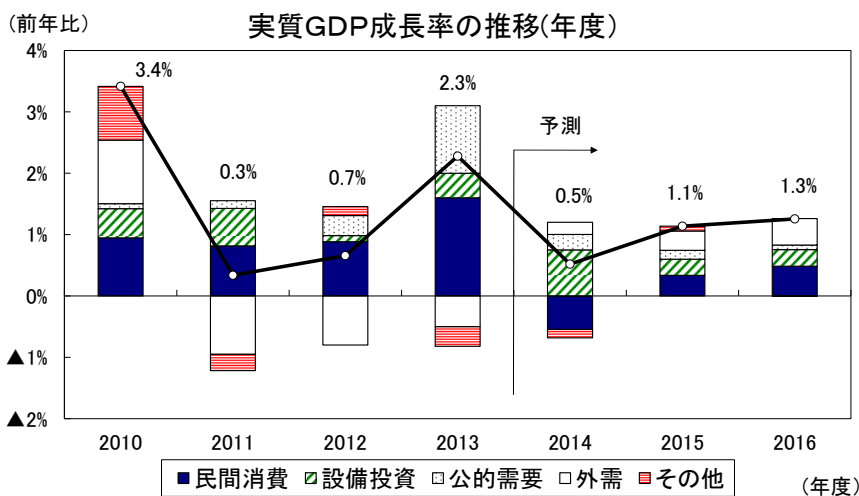


Weekly  
エコノミスト・  
レター2014～2016 年度経済見通し  
～14年1-3月期GDP2次速報後改定

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0.5%、2015年度1.1%、2016年度1.3%を予想＞

1. 2014年1-3月期の実質GDP（2次速報値）は設備投資の上方修正を主因として1次速報の前期比1.5%（年率5.9%）から前期比1.6%（年率6.7%）へと上方修正された。
2. GDP2次速報の結果を受けて、5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0.5%、2015年度が1.1%、2016年度が1.3%と予想する。成長率の見通しは5月時点から変更していない。
3. 2014年4-6月期は消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減を主因として大幅マイナス成長が避けられないが、反動の影響が一巡する7-9月期にはプラス成長に戻り、景気の回復基調は維持されるだろう。
4. 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は1%台半ばの伸びとなっているが、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（消費税率引き上げを除くベース）。消費者物価上昇率は2014年度が0.9%、2015年度が0.8%、2016年度が1.1%と予想する。物価が安定的に1%を上回る伸びとなるのは2016年度後半となるだろう。



# 1. 2014年1-3月期は前期比年率6.7%へ上方修正

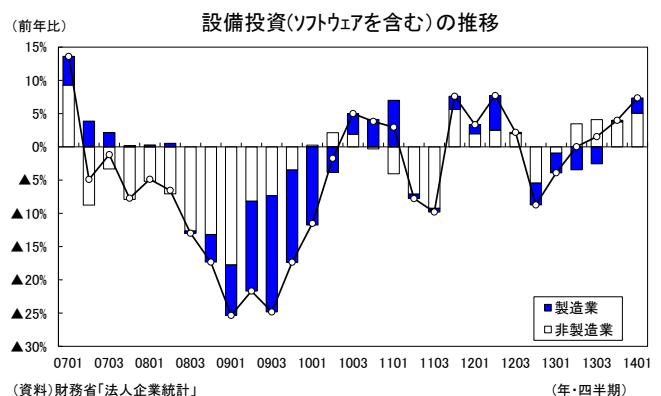
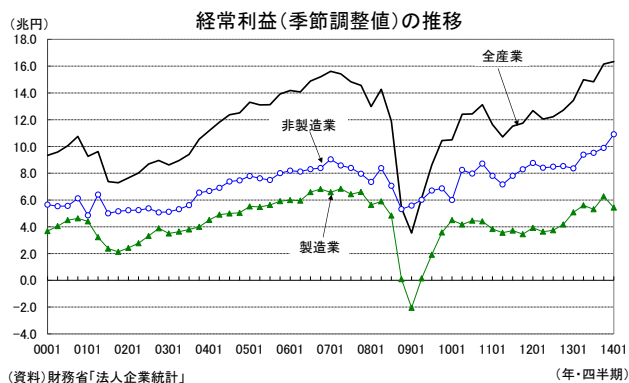
6/9に内閣府が公表した2014年1-3月期の実質GDP(2次速報値)は前期比1.6%(年率6.7%)となり、1次速報の前期比1.5%(年率5.9%)から上方修正された。

