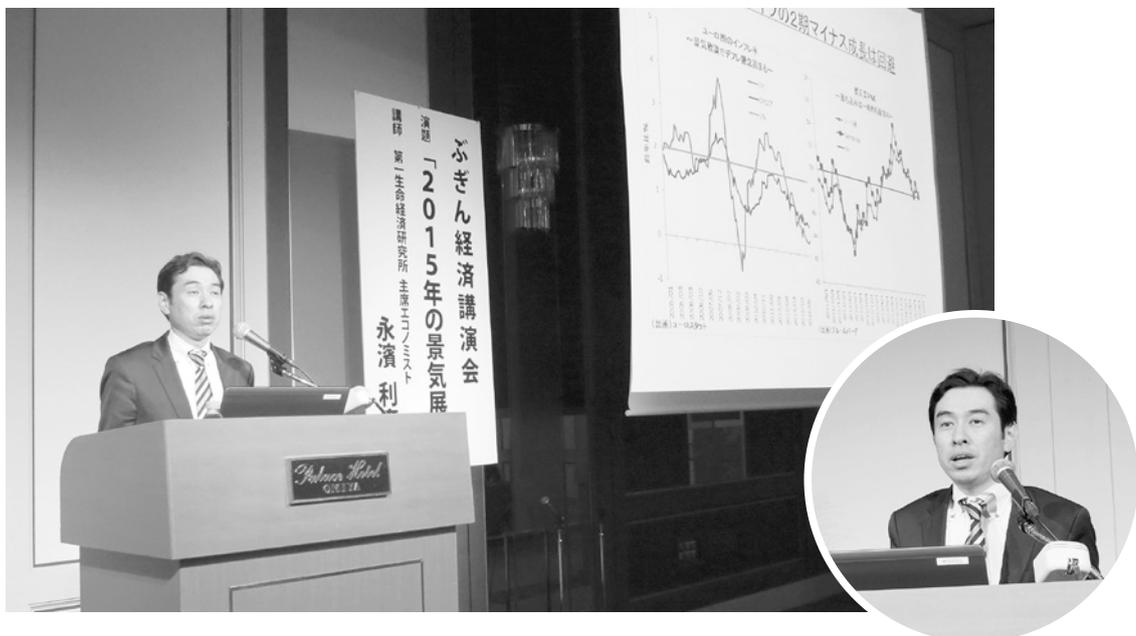


2015年の景気展望 (要旨)

～キーワードは「E」～

講師 第一生命経済研究所 主席エコノミスト 永濱 利廣 氏



本日は、2015年の景気展望についてお話するわけですが、結論から申し上げますと、2015年の景気は相当良いと思います。しかしながら経済には絶対はなくて、当然リスクもあります。そのリスクはどういったものがあるか。リスクがある中でも、仮にそのリスクが顕在化しなければ、なぜ来年の景気は良いのかというところを説明させていただきます。

1 3つのネガティブE

2015年の経済およびマーケットを見るにあたって、非常に注目されている材料があります。これを集めてみると、偶然の一致といえますか、頭文字が「E」の材料が多く、頭文字が「E」という、わかりやすい区分で説明させていただきます。

(1)End of QEの「E」

まずリスク要因の「E」。一つ目は、「End

of QE」の「E」です。ご存じの方も多いと思いますが、これはアメリカの話です。

アメリカは2008年にリーマン・ショックが起きて、大変景気が悪くなりました。そのため、同年から大胆な金融緩和を行っており、2014年10月まで大胆な金融緩和でアメリカの中央銀行(FRB)が紙幣をたくさん刷って市中に供給していたのです。

ずっと増やしていた紙幣の供給増をやめたことで、一時期、株価にネガティブな反応がありました。その大胆な金融緩和、QE(Quantitative Easing:量的金融緩和)が「終了します」ということで「End of QE」と言われています。

なぜ「End of QE」が今後のリスクになるかということ、紙幣量を増やすのをやめただけでは、金融政策はまだ正常化しないのです。次に正常化するステップがあるのです。

