

2014・2015年度の内外経済見通し

～2四半期連続のマイナス成長からプラス成長へ～

<要旨>

日本の2014年7-9月期経済成長率は前期比年率▲1.6%と、2四半期連続のマイナス成長となったが、家計所得環境の改善が続き、設備投資もこの先増加が見込まれるなど、国内における「前向きの循環」は損なわれていない。今回の7-9月期マイナス成長は、反動減からの回復が遅れていることを示すものであって、所得と支出双方の減少を伴う景気後退局面に入ったことを意味するものではないと判断している。原油価格の下落により、日銀の金融緩和拡大に伴って生じた円安のデメリットが軽減されることもあって、2015年度までの国内景気は回復基調を辿ると見込む。

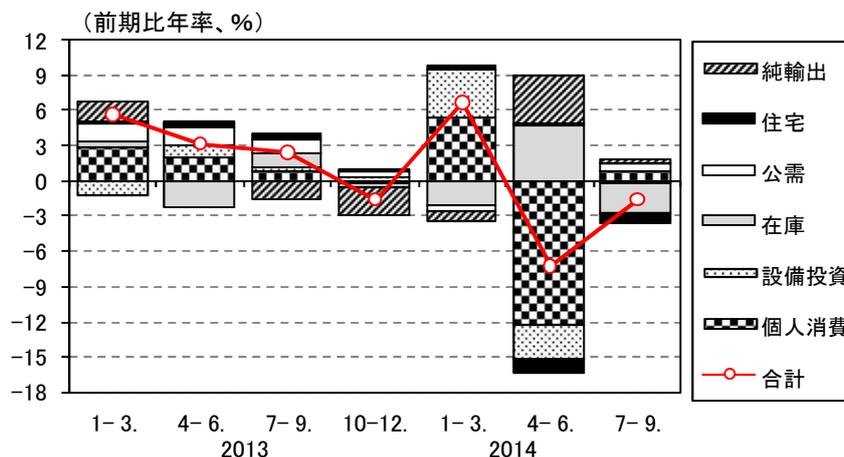
物価については、緩和拡大後も日銀が目指す消費者物価+2%は視野に入らない。従って国内金利の低水準が続き、円ドルレートは利上げが視野に入る米国との金利格差によって円安基調になると予想する。

1. 7-9月期実質 GDP 成長率 ～ 2四半期連続のマイナス成長

2014年7-9月期のGDP成長率は前期比年率▲1.6%と、2四半期連続のマイナスとなった(図表1)。4-6月期から民間在庫の減少ペースが加速したことによる成長率押し下げた寄与(▲2.6%ポイント)が大きかったものの、それを除いても+1.0%と弱い数字である。生産回復の遅れなどで設備投資が前期比▲0.2%と2四半期連続でマイナスとなった上に、実質賃金の減少に加えて夏場の天候不順の影響もあり個人消費は同+0.4%と回復が低調であった。外需は、輸出がスマートフォン向け電子部品などの増加によって同+1.3%と増加した一方、4-6月期に落ち込んだ輸入は同+0.8%と持ち直したことで、外需の寄与は+0.3%ポイントに留まった。

成長率に対してマイナス寄与となった民間在庫減少や輸入増加は、国内需要の持ち直しを反映したものであるため、今回の結果はマイナス成長という数字に示されるほど悪くないものの、設備投資と個人消費の弱さは、反動減後の需要回復の遅れを改めて示すものであったと言える。

