

平成26年11月20日

2014・2015年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 10～12月期以降、プラス成長を辿る ～

富国生命保険相互会社（社長 米山 好映）は、2014・2015年度の経済見通しを改訂しました。

【実質GDP成長率予測】

2014年度 ▲0.4%（前回+0.7%）、2015年度 +1.6%

○ 7～9月期は想定外のマイナス成長に

2014年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.4%、年率▲1.6%と2四半期連続のマイナス成長となった。駆け込み需要の反動減からのリバウンド局面を見込んでいた当社予測を大幅に下回り、消費増税後の景気の弱さが浮き彫りとなった。その最大の要因は個人消費である。夏場の天候不順に加え、消費増税に伴う実質購買力の低下によって家計が生活防衛意識を強めたことで、在庫投資の減少等を補うことが出来なかった。

○ 10～12月期以降、プラス成長に戻るものの、緩やかな動きに

月次ベースでは8月を底に上向いており、景気調整局面は抜け出しつつある。10～12月期の実質成長率は、プラス成長に転じると見込んでいる。実質購買力の低下が引き続き重石となるため回復力には弱さが残るものの、良好な雇用環境が続く中、個人消費は、株高や年末賞与の増加に加え、天候要因というマイナス材料がなくなること等で、持ち直すだろう。また、企業の投資意欲は維持されており、設備投資は増加基調になると見込んでいる。海外需要は、米国経済の回復が続く一方、欧州、中国経済がもたつくと想定しており、輸出は増加基調になるものの、そのペースは緩慢な動きにとどまると見込まれる。なお、想定以上に年度前半の成長率が下振れしたことから、2014年度の実質GDP成長率は大幅に下方修正し▲0.4%と5年ぶりのマイナス成長を見込んでいる。

○ 2015年度入り後もプラス成長を維持

2015年度入り後もプラス成長を維持すると想定している。18日に消費税率再引上げの先送りが発表され、当面の実質購買力の低下要因がなくなる中、良好な雇用環境、底堅い企業収益を映して、企業・家計の前向きな好循環が途切れないと想定している。

○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

担当：財務企画部 もりざね 森実潤也

〒100-0011東京都千代田区内幸町2-2-2

TEL (03) 3593-6813 (090) 6493-3334

<http://www.fukoku-life.co.jp>

junya.morizane@fi.fukoku-life.co.jp

図表1. 2014年度・2015年度 経済見通し

(前年比、%)

	2013 年度 実績	2014年度予測				2015年度予測		
		489.6	上期 485.0 (前期比)	下期 494.5	前回 14年8月 時点 493.3	501.4	上期 499.8 (前期比)	下期 502.2
名目国内総生産(兆円)	481.4 1.9	489.6 1.7	485.0 0.3	494.5 2.0	493.3 2.5	501.4 2.4	499.8 1.1	502.2 0.5
実質国内総生産(兆円)	529.2 2.2	527.0 ▲ 0.4	523.9 ▲ 1.3	529.4 1.1	532.7 0.7	535.5 1.6	534.2 0.9	536.7 0.5
内 需	2.7	▲ 0.9	▲ 2.2	0.8	0.2	1.5	0.7	0.4
民間需要	1.7	▲ 1.2	▲ 2.2	0.6	▲ 0.1	1.4	0.7	0.4
民間最終消費	2.5	▲ 2.5	▲ 3.8	1.6	▲ 1.1	1.6	0.6	0.4
民間住宅投資	9.5	▲ 11.3	▲ 12.0	▲ 3.2	▲ 10.3	0.8	2.7	▲ 0.7
民間設備投資	2.6	2.4	▲ 1.4	3.5	4.7	3.4	1.4	0.7
公的需	1.0	0.2	0.0	0.3	0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1
政府最終消費	1.8	0.6	0.0	1.1	1.0	1.0	0.3	0.4
公的固定資本形成	15.0	2.6	0.4	1.3	2.6	▲ 3.2	▲ 2.0	▲ 3.0
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	0.6	0.9	0.1	0.5	0.3	0.2	0.1
財貨・サービスの輸出	4.8	6.3	3.3	2.8	6.4	5.9	3.5	1.9
財貨・サービスの輸入	7.0	2.9	▲ 2.2	2.7	3.4	4.8	2.5	1.6

注1. 実質値は2005暦年連鎖価格

注2. 内需、民間需要、公的需要、財貨・サービスの純輸出はGDPに対する寄与度

(主な経済指標と前提条件)

鉱工業生産指数	3.2	▲ 0.9	▲ 3.4	0.9	1.2	3.7	2.5	1.4
国内企業物価指数※	1.9	3.5	4.1	3.0	3.8	0.9	0.4	1.4
消費者物価指数※	0.9	3.2	3.4	3.0	3.3	1.3	1.1	1.5
消費者物価(除く生鮮)※ (除く消費税の影響)	0.8	3.1	3.2	3.0	3.2	1.2	1.0	1.5
貿易収支(兆円)	▲ 11.0	▲ 8.2	▲ 4.4	▲ 3.8	▲ 10.5	▲ 9.2	▲ 4.5	▲ 4.8
経常収支(兆円)	0.8	4.1	2.0	2.1	1.7	5.3	3.4	1.9
名目賃金指数※	0.1	1.0	1.1	0.9	0.8	1.1	1.0	1.3
完全失業率(%)	3.9	3.5	3.6	3.5	3.5	3.2	3.3	3.2
住宅着工戸数(万戸)	98.7	88.1	87.1	89.2	89.5	90.9	90.1	91.8
為替レート(¥/\$)	100.2	108.4	103.0	113.8	103.2	115.0	115.0	115.0
原油価格(\$/b)	109.6	102.0	109.0	95.0	110.9	101.4	100.8	102.0
米国実質成長率(年率)	2.2	2.2	0.9	3.5	2.0	2.9	2.7	2.8
中国実質成長率※	7.7	7.3	7.4	7.2	7.4	7.1	7.2	7.0

注1. 原油価格は円ベースの入着価格を為替レート(月中平均、インターバンク中心相場)でドル換算

注2. 米国・中国GDPは暦年ベースの成長率

注3. ※印がついた指標の半年は原系列(前年比伸び率)、それ以外は季節調整値(前期比伸び率)

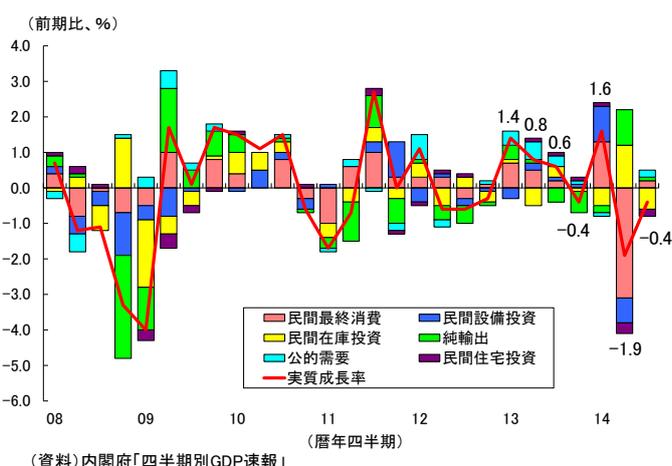
◇日本経済の現状と見通し

○7～9月期の実質GDP

11月17日に発表された2014年7～9月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比▲0.4%（年率換算▲1.6%）と、在庫投資が大きく成長率を押し下げ中、天候不順や実質購買力の低下などで個人消費のリバウンド力が弱く、2四半期連続のマイナス成長となった（図表2）。輸出が輸入の伸びを上回ったことで外需の寄与度が同+0.1ポイント、公的需要も公共投資の増加等により同+0.2ポイントと押し上げに寄与したが、在庫投資を中心に民間需要が同▲0.7ポイントと成長率を押し下げた。一方、名目GDP成長率は、同▲0.8%（年率換算▲3.0%）とマイナス成長になった。円安進行により名目輸入が大幅増となったことで、成長率を大幅に押し下げた。実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同0.4%増と駆け込み需要の反動減からの回復局面としては弱い数値となった。夏場の天候不順による季節性商品の販売鈍化やサービス消費の伸び悩みに加え、物価高による実質的な購買力の低下が重石となり、家計が生活防衛姿勢を強めたとみられる。一方、設備投資は同0.2%減と2四半期連続で減少した。消費増税後の内需の弱さを映して、企業が設備投資に慎重になったとみられる。また、住宅投資は同6.7%減と2四半期連続で減少した。駆け込み需要の反動減の影響が根強く残っており、新設着工が減少傾向となっている。公的需要については、政府消費が同0.3%増加したことに加え、公的固定資本形成も補正予算の効果により同2.2%増となった。外需については、海外需要が回復したことを受けて、輸出が同1.3%増と2四半期ぶりに増加に転じ、輸入が同0.8%増と輸出の伸びを下回ったことで、プラス寄与となった。

7～9月期の成長率は、当社の前回予測時（8月時点）の想定を大きく下回って着地した。その最大の要因は個人消費で、ある程度のV字回復を見込んでいたものの、西日本を中心とした夏場の天候不順や実質購買力の低下の影響が想定以上に家計消費を減退させた。それにより2四半期連続のマイナス成長となったが、月次の動きを景気動向一致CIでみると、8月まで低下傾向となっていたが、9月に反転しており、景気調整局面を脱する動きがみられる。今後の日本経済については、持ち直していくと見込んでいる。実質購買力の低下が引き続き重石になり、10月には2週連続で週末に台風が上陸した影響が懸念されるものの、家計を取り巻く環境は7～9月期より改善すると見込まれる。良好な雇用・所得環境の下で、天候要因というマイナス材料がなくなることや、足元の株高、原油価格の下落、年末賞与の増加が見込まれ、個人消費は持ち直すだろう。心理的に悪影響を及ぼしていた2015年10月の消費税率再引上げの先送りが決定したことも消費者マインドを改善させると想定している。また、企業収益の底堅さを背景に、企業は投資意欲を維持しており、設備投資も増加基調になると見込んでいる。輸出を左右する海外需要については、欧州や中国は力強さを欠くものの、米国にけん引されて緩慢ながらも回復していくと想定している。一段の円安進行は製造業の収益を改善させるが、海外生産比率の上昇等の構造的な要因があって、輸

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

出の大幅増は見込めない。海外需要の緩やかな回復を映して、輸出は増加傾向になるものの、緩慢なペースにとどまると想定している。

なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費は上向きの動きが続く

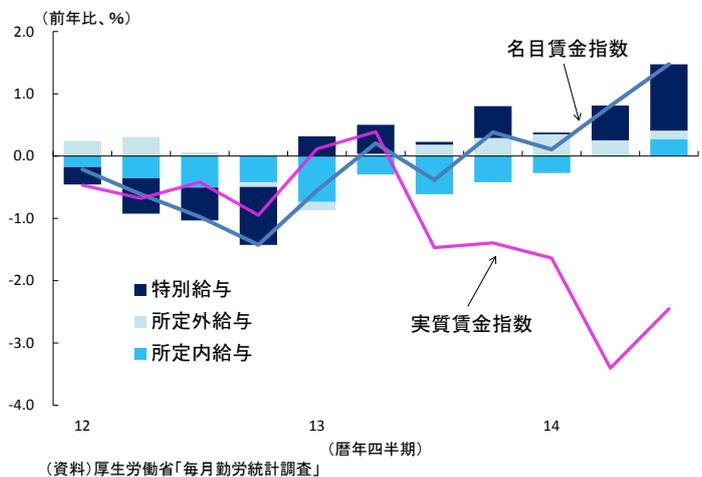
雇用環境は良好さを維持している。

9月の有効求人倍率は1.09倍と依然として1倍を上回る水準を維持し、新規求人倍率は1.67倍と前月比0.05ポイント上昇し直近ピークの水準を回復している。新規求人数は高水準ながら伸び悩む一方、求職者数が減少している。また、完全失業率は、3.6%と完全雇用とみられる3%台半ばの低水準を維持し、非自発的な離職者は減少傾向となっている。今後も雇用環境は良好さを維持するだろう。サービス業を中心に

人手不足が常態化しており、企業の採用意欲は依然として強い。生産年齢人口の減少という構造要因が大きく影響しており、今後も労働需給は引き締まっていくと見込んでいる。そうした中で、将来を見据えて企業は正社員を確保する動きが続き、雇用の質の改善も進むと想定している。このような労働需給の引き締まりを映して、所得は増加している。9月の現金給与総額は前年比0.7%増と7ヵ月連続で前年の水準を上回っている。残業代の増加に加えて、所定内給与も伸び率が拡大傾向となっている。一部企業におけるベースアップの実施やパートタイマー比率の上昇に歯止めが掛かっていることが寄与しているとみられる。その中、2013年度の企業収益の拡大を背景に、夏季賞与が同3.1%増と2000年以降で最大の伸び率となっており、夏場の現金給与総額を押し上げている。今後についても、現金給与総額は前年比プラスで推移すると想定している。労働時間の長期化に伴う残業代の増加に加え、ベースアップの効果は通年にわたって続き所定内給与も対前年で増加するだろう。年末の賞与も、夏季より伸び率が縮小するものの、引き続きプラスになると見込んでいる。また、人手不足を映してアルバイトやパートタイムの時給も上昇傾向となっており、正社員とともに賃金は増加しやすい環境となっている。その中で、企業において賃金水準の高い正社員を増やす動きや賃金カットの終了に伴う公務員賃金の回復も、一人当たり賃金の押し上げに寄与すると想定している。ただし、名目賃金の上昇幅は消費者物価の伸びを下回ることから、今年度の実質賃金は前年割れが続く見通しである。

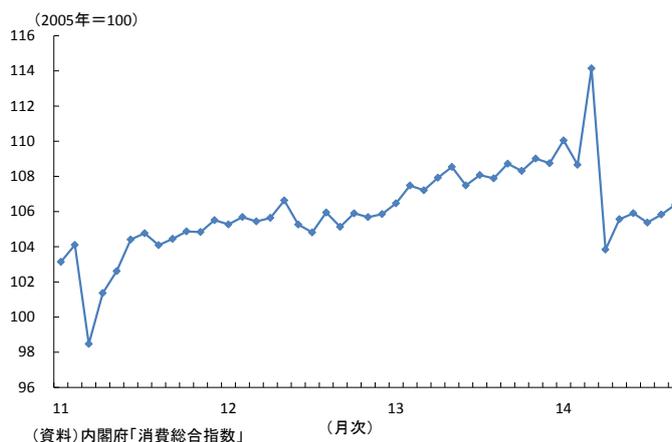
個人消費は、持ち直しているものの、弱い動きになっている。7～9月期の民間最終消費支出は前期比0.4%増と駆け込み需要の反動減からのリバウンド局面としては低い伸びにとどまった。8月の西日本が記録的な雨量、日照不足になるなど全国的にも天候不順となり、季節性商品やサービス消費に大きな影響を及ぼしたとみられる。家計最終消費支出の内訳をみると、財では、耐久財が同4.5%減と2四半期連続で減少し、乗用車などで駆け込み需要の反動減の影響が続いている。半耐久財や非耐久財については、消費増税直前の買い溜めの影響が薄れて、ともにプラスに転じたものの、

図表3. 名目・実質賃金指数の推移



回復力に弱さが残っている。実質購買力の低下の重みを感じた消費者は生活防衛意識を強めたとみられる。サービスは、天候不順等が響いて同 0.0%減とほぼ横ばいとなった。実質消費総合指数で月次の推移をみると、4 月を底に上向いているが、その足取りは弱い動きになっている。今後の個人消費については、弱さが残るものの、上向きの動きが続くと見込んでいる。雇用環境が良好さを維持する中、名目総賃金（一人当たり賃金×雇用者数）は増加傾向になり、年末の賞与も増加すると想定している。また、株高による資産効果や、折しも、消費税率再引上げが先送りされたことも消費者マインドの改善に寄与するだろう。さらに足元の円安進行でその効果は半減しそうであるが、冬場を前に原油価格の下落がガソリンや光熱費などの支出削減に寄与することはプラス材料である。そうした状況下で、駆け込み需要の反動減の影響も時間の経過とともに薄らいでいくとみられる中、10 月には 2 度の台風上陸が下押し要因となったが、その後は夏場の天候不順のようなマイナス材料がなくなると想定している。ただし、実質的な購買力の低下が重石となり、個人消費の回復の足取りは弱さが残るだろう。

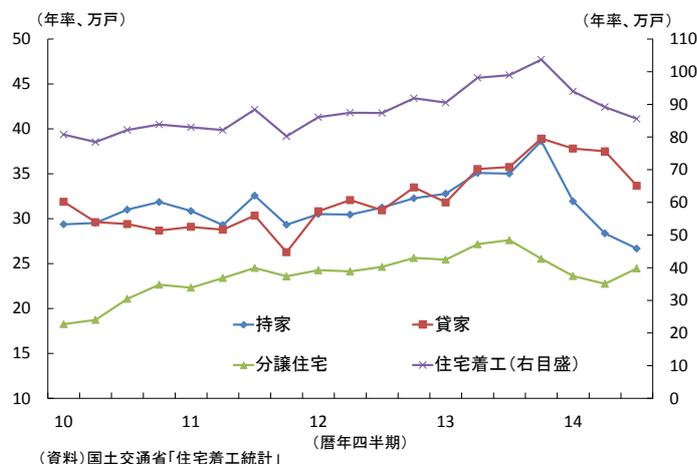
図表 4. 実質消費総合指数の推移



○新設住宅着工戸数は次第に増加

住宅投資は 2 四半期連続で減少している。住宅投資に先行して動く新設住宅着工戸数は、2013 年 12 月の年率 105.5 万戸をピークに減少傾向となっており、7~9 月期は同 85.5 万戸と四半期ベースでは 3 四半期連続で水準が落ちている（図表 5）。利用目的別にみると、7~9 月期はそれぞれの直近ピークと比較して、持家が年率で約 12 万戸、貸家が同約 5 万戸、分譲住宅が同約 3 万戸減少している。最も反動減の影響が大きい持家はピークの 3 分の 2 の水準まで落ちており、貸家は、相続税対策として需要が強かったが、足元では着工戸数が減少している。ただし、月次ベースでみると、全体の新設着工戸数は 7 月を底に持ち直しており、駆け込み需要の反動減の影響が薄れつつあるとみられる。今後については、新設着工は次第に水準を戻すと見込んでいる。雇用・所得環境が良好さを維持する中、反動減の影響が弱まるにつれて需要は回復していくとみている。分譲住宅は、首都圏中心部ではデベロッパーの用地確保が困難になっていることが分譲マンション建設の重石になるものの、その周辺部や戸建て住宅は次第に持ち直していくと見込んでいる。また、持家については、住

図表 5. 新設住宅着工戸数の推移



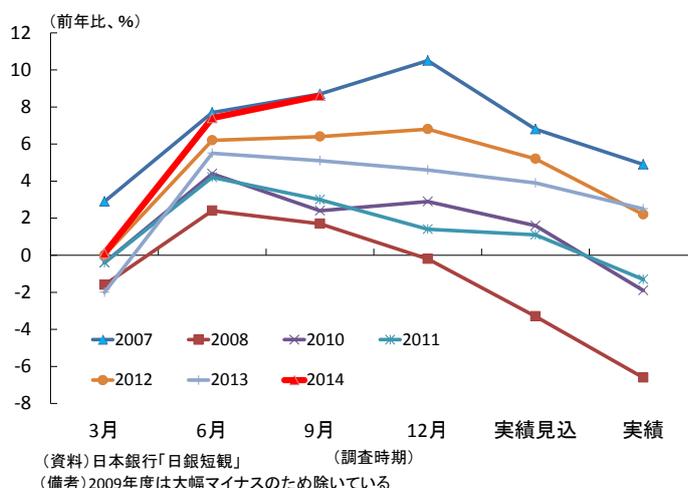
宅生産団体連合会のアンケート調査をみると、戸建注文住宅の「見学会、イベント等への来場者数」は、7～9月期は4～6月期に比べて増加の割合が高まっており、住宅取得意欲は持ち直しつつある。貸家については、2015年1月の相続税改正が意識されることで、土地を所有する富裕層による相続税対策を目的とした建設需要は一定程度顕在化すると見込まれる。今後、分譲住宅を中心に持ち直していくと想定しているが、潜在的な年間の住宅需要は90万戸前後とみており、貸家が一時的に上振れても100万戸の水準には届かないだろう。なお、住宅投資については、新設着工に遅れて動くことから、年内は減少傾向を辿ると想定している。

○設備投資は、増加に転じる見込み

設備投資は、足踏みしている。7～9月期の実質設備投資は前期比0.2%減となった。ただし、この2四半期連続の減少は、1～3月期の大幅増の反動の影響が大きく、7～9月期の水準は2013年10～12月期の水準を上回っている。駆け込み需要の反動減により内需に弱さがみられる中で、企業は様子見姿勢をとっているが、企業の投資意欲は後退していないとみられる。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると、5月の大幅減（前月比19.5%減）の後、4ヵ月連続で増加しており、7～9月期は前期比5.6%増と当初の四半期見通しを上回って着地している。

特に製造業は二桁増となっており、中小企業の動きを示す代理店も2四半期連続で増加し、7～9月期はそれぞれの直近ピークの水準を上回っている。今後については、設備投資は増加基調になると見込んでいる。大企業を中心に2013年度の大幅増益の後も企業収益は底堅く推移し、貸出金利が低水準で推移するなど、資金調達環境も良好な状況が続いている。日銀短観（9月）をみても、2014年度の設備投資計画は前回6月調査より上方修正されて、この時点の計画値としては高い数値となっており、企業の設備投資意欲は維持されていると判断している。そうした環境下、企業は設備投資を着実に実施していくことになるだろう。非製造業では、都心部における不動産開発が引き続き進捗し、高齢化社会の到来やEコマース事業の拡大などの社会構造の変化に合わせて、卸売・小売業や運輸業において投資が拡大するとみられる。ただし、消費増税後の消費の弱さを映して、小売業では積極的な新規出店計画を見直す動きもみられる。一方、製造業では、リーマンショック後に滞った生産設備の老朽化に対応した更新投資や将来的な人手不足を睨んだ省力化投資などが引き続き増加すると見込まれる。また、需要拡大が期待されている次世代自動車向けなどの新製品へ対応した投資も伸びると見込んでいる。非製造業、製造業ともに設備投資は増加し、5年連続の増加を見込んでいる。

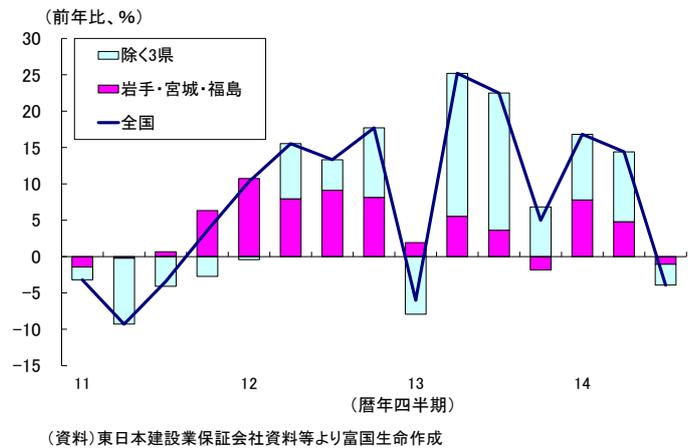
図表6. 設備投資計画（大企業全産業）



○公的固定資本形成は高水準を維持し、年度末にかけて減少

公的固定資本形成は補正予算の効果などにより拡大している。7～9月期の公的固定資本形成は前期比 2.2%増と2四半期連続で増加している。「好循環実現のための経済対策」や2014年度の公共投資予算の消化を各自治体が前倒しし、それらの工事が着工段階となったことが拡大に寄与しているとみられる。復興需要に加え、全国的に老朽化した道路や学校、庁舎などのインフラ修繕投資が増加したとみられる。その一方で、先行指標である公共投資請負金額は、公共投資予算の消化を急いだ反動が出てピークアウトしている。岩手、宮城、福島の子三県計とその三県以外の公共投資請負金額は、7～9月期にはどちらも前年割れとなっている。今後については、公的固定資本形成は高水準を維持し、年度末にかけて水準が緩やかに落ちていくと想定している。復興庁の資料をみると、復興住宅、復興まちづくり（防災集団移転、土地区画整理）などでは、大半の事業が着工されているが、進捗ペースは緩やかにとどまっている。今後も、復興需要については、建設事業者の人手不足もあって進捗ペースが加速する展開は期待できない。一方、全国ベースでは、老朽化したインフラの更新投資を中心に底堅く推移するとみられるが、公共投資請負金額がピークアウトしており、徐々に水準が落ちていくと見込まれる。

図表7. 公共投資請負金額の推移

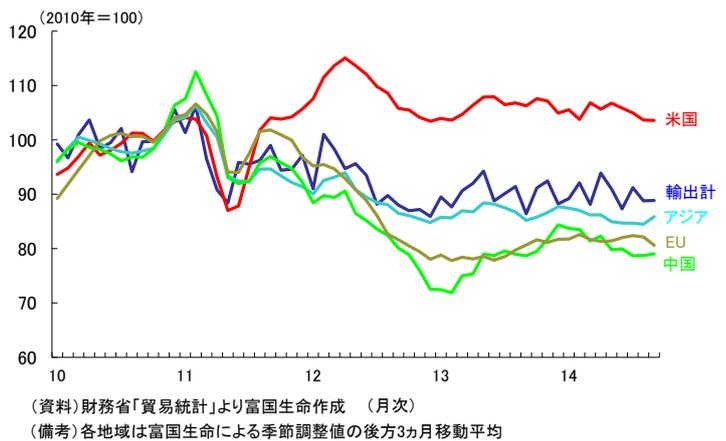


○輸出は増加基調になるものの緩やかなペースに

輸出は緩やかに増加している。7～9月期の実質輸出は前期比 1.3%増と2四半期ぶりに増加に転じた。ただし、輸出数量指数の推移をみると、7～9月期は同▲1.2%と再び低下し、均してみると横ばいの動きが続いている。わが国製造業が海外生産比率を高め、その企業が現地調達割合も増やすなどの構造的な要因に加え、欧州などの減速がその背景にあるとみられる。

今後については、輸出は増加基調になるものの、緩やかなペースにとどまると見込んでいる。足元のように一段と円安が進行しても、前述した構造問題があることから、リーマンショック前のように輸出が大きく伸びることは期待できない。しかしながら、一般機械や電子部品、化学などの高付加価値製品は国内生産を維持しており、海外需要が回復するにつれて輸出が増加するとみられる。当面、欧州や中国などがもたつくとみられる一方、米国が相対的にはしっかりしており、海外需要は、緩やかに上向いていくと見込んでいる。

図表8. 輸出数量指数の推移



【米国経済】

米国経済は緩やかに回復している。

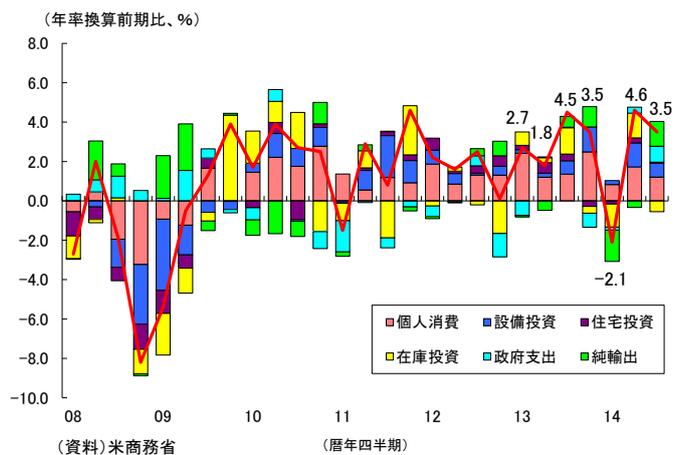
7～9月期の実質GDP成長率（速報）は、前期比年率+3.5%と2四半期連続でプラスとなった（図表9）。需要項目別にみると、中東情勢悪化に伴う国防費の大幅増により政府支出が前期比+0.8ポイント、また、純輸出が、輸出の増加により同+1.3ポイントとそれぞれ成長率を押し上げている。一方、民間部門は底堅さがみられるものの、総じて減速している。個人消費は、自動車等の耐久財への支出が鈍化したことなどで前期比年率1.8%増と前期の伸びを下回り、住宅投資は同1.8%増と低い伸びにとどまっている。また、設備投資は、企業収益の増加等を背景に、同5.5%増と安定した伸びとなったものの、構築物投資などの鈍化により減速した。もっとも、10月の月次指標をみると、民間部門の底堅さが確認できる内容となっている。企業や消費者のマインドは持ち直し傾向となり、雇用環境についても、質の問題は残るものの着実に改善している。そのような動きを映して、小売売上高は9月の減少から増加に転じている。

今後についても、緩やかな回復が続くと想定している。雇用の質の改善は遅れているものの、雇用者数の増加が続くなど雇用環境は改善し、それが消費者マインドにも好影響を与えている。所得の増加ペースが緩やかな動きにとどまることで、個人消費が加速する展開は見込めないものの、底堅く推移すると見込んでいる。足元でガソリン価格が下がっていることも年末商戦の追い風になるだろう。また、住宅投資については、住宅投資に先行して動く新設着工や住宅建設許可件数が緩やかに増加していることから、緩やかに上向いていくと見込んでいる。設備投資についても、増加基調になると見込んでいる。財政政策に対する不透明感が後退する中、堅調な企業収益や金利低下などが後押し要因となるだろう。先行指標である非国防資本財受注も基調としては増加傾向にあり、今後の増加を示唆している。なお、FRB（米連邦準備理事会）は、10月に量的緩和の終了を決定し、今後は利上げの時期に注目が集まるが、賃金上昇ペースの加速などによりインフレ圧力が高まるには時間がかかる見通しであることから、イエレン議長は慎重な姿勢を継続すると想定している。2014年の米国の実質GDP成長率の予測値は、上期実績を踏まえ前年比+2.2%と上方修正している。

【欧州経済】

欧州経済は、持ち直しの動きが弱まっている。7～9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.2%と、4～6月期の同+0.1%から小幅に拡大し6四半期連続でプラス成長となった（図表10）。スペインが同+0.5%と高い伸びとなったほか、フランスは同+0.3%とプラス成長に戻った。ドイツも同+0.1%とプラスに転じたものの戻りは弱く、イタリアは同▲0.1%と2四半期連続でマイナス成長となり低迷が続いている。スペイン等では、引き続き回復の動きがみられるが、ドイツでは、製造業を中心とした企業マインドの悪化に伴い、成長が足踏みしている。ユーロ圏全体においても、企

図表9. 米国実質GDP成長率の推移

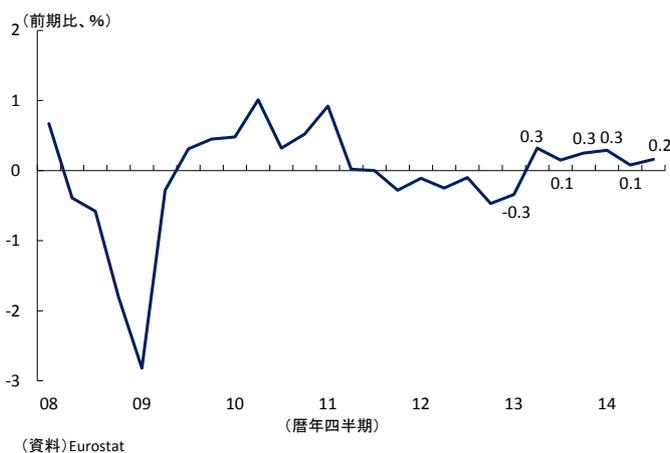


業のマインドが悪化し、7～9月期の鉱工業生産指数は同▲0.2%となっている。フランスやイタリアでは失業率が高止まるなど雇用環境の改善が足踏みする中、個人消費は、ウクライナ情勢の緊迫化等による消費マインドの悪化を映して、7～9月期は小売売上数量の増加幅が縮小している。一方、輸出はロシア向けの減少が下押し要因となったものの、中国や英国向けを中心に緩やかに増加している。

今後については、持ち直しのペース

は緩慢となり、弱い動きが続くと想定している。一部南欧諸国の失業率が高止まり、雇用情勢の改善は足踏みが続く中、消費マインドの悪化に伴い、個人消費は、持ち直しの動きが一段と減速すると見込んでいる。また、輸出については、ユーロ安や米国などの海外需要の回復により、ドイツを中心に域外輸出は緩やかな増加基調になるものの、域内輸出は、横ばいの推移が続くと見込んでいる。このように外需は緩やかに持ち直す一方、個人消費は弱い動きになると見込んでおり、景況感の悪化傾向が続くドイツを中心に企業活動も伸び悩むことで、欧州経済は低成長が続くと想定している。インフレ動向については、景況感の悪化や雇用・所得環境の厳しさを背景とした域内需要の減速により、低インフレ状態が続くと想定している。なお、ウクライナ情勢を巡る欧州とロシアとの対立については、これ以上悪化しないとみており、ロシアからウクライナへのガス供給が再開されたことなどからも、エネルギー資源の輸入停止などで悪影響が広がる事態は想定していない。

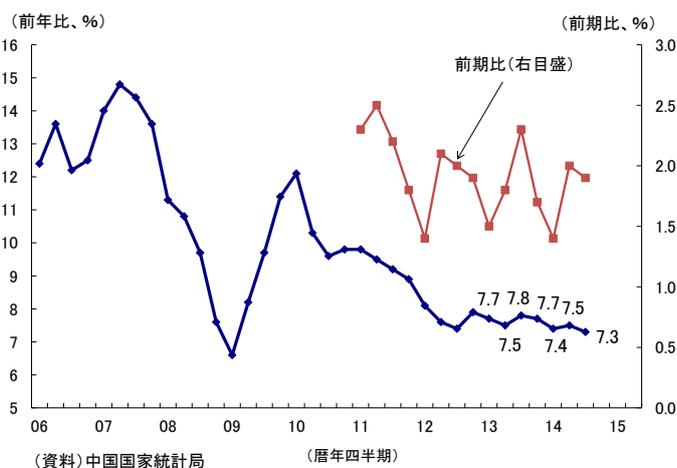
図表 10. ユーロ圏実質 GDP 成長率の推移



【中国経済】

中国経済は、成長ペースが鈍化している。7～9月期の実質 GDP 成長率は前年比+7.3%と4～6月期の伸びを下回った(図表 11)。この減速は、不動産価格が下落する中、不動産投資を中心に固定資産投資の伸びが鈍化していることが主因である。このように固定資産が減速する中でも、政府が重視する雇用者数が安定的に増加していることから、政府の政策対応は小粒なものにとどまっている。10月の経済指標で足元の動きをみると、1～10月累計の固定資産投資は伸び率の縮小傾向が続き、9月に持ち直した鉱工業生産は再び伸び率が低下している。輸出については、欧州向けが鈍化する一方、アセアン向けのプラス幅が拡大し、前年比二桁増を維持している。また、消費財小売総額は実質ベースでは前年比 10%程度の伸びを維持している。

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



今後については、当面、方向感がはっきりしないものの、7%台前半の成長が続くと想定している。 鉄道などのインフラ投資や保障性住宅への投資の回復が見込まれるものの、海外から資金流入が減少していることや不動産価格の下落を受けて不動産投資の減少が続くことなどで、固定資産投資の伸び率鈍化には歯止めがかからないと想定している。中央政府が地方政府の債務膨張に歯止めをかける施策を打ち出していることも無駄な投資の抑制要因となるだろう。個人消費は、良好な雇用環境を背景に、底堅く推移すると見込んでいる。ただし、共産党幹部に対する綱紀粛正が続く中で、贈答品や接待などの需要は引き続き弱い動きになるだろう。一方、輸出については、米国の需要が回復する中、新興国の減速に徐々に歯止めがかかることで、概ね堅調に推移すると想定している。ただし、生産は輸出の増加が下支え要因になるものの、固定資産投資の鈍化により減速傾向になるだろう。なお、2014年の実質 GDP 成長率の目標は 7.5%程度としており、中国政府は構造改革を重視する姿勢を示しつつ、景気動向を睨みながら経済対策を小出しする対応が続くとの見方は変えていない。2014年の実質 GDP 成長率は+7.3%と前回予測を下方修正している。

○今後の伸び率などについて

2014年度の実質 GDP 成長率は▲0.4%と前回予測を 1.1 ポイント下方修正した。 前回予測時点では、7~9月期は個人消費を中心に4~6月期からのリバウンド局面となり高成長を見込んでいたが、マイナス成長で着地したことが下方修正の主因である。もともと今後は、実質成長率がプラスで推移すると見込んでいる。個人消費は、実質購買力の低下が重石になるものの、11月以降は天候不順というマイナス材料がなくなるとみられ、消費税率再引上げが先送りされたことで家計の心理的な改善も見込まれる。年末賞与の増加や足元の株高による資産効果、冬季を前に原油価格が下落していることも消費の下支え要因になると想定している。また、企業収益の底堅さを映して、企業の投資に対する前向きな姿勢には変化がないとみられることから、設備投資も増加基調になると見込んでいる。なお、四半期毎の成長率は、個人消費や設備投資が増加基調となること等で、年率3%台の成長が続くと見込んでいる。

2015年度の実質 GDP 成長率は+1.6%と予測した。 前回まで2015年10月に消費税率を10%へ引き上げると前提を置き、年度内の駆け込み需要とその反動減が生じると想定していたが、消費税率再引上げの先送りが発表されたため、年度前半を下方修正、後半を上方修正している。また、労働需給が一段と引き締まる中で、名目賃金は増加傾向となり、当面、消費増税に伴う物価上昇要因がなくなることで、実質ベースでも、一人当たりの賃金は若干のプラスで推移すると見込まれ、家計の実質的な購買力も回復するだろう。それにより、家計部門は底堅く推移すると見込んでいる。また、底堅い内需に加え、新興国等の回復に伴う海外経済の一段の回復もあって、企業収益は引き続き増加すると見込まれ、設備投資も増加基調を維持するだろう。企業・家計の前向きの好循環は途切れないと想定している。

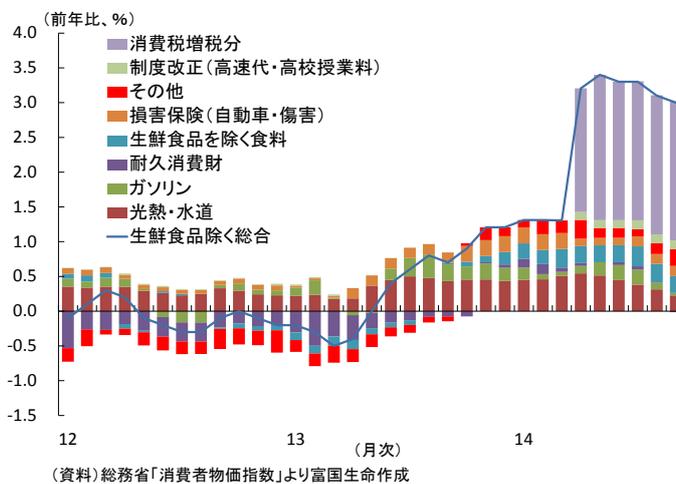
○消費者物価の見通し

日銀はこれまで描いていた物価上昇へのシナリオが維持できなくなったことで、10月末に追加緩和に踏み切っている。10月の展望レポートでは2015年度のコアCPI(生鮮食品を除く消費者物価指数総合)の見通しを引き下げているが、その数値を達成す

ることも困難であると考えている。9月のコアCPIは前年比+3.0%と伸び率は縮小傾向となっており、「消費増税の影響を除いたコアCPI」は同+1.0%となっている。このように伸びが鈍化しているのは、ガソリンや光熱・水道などのエネルギーのプラス幅が縮小傾向となっていることが主因

である。9月以降の円安進行が円ベースの輸入価格を押し上げるとみられるものの、原油価格の下落がその影響を小さくするだろう。また、傷害保険料の値上げによる押し上げも剥落する10月以降、一旦「消費増税の影響を除いたコアCPI」は1%を割り込むと見込んでいる。一方、輸入製品の多い食料（生鮮食品を除く）については、円安を起因とするインフレ圧力が次第に高まっていくだろう。こうした中、2014年度内は、高校授業料無償化の制度変更や高速道路通行料の実質的な値上げ等がコアCPIを押し上げることになる。また、人手不足を起因とする人件費の上昇が、次第にサービス価格に転嫁されると見込んでいるが、消費増税の影響で消費に弱さが残る中では限定的な動きにとどまるだろう。コアCPIは、2014年度が前年比+3.1%（消費増税の影響を除く：同+1.1%）、2015年度が同+1.2%と想定しており、原油価格が下落していることから、日銀の追加緩和を考慮しても消費者物価の見通しは微調整にとどめている。

図表 12. コアCPIの推移



○リスク要因

日本経済は、緩やかに持ち直すと思込むものの、海外需要が緩やかに回復するというシナリオが崩れると前向きな好循環が途切れる可能性がある。イラクやウクライナ情勢などの地政学的リスクは先行き不透明で予断は許さない。特に欧州経済は脆弱であり、それらの悪材料などをきっかけに三番底に陥る可能性も否めない。また、金融市場の混乱を通じてグローバルで不安感が広がると、わが国の実体経済にも悪影響を及ぼすとみられる。中国経済についても、不動産バブルや影の銀行問題などの歪みを抱え、想定以上に経済が失速する可能性もある。このような海外要因の不安材料が顕在化すると、外需が先導する形で好循環が途切れる可能性もあろう。

以上

図表13. デフレーター伸び率(2005暦年連鎖価格)

(前年比、%)

	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
国内総支出	▲ 2.0	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.4	2.1	0.8
民間最終消費	▲ 1.5	▲ 0.7	▲ 0.9	0.1	2.2	0.9
民間住宅投資	0.2	0.5	▲ 0.6	2.9	3.8	2.4
民間設備投資	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.2	0.9	1.1	0.7
政府最終消費	▲ 0.6	0.0	▲ 1.0	▲ 0.4	1.7	0.4
公的固定資本形成	▲ 0.1	0.7	▲ 0.3	1.8	2.7	1.3
財貨・サービスの輸出	▲ 2.4	▲ 2.3	0.6	8.4	3.5	2.9
財貨・サービスの輸入	3.1	5.6	0.8	11.0	2.6	3.0

予測

図表14. 需要項目別の寄与度

(%)

	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
実質国内総支出	3.4	0.3	0.7	2.2	▲ 0.4	1.6
民間需要	2.5	1.2	1.1	1.7	▲ 1.2	1.5
民間最終消費	0.9	0.8	0.9	1.5	▲ 1.5	0.9
民間住宅投資	0.1	0.1	0.2	0.3	▲ 0.3	0.0
民間設備投資	0.5	0.6	0.1	0.4	0.3	0.5
公的需要	0.1	0.1	0.4	1.0	0.2	0.1
政府最終消費	0.4	0.2	0.3	0.4	0.1	0.2
公的固定資本形成	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.7	0.1	▲ 0.1
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5	0.6	0.3
財貨・サービスの輸出	2.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.7	1.0	1.0
財貨・サービスの輸入	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.4	▲ 0.7

予測

注1. 四捨五入の関係上、内数の合計は必ずしも合計項目に一致しない