

2015 年度までの内外経済見通し

～日本経済の回復ペースは加速に転じる～

<要旨>

2014 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率(1次速報値)は前期比年率+2.2%と3四半期ぶりのプラス成長となり、緩やかながら景気が回復に向かっていることが確認された。

2015 年度は、賃金の増加や物価の下落に伴う、家計の購買力改善により個人消費が回復し、原油安や円安の追い風を受けて設備投資も増加すると考えられる。また、足元で好調な外需についても、原油の純輸入国になるアジア新興国の経済持ち直しによって、輸出の更なる増加が期待できる。

現在のように、先進国各国が大規模な量的金融緩和を行う環境下では、金融市場急変のリスクがあるものの、原油安の恩恵を受けた内外需の拡大によって、2014 年 10-12 月期にみられた緩やかな景気回復の動きは、この先加速に転じるだろう。

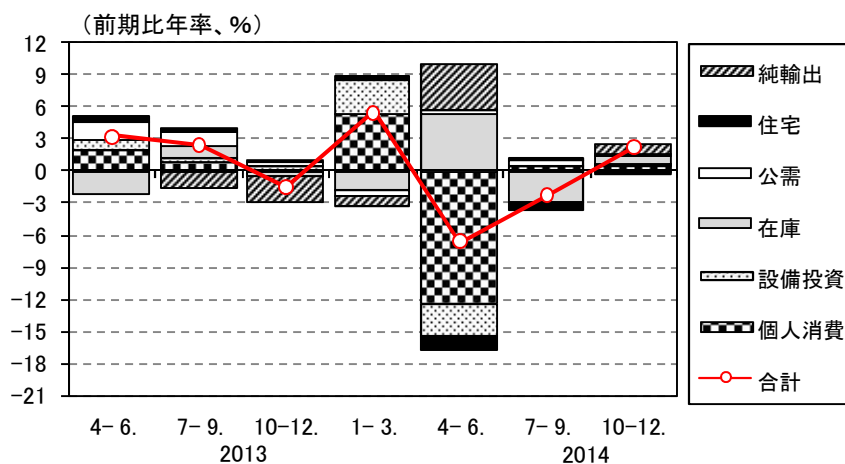
1. 2014 年 10-12 月期実質 GDP 成長率

2014 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率(1次速報値)は前期比年率+2.2%と3四半期ぶりのプラス成長となり、景気が回復に向かっていることが確認された(図表1)。もっとも、成長ペースは市場予想の同 3.8%を下回るやや物足りない結果である上に、在庫の増加がプラス寄与しており内容も今一つである。

成長ペースが緩慢な理由の1つは、個人消費が前期比+0.3%、住宅投資が同▲1.2%と家計部門に消費税引き上げの影響が残っていることである。また、円安や原油安による企業収益回復に伴う押し上げが期待された設備投資が同+0.1%とほぼ横ばいにとどまった。

内需の回復ペースが緩慢な一方で、外需は輸出が同+2.7%と伸びを高めたため、外需寄与度は3四半期連続でプラスとなった。

図表1 実質 GDP 成長率

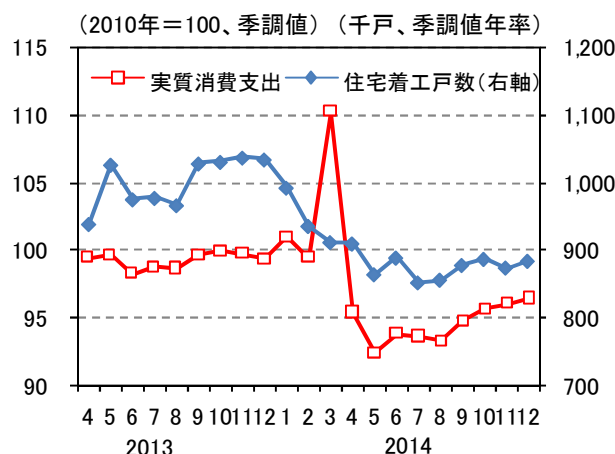


2. 主な GDP 項目の見通し

(1) 家計部門

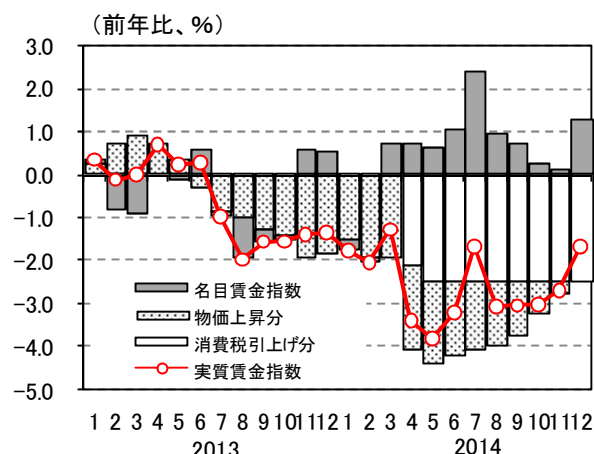
10-12 月期の個人消費は前期比+0.3%にとどまったが、家計調査によると、実質消費支出は緩やかながら増加が続いている(図表2)。2014 年後半以降の消費増加の要因としては、名目賃金の増加や、原油安を主因とした物価の下落による購買力の回復が考えられよう(図表3)。

