

## 調査レポート

# 2015／2016年世界経済見通し(2015年7月改定)

## ～世界景気は米国の利上げ後も緩やかに拡大～

2015年前半の世界景気は、米国景気が大寒波や港湾ストなどをを受けて失速したため、年初の『世界経済見通し』で想定した成長テンポよりも下振れしていると推測される。もっとも、米国景気の失速は主に一時的な要因によるものである。ユーロ圏景気の回復が続いているし、中国景気の鈍化も基本的には緩やかなテンポに留まっている。したがって、総じて評価すると、世界景気は引き続き緩やかな拡大基調を維持していると判断される。

今回の改定見通しでは、15年の世界経済の成長率を+3.3%と年初の『見通し』から0.2%ポイント下方修正する一方で、16年の成長率を+3.3%に維持した。15年後半以降は、まず米国景気が緩やかな拡大基調に回復するとみられる。また欧州景気も、底堅い回復が続くと予想される。そして中国景気も、当局の景気下支え策の強化を受けて減速に歯止めがかかると考えられる。反面で新興国景気が、通貨安や資源安のなかで復調が遅れるため、世界景気の重石になるだろう。米国では早ければ15年9月に利上げが行われるが、金融市場はそれを概ね順調に消化するため、調整の動きは軽微に留まり、世界景気は緩やかな拡大が続く見通しである。

先行きの世界経済の成長率を下押しする最大のリスクは、米国の利上げ(金融政策の正常化)に伴う金融市場の反応が、予想に反して過剰なものになることである。具体的には、米国で長期金利が急騰し、また株価が急落することに端を発して、世界的な調整圧力が強まることである。こうした事態が生じれば、世界経済は成長の失速を免れない。それ以外にも、債務問題の深刻化などから中国景気が大幅に鈍化するリスクや、ギリシャのユーロ圏離脱や英国のEU離脱に伴う金融市場の混乱リスク、地政学要因に伴い原油価格が急騰するリスクなどには、引き続き注意を要する。

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

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL:03-6733-1070

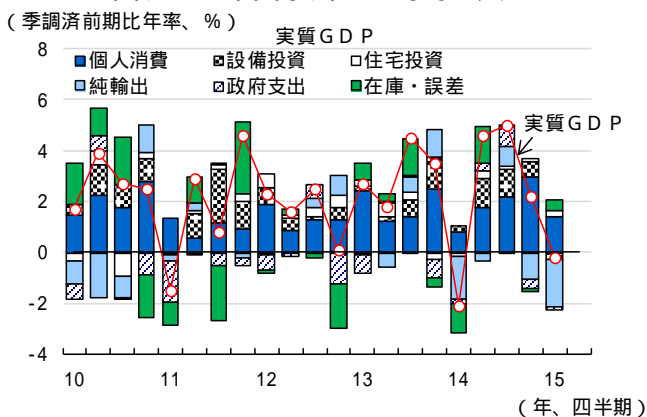
## 1. 2015年前半の世界経済

2015年前半の世界景気は、年初の『世界経済見通し（1月15日発表）』で示したように、緩やかな拡大が続いた。以下、各経済の景気動向を振り返ろう。

まず米国である。第1四半期の実質GDP（確定値）は前期比年率0.2%減と、前期（同2.2%増）から成長が失速し、14年第1四半期以来となるマイナスになった（図表1）。東海岸を中心とする大寒波や西海岸の港湾ストライキという一時的な要因が、景気が失速した主な要因である。ただその他にも、昨年後半に進んだ原油安に伴って構築物投資が鉱業部門を中心に減少したことや、新興国経済の停滞などを受けて輸出が減少したことが、景気の失速をもたらした。もっとも雇用・所得情勢の改善が続いていることから、景気は緩やかな拡大基調を維持していると判断される。具体的には、非農業部門雇用者数が月間20万人以上のペースで増えている。賃金も持ち直しており、第1四半期の雇用コスト指数の対前年比上昇率は2.6%と、08年第4四半期（同2.6%）以来の水準まで高まった。金融面では、連邦準備制度理事会（FRB）による金融政策の「正常化」が遅れている。15年初めの段階では、FRBが早ければ6月の連邦公開市場委員会（FOMC）で政策金利（FFレート）を年0.00~0.25%から0.50%に引き上げるとするのが多くの見方であった。しかしFRBは、結局、6月のFOMCでの利上げを見送った。

