

Market Flash

2015年 経済大予測

2015.01



今年**は乙羊**。株式相場の格言では「辛抱」の年です。

ただし、申酉「騒ぐ」につながる年であり、今年を乗り切れば**2020年**のオリンピックまで上昇機運に乗る年になりそうです。

経済的には、米国を除いて、世界的に厳しい年ですが、どの地域（日本、米国、欧州、中国）においても政府と中銀の政策がさらに注目される年です。

羊は群れを成して行動するため、家族の安泰や平和をもたらす縁起物とされています。また、胃袋が4つあり、食べたものを何度も咀嚼し消化します。今の日本も同様に、時間をかけてゆっくりとデフレ脱却に向けての行動を何度も繰り返す必要があるように思えます。

「迷える子羊」にならないようしっかりと目標を定めて前進していきたいと思えます。本年も何卒よろしくお願い申し上げます。

干支で占う2015年(平成27年) 未年(ひつじ年)

2015年は乙羊(きのとひつじ)。

「乙未」は、「干支」の組み合わせの第32番目で、陰陽五行では、十干の「乙」は「木」の「弟(陰)」、十二支の「未」は、「土」の「陰」で、「相剋(木剋土:『木は根を地中に張って土を締め付け、養分を吸い取って土地を痩せさせる』の意)」である。

還暦を迎えるのは1955年(昭和30年)生まれの人。羊年の年男・年女は、1931年(昭和6年)、1943年(昭和18年)、1955年(昭和30年)、1967年(昭和42年)、1979年(昭和54年)、1991年(平成3年)、2003年(平成15年)生まれの皆さんです。

「乙」は十干の2番目の干で、「乙」の古代文字は、乙形の骨ペラで糸の乱れを解く道具の象形であり、草木の芽が曲がりくねっている形を表している。「軋(きしる)」に通じ、植物が芽を出したが、外の寒気、即ち外界の抵抗のために、真っ直ぐに伸びないで、曲折している姿を表す。

「未」は十二支の第8番目で季節は旧暦の6月、動物では「羊」に配されている。方角は南南西、時刻は午後2時を表す。

「未」は上の短い「一」と「木」から成り、「一」は木の上層部、枝葉の繁茂を表す象形文字である。枝葉が繁茂すると暗くなるので、「未」を「くらい」と読む。「未」は「味(まい)」に通じ、「暗くしてはいけない」「曖昧にしてはいけない」といった意味がある。また、「味(あじ)」に通じるともされ、植物の実が成熟し、滋味(じみ)が生じた様子を表す。

2014年の「甲午」は、現勢力が衰えの兆しを見せ、新たな勢力の台頭で革新が始まる気運で、安倍政権が衰え反体勢力が勢いを増し革新を起こすと読めた。実際には、確かに景気が思ったように浮上せず逆風が吹いたが、衆議院選挙では圧勝した。2015年の「乙未(きのと・ひつじ)」には、より抵抗が激しくなると解せられるが、これは、政治の世界での反体勢力ではなく、アベノミクスの成長戦略を推し進めていくうえでの「反体勢力＝官僚や族議員など」が強くなると考えることができるかもしれない。それであれば、今年はいよいよ安倍政権にとって厳しい政権運営を強いられることになる。それを突破できるかが今年のポイントとなろう。



● 羊に関わる格言

・羊頭狗肉(ようとうくにく)／羊頭を懸けて狗肉を売る

狗肉とは犬の肉のことをいい、羊の頭を看板に掲げながら、実際には犬の肉を売ってごまかすことから、見かけと実質が伴わないことのたとえ。立派なものをおとりに使い、実際は粗悪なもの売ることのたとえ。

・羊質虎皮(ようしつこひ)

実際は羊なのに虎の皮をかぶっているの意味から、外見だけは立派だが、それに実質が伴っていないことのたとえ。

・羊に虎の皮を着せたよう

弱い者が強がったり、愚かな者が利口ぶること。

・群羊を駆りて猛虎を攻む(ぐんようをかりてもうこをせむ)

たとえ力が弱くても、集合すれば強い力を発揮できるということ。

・羊の皮をかぶった狼

外見は非常におとなしいが、本性はその逆であること。

・亡羊の嘆(ぼうようのたん)／多岐亡羊(たきようぼう)

学問の道は多方面に分かれているため、真理に到達するのは難しいということ。転じて、方針がいくつもあって選択に迷うということ。中国戦国時代、羊が一匹逃げた際、大勢の人が追いかけたが、道がいくつも分かれていたため取り逃がしてしまった。それに対して思想家の楊朱が「学問の道も同様で、いくつもの道に分かれているので、真の道がわからなくなる」と嘆いたという故事に由来している。

