

平成26年8月18日

## 2014・2015年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 7～9月期は一転高成長に、その後もプラス成長が続く ～

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 +0.7%（前回+1.1%）、2015年度 +1.5%

#### ○ 4～6月期は大幅なマイナス成長に

2014年4～6月期の実質GDP成長率は、前期比▲1.7%、年率▲6.8%と大幅なマイナス成長となった。輸入の大幅減や在庫投資が成長率の押し上げに寄与したものの、駆け込み需要の反動減等により、個人消費が前期比5.0%減と現行基準では過去最大の落ち込みとなり、住宅投資も大幅減となった。このように内需は大きく減少したものの、月次で見ると、個人消費が4月を底に上向きの動きとなっており、反動減の影響は緩和しつつある。

#### ○ 7～9月期は一転高成長に、その後もプラス成長が続く

7～9月期の実質成長率は、一転して年率+5%弱の高成長を見込んでいる。そのけん引役となる個人消費は、良好な雇用・所得環境に伴う消費マインドの改善に加え、駆け込み需要の反動の影響も和らぐことからリバウンド局面となり、高い伸びになると想定している。また、経済対策の効果で公共投資は再び増加に転じ、企業の投資意欲は強いことから、設備投資は増加基調を維持するだろう。海外需要は、中国経済の減速に歯止めがかかり、米国経済も回復すると想定しており、輸出も緩やかな増加基調になると見込まれる。10～12月期以降は、年率2%程度のプラス成長を辿ると見込んでいる。なお、前回の想定より実質購買力が著しく低下し、4～6月期の成長率が下振れたことなどを受けて、2014年度の実質GDP成長率は+0.7%と前回予測を0.4ポイント下方修正している。

#### ○ 海外情勢がリスク要因に

最大のリスク要因は海外情勢である。ウクライナを巡る欧米とロシアの対立は予断を許さない状況が続くとみられ、特に関係が深い欧州は負の影響が拡大することが懸念される。他にも、イラク情勢等の地政学的なリスクは燻っている。こうしたリスクが顕在化すると、原油高騰や外需の下振れなどにより、好循環が途切れる可能性もあろう。

#### ○お問い合わせ

富国生命保険相互会社

担当：財務企画部 <sup>もりざね</sup> 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](mailto: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		
		493.3	上期   下期		前回 14年5月 時点	505.1	上期   下期	
			(前期比)				(前期比)	
名目国内総生産 (兆円)	481.4	493.3	489.7	497.3	493.6	505.1	505.7	504.3
	1.9	2.5	1.2	1.5	2.5	2.4	1.7	▲ 0.3
実質国内総生産 (兆円)	529.3	532.7	529.0	536.7	535.1	540.9	541.8	541.0
	2.3	0.7	▲ 0.4	1.5	1.1	1.5	1.0	▲ 0.2
内 需	2.7	0.2	▲ 1.4	1.4	0.5	1.2	0.8	▲ 0.6
民間需要	1.7	▲ 0.1	▲ 1.5	1.2	0.2	1.3	0.9	▲ 0.6
民間最終消費	2.5	▲ 1.1	▲ 2.9	2.2	▲ 0.5	1.2	1.1	▲ 1.8
民間住宅投資	9.5	▲ 10.3	▲ 11.7	▲ 2.1	▲ 10.9	▲ 1.2	3.2	▲ 6.5
民間設備投資	2.7	4.7	1.5	1.4	3.8	4.0	2.1	2.4
公的需	1.0	0.3	0.1	0.2	0.4	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
政府最終消費	1.8	1.0	0.5	0.6	1.1	0.8	0.3	0.2
公的固定資本形成	15.1	2.6	0.3	1.5	3.0	▲ 4.1	▲ 3.5	▲ 2.1
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	0.5	0.8	▲ 0.0	0.6	0.4	0.1	0.5
財貨・サービスの輸出	4.8	6.4	3.3	2.9	7.1	5.9	3.2	2.4
財貨・サービスの輸入	7.0	3.4	▲ 2.0	3.3	3.7	4.1	2.7	▲ 0.3

