

2015・2016 年度経済見通し

2015年2月16日
株式会社富士通総研

1 世界経済—アメリカが引き続き牽引役

世界経済は、中国が減速を続け、ユーロ圏の回復力も弱い中、アメリカが牽引役となって緩やかな拡大を続けている。原油価格の急落は産油国にとってはマイナスだが、世界の大半は消費国であり、原油コストの低下が企業や消費者の実質購買力を高め、景気を刺激する効果を生むと考えられる。IMFは、原油安が2015年の世界のGDPを0.3～0.7%押し上げるとの試算を示している（12月時点の暫定試算）。

一方、アメリカを除く世界の主要中銀が相次いで金融緩和に踏み切っている。ユーロ圏が量的緩和に踏み切り、スウェーデン中銀も近く量的緩和に踏み切ると発表した。イギリスではイングランド銀行が追加緩和を行う可能性を示唆しており、このほかカナダは1月、オーストラリアは2月にそれぞれ利下げした。アジアでも中国が11月、インドが1月に利下げに踏み切っている。また、シンガポールは1月に、自国通貨高に誘導するペースを緩める緩和策に踏み切っている。

緩和が相次いでいるのは、原油価格下落により物価上昇率が低下していることや、資源国では資源価格下落の悪影響を食い止めるというねらいがある。通貨安競争の様相が強まっているが、これが行き過ぎれば世界の金融市場を不安定化させるリスクがあるとの指摘もある。ただ、原油価格が早晩安定化し、景気刺激効果が世界的に表れてくれば、緩和競争にも歯止めがかかってくると考えられる。

堅調に推移する米経済

アメリカの10～12月の実質GDP成長率は、前期比年率2.6%と前期（同5.0%）より伸びは鈍化したものの、3四半期連続のプラス成長となった。前期に比べ設備投資の伸びが鈍化したものの、サービス、非耐久財支出が加速したことにより個人消費が同4.3%（前期：同3.2%）と伸びを高めた。住宅投資も同4.1%（前期：同3.3%）と増勢を増した。

年末商戦は好調で、10～12月の小売売上高（飲食・自動車・ガソリンを除く、全米小売業協会調べ）は、前年比4%強と3年ぶりに4%台に達した。消費者信頼感指数（コンファレンス・ボー

ド、ミシガン大学) も上昇傾向にあり、マインド改善が続いているが、これには原油安に伴うガソリン価格の低下が寄与している。アメリカではガソリン価格に占める税金分は1割程度と低い(日本では約4割)、原油価格下落の影響が表れやすく、ガソリン価格は7月以降4割強も下落した。車社会のアメリカでは、ガソリン価格下落の恩恵は大きい。

一方、景気が好調を持続する中、住宅市場の回復は遅れていた。この背景には、金融危機以来の住宅ローン貸出態度の厳格化により、初回住宅購入者の住宅取得能力が低下していたことがある。これに対し、1月から住宅ローン保険料が引き下げられたため、負担軽減に伴い初回住宅購入者の需要を刺激する効果が生まれると考えられる。

雇用は堅調に推移しており、景気の動向を反映しやすい非農業部門の就業者数は、1月は前月比25.7万人増加し、雇用回復の目安とされる20万人を11ヵ月連続で上回った。1月までの3ヵ月間の増加数は合計100万人を突破した。一方、1月の失業率は5.7%と、求職者の増加により12月を0.1ポイント上回ったが、FOMC参加者が長期水準と考える5.2~5.5%に近い水準にあることには変わらない。ただし、雇用の質の改善は道半ばである。非自発的パートタイム労働者の数は680万人程度とリーマンショック前の水準(420万人程度)との乖離がなお大きい。長期失業者数も280万人程度と、リーマンショック前の水準(150万人程度)とまだ開いている。

FRBが1月28日に公表したFOMC声明では、フォワードガイダンスについては、利上げまで「忍耐強くなれる」との表現を維持する一方で、事実上のゼロ金利を「相当な期間」維持するとの文言は削除した。現時点では、FRBは6月にも利上げに踏み切るとの見方が多い。ただし、利上げ時期に不透明感を与えているのは、原油価格急落やドル高の影響により、物価上昇率が低下傾向にある点である。1月の物価(コアPCE)は前年比1.3%にとどまり、当面はさらに低下する可能性が高い。原油安は景気を刺激する効果を持つため、中期的には物価を上昇させる要因になると考えられるが、物価動向次第では、利上げ時期が多少後ずれする可能性がある。ただ、一時的に物価が軟調になっても、米経済自体は堅調に推移しているため、大きく後ずれすることはないと考えられる。

量的緩和に踏み切った ECB

ユーロ圏の10~12月期の実質GDP成長率は、前期比年率1.4%と11年1~3月期以来の伸びとなり、7四半期連続でプラス成長となった。ガソリン価格の下落が消費者の購買力を高め、12月の小売売上高は前年比2%増加した。また、ユーロが対ドルで約11年ぶりの安値をつけたことが、ドイツなどの輸出を後押ししている。ユーロ圏は12、13年とマイナス成長に陥ったが、14年は0.9%とプラス成長に転じた。