図表1 実質 GDP 成長率



(資料)内閣府「国民経済計算」

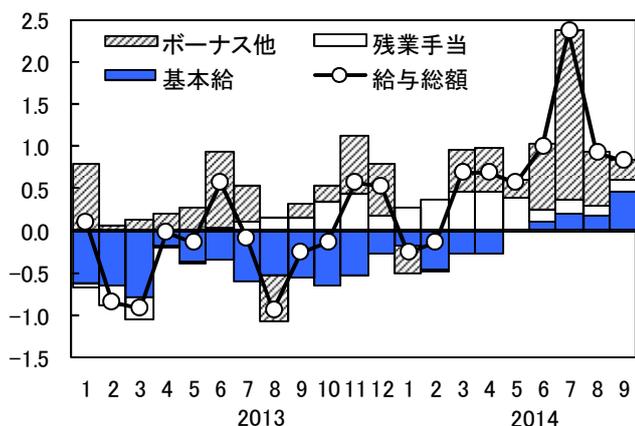
2. 主なGDP需要項目の見通し ～ 個人消費と設備投資は増加局面へ

(1) 個人消費

最初に、今後の個人消費の背景となる家計所得環境を見ると、厚生労働省「毎月勤労統計」による一人あたり賃金伸び率は上下に振れているものの2014年9月時点で7カ月連続前年比プラスを維持し、給与の中核たる基本給が4カ月連続で増加するなど、その内容も改善している(図表2)。更に雇用者数の増加によって雇用者報酬の総額も順調に増加している上に、足許の物価上昇率鈍化もあって、実質ベースでも7-9月期は前期比+0.7%と上向いている(図表3)。

図表2 一人あたり名目賃金伸び率内訳

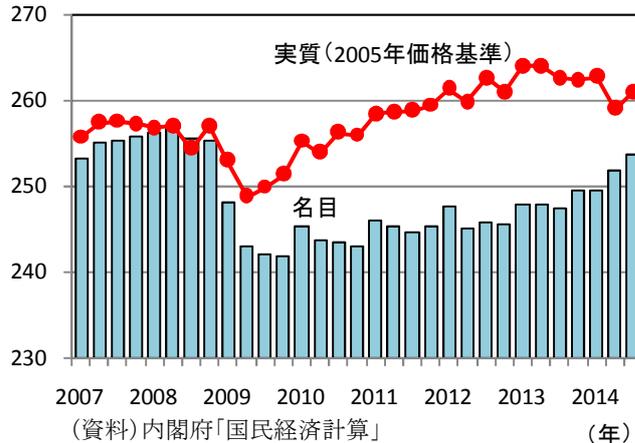
(前年同月比、%)



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

図表3 雇用者報酬総額

(年率、兆円)



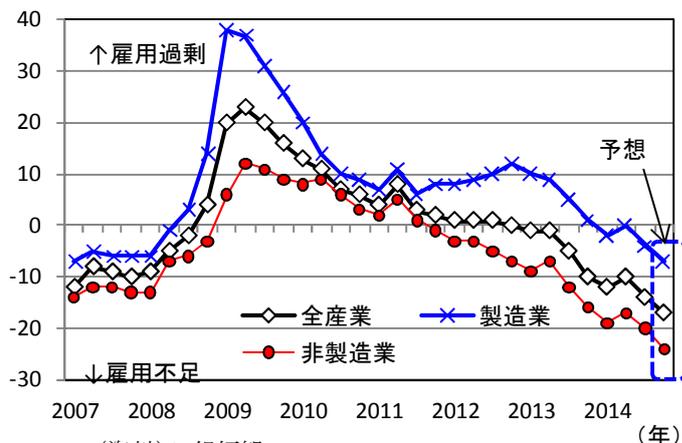
(資料)内閣府「国民経済計算」

(年)

先行きについても、日銀短観の雇用判断DIが製造業・非製造業ともに人手不足の度合いを強めるという予想になっていることに鑑みれば、家計所得の増加はなお続くだろう。かかる所得環境の下、今後の個人消費は上向いていくと考えられる(図表4)。

図表4 雇用判断DIの推移

(過剰-不足)



(資料)日銀短観

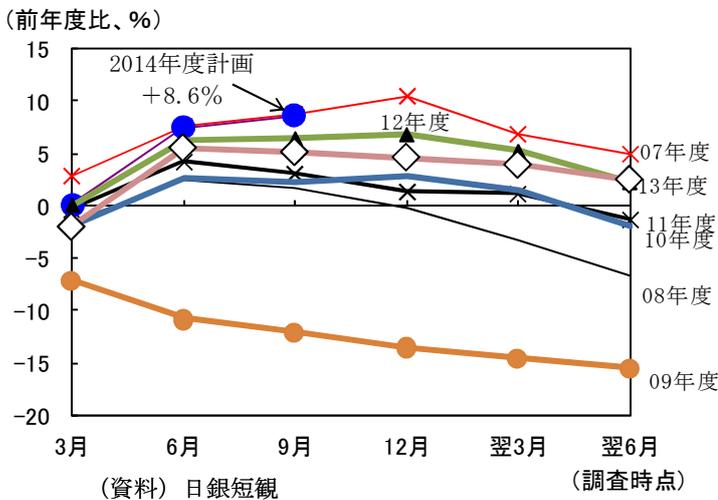
(年)