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	1.2	▲ 2.2	2.6	2.4	3.3	2.0	▲ 0.1
国内企業物価指数※	1.9	3.8	4.3	3.3	3.5	1.5	0.5	2.6
消費者物価指数※	0.9	3.3	3.5	3.1	3.0	2.0	1.2	2.8
消費者物価(除く生鮮)※	0.8	3.2	3.3	3.1	3.0	1.9	1.2	2.8
(除く消費税の影響)		1.2	1.3	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3
貿易収支(兆円)	▲ 11.0	▲ 10.5	▲ 4.5	▲ 6.0	▲ 9.5	▲ 10.3	▲ 5.1	▲ 5.2
経常収支(兆円)	0.8	1.7	1.8	▲ 0.1	3.9	2.5	1.6	0.9
名目賃金指数※	0.1	0.8	0.7	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2
完全失業率(%)	3.9	3.5	3.6	3.4	3.5	3.2	3.2	3.2
住宅着工戸数(万戸)	98.7	89.5	87.9	91.4	86.1	89.0	89.4	88.8
為替レート(¥/\$)	100.2	103.2	102.4	104.0	103.8	105.0	105.0	105.0
原油価格(\$/b)	109.6	110.9	109.8	112.0	111.0	114.0	114.0	114.0
米国実質成長率(年率)	2.2	2.0	0.8	2.9	2.4	2.8	2.8	2.8
中国実質成長率※	7.7	7.4	7.4	7.3	7.4	7.2	7.2	7.2

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期は原系列(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

### ○4～6月期の実質GDP

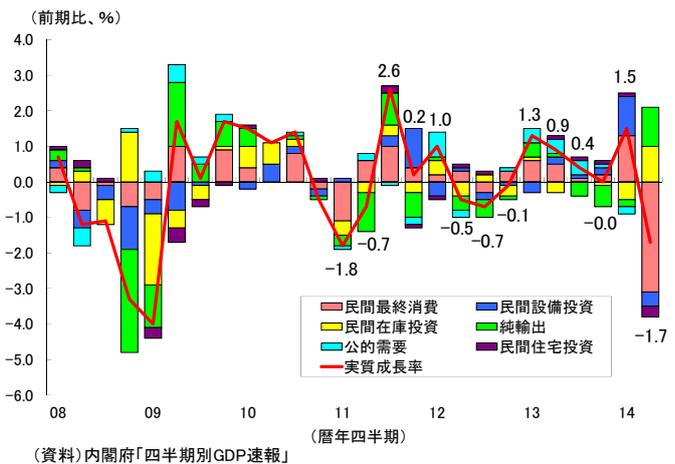
8月13日に発表された2014年4～6月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比▲1.7%（年率換算▲6.8%）と、駆け込み需要の反動減と消費増税による実質購買力の低下などにより大幅なマイナス成長となった（図表2）。輸入の大幅減により、外需の寄与度が同+1.1ポイントと成長率を大きく押し上げたものの、民需が同▲2.9ポイントとリーマンショック時の

2009年1～3月期以来の落ち込み幅となった。在庫投資が、駆け込み需要で減少した在庫の復元や需要低迷による積み上がりで同+1.0ポイントとなったが、個人消費や住宅投資が大幅減となったことで全体を大きく押し下げた。実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は同5.0%減と前回消費増税直後を大きく下回る、現行基準では過去最大の落ち込み幅となった。駆け込み需要の反動が大きかったことに加え、実質購買力が低下したことで、自動車や家電製品などの耐久消費財や買い溜めの対象となった非耐久財等が大幅に減少した。設備投資は同2.5%減と5四半期ぶりに減少に転じた。1～3月期にソフトウェアの更新需要が大きかったこと等で大幅増となり、その反動減によるものとみられる。また、住宅投資は同10.3%減と9四半期ぶりに減少した。新設着工件数は2013年12月をピークに減少しており、進捗ベースで計上される住宅投資に駆け込み需要の反動減の影響が表れた。公的需要については、政府消費は同0.4%増加したものの、公的固定資本形成は同0.5%減と2四半期連続で減少した。なお、外需については、海外需要の弱さを背景に、輸出が同0.4%減と3四半期ぶりに減少したものの、輸入が同5.6%減と駆け込み需要の反動減で大幅減となったことでプラス寄与となった。

