

# 台湾経済の現状と展望 ～台湾を取り巻く内外リスクの再点検～

2015年6月

みずほ総合研究所

調査本部アジア調査部

中国室長

伊藤 信悟



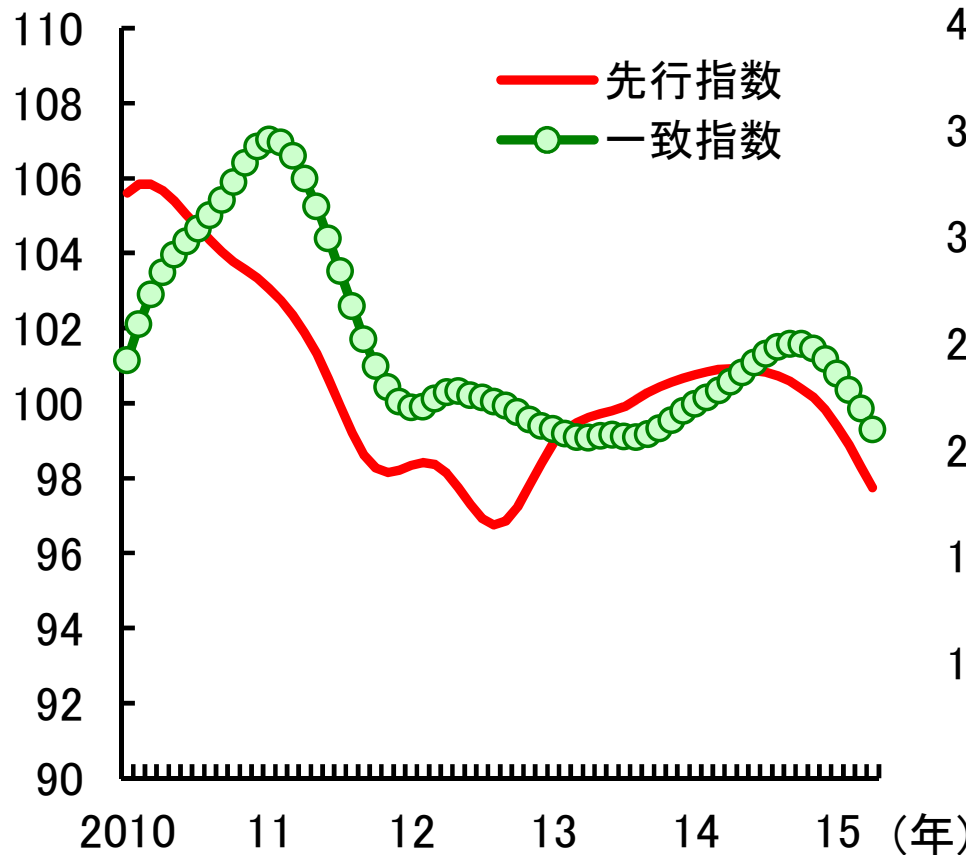
- I. 台湾の景気の現状
- II. 世界経済の現状と見通し
- III. 台湾経済の見通し
- IV. その他のリスク

# I . 台湾の景気の現状

# 1. 景気は失速気味

- 一致指数は、2014年10月をピークに減速
  - ・ 先行指数は、2014年4月をピークに低下基調に入り、足元でも減速が持続
- 景気対策信号は、2012年8月以来の「冷え込み加速」に

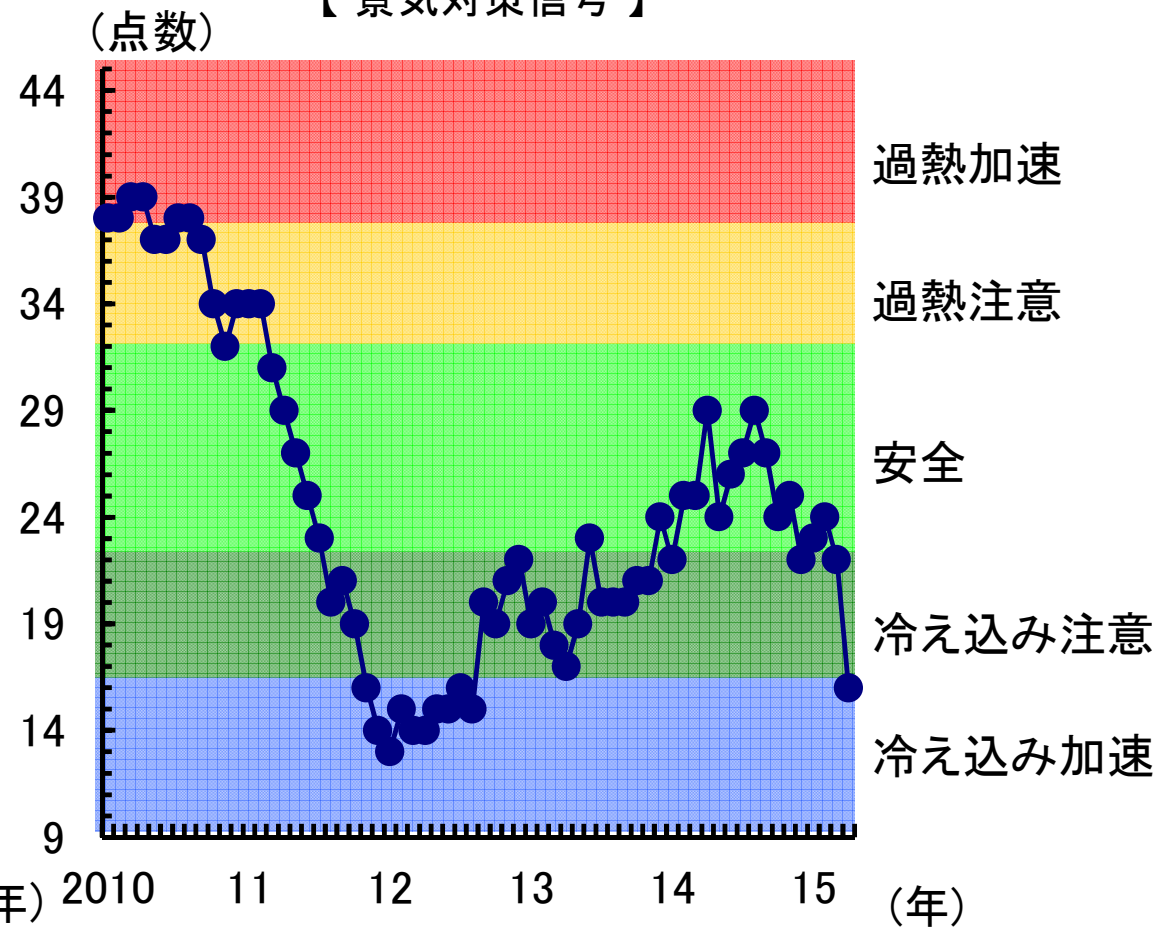
【 先行指数・一致指数 】



(注) 先行指数、一致指数ともにトレンド除去成分。

(資料) 台湾国家発展委員会

【 景気対策信号 】

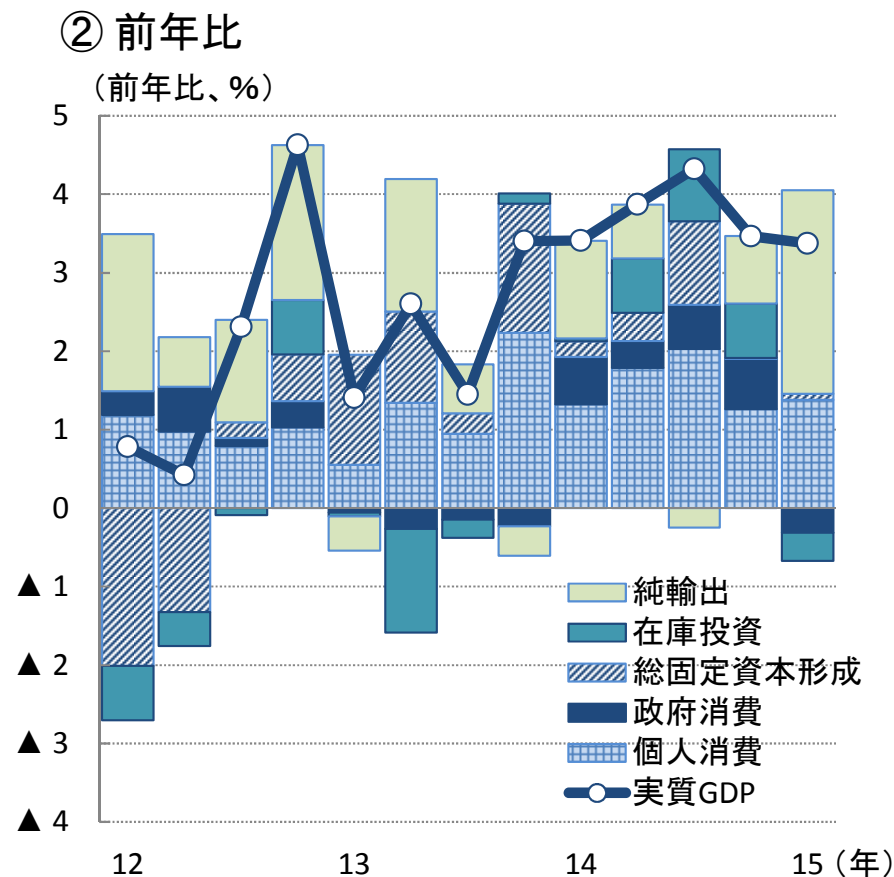
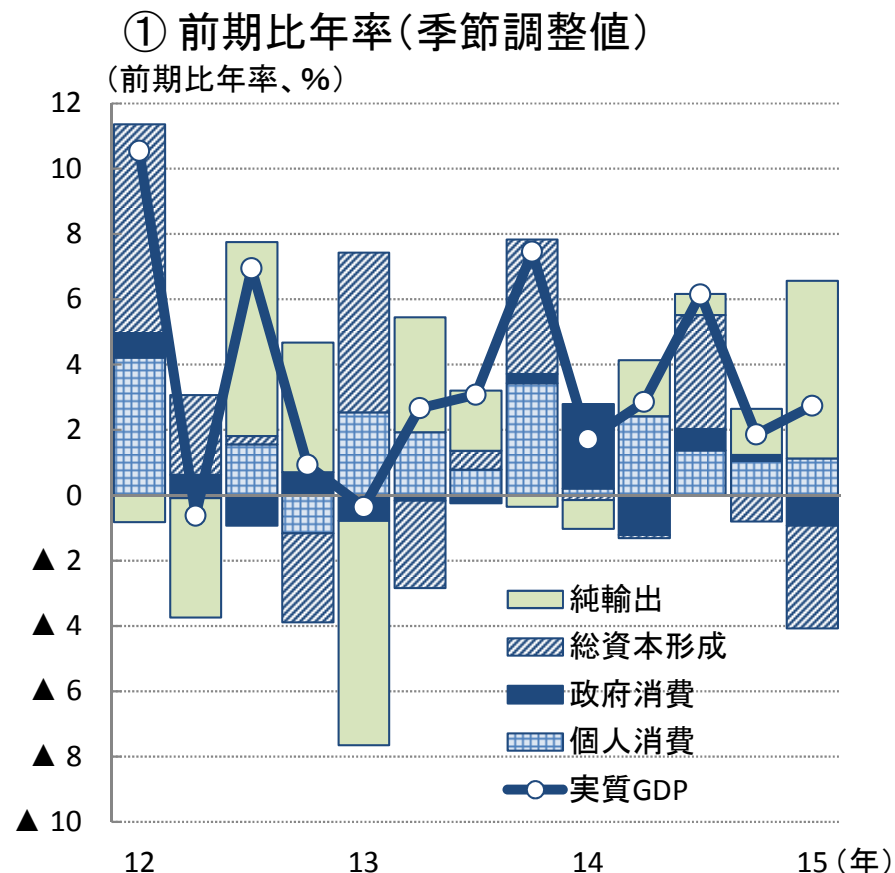


(資料) 台湾国家発展委員会

## 2. 実質GDP成長率もやや弱含み

- 2015年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率で+2.7%と、2014年10～12月期の同+1.9%から小幅な加速にとどまる。投資、輸出中心に、経済はやや勢いを欠いている状態
- なお、前年比では+3.4%と、2014年10～12月期の+3.5%から小幅減速

### 【台湾の実質GDP成長率】

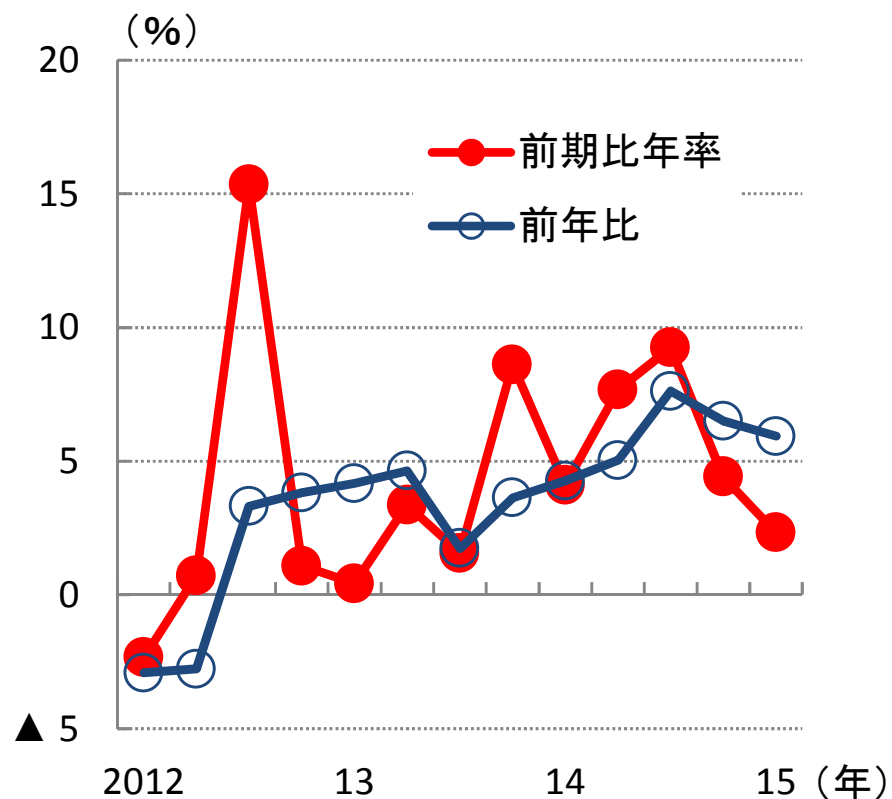


(注) 前期比年率(季節調整値)の需要項目別寄与度は、みずほ総合研究所推計。統計上の不突合があるため、項目の合計とGDPは一致しない。  
(資料) 台湾行政院主計総処

### 3. 貿易 (1)輸出は減速

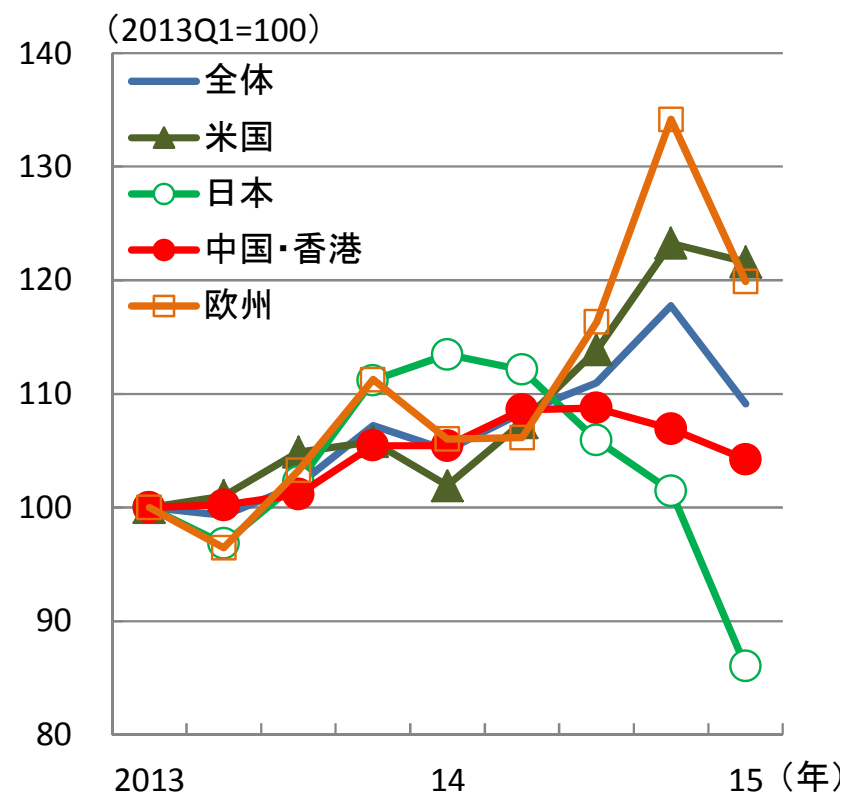
- 2015年1～3月期の財・サービス輸出額の実質伸び率は前期比年率で+2.3%と、2014年10～12月期の同+4.4%から減速(前年比では+5.9%、2014年10～12月期は+6.5%)
- 欧州や日本からの受注に弱さ。中国からの受注も力強さを欠いた模様

【 実質輸出伸び率 】



(注) SNAベースの財・サービス輸出。前期比年率は季節調整値。  
(資料) 台湾行政院主計総処

【 輸出受注指数(国・地域別) 】

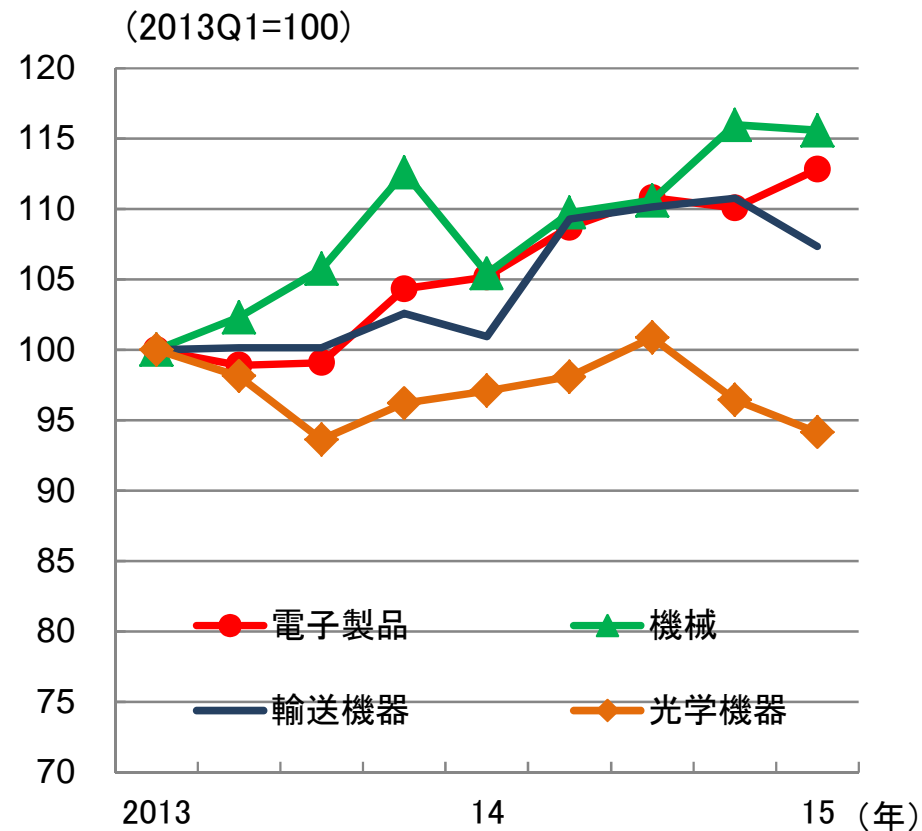
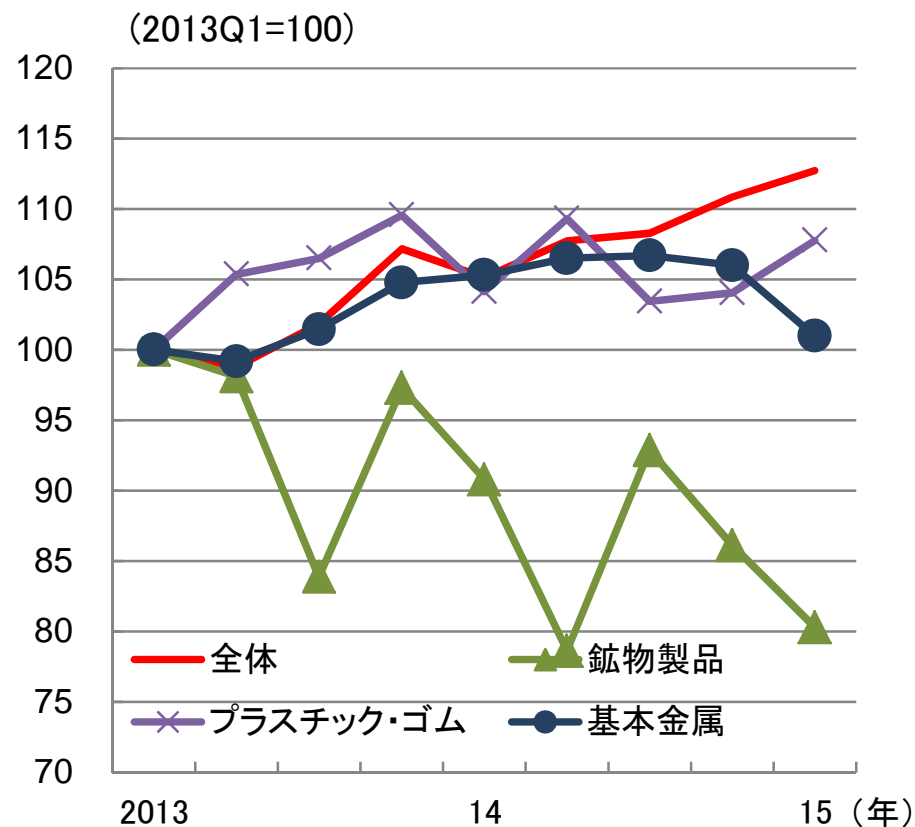


(注) 季節調整値はみずほ総合研究所推計値。  
(資料) 台湾經濟部統計処

### 3. 貿易 (2) 素材や液晶パネルの輸出に弱さ

- 財別でみた場合、石油製品に代表される鉱物製品、基本金属、液晶パネルを主体とする光学機器などが勢いを欠いた模様

【 輸出数量指数(財別) 】



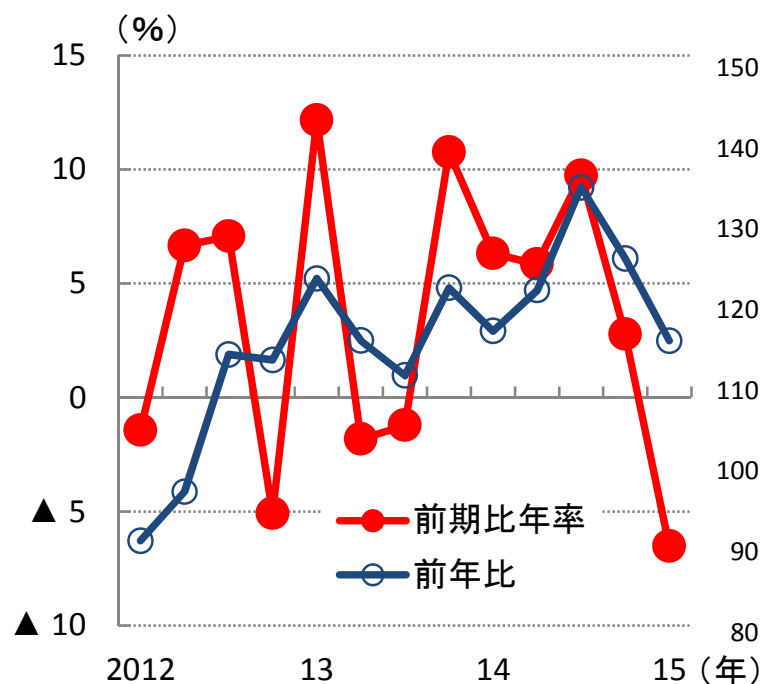
(注) 季節調整値はみずほ総合研究所。

(資料) 台湾財政部統計処

### 3. 貿易 (3) 輸入の大幅減少により成長率に対する純輸出の寄与拡大

- 1～3月期の輸入の実質伸び率は前期比年率▲6.5%とマイナスに(2014年10～12月期は同+2.8%)
  - ・ 鉱物製品、精密機器の輸入が軟調
  - ・ 前年比では+2.5%(2014年10～12月期は同+6.1%)
- 輸出よりも輸入の落ち込み幅が大きかったことから、成長率に対する純輸出の寄与が拡大(2014年10～12月期は+1.4%Pt、2015年1～3月期は+5.4%Pt)

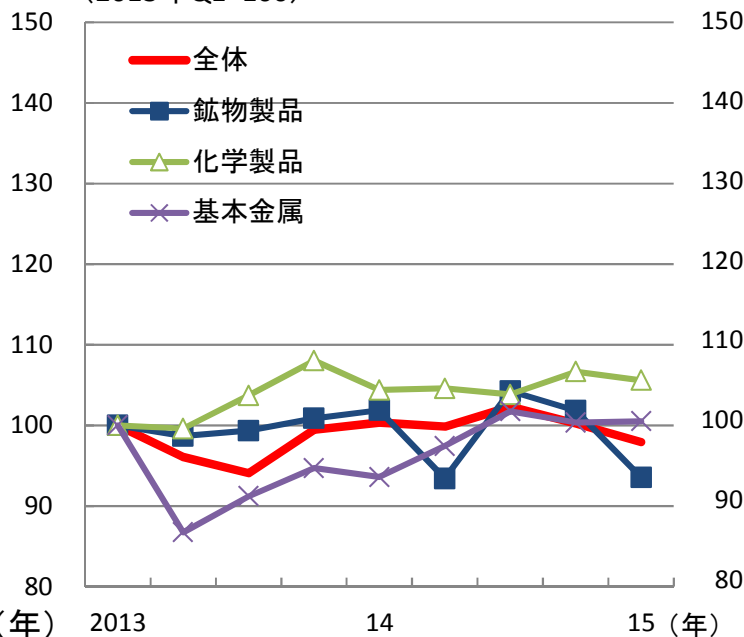
【 実質輸入伸び率 】



(注) SNAベースの財・サービス輸出。前期比年率は季節調整値。  
(資料) 台湾行政院主計総処

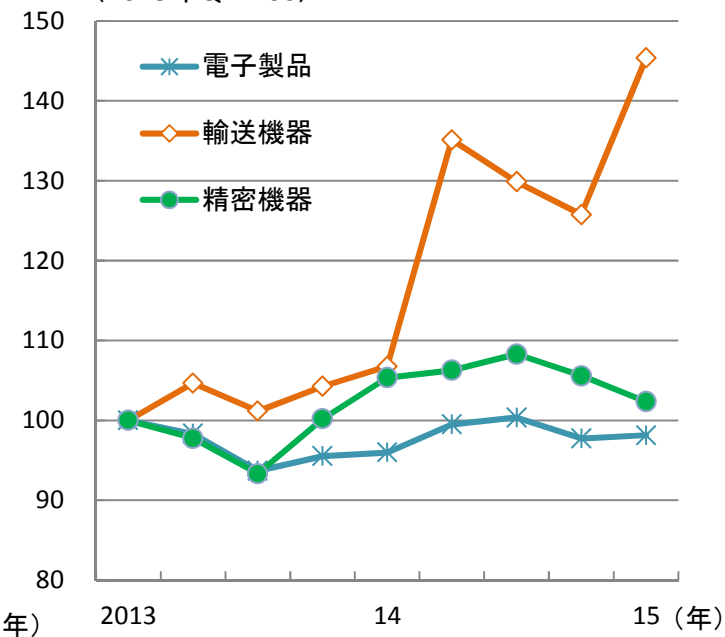
【 輸入数量指数(財別) 】

(2013年Q1=100)



(注) 季節調整値(みずほ総合研究所推計値)。  
(資料) 台湾財政部統計処

(2013年Q1=100)



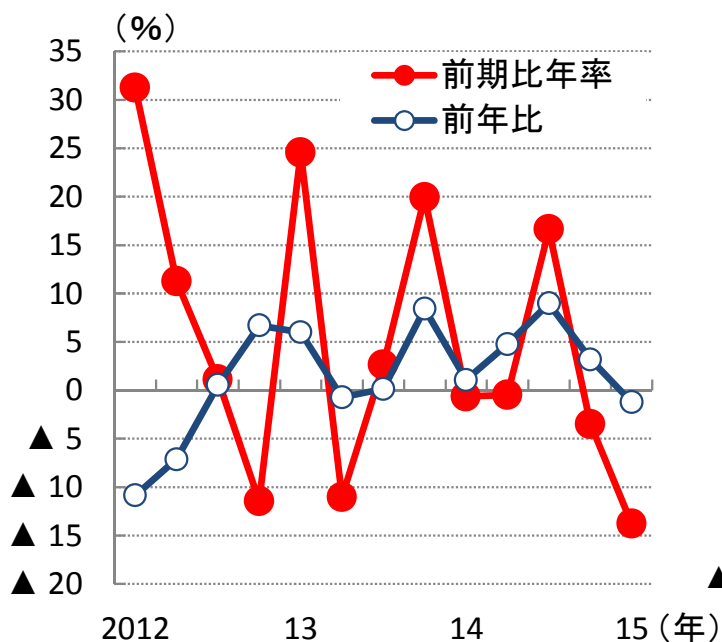


## 4. 総資本形成の伸びのマイナス幅が拡大

○ 2015年1～3月の総資本形成の実質伸び率は前期比年率▲13.8%と、2014年10～12月期の▲3.5%から更にマイナス幅が拡大(前年比では▲1.2%、2014年10～12月期は+3.2%)

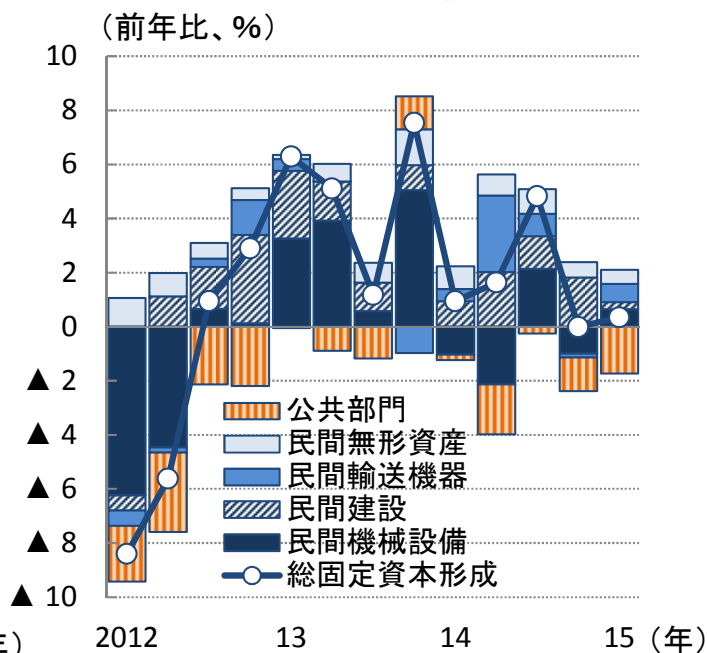
- ・ 航空会社による機材調達は続いたものの、主要半導体メーカーの設備投資が息切れした可能性
- ・ 民間建設投資も減速した可能性大
- ・ 在庫投資の削減も図られた模様

【 総資本形成の実質伸び率 】



(注) 前期比年率は季節調整値。  
(資料) 台湾行政院主計総処

【 総固定資本形成実質伸び率 】  
(寄与度分解)



(注) 寄与度はみずほ総合研究所推計値。  
(資料) 台湾行政院主計総処

【 総固定資本形成実質伸び率 】  
(主体・目的別)

(単位: 前年比、%)

	14年			15年
	Q2	Q3	Q4	Q1
全体	1.6	4.8	▲ 0.0	0.4
建設	3.2	1.2	1.3	▲ 0.3
公営	13.5	32.6	12.6	▲ 1.9
政府	▲ 8.5	▲ 9.8	▲ 12.2	▲ 5.1
民間	6.8	4.4	7.9	0.7
輸送機器	48.7	17.7	1.1	10.2
公営	▲ 35.8	24.1	12.5	▲ 11.0
政府	▲ 8.0	10.8	20.9	14.0
民間	62.0	17.4	▲ 2.8	11.1
機械設備	▲ 8.5	7.7	▲ 2.9	▲ 2.9
公営	▲ 18.3	19.0	1.4	▲ 40.1
政府	▲ 9.7	▲ 8.0	▲ 2.1	10.0
民間	▲ 7.1	7.2	▲ 4.0	2.5
無形資産	3.7	4.1	2.5	2.5
公営	6.4	1.4	7.8	1.3
政府	▲ 2.6	▲ 4.0	▲ 2.0	1.7
民間	4.7	5.7	3.5	2.6

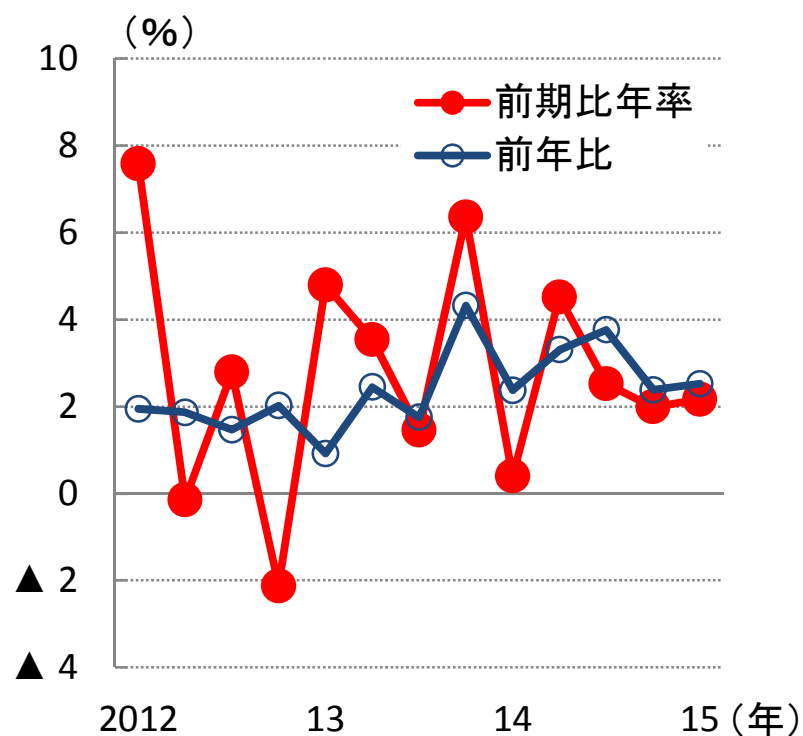
(資料) 台湾行政院主計総処

## 5. 個人消費

○ 2015年1～3月期の個人消費の実質伸び率は前期比年率+2.2%と、2014年10～12月期の同+2.0%から小幅加速(前年比では+2.5%、2014年10～12月期は+2.4%)

- ・ 円安や石油製品価格の下落を背景とする交通やレジャー・文化支出の堅調さ、スマホの売れ行きの堅調さ持続、飲食・ホテル、食品・飲料の回復といった好材料の一方で、前期の衣類・靴、家具・クリスマス用品の売れ行き好調の反動で家庭設備・サービス支出が大幅に減速したほか、株式取扱手数料支出も減少

【 個人消費実質伸び率 】



(注) 前期比年率は季節調整値。

(資料) 台湾行政院主計総処

【 個人消費実質伸び率(費目別) 】

(単位: 前期比年率、%)

		個人消費	食品・飲料	酒・タバコ	衣類・靴	住宅・光熱	家庭設備・サービス	医療・保健
13	Q1	4.8	6.8	0.2	0.7	1.8	▲ 2.2	3.7
	Q2	3.5	3.7	▲ 2.6	8.8	3.7	3.8	4.2
	Q3	1.4	0.9	0.3	▲ 0.3	▲ 1.1	6.6	0.3
	Q4	6.4	▲ 2.6	▲ 12.1	14.0	2.7	10.2	5.1
14	Q1	0.4	3.2	▲ 10.0	▲ 0.4	1.0	▲ 2.9	2.0
	Q2	4.5	3.0	1.3	2.5	2.7	3.1	0.6
	Q3	2.5	2.5	0.8	▲ 8.6	1.4	7.8	5.1
	Q4	2.0	▲ 7.5	12.1	23.9	0.9	22.9	▲ 2.7
15	Q1	2.2	3.0	▲ 1.0	▲ 0.7	1.7	▲ 10.8	▲ 2.8
		交通	通信	レジャー・文化	教育	飲食・ホテル	その他	
13	Q1	1.5	11.7	5.1	▲ 6.0	▲ 7.1	21.0	
	Q2	11.0	▲ 6.8	7.5	▲ 1.1	3.0	6.1	
	Q3	0.9	9.2	3.7	▲ 6.2	10.3	▲ 11.1	
	Q4	17.1	4.3	7.1	▲ 2.1	3.5	31.6	
14	Q1	▲ 5.0	0.2	13.5	▲ 0.1	2.0	▲ 21.9	
	Q2	21.7	2.3	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.8	28.7	
	Q3	▲ 6.2	3.6	5.3	▲ 4.8	▲ 5.4	15.2	
	Q4	5.6	7.1	10.1	▲ 2.3	▲ 2.0	▲ 0.6	
15	Q1	6.3	7.4	9.3	▲ 0.6	8.8	▲ 24.8	

(注) 季節調整値(個人消費全体以外は、みずほ総合研究所推計)。

(資料) 台湾行政院主計総処

## Ⅱ．世界経済の現状と見通し

## 1. 世界経済概観

- 2015年の世界経済成長率(みずほ総合研究所予測対象の国・地域加重平均ベース)は、+3.2%と前年比でやや減速。2016年は、先進国は緩やかな成長を続け、資源国での原油安による下押し圧力が弱まるため、世界経済成長率は+3.6%に高まる見通し
- 米国は一旦減速したが、今後は持ち直して+2%後半を中心とした拡大基調が続く見込み。日本は円安や原油安による恩恵に加え、2016年度は消費増税前の駆け込み需要の影響もあり、+1%台後半から+2%の成長が続く見通し。ユーロ圏は金融緩和や原油安の効果を下支えに緩やかな成長を続ける見通し
- 新興国は世界経済に対するけん引力が乏しい状況が続く。中国の成長鈍化基調が続くほか、ロシアやブラジルは2015年にマイナス成長に
- メインシナリオは世界経済の緩やかな回復だが、ドル高等による米景気減速リスクや中国など新興国景気の下振れリスクは残存。また、ギリシャ問題や地政学的リスクも含め、金融市場の混乱や世界経済減速の可能性には留意

## 2. 世界経済は一旦減速したが、2015年4～6月期以降は徐々に拡大へ

○ 予測対象地域計の成長率は、2015年はやや鈍化するも、2016年にかけて高まる見込み

- ・ 2015年は、ユーロ圏を上方修正する一方、米国や日本、アジア、ブラジルを下方修正し、全体でも下方修正
- ・ 2016年は、ユーロ圏を上方修正、中国やブラジルを下方修正するも、全体では据え置きで、成長ペースは拡大

【世界経済見通し総括表】

暦年	(前年比、%)				(前年比、%)		(％ポイント)	
	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2015年 (3月予測)	2016年 (3月予測)	2015年 (3月予測からの修正幅)	2016年 (3月予測からの修正幅)
予測対象地域計	3.3	3.3	3.2	3.6	3.3	3.6	▲ 0.1	—
日米ユーロ圏	1.1	1.5	1.9	2.2	2.1	2.2	▲ 0.2	0.1
米国	2.2	2.4	2.7	2.8	3.1	2.8	▲ 0.4	—
ユーロ圏	▲ 0.4	0.9	1.4	1.6	1.3	1.5	0.1	0.1
日本	1.6	▲ 0.1	0.9	2.0	1.2	2.0	▲ 0.3	—
アジア	6.1	6.0	5.9	5.9	6.0	5.9	▲ 0.1	—
中国	7.7	7.4	7.0	6.7	7.1	6.8	▲ 0.1	▲ 0.1
NIEs	2.9	3.3	3.0	3.1	3.2	3.1	▲ 0.2	—
ASEAN5	5.1	4.6	4.8	4.8	5.1	5.0	▲ 0.3	▲ 0.2
インド(2011年度基準)	6.4	7.2	7.6	7.9	7.6	7.9	—	—
(参考:2004年度基準)	4.7	5.2	5.6	5.9	5.6	5.9	—	—
オーストラリア	2.0	2.7	2.2	2.7	2.2	2.7	—	—
ブラジル	2.7	0.1	▲ 1.2	0.8	▲ 0.3	1.0	▲ 0.9	▲ 0.2
ロシア	1.3	0.6	▲ 4.0	0.5	▲ 4.5	0.5	0.5	—
日本(年度)	2.1	▲ 1.0	1.8	2.0	2.1	1.9	▲ 0.3	0.1
原油価格(WTI,\$/bbl)	98	93	58	67	55	63	3	4

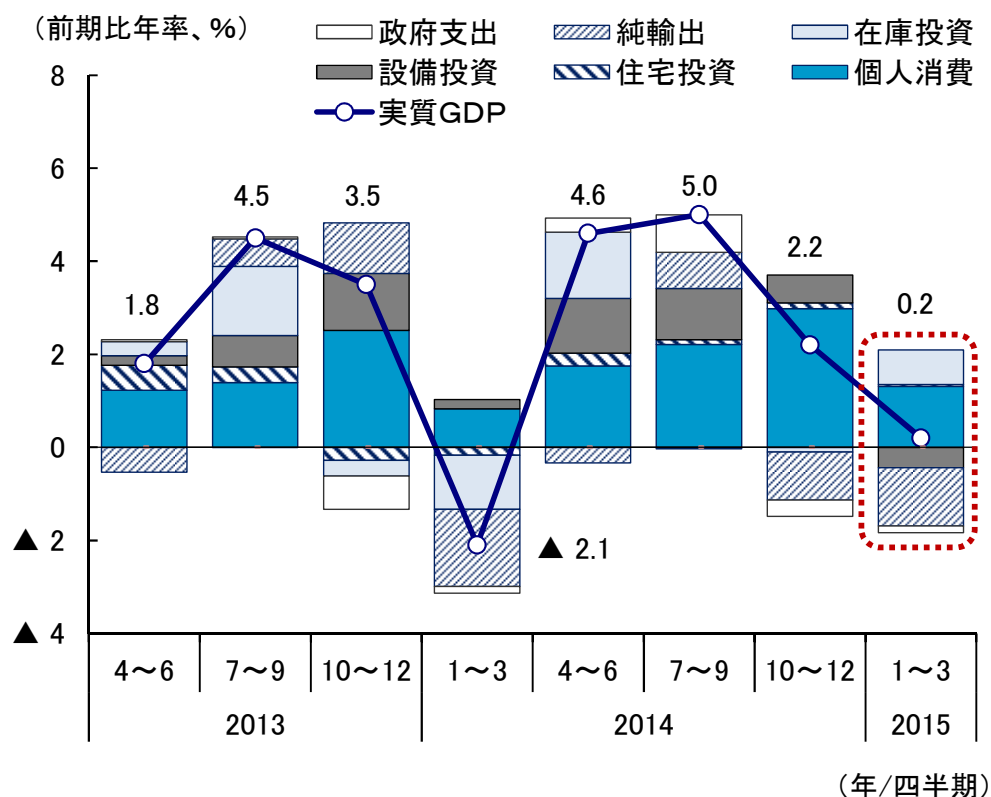
(注)予測対象地域計はIMFによる2012年GDPシェア(PPP)により計算。

(資料)IMF、各国統計より、みずほ総合研究所作成

### 3. 米国 (1) 4つのショックで1～3月期の実質GDP成長率は大きく減速

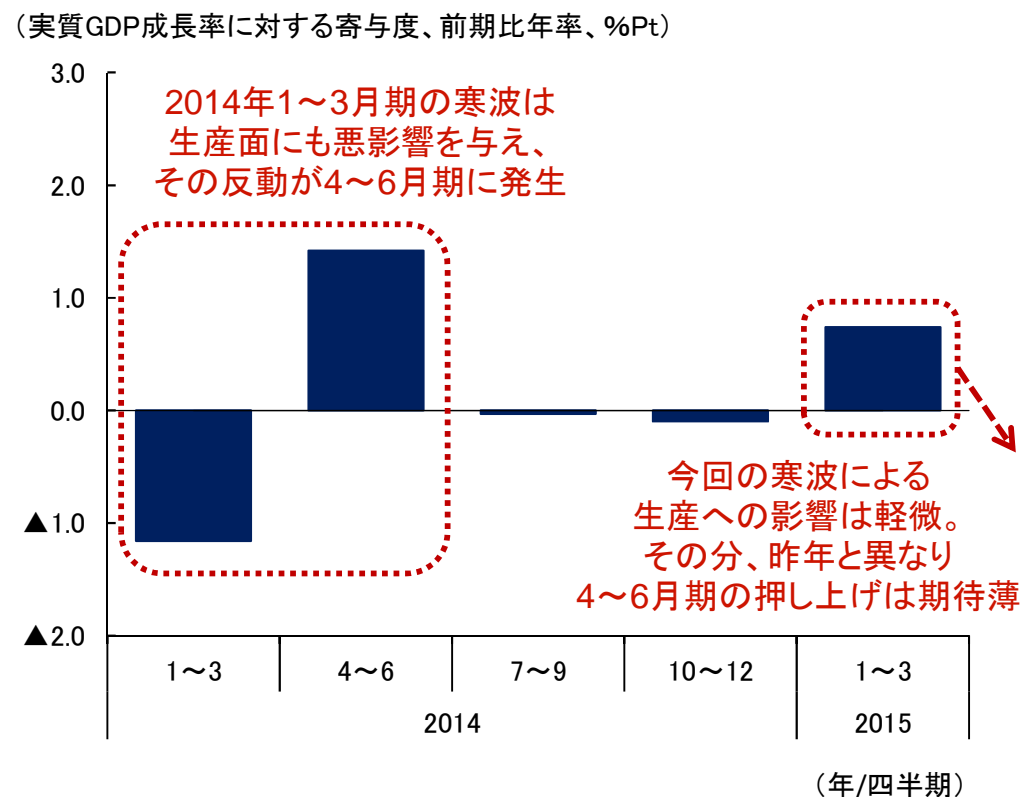
- ①寒波、②西海岸港湾の労働争議、③ドル高、④原油安の4つのショックが成長率を下押し
- ・ 外需が大幅なマイナス寄与となり、国内最終需要が前期比年率+0.7%(10～12月期同+3.3%)に大きく減速
  - ・ 在庫投資が下支え。その分、昨年と異なり4～6月期の押し上げは期待薄

【実質GDP成長率】



(注) 図中の数字は実質GDP成長率の値を示す。  
(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

【在庫投資寄与度】

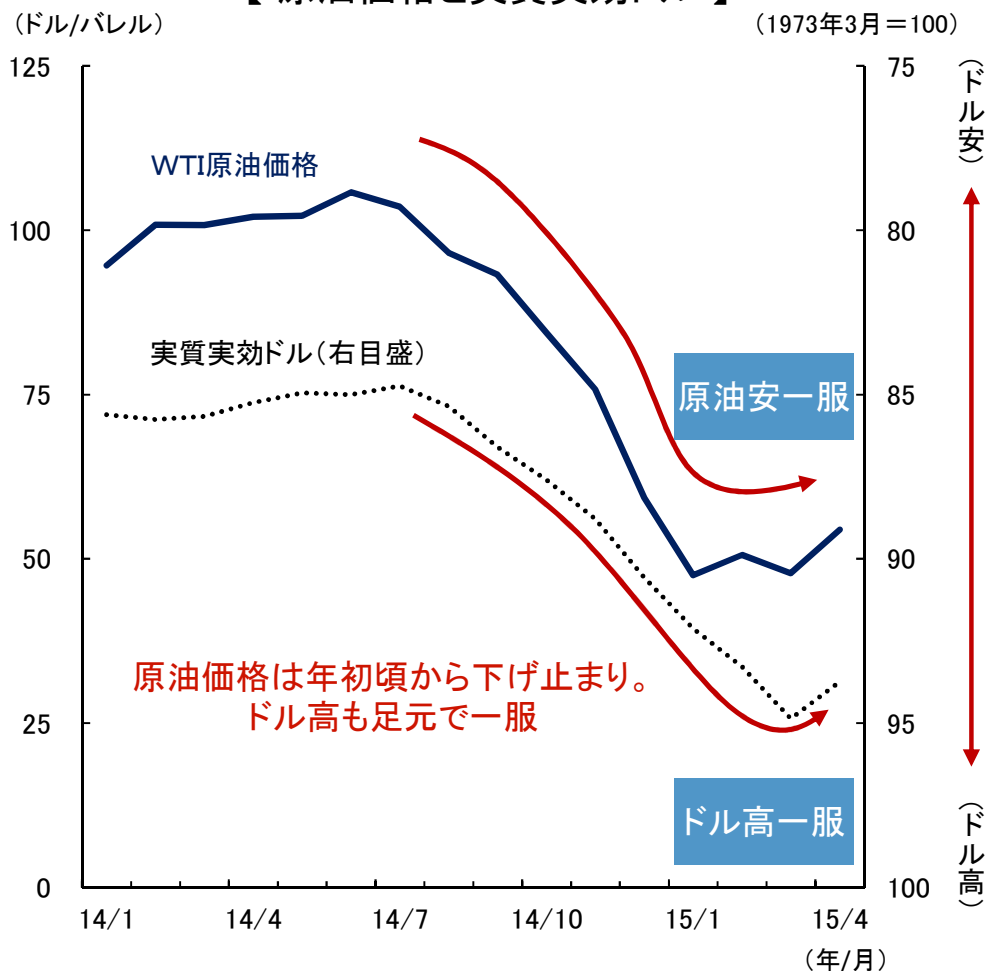


(資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

## (2)すでにドル高・原油安の進行は一服。内外受注指数は持ち直し

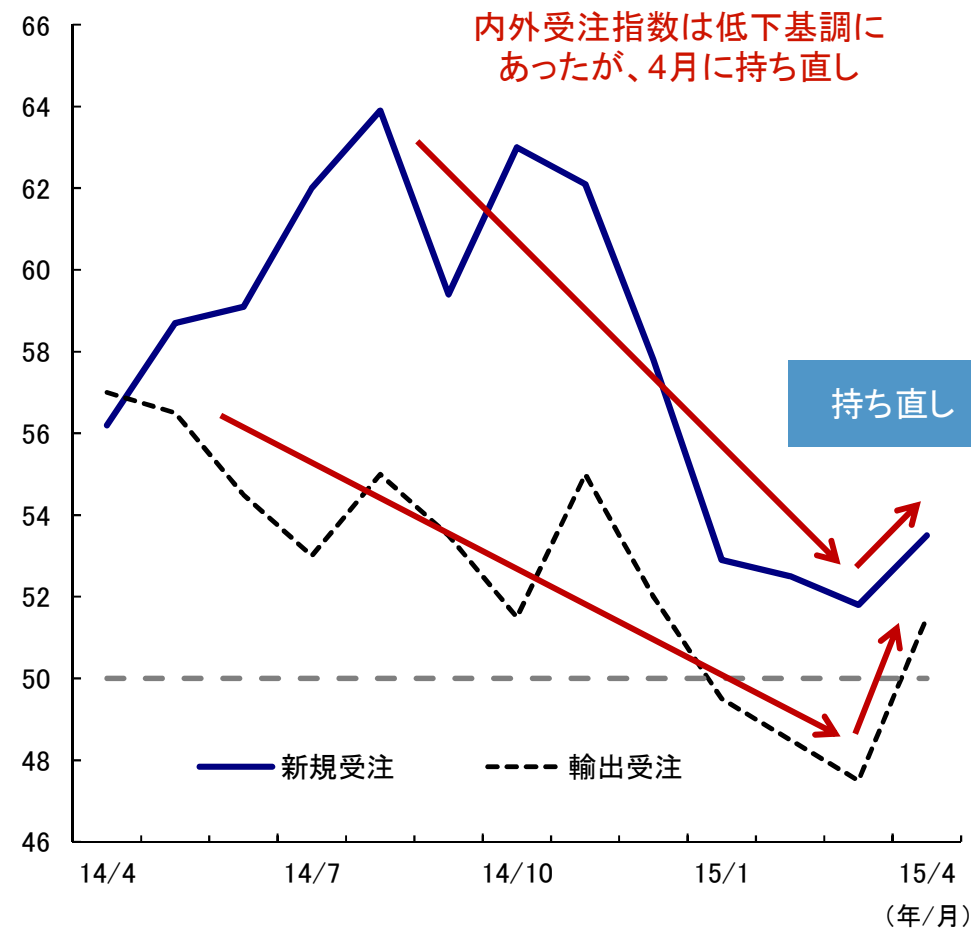
- ①寒波と②西海岸港湾の労働争議の影響は一時的。また、③ドル高と④原油安の進行もすでに一服しており、製造業の内外受注指数には持ち直しの動きが見られる
- 4～6月期には、原油安による消費の押し上げ効果が顕現化する見込み