図表2 実質消費支出と住宅着工戸数



(資料)総務省「家計調査」、国土交通省「建築着工統計」

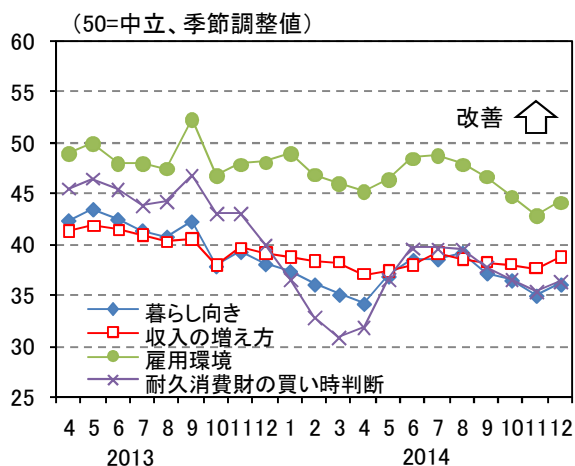
図表3 実質賃金内訳



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

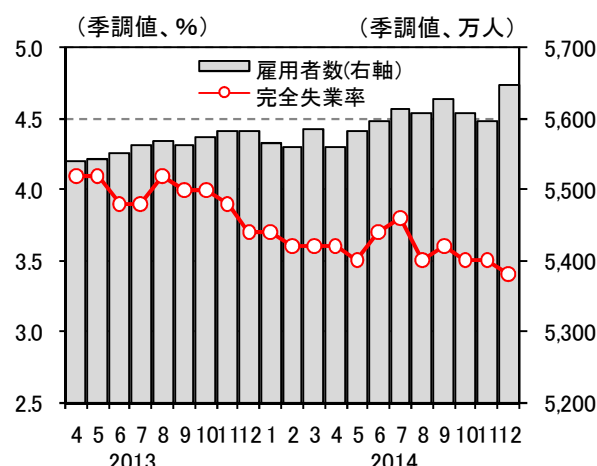
2014 年夏場以降に実質賃金の減少幅が縮小する一方で、消費者マインドは悪化し続けていたが、12 月は改善に転じた(図表4)。改善ペースに停滞感があつた雇用環境は 12 月の指標をみると踊り場を抜け出たと思われ(図表5)、この先雇用の改善とそれに伴う賃金の増加によって、消費者マインドの改善が進み、消費は回復に向かうと考えられる。