(2) 設備投資

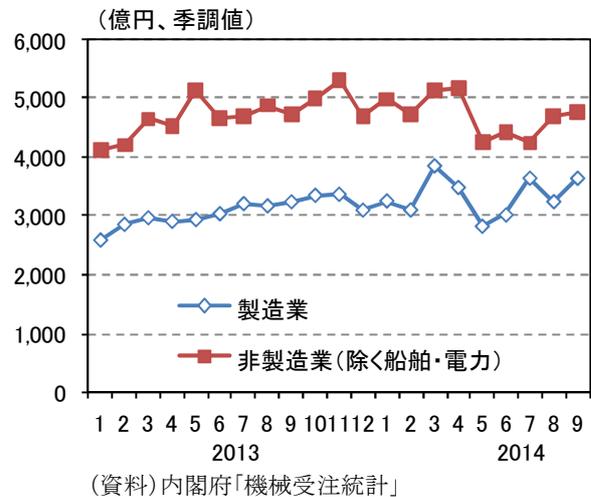
設備投資については、7-9月期に前期比▲0.2%と2四半期連続のマイナスであったが、円安進展もあって企業収益が高水準で推移する中、日銀短観における今年度設備投資計画(大企

業)はここ数年で最も高い伸び率にまで上方修正されている(図表5)。また、設備投資の先行指標である機械受注が増加していることから、この先設備投資は増加すると見込まれる(図表6)。

図表5 設備投資計画(大企業)



図表6 機械受注額の推移



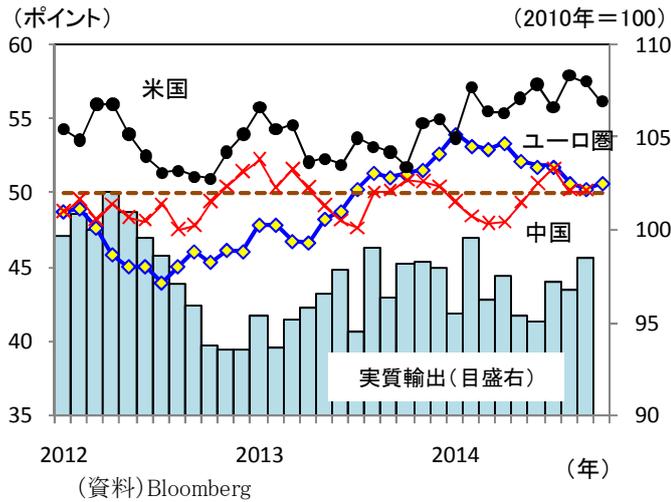
これらの材料を踏まえると、日本経済における家計・企業の所得と、それぞれの支出・投資が相互に増加する「前向きの循環」はなお続いていると見ることができよう。7-9月期 GDPの弱さは、消費税率引き上げ後の反動減からの回復が遅いことを示すものであって、日本経済が所得と支出・投資の減少を伴う景気悪化局面に入ったことを示すものではないと判断している。

公共投資に関しては、12月に行われる選挙後に、経済対策としての補正予算が組まれても、消費税率引き上げを見送った以上さほど大規模なものにはならず、安倍政権発足直後に打ち出された大規模な公共投資が徐々に減少していくことで2015年度は前年比▲1.3%とマイナスになると想定しているが、消費と設備投資双方の増加が続く中では、景気回復をほとんど抑えさせるほどのマイナスインパクトは生じないと見る。