名目GDP成長率は、同▲0.1%（年率換算▲0.4%）と微減にとどまった。民間最終消費、住宅投資、設備投資は軒並み減少したものの、実質に比べてマイナス幅が小さく、公的需要は同+0.3ポイントと成長率を押し上げた。また、在庫投資と外需については、実質を上回るプラス寄与となっている。なお、GDPデフレーターは、前年比+2.0%と現行基準では最大のプラス幅となった。消費増税の影響が大きいですが、増税を除いたベースでもプラスに転じたとみている。

4～6月期の成長率は、当社の前回予測時（5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。個人消費は、駆け込み需要の反動減が主因であるが、天候不順なども下押し要因になったとみられる。また、消費増税に伴う物価上昇で実質的な購買力が大きく低下し、数量ベースで落ち込んでいる。もっとも、その個人消費は月次ベースで見れば4月を底に上向いており、日本経済は、今後持ち直していくと見込んでいる。駆け込み需要の反動減は時間とともに影響は和らぐものであり、良好な雇用・所得環境の下で消費マインドも改善している。また、4～6月期に減少に転じた設備投資も、反動減の側面が強く一時的な動きと考えている。設備の過剰感が解消している中で、企業は前向きな投資姿勢を維持していることから、再び

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



増加基調になるだろう。さらに、5.5兆円規模の経済対策による公的需要の下支えが見込まれる。また、輸出を左右する海外需要については、これまで米国の寒波や新興国の減速などで力強さを欠いていたが、米国は寒波の影響から脱し、中国は減速に歯止めがかかっており、回復していくと見込んでいる。海外生産比率の上昇などの構造的な要因により大幅増は期待できないものの、海外需要が徐々に回復するのに併せて、わが国の輸出は、緩やかながらも増加傾向になると見込んでいる。それにより、7～9月期以降の日本経済は回復傾向になると想定している。

なお、主要な需要項目については以下の通り。

### ○7～9月期の個人消費は、大幅増が見込まれる

雇用環境は引き続き改善している。

6月の有効求人倍率は1.10倍と前月比0.01ポイント上昇し、新規求人倍率も1.67倍と高水準を維持し、それぞれ前回ピークの水準を上回っている（図表3）。完全失業率は6月が3.7%と同0.2ポイント悪化したものの、自発的な失業者や職探しを始めた人が増加したためで一時的な動きとみられる。今後も雇用環境の改善は続くだろう。非製造業の多くの業種では人手不足が深刻化し、企業の採用意欲は依然として強い。

生産年齢人口が減少する中で、今後も労働需給は一層引き締まっていくだろう。所得も増加している。6月の現金給与総額は前年比0.4%増と4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、所定内給与もおおよそ2年ぶりに前年を上回っている。一部の企業におけるベア実施やパートタイマー比率の上昇テンポの鈍化が押し上げに寄与したとみられる。今後については、現金給与総額は徐々にプラス幅が拡大すると想定している。残業代の増加に加え、所定内給与も前年比プラスで推移すると見込んでいる。夏季賞与は、6月の伸びは限定的であったが、7月以降に高い伸びになるだろう。また、人手不足の業種を中心にアルバイト・パートタイムの時給が上昇傾向となっており、非正規社員の賃金も増えるだろう。正規・非正規ともに所得の増加が見込まれる中、一部の企業における人材確保の観点から非正規社員を正社員化する動きも、一人当たり賃金の押し上げに寄与するだろう。ただし、名目賃金は増加するものの、消費者物価の高い伸びを下回ることから、実質賃金は大幅な前年比マイナスとなるだろう。

個人消費は、駆け込み需要の反動減等により大幅減となったものの、徐々にその影響は緩和しつつある。4～6月期の家計最終消費支出の内訳をみると、財、サービスともに減少している。特に、乗用車や白物家電等の耐久財は前期比18.9%減と現行基準では過去最低の結果となった。また、非耐久財や半耐久財についても、直前の買い溜めの影響等で落ち込んでいる。サービスへの支出については、名目では前期比プラスとなったものの、実質では減少し、消費増税による物価上昇の影響が大きかった。6月には関東甲信越で豪雨となるなど天候要因が重しとなったとみられる。ただし、日