【原油価格と実質実効ドル】



(資料) Bloomberg、連邦準備制度理事会(FRB)より、みずほ総合研究所作成

【製造業 内外受注指数】



(資料) 米サプライマネジメント協会(ISM)より、みずほ総合研究所作成

### (3)米国経済は2015、2016年と拡大基調

○ 2015年の成長率は前年比＋2.7%、2016年は同＋2.8%

【 米国短期見通し総括表 】

		2013	2014	2015	2016	2015				2016			
		暦年				1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP	前期比年率、%	2.2	2.4	2.7	2.8	0.2	3.9	2.8	3.5	3.0	2.5	1.7	1.5
個人消費	前期比年率、%	2.4	2.5	3.2	2.8	1.9	3.8	3.2	3.2	2.6	2.4	2.3	2.2
住宅投資	前期比年率、%	11.9	1.6	5.7	8.3	1.3	10.5	9.5	9.0	8.0	8.0	7.0	7.0
設備投資	前期比年率、%	3.0	6.3	3.6	6.8	▲ 3.4	3.0	7.5	7.5	7.1	6.8	6.5	6.3
在庫投資	前期比年率寄与度、%Pt	0.1	0.0	0.1	▲ 0.1	0.7	▲ 0.4	▲ 0.5	0.2	0.4	0.0	▲ 0.6	▲ 0.6
政府支出	前期比年率、%	▲ 2.0	▲ 0.2	1.7	1.7	▲ 0.8	7.0	2.3	1.3	1.3	1.3	1.3	0.5
純輸出	前期比年率寄与度、%Pt	0.8	▲ 0.8	▲ 2.2	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
輸出	前期比年率、%	3.0	3.2	1.2	3.9	▲ 7.2	3.0	2.2	3.5	4.3	4.5	4.7	4.8
輸入	前期比年率、%	1.1	4.0	4.5	6.3	1.8	3.0	5.0	6.0	7.0	7.0	7.0	7.0
失業率	%	7.4	6.2	5.5	5.2	5.6	5.5	5.5	5.4	5.4	5.3	5.2	5.0
非農業部門雇用者数	1か月当たり、千人	191	219	248	220	256	210	234	235	213	214	215	216
個人消費支出デフレーター	前年比、%	1.2	1.3	0.4	1.4	0.3	0.3	0.5	1.0	1.9	1.8	1.7	1.7
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.3	1.4	1.3	1.6	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6

(注) 網掛けは予測値。

(資料) 米国商務省、米国労働省より、みずほ総合研究所作成

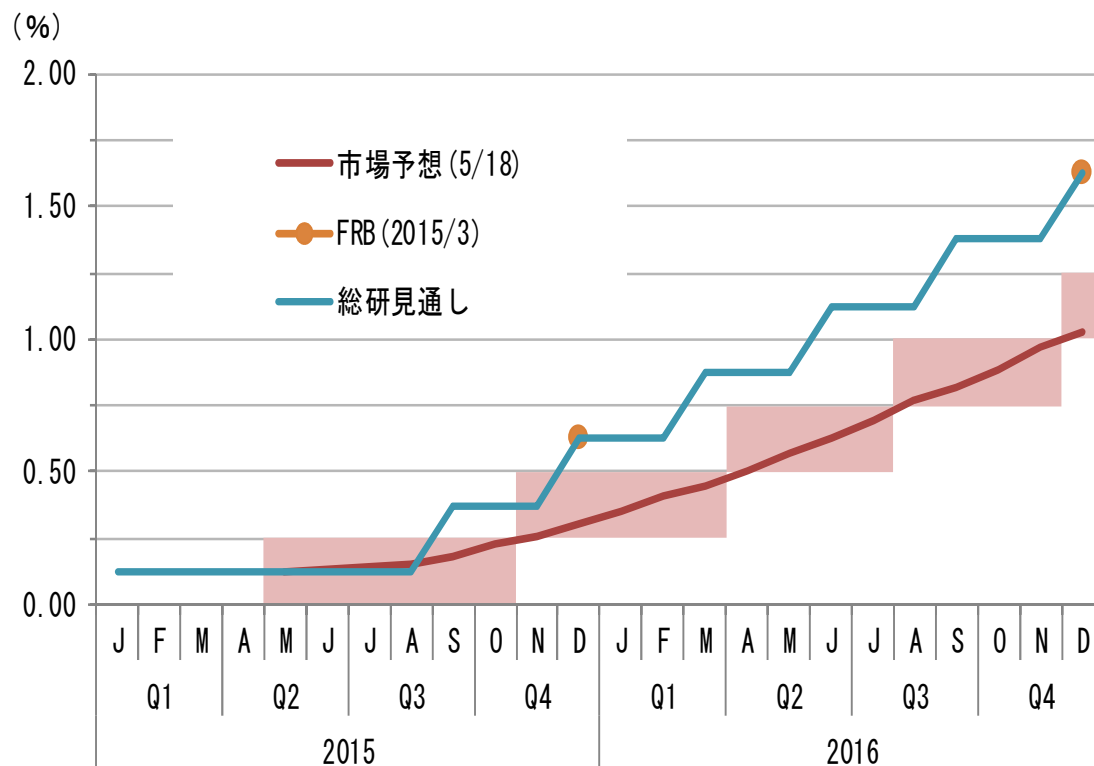


## (4)米国と世界が抱えるリスク ～利上げショックへの警戒が必要～

○ 足元の市場予想は低すぎるとみられ、利上げショックが起きないように、FRBの丁寧な説明が必要に

- ・「利上げ開始時に、長期金利が急上昇する可能性がある。我々は市場にサプライズを与えないよう、可能な限り、透明性の高いコミュニケーションをとるつもりである」(イエレン議長、5/5)

### 【政策金利見通し】



(資料)FRB、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

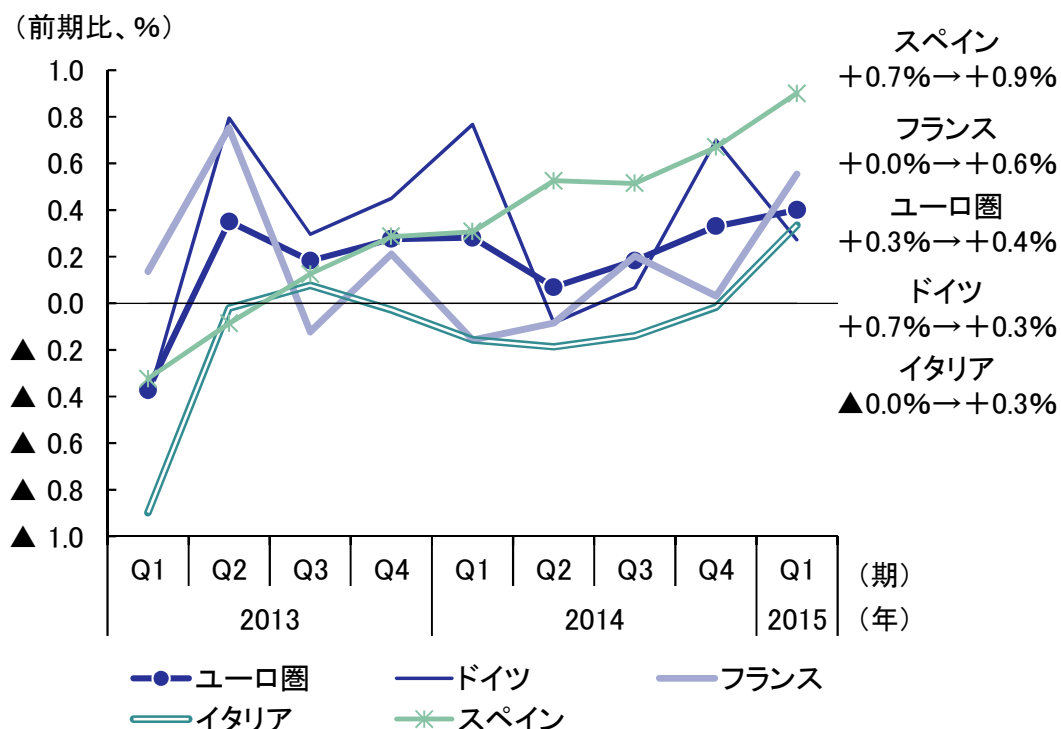
利上げに踏み切るポイント	FOMC			
	6月	7月	9月	10月
すでに足元のインフレ率、インフレ期待、賃金は加速	◎	○	○	
4～6月期の景気持ち直し	○	◎	○	
最初の利上げのハードルは低い	◎	○	○	
景気・物価持ち直しの確認継続 (利上げを急ぐ必要なし)			◎	○
ドル高・海外中銀の動向を警戒			○	◎
政策金利見通しの引き下げで 利上げショックを緩和	○	×	○	×

## 4. ユーロ圏 (1)1～3月期の実質GDP成長率は小幅加速

○ 個人消費がユーロ圏成長率の加速を主導したとみられる。小売数量や新車販売は良好な結果

- ・ 国別にみると、スペインが一段と加速し、フランス・イタリアの停滞感が薄れつつある状況。ドイツは減速したものの、堅調な回復を続けていると判断
- ・ 企業サーベイは、4月以降もユーロ圏景気回復の動きが途切れていないことを示唆

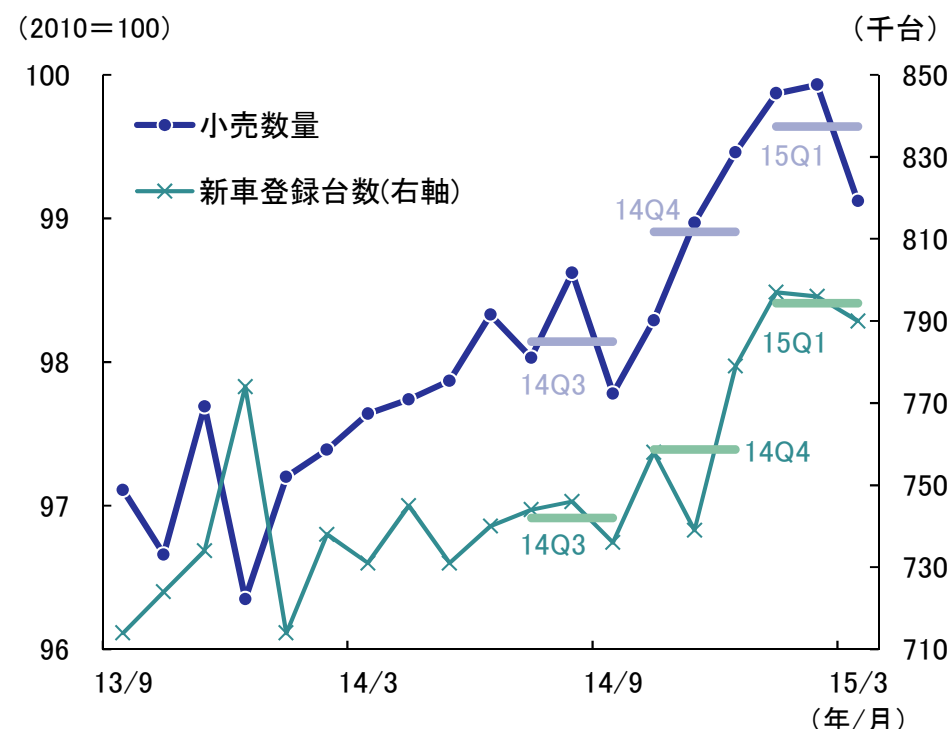
【ユーロ圏・主要国の実質GDP成長率】



(注) 図表中の数値は、10～12月期成長率→1～3月期成長率

(資料) Eurostatより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏個人消費関連指標】

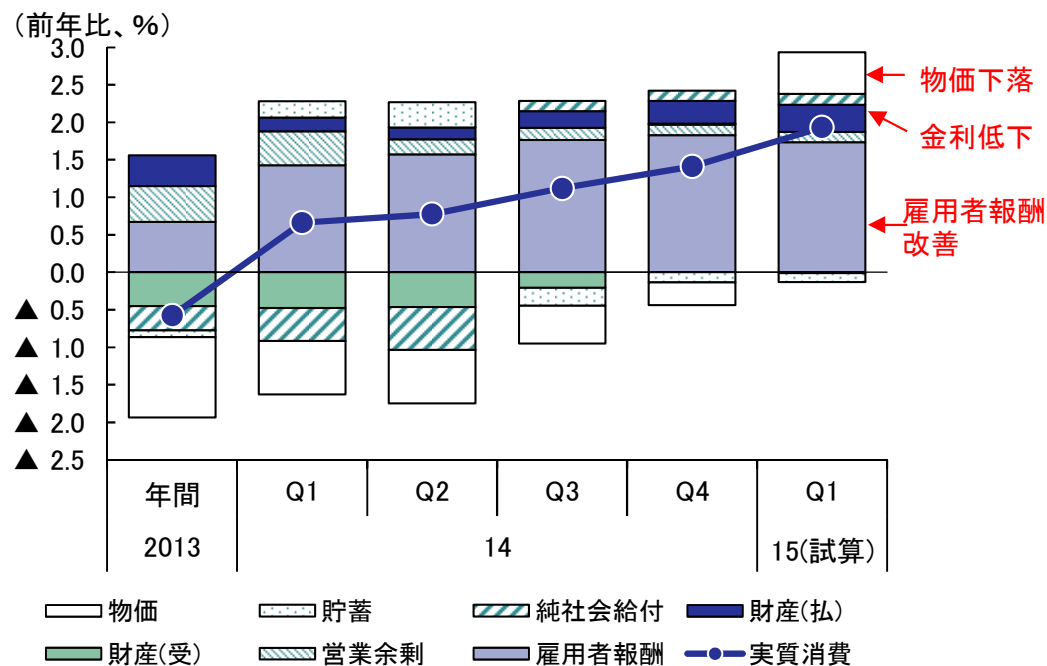


(資料) Eurostat、ECBより、みずほ総合研究所作成

## (2)雇用回復に加え、物価・金融面も消費拡大に寄与

- 2014年以降、個人消費は復調。雇用増に加え、デフインフレや金利低下等が追い風に
  - ・ 足元1～3月期は、物価・金融面からの押し上げ効果が拡大し、消費の伸び率が高まった模様
  - ・ 今後、物価下落の効果は剥落の公算。ただし、緩やかな雇用者報酬の改善、金融・財政要因から消費は失速には至らず
- 財政緊縮の後退も今後の消費の追い風に

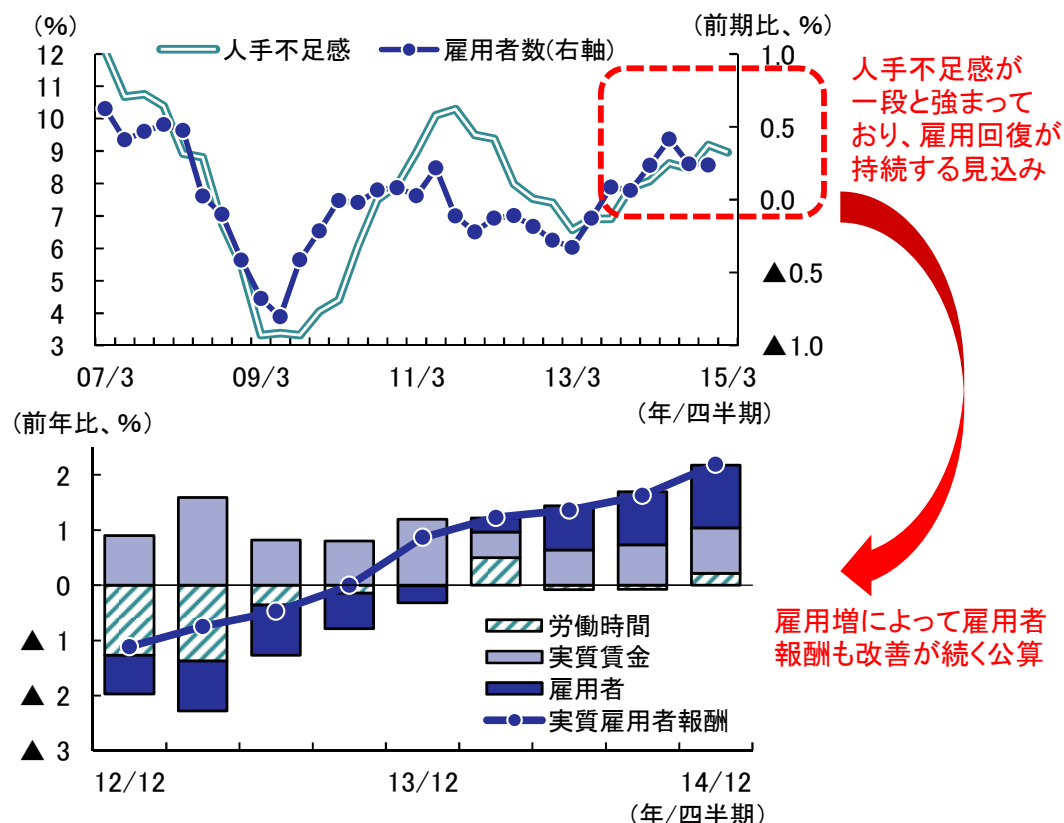
### 【ユーロ圏実質個人消費の要因分解】



(注) 実質消費＝名目消費÷消費デフレーター、名目消費＝(1-貯蓄率)×(雇用者報酬＋営業余剰＋財産所得(受)－財産所得(払)＋純社会給付等)。2015Q1は下記の前提に基づき予測：  
 ・消費デフレーター：15Q1のユーロ圏消費者物価実績より推計  
 ・貯蓄率、雇用者報酬、純社会給付、営業余剰は、15Q1の前年比・前年差が14Q4と同じと仮定。  
 ・財産所得(受)は、独仏伊西の株価指数対象企業の15Q1の配当額より予測。  
 財産所得(払)は、15Q1のEuribor12カ月物から予測。

(資料) Eurostat、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

### 【ユーロ圏雇用者報酬、企業の人手不足感】



(注) 「人手不足感」は生産を抑制する要因として「労働力」と回答した企業の割合。鉱工業とサービス業それぞれの割合を業種別雇用者数で加重平均。

(資料) 欧州経済総局、Eurostatより、みずほ総合研究所作成

### (3) 2015年の成長率は前年比+1.4%、2016年は同+1.6%に上方修正

○ 2015年のユーロ圏実質GDP成長率は前年比+1.4%、2016年は同+1.6%

- ・ 2015年は、個人消費が成長を主導。物価下落に加え、金融・財政面が消費の追い風に
- ・ 2016年は、財政緊縮の後ろ倒しに加え、新規投資に対する企業の慎重姿勢が和らぎ、景気を下支え

【ユーロ圏短期見通し総括表】

		2013	2014	2015	2016	2014				2015				2016			
		暦年				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
実質GDP	前期比、%	▲ 0.4	0.9	1.4	1.6	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
内需	前期比、%	▲ 0.8	0.8	1.4	1.4	0.3	0.0	0.2	0.1	0.7	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
個人消費	前期比、%	▲ 0.6	1.0	1.8	1.4	0.2	0.2	0.5	0.4	0.7	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4
総固定資本形成	前期比、%	▲ 2.4	1.0	0.9	1.4	0.4	▲ 0.5	▲ 0.0	0.4	0.7	▲ 0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
政府消費	前期比、%	0.2	0.7	1.0	1.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1
外需	前期比寄与度、%Pt	0.4	0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	▲ 0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
輸出	前期比、%	2.2	3.7	3.3	5.2	0.4	1.3	1.5	0.8	0.4	0.6	0.8	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4
輸入	前期比、%	1.4	3.8	3.4	4.9	0.5	1.3	1.7	0.4	1.1	0.3	0.6	1.1	1.3	1.6	1.6	1.4
消費者物価指数	前年比、%	1.4	0.4	0.1	1.2	0.6	0.6	0.4	0.2	▲ 0.3	0.0	0.2	0.6	1.1	1.1	1.2	1.3
食品・エネルギーを除くコア	前年比、%	1.1	0.8	0.7	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.2	1.3	1.5

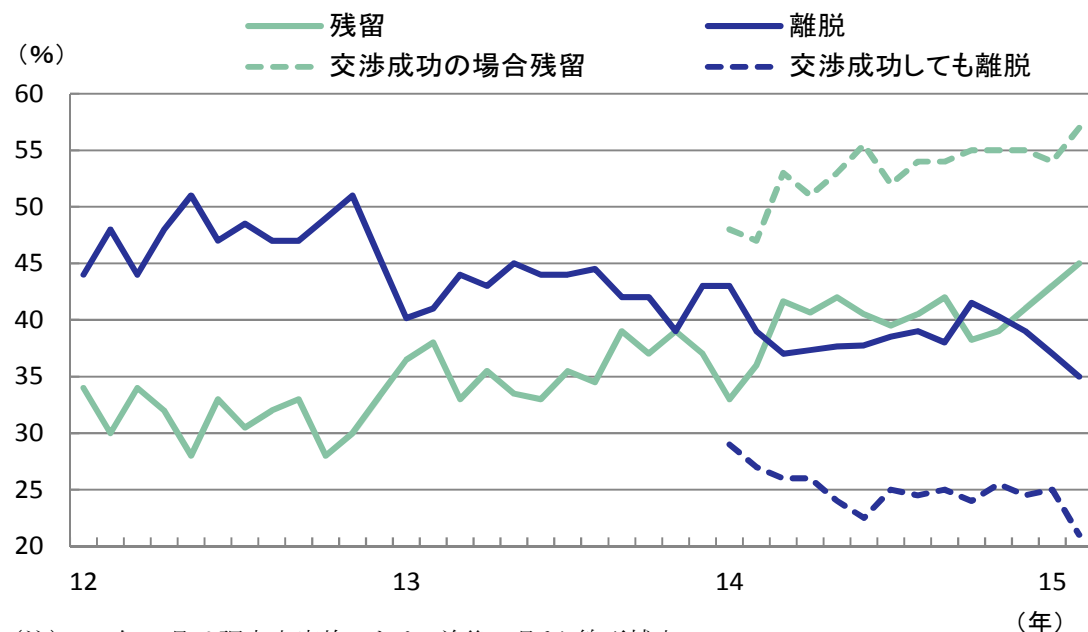
(注) 網掛けは予測値。

(資料) Eurostatより、みずほ総合研究所作成

## (4)ユーロ圏のリスク ～Brexit(英国のEU離脱)～

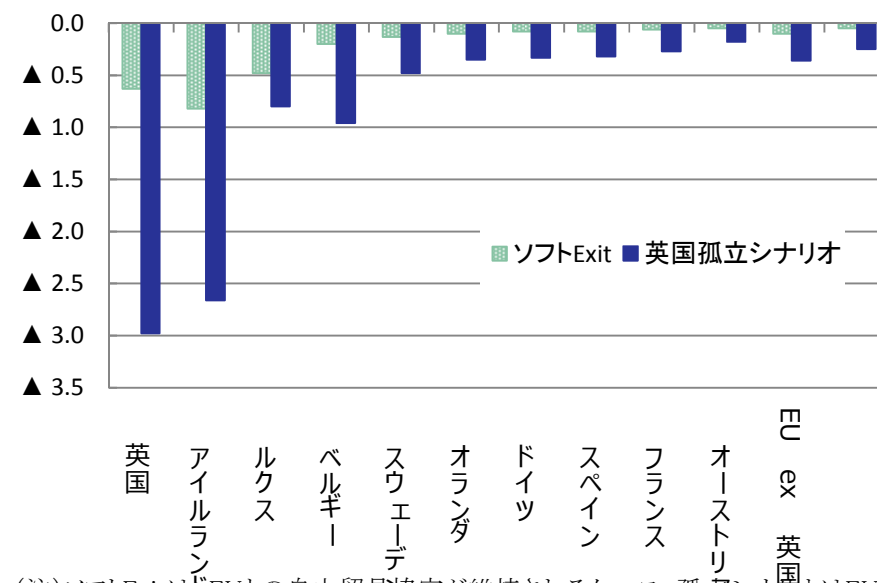
- 2015年5月の総選挙で、EU離脱を問う国民投票の実施を訴える保守党が単独過半数を確保
  - ・ EUの官僚主義、移民増加、財政的貢献への反発などがその背後に。Brexitが2017年にかけての大きな論点に
- Brexitが現実化した場合、直接投資や金融取引、貿易活動の低迷をもたらす恐れ
- 景気回復を背景に、足元EU残留支持が増加。EUからの権限回復交渉が成功すれば、残留支持派は更に増加
- キャメロン首相自身は、保守党の中では中道。権限奪回のうえで、国民投票が否決されEU残留というシナリオを描くが、焦点は権限をめぐる交渉の行方

【 EU離脱に関する世論調査 】



(注) 2012年12月は調査未実施のため、前後の月より線形補完  
 (注2) 1カ月に複数調査があった場合は平均値  
 (資料) Yougovよりみずほ総合研究所作成

【 2030年までの一人当たりGDPへの影響 】



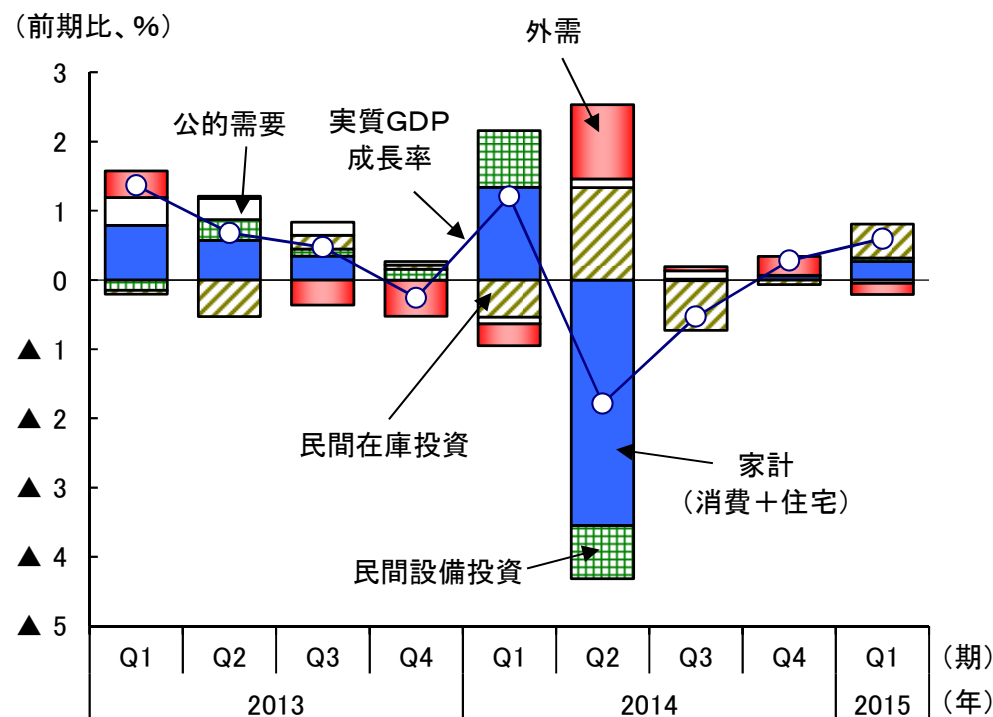
(注) ソフトExitはEUとの自由貿易協定が維持されるケース、孤立シナリオはEUとの貿易協定から完全に離脱するケース

(資料) BertelsmannStiftung "Brexit - potential economic consequences if the UK exits the EU" よりみずほ総合研究所抜粋。

## 5. 日本 (1) 2四半期連続のプラス成長

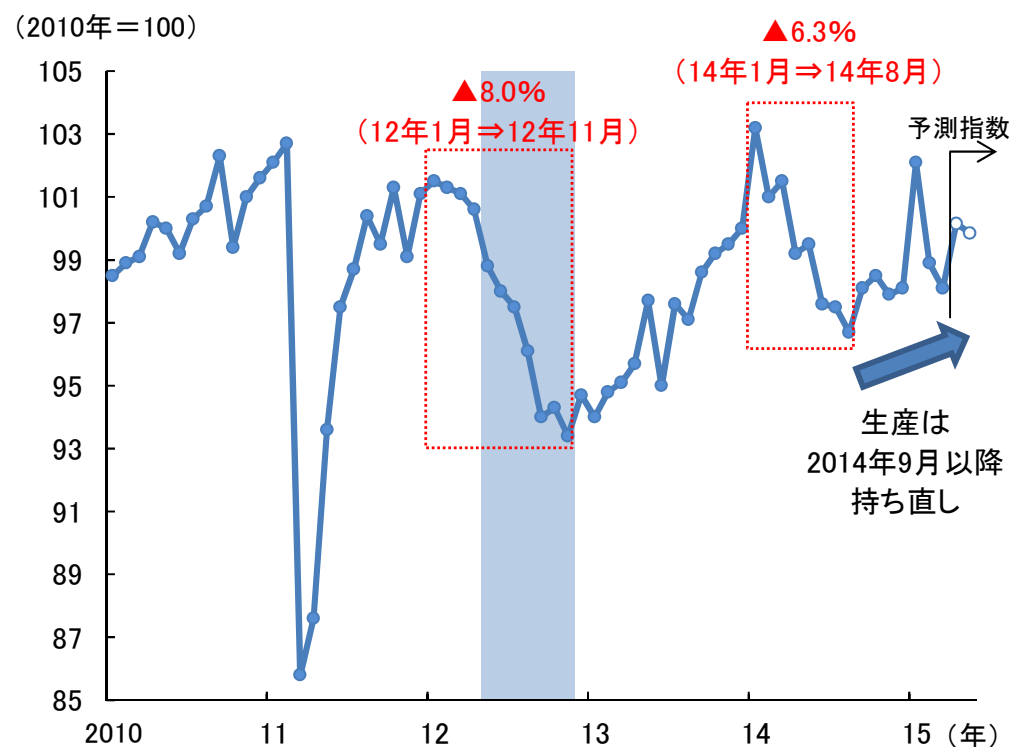
- 2015年1～3月期の実質GDP成長率は前期比+0.6%（年率+2.4%）と、2四半期連続のプラス成長
  - ・ 燃料輸入の増加が成長率を押し下げたものの、個人消費や輸出が回復基調を維持。設備投資も小幅ながら4四半期ぶりのプラス
  - なお、在庫投資が大幅なプラス寄与となった点は、先行きの調整圧力として注意が必要
- 鉱工業生産指数は持ち直しの動きを維持。4～6月期は輸送用機械や鉄鋼の在庫調整により横ばい圏の推移が見込まれるものの、その後は内外需の回復に支えられ持ち直す見通し

【 実質GDP成長率の寄与度分解 】



(資料) 内閣府「国民経済計算」などより、みずほ総合研究所作成

【 鉱工業生産指数の推移 】



(注) 網掛けは景気後退期。2015年4・5月は製造工業生産予測指数により延長。

(資料) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほ総合研究所作成



## (2)トリプルメリットの検証～貿易収支は改善。今後消費・投資に波及していくと予想

- ①日銀の追加金融緩和(QQE2)に伴う円安・株高、②緊急経済対策などの財政政策、③原油価格の大幅な下落という「トリプルメリット」によって、2015年度成長率は約1%押し上げられると試算
- ・ 1～3月期までの時点では、原油価格の下落によって貿易収支が大幅に改善し、ガソリン価格も低下。個人消費や設備投資の押し上げには至っていないが、2015年4～6月期以降の波及を予想

【トリプルメリット(追加緩和・財政政策・原油安)の実質成長率押し上げ効果(試算)】

	実質成長率の押し上げ効果 (%Pt)		現状の評価など
	2014年度	2015年度	
追加金融緩和(QQE2)	0.07	0.21	
円安を通じた輸出数量の押し上げ	0.03	0.15	○輸出は緩やかな回復の動き △機械類の輸出価格(契約通貨建て)引き下げ幅は小幅
株高を通じた個人消費の押し上げ(資産効果)	0.04	0.06	△消費者マインドは改善も、消費の回復には至らず
財政政策(再増税延期と経済対策)	0.00	0.41	
消費再増税の延期	0.00	0.18	・再増税による下押しがなくなる効果
家計向け支援策(消費喚起・住宅市場活性化)	0.00	0.03	
企業向け支援策(設備投資関係の補助金)	0.00	0.09	・経済対策の予算執行は大部分が4～6月期以降
公的需要(政府消費・公共投資)	0.00	0.11	
原油価格の下落	0.06	0.59	○貿易収支は大幅に改善、ガソリン価格も低下 ○化学製品の輸出価格(契約通貨建て)引き下げの動き ×1～3月期に燃料輸入が集中し、実質GDPを押し下げ (一旦反動減が出る見込み) ×個人消費・設備投資の押し上げには至らず
合計	0.13	1.21	・2015年度の押し上げ効果は前回見通し(3月)より 0.07%Pt低下(原油価格の見通し上方修正による)

(注)1. 追加金融緩和による個人消費への効果については株高による資産効果のみを含めており、マインド改善を通じた効果は除いている。消費再増税の延期については、みずほ総研マクロモデルによる試算。

2. 円安や株高の影響は、追加金融緩和等に伴い為替や株価の見通しが2014年9月見通しから変化した影響を計算している(約1割の円安、約1割の株高)。

3. 原油価格下落の影響は、9月見通しからの原油価格の想定の変化による影響をみずほ総研マクロモデルにより試算している(約4割の原油安)。

(資料) 各種資料より、みずほ総合研究所作成

### (3)「トリプルメリット」で徐々に景気拡大へ。2016年度後半は駆け込み需要で加速

- 2015年度は、原油安の恩恵や日銀の追加緩和に伴う円安・株高もあり、景気拡大。実質成長率は+1.8%と予測
- 2016年度は、2017年4月の消費増税を睨み、後半にかけて駆け込み需要が顕在化。実質成長率は+2.0%と予測

【日本経済見通し総括表】

		2013	2014	2015	2016	2014		2015				2016				2017
		年度				7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
実質GDP	前期比、%	2.1	▲ 1.0	1.8	2.0	▲ 0.5	0.3	0.6	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	0.6
	前期比年率、%	--	--	--	--	▲ 2.1	1.1	2.4	1.5	2.6	2.5	2.0	1.5	2.0	1.6	2.5
内需		前期比、%	2.5	▲ 1.6	1.4	1.8	▲ 0.6	0.0	0.7	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
民需		前期比、%	2.3	▲ 2.4	1.9	2.2	▲ 0.9	▲ 0.0	1.1	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5
個人消費		前期比、%	2.5	▲ 3.1	1.6	1.8	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.6
住宅投資		前期比、%	9.3	▲ 11.6	2.4	5.9	▲ 6.4	▲ 0.6	1.8	1.3	1.2	1.1	0.6	0.8	3.8	0.9
設備投資		前期比、%	4.0	▲ 0.5	2.9	3.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.4	0.9	1.1	1.2	0.9	0.6	0.6	0.7
在庫投資		前期比寄与度、%Pt	▲ 0.5	0.5	0.0	▲ 0.0	▲ 0.7	▲ 0.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
公需		前期比、%	3.2	0.8	▲ 0.1	0.5	0.5	0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	0.2	0.1	▲ 0.0	0.1	0.2	0.2
政府消費		前期比、%	1.6	0.5	0.9	1.0	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
公共投資		前期比、%	10.3	2.0	▲ 4.2	▲ 1.6	1.6	0.1	▲ 1.4	▲ 3.4	0.1	0.0	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.3	0.0
外需		前期比寄与度、%Pt	▲ 0.5	0.6	0.4	0.2	0.1	0.3	▲ 0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	▲ 0.0
輸出		前期比、%	4.4	8.0	6.6	6.3	1.6	3.2	2.4	0.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7
輸入		前期比、%	6.7	3.7	4.0	5.2	1.1	1.4	2.9	▲ 0.3	0.5	0.9	1.2	1.1	1.2	1.8
名目GDP		前期比、%	1.8	1.4	2.3	2.1	▲ 0.6	0.7	1.9	▲ 0.2	0.3	0.9	0.8	▲ 0.3	0.5	1.2
GDPデフレーター		前年比、%	▲ 0.3	2.5	0.5	0.1	2.1	2.4	3.4	1.0	0.7	0.6	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	0.4
内需デフレーター		前年比、%	0.4	2.1	▲ 0.2	0.7	2.3	2.1	1.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.2	0.3	0.5	0.7	0.8

(注)網掛けは予測値。

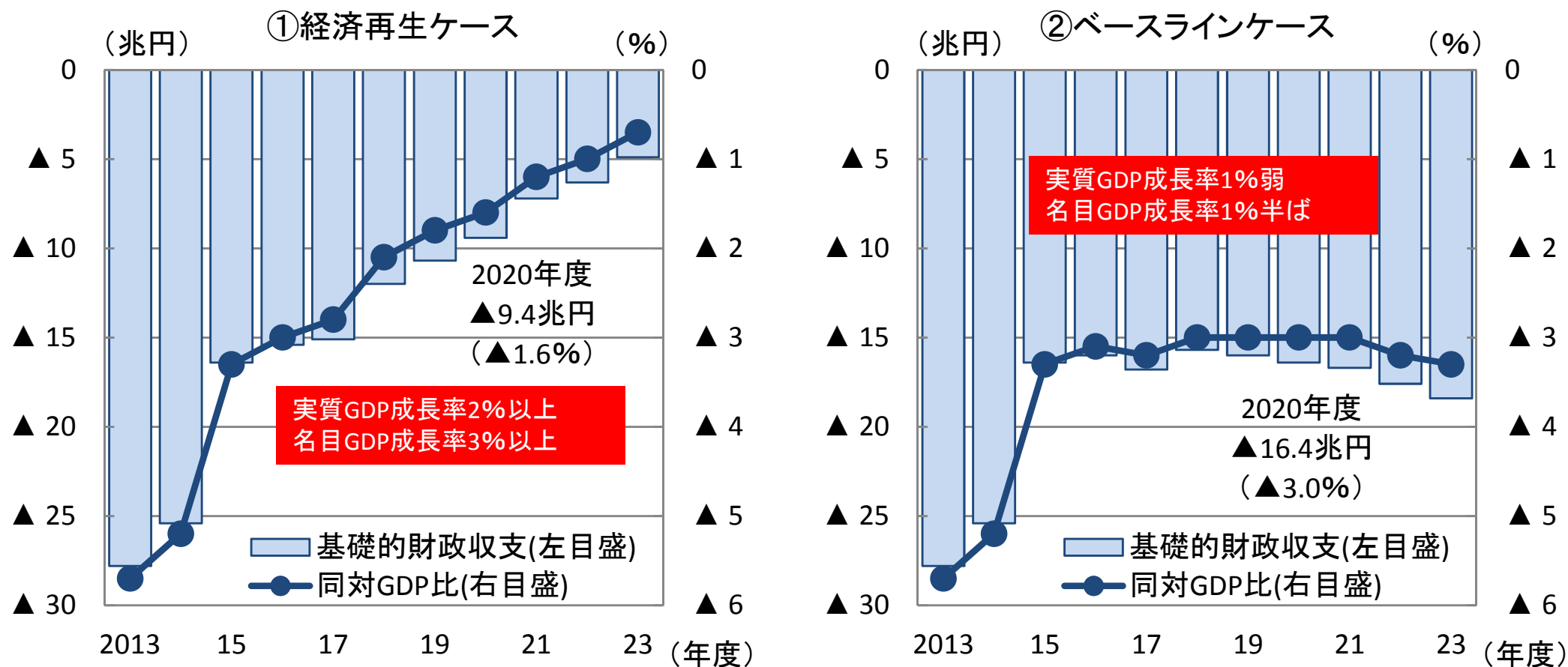
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より、みずほ総合研究所作成



## (4)日本のリスク ～財政健全化を果たせるか～

- 2015年6月末に安倍政権は財政健全化計画をまとめる方針。2020年度に基礎的財政収支を均衡させることを目標として据え置く見込みだが、それには、アベノミクスを成功させてもなお9.4兆円を赤字の穴埋めが必要
- 消費税率10%超への引き上げも回避する方針の中、歳出削減でその穴埋めが可能か

【日本の中長期基礎的財政収支の見通し】



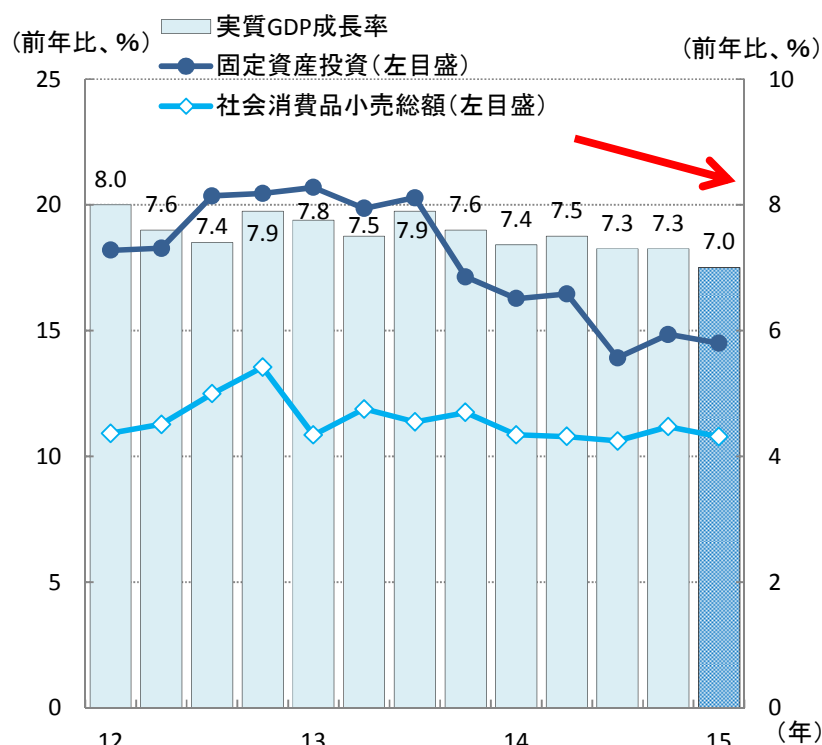
(資料)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」2015年2月12日より、みずほ総合研究所作成

## 6. 中国 (1)1～3月期も減速続く

○ 2014年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+7.0%と前期(同+7.3%)から減速。内外需ともに弱含み

- ・ 投資は、インフラ投資が加速するも製造業投資の下押しにより減速。消費は、スマホ販売の伸び一服や住宅関連財販売の不調を反映し減速。輸出も減速。ただし、輸入が大幅減となったことから、純輸出の寄与はプラスに
- ・ 政府は「合理的な範囲内」の成長と評価。ただし、景気下押し圧力は依然拡大しており、下支えの程度を強める姿勢をより鮮明に

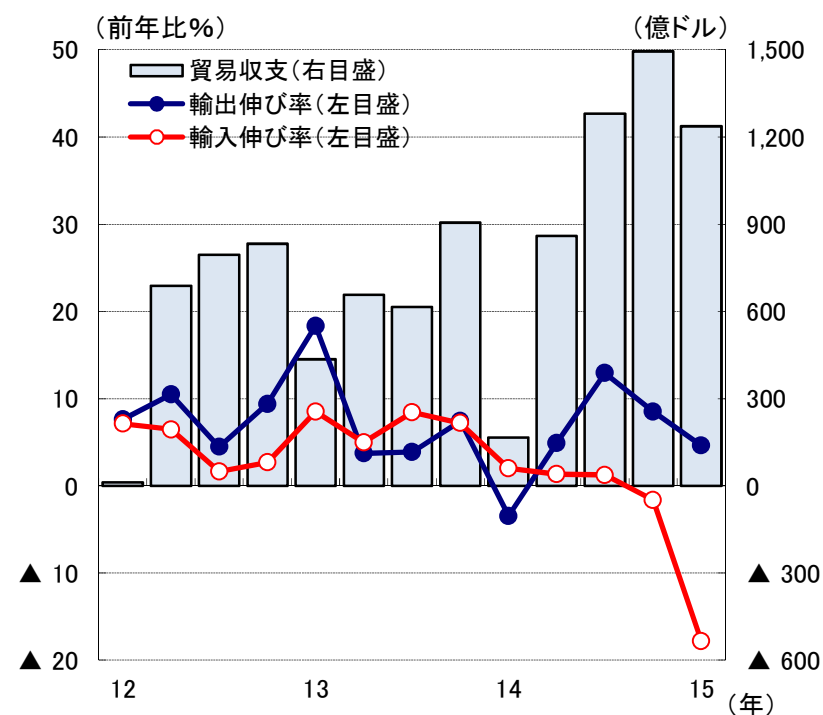
【中国の主要指標】



(注) 社会消費品小売総額は小売物価指数、固定資産投資は固定資産価格指数で実質化(みずほ総合研究所推計値)。

(資料) 中国国家统计局

【中国の貿易動向】



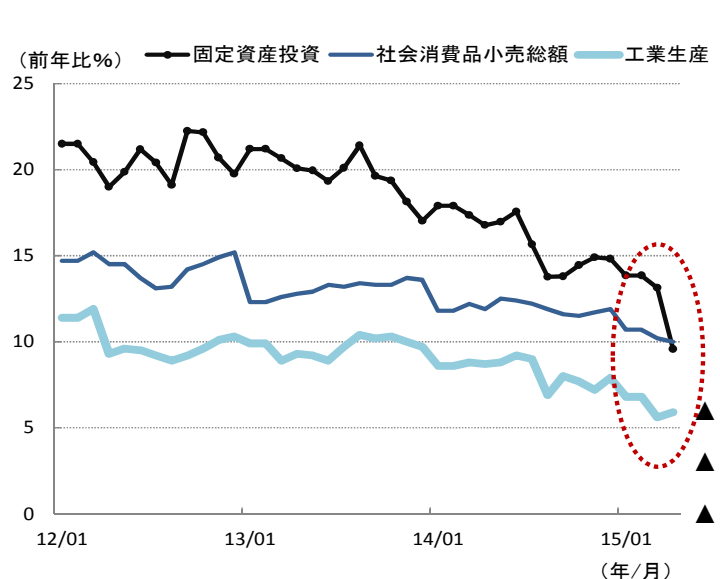
(注) 名目ドルベース。

(資料) 中国海関総署

## (2)足元の経済指標も勢いを欠く状態

○ 4月の主要指標は総じて想定以上に弱含み。景気対策への依存度をより強める展開に

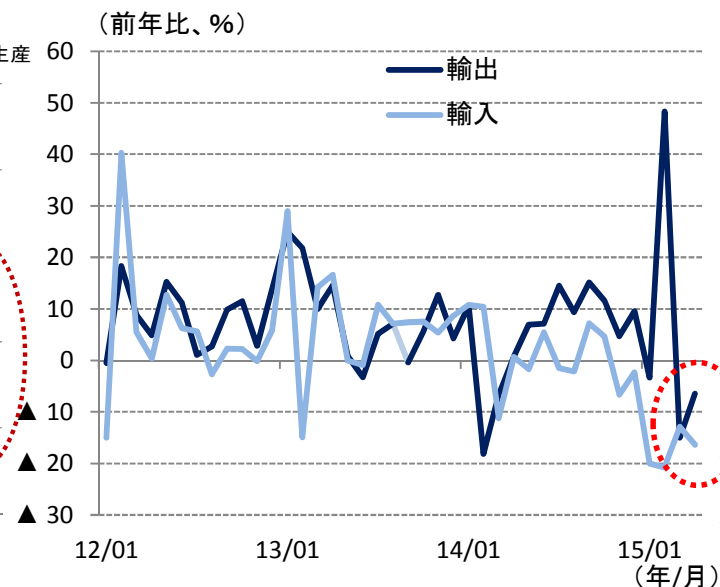
【 主要経済指標 】



(注) 1. 1、2月は1～2月累計の前年同期比。  
2. 固定資産投資は年初来累計を単月に変換。  
3. 工業生産は実質値。社会消費品小売総額、固定資産投資は名目値。

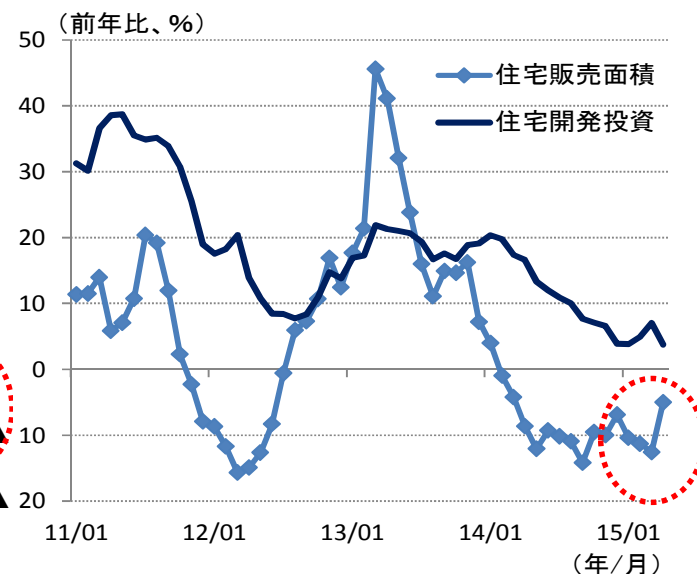
(資料) 中国国家統計局、CEIC

【 輸出・輸入 】



(注) 名目、米ドルベース。  
(資料) 中国海関総署

【 住宅開発投資と住宅販売面積 】



(注) 後方3カ月移動平均値。  
(資料) 中国国家統計局

### (3)中国政府の経済目標と景気認識

- 中国政府の2015年の成長率目標は+7.0%前後と、昨年の+7.5%前後から引き下げ
- 中国政府は、経済は「合理的な範囲内」で現在も推移しているとしつつも、経済への下押し圧力が強まっているとの認識をより前面に出してきている状態

【 2015年の主要経済指標目標 】

指標	2015年	2014年	
	目標	目標	実績
実質GDP成長率(前年比)	7.0%前後	7.5%前後	7.4%
消費者物価上昇率(前年比)	3.0%前後	3.5%前後	2.0%
全社会固定資産投資(前年比)	15%	17.5%	15.3%
社会消費品小売総額(前年比)	13%	14.5%	12.0%
輸出入総額(前年比)	6%前後	7.5%前後	3.4%
M2伸び率(前年比)	12%前後	13%前後	12.2%
都市部新規就業者数	1,000万人以上	1,000万人以上	1,322万人
失業率	4.5%以下	4.6%以下	4.09%
財政赤字	1.62兆元	1.35兆元	1.13兆元
対GDP比	2.3%	2.1%	1.8%

