



# 2014～15年度改訂経済見通し

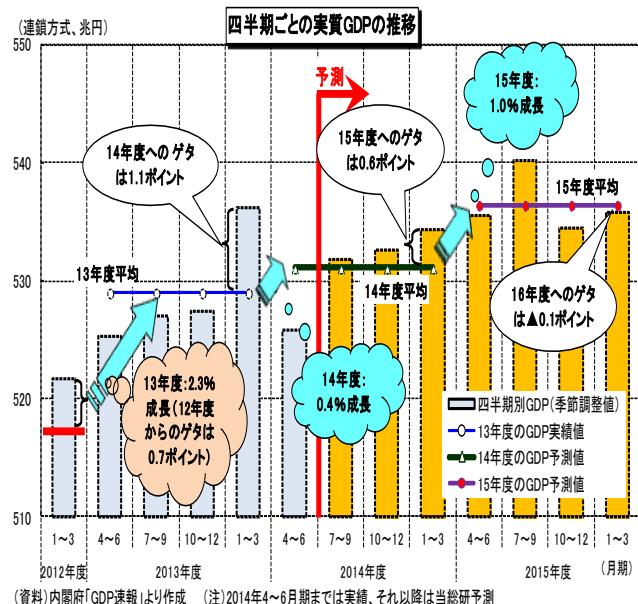
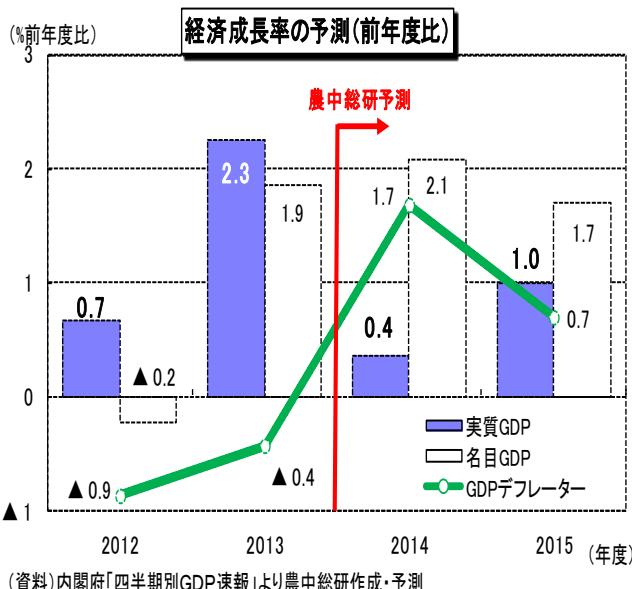
## 反動減からの戻りは鈍く、年度下期には景気足踏み感も

～2014年度：0.4%、15年度：1.0%～

2014年4月に消費税率が8%へ引き上げられた。それに先立つ1～3月期は駆け込み需要が本格化、成長率は大きく加速したが、その分増税後の反動減も大きかった。非耐久財・サービス消費などではすでに持ち直しも始まったが、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慎重化させるだろう。輸出の増勢も緩やかなままと見られるほか、設備投資も堅調な計画ほどの強さはなく、14年度下期の国内景気には足踏み感が強まるだろう。なお、4～6月期の予想を下振れる成長率を考慮し、14年度の成長率は下方修正をした。

一方、消費者物価は増税によって同3%台前半まで上昇率を高めたが、消費税要因を除けば同1%台前半で推移しているとみられる。先行き、実質所得の目減りによる悪影響が出てくることで、日本銀行が予想するように14年度下期以降に物価上昇が加速する可能性は薄いと思われる。「2年で2%」の物価上昇達成を目標とする日銀は14年内には何らかの対応を迫られるだろう。

また、政府は12月までに次回15年10月の消費税増税を最終判断することとしている。今回の予測では増税を前提としているものの、状況的には厳しい面もあり、追加経済対策もありうるだろう。



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。

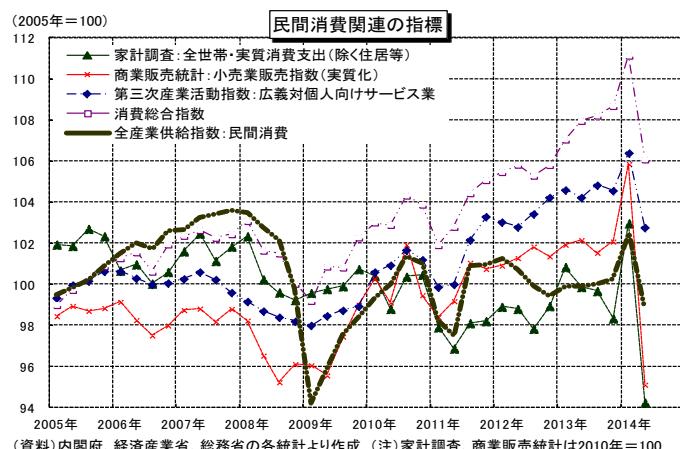
## 1. 景気の現状:

### (1) 日本経済の現状 ~ 駆け込み需要が強かった分、反動減もまた大きい

2013年度の国内経済は、中弛み(10~12月期の経済成長率は前期比年率で▲0.2%であった)もあったとはいえ、アベノミクス効果によって総じて底堅く推移した。特に、消費税増税に加え、いくつかの税制・制度の変更を控えた14年1~3月期には、駆け込み需要が事前の予想を上回って盛り上がり、08年秋のリーマン・ショック以降、常態化していたデフレギャップの解消につながった。その結果、雇用環境も大幅に改善し、一部の業種・職種では人手不足感が高まった。また、当初は円安やエネルギー高騰の影響で上昇していた物価も、徐々に需給改善による上昇も散見されるようになってきた。とはいえ、13年度末にかけて実現した成長率の加速は「駆け込み需要」という需要の先食いによって実現したことを見誤るべきではない。

14年4月には消費税率が予定通り8%へ引き上げられた。消費税増税を無難に乗り切りたい政府・日本銀行や多くの企業は、その影響はあくまで限定的なものとの主張を繰り返しているが、数ヶ月が経過し、その影響が徐々に明らかになってきた。

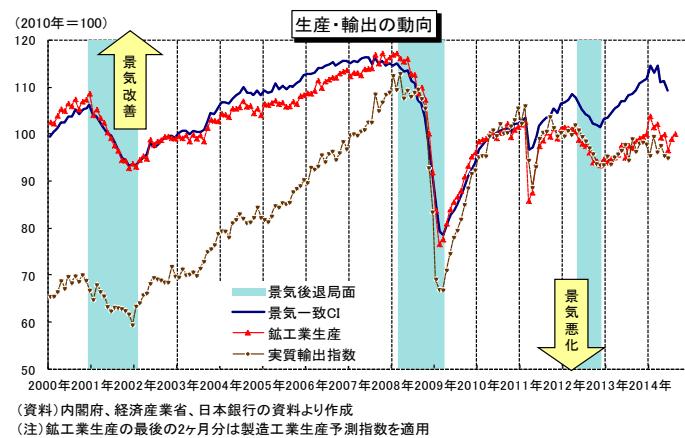
総じて、雇用や物価については底堅さも見られるほか、増税直後には落ち込んだ景況感も時間経過とともに持ち直す動きがみられている。一方、消費や住宅など、実体面には大きな影響が出ており、これまでのところ回復のテンポは鈍い。このうち、民間消費については、非耐久財やサービスなどの売行きは徐々に戻ってきたとされる。しかし、耐久財、特に自動車などでは、増税前の販売が大きく盛り上がった分、その反動減も大きく出ており、増税後は総じて軟調に推移している。こうした反動減の存在に加え、増税による実質所得の目減りの影響も無視できない。安倍内閣では、5.5兆円の経済対策に加え、企業に対してベースアップを含む賃上げの要請を行ってきたが、その甲斐あって14年度春季賃金交渉は例年を上回る妥結結果となった。厚生労働省によれば、14年度の民間企業の春季賃上げ率は前年比2.19%(13年は1.80%)であった。しかし、労働力の高齢化、非正規化の流れなどもあり、1人当たり賃金は微増にとどまっている。そのため、足元の3%台前半の物価上昇分を吸収できており、実質賃金は前年比割れの様相を強めている。加えて、住宅に関しても着工・販売とも14年入り後は軟調な推移となっている。



このように、家計部門の需要が落ち込むなか、設備投資の堅調さ継続と輸出の持ち直しが景気下支えとなることが期待されていたが、いずれも期待外れの状態となっている。日銀短観を筆頭に、14年度の設備投資計画調査は押し並べて堅調な内容ではあるが、機械受注や鉱工業統計・資本財出荷など足元の設備投資関連指標は弱い。上述の通り、企業サイドとしては消費税増税の影響は限定的で、

国内景気は近い将来回復力を高めるといった想定を依然保持しているとはいえる、その状況を慎重に見極めている最中と見られる。また、円安進行から1年半以上経過したにもかかわらず、輸出数量の動きは緩慢である。曲がりなりにも、世界経済は非常に緩やかとはいえる、成長が続いているにもかかわらず輸出が増加しない原因として、最近では生産拠点の海外シフトという構造変化が起きた可能性が意識されている。

なお、4～6月期の鉱工業生産は前期比▲3.8%と6四半期ぶりの低下となったが、6月の生産水準は直近ピーク(14年1月)から7.0%下回った。出荷の軟調さ(6月まで5ヶ月連続の低下)、在庫の積み上がり(耐久消費財は6ヶ月で37.7%増加)など、当面は生産調整的な動きが強いとみられる。



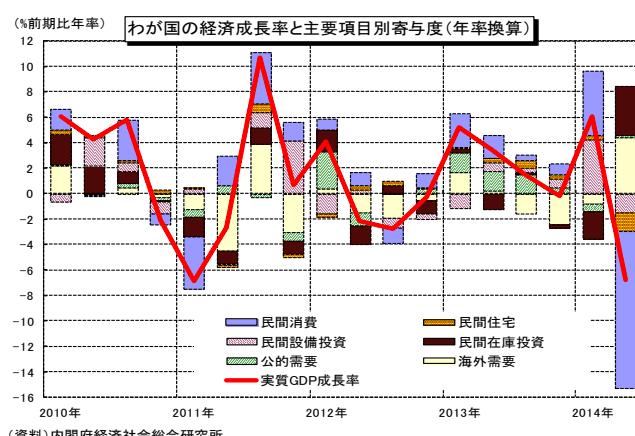
## (2)失速した4～6月期のGDP

上述の通り、増税後に発生した需要減退は当初の想定を上回る規模であったが、そうした状況は8月13日に公表された4～6月期のGDP第1次速報からも確認することができる。4～6月期の実質成長率は前期比▲1.7%、同年率換算▲6.8%と2四半期ぶりのマイナスに転じたほか、前年比も▲0.1%と6四半期ぶりのマイナスとなった。実感に近いとされる名目GDPも前期比▲0.1%(同年率▲0.4%)と7四半期ぶりのマイナスとなったものの、実質成長率(前掲)ほどの落ち込みは回避できた。

内容的には、民間消費(前期比▲5.0%)、住宅投資(同▲10.3%)、民間設備投資(同▲2.5%)といった民間最終需要がいずれも減少に転じたほか、公共投資(同▲0.5%)も2四半期連続で減少、輸出等(同▲0.4%)も軟調な推移となった。消費税増税の影響を最小限に食い止めるべく、政府は5.5兆円規模の経済対策を作成したが、これまでのところ、期待外れとなっている。一方で、民間在庫が大幅に積み増された(前期比成長率に対する寄与度:1.0ポイント)ことや、輸入が大幅減(前期比▲5.6%)となったことは見掛け上、経済成長率にとって下支え役となったが、ともに4～6月期の国内需要の弱さを示していると言えなくもない。

なお、前期比成長率(▲1.7%)に対する寄与度分解をしてみると、公的需要が0.0ポイント、海外需要が1.1ポイントだったのに対し、民間需要は▲2.9ポイントと大幅マイナスとなった(在庫を除いた民間最終需要では▲3.9ポイントとなる)。

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、GDPギャップが再び拡大に転じたものの、消費税率の3%引上げ効



果によって、前年比2.0%と、20四半期ぶりのプラスとなった。また、注目の単位労働コスト(=名目雇用者報酬/実質GDP)は前年比1.5%と5四半期ぶりのプラスとなった。名目雇用者報酬が増加したのは間違いないが、実質GDPが落ち込んだ影響も無視できない。

## 2. 予測の前提条件:

### (1) 当面の経済・財政政策運営

12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「実質2%、名目3%」の成長実現を促してきた。14年6月には、昨年公表した日本再興戦略の改訂版を公表、市場からの要望に応じて法人税率の引下げなどを盛り込んだ。

さて、目下の注目点は、14年4月から実施している消費税増税の影響、そして15年10月に予定している再増税に関する最終判断である。4~6月期のGDP速報公表後、甘利経済財政担当相は「景気は緩やかな回復基調が続いている、消費税率引上げに伴う駆け込み需要の反動も和らぎつつある」、「必要と判断される場合には、機動的な対応を行うなど経済運営に万全を期す」などとする談話を公表した。15年度予算案の編成の都合上、12月には増税の最終判断を下さなくてはならないが、そのための材料として「7~9月期GDP」(第2次速報は12月8日発表)や「日銀短観12月調査」(12月15日発表)などが取り沙汰されるとみられる。なお、今回の経済見通しについても、前回までと同様、消費税率は「15年10月に10%」へ引き上げることを前提としている。

今回の消費税増税を乗り切ることができたかどうかは結論が出ていないが、政府は増税の影響を最小限に食い止めるべく、5.5兆円規模の補正予算を編成するとともに、増益企業に対して賃上げを要請してきた。しかし、冒頭でみた通り、そうした努力は4~6月期の景気を下支えした様子は窺えず、景気の現状にはやや厳しい面があるのも確かである。

内閣府が7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」では、消費税を予定通り増税し、かつアベノミクスが奏功して実質2%・名目3%の経済成長率、2%の消費者物価上昇率が実現できたとしても、20年度の基礎的財政収支は▲11.0兆円(対GDP比で▲1.8%)と、黒字化目標が達成できないとする試算を提示した。つまりは、財政健全化にとって「消費税率8%」は単なる通過点であり、財政当局では「税率15%」程度への引上げを念頭に入れている可能性は十分あるだろう。それゆえ、今回の17年ぶりとなった一連の消費税増税は失敗が許されない。また、万一増税判断を見送り・先延ばしするとしても、その原因となるのは増税後の景気状況の厳しさであることを踏まえれば、年末には追加の経済対策が策定される可能性は十分あるだろう。

最後に、概算要求の作業中である15年度一般会計予算であるが、14年度予算と同様、13年の策定した「中期財政計画」に則った予算編成を目指している。7月25日に閣議決定された概算要求基準によれば、義務的経費については聖域を設けることなく抜本的見直しを行う、可能な限り歳出抑制を図るほか、裁量的経費は1割削減、その3割の範囲内(4兆円弱)で骨太の方針・成長戦略等を踏まえた諸課題に対応するための特別枠「新しい日本のための優先課題推進枠」を設ける方針である。

### (2) 世界経済の見通し

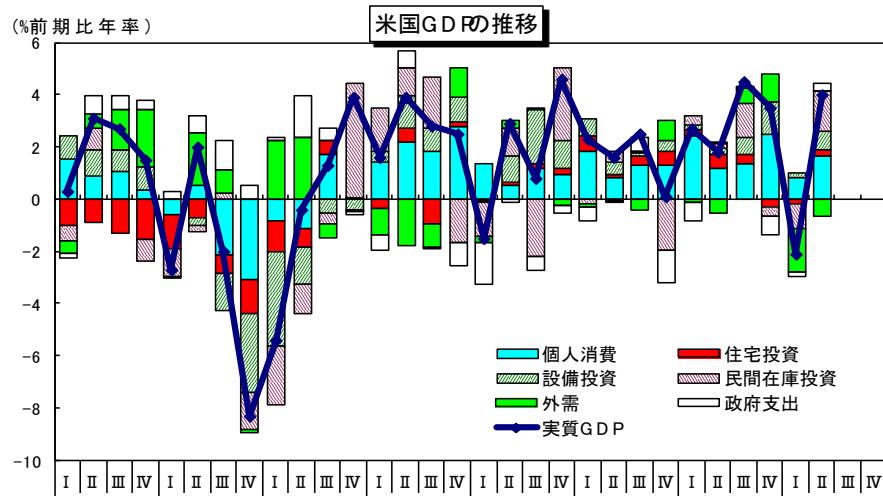
14年の世界経済は、当初、米国など先進国経済の回復力の強まりに伴い、徐々に成長力を高めていくという姿が想定されていた。しかし、1~3月期の米中経済のパフォーマンスが予想外に悪く、国際通貨基金(IMF)が7月に改定した世界経済見通しは全般的に下方修正されている。とはいっても、米雇用指標が改善を続けるなか、米国の量的金融緩和策(QE3)は徐々に規模縮小している。一方、13年半ばに見られたような混乱は見られないものの、新興国経済を覆う不透明感は払拭できておりらず、それらを取り巻くリスクは燻つたまま

である。

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、原油市況の予測を行う。

## ① 米国経済

4~6月期(速報)の米国の実質GDP成長率は前期比年率4.0%と、寒波の影響で落ち込んだ1~3月期(同▲2.1%)から大きく持ち直した。個人消費が伸びを高めたほか、住宅投資や在庫投資、輸出、政府支出がいずれもプラスに転じ、成長率を押し上げた。景気回復の持続性が注目されるなか、足元の米国経済は、雇用・所得環境の改善を背景に家計部門が底堅く推移しているほか、生産の増加傾向など企業部門にも好調さが波及しつつあり、緩やかな回復基調が続いている。



(資料)米国商務省 (注)各需要項目は寄与度(前期比年率換算)

こうしたなか、米経済の足枷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大きく後退した。また、連邦財政収支は、歳出抑制や増税のほか、景気回復による税収増もあり、赤字額の縮小傾向が続いている。財政問題に対する危機意識も薄れている。なお、4~6月期の政府支出は、連邦政府の支出減は続いているものの、州・地方政府の支出増により3四半期ぶりに增加了。

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。米議会は前回の中間選挙(10年秋)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、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ほか、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。さらに、オバマ政権の医療保険制度改革(オバマケア)や外交面に対する評価は低く、支持率が低迷しているため、下院での形勢逆転は極めて困難で、最近では上院でも多数党を維持できないとの見方も出ている。

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り再び議会が混迷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QE3による資産購入規模(当初月額850億ドル)の縮小を決定して以降、直近まで6会合連続で月額100億ドル(住宅ローン担保証券、米国債を各50億ド

ル)のペースで減額決定を続けている。

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以降、「QE3終了後も異例の低金利を『相当な期間』据え置く」との方針が維持されている。直近の議会証言(7月15~16日)でも、イエレン議長は雇用市場の改善が不十分で所得の伸びも停滞しているなどの認識を示し、緩和政策を当面維持する方針を表明した。

しかし、金融緩和からの「出口」をめぐっては、6月のFOMC議事要旨において、米経済がFRBの見通しどおり順調に回復すれば10月末に資産購入を終了するとの見通しが示されたほか、イエレン議長が14年終盤に出口戦略を見直したいと表明するなど、FRB内で実務的な検討が進められており、今後の焦点は「保有資産の再投資の取扱い」や「利上げ開始時期」に移りつつある。

金融政策の先行きを展望すると、雇用・所得環境が緩やかに改善していることから、FRBは10月末に資産購入を終了すると見込まれる。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。また、利上げ後も保有資産の再投資が続くと予想するほか、利上げ開始に伴ってリバース・レポなど現在試験段階にある準備預金の吸収策を実施することになるだろう。

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、寒波からの持ち直し傾向が薄れるものの、緩やかな雇用・所得環境の改善の下で先行きに対する楽観的な見方が広がっており、さらにこのところは株高による資産効果や高騰していたガソリン価格が低下傾向に転じた好影響もあり、堅調に推移すると予想する。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・ショック前の水準に回復していることなどから、増加傾向が続くとみられる。住宅投資は、物件価格の上昇が一服していることや住宅ローン金利も低下傾向で推移し

### 2014~15年 米国経済見通し（14年8月改定）

	単位	2013年 通期 実績	2014年 通期 予想	2015年			
				上半期 (1~6月) 実績	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想
実質GDP	%	2.2	2.0	0.8	3.0	3.0	3.1
個人消費	%	2.4	2.3	2.1	2.5	2.6	2.7
設備投資	%	3.0	5.4	4.7	6.4	6.8	7.5
住宅投資	%	11.9	1.9	▲ 3.1	6.6	6.0	6.7
在庫投資	寄与度	0.0	0.1	▲ 0.6	0.6	0.1	0.1
純輸出	寄与度	0.2	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 0.3	▲ 0.0	0.0
輸出等	%	3.0	2.5	▲ 0.2	3.9	4.7	4.7
輸入等	%	1.1	3.9	4.3	4.3	3.9	3.7
政府支出	%	▲ 2.0	▲ 0.5	▲ 1.0	0.7	0.3	0.2
参考	PCEデフレーター	%	1.1	1.4	1.3	1.6	1.9
	GDPデフレーター	%	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7
	FFレート誘導水準	%	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0.75	0~0.25
	10年国債利回り	%	2.3	2.6	2.7	2.6	3.2
	完全失業率	%	7.4	6.3	6.5	6.2	5.9

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

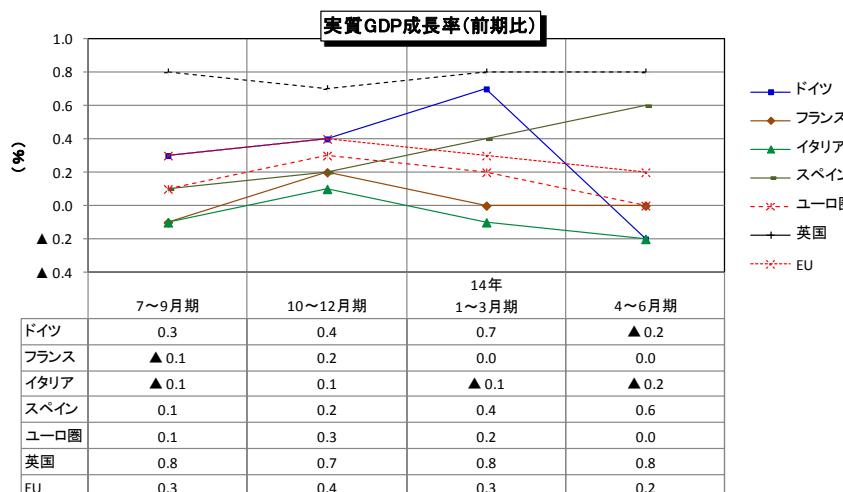
- (注)
1. 予想策定期点は2014年8月18日(14年4~6月期の速報値ベース)
  2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)
  3. 在庫投資と純輸出は年率換算寄与度
  4. デフレーターは期中平均前年比
  5. FFレート誘導目標は期末値
  6. 10年債利回り、完全失業率は期中平均

ていることなどから、持ち直しの動きが続くと予想する。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を受けて伸びがやや鈍化するものの、15 年にかけては海外経済の回復に伴い緩やかに増加するとみられる。なお、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すると考えられることから、経済成長に対する純輸出の寄与度は先行きプラス傾向で推移すると思われる。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、15 年度までは国防費などの削減規模が緩和されることから、財政面での下押し圧力は弱まる傾向が続くと予想される。

以上から、天候要因による反動増の動きが薄れることから 14 年 7～9 月期に一旦 2%台に成長鈍化する可能性があるものの、その後は内需の自律回復により本格的な回復局面を迎える、15 年にかけて成長率は 3%台に伸びを高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 2.0%（前回見通しから▲0.5 ポイントの下方修正、年次改定に伴い過去分が遡及改訂されたため）、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 4～6 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前期比横ばいとなり、景気回復のスピードが鈍化した。なかでもイタリアは 2 四半期連続でのマイナス成長となり、フランスでもゼロ成長が継続したほか、ドイツについても今回 ▲0.2% に低下した。ユーロ圏では今後も財政改革が継続すること、企業や家計でも債務の削減が引き続き課題であること、域内の金融機能には脆弱性が残されていることなどに加え、最近のディスインフレの進行やウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の拡大などを考慮すれば、ユーロ圏では当面の間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にとどまらざるを得ないものと考えられる。



ユーロ圏の主要な経済指標を見れば、6 月の小売売上高は前月比で 0.4% の、また前年同月比で 2.4% の各上昇となったが、同月の失業率は 11.5% と依然として高い水準にあるため、個人消費の早急な改善は期待し難い。一方、6 月の鉱工業生産は前月比で 0.3% の低下と、5 月の同 1.1% 低下に続き弱い値となり、足元ではこれまでの回復基調に対して頭打ち感が明確になっている。

輸出主導でユーロ圏の景気回復の牽引役として期待されるドイツについては、輸出額は 5 月の前月比 1.1% の減少に対し 6 月には同 0.9% の増加となったが、月による跛行性は大きく安定的な回復とはなっていない。また、製造業受注指数は 5 月の前月比 1.6% の低下に続き 6 月にも同 3.2% の大幅な低下となったほか、鉱工業生産指数についても 5 月の前月比 1.7% の低下の後、6 月にも同 0.3% の上昇にとどまるなど、力強さに欠ける動きとなっている。また、6 月の失業率は 5.1% と低水準にある一方で、同月の小売売上高については前月比では 1.3% の上昇ながら前年同月比では 0.4% の低い上昇率であるなど、個人消費が景気回復をリードする状況には至っていない。

一方、ユーロ圏の消費者物価指数（CPI）上昇率（前年同月比）は 7 月には 0.4% にまで

低下したが、最近では欧州中央銀行(ECB)の政策目標である2%を大幅に下回って推移している。こうした情勢を受け、ECBは14年6月には政策金利の0.15%への引下げを含め様々な政策を打ち出したが、その効果が狙いどおりに現れるのかどうかに注意が必要となっている。

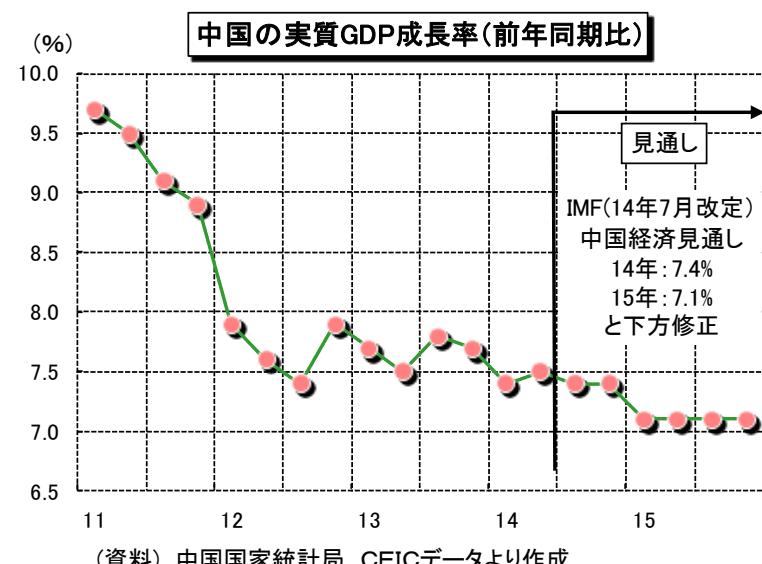
### ③ 中国経済

中国の14年4~6月期の実質GDP成長率は前年比7.5%と、1~3月期(同7.4%)から小幅ながら持ち直した。この背景として、政府が4月以降に打ち出した鉄道建設の加速や水利施設の整備拡充などの景気対策のほか、連続的な金融緩和の実施や財政支出の加速などが挙げられる。その結果、14年上期の実質成長率は前年比7.4%となり、さらなる景気減速に歯止めをかけることができたと評価できる。

しかし、一連の景気対応策はいずれも小規模であるほか、金融緩和が預金準備率の全面的な引下げではなく、選別された金融機関を対象にしたため、その効果も限定的だったと見られる。このような政策運営から、中国政府はあくまで7.5%成長の確保を最優先しているように見受けられる。

こうしたなか、6月には景気回復の勢いが高まっていたが、7月には再び鈍い動きが出始めている。7月分の投資は不動産開発投資の低迷や過剰生産分野への投資抑制などを受けて前年比15.6%と6月(同17.9%)から鈍化した。また、7月の実質消費も前年比10.5%と6月(同10.7%)からやや伸び悩んだ。一連の景気対策によって景気の腰折れを回避したもの、内需は再び弱い動きになっていると見られる。

一方、7月の輸出(ドルベース)は前年比14.5%と予想以上に増加した。この背景として、欧米経済の改善があるほか、人民元安の進行や政府の輸出促進策の実施などが挙げられる。このように外需が予想以上に拡大した一方、内需には底堅く推移したものの、力不足感があると思われる。足元では、景気が自律的な回復に至っておらず、景気下振れリスクが浮上しつつあると考えられる。



の銀行新規融資額は異常なほど大きく減少した。こうしたことでも先行きの景気下振れリスクとして留意する必要があろう。ただし、中国人民銀行は、銀行の新規融資が8月上旬に入り再び伸びており、先行きも安定的に推移するとの見通しを示した。

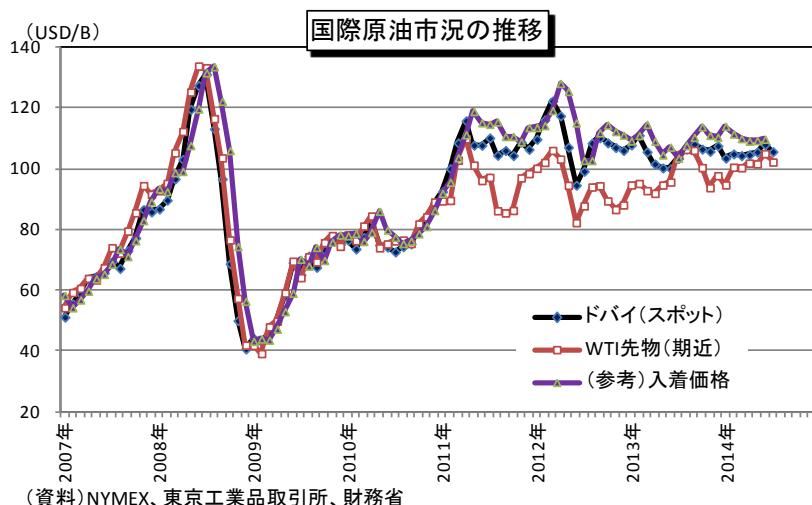
このように、足元で与信の大幅な鈍化や内需の弱い動きなどを受け、中国政府が14年の7.5%の成長目標を実現するため、景気対策の拡充に動くと思われる。公共投資を増や

すなどの景気対策が打ってくれれば、本年後半の成長率は現状程度で推移し、通年でも7.5%の成長を達成すると予想する。

#### ④ 輸入原油価格の見通し

中東・イラク情勢やウクライナ問題など、地政学的リスクが意識される場面が多かったものの、原油価格は高値圏とはいえ比較的安定的に推移、WTI先物は1バレル=100ドル台前半で変動してきた。

先行きについては、需  
要サイドをみると、世界  
経済の緩やかな回復が  
続く中、中国・アジア圏  
を中心に需要拡大が予  
想される一方で、北米で  
のシェールガス・オイル増  
産、さらにリビアの増産な  
ど、供給能力もそれなり  
に強まるものと思われる。  
それゆえ、原油価格はし  
ばらく安定的に推移する  
ものと見られ、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ものと予想している。





## 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)
<b>名目GDP</b>	%	▲ 0.2	1.9	2.1	1.7
<b>実質GDP</b>	%	0.7	2.3	0.4	1.0
<b>民間需要</b>	%	1.4	2.2	▲ 0.7	1.3
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	▲ 2.2	0.8
民間住宅	%	5.4	9.5	▲ 7.3	0.6
民間企業設備	%	0.7	2.7	5.2	3.8
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲ 0.1	▲ 0.5	0.2	▲ 0.0
<b>公的需要</b>	%	1.4	4.2	1.7	0.6
政府最終消費支出	%	1.5	1.8	1.0	1.1
公的固定資本形成	%	1.3	15.1	4.6	▲ 1.6
<b>輸出</b>	%	▲ 1.3	4.8	5.7	4.1
<b>輸入</b>	%	3.6	7.0	2.7	6.1
<b>国内需要寄与度</b>	%pt	1.4	2.7	▲ 0.2	1.1
民間需要寄与度	%pt	1.1	1.7	▲ 0.5	1.0
公的需要寄与度	%pt	0.4	1.0	0.4	0.1
<b>海外需要寄与度</b>	%pt	▲ 0.8	▲ 0.5	0.5	▲ 0.2
<b>GDPデフレーター(前年比)</b>	%	▲ 0.9	▲ 0.4	1.7	0.7
<b>国内企業物価(前年比)</b>	%	▲ 1.0	1.8	4.1	1.9
<b>全国消費者物価(〃)</b>	%	▲ 0.2	0.8	3.1	1.9
(消費税増税要因を除く)				(1.1)	(1.2)
<b>完全失業率</b>	%	4.3	3.9	3.8	3.8
<b>鉱工業生産(前年比)</b>	%	▲ 2.7	3.2	0.0	2.3
<b>経常収支</b>	兆円	4.2	0.8	4.3	6.8
<b>名目GDP比率</b>	%	0.9	0.2	0.9	1.4
<b>為替レート</b>	円/ドル	83.1	100.2	103.5	105.0
<b>無担保コールレート(O/N)</b>	%	0.08	0.07	0.06	0.06
<b>新発10年物国債利回り</b>	%	0.78	0.69	0.57	0.66
<b>通関輸入原油価格</b>	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。

### (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
<b>名目GDP</b>	%	1.1	0.3	0.3	0.3	1.6	▲ 0.1	1.0	0.0	0.4	0.3	1.2	▲ 0.1	0.1
<b>実質GDP</b>	%	1.3	0.9	0.4	▲ 0.0	1.5	▲ 1.7	1.1	0.2	0.3	0.2	0.9	▲ 1.1	0.2
(年率換算)	%	5.2	3.4	1.4	▲ 0.2	6.1	▲ 6.8	4.6	0.6	1.4	0.8	3.5	▲ 4.1	1.0
<b>民間需要</b>	%	0.6	0.5	0.5	0.5	2.4	▲ 3.7	1.0	▲ 0.0	0.5	0.6	1.8	▲ 2.5	0.3
民間最終消費支出	%	1.0	0.7	0.2	0.4	2.0	▲ 5.0	1.5	0.1	0.2	0.3	2.1	▲ 3.5	0.8
民間住宅	%	0.8	2.1	4.7	2.4	2.0	▲ 10.3	▲ 0.2	▲ 0.5	0.1	1.4	3.0	▲ 5.0	▲ 1.0
民間企業設備	%	▲ 2.0	1.4	0.6	1.4	7.7	▲ 2.5	1.2	1.0	0.8	1.2	2.0	▲ 1.0	0.5
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	0.1	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	1.0	▲ 0.4	▲ 0.2	0.2	0.1	▲ 0.3	0.5	▲ 0.3
<b>公的需要</b>	%	1.5	1.6	1.5	0.5	▲ 0.6	0.2	1.5	0.7	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0
政府最終消費支出	%	0.9	0.4	0.2	0.2	▲ 0.1	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
公的固定資本形成	%	4.7	5.8	7.1	1.4	▲ 2.5	▲ 0.5	5.5	2.5	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0
<b>輸出</b>	%	4.3	3.0	▲ 0.7	0.3	6.5	▲ 0.4	1.1	0.7	1.0	1.1	1.2	1.0	0.8
<b>輸入</b>	%	1.2	2.3	1.8	3.7	6.4	▲ 5.6	1.0	1.0	1.5	3.0	4.0	▲ 4.0	0.8
<b>国内需要寄与度</b>	%pt	0.9	0.8	0.8	0.5	1.7	▲ 2.8	1.1	0.2	0.4	0.4	1.3	▲ 1.9	0.2
民間需要寄与度	%pt	0.5	0.4	0.4	0.4	1.9	▲ 2.9	0.8	▲ 0.0	0.4	0.4	1.3	▲ 1.9	0.2
公的需要寄与度	%pt	0.4	0.4	0.4	0.1	▲ 0.2	0.0	0.4	0.2	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0
<b>海外需要寄与度</b>	%pt	0.4	0.1	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	1.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.4	0.8	0.0
<b>GDPデフレーター(前年比)</b>	%	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	2.0	1.9	1.5	1.5	▲ 0.1	0.3	1.4	1.2
<b>国内企業物価(前年比)</b>	%	▲ 0.3	0.7	2.2	2.5	1.9	4.4	4.3	4.0	3.8	1.2	1.5	2.6	2.4
<b>全国消費者物価(〃)</b>	%	▲ 0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	3.4	3.2	2.9	2.9	1.2	1.4	2.6	2.4
(消費税増税要因を除く)						(1.5)	(1.2)	(0.9)	(0.9)	(1.1)	(1.4)	(1.2)	(1.0)	
<b>完全失業率</b>	%	4.2	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.8	3.9	3.9	3.8	3.7	3.8	3.9
<b>鉱工業生産(前期比)</b>	%	0.5	1.6	1.8	1.8	2.9	▲ 3.8	0.2	0.5	0.2	1.2	2.1	▲ 2.6	1.4
<b>経常収支(季節調整値)</b>	兆円	0.9	1.8	0.6	0.0	▲ 1.4	0.6	1.0	1.2	1.5	1.5	1.0	2.0	2.3
<b>名目GDP比率</b>	%	0.8	1.5	0.5	0.0	▲ 1.1	0.5	0.8	1.0	1.2	1.2	0.8	1.6	1.8
<b>為替レート</b>	円/ドル	92.4	98.7	98.9	100.5	102.8	102.1	103.0	104.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
<b>無担保コールレート(O/N)</b>	%	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
<b>新発10年物国債利回り</b>	%	0.70	0.73	0.77	0.64	0.63	0.60	0.55	0.55	0.60	0.65	0.70	0.65	0.65
<b>通関輸入原油価格</b>	ドル/バレル	111.8	107.1	107.3	111.8	112.0	109.6	111.0	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。

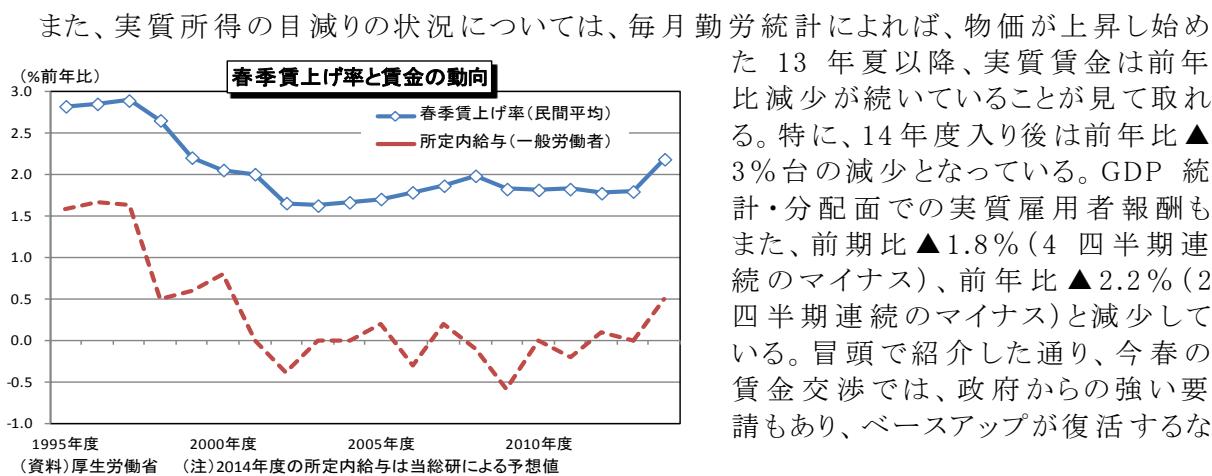
### 3. 2014~15年度の日本経済・物価見通し:

#### (1) 経済見通し～賃金、輸出動向が鍵を握る

最初に、今後の経済を見通すうえで、いくつかの論点について考えてみたい。4月に実施された消費税率3%の引上げによる税の増収分は社会保障制度の充実や持続可能性を高めるために使われることにされている。つまりは、増税によって直接的には国民負担は約8兆円増えた格好となっているが、いずれ社会保障給付金として国民経済に還元されるはずである。また、十分な社会保障制度改革が実施され、年金不安などが緩和すれば、90年代以降続いている「予備的動機に基づく貯蓄動機」を弱め、消費水準が底上げされる可能性もある。基本的に駆け込み需要の反動減もいずれは一巡するはずであり、消費税増税が経済に与える影響は一時的との見方は依然として根強い。

とはいっても、冒頭で触れたとおり、「山高ければ、谷深し」というのが、消費税増税前後における日本経済の率直な印象である。駆け込み需要が想定以上の盛り上がりを見せた分、その反動減も大きくなつたのは、ある意味、予想がついたことである。問題は、7~9月期以降の需要回復がどのようなペースで進むのか、それをサポートするような外部環境が存在するのか、という点である。

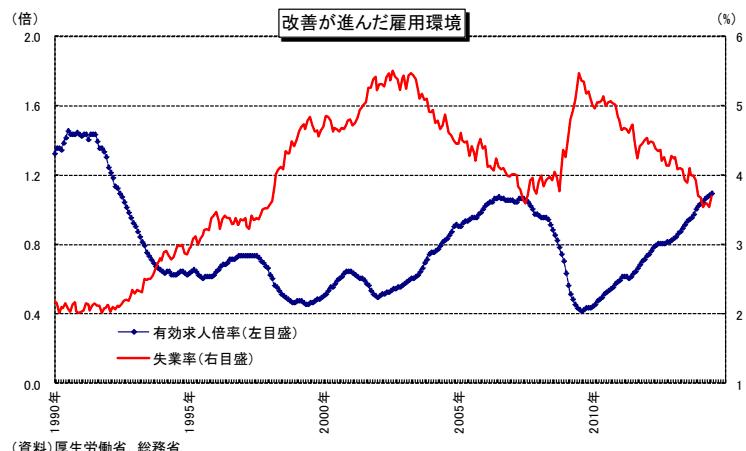
前回の経済見通しでも指摘した通り、消費税増税による実体経済へ与える影響には、増税前の駆け込み需要からの反動減だけではなく、増税による実質可処分所得の目減りといったものもある。反動減からの持ち直しについては、時間経過とともに、食料品、日用品などの非耐久財や外食などのサービスなどについては一定程度の回復が見られる。しかし、耐久財の多くについては反動減が残っている。上述の通り、反動減の影響はいずれ解消するとしても、それまでの間、耐久消費財に係る事業は不調が続く可能性があるが、特にわが国では自動車製造業の生産波及効果は高いことが知られている。12年の簡易延長産業連関表から示される生産波及力（当該産業に対する需要増が全体に及ぼす影響度）は産業全体が1.9であるのに対し、自動車産業（乗用車・その他自動車・自動車部品など）は3前後と高く、自動車生産が減少した際の影響度の大きさを物語っている。



また、実質所得の目減りの状況については、毎月勤労統計によれば、物価が上昇し始めた13年夏以降、実質賃金は前年比減少が続いていることが見て取れる。特に、14年度入り後は前年比▲3%台の減少となっている。GDP統計・分配面での実質雇用者報酬もまた、前期比▲1.8%（4四半期連続のマイナス）、前年比▲2.2%（2四半期連続のマイナス）と減少している。冒頭で紹介した通り、今春の賃金交渉では、政府からの強い要請もあり、ベースアップが復活するな

ど、賃上げ率の回復が見られたものの、足元で上昇する物価や消費税率の引上げ分に比べれば、明らかに物足りない結果である。なお、固定費を抑制する観点から夏季賞与での対応となった企業も多かったとはいえ、それが継続的なものにはなりにくいだけに、所得面から落ち込んだ消費の戻りをサポートすることは大きく期待できない状況である。

一方で、最近は労働市場で需給が逼迫しており、それが先々の賃上げ・物価上昇につながるとの指摘もある。実際、失業率は3%台で推移するなど、3%台前半との試算もある自然失業率に迫っている。また、6月の有効求人倍率が1.10倍と22年前の水準まで改善したほか、日銀短観などのビジネス・サーベイからも企業の人手不足感が強まっている様子が見て取れる。とはいえ、それが日本全体での賃上げ

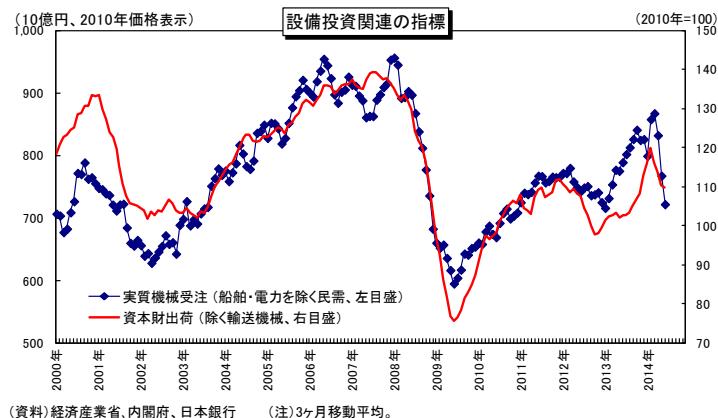


圧力につながるかどうかは不透明といえる。というのは、雇用人員の不足感が強い業種や職種には偏りがあり、賃上げ圧力が強まっているのは一部に限定されているからである。フルタイムの正規就業者に関してはこれまでの景気低迷期に労働保蔵された分が残っていることを考慮すれば、物価上昇に見合うほどの賃上げが迫られるような状況にはない。さらに、労働需要は経済活動の派生需要であることを考慮すれば、これまで強まっていた人手不足感は13年度末にかけての高成長が作り出したものであり、その反動減がすでに出ており以上、いずれ一服感が出てくる可能性もある。なお、労働力調査(詳細集計)によれば、非労働力人口4,446万人のうち、就業希望者は411万人であり、さらに「適当な仕事がありそうもない」とする者は122万人もいる。仮に、彼らが労働市場に全て参入した場合、失業率は5.4%まで上昇する余地がある。このように、表面的な雇用指標が示すほど、近い将来の賃上げ圧力の高まりを許容するような状況にはまだない、と思われる。

とはいえ、企業には賃上げする必要性はない、と主張したいわけではなく、現状はむしろ積極的な賃上げが望ましいと思われる。長らく続いたデフレ経済下において、企業は高い実質金利に直面し、積極的な投資活動をせず、内部留保を蓄積する行動をとってきた。しかし、デフレから脱却しようとするなかで、こうした行動を続けることが適切と言えるかどうかは疑問である。製造業などにおいては、海外の割安な労働力との競合という面もあり、なかなか国内で人件費を増やす誘因は働きづらいが、「企業から家計へ」の所得還流は消費税増税を乗り切り、日本経済全体を新たな成長ステージに向かわせるためには最低でも労働生産性の上昇分程度の賃上げは必要不可欠である。

さて、家計部門の経済行動(民間消費、住宅投資)が悪化する中で、海外経済の回復に伴う輸出持ち直しがその落ち込みをカバーすることが期待されていたわけであるが、円安進行から1年半弱が経過しようとするにもかかわらず、なかなか輸出の増勢が強まらないのは、多くの識者の予想に反するものであった。2000年代初頭に比べれば、日本の二大輸出先である米国や中国などの成長率が低い面もあるが、円高圧力が高かった2010年前後から生産拠点の海外シフトが加速し、日本の輸出の所得弾力性が低下している可能性が高い。つまりは、海外経済の成長を国内に取り込む力が落ちている、ということである。もちろん、プラザ合意(1985年9月)後の米国の経験からは、通貨安の对外バランス改善効果には2年程度はかかることが示唆されるが、生産拠点がかつてほどではなく、かつ日本が優位性のある高付加価値財の需要先である先進国経済がこの先緩やかな成長にとどまれば、輸出の増加ペースは必ずしも限度があるだろう。

こうしたなか、企業の設備投資行動が底堅さを維持するかどうかが注目されている。日銀短観をはじめとする14年度設備投資計画調査はいずれもしっかりした数字が発表されている。しかし、14年度入り後の機械受注や鉱工業統計・資本財出荷などは調整している。企業経営者は消費税増税の影響は限定的で、じきに回復傾向が強まるとの見方は堅持したままであろうが、年度入りから間もないため、しばらくは様子見を決め込んでいる、というように見えなくもない。企業サイドの予想通り、7~9月期以降の国内経済が持ち直し傾向を強めていくことになれば、年度下期には設備投資は再び強まるだろう。一方で、なかなか回復力が高まらず、足踏み感が浮上すれば設備投資計画の下方修正や先送りということになるだろう。



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7~9月期については、4~6月期に大幅減となった民間消費を中心に一定程度の反動増が出るとみられる。すでに消費総合指数などでは5月以降持ち直しの動きとなっているが、夏季賞与の底堅さなどを支えに、当面は緩やかな回復が見込まれる。また、2四半期連続で減少した公共投資についても、2月に成立した13年度補正予算や14年度本予算の効果が浸み出してくるだろう。一方、4~6月期に大きく積み上がった民間在庫では調整色が強まり、成長抑制要因となるほか、着工戸数が減少傾向にある住宅投資も引き続き減少が予想される。さらに、駆け込み需要の反動減に対応した輸入減も一巡するだろう。そのため、7~9月期は前期比1.1%、同年率4.6%と、プラス成長へ戻るだろう。年率で4~5%という数字だけみると、15年10月に予定する消費税増税の決断には十分と思われるが、以下に示すような14年度下期の景気動向は増税判断を躊躇させる可能性もある。

その14年度下期については、世界経済の緩やかな成長継続によって輸出も緩やかに増加し、上期中は控えられた設備投資も少出でてくることが期待されるほか、引き続き公的需要も下支えするものの、肝心の民間消費については実質所得の目減りによって慎重化が強まることが想定される。10~12月期には成長の鈍化が意識されるだろう(前期比0.2%、同年率0.6%)。続く1~3月期もやや物足りない成長(前期比0.3%、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0.4%、名目成長率は2.1%(前回6月時点の予測はそれぞれ1.1%、2.3%で、ともに下方修正)と予測する。この下方修正は4~6月期の成長率が想定より大幅に下振れたことによるものであり、年度内の景気シナリオに大きな修正はない。なお、名実逆転の解消は17年ぶりであるが、消費税率の引上げによる面が大きく、需給改善によって国内付加価値生産セクターでの価格転嫁能力が高まったことを意味するわけではない。ちなみに、13年度からのゲタは1.1ポイントであるが、年度の成長率(0.4%)がそれを大幅に割り込むことを考慮すれば、実態的にはマイナス成長で、景況感は悪化するとみられる。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留意すべきである。ちなみに、GDPデフレーターは前年度比1.7%(前回予測は同1.1%)の上昇を見込んだ。

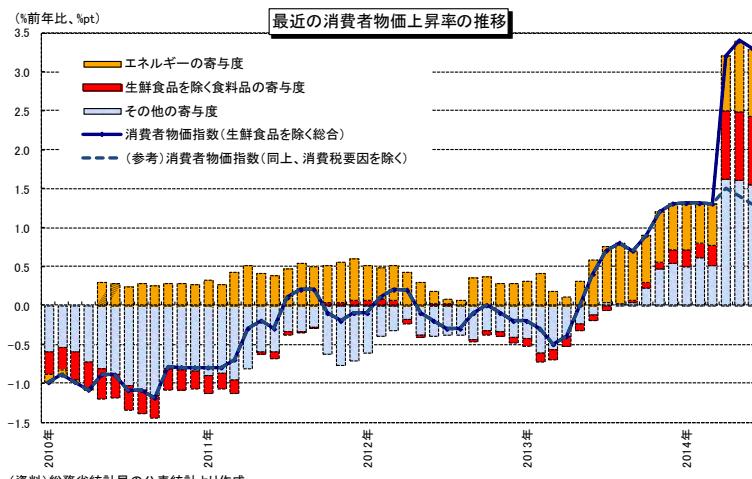
15年度については、基本的に世界経済の緩やかな成長が進む中、輸出の増加傾向が継続するほか、成長戦略の実行などによる環境整備が徐々に進み、企業設備投資も引き続き増加傾向をたどるだろう。一方、消費税率が15年10月に10%に引き上げされることを前提とすれば、年度上期には13年度末ほどではないにしても民間消費や住宅投資には

駆け込み需要が発生する。逆に、年度下期にはその反動減が出ることになる。その結果、15年度の実質成長率は1.0%、名目成長率は1.7%、GDP デフレーターは前年度比0.7%(前回はそれぞれ1.4%、2.0%、同0.6%)と予測した。

## (2) 物価見通し～物価上昇圧力はやや弱まる

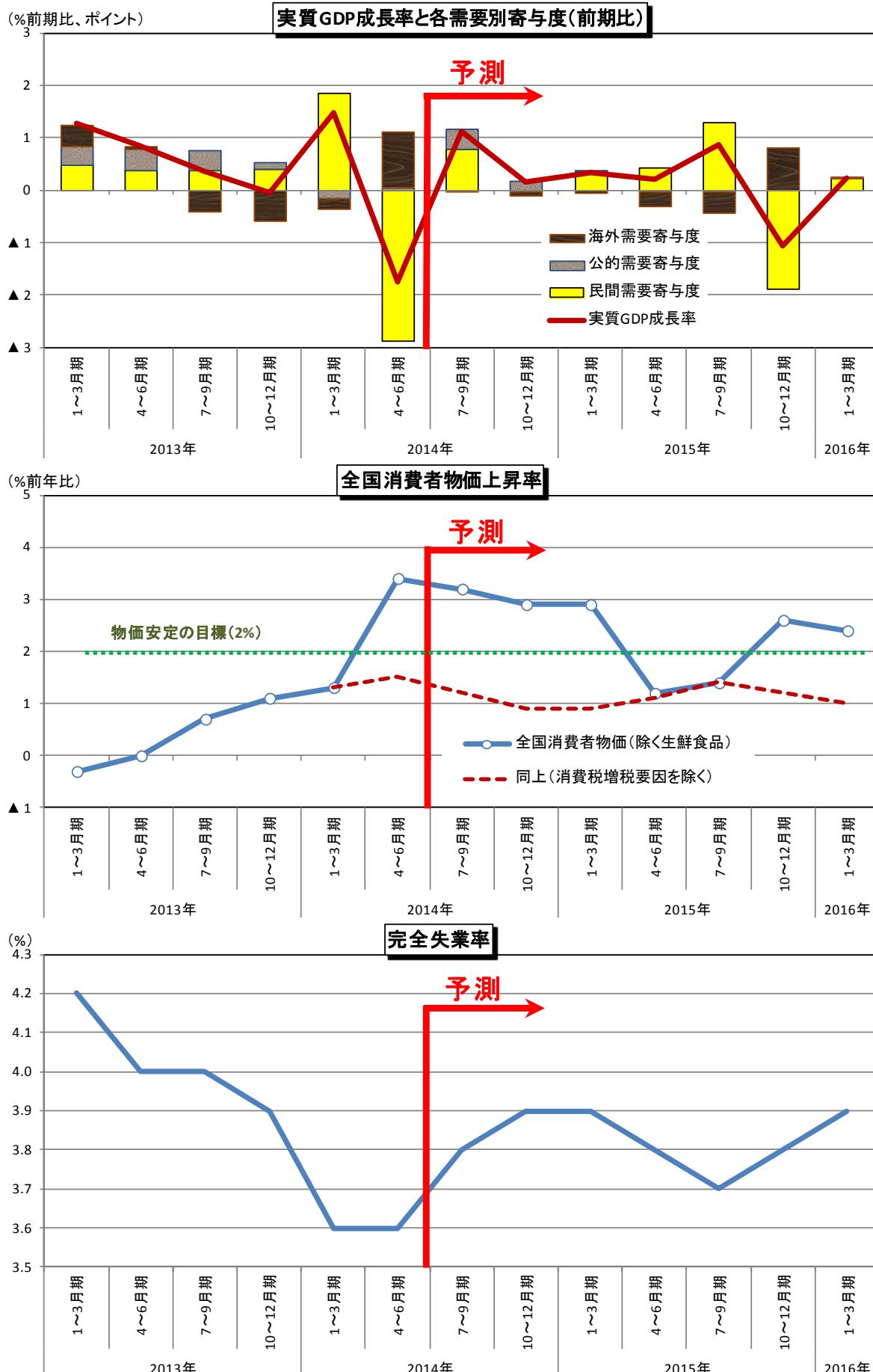
アベノミクスに対する期待感から円高修正が進み、輸入品価格が上昇傾向を強めたほか、電気・ガス代の値上げ継続などエネルギー高騰などもあり、全国消費者物価(生鮮食品を除く、以下全国コアCPI)は13年半ばには下落状態から抜け出し、その後も徐々に物価上昇率は高めた。13年度末にかけては、上記の要因に加え、需給改善による物価押上げ効果も散見され、同1%台前半まで高まった。増税後にはその影響による押上げ(4月:1.7ポイント、5月以降:2.0ポイントと想定)もあり、全国コアCPIは同3%台前半まで上昇したが、エネルギー高騰の一方で、駆け込み需要という特殊要因の剥落もあり、増税効果を除けば、同1%台前半での推移が続いているものの、上昇圧力に一服感があるのは否めない。

ちなみに、企業物価統計によれば、国内需要財のなかの消費財(国内品)の価格については、4～6月期は前年比▲0.1%、7月は同0.0%と、13年度下期に見られた上昇傾向が解消している。また、最近取り上げられる機会の多い『東大物価指数』からも、スーパーなどの物価実勢は、増税後は特売の影響が強まり、マイルドながらも下落傾向が依然として残っていることが窺われる。



先行きについては、足元でガソリンの高騰が続いているほか、一部家電製品の品目入れ替えに伴う押上げ効果がある一方で、これまでの主要な物価押上げ要因だった円安効果が一巡し、かつ需給改善効果も弱まっているものと見られる。それゆえ、物価上昇率は徐々に上昇幅を縮小させ、年度下期には1%割れ(消費税増税の影響を除く)を窺う動きになると予想する。

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3.1%(13年度:同0.8%)へ上昇率が高まるが、その要因を除けば同1.1%にとどまるだろう。また、15年度は同1.9%へと数字の上では上昇率が鈍化するものの、消費税率変更の要因を除けば同1.2%と逆に上昇率は高まるだろう。



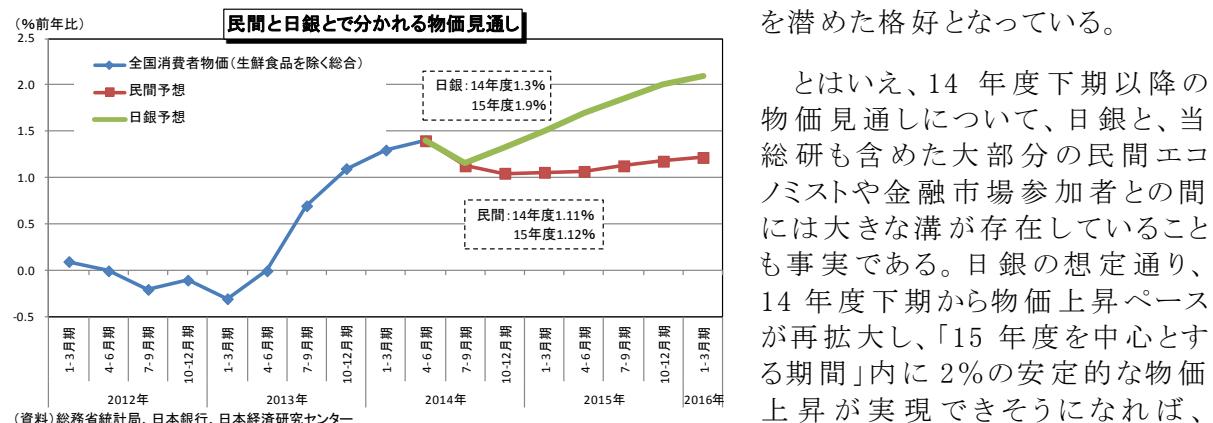
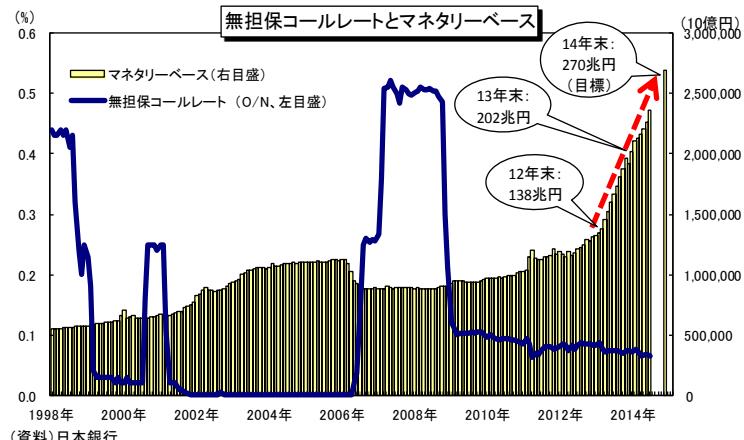
## 4. 当面の金融政策・金融市場動向：

### (1) 金融政策～「2年で2%」見えれば出口論浮上、見えねば追加緩和か目標変更も

量的・質的金融緩和(QQE)を導入してから1年4ヶ月が経過した。13年1月に消費者物価(全国・総合)の前年比上昇率で2%と設定した『物価安定の目標』を、「2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に達成する」ためにQQEは必要にして十分な政策であると説明されたが、その後もその枠組みは維持されている。

ただし、実態的には目標達成までの時間軸は先延ばしされている点は留意すべきであろう。当初、2%の達成時期は「14年度の終わり頃から15年度にかけて」であったが、14年4月からは「15年度を中心とする期間」、つまり16年度初めも含まれるようなニュアンスへ修正されており、「2年」は「2~3年」に修正されたと捉えるべきであろう。

なお、当初は楽観的に見えた日銀の想定を上回るペースで物価が上昇し始めたこと、また現在に至るまで基本的に日銀の物価シナリオに沿って物価が推移していることもあり、追加緩和に対する疑惑は足元で影を潜めた格好となっている。



市場に少ながらぬ影響を与える可能性が高い。

一方、14年度下期入り後も物価上昇ペースは高まらず、2%達成の時期を見通すことはできない、というのが民間のコンセンサスである。現在の日銀の政策運営は物価安定目標の達成を最優先するものであり、「必要とあらば調整を躊躇なく行う」とする以上、物価目標の期限内での達成が危ういと判断すれば、何らかの対応を迫られるのは必然であろう。一段の追加緩和を含めたQQEの修正、もしくは「2年で2%」という目標自体の再検討が行われることになるだろう。当然、当総研は14年内にも日銀は何らかの対応を余儀なくされる可能性があるとみている。いずれにせよ、15年入り後もQQEを継続するかについて日銀はまだ言明しておらず、その判断がいつ下されるのか、今秋以降の大きな注目点となる。

とはいっても、14年度下期以降の物価見通しについて、日銀と、当総研も含めた大部分の民間エコノミストや金融市场参加者との間には大きな溝が存在していることも事実である。日銀の想定通り、14年度下期から物価上昇ペースが再拡大し、「15年度を中心とする期間」内に2%の安定的な物価上昇が実現できそうになれば、QQE解除といった出口論が意識されることになる。当然、金融資本

## (2)金融市場の見通し～低金利状態の長期化

景気回復傾向を続ける米国や英国で金融政策の方向転換が図られつつあるものの、先進国を中心に金余り状態が続いている、14年入り後は世界的に株高・金利低下といった展開が続いてきた。しかしながら、ウクライナ・中東情勢が時折緊迫化するなど、地政学的リスクも無視できないなか、新興国を巡るリスクは依然として燻っている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えて見たい。

### ① 債券市場

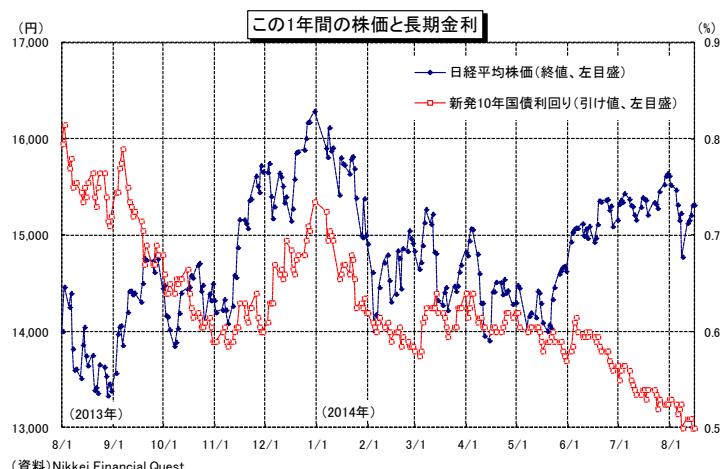
14年度入り後、長期金利(新発10年物国債利回り)は概ね0.6%前後での小動きが続いたが、6月以降は水準を再び切下げ始め、足元では一時1年4ヶ月ぶりに0.5%を割り込むなど、全般的に金利低下圧力が強い展開が続いている。

増税後も雇用はしっかりとおり、物価も前年比1%台前半(消費税要因を除くベース)での底堅く推移しているものの、需要回復のテンポが鈍く、日銀が想定する物価上昇の再加速に対して懐疑的な見方が根強く、安定的な低金利状態を醸成したQQEが15年以降も継続されると見方が債券市場を覆っていることが背景にある。

