

日本経済情報 2015年12月号

Summary

【内 容】

1. 2015 年の内外経済

新興国経済の減速が強まり世界経済は停滞

米国の強さが際立つ先進国経済

欧州経済は改善が広がる一方、日本経済は息切れ感

新興国経済は総じて悪化、ブラジル、ロシアはマイナス成長

中国経済は製造業を中心に悪化、ASEAN は輸出減が下押し

2. 2016 年の内外経済

米国利上げの影響はファンダメンタルズによって大きく異なる

中国経済は引き続き緩やかに減速

資源価格は弱含み続く

先進国経済の成長ペースはやや加速

日本経済は駆け込み需要もあり成長加速

新興国経済は成長格差が拡大

世界経済成長率はやや高まるも厳しい状況続く

伊藤忠経済研究所
主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

【 内外経済の回顧と展望 】

2015 年の世界経済は、先進国経済が底堅い動きを見せた一方で、新興国経済の減速傾向が強まり、停滞感が強まった。米国経済は長らく続いたゼロ金利政策を解除するまでに回復、リーマン・ショック後の異常な状態から正常化へ向けた第一歩を踏み出し、欧州経済も徐々に回復の動きが広がっている。ただ、日本経済はアベノミクス効果の一巡などから停滞気味、新興国経済は中国、ブラジル、ロシアなど、かつて世界経済を牽引した大国の景気悪化が顕著である。

2016 年の世界経済を展望する上で最大の不確定要因は米国利上げの影響であろう。既に利上げを見越して新興国通貨の下落が進んでいるが、今後はよりファンダメンタルズを反映した相場展開が予想される。また、世界経済の大きな波乱要因となった中国経済は引続き減速が見込まれ、資源価格は弱含みの状況が続こう。

以上を踏まえて 2016 年の世界経済を展望すると、先進国経済は、引続き米国の堅調な拡大と欧州の緩やかな回復が見込まれることに加え、日本は消費増税前の駆け込み需要もあって回復色が強まるため、全体の成長ペースはやや加速しよう。新興国経済は、各国の経済構造などによって経済情勢に大きな格差が生じると考えられる。世界全体で見れば成長率は若干高まるものの、リーマン・ショックの後遺症が癒えきれない中で不安定な状態が続くことを覚悟しておく必要がある。

【 主要国・地域の実質GDP成長率(当研究所予測) 】

	ウエイト 2014	2012年 実績	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	2017 予測
世界	100.0	3.4	3.3	3.4	3.2	3.4	3.6
先進国	60.9	1.2	1.1	1.8	2.0	2.1	2.1
米国	23.4	2.2	1.5	2.4	2.5	2.4	2.4
ユーロ圏	17.3	▲ 0.8	▲ 0.3	0.9	1.5	1.7	1.7
日本	6.0	1.7	1.4	▲ 0.0	0.5	1.2	0.4
新興国	39.1	5.2	5.0	4.6	3.8	4.0	4.5
アジア	19.3	6.8	7.0	6.8	6.5	6.5	6.4
中国	13.4	7.7	7.7	7.4	6.9	6.8	6.6
ASEAN5	2.7	6.2	5.2	4.7	4.8	5.3	5.7
インド	2.7	5.1	6.9	7.3	7.3	7.5	7.5
中東欧	2.5	1.3	2.9	2.8	3.0	3.0	3.3
ロシア	2.4	3.4	1.3	0.6	▲ 3.5	▲ 1.5	0.0
中南米	7.5	3.1	2.9	1.3	▲ 0.5	0.1	2.1
ブラジル	3.0	1.8	2.7	0.1	▲ 3.7	▲ 2.8	0.5

(出所) IMF (注) 各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。予測はシャドー部分のみIMFによる。

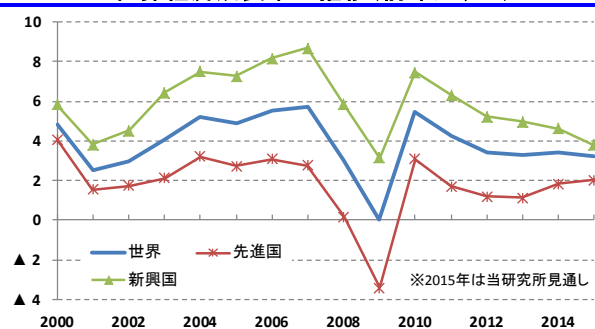
1. 2015 年の内外経済

新興国経済の減速が強まり世界経済は停滞

2015 年の世界経済は、新興国経済の減速により停滞感が強まった。ここ 10 年程度の世界経済の動きを振り返ると、リーマン・ショック直前の 2007 年には 8%を超える新興国経済の成長が牽引する形で、世界経済成長率（IMF 試算）は前年比+5.7%まで高まった。しかしながら、2009 年にはリーマン・ショックの影響によって先進国が全体でマイナス成長（▲3.4%）に陥り、それを新興国がプラス成長（+3.1%）を維持することで補い、世界全体ではかろうじてマイナス成長を回避するほどにまで悪化した。

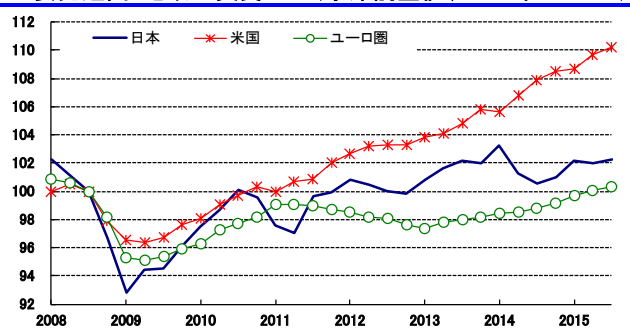
その後は、日米欧の量的金融緩和をはじめ各国で中央銀行による積極的な資金供給が続けられると同時に、公共投資の拡大など拡張的な財政支出が継続されたことから、世界経済成長率は 2010 年に前年比+5.4%へリバウンドした。ところが、2011 年以降は東日本大震災による世界的なサプライ・チェーンの分断や欧州の政府債務（ソブリン）問題に端を発する金融市場の不安定化などにより先進国、新興国とも成長ペースが鈍化した。先進国経済は、欧州の政府債務問題に目途が付き始めた 2013 年頃から改善の動きが広がり始めた一方で、新興国経済はむしろ減速傾向が強まり、冒頭に触れた通り 2015 年の世界経済は停滞と言える状態となっている。2015 年の世界経済成長率は、2014 年の前年比+3.4%から+3.2%程度へ鈍化した見込みである（当研究所推定）。