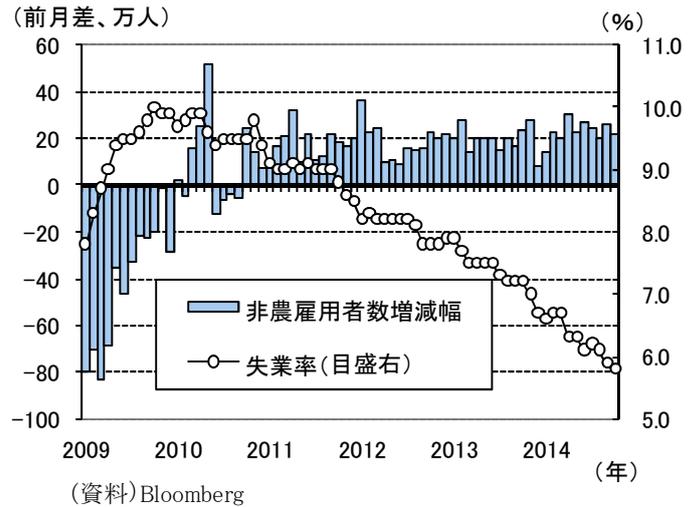
(3) 外需環境

かかる好循環は、何らかの大きな負のショックがない限り維持されよう。過去の経験則からは、日本の負のショックとして代表的なものは海外景気悪化による輸出減少であった。この観点から、主な経済圏の製造業 PMI 指数を見ると、中国とユーロ圏が 50 前後に留まっている一方で米国が突出した強さを維持しているという姿がここ数カ月続いている(次頁図表7)。雇用情勢の順調な回復が続くなど米国景気が盤石な状態を維持していることは、世界経済を下支える要因になる(次頁図表8)。この先も米国景気回復が続く中で、その恩恵がアジア新興国を中心とする他経済圏に徐々に及び、その地域向けに日本からの輸出が増えるという間接的な効果もある程度は期待できよう。足許における大幅な原油価格の下落も、アジア新興国の多くにとっては景気に対するプラス材料となることから、輸出はこの先も緩やかな増加を続けよう。但し日本の内需も回復していくことを受けて輸入も増加するため、GDP 成長率に対する外需寄与度は小さくなる。2014 年度は駆け込み需要の反動減とともに年度初めの輸入が大幅に減ったため外需寄与度は+0.5%ポイントとなるが、2015 年度は+0.1%ポイントに留まると予想する。

図表7 主要経済圏製造業 PMI 指数と日本実質輸出



図表8 米国雇用情勢の推移



2015年度までの日本経済は、外需の寄与がさほど期待できない中ではあるものの、内需主導の回復を続けよう。2014年度平均の成長率は、反動減による落ち込みと7-9月期の回復の遅れのために▲0.7%とマイナスになった後、2015年度は+1.5%まで回復すると予想する。

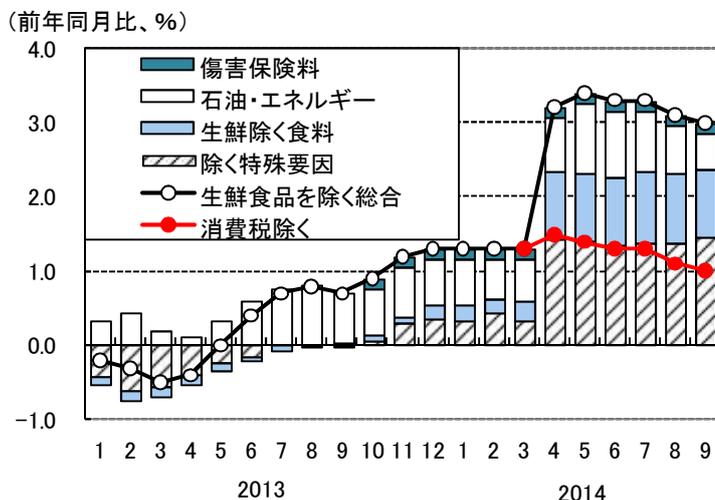
3. 量的・質的金融緩和拡大の効果 ～ 景気にはプラスだが物価は+2%に及ばず

(1) 国内景気への影響

円安による国内物価押し上げ効果の剥落によって、消費者物価(生鮮食品と消費税率引き上げの影響除くベース)の前年同月比上昇率が4月の+1.5%から9月に+1.0%まで鈍化している(図表9)。かかる中で日銀は10月末に、消費税率引き上げ後の需要の弱さや原油価格下落による期待インフレ率低下のリスクに対応するためとして、量的・質的金融緩和の拡大に踏み切った。2013年4月の緩和策導入時に掲げた「2年で消費者物価上昇率+2%」を目指し続ける姿勢を改めて示したもので、この結果、11月下旬で1ドル=115円を超える水準まで円安が進んでいる。

