

PRESS RELEASE

2016年11月15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7-9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。

新たな局面を迎えた世界情勢、日本経済の先行きも不透明に
日本の実質成長率予測値:2016年度+1.0%、2017年度+0.9%
(前回予測値(9月8日):2016年度+0.8%、2017年度+1.0%)

- 11月8日の米大統領選挙では、大方の予想を覆しトランプ氏が勝利した。今後の世界経済への影響として、第1に、米国の政策運営に関する不確実性の高まり、第2に、大規模減税やインフラ投資などの新経済政策、第3に、米国の保護主義化と世界への広がり、の3点が注目される。
- 現時点では、トランプ氏の大統領就任後の政策運営や議会との関係は極めて不透明なため、今回の海外・日本経済の予測では、上記の第1の影響である米国の政策運営に関する不確実性の高まりのみを反映し、各国・各地域の見通しを修正する。第2、第3の影響に関しては、トランプ政権発足後の政策運営をみながら、今後の見通し改定時に反映させていく予定である。

海外経済

- 米国経済:雇用の改善から消費主導の拡大は続くが、先行きの政策運営に関する不確実性が高まったことから、企業のマインド慎重化を見込む。17年は+1.7%と2年連続で2%を下回る成長を予測。
- ユーロ圏経済:雇用の改善、消費の緩やかな回復は続くが、英国のEU離脱問題や米国の政策運営の不透明感から、企業活動は力強さを欠くと見込む。17年は同+1.2%と予測する。
- 新興国経済:資源価格の反転やインフレ圧力緩和から17年にかけて緩やかな持ち直しに向かう見込み。中国経済は、過剰生産能力調整などの減速圧力を、政府の景気刺激策で緩和する構図が続くとみられ、16年は前年比+6.7%から17年は同+6.4%と緩やかな成長鈍化を予測。

日本経済

- 日本経済は3四半期連続のプラス。内需の足取りは鈍いが、外需持ち直しに支えられ、緩やかな回復を続けている。先行きは、経済対策による押上げが表面化してくるであろう。ただし、内需の弱さから経済対策効果を除けば潜在成長率並み(+0.5%程度)の成長にとどまる見込み。米国の政策運営の不確実性も、投資の下振れ要因になるとみられ、16年度+1.0%、17年度+0.9%と予測。
- 国内発のリスクは、企業マインドの一段の慎重化による17年度賃上げの鈍化。消費回復モメンタムが途切れれば、日本経済の回復自体が危ぶまれるなど先行き不透明感が増す。

世界経済の変動要因

- 世界各地で政治・経済の両面にわたり不透明な要因が増えており、成長率予測も上振れ・下振れともに幅をもってしておく必要がある。特に、次の3点が世界経済の先行きを左右しよう。
- 第1は、米国の新政権の政策運営。大規模減税やインフラ投資実行は、短期的には米国景気を刺激する。一方、これらの施策が財政赤字の大幅悪化を伴えば、長期金利上昇を招き景気刺激効果を削ぐ。NAFTA 脱退や不法移民の強制送還は米国経済に与えるマイナス影響も大きい。新政権が現実路線に舵を切るか、過度な保護主義化を議会が抑制できるのか、不透明要素が多い。
- 第2は、欧州の政治情勢。英国の「ハード・ブレグジット(強硬離脱)」に対する市場の懸念は強い。16年12月に伊で国民投票、17年は独、仏、蘭で選挙が行われるが、米英と同様に、内向き志向が強まる結果となれば、世界の保護主義化が加速する。米新政権の動き次第では1930年代のようなブロック経済化が進み、世界秩序の揺らぎと経済停滞を招きかねない。
- 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。政府は相次ぎ景気刺激策を講じているが、銀行の不良債権や企業債務の膨張など中国ショックへの火種がくすぶる。

米国の次期大統領はトランプ氏に、先行きの不確実性が上昇

11月8日の米国大統領選の結果、第45代米国大統領は共和党のドナルド・トランプ氏に決定。得票数ではわずかに民主党クリントン氏が上回ったものの、フロリダなど激戦州をトランプ氏が僅差で制したことから、選挙人では290人（11月14日時点）を獲得し圧勝。同日に行われた議会選挙でも、上院・下院ともに共和党が多数党となった。共和党は低・中所得者層の多い州で支持を伸ばした。

大統領選の結果を受けて、日本市場では一時リスク回避の円高・ドル安が進んだものの、米国市場では、①トランプ氏の大型減税などによる需要拡大期待、②インフレ予想の高まりによる長期金利の上昇、などから「ドル高・株高・債券安」が進行。一方、米国の長期金利上昇を受けて、新興国からは資金が流出した（図表 1-1）。

世界経済への影響は、次の3点が注目される。第1に、先行きの米国の政策運営に対する不確実性の高まりがある。①トランプ氏が公約で掲げた政策（NAFTA 再交渉や不法移民の強制送還）をどこまで実現するかは未知数であるほか、②新政権入りが有力視される閣僚・スタッフの政治経験が不足しており、③大統領と議会・共和党主流派で相容れない政策も多い。選挙後、米国経済政策に関する不確実性の大きさを示す「経済政策不確実性指数¹」が急上昇（図表 1-2）。先行きの不確実性の高まりは、企業活動を鈍らせ、米国のみならず世界経済の下押し要因となる。

第2に、減税や公共投資などの経済政策の影響である。所得税率の簡素化・引下げ、法人税率の減税（35%→15%）、年1千億ドル程度のインフラ投資などは、短期では成長率にプラスに働く。とくに減税は共和党主流派の支持が得られやすく実現可能性は高い。しかし、これらの財政政策実行により、今後10年間で財政赤字が5.3兆ドル拡大し、債務残高のGDP比は現状の77%から105%にまで上昇するとの試算もある²。財政赤字拡大懸念やインフレによる利上げ観測の高まりから、長期金利が急上昇すれば、減税やインフラ投資による刺激効果は削がれよう。

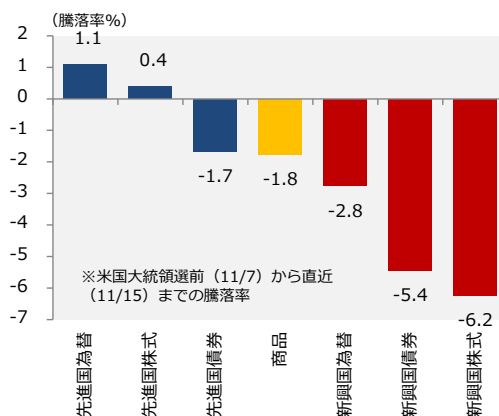
第3に、保護主義的な外交・通商政策の広がりである。北米自由貿易協定（NAFTA）の見直しや中国・メキシコへの関税強化など保護主義的な通商政策が行われれば、製造業を中心に世界的に大幅なサプライチェーンの見直しを余儀なくされるほか、米国の輸入物価の上昇などからインフレを招く。これらの政策には議会や共和党の反対も予想されるが、トランプ氏が大統領権限で強行実施する可能性もあり、予断は許さない。17年には独、仏、蘭で選挙が行われるが、欧州でも保護主義勢力が勢いを増せば、世界的な貿易縮小や経済停滞につながりかねない。

先行きの不確実性の高まりを受けて、内外経済の成長率見通しを下方修正

現時点では、トランプ氏の大統領就任後の政策運営や議会との関係は極めて不透明なため、今回の海外・日本経済の予測では、上記の第1の影響である米国の政策運営に関する不確実性の高まりのみを反映し、各国・各地域の見通しを修正する。第2、第3の影響に関しては、トランプ政権発足後の政策運営をみながら、今後の見直し改定時に反映させていく予定である（図表 1-3）。

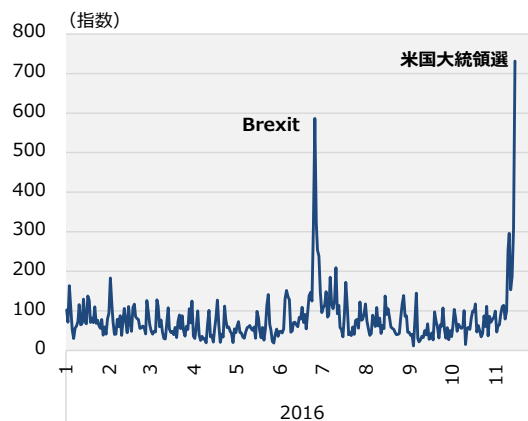
企業や家計が先行きの不確実性の高まりをどの程度意識しているか、正確に把握することは困難である。そこで、不確実性の代理変数として「米国の経済政策不確実性指数」を用い、①標準、②楽観、③

図表 1-1 大統領選後の金融市場の反応



資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 1-2 米国の経済政策不確実性



注：経済の不確実性と政策について言及した新聞記事の頻度などを基に、経済政策の不確実性を指数化したもの。
資料：Economic Policy Uncertainty

¹ 経済の不確実性と政策について言及した新聞記事の頻度などを基に、経済政策の不確実性を指数化したもの。

² 責任ある連邦財政のための委員会（CFRB）。<http://crfb.org/papers/promises-and-price-tags-preliminary-update>

悲観の3つのシナリオを作成。標準シナリオは、米国の経済政策不確実性指数が前年比+20ポイント程度上昇するケースである。これは15年夏に発生した「チャイナショック」程度に相当する。悲観シナリオは、同指数が前年比+50ポイント程度上昇するケースである。「リーマンショック」程度に相当する上昇だ。楽観シナリオは、同指数が横ばいで推移するケースである。各シナリオで主要国・地域の経済成長率がどの程度下押しされるか試算した。

結果は、震源地の米国は、標準シナリオで17年の実質GDP成長率が▲0.6%p、悲観シナリオでは▲1.6%pの大幅な下振れとなる。ユーロ圏や日本、中国についても米国ほどではないが、米国経済の減速の波及もあり、成長率の下振れが予想される(図表1-4)。本見通しは標準シナリオに基づいて作成。

図表 1-3 トランプ政権誕生による世界経済への影響

1 米国の政策運営 に対する不確実性 の高まり	<ul style="list-style-type: none"> ■トランプ氏の公約がどの程度実現するか、どの程度現実路線で政策を運営するのか、現時点では極めて不透明であり、世界的に企業マインドの慎重化の要因に
2 減税や公共投資 などの経済政策 の影響	<ul style="list-style-type: none"> ■所得税や法人税の減税、インフラ投資は短期では成長率にプラスに働く ■一方、財政赤字拡大への懸念(10年間で5.3兆ドル)やインフレによる利上げ観測の高まりから、長期金利が上昇すれば景気下押し
3 保護主義的な 外交・通商政策 の広がり	<ul style="list-style-type: none"> ■通商政策・移民対策の一部は、議会の反対があっても、大統領権限で強行実施する可能もある ■欧州でも内向き志向が強い政党が勝利すれば、世界の保護主義化が加速 ■世界貿易が停滞し、世界の景気後退リスク ■地政学的リスクも高まる

資料：三菱総合研究所作成

図表 1-4 米政策運営に対する不確実性
上昇による各国成長率への影響

	米国の経済政策 不確実性指数	実質GDP成長率			
		米国	ユーロ圏	中国	日本
楽観	0	不変	不変	不変	不変
標準	+20 チャイナショック 並み	▲0.6%p	▲0.1%p	▲0.1%p	▲0.2%p
悲観	+50 リーマンショック 並み	▲1.6%p	▲0.3%p	▲0.2%p	▲0.6%p

注：17年実質GDP成長率の大統領選前からの見直しからの変化分。米国の経済政策不確実性指数の上昇に加え、米国経済下振れによる貿易チャネルを通じた波及も考慮。
資料：三菱総合研究所作成

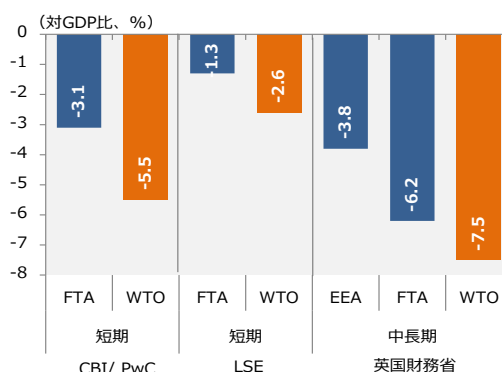
英国では「ハード・ブレグジット（強硬離脱）」懸念がくすぶる

英国 EU 離脱についても、先行きの不透明な状態が続いている。10月上旬の保守党の年次党大会で、メイ英首相は17年3月末までにEUへ離脱通告を行うことを明言。「移民制限」とともに「単一市場へのアクセス」の維持も目指す方針を改めて示した。しかし、11月上旬、英裁判所は離脱通告には議会承認が必要と判断。今後の最高裁の判決次第では、交渉開始が大幅に遅れる可能性がある。

英国のEU離脱の姿について、離脱自体をやめる「ノー・ブレグジット」を除けば、大きく3つの可能性がある。第1は、厳格な移民制限を実現するために欧州単一市場へのアクセスを犠牲にする「ハード・ブレグジット」、第2は、EU市場へのアクセスを最大限優先し移民制限では妥協する穏健路線「ソフト・ブレグジット」だ。第3として、移民を制限しつつ欧州単一市場へのアクセスは確保する「いいとこどり(cherry picking)」もあるが、これは反EU機運の高まりを恐れるドイツ、フランスの強硬な反対が予想される。メイ首相がブレグジット前から移民の制限に積極的であったことなどを勘案すると、第1の選択肢の可能性は否定できない。

ハード・ブレグジットの場合、英国の実質GDPは大幅に押し下げられる可能性がある。英国が通告後2年以内にEUと自由貿易協定(FTA)を締結できる可能性は低いとみられている。FTAを締結できずWTOルール下に入る場合、英国のGDPは▲3~8%弱押し下げられると予想される(図表1-5)。貿易チャネルを通じた世界経済への影響は限定的とみられるが、①リスク回避姿勢の強まりによる金融市場の不安定化、②欧州の事業環境の不確実性の高まりによる企業マインドの悪化、③EU離脱機運の欧州全体への広がりによる政治の不安定化、が懸念される。

図表 1-5 EU 離脱の英国経済への影響



資料：CBI、LSE、英国財務省より三菱総合研究所作成

(2) 世界経済の見通し

米国経済の不確実性の高まりから17年にかけて減速

世界経済：世界経済は欧米を中心に持ち直しつつあったが、米国の政策運営に対する不確実性の高まりが、企業や家計のマインドを慎重化させる可能性が高い。17年にかけて減速を見込む。

米国経済：雇用の改善から消費主導の拡大は続くが、先行きの政策運営に関する不確実性が高まったことから、企業のマインド慎重化を見込む。16年は前年比+1.5%、17年は同+1.7%と2年連続で2%を下回る低い成長を予測するが、政策次第で成長率の上振れ／下振れともに幅をもってみておく必要がある。

ユーロ圏経済：雇用の改善、消費の緩やかな回復は続くが、英国のEU離脱問題や欧州銀行の経営健全性に関する不透明感の高まりもあり、設備投資や輸出は力強さに欠けるとみられる。16年は前年比+1.6%、17年は同+1.2%と予測する。

新興国経済：資源価格の反転やインフレ圧力緩和から17年にかけて緩やかな持ち直しに向かう見込み。中国経済は、過剰生産能力の調整などによる景気減速圧力を、政府の景気刺激策で緩和する構図が続くとみられ、16年は前年比+6.7%、17年は同+6.4%と緩やかな減速を予測する。ASEAN経済は、インフレ圧力の緩和による消費の緩やかな回復などを背景に、16年は前年比+4.8%、17年は同+4.9%と予測する。インド経済は好調な内需を背景に高い成長を持続、ブラジル経済も資源価格の持ち直しなどでGDP減少幅の縮小を見込む。

(3) 日本経済の見通し

回復の足取りが弱いなか、米国の政策運営に対する不確実性の高まりが下振れ要因に

16年7-9月期は、季調済前期比+0.5%（年率+2.2%）と3四半期連続のプラスとなった。内需の足取りは鈍いが、外需持ち直しに支えられ、緩やかな回復を続けている。

先行きは、17年度にかけて、経済対策による国内需要の押し上げ³が表面化してくるとみられるものの、その影響を除けば潜在成長率並み（+0.5%程度）にとどまる見込み。企業の期待成長率の伸び悩みなどから企業の投資が盛り上がりや欠くほか、将来不安の高まりもあり消費回復の足取りは鈍い。加えて、米国の政策運営に関する不透明感の高まりから、企業の投資回復ペースは一段と鈍ると見込む。仮にNAFTA脱退など米国の通商政策の保護主義化が進めば、日本企業もサプライチェーンの大幅な見直しを余儀なくされ、自動車産業を中心に影響は甚大だ。今後の米国の経済政策の行方は未知数ながら、不透明感の高まりは企業の投資マインドを冷やすであろう。

これらを踏まえ、日本経済の実質GDP成長率（前年比）は、16年度+1.0%、17年度+0.9%と予測する。前回見通し（9月8日）から、16年度は+0.2%pの上方修正、17年度は▲0.1%pの下方修正を行う。

国内発のリスクは、企業マインドの一段の慎重化による17年度賃上げの鈍化。消費回復モメンタムが途切れれば、日本経済の回復自体が危ぶまれるなど先行き不透明感が増す。

(4) 世界経済の変動要因

世界各地で政治・経済の両面にわたり不透明な要因が増えており、成長率予測も上振れ・下振れともに幅をもってみておく必要がある。特に、次の3点が世界経済の先行きを左右しよう。

第1は、米国の新政権の政策運営である。大規模減税やインフラ投資実行は、短期的には米国景気を刺激する。一方、これらの施策が財政赤字の大幅悪化を伴えば、長期金利上昇を招き景気刺激効果を削ぐ。NAFTA脱退や不法移民の強制送還は米国経済に与えるマイナス影響も大きい。新政権が現実路線に舵を切るか、過度な保護主義化を議会が抑制できるのか、不透明要素が多い。

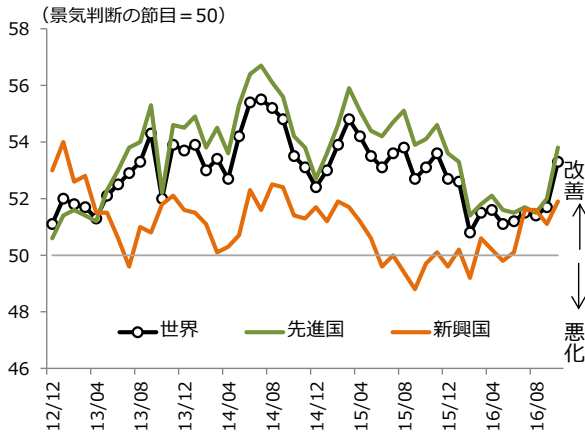
第2は、欧州の政治情勢である。英国の「ハード・ブレグジット（強硬離脱）」に対する市場の懸念は強い。16年12月に伊で国民投票、17年は独、仏、蘭で選挙が行われるが、米英と同様に、内向き志向が強まる結果となれば、世界の保護主義化が加速する。米新政権の動き次第では1930年代のようなブロック経済化が進み、世界秩序の揺らぎと経済停滞を招きかねない。

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急騰、②銀行の不良債権増加、③企業の債務膨張など、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。

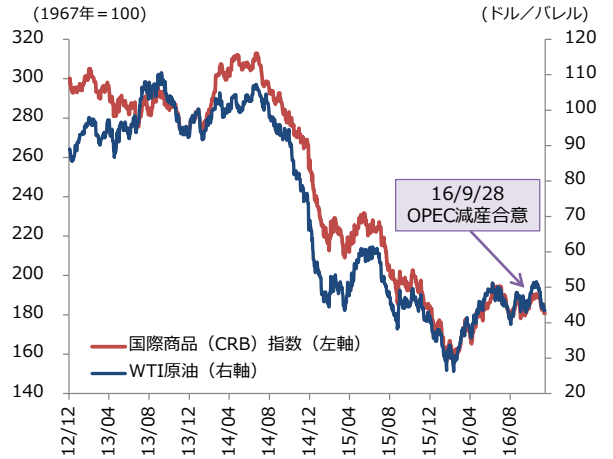
³ 16年度後半から17年度にかけては、16年8月に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」がGDPの押し上げ要因となろう。トータルでの経済効果は、政府試算のとおり約1.3%程度と見込まれるが、効果発現のタイミングなどを考慮すると、16年度の実質GDP成長率を+0.1%p、17年度を+0.4%p程度押し上げると見込む。

世界経済・金融市場の動向

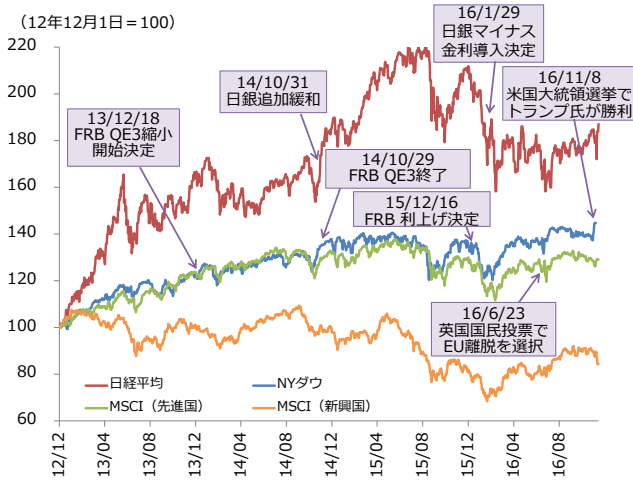
図表 1-6 PMI 総合指数



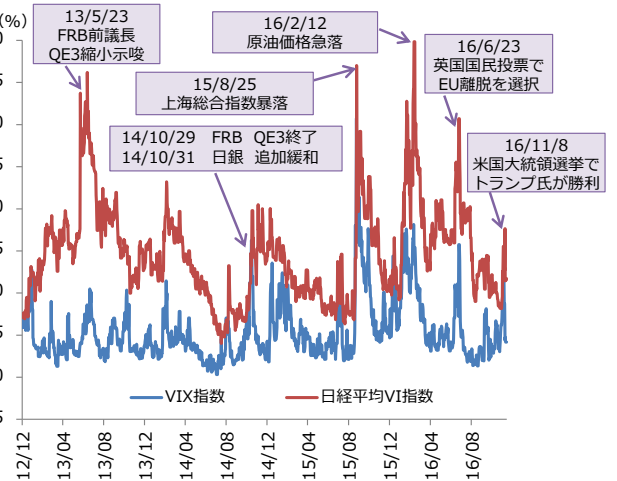
図表 1-7 商品市況



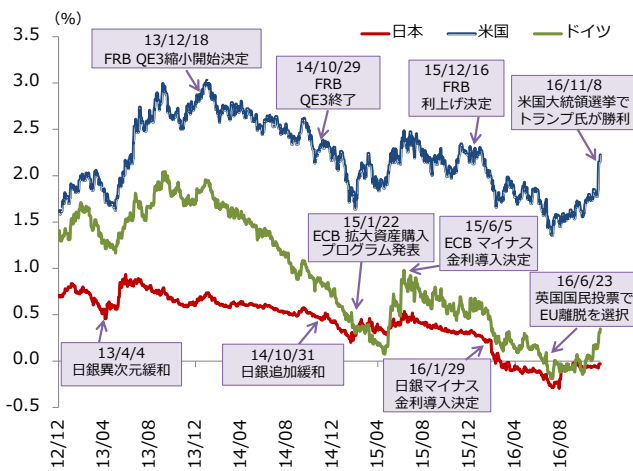
図表 1-8 株価



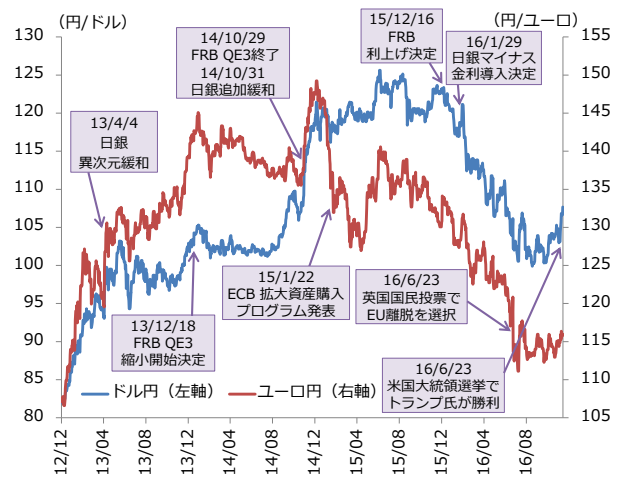
図表 1-9 日本と米国のボラティリティ指数



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の。

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。

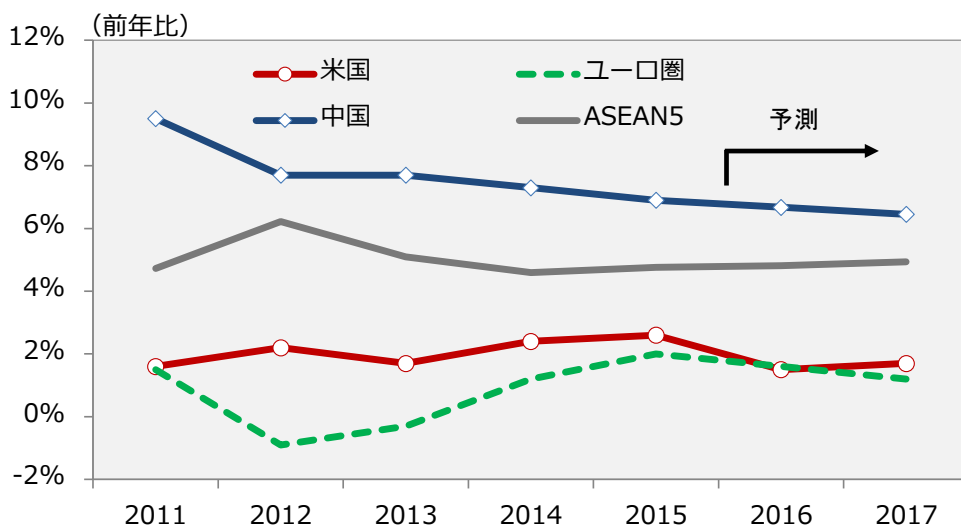
注3: 直近値は PMI 総合指数が 10 月、その他は 11 月 14 日。

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	2.6	1.5	1.7
ユーロ圏	2.0	1.6	1.2
中国	6.9	6.7	6.4
ASEAN5	4.8	4.8	4.9
インドネシア	4.8	4.9	5.1
マレーシア	5.0	4.2	4.6
フィリピン	6.3	6.6	6.0
タイ	2.8	3.3	3.0
ベトナム	6.7	6.0	6.1
香港	2.4	1.7	2.7
韓国	2.5	2.9	2.7
シンガポール	2.0	1.9	2.4
台湾	0.7	1.2	2.1
インド（年度）	7.3	7.3	7.4
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: %)

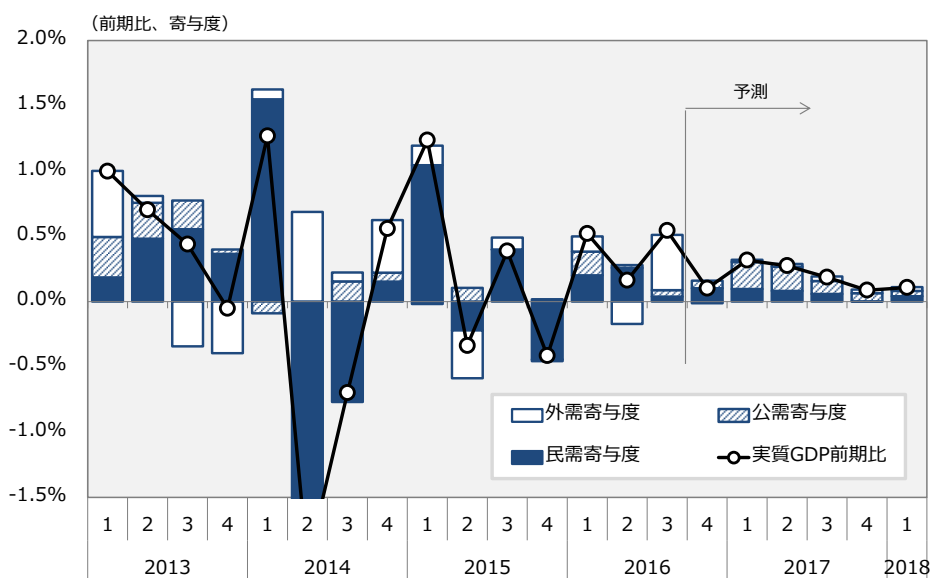
項目	2014年度		2015年度		2016年度		2017年度	
	実績		実績		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	▲ 0.9	***	0.9	***	1.0	***	0.9	***
内需	▲ 1.5	▲ 1.6	0.8	0.8	0.5	0.7	0.8	0.7
民需	▲ 1.9	▲ 1.5	0.8	0.6	0.3	0.4	0.3	0.2
民間最終消費支出	▲ 2.9	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 0.1	0.5	0.3	0.7	0.4
民間住宅投資	▲ 11.7	▲ 0.4	2.4	0.1	6.4	0.2	▲ 2.9	▲ 0.1
民間企業設備投資	0.1	0.0	2.1	0.3	0.3	0.0	0.8	0.1
民間在庫投資	***	0.6	***	0.3	***	▲ 0.1	***	▲ 0.1
公需	▲ 0.3	▲ 0.1	0.7	0.2	1.1	0.3	2.1	0.5
政府最終消費支出	0.1	0.0	1.6	0.3	1.2	0.2	1.5	0.3
公的固定資本形成	▲ 2.6	▲ 0.1	▲ 2.7	▲ 0.1	1.1	0.0	5.2	0.2
外需(純輸出)	***	0.6	***	0.1	***	0.3	***	0.2
輸出	7.9	1.3	0.4	0.1	0.2	0.0	1.4	0.2
輸入	3.4	▲ 0.7	▲ 0.0	0.0	▲ 1.5	0.2	0.3	▲ 0.1
名目GDP	1.5	***	2.3	***	1.2	***	1.5	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-14 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	1.2%	-0.3%	0.4%	-0.4%	0.5%	0.2%	0.5%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	
	前期比年率	5.0%	-1.3%	1.6%	-1.6%	2.1%	0.7%	2.2%	0.4%	1.3%	1.1%	0.7%	0.3%	0.4%	

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

内需の伸びは鈍いものの、3 四半期連続のプラス成長

16年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比+0.5%（年率+2.2%）と、3 四半期連続のプラスとなった（図表 2-1）。GDP の水準としては、消費税増税前の駆け込み需要で盛り上がった14年1-3月期に並ぶ水準まで回復。

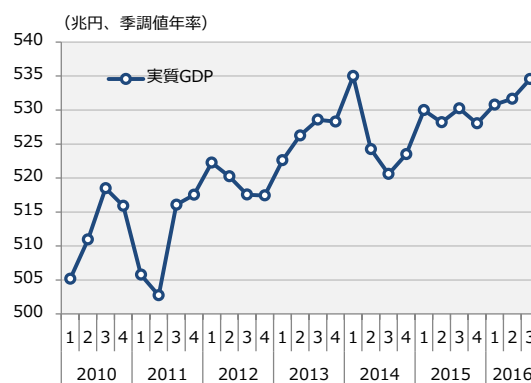
もっとも、外需が成長押上げの主因であり、内需の寄与度はほぼゼロであった。消費は、耐久財消費に持ち直しの動きがみられるものの、天候不順が重石となり小幅プラスにとどまった。設備投資も既往の円高による収益悪化などが企業の投資姿勢を慎重化させた可能性があり、横ばい。一方、輸出は同+2.0%と高い伸びとなり成長に寄与した。熊本地震からの挽回生産に加え、電子部品・デバイスなど新型スマートフォン関連の押し上げもあったとみられる。

今後の日本経済をみる上では、内需が自律的な回復経路をたどるかが重要なポイントとなる。加えて米国大統領選におけるトランプ氏の勝利が、日本経済に与える影響が注目される。

一時的に円高・株安も、その後は落ち着きを取り戻す

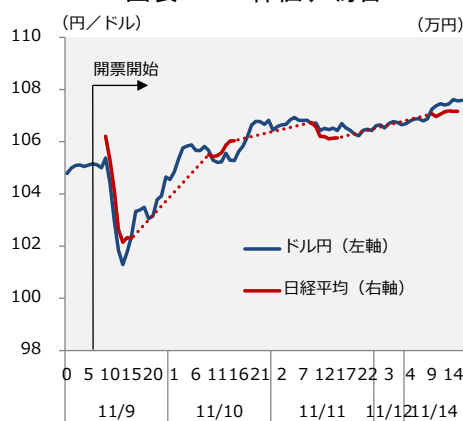
米国大統領選後の金融市場の動きをみると、トランプ氏勝利を受けて一旦はリスクオフの動きから円高・株安が進行。しかし、積極財政への期待などによる米国長期金利上昇から、11月15日時点で108円近くまで円安が進行したほか、日経平均も反発した（図表 2-2）。