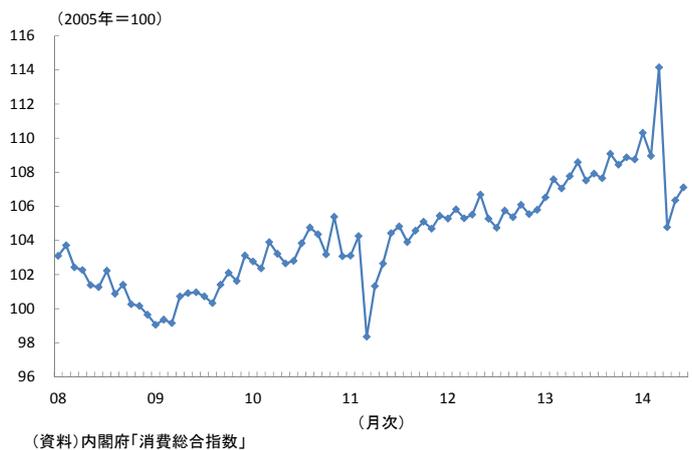
図表3. 求人倍率（新規・有効）の推移



(資料)厚生労働省「一般職業紹介状況」

用品や食料などの買い溜めの影響は時間の経過とともに和らぐため、個人消費は既に最悪期を抜け出している。実質消費総合指数で月次の動きをみると、4月を底に緩やかに持ち直している。足元の動きをみても、消費マインドは改善傾向にあり、梅雨明け後は、猛暑の日が続き、エアコン等の家電への支出が増加している。今後の個人消費については、上向きの動きが続くとみている。当面、耐久財への支出は、需要の先食いの影響が残るものの、非耐久財や半耐久財の買い溜めの影響が和らぎ需要が戻っていくだろう。足元の実質賃金は、前年比3%台の減少が続く一方で、良好な雇用環境を映して、消費者の消費意欲は高まりつつある。夏季賞与が増加していることに加え、支給規模は小さいものの「簡素な給付措置」等の支給が始まることも下支え要因となろう。また、名目総賃金（一人当たり賃金×雇用者数）は、雇用者数の増加もあって、徐々に増えるの見込まれ、前年比では2%程度増加するだろう。こうした中で、消費者はメリハリのある消費行動をとると想定している。食料や日用品などの日常的な支出には財布のヒモを緩めないものの、旅行やレジャーなどのサービス消費は堅調に推移すると見込んでいる。消費税引上げに伴って実質購買力が低下しているものの、時間の経過に伴う需要の回復や消費マインドの改善を受けて、個人消費は上向きの動きが続くだろう。

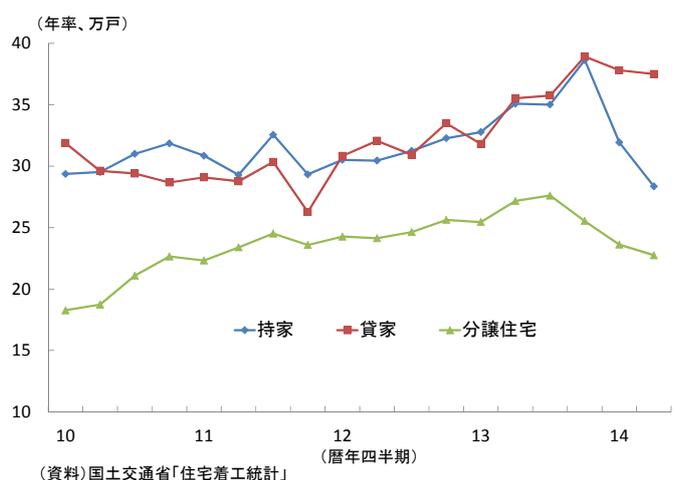
図表4. 実質消費総合指数の推移



○新設住宅着工戸数は当面弱含み

住宅投資は9四半期ぶりに減少に転じた。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、4~6月期は同88.7万戸と水準が落ちている。政府が導入した緩和措置によって消費税引上げに伴う家計の負担増は殆どないものの、駆け込み需要が盛り上がり、その反動減が顕在化している。利用目的別にみると、4~6月期は、それぞれの直近ピーク（四半期）の水準に比べて、持家が年率で約10万戸、分譲住宅が同約5万戸減少している。一方、相続税対策として需要が強い貸家は同1.4万戸の減少にとどまっている。今後についても、新設着工は年度半ばにかけて減少傾向を辿ると見込んでいる。都市部における地価上昇や建築コスト増に伴う住宅価格に対する先高感が広がったことで、家計は前年に前倒しで住宅購入に動いたとみており、その反動減の影響で年度半ばにかけて新設着工戸数は年率80万戸台で推移すると見込んでいる。住宅取得意欲を住宅生産団体連合会のアンケート調査