図表4 消費者態度指数の意識指標



(資料)内閣府「消費動向調査」

図表5 失業率と雇用者数

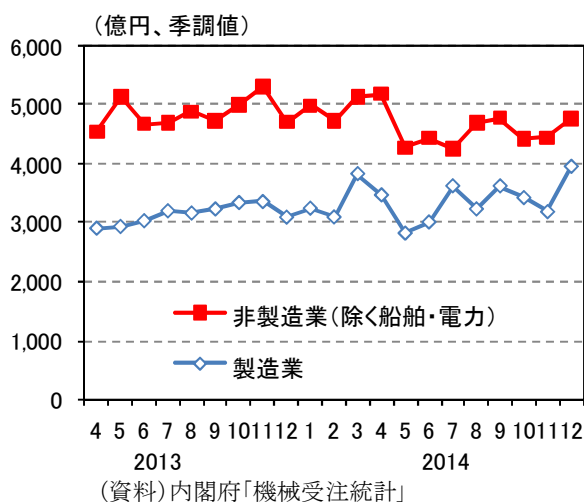


(資料)総務省「労働力調査」

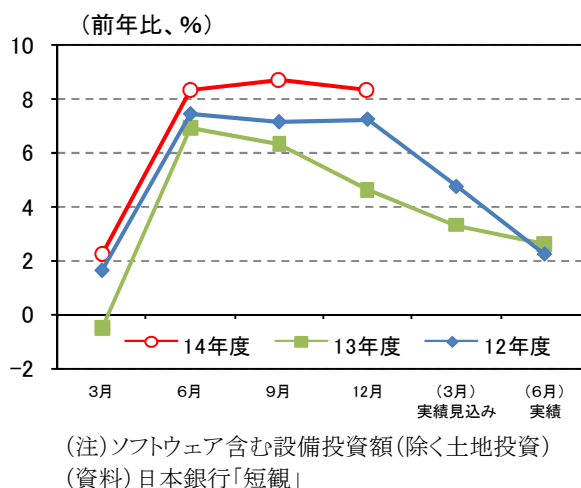
(2) 企業部門

設備投資の先行指標である機械受注は、2014 年 10-12 月期で均してみると、7-9 月期と比較して横ばい圏内にとどまっている(図表6)。日銀短観の設備投資計画と比べて、これまでの設備投資額や機械受注は弱い結果となっており(図表7)、消費税率引き上げによる個人消費の落ち込みによって設備投資をためらった可能性が考えられる。

図表6 機械受注



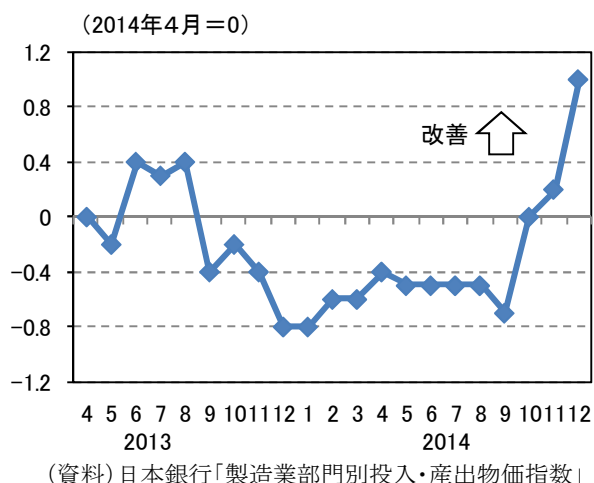
図表7 設備投資計画



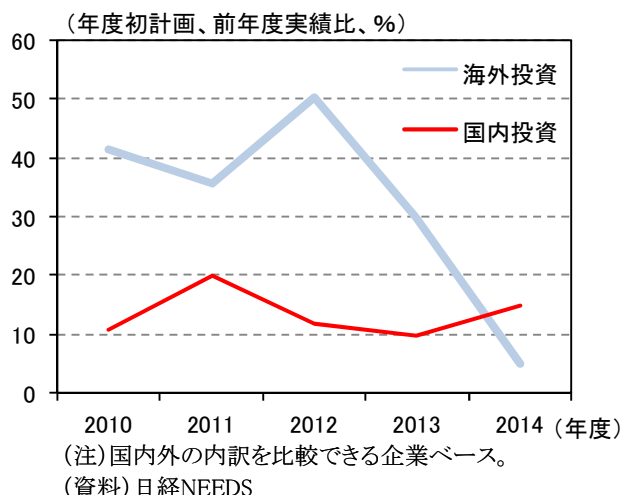
もっとも、家計部門の回復に加えて、原油安や円安を受けて、この先設備投資は増加しよう。

2014 年後半から急速に進んだ原油安は、原料等の価格低下を通じてマクロでみた企業収益を押し上げる(図表8)。また、2012 年後半に為替が円安に動き始めて2年が経過したが、ここに来て生産拠点の国内回帰の動きが出始めていることも、設備投資にポジティブな材料である(図表9)。

図表8 製造業交易条件(産出物価-投入物価)の変化



図表9 設備投資計画

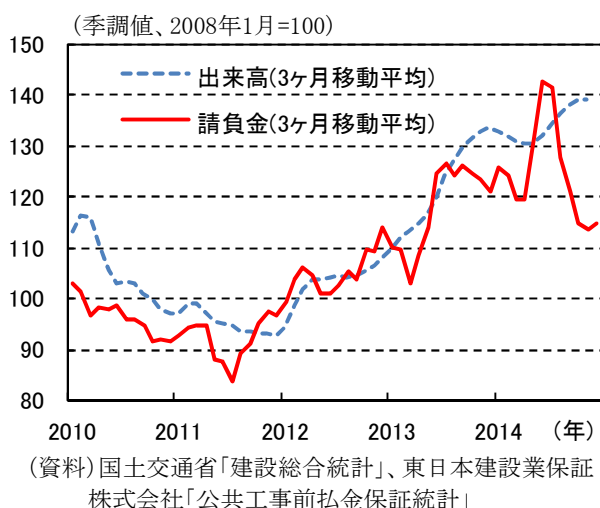


(3) 政府部門

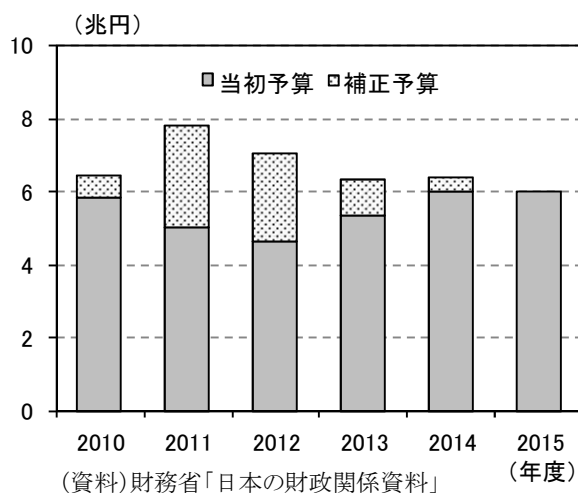
景気が減速した 2014 年4月以降に成長率を下支えした公共投資は、今後減少する見通しである。まず、公共投資の先行指標である工事請負金額は急減しており、目先減少に向かうと判断で

きる(図表 10)。また、2015 年度の公共工事関係費をみると、当初予算額は前年と同額であるが、2014 年末に成立し、2015 年以降に GDP に貢献する補正予算額は減少しているため、公共投資によるこれまで景気を下支えしていた力は減衰しよう(図表 11)。

図表 10 公共工事請負金額と出来高



図表 11 公共事業関係費



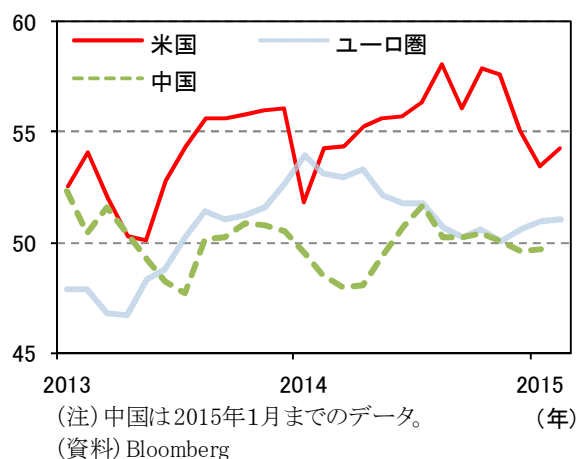
(4) 海外経済と外需環境

2014 年の海外経済を振り返ってみると、ユーロ圏や中国が低調な中で、米国経済一人勝ちの状況であった(図表 12)。

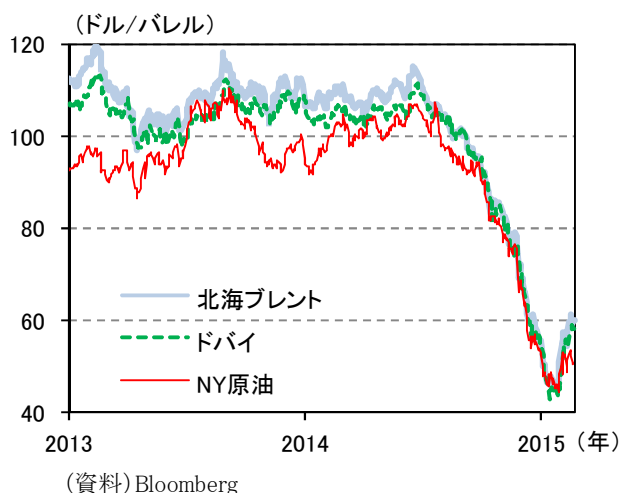
ただし、2014 年後半から進んだ原油価格の急落が、この先ユーロ圏、アジア圏の原油純輸入国に対して、輸入物価の下落による家計の購買力増加を通して、経済成長を後押ししよう。一方、米国に対しては、家計の購買力増加の効果は期待できるものの、エネルギー関連の設備投資を抑える動きが、プラスの効果を一部相殺しよう。

原油価格は、2月に入り持ち直しの動きがみられる(図表 13)。この先の原油価格は、米国のリグ(掘削設備)稼働数の減少等による供給量の低下と、価格下落や世界経済の持ち直しによる需要の増加によって、上昇基調で推移すると考えられる。もっとも、原油輸出国機構(OPEC)が減産を見送る姿勢を取り続ける限り上値は抑えられ、下落前の水準までは戻りにくいだろう。

