



2016年の世界経済見通し



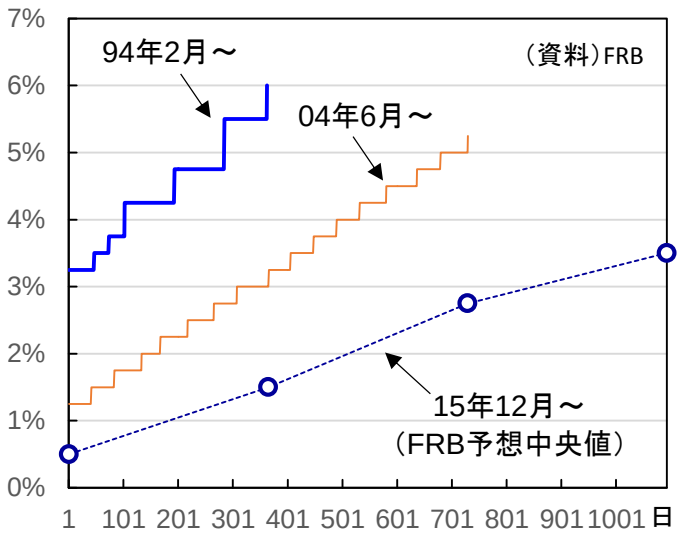
2015年12月24日

Marubeni

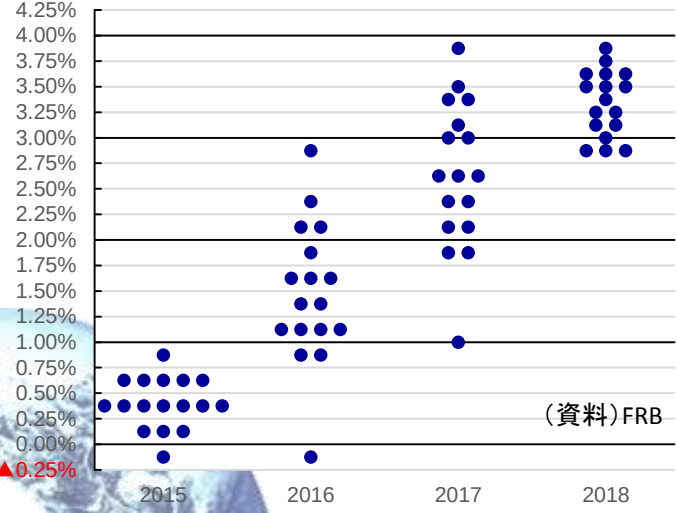
丸紅経済研究所

1. 2016年世界経済の注目点: ①米国の利上げ – 慎重な利上げペース

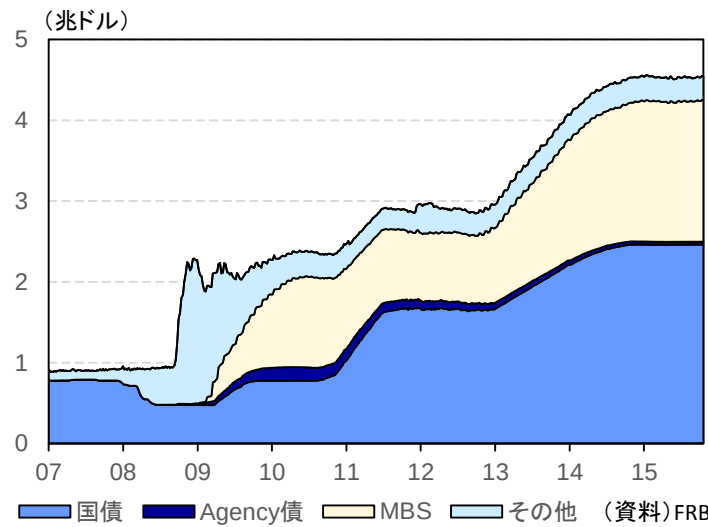
▽ 利上げペースの過去実績と今次予測



▽ FOMCメンバーのFF金利予測



▽ FRBの資産の推移



▽ FRBの出口戦略(2014年9月発表)

【金利】

- 金融緩和策を解除する必要がある際は、まずFF金利誘導目標を引き上げる
- FF金利の誘導には、超過準備の付利金利を活用する
- 必要に応じて、リバースレポも活用する

【債券償還分の再投資】

- 利上げ開始後に、債券再投資を停止あるいは段階的に削減する

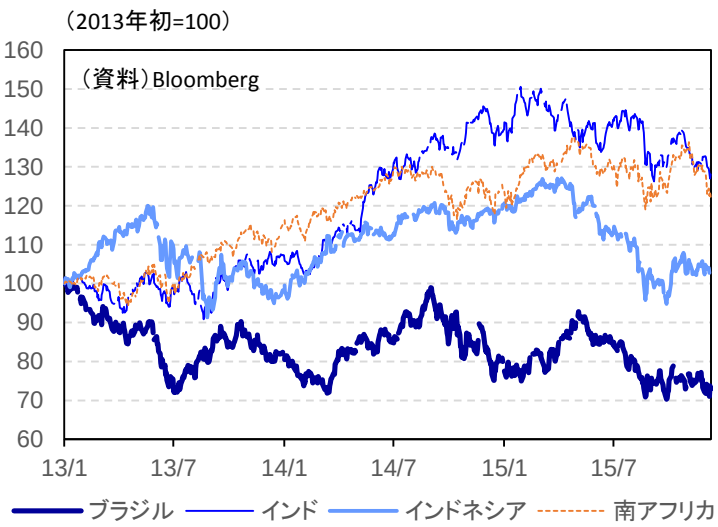
【資産売却】

- MBSの売却は計画していないが、長期的には限定的な量の売却を実施する可能性がある

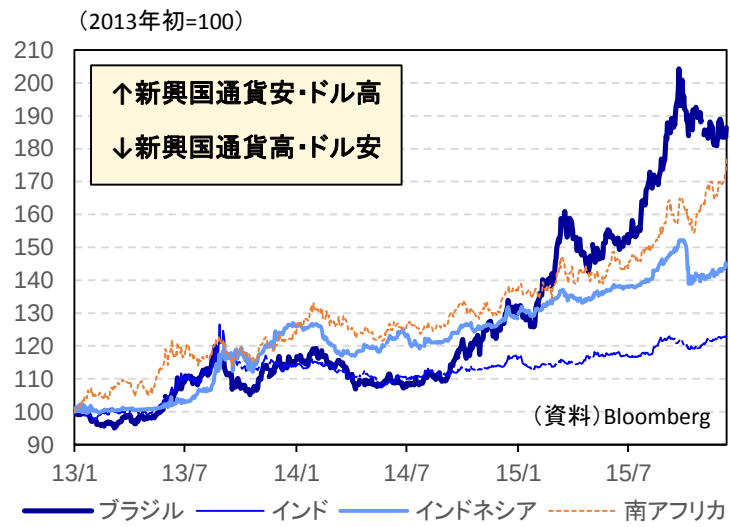
- **慎重な利上げペースを想定**
 - 過去の利上げ局面における引き上げ幅は、1年間で2～3%程度。今回の利上げ局面では、1年間で1%程度の引き上げが予想されており、従来に比べ、極めて慎重なペースを想定。
- **3度のQEで購入した資産は残存**
 - FRBが3度にわたって行ったQEで積み上がった資産(主に国債、MBS)は4.5兆ドルに達し、なお残存している。
 - 購入した資産は、B/Sの負債側では民間金融機関の超過準備として積み上がっている。正常な状態に戻すには、積み上がった資産を圧縮し、超過準備を解消する必要がある。
 - ただし、FRBは資産圧縮策(債券の売却)を早急には実施する意思はなく、保有債券の残存期間も長いとため、正常化は長い道のりとなる。
- **利上げは資金の引き揚げを意味する**
 - これまで市場は長年の超金融緩和のなかで、余剰資金(カネ余り)を所与のものと認識してきた。
 - 利上げは「資金の引き揚げ」を意味することから、金融市場へは一定の負荷がかかる可能性もある。

1. 2016年世界経済の注目点: ①米国の利上げ - 新興国の資金流出懸念

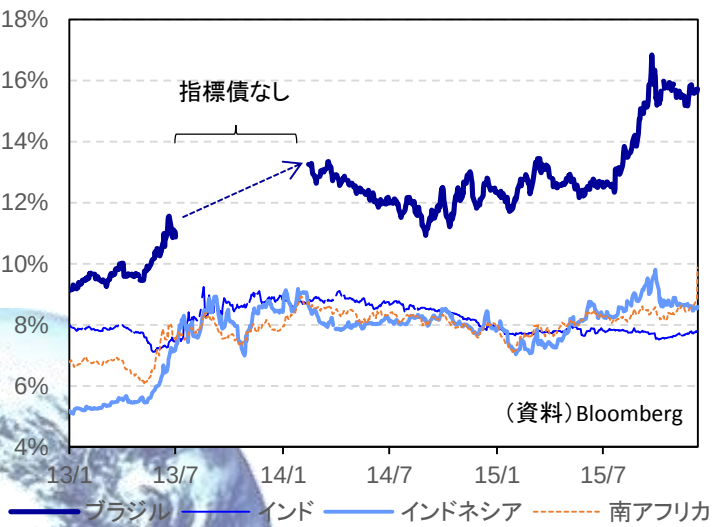
▽ 新興国の株価



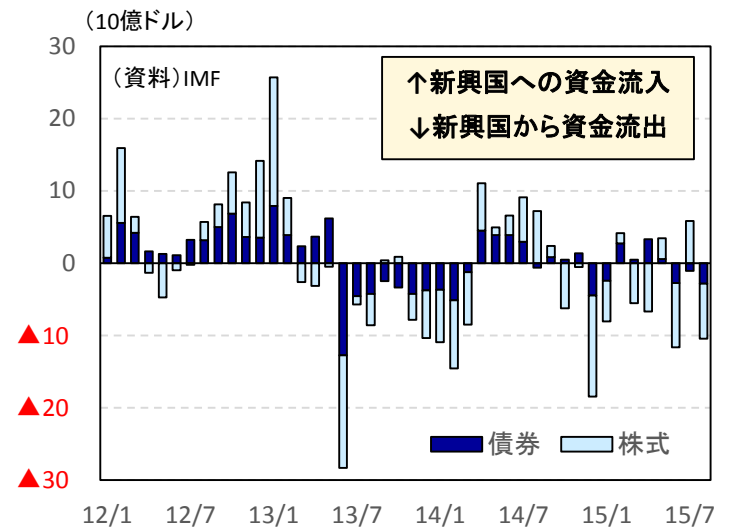
▽ 新興国の為替レート



▽ 新興国の長期金利(10年物国債利回り)