図表5. 新設住宅着工戸数の推移



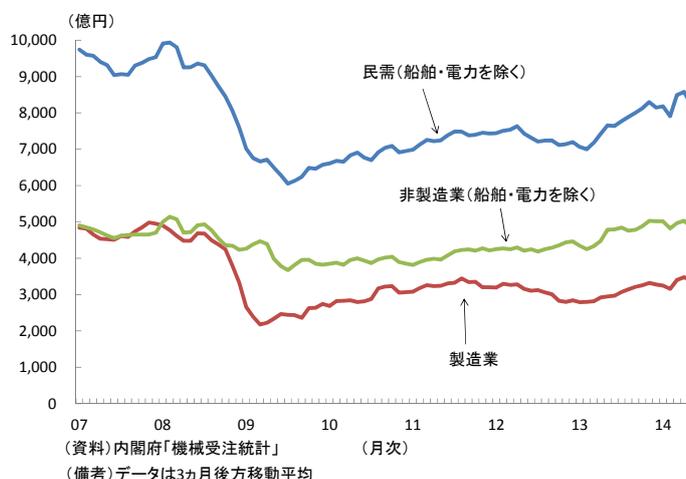
でみると、戸建注文住宅の「見学会、イベント等への来場者数」については、4～6月期は、1～3月期に比べて減少の割合が高まっており、現時点で需要回復の兆しはみられない。一方、低層賃貸住宅は、10～12月期を底に持ち直し傾向にある。家計の住宅取得意欲は改善が遅れているものの、相続税対策を目的とした貸家建設への需要は、想定より底堅いものとなっている。全体としては、雇用・所得環境の改善が続く中で、住宅ローン減税の拡充や「すまい給付金」もあることから、新設着工は反動減の影響が和らぐ年度後半から徐々に水準を戻していくと見込んでいる。ただし、住宅投資については、新設着工に遅れて動くことから、年内は減少傾向を辿ると想定している。なお、復興庁の資料によると、震災の被害が大きかった地域の住宅再建が本格化する時期は大幅に遅れており、2015年度が再建のピークになる予定である。

### ○設備投資は、増加基調が続く

設備投資は、増加基調を維持する中、一時的に減少した。4～6月期の実質設備投資は前期比2.5%減と5四半期ぶりに減少した。1～3月期に「簡易課税措置」を適用している一部の中小企業で駆け込み投資が増えた可能性があることや、パソコンソフトのサポート終了に伴う更新需要が拡大したこと等により同7.7%増と高い伸びとなった反動減の側面に加え、消費税率引き上げの影響を見極めようと一時的に企業が様子見したとみられる。しかしながら、

2013年度には企業収益が大幅増益となり、設備の過剰感も殆ど無くなる中で、企業は設備投資計画の下方修正に動いている訳ではない。先行指標である機械受注（船舶・電力を除く）をみると、6月に再び増加に転じたものの、5月の大幅減で四半期ベースでは6四半期ぶりに減少に転じている。ただし、7～9月期の見通しについては同2.9%増とプラスになっており、再び増加基調になるとみられる。今後については、設備投資は、増加基調を維持すると見込んでいる。大企業を中心に企業収益は底堅く、貸出金利の水準が低いなど資金調達環境も良好な状況が続いており、4～6月期の減少は一時的な動きとみている。日本政策投資銀行の設備投資計画調査の結果をみても、2014年度は前年比二桁増と2013年度を上回る計画値となっている。非製造業では、都市部における不動産開発が着実に進捗する中、高齢化やEコマース事業の拡大などの構造的な変化に合わせ、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。また、製造業では、生産設備の老朽化に対応した維持補修などの更新投資の増加が見込まれることに加え、エコカー等の次世代自動車向け投資や環境関連投資など、今後需要の拡大が見込まれる分野への前向きな投資も増加するとみられる。円安を要因として製造拠点を国内回帰する動きには広がりが見られないものの、新製品対応やマザー工場として国内製造拠点を重視する姿勢に変わりはない。内外需の回復を受けて、徐々に企業の投資意欲は高まり、2014年度の設備投資は2013年度の伸びを上回ると見込んでいる。