しかし、回復しつつあるとあるとはいえその勢いは弱い。12月の消費者物価指数は、原油価格

急落の影響もあり前年比-0.2%と5年2ヵ月ぶりのマイナスに陥り、1月には-0.6%とさらにマイナス幅が拡大した。デフレを阻止するため ECB は1月22日の理事会で、国債を中心として月額600億ユーロの資産を買い入れる量的緩和を導入することを決定した（3月から開始）。

ECB は金融危機後、バランスシートを大幅に拡大させたが、13年以降は逆に縮小する傾向にあった。FRB が大規模な資産購入に踏み切り、日銀もそれに続く中、ECB は量的緩和にまでは踏み込まなかったことで、緊縮的な政策運営を行ってきた形になる。量的緩和導入が遅れたのはドイツの反対が強硬だったことによる。戦前のハイパーインフレの経験、量的緩和を導入した場合の南欧諸国の改革の遅れに対する懸念、さらには買い入れた資産が下落し ECB の財務の健全性が失われた場合の自国の負担増などを恐れ、ドイツは一貫して量的緩和に反対してきた。しかし、今回、反対を押し切ってまで量的緩和導入に踏み切った ECB の危機感はそれだけ高かったと考えられる。量的緩和の期間は2016年9月までであるが、消費者物価が目標に達しなければ継続する。

ECB の量的緩和の脆弱性

ただし、ドイツにも一定の配慮を行い、損失発生時のリスク共有は制限された。量的緩和では、ECB の出資比率に応じて各国の国債を購入するが、国債購入で損失が出た場合は2割を ECB、残りの8割を各国の中銀が負担することとした。つまり、リスク共有に歯止めをかけ、他国の放漫財政のツケが回ってこない仕組みにしている。このほか、ギリシャなど財政状況の悪い国の国債を購入する場合には、財政再建の公約を守ることを条件とし、ECB が財政状況の悪い国の財政をファイナンスする形にならないようにされた。

このように ECB は量的緩和に踏み切ったものの、リスクを加盟国全体で分かち合う枠組みとはなっておらず、単一通貨であっても財政統合されていないユーロ圏の弱みが、量的緩和の枠組みでも表れる形となった。今後、量的緩和拡充の必要性が生じた場合でも、柔軟な対応ができるかについては疑問符がつく。また、リスクを遮断した形にしても、実際に債務返済が滞りそうな国が出た場合、救済せずにいられるのかという問題もある。このような ECB の量的緩和の仕組みの脆弱性は、幾分その効果を殺ぐ形になっていることは否定できない。

ドイツが積極的に動く時

ECB がドイツの反対する量的緩和を導入したのに加え、ドイツにとってもう一つの痛いのは、緊縮策が南欧諸国の経済を疲弊させ、それに耐えられなくなった市民による反乱の芽が各国で高まっていることである。1月のギリシャ総選挙では、緊縮策停止を主張する急進左派連合が圧勝した。ギリシャだけにとどまればまだ問題は軽微であるが、スペインやイタリア、さらにはフランスでも、市民レベルの反緊縮の動きが存在する。

緊縮策によって債務を圧縮しようとしても、経済規模が縮小すれば債務の対 GDP 比率はいつまでたっても下がらない。不景気からも脱却できず失業率が高止まりし、市民の不満が高まっていけば反緊縮策の運動が高まるのは自然な流れである。緊縮策の履行を強硬に主張するドイツは、こうした問題を軽微なものとして捉えていた節がある。市民の不満が解消されなければ、ドイツへの不満につながっていくことは想像に難くない。

量的緩和と併せ財政出動を行い、まずは緊縮（構造改革）ではなく成長を促すことが、デフレから脱却する上で有効であったのは日本の経験から明らかであるが、財政余力があるドイツにはその意思はないようである。しかし、ドイツはユーロ安の下で輸出を増やすと通貨統合のメリットを誰よりも享受している立場である。ユーロ圏内で危機に瀕する国があれば、その救済に十分な資金を投入し、単一通貨ユーロの地位を維持することが自らにとってのメリットにもなるという冷静な判断を本来なすべきである。しかし、メルケル首相が、あえてそうした施策に踏み込み、ドイツ国民を敵には回すようなリスクは冒したくないと考えるのももっともなことである。

結局のところ、デフレが深刻化し自国に悪影響が及んだり、あるいは各国で反緊縮の運動が高まることでドイツへの批判が高まったりしない限り、ドイツは自分からは財政支出拡大に動きそうにはない。ユーロ圏は量的緩和の導入によってユーロ安となり、当面は成長率低下のリスクが小さくなっているが、量的緩和がもたらしている効果は、それ以上でもそれ以下でもない。南欧諸国などへの投資拡大プログラムを用意すべきであるが、財政余力のあるドイツが積極的に動く気配はなく、先行きユーロ圏の停滞は長期化するリスクが高い。

