

2015・2016年度の内外経済見通し

～長期化する主要国の緩和的金融環境～

<要旨>

ユーロ安の進展や原油価格の底打ちによってインフレ率が持ち直したユーロ圏では ECB の量的緩和縮小観測が出始め、世界的な金融緩和継続への期待は一旦後退した。もっとも、主要国の経済や物価の基調をみると、この先安定して改善することを確認できず、緩和的な金融環境は長期化するとみられる。

日本においても、消費の回復力や賃金の上昇率が緩慢なことから、日銀が予想する2015年度CPIコア上昇率0.8%を達成することは困難であり、緩和が縮小に向かうよりも追加緩和が行われる可能性の方が高い。

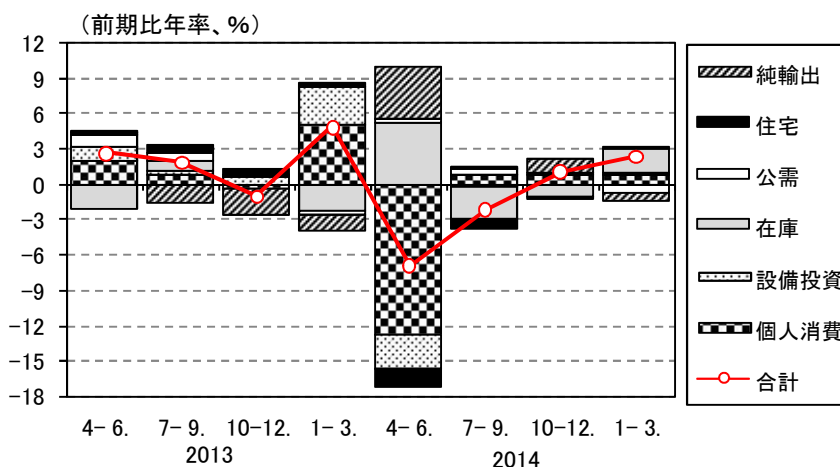
期待された賃金の伸びについては、今年度の春闘ベースアップ率0.67%から判断すると家計全体への波及は一定程度に留まろう。また、中国経済の減速が続くなかで、好調だった米国経済の回復ペースが鈍化するなど、外需環境もこれまでより下振れリスクが高まっている。したがって、2015年度の成長率は緩やかなものになり、成長率が大きく高まるのは、次回の消費税率引き上げによる駆け込み需要が見込まれる2016年度まで待つことになる。

1. 1-3月期実質GDP成長率の評価

日本の1-3月期実質GDP成長率(1次速報値)は前期比年率+2.4%と2四半期連続のプラス成長となった(図表1)。個人消費は、雇用・所得環境の改善やエネルギー価格の下落によって、前期比+0.4%(年率換算+1.5%)と緩やかながら回復が続いている。設備投資は、好調な企業収益を背景に、同+0.4%(年率換算+1.4%)と4四半期ぶりに増加に転じた。輸出は増加が続いたが、内需の持ち直しによって輸入の伸びが高まったため純輸出はマイナスとなった。

国内民需は改善しているものの、そのペースは緩やかで、プラス寄与が最も大きい項目が在庫投資であったことを踏まえると、先行きを楽観視できる内容ではない。

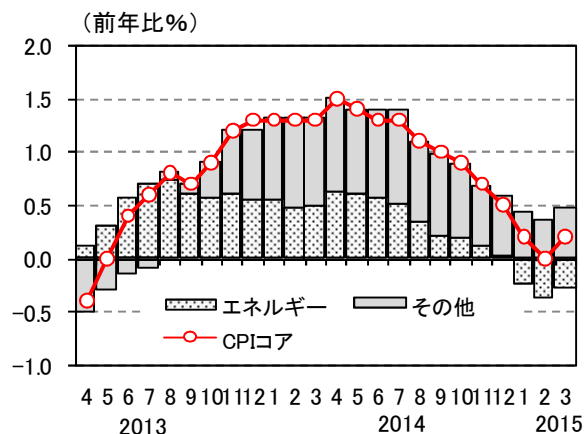
図表1 日本の実質GDP



2. 国内経済環境と金融政策の見通し

全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、CPIコア)は2月に上昇率が0.0%まで落ちた後、3月には0.2%に持ち直した(図表2)。もっとも、原油価格に連動して動く天然ガス価格が、ここに来て落ち始めているため、この先数カ月は電気代を通してCPIコアには低下圧力がかかり、夏場までに前年比マイナス圏入る可能性が高い(図表3)。