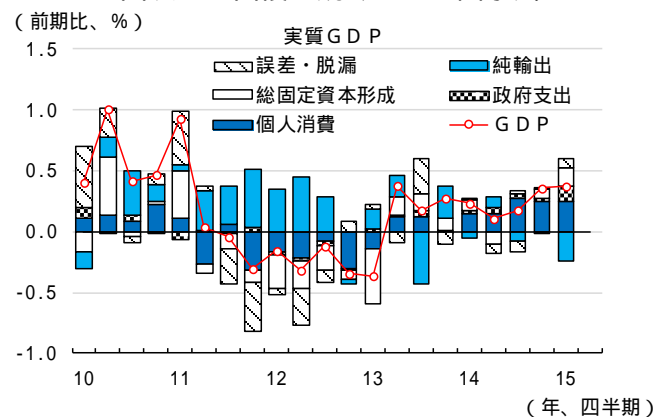
次にユーロ圏である。第1四半期の実質GDP（改定値）は前期比0.4%増と2期連続で同じ伸びとなり、緩やかな景気回復が続いた（図表2）。需要項目別に動きをみると、個人消費の増加が続いている。雇用・所得情勢が緩慢ながらも持ち直していくなかで、14年後半以降進んだ原油安が、消費増の追い風になったとみられる。直近の月次指標をみても、生産・消費両面で回復の動きが続いている。金融面では、欧州中央銀行（ECB）が3月から国債を購入対象に含めた月額6百億ユーロ規模の量的緩和策を実施したものの、買いが先行していたドイツ国債の金利はむしろ反発した。他方でギリシャ情勢が緊迫感を強めており、1月に成立した極左政権とEUとの間で金融支援の再開を巡る対立が激しさを増している。6月末には国際通貨基金（IMF）から借りた資金の返済が滞り、ギリシャは事実上、テクニカルなデフォルトに陥った。

図表1 米国景気は一時的に失速



(出所) 米商務省

図表2 回復が続くユーロ圏景気



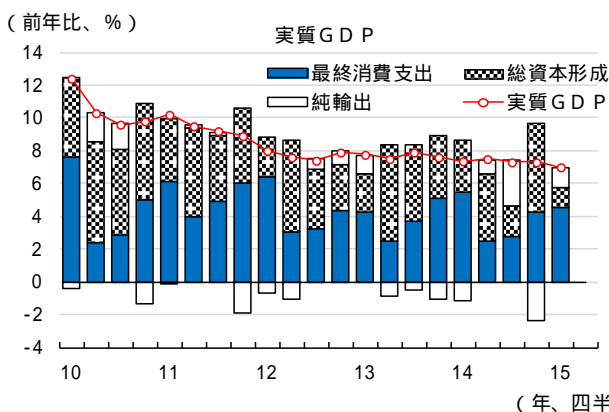
(出所) 欧州連合統計局

さらに中国である。第1四半期の実質GDPは前年比7.0%増と前期（同7.3%）から勢いが減速し、成長率の緩やかな低下が続いている（図表3）。需要項目別にみると、総資本形成の伸びが減速し、成長の鈍化につながった。他方で最終消費支出が持ち直し、また純輸出（輸出 - 輸入）も輸出の増加と輸入の減少を受けて増加に転じて、景気を下支えした。こうしたなかで中国人民銀行（中央銀行）は、2014年11月に約2年4ヶ月ぶりとなる利下げに着手したことを皮切りに、預金準備率と政策金利の引き下げを徐々に進めるなど、金融緩和を強化している。他方で金融市場をみると、住宅価格が冴えないことなどから、投資家が株式への投資を強めた。代表的な株価指標である上海総合指数は14年末頃から上昇ピッチを速め、一時は5千ポイントを上回った。ただ足元では、急騰の反動から3千ポイント台まで水準を落としている。