図表6. 機械受注の推移

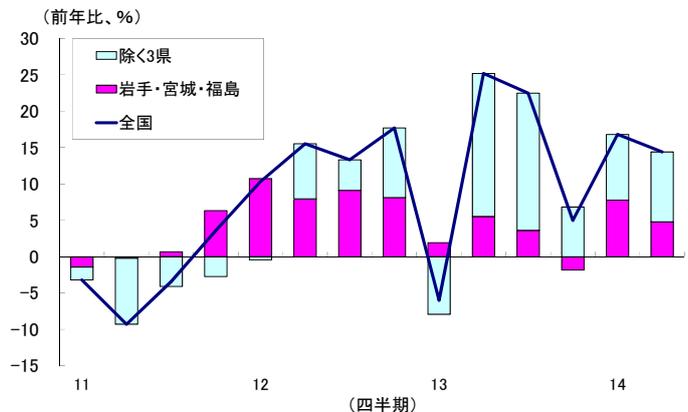


## ○公的固定資本形成は、一旦拡大し、その後は高水準で推移

公的固定資本形成は拡大の動きが一服している。4～6月期の公的固定資本形成は、24年度補正予算の効果が弱まり、2四半期連続で減少している。しかし、先行指標である公共投資請負金額の伸び率は高まっている。「好循環実現のための経済対策」や26年度の公共投資の予算消化を早めるために、各自治体は入札を急いでおり、それが請負金額の増加に結びついているとみられる。岩手、宮城、福島

の三県計の公共投資請負金額（当社による季節調整値）は、4～6月期には大幅増となっており、これまでの入札不調の影響も幾分緩和した可能性が高い。ただし、復興庁の資料をみると、復興まちづくり事業などの進捗ペースが加速する動きはみられず、建設技能労働者や建設機械が足りないことが事業進捗の足かせになっている模様である。今後については、公的固定資本形成は、年度半ばにかけて増加し、その後は高水準で推移すると想定している。10%への消費税率引上げの可否判断で注目される7～9月期の成長率を押し上げるために、各自治体では公共投資予算を前倒しで執行するように要請されている。それを受けて、公共投資の請負金額は再び拡大基調となっており、公共投資の進捗ペースが早まると見込んでいる。ただし、復興事業については、予算制約の問題より人的・物的のボトルネックが足かせになっているとみられ、今後の上積み分は限定的にとどまると想定している。一方、全国ベースでは、これまでの予算を消化して一服している地域があり、その地域で再び予算が計上されれば、一定の押し上げ効果が期待できよう。入札不調は減少している模様であるが、そもそも事業を執行する建設事業者の人手不足は深刻なものとなっており、事業を厳選して行っている。こうした現状を踏まえると、公共投資が拡大基調を続けることは困難になっているとみられる。

図表7. 公共投資請負金額の推移

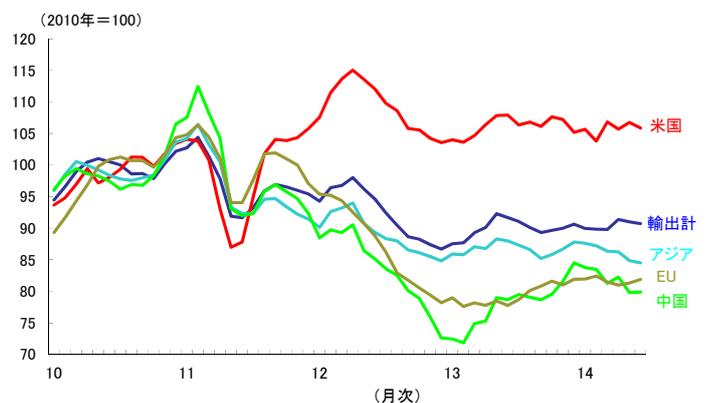


(資料)東日本建設業保証会社資料等より富国生命作成

## ○輸出は緩やかな増加基調に

輸出は伸び悩んでいる。4～6月期の実質輸出は前期比0.4%減と3四半期ぶりに減少に転じた。推計に使用される基礎統計の改定の影響で1～3月期は大幅増となったが、実勢としては弱い動きが続いている。輸出数量指数の推移をみると、1～3月期に前期比低下した後、4～6月期には同+1.0%と若干上昇したが、均してみれば横ばい推移にとどまっている。欧米向けは底堅く推移しているものの、中国を中心に

