

2015年1月15日

報道機関各位

調査レポート

2015／2016年世界経済見通し(2015年1月)

～米国の利上げを乗り越えて緩やかに拡大する世界景気～

○2015年の世界の実質経済成長率は+3.5%に、続く16年は+3.3%になると予測した。世界の景気は2015年前半にかけて緩やかに加速するが、早ければ年中頃にも予想される米国の利上げを受けて、2015年後半以降は減速基調で推移するだろう。ただ金融市場は米国の利上げを概ね順調に消化するため、調整は軽微に留まり、世界経済の成長の腰折れは避けられよう。

○米国の実質経済成長率は2015年が+2.8%、16年が+2.4%になると予測した。2015年中頃の利上げ以降、米国景気は減速気味に推移する公算が大きい。もっとも、これまでの景気回復に伴い雇用情勢は着実に改善しており、賃金上昇率が緩やかに高まると予想される。また株価も、景気の底堅さが確認されれば再び緩やかな上昇気流に乗ると考えられる。そのため、景気は緩やかな拡大基調を維持しよう。

○ユーロ圏の実質経済成長率は2015年が+1.0%、2016年が+1.3%になると予測した。世界景気の拡大を受けて輸出が持ち直し、ユーロ圏景気をけん引するだろう。また雇用・所得情勢の改善を受けて個人消費の勢いが緩やかに加速し、さらに建設投資や住宅投資も、戻り歩調を徐々に強めていく。その結果、2016年の景気はわずかではあるが持ち直しの色を濃くすると見込まれる。

○中国の実質経済成長率は2015年、2016年ともに+7.2%になると予測した。ストック調整圧力の下、設備投資を中心に固定資産投資の減速が続き、中国景気を下押しするだろう。反面で、実質所得の増加を背景に個人消費が着実に増加し、また世界景気の緩やかな拡大を受けて輸出も勢いが加速する。政府による景気下支え策も見込めるため、景気の下振れは回避される見込みである。

○なお本予測では、世界経済が米国の利上げを概ね順調に消化できると見込んでいる。しかしながら、金融危機以降初めてとなる米国の利上げが、米国経済そのものの変調のみならず、国際マネーフローの変化を通じて世界経済に強い調整圧力をかける可能性がある点には、一定の警戒を要する。14年後半以降軟調で推移する原油価格の動向に関しても、そのデメリットがある点に十分注意を要しよう。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田陽介・野田麻里子

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

- 目次 -

1. 2014年の世界経済の回顧と2015／16年の見通し総論	
(1) 加速感に欠けた2014年の世界景気	2
(2) 2015／16年の世界経済見通し	
～米国の利上げを乗り越えて緩やかに拡大する世界景気	3～4
2. 金融危機後初の利上げを乗り越えて緩やかに成長する米国経済	
(1) 民需主導の経済成長が続く	5～8
(2) 「正常化」に向かう金融政策	9
(3) 2015／16年の米国経済見通し	
～金融危機後初の利上げを乗り越えて緩やかに成長する見込み	10
(4) リスク要因	11
4. 低成長・低インフレが続くユーロ圏経済	
(1) 力強さに欠けるユーロ圏景気	12～15
(2) 懸念が高まる低インフレ問題	16
(3) 2015／16年のユーロ圏経済見通し	
～持ち直しの動きは続くものの低成長に留まる見込み	17
(4) リスク要因	18
4. 構造調整圧力の下で緩やかな景気減速が続く中国経済	
(1) 緩やかな減速が続く中国景気	19～22
(2) 「新常态（ニューノーマル）」入りした中国経済	23
(3) 2015／16年の中国経済見通し	
～景気の一段の下振れは免れる見通し	24
(4) リスク要因	25
5. その他のアジア主要国の経済見通し	26
6. 2015／16年の世界経済見通しの総括	
(1) 最大のハードルは米国の利上げ	27
(2) 注意したい原油価格の動向～価格の下落は功罪両面	28
○世界経済予測総括表	29～31

1. 2014年の世界経済の回顧と2015年／16年の見通し総論

（１）加速感に欠けた2014年の世界景気

2014年の世界景気は、明確なけん引役が不在となるなかで、昨年（14年1月と7月）の見通しで示した通り、加速感に欠ける展開になった。通年の実質経済成長率は+3.3%と前年と同水準に留まったとみられる。

主要経済ごとの動向を簡単に振り返ると、まず米国については、民需主導の緩やかな景気拡大が続いた。年初の米国は、財政協議が軟着陸するという幸運に恵まれたが、一方で春先にかけて歴史的な大寒波の直撃を受けるという不運に見舞われた。その結果、1～3月期の実質GDP成長率は金融危機以来の大幅な落ち込みを経験したが、その後は着実な拡大が続いた。14年通年の実質経済成長率は+2.4%と前年（+2.2%）から小幅に上昇した模様である。なお景気の緩やかな拡大を受けて、連邦準備制度理事会（FRB）は1月以降、量的緩和第3弾（QE3）の縮小を徐々に進め、10月の連邦公開市場委員会（FOMC）でQE3を遂に終了した。

続いてユーロ圏については、夏場以降は景気の停滞が強まったが、均してみると緩やかな回復が続いた。通年の実質経済成長率は+0.9%と3年ぶりのプラス成長になった模様である。もっとも、弱含む内需を受けてデフレ懸念が高まったため、欧州中央銀行（ECB）は金融緩和を相次いで強化し、またユーロ安誘導を行うことで、その払しょくを図った。なお債務問題に関しては、政府の債務そのものの減少は進まなかったが、ECBが低金利政策を強化したこともあって小康状態が保たれた。懸案事項であった有力銀行のストレステストに関しても、大きな波乱は起きなかった。

さらに中国については、ストック調整圧力を抱えながらも、政府や中国人民銀行による景気下支え策が採られたことから、景気の減速は緩やかなものに留まった。通年の成長率は+7.4%と前年（+7.7%）よりも小幅に低下した模様である。企業物価の前年割れが続いたことが物語るように、中国には過剰な資本ストックが依然多く存在しており、経済成長の制約になっている。また金融面では、春先に初めてとなる社債の不履行（デフォルト）が発生し、金融システムが一時不安定な状態になった。騰勢が続いた住宅価格の水準も夏前より下落に転じるなど、中国経済は景気以外の面でも調整圧力を強めた。

最後に新興国については、米国のQE3終了を意識するなかで利上げが進んだため、基本的に景気の停滞が続いた。こうしたなかで有権者の不満が高まり、インドやインドネシアなどの有力な新興国を中心に、政権の交代が相次いだ。

なお商品市況に関しては、ウクライナや中東などで地政学的な緊張が高まったものの、世界景気が緩やかな拡大に留まる一方で供給がダブついたことを受けて、原油（ガソリン）などを中心にエネルギー価格の下落が続いた。

(2) 2015/16年の世界経済見通し

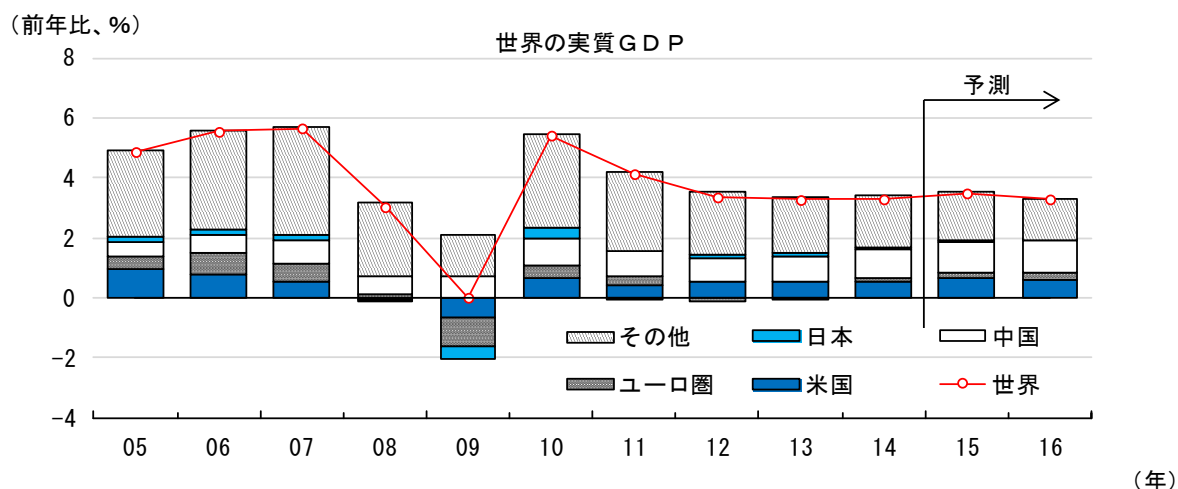
～米国の利上げを乗り越えて緩やかに拡大する世界景気

今回の見通しでは、2015年の世界の実質経済成長率を+3.5%と、続く16年を+3.3%と予測した(図表1)。世界景気は15年前半にかけて緩やかに加速するが、早ければ年中頃にも行われる米国の利上げ以降は減速基調で推移する。ただ調整の動きは軽微に留まり、世界経済の成長の腰折れは避けられよう。なお主要経済ごとの見通しは以下の通りである。

米国の実質経済成長率は2015年が+2.8%、16年が+2.4%と予測した。早ければ15年中頃に予想される利上げを受けて、米国景気は調整色を徐々に強める見込みである。市場金利の上昇と債務負担の増加、株価の調整による逆資産効果などによって、景気のメインエンジンである個人消費にブレーキがかかるだろう。既に調整局面入りしている住宅投資も回復が遅れるとみられる。設備投資や建設投資の勢いも、金融面からの調整圧力を受けて鈍化する。ただ労働需給のひっ迫を受けた賃金上昇率の緩やかな高まりや、当面続くとみられる原油安が消費の下支え役になる。株価も、景気の底堅さが確認できれば再び上昇気流に乗ると考えられる。こうしたなかで、景気は緩やかな拡大基調を維持しよう。

ユーロ圏の実質経済成長率は15年が+1.0%、16年が+1.3%と予測した。15年は、輸出が世界景気の緩やかな拡大を受けて持ち直し、景気をけん引するだろう。ECBによる金融緩和を受けて進んだユーロ安も、輸出の追い風になるとみられる。こうした輸出のパスに連動して、設備投資も緩慢であるが持ち直すと考えられる。続く16年は、世界景気が緩やかに減速するため輸出が鈍化するだろう。もっともその一方で、雇用・所得情勢の改善を受けて個人消費の勢いが強まり、景気回復をサポートする。さらに建設投資や住宅投資も、戻り歩調を徐々に強めていく。その結果、16年の成長率は15年よりも小幅ではあるが高まると見込まれる。

図表1. 世界景気は米国の利上げを消化して緩やかに拡大する



(注) 構成項目別に寄与度分解を施した。ウェイトは、実績値は前年の名目GDP(ドル建て)、予測値は2012年の実績値を固定して用いた。

(出所) 実績値は国際通貨基金(IMF)、予測値は三菱UFJリサーチ&コンサルティング(MURC)

中国の実質経済成長率は15年、16年ともに+7.2%と予想した。15年は、ストック調整圧力のなかで設備投資の増勢が鈍化し、景気の減速を促がそう。建設投資も、政府や中銀が大型の景気対策をとらない限り、緩やかな鈍化が続くことになる。反面で個人消費が、減速気味であるとはいえ改善が続く雇用・所得情勢を追い風に、着実に増加するだろう。輸出も、緩やかに拡大する世界景気を受けて持ち直しの色を濃くし、景気を下支えする。16年も、ストック調整圧力を抱えるなかで、設備投資の勢いは緩やかな減速が続く。輸出も世界景気が緩やかに減速するために鈍化する。その一方で、個人消費が実質所得の増加を受けてしっかりと推移し、景気回復をサポートする。政府による景気下支え策も見込まれるため、16年の成長率は15年と同じになると見込んだ。

なお、先行きの世界経済を待ち受ける最大のハードルは、米連邦準備制度理事会（F R B）の政策正常化に他ならない。本見通しでは、金融市場は米国の利上げを概ね順調に消化するため、調整の動きは軽微に留まり、世界経済が失速するような事態は基本的に避けられるという見方を基本にしている。もっとも、投資家心理の悪化を受けて金利が急騰したり株価の調整が深刻化したりすれば、それが米国景気の失速につながるとともに、金融市場の調整が深刻化してグローバルな信用収縮へとつながり、世界経済の成長が下振れする可能性が高まることになる。またこうした懸念から投資家がリスクセンチメントを強めるならば、国際マネーフローの変化を通じてその他の下振れリスク、例えばユーロ圏のデフレ定着リスク、中国の債務調整リスク、新興国の通貨危機リスクなどが顕在化する恐れも高まると考えられる点には注意が必要である。

また原油価格の動向にも注意を払う必要がある。原油価格は2014年後半から下落基調を強めており、国際指標であるブレント原油の12月末の価格は1 バレル当たり57.3ドルと、1年間で約半額になった。先行きも、世界経済の成長が緩やかなテンポに留まることや、石油輸出国機構（O P E C）が減産を見送ったことなどから、原油価格は当面低水準での推移が続く見通しである（15年のブレント価格は年平均で1 バレル48.9ドル、16年は51.1ドルになる見通し。31頁を参照）。

原油安が進んだため、石油輸入国の所得は実質的に増加しており、先行きの消費増が促されると期待される。反面で、原油安は足元で様々な調整を引き起こしている（例えば資源国通貨の下落やエネルギー株を中心とする株価下落、米国のシェール革命を金融面から支えてきたハイイールド債の債務不履行など）。原油安は功罪の両面を持っているが、世界景気の拡大が緩やかななかで、とりわけデメリットの部分が顕在化して世界経済の成長に下振れ圧力がかかる可能性には、注意を要しよう。

2. 金融危機後初の利上げを乗り越えて緩やかに成長する米国経済

(1) 民需主導の経済成長が続く

①緩やかなテンポで拡大する米国景気

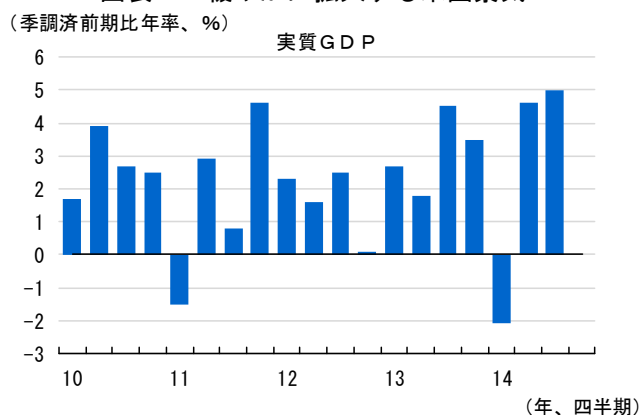
米国景気は緩やかな拡大が続いている。直近2014年7～9月期の実質GDP（確報値）は前期比年率+5.0%と、4～6月期（同+4.6%）から成長が加速した（図表2）。需要項目ごとの動きをみると、個人消費や純輸出（輸出－輸入）の増勢が加速して景気をけん引した一方で、設備投資や住宅投資は勢いが減速した（図表3）。