最後に新興国・資源国である。新興国・資源国経済は、一部には持ち直しの動きが窺えるものの、全体としてみれば、成長の減速や停滞が続いている。例えばインドでは、モディ新政権への期待から外国資本の流入が強まったことや、また原油安に伴い利下げ余地が生まれたことなどから、成長に持ち直しの動きが窺える。もっとも、実際に構造改革が進んでいるわけではなく、あくまで期待先行の持ち直しといえる。その他の国々、具体的にはインドネシアやブラジル、南アフリカなどでは、通貨防衛のために高金利政策が維持されており、内需が圧迫されている。また価格と需要が低迷するなかで、一次産品の輸出も冴えない状況が続いており、経済成長の減速や停滞につながっている。加えてロシアに関しては、原油価格の下落に伴う通貨不安が深刻化したことや、欧米からの経済制裁が段階的に強化されたこともあり、景気の悪化が深刻化している。

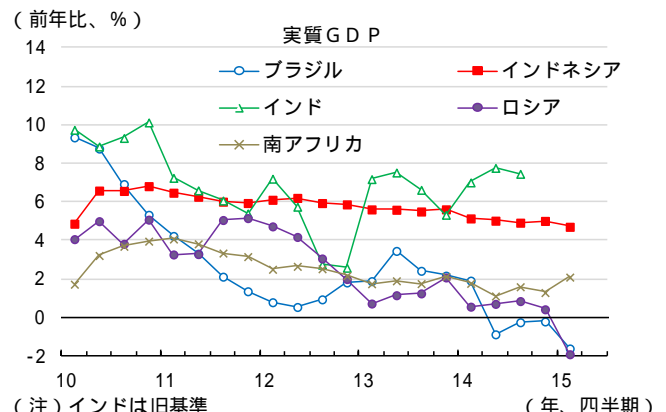
以上、各経済の景気動向を振り返ってきた。2015年前半の世界経済の実質成長率は、第1四半期に米国景気が失速したことを受けて、年初の『見通し』で想定した成長率よりも下振れしていると推測される。もっとも、米国景気の失速は、主に一時的な要因によるものである。ユーロ圏景気の回復が続いているし、中国景気の鈍化も、基本的には緩やかなテンポに留まっている。したがって、総じて評価すると、世界景気は引き続き緩やかに拡大しており、基調判断を下方修正する必要はないと判断される。なお原油価格は反発が一服しているが、中東情勢などの地政学リスクが燻ぶっており、価格動向には不透明感が漂っている。

図表3 景気のスローダウンが続く中国



(出所) 中国国家統計局

図表4 主要な新興国の景気動向



(注) インドは旧基準

(出所) 国際通貨基金 (IMF)

## 2 . 2015年 / 16年の世界経済改定見通し

～ 世界景気は米国の利上げ後も緩やかに拡大する ～

今回の改定見通しでは、15年の世界経済の成長率を+3.3%と年初の『見通し』から0.2%ポイント下方修正した。一方で、16年の成長率は+3.3%に維持した(図表5と6)。

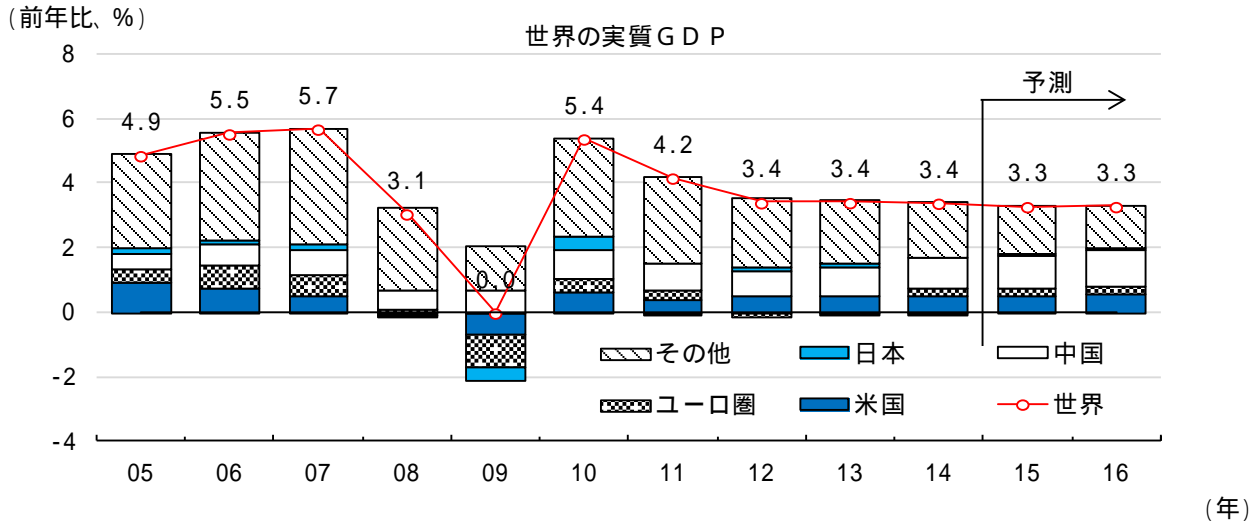
15年に関しては、年前半における米国景気の一時的な減速を考慮して、年間の成長率を下方に修正した。もっとも、米国景気の拡大基調は崩れておらず、早ければ15年9月に利上げが行われる見込みである。16年に関しては、米国の利上げを金融市場は概ね順調に消化するため、各国の株価や通貨における調整の動きは軽微に留まる見込みである。世界景気は米欧中を中心に緩やかな拡大基調を保つ反面で、新興国景気が、米国の利上げに伴う通貨安や資源安のなかで復調が遅れるため、世界景気の重石となる公算が大きい。