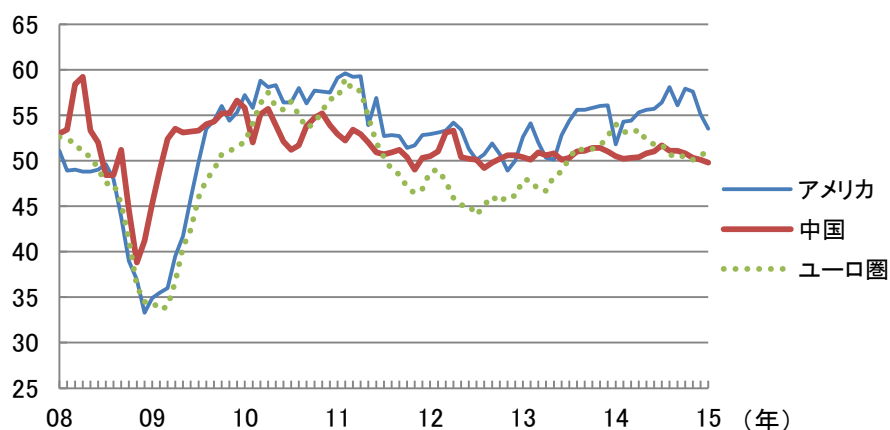
減速続く中国経済

中国の 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、前年比 7.3%と前期から横ばいにとどまった。2014 年は通年でも 7.4%と目標の 7.5%をやや下回った（2013 年は 7.7%）。成長率が目標にとどかなかったのはアジア通貨危機後の 98 年以来で、また、7.4%という数値は天安門事件後の 90 年（3.8%）以来の低水準だった。前期比の成長率の推移をみると、中国経済の減速は鮮明で、4～6 月期 1.9%、7～9 月期 1.9%、10～12 月期 1.5%であった。10～12 月期は年率換算では 6%程度に減速している計算になる。1 月の PMI も 48.9 と、景気判断の節目となる 50 を 2 年 4 ヶ月ぶりに下回った（図表 1）。

なお、2014 年の 7.4%という数値については、過大評価であるとの指摘もある。GDP は加工統計であるが、経済の実態をより素直に反映する電力使用量の伸びは、2013 年の 8.3%に対し、2014 年は 3.8%にとどまっている点はその一つの根拠である。

項目別にみると、固定資産投資が前年比 15.7%（13 年：同 19.6%）、社会消費品小売総額同 12.0%（13 年：同 13.1%）といずれも前年を下回った。とりわけ、不動産開発投資の伸びが低く同 10.5%

図表1 米欧中のPMI



(出所) ISM、Markit、中国物流購買連合会

(13年：同19.8%)と前年を大きく下回った。不動産価格の下落が続いており、12月の新築商品住宅販売価格は、70都市のうち66都市で前月より下落した。地方では乱開発により、建設中や売れ残りのマンション在庫が積み上がっている。輸出も同6.1%（13年同7.8%）と、3年連続で一桁の伸びにとどまった。

困難な「新常态」への道筋

中国の成長率は改革・開放政策が始まった79～11年までの平均は9.9%と日本の高度成長期に匹敵する成長を遂げた。そして07年の14.2%をピークに、現在は高成長から中低成長への転換を模索している段階にある。

高成長を実現できてきた要因の第一は、安価な労働力の存在であったが、労働力人口は12年頃から減少し始め、農村部の余剰労働力も枯渇し始めている。また、成長に伴う人件費の上昇が著しく、近年は生産拠点を東南アジアに移す外資企業が増えている。要因の第二は、大規模な投資の実施であった。リーマンショック後は、中国政府は4兆元の景気対策に踏み切り、世界経済を支えたと賞賛された。しかし、その過程で地方政府による乱開発が進み、それがゴーストタウンと化して放置されるとともに、鉄鋼、コンクリートなどでは過剰な生産能力が露になっている。

このように現在の中国経済は、従来の高成長モデルが行き詰まったばかりか、深刻な環境破壊が起こり、さらには都市と農村などで発展、所得の不均衡が生まれたことで、国民の不満が高まっており、新たな路線への転換が求められている。新たな路線は、成長の持続性と質の向上を目指す「新

常態（ニューノーマル）」という言葉に象徴される。

12月に開かれた中央経済工作会議では、新常态はどのようなものかについての説明がなされた。①高成長から中低成長へ、②成長の質・効率性の重視、③淘汰を伴う生産能力の調整、④新しい成長分野への転換がその柱とされる。3月に開催される全人代では、2015年の成長率目標は、昨年の7.5%から7.0%前後にまで引き下げられる見込みである。

ただ、中国のGDPに占める投資の比率は50%近くもあり、日本の高度成長期の最も高かった時期の35%前後をはるかに上回っている。一方、GDPに占める消費の割合は4割に満たず、日米の6~7割を大きく下回っており、こうした構造を変えていくのは容易ではない。構造を変えるためには、所得税の引き上げや相続税の導入、地域間の財政移転の仕組みの整備、年金など社会保障制度の整備を進めることで、格差を是正し公平性を高めることで、安心して消費できる基盤を確立することが必要になる。しかし、こうした改革はかねてから検討の俎上には上っているものの、既得権益層の抵抗も強く、なかなか進みそうもない。