4～6月期と7～9月期の実質GDP成長率は高めとなったが、基本的には、1～3月期の実質GDPが春先の寒波を受けて前期比年率－2.1%と大きく落ち込んだことの反動である。したがって、年初来の景気拡大ペースは均してみると2%台半ばのテンポに留まっている模様である。14年通年の実質経済成長率は+2.4%と前年（+2.2%）から小幅に上昇したとみられる。

②必ずしも明るくない個人消費の周辺環境

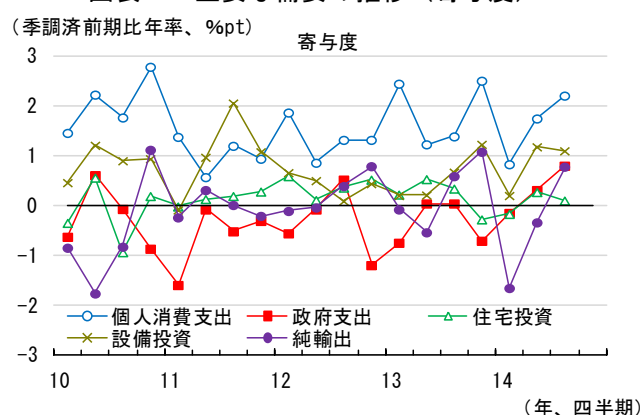
家計部門の状況をみると、米国景気のメインエンジンである個人消費は、均してみても年率2%程度の着実な増加が続いており、経済成長をけん引している。もっとも、個人消費を取り巻く環境は必ずしも明るくない。雇用情勢をみると、非農業部門雇用者数は2008年秋に発生した金融危機以前の最高水準を既に超えており、労働需給は相応に引き締まっている（図表4）。その反面で、賃金の伸びが滞っている。連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策の参考指標にしている雇用コスト指数（ECI）のうち、非軍人労働者に対する「報酬（賃金・給与＋諸手当）」の動きをみると、金融危機以前は前年比・前期比年率ともに3%程度の水準で伸びていたのが、危機以降の伸び率は2%台に低下している（図表5）。賃金が伸び悩んでいる背景には、パートタイム労働者の正規化が進んでいないことや、製造業など賃金水準が高い業種で雇用が回復していないことなどがあると考えられる。

図表2 緩やかに拡大する米国景気



(出所) 米商務省経済分析局（BEA）

図表3 主要な需要の推移（寄与度）

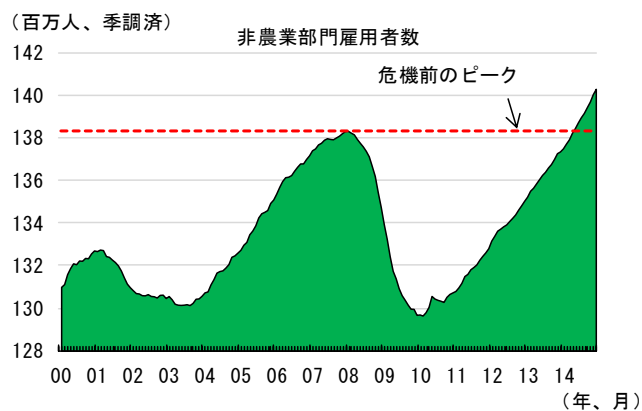


(出所) BEA

また米国では、足元にかけて所得格差が拡大している。家計部門の実質所得を6段階の所得階層別にみると、2013年時点でリーマン・ショックが発生した2008年の水準を明確に上回っている階層は、最上位（上位5%）の富裕層（+1.1%）だけである（図表6）。反面で、中・低所得者層の実質所得は2008年以前の水準を依然下回っており、そのかい離度は所得階層が低くなるほど拡大している。

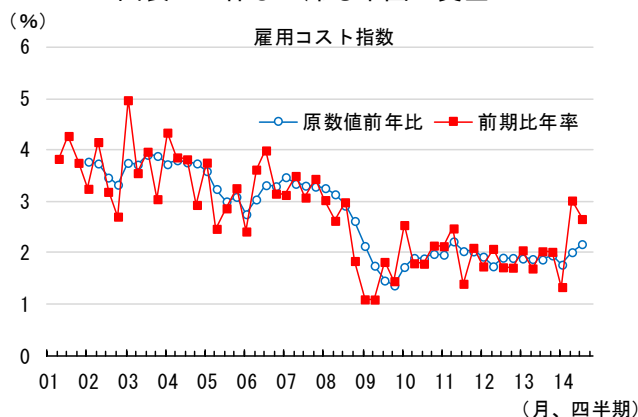
こうしたなかで、家計部門が2012年以降、消費者信用への依存度を急速に強めていることは注目すべき動きである（図表7）。つまり家計部門は、伸び悩む所得を借入で補い、消費を増やしている側面がある。消費者信用残高が急増している背景には、主に低金利下で自動車ローンが拡大していることや、授業料の値上がりが続くなかで教育ローンが増加していることがある。ただ反面で、家計部門は低金利環境の下で住宅ローンの返済を進めているため、総負債残高の規模は14年7～9月期時点で対可処分所得比107.7%と、最も膨張していた08年第1四半期の水準（134.1%）に比べれば縮小している。米国の家計の負債レバレッジはかつて程強まってはいないものの、後述するようにFRBによる利上げが目前に迫るなかで、家計部門が消費者信用への依存度を高めていることには、一定の警戒を要しよう。

図表4 着実に増加した雇用者数



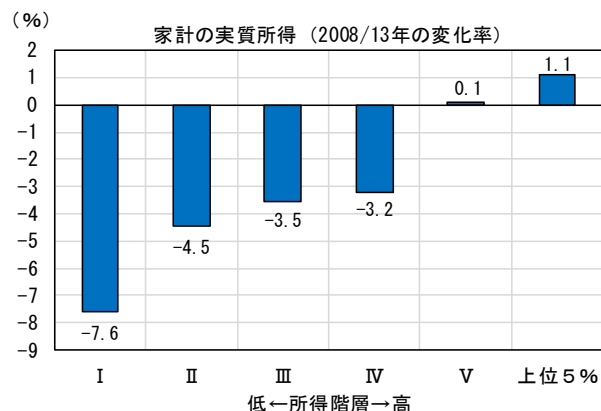
(出所) 米労働省

図表5 伸びが滞る米国の賃金



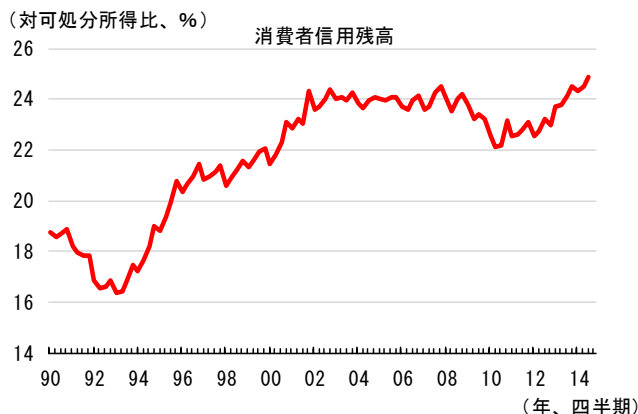
(出所) 米労働省

図表6 拡大する所得格差



(出所) 米労働省

図表7 足元で強まる負債依存の動き



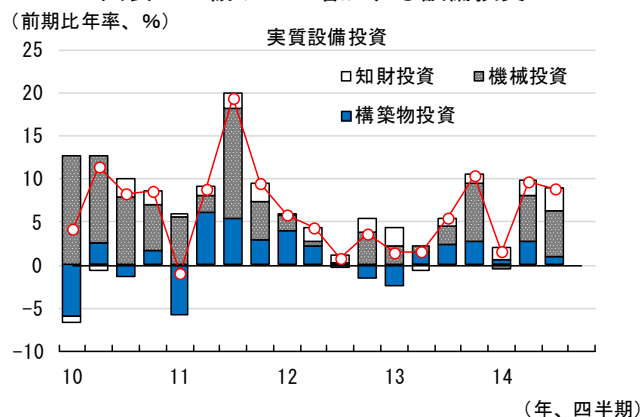
(出所) 米連邦準備制度 (FRB)、BEA

③緩やかに増加する設備投資

企業部門の状況をみると、設備投資は機械投資を中心に緩やかに増加している（図表8）。資本ストック循環図を描くと、2013年時点における企業の期待成長率は前年と同じ2%をわずかに上回る程度であり、3%を超えていた2000年代中頃に比べれば依然低いといわざるを得ない（図表9）。もっとも、設備投資／資本ストック（I/K）比率は着実に右シフトしており、循環の起点は緩やかながらも拡大均衡に向かっている。またキャッシュフローとの関係からみても、企業の設備投資意欲は徐々に高まっていると判断される。設備投資／経常利益比率（4期後方移動平均）は直近14年7～9月期時点で1.04倍と、水準そのものは依然低いが、3期連続で上昇している。

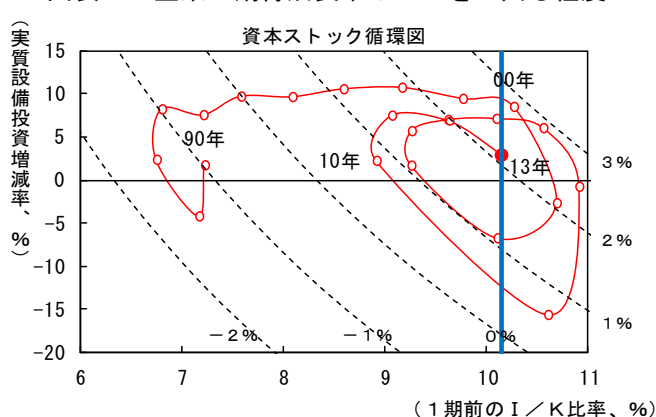
続いて産業別に純資本ストックの動きをみると、設備投資は非製造業を中心に持ち直していると判断される（図表10）。具体的には、いわゆる「シェール革命」の追い風を受けた鉱業をはじめとして、流通（卸売・小売、運輸）業、情報通信業、金融保険業、不動産業などで純資本ストックの増勢が加速している。勢い自体は弱いものの、製造業の設備投資も徐々に持ち直している。耐久財部門では一般機械や輸送用機械が、また非耐久財部門では食品や化学品が、回復をリードしている。

図表8 緩やかに増加する設備投資



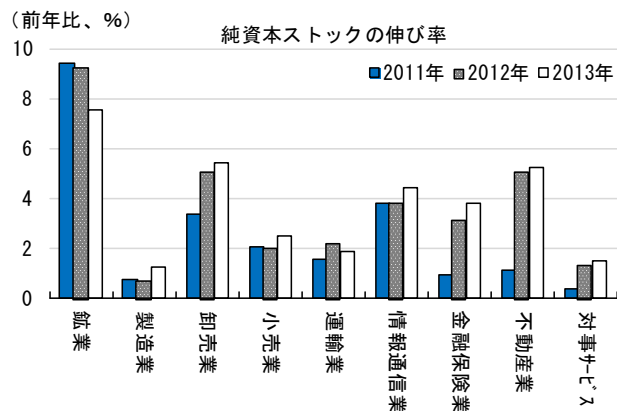
（出所）BEA

図表9 企業の期待成長率は2%を上回る程度



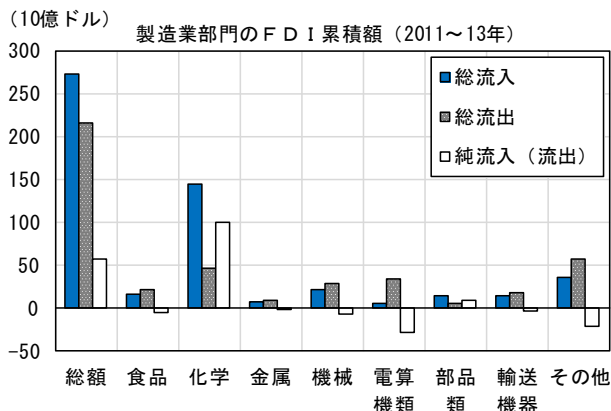
（出所）BEA

図表10 非製造業を中心に増加する設備ストック



（出所）BEA

図表11 生産拠点の国内回帰は限定的



（出所）BEA

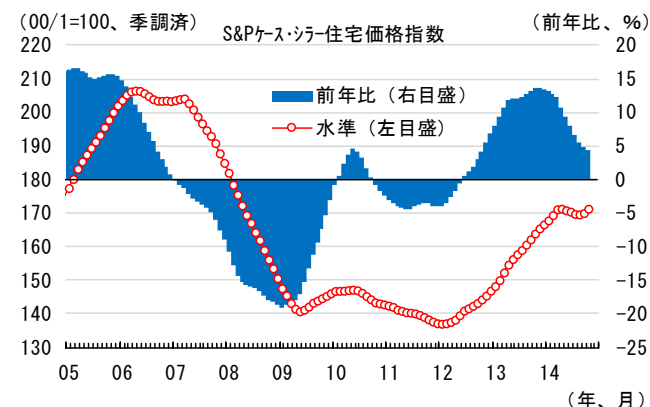
なお米国では、シェール革命に伴い製造業の生産拠点が国内に回帰するという期待が高まった。外国直接投資（FDI）統計をみると、化学産業に関しては2011～13年の3年間で1千億ドル程度の純流入額を確認できる（図表11）。化学産業は国内で割安な原油が手に入ることを好感して生産拠点の国内回帰を進めたと考えられるが、一方で、そうした動きが製造業全体に広がっているとはいえない。製造業の国内回帰が停滞している背景には、より本質的なコスト（他国に比べて高い法人税、法律や制度上の厳しい規制など）が減少していないことがあると推察される。なお14年後半以降原油安が進んだため、当面の間シェール層開発が低迷するとともに、原油安を好感した製造業の国内回帰は一段と滞る公算が大きい。製造業の国内回帰というシナリオは修正を余儀なくされよう。

