（株）農林中金総合研究所

2014 年 2 月 20 日

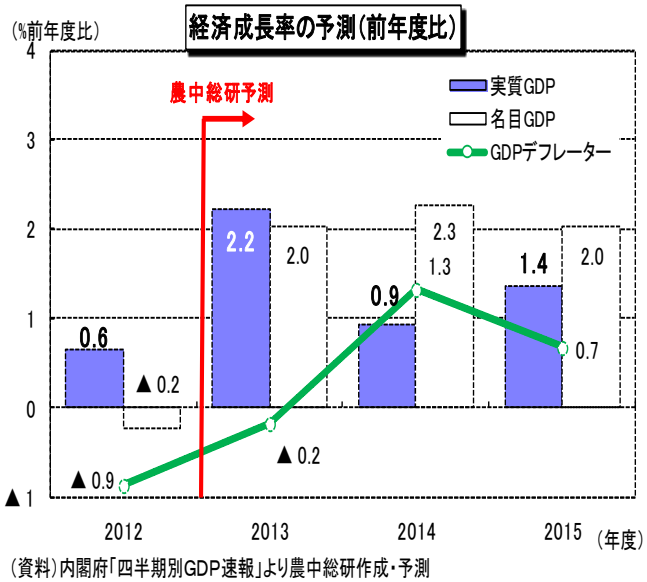
2013～15 年度改訂経済見通し

消費税増税後、国内景気の戻りは鈍い

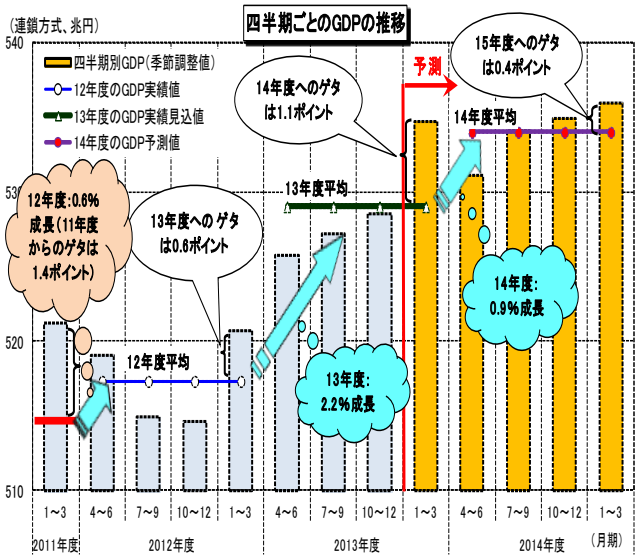
～2013 年度：2.2%、14 年度：0.9%、15 年度：1.4%～

アベノミクスの始動から 1 年が経過、円安が定着したにもかかわらず、海外経済の緩慢さもあり、輸出が伸び悩んでおり、なかなか内外需のバランスのとれた成長が実現できていない。消費税増税後には、これまで堅調さを保ってきた民間最終需要が大きく落ち込む可能性が高く、それを輸出の増加で補いたいところであるが、海外経済の成長テンポは当面は緩慢なままで、状況は厳しい。また、政府の 5.5 兆円規模の経済対策についても、即効性が期待できないほか、賃上げも増税ショックを吸収するには力不足だろう。14 年の国内景気はやや厳しい状況となるだろう。足元で前年比 1%台まで上昇率を高めてきた全国消費者物価についても、税率変更の要因を除けば、足踏みすると予想される。

こうした情勢を受けて、政府は追加の経済対策を策定する可能性があるほか、日本銀行も 14 年夏までには「2 年で 2%程度の物価安定目標を達成する」ことが困難との見方を強め、一段の緩和策を検討する可能性が高い。



（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）2013年10～12月期までは実績、それ以降は当総研予測

お問い合わせ先：（株）農林中金総合研究所 調査第二部

経済見通しの内容について：03-3233-7757、その他（配送など）：03-3233-7760

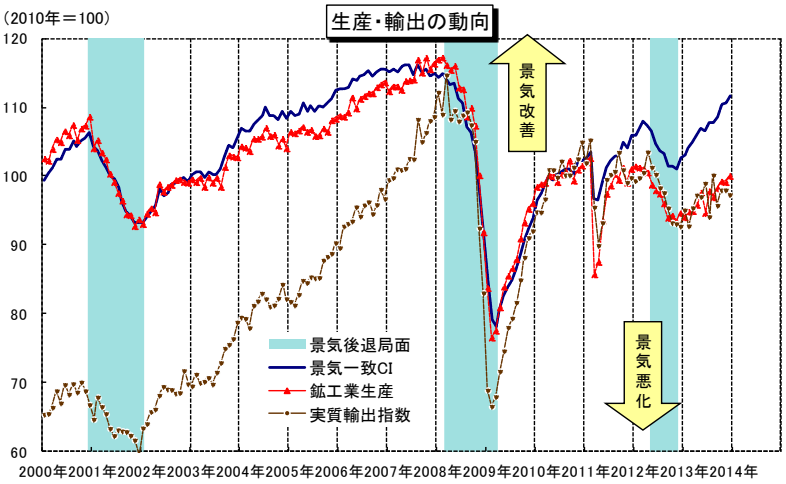
無断転載を禁ず。本資料は、信頼できると思われる各種データに基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料は情報提供を目的に作成されたものであり、投資のご判断等はご自身でお願い致します。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

1. 景気の現状：

(1)日本経済の現状　～「弱い外需」の下、加速感が乏しい

デフレ脱却や成長促進によって日本経済の再生を目指すアベノミクスへの期待によって、国内景気は 1 年以上にわたって回復傾向を続けてきた。大胆な金融緩和政策への期待は、リーマン・ショック直後から続いた円高局面を終焉させ、裁量的な財政政策は震災復興の進展もさることながら、回復初期段階で景気牽引役として貢献した。こうした積極的な経済政策運営によって、家計・企業のマインドは好転し、民間消費は底堅く推移した。また、2014 年度からの消費税増税を控えて、年度半ば以降は耐久消費財や住宅建設が盛り上がったほか、出遅れ感のあった企業設備投資も回復が見え始めた。



