

## PRESS RELEASE

2015年11月17日  
株式会社三菱総合研究所

## 2015、2016年度の内外景気見通し

株式会社三菱総合研究所(代表取締役社長 大森京太 東京都千代田区永田町二丁目10番3号)は、2015年7-9月期GDP速報の発表を受け、2015、2016年度の内外景気見通しを発表致しました。

## 日本経済は踊り場局面を経て、緩やかな回復へ

**日本の実質成長率予測値:2015年度+0.8%、2016年度+1.4%**  
(前回予測値(9月8日):2015年度+1.2%、2016年度+1.5%)

**海外経済**

- **世界経済**は、新興国減速や資源国低迷により回復力が鈍い状況が続いているが、16年にかけては、米国経済主導で緩やかな回復を予想する。
- **米国経済**は、ドル高や新興国減速などによる影響から、輸出や設備投資にやや弱い動きはみられるが、内需の自律的な成長は続いており、先行きも緩やかな景気拡大の持続を予想する。
- **ユーロ圏経済**は、消費の回復を主因に緩やかに回復している。先行きもドイツ主導で緩やかな回復を予想するが、バランスシート調整圧力は依然として続いており、回復ペースは鈍いであろう。
- **新興国経済**は、14年半ば以降、減速傾向にある。中国では、投資が一段と鈍化し景気減速が鮮明になっている。その他新興国では、ASEANの一部の国で中国経済減速の影響がみられるほか、ロシアやブラジルなど資源国経済も低迷している。16年は、中国減速と資源国の低迷持続を見込むが、ASEANなどの緩やかな持ち直しを背景に、新興国全体では15年に比べ16年の成長率はやや上向くと予想する。

**日本経済**

- 日本経済は、14年半ば以降、緩やかに持ち直してきたが、7-9月期の実質GDP成長率は季調済前期比▲0.2%、年率▲0.8%と小幅低下し、2四半期連続のマイナス成長となった。在庫を除く最終需要は増加したものの、4-6月期の減少を取り戻すには至っていない。新興国経済の下振れを背景に設備投資が2四半期連続で減少するなど、全体として基調の弱さが確認された。
- 先行きは、新興国経済の持ち直しを背景に、16年度にかけて輸出・生産が回復していくとともに、国内でも、高水準の企業収益を背景に、賃金上昇持続による緩やかな消費回復と競争力強化や新市場開拓に向けた設備投資の増加を予想する。ただし、海外経済を巡る不透明感が残る可能性が高く、輸出や設備投資の力強い回復は期待し難い。

**注意すべき下振れリスク**

- 第1は、海外経済の下振れだ。とくに中国は、政府が金融・財政政策の舵取りを誤れば、緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性もある。先行きの海外経済は米国頼みが続くが、中国経済の減速ペースが強まり、その他アジア各国の成長下振れを招けば、世界経済全体の成長率低下につながるだろう。
- 第2は、金融市場の不安定化である。米国の年内利上げの可能性が高まるなか、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。
- 第3は、企業・消費者のマインド悪化により、所得から支出への循環が途切れるリスクだ。企業収益は過去最高水準にもかかわらず、設備投資や賃金上昇に向けたモメンタムは弱い。新興国経済の減速などが企業マインドを後退させた可能性がある。また、消費者マインドも、生産活動の悪化や賃金上昇率の鈍さを背景に慎重化しつつある。企業・消費者のマインドが一段と冷えれば、所得から支出への循環が途切れてしまう可能性は高まっている。

### 海外経済：16年にかけて米国経済主導で緩やかに回復

世界経済は、新興国減速や資源国低迷により回復力が鈍い状況が続いているが、16年にかけては、米国経済主導で緩やかな回復を予想する。

米国経済は、ドル高や新興国経済減速などによる影響から、輸出や設備投資にやや弱い動きはみられるが、内需の自律的な成長は続いており、先行きも緩やかな景気拡大の持続を予想する。

ユーロ圏経済は、消費の回復を主因に緩やかに回復している。先行きもドイツ主導で緩やかな回復が続くと予想するが、バランスシート調整圧力は依然として続いており、回復ペースは鈍いであろう。

新興国経済は、14年半ば以降、減速傾向にある。中国では、投資が一段と鈍化し、景気減速が鮮明になっている。その他新興国では、ASEANの一部の国で中国経済減速の影響がみられるほか、ロシアやブラジルなど資源国経済も低迷している。16年は、中国減速と資源国の低迷持続を見込むが、ASEANなどの緩やかな持ち直しを背景に、新興国全体では15年に比べると16年の成長率はやや上向くと予想する。

金融市場（P.3 図表参照）では、8～9月にかけての中国株価下落と世界同時株安を受けて、やや不安定な状況が続いた。中国株価下落は同国の減速懸念を強め、原油価格など商品市況全般の下落にもつながった。その後、市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、米国の年内利上げの可能性が高まる中、経済のファンダメンタルズが弱い新興国では通貨安傾向が続いており、今後も資金流出圧力が高まる可能性がある。

### 日本経済：踊り場局面を経て、内需中心に緩やかな回復へ

日本経済は、14年半ば以降、緩やかに持ち直してきたが、15年4-6月期に実質GDPがマイナス成長（季調済前期比▲0.2%、年率▲0.7%）となった後、7-9月期も季調済前期比▲0.2%、年率▲0.8%と2四半期連続のマイナス成長となった。在庫を除く最終需要は増加（同+0.4%）したものの、4-6月期の減少を取り戻すには至っていない。成長率が低迷している背景には、第1に、輸出・生産の悪化が挙げられる。中国経済や資源国経済の減速などを背景に、輸出が落ち込み、生産が2四半期連続のマイナスの伸びとなった。輸出は7-9月期にプラスに転じたとはいえ、4-6月期の落ち込みに比べ弱い状況に変わりはない。第2に、設備投資の減少がある。企業収益や設備投資計画に比べて設備投資の実績が弱い状況が続いており、設備投資は同▲1.3%と2四半期連続の減少となった。海外経済の下振れなどを背景に企業の投資姿勢が慎重化したことが背景にある。

先行きは、新興国経済の持ち直しを背景に、16年度にかけて輸出・生産が回復していくとともに、国内でも、高水準の企業収益を背景に、賃金上昇持続による緩やかな消費回復と競争力強化や新市場開拓に向けた設備投資の増加を予想する。ただし、海外経済を巡る不透明感が残る可能性が高く、輸出や設備投資の力強い回復は期待し難い。

実質GDP成長率は、15年度+0.8%、16年度+1.4%と予測する。15年度は、7-9月期の成長率が予測を下回ったことを受け、0.4%ポイント下方修正する。16年度も、設備投資の回復力の鈍さを踏まえ、0.1%ポイント下方修正する（前回見通し<9月8日>：15年度+1.2%、16年度+1.5%）。

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の前年比は、15年度+0.1%、16年度+0.9%と予測する。15年度内は0%近傍での推移を予想するが、16年度入り後は、原油安の影響が剥落する形で徐々に伸び率を高め、年度後半には前年比+1%台半ばに上昇する見込み。ただし、海外経済の更なる悪化などにより需給ギャップのマイナス幅が一段と拡大すれば、①企業の価格設定行動の変化（値下げ圧力）、②家計や企業の期待インフレ率の低下、などを通じて、物価上昇ペースは想定よりも鈍くなる可能性はある。物価予測の前提となる原油価格（WTI）は、16年度末にかけて50ドル台半ばまで上昇すると想定した。

## 内外経済が抱える3つの下振れリスク

内外経済の先行きを展望する上で、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。オランダ経済政策分析局が発表する世界貿易量をみると、15年入り後は減少傾向が明確になっている。中国経済減速の影響が世界の貿易停滞・生産活動の抑制につながった可能性が高い。

中国では、経済の減速傾向が続く中、政府は相次ぎ小規模な景気対策を講じているほか、中国人民銀行も緩和政策を強化しているため、現時点で急失速を招くリスクは低い。こうした政策運営の舵取りを誤れば、中国の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性もある。先行きの海外経済は米国頼みが続くが、中国経済の減速ペースが強まり、その他アジア各国の成長下振れを招けば、世界経済全体の成長率低下につながろう。

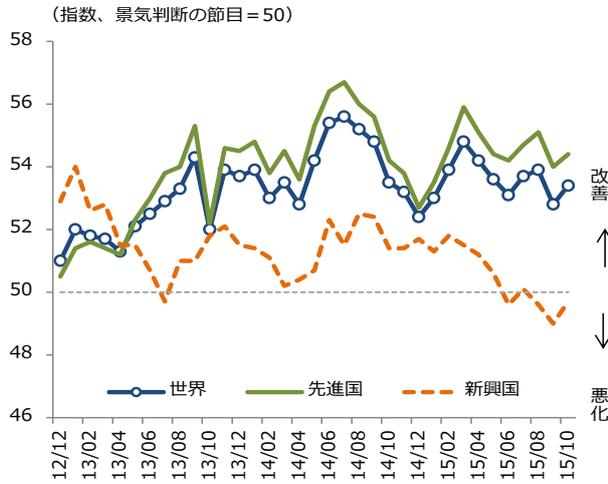
第2は、金融市場の不安定化である。米国の年内利上げの可能性が高まる中、新興国全体への資金流入ペースは鈍化しつつある。とくに、資源輸出国や経常赤字国（トルコ、ブラジル、インドネシア等）、政治面で不安材料を抱える国（マレーシア、タイ等）で通貨安や資金流出傾向が進んだ。銀行の新興国向け与信残高の変化をみても、15年6月末は14年末対比で中南米向け与信の縮小が続いているほか、アジア向け与信も減少している。

97年のアジア通貨危機前と比較し、各国の外貨準備高は潤沢であり、現時点で対外的な危機に陥る可能性は低い。米国の11年ぶりの利上げ開始をきっかけにファンダメンタルズが脆弱な新興国からの資金流出が加速し、世界の金融市場が不安定化する可能性には注意が必要だ。

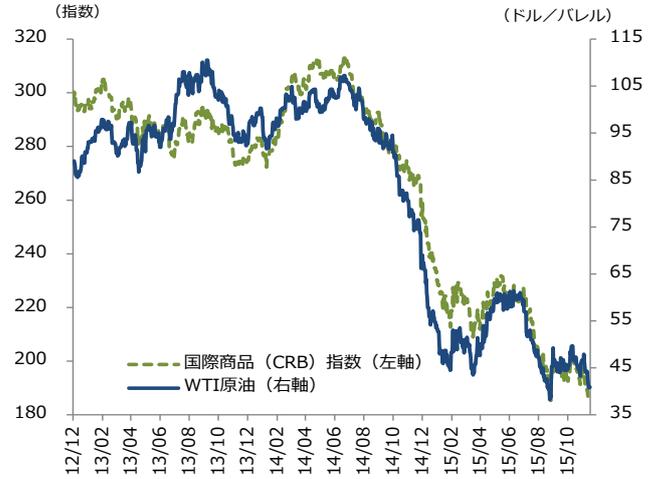
第3は、企業・消費者のマインド悪化により、所得から支出への循環が途切れるリスクだ。企業収益は過去最高水準に達しているにもかかわらず、設備投資の実行や賃金上昇に向けたモメンタムは弱い。日本経済に対する中長期の成長期待の低さが一因とみるが、事前の計画対比でも投資の弱さは顕著である。新興国経済の減速や夏場の中国株価急落など金融市場の動揺が、経営者心理に影響した可能性がある。消費者のマインドも同様に、夏以降慎重化している。生産活動の悪化や賃金上昇率の鈍さなどが消費者心理に悪影響を及ぼしつつある。企業・消費者のマインドが一段と冷えれば、所得から支出への循環が途切れてしまう可能性は高まっている。

## 世界経済・金融市場の動向

図表 1-1 PMI 総合指数



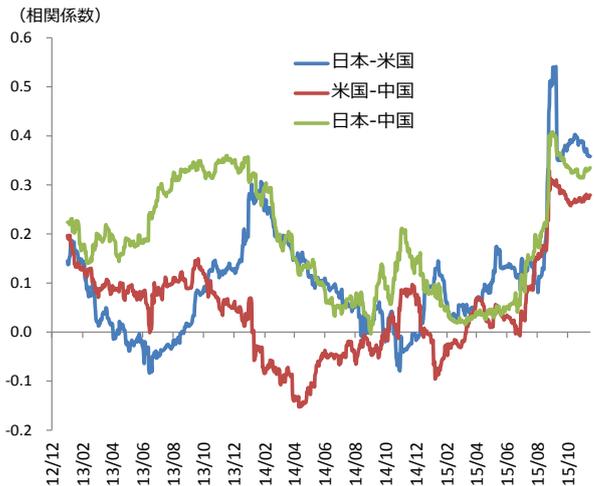
図表 1-2 商品市況



図表 1-3 株価



図表 1-4 日米中株価の相関



図表 1-5 長期金利 (10年国債)