世界経済成長率の推移（前年比、%）



(出所) IMF

主要先進国・地域の実質GDP（季節調整値、2008年Q3=100）



(出所) 内閣府、米商務省、Eurostat

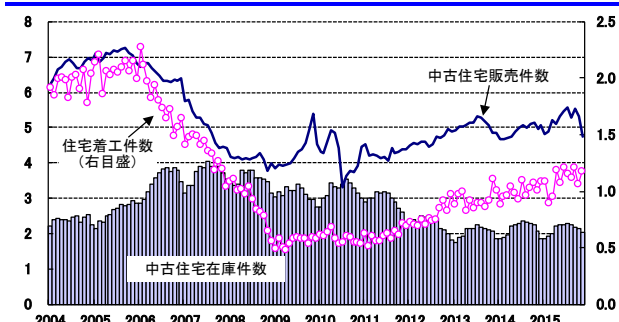
米国の強さが際立つ先進国経済

改善傾向にある先進国経済の中でも、堅調さが目立つのが米国経済である。米国、ユーロ圏、日本の実質 GDP を比較すると、米国の実質 GDP はリーマン・ショック以降、順調な回復を続けており、直近 2015 年 7～9 月期の水準はリーマン・ショック時（2008 年 7～9 月期）を約 1 割上回っている。一方、日本については、2011 年前半に東日本大震災で、2012 年後半には大幅な円高で、2014 年には消費増税によって落ち込むなど一進一退であり、米国とほぼ同時期の 2010 年に一旦リーマン・ショック時の水準を回復したものの、その後のもたつきにより足元では 2%程度上回るにとどまっている。さらに、ユーロ圏に至っては、2012 年から 2013 年にかけてリーマン・ショックの後遺症が政府債務問題という形で表面化し景気を下押ししたため、足元でようやくリーマン・ショック時の水準を回復したところである。

米国経済の強さが際立つ最大の要因は、速やかな不動産市場の正常化であろう。米国の不動産バブルはリ

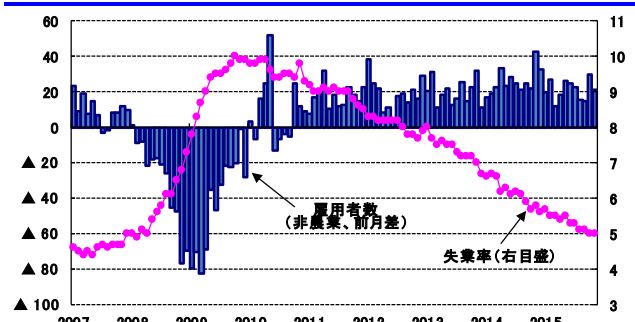
ーマン・ショックの影響を増幅する一因であったが、迅速かつ的確な不良債権処理と効果的な住宅需要刺激策により、大きく積み上がっていた住宅在庫の処理が進み、下落が続いていた住宅価格も 2012 年頃には上昇に転じた。こうした需給環境の改善を背景に、住宅販売件数（中古¹）は住宅バブル前の年率 500 万件台を回復、新規の住宅着工増にもつながり、景気の押し上げに貢献した。

米国住宅関連指標（季節調整値、百万件）



（出所）U.S. Department of Commerce

米国雇用者数と失業率（季節調整値、万人、%）



（出所）U.S. Bureau of Labor Statistics

さらに、順調な景気の回復は雇用増を通じて個人消費を拡大させる好循環を生み出し、米国経済は底堅さを増している。2015 年の実質 GDP 成長率は、2014 年の前年比+2.4%と概ね同程度の+2.5%で着地すると予想され、2%台前半程度とみられる潜在成長率を 2 年連続で上回ることになる。そうした中で、雇用者数は安定して月 20 万人前後の増加を続け、失業率は 2015 年 10 月に 2008 年以来となる 5.0%まで低下している。米国経済は、既に労働需給の逼迫による将来の賃金上昇圧力、ひいては物価上昇圧力を懸念すべき状況にあると言え、それが故に米連邦準備理事会 (FRB) は 12 月 16 日、2008 年から続けてきたゼロ金利政策を解除した。つまり、米国経済はゼロ金利という異常事態から脱することができるほどに回復したということであり、正常化に向けた第一歩を踏み出したと評価できる。

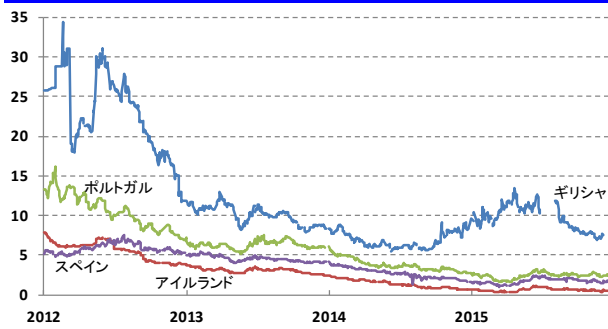
欧州経済は改善が広がる一方、日本経済は息切れ感

欧州（ユーロ圏）経済も遅ればせながら改善の動きが広がりつつある。政府債務問題については、EU、ECB（欧州中央銀行）、IMF の所謂トロイカ体制により金融危機に陥るリスクを軽減する仕組みが整えられている。そのため、特に財政状況が悪化している国（ギリシャ、ポルトガル、スペイン、アイルランド）においても国債利回りが大きく低下していることが示す通り、金融市場は落ち着きを取り戻している。ギリシャに限って言えば、財政再建に対する国民の反対を追い風に誕生、今年 9 月の議会選挙でも勝利したチプラス政権に対する不信任、つまり財政健全化路線を放棄するのではないかと懸念から、一時国債利回りが大幅に上昇するなど混乱したものの、現実的な財政再建の方策を探る同政権のスタンスに一定の評価をする格好で市場は徐々に沈静化している。

実体経済についても、景気が持ち直す中で雇用（就業者数）も徐々に拡大、失業率が 2013 年前半の 12.1%から 2015 年 10 月には 10.7%へ低下するなど、消費者を取り巻く環境は徐々に改善しており、個人消費の下支えによって緩やかな景気拡大が続いている。その結果、ユーロ圏の実質 GDP 成長率は、2014 年の前年比+0.9%から 2015 年は+1.5%へ高まったとみられる。

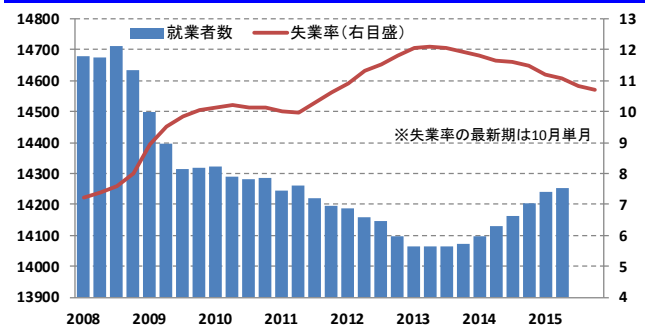
¹ 米国では中古住宅が市場の約 9 割を占める。

欧州財政悪化国の国債利回り(10年債、%)



(出所)CEIC DATA

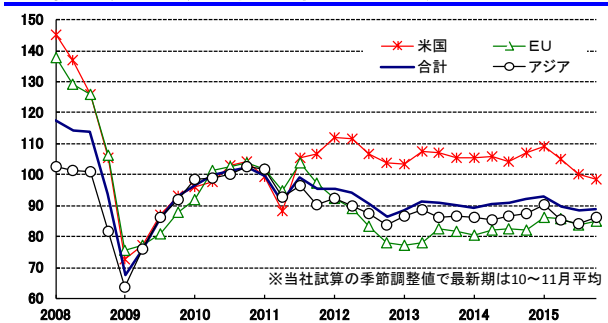
ユーロ圏就業者数と失業率(季節調整値、億人、%)



(出所)CEIC DATA

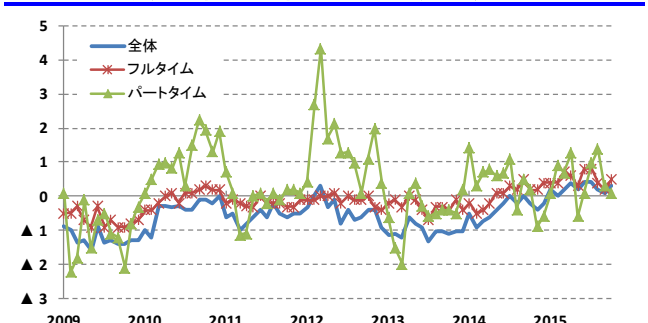
日本経済は、アベノミクス効果の一巡により息切れ感が見られる。2011 年後半に 1 ドル＝70 円台まで円高が進んだ為替相場は、アベノミクス第 1 の矢である大胆な金融政策によって 2014 年終盤に 120 円台まで円安方向に戻したにもかかわらず、輸出は数量ベースで伸び悩んでいる。また、2014 年の春闘では、安倍政権による産業界への要請もあって、業績の大幅な改善を反映する形で大手企業の一部はベースアップを復活させたが、平均賃金(所定内)は前年同月比 1%以下の小幅な上昇にとどまり、個人消費の回復力は期待はずれの状況にある。

輸出数量指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

所定内給与の推移(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省

さらに、日銀短観などで確認された通り、企業は積極的な設備投資計画を掲げているものの、実行の段階で企業の姿勢は安倍政権が期待するほど前向きとはならず、実際の設備投資は横ばい圏で推移するなど、景気は予想外の停滞状態にある。2015 年の実質 GDP 成長率は、消費増税の影響で横ばいとなった 2014 年(前年比▲0.0%)からは改善するものの、前年比+0.5%程度の低い伸びにとどまった模様である。

新興国経済は総じて悪化、ブラジル、ロシアはマイナス成長

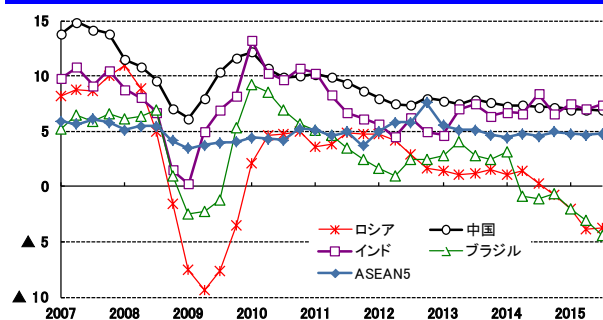
2015 年の新興国経済は、インドや ASEAN の一部に好調な国はあるものの、中国、ブラジル、ロシアなど、かつて世界経済を牽引した大国の景気悪化が顕著である。そのうち、中国経済は、国内需要の減退が輸入の減少を通じて他国の景気に悪影響を与えただけでなく、資源価格の下落という経路を通じて資源国経済の下押し圧力ともなった。

主な新興国・地域の実質 GDP 成長率の推移を見ると、インドは 2015 年に入り前年同期比 7%台の成長を続けている一方で、中国は 7～9 月期に 7%を割り込み(+6.9%)、主要国中で「世界一の成長」の座をインドに譲ることになった。インド経済の好調さは、資源安を背景とする経常収支の改善やイ

インフレ圧力の低下金融財政政策の自由度と通貨ルピーの安定度を増したことである。

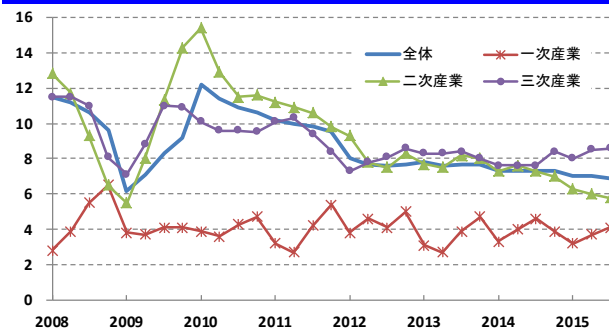
一方、中国の影に隠れて厳しさが十分に伝わっていない感があるが、ブラジル、ロシアはともに実質 GDP 成長率が前年比でマイナスに転じており、通貨が暴落と言えるほど大幅に下落するなど、経済情勢は混迷を深めている。そのうえ、ブラジル経済は資源や穀物など一次産品の輸出に依存する構造であり、さらに物価上昇を反映する賃金水準決定の仕組みが、通貨安と相俟ってインフレを加速させている²。また、ロシアはウクライナ問題に伴う欧米諸国による経済制裁に原油価格の下落が加わったことが低迷の背景である。ブラジルの実質 GDP 成長率は 2014 年の前年比+0.1%から 2015 年は▲3.7%へ、ロシアは+0.6%から▲3.5%へ、いずれも大幅に落ち込んだ模様である。