(資料)内閣府、経済産業省、日本銀行の資料より作成　(注)2012年11月を「景気の谷」と想定

一方、「失われた 20 年」の過程で、日本経済の牽引役としての役割を強めてきた輸出には弱さが残っている。世界経済の成長テンポがなかなか高まらないこともあり、大幅に円安が進行したにもかかわらず、これまでのところ、輸出数量の増勢は強まりを見せないままである。それでも 13 年度については国内需要の堅調さによってそれをカバーすることが可能であったが、続く 14 年度の冒頭には民需が大きく落ち込むことが想定されるだけに、輸出への期待感が一段と強まる可能性は高いだろう。

以上のように、日本経済は回復局面にあるものの、輸出の弱さが成長を抑制する方向に働いていると判断される。消費税増税を控えて、民間最終需要は次第に堅調さを増してきているが、それに伴う輸入増加圧力も高く、景気の加速感がほとんど感じられない状況である。

(2)緩慢な成長を裏付けた 13 年 10～12 月期 GDP

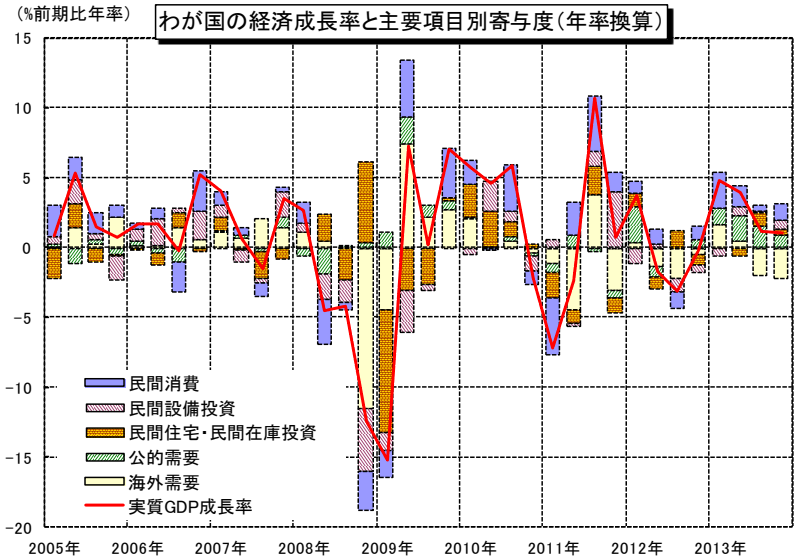
こうしたなか、2 月 17 日に公表された 10～12 月期の GDP 第 1 次速報によれば、実質 GDP 成長率は前期比 0.3%、同年率換算 1.0%と 4 四半期連続のプラスとなった。事前の市場予想では急ブレーキがかかった 7～9 月期(同年率 1.1%)から再加速が見られるというものであったが、それを大幅に下振れたばかりか、僅かながらも減速するという期待外れの結果となった。一方、前年比は 2.7%と 4 四半期連続のプラスで、7～9 月期(2.3%)からプラス幅が拡大した。また、名目 GDP は前期比 0.4%(同年率 1.6%)と 5 四半期連続のプラス、実質成長率を 2 四半期ぶりに上回った。

このように年率 1%程度の緩やかな成長が続いた背景として、公共投資の鈍化と輸入の大幅増加が指摘できる。公共投資については、いわゆる「15 ヶ月予算」の効果が切れてきたとの指摘もあるが、全国的に建築・土木に係る人材・建機などの不足や資材高騰などもあり、事業執行の限界に近付いている可能性もある。また、輸入については、原発稼働停止に伴う原油・LNG 輸入量が高止まりしているもさることながら、国内需要の堅調さ、さらには消費税増税前の需要増を見込んだものが増えた可能性がある。この結果、前期比成長

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

率に対する外需寄与度は 7～9 月期に続いて▲0.5 ポイントとなるなど、外需の弱さが意識される内容であった。

一方で、民間消費、民間住宅、民間設備投資がいずれも前期比増加率を拡大させ、民間最終需要全体でも前期比 0.8%となるなど、景気拡大の牽引役が公的需要から民間需要にシフトしつつある様子も確認できた。しかし、基調として回復段階に入っているのか、消費税増税前といった特殊要因がどの程度あるのか、十分見極める必要があるだろう。基本的には、持続可能な安定成長経路への自律的な回帰の動きはまだ弱いと考える。



(資料)内閣府経済社会総合研究所

また、一国のホームメードインフレ(≒価格転嫁の度合い)を表す GDP デフレーターは、前述してきた国内需要の改善に伴って、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でいることもあり、前期比 0.1%と2四半期ぶりのプラスとなった。とはいえ、マクロ的な需給バランスはまだ崩れていることもあり、前年比では▲0.4%と 17 四半期連続の下落である。個別にみると、輸入デフレーターは前年比 13.7%へと上昇幅がやや縮小したが、民間消費デフレーターが同 0.6%と 2 四半期連続のプラスとなったほか、民間住宅(前年比 3.4%)、民間設備投資(同 1.3%)、公共投資(同 2.1%)なども上昇幅を拡大させている。なお、注目の単位労働コスト(＝名目雇用者報酬/実質 GDP)は前年比▲1.0%と、2四半期連続のマイナスとなった。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2. 予測の前提条件：

(1)当面の経済・財政政策運営

2012年12月に発足した安倍内閣は、「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。具体的には、物価安定目標を新たに導入した日本銀行とのデフレ脱却に向けた連携強化、黒田新総裁の下での「量的・質的金融緩和(異次元緩和)の導入、約13.1兆円の12年度補正予算の編成、そして成長戦略である「日本再興戦略」の策定・実行などである。「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、これにより 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。