主要経済ごとの見通しを述べると、米国の実質経済成長率は2015年が2.2%増、16年が2.6%増になり、緩やかな拡大が続くと予測した。まず個人消費が、雇用・所得情勢の改善を受けて順調に推移し、景気拡大をけん引するだろう。続いて住宅投資も、新築住宅を中心に持ち直しの動きが続く見込みである。反面で設備投資や建設投資が、早ければ9月に実施されるFRBの利上げを受けて勢いを減速させるとみられる。また輸出も、利上げに伴うドル高や新興国景気の軟調を受けて力強さを欠く展開となるだろう。ただ追加利上げは緩やかなテンポに留まるため、長期金利の上昇も限定的なものになる見通しである。株価も短期的には調整色を濃くするだろうが、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。

次にユーロ圏の実質経済成長率は、2015年が1.2%増、16年が1.6%増になり、緩やかな回復基調を維持すると予測した。ECBによるユーロ圏政策や世界景気の緩やかな拡大を受けて輸出が着実に増加し、景気回復を押し上げるだろう。また緩慢ながらも雇用・所得情勢が持ち直すことで、個人消費も徐々に増加するとみられる。建設投資や住宅投資も既に底を打っていることから持ち直しが続くが、そのテンポは緩慢だろう。なお、ECBは引き続き金融緩和スタンスを維持する見込みである。現在の量的緩和政策(月額6百億ユーロの資産購入)は16年9月まで継続される予定であるが、景気の下振れや金融市場が混乱するリスクが高まった場合は、その強化が見込まれる。なお予測は、ギリシャはユーロ圏に留まるという見方に基づいている。

さらに中国の実質経済成長率は、2015年が7.1%増、16年も7.1%増になると予測した。過剰生産能力の解消が課題となるなかで、設備投資は軟調に推移する。また住宅在庫が積み上がっているため、住宅投資も停滞するだろう。他方で、世界景気の緩やかな拡大を受けて輸出が増加テンポを高めていく。雇用が安定するなかで、個人消費も着実な増加が見込まれる。中国人民銀行は引き続き金融緩和スタンスを維持し、預金準備率や政策金利を引き下げて中国景気を下支えするだろう。また財政当局も、いわゆる「一帯(シルクロード経済ベルト)一路(21世紀海上シルクロード)」構想のなかで、地域開発に向けた公共投資などを強化すると見込まれる。このことも中国景気を下支えしよう。

図表5 世界景気は横ばい圏での推移が続く



(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)。  
 (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)

図表6 景気予測総括表

	2015年				2016年				2014年	2015年	2016年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
世界	-	-	-	-	-	-	-	-	3.4 (3.3)	3.3 (3.5)	3.3 (3.3)
米国	2.9 -0.2	2.4	1.8	1.8	2.5	2.4	2.7	2.9	2.4 (2.4)	2.2 (2.8)	2.6 (2.4)
ユーロ圏	0.9	1.0	1.3	1.4	1.8	1.7	1.5	1.5	0.8 (0.9)	1.2 (1.0)	1.6 (1.3)
アジア	1.4	2.0	1.9	1.5	1.6	1.8	1.2	1.2	6.4 (6.5)	6.2 (6.4)	6.1 (6.4)
うち中国	6.3	6.2	6.2	6.2	6.1	6.1	6.0	6.0	7.1 (7.4)	7.1 (7.2)	7.1 (7.2)