成長率の上方修正は、1-3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4.9%から同7.6%へと大幅に上方修正されたことが主因である。また、1次速報で前期比2.1%の高い伸びとなっていた民間消費は、推計に用いられる基礎統計の追加を反映した結果、同2.2%とさらに高い伸びとなった。一方、民間在庫は1次速報の前期比・寄与度▲0.2%から同▲0.5%へと下方修正され、公的固定資本形成も前期比▲2.4%から同▲2.7%へと下方修正された。2013年度の成長率は実質2.3%、名目1.9%で1次速報時点と変わらなかった。

(設備投資の回復基調が明確に)

6/2に財務省から公表された法人企業統計によると、2014年1-3月期の経常利益(金融業、保険業を除く全産業)は前年比20.2%(10-12月期:同26.6%)と9四半期連続の増加となった。季節調整済の経常利益は16.3兆円となり、2013年10-12月期に続き過去最高水準を更新した。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(10.9兆円)は13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、4四半期続けて過去最高を更新している。一方、製造業(5.4兆円)は輸出の伸び悩みが続く中、変動費の増加が収益を圧迫していることからリーマン・ショック前のピーク(07年4-6月期の6.8兆円)を20%程度下回っている。

2014年1-3月期の設備投資(ソフトウェアを含む)は前年比7.4%となり、2013年10-12月期の同4.0%から伸びを高めた。出遅れが目立っていた設備投資だが、好調な企業業績を背景により回復基調が明確となってきた。設備投資は個人消費や住宅投資に比べて消費増税による直接的な影響が小さい。14年度に入ると国内需要の減速を背景に一時的に足踏み状態となる可能性はあるものの、回復基調は維持され、景気の下支え役となることが期待される。

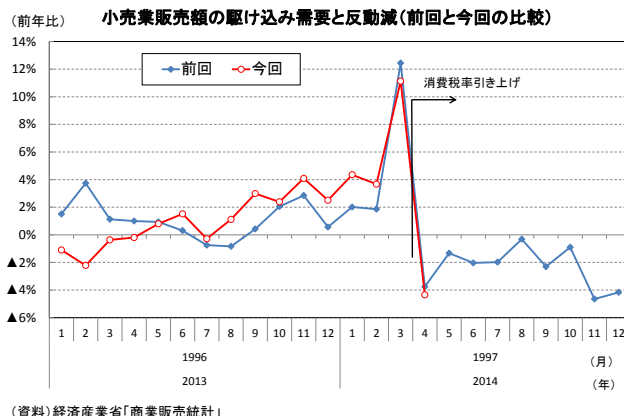
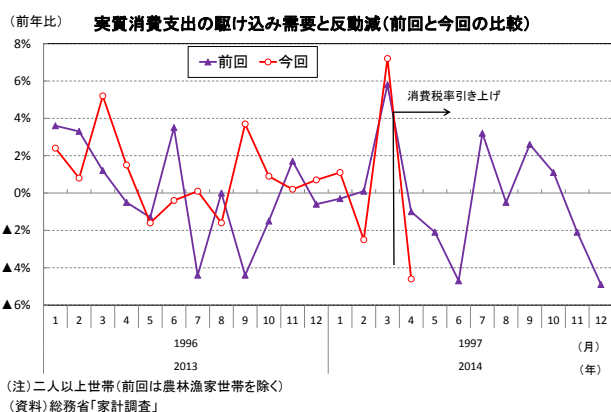