図表 1-6 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。

注2: 株価の相関は、日本 (日経平均)、米国 (ダウ工業株)、中国 (上海総合指数) の前日比の過去 200 日間の相関係数をとったもの。

注3: 直近値は PMI 総合指数が 10 月、その他は 11 月 16 日。

資料: Bloomberg

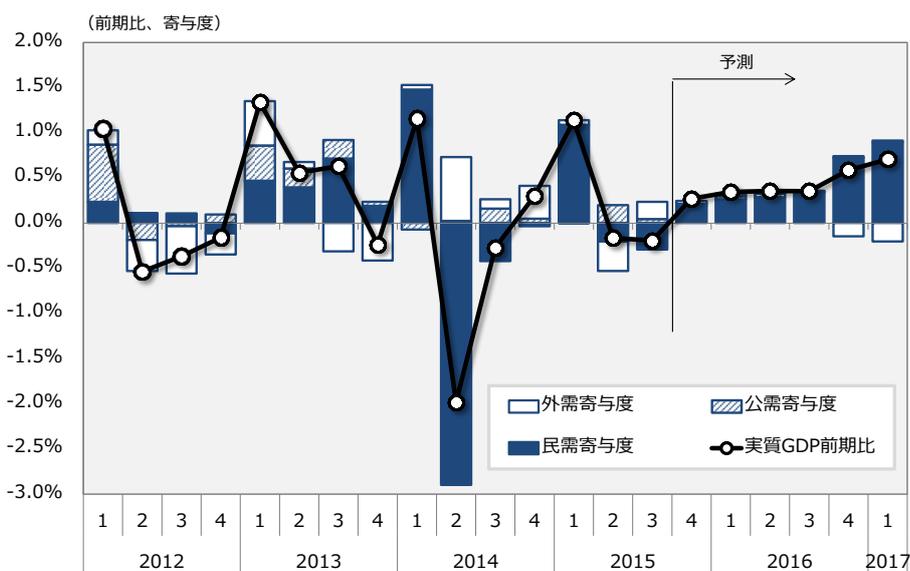
図表 1-7 2015-2016 年度の実質 GDP 成長率予測 (単位:%)

項目	2013年度		2014年度		2015年度		2016年度	
	実績		実績		予測		予測	
	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度	前年比伸率	寄与度
実質GDP	2.1	***	▲ 0.9	***	0.8	***	1.4	***
内需	2.5	2.6	▲ 1.4	▲ 1.5	0.7	0.7	1.5	1.5
民需	2.3	1.8	▲ 2.1	▲ 1.7	0.6	0.4	1.8	1.3
民間最終消費支出	2.5	1.5	▲ 3.1	▲ 1.9	0.6	0.3	1.7	1.0
民間住宅投資	9.3	0.3	▲ 11.6	▲ 0.4	3.6	0.1	4.8	0.1
民間企業設備投資	4.0	0.5	0.5	0.1	0.0	0.0	3.0	0.4
民間在庫投資	***	▲ 0.5	***	0.5	***	▲ 0.0	***	▲ 0.2
公需	3.2	0.8	0.8	0.2	1.0	0.3	0.5	0.1
政府最終消費支出	1.6	0.3	0.4	0.1	1.5	0.3	1.0	0.2
公的固定資本形成	10.3	0.5	2.0	0.1	0.8	0.0	▲ 1.9	▲ 0.1
外需(純輸出)	***	▲ 0.5	***	0.6	***	0.1	***	▲ 0.0
輸出	4.4	0.7	7.9	1.3	1.1	0.2	2.8	0.5
輸入	6.7	▲ 1.2	3.6	▲ 0.7	0.7	▲ 0.1	3.3	▲ 0.5
名目GDP	1.8	***	1.6	***	2.2	***	1.9	***

資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

図表 1-8 四半期別の実質 GDP 成長率予測

		実績												予測	
		2014			2015				2016					2017	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
実質GDP	前期比	1.2%	-2.0%	-0.3%	0.3%	1.1%	-0.2%	-0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	
	前期比年率	4.7%	-7.7%	-1.1%	1.2%	4.6%	-0.7%	-0.8%	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%	2.4%	2.9%	



資料：内閣府「国民経済計算」、予測は三菱総合研究所

## 2. 日本経済

### (1) 概観

#### 2 四半期連続のマイナス成長

15年7-9月期の実質GDPは、季調済前期比▲0.2%（年率▲0.8%）と、4-6月期の同▲0.2%（年率▲0.7%）に続き2四半期連続のマイナス成長となった（図表2-1）。

ヘッドラインの数字は、景気後退局面入りをも示唆するが、中身はそれほど悲観的すべきものではない。GDPの内訳をみると、在庫調整が進展したほか、消費（同+0.5%）および輸出（同+2.6%）が2四半期ぶりに増加に転じた。在庫を除く最終需要ベースでは、同+0.4%のプラスとなっている。ただし、設備投資は同▲1.3%と2四半期連続の減少となっており、海外経済の下振れなどを背景に企業の投資姿勢は慎重化している。

図表 2-1 実質 GDP



資料：内閣府「国民経済計算」

### (2) 外需の動向

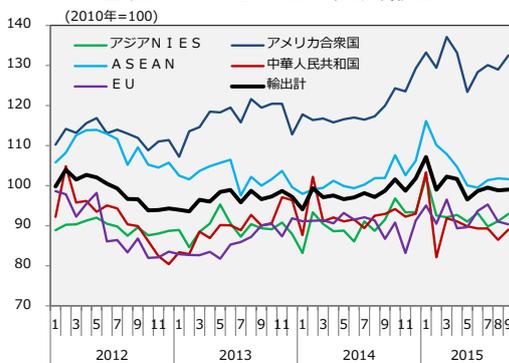
#### 新興国向けの低迷により輸出の回復ペースは緩慢に

7-9月期の輸出は季調済前期比+2.6%と2四半期ぶりに増加に転じたものの、前期の大幅マイナス（同▲4.3%）からの回復力は鈍く、輸出は引き続き低調に推移している。

地域別では、米国向けは堅調な一方、アジア向けが低調だ。中国向けの実質輸出は、年初以降は減少傾向にあり、中国の建設投資低迷や過剰投資問題への対応などの影響で、一般機械や鉄鋼などの輸出が減少している。ASEAN やアジア NIEs 向けも、中国経済減速の波及などから伸び悩んでいる（図表2-2）。

もっとも、輸出の弱さは日本だけが抱える問題ではない。中国経済の減速や資源安などを背景に、世界の貿易量や生産量が低迷している（図表2-3）。世界貿易量の伸びの鈍化には、世界的な現地生産の拡大や生産の内製化など構造的な問題もあるが、15年以降の急激な貿易量の落ち込みは、新興国経済の低迷など景気循環的な側面が強い。

図表 2-2 地域別の実質輸出



資料：財務省「貿易統計」より三菱総合研究所作成

一方、訪日外国人の日本での支出（いわゆるインバウンド消費）を示す「非居住者家計の国内での直接購入」は好調だ。7-9月期は季調済前期比+11.7%となり、輸出を+0.3%p押し上げた。まだ規模は小さいものの、訪日外国人の増加が、低調な輸出の一部を補う構図となっている（図2-4）。

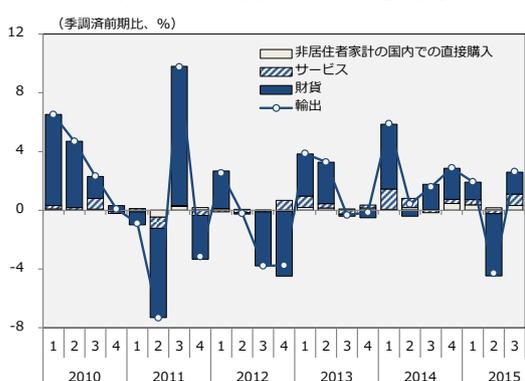
輸出の先行きは、米国の景気拡大とユーロ圏の緩やかな回復がプラス材料となるものの、中国経済や資源国経済の減速などを背景に、16年度にかけて緩やかなペースでの回復にとどまるだろう。今後、中国経済の悪化や原油安、通貨安などにより新興国経済が一段と下振れるリスクもあり、国内の生産、所得・雇用などへの波及が懸念される。

図表 2-3 世界貿易量と生産量



資料：オランダ経済政策分析局

図表 2-4 実質輸出の寄与度分解



資料：内閣府「国民経済計算」より三菱総合研究所作成

### (3) 企業活動・設備投資の動向

#### 低調な輸出などを背景に生産は減少傾向

鉱工業生産は、15年1月以降緩やかに減少を続けており、企業活動は低迷している（図表2-5）。耐久消費財をはじめ消費財では在庫調整が進んでいるものの、低調な輸出などを背景に生産用機械など投資財の在庫水準はなお高止まりしており、生産活動を抑制している（図表2-6）。サービス業の活動状況を表す第3次産業活動指数は、鉱工業生産に比べれば堅調に推移しているものの、卸・小売業などが低調であり、15年年初以降は横ばい圏内の動きとなっている。

図表 2-5 鉱工業生産、第3次産業活動指数



資料：経済産業省「鉱工業指数」「第3次産業活動指数」

図表 2-6 財分類別の在庫指数



資料：経済産業省「鉱工業指数」

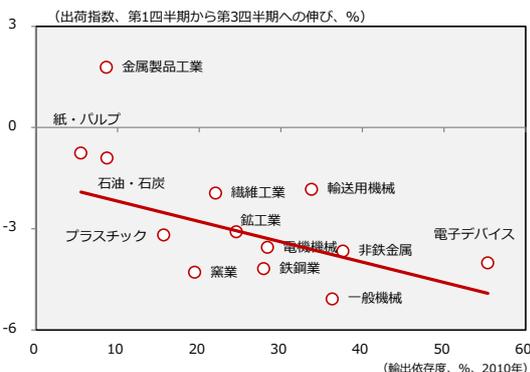
#### 輸出の低迷は非製造業の一部にも波及、生産の本格的な回復は16年度入り後に

15年以降の生産低下は新興国経済減速による輸出の低迷を起点にしている。業種別に輸出依存度と15年以降の出荷の伸びの関係をみると、輸出依存度の高い業種ほど出荷の低下が顕著となっている。特に、電子デバイスや鉄鋼業、電気機械など中国やアジア向けの輸出が多い業種で出荷が大きく低下している（図表2-7）。

輸出の減速は製造業のみならず、非製造業の一部にも波及している。業種別の製造業依存度（産出額のうち、製造業への中間投入割合）と15年以降の第3次産業活動指数の伸びをプロットすると、卸売業や電気・ガス業など製造業依存度が高い業種ほど活動が低迷している。輸出の減速を背景とした製造業の生産低下から、製造業向けのサービス需要が減退している様子が伺える（図表2-8）。

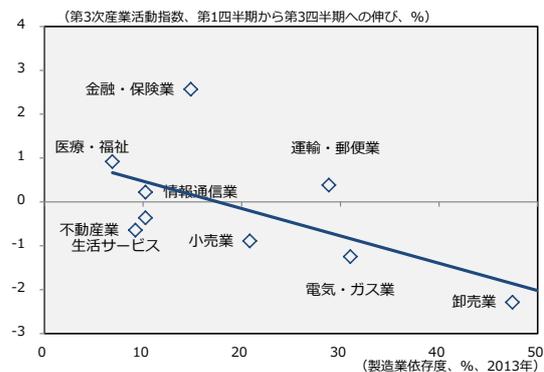
先行きは、①輸出が米国向けを中心に緩慢ながらも回復に向かうこと、②雇用・所得環境の改善による消費の緩やかな回復、などを背景に、生産は16年度にかけて回復していくとみる。ただし、投資財を中心に在庫水準が高止まっていることから、15年度内は緩やかな持ち直しにとどまる見込み。中国経済の構造調整圧力や、米国の利上げ後に新興国市場からの資金流出圧力が一段と強まるリスクもあり、輸出の低迷を起点とした企業活動の落ち込みが長期化する可能性には注意が必要だ。

図表 2-7 輸出依存度と製造業の出荷



資料：経済産業省「鉱工業指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-8 製造業依存度と非製造業の活動



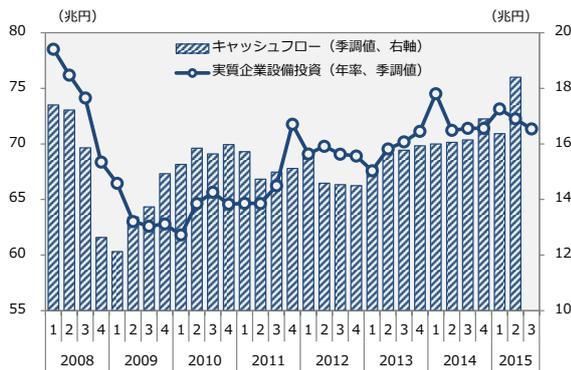
資料：経済産業省「第3次産業活動指数」、内閣府「産業連関表」より三菱総合研究所作成

## 輸出減速を背景に、企業の投資姿勢は慎重化

企業の設備投資は、7-9月期は季調済前期比▲1.3%と2四半期連続のマイナスとなった（図表 2-9）。設備投資は均してみれば緩やかな回復傾向にあるものの、企業収益や設備投資計画に比べて、設備投資の実績が弱い状況が続いている（図表 2-10）。業種別に見ると、製造業では、輸送機械を始め加工業種の設備投資が堅調に推移している一方、市況の悪化などもあり素材業種の投資が低調に推移している。非製造業では、卸小売、不動産、サービスなどが回復する一方、LTE（高速通信網）への投資が一巡した通信業などが減少傾向にあるなど、業種毎にまちまちの状況である。