(注) 上段は前年比、下段は前期比年率、カッコ内は前回(15年1月)予測値、いずれも%

政策金利

	2015年				2016年				2014年	2015年	2016年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
米国	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	0.25	0.50	1.50
ユーロ圏	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
中国	5.35	4.85	4.60	4.60	4.60	4.60	4.85	4.85	5.60	4.60	4.85

(注) 米国はFFレート、ユーロ圏は主要リファイナス・オペ金利、中国は1年物貸出金利、いずれも期末値

為替レート

	2015年				2016年				2014年	2015年	2016年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
ドル円	119.07	121.93	125.50	125.70	126.30	126.90	127.10	127.10	105.85	123.05	126.85
ユーロドル	134.05	134.50	138.80	138.27	138.17	138.07	138.03	138.03	140.39	136.41	138.08

(注) 期中値

(出所) 実績値は各国統計局・中央銀行、予測値は三菱UFJリサーチ&コンサルティング(MURC)

### 3. 下押しリスク

#### (1) 最大のハードルは米国の利上げ

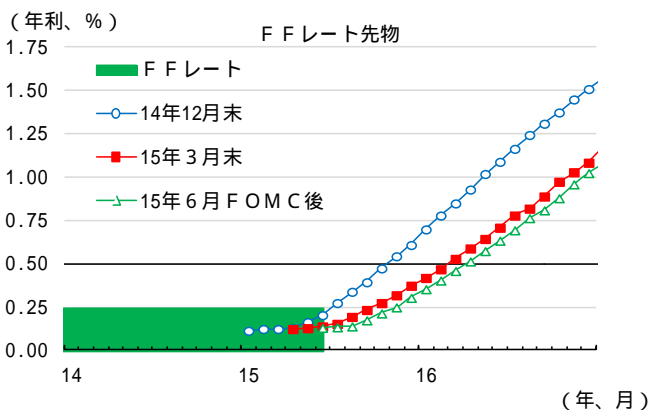
世界経済の成長率を下押しする最大のリスクは、米国の利上げ（金融政策の正常化）に伴う金融市場の反応が、予想に反して過剰なものになることである。

米F R Bのイエレン議長は、6月に開かれたF O M C後の記者会見で、あくまで景気指標の内容次第であるとはしながらも、F R Bの利上げは年内に行われることが適切であるとの方針を改めて表明した。米国景気が緩やかな拡大基調を保つことが出来れば、F R Bは早ければ2015年9月のF O M Cで、遅くとも12月のF O M Cで、F F レートを引き上げることになるだろう。なおF F レート先物のイールドカーブをみると、金融市場の利上げ観測は徐々に後ずれしているが、基本的に2015年秋口以降に利上げが行われると想定された取引がなされている（図表7）。

景気が下振れしない限り、F R Bは9月のF O M Cで利上げに着手するだろう。もっとも、その後の利上げテンポは、過去の利上げ局面に比べると緩やかにならざるを得ない。金融危機以前のIT投資や住宅投資のような成長の推進力が見当たらず、潜在成長率は過去に比べると低下している。賃金の伸びも限定的となるため、物価上昇率も基本的に金融危機以前よりも低位に留まる公算が大きい。さらに、2014年後半から急速に進んだドル高が米国景気の重荷になっており、一段のドル高が景気を圧迫する可能性も強まっている。こうしたなかでF R Bは、実体経済や金融市場への影響に配慮し、追加利上げに関しては「ストップ ゴー政策」的なスタンスで臨まざるを得ないだろう。F F レートは15年末で0.50%、16年末で1.50%と予想する。

既に金融市場では、F R Bの利上げを織り込んだ調整の動きがみられている。米国の代表的な株価指標であるダウ工業平均株価指数は、2015年に入り18,000ドル前後でもみ合う展開が続いている（図表8）。15年初頭には2%を割り込む水準まで低下していた長期金利（10年国債流通利回り）も、足元では2%台半ばまで上昇してきた。こうした「ガス抜き」の動きが徐々に進んでいることから、F R Bが利上げに着手したとしても、基本的には、長期金利の急騰や株価が急落する事態には至らないだろう。