④調整が続く住宅市場

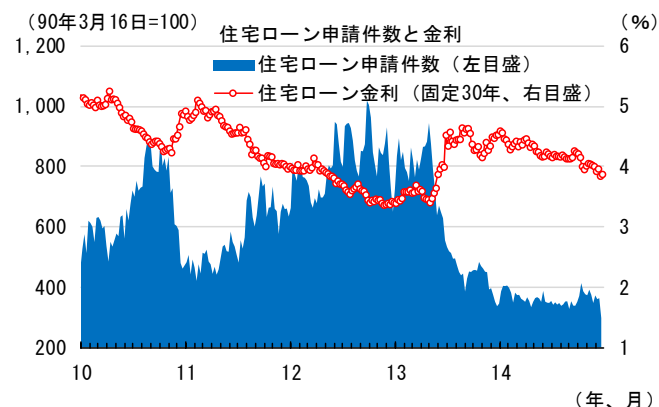
住宅部門は調整が続いており、景気の重荷になっている。市況全体の動きを良く表す中古住宅販売件数は、2013年頃から年率5百万戸程度の水準で一進一退が続いている。同様に新築住宅販売件数も、13年以降は同40万戸程度での推移に留まっている。このように市況が冴えないなかで、住宅価格も調整色を濃くしている。S&Pケースシラー住宅価格指数は前年比では引き続きプラスを保っているが、その幅は徐々に縮小している。また季節調整済の水準も、既に2014年中頃から横ばい圏での動きになっている（図表12）。

住宅部門の調整が続く背景には需要の停滞がある。住宅需要の動向を示す住宅ローン申請件数は、足元で持ち直しの動きがみられるものの、直近の水準は2013年初の3分の1程度と依然低いままである（図表13）。F R Bが金融緩和を段階的に縮小する過程で住宅ローン金利が水準を切り上げたことが、需要の圧迫につながったとみられる。それに加えて、中古住宅の在庫がひっ迫しているといった供給制約の存在や、ベビーブーマー世代の引退といった人口動態上の問題も市況の低迷につながっている模様である。こうしたことを総合的に考慮すれば、住宅部門が2000年代前半のバブル期のような活況に復するシナリオは考えにくく、住宅市況の回復は今後も緩やかなテンポに留まる見込みである。

図表12 停滞気味となる住宅価格



図表13 低迷する住宅需要



（２）「正常化」に向かう金融政策

F R Bは2014年10月の連邦公開市場委員会（F O M C）で、量的緩和第3弾（Q E 3）として2012年9月から実施してきた月次の資産買い取りを終了した。2008年秋のリーマン・ショックに伴い発生した金融危機以降、3度に渡った量的緩和政策がようやく役割を終えたことになる。

次にF R Bを待ち構えるハードルは、金融政策を「正常化」（normalization）させることに他ならない。この金融政策の正常化とは、具体的には、長らく歴史的な低水準で据え置き続けた政策金利（F F レート）を引き上げることと、4兆ドル以上に膨らんだF R Bのバランスシートの縮小に着手することを意味している。ニューヨーク連邦準備銀行（F R B N Y）が14年12月に実施した最新の調査によると、政府公証債券ディーラーの大半が、F R Bは早ければ15年中頃にも金融危機後初となる利上げ（年0.00～0.25%→0.50%）を行うと考えている。F R Bは利上げの時期はあくまで景気動向次第であるという立場を崩していないが、遅くとも2015年後半に利上げを行うことはほぼ確実な情勢である。

F R Bは実体経済と金融市場に配慮して、最初の利上げ後も政策金利を低い水準に留める方針をアナウンスし続け、市場金利の上昇を抑えようと努めている。またF R Bは、14年9月に公表した『金融政策正常化の原則と計画』のなかでも、最初の利上げ後に証券資産への再投資を停止し、当面はその自然償還を待つかたちでバランスシートの縮小に取り組むという方針を改めて示している。これらのことから、F R Bが2015年以降金融政策の「正常化」に取り組むとしても、当面の間は過去に比べると緩和的な環境が続くことになるだろう。

米国景気が今後も緩やかに拡大していけば、市場金利はF R Bによる2015年中頃の利上げを見込んで水準を徐々に切り上げていくと考えられる。家計の信用依存度が強まるなかで、個人消費に対する下押し効果も次第に顕在化するとみられる。そのため、米国景気に対する減速圧力も15年後半にかけて高まってくるだろう。もっとも基本的には、F R Bのガイダンスが今後も概ね機能することによって、市場金利の上昇は小幅に留まる見通しである。住宅ローンの返済が進んだことや、14年後半以降の原油安に伴い所得環境が改善したことも消費への追い風である。そのため、個人消費の調整は軽微に留まり、景気は失速せずに緩やかな拡大基調を維持するという見方が、今後の米国経済を展望する上での標準的なシナリオになる。

ただ、こうした調整圧力を緩和させる方向に働くと期待される賃金の持ち直しについては、労働需給のタイト化を背景に伸びが加速していくとみられるものの、そのテンポはかつてよりも緩やかにならざるを得ないだろう。企業業績の改善ペースが急速に強まるとは想定しにくいことや金融危機以降に労働力の非正規化が進んだこと、世界的に賃金の伸びが低く留まっていることなどを踏まえると、米国の賃金がかつてのような勢いで持ち直すとは考えにくいためである。その意味で、家計の金利上昇への対応力は、今後も金融危機以前に比べれば弱いままとなる可能性が高いとみられる。こうしたなかで、金融政策の正常化に伴う市場環境の変化が米国の個人消費、ひいては景気に与える影響には、一定の警戒を要しよう。

(3) 2015/16年の米国経済見通し

～金融危機後初の利上げを乗り越えて緩やかに成長する見込み

①2015年が+2.8%、16年が+2.4%になると予測

米国の実質経済成長率は2015年が+2.8%、16年が+2.4%になると予測した(図表14)。F R Bによる利上げを受けて景気は減速するものの、失速せずに緩やかな拡大基調を維持しよう。

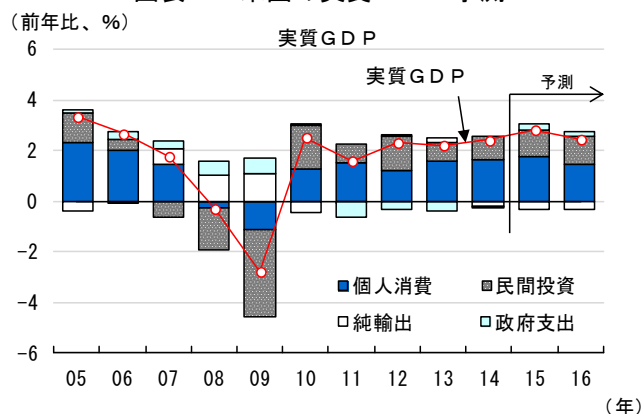
2015年の米国経済を展望すると、年前半の景気は民需主導の着実な拡大が続く一方で、年後半にはF R Bによる利上げを受けて調整色を徐々に強める見込みである。具体的には、市場金利の上昇と債務負担の増加、株価の調整による逆資産効果などによって、米国景気のメインエンジンである個人消費にブレーキがかかるだろう。ただ原油価格の下落が下支えとなり、個人消費の失速は免れる公算である。同様に、既に調整局面入りしている住宅投資も、回復が遅れるとみられる。設備投資や建設投資の勢いも、金融面からの調整圧力を受けて次第に鈍化する。

続く2016年の米国経済を展望すると、基本的に2015年後半からの調整の動きを引きずる見込みである。ただ労働需給のひっ迫を受けて、賃金上昇率が緩やかに高まるため、個人消費は底堅く推移すると予想される。また株価も、景気の底堅さが確認されれば再び上昇気流に乗ると考えられる。こうした中で、設備投資なども緩やかな増加基調に戻してくることになるため、米国景気は失速を免れる見通しである。

②物価の安定が続く中で、F R Bの利上げは従来よりも小幅になる見通し

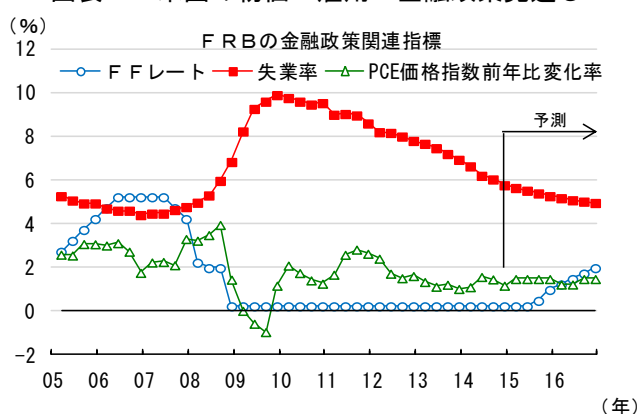
予測期間中の米国の物価動向を展望すると、景気拡大テンポが緩やかであることや、原油(エネルギー)価格が軟調に推移するとみられることから、比較的安定した推移が見込まれる。個人消費支出(P C E)価格指数も、F R Bのインフレ目標(前年比2%以内)水準を下回って推移しよう。したがって、F R Bは兼ねてからのガイダンス通り、実体経済や金融市場への影響に配慮するかたちで、過去の引き締め局面よりもF F レートの引き上げ幅を小幅に留める見通しである。F F レートは15年末で1.00%、16年末で2.00%になる見込みである(図表15)。

図表14 米国の実質G D P予測



(出所) 実績はB E A、予測はM U R C

図表15 米国の物価・雇用・金融政策見通し



(出所) 実績はF R Bなど、予測はM U R C

（４）リスク要因

①上振れリスク

上振れリスクは主に２つある。１つが、ＦＲＢによる金融政策の「正常化」にもかかわらず、株や住宅などの資産価格が力強く上昇することである。ＦＲＢによる金融政策の「正常化」は、政策当局がこれまで供給してきたマネーを回収することを意味するため、資産価格にとっては基本的にマイナスの方向に働く。もっとも、他の主要国に比べると米国の景気は相対的に堅調であるため、投資家がそれを好感して、金融政策が正常化される中でも米国の資産を積極的に購入する可能性がある。仮に資産価格が一段高となれば、いわゆる資産効果も強まるため、景気のメインエンジンである個人消費をはじめとして、住宅投資や建設投資、設備投資などの民需の勢いがそろって加速し、景気は上振れするだろう。

もう１つが、賃金上昇テンポが想定以上に速まることである。仮に労働需給のひっ迫がより強まるような事態になれば、賃金上昇圧力も高まることになる。そうなれば、個人消費や住宅投資が押し上げられて、景気が加速しよう。ただ金融危機後の労働市場の変質を考えれば、こうした状況が実現する可能性は低いと考えられる。

②下振れリスク

最大の下振れリスクは、ＦＲＢによる金融政策の「正常化」を金融市場が消化しきれず、実体経済の悪化へとつながってしまうことである。ＦＲＢは低金利政策を当面維持する方針を明言しているが、にもかかわらず投資家心理の悪化を受けて市場金利が急騰したり株価の調整が深刻化したりすれば、その分だけ逆資産効果が高まり債務負担が増えることになる。そうなれば、メインエンジンである個人消費に対する圧迫も強まり、景気が失速することになるだろう。加えて、世界景気が力強さを欠く緩やかな拡大に留まるとみられるなかで、米国景気の失速がグローバルな経済・金融の調整を呼び起こす恐れがあることにも注意を要する。実体面では、米国向け輸出の失速という経路を通じて世界の生産が下振れすることになると懸念される。金融面でも、資産価格の調整を通じて世界的に信用収縮が発生し、消費や投資が各地で圧迫されることになるだろう。さらには、後述する各国の下振れリスクを連鎖的に顕在化させることにもなりかねない。いずれにしても、ＦＲＢによる金融政策の「正常化」を金融市場が消化しきれず、調整圧力が高まれば、米国のみならず世界景気に対しても強いブレーキがかかることになる。

もう１つ注意したいリスクは、与野党間の財政協議を巡る争いが再び深刻化することである。2014年11月の中間選挙で共和党が上下両院を制したことから、オバマ大統領は一段と困難な政権運営を強いられることになった。いわゆる「小さな政府」志向が強い共和党が、債務上限などの財政問題を交渉材料に、オバマ政権に再び揺さぶりをかけてくる可能性は否定できない。仮に予算が不成立となったり、債務上限の延長で合意に至らなかったりすれば、マインドの悪化や金融市場の混乱を通じて、米国景気に下振れ圧力がかかるだろう。

3. 低成長・低インフレが続くユーロ圏経済

(1) 力強さに欠けるユーロ圏景気

①2014年の実質GDPは3年ぶりのプラス成長も勢いを欠く

ユーロ圏景気は緩慢な回復が続いている。直近2014年7～9月期の実質GDP（改定値）は前期比+0.2%と、4～6月期（同+0.1%）からわずかに持ち直した（図表16）。国別には、スペインの底堅さとイタリアの停滞が目立った。また需要別には、個人消費が勢いを強めて景気をけん引する一方で、マイナス寄与に転じた純輸出（輸出－輸入）や総固定資本形成が景気を下押しした（図表17）。

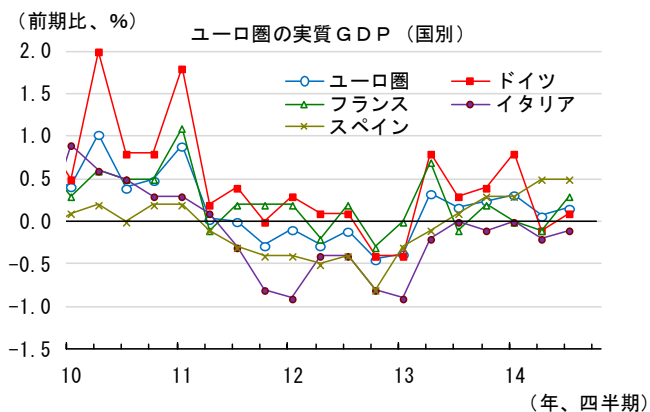
ユーロ圏の実質GDPは14年7～9月期まで6期連続で増加が続いている。もっとも、夏場以降の景気は停滞色を強めており、14年通年の実質経済成長率は3年ぶりのプラスに転じる公算が大きい、その水準は+0.9%と小幅に留まった見込みである。

