

# 経済マンスリー [論文]

## 2016 年海外経済の展望

### 【要旨】

- ◇ 2015 年の海外経済を振り返ると、実際の経済成長率は小幅減速に止まったにも関わらず、総じて減速「感」が強まった一年だったといえる。これは、先進国こそ総じて循環的な景気回復を維持したものの、成長のフロンティアだった新興国経済が減速したこと、資源価格が大幅に下落するという中期的な潮流変化があったためである。
- ◇ この背景には、金融危機後の先進各国の金融緩和がもたらした新興国への資金流入や中国の「4 兆元対策」などの景気対策により積み上がった不均衡が世界規模で調整を本格化させているという要素も見逃せない。
- ◇ 2016 年の海外経済は、資源価格の調整ショックが徐々に落ち着くなか、金融緩和の巻き戻しである米国の利上げを消化しつつ「新たな均衡を模索する局面」となろう。中国は「新常态」へ軟着陸する一方、米国を始めとする先進国経済も循環的な回復を維持するとみられることから、海外経済は全体として緩やかに持ち直しに向かうものと想定する。
- ◇ もっとも、新たな均衡に辿りつくまでの道のりは決して平坦ではなく、資源価格が一段と下落するなど下振れリスクを覚悟しておきたい。また、地政学的イベントに伴う相応の下振れリスクには注意する必要がある。

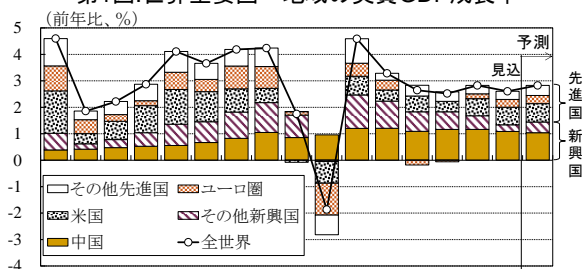
## 1. 2015年海外経済の回顧～リーマン・ショック以降積み上がった不均衡の調整局面

2015年の海外経済を振り返ると、前半はギリシャ債務問題の再燃、年央は中国株急落に端を発した世界的な金融市場の混乱、年後半から終盤にかけてはテロ多発等地理学リスクが高まり、通してみると景気減速感が強まった1年であった。

もっとも、減速「感」こそ強まったが、実際に成長率が大幅に減速したわけではない。2015年の世界経済の実質GDP成長率（45カ国・地域ベース）は、前年比+2.6%と2014年（同+2.8%）から小幅減速に止まる見込みである（第1図）。

景気減速感が強まった背景には、表面的な成長率の推移から窺われる以上の中期的な世界経済の潮流変化がある。すなわち、成長のフロンティアだったはずの新興国経済の減速と資源価格の大幅下落である（第2図）。振り返ると、2000年代半ばより、中国を始めとする新興国経済への成長期待とそれに伴う需要拡大期待による資源価格上昇はセットで語られてきた。また、2008年9月のリーマン・ショックを契機とした金融危機とそれに対する各国の政策対応も、結果としてこうした期待を不自然に増長させた面は否めない。すなわち、中国ではいわゆる「4兆元対策」による大型財政出動により、元来、過剰投資体質であった中国経済を更なる投資で再加速させた。また、金融危機発生後に先進国は一斉に大規模な金融緩和に踏み切ったが、それによる金利低下は、先進国から相対的に利回りの高い新興国への資金流入をもたらした。さらに、こうした新興国経済の再加速は先行きの需給逼迫予想を強め、資源価格を再び高騰させることとなった。