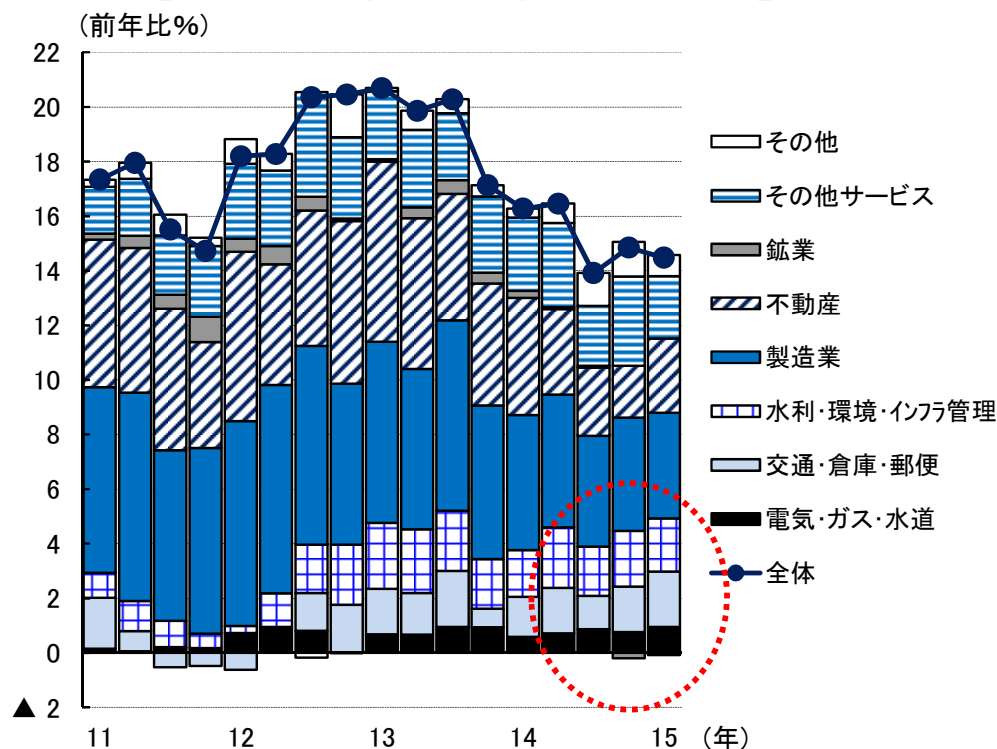
(注) 網掛けは、前年度から目標が変化した指標。

(資料) 中国政府ホームページ、新華社よりみずほ総合研究所作成

## (4)投資の自律的回復力の弱さ

- 確かに、+7.0%前後の成長率を実現するには、経済の自律的な回復力が不十分な状態
- とりわけ、投資が勢いを欠いており、インフラ関連投資により下支えされている状態
- 生産能力の過剰感も依然として残存。在庫水準も高水準
  - ・ 前回在庫調整がおこった2012年よりも大幅な調整圧力が生じている模様
- 住宅販売面積の前年比伸び率のマイナス幅が縮小に向かうなど、明るい材料も見え始め得ているが、地方都市の住宅在庫水準は高く、住宅投資が力強く回復する地合いにはない

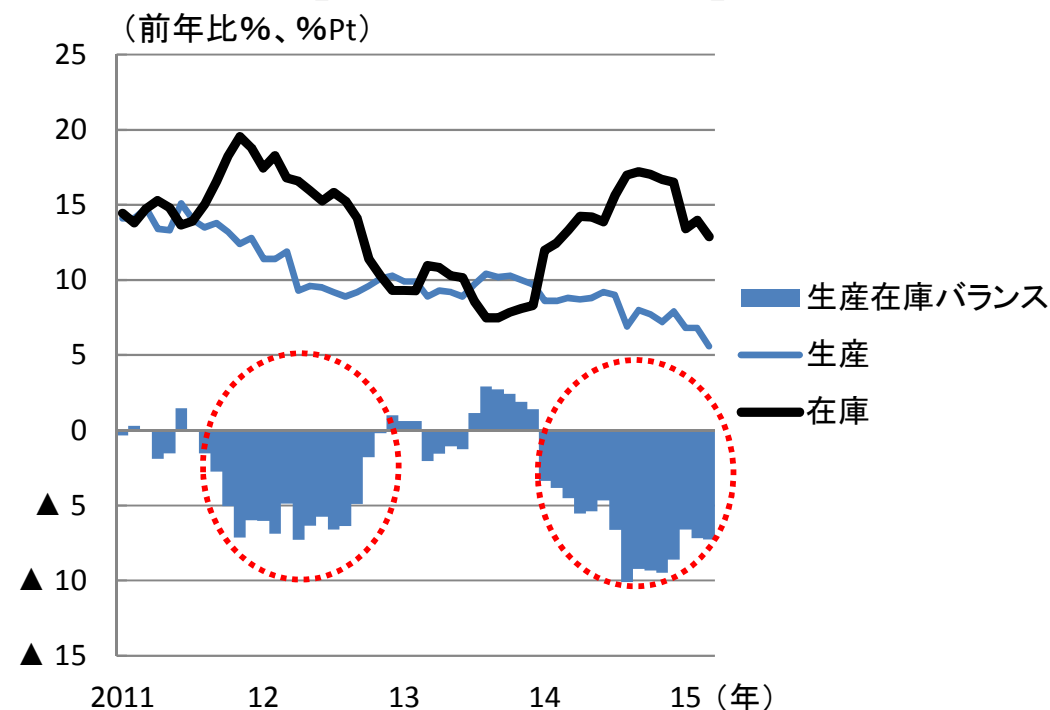
【 固定資産投資(業種別寄与度) 】



(注) 固定資産価格指数により実質化。

(資料) 中国国家统计局

【 生産・在庫バランス 】



(注) 1. 生産在庫バランス=(生産前年比)-(在庫前年比)。

2. 在庫は生産者出荷価格指数により実質化。

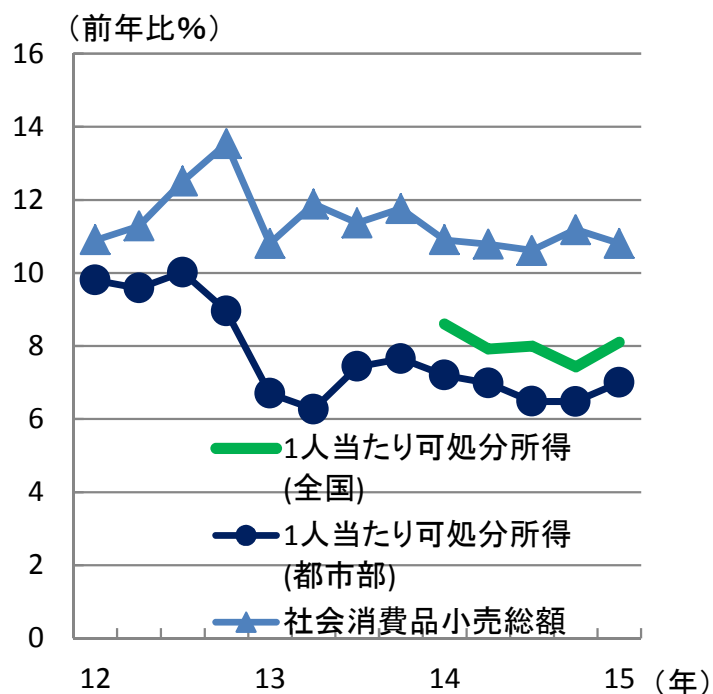
(資料) 中国国家统计局

## (5)個人消費は底堅いが、緩やかな鈍化は続く

○ 個人消費は緩やかに減速する見通し

- ・ 資本財の生産鈍化などを背景に、所得の伸びが鈍化するとみられることが主因
- ・ ただし、生産年齢人口が減少するなか、労働需給が大幅に緩む可能性は低く、緩やかな減速にとどまると予測

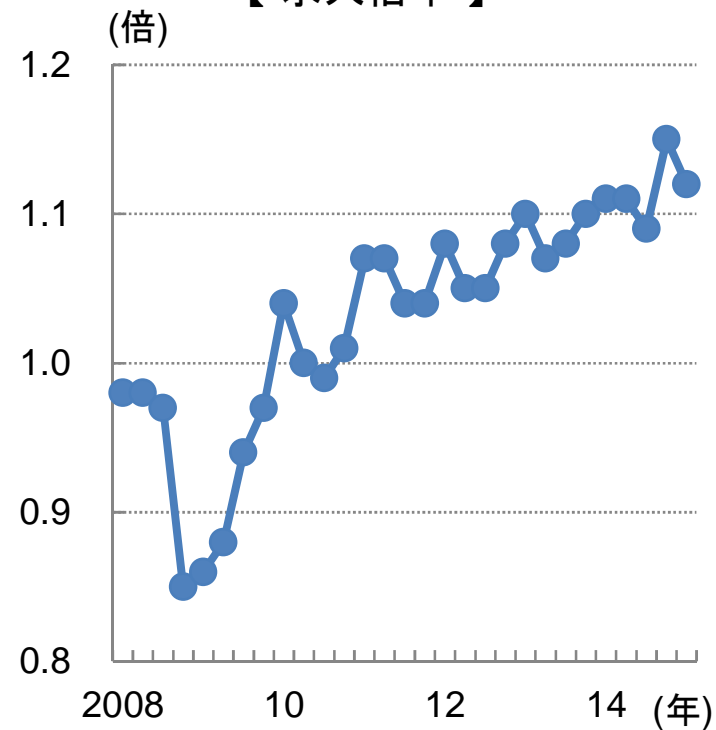
【 社会消費品小売総額と1人当たり可処分所得 】



(注) 社会消費品小売総額は小売物価指数で実質化。1人当たり可処分所得は、年初来の実質累計値を四半期分解。

(資料) 中国国家统计局

【 求人倍率 】

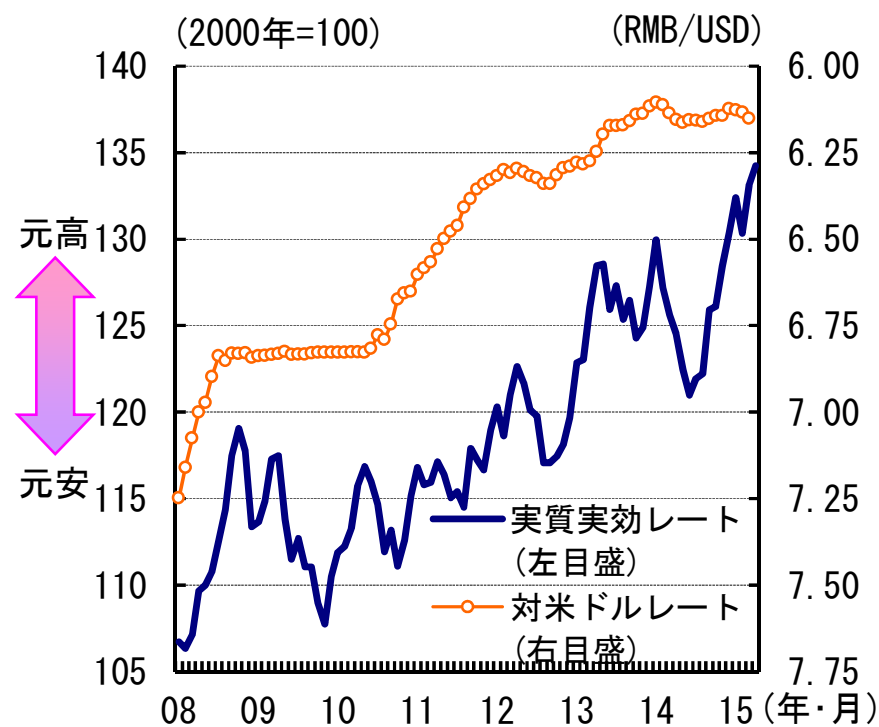


(資料) 中国人力资源市场信息监测中心

## (6) 輸出の回復も限定的

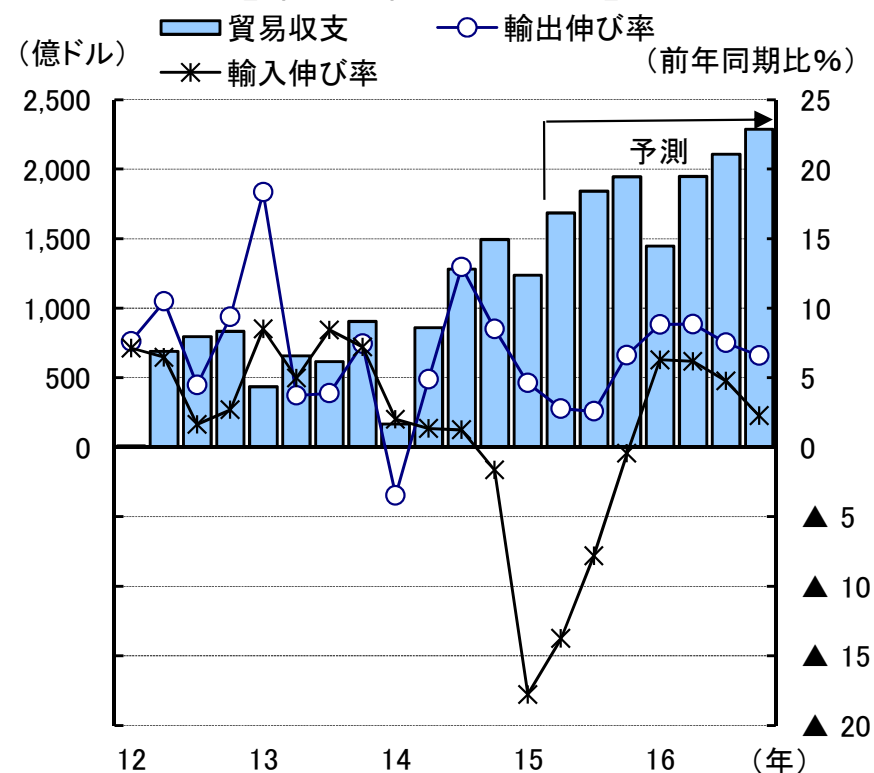
- 輸出は2016年前半にかけて回復基調をたどるも、力強さを欠く動きに
  - ・ 先進国の成長率の高まりに伴い回復する見通しだが、先進国経済の回復ペースが緩慢であること、実質実効ベースで元高であること、などから力強さを欠く
- 輸入の伸びは、在庫調整の進展や原油価格の底打ちに伴い、徐々にマイナス幅が縮小する見通し
- 「2015年の輸出入の伸び: 前年比+6%前後」という政府目標の達成は困難な模様

【人民元の為替レート】



(資料) JP Morgan、CEIC Data

【輸出・輸入見通し】



(注) 名目ドルベース。

(資料) 中国海関総署によりみずほ総合研究所作成

## (7) 景気下支えを強めながら軟着陸を目指す展開に

○ 更なる金融緩和と財政支出の拡大などを通じた景気でこ入れを強めながら、経済成長率目標の達成を図る展開に。2015年の実質GDP成長率を+7.0%、2016年を+6.7%と予測(それぞれ0.1%Ptの下方修正)

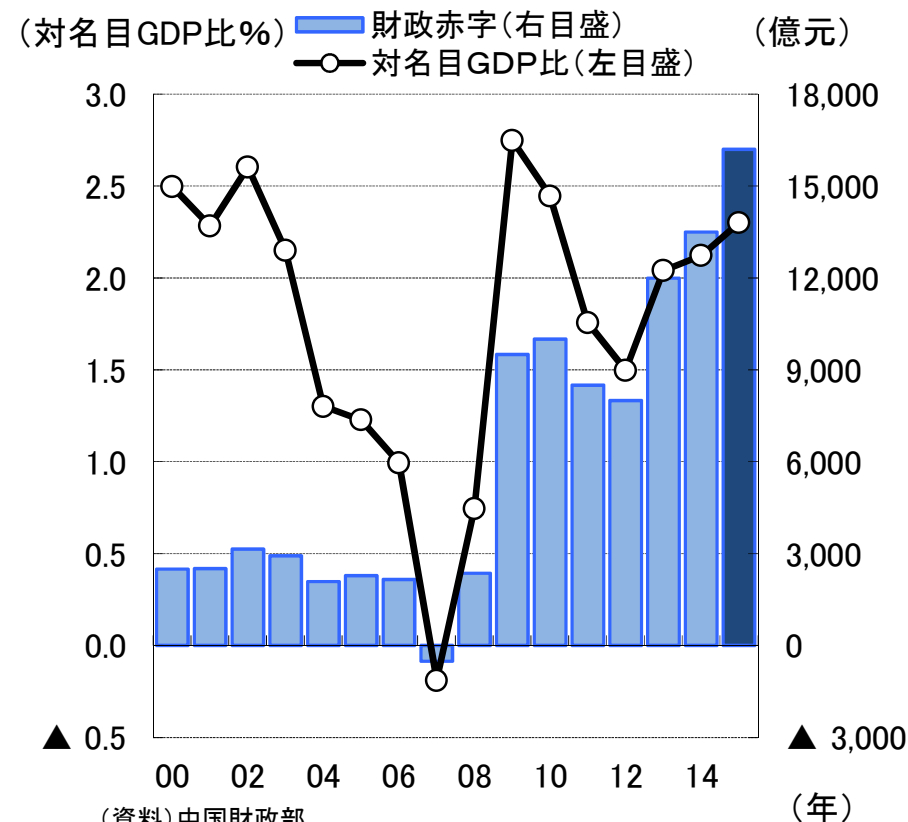
【 実質金利・インフレ率 】



(注) 貸出金利は非金融企業向けの月平均値(通常3カ月おきに中国人民銀行が発表)。実質金利は、名目金利-消費者物価上昇率で計算。

(資料) 中国人民銀行、中国国家統計局

【 財政赤字 】

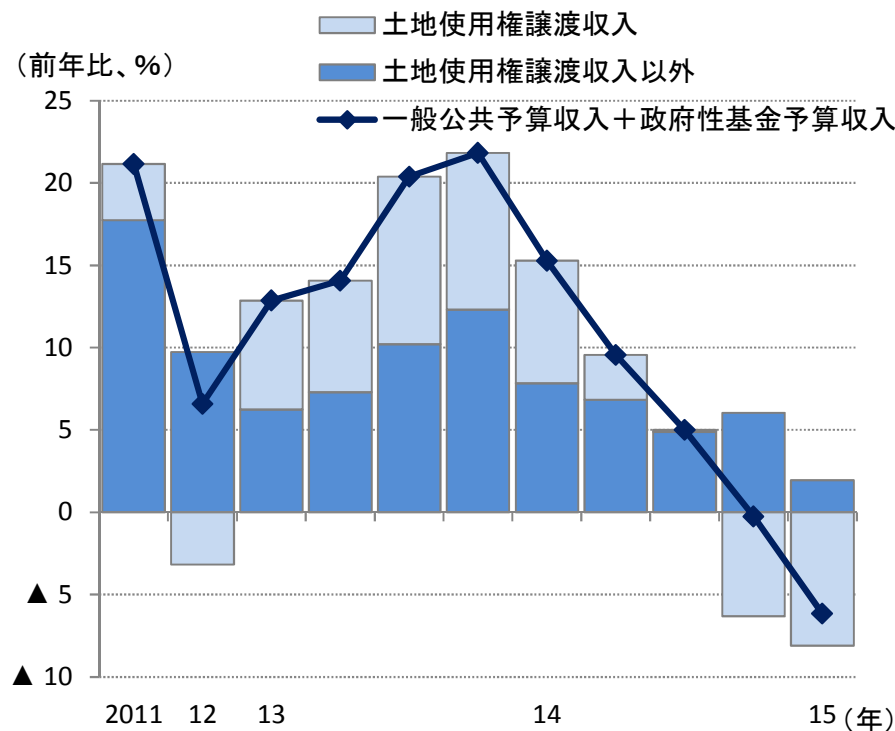




## (8)中国の抱えるリスク A. 景気対策資金の確保

- 地方財政が依存する土地使用権譲渡収入は大幅に減少。財源不足によるインフラ投資の遅れに注視
  - ・ 中国政府も、4月30日の中央政治局会議で、「公共支出を増加させる」「重要なインフラ事業や都市事業などで一部資金循環がスムーズでない問題を解決する」と、インフラ投資の資金供給問題に配慮を示す
- 国家予算、自己資金、国内貸出による投資資金源が不足した場合には、①国債発行規模拡大、②地方政府債務の借り換え規模拡大や地方債の消化支援、③中央銀行から政策性銀行への資金注入、といった手段で対応する可能性。ただし、財政・金融規律の維持とのバランスが課題に

【 財政収入と土地使用権譲渡収入 】



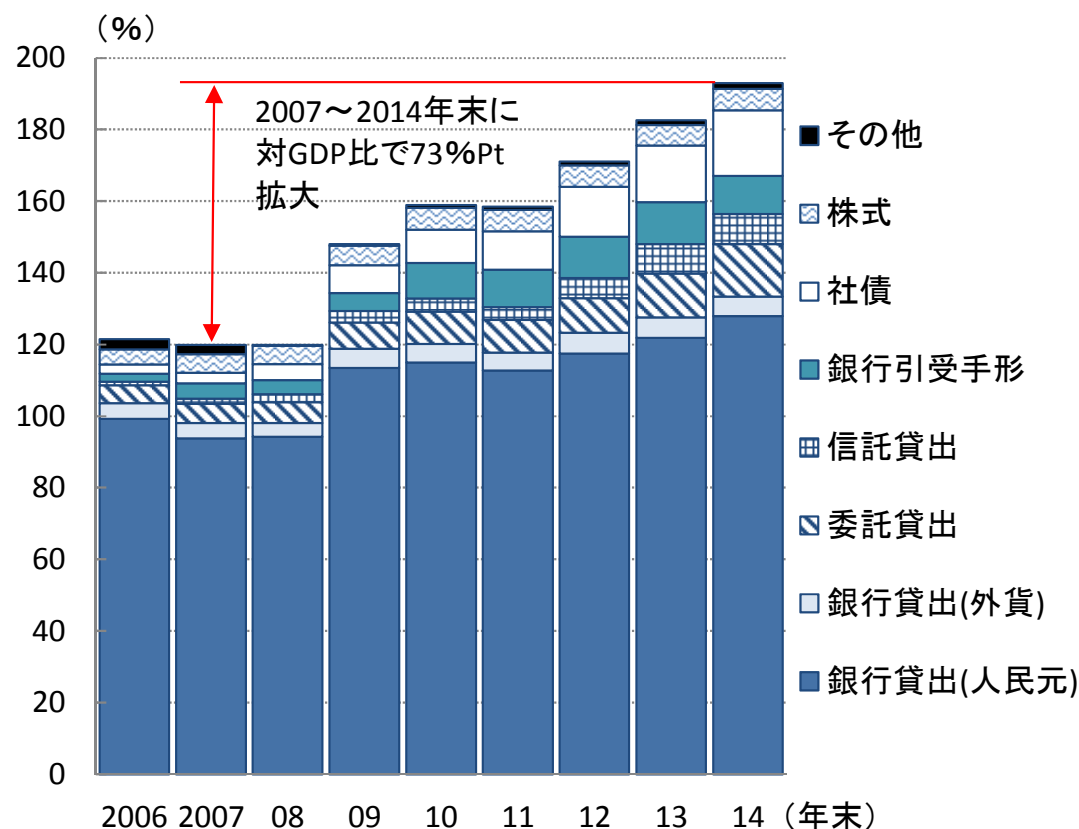
(注) 2011年、2012年は年次。2013年以降は四半期。

(資料) 中国財政部

## B. バランスシートの膨張と金融危機のリスク

- 中国で金融危機が発生する可能性は皆無とはいえない
- それは、リーマンショック後の大規模な景気対策を契機に、国内で盛んに資金調達が行われ、過剰設備、過剰住宅在庫の問題が発生、今も過剰感が残っているため

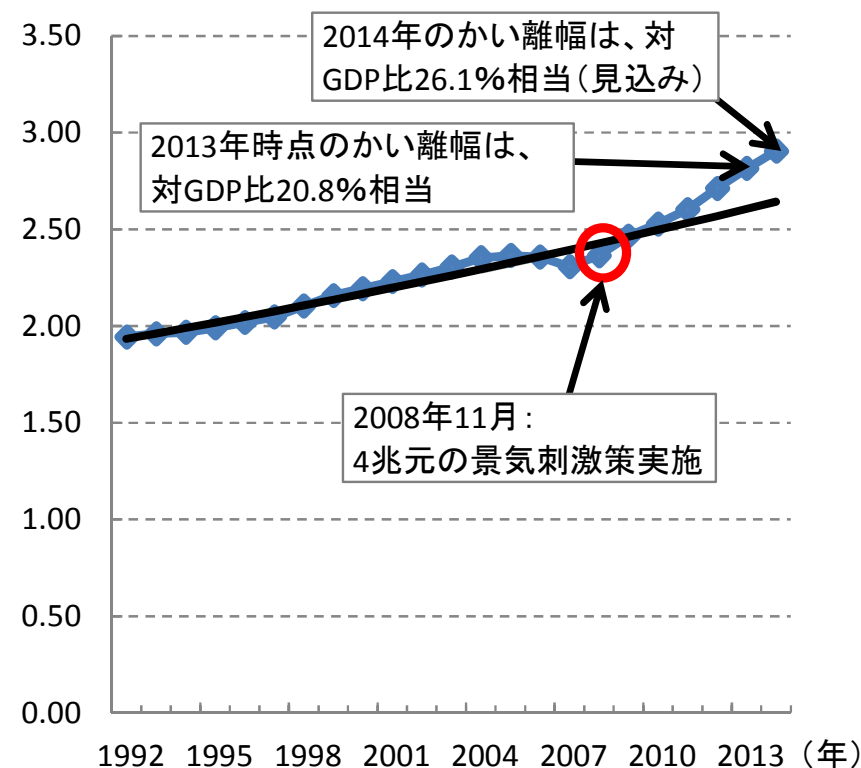
【社会融資残高の推移】



(注) 対GDP比。社会融資残高は、非金融機関・家計による銀行貸出、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形、債券、株式等を通じた資金調達残高を指す。

(資料) 中国国家统计局、中国人民銀行、CEIC Data

【資本係数】



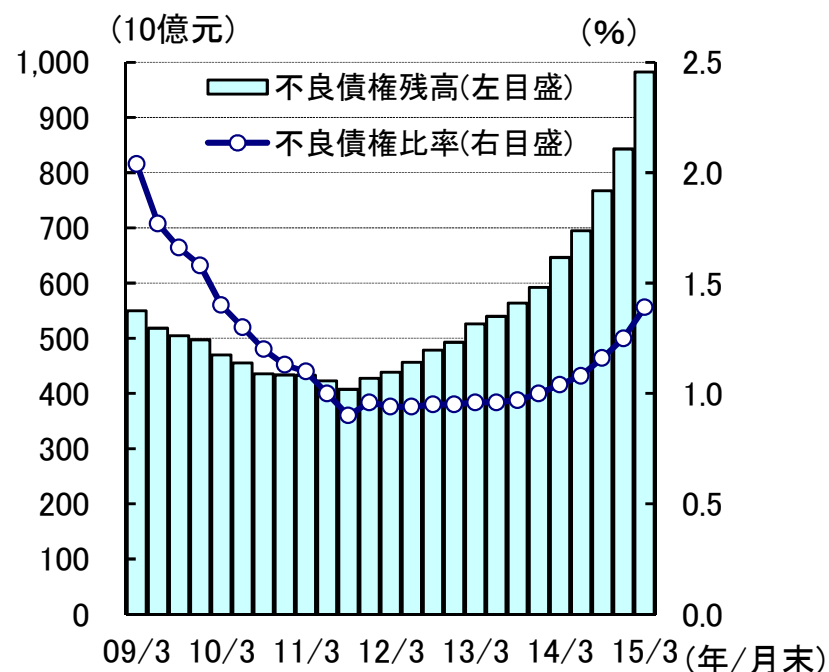
(注) 資本係数は資本ストック÷GDP(実質値)。基準年を1952年、除却率を一律5%とし、ベンチマーク・イヤー法により資本ストックを推計。資本係数のトレンド線は1992～2008年のトレンドを延長したもの。「かい離幅」は同トレンド線からの実績値(2014年は見込み値)のかい離幅。

(資料) 中国国家统计局、CEIC Data

## C. 不良債権拡大のリスク

- 景気減速に伴い、2011年9月末を底に、不良債権が拡大中。2015年3月末時点の不良債権比率は1.4%だが、景気の更なる減速に伴い、利払い余力の低下に苦しむ企業が更に増える恐れ
- デフォルト懸念のある企業の有利子負債比率をみると、中国の値は、ナイジェリア、インド、トルコ、ブラジルほど高くはないが、決して低いとはいえず。また、IMFのリスクシナリオ(借入コスト25%上昇+米ドルの20%の増価+エネルギー関連企業の収益の25%減少)発生時に、同比率は一定程度上昇
- 加えて、中国の場合、非金融企業債務の対GDP比が他国と比べて各段に大きいだけに、注意が必要

【銀行の不良債権残高・比率】



(資料) 中国銀行業監督管理委員会、CEIC Data

【デフォルト懸念のある企業の有利子負債比率】

(単位: %)

国名	デフォルト懸念のある企業の有利子負債比率		非金融企業債務の対GDP比
	2014年直近値	リスク発生時	
ナイジェリア	49.3	51.9	—
インド	36.9	49.9	47.5
トルコ	27.3	31.0	50.8
ブラジル	25.3	37.0	46.9
中国	24.5	31.2	149.9
ハンガリー	19.4	34.1	85.2
メキシコ	17.9	19.4	20.9
インドネシア	17.8	45.7	21.7
ポーランド	16.3	23.9	44.2
南アフリカ	16.1	20.2	32.6
タイ	13.7	17.5	53.7
ロシア	13.6	16.0	49.2
マレーシア	10.8	24.2	96.9
チリ	10.0	22.4	—
サウジアラビア	6.4	6.4	13.0
フィリピン	3.2	31.5	—

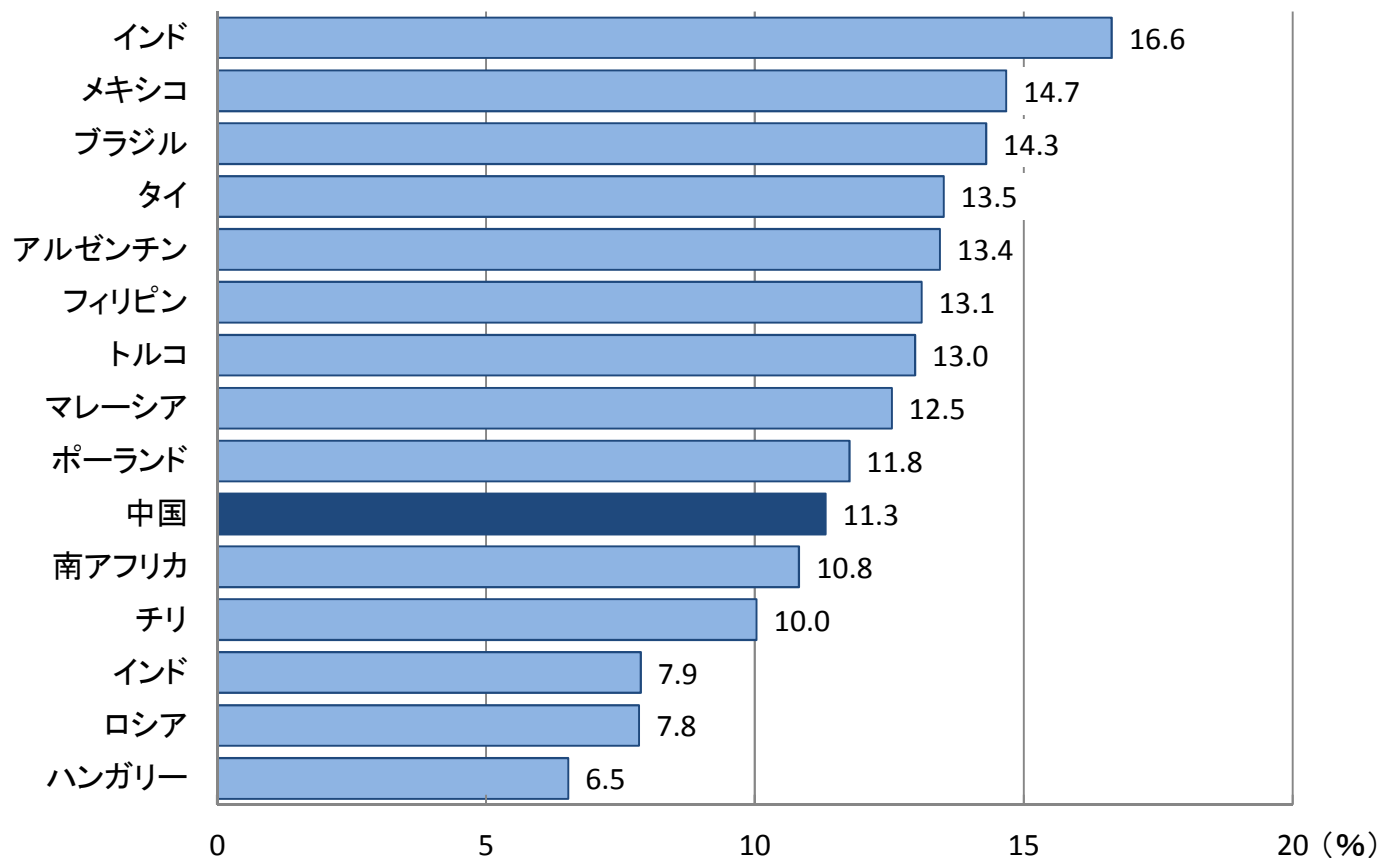
(注) インタレストカバレッジラシオ(=EBITDA÷支払利息)が2未満の企業の有利子負債が企業部門全体の有利子負債に占めるシェア(S&P Capital IQで得られるサンプルを基に試算)。「2014年直近値」は2014年の直近月から過去12カ月の数値を基に計算。「リスク発生時」は、借入コスト25%上昇、米ドルの20%の増価、エネルギー関連企業の収益の25%減少が同時に発生する事態を指す。

(資料) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2015, p.45

## D. 金融危機に対する中国の金融機関の耐性

○ 中国の銀行部門の損失吸収バッファは2013年時点で11.3%と、必ずしも高いとまではいえず

【 損失吸収バッファの国際比較(2014年) 】



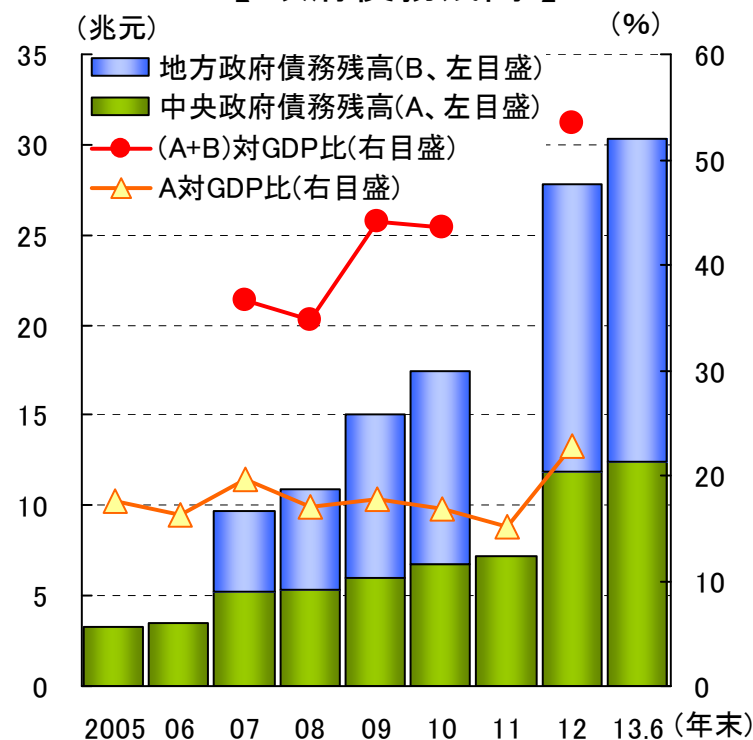
(注) 損失吸収バッファ＝(中核的自己資本＋貸倒引当金－不良債権残高)÷リスク資産。中国、ポーランド、タイは2013年の値。

(資料) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2015, p.46

## E. 財政支出拡大による「弥縫策」の発動の余地とテールリスク

- その点、景気刺激策や金融機関への資本注入等のための財政余力が今の中国にはある
- ただし、こうした過去の発展の歪みに対する「弥縫策」に財政余力を割いてしまった場合、少子高齢化のための財政支出等が困難となり、2020年以降に景気腰折れを引き起こすリスクがあることには注意が必要
- その他、国有セクター・地方政府に対する「暗黙の政府保証」を外していく過程でパニックが起こるリスク、不動産関連統計など、情報の不透明性が原因で隠れていたリスクが顕在化するリスクも

【 政府債務残高 】



(注) 2007～2010年末のBは省・市・県レベルの数値。2012年末、2013年6月末Bは省・市・県・郷レベルの数値。中央政府も含め、2011年末以前と2012年末以降では政府債務の認定範囲も異なるため、連続性を欠く。

(資料) 中国国家统计局、中国審計署「全国政府性債務審計結果」2013年12月30日

## Ⅲ. 台湾経済の見通し

# 1. 景気見通し概観 ～輸出の伸び鈍化などを背景に、景気は勢いを欠く展開に～

- 台湾の実質GDP成長率は2015年が前年比+3.2%、2016年が同+3.1%と予測
  - ・ 輸出は、先進国経済の回復という好材料はあるものの、IT輸出の伸び鈍化、中国経済の減速などを背景に、減速
  - ・ 2015年の総資本形成は、民間建設投資は減速するものの、主要ITメーカーの設備投資積み増しが下支えに。ただし、2016年には、民間設備投資にも息切れが出てくることで、総資本形成の伸びは鈍化
  - ・ 個人消費は、労働市場のタイトさという好材料は当面残存するもの、輸出が軟調に推移するなか、緩やかに減速

【台湾経済見通し総括表】

(単位: 前年比、%)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年(f)	2016年(f)
実質GDP	10.6	3.8	2.1	2.2	3.7	3.2	3.1
個人消費	3.8	3.1	1.8	2.4	3.0	2.6	2.1
政府消費	1.0	2.0	2.2	▲ 1.2	3.4	▲ 0.9	▲ 1.5
総資本形成	35.8	▲ 5.6	▲ 3.1	3.3	4.4	4.7	1.8
内需小計	10.3	0.6	0.6	2.0	3.4	2.6	1.6
輸出	25.7	4.2	0.4	3.5	5.7	4.4	4.2
輸入	28.0	▲ 0.5	▲ 1.8	3.3	5.4	3.7	2.8

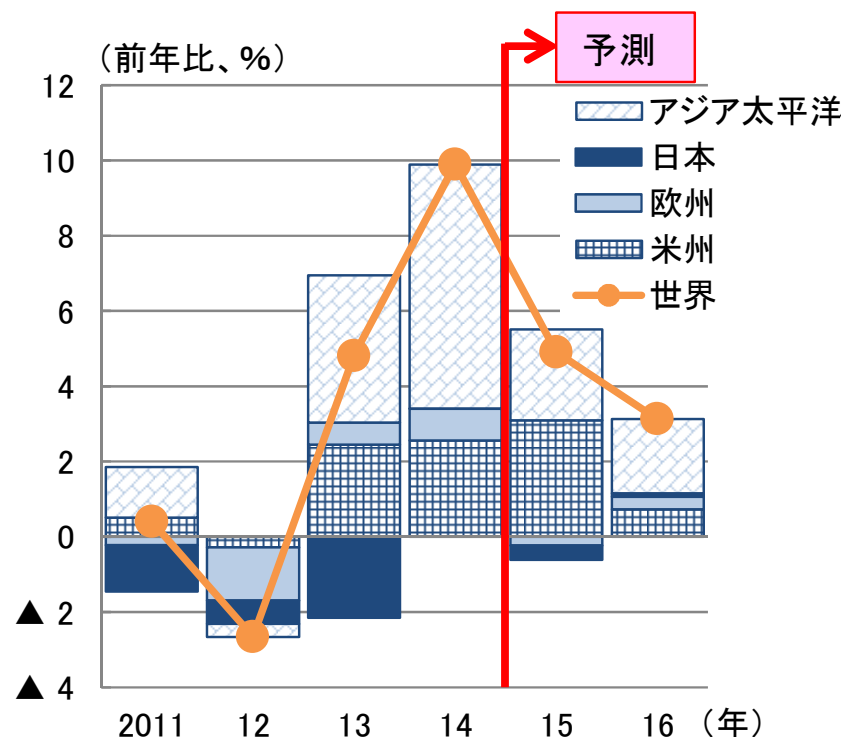
(注) 予測値はみずほ総合研究所。

(資料) 台湾行政院主計総処、みずほ総合研究所

## 2. 輸出の伸びは小幅縮小 (1)IT輸出

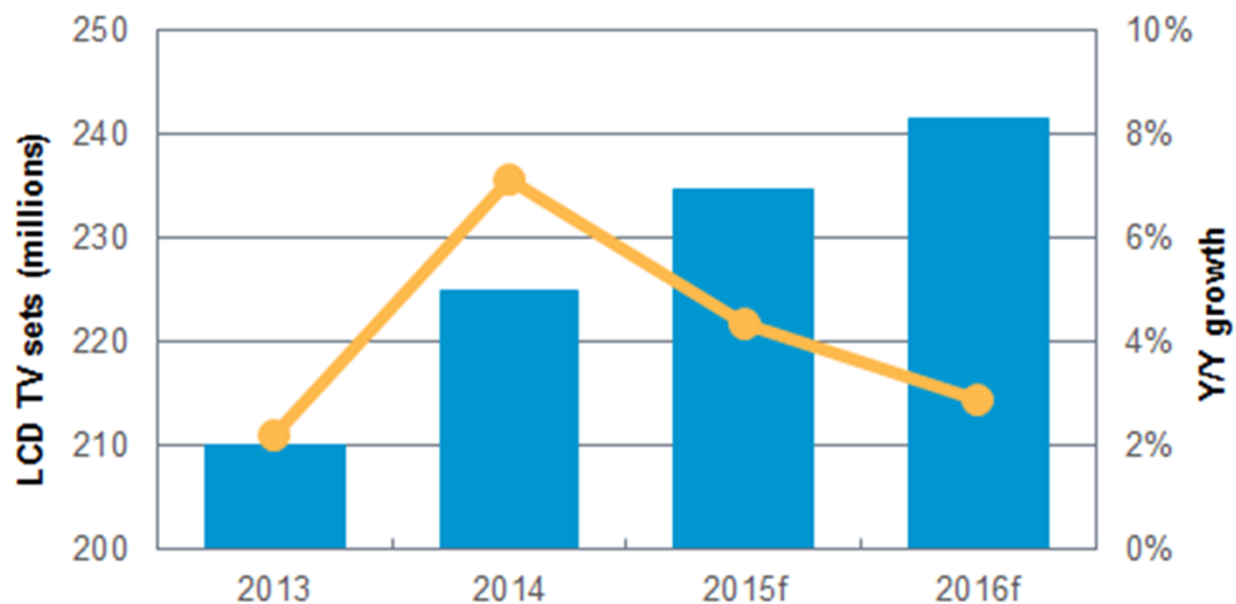
- 上述のとおり、先進国主体で世界経済は2016年にかけて緩やかに回復。それが台湾の輸出を下支え
- ただし、主要IT製品の世界需要の伸びは2016年にかけて減速する見込み

【世界半導体市場予測】



(資料)WSTS, "The World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) has published the final semiconductor market figures for 2014," March 12, 2015.

【世界液晶テレビ出荷予測】



(資料)IHS, "After a Strong Finish Last Year, Global LCD TV Shipment Growth Slowing in 2015, IHS Says," April 13, 2015.

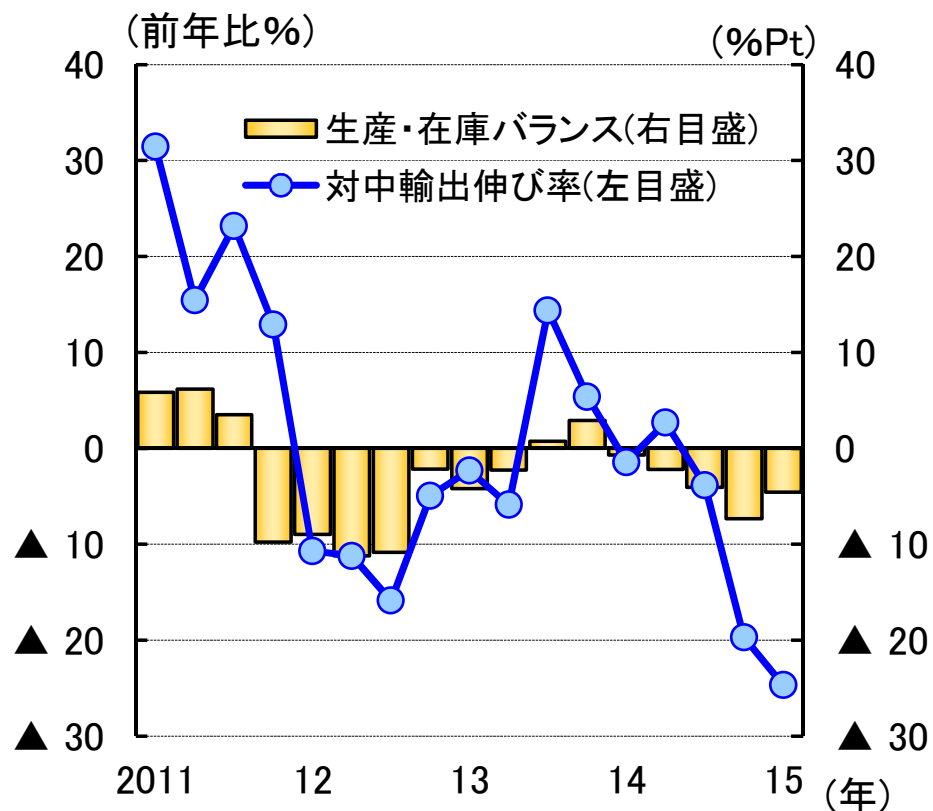


## (2)対中輸出 ①中国の在庫の状況と素材の対中輸出

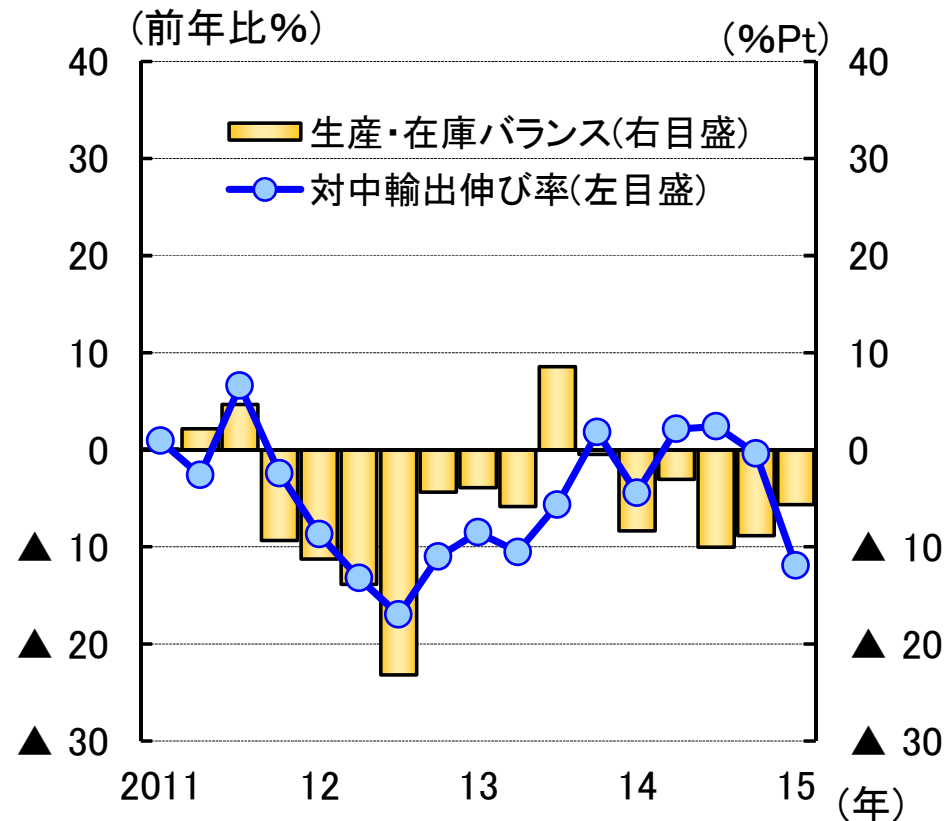
- 中国の生産在庫バランスをみると、素材類には幾分改善傾向もみられるが、生産能力の余剰感が残るなか、引き続き台湾の輸出の頭を押さえる要因として残存

【 中国の生産・在庫バランスと台湾の対中輸出の関係 】

### ①化学品



### ②鉄鋼



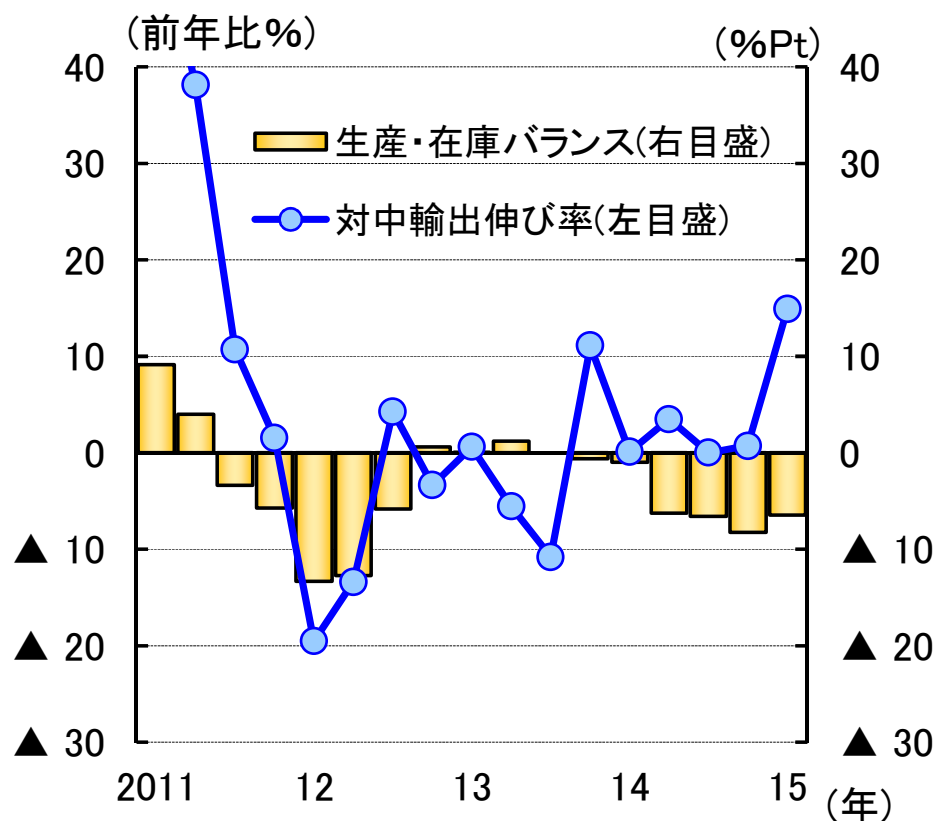
(注) 生産・在庫バランス＝生産伸び率－在庫伸び率。なお、伸び率は前年比、実質値(推計)。輸出伸び率は、名目米ドル建て。  
(資料) CEIC Data

## (2)対中輸出 ②中国の在庫状況と機械、電子製品・同部品の対中輸出

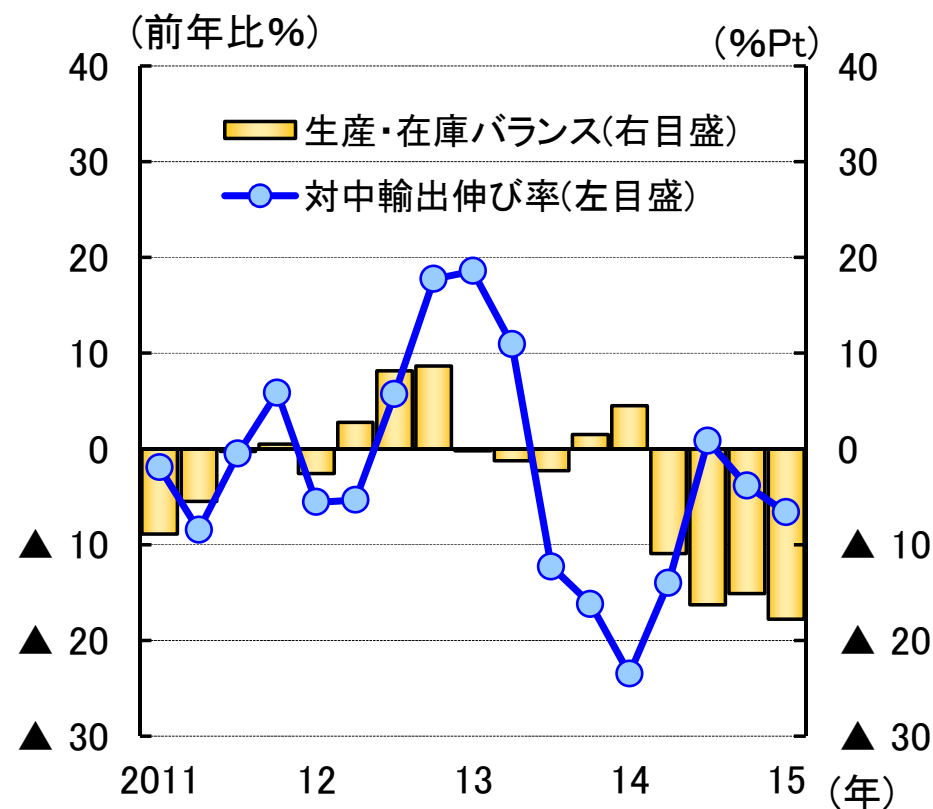
- 機械、電子製品・同部品については、素材類よりも足元生産在庫バランスが悪い状態
  - ・ 2015年1～3月期の機械輸出の対中輸出の高い伸びは、液晶パネル製造設備の移設という一時的要因による可能性大