図表7 市場は15年後半の利上げを予想



(出所) Bloomberg

図表8 米株は年始以降もみ合いの展開が続く



(出所) Bloomberg

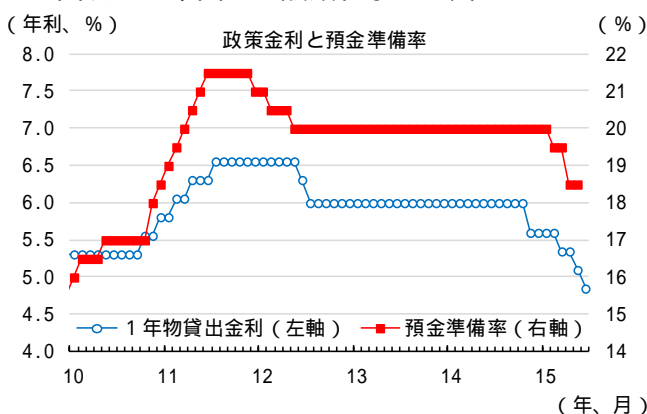
もっとも、F R Bの利上げ着手を起点に、米国で長期金利が急騰し、株価が急落する可能性は否定できない。調整が深刻なものになれば、個人消費や設備投資などに強い下押し圧力が加かって、米国景気が失速する。場合によっては、F R Bは利下げに転じざるを得ず、再び量的緩和政策への回帰を余儀なくされるかもしれない。こうした手立てが採られても、金融調整の流れはグローバルに広まり、経済の基礎的条件が悪化している新興国や資源国などを中心に通貨安が進むだろう。当然、新興国や資源国は通貨防衛のために高金利政策を強化せざるを得ず、内需が圧迫され、景気が一段と停滞することになる。そうなれば、世界景気は大きく下振れする。

## ( 2 ) 警戒される中国景気の下振れ

次に中国景気の下振れリスクも警戒される。経済の成熟に伴い、中国の実質G D P成長率は今後もすう勢的に低下していくと考えられる。生産者物価の下落に歯止めがかかっていないため、供給が需要を上回る状況も続いているとみられる。中国人民銀行は金融緩和を段階的に強化して需要を刺激し、景気を下支えしようと努めている。預金準備率の水準はまだ高く、政策金利についても物価との兼ね合いでみれば追加緩和の余地が残っている( 図表 9 )。中央政府の財政状況にも余裕があることから、場合によっては、政府による景気下支え策が強化される可能性も考えられる。そのため、基本的には、予測期間中に中国景気が大きく下振れすることはないだろう。

もっとも、不良債権問題の深刻化など、金融面での調整圧力が高まれば、投資や消費が下押しされて景気が下振れすることになると警戒される。中国銀行業監督管理委員会によると、2015年3月末時点の銀行の不良債権比率は1.39%と悪化が続いている( 図表10 )。銀行自体の不良債権比率の水準そのものは他の主要国と比べても低いが、不動産市況の低迷や景気の減速を受けて、債務不履行( デフォルト )の動きは経済全体に着実に広がっている模様である。中国では15年4月、不動産デベロッパーとしては初となるドル建て社債のデフォルトが発生した。多額の簿外債務を抱える企業も多いとみられるなか、いわゆる「地方融資平台( 地方政府が設立した、資金調達と不動産開発を兼ねた投資会社 )」の資金繰りの悪化が、オーナーである地方政府の財政状況が極端に悪化する恐れもある。

図表 9 中国の金融緩和余地は残っている



( 出所 ) 中国人民銀行

図表10 上昇する銀行の不良債権比率



( 出所 ) 中国銀行業監督管理委員会 ( C B R C )

こうした事態が顕在化した場合、資金繰りの悪化が政府・企業・家計に連鎖するため、中国景気に強い下振れ圧力がかかるだろう。中国景気が下振れすれば、各国の中国向け輸出が低迷し、世界経済の成長が下押しされる可能性が高まる。世界の輸出総額の1割程度を引き受けている中国の景気が腰折れするような事態となれば、先進国・新興国を問わず、世界経済の成長に強い下押し圧力がかかることになるかと警戒される。

