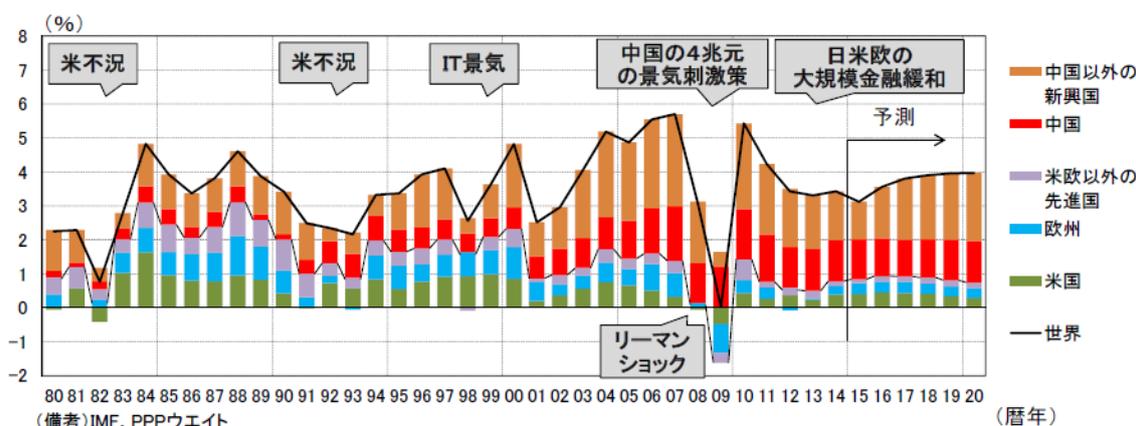


I. 世界経済の展望

2000年以降の世界経済の成長率は、米国など先進国の景気に左右された80～90年代の平均3.2%から4%台半ばに上昇した。特に、2000年代半ば以降、米欧のバブル的な好景気に加え、中国の旺盛な投資や資源高の後押しを受けて新興国の成長も加速してきた。一方で、リーマンショック後の世界経済は戦後最大の落ち込みを記録したが、米欧経済の大規模な金融財政政策と、中国の4兆元の景気刺激策により危機を乗り越えた。今後はこれらの効果が剥落する中で、持続的な成長経路を歩めるかが大きな課題となっている。

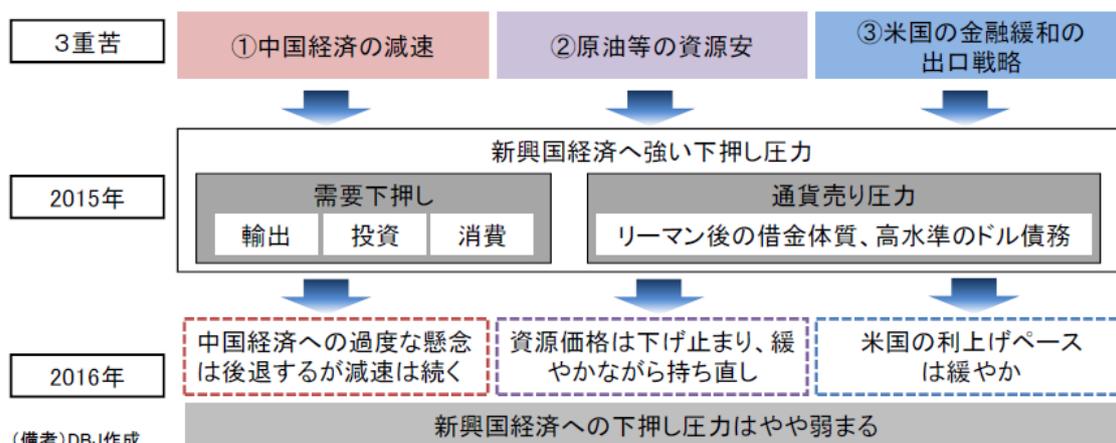
【図表1-1】世界経済の成長率



世界の金利は、米国の年内の利上げが予想されている中で、日本と欧州は金融緩和の方向性が強いいため、ドル需要の高まりにより新興国からマネーが流出することが予想される。