● 未の四字熟語

岐路亡羊(きろぼうよう)：方法、選択枝、方針等がいくつもあって、選ぶのに迷うこと。

羊質虎皮(ようしつこひ)：外見は立派であるが、実質が伴っていないことのたとえ。

羊頭狗肉(ようとうくにく)：見かけだけで実質の内容が伴わないこと。立派なものを「おとり」にして粗悪なもの売ること。

屠所の羊(としょのひつじ)：死や不幸を目前にして氣力を喪失した人とそのたとえ。



羊年の主な出来事

前回60年前の「乙未」である1955年(昭和30年)は、社会党が統一され、自由民主党が結成された。いわゆる55年体制が成立している。海外ではNATOに対抗して、ワルシャワ条約機構が発足するなど、冷戦が深刻化した。国内では鳩山一郎内閣(第1次～第3次)の下、対中国、対ソ連の外交交渉が本格化している。また、1955年は神武景気の真只中で、当時「三種の神器」と呼ばれた白黒テレビ・洗濯機・冷蔵庫が出現した。

未年は、海外では、対中・対ソ連外交が大きく変化するとともに中東で紛争が起きたことが多い。

前述のように、1955年には西ドイツがNATOに加盟する一方、ワルシャワ条約機構が設立された。1967年には中国が初の水爆実験に成功する中、ECとASEANが発足。1979年には米中国交が正常化、米ソでSALT IIが調印。中越戦争勃発。1991年にはコモンウェルス条約機構が解体、STARTが調印、EUの創設が合意、ソ連が解体された。

一方、中東関連では、1967年には第3次中東戦争、1979年にはイランでイスラム革命が起こり、ソ連がアフガニスタンに侵攻した。1991年には湾岸戦争、2003年にはイラク戦争が勃発している。

こうしてみると、今年も中東は要注意だ。「イスラム国」の動きが焦点。

○戦後の「未年」の出来事(数字は月、上段は国内、下段は海外)

2003年	④日本郵政公社発足、⑥リソナホールディングスに対して公的資金注入決定、⑪衆院総選挙、第2次小泉内閣発足、⑪足利銀行が一時期国有化。
	②コロンビア号空中分解事故、③イラク戦争、④SARSがアジアで大流行。
1991年	③湾岸戦争への支援90億ドル拠出決定、東京都新庁舎完成、⑥証券不祥事問題化、雲仙普賢岳火砕流発生、日米半導体交渉妥結、⑦ロンドンサミット、⑪宮澤喜一内閣発足。
	①湾岸戦争、⑥フィリピンでピナツボ山噴火、ユーゴスラビア内戦、コモンウェルス条約機構解体、START調印、⑧ソ連で保守派クーデター失敗、⑨韓国・北朝鮮国連同時加盟、⑩カンボジア問題パリ国際会議、中東和平会議、⑫欧州連合創設合意、ソ連邦解体。
1979年	①ダグラス・グラマン疑獄問題化、③全国労働組合総連合会発足、⑥元号法公布、東京サミット、⑩衆院総選挙、木曾御嶽山噴火、⑪第2次大平正芳内閣発足。
	①米中国交正常化、カンボジア人民共和国成立、②イラン・イスラム共和国成立、中越戦争、③イスラエル・エジプト平和条約調印、スリーマイル島原発事故、④中ソ友好同盟相互援助条約廃棄、⑤サッチャー首相就任、⑥ジンバブエ・ローデシア共和国成立、SALT II条約調印、東京サミット、⑪テヘラン米大使館員人質事件、⑫アフガニスタンにソ連軍侵攻
1967年	①衆院総選挙、②第2次佐藤栄作内閣発足、④富山県イタイイタイ病問題化、⑦資本取引自由化、⑧公害対策基本法公布、⑪日米首脳会談：小笠原の1年以内返還決まる。
	③インドネシアでスカルノ大統領解任、⑤ナイジェリア内戦、⑥ケネディ・ラウンド調印、第3次中東戦争、中国が初の水爆実験成功、⑦ヨーロッパ共同体(EC)発足、⑧東南アジア諸国連合(ASEAN)発足、⑪南イエメン人民共和国独立。
1955年	③第2次鳩山一郎内閣成立、④日中漁業協定調印、⑤日中民間貿易協定調印、⑥日ソ交渉開始、⑧広島で第1回原水爆禁止世界大会、⑨ガット加盟、⑩社会党統一、全国国勢調査8,927万人、⑪自由民主党結成：55年体制成立、第3次鳩山一郎内閣成立、⑫原子力基本法公布。神武景気
	②マレンコフソ連首相解任、後任にブルガーニン、④チャーチル英首相辞任、後任にイーデン、アジア・アフリカ会議、⑤西ドイツがNATOに加盟、ワルシャワ条約機構発足、オーストリア国家条約、⑧パキスタン共和国独立、⑪バグダッド条約機構発足。