(駆け込み需要の反動減の状況が徐々に明らかに)

消費税率が5%から8%に引き上げられてから2ヵ月あまりが経過し、ようやく駆け込み需要の

反動減が経済指標から確認できるようになってきた。消費増税前後の個人消費関連指標の動きをみると、家計調査の実質消費支出（3月：前年同月比7.2%→4月：同4.6%減）、小売販売額（3月：前年同月比11.0%→4月：同4.4%減）、百貨店販売額（3月：前年同月比25.4%→4月：同12.0%減）など、3月の増加幅に比べて4月の減少幅が小さいものがほとんどだ。

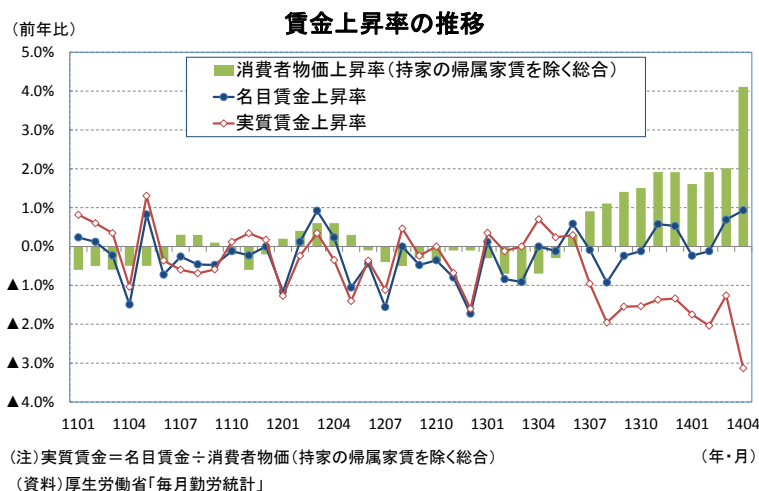
しかし、反動減は4月だけで終わるわけではない。実際、前回の消費増税時（1997年4月）の個人消費の動きを振り返ってみると、今回と同様に4月の減少幅は3月の増加幅よりも小さかったが、5月以降も減少が続く指標が多かった。現時点ではほとんどの経済指標は4月分までしか公表されていない。反動減の全容を把握するためには5月以降の結果を待つ必要がある。



今のところ反動減の大きさに隠れているが、消費税率引き上げ後の個人消費は物価上昇に伴う実質所得低下の影響も受けている。好調な企業業績、政府による賃上げ要請などを受けて、2014年春闘では久しぶりベースアップを実施する企業が相次いだ。このため、2014年度に入るとこれまで減少を続けてきた所定内給与が増加に転じることが期待されていた。

しかし、6/3に厚生労働省から公表された「毎月勤労統計」によれば、2014年4月の現金給与総額は所定外給与（前年比5.1%）、特別給与（前年比20.5%）が高い伸びとなったことから、前年比0.9%となったが、賃金総額の約4分の3を占める所定内給与は前年比▲0.2%（3月：同▲0.3%）とマイナスのままであった。所定内給与を就業形態別にみると、一般労働者（前年比0.1%）、パートタイム労働者（前年比0.6%）ともに小幅な増加となったが、パートタイム労働者比率の上昇が労働者全体の平均賃金を押し下げる形となった。

また、消費税率引き上げによって消費者物価上昇率が大きく高まったため、名



<sup>1</sup> 4月の消費者物価は、市場の注目度が高い「生鮮食品を除く総合」では前年比3.2%だが、実質賃金を算出する際に用いられる「持家の帰属家賃を除く総合」では前年比4.1%となっている。