さて、経済政策運営上で、目下の最大の注目点は4月からの消費税率8%への引上げである。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だろう。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。

さらに、14 年度についても補正予算編成を検討する可能性が残るが、財政による景気支援策をいつまでも続けるわけにはいかないのも確かであろう。ちなみに、現在国会で審議中の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。ただし、単体でみれば、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、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「14 年 4 月に 8%へ、15 年 10 月に 10%へ」引き上げることを前提としているが、第 2 弾の増税については 14 年 7～9 月期の GDP などを材料に 14 年末までに最終判断される見込みである。

(2)世界経済の見通し

米国の量的金融緩和策(QE3)からの転換が意識された 13 年半ば以降、新興国経済の成長持続性に対する懸念が燻る一方で、世界同時不況後もほぼ一貫して停滞気味に推移してきた先進国経済に持ち直し傾向が見え始めた。なお、13 年 12 月には米連邦公開市場委員会(FOMC)は、月額で850億ドル行ってきた債券購入を、100億ドル減額することを決定したが、直後の金融資本市場への影響は軽微であった。しかし、14 年に入ると、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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

燃するなど、不透明な状況が続いている。

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、国際商品市況の予測を行う。

① 米国経済

13年10～12月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率3.2%と、7～9月期(同4.1%)からは減速したものの、潜在成長率(2%台前半)を上回る伸びを維持した。内訳をみると、緩やかな雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の伸び拡大が成長率を押し上げたほか、輸出増の一方で輸入減となったことも成長率押上げに寄与した。一方、前期の反動で在庫投資が減速したほか、住宅ローン金利の上昇等を受け住宅投資が減少に転じたこと、また10月の政府機関閉鎖の影響もあり、政府支出が再びマイナスになった。総じてみれば米国経済は緩やかな回復基調を続けているとみられる。しかし、足元では、寒波の影響で就労不能となった労働者数が12月、1月と2ヶ月連続で25万人超とハリケーン・サンディ(10年10月末襲来)以来の高水準になるなど、悪天候が雇用をはじめ消費や生産など幅広い分野でかく乱要因となっている。

こうしたなか、懸案となっていた財政問題については、野党共和党の態度軟化を受けて米議会が1月中旬に14年度(13年10月～14年9月)の包括的歳出法案を可決し、さらに2月上旬には連邦債務上限(約17.2兆ドル)を15年3月15日まで無条件で引き上げる法案を可決した。こうした財政関連法案の成立を受け、当面の政府機関閉鎖や債務不履行への懸念は回避されることとなり、米経済の足かせとなってきた財政問題に対する不透明感はかなり薄れてきている。ただし、共和党は今年11月の中間選挙での勢力拡大をねらって、今回の財政協議では退役軍人向け年金の削減見直しなど合意困難な問題は一旦棚上げとし、システム障害で本格稼働が遅れているオバマケア(医療保険改革法)を再び選挙戦の焦点にする構えとみられ、今秋の選挙戦が注目される。なお、財政健全化議論が再び取りざたされるのは選挙以降になると思われるが、このところは財政赤字の縮小

2014-15年 米国経済見通し (14年2月改定)

		単位	2013年 通期 実績	2014年 通期 予想	2014年 上半期(1～6月) 予想	2014年 下半期(7～12月) 予想	2015年 通期 予想	2015年 上半期(1～6月) 予想	2015年 下半期(7～12月) 予想
実質GDP		%	1.9	2.8	2.4	2.7	3.0	3.0	3.1
	個人消費	%	2.0	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.8
	設備投資	%	2.6	5.4	5.2	6.7	6.9	6.8	7.2
	住宅投資	%	12.0	7.6	7.5	9.5	8.3	9.0	5.7
	在庫投資	寄与度	0.2	▲ 0.0	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	0.0	0.0
	純輸出	寄与度	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0
	輸出等	%	2.8	6.8	6.8	7.0	7.1	7.0	7.5
	輸入等	%	1.4	4.9	4.8	6.6	5.9	5.4	6.1
	政府支出	%	▲ 2.2	▲ 0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0
参考	PCEﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.1	1.3	1.1	1.6	1.9	1.8	2.0
	GDPﾃﾞﾌﾚｰﾀｰ	%	1.5	1.5	1.5	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	3.0	2.9	3.0	3.2	3.2	3.3
	完全失業率	%	7.4	6.3	6.4	6.2	5.9	6.0	5.8

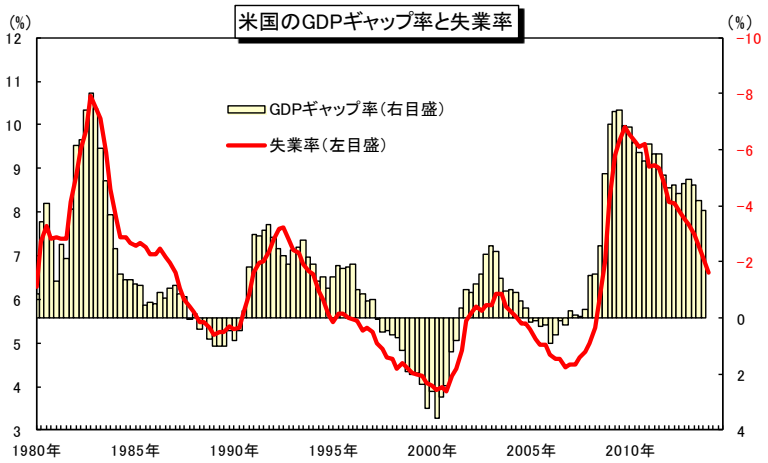
実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2014年2月20日(13年10～12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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