▽ 新興国の資金流入



■ 新興国の金融市場は動揺

- 2015年末にかけて利上げ観測が高まるなか、新興国から資金が流出。
- この間、株価下落、長期金利上昇(債券安)、通貨安(ドル高)が進行。今後、インフレの昂進や通貨防衛のために利上げを余儀なくされることもあり、新興国は難しい対応を迫られる。

■ 通貨安による債務拡大にも懸念

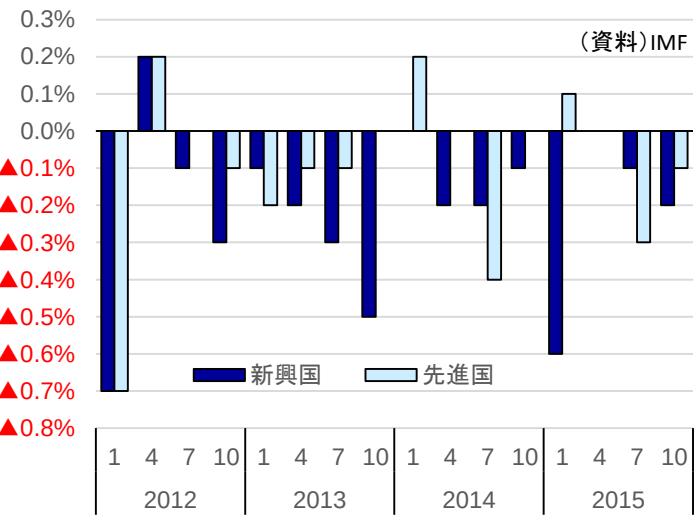
- 1997年のアジア通貨危機時等と比べると、①外貨準備、②経常黒字、③変動相場制移行(事前に通貨が下落)という点で、基礎体力は強固になっており、相対的なリスクは小さい。
- ただし、最近は民間の外貨建て債務が拡大している点には注意が必要。ドル資金が流出する中で、自国通貨安に見舞われれば、債務負担拡大の懸念もある。

■ 米国景気拡大自体はポジティブ

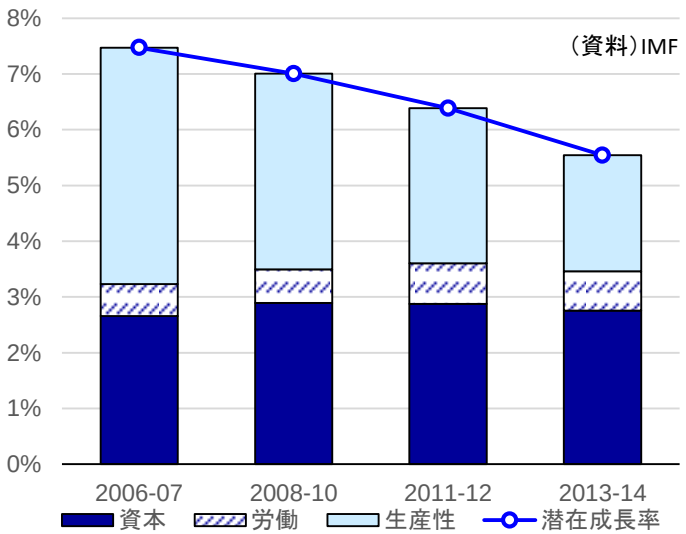
- 米国が利上げを進める背景には、堅調な米国景気の拡大がある。これは、新興国の輸出拡大等を通じて、新興国の景気を押し上げる要因でもある。
- 中期的にみれば、こうしたポジティブな影響が、金融市場を通じた悪影響を上回る可能性もある。

1. 2016年世界経済の注目点: ②新興国の減速 – 相次ぐ下方修正

▽ 直近年の成長予測(IMF)の修正幅



▽ 新興国の潜在成長率(前年比)



■ 新興国予測は下振れる傾向

- IMFが四半期毎に発表する経済見通しでは、新興国の直近年の予測(2012年以降)が、16回中13回下方修正された。先進国は8回であり、新興国の下方修正の多さは際立つ。
- この背景として、下振れ要因が偶然続いたのではなく、「新興国の低成長時代が始まった結果」との指摘も。

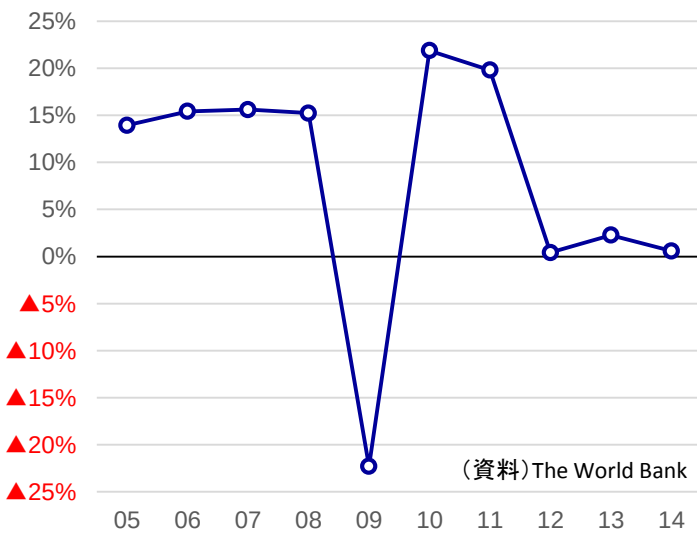
■ 減速の要因は複合的

- 新興国の減速は、単純な要因に求められるわけではなく、幾つかの要因が複雑に絡み合った結果であろう。
- 外部要因としては、世界的な貿易量の減少、コモディティ価格の低下等が挙げられる。内部要因としては、生産性の低下、政策の不確実性の高まり等が挙げられる。

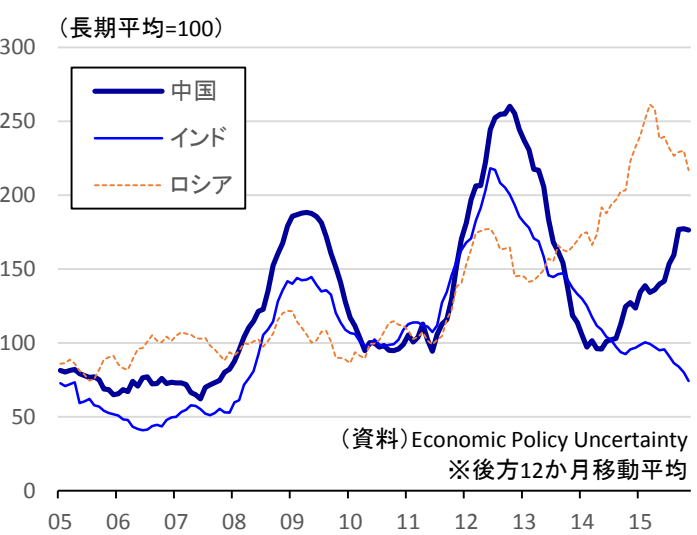
■ 政策対応が鍵だが、対応能力には懸念も

- 金融・財政政策等の循環的な政策対応、経済の底上げにつながる構造改革が必要。
- もっとも、多くの新興国で前者の余地が乏しくなっているうえに、後者の遂行能力を疑う声も少なくない。

