

日本経済情報

2015 年 1 月号

Summary

【内 容】

1. 世界経済の現状

2014 年の世界経済成長率は前年と同じ +3.3%にとどまる

先進国: 米国一人勝ちの状況続く

新興国: 減速の中で強まる選別の動き

2. 世界経済の見通し

原油価格の下落が世界経済の新たな攪乱要因に

原油安は先進国に金融緩和の長期化を強める

アジア新興国にとって原油安はプラス面が大きい

原油安は米国出口戦略の影響を緩和

好調米国と停滞欧州という構図は不変

新興国ではアジア地域の強さが顕著に

日本経済は原油安も追い風とし回復へ向かう

米国とアジア新興国が世界経済を牽引

伊藤忠経済研究所
所長
三輪裕範
(03-3497-3675)
miwa-y
@itochu.co.jp
主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

【世界経済の現状と見通し～原油安の影響を踏まえて】

2014 年の世界経済成長率は前年比 +3.3% となり、2013 年と同じ伸びにとどまった。先進国は伸びを高めたが、新興国は減速した。先進国では日本経済が消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちからの立ち直りに手間取り、ユーロ圏経済はマイナス成長から脱したものの年末にかけて失速の懸念が出始めるなかで、米国経済は堅調さを維持し世界経済を支えた。新興国は、中国やブラジル、ロシアのほか、ASEAN の中核であるインドネシアやタイ、フィリピンなど、主要国の多くが減速した。

世界経済の立ち直りが遅れている主因は新興国経済の減速であり、世界経済を見通す上では、その背景にある各国の構造問題の行方が重要であるが、ここにきて原油安が新たな攪乱要因となっている。原油価格は少なくとも 2015 年中は低い水準で推移する可能性が高く、こうした原油安は先進国に対して金融緩和の長期化を強めることになる。新興国にとっては、原油の輸出入を通じた影響やインフレ抑制効果だけでなく、先進国の緩和マネーの影響も受けることになる。そのため、経済が原油に大きく依存しているロシアやブラジルは、資金逃避の影響もあり原油安は景気を下押しする要因となるが、中国や ASEAN、インドといったアジア新興国は、原油純輸入国であり経常収支の黒字国が多いため通貨も比較的安定、投資資金の流入が期待できるなどプラス面が大きい。

こうした原油安の影響も踏まえ、今後の世界経済を展望すると、米国経済は原油安を受けて利上げ時期の後ずれや利上げテンポの抑制が見込まれることも追い風となり成長が加速しよう。一方、ユーロ圏経済は、ユーロ安が輸出拡大を後押しするも政府債務問題の影響で成長ペースは高まらず、好調米国と停滞欧州という構図は変わらない。新興国では、過剰投資是正や金融システム再構築といった構造改革の途上にある中国経済は減速が続くが、成長制約要因となることの多かったインフレや通貨の不安定さを原油安が和らげる ASEAN やインド経済の成長ペースが速まり、アジア新興国全体では 6% 台の高い成長を維持しよう。

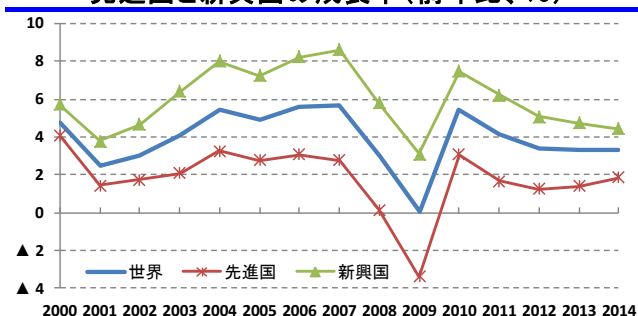
2015 年の世界経済は、米国の成長加速やアジア新興国の堅調拡大により、成長率を若干高めるとみられる。こうした状況は、デフレ脱却を目指す日本経済にとっても好材料となる。

1. 世界経済の現状

2014 年の世界経済成長率は前年と同じ+3.3%にとどまる

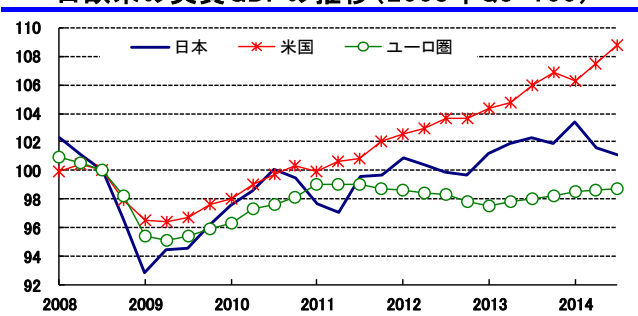
IMF の試算¹によると、2014 年の世界経済成長率は前年比+3.3%となり、2013 年と同じ伸びにとどまった。先進国は 2013 年の前年比+1.3%から 2014 年は+1.8%へ伸びを高めたが、新興国は+4.7%から+4.4%へ減速した。過去 5 年ほどの推移を振り返ると、リーマン・ショック直後の 2009 年は先進国がマイナス成長に陥るなかで新興国は全体でプラス成長を維持、世界経済を下支えし、その後も新興国は先進国を大きく上回る成長ペースを続けてきた。しかしながら、2013 年以降は先進国が緩やかながらも成長ペースを速める一方で新興国の減速が続いており、新興国の成長モデルに何らかの問題が生じている可能性が示唆されている。

先進国と新興国の成長率(前年比、%)



(出所)IMF

日欧米の実質GDPの推移(2008年Q3=100)



(出所)内閣府、米商務省、Eurostat

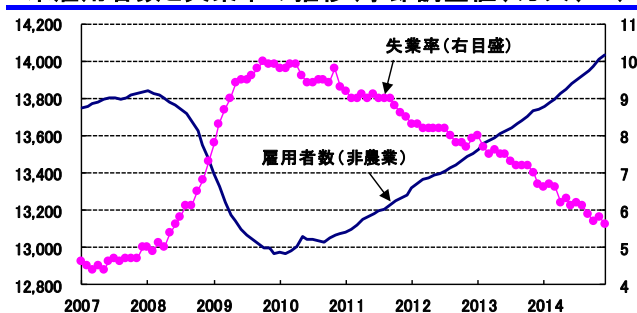
先進国：米国一人勝ちの状況続く

主な国や地域の状況を見ると、先進国においては、日本経済が消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちからの立ち直りに手間取り、ユーロ圏経済はマイナス成長から脱したものの年末にかけて失速の懸念が出始めるなかで、米国経済は堅調さを維持し世界経済を支えた。