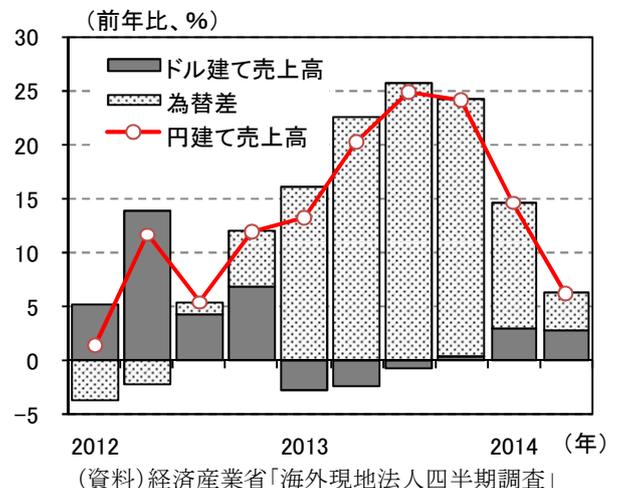
円安は、為替差益の増加によって大企業製造業中心とする企業収益を拡大させることで、株高による資産効果を通じて個人消費の押し上げに寄与しよう(図表10)。

図表9 日本の消費者物価上昇率



(資料)総務省「消費者物価指数」

図表10 海外現地法人の売上高



(資料)経済産業省「海外現地法人四半期調査」

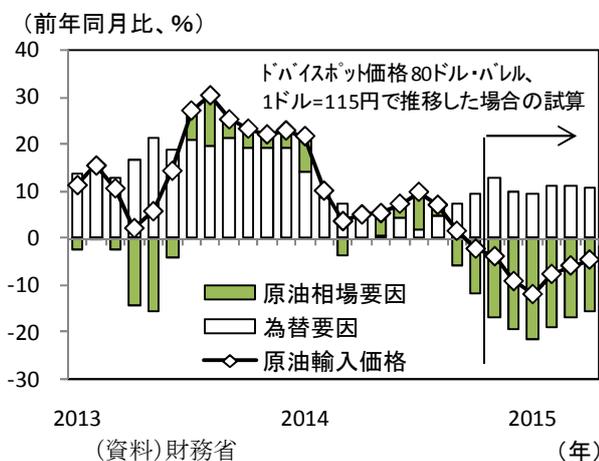
その一方で、輸入価格上昇を通じて所得の流出を招き、家計や中小企業にとってはエネルギー負担の増加を招くというデメリットももたらすが、今回の場合は、円安の進行幅以上に原油価格が下落しているため、この先の原油輸入価格は前年比マイナスになる可能性が高い(図表 11)。結果として今回の円安は日本経済全体にとってプラス要因となり、この先の景気回復を後押する要因になると見る。

(2)緩和拡大後の消費者物価上昇率見通し

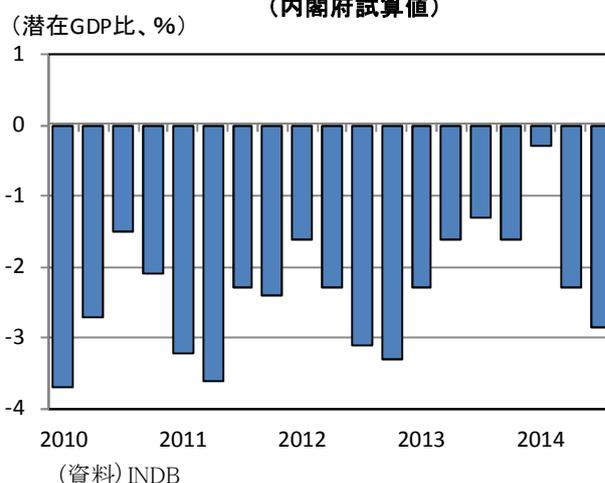
原油価格下落の恩恵で負担が高まらないということは、この先の物価上昇率が高まらず、日銀目標に達しない可能性が高いことを意味する。

日銀は緩和拡大の効果も踏まえて、2015年度平均のCPIコア上昇率見通しを+1.7%とし、年度後半にも+2%に達するという見方を示している。その背景として想定しているのが「マクロ的な需給バランスの改善」と「実際の物価上昇を目の当たりにした消費者の期待インフレ率上昇」という二つの動きだが、足許まで需要の回復が遅れて需要不足幅が拡大している現状に鑑みれば、この先プラス成長に戻るとしても、需給バランス改善による顕著な物価上昇は望み難い(図表 12)。また、期待インフレ率についても、原油価格下落によって円安による物価上昇圧力がかなり弱まることを踏まえると、消費者の期待インフレ率が大幅に上昇することもないだろう。結果として、CPIコア上昇率は2014年度後半に+1%を下回り、2015年度に入ってから労働需給改善による賃金上昇などを背景に再び高まっていくものの、2015年度末でも+1~1.5%に留まるだろう。量的・質的金融緩和を拡大してもなお、日銀が目指す「消費者物価上昇率+2%」が安定的に実現する可能性は極めて低いと見ている。