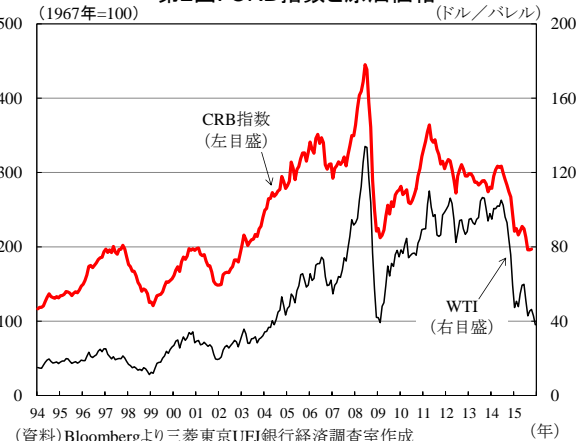
第1図:世界主要国・地域の実質GDP成長率



(注)1.『その他先進国』は、日本・英国・香港・台湾・韓国・シンガポール・豪州。  
2.『その他新興国』は、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム、インド、ロシア、チェコ、ハンガリー、ポーランド、ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー。  
3.『全世界』は、上記記載45カ国・地域の合計。

(資料)各国、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図:CRB指数と原油価格



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

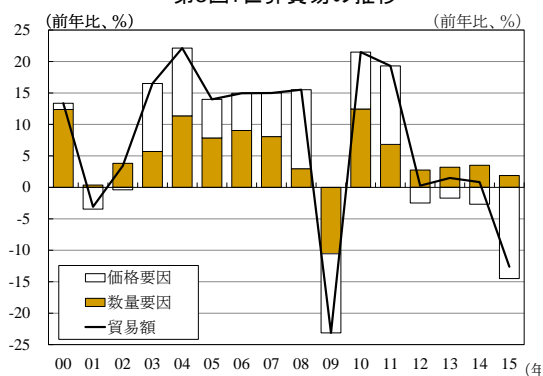
金融危機に対する各国の景気対策は、2009年以降世界経済の実質GDP成長率をV字回復させたという意味では奏効したが、同時に上記のように一部の国で過剰投資や過剰債務などの不均衡を深刻化させ、またグローバルなマネーフローに歪みをもたらしたことは見逃せない。前者については、2010年代に入ってから中国経済が過剰投資に起因する構造調整により減速を始め、シェール革命に代表される原油供給増加と相俟って資源需給の緩みをもたらしたことから、新興国、資源価格に対する期待は徐々に後退、2014年後半からは中国の輸出入の急減速と原油価格の大幅下落が顕在化した。

この結果、2015年には、世界的な貿易の縮小に見舞われ（第3図）、とりわけ、中国向けの輸出依存度が高い国・地域を中心に強い景気下押し圧力が掛かった（第4図）。また、資源国では投資活動の停滞や国家財政の見直しなど新たな価格水準への適応に迫られ、一気に世界的に景気減速感を強める結果となったわけである。

一方、グローバルなマネーフローについても、米国が金融正常化に向けて利上げの準備を進める中で、新興国に流入していたマネーに逆流の圧力が生じ、新興国は資源安や貿易の縮小に加えて金融市場も動揺するなど、複合的な調整を余儀なくされることとなった。

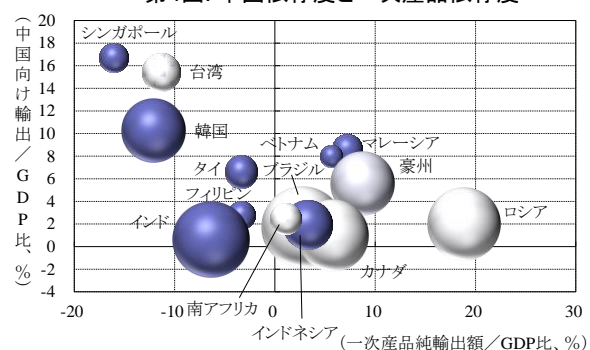
もっとも、世界貿易がリーマン・ショック時を彷彿とさせる落ち込みをみせながら世界経済が底割れしなかったのは、先進国経済が底堅かったためであることも特筆すべきだろう。特に、米国が内需を中心とした自律的な成長力を示しており、新興国にとっても一定の底支えをしたものとみられる。逆に、新興国経済の減速は、世界的な景気減速「感」を演出したものの、リーマン・ショック時の米国のように世界経済を実際に景気後退に引き摺り込むまでのインパクトはなかったといっていよう。

第3図: 世界貿易の推移



(注) 輸入サイド。『貿易額』の2015年は、直近公表値までの実績。  
(資料) IMF、オランダ中央統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図: 中国依存度と一次産品依存度