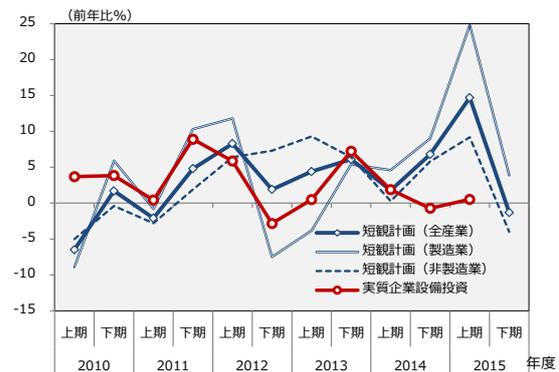
設備投資は、好調な企業収益や内需の緩やかな回復を背景に、16年度にかけて緩やかながらも回復すると予想する。もっとも、新興国経済減速の影響などから、企業マインドが製造業を中心にやや慎重化している。海外経済の一段の減速などに影響された株安や内需の減速を通じて、企業マインドが一段と下振れすれば、設備投資の約7割を占める非製造業にも一段と波及する可能性がある。

図表 2-9 キャッシュフローと設備投資



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

図表 2-10 設備投資計画と実績の比較



注：短観計画は、2014年度までは計画の実績を、2015年度は6月期時点での計画見込みを表している。  
資料：内閣府「国民経済計算」、日本銀行「日銀短観」

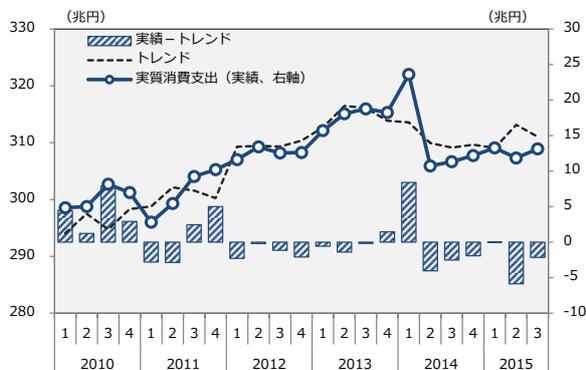
## (4) 消費の動向

### 消費は持ち直しも、依然として低い水準で推移

15年7-9月期の消費は季調済前期比+0.5%と2四半期ぶりに増加に転じた。ただし、4-6月期が同▲0.6%と大きく減少したことを踏まえると、力強さに欠ける結果となった。猛暑の影響でエアコンなど耐久消費財消費が同+1.4%と上昇したものの、非耐久消費財やサービスの消費は小幅な伸びにとどまった。

消費の基調（実質所得、株価、高齢化率などから推計したトレンド）は、15年年初以降、回復傾向にあるにも関わらず、実質消費は低迷している（図表 2-11）。消費者マインドは、新興国経済の減速などを背景に、弱含んで推移しており、マインドの慎重化が4月以降の消費回復の頭を押さえている（図表 2-12）。

図表 2-11 実質消費の実績とトレンド



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

図表 2-12 マインドの推移



資料：内閣府「消費動向調査」、「景気ウォッチャー調査」

## 老後の生活不安で中高年齢層の消費者マインドは弱い

消費者マインド悪化の背景を探るため、三菱総合研究所が開発した「生活者市場予測システム (mif)」を用いて5千人を対象とするアンケート調査を10月に実施した。

現在の消費に対する姿勢は、総じて「慎重」が「前向き」を上回っているが、年齢別にみると中高年齢層ほど慎重との結果が得られた。若年層は(定昇を含む)賃金の緩やかな上昇など近年の所得・雇用環境の改善を実感しやすい一方、中高年齢層では所得上昇の実感が薄く、将来不安も強いいため、消費者マインドは弱い(図表2-13)。

将来(1年後)の消費環境についても併せて調査しており、将来の「消費」、「所得」、「将来への不安」は、いずれも現在よりネガティブな回答が多く、中高年齢層を中心に将来の消費環境に対する見方は慎重である。

将来への不安を説明する要因をみると、「老後の生活」からくる不安が最も強く、次いで「収入」からくる不安が強い。50代を中心とした中高年齢者ほど老後の不安などを感じやすく、消費者マインドは弱い傾向にある(図表2-14)。

## 消費向上に向け賃金上昇や将来不安解消の取組が重要

アベノミクス前の12年と現在を比べて、所得と消費の関係はどう変化したか(図表2-15)。年齢階層別にみると、世帯主が25-34歳の世帯の所得は増加したものの、消費はほぼ横ばい。35-44歳は所得・消費ともに増加している。これらの世代では雇用環境の改善や賃金上昇を実感しやすく、消費にも前向きであった可能性がある。

一方、45-54歳は、上記の将来不安などもあり、所得の増加の割に消費を抑制している。55-64歳ではむしろ可処分所得が減少しており、消費は横ばいとなっている。年金生活者などが多く含まれる無職世帯は、可処分所得の減少にもかかわらず、消費額は上昇しており、金融資産価値上昇の恩恵を受けた世帯が消費を増やしたとみられる。

消費増税後の消費は低水準で推移しているが、年齢階層別にみると、所得相応に消費を増やしている世代がある一方で、将来不安などから所得に対して消費を抑制している世代、所得そのものが伸び悩んでいる世代もある。企業収益の向上を労働者に還元する動きや、社会保障制度の持続性の確保などを通じて、若年層や中高年齢層を中心に将来に対する不安を解消させる動きを進展させることで、消費を喚起していく必要がある。

### (5) 雇用・所得の動向

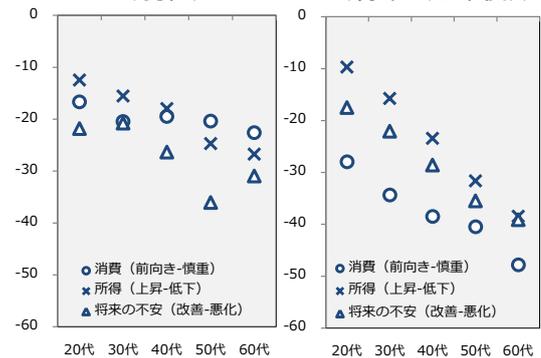
#### 実質雇用者報酬は回復持続

実質雇用者報酬は増加している(図表2-16)。名目賃金が上昇しているほか、原油安を受けて消費者物価が前年比横ばい圏内まで低下していることも実質雇用者報酬を押し上げている。名目賃金は、企業収益の改善や労働需給のひっ迫による賃上げの動きを背景に所定内給与が堅調に増加していることから、緩やかな増加基調にある。

一方、残業時間(所定外労働時間)は、生産の減少を背景に、14年春をピークに減少が続いている(図表2-17)。雇用者数はペースを緩めながらも引き続き増加しているが、残業時間の減少で生産の減少に対応できなくなれば、今後、雇用者数も頭打ちとなる可能性がある。

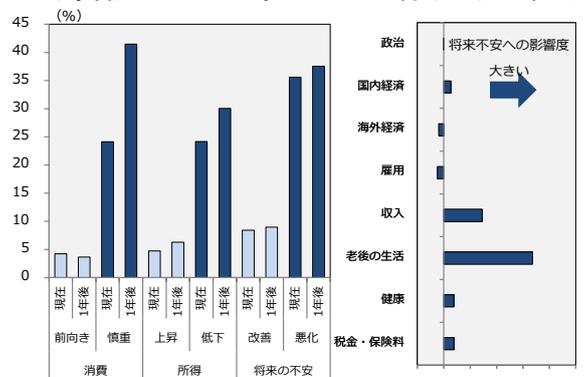
先行きは、物価の緩やかな上昇や雇用者数の伸びの鈍化、残業代の減少などにより、実質雇用者報酬の回復ペースが鈍る可能性が高いものの、労働需給ひっ迫による賃金上昇や雇用の正規化の進展を受けて、16年度にかけて雇用者報酬の回復持続を見込む。

図表 2-13 消費者マインド DI (現在) (将来(1年後))



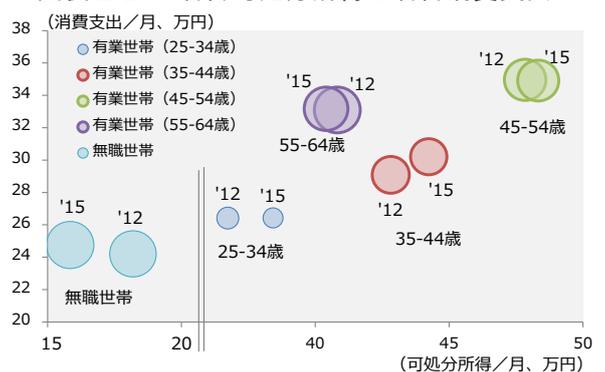
注:「現在」は、3か月前から現在にかけての変化。  
資料:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(15年10月実施、サンプル5000人)より作成

図表 2-14 消費者マインド調査 (消費者マインドの変化) (将来不安の要因)



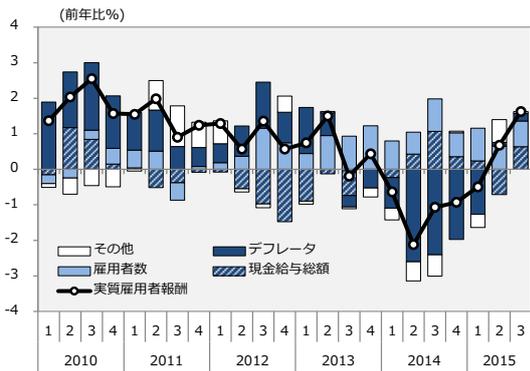
注:将来不安の要因は、将来の不安を被説明変数に、各要因で回帰分析して作成。横軸は将来不安に与える影響の強さを表す。  
資料:三菱総合研究所「生活者市場予測システム(mif)」アンケート調査(15年10月実施、サンプル5000人)より作成

図表 2-15 名目可処分所得と名目消費支出



注:2015年は1-9月の季節調整値の平均。丸の大きさは当該年齢階層の消費額のウェイトの大きさを表す。  
資料:総務省「家計調査」より作成

図表 2-16 実質雇用者報酬



資料：各所統計より三菱総合研究所作成

図表 2-17 雇用者数と所定外労働時間



資料：厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

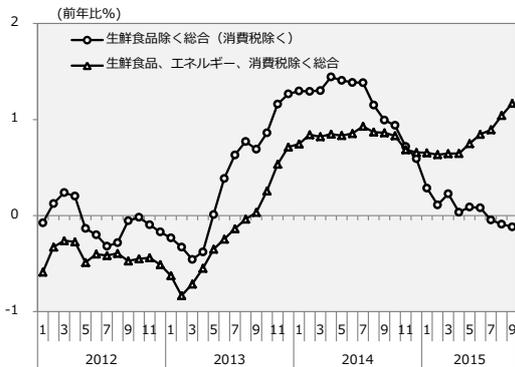
(6) 物価の動向

エネルギー価格下落が下押しするも、生鮮・エネルギー除くCPIの伸びは堅調

消費者物価指数 (CPI) は、15年8月以降、生鮮食品除く総合は前年比マイナスとなっているが、原油価格の下落により、電気代やガス代などエネルギー関連価格が大きく下落している影響が大きい。テレビや白物家電など耐久消費財をはじめとする消費財の価格が上昇しており、生鮮食品及びエネルギー除くCPIは同+1.2%と上昇幅を拡大させている (図表 2-18)。

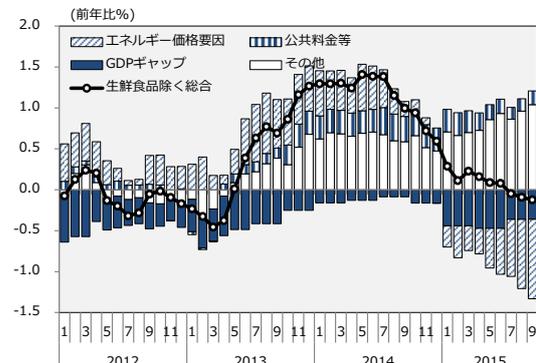
ただし、輸出の停滞を背景に、15年以降 GDP ギャップのマイナス幅は拡大しており、需給の緩みが物価の下押し圧力になっている (図表 2-19)。7-9月期の GDP ギャップは▲1.8% (三菱総合研究所推計) 程度に拡大したとみられ、需給面での物価下落圧力の強まりには注意が必要だ。

図表 2-18 消費者物価



資料：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

図表 2-19 消費者物価の要因分解



資料：総務省「消費者物価指数」より三菱総合研究所作成

素材業種で需給の緩みが物価下押し圧力に

需給面での物価下押し圧力を確認するために、業種別の需給動向をみる。日銀短観の製商品・サービス需給判断DIによると、製造業 (加工業種) や非製造業では、増税後にやや需給が緩んだものの、足元は横ばい圏内で推移している。一方、製造業の素材業種では、14年以降に国内の需給が大幅に悪化している。鉄鋼や木材・木製品、石油・石炭製品などで特に需給バランスが悪化しており、中国からの安価な素材の流入により、国内の需給バランスが悪化している可能性がある (図表 2-20)。