マクロコントロールと構造調整

中国経済は、当面は7.0%前後の成長で安定させるため、小刻みな景気対策や金融緩和で景気を下支えしていく必要がある。中国人民銀行は、昨年11月下旬に2年4ヵ月ぶりに利下げに踏み切り、2月初めには、2年9ヵ月ぶりに預金準備率引き下げを行った。不動産市況の低迷が続き、景気減速がさらに強まっていることや、物価の伸びが鈍化していることへの対応である。1月の消費者物価は、前年比0.8%と5年2ヵ月ぶりに1%を下回った。

こうしたマクロコントロールと同時に、構造調整を進めていく必要がある。構造調整の過程では、利権を握る国有企業改革も不可欠となる。これについては、習政権は反腐敗運動を旗印に、国有企業の幹部を次々と摘発している。過剰生産能力を抱える鉄鋼やセメントなどでは非効率な国有企業の淘汰が進まず、民業を圧迫する要因となっていた。単なる腐敗摘発にとどまらず、民業を成長させる契機になるかが問われている。

既得権益の抵抗によって効率化が進まず、所得再分配政策にも進展がみられなければ、当面のマクロコントロールはできても、中長期的には中国は不安定化のリスクが高くなることは否定できない。現体制にとっては、国民の不満に 대응するためには改革を進める必要があるが、既得権益集団を過度に圧迫すると自らの権力基盤を危うくしかねないとのジレンマもある。最近のアメリカで、中国が中低成長に移行する中で、権力基盤の弱体化が進めば、中国が統治の危機に陥りかねないとの主張が脚光を浴びているのは、決して理由のないことではない。

2 日本経済—円安、原油安で景気拡大が続く

10～12 月期の実質 GDP 成長率は、消費税率引き上げ後の景気のもたつきから回復し、前期比 0.6%（同年率 2.2%）と 3 四半期ぶりにプラス成長となった。消費が引き続き増加し、輸出は伸びを高めただけで、設備投資が 3 四半期ぶりにプラスとなった。景気は 8 月を底に回復に転じているが、GDP 統計はそれを確認する内容となった。以下では、最近の経済状況を確認しつつ、今後の行方を探っていこう。

輸出、生産は持ち直し

外需については、実質輸出（＝輸出数量、日銀ベース）は、10～12 月期は前期比 4.8%と 2 四半期連続のプラスとなった（図表 2）。地域別でみると、EU 向けはマイナスとなったものの、アメリカ向け、中国向け、NIES 向けが伸びた。米経済の回復に伴い、アメリカ向けは資本財・部品が増加した。中国向けは情報関連などが増え、NIES 向けでは資本財・部品、情報関連が伸びている。輸出は米経済を中心とする世界経済の回復により、今後も緩やかな増加を続けていくと考えられる。

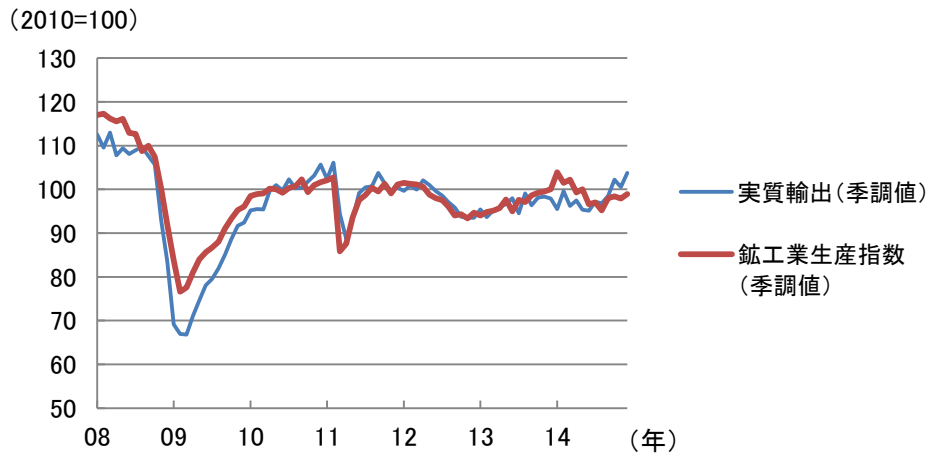
10～12 月期の生産は、前期比 1.7%と 3 四半期連続ぶりにプラスに転じた（図表 2）。生産は 8 月を底に、緩やかな回復過程に入っている。財別にみると、電子部品・デバイスが同 9.7%と大幅に増加した。スマートフォン、タブレット向けなどの部品の需要増加が背景にある。設備投資の回復を反映し、はん用・生産用・業務用機械は同 1.0%と 3 四半期ぶりにプラスに転じた。消費税率引き上げ後は大幅減産が続いていた輸送機械も同 0.4%と下げ止まった。先行きについては、製造工業予測指数は 1 月 6.3%、2 月 -1.8%となっており、増加を続けていく可能性が高い。

実質賃金も上昇へ

雇用については、12 月の失業率は 3.4%と前月から 0.1 ポイント低下し、97 年 8 月以来の低水準となった。生産年齢人口（15～64 歳）の就業率は、比較可能な 68 年以来、過去最高の 72.7%に達した。高齢者、女性なども非正規を中心に仕事に就く傾向が強まっている。一方、12 月の有効求人倍率は 1.15 倍と前月から 0.03 ポイント上昇し、92 年 3 月以来の高さとなった。1 倍台となるのは、14 ヶ月連続である。一方、正社員の求人倍率は 0.71 倍と 1 倍には及ばない低い水準ではあるが、前月から 0.02 ポイント上昇し、04 年以来の最高となった。