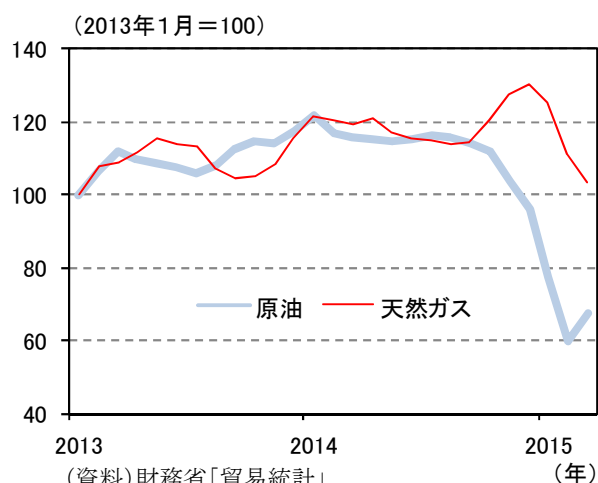
図表2 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)



(注) 消費税率引上げの影響除く。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

図表3 原油と天然ガスの輸入価格



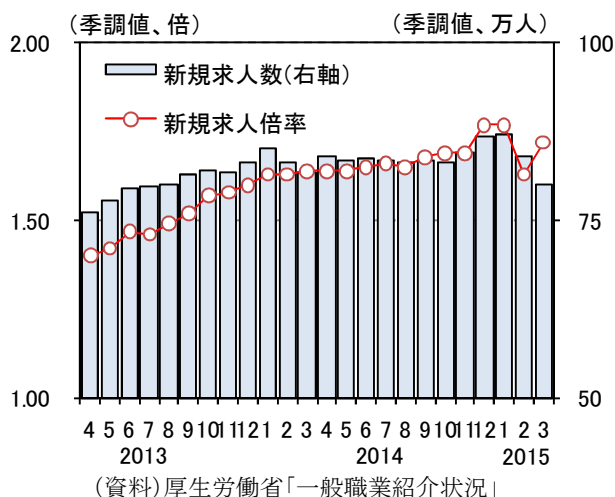
(資料) 財務省「貿易統計」

これまで堅調に推移していた雇用環境をみると、先行指標となる新規求人数がこのところ落ち込んでおり、失業率や有効求人倍率の改善ペースが鈍化する可能性がある(図表4)。

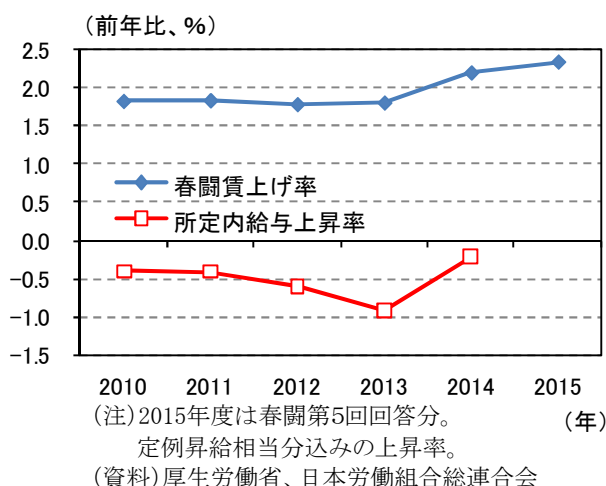
また、期待された賃金の上昇については、2015年度春闘のベースアップ率は0.67%と昨年度を上回ったが、昨年度0.38%のベースアップがありながらマクロでみた所定内給与の伸びが前年比マイナスに留まったことを考えると、今年度も所定内給与を押し上げる力は限られよう(図表5)。

日銀が目標とする2015年度CPIコア上昇率0.8%を達成するには、年度末に前年比2%近くまで上昇することが必要であるが、足元の物価動向や雇用・所得環境から判断すると達成は困難であり、今後の金融政策決定会合では追加緩和が検討されることになろう。

図表4 新規求人倍率と新規求人数



図表5 春闘賃上げ率と所定内給与上げ率



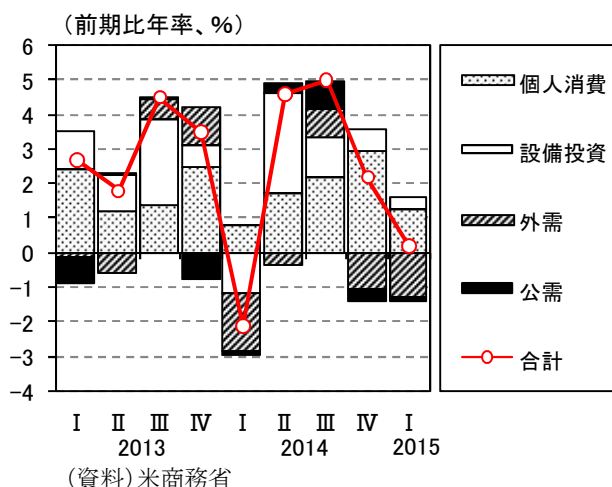
3. 海外経済環境と金融政策の見通し

(1) 米国の利上げ時期は年後半以降に後退

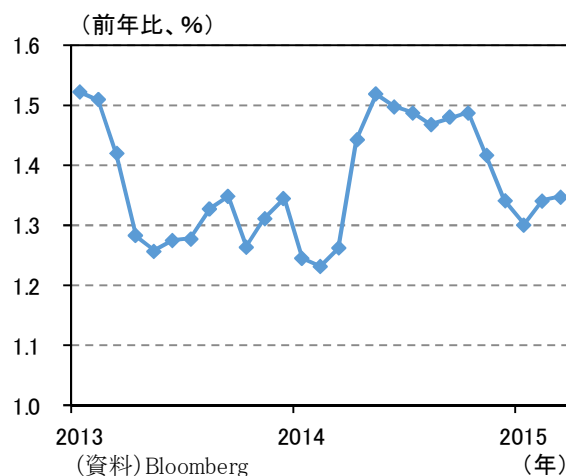
米国の1-3月期実質GDP成長率(速報値)は前期比年率+0.2%と大きく減速した(図表6)。原油価格の下落によってエネルギー関連投資が減少した他、ドル高の進展を背景に輸出が減少した。

米連邦準備理事会(FRB)が最も注視しているPCEコア上昇率は、前年比1.4%と伸び悩んでおり、利上げをためらう一因になっている(図表7)。原油価格は持ち直したものの、ドル高の進展が輸入物価を押し下げることによって、インフレ率の低下圧力になっているとみられる。

図表6 米国の実質GDP



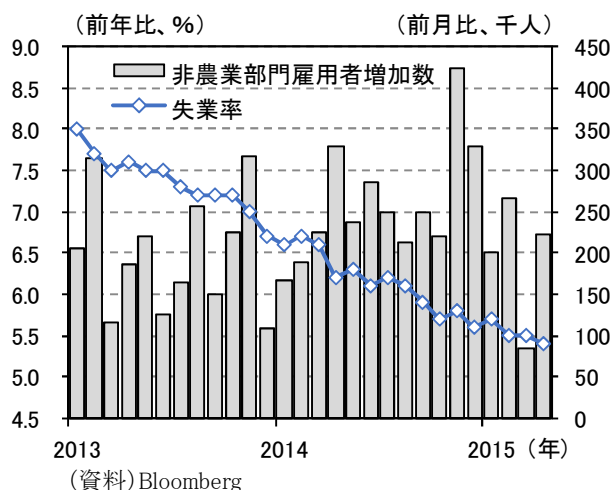
図表7 PCEコア上昇率



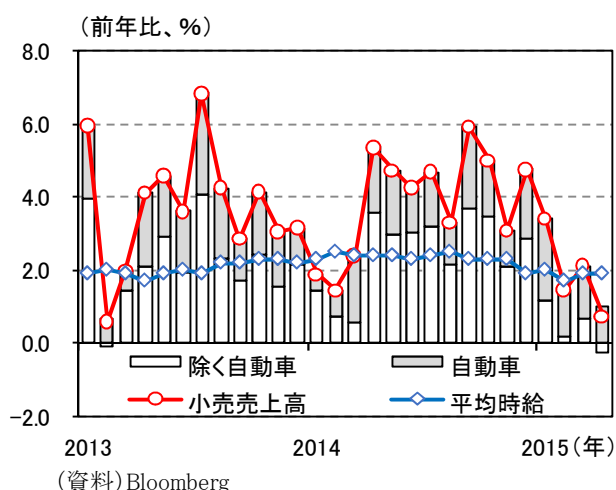
米国の失業率は改善が続いている(図表8)。2月に低調な結果であった非農業部門雇用者増加数は、3月は20万人を超え、雇用面の不安は後退した。もともと、平均時給は前年比2%を下回る水準で推移しており、物価の基調を押し上げるには力強さに欠ける(図表9)。

