

### 2014～16 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)

～「14 年度：▲0.5%、15、16 年度：1.5%」は修正なし～

12 月 8 日に発表された 7～9 月期の GDP 第 2 次速報 (2 次 QE) および 13 年度確報などを踏まえ、当総研は 11 月 20 日に公表した「2014～16 年度経済見通し」の見直し作業を行った。

#### 7～9 月期は僅かに下方修正

11 月 17 日に発表された 7～9 月期の 1 次 QE によれば、4～6 月期に見られた消費税増税後の反動減からの持ち直しが不発に終わるなど、経済成長率は前期比年率▲1.6%と 2 四半期連続のマイナスとなった。鈍いとはいえ、徐々に持ち直しの動きが始まっていたことから、リバウンドが観察できるはずとの事前予想に反する結果となり、15 年 10 月に予定されていた次回消費税増税の先送り判断を決定的なものとしたといえる。

さて、今回発表された 2 次 QE では、7～9 月期の法人企業統計季報において設備投資額が堅調であったこともあり、若干の上方修正が見込まれていたが、結果的には民間企業設備投資は僅かとはいえ下方修正された (前期比：▲0.2%→▲0.4%) ほか、公共投資なども下方修正され、経済成長率は前期比年率▲1.9%と、一段と落ち込んだ姿へ下方修正されることとなった。

#### 景気の現状

14 年秋以降に発表された経済指標によれば、消費や実質賃金など家計の需要行動に関連する統計は相変わらず弱いもの

調査第二部の、輸出や設備投資関連の持ち直し色が強まっており、企業業績や景況感などには底堅さもみられる。一部の業種や職種では引き続き労働需給が逼迫しているほか、全般的に見ても労働投入量 (就業者×労働時間) は増税後も高い水準を保っている。

にもかかわらず、家計所得が低調さから脱する兆しはない。その理由は、そもそも「企業から家計へ」の所得還流が強まっていない上、増税分を含めた物価上昇分に比べると賃上げ率が見劣りしているからに他ならない。乗用車や家電など耐久消費財の反動減もさることながら、実質所得の目減りによって家計消費が全般的に抑制された状態に陥っている。

また、足元では量的・質的金融緩和の強化 (QQE2) が発表されて以降、円安傾向が強まっている。輸出製造業にとっては収益改善効果も期待できる半面、家計の実質所得目減りが続く中、仕入れコストの価格転嫁が思うように進まないために、内需型産業では収益圧迫懸念が浮上するなど、明暗を分けている。

#### 当面の景気・物価動向

以下では、当面の国内景気について考えてみたい。11 月 20 日に公表した「2014～16 年度経済見通し」においては、①消費税再増税の先送り判断や QQE2 の効果は、労働供給制約に直面する日本経済にとっては、短期的に見ればデフレ脱却に資する可能性がある、②政府からの要請

とはいえ、「企業から家計へ」の所得還流が進み、賃上げムードが定着することで、15年度には実質所得の目減りが緩和・解消する可能性がある、③原油など資源価格の大幅下落は実質購買力を向上させ、円安デメリットを相殺する、などの要因により、14年度はマイナス成長となるものの、15～16年度と高めの経済成長を継続、16年度下期には2%の物価安定目標に向けた動きが明確化する、といった景気・物価シナリオを提示した。今回の2次QEなどの結果を受けても、それについては修正する必要はないと考える。

足元の10～12月期は、ようやく輸出数量の増勢が強まってきたほか、設備投資も回復基調が見て始めている。また、鈍いとはいえ、消費や住宅なども持ち直しの動きは散見されている。そのため、プラス成長に戻ると予想される。しかし、年度内は所得・消費の好循環は見られず、年度下期も停滞気味に推移する可能性は否定できない。

しかし、15年度入り後は、消費税増税に効果が一巡するほか、賃上げ継続、さらには原油安などがエネルギーの価格下落を通じて、家計の実質購買力の向上に寄与していくだろう。また、円安効果の浸透や底堅い米国経済の動きを背景に、輸出の増加基調が定着し、設備投資も本格的な回復が始まるだろう。こうした好循環は16年度も継続し、特に下期以降は17年4月に予定されている消費税増税を前にした掛け込み需要も加わり、高めの成長となるだろう。また、労働需給の持続的改善を受けて、

賃上げも定着、増税に向けた環境も整うだろう。

以上を踏まえ、14年度の経済成長率は▲0.5%と5年ぶりのマイナス成長となるが、15、16年度といずれも1.5%成長と、潜在成長率を上回る成長を続けると予想する（前回11月からの修正はない）。消費者物価については14年度には消費税増税の影響で前年度比3.1%の上昇となるが、消費税要因を除けば同1.1%にとどまる。15年度の上期中はエネルギー価格の下落の影響を受けるため、年度を通じては同1.0%と予想するが、下期以降は需給改善効果により、上昇率は高まっていくだろう。そして、16年度には2%に向けた動きが明確化すると予想する。

しかし、「15年度を中心とする期間内」に目標とする2%の物価上昇を達成するのは依然厳しく、当面、日銀に対しては追加緩和もしくは目標変更といった思惑が付きまとうだろう。

## 2014～16年度 日本経済見通し

	単位	13年度 (実績)	14年度 (予測)	15年度 (予測)	16年度 (予測)
名目GDP	%	1.8	1.1	1.5	2.0
実質GDP	%	2.1	▲0.5	1.5	1.5
民間需要	%	2.3	▲1.9	1.7	2.6
民間最終消費支出	%	2.5	▲2.8	1.6	2.5
民間住宅	%	9.3	▲11.0	▲1.9	2.3
民間企業設備	%	4.0	0.9	4.5	3.8
民間在庫品増加(寄与度)	%pt	▲0.5	0.4	▲0.3	▲0.1
公的需要	%	3.2	1.0	0.5	0.4
政府最終消費支出	%	1.6	0.6	0.8	0.8
公的固定資本形成	%	10.3	2.8	▲1.2	▲1.5
輸出	%	4.7	6.2	4.3	3.5
輸入	%	6.7	2.4	4.3	7.4
国内需要寄与度	%pt	2.6	▲1.2	1.3	2.0
民間需要寄与度	%pt	1.8	▲1.4	1.2	1.9
公的需要寄与度	%pt	0.8	0.2	0.1	0.1
海外需要寄与度	%pt	▲0.5	0.7	0.1	▲0.5
GDPデフレーター(前年比)	%	▲0.3	1.6	0.0	0.4
国内企業物価(前年比)	%	1.8	3.4	▲0.4	1.1
全国消費者物価(〃)	%	0.8	3.1	1.0	1.7
(消費税増税要因を除く)			(1.1)	(0.9)	(1.7)
完全失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.3
鉱工業生産(前年比)	%	3.2	▲1.3	2.1	4.7
経常収支	兆円	0.8	3.4	6.8	8.2
名目GDP比率	%	0.2	0.7	1.4	1.6
為替レート	円/ドル	100.2	111.0	124.4	118.8
無担保コールレート(O/N)	%	0.07	0.06	0.06	0.06
新発10年物国債利回り	%	0.69	0.51	0.46	0.78
遠東輸入原油価格	ドル/バレル	109.6	97.7	83.1	87.5

(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。