の急伸により企業マインドが悪化

年明け以降の5ヶ月足らずの間に10円あまり円高が進行した。1月末の日銀のマイナス金利導入決定により一時的に円安に振れたものの、世界的なリスク回避姿勢の強まりと米国利上げ観測の後退による円買い圧力の高まりを背景に、円高が進行。これに伴って株価も年初から15%程度下落しており、円高・株安による企業や消費者のマインド悪化が懸念される。加えて、熊本地震などによる生産の下振れも企業マインドの下押し要因となる。

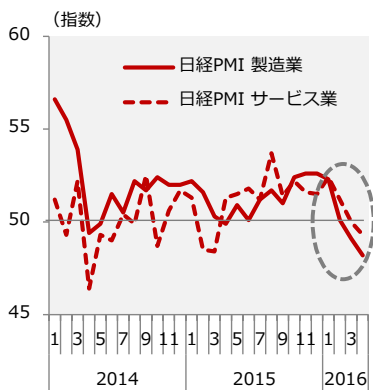
企業マインドを示す日経PMI（購買担当者景気指数）は、円高が進行した年明け以降に悪化しており、製造業PMIは景況判断の分かれ目となる50を2ヶ月連続で下回った（図表2-2）。4月以降の為替水準（109円程度）は、輸出企業の採算レート（103円程度）を上回っているものの、事業計画のベースとなる想定為替レート（117円、日銀短観3月調査）を大幅に下回っており、輸出型製造業の収益見通しは下方修正が避けられない。

先行きは、企業マインドの悪化による賃金や設備投資への影響が懸念される。16年春闘の大手企業賃上げ率（経団連集計）は、前年比+2.2%程度と、14年度+2.3%、15年度+2.5%を下回る見込みだ。企業収益は過去最高水準ながら、世界経済の先行きに対する不透明感が強まる中、固定費の増加につながる賃上げへの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。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、年明け以降にやや慎重化しつつも、企業マインドほど悪化はしていない（図表2-3）。ただし、円高・株安の流れが続けば、株式や外貨資産保有比率の高い中高年層のマインドが後退する可能性は高い。加えて、賃上げ率が小幅にとどまれば、若年層を含む消費者のマインド全体の悪化につながりかねない。

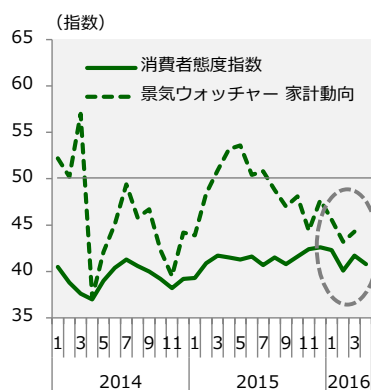
当社のマクロ経済モデルによる試算では、為替が10円円高に振れた場合、日本経済の実質GDPを▲0.2%程度押し下げる可能性がある（図表2-4）。

図表 2-2 企業マインド



資料：日本経済新聞

図表 2-3 消費者マインド



資料：内閣府

図表 2-4 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%
実質民間企業設備投資	▲0.3%
実質輸出	▲2.0%

資料：三菱総合研究所作成

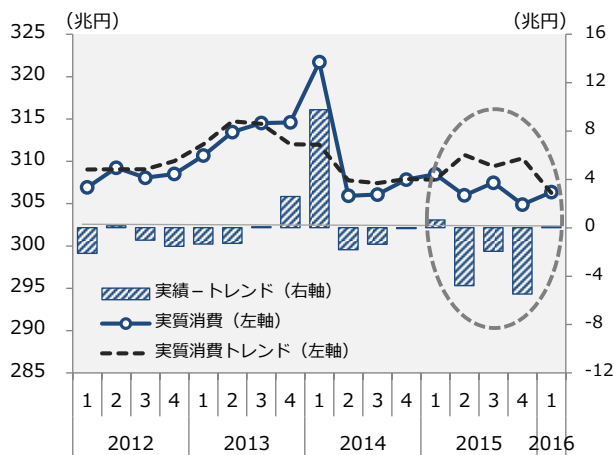
(2) 消費の動向

株安による逆資産効果や将来不安が消費を抑制

16年1-3月期の消費は、季調済前期比+0.5%と2四半期ぶりにプラスとなったものの、うるう年による押し上げ効果（+0.7%程度）を除けばマイナスであった可能性が高く、消費の基調は弱い。15年4-6月期以降の実質消費は、実質雇用者報酬や株価などから推計した実質消費のトレンドを大きく下回る状況が続いてきた。さらに、16年1-3月期は株安の影響によりトレンド自体が低下している（図表2-5）。

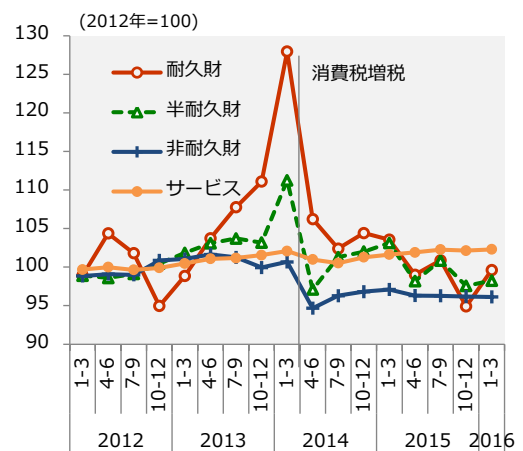
消費の内訳をみるために、財別の実質消費をみると、サービス消費は消費税増税後も堅調に伸びている一方、財の消費が弱い（図表2-6）。非耐久財（食料品や日用品）の消費水準が増税後に明確に低下。消費税増税や円安などのコスト転嫁による値上げが抑制要因となったとみられる。また、耐久財（自動車や家電）や半耐久財（衣類など）も15年以降は減少傾向にある。リーマン・ショック後の各種消費喚起策や14年の消費税増税前の駆け込み需要により、家庭用耐久財のヴィンテージ（購入後の経過年数）が若返っており買い替えニーズが弱いほか、15年半ば以降の金融市場の不安定化も下押し要因となったと考えられる。

図表 2-5 実質消費



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

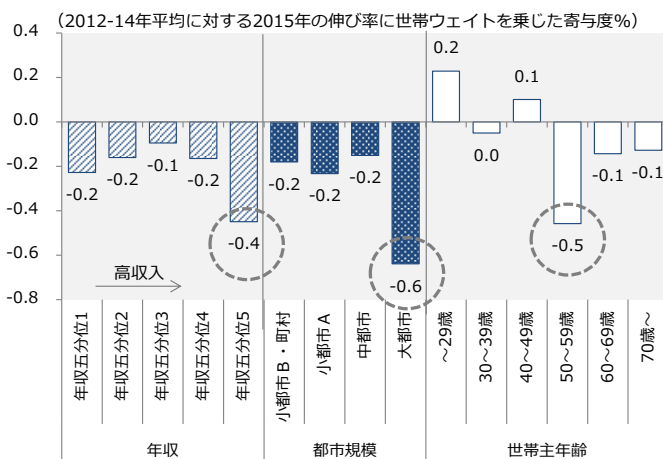
図表 2-6 財別の実質消費



資料：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

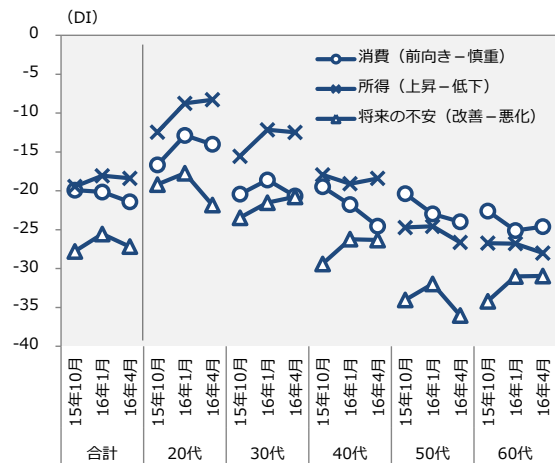
どのような属性の家計の消費が弱いのか。第1に、年収の高い層や大都市の家計の消費が弱く、株価下落等による逆資産効果が表れている可能性がある。第2に、年齢階層別では50-59歳の消費が弱くなっており、若年層に比べて賃金の伸びを実感できず、かつ将来不安も強い家計が消費を抑制している可能性がある（図表2-7）。

図表 2-7 家計の属性別の消費



注1：年齢階層別では階層間のシェアの変化の影響が大きく、寄与度を合計しても、全体のマイナス幅（▲1.2%）とは一致しない。
注2：小都市Aは人口5万以上15万未満の市、小都市Bは人口5万人未満の市。
資料：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-8 MRI 消費者マインド DI



注：消費、所得、将来の不安に関する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

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4月末に調査実施）によると、現在の消費に対する姿勢は、「慎重」が「前向き」を上回っており、前回（16年1月調査）と比較しても、総じて悪化している（図表2-8）。年齢別にみると中高年層ほど慎重との結果が得られた。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などが重石となり、消費の先行きは弱い

先行きの実質消費支出は、後述する雇用・所得環境の改善が下支え要因となるものの、①金融市場は引き続き不安定な状況が予想されること、②耐久消費財のヴィンテージが上昇するにはまだ時間を要すること、③中高年齢層の将来不安が根強いこと、④熊本地震により被災地を中心に消費が抑制されること、などが重石となる。17年4月の消費税率引上げを前提とすると、駆け込み需要とその反動により、16年度+0.5%、17年度▲2.0%と予測する。消費税とらうるう年の影響を除いた消費の基調としては、16年度+0.2%、17年度+0.3%と緩やかな回復となる見込み。

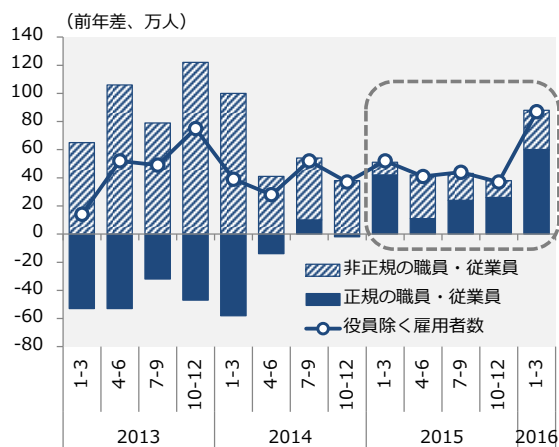
(3) 雇用・所得の動向

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。雇用者数の伸びはやや鈍化しつつあるものの、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わってきている。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ており、雇用の質が改善している（図表2-9）。