主な新興国・地域の実質GDP成長率(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

中国産業別実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)



(出所)中国国家统计局

中国経済は製造業を中心に悪化、ASEAN は輸出減が下押し

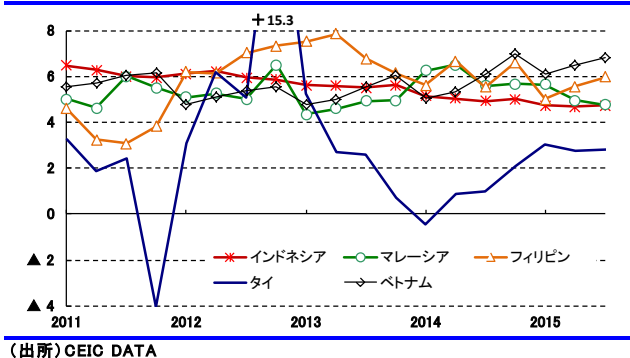
中国では、引き続き実質 GDP 成長率が鈍化したとはいえ、2014 年の前年比+7.4%から 2015 年は+6.9%程度と依然として高い成長率を維持する見込みである。注意すべきは、成長の主役が製造業などの二次産業からサービス業などの三次産業にシフトしている点である。「世界の工場」たる中国経済の根幹をなす製造業では、在庫が積み上がり景況感が悪化しているため、全体の成長率の低下幅以上に中国経済が悪化している印象を与えている。実際に、過剰投資が顕著な建設関連分野や賃金・人民元高によって価格競争力が低下した輸出産業を中心に、原材料や部品の生産・輸入が抑制されており、内外へ悪影響が波及している。しかしながら、三次産業が堅調な拡大を続けていることも事実であり、景気の実態は「まだら模様」という表現が適当であろう。

ASEAN 経済は、資源価格の下落や中国向け輸出の落ち込みのほか、域内の大国インドネシアとタイが政治の混乱などから景気の足取りが重く、全体として伸び悩んでいる。実質 GDP 成長率は、ジョコ・ウィドド新政権の経済政策による景気持ち直しが期待されたインドネシアが 2014 年の前年比+5.0%から 2015 年は+4.9%へ減速、タイはクーデターの混乱でゼロ成長に落ち込んだ 2014 年(+0.9%)からは加速したものの+2.9%程度にとどまり、原油価格下落の影響が大きい産油国のマレーシア(2014 年+6.0%→2015 年+5.0%)も減速したとみられる。一方で、フィリピン(+6.1%→+5.7%)はやや減速したものの比較的高い成長を維持、韓国企業の進出により輸出好調のベトナム(+6.0%→+6.2%)は伸びを高めた。その結果、これら主要 5 カ国を合わせた 2014 年の前年比+4.7%から 2015 年は+4.8%へ若干高まるにとどまった見込みである。

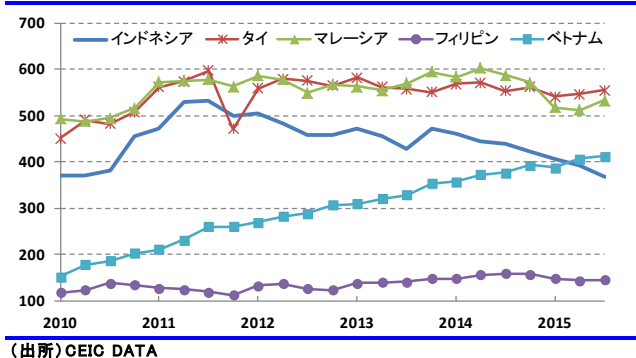
² ブラジル経済に関する詳細は、2015 年 12 月 18 日付 Economic Monitor「ブラジル経済 UPDATE: 7~9 月期マイナス成長と政治の混乱で格下げ」参照。

ベトナムを除く 4 カ国に共通する景気の下押し要因は輸出の減少であり、なかでも輸出に占める鉱物資源関連の割合が高いインドネシアやマレーシア³では資源価格下落の、中国向けの割合⁴が高いタイやマレーシア、フィリピンでは中国経済の落ち込みが大きく影響している。

ASEAN主要国の実質GDP成長率(前年同月比、%)



ASEAN主要国の通関輸出額の推移(季節調整値、億ドル)

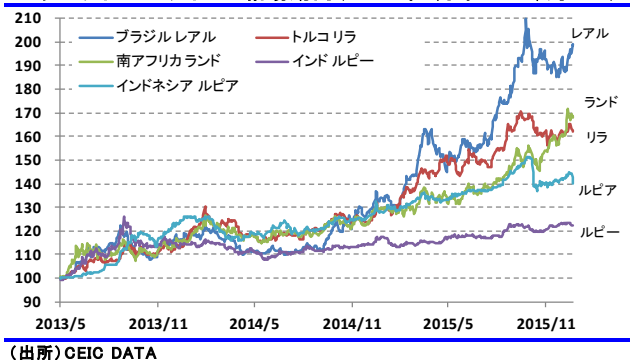


2. 2016 年の内外経済

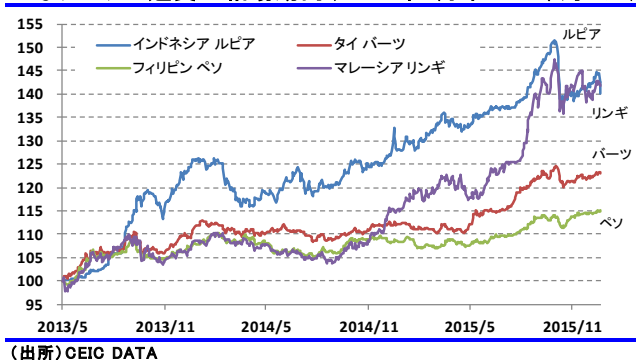
米国利上げの影響はファンダメンタルズによって大きく異なる

2016 年の世界経済を展望するにおいて、最大の不確定要因は米国利上げの影響であろう。米国の利上げによりドル資金の調達コストが上昇するため、低金利で調達され新興国へ投資されたドル資金が引き揚げられ、新興国通貨の下落につながる懸念されるためである。ただ、そうした動きは既に米国で利上げ観測が強まった 2013 年 5 月頃から始まっていた。