目賃金を消費者物価で割り引いた実質賃金は3月の前年比▲1.3%から4月は同▲3.1%と低下幅が急拡大した。5月以降に改定後の賃金を支給する企業もあるため、所定内給与が今後増加に転じる可能性もあるが、消費者物価が高止まりする中、賃金の伸び悩みが続くようであれば、反動減の影響が一巡した後も個人消費が回復軌道に戻らないリスクが高まるだろう。

## 2. 実質成長率は2014年度0.5%、2015年度1.1%、2016年度1.3%

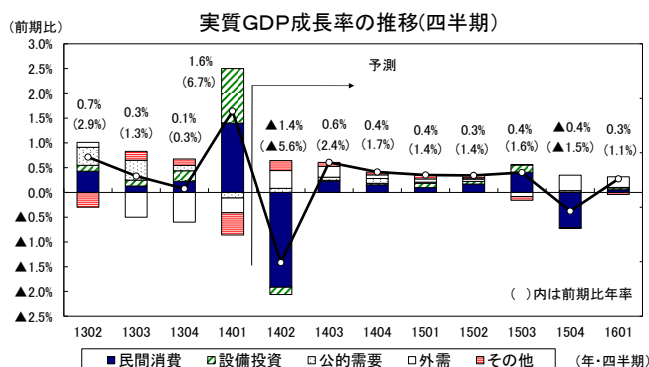
(成長率見通しは5月時点と変わらず)

2014年1-3月期のGDP2次速報を受けて、5/16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0.5%、2015年度が1.1%、2016年度が1.3%と予想する。成長率の見通しは5月時点から変更していない。2014年1-3月期の成長率が上方修正されたことにより、2013年度から2014年度への発射台(ゲタ)が上がったが、反動減を主因とした2014年4-6月期の落ち込みがその分大きくなることで発射台の効果は打ち消されるだろう。2014年7-9月期以降の成長のパスもほとんど変えていない。

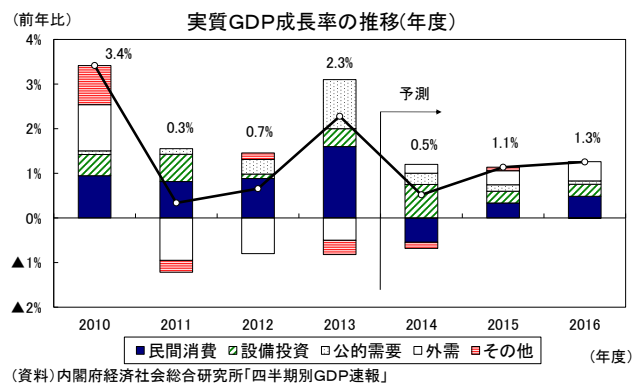
(消費税率引上げ後も景気の回復基調は途切れず)

2014年4-6月期は民間消費、住宅投資が消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動から大きく落ち込むことに加え、1-3月期に極めて高い伸びとなった設備投資もその反動から減少に転じる可能性が高い。2014年4-6月期の実質GDPは前期比年率▲5.6%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。



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

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、実質GDP成長率が2013年度から大きく低下することは避けられないだろう。

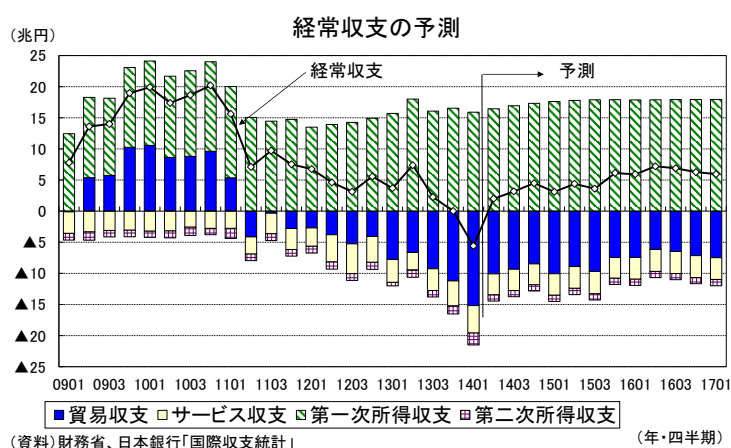
今回の見通しでは、消費税率が2015年10月に8%から10%へ引き上げられることを前提としている。2014年度は3%の引き上げ分がフルに影響することになるが、次回の引き上げは2015年度下期からとなるため、年度ベースでは2015年度、2016年度ともに1%分の引き上げの影響を受けることになる。また、次回の増税前後にも今回と同様に駆け込み需要とその反動減が発生することが見込まれるが、駆け込み需要と反動減の影響が2015年度内ではほぼ相殺されるため、2014年度に比べると消費税率引き上げの影響は小さくなる。このため、2015年度、2016年度の成長率は潜在成長率を上回る伸びを確保できるだろう。

(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2013年4-6月期の▲6.7兆円から7-9月期が▲9.3兆円、10-12月期が▲11.2兆円、2014年1-3月期が▲15.2兆円と拡大を続けてきた。この結果、かろうじて黒字を維持してきた経常収支(季節調整済・年率換算値)も2014年1-3月期は▲5.6兆円(季節調整済・年率換算値)の赤字へと転落した。

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。

一方、多額の対外純資産と円安を背景に第一次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2013年度実績の0.8兆円(名目GDP比0.2%)から、2014年度が3.2兆円(同0.6%)、2015年度が5.0兆円(同1.0%)、2016年度が6.6兆円(同1.3%)と徐々に持ち直すと予想する。



(物価の見通し)

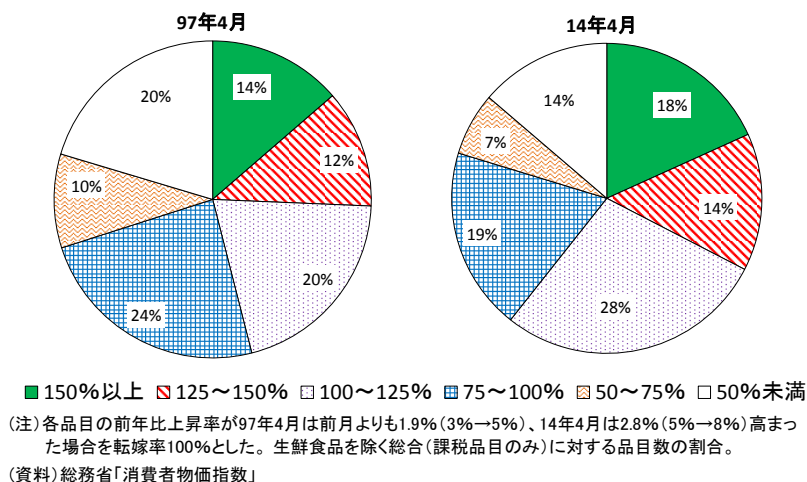
消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、2013年12月から2014年3月まで前年比1.3%の伸びを続けた後、消費税率が引き上げられた4月には上昇率が1.9%ポイント拡大し、前年比3.2%となった。

消費者物価指数に占める非課税品目の割合が約3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)であるため、4月に消費税率引き上げの影響を受ける品目の割合は6割弱となる。この点を考慮すると、消費税率引き上げにより4月のコアCPI上昇率は1.7%ポイント押し上げられる計算となるが、実際の上昇率の拡大幅はこれを若干上回った。



4月からの課税品目について品目別の価格転嫁率を確認すると、転嫁率が150%以上の品目が18%、120～150%の品目が14%、100～125%の品目が28%、75～100%の品目が19%、50～75%の品目が7%、50%未満の品目が4%であった。前回の増税時(97年4月)は価格転嫁率が100%を上回る品目は5割弱にとどまっていたが、今回は約6割の品目が100%を上回る転嫁率となった。

品目別価格転嫁率の比較(全国)



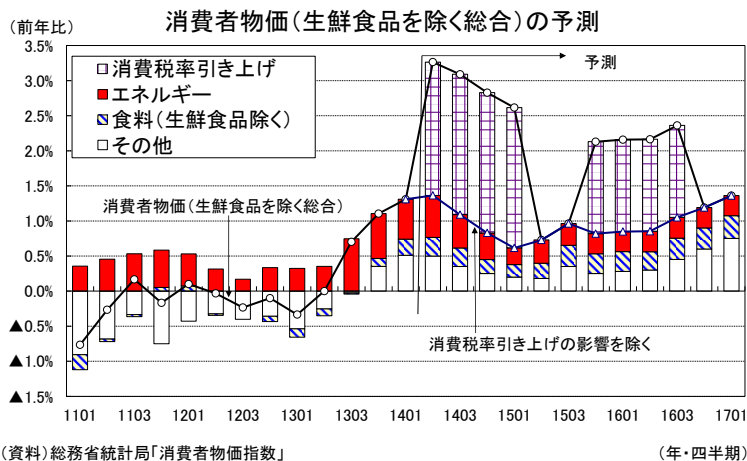
2013年度末にかけて駆け込み需要

の影響もあって景気が国内需要を中心に好調であったことに加え、今回の増税に際しては、政府が消費税の転嫁拒否や消費税分を値引きする等の宣伝・広告を禁止するなど、円滑な価格転嫁を促進する姿勢を明確に示していたことが企業の値上げを後押ししたとみられる。こうしたことから企業の値上げに対する抵抗感は小さくなり、これまで十分に転嫁できていなかった円安によるコスト増を、この機会に消費税分に乗せする形で製品、サービス価格に反映させた企業も多かったものと考えられる。

5月のコアCPIは、4月は旧税率が適用されている経過措置品目に新税率が適用されることから、さらに0.3%程度押し上げられ、夏頃までは前年比で3%台半ばの伸びが続く可能性が高い。ただし、消費税率引き上げに伴う景気減速によって需給バランスが悪化すること、円安効果の一巡から輸入物価の伸びが低下することなどから、その後は伸び率が徐々に鈍化し、年末にかけては2%台後半(消費税率引き上げの影響を除くと0%台後半)の伸びになると予想する。

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。また、景気回復が2016年度末まで続いた場合には、2012年11月を底とした景気拡張期間は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。

コアCPI上昇率は2013年度の前年比



0.8%の後、2014年度が同2.9% (0.9%)、2015年度が1.5% (0.8%)、2016年度が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)。今回の予測期間中に2%の「物価安定の目標」を達成することは難しいが、物価上昇がこれまでのエネルギーを中心としたものから、エネルギー以外の財やサービスにまで広がっていけば、デフレ脱却はより確実なものとなるだろう。

## 日本経済の見通し (2014年1-3月期2次QE(6/9発表)反映後)

(単位: %) 前回予測 (2014.5)

	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 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	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDP	2.3	0.5	1.1	1.3	0.7	0.3	0.1	1.6	▲1.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4	▲0.4	0.3	0.5	1.1	1.3
内需増減	(2.8)	(0.3)	(0.8)	(0.8)	(0.6)	(0.8)	(0.6)	(1.9)	(▲1.8)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(▲0.7)	(0.1)	(0.2)	(0.8)	(0.8)
内、民需	(1.7)	(0.1)	(0.7)	(0.8)	(0.2)	(0.5)	(0.5)	(2.0)	(▲1.9)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.5)	(▲0.7)	(0.0)	(▲0.2)	(0.6)	(0.7)
内、公需	(1.1)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
外需増減	(▲0.5)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.1)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.3)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
民間最終消費支出	2.6	▲0.9	0.6	0.8	0.7	0.2	0.4	2.2	▲3.2	0.4	0.3	0.2	0.3	0.7	▲1.2	0.1	▲0.9	0.6	0.8
民間住宅投資	9.5	▲9.0	0.5	0.2	0.8	3.3	4.3	3.1	▲12.3	▲2.0	0.1	0.6	1.4	0.4	▲2.0	▲0.6	▲8.6	0.3	0.1
民間企業設備投資	2.6	5.7	1.9	1.9	0.9	0.9	1.6	7.6	▲1.0	0.1	0.2	0.6	0.4	1.1	0.0	0.3	4.2	1.7	2.0
政府最終消費支出	1.8	0.8	0.6	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	1.0	0.4	0.4
公的固定資本形成	15.1	1.9	0.8	0.1	6.4	6.8	1.1	▲2.7	1.2	0.6	0.9	▲0.4	0.5	▲0.1	0.4	▲0.4	2.1	0.8	0.1
輸出	4.7	7.2	5.4	5.2	2.9	▲0.7	0.5	6.0	0.8	1.0	1.3	1.4	1.4	1.2	1.3	1.5	7.6	5.1	5.4
輸入	7.0	6.1	3.9	3.1	1.8	2.4	3.7	6.3	▲1.4	▲0.3	0.9	1.1	1.4	1.9	▲0.5	0.3	5.6	3.4	3.0
名目GDP	1.9	2.6	1.8	2.2	0.6	0.2	0.2	1.4	0.9	0.5	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4	2.4	1.8	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	0.7	1.6	1.9	1.6	1.8	1.8	2.9	▲3.2	0.2	0.4	0.3	0.9	1.4	▲1.8	0.3	0.5	1.5	2.1
国内企業物価 (前年比)	1.9	3.6	1.5	1.3	0.7	2.2	2.5	1.9	4.3	3.6	3.4	3.3	0.5	0.5	2.5	2.5	3.7	1.5	1.3
消費者物価 (前年比)	0.9	3.0	1.5	1.8	▲0.3	0.9	1.4	1.5	3.4	3.1	2.8	2.6	0.7	1.0	2.1	2.2	2.9	1.5	1.8
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.8	2.9	1.5	1.8	0.0	0.7	1.1	1.3	3.3	3.1	2.8	2.6	0.7	1.0	2.1	2.2	2.9	1.5	1.8
(消費税除き)	(0.8)	(0.9)	(0.8)	(1.1)	(0.0)	(0.7)	(1.1)	(1.3)	(1.4)	(1.1)	(0.8)	(0.6)	(0.7)	(1.0)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(0.8)	(1.1)
経常収支 (兆円)	0.8	3.2	5.0	6.6	7.4	2.3	0.0	▲5.6	2.0	3.2	4.5	3.1	4.4	3.6	6.1	5.9	3.7	6.1	8.1
(名目GDP比)	(0.2)	(0.6)	(1.0)	(1.3)	(1.5)	(0.5)	(0.0)	(▲1.2)	(0.4)	(0.6)	(0.9)	(0.6)	(0.9)	(0.7)	(1.2)	(1.2)	(0.8)	(1.2)	(1.6)
失業率 (%)	3.9	3.8	3.8	3.7	4.0	4.0	3.9	3.6	3.7	3.8	3.9	3.9	3.9	3.8	3.7	3.7	3.9	3.8	3.7
住宅着工戸数(万戸)	99	86	89	89	98	99	104	93	86	85	86	88	90	90	88	88	86	89	89
10年国債利回り (店頭基準無税)	0.7	0.7	1.0	1.2	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	0.7	1.0	1.2
為替 (円/ドル)	100	105	110	114	99	99	100	103	102	104	106	107	108	109	110	111	105	110	114
原油価格 (CIF, L'4/ブレンド)	110	110	110	111	107	107	112	112	110	111	109	109	110	110	110	110	110	110	111
経常利益 (前年比)	23.6	1.2	1.5	3.8	24.0	24.1	26.6	20.2	4.4	2.6	0.3	▲1.8	0.6	3.1	1.2	1.4	1.1	1.6	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。