

# 日本経済情報

2014 年 8 月号

## Summary

### 【内 容】

#### 1. 日本経済の現状

消費増税後の落ち込みは概ね事前予想通り

個人消費は予想以上に減少

#### 2. 日本経済の見通し

個人消費は当面リバウンドの域を脱せず

住宅投資は減少基調が続く

公共投資は 2014 年度後半に息切れ

設備投資は一時的な減少のあと拡大軌道に復する

輸出はアジア向けを中心に回復へ

2014 年末にかけて回復の動き広がるが持続力確保のためには追加対策が不可避

### 【 日本経済の改訂見通し 】

4～6 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲1.7%（年率▲6.8%）と大幅なマイナスになった。駆け込み需要の反動落ちにより個人消費と住宅投資が大きく落ち込み、設備投資や公共投資も減少した。輸出もアジア新興国向けを中心に減少したが、輸入の大幅減により純輸出は成長率に対してプラス寄与となり、在庫投資も比較的大きなプラス寄与となった。

個人消費や住宅投資の大幅な落ち込みは想定範囲内であり、設備投資の底堅さや公共投資における復調の兆しを踏まえると、消費増税後の景気の方向感について大幅な修正を迫るものではない。しかしながら、個人消費の落ち込み幅は予想以上で今後も注視の必要があり、輸出回復の遅れや在庫投資の反動落ちが懸念材料である。

主な需要の先行きを展望すると、個人消費は、雇用・所得環境や消費者マインドの改善などを背景に持ち直しはするものの、駆け込み需要の反動減によって下押しされる中で、所得の増加で消費増税による実質所得の目減りをカバーしきれず、2014 年度通年では大幅なマイナスとなろう。住宅投資は中長期的な需要減もあって減少基調が続くとみられる。

公共投資は、昨年度補正予算の執行が本格化しているため当面は景気を下支えするものの、2014 年度後半には息切れが見込まれる。政府は今年度も公共事業を追加することになろう。

設備投資は、先行指標を見る限り 7～9 月期も減少が続く可能性が高い。しかしながら、今回の設備投資の拡大局面は開始後 1 年を経過したばかりであり、その後は拡大軌道に復すると見込まれる。最近の設備過剰感の低下や比較的強い設備投資計画がそれを裏付けている。輸出は、中国の景気下げ止まりのほか、インドネシア、タイの景気回復を背景に、今後はアジア向けを中心に回復に向かおう。

以上を踏まえると、日本経済は 2014 年 7～9 月期に前期比、前年同期比ともプラス成長に転じ、デフレ脱却に向けた動きを再開するとみられる。消費者物価上昇率は 4 月以降も低下しておらず、インフレ期待は後退していない。景気の持続的な回復を確実にするためには追加の対策が必要となるが、年内に消費税率再引き上げの環境は整う可能性が高い。実質 GDP 成長率は 2014 年度前年比 0.3%、2015 年度 1.3%を予想する。

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

## 1. 日本経済の現状

## 消費増税後の落ち込みは概ね事前予想通り

13日に発表された2014年4～6月期GDPの1次速報値は、前期比▲1.7%（年率▲6.8%）と大幅な落ち込みとなったが、概ね事前予想<sup>1</sup>の範囲内であった。なお、落ち込みの大きさは、東日本大震災の発生により景気が冷え込んだ2011年1～3月期（前期比▲1.8%、年率▲6.9%）と同程度である。

主な需要項目の内訳を見ると、消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちにより個人消費が前期比▲5.0%となり、実質GDP成長率を3.1%Pt（年率12.4%Pt）押し下げたほか、住宅投資が前期比▲10.3%と大幅に減少した（実質GDP成長率に対する寄与度は前期比▲0.3%Pt、年率で▲1.4%Pt）。前回の消費税率引き上げ時（1997年4～6月期）においては、個人消費が前期比▲3.5%、住宅投資が▲11.2%であり、個人消費でマイナス幅が前回よりも拡大したが、これは、今回の方が増税幅が大きかったことを反映した面が大きいと言える。一方、住宅投資においてマイナス幅が前回よりも小さかったのは、供給力不足により住宅建設工事の進捗が遅れ駆け込み需要が前回に比べ分散されたためと考えられる。

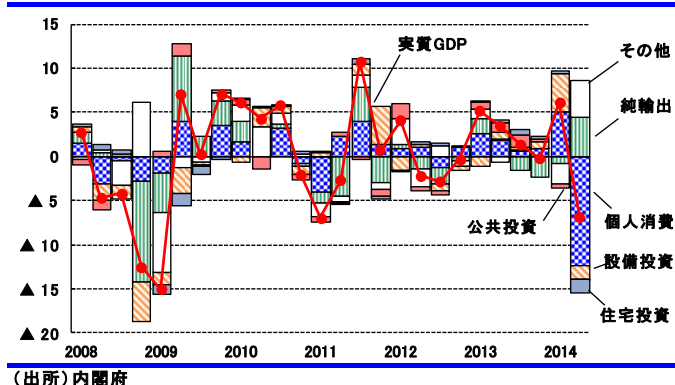
そのほか、民間企業設備投資も前期比▲2.5%と5四半期ぶりの減少に転じ、実質GDP成長率を0.4%Pt（年率1.5%Pt）押し下げた。1～3月期に前期比7.7%もの大幅拡大<sup>2</sup>となった反動による部分が大きいとみられる。ただ、減少したとはいえ4～6月期の水準は10～12月期を5.0%も上回っており、設備投資は高水準を維持していると判断すべきであろう。

