



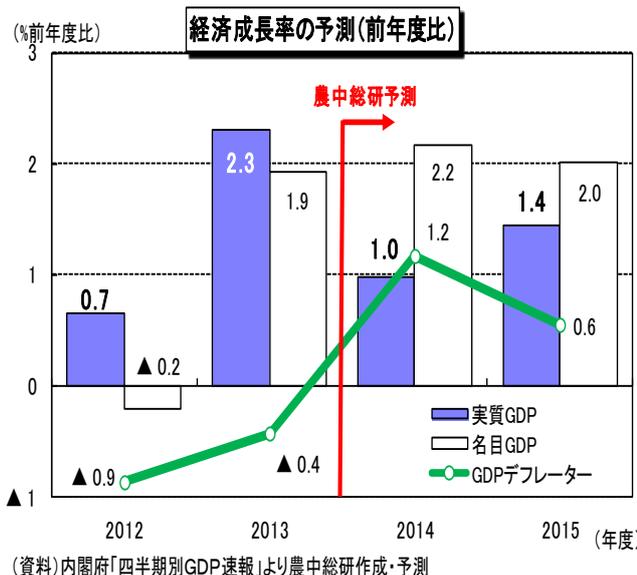
2014～15 年度改訂経済見通し

景気の足取りを鈍らせる実質所得の目減り

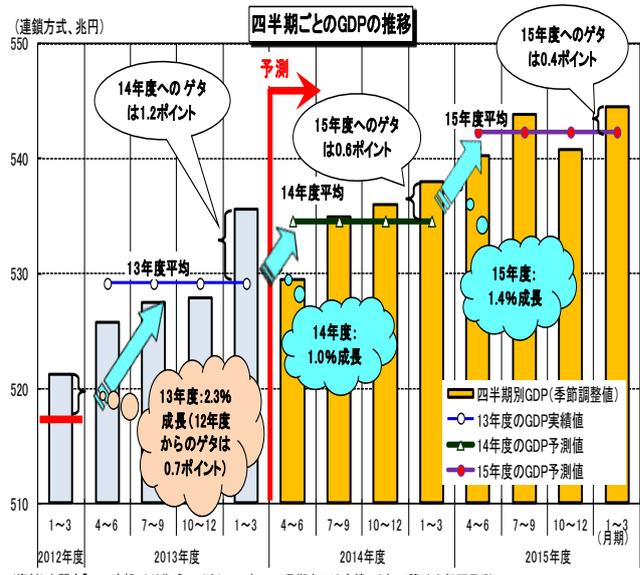
～2014年度:1.0%、15年度:1.4%～

「社会保障と税の一体改革」に基づき、2014年4月に消費税率が8%へ引き上げられた。それを控え、13年度末にかけて駆け込み需要が発生、成長率は大きく加速したが、増税後には反動減が出ている。時間経過とともに持ち直しも始まったとの指摘もあるが、耐久財消費は当面低調に推移するとみられるほか、増税による実質所得の目減りが消費行動を徐々に変化させていくと思われる。輸出の増勢も緩やかなままと見られるほか、「企業から家計へ」という所得還流も今以上に進む可能性も薄く、14年度の国内景気はやや停滞気味に推移するものと思われる。

一方、13年度末にかけて消費者物価は前年比1%台まで上昇率を高めたが、増税によって表面的には同3%前後まで上昇率を高めると見込まれる。しかし、実質所得の目減りによる悪影響が徐々に出てくることで、「2年で2%の物価上昇(除く消費税要因)」を目指す日本銀行の想定する経路を下振られて推移し始めるだろう。それゆえ、14年夏には一段の緩和策が打たれる可能性があると思われる。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「GDP速報」より作成 (注)2014年1～3月期までは実績、それ以降は当総研予測

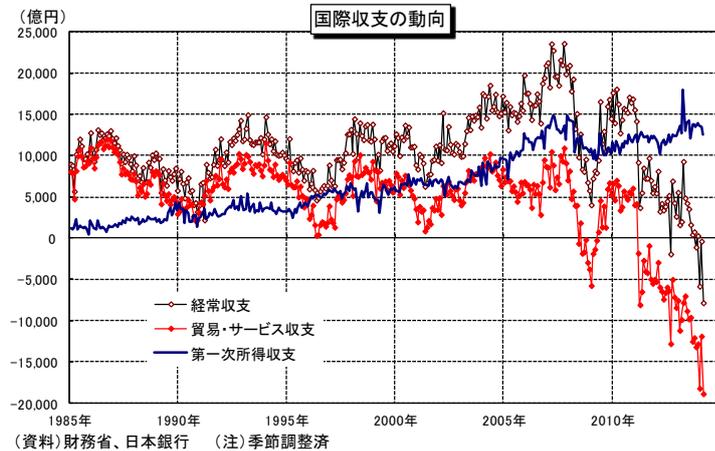
1. 景気の現状:

(1) 日本経済の現状 ～ 駆け込み需要とその反動減

デフレからの完全脱却や成長促進を促すために、積極的な金融財政政策への転換を図ろうとするアベノミクスへの期待感とともに、放置されてきた「歴史的な円高」や「割安な株価」が大きく修正された。それらは企業や家計の景況感を好転させ、2012年末にかけて民間需要等が持ち直し傾向を強め、その後も1年以上にわたって国内景気は回復傾向を続けてきた。とりわけ13年後半以降は、14年4

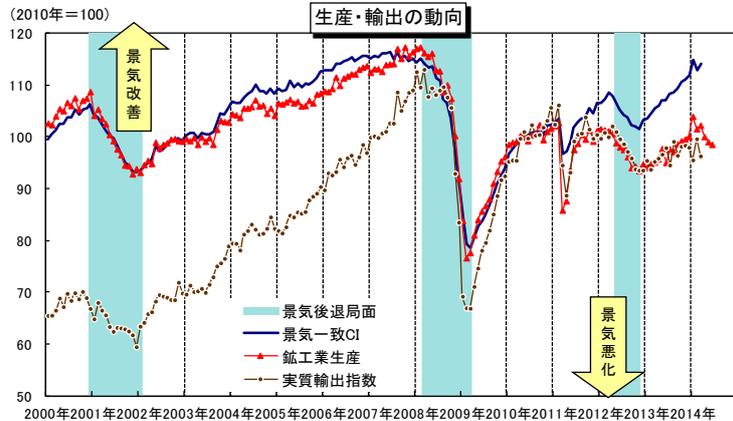
月からの消費税増税を控えた駆け込み需要が本格化し始め、耐久財や高額品などを中心に民間消費は大いに盛り上がったほか、これまで出遅れ感が拭えなかった企業設備投資にも回復が見られ始めた。4月に入り、消費は一旦大きく落ち込んだものの、食料品や日用品などはすでに持ち直しているほか、海外からの旅行者によって百貨店売り上げは意外にも底堅いといった現場の声も聞かれるが、乗用車、白物家電など耐久財では予想通り販売不振に陥るなど、状況はまだら模様といえるだろう。