新興国の経済情勢については、図表 1-2 のとおり、中国経済の減速・資源安・米国の金融緩和の出口戦略の 3 つが強い下押し圧力をかけ、3 重苦となっている。2016 年も中国経済の減速は続くが、資源価格は下げ止まり、米国の利上げペースも緩やかにとどまるため、中国依存度の高いアジア諸国への下押しは続くものの、資源国は一息つく予想である（図表 1-2）。

【図表 1-2】 新興国経済に重くのしかかる 3 重苦

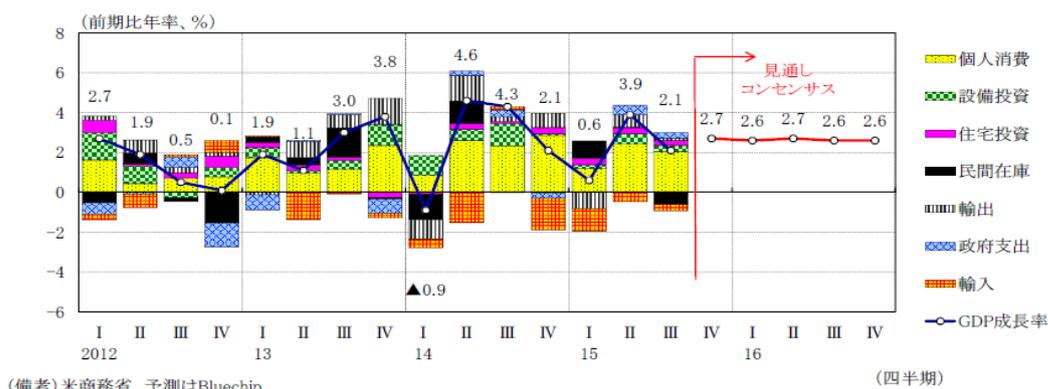


次に、主要地域の経済を見ていく。

1. 米国経済

米国経済は、一部に弱い動きがあるが回復が続いている。図表1-4の通り、2015年7～9月期の実質GDP成長率は、高い伸びとなった前期からの反動もあり、前期比年率2.1%増となった。雇用環境の改善が続き、消費を中心に2016年にかけて、2%台前半とされる潜在成長率を上回るペースで回復が続く見通しであるが、そのペースは緩慢であり回復に力強さは感じられない。金融情勢では、FRBが2015年12月に利上げ（0.25%）に踏み切る可能性が高いものの、利上げペースは年間1%以下の緩やかなものにとどまる。

【図表 1-3】 米国の経済成長率（実質GDP成長率）



雇用は、労働参加率の上昇で増加が続く。2015年は月20万人のペースで雇用が増加し、足元の失業率は5.0%と、FRBが自然失業率と考える4.9～5.2%まで低下した。今後増加ペースは鈍化するが、人口増加が続くほか、一旦労働市場から退出した者の労働参加が進むことで雇用拡大は続く。また、労働市場のタイト化により賃金が上昇し、資本装備率の向

上などを通じた生産性の改善が進むものとみられる。

2. 欧州経済

欧州経済も、成長率はやや弱まるものの、プラス1.9%の実質GDP成長率が予想されている（図表1-4）。2012年秋に欧州債務問題の安全網が整備されて以降、景気底割れ懸念が後退し回復軌道に乗った。EU28カ国の2015年7～9月期実質GDPは、前期比年率1.5%増と、ドイツ、イタリアなどでやや鈍化したものの、2014年後半から1.5%を上回る回復が続いている。原油安の恩恵で消費の持ち直しが続くほか、難民急増に伴う財政出動が成長率を押し上げている。

【図表1-4】欧州の実質GDP成長率

(前年比・前期比年率、%)

