

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

日本経済の成長率見通しは 2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3% で据え置き（二次 QE 後成長率改訂）

2013 年 10～12 月期 GDP は想定より弱めも、景気判断に影響するほどのインパクトはなし。日本経済は駆け込み需要により 2014 年 1～3 月期に高成長も、4～6 月期は大幅な反動減が避けられず、7～9 月期以降も、輸出や設備投資がけん引役とならず、実質賃金は目減りする下で、成長ペースは加速せず。成長率予想は 2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3%で従来から据え置き。

10～12 月期二次推計値は小幅下方修正も判断は変わらない

2013 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は、一次推計値の前期比 0.3%・年率 1.0%が、二次推計値（二次 QE）で前期比 0.2%・年率 0.7%へ小幅に下方修正された。ほぼ変わらずとの想定（市場予想：年率 0.9%、当社：1.2%）に対し僅かに下振れしたが、乖離は小さく、景気判断に影響を及ぼすほどのインパクトはない。民需は増勢を強めつつあるが、外需が足を引っ張り、日本経済の成長率は低空飛行となっている。

需要項目別には、ほとんどの内需項目が小幅に下方修正された。下方修正幅が比較的大きいのは、法人企業統計が反映された設備投資（一次推計値：前期比 1.3% 二次推計値：0.8%）だが、他も個人消費（0.5% 0.4%）、住宅投資（4.2% 4.1%）、公共投資（2.3% 2.1%）、政府消費（0.49% 0.46%）などが僅かながらも下方修正されている。なお、在庫投資は若干上方修正されたが、GDP への影響は軽微だった（寄与度は一次推計値の前期比 0.0%Pt が二次推計値で+0.0%Pt）。

設備投資の回復が鈍い

二次推計値において懸念されるのは、やはり設備投資の回復の鈍さだろう。2013 年 7～9 月期の前期比 0.1%に続き、10～12 月期も 0.8%とほぼ横ばいとどまり、2013 年では前年比 1.6%（2012 年 3.8%）と 4 年ぶりの減少である。企業行動に関するアンケート調査において海外現地生産比率が 2011 年度の 17.2%から 2012 年度は 20.6%へ急上昇し、2013 年度も 21.6%への更なる上昇が見込まれる点が示すように、製造業は円安進行の下でも、海外現地生産の強化を引き続き志向している。そのため、製造業の国内設備投資については大きな期待は禁物である。非製造業が支えるかたちで、2014 年度に向けて設備投資は増勢を維持するものの、景気を牽引する役割までは期待できないだろう。

2014 年 1～3 月期は高成長に

日本経済は、2013 年 7～9 月期前期比年率 0.9%、10～12 月期 0.7%と 2

実質GDP成長率の推移

前期比,%,%Pt	2013年		2013年10～12月		10～12月1次QE	
	4～6月	7～9月	前期比	寄与度	前期比	寄与度
実質GDP	1.0	0.2	0.2		0.3	
(前期比年率%)	4.1	0.9	0.7		1.0	
(前年比%)	1.2	2.3	2.6		2.7	
国内需要	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
民間需要	0.5	0.5	0.6	0.5	0.8	0.6
個人消費	0.6	0.2	0.4	0.2	0.5	0.3
住宅投資	0.9	3.3	4.1	0.1	4.2	0.1
設備投資	1.0	0.1	0.8	0.1	1.3	0.2
在庫投資(寄与度)	(0.2)	(0.1)		0.0		0.0
公的需要	1.9	1.6	0.8	0.2	0.9	0.2
政府消費	0.9	0.2	0.5	0.1	0.5	0.1
公共投資	6.8	7.2	2.1	0.1	2.3	0.1
純輸出(寄与度)	(0.1)	(0.5)		0.5		0.5
輸出	2.9	0.7	0.4	0.1	0.4	0.1
輸入	1.8	2.4	3.5	0.6	3.5	0.6
名目GDP	1.0	0.1	0.3		0.4	
(前年比%)	0.7	1.9	2.2		2.4	
デフレーター(前年比%)	0.5	0.4	0.3		0.4	

(出所)内閣府

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。

四半期連続でゼロ%台の成長にとどまったが、2014年1~3月期には成長率が大幅に高まると見込まれる。10~12月期に見られた個人消費を中心とする駆け込み需要の構図が更に強まるためである。既に述べたように、10~12月期までは耐久財が中心だったが、1~3月期には耐久財のみならず、春物衣料などの半耐久財や賞味期限の長い食料などの非耐久財、更には年間パスの購入などのサービス消費にも駆け込み購入の動きが広がる。また3月末までの引き渡しなどを目指し、住宅投資も高水準が続く。設備投資も牽引役とはなりえないがプラスの伸びを維持すると見込まれ、民需の伸びが大幅に高まる。一方、公共投資については先行指標のピークアウトが鮮明であり、1~3月期は減少へ転じる可能性が高い。輸出についても、世界経済の拡大が追い風となるものの、企業の海外生産重視姿勢が変わらないため、高い伸びは期待できない。このように公需と外需が成長の足を引っ張るものの、民需の拡大により吸収されるだろう。以上を踏まえ、当社は現時点で2014年1~3月期の成長率を前期比年率6%台と想定する。

2014年度は低成長に

2014年度の日本経済は、消費税率引き上げによる増税に直面する。消費税率の引き上げにより、消費者物価指数上昇率は単純試算で2.1%Pt程度押し上げられると考えられ、想定される緩やかな賃金上昇ペースの下では、4月から可処分所得は大幅に目減りする。当社では、日本経済が、消費税率引き上げ前の駆け込み需要などにより2014年1~3月期に前期比年率6%台の高成長を記録した後、その駆け込み需要の反動減や可処分所得の実質目減りを受けて4~6月期に6%台の大幅なマイナス成長を余儀なくされると考えている。5.5兆円規模の2013年度補正予算が効果を発揮することもあり、日本経済は2四半期連続のマイナス成長による景気後退局面入り¹こそ回避するものの、後述する下押し要因が響き、7~9月期以降も成長ペースは大きくは高まらないだろう。2014年度の成長率は0%台半ばにとどまると考えられる。

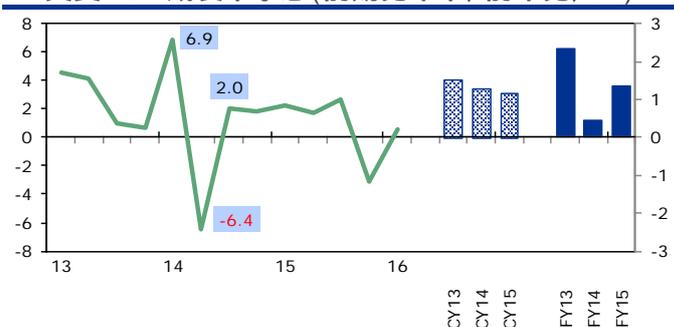
輸出と設備投資に期待はできず

2014年7~9月期以降の成長ペースが緩やかにとどまる第一の要因は、輸出や製造業の設備投資の回復が緩慢な状況が続くためである。2014年に海外経済の成長ペースは加速が見込まれる。また、米国の中央銀行であるFedは金融緩和の縮小を進め、為替相場はドル高円安基調で推移すると考えられる。しかし、海外現地生産が拡大する中で、輸出は増加基調こそ辿るものの、日本経済に対し従来ほどの大きな貢献を期待はできない。また、少なくとも2014年度段階では、製造業が国内生産回帰に向けて、設備投資を活発化することも見込まれない。

実質賃金が目減り

第二の要因は、賃金上昇が緩慢なペースでしか進まないためである。政府による働きかけもあり、2014年度は大企業を中心に一定の賃上げが確保される見込みである。しかし、長期に渡るデフレにより染み付い

実質GDP成長率予想(前期比年率、前年比、%)



(出所) 内閣府資料より伊藤忠経済研究所作成

海外現地生産比率 (%)



(出所) 内閣府 企業行動に関するアンケート調査

¹ 簡易基準。なお、日本において景気循環は景気動向指数研究会が決定する。

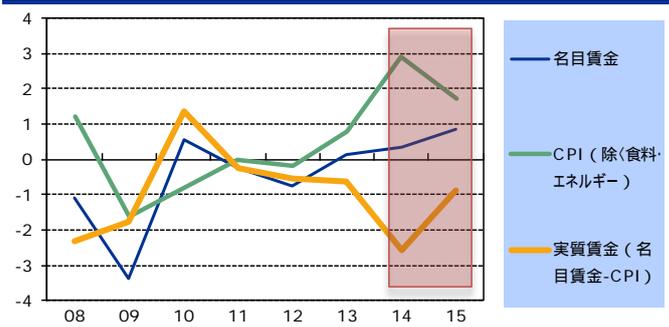
た企業の賃金引き上げに対する否定的な姿勢は、一朝一夕では変わらない。名目賃金上昇率は 2013 年度 0.1%が 2014 年度に 0.4%、2015 年度は 0.8%、所定内給与は 2013 年度 0.6%、2014 年度 0.2%、2015 年度 0.6%とごく緩やかなペースでしか高まらないだろう²。こうした賃金の上昇ペースは、特に 2014 年度に関しては、消費税率の引き上げを含めたインフレ率の上昇（当社予想 3.2%、詳細は後述）は言うまでもなく、消費税率引き上げの影響を除いたベースでのインフレ率の上昇（同 1.1%）にさえ届かず、実質賃金は目減りが続くと考えられる。

成長率予想は 2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3%

以上を踏まえ、日本経済の成長率を 2013 年 10～12 月期一次推計値段階から据え置き、2013 年度 2.4%、2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3%と予想する。インフレ率は、2014 年度以降も上昇基調が継続する見込みである。しかし、消費税率引き上げ後に日本経済の回復ペースが大きくは高まらず、また既に述べた賃金上昇の鈍さなどが示す日本経済の構造的なデフレ体質の完全払拭には時間を要するため、日本銀行が掲げる 2 年で 2%のインフレ率の達成は困難と考えられる。当社では、生鮮食品を除く CPI 上昇率を 2013 年度 0.8%、2014 年度 3.2%、2015 年度 1.9%、消費税率引き上げの影響を除いたベースでは 2014 年度 1.1%、2015 年度 1.1%と予想する³。なお、食料とエネルギーを除く CPI 上昇率の予想は 2013 年度 0.2%、2014 年度 2.5%、2015 年度 1.7%、消費税率引き上げの影響を除いたベースでは 2014 年度 0.8%、2015 年度 1.0%である。

消費税率引き上げ後の日本経済の（日本銀行想定を上回る）落ち込みや賃金上昇の鈍さなどを踏まえ、日本銀行は 2 年で 2%のインフレ目標との整合性を維持するために、追加金融緩和へ動くと考えられる。金融

名目賃金と実質賃金の推移と見通し（年度、前年比、%）



（出所）厚生労働省、総務省資料より伊藤忠経済研究所作成

日本経済の推移と予測（年度）

	2011	2012	2013	2014	2015
前年比, %, %Pt	実績	実績	予想	予想	予想
実質 GDP	0.3	0.6	2.4	0.5	1.3
国内需要	1.4	1.4	2.7	0.3	1.1
民間需要	1.6	1.4	2.1	0.2	1.3
個人消費	1.4	1.5	2.5	1.0	1.0
住宅投資	3.2	5.3	8.4	3.4	2.9
設備投資	4.8	0.7	0.2	3.9	2.6
在庫投資 (寄与度)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
政府消費	1.2	1.5	2.4	1.8	1.3
公共投資	3.2	1.3	15.7	0.6	4.1
純輸出 (寄与度)	(1.0)	(0.8)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
輸出	1.6	1.2	3.4	3.7	3.7
輸入	5.3	3.7	5.6	2.4	2.3
名目 GDP	1.4	0.2	2.1	2.6	2.4
実質 GDP (暦年ベース)	0.5	1.4	1.5	1.3	1.2
鉱工業生産	1.1	2.6	3.2	1.6	2.4
失業率(%, 平均)	4.5	4.3	3.9	3.8	3.4
消費者物価(除く生鮮)	0.0	0.2	0.8	3.2	1.9
消費者物価 (除く食・工)	0.8	0.6	0.2	2.5	1.7
名目賃金上昇率	0.3	0.7	0.1	0.4	0.8

（資料）内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省、国土交通省等より当社作成。

² フルタイム労働者の所定内給与は 2014 年度 0.6%、2015 年度 1.0%と想定。賃上げの動向については 3 月 6 日付 Economic Monitor 「労働需給の逼迫が賃金に及ぼす影響」を参照。

³ 2015 年 10 月に消費税率が 8%から 10%に引き上げられるとの前提を置いている。また、消費税率引き上げの影響は日本型コアに関して 2014 年度に 2.1%Pt、2015 年度 1.4%Pt と仮定した。

政策の波及ラグから出来るだけ早期の対応が求められるが、消費税率引き上げ後の経済動向の見極めが必要なため、追加緩和の実施は展望レポートの中間評価を行う7月の金融政策決定会合となる可能性が高いだろう。追加緩和手段としては、リスク資産の買入増額やフォワードガイダンスの明確化などが考えられる。