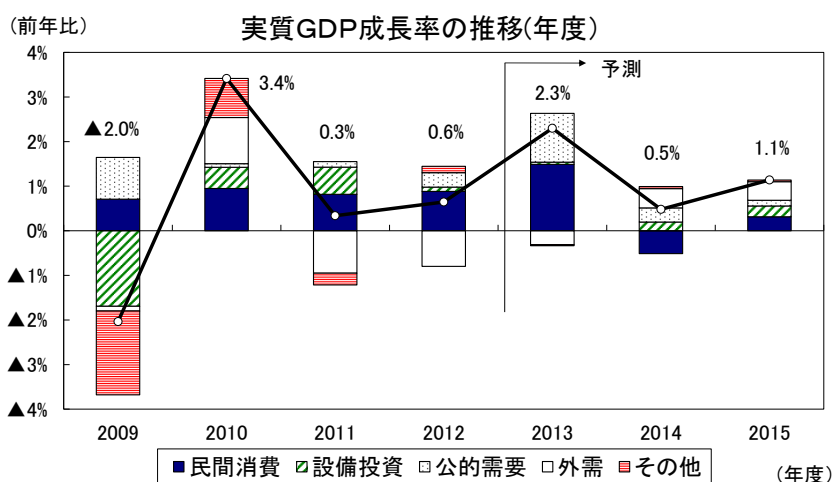


Weekly
エコノミスト・
レター2014・2015 年度経済見通し
～13年10-12月期GDP2次速報後改定

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

＜実質成長率:2013年度2.3%、2014年度0.5%、2015年度1.1%を予想＞

1. 2013年10-12月期の実質GDP（2次速報値）は設備投資の下方修正などから1次速報の前期比0.3%（年率1.0%）から前期比0.2%（年率0.7%）へと下方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、2月に発表した経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2013年度が2.3%、2014年度が0.5%、2015年度が1.1%と予想する。成長率の見通しは2月時点から変更していない。
3. 2014年1-3月期は消費税率引き上げ前の駆け込み需要が本格化することから成長ペースが大きく高まるが、2014年度は駆け込み需要の反動に物価上昇に伴う実質所得低下の影響が加わるため、成長率は低下する可能性が高い。
4. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は2013年度末にかけて1%台前半で推移した後、消費税率引き上げの影響から2014年度入り後は3%台前半となるだろう。ただし、円安効果の一巡や消費税率引き上げ後の景気減速の影響から、伸び率は徐々に鈍化する可能性が高い。消費者物価上昇率は2013年度が0.8%、2014年度が0.9%、2015年度が0.9%と予想する（消費税率引き上げによる影響を除くベース）。



1. 2013年10-12月期は前期比年率0.7%へ下方修正

3/10に内閣府が公表した2013年10-12月期の実質GDP（2次速報値）は前期比0.2%（年率0.7%）となり、1次速報の前期比0.3%（年率1.0%）から下方修正された。

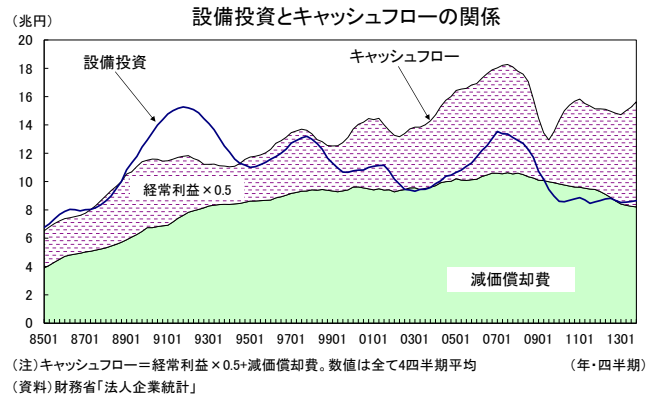
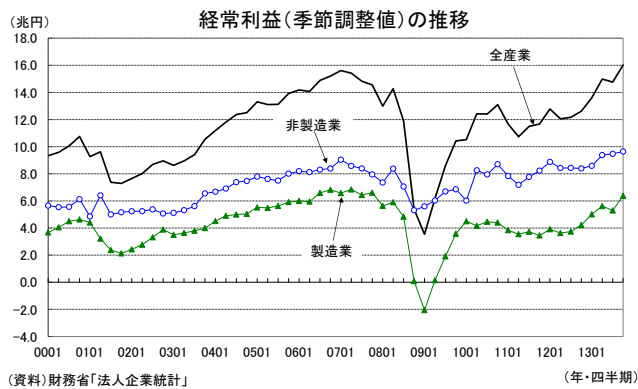
民間在庫は1次速報の前期比・寄与度▲0.0%から同0.0%へと若干上方修正されたが、10-12月期の法人企業統計の結果が反映されたことにより、設備投資が前期比1.3%から同0.8%へと下方修正されたことに加え、民間消費（前期比0.5%→同0.4%）、公的固定資本形成（前期比2.3%→同2.1%）も小幅な下方修正となった。

また、基礎統計の改定や季節調整のかけ直しによって2013年7-9月期以前の成長率も改定され、2013年4-6月期（前期比年率3.9%→同4.1%）が上方修正される一方、2013年7-9月期（前期比年率1.1%→同0.9%）が下方修正された。この結果、2013年の日本経済は上期に2四半期続けて年率4%台の高成長を記録した後、下期には外需の悪化を主因として急減速し、2四半期続けて年率1%を割り込む成長にとどまる形となった。

（力強さに欠ける設備投資）

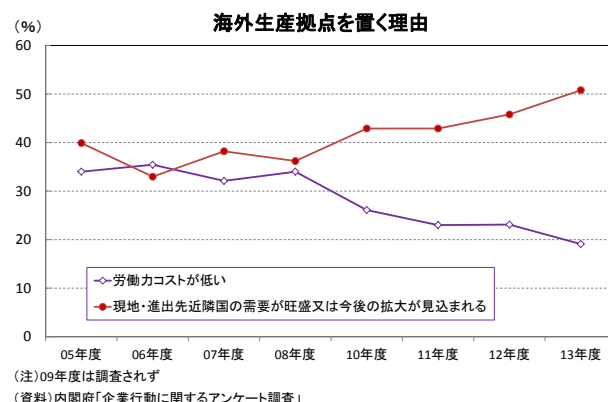
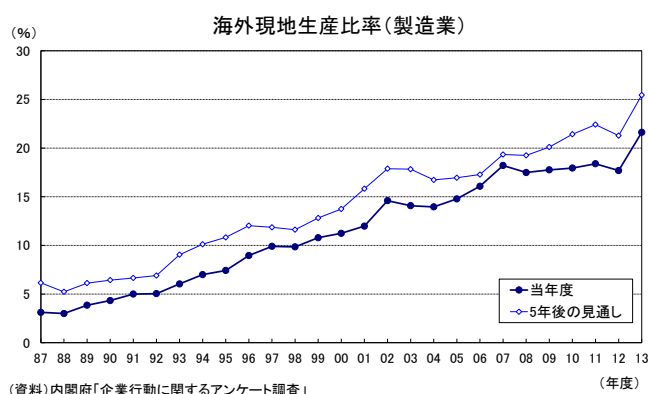
3/3に財務省から公表された法人企業統計によると、2013年10-12月期の経常利益（金融業、保険業を除く全産業）は前年比26.6%（7-9月期：同24.1%）と8四半期連続の増加となった。利益率の改善が続く中、売上高が前年比3.8%（7-9月期：同0.8%）と前期から伸びを高め、2四半期連続の増収増益となった。季節調整済の経常利益は16.0兆円となり、これまで過去最高だった2007年1-3月期の15.6兆円を上回った。製造業（6.4兆円）はリーマン・ショック前のピーク時（2007年4-6月期の6.8兆円）を若干下回っているが、今回の景気回復が個人消費を中心とした国内需要が牽引役となっていることを反映し、非製造業（9.6兆円）は2013年4-6月期にリーマン・ショック前のピークを上回った後、過去最高水準を更新し続けている。

企業収益が大幅に改善する一方、設備投資は依然として力強さに欠けるものとなっている。2013年10-12月期の設備投資は前年比では7-9月期の1.5%から4.0%（ソフトウェアを含む）へと伸びを高めたが、前期比では7-9月期が▲0.2%、10-12月期が▲0.3%と小幅ながら2四半期連続で減少した。足もとの設備投資の水準は減価償却費を若干上回っているものの、キャッシュフローを大きく下回っており、企業の設備投資意欲の弱さを示している。



内閣府の「2013年度企業行動アンケート調査」によれば、2012年度の海外現地生産比率（製造業）は20.6%と前年度から3.4%上昇し、5年後には25.5%まで上昇する見通しとなっている。この1年で大幅な円安が進んだにもかかわらず海外生産シフトに歯止めがかかる兆しは見られない。生産拠点を海外に置く理由としては、「現地・進出先近隣国の需要が旺盛又は今後拡大が見込まれる」を挙げる企業の割合が近年大きく上昇しており、2013年度調査では50.8%となった。逆に、「労働力コストが低い」を挙げる企業の割合は低下傾向にあり、2013年度調査では19.1%となった。このことは、国内外の成長率格差が広がったままでは、円安基調が続いたとしても設備投資の国内回帰が進みにくいことを意味している。

企業収益の大幅改善を受けて設備投資は徐々に伸びを高めることが見込まれるが、企業の国内に対する成長期待が高まることによって設備投資の回復が本格化するまでには時間を要するだろう。



2. 実質成長率は2013年度2.3%、2014年度0.5%、2015年度1.1%

(成長率見通しは2月時点と変わらず)

2013年10-12月期のGDP2次速報を受けて、2/18に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2013年度が2.3%、2014年度が0.5%、2015年度が1.1%と予想する。成長率の見通しは2月時点から変更していない。2013年7-9月期、10-12月期の実績値が下方修正されたことは2013年度の下方修正要因だが、2013年4-6月期が上方修正されたことがその影響を相殺した。2014年1-3月期以降の成長のパスもほとんど変えていない。

(消費税率引き上げ前後は極めて振れの大きな展開に)

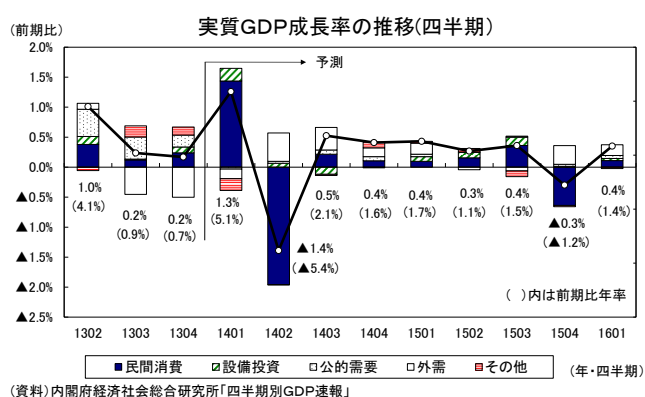
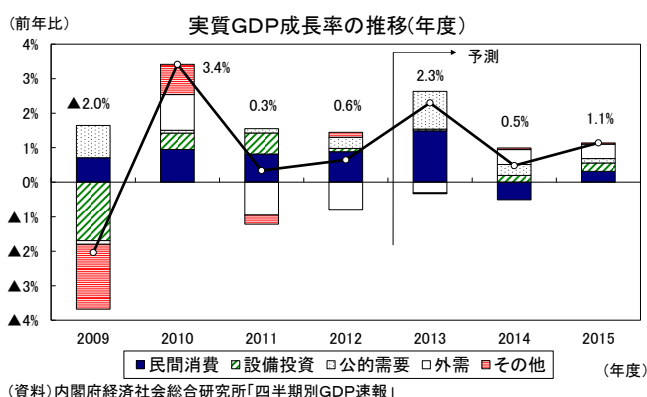
2四半期続けて成長率を大きく押し下げた外需は、2014年1-3月期もマイナスとなる可能性が高い。輸出は持ち直すものの海外生産シフトなどの構造要因もあって高い伸びが期待できないことに加え、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響から輸入の高い伸びが続くことが見込まれるためである。一方、設備投資が持ち直しの動きを続ける中、個人消費が増税前の駆け込み需要を主因として極めて高い伸びとなることから、国内需要の伸びは大きく加速するだろう。外需のマイナスを国内需要のプラスが大きく上回ることにより、2014年1-3月期は前期比年率5.1%の高成長にな

ると予想する。

消費税率が5%から8%へと引き上げられる2014年度に入ると、駆け込み需要の反動を主因として成長率はいったん大きく落ち込む可能性が高い。2014年4-6月期は個人消費、住宅投資の減少を主因として前期比年率▲5.4%の大幅マイナス成長となるだろう。

買い替えサイクルが長い住宅投資の反動はしばらく続く可能性が高いが、個人消費の反動減は比較的短期間で終了することが見込まれる。2014年7-9月期には反動減の影響が薄れていくにしたがい個人消費が増加に転じることなどからプラス成長に復帰し、景気の回復基調は維持されるだろう。また、2013年度は成長率に対してマイナス寄与となる外需は、輸出の伸びが引き続き緩やかにとどまるものの、国内需要の減速を背景に輸入の伸びが低下することから、2014年度は成長率の押し上げ要因となることを見込まれる。

2014年度は消費税率引き上げによる物価上昇に伴う実質所得の低下と駆け込み需要の反動減が重なるため2013年度から成長率は大きく低下するが、2015年度は税率の引き上げ幅が小さいこと(8%→10%)、年度下期からの引き上げとなるため駆け込み需要と反動減の影響が年度内ではほぼ相殺されることから、2014年度に比べると消費税率引き上げの影響は小さくなる。このため、年度ベースの成長率は潜在成長率を上回る伸びを確保できるだろう。



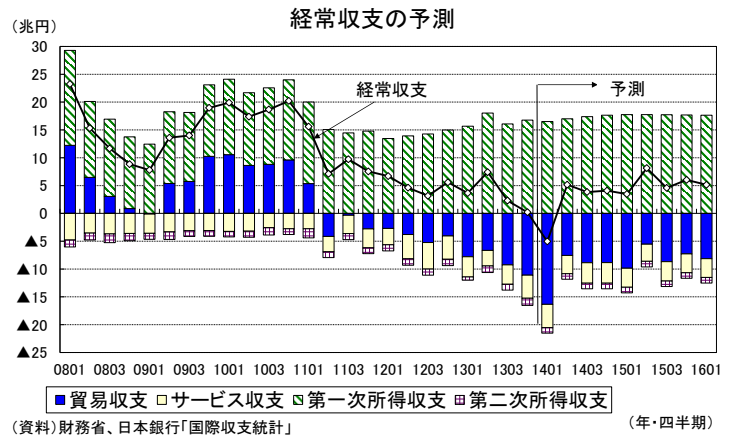
(貿易収支、経常収支の見通し)

貿易収支は東日本大震災以降、3年近くにわたって赤字が続いている。国際収支ベースの貿易収支(季節調整済・年率換算値)は円安の急進に伴う輸出の持ち直しを受けて、2013年1-3月期の▲7.8兆円から4-6月期には▲6.7兆円へと赤字幅がいったん縮小したが、7-9月期が▲9.2兆円、10-12月期が▲11.1兆円と再び拡大している。2014年1-3月期は駆け込み需要に伴う輸入の増加を主因として赤字幅がさらに拡大する可能性が高い。2014年度に入ると消費税率引き上げ後の国内需要の減速に伴い輸入の伸びが低下するため貿易収支は改善に向かうが、貿易赤字が解消するまでには至らないだろう。

貿易赤字の拡大を主因として経常収支(季節調整値)の黒字幅は急速に縮小している。2013年10-12月期の経常収支は0.2兆円(季節調整・年率換算値)とかなり黒字を確保したが、2014年1月は▲7.1兆円の赤字となっており、2014年1-3月期は四半期ベースでも経常赤字に転落することが確実となっている。

一方、多額の対外純資産と円安を背景に所得収支は大幅な黒字を続けており、2014年度に入ると貿易収支の赤字幅縮小に伴い経常収支は黒字に転換し、その後は緩やかな拡大傾向が続くだろう。経常収支は2012年度実績の4.2兆円(名目GDP比0.9%)から、2013年度には1.2兆円(同0.3%)まで縮小するが、2014年度が4.5兆円(同0.9%)、2015年度が6.4兆円(同1.3%)と徐々に持ち直すと予想する。

なお、国際収支統計は2014年1月分から大幅な見直しが行われた。財貨の加工、財貨の修理が「貿易収支」から「サービス収支」へ、仲介貿易が「サービス収支」から「貿易収支」に変更されたことなどから、旧統計に比べ「貿易収支」が上方修正される一方、「サービス収支」が下方修正された。また、従来の「所得収支」、「経常移転収支」の呼称がそれぞれ「第一次所得収支」、「第二次所得収支」に変更された。

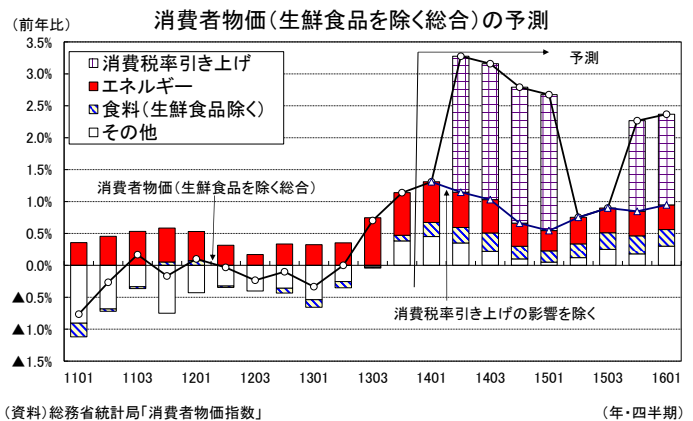


(物価の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、円安による輸入物価の上昇を主因として2013年6月に前年比0.4%と1年2ヵ月ぶりの上昇となった後、上昇ペースが加速し2014年1月には前年比1.3%となった。消費者物価指数の調査対象524品目(生鮮食品を除く)を、前年に比べて上昇している品目と下落している品目に分けてみると、2013年10月に上昇品目数が下落品目数を上回った後、12月には上昇品目の割合が2009年5月以来、4年7ヵ月ぶりに50%を上回った。原材料価格上昇の直接的な影響を受けやすいエネルギー、食料品に加えて、耐久財やサービスなどでも上昇品目が目立つようになっており、物価上昇の裾野の広がりにより鮮明となっている。

コアCPIは2013年度末までは1%台前半の伸びを続けた後、2014年度入り後には消費税率引き上げの影響が加わることで、3%台前半へと伸びを高めるだろう。しかし、2014年度に入ると景気減速に伴い需給バランスが悪化することや円安効果の一巡から輸入物価の伸びが低下することから、伸び率は徐々に鈍化する可能性が高い。

コアCPI上昇率は2012年度の前年比▲0.2%の後、2013年度が同0.8%、2014年度が同3.0%(0.9%)、2015年度が1.6%(0.9%)と予想する(括弧内は消費税率引き上げの影響を除くベース)。



日本経済の見通し (2013年10-12月期2次QE(3/10発表)反映後)

(単位: %) 前回予測 (2014.2)

	2012年度 実績	2013年度 予測	2014年度 予測	2015年度 予測	13/4-6 実績	13/7-9 実績	13/10-12 実績	14/1-3 予測	14/4-6 予測	14/7-9 予測	14/10-12 予測	15/1-3 予測	15/4-6 予測	15/7-9 予測	15/10-12 予測	16/1-3 予測	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP	0.6	2.3	0.5	1.1	1.0	0.2	0.2	1.3	▲1.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	▲0.3	0.4	2.3	0.5	1.1
内需寄与度	(1.4)	(2.6)	(0.0)	(0.7)	(0.9)	(0.7)	(0.7)	(1.4)	(▲1.9)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(▲0.6)	(0.2)	(2.7)	(0.1)	(0.7)
内、民間	(1.1)	(1.5)	(▲0.3)	(0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(1.5)	(▲1.9)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(▲0.6)	(0.1)	(1.6)	(▲0.3)	(0.6)
内、公需	(0.3)	(1.1)	(0.3)	(0.1)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(1.1)	(0.3)	(0.1)
外需寄与度	(▲0.8)	(▲0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.2)	(0.5)	(0.4)	(0.1)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.3)	(0.2)	(▲0.3)	(0.4)	(0.4)
民間最終消費支出	1.5	2.5	▲0.9	0.5	0.6	0.2	0.4	2.4	▲3.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.6	▲1.1	0.2	2.5	▲0.9	0.5
民間住宅投資	5.3	8.9	▲10.6	0.9	0.9	3.3	4.1	1.0	▲12.2	▲2.2	▲0.4	0.7	2.0	▲0.2	▲1.7	0.1	8.9	▲10.6	0.8
民間企業設備投資	0.7	0.4	1.5	1.8	1.0	0.1	0.8	1.6	0.5	▲0.9	▲0.1	0.6	0.7	1.0	0.1	0.3	0.8	1.7	1.8
政府最終消費支出	1.5	2.3	0.6	0.5	0.9	0.2	0.5	0.0	0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	2.1	0.6	0.5
公的固定資本形成	1.3	16.4	3.5	0.8	6.8	7.2	2.1	▲0.8	0.6	0.7	0.9	0.2	▲0.2	▲0.1	0.6	0.3	16.5	3.5	0.8
輸出	▲1.2	3.6	4.9	5.9	2.9	▲0.7	0.4	1.5	1.7	1.1	1.4	1.7	1.4	1.5	1.2	1.5	3.5	4.8	5.9
輸入	3.7	5.9	2.3	3.8	1.8	2.4	3.5	2.7	▲1.4	▲1.2	0.5	0.6	1.9	2.1	▲0.7	0.5	6.0	2.7	3.7
名目GDP	▲0.2	2.0	2.2	1.9	1.0	0.1	0.3	1.2	0.6	0.4	0.2	0.6	0.6	0.3	0.5	0.6	2.0	2.2	1.9

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

< 主要経済指標 >

	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	13/4-6	13/7-9	13/10-12	14/1-3	14/4-6	14/7-9	14/10-12	15/1-3	15/4-6	15/7-9	15/10-12	16/1-3	2013年度	2014年度	2015年度
鉱工業生産 (前期比)	▲2.9	3.0	0.6	1.8	1.5	1.7	1.8	2.5	▲2.4	▲0.7	0.6	0.8	0.7	1.2	▲1.3	0.4	3.0	0.6	1.8
国内企業物価 (前年比)	▲1.1	1.9	3.9	1.5	0.7	2.2	2.5	2.2	4.7	3.9	3.7	3.4	0.4	0.6	2.6	2.5	1.9	3.9	1.5
消費者物価 (前年比)	▲0.3	0.8	2.9	1.6	▲0.3	0.9	1.4	1.3	3.2	3.1	2.8	2.7	0.7	0.9	2.3	2.4	0.9	2.9	1.6
消費者物価 (生鮮食品除き)	▲0.2	0.8	3.0	1.6	0.0	0.7	1.1	1.3	3.3	3.2	2.8	2.7	0.8	0.9	2.3	2.4	0.8	3.0	1.6
(消費税除き)	(▲0.2)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(0.0)	(0.7)	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(1.1)	(0.7)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(0.8)	(0.9)	(0.9)
経常収支 (兆円)	4.2	1.2	4.5	6.4	7.4	2.3	0.2	▲4.9	5.3	4.2	4.8	3.9	8.5	4.9	6.5	5.5	1.2	4.0	5.9
(名目GDP比)	(0.9)	(0.3)	(0.9)	(1.3)	(1.5)	(0.5)	(0.0)	(▲1.0)	(1.1)	(0.9)	(1.0)	(0.8)	(1.7)	(1.0)	(1.3)	(1.1)	(0.3)	(0.8)	(1.2)
失業率 (%)	4.3	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	3.9	3.7	3.8	3.9	4.1	4.1	4.0	3.9	3.8	3.8	3.9	4.0	3.9
住宅着工戸数(万戸)	89	99	85	86	98	99	104	97	86	85	84	85	87	87	86	86	100	85	87
10年国債利回り (店頭基準)	0.8	0.7	0.8	1.0	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	0.7	0.8	1.0
為替 (円/ドル)	83	100	106	111	99	99	100	103	103	105	107	108	109	110	111	112	100	106	111
原油価格 (CIF, ドル/バレル)	114	109	109	110	107	107	112	111	110	109	109	109	110	110	110	110	109	109	110
経常利益 (前年比)	7.9	22.2	0.3	2.7	24.0	24.1	26.6	15.3	2.5	0.5	▲0.9	▲0.8	2.0	3.1	2.8	3.0	19.8	0.2	2.7

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。