2015･2016 年度の内外経済見通し
～日本の景気回復を左右する為替動向～

＜要旨＞

日本の 4-6 月期実質 GDP は、個人消費や輸出の下振れによってマイナス成長となったが、この先は円安を追い風にした堅調な企業収益を背景に、賃上げや設備投資が進むとみられ、緩やかに景気回復に向かうと予想される。

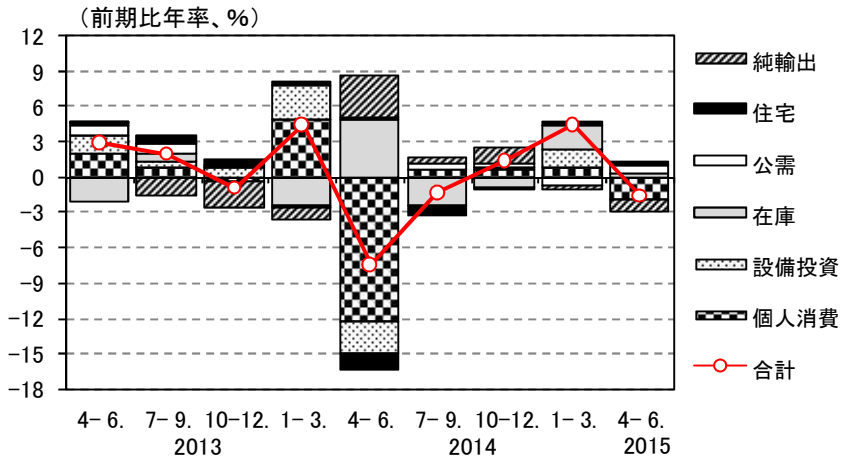
景気の悪化が懸念される中国経済は、立て続けの景気刺激策によって内需に底入れの兆しがみられ、日本含むアジア諸国にとって外需環境の一段の悪化は避けられよう。

為替については、日米金融政策の方向感の違いから、目先は円安が進展し、日本の企業業績を下支えするとみられる。ただし、米利上げ開始後の円安材料出尽くしや、日本の成長率やインフレ率が弱含む中で、10 月以降の金融政策決定会合において日銀が追加緩和を見送った場合の市場の緩和期待後退をきっかけとして、為替が大きく円高に転じた場合に、企業収益を起点とした景気の好循環が途絶えるリスクには留意したい。

1. 日本の 4-6 月期実質 GDP は前期比マイナス

日本の 4-6 月期実質 GDP 成長率（1次速報値）は、前期比年率▲1.6%と3四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。今年5月に公表した前回の経済見通し『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～』では、「2015 年度の成長率は緩やかなものになる」とみて、市場予想と比べてやや慎重な予想を置いたが、実際の 4-6 月期成長率は消費や輸出の下振れによって予想を更に下回る結果となった。4-6 月期のマイナス成長は一時的であり、7-9 月期からは持ち直すとの見方が一般的であるが、足元の景況感は冴えなく、この先も景気の下振れリスクが懸念される。そこで本稿では、日本の内需環境と、中国を中心とした外需環境を改めて点検し、この先の経済･金融環境の見通しを考察する。