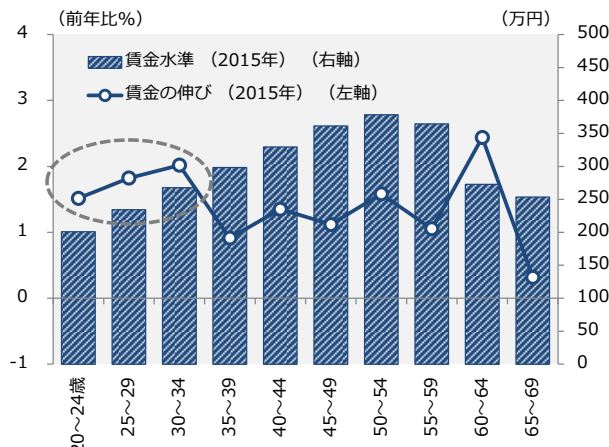
賃金は緩やかに上昇している。賃金水準が低い60歳以上の高齢就業者の増加により、就業者全体の平均賃金は伸びにくくなっているが、年齢階層別にみると、どの年齢層でも賃金は上昇している。特に20代から30代前半までの若年層では、初任給の上昇や正規化の流れを受けて賃金の伸びが高くなっている（図表2-10）。

図表 2-9 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 2-10 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

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、現役世代の賃金上昇や労働条件の改善（正規化など）への圧力は今後も強まっていくであろう。原油価格の低迷による実質賃金の上昇もプラスとなる。ただし、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今後注意が必要である。

(4) 輸出の動向

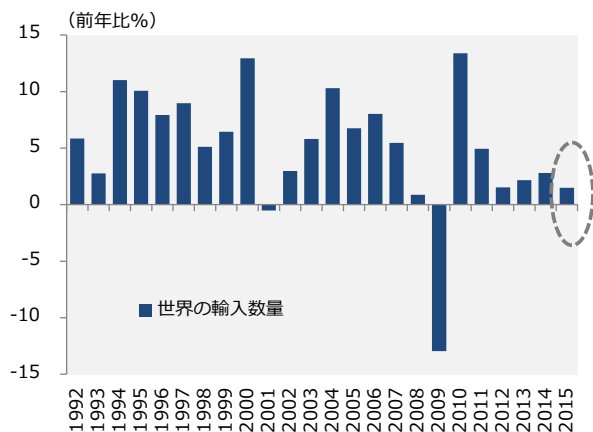
世界的な貿易需要の伸び鈍化を背景に、輸出は低調

輸出は横ばい圏内で推移している。背景には、世界的な貿易需要の伸び鈍化がある。15年の世界の輸入数量は、前年比+1.5%にとどまり、ITバブル崩壊やリーマン・ショック時を除けば、92年以降で最も

低い伸びとなった（図表 2-11）。先進国の需要は底堅く推移しているものの、中国経済の減速や資源価格の下落で新興国向けの需要が落ち込んだことが背景にある。

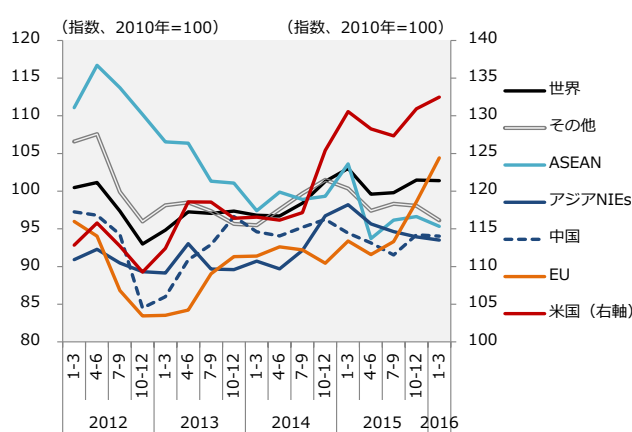
こうしたなか、日本からの輸出は、欧米向けが堅調ながらもアジア向けの不振が続いており、全体としては横ばい圏内で推移している（図表 2-12）。商品別では、輸送用機械は米国自動車販売の好調などから持ち直しの動きがみられる一方、一般機械などの資本財は中国の投資鈍化などを背景に悪化が続く。

図表 2-11 世界の輸入数量



資料：オランダ経済政策分析局「World Trade Monitor」より三菱総合研究所作成

図表 2-12 日本の仕向地別の実質輸出



資料：日本銀行「実質輸出入」より三菱総合研究所作成

輸出の先行きは、米国経済とユーロ圏経済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年度にかけて緩慢なペースでの回復にとどまるであろう。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¹は日本からの輸出全体の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は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。

(5) 企業活動の動向

内外需要の弱さが重石となり生産活動は低迷、サプライチェーン寸断も制約に

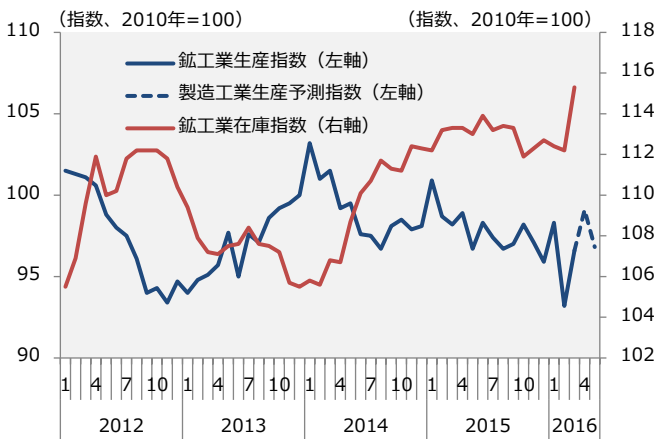
鉱工業生産指数は緩やかに低下している。①耐久消費財を中心とする国内需要の低迷、②新興国向けを中心とする外需の低迷、など内外需要の弱さが重石となり、生産の回復に結びついていない（図表 2-13）。また、相次ぐサプライチェーンの寸断も生産の制約要因となっている。16年2月には愛知製鋼の爆発事故によりトヨタ自動車の全工場が約1週間の生産停止となったほか、4月半ばに発生した熊本地震では、輸送機械や電子部品を中心に熊本県からの部品供給が停滞。5月の連休明け頃から、被災工場の部分的な稼働再開や他工場での代替生産が本格化したものの、この間のサプライチェーン寸断の影響は全国に広がった（詳細は p.14 のトピックス参照）。そのほか、4月に発覚した三菱自動車の燃費データ不正問題による対象車種の生産停止も、中国地方を中心に生産の下押し要因となっている。

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 2-14）。生活に必要な非選択的個人向けサービス（医療・福祉、電気ガス、飲食料品小売など）は堅調に伸びている一方、対事業所サービス（各種卸売、金融、物品賃貸など）は、輸出や生産の停滞を映じて回復に頭打ち感がみられるほか、嗜好的個人向けサービス（外食やテーマパーク、旅行、自動車小売など）も消費の弱さを映じて低迷している。

先行きは、①輸出が米国向けを中心に緩慢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、鉱工業生産およびサービス産業活動は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られるほか、金融市場も不安定な状況が続く可能性があり、回復ペースは緩やかなものにとどまるであろう。

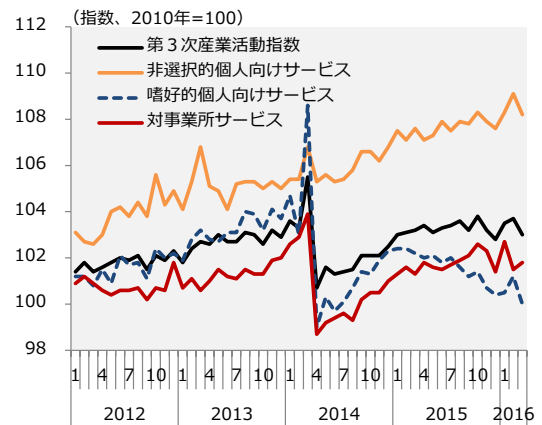
¹ 資源国は、中東、ロシア、ブラジル、オーストラリア、チリ、南アフリカの合計。

図表 2-13 鉱工業生産指数／在庫指数



資料：経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-14 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」

(6) 設備投資の動向

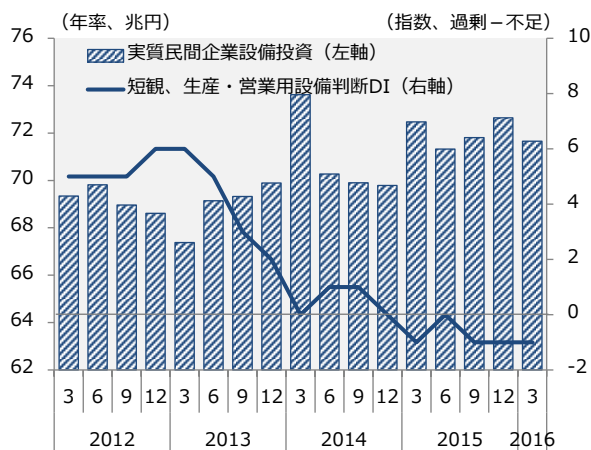
大企業を中心に設備投資の回復ペースは弱い

企業の設備投資は持ち直しの動きがみられる。16年1-3月期の実質民間企業設備投資は、季調済前期比マイナスとなったものの、設備過剰感の解消を背景に、均してみれば設備投資は緩やかに回復している（図表 2-15）。製造業では、中国減速や商品価格下落の影響を受けやすい素材業種の投資がやや弱いものの、輸送機械をはじめ加工業種の設備投資は堅調に推移している。非製造業では、不動産や電気ガス、宿泊・飲食などの投資が堅調であり、非製造業全体では高い伸びとなった。

今後の設備投資の回復ペースは弱いものにとどまる可能性が高い。第1に、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がある。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によると、輸出企業の採算円レート（業種平均）は103円であり（図表 2-16）、4月以降の為替水準（109円程度）はこれを上回っているものの、事業計画のベースとなる想定為替レート（117円、日銀短観3月調査）からは大幅な円高水準にあり、輸出型製造業を中心に収益見通しの下方修正が避けられない。10円の円高進行で企業収益が▲4%程度減少し、実質民間企業設備投資を▲0.3%程度抑制する可能性がある。

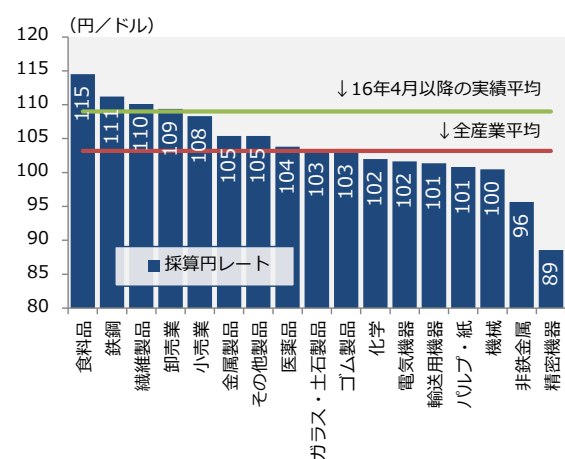
第2に、日本経済に対する期待成長率の低下が設備投資を抑制する可能性がある。上記内閣府調査によると、企業からみた今後3年間の実質成長率見通しは、14年度の1.4%から15年度には1.0%まで低下（図表 2-17）。調査が行われた16年1月に急速に進んだ円高・株安がネガティブに働いた可能性もあるが、金融市場は引き続き不安定な状況が予想され、期待成長率の低下による設備投資の抑制は懸念材料である。