リーマン・ショック以降の実質 GDP の推移を比較すると、米国は日本やユーロ圏に比べ落ち込みが小さく、その後は平均で前期比年率+2.3%の安定した成長を続け(右上図)、2014 年 7~9 月期の水準はリーマン・ショックのあった 2008 年 7~9 月期を 8.8%上回った。日本は 2009 年に最も大きく落ち込んだが、その後、大きな変動を伴いながらも平均で前期比年率+1.6%という日本経済としては比較的高い成長を実現し、2014 年 7~9 月期の水準はリーマン・ショック時を 1.1%上回った。一方、ユーロ圏は、落ち込み後の成長ペースが前期比年率+0.7%にとどまり、2014 年 7~9 月期時点でもリーマン・ショック時を 1.2%下回っている。

2014 年の動きに絞ってみると、米国経済の実質 GDP 成長率は 1~3 月期に寒波や大雪の影響を受けて経済活動が停滞したことから前期比年率▲2.1%とマイナス成長を記録したものの、その後はリバウンドも加わって 4~6 月期+4.6%、7~9 月期+5.0%と極めて高い成長を続けた。原動力は安定した雇用

米雇用者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



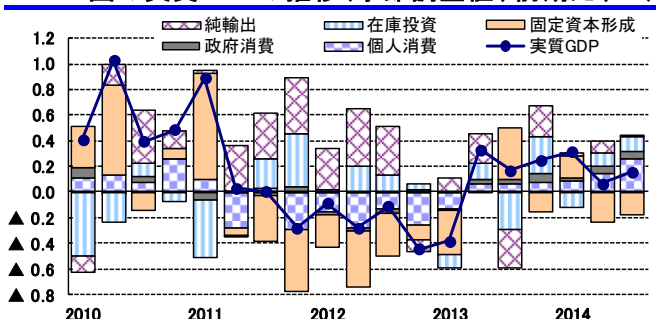
(出所)U.S. Bureau of Labor Statistics

¹ IMF "World Economic Outlook", January 2015.

増を背景とした個人消費の拡大であり、企業の設備投資も 4～6 月期以降増勢を強め、財政健全化のため抑制されていた政府支出も、4～6 月期以降、前期比で増加が続いた。なお、雇用者数は 2014 年 1 年間に 295 万人増加、5 月にはリーマン・ショック前のピーク（2008 年 1 月 1 億 3,837 万人、非農業）を上回り、失業率は 1.1%Pt 低下（2013 年 12 月 6.7%→2014 年 12 月 5.6%）するなど、労働市場は大幅に改善した²。また、政府支出の増加は、リーマン・ショック後の景気対策で膨らんだ財政赤字の縮小が進んだことが背景にあるとみられ、いずれも米国経済の体質が着実に改善していることを示していると言えよう。

ユーロ圏経済は、2013 年 4～6 月期に 2 年ぶりとなる前期比プラス成長に転じ、その後もプラス成長が続いていたが、2014 年に入り成長ペースは鈍化している。実質 GDP 成長率は、2014 年 1～3 月期の前期比+0.3%（年率+1.3%）から 4～6 月期に+0.1%（年率+0.3%）へ減速、7～9 月期は+0.2%（年率+0.6%）へ持ち直してはいるが引き続き年率換算でもゼロ成長である。個人消費は緩やかながらも増勢を維持し、各国が財政健全化を進めているにもかかわらず政府消費の増加も続いているが、純輸出（輸出－輸入）の成長率への寄与はほぼゼロ、固定資本形成（固定資産投資）は 4～6 月期に減少に転じている。財政難から政府が投資を控えているほか、民間企業においても期待成長の低下などが投資活動を抑制させているとみられる。

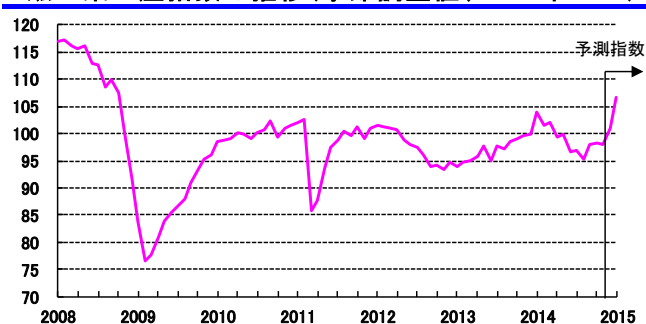
ユーロ圏の実質 GDP の推移（季節調整値、前期比、%）



（出所）Eurostat

日本経済は、消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちにより 2014 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率が前期比▲1.7%（年率▲6.7%）と大幅マイナスを記録、続く 7～9 月期も在庫調整を主因に前期比▲0.5%（年率▲1.9%）と落ち込みが続いた。ただ、10 月以降は一部に持ち直しの動きも見られる。景気に連動性の高い鉱工業生産指数は、10 月に前月比+0.4%と 9 月の+2.9%に続いて上昇、11 月は前月比▲0.5%とマイナスに転じたものの、予測指数は 12 月前月比+3.2%、1 月+5.7%と増勢加速を見込んでいる。最近の予測指数と実績の乖離を踏まえると、予測指数が示すほどの急回復は期待できないが、少なくとも持ち直し程度の増加は期待して良いであろう。需要面では、12 月まで百貨店売上高（10 月前年同月比▲2.5%→11 月▲1.3%→12 月▲2.1%、店舗数調整済）やスーパー売上高（10 月▲1.9%→11 月▲0.7%→12 月▲1.8%、店舗数調整済）は前年が好調だった反動もあり前年割れが続いているが、コンビニ売上高（10 月+3.7%→11 月+2.9%→12 月+3.3%）は底堅く推移、消費者マインドの指標である消費者態度指数は 11 月の 37.7 から 12 月は 38.8 へ上昇、5 ヶ月ぶりの改善を示し、乗用車販売台数は 12 月に当社試算の季節調整値で前月比+13.4%の大幅増、年率 508 万台と 1

鉱工業生産指数の推移（季節調整値、2010年=100）



（出所）経済産業省

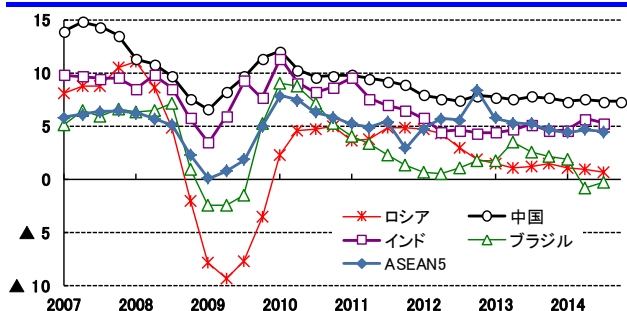
² 雇用の拡大が非正規中心であり、より広義な U6 失業率の改善が遅れ、賃金が伸び悩むなど、未だ課題は残しているものの、改善が進んでいることは事実である。

月以来の 500 万台超となった。

新興国：減速の中で強まる選別の動き

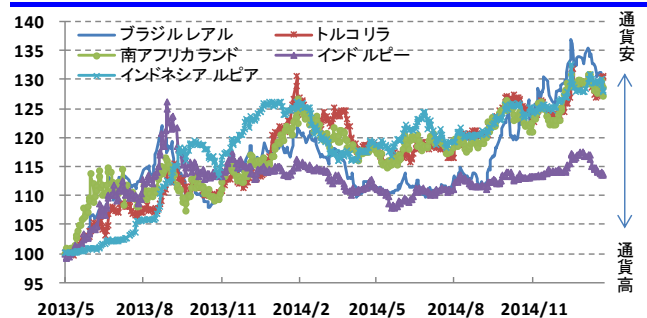
新興国経済は、中国やブラジル、ロシアのほか、ASEAN の中核であるインドネシアやタイ、フィリピンなど、主要国の多くで 2014 年に入り成長ペースが減速した。そうしたなかで、一部の国では通貨の下落圧力が強まっている。米国の量的緩和終了に対する観測が強まった 2013 年 5 月以降、新興国通貨のうち、特に F5 (fragile five) と呼ばれたブラジル・レアル、トルコ・リラ、南アフリカ・ランド、インド・ルピー、インドネシア・ルピアの 5 通貨は米ドルに対して大きく下落、その後、2014 年前半は一旦落ち着いた動きを見せていたが、量的金融緩和の終了が近付いた年半ば以降、程度の差こそあるものの、再び軟調地合いとなっている。これらの国に共通する点は経常収支の赤字基調やインフレ体質というファンダメンタルズ上の弱さを持つことであり、米国の金融政策が引き締め方向に転換するなかで、市場では投資先を選別する動きが強まっていると言える。

主要新興国の実質GDP(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

F5通貨の推移(対米ドル、2013年4月末=100)



(出所)CEIC DATA

主な新興国・地域の情勢を見ると、中国経済は、習近平政権が進める過剰供給構造の是正や不動産市場の適正化、シャドーバンキング問題に表象される不完全な金融システムへの対応といった経済構造改革によって景気が下押しされ、成長率が減速傾向にあった。実質 GDP 成長率は、2013 年通年の前年比+7.7%から 2014 年 1~3 月期に前年同期比+7.4%へ鈍化、4~6 月期は+7.5%へ持ち直したものの、7~9 月期、10~12 月期はともに+7.3%にとどまり、通年で+7.4%へ減速した。政府は目標を+7.5%前後としていたため、+7.4%という成長率は目標の範囲内であったとしたが、減速したことは事実である。減速の主因は固定資産投資の伸びの鈍化であり、都市部の固定資産投資は前年比+15.7%となり、2013 年の+19.6%はもとより、政府目標の+17.5%をも下回った。輸出も通関ベース（ドル建て）で 2013 年の前年比+7.8%から+6.0%へ減速、個人消費の指標である社会商品小売総額も+13.1%から+12.0%へ伸びが鈍化した。ただし、消費者物価上昇率が低下（2013 年前年比+2.6%→2014 年+2.0%）していることを踏まえると、小売販売は実質ベースでは小幅な減速にとどまっている。

【 中国の経済政策における数値目標 】

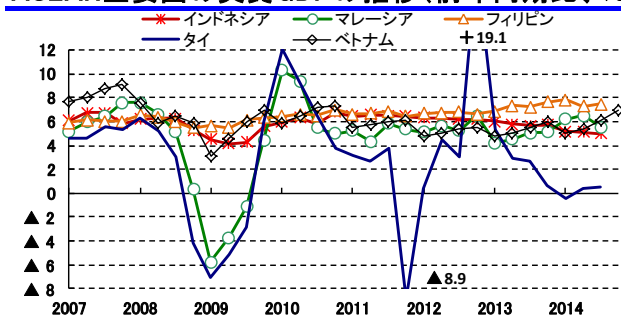
	2013年		2014年	
	目標	実績	目標	実績
実質GDP	7.5%程度	7.7%	7.5%程度	7.4%
小売総額	14.5%	13.1%	14.5%	12.0%
固定資産投資	18%	19.6%	17.5%	15.7%
マネーサプライ(M2)	13%	13.6%	13%	12.2%
消費者物価上昇率	3.5%程度	2.6%	3.5%程度	2.0%
失業率(都市部)	4.6%以下	4.1%	4.6%以下	4.1%

(注)マネーサプライは末残。固定資産投資は都市部。

ASEAN 経済は、主要 5 カ国（インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、ベトナム）が「五者

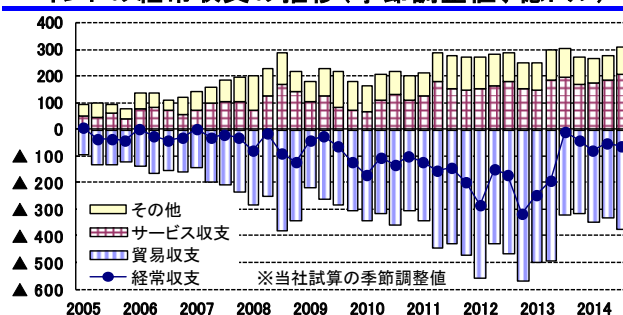
五様」の状況であった。最大の経済規模を誇るインドネシアは、個人消費を中心に内需が堅調に拡大したものの、未加工鉱産物の輸出が原則禁止されたことから輸出が全体でも落ち込み、実質 GDP 成長率は 2013 年の前年比+5.8%から 2014 年は+5%程度に減速した模様である。タイは、2013 年後半から前インラック政権下で与野党の対立が深刻化し経済活動が停滞、実質 GDP 成長率は 2014 年 1～3 月期に前年同期比▲0.5%とマイナスに陥った。5 月の軍事クーデター後は経済活動が正常化しつつあるものの、それまでの落ち込みが大きく、成長率は 2013 年の前年比+2.9%から 2014 年はゼロ成長となったとみられる。フィリピンは、個人消費や固定資産投資が堅調に拡大、輸出が大きく伸びを高めたものの、予算執行の遅れから政府消費が大幅に減速したほか、在庫投資の減少という形で供給力不足が露呈、実質 GDP 成長率は 2013 年の前年比+7.2%から 2014 年は+6%程度に鈍化した模様である。一方、マレーシアは、堅調な内需の拡大に輸出の増勢加速が相俟って実質 GDP 成長率は 2013 年の前年比+4.7%から 2014 年は+6%近くまで加速したとみられる。また、ベトナムも、実質 GDP 成長率が 2013 年の前年比+5.4%から 2014 年は+6.0%へ伸びを高めた。不良債権問題が下押し要因となったものの輸出や固定資産投資の増勢加速が牽引した模様である。

ASEAN主要国の実質GDPの推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

インドの経常収支の推移(季節調整値、億ドル)



(出所)CEIC DATA

アジア新興国のなかで、明るさが目立ったのはインドであろう。実質 GDP 成長率は、2013 年の前年比+4.7%から 2014 年は+5%台に戻したとみられる程度であるが、経常収支の赤字幅が GDP の 1%程度に抑えられていることに加え、5 月に誕生したモディ政権の経済政策に対する期待が高く海外からの直接投資が高水準を維持、上記の通りルピー相場は比較的安定している。

その一方で、かつて高い成長率を誇った BRICs の一角であるロシアは、ウクライナ問題に端を発する欧米諸国などからの経済制裁に原油価格の下落が加わり、通貨ルーブルが 2014 年前半の 1 米ドル=35 ルーブル前後から年末にかけて 60 ルーブル前後まで暴落するなど、混迷が深まっている。実質 GDP 成長率は 2014 年 4～6 月期に前年同期比+1%を割り込み、通年でもゼロ成長となる可能性が高い。ブラジルも、経済政策の手腕が疑問視されたルセフ大統領が 10 月に再選を決め、それを事前に織り込みつつあった通貨レアルが、原油価格下落による悪影響への懸念も加わって大統領選後に一段と下落、中銀はインフレ阻止のため利上げを迫られるなど、景気が低迷状態から脱する兆しは見られない。ブラジル経済も、ロシアと同様、2014 年はゼロ成長に落ち込んだとみられる。

2. 世界経済の見通し

原油価格の下落が世界経済の新たな攪乱要因に

前章で見た通り、世界経済の立ち直りが遅れている大きな要因は新興国経済の減速であり、その背景には各国が持続的な成長の実現に向けた経済構造改革の途上にある、ないしは難航しているなど、十分に進んでいないことが挙げられよう。その状況は各国各様であり、主なものは後述するが、その行方が世界経済の先行きに影響を与えることは間違いない。

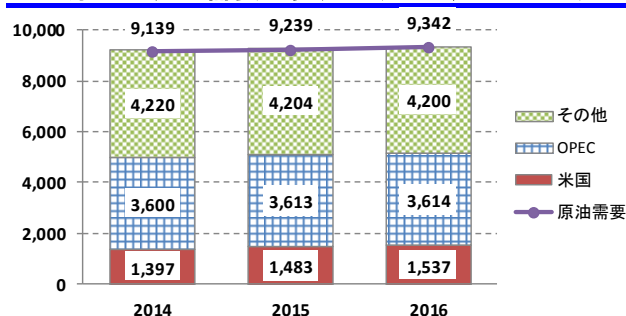
加えて、2014年10月頃から急速に進んだ原油価格下落の影響が、世界経済を見通す上での新たな攪乱要因となる。原油価格は、WTI先物（期近）で10月上旬に1バレル＝90ドルを割り込んでから下げ足を速め、11月上旬には70ドル台、同月末には60ドル台、12月中旬に50ドル台まで下落、年が明けて1月上旬には40ドル台に突入した。原油価格下落の背景は、①10月にIMFが世界経済見通しにおいて原油需要拡大の中心である中国などの新興国の成長率を下方修正したこと、②米国EIA（エネルギー情報局）が11月原油需給見通しにおいて需要の下方修正と供給量の上方修正を行ったこと、③11月27日のOPEC総会において減産が見送られたこと、などである。

原油価格の推移(WTI先物期近、ドル/バレル)



(出所)CEIC DATA

原油生産と需要の見通し(日量、万バレル)



(出所)米EIA

米EIAの最新（2015年1月）の見通しによると、世界の原油需要は2014年の日量9,139万バレルから2015年に9,239万バレル（+100万バレル）、2016年には9,342万バレル（+104万バレル）へ増加する見込みである。一方の生産量は、2014年の時点で9,217万バレルと需要を78万バレル上回っており、2015年も生産量が9,299万バレル（+82万バレル）へ拡大するため依然として60万バレルの供給超過になると見込まれている。こうした需給の緩和状態の長期化見通しが、最近の原油価格下落の根底にある。なお、2016年は生産量の拡大が前年比で日量51万バレルにとどまり（9,350万バレル）、需給は概ね均衡する予想となっている。

注目点はこの生産増の内訳であり、2015年は生産量の拡大82万バレルのうち、米国だけで85万バレルの増加が見込まれている。つまり、世界全体の原油生産量の拡大は基本的に米国におけるものであり、その大部分がシェールオイルとみられる。ただ、米国のシェールオイル生産の採算ラインは1バレル当たり40～80ドル³であり、最近の40ドル台という原油価格では採算割れとなるとところが少なからずあるため、今後は供給力の拡大がある程度抑制されよう。実際に、シェールオイルやガスを採掘するための水平リグの稼働数は米国内で減少が続いており⁴、シェール開発企業は相次いで投資抑

³ 2014年12月22日付のIMF「最近の原油価格低迷をめぐる7つの疑問」図5など。

⁴ 米ペーカー・ヒューズ社が1月16日に公表した資料によると、水平リグは前週から48基減少の1,235基となったが、減少は8週間連続。

制方針⁵を打ち出している。しかしながら、最終的に供給量が抑制されるまでには時間を要することや、OPEC は 11 月の総会後も減産をしない方針を維持していることを踏まえると、需給環境が改善するのは EIA の見通しにもある通り 2016 年に入ってからとなろう。

このような原油需給の先行きを踏まえると、原油価格は当面、中東などにおける地政学的リスクの高まりなど外生的な要因でもない限り、反発のきっかけが掴めない状況が続く可能性が高い。上昇圧力が強まるのは将来の需給改善が視野に入る 2015 年後半頃になるとみられる。EIA は、2015 年 10～12 月期に WTI で 1 バレル＝64 ドルへの持ち直しを見込んでいるが、そのシナリオに違和感はない。

原油安は先進国に金融緩和の長期化を強いる

最近の原油価格の大幅下落と、このように低水準が長期化することによる経済への影響は、大きく分けると各国の原油に対する依存度やインフレ状況によって異なろう。原油への依存度が大きい国、特に原油の純輸出国においては、その依存度合いによるが景気は下押しされ、逆に純輸入国においては貿易収支の改善やインフレの抑制という形でプラスの影響がもたらされる。ただし、既にデフインフレ状態にありデフレに突入する懸念がある国においては、金融政策の対応余地や対応能力も影響を左右する要因となろう。

主要先進国については、日欧のみならず米国も原油の純輸入国であり、基本的に原油価格の下落は景気を押し上げることになる。米国では、原油安はシェールオイル関連分野での投資抑制につながるものの、企業のコスト減、家計の実質所得増を通じて業績改善や個人消費の押し上げ効果が見込まれる。さらに、インフレ率の上昇が抑制されるため、早ければ 6 月にも見込まれていた利上げ開始時期が後ずれする可能性が高まっており、その場合、金融緩和の長期化が金利低下や株価上昇を通じて 2015 年の住宅投資や企業設備投資、個人消費を押し上げることになる。

欧州（ユーロ圏）では、デフレ懸念が台頭するなかで原油価格が下落したこと、デフレ突入の可能性が一気に高まった。ECB は 2014 年 10 月にカバード・ボンドの、11 月には ABS の買い入れを開始、限定的ながら量的金融緩和を開始したが、原油価格の急落に背中を押される形で 1 月 22 日に買い入れ対象資産を国債にまで広げた本格的な量的金融緩和の導入を決めた。ECB の金融緩和拡大に伴い、9 月初めまで 1 ユーロ＝1.3

ドル台を維持していたユーロ相場は年末に 1.21 ドルまで下落、年明け直後に 1.2 ドルを割り込み、1 月 22 日に ECB が本格的な量的金融緩和を決めたことを受けて 1.12 ドルまで低下した。すなわち、ユーロ圏にとって原油価格の下落は、直接的には米国同様、企業の設備投資や個人消費を刺激する要因となるが、間接的には黒田日銀のバズーカ緩和と同様、金融緩和を拡大させることでユーロ相場を押し下げ、デフレ圧力の緩和や輸出の拡大をもたらすことが期待される。

ユーロ相場の推移(ドル/ユーロ)



(出所)CEIC DATA

⁵ コンチョリソース社は 2015 年の投資予算を 3 分の 1 削減 (30 億ドル→20 億ドル) したほか、老舗のコンチネンタルリソースは支出計画を 41%削減する方針。

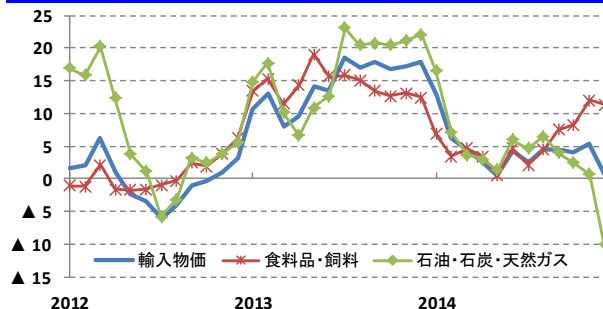
デフレ脱却を目指す日本においても、原油安はデフレへの逆戻りにつながるとの見方もある。しかしながら、むしろ速過ぎた円安進行による悪影響を緩和し、実質所得の減少により低迷が続いていた個人消費の持ち直しに貢献することが期待されよう。日銀は、消費増税後の景気低迷が長引いていたことから10月31日に追加の金融緩和に踏み切り、これを受けてドル円相場は、それまでの1ドル=100円台後半から12月初めには120円台まで円安が進んだ。円安の進行は企業業績の押し上げ期待から株価の上昇へ波及する一方で、輸入物価を押し上げ家計の実質所得を減じることになる。実際に輸入物価は10月の前年同月比+4.1%から11月には食料品価格の上昇などから+5.4%へ伸びを高めたが、12月には原油価格の下落により+0.5%へ鈍化している。

ドル円相場の推移(円/ドル)



(出所) GEIC DATA

輸入物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 日本銀行

以上の通り、原油価格の下落は、主要先進国の景気に大小の差異こそあれプラスに働くとみられる。さらに、緩和マネーの拡大が自国の債券や株式など資産の価格を押し上げるだけでなく、新興国を含めた他国へ流出し、種々の影響を与えることとなろう。

アジア新興国にとって原油安はプラス面が大きい

そのため、新興国における原油安の影響を考えるうえでは、原油の輸出入を通じた影響やインフレ抑制効果といった直接的なものだけでなく、インフレ抑制が金融政策に与える影響や、上記のような先進国からの緩和マネーの動向という間接的な影響も考慮する必要があるだろう。

まず、BRICsについて見ると、ロシアは輸出全体の約7割をエネルギー関連が占める原油の純輸出国であるため、原油安は景気を相当下押しすることになる。また、ブラジルは、原油の輸出入こそほぼ均衡しているが輸出の5%程度を占めるなど原油関連産業への依存度は小さくないため、少なからずマイナスの影響が避けられない。さらに、両国とも投資資金の流出による通貨の大幅な下落に見舞われており、輸入品価格の上昇によりインフレ率はむしろ上昇している。

一方、中国は世界4位の原油生産大国であるが第2位の消費大国につき原油純輸入国に転じて久しく⁶、インドは石油精製産業が盛んなこともあるが原油は大幅輸入超となっている。したがって、

原油生産量と消費量上位10ヵ国(2013年、日量、万バレル)

順位	国名	生産量	国名	消費量
1	サウジアラビア	1,152.5	米国	1,888.7
2	ロシア	1,078.8	中国	1,075.6
3	米国	1,000.3	日本	455.1
4	中国	418.0	インド	372.7
5	カナダ	394.8	ロシア	331.3
6	アラブ首長国連邦	364.6	サウジアラビア	307.5
7	イラン	355.8	ブラジル	297.3
8	イラク	314.1	韓国	246.0
9	クウェート	312.6	カナダ	238.5
10	メキシコ	287.5	ドイツ	238.2

(出所) 経済産業省

⁶ 中国の原油輸出入は、1996年に輸入超に転じている。

両国とも貿易収支（経常収支）の改善やインフレ抑制を通じたメリットがあるが、中国については既に大幅な経常黒字が通貨高圧力となり輸出競争力の低下やデフレ懸念につながっている現状を踏まえると、そのメリットは金融政策など政府の対応次第で大きく異なろう。

ASEAN については、原油および関連製品の純輸入国であるインドネシアやタイ、フィリピン、ベトナムにおいては、原油価格下落のメリットを十分に享受できる。特に高インフレが成長を制約する傾向が強いインドネシアやフィリピン、ベトナムにおいては、インフレ抑制を背景とする緩和的な金融政策が成長を後押しする効果が期待される。さらに、経常赤字国のインドネシアにおいては、経常収支の改善による通貨の安定性向上が海外からの投資資金流入を促進する要因ともなろう。インフレ率が低位安定しているタイにおいても、好況期には経常収支が赤字に転じる傾向が見られることから、原油価格の下落は経常収支の黒字基調維持に一定の貢献をしよう。マレーシアは 2013 年時点で原油・関連製品の純輸出国であるがプラス幅は小さく、2014 年は堅調な内需拡大や原油生産量の減少により純輸入国となる可能性がある。それでも、他国に比べ圧倒的に大きい原油関連の輸出入額からも分かる通り石油関連産業が経済に占める割合が大きく⁷、原油価格の下落は同業界の収益悪化を通じて景気に悪影響を及ぼす可能性が高いと考えられる。

ASEAN主要国の原油・関連製品の輸出入

(2013年、億ドル)

	輸出	輸入	収支
インドネシア	145.0	421.5	▲ 276.5
タイ	129.2	457.5	▲ 328.2
マレーシア	1,891.3	1,856.0	35.4
フィリピン	8.4	196.7	▲ 188.3
ベトナム	71.8	76.2	▲ 4.4

(出所)CEIC DATA (注)ベトナムは2014年のデータ。

原油安は米国出口戦略の影響を緩和

なお、新興国においては、米国の量的金融緩和の出口戦略に伴う影響、具体的には 2015 年半ば頃にも見込まれる利上げ開始の影響が懸念されている。既に見た通り、その前哨戦は 2013 年 5 月以降の F5 通貨の下落であり、経常収支が赤字でインフレ耐性の弱い国の通貨が市場のターゲットとなった。今後、米国の利上げが具体的に視野に入るにつれて、同様の動きが見られるであろう。

ただ、最近の原油安は米国のインフレ圧力を抑え、その結果、利上げ開始時期が先送りされ、開始後の引き上げペースも抑制されることとなろう。すなわち、新興国から米国への資金還流の動きは、これまで想定していたよりも弱まる可能性が高い。さらに、日欧における金融緩和の長期化ないしは拡大が、米国の出口戦略の影響を幾分和らげることも見込まれる。また、原油価格の下落は一部の新興国にインフレ抑制や経常収支の改善というファンダメンタルズの好転をもたらすため、資金の逃避に晒される国はより限定されることとなる。原油価格の下落は、米国の出口戦略に伴う新興国への影響を緩和する要因となろう。

好調米国と停滞欧州という構図は不変

以上を踏まえて、2015 年から 2016 年にかけての世界経済を展望すると、欧米経済については、基本的に好調な米国と停滞感の強い欧州という構図は変わらないであろう。米国経済は、安定した雇用拡大の下で労働市場は徐々に質の改善が進み、遅れている賃金の上昇にも景気回復の好循環が波及、個人消費の堅調な拡大が持続しよう。また、原油価格の下落が賃金回復の遅れを補って実質所得を押し上げることに加え、金融引き締めペースの抑制も個人消費拡大の追い風となろう。ドル高が輸出の拡大を阻害することが成長抑制要因となるが、一方で、ドル高傾向がもたらす中長期的な物価上昇期待

⁷ マレーシアの名目 GDP に占める鉱業の割合は 10.0%にも上る（2013 年）。

の抑制は、マネーフロー面では米国への資金流入という形で長期金利の上昇を抑え、住宅投資や耐久財消費、さらには企業の設備投資を押し上げる面もある。米国経済は、少なくとも本予測期間においては、緩和気味の金融政策の下で雇用拡大と景気拡大の好循環を維持し、潜在成長率を上回る 3% 程度の成長を続けると予想する。

【主要国・地域の実質GDP成長率(当社予測)】

											(%)	
	ウエイト 2013	2011年 実績	2012 実績	2013 実績	2014 見込	2015 予測	2016 予測	2014				
								1-3	4-6	7-9	10-12	
世界	100.0	4.1	3.4	3.3	3.3	3.5	3.7	-	-	-	-	
先進国	61.3	1.7	1.2	1.4	1.6	2.1	2.2	-	-	-	-	
	米国	22.7	1.6	2.3	2.2	2.4	3.0	2.9	▲ 2.1	4.6	5.0	-
	ユーロ圏	17.2	1.6	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8	1.0	1.4	1.2	0.3	0.6	-
	日本	6.6	▲ 0.5	1.5	1.5	0.2	1.0	1.6	5.8	▲ 6.7	▲ 1.9	-
新興国	38.7	6.2	5.1	4.7	4.2	4.1	4.5	-	-	-	-	
アジア	18.2	7.7	6.7	6.6	6.3	6.4	6.4	-	-	-	-	
	中国	12.4	9.3	7.7	7.7	7.4	7.0	6.8	7.4	7.5	7.3	7.3
	ASEAN5	2.7	4.7	6.2	5.2	4.6	5.8	6.2	-	-	-	-
	インド	2.5	6.6	4.7	5.0	5.2	6.0	6.5	4.6	5.7	5.3	-

(注)各年の数字は暦年で前年比、四半期の数字は前期比年率で、中国、インドのみ前年同期比。予測は当社による。

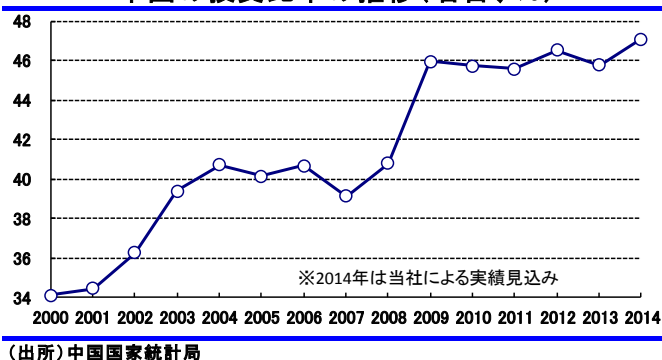
一方のユーロ圏経済は、大幅に進んだユーロ安が価格と数量の両面で輸出の拡大を後押しし、失速懸念が強まった景気は再び持ち直しに向かうとみられる。ユーロ安を加速させた ECB の国債購入による量的金融緩和は、ユーロ圏の国債を保有する金融機関の資本拡充を通じて金融システムの安定化にもつながろう。政府債務問題を解消するための財政健全化は未だ途上であり、国民負担の増加と政府の支出抑制の継続により成長ペースはさほど高まらないが、1月25日の総選挙で政権交代に至ったギリシャや、早ければ年内に総選挙を迎えるスペインなどでの顕著な緊縮財政への不満の高まりは、EU、IMF、ECB によるトロイカ体制に、ユーロ離脱という不確実性を高める要因を排除する代償として財政健全化のスピードダウンを許容させるであろう。そのため、財政健全化に向けた取り組みは継続されるものの、景気回復を阻害するには至らず、ユーロ圏の成長ペースは 2016 年にかけて 1% 半ば程度までは高まると予想する。

新興国ではアジア地域の強さが顕著に

新興国においては、リーマン・ショック後の高成長期に生じた構造的な歪が原油価格下落によってカバーされるのか増幅されるのかによって、今後の成長の姿が大きく左右される。

中国経済は、かつての固定資産投資主導による高成長がもたらした供給過剰構造や、その高成長を陰で支えたシャドーバンキングという金融システムの歪みを是正するため、中国政府が進める経済構造改革の副作用として成長ペースが減速傾向にある。投資比率（GDP に対する固定資産投資の割合）は 2014 年時点でも 47% 程度（当社見込み）と高いため、今後、固定資産投資の伸びは一段と抑制されよう。その一方で、原油価格の下

中国の投資比率の推移(名目、%)



落が消費者の購買力を高めるため、図らずも政府が目指す個人消費主導の成長へシフトする下地は整うことになる。ただ、原油価格下落は同時に経常黒字を拡大させるため、人民元相場の上昇圧力が高まり景気の下支え役として期待される輸出の拡大が阻害されるだけでなく、既に前年比 1% 台まで鈍化した消費者物価上昇率を押し下げ、デフレ突入リスクを高めることになる。この場合の望ましい処方箋は積極的な金融緩和であろうが、現状の歪を抱えた金融システム下では最近の株価急騰が示すように資産バブルに至る可能性が払拭できず、金融政策対応は後手に回ろう。そのため、一旦減速に歯止めの掛かった成長率は、今後再び減速に向かい、2015 年は政府が新たな目標に設定するとみられる 7% 程度にとどまると予想する。

ASEAN については、原油関連産業の存在感が大きいマレーシアは原油安により景気の減速が見込まれるものの、原油純輸入国で経常収支が黒字のフィリピンやタイは原油安のメリットを背景に海外からの投資拡大が期待できるため、ともに 2015 年から 2016 年にかけて成長ペースは加速しよう。特にフィリピンは、2014 年にインフレ圧力の高まりを受けて金融引き締めを余儀なくされていたため、原油安は金融政策の自由度を高めるという意味でも恩恵は大きい。経常収支が赤字のインドネシアも、原油安が収支を改善させ通貨の下落圧力が低下すると同時に、インフレを抑制し金融緩和余地を広げるうえ、新政権の経済政策が本格的に始動することから、本来の 6% を超える成長に向けて徐々に持ち直すとみられる。ベトナムも原油安によるインフレ抑制が内需の堅調な拡大を持続させるとともに内外からの投資拡大が輸出増につながり回復傾向を維持しよう。

ASEAN主要国の成長率の推移(%)

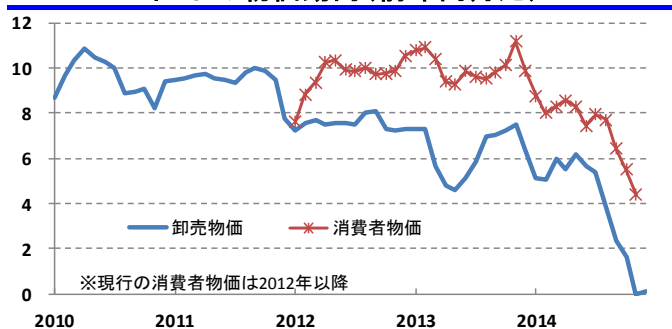
	2011 実績	2012 実績	2013 実績	2014 予測	2015 予測	2016 予測
ASEAN5	4.6	6.2	5.2	4.6	5.8	6.2
タイ	0.1	6.5	2.9	0.4	4.8	5.5
インドネシア	6.5	6.3	5.8	5.1	5.9	6.3
マレーシア	5.2	5.6	4.7	5.9	5.2	5.5
フィリピン	3.7	6.8	7.2	6.0	7.1	7.2
ベトナム	5.9	5.0	5.4	5.8	6.2	6.5

(出所)CEIC DATA、予測は当社による (注)ベトナムの2014年は実績

インド経済も、経常赤字の拡大を背景とする通貨安とインフレ率の上昇を受けて 2013 年から 2014 年にかけて金融引き締めを迫られ景気が減速したため、それらの改善につながる原油安は成長ペースを取り戻す追い風となろう。また、地方自治が強いインドにおいて中央政府主導の経済改革を進めるためには、地方議会の掌握が近道であるが、2014 年 5 月に誕生したモディ政権の与党 BJP は、その後に行われた地方選で順調に勝利を重ねている⁸。ファンダメンタルズの改善と新政権の進める経済改革は海外からの投資資金流入にも貢献し、インド経済はかつてのような高成長に向けた再スタートを切ると予想する。

このように、アジア新興国経済は、中国の減速が続くとはいえ、原油安を追い風に各国・地域とも世界経済成長率を大きく上回る比較的高い成長と維持し、世界の成長センターとしての地

インドの物価動向(前年同月比)



(出所)CEIC DATA

⁸ 2014 年 10 月のマハラシュトラ州 (州都ムンバイ)、ハリヤナ州 (デリー北隣) で第 1 党となり、12 月のジャム・カシ米尔州で第 2 党、ジャルカンド州では単独過半数を確保した。