図表1　日本実質 GDP

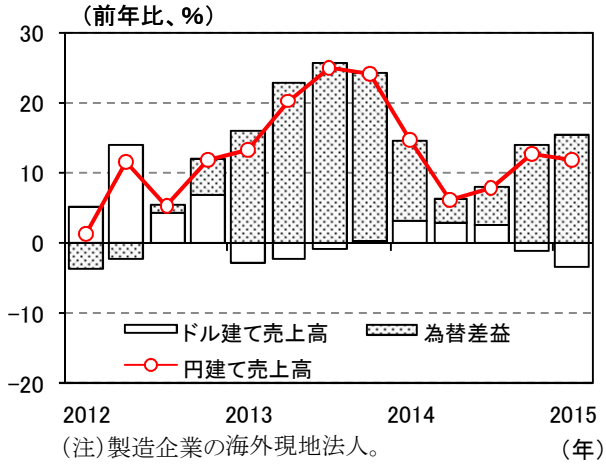


（資料）内閣府「国民経済計算」

2. 日本経済～堅調な企業収益を背景に先行きは緩やかに回復

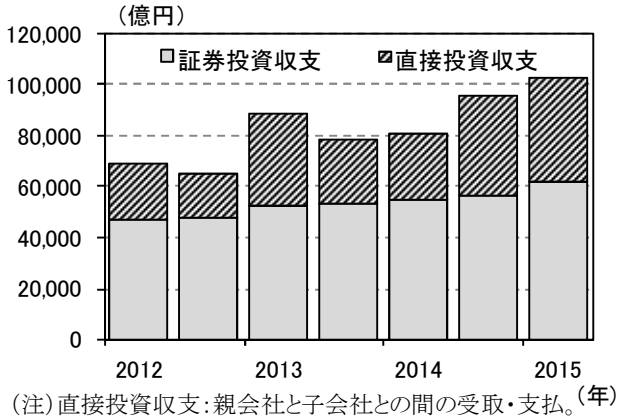
4-6 月期の経済成長率はマイナスに転じた一方で、上場企業の経常利益は過去最高を更新している。企業収益が好調な要因には、2012 年後半から続く円安の進展があろう。日銀による量的質的金融緩和を背景に円安が進んだことで、海外事業で発生した為替差益によって親会社が受け取る配当が増加し、海外との配当金や利子の受取・支払による第1次所得収支の黒字額は過去最高を更新した(図表2、3)。

図表2　海外現地法人売上高



(注)製造企業の海外現地法人。
(資料)経済産業省「海外現地法人基本調査」

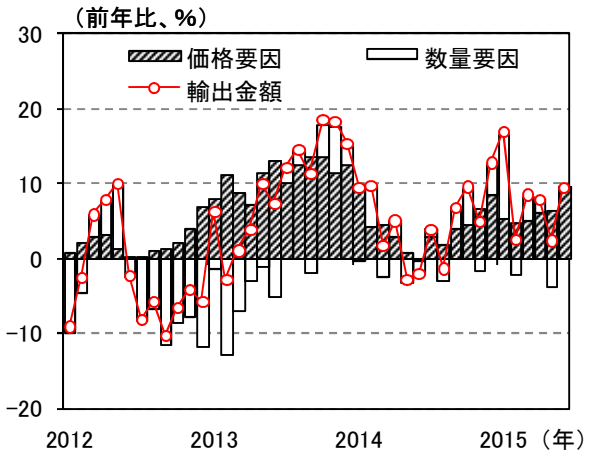
図表3　第1次所得収支内訳



(注)直接投資収支:親会社と子会社との間の受取・支払。
証券投資収支:株式配当金及び債券利子の受取・支払。
(資料)財務省「国際収支状況」

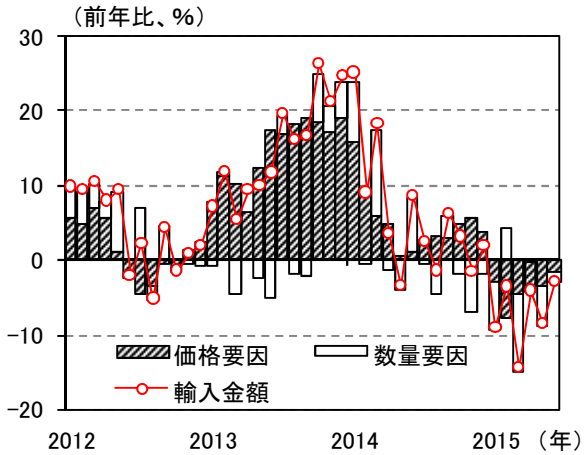
また、円安によって海外での売上のみならず日本からの輸出に対しても為替差益が発生した(図表4)。円安の進展は輸出金額だけでなく、輸入金額も増加させたが、2014 年後半以降は原油価格の下落によって価格要因が前年比マイナスとなり、輸入金額が減少している。原油価格の下落は、輸入コストの減少を通して企業収益を下支えするのみならず、電気代やガソリン代の下落を通して家計の負担を軽減させると考えられる(図表5)。

