

2014・2015年度の内外経済見通し

～賃金上昇で日銀物価目標は達成できるか～

<要旨>

日本の2014年1-3月期の経済成長率は前期比年率+5.9%と、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあって高成長となった。今後は、駆け込み需要の反動減や消費税率引き上げによる実質所得目減りの影響が懸念材料だが、足許の労働需給逼迫を踏まえると、家計所得と消費の増加基調は続くだろう。景気回復持続と企業収益水準の上昇で、設備投資も増えていく。かかる国内経済の好循環に、米国景気回復の恩恵で輸出が勢いを増すことも加わり、2015年度までの国内景気は回復基調を維持しよう。

消費者物価上昇率は、円安による物価押し上げという一時的要因の剥落によって、2014年末にかけて前年比+1%を下回る水準まで鈍化した後、持続的な賃金上昇を反映して2015年度にかけて再び高まっていく。但し企業の先行きに対する見方にまだ慎重な部分が残る中、賃金と物価の上昇ペースは緩やかなものに留まるため、消費税率引き上げの影響を除いた消費者物価上昇率は2015年度末でも+1%前半となり、日銀物価目標達成と量的質的金融緩和からの出口が意識されるには至らないと予想する。

1. 2014年1-3月期 GDP 結果

2014年1-3月期 GDP 成長率は、前期比年率+5.9%と高い成長率となった。需要項目別の動きを見ると、個人消費が前期比年率+8.5%と、消費税率引き上げ前の駆け込み需要で大幅に伸び、これが1-3月期の成長率を押し上げた最大の要因である。他の需要項目では、駆け込み需要の影響が残る住宅投資は9四半期連続で増加した他、設備投資が同+21.0%もの伸び率になったこともあって、国内民間需要のGDPに対する寄与度は+7.3%ポイントと大幅なプラスとなった。

外需については、輸出の+26.3%という伸び率に対して、輸入が駆け込み需要の影響もあって+27.7%とさらに高い伸び率になったため、寄与度は▲1.1%ポイントと足を引っ張ったが、全体としては消費税率引き上げ前の駆け込み需要で高成長、という姿であった(図表1)。

図表1 日本のGDP成長率と需要項目別の寄与度

	(前期比年率、%)						
	2013年 1-3月期 伸び率	4-6月期 伸び率	7-9月期 伸び率	10-12月期 伸び率	2014年 1-3月期 伸び率	寄与度	
GDP	4.9	3.5	1.3	0.3	5.9	+ 5.9	} 内需寄与度 +6.9%ポイント うち民需+7.3P 公需▲0.4P
個人消費	4.2	2.9	0.9	1.5	8.5	+ 5.1	
民間住宅	7.2	3.2	13.9	18.2	12.9	+ 0.4	
設備投資	▲ 7.6	4.1	2.9	5.8	21.0	+ 2.7	
民間在庫(年率兆円)	▲ 2.2	▲ 3.6	▲ 3.0	▲ 3.3	▲ 4.3	▲ 0.8	
政府支出	3.5	2.7	0.8	1.1	0.5	+ 0.1	
公共投資	19.3	28.3	30.4	4.8	▲ 9.4	▲ 0.5	} 外需寄与度 ▲1.1%ポイント
財・サービス輸出	18.1	12.1	▲ 2.6	1.8	26.3	+ 3.9	
財・サービス輸入	4.6	7.3	10.1	15.5	27.7	▲ 5.0	

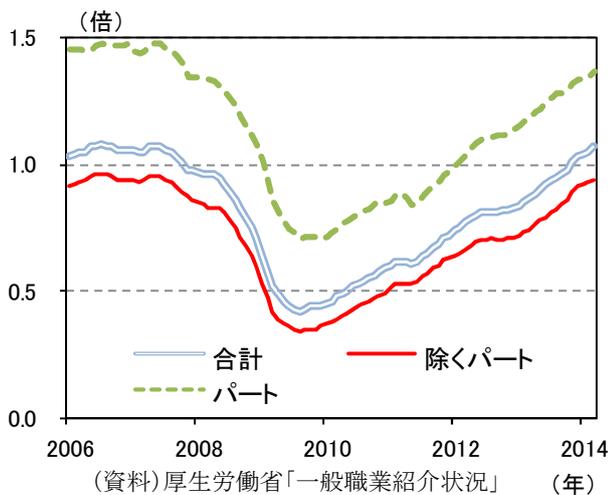
(資料)内閣府「国民経済計算速報」

2. 2015年度までの内外景気見通し

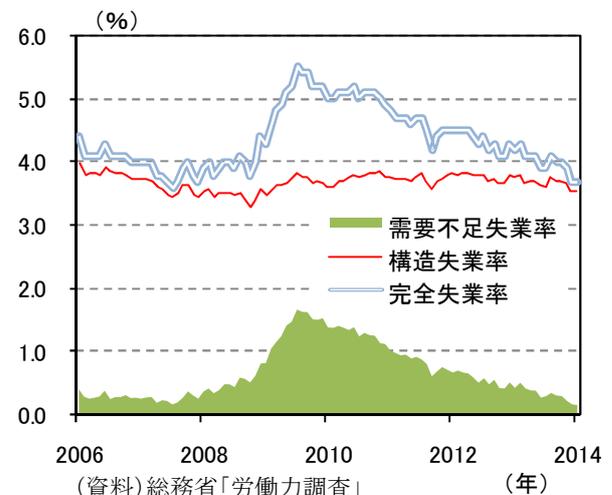
(1) 個人消費を巡る環境と先行き

今後の懸念材料の一つは消費税率引き上げの影響、より具体的には駆け込み需要の反動減と、税率引き上げによる家計実質所得目減りによってこの先の消費が減少トレンドに入る可能性であろう。この点については、家計所得の回復が続くことで、実質消費は実質所得目減り分だけ下方シフトはしても、反動減による落ち込みの後、消費は増勢を取り戻すと見ている。2014年3月の有効求人倍率は1.07倍まで上昇し、パート労働者の倍率が1.36倍と先行して上昇している他、失業率は3.6%と、3%台半ばと見られる構造失業率¹に近づいている(図表2, 3)。

図表2 従業上の地位別有効求人倍率

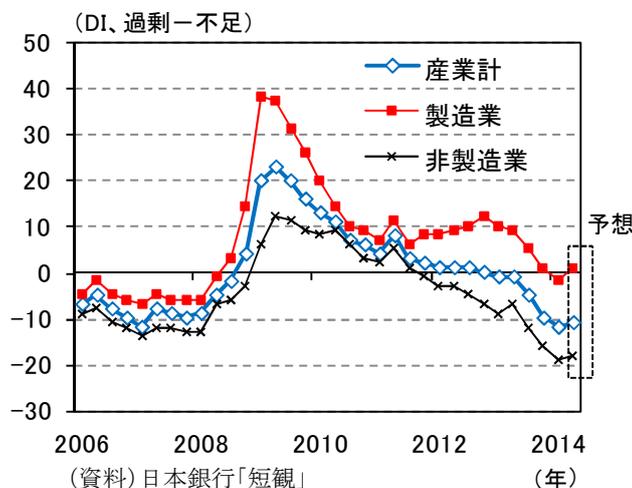


図表3 失業率の内訳推移



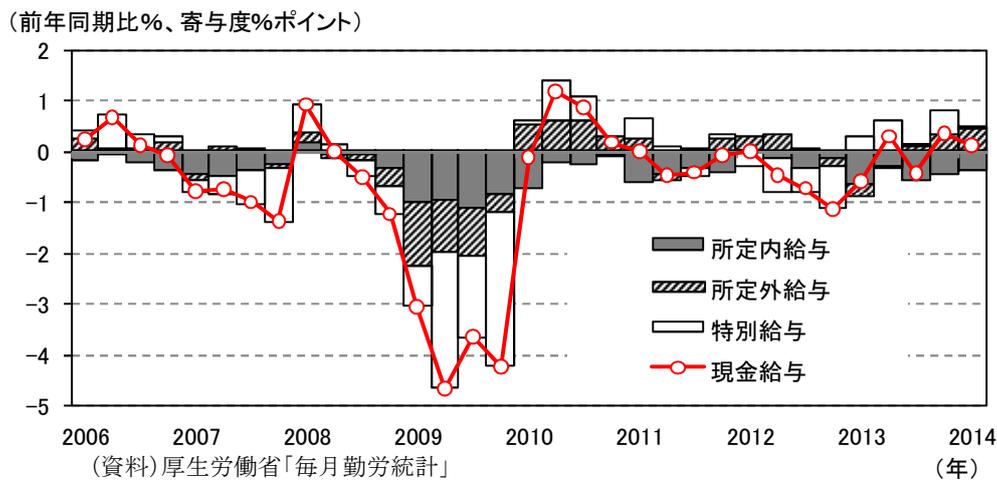
企業部門が非製造業中心に明らかな人手不足の状態にあることに鑑みれば、雇用者はこの先も非製造業中心に増えていくだろう(図表4)。この結果、2015年度にかけて失業率は3%台前半に低下していくと見込む。完全雇用の水準に近づいたことで、ここからの失業率低下ペースは鈍くなり、失業者プールは労働力の供給源になりにくくなるものの、40～50歳前後の女性を中心とする非労働力人口が労働市場に参入してくることで、2015年度までの雇用者増加が実現するだろう。