図表 12 製造業購買担当者景気指数



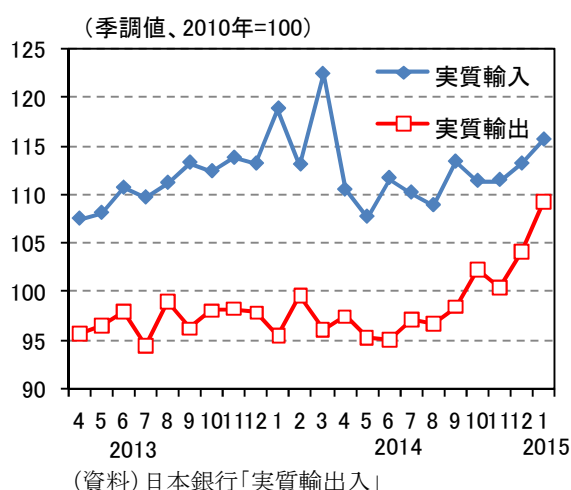
図表 13 原油価格



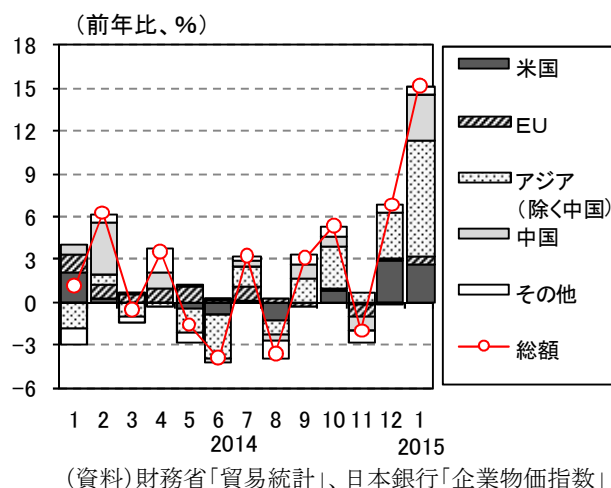
日本の実質輸出は、2014 年夏頃まで横ばいで推移していたが、2014 年後半から大きく増加し始めた(図表 14)。一方実質輸入は、駆け込み需要の影響で急増した前年と比べると低い水準であるものの、内需の持ち直しを背景に緩やかに増加している。

足元の実質輸出の地域別寄与度をみると、景気が堅調な米国向けもさることながら、アジア向けのプラス寄与度が最も大きい(図表 15)。

図表 14 実質輸出入

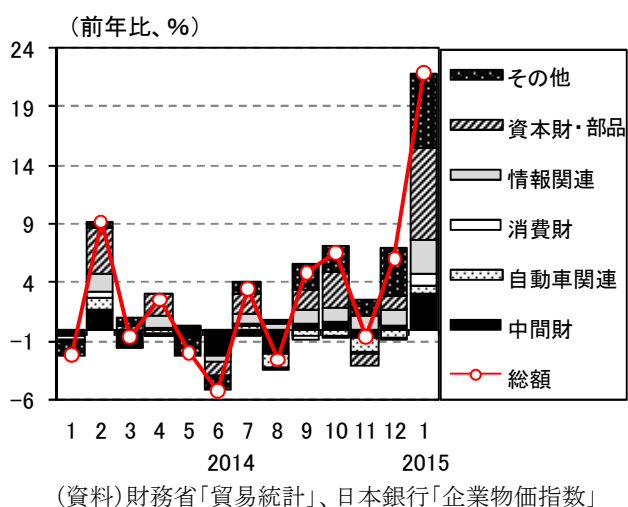


図表 15 実質輸出の地域別寄与度



アジア向け実質輸出を財別にみると、資本財・部品や情報関連のプラス寄与が大きい(図表 16)。米国経済回復による間接的な輸出誘発効果や、新型スマートフォン発売による影響が考えられる。新型スマートフォン発売の影響は一時的なものになるが、アジア新興国は、主に原油の純輸入国になるため、原油安がアジア新興国の経済成長に繋がり、日本からの輸出増が継続することが期待できる(図表 17)。

図表 16 アジア向け実質輸出の財別寄与度



図表 17 アジア新興国の石油輸出入金額

(億ドル)

	輸出	輸入	収支
中国	321	2,977	-2,656
インド	691	1,574	-883
シンガポール	822	1,173	-351
タイ	140	433	-293
インドネシア	148	434	-286
フィリピン	19	119	-100
ベトナム	129	145	-16
マレーシア	303	297	6

(注) 石油製品を含む。

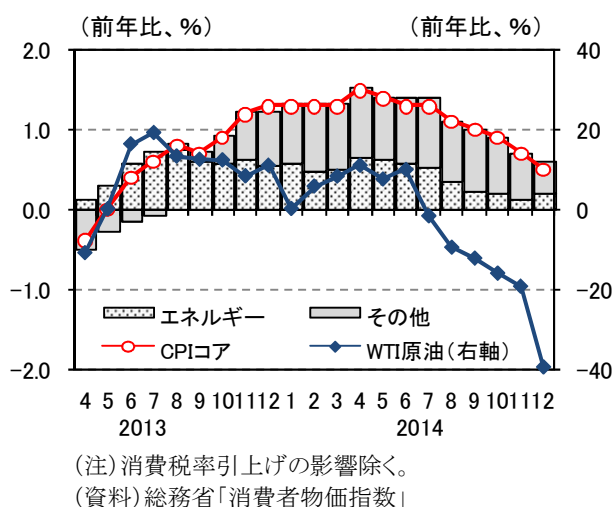
(資料) UNCTAD

3. 消費者物価の見通し

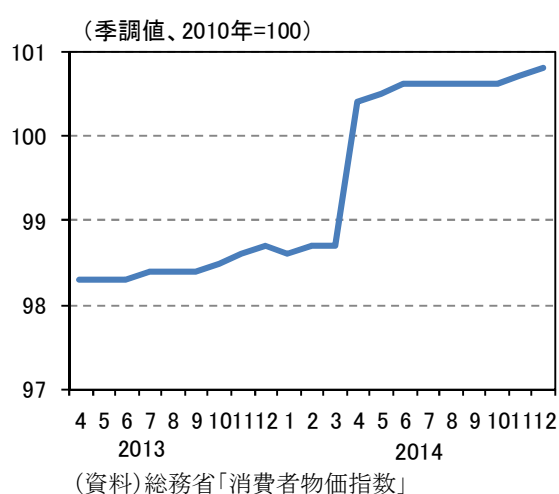
足元で、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、CPI コア)の上昇率は縮小傾向で推移している(図表 18)。2014 年末から円安と原油価格の下落が進んだが、物価に与える影響は変動幅がより大きかった原油価格の下落が勝り、CPI コアは 2015 年度前半に伸び率がゼロ近傍まで低下するだろう。

ただし、為替や原油価格の影響を受けにくい「食料及びエネルギーを除く総合」の季節調整済指数の水準をみると、需給ギャップの改善を背景に横ばいないしは緩やかな上昇基調で推移している(図表 19)。そのため、原油安による影響が一巡する 2015 年度後半からは、CPI コアは上昇に転じると考えられる。

図表 18 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)と原油価格

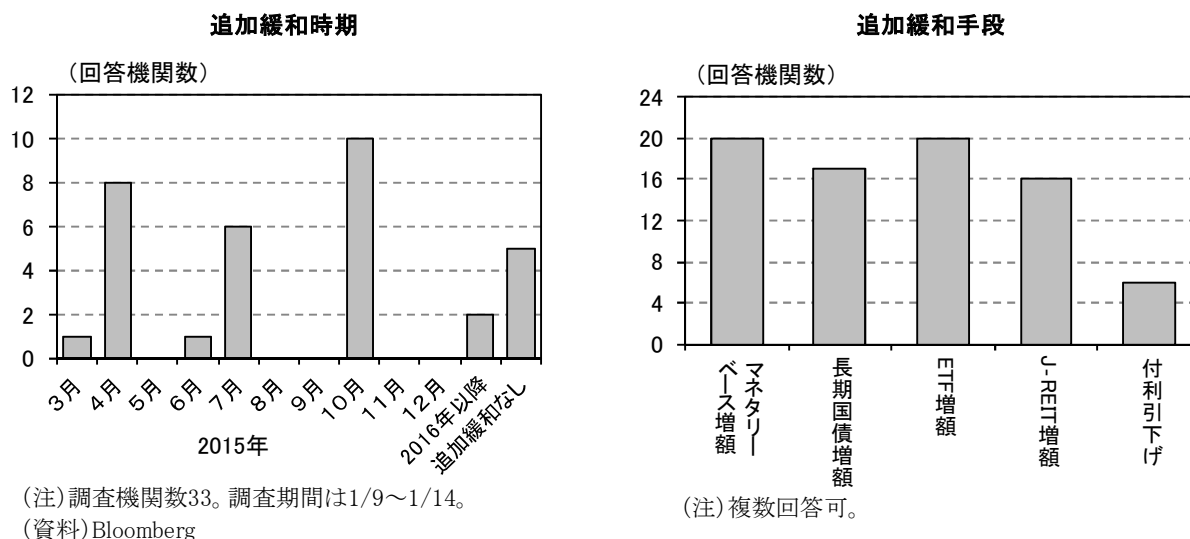


図表 19 消費者物価指数(食料及びエネルギーを除く総合)



もともと、「物価目標達成が遠のいても日銀は動かない」と市場が受け止めれば、予想インフレ率の低下のみならず、大幅な株安・円高を招きかねないため、CPI コアの上昇率がゼロ近傍まで低下するとみられる 2015 年度前半から中盤に、日銀は追加緩和の決定を迫られよう(図表 20)。追加緩和の手段としては、通貨供給量(マネタリーベース)の増額に加えて、購入国債の年限長期化やリスク資産の増額等が考えられる。

図表 20 追加緩和に関するエコノミスト予想



4. 金融市場の見通し

(1) 長期金利

日本の 10 年債利回りは、原油価格の急落やギリシャの政局不安を背景にしたリスクオフ姿勢の高まりから 1 月 20 日に 0.195% まで低下した後、足元では 0.4% 程度まで上昇している(図表 21)。

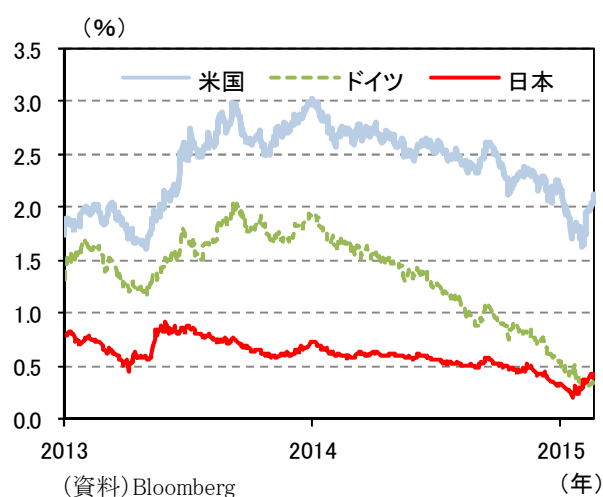
海外の長期金利をみると、1 月 23 日の欧州中央銀行(ECB)の量的緩和(QE)決定によって、ドイツの 10 年国債は日本の 10 年国債を下回る水準まで低下したが、グローバルに高格付国債の需給が逼迫することにより、中長期的には日本や米国の長期金利に対しても低下圧力がかかろう。

(2) 為替レート

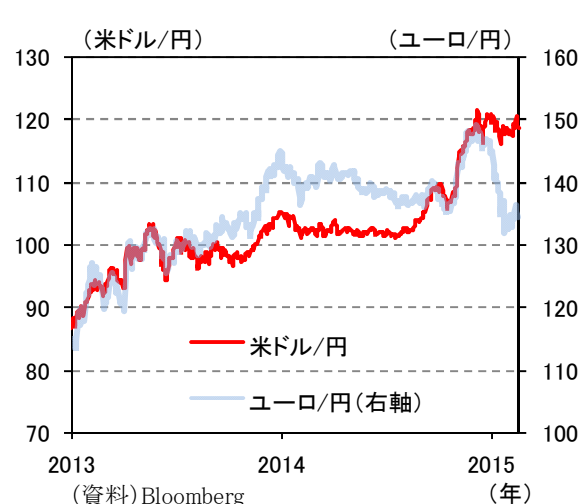
ドル/円レートは、2014 年 12 月に 120 円まで円安に進んだが、このところ 118 円～120 円程度で推移している(図表 22)。足元の水準は、米連邦準備理事会(FRB)の利上げや日銀の追加緩和期待を一部織り込んでいと考えられ、FRB の利上げが 2015 年後半に後ずれした場合や、日銀の追加緩和が実施されない場合は、一時的に円高方向に動くことも想定される。もともと、やや長い目でみると、米国は利上げに向かう一方で、日本は物価上昇率の鈍化による金融緩和長期化と、日米で金融政策の方向性の違いは明確であり、ドル/円レートは円安基調で推移するだろう。

ユーロ/円レートは、ECB の QE 決定以降大きくユーロ安に転じた(図表 22)。日欧の金融政策は緩和方向で一致しているため、日銀の追加緩和が行われるまでは、横ばい圏内で推移すると考えられよう。

図表 21 日米独 10 年国債利回り



図表 22 米ドル/円、ユーロ/円レート



(3) 金融市場の急変リスク

本稿の為替の見通しは、CPI コアの下落に伴う日銀の追加緩和を前提に置いているが、先にも述べたように、日銀が追加緩和に動かない場合には、大幅に円高が進むリスクがある。逆に、2014 年 10 月末の決定のように、追加緩和の規模が市場の予想を大きく上回ると、急速に円安が進み、

株価上昇等のプラスの影響のみならず、中小企業や家計の負担増といったマイナスの影響が意識されることになる。

また、2014 年後半からの原油価格の下落は内外需の拡大に寄与すると予想されるが、OPEC の生産方針変更等で、この先価格が急騰し景気が下押しされるリスクも考えられよう。

一般的な経済見通しは、為替・原油価格共に緩やかな推移で置いている場合が多いが、現在のようなグローバルに大規模な量的金融緩和が行われる環境下では、市場が予想しないような主要国の政策変更等によって相場が上下に急変するリスクは想定すべきだろう。

5. まとめ～2015 年度の見通し

2015 年度の日本経済は、賃金の増加や物価の下落により個人消費が回復し、円安や原油安の追い風を受けて設備投資も増加すると考えられる。また、足元で好調な外需についても、原油の純輸入国になるアジア新興国の経済持ち直しによって、輸出の更なる増加が期待できる。

現在のように、先進国各国が大規模な量的金融緩和を行う環境下では、金融市場急変のリスクがあるものの、原油安の恩恵を受けた内外需の拡大によって、2014 年 10-12 月期にみられた緩やかな日本経済回復の動きは、この先加速に転じるだろう。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji_Takayuki@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表 2014・2015年度の内外経済見通し (作成日：2015年2月24日)

	2014年度		2015年度		2014上	2014下	2015上	2015下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	526.5	-0.8	535.9	1.8	-1.3 -0.9	0.6 -0.7	1.1 1.8	0.7 1.8
民間最終消費	307.6	-3.0	312.8	1.7	-3.9 -2.9	0.7 -3.2	1.0 1.7	0.7 1.8
民間住宅投資	13.1	-12.1	13.1	-0.5	-12.4 -7.5	-4.4 -16.3	1.2 -3.0	0.9 2.0
民間設備投資	71.5	0.0	73.2	2.3	-2.2 2.1	0.5 -1.9	1.5 2.0	1.0 2.5
民間在庫品増加(実額)	-1.2	寄与度 0.5	-2.5	寄与度 -0.3	-0.5	-1.9	-2.5	-2.5
政府最終消費	102.5	0.3	102.9	0.4	0.2 0.1	0.3 0.5	0.2 0.5	0.2 0.3
公的固定資本形成	22.9	2.4	22.3	-2.5	0.7 3.0	1.2 2.0	-2.4 -1.7	-0.8 -3.1
財貨・サービス輸出	91.6	7.6	97.4	6.4	3.5 6.4	4.8 8.8	3.0 7.7	1.8 5.2
財貨・サービス輸入	80.1	3.0	83.1	3.7	-1.9 5.5	2.4 0.8	1.9 4.0	1.1 3.3
内需寄与度	-1.4	民需 -1.6	1.4	民需 1.5				
外需寄与度	0.7	公需 0.2	0.4	公需 -0.1				
<名目>								
国内総支出	490.7	1.6	503.9	2.7	0.3 1.2	1.5 1.9	1.3 2.9	1.0 2.5
GDPデフレーター	93.2	2.3	94.0	0.9	2.0	2.6	1.1	0.7
企業物価 * (10年=100)	105.6	3.1	105.8	0.3	4.2	2.1	-1.0	1.5
輸出物価 * (10年=100)	111.9	3.4	118.5	5.9	1.7	5.1	6.9	5.0
輸入物価 * (10年=100)	127.4	1.9	127.9	0.4	3.2	0.6	0.0	0.7
消費者物価 * (10年=100)	103.2	2.9	103.6	0.3	3.3	2.4	0.1	0.6
鉱工業生産 * (10年=100)	98.8	-0.1	102.4	3.6	0.8	-1.0	4.5	2.7
失業率 (%)	3.5	-0.4	3.4	-0.2	3.6	3.5	3.4	3.3
雇用者数 * (万人)	5,602	0.7	5,621	0.3	0.8	0.6	0.4	0.3
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	1.3	—	1.1	—	1.3	1.3	1.1	1.1
新設住宅着工戸数 (万戸)	89.4	-9.4	92.4	3.3	87.1	89.0	91.1	93.1
貿易収支 (10億円)	-6,535	—	-633	—	-4,397	-2,137	-161	-471
輸出 * (10億円)	75,824	8.7	83,759	10.5	5.5	11.7	11.4	9.7
輸入 * (10億円)	82,358	2.0	84,392	2.5	6.7	-2.2	-0.3	5.2
第一次所得収支 (10億円)	18,481	—	18,311	—	9,149	9,332	9,565	8,746
経常収支 (10億円)	7,601	—	15,089	—	2,024	5,577	7,884	7,205
マネーサプライ * (M2,兆円)	882.1	3.3	912.5	3.5	3.1	3.4	3.4	3.5
ドル/円レート (円、期中平均)	110.0	—	125.4	—	103.0	117.0	122.7	128.0
輸入原油価格 (ドル/バレル)	89.9	—	68.3	—	109.0	70.7	65.5	71.1
米国実質GDP (10億ドル)	16,090	2.4	16,623	3.3	0.9	4.3	3.1	2.9

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

	2014/4-6	7-9	10-12	2015/1-3	4-6	7-9	10-12	2016/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.60	0.53	0.45	0.37	0.42	0.41	0.39	0.40
ドル/円レート	102.1	103.9	114.6	119.5	120.7	124.7	127.7	128.3

→予測