一方、「失われた20年」の過程で、国内景気の牽引役としての役割を徐々に強めてきた輸出の動きは鈍かった。大幅な円安が進行した半面、世界経済の成長テンポがなかなか



高まらないことにより、財輸出は弱い動きを続けている。その半面、輸入が増加傾向を強めたほか、原発停止によってLNG・原油輸入が高止まりしていることに加え、駆け込み需要に伴って輸入数量も膨らんだ結果、貿易収支は過去最大の赤字を記録した。第一次所得収支の大幅黒字もあり、経常収支の基調は依然として黒字と見られるが、それでも1～3月期はGDP比で▲1.2%ほどの赤字となっている。

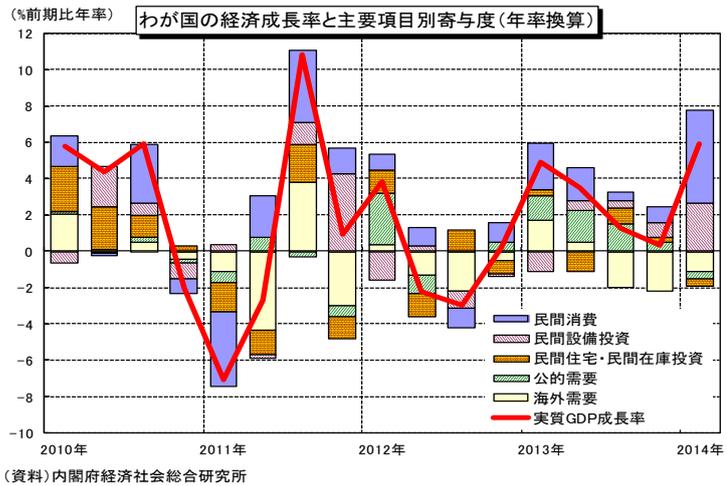
さて、国内景気の堅調さを受けて、物価は上昇傾向が定着しつつある。当初は、円安進行や国際商品市況高止まりによる輸入品価格の上昇という側面が強かったが、最近では需給改善による値上げも散見されつつある。さらに、失業率も3%台半ばまで低下し、日銀短観などからは非製造業を中心に人手不足感が強まるなど、黒田日本銀行総裁らから完全雇用に近い状態との評価も出ている。実際、パートタイム労働者の平均時給は上昇傾向を強めてきたほか、新卒予定者の就職市場はかなり改善が見られている。さらに、一部業界からは外国人労働者の受け入れ拡大の要望が強まっており、政府も検討を開始している。とはいえ、復興需要、増税前の駆け込み需要など一時的もしくは特殊な要因が作用しており、ミスマッチが発生している点も否めない。



(2)大きく加速した14年1～3月期のGDP

増税前の駆け込み需要によって成長率が大きく加速した様子は、5月15日に公表された1～3月期のGDP第1次速報でも確認できる。これによれば、実質成長率は前期比1.5%、同年率換算5.9%(6四半期連続のプラス)で、低成長に甘んじた13年下期から成長率は大幅に高まった。また、前年比も3.0%と5四半期連続のプラスで、10～12月期(2.5%)からプラス幅が拡大した。なお、名目GDPは前期比0.4%(同年率1.6%)と5四半期連続のプラス、実質成長率を2四半期ぶりに上回った。

内容的には、民間消費(前期比2.1%)が耐久財・半耐久財を中心に駆け込み需要が強まったほか、受注残が積み上がっていた住宅投資(同3.1%)も引き続き底堅く推移した。加えて、民間設備投資が同4.9%と大幅に加速したことで、民間最終需要は同2.6%と大きく増加した。一方、いわゆる「15ヶ月予算」の息切れからか、公的需要は同▲0.4%と7四半期ぶりの減少となったが、景気の牽引役が名実ともに「公」から「民」にシフトしたとの見方もできなくはない。海外需要に目を転じると、輸出は同6.0%と大きく増加したが、不振な財輸出をサービス部門がカバーしたという構図であろう(なお、国際収支統計の作成方法変更の影響された面もあると思われる)。輸入は、好調な民間需要に伴って増加しており、同6.3%と5四半期連続の増加。この結果、前期比成長率に対する外需寄与度は▲0.3ポイントと、3四半期連続でのマイナス寄与となった。



一国のホームメイドインフレ(≒価格転嫁の度合い)を表すGDPデフレーターは、駆け込み需要を中心とした国内需要の改善に伴って、これまでの円安などによる輸入品価格の上昇分を価格転嫁する動きが進んだこともあり、前年比0.01%と、19四半期ぶりのプラスとなった。個別にみると、円安進行から1年以上が経過したこともあり、輸入デフレーターは前年比6.2%と上昇幅が縮小したものの、民間消費デフレーターが同0.5%と3四半期連続のプラスとなり、僅かながらも上昇幅を拡大させた。なお、注目の単位労働コスト(=名目雇用量/実質GDP)は前年比▲2.5%と、4四半期連続のマイナス。

この結果、13年度の経済成長率は実質で2.3%、名目で1.9%となった(実質は4年連続、名目は3年ぶりのプラス)。GDPデフレーターは前年度比▲0.4%と16年連続の下落(97年度の消費税増税の影響を除いて考えれば、実質的には19年連続)ながらも、マイナス幅は着実に縮小している。

2. 予測の前提条件:

(1) 当面の経済・財政政策運営

安倍内閣では、「大胆な金融緩和」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」の、いわゆる「3本の矢」と称される政策パッケージを一体的に推進(＝アベノミクス)することで、日本経済を疲弊させていたデフレからの早期脱却と、それによる成長促進を促してきた。13年6月の「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」によれば、今後10年間の平均で名目3%程度、実質2%程度の経済成長を目指し、10年後には1人当たり名目国民総所得(GNI、12年度:約384万円)は150万円以上の拡大が期待される、としている。目下の注目は、6月に示される14年版の「骨太の方針」や改訂版「成長戦略」において、一部からの反対論も根強い法人税減税の確約などが盛り込まれるか、という点である。

こうしたなか、政府は「社会保障と税の一体改革」に基づき、14年4月に消費税率を8%へ引上げた。1997年4月の消費税率5%への引上げは、それが直接的原因だったのかについては今なお議論があるが、その直後からの景気後退(97年5月が「景気の山」)や15年以上続くデフレの入り口での出来事であったのは間違いない。90年代後半以降、人口高齢化や年金財政などの悪化が続くなか、消費税増税の必要性を巡る意識は徐々に浸透したように思われるが、政府が17年以上も消費税増税を決断できなかったのは、その当時の経験がトラウマになっていた可能性は高い。税率8%が単なる通過点であることを踏まえれば、今回の消費税増税は失敗が許されない。それゆえ、政府は増税ショックを緩和すべく、5.5兆円規模の補正予算編成を行うとともに、増益企業に対して賃上げを要請してきた。これまでのところ、甘利経済財政担当相は「駆け込み需要は想定以上、反動減は想定内」とし、景気の先行きへの自信をのぞかせた。

さて、消費税増税による税収増を盛り込んでいる14年度一般会計予算は、前年と同様、13年度補正予算と一体的に編成されている。単体で見れば、総額は95.9兆円と過去最大規模であるが、基礎的財政収支(PB)を前年度当初予算比で5兆円改善の▲18兆円とするなど、15年度までにPBの対GDP比率を10年度比半減させるという財政健全化目標に向けた動きもみられる。しかし、内閣府が1月に経済財政諮問会議に提出した「中長期の経済財政に関する試算」によると、先行きアベノミクスが奏功し、実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現したとしても、財政健全化目標として設定した20年度のPBは▲11.9兆円(対GDP比で▲1.9%)と、黒字化は達成できない。この補填を消費税増税で行うとすれば、約5%分の税率引上げ(税率は15%へ)が必要と推察される。なお、状況次第では、14年度も追加の経済対策が求められる場面もありうるなど、想定ほど財政健全化が進まないリスクもある。なお、今回の経済見通しについては、前回までと同様、消費税率を「15年10月に10%へ」引き上げることを前提としている。

(2) 世界経済の見通し

2014年に入って、米国の量的金融緩和策(QE3)は予定通り、出口政策へ転換したが、それと同時に経常・財政収支の慢性的な赤字や高いインフレ率に悩まされる新興国経済への懸念が再燃するなど、不透明な状況が続いた。この新興国リスクはその後沈静化に向かったものの、世界経済の牽引役として期待される米国が大寒波の影響で低成長に陥ったほか、ウクライナ情勢や東アジア近海の緊迫化など、新たなリスクも浮上しており、今後の経済・金融情勢に何らかの影響を与える可能性は否定できない。

以下では、米国、欧州、中国の景気の現状分析と当面の見通し、原油市況の予測を行

う。

① 米国経済

14年1～3月期の米国の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率0.1%と、13年10～12月期の2.6%から大幅に減速した。1～3月期は大雪や寒波の影響が懸念されたが、意外にも個人消費が3.0%と、医療保険制度改革法(オバマケア)の施行を受けサービス消費が堅調だったことから高い伸びを維持した。しかし、個人消費以外は総じて低迷し、コンピューターや輸送用機器への投資が落ち込むなど設備投資が1年ぶりにマイナス成長となったほか、住宅投資も2四半期連続で減少するなど、悪天候の影響を多分に受けたとみられる。また、在庫投資が13年後半に増えた反動もあり、積み増しペースが鈍化し、さらに新興国経済の減速を受け輸出も不振だった。足元の米国経済は、生産などでやや弱い動きが散見されるものの、寒波の影響が解消したことから雇用や住宅着工などの指標は復調の動きを示しており、緩やかな回復基調が続いている。

こうしたなか、米経済の足かせとなってきた財政問題については、13年末の超党派協議会において15年度までの財政合意が形成され、さらに14年2月には連邦債務上限を15年3月15日まで不適用とする法案が成立したことから、政府機関の閉鎖や債務不履行への懸念は当面回避されることとなり、この問題に対する不透明感は薄れた。実際に1～3月期の政府支出は前期比年率▲0.5%と、緊縮財政の緩和により減少幅(10～12月期:▲5.2%)が縮小した。ただし、中長期の財政健全化に向けて歳出削減は続くため、政府支出が米経済を押し上げるような牽引役になることまでは期待できない。

当面の注目材料としては、11月4日の中間選挙が挙げられる。米議会は前回(10年秋)の中間選挙以降、オバマ大統領の出身母体である与党・民主党が上院では多数党を維持しつつも、下院は野党・共和党が過半を占めるといった「ねじれ状態」が続いている。オバマ大統領にとっては、この状態を打破する最後のチャンスが今回の選挙戦となるが、過去

2014～15年 米国経済見通し (14年5月改定)

	単位	2013年	2014年		2015年			
		通期 実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想	通期 予想	上半期 (1～6月) 予想	下半期 (7～12月) 予想
実質GDP	%	1.9	2.5	1.7	3.0	3.0	3.2	2.6
個人消費	%	2.0	2.7	3.0	2.5	2.6	2.7	2.6
設備投資	%	2.7	4.5	2.8	7.5	7.0	7.5	5.7
住宅投資	%	12.2	2.3	▲2.2	7.7	6.3	6.7	4.0
在庫投資	寄与度	0.2	0.1	▲0.4	▲0.2	▲0.0	0.1	▲0.4
純輸出	寄与度	0.1	0.0	▲0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
輸出等	%	2.7	2.0	▲0.7	3.4	5.0	5.1	6.5
輸入等	%	1.4	1.4	0.1	2.0	3.7	3.9	5.1
政府支出	%	▲2.2	▲0.9	▲1.3	0.5	0.2	0.2	0.0
参考								
PCEデフレーター	%	1.1	0.8	1.1	1.6	1.9	1.8	2.0
GDPデフレーター	%	1.5	1.5	1.4	1.6	1.7	1.6	1.8
FFレート誘導水準	%	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0～0.25	0.50	0～0.25	0.50
10年国債利回り	%	2.3	2.9	2.8	3.0	3.2	3.2	3.3
完全失業率	%	7.4	6.3	6.5	6.2	5.9	6.0	5.8

実績値は米国商務省“National Income and Product Accounts”、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2014年5月19日(14年1～3月期の速報値ベース)

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
4. デフレーターは期中平均前年比
5. FFレート誘導目標は期末値

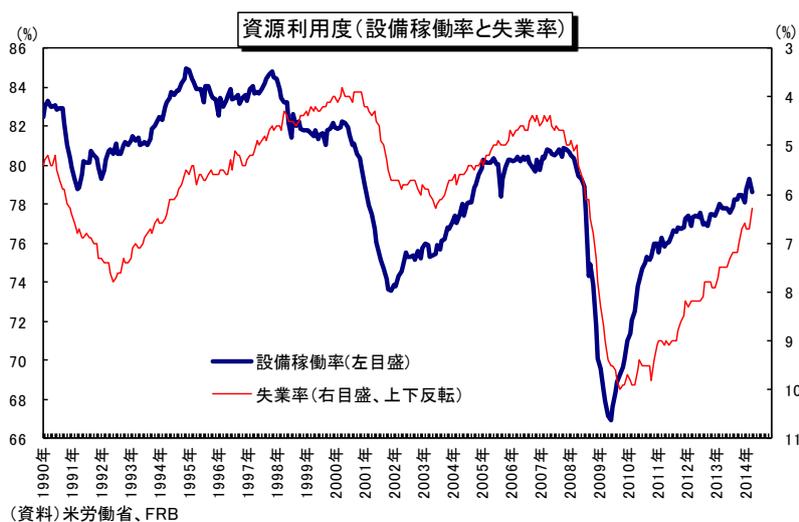
の例では中間選挙は野党に有利な結果となることが多いことに加え、前回の中間選挙以降、下院の小選挙区の区割りが共和党に有利になるよう調整されたこともあり、形勢逆転は困難との見方が大勢となっている。今後は夏場にかけて注目州での予備選が続くが、共和党はオバマケアの廃止を再び目指して選挙戦の争点にする構えであり、与野党の対立が先鋭化するとみられる。なお、財政健全化議論が再び取りざたされるのは中間選挙以降になるが、選挙結果によっては15年3月の期限を前に債務上限問題をめぐって再び議会が紛糾する可能性もあるだろう。

一方、金融政策については、連邦準備制度理事会(FRB)が13年12月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、雇用情勢の改善傾向などを踏まえ量的緩和策第3弾(QE3)の規模縮小を決定し、それまで月額850億ドルで実施してきた債券購入の規模を14年1月から住宅ローン担保証券、米国債をそれぞれ50億ドル(月額計100億ドル)減額することとし、その後のFOMCにおいても同額の規模縮小の決定を続けている。QE3の規模縮小ペースは、当初は「景気次第で調整」との見方が大勢だったが、最近では雇用関連の数値などが「大きく悪化しない限り月額100億ドル減額」が既定路線となっている。

また、政策金利の見通しに関するフォワード・ガイダンスについては、3月のFOMCで、インフレ率がFOMCの長期目標である2.0%を下回り続けると予想される場合には「失業率が6.5%を下回った後も長期的に異例の低水準を維持する」とした従来の数値基準を改め、「QE3終了後も『相当な期間』据え置く」との方針に修正した。イエレン議長は同会合後の会見で、「相当な期間」とは6ヶ月程度であると示唆したことから、市場では利上げ時期が早まるとの見方が広まったが、その後公表された議事要旨や議長発言を受けて、早期利上げ観測が後退した。直近の議会証言でもイエレン議長は「多くの米国民はなお失業状態にあり、インフレ率は当局の目標(2%)を下回っている」「利上げ時期に関して、機械的に決められた方式やタイムテーブルは存在しない」とし、雇用と物価の改善が遅ければ実質ゼロ金利となっている現状水準を当面は継続する方針を示唆した。

金融政策の先行きを展望すると、寒波の影響を受けたとはいえ雇用・所得環境は緩やかに改善していることから、FRBは今後も既定路線でQE3縮小を続け、遅くとも14年末までに債券購入を終了すると予想する。一方、ゼロ金利政策は、雇用改善が進むものの、インフレ率がFRBの目標である2%を引き続き下回って推移すると想定されることから、15年半ばまで維持されると予想する。

こうした財政・金融政策を前提に見通しの主要項目について個別に見ると、まず、個人消費は、緩やかな雇用・所得環境の改善の下で消費者マインドが改善しており、株高による資産効果が期待されることもあり、増加傾向が続くと予想する。ただし、ドライブシーズンが今後本格化するなか、ガソリン高が消費を抑制する可能性もあるだろう。設備投資は、先行指標となる非国防資本財受注



が持ち直しの兆候を示しているほか、設備稼働率がリーマン・ショック前の水準まで回復していることなどから今後増勢に転じ、その後も回復の動きを続けると予想する。住宅投資は、在庫減少による物件価格の上昇や住宅ローン金利の上昇などにより需要がやや減退して

いるものの、4～6月期は寒波の影響を大きく受けた反動増が予想され、かつ住宅需要期として盛り上がり期待される時期でもあることから持ち直すと思われる。その後もローン金利が早期に急上昇せず、雇用・所得環境の改善が続くと想定されることから、増加傾向を維持するとみられる。外需については、新興国など海外経済の成長が鈍化していることから、当面は米国からの輸出も増加ペースがやや弱まるものの、その後は海外経済の回復に伴い緩やかに増加すると予想する。なお、ドル高やシェールガス革命を受けたエネルギー輸入の減少を受け輸入全体が減少傾向にあることから、経済成長に対する純輸出の寄与度はプラス傾向で推移するとみられる。最後に、政府支出に対しては、引き続き強制歳出削減が実施されるものの、14～15年度については国防費や国内事業向け経費の縮小規模が緩和されることから、財政面での下押し圧力が弱まると予想される。