②雇用情勢の改善の遅れが消費回復の重荷に

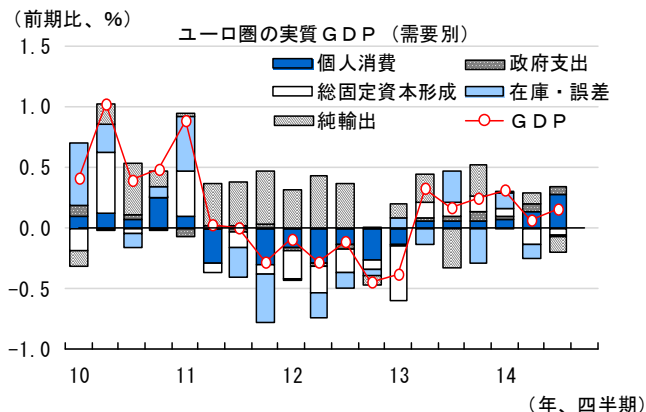
家計部門をみると、GDPベースでみた実質個人消費は均して年率1%弱の緩慢な回復が続いた。新車販売台数は年率4%程度で増加し、低金利環境下で耐久財消費も緩やかな持ち直しが続いた。もっとも、小売売上高は2014年後半以降一進一退となっていることから、個人消費全体の基調は冬場にかけて回復の勢いが滞っている。

個人消費が停滞している主な要因は、雇用・所得情勢の改善が遅れていることにあると考えられる。11月のユーロ圏の失業率が11.5%と4ヶ月連続で横ばいに留まるとともに、失業者数の減少も滞るなど、ユーロ圏の雇用情勢は改善テンポが徐々に鈍化している（図表18）。国別に失業率の動きを振り返ると、相対的に景気が堅調なドイツでは低下が続き、また景気が底打ちしたスペインでも緩やかに改善した。その反面で、景気が停滞色を濃くしたフランスやイタリアでは失業率はむしろ悪化した。

図表16 ユーロ圏景気は緩慢な回復に留まる



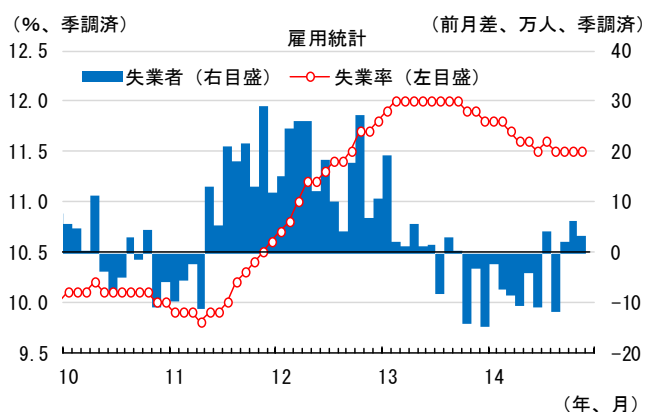
図表17 主要な需要の推移（寄与度）



また家計の実質可処分所得の前期比は足元でようやく増加に転じたものの、そのプラス幅は過去に比べると小さいままであるなど、所得の回復も遅れている（図表19）。景気の回復力が弱いなかで企業の売り上げも伸びず、また労働市場改革への圧力が高まるなかで労働分配率が低下したことが、賃金の伸びの弱さにつながっていると考えられる。欧州連合（EU）の政策執行機関である欧州委員会は、これまでの緊縮一辺倒の経済戦略から、より経済成長と雇用確保を重視する方向に路線を改めようとしている。もっとも、そうした戦略変更が家計の所得環境を改善させるまでにはなお時間を要するとみられる。

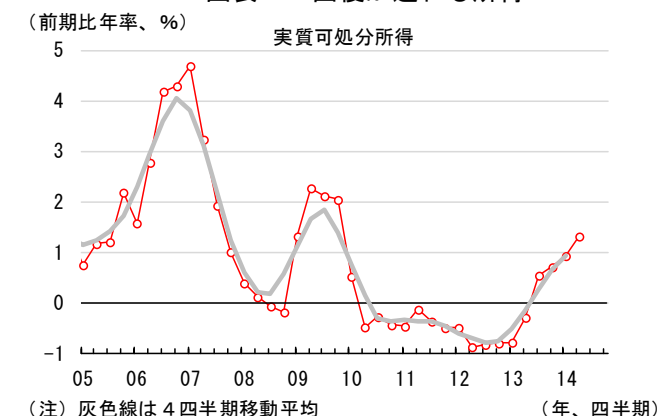
なお家計部門のバランスシートをみると、可処分所得との対比でみた総負債残高は直近2014年1～3月期時点で71.2%となっている（図表20）。足元の家計の負債水準は最も膨らんでいた11年4～6月期（73.9%）より縮小しているが、過去の水準から比べると一段の調整余地が残っていると判断される。負債の前期差を項目別にみると、とりわけ長期借入（住宅ローンなど）の削減が進んでいないことが分かる（図表21）。欧州中央銀行（ECB）が低金利政策の長期化を余儀なくされるとみられるなかで、利払いの増加が消費の重荷になるとは考えにくい。むしろ低金利環境の下で長期借入をどれだけ削減することができるかがポイントになる。

図表18 徐々に鈍化した雇用情勢の改善テンポ



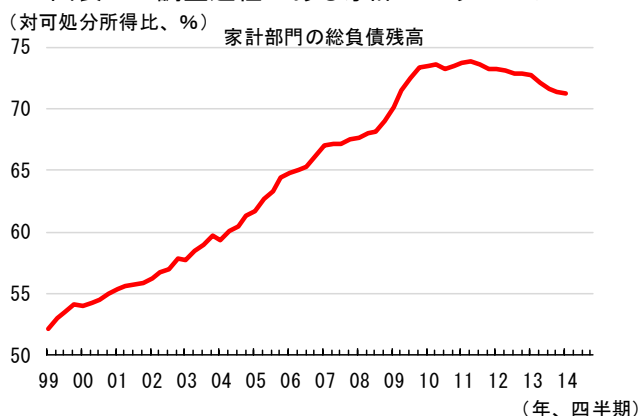
(出所) Eurostat

図表19 回復が遅れる所得



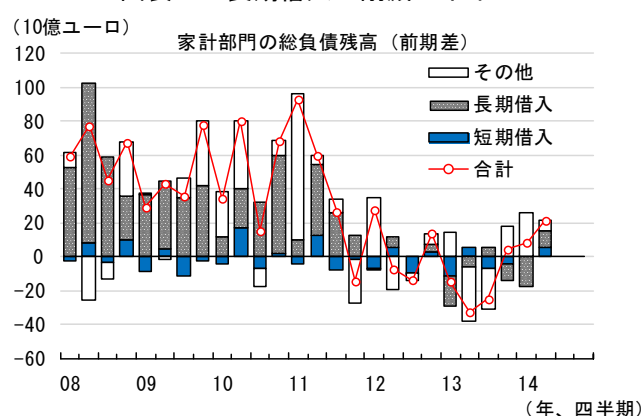
(出所) Eurostat

図表20 調整過程にある家計のバランスシート



(出所) Eurostat

図表21 長期借入の削減がポイント



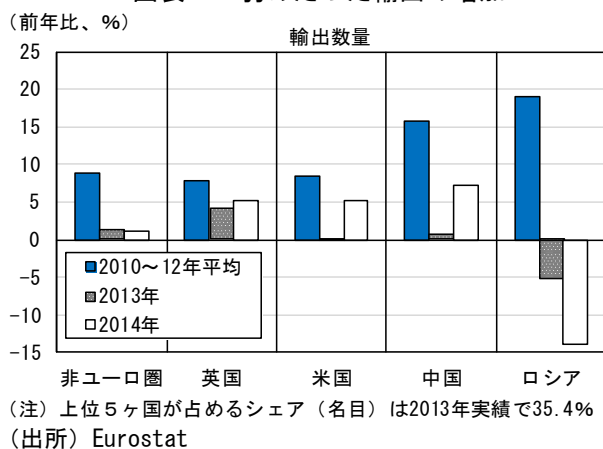
(出所) Eurostat

③輸出の弱さが生産の停滞に

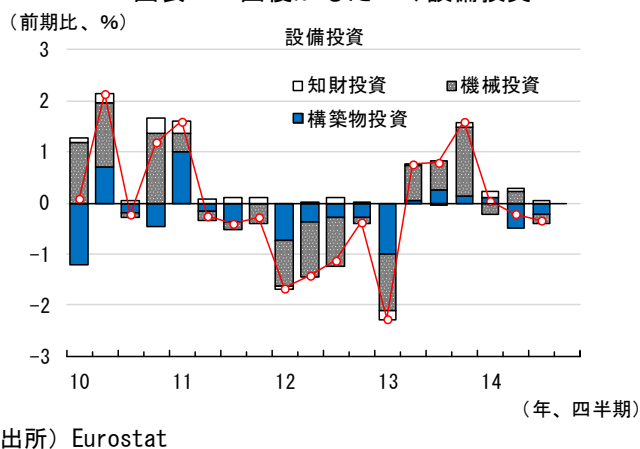
企業部門の状況をみると、生産指数が2014年夏場以降横ばい圏で推移するなど、生産活動が滞っている。背景には、個人消費の回復が停滞したことに加えて、輸出が弱めだったことがある。14年（1～9月期）の非ユーロ圏向け輸出数量は前年比+1.1%と13年通年の水準（同+1.3%）から勢いが減速した。主要な取引国別にみると、英米向けや中国向けが持ち直す反面で、ロシア向けの減少幅の拡大が目立った（図表22）。その主な理由は、ウクライナ情勢を受けて拍車がかかったロシア景気の悪化にあると考えられる。非ユーロ圏向け輸出総額に占めるロシア向け輸出の割合（名目ベース）は13年実績で4.66%に過ぎないが、自動車や一般機械など製造業を中心に対露ビジネスへの依存度が高いドイツを中心に生産を圧迫する一因になった模様である。加えて、その他の新興国向けの輸出に関しても、新興国の景気低迷を受けて停滞が続いた。

なおユーロ圏の主要国のなかでは、スペインの輸出の堅調ぶりが特徴的であった。労働コストの切り下げに成功して競争力を高めたことや、販売市場が好調であった英国向けの自動車輸出が順調だったことなどが、その主な理由である。他方で、労働コストの切り下げが進まなかったフランスやイタリアの輸出は低調であった。

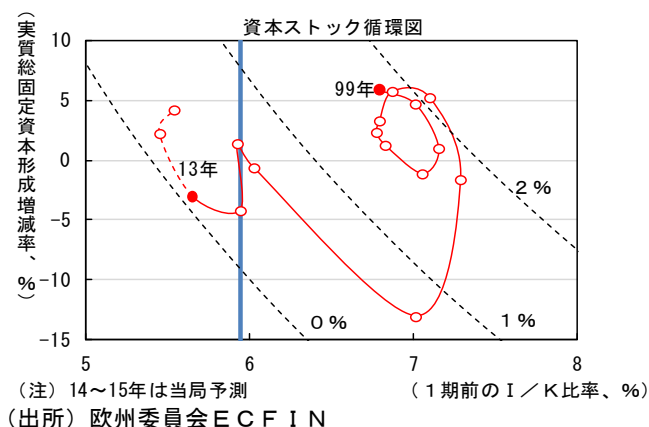
図表22 弱めだった輸出の増加



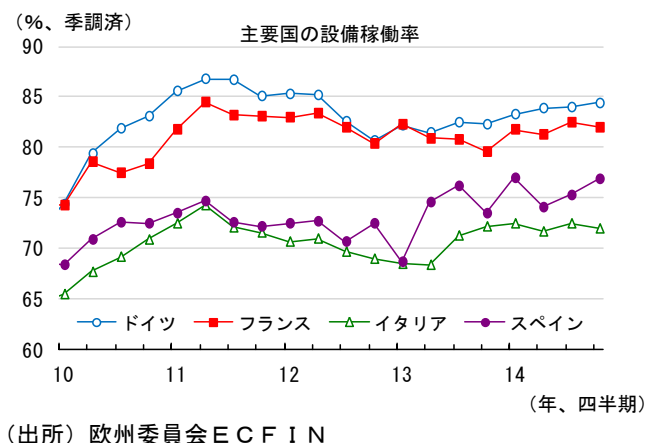
図表23 回復がもたつく設備投資



図表24 企業の期待成長率は低い



図表25 設備にはまだ余裕



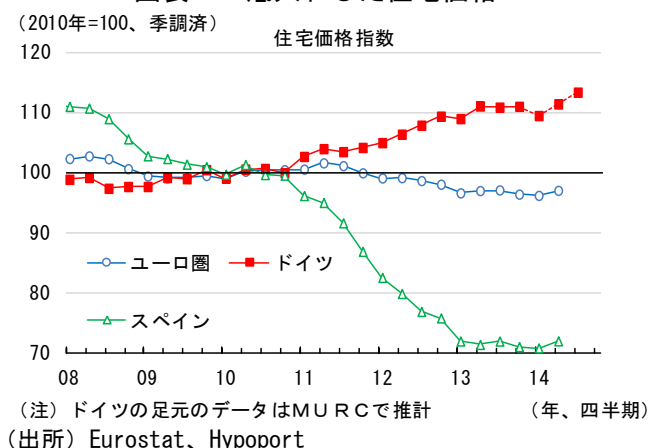
また設備投資も、構築物投資を中心に回復がもたついている（図表23）。資本ストック循環図を描くと、2013年時点における企業の期待成長率は0%近傍と、12年から下方にシフトした（図表24）。景気自体が底打ちして緩やかな回復軌道にあるなかで、足元の企業の期待成長率は、EU当局が予測するように水準を徐々に高めているとみられる。しかしながら、EU経済が好調であった2000年代中頃の期待成長率の水準（2%前後）に比べると、企業の設備投資意欲は依然弱いままである。加えて設備稼働率をみても、いずれの主要国もまだ十分高まっているとはいえず、設備に対する余剰感も強いとみられる（図表25）。ECBによる低金利政策の長期化は追い風であるものの、個人消費や輸出が大きく上振れしない限り、ユーロ圏の設備投資は今後も維持・更新向けを中心とした緩やかな増加に留まろう。

④住宅部門に復調の兆し

住宅部門は長らく調整過程にあったが、ようやく復調の兆しがみられるようになってきた。直近2014年4～6月期のユーロ圏の住宅価格指数は前年比横ばいになり、2年半ぶりに前年割れから脱却した。また季節調整済の水準も3期ぶりに上昇しているため、住宅価格はようやく底入れしたとみられる（図表26）。国別には、景気が相対的に堅調なドイツの住宅価格が先行して上昇している。ECBによる低金利政策の下で、ダブついた緩和マネーがドイツの住宅市場に流入していると考えられる。他方で、住宅バブル崩壊の影響が甚大であったスペインでも、住宅価格は底ばい状態が続いている。ギリシャなどでは価格の下落が続いているとみられるが、ユーロ圏全体の住宅市況は概ね底入れしたものと判断される。

銀行の不良債権問題も悪化に歯止めがかかっている。例えばスペインの銀行部門の不良債権比率（融資額に占める不良債権の割合）は、2013年終わり頃より緩やかな低下トレンドを描いている（図表27）。バッドバンクの稼働など政策的支援が進んだこともあるが、住宅・不動産市況そのものが底入れしたことや、同国景気が緩やかに持ち直していることなどが、銀行の不良債権比率の低下につながっている模様である。

図表26 底入れした住宅価格



図表27 不良債権の増加も一服



（２）懸念が高まる低インフレ問題

ユーロ圏では2012年以降インフレ率の低下（デフレーション）が続いている。当時、消費者物価（H I C P）の前年比上昇率は3%近い水準であったが、物価は水準を徐々に切り下げ、直近2014年12月は前年比-0.2%と、遂に下落に転じた。もっとも、変動の激しい項目を除いたコア指数ベースでは同+0.7%程度と小幅ながら上昇が続いている。

物価の低体温症が続く背景には景気の低迷がある。ユーロ圏の景気は緩やかに持ち直しているとはいえ、内需は力強さを欠いている。このことが低インフレの本質的な理由であると位置づけられる。それに拍車をかけているのがエネルギー物価の低下である。エネルギー物価の低下は、14年前半は主にユーロ高によるものであったが、E C Bの一連の金融緩和などによってユーロが下落した年後半以降は、後述する国際的な原油安の影響を強く受けるようになった。

低インフレが持つ最大の問題点は、それがデフレに転じるリスクを持っていることに他ならない。デフレになれば、名目金利をどれだけ低く誘導しても実質金利（名目金利から物価上昇率を差し引いた金利）がプラス圏に浮上する。そのため、中央銀行は金融緩和で景気を下支えすることが難しくなる。実質金利がプラスになれば、ギリシャやスペインなど構造調整圧力を抱える国を中心に景気に強い下振れ圧力がかかることになる。この点を最も警戒しているE C Bは、14年6月以降金融緩和を相次いで強化して、デフレーションに歯止めをかけようと試みてきた。主要政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）は既に年0.05%にまで、また下限金利（預金ファシリティ金利）は年-0.20%まで切り下げられている。超過準備付利に対しても、預金ファシリティ金利と同水準のマイナス金利が適用されている。また9月と12月の2回に渡り、T L T R O（貸出条件付き長期資金供給オペ）を実施し、銀行に長期の資金を供給した。さらに10月からは、カバードボンド（債権担保付き社債）の、続く11月からはA B S（資産担保付き証券）の購入も開始した。

先行きのユーロ圏の物価は、エネルギー価格は当面軟調で推移するものの、緩やかながらも回復が続く国内景気を反映して、基本的にはデフレを回避できる見込みである。しかしながら、低成長に留まるなかで、今後もH I C Pの前年比上昇率はE C Bの定める中長期的な物価目標（2%）を大きく下回って推移する公算が大きい。E Uは2015年以降に景気対策を実施（15年以降3年間で5千億ユーロ相当）することで合意したが、その効果にも限界があるなかで、E C Bは引き続き低金利政策を維持して、景気と物価の下支えに努めることになるだろう。

なお金融市場の最大の関心は、E C Bがデフレ圧力を弱めるべく、国債を購入する本格的な量的緩和を導入するかどうかに移っている。もっとも、市場の資金がダブっているなかで、量的緩和を実施したとしても、それが経済の好循環へと直ちに繋がるとは考えにくい。E C Bへの出資比率の関係から、購入対象となる国債が既に金利の低い独仏債が中心となるとみられることも、緩和効果を限定的なものにすると推察される。

(3) 2015/16年のユーロ圏経済見通し

～持ち直しの動きは続くものの低成長に留まる見込み

①2015年が+1.0%、16年が+1.3%になると予測

ユーロ圏の実質経済成長率は2015年が+1.0%、16年が+1.3%になると予測した(図表28)。景気は持ち直しの動きが続くものの、内需の弱さなどから低成長に留まる見込みである。

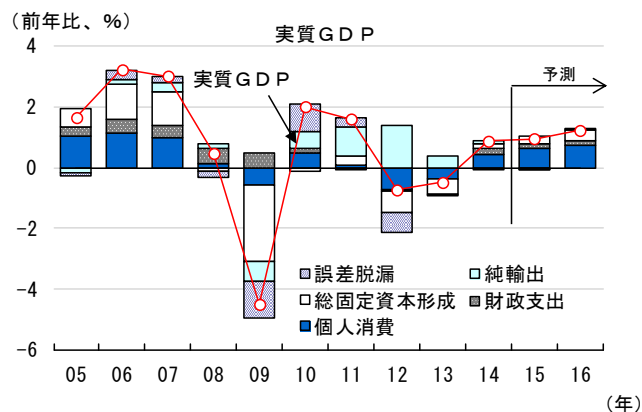
2015年のユーロ圏経済を展望すると、緩やかに拡大する世界景気を受けて輸出が持ち直し、景気をけん引するだろう。ECBの追加緩和を受けて進んだユーロ安も、輸出の追い風になるとみられる。輸出増を受けて設備投資も持ち直すが、設備不足感に乏しいなかでその動きは緩慢だろう。建設投資や住宅投資も、市況そのものの底入れや前述のEUによる景気対策を受けて回復が続くが、そのペースは緩慢なものに留まる見込みである。個人消費も回復するが、雇用・所得情勢の改善テンポの鈍さから、力強さには欠ける公算が大きい。

続く2016年のユーロ圏経済を展望すると、世界景気が緩やかに減速するため輸出が鈍化するだろう。合わせて設備投資の増勢も減速するとみられる。もっともその一方で、雇用・所得情勢の改善を受けて個人消費の勢いが強まり、景気回復をサポートする。建設投資や住宅投資も、先に述べたEUの景気対策などを受けて、戻り歩調を徐々に強めていく。その結果、16年の成長率は15年よりも小幅ながら高まると見込まれる。

②低インフレが続くなかでECBは低金利政策の長期化を余儀なくされる

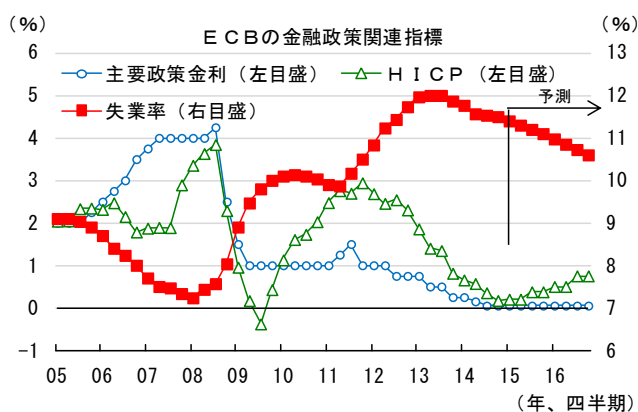
予測期間中のユーロ圏の物価動向を展望すると、景気の緩やかな回復を受けてデフレは回避できる見通しだが、低成長が続くことや原油(エネルギー)価格の低迷が続くとみられることなどから、消費者物価(HICP)もECBの水準目標(前年比で中長期に2%近傍)を大きく下回る低インフレ状態が続くと考えられる。したがってECBは、景気と物価を下支えするために低金利政策を長期化せざるを得ない。なお主要リファイナンス・オペ金利は、2016年末まで現行の年0.05%で据え置かれる見込みである(図表29)。追加緩和は量的緩和が中心となるだろう。

図表28 ユーロ圏の実質GDP予測



(出所) 実績はEurostat、予測はMURC

図表29 ユーロ圏の物価・雇用・金融政策見通し



(出所) 実績はEurostat など、予測はMURC

（４）リスク要因

①上振れリスク

上振れリスクは主に２つある。１つが、世界景気が想定以上に堅調に推移して、輸出が上振れることである。主要輸出先である英国や米国に加えて、中国などの新興国の景気が堅調に推移すれば、その可能性が高まってくる。輸出の上振れは設備投資に波及し、雇用の増加にもつながるために、内需の加速も促される。ただこうした状況になるためには、各国で大型の景気対策が採られるなどして、世界景気の拡大テンポが高まる必要がある。

もう１つが、株や住宅など資産価格が力強く上昇することである。ＥＣＢが金利政策を長期化せざるを得ないなかで、ドイツを中心に株式や住宅などの資産価格の上昇が続く可能性がある。そうなれば、米国ほどではないが、いわゆる資産効果を通じて、個人消費など内需の勢いが強まるだろう。ただ資産市場がバブル化すれば、その後に深刻な調整を余儀なくされるという別のリスクが高まることになる。ドイツでは、相対的に堅調な景気を反映して住宅や株式の価格が高値圏にあり、資産市場ではバブル懸念が燦々している。

②下振れリスク

最大の下振れリスクは、ユーロ圏でデフレが定着し、実質金利が上昇することで内需が圧迫されることである。先に述べたように、実質金利の上昇は内需、特に耐久財消費や建設投資、住宅投資の下押し圧力になると考えられる。それはギリシャやスペインなど、依然強い構造調整圧力を抱えている重債務国を中心に深刻化するとみられる。こうした事態は、原油などエネルギー価格の下落が続くなかで、米国景気の下振れや株価の下落などが嫌気されてユーロがドルに対して強く持ち直すような場合に顕在化するだろう。

また世界景気の失速に伴い輸出が失速することも懸念される。米ＦＲＢの利上げを受けて米国景気が調整色を強めた場合や、あるいは債務問題の顕在化を受けて中国景気が失速した場合、ユーロ圏の輸出にブレーキがかかり、輸出の失速が内需の下振れにつながることになる。

最後に、テールリスクとして、財政・金融不安が再燃することが指摘できる。財政不安の再燃が警戒されるのは、台頭する急進左派連合（ＳＹＲＩＺＡ）の下で反緊縮・脱支援の機運が高まっているギリシャである。また金融不安の再燃が警戒されるのが、国内大手銀行ヒポグループ・アルペアドリア（ＨＧＡＡ）の経営再建が行き詰りつつあるオーストリアである。これらの問題が顕在化すれば、マインドの悪化や金融市場の動揺を通じて景気が下振れる可能性が高まる。ただ他の重債務国の構造調整は進展しているし、欧州安定化メカニズム（ＥＳＭ）や単一銀行清算メカニズム（ＳＲＭ）が設立されるなど、制度的な安全網（セーフティネット）の整備も進んでいる。このため、財政・金融不安が再燃したとしても、2010～12年頃のユーロ危機の頃に比べれば、事態の混乱は限られるだろう。

4. 構造調整圧力の下で緩やかな景気減速が続く中国経済

(1) 緩やかな減速が続く中国景気

①2014年の実質経済成長率は小幅な低下に留まる

中国景気は緩やかな減速が続いている。直近2014年7～9月期の実質GDPは前年比+7.3%と成長が再び減速した(図表30)。構成項目別に寄与度をみると、総資本形成(設備投資、建設投資など)の押し上げ幅が縮小して成長を下押しした一方で、最終消費支出(個人消費+政府支出)と純輸出(輸出-輸入)の押し上げ幅が拡大し、成長を下支えした。需要項目に近い個別統計の推移をみても、固定資産投資の減速が成長の重荷になる一方、個人消費(小売売上高)はしっかりと推移しており、また輸出が持ち直していることが分かる(図表31)。なお7～9月期の実質GDPは前期比年率換算でも+7.8%と4～6月期(+8.2%)から減速した。

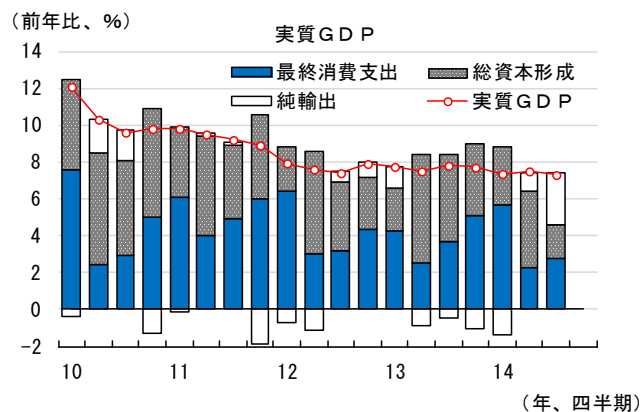
春先以降の中国政府は、比較的控え目な経済対策を実施して景気の底割れを防いできた。その結果、14年通年の実質経済成長率は+7.4%と前年(+7.7%)から小幅な低下に留まった。

②消費は着実な増加が続く一方で雇用・所得情勢に不安も

家計部門では、個人消費が着実に増加した。消費者物価で実質化した小売売上高は年間を通して前年比+10%程度の増勢をキープした。また新車販売台数の勢いは緩やかに減速したものの、年間では前年比+7%程度のペースで増加した。

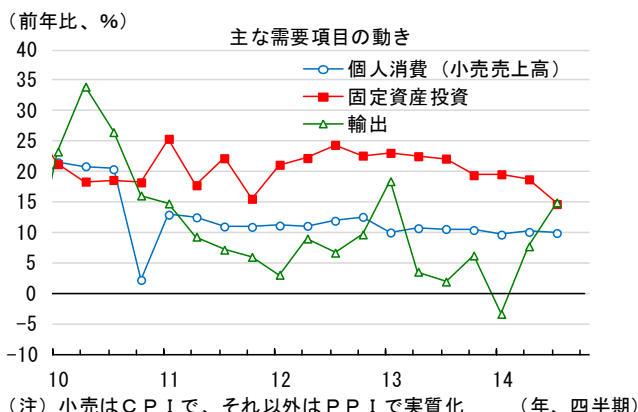
もともと、個人消費を支える雇用・所得情勢には不安も存在する。四半期ごとにみた都市部新規雇用者増減数は均してみると前期比300～350万人増のペースで着実に増加した(図表32)。その反面で、都市部の雇用者の実質平均賃金(名目平均賃金を消費者物価で実質化)の伸びは、足元でやや歯止めが掛かっているが、減速トレンドで推移している(図表33)。雇用は伸びているものの、それが必ずしも所得の増加にはつながっていないとみられる。今後もこうした状況が続くようであれば、個人消費に対する減速圧力が強まることになる。

図表30 緩やかに減速する中国景気



(出所) 中国国家统计局(NBS)