(注) 1. 『一次産品依存度』は、一次産品(食品・飲料、工業用原材料、鉱物性燃料)純輸出のGDPに対する比率。  
2. バブルの大きさは2014年の名目GDP額。白いバブルはマイナス成長の国。  
(資料) 国連、IMF統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 2016年の海外経済をみる上でのポイント

それでは、2016年の海外経済はどのように展望できるだろうか。2015年の展開を元に予想すると、基本的には、①資源価格の低迷及び米国が緩やかに利上げを実施する環境下で各国が自国経済を適切に調整していけるか、②中国経済が「新常态」に軟着陸できるか、がポイントになると考えられる。

まず、資源価格の動向をみると、中国を中心とした過大な期待需要の剥落分を埋めるフロンティアは不在である一方、減産の進まないOPEC、イランの輸出再開などの話題に事欠かない原油に代表されるように資源の供給超過が続いており、当面上値が重い展開が見込まれる。かかる環境下、資源国や先進国の資源関連セクターには引き続き厳しい状況が続くと考えられ、資源関連投資も引き続き低迷しよう。但し、一般に資源安は資源国から非資源国への所得移転で、世界全体で見れば短期的にゼロサムであり、特定の資源セクターに強い下押し圧力を掛ける一方で、需要サイドに広範な

実質購買力の増加をもたらす効果もある。2016年は2015年ほどの前年比要因はないため、実質購買力増の効果は限られるが、一方で先進国の雇用情勢をみても、資源セクターの変調が経済全般に拡大する兆候はみられないことから、資源価格低迷が世界経済を腰折れさせる可能性は小さいとみてよさそうだ。

一方、米国の利上げの新興国への影響についてみると、2013年のバーナンキ・ショック時とは異なり、FRBが市場への織り込みを慎重に進めたこともあって、目下のところ利上げ後も金融市場に大きな混乱はみられない。メキシコ等中南米に即時追随利上げに踏み切った国はみられたが、アジア主要国・地域ではカレンシー・ボード制を採用する香港以外では追随している国はまだ出ていない(12月30日時点)。原油安もありインフレが総じて落ち着いていることも緩和的な金融姿勢を続けられる要因となっているようだ。米国の利上げペースは過去の局面と比べて緩やかに止まる見込みであり、2016年中は米国の利上げが新興国にとって大きな成長制約となることはないと思われる。但し、FRBの2回目以降の利上げのタイミングや頻度に関し、金融市場が動揺し易い地合いが続く点には留意が必要である。なお、新興国に限らず、資源・エネルギーセクター中心に懸念が広がっている米国の低格付け社債市場も同様のことが言える。

### 3. 2016年の海外各国・地域の見通し～新たな均衡を模索する局面

以上を踏まえた上で、以下地域別にみていこう。

#### (1) 中国

中国の動向は引き続き世界経済の焦点になるのは間違いない。中国は複合的な構造調整期にあり、中期に亘り成長率の低下が続く見込みである。2011年頃から成長率が趨勢的に低下しているが、政府が「三期叠加」(3つの時期の重なり)と呼ぶように、複合的な難局のなかでの構造調整の必然的な帰結であり、「予定された減速」といえる。

投資に代わる成長の主役として期待される消費は、安定した雇用・所得環境を背景に引き続き拡大基調を維持するとみられる。一方、投資については、過剰感が強い重工業や不動産こそ減速は不可避であるが、都市化推進に不可欠なインフラ投資が相応の下支えになると見込まれる(第5図)。従って、投資減速の下押し圧力は続くものの、景気が急失速することは想定しにくい。

なお、2015年に入り大幅な減少に転じ世界経済を震撼させた輸出入についても、底堅い内需を背景に数量ベースでは徐々に持ち直していくなか、価格要因による下押し圧力も徐々に剥落するとみられる。これらに伴い、ASEANや他の新興国・資源国経済も成長の起点となる輸出が緩やかながらも持ち直すこと、一部の国を除き物価安定が見込まれ消費を下支えすることなどから、徐々に落ち着きを取り戻す動きとなろう。