さらに、4月の小売売上高が伸びなかったことにより、4-6月の成長率も低調に終わる可能性が出てきた。既に市場が予想する米国の利上げ時期は年後半まで後退しているが、FRBは景気の下振れリスクを考慮し、利上げ後の政策金利引き上げペースも緩やかになるとみられる。

図表8 失業率と非農業部門雇用者数



図表9 平均時給と小売売上高

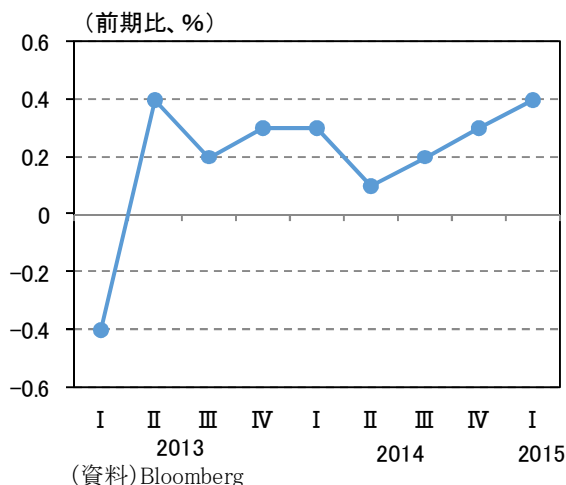


(2) ユーロ圏の量的緩和は当面継続

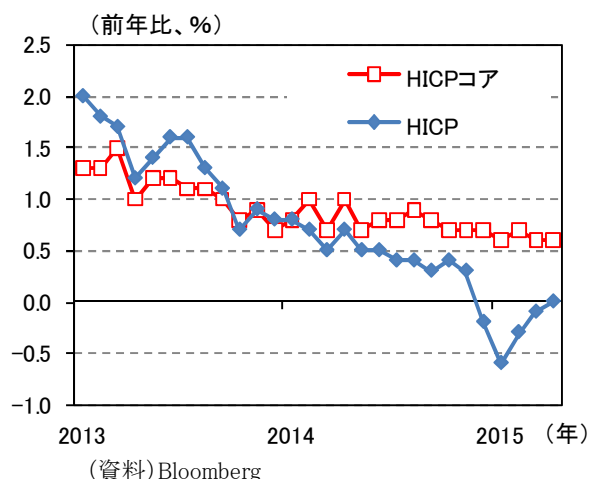
ユーロ圏の1-3月期実質 GDP 成長率(速報値)は前期比+0.4%と伸びを高めた(図表 10)。

また、欧州中央銀行(ECB)の量的緩和によるユーロ安の進展や原油価格の底打ちを背景にインフレ率が持ち直し、早期緩和縮小観測が出始めた(図表 11)。ただし、食料・エネルギーを除くHICP コアは底を脱していないことから、通貨安効果は一巡すると再びインフレ率が低下する懸念がある。