図表31 投資が減速する反面で輸出が持ち直す

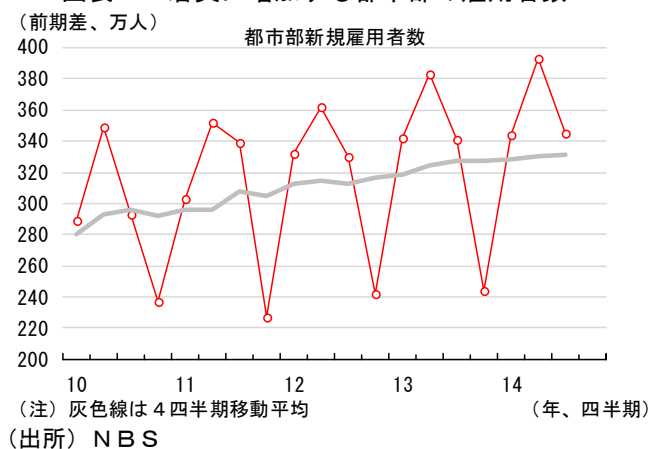


(注) 小売はCPIで、それ以外はPPIで実質化
(出所) NBS

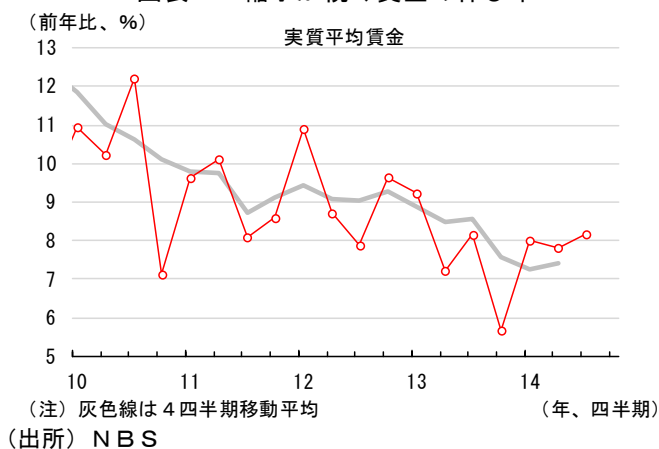
賃金の伸びの鈍化が続く背景には、何より景気そのものが減速していることがあると考えられるが、生産拠点の海外移転などを受けて経済全体の「サービス産業化」が進んだことも、重要な意味合いを持っているとみられる。雇用者数の産業別内訳をみると、足元にかけて工業の占める比率が30%程度で頭打ちになる一方で、サービス業の比率は上昇が続き、足元で40%近傍にまで達していることが分かる（図表34）。製造業と比べた場合、金融業など例外はあるものの、サービス業の給与水準は低い傾向がある。特に小売業などでは、パートタイムなど非正規雇用の形態で就労する人々も多くなっていると考えられる。こうした就労構造上の変化が、景気の減速と合わさるかたちで、賃金上昇率のすう勢的な低下につながっている可能性がある。

なお家計部門のバランスシートも徐々に膨らんでいくとみられる。住宅ローン残高の対GDP比をみると、2013年以降再び水準を切り上げており、直近2014年4～6月期は18.9%と金融危機直後の08年10～12月期の水準（10.7%）から比べるとほぼ倍である（図表35）。後述のように、住宅価格そのものは2014年に入って下落基調で推移しているが、家計の持ち家志向は依然根強く、それが住宅ローンの拡大につながっていると考えられる。家計の債務規模は欧米と比べれば小さいと推察されるが、金融環境の変化に伴う影響を受ける可能性は、かつてより高まっている。

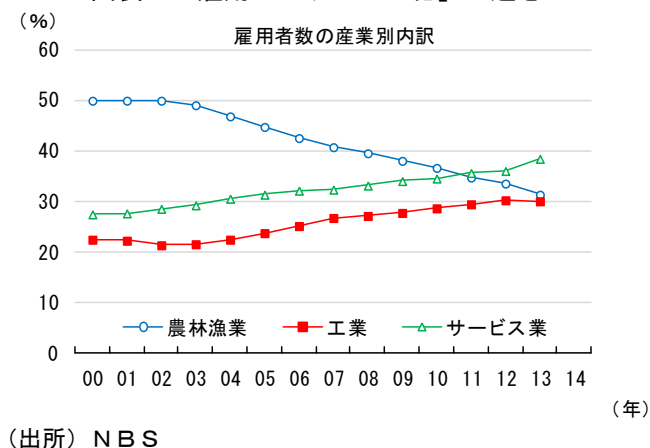
図表32 着実に増加する都市部の雇用者数



図表33 縮小が続く賃金の伸び率



図表34 雇用の「サービス化」が進む



図表35 膨らむ家計の債務水準

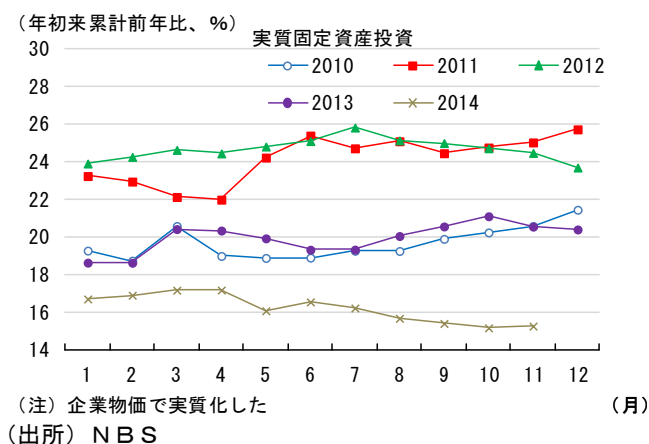


③引き続き減速が見込まれる固定資産投資

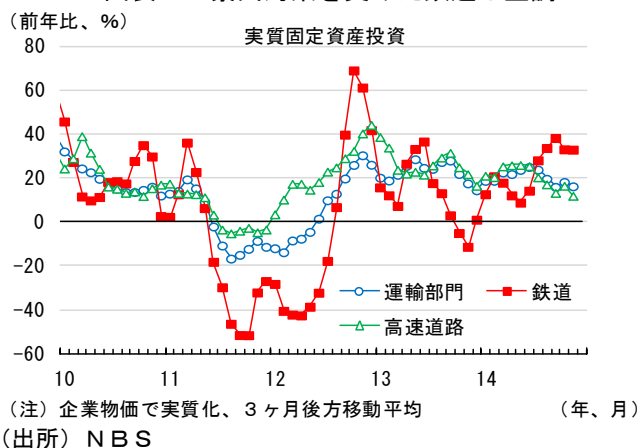
企業部門では、固定資産投資（設備投資＋建設投資）の減速が続いている。製造業の実質固定資産投資の年初来累計値をみると、2014年は前年比15%程度の拡大に留まり、20%程度であった2013年から一段と下振れした（図表36）。過剰な設備ストックが重荷であるなかで、製造業は投資を手控えている模様である。他方で運輸部門の実質固定資産投資からインフラ投資の動向をみると、4月に発表された景気テコ入れ策のなかで政策的強化が謳われた鉄道については、比較的堅調な推移が確認できる（図表37）。

企業間の需給も緩んだままである。中国の生産者物価（PPI）は2012年以降前年割れが続いている（図表38）。内訳をみると、食品、衣類などの軽工業部門は小幅なプラスを保つ一方、採掘産業、素材産業、加工産業といった重工業部門は価格の下落が顕著である。過剰生産の代表的存在が鉄鋼業である。中国鉄鋼工業協会によると、2014年も中国の鉄鋼製品の生産は前年比プラスが続いたが、その勢いは徐々に減速した（図表39）。もっとも夏以降は、販売が前年割れになるなど、供給以上に需要が下振れする事態になった。こうしたなかで中国の鉄鋼メーカーは、国内で余った鉄鋼製品を輸出に回した模様である。鉄鋼の輸出額の前年比は2014年を通じて伸びが加速し、通年では3割近く増加した。その結果、世界の鉄鋼市況は軟調に推移した。

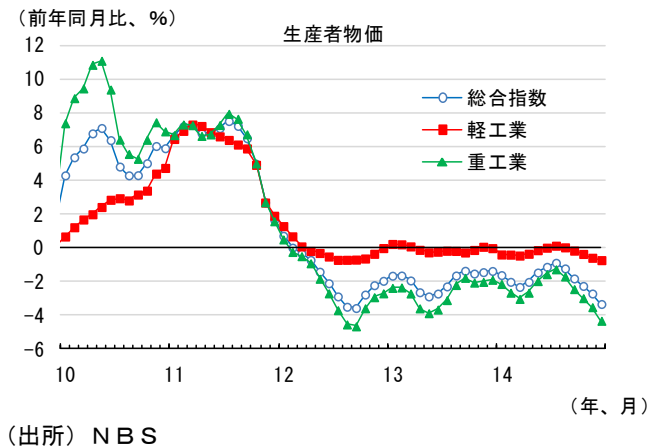
図表36 減速が続く製造業の投資活動



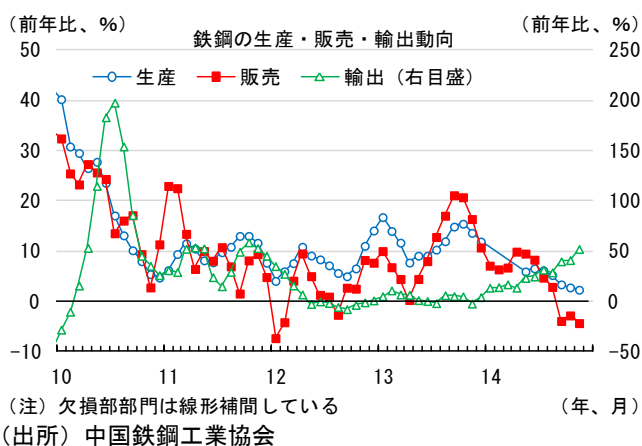
図表37 景気対策を受けた鉄道は堅調



図表38 重工業部門を中心に下落が続く生産者物価



図表39 余った鉄鋼が輸出に回る



鉄鋼業以外にも、中国の製造業は依然過大な資本ストックを抱えていると推察される。老朽化し生産効率に劣る生産設備も存在するとみられるため、その合理化・効率化を目的とする投資への需要は底堅いと考えられる。もっとも、設備投資全体の動きは引き続き減速基調で推移する公算が大きい。後述する「新常态（ニューノーマル）」への適応を目指すなかで、政府による大型の景気対策が打たれる可能性は低く、インフラ投資などの公共投資も限定的となるだろう。こうしたことから、中国の固定資産投資は今後もすう勢的な鈍化は避けられない見通しである。

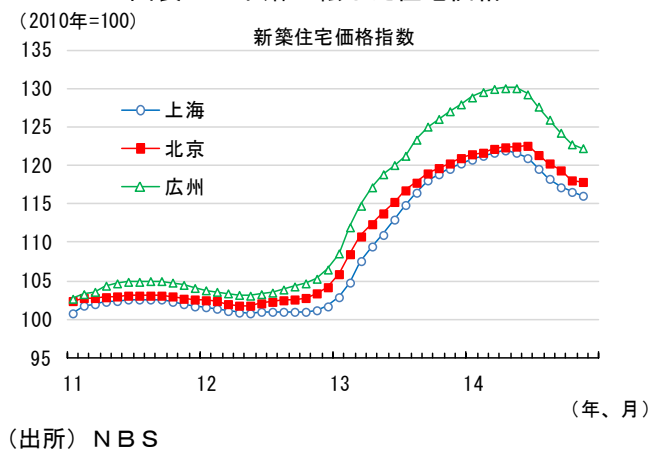
なお過剰な生産設備（資産）の裏にある債務の存在にも注意する必要がある。これまで中国の企業は、銅などの資源を担保に資金調達を行ってきた。したがって、足元の商品市況の軟調が企業の資金調達上の調整圧力になる可能性は否定できない。建設会社が引き続き「融資平台」という地方政府の関連企業から多額の借入れを行っているともみられることも、懸念材料である。

④下落に転じた住宅価格と上昇が続く株価

住宅市場は調整が続いている。主要都市の新築住宅価格指数は2014年春先から下落が続いている（図表40）。価格の下落が進んだ背景には、中国政府が購入規制を強化したことに加えて、住宅供給が増えたこと、そして何より景気の減速を受けて住宅需要そのものが弱まったことがあると考えられる。政府が再び住宅ローン規制の緩和に動いていることもあり、住宅市況には一部で底入れの兆しがうかがえる。もっとも、政府が本格的な購入規制緩和には依然慎重であるとみられることなどから、住宅市況がただちに本格的な上昇軌道に復する可能性は低いだろう。

なお住宅価格の下落と歩調を合わせるように、株価が上昇トレンドを強めている。上海総合指数をみると、2014年前半は2千ポイントをわずかに上回る程度であったのが、年中頃から急激に上昇ピッチを高め、年末には3千ポイントを越えた（図表41）。滞留していた個人マネーが、資産運用の場として株式市場に流入したと考えられる。また日欧の金融緩和強化を受けて発生した余剰資金が、貿易信用や香港経由での取引を通じて流入しているともいわれている。ただ上昇が急であるため、その反落が企業や家計のマインドを冷やすリスクも高まっている。

図表40 下落に転じた住宅価格



図表41 14年中頃から急上昇した株価



（２）「新常态（ニューノーマル）」入りした中国経済

中国共産党の指導部は2014年12月初めに開催された中央政治局会議で、中国経済が経済発展における「新常态（ニューノーマル）」に入ったとの認識を示した。また続いて開催された中央経済工作会议において、党指導部は「新常态」への移行を示す昨今の経済情勢の変化と、これに適応するための重点課題を明らかにした。図表42はその概要であるが、これをみると解るように、党指導部は中国経済が「新常态」へ移行するに当たり①高速成長から安定的な中高速成長へのシフトダウン、②発展の規模やスピードを重視する粗放型の成長から質と効率を重視する集約型の成長への転換、③量的拡大から質的向上への構造調整、④伝統的な成長エンジンから新しい成長エンジンへのシフト、といった変化を伴うという認識を有している。

中国経済は1978年の改革開放政策への転換から2011年までの約30年間、年により変動はあるものの、年平均10%程度の高成長を維持してきた。もっともリーマン・ショック以降の経済成長率はすう勢的な減速が続いている。経済が発展したというそもそもの要因に加えて、いわゆる「一人っ子政策」の影響から生じた生産年齢人口の減少という人口動態の変化が、成長の減速をもたらしていると考えられる。国家統計局（NBS）によれば、中国の15～59歳人口は2012年に減少（前年比－345万人）に転じている。また国連の人口予測でも、生産年齢（15～64歳）人口比率のピークは2010年であり、今後2060年頃まで低下が続く見通しになっている。

こうした人口動態面から生じる成長率の下押し圧力を緩和するためには、生産性を上昇させることが必要不可欠となる。党指導部・政府はこの点を強く認識しており、2013年秋の第18期中央委員会第3回全体会議（三中全会）で採択した「改革全面深化」に関する決定のなかでも、生産性上昇のための諸課題・諸政策が述べられている。今般、党指導部が「新常态」への移行を公表したことは、実現に当たり様々な困難があるものの、先の三中全会での方針を堅持していくことを改めて示すものであった。もっとも、中央経済工作会议において15年の経済運営の第一目標に「経済の安定成長の維持」を掲げたように、党指導部・政府は「新常态」へのあくまで緩やかな移行を目指している。こうしたなかで、党指導部・政府は改革を推進する一方、小型の経済対策や規制改革の推進により、引き続き経済成長の下支えに努める見通しである。