フラジャイル・ファイブの相場動向(2013年4月末=100、対ドル)



主なアセアン通貨の相場動向(2013年4月末=100、対ドル)



この間、特に注目を集めたフラジャイル 5 (Fragile5、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) と呼ばれる 5 通貨の動きを見ると、ブラジル・レアルが米ドルに対してほぼ半値となる最大の下落を見せたほか、トルコ・リラや南アフリカ・ランドが約 4 割、インドネシア・ルピアが約 3 割、インド・ルピーが約 2 割下落している。一方、ASEAN 通貨では、マレーシア・リンギがルピアと同程度下落したものの、タイ・バーツは約 2 割、フィリピン

³ インドネシアの輸出に占める鉱物資源の割合(2014年)は、石炭 11.8%、天然ガス 9.7%、石油 7.6%など、マレーシアでは天然ガス 8.4%、石油製品 7.9%、原油 4.4%などとなっている。

⁴ 中国向け輸出比率(2014年)は、タイ 16.6%、マレーシア 16.9%、フィリピン 22.5%であった。なお、インドネシアは 11.6%にとどまっている。

ン・ペソに至っては1割強程度しか下落しておらず、新興国通貨の中で堅調な部類に入ると言える。

通貨の下落リスクを左右する主な要因は、第一に貿易など経常取引に伴う通貨需給であり、経常収支がその指標となる。つまり、経常収支の赤字幅が大きいほど通貨は下落し易い。そして、経常収支が赤字であっても海外からの投資が十分にあれば埋め合わせられるため、第二は対内直接投資の動向であり、投資の判断に用いられる成長率やインフレ率などの経済指標も重要となる。第三は外貨準備の規模であり、通貨の暴落を支えるためには少なくとも輸入の2～3ヵ月分、短期対外債務の1～2倍は必要とされる。

下落の激しいブラジル・レアルは、経常収支がGDPの4%を超える赤字であり、しかも前述の通り高インフレ下でマイナス成長となっているため海外からの投資を呼び込み難い。一方で、外貨準備は2015年9月時点で3,614億ドル、輸入の約19ヵ月分、短期対外債務の6倍もあり、通貨の下落に歯止めが掛からない事態に陥る可能性は低いものの、経常収支や成長率といったファンダメンタルズの早期改善を見込み難いため、今後も下落リスクを抱えることとなろう。トルコや南アフリカも経常収支の赤字幅がGDPの4～5%に達しており、そのうえ、それぞれ高インフレや低成長といった課題を残す中、外貨準備は輸入の半年程度、短期対外債務の1倍前後と乏しいため、通貨の下落リスクに留意する必要がある。

これらに比べると、インドネシアやインドのファンダメンタルズは良好、外貨準備の水準も警戒水準にはなく、通貨の下落リスクは小さいと言える。むしろ、経常収支は黒字、内需主導の底堅い景気拡大を続けるマレーシアが、ベトナムとともに外貨準備が十分と言えず、通貨の下落に歯止めが掛からなくなるリスクがあることに留意しておく必要がある。

ただ、12月16日の米国利上げ以降の為替相場を見ると、米ドルに対してブラジル・レアルが2%程度、南アフリカ・ランドが1%程度下落した一方、インドネシア・ルピアが3%程度、トルコ・リラ、インド・ルピーが1%強上昇した。わず

か数日で大勢を占うのは早計ではあろうが、米利上げという重大イベントを通過したことから、ファンダメンタルズなどを踏まえて為替水準を改めて見直す動きが始まった可能性がある。

いずれにしても、米利上げに伴う市場の動揺が落ち着いた後は、一旦引き揚げた資金の再配置に伴って新興国通貨を選別する動きが再び強まるものとみられ、その判断において従来よりも上記のファンダメンタルズが重視されると考えられる。すなわち、経常赤字国の通貨は今後も軟調推移となり、ファンダメンタルズが比較的良好なアジア通貨は、相対的に多くの資金を集め、総じて底堅く推移すると見込まれる。

【 主な新興国のファンダメンタルズ(IMF推計) 】

	経常収支 (GDP比・%)		消費者物価 (前年比上昇率・%)		実質GDP (前年比成長率・%)	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
韓国	6.3	7.1	1.3	0.7	3.3	2.7
インド	▲ 1.3	▲ 1.4	5.9	5.4	7.3	7.3
マレーシア	4.3	2.2	3.1	2.4	6.0	4.7
インドネシア	▲ 3.0	▲ 2.2	6.4	6.8	5.0	4.7
フィリピン	4.4	5.0	4.2	1.9	6.1	6.0
タイ	3.3	6.2	1.9	▲ 0.9	0.9	2.5
ベトナム	4.9	0.7	4.1	2.2	6.0	6.5
中国	2.1	3.1	2.0	1.5	7.3	6.8
ブラジル	▲ 4.4	▲ 4.0	6.3	8.9	0.1	▲ 3.0
ロシア	3.2	5.0	7.8	15.8	0.6	▲ 3.8
ポーランド	▲ 1.3	▲ 0.5	▲ 0.0	▲ 0.8	3.4	3.5
ハンガリー	4.0	5.0	▲ 0.2	0.3	3.6	3.0
トルコ	▲ 5.8	▲ 4.5	8.9	7.4	2.9	3.0
南アフリカ	▲ 5.4	▲ 4.3	6.1	4.8	1.5	1.4

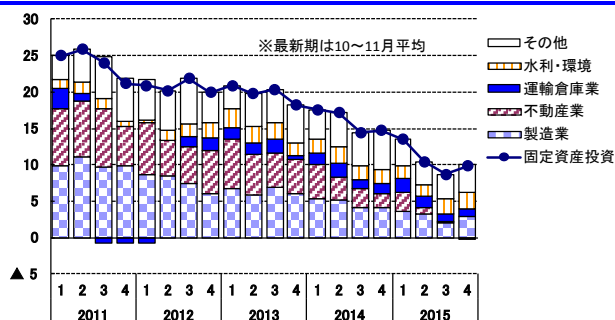
(出所)IMF(WEO201510) (注)太字網掛けは危険水準、網掛けのみは要注意水準。

中国経済は引き続き緩やかに減速

世界経済の 2015 年における大きな波乱要因となった中国経済の動向も、今後の世界経済を展望する上で重要な要素となることは間違いない。2016 年は中国にとって第 13 次となる次期 5 ヶ年計画のスタートの年となる。その 5 ヶ年計画の内容は、10 月に開催された中国共産党中央委員会第 5 回全体会議（5 中全会）において議論され、成長率目標を年 6.5%以上とする方針が固まった模様である。さらに、2016 年の経済政策を決める中央経済工作会议（12 月 18～21 日）では、成長率目標についての言及はなかったものの、過剰生産力や不動産在庫の削減を進める一方で、財政支出拡大や減税、柔軟な金融政策により景気を下支えする方針を示した。そのため、既に大幅に伸びが鈍化した固定資産投資（設備投資、住宅投資、公共投資の合計）であるが、今後も抑制傾向が続こう。輸出も価格競争力の低下を埋め合わせるほどの人民元安を期待できず、大幅な伸びは見込み難い。ただ、個人消費は引き続き堅調な拡大が見込まれるため、2016 年の実質 GDP 成長率は 2015 年の +6.9%程度から +6.8%程度への小幅な減速にとどまると予想する。⁵

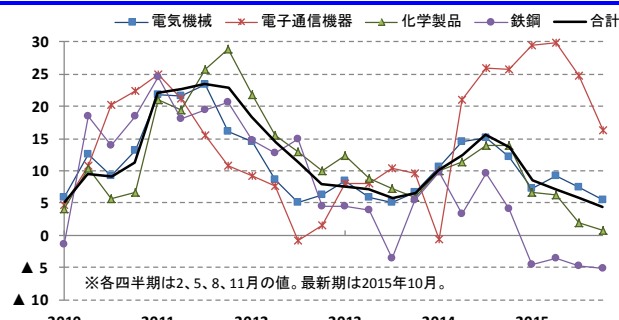
そうした中で、これまで順調に進んできた在庫調整は一段と進展し、2016 年前半には製品需給の悪化に歯止めが掛かり、製造業の景況感も一旦は改善するとみられる。すなわち、中速成長という「新常态」に見合った在庫や生産設備の水準まで調整が進めば、たとえ成長率は低下しても景気を悪化させる要因は解消するということである。なお、地方政府や企業の過剰債務問題も懸念材料として指摘されているが、一部は表裏一体の関係にある過剰生産力の調整に伴って軽減され、残る大部分は政府の責任において処理を進めていくことになろう。マクロ的には政府の債務負担能力に問題はないとみられるが、ミクロ的には処理の過程において企業の破たんなどが生じる可能性は十分にあり、留意が必要であろう。

中国固定資産投資の推移(前年同月比、%)



(出所) 中国国家统计局

中国在庫の推移(前年同期比、%)



(出所) 中国国家统计局

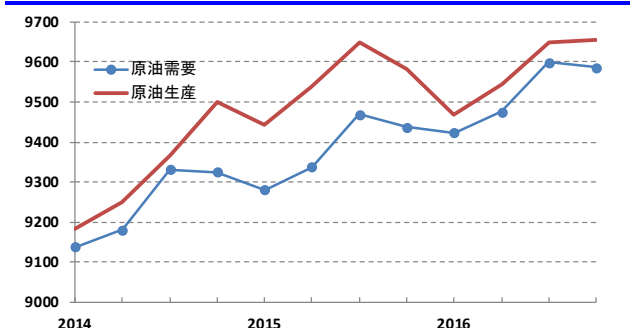
資源価格は弱含み続く

最大の資源需要国である中国経済の減速が続く中、世界全体の資源需要の拡大ペースが加速する姿を想定することは難しい。原油についても 2016 年にかけて需要は緩やかな拡大にとどまると見込まれている。米国 EIA（エネルギー情報局）によると、2015 年の世界の原油需要は前年比 +1.5% の日量 9,381 万バレル、2016 年も前年比 +1.5% と同ペースで拡大し 9,521 万バレルとなる見通しである。その一方で、原油生産は 2015 年の 9,553 万バレル（前年比 +2.4%）から、米国の減産などによって

⁵ 中国経済に関する詳細は、2015 年 12 月 21 日付 Economic Monitor「新常态への移行により『まだら模様』が続く中国経済」も参照されたい。

2016 年は 9,579 万バレル (+0.3%) と拡大ペースは抑制されるものの、依然として需要を 58 万バレルほど上回る見通しとなっている。さらに、経済制裁の解除に伴うイランの生産増が見込まれることから、少なくとも需給環境は原油価格を押し下げる要因となる。

世界の原油生産と需要の推移(日量、万バレル)



(出所) U.S. Energy Information Administration

原油価格WTI先物の推移(ドル/バレル)



(出所) CEIC DATA

既に原油価格 (WTI 先物) は、こうした需給見通しを織り込みながら、8 月下旬から 11 月上旬まで続いた 1 バレル=40 ドル台後半のレンジを下抜けて 12 月中旬以降は 35 ドル前後へ下落している。さらに、米国の政策金利引き上げが、資源市場からの投機資金流出という経路で原油など資源価格を押し下げる方向に働くとみられる。そのため、今後も原油を筆頭に資源価格は総じて弱含み状況が続く可能性が高い。

原油価格の低迷は、産油国の景気回復を遅らせる一方で、原油の純輸入国にとってはインフレ抑制が個人消費を刺激するほか、政策金利の引き下げなど金融緩和による景気刺激の余地を拡大する。特に新興国にとっては、米国利上げの通貨に対する影響と合わせて、原油などの資源依存度が景気動向を左右する大きな要因となろう。

先進国経済の成長ペースはやや加速

以上を踏まえて 2016 年の世界経済を展望すると、先進国経済は、引続き米国の堅調な拡大と欧州 (ユーロ圏) の緩やかな回復が見込まれることに加え、日本は消費増税前の駆け込み需要もあって回復色が強まるため、全体の成長ペースは加速しよう。

米国経済は、今回利上げを決めた FOMC で示された通り、2016 年中に 2~4 回の利上げが行われる見込みであるが、日欧が追加の金融緩和の可能性を残す中での米金利上昇は、ドル高地合いが続くことを意味する。ドルの実効相場⁶ (名目貿易ウエイト) は 2015 年に入り約 10% 上昇、その結果、米国の輸出は頭打ちしているが、2016 年についてもドル相場の上昇により輸出は伸び悩もう。ただ、別の見方をすればドル高は世界中から米国へ資金が集まる結果でもある。イエレン FRB 議長は、今回の利上げ決定についての説明の中で、今後も緩和的な金融政策を続ける旨、明言しているが、そうした状況下で海外からの資金流入が加われば、企業の投資活動や個人消費が一層刺激され、米国経済は今後も世界経済の牽引役として堅調な拡大を続けよう。2016 年の実質 GDP 成長率は 3 年連続の潜在成長率超えとなる前年比 +2.4% を予想する。

⁶ 実効相場とは、各通貨に対する変動を貿易量などでウエイト付けして求める為替相場。絶対的な通貨の価値を表す指標として用いられる。

ドル名目実効相場の推移(1997年1月=100)



(出所) GEIC DATA

ユーロ相場の推移(対ドル、ドル/ユーロ)



(出所) GEIC DATA

ユーロ圏経済は、11月にパリで起きたテロが景気回復ムードに水を差すことが懸念されたものの、今までのところ実際の景気は底堅く推移している。今後についても、12月は小規模な金融緩和にとどめたECB(欧州中央銀行)が、引き続き量的金融緩和を拡大する可能性を残しているため、ユーロ相場は対ドルで下落傾向が見込まれ、輸出の拡大を後押ししよう。さらに、資源価格の下落による物価安が消費を刺激することから、景気は改善の動きを続ける可能性が高い。2016年の実質GDP成長率は前年比+1.7%へ若干の加速を予想する。

日本経済は駆け込み需要もあり成長加速

日本経済は、2013年と同様、2017年4月の消費税率引き上げを控え、駆け込み需要によって個人消費や住宅販売が盛り上がりそう。個人消費に関して言えば、前回2014年4月の消費増税時は、単価の高い耐久消費財(自動車、家電製品、家具など)のほか、半耐久消費財(服、靴、雑貨など)にも駆け込み需要が顕著に見られた。今回は税率の引き上げ幅が前回の3%Ptから2%Ptへ縮小することに加え、購入サイクルが長い耐久消費財については前回の消費増税前に需要が相当程度先食いされたとみられることから、駆け込み需要の規模は前回を下回る可能性が高いが、それでも個人消費を2014年(実質前年比▲0.9%)、2015年(▲0.8%、見込み)と続いた落ち込みからプラスに引き上げる程度のインパクトはあろう。

さらに、業績の改善が続く中、安倍政権からの強い要請もあり、企業が賃上げを継続するとみられること、原油価格の低位安定が消費者の購買力を押し上げることも、個人消費の拡大に貢献しよう。

輸出については、日銀が追加金融緩和の余地を残していることもあり、為替相場のドル高円安基調が続くと見込まれることが追い風となる。加えて、欧米やアジアの景気が上向けば、輸出の数量ベースでの拡大も期待できる。円安基調の持続や国内のインフラ整備進展の効果もあり海外からの旅行客は引き続き拡大、

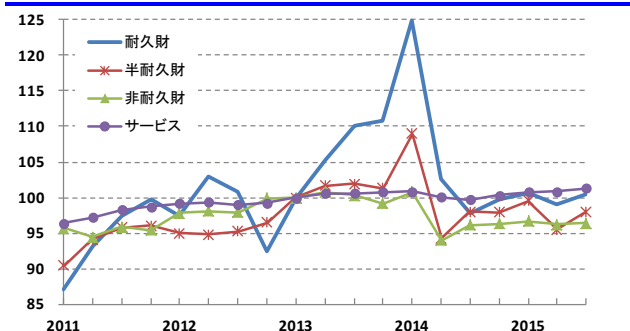
日本経済の推移と予測(暦年)

前年比, %, %Pt	2013 実績	2014 実績	2015 予想	2016 予想	2017 予想
実質GDP	1.4	▲0.0	0.5	1.2	0.4
国内需要	1.7	▲0.0	0.1	1.0	▲0.4
民間需要	1.3	▲0.1	0.0	1.3	▲0.6
個人消費	1.7	▲0.9	▲0.8	1.4	0.2
住宅投資	8.4	▲5.3	▲2.5	1.8	▲1.0
設備投資	▲0.5	3.1	0.6	2.5	▲1.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.2)	(0.2)	(0.4)	(▲0.2)	(▲0.4)
政府消費	1.9	0.1	1.1	0.9	0.8
公共投資	8.0	0.4	▲2.3	▲4.6	▲1.5
純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.3)	(0.4)
輸出	1.2	8.3	3.2	3.8	3.9
輸入	3.1	7.2	0.5	2.6	2.2
名目GDP	0.8	1.6	2.5	1.6	1.6
実質GDP(年度ベース)	2.0	▲1.0	0.8	1.8	0.1
鉱工業生産	▲0.8	2.1	▲0.7	2.7	0.9
失業率(%、平均)	4.0	3.6	3.4	3.2	3.0
消費者物価(除く生鮮)	0.4	2.6	0.6	0.8	1.9

(出所) 内閣府ほか、予想部分は当研究所による。

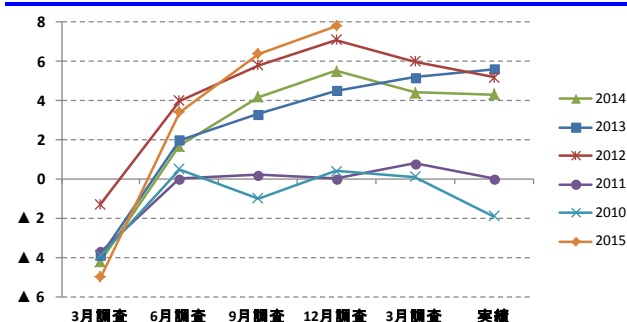
サービス輸出も増勢を維持するとみられ、GDP ベースの実質輸出は伸びを高めよう。