図表4 日銀短観 雇用判断DIの推移

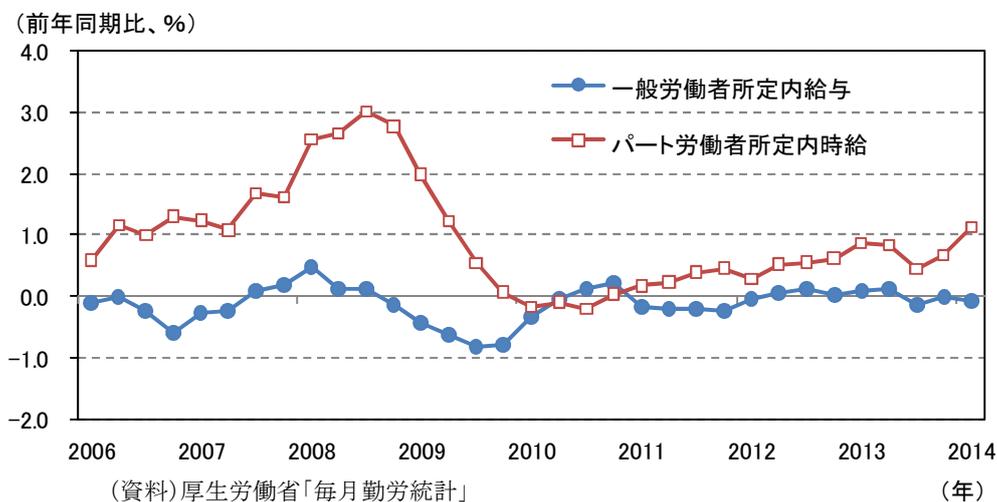


¹ 欠員と失業が等しく、需要不足による失業がない状態の失業率のこと。

需要不足による失業者が減少する中では、賃金上昇圧力も徐々に強まっていく。常用雇用者一人当たりの平均賃金において、所定内給与がまだ前年比マイナスで推移している理由としては、労働者に占めるパートタイム労働者の割合上昇で一人あたりの平均賃金が抑制されていることが大きい(図表5)。パート労働者のみの時間当たり所定内給与は前年比プラス幅を拡大させており、有効求人倍率に表れているパート労働力需給の逼迫を映じた動きとなっている。現在と同程度に労働需給が逼迫していた2008年と比べるとパート労働者時給の上昇率は明らかに低く、一般労働者の所定内給与伸び率も前年比+0.5%前後まで上昇した2008年より低い(図表6)。但し2008年は直後にリーマン・ショックによって急激な景気悪化に見舞われたのに対して、今局面ではこの先も景気回復が見込まれるため、正社員・パート双方の賃金はこの先増加していくだろう。



図表6 一般労働者・パート労働者別の賃金

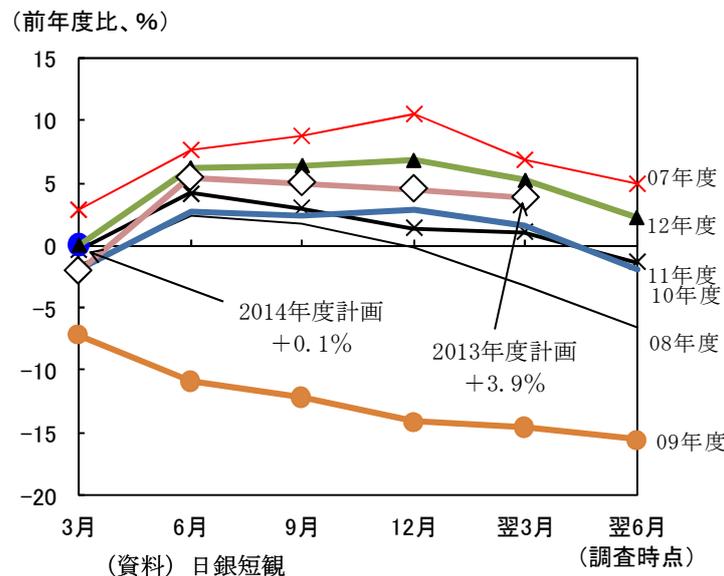


かくして、2015年度までの家計所得は雇用者数・一人当たり賃金の双方で増加していく。そして景気と所得環境の持続的な回復は消費マインドと消費性向を押し上げ、これらが消費を支える要因となる。2014年4月と2015年10月の消費税率引き上げの際には、駆込み需要とその反動減、および税率引き上げ分の実質所得目減りで実質消費の下方シフトは起こるものの、増勢そのものは維持されるだろう。

(2) 設備投資の先行き

1-3月期 GDP における設備投資は前期比年率+21.0%と非常に高い伸び率となったが、日銀短観の2013年度設備投資計画(大企業)が徐々に下方修正されていることは、企業の投資姿勢になお慎重な部分が残っていることを示す材料であり、年率2割という高い伸びがこのまま維持されるとは考えにくい。ただ、2012年秋に始まった景気回復期間が1年半を超え、かつ企業収益が過去最高水準を更新していることに鑑みれば、この先国内企業の投資姿勢は徐々に前向きになり、設備投資は増加基調を辿ると見るのが自然であろう。3月時点における日銀短観の2014年度設備投資計画は前年比+0.1%と、過去数年と比べて遜色ない伸び率となっていることから、緩やかながらも増加していくことが期待できる(図表7)。増加ペースが緩やかなものに留まることで、回復の動きは持続的なものになる。2014年度通期の設備投資は+4.8%、2015年度に入っても個人消費の伸びと輸出の緩やかな回復を受けて増加は続き、年度平均で+1.9%を見込む。

図表7 日銀短観設備投資計画の修正パターン



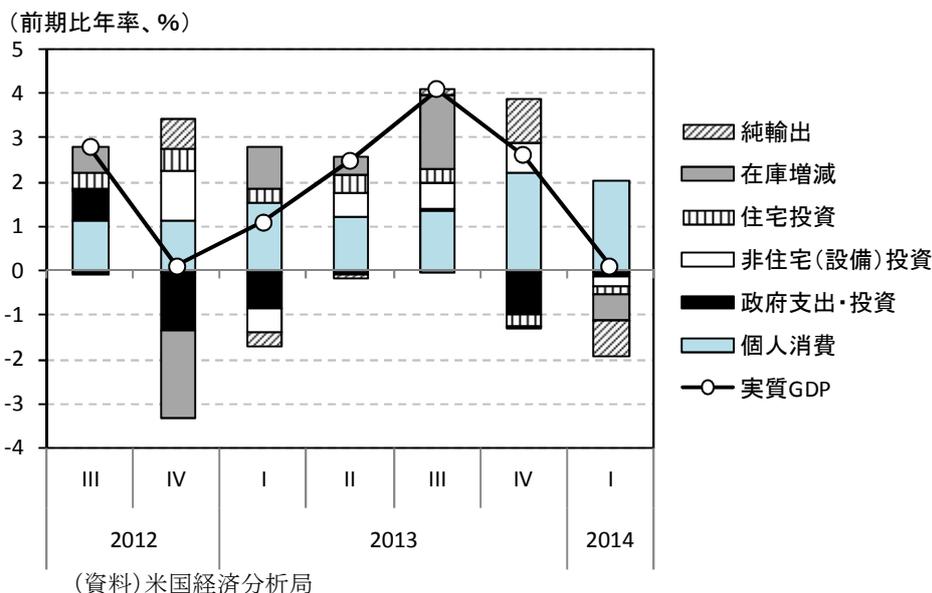
(3) 海外需要環境

2014年1-3月期 GDP における財・サービス輸出は前期比年率で+26.3%と高い伸びになったが、通関統計など他の輸出関連統計を見る限り、実態はこれよりも弱く、1-3月期はまだ横ばいの範囲内と判断すべきであろう。輸出回復の遅れの理由としては、①世界経済の拡大ペースが鈍いことや、②円安が進む中でも輸出価格をあまり引き下げなかったという輸出企業の価格決定行動、そして③情報通信機械部門中心とする国内生産能力の削減などが指摘できるが、この先は①の要因、すなわち世界景気回復により、日本からの輸出は増加していくと見ている。

その中心となるのが米国である。米国景気に関しては、寒波の影響などで2014年に入ってからしばらくは弱い経済指標も散見された。しかし、雇用情勢の回復が続いていることに加えて、家計負債返済進捗・住宅・株価上昇といった家計バランスシートの改善にも支えられて、個人消費の GDP に対する寄与度は2013年10-12月期以降2%に達している(図表8)。設備投資は1-3月

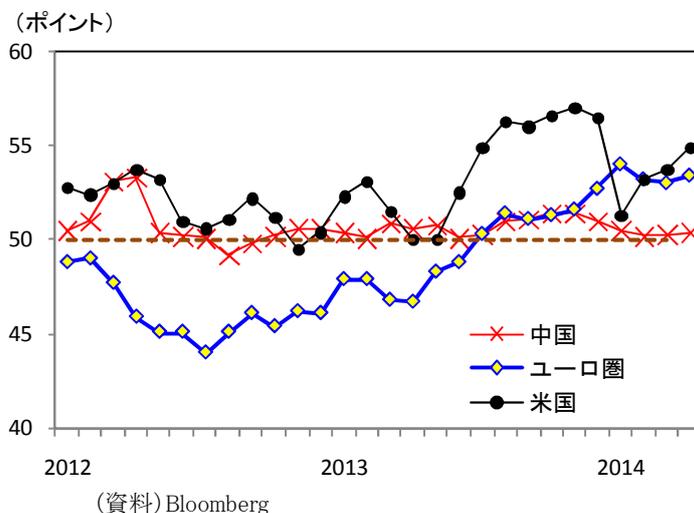
期に前期比マイナスに転じるなどまだ安定した増加局面には入っていないが、消費の順調な伸びが続けば、企業収益や余剰資金がかなり高水準になっていることを見ても、この先米国企業の設備投資は増加していくと見る。そして債務上限問題など、米国財政の問題に起因する政府部門支出のマイナスが解消していることも、今後の米国経済成長にとって重要なプラス材料である。2014年後半には米国経済成長率は年率+3%に達し、以降その成長ペースを維持すると予想する。

図表8 米国実質経済成長率の項目別寄与度



かかる米国経済の動きは、ようやく景気回復期に入ったユーロ圏や、景気減速した状態が続いている中国をはじめとするアジア経済にもプラス材料になる(図表9)。国によって米国との貿易パイプの太さに差があるため、米国の景気回復から受ける恩恵の大きさやタイミングに差は出るだろうが、世界経済全体としては米国に牽引されて回復していく。2014年度以降は、日本からの輸出も増加局面に入っていくだろう。年度平均の実質輸出伸び率は2014年度が+6.7%、2015年度が+5.2%と、8~10%強の増加率が続いていた2000年代前半には及ばないものの明確なプラスとなり、2015年度にかけての国内景気を支える重要な柱の一つになるだろう。

図表9 米欧中の製造業PMI指数



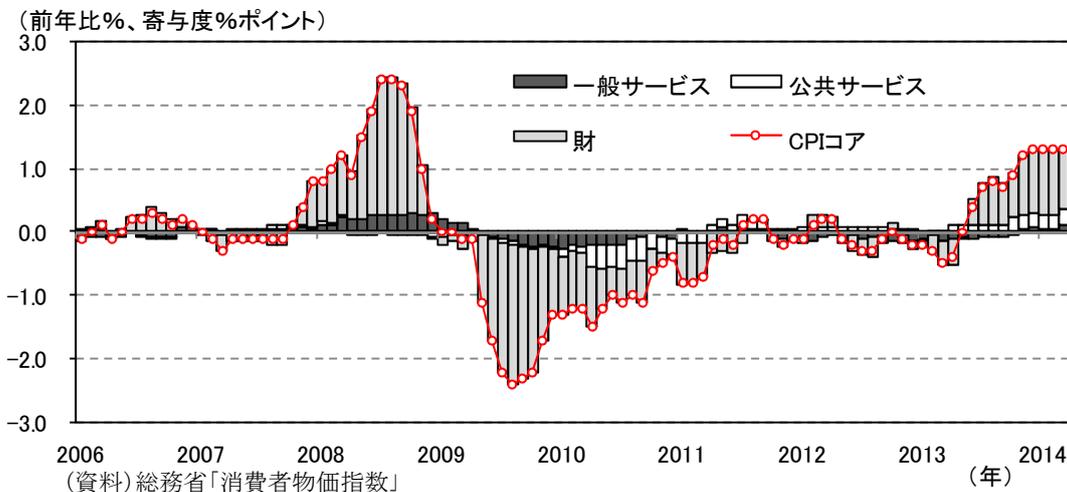
以上、2015年度までの日本経済見通しをまとめると、国内では家計所得と個人消費、企業収益と設備投資がともに増加するという自律的回復の動きが続くことに加えて、米国を起点として広がっていく海外経済回復による輸出増加というプラス材料もあって、2015年度まで景気回復基調が続くと見込む。2015年10月の消費税率引き上げも予定通り行われ、それが景気回復の動きを損ねることも避けられよう。

年度平均で見た経済成長率は、2014年度が消費税率引き上げ後の駆け込み需要の反動があっても+1.0%とプラスを維持し、2015年度は個人消費・設備投資・輸出の支えによって+1.2%と、0.5～1%とされる潜在成長率を上回る成長ペースが続くと予想する。

3. 消費者物価の見通し

消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合、以下「CPIコア」)の上昇率は2014年3月で前年同月比+1.3%と、4か月連続で横ばいであった(図表10)。足許の前年比上昇は、2012年末以来の円安に伴う輸入価格上昇という一時的な要因によるところが大きく、2013年末から円安進行に歯止めがかかっていることから、この先前年同月比で見る消費者物価上昇率は円安効果剥落によって0.4～0.5%ポイント程度鈍化していくと見る。既に、輸入物価と企業物価の前年同月比上昇率は、2014年に入ってから円安効果の一巡で低下し続けており、消費者物価上昇率も2014年夏から年末にかけて、前年比で+1%を下回るところまで鈍化するだろう。

図表10 消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)の推移

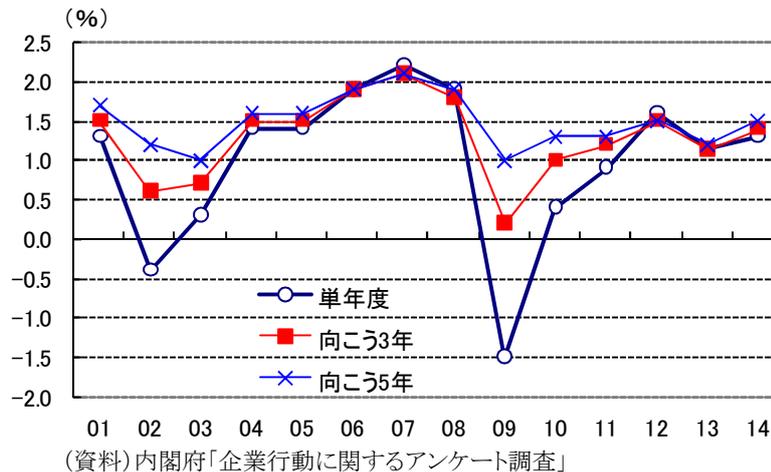


円安効果という一時的要因の剥落が物価上昇率を鈍化させる一方で、労働需給逼迫に伴う賃金上昇は、2015年末までという相対的に長い期間において、サービス価格中心とする消費者物価を押し上げる要因となる(前掲図表6)。この影響は、一旦鈍化した消費者物価上昇率が2015年に入ってから再び上昇する形で表れてくるだろう。

直近の国内企業の期待成長率が2007～2008年よりも低いことを見る限り、国内企業はまだ人件費増加に対する慎重な姿勢を残していると見られる(次頁図表11)。これは先行きの売上数量に対して慎重な見方をしている企業がまだ多いことを示唆する材料であり、正社員・パートを問わず賃金上昇ペースはすぐには加速せず、緩やかに高まっていくと予想する。また、消費者物価全

体に占める一般サービス価格(持家の帰属家賃を除く)のウェイトは2割前後と低く、ここ数年間で最も伸び率が高かった2008年前半でもCPIコアに対する寄与度は+0.3%ポイント程度であった。かかる材料を踏まえると、賃金上昇によるサービス価格中心とする消費者物価に対する押し上げ圧力は、一時的な要因であった円安と異なり持続的なものにはなるが、さほど強くはならないと見られる。

図表 11 国内企業の期待成長率



景気と賃金の回復が続く中で、消費者の期待インフレ率もある程度上昇していくものの、そのペースは実際の物価上昇率と同じく緩やかなものとなる。

以上、2015年度までの消費者物価見通しをまとめると、前年比で見た上昇率は、2014年度半ばに円安効果の剥落で一旦鈍化した後、2015年度にかけて上昇していき、同年度末で+1%台前半と予想する(消費税率引き上げの影響含めば+2.7%)。日銀が目指す「消費者物価の前年比は、2014年度から2016年度の見通し期間中盤頃に2%程度に達する」という状態には至らないだろう。

4. 金融市場の現状と見通し

(1) 長短金利・金融政策

日銀の金融政策を占う上での最初のポイントは、2014年半ば前後に訪れよう。すなわち、CPIコア上昇率が鈍化するかどうか、そして鈍化した場合の日銀の対応である。既に述べたように、当部は2014年度半ば頃からCPIコア上昇率が鈍化すると見ている。この場合、「2年程度(2015年度内)で消費者物価上昇率+2%」という物価安定の目標値から一時的に遠ざかるため、金融市場では追加緩和への期待が高まるだろう。この時に日銀が追加緩和に踏み切るかどうかについては、労働需給の逼迫を踏まえると賃金と物価の上昇が見込まれるため、物価安定目標は達成可能という考え方から、物価上昇率が鈍化してもすぐには追加緩和に踏み切らないと予想する。

しかし、その先の持続的な賃金・物価上昇が見込めるとしても、2014年末になってCPIコアの前年比上昇率が+1%前後に留まっていると、2015年度内の消費者物価上昇率+2%という目標達成の不確実性が高まってくる。日銀が物価安定を実現するまでの期間とした「2年」を重視する見方に立てば、2014年末頃に追加緩和に踏み切る可能性が高いと考えている。

その後、2015年度にかけて消費者物価上昇率のプラスは維持され、賃金上昇とともにCPIコア上昇率のプラス幅も高まっていくものの、そのペースは遅いため、2015年度末までに日銀が目指すCPIコア上昇率+2%が安定するには至らない。量的・質的金融緩和は2015年度末まで継続され、無担保コールレートは現状と同じく0.1%を下回ったままで推移するだろう。

かかる政策金利環境の見通しを前提にすると、日銀の利上げに対する観測が強まるということによって長期金利が大きく上昇する可能性は低い。但し、緩やかながらも持続的な物価上昇率の高まりと、2014年後半から景気堅調な米国での長期金利反転上昇の影響を受けて、長期金利は上昇していく。5月下旬に0.6%をやや下回っている10年国債利回りは、2014年度末に0.8%前後、2015年度末に1%台前半までのペースで上昇していくと見込む(図表12)。

図表12 日本の10年国債利回りの推移



(2) 為替レート

① 円ドルレート

円ドルレートは、米国連邦準備理事会(FRB)による債券購入措置(QE)の規模縮小が決定された2013年末は1ドル=105円まで円安が進んだが、その後寒波による一時的な米国景気減速や、イエレンFRB議長が利上げに対する慎重なスタンスを示す発言を行ったことで円高に戻り、5月下旬は同101~102円前後で推移している(次頁図表13)。この先は、米国景気の堅調な回復が続く、2014年内にQE終了、2015年末前後と見込まれる利上げに徐々に近づいていくことで、円安基調に戻ると見る。2014年後半から日本のCPIコア上昇率が鈍化する時に、追加緩和の期待が高まる一方で日銀が追加緩和に踏み切らなかった場合、日銀と金融市場の認識相違によって一時的に円高圧力が強まることも考えられるが、米国景気回復が続いてFRBによる利上げが近づいているという認識がなされている限り、トレンドとしての円安は続こう。具体的水準としては、2014年度末に1ドル=103~105円前後、2015年度末はもう少し円安が進んで同105~108円程度を見込む。

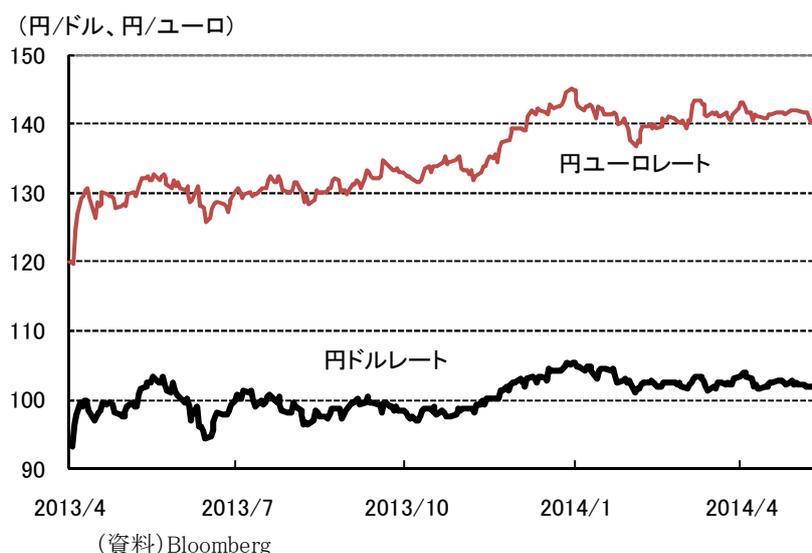
② 円ユーロレート

2014年以降のユーロレートは、対ドルで1ユーロ=1.35~1.40ドルの間を推移している。同1.30~1.35ドルの範囲を推移していた2013年後半までと比べると、ユーロ高圧力が強まっていると判断できる。ユーロ圏の景気が持ち直していることや、経常収支が改善していることがその背景にあ

るとみられ、対円でも2013年前半の1ユーロ=130円前後から、足許では同140円前後にユーロ高が進んでいる(図表13)。

今後は、米国経済回復の直接・間接の恩恵を受けて景気の持ち直しが続き、経常収支が再び赤字に振れることもないとする、ユーロ高圧力が残ることとなるが、多くの国で失業率水準がなお高く経済全体の余剰生産能力が残っているため、デフインフレ懸念が払しょくされるまでにはまだかなりの時間を要しよう。かかる環境下で欧州中央銀行は、6月初めにも追加的な金融緩和に踏み切ると見られていることを踏まえると、これ以上大幅にユーロ高が進むシナリオは想定しにくい。2015年度までのユーロレートは、景気堅調な対ドルでは下落基調、対円では135～145円での推移を見込む。

図表13 円ドルレートと円ユーロレート



5. 2015年度までのメインシナリオからの下振れリスク要因

以上の内外経済・金融市場のメインシナリオから外れるリスク要因として重要なのは、2012年末から進んだ円安・株高によって改善した家計と企業のマインドが、悪化に転じる可能性であると考えている。

そのきっかけとして考えられるシナリオの一つが、海外経済の成長鈍化である。特に米国景気が減速した場合は、米国金利の低下が円高・株安をもたらし、消費マインド悪化が個人消費の下押し圧力になる。個人消費が減少トレンドに入れば、企業による賃金引き上げも止まり、円高による輸入価格下落もあって再びデフレ状態に戻る可能性が高くなる。「マインド」という不安定な性格を持つものに依った今回の景気回復が抱える脆さと言える。海外経済の下振れは、日本の外需を減らすのみならず、マインド悪化を通じた内需減少と物価下落にもつながる点で、二重・三重の意味でのリスク要因になっている。

経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
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 2014・2015年度の内外経済見通し (作成日：2014年5月23日)

	2014年度		2015年度		2014上	2014下	2015上	2015下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	535.0	1.0	541.5	1.2	0.2	0.7	0.9	-0.1
民間最終消費	314.7	-0.5	317.4	0.9	1.2	0.9	1.6	0.8
民間住宅投資	15.0	0.7	14.9	-1.1	-1.5	0.5	1.0	-0.8
民間設備投資	73.0	4.8	74.4	1.9	0.0	-1.0	1.5	0.2
民間在庫品増加(実額)	-2.2	寄与度 0.3	-2.1	寄与度 0.0	-2.5	-0.5	2.0	-5.4
政府最終消費	103.5	0.8	104.2	0.6	4.8	-3.0	1.4	-3.5
公的固定資本形成	23.7	1.1	23.4	-1.2	2.5	0.6	1.0	1.2
財貨・サービス輸出	90.8	6.6	95.4	5.1	6.8	2.9	1.6	2.3
財貨・サービス輸入	82.9	6.2	86.1	3.8	1.4	1.5	2.3	1.5
内需寄与度	1.2	民需 1.5	1.1	民需 1.1	9.7	2.9	3.8	3.8
外需寄与度	-0.1	公需 -0.3	0.1	公需 0.1				
<名目>								
国内総支出	494.3	2.6	503.0	1.8	1.7	0.8	0.9	0.9
GDPデフレーター	92.4	1.6	92.9	0.5	2.6	2.6	1.7	1.8
企業物価 *(10年=100)	106.5	4.0	108.6	2.0	1.4	1.7	0.1	1.0
輸出物価 *(10年=100)	109.8	1.6	112.6	2.6	3.9	4.1	0.9	3.1
輸入物価 *(10年=100)	127.7	2.2	132.5	3.8	1.8	1.3	2.3	2.8
消費者物価 *(10年=100)	103.4	3.0	105.3	1.8	3.2	1.2	3.1	4.5
鉱工業生産 *(10年=100)	103.1	4.2	109.6	6.2	3.1	2.8	1.0	2.6
失業率 (%)	3.5	-0.4	3.3	-0.2	4.8	3.7	6.8	5.7
雇用者数 *(万人)	5,600	0.7	5,628	0.5	3.5	3.5	3.4	3.3
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.2	—	0.5	—	0.7	0.7	0.5	0.5
新設住宅着工戸数(万戸)	89.3	-9.6	87.1	-2.4	0.2	0.2	0.5	0.5
貿易収支(10億円)	-13,091	—	-12,632	—	86.7	91.5	93.4	80.8
輸出 *(10億円)	75,001	7.4	79,928	6.6	-6,251	-6,840	-6,374	-6,259
輸入 *(10億円)	88,091	9.2	92,560	5.1	7.9	7.0	5.9	7.2
第一次所得収支(10億円)	16,973	—	17,584	—	13.7	5.2	5.3	4.8
経常収支(10億円)	1,959	—	3,035	—	9,195	7,779	9,494	8,090
マネーサプライ *(M2,兆円)	883.8	3.5	907.5	2.7	1,992	-33	2,148	887
円/ドルレート(円、期中平均)	102.8	—	105.5	—	3.7	3.3	2.9	2.5
輸入原油価格(ドル/バレル)	109.9	—	114.8	—	102.4	103.3	104.8	106.3
米国実質GDP(10億ドル)	16142.6	2.4	16642.6	3.1	107.7	112.0	113.8	115.8

(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)

	2014/4-6	7-9	10-12	2015/1-3	4-6	7-9	10-12	2016/1-3
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	0.65	0.68	0.73	0.78	0.85	0.94	1.01	1.09
円ドルレート	102.6	102.3	102.9	103.6	104.4	105.1	105.9	106.6

→予測