図表42 党中央の「新常态」認識

《新常态への移行を示す昨今の変化》		《適応するための課題》
消費	模倣型・横並び型消費から個性化・多様化した消費への移行	製品の品質・安全の保証と供給の革新による需要の喚起
投資	伝統産業が飽和状態にある一方で新産業の投資機会が拡大	投資が引き続き経済を牽引する役割を担える体制の整備
輸出	低コスト優位性に変化	新しい比較優位の確立
生産	伝統産業における供給能力の過剰	産業構造の最適化・高度化
生産要素	人口の高齢化と農村の余剰労働力の減少	労働力の質の向上と技術の進歩
市場競争	数量・価格競争から品質・差異化競争に徐々に変化	統一・透明で秩序・規範のある市場環境の形成
環境・資源	環境の受容能力がほぼ限界	グリーン・低炭素循環型発展方式の推進
経済リスク	成長鈍化に伴い様々なリスクが顕在化	対症療法と抜本対策の両方から各種リスクを解消する体制・仕組みの確立・整備
マクロ経済政策	全面的な景気刺激策の限界効用の顕著な低下	過剰生産能力の解消と市場メカニズムの活用による新たな需給状況に応じたマクロ経済政策の実施

（出所）日刊中国通信2014年12月15日号などを参照し、MURC作成

(3) 2015/16年の中国経済見通し

～景気の一段の下振れは免れる見通し

①2015年、16年ともに+7.2%と予測

中国の実質経済成長率は2015年、16年とも+7.2%になると予測した（図表43）。中国経済の成長力は徐々に落ちてきているが、短期的に一段と下振れすることはないだろう。

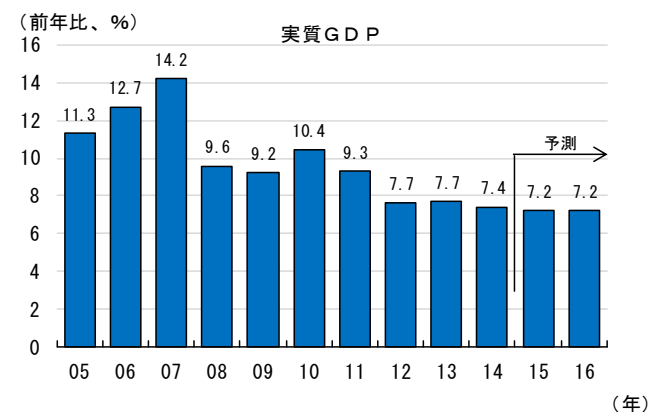
2015年の中国経済を展望すると、設備投資の増勢がストック調整圧力のなかで鈍化し、景気の減速を促そう。建設投資も、政府や中銀が大型の景気対策をとらない限り、勢いの鈍化が続くことになる。その反面で個人消費が、減速気味であるとはいえ改善が続く雇用・所得情勢を追い風に、着実に増加するだろう。加えて輸出も、緩やかに拡大する世界景気を受けて持ち直しの動きが強まり、景気を下支えするとみられる。

続く2016年の中国経済を展望すると、引き続きストック調整圧力を抱えるなかで、設備投資の勢いは緩やかな減速が続くだろう。合わせて輸出も、世界景気が緩やかに減速するために鈍化すると見込まれる。もっともその一方で、個人消費が実質所得の増加を受けてしっかりと推移し、景気回復をサポートする。政府による規制緩和の推進といった構造改革や景気下支え策も見込まれるため、通年の成長率は15年と同じになると見込んだ。

②物価の安定を受けて中国人民銀行は適度な金融緩和を継続する

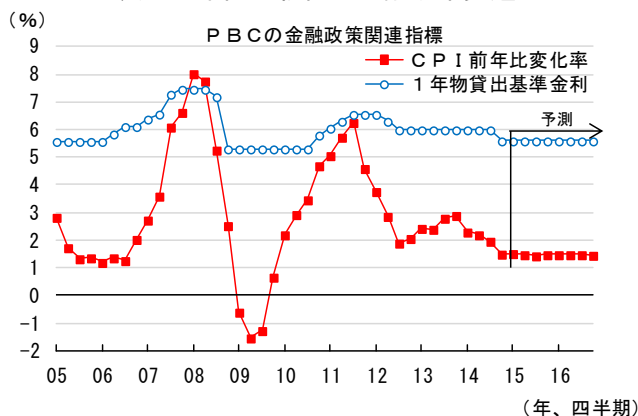
予測期間中の中国の物価動向を展望すると、豚肉価格の上昇サイクルに当たるものの、景気が横ばい圏で推移することや、エネルギー価格が低下していることを受けて、消費者物価は近年の中国政府の目標水準（+3.0～3.5%以内）を下回る状態が続くだろう。したがって人民銀行（中央銀行）は、予測期間中も適度な金融緩和路線を継続すると考えられる。人民銀行は2014年中頃に農村向け貸し出しが多い金融機関に限定して預金準備率を引き下げたが、予測期間中も人民銀行はこうした小刻みなチューニングを行うとみられる。その一方で、一年物基準貸出金利などの政策金利や大手銀行向けの預金準備率を大幅に引き下げることはないだろう（図表44）。

図表43 中国の実質GDP予測



(出所) 実績はNBS、予測はMURC

図表44 中国の物価・金融政策見通し



(出所) 実績はNBSなど、予測はMURC

（４）リスク要因

①上振れリスク

上振れリスクは２つある。１つが、世界景気が想定以上に堅調に推移した場合に、輸出が上振れることである。輸出の上振れは設備投資に波及し、雇用の増加にもつながるために、内需も勢いを強めることになる。ただこうした事態になるためには、主要輸出先である米国や欧州を中心に拡張型の経済対策が取られるなどして、世界景気の加速ピッチが高まる必要がある。

もう１つが、政府・中銀が大規模な景気対策を打ち、内需が押し上げられることである。自動車や住宅など耐久消費財の購入支援策の拡充やインフラ投資の大幅な増強、金融緩和の強化（政策金利や預金準備率の引き下げ）などが具体的な手段になるだろう。ただそのためには、中国政府の基本的な経済戦略が質的な拡大を求める路線から量的な拡大を求める旧来の路線へと大きく転換することが前提となる。ただ金融危機後の大型景気対策の結果積み上がった過剰資産・債務の解消が課題であるなかで、量的な拡大戦略への再転換を試みる可能性は低いといえよう。

②下振れリスク

下振れリスクは２つある。１つが、世界景気が下振れし、実体・金融の両面から中国景気に対して下押しリスクがかかることである。とりわけ米F R Bの利上げを受けて米国景気が調整色を濃くした場合、中国から米国向けの輸出が失速し、景気を下振れさせる可能性が高い。ユーロ圏でデフレが定着し、欧州景気がさらに停滞した場合も、欧州向け輸出の失速を通じて中国景気に下押し圧力がかかるだろう。

もっとも、より警戒されることは、F R Bの利上げに伴い世界のマネーフローが変化することによって、中国においても金融面での調整圧力が高まることである。中国の企業部門は過剰設備（資産）を抱えると同時に、過剰な債務も抱えている。このことは、企業の資金調達上の問題だけでなく、不動産バブルや影子銀行（シャドーバンキング）の問題とも密接に絡んでいる。中国の金融システムは依然閉鎖的であるものの、F R Bの利上げに伴い世界のマネーフローが大きく変化すれば、相応の影響を受けるだろう。仮に資金流出が深刻化すれば、それを起点に中国でも債務問題が顕在化する可能性がある。このような事態が顕在化すれば、ストック調整圧力が一段と高まることになり、中国景気に強い失速圧力がかかるだろう。世界２位の経済規模を誇る中国の景気が腰折れすれば、世界景気にも強い下押し圧力がかかることになる。

5. その他アジア主要国の経済見通し

中国を除くアジア主要国の経済見通しは以下のとおりである（図表45）。

インドの実質経済成長率は2015年が+5.9%、16年が+6.3%になると予測した。為替レートが落ち着いていることや原油価格が下落していることを受けてインド準備銀行（中央銀行）が利下げを進めるなかで、個人消費や総固定資本形成の勢いが徐々に加速するだろう。

インドネシアの実質経済成長率は2015年が+5.4%、16年が+5.5%になると予測した。原油安が輸出のブレーキになる反面で、ガソリン向け補助金が減少するなどして経済全体でみた所得が増加するため、成長の減速は回避されると考えられる。またジョコ・ウィドド政権の経済構造改革を好感して流入するとみられる外国投資が、経済成長を押し上げるだろう。

韓国の実質経済成長率は2015年が+3.6%、16年が+3.7%になると予測した。また台湾の実質経済成長率は2015年、16年とも+3.6%になると予測した。ニューノーマル化路線を歩む中国向けの輸出が伸び悩む一方、ドル高もあって北米向け輸出が徐々に加速し、景気回復をけん引する見通しである。

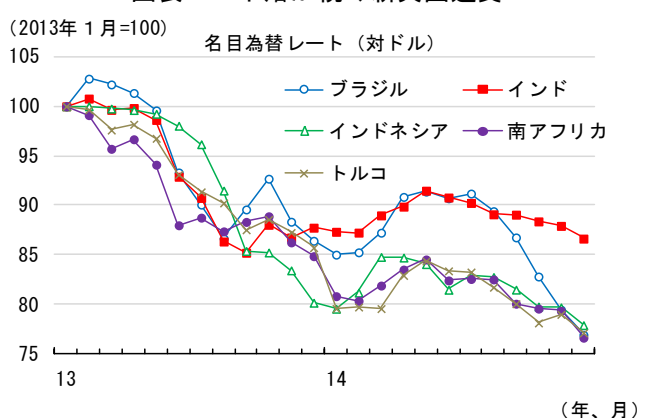
なお新興国全体に共通する下振れリスクとして、F R Bの金融政策正常化の流れを受けて通貨が一段安となることが指摘される。F R Bの金融緩和終了が意識され始めた2013年以降、新興国の通貨は下落基調で推移している。各国の中央銀行は通貨防衛の観点から利上げを進めたが、F R Bによる利上げや、後述する原油安に対する警戒感の高まりを背景に、新興国通貨は下落が続いている（図表46）。今後も新興国通貨は弱含みで推移しようが、変動相場制度の導入が進んでいることや外貨準備を潤沢に有する国が多いことから、1990年代後半に発生したアジア通貨危機のような事態が発生する可能性は低いと考えられる。ただ経常収支赤字の削減が進まないなど、経済の基礎的な条件（ファンダメンタルズ）が悪化している国では、通貨に対する売り圧力が高まる公算は大きい。またインドやインドネシアなどで経済改革の機運が後退すれば、投資家が資本の引き上げを進める可能性が高まることも懸念される。

図表45 その他アジア諸国の実質GDP予測

	2013 (実績)	2014 (見込み)	2015 (予測)	2016 (予測)
中華圏				
香港	2.9	2.4	2.3	2.5
韓国	3.0	3.5	3.6	3.7
台湾	2.1	3.5	3.6	3.6
東南アジア				
インドネシア	5.8	5.2	5.4	5.5
マレーシア	4.7	5.7	5.4	5.2
フィリピン	7.2	6.2	6.3	6.3
シンガポール	3.9	3.4	3.6	3.9
タイ	2.9	1.4	4.3	4.4
南アジア				
インド	4.7	5.4	5.9	6.3

（出所）実績はIMF、予測はMURC

図表46 下落が続く新興国通貨



（出所）各国中央銀行

6. 2015／2016の世界経済見通しの総括

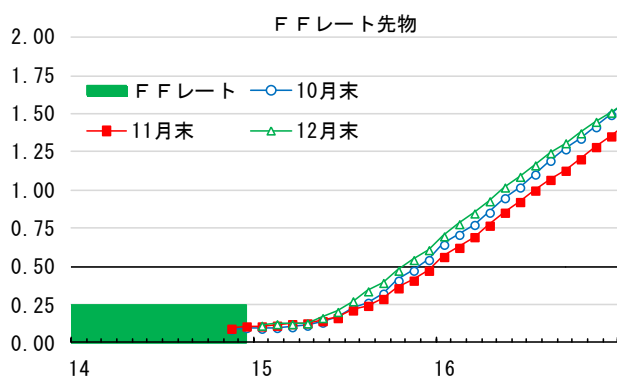
(1) 最大のハードルは米国の利上げ

先行きの世界経済を待ち構える最大のハードルは、米F R Bによる金融政策正常化に他ならない。

本見通しでは、早ければ2015年中頃の利上げを見込んでいるが、景気の下振れや金融市場の調整などに対する懸念が高まれば、F R Bが利上げ自体を先送りさせる可能性も否定できない。また2014年後半以降進んでいる原油安は、米国の物価を安定させる方向に働くと考えられる。もっとも、F R B自身が利上げに向けたプロセスを「正常化」と位置付けたように、金融危機以降の米国の金融政策はあくまで異例の措置である。F F レートの先物カーブの傾きは、時期によって多少ずれているものの、2015年の後半にF F レートが0.50%以上になる（利上げが行われる）可能性を示唆している（図表47）。このように市場関係者の多くが2015年後半の利上げを織り込むなかで、F R Bが実施を先送りし続ければ、F R Bは伝統的な金利政策に復帰する機会を失ってしまうだろう。株式や投機的格付債（ジャンク債）市場を中心にバブル懸念が高まっていることもあり、F R Bはあくまで2015年中の利上げを優先するものと考えられる。

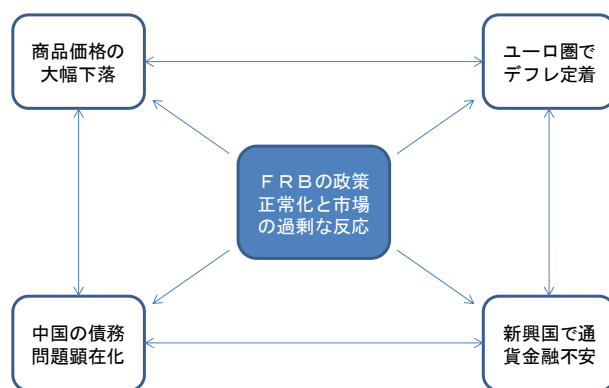
本見通しでは、金融市場は米国の利上げを概ね順調に消化するため、調整の動きは軽微に留まり、世界経済が失速するような事態は基本的に避けられるという見方を基本にしている。もっとも、投資家心理の悪化を受けて金利が急騰したり株価の調整が深刻化したりすれば、それが米国景気の失速につながるとともに、金融市場の調整が深刻化してグローバルな信用収縮へとつながり、世界経済の成長が下振れする可能性が高まる。またこうした懸念から投資家がリスクセンチメントを強めれば、国際マネーフローの変化を通じてその他の下振れリスク、例えばユーロ圏のデフレ定着リスク、中国の債務調整リスク、新興国の通貨危機リスクなどが顕在化する恐れも高まると考えられる（図表48）。