図表 10 ユーロ圏の実質 GDP



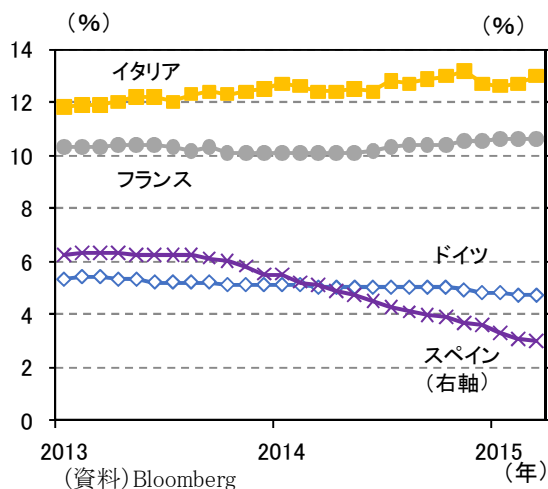
図表 11 ユーロ圏の消費者物価指数



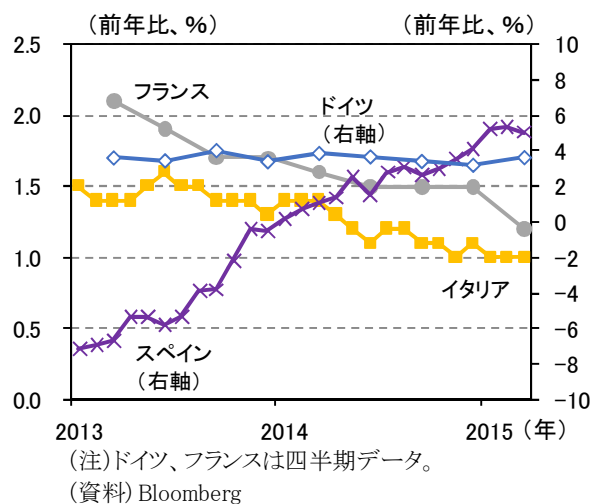
物価の基調を左右する、雇用環境にも不安が残っている。失業率をみると、ドイツやスペインでは改善が進んでいるが、フランスで高止まりしており、イタリアでは再び悪化に転じている(図表 12)。さらに、各国の賃金動向をみてもドイツ以外は足元で弱含んでおり、改善の様子が確認できない(図表 13)。

この先、雇用・所得環境が改善することで、物価が基調的に上昇しなければ、ECB は量的緩和と縮小に向かうことはないだろう。

図表 12 ユーロ圏の主要国失業率



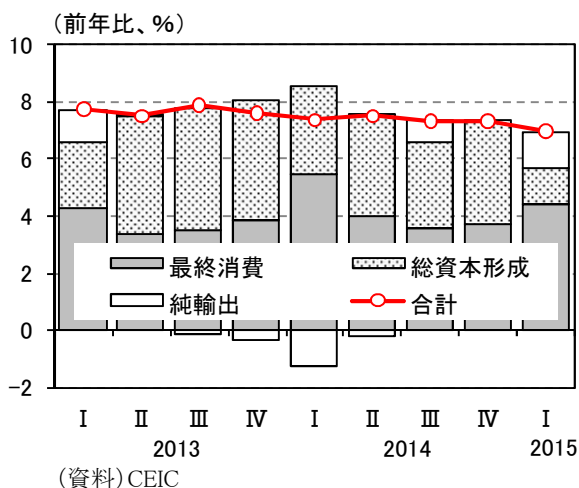
図表 13 ユーロ圏の主要国賃金上昇率



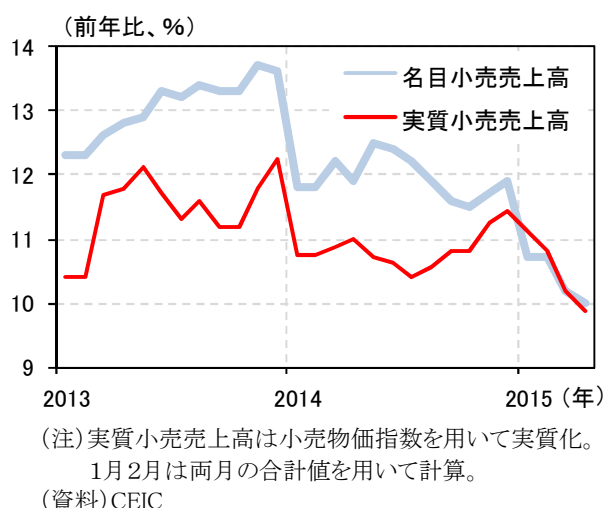
(3)減速が続く中国経済

中国経済は、不動産投資の減少を主因として減速が続いている(図表 14)。中国人民銀行が、景気刺激策として 2014 年後半から立て続けに預金・貸出基準金利や預金準備率を引き下げたこともあり、足元では住宅価格の下落には歯止めがかかりつつある。ただし、このところ個人消費の伸びも鈍化しており、日本の最大輸出先としての観点からも中国の内需下振れリスクが警戒される(図表 15)。

図表 14 中国の実質 GDP



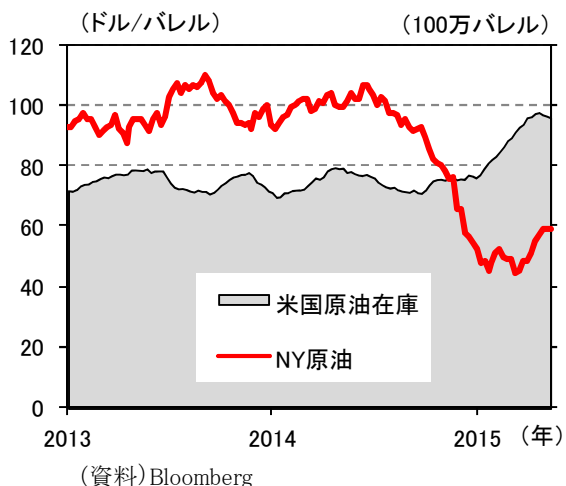
図表 15 中国の小売売上高



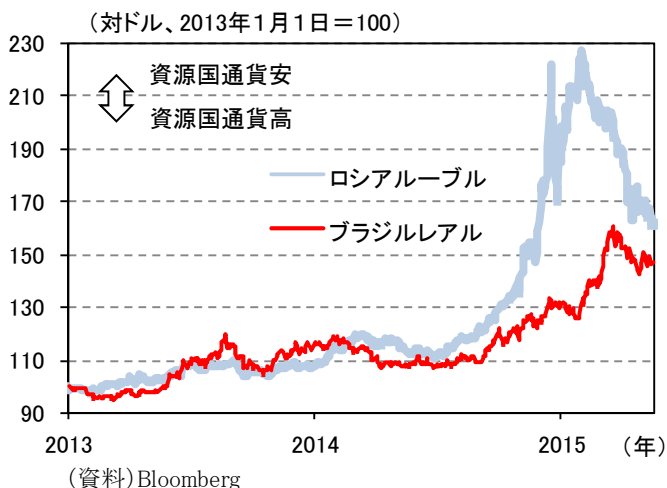
4. 原油価格と金融市場

2014 年後半からの原油価格の下落は世界的なインフレ率の低下を招き、各国で金融緩和が進展するきっかけとなったが、足元で原油価格は持ち直しつつある(図表 16)。そして、原油価格の底打ちがユーロ圏のインフレ率改善をもたらしたことにより、世界的な金融緩和継続への期待は一旦後退した。また、これまでの原油価格の下落によって、経済・財政の悪化が懸念される資源国に向けられた警戒感は、このところ若干和らいでいる(図表 17)。

図表 16 原油価格と米国原油在庫



図表 17 ルーブル/ドル、リアル/ドルレート



(1) 長期金利の見通し

世界的な金融緩和の進展を背景に低下基調で推移していた日米欧の長期金利は、4月末から上昇に転じた(図表 18)。

欧州の長期金利は、ECB の量的緩和開始によって大きく低下した後、足元のインフレ率の改善による量的緩和縮小観測の浮上によって大きく上昇に転じており、欧州の長期金利及び金融政策期待の動きに、日米の長期金利も追随するように動いた。

ユーロ安の進展や原油価格の持ち直しによって、この先もユーロ圏のインフレ率が改善することで、欧州では長期金利が上昇する可能性がある。もっとも、ユーロ安効果一巡後にインフレ率が縮小すると、量的緩和長期化の予想が広がることで長期金利に再び下押し圧力がかかろう。

日本の 10 年国債利回りは欧州の長期金利につられて一旦上昇した後、足元では 0.3%～0.4%程度で推移している。この先 CPI コア上昇率が前年比マイナス圏に突入し、今年度後半に持ち直す力も弱いとすると、異次元緩和の縮小は早くも 2016 年度後半となろう。したがって、10 年国債利回りは当面 0.5%を下回る低水準で推移すると予想される。

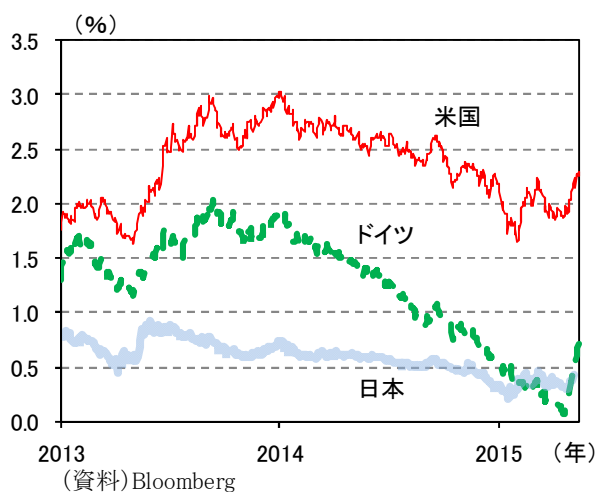
(2) 為替の見通し

ドル円レートは、このところ 120 円前後の水準で推移している(図表 19)。この先、米国は利上げに向かう一方で、日本は CPI コア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ることから、ドル円レートは円安方向に推移するだろう。

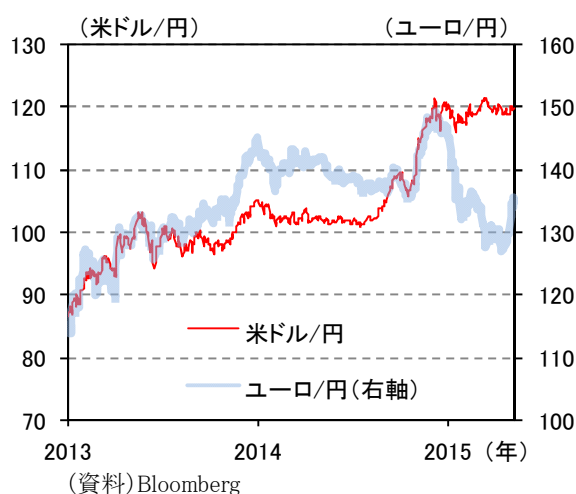
ただし、足元の水準は、FRB の利上げや日銀の追加緩和期待を一部織り込んでいると考えられ、FRB の利上げ時期が 2016 年まで後ずれした場合や、日銀の追加緩和が実施されない場合は、一時的に円高方向に動くことも想定される。

ユーロ円レートは、ECB の量的緩和決定によってユーロ安に動いたが、その後量的緩和縮小観測が浮上した4月末にユーロ高に転じた。日欧の金融政策は当面緩和方向で一致しているため、日銀の追加緩和がない場合は、この先横ばい圏内で推移しよう。

図表 18 日米独 10 年国債利回り



図表 19 ドル円、ユーロ円レート



(3) 金融市場のリスク要因

前頁でみたように、原油価格の底打ちは、ユーロ圏のインフレ率改善を通して ECB の量的緩和縮小観測に繋がり、世界的に長期金利が上昇するきっかけとなった。

これまでのように原油価格の上値が抑えられた状態であれば世界的な金融緩和は継続されるとみられるが、この先原油価格が急上昇することがあれば、主要国の金融緩和が縮小・引き締め方向に向かうと市場が予想し、再び長期金利が大きく上昇することになろう。したがって、金融市場をみる上で、主要国のファンダメンタルズのみならず、原油価格及び原油生産国の生産動向にも注意が必要である。

5. まとめ～この先の経済・金融環境の見通し

ユーロ安の進展や原油価格の持ち直しによってインフレ率が持ち直したユーロ圏では ECB の量的緩和縮小観測が出始め、世界的な金利低下基調は一旦後退した。ただし、ユーロ圏の経済や物価の基調を見ると力強い回復を確信できず、ユーロ安効果が一巡するとインフレ率が再び鈍化するリスクがある。また、米国は成長率が減速し、インフレ率の伸びも弱いことから、利上げ時期は年後半に後ずれし、利上げ後の金利引き上げペースも緩やかになるとみられる。

日本においても、マクロでみた消費の回復力や賃金の上昇率が緩慢なことから日銀が予想する 2015 年度 CPI コア上昇率 0.8% を達成することは困難であり、緩和が縮小に向かうよりも追加緩和が行われる可能性の方が高い。

期待された賃金の伸びについては、今年度の春闘ベースアップ率 0.67% から判断すると家計全体への波及は一定程度に留まろう。また、中国経済の減速が続くなかで、好調だった米国経済の回復ペースが鈍化するなど、外需環境もこれまでより下振れリスクが高まっている。したがって、2015 年度の成長率は緩やかなものになり、成長率が大きく高まるのは、次回の消費税引き上げ前に駆け込み需要が見込まれる 2016 年度まで待つことになろう。

