

浜銀総研 News Release



2014年5月19日

2014年度・2015年度の景気予測（2014年5月改訂） - わが国の景気は2014年7～9月期に回復軌道へ復帰の見込み -

要 旨

- 2014年1～3月期の実質GDP（国内総生産）は前期比+1.5%と2011年7～9月期以来の高成長となった。消費増税前の駆け込み需要の本格的な発生で個人消費（同+2.1%）が急増したほか、好調な企業業績を背景に設備投資（同+4.9%）も前期から伸びを高めるなど、民需が成長をけん引した。その一方で、公需では、2012年度補正予算の執行が一巡し、公共投資（同-2.4%）が5四半期ぶりの減少に転じた。加えて、駆け込み需要の影響で輸入（同+6.3%）が大きく膨らみ、輸出（同+6.0%）の伸びを上回ったため、外需（輸出－輸入）も成長率の押し下げ要因となった。
- 2014年度入り後は駆け込み需要の反動で個人消費を中心に家計部門の需要が弱い動きとなっている。ただ、反動の大きさは今のところ企業の想定範囲内にとどまっており、その影響は限定的とみられる。反動の影響が和らぐ夏場には、雇用・所得情勢の改善を支えに個人消費は徐々に上向こう。実際、労働需給の引き締まりを反映して基本給に上昇圧力が生じているほか、2013年度の企業業績の回復を受けて今夏の賞与は前年を上回る可能性が高い。他方、企業部門では、輸出が米国を中心とした海外経済の回復を受けて緩やかながらも着実に増加し、年度を通じてわが国の景気を支える見込みである。また、設備投資も設備過剰感の解消や設備投資の原資となるキャッシュ・フローの回復を受けて増加基調で推移する見通しである。加えて、安倍内閣が2013年12月に閣議決定した総額5.5兆円の「好循環実現のための経済対策」に含まれる公共事業の執行が消費増税後の景気の腰折れ回避に寄与しよう。以上を勘案して、2014年度の成長率を+0.7%と予測した。
- 続く2015年度もわが国景気は回復基調を維持しよう。まず、家計部門では、個人消費が2015年10月に予定されている消費税率の引き上げ（8%→10%）を前に7～9月期に盛り上がり、その後10～12月期にいったん落ち込むものの、雇用・所得情勢の改善を背景に基調としては底堅く推移する見通しである。他方、企業部門では、海外景気の回復を受けて輸出の増加が続く見通しである。こうした輸出の増加を背景に企業業績の改善も進み、企業の設備投資も堅調に推移するとみられる。以上を踏まえ、2015年度の実質GDP成長率を+1.3%と予測した。

予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回3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	2.3	0.7	1.3	0.7	1.3
民間需要寄与度	1.7	0.1	1.2	0.1	1.2
公的需要寄与度	1.1	0.1	▲0.1	0.1	▲0.1
海外需要寄与度	▲0.5	0.5	0.2	0.5	0.2
名目GDP	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9

(株)浜銀総合研究所 調査部

遠藤（国内経済）、北田（米国経済、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と見通し

(消費増税前の駆け込み需要の本格的な発生で2014年1～3月期は高成長)

内閣府が発表したGDP（国内総生産）速報によると、2014年1～3月期の実質GDP（季調値）は前期比+1.5%（同年率+5.9%）と2011年7～9月期以来の高成長となった（図表1）。成長率に対する内需（民間需要+公的需要）の寄与度が前期比+1.7%ポイントと大幅なプラス寄与となった一方で、外需（輸出－輸入）の寄与度は同-0.3%ポイントと3四半期連続でマイナスに寄与した。民間需要では、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が本格的に発生した個人消費が前期比+2.1%と大きく増加した。また、設備投資（同+4.9%）も好調な企業業績などに支えられて前期（同+1.4%）から増勢が強まった。一方、公的需要では、2012年度補正予算の執行が一巡し、公共投資が同-2.4%と5四半期ぶりの減少に転じた。加えて、外需についても、輸出^(注)が同+6.0%と2四半期連続で増加したものの、駆け込み需要の影響などから、輸入が同+6.3%と輸出を上回る伸びとなったため、GDPの押し下げ要因となった。

(注) GDP統計の財・サービス輸出入の推計の際に用いられる財務省・日本銀行「国際収支統計」は2014年1月計上分からIMF国際収支マニュアル第6版に基づき作成されるようになった。この結果、2013年12月以前と2014年1月以降の間で時系列的な断層が生じることとなった。内閣府は、2014年1月以降の計数を旧統計ベースに組み替えることでこれに対応したが、それでもなお断層を完全には除去できなかった模様である。このため、財・サービス輸出入は技術的な要因で上振れている可能性がある点には注意を要する。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

	(前期比、%、季調済)					(前年比、%)
	2013年				2014年	2013年度
	1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	1～3月期	
実質GDP	1.2	0.9	0.3	0.1	1.5	2.3
個人消費	1.0	0.7	0.2	0.4	2.1	2.5
住宅投資	1.8	0.8	3.3	4.3	3.1	9.5
設備投資	-2.0	1.0	0.7	1.4	4.9	1.7
公共投資	4.5	6.4	6.9	1.2	-2.4	15.3
輸出	4.3	2.9	-0.7	0.5	6.0	4.7
輸入	1.1	1.8	2.4	3.7	6.3	7.1
内需寄与度	0.8	0.7	0.8	0.6	1.7	2.8
民間需要	0.4	0.3	0.4	0.5	1.8	1.7
うち在庫	0.0	-0.3	0.1	-0.0	-0.2	-0.3
公的需要	0.4	0.4	0.4	0.1	-0.1	1.1
外需寄与度	0.4	0.1	-0.5	-0.6	-0.3	-0.5
名目GDP	0.8	0.9	0.2	0.2	1.2	1.9

(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」)

(個人消費は雇用・所得情勢の改善に支えられて2014年7～9月期には上向く見通し)

今後を展望する上でポイントとなるのは、駆け込み需要の反動で大幅な減少が避けられない個人消費がいつ頃、上向きに転じるのかである。

まず、4月以降の反動の影響を考える上で重要となる駆け込み需要の大きさを確認する。今回2014年1～3月期の個人消費は前期比+2.1%と前回消費増税前の

1997年1～3月期と同じ伸び率となった。しかし、形態別にみると、耐久財消費では、前回が同+4.5%であったのに対し、今回は同+13.7%と大幅な伸びとなっており、1997年1～3月期を上回る駆け込みが発生したことが確認できる。また、半耐久財消費（前回：同+5.0%、今回：同+6.4%）と非耐久財消費（前回：同+1.2%、今回：同+1.3%）も小幅ながら前回を上回る伸びを示した。ただ、サービス消費（同+0.1%）が大雪の影響などで1997年1～3月期（同+1.9%）を下回る伸びとなったため、消費全体では、前回並みの伸びとなった。

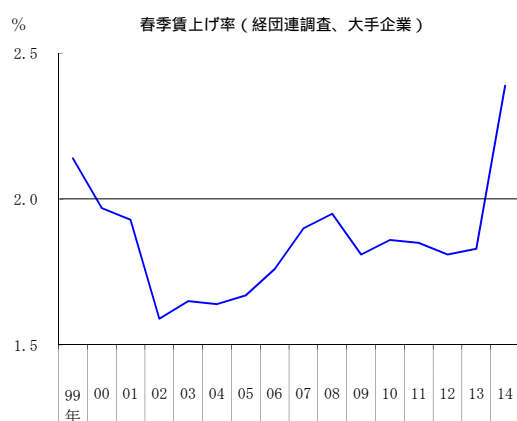
このように今回の駆け込み需要の規模が前回消費税率引き上げ時に比べて大きかったとみられるにも関わらず、足元4月以降の消費の落ち込みは前回並みか、それをやや下回っている模様である。例えば、4月の新車販売台数（当社による季調値）は前月比-12.3%と、1997年4月（同-19.8%）よりも小幅な落ち込みにとどまっている^{（注1）}。また、関東財務局が行った調査（2014年4月調査）では、多くの企業が今回の反動の影響を想定の範囲内にとどまっていると回答^{（注2）}している。これは雇用情勢の改善が消費を下支えしていることに加え、企業の販売促進活動の強化などが奏功しているためであろう。

この先を展望すると、夏場には駆け込み需要の反動が和らぐ可能性が高い。前述の関東財務局の調査をみると、7割超の企業が「6月末」までには反動から回復すると回答している。さらに、これまで回復が遅れていた所得情勢の改善も夏場の個人消費を押し上げよう。所得情勢が改善するのは、①所得に大きな影響を与える労働需給が引き締まっていることに加え、②2013年度の企業業績の改善などを背景として今夏のボーナス支給額が前年よりも増加する公算が大きいためである。

まず、①についてであるが、日銀『短観（2014年3月調査）』みると、雇用人員判断D I（「過剰」マイナス「不足」）が全規模・全産業ベースで-12と大幅な「不足」超となっており、労働需給のタイト化がうかがえる。こうした状況を受けて、今年の春闘では賃上げを検討する企業が増えており、大手企業の春季賃上げ率^{（注3）}は2.39%と1999年以来の2%超えとなっている（図表2）。また、人材確保のために、非正規労働者を正規労働者へと切り替えるといった待遇改善策を打ち出す企業も一部に現れており、これまで賃金の押し下げ要因だったパートタイム労働者比率の上昇に歯止めがかかりつつあることも好材料である（図表3）。

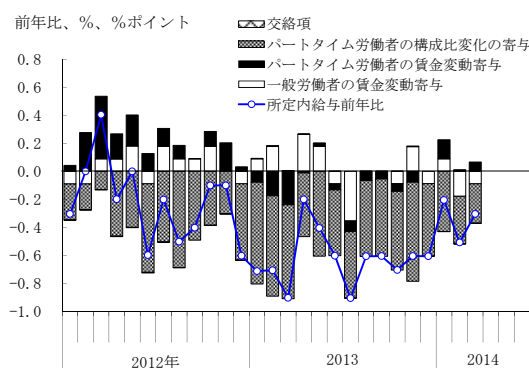
次に、②であるが、日銀『短観（2014年3月調査）』みると、今夏の賞与に大きな影響を及ぼす2013年度の経常利益（計画）が前年比+20.9%と大幅な伸びを示し

図表2 大手企業の賃上げ率は2%超え



（日本経済団体連合会資料より当社作成）

図表3 パートタイム比率の上昇によるマイナス寄与が縮小



（注）パートタイム労働者の構成比変化の寄与がマイナスとなっている場合、パートタイム労働者比率の上昇が所定内給与の低下につながったことを示す。
（厚生労働省「毎月勤労統計」より当社作成）

た。こうした状況を映じて、今夏の大企業の賞与・一時金の妥結額^(注4)は前年比+5.7%と2011年以来の大きな伸びとなり、額でみても70.6万円とリーマン・ショック後ではもっとも高い水準となった。加えて、国家公務員に対して行われていた復興財源捻出のための給与削減措置（ボーナスの一律9.77%カット）が2014年3月で終了となったため、今夏は国家公務員のボーナスも前年を大きく上回る公算である。

（注1）2013年度末の注残が4月の販売を押し上げている可能性もあるため慎重にみる必要がある。

（注2）反動の大きさを「想定どおり」、または「想定を下回る」と回答した企業が全体の9割となった。

（注3）経団連「2014年春季労使交渉・大手企業業種別回答状況調査」の結果。対象は主要20業種大手240社。

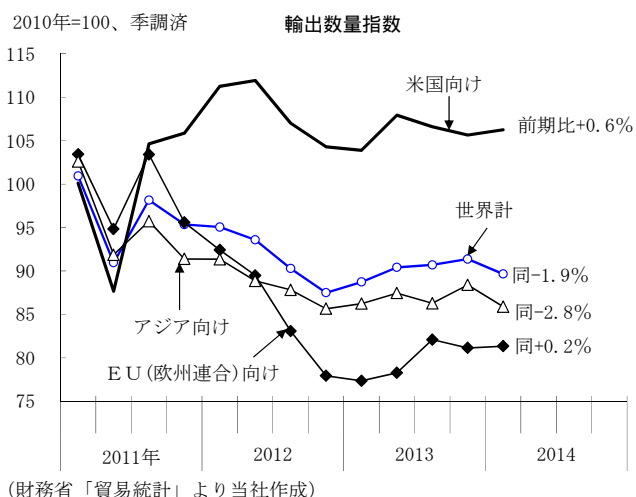
（注4）労務行政研究所「東証第1部上場企業の2014年夏季賞与・一時金（ボーナス）の妥結水準調査」の結果。対象は東証第1部上場企業125社。

（企業部門の活動が緩やかに回復する見込み）

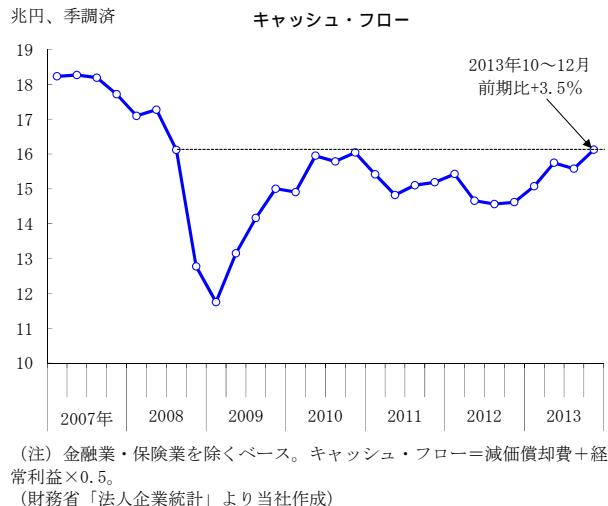
輸出と設備投資といった企業部門の活動の行方も今後を展望する上でのポイントとなろう。まず、年明け後の輸出動向を振り返ると、1～3月期の輸出数量指数は前期比-1.9%と5四半期ぶりに低下した。仕向地別にみると、米国向け（同+0.6%）とEU（欧州連合）向け（同+0.2%）が上昇に転じた一方で、アジア向けが同-2.8%と再び低下した（図表4）。1～3月期は中国経済の減速などが輸出の減少につながったと考えられる。この先の輸出は、①円安による輸出押し上げ効果や、②米国を中心とした海外経済の回復、などに支えられて緩やかに増加していくと予想される。ただ、わが国製造業の生産拠点の海外へのシフトといった構造的な要因により、円安の輸出押し上げ効果が過去の円安局面に比べて緩やかなものにとどまる可能性がある点には注意を要する。

次に、設備投資に関しては、①企業の設備過剰感、②設備投資の原資となるキャッシュ・フロー、③実質金利の動向が注目される。日銀『短観（2014年3月調査）』によれば、生産・営業用設備判断DI（「過剰」マイナス「不足」）は全規模・全産業で0と前回調査比2ポイント「過剰」超幅が縮小した。また、先行きのDIは、全規模・全産業で-1と「不足」超に転じており、企業の設備過剰感が解消する見込みである。さらに、法人企業統計をみると、2013年10～12月期のキャッシュ・フロー（減価償却費+経常利益×0.5、当社による季調値）は前期比+3.5%と再び増加し、2008年7～9月期以来の高水準となっている（図表5）。他方で実質金利^(注)についても、物価が上向くなかで長期金利が低位で安定しているため、低下を続けている。このように設備投資を取り巻く環境が総じて良化しつつあるなかで、企業

図表4 1～3月期はアジア向けが低下



図表5 キャッシュ・フローは高めの水準



も設備投資に対して前向きな姿勢をみせている。内閣府が2月に発表した「企業行動に関するアンケート調査（2014年1月実施）」によると、企業（全産業ベース）の今後3年間の設備投資増減率見通しは年平均+4.2%と前年調査（同+3.5%）を上回る伸びとなった。

（注）金利から物価上昇率を引いた値。実質金利が低下すると、資金の調達コストが低下するため、他の条件を一定とすると、企業は設備投資に積極的になるといわれている。

（「好循環実現のための経済対策」に含まれる事業の契約が順調に進展）

また、安倍内閣が2013年12月に閣議決定した総額5.5兆円の「好循環実現のための経済対策」に含まれる公共事業の執行状況も、この先の景気を考える上で重要なポイントといえよう（図表6）。内閣府が公表した『「好循環実現のための経済対策」の進捗状況の調査結果について（平成26年5月14日）』によれば、3月31日時点で国が実施する事業の約半数以上（57.1%）がすでに「契約開始」段階^{（注）}となっていることがわかった。実際、公共投資の先行指標である公共工事請負金額（当社による季調値）は3月に前月比+4.3%、4月に同+12.3%と2か月連続で増加している（図表7）。ただ、建設労働者の不足や資材価格の上昇で、工事の開始までに時間を要するケースもみられ、公共投資の増加が後ずれする可能性がある点には注意が必要である。

（注）独立行政法人や民間執行団体などが実際に事業を実施する民間企業などと契約締結を行った段階。

（実質経済成長率は2014年度が+0.7%、2015年度が+1.3%と予測）

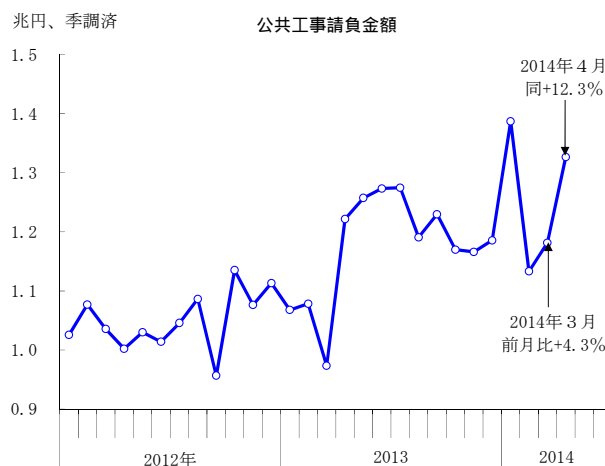
以上を踏まえて、2014年度のわが国経済を展望すると、4～6月期は駆け込み需要の反動で個人消費などが落ち込むため、景気は一時的に弱い動きになると予想される。ただ、7～9月期には、反動の影響が和らぎ、雇用・所得情勢の改善を支えとして個人消費が上向くと予想される。また、輸出も米国を中心とした海外経済の回復などを背景に緩やかながらも着実に増加し、年度を通じて景気を支えよう。さらに、設備投資も設備過剰感の解消や設備投資の原資となるキャッシュ・フローの回復を受けて増加基調で推移すると予想される。加えて、政府部門でも、「好循環実現のための経済対策」に含まれる公共事業の執行が消費増税後の景気の腰折れの

図表6 「好循環実現のための経済対策」の概要

	実施規模
◎競争力強化策	1.4兆円
・競争力強化のための投資促進、イノベーション創出等	
・エネルギーコスト対策	
・2020年オリンピック・パラリンピック東京大会開催を契機とした都市インフラ整備等	など
◎女性・若者・高齢者・障害者向け施策	0.3兆円
・女性の活躍促進、子育て支援・少子化対策	
・若者の活躍促進、雇用対策	など
◎復興、防災・安全対策の加速	3.1兆円
・東日本大震災の被災地の復旧・復興	
・国土強靱化、防災・減災の取組や社会資本の老朽化対策の加速、原子力事故対応・原子力防災対策等の充実等	など
◎低所得者、子育て世帯への現金給付など	0.6兆円
・簡素な給付措置（臨時福祉給付金）	
・子育て世帯に対する臨時特例給付措置	など

（内閣府「好循環実現のための経済対策」、各種報道資料などより当社作成）

図表7 公共投資の先行指標が2か月連続で増加



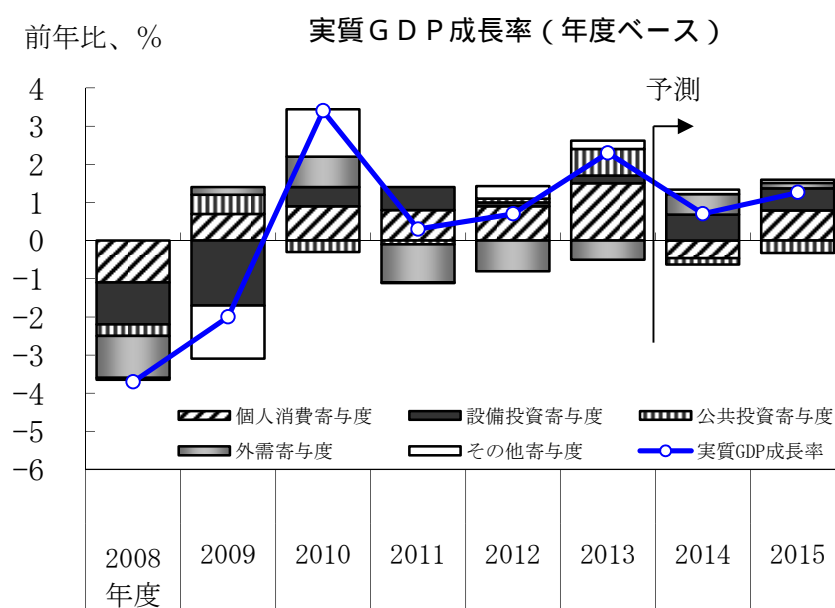
（注）公共工事請負金額の季節調整は当社で施した。

（東日本建設業保証株式会社「公共工事前払金保証統計」などより当社作成）

回避に寄与しよう。こうした状況を勘案し、2014年度の実質GDP成長率を+0.7%と予測した（図表8）。

続く2015年度もわが国景気は回復基調を維持しよう。すなわち、輸出が海外経済の回復を支えとして順調に増加する見通しである。また、こうした輸出の増加を背景に企業業績の改善も進み、企業の設備投資も緩やかに増加しよう。他方、個人消費も2015年10月の消費税率引き上げ（8%→10%）前後で大きな振れが発生するものの、基調としては雇用・所得情勢の改善に支えられて底堅く推移する見込みである。以上より、2015年度の実質GDP成長率を+1.3%と予測した。

図表8 実質GDPは2014年度が前年比+0.7%、15年度が同+1.3%と予測



（内閣府「四半期別GDP速報」などより当社作成）

2. 予測の前提となる海外経済の見通し

米国経済

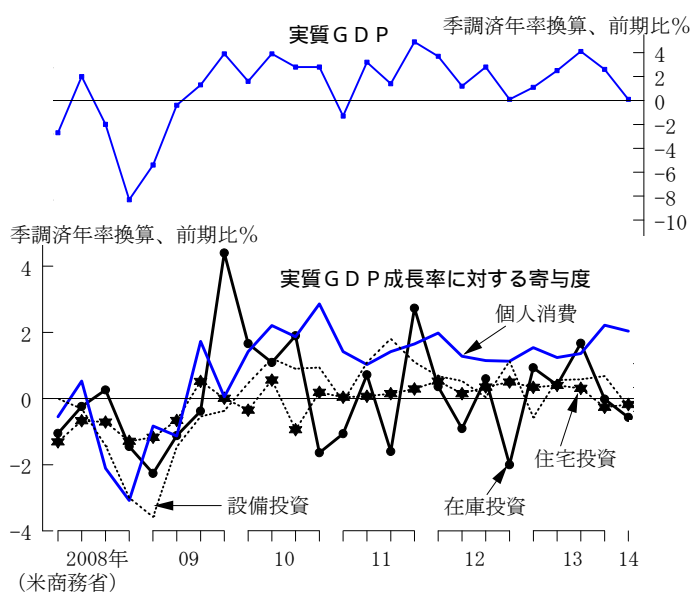
(米国景気は先行き個人消費を中心に堅調推移)

米国の2014年1～3月期の実質GDP（国内総生産、速報値）は前期比年率+0.1%と、前期の同+2.6%から大幅に減速した（図表9）。需要項目別にみると、1～3月期の個人消費は前期比年率+3.0%と昨年10～12月期（同+3.3%）並みの伸びを維持した。悪天候で外出が手控えられたため、財消費が同+0.4%と前期（同+2.9%）から大幅に伸びが鈍化したものの、オバマ政権による医療保険制度改革法（オバマケア）施行に伴いヘルスケア支出が増加したことなどから、サービス消費（同+4.4%）が前期（同+3.5%）から増勢を強めた。一方、寒波による悪影響もあり、企業の設備投資は同-2.1%と1年ぶりに減少に転じたほか、住宅投資が同-5.7%と2期連続で減少した。また、企業の在庫投資の減少（GDP寄与度-0.6%ポイント）も成長率を押し下げた。他方、外需では、輸出が同-7.6%と大幅な減少に転じるとともに、輸入も同-1.4%と減少に転じたため、純輸出（輸出－輸入）のGDP成長率に対する寄与度は同-0.8%ポイント（前期は同+1.0%ポイント）とマイナス寄与に転じた。

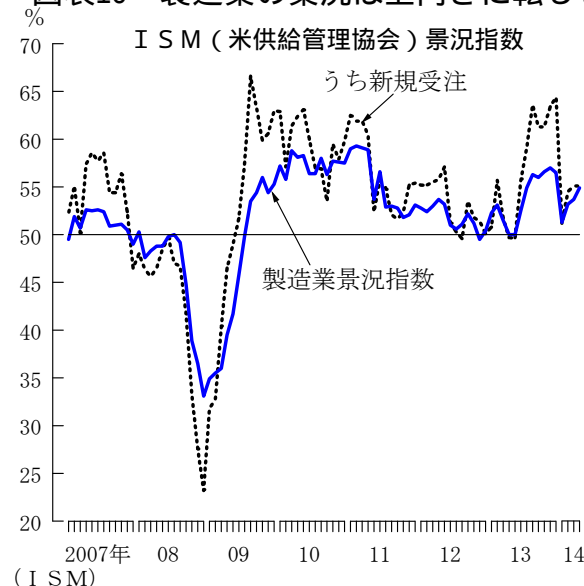
もっとも、月次の経済指標をみると、春先から景気が持ち直していることが分かる。例えば、企業部門では3月の鉱工業生産指数が前月比+0.9%と2か月連続で上昇した。4月の生産指数は同-0.6%と低下したものの、その水準は1～3月平均を0.4%上回っている。また3月の耐久財受注は輸送機器の増加などにより前月比+2.9%と2か月連続で増加し、設備投資の先行指標とされる非国防資本財受注（除く航空機）も同+3.5%と増加に転じた。さらに、4月のISM（米供給管理協会）製造業景況指数も54.9（前月は53.7）と3か月連続で上昇した（図表10）。内訳をみると、生産指数（3月：55.9→4月：55.7）が低下したものの、雇用指数（3月：51.1→4月：54.7）が大幅に上昇している。

他方、家計部門でも、3月の小売売上高が前月比+1.5%と4年ぶりの高い伸びとなった後、4月も同+0.1%と小幅に増加した。また雇用面では、4月の非農業部門雇用者数が前月比28.8万人増と、前月（同20.3万人増）に比べて増加幅が拡大した（図表11）。建設業（同3.2万人増）や製造業（同1.2万人増）、小売業（同3.5万人増）、教育・医療（同4.0万人増）など幅広い業種で雇用が拡大している。

図表9 2014年1～3月期は急減速



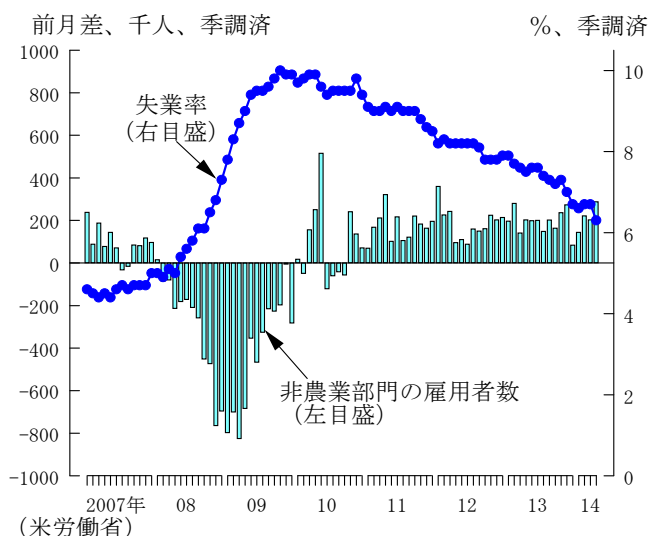
図表10 製造業の業況は上向きに転じる



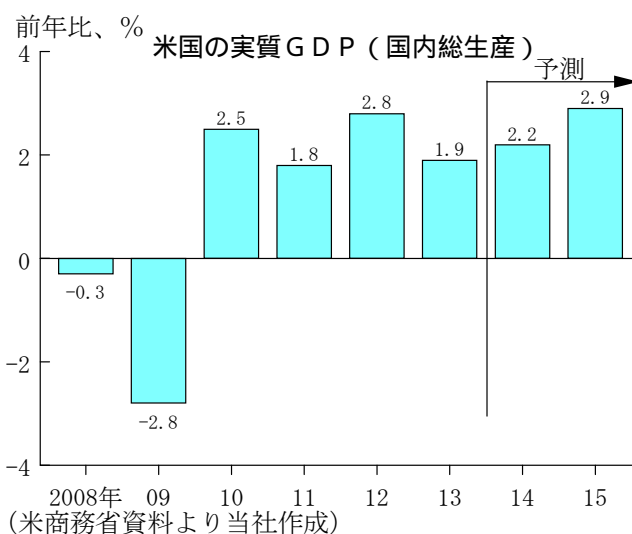
こうした状況を踏まえて先行きを展望すると、2014年4～6月期以降は、個人消費などの民間需要がけん引役となり、経済成長率が再び高まると見込まれる。すなわち、家計のバランスシート調整（過剰な債務の圧縮）が進展し、債務返済という重荷が次第に軽くなるなかで、今後も個人消費は雇用情勢の改善に支えられて堅調に推移しよう。また、住宅投資も寒波の影響が解消したことを受けて、回復基調に転じると予想される。ただ、F R B（米連邦準備理事会）が金融緩和の出口を模索するなかで、住宅ローン金利が次第に上昇するとみられることから、住宅投資の回復テンポは緩やかなものにとどまろう。一方、資本財受注が底堅く推移していることもあり、設備投資は企業マインドの改善に支えられて増加基調を維持すると見込まれる。ただ、その半面、財政緊縮を受けて政府支出の減少基調が続くと見込まれ、この点が成長率を下押ししよう。以上を総合した上で、2014年の実質GDP成長率を+2.2%、2015年の成長率を+2.9%と予測した（図表12）。

なお、米国の金融政策については、F R Bが量的金融緩和第3弾（QE3）による証券購入規模の縮小を粛々と進めており、順調にいけば2014年中にQE3は終了すると予想される。ただその一方で、イエレンF R B議長は5月7日の議会証言で「高レベルの金融緩和策が引き続き正当化される」と述べており、その理由として「職を望む多くの米国民はなお失業状態にあり、インフレ率が当局の目標である2%を下回っている」と指摘している。こうした点も勘案すると、米国の超低金利政策は当面続き、F R Bが利上げに踏み切るのは2015年後半以降になると見込まれる。

図表11 雇用情勢は着実に改善



図表12 先行き成長率の加速を見込む



ユーロ圏経済

（ユーロ圏景気は緩やかな回復が続く）

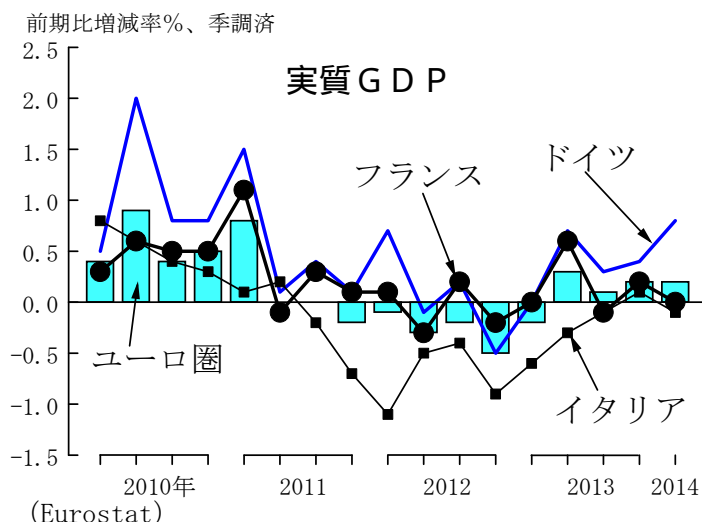
ユーロ圏の2014年1～3月期の実質GDP（域内総生産、速報値）は前期比+0.2%（昨年10～12月期も同+0.2%）と、4四半期連続のプラス成長ながらも低い伸びにとどまった（図表13）。国別にみると、ドイツが前期比+0.8%と前期（同+0.4%）から大幅に伸びを高め、ユーロ圏景気をけん引した。その一方で、フランスは同横ばいとゼロ成長にとどまった。南欧諸国ではスペインが同+0.4%と3期連続のプラス成長となったが、イタリアは同-0.1%、ポルトガルも同-0.7%とマイナス成長に転じた。

月次の経済指標をみると、まず企業部門では、3月のユーロ圏鉱工業生産指数が

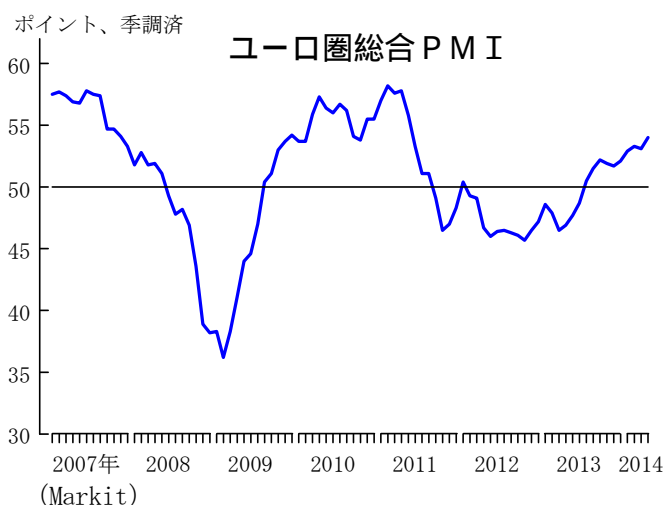
前月比-0.3%と再び低下した。ただ、四半期ベースでは、1～3月期の鉱工業生産指数が前期比+0.2%と2期連続で上昇しており、企業の生産活動は改善基調にある。財別には、エネルギー（前期比-4.0%）の生産が減少する一方で、中間財（同+0.9%）や資本財（同+0.8%）、耐久消費財（同+2.6%）などが増加した。また2月のユーロ圏の建設生産指数は前月比+0.1%と3か月連続で上昇し、この結果、1～2月平均は昨年10～12月平均を2.7%上回った。暖冬の影響により建設投資が押し上げられたことがうかがえる。さらに企業の景況感をみると、4月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は54.0と前月の53.1から上昇し、約3年ぶりの高水準となった（図表14）。特に4月はサービス業（52.2→53.1）の景況感改善が目立つ。一方、家計部門では、3月のユーロ圏実質小売売上高が前月比+0.3%と3か月連続で増加し、この結果、1～3月期の小売売上高は前期比+0.7%と増加に転じた。また4月の消費者信頼感指数は-8.6と2007年10月以来の水準に回復しており、消費者心理の改善も続いている。

他方、金融面では、欧州中央銀行（ECB）が5月8日の定例理事会で政策金利（リファイナンス金利）を過去最低の年0.25%に据え置くことを決めた。ただ、足元のユーロ圏の消費者物価上昇率はECBの目標（2%未満で、その近辺）を大きく下回っており、ドラギECB総裁は理事会後の記者会見で、「理事会は次回行動することに何ら不満を抱いていない」と語り、6月の定例理事会で金融緩和を検討する姿勢を示した。

図表13 ユーロ圏は4期連続のプラス成長



図表14 企業の景況感は改善傾向



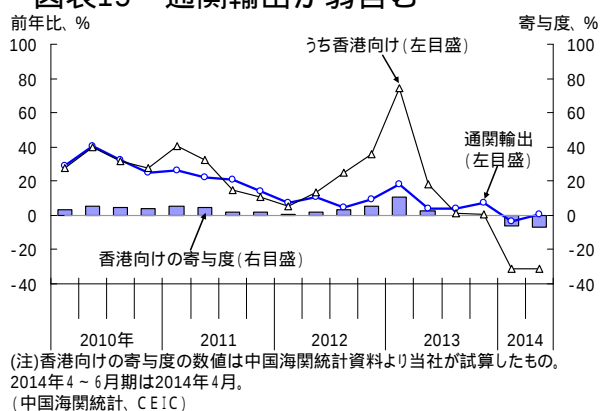
こうした状況を踏まえてユーロ圏経済の先行きを展望すると、今後も緩やかな回復基調が続くと見込まれる。すなわち、家計部門では、消費マインドの改善などを背景に個人消費が底堅く推移しよう。ただ、失業率の高止まりが示すように雇用情勢は依然として厳しく、個人消費の大幅な増加は期待しにくい。一方、企業部門では、米国を中心とする世界景気の回復を受けて、輸出が緩やかな増加基調を辿ると見込まれる。また輸出の回復に伴って、徐々に企業の設備投資も上向いてくると予想される。なお、政府部門では、欧州連合（EU）の経済政策の軸足が緊縮から成長へと移行したことを受けて、財政支出の抑制などによる景気の下押し圧力が弱まると見込まれる。以上を総合した上で、ユーロ圏の実質GDP成長率は2014年が+0.9%、2015年が+1.3%になると予測した。

中国経済

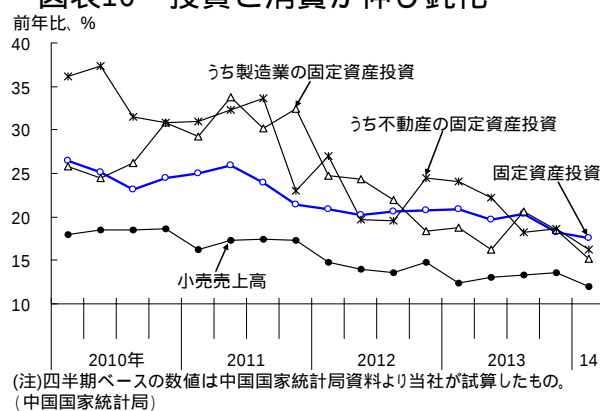
(2014年の成長率を+7.6%、2015年を+7.3%と予測)

2014年1～3月期の実質GDP（国内総生産）は前年比+7.4%（前期は同+7.7%）と、成長率が1年半ぶりの低水準となった。1～3月期の通関輸出が同-3.4%（前期は同+7.4%）と4年半ぶりに減少した（図表15）。輸出の内訳をみると、特に香港向けが輸出業者の虚偽申告の取り締まり強化などを受けて大幅に落ち込んだ点が目立つ。また同期の固定資産投資が同+17.6%（前期は同+18.2%）と2期連続で伸びが鈍化した（図表16）。業種別には、製造業の増勢が弱まったほか、不動産の勢いも鈍った。これは政府による過剰設備投資の抑制や不動産取引の規制強化などが影響したとみられる。さらに、同期の小売売上高が同+12.0%（前期は同+13.6%）と、習近平体制が進める儉約令の影響もあり、4期ぶりに伸びが鈍化した。

図表15 通関輸出が弱含む



図表16 投資と消費が伸び鈍化



一方、直近の月次指標をみると、4月の通関輸出は前年比+0.9%（前月は同-6.6%）とわずかながら3か月ぶりに増加した。もっとも、同月の鉱工業生産は前年比+8.7%と前月の伸び（同+8.8%）を若干下回った（図表17）。また、3月の鉱工業の完成品在庫が同+10.7%と2012年8月以来の大幅増となっており、先行き企業部門の在庫調整圧力が強まる可能性がある点に注意を要しよう。さらに、4月の製造業PMI（HSBC発表）は48.1と6か月ぶりに上昇したものの、中立水準の50を4か月連続で下回った。中小企業を中心に製造業の景況感は依然として弱含んでいる。

4月の消費者物価指数（CPI）は前年比+1.8%（前月は同+2.4%）と2012年10月以来の低い伸びとなった。同月の食品価格は同+2.3%と、伸び率が前月の同+4.1%から大幅に低下しており、この点が消費者物価指数の上昇率を押し下げたとみられる。また、4月の生産者物価指数（PPI）は前年比-2.0%（前月は同-2.3%）と26か月連続で下落しており、インフレ圧力は弱まっていると判断される。

他方、2014年に入り、習近平体制は小刻みな政策調整で景気の腰折れを回避しながら、経済構造改革を推進する姿勢を示している。すなわち、まず2014年3月に開かれた第12期全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）第2回会議で、李克強総理は2014年の経済政策運営について「構造改革の推進」と「安定的な経済成長」の両立を重視する方針を示した。また、中国経済が減速しているなかで、政府は4月に一連の景気下支え策を打ち出した（図表18）。ただ、これらの景気下支え策は従来の景気対策に比べて規模が小さいほか、習近平体制が進める経済構造改革との両立に力点が置かれている。その背景には、政府が大規模な景気対策を打ち出すと、不動産バブルが発生するほか、企業も過剰な設備投資を再度行うなど、従来の景気

対策と同じ問題に陥る可能性があるためである。その一方で、政府が何も景気対策を講じなければ、経済の成長率が大幅に減速する可能性が高まる。そうなれば、景気の腰折れによる大量の失業者が社会の安定を揺るがすほか、政府への不満が高まり、改革の推進が困難になりかねない。また、景気的大幅な鈍化により、理財商品などの大規模なデフォルトが発生する可能性があり、消費・投資マインドの悪化を通じて実体経済がさらなる打撃を受け、銀行の不良債権が膨らむ可能性も高まる。

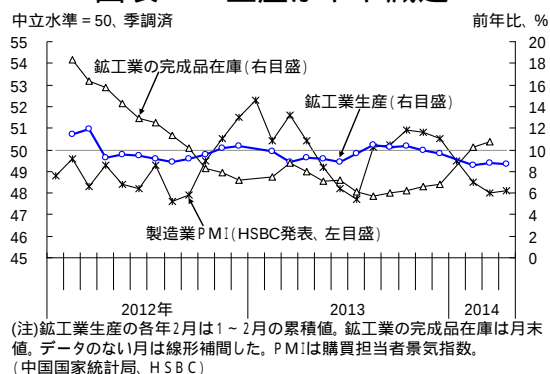
こうしたことから、今後も習近平体制は経済構造改革を重視する政策を進めながら、財政出動による小規模な景気対策によってある程度の経済成長を維持していくものとみられる。一方、金融政策に関しても、習近平体制は今後やや緩和的な姿勢を示していくだろう。すなわち、多くの商品で供給が需要を上回る状況が続く、先行きのインフレ率が総じて高まりにくいとみられるなかで、経済成長の大幅な減速を回避したい中国人民銀行（中央銀行）が足元の中立的な姿勢から緩和の方向へと金融政策の舵を切ると予想される。ただ、金融当局は国内の信用バブルに拍車をかけているシャドーバンキング（影の銀行）に対するリスク管理を一段と強化する公算が大きいことから、金融緩和は金利の引き下げではなく、オペ（公開市場操作）などを通じた小規模な資金供給にとどまると見込まれる。

こうした点を踏まえて、中国経済の先行きを展望すると、2014年末までは4月に打ち出された景気下支え策などの影響もあり、成長率が7%台半ばで安定的に推移すると予想される。具体的には、まず、個人消費は今年も堅調に増加すると見込まれる。零細企業向けの税制優遇措置など雇用・所得拡大の政策が進むほか、物価安定などによる消費者心理の改善も続くと予想され、これらの点は家計の消費拡大につながると考えられる。一方、固定資産投資は緩やかに減速する見込みである。過剰設備投資の抑制やシャドーバンキングの規制強化など構造改革が進むなか、固定資産投資の増勢は次第に弱まろう。ただ、スラム街の改造加速や鉄道建設の推進などの対策が、固定資産投資を下支えする要因になると考えられる。他方、輸出についても、欧米を中心とする海外景気の緩やかな持ち直しもあり、2014年後半以降は徐々に拡大に転じると考えられる。

2015年に入ると、習近平体制は経済構造改革を一段と推進するなか、固定資産投資は重厚長大型製造業や不動産投資などを中心に勢いがさらに鈍り、この点が成長率を下押しすると予想される。もっとも、「新型都市化」の推進や社会保障制度の充実などを背景に個人消費は持ち直しの動きが広がるほか、先進国景気の好転などを受けて輸出も緩やかな拡大基調が続くと見込まれる。これらの要因により、経済の成長率が鈍化しながらも、小幅な低下にとどまると考えられる。

以上より中国の実質GDP成長率は2014年が+7.6%、2015年が+7.3%になると予測した。

図表17 生産がやや減速



図表18 4月の景気下支え策の概要

項目	概要
零細企業向けの税制優遇措置	企業所得税（法人税）の半減対象を年間課税所得6万元（約99万円）以下の企業から同10万元以下の企業に拡大。 企業所得税の優遇措置を2016年末までに延長。
スラム街の改造加速と金融支援措置	国家開発銀行に対し、住宅融資に特化した債券の発行機会の設立を命じる。スラム街の改造などの資金確保と調達コストの低減を図る。 郵政貯蓄銀行などから資金を調達、商業銀行や社会保険基金、保険会社などによる積極投資を促す。など
鉄道建設の加速と投資・融資体制の改革深化	今年における新規鉄道建設を6,600キロメートルから7,000キロメートルに拡大。うち、80%近くを内陸部に振り向ける。 鉄道発展基金を設立し、民間資本を導入。 商業銀行などによる資金支援を導き、民間資本の参入規模を拡大。など
農村部向けの金融支援措置	農村部の金融改革を推進。民間資本の出資比率を引き上げる。 農村部の過剰商業銀行などの預金準備率を0.5～2.0%ポイント引き下げる。 農村部の金融市場を育成。財産権取引市場を発展させる。など
起業・雇用向けの税制優遇措置	起業・雇用支援の税制優遇措置を2016年末までに延長。 業種と人員に対する従来の制限を撤廃。 徴税控除額の上限を引き上げ、適用税金の種類を増やす。など

(中国国務院などの資料より当社作成)

図表19 2014年度・2015年度のわが国経済の見通し（2014年5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 見通し	上 期		2015年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
対ドル円レート（円／ドル）	100.2	104.0	103.0	105.0	108.0	107.0	109.0
対ユーロ円レート（円／ユーロ）	134.3	142.0	141.0	143.0	146.8	145.4	148.3
米国実質GDP（暦年）	1.9	2.2	[1.4]	[2.7]	2.9	[3.0]	[3.0]
ユーロ圏実質GDP（暦年）	▲ 0.4	0.9	[0.9]	[1.0]	1.3	[1.4]	[1.5]
中国実質GDP（暦年）	7.7	7.6	7.5	7.7	7.3	7.4	7.3

予測結果の総括表

（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 見通し	上 期		2015年度 見通し	上 期	
			上 期	下 期		上 期	下 期
実 質 G D P	2.3	0.7	[▲ 0.3]	[1.0]	1.3	[0.7]	[0.1]
個人消費	2.5	▲ 0.9	[▲ 1.9]	[0.8]	1.3	[1.0]	[▲ 0.4]
住宅投資	9.5	▲ 9.0	[▲ 9.4]	[▲ 5.8]	▲ 1.7	[3.2]	[▲ 3.7]
設備投資	1.7	5.8	[2.7]	[2.1]	4.3	[2.8]	[1.0]
政府消費	2.1	0.9	[0.4]	[0.4]	0.7	[0.4]	[0.4]
公共投資	15.3	▲ 3.8	[▲ 0.7]	[▲ 7.0]	▲ 7.8	[▲ 4.6]	[▲ 1.0]
輸 出	4.7	5.1	[3.2]	[0.6]	1.6	[0.8]	[1.0]
輸 入	7.1	2.0	[▲ 0.8]	[▲ 2.1]	0.8	[1.7]	[0.3]
寄 与 度							
国内需要	2.8	0.2	[▲ 1.0]	[0.5]	1.1	[0.8]	[0.0]
民間需要	1.7	0.1	[▲ 1.0]	[0.8]	1.2	[0.9]	[▲ 0.1]
公的需要	1.1	0.1	[0.0]	[▲ 0.2]	▲ 0.1	[▲ 0.1]	[0.0]
海外需要	▲ 0.5	0.5	[0.6]	[0.4]	0.2	[▲ 0.1]	[0.1]
名 目 G D P	1.9	1.9	[1.0]	[1.2]	1.9	[0.8]	[0.7]
新設住宅着工戸数（万戸）	98.7	86.4	42.7	43.7	86.7	46.4	40.3
（前年比増減率、％）	10.6	▲ 12.5	▲ 14.3	▲ 10.6	0.4	8.6	▲ 7.7
鉱工業生産	3.2	2.4	[▲ 0.7]	[1.9]	2.5	[1.4]	[0.4]
国内企業物価	1.9	4.2	4.2	4.3	2.7	1.7	3.7
消費者物価	0.8	3.3	3.2	3.3	2.1	1.4	2.8
完全失業率（％）	3.9	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5

（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源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。