公共投資（公的固定資本形成）は前期比▲0.5%

となり、2四半期連続で減少したが、1～3月期の▲2.5%からはマイナス幅が縮小した。さらに、今年2月に予算化された昨年度補正予算の執行が本格化したことを受けて、先行指標は1～3月期以降、持ち直しており、公共投資は7～9月期にかけて拡大している模様である。

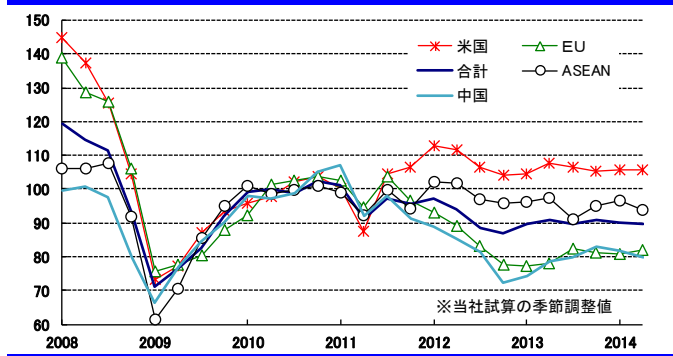
輸出も前期比▲0.4%と3四半期ぶりのマイナスに転じた。サービス輸出は前期比4.2%と増勢を維持したものの、財貨輸出が▲1.2%と減少した。通関輸出数量指数の動向を見ると、ASEAN向けが化学製品や輸送用機器（自動車部品、船舶）を中心に、中国向けが一般機械や繊維製品などを中心に落ち込んでおり、主にこれらアジア新興国向け輸出の減少が財貨輸出全体を押し下げた模様である。輸出は、ドル円相場が円安傾向に転じて1年半を経過したにもかかわらず、未だ回復力に欠ける状況にある。一方で、輸入は駆け込み需要の

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



(出所)内閣府

通関輸出数量指数の推移（季節調整値、2010年=100）



(出所)財務省

<sup>1</sup> ESPフォーキャスト調査では前期比年率▲6.81%、ロイター調査では▲7.1%であった。

<sup>2</sup> ウィンドウズXPのサポート終了（2014年4月）に伴う駆け込み需要が押し上げ要因の一つとして指摘されている。

反動落ちに伴って前期比▲5.6%と大幅に減少したため、純輸出（輸出－輸入）の実質 GDP 成長率に対する寄与度は前期比 1.1%Pt（年率 4.4%Pt）となり、成長率の落ち込みを緩和した。

在庫投資も、実質 GDP 成長率に対する寄与が前期比 1.0%Pt（年率 3.9%Pt）と比較的大きなプラスとなった。最終需要の急激な落ち込みほどに供給を抑制できなかった、ないしは意図的に供給を抑制しなかったことを示しており、いずれにしても、7～9 月期以降に在庫投資のマイナス寄与という形で大幅増の反動が生じる可能性があるだろう。

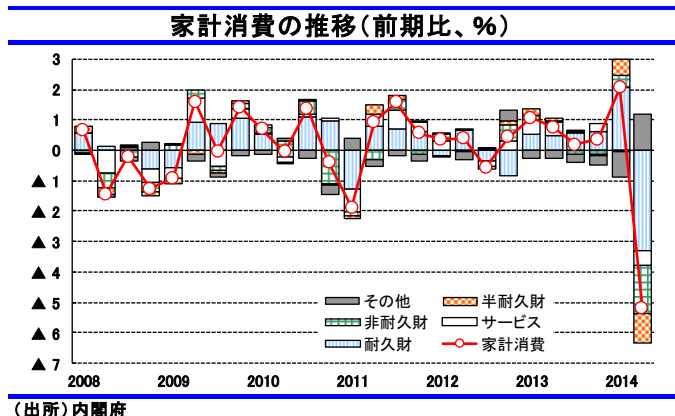
### 個人消費は予想以上に減少

上記の通り、4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比で大幅なマイナスとなり、その結果、前年同期比で見ても 1～3 月期の 3.0%から▲0.1%と小幅ながらマイナスに転じた。とはいえ、消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちにより個人消費や住宅投資が大幅に落ち込むことは想定範囲内である。また、その他の需要は、設備投資が底堅く推移しており、公共投資も足元では拡大に転じているとみられることを踏まえると、今回の 4～6 月期 GDP は、消費増税後の景気の方角感について大幅な修正を迫るものではないと判断できる。

ただ、個人消費の前期比▲5.0%という落ち込み幅は、前回の消費増税時を上回っただけでなく、▲3%程度と予想する向きが多かったことと比べても大きい。その落ち込みの内訳を見ると、1～3 月期に駆け込み需要によって前期比 13.0%も増加した耐久財が前期比▲18.9%と大幅に減少した。ただし、それでも 4～6 月期の耐久財消費の水準は前年水準を若干下回る程度（前年同期比▲1.1%）にとどまっており、比較対象となる前年 4～6 月期には株高などを背景に耐久財消費が活発化し始めていたことも併せて考えると、反動落ち後も耐久財消費は底堅く推移しているという評価が妥当であろう。また、衣料品などの半耐久財も 4～6 月期に前期比▲12.3%と比較的大きな落ち込みを記録したが、前年同期比で見ると 1～3 月期の+7.7%に対して 4～6 月期は▲6.7%であり、1～3 月に発生した駆け込み需要相当分の落ち込みにとどまったと言える。

注目は食料品などの非耐久財である。4～6 月期の非耐久財消費は、前期比▲7.0%と予想外に大きな減少となった。前年同期比の推移を見ると、1～3 月期は+0.8%にとどまり駆け込み需要は限定的であったにもかかわらず、4～6 月期は▲6.5%と 1～3 月期の増加を大きく上回って落ち込んでおり、消費増税に伴う価格の上昇<sup>3</sup>が非耐久財の購入抑制につながった可能性が指摘できる。なお、サービス消費については、4～6 月期に前期比▲0.9%と小幅な減少にとどまり、消費増税の影響は軽微であった模様である。

以上を整理すると、今後の個人消費については、底堅さの見られる耐久財がさらに落ち込む可能性や、非耐久財に顕著に見られた価格上昇（購買力低下）による影響を見極める必要があるだろう。ま



<sup>3</sup> 消費者物価指数における 4 月以降の食品価格は前年同月比 5%台（4 月 5.0%、5 月 5.3%、6 月 5.1%）で推移しており、生鮮食品に限れば二けた上昇（4 月 10.0%、5 月 12.1%、6 月 11.1%）となっている。こうした食品価格の上昇も非耐久財消費の低迷につながった可能性がある。

た、輸出回復の遅れや反動落ちの可能性のある在庫投資も景気の先行きにおける懸念材料として残る。

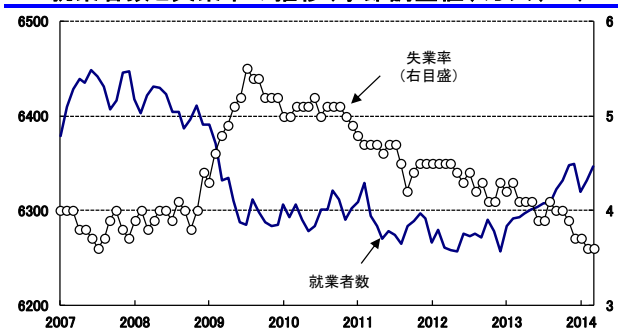
## 2. 日本経済の見通し

前章で見た現状を踏まえると、日本経済の先行きについては、個人消費の反発力が重要なポイントとなることは言うまでもないが、そのほか、企業の設備投資が拡大基調を維持できるのか、公共投資はどの程度景気を下支えできるのか、輸出は回復するのかといった点も注目される。以下では、これらを中心に需要項目の先行きを見通したうえで、今後の日本経済について展望する。なお、詳細は後述するが、本予測においては、2015年10月に消費税率が予定通り10%へ引き上げられることを前提としている。

### 個人消費は当面リバウンドの域を脱せず

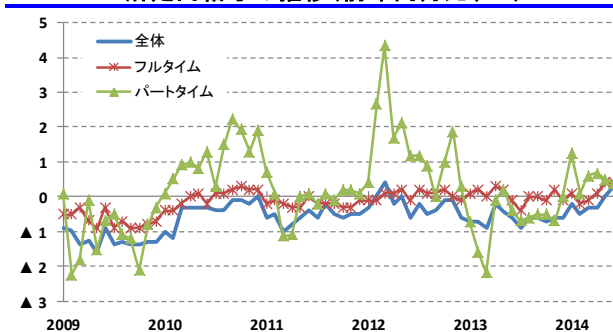
4～6月期に前年同期比▲2.5%と大きく水準を落とした個人消費であるが、結論から述べると、今後は緩やかながらも持ち直しに向かう可能性が高い。第一の理由として、雇用・所得環境の改善が挙げられる。就業者数は、一進一退ながらも徐々に水準を切り上げており、その結果、5月の失業率（季節調整値）は1997年12月以来となる3.5%へ低下した。6月は就業者数（労働力需要）が横ばいのなかで労働力人口（労働力供給）が増加したため失業率は3.7%へ上昇したが、有効求人倍率が92年6月以来の1.10倍へ上昇したことが示す通り労働需要が逼迫した状態が続いているため、7月以降は就業者数が拡大し労働力人口の増加分を吸収、失業率は再び低下する可能性が高いと考えられる。

就業者数と失業率の推移(季節調整値、万人、%)



(出所)総務省

所定内給与の推移(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省

さらに、こうした労働需給の引き締まりに加え、ベースアップを再開する企業が散見された今年の春闘の結果を受けて、正社員（フルタイム労働者）の所定内給与（基本給）は3月の前年同月比▲0.1%から4月+0.1%、5月、6月とも+0.4%と伸びを高めており、パートタイム労働者も4月+0.7%、5月+0.5%、6月+0.4%とプラスが定着している。なお、労働者全体の所定内給与は、雇用の拡大が相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者中心であることを反映して伸びが抑制されているが、それでも4月の前年同月比▲0.3%から5月0.0%、6月+0.3%と明確なプラスへ転じている。

第二の理由は、消費者マインドの改善である。消費者マインドを示す消費者態度指数は、4月の37.0から5月39.3、6月41.1、7月41.5と徐々に上昇、7月の水準は2013年12月（41.3）を若干上回るまでに改善している。上記のような緩やかながらも着実な雇用の拡大と賃金水準の底上げという家計所得の拡大が、マインド改善を後押ししているとみられる。

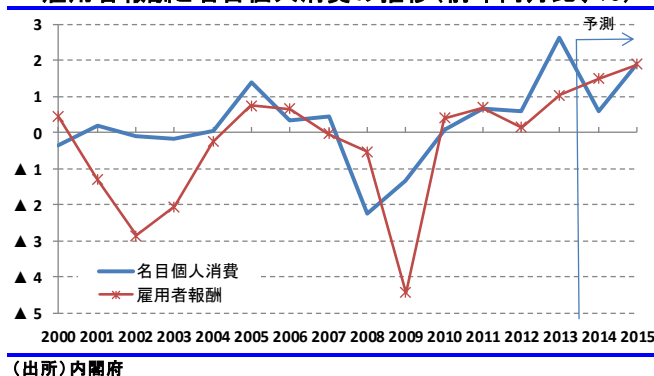


第三の理由は、自動車販売の底堅さである。7月の新車販売台数（含む軽）は前年同月比▲2.6%となり、3か月ぶりにプラスに転じた6月（0.1%）から再び悪化した。主因は軽自動車が増税前の受注残減少により前年同月比▲7.5%とマイナスに転じたためであり、登録車は逆に0.3%と小幅ながら4か月ぶりのプラスに転じた。前述の通り、耐久財消費は4月以降に大きく落ち込んだとはいえ比較的高水準を維持しており、さらなる落ち込みへの懸念が残るが、7月の新車販売を見る限り、その可能性は今のところ高くないようである。

以上を踏まえると、個人消費は4～6月期で駆け込み需要の反動落ちが概ね一巡し、7月以降は徐々に持ち直すという従来からの見方を修正するほどの材料は現時点で見当たらない。個人消費は、7～9月期に実質で前期比1%を超える増加に転じ、以降も緩やかな拡大を維持すると予想する。

ただし、2014年度通年の実質個人消費は前年比で2%近いマイナスを余儀なくされる。雇用の拡大と賃金の上昇を受けて雇用者報酬は前年比1%台半ば程度の増加が見込まれるなど家計所得の伸びは高まるものの、駆け込み需要の反動によって個人消費の伸びは所得を大きく下回る水準へ抑制され、名目で前年比1%未満のプラスにとどまるとみられる。さらに、消費増税などに伴い物価（デフレーター）が2%を超える上昇となるため、実質で見た場合、2014年の消費活動の水準は前年を大きく下回ることになる。なお、2015年度については、既に大きく水準を切り下げた後ということもあり、2013年10月に消費税率の再引き上げ（8→10%）が行われたとしても、所得環境のさらなる好転やマインドの改善を背景に反動減を除けば拡大基調を維持し、通年でも前年比プラスに転じると予想する。

雇用者報酬と名目個人消費の推移（前年同月比、%）



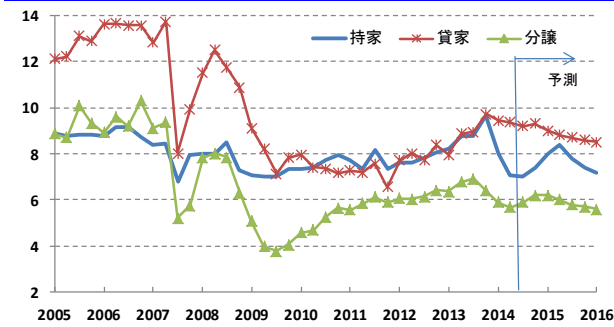
### 住宅投資は減少基調が続く

住宅投資は、先行指標となる住宅着工戸数の落ち込みが続いていることを踏まえると、7～9月期もマイナス幅は縮小するものの減少が続く可能性が高い。住宅着工戸数は、2013年12月に付けた直近ピークの年率105.5万戸から2014年5月には87.2万戸まで、6月も88.3万戸と2割近く落ち込んでいる。ただし、2014年度後半には、2015年10月からの消費税率再引き上げを控えて、注文住宅（持ち家）を中心に再び駆け込み需要が発生し、一旦は下げ止まるとみられる。

しかしながら、最近の二度に渡る消費増税に伴い大規模な駆け込み需要の発生が見込まれるため、住宅需要は相当に前倒しされることになる。そのうえ、既に需要を大きく上回る住宅ストックが存在<sup>4</sup>するうえに、今後の人口減少を勘案すると、中長期的に住宅需要は減少傾向とならざるを得ない。そのため、住宅投資は、2015年度後半以降、駆け込み需要の反動落ちと相俟って、再び減少基調になると予想される。

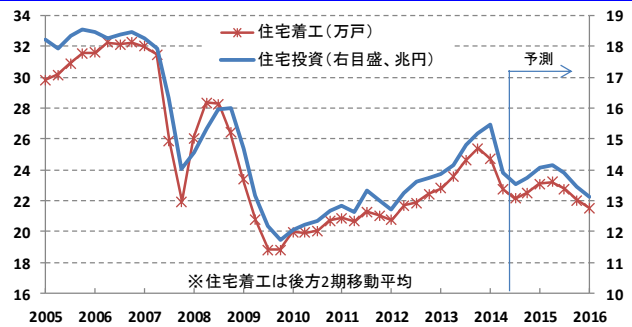
<sup>4</sup> 総務省「平成25年住宅・土地統計調査」（速報）によると、2013年時点の住宅総数6,063万戸のうち空き家は820万戸と13.5%を占め過去最高を更新した。なお、本調査によると、総世帯数は5,245万世帯（同居世帯を含む）であり、住宅総数はこれを大きく上回っている。

住宅着工戸数の推移(季節調整値、万戸)



(出所) 国土交通省

住宅着工戸数と住宅投資の推移(季節調整値、兆円、万戸)



(出所) 内閣府、国土交通省

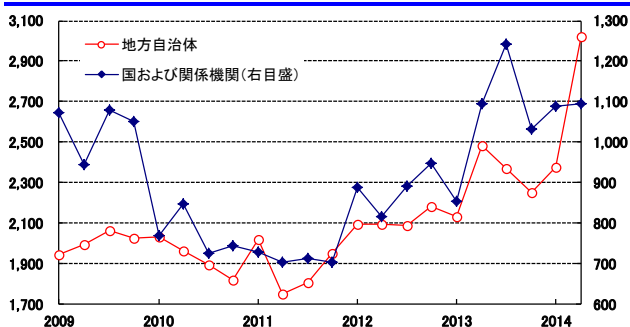
## 公共投資は 2014 年度後半に息切れ

冒頭でも触れた通り、公共投資（公的固定資本形成）は、先行指標である公共工事保証実績が 1～3 月期に前年同期比 16.6%、4～6 月期も 13.3%と高い伸びを続けており、当社試算の季節調整値では、1～3 月期の前期比 5.7%から 4～6 月期は 18.7%へ増勢を強めている。そのため、7～9 月期の公共投資は、前期比でプラスに転じる可能性が高い。ただし、建設業では現在、深刻な労働力不足に見舞われているため、供給力がボトルネックとなって景気を大きく押し上げるほどの拡大は期待できず、前期比で 3%程度の増加にとどまると予想される。

さらに、今年度の公共投資関連予算は、前年度からの繰り越し分を加味しても、最終的に国（公共事業関係費）では前年比 2 兆円程度減少、地方（投資的経費）でも良くて前年並みにとどまるとみられる。そのため、公共投資は 2014 年 10～12 月期には息切れし、前期比で大幅な減少になると見込まれる。

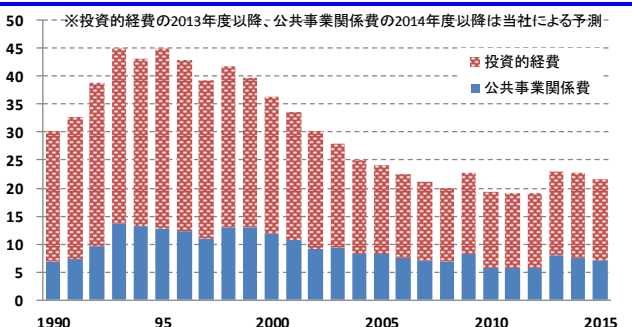
こうした状況下で、政府は、景気回復の持続性を高めるため、今年度も補正予算によって公共事業を追加する可能性が高いと考えられる（本予測では 2015 年 1～3 月期に 2 兆円規模の公共事業を含んだ景気対策が予算化されることを想定している）。予想通り追加対策が行われれば、公共投資は 2015 年度前半にも下げ止まろう。ただし、その場合でも、2015 年度通年の公共投資は、2014 年度後半の落ち込みが大きい前年比で大幅なマイナスとなることが避けられない。

公共事業保証実績の推移(季節調整値、10億円)



(出所) 保証会社各社

公共事業関係費と投資的経費(決算ベース、兆円、年度)



(出所) 財務省、総務省

## 設備投資は一時的な減少のあと拡大軌道に復する

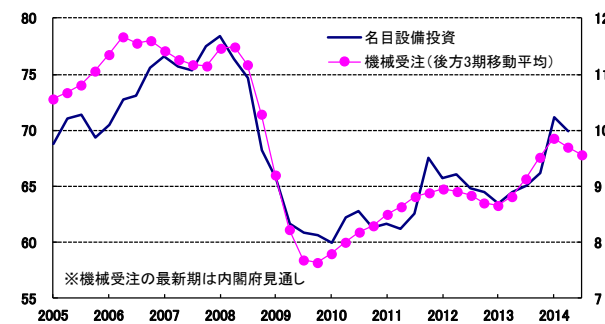
設備投資は、1～3 月期に前期比 7.7%もの高い伸びとなった反動により、4～6 月期は▲2.5%と 5 四半期ぶりのマイナスに転じたが、先行指標は 7～9 月期もマイナスが続く可能性を示唆している。

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、6 月に前月比+8.8%と 3 ヶ月ぶりの増加に転じたが、4 月▲9.1%、5 月▲19.5%という大幅な減少をカバーしきれず、4～6 月期は前期比▲10.4%と二けた減を記録した。7～9 月期は、内閣府の見通しによると前期比 2.9%と持ち直しが期待されているが、これが実現したとしても 4～6 月期の大幅な落ち込みの一部を埋めるに過ぎず、7～9 月期の設備投資は 2 四半期連続の前期比マイナスになると見込まれる。

ただ、中長期的な視点で見れば、設備投資は引き続き拡大局面にあると考えられる。一般的に、設備投資（機械投資）の平均サイクルは概ね 7 年程度とされているが、設備ストック循環図（下右図）を見ると、今回の設備投資の拡大局面は 2013 年 1～3 月期頃を起点として 1 年余りしか経過しておらず、過去のパターンに従えば今後 2 年程度は拡大局面が続くことになる。

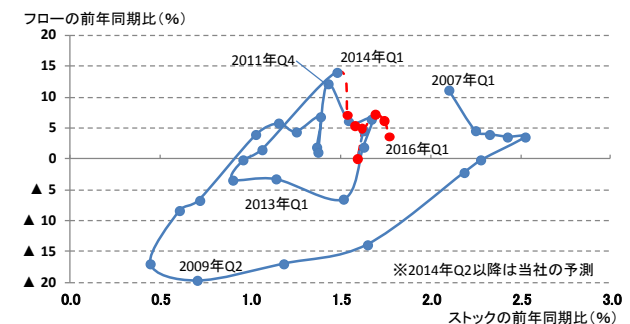
実際に、日銀短観の生産・営業用設備判断 DI（全産業規模合計）は、2014 年 3 月調査においてゼロ、すなわちマクロ的な過剰感の解消を示し、6 月調査では実績が 1 となったものの 9 月予測は▲2 と設備不足状態を見込んでいる。さらに、2014 年度の設備投資計画は前年比 1.7%となり、この時期としては比較的強気な数字となるなど、企業が設備投資に対する積極的な姿勢を維持している様子がうかがえる。そのため、設備投資は、2014 年度後半以降、再び拡大軌道に復し、2014 年度、2015 年度とも通年で前年比増加が続くと予想する。

設備投資と機械受注の推移（季節調整値、年率、兆円）



(出所)内閣府

設備ストック循環（前年同期比、%）



(出所)内閣府

## 輸出はアジア向けを中心に回復へ

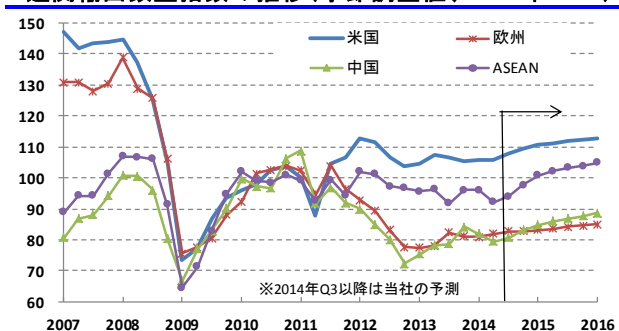
輸出の先行きについては、先に見た現状を踏まえると、米国向けとアジア新興国向けの行方が大きなカギを握る。米国向けについては、通関輸出数量指数が 2014 年 4～6 月期に前期比横ばいにとどまるなど伸び悩んでいるが、主な財別に見て数量ベースで落ち込みが確認できるのは鉄鋼（1～3 月期前年同期比 7.6%→4～6 月期▲0.7%）や乗用車（1～3 月期▲6.9%→4～6 月期▲10.6%）である。落ち込みの原因としては、鉄鋼は国内需要の堅調さを背景とする輸出余力の低下が、乗用車は 1～3 月期に米国で寒波などにより販売が伸び悩んだ影響が考えられる。ただし、米国の乗用車販売は既に足元で急回復しており、今後についても、米国経済の堅調な拡大が見込まれること、さらにドル円相場が米国の量的金融緩和終了などを背景にドル高円安基調が期待されることを踏まえると、米国向け輸出は徐々に増勢を強めていくと予想される。欧州向けについても、欧州経済がひとまず底入れしているこ

とから、米国向けほどではないにせよ、持ち直しの動きは維持できるものとみられる。

アジア新興国輸出については、まず、需要のベースとなる中国経済や ASEAN 経済の動向が重要である。中国経済は、現状、政府が小規模な景気刺激策を繰り返すことで減速に歯止めを掛け、前年比で 7% 台半ば程度の成長を維持している。今後も政府が景気のさらなる減速を避ける姿勢を維持し、同程度のペースで拡大が続くとみられる。ただし、生産設備の過剰状態や不動産バブル懸念に対処するため、政府は固定資産投資（公共投資、設備投資、住宅投資の合計）の抑制方針を維持しているため、対中輸出全体の 19.5%（2013 年）を占める一般機械や 4.6% を占める鉄鋼などの資本財に類する分野においては、昨今の中国企業との競争激化も考慮すると、輸出の拡大を期待し難い。そのため、中国向け輸出は、今後、消費財や資本財を中心に持ち直すとはみられるものの、来年度も 2011 年 1～3 月期に付けた数量ベースのピークに遠く及ばない水準までの緩慢な回復にとどまろう。

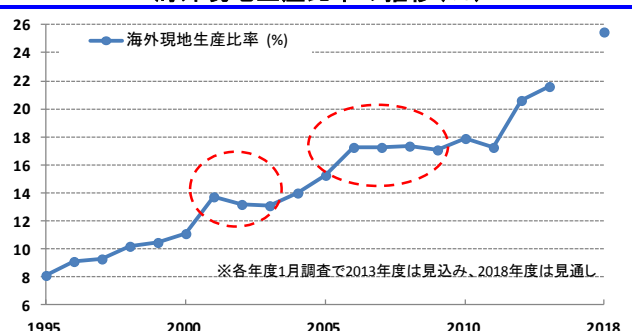
一方、ASEAN 経済は、2014 年前半まで、主要国であるインドネシアで鉱産物の輸出規制や大統領選挙を控えた様子見ムードなどから景気の減速が続き、タイも政治を巡る混乱による先行き不透明感や政府業務の停滞などから景気が停滞した。日本からの ASEAN 向け輸出の停滞は、主にこの 2 大国の景気、特に投資の減速によってもたらされた面が大きいと考えられる。今後については、インドネシアは 7 月の大統領選を終えて経済の再始動が期待され、タイにおいては 5 月のクーデターにより誕生した軍事政権が既に経済の正常化に向けた政策運営を行い一定の成果が現れ始めており、両国とも来年にかけて景気の回復が見込まれる状況となっている。そのため、日本から ASEAN 向けの輸出は、今後、比較的早いテンポで回復に向かうと予想する。また、タイやインドネシア、フィリピンなどの主要国においては、日本企業による直接投資が活発化しており、これに伴う資本財や生産財輸出の拡大が期待できる。一部では生産財を現地調達にシフトする動きもあり、また、消費財では現地生産シフトも進むなど、日本からの輸出を抑制する要因も出始めているが、当面は直接投資拡大に伴う資本財や生産財輸出の増加が勝り、さらに、生活水準の向上に伴ってより付加価値の高い分野での消費財輸出拡大も期待できる。そのため、ASEAN 向け輸出に関しては、来年度にかけて数量ベースで 2008 年につけた過去最高水準に近づく可能性がある。

通関輸出数量指数の推移（季節調整値、2010年=100）



（出所）財務省

海外現地生産比率の推移（%）



（出所）内閣府

なお、これまで輸出拡大の重石となってきた海外生産シフトの流れは、2012 年終わり頃から為替相場が円安方向に転じて以降も続いていることが、2014 年 1 月調査の内閣府「企業行動に関するアンケート調査」などで確認されている（右上図）。ただし、同調査における海外現地生産比率は、過去においては大幅な円高に歯止めが掛かった 1999 年 12 月頃や 2005 年 1 月頃の後、1 年程度で一旦上昇が



止まっている。今回についても、円安傾向が定着すれば少なくとも海外シフトのスピードは鈍化すると考えられる。このことも輸出にとって追い風となろう。

#### 2014 年末にかけて回復の動き広がるが持続力確保のためには追加対策が不可避

以上の主な需要の動向を踏まえて今後の景気を展望すると、足元 2014 年 7～9 月期については、設備投資や住宅投資の減少が続くものの、個人消費は反動落ちが一巡しリバウンド、公共投資は昨年度の景気対策の執行がピークを迎え、輸出もアジア向けが持ち直し、それぞれ増加に転じるとみられる。そのため、実質 GDP 成長率は前期比 1%弱（年率 3%程度）のプラスになると予想する。その結果、前年同期比でも 4～6 月期の▲0.1%から 7～9 月期は小幅ながらプラスに転じる見込みである。成長率が前年同期比でもプラスとなることは、企業経営の指標として前年比が用いられることが多いことを踏まえると、景気を再び回復軌道に乗せるために不可欠な条件だと考えられる。すなわち、日本経済は、デフレ脱却に向けた動きを再開することになる。

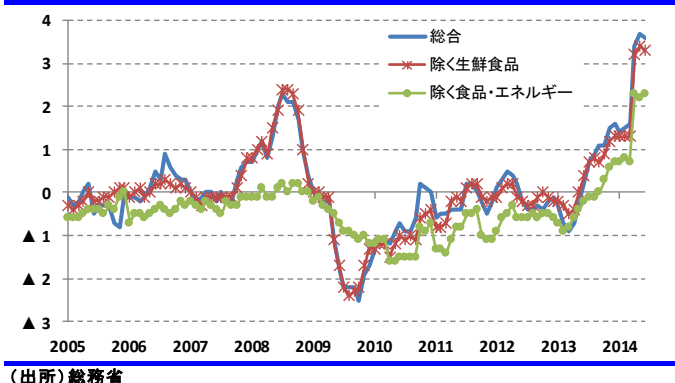
10～12 月期以降は、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費の拡大が続き、米国やアジアなど海外景気の拡大と円安ドル高相場の継続を受けて輸出も増勢を維持、設備投資も再び拡大基調を取り戻すなど回復の動きが広がるとみられる。ただし、4～6 月期に成長率に対して大幅な押し上げ寄与となった在庫投資は、7～9 月期以降、成長率を押し下げることになる。

そうしたなかで注目されるのは、政府がいつ、消費税率の再引き上げを、どう判断するのかであろう。時期としては例年年末頃に決定される翌年度の税制改正に間に合わせる必要があるため、7～9 月期の GDP 統計（1 次速報）が発表される 11 月 17 日以降が有力とされる。また、判断基準としては、日本経済にとって永年の課題であるデフレからの脱却であり、さらに、将来デフレに後戻りしないように、日本経済が 2 度目の増税に耐えて拡大基調を維持できるほどに堅固な回復メカニズムを備えていることを確認する必要もあろう。

後者については、上記の通り年末にかけて成長率が前年比でもプラスで推移し、企業活動の積極化が投資や家計所得の拡大につながるが見込まれるため、その条件を満たす可能性が高いと考えられる。現時点で明確に見通し難いのは、前者である。消費者物価は、景気が大きく落ち込んだ 4 月以降も、生鮮食品を除く総合で 3%台前半を維持（3 月前年同月比 3.2%→4 月 3.4%→5 月 3.3%）するなど上昇率の低下は見られず、インフレ期待を押し下げるような動きには至っていない。また、インフレ圧力の根源となる需給ギャップ（需要と供給力の差）は、4～6 月期に大幅に供給超過方向へ緩んだとみられるが、7～9 月期以降の需要の持ち直しが再び需給ギャップを引き締め、物価下落圧力の高まりを抑えたと見込まれる。政府がこうした状況を踏まえ、2014 年中にデフレ脱却を宣言し、消費税率再引き上げを決断することが可能な状況は整うと考えられる。

ただし、政府が消費税率再引き上げに踏み切る場合でも、公共投資は追加の予算措置がなければ 2014 年度後半以降、急速に落ち込むとみられるため、年末にかけて景気刺激策の検討を迫られると

消費者物価の推移（前年同月比、%）



みられ、さらには、日銀に対して追加緩和を求める声も高まろう。株価の下落が個人消費の回復を阻害する恐れが高まり、消費者物価上昇率 2%の達成が絶望的になるような事態が生じれば、日銀も追加緩和の実施に追い込まれることになると考えられ、その可能性は決して低くはない。

以上の結果、2014 年度の実質 GDP 成長率は、年度後半の景気持ち直しにより前年比 0.3%と小幅ながらプラス成長を維持すると予想する。また、本予測では、消費税率が再引き上げ（2015 年 10 月 8%→10%）されることを前提としており、そのため、2015 年度に入ると再増税を半年後に控え、駆け込み需要が景気を押し上げると見込んでいる。年度前半は、輸出や設備投資の拡大も続き、追加の対策によって公共投資も下げ止まることから、景気は一段と力強さを増すとみられる。しかしながら、2015 年 10 月の消費増税後は、駆け込み需要の反動落ちにより個人消費や住宅投資が減少、設備投資も拡大局面のピークを迎え、景気は再び停滞感を強めつつ 2015 年度を終えよう。2015 年度の実質 GDP 成長率は、2014 年度後半から 2015 年度前半にかけての堅調な景気拡大を反映して、前年比 1.3%まで高まると予想するが、それは 2016 年度に向けて明るさを増していくことを意味しているわけではない。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2012 実績	2013 実績	2014 予想	2015 予想
実質GDP	0.7	2.3	0.3	1.3
個人消費	1.5	2.5	▲1.8	0.7
住宅投資	5.4	9.5	▲7.5	▲1.1
設備投資	0.7	2.7	4.0	5.3
在庫投資(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.4)	(0.2)	(▲0.3)
政府消費	1.5	1.8	1.1	1.3
公共投資	1.3	15.1	▲3.1	▲6.9
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(▲0.2)	(0.7)	(0.6)
輸出	▲1.3	4.8	7.2	6.1
輸入	3.6	7.0	2.9	3.2

（資料）内閣府、予想部分は当社作成。

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。