図表4　輸出内訳



(資料)財務省「貿易統計」

図表5　輸入内訳

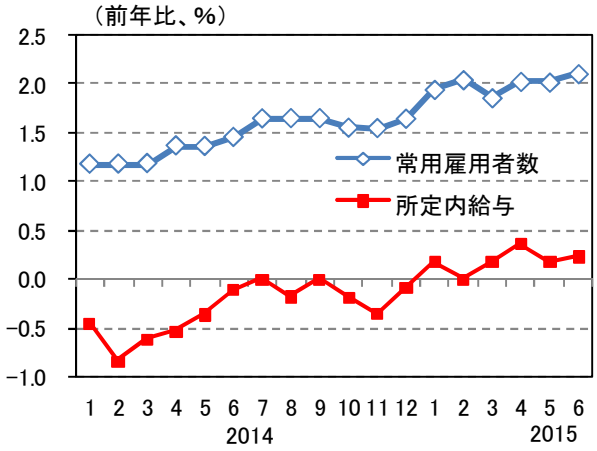


(資料)財務省「貿易統計」

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

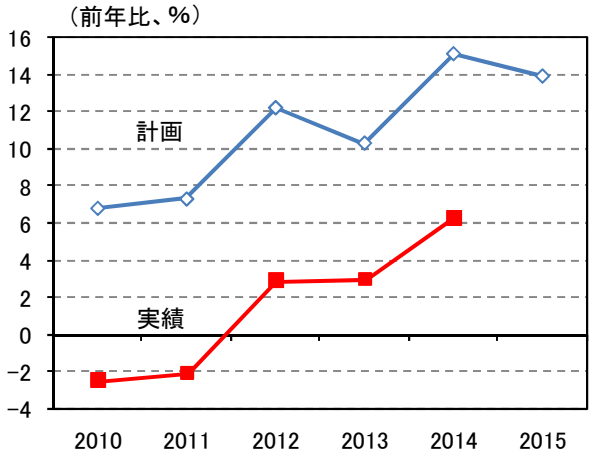
堅調な企業業績を背景に、雇用者数は増加が続いており、さらに 2015 年に入ってからは所定内給与が前年比プラスに転じており、この先消費は持ち直すと予想される（図表6）。また、設備投資計画は高水準を維持しており（図表7）、足元の機械受注の動向からも設備投資は底堅く推移するとみられる。以上のように、4-6 月期に下振れた消費や設備投資を取り巻く環境には改善がみられるため、日本の内需は緩やかに回復に向かおう。

図表6　雇用者数と所定内給与



（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」

図表7　設備投資計画と実績



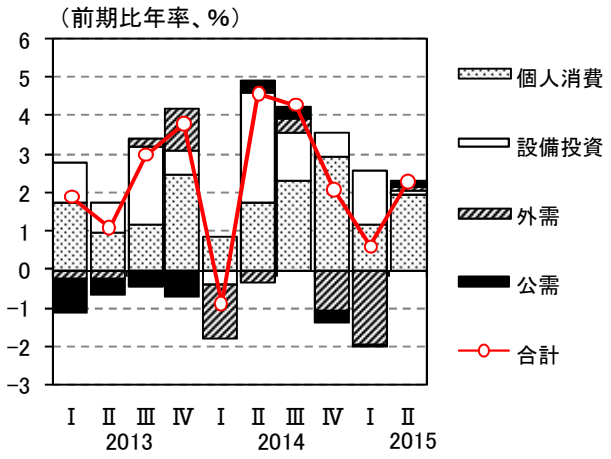
（資料）日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