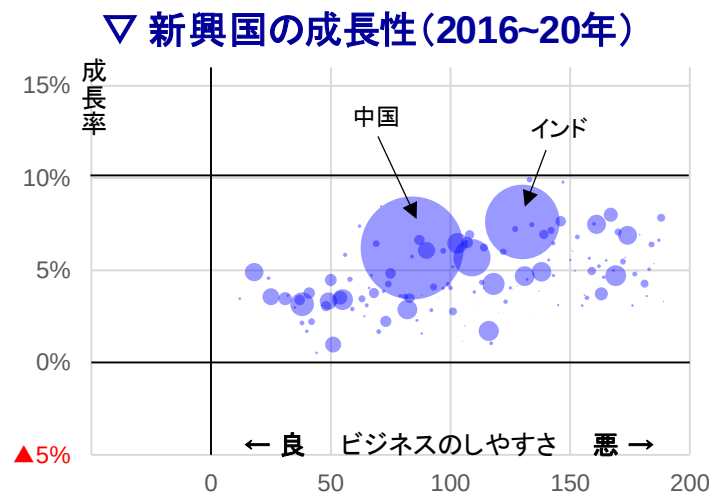
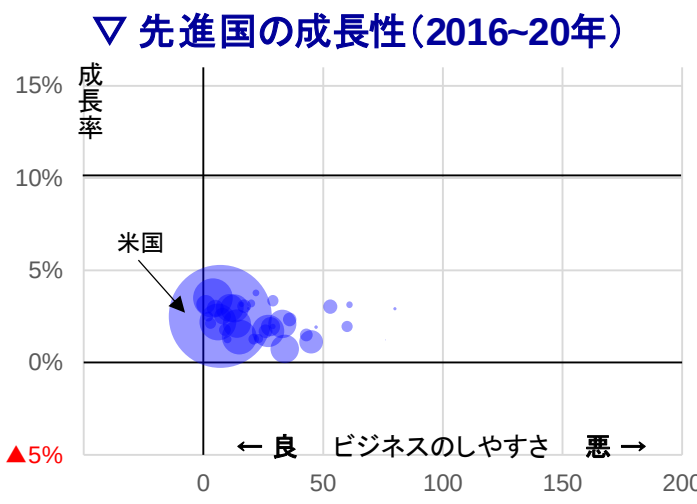
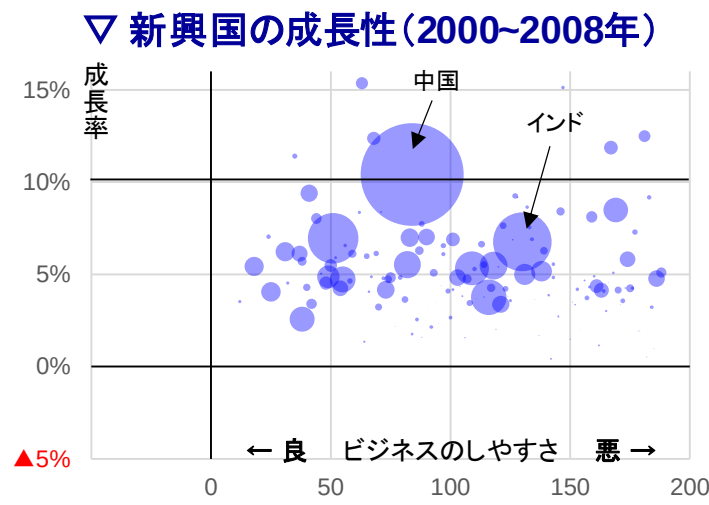
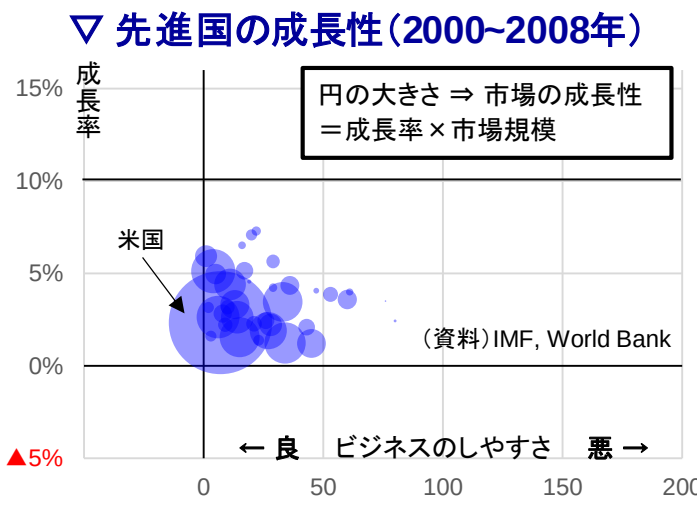
▽ 世界の輸出額(前年比)



▽ 政策の不確実性(指標)



1. 2016年世界経済の注目点: ②新興国の減速 – 相対的魅力の低下



(注) 各円は1国を示す。縦軸はIMFの実質GDP成長率(実績ないし見通し)、横軸は世界銀行の「Doing Business」ランキング(上位ほどビジネス環境が良好)、円の大きさは実質GDP成長率と実質GDPの世界シェア<PPPベース>の積(=世界の実質GDP成長率への寄与度)。

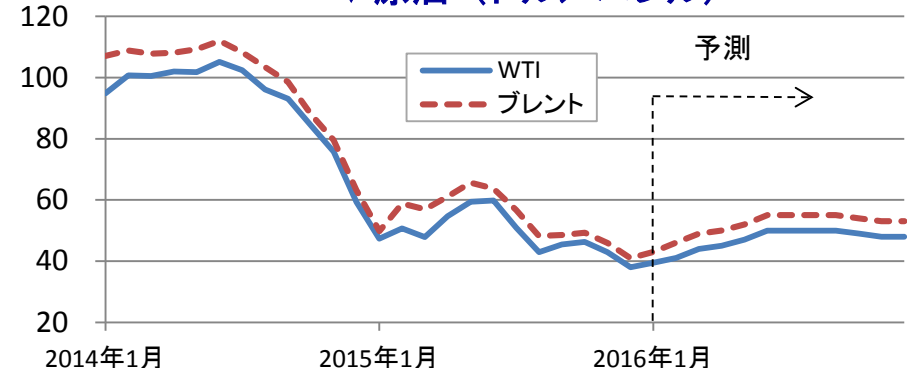
- 成長率ではなくGDP増分が重要
 - GDP 1兆円の経済が10%成長したときの増分(0.1兆円)よりも、100兆円の経済が1%成長したときの増分(1兆円)の方が大きい。
 - すなわち、一国の経済の成長性を見る場合、単なる成長率ではなく、経済規模(一人当たり人口GDP × 人口)と成長率の掛け算から計算されるGDPの増分が重要。
- 先進国の成長性は大きな変化なし
 - 先進国は良くも悪くも成熟した経済であり、低成長ながら1人当たりGDPが高いため、一定の人口規模を有する経済ではGDP増分も相応に大きい。
 - リーマン・ショック前と後で、先進国のGDP増分には大きな変化はみられない。また、総じて投資環境も良好。
- 新興国の魅力は低下
 - リーマン・ショック前では、新興国は高い成長率によりGDP増分が大きい経済が多数みられた。投資環境の悪さよりも、増分の大きさの魅力が勝っていた時代ともいえる。
 - 一方、先行きは低成長が見込まれ、中印以外の多くの国ではGDP増分が小さくなっており、相対的な魅力が低下。

1. 2016年世界経済の注目点: ③低迷続く資源価格

■ 過剰供給の継続で安値推移、ただし下値は限定的

- 商品全般が2011年をピークに下落し、概ね半値にまで下がっている。背景には、資源価格高騰時に増強された生産能力、及び世界経済成長の鈍化に伴う需要低迷。シェールオイル、石炭、銅などでは生産調整の動きが一部で見られるものの、総じて供給過剰は継続。また、米ドル高も資源価格を抑える。
- ボルカー・ルール施行により、投資銀行が商品取引からほぼ撤退。投機資金が市場から流出、流動性も低下。価格の振れ幅が拡大しやすくなっている。
- 生産コストの低下もあり現状では減産幅は限られているが、新規の開発投資は減少。また、2016年の世界経済は多少成長が高まることからすれば、市況が大きく下落する可能性は小さいとみる。

▽原油（ドル／バレル）

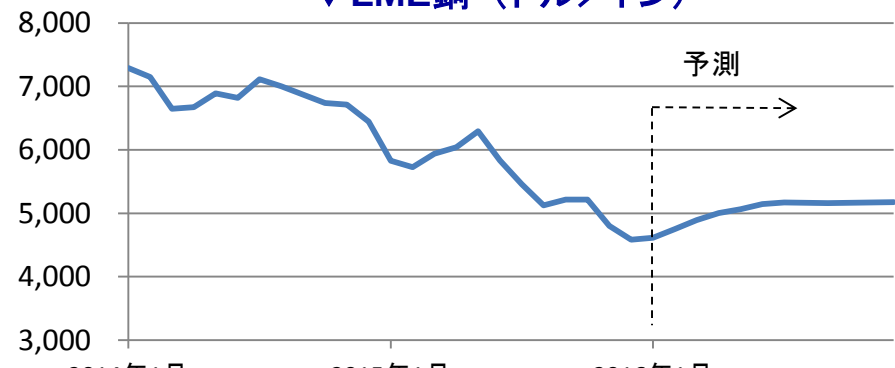


【年間平均値】	2014年	2015年(見込み)	2016年(予想)
ブレント	99.51	54	50
WTI	93.00	49	45

■ 非OPECの生産は頭打ち。底値続くも、大幅な下落はない

- OPECのシェア拡大の姿勢は堅持される。イランは制裁解除後の増産を明言。一方、非OPECの生産量は頭打ち。米国のシェールオイルと北海油田からの生産量減少が主因。
- 世界経済の成長の高まりに沿って需要の伸びは若干上向くとみる。価格は既に大手生産者が資産売却や減産に踏み込むレベルまで下落しており、今後、30ドル台から多少の底打ちを見込む。

▽LME銅（ドル／トン）



【年間平均値】	2014年	2015年(見込み)	2016年(予想)
LME銅	6,866	5,500	5,050

■ 生産調整期待から底打ち

- 製錬銅は、中国の大幅な増産継続により引き続き供給過剰が見込まれる。鉱石は南米やインドネシアを中心に供給が拡大。一方、市場均衡には十分ではないが、中国の製錬銅大手10社が生産調整で合意している。
- また、需要は中国、東南アジアのインフラ向けを中心にやや回復すると見られ、価格は年後半にかけて多少の上昇を見込む。
- LMEに対して上海先物取引所の取引ウェイトが増加しており、中国を中心とした投機資金の動きには注意が必要。

※価格はいずれも直近限月

1. 2016年世界経済の注目点:④「Gゼロ時代」における地政学リスク

■ Gゼロ時代へ突入

- 第2次大戦後の世界は、当初、米国がリーダー役となり、その後、主要国が協議に参加するG7、G20へバトンをつないできた。
- 現在、G20も実質的に機能しなくなり、“Gゼロ”(リーダー役不在)の状況へ。

■ 中・露の台頭

- 中近東での10年以上に及ぶ介入により米国は疲弊、世界の警察としての限界を認識。オバマ政権の外交政策は軍事力の積極的な行使ではない。これに対して、ロシア(クリミア統合、ウクライナ介入、アサド政権の支持)や中国(南シナ海の領有権)は既存の秩序に挑戦。

■ テロの脅威

- アラブの春や米国のイラク撤退により「政治的な真空地帯」となり、イスラム過激派組織「イスラム国(IS)」が勢力を拡大。2014年には、世界93か国で1.3万件(前年比180%増)のテロが発生、死亡者は3.3万人(前年比80%増)に。死亡者の約8割はイラク、アフガニスタン、ナイジェリア、パキスタン、シリアの5か国に限定。テロの脅威は過去最高レベルに達しているとの指摘も。

▽地域別の動向

■ 中近東における紛争、テロの発生

- 宗教、人種、慣習、文化などの違いに端を発した紛争が増加。
- ISは全ての国・グループの敵という位置づけだが、シリア内戦に関しては、米露間に思惑の違いがあり、対立が先鋭化しやすい。
- 海外でのテロ事件発生に関連し、各国で宗教的不寛容や衝突が増加する恐れも。
- 覇権争い: サウジアラビア(スンニ派) vs イラン(シーア派)
- IS掃討: 米・英・仏・イラク・トルコ vs IS
- シリア内戦: ロシア・イラン(アサド支持派) vs 米国・サウジアラビア・トルコ(反アサド派)
- 少数民族が組織する反政府集団: トルコ vs クルド

■ 欧州: 難民問題で結束に綻び

- シリア内戦とISに起因する難民・移民問題は、EUの結束に冷や水を浴びせる可能性も。
- 既に100万人の難民が欧州に到着(国連難民高等弁務官事務所の数字)。2016年末までに、さらに300万人が流入する可能性も。
- 対応を巡ってEUの結束を脅かし、多くの反EU右派政党を台頭させることにもなる。

■ 南米: 左派から中道右派への流れ

- アルゼンチン: マクリ政権へ移行。ベネズエラ: 議会で与党大敗。ブラジル: ルセフ政権の汚職疑惑。

■ アジア: 領有権争い、新政権の誕生

- 中国による領有権主張や影響力行使が継続。
- 台湾の大統領選、タイ軍事政権、ミャンマー新政権の動向を注視。

■ アフリカ: 資源・中国への依存

- 資源価格の低迷、中国経済の減速、異常気象(エルニーニョ現象)などが続けば、アフリカに悪影響を及ぼし、政治的混乱を招く恐れも。

1. 2016年世界経済の注目点:⑤米国大統領選挙

▽2016年の大統領選・重要日程

<各党予備選・党員集会>	
2/1	Iowa
2/9	New Hampshire
2/20	Nevada <D>, South Carolina <R>
2/23	Nevada <R>
2/27	South Carolina <D>
3/1	Super Tuesday <D 12, R 13>
7/18	共和党全国大会(オハイオ州クリーブランド、-7/21)
7/25(未定)	民主党全国大会(ペンシルバニア州フィラデルフィア)
9/26	第1回 大統領選候補者討論会
10/4	副大統領候補討論会
10/9	第2回 大統領選候補者討論会
10/19	第3回 大統領選候補者討論会
11/8	大統領選・議会選投票日

▽共和党の大統領候補の支持率(%)

2015/12/9			年齢	RCP	NBC/WSJ	BCS/NY Times	USA Today
				11/23-12/9	12/6-12/9	12/4-12/8	12/2-12/6
1	ドナルド・トランプ	不動産王	69	29.8	<u>27</u>	<u>35</u>	<u>27</u>
2	ベン・カーソン	元神経外科医	64	13.2	11	13	10
3	マルコ・ルビオ	上院議員 (FL)	44	13.8	15	9	16
4	テッド・クルーズ	上院議員 (TX)	44	16.7	22	16	17
5	ジェブ・ブッシュ	元フロリダ州知事	62	4.2	7	3	4
7	カーリー・フィオリナ	元HP会長兼CEO	61	2.7	5	1	1
6	ジョン・ケーシック	オハイオ州知事	63	2.2	2	3	2
9	マイク・ハッカビー	元アーカンソー州知事	60	2.0	3	3	1
8	ランド・ポール	上院議員 (KY)	52	2.2	2	4	2
10	クリス・クリスティー	ニュージャージー州知事	53	2.7	3	3	2
13	リンゼー・グラム	上院議員 (SC)	60	0.0	0	0	0
11	ジョージ・パタキ	元ニューヨーク州知事	70	0.0	0	0	0
12	リック・サンタラム	元上院議員 (PA)	57	0.0	0	0	1

■ 大統領選の争点

- 大統領選での関心は、(1)経済一般(17%)、(2)政府への不満(15%)、(3)移民(9%)、(4)失業(7%)、(5)医療保険制度(6%)など。
- 景気拡大は実感できないとの声が多いが、12年より景気・雇用への関心が低下していることは事実。
- 今後の展開次第では、テロ、シリア問題は重要な論点となる可能性も(パリ同時テロ発生前では、「テロが重要問題」との認識は3%にすぎなかった)。
- TPP、米中関係など対アジア政策は、争点にはなりにくいと考えられる。

■ 大統領選の展望

- ミレニアル世代(20~30代)の人口は多く、支持獲得が重要。リベラル指向が強い世代といわれるが、民主党は高齢のクリントン氏で支持を得られるか。
- 共和党候補にとっては、中南米系など少数派の支持をどれだけ獲得できるか。中南米系の有権者の比率は10%であり、その5割近くの獲得が必要との見方も。非政治家が支持を集めているが、選挙が近づけば「現実的な選択をする」との見方も。
- 民主党・クリントン陣営は、中南米系のルビオ氏(44才)の指名獲得を警戒している模様。逆に、共和党がルビオ氏以外の候補を指名した場合、クリントン候補がかなり有利になる見通し。

■ 上下両院選挙

- 下院(定員435名): 現有議席は、共和党が民主党を大きく引き離している。概ね支持基盤が固まっており、「接戦区(swing districts)」と言われる選挙区の数30区程度にすぎない。ベストシナリオでも民主党が獲得するのは190議席程度であり、現有議席をようやく維持する程度。下院での共和党優勢は変わらない見通し。
- 上院(定員100名): 大統領選挙の行われる年ではマイノリティ、若年層の投票率が高いこともあり、共和党には逆風。改選対象者34人のうち、共和党24人、民主党10人。再選を目指す共和党候補が苦戦を強いられており、過半数を失う可能性も。

2. 世界経済の見通し: やや上向きの方角となるが、力強さに欠ける展開

- 2016年の世界経済は前年と比べてやや高まるものの、依然、力強さに欠ける展開となる見通し。
- 先進国では、米国が堅調な成長を続けるものの、ユーロ圏や日本などの成長は緩やかなものとどまる。
- 新興国では、中国の減速継続に加え、巨額汚職に揺れるブラジルなど中南米地域は低調。10月発表のIMF見通しでは、サブサハラ・アフリカ、ロシア、中南米で大幅な下方修正がなされた。

▽ 世界の成長率見通し(%)

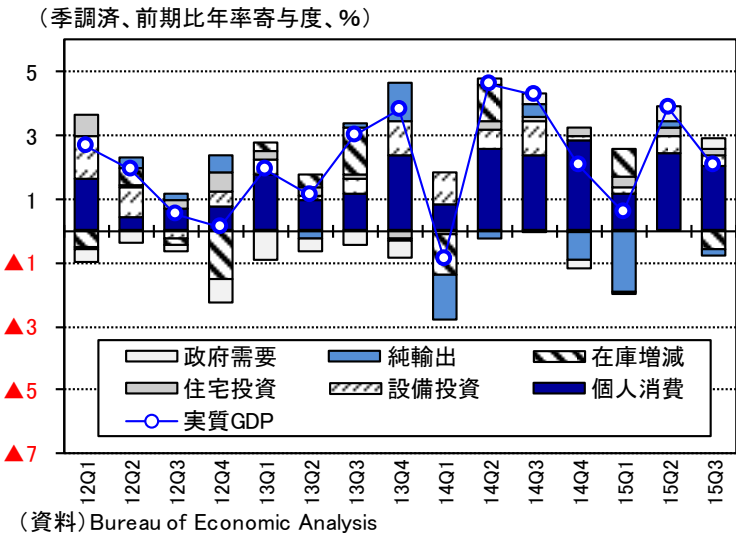
	2013	2001-'07	2014	2015	2016	2015	2016
	構成比	前年比 (平均)	前年比 実績	前年比 予測	前年比 予測	2015年7月予測から 変化幅	
世界	100.0	4.4	3.4	3.1	3.6	▲0.2	▲0.2
先進国	43.6	2.4	1.8	2.0	2.2	▲0.1	▲0.2
米国	16.5	2.4	2.4	2.6	2.8	0.1	▲0.2
ユーロ圏	13.1	2.0	0.9	1.5	1.6	±0.0	▲0.1
日本	4.6	1.4	▲0.1	0.6	1.0	▲0.2	▲0.2
英国	2.3	3.0	3.0	2.5	2.2	0.1	±0.0
新興国	56.4	6.7	4.6	4.0	4.5	▲0.2	▲0.2
サブサハラ・アフリカ	3.0	7.1	5.0	3.8	4.3	▲0.6	▲0.8
中東欧	3.4	4.9	2.8	3.0	3.0	0.1	0.1
ロシア	3.4	6.8	0.6	▲3.8	▲0.6	▲0.4	▲0.8
中国	15.8	10.8	7.3	6.8	6.3	±0.0	±0.0
インド	6.6	7.5	7.3	7.3	7.5	▲0.2	±0.0
ASEAN5	5.1	5.2	4.6	4.6	4.9	▲0.1	▲0.2
中東・北アフリカ	7.7	5.7	2.7	2.5	3.9	▲0.1	0.1
中南米	8.7	3.6	1.3	▲0.3	0.8	▲0.8	▲0.9

(注) 中東・北アフリカはアフガニスタン及びパキスタン含む。

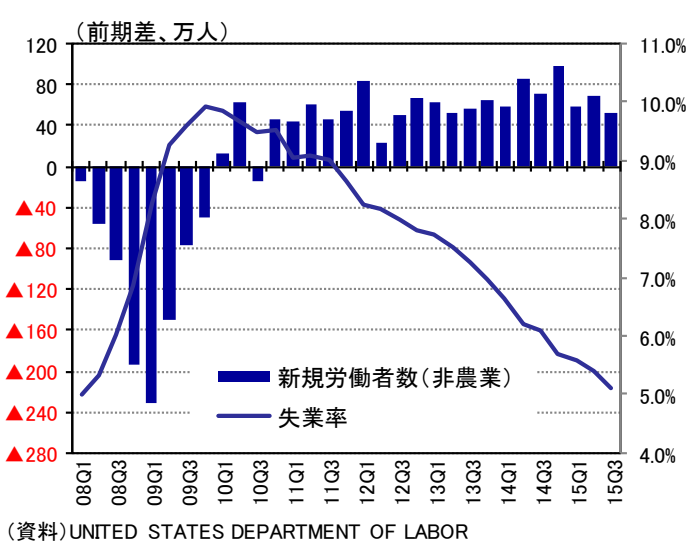
(資料)IMF “World Economic Outlook” (October, 2015)を基に丸紅経済研究所作成

3. 米国: 緩やかな利上げの下、安定した回復が続く

▽米国の実質GDP

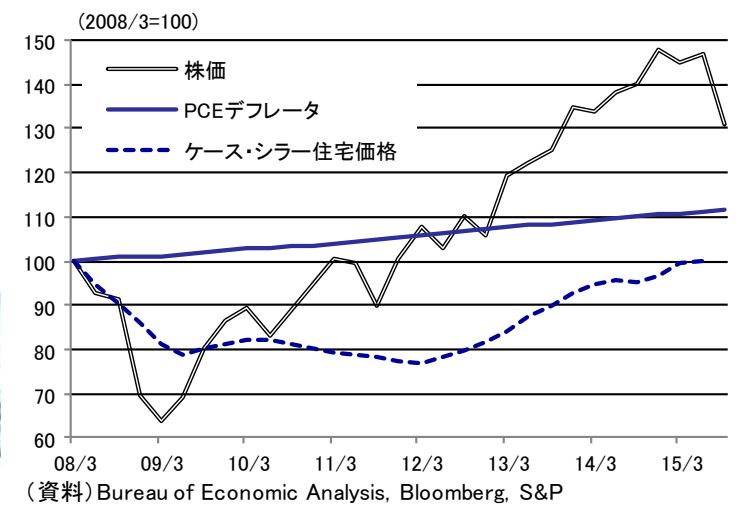


▽就労者増減数と失業率

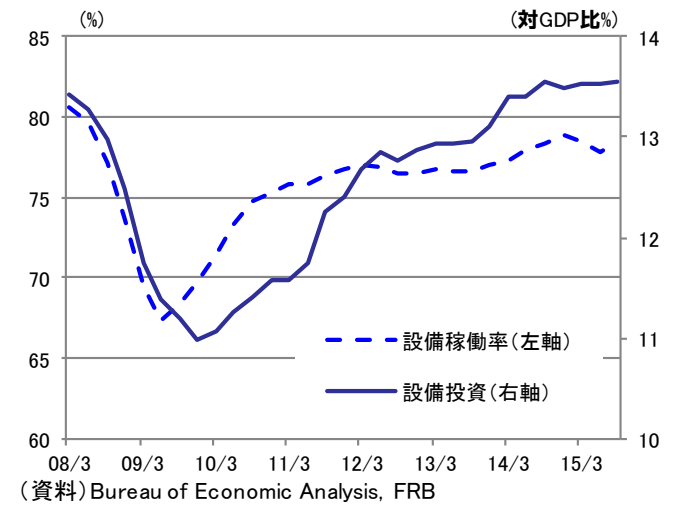


- 米国は消費主導の回復が続く
 - 米国経済は雇用を中心に堅調な回復を続け、9年半ぶりの利上げに踏み切った。
 - 2016年は+2.8%と回復が継続。労働市場の改善を背景に、個人消費が堅調に拡大していく見込み。家計債務も健全化の方向。自動車販売にはやや天井感があるものの買い替え需要もあり、好調を維持。
 - 失業率は、自然失業率(4.5%程度)近傍の水準まで低下。新規就業者数も増加。労働市場の需給が逼迫していくにつれて、賃金の上昇圧力も強まる。

▽PCEデフレーターと資産インフレ



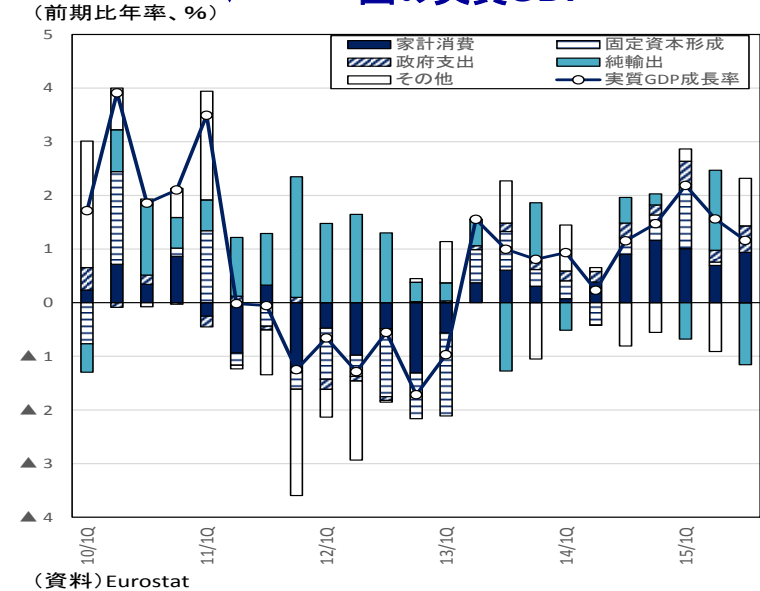
▽設備投資と稼働率



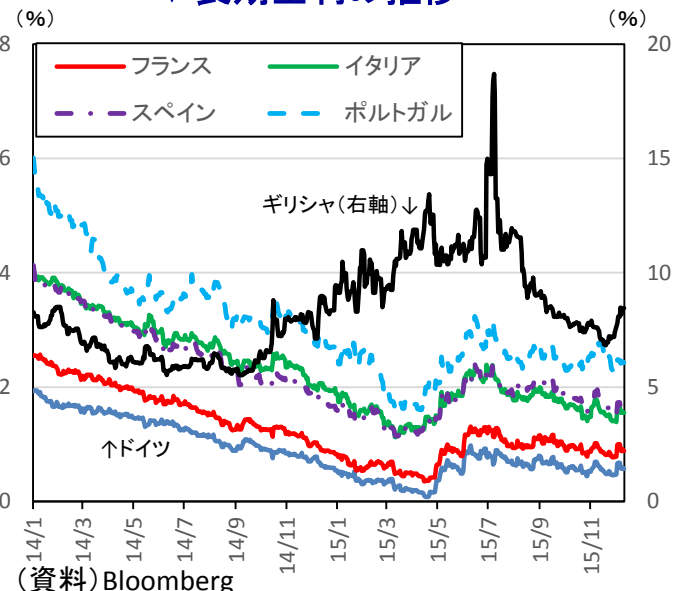
- 投資は緩やかな回復へ
 - 個人消費の拡大を背景に、設備投資は緩やかに回復。
 - ただし、企業収益の増加が従来ほどは設備投資に結びつきにくくなっている。また、中国をはじめとする新興国経済は減速しており、外需依存度が高い企業は投資に対して慎重な姿勢を続ける。
- 利上げは緩やかなペースで
 - FRBは新興国経済など市場への影響を注視しながら、緩やかに金利を引き上げていく見通し。16年末のFF金利予想は1.25~1.50%程度。

4. 欧州：緩やかな回復基調を辿るが、債務問題は残存

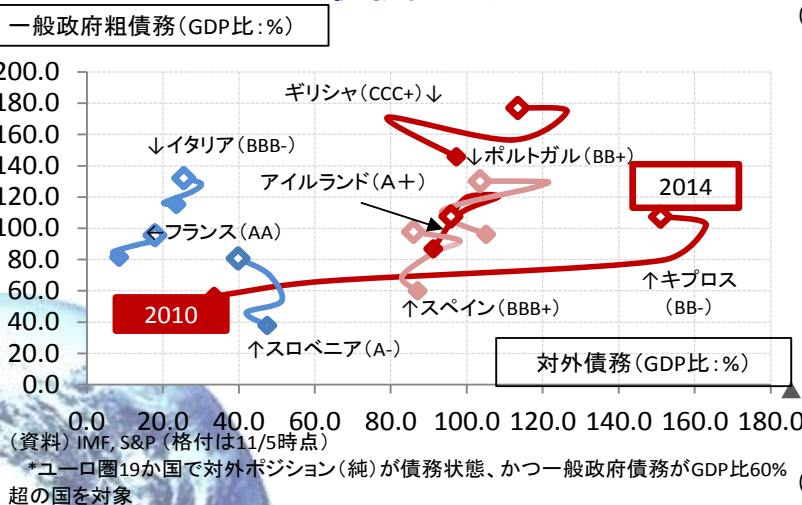
▽ユーロ圏の実質GDP



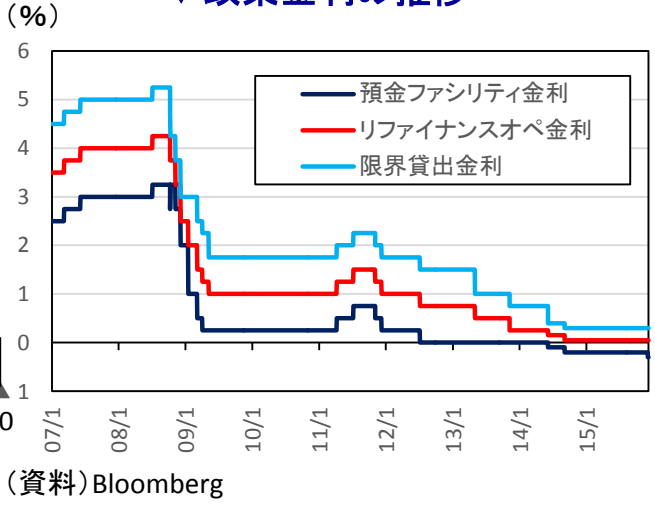
▽長期金利の推移



▽重債務国の状況



▽政策金利の推移



■ 停滞から緩やかな回復へ

- 2015年の成長は1.6%の見込み。ギリシャ債務問題の混乱は一息ついた格好。
- 今後の不安定要因として、政治の右傾化、難民問題、VW問題が懸念され、先行き不透明感は払拭されず。
- 根本的な問題は、財政統合(財政を通じた再分配)が行われていないこと。EUがこの問題に対処しない限り、ドイツ一人勝ちの状況は変わらない。

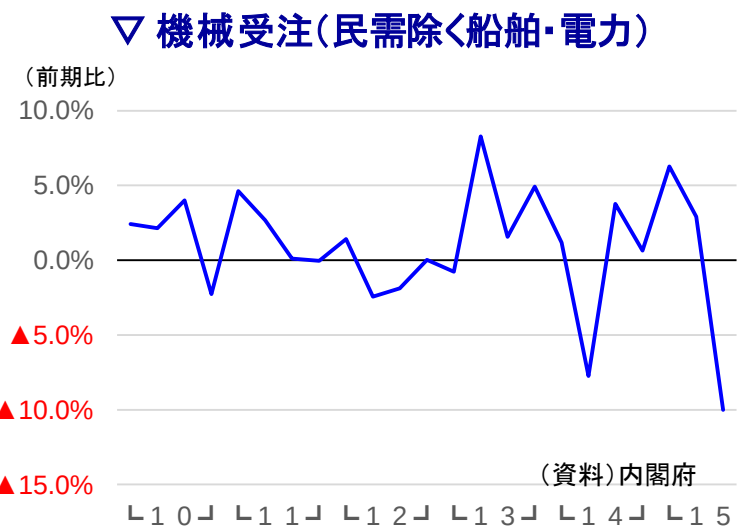
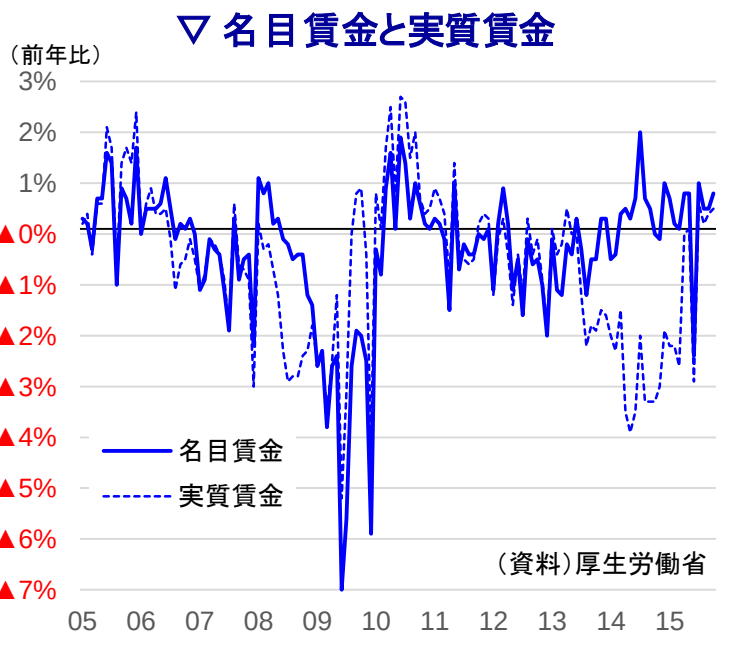
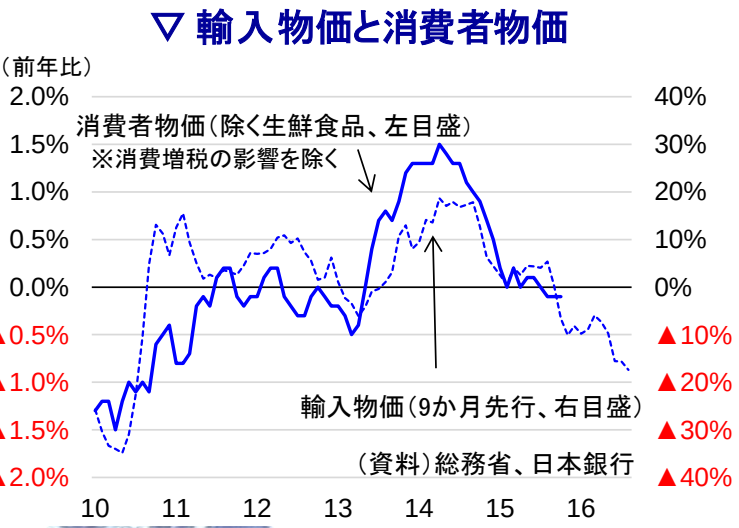
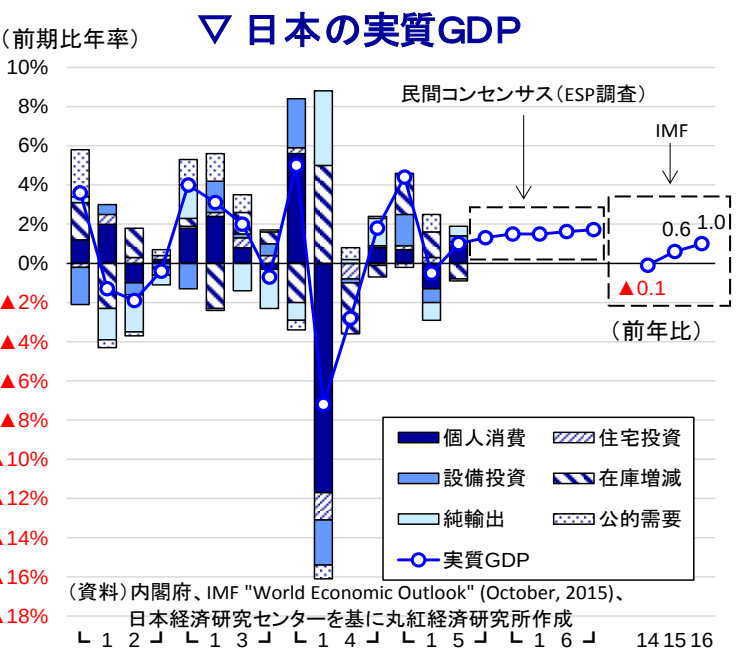
■ 重債務国の脆弱さは継続

- 長期金利は2015年夏のギリシャでの政治的混乱により高騰したが、EUによる支援が合意したことなどから低下。
- ギリシャが緊縮政策を実行する見返りに、第3次金融支援が発効したが、将来の債務再編は不可避か。
- 金融支援から脱した国でも政府債務の水準は高止まっている。劇的な改善は期待できず、脆弱さは継続。

■ 追加緩和は市場の想定に

- ECB理事会(12月3日)にて追加緩和が決まり、中銀預け金金利の引き下げ(▲0.2%→▲0.3%)、購入期間の半年延長(2017年3月まで)などを実施。
- 市場が予想していたような国債購入金額の拡大や大幅な期限延長はなく、失望感が広まった。

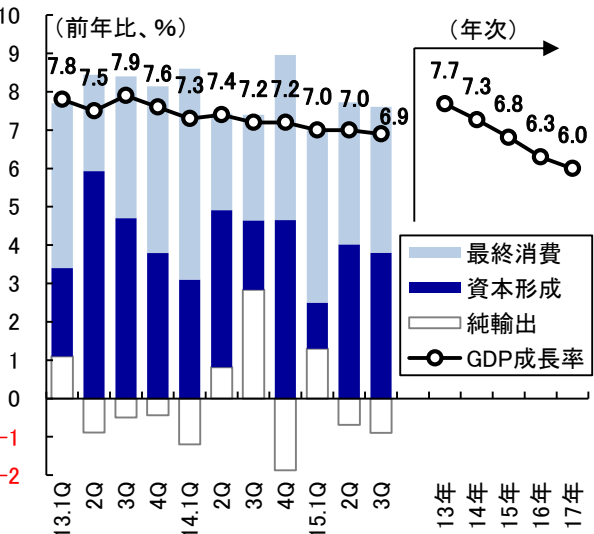
5. 日本: 量的緩和を続けるも、未だ実体経済へは浸透せず



- 緩やかなペースで回復見込み
 - 外需の回復や資源価格低下の恩恵などを通じて、緩やかに持ち直す。
- 物価上昇率2%は未達成
 - 日銀は2013年4月、「2年程度で2%の物価上昇」という目標を設定。これを実現するまで量的・質的金融緩和を継続するとしたが、現時点では0%近傍で推移。
 - 2013～14年に物価は上昇したものの、円安効果による輸入物価上昇の影響が大きい。また、最近の円安効果は原油安に相殺されており、今後の物価上昇には疑問符も。
- 賃金上昇ペースは遅い
 - 安倍政権発足後、名目賃金は緩やかに上昇したが、実質賃金は物価上昇や消費増税の影響で低下。
 - 正規雇用と非正規雇用の間には厳然たる賃金格差が存在。賃金上昇による景気の好循環の実現は容易ではない。
- 設備投資は鈍い動き
 - 日銀短観の設備投資計画は高めのプラスに。
 - しかし、機械受注(設備投資の先行指標)の反応は鈍い。海外経済の減速などから、企業は計画を修正する可能性が高く、短観の計画が実現するかどうかは疑問。

6. 中国:ストック調整過程にあり、6%台の成長が「新常态」へ

▽ 中国の実質GDP



▽ 主要経済目標・達成状況

		14年	15年	前年比較	1-11月実績	達成状況
GDP	前年比%	7.5	7.0	▲	※1 6.9	▲
CPI	前年比%	3.5	3.0	▲	1.4	×
輸出入総額	前年比%	7.5	6.0	▲	-8.2	×
社会消費財小売総額	前年比%	14.5	13.0	▲	10.6	×
固定資産投資	前年比%	17.5	15.0	▲	10.2	×
都市部失業率	%	4.6	4.5	▲	※1 4.1	○
都市部新規雇用創出	万人	1,000	1,000	→	※1 1,066	○
M2	前年比%	13	12	▲	13.7	○
財政赤字	億元	13,500	16,200	▲	10,288	×
財政赤字率	対GDP比%	2.1	2.3	▲	1.5	×
福祉住宅新規着工	万戸	666	740	▲	※2 747	○

※1: 1-9月期、※2: 1-10月期

■ 2015年は7%弱へ

- 主要経済目標の達成状況が思わしくない。鈍化の要因は、ストック調整の継続、信用膨張の抑制、重厚長大型製造業の減速、外需の低迷など。
- 雇用が堅調なため、政府は財政出動を抑制(景気対策の温存)。15年は7%成長未達の見込み。

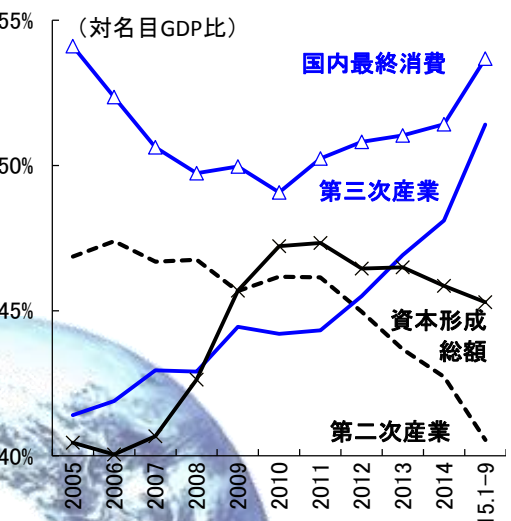
■ ストック調整期に6%台が新常态へ

- 習近平政権初の五ヵ年規画が始まるが、6%台の成長が「新常态」に。
- 深刻な過剰生産能力問題、企業部門の債務問題などを抱え、企業破綻や不良債権の増加がリスク。
- 一方、金融緩和、財政出動、不動産規制緩和、人民元安誘導などの政策手段を活用すれば、短期的な下振れリスクは制御可能。

■ 内需・インフラ輸出に注目

- 今後5年間、イノベーションや一人っ子政策廃止により潜在成長率を押し上げる一方、格差是正・環境保護・改革開放を強化。
- 国内消費市場、サービス産業、新技術・新分野、AIIBによる中国版インフラ輸出の拡大に注目。

▽ 構造調整の進展



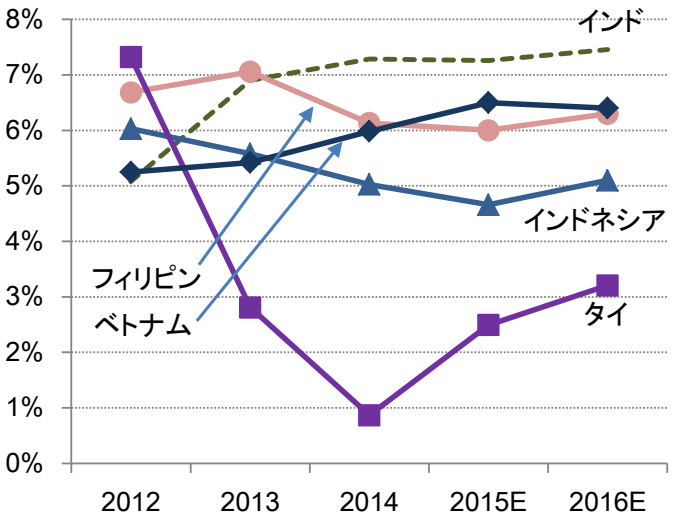
▽ 第13次五ヵ年規画(15年11月新華社発表)

中高速成長	- 成長率: 6.5%以上(最低ライン) - GDP・一人当たり所得を20年までに10年の倍に拡大
革新	- 発展の主要エンジン。理論・制度・技術・文化におけるイノベーションを推進 ①新成長エンジン(新技術・新産業等)、②新空間(一帯一路、独占業種、サイバー空間、海洋)、③主体(企業が主役)、④農業現代化(土地の所有・請負・経営権の分離、トレーサビリティ・機械化)、⑤産業体系(中国製造2025)、⑥体制(市場化・所有権・投資資体制・分配を改善、行政・国有企業改革)、⑦マクロ政策(水準・方向、短期・中長期、国内・海外、改革・発展のバランスを改善)
均衡	持続可能な経済発展に不可欠なもの - 都市・農村、経済・社会のバランス、新型工業化・情報化・都市化・農業現代化の共同発展、ハードパワーとソフトパワーの同時強化
グリーン	資源の節約、環境保護を基本的な国策として堅持
開放	- 内需・外需、輸出入の均衡、外資誘致・海外進出の推進、資金・技術の導入 高度な開放を目指す、制度的な発言権の向上、広範な利益共同体を構築
共有	発展は人民の為、人民に頼る、成果は人民に。一人っ子政策廃止。共同富裕

(出所) 中国国家统计局、CEIC、WIND。2015-17年成長率はIMF予測

7. ASEAN・インド: 全般的に力強さに欠くが、比・ベトナム・印は底堅く推移

▽主要国の実質GDP



(出所) IMF (October 2015)

▽主要国の貿易額(2014年)

(単位: 百万ドル)

	輸出			輸入		
	対中国	対世界	中国比率 (%)	対中国	対世界	中国比率 (%)
タイ	25,084	227,573	11.0%	38,498	227,932	16.9%
マレーシア	28,223	234,135	12.1%	35,322	208,823	16.9%
フィリピン	8,034	61,810	13.0%	10,284	67,719	15.2%
インドネシア	17,606	176,036	10.0%	30,624	178,179	17.2%
ベトナム	14,928	150,217	9.9%	43,648	147,839	29.5%
カンボジア	281	9,248	3.0%	3,004	9,227	32.6%
ラオス	1,775	4,149	42.8%	1,839	7,043	26.1%
ミャンマー	2,857	10,640	26.9%	7,339	18,407	39.9%
インド	13,434	317,545	4.2%	58,231	459,369	12.7%

(出所) UN Comtrade (カンボジア及びミャンマーは2013年)

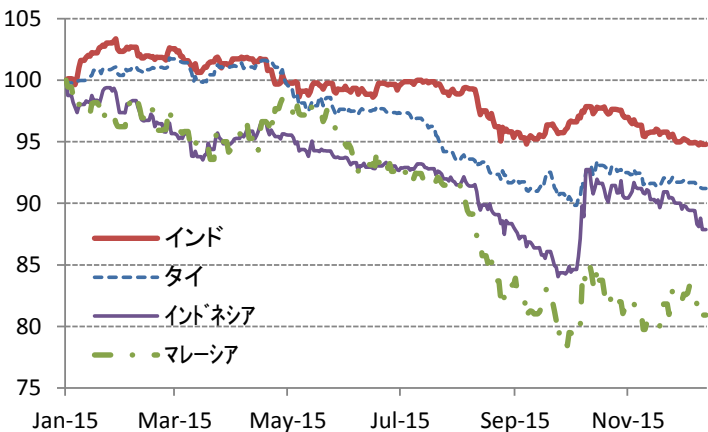
▽ファンダメンタルズ指標

	経常収支 (対GDP比)		消費者物価 (前年比)		政府債務残高 (対GDP比)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
タイ	6.2%	5.4%	-0.9%	1.5%	43.5%	42.6%
マレーシア	2.2%	2.1%	2.4%	3.8%	55.6%	53.6%
フィリピン	5.0%	4.5%	1.9%	3.4%	35.9%	33.9%
インドネシア	-2.2%	-2.1%	6.8%	5.4%	26.5%	26.7%
ベトナム	0.7%	-0.9%	2.2%	3.1%	61.2%	63.7%
カンボジア	-11.1%	-10.6%	1.1%	1.8%	34.3%	33.9%
ラオス	-28.3%	-22.7%	5.3%	1.5%	63.4%	66.5%
ミャンマー	-8.9%	-8.3%	12.2%	11.8%	33.4%	33.4%
インド	-1.4%	-1.6%	5.4%	5.5%	65.3%	63.9%

(出所) IMF (October 2015)

▽主要国の為替レート

(2015年初=100)



(出所) Bloomberg

■ 成長率は足踏み状態

- 2015年のASEAN経済は、中国の減速による輸出の低迷、米国の利上げを前にした金融の不安定化、消費・投資の弱含み等により、成長が鈍化。
- 特に、インドネシアやマレーシア等の資源輸出国、中国経済への依存の大きいメコン圏が軟調。一方、インドは消費が底堅く、成長率で中国を逆転。
- 2016年は、先進国向けを中心に外需の持ち直しが期待されるものの、各国経済は緩慢な回復に留まり、財政・金融政策が景気を下支えする見通し。

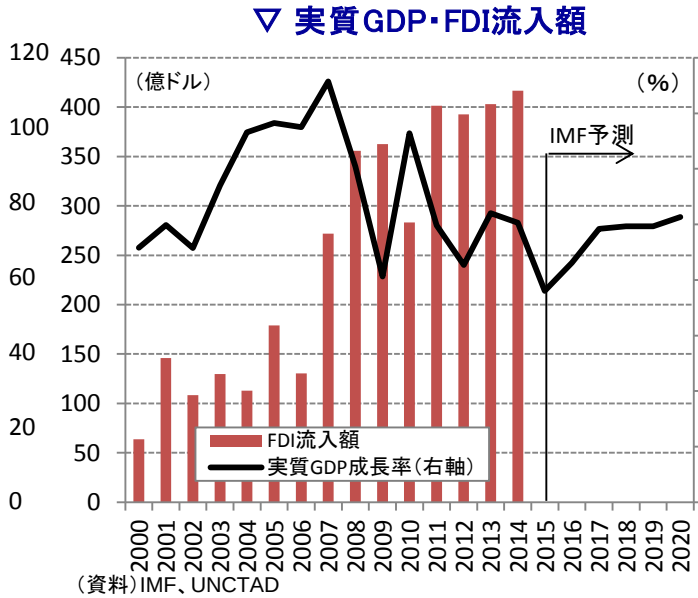
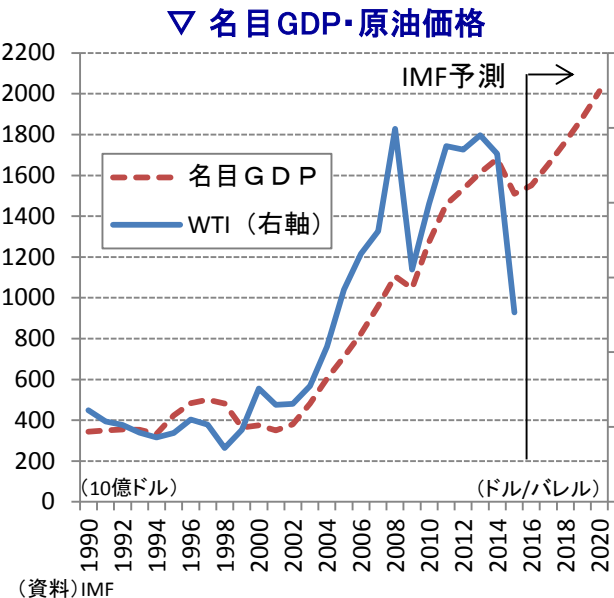
■ 米国利上げの影響を見極めへ

- 2015年は一部の国で為替が大幅下落したが、変動相場制への移行や外貨準備の積み増しが進んでおり、広範な通貨危機再発の可能性は低い。
- 原油安は経常収支の改善やインフレ抑制につながっているが、メコン圏など経常赤字国の動向には要注意。
- 米国の利上げを大きな混乱なく消化した場合、インフレ率の低下に合わせ、利下げに動く国が出てくる可能性も。

■ 政治ではミャンマー等に注目

- ミャンマーでは、3月に新大統領が就任。政権移譲プロセスや新政権の政策・統治能力に注目。フィリピンも5月に大統領選(任期6年、再選禁止)。

8. サブサハラアフリカ:原油価格下落に伴い減速



▽ 高成長国(2016-2020平均)

▽ 主要国の中間層世帯数

国名	(%)
モザンビーク	9.9
シェラレオネ	9.8
エチオピア	7.7
ニジェール	7.5
ルワンダ	7.4
コートジボワール	7.2
タンザニア	6.9
ケニア	6.9
リベリア	6.9
セネガル	6.8
南スーダン	6.6

	人口 (百万人)	中間層世帯			
		2014		2030	
		(万世帯)	(%)	(万世帯)	(%)
アンゴラ	21.2	150	35	310	52
エチオピア	89.8	20	1	97	4
ガーナ	26.2	130	20	400	43
ケニア	43.5	82	8	260	18
モザンビーク	25.0	29	5	150	18
ナイジェリア	174.9	810	22	2100	38
南スーダン	11.3	7	5	50	24
スーダン	35.2	180	31	380	47
タンザニア	47.2	32	3	140	8
ウガンダ	35.8	36	4	160	13
ザンビア	14.7	55	19	170	36
合計	524.8	1530		4220	

(資料) IMF

(資料) Standar Bank
(注) 中間層世帯の定義は年間の消費が約\$5,500 以上の世帯

- 資源市況の低迷に伴い大幅減速
 - 原油価格の下落に伴い、ナイジェリア、アンゴラなどの産油国、南アなどの資源輸出国を中心に景気が減速。
 - 新興国経済の先行不安の広がりから、ナイジェリア、南ア、アンゴラ、ザンビア、ガーナなどで通貨が大幅に下落。ナイジェリアやアンゴラでは通貨切り下げ、外貨兌換規制、輸入制限の導入を余儀なくされ経済活動が抑制。
 - 2015年の成長はリーマンショック後の2009年を下回る3.8%と予測。
- 非資源国では堅調な成長が継続
 - 資源への依存度が比較的低いエチオピア、ルワンダ、タンザニア、ケニアなどの東アフリカ諸国では、比較的高い成長を維持。
 - 新たな資源開発が期待されるモザンビーク、タンザニア、政治的安定を取り戻したコートジボワールなどを中心に高い成長率を期待。エボラ出血熱によって低迷していた西アフリカ諸国も持ち直す見込み。
- 中間層世帯の拡大で消費市場への期待
 - サブサハラアフリカは人口増加、生産性向上の可能性など、経済の上振れ余地が存在。中間層世帯は今後15年で3倍近くに拡大する可能性があり、消費市場としても期待される。世界平均を上回る成長市場であり、引き続き投資先、市場として注目が集まる。
 - 資源価格の大幅下落、中国経済の失速が回避されるという前提では、2016年、2017年にかけて緩やかに成長は回復する見通し。

9. 産業動向: 2016年の主要産業の傾向と課題

- ・年度後半に、2017年4月の消費税増税前の駆け込み需要が始まる。
- ・原発再稼働のペースは遅く、電力の安定供給・料金引き上げ懸念が継続。4月以降、電力小売り解禁・サービス多様化に注目。
- ・IoT(モノのインターネット)活用への取組みが多様化、新ビジネスが進展。ドローンや自動運転技術(自動車)の研究が進む。

 繊維	個人消費の回復が鈍いため、 <u>アパレルの需要は前年並み</u> 。円安による原料高が利益を圧迫。化学繊維では、 <u>衣料品向けの需要は伸び悩み</u> が続く。一方、自動車や航空機、インフラ向けを中心に、 <u>炭素繊維等の高機能材料の需要が堅調</u> 。	 電機	家電は復調を見込む。4K等 <u>次世代型TVも成長</u> 。 <u>消費税増税前の駆け込み需要</u> に加え、 <u>インバウンド消費の増加</u> もプラス材料。電子機器は <u>従来型は需要低迷、低価格競争が継続</u> 。パソコンはタブレットやスマホによる代替で、販売不振がさらに進む。
 鉄鋼	中国の需要減退、アジアを中心とする供給過剰圧力の加速で、 <u>鋼材輸出市場の環境が厳しい</u> 。国内粗鋼生産は、 <u>鋼材在庫調整の遅れで減産が続く</u> 一方、下半期は住宅着工・新車販売の向上、季節要因などで需要が回復し、生産調整が終了する見込み。	 情報・通信	情報サービスはマイナンバー対応やAI関連の <u>システム高度化ニーズにより好調継続</u> 。 <u>電子商取引分野も拡大</u> が続く。SIMフリー端末も普及しスマホ出荷も持直す。ただし、政府要請による携帯料金引下げが実現した場合、通信キャリア各社の業績を押下げ。
 電力・エネルギー	<u>販売電力量は増加するが、省エネの進展等で小幅増</u> 。原発再稼働ペースが遅く、追加の燃料コストが経営を圧迫。4月からの <u>電力自由化により小売競争は激化</u> 。原油価格の大幅な回復が見込めない中、エコカーの普及等で <u>ガソリン需要の減少が継続</u> 。	 産機・プラント	工作機械は <u>国内設備投資が活発化</u> 、老朽化設備更新等で内需は引続き堅調。一方、海外からの受注は <u>中国を中心に軟調</u> 。特にプラント向け化学機械の減少が顕著。建設機械は国内で <u>建設投資や震災復興需要が継続</u> し、好調を維持するが伸びは鈍化。
 化学	石油化学品では円安により輸入品の流入が減少、輸出競争力が回復しており高稼働率を維持。2016年も <u>当面は好調</u> が見込まれる。一方で、電子材料向け等、一部の製品では <u>中国の成長減速に伴う需要縮小が顕在化</u> しており、 <u>先行きに不透明感</u> 。	 建設・セメント	16年度建設投資予測は前年比▲1.9%。政府建設投資(全体の4割)は同▲10.2%と縮小する一方、民間住宅投資(同3割)は同+6.5%、民間非住宅投資(同3割)は同+2.2%を見込む。 <u>民間投資が政府投資の落込みを下支えする構図</u> 。
 紙パ	紙・板紙の <u>国内需要は減少傾向が続く</u> 。主力製品では段ボール原紙は底堅いが、印刷・情報用紙、新聞用紙のグラフィック系を中心に国内出荷は緩やかに減少。円安基調の中で、 <u>輸出の増加と輸入の減少傾向が当面続く</u> 。	 流通	個人消費は雇用・所得環境改善を背景に、 <u>2015年比での微増が見込まれる</u> が、消費者が支出を増やすような環境には依然なおらず、 <u>小売業全体の売上としては微減</u> が見込まれる。一方、ECを含む通販については拡大へ。
 自動車	国内市場は、縮小傾向が続くが、 <u>前年の軽自動車税引上げによる軽自動車販売不振の反動</u> や2017年4月に予定される <u>消費税増税前の駆け込み需要</u> から販売は <u>年後半には上向く予想</u> 。低燃料価格を追い風に、輸出は北米向けを中心に順調。	 食品	競争環境は依然厳しいものの、 <u>円安や原材料高による価格転嫁が進み、出荷額の増加</u> が見込まれる。また、中間所得層の増加に伴う <u>インバウンド消費(訪日客)の拡大</u> は、食品業界にとって追い風になる。

丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号

TEL 03-3282-7683

FAX 03-3282-7120

<http://www.marubeni.co.jp/research/index.html>

(注記)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど(以下「情報」といいます)は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用および引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で、複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。