

浜銀総研 News Release



2014年11月17日

2014年度・2015年度の景気予測（2014年11月改訂） - 2014年度の実質GDP成長率を-0.4%、2015年度を+1.4%と予測 -

要 旨

- 2014年7～9月期の実質GDP（国内総生産）は前期比-0.4%（同年率-1.6%）と、2四半期連続のマイナス成長となった。内訳をみると、夏場の天候不順や低所得層を中心とする節約志向の高まりなどを受けて、個人消費（前期比+0.4%）の回復がもたついた。また、住宅投資は同-6.7%と2期連続で減少。設備投資も同-0.2%と前期（同-4.8%）よりマイナス幅は縮小したものの、2期連続の減少となった。さらに企業の生産調整を受けて、民間在庫投資が成長率を押し下げた（成長率に対する寄与度は-0.6%ポイント）。一方、政府による2013年度補正予算や14年度予算の前倒し執行を受けて、公共投資は同+2.2%と2期連続で増加。輸出もアジア向けの復調などにより同+1.3%と増加に転じた。
- こうした足元の経済情勢を踏まえて、当社の景気予測を見直した結果、2014年度の実質GDP成長率が-0.4%、続く2015年度が+1.4%となった。なお、今回の景気予測では、①2015年10月に予定されていた消費税率の再引き上げ（8%→10%）が2017年4月に先送りされ、また②今後の景気を下支えするために2014年度補正予算で3兆円規模の景気対策が実行される、という前提を置いている。2014年度後半以降、日本経済は再びプラス成長に復帰すると見込まれるものの、年度前半のマイナス成長が響き、2014年度通年では2009年度以来5年ぶりのマイナス成長となろう。
- 予測期間中の景気シナリオは以下の通りである。すなわち、2014年度後半からは以下の3つの要因が支えとなり、景気は緩やかな回復軌道に復帰しよう。まず企業部門では、①企業業績の改善などを受けて設備投資が更新投資や省力化投資などを中心に持ち直し、また②米国経済の回復などを映じて輸出も緩やかな増加が続くと予想される。一方、家計部門でも、③雇用・所得情勢の改善に支えられて個人消費が底堅く推移する見込みである。また、2014年度補正予算による景気対策の効果出現も2015年度の景気を支えよう。
- 2015年10月の消費増税を延期することにより、2015年度の成長率は予定通り増税した場合に比べて0.3%程度押し上げられる。ただ2020年に国・地方の基礎的財政収支を黒字化するという政府目標の達成は一層困難となり、わが国の財政健全化への信認が低下する恐れがある。中期的に長期金利が急騰するリスクが一段と高まる点に注意が必要である。

予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回9月予測	
	2013年度 実績	2014年度 見通し	2015年度 見通し	2014年度 見通し	2015年度 見通し
実質GDP	2.2	▲0.4	1.4	0.4	1.2
民間需要寄与度	1.7	▲1.1	1.3	▲0.2	1.2
公的需要寄与度	1.0	0.1	▲0.1	0.1	▲0.2
海外需要寄与度	▲0.5	0.6	0.2	0.5	0.2

（株）浜銀総合研究所 調査部 遠藤（国内経済）、北田（米国・欧州経済、金融）、白（中国経済）
お問い合わせは、遠藤（TEL 045-225-2375）まで

1. わが国の景気の現状

- ・本日、11月17日に内閣府が発表したGDP（国内総生産）一次速報によると、2014年7～9月期の実質GDP（季調値）は前期比-0.4%（同年率-1.6%）と、2四半期連続のマイナス成長となった（図表1）。内訳をみると、夏場の天候不順や低所得層を中心とする節約志向の高まりなどを受けて、個人消費（前期比+0.4%）の回復がもたつた。また、住宅投資は同-6.7%（前期は同-10.0%）と2期連続で減少した。設備投資も同-0.2%と前期（同-4.8%）よりマイナス幅は縮小したものの、2期連続の減少となった。さらに企業の生産調整を受けて、民間在庫投資が成長率を押し下げた（GDP成長率に対する寄与度は-0.6%ポイント）。一方、政府による2013年度補正予算や14年度予算の前倒し執行を受けて、公共投資は同+2.2%と2期連続で増加した。輸出もアジア向けの復調などにより同+1.3%と増加に転じた。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

(季節調整済、前期比、%)

	2013年			2014年		
	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	4～6月期	7～9月期
実質GDP	0.8	0.6	-0.4	1.6	-1.9	-0.4
個人消費	0.8	0.3	-0.0	2.2	-5.0	0.4
住宅投資	2.4	4.3	2.2	2.3	-10.0	-6.7
設備投資	1.8	0.7	0.8	7.5	-4.8	-0.2
公共投資	6.1	5.7	1.7	-2.0	0.3	2.2
輸出	3.1	-0.6	0.2	6.4	-0.5	1.3
輸入	2.4	1.8	3.7	6.2	-5.4	0.8
内需寄与度	0.7	1.0	0.2	1.8	-2.9	-0.5
民間需要	0.3	0.7	0.1	2.0	-2.9	-0.7
うち在庫	-0.5	0.3	-0.1	-0.5	1.2	-0.6
公的需要	0.5	0.3	0.1	-0.1	0.0	0.2
外需寄与度	0.1	-0.4	-0.6	-0.2	1.0	0.1
名目GDP	0.3	0.4	0.1	1.5	-0.1	-0.8

(シャドローは伸び率がマイナスの部分。ただし、輸入はプラスの部分。)

(内閣府「四半期別GDP速報」)

2. 今後の見通しについて

(実質経済成長率は2014年度が-0.4%、2015年度が+1.4%と予測)

- ・上記のように7～9月期の実質GDP成長率は、個人消費の回復がもたつたことや、企業の在庫投資が大幅なマイナス寄与となったことなどから、2四半期連続のマイナスとなった。こうした足元の経済情勢を踏まえて、当社の景気予測を見直した結果、2014年度の実質GDP成長率が-0.4%、続く2015年度が+1.4%となった。なお、今回の景気予測では、①2015年10月に予定されていた消費税率の再引き上げ（8%→10%）が2017年4月に先送りされ、また②今後の景気を下支えするために2014年度補正予算で3兆円規模の景気対策^(注)が実行される、という前提を置いている。2014年度後半以降、日本経済は再びプラス成長に復帰すると見込まれるものの、年度前半のマイナス成長が響き、2014年度通年では2009年度以来5年ぶりのマイナス成長となる。

- ・予測期間中の景気シナリオの概略は以下の通りである。すなわち、2014年度後半からは以下の3つの要因が支えとなり、景気は緩やかな回復軌道に復帰しよう。まず企業部門では、①企業業績の改善などを受けて設備投資が更新投資や省力化投資などを中心に持ち直し、また②米国経済の回復などを映じて輸出も緩やかな増加が続くと予想される。一方、家計部門でも、③雇用・所得情勢の改善に支えられて個人消費が底堅く推移する見込みである。また、2014年度補正予算による景気対策の効果出現も2015年度の景気を支えよう。

(注) 当社では、2014年度補正予算に含まれる景気対策の規模を3兆円と想定した。3兆円のうち、2兆円を公共事業、1兆円を低所得者向け現金給付と仮定して景気押し上げ効果を試算した。なお、公共事業は、建設業での人手不足などの影響で2015年度中には7割程度しか執行できないと想定した。マクロモデルを用いた試算の結果、2014年度補正予算に含まれる景気対策の実施により、2015年度実質経済成長率は0.3%ポイント押し上げられることがわかった。

3. 各部門の今後の見通し

(企業部門：企業業績の改善を映じて設備投資が緩やかに増加)

- ・この先のわが国の景気を展望する上でポイントとなる輸出と設備投資の行方について述べる。まず、輸出については、海外経済の持ち直しに支えられて、予測期間中(2015年末まで)緩やかな増加基調で推移しよう。米国経済は、家計のバランスシート調整(過剰な債務の圧縮)が進展したことや、雇用・所得情勢の改善継続などを受けて、民需主導で順調に拡大していく公算が大きい。こうした米国経済の回復を背景に、ASEANやアジアNIEs諸国の生産活動も徐々に上向くとみられるため、わが国から同地域向けの輸出も増加するものと予想される。また、中国経済も7%台前半の安定的な成長を実現する見通しであり、同国向けの輸出も底堅い推移となろう。
- ・次に設備投資については、①設備不足感の強まりや、②企業業績の改善などを受けて、2014年度後半から更新投資や省力化投資などを中心に持ち直し、景気を下支えする見込みである。なお、10月31日に日本銀行が実施した追加金融緩和などを受けて足元の為替レートは企業の想定^(注)に比べて一段と円安水準(11月14日時点の終値で116.29円/ドル)にあるため、引き続き製造業を中心に企業業績が上振れる可能性が高いとみられる。

(注) 日銀『短観(2014年9月調査)』をみると、大企業・製造業の事業計画の前提となる想定為替レートは、2014年度で100.73円/ドル(上期:100.83円/ドル、下期:100.63円/ドル)となっている。

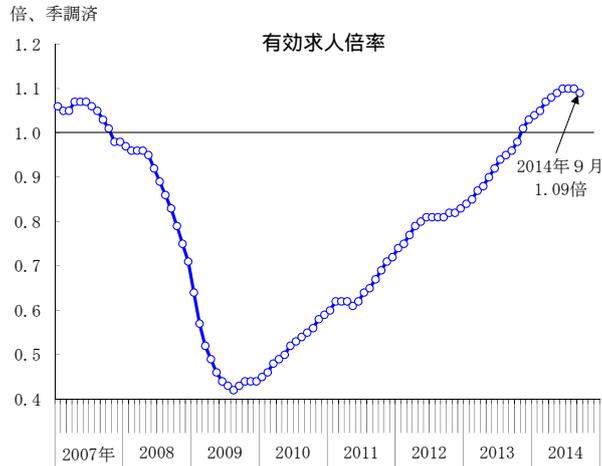
(家計部門：所得情勢の改善を受けて個人消費が底堅く推移)

- ・この先も雇用・所得情勢の改善が続く見込みである。労働需給の状況を示す有効求人倍率をみると、2014年9月は1.09倍と11か月連続で1倍を超えており、企業の人手不足感が強い状態が続いていることがうかがえる(図表2)。今後も人手不足を背景に、雇用者数は引き続き緩やかに増加していく可能性が高いと考えられる。
- ・一方、所得面みると、労働需給が引き締まるなかで、労働者の基本給にも上昇圧力が生じている。また、2014年度の冬のボーナスも前年を大きく上回る公算が大きい^(注)。この先も人手不足の状況が続くなかで、所得情勢の改善が進みやすい環境となろう。また、日本労働組合総連合会が2015年の春闘で2年連続でのベースアップを要求する方針を決めていることも追い風である。
- ・こうした雇用・所得情勢の改善を受けて個人消費も徐々に持ち直しが明確となる見込みである。ただ、低所得層では、先行きの収入見通しに対する不安から、節

約志向が高まっている。低所得層の消費活動をいかに回復させるかがこの先の個人消費を考える上での鍵となる。

(注) 経団連の調査によれば、大企業の2014年年末賞与・一時金の平均妥結金額(一次集計)は前年比+5.78%と2年連続の増加となっている。

図表2 労働需給のタイト化が続く



(厚生労働省「一般職業紹介状況」)

(政府部門：2014年度補正予算に伴う景気対策が2015年度の景気を下支え)

- ・ 足元の景気回復が弱含むなかで、実施の可能性が高まっている2014年度補正予算も今後の景気を考える上で重要なポイントといえよう。現時点で、予算規模は不明であるが、2013年度の純剰余金や2014年度税収の上振れ分などを活用^(注)することで、追加の国債発行なしに3兆円強の補正予算を組むことが可能とみられる。2014年度補正予算での景気対策が2015年度の景気を支えよう。
- ・ ただ、従来通り、公共事業を中心とした予算が組まれる場合、補正予算の景気押し上げ効果は限定的となる恐れがある。足元では、建設労働者の不足や資材価格の上昇で、工事費用が高まっており、受注はしたものの、実際に工事に移れないケースが増えている。こうした状況下で公共事業の発注を増加させても、落札できる業者は限られると考えられる。
- ・ 2014年の春闘では、安倍政権による賃上げ要請もあり、民間企業の春季賃上げ率は2001年以来の2%を超えとなった。ただ、賃上げの主役は大企業であり、中小企業では、賃上げの動きが相対的に鈍かった。そのため、2014年度補正予算には、中小企業の賃上げを促すような施策(賃上げ実施企業への減税や補助金の給付など)を盛り込む必要があるだろう。また、安倍政権が低所得層や子育て世代向けの対策(商品券の配布や現金、サービス給付など)を打ち出せるか否かも、個人消費の持続的な回復を実現する上で重要な鍵となる。

(注) 財務省「平成25年度決算概要」によれば、2013年度(一般会計)の純剰余金は1兆3,987億円(復興分に関わる純剰余金除く)となっている。また、2014年度予算の予備費3,500億円も補正予算に組み入れることが可能である。なお、当社では2014年度の税収の上振れ分を約1.5兆円と試算している。

**4. 予定通り2015年10月に消費増税を実施する場合との比較
(予定通り増税する場合の2015年度の実質経済成長率は+1.1%と予測)**

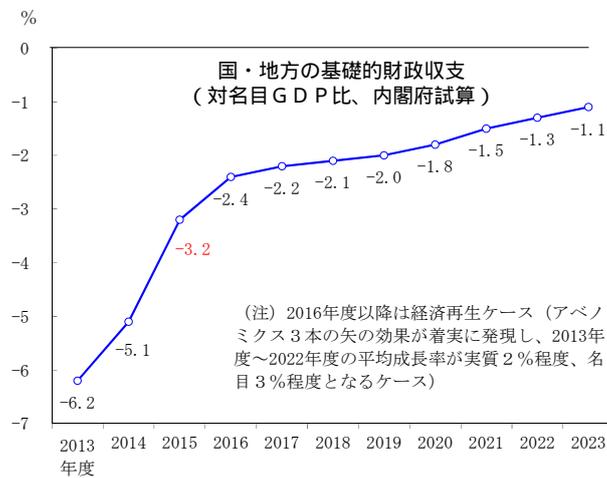
- ・ 今回の景気予測では、安倍首相が近日中に2015年10月の消費増税を延期する方針を表明するとの各種報道や、2014年7～9月期の実質GDP成長率がマイナス

となったことなどを踏まえて、消費増税は2017年4月に先送りされることを前提とした。これによって、予定通り2015年10月に消費増税した場合に比べて、2015年度の実質GDP成長率が約0.3%ポイント、2016年度が約0.6%ポイント押し上げられる。

(消費増税の先送りはわが国の財政健全化への信認を低下させる恐れも)

- もっとも、消費増税の先送りは、わが国の財政健全化に大きな影響を及ぼす。財務省「中長期の経済財政に関する試算(2014年7月25日)」では、2014年度、2015年度の消費税率の引き上げなどにより、国と地方を合わせた基礎的財政収支が2015年度に名目GDP比-3.2%まで改善し、2010年度(名目GDP比-6.6%)比半減という政府目標が達成されるとの見通しが示されている(図表3)。
- ただ、内閣府の試算では、2020年度の基礎的財政収支の名目GDP比率も-1.8%になっており、消費税率が10%になっただけでは、2020年度の基礎的財政収支の黒字化というもう1つの政府目標は達成できない可能性が高い。黒字化を達成するには、さらなる税収の拡大あるいは歳出の削減が必要である。
- こうした中で、2015年10月の消費増税を延期することにより、2015年度の基礎的財政収支を2010年度比で半減させるという政府目標の達成に暗雲が立ち込めるばかりか、2020年度の黒字化への道のりも相当厳しいものになってしまう。そうした場合、わが国の財政健全化への信認が低下し、将来的に長期金利が急騰するというリスクが一段と高まろう。消費税率の引き上げを延期する場合には、基礎的財政収支の政府目標と整合的な財政健全化プランを早期に示すことが求められよう。

図表3 2020年の基礎的財政収支の黒字化は達成が困難



(内閣府「中長期の経済財政に関する試算(2014年7月25日)」)

図表4 2014年度・2015年度のわが国経済の見通し（2014年11月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

	2013年度 実績	2014年度			2015年度		
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
対ドル円レート(円/ドル)	100.2	108.4	103.0	113.8	118.4	117.3	119.5
対ユーロ円レート(円/ユーロ)	134.3	141.3	140.6	142.0	144.9	143.8	146.0
米国実質GDP(暦年)	2.2	2.2	[0.9]	[3.5]	2.9	[2.7]	[2.9]
ユーロ圏実質GDP(暦年)	0.4	0.8	[0.9]	[0.6]	0.9	[0.9]	[1.1]
中国実質GDP(暦年)	7.7	7.4	7.5	7.3	7.2	7.3	7.2

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

	2013年度 実績	2014年度			2015年度		
		見通し	上期	下期	見通し	上期	下期
実質GDP	2.2	0.4	[1.3]	[1.2]	1.4	[0.7]	[0.3]
個人消費	2.5	2.7	[3.8]	[1.0]	1.2	[0.6]	[0.4]
住宅投資	9.5	10.1	[12.0]	[1.0]	3.0	[0.2]	[4.7]
設備投資	2.6	3.7	[1.4]	[5.5]	5.4	[2.2]	[1.1]
政府消費	1.8	0.5	[0.0]	[0.9]	1.2	[0.5]	[0.6]
公共投資	15.0	0.0	[0.4]	[4.0]	7.7	[5.2]	[1.1]
輸出	4.8	6.3	[3.3]	[2.7]	3.6	[1.6]	[1.3]
輸入	7.0	2.5	[2.2]	[1.9]	2.5	[1.0]	[1.1]
寄与度							
国内需要	2.7	1.0	[2.2]	[1.1]	1.2	[0.6]	[0.3]
民間需要	1.7	1.1	[2.3]	[1.1]	1.3	[0.7]	[0.2]
公的需要	1.0	0.1	[0.0]	[0.0]	0.1	[0.1]	[0.0]
海外需要	0.5	0.6	[0.9]	[0.2]	0.2	[0.1]	[0.1]
消費者物価	0.8	3.1	3.3	3.0	1.5	1.3	1.7
完全失業率(%)	3.9	3.6	3.6	3.7	3.6	3.6	3.6

(注) 民間需要=個人消費+住宅投資+設備投資+民間在庫投資、 公的需要=政府消費+公共投資+公的在庫投資
国内需要=民間需要+公的需要、 海外需要=輸出-輸入
消費者物価は消費増税の影響を含むベース（生鮮食品を除く総合）

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部の信頼できると考える情報に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。