傾向が続いていることからタガが緩む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た。月額850億ドルで実施してきた債券購入の規模を1月から住宅ローン担保証券、米国債をそれぞれ50億ドルずつ減額することとし、さらに同月開催されたFOMCでも同額の規模縮小を決定した。今後の債券購入規模の縮小ペースが注目されるが、2月に就任したイエレンFRB新議長は下院での議会証言で、労働市場の顕著な悪化がない限り現行ペースでの規模縮小を継続するとの考えを表明した。また、失業率が金利引き上げの検討を開始する目安の6.5%に急接近しているが、政策金利の継続方針については「基準を突破しても引き上げにはつながらず、広範な経済見通しが利上げを正当化するか議論する」とし、実質ゼロ金利となっている現行水準を当面維持する方針を示唆した。議会証言では事前の予想どおり、QE3の規模縮小は継続するものの、利上げは急がないといったバーナンキ前議長のもとで打ち出された路線を継承することが確認されたと評価してよいだろう。最近の雇用統計が寒波の影響を受け基調判断を困難にしているとはいえ、今後は天候要因の好転が期待されることから、FRBは今後も同程度の規模でQE3縮小を続け、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、雇用改善が進むとはいえ、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ほか、今後フォワードガイダンスが修正されると考えられることから、15年後半まで維持されると予想する。



(資料)米労働省、米議会予算局　(注)GDPギャップ率=(実際のGDP-潜在GDP)/潜在GDP

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、好調となった10～12月期の反動が予想されることに加え、足元で寒波による悪影響が出ていることから、やや弱い動きが続くと予想する。ただし、リーマン・ショック後に続いていた家計のバランスシート調整が終了したことや株高による資産効果が消費を下支えすると考えられるほか、消費者マインドが改善傾向を示していることから、天候要因の好転に伴い徐々に復調すると思われる。設備投資は、先行指標となる非国防資本財受注が伸び悩み傾向を示していることから、しばらくは増勢ながらもやや弱い動きが続くと予想する。住宅投資は、銀行の貸し出し態度で緩和の動きが進むとともに足元で住宅ローン金利の上昇圧力が一服していることから、雇用・所得環境の改善が続けば、再び増加傾向に復するとみられる。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、その後は海外経済に回復に伴い復調すると予想する。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。

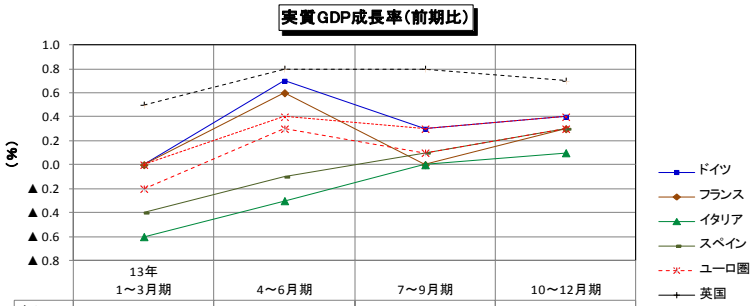
以上から、14年前半にかけてはやや低調な動きとなり、成長率は2%台前半で推移すると見込まれる。しかし、その後は、これまでの金融緩和策により内需の自律回復が進むと考えられることから本格的な回復局面を迎え、成長率は2%台後半～3%台前半に伸びを高

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

めて推移すると見込まれる。年間の成長率は、14 年は前年比 2.8%、15 年は同 3.0%(ともに前回見通しと変わらず)と予想する。

② 欧州経済

ユーロ圏の 13 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比 0.3%となり、緩やかな景気回復の継続を示している。しかしながら、緊縮財政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、ユーロ圏では内需の弱さを主因として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大きな負荷として働くことが考えられる。これらの諸情勢を考慮すれば、今後も当面の間、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、回復のペースは緩慢なものとならざるを得ないものと考えられる。



	13年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドイツ	0.0	0.7	0.3	0.4
フランス	0.0	0.6	0.0	0.3
イタリア	▲0.6	▲0.3	0.0	0.1
スペイン	▲0.4	▲0.1	0.1	0.3
ユーロ圏	▲0.2	0.3	0.1	0.3
英国	0.5	0.8	0.8	0.7
EU	0.0	0.4	0.3	0.4

(資料) Eurostat のデータから農林中金総合研究所作成

この他、ユーロ圏について足元での主要な経済指標を見れば次のとおりである。12 月の鉱工業生産は前月比で 0.7%の減少、前年同月比では 0.5%の増加となったが、未だ安定した回復には至っていない。また、雇用情勢については 12 月の失業率は 12.0%と依然として高水準が続いているが、消費面ではユーロ圏の同月の小売売上高は前月比で 1.6%、前年同月比で 1.0%の各低下となるなど、力強さに欠ける状況を示している。

ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツについては 12 月の製造業受注指数が前月比で 0.5%、鉱工業生産指数が同 0.6%の各低下となったほか、輸出額についても同 0.9%減少するなど、月により跛行性が大きい動きとなっている。また、同月の失業率は 5.1%と低い水準にとどまる一方で、小売売上高が前月比で 2.5%、前年同月比で 2.4%の各低下となるなど、必ずしも安定的な個人消費の拡大にはつながっていない。

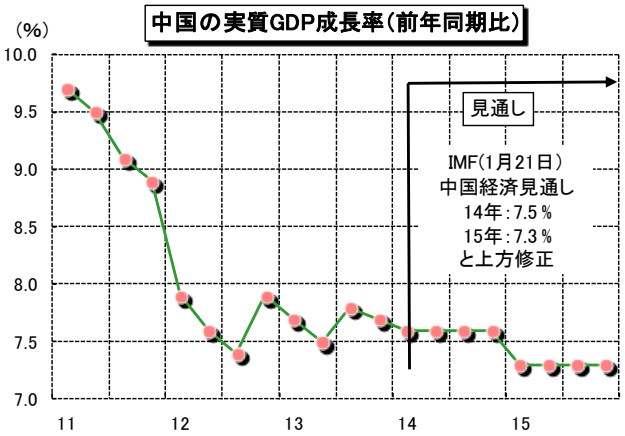
一方、ユーロ圏の消費者物価指数(CPI)の上昇率(前年同月比)は 11 年後半に 3.0%に達した後低下に転じたが、最近の 1 年程度の間にその低下の勢いが強まっている。1 月の速報値は 0.7%であるが、これは欧州中央銀行(ECB)の政策目標である 2%を大幅に下回っている。こうした情勢を受け、ECB は 11 月には政策金利の引下げを行い過去最低の 0.25%としたほか、中期的なインフレ見通しの悪化が認められた場合等には追加緩和に動く考えを明らかにしているが、政策金利の引き下げ余地が限定されるなか今後の政策対応が注目されている。