図表 2-1 実質 GDP



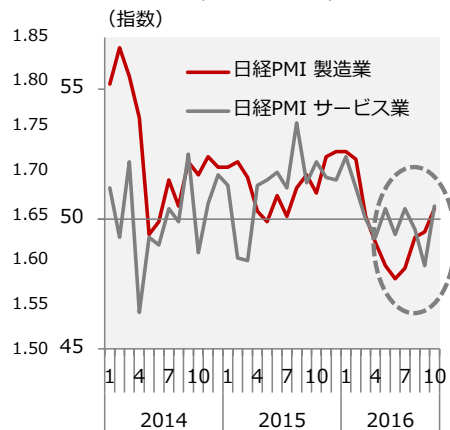
資料：内閣府「国民経済計算」

図表 2-2 株価、為替



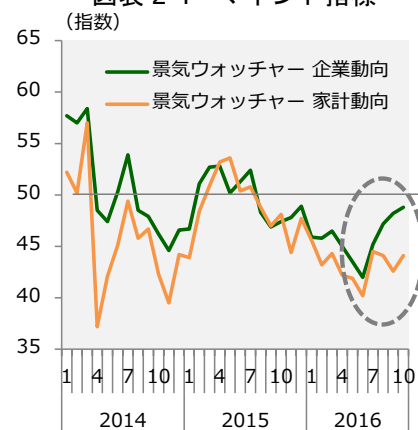
資料：Bloomberg

図表 2-3 日経 PMI



資料：Bloomberg

図表 2-4 マインド指標



資料：内閣府「景気ウォッチャー調査」

米国の政策運営に対する不確実性の高まりが投資の下振れ要因に

一方、米国の政策運営に対する不確実性の高まりは、企業のマインド悪化要因となろう。最近の企業マインドの動きを振り返ると、円高の一服や生産の持ち直しを背景に、製造業を中心に持ち直しの動きをみせていた（図表 2-3、2-4）。しかしながら、米国の政策運営に対する不確実性の高まりが17年度にかけて企業マインドを悪化させ、投資の下振れ要因となるであろう。当社では、こうした不確実性の上昇により、17年度の日本の実質GDPが▲0.2%程度押下げられると見込む。

ただし、今回の見直しには、あくまで米国の政策運営に対する不確実性上昇のみを織り込んでおり、トランプ次期政権が掲げる各種政策の影響は現時点では織り込んでいない。日本経済への影響は多方面に及ぶとみられるが、通商政策転換の影響は大きいだろう。TPP発効が事実上困難となれば、安倍政権のTPP発効を梃子とした国内構造改革が後退しかねないほか、NAFTAの枠組みが崩れれば、メキシコを輸出拠点として生産活動を行う自動車産業などの日系企業は、事業戦略の大幅な見直しを迫られよう。

メキシコからの輸入品への関税が仮に35%引き上げられた場合、米国向けの生産拠点としてメキシコ

に進出している企業は、米国などへの生産移管を余儀なくされる可能性があり⁴、サプライチェーンの再構築には膨大なコストがかかる。連結での企業収益の悪化を通じて国内投資や賃上げに悪影響が及ぶ可能性は否めない。また、米国新政権の通商政策は未知数なところも多く、メキシコ・中国のみならず日本からの輸入関税の引上げに発展する可能性も否定はできないほか、為替操作国への認定などで円高圧力が加わるリスクもあり、そうした場合には、輸出の大幅な下振れ要因となろう。

一方、トランプ氏が大統領就任後、外交・通商政策は現実路線に舵を切り、国内の経済立て直しを優先していく姿勢を示す場合には、日本企業のマインドも回復していくであろう。

(2) 輸出の動向

アジア向けを中心に輸出は2四半期ぶりにプラス

輸出は16年7-9月期に入り、持ち直しの動きがみられた。これまで増加基調にあった米国向けが弱めの動きとなったものの、中国やNIEs、ASEANなどアジア向けは改善しつつある(図表2-5)。

財別では、NIEs向けの化学製品の改善傾向が続いているほか、電気機械がアジア向けの新型スマートフォン関連輸出により増加している(図表2-6)。一方、これまで増加基調にあった輸送用機械は、足元では横ばいとなったほか、金属・同製品がアジア向け鉄鋼輸出の不振、一般機器が後述する世界的な投資の減速などにより、それぞれ弱い動きが続いている⁵。

一般機械の輸出低迷の背景には、世界的な投資需要の弱さがある(図表2-7)。日本の主要輸出相手国の投資需要を確認すると、中国の伸び鈍化が顕著なほか、米国が足元は減少に転じている。背景には、①中国の過剰設備問題による構造調整圧力の強まり、②先進国の期待成長率の低下などがある。更に、世界の投資需要の減速以上に日本の一般機械輸出の伸びが弱い背景には、③新興国の技術力向上による資本財等の内製化などの要因もあるとみられる。

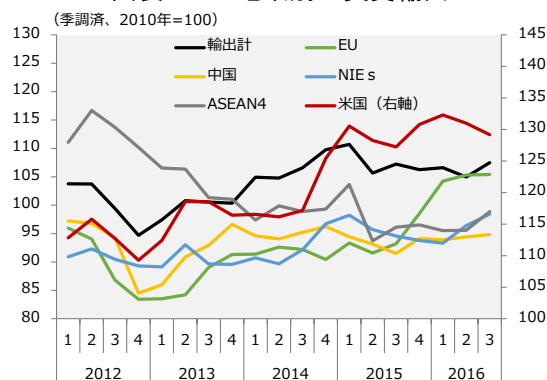
資本財輸出の不振などから回復は緩やかに

先行きの輸出は、米国の消費の堅調や、中国を除くアジア地域の内需持ち直しなどから、自動車などの消費財輸出が底堅く推移し、緩やかながらも回復していくとみられる。

もっとも、①年初以来の円高がラグをもって輸出の下押し圧力となること、②世界的に投資需要の弱い状況が続くと予想されること、③新型スマートフォン関連による輸出の押し上げ効果も16年度後半には剥落すると予想されることなどが輸出回復の重石となろう。

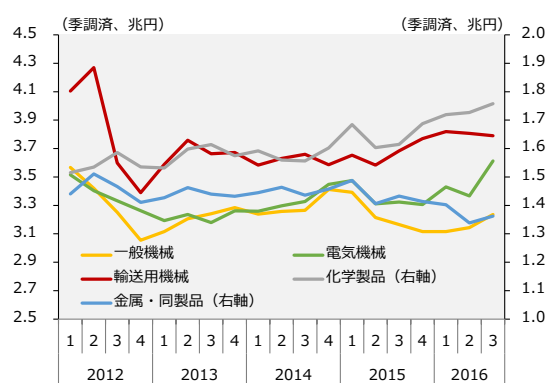
以上から、日本の実質輸出は、16年度は前年比+0.2%、17年度は同+1.4%と予測する。

図表 2-5 地域別の実質輸出



資料：輸出計は、内閣府「国民経済計算」。地域別輸出は、日本銀行「実質輸出入」より三菱総合研究所作成

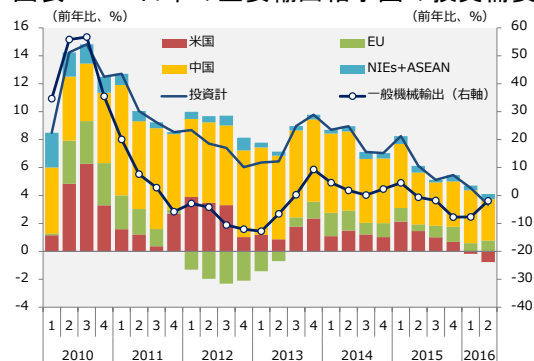
図表 2-6 財別の実質輸出の推移



注：実質輸出額は、各項目の名目輸出金額を、対応する輸出物価指数で実質化した後、季節調整を実施して作成。

資料：財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-7 日本の主要輸出相手国の投資需要



注：各国の民間固定資本形成等から実質設備投資指数を作成し、IMFの投資・GDP比率より求めたドルベースの投資金額によりウェイト付けて作成。

資料：CEIC、IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

⁴ 一部が日本国内生産に切り替わる可能性もあるが、大手自動車メーカーは米国での十分な供給能力を有しているほか、米国への政治的配慮もあり、日本からの輸出への代替を大規模に進めることは考えにくい。

⁵ 一般機械輸出は足元やや持ち直しているが、新型スマートフォン関連とみられるNIEs向け半導体等製造装置の受注増によるところが大きく、建設機械などは、引き続き低下傾向が続いている。

(3) 生産の動向

熊本地震からの挽回生産などから、生産は持ち直しの動き

鉱工業生産指数は、水準は依然として低いものの、持ち直しの動きがみられる（図表 2-8）。16年7-9月期は、輸送用機械が熊本地震からの挽回生産により前期比+2.1%と増加したほか、新型スマートフォンの販売開始による受注増で電子部品・デバイスの生産が同+4.6%と大きく増加、はん用・生産用・業務用機械も半導体製造装置の増加から同+1.3%のプラスとなった（図表 2-9）。また、在庫は、足元では電子部品・デバイスを中心に調整が進み始めているものの、出荷の伸び悩みもあり、在庫率の改善は遅れている。

生産押上げ要因の剥落により、生産の回復ペースは鈍化

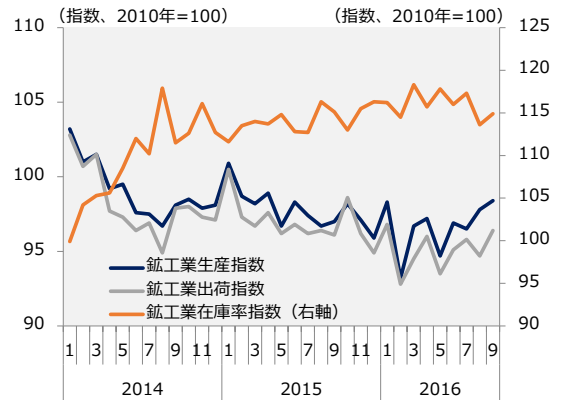
先行きについては、生産の回復ペースはやや鈍化する可能性が高い。16年度前半の生産押上げ要因となった、①新型スマートフォン向けの電子部品・デバイスの増産、②熊本地震による自動車等の挽回生産は、16年度後半には剥落していくとみられ、内外需の回復力見合いでの緩やかな回復にとどまると予想する。以上から16年度の生産は前年比▲0.2%、17年度は同+1.3%と緩やかな回復を予測する。

(4) 企業収益の動向

円高等による企業収益下振れも、手元流動性は潤沢

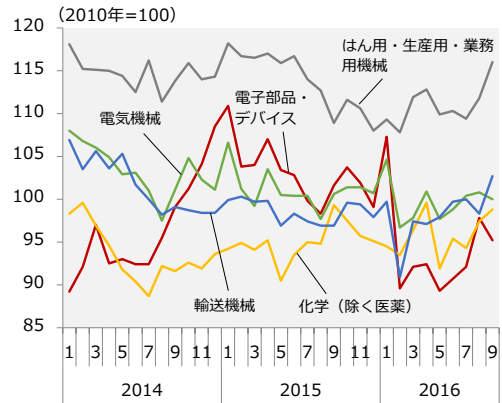
企業収益は、引き続き高水準にあるものの、既往の円高進行から、製造業を中心に足元弱含んでいる。製造業は、売上の減少や為替差損が含まれる営業外損益の押し下げ幅縮小により、4-6月期にかけて収益が悪化（図表 2-10）。非製造業も、原油安による変動費負担の減少から高水準を維持しているものの、人件費抑制効果の縮小や売上の減少が収益改善の重石となっている（図表 2-11）。このように企業収益を巡る環境は悪化しているが、ストック面でみれば、企業の手元資金は過去最高水準まで積み上がっている（図表 2-12）。潤沢な手元資金を活用し、良質な人材確保のための賃上げや労働条件の改善、人材開発投資、生産性上昇に向けた積極的な設備投資の実施などに踏み切れるかが、日本経済の好循環実現の鍵を握る。

図表 2-8 生産・出荷・在庫率指数



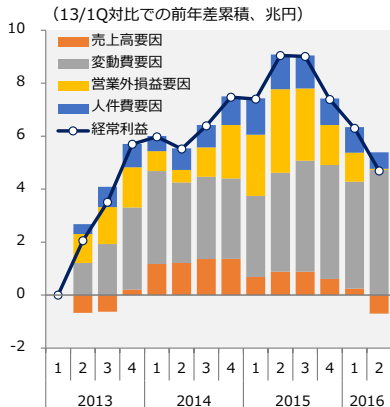
資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-9 業種別生産指数



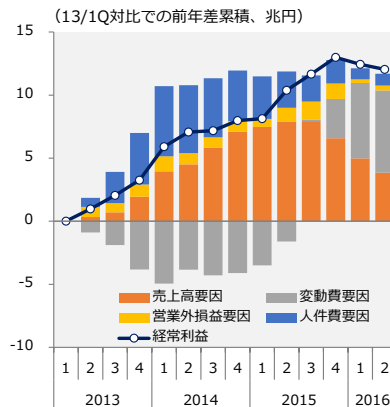
資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-10 製造業の経常利益の要因分解



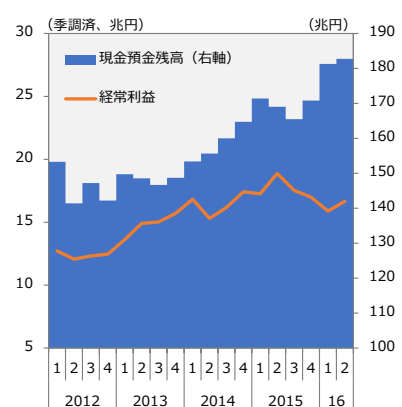
注：全規模ベース。
資料：財務省「法人企業統計」

図表 2-11 非製造業の経常利益の要因分解



注：全規模ベース。
資料：財務省「法人企業統計」

図表 2-12 経常利益と現金預金残高



注：全規模ベース。
資料：財務省「法人企業統計」

(5) 設備投資の動向

非製造業の伸び鈍化により設備投資の不振続く

16年7-9月期の民間企業設備投資は、季調済前期比0.0%となった(図表2-13)。2四半期連続のマイナスのあとの横ばいであり、設備投資の不振が続いている。

製造業では、素材業種の投資が低調に推移している一方、輸送用機械や情報通信機械が増加しており、緩やかながらも伸びが高まった。一方、非製造業は、電力業は堅調に推移しているものの、これまで増加基調が続いていた不動産業が足元では横ばいとなっており、業種によりばらつきがみられる。

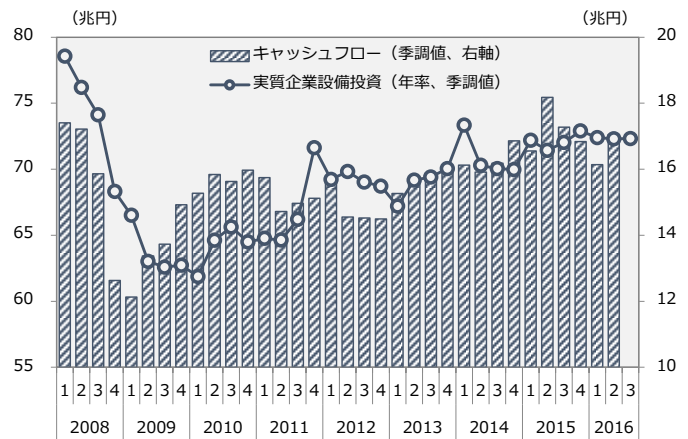
投資スタンスの慎重化などから、先行きの回復力は弱い見込み

先行きの設備投資は、16年度は前年比+0.3%、17年度は同+0.8%と低い伸びにとどまると予想する。

非製造業の設備投資は、足元はやや弱含んでいるものの、消費の多様化やインバウンド関連の地方での受け入れ環境整備など、構造変化に対応するための設備投資ニーズは依然として底堅い。運輸業や卸・小売業を中心に緩やかながらも増加基調を維持すると見込む。

一方、製造業は、既往の円高による企業収益の下振れが、投資スタンスの慎重化や投資計画の後ろ倒しにつながるとみられるほか、米国の政策運営に対する不確実性の高まりが、企業の設備投資スタンスを慎重化させるであろう。不確実性の上昇が設備投資に与える影響を推計すると、特に製造業において設備投資スタンスを下押しする傾向が確認された。15年半ばに発生したチャイナショック⁶と同程度のショック(VIX指数が50%近く上昇)が発生した場合、ラグを伴って製造業の設備投資を▲2.0%程度抑制するとの結果となった(図表2-15)。先行きへの不透明感が大きく上昇した場合には、設備投資の抑制となる可能性に注意が必要だ。

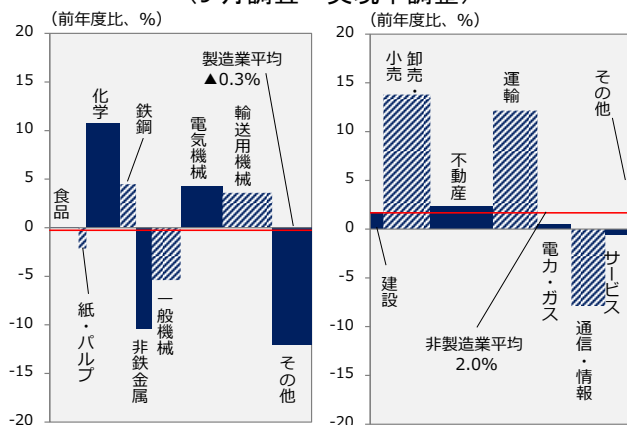
図表 2-13 民間企業設備投資とキャッシュフロー



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

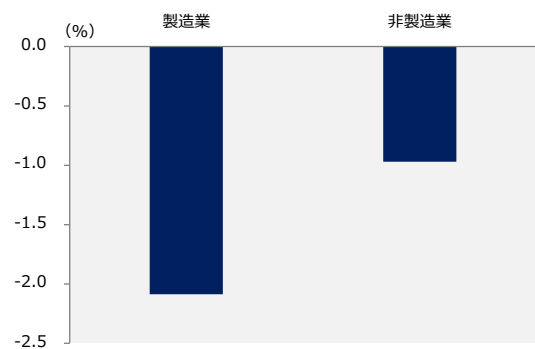
図表 2-14 短観の16年度設備投資計画 (9月調査・実現率調整)



注：9月調査の2016年設備投資計画(全規模)を、過去5年間の計画実現率平均により調整。横幅は当該業種の設備投資の規模感を示す。

資料：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-15 2015年のチャイナショック程度の不確実性増加による設備投資への影響



注：産業別パネルデータを用いて実質設備投資/実質資本ストック比率を推計。トービンのQ、実質キャッシュフロー/実質資本ストック比率、不確実性指数を説明変数として使用。不確実性指数には、VIX指数(前年比、6四半期ラグ)を代理変数として用いた。

資料：内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」、日本銀行「企業物価指数」より三菱総合研究所作成

⁶ 2015年の8月に発生した世界同時株安。中国景気の減速から世界経済の減速懸念が強まり、中国株価下落だけでなく、世界的な株安へと波及した。

(6) 雇用・所得の動向

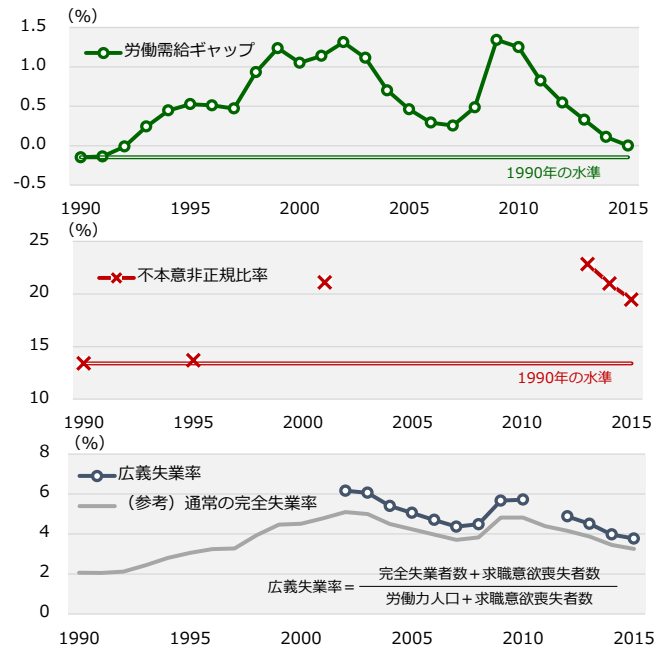
雇用環境の改善進むも、質・量ともに改善余地あり

雇用環境は引き続き改善している。16年7-9月期の完全失業率は3.1%、有効求人倍率は1.37倍となっており、労働需給ギャップは0.1%の需要超過状態にある。いずれもバブル期並みの水準だ。企業の人手不足感は依然として強いが、雇用環境の改善余地はどの程度残されているのだろうか。雇用の「質」と「量」の観点から点検する(図表2-16)。

第1に、雇用の質は改善余地が大きい。非正規就労者2,000万人のうち、非正規の選択理由が「正規の仕事がないから」とする、いわゆる「不本意非正規」は300万人に上る。もともと、近年は非正規雇用の正規化も進んでおり、不本意非正規比率は低下傾向にあるが、90年と比べるとまだ改善の余地はある。特に就職氷河期世代とされる35~44歳の正社員率の改善が遅れており、厚生労働省も重点的な支援を行う方針だ。これら不本意非正規の正規化が進めば、所得環境の改善につながる。

第2に、雇用の量の面でも改善の余地がある。非労働力人口の中には、過去1年以内に求職活動を行ったものの、適当な仕事が見つからなかったために求職をあきらめた「求職意欲喪失者」が30万人いる。雇用条件やスキルのミスマッチが解消されれば、雇用の量の改善につながる。

図表 2-16 労働市場の改善状況



注1：不本意非正規比率は、過去とのデータの連続性を確保するため、パート就業者のうちパートの選択理由が「正規の仕事がないから」と回答した人の割合から計算。

注2：求職意欲喪失者とは、過去1年以内に求職活動をしたものの、適当な仕事が見つからなかった、すぐに就業可能な非労働力人口。

注3：欠損部分はデータなし。

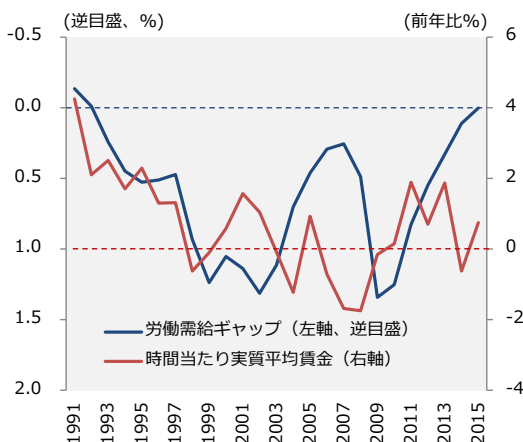
資料：各種統計より三菱総合研究所作成

賃金の上昇の動きは広がるも、雇用形態や年齢で濃淡

賃金の伸びは緩やかであり、労働需給ギャップの改善度と比較しても、実質平均賃金の回復ペースは鈍い(図表2-17)。13年以降の雇用回復局面において、賃金水準が低い60歳以上の高齢就業者や非正規雇用が増加しており、これが就業者一人当たりの平均賃金が伸びにくくしている要因でもある。

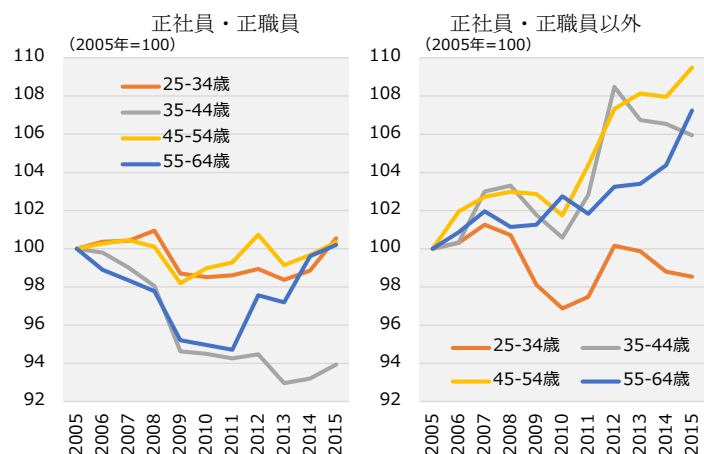
これらの要因を除く意味で、雇用形態や年齢を固定して比較すると、明確に濃淡がみられる。パート・アルバイトや派遣などの正社員以外の賃金が、労働需給の逼迫を反映して中高年齢層を中心に伸びている一方で、正社員・正職員だけみれば、05年の水準を回復したに過ぎない。更に、前述の就職氷河期世代(35-44歳)の正社員は、アベノミクス後も持ち直しの動きがみられない(図表2-18)。

図表 2-17 労働需給ギャップと実質平均賃金



資料：各種統計より三菱総合研究所作成

図表 2-18 労働者属性別の一人当たり名目賃金指数



注：所定内給与。一般労働者と短時間労働者の平均。短時間労働者は時間と日数を固定し、時給の変化分を抽出して計算。

資料：厚生労働省「賃金構造基本統計調査」より三菱総合研究所作成

企業の人手不足感は根強く、雇用・所得環境の改善続く

円高による製造業の収益悪化が雇用・所得環境に波及する可能性も懸念されるが、現時点では影響は限定的だ。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。

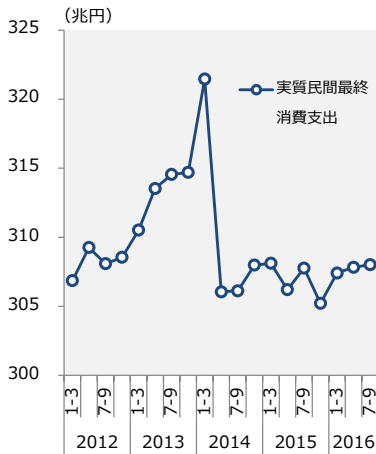
(7) 消費の動向

天候不順もあり、消費は横ばい圏内で推移

消費は横ばい圏内で推移している。16年7-9月期の実質消費は、季調済前期比+0.1%と横ばい圏内で推移している（図表2-19）。台風の相次ぐ上陸や長雨による天候不順の影響による、交通費や外食、住宅修繕サービスなどの不振が消費持ち直しの重石となった。

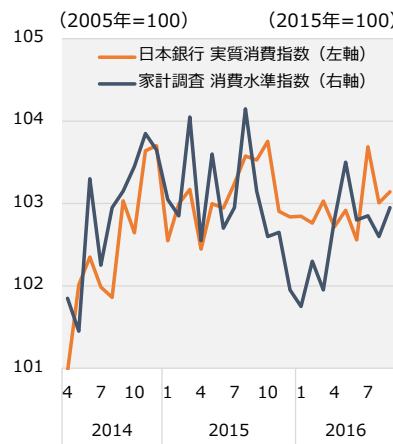
消費の財別内訳をみると、耐久財が同+1.5%と3四半期連続の増加となったものの、トレンド対比での下振れが続く（図表2-21）。軽自動車税増税（15年4月）後の反動が一巡し、自動車販売が持ち直しているものの、家電やパソコン等の不振は続いている。衣服などの半耐久財も、後述する消費マインドの慎重化を背景に不振が続く。一方、サービス支出は通信費の増加などを背景に緩やかに増加している。

図表 2-19 実質消費支出



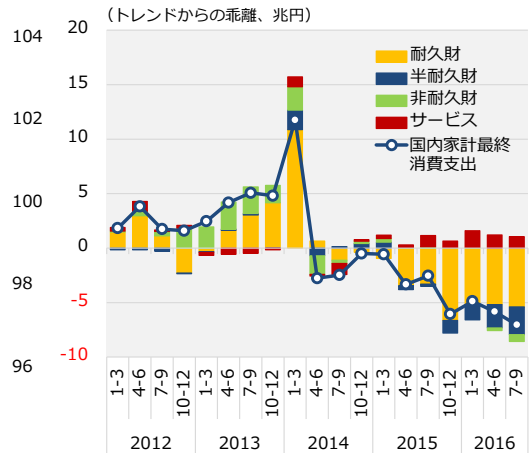
資料：内閣府「消費総合指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-20 実質消費指数



資料：日本銀行「消費活動指数」、総務省「家計調査報告」より三菱総合研究所作成

図表 2-21 財別実質消費

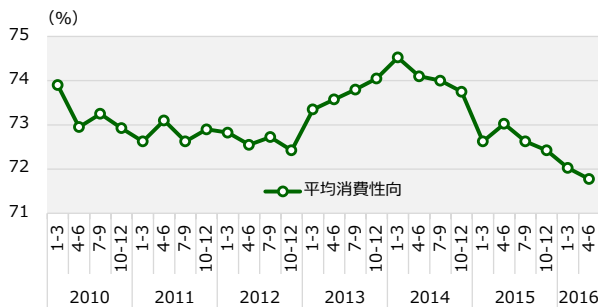


注：トレンドは、財別の実質消費支出を実質雇用者報酬、株価等でそれぞれ回帰して推計。
資料：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

マインド悪化などから消費性向が低下傾向

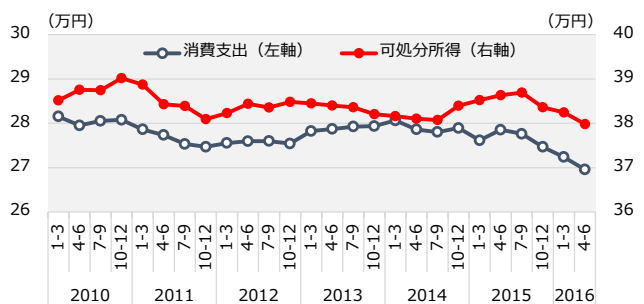
雇用・所得環境の回復ペースに比べて、消費回復の足取りは鈍い。可処分所得に対する消費支出の割合を示す「消費性向」は低下傾向にある（図表2-22、2-23）。

図表 2-22 消費性向



資料：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

図表 2-23 消費支出と可処分所得



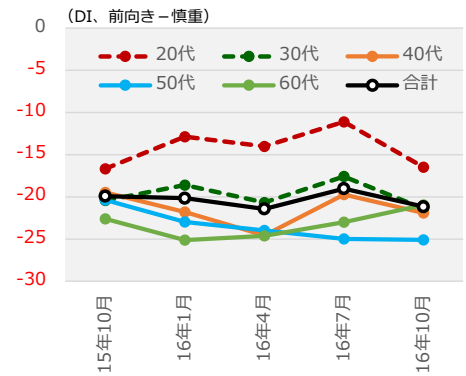
資料：総務省「家計調査」より三菱総合研究所作成

高齢化が進み趨勢的に消費性向が上昇しやすい地合いの中で、なぜ消費性向が低下しているのか。第1に、消費者マインドの悪化である。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によると、3ヶ月前と比べて消費に対する姿勢が「慎重になった」との回答が「前向きになった」を20ポイント程度上回る状況が続いている(図表2-24)。年代別では、中高年層ほど慎重との結果であり、特に50代は悪化が続いている。

消費に対する姿勢が慎重化した理由としては、①将来不安が最も多く、②所得の減少、③物価の上昇、④税・社会保険料負担の増加などが続く(図表2-25)。

将来不安の中身としては、①収入の確保、②貯蓄金額、③健康などへの不安に加え、④財政悪化、⑤社会保障の持続性など制度への不安も根強いとの結果が得られた(図表2-26)。

図表 2-24 消費に対する姿勢



注：消費姿勢の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

図表 2-25 消費が慎重化した理由

	合計	20代	30代	40代	50代	60代
将来に対する不安の増加	52%	36%	45%	50%	61%	65%
就労による賃金所得の減少	33%	29%	28%	34%	43%	28%
商品やサービスの価格の上昇	32%	24%	26%	36%	34%	40%
税・社会保険料の負担の増加	26%	14%	19%	24%	33%	42%
金融資産からの財産所得の減少	12%	7%	5%	12%	16%	19%
その他	11%	16%	14%	10%	10%	7%
特に明確な要因はない	11%	20%	11%	12%	7%	6%
消費のための余裕時間の減少	10%	12%	11%	9%	10%	6%
魅力的な商品やサービスの減少	9%	10%	6%	10%	9%	10%
住宅ローンなどの債務返済負担の増加	5%	5%	9%	4%	5%	3%

注：消費に対する姿勢が慎重化したと回答した1,321人に対し、その理由を尋ねたもの(複数回答)。
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(16年10月実施)

図表 2-26 将来不安の中身

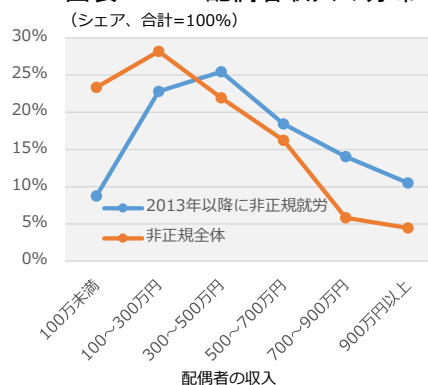
	合計	20代	30代	40代	50代	60代
収入の確保に関する不安	78%	75%	76%	83%	79%	77%
貯蓄金額に対する不安	59%	75%	52%	62%	59%	53%
自身や家族の健康に関する不安	48%	30%	39%	45%	55%	61%
日本の財政悪化に対する不安	48%	34%	39%	49%	51%	57%
社会保障の持続性に関する不安	42%	26%	34%	37%	52%	49%
親の介護や子供の教育費に関する不安	31%	30%	37%	43%	33%	15%
自然災害に対する不安	27%	23%	26%	22%	29%	33%
資金運用に関する不安	21%	17%	19%	19%	22%	23%
住宅ローンなど債務返済に関する不安	13%	13%	17%	19%	11%	6%
住居の確保に対する不安	12%	18%	15%	13%	11%	6%
その他	3%	2%	3%	4%	4%	1%

注：「消費に対する姿勢が慎重化」し、その理由として将来に対する不安を挙げた681人に対し、その理由を尋ねたもの(複数回答)。
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(16年10月実施)

ただし、消費性向の低下はマインド要因だけではない。13年以降に進んだ女性や高齢者の非正規就労の増加も消費性向の低下に寄与している。

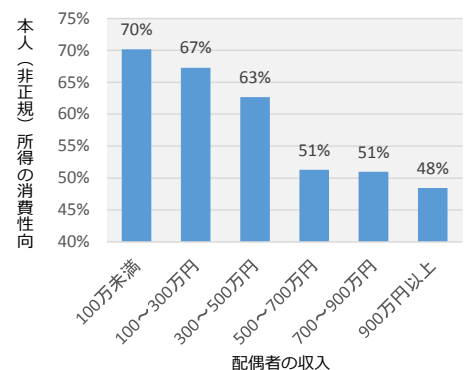
前出の生活者市場予測システム(mif)を用いた非正規就労者2千人を対象とするアンケートによると、13年以降に新たに非正規で就労した人は、配偶者の収入が相対的に高い傾向にあり(図表2-27)、生活費の工面

図表 2-27 配偶者収入の分布



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

図表 2-28 配偶者収入別の消費性向



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

など必要に迫られての就労でない可能性が高い。こうした「余裕ある」非正規就労者ほど消費性向が低い傾向があり、非正規就労による自身の収入の約半分しか消費に回っていないとみられる(図表2-28)。13年度以降に増加した余裕ある非正規就労の増加が、消費性向の下押し要因となった可能性がある。

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、雇用・所得環境の改善が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、16年8月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。以上を踏まえると、実質消費支出は、16年度は前年比+0.5%、17年度は同+0.7%と予測する。下振れリスクとしては、米国の政策運営に対する不確実性の高まりにより、企業マインドが一段と慎重化し、17年度の賃上げ率が低下することがある。持続的な賃金上昇期待が後退すれば、消費の回復モメンタムが途切れることになる。

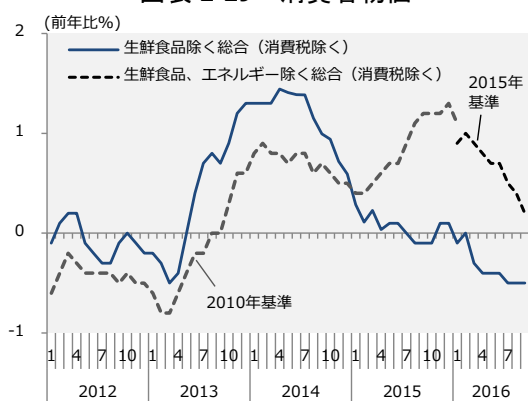
(8) 物価の動向

消費需要の弱さや円高の進行を受けて、価格設定の見直し増加

消費者物価指数は、16年7-9月の生鮮食品除く総合が前年比▲0.5%と3四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によるエネルギー価格下落の影響が大きいものの、生鮮食品・エネルギー除く総合（日本銀行作成）でも同+0.4%（16年7-9月）と、15年末の同+1.3%から伸びが大きく鈍化している（図表2-29）。

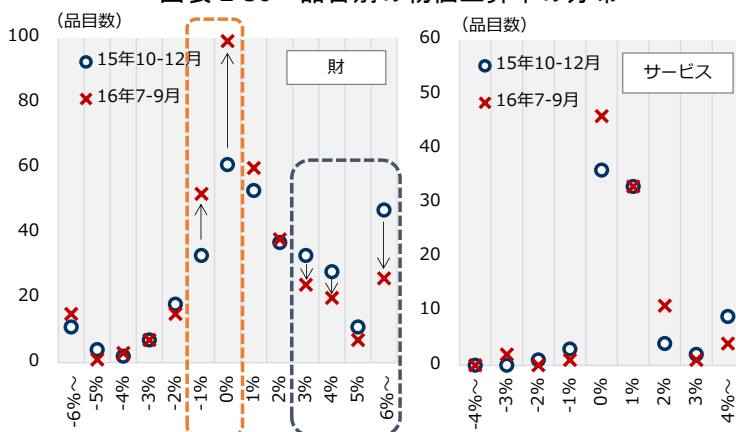
16年7-9月期の品目別の物価上昇率の分布をみると、15年10-12月期に比べて財の物価上昇率の分布が下方にシフトしている。前年比+3%以上の上昇率の品目数が低下する一方で、同0%ないしは▲1%程度の品目数が増加している（図表2-30）。消費税増税後に、円安によるコスト上昇分の転嫁などから思い切った値上げに踏み切る企業が増加したが、消費需要の弱さや円高・資源安の進行を受けて、強気の価格設定を見直す企業が増加している可能性がある。

図表 2-29 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 2-30 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

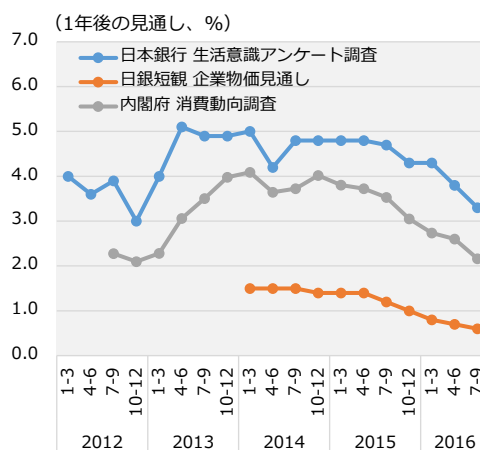
原油価格の緩やかな上昇を前提に、17年度には+1%程度へ

物価の先行きはどうか。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るとみられる。緩やかな円安進行や原油価格の持ち直しも物価の押し上げ要因となろう。

ただし、企業や家計の予想物価上昇率は、15年以降に伸びが鈍化している（図表2-31）。足元の原油安などによる物価下落をある程度反映したものとみられるが、予想物価上昇率が低い状況では、企業の販売価格引上げが消費者に受け入れられにくく、物価上昇の足かせとなろう。

物価見通しの前提となる原油価格（WTI）は、16年度末に50ドル、17年度末に55ドルと緩やかな上昇を前提としている。もっとも、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であろう。

図表 2-31 予想物価上昇率



資料：日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、「日銀短観」、内閣府「消費動向調査」より三菱総合研究所作成

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▲0.4%、17 年度は同+0.9%と予測する。

(9) まとめ

回復の足取りが弱いなか、米国の政策運営に対する不確実性の高まりが下振れ要因に

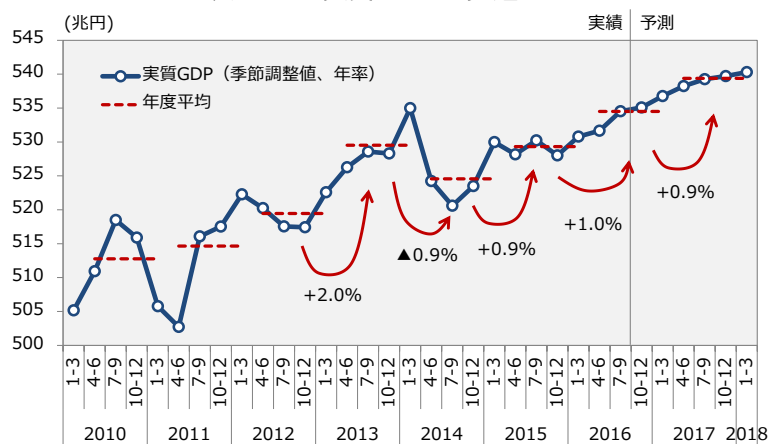
16 年 7-9 月期は、季調済前期比+0.5%（年率+2.2%）と 3 四半期連続のプラスとなった。内需の足取りは鈍いが、外需持ち直しに支えられ、緩やかな回復を続けている。

先行きは、17 年度にかけて、経済対策による国内需要の押し上げ⁷が表面化してくるとみられるものの、その影響を除けば潜在成長率並み（+0.5%程度）にとどまる見込み。企業の期待成長率の伸び悩みなどから企業の投資が盛り上がりや欠くほか、将来不安の高まりもあり消費回復の足取りは鈍い。加えて、米国の政策運営に関する不透明感の高まりから、企業の投資回復ペースは一段と鈍ると見込む。仮に NAFTA 脱退など米国の通商政策の保護主義化が進めば、日本企業もサプライチェーンの大幅な見直しを余儀なくされ、自動車産業を中心に影響は甚大だ。今後の米国の経済政策の行方は未知数ながら、不透明感の高まりは企業の投資マインドを冷やすであろう。

これらを踏まえ、日本経済の実質 GDP 成長率（前年比）は、16 年度+1.0%、17 年度+0.9%と予測する（図表 2-32）。前回見通し（9 月 8 日）から、16 年度は +0.2%p の上方修正、17 年度は▲0.1%p の下方修正を行う。

国内発のリスクは、企業マインドの一段の慎重化による 17 年度賃上げの鈍化である。消費回復モメンタムが途切れれば、日本経済の回復自体が危ぶまれるなど先行き不透明感が増す。

図表 2-32 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

(10) 世界経済の変動要因

世界各地で政治・経済の両面にわたり不透明な要因が増えており、成長率予測も上振れ・下振れともに幅をもってしておく必要がある。特に、次の 3 点が世界経済の先行きを左右し、日本経済に波及する可能性がある。

第 1 は、米国の新政権の政策運営である。大規模減税やインフラ投資実行は短期的には米国景気を刺激する。一方、これらの施策が財政赤字の大幅悪化を伴えば、長期金利上昇を招き景気刺激効果を削ぐ。また、NAFTA 脱退や不法移民の強制送還は、米国経済に与えるマイナス影響も大きい。新政権がどの程度現実路線に舵を切るか、議会が過度な保護主義化を抑制できるのか、不透明要素が多い。

第 2 は、欧州の政治情勢である。市場の英国による「ハード・ブレグジット（強硬離脱）」懸念は根強い。また、16 年 12 月に伊で国民投票、17 年は独、仏、蘭で選挙が行われるが、米英同様、内向き志向が強まる結果となれば、世界の保護主義化が加速する。米新政権が外交・通商政策を公約どおりに実行すれば、1930 年代のようなブロック経済化が進み、世界秩序の揺らぎと経済停滞を招きかねない。

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急騰、②銀行の不良債権増加、③企業の債務膨張など、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。

⁷ 16 年度後半から 17 年度にかけては、16 年 8 月に閣議決定された「未来への投資を実現する経済対策」が GDP の押し上げ要因となろう。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。

平成 23 年基準改定により名目 GDP は約 20 兆円の増加

16 年 12 月 8 日に公表される 7-9 月期の 2 次速報より、GDP の基準年が平成 17 年から平成 23 年に変更される。これは経済・社会構造を把握するために約 5 年ごとに行われる産業連関表や国勢統計などの統計を反映するものであるが、今回は、加えて GDP の算出基準がこれまでの 1993 年基準（1993SNA）から 2008 年基準（2008SNA）に変更される大規模なものだ。

今回の改定により、名目 GDP は 19.8 兆円（改定前 GDP 比 4.2%）増加する。内訳をみると、2008SNA の適用による研究・開発の資本化が 16.6 兆円（改定前 GDP 比 3.5%）と改定幅の大半を占める⁸。これまで研究・開発への支出は、「中間消費」として処理され、最終需要に計上されていなかったが、2008SNA では知識ストックを生み出すための「投資」として GDP の最終需要に計上される。需要項目別では、民間企業設備投資や公的固定資本形成など幅広い品目で増加する⁹（図表 2-33）。その他、特許サービスの扱い変更、防衛装備品の資本化、所有権移転費用の精緻化などにより、3 兆円程度増加する。

主要先進国では既に 2008SNA の移行を終えている。研究・開発の資本化による名目 GDP の押し上げ幅（GDP 比）をみると、スウェーデンが 4%、韓国が 3.6%と大きく、米国、ドイツ、フランス、英国などは概ね 2%前後となっている。日本は 3.5%と先進国の中では相対的に高い¹⁰（図表 2-34）。

研究開発に加え、人材開発やマーケティング資産などの投資への計上も検討中

消費と投資の最大の違いは、過去の支出がストックされ、将来の生産に寄与するかどうかだ。こうした観点でみると、投資的性格を有するにも関わらず、GDP 統計上は消費として計上されている項目は、研究・開発の他にも存在する。

第 1 に、人材開発への支出だ。企業内での研修や OJT、あるいは個人で通う語学・資格学校などへの支出は、人的資本の強化による将来の生産性（稼得力）向上を目的として行われる。第 2 に、ブランド価値などマーケティング資産を確立・維持するための支出だ。広告、スポンサーなどへの支出は、顧客に対して正のイメージを構築し、将来にわたり売上を喚起することを目的に行われる。いずれも現在は消費に計上されているが、将来的に投資に計上することも国連などでは検討されている。

無形資産における国際的な統計基準の整備が、今後の課題

成熟化した先進国経済では、従来型の有形固定資産よりも、研究・開発資産や人的資産、ブランド資産、ソフトウェア、データベースなどの「無形資産」が生産性向上に果たす役割が拡大している。海外市場で活躍するグローバル企業ほど、無形資産投資の売上増効果が大きいとの研究結果もある¹¹。

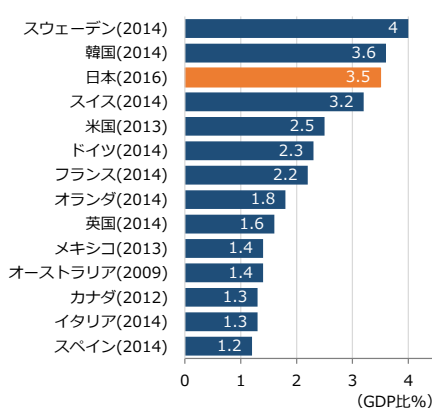
ただし、無形資産の中身や規模を把握するための統計の整備は、先進国全体でも遅れており、計測上の限界が、GDP 計上のネックとなっているケースも多い。研究・開発統計の国際的基準であるフラスカティ・マニュアルのような国際統一的な計上基準の整備が、各分野で進むことが期待される。

図表 2-33 平成 23 年基準改定による名目 GDP への影響

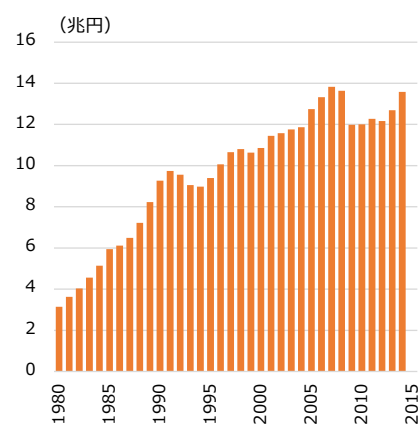
	金額	改定前GDP比 (寄与度)
国内総生産 (GDP)	19.8兆円	4.2%
民間最終消費支出	2.0兆円	0.4%
民間住宅投資	0.9兆円	0.2%
民間企業設備投資	6.3兆円	1.3%
民間在庫変動	2.9兆円	0.6%
政府最終消費支出	3.1兆円	0.7%
公的固定資本形成	3.4兆円	0.7%
財貨・サービスの純輸出	1.3兆円	0.3%

資料：内閣府

図表 2-34 研究・開発投資の GDP 比率（国際比較）

注：括弧内は、2008SNA の導入年。
資料：多田（2015）、内閣府

図表 2-35 企業の研究開発費



資料：総務省「科学技術研究調査」

⁸ 内閣府「国民経済計算の平成 23 年基準改定に向けて」p.8-9

⁹ 研究・開発の資本化による 16.6 兆円が、どの需要項目に割り振られるかなど詳細は公表されていない。

¹⁰ 多田（2015）「各国の 2008SNA/ESA2010 導入状況と国際基準に関する国際的な動向」季刊国民経済計算、第 156 号

¹¹ 内閣府（2011）「平成 23 年度年次経済財政報告」付注 2-5 参照

3. 米国経済

7-9 月期は 1 年ぶりに 2%を上回る成長率に

16 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比年率+2.9%と 1 年ぶりに 2%を上回った。堅調な消費を背景に、米国経済は緩やかな拡大を続けている。ただし、先行きは新政権の政策運営に左右される可能性が高い。

次期米大統領はトランプ氏に、公約の修正度合いに注目

11 月 8 日の大統領選本選の結果、共和党トランプ氏（選挙人 290 人、11 月 14 日時点）が、民主党クリントン氏（同 232 人）を抑え、第 45 代米大統領に決まった。1980 年代以降、社会の価値観の多様化に伴い議会での対立が増え、成立法案件数が減少（図表 3-2）。経済格差が拡大する中、所得の伸び低迷が続いている低・中所得層で、機能不全の既存政治に対する不満が高まったことなどが背景にある（図表 3-3）。また、同日に行われた議会選挙の結果、共和党が上院・下院ともに多数党となった。

トランプ氏は、「経済成長率 2 倍」を掲げており、成長重視の経済政策を目指すと思われる（図表 3-4）。しかし、所得税・法人税の減税や大規模インフラ投資は、短期的には経済成長に寄与するものの、インフレによる利上げ期待の高まりや、財源の手当てがなければ財政赤字拡大により、長期金利が上昇し、経済成長を押し下げかねない。移民抑制は労働力人口の伸び低下により潜在成長率の低下につながる。保護主義的な通商政策が行われれば、他国にも保護主義が広がり、貿易量の減少を通じて世界経済を押し下げる。トランプ氏の主張実現は、先行きのリスク要因となる。

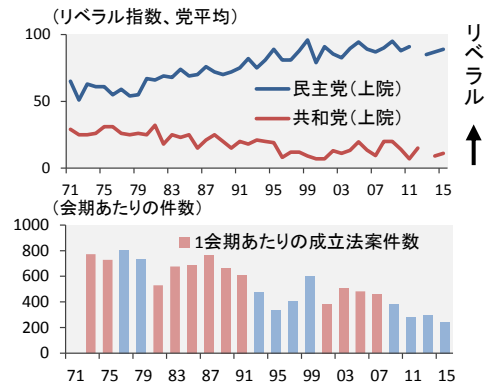
今後は、トランプ氏が選挙戦で行った過激な主張をどの程度修正するかが注目される。トランプ新政権と議会で多数を占める共和党主流派の対立が続けば、何も決まらず政治的な停滞となる可能性もある。政策の実現度合いの不透明感により、すでに米国の経済政策に対する不確実性は上昇。企業マインドの悪化を通じて投資が慎重化し、経済成長が抑制されることが見込まれる。今回の見通しでは、不確実性の上昇によるマインドの悪化のみを織り込んだ。以下、家計と企業に分けて米国経済の動向と見通しを述べる。

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	1.5	1.7
個人消費	2.9	3.2	2.6	2.3
設備投資	6.0	2.1	▲0.8	▲2.3
住宅投資	3.5	11.7	4.4	1.9
在庫投資寄与度	▲0.1	0.2	▲0.4	0.2
政府支出	▲0.9	1.8	0.8	0.5
純輸出寄与度	▲0.1	▲0.7	▲0.1	▲0.0
輸出等	4.3	0.1	0.4	1.9
輸入等<控除>	4.4	4.6	0.7	1.8
FFレート誘導水準(年末)	0-0.25%	0.25-0.5	0.25-0.5	0.5-0.75
失業率	6.2	5.3	4.9	4.8

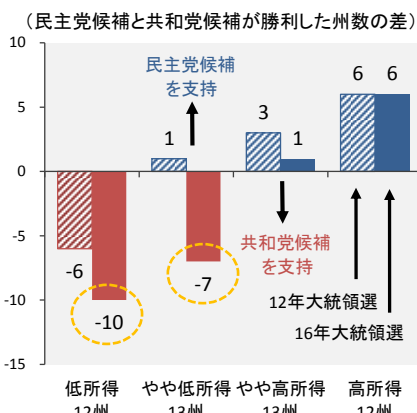
資料：実績は米国商務省、米国労働省、FRB、予測は三菱総合研究所

図表 3-2 リベラル指数・成立法案件数



注：ADA が選んだ 20 の対立法案に対する議員の投票行動からリベラル度合いを指数化。赤は共和党、青は民主党所属の大統領の時期。資料：民主的行動のためのアメリカ人 (ADA)、GovTrack.us

図表 3-3 所得別の大統領選の結果



注：所得は 2010 年の一人当たり GDP で分類。資料：米国商務省、New York Times

図表 3-4 トランプ氏の主張と予想される影響

項目	トランプ氏の主張	短期的な影響	中長期的な影響
経済政策	・所得税率の簡素化・引下げ ・法人税減税 (35%→15%) ・年間1000億ドル程度のインフラ投資 (道路、鉄道など)	○内需の拡大	○生産性向上 (=インフラ投資) ×財政赤字の拡大→長期金利の上昇 ×需給逼迫→インフレ加速→利上げ期待の高まり→長期金利の上昇
移民政策	・不法移民の取り締まり強化	×内需の縮小 ×労働力減少	×労働力人口の伸び鈍化→潜在成長率低下 ×多様性低下→生産性の伸び鈍化 ×需給逼迫→インフレ加速→利上げ期待の高まり→長期金利の上昇
通商政策	・TPP撤退、NAFTA再交渉 ・関税強化	×保護主義台頭 ×貿易量の減少	×世界経済の成長率低下 △世界の貿易ルール作りが米国主導から転換

資料：各種資料より三菱総合研究所作成

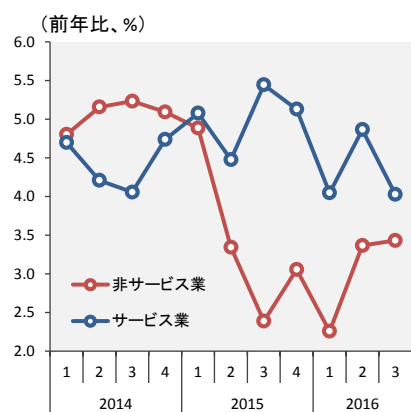
良好な雇用環境を背景に消費は堅調に推移

消費は、①良好な雇用・所得環境、②消費者マインドの改善を背景に、堅調に推移している。雇用・所得環境は、サービス業を中心に良好さを維持（図表 3-5）。16 年入り後の非農業部門の雇用者数は月平均+18.1 万人の増加と、15 年の平均（同+22.9 万人）から増加ペースが鈍化しているものの、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。16年後半以降は、求人数の増加が続く中、勤労世代の労働参加率も持ち直している。今後も、良好な雇用・所得環境は続くと思われるが、①失業率はすでにFOMC参加者が想定する長期均衡失業率付近（4.8%程度）まで改善していることや、②製造業では採用に対する企業の慎重姿勢が続いていることから、雇用の改善ペースは鈍化すると予想する。

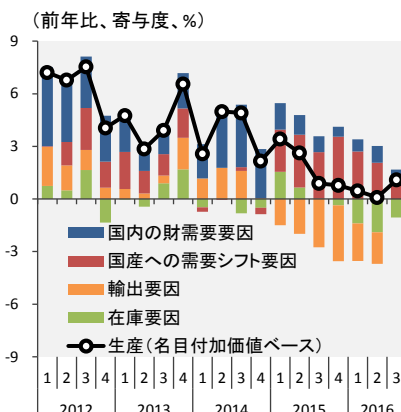
消費の先行きは、良好な雇用・所得環境を背景に、緩やかな拡大を見込む。ただし、①雇用の改善ペース鈍化に加え、②銀行の自動車向けローン貸出基準の厳格化などにより、今後の消費の拡大ペースは15年よりも緩やかになると予想する。また、トランプ新政権による減税期待は消費の押し上げ要因となる一方、先行きの政策に対する不安が民主党支持者を中心に消費を抑制する可能性も考えられる。

図表 3-5 雇用者報酬



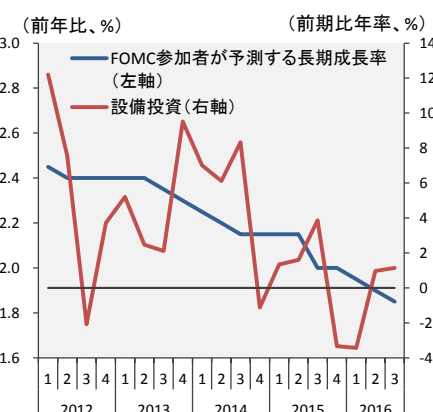
注：週労働時間、時給、雇用者数の伸びから算出。民間部門かつ名目値。非サービス業は製造業、建設業、鉱業。
資料：米労働省

図表 3-6 生産の要因分解



注：生産＝国内需要×(1-輸入/国内需要)+輸出+在庫。国内需要のうち、投資と政府支出、在庫は非サービス業からの投入。
資料：米商務省

図表 3-7 期待成長率・設備投資



注：FOMC参加者の長期的な実質GDP成長率の予測値のうち、上から4番目と下から4番目の値の平均値。
資料：米商務省、FRB

生産活動は持ち直しの兆し、投資活動は不確実性の上昇が抑制要因に

企業活動はサービス業で堅調に推移。付加価値ベースで見れば、製造業も持ち直しつつある（図表 3-6）。投資活動の弱さ（後述）は生産を抑制しているが、①輸出の減少幅縮小、②在庫調整による生産への下押し圧力の緩和、③内需の国産品へのシフトなどを背景に、生産の伸びは再拡大している。

一方、投資活動は弱い動きが続いている。原油価格の安定により鉱業関連機器の受注は持ち直しつつあるが、資本財全体の新規受注は弱い。背景には、①企業収益の悪化、②設備稼働率の低さ、③期待成長率の低下の可能性（図表 3-7）がある。トランプ氏が公約に掲げた通商政策が実現すれば、自動車産業などで業況悪化要因となる。一方、エネルギーやインフラ産業には追い風となる可能性があるが、当面は政策運営に対する不確実性の上昇により、企業の投資活動は、全体的に慎重な動きが続くだろう。

次回 12 月の FOMC での利上げは見送りを予想

16年9月の連邦公開市場委員会（FOMC）は、声明文に「FF金利を引き上げる状況は強まっている」との一文を新たに追加。GDP成長率が2%台に回復し、市場も12月の利上げを織り込むなど、利上げの環境は整いつつあった。しかし、大方の予想を覆しトランプ氏が次期米大統領に決定。現時点で市場に大きな変化はないが、経済見通しへの影響を見極めるため、12月の利上げは見送ると予想する。17年以降の利上げ判断は、新政権の政策に対する市場の反応や経済動向に基づき慎重に行われると見込むが、現在空席になっている理事（2席）に任命される人物によっては利上げペースが速まる可能性がある。

16年の成長率は1%半ばを予想

米国経済は、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、既往のドル高や海外経済の減速に加え、政策運営に対する不確実性は設備投資の抑制要因となる。実質GDP成長率は、16年は在庫投資の弱さを考慮して前年比+1.5%（前回同+1.7%）と下方修正する。17年はトランプ新政権の政策運営に対する不確実性上昇の悪影響を考慮し、同+1.7%と予想する（前回同+2.3%）。

上振れ・下振れ要因は、第1に、新政権の政策が挙げられる。減税やインフラ投資は上振れ要因だが、通商政策の変更により保護主義が高まれば下振れ要因となる。第2に、株価が企業収益から乖離して上昇しており、今後、調整されれば、逆資産効果や消費者マインド悪化を通じ、消費の伸びは鈍化しよう。第3に、新政権の政策によりインフレが加速し、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。

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7-9月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.3%と前期と同水準の伸びとなった。フランス(同+0.2%)が2四半期ぶりに増加したほか、スペイン(同+0.7%)も高めの伸びが継続。ドイツ、イタリアも前期並みの伸びは維持したとみられる(11月15日公表予定)。

図表 4-1 ユーロ圏経済見通し

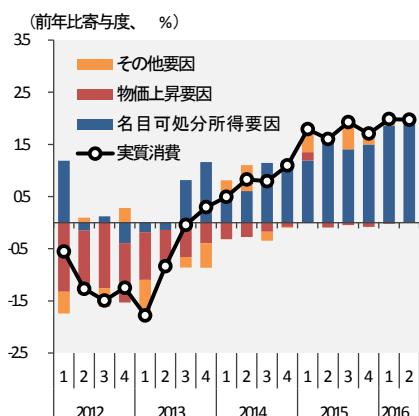
暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2014	2015	2016	2017
ユーロ圏	1.2	2.0	1.6	1.2
ドイツ	1.6	1.7	1.7	1.3
フランス	0.6	1.3	1.1	0.9

資料：実績はEurostat、予測は三菱総合研究所

消費は雇用・所得環境の改善を背景に回復基調を維持

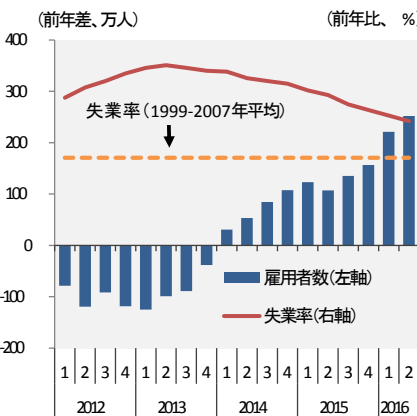
ユーロ圏の消費は、回復基調が持続している。15年後半以降は、株価の軟調な推移や消費者マインドの悪化を背景に小売売上高の伸びが鈍化しているものの、①雇用・所得環境の改善や、②既往の原油安による家計の購買力向上が消費を下支えしている(図表4-2)。雇用者数の増加や失業率の低下など雇用環境の改善が続いており(図表4-3)、先行きも消費の回復基調は維持すると見込む。

図表 4-2 ユーロ圏の実質消費



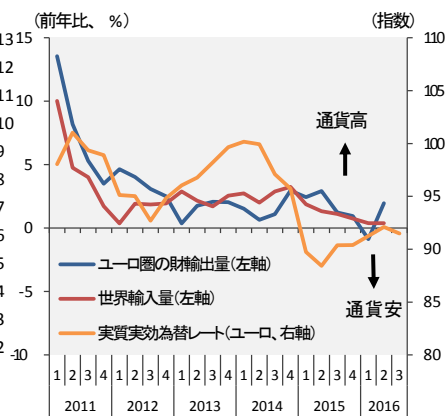
注：推計は三菱総合研究所。
資料：Eurostat

図表 4-3 ユーロ圏の雇用動向



資料：Eurostat

図表 4-4 ユーロ圏の輸出動向



注：後方3ヶ月移動平均。財輸出はユーロ圏域外向け。
資料：Eurostat、国債決済銀行(BIS)、オランダ経済政策分析局(CPB)

ユーロ圏の輸出は世界経済の需要鈍化が下押し要因に

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。16年第2四半期以降、企業の設備投資向け借入需要はやや低下しているものの、英国のEU離脱選択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。財輸出全体に占める割合が高いEU(15年33%)やアジア(24%)、米国(14%)、英国(14%)向け輸出が横ばいとどまっている。ユーロ安は輸出を下支えしているとみるが、世界的な輸入数量の伸び鈍化が輸出の足かせとなっている(図表4-4)。海外経済の減速を背景に、今後も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。

デフレーション傾向が継続、ECBは12月に量的緩和政策の見直しへ

ユーロ圏では、デフレーション傾向が続いている(図表4-5)。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%前半で推移。先行きは、原油価格が足もとで持ち直していることから、エネルギー価格の押し下げ効果は弱まるとみられるが、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のはく落や、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、欧州中央銀行(ECB)は次回12月の政策理事会で、量的緩和政策を今後も継続することを決定するとみられる。ただし、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ECBへの出資比率見合いで決まっており、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。12月の政策理事会では、資産買入プログラムのスキームが微調整される可能性が高い。

英国 EU 離脱は交渉開始時期、EU との今後の関係ともに不透明

英国 EU 離脱は先行きの不透明な状態が続いている。10月上旬の保守党の年次党大会で、メイ英首相は17年3月末までにEUへ離脱通告を行うことを明言。「移民制限」とともに「単一市場へのアクセス」の維持も目指す方針を改めて示した。しかし、11月上旬、英裁判所は離脱通告には議会承認が必要と判断。今後の最高裁の判決次第では、交渉開始が大幅に遅れる可能性がある。交渉開始後も、「人の自由な移動」と「単一市場へのアクセス」はセットとするEU側との交渉は難航が予想される。

市場では、「移民制限」のため「単一市場へのアクセス」を犠牲にするとの見方（ハード・ブレグジット）が広まり、10月以降、一段とポンド安が進行。現時点で英国の経済指標は底堅く、ポンド安は観光消費や輸出の下支えとなるが、大幅な物価上昇となれば、英国内需の抑制要因となる。

先行きも、①英国 EU 離脱交渉に関する不確実性がユーロ圏でも投資の抑制要因となるほか、②英国内需が減速し、ユーロ圏からの英国向け輸出が減少する可能性には注意が必要だ。

銀行経営の健全性に対する懸念が継続

16年以降、銀行に対する経営不安もくすぶっている。不良債権比率が高いイタリアの主要銀行に続き、9月にはドイツの銀行大手であるドイツ銀行でも経営に対する不安が高まった。9月中旬、住宅ローン担保証券（MBS）の不正販売について米司法省が140億ドルの支払いをドイツ銀行に要求したと報じられ、自己資本が毀損するとの見方から、ドイツ銀行の株価は下落。その後、54億ドルに減額されるとの見通しが広がり、株価は持ち直した。もっとも業績の低迷が続いているほか、その他投資家との訴訟も抱える。今後の動向次第では、公的資金注入が必要とみられる。しかし、政府の銀行支援には株主と債権者の損失負担が必要とされ、17年に連邦議会選挙を控えるドイツでは、有権者の反発につながる政策の実行は政治的に難しい。

銀行の経営不安は、各国の銀行システム不安の高まりにつながりうる。特にドイツ銀行は、6月のIMFのレポートで他行への影響度が最も大きい銀行とされた。欧州では、企業の資金調達の多くを銀行による融資が占める。金融危機後は企業の借入需要に銀行貸出が追いついていないが（図表4-6）。すでに弱っている銀行の金融仲介機能が一段と脆弱となる可能性がある。

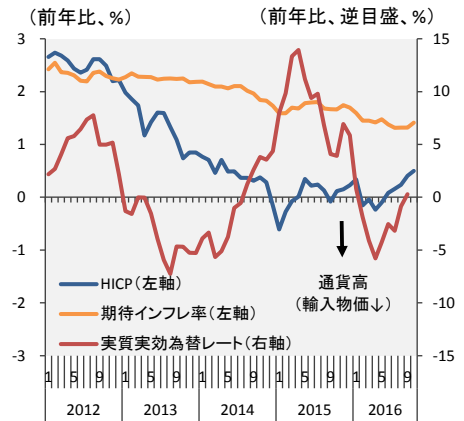
16年7-9月期の上振れにより、ユーロ圏は16年を上方修正

ユーロ圏経済は、雇用・所得環境の改善や原油安を背景に、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離脱選択や米国発の不確実性の悪影響もあり、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7-9月期の上振れを受け、16年を前年比+1.6%（前回+1.4%）と上方修正する。17年は米国発の不確実性上昇を考慮し、同+1.2%と減速を見込む（前回+1.3%）。ドイツは、16年は同+1.7%（前回+1.6%）と15年並みの成長を見込むが、17年は同+1.3%と減速すると予測（前回+1.4%）。フランスは、7-9月期の上振れを受け、16年は同+1.1%（前回+1.0%）、17年は同+0.9%（前回+0.8%）と上方修正する。

英国のEU離脱に伴う不確実性が最大のリスク

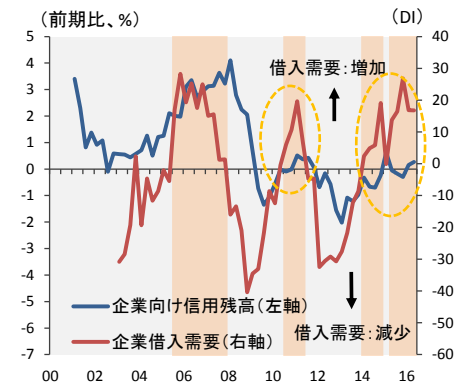
リスク要因は、第1に、英国EU離脱の悪影響、第2に、銀行システム不安の高まりがある。第3に、米国発の保護主義台頭などによる輸出減少がある。第4に、ユーロ圏内の政治的な不安定化がある。12月4日予定のイタリア国民投票で現政権の意向が否決されれば、欧州各国で極右政党が勢いづく恐れがある。今後の選挙を控える中（図表4-7）、政治的な対立が深まれば、構造改革などが遅れかねない。

図表 4-5 ユーロ圏の物価上昇率



注：期待インフレ率はインフレスワッププレート（5年先5年間）。
資料：Eurostat、Bloomberg、国際決済銀行（BIS）

図表 4-6 ユーロ圏の借入需要・銀行貸出



注：企業借入需要は借入需要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。網掛け部分は借入需要の増加時期。
資料：ECB、Bloomberg

図表 4-7 今後の政治日程

年	月	選挙
2016年	12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

新興国経済は持ち直し

新興国経済は、中国経済が安定して推移していることや、金融環境が改善していることなどから、持ち直しの動きがみられる。

中国経済は、過剰生産能力の調整が続くが、相次いで発表されている政府の景気刺激策の下支えにより、成長率は横ばいで推移している。その他新興国も、資金流出圧力緩和などを背景に、持ち直しの動きがみられている。

16年以降、米国の利上げペースが市場の想定以上に緩やかに進んだことから、新興国市場に資金がやや戻る動きがみられる（図表 5-1）。商品市況をみても、原油が9月末の OPEC 合意で生産調整への期待が高まっていることで価格が上昇しているほか、中国のインフラ投資の回復を背景に多くの資源の価格が回復している。

新興国通貨の持ち直しで物価上昇圧力も後退しており、政策金利の引き下げが相次いで行われている。インドネシアでは16年以降4回にわたり政策金利を引き下げているほか、マレーシアでは7年ぶり、ブラジルでは4年ぶりの利下げが行われた。韓国、台湾、パテル新中銀総裁が就任したインドなどでも政策金利が引き下げられており、金利の低下が実体経済の回復を後押ししている。

実体経済も持ち直しの動きがみられる。各国の鉱工業生産を合成した生産インデックスをみると、16年初を底に上昇に転じている（図表 5-2）。消費も、物価が低下傾向で推移していることから、15年後半以降緩やかな持ち直しが続いている。成長率の横ばいが続く中国経済や、新興国通貨、商品市況の安定を背景に、新興国経済は持ち直している。

17年にかけて緩やかな持ち直しが続く

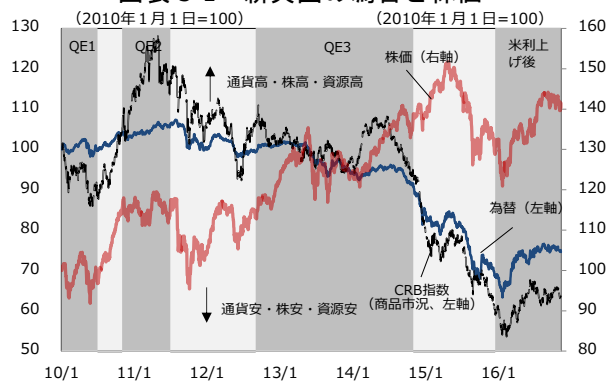
新興国経済の先行きは、資源価格の反転やインフレ圧力緩和などから17年にかけて緩やかな持ち直しに向かうと見込む。

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 やその他東アジア経済は、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。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、不安定な政治情勢が続くが、資源価格の持ち直しなどで実質 GDP の減少幅は縮小する見通し。

中国急減速、米国の政策変更などがリスク

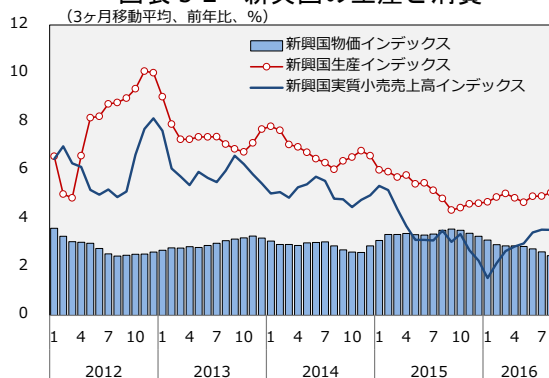
新興国全体で注視すべきリスクは、①中国経済の急減速と新興国全体への影響の波及、②米国新大統領の下で米国利上げペースの強まりや長期金利の上昇によって新興国からの資金流出が急速に進む可能性、③米国の通商政策の見直しによる貿易や直接投資の停滞、④アジア新興国を中心としたバランスシート調整圧力の高まりによる信用収縮の加速、などがあげられる。

図表 5-1 新興国の為替と株価



注：為替と株価は、新興国13カ国の指数の平均値。
資料：Bloombergより作成

図表 5-2 新興国の生産と消費



注：生産は、新興国13カ国の鉱工業生産指数を経済規模でウェイト付けして算出。消費と物価は、新興国9カ国の小売売上高、消費者物価指数をウェイト付けして算出。
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	6.7	6.4
ASEAN5	4.6	4.8	4.8	4.9
インドネシア	5.0	4.8	4.9	5.1
マレーシア	6.0	5.0	4.2	4.6
フィリピン	6.2	6.3	6.6	6.0
タイ	0.8	2.8	3.3	3.0
ベトナム	6.0	6.7	6.0	6.1
香港	2.7	2.4	1.7	2.7
韓国	3.3	2.5	2.9	2.7
シンガポール	3.3	2.0	1.9	2.4
台湾	3.9	0.7	1.2	2.1
インド(年度)	7.2	7.3	7.3	7.4
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

実質 GDP 成長率は横ばいで推移

16年7-9月期の実質GDPは、前年同期比+6.7%と、政府の景気刺激策の効果もあり、16年1-3月期から連続で成長率が横ばいとなった（図表5-4）。

第2次産業の実質GDPは、同+6.1%と前期（同+6.3%）から伸びが低下した。過剰生産能力の調整が進むが、政府による景気刺激策が下支えし、第2次産業の実質GDPは概ね横ばいで推移している。第3次産業は、同+7.6%と前期（同+7.5%）から伸びはやや上昇した。金融仲介業で成長が鈍化しているが、不動産業の高成長により第3次産業の実質GDP成長率は横ばい圏内となっている。

小型車減税終了前の駆け込みで消費は増加

小売売上高は、10月時点で前年同月比+10.0%と高い伸びを続けている（図表5-5）。

消費が好調な背景には、政府による小型車減税制度の実施がある。自動車販売は、制度を導入した16年以降、増加を続けている。16年1-10月期の販売は、前年比+19.3%と足元で増加幅は拡大を続けており、16年末の減税終了前の駆け込み需要が顕在化している。

相次ぐ投資下支えの施策

固定資産投資は、1-10月期に前年同期比+8.3%とやや伸びを高めている（図表5-6）。民間投資は、減速傾向にあるものの、1-10月期に同+2.9%と伸び率が上昇に転じており、政府による投資下支え策の効果が波及している。

減速する投資の下支えから、景気刺激策が相次いで講じられている。投資刺激策としては、第1に、インフラ投資の加速があげられる。国家発展改革委員会は、5月に3年間で4.7兆元の投資を行う行動計画を発表、都市鉄道や高速道路の建設など各地でプロジェクトの着工が進む。

第2に、企業の税負担軽減策も進む。16年5月から実施されている営業税から増値税への移行によりサービス業で減税効果が広がっていることに加え、中央政府は地方政府に社会保険料率の引き下げなどを指示、各地方で企業負担の軽減策が次々と発表されている¹²。

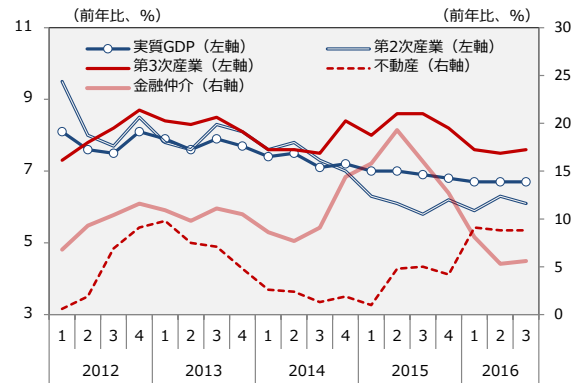
金融機関の行動変化が住宅価格高騰を誘発

投資が減速を続ける中、金融機関に行動の変化はみられるのか。

金融機関の資産は、法人向けの貸出を中心に、上昇ペースが鈍化している（図表5-7）。一方で、家計向けの貸出は急速に増加しており、金融機関は、過剰生産能力の調整に苦しむ法人への貸出を絞る中、浮いた資金を家計向けの貸出に振り向けているという構図が見て取れる。

家計向けの貸出の多くは住宅ローンが占めている。金

図表 5-4 中国の実質 GDP 成長率



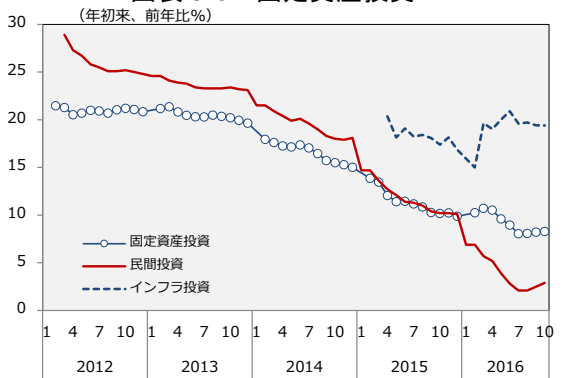
資料：Bloomberg より作成

図表 5-5 自動車販売台数と小売売上高



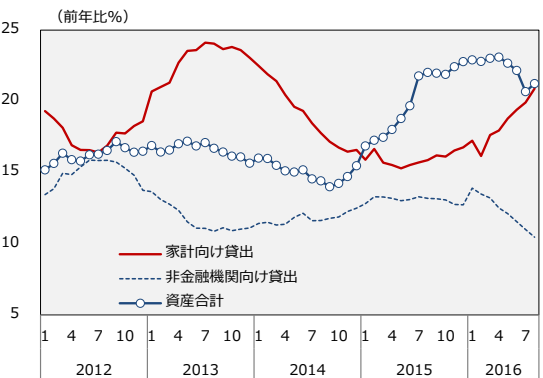
資料：CEIC より作成

図表 5-6 固定資産投資



資料：Bloomberg より作成

図表 5-7 金融機関の資産



資料：CEIC より作成

¹² 中央政府の年金保険料率と失業保険料率の引下げ方針（上限をそれぞれ20%と1.5%に設定）を受け、各省で制度改正が実施。広州市において10月から医療保険料率の引下げが行われるなど、追加的な企業コスト削減策も進む。

融機関が企業から家計へ資金を振り向けていることが、住宅ローン残高の急速な増加を通じ、住宅価格の高騰を誘発している可能性がある（図表 5-8）。

住宅市況は、大都市圏で過熱

家計向けの融資の拡大は、大都市圏で住宅価格の高騰を招いている（図表 5-9）。重慶を除く直轄市（北京、上海、天津）をみると、15 年後半以降、住宅価格の伸びが経済の伸びを大きく上回っており、住宅価格が実体経済から乖離して上昇している可能性が高い。

政府は、住宅価格の抑制策を相次いで実施している¹³。先行きは、政府の価格抑制策で大都市圏の住宅価格の上昇ペースは緩やかになっていくと予想するが、大都市圏では戸籍の取得や進学、就職などを理由に実需も根強く、住宅価格の抑制は簡単には進まないだろう。

資金流出は緩やか

米国の利上げ観測の後退などから、中国からの資金流出圧力は緩和した状態が続いている。外貨準備の減少ペースは緩やかなものにとどまっており、人民元の減価ペースも同様に緩やかになっている（図表 5-10）。

国際収支をみると、金融収支（外貨準備を除く）の赤字幅は急速に縮小している（図表 5-11）。ピーク時（15 年第 4 四半期）に、1,700 億ドル弱あった金融収支の赤字額は、16 年第 2 四半期で 500 億ドル程度に縮小し、資金流出圧力はやや後退している。

16 年の+6.5%成長はほぼ確実、17 年目標が焦点に

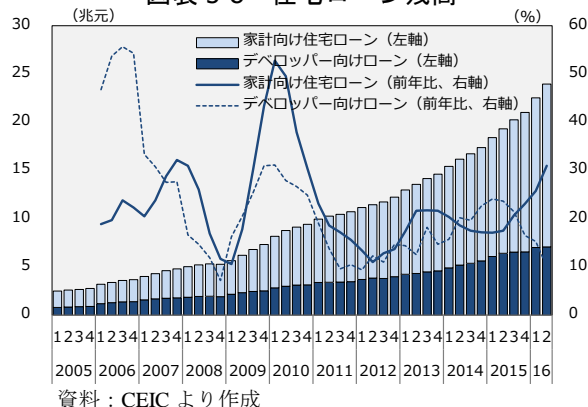
先行きを展望すると、過剰生産能力の削減や住宅価格の調整などから、中国経済の減速は続くだろう。先行きの実質 GDP 成長率は、16 年+6.7%、17 年+6.4%を予測。

16 年の+6.5%成長の目標達成が確実視される中、今後は 17 年の成長率目標に注目が移る。17 年の成長率目標を+6.5%以上とするのであれば、小型車減税の延長や、投資刺激策の更なる拡充、住宅規制の緩やかな運用など、政策総動員で景気を下支えする必要があるが、過度な経済への刺激はその後の急激な調整を招きかねない。

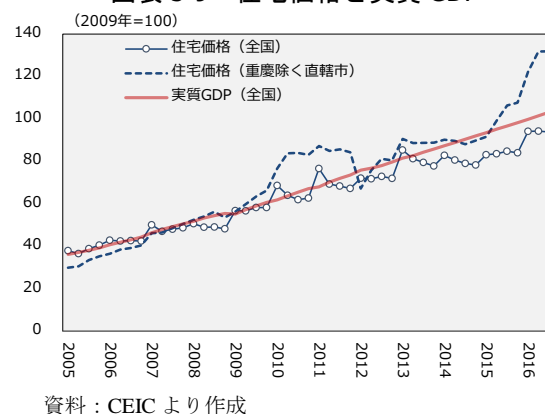
具体的なリスクには、①都市部を中心とした住宅バブルの再燃、②銀行の不良債権増加と企業部門のバランスシート調整圧力の高まりや③資金流出の深刻化による投資の急減速、④米国における保護主義の高まりなどがあげられる。トランプ氏は中国製品に 45%の関税を課すと表明、実現すれば中国側も報復措置を取る可能性が極めて高い。関税の引上げが貿易戦争に発展すれば、米中ともに経済が大きく下振れする事態となるだろう。

以上のように、足元のリスクが拡大する中、政府が改革の先送りを続ければ、中長期的に経済の急減速は避けられない。17 年 3 月の全人代において、経済成長率の減速をどこまで容認することができるかが注目される。

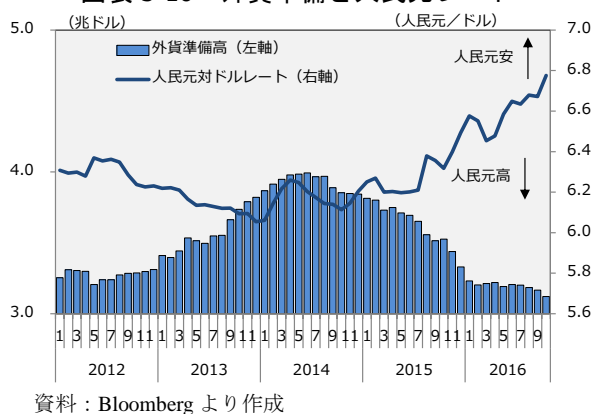
図表 5-8 住宅ローン残高



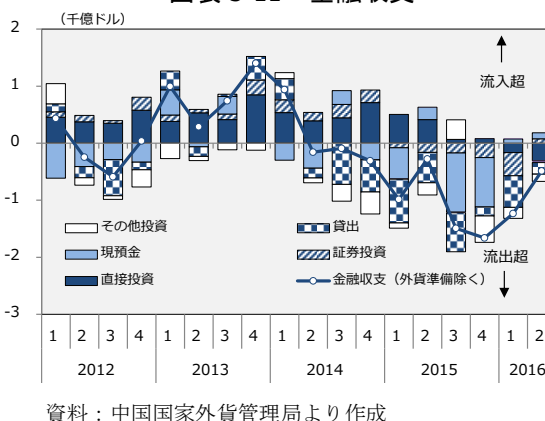
図表 5-9 住宅価格と実質 GDP



図表 5-10 外貨準備と人民元レート



図表 5-11 金融収支



¹³ 北京市では、2 軒目の住宅購入の際に、頭金を 7 割以上にしよう通達。深セン市でも 2 軒目の最低頭金比率を 7 割に、広州市では 1 軒目で 3 割、2 軒目で 7 割に設定し非戸籍保有世帯の住宅購入を 1 戸に限定している。

(3) ASEAN 及びその他東アジア経済

ASEAN 経済は持ち直しの動きがみられる

ASEAN・その他東アジア経済は、持ち直しの動きがみられている。

ASEAN5 をみると、インドネシア経済は、農業生産の回復やインフレ圧力の緩和から消費を中心に回復が続く。マレーシア経済も資源価格の上昇で持ち直しの動きがみられており、ASEAN5 の成長率は総じてみれば持ち直しの動きがみられる（図表 5-12）。

その他東アジア経済も、持ち直しの動きがみられる。台湾や韓国は、中国経済が安定して推移していることから、輸出が緩やかに回復している（図表 5-13）。

輸出は持ち直しの動きがみられ、農業生産も底打ち

ASEAN 経済に明るさがみられている背景には、①物価上昇圧力低下による消費の回復（前掲図表 5-2）、②中国の需要減速ペースの弱まりによる輸出の持ち直し、③エルニーニョ現象収束に伴う農業生産の底打ち、などがある。

ASEAN の輸出は、総じて持ち直しの動きがみられている（図表 5-14）。ベトナムは電子機器の輸出が伸びていることから、堅調に推移しているほか、インドネシアや、タイなどでも機械製品などが好調で輸出は持ち直しの動きがみられている。

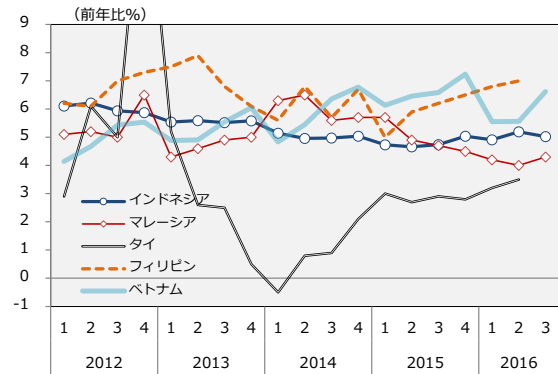
ASEAN 各国の農業生産は、GDP に占める割合も高く¹⁴、物流などを含めて経済全体に与える影響は大きい。農業付加価値は、14 年から続くエルニーニョ現象の影響で、農作物の生産量が減少し、急速に鈍化した（図表 5-15）。しかしながら、16 年夏以降は、エルニーニョ現象が収束を迎えたことで、農業付加価値も底打ちしており、今後の農業生産の回復が ASEAN 経済の持ち直しに寄与することが期待される。

先行きの成長率は緩やかに回復へ

ASEAN・その他東アジア経済は、インフレ圧力緩和による消費の緩やかな回復、米国向け輸出の持ち直し、農業生産の回復などを背景に、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。

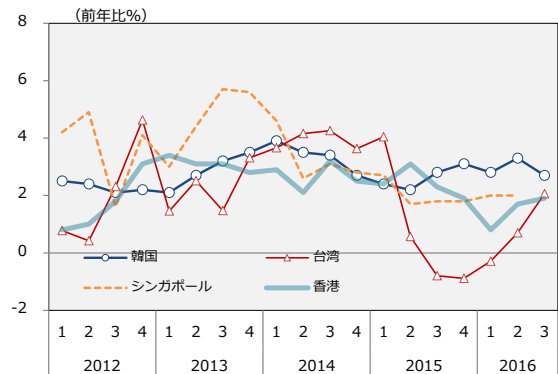
リスクとしては第 1 に、中国経済の想定以上の減速が東アジアを中心に経済の減速を引き起こす可能性があげられる。第 2 は、米国の政策変更が与える影響である。米国の利上げペースが急速に強まれば、資金流出や通貨安再燃の可能性がある。また、トランプ氏は就任初日に TPP 脱退を宣言すると表明しており、世界的な自由貿易協定の停滞が ASEAN 経済の逆風になることが懸念される。第 3 に、国王崩御に伴いタイの個人消費が急速に落ち込む恐れがあるなど、政治情勢などの変化が景気に及ぼす影響があげられる。

図表 5-12 ASEAN の実質 GDP 成長率



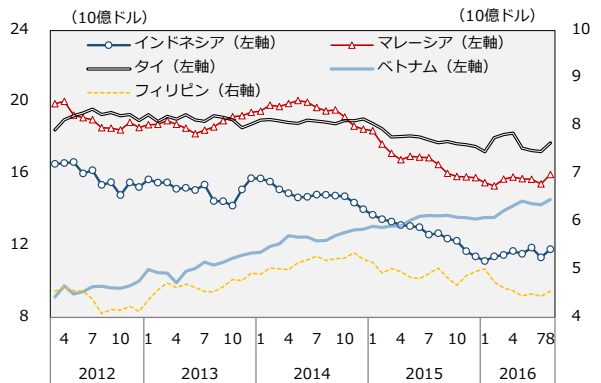
資料：Bloomberg、CEIC より作成

図表 5-13 その他東アジアの実質 GDP 成長率



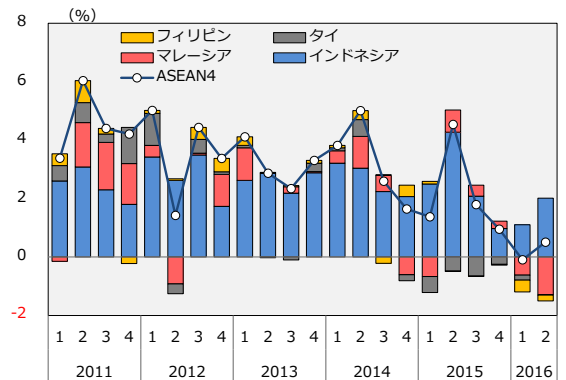
資料：Bloomberg、CEIC より作成

図表 5-14 ASEAN の輸出



資料：CEIC より作成

図表 5-15 ASEAN4 の農業付加価値



資料：CEIC より作成

¹⁴ 2015 年の GDP に占める農業の割合は、インドネシア：13.1%、マレーシア：8.9%、タイ：6.8%、フィリピン：9.5%。

(4) インド経済

4-6 月期は減速も、緩やかな拡大が続く

インド経済は、緩やかな拡大が続いている。16年4-6月期の実質 GDP は、前年比+7.1%と前期（16年1-3月期：同+7.6%）から成長が減速したが、高い伸びが続く（図表 5-16）。

16年2月頃までの原油安の影響などからインフレ圧力が緩和しており、好調な個人消費が成長を牽引している。輸出も、アフリカや中東向けの需要が回復してきており、やや持ち直しているが、固定資本形成は、銀行のバランスシート調整を背景に減少が続いている。

モディ政権の構造改革は緩やかに進捗

モディ政権の構造改革は、緩やかな歩みではあるが進捗している。長年の懸念事項とされていた付加価値税（GST）の全国統一がほぼ決定、外資規制緩和も一部ではあるが進んでいる。

先行きは、低い物価上昇率や、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。実質 GDP 成長率（年度）は、16年度は前年比+7.3%、17年度は同+7.4%を予測する。

今後のリスクは、①資源価格の急上昇などでインフレが再燃すること、②不良債権増加に伴うバランスシート調整圧力が高まることなどがあげられる。パテル新中銀総裁は、利下げを進めたい政権との協調を重視しているものとみられるが、インフレや不良債権問題への対処を怠れば、先行きのリスクが高まる恐れがある。

(5) ブラジル経済

低迷続くが、一部に改善の動き

ブラジル経済は、低迷が続いているが、一部に改善の動きがみられている。16年4-6月期の実質 GDP は、前年比▲3.8%とマイナス成長が続くも、マイナス幅は縮小している（図表 5-18）。

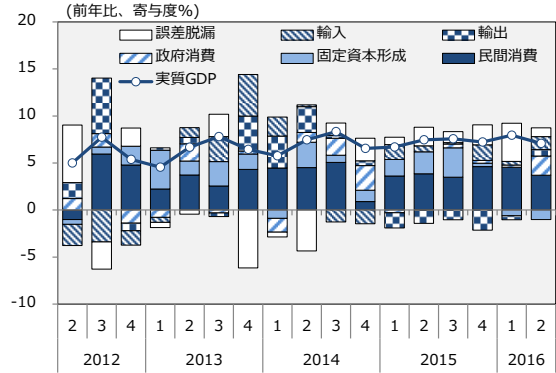
8月の小売売上高は前年比▲5.3%と、消費は依然として低調な推移が続いている（図表 5-19）。しかしながら、16年初以降、レアルの増価から物価上昇率が鈍化していることや、消費者マインドが改善していることで、消費を巡る環境には改善がみられる。

五輪効果は限定的だが、最悪期からは脱する

8月に開催されたリオ五輪は、21日に無事閉会したが、チケット販売は低調で経済効果は限定的とされる。

ブラジル中銀は、10月の通貨政策委員会で4年ぶりに政策金利の引き下げ（14.25%→14%）に踏み切った。先行きは、政策金利の低下が経済を下支えすることが期待される。資源価格の緩やかな持ち直しや消費者マインドの改善もあり、ブラジル経済は最悪期を脱したとみられるが、五輪後の投資や消費の減少などから、16年は前年比▲3.4%、17年も同▲0.2%と3年連続のマイナス成長を予測する。

図表 5-16 インドの実質 GDP 成長率



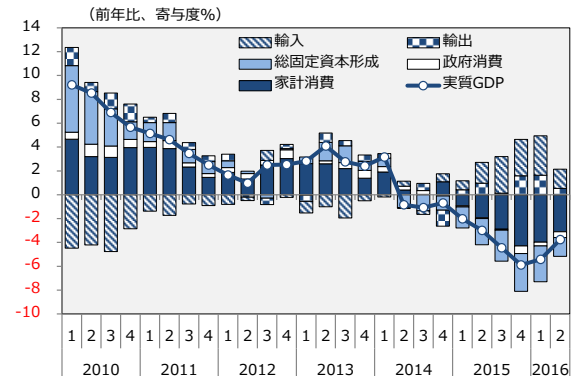
資料：Bloomberg より作成

図表 5-17 最近のインドの政策動向

	評価	概要
GSTの導入	○	8月にGST導入のための憲法改正案が国会を通過、課題となっていた過半数の州議会の批准もクリアし、17年4月1日からの導入がほぼ決定。
土地収用法	×	野党の反発を背景に、企業の土地収用を簡素化する政令改正を断念。
外資規制	△	航空・国防分野の外資規制緩和も、踏み込み不足の声も。
金融政策	△	金利引き下げを求める世論に配慮し、国内外から評価の高かったラジャン総裁を交代。後任にはパテル氏を選任。

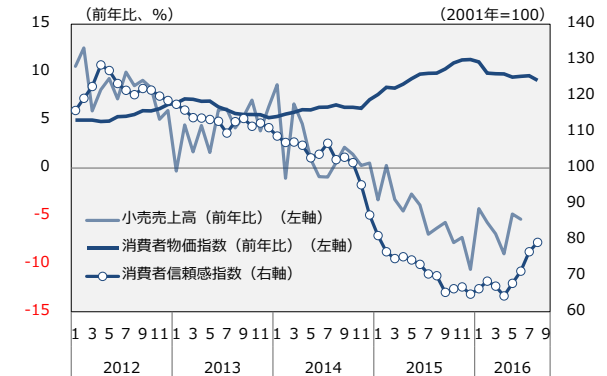
資料：各種報道より作成

図表 5-18 ブラジルの実質 GDP 成長率



資料：Bloomberg より作成

図表 5-19 ブラジルの消費環境



資料：CEIC 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）	489,564	500,621	506,561	514,194	1.5%	2.3%	1.2%	1.5%
	民間最終消費支出	293,204	292,001	291,663	295,250	▲0.8%	▲0.4%	▲0.1%	1.2%
	民間住宅投資	14,438	14,759	15,579	15,405	▲8.5%	2.2%	5.6%	▲1.1%
	民間設備投資	68,389	70,100	69,598	70,762	1.5%	2.5%	▲0.7%	1.7%
	民間在庫品増加	201	1,601	1,114	355	***	***	***	***
	政府最終消費支出	100,961	102,263	103,252	105,906	2.2%	1.3%	1.0%	2.6%
	公的固定資本形成	23,668	23,041	23,066	24,534	0.4%	▲2.6%	0.1%	6.4%
	公的在庫品増加	97	22	42	54	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲11,393	▲3,164	2,248	1,928	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	88,385	87,371	80,806	84,459	10.5%	▲1.1%	▲7.5%	4.5%
	財貨・サービス輸入	99,778	90,536	78,558	82,531	4.0%	▲9.3%	▲13.2%	5.1%

（単位：2005暦年連鎖方式価格10億円、%）

実質	国内総生産（=GDP）	524,774	529,368	534,512	539,380	▲0.9%	0.9%	1.0%	0.9%
	民間最終消費支出	307,160	306,716	308,374	310,448	▲2.9%	▲0.1%	0.5%	0.7%
	民間住宅投資	13,143	13,454	14,314	13,897	▲11.7%	2.4%	6.4%	▲2.9%
	民間設備投資	70,738	72,232	72,436	73,017	0.1%	2.1%	0.3%	0.8%
	民間在庫品増加	260	1,785	1,083	292	***	***	***	***
	政府最終消費支出	102,319	103,924	105,164	106,712	0.1%	1.6%	1.2%	1.5%
	公的固定資本形成	21,781	21,196	21,421	22,544	▲2.6%	▲2.7%	1.1%	5.2%
	公的在庫品増加	60	11	31	28	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	11,293	11,640	13,039	14,014	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	91,729	92,082	92,274	93,522	7.9%	0.4%	0.2%	1.4%
	財貨・サービス輸入	80,437	80,442	79,235	79,507	3.4%	▲0.0%	▲1.5%	0.3%

	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	97.2	98.4	▲0.5%	▲1.0%	▲0.2%	1.3%
	国内企業物価指数	105.2	101.8	99.1	100.9	2.7%	▲3.3%	▲2.7%	1.8%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.0	100.0	99.6	100.5	2.8%	0.0%	▲0.4%	0.9%
	GDPデフレーター	93.3	94.6	94.8	95.3	2.5%	1.4%	0.2%	0.6%
	完全失業率	3.5%	3.3%	3.1%	2.9%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	88.0	92.1	95.6	87.5	▲10.8%	4.6%	3.9%	▲8.4%

（単位：10億円、%）

対外バランス	経常収支（10億円）	8,725	18,003	19,704	21,338	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲9,314	▲603	4,271	5,357	***	***	***	***
	貿易収支	▲6,589	542	5,599	5,553	***	***	***	***
	輸出	75,637	73,145	67,355	70,649	8.5%	▲3.3%	▲7.9%	4.9%
	輸入	82,226	72,603	61,757	65,097	1.8%	▲11.7%	▲14.9%	5.4%
	通関収支戻（10億円）	▲9,128	▲1,087	4,053	3,862	***	***	***	***
	通関輸出	74,667	74,117	68,680	71,786	5.4%	▲0.7%	▲7.3%	4.5%
通関輸入	83,795	75,205	64,627	67,924	▲1.0%	▲10.3%	▲14.1%	5.1%	

為替	国債10年物利回り	0.48%	0.29%	-0.11%	-0.10%	***	***	***	***
	M2	882,398	914,237	945,818	974,282	3.3%	3.6%	3.5%	3.0%
	日経平均株価	16,273	18,841	16,819	17,285	12.8%	15.8%	▲10.7%	2.8%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	80.6	44.9	46.6	53.3	▲18.6%	▲44.2%	3.7%	14.3%
	円/ドル レート	110.0	120.0	104.7	105.7	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.268	1.105	1.116	1.094	***	***	***	***
	円/ユーロ レート	138.8	132.6	116.8	115.7	***	***	***	***

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