

日本経済情報 2014 年 10 月号

Summary

【内 容】

1. 世界経済概観

2. 海外経済の現状と見通し

米国経済
ユーロ圏経済
中国経済
ASEAN 経済
世界経済

3. 日本経済の現状と見通し

消費増税後の低迷
長引く

消費者物価上昇率
が鈍化

家計部門の需要は
回復力を欠く

輸出は緩やかな
拡大にとどまる

設備投資は循環的
な拡大基調に復帰

7～9 月期成長率は
前年比小幅プラスに

成長率は 2015 年度
によりやく 1% 超へ

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

【世界経済と日本経済の見通し】

世界経済の現状は、日本で消費増税による影響が長期化し、ユーロ圏は再び停滞感を強める一方、米国は堅調な景気拡大を続けており、先進国においては米国一人勝ちの様相を強めている。新興国では、BRICs 諸国が勢いを失う中で、ASEAN 経済が比較的堅調に拡大している。

今後についても、米国経済は引き続き家計部門が主導して堅調な拡大が続く 2015 年半ばにも利上げが見込まれる一方で、ユーロ圏経済は金融機関の体力低下や各国政府における緊縮財政の継続が下押し要因となり緩慢な拡大にとどまると予想される。また、中国経済は不動産市場の適正化や過剰投資の抑制などの改革を進める政府の方針の下で固定資産投資の減速が続く、人民元高により輸出の拡大にも多くを期待できず成長率の低下が続こう。一方で、ASEAN 経済は、政治的な不透明感がひとまず払拭されたタイやインドネシアで回復が期待できるなど成長ペースは加速しよう。

そうした中で、今後の日本経済は、実質所得が減少し消費者マインドが悪化しているため、個人消費や住宅投資の回復力は弱く、公共投資も景気対策効果の一巡により足元で減少に転じつつある。さらに、家計部門の需要落ち込みを埋め合わせる役割が期待される輸出は、海外生産シフトなどの影響により過去の円安局面ほどの拡大は見込めない。設備投資は、更新需要の高まりが設備過剰感の低下・解消につながっており、日銀短観の設備投資計画でも企業の前向きな姿勢が確認されているため、拡大基調に復帰すると考えられる。

7～9 月期の実質 GDP 成長率は、現時点では前期比年率+3%程度、前年同期比で小幅プラスを見込む（月末の指標発表を受けて見直す予定）が、景気回復の遅れを懸念して早急な消費税率引き上げに否定的な見方が増えている中で、この程度のプラス成長で安倍政権が増税を決断するかどうか極めて見通し難い状況にある。

本予測では、予定通り消費税率が 2015 年 10 月に引き上げられることを前提としている。その場合、2014 年度の実質 GDP 成長率は、家計部門の需要低迷により前年比+0.3%にとどまり、家計部門の需要が持ち直し設備投資の拡大が続く 2015 年度によりやく 1%を超えると予想する。

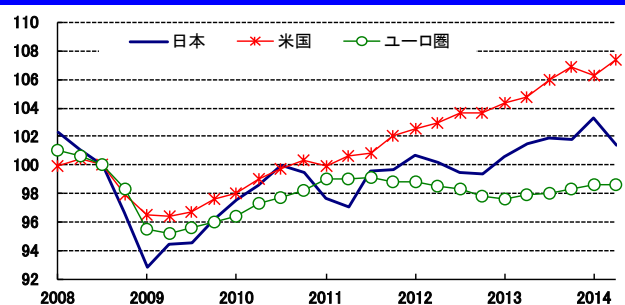
1. 世界経済概観

米国一人勝ちの様相強まる

2013 年から 2014 年初めにかけての世界経済は、新興国経済が総じて息切れ感を強める一方で、堅調な拡大を続ける米国経済に日本経済の急回復とユーロ圏経済の持ち直しが加わり、牽引役を新興国から先進国へシフトする動きが見られた。ところが、日本経済は 4 月の消費増税による落ち込みから立ち直れず、ユーロ圏経済は再び停滞感を強めるなど、そうした流れは長続きしなかった。

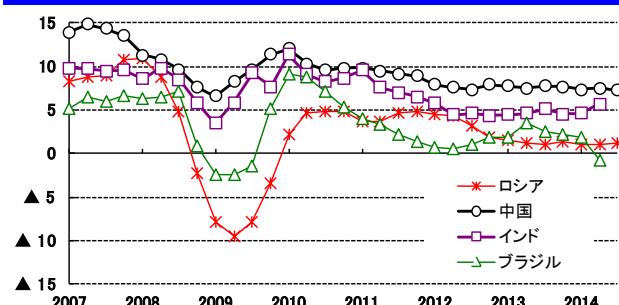
先進国の 2014 年 4～6 月期の実質 GDP を比較すると、日本は消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちにより前期比▲1.8%（年率▲7.1%）と大幅に落ち込み、ユーロ圏は前期比+0.0%（年率+0.1%）と 5 四半期ぶりのマイナス成長をкаろうじて回避するにとどまった。これらとは対照的に、米国では 1～3 月期に寒波の影響によってマイナス成長となった反動もあるが前期比+1.0%（年率 4.2%）の高成長を記録した。その結果、4～6 月期の実質 GDP の水準は、ユーロ圏においてはリーマン・ショック時点の 2008 年 7～9 月期を未だ 1.4%下回っており、日本についても 1.4%上回るにとどまっている。その一方で、米国は、リーマン・ショック後のボトム（2009 年 7～9 月期）から平均で前期比年率 2.2%の成長を続け、2014 年 4～6 月期にはリーマン・ショック時点を 7.4%上回る水準まで回復しており、一人勝ちの様相を強めている。

日欧米の実質GDPの推移(2008年Q3=100)



(出所)CEIC DATA

主要新興国の実質GDP(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

新興国に関しては、かつて世界経済の牽引役として期待された BRICs 諸国が勢いを完全に失っている。筆頭格の中国は、習近平政権が進める構造改革の副作用として成長が下押しされており、2014 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は、リーマン・ショック直後（2009 年 1～3 月期）以来の低さとなる前年同期比+7.3%にとどまった。ロシアは、原油とガスの輸出を成長の柱とする資源国型の経済構造であり、原油やガスの需要停滞に最近では価格下落も加わって、2012 年 10～12 月期以降、前年同期比で 1%台という低成長が続いている。また、ブラジルは、インフレ体質を改善できないまま景気刺激のために金融緩和を行うなど経済政策が迷走しており、2014 年 4～6 月期には前年同期比でマイナス成長に転じている。そうしたなかで、インドは、インフレ抑制のため金融引き締めを強いられ、永らく 5%前後という同国にとっては低成長が続いていたが、今年 5 月に誕生したモディ政権による経済構造改革に対する期待を背景に、ようやく景気は上向き兆しを見せている。

そのほか、新興国のなかでは、ASEAN 経済が比較的堅調である。経済規模のうえで 2 大国と呼べるタイとインドネシアは、それぞれ軍事クーデターと大統領選によって政治的な不透明感をひとまず払拭し、持ち直す兆しを見せている。また、マレーシアやフィリピンでは内外需とも堅調な拡大が続い

ている。ただ、ベトナムは、輸出の拡大を起点とする循環的な回復を見せているが、不良債権問題が重石となり、かつてのような高成長を取り戻すには至っていない。

このように、世界経済は先進国と新興国という分類では説明できない斑模様の状況にある。そして、その根底にあるのは、各国の抱える構造問題と対応度合いの違いであろう。好調さが目立つ米国は、構造問題の象徴であった財政と経常収支の「双子の赤字」が、シェール革命や弛まない財政健全化への取り組みなどから着実に縮小し、ドル高傾向が示す通り全世界から資金が流入するまでに改善している。また、新興国のなかで堅調さが際立つASEAN諸国は、アジア金融危機の反省もあって、海外からの直接投資を集めて高めた工業力によって経常収支の黒字基調¹と潤沢な外貨準備を保ち、比較的安定した通貨の下でインフレ耐性を高めたことが、最近の安定成長につながっている。

今後は、米国の金融政策が出口戦略に向かうため、それに伴う金融市場の動揺が予想される。新興国においては、特に通貨の安定につながる経常収支などの対外収支構造によって、その影響が大きく異なることとなろう。さらに、ウクライナや中東における地政学的リスクなどの攪乱要因も数多く残り、その影響は為替相場や資源価格などを通じて先進国にも及ぶ可能性がある。世界経済は、引き続き不透明感が強く方向感の定まり難い状況が続くと考えておくべきであろう。

2. 海外経済の現状と見通し

米国経済：堅調拡大が続き利上げへ

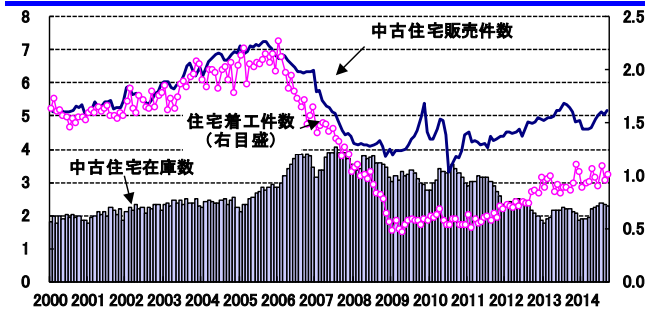
米国経済は、前述の通り、2014年1～3月期に実質GDPが寒波の影響によって前期比▲0.5%（年率▲2.1%）に落ち込んだが、4～6月期は前期比+1.0%（年率+4.2%）の高成長を記録した。個人消費（1～3月期前期比年率+1.2%→4～6月期+2.5%）が伸びを高め、住宅投資（▲5.3%→+7.2%）は3四半期ぶりの増加に転じるなど、家計部門の持ち直しが顕著であった。

雇用者数と小売売上高(季節調整値、前月比、万人、%)



(出所)CEIC DATA

米国住宅市場の状況(季節調整値、百万件)



(出所)CEIC DATA

7月以降も、家計部門の需要は拡大基調を維持している。基盤となる雇用者数（非農業部門）は4～6月期の月平均26.7万人増から7～9月期は22.4万人にペースダウンしたが、労働市場改善の目安とされる20万人を上回り続けており、その結果、失業率は9月に5.9%と2008年7月以来の5%台まで低下した。長期失業者や広義の失業者²が十分に減少していないなど質的な問題が指摘されていると

¹ インドネシアの経常収支は赤字に転じているが、赤字幅は縮小傾向にある。

² 就職活動をあきらめて非労働力化している部分や、やむなく正社員をあきらめてパートタイム雇用者となっている労働力を失業者に加える概念。

はいえ、こうした雇用者数の拡大を背景に、小売売上高（含む外食）も4～6月期の前期比+2.4%から7～9月期は+0.2%と減速したものの基調としては増加を維持している。なお、小売売上高が減速した主因は自動車販売であり、自動車販売台数は4～6月期に前期比+5.4%と大幅に増加した反動から7～9月期は+1.4%に減速している。住宅市場に目を移せば、中古住宅販売件数は4～6月期の年率486.7万件から7～9月期は512.0万件へ増加、4月に5.7ヵ月まで上昇していた在庫率（在庫件数／月間販売件数）は9月に5.3ヵ月へ低下し、住宅着工件数は4～6月期の年率98.5万件から7～9月期は102.4万件へ持ち直している。そのため、7～9月期の実質GDPでも底堅い景気の拡大が確認されると見込まれる。

今後の米国経済も、企業業績の改善を背景とする株価の再上昇を追い風として、家計需要を中心とする景気の拡大が続こう。早ければ2015年半ばにも利上げが見込まれるため、金利の上昇が成長ペースを抑制する面はあろうが、一方で、世界経済の中で一人勝ちする米国への資金流入の拡大が、ドル高によるインフレ抑制と相俟って長期金利の上昇を抑える要因となるため、経済成長を大きく損なうほどの金利上昇を懸念する必要はなさそうである。さらに、そうした長期金利の上昇抑制や一定の経済成長が財政健全化を一段と進展させ、財政面からの景気下押し圧力を弱めることになる。

以上から、2014年後半以降の米国経済は、2%台半ばとされる潜在成長率と同程度か、それをやや上回るペースでの拡大が見込まれる。2014年通年の実質GDP成長率は、年前半に寒波によって落ち込んだことから前年比+2.2%にとどまるものの、2015年には+2.9%まで高まると予想する。

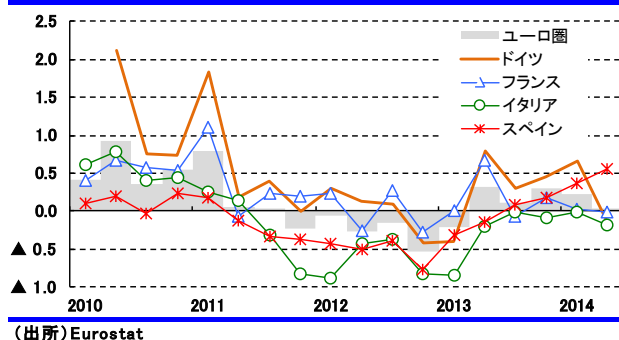
ユーロ圏経済：緩慢な拡大にとどまる

好調な米国経済とは対照的に、ユーロ圏経済は再び停滞感を強めている。2014年4～6月期の実質GDP成長率は、全体で前期比+0.0%（年率+0.1%）と横ばいであったが、主要国のうちドイツ（前期比▲0.2%）、フランス（▲0.0%）、イタリア（▲0.2%）の3大国がマイナス成長となり、スペイン（+0.6%）が支えるという構図であった。そのスペインも、プラス成長は過去2年続いたマイナス成長（2012年前年比▲1.6%、2013年▲1.2%）からのリバウンド程度のものであり、ユーロ圏経済の成長の持続性には疑問が残る状況にある。

足元の状況も芳しくない。7～8月平均の鉱工業生産（建設を含む）は4～6月期の水準を0.3%下回り、7～9月期の実質GDP成長率も前期比で横ばい程度にとどまる可能性を示唆した。域内需要は緩やかながら増加しているが、ECBの金融緩和をきっかけにユーロ安が進んでいるにもかかわらず輸出が減少した模様である。

今後については、金融面からの下押しが懸念される。10月26日に公表されたECBによる銀行健全性審査（ストレステスト）の結果は、主要銀行130行のうち25行が2013年末時点で資本不足にあり、うち13行（イタリア4行、ギリシャとスロベニア2行など）が現時点でも合計94億ユーロ（約1.3兆円）の資本不足状態にあることを示した。事前の予想ほど悪い結果ではなかったものの、特に主要国のイタ

ユーロ圏の実質GDPの推移（前期比、%）



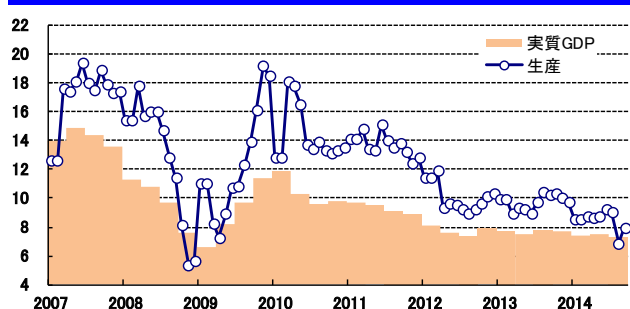
リアにおいて銀行の体力低下が目立つ点はユーロ圏経済に少なからぬ悪影響を与えることとなろう。

さらに、高水準の失業率や企業の設備稼働率の低迷、各国政府における緊縮財政の継続などが、域内需要の回復力を削ぐことになる。ユーロ安の進行により輸出は徐々に持ち直すとみられるものの、ユーロ圏経済は引き続き停滞感の強い状況が続き、2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+0.7%、2015 年も+1.0%程度にとどまると予想する。

中国経済：内需の減速により成長鈍化

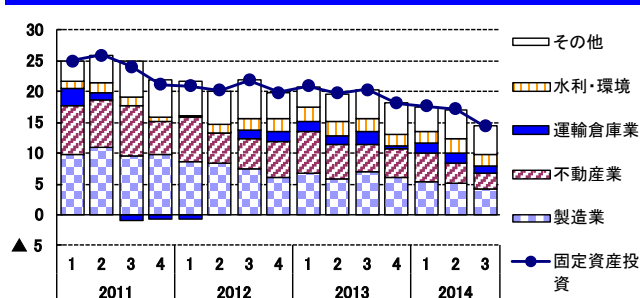
10 月 21 日に発表された 2014 年 7～9 月期の実質 GDP は前年同期比+7.3%となり、4～6 月期の+7.5%を下回っただけでなく、リーマン・ショックの影響により落ち込んだ 2009 年 1～3 月期(+6.6%)以来の低い伸びにとどまり、中国経済が再び減速しつつあることが確認された。足元の状況を見ると、GDP と連動性の高い工業生産は、8 月の前年同月比+6.9%から 9 月は+8.0%へ持ち直したが、7 月までの 9%前後を下回るのみならず、2009 年 4 月（前年同月比+7.3%）以来の低さであり、復調と表現するには程遠い状況である。

実質GDPと工業生産の推移（前年比、%）



（出所）中国国家统计局

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



（出所）中国国家统计局

景気減速の主因は、国内需要の停滞である。小売販売は 9 月に前年同月比+11.6%まで伸びが鈍化、1～9 月累計で前年同期比+12.0%となり、政府が 2014 年通年の目標とする 14.5%を大きく下回っている。個人消費以上に停滞感が強いのが固定資産投資である。1～9 月累計の固定資産投資（都市部）は、前年同期比+16.1%となり、政府の 2014 年の目標である前年比+17.5%の達成は相当困難な状況である。四半期の推移を見ると停滞ぶりはより鮮明であり、4～6 月期の前年同期比+17.2%から 7～9 月期は+14.4%へ大きく減速、実質 GDP 成長率低下の主因となった。全体の約 3 分の 1 を占める製造業（4～6 月期前年同期比+14.6%→7～9 月期+12.3%）や約 4 分の 1 を占める不動産業（+12.9%→+10.3%）のほか、運輸倉庫や水利環境などのインフラ関連分野も減速しており、政府が進めたインフラ投資前倒しの効果は一巡している。なお、不動産業における投資減速の背景には、これまで進められた住宅ローン規制強化や資金供給の抑制による住宅価格の下落がある。住宅価格は 8 月に全国 70 都市中、新築で 68 都市、中古は 67 都市で前月比マイナス、前年同月比でも温州（▲5.5%）、杭州（▲5.4%）、瀋陽（▲1.6%）など 19 都市でマイナスとなり、住宅バブルが崩壊しつつある。

こうした内需の停滞とは対照的に、輸出は堅調な拡大を続けている。通関輸出額（ドルベース、季節調整値）は、4～6 月期の前期比+4.5%から 7～9 月期は+5.6%へ増勢を強めた。ASEAN 向けが好調、米国向けや EU 向けも増加したが、日本向けは消費増税後の景気停滞などから減少が続いた。一方、輸入が内需の停滞を受けて小幅な増加にとどまり、貿易黒字は過去最大規模にまで拡大、このことが人民元相場の上昇圧力を高めている。人民元高は今後の輸出拡大の足枷となる恐れがある。

さらに、景気の減速により、生産者物価は9月に前年同月比▲1.8%までマイナス幅が拡大、こうした製品需給の悪化が工業生産に更なる調整を迫る状況となっている。それでも政府・中銀は、住宅ローン規制の緩和など部分的な景気刺激策にとどめ、金融緩和には慎重な姿勢を崩していない。住宅在庫が大幅に積み上がっている現状を踏まえると、住宅ローン規制緩和によって在庫調整が進み住宅投資が再び活発化するまでには幾分時間を要するため、実質 GDP 成長率は10～12月期も高まらず、2014年通年では前年比+7.4%にとどまるとみられる。政府の7.5%「程度」という目標はかろうじて達成されるが、重要な点は政府が成長率至上主義を捨て、無理のない成長ペースを目指していることであり、2015年の成長率目標が7%に引き下げられる可能性は十分にあらう。実際に、2015年の成長率は、個人消費が汚職取り締まり強化の影響一巡によって伸びを高めるとしても、固定資産投資の減速が続く、人民元の上昇により輸出の拡大にも多くを期待できないため、7%程度まで減速すると予想する。

ASEAN 経済：課題を克服し堅調拡大

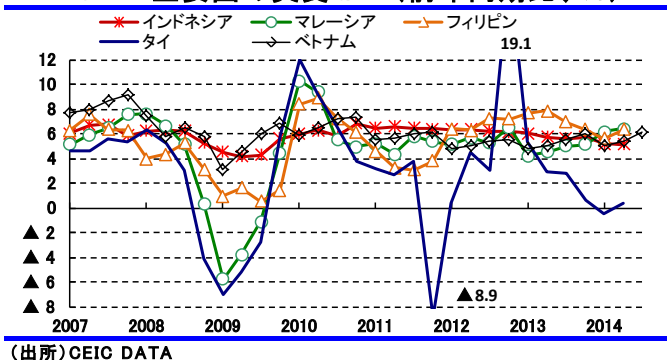
ASEAN 最大の人口規模を誇るインドネシア経済は、未加工鉱物資源の輸出禁止や大統領選を前に投資が控えられたことなどから、2014年に入っても実質 GDP 成長率の低下傾向が続いた。しかしながら、国民の幅広い支持を受けて誕生したジョコ・ウィドド（通称ジョコウィ）政権による改革路線への期待が高まっており、投資が活発化する兆しを見せている。10月20日に正式に発足したジョコウィ政権は、現時点で議会の過半数を確保できておらず、期待通り改革が進むかどうか不透明な部分を残してはいるが、巨大な消費者市場を目指して海外からの直接投資が拡大する可能性が高く、インドネシア経済は投資主導で再び成長ペースを加速させるとみられる。鉱物資源の輸出禁止の影響が一巡する2015年には、本来の6%程度の成長を取り戻すと予想する。

タイ経済は、2014年5月の軍事クーデター以降、軍事政権が景気回復を優先する政策を打ち出したことから消費者および企業経営者のマインドが改善、景気は持ち直し傾向にあり、4～6月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+0.4%と小幅ながら2四半期ぶりのプラスに転じている。今後は、前政権時に政治的混乱により停止してい

た政府のインフラ投資の再開などもあって景気は徐々に上向くとみられる。ただし、2015年10月頃の民生復帰を目指して軍事政権が進める政治改革の内容次第では、クーデターにより政権を奪われたタクシン派を中心に国民の反発が強まり再び混乱する可能性がある点に留意が必要である。混乱なく民政復帰に至れば、タイ経済は2015年後半には本来の5%程度の成長に戻ると予想する。

マレーシア経済は、2014年に入り実質 GDP 成長率が前年同期比6%台まで高まり、消費者物価上昇率が前年同月比3%台半ばまで上昇、インフレ懸念が強まった。個人消費を中心に内需が堅調な拡大を続ける中で、輸出の伸びが大きく高まったことが主因である。そのため、バンク・ネガラ・マレーシア（中央銀行）は、7月に政策金利を引き上げており、今後は内需の拡大ペースが幾分鈍化しよう。輸出の増勢にもやや陰りが出ていることから、2014年後半以降の成長率は巡航速度とみられる5%台に低下し、2014年通年の実質 GDP 成長率は6%程度、2015年には5%台へ鈍化すると予想する。

ASEAN主要国の実質GDP（前年同期比、%）



フィリピン経済も過熱気味である。実質 GDP 成長率は、2014 年 4～6 月期にマレーシアと並んで ASEAN 主要国の中で最も高い前年同期比+6.4%を記録した。個人消費と輸出の堅調な拡大が続いたことが主因であるが、マニラ市のトラック規制を受けた輸入の増勢鈍化も大きく寄与した。フィリピン中銀は、消費者物価上昇率が前年同月比で 5%近くまで高まったため、政策金利を 7 月と 9 月に引き上げており、今後は金利上昇が内需をある程度抑制するとみられるが、2013 年終盤から急増している自動車販売台数が 2014 年 7～9 月期も増勢を維持するなど、消費者の購買意欲は旺盛である。さらに、原油価格の下落などを背景に消費者物価上昇率は 9 月に 4%台半ばまで低下しており、利上げは当面見送られる可能性が高い。そのため、フィリピン経済は、今後も内需が堅調に推移し、2015 年にかけて 6%台の比較的高い成長ペースを維持すると予想する。

ベトナム経済は、2014 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比+6.19%となり、7～9 月期としては 2011 年以来の 6%台を記録した³。2011 年通年の成長率が前年比+5.89%であったことを踏まえると、2014 年通年の成長率は政府目標の 5.8%をクリアする可能性が高い。業種別には、軽工業品の輸出が好調な製造業や、中国・韓国からの来訪客の大幅増加を受けたホテル・レストランが好調であり、住宅バブルの崩壊により減速していた建設業も持ち直している。その一方で、不動産業は依然として伸び悩んでおり、農業も低成長にとどまっている。ベトナム経済にとって 6%程度の成長は、リーマン・ショック前に 8%成長を続けたことと比べると物足りない印象が強い。成長が高まらない背景にはインフレ体質と不良債権問題があり、インフレ体質については韓国サムソンに代表される海外企業の進出が供給力の拡大や貿易収支の改善を通じた通貨の安定につながるなど、徐々に改善しつつある。しかしながら、不良債権問題については、銀行の不良債権比率が上昇（2013 年末 3.61%→2014 年 7 月末 4.11%）、貸出の伸びは 8 月末で前年同期比+4.5%と 10%程度の名目成長率を大きく下回るなど、引き続き景気を下押ししている。今後も輸出が主導する循環的な景気の拡大は見込まれるものの、不良債権の存在が成長を抑制するため、ベトナム経済は 2015 年にかけて 6%台の成長にとどまると予想する。

以上の通り、2014 年前半に主要国の一部で成長ペースが鈍化したことから停滞感の強まった ASEAN 経済は、それぞれの課題を克服し、徐々に持ち直しつつあり、2015 年に向けて成長ペースを速めていく可能性が高いと考えられる。

世界経済：2015 年にかけて緩やかに加速

日本経済についての詳細は後述するが、2014 年 4 月と 2015 年 10 月の 2 回に渡る消費税率引き上げにより、均してみれば成長ペースは緩慢な状況が続くと予想される。

つまり、2015 年にかけての世界経済は、米国経済の強さが際立ち、為替市場では米国の利上げが先行するため米ドルが引き続き強含みで推移すると見込まれる。その結果、新興国から米国への資金還流も見込まれるため、構造改革の遅れている新興国を中心に成長が妨げられる恐れがある。ただ、アジア地域に限れば、中国経済が減速傾向となる一方で、ASEAN やインドの成長ペースが徐々に高まり、比較的高い成長を維持しよう。

³ ベトナムの実質 GDP 成長率は、年末にかけて高まる「癖」があるため、前期など他の四半期との比較はあまり意味をなさないことが多い。

2014 年の世界経済成長率は、各国・地域が抱える構造的な問題への対応が成長抑制要因となり、2013 年の前年比+3.3%と同程度にとどまる見込みである。2015 年にかけては、そうした課題を解決したところから順次持ち直し、世界経済は緩やかに成長ペースを高めていくと予想する。

【 主要国・地域の実質GDP成長率 】

	ウエイト 2013	2011年 実績	2012年 実績	2013 実績	2014 予測	2015 予測
世界	100.0	4.1	3.4	3.3	3.3	3.7
先進国	61.0	1.7	1.2	1.4	1.7	2.1
米国	22.4	1.6	2.3	2.2	2.2	2.9
ユーロ圏	17.1	1.6	▲0.7	▲0.4	0.7	1.0
日本	6.6	▲0.5	1.5	1.5	1.0	1.2
新興国	39.0	6.2	5.1	4.7	4.3	4.7
アジア	18.4	7.7	6.7	6.6	6.5	6.5
中国	12.7	9.3	7.7	7.7	7.4	7.0
ASEAN5	2.7	4.7	6.2	5.2	5.0	6.0
インド	2.5	7.7	4.8	4.7	5.4	6.5

(出所)実績はIMF、予測は当社による

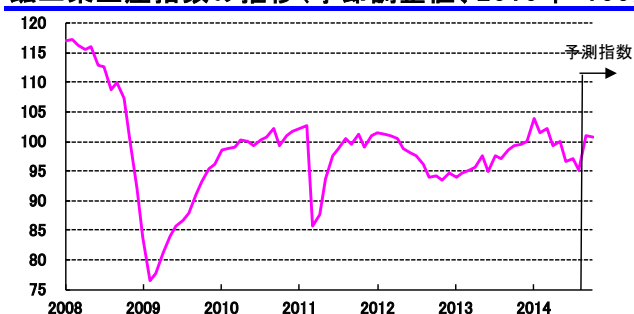
3. 日本経済の現状と見通し

消費増税後の低迷長引く

政府は、10月21日の月例経済報告において、景気の基調判断を「このところ弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている」とし、前月の「一部に弱さもみられる」の「一部」を削除、下方修正した。その最大の要因は、「弱含んでいる」から「減少している」へ修正された生産動向である。

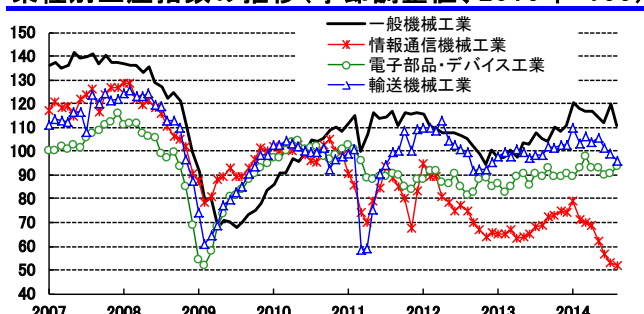
景気動向を表す代表的な指標である鉱工業生産指数は、4～6月期に前期比▲3.8%と大幅に落ち込んだ後、7月は前月比+0.4%となり下げ止まるかに見えたが、8月は▲1.9%と再び低下した。生産予測によると9月は+6.0%の上昇が見込まれているが、これが実現しても7～9月期の水準は4～6月期を0.9%下回ることになる。特に落ち込みが目立つのは、情報通信機械(4～6月期前期比▲14.7%→7～8月平均の4～6月期比▲16.6%)や輸送用機械(▲2.8%→▲5.9%)、電気機械(▲4.6%→▲3.4%)であり、駆け込み需要の反動落ちが主因とみられる。一方で、電子部品・デバイス(▲1.5%→+0.1%)や一般機械(▲3.4%→+0.9%)は持ち直しており、スマートフォン生産の拡大や設備投資の復調が背景にあると考えられる。

鉱工業生産指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)経済産業省

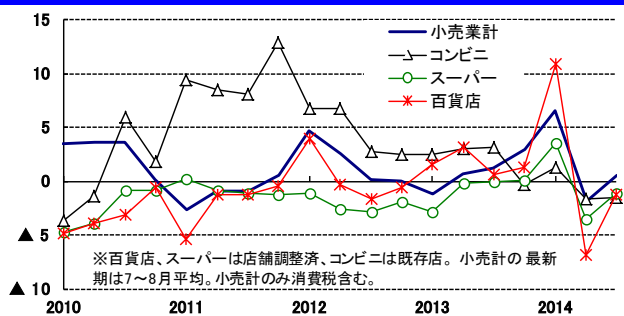
業種別生産指数の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)経済産業省

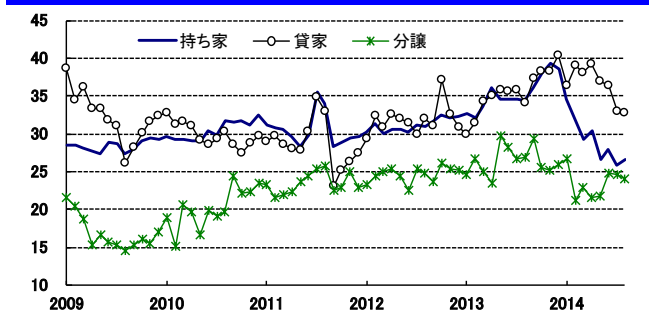
需要面では、個人消費や住宅投資の回復の遅れが顕著である。主な小売業の販売動向（業界統計）を見ると、百貨店（店舗数調整済）は4～6月期の前年同期比▲6.9%から7～9月期は▲1.3%、スーパーは▲3.4%から▲1.1%、コンビニが▲1.6%から▲1.5%と、いずれも小幅マイナスまで持ち直してはいるが、依然として水面下にある⁴。乗用車販売台数も、9月に前月比では比較的大きなプラス（+6.6%）を記録し下げ止まりの兆しを見せたが、前年同月比では依然マイナス（▲3.2%）であり水準は低い。住宅投資についても、着工戸数は昨年12月の105.5万戸から今年3月に89.5万戸まで落ち込んだ後、6月までは90万戸前後で推移していたが、7月に83.9万戸と落ち込み、8月も84.5万戸と横ばい圏にとどまっている。特に駆け込み需要の大きかった持ち家の落ち込みが大きく、2013年11月の39.3万戸をピークに2014年7月には25.8万戸まで減少、2010～2012年頃の平均的な水準である年率30万戸を下回る水準で推移している。貸家も2014年5月以降は落ち込みが顕著であるが、2012年以前の30万戸前後の水準を依然として上回っており底堅い。また、分譲は、駆け込み需要が比較的小さかったこともあり落ち込みも軽微にとどまり、2014年6月以降は2012年頃と同程度の25万戸前後に持ち直している。

小売売上高の推移（前年同期比、%）



(出所)経済産業省、各業界団体

住宅着工戸数の推移（季節調整値、年率、万戸）



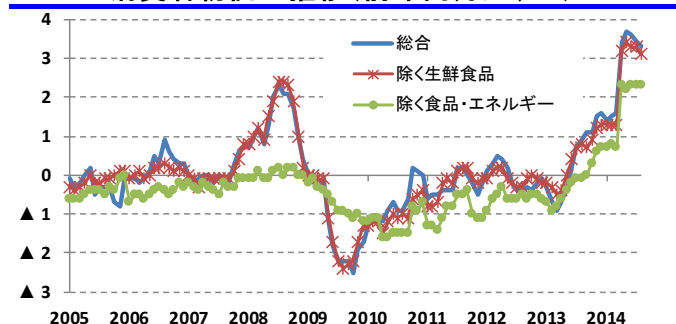
(出所)国土交通省

消費者物価上昇率が鈍化

そのほか、10月の月例経済報告では、消費者物価について、前月の「緩やかに上昇している」から「上昇テンポが鈍化している」へ下方修正された。実際に、日銀が政策運営上の指標としている消費者物価のコア（生鮮食品を除く総合）は、5月の前年同月比+3.4%から6、7月は+3.3%、8月には3.1%へ鈍化しており、表面的にはデフレ脱却が遠のきつつある。しかしながら、上昇率の鈍化は専ら水道光熱費の下落によるものであり、米国型のコアと呼ばれる食品・エネルギーを除いた総合では4月以降、5月を除いて前年同月比+2.3%で横ばい推移となっている。すなわち、少なくとも8月までは、金融政策の判断に最も重要と考えられる、国内需給に起因するデフレ圧力の高まりが表面化しているわけではない。

ただし、4～6月期の需要落ち込みにより、需給ギャップが需要不足の方向に拡大したことは間違いない。足元のような緩慢な需要拡大が続いた場合、需給ギャップの改善が遅れ、徐々にデフレ圧力が高まり、消費者物価上昇率を押し下げる可能性が

消費者物価の推移（前年同月比、%）



(出所)総務省

⁴ 消費税を含まないベース。

あることは留意しておく必要がある。

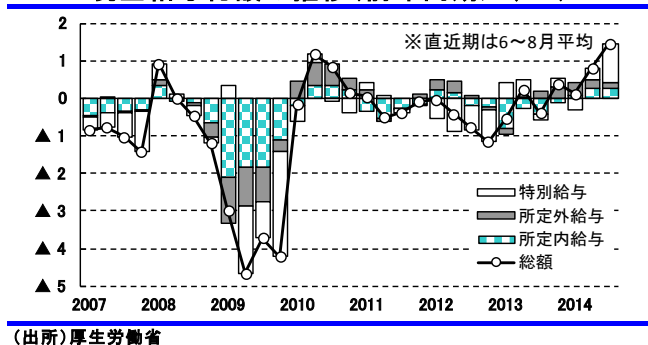
家計部門の需要は回復力を欠く

以上で見た状況を含めた景気の現状は、前月時点の想定に比べて、特に生産活動に関して下振れしており、7～9月期に在庫調整が進められた可能性を示唆しているが、需要サイドに関しては従来から家計部門の厳しい状況を想定したこともあり、若干回復が遅れている程度で大きく見方を修正する必要はないと考える⁵。

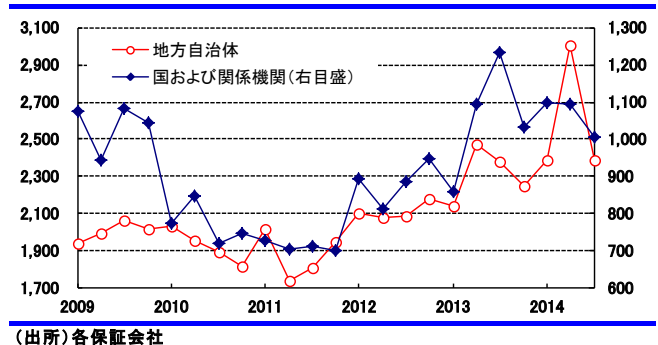
今後の家計部門の需要動向を展望すると、外部環境を見る限り楽観できない状況にある。最近3ヵ月（6～8月）の平均賃金（現金給与総額）は、所定内賃金の上昇にボーナスの増加が加わり、前年同期比+1.5%と久方ぶりの高い伸びを記録したが、それでも消費者物価の上昇分をカバーし切れず、実質所得の伸びはマイナスである。そのうえ、消費者マインドの改善が頭打ちしている。消費者態度指数は4月の37.0から7月には41.5まで改善したが、8月（41.2）、9月（39.9）と低下した。8月から9月にかけての悪化の詳細を見ると、「暮らし向き」の落ち込みが顕著（39.1→37.1）であり、「耐久消費財買い時判断」が比較的大きな落ち込み（39.5→37.8）を見せるなど、景気悪化への警戒感から消費行動が萎縮しつつある可能性を示唆した⁶。実質所得が減少する中で消費マインドが悪化している状況を踏まえると、引き続き個人消費や住宅需要の回復に多くは期待できないと考えるのが妥当であろう。

さらに、景気を下支えしている公共投資も、先行指標である公共工事保証実績が8月に前年同月比▲10.0%、9月は▲6.9%と大幅な前年割れが続き、息切れの兆しが見られる。当社試算の季節調整値では、国および関係機関（独立行政法人）の工事は1～3月期の前期比+6.6%から4～6月期は▲0.5%と概ね横ばいにとどまったが、7～9月期は▲8.0%と大きく落ち込んでいる。また、地方自治体（地方公社含む）については、1～3月期の前期比+6.2%から4～6月期は+25.6%へ急拡大、7～9月期はその反動もあり▲20.4%の大幅減となっている。公共工事保証実績の1～2四半期程度の先行性を考慮すれば、公共投資は10～12月期以降、前期比で減少する可能性が高いと言える。

現金給与総額の推移(前年同期比、%)



公共工事保証実績の推移(季節調整値、10億円)



そのため、今後、景気が回復に向かうかどうかは、こうした公共投資の減少を何らかの政策対応で補うかどうかのほか、家計部門の需要落ち込みを埋め合わせる役目が期待される輸出と設備投資の動向に大きく依存することになる。後者について、以下で詳しく見ていくこととする。

⁵ 前月時点の日本経済の見通しは、2014年9月24日付け「日本経済情報 2014年9月号」参照。

⁶ 「収入の増え方」も8月の38.5から9月は38.2へ悪化したが、その幅は相対的に小さく、名目ベースでの増加がマインドをある程度下支えている様子が窺える。

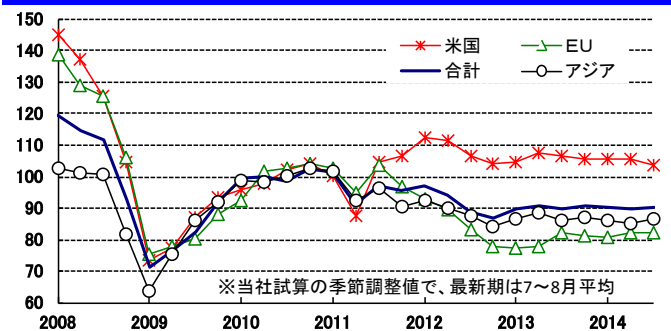
輸出は緩やかな拡大にとどまる

輸出の足元の状況を確認すると、9月の通関統計において数量指数が前月比+1.1%（当社試算の季節調整値）と2ヵ月ぶりの増加に転じ、7～9月期では前期比+0.6%と3四半期ぶりの増加に転じた。景気が再び停滞感を強める欧州向けの増勢は一服したが、ASEANを中心に景気復調の動きが見られるアジア向けが増加した。

懸念材料は米国向けである。米国経済は比較的堅調な拡大が続いており、日本からの輸出も相応の増加が見込まれるところであるが、実際には減少している（7～9月期前期比▲2.0%）。日本企業が現地ないしはメキシコなどの近隣国を中心とした海外生産へシフトしたことが主因とみられ、その影響が一巡した後は現地需要の拡大に応じた増加が期待されるものの、多くの分野で為替動向に中立な需要地生産の流れが強まっており、一巡するタイミングを見極め難い状況にある。

そのため、今後の輸出は、米国やASEAN経済の堅調な拡大を背景に増加基調を維持するとみられるものの、その増加ペースは、かつての円安局面で見られた状況と比べると、相当に緩やかなものにとどまると考えておくべきであろう。

仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2010年=100)



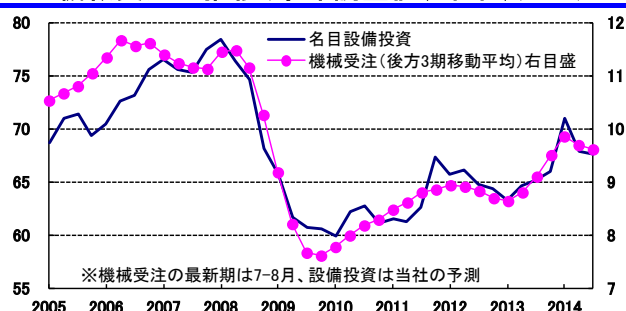
(出所)財務省

設備投資は循環的な拡大基調に復帰

設備投資は、先行指標である機械受注（船舶電力を除く民需）が6月以降、前月比で増加が続いており、底入れから持ち直しが期待できる状況にある。機械受注の推移を見ると、非製造業からの受注は1～3月期に前期比▲1.0%と減少に転じ、4～6月期は▲6.7%と落ち込みが加速、7～8月平均の水準も4～6月期を3.4%下回り、減少傾向に歯止めが掛かっていない。しかしながら、製造業からの受注が、4～6月期に前期比▲8.5%と大幅なマイナスに転じた後、7～8月平均の水準が4～6月期を10.5%も上回っている。そのため、製造業と非製造業を合わせた全体の機械受注も、7～8月平均では4～6月期の水準を4.6%上回り、持ち直しつつある。

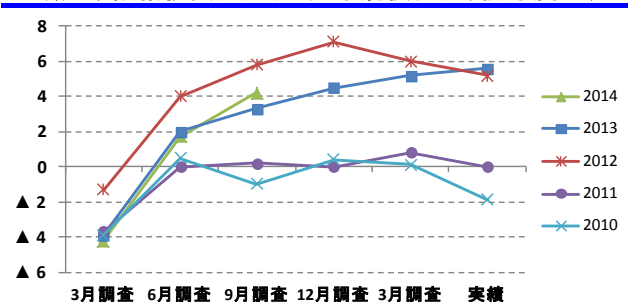
こうした動きを受けて、設備投資の推移と相関の高い、機械受注の3期後方移動平均は、4～6月期の前期比▲1.6%に対して7～9月期は1%未満にマイナス幅が縮小する見込みである。すなわち、7～9月期の設備投資は概ね横ばい程度まで持ち直す可能性が高まったと言える。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



(出所)CEIC DATA

日銀短観設備投資計画(全産業規模合計、前年度比、%)



(出所)CEIC DATA

また、今後についても、設備投資の拡大を示唆する指標が確認されている。9月調査の日銀短観では、2014年度の設備投資計画が全産業規模合計で前年比+4.2%となり、昨年9月時点の2013年度計画(+3.3%)を上回ったほか、生産・営業用設備判断DI(規模合計)は製造業で前回調査(6月)の+5から+4へ低下し過剰感がさらに低下、非製造業では前回と同じ▲2と不足超過の状態が続いた。つまり、設備過剰感は緩和ないしは不足感を残しており、企業は設備投資に前向きであることが示されたと解釈できる。このことは、設備投資の更新サイクルが平均7年程度とされており、リーマン・ショック前に盛り上がった投資が足元で更新期を迎えているという見方と整合的である。そのため、今後の設備投資は2013年度からの拡大基調に戻り、2015年度にかけても拡大を続ける可能性が高いと考えられる。

7～9月期成長率は前年比小幅プラスに

2015年10月に予定される消費税率再引き上げ(8%→10%)の判断上、注目される2014年7～9月期の実質GDP成長率(11月17日発表)は、現時点で前期比+0.8%程度(年率+3%程度)、前年同期比で+0.2%を予想している⁷。住宅投資や設備投資の減少が続く、2014年4～6月期に成長率を大きく押し上げた在庫投資がマイナス寄与に転じると見込まれるものの、個人消費は若干のリバウンド、公共投資は拡大に転じ、輸出も小幅ながら増加(純輸出では横ばい)するとみられるためである。

それでも2014年度の成長率は、4～6月期の落ち込みが大きかったことから、2兆円程度の財政支出を伴う景気刺激策の追加を想定しても、前年比+0.3%程度にとどまるとみられる(前月見通しから変更なし)。そうしたなかでも、政府は財政健全化ないしは社会保障制度の持続可能性を高めるため、さらには国債市場の安定や海外投資家の日本経済ひいては株式市場に対する評価に配慮して、消費税率の再引き上げを予定通り行う方針を維持している模様である。その一方で、景気回復の遅れを懸念して早急な消費税増税に否定的な見方が増えており、最終的に安倍政権がいずれの決断を下すのか極めて見通し難い状況にある。

日銀にとっては、消費税増税の決断如何に関わらず、追加の金融緩和について検討を迫られることとなろう。すなわち、予定通り再引き上げとなれば景気下支えのための措置が求められ、引き上げ延期となった場合でも、消費増税を判断する新たな期限までに日銀が目標とする2%程度の物価上昇を確実にするためである。

成長率は2015年度にようやく1%超へ

現時点では、消費税増税が見送られることを見込むほどの確実な材料がないため、2015年度にかけての日本経済の見通しについては、前月から大きな変更はなく、概略は以下の通りである。

10～12月期以降の日本経済は、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が徐々に持ち直し、米国やASEANなど主要輸出先の景気拡大と円安ドル高地合い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に向けた動きが徐々に広がるとみられる。その一方で、景気対策効果のピークアウトにより公共投資は減少傾向となることに加え、在庫投資が引き続き成長率を押し下げることになるため、成長ペースは前期比年率2%前後の緩慢なものとなろう。その結果、2014年度通年の実質GDP成長率は、前述の通り前年比+0.3%にとどまると予想する。

⁷ 当社では9月の指標が出揃う10月末に、より精緻な7～9月期の実質GDP成長率の予測値を作成する予定。

本予測では、2014 年度補正予算において真水で 2 兆円規模の公共事業が追加され、2015 年 10 月に消費税率が引き上げられることを前提としている。そのため、2015 年度の実質 GDP 成長率は前年比 1.3% まで高まると予想しているが、主因は 2014 年度後半の景気持ち直しや設備投資の拡大、2015 年度前半に見込まれる消費増税前の駆け込み需要によるものである。公共投資は 2015 年度に入り前期比で下げ止まる程度とみられ、2015 年度後半から 2016 年度にかけては駆け込み需要の反動落ちや政策効果の剥落が見込まれる。さらなる景気刺激策がない場合、2016 年度にかけて景気は再び停滞色を強める可能性がある。安定的・持続的な成長には、インフレ期待に支えられた民間部門の自律的な回復メカニズム、つまり賃金上昇から個人消費の拡大、企業業績の改善という正の好循環の確立が不可欠であり、その実現を優先することが経済正常化ないしは財政健全化の近道となろう。

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	0.8
住宅投資	5.4	9.5	▲8.9	▲2.5
設備投資	0.7	2.7	2.7	5.3
在庫投資(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.4)	(0.5)	(▲0.4)
政府消費	1.5	1.8	0.7	1.2
公共投資	1.3	15.1	▲3.1	▲6.9
純輸出(寄与度)	(▲0.7)	(▲0.2)	(0.7)	(0.7)
輸出	▲1.3	4.8	6.4	6.7
輸入	3.6	7.0	2.4	3.0
名目GDP	▲0.2	1.9	2.6	1.8
実質GDP(暦年ベース)	1.5	1.5	1.0	1.3
経常収支(兆円)	7.9	4.2	0.8	3.6
経常収支(GDP比, %)	0.9	0.2	0.7	1.3

(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。