以上から、寒波の影響が剥落する4～6月期は反動増となるが、リバウンド一巡後もこれまでの緩和政策の効果を背景に内需の自律回復が進むと考えられることから本格的な回復局面を迎え、14年後半以降の成長率は2%台後半～3%台に伸びを高め推移すると見込まれる。年間の成長率は、14年は前年比2.5%（前回見通しから0.3%ptの下方修正、1～3月期が当社予想を下回ったため）、15年は同3.0%（前回と変わらず）と予想する。

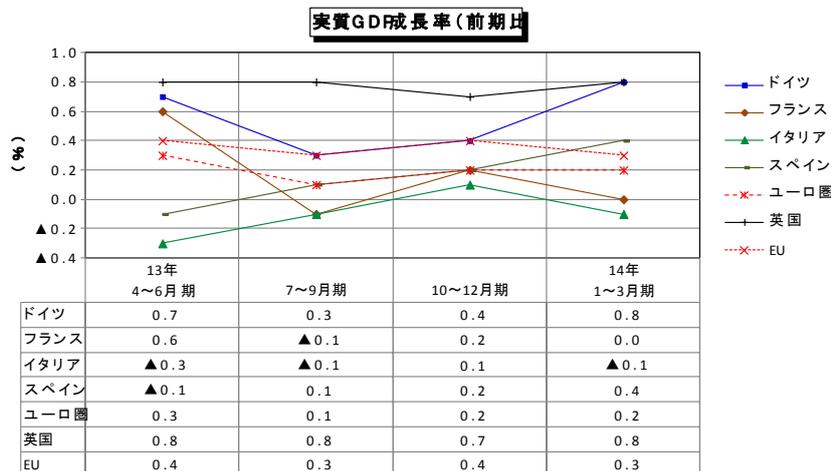
② 欧州経済

ユーロ圏の14年1～3月期の実質GDP成長率（速報値）は前期比プラス0.2%となり、緩やかな景気回復の継続が示された。しかしながら、財政改革は今後も継続すること、域内の金融機能は依然として脆弱であること、企業や家計でも債務の削減が引続き課題であることなど、ユーロ圏経済の回復には様々な障害が残されている。また、ユーロ圏では最近では物価

上昇率の低下（ディスインフレ）が進行している。これは、実質金利の上昇により投資を抑制するとともに、インフレによる負債削減効果を弱め経済主体の財務改善にかかる負担を増加させることなどを通じ、経済の回復に対して負荷として働くことが考えられる。さらに、ウクライナ情勢を巡る不透明感も長期化が見込まれる。以上の諸情勢を考慮すれば、ユーロ圏全体としては実体経済の本格的な回復は困難とみられ、今後も当面の間、回復のペースは緩慢なものにとどまるものと考えられる。

ユーロ圏では、3月の失業率は11.8%と依然として高水準が続いている。同月の小売売上高は前月比で0.3%の、また前年同月比で0.9%の各上昇となり復調の兆しも現れているが、高い失業率のもとでは安定的な改善の継続は期待し難い。一方、3月の鉱工業生産は前月比で0.3%の、また前年同月比では0.1%の各低下となり、足元ではこれまでの回復基調に頭打ち感が生じている。なお、ユーロ圏では力強さに欠ける内需のもとで経済回復は外需に大きく依存することから、今後は輸出競争力に応じて各国間で経済回復の格差が生じる可能性が考えられる。

輸出主導での経済回復の牽引役として期待されるドイツについては、3月の輸出額は前月比1.8%の減少と、前月に引続いて減少となった。また、3月の製造業受注指数は前年同月比では1.5%の上昇ながら前月比で2.8%の低下となったほか、同月の鉱工業生産指



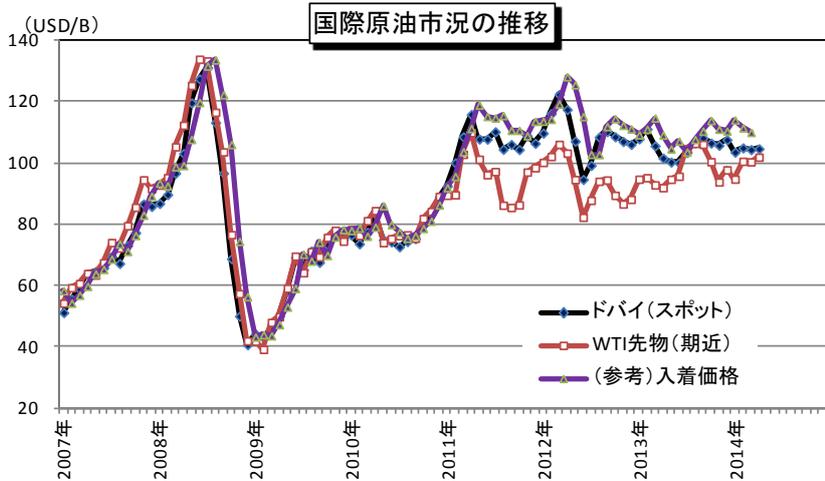
（資料）Eurostatデータから農林中金総合研究所

足元で景気回復の弱さが続いているものの、金融政策の微調整に加え、景気下支え策の効果も徐々に出ると見られることから、中国経済は一段の減速が回避され、早ければ4～6月期は小幅な景気の持ち直しが想定される。14年通年で7.5%前後の成長目標を達成すると見込まれる。今後、不動産市場の調整状況などに注目したい。

④ 輸入原油価格の見通し

エジプト情勢の緊迫化、シリアの化学兵器使用問題など、中近東情勢が緊迫化する場面もあったものの、サウジアラビアなどの増産体制とあいまって、13年後半以降、原油価格は高値圏ながらも安定的に推移、WTI先物は1バレル=100ドル前後で変動している。

先行きについては、新興国リスクが煽り続けている一方で、米国経済については徐々に力強さを増していき、世界経済の牽引役として機能するとの見方は根強い。その半面、IEA（国際エネルギー機構）が予測するように、シェールガス・オイルの増産によって17年までに米国はサウジアラビアを抜いて世界最大の産油国となるとされるなど、原油供給能力は着実に強まるものと思われる。それゆえ、国内への原油入着価格（CIFベース）は14、15年度と110ドル台での推移になると予想している。



(資料) NYMEX、東京工業品取引所、財務省

2014～15年度 日本経済見通し

	単位	2012年度 (実績)	13年度 (実績)	14年度 (予測)	15年度 (予測)
名目GDP	%	▲ 0.2	1.9	2.2	2.0
実質GDP	%	0.7	2.3	1.0	1.4
民間需要	%	1.4	2.2	1.1	2.0
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	0.3	1.6
民間住宅	%	5.3	9.5	▲ 3.7	▲ 0.6
民間企業設備	%	0.8	1.7	3.4	3.6
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.3	0.2	0.0
公的需要	%	1.4	4.5	1.3	0.4
政府最終消費支出	%	1.5	2.1	1.1	1.1
公的固定資本形成	%	1.3	15.3	2.1	▲ 2.6
輸出	%	▲ 1.2	4.7	4.0	5.2
輸入	%	3.7	7.1	5.1	6.9
国内需要寄与度	%pt	1.4	2.8	1.1	1.6
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.7	0.8	1.5
公的需要寄与度	%pt	0.4	1.1	0.3	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.4	1.2	0.6
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 1.0	1.8	3.7	1.9
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.2	0.8	2.9 (0.9)	1.8 (1.1)
完全失業率	%	4.3	3.9	3.8	3.8
鉱工業生産 (前年比)	%	▲ 2.7	3.2	▲ 0.1	1.4
経常収支	兆円	4.2	0.8	5.0	8.2
名目GDP比率	%	0.9	0.2	1.0	1.6
為替レート	円/ドル	83.1	100.2	103.6	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.08	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.70	0.74	0.84
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	109.6	112.5	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。
無担保コールレートは年度末の水準。
季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(四半期)
(→予測)

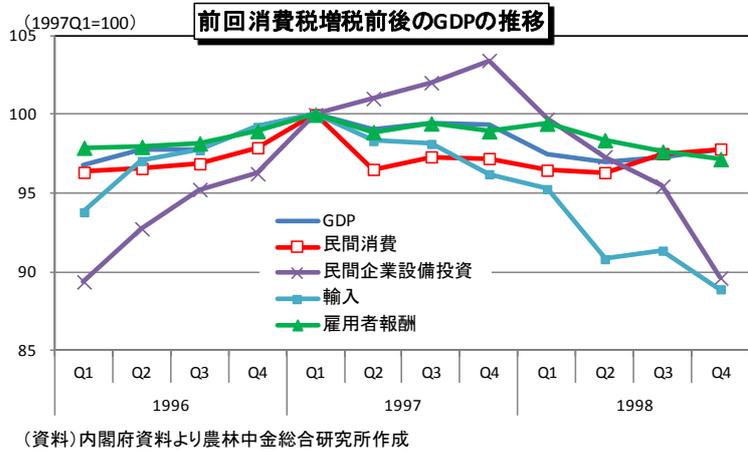
	単位	2013年				2014年				2015年				2016年
		1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期
名目GDP	%	0.8	0.9	0.2	0.2	1.2	0.3	1.0	0.0	0.5	0.4	0.9	0.3	0.6
実質GDP	%	1.2	0.9	0.3	0.1	1.5	▲ 1.1	1.0	0.2	0.4	0.4	0.7	▲ 0.6	0.7
(年率換算)	%	4.9	3.5	1.3	0.3	5.9	▲ 4.4	4.1	0.9	1.4	1.7	2.7	▲ 2.3	2.8
民間需要	%	0.6	0.4	0.6	0.7	2.3	▲ 1.7	0.7	▲ 0.1	0.3	0.9	1.4	▲ 1.2	0.7
民間最終消費支出	%	1.0	0.7	0.2	0.4	2.1	▲ 2.3	1.0	0.1	0.2	0.5	1.8	▲ 1.6	0.7
民間住宅	%	1.8	0.8	3.3	4.3	3.1	▲ 6.0	▲ 3.0	▲ 1.0	0.5	1.0	1.5	▲ 3.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	▲ 2.0	1.0	0.7	1.4	4.9	▲ 2.0	1.0	0.5	0.8	1.2	2.3	▲ 1.0	0.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.0	▲ 0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.2	0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.2	▲ 0.4	0.3	0.1
公的需要	%	1.4	1.8	1.5	0.5	▲ 0.4	0.1	1.1	0.4	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0
政府最終消費支出	%	0.9	0.7	0.2	0.3	0.1	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	4.5	6.4	6.9	1.2	▲ 2.4	▲ 1.0	4.0	1.0	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	4.3	2.9	▲ 0.7	0.5	6.0	▲ 2.5	1.5	1.2	1.2	1.2	1.5	1.2	1.2
輸入	%	1.1	1.8	2.4	3.7	6.3	▲ 3.0	0.9	0.5	0.8	3.0	3.8	▲ 0.5	0.2
国内需要寄与度	%pt	0.8	0.7	0.8	0.6	1.7	▲ 1.4	0.8	0.0	0.3	0.7	1.0	▲ 0.9	0.5
民間需要寄与度	%pt	0.4	0.3	0.4	0.5	1.8	▲ 1.3	0.6	▲ 0.1	0.3	0.7	1.0	▲ 0.9	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.4	0.4	0.4	0.1	▲ 0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	0.3	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	0.0	1.2	1.3	1.0	1.3	▲ 0.1	0.1	1.2	1.0
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	1.9	4.2	3.7	3.5	3.5	1.2	1.5	2.6	2.4
全国消費者物価 (") (消費税増税要因を除く)	%	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	3.0	2.9	2.8	2.9	1.0	1.3	2.5	2.3
(消費増税要因を除く)							(1.2)	(0.9)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(1.3)	(1.1)	(0.9)
完全失業率	%	4.2	4.0	4.0	3.9	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9	3.8	3.7	3.8	3.9
鉱工業生産 (前期比)	%	0.5	1.6	1.8	1.8	2.8	▲ 3.2	0.4	▲ 1.2	0.2	1.2	2.1	▲ 2.6	1.4
経常収支(季節調整値)	兆円	0.9	1.8	0.6	0.0	▲ 1.4	0.7	1.2	1.4	1.7	1.7	1.3	2.5	2.7
名目GDP比率	%	0.8	1.5	0.5	0.0	▲ 1.2	0.6	1.0	1.1	1.4	1.4	1.0	2.0	2.1
為替レート	円/ドル	92.4	98.7	98.9	100.5	102.8	102.5	103.0	104.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.70	0.73	0.77	0.64	0.65	0.70	0.70	0.75	0.80	0.85	0.90	0.80	0.80
通関輸入原油価格	\$/バレル	111.8	107.1	107.3	111.8	112.0	112.5	112.5	112.5	112.5	115.0	115.0	115.0	115.0

(注) 全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

3. 2014～15年度の日本経済・物価見通し:

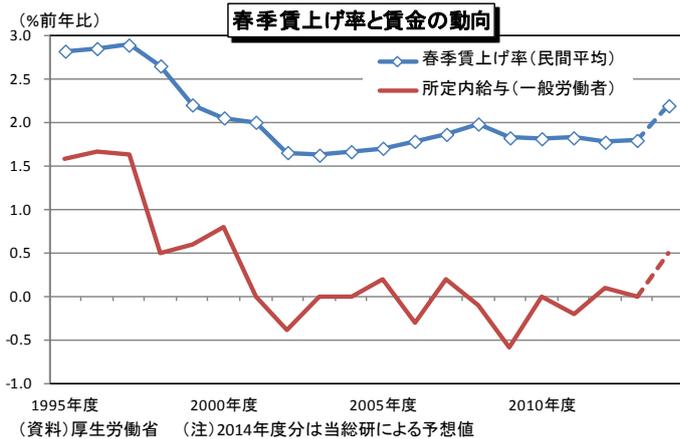
(1) 経済見通し ～ 実質所得の目減りが景気の戻りを鈍らせる

1～3月期のGDP統計からは、想定以上に駆け込み需要が強かったということが判明したが、「需要の先食い」という側面がある以上、当然4～6月期にはその分だけの反動が待ち受けているということになる。ちなみに、前回の消費税増税直後である97年4～6月期の民間消費は前期比▲3.5%で、GDPは同▲0.9%であった。一方で、7～9月期にはリバウンドが期待され、プラス成長に戻ると見られている。97年7～9月期の民間消費は同0.8%、GDPは同0.4%であった。



さて、消費税増税による実体経済へのショックは2つに大きく分けて考えることができるだろう。その一つは増税前に発生した駆け込み需要の反動減(・・・①)であり、もう一つは増税による実質所得の目減りによる効果(・・・②)、である。政府・日本銀行では、消費税増税による反動減は比較的早い段階で収束するとの見解を繰り返しているが、実際に食料品、日用品などの非耐久財やサービスなどについては比較的早めに需要が戻ってきているようである。問題は、②の増税による実質所得の目減りが今後の消費行動を変化させる可能性があるのかどうか、といった点である。

今回の消費税増税に対して様々な面で失敗が許されない政府は、財政健全化に逆流するかのようには財政出動(公共事業など5.5兆円規模の補正予算編成)を実施したほか、



復興法人税の前倒し廃止と引き換えに業績改善企業に対する賃上げ要請を行った。その結果、一部の大手企業では死語になりつつあったベースアップが復活するなど、賃上げのムードが高まった。経団連調査では、春季労使交渉での大手企業の賃上げ率は2.39%で、13年(1.88%)から高まった。定期昇給分(1.7～1.8%)を考慮すると、ベースアップ率は0.5%前後であり、労働側からの要求に対しては物足りない結果ではあるが、13年度の企業

業績が過去最高益となった可能性もあり、夏季賞与で対応されるケースも多いと思われる。また、業種によっては人手不足感が強まっていることもあり、パートタイム労働者の平均時給も上昇傾向が強まってきた。

しかし、今回の消費税率の引上げは3%分であり、これによって物価上昇率は2%ポイントほど押し上げられ、3%前後まで高まると見られている。これに対して、労働力人口の高齢化、反動減に伴う製造業を中心とした残業時間減、中堅・中小企業での賃上げ状況など

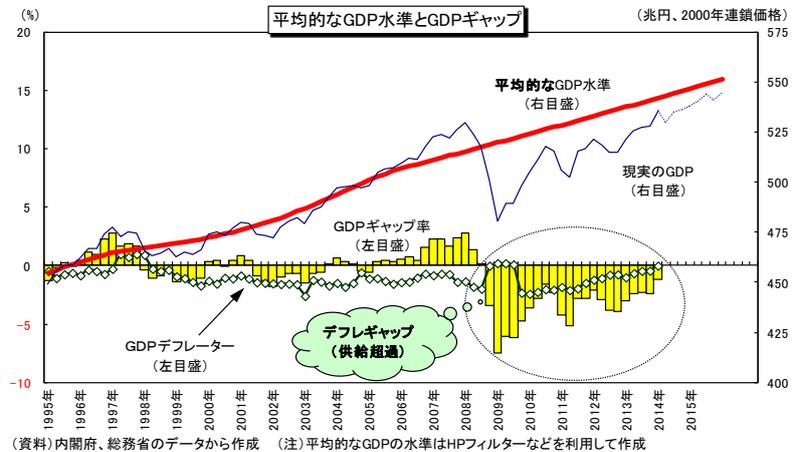
を踏まえれば、雇員 1 人当たりの給与所得の上昇は 1%前後にとどまる可能性がある。「企業から家計へ」の所得還流は消費税増税を乗り切る上で重要な施策であると企業が認識を改めれば悪循環が止まる可能性はあるが、需要減退に直面する企業にとって内部留保の蓄積といった「合成の誤謬」から抜け出すのは容易なことではない。

実際のところ、11 年 7 月の地デジ移行後の TV やエコカー購入補助金終了後の乗用車の販売状況などからも明らかなように、耐久財を中心とした一部の消費需要はなかなか戻らないだろう。なお、自動車産業は裾野が広く、その低迷は広範囲な影響を及ぼす可能性もある。

「社会保障と税の一体改革」において、消費税増税による増収分は社会保障制度の維持・充実のために使われることになっている。それは根深い年金不安を解消させ、90 年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を緩和させるとの見方もある。しかし、実際には年金制度など社会保障制度の抜本改革はほとんど手つかずの状態であるほか、年金支給開始年齢の更なる引上げ、消費税率の 10%以上への引上げの可能性が指摘されるなど、本当に年金不安が緩和し、消費抑制姿勢が止まるかどうかは疑わしい。むしろ、目先は実質所得の目減りによって、今後の消費行動が徐々に慎重化していく可能性が高いものと思われる。消費マインドが悪化し、再び低価格志向が強まれば、日銀が画策してきた「期待」への働き掛けが無駄な努力になりかねない。

一方、1~3 月期にかけて大幅増となった民間設備投資であるが、民間消費と同様、一時的・特殊要因が牽引した面もあり、設備投資意欲が好転していると捉えるのは妥当ではないだろう。もちろん、これまでの景気回復により、先送りしてきた更新需要などに着手する動きが出ているものの、当面は増税後の景気動向を見極める動きが広がるものと思われる。また、国内投資を喚起する成長戦略が加速的に実行されているわけでもない。しばらくは緩やかな増加傾向を維持するものと思われる。

以上の点を踏まえた上で、当面の景気動向を考えてみたい。繰り返しになるが、足元 4~6 月期については、1~3 月期に大幅増となった民間消費に加え、民間設備投資に反動減が出るのは不可避であろう。さらに、輸出等もある程度の調整がなされると思われる。また、1~3 月期に減少に転じた公的需



要については、政府は 2 月に成立した 13 年度補正予算の早期執行に努力しているが、3 兆円ほど盛り込まれた公共事業は人員不足や資材高騰などで一段の進捗が見込めないことなどを考慮すると、景気下支え効果はほとんど期待できないと見る。一方で、民間在庫の積み上がりや駆け込み需要に対応した輸入増の一股は成長率の落ち込みを一定程度緩和させるだろう。そのため、4~6 月期は前期比 ▲1.1%、同年率 ▲4.4%と、7 四半期ぶりのマイナス成長に陥るだろう。

なお、7~9 月期には民間消費を中心にある程度のリバウンドが見込まれるほか、海外経済の緩やかな回復傾向によって、財輸出も徐々に持ち直していくと見られるため、プラス成長に返ることが期待される(前期比 1.0%、同年率 4.1%)。この数字は 15 年 10 月の消費税増税実施の最終判断によって好材料となるだろう。しかし、上述のとおり、実質所得の目減りによる消費行動の慎重化が徐々に進行していき、10~12 月期には再び成長率が鈍化(前期比 0.2%、同年率 0.9%)、1~3 月期もやや物足りない成長(前期比 0.4%、同年率

1.4%)となるなど、政府が目指す実質 2%の成長経路への早期復帰は困難と見る。

以上を受けて、14年度の実質成長率は1.0%、名目成長率は2.2%(前回3月時点の予測はそれぞれ0.9%、2.2%)と予測する。名実逆転の解消は17年ぶりであるが、消費税率の引上げが主因である。なお、13年度からのゲタは1.2ポイントであるが、年度の成長率がそれを割り込むことを考慮すれば、実態的にはマイナス成長と評価せざるをえない。過去20年間で、経済成長率が前年度からのゲタを下回った年は景気後退局面であったことは意識すべきであろう。ちなみに、GDPデフレーターは前年度比1.2%(前回予測は同1.3%)の上昇を見込んだ。

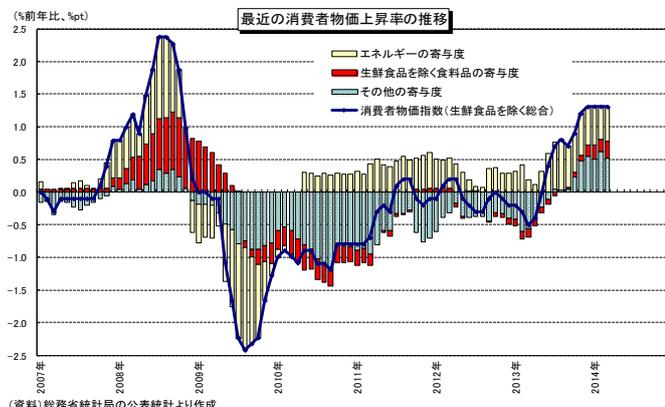
続く15年度については、基本的に欧米など先進国経済の回復テンポが高まるなか、新興国経済への不安も和らぐなど、海外経済の改善傾向が強まることを受けて、輸出の増加傾向が継続するほか、成長戦略の実行などによる環境整備が徐々に進み、企業設備投資なども増加傾向をたどるだろう。一方で、消費税率が15年10月に10%に引き上げられることから、年度上期には小ぶりながらも駆け込み需要が発生するだろう。逆に、年度下期にはその反動減が出ることが想定される。その結果、15年度の実質成長率は1.4%、名目成長率は2.0%、GDPデフレーターは前年度比0.6%(前回はそれぞれ1.4%、2.0%、同0.7%)と予測した。

(2)物価見通し ～ 増税後は物価上昇圧力弱まる

円安進行による輸入品価格の上昇や電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などを主因に全国消費者物価(生鮮食品を除く、以下全国コアCPI)は13年半ばには下落状態から抜け出し、徐々に物価上昇率は高まった。13年度末にかけては、上記の要因に加え、需給改善による物価押し上げ効果も散見されるなど、同1%台前半での推移となっていた。ベース部分の物価上昇を見る上で重要な「食品(除く酒類)・エネルギーを除く総合」でも同1%弱まで高まっている。もちろん、このなかには増税前の駆け込み需要という特殊要因による効果も含まれており、増税後にはそれらが剥落する点には十分留意する必要がある。

ちなみに、4月中旬の東京都区部の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年比2.7%と、3月(1.0%)から大きく上昇率を高めた。その大部分は消費税増税によるものであるが、高速道路料金や公立高校授業料、ガソリン環境税などの制度変更による値上げ分も含まれている。また、4月の企業物価の国内需要財・消費財価格(国内品)については前月比▲0.5%と、例年よりも大きく下落している。

先行きについては、すでに円安やエネルギー高騰による物価押し上げ効果は一巡しつつあるが、5月以降は電気料金など公共料金に増税効果が出てくる一方で、増税後に民間消費が一旦は落ち込んだことによって、需給改善による物価押し上げ効果が剥落することも考慮すれば、増税要因を除いた物価上昇圧力は徐々に弱まっていくと思われる。



以上から、14年度の全国コアCPIは、消費税増税の影響により、表面的には同2.9%へ上昇率が高まるが、その要因を除けば同0.9%にとどまるだろう。また、15年度は同1.8%へと数字の上では上昇率が鈍化するが、消費税率変更の要因を除けば同1.1%とやや高まるだろう。