また資源価格の下落も促され、一次産品輸出に依存している資源国の景気がさらに停滞する恐れが高まる。資源価格が低迷している理由は、中国という一大需要家の景気が減速していることにある。中国景気が下振れすれば、需要・価格の両面から資源国の輸出が悪化し、景気低迷が長期化することになるだろう。

### (3) グリグジットとブリグジットに伴う金融市場の混乱

続いて、ギリシャのユーロ圏離脱（グリグジット）と英国のEU離脱（ブリグジット）に伴う金融市場の混乱リスクがある。

ギリシャの地政学的な重要性（北大西洋条約機構＜NATO＞の前線基地、スエズ運河以北の海運物流拠点、西バルカン諸国との政治経済関係、中東・北アフリカからの難民問題など）を考えると、ギリシャをユーロ圏から完全に切り離すことによるコストは、EUにとって余りに大きい。ギリシャにとっても、ユーロ圏離脱（グリグジット）は経済危機のさらなる長期化・悪化を呼び起こすだけである（図表11）。双方の危機感から、結局は妥協に向けた道筋が開かれてグリグジットは避けられるというのが、基本的な見通しである。

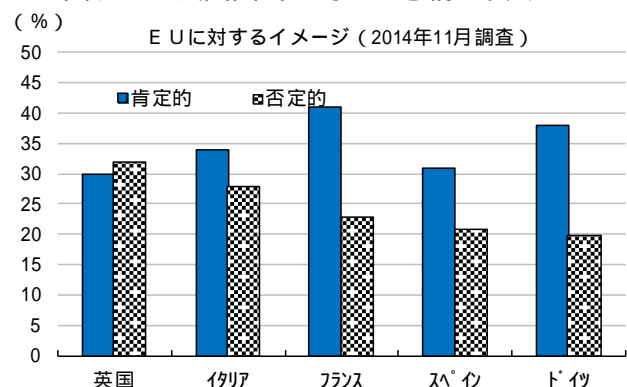
仮にグリグジットが現実化したとしても、欧州安定メカニズムなどのセーフティネットが整備されているため、ユーロ圏内におけるショックは限定的なものに留まると考えられる。国際金融市場ではリスク回避の流れが強まり、株安ユーロ売りが進む一方で、安全資産（米国債や日本国債及び米ドルと日本円）への需要が高まることになると思われるが、この流れは一時的なものに留まるだろう。ただセーフティネットの稼働が遅れてスペインやイタリアに飛び火するようなことなどがあれば、こうした金融調整が深刻化する恐れがあることに、注意したい。

図表11 コストでしかないグリグジット  
グリグジットのコスト

EU側	ギリシャ側
<ul style="list-style-type: none"> <li>地政学的負担の増大</li> <li>ギリシャの治安悪化</li> <li>対ロシア（NATO）</li> <li>対中東・北アフリカ（難民）</li> <li>対西バルカン</li> <li>EUの求心力の低下</li> <li>EU・ユーロ圏拡大の停滞</li> <li>反EU意識の高まり</li> <li>ユーロへの国際的信認低下、など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経済危機のさらなる悪化</li> <li>新通貨導入と通貨危機</li> <li>高（ハイパー？）インフレ</li> <li>金融システム危機</li> <li>行財政機能の停止</li> <li>インフラの停止</li> <li>失業率のさらなる悪化</li> <li>政治情勢の一段の混迷</li> <li>当事者能力欠如の長期化</li> <li>有権者の政治不信の深刻化</li> <li>社会不安の悪化</li> <li>治安の悪化、頭脳流出など</li> </ul>