	2014年				15年		
	10～12	1～3	4～6	7～9	2014年 実績	15年 見通し	16年
EU28カ国	2.0	2.2	1.8	1.5	1.3	1.9	2.0
ユーロ圏	1.6	2.1	1.4	1.2	0.9	1.6	1.8
ドイツ	2.5	1.4	1.8	1.3	1.6	1.7	1.9
フランス	0.5	2.9	0.2	1.4	0.2	1.1	1.4
イタリア	▲0.2	1.7	1.2	0.8	▲0.4	0.9	1.5
ギリシャ	▲1.7	0.4	1.7	▲1.9	0.8	▲1.4	▲1.3
スペイン	2.7	3.5	3.9	-	1.4	3.1	2.7
ポルトガル	1.4	2.0	2.2	-	0.9	1.7	1.7
アイルランド	*4.0	*8.4	*7.6	-	-	6.0	4.5
英国	3.0	1.5	2.6	2.0	3.0	2.5	2.4

(備考)1.Eurostat

2.見通しは欧州委員会(2015年11月公表)

3.*は前期比を4倍した試算値

ECBの量的緩和の期限延長や中銀預金金利の引き下げに伴うユーロ安によって、輸出の後押しを通じて景気が押し上げられ、輸入物価も上昇し、インフレ傾向となる。原油価格は緩やかに上昇するため消費に下押し圧力がかかるが、ユーロ安が輸出を下支えする。一方で、テロを契機としたマインド悪化には留意する必要がある。

3. 中国について

過去の過剰投資の影響により緩やかな減速が続き、2015年の実質GDP成長率はプラス6.8%、16年はプラス6.3%の見通しとなっている。製造業・鉱業・不動産などの不振は続くが、サービス産業を中心とした底堅さが支えとなる。政策的には、大規模な財政出動の気配はなく急回復は望めないものの、金融財政政策に余力があるためハードランディングの可能性は低い。しかし、成長率の実力は公表値よりも低い可能性がある。李克強指数（中長期銀行貸出、工業電力消費、鉄道貨物輸送から構成）は、経済のサービス化が進んだ現在では実態より下ぶれている可能性がある。そこで、近年の消費拡大を考慮した修正李克強指数を試算すると、足元の成長率は5%程度となっており、公表の前年比プラス6.9%より

もやや低くなっている（図表1-5）。

【図表1-5】中国GDP成長率と李克強指数



李克強指数	修正李克強指数
中長期銀行貸出	社会融資総量 (シャドーバンキングや社債なども含む)
工業電力消費	電力消費 (民生用も含む)
鉄道貨物輸送	貨物輸送 (道路貨物等含む全輸送手段)
-	可処分所得 (消費拡大やサービス化を反映)

(備考) 1. 中国国家统计局、Wind資訊によりDBJ作成

2. 李克強指数は3変数の前年比の加重平均、修正李克強指数は4変数の前年比で実質GDP成長率を推計して算出。

4. その他各国

インドの実質GDP成長率は2014年に7.3%と中国に並び、2015から16年も7%台で成長する。インドは中国輸出への依存度が低く、中国経済減速の影響は軽微である。原油安の恩恵を受けた消費が堅調なほか、モディ政権への期待により対内直接投資が増加しており、2016年も7.5%の成長見通しである。原油価格はやや上昇し消費への下押し圧力となるが、米利上げ前に実施した大幅利下げが消費と民間投資を支える。

NIEs、ASEAN（2015年実質GDP成長率 NIEsプラス2.5%、ASEANプラス4.6%）は、内需が底堅いものの、中国経済の減速と資源安の悪影響を強く受けるほか、米国の利上げ観測による資金流出が生じ、3重苦の下押し圧力で低成長にとどまる。

資源安は、資源国であるロシアやブラジルに大打撃を与えている。ロシアではウクライナ問題による経済制裁も加わり、2015年は▲3.8%の成長となるが、2016年は原油価格の下げ止まりで▲0.6%へとマイナス幅は縮小する。ブラジルも2015年は▲3.5%の成長、2016年はオリンピック効果が見込めるが、▲0.2%のマイナス成長にとどまる。原油については、シェール革命とOPECの減産見送りで原油の供給過剰が続く、在庫も増加基調にある。今後も供給過剰は続くが、世界経済の下げ止まりとともに原油需要も持ち直し、供給過剰幅は縮小する。ただし、在庫水準は依然として高く、原油価格は下げ止まるも上昇ペースは緩慢となる。

2016年も、海外経済には下ぶれリスクが山積となっている。最大の焦点は、日欧が金融緩和を続ける中での米国の利上げである。日米欧の金融政策の乖離（ダイバージェンス）が拡大すると、金融市場の混乱を招くことに留意が必要である（図表1-6）。

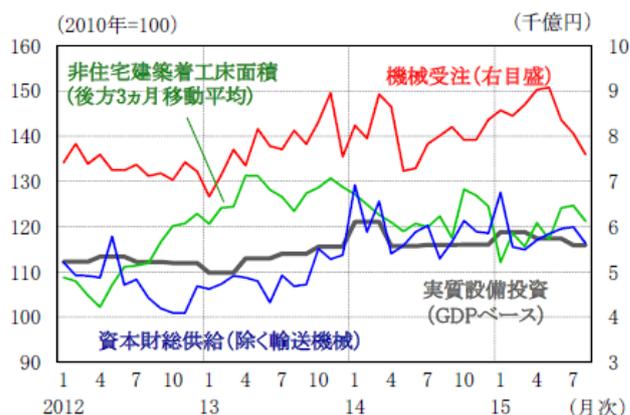
【図表1-6】 海外経済の主な下ぶれリスク

日米欧の金融政策の乖離 (ダイバージェンス)の拡大	<ul style="list-style-type: none">➤ 日欧が追加金融緩和を行う中、米国の利上げペースが加速した場合には、日米欧の金融政策の方向性が大きく乖離➤ ドル資金の逼迫や、新興国からマネー流出、世界的な金利上昇などが生じる可能性➤ 金融市場の混乱だけでなく、実体経済へも影響が及び、世界経済へ強い下押し圧力がかかる可能性
中国経済の減速の深まり	<ul style="list-style-type: none">➤ 中国経済への不安は払拭されておらず、今後も世界同時株安の引き金を引く可能性は残る。中国経済の減速が深まると、中国依存の高い国を中心に下ぶれ➤ 万が一、不動産価格が暴落した場合には、不良債権問題が顕在化し、長期停滞へ陥る可能性
地政学リスクの拡散	<ul style="list-style-type: none">➤ テロの不安が過度に広がった場合には、欧州のマインドが悪化し、消費や観光などの経済活動が停滞➤ 仮に世界へテロが拡散した場合には、人・モノの動きが停滞し、世界経済への強い下押し圧力となる

(備考)DBJ作成

設備投資は一服している。7～9月期の実質設備投資（GDPベース）は前期比年率5.0%減と、2期連続の減少となった。一致指標である資本財総供給（除く輸送機械）は、9月に前月比0.7%減と2ヵ月連続で減少した。先行指標の機械受注は9月に同7.5%増と4ヵ月ぶりに増加したものの、7～9月期では前期比10.0%の大幅減となった（図表2-3）。

【図表2-3】設備投資関連指標

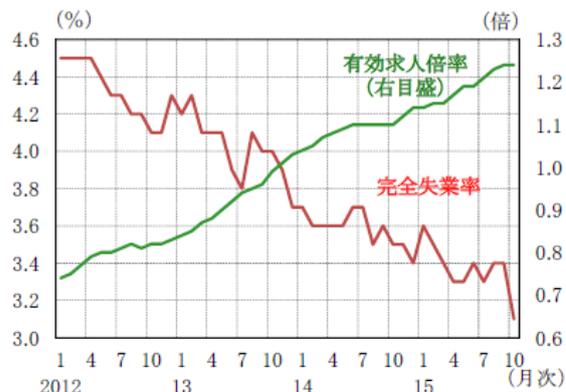


(備考) 1. 内閣府、経済産業省、国土交通省
 2. 機械受注は船舶・電力を除く民需、資本財総供給は除く輸送機械
 3. 季節調整値（非住宅建築着工統計のみDBJ試算）

住宅着工戸数は、低金利や貸家の相続税増税対策のほか、消費税増税前の駆け込み需要により持ち直し基調にある。しかし、2015年10月は年率86.2万戸と減少し、今後は同月中旬に発覚したマンションの施行不良問題が悪影響を与える可能性がある。

所得・雇用環境は改善している。2015年10月の完全失業率は前月から0.3%低下し、3.1%と引き続き完全雇用に近い水準にある。同年10月の有効求人倍率は1.24倍となり、高水準を維持している（図表2-4）。また、同年9月の一人当たり給与は前年比0.4%増加し、所定内給与は同0.1%増と今年に入り増加基調が継続している。

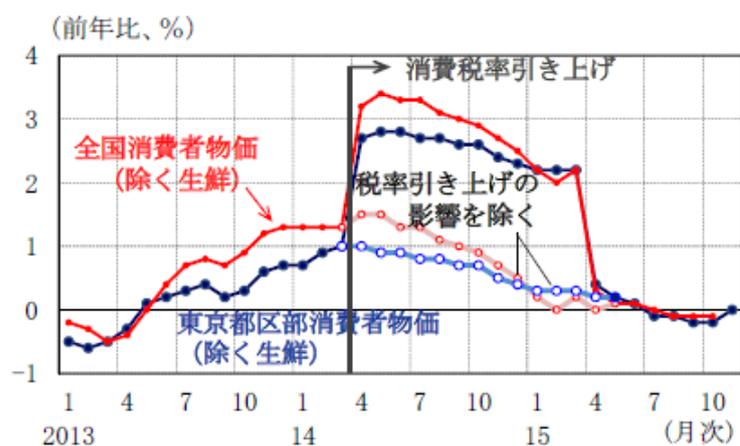
【図表2-4】完全失業率と有効求人倍率



(備考) 1. 総務省「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介」
 2. 季節調整値

消費は弱いながらも緩やかに回復している。2015年7～9月期のGDPベース実質民間消費は、7、8月の猛暑効果やシルバーウィークを背景に、天候不順により落ち込んだ4～6月期から年率2.1%増加した。一方で、同年10月の全国消費者物価（生鮮食品を除く）は、原油安の影響でエネルギーの下押し圧力がかかり、3ヵ月連続で前年比0.1%の低下となった。日銀が公表した展望レポートでは、2%程度の物価目標に達する時期は2016年度の「前半頃」から「後半頃」に延期されている。

【図表2-5】消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）



(備考) 1.総務省「消費者物価指数」

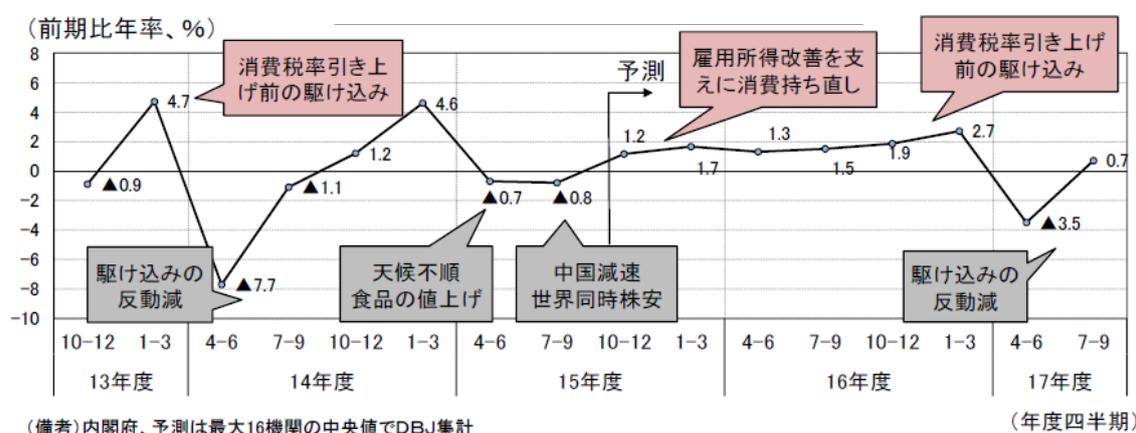
2.消費税率引き上げの影響は2.0%(都区部1.9%)、15年4月は電気代等の税率変更のずれから+0.3%(都区部+0.2%)残る。