③ 中国経済

13 年 1～3 月期、4～6 月期の実質成長率は前年比でそれぞれ 7.7%、7.5%と鈍化したものの、中国政府が鉄道・高速道路等社会インフラの整備やスラム街の再開発などの景気対応策を打ち出したほか、海外経済の緩やかな回復に伴って、輸出も回復したことから、7～9 月期は同 7.8%と小幅ながら持ち直した。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

しかし、秋以降、政府がアルミニウムや鉄鋼などの過剰生産業種に対する抑制策を再び強め、投資が鈍化を示したことなどから、10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年比 7.7%と再び減速した。それでも、13 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 7.7%と、政府の成長目標である 7.5%を達成した。



(資料) 中国国家統計局、CEICデータより作成

例年の通り、春節休暇(14 年 1 月 31 日～2 月 6 日)のため、1 月の消費や投資などの経済指標は発表されていないが、1 月の輸出は前年比 10.6%と市場予想を大幅に上回っている。しかし、中国国家統計局等が発表した 1 月の製造業 PMI と非製造業 PMI はいずれも前月から低下したことなどを考慮すると、足元でも景気の回復力は強まっていないと判断される。

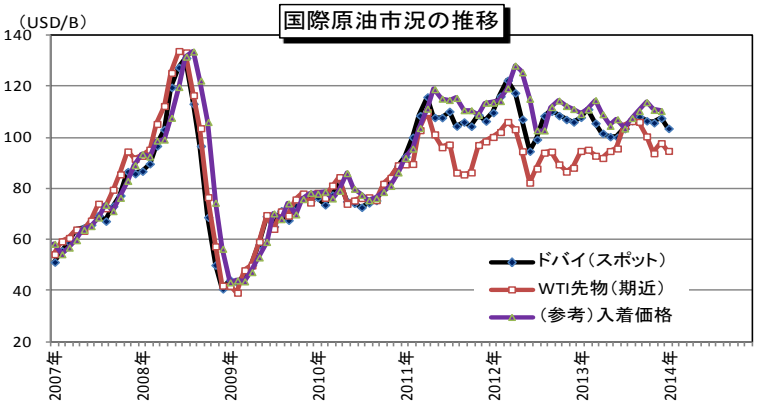
14 年の実質 GDP 成長率については、中国政府が過剰生産業種に対する投資抑制を続けていることから、投資が緩やかに減速するものの、消費は「ぜいたく禁止令」による影響が一巡すると見られるほか、輸出も堅調に推移すると見込まれるため、7%台の成長になると予想する。今後、3 月に開催予定の全国人民代表大会で 14 年の政府の成長目標などが発表されるため、その内容に注目したい。

④ 国際商品市況と輸入原油価格等の見通し

この数年、安定的に推移してきた国際原油市況であったが、エジプト情勢の緊迫化、シリアの化学兵器使用問題、リビアでの抗議デモなどが立て続けに起きたことで、地政学的リスクが意識されたことが原因で、13 年 6 月下旬以降は一時上昇傾向を強めた。その後は、いずれも事態が収拾の方向に向かったほか、サウジアラビアなどの増産体制とあいまって、9 月に入ってから原油価格は安定的に推移した。12 年末以降は米国経済の先行きに対する思惑に反応して、WTI 先物は 1 バレル＝90～100 ドルを中心レンジとして変動している。

先行きについては、米国経済については徐々に力強さを増していくと見る向きが多いものの、米国の金融緩和の規模縮小が継続的に実施されること、それが新興国の経済成長への懸念を生んでいることなどもあり、時折一方向に大きく変動する場面もあるだろう。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 13、14 年度が 110 ドル前後、15 年度が 115 ドル前後での推移になるものと予想している。

また、穀物については、13 年は豊作であり、特にトウモロコシの供給量が急回復、価格が下落した。しかし、14 年に入り、米中西部の記録的寒波襲来やブラジルの旱魃など、世界的な天候不順の影響で商品市況の上昇傾向が強まっており、今後のエネルギー・食料品価格の高騰を懸念する向きもある。



(資料)NYMEX、東京工業品取引所、財務省

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

2013～15年度　日本経済見通し

	単位	2012年度（実績）	13年度（実績見込）	14年度（予測）	15年度（予測）
名目GDP	%	▲ 0.2	2.0	2.3	2.0
実質GDP	%	0.6	2.2	0.9	1.4
民間需要	%	1.4	2.0	0.6	1.5
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	▲ 0.1	1.1
民間住宅	%	5.3	9.0	▲ 5.1	▲ 1.1
民間企業設備	%	0.7	0.5	2.6	3.8
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	4.6	1.5	0.1
政府最終消費支出	%	1.5	2.0	1.3	1.0
公的固定資本形成	%	1.3	16.2	2.5	▲ 3.8
輸出	%	▲ 1.2	3.3	3.2	4.8
輸入	%	3.7	5.6	2.7	4.0
国内需要寄与度	%pt	1.4	2.6	0.8	1.2
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.5	0.4	1.1
公的需要寄与度	%pt	0.3	1.1	0.4	0.0
海外需要寄与度	%pt	▲ 0.8	▲ 0.3	0.1	0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 0.9	▲ 0.2	1.3	0.7
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 1.0	1.9	4.1	2.5
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.2	0.7	2.7	1.7
（消費税増税要因を除く）				(0.7)	(0.9)
完全失業率	%	4.3	3.9	4.0	4.0
鉱工業生産　（前年比）	%	▲ 2.6	3.0	1.2	1.9
経常収支	兆円	4.4	2.0	4.8	8.5
名目GDP比率	%	0.9	0.4	1.0	1.7
為替レート	円/ドル	83.1	100.2	104.3	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	109.5	110.0	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	%	0.7	1.0	0.2	0.4	1.5	0.5	0.3	0.2	0.3	0.5	1.4	0.0	0.4
実質GDP	%	1.2	1.0	0.3	0.3	1.2	▲ 0.7	0.6	0.2	0.2	0.4	1.2	▲ 0.9	0.5
（年率換算）	%	4.8	3.9	1.1	1.0	4.7	▲ 2.7	2.3	0.6	0.7	1.8	4.8	▲ 3.6	2.1
民間需要	%	0.6	0.5	0.5	0.8	1.6	▲ 1.5	0.5	0.0	0.2	0.6	1.8	▲ 1.6	0.4
民間最終消費支出	%	1.0	0.6	0.2	0.5	2.1	▲ 2.6	0.8	0.1	0.2	0.5	2.2	▲ 2.9	0.5
民間住宅	%	1.7	0.9	3.3	4.2	1.3	▲ 6.0	▲ 3.0	▲ 1.0	0.0	1.0	1.2	▲ 3.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	▲ 0.9	1.1	0.2	1.3	1.0	0.3	0.5	0.5	0.8	1.2	1.5	0.5	0.8
民間在庫品増加（寄与度）	%pt	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.3	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	0.6	▲ 0.1
公的需要	%	1.1	1.8	1.6	0.9	0.2	0.2	0.4	0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	%	0.7	0.6	0.2	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	3.2	6.9	7.2	2.3	0.5	▲ 0.5	0.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0
輸出	%	4.2	2.9	▲ 0.7	0.4	0.7	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
輸入	%	1.1	1.8	2.4	3.5	1.4	▲ 1.5	0.4	0.5	1.0	1.3	2.5	▲ 0.5	▲ 0.2
国内需要寄与度	%pt	0.8	0.8	0.8	0.8	1.2	▲ 1.1	0.5	0.0	0.1	0.4	1.4	▲ 1.2	0.3
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.4	0.4	0.6	1.3	▲ 1.2	0.4	0.0	0.1	0.5	1.3	▲ 1.2	0.3
公的需要寄与度	%pt	0.3	0.4	0.4	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
海外需要寄与度	%pt	0.4	0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.2	0.3	0.2
GDPデフレーター（前年比）	%	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.4	0.4	1.5	1.4	1.3	1.1	0.0	0.4	1.3	1.0
国内企業物価　（前年比）	%	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	2.2	4.3	4.0	4.0	4.2	1.8	2.0	3.2	3.1
全国消費者物価　（　〃　）	%	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.1	2.9	2.7	2.5	2.7	1.0	1.1	2.3	2.2
（消費税増税要因を除く）							(0.9)	(0.7)	(0.5)	(0.7)	(1.0)	(1.1)	(0.9)	(0.8)
完全失業率	%	4.2	4.0	4.0	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1	4.1	3.9	4.0	4.1	4.1
鉱工業生産　（前期比）	%	0.6	1.5	1.7	1.8	2.5	▲ 3.0	1.5	▲ 0.2	0.3	0.8	2.1	▲ 2.6	1.4
経常収支（季節調整値）	兆円	0.8	2.2	0.6	▲ 0.3	▲ 0.5	0.7	1.0	1.4	1.7	2.0	1.3	2.5	2.7
名目GDP比率	%	0.7	1.9	0.5	▲ 0.3	▲ 0.4	0.6	0.8	1.1	1.4	1.6	1.0	2.0	2.1
為替レート	円/ドル	92.4	98.7	98.9	100.5	102.5	103.0	104.0	105.0	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	ドル/バレル	111.8	107.1	107.3	111.8	112.0	110.0	110.0	110.0	110.0	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。

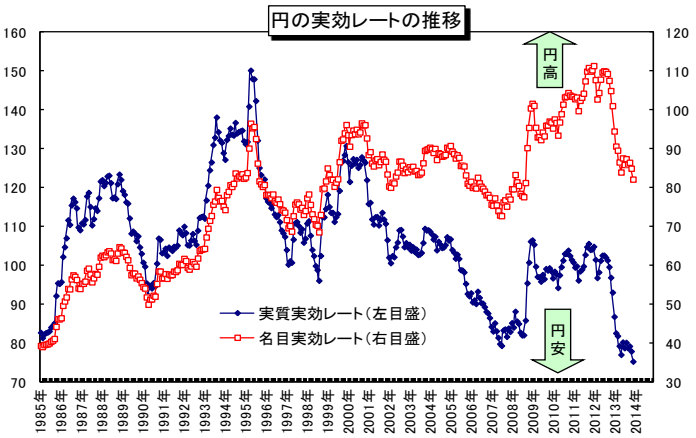
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3. 2013～15年度の日本経済・物価見通し：

(1)経済見通し ～ 消費税増税で14～15年度はやや低調な動き

冒頭で述べたとおり、国内景気は回復傾向にあるものの、緩慢な海外経済の回復テンポを反映した輸出の伸び悩みによって、13年後半以降は加速感がほとんど感じられないままでの展開が続いている。今回の景気回復局面の特徴として「内需は強いが、外需は弱い」ということが指摘できるが、この1年間で大幅な円安が進行し、かつ海外経済も全体としてみれば回復傾向をたどっているにもかかわらず、輸出の増勢が強まらないばかりか、内需に刺激されて輸入が急増している点には注意が必要である。こうした背景には、08年9月のリーマン・ショック直後から4年ほど続いた歴史的な円高局面が影響している可能性がある。