【中国の生産・在庫バランスと台湾の対中輸出の関係】

③機械



④電子製品・同部品



(注) 生産・在庫バランス＝生産伸び率－在庫伸び率。なお、伸び率は前年比、実質値(推計)。輸出伸び率は、名目米ドル建て。  
(資料) CEIC Data

### (3)輸出上のリスク ①中韓FTAは短期的には台湾の輸出の下押し要因にはならない

○ 既存の台湾の対中輸出品目への適用関税率は低いうえ、中韓FTAの関税引き下げペースは遅い

【台湾の対中輸出の構成と加重平均関税率（中韓FTA発効前後の韓国との比較）】

(単位: %)

適用関税率		ゼロ関税品目	非ゼロ関税品目	合計
対中輸出額に占めるシェア	合計	75.5	24.5	100.0
	韓国有利 (APTA譲許税率 適用品目)	—	6.9	6.9
	台湾有利 (ECFA譲許税率 適用品目)	14.7	—	14.7
	MFN 適用品目	60.8	17.6	78.4
加重平均関税率	台湾 (2015年1月1日時点)	0.0	6.6	1.6
	韓国 発効前 (2015年1月1日時点)	1.3	6.3	2.5
	韓国 発効時 (1年目)	1.0	6.1	2.3
	韓国 発効時 (3年目)	0.9	5.5	2.0

(注)1. 「対中輸出額に占めるシェア」の「ゼロ関税品目」、「非ゼロ関税品目」の数値は、2014年の中国の対台湾輸入額のうち、2015年1月1日時点でゼロ関税、非ゼロ関税が適用されている品目のシェア。

2. 「APTA」は韓国、中国、インド、スリランカ、バングラデシュ、ラオス間で締結された「アジア太平洋貿易協定」。「ECFA」は中台間のFTAに相当する「経済協力枠組み協定」。「MFN」はWTOメンバーに適用される最恵国待遇税率を指す。なお、韓国、日本、台湾いずれもWTOメンバー。

3. 加重平均関税率は、本表の「台湾」・「韓国」を問わず、2014年の台湾の品目別対中輸出額を基に算出。

(資料)伊藤信悟・宮嶋貴之「再考:中韓FTAによる日本、台湾の対中輸出の影響をどうみるか」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年4月23日)

# ①中韓FTAは短期的には台湾の輸出の下押し要因にはならない

○ 台湾の主要対中輸出品目をみても、中韓FTAにより韓国製品対比不利になる品目は限定的

【台湾製品に対する中国の輸入関税適用状況(中国側・輸入額ベース、上位20品目)】

順位	HS	品目名	中国の対台湾輸入額 (百万ドル)	シェア (%)	中国の適用関税率 (%)		中韓FTA 譲許 カテゴリー	中韓FTA発効後の 譲許税率	
					対台湾	対韓国		発効時 (1年目)	発効後 3年目
1	85423100	IC(プロセッサ・コントローラ)	31,396	20.7	0	0	0	0	0
2	85423900	IC(その他)	19,184	12.6	0	0	0	0	0
3	85423200	IC(記憶素子)	14,485	9.5	0	0	0	0	0
4	90138030	液晶パネル	13,242	8.7	5	5	10-A	5	5
5	85322410	セラミックコンデンサー(多層)	2,124	1.4	0	0	0	0	0
6	85340010	印刷回路(5層以上)	1,830	1.2	0	0	0	0	0
7	29024300	パラキシレン	1,824	1.2	0	2	E	2	2
8	39033090	アクリロニトリル-ブタジエン-スチレン(ABS) 共重合体(その他のもの)	1,609	1.1	6.5	6	20	6.2	5.5
9	85177030	携帯電話用部品	1,568	1.0	0	0	0	0	0
10	85414020	光電池	1,437	0.9	0	0	0	0	0
11	85423300	IC(増幅器)	1,420	0.9	0	0	0	0	0
12	85414010	発光ダイオード	1,402	0.9	0	0	0	0	0
13	85340090	印刷回路(4層以下)	1,393	0.9	0	0	0	0	0
14	29053100	エチレングリコール(エタンジオール)	1,335	0.9	5.5	5.5	E	5.5	5.5
15	84733090	コンピュータ用の部分品及び附属品	1,326	0.9	0	0	0	0	0
16	85419000	半導体デバイス、光電性半導体デバイス、発 光ダイオード及び圧電結晶素子の部分品	1,240	0.8	0	0	0	0	0
17	90139020	液晶パネルの部分品	1,129	0.7	8	8	15	7.5	6.4
18	90012000	偏光材料製のシート及び板	1,123	0.7	8	7.6	10	7.2	5.6
19	29012200	プロペン(プロピレン)	1,018	0.7	0	2	10	1.8	1.4
20	85412900	トランジスタ(定格消費電力が1ワット以上の もの)	951	0.6	0	0	0	0	0

(注) 1. 濃い網掛けは、台湾製品に対する中国の適用関税率がゼロではない品目、薄い網掛けは、ECFAですでに台湾製品にゼロ関税が適用されている品目、網掛けなしは中国がWTOメンバーにゼロ関税を適用している品目。

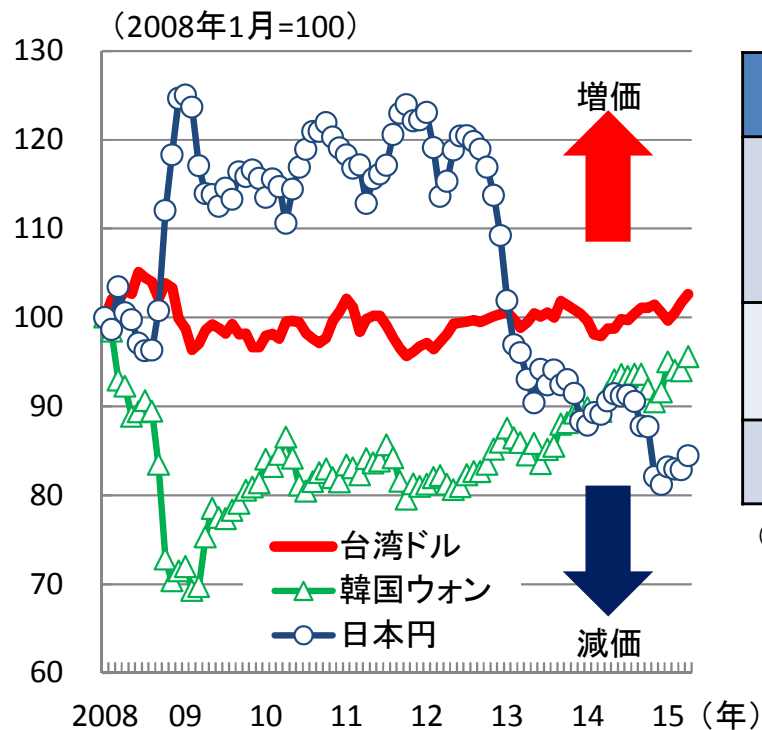
2. 「シェア」は、中国の対台湾輸入総額に占める当該品目のシェア(2014年)。「中国の適用関税率」は2015年1月1日時点。

(資料) 伊藤信悟・宮嶋貴之「再考: 中韓FTAによる日本、台湾の対中輸出の影響をどうみるか」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年4月23日)

## ②台湾ドル高の輸出への影響

- 台湾ドルの実質実効為替レートは、緩やかな増価にとどまっているが、2008年1月を基準とすると日本円や韓国ウォンに対して相対的に高くなっている状態
- 地政学リスクの顕在化による資源価格の上昇、政策的な労働コストや水使用量等の引き上げによる主要輸出相手国対比でみた物価の上昇が加わると、輸出への影響が増すことに
- 低下傾向がみられる生産性の伸びの引き上げが輸出競争力の回復上も課題

【実質実効為替レート】



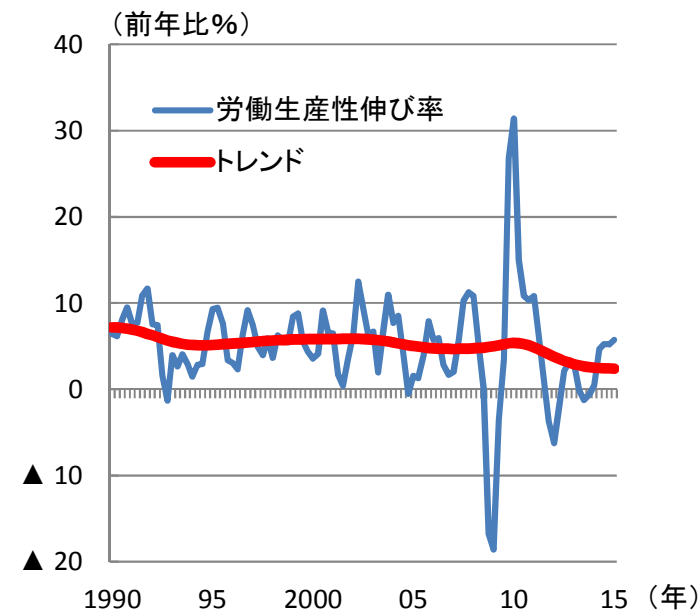
(資料) BIS、CEIC Data

【台湾の輸出関数】

独立変数	弾性値
「輸出加重実質実効レート」－「輸入加重実質実効レート」	▲0.911
主要輸出相手国・地域の工業生産指数	1.323
製造業労働生産指数	1.020

(資料) 林依伶「影響我國商品出口變動之因素－考量匯率對進口中間財之影響」(『中央銀行季刊』第36卷第3期、2014年9月)

【労働生産性指数】



(注) トレンドはHPフィルタによる。

(資料) 台湾行政院主計総処

### ③中国のキャッチアップ

- 全体として対中貿易特化指数が目に見えて悪化しているわけではないが、パルプ・紙・木製品のほか、金属、繊維製品で輸出競争力が低下
- 政府の支援下での中国IT産業の積極的な能力増強
- アップルによる中国系メーカーからの調達増の噂(バッテリー、アンテナ、コネクタケーブル、音響部品等)

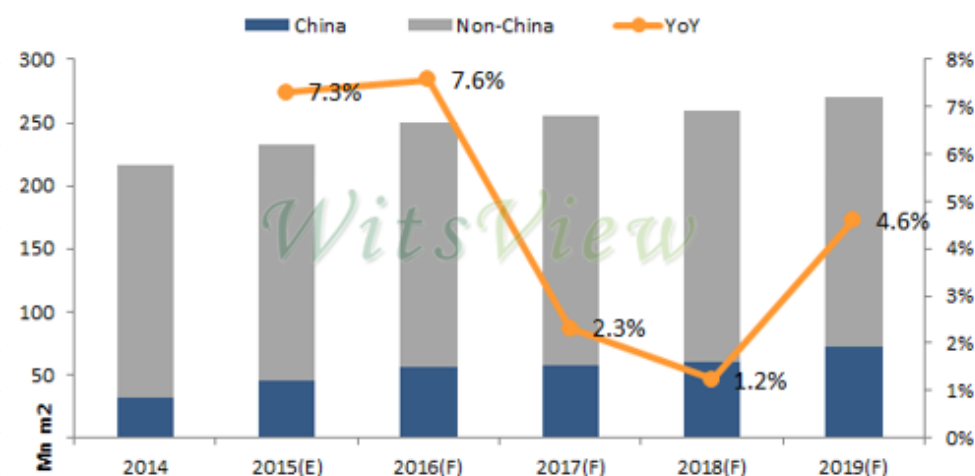
【台湾の対中輸出競争力の変化】

製品	台湾の対中貿易特化係数			台湾の対中輸出額に占めるシェア(%)
	2007年	2013年	差	2013年
電気機械	0.29	0.24	▲ 0.04	28.6
化学製品(プラスチック製品含む)	0.67	0.59	▲ 0.08	25.1
精密機械	0.84	0.83	▲ 0.01	19.1
一般機械	0.17	0.15	▲ 0.02	10.7
鉄鋼、非鉄金属・金属製品及び関連の鉱業	0.22	0.03	▲ 0.19	6.4
繊維製品	0.59	0.40	▲ 0.19	3.6
輸送機械	▲ 0.12	0.06	0.18	1.3
石油・石炭製品及び関連の鉱業	▲ 0.25	0.45	0.69	1.1
窯業・土石製品及び関連の鉱業	▲ 0.37	▲ 0.17	0.20	1.0
パルプ・紙・木製品(含むゴム、皮、油)及び関連の農林水産業	▲ 0.00	▲ 0.23	▲ 0.23	1.0
家庭用電気機器	▲ 0.39	▲ 0.46	▲ 0.07	0.8
食料品及び関連の農林水産業	▲ 0.50	0.32	0.82	0.8
玩具・雑貨	▲ 0.49	▲ 0.42	0.06	0.6
合計	0.40	0.34	▲ 0.06	100.0

(注)台湾の対中貿易特化指数=台湾の対中貿易収支÷台湾の対中貿易額。

(資料)RIETI-TID 2013

【中国の大型液晶パネル生産能力予測】



(注)台湾の対中貿易特化指数=台湾の対中貿易収支÷台湾の対中貿易額。

(資料)WitsView, "Readying for TV Replacement Demand, Chinese Panel Makers

Expand Capacities, TrendForce Reports"

(<http://press.trendforce.com/press/20150512-1914.html>、2015年5月28日アクセス)

### 3. 総資本形成 (1)IT関連企業等の設備投資計画

- 2015年の設備投資は緩やかに伸びを高めると予測
  - ・ ファンドリーや液晶パネル、DRAMメーカーが投資の規模を拡大させる見込みであることが主因  
——— 製造業の投資の65%がIT関連(2014年)
- 2016年は先端設備導入の動きに息切れが出て、減速に向かうと予測

#### 【台湾主要ITメーカー等の資本支出計画に関する報道】

企業	2013年	2014年	2015年	出所
TSMC	96.88億USD	95.22億USD	105～110億USD	法人説明会資料(2015年4月16日)
UMC	11億USD	14億USD	18億USD	法人説明会資料(2015年4月29日)
ASE	6.68億USD	8.66億USD	8億USD超	法人説明会資料(2015年4月30日)
SPIL	164.5億NTD	195.61億NTD	145億NTD	『中央社』2015年4月29日
力成科技	80億NTD	108億NTD	やや保守的 (前年比2～3割減少?)	『聯合晚報』2015年4月17日
Nanya	56.1億NTD	58億NTD	80.57億NTD	法人説明会資料(2015年4月28日)
Inotera	64億NTD	220億NTD	500億NTD	法人説明会資料(2015年4月28日)
Winbond	21億NTD	130億NTD	48億NTD	法人説明会資料(2015年4月30日)
AUO	250億NTD	213.62億NTD	約400億NTD	『蘋果日報』2015年5月4日
Innolux	183.7億NTD	205億NTD	約350億NTD	『蘋果日報』2015年5月6日
中華電信	363.8億NTD	326億NTD	307億NTD	『經濟日報』2015年2月17日

(資料)上記資料



## (2)稼働率関連指標

○ 主要業種の生産水準は、ピーク時の9割以上が多い状態

【 2015年4月時点の製造業生産指数とピーク時の数値の比較 】

業種	生産ピーク	15年4月時点	業種	生産ピーク	15年4月時点
	時期	ピーク時=100		時期	ピーク時=100
製造業	15年3月	95.0	非金属鉱物製品	05年1月	79.9
金属製品	14年12月	96.0	プラスチック製品	05年3月	79.6
化学製品	11年3月	96.0	家具	05年1月	76.7
化学原料	10年5月	95.4	電機	06年3月	74.3
ゴム製品	11年3月	94.6	繊維	05年3月	74.0
電子部品	14年9月	94.1	飲料	10年12月	73.4
その他	14年12月	93.3	石油・石炭製品	06年5月	70.6
その他輸送機器	08年4月	91.0	自動車・同部品	05年3月	70.5
基本金属	11年3月	89.1	コンピュータ・電子・光学製品	11年8月	69.0
機械設備	10年12月	87.1	印刷	05年10月	68.6
医薬品	09年12月	87.0	タバコ	10年12月	67.5
機械修繕	14年12月	85.1	木竹製品	05年4月	64.1
食品	11年1月	82.4	皮革・毛皮・同製品	05年3月	35.7
パルプ・紙・紙製品	05年3月	81.2	アパレル・同付属品	05年3月	33.5

(資料)台湾經濟部統計処

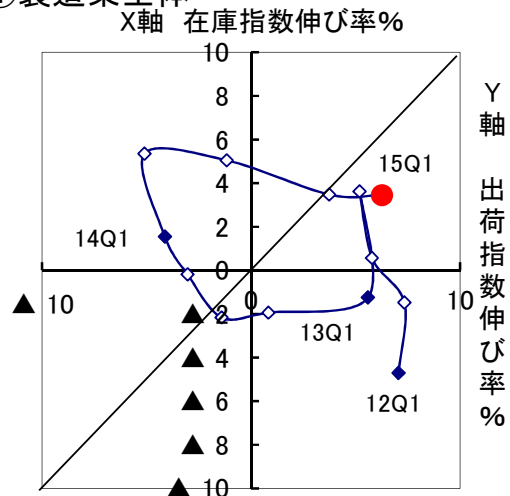


### (3)在庫循環

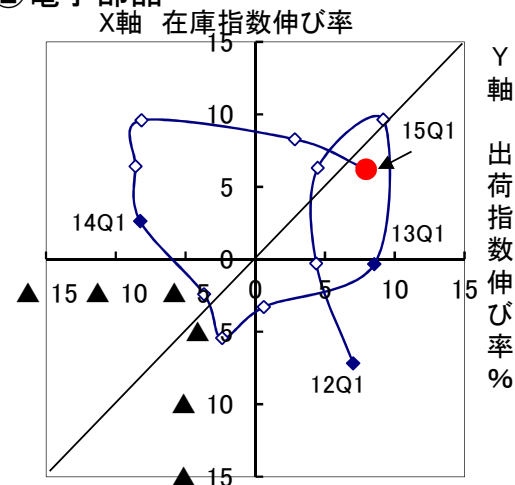
○ 意図せざる在庫増の局面に入っている状態で生産に下押し圧力がかかる可能性。業種による差も

#### 【在庫循環図】

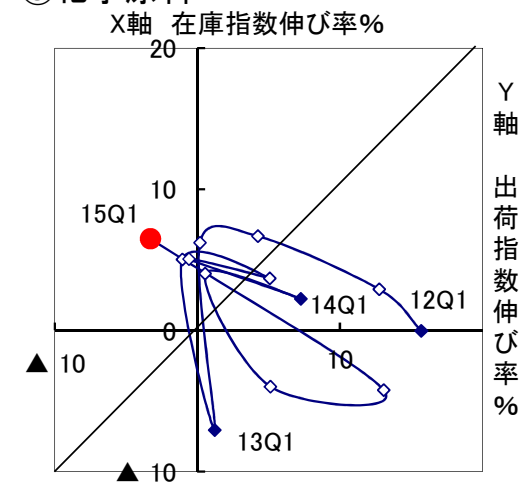
①製造業全体



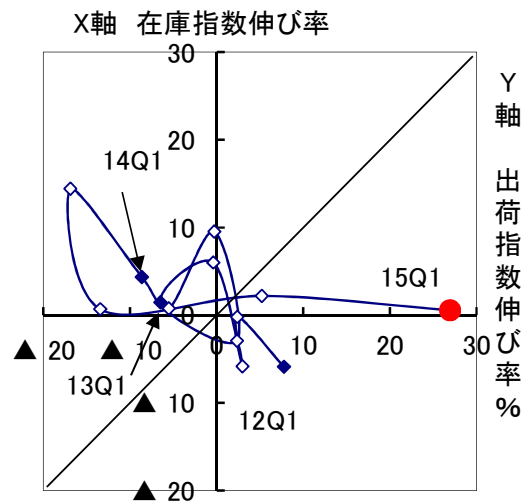
②電子部品



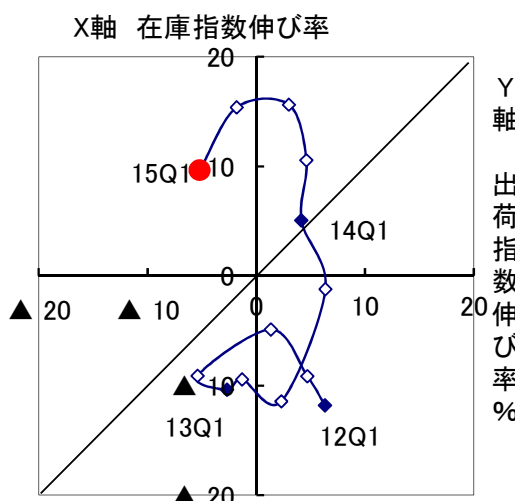
③化学原料



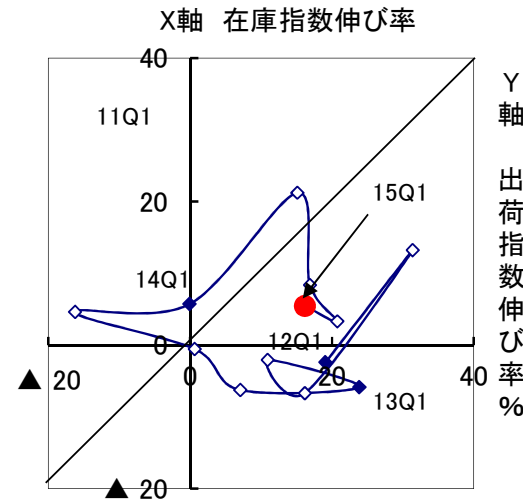
④基本金属



⑤機械



⑥自動車・同部品

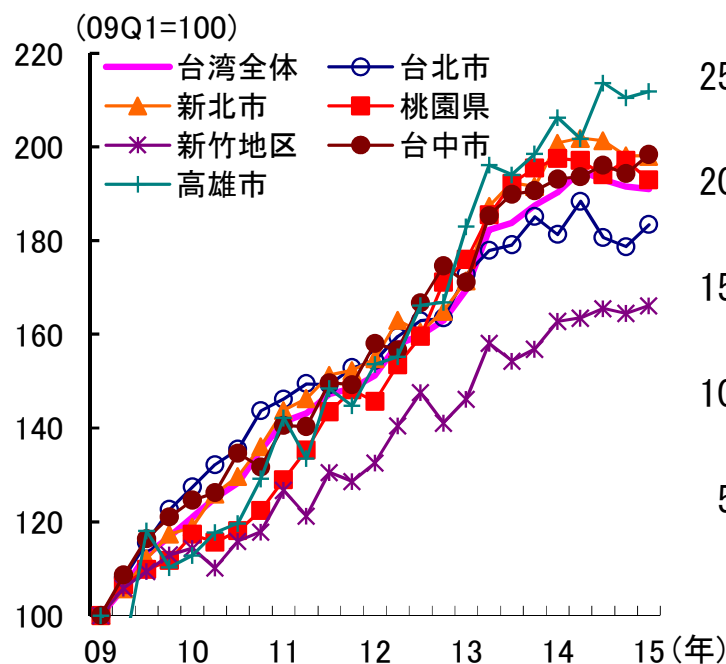


(注) 前年比。(資料)台湾經濟部統計処

## (4)民間建設投資 ①減速持続の見込み

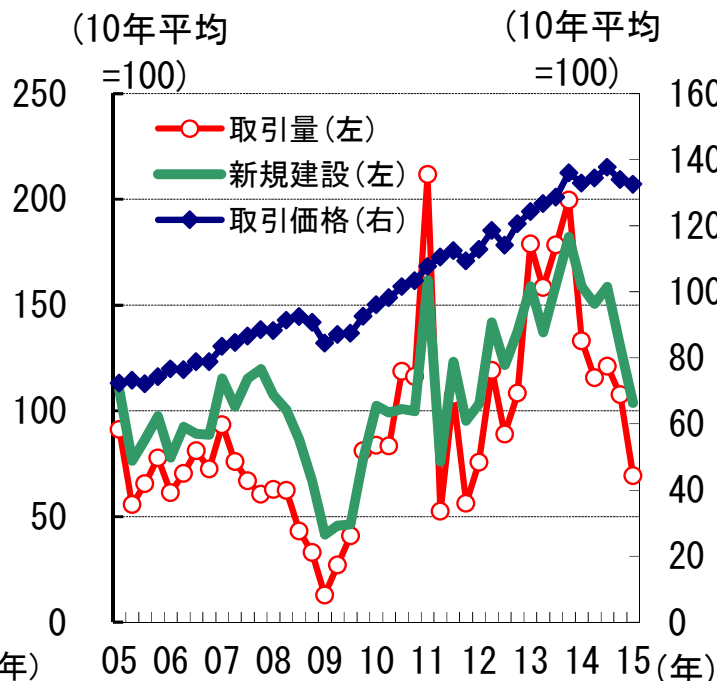
- 民間建設投資は減速を続ける可能性が高い
- 住宅販売価格は頭打ちの状況。新規建設の動きも縮小
- こうしたなか、住宅に対する値下がり期待が醸成されている状況

【信義住宅価格指数】



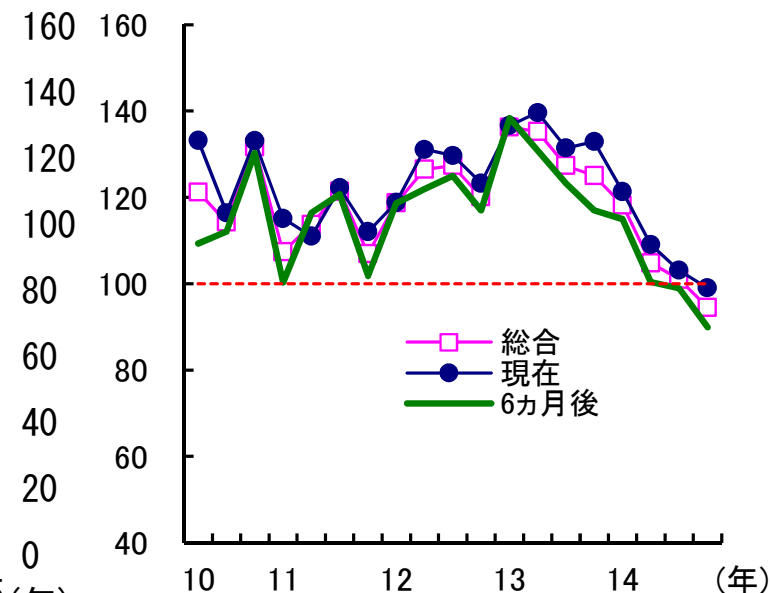
(資料)信義房屋

【国泰住宅指数】



(注)季節調整値(みずほ総合研究所推計)。  
(資料)信義建設

【住宅市場信頼感指数】

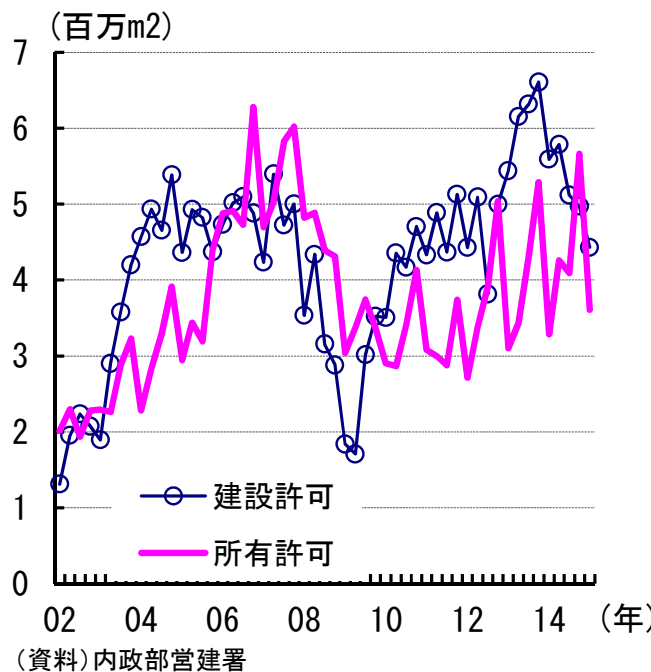


(資料)内政部営建署

## ②住宅市況が大きく崩れるリスクはあるか？

- 仕掛物件の量も少ない見込み
- 住宅投資の利回りは、国際的にみても低い状況。金利高騰のリスクは小さいが、金利の動向に留意は必要

【住宅建設・所有許可面積】



【住宅価格賃料比率の国際比較】

国・地域	価格賃料比率(倍)		表面利回り(%)	
	中心地	郊外	中心地	郊外
台湾	71.4	55.5	1.4	1.8
香港	37.5	36.1	2.7	2.8
中国	35.9	33.3	2.8	3.0
フィリピン	32.3	37.7	3.1	2.7
インド	30.3	25.6	3.3	3.9
韓国	30.0	26.6	3.3	3.8
シンガポール	29.2	25.7	3.4	3.9
日本	27.9	30.1	3.6	3.3
タイ	25.5	31.1	3.9	3.2
英国	24.3	21.8	4.1	4.6
マレーシア	21.8	23.6	4.6	4.2
ベトナム	19.3	13.1	5.2	7.6
インドネシア	16.0	17.4	6.2	5.7
ミャンマー	11.8	33.9	8.5	3.0
カンボジア	9.3	12.7	10.8	7.9
米国	9.0	7.7	11.2	12.9

(資料) Numbeo([http://www.numbeo.com/property-investment/rankings\\_by\\_country.jsp?title=2015](http://www.numbeo.com/property-investment/rankings_by_country.jsp?title=2015)、2015年5月15日アクセス)

【台湾の長期金利】  
(国債10年物)

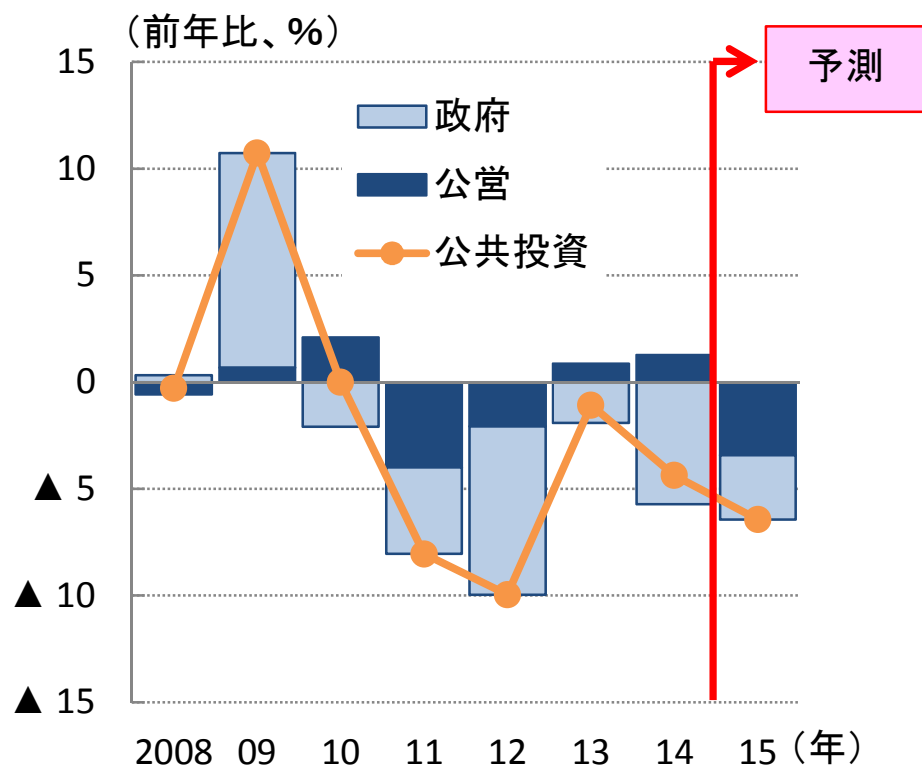


## (5)公共投資による景気下支えは引き続き期待薄

○ 2015年も公共投資の伸びはマイナス幅を拡大させる見込み

- ・ 2014年実績は前年比▲4.4%、2015年見込みは同▲6.4%
- ・ 足元、中央政府債務残高の対GDP比率は低下傾向にあるが、社会保険の財源不足の問題等もあり、財政余力は限定的

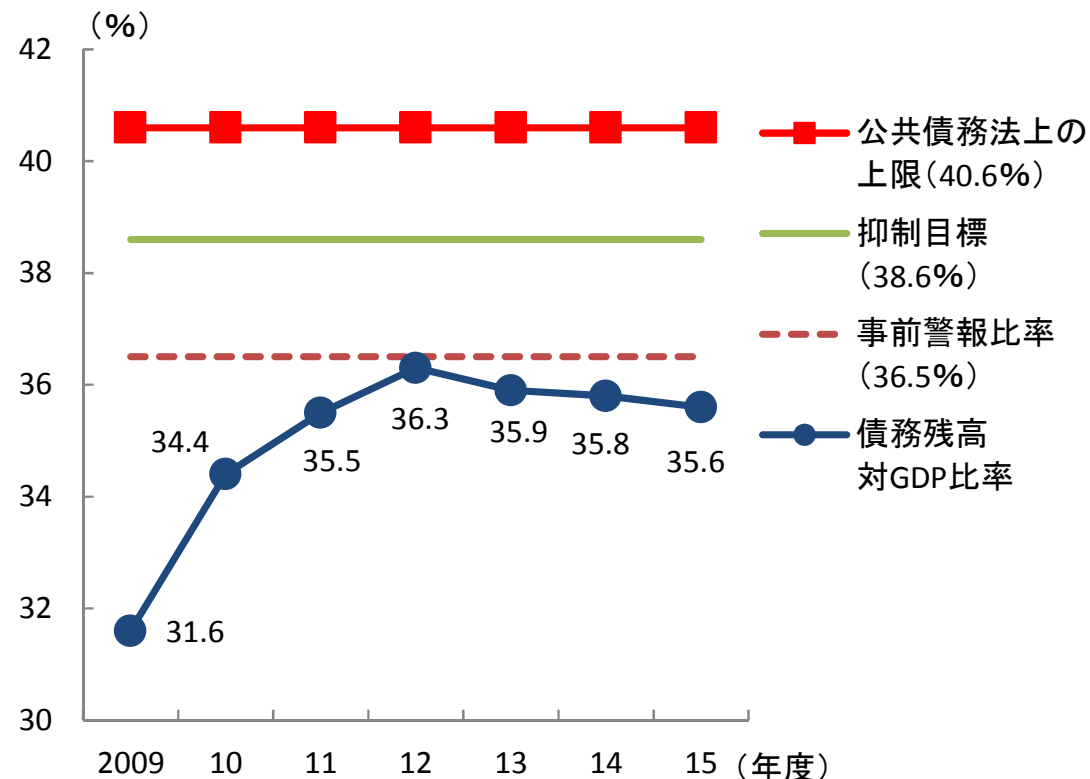
【公共投資の実質伸び率】



(注) 寄与度、および、2014年、2015年の公共投資全体の伸び率は、台湾行政院主計総処の公営企業、政府部門の投資に関する予測値から推計。

(資料) 台湾行政院主計総処

【中央政府債務残高の対GDP比率】



(注) 債務残高対GDP比率は、前3年平均のGDPに対する当該年度の債務残高の比率。

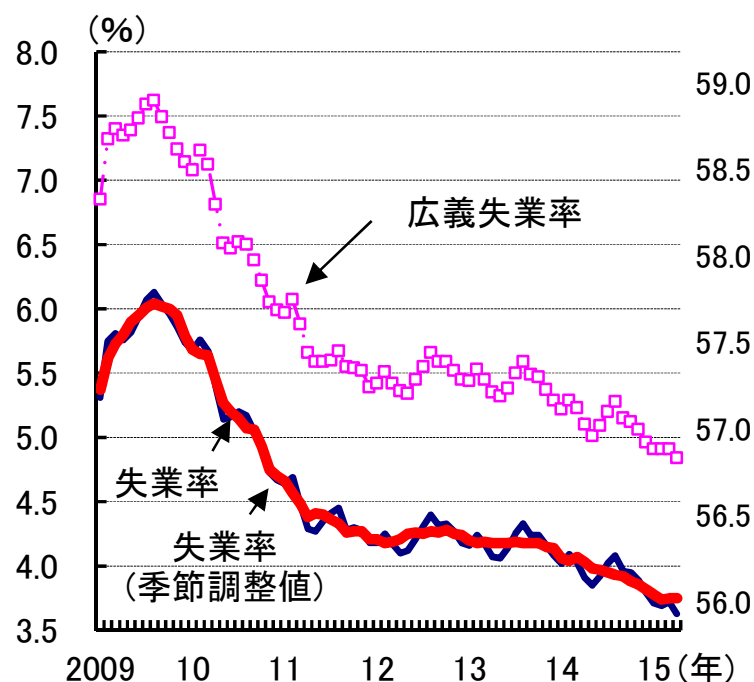
(資料) 財政部「中央政府債務説明」2015年5月18日

## 4. 個人消費 (1)労働需給の更なる引き締め

○ 労働需給がよりタイト化しつつある状況

- ・ 失業率は2015年4月に3.7%にまで低下、労働力率は58.7%にまで上昇(いずれも季節調整値)
- ・ 生産年齢人口の伸び鈍化がその背後に

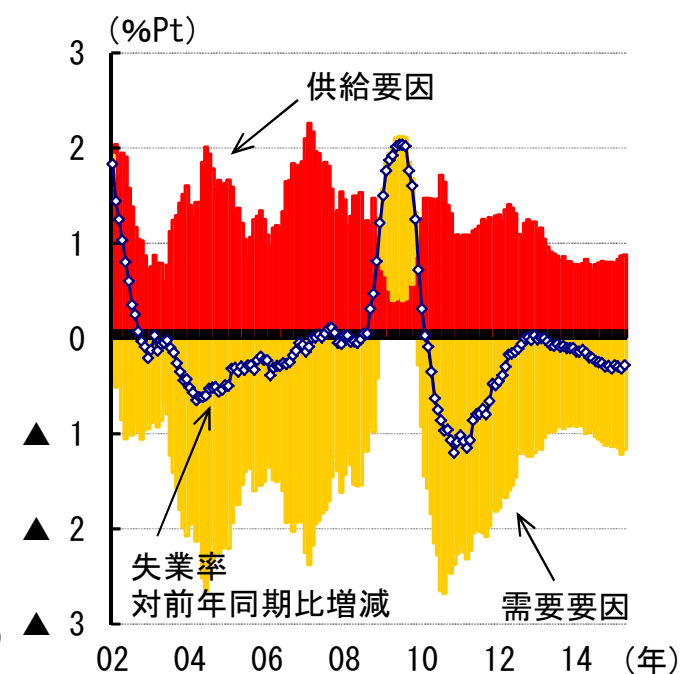
【 失業率 】



【 労働力率(季節調整値) 】



【 失業率の変動要因 】



## (2)足元の賃金の伸びも高水準

- 賃金も足元前年比＋5%台の伸びを記録
  - ・ 名目賃金の高い伸びに加え、物価下落も所得向上に寄与
    - エネルギー価格の下落、食品価格の伸び鈍化が物価下落の主因
- こうした中、消費者マインドも改善
  - ・ 国立中央大学台湾経済発展研究中心の消費者マインド指数は過去最高値を記録(2015年4月)

### 【賃金上昇率】

(単位:前年比%)

年		名目賃金上昇率						実質賃金上昇率					
		平均賃金			経常賃金			平均賃金			経常賃金		
		全体	工業	サービス	全体	工業	サービス	全体	工業	サービス	全体	工業	サービス
12	Q1	▲ 1.6	▲ 0.5	▲ 2.4	1.7	1.6	1.8	▲ 2.9	▲ 1.8	▲ 3.7	0.5	0.3	0.5
	Q2	1.2	0.7	1.4	1.8	1.5	2.0	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	0.3
	Q3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.6	0.9	0.9	0.8	▲ 3.4	▲ 3.1	▲ 3.6	▲ 2.1	▲ 2.1	▲ 2.1
	Q4	1.9	2.5	1.4	0.6	1.1	0.2	0.0	0.6	▲ 0.4	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 1.6
13	Q1	▲ 1.7	▲ 2.4	▲ 1.2	0.8	1.1	0.5	▲ 3.5	▲ 4.2	▲ 3.0	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 1.3
	Q2	0.7	1.1	0.3	0.7	1.1	0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	0.4	▲ 0.5
	Q3	0.9	0.6	1.1	1.3	1.4	1.2	0.9	0.5	1.1	1.2	1.3	1.1
	Q4	1.3	2.1	0.8	1.3	1.1	1.4	0.8	1.6	0.2	0.7	0.6	0.8
14	Q1	5.5	2.5	7.7	1.3	1.1	1.4	4.7	1.7	6.9	0.5	0.3	0.6
	Q2	2.3	2.1	2.4	1.6	1.2	1.9	0.7	0.5	0.8	▲ 0.0	▲ 0.4	0.2
	Q3	5.0	6.6	3.7	2.2	1.6	2.5	3.5	5.1	2.2	0.6	0.1	1.0
	Q4	1.1	0.7	1.3	2.2	1.5	2.7	0.2	▲ 0.1	0.5	1.3	0.6	1.8
15	Q1	5.2	6.9	3.9	1.6	1.1	1.9	5.7	7.5	4.5	2.2	1.7	2.5

(資料)台湾行政院主計総処

### (3)個人消費の更なる加速は期待薄 ～個人消費を取り巻くリスクの所在～

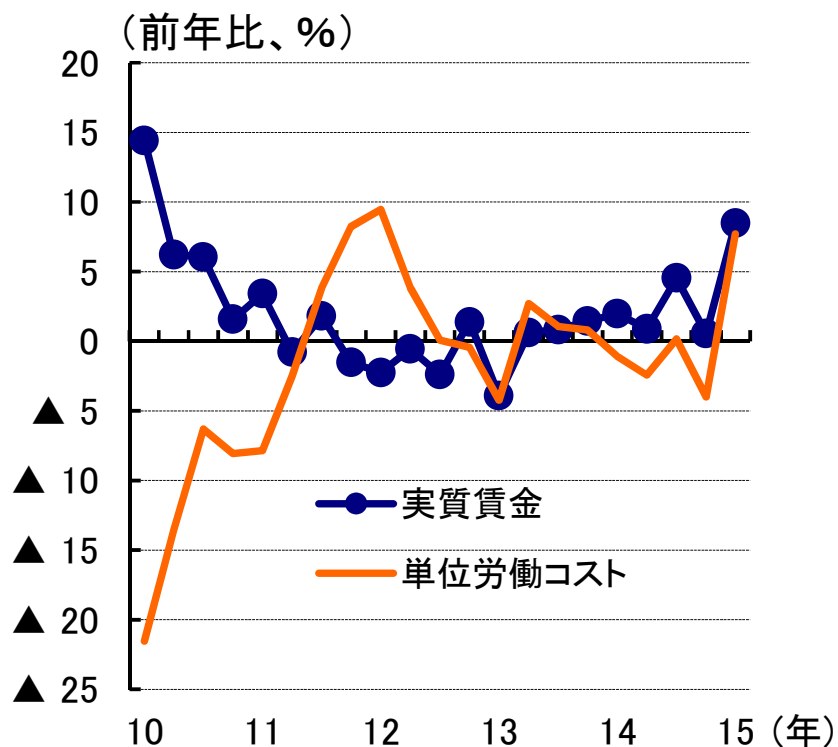
○ ただし、個人消費の一段の力強い加速は期待しにくい

- ・ 労働供給の引き締めという要因は残存するものの、輸出減速が予想されるなか、労働需要の伸びが次第に減速すると予測

——— 単位労働コストも足元高い伸びを記録。労働コストの抑制に向かいやすい局面へ

- ・ 最低賃金の引き上げ(2015年7月～)、法定労働時間の短縮(2016年～)といった労働コストの増加要因も。その影響は要注視。食の安全の問題も個人消費のリスクに

【 単位労働コスト 】



(注) 製造業の数値。

(資料) 台湾行政院主計総処

【 最低賃金 】

(単位: 台湾ドル、%)

引き上げ実施日	月給		日給	
	金額	伸び率	金額	伸び率
2007年7月1日	17,280	9.1	95	43.9
2011年1月1日	17,880	3.5	98	3.2
2012年1月1日	18,780	5.0	103	5.1
2013年1月1日	—	—	109	5.8
2013年4月1日	19,047	1.4	—	—
2014年1月1日	—	—	115	5.5
2014年7月1日	19,273	1.2	—	—
2015年7月1日	20,008	3.8	120	4.3

(資料) 台湾労働部

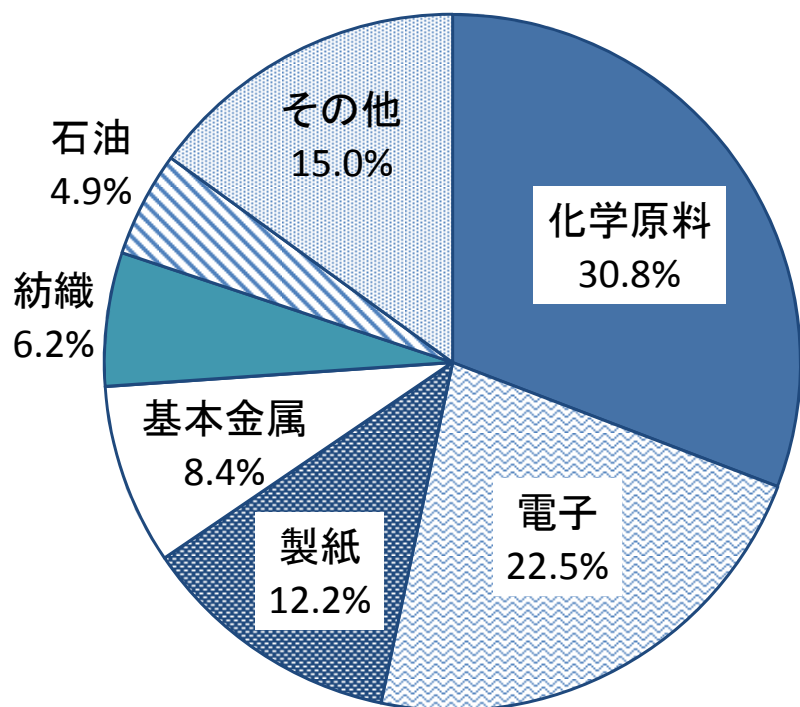
## IV. その他のリスク



# 1. コスト増加要因

- 前述の労働コストの上昇圧力に加え、水利用に関わるコストも上昇
  - ・ 水質汚染防止費の徴収が始まったほか(2015年5月～)、「耗水費」が2016年から徴収される可能性
    - 「耗水費」は水使用量が1日当たり1,000m<sup>3</sup>を超える大口使用者から水使用料の10～30%相当額を徴収
- 2019年以降の予定ではあるが、長期介護保険の施行に伴い、雇用主が6割の保険料を負担するとの案も

【工業用水使用量の業種別シェア】



(資料) 台湾經濟部「耗水費是…?」

【「耗水費」の計算方法】



(注)「度」はm<sup>3</sup>。水道水、地下水、その他の水源の合計使用量を基準とする。

(資料) 台湾經濟部「耗水費是…?」

## 2. 台湾総統選挙と中台関係の行方

○ 2016年1月16日、総統選挙、立法委員選挙

- ・ 民進党の課題:「92年コンセンサス」の位置づけをどうするか
- ・ 国民党の課題: 中台経済交流に伴う社会的・政治的摩擦への対応
- ・ サービス貿易協定、物品貿易協定、租税協定、他国・地域とのFTA締結等に影響

【 総統立候補者等に対する支持率 】

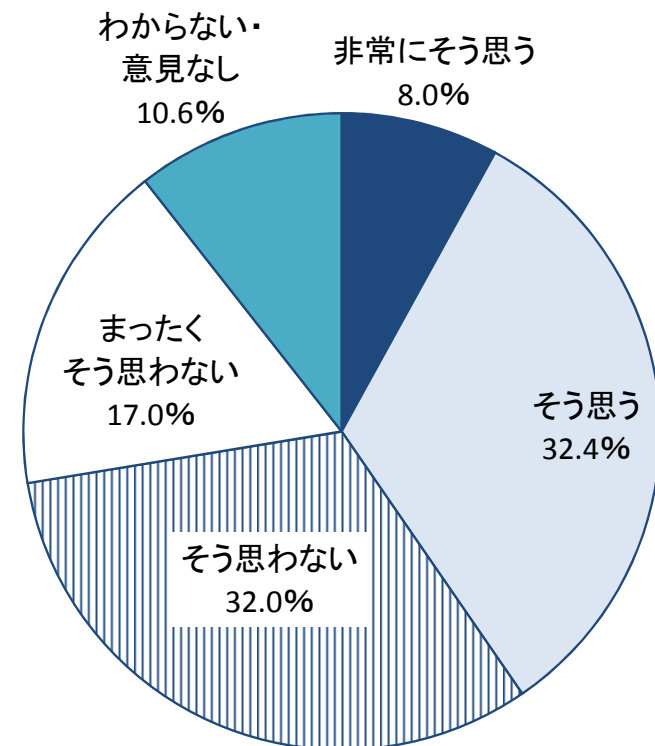
(%、%Pt)

民進党		国民党		無党派		民進党と 国民党の差
蔡英文	39	朱立倫	30	施明德	3	9
蔡英文	36	王金平	29	施明德	3	7
蔡英文	46	洪秀柱	17	施明德	6	29
蔡英文	47	呉敦義	15	施明德	5	32
蔡英文	46	楊志良	14	施明德	5	32

(注) 設問は「明日総統選挙投票日だったら誰に投票する可能性が高いか」。調査時点は2015年5月20～21日。TVBS民意調査中心が実施したアンケート調査。

(資料) 新唐人 (<http://www.ntdtv.com/xtr/b5/2015/05/22/a1198622.html>、2015年5月28日アクセス)

【 近年の兩岸関係の改善により台湾の全体的な安全が保障されたか 】



(注) 調査時点は2015年5月2～3日。

(資料) 台湾行政院大陸委員會「「民眾對政府大陸政策及兩岸關係之看法」即時民調問卷各題百分比配布表」2015年5月9日

本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、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。

# 台灣經濟現況與展望 ～重新檢視台灣周遭內外環境風險～ 2015年6月

瑞穗綜合研究所

調査本部亞洲調査部

中國室長

伊藤 信悟



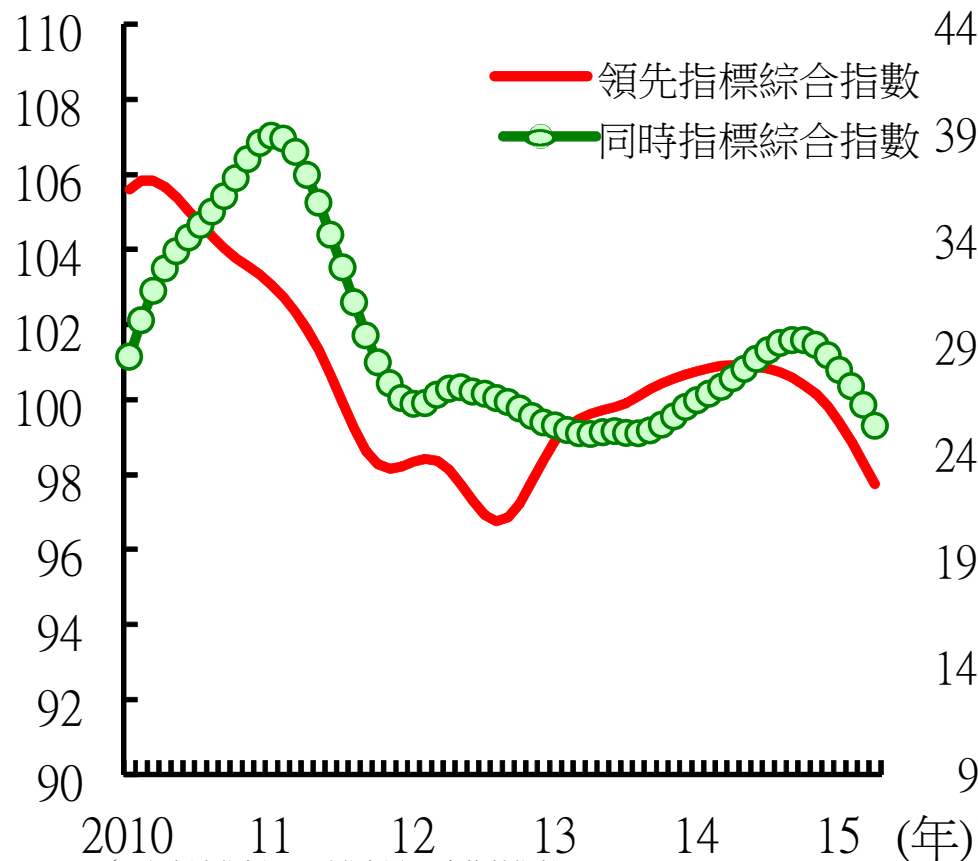
- I・台灣景氣現況
- II・全球經濟現況與展望
- III・台灣經濟預測
- IV・其他風險