図表 11 原油輸入価格の試算



図表 12 日本の需給バランス
(内閣府試算値)

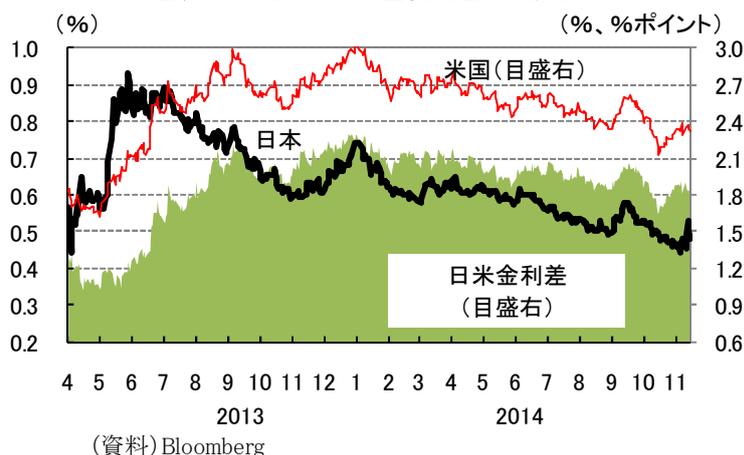


4. 金融市場の見通し ～ 低金利続く中、対ドルでは円安基調

(1)長期金利

先に述べたように、2015年度までの消費者物価上昇率が+2%に達しない中、日銀が+2%を目指す姿勢を崩さない限り、更なる緩和拡大の可能性も十分にある。この間、日本の長期金利は米国金利上昇の影響を受けるものの、日銀が大量の国債買い入れを続ける中で上昇ペースは抑えられ続け、2014年度末で0.5~0.6%、2015年度末でも1%未満に留まるだろう(次頁図表 13)。

図表13 日米10年国債利回りの推移

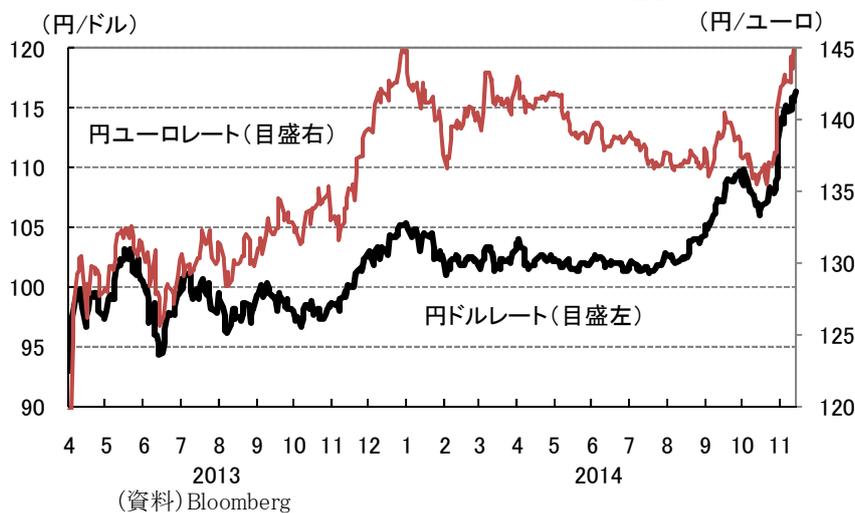


(2) 為替レート

① 円ドルレート

円ドルレートは、米国連邦準備理事会 (FRB) による量的緩和策 (QE) の規模縮小が始まった2014年以降しばらく1ドル=102～104円前後で安定していたが、8月に入ってからQE終了が近づいたとの観測が強まったことで100円台後半まで円安に振れ、更に10月末の日銀による緩和拡大で115円を超えた (図表14)。この先、10月末以降の動きが急でただけに円高方向に調整される局面もあろうが、2015年半ばにも利上げが見込まれるFRBと、あくまで消費者物価上昇率+2%を目指して更なる緩和も辞さない日銀という対照的なスタンスを踏まえると、この先も円安基調が続くと考えるのが自然である。具体的水準としては2014年度後半が1ドル=110～120円前後、2015年度は同115～125円を見込む。