## (2) 米国

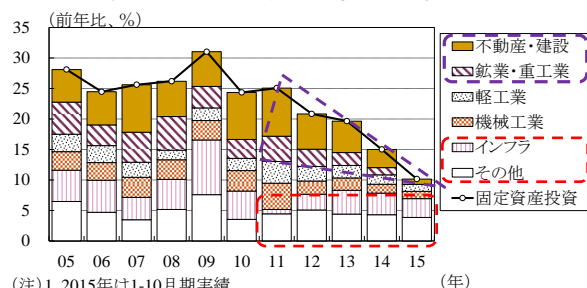
中国と並び世界経済の焦点である米国は、利上げを消化しつつ内需主導の自律回復が続く見込みである。金融危機後の景気拡大期間が7年目に入り、景気拡大の年齢を相応に重ねていること、過去、利上げが結果的に景気後退の引き金を引くケースが多いことなど懸念材料がないわけではない。しかし、消費者の雇用判断からすると景気の成熟度合いとしては中盤頃であり、景気拡大は当面続く余地があることに加え（第6図）、今回の利上げは経済の不均衡是正の利上げというより、金融政策正常化のための水準調整の色彩が強く、米国経済はこれを消化する力があるとみられる。

## (3) ユーロ圏

ユーロ圏経済については、中国やロシアなど新興国経済減速の影響は残るものの、グローバル金融危機とその後の欧州債務危機と2度に亘る景気後退を乗り越え、2014年以降は原油安やユーロ安の追い風もあり、緩やかな回復軌道にある。原油安やユーロ安のプラス効果は、2016年以降、徐々に剥落する見込みであるが、輸出は新興国向けが伸び悩む一方、内需主導で自律回復が見込まれる米国や英国向け（ユーロ圏外輸出に占める米欧向けのシェアは約25%）が下支えすること、雇用・所得環境の改善に加え、ユーロ圏各国で導入されている減税も消費の下支えになるとみられる。緩やかなながらも回復のモメンタムは途切れまいであろう。

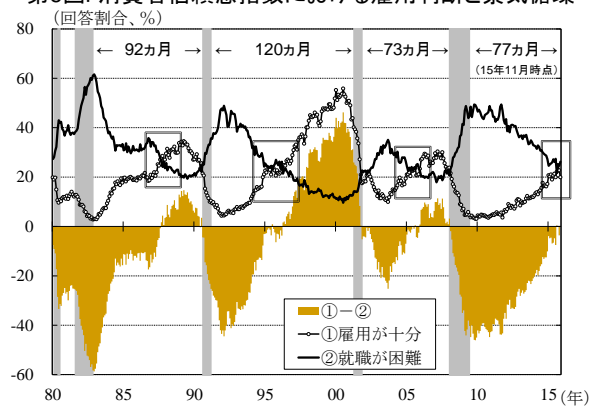
以上を踏まえると、2016年の海外経済は、米国の利上げを消化しつつ、資源価格の調整ショックが徐々に落ち着き、「新たな均衡を模索する局面」入りするとみられる。こうしたなか、海外景気は緩やかに持ち直しに向かうというのがメインシナリオである。もっとも、新たな均衡に辿りつくまでの道のりは決して平坦ではなく、資源価格が一段と下落するなど相応の余震（下振れリスク）を覚悟しておきたい。また、中東情勢を考えると、引き続き地政学リスク的イベントにも注意を要しよう。

第5図: 中国の固定資産投資(業種別)



(注) 1. 2015年は1-10月期実績。  
 2. 『鉱業・重工業』は、鉱業、石油精製、化学品、金属製品、非金属鉱物、鉄鋼、非鉄金属等。  
 3. 『軽工業』は、食品加工、繊維・衣類、プラスチック製品、木材・同製品等。  
 4. 『機械工業』は、一般機械、特殊機械、電機、輸送機械等。  
 5. 『インフラ』は、運輸・倉庫、水利・環境・公共施設。  
 6. 『その他』は、1次産業、その他製造業、公益、その他3次産業。  
 (資料) 中国国家统计局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図: 消費者信頼感指数における雇用判断と景気循環



(注) 網掛け部分は、景気後退期間。  
 (資料) カンファレンスボード統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