# I ・ 台灣景氣現況

# 1 · 景氣衰退跡象

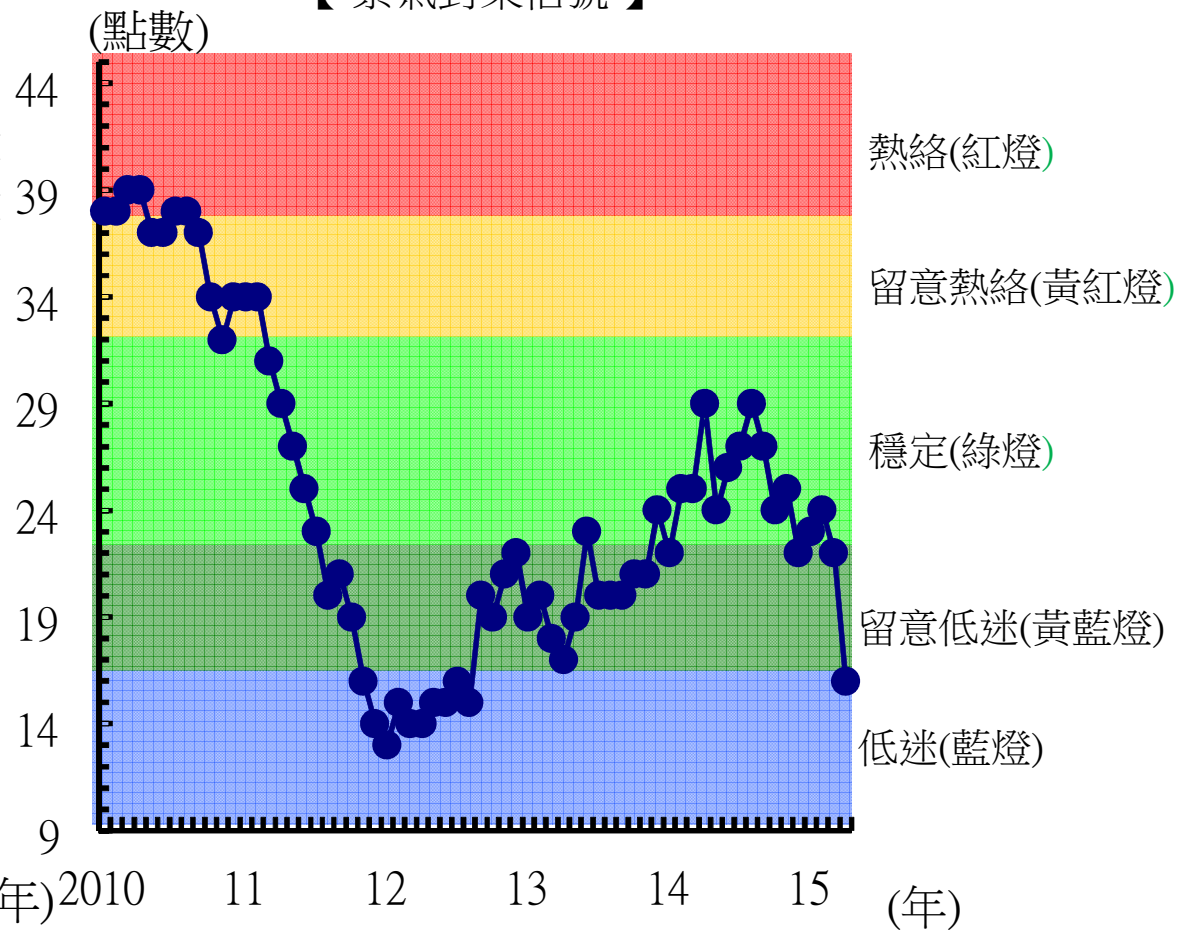
- 同時指標綜合指數於2014年10月達到高峰後，出現減速
  - ・ 領先指標綜合指數於2014年4月達到高峰後，進入下跌趨勢，目前也持續下降
- 景氣對策信號自2012年8月以來首度出現「景氣低迷」

【領先指標綜合・同時指標綜合指數】



(注) 領先指標及同時指標均不含趨勢指數。  
(資料) 台灣國家發展委員會

【景氣對策信號】



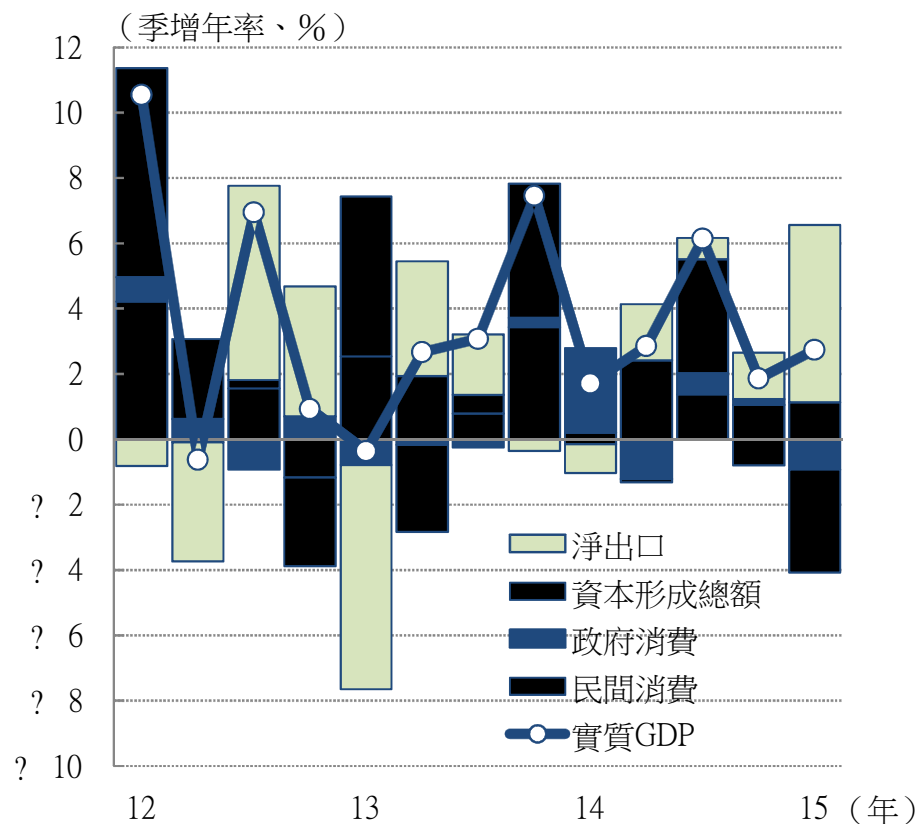
(資料) 台灣國家發展委員會

## 2・實質GDP成長動能略顯微弱

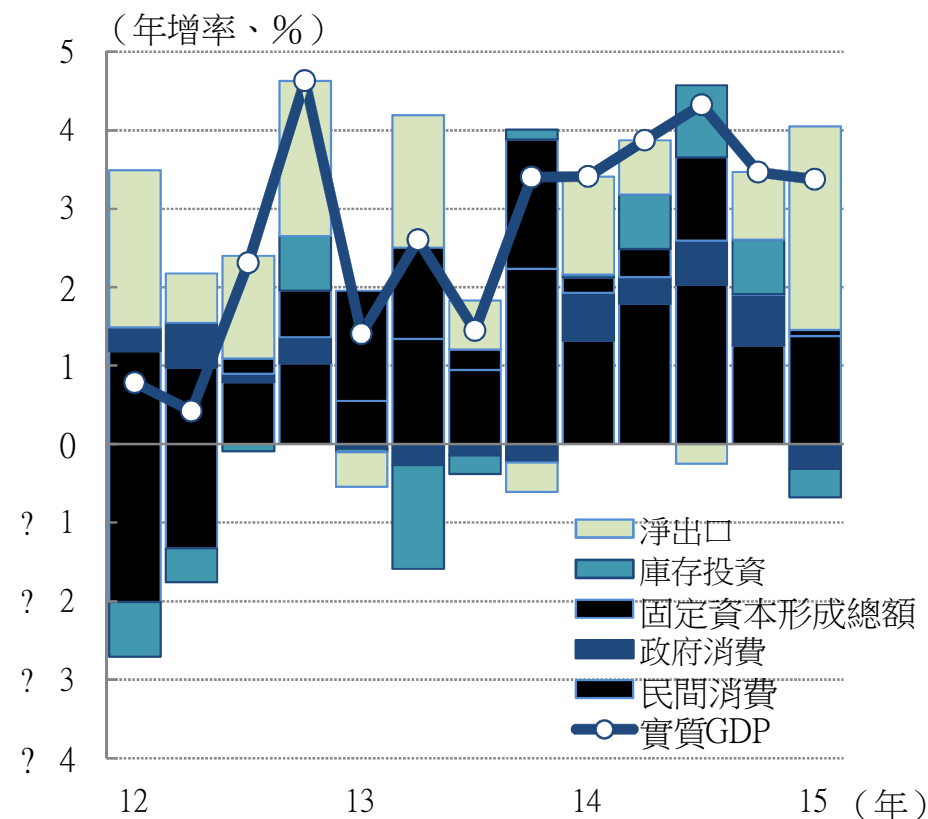
- 2015年第一季實質GDP成長率的季增年率為2.7%，相較於2014年第四季季增年率1.9%僅小幅成長。投資、出口成長動能略顯不足
- ・ 但若與去年同期相比，年增率為3.4%，相較2014年第四季成長率3.5%，出現小幅衰退

### 【台灣實質GDP成長率】

#### ① 對上季年率（經季節調整後之數據）



#### ② 對上年同期成長率



(注) 對上季年率（季節調整後之數據）需求項目別貢獻度為瑞穗綜合研究所推估。由於統計上的不一致性，因此項目合計與GDP不一致。

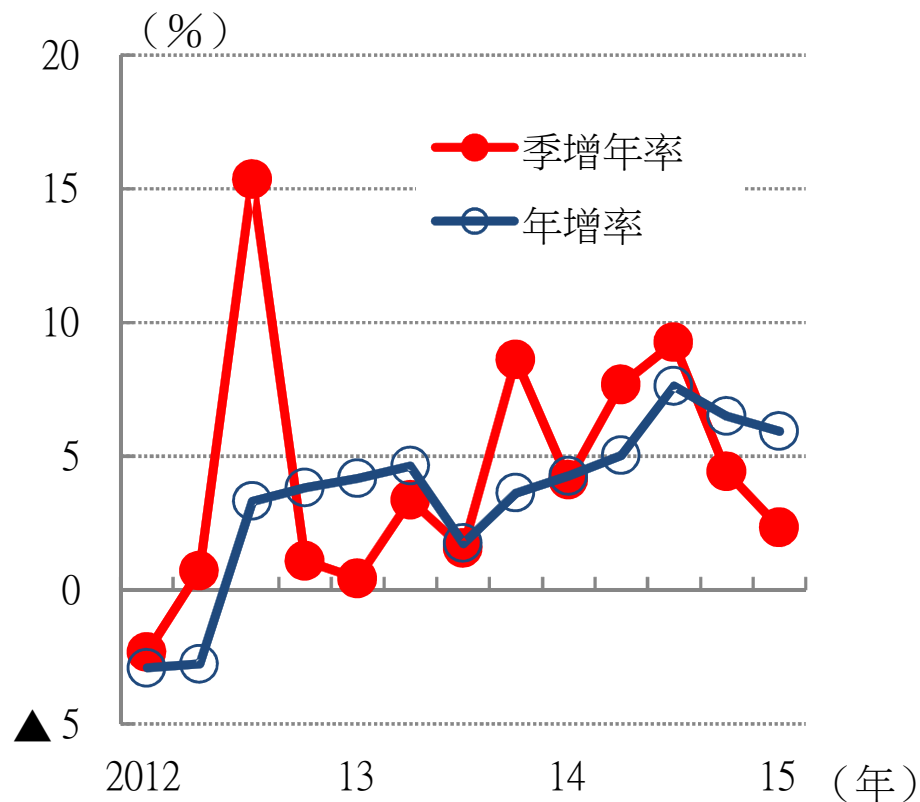
(資料) 台灣行政院主計總處



### 3・貿易 (1) 出口下滑

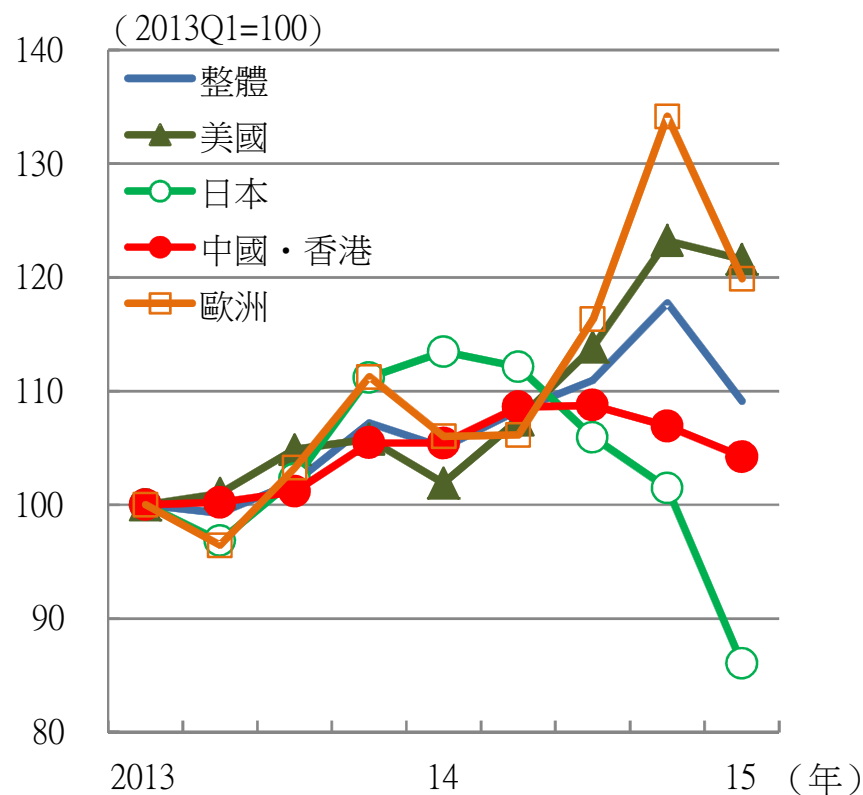
- 2015年第一季的商品服務出口額實質成長率季增年率為2.3%，較2014年第四季季增年率4.4%下滑（年增率成長5.9%，2014年第四季成長6.5%）
- 顯示來自歐洲及日本的訂單疲弱、來自中國的訂單不夠強勁

【實質出口成長率】



（注）依據SNA統計的商品服務出口。季增年率為季節調整值  
（資料來源）台灣行政院主計總處

【外銷訂單指數（國・地區別）】

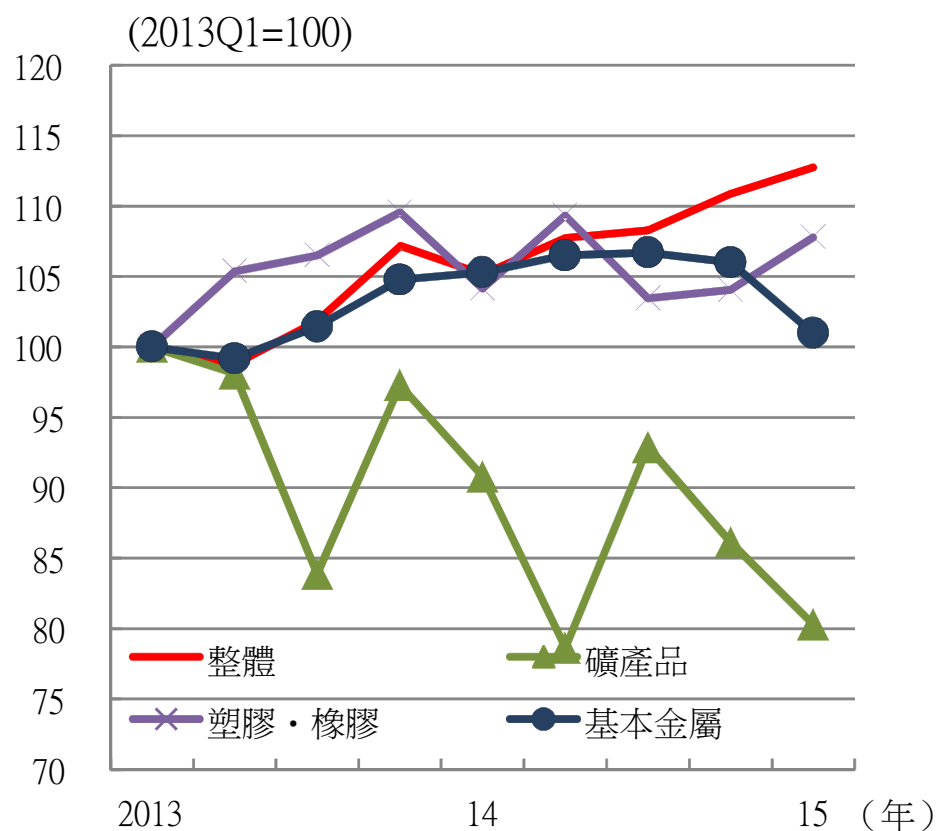


（注）季節調整值為瑞穗綜合研究所推估值。  
（資料來源）台灣經濟部統計處

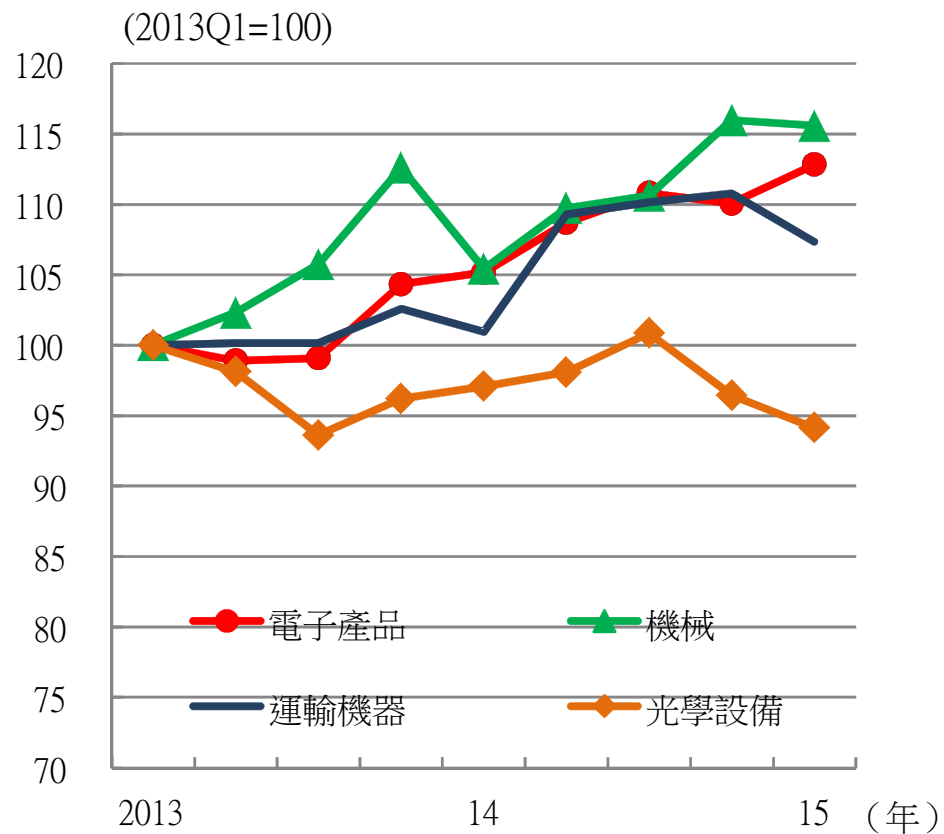
### 3・貿易 （2）材料及液晶面板之出口疲弱

○ 以商品別來看，石油產品具代表性的礦產品、基本金屬、液晶面板為主之光學設備等顯得疲弱

【 出口數量指數（商品別） 】



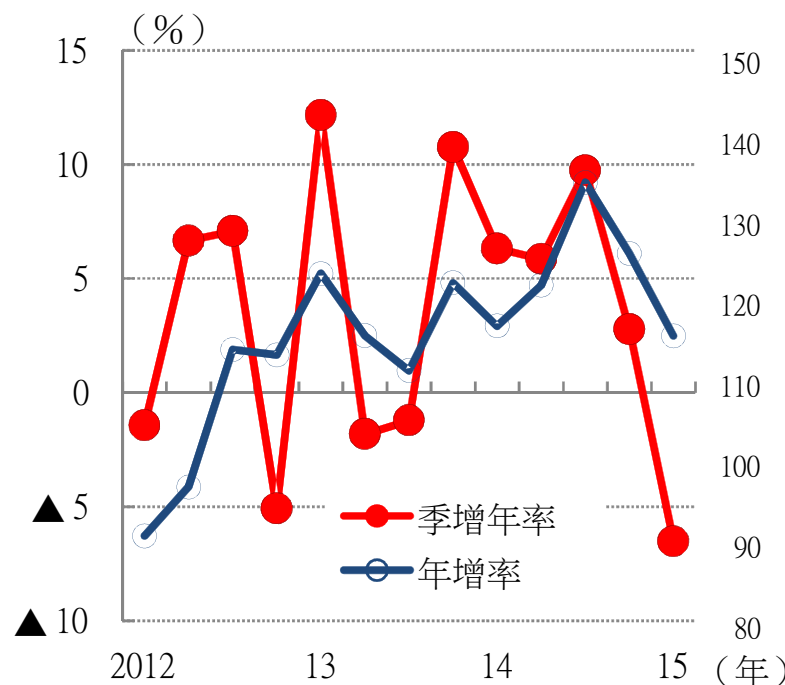
（注）季節調整值來自瑞穗綜合研究所。  
（資料來源）台灣財政部統計處



### 3・貿易 (3) 進口大幅減少，使淨出口對成長率之貢獻度擴大

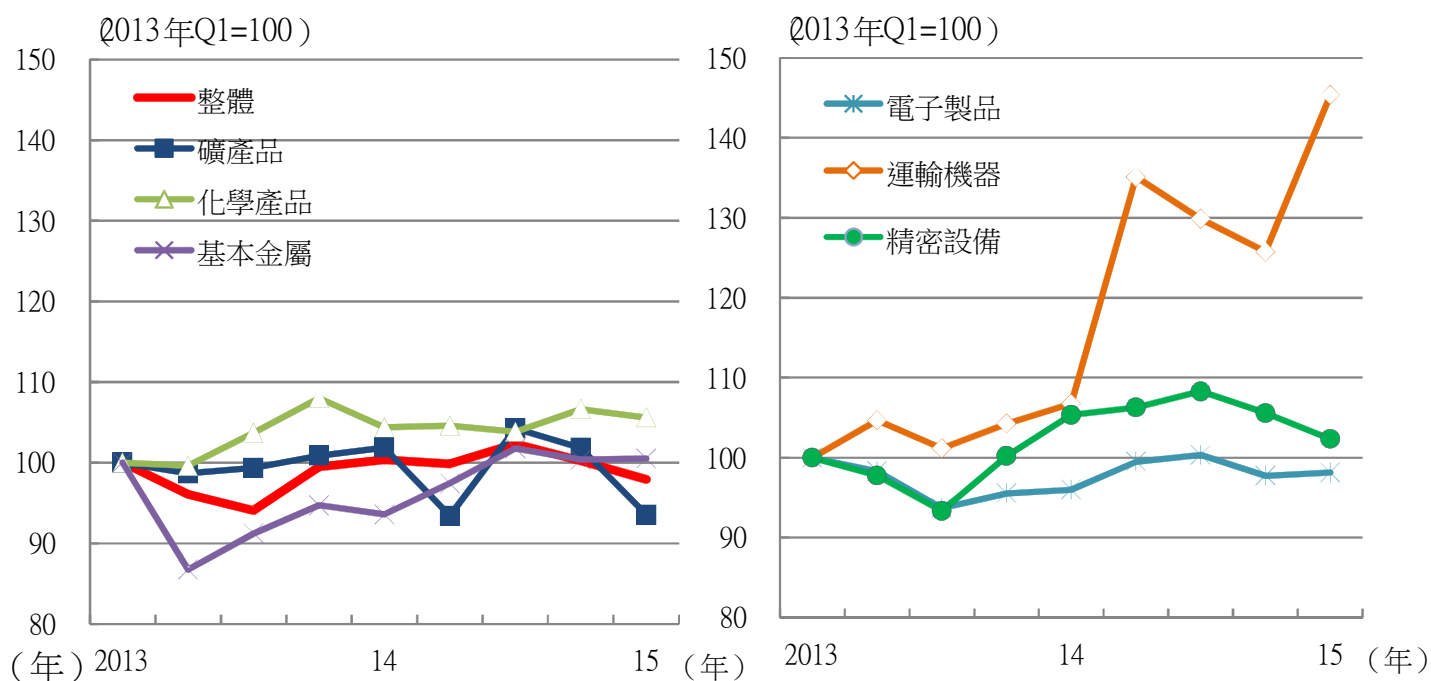
- 第一季進口的實質成長率之季增年率▲6.5%轉呈負成長（2014年第四季為+2.8%）
  - ・ 礦產品及精密機械的進口疲弱
  - ・ 年增率為+2.5%（2014年第四季為+6.1%）
- 由於進口下滑幅度比出口大，因此淨出口對成長率的貢獻度增加（2014年第四季為+1.4%Pt、2015年第一季為+5.4%Pt）

【實質進口成長率】



（注）依據SNA統計的商品服務出口。季增年率為季節調整值  
（資料來源）台灣 行政院主計總處

【進口數量指數（商品別）】



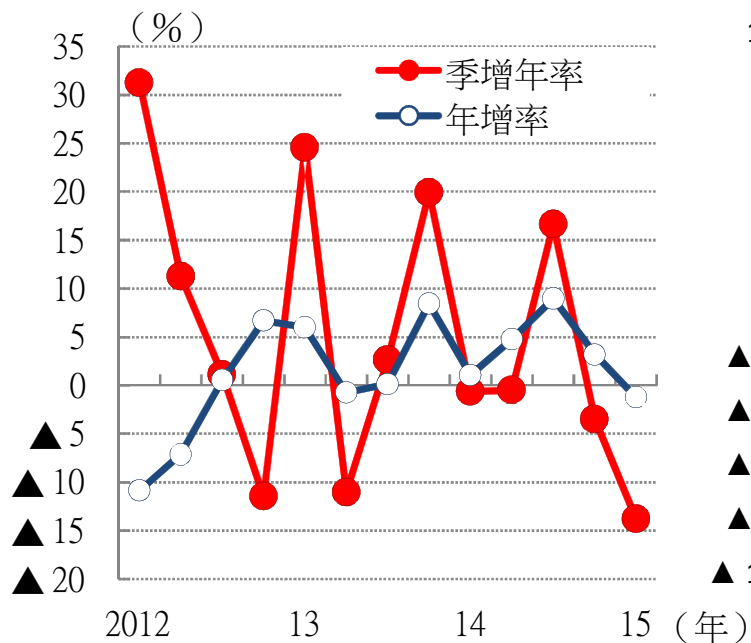
（注）季節調整值為瑞穗綜合研究所推估值。  
（資料來源）台灣經濟部統計處

## 4・資本形成總額成長之跌幅加深

○ 2015年第一季資本形成總額之實質成長率的季增年率▲13.8%，與2014年第四季之▲3.5%相比，其下降幅度更為擴大（年增率為▲1.2%、2014年第四季為+3.2%）

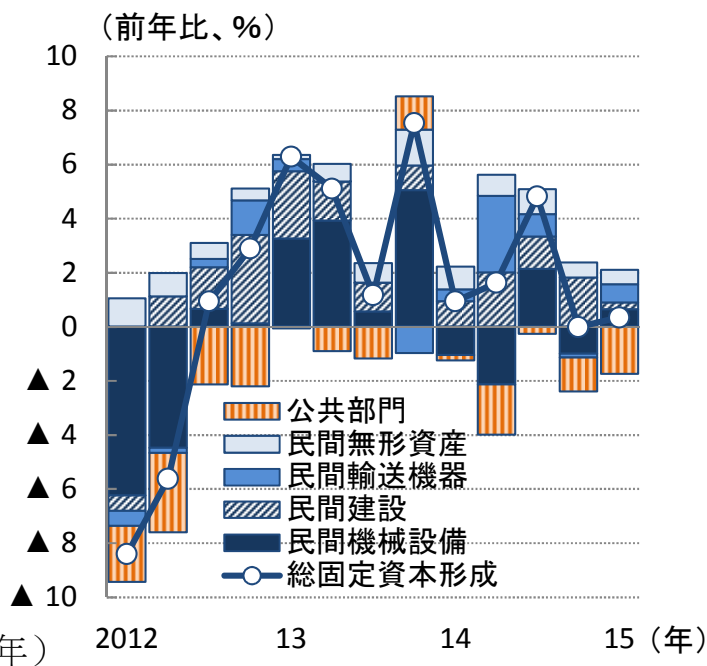
- ・原因可能來自航空公司持續採購飛機材料，卻不見主要半導體廠的設備投資
- ・民間建設減緩投資的可能性大增
- ・似乎亦有意圖降低庫存的情形

【資本形成總額實質成長率】



（注）季增年率為季節調整值。  
（資料來源）台灣行政院主計處

【固定資本形成總額實質成長率】  
（貢獻度細項）



（注）貢獻度為瑞穗綜合研究所推估值。  
（資料來源）台灣行政院主計處

【固定資本形成總額實質成長率】  
（整體・目的別）

(單位:前年比、%)

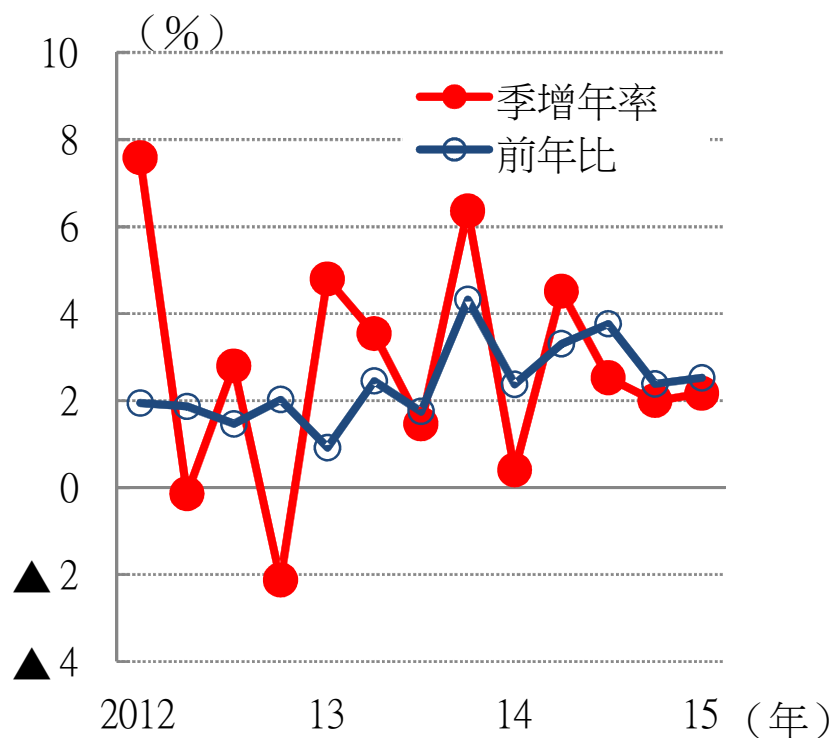
	14年			15年
	Q2	Q3	Q4	Q1
全体	1.6	4.8	▲ 0.0	0.4
建設	3.2	1.2	1.3	▲ 0.3
公營	13.5	32.6	12.6	▲ 1.9
政府	▲ 8.5	▲ 9.8	▲ 12.2	▲ 5.1
民間	6.8	4.4	7.9	0.7
輸送機器	48.7	17.7	1.1	10.2
公營	▲ 35.8	24.1	12.5	▲ 11.0
政府	▲ 8.0	10.8	20.9	14.0
民間	62.0	17.4	▲ 2.8	11.1
機械設備	▲ 8.5	7.7	▲ 2.9	▲ 2.9
公營	▲ 18.3	19.0	1.4	▲ 40.1
政府	▲ 9.7	▲ 8.0	▲ 2.1	10.0
民間	▲ 7.1	7.2	▲ 4.0	2.5
無形資產	3.7	4.1	2.5	2.5
公營	6.4	1.4	7.8	1.3
政府	▲ 2.6	▲ 4.0	▲ 2.0	1.7
民間	4.7	5.7	3.5	2.6

（資料來源）台灣行政院主計處

## 5・民間消費

- 2015年第一季之民間消費實質成長率的季增年率為2.2%，相較於2014年第四季成長率2.0%，出現小幅成長（年增率為+2.5%、2014年第四季為+2.4%）
- ・ 因日幣貶值及石油產品價格下滑，帶動交通及休閒・文化支出穩健成長，一方面有智慧型手機銷售持續成長及飲食・飯店、食品・飲料恢復銷售佳等利多消息，唯受到前一季服飾・鞋子、家具・聖誕用品銷售暢旺之反作用力影響，使家庭設備・服務業支出大幅下滑，股票交易手續費支出也減少

【民間消費實質成長率】



(注) 季增年率為季節調整值。  
(資料) 台灣行政院主計總處

【民間消費實質成長率（費用項目）】

(單位：季增年率、%)

		民間消費	食品・飲料	酒・菸草	衣類・鞋子	住宅・水電瓦斯	家庭設備・服務	醫療・保健
13	Q1	4.8	6.8	0.2	0.7	1.8	▲ 2.2	3.7
	Q2	3.5	3.7	▲ 2.6	8.8	3.7	3.8	4.2
	Q3	1.4	0.9	0.3	▲ 0.3	▲ 1.1	6.6	0.3
	Q4	6.4	▲ 2.6	▲ 12.1	14.0	2.7	10.2	5.1
14	Q1	0.4	3.2	▲ 10.0	▲ 0.4	1.0	▲ 2.9	2.0
	Q2	4.5	3.0	1.3	2.5	2.7	3.1	0.6
	Q3	2.5	2.5	0.8	▲ 8.6	1.4	7.8	5.1
	Q4	2.0	▲ 7.5	12.1	23.9	0.9	22.9	▲ 2.7
15	Q1	2.2	3.0	▲ 1.0	▲ 0.7	1.7	▲ 10.8	▲ 2.8

		交通	通信	休閒・文化	教育	飲食・飯店	其他
13	Q1	1.5	11.7	5.1	▲ 6.0	▲ 7.1	21.0
	Q2	11.0	▲ 6.8	7.5	▲ 1.1	3.0	6.1
	Q3	0.9	9.2	3.7	▲ 6.2	10.3	▲ 11.1
	Q4	17.1	4.3	7.1	▲ 2.1	3.5	31.6
14	Q1	▲ 5.0	0.2	13.5	▲ 0.1	2.0	▲ 21.9
	Q2	21.7	2.3	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.8	28.7
	Q3	▲ 6.2	3.6	5.3	▲ 4.8	▲ 5.4	15.2
	Q4	5.6	7.1	10.1	▲ 2.3	▲ 2.0	▲ 0.6
15	Q1	6.3	7.4	9.3	▲ 0.6	8.8	▲ 24.8

(注) 季節調整值（民間消費以外之數據為瑞穗綜合研究所推估）。  
(資料) 台灣行政院主計總處

## Ⅱ・全球經濟現況與展望

# 1 · 世界經濟概況

- 2015年之全球經濟成長率（瑞穗綜合研究所預測國家及地區加權平均值）為+3.2%，較前一年略為下降。2016年受到先進國家持續緩步成長，資源國家原油價格下滑力道減弱，全球經濟成長率預估高達3.6%。
- 美國雖有經濟趨緩，未來將會反彈，經濟成長率達+2%後半持續向上。日本拜日圓貶值及原油價格低之賜，2016年度亦將受到消費增稅前提前購買之需求影響，預估經濟成長率持續維持+1%後半至+2%。歐元區因受到金融寬鬆及原油價格的影響，預估持續緩步成長
- 新興國家牽引全球經濟發展力道不足之狀況持續。不僅中國成長持續停滯趨勢，2015年俄國及巴西將出現負成長
- 雖然全球經濟將緩步復甦，唯美元升值等因素造成美國景氣減緩風險及中國等新興國景氣下滑風險猶存。此外，應留意希臘問題及地緣政治學風險對於金融市場所帶來的混亂及世界經濟減緩之可能性

## 2・雖然世界經濟暫時減緩，2015年第二季以後將慢慢增溫

- 預測對象地區之合計成長率方面，2015年稍有停滯，但預計2016年將增溫
  - ・ 2015年歐元區上修，另一方面美國、日本、亞洲、巴西下修，整體亦呈現下修
  - ・ 2016年歐元區上修，中國及巴西下修，整體穩定，成長趨勢擴大

【全球經濟預測彙整表】

曆年	(前年比、%)				(前年比、%)		(百分點)	
	2013年 (實績)	2014年 (實績)	2015年 (預測)	2016年 (預測)	2015年 (3月預測)	2016年 (3月預測)	2015年 (較3月預測之修正幅度)	2016年 (較3月預測之修正幅度)
預測對象地區合計	3.3	3.3	3.2	3.6	3.3	3.6	▲ 0.1	—
日美歐元區	1.1	1.5	1.9	2.2	2.1	2.2	▲ 0.2	0.1
美國	2.2	2.4	2.7	2.8	3.1	2.8	▲ 0.4	—
歐元區	▲ 0.4	0.9	1.4	1.6	1.3	1.5	0.1	0.1
日本	1.6	▲ 0.1	0.9	2.0	1.2	2.0	▲ 0.3	—
亞洲	6.1	6.0	5.9	5.9	6.0	5.9	▲ 0.1	—
中國	7.7	7.4	7.0	6.7	7.1	6.8	▲ 0.1	▲ 0.1
NIEs	2.9	3.3	3.0	3.1	3.2	3.1	▲ 0.2	—
ASEAN5	5.1	4.6	4.8	4.8	5.1	5.0	▲ 0.3	▲ 0.2
印度(2011年度基準)	6.4	7.2	7.6	7.9	7.6	7.9	—	—
(參考：2004年度基準)	4.7	5.2	5.6	5.9	5.6	5.9	—	—
澳洲	2.0	2.7	2.2	2.7	2.2	2.7	—	—
巴西	2.7	0.1	▲ 1.2	0.8	▲ 0.3	1.0	▲ 0.9	▲ 0.2
俄國	1.3	0.6	▲ 4.0	0.5	▲ 4.5	0.5	0.5	—
日本(年度)	2.1	▲ 1.0	1.8	2.0	2.1	1.9	▲ 0.3	0.1
原油價格(WTI,\$/bbl)	98	93	58	67	55	63	3	4

(注) 預測對象地區合計為IMF依據2012年GDP占比(PPP)進行計算。

(資料) 依據 IMF、各國統計資料，由瑞穗綜合研究所製作

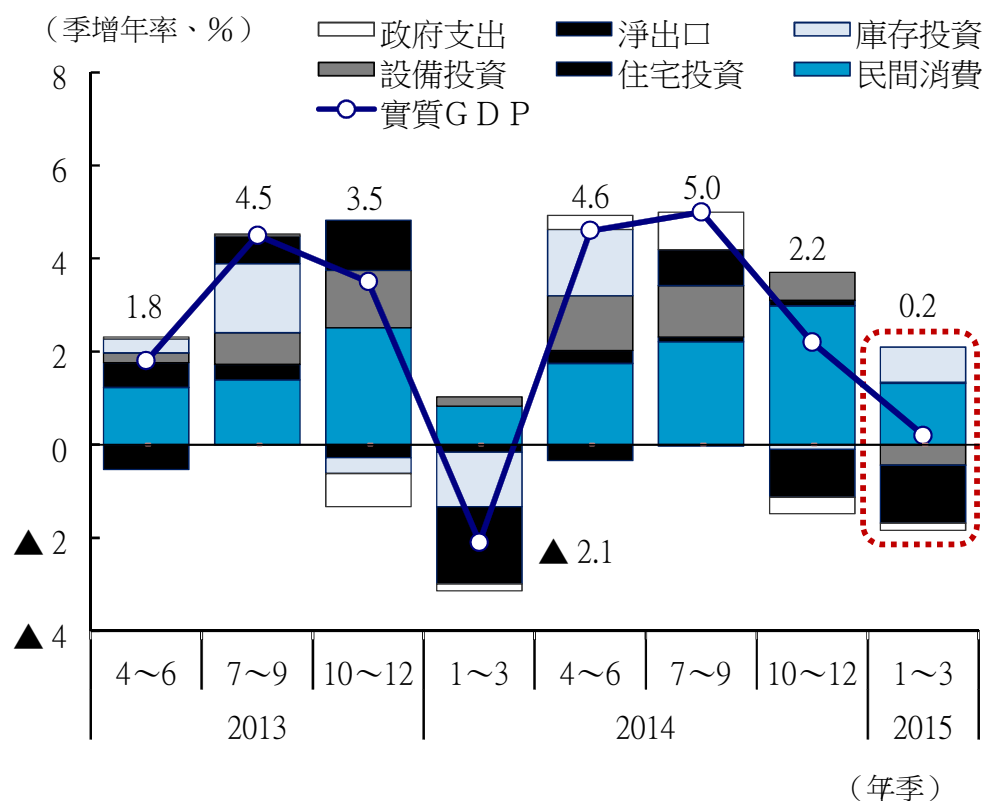


### 3・美國(1)受到四項衝擊，第一季實質GDP成長率大幅下降

○受到 ①寒流、②西海岸港灣勞資爭議、③美元升值、④原油價格下滑四項衝擊，成長率下降

- ・外需對GDP的貢獻度呈現大幅負成長，國內最終需要季增年率+0.7%（第四季為+3.3%）大幅下降
- ・庫存投資雖可支撐成長率、但與去年不同，難以期待成為推升第二季成長的動力

【實質GDP成長率】

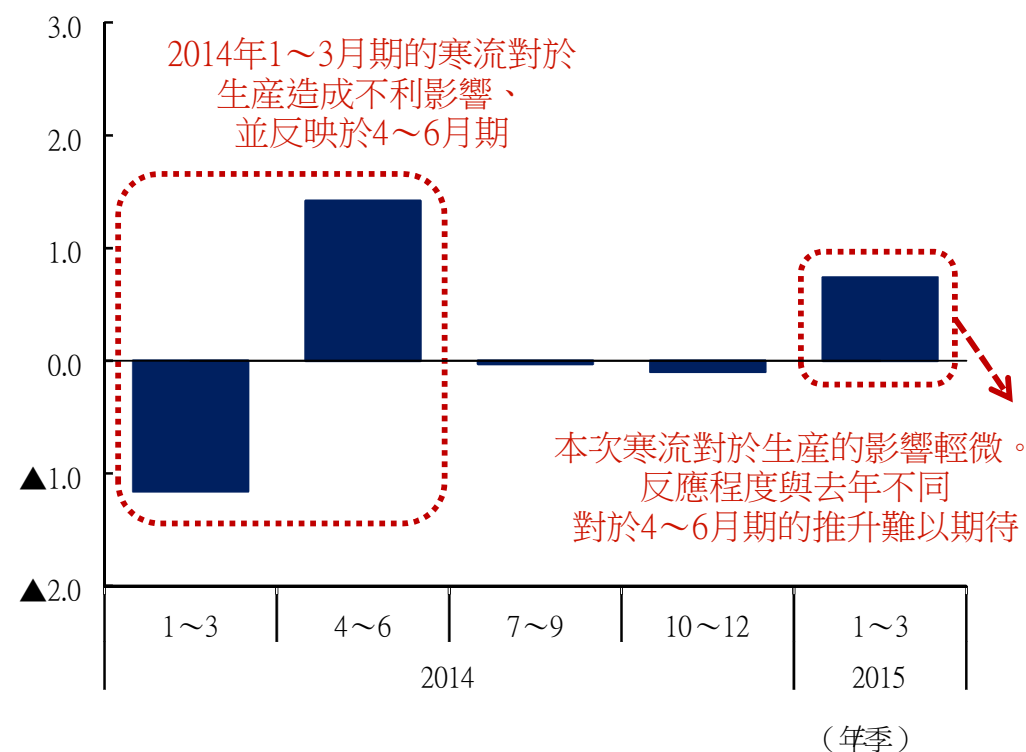


(注) 圖中數字為實質GDP成長率。

(資料) 來自美國商務省，由瑞穗綜合研究所製作

【庫存投資貢獻度】

(對實質GDP成長率之貢獻度、季增年率、% Pt)



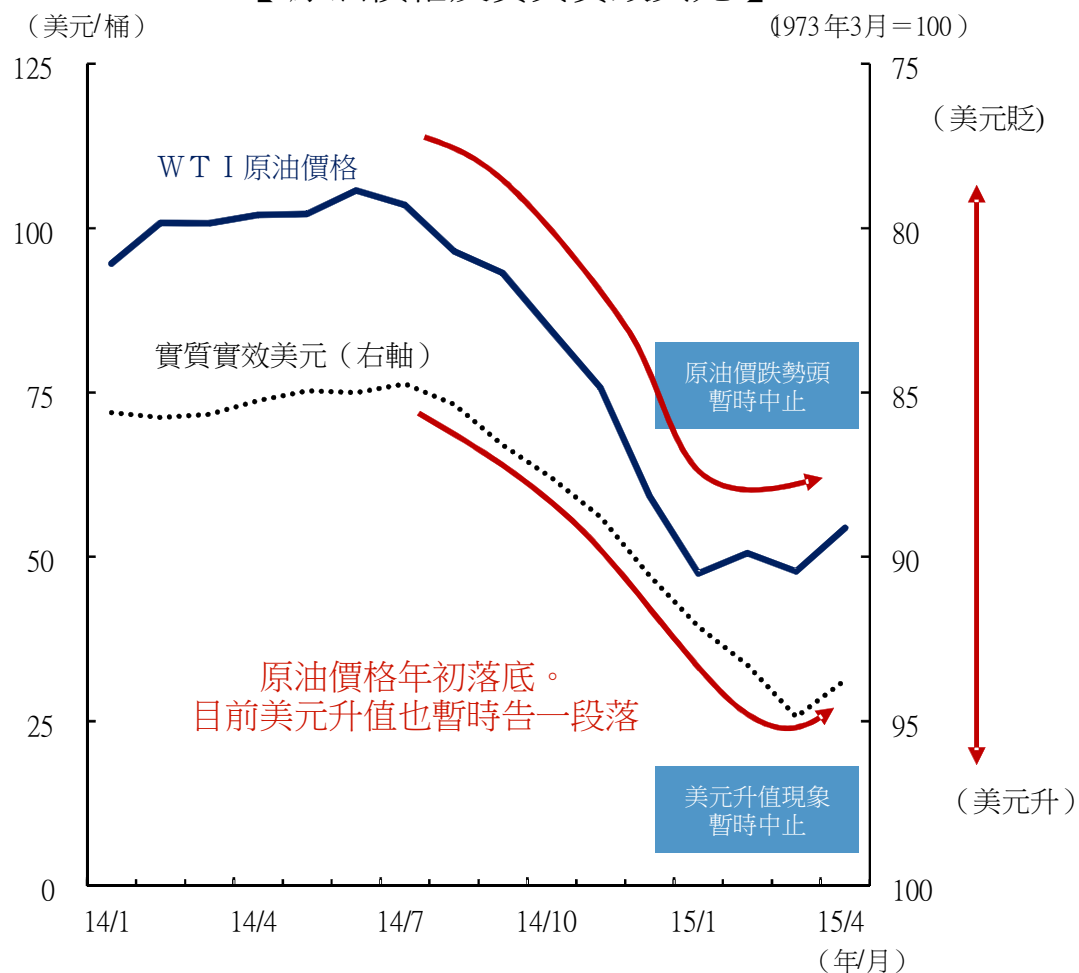
(資料) 來自美國商務省，由瑞穗綜合研究所製作

## (2)美元升值・原油價格下跌暫時告一段落。內外訂單指數回穩

○ ①寒流以及②西岸港灣勞動爭議的影響有限。此外，③美元升值及④原油價格下跌情況暫時告一段落，製造業內外訂單出現回穩跡象

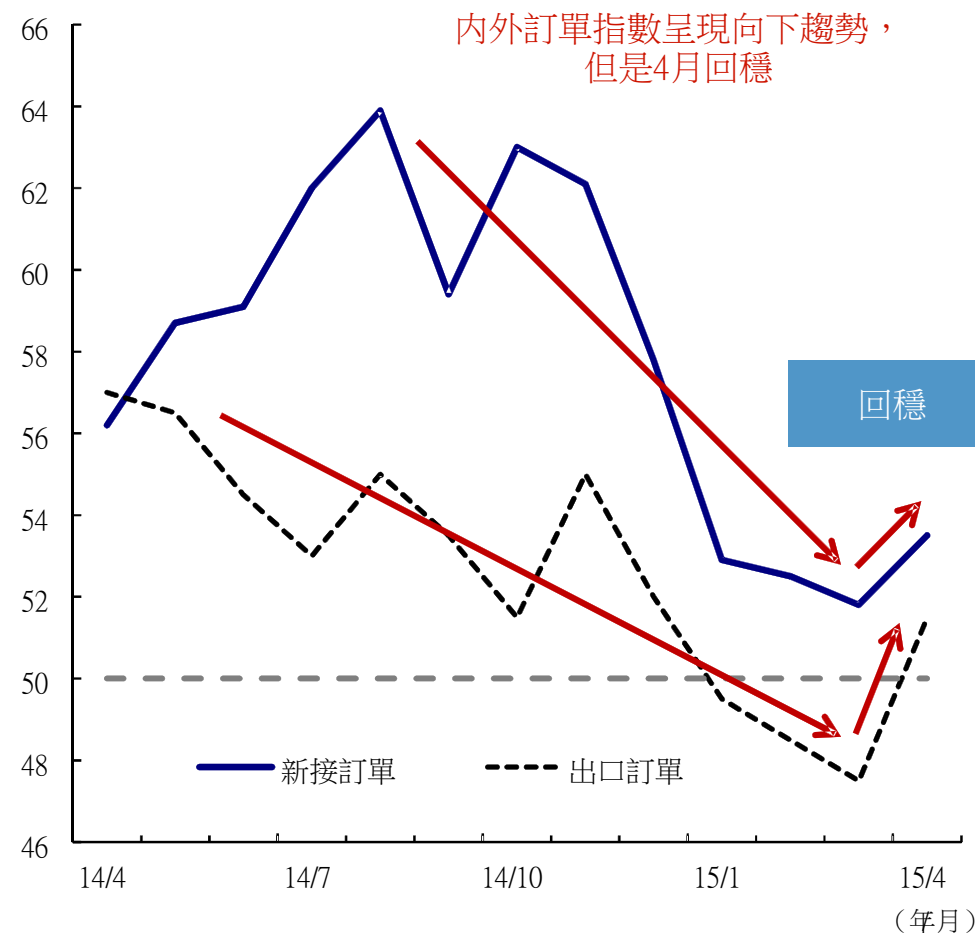
○ 受原油價格低廉帶動消費之效果，預計於第二季顯現

【原油價格及實質實效美元】



(資料) 來自Bloomberg、連邦準備制度理事會 (FRB)，由瑞穗綜合研究所製作

【製造業內外訂單指數】



(資料) 參考美國供應管理協會 (ISM) 資料，由瑞穗綜合研究所製作

### (3) 預期2015、2016年美國經濟將維持擴張趨勢

○ 2015年全年成長率+2.7%、2016年為+2.8%

【美國短期預測彙整表】

		2013	2014	2015	2016	2015				2016			
		曆年				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
實質GDP	季增年率、%	2.2	2.4	2.7	2.8	0.2	3.9	2.8	3.5	3.0	2.5	1.7	1.5
民間消費	季增年率、%	2.4	2.5	3.2	2.8	1.9	3.8	3.2	3.2	2.6	2.4	2.3	2.2
住宅投資	季增年率、%	11.9	1.6	5.7	8.3	1.3	10.5	9.5	9.0	8.0	8.0	7.0	7.0
設備投資	季增年率、%	3.0	6.3	3.6	6.8	▲ 3.4	3.0	7.5	7.5	7.1	6.8	6.5	6.3
庫存投資	季增年率貢獻度、%Pt	0.1	0.0	0.1	▲ 0.1	0.7	▲ 0.4	▲ 0.5	0.2	0.4	0.0	▲ 0.6	▲ 0.6
政府支出	季增年率、%	▲ 2.0	▲ 0.2	1.7	1.7	▲ 0.8	7.0	2.3	1.3	1.3	1.3	1.3	0.5
淨出口	季增年率貢獻度、%Pt	0.8	▲ 0.8	▲ 2.2	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.5
出口	季增年率、%	3.0	3.2	1.2	3.9	▲ 7.2	3.0	2.2	3.5	4.3	4.5	4.7	4.8
進口	季增年率、%	1.1	4.0	4.5	6.3	1.8	3.0	5.0	6.0	7.0	7.0	7.0	7.0
失業率	%	7.4	6.2	5.5	5.2	5.6	5.5	5.5	5.4	5.4	5.3	5.2	5.0
非農業部門雇用人數	每月、千人	191	219	248	220	256	210	234	235	213	214	215	216
民間消費支出縮減	前年比、%	1.2	1.3	0.4	1.4	0.3	0.3	0.5	1.0	1.9	1.8	1.7	1.7
食品能源除外之核心物價指數	前年比、%	1.3	1.4	1.3	1.6	1.3	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6