図表14 円ドルレート・円ユーロレートの推移



② 円ユーロレート

ユーロ圏の消費者物価上昇率が10月でも前年同月比+0.4%とデフインフレ基調が続く中、欧州中央銀行による6月と9月の金融緩和強化に続いて、更にこの先国債購入を伴う大規模な量的緩和に踏み込むという観測が残ることもあって、ユーロレートは対ドルで下落基調にあり、10月下旬では1ユーロ=1.25ドル前後と、同1.3ドル前後だった夏場から下落している。

この先も、ウクライナ・ロシア情勢の実体経済に対する悪影響が残ると見られ、ECBによる緩和

強化の観測が残る、あるいは実際に強化される可能性が高いことから、FRBとの金融政策のスタンスの差が対ドルでのユーロ下落要因となろう。同じく緩和強化の可能性が残る円に対しては横ばいで、2015年度まで1ユーロ=140～150円前後で推移すると予想する。

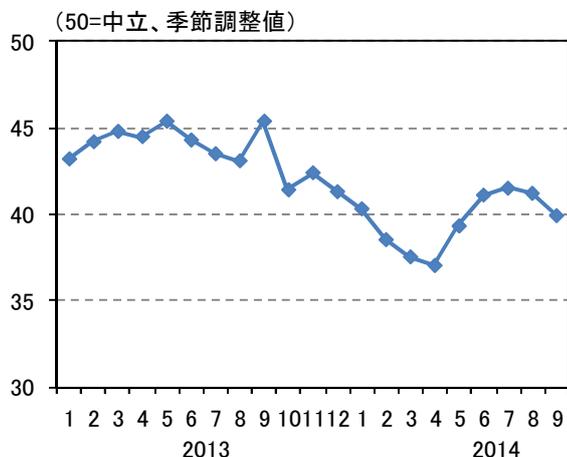
5. 基本的見通しからの下振れリスク要因

以上の基本的な見通しから実際の経済動向が下振れるリスク要因は、国内外双方にある。

海外では、ウクライナ・ロシア情勢が長期化するなどでユーロ圏景気が更に悪化すれば、その程度によっては米国景気にも下押し圧力となって世界経済の支え役が失われる可能性が高まる。また、住宅市場の調整ペースが速まりつつある中国も、そのスピード如何では中国景気低迷長期化を通じてアジア新興国を中心とする他の地域に悪影響を及ぼす可能性はあろう。

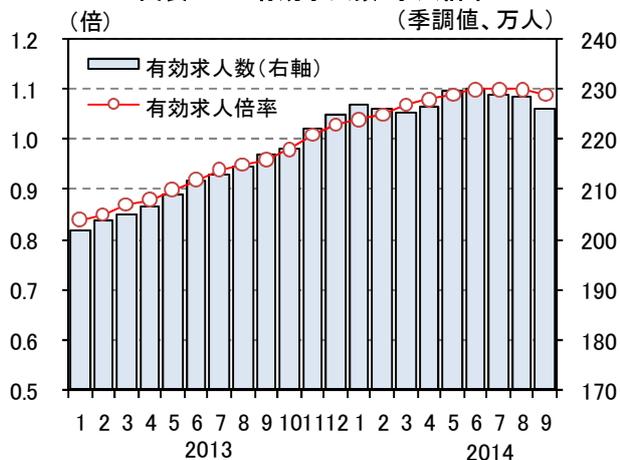
海外情勢の悪化は円高圧力を強め、国内輸出企業の収益・設備投資を押し下げる他、円高に伴う株価下落は国内家計と企業のマインド悪化要因となる。既往円安による物価上昇と消費税率引き上げによる負担増が主因と見られるマインド悪化が加速したり、頭打ちの兆しを見せる有効求人数が明確な減少に転じたりすることで、国内経済における前向きな循環が途絶える可能性が高くなる(図表15、16)。この他、地政学リスクが現状よりも更に強まって原油価格が急激に上昇した場合は、金融市場でリスクオフの動きが強まる他、エネルギー輸入国の景気悪化を通じて日本の外需環境を下振れさせる要因となる。

図表15 消費者態度指数



(資料)内閣府「消費動向調査」

図表16 有効求人数・求人倍率



(資料)厚生労働省「一般職業紹介状況」

国内では、政治の不安定化を起因として、主に企業のマインドが悪化する可能性を意識している。既に見たように、原油価格の大幅な下落で、輸入物価上昇によるマインド悪化の恐れは低くなっているものの、12月半ばに行われる衆議院総選挙の結果を受けて、あるいはそれまでの過程において、法人減税をはじめとするこれまでの経済政策が停滞、もしくは大幅な方針変更の見方が強まった場合、その内容によっては雇用や投資に対する企業行動に悪影響を及ぼす可能性はあろう。