企業の販売価格DIをみても、素材業種の悪化が目立つ。需給バランスの悪化が製造業の素材業種を中心に値下げ圧力を強めつつあり、今後、消費者物価に波及してくる可能性は否定できない。

図表 2-20 製商品・サービス需給判断DI



注：業種別の需給判断DIは、2015年9月時点の数値。  
資料：日本銀行「日銀短観」

## 16年度以降の物価上昇を見込むが下振れリスクも

家計と企業の物価の見通しは、15年以降緩やかながらも徐々に低下してきているが、エネルギー価格の下落の割には底堅く推移している（図表 2-21）。

物価の先行きは、15年度内は0%近傍での推移を予想するが、16年度入り後は、原油安の影響が剥落する形で徐々に伸び率を高め、年度後半には前年比+1%台半ばに上昇する見込み。ただし、海外経済の更なる悪化などにより需給ギャップのマイナス幅が一段と拡大すれば、①企業の価格設定行動の変化（値下げ圧力）、②家計や企業の期待インフレ率の低下、などを通じて、物価上昇のシナリオが崩れるリスクは過去に比べ高まっている。

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）の前年比は、15年度+0.1%、16年度+0.9%と予測する。物価予測の前提となる原油価格（WTI）は、16年度末にかけて50ドル台半ばまで上昇、為替（円ドル）は16年度末にかけて125円程度まで円安が進むと想定した。

図表 2-21 消費者物価と物価の見通し



資料：内閣府「消費動向調査」、日本銀行「日銀短観」、総務省「消費者物価指数」

## (7) まとめ

### 16年度にかけて緩やかに回復も、海外経済の不透明感が重石に

日本経済の先行きは、新興国経済の持ち直しを背景に、16年度にかけて輸出・生産が回復していくとともに、国内でも、高水準の企業収益を背景に、賃金上昇持続による緩やかな消費回復と競争力強化や新市場開拓に向けた設備投資の増加を予想する。ただし、海外経済を巡る不透明感が残る可能性が高く、輸出や設備投資の力強い回復は期待し難い。

実質 GDP 成長率は、15年度は前年比+0.8%、16年度同+1.4%<sup>1</sup>と予測する。15年7-9月期の成長率が予測を下回ったことから、15年度の見通しを前回（9月8日）の同+1.2%から下方修正。16年度も、設備投資の回復力の鈍さを踏まえ、同+1.5%から下方修正する。

## (8) 先行きのリスク

### 3つの下振れリスク

日本経済の先行きを展望する上で、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。中国では、経済の減速傾向が続くなか、政府は相次ぎ小規模な景気対策を講じているほか、中国人民銀行も緩和政策を強化しているが、こうした政策運営の舵取りを誤れば、中国の緩やかな成長鈍化シナリオが崩れる可能性もある。先行きの海外経済は米国頼みが続くが、中国経済が急失速し、その他アジア各国の成長下振れを招けば、世界経済全体の成長率低下につながる。

第2は、金融市場の不安定化である。米国の年内利上げが意識されるなか、新興国全体への資金流入ペースは鈍化しつつある。とくに、資源輸出国や経常赤字国（トルコ、ブラジル、インドネシア等）、政治面で不安材料を抱える国（マレーシア、タイ等）で通貨安や資金流出が進んだ。97年のアジア通貨危機前と比較し、各国の外貨準備高は潤沢であり、現時点で対外的な危機に陥る可能性は低い。米国の11年ぶりの利上げ開始をきっかけにファンダメンタルズが脆弱な新興国からの資金流出が加速し、世界の金融市場が不安定化する可能性には注意が必要だ。

第3は、企業・消費者のマインド悪化により、所得から支出への循環が途切れるリスクだ。マクロの企業収益は過去最高水準に達しているにもかかわらず、設備投資の実行や賃金上昇に向けたモメンタムは弱い。日本経済に対する中長期の成長期待の低さが一因とみるが、事前の計画対比でも投資の弱さは顕著である。新興国経済の減速や中国株急落など金融市場の動揺が、経営者心理に影響した可能性がある。消費者のマインドも同様に、夏以降、慎重な状況が続いている。上記1、2のリスクの発生などにより、企業・消費者のマインドが一段と冷えれば、所得から支出への循環が途切れてしまう可能性は高まっている。

<sup>1</sup> 16年度末にかけては、17年4月の消費税増税を控えた駆け込み需要が発生するとみられ、消費や住宅投資を中心に高い伸びを予想する。16年度の+1.4%成長のうち、+0.4%p程度は駆け込み需要による押し上げ分と見込む。

## トピックス①：中国経済減速が日本経済に及ぼす影響

中国経済は、過剰投資や地方財政悪化などの構造調整圧力の強まりから成長減速が続いている。14年の日本の輸出総額73.1兆円のうち中国向けは13.4兆円(18.3%)、日本のGDPに占める中国向け輸出の割合は2.7%と、貿易を通じて中国経済の減速が日本経済に与える影響は大きい。日本経済は内需中心の回復が期待されるが、中国経済減速が日本経済の好循環に水を差す可能性がある。

中国の生産が1%低下すると、日本から中国への輸出数量は0.6%低下すると推計される。ただし、13年以降は大幅な円安進行にもかかわらず輸出数量が減少するなど、中国の生産増加が日本からの輸出増加につながりにくくなっている(図表2-22)。中国経済が減速しているとはいえ、依然として7%前後の成長を続ける中、なぜ輸出数量が減少しているのか。経済減速に加え、構造変化が働いている可能性がある。

### 生産の内製化や直接投資の一巡などの構造変化が影響

第1に、中国の技術水準の向上による生産の内製化の進展が挙げられる。中国の世界からの輸入額は13年頃から頭打ちとなり、14年後半以降は減少している。財別にみると消費財は拡大しているものの、資本財や生産財が頭打ちとなっている。中国国内の技術力が高まったことで、鉄鋼などを中心に輸入財から国内生産財への代替(生産の内製化)が進んでいる(図表2-23)。

第2に、海外から中国への直接投資の一巡がある。2000年代の中国投資ブーム期には、直接投資に伴う投資財の輸入が増加したが、中国の賃金上昇や成長期待の鈍化、サプライチェーン構築の進展などを受け、中国の対内直接投資は頭打ちとなっている。これも中国の輸入減少の一因であろう。

こうした要因に加え、欧米やアジア新興国とのシェア争いも激化している。日本から中国向けの輸出は、前述のような構造変化による下押し圧力に加え、中国経済の減速により需要そのものが悪化すれば、中国向け輸出が一段と下振れることとなる。

### 中国経済の減速は多様なチャネルを通じて波及

中国経済の減速は、ASEANなど他のアジア向け輸出にも波及する。中国以外のアジアから中国への輸出は2000年から14年にかけて10倍に拡大しており、アジアを中心に第三国を通じた中国との関わりも深まっている(図表2-24)。アジアを通じた中国への輸出の減少や、アジア現地法人の中国向け輸出減少などが懸念される。

所得収支を通じた影響も拡大している。日本企業の中国現地法人の売上高(13年:44.3兆円)は増加を続け、対中国の所得収支(14年:0.8兆円)も黒字幅が増加している。中国とのモノの貿易以外の結びつきは年々強まっており、中国経済の減速は多様なチャネルを通じて日本経済に波及する。

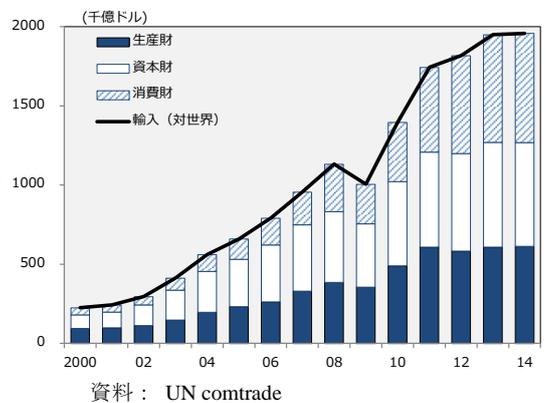
中国経済の変化が日本経済に与える影響は、短期の視点にとどまらない。中国は2020年に「小康国家」の実現に向けて、イノベーション型国家の建設を図ることを目標としている。中国政府の構造問題(①不動産向けも含めた過剰投資、②企業のバランスシート調整、③地方財政悪化)への対処の成否に加え、産業構造の変化やイノベーション型国家への取り組みは、日本の実体経済や国際競争力に中長期的に大きな影響を及ぼし得る。中国経済の構造変化がもたらす中長期的な影響にも注視していく必要がある。

図表2-22 中国向け輸出数量の実績と推計値



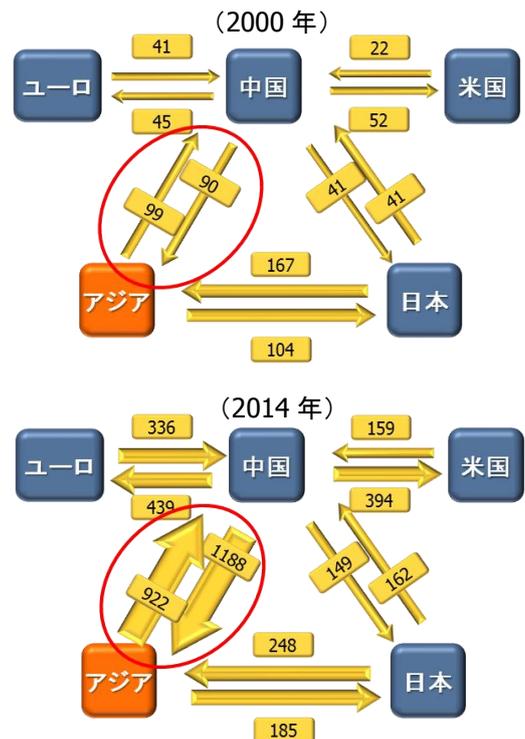
注：中国の鉱工業生産と対ドル円レート(4四半期前の4四半期後方移動平均値)から推計  
資料：財務省「貿易統計」、三菱総合研究所による推計値

図表2-23 中国の財別の輸入額(対世界)



資料：UN comtrade

図表2-24 中国を巡る輸出入動向(10億ドル)



資料：財務省「貿易統計」、CEIC

<sup>2</sup> 詳細は、MRI Economic Review(2015.10.22)「中国経済減速が日本経済に及ぼす影響」参照  
[http://www.mri.co.jp/opinion/column/ecorev/ecorev\\_20151015\\_1.html](http://www.mri.co.jp/opinion/column/ecorev/ecorev_20151015_1.html)

## トピックス②：TPP 実現による日本経済への影響

環太平洋パートナーシップ (TPP) は 15 年 10 月に大筋合意。参加 12 カ国<sup>3</sup>を合わせると、世界の GDP の 36%、世界の貿易額の 26% を占める。各国の批准により成立に至れば、広域の国・地域の自由貿易協定としては、世界最大規模となる。

日本は、TPP 参加 12 カ国のうち 8 カ国とすでに FTA/EPA を締結している (15 年 3 月現在)。こうした中での TPP の意義は、①日本の最大の輸出先である米国との協定締結、②個別 FTA/EPA を上回る関税撤廃率の実現に加え、③知的財産権、電子商取引、金融サービスなどサービス分野でのルールの共通化、④投資や政府調達分野における規制緩和などにより、多国間でのサプライチェーン構築を促す効果が挙げられる。

もっとも、全ての関税が直ちに廃止される訳ではない。とくに農産物 5 品目 (米、麦、牛・豚、乳製品、甘味資源作物) の輸入について、国別枠は拡大されたものの、国家貿易制度や差額関税制度は維持され、枠外輸入には引き続き高い関税が課される。一方で、農産物 5 品目以外では一部品目を除いて関税撤廃で合意され、野菜や果物、鶏肉、水産物などでは概ね 11 年目までには関税が撤廃される見込み。輸出入品目全体では 95% が関税撤廃の対象となる。

### 関税引下げによる GDP 押し上げ効果は 2.3 兆円

TPP による日本経済への影響はどの程度か。関税引下げによるモノの貿易を通じた経済効果について、経済連携効果の分析に広く用いられる GTAP モデル<sup>4</sup>で試算を行った。実質 GDP の押し上げ幅は、発効直後の 1 年目に +1.4 兆円 (GDP 比 +0.19%)、段階的関税削減も含め、ほぼ全ての効果が出尽くす 25 年目までに +2.3 兆円 (同 +0.33%)、との結果が得られた (図表 2-26)。

農産物関税引下げは家計を中心にプラスに働く。食料品の国内供給のうち 16% が輸入品 (13 年度) であり、関税撤廃や小麦等のマークアップ率<sup>5</sup>の削減により、国内販売価格の低下が見込まれる。国内生産者の経営環境は厳しくなるものの、食料品価格の下落は家計や飲食業、食品加工業にはプラスとなろう。