（出所）MURC

図表12 英国国民の対EU感情は良くない



（出所）欧州委員会（ユーロバロメーター）

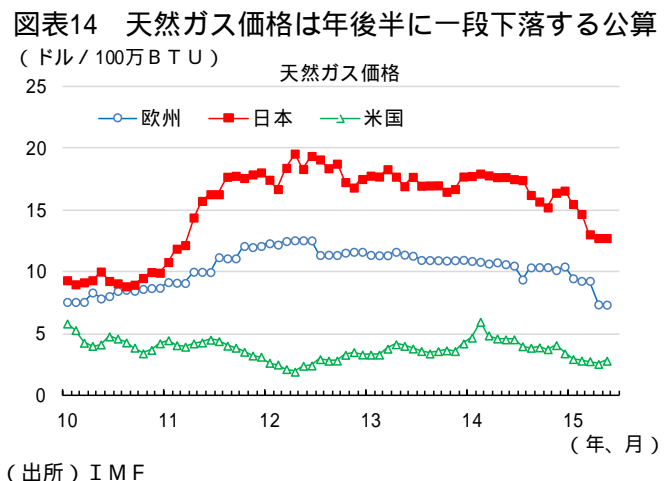
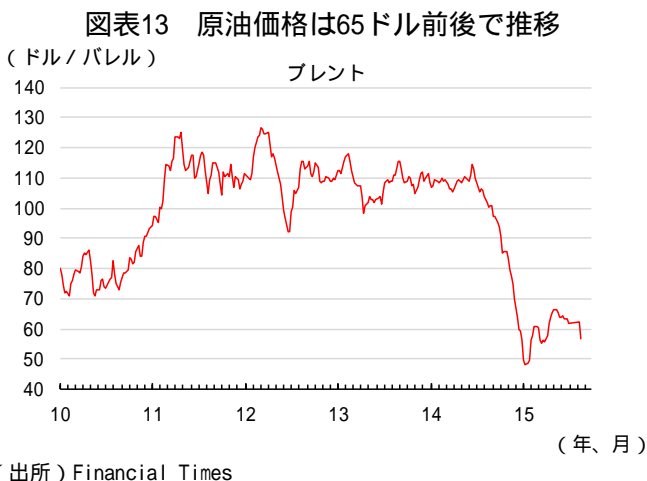


もっとも、世界経済にとっての混乱要因は、むしろ英国のEU離脱（ブリグジット）の現実化の方にあるといえる。2015年5月の総選挙で与党保守党が大勝したことに伴い、キャメロン首相は公約通り16年にもEUからの離脱の是非を問う国民投票を実施せざるを得ない状況となっている。これまでキャメロン首相は、スコットランド独立問題などで揺れる国内政治に対する「政治的方便」として、EU離脱の可能性を公言してきた。ただ英国世論の対EU感情は、他のEU主要国と比べても悪い（図表12）。そのため、総選挙を行えば、ブリグジットが現実のものとなる可能性も否定できない情勢である。そうなった場合、英国の金融立国としての位置付けを考慮すれば、英国発の金融調整の流れがグローバルに広がることになるだろう。

#### （４）地政学要因などを受けた原油価格の急騰

最後に、原油価格の急騰リスクに注意を払いたい。2014年後半から進んだ原油安は15年に入ると一服し、国際指標であるブレント原油の価格は、バレル当たり50ドルを割り込む水準から70ドル程度まで反発した。ただ7月に入ると、中国の株安やギリシャ情勢が嫌気されるかたちで、再び60ドルを下回った（図表13）。14年後半から進んだ原油安は、産油国では生産の向い風となった一方、消費国では個人消費の追い風になった。この動きに加えて、足元にかけての天然ガス価格の下落が消費国の景気を下支える要因になっていると考えられる（図表14）。先行きに関しては、世界景気の緩やかな拡大を受けて、エネルギー需要も徐々に増加するだろう。ただ世界的に省エネ化が進んだことなどから、そのテンポは穏やかなものに留まると予想される。ブレント原油の価格は期中平均値で2015年が1バレル当たり59.0ドル、16年が63.9ドルになる見通しである。

もっとも、原油価格は、常に産油国の政治情勢次第で急騰するリスクをはらんでいる。イランの核開発問題、サウジアラビアによるイエメンでの軍事作戦、過激派組織「イスラーム国（ISIS）」の展開など、中東の産油国の政治事情は依然不安定である。また足元では小康状態となっているが、ウクライナを巡るロシアとEUの対立もまだ続いている。さらに、OPEC（石油輸出国機構）が総会で減産に転じる可能性も否定できない。これらの問題が顕在化すれば、供給制約が意識され、原油価格に強い押し上げ圧力がかかる。



原油価格の上昇が緩やかなテンポに留まれば、消費国、特に先進国の消費に対する悪影響も限定的となる。ただそのペースが急であれば、先進国の景気が下振れする可能性が高まる点に注意したい。

- 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ので、当社までご連絡下さい。