(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 2015・2016年度の内外経済見通し
(作成日：2015年5月22日)

	2015年度		2016年度		2015上	2015下	2016上	2016下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	532.7	1.5	542.5	1.8	0.9 1.3	0.8 1.7	0.9 1.7	1.1 2.0
民間最終消費	310.7	1.1	315.0	1.4	0.5 1.2	0.5 1.0	0.5 1.0	1.3 1.8
民間住宅投資	13.5	2.1	14.4	6.6	2.9 -0.1	1.2 4.2	3.6 4.9	4.4 8.3
民間設備投資	72.7	2.1	75.3	3.6	1.2 1.2	1.6 2.9	1.7 3.2	2.2 4.0
民間在庫品増加(実額)	-1.9	寄与度 -0.1	-2.1	寄与度 -0.1	-1.8	-2.0	-2.0	-2.3
政府最終消費	103.3	0.6	104.0	0.6	0.3 0.7	0.3 0.6	0.3 0.6	0.3 0.6
公的固定資本形成	22.1	-3.1	21.9	-0.8	-2.5 -2.5	-1.0 -3.5	-0.1 -1.1	-0.4 -0.5
財貨・サービス輸出	99.0	7.8	104.1	5.1	3.8 9.1	2.5 6.5	2.5 4.9	2.7 5.4
財貨・サービス輸入	85.9	6.5	89.8	4.6	3.7 7.1	2.1 6.0	1.7 3.7	3.6 5.5
内需寄与度	1.4	民需 1.4	1.8	民需 1.7				
外需寄与度	0.1	公需 -0.1	0.1	公需 0.1				
<名目>								
国内総支出	502.3	2.5	514.2	2.4	1.5 2.8	0.8 2.3	1.1 1.9	1.7 2.9
GDPデフレーター	94.3	1.1	94.8	0.5	1.6	0.6	0.2	0.8
企業物価 * (10年=100)	105.2	0.0	106.9	1.6	-0.6	0.6	0.6	3.2
輸出物価 * (10年=100)	116.0	4.3	119.4	2.9	3.5	5.1	5.1	-7.4
輸入物価 * (10年=100)	120.1	-4.1	122.6	2.1	-6.4	-1.7	-1.7	0.4
消費者物価 * (10年=100)	103.6	0.3	105.0	1.4	0.1	0.6	1.3	1.4
鉱工業生産 * (10年=100)	101.7	3.2	105.8	4.1	2.8	3.7	3.6	4.5
失業率 (%)	3.4	-0.2	3.2	-0.1	3.4	3.3	3.3	3.2
雇用者数 * (万人)	5,619	0.0	5,622	0.0	0.2	0.2	-0.1	0.2
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	0.7	—	0.7	—	0.7	0.7	0.6	0.7
新設住宅着工戸数 (万戸)	91.4	3.8	97.1	6.3	92.7	89.5	98.4	95.2
貿易収支 (10億円)	373	—	-6	—	707	-334	412	-418
輸出 * (10億円)	84,448	11.7	90,725	7.4	11.6	11.7	9.8	5.3
輸入 * (10億円)	84,076	2.3	90,731	7.9	-2.4	6.9	10.7	5.4
第一次所得収支 (10億円)	19,013	—	19,103	—	9,565	9,448	4,811	4,741
経常収支 (10億円)	15,061	—	15,303	—	7,990	7,070	7,947	7,356
マネーサプライ * (M2、兆円)	913.3	3.5	945.0	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4
ドル/円レート (円、期中平均)	125.0	—	127.9	—	122.6	127.4	128.1	127.7
輸入原油価格 (ドル/バレル)	66.3	—	73.5	—	63.5	69.1	72.5	74.5
米国実質GDP (10億ドル)	16,484	2.5	16,984	3.0	1.4	3.0	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)

	4-6	7-9	10-12	2016/1-3	4-6	7-9	10-12	2017/1-3
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	0.41	0.40	0.39	0.40	0.41	0.42	0.44	0.47
ドル/円レート	121.2	124.1	127.1	127.7	128.0	128.2	128.0	127.5