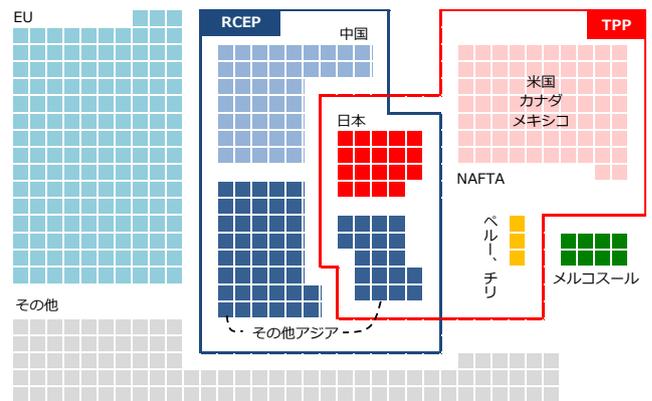
また、上記は関税引下げのみによる効果の試算であり、サービスや投資分野の自由化は含まれない。新興国での外資規制緩和や市場アクセス改善は、関税引下げ以上の経済効果を生む可能性もある。日本の直接投資残高に占める TPP 参加国向けの割合は既に 45.3% (14 年) に上り、製造業への影響は限定的との見方もあるが、今後は流通業や金融業など非製造業を中心に日本企業の海外展開には追い風となる。

### RCEP など他の通商交渉の前進を促す効果に期待

TPP が他の通商交渉の前進を促す効果も期待される。日本は、日中韓 FTA、東アジア地域包括的経済連携 (RCEP)、日欧 EPA などの多国間自由貿易協定の交渉を進めている。TPP 合意がテコとなり、他の交渉のスピードや質を高めることができれば、TPP を上回る経済効果が期待できる。特に RCEP は日本企業への影響が大きく、①タイやインドネシアはサプライチェーン構築の観点で、②対中国では知的財産権を含めサービスや投資分野での質の高いルールの適用という観点で、重要な意味を持つ。

TPP を含む広域経済連携は、日本企業にとってビジネスチャンスであるとともに国際競争激化ももたらす。海外との競争環境を生かし、企業・産業の新陳代謝を高め、生産性向上につながる。日本経済の中長期的な成長力の底上げにつながる。

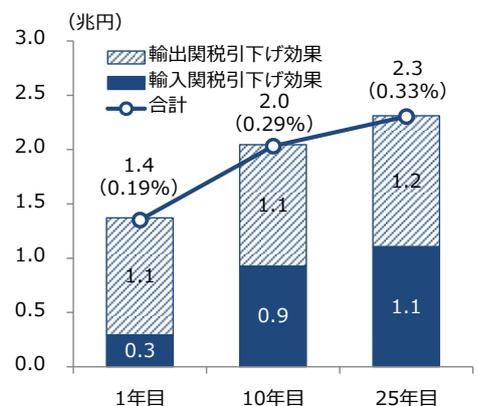
図表 2-25 日本をめぐる多国間自由貿易協定の概況



注：各地域の面積は輸出入金額 (米ドル) に比例。東アジア地域包括的経済連携 (RCEP) は交渉中。

資料：World Bank より三菱総合研究所作成

図表 2-26 TPP 関税引下げの経済効果



注：括弧内は実質 GDP 比。横軸は TPP 発効後の経過年数。各時点の関税率を当てはめて計算。資料：三菱総合研究所作成

<sup>3</sup> 豪州、NZ、ブルネイ、カナダ、チリ、マレーシア、メキシコ、ペルー、シンガポール、米国、ベトナム、日本。

<sup>4</sup> GTAP は応用一般均衡モデルと呼ばれ、短期的な影響ではなく、中長期的な経済の均衡状態を求めるモデル。関税率の変化によって生じる経済構造調整 (資本や労働の再配置など) を終えた状態とそれ以前の状態を比較して効果を算出。

<sup>5</sup> 政府が輸入する価格に対する、政府が国内業者に売り渡す価格の比率。

### 3. 米国経済

#### 輸出悪化を背景に成長鈍化

15年7-9月期の実質GDP成長率（速報値）は、季調済前期比年率+1.5%と前期の同+3.9%から伸びが鈍化した。GDPの7割を占める消費は堅調に推移しているものの、ドル高や新興国経済の減速を受けて、輸出や設備投資の伸びが鈍化した。米国経済は、消費を中心に引き続き拡大しているものの、輸出の悪化が波及する形で、2%程度とされる潜在成長率を下回る結果となった。

#### 不透明感が強まる米国の輸出環境

米国の輸出環境は不透明感が強まっている。世界的に輸入数量の伸びが鈍化しているが、なかでも新興国の輸入需要が低迷している（図表3-2）。①資源安による資源輸出国の成長鈍化、②新興国通貨安の波及などが背景にある。米国の輸出依存度が趨勢的に高まる中（2000年10%→14年13%）、米国輸出に占める新興国向けの割合は着実に拡大（2000年33%→14年48%）しており、新興国経済の減速が米国の輸出に与えるインパクトは増している。

新興国の減速という実需面の影響に加え、ドル高も輸出の重石となる。14年半ば以降、ドルの実質実効為替レートは15%近く上昇しており、これはリーマン・ショック期に並ぶ上昇幅である。実質実効為替レートが10%上昇すると、1年程度のラグをもって実質輸出を▲3%程度、実質GDPを▲0.8%程度押し下げる<sup>6</sup>と試算する。16年にかけてドル高が輸出下押し要因となる可能性が高い。

輸出の悪化は製造業の生産活動や雇用市場にも波及している。鉱工業生産指数は14年末のピークに緩やかに低下しており、企業マインドを示すISM製造業景況指数は、拡大と縮小の境目となる50を辛うじて上回っている状況。製造業の雇用者数も15年入り後は横ばいないしは減少となっている（図表3-3）。

こうした中、企業の投資活動も減速している。①輸出の減少やドル高による企業収益の悪化、②設備稼働率の低下による生産能力の余剰、③原油安の長期化によるシェール関連産業の投資抑制などが背景にある。米国の石油掘削設備（リグ）の稼働数は、14年半ばのピーク時に比べ6割減少、GDPの設備投資（機械設備）を▲6%程度押し下げたとみられる。産油国経済の減速、シェール開発投資の減少、産油地域での失業率上昇<sup>7</sup>など、原油安の負の側面が原油安の長期化で一段と強く表れてくる可能性がある。

新興国経済の減速、ドル高、原油安という3つの霧が晴れるまでは、企業の投資活動は慎重な動きが続くと予想する。

#### 労働需給の引き締まりが賃金上昇を後押し

一方、内需の堅調を背景に、雇用市場は総じて改善を続けている。15年10月の失業率は5.0%とFOMCが想定する長期均衡失業率（4.9%～5.2%）まで改善しており、労働需給ギャップは04年6月の前回利上げ開始時点と同水準まで低下（図表3-4）。労働の質の面でもいくつかの改善がみられる。就業者に占めるパートタイム比率は04年と同水準まで低下しており、より賃金上昇率の高いフルタイムへのシフトが進んでいるほか、労働需給の逼迫をうけてパートタイム賃金も上昇幅を拡大している（図表3-5）。

勤労世代（25～54歳）の労働参加率の低下など、雇用市場の構造問題は残存するものの、良好な雇用・所得環境が内需の好循環を後押しする構図に変化はないであろう。

図表3-1 米国経済見通し

暦年ベース (前年比%)	実績		予測	
	2013	2014	2015	2016
実質GDP	1.5	2.4	2.4	2.7
個人消費	1.7	2.7	3.2	3.1
設備投資	4.2	5.3	4.2	4.6
住宅投資	9.5	1.8	8.3	5.0
在庫投資寄与度	0.0	0.0	0.1	▲0.1
政府支出	▲2.9	▲0.6	0.7	0.9
純輸出寄与度	0.2	▲0.2	▲0.6	▲0.1
輸出等	2.8	3.4	1.5	2.3
輸入等	1.1	3.8	5.1	2.7
FFレート誘導水準（年末）	0-0.25	0-0.25	0.25-0.5	0.75-1.0
失業率（除く軍人）	7.4	6.2	5.3	5.0

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 世界輸入需要と米国輸出



資料：米国商務省、FRB、オランダ経済政策分析局（CPB）

図表3-3 製造業関連指標

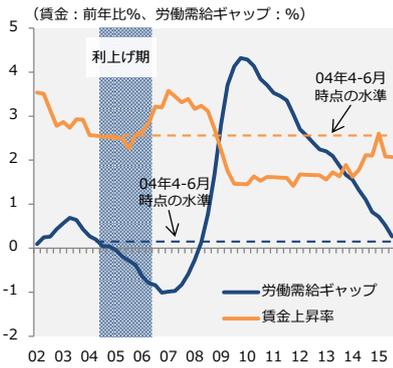


資料：米国労働省、FRB、米供給管理協会（ISM）

<sup>6</sup> 2010年から直近までのデータを用いた推計。実質輸出を世界実質輸入（米国除く）と実質実効為替レート（6ヶ月前～18ヶ月前の平均値）で回帰。

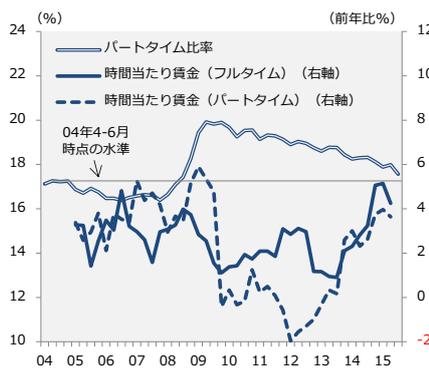
<sup>7</sup> 主なシェール産出州の14年末からの失業率の変化をみると、ルイジアナ（▲1.2%p）やテキサス（▲0.4%p）では低下しているものの、ニューメキシコ（+0.8%p）、オクラホマ（+0.5%p）、ペンシルバニア（+0.3%p）などで上昇。

図表 3-4 労働需給と賃金



注：労働需給ギャップはFRBモデルの自然失業率と失業率の差。賃金は Employment Cost Index（賃金・給与、除く軍人）。  
資料：米国労働省、FRB

図表 3-5 パート比率と賃金



注：時間当たり賃金は、Employer Costs for Employee Compensation（賃金・給与、民間事業所）。  
資料：米国労働省

図表 3-6 個人消費の要因分解



注：推計は三菱総合研究所。直近の内訳は可処分所得要因のみで他は未発表。  
資料：米国商務省、FRB

### 良好な雇用・所得環境と原油安を追い風に、消費は堅調持続

消費は堅調に推移している。バランスシート調整の進展と低金利を背景に、所得環境の改善が消費支出の増加に結びつきやすい状況にある。①良好な雇用・所得環境、②原油安による購買力の上昇、③住宅価格の上昇による資産効果、④家計の利払い負担の低下などに支えられる形で、消費は年率 3%程度の増加基調を維持（図表 3-6）。とくにガソリン安を追い風に、自動車販売が過去最高水準にある。

先行きは、雇用・所得環境の改善持続を背景に消費の拡大を見込む。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、低金利下で拡大した信用力の低い層向けの自動車ローンの金利上昇などを通じて、耐久財消費が抑制される可能性がある。また、海外経済が不透明な中、株安が消費の頭を抑えるリスクもあり、株価が 10%下落すると消費が約▲0.3%程度押し下げられると試算される。

住宅市場は、住宅価格の上昇などを背景に、家計の住宅取得能力が 12 年頃に比べ低下しており、新築住宅着工の回復力は過去の景気回復局面と比べると鈍い。ただし、新築を補う形で、賃貸や中古住宅への需要が拡大しており、住宅市場全体としては回復傾向を維持している。先行きは、雇用・所得環境の改善を背景に回復を続けると見込むが、①政策金利の引上げによるモーゲージ金利の上昇、②利上げ開始前の駆け込み需要の剥落などにより、住宅市場の回復ペースはやや鈍化する可能性が高い。

### インフレ率への懸念残るも年内に利上げへ

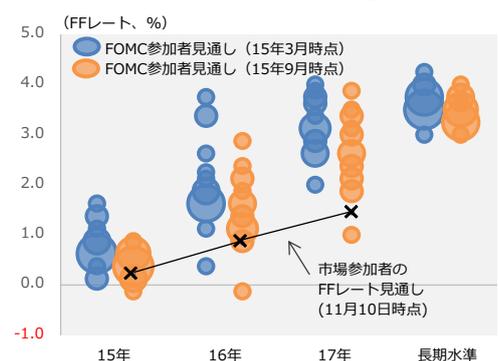
15 年 9 月および 10 月の連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げは見送られた。雇用の最大化はほぼ達成できたものの、ドル高や新興国経済減速の波及によるインフレ圧力の弱含みが懸念されている。FOMC 参加者の政策金利見通しは、先行きのインフレに対する見方の違いを主因として、17 年を中心にバラつきが広がっている（図表 3-7）。当社は、12 月に+0.25%の利上げ実施を予想するものの、その後の利上げペースは、年に 0.5%（0.25%×2 回）程度の緩やかなペースを見込む。仮に、FOMC と市場との見方が乖離したまま、早いペースでの利上げが実施されれば、金融市場の不安定化につながるリスクがある。

### 景気の拡大傾向の維持を予想

先行きは、雇用・所得環境の回復持続などを背景に、消費の拡大が続くと見込む。生産・投資活動は、新興国経済の減速、ドル高、原油安が抑制要因だが、堅調な内需に支えられる形で改善傾向は維持するとみる。原油安はシェール関連産業の投資抑制により設備投資にはマイナス（GDP 比▲0.3%程度）だが、実質可処分所得の上昇による消費の押し上げ効果がこれを上回る（同+0.6%程度）とみており、総合すると米国経済にはプラスに働く（同+0.3%程度）。

米国の実質 GDP 成長率は、15 年は 4-6 月期の実績の上方改定の影響などから前年比+2.4%（前回+2.3%）と小幅上方修正を行う。16 年は輸出の下振れが下押し圧力となるものの、10 月末の超党派予算法の成立による財政歳出枠の拡大が押し上げ要因となることから、同+2.7%と前回から変更なしとした。

図表 3-7 FF 金利の見通し



注：バブルサイズは予想者数を示す。  
資料：FRB、Bloomberg より三菱総合研究所作成

## 4. ユーロ圏経済

### 消費を主因に緩やかな回復傾向を維持

ユーロ圏経済は、消費主導の緩やかな回復が続いている。ただし、中国、ロシアなど新興国向け輸出の伸びが鈍いほか、設備投資も勢いを欠き、回復ペースは鈍い。

ユーロ圏の15年7-9月期の実質GDP成長率は、季調済前期比+0.3%と4-6月期（同+0.4%）からやや伸びが低下したが、緩やかな回復を継続。ドイツ（同+0.3%）、イタリア（同+0.2%）、スペイン（同+0.8%）で伸びが低下した一方、フランス（同+0.3%）は伸びを高めた。

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	
	2013	2014	2015	2016
ユーロ圏	▲ 0.3	0.9	1.5	1.4
ドイツ	0.3	1.6	1.6	1.7
フランス	0.7	0.2	1.0	0.5

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増加基調を維持

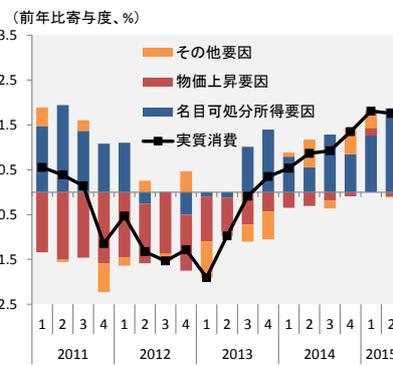
ユーロ圏の消費は回復が持続している。小売売上高が堅調に推移しているほか、新車登録台数も増加傾向を維持（図表 4-2）。背景には、①雇用・所得環境の改善と、②低インフレによる家計の購買力向上がある（図表 4-3）。労働市場をみると、14年以降の雇用者数の増加が続いているほか、賃金の伸びが高まっている（図表 4-4）。先行きも、雇用・所得環境の改善により、消費は緩やかな回復が続くだろう。

図表 4-2 小売売上・新車登録台数



注：後方3ヶ月移動平均  
資料：Bloomberg、Eurostat

図表 4-3 実質消費の要因分解



注：推計は三菱総合研究所  
資料：Eurostat

図表 4-4 雇用者数・名目賃金



注：名目時間当たり賃金  
資料：Eurostat

### フォルクスワーゲンの不正問題が新たな懸念材料に

ユーロ圏の企業部門の景況感は、回復傾向が続く内需を背景に、総じて堅調に推移している（図表 4-5）。ただし、ユーロ圏のけん引役であるドイツでは、先行きに対する懸念材料が増えている。新興国経済の減速を背景に、15年春以降、ドイツの景況感（ZEW 景況感）が急速に悪化。ドイツでは製造業受注が新興国需要に押し上げられてきたほか、輸出の約30%が新興国向けであり、経済に与える影響は大きい。

さらに15年9月には、フォルクスワーゲン（以下、VW）の排ガス規制を巡る不正が明らかになった。VW車の生産が減少した場合、ドイツ内外で悪影響の波及が考えられる（図表 4-6）。国内では、関連企業全体の雇用・投資の減少により、資本財や素材業種など幅広い産業に悪影響が及ぶ恐れがある。また、VWからの法人税収減少により、政府支出も抑制される可能性がある。国外でも、VWの自動車生産やVW向けの自動車部品生産の割合が高い東欧を中心に生産の減少につながりうる。

図表 4-5 ユーロ圏・独の景況感



注：ZEWは金融市場関係者による景況感  
資料：Bloomberg、ZEW

図表 4-6 フォルクスワーゲンの不正問題の波及経路

影響	内容	統計データ・VW関連の動向
雇用	VWの生産減少により、部品など関連する中小企業で雇用が減少	・VW関連の雇用はヴォルフスブルク市の人口の約5~6割に相当 ・ドイツ国民の約14%が自動車関連の仕事に従事
投資	VWの投資減少により、資本財産業や建設業など他産業で生産が減少	・VWは年10億ユーロの投資削減を発表
財政	VWからの法人税収減少により、財政が悪化し、歳出を抑制	・ヴォルフスブルク市の歳入の約3割はVWによる法人税収
海外	VWの海外生産拠点の自動車生産やVW向け部品生産が減少	・チェコ、スロバキア、ハンガリー、ポーランドでは、自動車関連生産の約3割はVW関連の生産 ・イタリアにおける自動車産業の輸出の約8%はフォルクスワーゲン向けの部品

資料：各種報道より三菱総合研究所作成

## ユーロ圏の輸出は新興国減速を背景に緩やかな伸び

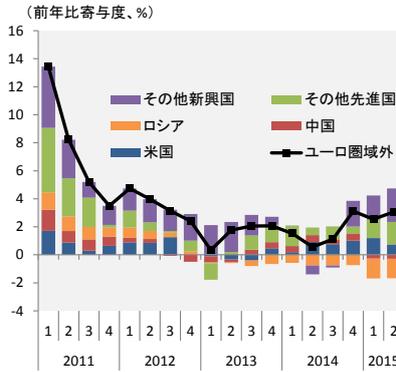
ユーロ圏の輸出は、緩やかな増加にとどまっている（図表 4-7）。ユーロ安や米国の景気拡大はプラス要素だが、新興国向け輸出は力強さを欠く状態が続いている（図表 4-8）。中国向け輸出が 15 年上期に減少を続けたほか、ロシア向け輸出の減少（15 年上期前年比▲33%）も全体を押し下げている。2000 年代以降、新興国向け輸出がユーロ圏域外向け輸出に占める割合は 15 年に約 48%まで上昇、ユーロ圏 GDP に占める割合も 2000 年約 5%から 15 年約 12%に上昇し、ユーロ圏の新興国経済への依存度は高まった（図表 4-9）。今後も、新興国経済の回復の遅れにより、輸出は緩やかな増加にとどまると予想する。

図表 4-7 為替レート・財輸出



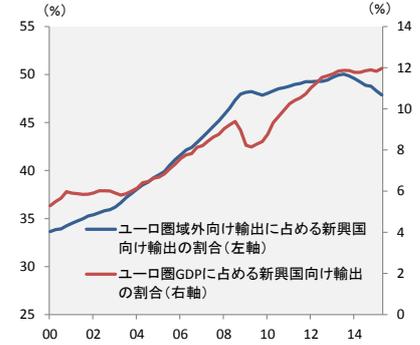
注：財輸出量は後方3ヶ月移動平均  
資料：Eurostat、国際決済銀行（BIS）

図表 4-8 仕向地別ユーロ域外輸出



注：2010年基準での実質の財輸出  
資料：Eurostat

図表 4-9 新興国向け輸出依存度



注：「新興国向け輸出」の試算は三菱総合研究所  
資料：Eurostat

## デフレーション傾向が持続

ユーロ圏では、デフレーション傾向が続いている。15 年 10 月の消費者物価上昇率（HICP）は前年比+0.1%とプラスに転じたが、0%近傍にとどまる。ユーロ安は物価の押し上げ要因となっているが、原油安によるエネルギー価格の下落が全体の物価を押し下げている。品目別物価上昇率の頻度分布をみると、エネルギー関連以外の品目では、現時点では、物価の大幅な低下はみられず、前年比+1.0%前後の物価上昇に集中している（図表 4-10）。ただし、先行きは①低い期待インフレ率や、②南欧を中心とする高失業率、③ユーロ安による輸入物価押し上げ効果の逡減により、デフレーション傾向が強まる可能性も考えられる。欧州中央銀行（ECB）は、12 月 3 日の政策理事会で追加緩和を実施すると予想する。

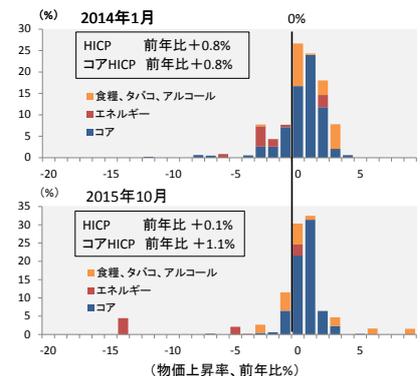
## ユーロ圏は消費回復が設備投資の増加に波及し、緩やかな回復へ

ユーロ圏は、雇用・所得環境の改善と原油安を背景に、消費が増加し、緩やかな回復が続くと予想する。ただし、①南欧諸国で家計・企業のバランスシート調整圧力が残ること、②ユーロ圏全体でみて雇用の回復ペースが遅いこと、などが景気回復の足かせとなろう。③輸出も、新興国経済の回復が鈍いことから、力強さに欠けるとみる。

15 年の実質 GDP 成長率は、ドイツを中心に難民流入（国内人口の約 1%）による政府支出や消費の増加が内需を押し上げること等からユーロ圏（前年比+1.5%、前回+1.3%）を上方修正する。16 年は、雇用環境の改善とバランスシート調整の進捗により、内需の回復が続くと予想し、ユーロ圏の見通しを前年比+1.4%と予測する（変更なし）。ドイツは、15 年は前年比+1.6%（前回+1.5%）、16 年は同+1.7%（前回+1.6%）と緩やかな拡大を見込む。フランスは、15 年 10-12 月期と 16 年の見通しに、同時多発テロ発生による観光業や消費者マインドへの悪影響を織り込み、16 年を同+0.5%に下方修正する（前回+1.1%）。

リスク要因は、第 1 に、新興国経済下振れが考えられる。中国を中心に新興国経済が急減速すれば、輸出・海外売上依存度の高いドイツ経済の腰折れにつながり、ユーロ圏全体を下押しする恐れがある。第 2 に、VW の不正問題の影響波及が挙げられる。VW のドイツ内外での生産減少は、幅広い産業の投資・雇用の悪化などを通じてユーロ圏全体に悪影響を与える可能性がある。第 3 に、ユーロ圏の政治的な不安定性の高まりがある。難民流入に対して各国間で意見の隔たりがあるほか、各国内でも反移民・難民受け入れ反対の声が高まっている。フランスでの同時多発テロもあり、スペイン（15 年 12 月）などで総選挙を控えるなか、政治的な対立が深まれば、ユーロ統合や構造改革などの進展が遅れかねない。

図表 4-10 物価上昇率の頻度分布



注：HICP を構成する 94 品目から作成  
資料：Eurostat

## 5. 新興国経済

### (1) 概観

#### 中国の成長鈍化や資源安、資金流出圧力により減速

新興国経済は、14年半ば以降、減速傾向が続いている。

中国経済は、過剰投資などの構造問題から成長鈍化が続いている。その他新興国でも、インド、ベトナムなど一部の国を除き、①中国の成長鈍化に伴う輸出減速や資源安による企業収益環境の悪化、②資金流出圧力の強まりによる投資鈍化などにより、減速傾向がみられる。

中国向けの輸出減速の影響は、新興国全体に波及しているが、とくに、輸出に占める中国向け割合やGDPに占める輸出割合の高い国では、その直接的な影響が大きい。国により幅があるものの、15年1-7月までの中国向け輸出額（ドル建て）は、ベトナム除くASEAN4カ国とその他東アジア4カ国では前年比▲5%程度、インド・ブラジルでは同▲20%程度減少した。上記の減少幅を前提に、各国GDPへのマイナス影響を試算すると、ASEANでは、GDPに占める輸出割合が大きいマレーシア、タイ、ベトナムで▲0.4%～▲0.5%と比較的影響が大きい（図表5-1）。また、韓国、シンガポール、台湾は、輸出に占める中国向け割合及びGDPに占める輸出割合がともに比較的高く、GDPへの影響は▲0.6%～▲1.2%とさらに大きい。通貨安を背景に、最近の一部の国で輸出が持ち直しつつあるが、当面、中国向け輸出減速による新興国全体への影響には注視が必要だ。

米国利上げを控え、新興国からの資金流出圧力も続く。これまで新興国では、海外資金の流入が投資の高い伸びを支えてきた。しかし、14年以降、資金流出傾向が強まり、15年上期までにブラジル、ロシアなどに加え、台湾、韓国、マレーシアでも総固定資本投資の伸びは鈍化（図表5-2）。米国利上げ後に資金流出が加速する場合、投資への下押し圧力が高まる可能性が高い。

#### 新興国全体は16年にかけて緩やかながらもち直しへ

新興国全体の先行きは、下記のリスク要因からの下振れ圧力には注意が必要なものの、欧米向け輸出の回復が下支えとなり、16年にかけて緩やかに持ち直すと思込む。中国経済は、過剰投資など構造問題による調整圧力から、16年にかけて、鈍化傾向が続くとの見方を維持する。ASEANやその他東アジアは、中国経済鈍化や資源安などが足かせとなるが、欧米向け輸出の回復から緩やかながらもち直しと予想する。また、インドは、インフレ圧力緩和を背景とする内需の緩やかな持ち直しから、緩やかな景気回復を続けると予想する。ブラジルは、資源安やインフレ・高金利に加え、政治問題から、16年にかけてマイナス成長を見込む。

#### 中国経済、米国利上げ、政治情勢の影響がリスク

新興国全体で注視すべきリスク要因は、①中国経済の急減速と新興国全体への影響波及、②米国の利上げによる新興国市場からの資金流出の加速、③タイ、マレーシア、ブラジル、フィリピンなどの政治情勢の変化による経済への影響が挙げられる。

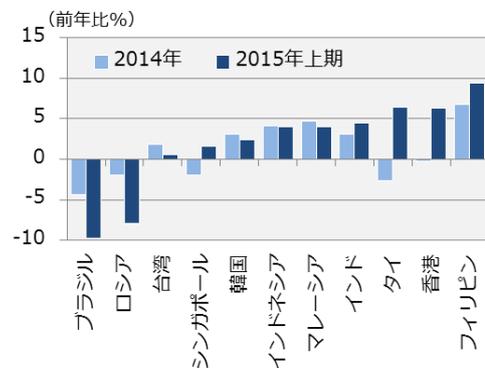
図表 5-1 新興国の中国向け輸出減少の影響

	①輸出に占める中国向けシェア	②GDPに占める輸出シェア	輸出減少によるGDPへの影響 ①×②×5%
インドネシア	10.0%	23.7%	-0.1%
マレーシア	12.1%	79.6%	-0.5%
フィリピン	13.0%	29.1%	-0.2%
タイ	11.0%	75.0%	-0.4%
ベトナム	9.9%	86.4%	-0.4%
韓国	25.4%	50.6%	-0.6%
シンガポール	12.6%	187.6%	-1.2%
台湾	26.2%	70.1%	-0.9%
*インド	4.2%	23.6%	-0.2%
*ブラジル	18.0%	11.5%	-0.4%

注：①は2014年名目輸出に占める割合、②は2014年名目ベース（輸出は財・サービス輸出）。

資料：JETRO、World Bank、CEIC から作成

図表 5-2 新興国の総固定資本投資



注：実質データ。

資料：Bloomberg、CEIC

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	7.3	6.9	6.6
ASEAN5	5.1	4.6	4.6	4.9
インドネシア	5.6	5.0	4.7	5.0
マレーシア	4.7	6.0	4.8	4.7
フィリピン	7.1	6.1	5.7	5.9
タイ	2.8	0.9	2.7	3.4
ベトナム	5.4	6.0	6.3	5.8
香港	3.1	2.5	2.4	2.7
韓国	3.0	3.3	2.5	3.2
シンガポール	4.4	2.9	2.0	2.9
台湾	2.2	3.7	1.5	2.8
インド(年度)	6.9	7.3	7.4	6.9
ブラジル	2.7	0.1	▲ 2.6	▲ 0.5

注：シャドー部分が予測値。

資料：実績はIMF等、予測は三菱総合研究所

## (2) 中国経済

### 15年7-9月期 GDP 成長率は7%割れ

中国経済は緩やかな成長鈍化を続けている。15年7-9月期の実質GDPは、前年比+6.9%と前期（4-6月期+7.0%）から鈍化し、09年春以来の低成長となった（図表5-4）。投資鈍化の継続が主因で、製造業など2次産業を中心に景気の勢いは弱いものの、急激な景気減速は回避している。背景としては、①3次産業（サービス産業）が成長率を高めているほか、②政府のインフラ投資や住宅規制緩和など景気刺激策が景気を下支えしていることが挙げられる。

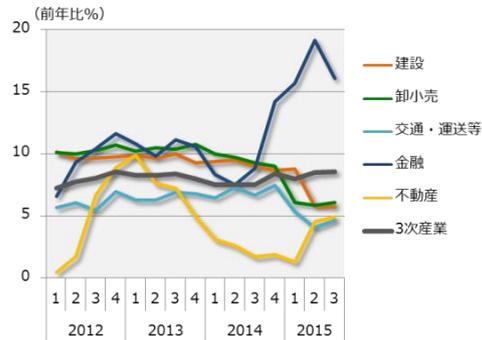
3次産業GDPの内訳をみると、金融業（名目で3次産業の2割弱）の成長率は6月中旬以降の株価下落の影響からやや鈍化したものの、依然として高い伸びを維持。また、住宅市場の持ち直しを背景に、不動産業も小幅ながら伸びを高めた（図表5-5）。

図表 5-4 中国の実質 GDP



資料：CEIC

図表 5-5 中国の3次産業 GDP 内訳



資料：中国国家统计局より三菱総合研究所作成

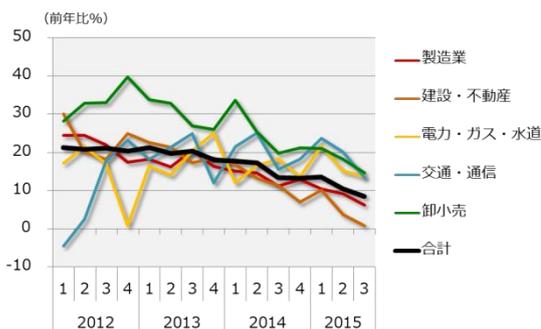
### 投資は鈍化継続も、景気刺激策や住宅市場の緩やかな持ち直しが下支え

一方、投資の減速傾向は強まっている。背景には、①国有企業や地方政府が抱える過剰投資問題に加え、②海外からの投資低迷、③株価下落や内外受注の低迷を背景とする企業マインドの悪化がある。固定資産投資（都市部、名目）をみると、7-9月期は前年比+8.5%と、前期（同+10.5%）から伸びが一段と鈍化。産業別では、製造業や建設・不動産向け投資を中心に伸び鈍化が続いている（図表5-6）。

一方、政府が重点プロジェクトを実施している交通・通信、電力・ガス・水道向けは相対的に堅調で、政府予算による投資資金が1-9月期累計で前年比+20.5%となるなど、政府の刺激策による下支えが続いている。

また、14年春以降、住宅市場の調整が投資の押下げ要因となってきたが、15年春以降は政府の規制緩和を受け、住宅市場では緩やかな持ち直しの動きが続いている（図表5-7）。住宅価格に先行する住宅の販売面積は、12年時の調整からの回復局面と比較すればペースは緩やかではあるが、このところ持ち直している。過去の在庫の積みあがりなども考慮すると、小規模都市での販売不振は長期化する可能性が高いものの、東部を中心に大規模都市での住宅実需は根強く、先行きも住宅市場の緩やかな持ち直しが続くと予想する。

図表 5-6 中国の固定資産投資



資料：CEIC

図表 5-7 中国の新築住宅価格と販売面積



資料：中国国家统计局より三菱総合研究所作成

## 消費マインドは一段の悪化を回避、消費は底堅い

消費は底堅い推移を示している。6月中旬以降の株価急落を受け、消費者信頼感指数が6-8月に低下したが、金融市場が安定化に向かった9月には小幅ながら持ち直した。最近数ヶ月の小売売上高（名目）をみると、住宅市場の持ち直しを受けた内装品や家具などの関連品目での売上増がみられた。（図表5-8）

雇用環境も、有効求人倍率を見る限り、4-6月期は落ち込んだものの、7-9月期には小幅ながら持ち直した（図表5-9）。都市部の実質可処分所得（当社試算）をみても、実質GDP成長率並みの前年比+6%台後半を維持しており、雇用・所得環境の堅調さが消費を後押ししている。

## 財政出動と利下げ・流動性供給で景気を下支え

政府の景気刺激策も下支えとなる。財政面では、前述の重点プロジェクト予算の前倒し執行などで、7-9月期の財政支出は前年比+25.8%と急拡大（図表5-10）。金融面でも、8月末の株価下落局面において、中国人民銀行が政策金利と預金準備率の引き下げを実施。その後、消費者物価の伸び鈍化（8月前年比+2.0%→9月同+1.6%）を受け、10月に預金金利自由化<sup>8</sup>とともに再利下げに踏み切った。ただし、物価上昇率の低下から実質金利の低下ペースは緩やかで、利下げによる大きな景気下支え効果は期待できない。一方、通貨供給量（M2）の伸びは高まっており、金利面に加え流動性供給を通じ、景気を下支えしている。

## 中国経済は緩やかな成長鈍化を予想

先行きを展望すると、中国経済の成長鈍化傾向は続く予想する。政府の財政・金融政策は景気下支え要因にはなるものの、過剰投資など構造問題への対応には数年を要するであろう。政府目標との関係では、10月に中国共産党から第13次5カ年計画（16-20年）中央建議案が提示され、「中高速」成長に移行し、小康社会を実現するための政策の基本方針が示された（図表5-11）。習近平総書記はその後の説明で、「16-20年の年間GDP成長率を6.5%以上に保たなければならない」と明言。実質GDP成長率は、15年は前年比+6.9%（変更なし）、16年は同+6.6%（変更なし）と緩やかな成長率の低下を予測する。

リスク要因は、①企業の債務負担拡大に伴うバランスシート調整圧力による投資の長期低迷、②資金流出の深刻化による投資の急減速である。後者に関しては、15年入り後、中国の証券投資が国内からの資金流出を背景に流出超に転じ、主体別の固定資産投資をみても海外資本による投資は大幅に減速している。これらのリスクが顕現化した場合、投資の急減速を引き起こし、成長率の大幅低下の可能性がある。

図表5-8 中国の小売と消費者マインド



資料：CEIC、Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表5-9 中国の有効求人倍率



資料：Bloomberg

図表5-10 中国の財政支出と通貨供給量



資料：CEIC、Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表5-11 第13次5カ年計画ポイント

発展理念	主な内容
イノベーションによる発展	・「インターネット+」、国家ビッグデータ戦略、起業推進 ・製造業の強化「中国製造2025」、農業近代化 ・財政改革、行政制度改革、金融制度改革
協調による発展	・地域間、都市・農村の協調発展 ・経済と国防の総合的な発展
グリーン発展	・低炭素・循環型・資源節約型の発展 ・環境保護対策の強化
開放による発展	・対外開放の戦略整備・新体制の構築 ・一帯一路戦略 ・世界経済ガバナンスへの参加
共に享受する発展	・公共サービス拡充、脱貧困プロジェクト ・労働・教育の質向上 ・持続可能な社会保障制度の確立 ・健康国家の建設（医療・医薬・衛生制度改革） ・人口バランスの取れた発展「二人っ子政策」

資料：「5 中全会」での中国共産党中央建議案に関する各種発表・報道より三菱総合研究所作成

<sup>8</sup> 中国政府は、これまで貸出金利の下限規制と預金金利の上限規制を通じて、預金金利を低く抑制し、銀行収益の減少を抑制してきた。結果として高利回りの理財商品への投資が加速し、資金配分に歪みが発生したため、まず13年に貸出金利の下限規制を撤廃。その後、段階的に預金金利の上限規制を緩和し、今回の決定で預金金利の上限撤廃を実施した。

### (3) ASEAN 及びその他東アジア経済

#### 中国成長鈍化・資源安・資金流出で減速傾向

ASEAN・その他東アジア経済は、資源安や中国の成長鈍化による輸出減速に加え、米国利上げを控えた通貨安・資金流出圧力の強まりから、地域全体でみると減速傾向がみられる。

ASEAN5 をみると、中国や欧米向けの輸出が好調なベトナムを除き、1-7 月の ASEAN4 カ国の中国向けの輸出額（ドル建て）は前年比▲11.4%と減少、輸出を下押しした。加えて、インフレ圧力から内需が伸び悩む国も多く、景気は減速傾向を示している（図表 5-12）。

その他東アジア経済は、総じて減速している（図表 5-13）。各国では中国向けを中心とする輸出減速に加え、景気悪化を受け内需の鈍化傾向もみられる。

#### 通貨安によるインフレ圧力が消費の足かせに

14 年以降の資源安は、資源輸入国を中心にプラスの影響をもたらすことが期待されたが、米国利上げを控えた通貨安の進行を背景に、輸入物価が上昇、資源安のメリットが縮小している。アジア新興国の消費者物価をみると、4 月に GST（物品サービス税）を導入したマレーシアに加え、15 年春以降は、インドネシアでも物価上昇傾向がみられた（図表 5-14）。今後も通貨安に伴う物価上昇圧力が続く場合には、ASEAN 各国を中心に堅調さを維持してきた消費の足かせとなる恐れがある。

#### 資金流出でバランスシート調整圧力が高まる可能性も

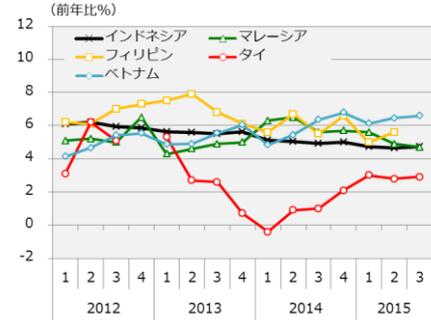
加えて、今後の資金フロー次第では、アジア新興国での企業のバランスシート調整圧力も懸念される。近年、中国やその他のアジア新興国では高成長を見込んで、海外からの資金流入が続き、企業の与信水準（対 GDP 比）は上昇（図表 5-15）。しかしながら、15 年春以降、米国利上げを控え、新興国からの資金流出圧力が強まった。資金流出が長期化する場合には、①金利上昇や②企業のバランスシート調整圧力の高まりなどから、国内投資が一段と鈍化する可能性もある。

#### 先行きの成長ペースは緩やかなものにとどまる見込み

先行きを展望すると、内需は、①通貨安に伴うインフレ圧力と、②資金流出による投資下押し圧力が続き、力強さを欠く状況が続くと予想する。外需は、大幅な回復は見込み難いが、過去数ヶ月、一部の国で通貨安の影響により輸出持ち直しの動きがみられるほか、今後は欧米向けの輸出回復などが下支えとなるであろう。上記を踏まえ、ASEAN・その他東アジア経済は、16 年にかけて緩やかに持ち直しに向かうものの回復力は弱いと見込み、ASEAN5 の実質 GDP 成長率は、15 年は前年比+4.6%と下方修正し（前回+4.7%）、16 年は同+4.9%（変更なし）と予測する。その他東アジアは、中国向けを中心に輸出低迷が続いており、シンガポール、香港を下方修正する。

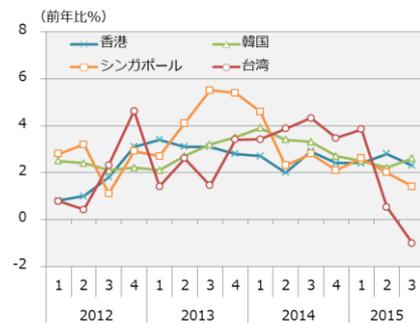
リスク要因は、以下の 3 つの点がある。第 1 に、中国経済の想定を上回る急激な減速が、各国の一段の輸出減速を引き起こす可能性が挙げられる。アジア域内での分業拡大により、中国経済がその他アジア新興国に与える影響は大きくなっている。第 2 に、米国利上げを控え、資源輸出国や経常赤字国など経済面で脆弱性を抱える国では、資金流出と通貨安の長期化や深刻化による内需の急減速が懸念される。第 3 に、これま

図表 5-12 ASEAN の実質 GDP



資料：Bloomberg、CEIC

図表 5-13 その他東アジアの実質 GDP



資料：Bloomberg

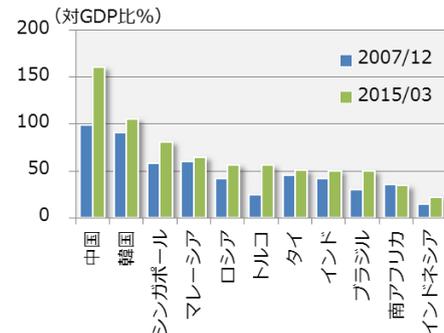
図表 5-14 新興国の物価上昇率



注：為替変動率は 15 年 9 月末（前年比）、マイナスは通貨安。

資料：Bloomberg より三菱総合研究所作成

図表 5-15 新興国の企業向け与信



資料：BIS より三菱総合研究所作成

で政治面で不安を抱えてきたタイやマレーシアなどに加え、16年5月に大統領選挙を控えたフィリピンでも政治の不安定化が景気に及ぼす影響が懸念される。各国の政権基盤の脆弱さが海外投資の抑制に加え、通貨安や資金流出を引き起こす悪循環に陥る可能性にも注視が必要だ。

#### (4) インド経済

##### インフレ緩和で内需の回復続く

インド経済は、緩やかな回復が続いている。15年4-6月期の実質GDPは、前期(1-3月期)と比べ輸入の減少幅が縮小した結果、前年比+7.0%と前期(1-3月期:同+7.5%)より鈍化(図表5-16)。輸出環境の悪化から生産の回復力は依然として弱いものの、エネルギー価格下落を背景に消費・投資を中心とする緩やかな回復は続いている。

##### 緩やかな回復の継続を予想

先行きは、輸出環境の悪化の継続から、成長率はやや低下するものの、インフレ圧力緩和や15年入り後の4度の利下げによる下支え効果もあり、内需の緩やかな回復が続くとの見方に変更はない。実質GDP成長率(年度)は、15年度は前年比+7.4%(変更なし)、16年度は同+6.9%(変更なし)と予測する。

リスク要因は、輸出の2割弱を占める産油国経済や中国経済の一段の下振れによる輸出低迷が挙げられる。中東やアフリカなど後進新興国での地政学リスクの高まりなど、外部環境の不確実性は高まっている。

#### (5) ブラジル経済

##### 通貨安圧力から物価上昇で悪循環へ

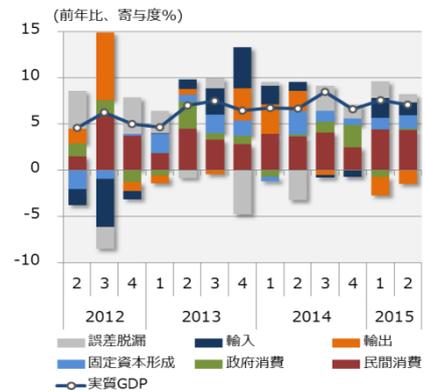
ブラジル経済は、内外需の低迷に加え、通貨安やインフレ再燃に伴う金融引き締めから大幅な悪化が続いている。15年4-6月期の実質GDPは、前年比▲2.6%と5四半期連続のマイナスとなり(図表5-17)、季節調整済み前期比でも▲1.9%と2四半期連続のマイナス成長となった。小売販売や鉱工業生産は14年春以降、前年割れを続けており、消費や企業マインドも下げ止まりの目処は見えない。通貨安に伴う高インフレが続き、景気悪化にもかかわらず、15年以降、4度の政策金利引き上げを余儀なくされており(図表5-18)、内需への下押し圧力が続いている。

##### 景気底入れは16年後半以降を予想

先行きは、資源安や通貨安、高金利による内需下押しが継続すると見込み、15年の実質GDP成長率は、前年比▲2.6%と一段と下方修正する(前回同▲1.2%)。16年以降は、前回見通しでは、リオ五輪に伴う投資や消費の押上げにより16年入り後の景気回復を見込んでいたが、通貨安に伴うインフレ圧力が想定以上に強く、高金利が続くと見込まれることから、景気の底打ちは16年後半以降にずれ込むと予想する。16年は前年比▲0.5%(前回同+0.7%)と下方修正し、2年連続のマイナス成長を見込む。

ブラジル経済は、すでにリスク要因が顕現化する形で景気減速に陥っているが、追加的なリスク要因は、①政治の不安定化による内外投資低迷の長期化と、②一段の通貨安に伴う急激なインフレ進行が挙げられる。とくに①は、汚職問題を受けルセフ政権への支持率が低迷、景気悪化による財政収支の悪化などから、米格付け会社S&Pが15年9月に同国ソブリン格付けを投資不適格級まで引き下げた。資金流出が加速する場合には、投資を中心に経済活動への悪影響の長期化が懸念される。

図表 5-16 インドの実質 GDP



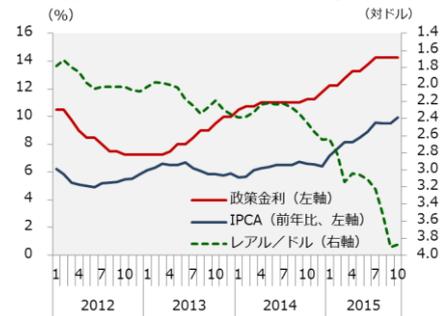
資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-17 ブラジルの実質 GDP



資料：CEIC より三菱総合研究所作成

図表 5-18 ブラジルの物価・政策金利



注：IPCA はブラジルの代表的な消費者物価指数。  
資料：Bloomberg

## 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 実績	2015 予測	2016 予測	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	
名 目	国内総生産（＝GDP）	483,074	490,788	501,745	511,493	1.8%	1.6%	2.2%	1.9%
	民間最終消費支出	296,550	293,445	294,735	301,306	2.7%	▲1.0%	0.4%	2.2%
	民間住宅投資	15,851	14,508	15,024	15,913	12.5%	▲8.5%	3.6%	5.9%
	民間設備投資	68,155	69,360	69,853	72,437	4.9%	1.8%	0.7%	3.7%
	民間在庫品増加	▲3,896	▲1,456	▲1,212	▲2,120	***	***	***	***
	政府最終消費支出	98,781	101,457	102,671	104,325	1.3%	2.7%	1.2%	1.6%
	公的固定資本形成	23,561	24,755	25,151	24,956	12.4%	5.1%	1.6%	▲0.8%
	公的在庫品増加	16	86	▲16	▲26	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	▲15,944	▲11,368	▲4,462	▲5,298	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	79,982	88,327	90,275	93,832	13.3%	10.4%	2.2%	3.9%
財貨・サービス輸入	95,926	99,696	94,737	99,130	18.8%	3.9%	▲5.0%	4.6%	

（単位：2005暦年連鎖方式価格10億円、％）

実 質	国内総生産（＝GDP）	530,617	525,889	530,167	537,840	2.1%	▲0.9%	0.8%	1.4%
	民間最終消費支出	317,197	307,413	309,167	314,553	2.5%	▲3.1%	0.6%	1.7%
	民間住宅投資	14,953	13,213	13,682	14,337	9.3%	▲11.6%	3.6%	4.8%
	民間設備投資	71,547	71,902	71,918	74,045	4.0%	0.5%	0.0%	3.0%
	民間在庫品増加	▲3,688	▲1,275	▲1,393	▲2,366	***	***	***	***
	政府最終消費支出	102,161	102,581	104,090	105,127	1.6%	0.4%	1.5%	1.0%
	公的固定資本形成	22,360	22,801	22,974	22,533	10.3%	2.0%	0.8%	▲1.9%
	公的在庫品増加	2	53	▲34	▲37	***	***	***	***
	財貨・サービス純輸出	7,264	11,218	11,650	11,604	***	***	***	***
	財貨・サービス輸出	85,035	91,792	92,778	95,410	4.4%	7.9%	1.1%	2.8%
財貨・サービス輸入	77,771	80,574	81,128	83,806	6.7%	3.6%	0.7%	3.3%	

	年度				対前年度比増減率				
	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	
指 数	鉱工業生産指数	98.9	98.5	97.5	99.4	3.2%	▲0.4%	▲1.0%	1.9%
	国内企業物価指数	102.4	105.3	102.7	103.2	1.9%	2.8%	▲2.5%	0.5%
	消費者物価指数（生鮮除く総合）	100.4	103.2	103.3	104.2	0.8%	2.8%	0.1%	0.9%
	GDPデフレーター	91.0	93.3	94.6	95.1	▲0.3%	2.5%	1.4%	0.5%
	完全失業率	3.9%	3.5%	3.4%	3.3%	***	***	***	***
	新設住宅着工戸数（万戸）	98.7	88.0	91.7	95.2	10.6%	▲10.8%	4.2%	3.8%

（単位：10億円、％）

対 外 バ ラ ン ス	経常収支（10億円）	1,472	7,931	15,896	15,041	***	***	***	***
	貿易・サービス収支	▲14,464	▲9,314	▲2,592	▲3,310	***	***	***	***
	貿易収支	▲11,019	▲6,566	▲1,886	▲3,114	***	***	***	***
	輸出	69,751	75,618	75,256	78,265	12.1%	8.4%	▲0.5%	4.0%
	輸入	80,770	82,184	77,142	81,379	19.7%	1.8%	▲6.1%	5.5%
通 関 収 支 戻 （10億円）	通関収支戻	▲13,756	▲9,144	▲2,892	▲3,578	***	***	***	***
	通関輸出	70,856	74,670	76,459	79,472	10.8%	5.4%	2.4%	3.9%
	通関輸入	84,613	83,815	79,351	83,050	17.4%	▲0.9%	▲5.3%	4.7%
為 替 等	無担保コール翌日物金利（年度末）	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	***	***	***	***
	国債10年物利回り	0.69%	0.48%	0.37%	0.50%	***	***	***	***
	M2	854,173	882,398	915,311	942,780	3.9%	3.3%	3.7%	3.0%
	日経平均株価	14,424	16,273	19,618	20,173	49.5%	12.8%	20.6%	2.8%
	原油価格（WTI、ドル/バレル）	99.0	80.6	48.8	51.8	7.7%	▲18.6%	▲39.5%	6.1%
	円/ドル レート	100.2	110.0	122.2	124.3	***	***	***	***
	ドル/ユーロ レート	1.341	1.268	1.089	1.063	***	***	***	***
円/ユーロ レート	134.4	138.8	133.0	132.1	***	***	***	***	

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

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 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 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。