「未年」の株式市場

「辰巳(たつみ)天井、午(うま)尻下がり、未(ひつじ)は辛抱、申酉(さるとり)騒ぐ、戌(いぬ)笑い、亥(い)固まる、子(ね)は繁盛、丑(うし)つまずき、寅(とら)千里を走り、卯(う)跳ねる」といわれる。

2014年は、当初『午尻下がり』の格言通り、年初から安くなり消費税増税後の景気の落ち込みから夏場まで尻下がりに停滞した相場であった。しかし、10月末の日本銀行の追加金融緩和による円安と年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)改革の発表により、日経平均株価は大きく上昇した。

12月30日の日経平均は、2013年末に比べて7%(1159円)高い17,450円で取引を終えた。結果的には「午尻下がり」ではなく「尻上がり」であった。

60年前の1955年の未年: 神武景気

日経平均株価は、始値361円10銭、高値425円69銭、安値345円89銭、終値425円69銭だった。前年終値からの騰落率は19.5%の上昇となっている。この年は、自由党と日本民主党が合併し、自由民主党が発足。社会党が再統一され、いわゆる55年体制の幕開けとなった。日本住宅公団(現在の都市再生機構)が設立されている。

1967年の未年: 高度成長時代(いざなぎ景気) 株式市場は生みの苦しみ

日経平均株価は、始値1441円35銭、高値1506円27銭、安値1250円14銭、終値1283円47銭で、前年終値からの騰落率は11.6%の下落。

1979年の未年: 第2次オイルショック 資源株相場

日経平均株価は、始値6041円57銭、高値6590円69銭、安値5925円87銭、終値6569円47銭で、前年終値からの騰落率は9.5%の上昇だった。アメリカと中国が国交を樹立。イラン革命が起こり、同国での原油生産が中断し、需給がひっ迫して第2次オイルショックが起こっている。

1991年の未年: バブル経済崩壊、失われた20年のスタート

日経平均株価は、始値2万4069円18銭、高値2万7146円91銭、安値2万1456円76銭、終値2万2983円77銭で、前年終値からの騰落率は3.6%の下落だった。多国籍軍がイラク空爆を開始し湾岸戦争が勃発、その後には海上自衛隊がペルシャ湾へ掃海部隊を派遣した。ソビエト連邦が崩壊。

2003年の未年: ソニーショック、イラク戦争

日経平均株価は、始値8713円33銭、高値1万1161円71銭、安値7607円88銭、終値1万676円64銭で、前年終値からの騰落率は24.5%の上昇だった。イラク情勢の緊迫化や終結、ソニーの2003年度大幅減益見通しを機に企業業績不安が拡大し日経平均は4月28日にバブル崩壊後の安値7,607円まで下落した。中国でSARS(重症急性呼吸器症候群)が、国内では鳥インフルエンザが流行した。小惑星探査機「はやぶさ」が打ち上げられ、地上デジタル放送が東京、大阪、名古屋で開始。



日経平均株価の騰落率をみると、1955年が17.9%の上昇、1967年が11.0%の下落、1979年が8.7%の上昇、1991年が4.5%の下落、2003年が22.5%の上昇。勝ち負けでは3勝2敗、平均騰落率は6.7%の上昇となっている。干支別でみると、「辰」を先頭に「子」と続き、「未」は9番目に留まっている。平均が10.9%となっていることから「未」は平均以下で、やや分が悪いようだ。

さて、2015年の未年は「辛抱」の年。

2015年の大発会の日経平均は42.06円安の17408.71円で取引を終えた。そして、続く5日は525.52円安の16883.19円と急落した。ニューヨーク市場で原油先物相場WTIが5年8か月ぶりに50ドルを割り込んだことやギリシャの政情不安などを要因に欧米株式市場が急落したためである。まさに「辛抱」の年にふさわしい幕開けとなった。

ただ、多くのエコノミストの予想では、20000円～23000円と強気の見方が多くなっている。市場を揺るがしている原油価格の下落については、日本経済にとっては「神風」と言ってもいい好材料であり、今のマーケットの動揺をあまり気にする必要はないであろう。ただ、世界的に低成長の年であり、さらに、いくつかのリスク要因はあるので注意を要する。

