

日本経済情報

2015 年 2 月号

Summary

【内 容】

1. 景気の現状

2014 年 10～12 月期の成長率は予想を下回るも 3 四半期ぶりのプラス

在庫調整終了や輸出の増勢加速が好材料

前年比ではマイナスが続き 2014 年通年はゼロ成長

2. 日本経済の見通し

賃金やマインド改善で個人消費は持ち直す

輸出は円安基調定着や国内需給緩和もあり増勢強まる

円安基調継続ながら円高要因も増加

先行指標は設備投資の再拡大を示唆

景気対策は GDP を 0.7% 押し上げも前回対策の落ち込みで相殺

1% 台半ばの成長が続き需給ギャップは 2016 年度終盤に解消へ

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

【日本経済の改定見通し】

日本経済は、2014 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率が前期比で 3 四半期ぶりのプラス成長となり、消費増税後続いた需要の減少には歯止めが掛かった。また、在庫投資がプラスに転じ調整終了を示唆したほか、輸出の増勢が強まるなど、一部に明るい材料も見られた。ただし、実質 GDP は前年同期比ではマイナスが続き、2014 年通年でもゼロ成長にとどまるなど、消費増税の負のインパクトの大きさも確認された。

今後の日本経済を見通す上では、①個人消費の回復力、②輸出拡大の持続性、③設備投資の方向性、④景気対策の効果が重要なポイントとなる。

個人消費については、10～12 月期も小売販売が総じて停滞しており、回復力は弱い。しかしながら、消費者マインドは 12 月以降改善しており、労働需給の逼迫を受けて正社員の賃金は上昇基調を維持するなど、個人消費を取り巻く環境は改善傾向にある。今後は原油安による実質所得の押し上げ効果もあって、個人消費は徐々に持ち直すと予想される。

輸出は、円安基調が定着する下で、主要輸出先である米国経済の堅調拡大やアジア新興国の比較的速い成長ペースを追い風に拡大が続いている。さらに、最近では海外生産シフトの影響が弱まったことや、国内需給の緩和による輸出余力の回復なども輸出拡大に寄与している。今後も海外経済の拡大に加え、米国の利上げを織り込む形で円安基調が維持されるとみられることから、輸出は堅調な拡大を維持しよう。

設備投資は、先行指標である機械受注が横ばいから増加に転じる見込みであり、再拡大の可能性が示唆されている。今後、当面は、内外需要の増加や好調な企業業績を背景に設備投資の拡大が期待できる。

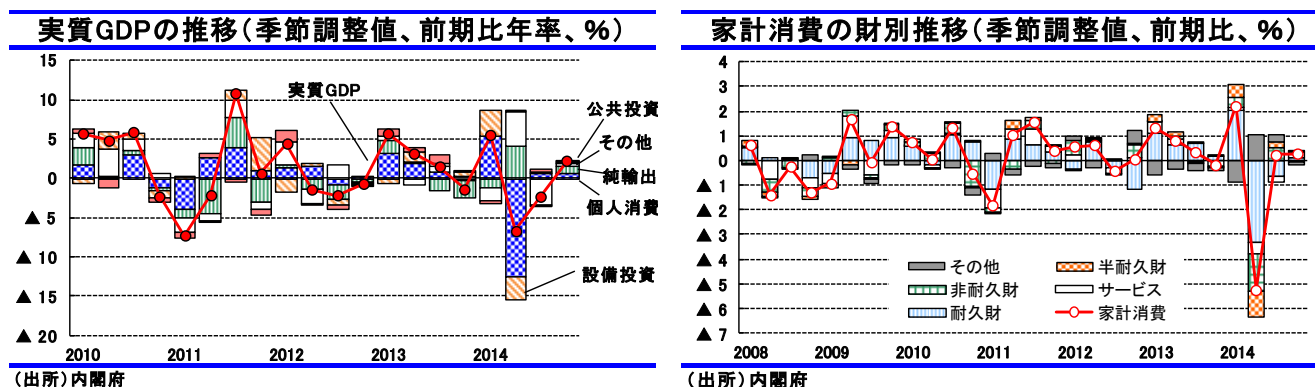
さらに、12 月に閣議決定された景気対策は既に成立した補正予算で徐々に具体化され景気の持ち直しを後押ししよう。ただ、補正予算により GDP の 0.7% 程度の需要が創出されるが、その効果は去年の景気対策と同程度であり、2015 年度の成長率が上積みされるわけではない。

以上より、2015 年度、2016 年度の実質 GDP 成長率はそれぞれ 1% 台後半から半ば程度と予想される。また、この場合、現状 GDP 比 2% 程度とみられる需給ギャップが解消する時期は 2016 年度終盤となる。

1. 景気の現状

2014 年 10～12 月期の成長率は予想を下回るも 3 四半期ぶりのプラス

2 月 16 日に発表された 2014 年 10～12 月期 GDP の 1 次速報値は、前期比+0.6%（年率+2.2%）となった。年率で 3%台後半の事前予想コンセンサス（当社予想は+2.5%¹）を大きく下回ったが、3 四半期ぶりの前期比プラス成長であり、消費増税後続いた需要の減少には歯止めが掛かる形となった。



予想を大きく下回った主因は個人消費である。10～12 月期の個人消費は、7～9 月期と同じ前期比+0.3%にとどまり、4～6 月期の前期比▲5.1%（年率ではない）という大幅な落ち込みに比べると反発力は極めて弱い。個人消費（家計消費）の内訳を見ると、消費増税後の減少幅が最も大きかった自動車や家電製品などの耐久財が 10～12 月期に前期比+0.7%と 3 四半期ぶりのプラスに転じ、下げ止まりが確認された。しかしながら、7～9 月期にプラスに転じていた衣料品などの半耐久財（7～9 月期前期比+3.4%→10～12 月期▲0.4%）が再びマイナスに転じ、食料品などの非耐久財（+2.4%→+0.1%）もほぼ横ばいにとどまるなど、リバウンドが一巡した後は伸び悩んでいる。サービス（▲0.3%→+0.5%）は 3 四半期ぶりのプラスに転じ底堅さを見せたものの、個人消費全体では回復力の乏しい状況が続いており、増税による実質所得の減少が大きく影響している様子が窺える。

在庫調整終了や輸出の増勢加速が好材料

そのほかの国内需要について見ると、住宅投資は 3 四半期連続の前期比マイナス（4～6 月期前期比▲10.3%→7～9 月期▲7.0%→10～12 月期▲1.2%）となり、駆け込み需要の反動落ちが続いていることが確認された。ただし、マイナス幅は縮小しており下げ止まりの兆しも見られる。

設備投資は、10～12 月期に前期比+0.1%となり、7～9 月期の▲0.1%に続く横ばい推移にとどまった。公共投資は 10～12 月期も前期比+0.6%とプラスを維持、3 四半期連続の拡大となった。昨年度補正予算における公共事業積み増しと今年度予算の前倒し執行による効果が継続している。また、在庫投資は、当社の予想（GDP 寄与度▲0.3%Pt）に反してプラス寄与（+0.2%Pt）となり、消費増税後の需要落ち込みに起因する在庫調整が終了した可能性を示した。また、政府消費は、7～9 月期の前期比+0.2%に続き 10～12 月期は+0.1%と低い伸びが続いた。

外需については、輸出が 10～12 月期に前期比+2.7%と 7～9 月期の+1.5%から伸びを高めた。通関統計でも確認されている通り（詳細後述）、米国や ASEAN 向けが好調であった模様である。一方の

¹ 2015 年 1 月 30 日付 Economic Monitor 「日本経済：10～12 月期成長率は前期比年率+2.5%を予想」参照。

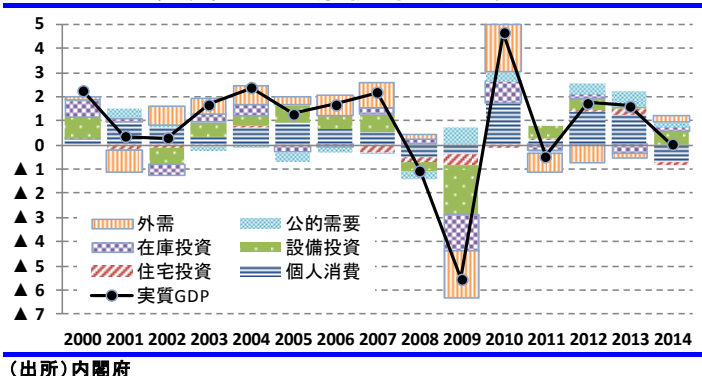
輸入も、7～9 月期の前期比+1.0%から 10～12 月期に+1.3%へ増勢をやや強めているが、輸出の伸びが輸入を大きく上回ったことから、純輸出（輸出－輸入）の GDP に対する寄与度は前期比+0.2% Pt へ拡大した（7～9 月期は+0.1%Pt）。

前年比ではマイナスが続き 2014 年通年はゼロ成長

10～12 月期の実質 GDP は、上記の通り前期比では 3 四半期ぶりにプラスに転じたものの、前年同期比では▲0.5%と依然水面下から脱しておらず、その意味で引き続きデフレ圧力を残している。そのため、景気の現状判断としては、ようやく下げ止まり、持ち直しに向けた明るい兆しも出始めてはいるが、依然として停滞感を多分に残す状況だと評価できよう。

また、2014 年通年の実質 GDP 成長率は、前年比 0.04%とほぼ横ばいにとどまった。内訳を見ると、民間需要（前年比▲0.2%）が落ち込む一方、公的需要（+0.9%）は公共投資を中心に増加、純輸出は横ばいであり、2013 年度補正予算で具体化された景気対策の効果によって、かろうじてマイナス成長を回避したことが分かる。さらに、個人消費（前年比▲1.2%）が消費税率の引き上げ前後を含む暦年の通年で落ち込んだことは、消費増税の負のインパクトが駆け込み需要を大きく上回ったことを示していると言えよう。

実質GDPの推移(前年比、%)



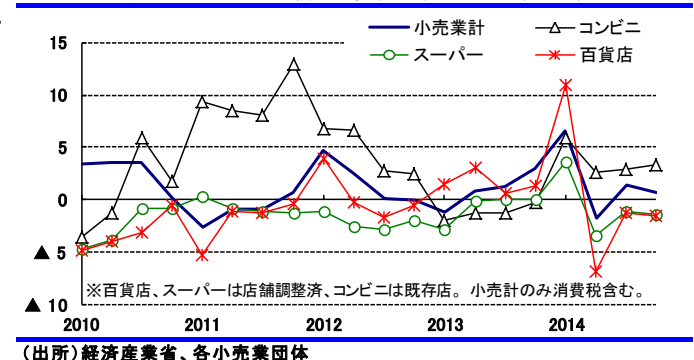
2. 日本経済の見通し

こうした景気の現状を踏まえると、今後の日本経済を見通す上での注目点は、①個人消費の回復力、②輸出拡大の持続性、③設備投資の方向性、の3点であり、これらに加えて、④景気対策の効果についても見ておく必要がある。

賃金やマインド改善で個人消費は持ち直す

まず、個人消費については、先述の通り足元の回復力は弱い。10～12 月期の小売店販売動向を見ると、コンビニが前年同期比+3.3%（既存店）と 7～9 月期の+3.0%から伸びを高め底堅いものの、百貨店（7～9 月期前年同期比▲1.3%→10～12 月期▲1.6%、店舗数調整済）、スーパー（▲1.1%→▲1.5%、店舗数調整済）は前年割れが続いており、全体としては停滞している。乗用車販売は 12 月に前年同月比+0.3%と半年ぶりにプラスに転じ、水準も年率 505 万台（当社試算の季節調整値）と 2 月以来の 500 万台超を記録したが、軽自動車（前年同月比+19.0%）の年間シェア争いなどを受けた一時的な増加による部分が大きく、1 月は前年同月比

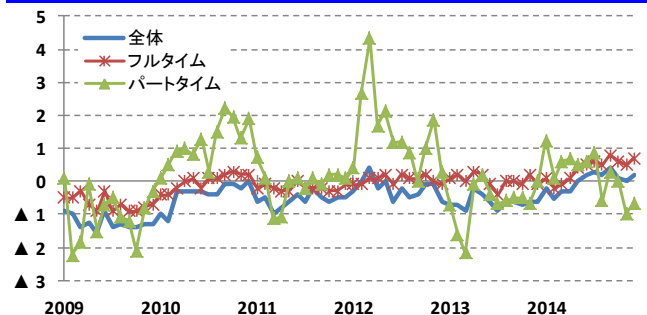
業態別小売販売額の推移(前年同期比、%)



▲20.7%（年率 425 万台）へ反落している。

ただ、個人消費を取り巻く環境は改善傾向にある。消費者マインドの代表的な指標である消費者態度指数は、7月の41.5をピークに11月(37.7)にかけて悪化が続いていたが、12月(38.8)、1月(39.1)と2ヵ月連続で改善し、底入れしつつある。また、失業率は、12月に1997年8月以来、17年4ヵ月ぶりとなる3.4%へ低下、有効求人倍率に至っては1992年3月(1.19倍)以来、22年9ヵ月ぶりの水準である1.15倍へ上昇するなど、労働需給は極めてタイトである。こうした状況を受けて、所定内給与(基本給)は正社員(フルタイム)で4月以降、前年同月比プラスが続いている(12月+0.7%)。パートタイムは11月▲1.0%、12月▲0.7%とマイナスであり、本格的な賃金上昇とまでは言えないものの、家計の所得環境が改善しつつあることは間違いない。さらに、今年の春闘は、自動車総連、金属労協、電機連合など主要団体が揃って連合の方針である「ベア2%以上」に相当する「ベア6,000円以上」を要求しており、既に満額回答の方針を示す企業があるなど、2014年度実績(5,928円、2.07%)以上の賃上げとなる可能性が高まっている。

所定内給与の推移(前年同月比、%)



(出所)厚生労働省

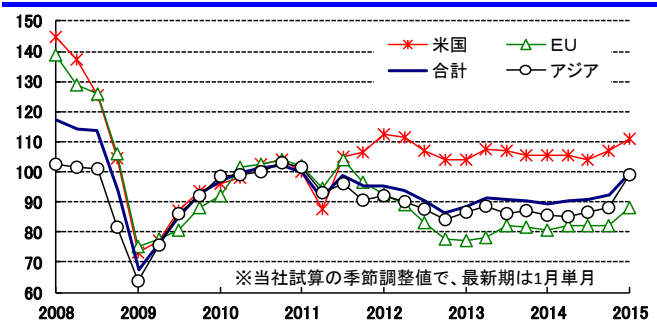
こうした状況を勘案すると、今後の個人消費は、賃金や消費者マインドの改善に伴って、徐々に持ち直す可能性が高い。さらに、原油安が物価の上昇を抑えるなかで、2015年4月以降は消費増税から1年が経過し、統計上では実質賃金が前年同月比でプラスになる月も出始めるが、実態面でも消費増税の負担感が薄れる形で悪影響が一巡しよう。そのため、2015年度の個人消費は緩やかな持ち直しの動きを続け、通年では2年ぶりの前年比増加に転じよう(2014年度前年比▲3.1%→2015年度+1.1%と予想)。翌2016年度は、所得環境の更なる改善と2017年4月に予定される消費税率の再引き上げを控えた駆け込み需要により、個人消費は伸びを高める(前年比+1.6%)と予想する。

輸出は円安基調定着や国内需給緩和もあり増勢強まる

輸出は、通関統計の数量ベースでも増勢が強まっている様子が確認できる。10～12月期の通関輸出数量指数は、2四半期ぶりのプラスに転じた2014年7～9月期の前年同期比+0.3%から+2.4%へ伸びを高めた。当社試算の季節調整値で見ても、4～6月期に4四半期ぶりの前期比プラス(+0.9%)に転じ、7～9月期+1.0%、10～12月期+1.6%と徐々に増勢を強めている²。

その内訳を仕向地別に見ると、全体の54.1%(2014年金額ベース)を占めるアジア向け数量指数が7～9月期に前期比+1.5%、10～12月期には+1.9%と伸びを高めたほか、シェア18.7%の米国向けは7～9月期の▲1.5%から10～12月期+

仕向け地別輸出数量指数(季節調整値、2010年=100)



(出所)財務省

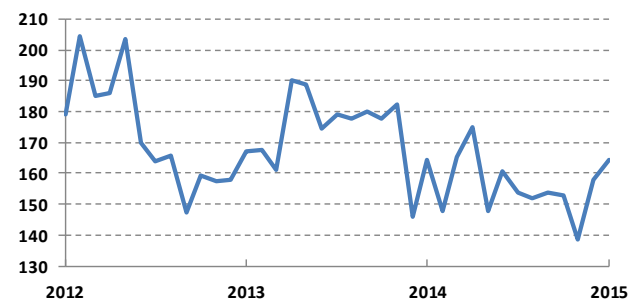
² 2015年1月の輸出は大幅増加となったが、中華圏の春節の影響による部分が大きく、2月と均して評価すべきであろう。詳細は、2015年2月19日付 Economic Monitor「原油安の影響が強まり貿易赤字の縮小傾向続く(1月貿易統計)」参照。

2.7%と増加に転じており、これら両地域向けが輸出の牽引役となっている。

そして、その背景には、両地域の景気が比較的好調なことがある。米国経済は雇用の拡大を起点とする個人消費主導の堅調な拡大を続けており、アジアについても中国経済は減速、ASEAN も最大規模を誇るインドネシアの景気に停滞感が残るものの、タイは徐々に持ち直しており、フィリピンやベトナムは堅調な拡大を続け、インドも停滞局面を脱しつつあり、アジア全体で見れば比較的速い成長ペースを維持している。今後も米国経済は堅調な拡大を維持するとみられ、また、アジア新興国についても、ASEAN やインドの景気拡大が中国の減速を補い、引き続き 3%台半ば程度の世界経済成長率を上回るペースで成長を続ける可能性が高いと見込まれる。また、欧州経済も原油安やユーロ安の恩恵により緩やかながらも持ち直しが期待できるなど、今後も主な輸出先の景気拡大³が日本の輸出拡大を後押しするとみられる。

さらに、円安基調の定着や国内需給の緩和が輸出回復の追い風となろう。円安が輸出を数量ベースで押し上げる効果については、これまで急速な円高により加速した現地生産シフトによって相当程度減殺されていたが、為替相場が円安傾向に転じて約 2 年が経過し、その動きが一巡している分野も出始めている。そのうち統計などで確認できる分野が自動車である。米国向けの自動車輸出は円高の進行に伴って減少傾向にあったが、円安に転じたこともあり 2013

米国向け自動車輸出の推移(季節調整値、年率、万台)



(出所)財務省

年半ばには年率 180 万台程度（当社試算の季節調整値）まで持ち直していた。ところが、2013 年 12 月に 146 万台へ減少、2014 年に入ってから 150～160 万台程度で推移、11 月には 138 万台へ落ち込んだ。主因は、大手メーカーのメキシコ工場が相次いで稼働⁴し、日本からの米国向け輸出を代替したことである。

ところが、2014 年 12 月の米国向け輸出台数は年率 158 万台へ水準を戻し、2015 年 1 月には 164 万台へ増加しており、海外生産移転の影響が一巡した可能性が示唆された。また、一部のメーカーは海外生産の一部を国内生産にシフトする方針を示しており⁵、今後は自動車輸出において円安による数量ベースの押し上げが期待できる状況となりつつある。もちろん、中長期的な「需要地生産シフト」の流れ自体が変わったわけではないが、このような円安傾向の定着を受けた自動車輸出の動きは、特に自動車の割合が 26.8%（2014 年）にも上る米国向け輸出において、今後、当面は現地需要の拡大に応じた増加が期待できよう。

ASEAN 向け輸出においては、10.1%を占める鉄鋼が数量ベースで持ち直し傾向にある。ここ数年の動きを見ると、ASEAN 向け鉄鋼輸出は、国内需要の伸び悩みや円安を背景に 2012 年から 2013 年に

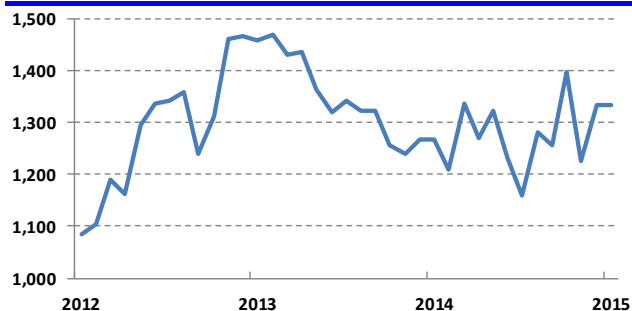
³ 海外経済の見通しについては、1月28日付け「日本経済情報 2015年1月号 世界経済の現状と見通し～原油安の影響を踏まえて」参照。

⁴ 日産が2013年11月に新工場を稼働しメキシコでの生産能力を年68万台から85万台へ引き上げたことに続き、ホンダが2014年2月に年産20万台、3月にはマツダが初年度14万台（2015年度は23万台）規模の新工場を稼働させた。

⁵ 日産は国内生産台数を2014年度の91万台（見込み）から2016年度に100万台へ回復させる方針。また、ホンダは、欧州向け小型車の一部を英国や中国での生産から国内へ移すとしている。

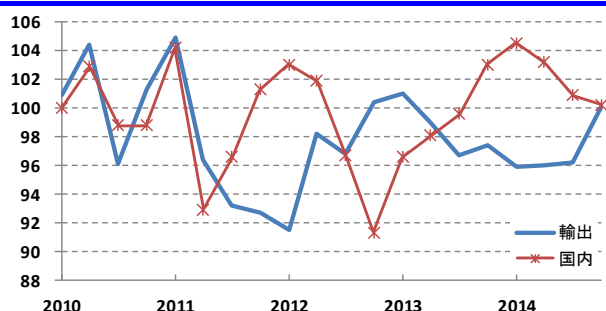
かけて増加したものの、2013 年半ばから 2014 年半ばにかけては減少した。この間、政府の景気対策により公共投資が急増（2012 年度前年比+1.0%→2013 年度+10.3%）、消費増税前の駆け込み需要によって住宅投資も大幅拡大（+5.7%→+9.3%）しており、国内需要の大幅増により輸出に向ける供給余力が低下したことが輸出減少の大きな要因であったとみられる。

ASEAN向け鉄鋼輸出の推移(季節調整値、年率、万トン)



(出所)財務省

鉄鋼業の国内・輸出向け出荷の推移(季節調整値、2010年=100)



(出所)経済産業省

実際に、鉄鋼業の出荷動向を見ると（上右図）、2013 年を通じて国内向け出荷の拡大が続く一方で輸出向け出荷は減少傾向にあり、2014 年に国内向け出荷がピークアウトしたことを受けて輸出向け出荷が持ち直している様子が見て取れる。国内需要の落ち込みが供給余力を拡大させ、輸出増につながったとみて良いであろう。

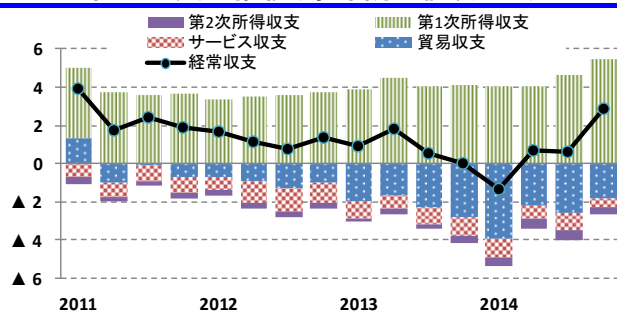
もっとも、輸出の拡大余地がさほど大きいわけではない。日銀短観を見る限り鉄鋼業の供給余力が縮小している⁶ことに加え、住宅投資に下げ止まりの兆しが見られるほか、後述の通り今後は政府の景気対策の執行が進むに伴い公共投資の拡大が見込まれるためである。とはいえ、円安を背景に日本の鉄鋼メーカーは価格競争力の面で韓国企業に対して優位な状況が続いており、少なくとも当面は、鉄鋼輸出の拡大が期待できそうである。

円安基調継続ながら円高要因も増加

為替相場も、引き続き輸出の拡大に追い風となろう。2014 年初からのドル円相場の推移を見ると、年明け直後こそ 1 ドル=120 円台を付けたものの、1 年半ばには 116 円台まで円高ドル安が進んだ。ECB による量的金融緩和を受けたユーロ安の進行が対ドルでも円の買い戻しを誘ったほか、中東などにおける地政学的リスクの高まり、また、原油安による物価上昇の抑制が米国の利上げ時期を後ずれさせるとの観測や、日銀の追加金融緩和の可能性が後退したとの見方が市場に広がったことが主な要因である。さらに、日本の経常黒字が急速に拡大していることも、円高圧力を高めた一因と考えられる。

経常収支は、2014 年 1～3 月期に 1 兆 3,779 億円（季節調整値）という大幅な赤字に転じたが、その後は黒字が続いており、4～6 月期、7～9 月期の 6,000 億円台から、10～12 月期は 2 兆 8,381 億円へ黒字幅が急拡大した。輸出増により貿易赤字が大きく縮小（7～9 月期▲2 兆 5,889 億円→10～12 月期▲1 兆

経常収支の推移(季節調整値、兆円)



(出所)日本銀行

⁶ 日銀短観の生産設備判断 DI は 6 月調査の+11 から 9 月調査では+8 へ過剰超幅が縮小している（12 月調査も同水準）。

8,008 億円) したほか、サービス収支の赤字幅も縮小 (▲8,966 億円→▲4,473 億円)、第 1 次所得収支 (4 兆 6,555 億円→5 兆 5,038 億円) の黒字が大きく拡大した。今後は輸出の増勢が強まる一方で原油安の影響により輸入が大幅に抑制されることから、貿易赤字が急速に縮小し経常黒字は比較的速いテンポで拡大する可能性が高い (経常収支の予測: 2014 年度+5.4 兆円、2015 年度+9.5 兆円、2016 年度+11.4 兆円)。

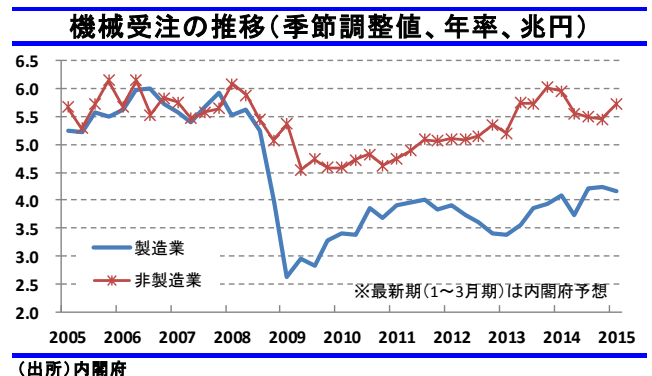
こうした状況も踏まえて今後のドル円相場を展望すると、日本の大規模な量的金融緩和は、追加の有無にかかわらず長期化が不可避な中で、2014 年後半にも見込まれる米国の利上げを織り込みながらドル高円安基調が続くという従来からの見方を変更する必要はないであろう。ただし、日本の経常黒字の急拡大が円安圧力を弱めるとみられるほか、ユーロ圏の政府債務問題に端を発する金融市場の不安定さが残り、また、地政学的リスクも依然として高い状況が続くことから、年初に見られたように一時的な要因によって円高に振れ易くなることには留意しておく必要がある。

以上を整理すると、今後の輸出は、為替相場の円安基調に加え、主要輸出先である米国経済の堅調な拡大とアジア新興国の比較的高い経済成長という追い風のなかで、企業の生産戦略の修正や輸出余力の拡大もあり、堅調な拡大を維持すると予想する。

先行指標は設備投資の再拡大を示唆

設備投資は、前述の通り 10~12 月期も概ね横ばいの動きにとどまったが、先行きには明るい兆しも見られる。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、2014 年 12 月に前月比+8.3%の大幅増となり、10~12 月期は前期比+0.4%と小幅ながら 2 四半期連続で増加した。さらに、2015 年 1~3 月期の内閣府予想は前期比+1.5%であり、実現すれば 2014 年 4~6 月期にウインドウズ XP サポート終了の影響などによって一旦調整色を強めた設備投資の拡大再開が期待される。

業種別には、製造業からの受注が 7~9 月期前期比+12.6%、10~12 月期+0.8%と 2 四半期連続で増加、1~3 月期予想は▲2.1%と小幅マイナスにとどまり、増加トレンドは維持していると判断できる。また、非製造業からの受注は、2014 年に入り前期比で減少が続くが、10~12 月期も▲0.7%と小幅ながらマイナスとなったが、1~3 月期予想は+4.9%と復調の可能性を示している。



こうした現状に加え、輸出の拡大が続く個人消費など国内需要も持ち直すとみられることから、好調な企業業績と大規模な金融緩和の下、設備投資も徐々に増勢を強めよう。ただし、一般的に 7 年程度とされる更新投資のサイクルを考えると、更新投資に牽引された今回の拡大局面は早ければ 2016 年度中にも終了し、設備投資は減少に転じる可能性がある。

景気対策は GDP を 0.7%押し上げも前回対策の落ち込みで相殺

以上の通り、今後は個人消費が持ち直し、輸出は増勢を維持、設備投資も再拡大に向かい、景気は自律的な回復景気を取り戻すとみられるが、政府が 2014 年 12 月 27 日に閣議決定した「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」には、そうした動きをより確実なものにする役割が期待される。

今回の景気対策を具体化した補正予算は既に 2 月 3 日に政府案通り成立しており、歳出規模は、景気対策の約 3.5 兆円に、税収増に伴う地方交付税交付金の増額 9,538 億円などを加えた約 4.9 兆円となっている。また、財源は税収増（1 兆 7,250 億円）や前年度剰余金（2 兆 353 億円）、国債費を中心とした既存予算の削減（1 兆 7,880 億円）などで賄い、余った 7,571 億円は国債発行

2014年度補正予算の内容			
(億円)			
	金額		金額
生活者・事業者への支援	11,854	租税及び印紙収入	17,250
生活者への支援、生活環境の整備	3,888		
事業者への支援	2,271	その他収入	1,148
エネルギーコスト対策	3,601	公債金	▲ 7,571
住宅市場活性化策	2,095	公債金	5,750
地方の活性化	5,783	特例公債金	▲ 13,321
まち・ひと・しごとの創生に向けた「総合戦略」	1,982	前年度剰余金受入	20,353
地域の産業振興等	3,598	既定経費の減額	17,880
災害・危機等への対応	7,578	うち国債費	16,880
災害復旧・災害対応の強化	5,730		
安全・安心な社会の実現	1,498		
その他の経費	4,463		
東日本大震災特別会計へ繰入	9,844		
地方交付税交付金	9,538		
歳出合計	49,060	財源計	49,060

(出所)財務省 (注)四捨五入の関係で合計が合わない部分がある。

額を減額する⁷。すなわち、表面的には財政を悪化させず景気を刺激するための歳出拡大を実現する形であるが、別の見方をすれば、財政が著しく悪化しているにもかかわらず税収増の大部分を債務の圧縮ではなく追加の支出に充当したとも言える。デフレ脱却を確実にするためという大義名分はあるにせよ、財政健全化に逆行している部分はあり、その中身の吟味が本来は非常に重要であるという認識はしておくべきであろう。

予算の中身を詳細に見ると、景気対策約 3.5 兆円のうち 9,844 億円が東日本大震災特別会計へ繰り入れられ、その大部分が公共投資に類する支出に充てられる。さらに、その他の災害復旧事業や防災対策・耐震化など「災害復旧・災害対応の強化」として 5,730 億円計上されるなど、公共投資に直接結びつくものは合計で計 1.6 兆円程度に上る。また、地方自治体においても公共投資関連の予算増額が見込まれることから、合わせて 2 兆円程度の公共投資が追加されることになる。

景気対策の残る約 2 兆円のうち、「地域住民生活等緊急支援のための交付金」2,500 億円のほか、フラット 35S の金利優遇幅拡大（1,160 億円）や住宅エコポイント制度の復活（805 億円）などの「住宅市場活性化策」2,095 億円は、それぞれ個人消費や住宅投資を刺激する効果が期待されるが、今回の消費増税に伴って耐久財や住宅の需要は相当に前倒しされたため、これらの総額約 0.5 兆円が追加的に需要を生み出すとは考え難く、大部分は減税と同様、家計所得を補う程度の効果にとどまろう。したがって、限界消費性向を 0.8 程度とすると需要創出効果は約 0.4 兆円となる。

また、地方交付税交付金の増額分（9,538 億円）のほか、4 月の統一地方選に向けた安部政権の目玉政策である「まち・ひと・しごと創生総合戦略」を先行的に実施するための交付金 1,700 億円を合わ

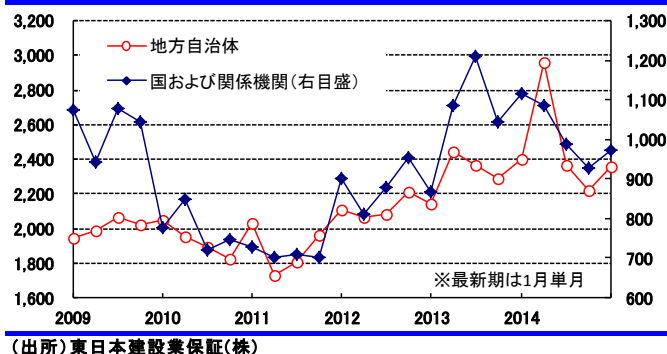
⁷ より正確には、公共事業の追加に伴い建設国債を 5,750 億円増額し、赤字国債（特例公債）を 1 兆 3,321 億円減額する形となる。

せた約 1.1 兆円の大部分が、地方自治体の策定する景気刺激策などに充当されることになる。

そのため、今回の補正予算の執行に伴って 3.5 兆円程度の需要が追加されることになり、GDP を 0.7% 程度押し上げる効果が期待できる。ただし、2013 年度も景気対策の策定に伴って終盤（2014 年 2 月 6 日）に歳出規模 7 兆円の補正予算が成立、3 兆円を超える公共投資の積み増しなどが行われており、今回の補正予算は、均してみれば、前回の景気対策の落ち込みを埋め合わせる程度に過ぎず、成長率が上積みされるわけではないことに留意が必要であろう。

実際に、公共投資の先行指標である公共工事請負金額（前払金保証）は、2014 年 8 月以降、12 月を除いて 2015 年 1 月まで前年同月比マイナスが続いており（1 月は▲14.1%）、当社試算の季節調整値では、7～9 月期に前期比▲17.1%と大きく落ち込んだ後、10～12 月期も▲6.2%と大幅減が続いた。2015 年 1 月は 10～12 月の水準を 6%上回っているが、請負金額の 1～2 四半期程度の先行性を踏まえると公共投資は 2015 年 1～3 月期に大きく落ち込んでいるとみられる。4～6 月期以降は今回の補正予算成立によって落ち込みをカバーしていくとみられるが、2015 年度通年の水準は 2014 年度に比べ低下しよう（実質公的固定資本形成：2014 年度前年比▲3.0%と予想）。さらに、2015 年度中に大規模な公共事業の積み増しがなければ、2016 年度の公共投資は一段と減少することになる。

公共工事請負金額の推移（季節調整値、10億円）



つまり、今回の景気対策は、前回の対策の反動による景気の下押し圧力を緩和することが最大の役割であり、デフレ脱却を最優先課題とする現状に鑑みれば、規模の面では適当であったと言わざるを得ない。ただ、解散総選挙などもあり中身の議論に十分時間を割いたと言えないことも事実である。再び景気対策が必要となった場合には、その内容を十分に精査することが求められよう。

1%台半ばの成長が続き需給ギャップは 2016 年度終盤に解消へ

以上を踏まえて今後の日本経済について展望すると、これまでの景気停滞の主因であった個人消費は、消費者マインドの改善や賃金上昇、さらには原油安の追い風を受けて持ち直しの動きを高めるとみられる。また、住宅投資も景気対策などの効果により今後は下げ止まり、米国や ASEAN の景気拡大と円安の恩恵により輸出は増勢を維持し、それが設備投資の拡大局面を長期化させよう。公共投資は一旦落ち込むとみられるが、1～3 月期以降の実質 GDP は前期比でプラス成長が続き、補正予算の執行が本格化し公共投資が持ち直す 4～6 月期には、前年水準が消費増税により落ち込んでいることもあって、前年同期比でもプラス成長になると見込まれる。

2015 年度を通じて見ると、個人消費は消費増税の影響一巡によって 2 年ぶりの増加に転じることに加え、輸出が比較的堅調な拡大を維持することを受けて設備投資が大きく伸びを高めることから、住宅投資の水準が戻らず公共投資が減少に転じるとしても、実質 GDP 成長率は前年比 1%台後半まで高まろう。そして、2016 年度については、輸出が引き続き堅調に拡大し、また、消費税再増税前の駆け込み需要によって個人消費が伸びを高め住宅投資が増加に転じるため、仮に設備投資が拡大局面を終え、公共投資は大規模な追加がなく減少が続いたとしても、実質 GDP 成長率は 1%台半ば程度を

確保しよう。

こうした成長ペースの下で、10～12月期にGDP比▲2%強あるとみられる需給ギャップ⁸が解消する時期は、内閣府が試算する潜在成長率（年0.6%）を前提とすると、次の消費増税直前の2017年1～3月期頃となる。つまり、次の消費増税は、ようやく需給ギャップが解消された直後に迎えることになるわけである。

消費増税後も景気の拡大基調を維持するためには、増税前にデフレ脱却を宣言できるほどに景気の足腰がしっかりしていることが望ましい。需給ギャップの解消はその一つの目安であるが、本見通しに従えば、駆け込み需要により嵩上げされた上でかろうじて実現することになる。これが意味するところは、今後2年間の外的環境の変化と、それに対する経済運営によって、財政再建の必要条件である緩やかなインフレ下での安定した経済成長を実現できるかどうかが大きく左右されるということであろう。

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	2016 予想
実質GDP	1.0	2.1	▲0.8	1.7	1.5
国内需要	1.8	2.5	▲1.3	1.3	0.9
民間需要	1.9	2.3	▲1.9	1.7	1.1
個人消費	1.8	2.5	▲3.1	1.1	1.6
住宅投資	5.7	9.3	▲11.7	▲4.3	2.7
設備投資	1.2	4.0	0.5	5.2	▲4.0
在庫投資(寄与度)	(0.0)	(▲0.5)	(0.5)	(0.0)	(0.4)
政府消費	1.5	1.6	0.4	0.8	1.0
公共投資	1.0	10.3	1.1	▲3.0	▲2.8
純輸出(寄与度)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.7)	(0.5)	(0.5)
輸出	▲1.3	4.7	7.1	5.0	5.0
輸入	3.6	6.7	3.0	2.6	2.4
名目GDP	0.1	1.8	1.5	2.9	2.6
実質GDP(暦年ベース)	1.8	1.6	0.0	1.0	1.5
鉱工業生産	▲3.0	3.2	▲0.2	5.2	2.0
経常収支(兆円)	4.2	0.8	5.4	9.5	11.4
経常収支(GDP比,%)	0.9	0.2	1.1	1.9	2.2
消費者物価(除く生鮮)	▲0.2	0.8	2.9	0.9	1.7

（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。

⁸ 内閣府の試算によると、2014年7～9月期時点の需給ギャップはGDP比▲2.7%であり、潜在成長率を0.6%とすると（内閣府の試算値）、10～12月期の需給ギャップはGDP比▲2.3%へ縮小していることになる。