財別の家計消費の推移(季節調整値、2013年Q1=100)



(出所)内閣府

短観設備投資計画(全産業規模合計、前年比、%)



(出所)日本銀行

個人消費や輸出の拡大は、設備投資の拡大再開を促すと期待される。設備投資の先行指標である機械受注は 7～9 月期に前期比▲10.0%もの大幅な落ち込みを見せたが、12 月調査の日銀短観では 2015 年度の設備投資計画(全産業規模合計)が 9 月調査の前年比+6.5%から+7.8%へ上方修正され、企業が設備投資に積極的な姿勢を維持していることが確認された。そのため、個人消費や輸出など需要の底堅い拡大を確認すれば、こうした強気の設備投資計画は徐々に実行に移され、2016 年にかけて設備投資は伸びを高めよう。

以上を総合すると、2016 年の日本経済は、個人消費が徐々に増勢を強め、輸出も海外景気の改善に伴って持ち直すとともに、設備投資もようやく動き出し、回復に向かうとみられる。そのため、2016 年の実質 GDP 成長率は 2015 年の前年比+0.5%(当研究所見込み)から+1.2%へ高まると予想する。

新興国経済は成長格差が拡大

2016 年の新興国経済は、中国経済の減速と資源価格の低迷が続くことが見込まれる中で、各国の経済構造などによって経済情勢に大きな格差が生じることとなろう。具体的には、経常収支などの面から通貨が比較的安定し、資源や中国経済に対する依存度が低い国、例を挙げるならインドやベトナムなどは良好なパフォーマンスが期待できそうである。インドの実質 GDP 成長率は 2016 年も 7%台を維持、ベトナムは 6%台半ばへ伸びが高まると予想される。

また、ASEAN においては、フィリピンも堅調な景気拡大が見込まれる。ベトナム同様、海外への出稼ぎ労働者による仕送りが経常収支の安定的な黒字に貢献しており、国民所得の増加や通貨の安定という形で経済を支えている。資源価格の下落による物価上昇の抑制という追い風も受けて、個人消費を中心に 2016 年も 6%程度の比較的高い成長を維持しよう。ASEAN の中で経済規模最大のインドネシアは、ジョコ・ウィドド政権が議会でようやく過半数を確保、経済政策が軌道に乗り始めており、2016 年にはその成果が表れ、成長率も 5%台半ばへ高まるとみられる。タイは引き続き中国減速の影響を受けるうえ、新憲法の制定など民政移管に向けた準備が遅れているものの、政治的混乱の影響は徐々に終息し成長ペースは多少速まろう(2015 年 3%程度→2016 年 4%程度)。以上より、ASEAN 主要 5 カ国の実質 GDP 成長率は、2015 年の前年比+4.8%から 2016 年は+5.3%へ復調すると予想する。

一方で、ブラジルやロシアは、資源価格の低迷に加え、政策的な選択肢の乏しさから、2016 年もマイ

ナス成長から脱することは困難である。ブラジルについては、インフレ回避のため賃金の上昇抑制および通貨の安定が必要となるが、前者は最低賃金の決定ルールを変更する必要があるが、国民からの支持に欠ける。ルセフ政権にとって政治的にハードルが極めて高い。後者は大手格付け機関による投資不適格水準への格下げが相次いでいることから、資金の流出を防ぐためには政策金利の引き上げが合理的な選択肢となるが、景気の更なる悪化に繋がる恐れのある利上げを選択することは困難である。そのため、景気の底入れは資源相場の回復を待つしかなく、2016年も3%程度のマイナス成長になると予想する。ロシアについても、経済制裁によって外貨の確保に大きな制約があるため、経済活動は輸出の多寡に依存する部分が多いが、輸出の大部分を天然ガスなどの資源が占めており、プラス成長に転じるには資源価格の回復が不可欠である。そのため、2016年の実質GDP成長率も▲1.5%程度とマイナスを予想する。

世界経済成長率はやや高まるも厳しい状況続く

以上の通り、2016年の世界経済は、先進国で成長ペースが若干高まり（2015年+2.0%→2016年+2.0%）、新興国でも幾分持ち直す（2015年+3.8%→2016年+4.0%）ことから、全体の成長率は2014年と同水準の+3.4%へ戻ると予想される。減速に歯止めが掛かるという意味では評価すべきであるが、引き続き主要先進国において異常事態を意味する超緩和的な金融政策が維持され、一部の新興国ではマイナス成長が続くなど、回復と呼ぶには程遠い状況である。

【主要国・地域の実質GDP成長率(当研究所予測)】

	ウェイト 2014	2012年 実績	2013 実績	2014 実績	2015 予測	2016 予測	2017 予測
世界	100.0	3.4	3.3	3.4	3.2	3.4	3.6
先進国	60.9	1.2	1.1	1.8	2.0	2.1	2.1
米国	23.4	2.2	1.5	2.4	2.5	2.4	2.4
ユーロ圏	17.3	▲ 0.8	▲ 0.3	0.9	1.5	1.7	1.7
日本	6.0	1.7	1.4	▲ 0.0	0.5	1.2	0.4
新興国	39.1	5.2	5.0	4.6	3.8	4.0	4.5
アジア	19.3	6.8	7.0	6.8	6.5	6.5	6.4
中国	13.4	7.7	7.7	7.4	6.9	6.8	6.6
ASEAN5	2.7	6.2	5.2	4.7	4.8	5.3	5.7
インド	2.7	5.1	6.9	7.3	7.3	7.5	7.5
中東欧	2.5	1.3	2.9	2.8	3.0	3.0	3.3
ロシア	2.4	3.4	1.3	0.6	▲ 3.5	▲ 1.5	0.0
中南米	7.5	3.1	2.9	1.3	▲ 0.5	0.1	2.1
ブラジル	3.0	1.8	2.7	0.1	▲ 3.7	▲ 2.8	0.5

(出所)IMF (注)各年の数字はインドのみ年度、その他は暦年で前年比。予測はシャドー部のみIMFによる。

い状況である。さらに、欧州のみならず日本や中国などでも政府や民間部門の大規模な債務負担という問題を抱えているほか、中東などにおける地政学的リスクも燦々としており、2016年の世界経済も、リーマン・ショックの後遺症が癒えきれない中で不安定な状態が続くことを覚悟しておく必要がある。

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。見直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。