先行きについては、米国での景気回復を背景としたFRBの利上げ観測、さらにそれに伴う米長期金利上昇などが国内の長期金利の上昇要因として意識される場面もあると思われるが、極めて強力な緩和策の効果の浸透、さらには国内景気・物価の足踏みなどが金利上昇を十分抑制するものと思われる。しばらくは金利低下圧力の強い展開が続くだろう。

### ② 株式市場

世界的な景気回復やアベノミクス効果への期待感から、日経平均株価は13年末には16,000円台を回復したものの、14年に入ると調整色が強まった。特に4月から5月にかけては、幾度か14,000円を割りこむ場面もあった。しかし、6月以降は成長戦略に盛り込まれた年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用改革(国内株式運用比率の引上げ)などを材料に、株価は上昇傾向を強めたが、この数ヶ月は15,000円台前半でのボックス圏での展開となっている。



このGPIFの資産構成見直しについては、現状の国内株12%(許容乖離幅±6%)といった目標を20%超へ引き上げるとの思惑が強まっており、国家公務員共済組合連合会、地方公務員共済組合、私学共済の「3共済」も足並みをそろえれば6.5兆円規模の資金が株式市場に流入するとの試算もある。とはいえ、株価を決定するのはその企業の本源的価値であり、それとかけ離れた水準を中長期にわたって維持することは不可能であろう。GPIFなどが株式を保有することによって、対象企業の本源的価値を高めるような影響力を与えることがなければ、株価下支え効果はいずれ剥落するはずだ。9月にも想定されるGPIFの運用改革の正式発表を材料に上昇する場面もありうるが、その影響は長続きしないと見る。

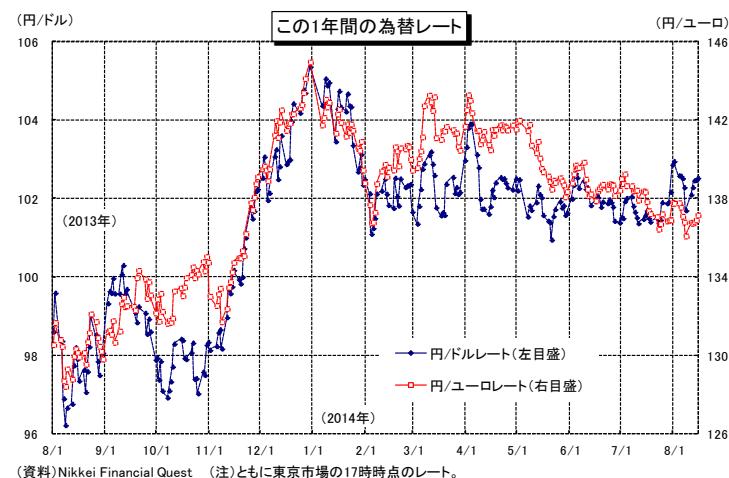
先行きについては、増税後の国内景気や企業業績の行方を見極める展開となるだろう

が、14年度に減収減益と予想する企業が先行き増えていくと思われる。基本的に現状レベルでの展開が続くと予想する。

### ③ 外国為替市場

14年度入り後の為替レートは明確な方向感に乏しく、特に対ドルでは1ドル=100円台前半といった狭いレンジでの展開が続いてきた。日銀の追加緩和観測が後退した半面、米雇用統計の改善を背景に量的緩和策の規模縮小を断続的に進めている米国の長期金利には上昇圧力があまり強まっておらず、円安方向への推移が阻まれている。また、時折浮上する新興国経済の先行きや最近のウクライナ・中東情勢への警戒感はリスク回避姿勢を強め、円高圧力として働いている。先行きも、方向感の乏しい展開がしばらく続くと見られるが、米国の利上げ時期の前倒し、もしくは日本の追加緩和といった観測が再浮上すれば、円安方向に動くだろう。

一方、ユーロは5月以降、緩やかな下落傾向となっている。6月上旬の欧州中銀(ECB)によるマイナス金利導入発表の直後に大きく下落したユーロは一旦持ち直す動きも見られたが、直近はポルトガルの金融不安やウクライナ情勢への懸念、さらには景気足踏みの長期化や追加緩和への思惑もあり、弱含みでの推移となっている。ユーロの軟調地合いはしばらく続くだろう。



### 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2014年					2015年	
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)		
無担保コールレート翌日物 (%)	0.068	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1		
TIBORユーロ円(3M) (%)	0.2100	0.15~0.23	0.15~0.23	0.15~0.23	0.15~0.23		
短期プライムレート (%)	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475		
国債利回り	10年債 (%)	0.500	0.40~0.65	0.40~0.70	0.45~0.75	0.50~0.80	
	5年債 (%)	0.150	0.10~0.25	0.10~0.30	0.15~0.35	0.15~0.35	
為替レート	対ドル (円/ドル)	102.5	98~108	100~110	100~115	100~115	
	対ユーロ (円/ユーロ)	137.2	128~145	125~145	125~145	125~145	
日経平均株価 (円)	15,318	15,250±1,000	15,000±1,000	15,250±1,000	15,500±1,000		

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成。先行きは農林中金総合研究所予想。

(注)実績は2014年8月15日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

## 2014～15年度 日本経済見通し

(前期比)

	単位	2012年度 通期	2013年度 通期	2014年度			2015年度		
				通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	0.7	2.3	0.4	▲ 0.5	1.5	1.0	0.8	▲ 0.1
民間需要	%	1.4	2.2	▲ 0.7	▲ 2.0	1.3	1.3	1.7	▲ 0.6
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	▲ 2.2	▲ 3.4	1.7	0.8	1.4	▲ 1.1
民間住宅	%	5.4	9.5	▲ 7.3	▲ 9.5	▲ 0.6	0.6	3.0	▲ 2.6
民間企業設備	%	0.7	2.7	5.2	1.7	2.6	3.8	2.6	1.2
公的需要	%	1.4	4.2	1.7	0.6	2.2	0.6	▲ 0.1	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	1.5	1.8	1.0	0.6	0.9	1.1	0.5	0.6
公的固定資本形成	%	1.3	15.1	4.6	0.9	7.6	▲ 1.6	▲ 2.7	▲ 3.0
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.4	7.2	9.9	10.1	9.8	8.8	7.1	10.5
輸出	%	▲ 1.3	4.8	5.7	3.2	2.3	4.1	2.2	2.6
輸入	%	3.6	7.0	2.7	▲ 2.2	2.8	6.1	5.8	0.2
内需寄与度(前期比)	%	1.4	2.7	▲ 0.2	▲ 1.5	0.9	1.1	1.3	▲ 1.1
民間需要(〃)	%	1.1	1.7	▲ 0.5	▲ 1.6	0.6	1.0	1.4	▲ 1.1
公的需要(〃)	%	0.4	1.0	0.4	0.1	0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
外需寄与度(〃)	%	▲ 0.8	▲ 0.5	0.5	0.9	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.5	0.6
デフレーター(前年比)	%	▲ 0.9	▲ 0.4	1.7	2.0	1.5	0.7	0.1	1.3
完全失業率	%	4.3	3.9	3.8	3.7	3.9	3.8	3.8	3.9
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 2.7	3.2	0.0	▲ 2.3	0.7	2.3	2.4	▲ 0.9
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.3	98.6	84.2	85.9	82.5	78.8	87.5	70.0
経常収支	兆円	4.2	0.8	4.3	1.6	2.7	6.8	2.5	4.3
貿易収支	兆円	▲ 5.2	▲ 10.9	▲ 5.8	▲ 3.6	▲ 2.2	▲ 2.9	▲ 2.8	▲ 0.1
外国為替レート	ドル/円	83.1	100.2	103.5	102.6	104.5	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格	ドル/バレル	113.4	109.6	111.4	110.3	112.5	115.0	115.0	115.0

(前年同期比)

	単位	2012年度 通期	2013年度 通期	2014年度			2015年度		
				通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	▲ 0.2	1.9	2.1	2.4	1.9	1.7	1.8	1.6
実質GDP	%	0.7	2.3	0.4	0.4	0.4	1.0	1.7	0.3
民間需要	%	1.4	2.2	▲ 0.7	▲ 0.1	▲ 1.3	1.3	2.5	0.2
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	▲ 2.2	▲ 1.9	▲ 2.5	0.8	2.4	▲ 0.7
民間住宅	%	5.4	9.5	▲ 7.3	▲ 4.2	▲ 10.0	0.6	2.4	▲ 1.2
民間企業設備	%	0.7	2.7	5.2	7.4	3.7	3.8	4.7	2.9
公的需要	%	1.4	4.2	1.7	1.5	2.0	0.6	1.3	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	1.5	1.8	1.0	0.8	1.2	1.1	1.2	1.0
公的固定資本形成	%	1.3	15.1	4.6	4.5	5.7	▲ 1.6	1.9	▲ 4.9
財貨・サービスの純輸出	兆円	8.4	7.2	9.9	10.1	9.8	8.8	7.1	10.5
輸出	%	▲ 1.3	4.8	5.7	6.5	5.0	4.1	4.0	4.3
輸入	%	3.6	7.0	2.7	5.6	0.0	6.1	8.2	4.0

国内企業物価(前年比)	%	▲ 1.0	1.8	4.1	4.4	3.9	1.9	1.4	2.5
全国消費者物価(〃)	%	▲ 0.2	0.8	3.1	3.3	2.9	1.9	1.3	2.5
完全失業率	%	4.3	3.9	3.8	3.7	3.9	3.8	3.8	3.9
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 2.7	3.2	0.0	1.8	▲ 1.6	2.3	3.1	1.4

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。