

2014・2015 年度の内外経済見通し

～自律的景気回復の持続性をどう見るか～

＜要旨＞

日本の2014年4-6月期経済成長率は前期比年率▲6.8%と、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を超える大幅なマイナス成長になった。しかし国内の自律的景気回復を支える要因としての企業収益は、企業自身の体質強化などによって高水準を維持しており、その下で設備投資と家計所得の増加が続く。2014年度は国内需要主導での景気回復持続が見込めよう。

ただし、この回復が2015年度まで持続するには伸び悩む輸出の回復が必要となる。ロシア・ウクライナ情勢悪化がユーロ圏のロシア向け輸出を大幅に減らす悪影響が既に出始めたことは懸念材料であり、この影響が長引いて日本からの輸出回復が2015年度に入っても実現しなかった場合、国内景気の回復も息切れする可能性が高くなる。

1. 駆け込み需要を上回る減少率となった2014年4-6月期 GDP 成長率

2014年4-6月期のGDP成長率は前期比年率▲6.8%と、駆け込み需要が最も大きく出た1-3月期の同+6.1%を上回る大幅マイナス成長となった(図表1)。需要項目別の動きを見ると、個人消費をはじめとして民間住宅投資、設備投資でも大幅な反動減が表れており、4-6月期の国内民間需要全体のGDPに対する寄与は▲11.5%ポイントと、リーマン・ショック発生後の2009年1-3月期における▲12.5%ポイントに迫るマイナス寄与となった。輸入が前期比年率▲20.5%と大幅に減ったことで外需の寄与こそ+4.4%ポイントとプラスになったが、輸出が前期比▲1.8%とマイナスであったため、外需環境も良好とはいえない。

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 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	4-6月期	
					伸び率	寄与度
G D P	3.4	1.4	▲ 0.2	6.1	▲ 6.8	▲ 6.8
個人消費	3.0	0.8	1.5	8.4	▲ 18.7	▲ 12.4
民間住宅	8.7	20.3	10.1	8.2	▲ 35.3	▲ 1.4
設備投資	5.7	2.5	5.5	34.6	▲ 9.7	▲ 1.5
民間在庫(年率兆円)	▲ 3.4	▲ 3.2	▲ 3.5	▲ 5.9	▲ 1.5	+ 3.9
政府支出	1.8	0.7	0.8	▲ 0.4	1.5	+ 0.3
公共投資	25.2	31.6	5.8	▲ 9.8	▲ 2.0	▲ 0.1
財・サービス輸出	12.7	▲ 2.8	1.2	28.6	▲ 1.8	▲ 0.3
財・サービス輸入	9.6	7.3	15.7	28.0	▲ 20.5	+ 4.7

内需寄与度
▲11.3%ポイント
うち民需▲11.5P
公需+0.2P

外需寄与度
+4.4%ポイント

(資料)内閣府「国民経済計算速報」

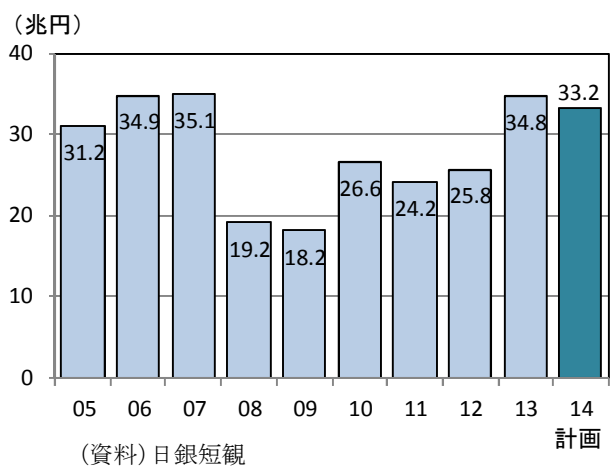
2. 2015年度までの内外経済見通し

(1) 国内企業収益の頑健性

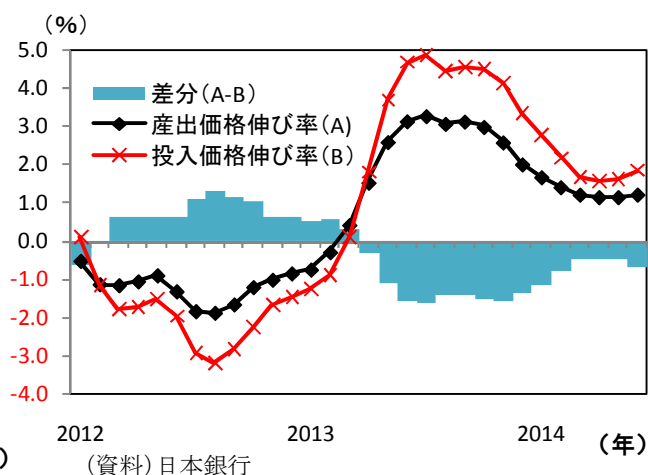
駆け込み需要の反動減が発生した後の国内景気の方角性を見る上で、最も重要なポイントは「国内における自律的回復が続くかどうか」と考える。「自律的回復」とは、家計所得増加が消費を増やし、企業収益増加が設備投資につながり、それが更なる家計所得と企業収益の増加をもたらす動きである。これが続いていけば、需要が下方シフトした後も、景気が上向くという方向性は維持されると考えることができる。この観点から、家計所得と設備投資増加ペースを大きく左右する企業収益環境を見ておく必要がある。

日銀短観(2014年6月)の2014年度売上・利益計画(大企業)は1.8%増収で▲4.6%の減益となっており、既往円安による原材料コスト上昇と人件費増加が企業収益を押えている可能性が指摘できる。しかし、前年比減益を見込んでその水準は過去数年を上回っていることに加えて、足許では製造業部門の投入価格上昇率が鈍化しつつあり、産出価格も前年比で上昇しているため、製造業部門の製品一単位あたりの採算が顕著に悪化しているわけではない(図表2, 3)。

図表2 日銀短観(大企業)の経常利益計画

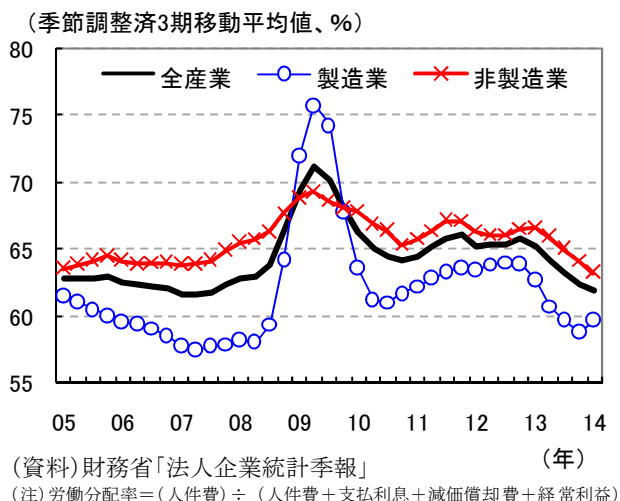


図表3 製造業部門の産出価格・投入価格推移

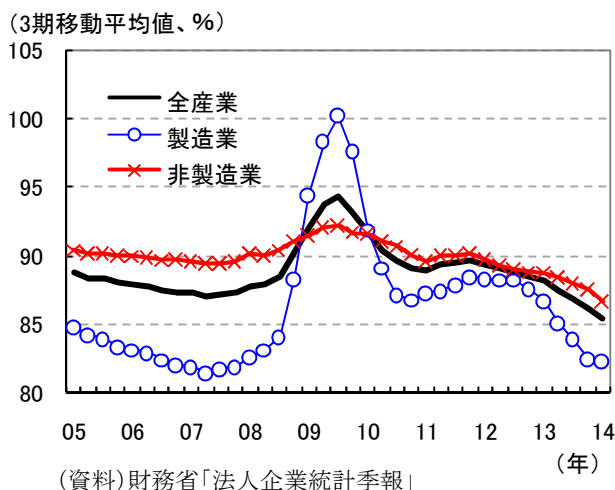


更に、労働分配率と損益分岐点の水準はかなり下がっていることから、国内企業はある程度のコスト増や人件費増に対する耐性を備えていると判断できよう(図表4, 5)。国内企業が人件費や設備投資を急激に絞らざるを得なくなるほど、企業収益が圧迫されるとは考えにくい。

図表4 国内企業の労働分配率



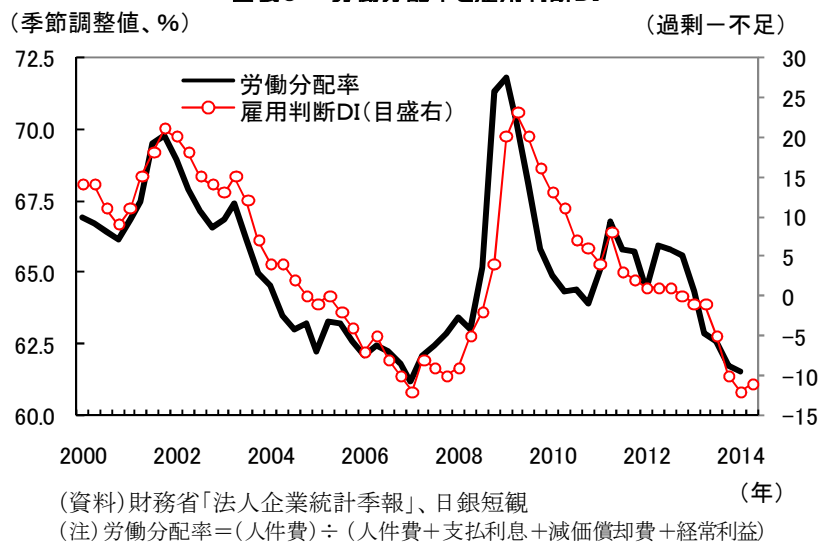
図表5 国内企業の損益分岐点比率



(2) 個人消費の現状と見通し

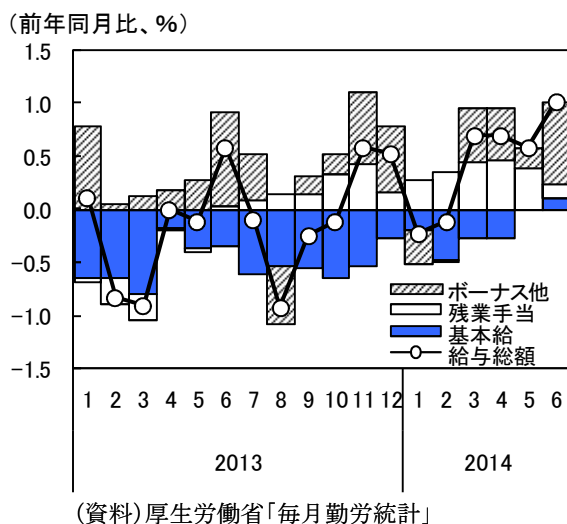
個人消費を左右する家計所得環境の動きを見ると、足許ではなお回復が続いており、同じ流れがこの先も続くと思込んでいる。2014年6月の失業率は3.7%と4,5月の3.5%からは上昇したものなお3%台であり、同月の有効求人倍率は1.10倍と1992年以来の水準に回復している。そして日銀短観の雇用判断DIが2014年4月以降も明らかな人手不足超になっており、労働分配率もここ数年で最も低い水準にある(図表6)。国内企業は全体としてなお従業員を増やす意向を持ち、収益と人件費のバランスから見て、その余力も持っていると考えられる。

図表6 労働分配率と雇用判断DI

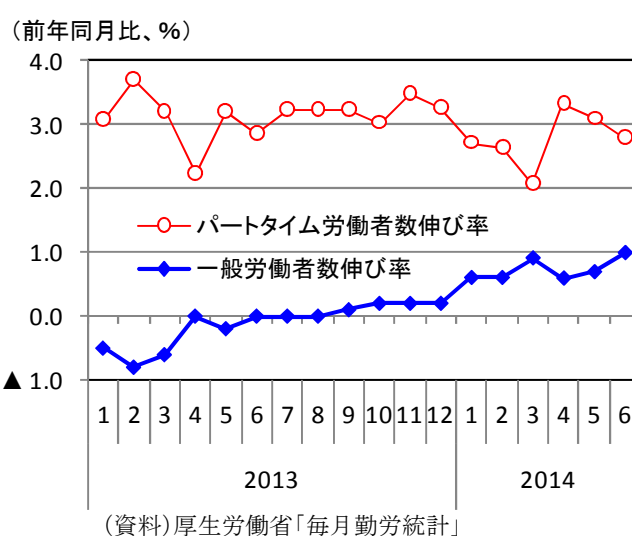


かかる環境下で、一人当たり平均賃金のうち基本給の伸びはまだプラス圏内で安定したとは言えないものの、パート社員以外の労働者伸び率が徐々に高まるといった平均賃金上昇に向けた動きが出てきている(図表7、8)。この先家計所得は増加し、7-9月期以降の実質消費は上向くことで消費と所得の間の好循環は失われないと予想する。2015年10月の消費税率引き上げの際にも、駆け込み需要とその反動減、および税率引き上げによる実質消費の下方シフトは起こるものの、

図表7 一人当たり賃金内訳



図表8 一般・パート労働者数伸び率



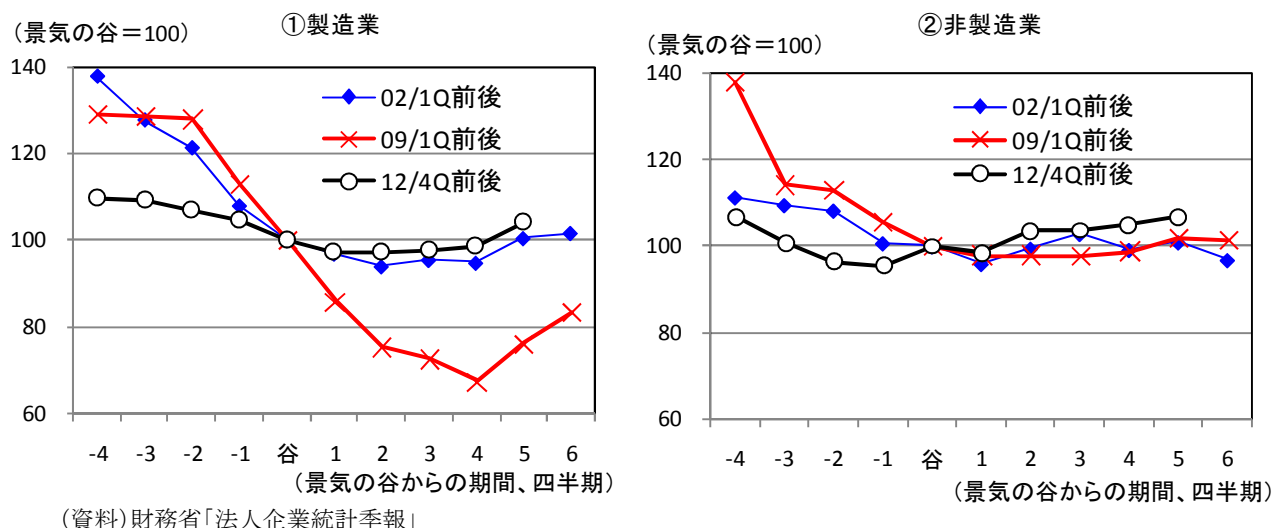
増勢そのものは維持されると想定する。年度平均で見ると、2014年度は反動減によって ▲ 2.0%と大幅なマイナスになった後、2015年度は+0.7%とプラスに戻るだろう。

(3)設備投資の現状と見通し

設備投資は4-6月期に前期比年率▲9.7%と減少に転じたが、そのマイナス幅は1-3月期の同+34.6%よりも小さく、駆け込み需要の反動減を考慮しても設備投資の増加基調は維持されていると判断できる。

設備投資が増加してきた理由として第一に挙げられるのが、輸出との関連が弱い非製造業の回復ペースが過去よりも速いことである。今回の景気回復は、これまでのような輸出主導の回復ではなく、円高修正や株価上昇を背景とした個人消費回復などが牽引役となっていた。そのため、今回の非製造業設備投資は不動産業や建設業、運輸業を中心として過去2回よりも速いペースで回復している(図表9②)。

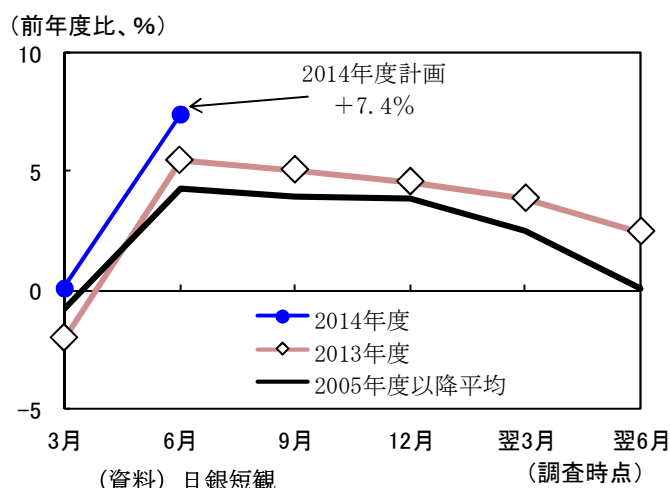
図表9 景気の谷前後の設備投資額の推移



輸出回復が遅れる中で製造業の設備投資も増えているのは、2013年以降の個人消費中心とする国内需要が強かったことに加えて、景気と業績の回復が1年半以上続く中で、リーマン・ショック以降抑え続けてきた更新投資をここにきて実行に移し始めたことが大きいと見ている¹。能力増強ではなく、維持更新のための投資のウェイトが高まっているが故に、輸出が増えない中でも製造業の設備投資が増加したということである。日銀短観における2014年度設備投資計画(大企業)が前年比+7.4%と、6月時点の計画としては過去平均(2005年度以降で+4.3%)を上回る高い伸び率になったことを踏まえると、輸出回復が遅れたとしても2014年度内の設備投資は増勢を維持できると見る(次頁図表10)。

¹ 日本政策投資銀行の調査によると、製造業設備投資計画のうち維持更新投資が占める割合は上昇し続けており、2014年度は27.3%と過去10年で最も高くなった。

図表 10 日銀短観（大企業）の設備投資計画

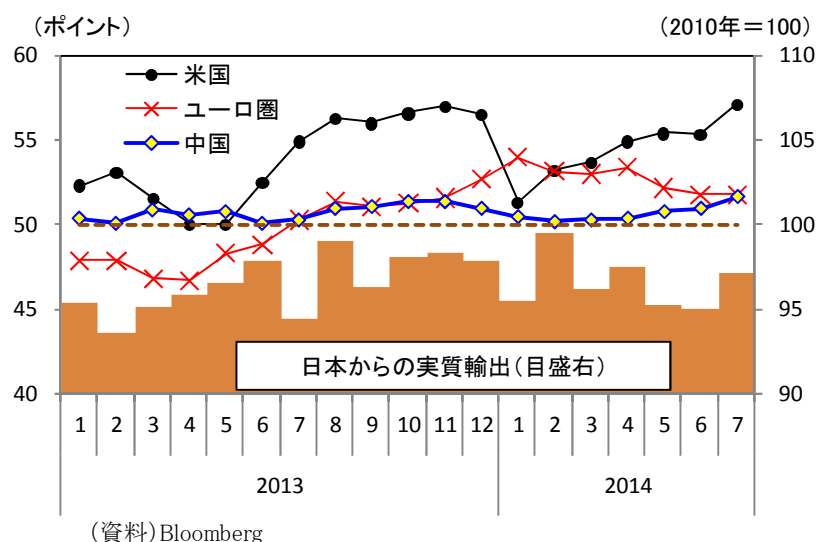


製造業の設備投資が維持更新から能力増強投資にまで広がり、持続的な設備投資の伸びが実現するのは、輸出の回復が明確になる 2015 年度になろう。但し輸出の増加ペースは、生産拠点の海外移転などのために、過去と比べると海外景気が回復しても過去ほどには伸びず、結果として製造業の設備投資増加ペースも緩やかなものとなる。年度平均で見た実質設備投資伸び率は、2014 年度の+4.5%から 2015 年度には+1.7%に鈍化するだろう。

(4) 海外経済・日本の輸出環境の現状と見通し

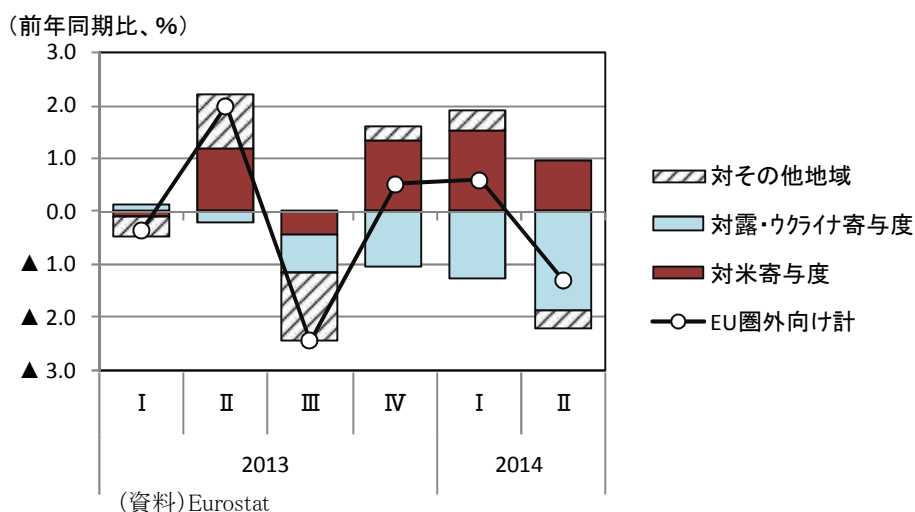
日本の輸出数量は、今なお明確には回復していない(図表 11)。主要経済圏の製造業 PMI 指数を見ると、米国の回復が最も顕著である他、中国も 50 を超えて推移している。日本の輸出シェアが最も高い米中での景気回復が進んでいるにもかかわらず、日本からの輸出が回復していない要因としては、①世界景気の回復ペース、特にアジア新興国景気の回復ペースが鈍いことに加えて、②日本の輸出企業が円安下でも輸出価格を引き下げなかったこと、そして③情報通信機械や自動車製造業を中心とする海外への生産拠点移管という構造要因一が考えられる。

図表 11 海外製造業 PMI 指数と日本からの実質輸出



この先、短期的に日本の輸出を左右する要因として重要なのは①の要因、すなわち米国景気の回復がアジアを含む他地域の景気を牽引できるかどうかである。製造業 PMI 指数の動きを見る限り、今のところは米国の回復が他地域を牽引する姿になっているが、50を上回りながらも低下しつつあるユーロ圏の状況、具体的にはウクライナ・ロシア情勢悪化という地政学的リスクが懸念材料である。この影響は既に顕在化しており、例えばドイツからEU圏外向けの輸出伸び率を見ると、直近2014年4-6月期においては米国向けがプラス寄与になったものの、ロシア・ウクライナ向け輸出のマイナス寄与が上回り、EU圏外向け輸出全体でマイナスに陥った(図表12)。

図表12 ドイツからのEU圏外向け輸出金額伸び率推移



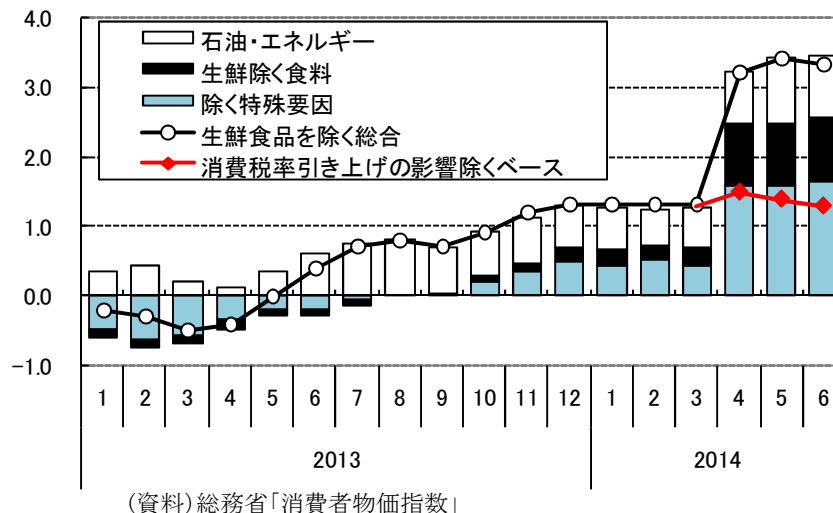
2014年4-6月期の実質経済成長率が前期比▲0.2%とマイナスになったドイツの景気減速が長引けば、当然にユーロ圏全体の景気を押し下げる。そしてこの影響が拡大すれば、米国家計・企業のマインドに対する下押し圧力になり得る。今のところ、堅調に推移している米国景気を失速させるほどのインパクトが出る可能性は低いと考えており、2015年度以降は地政学的リスクの悪影響が軽減されることで欧米景気も回復に向かい、日本からの輸出も増加ペースを高めていくと想定するが、状況によっては世界経済に対する下押し圧力が長期間残る恐れもある。ロシア以外にも、イスラエルやイラクの情勢も悪化している。現時点では落ち着いた動きを保っているエネルギー価格の高騰につながりかねないなど、地政学的リスクはこの先の新興国含めた世界経済の下振れリスク要因として、警戒感を持って見ておくべきであろう。

3. 消費者物価の見通し

2014年6月の消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合、以下「CPIコア上昇率」)は前年同月比+3.3%、消費税率引き上げの影響を除くベースでは同+1.3%となった(次頁図表13)。円安による物価上昇率押し上げ効果の剥落によって4月の+1.5%から徐々に鈍化しており、上昇率鈍化は2014年末頃に+1%程度になるまで続く。その後は、労働需給逼迫による賃金上昇がサービス中心とする物価を徐々に押し上げる他、家計所得環境の改善期間が長くなるにつれて消費者の期待物価上昇率も押し上げられていく(所得増加によって値上げを受け入れるようになる)ことから、2015年に入ってからCPIコア上昇率は再び高まり始めよう。ただし、家計所得全体の増加ペ

ースが加速するほどの状況には至らないため、物価上昇ペースも急激なものにはならず、CPI コア
上昇率の拡大ペースは 2015 年度末で+1.5%前後に留まると見る。日銀が目標とする「消費者物
価上昇率+2%で安定」という状態が 2015 年度内に実現する可能性は低い。

図表 13 国内消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）の推移
(前年同月比、%)



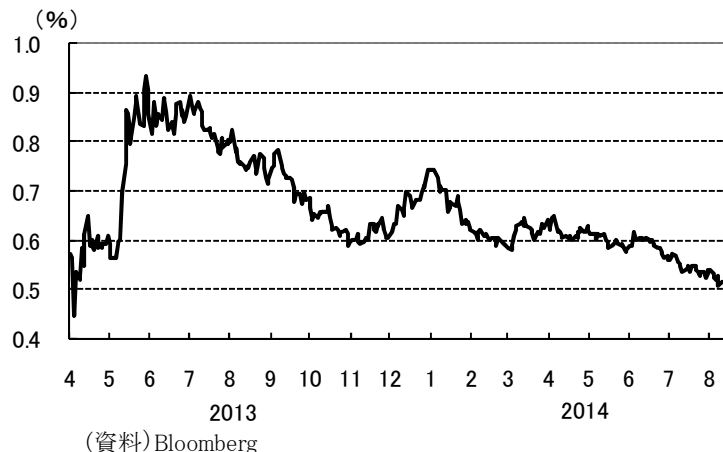
4. 金融市場の現状と見通し

(1) 長短金利・金融政策

2015 年度までの日銀物価目標達成が難しいことが見通せるようになった段階で日銀が取る対応として、最もシンプルなのは資産買入額の増額という量的緩和の強化であろう。この他にも、大量の国債購入続けることで金融緩和の出口におけるリスクが高まるのを防ぐ観点から、「2年(2015 年度)」という達成時期の目標を外したり、2%という物価目標に幅を持たせたりすることによって追加緩和を避け、資産買入ペースを緩めるなど、様々な選択肢が考えられる。ただいずれにしても、2%未満の物価上昇率下で大幅に金融政策のスタンスを変える可能性は低く、無担保コールレートは現状と同じ 0.1%を下回ったまま推移すると予想する。

10 年国債利回りは、海外長期金利の影響を受けて6月頃から低下しており、8 月下旬では 0.5%前後で推移している(図表 14)。地政学的リスクの高まりを受けて国際金融市場における「質への逃避」の動きが残ることや、世界景気に対する悪影響が懸念されることから、2014 年内は上昇

図表 14 日本の 10 年国債利回りの推移



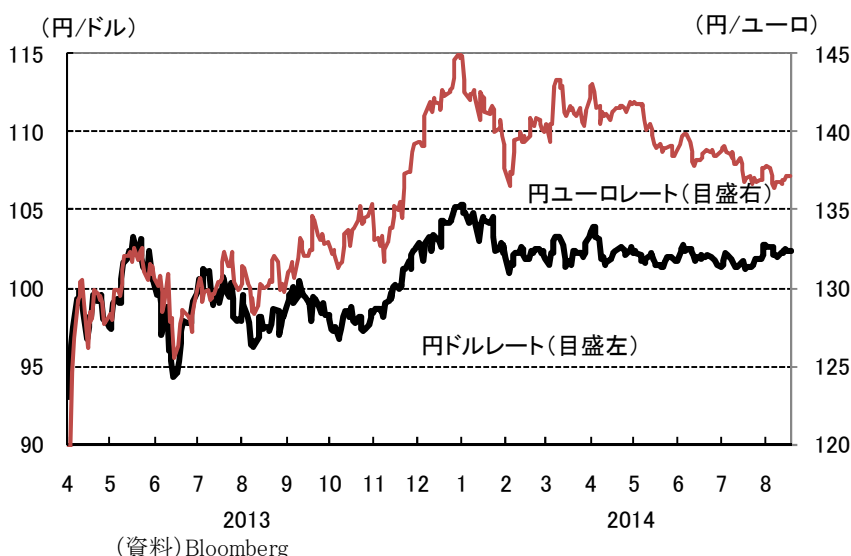
しにくい状況が続くだろう。2015年度以降は海外経済回復と米国金利上昇の影響で日本の長期金利も上昇するが、日本での利上げが視野に入らない状況の下で上昇幅は抑えられ、2015年度末でも1%前後に留まると予想する。

(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) による量的緩和策 (QE) の規模縮小が決定された2013年末は1ドル=105円前後だったが、その後寒波による一時的な米国景気減速や、イエレンFRB議長が利上げに対して慎重なスタンスを示唆する発言を行ったことで円高に戻り、5月以降は同102円前後で推移している(図表15)。この先2014年内は、地政学的リスクが意識されて質への逃避の動きが残るため、現状とほぼ同じ1ドル=100円台前半で推移し、2015年以降円安が進むと予想する。具体的水準としては2014年度末に1ドル=102~105円前後、2015年度末は同104~108円を見込む。

図表15 円ドルレート・円ユーロレートの推移



② 円ユーロレート

ユーロレートは、対ドルで5月に1ユーロ=1.40ドル近くまで上昇したのをピークとして、6月上旬の欧州中央銀行による包括緩和を経て下落基調にあり、8月下旬では同1.32ドル前後となっている。対円でも5月頃に1ユーロ=140円を上回っていたところから、8月には同130円台後半まで下落している。

ウクライナ・ロシア情勢の実体経済に対する悪影響が、ユーロ圏からロシア向け輸出の大幅減という形で出始めたことに加えて(前掲図表12)、2014年7月で消費者物価上昇率が前年比+0.4%まで鈍化するなどデフレーション基調が顕著で、ECBによる追加緩和の可能性が残ることから、ユーロレートは対ドルで下落基調となり、対円では1ユーロ=130円台中心に推移すると予想する。

5. 経済見通しのまとめと下振れリスク要因

以上、2015年度までの経済見通しをまとめると、2014年度内は国内家計所得と個人消費、企業収益と設備投資が増加する自律的回復の動きが続くことで、輸出回復が遅れる中でも景気回復基調は維持され、年度平均の成長率は+0.6%と低いながらもプラスを確保しよう。2015年度以降は地政学的リスクが払拭されていき、世界経済が米国主導で回復するとともに日本からの輸出も上向く。この動きを反映して設備投資をはじめとする国内需要の増加基調も維持され、2015年度平均の成長率は+1.1%まで高まるというのがメインシナリオである。企業収益体質がかなり強くなっている現状に鑑みれば、この標準的なシナリオにおける企業収益は、2015年度まで増益を確保できると見込まれる。

このシナリオから外れるリスク要因としては、海外経済動向、特に地政学的リスクの高まりによる悪影響が懸念される。既にユーロ圏の輸出に影響を及ぼし始めたウクライナ・ロシア情勢が深刻化した場合、ユーロ圏の実体経済が更に悪化するに留まらず、現在堅調な米国景気にも下押し圧力となる。更に、欧州政府債務問題の再燃などで国際金融市場のセンチメントが悪化すると、市場のリスク回避姿勢が強まることで広範囲で株価が下がり、新興国の中には、急激な資金流出に見舞われるところも出よう。

かかる海外経済・金融情勢の悪化が現実のものとなれば、日本には円高圧力となって輸出企業の収益・設備投資を押し下げ、製造業の設備投資を早期に頭打ちにさせる。また円高に伴う株安が家計と企業のマインドを悪化させ、個人消費と非製造業の設備投資の足をも引っ張る他、円高と需要減少が物価を押し下げ、日本が再びデフレに戻る懸念を高めるだろう。2014年度は内需主導の回復を続ける余力が残っているものの、2015年度の景気は地政学的リスク中心とする海外景気の振れに左右されやすい状況になると見ている。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@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8月22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	532.3	0.6	538.4	1.1	-0.4 0.4	1.3 0.8	0.6 1.8	-0.1 0.5
民間最終消費	309.8	-2.0	312.0	0.7	-3.3 -1.9	1.1 -2.2	0.7 1.8	-1.1 -0.3
民間住宅投資	13.8	-7.4	13.8	-0.1	-9.9 -4.9	0.0 -9.7	2.5 2.2	-4.9 -2.4
民間設備投資	73.5	4.5	74.6	1.4	1.5 7.1	1.1 2.4	1.0 2.0	-0.2 0.9
民間在庫品増加(実額)	-1.9	寄与度 0.5	-2.3	寄与度 -0.1	-2.0	-1.8	-2.7	-1.9
政府最終消費	103.1	0.7	104.1	1.0	0.4 0.6	0.4 0.8	0.6 1.0	0.4 1.0
公的固定資本形成	23.6	1.0	23.7	0.2	-1.3 2.2	1.5 0.2	-0.7 0.9	0.4 -0.3
財貨・サービス輸出	89.4	5.0	92.9	3.8	2.9 6.1	1.0 4.0	2.0 2.9	2.7 4.8
財貨・サービス輸入	78.3	0.4	80.2	2.4	-3.3 4.4	-0.1 -3.3	2.2 2.1	0.5 2.7
内需寄与度	-0.2	民需 -0.3	1.0	民需 0.8				
外需寄与度	0.8	公需 0.2	0.2	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	493.6	2.5	501.8	1.7	1.1 2.3	1.7 2.8	0.3 1.9	1.1 1.4
GDPデフレーター	92.7	2.0	93.2	0.5	1.9	2.0	0.1	0.9
企業物価 * (10年=100)	106.8	4.4	108.9	1.9	4.3	4.4	1.3	2.5
輸出物価 * (10年=100)	109.0	0.8	111.7	2.5	1.1	0.4	2.2	2.8
輸入物価 * (10年=100)	127.5	2.0	132.3	3.7	3.0	1.1	3.1	4.3
消費者物価 * (10年=100)	103.5	3.2	105.4	1.8	3.3	3.0	1.0	2.6
鉱工業生産 * (10年=100)	99.9	1.0	105.1	5.2	1.9	0.1	6.9	3.5
失業率 (%)	3.5	-0.3	3.4	-0.2	3.6	3.5	3.4	3.3
雇用者数 *(万人)	5,595	0.6	5,614	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.3	—	0.5	—	0.4	0.2	0.5	0.5
新設住宅着工戸数 (万戸)	91.1	-7.8	88.7	-2.7	88.8	91.5	95.5	81.7
貿易収支 (10億円)	-9,352	—	-9,427	—	-4,394	-4,958	-4,906	-4,520
輸出 *(10億円)	73,635	5.5	78,252	6.3	5.6	5.4	5.8	6.8
輸入 *(10億円)	82,987	2.8	87,679	5.7	6.8	-0.8	6.4	4.9
第一次所得収支 (10億円)	16,296	—	16,886	—	8,474	7,821	8,752	8,134
経常収支 (10億円)	4,574	—	5,978	—	2,472	2,102	3,123	2,855
マネーサプライ *(M2,兆円)	879.5	3.0	899.9	2.3	3.2	2.8	2.4	2.3
円/ドルレート (円、期中平均)	102.4	—	105.0	—	102.1	102.8	104.3	105.8
輸入原油価格 (ドル/バレル)	109.6	—	111.8	—	109.8	109.5	111.3	112.3
米国実質GDP(10億ドル)	16038.3	2.1	16538.8	3.1	0.8	3.3	3.0	3.1

(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	0.60	0.56	0.60	0.68	0.74	0.81	0.89	0.96
円ドルレート	102.1	102.0	102.4	103.1	103.9	104.6	105.4	106.1

→予測