3. 日本経済の見通し

日本経済は、2015年4～6月期と7～9月期の2四半期連続でマイナス成長となったが、景気後退局面に入ったわけではない。7～9月期の在庫を除いた最終需要は増加へ転じており、15年度後半は雇用所得の改善を支えに、緩やかな回復経路を歩む（図表3-1）。

2016年度の日本の実質GDP成長率はプラス1.4%と、賃上げの後押しを受け、回復基調が続く見通しである。雇用所得の改善に歩調を合わせ、消費が緩やかに回復するほか、設備投資も持ち直しの動きがみられる。日本経済の見通しについて、次に細かく見ていく。

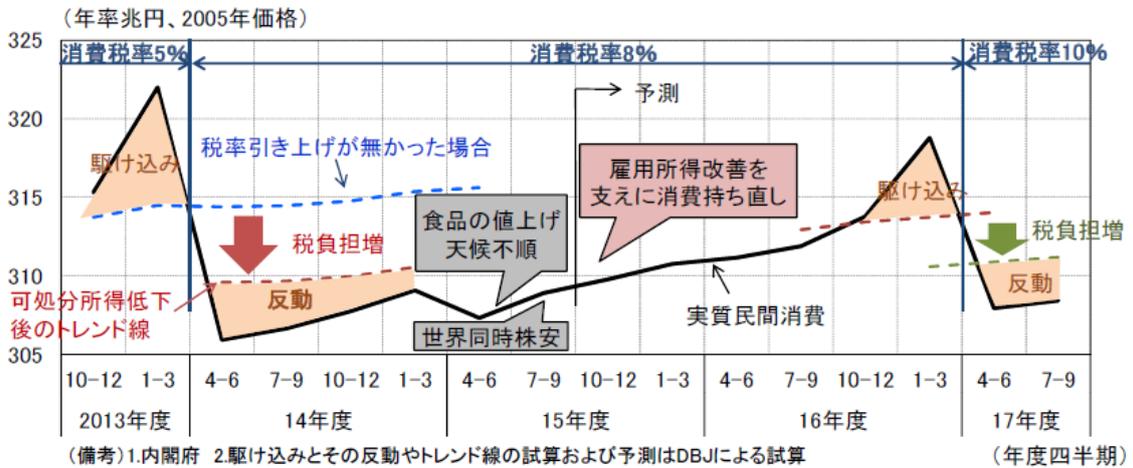
【図表3-1】日本の実質GDP成長率（予想コンセンサス）



2015年度の大企業の賃上げ率（ベースアッププラス定期昇給）はプラス2.38%（厚労省集計）となり、16年度はさらなる賃上げが行われ、全体的な所得は増加の見通しである。しかし、政府が推進する「一億総活躍社会の実現」に向けて相対的に給与の低い非正規労働が拡大するため、一人当たりの所定内給与（基本給）の伸びは押さえられる。

消費は2014年4月の消費税率引き上げ後に緩やかに持ち直していたが、その回復力は弱い。15年春には、天候不順に加え、食品などの日常品の値上げで生活防衛の意識が広がり、夏には世界同時株安を受け消費マインドが弱含んだ。今後、雇用所得の改善を支えに、消費は緩やかながら持ち直すとみられ、16年度後半には2度目の消費税率引き上げ前の駆け込み消費で盛り上がる。ただし、翌17年度初めには、駆け込みの反動と税負担増による可処分所得の低下で、落ち込みは不可避である（図表3-2）。

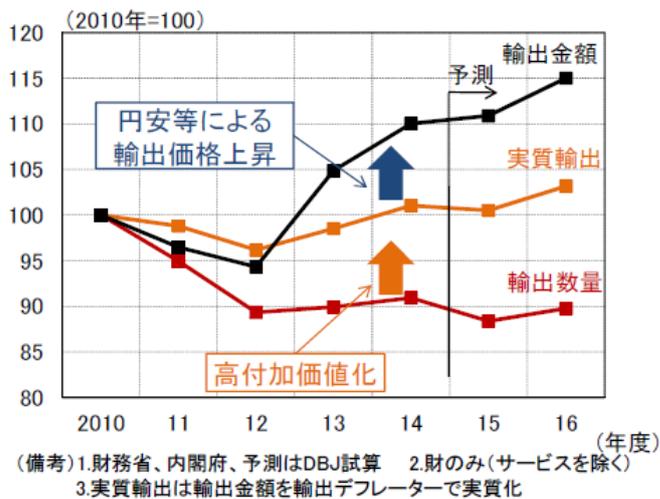
【図表 3-2】 民間消費の推移



設備投資は、8月半ば以降の中国経済への不安を引き金とした金融市場の混乱を受け、設備投資の様子見姿勢が広がったが、2015年度末にかけては様子見から脱却して増加に転じ、2016年度はプラス2.6%へ持ち直す見込みである。

輸出数量は、円安にもかかわらず伸び悩んでいる。中国経済の減速を受けたアジア地域の貿易不振が原因であるが、日本国内での人手不足感もあり、安易に汎用品の量産化へシフトしていないことも要因と考えられる。そのような中、輸出品は高付加価値化路線が明確であり、高付加価値化を反映した実質輸出は上昇傾向である（図表 3-3）。また、訪日外国人の増加は2016年度には2,340万人まで増加し、旅行収支の改善も続く見通しである。しかしながら、訪日外国人を受け入れる輸送インフラや宿泊施設の強化は課題となっている。

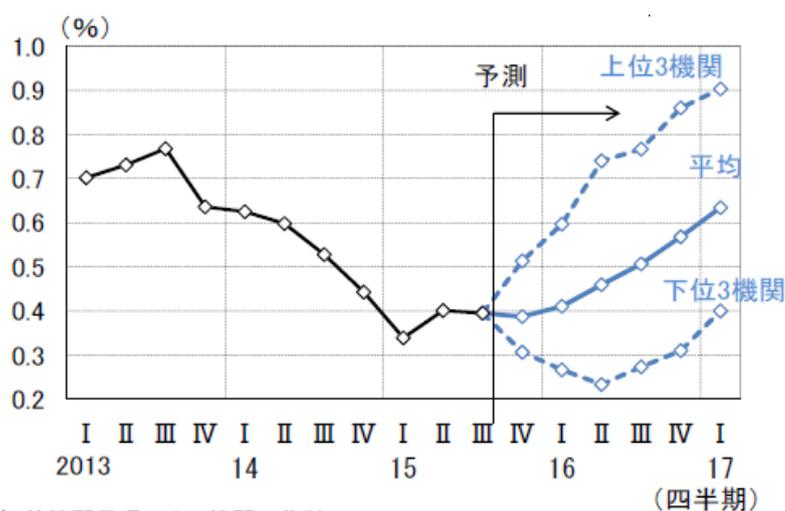
【図表 3-3】 輸出数量と金額



消費者物価（生鮮食品を除く）は、原油安による下押し圧力の剥落に伴い持ち直していき、年度平均の上昇率は2016年度後半に1%を上回る程度にとどまる見通しである。2016年度は今の異次元緩和の持続性を高めるため、追加緩和に踏み出す可能性がある。

長期金利をみると、米国の利上げが日本の金利にも押し上げ圧力となるが、緩やかな景気回復や物価上昇に加え日銀の異次元緩和は続くため、金利上昇幅は限定的となる。2016年10月には日銀当座預金金利の引き下げでイールドカーブ全体が押し下げられることもあり、2016年度末の長期金利は0.63%にとどまる（図表3-4）。仮に米国の利上げが加速すると、日本の金利も上ぶれるリスクがある。反対に、日本の景気回復の遅れや海外経済下ぶれの場合には、金利も下ぶれる可能性がある。

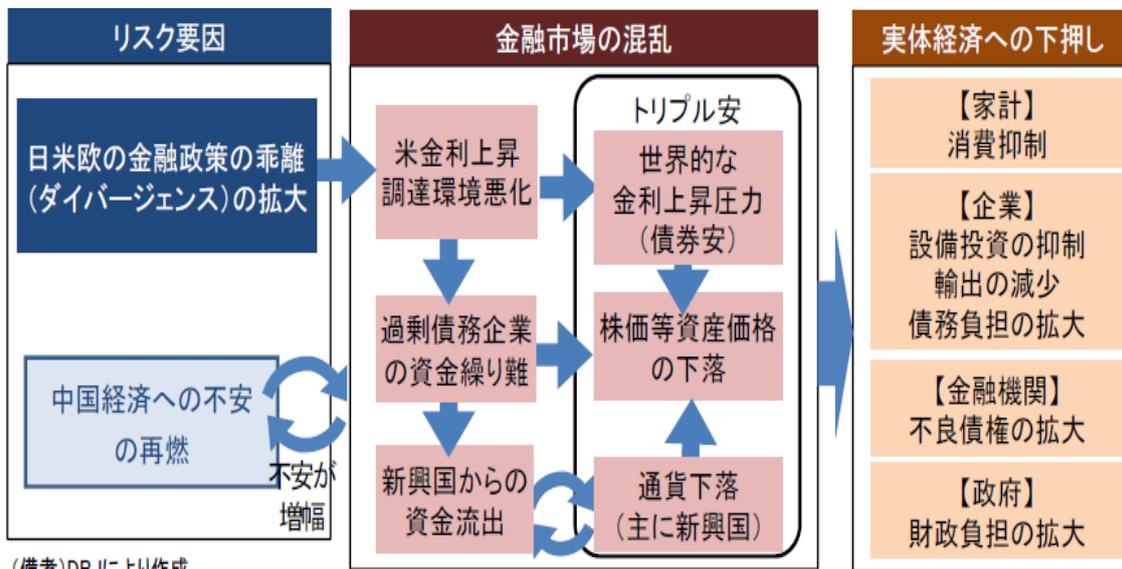
【図表3-4】長期金利の見通し



為替については、日米の金融政策の乖離（ダイバージェンス）が為替レートに強く影響する「金融政策相場」が続く。ただし、米国の利上げペースが緩慢なことに加え、日本も安易な追加緩和に踏み切らないため、乖離は小幅にとどまり、緩やかな円安基調が想定される。しかし、米国の利上げの加速や日本の追加緩和で乖離が拡大すると、円安が加速する可能性がある。

以上のように、日本経済の回復の動きは足踏みがみられるものの、雇用・所得の改善や個人消費の持ち直しにより、緩やかな回復基調が続く見込みである。しかし、日米欧の金融政策の乖離（ダイバージェンス）や中国経済への不安によるリスクには留意する必要がある（図表3-5）。

【図表 3-5】 リスクシナリオ想定



これらリスクの日本経済への影響は、まず金融面から現れる。リスク回避的な円買いが進むほか、国債への資金シフトで利回りは低下し、資産価格は下落する。すると、社債市場は混乱し、企業の資金調達環境は悪化する。そして、国債利回り低下にもかかわらず企業の資金調達コストは上昇する。金融面の混乱は、家計・企業のマインド悪化につながる。消費が抑制されるほか、設備投資にも下押し圧力がかかる。海外経済の下ぶれと円高で輸出も落ち込み、2016年度の日本経済はゼロ成長にとどまる可能性があることには留意しておきたい。