位を固めることとなろう。対照的にロシアやブラジルは原油安が逆風となり、低迷が続く可能性が高い。ロシアについては、2015 年の成長率について IMF は 1 月の改定見通しで前年比▲3.0%へ引き下げており（前回 10 月見通し時は+0.5%）、ロシア財務省は予算の前提として▲4%ものマイナス成長を見込んでいる⁹。一段の低迷が不可避な状況と言えよう。ブラジルは、景気の低迷下でインフレ率が中銀目標の上限である前年比 6.5%を上回っており、利上げを余儀なくされている。物価上昇の背景には天候不順のほか通貨レアルの下落もあり、利上げには通貨防衛的な側面もあるが、いずれにしても金融引き締めにより景気の停滞が続くとみられる。

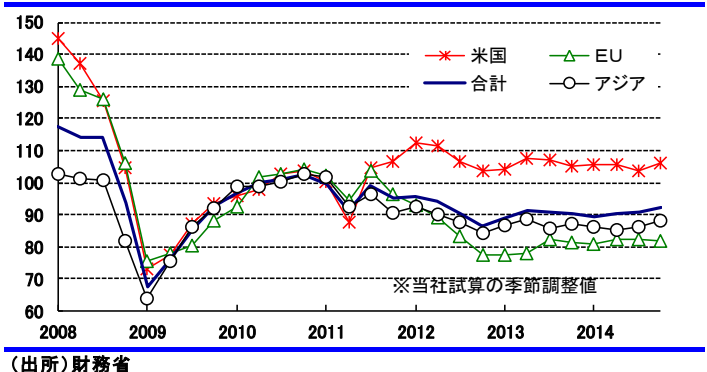
日本経済は原油安も追い風とし回復へ向かう

日本経済の先行きについては、今後、消費増税の影響一巡と賃金上昇などにより個人消費が持ち直し、政府の新たな景気対策の効果や、これまでの円安進行などによる輸出の持ち直し、更新需要を中心とした設備投資の増勢持続が後押しし、景気は回復に向かうという前回見通し¹⁰を修正する必要はないと考えている。さらに言えば、最近の原油価格の下落が、前述の通り、回復シナリオの実現可能性を高めることとなろう。

足元の指標も概ねこの予測シナリオを支持するものとなっている。まず、景気停滞の主因である個人消費は冒頭で触れた通り持ち直しの兆しを見せている。また、今春闘は 15 年ぶりの高水準となった昨年実績（2.07%、連合集計）を上回るとみられ、これが実現すれば持ち直しの動きに弾みがつこう。

輸出もようやく数量ベースでの増加基調が定着しつつある。12 月の通関統計では、輸出数量指数が前年同月比+3.9%と 2 ヶ月ぶりの増加に転じ、10～12 月期では前年同期比+2.4%と 7～9 月期の+0.3%から大きく伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも 7～9 月期から 10～12 月期にかけて増勢を強めている¹¹。

輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



一方で、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、11 月に前月比+1.3%と 2 ヶ月ぶりに増加したものの 10 月の落ち込み（前月比▲6.4%）を埋めきれず 10～11 月平均の水準は 7～9 月期を 2.6%下回っている。12 月調査の日銀短観では企業の設備投資に対するマインドが前向きであることが確認されており、機械受注も今後は改善するとみられるが、今後の動向を注視したい。

安倍政権が打ち出した「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」は、既に 12 月 27 日に閣議決定され、今国会に補正予算案が提出されている。内容は概ね事前報道の通りであり、災害復旧・対応や震災復興に関連する事業の追加が公共投資の息切れを緩和するほか、生活支援策や住宅市場活性化策

⁹ 原油価格 60 ドル/バレル、ルーブル相場 1 ドル=51 ルーブルを前提としている。

¹⁰ 2014 年 12 月 24 日付け「日本経済情報 2014 年 12 月号」日本経済の現状と見通し（2014 年の回顧と 2015 年の展望）参照。

¹¹ 詳細は 2015 年 1 月 26 日付け Economic Monitor「輸出数量に復調の兆し、貿易収支は改善持続へ（12 月貿易統計）」参照。

は低迷の続いていた個人消費や住宅投資をある程度下支えしよう。

また、原油安を受けた物価上昇率の低下に対する日銀の姿勢が注目されたが、1月21日の金融政策決定会合では、展望レポートの中間評価において2015年度の消費者物価見通しを前年比+1.7%（消費増税の影響を除く）から+1.0%へ引き下げたものの、金融政策は現状維持とした。2016年度の物価見通しは小幅ながら上方修正（+2.1%→+2.2%）しており、目標の2%超え達成を維持することで現状維持の正当性を示したとも言えるが、その達成時期については「2年程度」とした従来の目標を事実上先送りした形となった。日銀は、今後、景気が賃金の上昇とともに持ち直し、物価上昇圧力が徐々に高まることを想定し、さらに原油安は当面の物価を下押しするものの将来的にはその景気押し上げ効果により物価上昇圧力を高めると判断している模様である。このシナリオに齟齬が生じた場合は、追加緩和をためらうことはないであろう。

以上の結果、2014年に前年比+0.2%程度まで低下したとみられる実質GDP成長率は、2015年に+1.0%、2016年には+1.6%へ高まると予想する。

米国とアジア新興国が世界経済を牽引

世界経済全体で見れば、2015年は米国を中心に先進国経済の成長ペースが高まることから、成長率は2014年の前年比+3.3%から+3.5%へ若干高まると予想する（P10図表参照）。新興国は全体では2014年の+4.2%から2015年は+4.1%へ引き続き鈍化することになるが、アジア地域に限れば中国の減速をASEANやインドが補う形で小幅ながらも伸びが高まる（+6.3%→+6.4%）。

注目すべきは、世界経済全体を大きく上回るアジア新興国の成長率の高さである。中国、ASEAN、インドの人口を合計すると約32億人、世界合計70億人の半数近くに上る。これらの国の2013年の一人当たりGDPは、耐久財やサービス消費の普及が加速する3,000ドルから10,000ドルの間に分布しており、消費者市場の堅調な拡大が引き続き期待できる。成長加速が見込まれる米国とともに、相対的にファンダメンタルズが良好なアジア新興国の成長が、今後の世界経済を支えることとなろう。こうした状況は、米国やアジアとの関係が深い日本経済にとっては、デフレ脱却に向けて追い風となることは間違いない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。