この歴史的な円高局面が醸成された理由として、日本銀行と他の先進国の中央銀行との政策スタンスの違いを挙げることができる。つまり、すでにバランスシートが拡張した状態であった日銀はこれ以上膨張させる必要はないとの姿勢であったのに対し、欧米の中銀は未曽有の金融危機から抜け出すべく、猛烈にバランスシートを膨張させた。危機脱出後も、欧米はデフレ阻止に向けて緩和策を継続したのに対し、一段とデフレが深刻化した日本では追加緩和に消極的であった。これが円高状態を長期化させたと考えられている。



(資料)日本銀行、国際決済銀行(BIS) (注)単位:2010年＝100

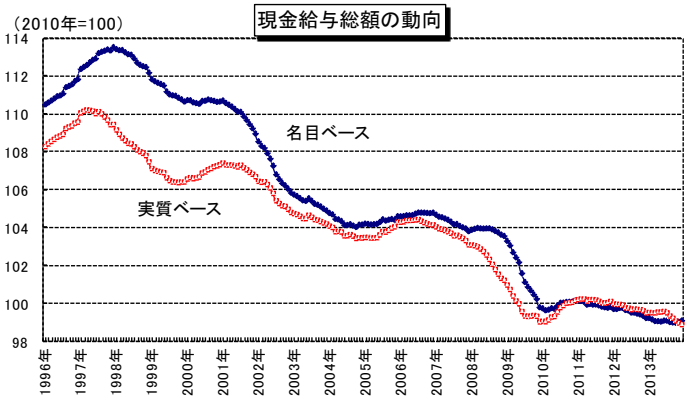
一方、一般的に企業活動など実体経済に影響を与えるのは物価変動を除いた実質値であるとされる。名目実効為替レートを見ると、確かにかなりの高水準であるが、内外の物価変動を考慮した実質実効レートでみれば、それほど円高状態ではないことから、企業努力などによって克服は可能と主張する経済学者・エコノミストも少なくなかった。しかし、現実問題として、企業は割高な生産コストを引き下げるために労働コストを削減することを選択し、さらに生産拠点の海外シフトを一段と加速させた可能性がある。最近の事例を挙げれば、豪州では通貨高や高い労働コストを嫌い、自動車生産の撤退が相次いでおり、18年には自動車メーカーが存在しなくなると報じられている。さらに、為替レートには履歴効果があるとされ、円安に戻っても生産拠点の国内回帰はなかなか進まないと考えられる。政府は成長戦略の前に「民間投資を喚起する」との修飾語を付けているが、それを実現していくためには法人税改革をはじめ、経済活動を活性化させるための環境整備を抜本的に推進する努力が求められる。もちろん、それでも国内には基幹部品などの生産拠点は存在しており、欧米など先進国経済の回復力が高まれば、輸出増加傾向は明確になる可能性は残されているだろう。これと為替レートの円安傾向との相乗効果が出れば、国内景気にとってはメリットが期待されるはずである。

さて、当面の日本経済にとっての最大の焦点は「消費税増税をどう乗り切るか」である。政府の経済対策や賃上げ要請が奏功し、14年度下期には再び成長軌道に戻る動きが強まるのかどうか否かが、15年10月にも予定される消費税率の追加引上げの是非を左右するほか、デフレ脱却やそれによる成長促進を目指すアベノミクスの成否を握る問題であるともいえ、今後の日本経済にとって極めて重要な問題である。消費税率3%分の引上げによって、物価水準は2%ほど上昇するとみられるほか、耐久消費財や住宅などでは増税前の

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

駆け込み需要の反動が出ることが想定されるが、様々な消費税対策はこれに対して力不足であると判断される。たとえば、13 年度補正予算には約 3 兆円の公共投資が盛り込まれているが、すでに公共事業は高水準で推移しているほか、受注残も多く、人員不足や資材高騰を考慮すると、即効性はほとんど期待できない。

また、14 年春闘での賃上げムードは高まっているが、全体として増税分を吸収できるほどの結果にはならず、実質所得の目減りが懸念される。増税規模は 8 兆円近くになるはずだが、13 年度補正予算での低所得者等向けの対策は 0.6 兆円に過ぎない。また、地デジ移行後の薄型 TV の販売状況からも窺えるように、自動車や白物家電、高額品を中心に、少なくとも 14 年度上期には大幅な需要減退が起きることは必至であるが、そうした耐久消費財の回復にはそれなりの時間がかかることは重視すべきであろう。特に、自動車産業は裾野が広い業種であり、その低迷は広範囲な影響を及ぼす可能性もある。マクロ的な需給バランスがなお崩れた状況の下での増税措置は、デフレからの完全脱却や成長促進に向かっている日本経済の足取りを止め、停滞色を強めてしまいかねない。