基本的に、金利の水準が高い時は、金利を下げることで金融緩和を行ってきました。そ

れがアメリカの場合（日本もヨーロッパも同じですが）は、金利を下げるどころまで下げても金融緩和が足りないという状況にあり、政策金利がまだゼロ金利のままです。これがおそらく2015年のどこかのタイミングで金利が上がってくるだろうと想定されています。これが金融政策の正常化へのステップなのです。

今度、アメリカの中央銀行が金利を上げる時に、また金利を上げるという観測が高まってくると、おそらく株は一時的に調整すると思います。さらに、紙幣の量を増やすのをやめたり、利上げ等をする頃は、アメリカからお金の供給が減るといって観測が高まりますから、新興国へ投資されていたお金が引き上げられてしまうことが予測されます。それが過度に引き上げられてしまうと、新興国の通貨が暴落するリスクが出てきます。

このようなリスクが2015年に控えています。具体的な時期は、今後の経済のデータ次第で分からないのですが、今のところ、市場の平均的な見方とすると、2015年の半ば位ではないかと見られています。2015年前半のどこかでスピード調整的な株価の下落がある可能性が高く、注意が必要だと思います。

しかし、それを上手くやれば、いったん調整して、また上がっていくと思います。そこをいかに上手くやれるか。ここが一つ目のリスクの「E」ということになります。

(2)Ebolaの「E」

二つ目の「E」は、「Ebola」の「E」です。このエボラ出血熱については、もうすでにご存じと思いますが、一時期のパニックに近い状況からは落ち着きを取り戻した状況にあります。

おそらく大丈夫だと思いますが、絶対大丈夫かということ、そういうことはなく、仮にこれから私が申し上げる、「2015年の景気は

良いですよ」というのが崩れる可能性があるとする、いったん収束したと思ったエボラの世界感染が拡大していくということだと思います。ただ、それはあくまで非常に確率の低いリスクであると思います。

また2015年、想定外の大きな地震が来てしまったら、それもリスクになってしまいますが、現時点で考えておかなければいけないリスクという意味では、アメリカの利上げとエボラかと思います。

(3)Euro経済圏の「E」

もう一つのリスクになる可能性がある「E」、これは「ユーロ圏の経済」です。これも若干注意が必要なところだと思います。今、ユーロ圏では、90年代以降の日本のようなデフレになるかもしれないというリスクが台頭してきているのです。

なぜユーロ圏の経済がデフレ懸念への政策対応に遅れているかということ、ユーロ圏は、さまざまな経済状況の国が一緒になっていることが原因と思われる。ユーロ圏全体の景気は良くないのですが、その中でも相対的にドイツの経済は良いわけです。ドイツが本当はもっと他の、ドイツよりも経済力のない国のことを考えて、金融政策や財政政策を積極的に展開していればこのような状況にはならないのです。

「大丈夫かな？」と思っていたドイツ政府も、ようやく事の重大さに気付き始めたのでしょう。後でお話しますが、ようやくユーロ圏の中央銀行である、ヨーロッパ中央銀行が、大胆な金融緩和を年明け以降実施するだろうという状況になってきました。以上のことから、引き続き2015年以降も、世界経済でマーケットに混乱をもたらす国はどこかということ、ヨーロッパの可能性が有ると思うのです。

(4)最後のリスクはElectionの「E」

当初、リスクの「E」は三つにしたのですが、もう一つ「E」があります。この資料をつくった後に「E」が出てきました。それは、「エレクトション（衆議院選挙）」の「E」です。もしかしたら衆議院選挙がリスクになるかもしれないということです。

基本的に年末の衆議院選挙は、アベノミクスの是非を問う選挙だと言われています。「大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を促す成長戦略」の三本の矢と言われるアベノミクスが、なぜこれほど注目されているかというと、今までの日本の経済政策がグローバルスタンダードから全く遅れていたためです。当たり前の経済政策ができていなかったのです。それが原因でこんなデフレになり、15年も脱却できなかったのです。

これがアベノミクスとして、分かりやすく打ち出されているので、経済全体のパイを拡大させることだけを考えれば、理にかなった政策をやっていることになります。やはりそのような政策をやっているところの議席が伸びるとするのは、それは外国人投資家が日本株を買っているという話だと思います。

大胆な金融緩和により円安になることは、経済全体にとってみたらプラスになるのです。なぜかということ、結局、日本経済の究極の問題は、「国の借金」をどうするかです。国の借金を減らすためには何が必要でしょうか？当然、増税も必要ですが、景気を良くして税収を増やすしかないのです。

ではどうしたらいいのでしょうか？日本の税収というのは、為替と非常に密接に関係しています。日本の税収は、1円円安になると、900～1,000億増えるのです。国全体の経済を考えたら、円安にするほど良いわけです。その方が税収増になって国としても有難いわけです。

しかし、あまり急激に円安をやり過ぎてし



まうと、恩恵を受けるところと、そうではないところが出てきます。国の税収にとってはプラスです。上場企業の利益にとっても、全体で考えるとプラスです。ただ、中小企業を考えたら、さすがに1ドル100円を大きく上回るような円安になってくると、マイナスのところが出てきてしまうのです。

アベノミクスで円安になって副作用を受けている中小企業や家計に、円安になって増えた税収の一部を使って分配をして、支援していくという政策、これが足りていなかったのでしょうか。おそらくこの選挙が終わったら、今年度の補正予算、ここをいかにしっかりやってくるか、ここが一つ、大きなポイントになってくると思います。

2 2つのポジティブの「E」

冒頭で申し上げた通り、基本的に2015年の景気およびマーケットは、私は強気で見えています。なぜかということ、日本経済の環境は非常に良くなると思っているからです。ある意味、神風が吹いてもおかしくないくらいの状況だと考えています。それはなぜかということ、これも「E」に集約できる部分があるのです。

(1)Exchangeの「E」

企業の利益は英語で「Earnings」と言います。これも「E」です。このEarningsが上方修正されるという期待があります。その理由は、「Exchange（為替レート）」と「Energy（原油価格）」の二つの「E」にあります。

先ほど申しあげました通り、確かに為替レートは、業種によっては輸入原材料が上がってしまうネガティブな要因となります。ただ、少なくとも株式市場に関係をしてくるような上場企業にとっては、相当なプラスになるのは事実なのです。

なぜそこまで上方修正の期待があるかというと、かなり日本の企業が為替レートの想定を慎重に見ているということがあげられます。10月1日に発表された日本銀行の日銀短観というデータがあります。これは、2014年度下期の企業業績をつくる上で、業種ごと、これは大企業ですが、為替レートの想定をどう見ているか、というデータです。

このデータによると、9月時点で100円前半くらいで見えています。その後に企業決算が発表されましたので、そこから若干、想定レートは上方修正していますが、それを個別で見えていくと、大体1ドル100円台半ばくらいの想定レートの企業が平均的です。

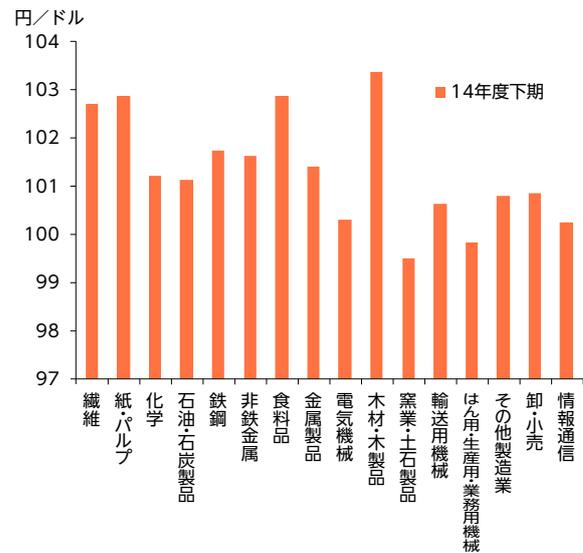
今の為替はいくらでしょう？ 120円いきそうな状況です。もう相当な企業業績の上方修正が期待できます。おそらく次の決算は2月位に発表されますが、相当、輸出関連を中心に上方修正の企業が増えてくると思います。これが一つの「E」です。

(2)Energyの「E」

もう一つの「E」が「Energy」、原油価格の暴落です。こちらは中小企業にも相当プラスに効いてくると思います。

二つのデータがあります。黒いデータは、ドバイの原油先物価格です。一般的に原油先物価格は、WTI (West Texas Intermediate) が注目されていますが、日本が輸入している原油はアメリカからではなく、中東から輸入しているので、日本の原油価格で考えたらドバイの方が正確なのです。これを見ていただくと、足元でもう、つるべ落としのように下

大企業の今年度想定レート
～輸出関連中心に上方修正含み～



出所：日経短観（2014.9月調査）

がっています。

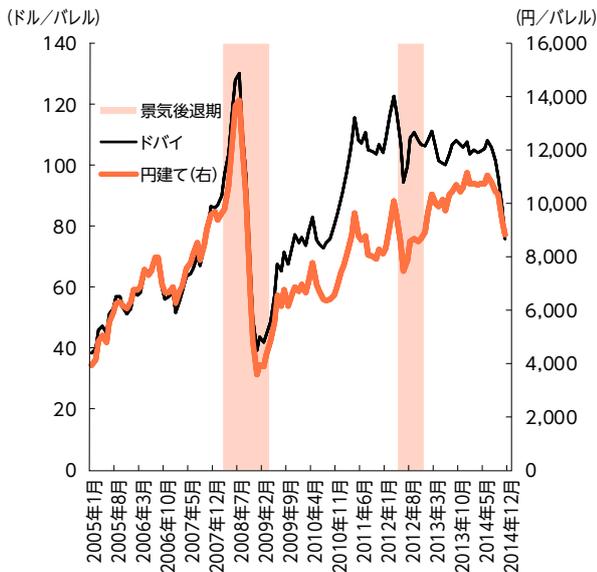
また、こんなこともよく言われています。「原油価格が下がっていますね」と言っても、「でも円安も進んでいるから、そんなに原油価格は円建てで下がっていない」と言われることです。

そこで、円建てにした場合を見てみると、円建てでもすごく下がっていることがわかります。何故こんなに下がっているかというと、夏以降、確かに1割くらい円安も進んでいます。それに対して、原油価格は元が下がっているのです。夏から3割以上も下がっているのです。

なぜ下がっているかというと、きっかけは世界経済がちょっと先行き不透明だということがありました。特にヨーロッパと中国の景気の先行きはIMF (International Monetary Fund: 国際通貨基金) の経済見通しが下方修正されたり、日本も消費増税して、予想以上に景気が悪くなってしまいました。しかし、それだけの要因による下落であれば、おそらくこの原油価格の下落はすぐ戻ってしまうと思うのです。

この原油価格の下落は、当面戻らない可能

円建て原油先物価格
～円建てでも大幅下落～



出所：トムソンロイター

性が高いのではないかとされています。それは何故か？一言でいうと、原油価格の決定メカニズムが変わってしまったということです。原油生産国のサウジアラビアが需要が下がっても原油の減産をしないのです。なぜ減産しないのでしょうか？その原因は、アメリカのシェール革命です。アメリカでは、今まで原油が採れない場所から原油が採れるようになり、今や世界最大の産油国になりました。

そうになると何が起こるのでしょうか？これまでは、OPEC (Organization of Petroleum Exporting Countries：石油輸出国) 諸国が自分たちの利益のことだけを考えて、原油価格をコントロールしてきました。原油価格は産油国にしてみたら高い方が良いわけです。今までは高くしたら、それだけ儲けが増えていたのです。しかし、アメリカでシェール革命が起こってしまった以上、原油価格を単純に高くしておく、当然アメリカ国内でもシェール開発が進んでしまう、さらにこの先、カナダや他の国にシェール開発が進んでしまったら、産油国にとっては将来が危うくなってしまふことになります。

世界中で原油が採れることになってしまうと、それを回避するためには何が必要か？産油国からしてみると、アメリカのシェール開発を抑制したい、抑えたいわけです。シェール革命とはいっても、さすがに産油国から採る原油よりも採算コストは高いのです。現在、1バレル70～80ドルと言われているので、どうやったら抑えられるか、シェール開発しても、採算に合わない位まで原油価格を下げるということが一番手っ取り早い方法なのです。そのため、原油価格はすぐには上がらないと思います。

いずれにしても単純な需給だけで下がっているわけではないのです。多分、原油価格は少し前の1バレル100ドルには戻らない可能性が高いと思います。そうなると、日本経済にとっては神風です。しかし、その具体的な恩恵は、日本の実体経済にまだ来てないと思います。原油は先物価格ですので、先物価格から現物価格が動くまでは少し時間がかかります。また、原油輸入である日本は、その都度、原油価格が決まるわけではなくて、3カ月位の契約期間で価格を決めていますから、原油が下がっても輸入する原油の価格はすぐに下がらないのです。

では、どのくらいで影響が出てくるのでしょうか？諸々のデータを見てみると、早ければ、半年位で影響や効果が出てくると思います。多分、実際に原油安の効果は年明け、または年度明けくらいには、相当プラスに効いてくる可能性が高いのではないのでしょうか。

2015年、日本が輸入する原油価格が、今年の平均的な価格より2割下がったと仮定すると、原油の輸入金額は3兆円減ります。また、2015年の為替レートは、平均して1ドル120円くらいいくと思うので、原油価格が20%円建てで下がります、これだけで、2015年の経済成長率は1%くらい押し上げられるので、相当景気が良くなると思われまふ。

3 各国の2015年経済成長率

次に主要国の経済成長率を見たいと思います。まずアメリカ経済は堅調です。これはIMFの経済見通しですが、2014年は2.2になっています。2014年の頭にアメリカが予想外の寒波で経済成長率がマイナスになっていながらもプラスの2.2ですから、足元ではアメリカは3%を超える成長です。そのため、2015年も3%を超える成長と思われます。アメリカ経済はどうして強いのでしょうか？

それは人口の増加です。アメリカは移民の入国により、2100年まで人口が増え続けます。人口が増える国は、アメリカとオーストラリアくらいしかないので、イノベーションの国ですし、ゼロから1を創るのですから非常に強い国といえます。また、資源も持っているという点もアメリカの強みです。となるとアメリカ、やはりドルは強いと予想できます。

それに対して、ユーロ圏は、一応プラス成長に戻ってはきますが、それほど強くないと予想します。

日本については、非常に弱いです。消費増税の影響が予想以上に出してしまったので、こ

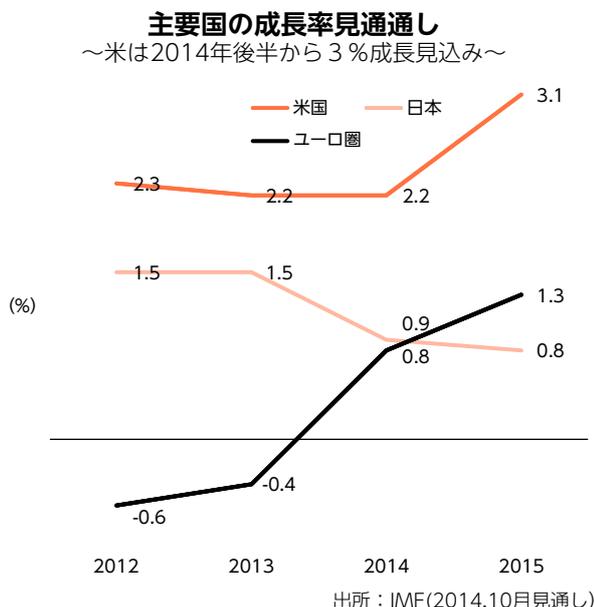
のような数字になっています。ただ、先ほど申し上げた通り、この予測には原油が下がった効果は入っていませんので、2015年については、相当な確率でこれよりも高くなると思います。

2015年度の日本の名目経済成長率は2%を超えたいと思います。それくらいプラスになる可能性が高いと思います。そうした中で、2015年は中国経済にも、おそらく追い風が吹くと思われます。その理由はやはり原油安です。これは中国だけではなく、日本も含めてですが、アジアの国は、原油を輸入している国が非常に多いのです。それを考えると、この原油価格が世界的に下がるということは、産油国にとっては非常に頭の痛い話ですが、アジア諸国にとっては、それこそ神風になります。

NIEs (Newly Industrialized Economies: 新興工業経済地域) や、ASEAN (Association of South - East Asian Nations: 東南アジア諸国連合) も含めて、あまり芳しくなかったアジア諸国の経済ですが、この原油価格の下落というのが、2015年のアジア経済には相当プラスに効いてくると思います。

そうなる何が起こるかというのと、先ほど、日本では原油のコストが下がるからプラスと言いました。原油が下がれば、当然天然ガスも下がって、電気料金も下がるでしょうし、ガソリン価格ももっと下がります。

もう一つは、原油が下がって、アジアの経済がちょっと戻ってくると、日本からの輸出も増えますから、そういう面でもプラスになります。



4 2015年の相場見通し

ここまで色々な材料について話してきました。特にマーケットの数字、経済成長率は先ほど言いました。2015年、日本は名目で

2%を超えと思いますが、マーケットの数字はどうなるか。具体的にどれぐらいの数字を想定しておけばいいのか。この辺を具体的にお話したいと思います。

(1)2015年、120円／ドル定着が現実味

まず為替です。為替につきましては、2015年は普通にいったら120円が定着してしまうと思います。理由としては、為替レート、ドル円レートについては、ドル円というのは円とドルの交換比率なわけです。端的にいえば、アメリカの紙幣の量と日本の円の紙幣の量の比率がどうなるかで、為替レートは大体分かってしまいます。

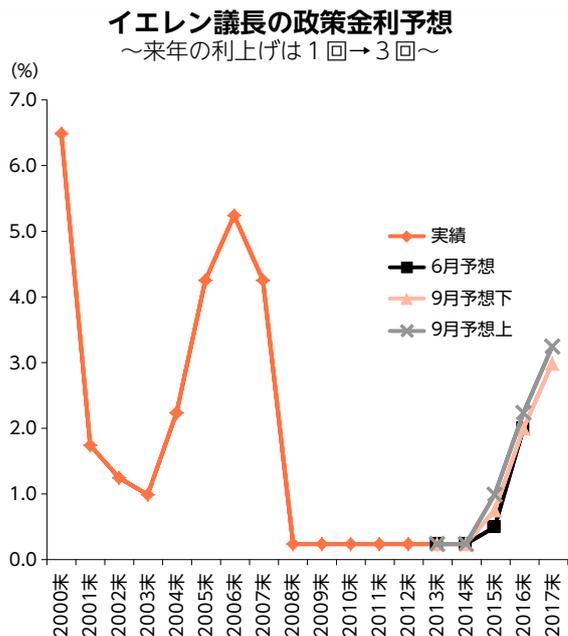
2014年の年末時点で、普通に考えても、やはり日本とアメリカの紙幣の量で考えると、1ドル115円以上は行って当たり前だと、実際、今はそれ以上行っています。これは単純な紙幣の量以外の影響もあると思いますが、このペースのまま日本とアメリカの紙幣の量が推移すると、2015年の年末でどれくらいかということ120円台後半くらいまで行ってしまふということです。これくらいまで十分に可能性は計算上あるということです。

例えば2015年の年末で考えれば120円台後半になっていますが、場合によっては、リスクが顕在化したら110円台後半の円高になる可能性もある。逆に130円台後半に行く可能性も全くないわけではない、ということになります。

(2)株価は一旦ピークアウトも上昇トレンド持続か

次は株です。どの位展望できるのかという話です。日本の株については、アメリカの政策金利FFレートと非常に連動性が高いです。厳密にいうと、連動しているというか、アメリカのFFレートよりも、日本の株が4カ月先行して動きます。

この水準でいくと仮定すると、取りあえ



出所：FRB

ず、2014年の半ばくらいには16,000円というのが予想されていたわけですけど、実際にいっています。さらに2015年の半ばくらいだと17,000円を超えてきている。というか、もう超えています。そして2017年の半ばくらいには、19,000円くらいいくという予想になっています。

今時点で、2015年の半ばくらいの数字を超えていますので、もっと上にいく可能性もある。逆にいうと、今はアメリカのFFレートから導き出した理論的な水準よりも、やや過熱感があるという見方もできますし、ポジティブな意味で考えれば、やはり株はさらに上昇のトレンドがしばらく続く期待が持てると思うのです。

少なくともこれから利上げをしようとしているアメリカにおいては、2015～16年中にまた金融緩和が入るかといえば、多分それは過去の経験則からいっても少なく、早くて2017年以降だと思います。

ざっくり見てみると、上下3～4,000円位あってもおかしくないの、それを考えれば、場合によっては、例えば2017年の半ばくらいに上でいけば23,000円くらい行って



いる可能性もある。逆に下だと15,000円くらいに下がっている可能性もある。日本株はFFレートで決まってくるわけではないので、少なくとも一番の基本の部分は、上昇するという期待が持てると思います。

まとめ

あくまでこれは私の希望的な観測ですが、余程のリスク要因が顕在化しなければ、おそらく2015～16年くらいの景気は良いと思います。特に2015年は結構良いのではないかと期待しています。

問題は2017年です。それは何故かという、消費増税が先送りされて2017年に消費税率を上げるわけです。

ベストシナリオは、この景気の好循環がずっと続いて、2017年くらいにちょうど景気の過熱感が出てくるくらいで消費税率を上げれば、むしろ過熱感を冷ますという効果を、消費増税がもたらしてくれるので、悪影響はそれ程出ないと思います。それに対して、2016年くらいに景気がピークアウトして、2017年から景気後退に入っているところへ消費税率を上げてしまうというのが最悪のシナリオです。

ただ、少なくとも言えることは、2015～16年くらいは、これまでは苦しかったかもしれない経済環境に少しは期待が持てるような日本経済が展望できるのではないかと思います。以上が今日の私の結論でございます。

(文責：ぶぎん地域経済研究所)

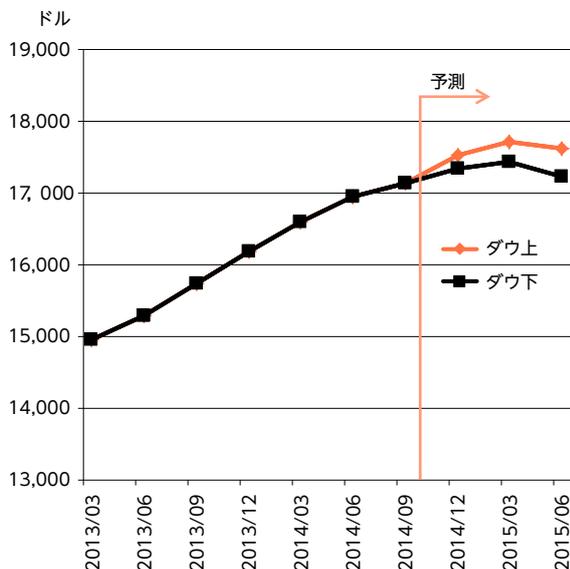
日時：2014年12月5日（金）

14：00～16：00

会場：パレスホテル大宮4F ローズルーム

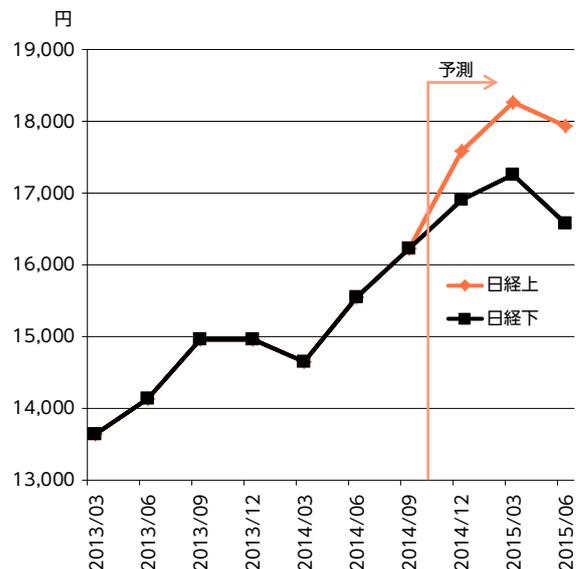
NYダウ見通し

～利上げ観測が一時的な重しか～



日経平均見通し

～消費税の重石なくなる～



出所：トムソンロイター、DURI