世界経済見通し総括表

	名目GDP(2014年)		実質GDP成長率(前年比、%)			消費者物価上昇率(前年比、%)			経常収支(億ドル)		
	兆ドル	日本=100	2014年実績	2015年見通し	2016年見通し	2014年実績	2015年見通し	2016年見通し	2014年実績	2015年見通し	2016年見通し
世界45カ国・地域 (名目GDPで加重平均)	64.82	1,456	2.8	2.6	2.8	2.7	3.0	3.8			
先進国・地域	42.54	956	1.8	1.9	2.1	1.3	0.2	1.4			
新興国	22.28	500	4.8	3.8	4.2	5.4	8.3	8.3			
日本(年度ベース)	4.45	100	▲1.0	1.2	1.7	2.8	0.2	1.2	721	1,299	1,171
アジア11カ国・地域	17.05	383	6.4	5.9	5.9	2.7	2.0	2.4	4,339	5,603	4,819
中国	10.36	233	7.3	6.8	6.5	2.0	1.5	1.9	2,197	2,996	2,529
インド(年度ベース)	2.05	46	7.4	7.6	7.9	6.0	4.9	5.2	▲275	▲192	▲231
NIEs4カ国・地域	2.54	57	3.3	2.1	2.6	1.6	0.7	1.5	2,189	2,504	2,294
韓国	1.41	32	3.3	2.4	2.9	1.3	0.7	1.6	892	955	788
台湾	0.53	12	3.9	1.1	2.4	1.2	▲0.1	1.2	653	774	670
香港	0.29	7	2.5	2.3	2.0	4.4	2.9	2.6	56	85	76
シンガポール	0.3	7	2.9	2.1	2.5	1.0	▲0.3	0.6	588	690	760
ASEAN5カ国	2.10	47	4.7	4.7	4.9	4.5	3.3	3.3	228	295	227
インドネシア	0.89	20	5.0	4.8	5.0	6.4	6.5	4.3	▲275	▲196	▲183
マレーシア	0.34	8	6.0	4.8	4.9	3.1	2.3	2.4	145	109	114
タイ	0.40	9	0.9	2.7	3.2	1.9	▲0.7	1.6	154	205	173
フィリピン	0.28	6	6.1	5.8	6.0	4.1	1.4	2.5	109	88	75
ベトナム	0.19	4	6.0	6.4	6.3	4.1	0.7	4.1	95	88	48
オーストラリア	1.44	32	2.6	2.2	2.3	2.5	1.5	2.2	▲396	▲436	▲430
米国	17.35	390	2.4	2.5	2.6	1.6	0.1	1.9	▲3,895	▲4,463	▲4,750
中南米7カ国	5.23	117	0.7	▲1.1	▲0.4	11.9	23.7	25.6	▲1,587	▲1,380	▲1,110
ブラジル	2.35	53	0.1	▲3.3	▲2.3	6.4	9.7	7.0	▲1,047	▲600	▲400
メキシコ	1.29	29	2.1	2.5	2.8	4.1	2.8	3.0	▲265	▲300	▲300
アルゼンチン	0.54	12	0.5	1.0	▲1.5	23.9	16.0	30.0	▲51	▲100	▲100
ユーロ圏19カ国	13.46	302	0.9	1.4	1.5	0.4	0.1	0.9	2,954	2,784	2,650
ドイツ	3.87	87	1.6	1.6	1.7	0.8	0.4	1.4	2,649	2,599	2,424
フランス	2.83	64	0.2	1.0	1.3	0.6	0.0	0.9	▲277	▲216	▲50
イタリア	2.15	48	▲0.4	0.7	0.8	0.2	0.0	0.7	364	347	283
英国	2.95	66	2.9	2.4	2.3	1.5	0.0	0.6	▲1,530	▲1,249	▲1,205
ロシア、中東欧3カ国	2.75	62	1.3	▲1.4	0.5	5.3	10.2	5.3	588	549	492
ロシア	1.86	42	0.6	▲3.6	▲0.5	7.8	15.3	7.1	595	520	500
チェコ	0.21	5	2.0	4.2	2.4	0.4	0.5	1.5	13	19	10
ハンガリー	0.14	3	3.7	2.7	2.2	▲0.2	0.0	2.2	57	35	32
ポーランド	0.55	12	3.3	3.5	3.3	0.0	▲0.8	1.4	▲76	▲25	▲50