図表47 市場関係者は15年後半の利上げを予想



(出所) Bloomberg

図表48 米の利上げを起点に様々な問題が顕在化？



(出所) M U R C

（２）注意したい原油価格の動向～原油安は功罪両面

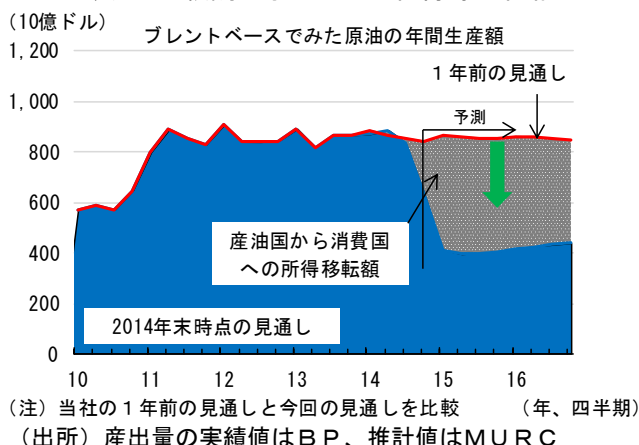
なお先行きの世界経済を見通す上では、原油価格の動向にも注意を払う必要がある。原油価格は2014年後半から急落しており、国際指標であるブレント原油価格は12月末で1バレル当たり57.3ドルと、1年間で半分の水準まで下落した。世界経済の成長が緩やかなテンポに留まったことや、石油輸出国機構（OPEC）が減産を見送ったこと、ドル高が進んだこと（ドル当たりの原油購入量が増えたこと）などが、原油安の背景にあると考えられる。

今後も、世界景気の拡大テンポが緩やかにとどまることや、米F R Bの金融政策正常化を受けて投機マネーの流入が見込み難いことなどを受けて、原油（エネルギー）価格は軟調に推移する見込みである（15年のブレント価格は1バレル48.9ドル、16年は51.1ドルになる見通し。31頁を参照）。1年前の当社の『世界経済見通し（14／15年）』の際の原油価格（ブレント原油）見通しとの差に基づいて算出した予測期間中の産出額のかい離幅は、約3.5兆ドルに相当する（図表49）。単純に考えれば、この額だけ産油国から石油輸入国に所得が移転することになる。

この動きは、石油輸入国にとっては所得の増加につながるため、消費や投資の増加が期待される（図表50）。反面で、原油安はエネルギー価格の下落を通じて、各国の物価に下押し圧力をかけしており、日本や欧州など、物価の下振れが懸念される経済では、追加金融緩和に向けた圧力が高まっている。日欧が一段の金融緩和に動けば、マネーがさらにダブつき、資産バブル懸念が強まる。他方で、産油国側にとってみれば、原油価格の下落は産油依存度を軽減させる機会となるほか、採算改善のための近代化投資を行うきっかけになり得る。反面で、石油企業や政府の収入が減るほか、高水準の価格を前提とした投資が滞ることになる。高い水準の原油価格を前提とした金融商品も存在する。例えば米国のシェール革命を金融面から支えてきたハイイールド債は、高水準の原油価格を前提とした金融商品の代表とされる。原油安を受けて、既にこうした金融商品の一部が債務不履行に陥っている。

このように、原油価格の下落は功罪の両面を持っている。世界景気の拡大が緩やかななかで、とりわけデメリットの部分が顕在化して景気に下振れ圧力がかかる可能性には注意を要しよう。

図表49 軟調が予想される国際原油価格



図表50 必ずしも良いことばかりではない原油安
原油安のメリット・デメリット

	メリット	デメリット
輸入国	・ 価格が低下する分、所得効果が享受できる。 ・ 物価が安定する。	・ エネルギー企業の業績が悪化する。 ・ そもそも物価上昇圧力が弱い経済（ユーロ圏など）ではデフレ圧力が高まる。
産油国	・ 産油依存度を低下させる機会になる。 ・ 採算改善のための近代化投資が行われる。	・ 価格が低下する分、石油企業や政府の収入が減る。 ・ 高水準の原油価格を前提としていた投資が滞りようになる。

（出所）M U R C

図表51 米国経済予測総括表

	2014年				2015年				2016年				2013年	2014年	2015年	2016年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP	1.9	2.6	2.7	2.5	3.6	3.1	2.3	2.2	2.2	2.1	2.4	2.7	2.2	2.4	2.8	2.4
	-2.1	4.6	5.0	2.5	2.4	2.4	2.0	2.0	2.3	2.3	3.1	3.2				
個人消費	2.2	2.4	2.7	2.4	2.7	2.6	2.3	2.1	2.0	1.9	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4	2.1
	1.2	2.5	3.2	2.5	2.4	2.4	1.7	1.7	2.0	2.0	2.8	2.8				
民間投資	4.5	7.2	5.2	5.8	9.3	6.5	6.1	5.9	5.7	5.5	6.2	7.0	4.5	5.7	6.9	6.1
	-6.7	17.9	7.2	6.1	6.3	6.3	5.5	5.5	5.5	5.5	8.4	8.4				
設備	4.7	7.1	8.7	7.3	9.7	8.9	7.7	7.2	6.7	6.1	7.2	8.2	3.2	6.4	7.0	6.4
	-1.0	11.2	11.0	8.2	8.2	8.2	6.1	6.1	6.1	6.1	10.4	10.4				
住宅	3.5	1.2	-0.7	2.6	5.3	4.4	4.8	5.1	5.1	5.1	5.6	6.1	11.9	1.6	4.9	5.5
	-5.3	8.8	3.3	4.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	7.2	7.2				
政府調達	-1.1	-0.7	0.3	1.6	2.0	1.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	-2.0	0.0	1.5	1.0
	-0.8	1.7	4.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0				
純輸出（寄与度）	-1.6	-0.3	0.7	-0.5	-0.5	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	0.2	-0.2	-0.3	-0.3
輸出	2.8	3.9	3.8	2.8	6.9	5.7	5.4	4.6	3.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3	5.6	3.2
	-9.2	11.0	4.6	6.1	6.1	6.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0				
輸入	3.1	3.8	3.4	5.1	6.6	5.9	7.2	6.1	5.1	4.1	4.3	4.6	1.1	3.8	6.4	4.5
	2.2	11.3	-0.9	8.2	8.2	8.2	4.1	4.1	4.1	4.1	5.1	5.1				
名目GDP	3.3	4.2	4.3	3.9	5.7	4.9	3.7	3.5	3.4	3.4	3.8	4.3	3.7	3.9	4.4	3.7
	-0.8	6.8	6.4	3.3	6.4	3.4	1.8	2.5	6.2	3.2	3.5	4.3				
経常収支（対GDP比）	-2.4	-2.3	-2.3	-2.4	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.3	-2.3	-2.3
GDPデフレーター（前年比）	1.4	1.6	1.6	1.4	2.1	1.8	1.4	1.3	1.3	1.2	1.4	1.6	1.5	1.5	1.6	1.4
PCEデフレーター（前年比）	1.1	1.8	1.5	1.2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.3	1.3	1.5	1.5	1.1	1.4	1.5	1.4
失業率	6.7	6.2	6.1	5.8	5.7	5.6	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.0	7.4	6.2	5.5	5.1
政策金利（期末値）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	0.25	0.25	1.00	2.00
10年債流通利回り（期中値）	2.75	2.61	2.49	2.27	2.37	2.47	2.57	2.67	2.77	2.87	2.97	3.07	2.33	2.53	2.52	2.92
ドル円（期中値）	102.8	102.1	104.0	114.6	120.0	120.6	121.2	121.8	122.2	122.5	122.6	122.6	97.6	105.9	120.9	122.5

（注）各需要項目の上段は前年比、下段は前期比年率、いずれも％

図表52 ユーロ圏経済予測総括表

	2014年				2015年				2016年				2013年	2014年	2015年	2016年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2013年	2014年	2015年	2016年
実質GDP	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	-0.5	0.9	1.0	1.3
	1.3	0.3	0.6	0.6	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.4	1.2	1.2				
個人消費	0.5	0.7	1.1	1.2	1.3	1.3	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	-0.7	0.8	1.1	1.3
	0.6	1.1	2.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.5	1.5	1.6	1.6				
総固定資本形成	2.3	0.9	0.1	-0.3	-0.1	1.0	1.6	1.8	1.6	1.5	1.6	1.8	-2.4	0.9	1.1	1.6
	1.2	-2.5	-0.9	1.0	2.0	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	2.0	2.0				
政府支出	0.8	0.9	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.2	0.9	0.9	1.0
	0.5	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0				
純輸出（寄与度）	0.1	0.4	-0.5	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.3	-0.3	0.4	0.1	-0.0	0.0
輸出	3.6	3.2	3.3	3.3	3.7	3.0	2.8	2.5	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	3.5	3.0	2.1
	1.5	5.6	3.1	3.0	3.0	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0				
輸入	3.6	3.5	3.1	3.9	4.3	3.7	3.0	2.5	2.3	2.0	2.3	2.5	1.2	3.6	3.4	2.3
	1.4	5.3	4.7	4.1	3.0	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	3.0				
名目GDP	2.1	1.6	1.6	1.4	1.4	1.9	2.1	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	0.8	1.7	1.9	2.6
	2.5	0.9	1.1	1.1	2.4	2.9	2.1	2.1	2.8	3.2	2.1	2.2				
GDPデフレーター（前年比）	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	0.8	1.0	1.3
消費者物価（前年比）	0.7	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.8	0.8	1.4	0.4	0.3	0.6
失業率	11.7	11.6	11.5	11.5	11.4	11.3	11.2	11.1	11.0	10.9	10.7	10.6	12.0	11.6	11.3	10.8
政策金利（期末値）	0.25	0.15	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.25	0.05	0.05	0.05
独10年債流通利回り（期中値）	1.57	1.25	0.95	0.54	0.44	0.40	0.40	0.40	0.60	0.60	0.80	0.80	1.83	0.89	0.40	0.50
ユーロドル（期中値）	1.37	1.37	1.32	1.25	1.18	1.17	1.16	1.16	1.15	1.14	1.14	1.14	1.33	1.33	1.17	1.14
各国GDP（前期比年率）																
ドイツ	3.1	-0.3	0.3	0.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	2.0	2.0	0.2	1.5	1.0	1.5
フランス	0.1	-0.4	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.4	0.4	0.5	0.7
イタリア	-0.1	-0.9	-0.6	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	-1.9	-0.4	0.2	0.6
スペイン	1.4	1.9	2.0	1.5	1.5	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2	1.5	1.5	-1.3	1.3	1.6	1.3

（注）各需要項目の上段は前年比、下段は前期比年率、いずれも％

図表53 アジア経済予測総括表

	2014年				2015年				2016年				2013年	2014年	2015年	2016年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
アジア全体	6.4	6.5	6.4	6.5	6.4	6.2	6.4	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.6	6.5	6.4	6.4
中国	7.4	7.5	7.3	7.4	7.2	7.0	7.2	7.2	7.2	7.2	7.1	7.1	7.7	7.4	7.2	7.2
除く中国	4.8	4.9	4.8	4.9	4.7	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	5.1	4.9	4.7	4.7
INIES	4.0	3.8	3.9	4.0	4.2	4.2	4.3	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4	3.9	3.9	4.3	4.3
	1.6	1.6	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7
	3.8	3.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	2.9	3.4	3.5	3.5
香港	2.5	1.8	2.7	2.6	2.3	2.5	2.2	2.2	2.4	2.4	2.6	2.6	2.9	2.4	2.3	2.5
韓国	4.0	3.5	3.2	3.2	3.5	3.6	3.7	3.8	3.7	3.6	3.6	3.7	3.0	3.5	3.6	3.7
シンガポール	4.8	2.4	2.4	4.0	3.5	3.0	3.9	3.9	3.8	4.0	3.8	4.0	3.9	3.4	3.6	3.9
台湾	3.5	3.5	3.8	3.5	3.7	3.7	3.6	3.5	3.5	3.5	3.7	3.7	2.1	3.5	3.6	3.6
ASEAN4	4.3	4.5	4.9	5.0	5.2	5.2	5.3	5.4	5.4	5.2	5.2	5.4	5.2	4.7	5.3	5.3
インドネシア	5.2	5.1	5.3	5.4	5.3	5.4	5.4	5.5	5.5	5.3	5.4	5.6	5.8	5.2	5.4	5.5
マレーシア	6.2	6.4	5.3	5.1	5.4	5.0	5.4	5.6	5.2	5.0	5.2	5.5	4.7	5.7	5.4	5.2
フィリピン	5.7	6.2	6.5	6.5	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.4	6.2	6.2	7.2	6.2	6.3	6.3
タイ	-0.3	0.3	2.4	3.0	4.0	4.0	4.5	4.5	4.5	4.5	4.3	4.3	2.9	1.4	4.3	4.4
(参考) インド	4.6	5.7	5.3	6.0	5.5	5.5	6.0	6.5	6.0	6.0	6.5	6.5	4.7	5.4	5.9	6.3

(注) 前年比、いずれも%、ただ中国、除く中国の下段はアジア全体の成長率に対する寄与度を意味する。

図表54 原油価格の前提

	2014年				2015年				2016年				2013年	2014年	2015年	2016年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
WTI原油価格	98.7	103.0	97.2	73.1	47.5	45.5	46.0	46.8	47.5	48.3	49.0	49.8	98.0	93.0	46.4	48.6
(ブレントとの価格差)	-9.2	-6.8	-6.2	-3.8	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-10.8	-6.5	-2.5	-2.5
ドバイ原油価格	104.4	106.2	101.5	74.7	47.0	45.0	45.5	46.3	47.0	47.8	48.5	49.3	105.5	96.7	45.9	48.1
(ブレントとの価格差)	-3.5	-3.5	-1.9	-2.3	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.3	-2.8	-3.0	-3.0
ブレント原油価格	107.9	109.8	103.4	77.0	50.0	48.0	48.5	49.3	50.0	50.8	51.5	52.3	108.8	99.5	48.9	51.1

＜経済見通し担当者＞

土田 陽介 研究員 総論、米国・欧州経済
野田 麻里子 研究員 中国・アジア経済

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。