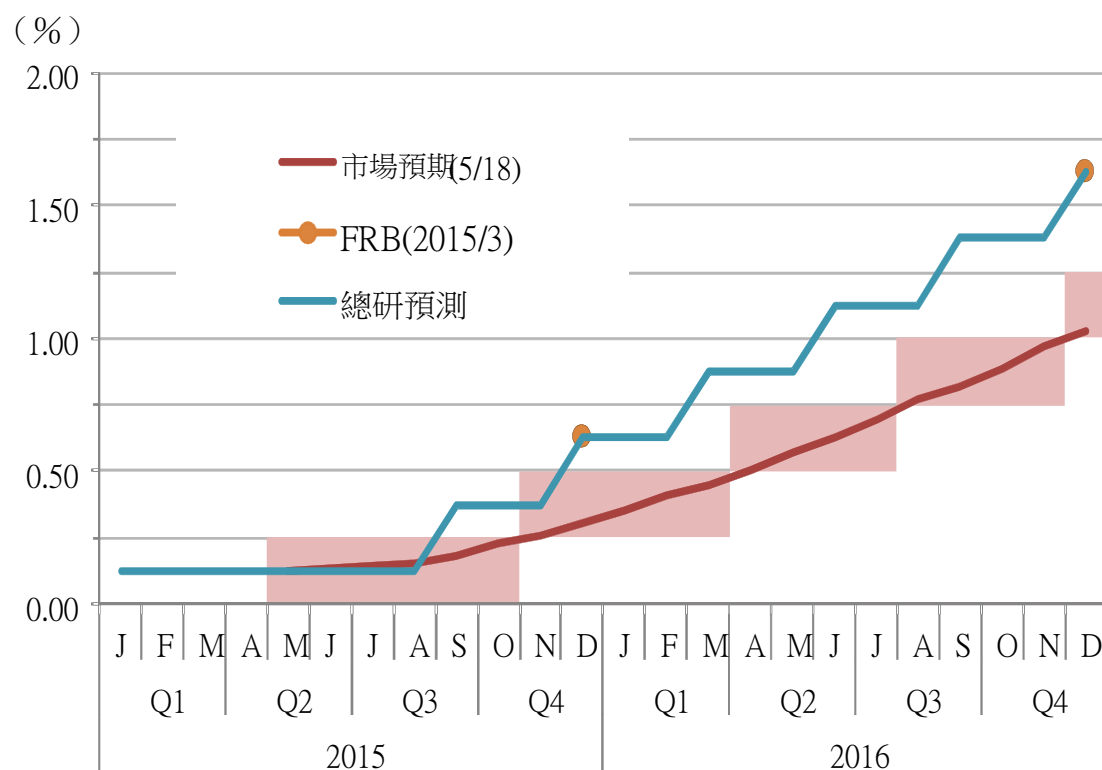
(注) 網狀部分為預估值。

(資料) 依據美國商務省、美國勞動省資料，由瑞穗綜合研究所製作

## (4)美國及全球所面臨的風險 ～應警戒降息所帶來之衝擊

- 目前市場預測(利率)過低，為避免升息所帶來之影響，FRB有必要耐心說明
  - ・「升息開始時，有可能長期利率快速上昇。為避免造成市場驚慌，我們將盡可能展開高度透明化的溝通」（聯準會主席葉倫、5/5）

【政策利率預估】



(資料) FRB、Bloomberg資料，瑞穗綜合研究所製作

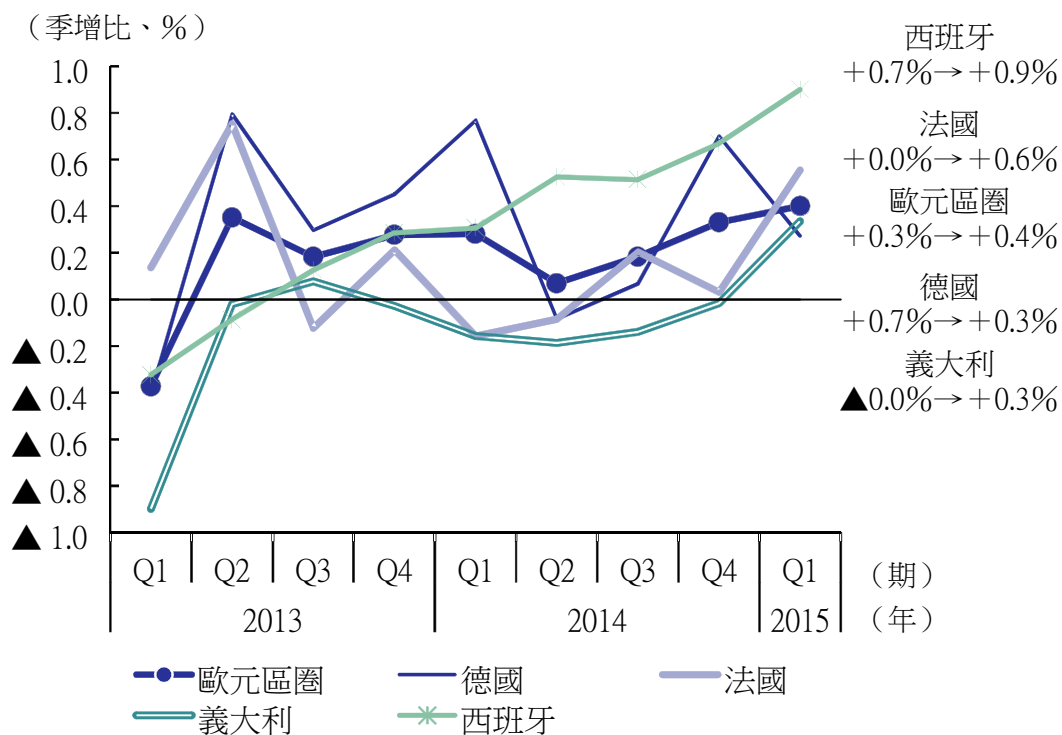
升息時間點	FOMC			
	6月	7月	9月	10月
目前通膨率、對通膨期待、薪資等條件升溫	◎	○	○	
第2季景氣回升	○	◎	○	
最初升息門檻條件低	◎	○	○	
持續確認景氣・物價回穩 (無即刻升息必要)			◎	○
警戒美元升值與 海外央行的動向			○	◎
預估調低FRB政策利率 會緩和升息所帶來之衝擊	○	×	○	×

## 4・歐元區 (1)第1季實質GDP成長率小幅擴張

○ 民間消費帶動歐元區成長率擴張。零售業銷售量及新車銷售呈現良好結果

- 依國家來看，西班牙經濟成長將更加擴張，法國・義大利的經濟停滯感逐漸淡化。德國雖然下滑，但是將持續穩定復甦
- 透過企業調查可以了解到，4月以後歐元區可望維持景氣復甦的趨勢

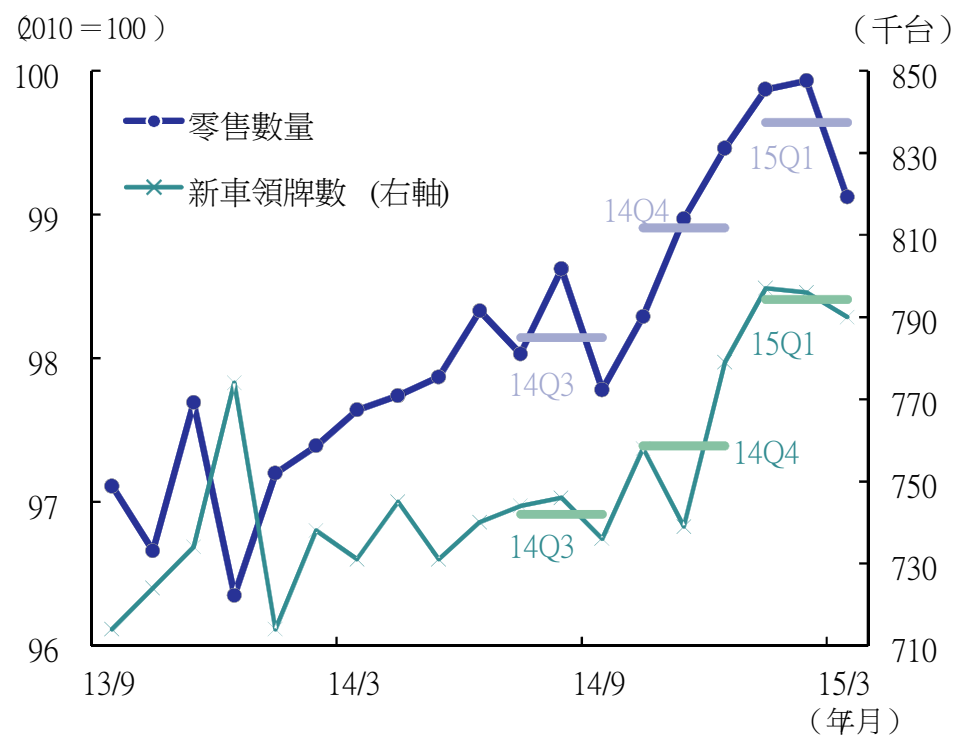
【歐元區・主要國家實質GDP成長率】



(注) 圖表中的數據為10~12月期成長率→1~3月期成長率

(資料) 資料來自Eurostat，瑞穗綜合研究所製作

【歐元區民間消費相關指標】



(資料) Eurostat、E C B，瑞穗綜合研究所製作

## (2)就業復甦，物價及金融面有助於擴大消費

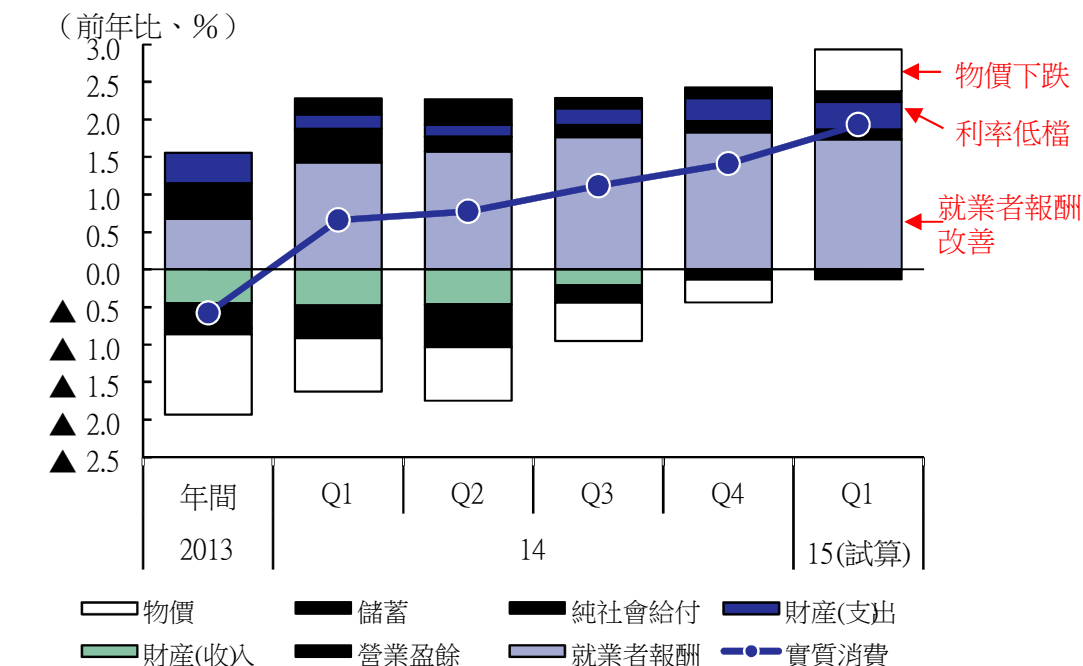
○ 2014年以後，民間消費復甦。不僅就業增加，非通膨趨勢及利率處於低檔亦有助益。

・ 當今第1季之物價・金融面推升效果擴大，消費成長率上昇

・ 未來物價下跌之效果不再。但由於就業者報酬緩步改善、金融與財政等因素不至於讓消費呈現失速

○ 財政緊縮的緩和，也將有助於未來的消費

【歐元區實質民間消費的原因分析】

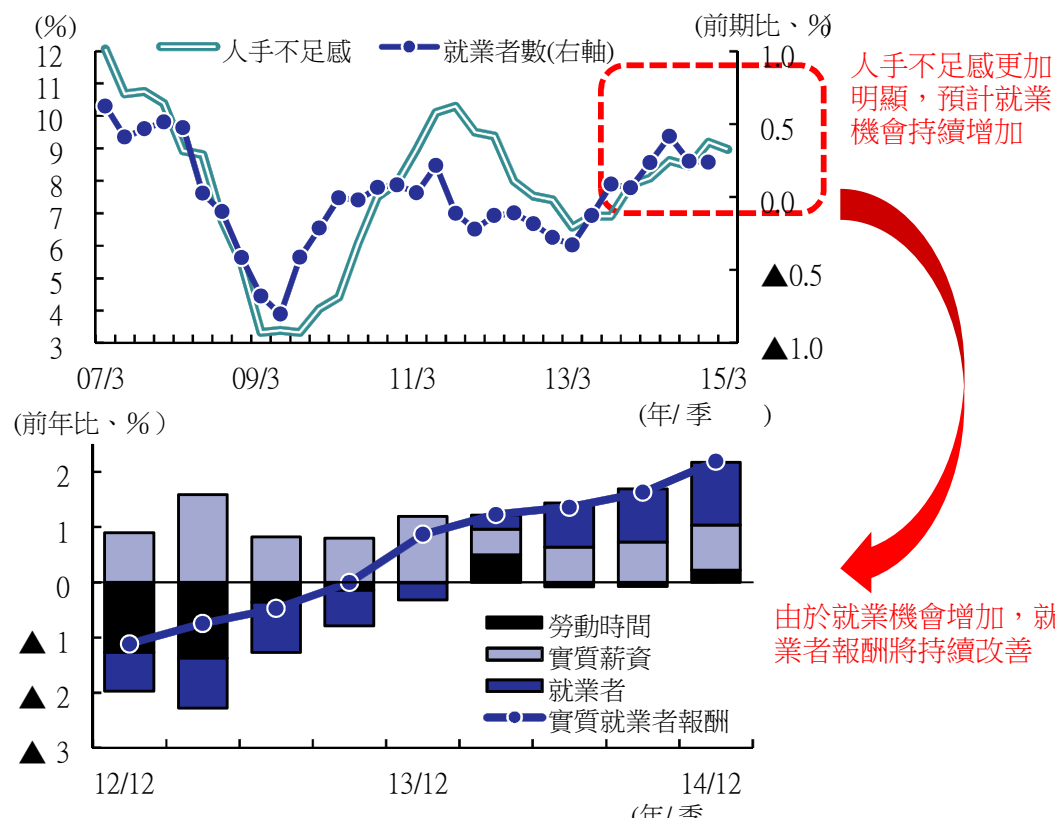


(注) 實質消費 = 名目消費 ÷ 消費平減物價指數、名目消費 = (1 - 儲蓄率) × (就業者報酬 + 生產成本 + 財產所得(收入) - 財產所得(支出) + 純社會給付等)。2015Q1依據以下前提進行預測：

- ・ 消費平減物價指數：依據15Q1的歐元區消費者物價實績進行推估
- ・ 儲蓄率、就業者報酬、純社會給付、營業盈餘，假定15Q1年增率・前年比與14Q4同
- ・ 財產所得(收入)係依據德法義西的股價指數對象企業15Q1分配額進行預測。
- ・ 財產所得(支出)透過15Q1的Euribor12各月指數進行預測。

(資料) 參考Eurostat、Bloomberg資料，瑞穗綜合研究所製作

【歐元區就業者報酬、企業人手不足感】



人手不足感更加明顯，預計就業機會持續增加

由於就業機會增加，就業者報酬將持續改善

(注) 「人手不足感」為影響生產的因素，係指回答「勞動力」企業的比率。將工業及服務業比例，依業別就業者數進行加權平均。

(資料) 參考歐洲州經濟總局、Eurostat資料，瑞穗綜合研究所製作

### (3) 2015年的實質成長率為+1.4%、2016年實質成長率上修為+1.6%

○ 2015年歐元區實質GDP成長率之年增率為+1.4%、2016年為+1.6%

- 2015年 由民間消費主導成長。物價下滑及金融・財政面有助於消費
- 2016年 受到財政緊縮延遲，企業對於新投資謹慎態度得以緩和，有助於支撐景氣

【 歐元區短期預估彙整表 】

		2013	2014	2015	2016	2014				2015				2016			
		曆年				1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
實質GDP	季增比、%	▲ 0.4	0.9	1.4	1.6	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
內需	季增比、%	▲ 0.8	0.8	1.4	1.4	0.3	0.0	0.2	0.1	0.7	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
民間消費	季增比、%	▲ 0.6	1.0	1.8	1.4	0.2	0.2	0.5	0.4	0.7	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4
固定資本形成總額	季增比、%	▲ 2.4	1.0	0.9	1.4	0.4	▲ 0.5	▲ 0.0	0.4	0.7	▲ 0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
政府消費	季增比、%	0.2	0.7	1.0	1.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
庫存投資	季增比貢獻度、%Pt	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1
外需	季增比貢獻度、%Pt	0.4	0.1	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	▲ 0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
出口	季增比、%	2.2	3.7	3.3	5.2	0.4	1.3	1.5	0.8	0.4	0.6	0.8	1.2	1.4	1.5	1.5	1.4
進口	季增比、%	1.4	3.8	3.4	4.9	0.5	1.3	1.7	0.4	1.1	0.3	0.6	1.1	1.3	1.6	1.6	1.4
消費者物價指數	季增比、%	1.4	0.4	0.1	1.2	0.6	0.6	0.4	0.2	▲ 0.3	0.0	0.2	0.6	1.1	1.1	1.2	1.3
食品能源除外之核心物價指數	季增比、%	1.1	0.8	0.7	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.2	1.3	1.5

(注) 網狀部分為預估值。

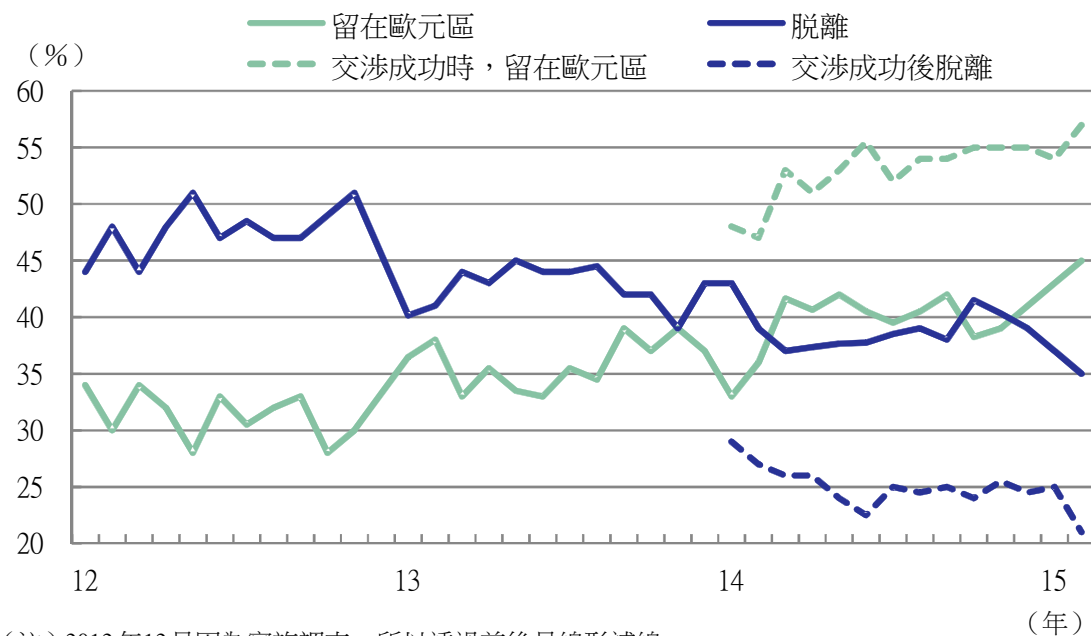
(資料) 資料來自Eurostat，由瑞穗綜合研究所製作



## (4)歐元區的風險 ～Brexit（英國脫離歐元區）～

- 2015年5月大選時，主張透過公投決定是否退出EU的保守黨，取得過半數席次
  - 背後因素係對於EU官僚主義、移民增加、財政貢獻等有所反感。Brexit將成為2017年前的重大論點
- 如果Brexit實現，恐將導致直接投資、金融交易、貿易活動的低迷
- 由於景氣復甦，目前支持留在EU的意見也有所增加。如果與歐元區之權限恢復談判成功，留在歐元區的支持派將更為增加
- 卡麥倫首相本身屬於保守黨中間派。歐元區權限之恢復，公投遭到否決而留在歐元區，這樣的計劃藍圖其實焦點在於權限交涉的走向

【脫離EU相關的輿論調查】

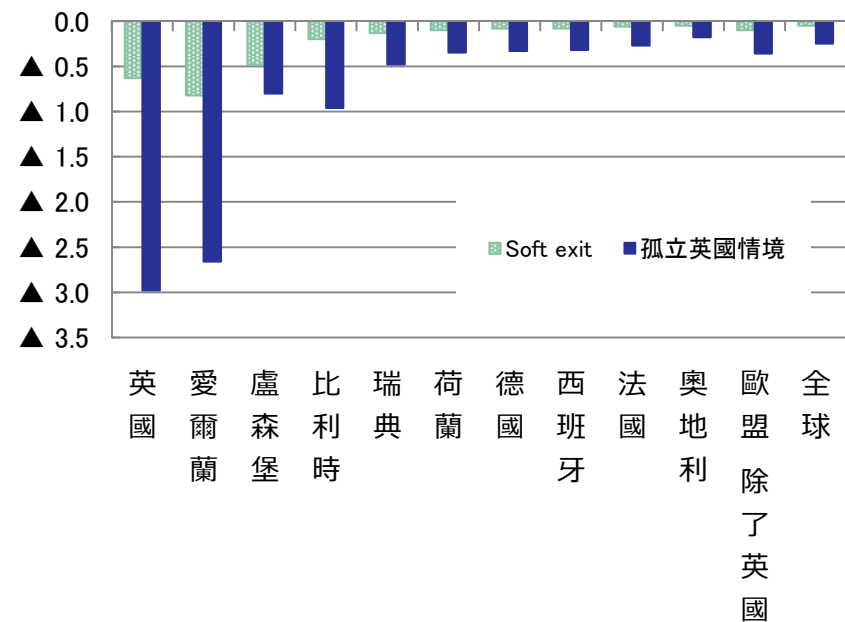


(注) 2012年12月因為實施調查，所以透過前後月線形補線

(注2) 1個月複數調查後的平均值

(資料) Yougove，瑞穗綜合研究所製作

【對於2030年前每人平均GDP的影響】



(注) Soft Exit係：指和EU維持自由貿易協定之情況，孤立情境係指：完全脫離EU貿易協定

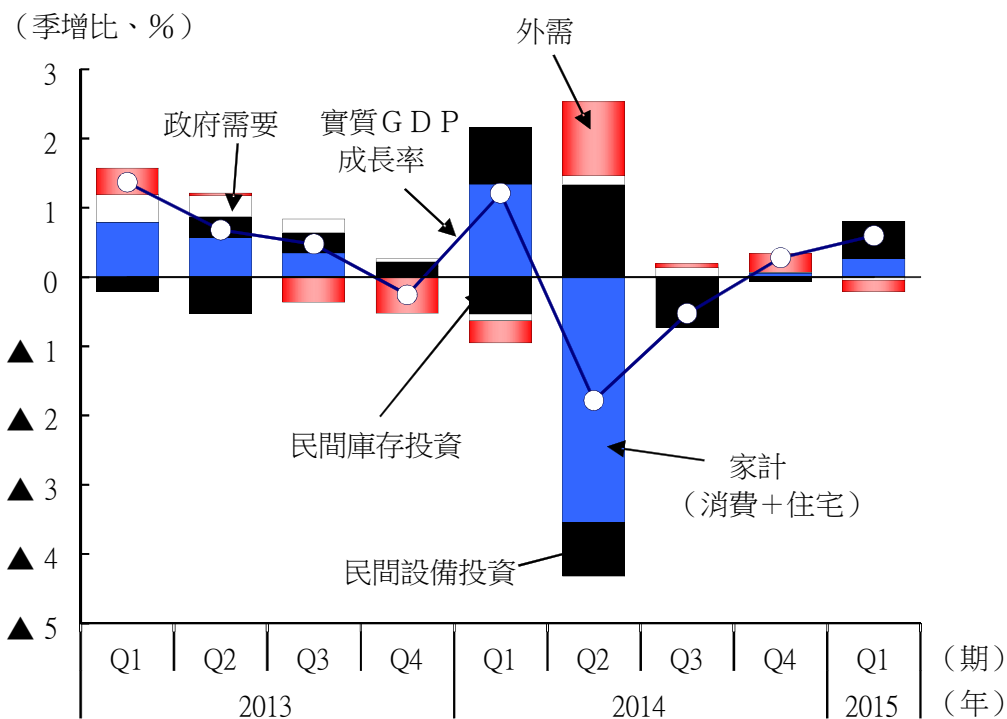
(資料) 來自BertelsmannStiftung “Brexit – potential economic consequences if the UK exits the EU”，瑞穗總和研究所擷取。



## 5・日本 (1)連續2季正成長

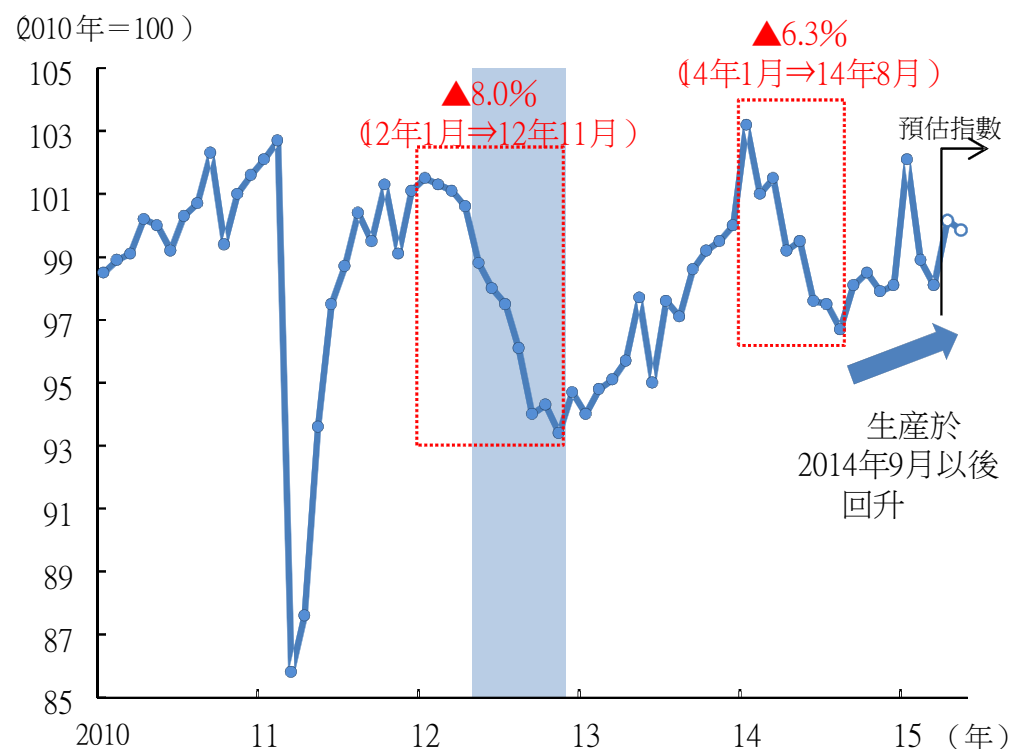
- 2015年第1季的實質GDP成長率較前一季增加0.6%（年率+2.4%），出現2季連續正成長
  - ・ 雖然燃料進口增加拖累成長率，但民間消費及出口維持復甦。設備投資也出現睽違4季的小幅正成長
  - 雖然增加庫存對成長率有大幅貢獻，但必須面臨未來調整的壓力
- 工業生產指數維持復甦趨勢。雖然預期第2季將受到運輸機械及鋼鐵調整庫存而呈現持平，之後將受到內外需求復甦的支撐而翻揚

【 實質GDP成長率的貢獻度剖析 】



(資料) 來自內閣府「國民經濟計算」等，瑞穗綜合研究所製作

【工業生產指數】



(注) 網狀部分為景氣衰退期。2015年4・5月係透過製造工業生產預測指數預測。

(資料) 經濟產業省「工業指數」，瑞穗綜合研究所製作

## (2)驗證三大利多～貿易收支獲得改善。預估未來將擴及消費及投資

- ①透過日銀擴大量化寬鬆（Q QE 2）帶動日圓貶值，股市上漲 ②緊急經濟對策等財政政策、③原油價格大幅下滑，即「三大利多」，預估2015年度成長率將推升為1%
- 第1季由於原油價格下滑，大幅改善貿易收支，且油價處於低檔。雖然尚未推升民間消費及設備投資，但是預估2015年第2季以後會浮現效應

【三大利多（擴大寬鬆・財政政策・油價低檔）推升實質成長率上揚之效果（試算）】

	推升實質成長率之效果 （%Pt）		對於目前現狀之評價等
	2014 年度	2015 年度	
擴大量化寬鬆 （Q QE 2）	0.07	0.21	
出口	0.03	0.15	○出口出現緩慢復甦跡象 △機械類的出口價格（以簽約貨幣計價）小幅下降
藉由股市上漲帶動民間消費（資產效果）	0.04	0.06	△消費者心態改善，但消費尚未復甦
財政政策（再增稅延期及經濟對策）	0.00	0.41	
消費再增稅之延期	0.00	0.18	•再增稅未出現抑制消費的影響
家庭支援對策（喚起消費 活絡住宅市場）	0.00	0.03	
企業支援對策（設備投資相關補助金）	0.00	0.09	•經濟對策之預算執行大部分在第2季以後
政府需求（政府消費・公共投資）	0.00	0.11	
原油價格下跌	0.06	0.59	○貿易收支大幅改善，油價處於低檔 ○化學製品的出口價格（合約計價貨幣）下滑趨勢 × 1～3月期因大量進口燃料，壓制實質 GDP （預計暫時出現反彈縮小） × 無法推升民間消費及設備投資
合計	0.13	1.21	•2015年度的推升效果將比前次預期（3月） 0.07 %Pt 下滑（原油價格預計上修）

- （注）1・擴大寬鬆對於民間消費所帶來之效果僅包含股票上漲所帶來之資產效果，不包括改善消費意願之效果。有關消費再增稅延期，係透過瑞穗總研總體經濟模式試算。  
 2・日圓貶值及股市上漲之影響係計算：透過擴大量化寬鬆等所造成之匯率、股市預估，相較於2014年9月預估所發生之變化影響（日圓約貶值一成、股市約上漲一成）。  
 3・原油價格下跌之影響係透過瑞穗總研總經模型，試算9月預估之原油價格可能之變化，所造成之影響（原油約便宜4成）。  
 （資料）參考各種資料，瑞穗綜合研究所製作

### (3) 「三大利多」慢慢帶領景氣擴大。2016年度 下半年將出現提前購買需求

- 2015年度 拜油價低廉之賜及日銀擴大寬鬆帶來日圓貶值・股市上漲，使景氣轉好。預估實質成長率為+1.8%
- 2016年度 受到2017年4月再次調升消費稅疑慮，後半年將出現提前購買需求。實質成長率預估為+2.0%

【日本經濟預估表】

		2013	2014	2015	2016	2014		2015				2016				2017
		年度				7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
實質GDP	前期比、%	2.1	▲ 1.0	1.8	2.0	▲ 0.5	0.3	0.6	0.4	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	0.6
	季增年率、%	--	--	--	--	▲ 2.1	1.1	2.4	1.5	2.6	2.5	2.0	1.5	2.0	1.6	2.5
內需	前期比、%	2.5	▲ 1.6	1.4	1.8	▲ 0.6	0.0	0.7	0.2	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.9
民需	前期比、%	2.3	▲ 2.4	1.9	2.2	▲ 0.9	▲ 0.0	1.1	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5	1.1
民間消費	前期比、%	2.5	▲ 3.1	1.6	1.8	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2	0.4	0.6	1.7
住宅投資	前期比、%	9.3	▲ 11.6	2.4	5.9	▲ 6.4	▲ 0.6	1.8	1.3	1.2	1.1	0.6	0.8	3.8	0.9	1.3
設備投資	前期比、%	4.0	▲ 0.5	2.9	3.2	▲ 0.1	▲ 0.0	0.4	0.9	1.1	1.2	0.9	0.6	0.6	0.7	0.8
庫存投資	前期比貢獻度、%Pt	▲ 0.5	0.5	0.0	▲ 0.0	▲ 0.7	▲ 0.2	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3
公需	前期比、%	3.2	0.8	▲ 0.1	0.5	0.5	0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	0.2	0.1	▲ 0.0	0.1	0.2	0.2	0.3
政府消費	前期比、%	1.6	0.5	0.9	1.0	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
公共投資	前期比、%	10.3	2.0	▲ 4.2	▲ 1.6	1.6	0.1	▲ 1.4	▲ 3.4	0.1	0.0	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.3	0.0	0.2
外需	前期比貢獻度、%Pt	▲ 0.5	0.6	0.4	0.2	0.1	0.3	▲ 0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.3
出口	前期比、%	4.4	8.0	6.6	6.3	1.6	3.2	2.4	0.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7
進口	前期比、%	6.7	3.7	4.0	5.2	1.1	1.4	2.9	▲ 0.3	0.5	0.9	1.2	1.1	1.2	1.8	3.0
名目GDP	前期比、%	1.8	1.4	2.3	2.1	▲ 0.6	0.7	1.9	▲ 0.2	0.3	0.9	0.8	▲ 0.3	0.5	1.2	1.1
GDP平減物價指數	前年比、%	▲ 0.3	2.5	0.5	0.1	2.1	2.4	3.4	1.0	0.7	0.6	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.1	0.4	0.6
內需平減物價指數	前年比、%	0.4	2.1	▲ 0.2	0.7	2.3	2.1	1.4	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.2	0.3	0.5	0.7	0.8	0.9

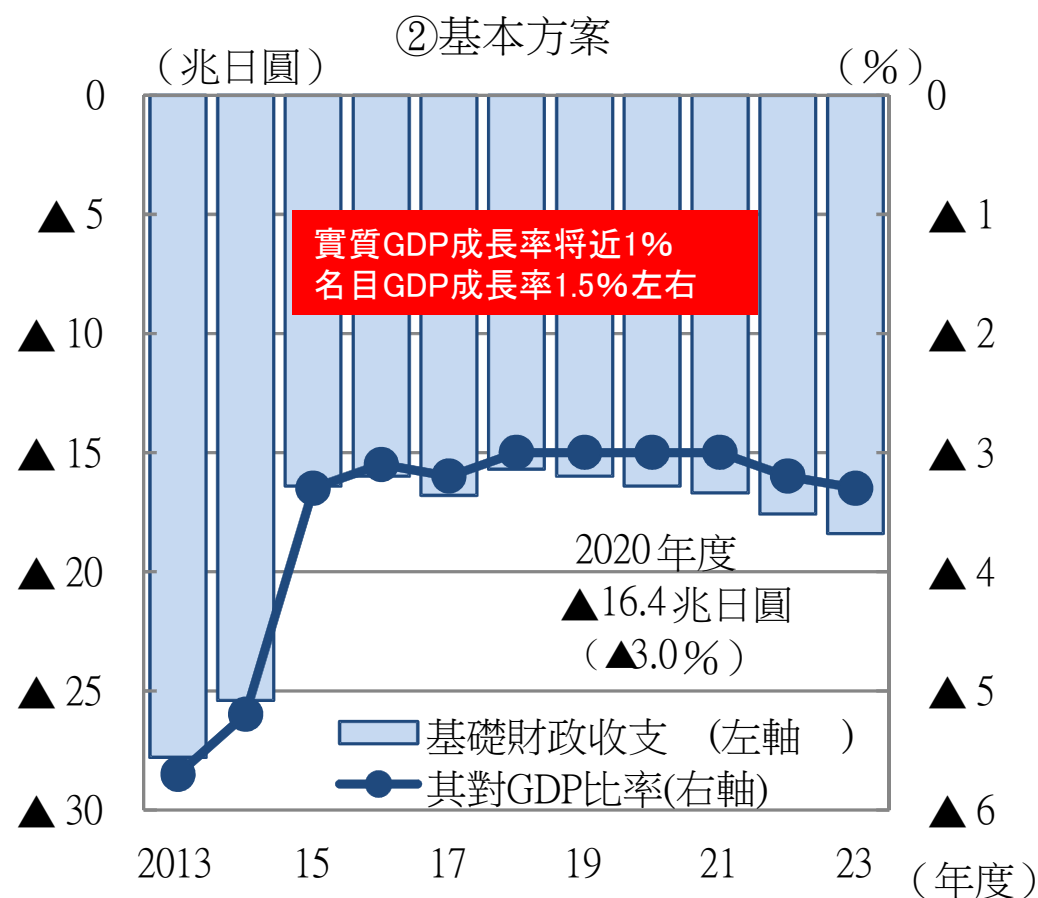
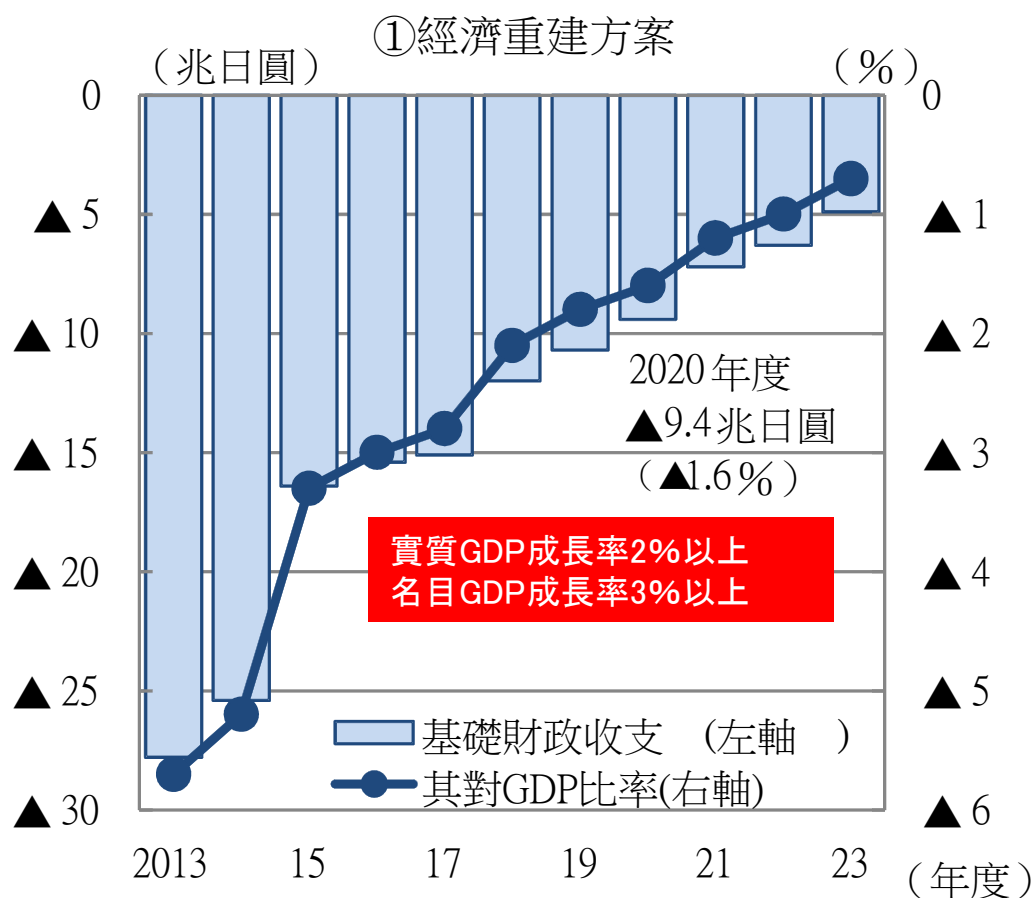
(注)網狀部分為預估值。

(資料) 來自於內閣府「季別GDP速報」，瑞穗綜合研究所製作

## (4)日本的風險 ～財政健全 能否實現～

- 安倍政權將在2015年6月底推出財政健全化計畫。如果希望2020年度達到基本財政收支平衡的目標，即便安倍經濟學成功，仍還有9.4兆日圓的赤字需要填補
- 政府採取規避消費稅率調高至10%的方針，透過減少支出，可以填補缺口嗎？

【日本中長期財政收支預估】



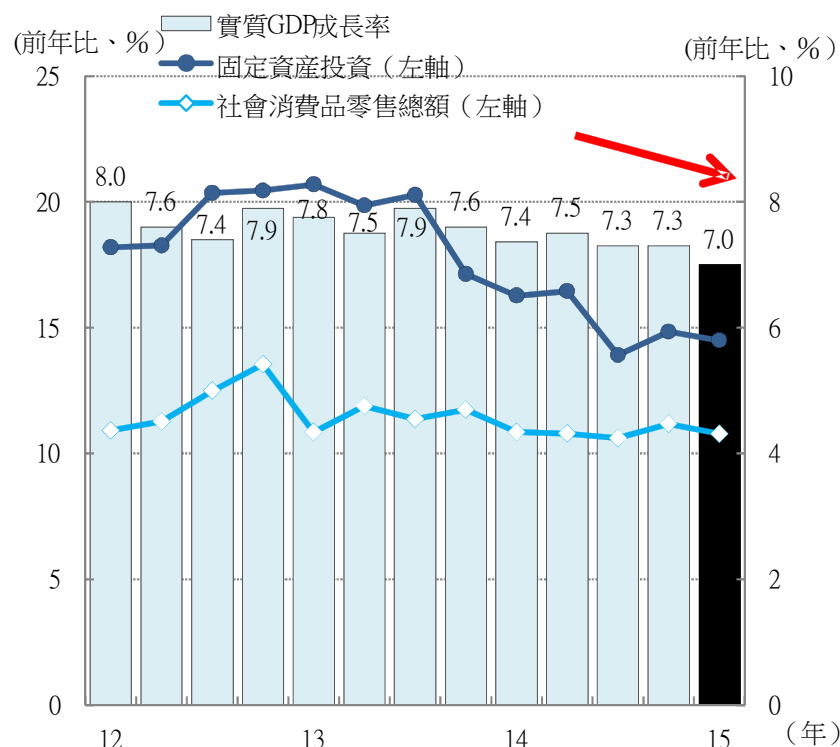
(資料) 內閣府「中長期經濟財政相關試算」2015年2月12日，瑞穗綜合研究所製作

## 6・中國 (1)第1季也持續減緩

○ 2014年第1季實質GDP年成長率為+7.0%，與前一季（同+7.3%）相比呈現減緩。內外需求均轉弱

- 投資方面，雖然基礎建設投資增強，但製造業投資下降，整體出現減緩。消費方面，由於智慧型手機銷售緩和，以及住宅相關材料銷售不佳，出現下降。出口也呈現衰退。但是因為進口大幅減少，使淨出口貢獻度提昇。
- 政府將現況視為「合理範圍內」的成長。但是，景氣下滑的因素依然強勢，應做出更強而有力的支撐態勢

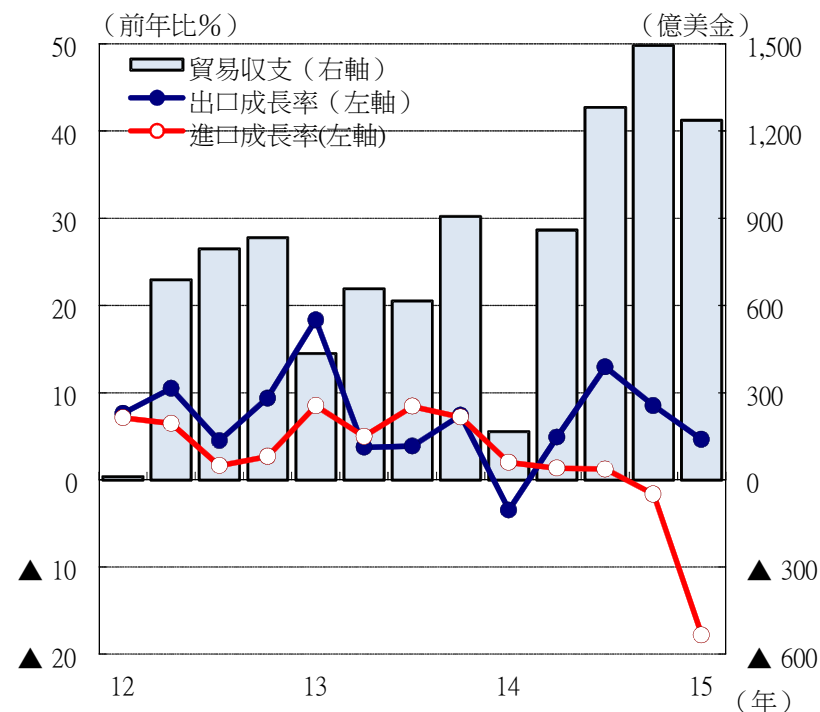
【中國的主要指標】



(注) 社會消費品零售總額具體為零售物價指數、固定資產投資為固定資產價格指數  
(瑞穗綜合研究所推估值)。

(資料) 中國國家統計局

【中國的貿易動向】

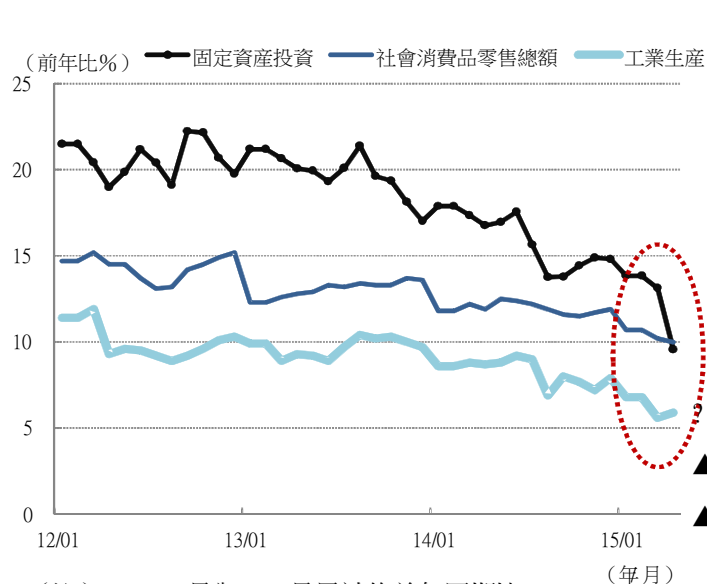


(注) 以名目GDP計價  
(資料) 中國海關總署

## (2)目前經濟指標處於缺乏力道狀態

○ 4月主要指標整體上較預估更為疲軟。更需要景氣對策之實施

### 【主要經濟指標】



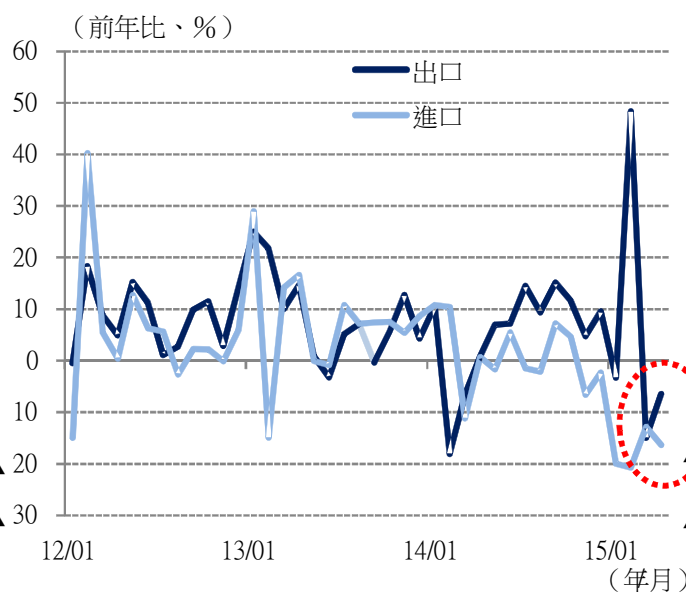
(注) 1. 1、2月為1~2月累計的前年同期比。

2. 固定資產投資：將年初以來累計值轉換成單月。

3. 工業生產為實際值。社會消費品零售總額、  
固定資產投資為名目值。

(資料) 中國國家統計局、CEIC

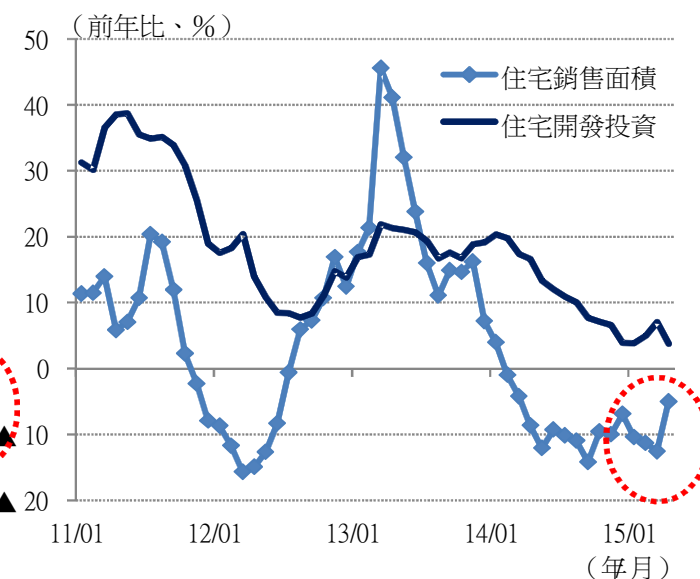
### 【出口・進口】



(注) 名目、美元計價。

(資料) 中國海關總署

### 【住宅開發投資與住宅銷售面積】



(注) 最後3個月為移動平均值。

(資料) 中國國家統計局

### (3)中國政府的經濟目標與景氣解讀

- 中國政府的2015年成長率目標約為+7.0%，較去年+7.5%下修
- 中國政府雖明確表示：經濟狀況處於「合理性的範圍」發展，但也比之前更為認知到拖累經濟下修的壓力的確增強

【 2015年的主要經濟指標目標 】

指標	2015年	2014年	
	目標	目標	實績
實質GDP成長率（前年比）	7.0%上下	7.5%前後	7.4%
消費者物價上昇率（前年比）	3.0%上下	3.5%前後	2.0%
全社會固定資產投資（前年比）	15%	17.5%	15.3%
社會消費品零售總額（前年比）	13%	14.5%	12.0%
進出口總額（前年比）	6%上下	7.5%前後	3.4%
M2成長率（前年比）	12%上下	13%前後	12.2%
都市新就業者人數	1,000萬人以上	1,000萬人以上	1,322萬人
失業率	4.5%以下	4.6%以下	4.09%
財政赤字	1.62兆元	1.35兆元	1.13兆元
對GDP比	2.3%	2.1%	1.8%

（注）網狀部分為前年度起目標變化的指標。

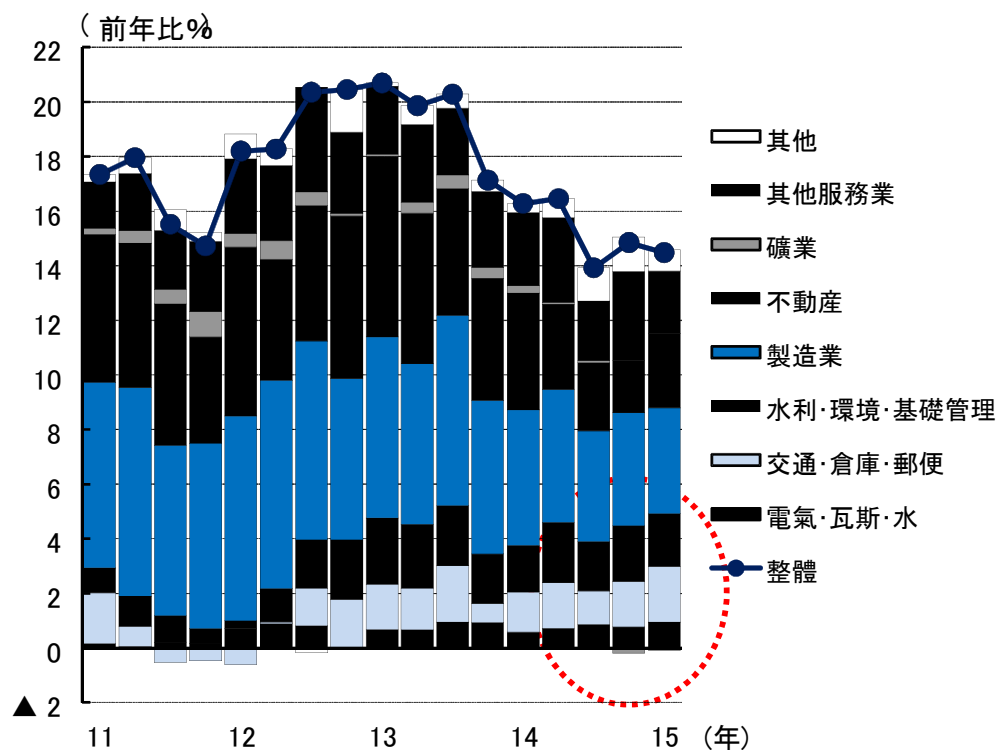
（資料）來自中國政官網新華社，瑞穗綜合研究所製作



## (4)投資的自律反彈力薄弱

- 確實，為達到約+7.0%的成長率，經濟自律性的復甦力不足
- 特別是投資力道不足，處於仰賴基礎設施相關投資支撐的狀態
- 生產能力過剩感依然殘留。庫存處於高水位
  - ・ 相較於上回庫存調整之2012年，可能出現更大幅度的調整壓力
- 雖然住宅銷售面積年增率下降幅度縮小，有出現好轉跡象，但是地方都市的住宅庫存處於高檔，尚無法看到強有力的住宅投資復甦

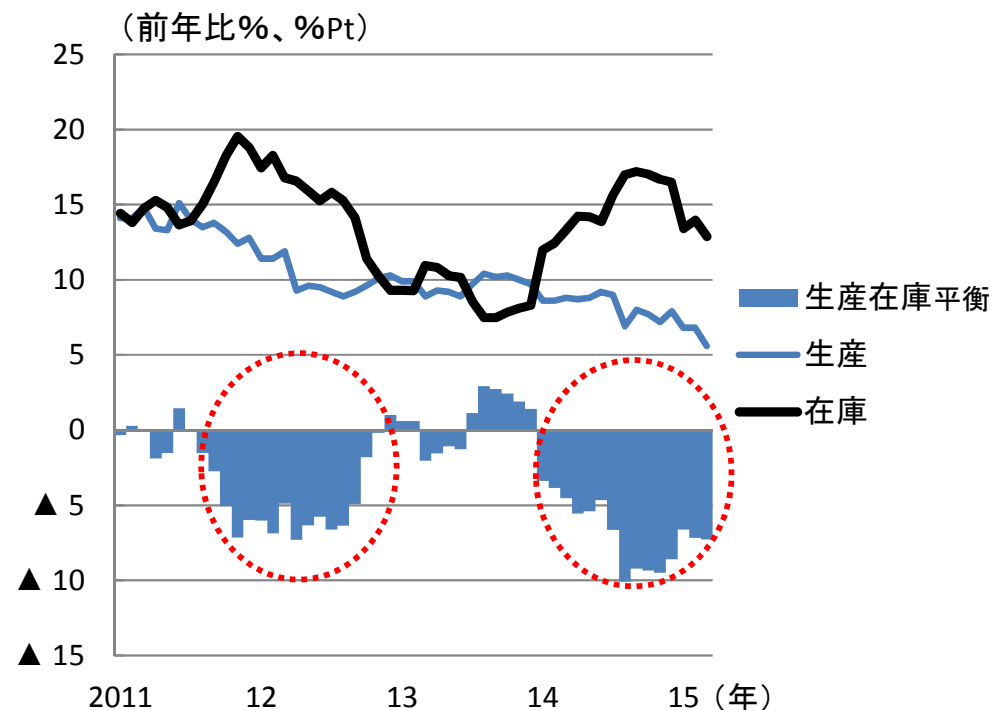
【固定資產投資(各產業之貢獻度)】



(注)來自固定資產價格指數。

(資料)中國國家統計局

【生產·庫存平衡】



(注)1. 生產庫存平衡=(生產年增率)-(庫存年增率)。

2. 庫存來自生產出貨價格指數。

(資料)中國國家統計局

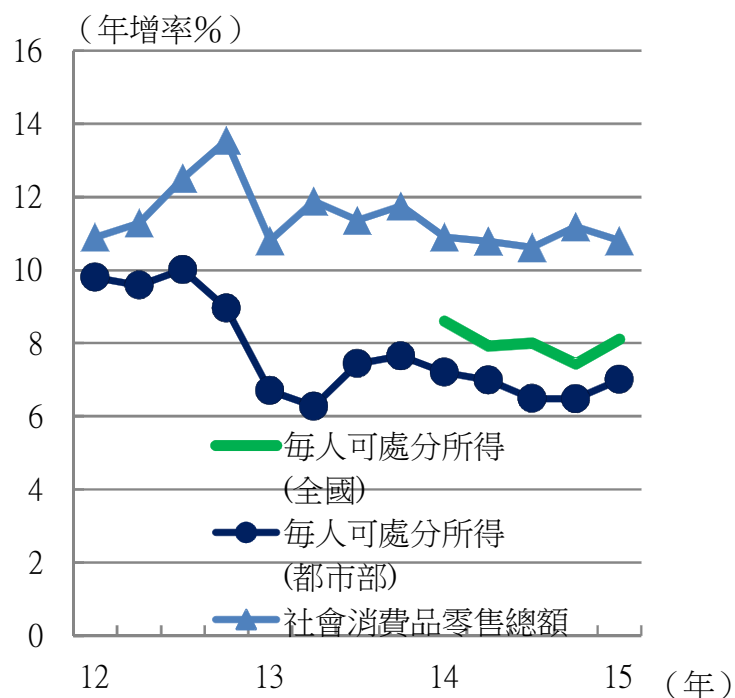


## (5)民間消費底部穩健，持續出現緩步停滯

### ○ 預計民間消費緩步下降

- 主要原因除了資本財之生產出現停鈍，且所得成長鈍化
- 但是，生產年齡人口逐漸減少之下，勞動需求大幅下降之可能性較低，預估將緩步減緩

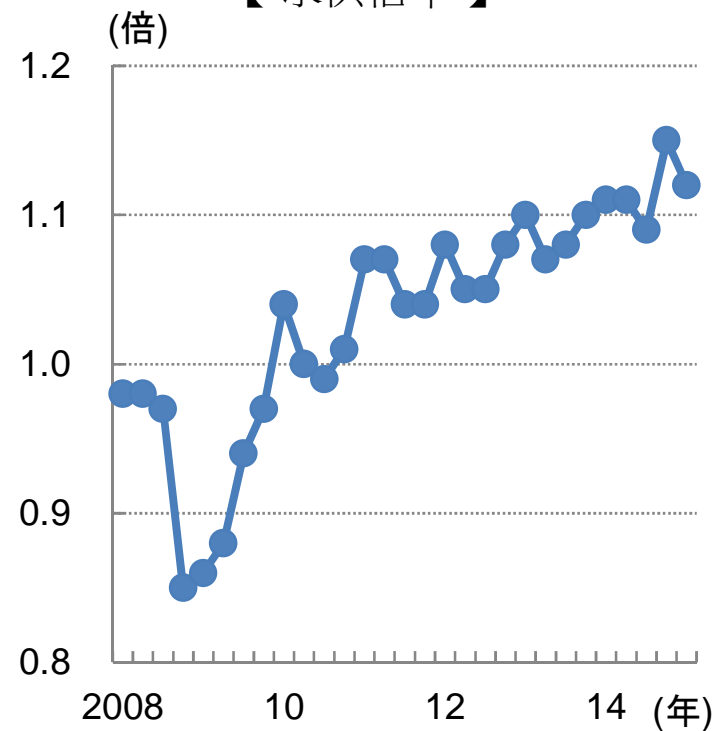
【社會消費品零售總額及平均每人可處分所得】



(注) 社會消費品零售總額為零售物價指數實質化。人均可處分所得係將年初以來的實質累計值進行四季拆解計算。

(資料) 中國國家統計局

【求供倍率】

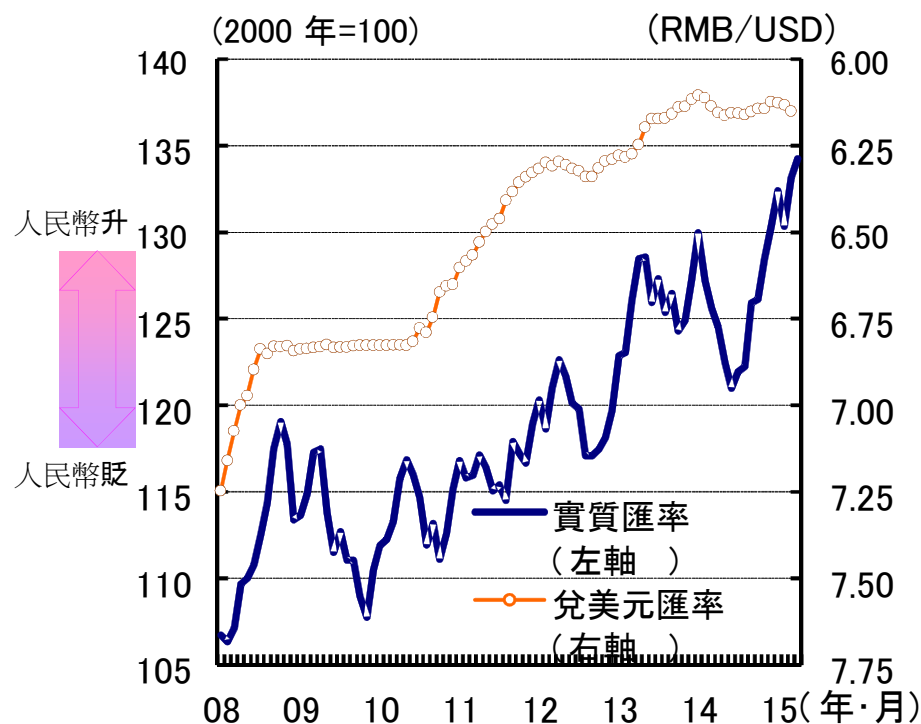


(資料) 中國人力資源市場信息監測中心

## (6) 出口復甦有限

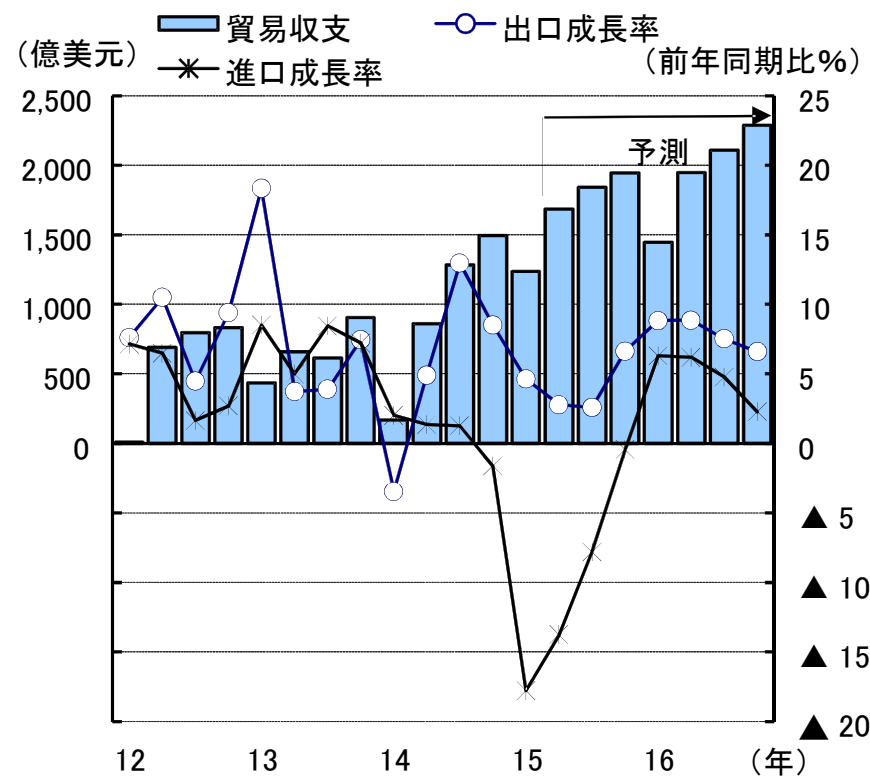
- 2016年上半年，出口呈現復甦趨勢，但力道不夠強勁
  - 伴隨先進國家高成長率而預測出現復甦現象，但是先進國家經濟復甦腳步緩慢，實質匯率上呈現人民幣升值等因素，其復甦力道不夠強勁
- 進口成長方面，由於降低庫存及原油價格落底，預估負成長將慢慢縮小
- 「2015年進出口成長：要達到政府目標「年增率約+6%」，似乎困難

【人民幣匯率】



(資料) JP Morgan、CEIC Data

【出口・進口預估】



(注) 名目匯率為基礎。

(資料) 中國海關總署資料，瑞穗綜合研究所製作

## (7)加強景氣支撐，期待軟着陸

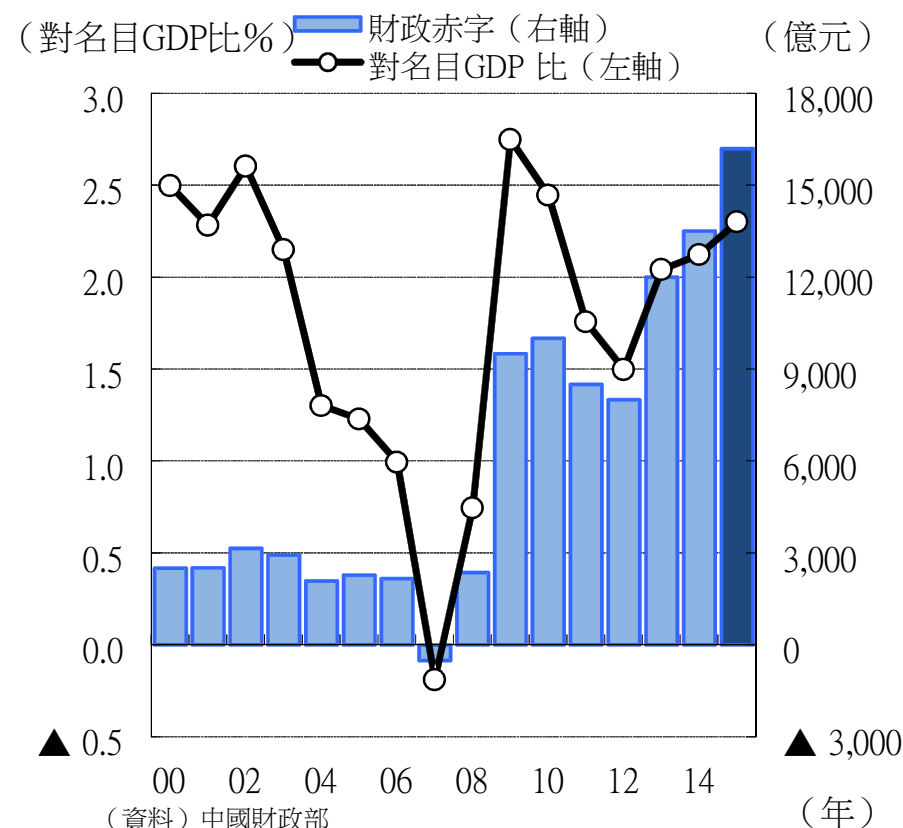
- 進一步實施金融寬鬆及擴大財政支出等，加強景氣支撐，以達到經濟成長率目標。預估2015年的實質GDP成長率為+7.0%、2016年為+6.7%（分別下修0.1%Pt）

【實質利率・通膨率】



(注) 貸款利率係針對非金融企業的月平均值（通常每3個月由中國人民銀行公布）。  
 實質利率為名目利率-消費者物價上昇率後進行計算。  
 (資料) 中國人民銀行、中國國家統計局

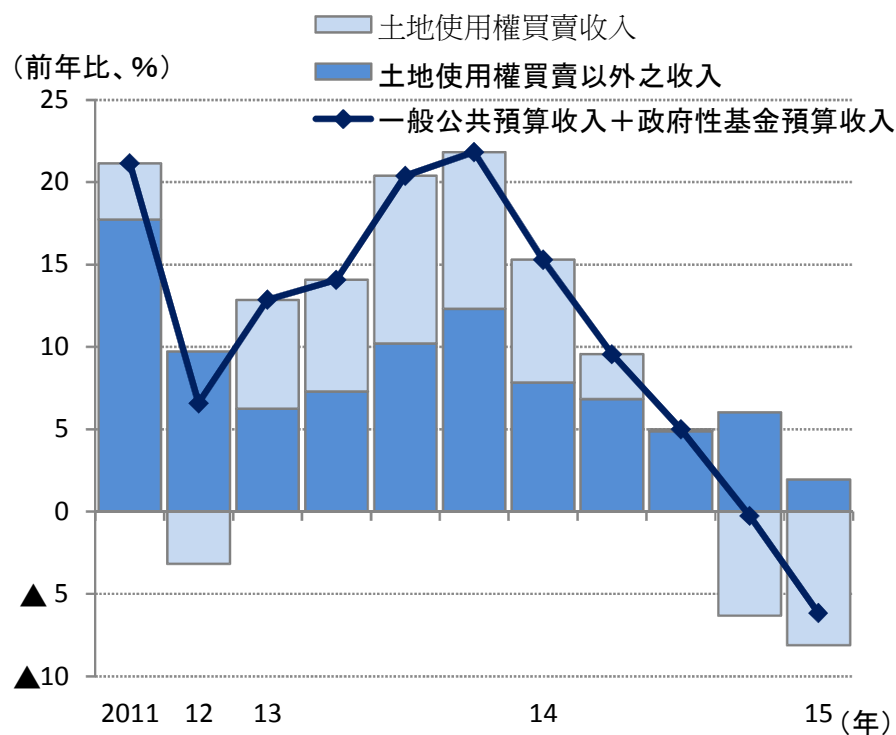
【財政赤字】



## (8)中國面臨的風險 A・確保刺激景氣的資金

- 地方財政所仰賴的土地使用權轉讓收入大幅減少。財源不足引發基礎建設投資延遲值得關注
  - ・ 中國政府於4月30日中央政治局會議上表示：「增加公共支出」「要解決重大基礎建設事業及都市事業中所面臨的部分資金循環不良的問題」，透露出擔憂基礎建設投資方面資金供給問題
- 如果國家預算、自有資金、國內借貸之投資資金源不足時，可透過①擴大國債發行規模、②擴大地方政府債務轉借規模擴大及協助地方債償還、③中央銀行向政策性銀行注入資金等手段加以因應。但是，如何維持財政・金融秩序及取得平衡成為課題

【 財政收入及土地使用權轉讓收入 】



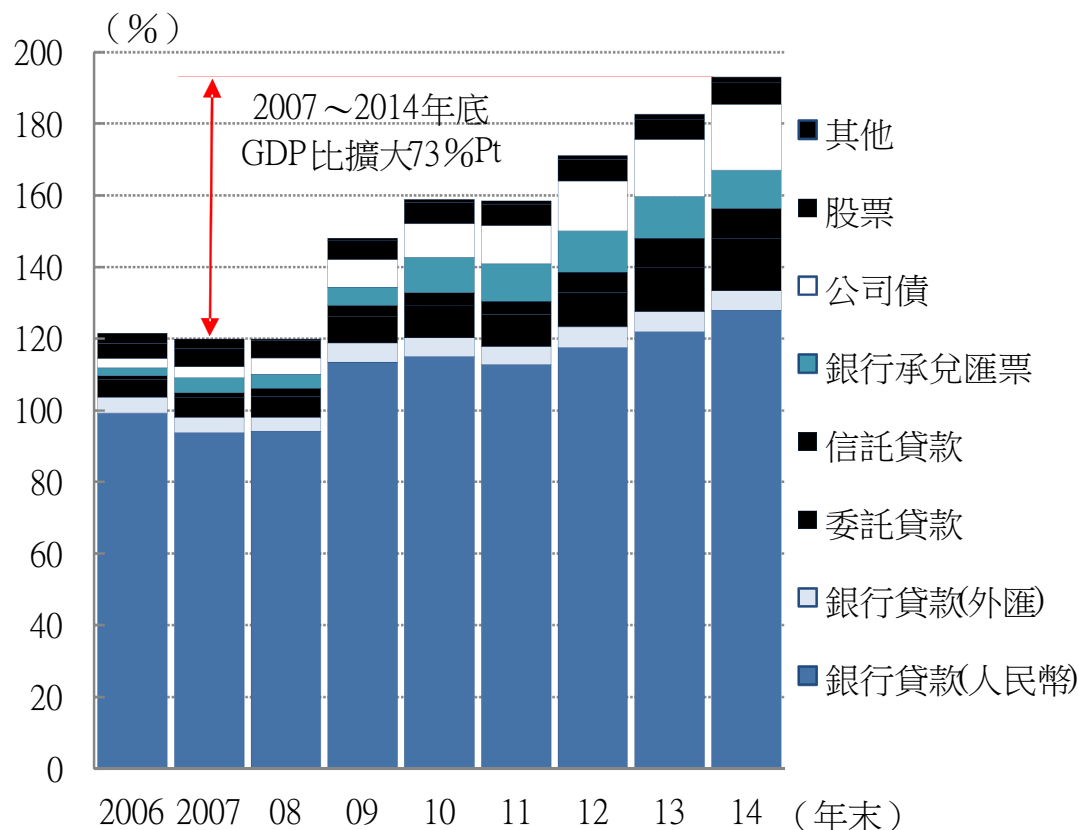
(注) 2011年、2012年為年度。2013年以後為每季。

(資料) 中國財政部

## B・財務報表膨脹及金融危機的風險

- 無法說中國完全不可能發生金融危機
- 原因為：雷曼風暴後藉由大規模景氣對策，國內資金調度旺盛，出現設備過剩、住宅庫存過剩的問題，且至今過剩感猶存

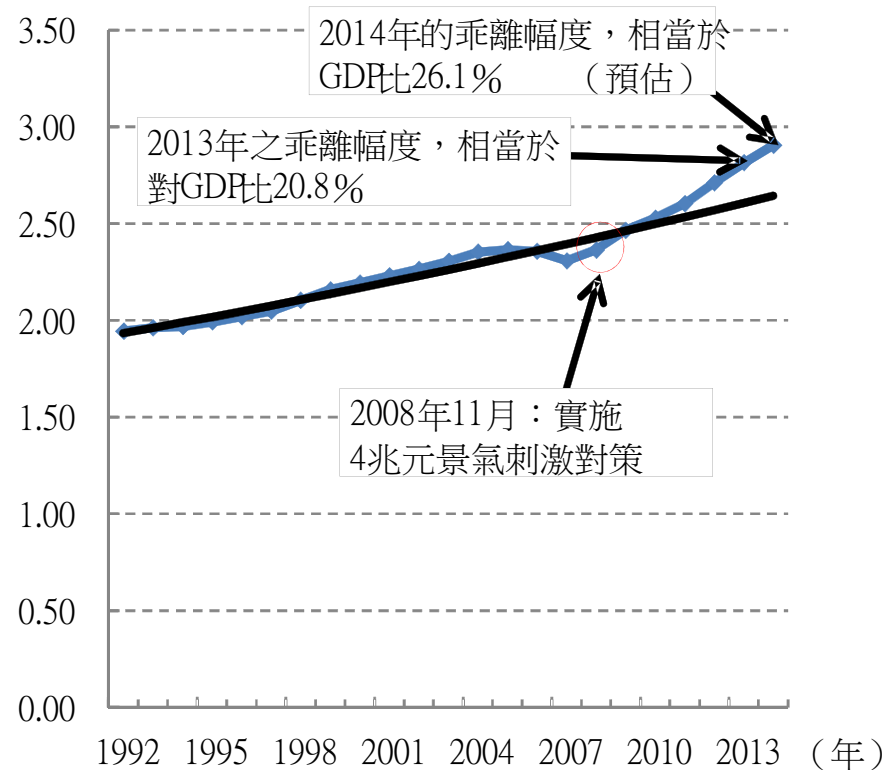
【社會融資餘額之推移】



(注) 對GDP比。社會融資餘額為：非金融機構・家庭透過銀行貸款、委託貸款、信託貸款、銀行承兌匯票、債券、股票等方式之資金調度餘額。

(資料) 中國國家統計局、中國人民銀行、CEIC Data

【資本係數】



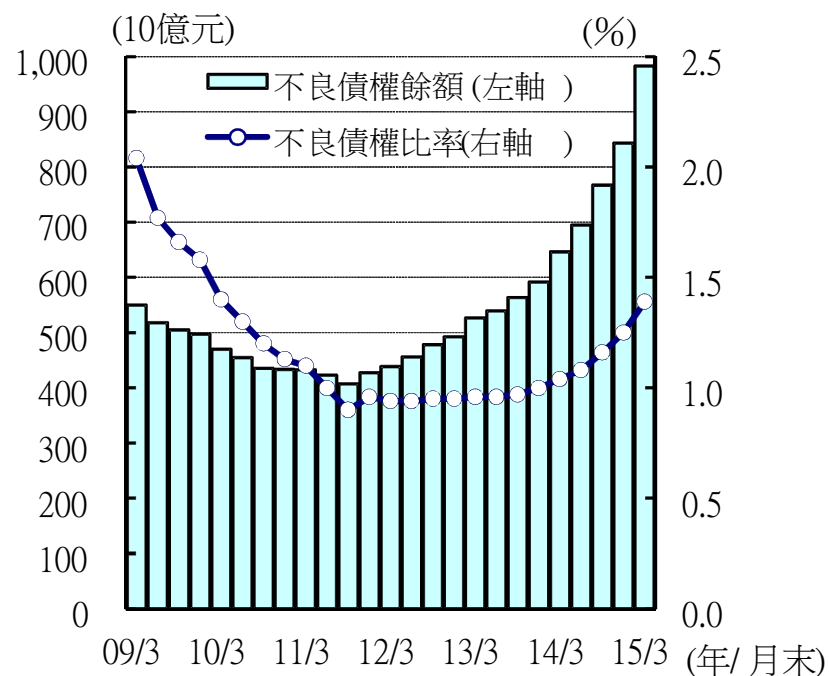
(注) 資本係數為資本庫存÷GDP (實質值)。基準年為1952年、折舊率一律採5%，透過BY法推估資本庫存。資本係數趨勢線為1992~2008年的趨勢延伸。「乖離幅度」為距離同趨勢線實績值(2014年為預估值)的乖離幅度。

(資料) 中國國家統計局、CEIC Data

## C・不良債權擴大的風險

- 隨著景氣下滑，2011年9月底止，不良債權擴大中。2015年3月底之不良債權比率為1.4%，如果景氣愈加不佳，無力償還利息的企業恐將更為增加
- 觀察有債務不履行疑慮的企業利息負債比率，中國的數據不如奈及利亞、印度、土耳其、巴西這麼高，但是也不低。此外，發生IMF的風險方案（借入成本上昇25%＋美金增值20%＋能源相關企業的收益減少25%），同比率會出現一定程度上昇
- 此外，中國之非金融企業債務對GDP比，相較於其他國家高出一節，應引起注意

【 銀行的不良債權餘額・比率 】



（資料）中國銀行業監督管理委員會、CEIC  
Data

【 債務不履行疑慮企業的有利息負債比率 】

（單位：％）

國家名	債務不履行疑慮企業之 利息負債比率		非金融企業債務 對GDP比
	2014年目前值	風險發生時	
奈及利亞	49.3	51.9	—
印度	36.9	49.9	47.5
土耳其	27.3	31.0	50.8
巴西	25.3	37.0	46.9
<b>中國</b>	<b>24.5</b>	<b>31.2</b>	<b>149.9</b>
匈牙利	19.4	34.1	85.2
墨西哥	17.9	19.4	20.9
印尼	17.8	45.7	21.7
波蘭	16.3	23.9	44.2
南非	16.1	20.2	32.6
泰國	13.7	17.5	53.7
俄羅斯	13.6	16.0	49.2
馬來西亞	10.8	24.2	96.9
智利	10.0	22.4	—
沙烏地阿拉伯	6.4	6.4	13.0
菲律賓	3.2	31.5	—

（注）利息保障倍數（＝EBITDA÷支付利息）為2以下企業的利息負債佔企業部門整體利息負債的比率（以S&P Capital IQ樣本試算）。「2014年目前值」：2014年目前月份至過去12個月的數值為基礎計算。

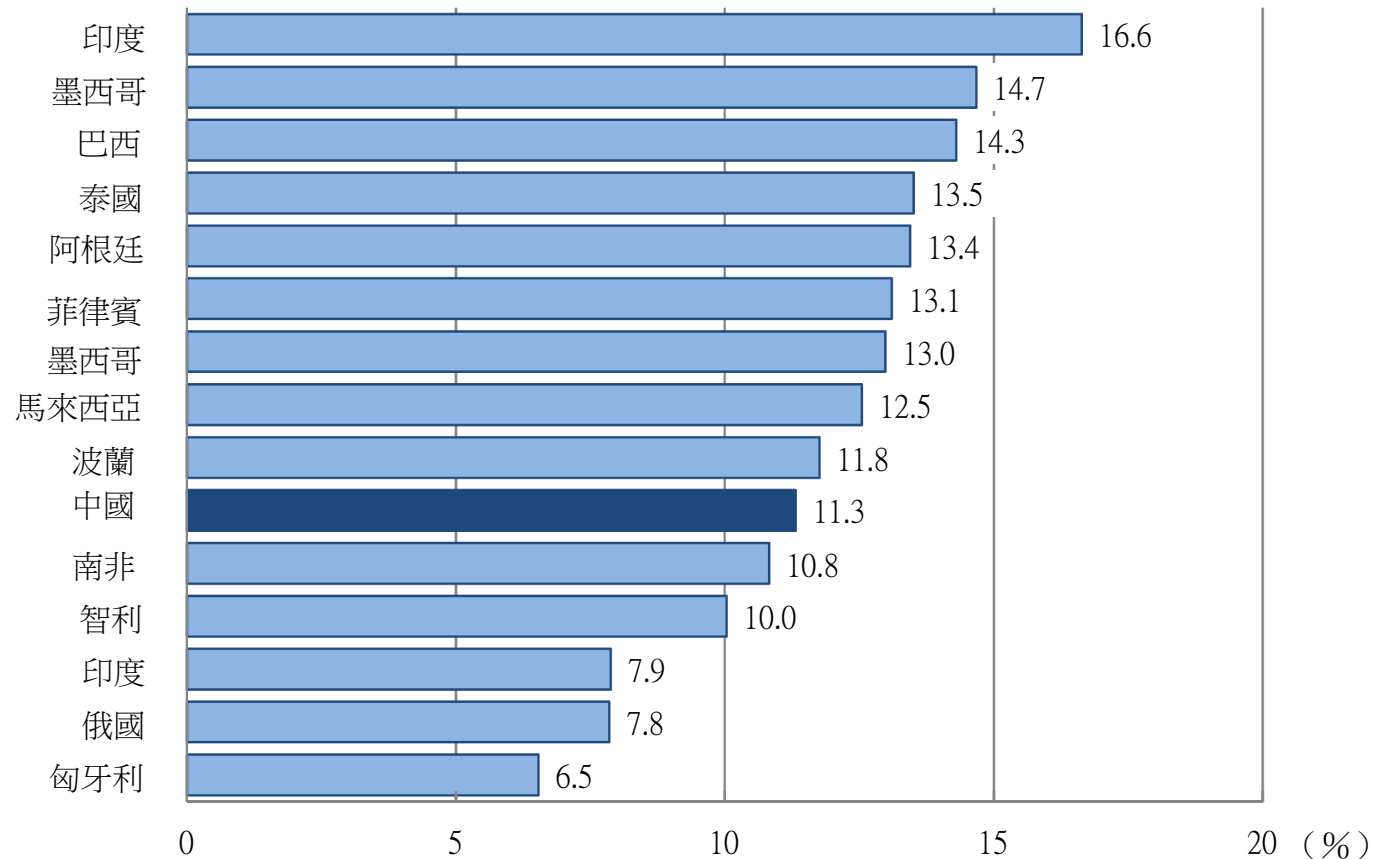
「風險發生時」：借入成本上昇5%，同時發生美元增值20%、能源相關企業收益減少25%之事態。

（資料）IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2015, p.45

## D・中國金融機構對於金融危機之承受度

○ 中國銀行部門的吸收損失能力，2013年為11.3%，該數據並不算高

【 吸收損失能力之國際比較（2014年） 】



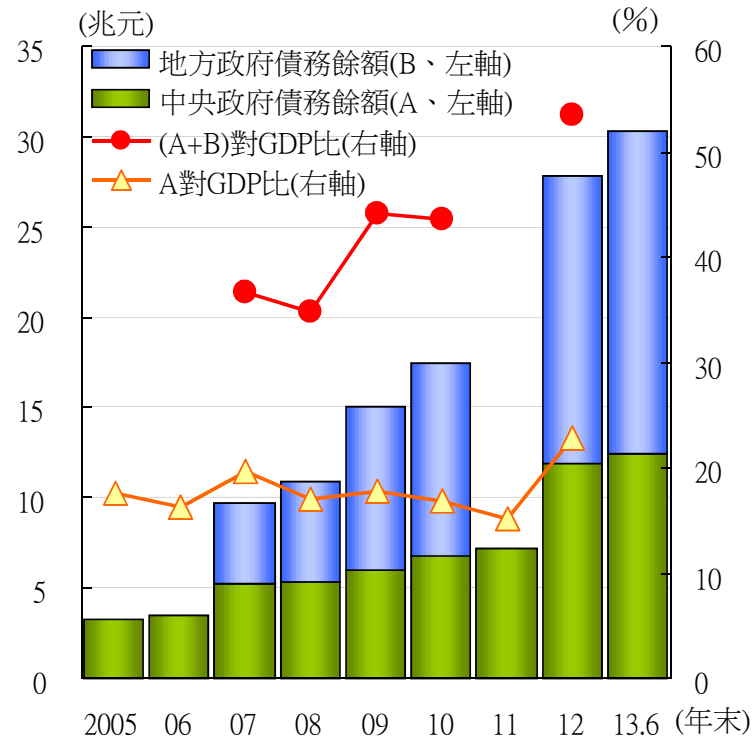
(注) 損失吸收能力 = (自有核心資本 + 壞賬準備 - 不良債權餘額) ÷ 風險資產。中國、波蘭、泰國為2013年的數據。

(資料) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2015, p.46

## E・發動擴大財政支出「彌縫策略」的空間及尾部風險

- 這方面，中國具有透過景氣刺激對策及提供金融機構資金等財政餘力
- 但是，將財政餘力投放在解決過去發展問題的「彌縫策略」，未來將難以因應少子高齡化的財政支出等，應留意2020年以後景氣腰折的風險
- 此外，還存在去除國有企業・地方政府所謂「政府暗中保證」過程所產生的驚恐風險以及不動產相關統計等資訊不透明性所隱藏的風險將浮現

【政府債務餘額】



(注) 2007~2010年底的B為省・市・縣等級數據。2012年底、2013年6月底B為省・市・縣・鄉等級的數據。包含中央政府以內，2011年底以前及2012年底以後之政府債務認定範圍不同，缺乏連續性。

(資料) 中國國家統計局、中國審計署「全國政府性債務審計結果」2013年12月30日



# III・台灣經濟預測

# 1・景氣預測概況 ～由於出口停滯等原因，出現景氣缺乏力道情形～

- 台灣的實質GDP成長率，2015年之年增率為+3.2%，預估2016年為+3.1%
  - ・ 出口方面，雖有先進國家經濟復甦等好消息，但是IT出口成長停滯以及中國經濟減緩等原因，出口將減緩
  - ・ 2015年的資本形成方面，雖然民間建設投資趨緩，但主要IT廠商設備投資的累積增加將可支撐。  
但，2016年民間設備投資停頓，資本形成總額成長幅度將出現停滯
  - ・ 民間消費方面，雖然目前勞動市場人力緊縮正面消息依存，但是出口疲弱，因此民間消費也將緩步減緩

【台灣經濟預測彙總表】

(單位：前年比、%)

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年(f)	2016年(f)
實質GDP	10.6	3.8	2.1	2.2	3.7	3.2	3.1
民間消費	3.8	3.1	1.8	2.4	3.0	2.6	2.1
政府消費	1.0	2.0	2.2	▲ 1.2	3.4	▲ 0.9	▲ 1.5
總資本形成	35.8	▲ 5.6	▲ 3.1	3.3	4.4	4.7	1.8
內需小計	10.3	0.6	0.6	2.0	3.4	2.6	1.6
出口	25.7	4.2	0.4	3.5	5.7	4.4	4.2
進口	28.0	▲ 0.5	▲ 1.8	3.3	5.4	3.7	2.8

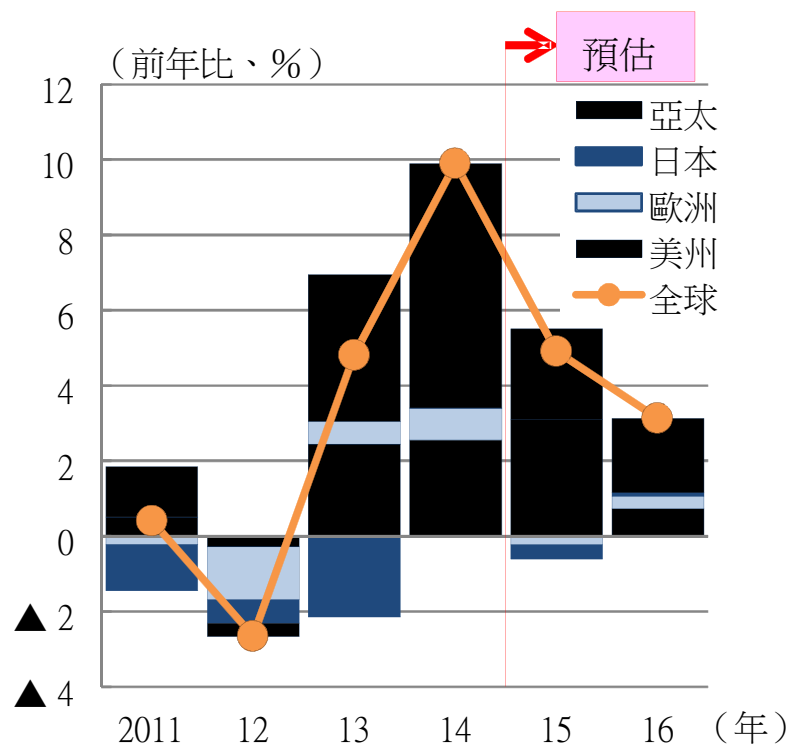
(注) 預測值來自瑞穗綜合研究所。

(資料) 台灣行政院主計總處、瑞穗綜合研究所

## 2・出口成長小幅縮小 (1)IT出口

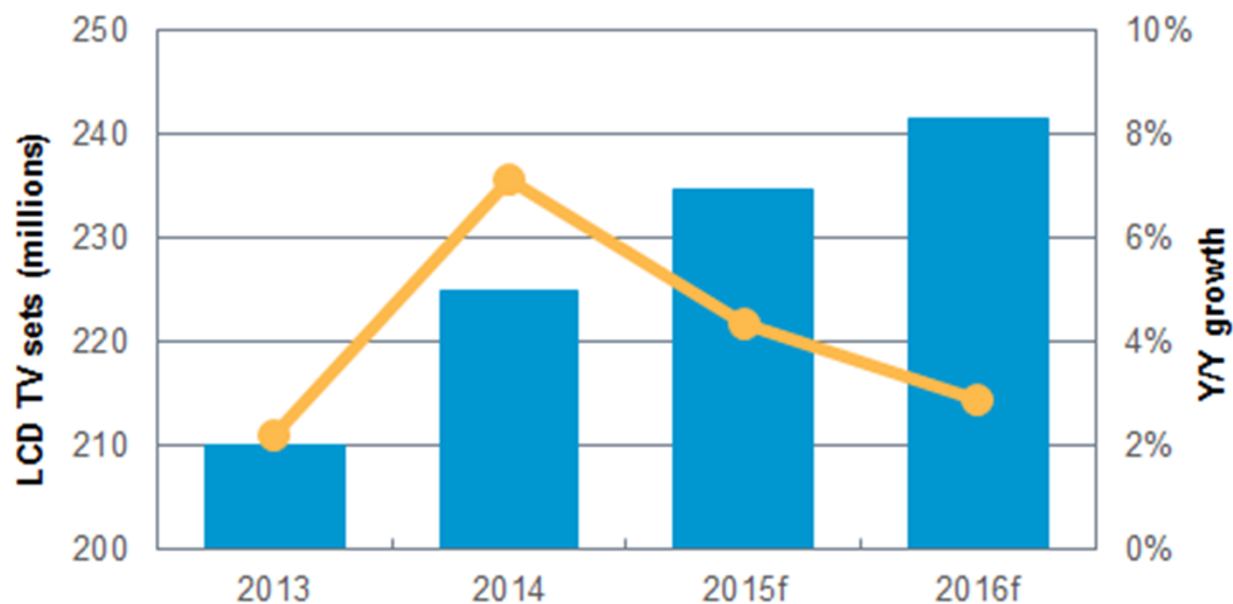
- 誠如上述所述，邁向2016年之際，以先進國家為主之全球經濟出現緩步復甦。支撐了台灣的出口
- 但是，主要IT產品之全球需要成長方面，預估2016年也將減速

【世界半導體市場預測】



(資料) WSTS, "The World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) has published the final semiconductor market figures for 2014," March 12, 2015.

【全球液晶電視出貨預測】



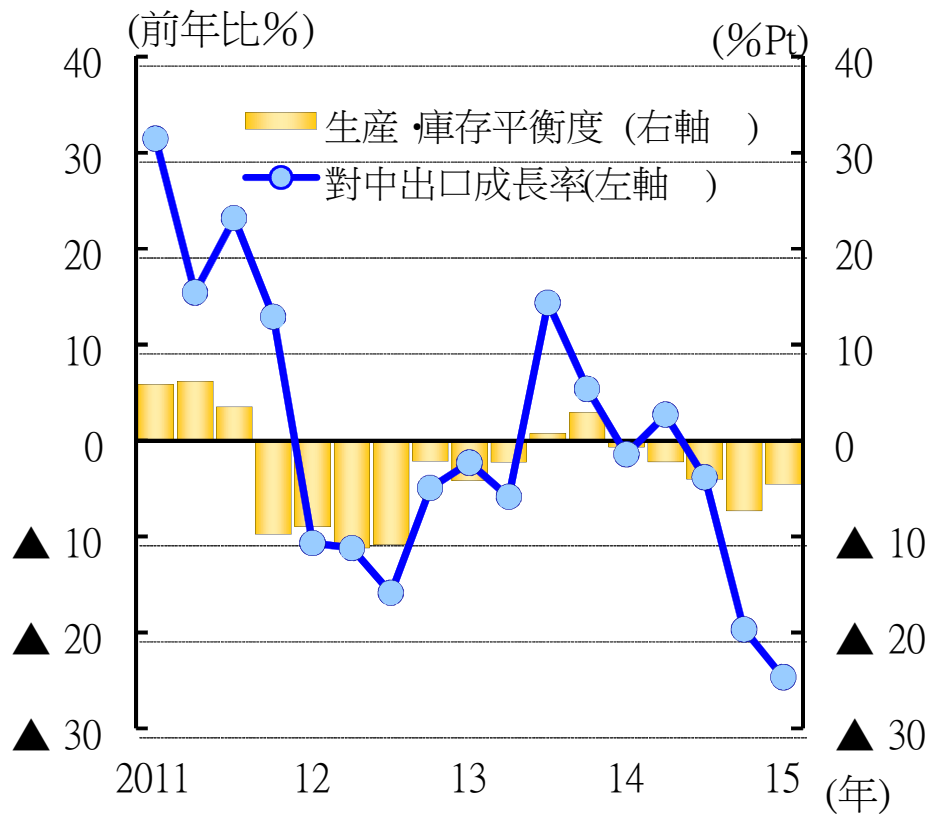
(資料) IHS, "After a Strong Finish Last Year, Global LCD TV Shipment Growth Slowing in 2015, IHS Says," April 13, 2015.

## (2)對中出口 ①中國的庫存狀況及材料之對中出口

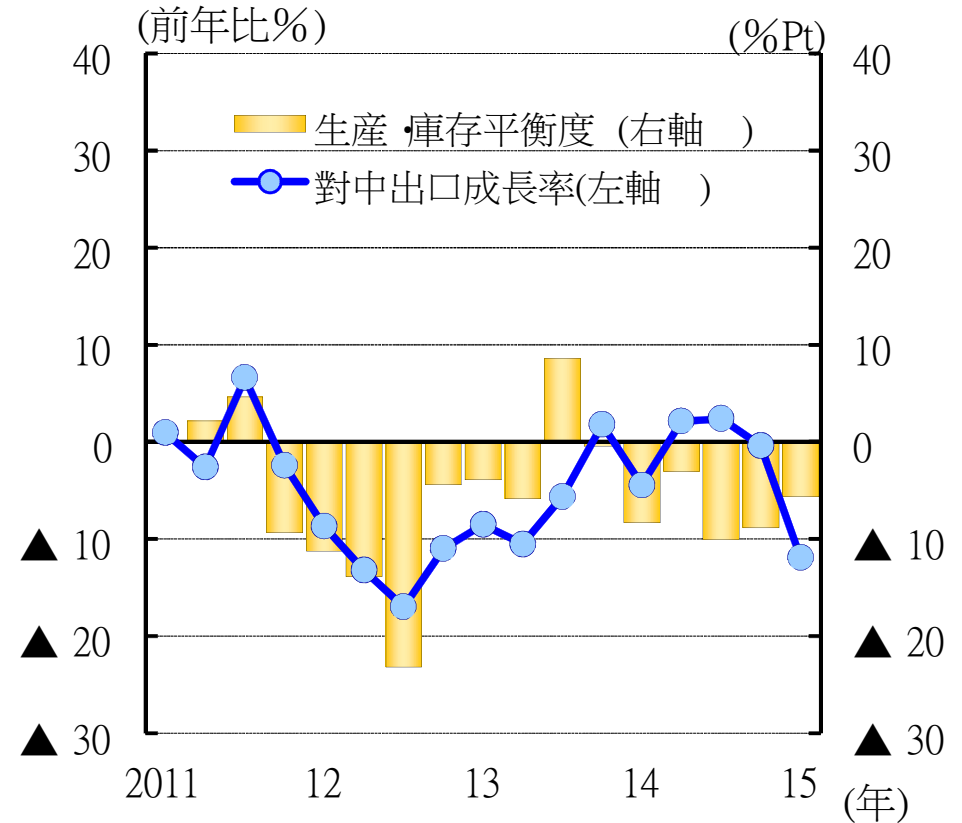
- 觀察中國生產庫存平衡，材料類似乎有幾分改善趨勢，由於生產能力過剩感依然存在，壓制台灣出口的主要因素尚存

### 【 中國的生產・庫存平衡及台灣對中出口關係 】

#### ①化學品



#### ②鋼鐵



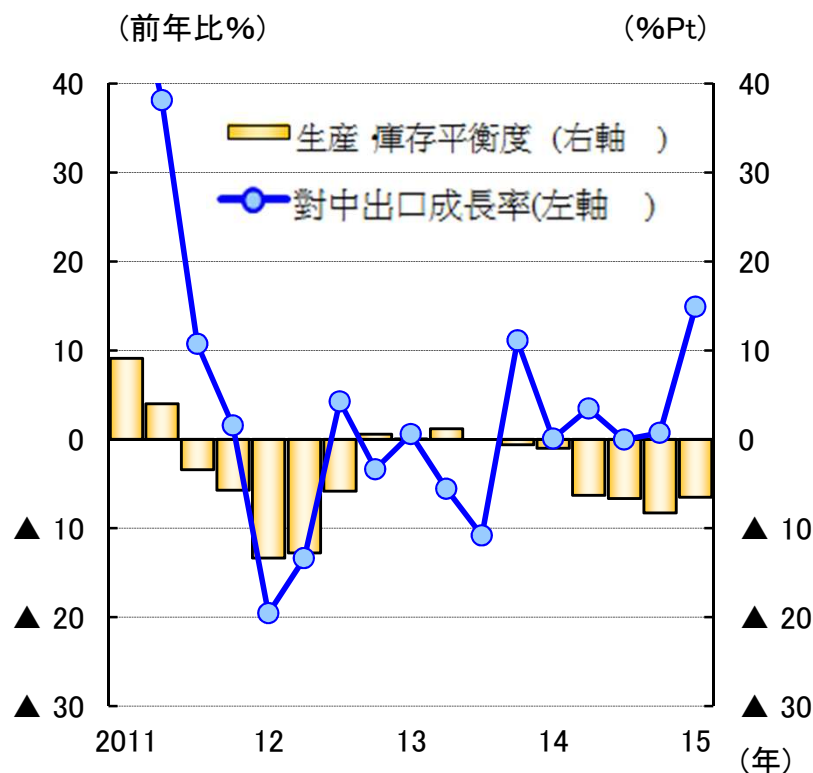
(注) 生產・庫存平衡＝生產成長率－庫存成長率。但，成長率為年增率、實質值（推估）。出口成長率為名目美金計價。  
(資料) CEIC Data

## (2)對中出口 ②中國的庫存狀況及機械、電子產品及其零組件之對中出口

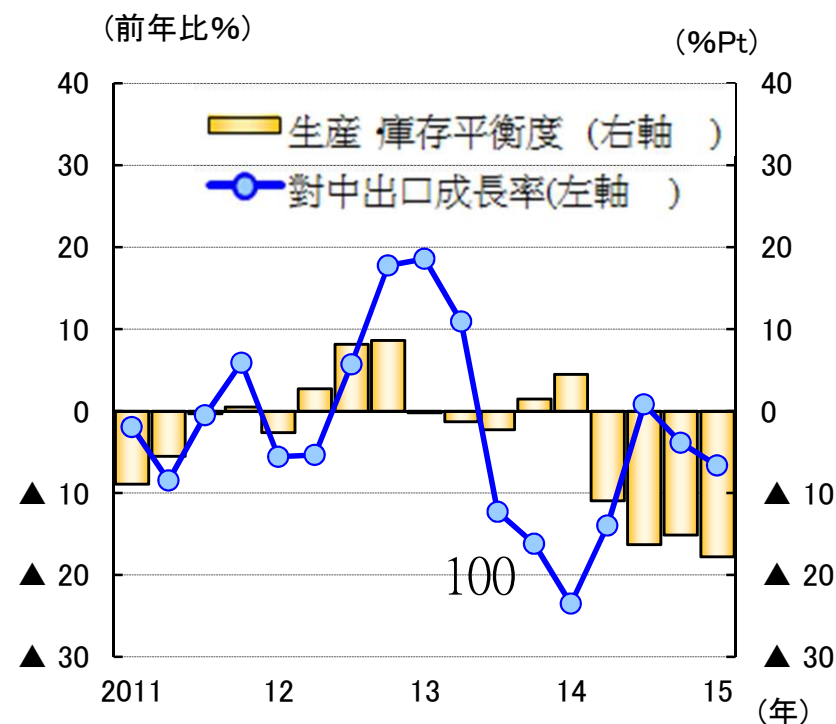
- 機械、電子產品及其零組件方面，目前生產庫存平衡相較材料類狀況更差
  - 2015年第一季對中機械出口出現高成長，係液晶面板製造設備的移設等一時性因素可能性較大

### 【 中國的生產・庫存平衡及台灣對中出口的關係 】

#### ③機械



#### ④電子產品及其零組件



(注) 生產・庫存平衡=生產成長率-庫存成長率。但，成長率為年增率、實質值（推估）。出口成長率為名目美金計價。  
(資料) CEIC Data

### (3)出口上的風險 ①中韓FTA短期內不成為影響台灣出口的因素

○ 台灣對中出口項目已適用低關稅之外，中韓FTA降稅進程較慢

【台灣對中出口結構及加重平均關稅率（中韓FTA生效前後之韓國比較）】

（單位：％）

適用關稅率		零 關稅項目	非零關稅項目	合計
對中出口額中的比率	合計	75.5	24.5	100.0
	韓國有利 (APTA優惠稅率 適用項目)	—	6.9	6.9
	台灣有利 (ECFA優惠稅率 適用項目)	14.7	—	14.7
	MFN 適用項目	60.8	17.6	78.4
加重平均關稅率	台灣 2015年1月1日時	0.0	6.6	1.6
	生效前 2015年1月1日時	1.3	6.3	2.5
	韓國 生效時 (第1年)	1.0	6.1	2.3
	生效時 (第3年)	0.9	5.5	2.0

（注）1・「佔對中出口額之比例」的「零關稅項目」、「非零關稅項目」的數據為2014年中國對台灣進口額中，在2015年1月1日時適用零關稅、非零關稅項目之比率。

2・「APTA」係指韓國、中國、印度、斯里蘭卡、曼谷、寮國間所簽署之「亞洲太平洋貿易協定」。「ECFA」係相當於兩岸FTA的「經濟合作架構協議」。「MFN」適用於WTO成員之最惠國待遇稅率。而韓國、日本、台灣均為WTO成員。

3・加重平均關稅率係無論本表「台灣」、「韓國」，依據2014年台灣項目別對中出口額為依據計算。

（資料）伊藤信悟・宮嶋貴之「再考：如何看待中韓FTA簽署後，對於日本、台灣之對中出口影響」（瑞穗綜合研究所『瑞穗Insight』2015年4月23日）

# ①中韓FTA短期內不會成為影響台灣出口的原因

○ 觀察台灣主要對中出口項目，中韓FTA簽署後，比較韓國產品不利之項目有限

【台灣產品中國進口關稅之適用狀況（中國・進口額、前20項目）】

順位	HS	項目名	中國對台灣的進口額 (百萬美金)	占有比率 (%)	中國的適用關稅率 (%)		中韓 FTA 降稅 項目	中韓 FTA生效後 下降稅率	
					對台灣	對韓國		生效時 (第1年)	生效後 第3年
1	85423100	IC (處理器・控制器)	31,396	20.7	0	0	0	0	0
2	85423900	IC(其 他)	19,184	12.6	0	0	0	0	0
3	85423200	IC (記憶體)	14,485	9.5	0	0	0	0	0
4	90138030	液晶 面板	13,242	8.7	5	5	10-A	5	5
5	85322410	陶瓷電容 (多層)	2,124	1.4	0	0	0	0	0
6	85340010	印刷電路 (5層以上)	1,830	1.2	0	0	0	0	0
7	29024300	對二甲苯	1,824	1.2	0	2	E	2	2
8	39033090	丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物 - ABS 多重反應物等	1,609	1.1	6.5	6	20	6.2	5.5
9	85177030	行動電話用零件	1,568	1.0	0	0	0	0	0
10	85414020	光電池	1,437	0.9	0	0	0	0	0
11	85423300	IC (增幅器)	1,420	0.9	0	0	0	0	0
12	85414010	發光二極體	1,402	0.9	0	0	0	0	0
13	85340090	印刷電路 (4層以下)	1,393	0.9	0	0	0	0	0
14	29053100	乙二醇	1,335	0.9	5.5	5.5	E	5.5	5.5
15	84733090	電腦用零件及附屬品	1,326	0.9	0	0	0	0	0
16	85419000	半導體元件、光電性半導體元件 發光二極體及壓電結晶粒子部份品	1,240	0.8	0	0	0	0	0
17	90139020	液晶 面板 部分品	1,129	0.7	8	8	15	7.5	6.4
18	90012000	偏光材料製薄膜及板	1,123	0.7	8	7.6	10	7.2	5.6
19	29012200	丙烯	1,018	0.7	0	2	10	1.8	1.4
20	85412900	三極管 (額定消費電力在 1 w以上)	951	0.6	0	0	0	0	0

(注) 1. 深色網狀部分為台灣產品對中國的適用關稅率為非零的項目、淺色網狀部分為：ECFA簽署後，台灣產品適用零關稅之項目、無網狀部分為：中國適用WTO成員零關稅項目。

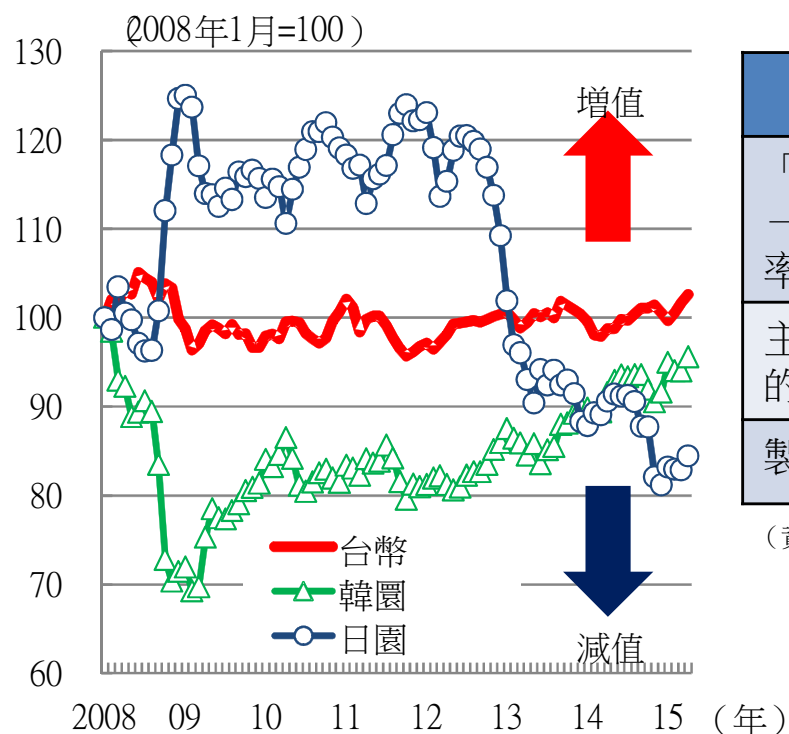
2. 「占有比率」為：該項目佔中國對台灣進口總額的比例（2014年）。、「中國適用關稅率」係指2015年1月1日時。

(資料) 伊藤信悟・宮嶋貴之「再考：如何思考中韓FTA對日本、台灣對中出口的影響」（瑞穗綜合研究所『瑞穗調查』2015年4月23日）

## ②台幣升值對於出口的影響

- 台幣實質匯率雖然緩慢增值，但相較於2008年1月為基準之日圓與韓圓，處於相對較高的狀態
- 透過地緣政治風險顯現造成能源價格上漲，政策性勞動力成本及用水量的調升等因素，來對比主要出口對象國的物價上漲，更為增加對出口的影響
- 如何提昇下滑趨勢的生產效率 也是恢復出口競爭力的課題

【實質匯率】



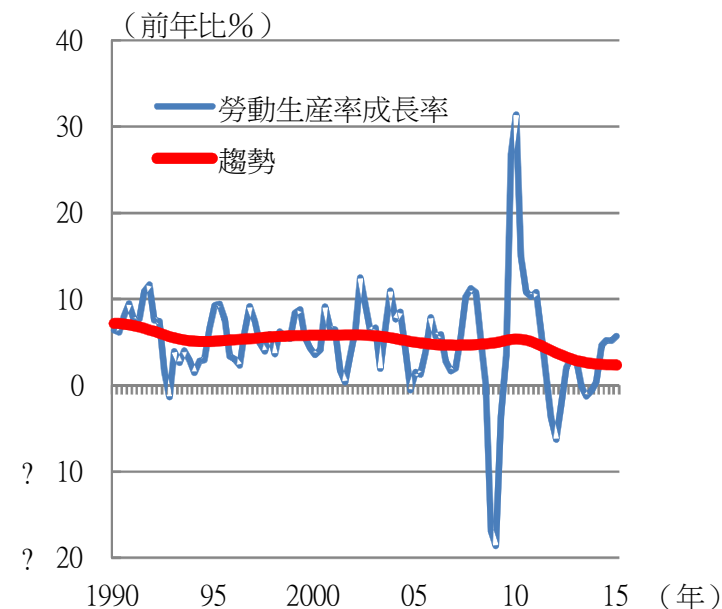
(資料) BIS、CEIC Data

【台灣的出口係數】

獨立變數	彈性值
「出口加重實質匯率」 —「進口加重實質匯率」	▲0.911
主要出口對象國・地區的工業生產指數	1.323
製造業勞働生產指數	1.020

(資料) 林依伶「影響我國商品出口變動之因素—考量匯率對進口中間財之影響」(『中央銀行季刊』第36卷第3期、2014年9月)

【勞働生產性指數】



(注) 趨勢來自HP filter。

(資料) 台灣行政院主計總處



### ③中國的迎頭趕上

- 整體而言，對中貿易特化別指數並非明顯惡化，但是紙漿・紙・木製品外、金屬、纖維製品方面之出口競爭力下降
- 再政府的大力支持下，中國IT產業積極增強能力
- 傳言蘋果增加了中國廠商的採購量（電池、天線、連接器電纜、音響零件等）

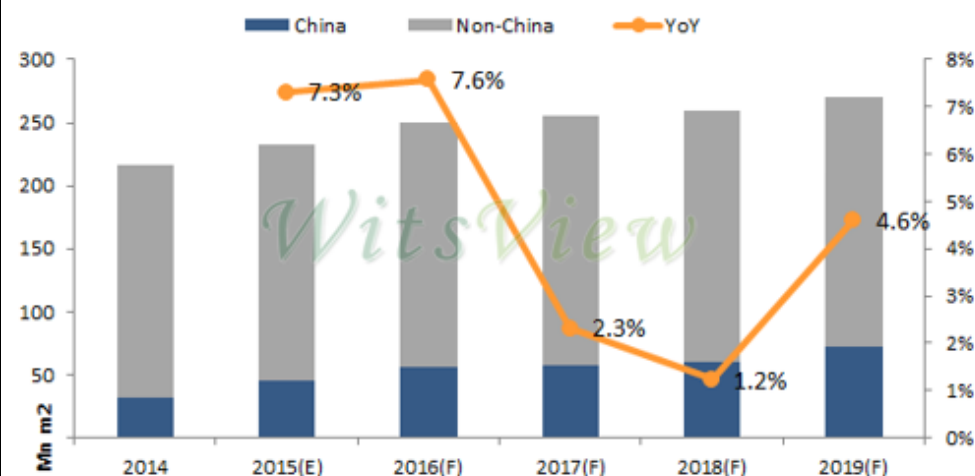
【台灣對中出口競爭力的變化】

產品	台灣對中貿易特化係數			佔台灣對中出口額之比率(%)
	2007年	2013年	差	2013年
電氣機械	0.29	0.24	▲ 0.04	28.6
化學製品(含塑膠產品)	0.67	0.59	▲ 0.08	25.1
精密機械	0.84	0.83	▲ 0.01	19.1
一般機械	0.17	0.15	▲ 0.02	10.7
鋼鐵・非鐵金屬・金屬及相關礦業	0.22	0.03	▲ 0.19	6.4
纖維製品	0.59	0.40	▲ 0.19	3.6
運輸機械	▲ 0.12	0.06	0.18	1.3
石油・煤炭製品及相關礦業	▲ 0.25	0.45	0.69	1.1
窯業・土石製品及相關礦業	▲ 0.37	▲ 0.17	0.20	1.0
紙漿・紙・木製品(含橡膠、皮、油)及相關農林水產業	▲ 0.00	▲ 0.23	▲ 0.23	1.0
家庭用電氣機器	▲ 0.39	▲ 0.46	▲ 0.07	0.8
食品及相關農林水產業	▲ 0.50	0.32	0.82	0.8
玩具・雜貨	▲ 0.49	▲ 0.42	0.06	0.6
合計	0.40	0.34	▲ 0.06	100.0

(注) 台灣的對中貿易特化指數 = 台灣對中貿易收支 ÷ 台灣對中貿易額。

(資料) RIETI-TID 2013

【中國大型液晶面板生產能力預測】



(注) 台灣的對中貿易特化指數 = 台灣對中貿易收支 ÷ 台灣對中貿易額。

(資料) WitsView, "Readying for TV Replacement Demand, Chinese Panel Makers

Expand Capacities, TrendForce Reports"

(<http://press.trendforce.com/press/20150512-1914.html>、2015年5月28日アクセス)

### 3・資本形成總額 (1)IT相關企業等設備投資計畫

- 預測2015年設備投資將緩步升高
  - ・ 主要因為晶圓代工、液晶面板、DRAM廠商將擴大投資規模—— 製造業投資的65%為IT相關（2014年）
- 2016年將因為暫緩引進尖端設備的影響，預估出現減緩

#### 【台灣主要IT廠商之資本支出計畫相關報道】

企業	2013年	2014年	2015年	出所
TSMC	96.88億USD	95.22億USD	105~110億USD	法人說明會資料（2015年4月16日）
UMC	11億USD	14億USD	18億USD	法人說明會資料（2015年4月29日）
ASE	6.68億USD	8.66億USD	8億USD以上	法人說明會資料（2015年4月30日）
SPIL	164.5億NTD	195.61億NTD	145億NTD	『中央社』2015年4月29日
力成科技	80億NTD	108億NTD	較為保守 (相較前年減少2-3成?)	『聯合晚報』2015年4月17日
Nanya	56.1億NTD	58億NTD	80.57億NTD	法人說明會資料（2015年4月28日）
Inotera	64億NTD	220億NTD	500億NTD	法人說明會資料（2015年4月28日）
Winbond	21億NTD	130億NTD	48億NTD	法人說明會資料（2015年4月30日）
AUO	250億NTD	213.62億NTD	約400億NTD	『蘋果日報』2015年5月4日
Innolux	183.7億NTD	205億NTD	約350億NTD	『蘋果日報』2015年5月6日
中華電信	363.8億NTD	326億NTD	307億NTD	『經濟日報』2015年2月17日

（資料）上述資料

## (2)設備利用率相關指標

○ 主要產業之生產水準大多處於旺季9成以上狀態

【 2015年4月之製造業生產指數與旺季的數據比較 】

業別	生產旺季	15年4月	業別	生產旺季	15年4月
	時期	旺季時=100		時期	旺季時=100
製造業	15年3月	95.0	非金屬礦物製品	05年1月	79.9
金屬製品	14年12月	96.0	塑膠製品	05年3月	79.6
化學製品	11年3月	96.0	家具	05年1月	76.7
化學原料	10年5月	95.4	電機	06年3月	74.3
橡膠製品	11年3月	94.6	纖維	05年3月	74.0
電子零件	14年9月	94.1	飲料	10年12月	73.4
其他	14年12月	93.3	石油・煤炭製品	06年5月	70.6
其他運輸機器	08年4月	91.0	汽車・同零件	05年3月	70.5
基本金屬	11年3月	89.1	電腦・電子・光學製品	11年8月	69.0
機械設備	10年12月	87.1	印刷	05年10月	68.6
醫藥品	09年12月	87.0	菸草	10年12月	67.5
機械修繕	14年12月	85.1	木竹製品	05年4月	64.1
食品	11年1月	82.4	皮革・毛皮・同製品	05年3月	35.7
紙漿・紙・紙製品	05年3月	81.2	服飾・其附屬品	05年3月	33.5

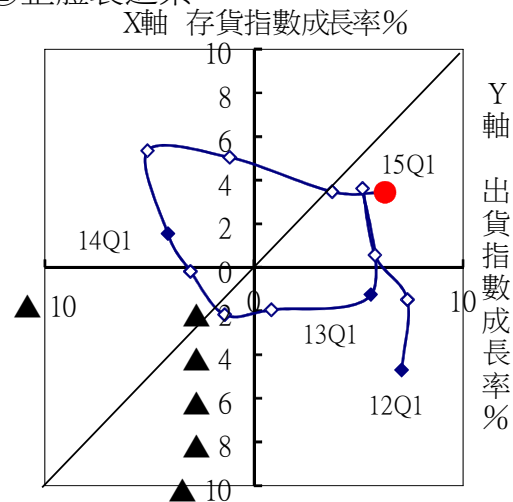
(資料) 台灣經濟部統計處

### (3)庫存循環

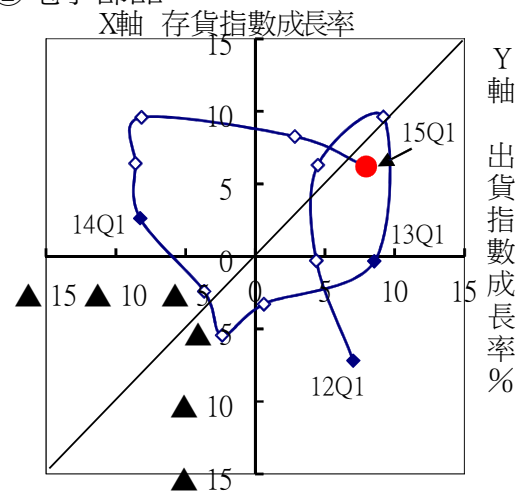
○ 已進入必須留意之庫存增加的局面，有可能成為影響生產的向下壓力。當然各業別情況不一。

【 庫存循環圖 】

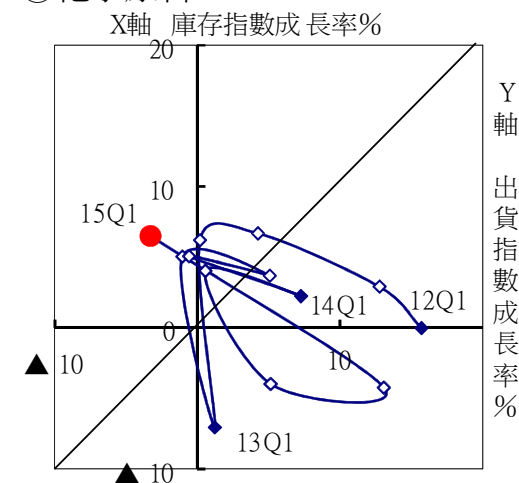
①整體製造業



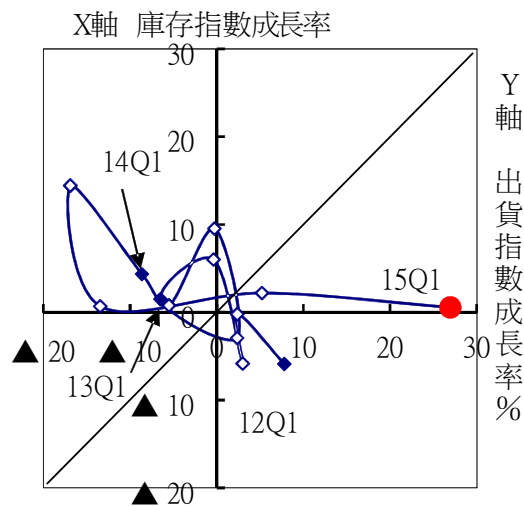
②電子部品



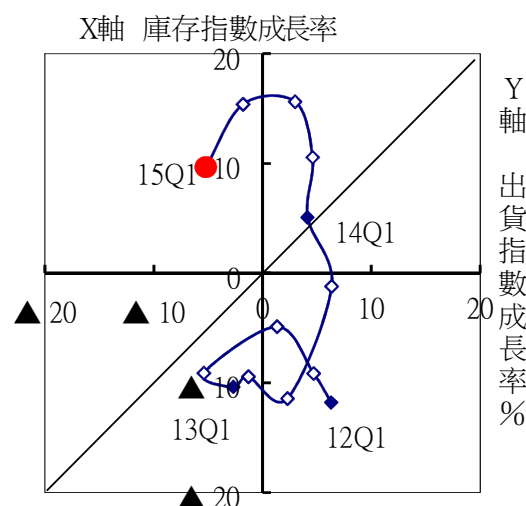
③化學原料



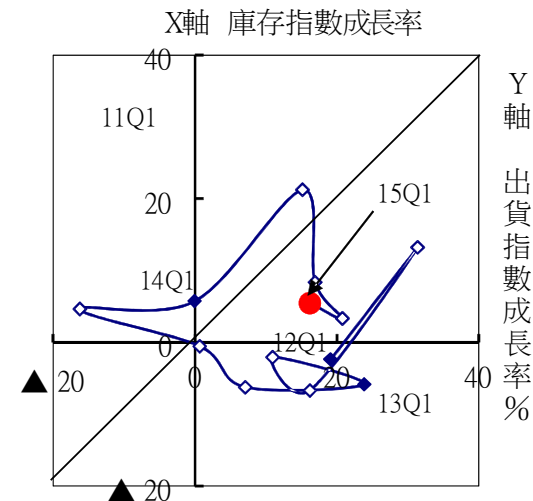
④基本金屬



⑤機械



⑥自動車・及其零組件

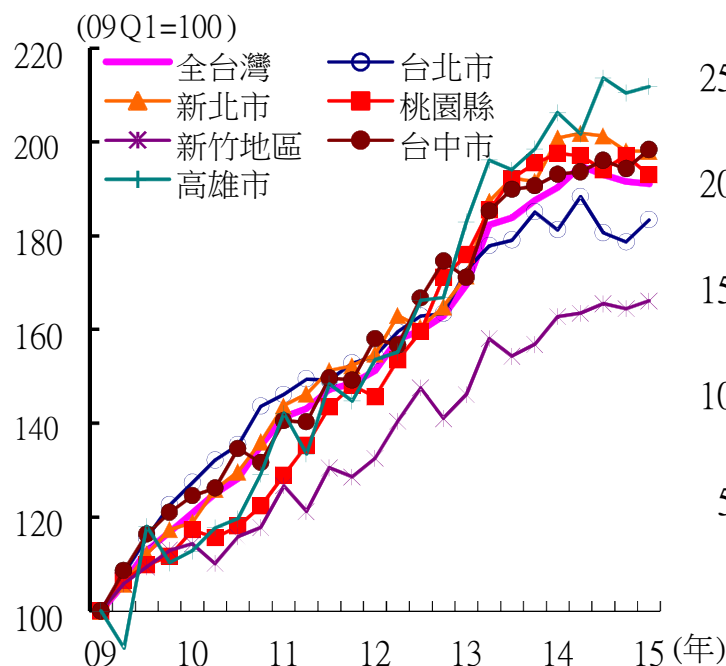


(注) 年增率。(資料)台灣經濟部統計處

## (4)民間建設投資 ①預估持續減緩

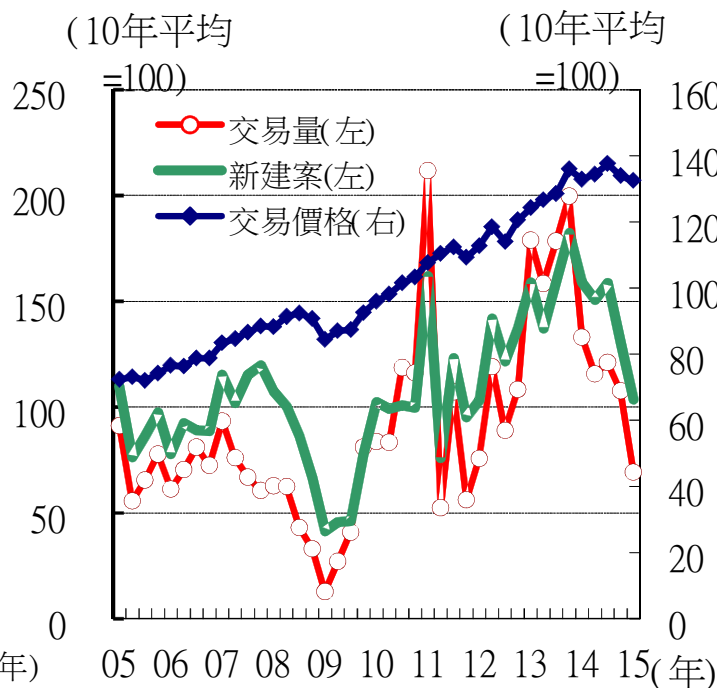
- 民間建設投資持續減緩之可能性高
- 住宅銷售價格觸頂。新推案量縮小
- 如此氛圍之下，形成期待房價下跌之狀況

### 【信義住宅價格指數】



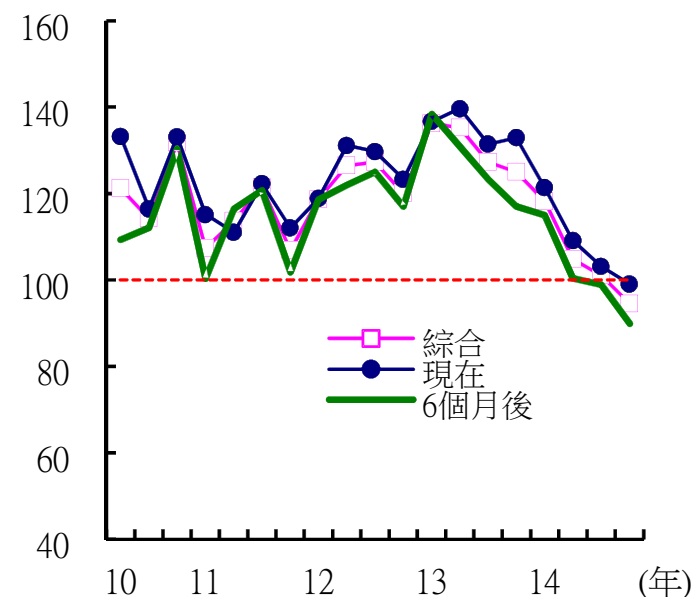
(資料) 信義房屋

### 【國泰住宅指數】



(注) 季節調整值 (瑞穗綜合研究推估)。  
(資料) 信義建設

### 【住宅市場信心指數】

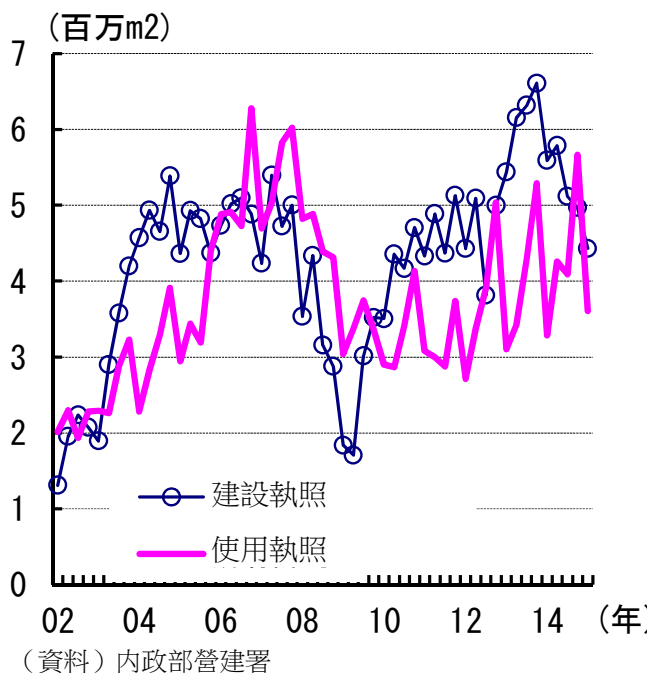


(資料) 內政部營建署

## ②住宅市況是否會出現大崩盤風險？

- 預估委賣物件量不少
- 住宅投資獲利率相較其他國家低。雖然利率飆高風險不大，但應留意利率走向

【住宅建設・使用執照面積】



【住宅價格租金比率的國際比較】

國家・地區	價格租金比率(倍)		稅前獲利率(%)	
	中心地	郊外	中心地	郊外
台灣	71.4	55.5	1.4	1.8
香港	37.5	36.1	2.7	2.8
中國	35.9	33.3	2.8	3.0
菲律賓	32.3	37.7	3.1	2.7
印度	30.3	25.6	3.3	3.9
韓國	30.0	26.6	3.3	3.8
新加坡	29.2	25.7	3.4	3.9
日本	27.9	30.1	3.6	3.3
泰國	25.5	31.1	3.9	3.2
英國	24.3	21.8	4.1	4.6
馬來西亞	21.8	23.6	4.6	4.2
越南	19.3	13.1	5.2	7.6
印尼	16.0	17.4	6.2	5.7
緬甸	11.8	33.9	8.5	3.0
柬埔寨	9.3	12.7	10.8	7.9
美國	9.0	7.7	11.2	12.9

(資料) Numbeo([http://www.numbeo.com/property-investment/rankings\\_by\\_country.jsp?title=2015](http://www.numbeo.com/property-investment/rankings_by_country.jsp?title=2015)、2015年5月15日查詢)

【台灣長期利率】  
(國債10年期)

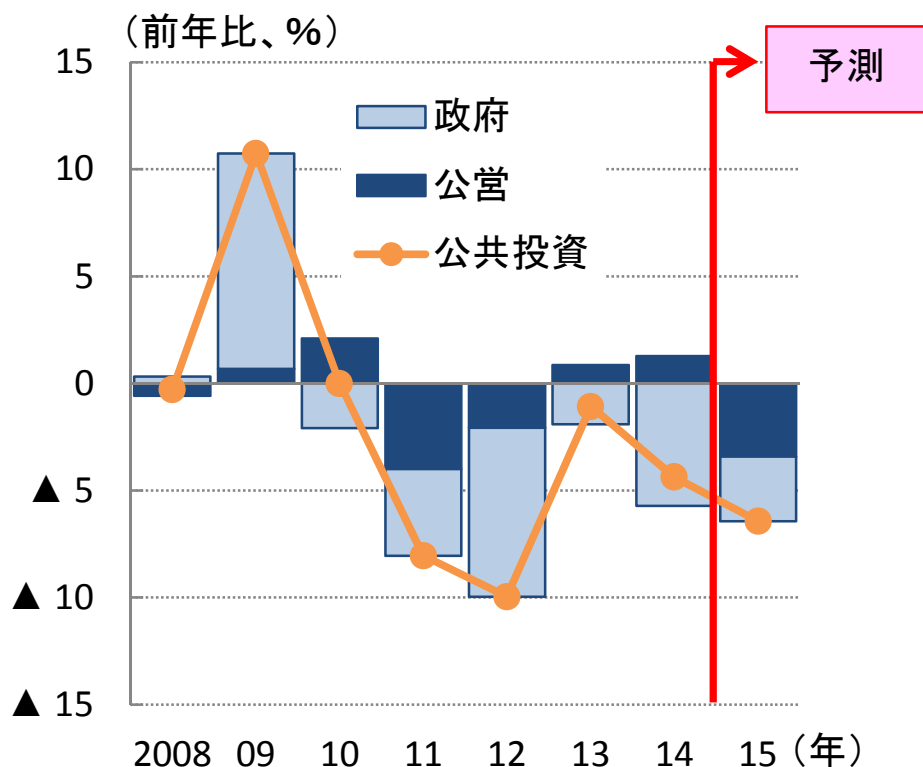


## (5)依然無法期待藉由公共投資支撐景氣

○ 預估2015年之公共投資成長率負成長幅度擴大

- 2014年實績為年增率▲4.4%，2015年預估為同▲6.4%
- 目前，雖然中央政府債務餘額對GDP比率出現下降，但由於社會保險財源不足等問題，財政餘力有限

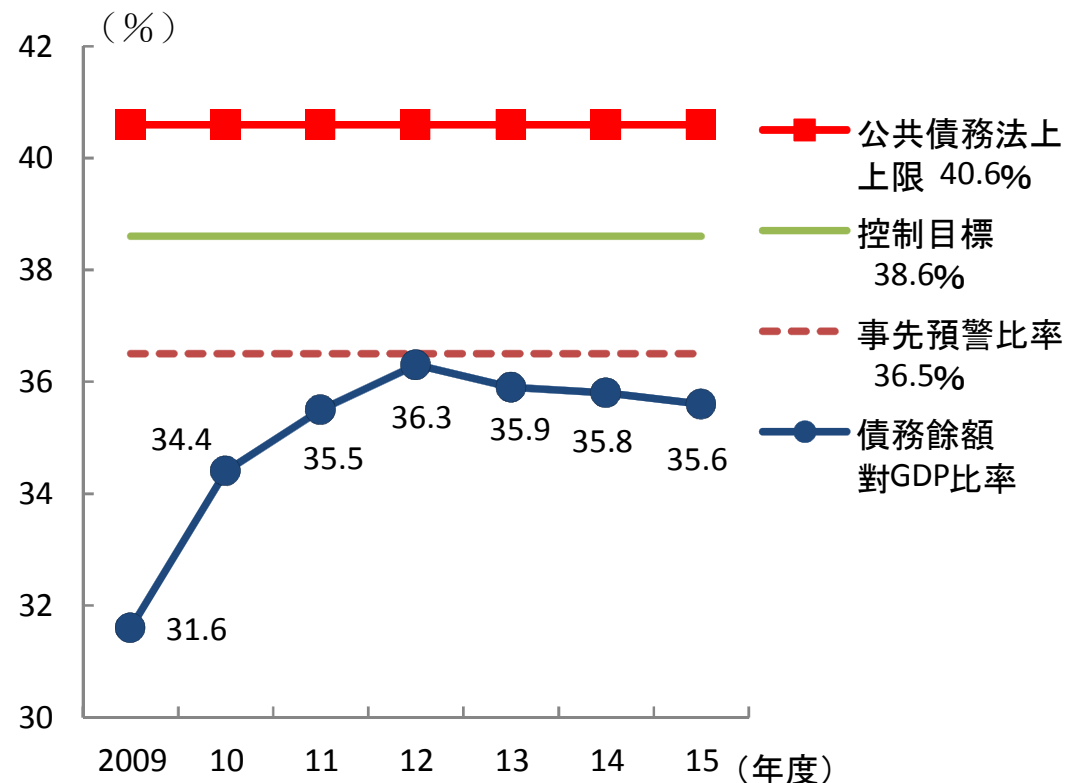
【公共投資的實質成長率】



(注) 貢獻度及2014年、2015年公共投資整體成長率由台灣行政院主計總處之國營企業、政府部門投資相關預估值進行推估。

(資料) 台灣行政院主計總處

【中央政府債務餘額對GDP比率】



(注) 債務餘額對GDP比率為：相較於前3年平均GDP之當年度債務餘額比率。

(資料) 財政部「中央政府債務說明」2015年5月18日

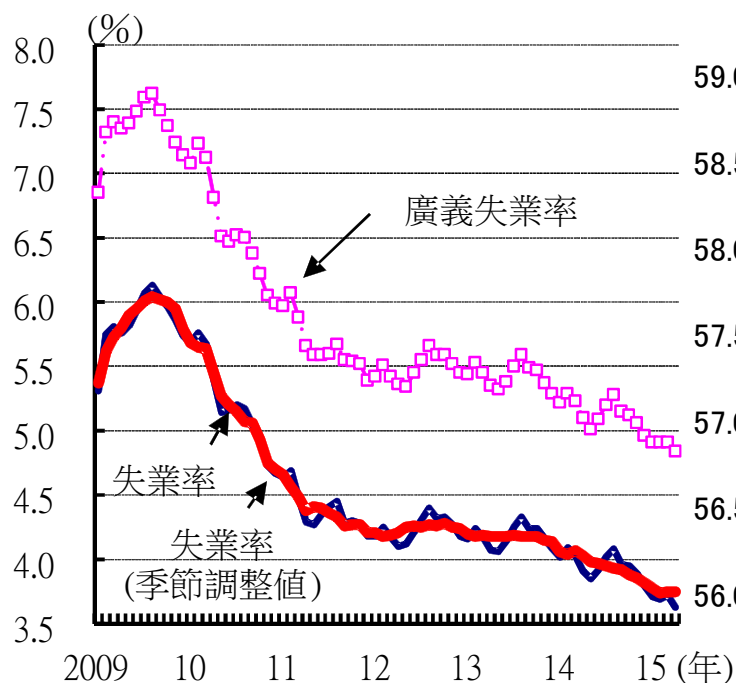


## 4・民間消費 (1)勞動供需更加吃緊

### ○ 勞動需求愈加吃緊的狀況

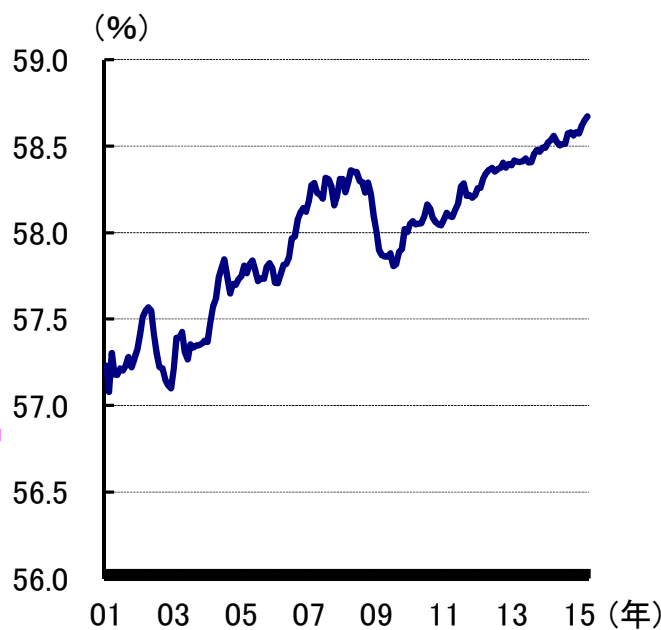
- ・ 失業率於2015年4月下降至3.7%，勞動力參與率上升至58.7%（均為季節調整值）
- ・ 原因在於生產年齡人口出現停滯現象

【 失業率 】



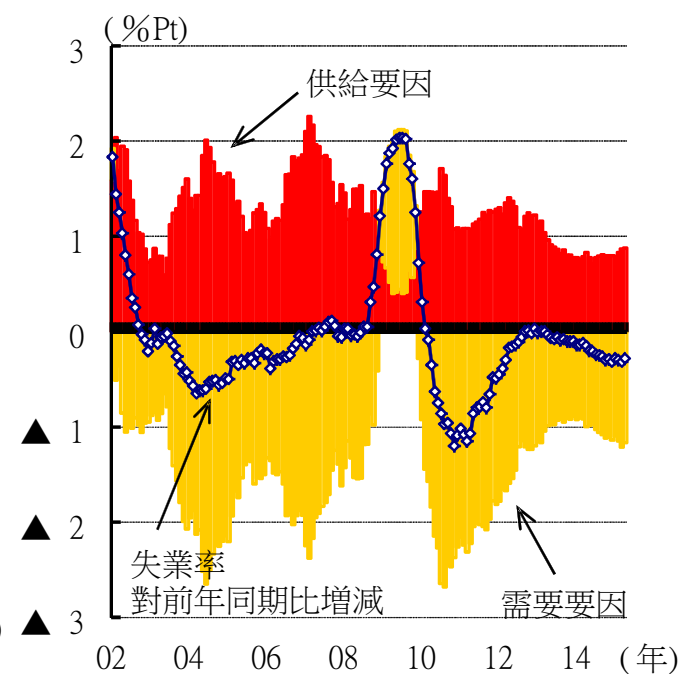
(注) 廣義失業率涵蓋想工作而未找工作者。  
(資料) 台灣行政院主計處

【 勞動力參與率 (季節調整值) 】



(資料) 台灣行政院主計處

【 失業率的變動因素 】



(注) 季節調整值。  
(資料) 台灣行政院主計處



## (2)目前加薪幅度處於高水準

- 目前之薪資年增率+5%，創下記錄
  - 不僅名目薪資高成長，物價下跌亦有助於所得提昇
    - 能源價格下跌，食品價格上漲停滯成為物價下跌的主因
- 因此，消費者信心也改善
  - 國立中央大學台灣經濟發展研究中心的消費者信心指數創下過去最高的記錄（2015年4月）

### 【薪資上昇率】

(單位：前年比 %)

年		名目薪資上昇率						實質薪資上昇率					
		平均薪資			固定薪資			平均薪資			固定薪資		
		整體	工業	服務	整體	工業	服務	整體	工業	服務	整體	工業	服務
12	Q1	▲ 1.6	▲ 0.5	▲ 2.4	1.7	1.6	1.8	▲ 2.9	▲ 1.8	▲ 3.7	0.5	0.3	0.5
	Q2	1.2	0.7	1.4	1.8	1.5	2.0	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	0.3
	Q3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.6	0.9	0.9	0.8	▲ 3.4	▲ 3.1	▲ 3.6	▲ 2.1	▲ 2.1	▲ 2.1
	Q4	1.9	2.5	1.4	0.6	1.1	0.2	0.0	0.6	▲ 0.4	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 1.6
13	Q1	▲ 1.7	▲ 2.4	▲ 1.2	0.8	1.1	0.5	▲ 3.5	▲ 4.2	▲ 3.0	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 1.3
	Q2	0.7	1.1	0.3	0.7	1.1	0.3	▲ 0.1	0.3	▲ 0.5	▲ 0.1	0.4	▲ 0.5
	Q3	0.9	0.6	1.1	1.3	1.4	1.2	0.9	0.5	1.1	1.2	1.3	1.1
	Q4	1.3	2.1	0.8	1.3	1.1	1.4	0.8	1.6	0.2	0.7	0.6	0.8
14	Q1	5.5	2.5	7.7	1.3	1.1	1.4	4.7	1.7	6.9	0.5	0.3	0.6
	Q2	2.3	2.1	2.4	1.6	1.2	1.9	0.7	0.5	0.8	▲ 0.0	▲ 0.4	0.2
	Q3	5.0	6.6	3.7	2.2	1.6	2.5	3.5	5.1	2.2	0.6	0.1	1.0
	Q4	1.1	0.7	1.3	2.2	1.5	2.7	0.2	▲ 0.1	0.5	1.3	0.6	1.8
15	Q1	5.2	6.9	3.9	1.6	1.1	1.9	5.7	7.5	4.5	2.2	1.7	2.5

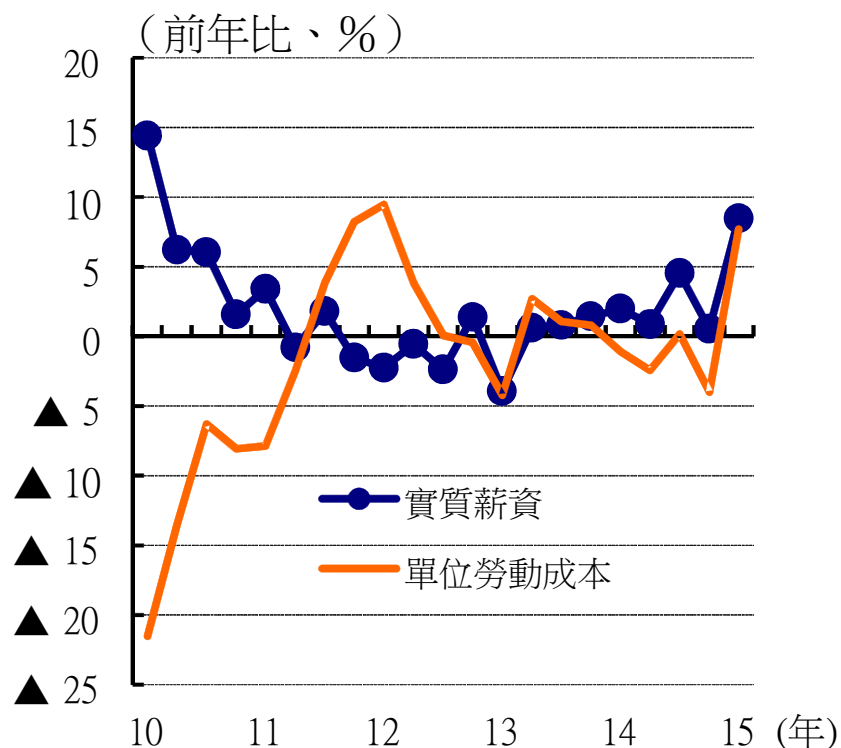
(資料) 台灣行政院主計總處

### (3)難以期待民間消費加速增加 ～圍繞民間消費的風險所在～

○ 但難以期待民間消費能更進一步增加

- ・ 雖然勞動力供應吃緊的因素存在，預計出口趨緩，對於勞動力的需求將慢慢減少  
—— 目前單位勞動成本增加幅度較高。容易朝向抑制勞動成本的局面
- ・ 提高最低薪資（2015年7月～）、縮短法定勞動時間（2016年～）等也是增加勞動成本的因素。應關注其所帶來之影響。此外，食品安全問題也成為民間消費的風險

【 單位勞動成本 】



(注) 製造業的數值。

(資料) 台灣行政院主計總處

【 最低薪資 】

(單位 :新台幣 %)

調高實施日	月薪		日薪	
	金額	成長率	金額	成長率
2007 年7月1日	17,280	9.1	95	43.9
2011 年1月1日	17,880	3.5	98	3.2
2012 年1月1日	18,780	5.0	103	5.1
2013 年1月1日	—	—	109	5.8
2013 年4月1日	19,047	1.4	—	—
2014 年1月1日	—	—	115	5.5
2014 年7月1日	19,273	1.2	—	—
2015 年7月1日	20,008	3.8	120	4.3

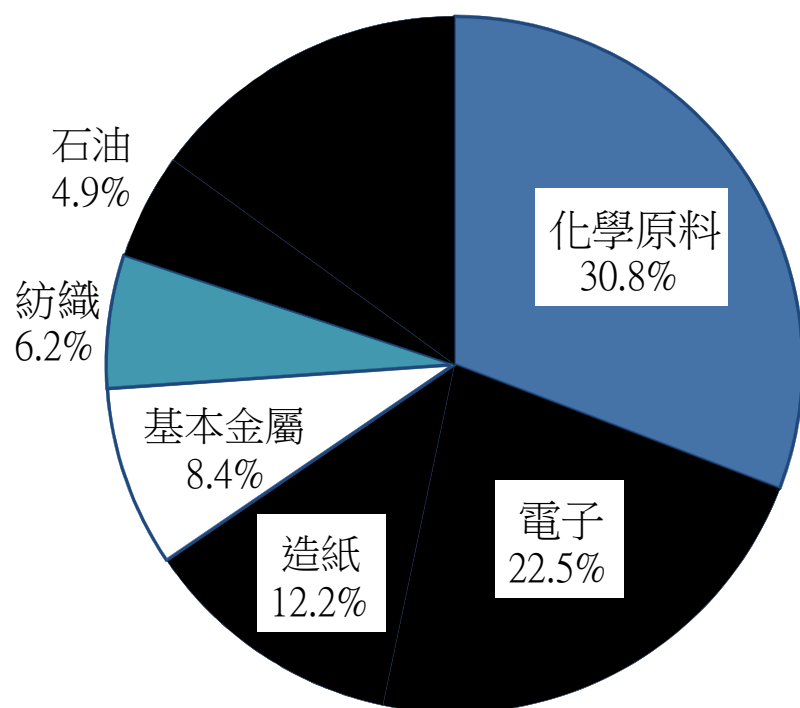
(資料) 台灣勞動部

## IV ・ 其他風險

# 1 · 成本增加因素

- 除了上述勞動成本上昇壓力，水資源相關成本也將上昇
  - ・ 不僅已經開徵水污染防治費（2015年5月～）、可能於2016年起徵收「耗水費」  
—— 「耗水費」針對一日水使用量超過1,000m<sup>3</sup>之大用戶，徵收水費之10～30%
- 預計於2019年以後實施長期照護保險，有一方案雇主負擔6成保險費

【工業用水使用量之業別比率】



（資料）台灣經濟部「耗水費是…？」

【「耗水費」的計算方法】



（注）「度」為m<sup>3</sup>。以自來水、地下水、其他水源的合計使用量為基準。

（資料）台灣經濟部「耗水費是…？」

## 2・台灣總統大選及兩岸關係的發展

○ 2016年1月16日將進行總統大選及立法委員選舉

- ・ 民進黨的課題：如何定位「92年共識」
- ・ 國民黨的課題：如何因應兩岸經濟交流後所產生的社會・政治上摩擦
- ・ 均影響到服務貿易協定、貨品貿易協定、租稅協定、與其他國家・地區簽署FTA的進度

### 【總統候選人的支持率】

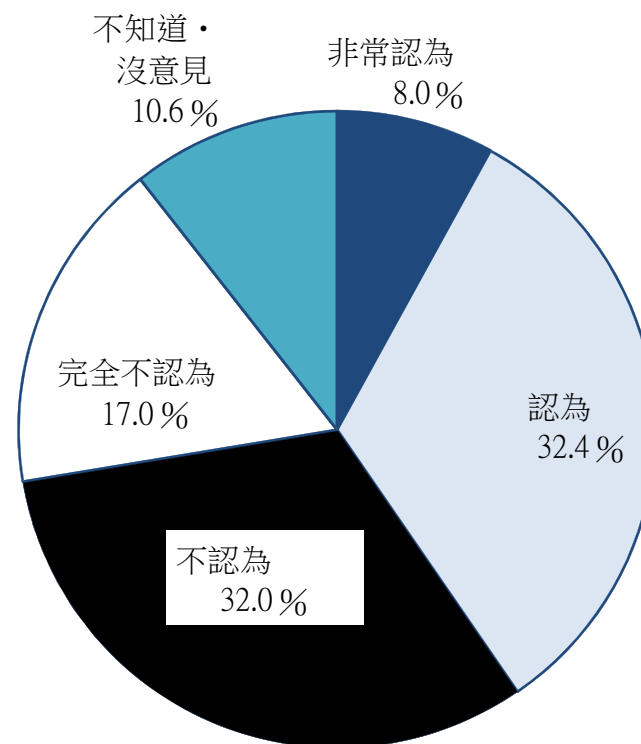
(%、%Pt)

民進黨		國民黨		無黨派		民進黨和國民黨之差距
蔡英文	39	朱立倫	30	施明德	3	9
蔡英文	36	王金平	29	施明德	3	7
蔡英文	46	洪秀柱	17	施明德	6	29
蔡英文	47	吳敦義	15	施明德	5	32
蔡英文	46	楊志良	14	施明德	5	32

(注) 問題為：「如果明天是總統大選投票日，您投票給哪位候選人之機率較高」。調查時間為2015年5月20～21日。TVBS民意調查中心實施的問卷調查。

(資料) 新唐人 (<http://www.ntdtv.com/xtr/b5/2015/05/22/a1198622.html>、2015年5月28日查詢)

### 【近年兩岸關係改善後，您認為台灣整體安全有無獲得保障？】



(注) 調查時間為2015年5月2～3日。

(資料) 台灣行政院大陸委員會「民眾對政府大陸政策及兩岸關係之看法」即時民調問卷各題百分比配布表」2015年5月9日

本資料僅為提供資訊而製作，非供招攬特定交易之用。本資料所根據之資訊，雖經判斷為可得信賴之資訊，惟不擔保其正確性與確實性。使用本資料之際，惠請客戶自行判斷。