2. 海外経済

（1）先進国経済～米国･英国は成長率が改善し利上げ時期が接近

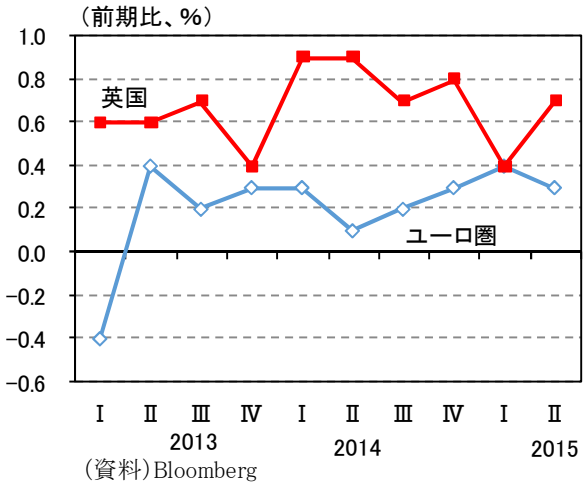
米国の 4-6 月期実質 GDP 成長率は個人消費の伸びを主因に前期比年率＋2.3%に回復し（図表8）、7月の米連邦公開市場委員会（FOMC）公表文では、「利上げに必要な労働市場の改善はあと幾分」と利上げ時期の接近が示唆された。主要国の中で米国に次いで利上げに向かうであろう、英国の成長率は前期比＋0.7%に持ち直し、英中央銀行のカーニー総裁は、「利上げの時期が近づいている」と語った（図表9）。ユーロ圏の成長率は前期比＋0.3%と緩やかな景気回復が続いている。

図表8　米国実質 GDP



（資料）米商務省

図表9　英国･ユーロ圏実質 GDP



（資料）Bloomberg

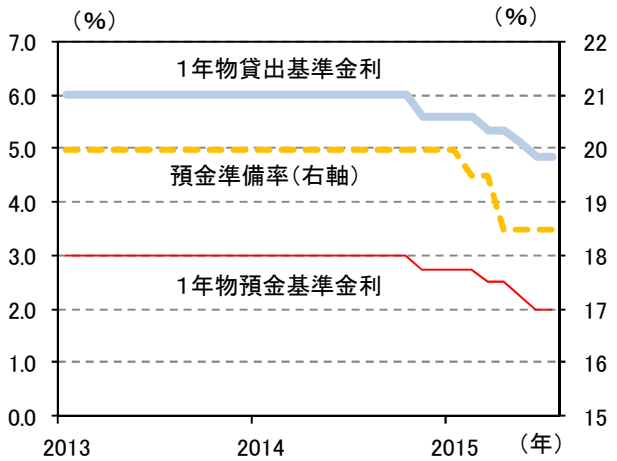
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

(2)中国経済～立て続けの景気刺激策により一段の悪化は避けられる見込み

今年6月以降の上海株の急落もあり、中国の景気減速が海外経済に波及する懸念が広がっている。ここでは、世界第2位の経済大国であり、特に日本含むアジア諸国に影響を与える中国経済の先行きを考察する。

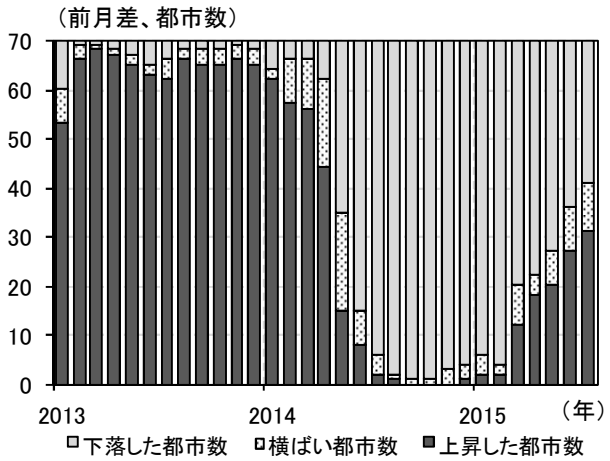
固定資産投資の鈍化が顕著な中国は、基準金利の引下げに加えて、預金準備率を引き下げて景気のテコ入れを図った(図表 10)。さらに中国人民銀行による住宅ローンの規制緩和もあり、2015 年に入ってからは沿岸部を中心に住宅価格が上昇する都市が増えている(図表 11)。

図表 10　貸出･預金基準金利と預金準備率



(資料)Bloomberg

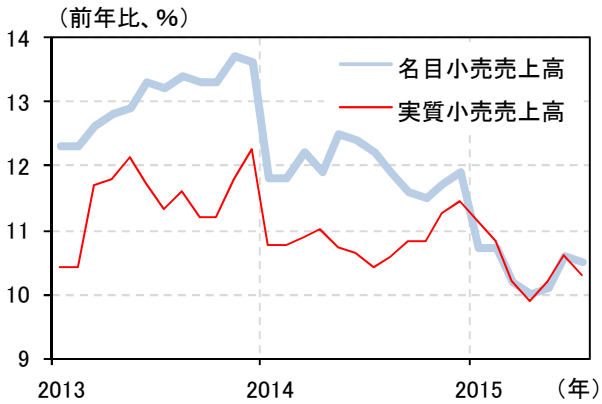
図表 11　中国住宅価格



(資料)CEIC

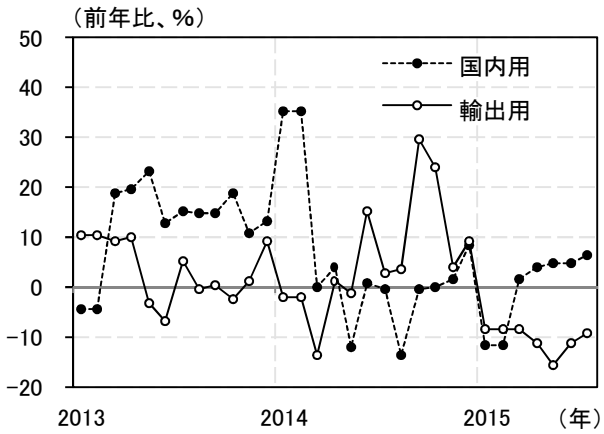
また、個人消費も緩やかに減速していたが、小売売上高の伸びは4月に底を打ったようにみえる(図表 12)。中国の内需持ち直しを背景に、中国の輸入減少を通した海外経済に対するマイナスの影響は今後落ち着いていくと予想される(図表 13)。

図表 12　中国小売売上高



(注)実質小売売上高は小売物価指数を用いて実質化。
1月2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEIC

図表 13　中国輸入金額

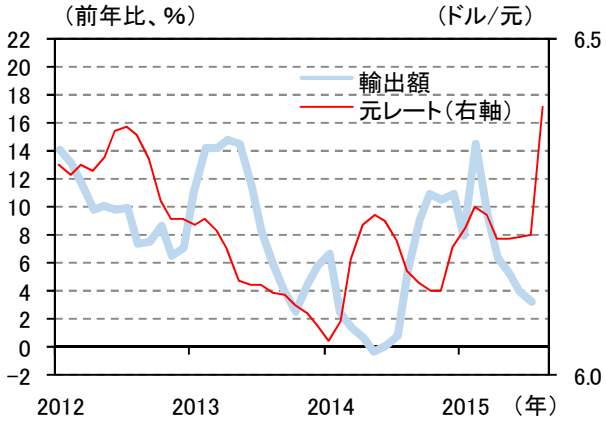


(注)1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEIC

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

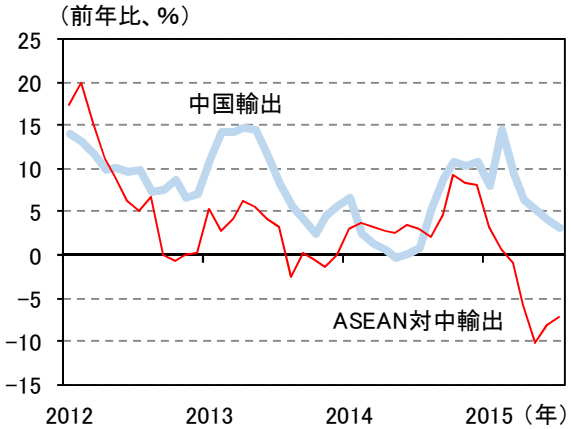
中国では、内需の減速のみならず、元高による輸出の伸び鈍化も景気悪化に拍車をかけていた。そこで、他国通貨と比較して人民元が増価したことで低下していた輸出競争力を高めるために、中国政府は人民元レートの基準値を約 4.6%切り下げた。これにより、一層の輸出鈍化は避けられとみられる(図表 14)。日本含む他国にとっては、中国の輸出競争力が増すことで、輸出シェアが奪われるというマイナスの影響が懸念されるが、中国の輸出が増加した場合は、アジア圏を中心に中国向け中間財輸出が底上げされるプラスの影響も一部生じよう(図 15)。

図表 14　元レートと中国輸出



(注)輸出額は後方6カ月移動平均。ドル建て。
(資料)Bloomberg

図表 15　中国輸出と ASEAN の中国向け輸出



(注)後方6カ月移動平均。ドル建て金額。
(資料)Bloomberg

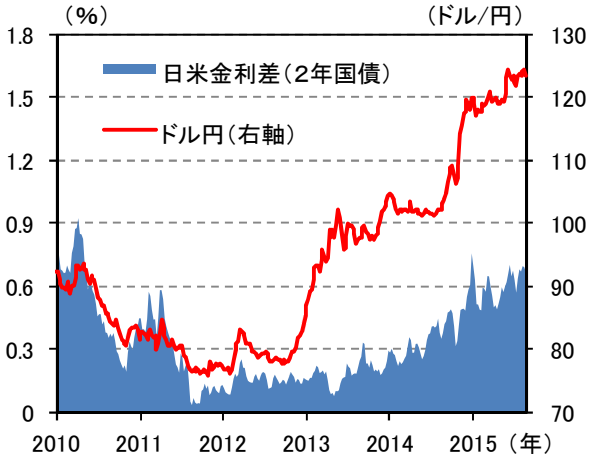
3. 為替～円安がメインシナリオも日米金融政策の転換点で円高リスクに注意

ドル円レートは、このところ 120～125 円の水準で推移している。この先、米国は政策金利の引き上げが始まる一方で、日本はインフレ率の低下による金融緩和の長期化と、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ことがメインシナリオになる。

ただし、この先の米国の利上げについては、既に市場に織り込まれていると考えられるため、利上げが開始されたとしても円安が進まないこともあろう(次頁図表 16)。実際に過去3回の米国利上げ局面をみても、利上げ後には円高が進んでいる(次頁図表 17)。この先中国リスク以外で特に円高に振れるリスクが意識される時期は、短期的には①米利上げ開始(もしくは利上げペースの明確化)による材料出尽くし後、②CPI コアが伸びない中で 10 月以降の金融政策決定会合において日銀が追加緩和を決定しない場合が考えられる。さらに長期的な目でみると、③インフレ率が2%に達せず日銀の異次元緩和が行き詰まった場合、または④インフレ率が2%に近づき緩和が縮小される局面では、金融政策の方向が変わるため、為替が円高に転じる可能性が高まる。

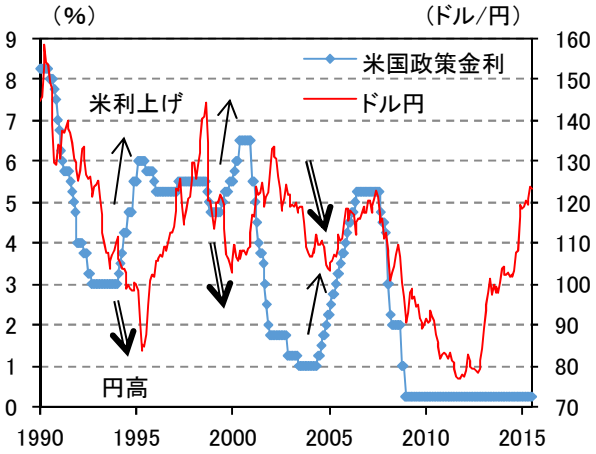
これまで円安による為替差益が企業業績を押し上げたことで、設備投資を増やす動きが出始めたり、企業の雇用者数増加や賃上げが消費の下支えとなったと考えられるが、この先持続的な円高トレンドに転じるとなると、好調な企業業績を背景とした景気の好循環シナリオが途切れる可能性が高まろう。

図表 16　日米金利差とドル円レート



（資料）Bloomberg

図表 17　米国政策金利とドル円レート



（資料）Bloomberg

4. まとめ～この先の経済･金融環境の見通し

この先の日本経済は、堅調な企業収益を背景に、賃上げや設備投資が進むとみられ、景気は緩やかに回復に向かうと予想される。中国経済の減速が続くことで輸出の減少が続くリスクが懸念されるが、立て続けの景気刺激策によって中国経済は底入れの兆しがみられ、日本含むアジア諸国にとって外需環境の一段の悪化は避けられよう。

為替については、日米金融政策の方向感の違いから、目先は円安が進展し、日本の企業収益を下支えするとみられる。ただし、米利上げ開始後の材料出尽くしや、日本の成長率やインフレ率が弱含む中で、10 月以降の金融政策決定会合において日銀が追加緩和を見送ったことによる市場の緩和期待後退をきっかけとして、為替が大きく円高に転じた場合に、企業収益を起点とした景気の好循環が途絶えるリスクには留意したい。

（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8月24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	531.1	1.0	540.6	1.8	0.3	0.7	0.9	1.1
					1.0	1.0	1.5	2.0
民間最終消費	307.8	0.1	312.2	1.4	-0.4	0.6	0.6	1.2
					0.1	0.2	1.1	1.8
民間住宅投資	13.5	2.3	14.4	6.7	3.2	1.2	3.6	4.6
					0.2	4.5	4.9	8.5
民間設備投資	74.6	3.8	77.5	3.9	1.9	2.1	1.7	2.3
					3.4	4.1	3.7	4.2
民間在庫品増加(実額)	-1.4	寄与度 -0.0	-2.1	寄与度 -0.1	-0.9	-2.0	-2.0	-2.3
政府最終消費	103.7	1.1	104.7	1.0	0.7	0.3	0.5	0.6
					1.2	1.0	0.8	1.1
公的固定資本形成	23.1	1.4	22.9	-1.0	2.0	-1.2	-0.3	-0.3
					2.5	0.6	-1.5	-0.7
財貨･サービス輸出	91.9	0.1	96.3	4.8	-3.2	2.3	2.4	2.3
					1.0	-0.8	4.6	5.0
財貨･サービス輸入	81.4	1.1	85.3	4.7	-1.1	2.1	1.9	3.5
					0.9	1.2	3.8	5.6
内需寄与度	1.2	民需 0.9	1.8	民需 1.7				
外需寄与度	-0.2	公需 0.3	-0.1	公需 0.2				
＜名　目＞								
国内総支出	502.0	2.3	513.6	2.3	1.2	0.7	1.3	1.4
					2.7	1.9	1.9	2.7
ＧＤＰデフレーター	94.5	1.3	95.0	0.5	1.7	0.9	0.4	0.6
企業物価　＊(10年=100)	103.9	-1.3	105.1	1.2	-2.4	-0.1	-0.1	3.2
輸出物価　＊(10年=100)	116.8	5.0	120.2	2.9	4.9	5.1	5.1	-7.4
輸入物価　＊(10年=100)	118.8	-5.1	121.2	2.0	-8.5	-1.7	-1.7	0.4
消費者物価　＊(10年=100)	103.4	0.2	104.6	1.2	0.0	0.4	1.1	1.2
鉱工業生産　＊(10年=100)	99.7	1.3	104.2	4.5	0.8	1.8	4.0	5.0
失業率　(%)	3.3	-0.2	3.2	-0.1	3.4	3.3	3.2	3.2
雇用者数　＊(万人)	5,636	0.5	5,662	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	0.5	―	0.7	―	0.4	0.6	0.6	0.7
新設住宅着工戸数（万戸）	94.4	7.2	98.9	4.8	93.7	92.6	100.8	96.6
貿易収支　(10億円)	-1,114	―	-2,088	―	-248	-866	-448	-1,640
輸出　＊(10億円)	78,342	3.6	84,150	7.4	3.1	4.0	10.2	4.9
輸入　＊(10億円)	79,456	-3.3	86,238	8.5	-7.6	0.8	10.7	6.6
第一次所得収支　(10億円)	19,865	―	19,103	―	10,417	9,448	4,811	4,741
経常収支　(10億円)	14,392	―	12,827	―	7,931	6,461	6,954	5,873
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	915.0	3.7	949.8	3.8	3.7	3.7	3.8	3.8
ドル/円レート（円、期中平均）	124.8	―	128.7	―	122.6	127.0	128.5	128.9
輸入原油価格（ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ）	51.4	―	57.0	―	51.8	51.0	55.0	59.0
米国実質GDP(10億ドル)	16,327	2.3	16,757	2.6	1.4	2.6	2.7	2.5

（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	0.40	0.43	0.40	0.41	0.44	0.45	0.46	0.49
ドル/円レート	121.4	123.8	126.3	127.8	128.3	128.8	129.0	128.8

→予測

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK