

日本経済情報 2014 年 3 月号

Summary

【内 容】

1. 日本経済の現状

10～12 月期の実質 GDP は予想外の低成長に

駆け込み需要により 1 月以降の需要は一段と拡大

生産も 1 月以降に増勢加速

労働需給が逼迫する中で雇用は伸び悩み

輸出数量に明るい兆し、駆け込み需要に伴う輸入増はピークアウト

2. 日本経済の見通し 消費増税の影響

経済対策は景気の落ち込みをある程度緩和

輸出は外部環境良好ながら緩やかな拡大にとどまる

設備投資は拡大基調を維持

消費増税後も回復基調を維持しデフレ脱却へ

伊藤忠経済研究所
所長
三輪裕範
(03-3497-3675)
miwa-y
@itochu.co.jp
主任研究員
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

【 日本経済の見通し～デフレ脱却に向けて回復基調維持 】

2013 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は予想外の低成長となったが、最終需要は消費増税に伴う駆け込み需要などから伸びを高めており、輸入の増加が国内生産の伸びを抑える格好となった。これは、逆の見方をすれば国内の供給余力が乏しいことを示唆しているとも言える。

2014 年 1 月以降は、駆け込み需要により最終需要、生産とも増勢を強めている。こうした中で、雇用は伸び悩んでおり、労働需給は逼迫、賃金の上昇圧力が高まっている。

また、回復が待たれていた輸出は、2014 年に入り数量ベースで持ち直しつつあるが、未だ横ばい圏から脱したとは言えない。海外生産シフトの動きが円高修正下でも続いているほか、国内需要が堅調なため輸出余力が縮小していることが、数量ベースの輸出拡大を抑制している。その一方で、輸入は駆け込み需要もあって拡大が続いていたが、2 月には数量ベースで一旦ピークアウトした模様である。

2014 年度以降の日本経済を左右する最大の要因は消費増税の影響である。駆け込み需要の反動落ちに加え、税率引き上げによる消費者の購買力低下の影響が個人消費や住宅投資を押し下げるため、実質 GDP は 4～6 月期に大幅な落ち込みを見せると予想する。

ただし、2013 年度補正予算で具体化した経済対策の効果に加え、円安や海外景気拡大を背景に輸出が緩やかながらも拡大を続け、設備投資も製造業での復調もあり増勢を維持するため、景気は後退局面入りを回避し、7～9 月期以降は拡大基調を取り戻すとみられる。

1 月に前年同月比 1.3%まで伸びを高めた消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、消費増税に伴う景気停滞により一旦伸びが鈍化するものの、2014 年度後半には景気持ち直しを背景にデフレ脱却に向けた動きを再開しよう。

実質 GDP 成長率は、2014 年度は消費増税により前年比 0.5%へ低下するが、2015 年度は潜在成長率をやや上回る 1.3%となり、デフレからの脱却を確実にすると予想する。

1. 日本経済の現状

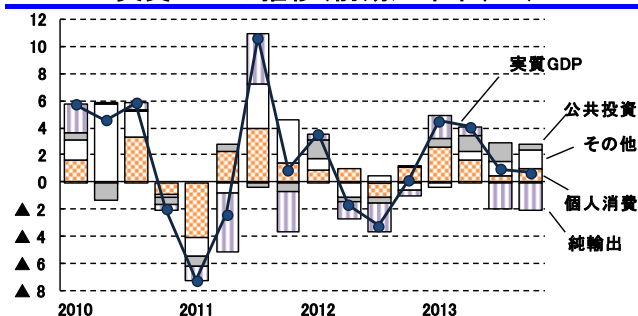
10～12 月期の実質 GDP は予想外の低成長に

今月 10 日に発表された 2013 年 10～12 月期の実質 GDP（2 次速報）は、前期比 0.2%（年率 0.7%）の小幅な伸びとなった。7～9 月期の前期比 0.2%（年率 0.9%）から若干ながらも減速である。1 次速報（2 月 17 日発表）の発表前には前期比年率で 3%程度の高成長が見込まれていたが、1 次速報では前期比 0.3%（年率 1.0%）にとどまり、さらに 2 次速報で下方修正され、当初の予想を大きく下回る低成長となった。

主な需要の動向を見ると、消費増税前の駆け込み需要により個人消費（7～9 月期前期比 0.2%→10～12 月期 0.4%）や住宅投資（3.3%→4.1%）が増勢を強める一方で、設備投資（0.1%→0.8%）は勢いを欠き、公共投資（7.2%→2.1%）は大幅に減速した。また、輸出（▲0.7%→0.4%）は 2 四半期ぶりの増加に転じたものの輸入（2.4%→3.5%）も伸びを高めたため、純輸出では大幅なマイナス寄与が続いた（7～9 月期▲0.5%Pt→10～12 月期▲0.5%Pt）。

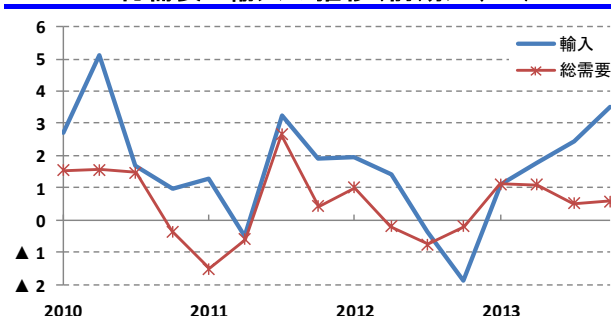
つまり、10～12 月期の実質 GDP 成長率が当初の予想を大きく下回ったのは、輸入の増勢が強まったことによるところが大きい¹。総需要（国内需要+輸出）は 7～9 月期の前期比 0.5%（年率 2.0%）から 10～12 月期は 0.6%（年率 2.4%）へ加速したが、マクロ的に見ればその需要の増加分は大部分が輸入によって供給された結果、国内総生産（GDP）は伸び悩んだわけである。このことは、後にも若干触れるが、国内の供給余力が乏しくなっている可能性を示唆していると言える。

実質 GDP の推移（前期比年率、%）



(出所)CEIC DATA

総需要と輸入の推移（前期比、%）



(出所)CEIC DATA

駆け込み需要により 1 月以降の需要は一段と拡大

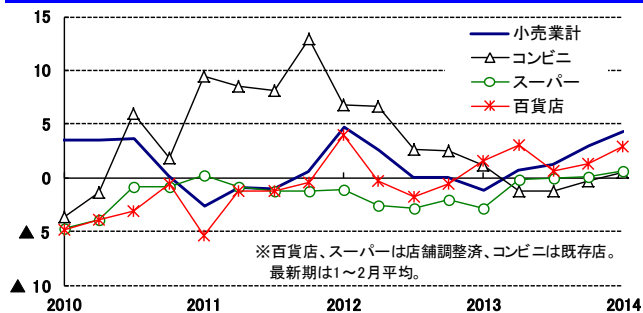
1 月以降も、需要サイドの拡大が続いている。消費増税前の駆け込み需要が本格化したことにより、小売業売上高は 10～12 月期の前年同期比 3.0%から 1 月には前年同月比 4.5%まで伸びを高めた。内訳を見ると、耐久消費財の販売好調を受けて、自動車（10～12 月期前年同期比 14.3%→1 月前年同月比 21.4%）や、家電製品などの機械器具（4.4%→7.6%）が大きく伸びを高めたほか、衣料品（0.4%→2.4%）も好調であった。業態別では、百貨店（10～12 月期前年同期比 1.3%→1～2 月平均 2.9%、店舗調整済）の好調さが目立っている²。

¹ そのほか、駆け込み需要に対応するため在庫の積み増しが行われることを見込んでいたが、実際には実質 GDP に対する寄与度が 0.0Pt にとどまった。

² スーパーも 2 月には前年同月比 1.5%（店舗調整済）、コンビニは 1.0%（既存店）とそれぞれ 3 カ月ぶりのプラスに転じている。ただし、前年の水準が低かった影響もあるとみられ、駆け込み需要によるものかどうか判断が難しい。

また、2月の新車販売台数（乗用車）は、前年同月比18.8%と1月の30.6%から伸びが鈍化、当社試算の季節調整値でも1月の前月比4.5%から2月は▲4.7%と8ヵ月ぶりの減少となったが、年率500万台を大きく上回る水準を維持しており、好調さを維持していると言える。

業態別販売額の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIG DATA

新車販売台数の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIG DATA

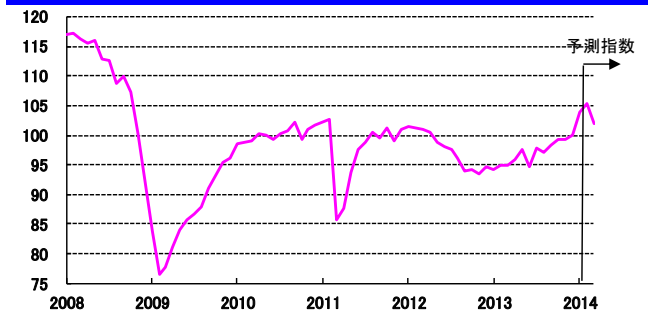
一方で、住宅購入の駆け込み需要については、着工戸数が12月の年率105.5万戸（季節調整値）から1月は98.7万戸へ減少しており、ピークアウトした模様である³。ただし、住宅の建設期間は比較的短い戸建てでも3～6ヵ月程度であるため、住宅投資（建設工事）のピークはもう少し遅れるとみられる。

住宅着工戸数の推移(季節調整値、年率、万戸)



(出所)CEIG DATA

鉱工業生産指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)CEIG DATA

生産も1月以降に増勢加速

こうした個人消費や住宅投資の拡大などを背景に、鉱工業生産は1月に前月比3.8%の高い伸びを示した。汎用・生産用・業務用機械工業（前月比8.9%）、輸送機械工業（8.4%）や情報通信機械工業（4.0%）、窯業・土石製品工業（3.1%）といった業種で特に高い伸びを示しており、個人消費や住宅投資（建設投資）の好調さのほか、設備投資拡大の可能性をも示唆している（詳細後述）。

また、生産予測は2月に前月比1.3%、3月は▲3.2%を見込んでおり、これらの伸びで単純に試算すると1～3月期の生産は前期比4.2%と10～12月期の1.8%から大幅に伸びが高まることになる。ただし、主に調査対象範囲の違いにより最近では生産予測と実績の乖離が大きくなっているため、このような単純な試算結果ほどの高い伸びは見込み難いものの⁴、1～3月期の鉱工業生産は駆け込み需要を

³ 住宅購入にかかる消費税率についても、原則として5%の適用は2014年3月末までの引き渡し条件となるが、建築請負契約に基づくもの（注文住宅など）に限り2013年9月末までに契約を締結すれば5%が適用されるため、着工戸数のピークは契約件数がピークとなる9月から数ヵ月後となる。

⁴ 生産動向についての詳細は、2014年2月28日付け Economic Monitor「駆け込み需要対応の増産が鮮明化の一方、在庫抑制は継続」参照。

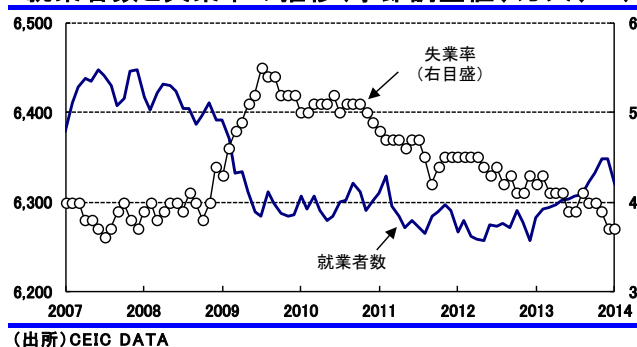
追い風に 10～12 月期に比べ増勢を強めていることは間違いない。そして、実質 GDP 成長率も 1～3 月期には伸びを高めることになるろう。

労働需給が逼迫する中で雇用は伸び悩み

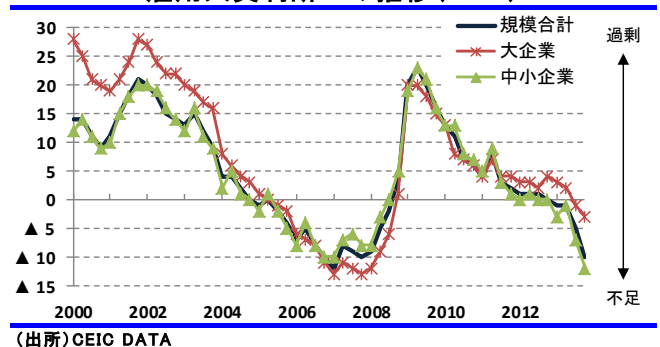
このように需要や生産は堅調に拡大しているにもかかわらず、雇用は伸び悩んでいる。就業者数（季節調整値）の最近の推移を見ると、2013 年に入り前月比で増加が続き、年後半には増勢が加速（7～9 月期前期比 12 万人増→10～12 月期 30 万人増）したが、2014 年 1 月は前月比▲30 万人と大幅に減少、10～12 月期の水準を 24 万人も下回った。就業者数の季節調整値は毎月のブレが大きいため、30 万人という落ち込みの大きさについては割り引いて判断する必要があるものの、少なくとも雇用の拡大に勢いが無いとは言えそうである。

それでも、1 月の失業率は 12 月に続いて 3.7%（季節調整値）となり、2007 年 12 月以来の低水準を記録した。就業者数が減少する中で失業率が横ばいにとどまった背景は、労働力人口の減少であり（1 月前月比▲34 万人）、少子高齢化による労働力供給不足が雇用拡大の足枷になっている可能性はあるが、労働需給がタイト化していることだけは間違いない。

就業者数と失業率の推移（季節調整値、万人、%）



雇用人員判断DIの推移（%Pt）



労働需給がタイト化している状況は、日銀短観の雇用人員判断 DI でより鮮明に確認できる。2013 年 12 月調査の雇用判断 DI（過剰－不足）を見ると、全産業規模合計で▲10 と 9 月調査の▲5 からマイナス幅が拡大しており、雇用の不足感が一段と強まっている状況を示している。なかでも非製造業（9 月▲12→12 月▲16）における労働需給逼迫が顕著であるが、製造業（5→1）においても過剰感がほぼ払拭されている。また、規模別では、大企業（全産業、▲1→▲3）に比べて中小企業（▲7→▲12）での不足感が強い。労働需給がここまで逼迫する中で、先に見た雇用の減少が事実であるとすれば、その理由は、企業が雇用の拡大に慎重なのか、需要と供給のミスマッチが存在するため余剰労働力が事実上無くなりつつあるのか⁵、それらの両方なのかであろう。そして、前者に関しては企業の成長期待ないしは意欲の乏しさが根底にあり、後者に関しては労働市場の柔軟性不足や現状に合わない人材育成など環境面の不備が原因となっている場合が多いと考えられる。

いずれにしても、こうした労働需給の逼迫を背景に、賃金の上昇圧力は徐々に強まっている。勤労者の所定内給与（基本給）は、1 月に前年同月比 0.4%と、2012 年 5 月以来となるプラスに転じた。パートタイム労働者で 12 月の前年同月比 0.1%から 1 月に 1.2%へ伸びを高めたことが寄与した。なお、

⁵ 本文で示した通り失業率は 1 月時点で 3.7%となっているが、その大部分は労働需給のミスマッチにより生じる構造的失業によるものであり、事実上、労働供給余力は極めて小さくなっているとみられる。詳しくは、3 月 6 日付け Economic Monitor 「労働需給の逼迫が賃金に及ぼす影響」参照。

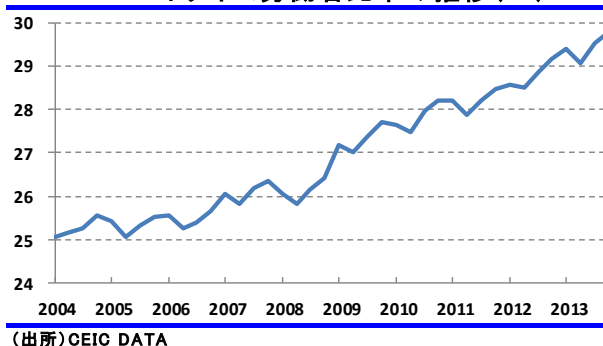
それまで一般労働者（フルタイム労働者）では前年同月比でプラスに転じていたにもかかわらず、全体で前年比マイナスが続いていたのは、パートタイム労働者で下落していたことに加え、相対的に賃金の低いパートタイム労働者の割合が上昇していた影響がある。雇用全体に占めるパートタイム労働者の比率は、リーマン・ショック以降、上昇ペースが加速しており、2013年10～12月期には29.8%まで達している。

なお、こうしたパートタイム労働者比率の上昇は、企業単位で正社員の採用を抑制しパートタイム労働者に置き換える動きによるもののほか、パートタイム労働者の比率が比較的高い業種で雇用が拡大していることによる部分もある。例を挙げると、2013年の常用雇用者数は前年比0.8%増加したが、最も伸びが高かった外食（前年比3.3%）のパートタイム比率は76.5%（2013年）にも達しており、比較的伸びが高かった生活関連サービス（1.3%）も44.4%と全体を上回っている。

所定内賃金の推移（前年同月比、%）



パートタイム労働者比率の推移（%）



輸出数量に明るい兆し、駆け込み需要に伴う輸入増はピークアウト

円高修正下で回復が待たれる輸出は、数量指数が当社試算の季節調整値で1月に前月比2.1%と持ち直し（12月は▲3.7%）、2月も0.8%と増加が続いており、明るい兆しが見られる。ただし、1～2月平均の水準は10～12月期を0.5%上回るにとどまり、4～6月期、7～9月期がともに前期比▲0.5%であったことを踏まえると、未だ横ばい圏にある。仕向地別に見ると、EU向けとアジア向けは1～2月平均の水準が10～12月期をそれぞれ1.4%、1.1%上回ったが、米国向けは0.2%上回るにとどまった。

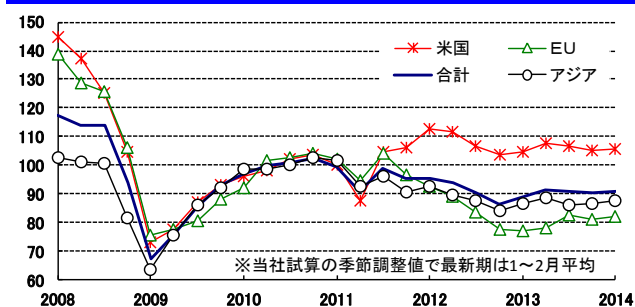
依然として輸出が伸び悩んでいる理由としては、①海外生産シフト、②国内需要の堅調による輸出余力の縮小、③海外における競争の激化、などが挙げられる⁶。これらのうち、海外生産シフトについては、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」（2014年1月調査）において、海外現地生産比率が2011年度の17.2%から2012年度には20.6%へ急上昇し、円高の加速を背景に急速に生産拠点の海外移転が進んでいたことが確認された。さらに、円高が大幅に修正された2013年度（今年度）においても21.6%へ上昇する見込みとなっており、わずか1年程度の円安進行によって海外生産シフトの流れが変わるわけではないことが明らかとなった。

一般的に、海外に生産拠点を設置する場合、数年間の検討を経て行われることが多いと考えられるため、円高進行時に決定された計画が継続されている部分が相当程度含まれているとみられるが、その一方で、国内市場の成長性に期待できないなかで、需要の拡大が期待できる海外で生産を行うことが、為替変動リスク如何に寄らず合理的となっている分野は少なくないであろう。同アンケートにおいて、

⁶ 詳しくは、2014年2月20日付け Economic Monitor「変わる日本構造～経常収支の不均衡是正へ」参照。

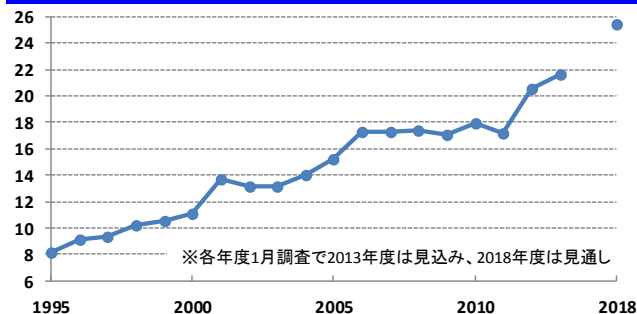
5 年先（2018 年度）の海外現地生産比率が 25.5%まで上昇する見通しであることは、依然として円高進行のリスクが意識されているばかりでなく、需要地生産の傾向が多く分野に広がっていることを示していると考えられる。そして、こうした傾向に変化がない限り、海外生産シフトが輸出数量の拡大ペースを抑制し続けることになるだろう。

仕向地別輸出数量指数(季節調整値、2010年=100)



(出所)CEIC DATA

海外現地生産比率の推移(%)



(出所)CEIC DATA

一方、輸入については、数量指数が当社試算の季節調整値で 10～12 月期に前期比 1.7%増加した後、1 月は前月比 5.0%とさらに増加したものの、2 月は▲6.5%と大幅に減少し、1～2 月期平均では 10～12 月期の水準を 1.3%上回るにとどまった。2 月の減少には、アジア地域における旧正月休暇期間（今年は 1 月 31 日～2 月 6 日）の貿易停滞という面もあるが、消費増税前の駆け込み需要に伴う輸入増が一巡した影響も大きいと考えられる。

なお、10～12 月期から 1 月にかけて増加が目立ったのは、電気機器（7～9 月期前期比 2.1%→10～12 月期 2.1%→1 月の 10～12 月期比 9.7%）や鉄鋼（8.2%→1.8%→5.7%）といった駆け込み需要の影響を受けたもののほか、電気機器を除く機械（5.2%→4.9%→8.3%）や鉱物性燃料（▲1.6%→3.9%→1.9%）などである。

2. 日本経済の見通し

4 月から始まる 2014 年度以降の日本経済を左右する最大の要因は、言うまでもなく消費増税の影響であり、駆け込み需要の反動落ちに加え、税率引き上げによる消費者の購買力低下（実質所得の減少）という経路を通じた影響により、直接的には個人消費や住宅投資を押し下げることになる。そして、こうした消費増税の影響を、景気対策や輸出、設備投資の拡大がどの程度緩和できるかも、重要なポイントとなろう。

消費増税の影響

先に見た通り、個人消費に関しては、駆け込み需要が耐久消費財から半耐久財や非耐久財、サービスへ範囲を広げながら勢いを増している。そのため、当社は個人消費が 10～12 月期の前期比 0.4%から 1～3 月期には 2.5%へ増勢を強め、前年同期比では 1～3 月期に 3.8%まで伸びを高めると予想している。これは、前回（1997 年 4 月）の消費増税時（10～12 月期前期比 0.6%→1～3 月期 1.2%）に比べると急増であるが、1～3 月期の前年同期比は前回の 3.5%と概ね同程度であり、今回の駆け込み需要が前回より大きいわけではないが、より増税直前に集中する姿を想定していることを意味している。

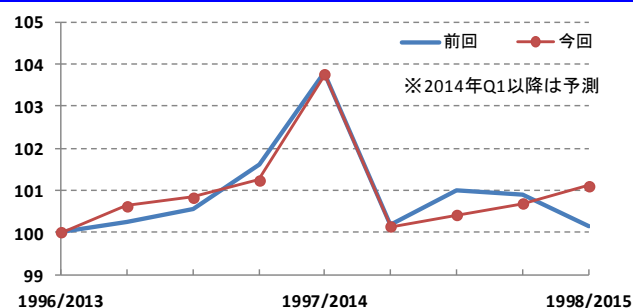
⁷ 財別の 2 月の輸入数量指数は本稿執筆時点で未発表。

また、4月以降の個人消費については、前回は4～6月期に前期比▲2.0%にとどまったことに対して、今回は▲3.5%を見込んでいる。今回は駆け込み需要が直前に大きく盛り上がるため反動落ちも4～6月期に集中するとみれば、税率の引き上げ幅が前回の2%Pt(3%→5%)に対して今回は3%Pt(5%→8%)と大きく、購買力の押し下げインパクトも大きいと考えられるためである。

4月以降の個人消費の落ち込みが予想を下回るとすれば、それは賃上げの動きやその影響が予想以上に広がった場合であろう。先に見た通り労働需給の逼迫を背景に賃金上昇圧力が高まる中で、安倍政権の働きかけもあり、今春闘は、連合の集計によると昨年実績の1.74%から2.16%(3月14日時点)へ賃上げ率が高まっている。この数字は、集計対象企業が昨年と今年で異なるため単純に比較はできないが、各種報道でベースアップ実施企業の増加が伝えられるなど、昨年を上回る賃上げとなることはほぼ確実である。また、同じく連合の集計によると、300人未満の中小労組でも昨年実績を上回っており⁸、一部の中小企業では賃上げの動きが波及している様子も窺える。今後、賃上げの動きがさらに広がるかどうかは未知数であるが、ベースアップの復活などを受けて勤労者全般に将来の所得増加への期待感が広がれば、消費者マインドが大きく改善し個人消費は予想ほど落ち込まない可能性もある。

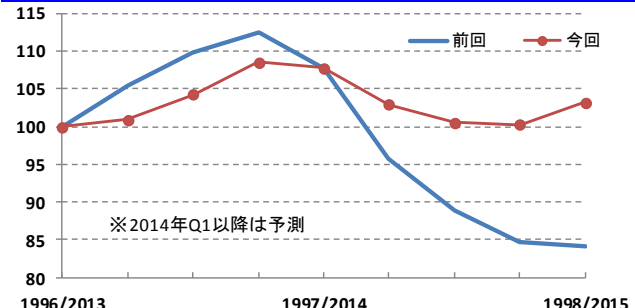
なお、前回の消費増税後は、アジア通貨危機や国内の金融システム不安により景気が急速に冷え込んだため、個人消費は一旦持ち直した後、再び落ち込んだが、今回は賃金上昇やデフレ脱却への期待感が徐々にマインドの改善を促し、個人消費は持ち直し傾向を持続できると予想している。

個人消費の推移比較(1996年Q1/2013年Q1=100)



(出所)CEIC DATA

住宅投資の推移比較(1996年Q1/2013年Q1=100)



(出所)CEIC DATA

なお、住宅投資については、先に見た通り住宅着工が既にピークアウトしているため、当社は1～3月期前期比▲0.7%と概ね横ばいにとどまり、4～6月期には▲4.5%へ落ち込み幅が拡大すると予想している。前回(1～3月期前期比▲4.1%→4～6月期▲11.2%)と比較すると落ち込みが緩やかであるが、今回は資材や労働力など供給サイドの制約により工事の進捗が遅れがちとなっていることに加え、2015年10月にも予定されている消費増税(8%→10%)や、デフレ脱却に伴う金利上昇への懸念が下支え要因となるためである。

経済対策は景気の落ち込みをある程度緩和

こうした消費増税の影響を緩和するため、政府は昨年12月に「好循環実現のための経済対策」を取りまとめ、これを具体化した今年度補正予算が2月6日に成立した。追加された歳出は合計7.0兆円

⁸ 連合の集計によると、300人未満の規模の組合のうち、3月14日時点で回答を得られた組合は、昨年の186組合から278組合へ増加、賃上げ率は1.86%から2.22%へ高まった。

であるが、税収増に伴う地方交付税交付金の増額（1.16 兆円）などを除いた約 5.5 兆円が経済対策関連費用となる。そのうち、「競争力強化策」として 1.2 兆円の予算が計上されているが、その中身は、中小企業を中心とした設備投資促進策（1,582 億円）のほか、主に独立行政法人や国立大学による技術開発促進のための対策費（2,201 億円）、エネルギーコスト対策（890 億円）、東京オリンピック関連インフラ整備（1,011 億円）、地域づくり・まちづくり対策費（3,252 億円）、農林水産業活力発揮対策費（3,178 億円）、中小企業対策（1,603 億円）などとなっており、インフラ整備以外は直接需要に結び付くかどうか不透明なものが多い。また、自民党の看板政策である「国土強靱化、防災・安全対策」に 1.2 兆円、「東日本大震災の復旧・復興」に 1.9 兆円余りの予算を計上し、合計約 3.3 兆円の公共事業が追加されている。そのほか、「女性・若者・高齢者・障害者向け対策」として 3,005 億円、消費増税対策として低所得者等への給付金（3,420 億円）や住宅投資の反動減軽減策（1,600 億円）などに 6,493 億円が計上されている。

したがって、今回の経済対策に伴って直接的に生み出される需要は、確実なところではオリンピック関連や防災関連、震災復興を合わせた計 3.4 兆円程度の公共事業であり、公共投資の底上げに結び付くと期待される。そのほか、消費増税対策の給付金も多く、多くの部分が徐々に個人消費として支出されるとみられる⁹。

2013年度補正予算の概要(兆円)			
歳出		財源	
競争力強化策	1.40	租税及び印紙収入	2.26
女性・若者・高齢者・障害者向け施策	0.30	政府資産整理収入	0.01
国土強靱化、防災・安全対策	1.20	雑収入	0.36
東日本大震災の復旧・復興(復興特会へ繰入)	1.93	前年度剰余金受入	0.91
消費増税対策	0.65	既定経費の減額	1.53
小計	5.47	雑収入(復興財源)	0.00
地方交付税交付金	1.16	前年度剰余金受入(復興財源)	1.93
その他の経費	0.36		
合計	7.00	合計	7.00

(出所)財務省

ただし、足元までの公共投資の動きを見ると、2013 年 2 月に成立した昨年度補正予算で公共投資関連費用が 5 兆円近く積み増された結果、2013 年 7～9 月期にかけて増勢を強めていたが、前述の通り 10～12 月期には増勢が弱まっており、この 1～3 月期には大幅な落ち込みが避けられない状況にあった。さらに、住宅投資のところでも触れた通り、資材や労働力の供給力不足により建設工事を拡大する余地が乏しくなっている。そのため、今回の補正予算による公共事業の追加は、公共投資の落ち込みを緩和する程度にとどまり、公共投資は 1～3 月期に前期比▲1.0%と小幅減少、その後も緩やかな減少傾向となる可能性が高い。つまり、今回の経済対策の効果は、供給サイドの要因により景気押し上げ余地が乏しいため、公共投資の大幅減少を防ぎ、個人消費の落ち込みを多少緩和するまでに限られるとみておくべきであろう。

輸出は外部環境良好ながら緩やかな拡大にとどまる

輸出については、為替や海外景気といった外部環境を見る限り、景気の下支え役が期待できる状況にある。ドル円相場は、寒波の影響による米国経済の一時的な減速や、ウクライナ問題など国際情勢の悪化などを材料に、1 ドル＝101 円近くまで円が買われる局面もあったが、米国の金融政策が着実に出口に向かっていることが円高進行に歯止めを掛けている。今後は、本来の成長ペースを取り戻す米国経済と、消費増税により一時停滞を余儀なくされる日本経済のファンダメンタルズ格差を反映して、

⁹ 一般的に低所得者層の限界消費性向は高いとされているため、比較的短期間のうちに大部分が消費に回る可能性が高い。なお、給付金の総額は 2013 年 4～6 月期の名目個人消費 71.8 兆円の約 0.5%に相当するため、仮に大部分が短期間で個人消費に回れば、その景気下支え効果は小さくはない。

ドル円相場は再びドル高円安傾向を強めよう。さらに、今後の日本経済の動向次第では日銀による追加の金融緩和も見込まれるため、それに対する期待が円売り材料とされる可能性もある。

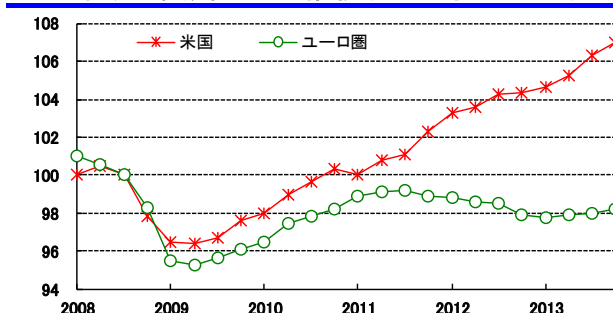
また、海外景気についても、米国経済が好調なほか、欧州経済はひとまず底入れが確認されている。アジア新興国については、中国が金融問題の深刻化懸念という足枷があり、タイは政治的混乱が収束するメドが立っていないため、いずれも当面は力強い拡大を見込めないが、インドやインドネシアでは選挙が終わり政策の方向性が明確となる年後半には景気が復調するとみられるなど、全体としては回復方向に向かうと考えられる。

ドル円相場の推移(円/ドル)



(出所)CEIG DATA

米欧の実質GDPの推移(2008年Q3=100)



(出所)CEIG DATA

ただ、先に見た通り、海外生産シフトの流れが依然として続いているため、外部環境の改善が輸出の拡大に結び付きにくい状況はあまり変わっていない。4月以降は国内需要の停滞が見込まれるため、生産余力の低下により輸出が伸び悩んでいた業種においては拡大余地が生じるものの、輸出全体として見れば、かつての円安局面ほどに増勢は強まらず、緩やかな拡大にとどまると予想する。

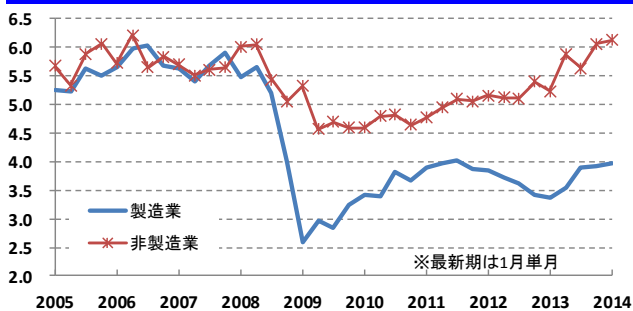
設備投資は拡大基調を維持

輸出と同様、企業業績や最終需要の持ち直しといった外部環境の面から回復が期待されていた設備投資であるが、ここにきてようやく持ち直し傾向を強めている。設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、2013年4～6月期以降、3四半期連続で前期比プラスとなった後、1月は10～12月期の水準をさらに4.0%上回った。内訳を見ると、既にリーマン・ショック前の水準を回復している非製造業は好調さを持続、製造業もようやく東日本大震災前の水準まで回復した。

製造業においても設備投資が復調しつつある背景には、稼働率の上昇がある。1月の設備稼働率指数は、生産の拡大を受けて107.3(実稼働率82.2%)とリーマン・ショック直前(2008年10月108.6)以来となる水準まで回復した。加えて、業績改善が非製造業、製造業双方の設備投資を後押ししている。非製造業の経常利益は、当社試算の季節調整値で2013年の4～6月期に史上最高を更新し、以降も拡大を続けており、製造業の経常利益は2013年10～12月期に2007年10～12月期以来の水準まで回復している。

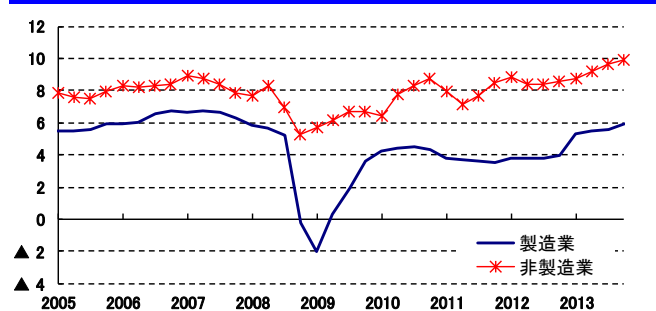
今後も設備投資の拡大が続くかどうかは、需要動向に対する企業の見方に左右される部分が多い。その意味で、企業景況感の状況が注目されるが、法人企業景気予測調査(内閣府/財務省)では景況判断BSIが大企業(全産業)で1～3月期の12.7から4～6月期に▲9.8とマイナスに転じており、多くの企業が消費増税の結果、景気が大きく悪化すると見込んでいることが示された。ただし、7～9月期には8.3へ改善しており、景気の悪化は一時的とする見方が多い。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)CEIG DATA

経常利益の推移(季節調整値、兆円)



(出所)CEIG DATA

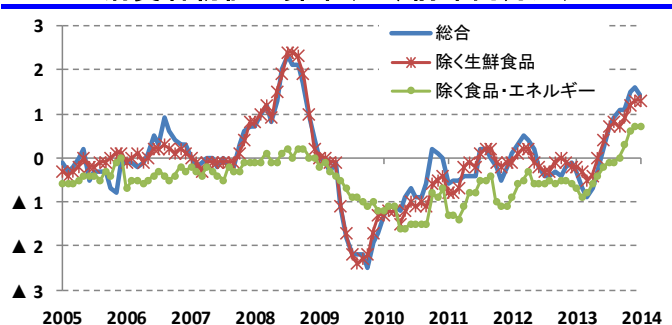
前出の企業行動に関するアンケート調査においても、実質 GDP 成長率は 2014 年度が前年比 1.3%、今後 3 年間の平均では 1.4%と見込まれており、景気の拡大が続くとの見方が大勢である。こうした企業の先行きに対する見方を踏まえると、4 月以降も設備投資は拡大基調を維持するとみて良いであろう。

消費増税後も回復基調を維持しデフレ脱却へ

以上を踏まえて今後の日本経済を展望すると、実質 GDP は 1～3 月期に駆け込み需要によって前期比 1.7% (年率 6.9%) まで伸びを高めるが、4～6 月期は消費増税により個人消費や住宅投資が落ち込む中、公共投資も小幅減となり、前期比▲1.7% (年率▲6.4%) と大幅な落ち込みを予想している。その後は、住宅投資の減少が続く公共投資の盛り上がりも見込めないが、輸出や設備投資の拡大が続く、個人消費が持ち直すことから、7～9 月期には実質 GDP は前期比でプラスに転じ、その後も緩やかな拡大が続くと予想する。その結果、2014 年度の実質 GDP 成長率は 2013 年度の 2.4%から 0.5%へ鈍化するが、景気は後退局面入りを回避し、拡大基調を維持しよう。

こうした景気情勢の下で、1月に前年同月比 1.3% となった消費者物価上昇率 (生鮮食品を除く総合) は、4 月以降、消費税率引き上げにより 3% 台へ高まろう。ただし、消費増税分を除けば 1% 程度と逆に鈍化し、景気停滞に伴う物価上昇圧力の低下がデフレ脱却への歩みを一旦後退させることになる。景気が持ち直し、再びデフレ脱却に向けて前進するのは 2014 年度後半になるとみられ、日銀が目指す 2 年以内 (2015 年 4 月まで¹⁰) に前年比上昇率 2% という目標の達成は困難であろう。

消費者物価上昇率(%、前年同月比)



(出所)CEIG DATA

注目されるのは、政府が「デフレ脱却宣言」を行うかどうかである。今回の 8%への消費税率引き上げは、景気の動向を慎重に見極めた上で最終決定に至った経緯がある。そのため、2015 年 10 月に予定されている 10%への税率引き上げにおいても、今回の消費増税を受けた停滞からの景気持ち直しを確認するだけでなく、「デフレ脱却宣言」が可能なほどの景気の強さが求められることとなろう。しかも、消費増税を 2015 年度税制改正に盛り込むためには、通常のスケジュールであれば 2014 年中の

¹⁰ 正確には、2013 年 4 月 4 日の「量的・質的金融緩和」の導入から 2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に、としている。

意思決定が必要である。

本予想では、政府が今年 4 月の消費増税後も消費者物価の上昇基調が失われていないことを確認、2014 年中にデフレ脱却宣言を行い、2015 年 10 月に更に消費税率を引き上げることを想定している（8%→10%）。その場合、個人消費や住宅投資に再び駆け込み需要が発生するが、2015 年度内に反動落ちも発生するため、年度で見た場合は概ね中立である。2015 年度の基調としては、個人消費は賃金の上昇を背景に拡大を維持するが、年度後半に向けて住宅投資はピークアウトするとみられる。

そのほか、経済対策効果の一巡により公共投資は減少するが、輸出は海外景気の拡大を受けて緩やかな拡大が続き、設備投資も増勢を維持しよう。その結果、2015 年度の実質 GDP 成長率は潜在成長率をやや上回る前年比 1.3%となり、デフレからの脱却を確実にすると予想する。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2012 実績	2013 予想	2014 予想	2015 予想
実質GDP	0.6	2.4	0.5	1.3
国内需要	1.4	2.7	0.3	1.1
民間需要	1.4	2.1	▲0.2	1.3
個人消費	1.5	2.5	▲1.0	1.0
住宅投資	5.3	8.4	▲3.4	2.9
設備投資	0.7	0.2	3.9	2.6
在庫投資(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.0)
政府消費	1.5	2.4	1.8	1.3
公共投資	1.3	15.7	0.6	▲4.1
純輸出(寄与度)	(▲0.8)	(▲0.3)	(0.2)	(0.3)
輸 出	▲1.2	3.4	3.7	3.7
輸 入	3.7	5.6	2.4	2.3
名目GDP	▲0.2	2.1	2.6	2.4
実質GDP(暦年ベース)	1.4	1.5	1.3	1.2
鉱工業生産	▲2.6	3.2	1.6	2.4
失業率(%、平均)	4.3	3.9	3.8	3.4
消費者物価(除く生鮮)	▲0.2	0.8	3.2	1.9

(資料) 内閣府、経済産業省、総務省等より当社作成。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。