ここで、今年の株式市場に想定されるプラスとマイナスの要因をまとめておく。

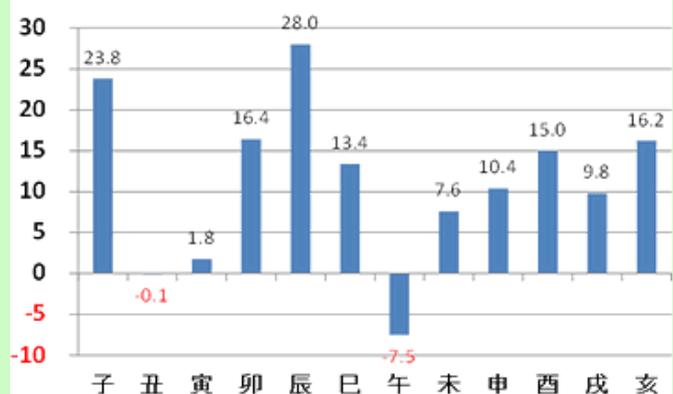
<プラス要因>

- **好調な米国経済**
米国の成長率は3%台まで拡大していくものと予想
- **日本経済の回復: アベノミクスの成長戦略に期待**
2017年4月の消費税増税までの2年間、安倍政権及び自民党は政治生命をかけて景気浮揚に注力
- **日銀による量的緩和第3弾への期待**
物価上昇2%が達成困難な場合、さらなる量的緩和を実行する可能性あり
- **円安**
米国の利上げ(量的緩和の停止)により、ドル高・円安傾向は継続
- **企業収益の拡大**
法人税減税、円安、原油安などの要因により、上場企業の増収増益
- **強力な買い支え**
GPIFの日本株ウエイト倍増、日銀のETF購入3倍増

<マイナス要因>

- **米国の金融引き締め**
- **中国及び資源国の経済停滞**
- **アベノミクスの失敗**
- **EU内の混乱(ギリシャ、スペインなど)**

干支別日経平均の平均騰落率(%) (1950～2013)*



*東証再開の1949年の丑年は取引期間が1年未満であるため除いた

*2014年の午年はカウントしていない

*年末終値を比較

出所:各種資料をもとに東洋証券作成

2015年の経済見通し

2015年の世界経済のポイント

2015年の先進諸国の経済は、**米国を除いては緩やかな成長にとどまるであろう**。下記の表はOECD(経済協力開発機構)の経済見通しである。

米国は、本年よりもさらに景気拡大し3.1%の経済成長を見込んでいる。リーマンショックで大きく落ち込んでいた住宅市場も持ち直しが顕著である。個人消費も株高の資産効果やガソリン価格の下落により消費マインドは堅調さを持続している。

欧州は、「デフレ」の影におびえている状況である。ユーロ安による輸出の拡大でドイツなどが持ち直しつつあったが、主要な輸出先の一つのロシアへの経済制裁などの影響により、頼りの輸出にも陰りが見え始めている。さらに、ギリシャの政情不安や増加する失業率など大きな問題を抱えて再びEUとして非常に難しい局面を迎えようとしている。

日本は、低成長ながらもアベノミクスの継続、円安、原油安が好材料となり、OECDの予想よりは高い成長を達成できるという見方が多い。

一方、新興国については、中国をはじめ、鈍化傾向が続くものが多い。特に、今年は、資源国の下振れリスクには大いに注意すべきである。

中国は、膨れ上がった在庫、バブル化した不動産投資、シャドーバンキングなど大きな問題を抱えているが、今年についてもそれが表面化することは考えにくい。政府は、成長率を落としても経済が崩壊することだけは何としても防ぐ考えだからである。成長率は7%程度に抑えながら、何とか軟着陸させようとする政府の懸命の努力は今年も続く。今年の問題は、資源国の動向である。原油価格の急落を受けてロシアは大きな痛手を受けている。ウクライナ問題での経済制裁に加えてのダブルパンチは、十分にノックダウンするだけの威力がある。

ブラジルのハイパーインフレと経済の鈍化が同時進行する厳しい状況である。

<今年のキー・ワード>

日本経済に影響を及ぼすキーワードは、

- 原油安
- 円安
- アベノミクスの第3の矢
- 日銀の更なる金融緩和
- 米国の金融引き締め
- ユーロ危機の再燃
- 資源国、新興国の動向
- 地政学的リスク(イスラム国など)

国・地域	2014年	2015年	2016年
米国	2.2	3.1	3.0
日本	0.4	0.8	1.0
ユーロ圏	0.8	1.1	1.7
ドイツ	1.5	1.1	1.8

国・地域	2014年	2015年	2016年
中国	7.3	7.1	6.9
インド	5.4	6.4	6.6
インドネシア	5.1	5.2	5.9
ブラジル	0.3	1.5	2.0
ロシア	0.3	0.0	0.6

2015年の経済見通し

アベノミクス・円安・原油安ー日本経済

安倍内閣では、これまで、「大胆な金融政策」「機動的な財政政策」「民間投資を喚起する成長戦略」の「三本の矢」からなる経済政策（「アベノミクス」）を一体的に推進してきた。こうした政策の下、経済の好循環が生まれ始めているが、最近の我が国経済については、平成26年7-9月期の実質GDP成長率が年率換算で▲1.9%と2四半期連続でマイナスとなるなど、個人消費等に弱さがみられた。そこで、安倍政権は消費税の増税を2017年4月まで先送りすることを決定。このことは、この2年間で日本経済を立て直すことを約束したということである。

その追い込まれた状況の中で、今後政府は「岩盤」と言われる農業、医療などの分野をどこまで規制改革できるか、地方再生をどこまで実現できるか、そして、デフレ脱却を実現できるか、注目される。

さて、2015年の日本経済予想はバラバラではあるが、総体的には拡大基調に移行するとみていいだろう。

その大きな要因としては、

- ①安倍政権が年末に打ち出した3.5兆円の緊急経済対策⇒GDP+0.7%
- ②円安効果、特に、波及効果がタイムラグにより今年はGDPや個人消費に好影響を与えること(後述)⇒GDP+0.5%
- ③原油の大幅安が大きく貢献すること⇒GDP+0.5%
- ④消費増税を見送ったことにより、昨年の増税効果が一巡して実質所得の目減りが大幅に緩和、解消に向かい消費拡大に貢献し始めること、
などである。

1. 緊急経済対策

安倍政権は、12月27日に3兆5千億円規模の緊急経済対策を閣議決定した。「アベノミクス」の効果が十分及んでいない地方経済や家計への支援策が柱だ。実質国内総生産(GDP)を0.7%程度増やす効果を見込む。

経済対策の内訳は①地方活性化に約6千億円、②家計・中小企業支援に約1兆2千億円、③災害復旧・復興に約1兆7千億円。

- 地方活性化の目玉は各地の事情に応じて柔軟に使える交付金の創設で、約4200億円を投じる。自治体や商工会議所が発行し、地域限定で使えるプレミアム付き商品券の事業費などに充当できる。若者が地元に戻って就職したり、女性の創業を支援したりする事業にも使える。
- 家計・中小支援では、低迷する住宅販売をてこ入れし、省エネなどの基準を満たした住宅の新築や改築をしたときに「住宅エコポイント」をもらえる制度を再開する。ポイントは商品券やエコ家電と交換できる。長期固定の住宅ローン「フラット35S」の金利も優遇する。円安による燃料価格高騰に苦しむ運送事業者向けに高速道路料金を割引する制度の1年間延長なども盛り込んだ。
- 災害復旧については、広島土砂災害や台風で被害を受けた学校や公共施設の復旧なども打ち出している。また、東日本大震災の復旧についてもよりピッチを速めるとしている。

この緊急対策により内閣府は、実質GDPを+0.7%引き上げる効果があるとしているが、多くのエコノミストは0.3~0.5%程度の引き上げ効果とみる。

2015年の経済見通し

アベノミクス・円安・原油安—日本経済

2. 円安効果

次ページ以降で詳しく説明する

3. 原油安効果

原油価格は昨年7月には、WTI原油価格が1バレル=145ドルまで上昇したが、その後下落に転じ今年に入って50ドルを割るレベルまで急落している。このように短期間で半分以下にまで急落した要因としては、これまでの上昇相場が**金融資産としての投機対象になっていたということが大きい**。事実、原油先物の買い残高は年々膨れ上がっていたのである。それが**昨年の10月米国の量的緩和が終了したことから、それを前にして投機筋が一斉にポジションを減らし始め今度は売りポジションを増やし始めたことから急落となった**。

需給その他の要因として、2010年から始まった「アラブの春」という反政府・民主化運動により中東地域が不安定化したことも挙げられる。しかし、この中東情勢はいまも「イスラム国」という新たなリスクが発生しており、産油国に対するリスクは相変わらず強いものがある。

残りの要因としては、**純粋に需要の動向である**。かつては、**中国をはじめとする新興国の経済急拡大による原油の需要が膨らんでいたことも大きな要因であった**。この需要が落ちてきていることがもう一つの大きな下落要因である

OPECは、2015年の原油需要見通しを、日量2,890万バレルに下方修正した。12年ぶりの低水準である。一方、サウジなどの産油国は一切減産する姿勢を見せていない。このような需給のバランスが大きく崩れていることもこの急落の要因となった。

2015年については、50-70ドルという予想が多い。日本にとっては、この原油価格の下落は巨大なメリットになる。これまでの経済予測ではなかなかこの点が考慮されてこなかった。IMFは、「**原油価格が30%下落すれば、先進国の成長を0.8%押し上げる**」との見解を表明している。また、内閣府の試算では、**30%の下落で、実質GDPが1年目+0.33%、2年目+0.57%、3年目+0.24%の押し上げ効果がある**としている。日本経済にとっては、まさに「**神風**」である。

4. リスク要因

日本経済にとってのリスク要因として考慮しなければならないポイントは、やはり海外要因である。

①米国の金融引き締め、②EUはギリシャなどの不安再燃、③中国のバブル崩壊、④新興国、特に、ブラジル、ロシア、中東などの資源輸出国の景気減速、などであるが、それぞれの項目で見えていく。

このように日本経済にとってはプラス要因が多く存在する。そうした中での大企業の責任ある行動が必要とされる。つまり、**①さらなる雇用・賃金の改善、②設備投資の増加**、などである。円安により、一部家電メーカーが国内回帰しつつあることも明るい材料である。こうした大企業による経済全体への貢献と、政府による地方再生や中小企業対策、低所得者層対策が噛み合っ初めて景気回復の実感が一般にも湧いてくるものと思われる。安倍政権は2017年4月の消費税増税まで待たなしてデフレ脱却を迫られている。これが成功しなければ、2020年東京オリンピックを前に日本は再び闇の中に沈むことになる。

2015年の経済見通し

円安はプラスか？ マイナスか？

日銀の量的緩和と米国の量的緩和終了により、ドル円相場はドル高円安の傾向が続き、2007年以来の120円台まで下落している。これまで、日本経済がデフレから脱却できずに苦しんでいる中での円高が進み、輸出企業を苦しめ日本の競争力を削ぎ落としてきた。一昨年の日銀の量的緩和から一転円安に進み、「円高修正」と捉えられ歓迎されてきた。しかし、昨年10月末に追加緩和を実施し、さらに円安が進むと今度は、輸入価格の上昇を招き、個人や中小企業を苦しめるだけだという意見や日本はすでに輸出型経済ではないというようなことが盛んに言われるようになってきた。これまで苦しんできた円高をすでに忘れてしまっているような発言が目立つ。このまま円安が進めば、ハイパーインフレを起こし日本は破滅するという意見も聞かれる(このレポートで今までも何度も言ってきたが、このような日本破滅論は昔からあり、それを言っている人も昔から変わっていない。)

果たして今の円安は、本当に日本経済にとってマイナスなのであろうか。筆者自身は全くそのようなことはないという考えである。それをうらづけるような調査レポートが大和総研から出された。今回は、そのレポートの要約をご紹介します。

「円安の波及効果と企業収益に与える影響」と題した大和総研のレポートである。どなたでもご覧頂けるのでご興味のある方は、大和総研のHPでみて頂きたい。

結論

- ◆ 大企業製造業では輸出金額が輸入金額を上回っているのに対して、中小企業製造業と非製造業では輸入金額のほうが大きい。直接的には、純輸出がプラスである大企業製造業にとっては円安の進行は収益を押し上げる要因になる一方で、中小企業製造業、非製造業にとっては、円安が収益悪化要因となる。
 - ◆ ただし、円安が企業収益に与える影響は、直接的な輸出入の増加のみでなく、①大企業製造業の輸出増加を起点とした企業間取引の増加、②円安による最終需要の増加などの波及効果についても併せて考えるべきである。こうした波及効果を考慮すると、大和総研による試算では、アベノミクスによる円安の進行によって2012年10-12月期から2014年4-6月期のマクロベースの経常利益は3.0兆円程度押し上げられたという結果が得られた
 - ◆ 円安進行は波及効果によって中小企業や非製造業にも恩恵をもたらすとみられるが、最終需要に対する押し上げ効果は、円安が進行した後、数四半期程度のタイムラグを置いて効果が最大になると考えられる。このため、2014年夏場から進行した円安による景気の押し上げ効果は、2015年度以降、本格化する公算が大きい
- というものである。

＜産業別・企業規模別にみた需要構造の違い＞

円安の進行は中小企業や非製造業にとって負の側面が大きいと言える。しかし、円安は単純な輸出入金額の増加のみではなく、様々な波及経路を通じて効果が増幅すると考えられることから、波及効果の大きさも円安による効果として合わせて考えるべきである。

波及経路としては、①大企業製造業の輸出増加を起点とした企業間取引の増加、②円安による最終需要の増加の2つが挙げられる。

として、それぞれの波及効果について具体的に数値分析をしている。

2015年の経済見通し

円安はプラスか？ マイナスか？

その結果が、下記の表になる。

<円安が企業収益に与えた影響>

		全規模全産業								
		製造業			非製造業		大企業		中小企業	
		大企業	中小企業	大企業	中小企業	大企業	中小企業	大企業	中小企業	
経常利益	変化額 (10億円)	2,977	2,222	2,038	184	755	429	326	2,467	510
	経常利益に対する割合 (%)	3.3	6.8	7.5	3.5	1.3	1.1	1.6	3.7	2.0
直接効果	変化額 (10億円)	-635	1,033	1,074	-42	-1,668	-1,322	-346	-248	-387
	経常利益に対する割合 (%)	-0.7	3.2	3.9	-0.8	-2.8	-3.4	-1.7	-0.4	-1.5
波及効果	変化額 (10億円)	3,612	1,189	964	226	2,423	1,751	671	2,715	897
	経常利益に対する割合 (%)	3.9	3.7	3.5	4.3	4.1	4.5	3.3	4.1	3.5
人件費	変化額 (10億円)	4,316	2,858	2,307	551	1,458	470	987	2,777	1,538
	人件費に対する割合 (%)	1.7	3.6	4.7	1.9	0.9	0.7	1.0	2.3	1.2

(注1) マクロモデルを用いた試算値。2013年1-3月期～2014年4-6月期の効果の累積値。

(注2) 直接効果は、円安による輸出の増加と輸入価格上昇による影響の合計。

波及効果は、円安に伴う最終需要の増加、および価格転嫁を含めた企業間取引の増加による効果。

(出所) 財務省、日本銀行、経済産業省、総務省、内閣府統計より大和総研作成

この表は、安倍政権が成立した2012年12月以降の円安が、2014年4-6月期までに間に企業収益に与えた影響を、直接効果(輸出入の増減による影響)と波及効果(企業間取引の増加、最終需要増加による影響)に分けた上で、産業別・企業規模別に示したものである。

この結果、直接効果では、売上に占める輸出の割合が大きい大企業製造業では、1.0兆円程度の経常利益が押し上げられた。一方、中小企業や非製造業では、輸出増加による直接的メリットが小さいため、輸入価格に上昇により円安は収益の下押し要因となった。このため、全規模全産業では経常利益が6,350億円程度下げられたという結果となった。

次に、波及効果を見ると、産業、企業規模を問わず収益の押し上げに寄与しており、全規模全産業では3.6兆円程度経常利益が押し上げられた。直接効果がマイナスである中小企業製造業や非製造業に関しても、波及効果によるプラスの影響が直接効果によるマイナスを上回っており、円安が企業収益を押し上げる要因になっている。この結果、直接効果と波及効果を併せれば、全規模全産業の経常利益は3.0兆円程度押し上げられたという結果となる。

この分析結果は、過去の平均的な関係と同程度の波及があったという前提での試算であるということは注意が必要であるが、少なくとも表面的に輸出入の額だけで円安効果を論じることは正しくないであろう。

また、この分析レポートは、以下の点に言及している。

1.円安効果の波及のタイムラグ

分析では、最終需要に対する押し上げ効果は、円安が進行した後、徐々に効果を強め、数四半期程度のタイムラグをおいて効果があるとしている。個人消費では3四半期後、GDPでは5四半期経過したときが最大となる。こうしたことから2015年度には円安が収益を押し上げる要因になるだろうとした。

2.格差の拡大

ただ、こうした円安の効果は、日本経済全体にとってはプラスになるものであるが、やはり大企業製造業でもっとも恩恵を被るため、産業間、企業規模による格差が一層鮮明化することになる。

そのため、政府は12月27日に閣議決定で「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」に、円安による中小企業支援策が織り込んだ。これにより円安のメリットをより広く活かせる環境が整った。

2015年の経済見通し

金利引き上げ時期を探る米国経済

2015年の米国経済の注目はなんといっても、「**金利引き上げのタイミング**」である。

2012年9月以降実施してきた量的緩和第3弾(QE3)は2014年で終了した。この間、FRBは完全雇用と物価安定という2つの使命が課せられてきた。雇用についてはその成果が十分に表れ、先週1月9日に発表された失業率は、当時の**9%台から5.6%にまで低下**している。現在の米国経済の回復を支えているのはこの良好な雇用環境である。新規雇用の継続的な増加と賃金の上昇があり、GDPの7割を占める個人消費の押し上げに大きく貢献している。さらに、リーマンショック以来痛手を受けていた住宅市場についても回復傾向をたどり始めている。一方で、インフレ率についてはFRBの思惑通りに入っていないようである。**FRBの目標は2%であるが、現状は1.5%前後**である。このような状況から、**今年の金利引き上げのタイミングとしては、インフレ率に焦点を当てながら、FRBの長期目標である2%に戻る確信が得られたタイミングになるのではないだろうか**。景気の腰を折ることなく慎重に事を進めていくと思われる。

事実、2014年12月の最後のFOMC(連邦公開市場委員会)の声明文では、ゼロ金利政策を維持する期間について、金融政策の正常化を開始するまで「**忍耐強く**」なれる、という表現に変更している。2004年からの利上げ局面に際して、その直前に行われた声明文の変更と同じである。同時に前回、10月までのFOMCの声明文を引用する形で、「**相当な期間継続する**」との文言も残し、これらの内容が整合的であったとした。イエレン議長も、株価の急落や金利の急上昇を避けるように極めて慎重かつ丁寧な説明となっている。

現在のFOMCメンバー17人のうち、15人が2015年中の政策変更を見通しているため、今年中の利上げの可能性は高い。しかし、あくまでも経済情勢や市場動向を見極めたうえでのごとであり、例え実施されたとしても連続したり上げにはならないと思われる。好調な米国経済であるが、欧州、中国経済などの海外経済低迷のリスクや、米国の利上げによる後進国からの資金流出による市場の混乱などのリスクがあり、急激な政策の変更は避けるものと思われる。

いずれにしても、20-15年の米国経済は大方の予想通り3%以上の好調な成長を堅持するものと思われる。

デフレ脱却に向けた量的緩和実施か？ ユーロ圏

2015年の欧州における注目も、やはり中央銀行の金融政策の行方である。

2014年のユーロ圏経済は、**+0.8%程度の低成長**にとどまった。ドイツ、フランス、イタリアの3大国の景気低迷が大きな要因となった。**インフレ率もECBの目標である2%には遠く及ばない0.4%程度**で、**デフレ懸念が強まっている**。そのため、2015年においては、ECBがデフレ脱却に向けた更なる金融政策の実施を行うとみられている。2014年12月4日の金融政策理事会の後の記者会見においてドラギECB総裁は、**インフレ期待の低下を阻止し、消費者物価を「前年比+2%をやや下回る水準」へと戻すべく、「2015年の早い段階で」追加的な金融緩和策を発表する**とした。次回の理事会は1月22日であり、その場で何らかの金融政策の決定がなされる見込みである。その内容としては、資産買い取りの対象に社債やEU機関が発行する債券などが加えられる見込みである。ユーロ圏各国の国債を買い取り対象とすることに対しては、引き続きドイツが強く反対しており簡単には決定できそうにない。しかし、ドラギ総裁は、決定に際して全会一致での決定である必要はないともコメントしており、国債が組み込まれるかどうか注目されている。

2015年の経済見通し

低成長が続くユーロ圏経済

2015年のユーロ圏経済は、2014年同様の低成長が続くものと思われる。財政危機国の回復は続くものと思われるが、過剰債務の調整圧力が残っており回復のスピードは鈍い。フランスでは財政緊縮が続き、イタリアの構造改革もまだ道半ばである。唯一期待されるのがドイツであるが、ロシア情勢などが足かせとなっている。

しかし、このような環境にあってもユーロ安の影響による輸出はかなり持ち直しており、ここに原油安という大きなプラス材料が景気の下振れリスクを弱めている。2015年も、ドイツの個人消費と輸出に支えられる構造に変化はなさそうである。

リスク要因としては、現在表面化しているギリシャの政情不安など、再び財政困難にある国（ギリシャ、スペイン、ポルトガルなど）での政情不安が市場を揺さぶるリスクとなる可能性がある。

成長第一主義からの脱皮はできるか- 中国経済

中国は、軍と石油閥の重鎮の摘発により、習近平の権力体制は強固になってきている。習近平は「成長第一主義」から「安定成長」を目指した方向転換を懸命になって行っているように思える。これまでの無駄な投資と社金を増やさず、投資に過度に依存した成長から消費主導の成長へと舵を取ろうとしているようである。そのため、「爆食」と呼ばれた中国需要が世界経済をけん引するというシナリオは今後色あせていくものと思われる。今後は世界の工場から、中国の膨大な消費市場を狙った動きが加速するであろう。

こうした中国経済にとって、これまでの過剰な不動産開発、不動産投資、それを生み出したシャドーバンキングなど「バブル崩壊」の要因は内在している。中国共産党による統制資本主義という特殊な構造により、日本のようにバブル崩壊がすぐに目に見えた形で顕在化することはないであろうが、問題が正常化されたわけではないことは頭に入れておく必要がある。

2015年については、習近平体制が引き続き国内改革を加速させ、経済構造の転換を成功させるかを見極める年となりそうである。

新興国からの資金流出に注意

その他、2015年の世界経済の動向として注意しておかなければならないポイントとして新興国の動きである。

最近、新興国の外貨準備が急減している。原油価格の急落や米国の量的緩和終了に伴うドル回帰の流れで、新興国の通貨安が加速。そのため、新興国が手持ちのドルを売って自国通貨を買い支える為替介入を行ったためである。ブラジルなど主な新興国5か国（ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ）にロシアを加えた外貨準備は昨年下半年に6%減少し、リーマンショックの市場混乱時以来の落ち込みとなった。これら新興国では、利上げによるインフレの進行など国内経済にも深刻な打撃を与えている。

2015年についても、原油安は続き、かつ、米国の利上げも見込まれていることから新興国の通貨安が加速する可能性もある。これが世界市場の混乱要因にもなる可能性もあり注意が必要である。