図表 2-15 設備投資と設備判断DI



資料：日銀短観、内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

図表 2-16 業種別の採算円レート

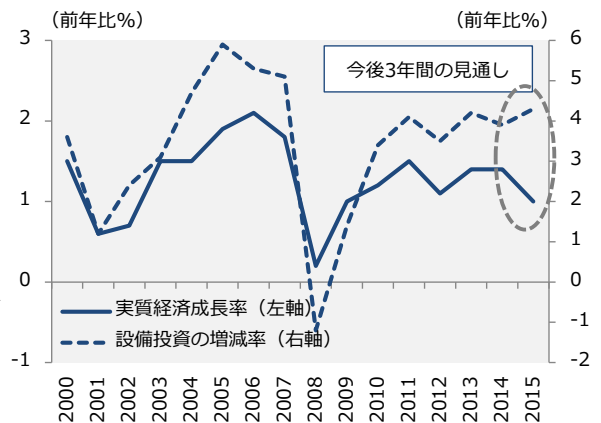


資料：内閣府「企業行動に関するアンケート調査（2016年2月）」より三菱総合研究所作成

ただし、こうした中でも明るい材料はある。内閣府の調査によると、期待成長率が低下する中でも今後3年間の設備投資見通しが14年度の調査時から改善している(図表2-17)。AI(人工知能)やIoT(モノのインターネット化)など新しい技術の発達による生産性の上昇や新規需要創造の可能性も高まってきており、日本企業の取組が遅れているこうした分野での投資について、短期的な市況変動に左右されずに必要な設備投資を行う姿勢をみせているともいえる。

設備投資の先行きは、17年4月の消費税率引上げを前提とすると、16年度+2.0%、17年度+0.5%と予測する。ただし、駆け込み需要とその反動の影響が大きく、消費税の影響を除けば、16年度+1.0%、17年度+2.6%と予測する。円高の影響もあり16年度は緩やかな回復にとどまるが、17年度にかけては、緩やかな円安進行や、内外需の緩やかな回復を背景にやや伸びを高めていくであろう。

図表 2-17 期待成長率と設備投資見通し



資料：内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より三菱総合研究所作成

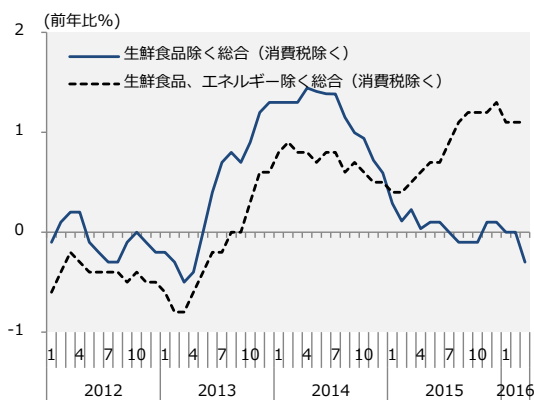
(7) 物価の動向

企業の価格設定行動は中期的には改善傾向

消費者物価指数の生鮮食品除く総合は、16年1-3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+1.1%の上昇となっており、内生的な物価上昇圧力は15年前半に比べ強い状況にある(図表2-18)。

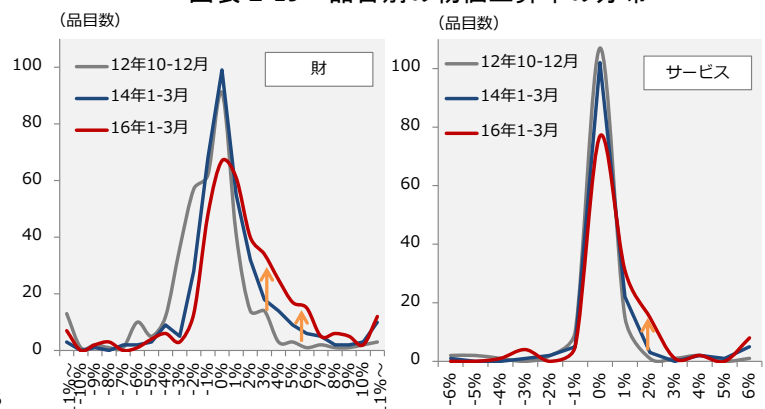
16年1-3月期の品目別の物価上昇率の分布をみると、アベノミクス前や消費税増税前と比べ、財・サービスともに分布の右裾が厚くなってきている様子が確認できる(図表2-19)。財では、前年比で+3%以上上昇した品目が全体の約1/3を占めるなど、思い切った値上げに踏み切る企業が増加している。また、財に比べて価格が硬直的なサービスでも、人件費の高騰や円安によるコスト上昇を背景に、販売価格へ転嫁する動きがみられており、中期的にみれば企業の価格設定行動は改善傾向にある。

図表 2-18 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 2-19 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0.4%程度、17年度は消費税除くコアで1.0%台前半へ

物価の先行きはどうか。16年初に一段と下落した原油価格だが、2月半ば以降は緩やかに値を戻している。16年度末にかけて50ドル、17年度末にかけて55ドルまで原油価格が上昇することを前提とすれば、生鮮食品除く総合(コアCPI)は、16年7-9月期までは前年比横ばい圏内で推移し、10-12月期以降は緩やかに伸びを高める見通し。16年度は前年比+0.4%、17年度は、消費税除くベースで同+1.3%、消費税含むベースで同+2.3%と予測する。

(8) まとめ

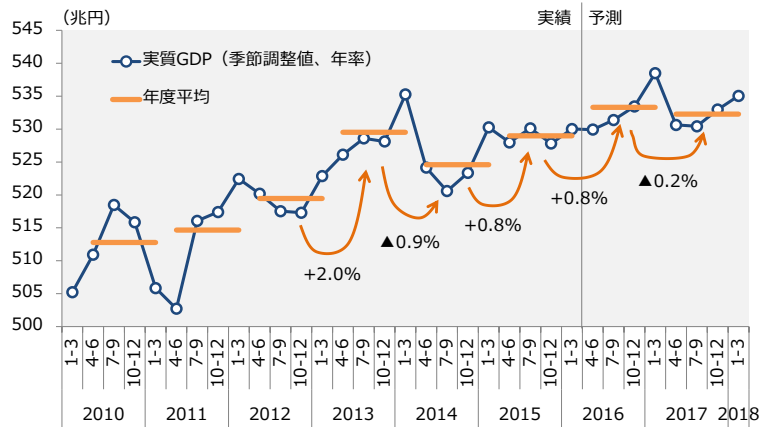
経済の自律的好循環の実現が遅れる日本経済

世界経済の減速や年明け以降の円高進行による企業収益の悪化が、設備投資の回復ペースを鈍らせるほか、賃金の伸び鈍化や株安による逆資産効果が、消費の下押し要因となる見込み。こうした逆風の下、16年度前半は極めて低い成長にとどまろう。16年度後半以降は、海外経済の不透明感の後退により設備投資の回復ペースが徐々に高まるほか、雇用市場の改善傾向が持続する中で消費者のマインドも持ち直し、消費は緩やかながらも回復に向かうと見込む。

日本経済の実質 GDP 成長率（前年比）は、17年4月の消費税率引き上げを前提とすると、16年度+0.8%、17年度▲0.2%と予測する。16年度の見通しは、消費の先行きの弱さなどを踏まえ、前回見通し（3月8日、16年度+1.0%）から下方修正した。17年度は変更なし。

参考までに、消費税の影響を除いた実質 GDP 成長率は、16年度+0.4%、17年度+0.7%と緩やかな回復を予測する。仮に、消費税率引き上げが18年4月に延期される場合には、17年度末にかけて駆け込み需要が発生し、17年度の成長率を+0.4%ポイント程度押し上げるとみる。

図表 2-20 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依然として高い。日本経済にとっては、次の3つのリスクが顕在化することで投資家のリスク回避姿勢が強まり、一段の円高・株安の進行が消費者や企業のマインドを悪化させ、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。株価再下落などにより消費への下押し圧力が強まれば、サービス業を含めた成長鈍化により1%台半ば程度の低成長が視野に入る。16年11月の米国大統領選の結果次第では経済政策の大転換も予想され、政策の先行き不透明感が強まっている。

第2は、新興国での強い信用収縮である。原油価格の持ち直しなどを背景に、16年2月頃からは新興国の資金流出傾向に一服感がみられているが、6月のOPEC総会における交渉が不調に終わり、原油価格が再度下落した場合や、米国の利上げ観測が再び強まった場合には、新興国からの資金流出の動きが再燃する可能性がある。BIS（国際決済銀行）によれば、15年9月末時点で、新興国向け信用残高は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、現時点で経済の急減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がある。

トピックス：熊本地震による経済面での影響

4月14日以降に発生した熊本地震は、サプライチェーンの寸断や観光需要の減少などを通じて経済面に影響を与えている。東日本大震災後に、事業継続計画の策定、工場の耐震補強、部品調達先の分散などの取組を進めてきたが、活発な余震活動の影響もあり全体として復旧は想定通りには進んでいない。

輸送機械や電子部品の被害大、4-6月期の鉱工業生産を最大▲2%ポイント下押し

熊本県には、輸送機械や電子部品の製造拠点が集積している。4月16日の本震後も活発な余震活動が続き、被害状況の把握や復旧作業に時間を要したほか、九州自動車道をはじめとする物流網の一時的な寸断により、熊本県からの部品供給が停滞。5月の連休明け頃から、被災工場の部分的な稼働再開や他工場での代替生産が本格化したものの、この間のサプライチェーン寸断の影響は全国に広がった。

最も影響が大きかったのが輸送機械だ。ドアチェックと呼ばれる部品を製造するアイシン九州の熊本工場が被災したことで、全国のトヨタの生産ラインが約2週間にわたって停止。自動車生産に約8万台分の遅れが生じた。ホンダの国内唯一の二輪車製造拠点である熊本製作所の完全復旧は8月中旬となる見通しだ。その他では電子部品への影響が大きく、三菱電機のパワー半導体やソニーのイメージセンサーの熊本工場が稼働停止。在庫品の出荷である程度対応できているとみられるが、工場の完全復旧が遅れば、エアコンや工作機械、デジタルカメラなど最終製品への影響が懸念される。

熊本県の製造業の付加価値額（13年度実績）は約9千億円であり、うち震度6以上の市町村の付加価値額は8割を占める（大分県の震度6以上の市町村の付加価値額の割合は1%程度）。仮に熊本県の震度6以上の被災地の製造業が1ヶ月稼働を停止した場合、付加価値の損失は600億円程度（GDP比0.01%）となる。また、熊本県の産業連関表を用いて熊本県での生産停止が全国生産へ与える影響が大きい業種をみると、電子デバイス、食料品、乗用車、はん用機械、医薬品などが上位に並ぶ結果となった（図表2-21）。

これらを踏まえると、熊本地震による4-6月の鉱工業生産の下押しは直接的には▲1.2%ポイント程度とみられるが、トヨタの生産ライン停止などによる素材産業への波及など間接的影響を加味すると、最大で▲2%ポイント程度の下押しとなる可能性がある。

熊本県の農業被害額は過去最大、観光客の戻りも鈍い

熊本県の農畜産業への影響も大きい。同県の農業産出額は3,283億円と全国6位だが、震災による農業施設や農作業機械、田畑などの推定被害額は1,022億円に上り、同県では過去最大規模。道路網や選果場の復旧に伴って農畜産物の出荷は徐々に再開しているものの、本格復旧にはなお時間を要する。

観光への影響も懸念される。熊本県と大分県を合わせると、年間延べ4千万人近い観光客が訪れ（全国シェア2.5%程度）、観光消費額は4千億円に上る（14年実績）。観光／宿泊施設などは徐々に営業を再開しているが、観光客の戻りは鈍い。GWや修学旅行シーズンと重なり、予約のキャンセルも相次いでいるほか、外国人観光客を中心に熊本県のみならず九州への旅行を見合わせる動きもみられる。

震災による需要喪失額は約5千億円、復興を担う人材の不足が課題

震災による製造業や農畜産物の生産の落ち込み、被災地の消費や観光需要の減少などを総合すると、熊本地震による需要減少の規模は約5千億円（全国GDP比0.1%程度、熊本県GDP比8%程度）に上るとみられる。ただし、5月以降は震災による生産の遅れを挽回する動きがみられるほか、復興住宅や公共インフラの復旧も本格化するとみられ、東日本大震災に比べれば規模は小さいものの、16年度末にかけて復興需要の増加が予想される。

復興に向けた予算編成の動きもみられる。熊本県と市は計440億円の緊急追加予算を決定したほか、国も7,780億円の補正予算を編成し、被災者の住居や生活資金の確保、公共施設の復旧、被災した中小企業の支援に充てる方針である。

今後の最大の課題は、復旧・復興を担う人手の不足である。自宅損壊等で在宅介護が難しくなった高齢者の施設受入が増加する中、職員の被災もあり福祉施設の人手が不足。住宅再建に必要な罹災証明の発効も自治体職員の人手不足で遅れている。既に九州の他の自治体を中心に約1400人の職員が被災地に派遣され、避難所運営などの業務にあたっているが、こうした支援の動きを広げ、人手不足が復旧・復興のボトルネックとなる事態は避けなければならない。

図表 2-21 熊本県の生産停止による全国生産への業種別の影響度

業種	全国産出額への寄与度
電子デバイス	0.036%
食料品	0.018%
乗用車・その他の自動車	0.011%
はん用機械	0.011%
医薬品	0.011%
建設・建築用金属製品	0.009%
パルプ・紙・板紙・加工紙	0.007%
産業用電気機器	0.007%
飲料	0.007%

注：熊本県からの移出額／全国産出額×全国の業種別シェアより算出。製造業の上位のみ抜粋。

資料：熊本県産業連関表、全国産業連関表より三菱総合研究所作成

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。16 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比年率+0.5%と 3 期連続で前期から伸びが低下した。消費の伸びが鈍化したほか、ドル高や新興国経済の減速などを背景に、輸出や設備投資が 2 期連続で減少した。在庫投資もマイナス寄与となり、全体を押し下げている。

消費は増加基調だが、株安の影響を受けて伸びは鈍化

消費は増加基調を維持しているが、伸びは鈍化している。16 年入り後、家計の消費性向が低下。①雇用・所得環境の回復、②住宅価格の上昇、③原油安による購買力の上昇が消費の押し上げ要因となっているものの、1~2 月にかけての株安が消費者マインドに悪影響を及ぼした可能性がある（図表 3-2）。

雇用・所得環境は、改善傾向を維持している。非農業部門の雇用者数は 16 年入り後も月平均 20 万人前後のペースで増加。失業率も FOMC 参加者が想定する長期均衡失業率付近まで改善し、これまで低下が続いていた労働参加率も 15 年末以降は持ち直している（図表 3-3）。今後も雇用・所得環境の改善が消費の支えになるとみられる。ただし、ドル高や世界経済の先行き懸念の高まりなど企業を取り巻く環境は悪化しており（後述）、製造業を中心に企業の雇用に対する姿勢は慎重化しつつある（図表 3-4）。家計も先行きの雇用に不安を高めており、消費の抑制要因になる可能性がある。

また、2009 年以降、資産効果を通じ消費を下支えしてきた株価は、16 年 1~2 月に下落するなど 15 年以降横ばい圏内で推移。背景には、①ドル高や新興国経済の減速を受けた一株当たり利益の減少（14 年末以降、約 4.5%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などがある。15 年後半以降は株価のボラティリティも高まっており、先行きの不透明感が消費者マインドに悪影響を与えた可能性がある。

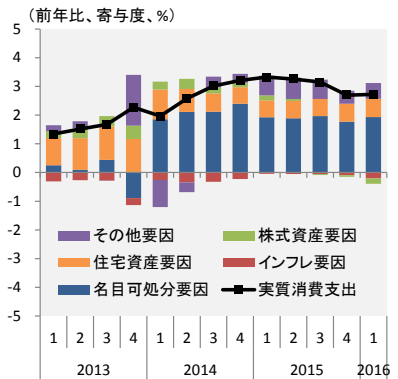
先行きは、雇用・所得環境の改善持続を背景に、消費の緩やかな拡大を見込む。ただし、①株安による資産効果のはく落に加え、②低金利下で拡大したサブプライム自動車ローンを中心に消費者ローンの伸びが鈍り、消費の拡大ペースは 2015 年よりも緩やかになると予想する。

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	2.4	1.9	2.3
個人消費	2.7	3.1	2.5	2.4
設備投資	6.2	2.8	▲0.2	3.8
住宅投資	1.8	8.9	9.7	4.6
在庫投資寄与度	0.0	0.2	▲0.2	▲0.0
政府支出	▲0.6	0.7	0.8	0.5
純輸出寄与度	▲0.2	▲0.6	▲0.2	▲0.1
輸出等	3.4	1.1	▲0.0	2.6
輸入等<控除>	3.8	4.9	1.0	2.6
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(除く重人)	6.2	5.3	4.9	4.7

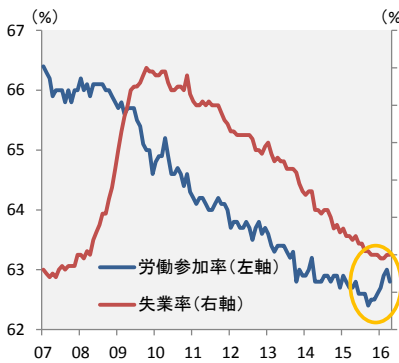
資料：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所

図表 3-2 消費の要因分解



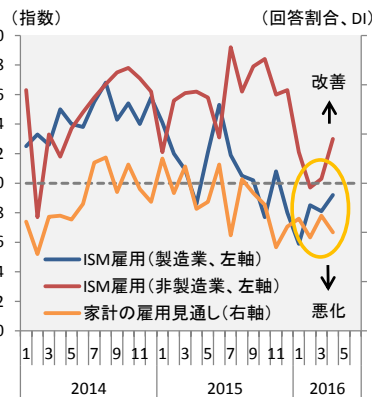
注：推計は三菱総合研究所。資料：米国商務省、FRB、S&P ケース・シラー、Bloomberg

図表 3-3 労働参加率・失業率



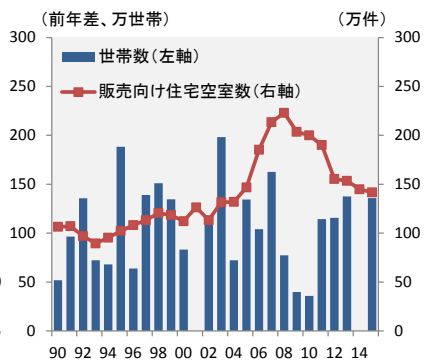
資料：米国労働省

図表 3-4 雇用の先行き



注：家計の雇用見通しは、6ヶ月先の雇用改善と回答した家計と悪化と回答した家計の割合の差。資料：ISM、コンファレンス・ボード

図表 3-5 世帯数・住宅空室数



注：01 年と 14 年の世帯数は、サンプルが異なるため除外。資料：米国国勢調査局

住宅市場は緩やかながらも回復基調は維持

住宅市場は、緩やかながらも回復が続いている。①住宅価格の所得を上回るペースでの上昇や、②利

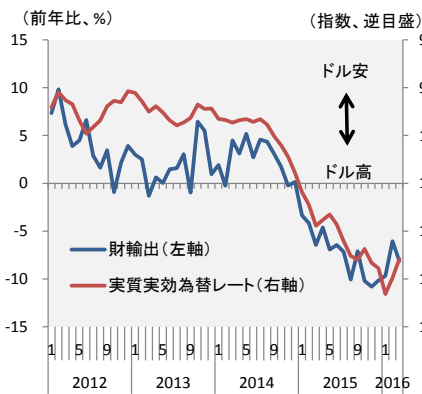
上げ開始前の駆け込み需要のほく落などにより、住宅販売件数は15年半ば以降、横ばい圏内にとどまるが、幅広い地域で住宅価格の上昇が継続。金融危機以降の世帯数の増加ペースの回復や、住宅空室率の低下もあり、今後も住宅価格の緩やかな上昇は続くと思われる（図表3-5）。

ドル高、原油安は一服も、生産・投資活動は鈍い

企業活動は輸出の減少・原油安の影響により、製造業や鉱業で悪化した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。3月の製造業の景況感（ISM指数）は6か月ぶりに拡大・縮小の分岐点である50を上回った。しかし、輸出の鈍い状況は継続（図表3-6）。生産活動も、海外経済の回復の遅れやドル高による輸出の減少を背景に、横ばい圏内にとどまる。

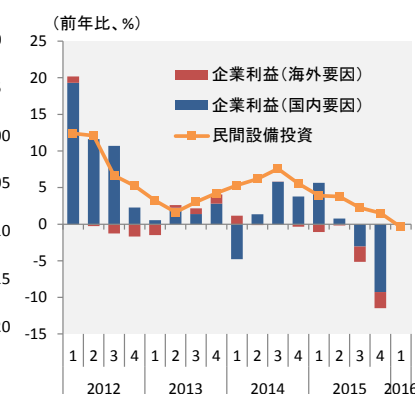
投資活動も弱い動きが続いている（図表3-7）。設備投資の先行指標である資本財新規受注は前年比マイナスで推移。背景には、①海外経済の減速やドル高による収益悪化、②生産活動の鈍化を受けた設備稼働率の低下、③15年後半以降の株価の不安定化による企業マインドの悪化がある。16年入り後、原油価格に持ち直しの動きがみられるが、シェール関連投資は力強さを欠く。原油安が続く中、シェール関連企業の倒産は増加傾向にある（図表3-8）。先行きも企業の投資活動は慎重な動きが続くだろう。

図表 3-6 為替・財輸出



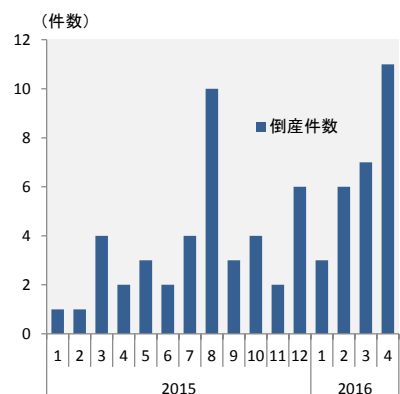
資料：国際決済銀行（BIS）、
米商務省

図表 3-7 企業利益・投資



資料：米商務省

図表 3-8 シェール関連企業の倒産件数



注：カナダを含む。
資料：Haynes and Boone

FRB、次回6月のFOMCでの利上げは見送りの可能性大

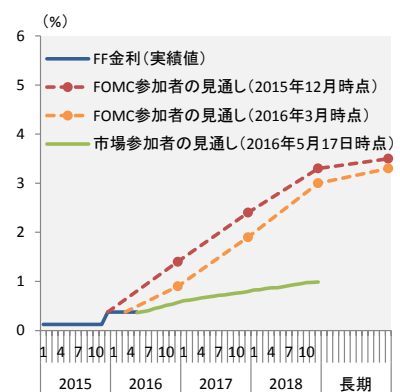
16年3月、4月の連邦公開市場委員会（FOMC）は、FF金利の誘導目標値を0.25～0.50%に据え置くことを決定。3月公表のFOMC参加者のFF金利の見通しは、16年は0.5%程度の利上げと予想しており、15年12月時点（同1%程度）から引き下げられた（図表3-9）。当社は、①米国経済の先行きを見極める必要や、②英国EU離脱に関する国民投票が6月下旬に予定されていることから、次回6月のFOMCでは利上げは見送られ、その後の利上げ判断も経済動向に基づき慎重に行われると予想する。

16年の成長率は1%台後半を予想

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、緩やかな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、原油安の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1-3月期の減速を考慮して前年比+1.9%（前回同+2.2%）と下方修正を行う。17年は同+2.3%（変更なし）と緩やかな回復持続を予測する。

リスク要因は、第1に、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1～2月にかけての株安につながった。2月後半以降は持ち直しているが、再び株安を招けば、逆資産効果や家計・企業マインド悪化を通じて、消費・投資の伸びが低下しかねない。第2に、市場の16年の利上げ観測は0.8回程度まで後退しているが、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考えられる。

図表 3-9 FF金利の見通し



注：FOMC参加者の見通しは中位数。
資料：FRB、Bloomberg

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弱い動きとなっているほか、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1-3月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.5%と前期（同+0.3%）から伸びを高めた。ドイツ（同+0.7%）、フランス（同+0.5%）、イタリア（同+0.3%）で伸びが高まったほか、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）。①雇用・所得環境の改善や、②原油安による家計の購買力上昇が消費を下支えしている。16年入り後は消費者マインドがやや悪化しているが、雇用者数や可処分所得の増加は続いており、先行きも消費は緩やかな回復が続くだろう。

設備投資に持ち直しの動きも、勢いを欠く

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。フォルクスワーゲンの不正問題やパリ同時多発テロ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。

こうした中、企業の投資活動にも持ち直しの動きがみられる（図表4-3）。固定資本形成は、金融危機前に比べて水準は低いものの、これまで弱い動きが続いていたフランスやイタリアでは増加に転じた。景気の回復傾向を背景にスペインでも高い伸びが継続。企業の借入需要も改善傾向が続いている。

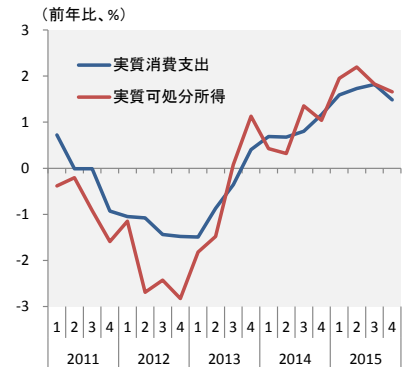
ただし、投資は今後も改善ペースは緩やかにとどまる可能性が高い。第1に、銀行の貸出姿勢は依然厳しい。ECBの金融緩和もあって貸出基準はやや緩和方向へ変化しているが、依然として厳格な状態が続いている（図表4-4）。南欧を中心に銀行の不良債権比率も過去に比べて高いことから（図表4-5）、企業向け銀行貸出は横ばいにとどまる。第2に、世界経済の先行きに不透明感が高まっており、企業は設備投資に慎重な姿勢を継続するとみられる。

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	1.6	1.4	1.5
ドイツ	1.6	1.7	1.6	1.6
フランス	0.2	1.2	0.8	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・所得



資料：Eurostat

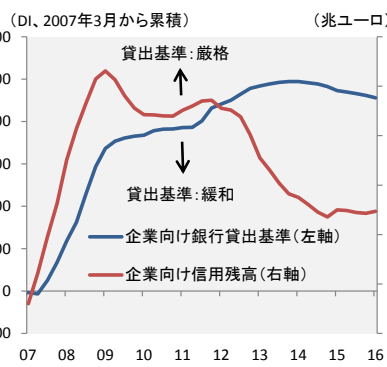
図表4-3 ユーロ圏の投資・借入需要



注：借入需要は借入需要が増加したと回答した銀行と減少したと回答した銀行の割合の差。

資料：Eurostat、ECB

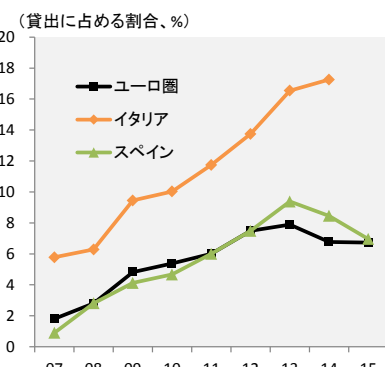
図表4-4 ユーロ圏の銀行貸出



注：貸出基準は、厳格化した銀行と緩和した銀行の割合の差を累積して計算。2007年3月を0とした際の相対的な厳格度合を示す。

資料：ECB

図表4-5 銀行の不良債権比率



資料：世界銀行

ユーロ圏の輸出は伸びが鈍い状態が継続

ユーロ圏の内需は総じて堅調な一方で、輸出環境は厳しい状況が続いている。15年秋以降、ユーロ圏の輸出は前年比0%付近で推移。①ロシア・中国向けを中心とする新興国向けに加え、②米国向けなど先進国向け輸出も弱い。ユーロ安は輸出を下支えしているとみるが、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の伸びは持ち直しているものの、今後も輸出は力強さを欠くと予想する（図表4-6）。GDPに占める輸出割合の高いドイツでは6ヶ月先の景況感が低下。輸出不

振が、生産や雇用、投資の抑制を通じ内需に波及する可能性には注意が必要である。

ECBは3月に追加緩和も、デフレーション傾向は継続

ユーロ圏では、デフレーション傾向が続いている。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（HICP）は前年比+0%付近での推移が継続（図表4-7）。欧州中央銀行（ECB）スタッフの物価見通しも下方修正が続いている。ECBはデフレ回避に向け、15年12月に続き16年3月の政策理事会でも追加緩和を決定。中銀預金金利の引き下げのほか、資産買入れプログラムに投資適格社債を含め、買い入れ規模も拡大した。しかし、その後も期待インフレ率の上昇やユーロ安進展はみられない。

先行きは、①14年半ば以降のユーロ安進行による輸入物価押し上げ効果がはく落していくとみられるほか、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。

16年1-3月期の上振れにより、ユーロ圏は16年を上方修正

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、①南欧諸国を中心に、銀行の不良債権比率の高まりが企業向け貸出の抑制要因となるほか、②輸出も新興国経済向けを中心に伸びが鈍化しており、力強さに欠けるとみる。

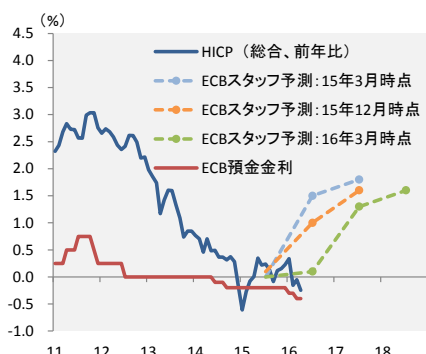
16年のユーロ圏の実質GDP成長率は、前年比+1.4%と（前回+1.3%）、15年の+1.6%から減速と予測。17年は、雇用環境の改善により、内需の回復が続くと予想し、ユーロ圏の見通しを前年比+1.5%（変更なし）と予測する。ドイツは、16年1-3月期の上振れを受け、16年は前年比+1.6%（前回+1.5%）と上方修正を行い、17年も同+1.6%と16年並みの成長を見込む。フランスは、1-3月期の上振れを受け、16年は同+0.8%と上方修正する（前回+0.5%）。17年はやや回復し、同+1.0%（変更なし）と予想する。

英国のEU離脱が最大のリスク

リスク要因は、第1に、6月23日実施予定の英国EU離脱の是非を問う国民投票による不確実性の高まりがある。消費者や企業のマインドが悪化すれば、ユーロ圏経済に悪影響を与える可能性がある。5月15日時点の世論調査では残留46%、離脱44%と僅差となっている。仮に離脱となった場合、短期的には金融市場の不安定化が英国、ユーロ圏ともに経済の足かせとなるほか、中長期的には貿易や投資の減少・ユーロ統合の後退が懸念される（図表4-8）。EUの政治的な不安定性の高まりなどによって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。

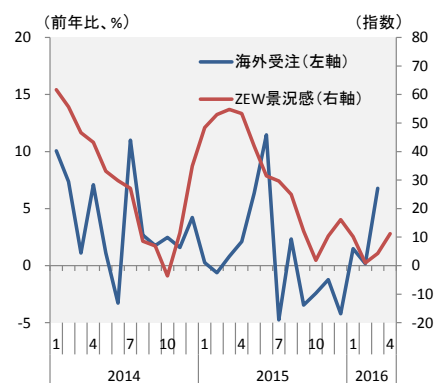
第2に、新興国経済のさらなる下振れが考えられる。新興国経済が急減速すれば、輸出・海外売上依存度の高いドイツ経済の腰折れにつながり、ユーロ圏経済全体を下押しする恐れがある。第3に、ギリシャのデフォルト懸念の高まりがある。EUやIMFの債権団によるギリシャ支援の条件である改革状況に関する審査が難航すれば、23億ユーロの大型返済が予定されている7月が近づくにつれギリシャ国債金利が上昇し、南欧諸国にも悪影響が波及する可能性がある。第4に、地政学リスクの高まりがある。欧州全体でテロの恐れがマインド低下につながれば、消費や投資が抑制されかねない。

図表4-7 ユーロ圏の物価
・ECB預金金利



資料：Eurostat, ECB, Bloomberg

図表4-6 ドイツの海外受注・景況感



注：ZEWは市場関係者の6ヶ月先景況感を示したものの。

資料：ZEW, Bloomberg

図表4-8 英国EU離脱の英国・ユーロ圏への悪影響

項目	英国への影響	ユーロ圏への影響
金融市場の不安定化	・輸出や投資減少を通じ、英国経済の先行き懸念が高まり、株価下落や金利上昇、通貨安の可能性 ・資金流入減少や資金流出により、GDPの約7%を占める経常赤字をファイナンスできない可能性	・南欧諸国を中心とするユーロ圏離脱や、輸出や投資減少を通じたユーロ圏経済の先行き懸念が高まり、株価下落や金利上昇、通貨安の可能性
貿易の減少	・関税手続きなどのコストが増加し、全体の約47%を占めるEU向けの輸出が減少	・関税手続きなどのコストが増加し、全体の約14%を占める英国向けの輸出が減少
投資の減少	・貿易協定交渉など先行きの不透明感が高まり、国内外からの英国への投資が抑制される	・貿易協定交渉など先行きの不透明感が高まり、圏内外からのユーロ圏への投資が抑制される
財政負担の増加	・EU財政向けの支出停止により財政支出は減少するが、英国GDP成長率の低下によって税収が伸び悩み、財政が悪化する可能性	・ドイツを中心に南欧向け支援や、難民・移民受け入れの負担が拡大
ユーロ統合の遅れ	—	・英国のEU離脱が各国のユーロ離脱派の追い風となり、ユーロやEUの結束が弱まる可能性

資料：OECD、各種資料より三菱総合研究所作成

5. 新興国経済

(1) 概観

一部に明るい動きも、減速傾向は続く

新興国経済は、一部に明るい動きがみられるものの、減速傾向が続いている。

中国経済は、インフラ投資など政府による景気刺激策が下支えしているものの、緩やかな減速が続いている。その他新興国においても、資金流出に一服感がみられるが、中国経済減速による影響などから減速傾向が続く。

15年中は、ロシア、ブラジル、マレーシアなど資源国において、①資源関連投資の低迷や、②資金流出進行により、投資の伸びが鈍化し、成長率が低下（図表 5-1）。

為替は、15年から16年1月にかけて、中国株安や原油安を背景に通貨安が加速したが、2月頃からは新興国の資金流出傾向に一服感がみられている（図表 5-2）。資金流出圧力緩和の背景には、①2月以降原油価格が持ち直したことや、②米国の利上げ観測がやや後退したことがある。原油価格の持ち直しは、サウジアラビア、ロシアなど産油国が、2月にドohaでの協議の結果、原油の増産凍結で暫定合意したことが要因。

ただし、増産凍結交渉が正式に合意できるかは依然として不透明である。2月の暫定合意を受けて、4月には主要産油国で原油の増産凍結について協議が行われたが、正式合意に至らず、6月のOPEC総会まで結論が先送りされることとなった。6月のOPEC総会における交渉が不調に終わり、原油価格が再度下落した場合や、米国の利上げ観測が高まった場合には、再び資金流出圧力が高まり、新興国の成長がさらに鈍化する可能性がある。

16年までは緩やかな減速が続く

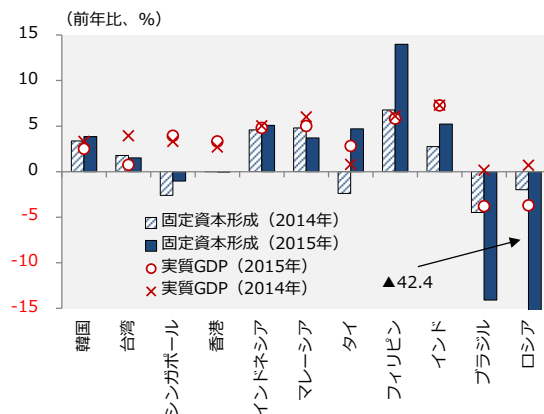
新興国経済の先行きは、中国経済の成長鈍化や資源国経済の不振による資金流出圧力の継続で、16年までは緩やかに減速傾向が続く見込み。中国経済は、政府による景気刺激策が今後も下支え要因となるが、過剰生産能力の調整などから17年にかけて緩やかな鈍化傾向が続くと見込む。

ASEANやその他東アジアは、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。ブラジルは政治問題の深刻化から、16年は15年に続き大幅なマイナス成長となる見込み。

中国急減速、米国利上げ観測の高まり、原油安がリスク

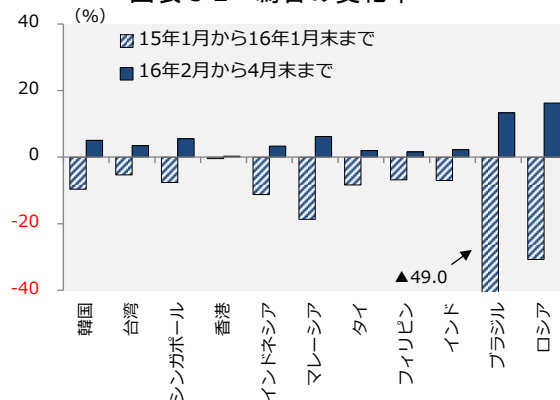
新興国全体で注視すべきリスクは、①中国経済の急減速と新興国全体への影響の波及、②米国利上げ観測の高まりによる新興国市場からの資金流出、③バランスシート調整圧力の高まりによる信用収縮の加速、④原油の増産凍結交渉決裂による原油価格の再下落とそれに伴う資源国経済のさらなる減速、などがあげられる。

図表 5-1 固定資本形成と実質 GDP の伸び率



資料：Bloomberg より作成

図表 5-2 為替の変化率



資料：Bloomberg 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	6.5	6.3
ASEAN5	4.6	4.7	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	4.4	4.8
フィリピン	6.1	5.8	6.0	5.9
タイ	0.8	2.8	3.1	3.0
ベトナム	6.0	6.5	6.0	6.0
香港	2.7	2.4	2.4	2.6
韓国	3.3	2.5	2.5	2.5
シンガポール	3.3	2.0	2.1	2.2
台湾	3.9	0.8	1.4	2.3
インド(年度)	7.3	7.3	7.1	7.1
ブラジル	0.2	▲ 3.8	▲ 3.4	▲ 0.2

注：シャドー部分は予測値。

資料：実績は IMF 等、予測は三菱総合研究所

(2) 中国経済 16年の成長率目標は6.5~7.0%

3月の全国人民代表大会（全人代）において、16年~20年の第13次5か年計画と16年の経済目標が採択された。5か年計画では、①経済の中高速成長の実現、②都市農村格差の是正、③環境の改善などが重点政策とされ、16~20年の成長率目標は年率6.5%に設定された。成長率目標のほか、戸籍上の登録人口の都市化率目標、農村貧困人口の全面解消を掲げるなど都市農村格差の是正に注力。環境政策についても、主要汚染物質排出量の削減幅を拡大させる方針。政府としては今後5年間で成長と分配両面の政策と環境への取り組みをさらに進める意向だ。

第13次5か年計画の最初の年になる16年の成長率目標は6.5~7.0%と設定し、マクロ経済の安定化を目指す。①サプライサイド構造改革の強化、②農民の収入増加、③環境対策の強化などが主要目標として掲げられ、とりわけ習近平総書記が打ち出した「サプライサイド構造改革」を重視する姿勢を明確にしている（図表5-4）。

サプライサイド構造改革の具体策としては、過剰生産能力の解消があげられる。供給過剰が続いている鉄鋼や石炭で、今後5年間に生産能力の約1割を削減し、失業者向けの対策基金として1000億元を割り当てる方針。

鉄鋼の生産能力は12億t、石炭は51億tと、生産能力と現在の生産量とのギャップは3割強にも上る（図表5-5）。政府は、過剰設備削減とともに、設備の新規増設を制限する方針を示している。今後5年間で持続的な安定成長を実現するためには、新規増設を厳に抑制し、中長期的な需給ギャップ解消を実現させる必要があるだろう。

不動産業や建設業がGDPを下支え

16年1-3月期の実質GDPは、前年比+6.7%（15年10-12月期：同+6.8%）と成長鈍化が続くも、減速ペースは緩やかである（図表5-6）。製造業の投資鈍化による第2次産業の減速は引き続き成長率を押し下げている。一方、第3次産業の成長ペースは緩やかになってきているものの、依然としてGDP全体の成長率を上回っている。

第3次産業のうち、これまで高成長を続けてきた金融業は、15年4-6月期をピークに、その後の株安の影響から急減速している（図表5-7）。

一方、金融業に代わって第3次産業の実質GDP成長率を下支えしているのは、不動産業、建設業である。不動産業、建設業は15年以降成長を加速させており、16年入り後、さらに伸びを高めている。不動産業や建設業の成長加速は、政府のインフラ投資や住宅規制緩和などの景気刺激策が背景にある。

図表 5-4 2016年の重点政策

2016年重点政策	
1	マクロ経済政策の安定化と充実化
2	サプライサイド構造改革 を強化
3	国内需要の掘り起こし
4	農業の発展加速、 農民の持続的収入増 を促す
5	新たなハイレベルの対外開放を推進
6	環境対策 を強化
7	民生（国民生活）を確実に保障・改善
8	行政サービス向上など政府機能の強化

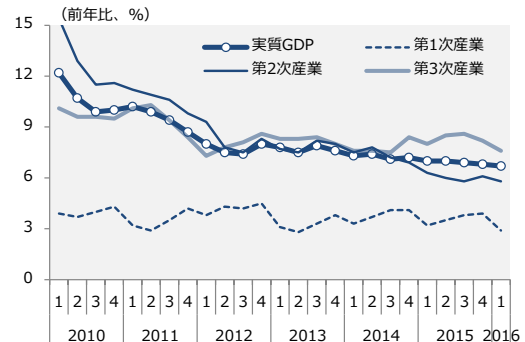
資料：「政府活動報告」より作成

図表 5-5 過剰生産能力の調整

	生産能力	実際の生産量	削減目標	削減率	雇用への影響
鉄鋼	12億t	8.0億t	5年間で 1-1.5億t	8~13%	▲50万人
石炭	51億t	37.5億t	3-5年間で 5億t	10%	▲130万人
セメント	35億t	23.5億t	5億t	14%	-
ガラス	10.7億重量箱	7.4億重量箱	-	-	-
造船	6500万t	4184万t	-	-	-

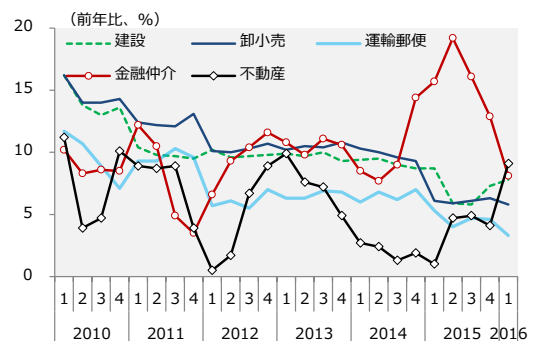
資料：各種報道より作成

図表 5-6 中国の実質GDP成長率



資料：Bloombergより作成

図表 5-7 中国の第3次産業GDP内訳



資料：Bloombergより作成

民間投資は減速傾向も、政府のインフラ投資が下支え

16年1-4月の固定資産投資は、前年比+10.5%と伸びが加速している（図表 5-8）。製造業は同+6.0%と伸びが鈍化したものの、電気ガスやインフラで投資が増加。企業債務拡大で製造業を中心に投資の下押し圧力は高まっているが、政府のインフラ投資拡大が投資全体を下支えしている。

住宅市場は、大都市圏で不動産価格が上昇する動きがみられる（図表 5-9）。中国の不動産市場は、住宅購入規制の導入もあり、15年1-3月期は前年比で下落。しかしながら、15年後半以降、①金融緩和が続く中、資金が株式市場から不動産市場に流入していること、②政府がローン頭金比率の引下げなど住宅購入促進策を講じたこと、などから大都市の住宅価格が高騰し始めている。

一方、地方都市では、過去の供給増により生じた住宅在庫がいまだに解消されておらず、中国の不動産市場は、弱い状態が続く地方都市と、価格が高騰している大都市で2極化の様相を呈している。都市部の住宅価格高騰は、短期的には景気下支えに貢献するとみられるが、持続可能性に乏しい。実際に、一部の政府関係者からは都市部の住宅価格高騰を警戒する声も聞かれている。今後、政府としては、地方都市の住宅需要促進策と都市部の価格高騰抑制策の両面を進めていく必要に迫られるだろう。

消費は堅調、輸出は弱い動きが続く

消費は引き続き堅調に推移している。小売売上高は、伸び率がやや鈍化しているものの、堅調な雇用・所得環境を背景に、幅広い品目で高い伸びを続けている。不動産市況の活発化により、家具や家電など住宅関連消費も増加。自動車販売は、15年10月以降の小型車向けの減税措置もあり、増加傾向となっている（図表 5-10）。

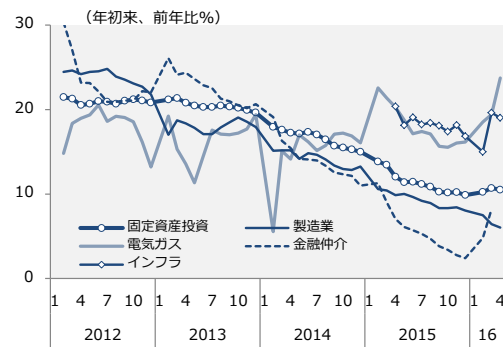
輸出は、春節の日取りの影響もあり、3月は大きく増加したものの、均してみれば緩やかな減少傾向が続いている。素材関連の輸出が低調であるほか、自動車や電子機器の輸出も前年比の減少幅が拡大している。

足元ではやや緩和も、資金流出傾向は続く

15年以降続いていた資金流出圧力は、米国の利上げ観測後退から、16年2月以降はやや緩和している。政府は、15年以降、人民元安定のため外貨準備の取り崩しを進めてきたが、2月以降は外貨準備高の減少幅がやや縮小している。（図表 5-11）。

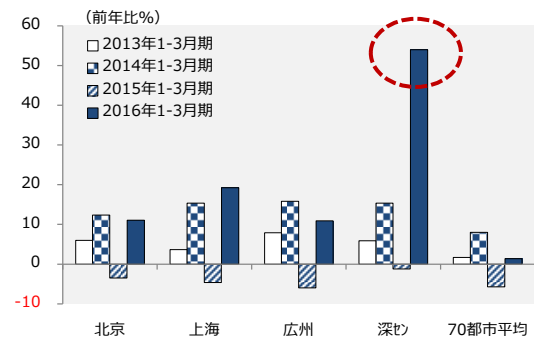
中国からの資金流出は、①中国の成長鈍化懸念から資金が海外に流出する動きに加え、②中国企業が戦略的に海外進出を強めていることから海外への直接投資が増加していることが背景にある。実際に、直接投資のフローをみると、15年前半まで流入超であったものが、同年後半は収支がほぼ均衡（図表 5-12）。中国の対外直接投資は香港向けが6割弱を占め、それを除くと日本の水準の半分程度にとどまるが、中長期的には、新興国経済をはじめ海外経済に与える影響は無視できないだろう。

図表 5-8 固定資産投資



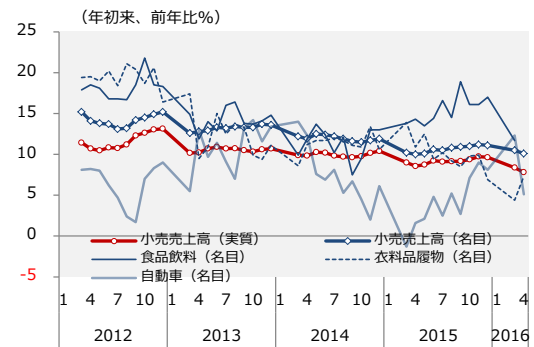
資料：Bloomberg より作成

図表 5-9 4大都市の新築住宅価格



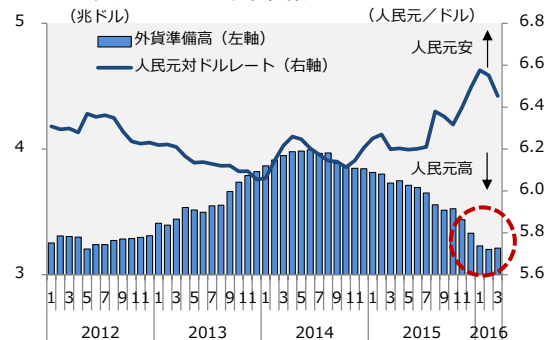
資料：Bloomberg より作成

図表 5-10 小売売上高



資料：Bloomberg より作成

図表 5-11 外貨準備と人民元レート



資料：Bloomberg より作成

中国企業の海外進出は今後継続的に行われる見込みであり、米国経済が上向けば利上げ観測も再び高まる可能性が高い。中国における資金流出傾向は、今後も継続すると予想する。

先行きは緩やかな減速を予想

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と見込む。先行きの実質 GDP 成長率は、前回見通し同様、16年+6.5%、17年+6.3%を予測する。

全人代の政府活動報告において、16年の財政赤字の対GDP比を▲2.4%から▲3.0%に拡大すると表明するなど、政府は財政面から景気を下支えする方針（図表 5-13）。5月には営業税を廃止し、増値税（付加価値税）に一本化するとともに、3,000億元規模の大規模な減税を行った。5か年計画の最初の年である16年に、財政政策による景気下支えにより急失速を回避しつつ、過剰生産能力削減を大胆に進めていくことができれば、緩やかな成長鈍化シナリオの実現可能性は高まるだろう。

一方、リスク要因は、①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、②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。

(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、中国の成長鈍化による輸出減速などから、総じてみると減速傾向が続く。

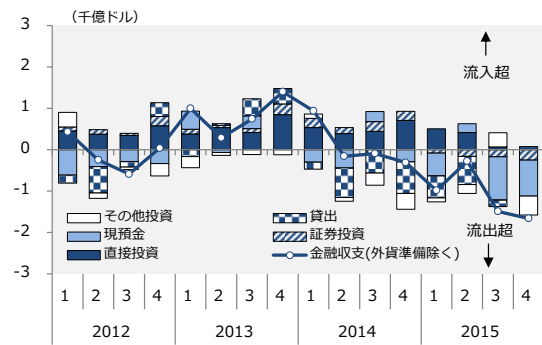
ASEAN5 をみると、インドネシアでは、通貨安一服による輸入インフレ圧力の弱まりや、相次ぐ景気刺激策による景気下支えにより成長が加速している。一方で、資源安や中国経済減速の影響を強く受けているマレーシアでは成長鈍化が続いており、ASEAN5 の成長率は総じてみれば横ばい圏内で推移している（図表 5-14）。

その他東アジア経済は総じて減速傾向が続いている。台湾では、中国経済減速などによる輸出の低迷からマイナス成長を続けている。韓国は、乗用車に対する個別消費税引下げなど政府による景気刺激策が経済を下支えているものの、景気の基調は弱い（図表 5-15）。

金融面では緩和傾向がやや強まる

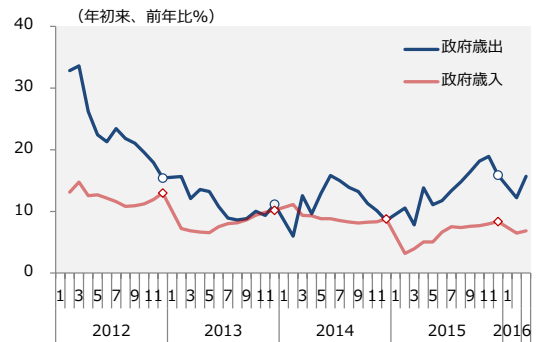
経済が減速傾向にある中、アジア各国は、財政・金融両面での景気下支えを行っている。財政面では、財政赤字の制約から大規模な財政政策は難しい中で、各国で、公共事業の上乗せや、前倒し執行などを通じた景気刺激策を実施。金融面では、インドネシアは年初以降3回にわたって政策金利を引き下げ、台湾も3月に政策金利を0.125%引き下げた。

図表 5-12 国際収支



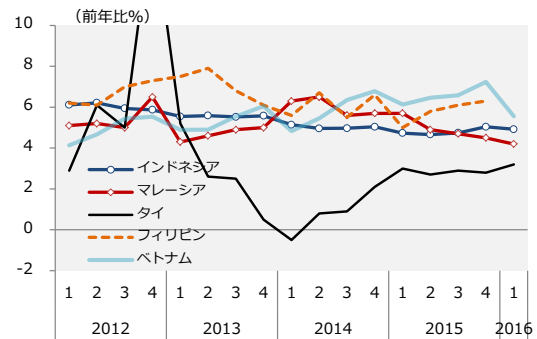
資料：中国国家外貨管理局より作成

図表 5-13 財政収支



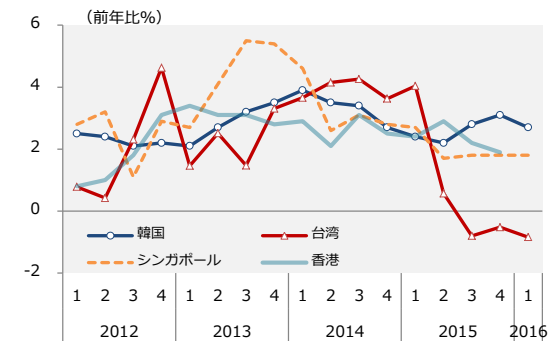
資料：Bloomberg より作成

図表 5-14 ASEAN の実質 GDP 成長率



資料：Bloomberg より作成

図表 5-15 その他東アジアの実質 GDP 成長率



資料：Bloomberg より作成

消費者物価の伸び率は、①通貨安一服による輸入インフレ圧力の弱まりや、②原油安の波及による原油関連品目の価格下落から、消費税導入による影響が残るマレーシアなど一部を除いて低下傾向を示している(図表 5-16)。物価上昇懸念が後退していることで、ASEAN 諸国を中心に金融緩和傾向がやや強まっている。ただし、米国利上げ観測が再び強まれば、資金流出圧力が再度高まる可能性が高く、大幅な金利引下げを実行することは難しい。

先行きの成長ペースは緩やか

ASEAN・その他東アジア経済は、資金流出の一服や、財政・金融政策による景気下支えもあり、落ち着きを取り戻している。しかしながら、中国経済の減速は続いており、台湾や韓国など中国経済減速の影響を強く受ける国を中心に、今後も成長ペースは緩やかなものにとどまるだろう。ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、前回見通しと同様に、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、台湾、韓国など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、原油の増産凍結交渉が失敗に終わり原油価格が急落、あるいは米国の再利上げに伴いリスクオフ姿勢が急速に強まった場合など、資金流出と通貨安の加速による内需の急減速が懸念される。第 3 に、首相の汚職疑惑が続くマレーシア、憲法改正の国民投票が行われるタイなどの政治情勢の変化が景気に及ぼす影響が懸念される(図表 5-17)。フィリピン大統領選挙は、ダバオ市長のドゥテルテ氏が勝利した。外資規制緩和に向けた憲法改正を打ち出すなど経済を重視する姿勢もみせるが、前アキノ政権の高い評価と比較すると、今後の政権運営を不安視する声が多い。強硬的な外交姿勢や過激な治安維持政策で外資が離反すれば、経済にマイナスの影響を与える可能性もある。

(4) ブラジル経済

経済は縮小が続く

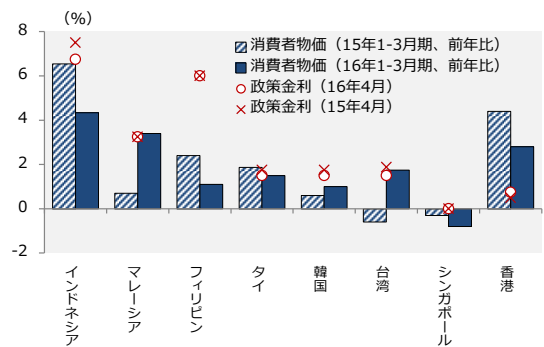
ブラジル経済は、内外需の低迷に加え、通貨安やインフレに伴う金利高止まりから大幅に悪化。15 年 10-12 月期の実質 GDP は、前年比▲5.9%と 7 四半期連続のマイナスとなった(図表 5-18)。16 年 1-2 月期の鉱工業生産は前年比▲12.3% (前期同▲12.2%)、実質小売売上高は同▲8.6% (前期同▲7.1%)と年初以降も経済の縮小が続く。内政面も、5 月上旬に大統領に対する職務停止が決定、テメル副大統領が大統領代行に就任し、閣僚も一新されるなど混乱が続いている。

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政府支出抑制から、16 年は前年比▲3.4% (前同▲2.6%)と下方修正。17 年も投資を中心に五輪開催後の反動減もあり、同▲0.2% (前同▲0.5%)と 3 年連続のマイナス成長を見込む。

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には、①政治の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。

図表 5-16 消費者物価の前年比と政策金利



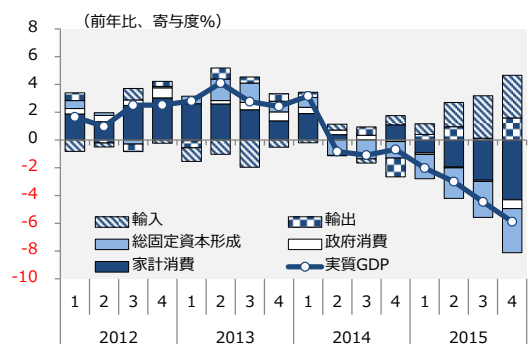
資料: Bloomberg より作成

図表 5-17 アジア各国の政治情勢

各国の政治情勢	各国の政治情勢
インドネシア	15年9月以降の一連の景気刺激策は第12弾まで公表。外資出資比率の緩和を公表、EUとのFTA交渉に向けた準備を進めるなど、構造改革が進む。
マレーシア	3月末に元首相であるマハティール氏が、政府系投資会社をめぐる汚職疑惑に関して、ナジブ首相を提訴するなど、混乱が続く。
フィリピン	5月にドゥテルテ氏の大統領就任が決定。憲法改正による外資規制緩和を謳うなど経済政策に前向きも、治安維持政策や外交面などで不安材料も多い。
タイ	3月末に新憲法草案を発表。民政移行までの間は上院を任命制にするなど、軍事政権の権力を強化。憲法改正の国民投票は8月7日実施。
韓国	4月13日に行われた韓国総選挙にて、野党「共に民主党」が第一党に。朴大統領の支持率も低下しており、議会で法案通過がより困難に。
台湾	1月の大統領選の結果を受け、5月20日から蔡政権がスタート。閣僚選任も実施。

注: 青のシャドーは政治情勢が不安定なことを、赤のシャドーは政治情勢が安定していることを示す。
資料: 各種報道より作成

図表 5-18 ブラジルの実質 GDP 成長率



資料: Bloomberg より作成

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 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）	489,560	500,325	506,434	511,949	1.5%	2.2%	1.2%	1.1%
	民間最終消費支出	293,206	291,663	293,735	293,032	▲0.8%	▲0.5%	0.7%	▲0.2%
	民間住宅投資	14,438	14,753	15,229	15,179	▲8.5%	2.2%	3.2%	▲0.3%
	民間設備投資	68,391	69,794	71,307	72,375	1.5%	2.1%	2.2%	1.5%
	民間在庫品増加	193	1,785	550	2,348	***	***	***	***
	政府最終消費支出	100,961	102,305	103,794	105,759	2.2%	1.3%	1.5%	1.9%
	公的固定資本形成	23,668	23,155	23,173	23,790	0.4%	▲2.2%	0.1%	2.7%
	公的在庫品増加	97	5	10	10	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲11,393	▲3,135	▲1,365	▲543	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	88,385	87,364	86,627	91,161	10.5%	▲1.2%	▲0.8%	5.2%
財貨・サービス輸入	99,778	90,499	87,992	91,704	4.0%	▲9.3%	▲2.8%	4.2%	

（単位：2005暦年連鎖方式価格10億円、%）

実 質	国内総生産（=GDP）	524,784	529,009	533,311	532,267	▲0.9%	0.8%	0.8%	▲0.2%
	民間最終消費支出	307,160	306,234	307,686	301,456	▲2.9%	▲0.3%	0.5%	▲2.0%
	民間住宅投資	13,143	13,455	13,762	13,345	▲11.7%	2.4%	2.3%	▲3.0%
	民間設備投資	70,724	71,878	73,328	73,685	0.1%	1.6%	2.0%	0.5%
	民間在庫品増加	253	1,956	473	2,271	***	***	***	***
	政府最終消費支出	102,318	103,973	105,535	106,460	0.1%	1.6%	1.5%	0.9%
	公的固定資本形成	21,779	21,305	21,192	21,215	▲2.6%	▲2.2%	▲0.5%	0.1%
	公的在庫品増加	60	▲6	22	22	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	11,317	11,748	12,362	14,967	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,724	92,048	93,471	95,631	7.9%	0.4%	1.5%	2.3%
財貨・サービス輸入	80,407	80,300	81,108	80,664	3.4%	▲0.1%	1.0%	▲0.5%	

		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	98.0	97.9	▲0.5%	▲1.0%	0.6%	▲0.0%
	国内企業物価指数	105.2	101.8	100.9	104.7	2.7%	▲3.2%	▲0.9%	3.7%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	103.2	103.2	103.6	106.0	2.8%	0.0%	0.4%	2.3%
	GDPデフレーター	93.3	94.6	95.0	96.2	2.4%	1.4%	0.4%	1.3%
	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	96.2	87.6	▲10.8%	4.6%	4.5%	▲8.9%

（単位：10億円、%）

対 外 バ ラ ン ス	経常収支（10億円）	8,725	17,975	18,937	20,500	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲9,314	▲581	2,364	4,025	***	***	***	***
	貿易収支	▲6,589	630	2,195	2,998	***	***	***	***
	輸出	75,637	73,136	70,032	73,697	8.5%	▲3.3%	▲4.2%	5.2%
	輸入	82,226	72,506	67,837	70,699	1.8%	▲11.8%	▲6.4%	4.2%
	通関収支戻（10億円）	▲9,128	▲1,082	344	1,115	***	***	***	***
通関輸出	74,667	74,117	73,484	77,321	5.4%	▲0.7%	▲0.9%	5.2%	
通関輸入	83,795	75,200	73,140	76,207	▲1.0%	▲10.3%	▲2.7%	4.2%	

為 替	国債10年物利回り	0.48%	0.29%	0.07%	0.10%	***	***	***	***
	M2	882,398	914,243	942,696	974,825	3.3%	3.6%	3.1%	3.4%
	日経平均株価	16,273	18,841	16,944	18,116	12.8%	15.8%	▲10.1%	6.9%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	80.6	44.9	48.0	53.5	▲18.6%	▲44.2%	6.8%	11.5%
	円/ドル レート	110.0	120.0	111.8	115.8	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.268	1.105	1.092	1.072	***	***	***	***
円/ユーロ レート	138.8	132.6	122.0	124.1	***	***	***	***	

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。17年4月の消費税率引上げ（8%→10%）を前提。

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。