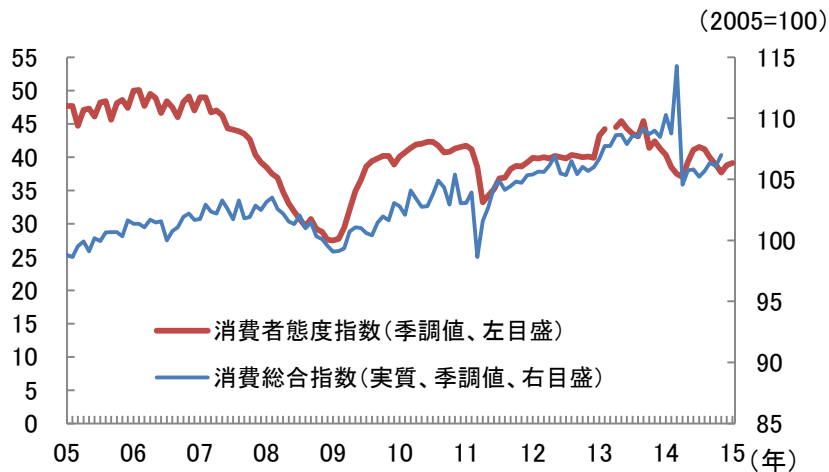
やむを得ず非正規雇用についた人は減少傾向にある。直近の「不本意非正規雇用比率」（現職の雇用形態（非正規雇用）についた理由が「正規の職員・従業員の仕事がないから」と回答した人の割合）は 10%台半ばとなっており、2013 年初め頃の 19%近くから低下している。雇用は量の拡大のみならず、質的にも改善が進みつつある。

図表2 実質輸出と鉱工業生産指数



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表3 消費者態度指数と消費総合指数



(出所) 内閣府「消費総合指数」、「消費動向調査」

(注) 消費者態度指数は、調査方法の変更に伴い、不連続が生じている

賃金上昇も進んでいる。12月の一人当たりの現金給与総額は前年比1.6%と10ヵ月連続で増加した。12月は特別給与が同2.6%と現金給与総額を押し上げたが、所定内給与も8ヵ月連続で前年比プラスと増加を維持している。ただし、物価の影響を差し引いた実質賃金は-1.4%と依然マイナスであるが、最近、原油安に伴う物価上昇率の鈍化が実質賃金のマイナス幅縮小に寄与している。

賃金の先行きについては、今年の春季賃上げ率は昨年以上が期待できそうである。労務行政研究所のアンケート調査によれば、2015年の春季賃上げの見通しは2.18%となった。実績値はアンケート結果を上回る傾向があり（昨年はアンケート結果2.07%に対し実績は2.19%）、今年の春季賃上げ率は昨年の2.19%を上回るのは確実である。ベースアップも昨年の0.4%程度から高まることが予想される。原油安による物価上昇率鈍化と賃上げ効果により、実質賃金は4月以降プラスに転じることが予想される。賃金上昇は雇用者数の回復と合わせ実質雇用者所得の増加をもたらす、先行きの個人消費を支える要因になると考えられる。

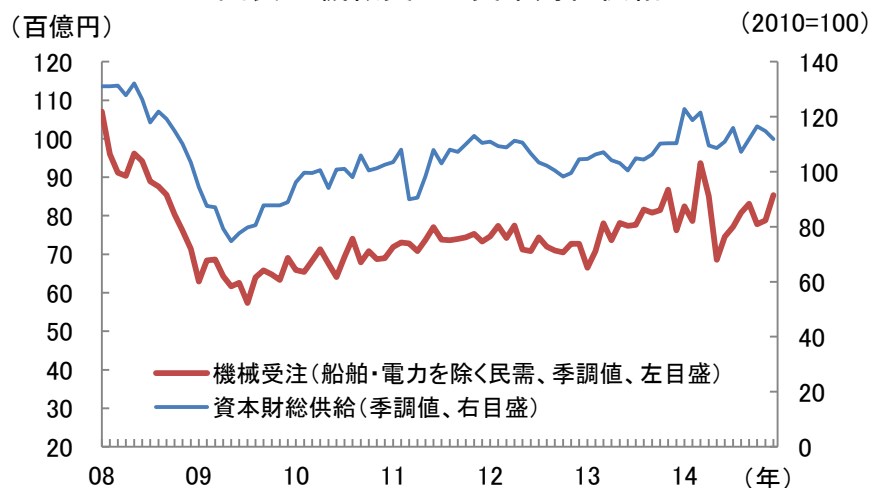
消費については、消費総合指数は10～12月期は前期比0.7%と2四半期連続で増加した（図表3）。雇用・所得環境が改善する中、着実に持ち直している。新車登録台数は駆け込み需要の反動減から脱し、直近は軽自動車を中心に伸びている。家電販売は、スマートフォンの新商品の発売などが販売増に寄与している。消費者マインドについては、1月の消費者態度指数は39.1と2ヵ月連続で改善した（図表3）。

出遅れていた設備投資も緩やかに増加している。先行指標である機械受注は10～12月期前期比0.4%と2四半期連続でプラス、一致指標である資本財総供給（国産品＋輸入品）も前期比2.4%とやはり2四半期連続でプラスとなった（図表4）。機械受注の1～3月期の見通しは同1.5%となっており、設備投資は引き続き増勢を維持する見込みである。

景気後退からはすでに脱却

以上のように日本経済は、生産、輸出が持ち直し、消費は底堅く推移し、設備投資も改善に向かい、回復過程に入っている。12月の景気動向指数（CI）は幅広い系列で上昇がみられ、一致指数は前月に比べ1.5ポイント上昇した。一致指数は8月をボトムとして持ち直しの傾向にあり、内閣府は一致指数の基調判断を、11月までの「下方への局面変化」から12月には「改善」へ上方修正した。「局面変化」の表現は景気後退に陥っていた可能性、また、「改善」は回復局面に入っている可能性をそれぞれ示唆している。一致CIは、1月をピークに8月まで低下しており、この間については事後的に景気後退と認定される可能性が高いが、現在の日本経済は後退からはすでに脱していることになる。

図表4 機械受注と資本財総供給



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

アベノミクス 2年の評価

安倍首相が就任してすでに2年が経過し、黒田総裁が量的・質的緩和（QQE1）に踏み切ってからこの4月で2年が経過する。原油下落の影響もあり、2%の物価目標こそまだ達成していないものの、デフレからの脱却を図ることには成功し、その後の消費税率引き上げも克服して、現在は景気の賃金への波及も確かにものになりつつあるという成果を生み出している。

ここでアベノミクスを振り返り、簡単な評価を加えておこう。アベノミクスでは、まず、安倍首相による異次元緩和の表明と、その後の黒田総裁による2年で2%の物価目標を達成するという強いコミットメントとそれを裏打ちする日銀による資産購入の大胆な拡大によって、大幅な円安がもたらされた。昨年10月の追加緩和（QQE2）も市場の意表を突く効果を生み、その後、一気に10円程度円安に振れるという効果をもたらした。

こうして現状では1ドル=120円近くの円安が定着したことで、国内に生産を回帰させる動きが活発化している。プラザ合意以降、趨勢的円高が続き、リーマンショック後の2011年には1ドル=75円まで円高が進んだ。この間、日本企業は海外生産移転を加速させ、国内の空洞化は進み、雇用も失われた。日本企業は、国内に残した工場は高付加価値品の製造に特化するなど、効率化を図ってきた。しかし、生き残りのための効率化の推進は日本企業の競争力をさらに高め、結果としてさらなる円高を招き、自分で自分の首を絞めるといった側面も生じた。

一方、日本の物価上昇率は、他の先進国が2%前後で推移したのに比べ、極めて低い水準で推移した。この15年（98～12年度）の消費者物価（除く生鮮食品）の平均上昇率は、-0.3%とマイナ

スであった。物価上昇率が他国に比べ低いことは、他の条件が一定の場合、為替レートの増価要因となる。物価上昇率が高い国ほど、貨幣価値が下がるからである。この点は、他国の中央銀行で2%程度の物価目標を設定することが標準になる一方、日銀が目標設定を渋ってきたことの責任も大きかった。つまりアベノミクス以前の日本では、政策当局は趨勢的円高を食い止める姿勢はほとんど見せず、逆に円高対応のための合理化を進め、それがさらなる円高につながり、また、日銀が2%前後の物価上昇率の実現にコミットしてこなかったことも円高を招く要因となった。

しかし、リーマンショック後の急激な円高により、日本企業の対応力にも限界が生じた。また、デフレの縮小均衡に陥ったことで、これ以上の円高に歯止めをかけなければ経済がもたないという瀬戸際に立たされた。こうした状態に終止符を打ったのがアベノミクスであり、円安誘導とデフレ期待払拭に成功した。円高トレンドの転換は政策効果が大きいですが、その底流には、少子高齢化で貯蓄率が低下し、経常収支も縮小に転じたという経済の基礎的条件の変化があった点も見逃せない。

国内生産回帰が強まる可能性

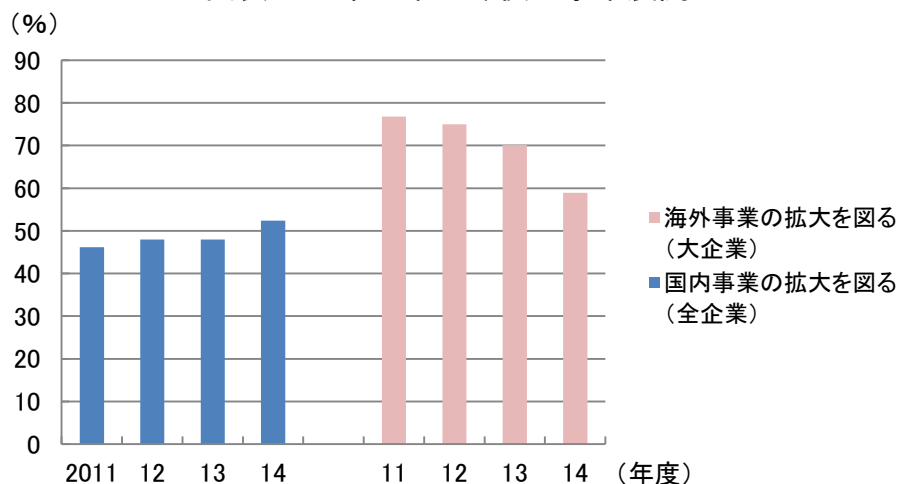
円高トレンド転換の結果として、国内生産の競争力が回復しているが、こうした競争力の回復パターンは、途上国における経済危機の脱却パターンと本質的に同じである。途上国では経常赤字、財政赤字の経済危機に陥ると、為替の大幅減価によって競争力を回復し、危機から脱却することがしばしばあるが、今の日本もこれと同じである。途上国と日本で違うのは、途上国の通貨は市場で売り浴びられて減価するのに対し、財政赤字になっても経常赤字までには至らない日本の場合、日銀が強力な金融緩和を進めることが為替の減価をもたらしている。

日本企業は国内生産を増やしているとはいえ、既存の国内工場で、国内で消費する分の生産を増加させるにとどめており、今のところ、工場新設まで図る動きは少ない。円安転換しても、人口減少による国内市場縮小の流れは変わらず、市場に近い海外工場を閉鎖する必要性は乏しい。ただ、円安トレンドが今後も変わらないという期待が強くなれば、海外生産より国内生産を増やした方が良いとの判断が、今後支配的になる可能性がある。

実際、12月時点のアンケート調査によれば、今後の事業展開について「国内事業の拡大を図る」と回答した企業が52.4%に達し、11年度の調査以来、初めて半数を超えた。また、「海外進出拡大を図る」と回答した大企業は、前年度に比べ11.2ポイント低い58.9%にとどまった（図表5）。今後、国内回帰の動きを確かなものにするためには、円安を長く定着させることができるかが問われる。その重要なキーになるのは、今後も日銀が2%の物価上昇に責任を持つアンカーになれるかどうかである。

一方、アベノミクスの3本の矢のうち、成長戦略が出遅れていたことは否定できないが、安倍首相が昨年末に解散総選挙に踏み切り勝利したことで、既得権益にも切り込む政治力を手にしたこと

図表5 日本企業の今後の事業展開



(出所) 日本貿易振興機構「日本企業の海外事業展開に関するアンケート調査」
 (注) 2014年度は中間集計 (『読売新聞』2015年2月2日夕刊による)

は朗報で、今後の進展が期待できる。現に安倍首相は、岩盤規制の象徴とされる農協改革に踏み込む強い意志をみせている。

2015、2016 年度と景気拡大が続く

以上を勘案すると、今後の日本経済は、賃金上昇が確かなものとなって個人消費が堅調に推移し、設備投資も維持更新や人手不足に対応する省力化投資に加え、一部では国内生産回帰の動きも加わることで伸びを高め、さらには輸出も緩やかに増加していくことで、拡大を続けていくと考えられる。2014 年度の実質 GDP 成長率-0.9%とマイナス成長となるが、2015 年度は 1.9%、2016 年度 1.8%になると予想される。消費者物価上昇率 (除く生鮮食品) については、2014 年度は 2.9% (消費税引き上げの影響を除くベースで 0.9%)、2015 年度 0.7%、2016 年度 1.7%を見込んでいる。

原油価格下落の影響は、原油輸入企業には減税と同様の効果をもたらす。仮に原油輸入金額 14 兆円の 50%が削減できたとするとその額は 7 兆円程度となる。また、原油価格の下落は、製品価格の下落という形で原油輸入企業以外に広く恩恵が及び、企業収益の向上を通じ雇用、賃金を増加させる効果を持つ。家計も価格下落によって実質購買力が高まり、消費支出を拡大させる要因となる。内閣府の「短期日本経済マクロモデル (2015 年版)」によれば、原油価格が 1 年にわたって 50% 下落した場合の名目 GDP に与える影響は、1 年目に 1.2% (5.6 兆円)、2 年目は 1.7% (8.2 兆円) となる (内閣府「月例経済報告等に関する関係閣僚会議資料」2015 年 1 月)。こうした効果は、2015、2016 年度の景気を下支えすると考えられる。

物価目標の事実上の修正と市場との対話

消費者物価（除く生鮮食品）は、QQE1の導入直前から昨年4月までで2ポイント（前年比-0.5から1.5%（消費税率引き上げの影響を除く、以下同じ））も上昇した。しかし、消費税率引き上げ後の景気もたついたことや、その後の原油価格下落の影響もあり、10月には1%を割り込み、12月には0.5%にまで落ち込んだ。

当面、消費者物価の伸びは一段と鈍化し、賃上げというプラス要因はあっても、春にはゼロ近傍からマイナスに転化する可能もある。物価については、QQE2後のより一層の円安進展が物価を引き上げる効果は持つものの、原油価格下落の効果の方が明確に大きい状態にある。ただし、原油価格急落の影響が剥落していく夏以降は、物価は2%に向かって伸びを高めていくと考えられる。

物価目標達成の後ずれについては、日銀は1月に出した展望レポートの中間評価で、2015年度の消費者物価の見通しを1.7%から1.0%に引き下げ、2%の物価目標達成が後ずれすることが避けられなくなったことを認めた。しかし同時に、消費者物価に対する原油価格下落の影響が2015年度で-0.7~-0.8%ポイントに達するとの試算を示し（1バレル=55ドルから出発し、見通し期間の終盤（2016年度）にかけて70ドル程度に上昇していくとの前提）、原油価格急落の影響がなければ2015年度に2%に近づいていたはずだとの思いを滲ませた。

日銀はQQE1の導入時に2年で2%を達成することに強くコミットしていたが、原油相場の変動で消費者物価が大きく動く可能性をあまり考慮に入れず、エネルギーを含む消費者物価をターゲットに設定した。しかし、原油価格の下落で下振れするリスクが高まったことで、10月にはQQE2に踏み切らざるを得なくなった。原油価格下落を理由とした追加緩和に踏み切ったことで、今後も追加緩和観測が高まりやすい状況となっている。

原油価格下落は短期的には物価を下落させるが、企業や家計の実質購買力を高めることで景気を刺激する効果を持つため、そうした効果を考えれば、緩和ではなく引き締めが必要になる場合もあり得る。にもかかわらず日銀はエネルギーを含む物価をターゲットにしていたため、追加緩和に踏み切るという選択を行った。追加緩和は目標達成への日銀の強い意志を示し、さらなる円安につながったということで筆者は評価しているが、その後も原油価格下落が続き、追加緩和観測を生みやすくなるという弊害を日銀は抱え込んだ。

通常、物価目標を設定している中銀でも、目標は長期的に達成すべきものと位置づけられており、原油価格下落が要因となって物価が下振れしたとしても短期的な対応をそう強く迫られるものではない。しかし、日銀の場合、長期デフレからの脱却を図るため、それまでの期待を一変させる必要があり、物価目標の実現に期間を区切る強いコミットメントを出した経緯がある。今から考えれば、期限を区切るのならば、原油価格の変動に振り回されないよう、食料とエネルギーを除く消費者物価（いわゆるコアコア指数）に目標を設定すべきだったとも考えられるが、そうしなかった

ことが現在の日銀の対応を難しいものになっている。

ただ、今回の展望レポートで、原油価格下落が消費者物価に与える影響の試算値を出したことが日銀の思いを代弁しているとも解釈できる。日銀は、原油価格下落の影響を除けば、ほぼ想定どおり物価は上昇に向かっているとの認識を示すことで、過度な追加緩和の観測を打ち消したいとの思いを抱いているのかもしれない。今後の日銀は、市場との対話を通じ、目標の事実上の修正（原油価格変動の影響を除くベースをより重視していく）と、追加緩和に対するスタンスの修正（原油価格変動に必要以上に振り回されない）をうまく行っていけるかが問われている。

予測表

年度	2014	2015	2016	2014	→予測 2015				2016				2017
	予測	予測	予測	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
実質 GDP (年率)	-0.9	1.9	1.8	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.3	0.4	0.4	0.8
	—	—	—	2.2	2.4	2.0	2.4	2.0	1.8	1.3	1.5	1.7	3.1
個人消費	-3.1	1.6	1.7	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	1.0
住宅投資	-11.9	0.0	3.3	-1.2	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0	1.1	0.0
設備投資	0.4	4.1	3.6	0.1	2.0	1.6	0.9	0.4	0.3	0.8	1.2	1.5	1.8
在庫投資(寄与度)	0.5	0.0	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
政府消費	0.3	0.7	0.9	0.1	0.3	0.0	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3	0.2	0.4
公共投資	2.1	-1.2	-0.4	0.6	-2.9	-3.5	2.1	2.9	3.0	0.0	-1.9	-3.6	-5.2
輸出	7.4	4.9	3.4	2.7	1.8	1.2	0.4	0.3	0.5	0.8	1.0	1.5	1.8
輸入	3.0	3.5	3.4	1.3	0.9	0.9	0.6	0.7	0.6	0.8	0.9	1.2	1.5
名目 GDP	1.2	2.7	2.6										
GDP デフレーター	2.1	0.8	0.8										

[実質 GDP 寄与度]

内需	-1.6	1.6	1.7
外需	0.7	0.3	0.1

鉱工業生産	-0.1	4.7	4.2
CPI(除く生鮮食品)	2.9	0.7	1.7
失業率	3.6	3.4	3.3
経常収支	5.7	10.0	10.5
円ドルレート	112.2	119.3	120.3

[前回予測(2014.12.8)]

実質 GDP	-0.7	1.8	—
名目 GDP	1.2	2.4	—

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 上席主任研究員 米山秀隆

電話:03-5401-8392(直通)

E-mail:yoneyama.hide@jp.fujitsu.com

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 事業支援統括部)広報

電話:03-5401-8399(直通)