〔経済調査チーム 花田 普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
登地 孝行：Toji_Takayuki@smtb.jp〕

総括表 2014・2015年度の内外経済見通し (作成日：2014年11月21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	525.7	-0.7	533.6	1.5	-1.3 -0.7	0.7 -0.6	0.7 1.5	0.6 1.5
民間最終消費	307.8	-2.7	312.0	1.4	-3.8 -2.6	1.0 -2.7	0.6 1.6	0.5 1.2
民間住宅投資	13.3	-10.9	13.3	0.1	-12.0 -7.5	-2.6 -14.1	1.0 -1.7	0.6 1.9
民間設備投資	70.9	1.0	72.3	1.9	-1.4 3.2	0.6 -1.0	1.1 1.5	1.0 2.2
民間在庫品増加(実額)	-2.0	寄与度 0.4	-2.5	寄与度 -0.1	-1.5	-2.6	-2.5	-2.5
政府最終消費	102.7	0.3	103.6	0.9	0.0 0.1	0.5 0.6	0.4 1.0	0.4 0.8
公的固定資本形成	24.0	2.6	23.7	-1.3	0.4 3.9	1.3 1.7	-1.2 0.1	-1.2 -2.3
財貨・サービス輸出	90.0	5.7	92.5	2.7	3.3 6.4	1.6 5.0	1.3 2.8	1.3 2.7
財貨・サービス輸入	79.7	2.1	81.1	1.9	-2.2 5.5	1.2 -0.9	0.9 2.0	0.8 1.7
内需寄与度	-1.2	民需 -1.4	1.4	民需 1.1				
外需寄与度	0.5	公需 0.2	0.1	公需 0.3				
<名目>								
国内総支出	488.4	1.4	496.0	1.6	0.3 1.3	1.3 1.6	0.3 1.5	1.3 1.6
GDPデフレーター	92.9	2.2	93.0	0.1	2.1	2.2	0.0	0.1
企業物価 * (10年=100)	105.6	3.2	105.4	-0.2	4.2	2.1	-1.3	0.9
輸出物価 * (10年=100)	111.6	3.2	116.5	4.4	1.7	4.6	6.0	2.8
輸入物価 * (10年=100)	129.3	3.4	135.4	4.7	3.2	3.7	5.3	4.1
消費者物価 * (10年=100)	103.4	3.0	104.5	1.0	3.3	2.8	1.0	1.1
鉱工業生産 * (10年=100)	98.0	-1.0	103.2	5.3	0.8	-2.7	3.8	6.8
失業率 (%)	3.6	-0.3	3.4	-0.2	3.6	3.5	3.5	3.3
雇用者数 *(万人)	5,599	0.6	5,612	0.2	0.8	0.5	0.2	0.2
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	1.1	—	0.4	—	1.3	1.0	0.3	0.5
新設住宅着工戸数(万戸)	89.5	-9.3	92.4	3.3	87.1	89.4	91.1	93.3
貿易収支(10億円)	-9,030	—	-9,423	—	-4,397	-4,633	-4,060	-5,363
輸出 *(10億円)	74,466	6.7	79,303	6.5	5.5	7.8	8.7	4.4
輸入 *(10億円)	83,496	3.4	88,726	6.3	6.7	0.5	6.9	5.6
第一次所得収支(10億円)	17,262	—	18,605	—	9,149	8,113	9,843	8,762
経常収支(10億円)	2,875	—	3,542	—	2,024	851	2,806	736
マネーサプライ *(M2,兆円)	879.5	2.9	905.0	2.9	3.1	2.8	2.8	3.1
円/ドルレート(円、期中平均)	109.5	—	119.1	—	103.0	115.9	117.8	120.4
輸入原油価格(ドル/バレル)	95.9	—	86.6	—	109.0	82.8	84.5	88.8
米国実質GDP(10億ドル)	16,063	2.2	16,561	3.1	0.9	3.6	3.0	2.9

(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	0.53	0.52	0.53	0.58	0.63	0.69	0.76
円ドルレート	102.1	103.9	115.0	116.8	117.3	118.3	119.8	121.0

→予測