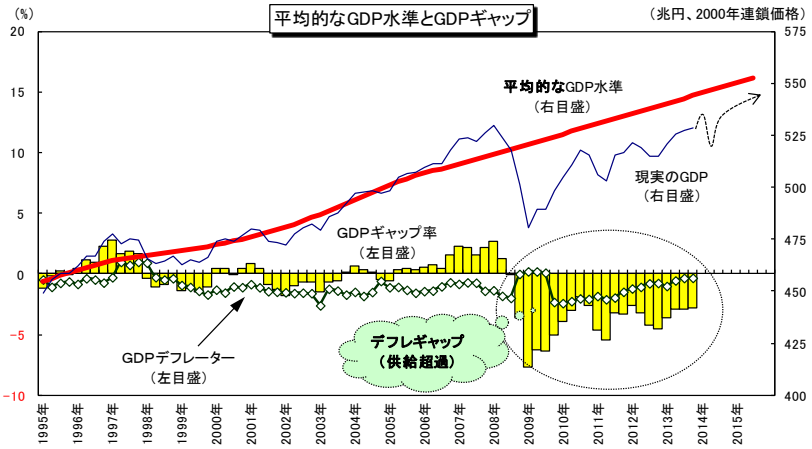


(資料)厚生労働省、総務省より作成　(注)12ヶ月移動平均

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。足元 1～3 月期については、4 月からの消費税増税を前に、駆け込み需要が本格化するものと思われる。最近の 2 度にわたる豪雪被害の影響も懸念されるところではあるが、民間消費は伸び率を大幅に高めるものと思われる。住宅投資も高水準での推移となるだろう。また、輸出も、民間部門が底堅く推移する米国向けを中心に緩やかな増加が見込まれる。企業部門については、先行きの景気回復やデフレ脱却への期待が高まるとともに、実質金利が低下していることから、設備投資需要は堅調に推移するだろう。ただし、「15 ヶ月予算」の切れ目ということもあり、公的需要の勢いはやや弱まる可能性が高い。とはいえ、14 年 1～3 月期は前期比年率で 4.7%という高い成長となると見込まれる。

その結果、**13 年度は実質ベースで 2.2%**(前回予測(12 月)の 2.6%から下方修正)の成長を見込んだ。なお、年度を通じての下方修正の主因は、10～12 月期の成長率が予想を下振れたこと、消費税増税前の輸入増圧力が想定よりも強めであること、が挙げられる。**名目成長率は 2.0%**(前回予測の 2.4%から下方修正)と 2 年ぶりにプラスを見込んだ。GDP デフレーターは、14 年 1～3 月期には駆け込み需要発生によって価格転嫁力が強まることを受けて前年比プラスに転じると見るが、13 年度を通じては前年度比▲0.2%(前回予測と変わらず)と下落が残るだろう。

一方、14 年度については、消費税増税によって、年度入り直後に駆け込み需要の反動が強く出ると思われる。そのため、4～6 月期は前期比年率▲2.7%と、6 四半期ぶりのマイナス成



(資料)内閣府、総務省のデータから作成　(注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

長に陥るだろう。なお、消費税増税はその全額が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おり、それは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。しかしながら、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り、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。

なお、7～9 月期にはある程度のリバウンド(同 2.3%)が発生することが見込まれ、それは 15 年 10 月の消費税増税実施の最終判断の材料とされることになるが、10～12 月期には再び成長率が鈍化する(同 0.6%)など、成長経路への早期の復帰は困難と見る。以上を受けて、**14 年度の実質成長率は 0.9%、名目成長率は 2.3%**(前回予測はそれぞれ 1.1%、2.4%で、いずれも下方修正)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 年度からのゲタとして 1.1 ポイントを見込んでいるが、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十分留意する必要があるだろう。ちなみに、GDP デフレーターは前年度比 1.3%(前回予測と変わらず)の上昇を見込んだ。

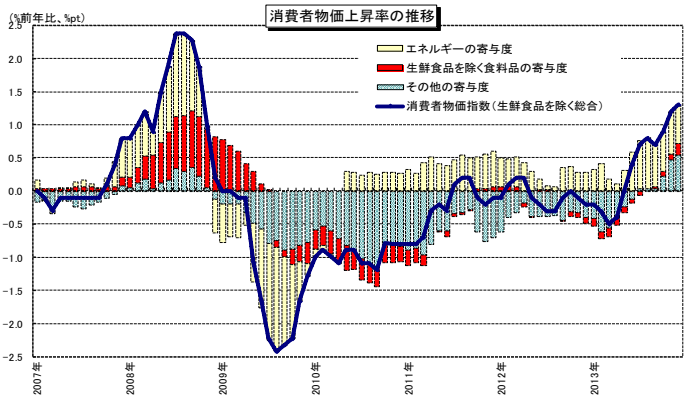
続く 15 年度については、基本的に欧米など先進国経済の回復テンポが高まるなか、新興国経済への不安も和らぐなど、海外経済の改善傾向が強まることを受けて、輸出増加傾向継続する一方で、消費税率が 15 年 10 月に 10%に引き上げられることから、年度上期には駆け込み需要が発生、年度下期にはその反動が出ることが想定される。その結果、**15 年度の実質成長率は 1.4%、名目成長率は 2.0%、GDP デフレーターは前年度比 0.7%と予測した。**

(2)物価見通し ～ 増税後は物価上昇圧力弱まる

円安進行やガソリン価格の高止まり、電気・ガス代の値上げ継続などといったエネルギー高騰などを主因として、13 年半ばには下落状態から抜け出した。最近では民間消費の堅調さを背景とした需給改善効果による物価上昇傾向も強まっている。12 月の全国消費者物価(生鮮食品を除く)は前年比 1.3%と、足元では 1%台まで物価上昇率が高まっているほか、食品(除く酒類)・エネルギー除くベースでも同 0.7%となっている。

先行きを展望すると、既にエネルギーの物価押上げ効果が一巡しているが、13 年度末にかけては 1%台前半での物価上昇率が続くものと予想される。14 年度には増税の影響を受けて、全般的に 2%ほどの価格上昇が発生するとみられるが、国内需要が一旦大幅に悪化することから、表面的には 2%台後半の物価上昇率となるものの、消費税要因を除くベースでは 1%を再び割り込むものと予想する。その後、15 年 10 月にも第 2 弾の消費税率引上げを控えていることから、15 年度に入れば再び駆け込み需要が強まってくるとみられるが、増税後には再び反動減が待ち構えるなど、2%前後で安定的な物価上昇を実現するという姿はなかなか見通すことができない。

以上から、**13 年度のコア CPI は同 0.7%と 5 年ぶりの上昇と予測する。**一方、**14 年度は、消費税増税の影響により、表面的には同 2.7%へ上昇率が高まる**が、**その要因を除けば同 0.7%**にとどまるだろう。また、**15 年度は同 1.7%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 0.9%**となるだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます