

## 2014～15年度改訂経済見通し(2次QE後の改訂)

～2014年度0.2%(下方修正)、15年度1.0%(変更なし)～

調査第二部

9月8日に発表された4～6月期のGDP第2次速報(2次QE)を踏まえ、当総研は8月18日に公表した「2014～15年度改訂経済見通し」の見直し作業を行った。

### 4～6月期はやや下方修正

8月13日に発表された4～6月期の1次QEによれば、消費税増税前に大きく盛り上がった駆け込み需要からの反動減によって、経済成長率は前期比年率▲6.8%と大幅なマイナス成長を記録した。増税直後は、その影響は想定内で、じきに国内景気は持ち直し傾向を強めていくといった楽観的な見方が根強かった。しかし、増税後の経済指標が出揃ってくるにつれて、反動減は予想以上に大きく、しかもそこからの持ち直しも鈍いといった評価が強まっていたが、1次QE発表はそれに沿う内容であったといえる。

さて、今回発表された2次QEでは、民間在庫投資は上方修正されたものの、民間企業設備投資が大幅な下方修正(前期比:▲2.5%→▲5.1%)となったほか、いくつかの需要項目でも下方修正されたこともあり、経済成長率は前期比年率▲7.1%と、一段と落ち込んだ姿へと

改訂された。

### 景気の現状

消費税増税後に発表された経済指標によれば、物価や雇用関連などは比較的底堅く推移してきた半面、消費や生産、輸出などの実体経済を示す指標は低調となるなど、指標によって濃淡が見られる。

政府は、今回の消費税増税を無難に乗り越えるべく、5.5兆円規模の経済対策を策定した。加えて、増益企業に対して適正な賃上げを行うよう要請し、その結果として例年を上回る水準の賃上げが実現できた。しかし、いずれも増税後の需

### 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	1.9	1.7
実質GDP	%	0.7	2.3	0.2	1.0
民間需要	%	1.4	2.2	▲0.9	1.2
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	▲2.3	1.1
民間住宅	%	5.4	9.5	▲8.0	▲0.1
民間企業設備	%	0.7	2.7	3.1	3.2
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲0.1	▲0.5	0.4	▲0.2
公的需要	%	1.4	4.2	1.3	1.4
政府最終消費支出	%	1.5	1.8	0.7	1.2
公的固定資本形成	%	1.3	15.1	4.0	2.1
輸出	%	▲1.3	4.8	5.8	4.2
輸入	%	3.6	7.0	2.6	6.1
国内需要寄与度	%pt	1.4	2.7	▲0.4	1.2
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.7	▲0.7	0.9
公的需要寄与度	%pt	0.4	1.0	0.3	0.3
海外需要寄与度	%pt	▲0.8	▲0.5	0.6	▲0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.9	▲0.4	1.7	0.7
国内企業物価(前年比)	%	▲1.0	1.8	4.1	1.9
全国消費者物価(〃)	%	▲0.2	0.8	3.2	1.9
(消費税増税要因を除く)				(1.2)	(1.2)
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	0.0	2.3
経常収支	兆円	4.2	0.8	4.3	6.8
名目GDP比率	%	0.9	0.2	0.9	1.4
為替レート	円/ドル	83.1	100.2	103.5	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	0.08	0.07	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.78	0.69	0.57	0.66
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	109.6	111.4	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。

要の落ち込みを補完することはできなかった。公共投資は2 四半期連続の減少となったほか、消費税率の3%引上げを含めた足元の物価上昇は賃金所得の伸びを大きく上回り、実質所得が目減りが家計部門の需要回復にとって足枷となりつつある。

さらに、円安が定着したにもかかわらず、全般的に海外経済の回復力が鈍いこともあり、輸出の増勢はなかなか強まらない点も今後の懸念材料となっている。

### 当面の景気・物価動向

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。8月18日に公表した「2014～15年度改訂経済見通し」では、①耐久消費財販売の低調さは長引き、かつ実質所得が目減りによって家計の消費行動は慎重化するため、14年度下期にかけて国内景気は足踏み感が強まる、②そのため、物価上昇率は徐々に鈍化する、③追加的な政策発動が検討される、などといった景気・物価シナリオを提示したが、それについては修正する必要はないと考える。しかし、2次QEにおいて、民間設備投資の実績値が大きく減少したほか、民間在庫の調整圧力が長引く可能性が強まったこともあり、予測値には修正の必要性が生じたのは否めない。

足元の7～9月期は、鈍いとはいえ、落ち込んだ国内需要の持ち直し自体は散見されていることもあり、プラス成長に戻る可能性は高いものと思われる。しかし、その勢いは一時的なもので終わってしまい、年度下期には足踏み感が意識されるような低成長にとどまる可能性が高い。

こうした需要の戻りが鈍いと考えるのは、増税による実質所得の目減りが少な

くとも14年度いっぱいには継続するからである。ベアの実施を見送った企業でも一時金の支給は増やしたものの、年度下期にかけて残業時間の減少による所得抑制が発生するリスクは高い。これによって、年度下期の民間消費は低調な状態が続くものと見られる。

なお、先行き5.5兆円の経済対策の効果が出てくると思われるが、その多くを占める公共投資については、すでに水準自体が高いため、景気を押し上げ効果はあまり期待できない。また、海外経済に目を転じて、比較的良好なのは米国くらいであり、中国や欧州には不透明さが残るなど、輸出環境の大幅改善は見込みがたい。

このように、年度下期は潜在成長力を大きく上回ることはできず、景気の足踏み感が強まる可能性があるだろう。こうした動きを受けて、下期以降の物価上昇圧力はやや弱まると思われる。

以上を踏まえ、14年度の経済成長率は0.2%と、8月時点から▲0.2ポイントの下方修正を行った。15年度については1.0%成長で、修正はない。消費者物価も14年度は前年比3.2%の上昇となるが、消費税要因を除けば同1.2%程度にとどまるだろう。15年度は同1.9%と予想するが、増税要因を除けば14年度と変わらずで、2%に向けた動きは見られない。

こうした景気・物価情勢を受けて、政府・日本銀行は、何らかの対応策を講じることになるだろう。特に、次回の消費税増税の最終判断を12月までに行う必要のある政府にとっては厳しい環境下での検討となる可能性がある（今回の見通しでは予定通りの増税実施を予測の前提としている）。