<参考>

世界45カ国・地域 (購買力平価ベースのGDPで加重平均)			3.4	3.0	3.3	3.4	4.0	4.5			
----------------------------------	--	--	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--	--	--

- (注) 1. 『消費者物価』は、『日本』が生鮮食品を除いた総合ベース、『ユーロ圏』と『英国』がEU統一基準インフレ率(HICP)。  
 2. 『日本』、『インド』の掲載数値は年度(4月～翌年3月)ベースであり、『世界45カ国・地域』と『先進国・地域』、『新興国』は暦年の数値を基に計算。  
 3. IMFの分類に従って、『先進国・地域』は『日本』、『NIEs4カ国・地域』、『オーストラリア』、『米国』、『ユーロ圏19カ国』、『英国』、『チェコ』。『新興国』は『中国』、『インド』、『ASEAN5カ国』、『中南米7カ国』、『ロシア』、『ハンガリー』、『ポーランド』。  
 4. 『中南米7カ国』は、『ブラジル』、『メキシコ』、『アルゼンチン』のほか、コロンビア、チリ、ベネズエラ、ペルー。  
 (資料) 各国統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2015年の海外政治・経済・金融 10大ニュース

### パリなど欧州・北アフリカ各国でテロ発生、地政学リスク高まる（1月～）

1月に政治週刊誌のパリ本社がイスラム過激派による乱射事件が発生。11月にはパリで同時多発テロが発生。フランス以外でも、チュニジア（3月）、トルコ（10月）、エジプト（10月）、ナイジェリア（11月）などでもテロが頻発。

### ギリシャ債務問題再燃（1月～）

1月25日に実施されたギリシャの総選挙で、反緊縮財政を掲げるチプラス政権が発足。EU・IMF等支援側と対立しユーロ危機が深刻化。ただ、7月の国民投票後にEUが求める改革を受け入れ、新たな金融支援により財政破綻は回避。

### リー・クアンユー元シンガポール首相逝去（3月）

3月23日、シンガポールの「建国の父」リー・クアンユー元首相が91歳で死去。

### 中国株式市場が急落（6～8月）

6月12日に7年ぶりの高値をつけた上海総合株価指数は、8月下旬にかけ4割以上下落。政府はIPO抑制など株価下支え策を実施。

### イラン核開発協議で最終合意（7月）

米欧など6カ国とイランは、イラン核開発協議で最終合意。イランの核開発を10年程制限する一方、米欧はイランへの経済制裁を段階的に解除することで合意。

### 欧州への難民急増（8月～）

内戦が続くシリアやアフガニスタンから欧州に渡る難民が急増。ドイツでは2015年の難民受入者数が約100万人に達する。

### 中国「一人っ子政策」廃止を決定（10月）

中国は1979年以来続いてきた「一人っ子政策」の廃止を決定。2016年1月より2人まで子供を持つことを容認。生産年齢人口（15～64歳）は2013年をピークに減少中。

### ミャンマー総選挙で野党が圧勝、民政移管後初の政権交代（11月）

ミャンマーで2011年の民政移管後初めてとなる総選挙が実施された。アウン・サン・スー・チー氏が率いる最大野党・国民民主同盟が、上下両院の過半数を獲得。

### IMFは人民元の特別引出権（SDR）採用を決定（11月）

国際通貨基金（IMF）は人民元の特別引出権（SDR）への採用を決定（2016年10月より）。人民元は、SDR構成比の中でドル、ユーロに次ぐ第3位を占める。

### 米FRBが9年半ぶりに利上げ実施（12月）

米FRBは12月16日のFOMCで9年半ぶりに利上げを実施。一方、ECBは12月3日に追加金融緩和を決定、主要先進国間で金融政策の方向性の相違が明確に。

以上

(H27.12.30 竹島 慎吾 [shingo\\_takeshima@mufg.jp](mailto:shingo_takeshima@mufg.jp))

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。