

## PRESS RELEASE

2015年2月17日  
株式会社三菱総合研究所

## 2014～2016年度の内外景気見通し

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長 大森京太 東京都千代田区永田町二丁目10番3号)は、2014年10-12月期GDP速報の発表を受け、2014～2016年度の内外景気見通しを発表致しました。

## 緩やかな回復が期待される日本経済

**日本の実質成長率予測値：2014年度▲0.9%、2015年度+1.8%、2016年度+1.5%**  
(前回予測値(12月8日):2014年度▲0.7%、2015年度+1.6%)

**海外経済**

- **世界経済**は、回復力が鈍い。先進国では、原油安による景気押し上げ効果もあり、先行きは米国を中心に回復に向かうと予想する。新興国では、中国経済の減速や資源国経済の低迷が予想される一方、その他の国では原油安によるインフレ圧力緩和などから緩やかな回復を見込む。
- **米国経済**は、雇用環境の改善が続く中、拡大している。原油安による景気の押し上げ効果もあり、15年は成長ペースがやや加速、16年は幾分減速しつつも拡大持続を予想する。
- **ユーロ圏経済**は、低迷が続いている。原油安とユーロ安を背景に、一段の景気減速は回避するとみられるが、バランスシート調整が続き、回復ペースは他の先進国に比べ鈍いであろう。
- **新興国経済**は、14年半ば以降、減速傾向にある。中国では、投資鈍化などから景気減速が続いている。その他新興国では、米国向けの輸出回復で堅調を維持する国がある一方、資源価格下落などから急速に減速する国があるなど、マクロ経済環境に差がみられる。先行きは中国経済の一段の成長鈍化を見込む一方、その他新興国はインフレ圧力緩和などから、緩やかな回復を予想する。

**日本経済**

- 日本経済は、14年10-12月期の実質GDPは前期比年率+2.2%と、3四半期ぶりのプラス成長となった。消費や設備投資の持ち直しの動きは鈍いが、輸出増の追い風もあり、景気は緩やかに回復している。
- 先行きは、労働需給のひっ迫による雇用・所得環境の緩やかな改善が消費の緩やかな回復を支えるほか、円安・原油安などによる企業収益回復により設備投資も堅調に推移すると予想される。16年度後半には、17年4月の消費税増税を控えた駆け込み需要も見込まれ、日本経済は16年度にかけて内需中心に回復の動きを続けるであろう。

**注意すべき下振れリスク**

- 第1は、海外経済の下振れだ。海外経済は米国頼みの状況にある。ユーロ圏ではデフレ圧力が強まっている。中国は、住宅価格下落や地方政府のデフォルトなどリスクが表面化しつつあり、政策運営の舵取りを誤れば、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性も否めない。ユーロ圏経済や中国経済が下振れし、それが米国経済の拡大ペースの鈍化を招けば、日本も含め世界経済全体の成長率低下につながる。
- 第2は、金融市場の不安定化である。米国が15年半ば以降に利上げに踏み切るとみられるなか、経済のファンダメンタルズが弱い新興国や、リスク性資産からの急激な資金流出には警戒が必要だ。ギリシャでも政権交代により、デフォルトリスクへの懸念がくすぶる。
- 第3は、日本の消費者マインドの冷え込みである。14年夏以降に冷え込んだ消費者マインドは、原油安や株価上昇を背景に改善の兆しもみられるが、その勢いは弱い。上記の海外リスクの波及による景気悪化や15年度春闘賃上げの行方次第では、消費者マインドが再び冷え込む可能性もある。

### 海外経済：16年にかけて緩やかに回復

世界経済は、回復力が鈍い。先進国では、原油安による景気押し上げ効果もあり、先行きは米国を中心に回復に向かうと予想する。新興国では、中国経済の減速や資源国経済の低迷が予想される一方、その他の国では原油安によるインフレ圧力緩和などから緩やかな回復を見込む。

米国経済は、雇用環境の改善が続く中、拡大している。原油安による景気の押し上げ効果もあり、15年は成長ペースがやや加速、16年は幾分減速しつつも拡大持続を予想する。

ユーロ圏経済は、低迷が続いている。原油安とユーロ安を背景に一段の景気減速は回避するとみられるが、バランスシート調整が続く、回復ペースは他の先進国に比べ鈍いであろう。

新興国経済は、14年半ば以降、減速傾向にある。中国では、投資鈍化などから景気減速が続いている。その他新興国では、米国向けの輸出回復で堅調を維持する国がある一方、資源価格下落などから急速に減速する国があるなど、マクロ経済環境に差がみられる。先行きは中国経済の一段の成長鈍化を見込む一方、その他新興国はインフレ圧力緩和などから、緩やかな回復を予想する。

金融市場（次頁図表1-2～1-6を参照）では、14年秋以降の原油価格急落、米国金融政策の正常化時期を巡る見方の振れ、ギリシャへの警戒などから市場のリスク許容度が後退し、市場のボラティリティは高めに推移している。今後も米国金融政策の動向などに敏感な状況は続くと思われる。

### 日本経済：16年度にかけて内需中心の回復続く

日本経済は、14年10-12月期の実質GDPは前期比年率+2.2%と、3四半期ぶりのプラス成長となった。消費や設備投資の持ち直しの動きは鈍いが、輸出増の追い風もあり、景気は緩やかに回復している。

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

実質GDP成長率は、14年度▲0.9%、15年度+1.8%、16年度+1.5%と予測する。14年度は、実績値の改定を反映し下方修正。15年度は、14年度補正予算の効果などを織り込み上方修正した（前回見通し<12月8日>：14年度▲0.7%、15年度+1.6%）。

消費者物価指数（生鮮食品除く）の前年比は、原油価格急落を受けて15年度は+0.3%と、前回の予測値+1.3%から大幅に下方修正した。16年度は①既往の円安の波及、②需給ギャップの縮小などから伸びを高めるとみられ、同+1.6%と予測する。前提となる原油価格（WTI）は、予測期間の16年度末にかけて65ドル程度にまで戻すと想定している。

### 3つの下振れリスク

注意すべき下振れリスクは次の3つである。

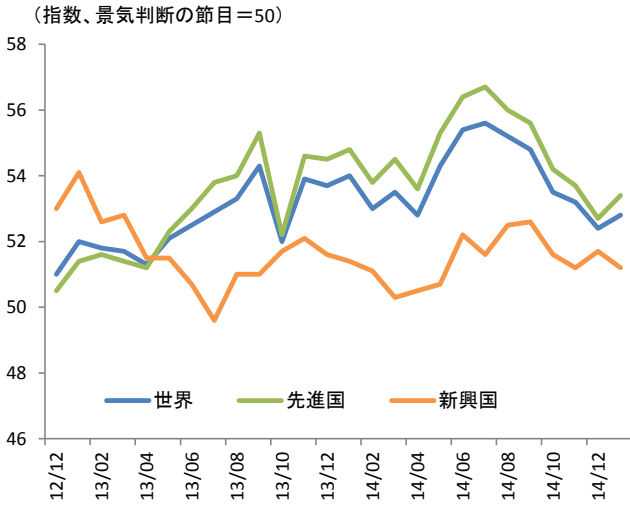
第1は、海外経済の下振れだ。海外経済は米国頼みの状況にある。ユーロ圏経済の悪化には歯止めがかかりつつあるものの、5年ぶりにユーロ圏の物価がマイナスに転じるなど、デフレ圧力は強まっている。中国は、住宅価格下落や地方政府のデフォルトなどリスクが表面化しつつあり、政策運営の舵取りを誤れば、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性も否めない。ユーロ圏経済や中国経済が下振れし、それが米国経済の拡大ペースの鈍化を招けば、日本も含め世界経済全体の成長率低下につながる。

第2は、金融市場の不安定化である。米国が15年半ば以降に利上げに踏み切るとみられるなか、経済のファンダメンタルズが弱い新興国や、リスク性資産からの急激な資金流出には警戒が必要だ。ギリシャでも政権交代により、デフォルトリスクへの懸念がくすぶる。

第3は、日本の消費者マインドの冷え込みである。14年夏以降に冷え込んだ消費者マインドは、原油安や株価上昇を背景に改善の兆しもみられるが、その勢いは弱い。上記の海外リスクの波及による景気悪化や15年度春闘賃上げの行方次第では、消費者マインドが再び冷え込む可能性もある。

## 世界経済・金融市場の動向

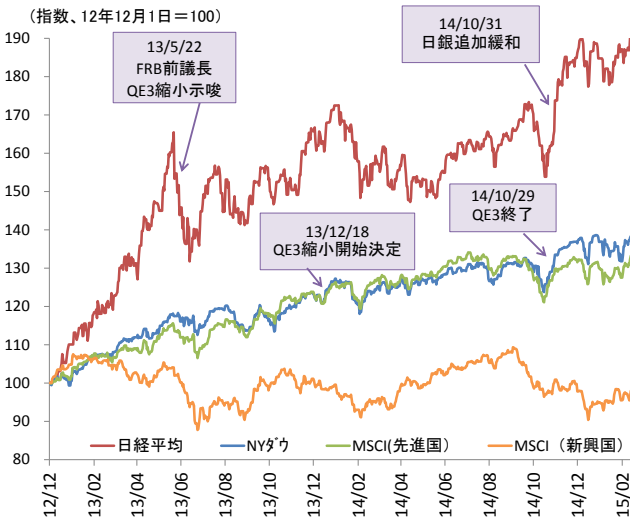
図表 1-1 PMI 総合指数



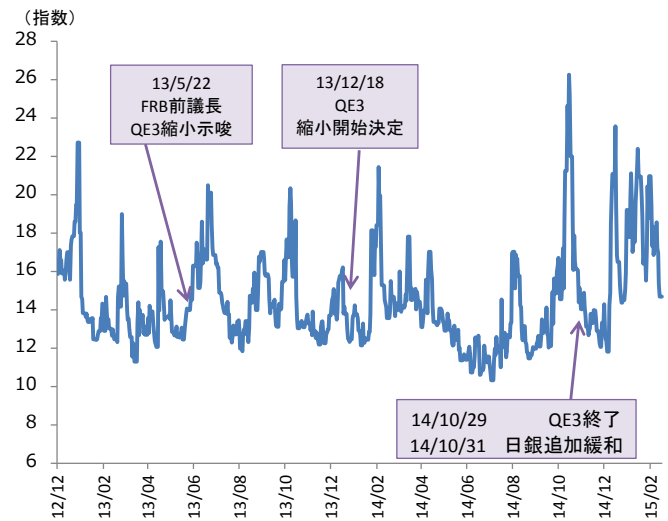
図表 1-2 為替



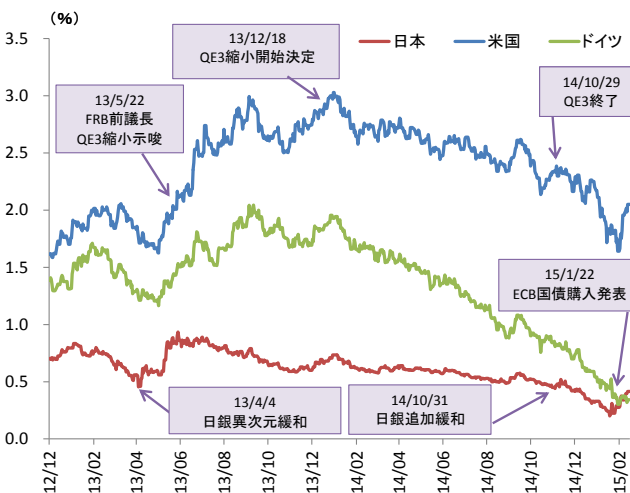
図表 1-3 世界の株価



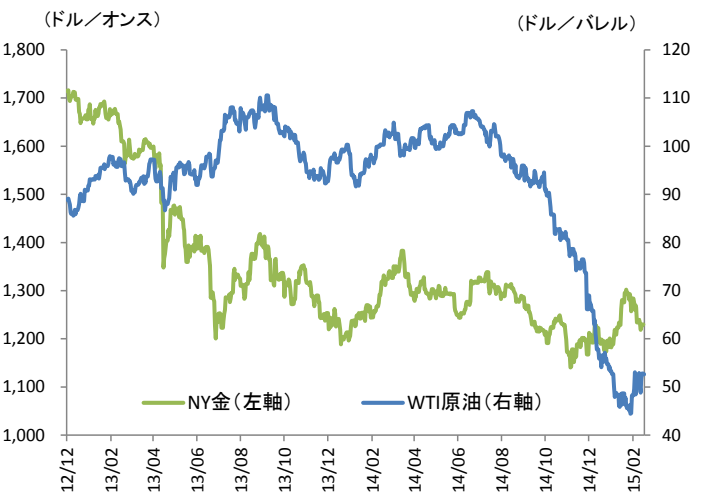
図表 1-4 米国のボラティリティ指数 (VIX 指数)



図表 1-5 長期金利 (10年物国債)



図表 1-6 商品市況



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

注2: PMI 総合指数は月次、その他は日次。直近値は PMI 総合指数が1月、その他は2月16日。

注3: 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。

資料: Bloomberg

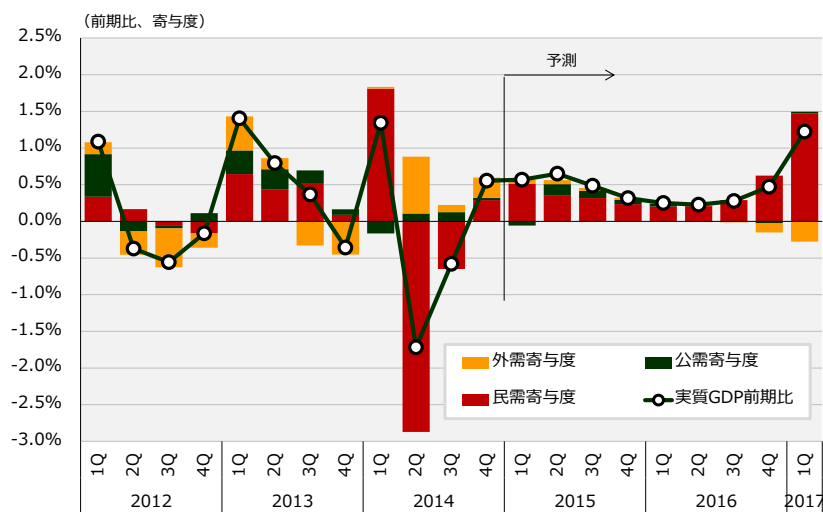
図表 1-7 2014~2016 年度の実質 GDP 成長率予測 (単位:%)

項目	2013年度		2014年度		2015年度		2016年度	
	実績		予測		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	2.1	***	▲ 0.9	***	1.8	***	1.5	***
内需	2.4	2.4	▲ 1.6	▲ 1.6	1.5	1.5	1.6	1.5
民間	2.2	1.7	▲ 2.3	▲ 1.7	1.6	1.2	2.0	1.5
民間最終消費支出	2.5	1.5	▲ 3.1	▲ 1.8	1.6	0.9	1.8	1.1
民間住宅投資	9.3	0.3	▲ 12.2	▲ 0.3	▲ 2.2	▲ 0.1	5.7	0.1
民間企業設備投資	4.0	0.5	▲ 0.0	▲ 0.0	3.0	0.4	3.7	0.5
民間在庫投資	***	▲ 0.5	***	0.5	***	▲ 0.1	***	▲ 0.2
公需	2.9	0.7	0.5	0.1	1.2	0.3	0.2	0.1
政府最終消費支出	1.6	0.3	0.3	0.1	1.5	0.3	1.0	0.2
公的固定資本形成	10.3	0.5	1.8	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 3.1	▲ 0.1
外需(純輸出)	***	▲ 0.5	***	0.7	***	0.3	***	▲ 0.1
輸出	4.7	0.7	7.1	1.1	4.7	0.8	3.3	0.6
輸入	6.7	▲ 1.2	2.9	0.4	3.4	0.5	4.3	0.7
名目GDP	1.8	***	1.3	***	2.5	***	2.1	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-8 四半期別の実質 GDP 成長率予測

		実績				予測								
		2014		2015		2016				2017				
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質GDP	前期比	1.3%	-1.7%	-0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	1.2%
	前期比年率	5.5%	-6.7%	-2.3%	2.2%	2.3%	2.6%	2.0%	1.3%	1.0%	0.9%	1.1%	1.9%	5.0%



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

#### 3 四半期ぶりのプラス成長

14年10-12月期の実質GDPは、季調済前期比+0.6%（年率+2.2%）と、3四半期ぶりのプラス成長となった。しかしながら、消費税増税後の内需の持ち直しの動きは鈍い。消費は同+0.3%と2四半期連続の増加となったが、増税前の水準を依然下回っている。住宅投資も反動減の影響が続き3四半期連続のマイナスとなったほか、設備投資も横ばい圏内にとどまった。米国向けの輸出増加などから輸出が同+2.7%と2四半期連続のプラスとなったことは好材料だが、消費税増税後の日本経済の持ち直しの動きは鈍い。

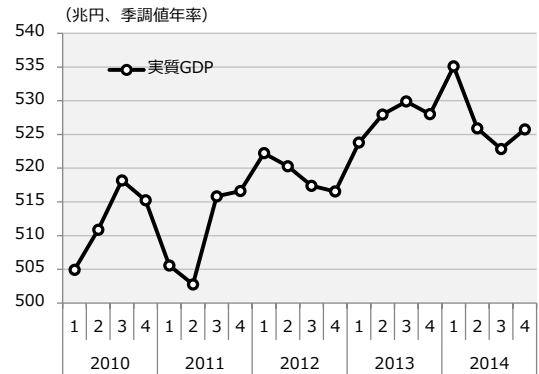
### (2) 消費の動向

#### 消費は14年4-6月に底入れし、緩やかに回復

消費は14年4-6月に底入れし、緩やかに回復しつつある。自動車や家電などの不振は続くものの、夏の天候不順要因のはく落もあり、食品やレジャーなどを中心に持ち直しの動きが広がった。

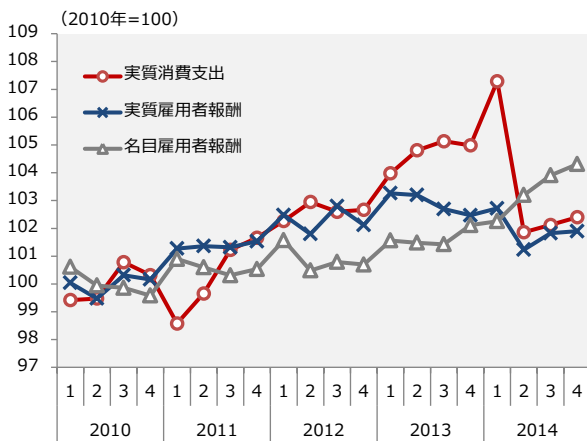
実質消費は増税後の反動減から回復しつつあるが、その水準は増税前を大きく下回っている。背景には2つの要因が考えられる。第1は、実質賃金の減少である。名目賃金は緩やかながらも上昇傾向にあるが、実質賃金は14年入り以降、前年を下回って推移してきた。消費税分を含めた物価上昇には追いついておらず、14年10-12月の実質賃金は前年比▲0.6%減少した。第2は、消費者マインドの弱さである。増税後の生産調整の長期化や円安進行による物価への波及などが下押し要因となり、14年半ば以降に消費者マインドが悪化した。14年末以降、原油安や株価上昇を背景にマインド改善の兆しもみられるが、その勢いは弱い。

図表 2-1 実質 GDP



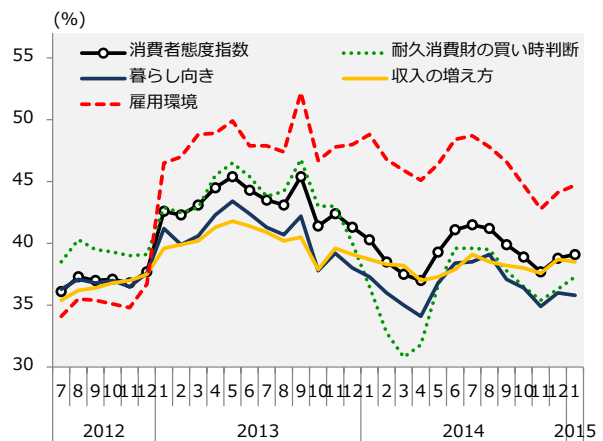
資料：内閣府「国民経済計算」

図表 2-2 実質消費と雇用者報酬



資料：内閣府「国民経済計算」他各種統計より三菱総合研究所作成

図表 2-3 消費者態度指数



注：今後半年間の見通しを調査した統計。  
資料：内閣府「消費動向調査」

#### 消費回復の鍵は、実質賃金と消費者マインド

今後の消費を見通す上で、ポイントは2つある。第1は、実質賃金が持続的に上昇するかである。詳細は後述するが、タイトな労働需給や、円安・原油安による企業収益の改善などが追い風となり、実質賃金は緩やかに上昇していくと予想する。第2は、消費者マインドの行方である。日本経済は増税後の調整局面を脱しつつあり、景気は上向いていくと予想する。雇用・所得環境の改善や企業収益回復による株価上昇なども追い風となり、消費者マインドは16年度にかけて緩やかに回復していくであろう。

消費の先行きは、消費者マインドの回復や実質賃金の緩やかな上昇により、16年度にかけて回復基調

を維持するとみられる。実質民間最終消費支出は、15年度+1.6%、16年度+1.8%と予想する。なお、16年度の後半には17年4月の消費税引上げ（8→10%）前の駆け込み需要を織り込んでおり、+1.8%のうち+0.7%程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込んでいる。

### （3）雇用・所得の動向

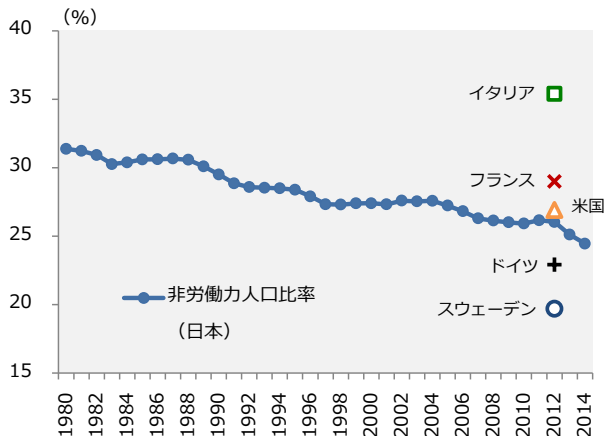
#### 労働力の供給余地は限定的、労働需給のひっ迫続く

労働需給は引き締まっている。14年12月の完全失業率は3.4%となり、97年以来の低水準を記録し、有効求人倍率も1.15倍と92年以来の高水準を記録した。

増税後の消費の落ち込みや生産調整の長期化により製造業やサービス業を中心に求人数の伸びはやや鈍化しているが、求職者数の減少ペースにはほとんど変化が見られず、結果として労働需給は引き締まった状況が続いている。

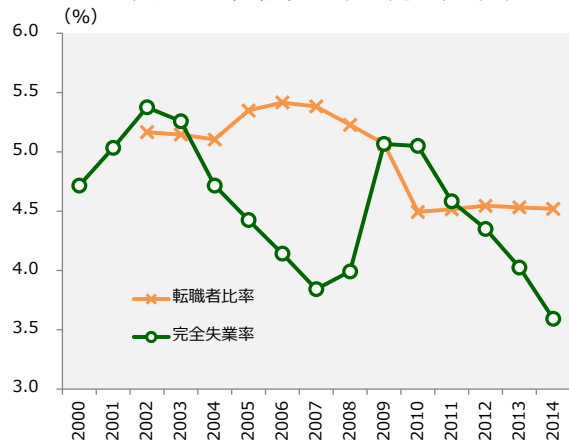
求職者数の減少が続く背景として次の2点を指摘する。第1は、人口減少と高齢化が進み、新たな労働力の供給余地が限られていることである。現役世代である15-64歳人口の非労働力人口比率が14年に戦後初めて25%を割った。13年以降の労働需要の増加は、女性の労働参加率の上昇が支えたが、14年後半以降この動きも一服感がみられる。第2は、労働需給のひっ迫を受けて、正社員採用の拡大など企業が人材の確保を進めていることである。転職者比率は、景気拡大期に上昇する傾向にあるが、13年以降はほとんど上昇しておらず、労働市場の流動性の低さが求職者の増加を抑制している可能性もある。

図表 2-4 15-64歳の非労働力人口比率



注：非労働力人口比率=非労働力人口/総人口  
資料：総務省「労働力調査」、JILPT「国際労働比較 2014」より三菱総合研究所作成

図表 2-5 転職者比率と完全失業率



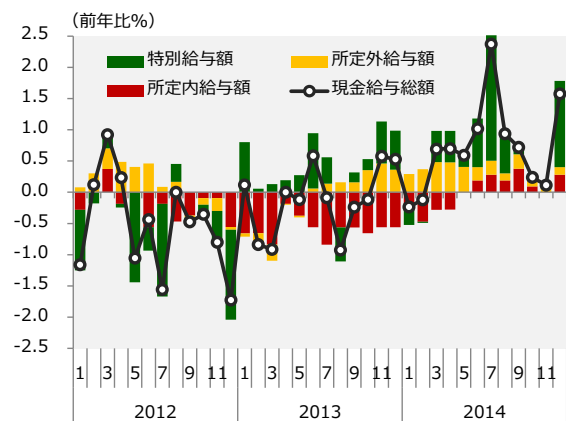
注：転職者比率=転職者数/就業者数  
資料：総務省「労働力調査」

#### 一人当たり賃金は緩やかに上昇

一人当たり賃金は、緩やかながらも上昇を続けている。所定内給与は、14年度春闘による賃上げや正社員比率の上昇などを背景に、小幅ながら前年比プラス圏内で推移している。賞与にあたる特別給与も、企業収益の回復を背景に製造業を中心に伸び、14年12月は前年比+2.6%となった。残業代などの所定外給与の伸びはやや鈍化しているが、13年の伸びが高かったことを勘案すると、水準としては低くない。

14年前半まで下落基調で推移してきた所定内給与が安定的なプラスに転じ、特別給与も大幅な改善をみせていることは明るい材料である。

図表 2-6 一人当たり現金給与総額



注：従業員規模5人以上、調査産業計。  
資料：厚生労働省「毎月勤労統計」より三菱総合研究所作成

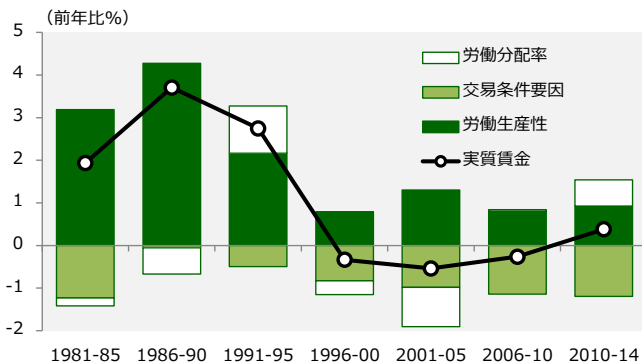
## タイトな労働需給が、所得環境の改善を促す

日本経済は、増税後の反動減を乗り越え、16年度にかけて回復に向かうとみられる。そのため、労働需給は一段とひっ迫する展開が予想される。非製造業や中小企業の人手不足は特に深刻だ。政府も成長戦略のなかで女性や若者、高齢者の労働力活用を掲げているが、成果が現れるには時間がかかる。労働需給のひっ迫により名目賃金には継続的に上昇圧力が加わるであろう。

しかしながら、名目賃金が上昇した場合でも、実質賃金の下落が続けば、消費回復の原動力とはなりにくい。実質賃金の伸びを決めるのは、①労働生産性、②交易条件、③労働分配率である。90年代半ばまでは高い生産性の伸びが実質賃金の上昇を支えてきたが、その後は生産性の低下や原油価格の上昇などによる交易条件の悪化、労働分配率の低下が実質賃金を押し下げる要因となった。

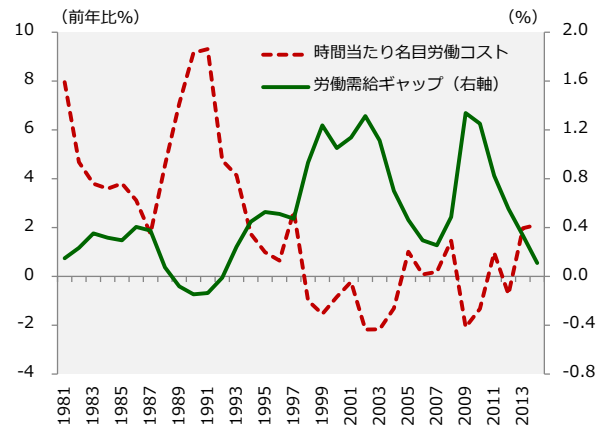
実質賃金の先行きは、①労働生産性の上昇、②原油安による交易条件の改善、③春闘賃上げやパート・非正規雇用の正社員化などを通じた労働分配率の上昇、を背景に、緩やかながらも上昇していくと予想する。特に③については、労働需給がひっ迫する中、企業がより良い人材を確保し事業継続するためには、賃金も含めた労働条件の改善が避けられない。労務行政研究所「賃上げに関するアンケート調査」によると、15年度の春闘では、14年度に続きベースアップを含めた2%強の賃上げが労使双方で見込まれている。円安や原油安により企業収益改善も進んでおり、賃上げには追い風である。

図表 2-8 実質賃金の寄与度分解



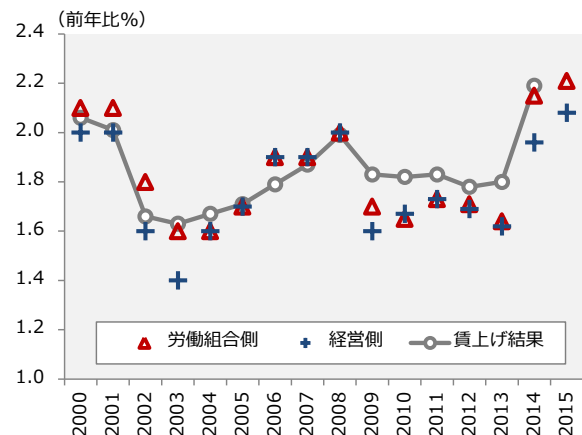
注：実質賃金＝時間当たり名目労働コスト／消費者物価、時間当たり名目労働コスト＝名目雇用者報酬／労働投入時間、交易条件要因＝GDPデフレーター／消費者物価、労働生産性＝実質GDP／労働投入時間、労働分配率＝名目雇用者報酬／名目GDP  
資料：各種統計より三菱総合研究所作成

図表 2-7 名目賃金と労働需給ギャップ



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

図表 2-9 春闘賃上げ見通しと実績



資料：労務行政研究所「賃上げに関するアンケート調査」

## (4) 企業活動・設備投資の動向

### 生産は昨夏以降に緩やかに持ち直すも、業種別に強弱

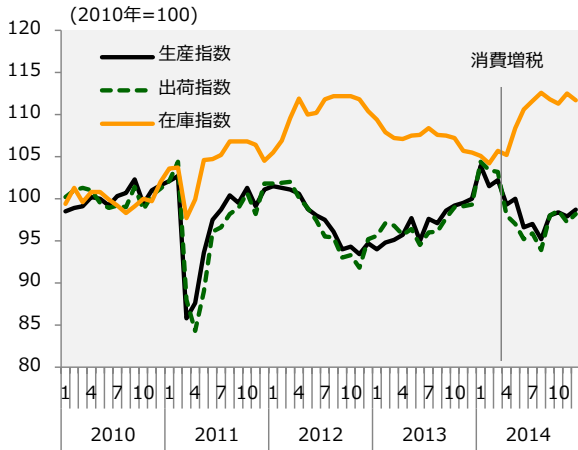
生産は14年8月を底として緩やかに持ち直している。ただし、需要の回復状況に応じて生産の回復ペースには業種毎に強弱がある。円安や原油安が追い風となっており、生産財や投資財など企業向けの財を生産する業種では生産回復ペースが速い。電子部品・デバイスは14年10-12月に前期比+9.7%と高い伸びをみせた。一方、自動車やパソコンなど耐久消費財は増税後の不振が続いており、輸送機械や情報通信機械の回復力は弱い。

### 在庫調整は進展、需要見合いで生産回復へ

増税後の在庫調整は進展している。増税後に在庫水準が高まった耐久財や投資財では、14年半ば以降

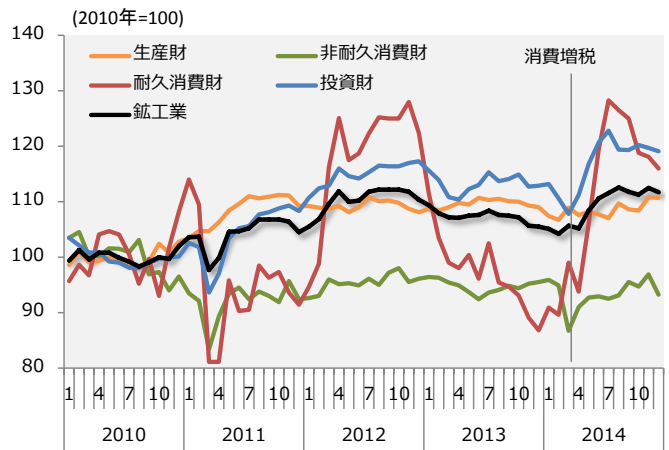
に在庫水準の調整が進んでいるほか、生産財や非耐久消費財では、既に前向きな在庫積み増し局面に入りつつあるとみられる。97年の増税時と比べ、在庫増加に対する生産調整ペースは速く、企業は増税後の需要の動向を慎重に見極めながら、早めの生産調整を行ってきた。16年度にかけては、円安・原油安による企業収益の改善も追い風となり、生産・出荷は持ち直しの動きを続けるであろう。

図表 2-10 生産・出荷・在庫指数



資料：経済産業省「鉱工業指数」

図表 2-11 生産者在庫指数

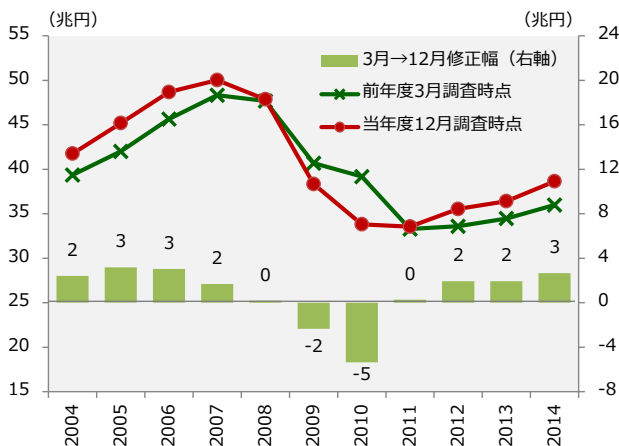


資料：経済産業省「鉱工業指数」

**収益改善と更新需要を背景に、設備投資は堅調を維持**

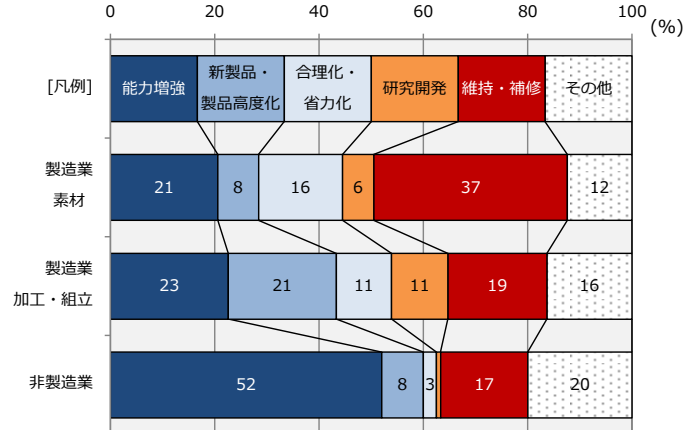
企業の設備投資は、14年4-6月期以降、ほぼ横ばい圏内での推移が続いているが、大企業を中心に設備投資への積極姿勢は崩れていない。3つの要因が挙げられる。第1に、過去の投資抑制により設備保有年数の長期化が進んでおり、製造業を中心に設備の更新需要は高まっている。第2に、非製造業でも消費構造の変化などに対応するため、小売りや物流を中心に能力増強投資ニーズが根強い。第3に、円安の定着で企業収益の拡大が見込まれるほか、製造業で製品・部品の調達先の一部を国内に切り替える動きも出始めている。設備投資を巡るこうした動きは16年度にかけても続くとみられ、設備投資は堅調な推移を予想する。

図表 2-12 企業の設備投資計画の変化



注：全規模・全産業ベース  
資料：日本銀行「短観」より三菱総合研究所作成

図表 2-13 企業の設備投資動機



注：2014年度計画ベース。  
資料：日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

**(5) 輸出入の動向**

**輸出の回復は緩やかにとどまる**

輸出は緩やかながらも回復しているが、仕向地別に強弱がある。中国やEU向けは輸出相手国の景気減速を受けて、日本からの輸出も低調に推移している。一方、回復傾向にあるのが米国とASEAN向けであり、特に米国向けは原油安の追い風もあり自動車輸出が好調である。

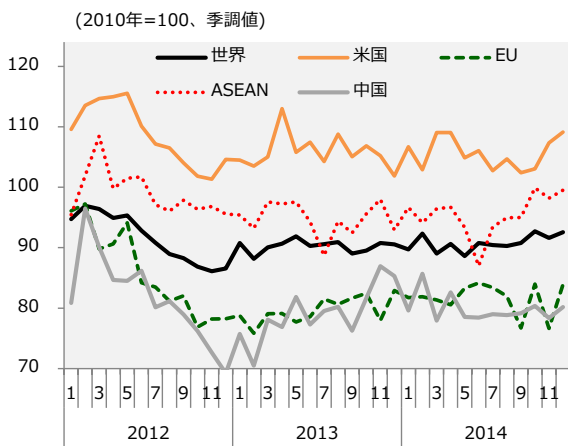


14年半ば以降、輸出は緩やかな回復傾向にあるが、先行き力強い回復を期待することは難しいだろう。円安定着により、一部では製品・部品の調達先を国内に切り替える動きがあり、海外需要を国内設備の稼働率上昇で賄う動きもみられる。しかし、①海外市場の成長力の高さ、②アジア新興国の技術力の向上、③労働需給のひっ迫による国内での人材確保の難しさ、を踏まえると、現状の円安水準が定着したとしても、輸出拠点としての日本への回帰が大幅に進むとは考えにくい。16年度にかけても、日本からの輸出は緩やかな回復にとどまる可能性が高い。

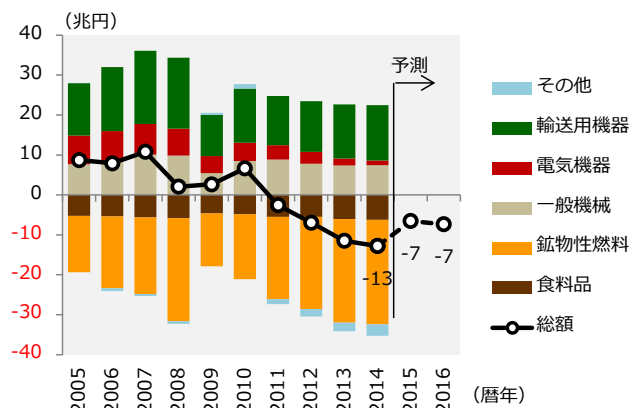
### 原油安により貿易収支の赤字幅は縮小へ

14年半ば以降の大幅な原油安進行を受け、15年の貿易収支の赤字幅は、5年ぶりに縮小が予想される。仮に15年の原油価格（WTI）が50ドル/バレル台半ば、為替が120円/ドル程度で推移した場合、日本の原油輸入額は14年の14兆円から15年には7兆円程度まで縮小するとみられる。他の経済状況などを勘案すると、貿易赤字額（通関ベース）は14年の▲13兆円から15年には▲7兆円程度にまで縮小すると予想する。

図表 2-14 輸出数量指数



図表 2-15 貿易収支の実績と見通し

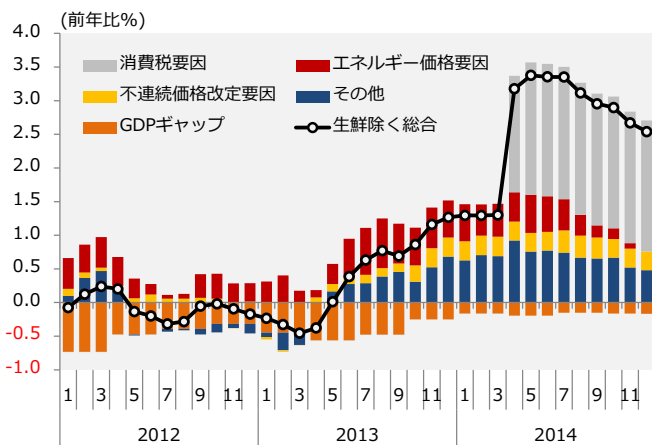


### (6) 物価の動向

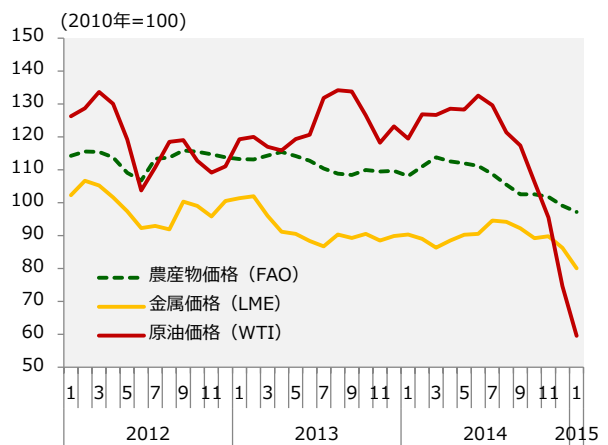
#### 15年度半ばにかけて一旦伸び鈍化も、16年度にかけて再び上昇幅拡大

消費者物価の伸びは鈍化している。14年12月のコアCPI(生鮮食品除く総合)は前年比+2.5%となり、消費税増税の影響を除くと同+0.5%まで伸びが縮小した。円安は進行したものの、原油安によるエネルギー価格の下落が物価の伸び鈍化に寄与した。14年7月以降の原油安の進行により、コアCPIは▲0.8%p程度押し下げられたとみられる。

図表 2-16 消費者物価の要因別寄与度



図表 2-17 国際資源価格



物価の先行きは、15年4-6月にかけて、原油安によるエネルギー価格のマイナス寄与が拡大するとみられ、消費者物価の伸びは一時的に前年比マイナスに転じると予測する。その後は、①既往の円安の国内物価への波及、②GDPギャップのマイナス幅縮小、③非製造業を中心とする賃金上昇による価格転嫁、④家計や企業のインフレ期待の醸成、などが複合的に押し上げ要因となり、再び上昇幅を拡大していく可能性が高い。また、物価予測の前提となる原油価格（WTI）は、15年1-3月期の50ドル前後から、予測期間の16年度末にかけて65ドル程度にまで緩やかに上昇すると想定しており、16年度にはエネルギー価格が再び物価の押し上げ要因となる可能性がある。

消費者物価（生鮮食品を除く総合）の上昇率は、15年度は前年比+0.3%、16年度は同+1.6%と予測する。日銀が目標とする「15年度を中心とする期間」に2%を達成することは難しいとみられるが、16年度末には+1%台後半まで到達することになる。

## （7）まとめ

### 内需の前向きな循環により、16年度にかけて成長持続

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

実質GDP成長率は、14年度▲0.9%、15年度+1.8%、16年度+1.5%と予測する。14年7月以降の円安・原油安の進行は、15年度にかけて実質GDP成長率を+0.3%p程度押し上げる効果があるとみられる<sup>1</sup>。14年度補正予算による成長押し上げ効果（+0.2%p程度）もあり、15年度は潜在成長率（+0.7%程度と推計）を大きく上回る成長を実現するであろう。16年度は、成長のペースはやや鈍化するものの、年度末にかけては17年4月の消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するとみられ、消費や住宅投資を中心に高い伸びを予想する。16年度の+1.5%成長のうち、+0.5%p程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込む。

15年10月の消費税増税は先送りされたものの、景気回復による税収の増加などにより、15年度の基礎的財政収支（PB）赤字の半減目標を概ね達成できる見込みとなっている。しかしながら、20年度にはPB黒字化という更なる難題<sup>2</sup>が待ち構えている。政府は、15年夏をめどに新たな財政再建計画を作成する予定だが、残された期間は短い。成長戦略の着実な実行とともに、社会保障費をはじめとする政策経費の削減に本格的に取り組む必要がある。

## （8）先行きのリスク

### 国内の前向きな循環が途切れる3つのリスク

上記の日本経済の前向きな循環が途切れるリスクとして3つの要素が挙げられる。

第1は、海外経済の下振れだ。海外経済は米国頼みの状況にある。ユーロ圏経済の悪化には歯止めがかかりつつあるものの、5年ぶりにユーロ圏の物価がマイナスに転じるなど、デフレ圧力は強まっている。中国は、住宅価格下落や地方政府のデフォルトなどリスクが表面化しつつあり、政策運営の舵取りを誤れば、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性も否めない。ユーロ圏経済や中国経済が下振れし、それが米国経済の拡大ペースの鈍化を招けば、日本も含め世界経済全体の成長率低下につながる。

第2は、金融市場の不安定化である。米国が15年半ば以降に利上げに踏み切るとみられるなか、経済のファンダメンタルズが弱い新興国や、リスク性資産からの急激な資金流出には警戒が必要だ。ギリシャでも政権交代により、デフォルトリスクへの懸念がくすぶる。

第3は、日本の消費者マインドの冷え込みである。14年夏以降に冷え込んだ消費者マインドは、原油安や株価上昇を背景に改善の兆しもみられるが、その勢いは弱い。上記の海外リスクの波及による景気悪化や15年度春闘賃上げの行方次第では、消費者マインドが再び冷え込む可能性もある。

<sup>1</sup> 詳細は、MRI Economic Review（2015.01.19）「円安と原油安の日本経済への影響」参照。

[http://www.mri.co.jp/opinion/column/ecorev/ecorev\\_20150119.html](http://www.mri.co.jp/opinion/column/ecorev/ecorev_20150119.html)

<sup>2</sup> 2月12日に公表された内閣府「中長期の経済財政に関する試算」によると、20年度のPB赤字は、実質1.9%成長（15-20年度平均）の経済再生ケースで▲9.4兆円、実質1.0%成長（同）のベースラインケースで▲16.4兆円となっている。

## トピックス：資源安の世界経済への影響

### 資源安は、世界経済にはトータルでプラスの影響

14年以降、中国など新興国経済の減速の影響で、資源安が進んできた。特に、原油・天然ガスはシェールオイル産出による供給増の影響もあり下落圧力が続いてきたが、14年11月、OPECが原油減産を見送ったことで、原油価格が50ドル/バレル割れまで急落した。

資源安は、世界経済にどのような効果をもたらすのか。端的に言えば、資源安は、資源輸出国から資源輸入国への所得移転として作用し、資源輸入国の成長率を押し上げ、資源輸出国の成長率を押し下げる効果を持つ。資源輸入国の生産性が資源輸出国よりも一般的に高い傾向にあることから、世界経済への影響はトータルでプラスとなることが期待できる。IMFは最近の原油安により世界GDPは+0.3%~0.7%程度押し上げられると試算した。

### 資源輸入国では消費押上げや利下げ余地拡大

資源輸入国の日本、米国、中国、インドなどでは、資源安によりプラス効果が見込まれる。先進国では、エネルギー負担軽減による家計の消費押上げと、企業の利益増が見込まれる。米国では、シェールオイル部門の投資減少などが見込まれるものの、消費押上げ効果から経済全体ではプラスと予想する。

新興国では、インフレ率低下を通じて利下げ余地が広がった。中国（14年11月）やインド（15年1月）はすでに利下げに転じており、内需下支え効果が期待できる。日米欧など資源安の恩恵を受ける先進国への輸出増といった波及効果も期待され、今後、成長下支えに寄与しよう。

### 資源輸出国へのマイナスの影響には幅

資源輸出国のマイナスの影響度合いは国毎に幅がある。

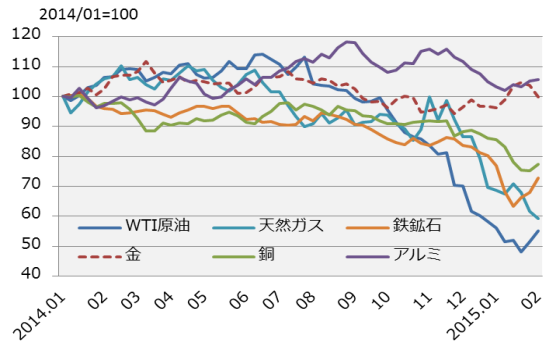
一定の仮定を置き、資源安による鉱物資源の純輸出に与える影響を単純に計算すると<sup>3</sup>、豪州やブラジルでは原油などよりも金属輸出のウェイトが高く、資源安によるマイナスの影響は小さい。

アジア資源国をみると、マレーシア、インドネシアでは資源純輸出の対GDP比は低い。また、長年燃料補助金が財政圧迫要因となってきたが、政府が補助金削減を進めており、資源安は財政面でプラスに働くとみられる。

一方で、原油依存度の高い中東やロシアでは、原油安による経済への影響は甚大だ。財政収入が資源関連に依存していることから、マイナスの波及効果は大きい。特に、ロシアでは、ウクライナ問題の影響から、14年以降海外へ資金が流出、大幅な通貨安と外貨準備高の減少が続いている。98年ロシア金融危機前（97年）と比較すれば、外貨準備高は潤沢だが、対外債務のうち民間債務が6割を占め、欧州からの借入残高が多いなど金融面で不安定さを抱える。ロシア経済の低迷が長期化し欧州経済に波及する場合には、資源安による世界経済への押し上げ効果は想定を下回るリスクもある。

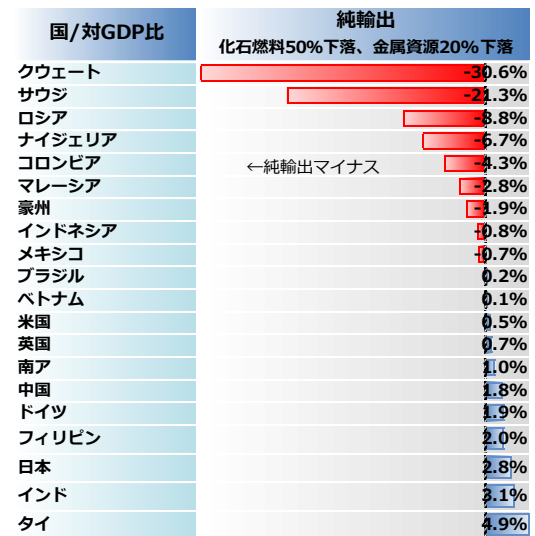
<sup>3</sup> 鉱物資源は、原油・天然ガス等の化石燃料と金属資源の合計。実際には、①通貨安の影響に加え、②資源の輸出減に応じて関連品目の輸入も減少するため、価格下落の影響は幅を持つ必要がある。

図表 2-18 資源価格



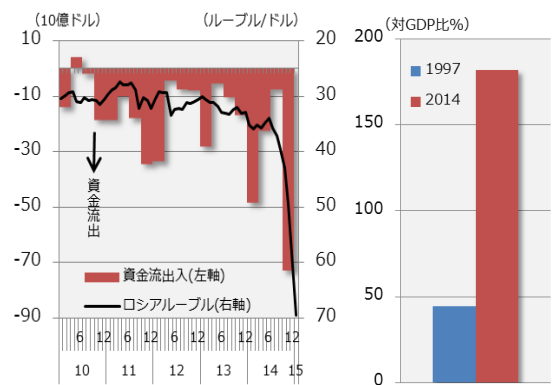
資料：Bloomberg

図表 2-19 資源安による純輸出への影響



注：価格下落による純輸出（輸出－輸入）への直接効果のみ  
資料：UN comtrade、IMF より三菱総合研究所作成

図表 2-20 ロシアの経済環境



【為替と資金流出】

【外貨準備高】

資料：Bloomberg、ロシア中銀、IMF より三菱総合研究所作成

### 3. 米国経済

#### 緩やかな回復基調を維持

米国経済は、緩やかな回復基調にある。14年10-12月期の実質GDP成長率(速報値)は、季調済前期比+0.7%(年率+2.6%)と3四半期連続で増加した。外需と政府支出がマイナス寄与となったが、個人消費が全体を押し上げた。

#### 消費は所得回復を背景に増加基調

消費は、①雇用環境の改善による可処分所得の回復や、②消費者マインドの改善のほか、ここ数ヶ月は③原油安にも支えられ、増加基調を維持している。

雇用は、回復を続けている。非農業部門の雇用者数は99年以来となるペースで増加(14年は月平均26万人増)、失業率も5%台後半まで改善した。今後も回復が続き、消費を下支えするだろう。ただし、雇用の質の改善は緩やかなペースにとどまる。非自発的パート比率や平均失業期間は回復途上にあるほか、賃金上昇率も低い。医療保険料など企業の福利厚生コスト上昇が抑制要因となっている可能性がある。また、幅広い年齢層で、就業を希望しながらも求職活動をあきらめた割合が増加し、労働参加率を押し下げている(図表3-2の「就業希望」を参照)。

14年後半以降は、雇用の回復に加え、原油安も消費者の購買力を下支えしている可能性が高い。ガソリン価格低下を背景に自動車販売が好調を維持しているほか、エネルギー消費以外の消費支出も増加する傾向にある。

一方、資産効果は、14年までに比べ減退しているとみられる。15年入り後、株価は横ばい圏内にある。住宅価格も、14年春以降は軟調な推移が続いている。

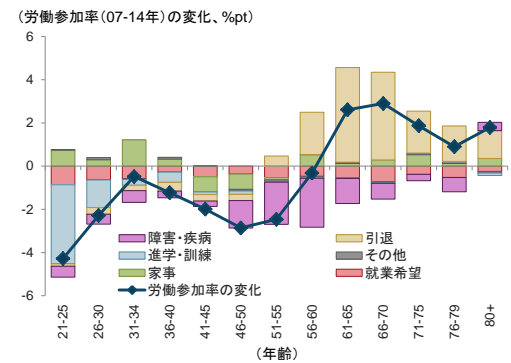
先行きは、雇用・所得環境の改善を背景に、消費の拡大持続を見込む。原油価格の下落も、消費を下支えするだろう。ただし、金融政策の正常化の過程で長期金利が急激に上昇する場合、耐久財消費を中心に消費が抑制される可能性には留意が必要である。

図表 3-1 米国経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2013 暦年	2014 暦年	2015 暦年	2016 暦年
実質GDP	2.2	2.4	3.2	2.6
個人消費	2.4	2.5	3.8	2.9
設備投資	3.0	6.1	4.5	5.0
住宅投資	11.9	1.6	4.2	3.5
在庫投資寄与度	0.0	0.1	▲0.1	0.0
政府支出	▲2.0	▲0.2	0.2	0.0
純輸出寄与度	0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2
輸出等	3.0	3.1	3.3	2.7
輸入等<控除>	1.1	3.9	4.2	3.2
FFレート誘導水準(年末)	0-0.25%	0-0.25%	0.50-0.75%	2.50-2.75%
失業率(除く軍人)	7.4	6.2	5.6	5.5

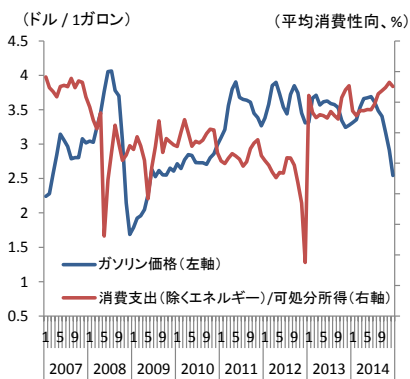
資料：米国商務省、米国労働省、FRB  
予測は三菱総合研究所

図表 3-2 労働参加率の要因分解



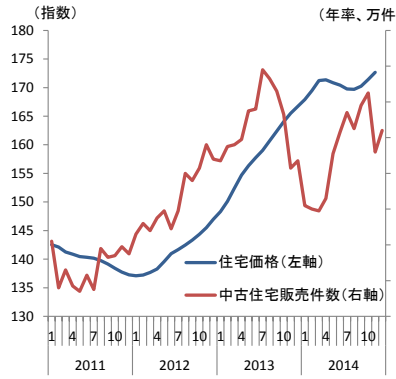
注：「就業希望」は就業を希望しつつも求職活動をせず、非労働力に区分されている割合。  
資料：米国労働省、アトランタ連邦準備銀行

図表 3-3 ガソリン価格・消費



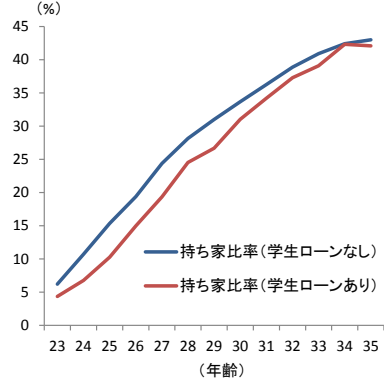
資料：米国商務省

図表 3-4 住宅価格・販売件数



資料：全米不動産業者協会(NAR)  
S&P ケース・シラー

図表 3-5 持ち家比率



注：データ期間は1997年から2010年。  
資料：Mezza et al (2014) "Student Loans and Homeownership Trends" FEDS Notes.

#### 住宅市場の回復は緩やかにとどまる

住宅市場の回復は、緩やかなペースにとどまっている。住宅価格は再び上昇に転じているものの、住宅販売は力強さに欠ける状態が続いている。背景として、第1に、住宅購買力の低下が挙げられる。モーゲージ金利は3%台後半まで低下しているが、住宅価格が所得の伸びを上回るペースで上昇してきたため、家計の住宅購買力を示す指数(Housing Affordability Index)は低下している。第2に、学生ローン

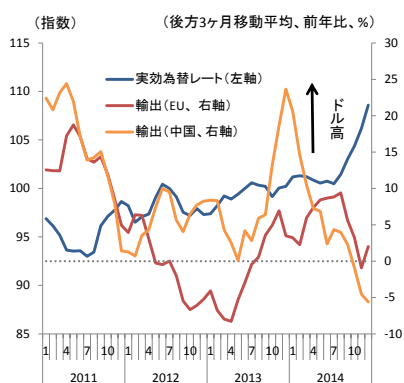
負担が年々増しており、若年層で住宅需要が抑制されている可能性が指摘されている。実際、学生ローン負担がない若年層に比べ、学生ローン負担がある若年層の持ち家比率は、30歳半ばまで低い水準にとどまる。住宅需要は、13年前半に比べて勢いに欠ける状態が続くだろう。

### 内需堅調で、企業の生産は拡大基調を維持

企業活動は、拡大基調にある。回復が遅れる海外経済とドル高から輸出の伸びは鈍いものの、内需の堅調を背景に生産は増加傾向を維持。企業の景況感（ISM 指数）も 50 を上回る水準で底堅く推移している。設備投資の先行指標である資本財新規受注は 14 年後半にかけて伸びがやや弱まったが、稼働率は金融危機前に近い水準まで上昇しており、企業の投資活動は持ち直しに向かうとみられる。

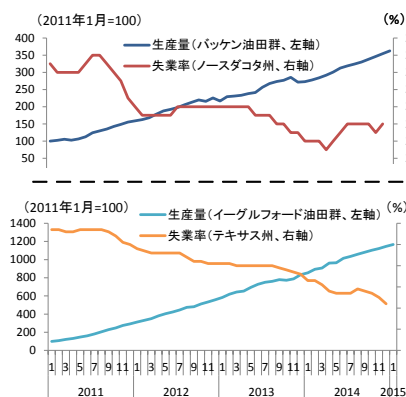
原油安の影響をみると、15 年 1 月までの統計では、主要シェールオイル生産地域の生産活動や失業率に大きな変化はみられない。ただし、採算割れとなったシェールオイル油田は多いとみられ、稼働リグ数は減少に転じているほか、14 年末頃には米国全体の鉱業部門の雇用者数や賃金も減少している。原油安が、シェール開発投資の減少や地域の雇用環境の悪化につながる可能性には留意が必要である。

図表 3-6 為替・輸出



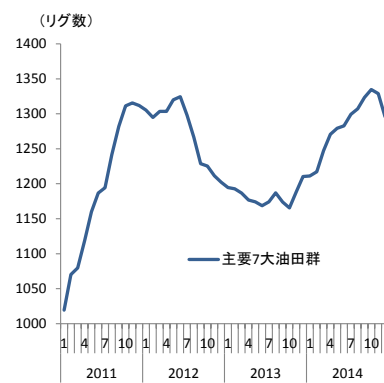
資料：米国商務省、国際決済銀行 (BIS)

図表 3-7 油田地域の生産・失業率



注：バッケン油田群はノースダコタ州、イーグルフォード油田群はテキサス州に属する。  
資料：米国労働省、米エネルギー情報局 (EIA)

図表 3-8 稼働リグ数



注：稼働リグ数はバッケン油田群、イーグルフォード油田群など主要 7 大油田群の合計。  
資料：米エネルギー情報局 (EIA)

### FRB、金融政策の正常化は「忍耐強く」対応

14 年 12 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) は、先行きの金融政策の指針であるフォワードガイダンスを変更した。「金融政策の正常化は忍耐強く (patient) 対応しうる」とした。その後の会見で、イエレン FRB 議長は「忍耐強く対応しうる」とは、少なくとも今後 FOMC2 回 (couple of meetings) は正常化を開始する可能性は低いことを意味する」と発言。続く 15 年 1 月の FOMC でも同様のガイダンスが公表され、利上げの開始は早くても 15 年 6 月の可能性が高い。ただし、インフレ率は目標を下回っているほか、賃金の伸びも鈍いため、利上げ時期の後ろ倒しもありうる。最終的には、幅広い指標を考慮して利上げ時期が慎重に判断されるとみられる。

### 景気は拡大傾向、15 年は 10 年振りの 3% 成長を予想

雇用・所得環境の回復持続やマインドの改善を背景に、消費は拡大傾向が続くと見込む。また、原油価格も低い水準での推移が続けば、消費の押し上げ要因となろう。生産・投資活動は、堅調な内需に支えられ、緩やかに改善すると予想する。

以上を踏まえ、実質 GDP 成長率 (前年比) は、15 年+3.2% (前回+3.0%) と上方修正を行い、16 年は +2.6% と緩やかな回復持続を予想する。

リスク要因は、第 1 に、金融政策の正常化に向けた動きが進む中、長期金利が再び上昇し始める可能性が挙げられる。長期金利の上昇ペース次第では、耐久財消費の下押し要因となるほか、住宅市場の回復ペース鈍化や、株価下落につながる恐れがある。株価が下落すれば、マイナスの資産効果や消費者マインドの悪化を通じて、消費の伸びが低下しかねない。第 2 に、原油安がシェールオイル開発投資に与える悪影響が挙げられる。原油価格が低い水準にとどまれば、シェール開発投資が減少し、地域の生産活動の低下や雇用環境の悪化をまねく可能性が懸念される。シェール関連企業の先行き懸念を背景に、14 年半ば以降は投資不適格債の社債利回りが上昇している。米国の投資不適格債の社債市場に占めるエネルギー関連の割合は 13% 程度とみられ、注意が必要である。

## 4. ユーロ圏経済

### 低成長が続くものの、景気の失速には歯止め

ユーロ圏経済は低成長が続くものの、原油安とユーロ安により景況感の悪化には歯止めがかかりつつある。

ユーロ圏の14年10-12月期の実質GDP成長率(前期比)は+0.3%となり、低成長ながら7-9月期(+0.2%)からやや伸びを高めた。原油安によりユーロ圏全体で消費が堅調に推移しているほか、ユーロ安を背景にドイツの海外受注も14年末頃から持ち直しつつある。ドイツは+0.7%と2四半期連続のプラス成長となったほか、スペインも好調な消費を中心に+0.7%と回復ペースが加速した。もっとも、フランスは設備投資の低迷から+0.1%と低成長にとどまったほか、イタリアも0.0%と14四半期連続で低迷が続くなど、国毎にばらつきがみられる。

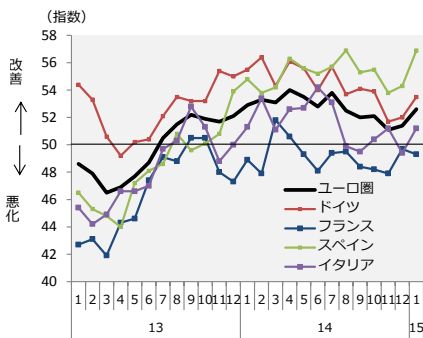
図表 4-1 ユーロ圏経済見通し

単位：前年比%	実績		予測	
	2013	2014	2015	2016
ユーロ圏	▲ 0.4	0.9	1.0	1.2
ドイツ	0.2	1.6	1.4	1.6
フランス	0.4	0.4	0.7	1.0

注：2014年は速報値

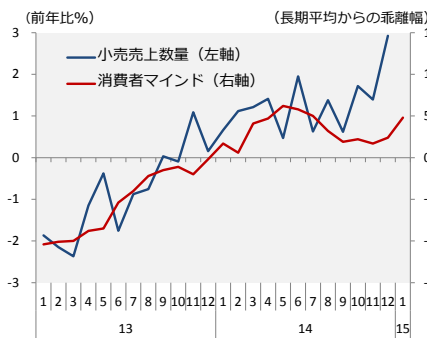
資料：実績はEurostat。予測は三菱総合研究所

図表 4-2 主要国の景況感



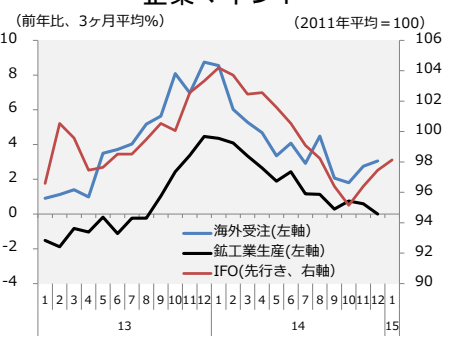
注：PMI 総合指数  
資料：Bloomberg

図表 4-3 ユーロ圏の小売売上数量



資料：Eurostat

図表 4-4 ドイツの受注、生産、企業マインド

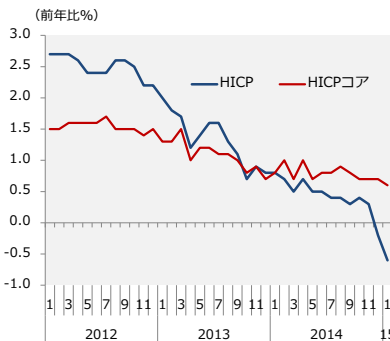


資料：Eurostat、Bloomberg

### 物価は5年ぶりに下落、バランスシート調整下で根強い下押し圧力

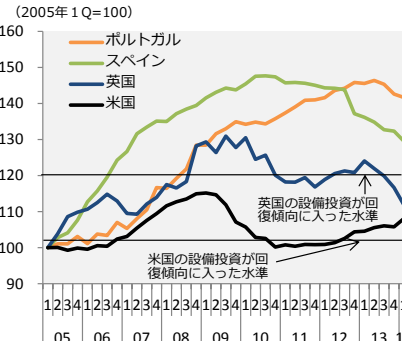
ユーロ圏の消費者物価(HICP)は、14年12月に5年ぶりに前年比でマイナスに陥った。原油安の影響が大きいが、エネルギー、食料等を除くコアベースでも緩やかな低下傾向にある。南欧諸国を中心に企業と家計のバランスシート調整が続く中、設備稼働率の回復の遅さや失業率の高止まりなど、資本と労働の Slack (需給の緩み) の存在が物価の下押し圧力となっている。

図表 4-5 消費者物価 (HICP)



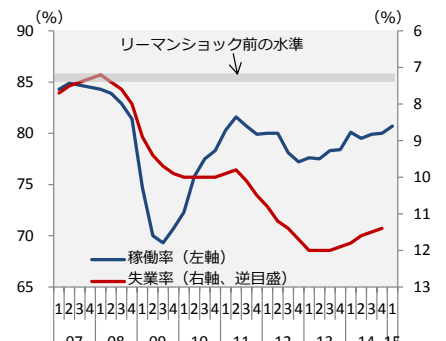
注：HICP コアは除くエネルギー、食料、アルコール、タバコ  
資料：Eurostat、Bloomberg

図表 4-6 企業負債



注：債務残高(ローンと社債)/GDP 比  
資料：BEA、FRB、Eurostat、ECB

図表 4-7 設備稼働率と失業率



資料：Eurostat、Bloomberg

### ECB、量的緩和政策導入へ

ECBは15年1月に量的緩和策である「拡大資産購入プログラム」(Expanded Asset Purchase Program)導入を発表した<sup>4</sup>(15年3月より開始)。ドラギ総裁は、その理由として、物価下落による副作用(物価下落見通しが賃金低下や消費・投資回復の遅れを招くこと)のリスクが増していることを指摘。予想を

<sup>4</sup> 同プログラムでは、購入額はECBへの出資比率に準じるとして財政支援的側面を排除しており、量的緩和政策導入へ反対姿勢を示してきたドイツ、オランダへの配慮がなされている。

上回る大規模な国債購入により、16年9月時点のECBの資産規模は、14年11月に目標として発表されていた水準（12年3月末で約3兆ユーロ）を上回る見込みだ。ECBは、同プログラムの効果として、①中長期の期待インフレ率をアンカー（安定化）させること、②企業・家計部門のバランスシート改善、③需要拡大と貸出増加、などを挙げている。インフレ・スワップレートから算出される期待インフレ率は、同プログラム発表後横ばいで推移しており、ひとまず一段の低下に歯止めはかかっている。

もともと、長期金利の低下による景気刺激効果は限られる。各国の国債利回り（5年債）をみると、ドイツ国債利回りがマイナスとなっているほか、スペインやイタリア国債利回りも米国債利回りを下回り、ユーロ統合以降で最低水準にある。

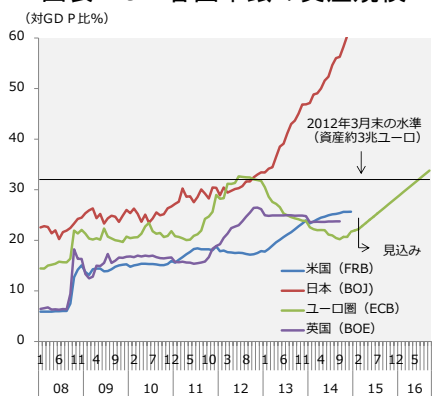
期待されるのが、ユーロ安による輸出増加の効果である。ただし、中国経済の減速やロシアを中心とする資源国経済の悪化もあり、ドイツを中心に輸出がリーマンショック後のユーロ安局面（09～10年）のような力強い伸びを示せるかは不透明である。また、労働市場改革が遅れ、労働コストが相対的に高止まりしているフランスとイタリアでは、輸出の伸び悩みが予想される。

図表 4-8 ECB 拡大資産購入プログラム

概要	
購入規模と方法	・ABS、カバードボンドと合わせ、600億ユーロ（ABS、カバードボンド約100億ユーロ、国債・欧州機関債約500億ユーロ） ・購入する国債の内訳はECBへの出資比率に準じる
期間	・15年3月から少なくとも16年9月まで（延長の可能性有）
損失リスク負担	・全体の約20%は共有、残り約80%分は購入した各国中銀が負担
ギリシャ国債の扱い	・金融支援プログラムの審査中は適用外。既に国債購入プログラム（SMP、2010年実施）で購入したギリシャ債が購入制限（同一銘柄の25%、同一発行者の33%）に抵触するため、購入は同国債償還後の7月以降

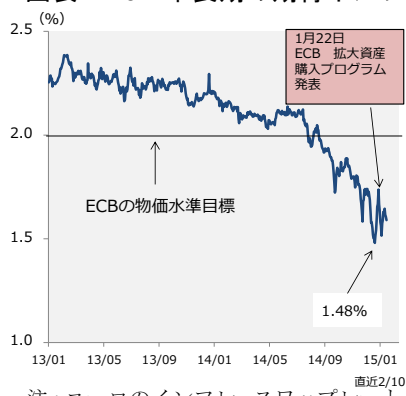
資料：ECB 発表資料、各種報道より三菱総合研究所作成

図表 4-9 各国中銀の資産規模



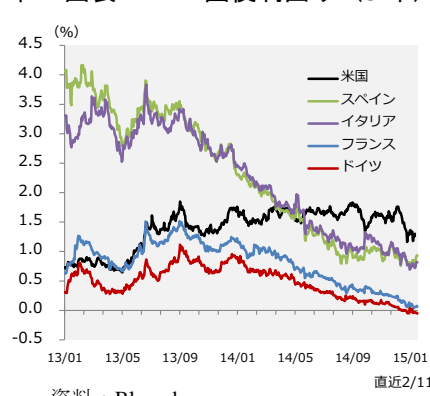
資料：FRB、日本銀行、ECB、BOE

図表 4-10 中長期の期待インフレ率



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

図表 4-11 国債利回り（5年）



資料：Bloomberg

## ユーロ圏はデフレ入りは回避も、低インフレと低成長が続く

ユーロ圏は、原油安による景気下支え、ユーロ安による緩やかな輸出の持ち直しにより、デフレ・スパイラルに陥る事態は回避するとみられるが、バランスシート調整の持続から、低成長・低インフレの傾向は続くと予想する。15年の実質 GDP 成長率（前年比）は、原油安による消費の上振れからドイツを上方修正（+1.4%、前回+1.1%）、ユーロ圏も小幅上方修正する（+1.0%、前回+0.9%）。16年の実質 GDP 成長率（前年比）は、ドイツは設備投資の回復から+1.6%を見込む。ユーロ圏全体では、南欧諸国のバランスシート調整の進捗から+1.2%と低成長ながらも緩やかな回復を予想する。

リスク要因は、第1に、デフレ入りである。原油安による物価下落は一時的だとしても、中長期のインフレ期待が低下するなどデフレマインドが強まるリスクは残存する。第2に、ギリシャ情勢である。新政権とトロイカ（EU、IMF、ECB）との金融支援交渉が難航する中、15年2月末までに合意しない場合には、3月期日のIMF融資の返済、7月のギリシャ国債償還が危ぶまれる。第3に、ロシア経済悪化のユーロ圏輸出、企業収益への影響である。ロシア向け輸出はドイツの輸出全体の3%強を占めるほか、フランス、イタリアはロシア向けに多額の直接投資があり、影響が懸念される。第4に、政治的不安定化だ。14年の欧州議会選挙、15年1月のギリシャ総選挙と、各国で反EU政党の躍進が目立つ。15年5~6月のポルトガル、11月頃のスペインの総選挙でも同様の動きが広がった場合、金融市場が不安定化する恐れがある。

## 5. 新興国経済

### (1) 概観

#### 中国成長鈍化や資源安により減速

新興国経済は、全体で見ると、14年半ば以降減速した。中国経済の成長鈍化や、資源安が資源国の成長率を押し下げたことが主因である。

国別にみると、マクロ環境に差がみられる。韓国やシンガポールなどでは、中国向けの輸出鈍化により外需が低迷、成長率が鈍化した。ブラジルやインドネシアでは、資源安による輸出の低迷がみられ、通貨安や高金利政策によるインフレ圧力から、内需への下押し圧力が続いている。

一方で、インド、ベトナム、フィリピンなどでは、欧米向けの輸出回復に加え、資源安により、インフレ圧力緩和などのプラス効果の波及がみられ、堅調な成長が続いている。

#### 中国、インドネシア、ブラジルなどを下方修正

今回の見通しでは、中国の成長率は、潜在成長率の趨勢的な低下や投資の鈍化により15年は下方修正し、16年も鈍化傾向は続く予想する。アジア各国では、内需と輸出の鈍化がみられるインドネシアや、引き続き中国向け輸出の低迷が見込まれるその他東アジア<sup>5</sup>では、15年を下方修正、16年以降は緩やかな回復を見込む。ブラジルは、資源安や高金利の影響を受け景気が減速しており、15年の成長率見通しを一段と下方修正し、16年も1%台半ばの低成長を予想する。

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

#### 中国経済、米国金融政策、政治情勢の影響がリスク

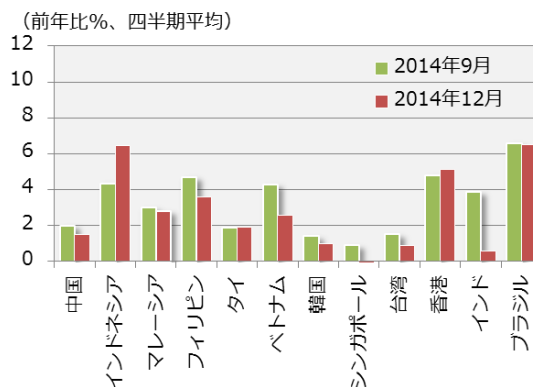
注視すべきリスク要因は、①成長鈍化を続ける中国経済の行方とアジア各国への影響波及（後述）、②米国の金融政策変更による新興国市場からの資金流出、③インドネシア、タイなどの政治情勢の変化による政策面での影響が挙げられる。特に、米国で金融政策正常化に向けた動きが進むとみられる15年半ばから16年にかけて、②の金融市場経由での波及が各国の成長率を押し下げるリスクが懸念される。

図表 5-1 新興国の政策金利

	2014												2015
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1
インドネシア	7.50												7.75
マレーシア	3.00					3.25							
フィリピン	5.50						5.75	6.00					
タイ	2.25	2.00											
ベトナム	5.00	4.50											
韓国	2.50						2.25		2.00				
台湾	1.88												
中国	6.00									5.60			
インド	8.00												7.75
ブラジル	10.50	10.75		11.00						11.25	11.75	12.25	

注：2014年1月時点の政策金利から期間中に金利変更があった時点で政策金利を記入。赤は利上げ局面、青は利下げ局面を示す。  
資料：Bloomberg

図表 5-2 新興国の消費者物価



資料：Bloomberg

図表 5-3 新興国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2013	2014	2015	2016
中国	7.7	7.4	6.9	6.6
ASEAN5	5.2	4.6	5.2	5.2
インドネシア	5.6	5.0	5.3	5.4
マレーシア	4.7	6.0	5.2	5.0
フィリピン	7.2	6.1	6.0	6.1
タイ	2.9	0.7	4.0	3.6
ベトナム	5.4	6.0	5.6	5.7
香港	2.9	2.7	3.2	3.3
韓国	3.0	3.3	3.3	3.7
シンガポール	3.9	2.8	2.9	3.3
台湾	2.2	3.5	3.6	3.9
インド	6.9	7.3	7.4	6.9
ブラジル	2.5	0.1	0.4	1.4

注：シャドー部分が予測値、香港、ブラジル、インド（年度）は、2014年見込み

資料：実績はIMF、CEIC、インド政府、予測は三菱総合研究所

<sup>5</sup> その他東アジアには、韓国、台湾、香港のほかシンガポールを含む。



## (2) 中国経済

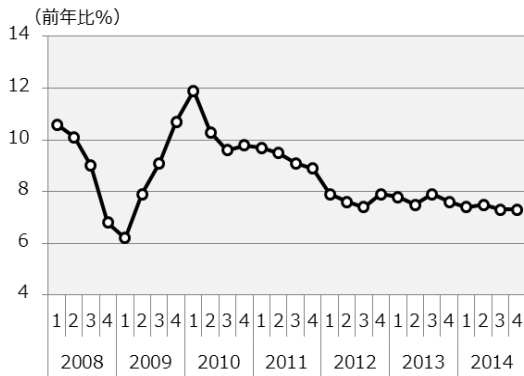
### 2014年は24年ぶりの低成長

中国経済は、景気鈍化が続いている。14年10-12月期の実質GDPは、前年比+7.3%と前期から横ばい、14年通年では同+7.4%と24年ぶりの低成長となった。背景には、政府の過剰生産抑制方針の継続に加え、14年夏以降、不動産市況の悪化から建設・不動産向け投資の減速が続いていることがある。14年春以降の零細企業向け減税や鉄道建設などの景気刺激策に加え、中国人民銀行は14年11月に利下げに踏み切ったものの、景気押し上げ効果は限定的なものにとどまっている。

### 不動産市況の低迷で生産・投資への押下げが続く

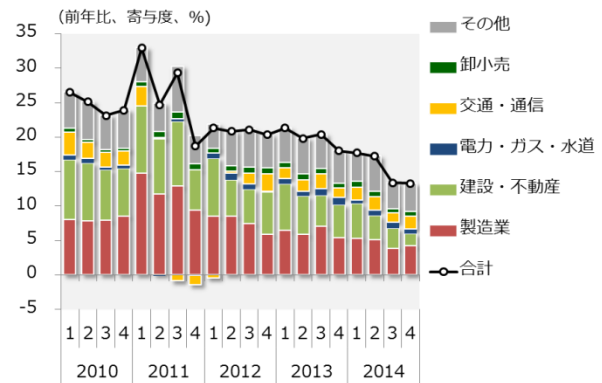
固定資産投資は、過剰生産の抑制に加え、建設・不動産向けの低迷により、14年10-12月は前年比+13.3%と7-9月（同+13.4%）に引き続き低調な推移となった。製品在庫の上昇から、企業の生産活動も低迷が続いている。上記のとおり、成長鈍化が続いているものの、労働市場をみると、中国政府が重視する雇用の安定性は確保できている。有効求人倍率は、各地域ともに1.0倍を上回って推移しており、13年以降は西部での上昇幅が目立つ。生産年齢人口の減少を背景に、雇用の安定が確保できる限り、中国政府は、成長鈍化すなわち「新常态」への移行を進める方針に変更はないであろう。

図表 5-4 中国の実質 GDP 成長率



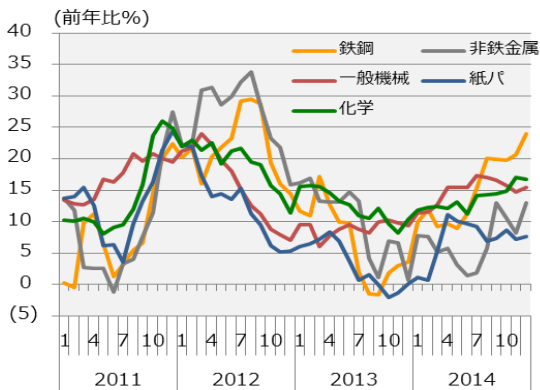
資料：Bloomberg

図表 5-5 中国の固定資産投資



資料：CEIC

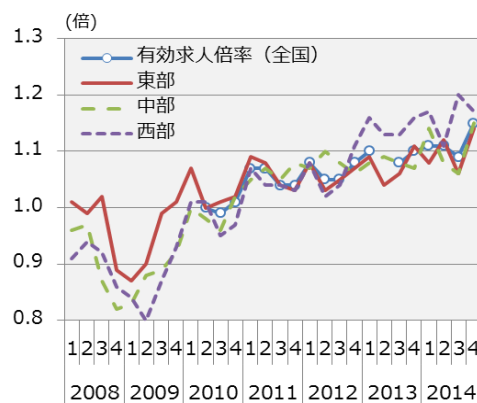
図表 5-6 中国の製品別在庫



注：実質ベース

資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-7 中国の有効求人倍率



資料：Bloomberg

### 住宅市場の調整続く

住宅市場の調整が続いている。70主要都市（平均）の新築住宅価格は、前月比でみると、14年9月以降下落幅は縮小傾向を示しているが、14年12月は前年比▲4.3%と、11年の住宅市場の調整時よりも下落幅が大きく、調整圧力の大きさを反映している。14年9月、中国人民銀行は、2戸目以降の購入時の負担軽減など、住宅ローン規制の緩和を発表した。しかし、投資向け住宅需要の低迷などもあり、政策による下支え効果は限定的となっており、不動産市場の調整には時間を要するとみられる。

## 地方財政の赤字幅は拡大

不動産市場の調整が続く中、歳入を不動産関連収入に依存する地方政府の財政赤字は拡大している。14年の中央政府などとあわせた政府部門合計の赤字幅は、中央政府の歳入増もあり縮小したが、地方財政に限れば年々厳しさを増している。中央政府は景気刺激策を通じて中西部のインフラ投資を拡大しているが、地方財政問題が投資の抑制要因となることが予想される。

地方財政リスクの軽減策として、中央政府は地方政府債務の管理強化策を打ち出している。しかし、構造的な歳入不足問題を抱える地方財政のリスク圧縮には、歳入源の拡充が必須だ。固定資産税導入の前提となる統一的な不動産登記制度の確立は16年以降とみられることから、当面は地方政府のデフォルトなどが発生する可能性もある。

## 実質金利の上昇から利下げ余地が拡大

前述のとおり、14年11月に中国人民銀行は利下げに踏み切り、15年2月には預金準備率の引き下げを実施した。背景には、①国内の景気鈍化に対するてこ入れに加え、②物価上昇率の低下による実質金利上昇への対応がある。中国国内の消費者物価は、食料品価格の上昇幅縮小や14年半ば以降の資源安の影響から低下が続き、14年通年では、政府目標の前年比+3.5%を大幅に下回る同+2.0%となった。

こうした中、14年後半以降、実質金利に上昇傾向がみられる。14年11月の利下げ後も原油安の影響などから物価下落圧力は大きい。資源輸入国である中国は、①エネルギー価格下落による消費者の購買意欲の向上、②利下げによる投資下支えを通じ、資源安の恩恵を受ける。今後も資源安が続けば一段の利下げの可能性が高まり、中国の景気には小幅ながらプラス効果が期待できる。

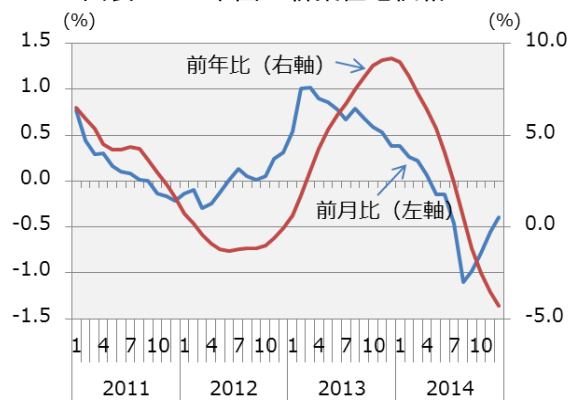
## 中国経済は成長鈍化を見込む

先行きを展望すると、不動産市場の調整や政府の過剰供給の抑制方針を背景に、投資を中心に減速傾向が続き、15年以降も緩やかな成長鈍化を見込む。

実質GDP成長率（前年比）は、15年は+6.9%（前回同+7.2%から下方修正）、16年は+6.6%と予測する。上記のとおり中央政府は雇用の安定が図られている範囲内で、「7.0%前後」までの成長鈍化をすでに容認していると想定され、投資の鈍化が当面続くであろう。

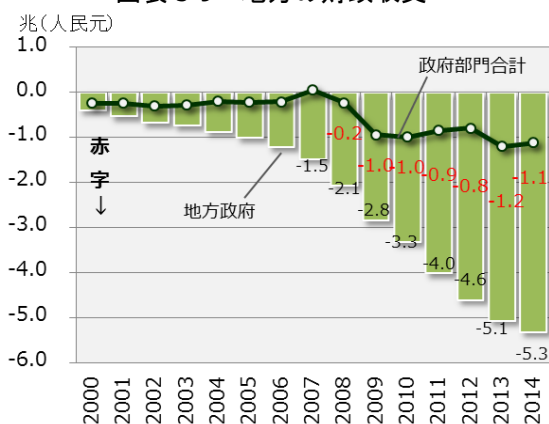
リスク要因は、①不動産市場の調整の長期化、②地方政府債務のデフォルトの可能性、③企業の債務負担拡大に伴う信用収縮の可能性や不良債権問題である。とくに、①の不動産市場の調整が長期化し、海外の金融市場環境の変化などから市況が急速に悪化する場合には、②、③のリスクへ波及する蓋然性も高まることから、中国の成長率を大きく引き下げる可能性がある。

図表 5-8 中国の新築住宅価格



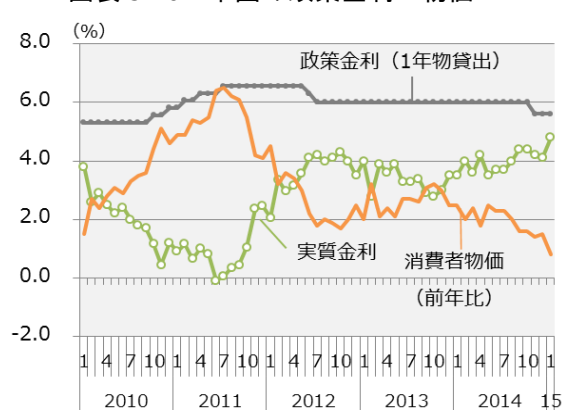
資料：中国国家统计局

図表 5-9 地方の財政収支



資料：CEIC

図表 5-10 中国の政策金利・物価



資料：Bloomberg

### (3) ASEAN 及びその他東アジア

#### 各国の経済情勢はまだら模様

ASEAN・その他東アジア経済はまだら模様となっている。

ASEAN をみると、インドネシアでは、既往の高金利政策による投資鈍化や輸出低迷を背景に景気低迷が続いている。14年11月には燃料補助金削減に伴うインフレ懸念から、インドネシア中央銀行は再利上げに踏み切った。タイ経済は、14年春以降、緩やかな回復パスに戻りつつあるが、回復力は弱い。一方、米国向け輸出が好調なマレーシア、フィリピン、ベトナムは、堅調を維持している。

その他東アジアの景気は、総じて減速傾向にある。韓国は、企業や家計のマインド悪化と消費・生産の低迷が続いている。14年夏以降、すでに財政出動と2度の利下げを行ったが、中国向け輸出の低迷もあり景気は鈍化を続けている。シンガポールは、電子機械輸出の低迷に加え、中国向けなど輸出が減速している。

#### インドネシアは内需と輸出の鈍化が続く

インドネシアの14年10-12月期の実質GDP成長率は、前年比+5.0%と低迷し、14年通年では同+5.1%と低成長となった。未加工鉱物の輸出禁止措置による輸出低迷が成長率を押し下げた。加えて、政府が14年11月に燃料補助金削減を決定後、中央銀行はインフレへの警戒から緊急利上げを実施したため、金利高止まりによる内需への下押し圧力が続いている。

同国は、原油の純輸入国であり、今後は、原油安による内需の押し上げ効果が予想される。また、燃料補助金削減を通じて確保した財政資金を用いて、新政権が公約とするインフラ投資を進めることが期待され、15年から景気は緩やかながら回復軌道に乗ると予想する。

#### タイは経済正常化も回復の動きは緩やか

タイでは、14年5月以降の政治正常化を背景に、生産、小売販売など、経済指標が緩やかに上向いてきたが、政府の予想に反し、回復ペースは緩やかなものとどまっている。中国向けの輸出不振に加え、マインド回復の遅れなどから、生産設備の稼働率は14年11月-12月に悪化して60%を下回り、12月は生産指数も前月比▲0.6%とマイナスに転じた。

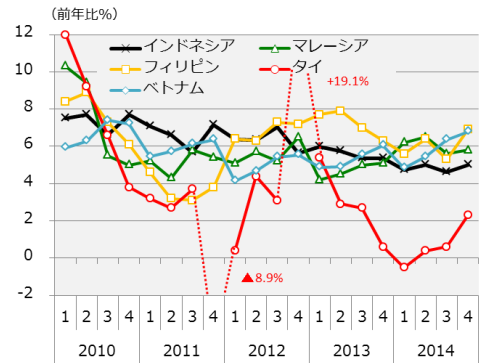
タイは資源輸入国であるため、今後は原油安によるインフレ圧力の緩和を背景に、15年以降は緩やかながらも景気回復は続くと思われ。ただし、依然として国内の政治不信は根深く、15年以降も政治面で再び不安定化し、景気回復が遅れるリスクは残る。

#### インドネシアなどを下方修正、中国経済の鈍化から緩やかな回復にとどまる

以上を踏まえ、ASEAN5の実質GDP成長率（前年比）は、15年は資源安によるインフレ圧力緩和が後押しするものの、中国の景気鈍化の影響もあり、+5.2%と小幅に下方修正（前回+5.3%）、16年も+5.2%程度を予測し、緩やかな回復にとどまると見込む。韓国、シンガポールなどその他東アジアについては、中国の一段の景気鈍化から外需経由で減速すると見込み、下方修正する。

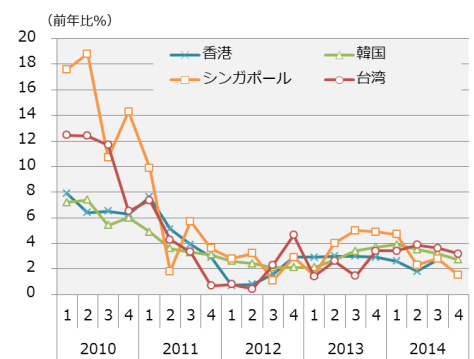
リスク要因は、①中国経済の想定を上回る急激な減速、②インドネシア、タイなどの政治の不安定化が挙げられる。①については、貿易自由化の動きもあり、ASEAN やその他東アジアと中国の間の貿易・投資面での連動性が高まっていることから、中国経済の影響は大きい。②については、インドネシア、タイともに政権基盤の脆弱さが海外からの投資の抑制要因となる懸念がある。

図表 5-11 ASEAN の実質 GDP 成長率



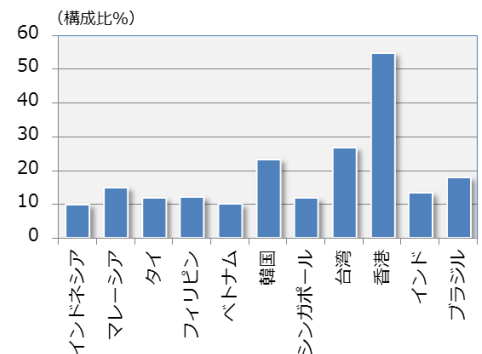
資料：Bloomberg

図表 5-12 東アジアの実質 GDP 成長率



資料：Bloomberg

図表 5-13 中国向け輸出シェア



注：2014年暦年。インドネシアは10月まで、インド・フィリピンは11月まで。ベトナムのみ2013年  
資料：CEIC

## (4) インド経済

### インフレ緩和と投資拡大で内需持ち直し

インド経済は、モディ政権への期待感を背景とした海外からの直接投資の持ち直しや、インフレ圧力緩和による内需押し上げ効果もあり、緩やかに回復している。GDPの基準改定により、過去数年（年度）の伸び率が上方修正されているため、過去との単純な比較はできないものの、14年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+7.5%と、12年以降の景気低迷（新基準：12年度+5.1%、13年度+6.9%）から回復が続いていることが確認できる。

同国では原油が輸入の3割を占め、原油安によるプラス効果は大きい。投資は、既往の高金利政策が抑制要因となってきたものの、①海外からの直接投資の増加と、②エネルギー価格下落から、企業生産が後押しされており、緩やかながら回復を続けている。消費は、エネルギー価格の下落や食料品価格の上昇率低下を受け、持ち直し傾向にある。

輸出入をみると、輸出は、中東情勢の悪化などにより2割弱を占める中東主要国向けの低迷が続いている。14年夏以降は中国向けも低迷したことにより、総じて回復の動きは鈍い。輸入は、14年11月まで大幅な増加が続いてきたが、12月以降、原油安による影響でマイナスに転じ、15年1月は前年比▲11.4%と大幅減となった。

### 外需下振れから回復ペースは緩やか

先行きは、インフレ圧力の緩和や利下げの下支えもあり、内需の緩やかな回復が続くであろう。ただし、輸出回復ペースは鈍く、緩やかな景気回復にとどまるとのシナリオに変更はない。実質GDP成長率（前年比）は、14年度は+7.3%、15年度は+7.4%（前回:旧基準年度+6.3%）、16年度は+6.9%と予測する。リスク要因としては、通貨安の再燃や、海外経済の一段の下振れによる輸出低迷が挙げられる。特に後者は、中東やアフリカなど後進新興国で地政学リスクが高まっており、不確実性は増している。

## (5) ブラジル経済

### 内外需の不振から減速続く

ブラジル経済は、内需の低迷と外需の不振から、減速が続いている。14年7-9月期の実質GDPは、前年比で▲0.2%と減少した。景気低迷にも関わらず、通貨安とインフレへの対応から、ブラジル中銀は、14年12月以降2ヶ月連続で利上げを実施した。

消費は、消費者マインドが悪化を続ける中、自動車など耐久財支出を中心に低迷している。投資は、高金利による投資抑制に加え、14年春以降、W杯向け投資の反動減もあり冷え込んできた。その後も、製造業の生産不振が続いていることもあり、投資低迷が続いている。

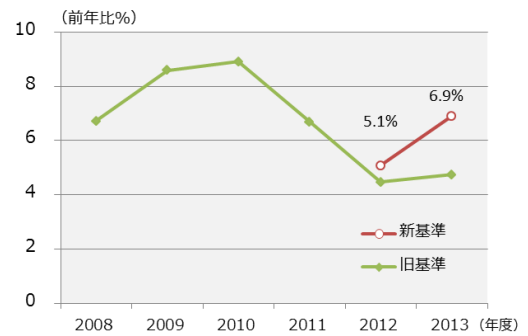
輸出は、14年春のアルゼンチンの景気減速に加え、夏以降は資源価格の下落や中国の景気鈍化を背景に、減少傾向にある。特に、全体の2割弱を占める中国向けの減少が輸出を大きく押し下げている。

### 高金利、資源安、輸出先の景気低迷の三重苦

先行きは、既往の金融引き締めにより内需押し下げの影響が続くことに加え、資源価格の下落や、主要輸出先の景気減速による輸出低迷で、15年以降も景気低迷が続くと見込まれる。実質GDP成長率（前年比）は、原油安によるインフレ圧力の緩和を考慮しても、資源安による輸出下振れや利上げによる投資抑制が大きく影響し、15年は+0.4%と低迷を予測する（前回+1.5%から大幅下方修正）。15年後半からのリオ五輪前の投資押し上げや消費回復などから、16年は+1.4%と回復を見込む。

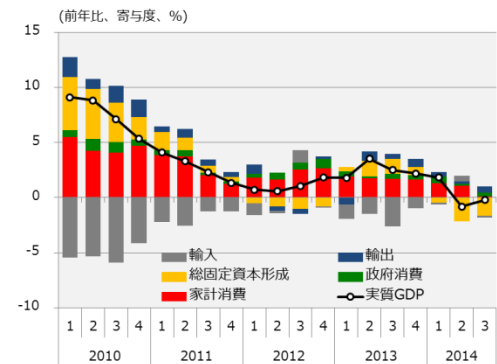
リスク要因は、①政府の構造改革の遅れによる内外投資の低迷と、②中国向けなどの輸出低迷の長期化が挙げられる。①については、15年1月にルセフ大統領が第2次政権を発足させ、経済再生を最重要課題として掲げているが、複雑な税制や煩雑な行政手続きの見直しなどに着手できるかが鍵を握る。

図表 5-14 インドの実質 GDP 成長率



資料：CEIC

図表 5-15 ブラジルの実質 GDP 成長率



資料：CEIC

計数表

日本経済見通し総括表（年度ベース）

（単位：10億円、％）

	年度				対前年度比増減率			
	2013 実績	2014 予測	2015 予測	2016 予測	2013 実績	2014 予測	2015 予測	2016 予測
国内総生産（＝GDP）	483,128	489,545	501,781	512,469	1.8%	1.3%	2.5%	2.1%
民間最終消費支出	296,555	293,985	299,065	307,636	2.7%	▲0.9%	1.7%	2.9%
民間住宅投資	15,851	14,369	14,159	15,170	12.5%	▲9.3%	▲1.5%	7.1%
民間設備投資	68,154	68,579	70,524	73,521	4.9%	0.6%	2.8%	4.2%
民間在庫品増加	▲3,880	▲1,024	▲1,788	▲3,017	***	***	***	***
政府最終消費支出	98,779	101,155	103,000	104,651	1.3%	2.4%	1.8%	1.6%
公的固定資本形成	23,560	24,682	24,595	24,223	12.4%	4.8%	▲0.4%	▲1.5%
公的在庫品増加	16	39	▲24	▲24	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	▲15,907	▲12,238	▲7,751	▲9,691	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	79,998	88,133	94,150	98,337	13.6%	10.2%	6.8%	4.4%
財貨・サービス輸入	95,905	100,371	101,901	108,028	18.7%	4.7%	1.5%	6.0%

（単位：2000暦年連鎖方式価格10億円、％）

国内総生産（＝GDP）	530,576	525,811	535,304	543,082	2.1%	▲0.9%	1.8%	1.5%
民間最終消費支出	317,089	307,320	312,154	317,788	2.5%	▲3.1%	1.6%	1.8%
民間住宅投資	14,945	13,120	12,828	13,563	9.3%	▲12.2%	▲2.2%	5.7%
民間設備投資	71,544	71,509	73,648	76,364	4.0%	▲0.0%	3.0%	3.7%
民間在庫品増加	▲3,668	▲817	▲1,547	▲2,775	***	***	***	***
政府最終消費支出	102,158	102,474	104,009	105,026	1.6%	0.3%	1.5%	1.0%
公的固定資本形成	22,353	22,764	22,743	22,036	10.3%	1.8%	▲0.1%	▲3.1%
公的在庫品増加	2	30	▲21	▲22	***	***	***	***
財貨・サービス純輸出	7,327	11,151	12,775	12,380	***	***	***	***
財貨・サービス輸出	85,070	91,132	95,449	98,646	4.7%	7.1%	4.7%	3.3%
財貨・サービス輸入	77,743	79,981	82,674	86,266	6.7%	2.9%	3.4%	4.3%

	年度				対前年度比増減率			
	2013 実績	2014 予測	2015 予測	2016 予測	2013 実績	2014 予測	2015 予測	2016 予測
鉱工業生産指数	98.9	98.3	101.7	105.0	3.2%	▲0.6%	3.4%	3.3%
国内企業物価指数	102.4	105.0	103.5	104.8	1.8%	2.6%	▲1.5%	1.3%
消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.4	103.2	103.5	105.2	0.8%	2.8%	0.3%	1.6%
GDPデフレーター	91.1	93.1	93.7	94.4	▲0.3%	2.2%	0.7%	0.7%
完全失業率	3.9%	3.6%	3.4%	3.3%	***	***	***	***
新設住宅着工戸数（万戸）	98.7	87.7	87.1	93.5	10.6%	▲11.2%	▲0.7%	7.3%

（単位：10億円、％）

対外バランス	経常収支（10億円）	831	8,233	17,434	16,352	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲14,423	▲10,055	▲4,815	▲6,181	***	***	***	***
	貿易収支	▲10,971	▲7,563	▲3,124	▲4,619	***	***	***	***
	輸出	69,784	76,246	83,477	87,189	12.2%	9.3%	9.5%	4.4%
	輸入	80,755	83,809	86,601	91,808	19.7%	3.8%	3.3%	6.0%
	通関収支戻（10億円）	▲13,756	▲10,296	▲6,511	▲8,162	***	***	***	***
	通関輸出	70,857	74,694	79,783	83,331	10.8%	5.4%	6.8%	4.4%
	通関輸入	84,613	84,990	86,294	91,494	17.4%	0.4%	1.5%	6.0%

為替	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.09%	0.08%	0.08%	0.08%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.69%	0.48%	0.57%	0.85%	***	***	***	***
	M2	854,338	882,459	912,018	936,285	3.9%	3.3%	3.3%	2.7%
	日経平均株価	14,424	16,149	19,674	21,566	49.5%	12.0%	21.8%	9.6%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	99.0	81.0	54.8	62.4	7.7%	▲18.2%	▲32.3%	13.9%
	円/ドル レート	100.2	109.7	120.8	122.7	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.341	1.271	1.119	1.107	***	***	***	***
	円/ユーロ レート	134.4	138.8	135.1	135.8	***	***	***	***

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

資料：各種資料より三菱総合研究所予測。

《本件に関するお問合せ先》

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

政策・経済研究センター 武田洋子 対木さおり 森重彰浩 田中康就

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

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

尚、本資料は、内閣府記者クラブ、金融記者クラブに配布しております。