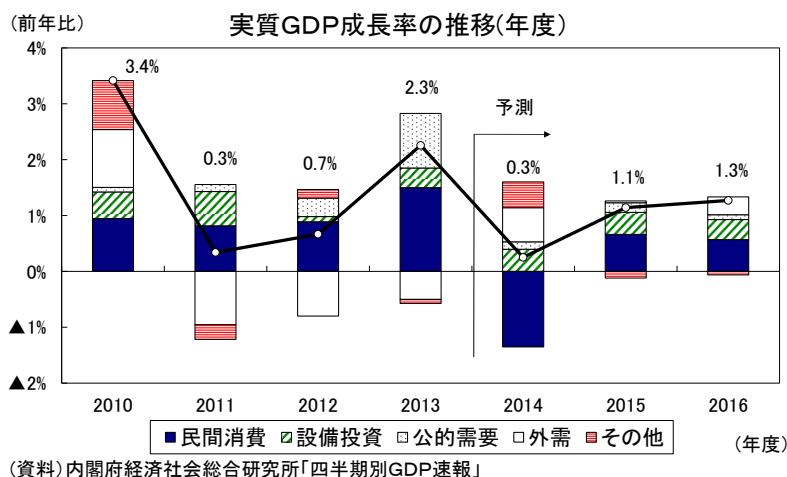


Weekly
エコノミスト・
レター2014～2016 年度経済見通し
～14年4-6月期GDP2次速報後改定

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:2014年度0.3%、2015年度1.1%、2016年度1.3%を予想＞

- 2014年4-6月期の実質GDP（2次速報値）は設備投資の下方修正を主因として1次速報の前期比▲1.7%（年率▲6.8%）から前期比▲1.8%（年率▲7.1%）へと下方修正された。
- GDP2次速報の結果を受けて、8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2014年度が0.3%、2015年度が1.1%、2016年度が1.3%と予想する。2014年4-6月期の成長率が下方修正されたこと、夏場の景気が想定よりやや下振れしていることを受けて、2014年度の成長率見通しを0.1%下方修正した。
- 2014年7-9月期は個人消費、設備投資が増加に転じることなどから前期比年率3.5%のプラス成長となり、景気の回復基調は維持されるだろう。ただし、個人消費が反動減一巡後も駆け込み需要発生前の水準を大きく下回るなど、景気の回復ペースは鈍い。
- 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は1%台前半（消費税の影響を除く）となっているが、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2014年末にかけて1%を割り込む可能性が高い。消費者物価上昇率は2014年度が1.1%、2015年度が0.8%、2016年度が1.1%と予想する。



1. 2014年4-6月期は前期比年率▲7.1%へ下方修正

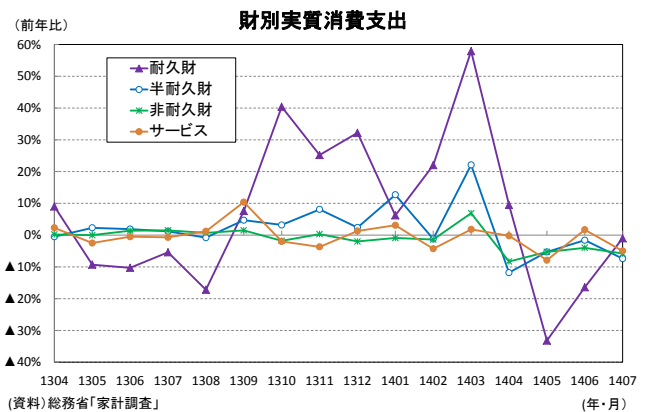
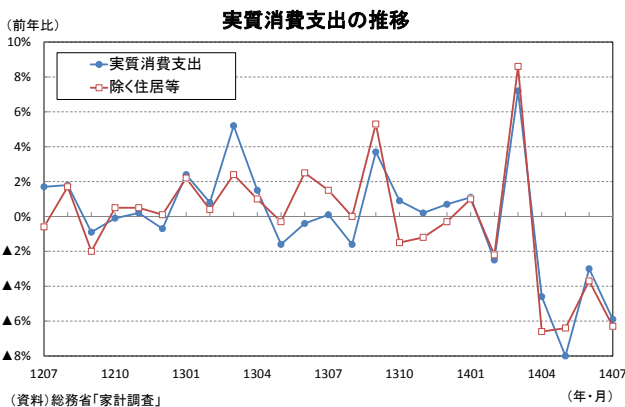
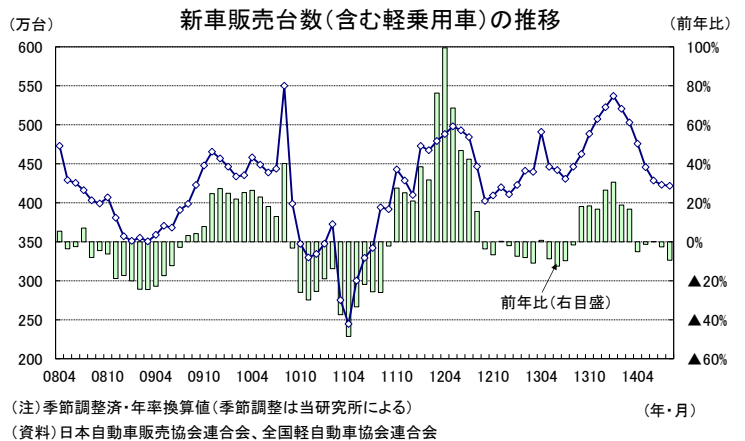
9/8に内閣府が公表した2014年4-6月期の実質GDP（2次速報値）は前期比▲1.8%（年率▲7.1%）となり、1次速報の前期比▲1.7%（年率▲6.8%）から下方修正された。

成長率の下方修正は、4-6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1次速報の前期比▲2.5%から同▲5.1%へと大幅に下方修正されたことが主因である。また、1次速報で前期比▲5.0%の大幅減少となっていた民間消費は同▲5.1%と減少幅がさらに拡大し、政府消費も前期比0.4%から同0.1%へと下方修正された。一方、民間在庫は1次速報で仮置きとなっていた原材料在庫、仕掛品在庫に法人企業統計の結果が反映されたことにより、1次速報の前期比・寄与度1.0%から同1.4%へと上方修正された。

実質GDP成長率の下方修正は小幅にとどまったが、民間消費、設備投資などの国内最終需要の下方修正を、最終需要の落ち込みを反映した在庫の積み上がりによる成長率の上方修正が相殺する形となっており、内容としては1次速報よりもさらに悪い。

（個人消費は反動減の影響縮小後も低迷が続く）

個人消費は消費税率引き上げ直後の急速な落ち込みから持ち直しつつあったが、駆け込み需要の反動の影響が和らぎつつある夏場になっても回復ペースは緩やかなものにとどまっている。2014年8月の自動車販売台数は前年比▲9.5%と7月の同▲2.6%から減少幅が拡大した。特に、それまで好調だった軽自動車の落ち込みが大きい（7月：前年比▲7.5%、8月：同▲15.0%）。新車販売台数を季節調整値（当研究所による試算値）で見ると、減少ペースはこのところ緩やかとなっているが、8月の水準は直近のピーク時（2014年1月）よりも2割以上低くなっている。



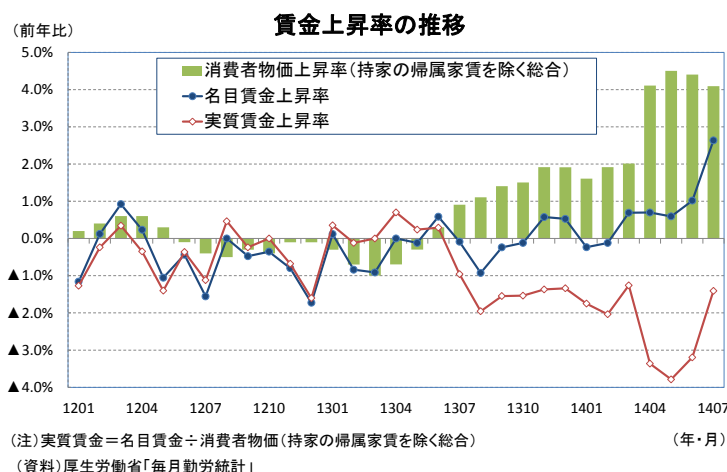
また、家計調査の実質消費支出は5月の前年比▲8.0%から6月には同▲3.0%といったん持ち直

したが、7月には同▲5.9%とマイナス幅が再び拡大した。財・サービス区別には、駆け込み需要が大きかった耐久財の減少幅が大きく縮小する（6月：前年比▲16.4%→7月：同▲1.0%）一方、駆け込み需要と反動の影響が比較的小さい半耐久財（6月：前年比▲1.6%→7月：同▲7.4%）、非耐久財（6月：前年比▲4.0%→7月：同▲5.8%）の減少幅が拡大し、駆け込み需要がほとんど見られなかったサービスが外食、旅行の減少などから6月の前年比1.7%から7月には同▲5.0%と減少に転じた。このことは夏場の個人消費の落ち込みが駆け込み需要の反動以外の要因、すなわち物価上昇に伴う実質所得の低下によるものであることを示唆している。

今年の春闘で久しぶりにベースアップをする企業が相次いだことを反映し、所定内給与は2014年6月に前年比0.2%と2年3ヵ月ぶりの増加となった。また、好調な企業業績を受けて多くの企業でボーナス支給月に当たる6~7月の特別給与は前年比3.9%となった。

このように、2014年度に入って名目賃金の伸びは高まっているが、消費税率引き上げの影響もあって消費者物価がこれを大きく上回る伸びとなっているため、実質賃金上昇率は大幅なマイナスが続いている。7月の実質賃金は特別給与が大幅に増加したことから前年比▲1.4%となり、4~6月の▲3%台から減少幅が縮小したが、ボーナスの影響がほとんどなくなる8月以降はマイナス幅が再び拡大する可能性が高い。

なお、現時点では毎月勤労統計の7月分は速報値となっており、同統計の賃金の伸びは確報値で下方修正される傾向があることには留意が必要だ。



2. 実質成長率は2014年度0.3%、2015年度1.1%、2016年度1.3%

(2014年度の成長率見通しを下方修正)

2014年4-6月期のGDP2次速報を受けて、8/14に発表した経済見通しを改定した。実質GDP成長率は2014年度が0.3%、2015年度が1.1%、2016年度が1.3%と予想する（8/14時点ではそれぞれ0.4%、1.1%、1.3%）。2014年4-6月期の成長率が下方修正されたことに加え、夏場の個人消費、住宅関連指標が想定よりも下振れていることを受けて7-9月期の成長率を前期比年率4.0%から同3.5%へと引き下げたことから、2014年度の見通しを0.1%下方修正した。2014年10-12月期以降の成長のパスは大きく変えておらず、2015年度、2016年度の成長率見通しも変更していない。

(7-9月期は反動減の一巡から明確なプラス成長へ)

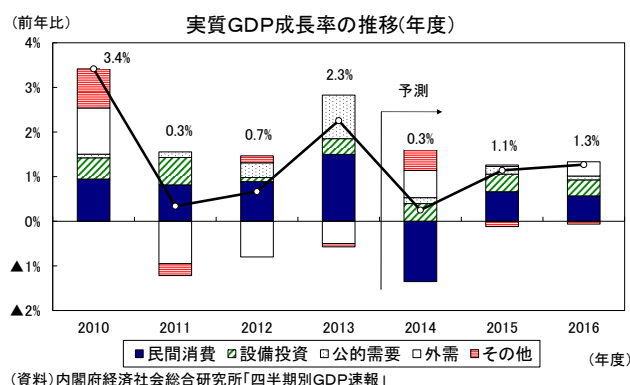
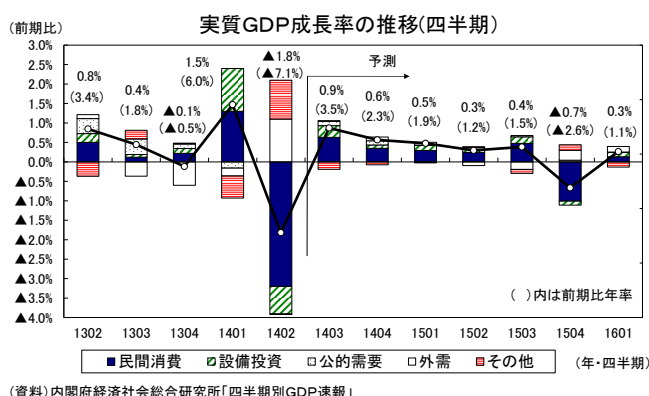
消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動は2014年4-6月期が最も大きく、7-9月期以降はその

影響が減衰していく。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、個人消費は反動の影響が和らぐ 2014 年 7-9 月期には前期比でプラスに転じる可能性が高い。また、設備投資は 4-6 月期には前期比▲5.1%の減少となったが、企業収益の改善を背景とした設備投資の回復基調は途切れておらず、7-9 月期以降は増加を続ける可能性が高く、2 四半期連続で減少した公共投資も 2013 年度補正予算の顕在化から 7-9 月期には増加に転じることが見込まれる。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 3.5%のプラス成長となり、景気の回復基調は維持されるだろう。

(個人消費が駆け込み需要前の水準に戻るのは 2015 年後半)

ただし、7-9 月期は反動減の影響が縮小するというテクニカルな要因によって高めの成長となりやすく、成長率そのものが景気の実力を必ずしも反映しない。景気の実勢を判断するためには、7-9 月期の成長率だけでなく、実質 GDP の水準を駆け込み需要が本格化する前の 2013 年 10-12 月期と比較するなどの工夫が必要だろう。当研究所の予測に基づけば、2014 年 7-9 月期の実質 GDP は 2013 年 10-12 月期よりも 0.5%高い水準となるが、そのほとんどが民間在庫の積み上がりによるもので、民間消費は 2%以上低い水準にとどまる。民間消費が 2013 年 10-12 月期の水準に戻るのは 2015 年 7-9 月期までずれ込むと予想している。消費増税後の景気は反動減の影響を除いても弱まっていると考えられる。

今回の見通しでは、消費税率が 2015 年 10 月に 8%から 10%へ引上げられることを前提としている。2014 年度は 3%の引き上げ分がフルに影響することになるが、次回の引き上げは 2015 年度下期からとなるため、年度ベースでは 2015 年度、2016 年度ともに 1%分の引き上げの影響を受けることになる。また、次回の増税前後にも今回と同様に駆け込み需要とその反動減が発生することが見込まれるが、駆け込み需要と反動減の影響が 2015 年度内でほぼ相殺されるため、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、2015 年度、2016 年度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。



(物価の見通し)

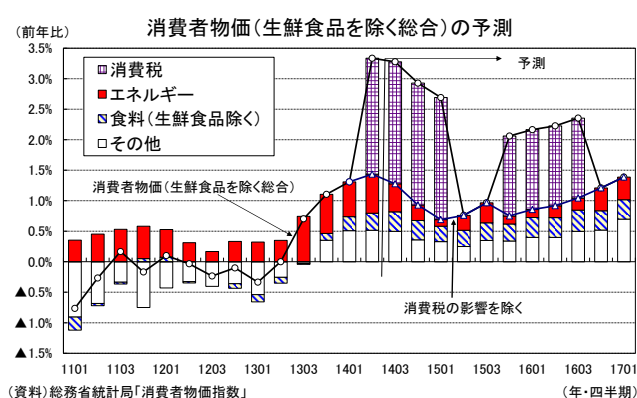
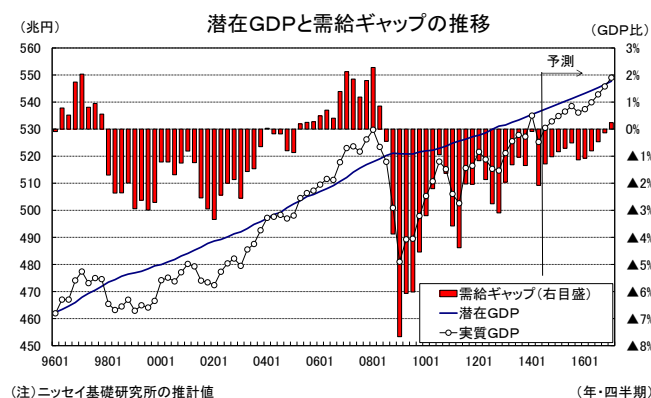
消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コア CPI) は、2014 年 3 月の前年比 1.3%から、消費税率

が引き上げられた4月には同3.2%と伸びを大きく高めた。消費者物価指数に占める課税品目の割合が約7割、経過措置で新税率の適用が5月以降となる品目が約1割（いずれも生鮮食品を除く総合に対する割合）であることを考慮すると、消費税率引き上げによりコアCPIは4月が1.7%、5月以降が2.0%押し上げられる計算になる。4月のコアCPI上昇率は前月よりも1.9ポイント拡大し、消費税率引き上げ分を上回る価格転嫁が見られた。コアCPIは5月が前年比3.4%、6月、7月が同3.3%となったが、消費税率引き上げの影響を除くと4月の前年比1.5%から7月は同1.3%と伸び率はやや鈍化している。

当研究所が推計する需給ギャップは2014年1-3月期に▲0.1%（GDP比）といったんゼロ近傍まで縮小したが、大幅なマイナス成長となった2014年4-6月期には▲2.1%とマイナス幅が大きく拡大した。現時点では消費者物価は日銀の想定通りの動きとなっているが、景気は明らかに日銀の想定よりも下振れている。

また、ここに来て円安が進んでいるものの、2013年初から2014年初にかけて10~20%台で推移していたドル円レートの前年比は足もとでは一桁の伸びとなっており、現状程度のレートが続けば先行きも同程度の伸びが続くことになる。原油、LNG価格が下落基調となっていることもあり、エネルギー価格の前年比上昇率は2014年5月の前年比10.1%をピークに年末にかけて6%程度の伸びとなり、コアCPI上昇率を0.3ポイント程度押し下げることが見込まれる。

円安効果の一巡に加え、需給バランス悪化による物価への影響が顕在化することにより、コアCPIの伸びは徐々に鈍化し年末にかけては2%台後半（消費税の影響を除くと1%割れ）になると予想する。



一方、物価上昇がある程度定着してきたこと、消費税率引き上げ分の価格転嫁も比較的スムーズに行われたこともあり、予想物価上昇率も一定程度高まっていると考えられる。リーマン・ショックのような外部環境の急速な悪化がなければ、物価上昇率が再びマイナス圏に陥るリスクは低いだろう。2014年度は潜在成長率を若干下回る成長にとどまるが、2015年度、2016年度と消費増税の影響を受けながらも潜在成長率を超える成長となるため、需給バランスは改善を続ける。今回の見通しをもとにすれば需給ギャップは2016年度末には小幅ながらもプラス(2017年1-3月期:+0.2%)となることを見込まれる。また、景気回復が2016年度末まで続いた場合には、景気拡張期間は4年を超えることになるため、賃金が持続的に上昇しこのことがサービス価格の安定的な上昇につな

がる効果も期待できるだろう。

コア CPI 上昇率は 2013 年度の前年比 0.8% の後、2014 年度が同 3.1% (1.1%)、2015 年度が同 1.5% (0.8%)、2016 年度が同 1.8% (1.1%) 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 (2014 年 4-6 月期 2 次 QE(9/8 発表) 反映後)

(単位: %)

前回予測 (2014.8)

	2013年度 実績	2014年度 予測	2015年度 予測	2016年度 予測	13/4-6 実績	13/7-9 実績	13/10-12 実績	14/1-3 実績	14/4-6 実績	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	2014年度	2015年度	2016年度
実質 GDP	2.3	0.3	1.1	1.3	0.8	0.4	▲0.1	1.5	▲1.8	0.9	0.6	0.5	0.3	0.4	▲0.7	0.3	0.4	1.1	1.3
内需寄与度	(2.7)	(▲0.3)	(1.1)	(1.0)	(0.8)	(0.8)	(0.5)	(1.7)	(▲2.9)	(0.8)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(▲0.9)	(0.1)	(▲0.2)	(1.0)	(1.0)
内、民需	(1.7)	(▲0.5)	(0.9)	(0.9)	(0.4)	(0.5)	(0.3)	(1.8)	(▲2.9)	(0.7)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.5)	(▲1.0)	(0.1)	(▲0.4)	(0.9)	(0.9)
内、公需	(1.0)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(▲0.2)	(▲0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.1)
外需寄与度	(▲0.5)	(0.6)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(▲0.4)	(▲0.6)	(▲0.2)	(1.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.6)	(0.1)	(0.3)
民間最終消費支出	2.5	▲2.3	1.1	1.0	0.7	0.2	0.4	2.0	▲5.1	1.1	0.6	0.5	0.4	0.8	▲1.7	0.2	▲2.1	1.0	1.0
民間住宅投資	9.5	▲9.4	0.2	0.4	2.1	4.7	2.4	2.0	▲10.4	▲4.2	1.2	0.5	1.5	▲0.2	▲2.0	▲0.4	▲8.2	0.3	0.3
民間企業設備投資	2.7	3.0	2.9	2.6	1.8	0.5	1.0	7.8	▲5.1	2.2	0.6	1.0	0.6	1.2	▲0.7	0.8	5.1	2.3	2.2
政府最終消費支出	1.8	0.4	0.7	0.4	0.6	0.1	0.2	▲0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.7	0.4
公的固定資本形成	15.1	1.3	0.9	0.2	5.8	7.1	1.4	▲2.5	▲0.5	1.7	1.0	▲0.7	0.2	0.4	0.5	▲0.4	1.3	1.0	0.2
輸出	4.8	5.7	3.9	4.4	3.1	▲0.7	0.3	6.5	▲0.5	0.8	1.2	1.2	0.8	1.0	0.9	▲0.9	5.5	3.7	4.5
輸入	7.0	2.1	4.2	2.9	2.3	1.8	3.7	6.4	▲5.6	0.7	0.7	0.8	1.5	2.4	▲0.7	0.1	2.2	3.6	2.7
名目 GDP	1.9	2.3	2.0	2.2	0.3	0.4	0.2	1.6	▲0.2	0.9	0.6	0.6	0.6	0.1	0.3	0.5	2.4	2.0	2.3

(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 >

(単位: %)

	2013年度	2014年度	2015年度	2016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	2014年度	2015年度	2016年度
鉱工業生産 (前期比)	3.2	0.1	2.0	2.0	1.6	1.8	1.8	2.9	▲3.8	▲0.2	0.8	1.1	0.9	1.4	▲2.7	0.9	0.3	2.1	2.2
国内企業物価 (前年比)	1.9	4.0	1.4	1.3	0.7	2.2	2.5	1.9	4.4	4.2	3.8	3.8	0.7	0.3	2.3	2.1	4.0	1.3	1.3
消費者物価 (前年比)	0.9	3.1	1.5	1.8	▲0.3	0.9	1.4	1.5	3.6	3.3	2.9	2.8	0.8	1.0	2.1	2.2	3.1	1.5	1.8
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.8	3.1	1.5	1.8	0.0	0.7	1.1	1.3	3.3	3.3	2.9	2.7	0.8	1.0	2.1	2.2	3.0	1.5	1.8
(消費税除き)	(0.8)	(1.1)	(0.8)	(1.1)	(0.0)	(0.7)	(1.1)	(1.3)	(1.4)	(1.3)	(0.9)	(0.7)	(0.8)	(1.0)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(0.8)	(1.1)
経常収支 (兆円)	0.8	3.7	4.7	5.0	7.4	2.3	0.0	▲5.5	2.6	3.6	4.9	3.6	5.5	3.4	5.6	4.3	3.5	4.9	5.4
(名目 GDP 比)	(0.2)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.5)	(0.5)	(0.0)	(▲1.1)	(0.5)	(0.7)	(1.0)	(0.7)	(1.1)	(0.7)	(1.1)	(0.9)	(0.7)	(1.0)	(1.1)
失業率 (%)	3.9	3.7	3.8	3.7	4.0	4.0	3.9	3.6	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9	3.8	3.7	3.7	3.7	3.8	3.7
住宅着工戸数 (万戸)	99	87	90	90	98	99	104	93	89	85	87	89	91	91	89	88	88	90	91
10年国債利回り (店頭基準)	0.7	0.6	0.8	1.0	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.7	0.9	1.1
為替 (円/ドル)	100	105	110	114	99	99	100	103	102	103	106	107	108	109	110	111	104	109	113
原油価格 (CIF, 1'4/バレル)	110	108	106	107	107	107	112	112	110	109	107	106	106	106	106	106	110	109	110
経常利益 (前年比)	23.6	0.2	1.5	3.8	24.0	24.1	26.6	20.2	4.5	1.0	▲1.0	▲3.3	▲0.8	3.6	1.7	1.9	0.1	2.1	3.8

(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。