図表8. 輸出数量指数の推移



(資料)財務省「貿易統計」より富国生命作成

(備考)データは後方3か月移動平均、各地域の季節調整は富国生命

アジア向けが鈍化している。わが国製造業の現地生産比率の上昇や現地調達割合の高まりなどの構造的な要因がある中で、新興国が力強さを欠き、欧州経済の持ち直しの動きが足踏みするなど、グローバルの需要回復が遅れたことが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、緩やかな伸びにとどまると見込んでいる。海外現地生産の拡大という構造問題を抱え、以前のような大幅増は期待できないものの、海外需要の回復が押し上げ要因となる。米国経済は寒波の影響がなくなり回復傾向が続くだろうし、中国経済は、力強さを欠くものの、減速には歯止めが掛かっている。このような米中経済の改善は、アジア域内の生産の持ち直しにも寄与することから、総じてみれば、海外需要は緩やかに上向くとみている。

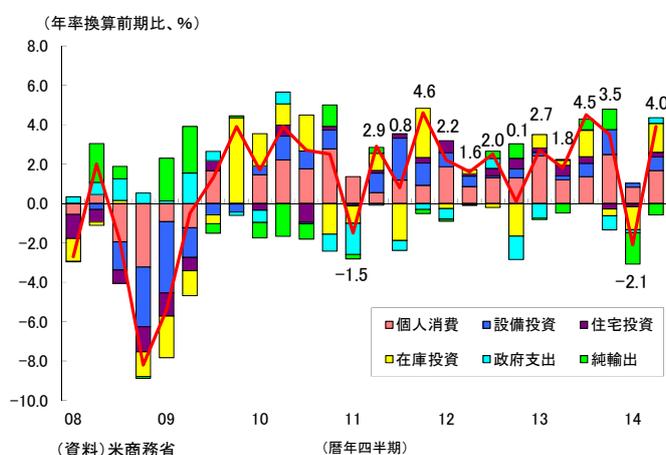
なお、主要国・地域の海外経済動向の詳細については、以下の通りである。

## 【米国経済】

米国経済は、寒波の影響が無くなり、回復している。4～6月期の実質GDP成長率（速報）は、1～3月期に寒波の影響でマイナス成長になった反動もあって、前期比年率+4.0%と高い成長率となった（図表9）。需要項目別にみると、個人消費は同2.5%増と伸び幅が拡大した。雇用・所得環境が着実に改善する中、自動車や家具などの耐久財や衣料などの非耐久財への支出が増加した。また、住宅投資は同7.5%増と3四半期ぶりに増加に転じている。1～3月期に悪天候で落ち込んだ反動の影響が大きく、4～6月期は住宅着工戸数が増加している。さらに、設備投資は同5.5%増と安定した伸びとなった。堅調な企業収益を背景に、建設投資や機械投資等の伸びが高まっている。もっとも高成長に貢献したのは在庫投資である。1～3月期に生産や物流が滞って在庫を取り崩す動きがみられ、4～6月期は、それらを復元したこと等で同+1.66ポイントのプラス寄与となった。このように高成長になった要因は反動増という側面が強いものの、経済実態も良くなっている。月次の指標をみても、企業や消費者のマインドは持ち直し傾向となり、また、雇用環境についても、質の問題は残るものの、着実な改善が続いている。

今後については、緩やかな回復が続くと想定している。家計の過剰債務の調整は進展し、また、雇用環境の着実な改善を映して、消費者マインドも回復している。所得の伸びが緩やかな動きにとどまることで、個人消費が一段と強まるような展開は見込めないものの、底堅さは維持するだろう。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。一方、住宅投資については、一進一退の動きになると想定している。住宅ローン貸出姿勢の厳格化もあって、足元の住宅ローン申請件数は減少している。しかしながら、住宅建設許可件数は均してみれば年率100万戸の横ばい推移となっており、新設着工が大きく落ち込む可能性は低いだろう。こうした状況下、

図表9. 米国実質GDP成長率の推移



FRB（米連邦準備理事会）は、段階的な量的緩和の縮小を継続し、10月に終了すると見込まれる。なお、速報段階ではプラスだった1～3月期の成長率が、改訂後には大幅マイナスとなったこと等により、2014年の米国の実質GDP成長率の予測値は、前年比+2.0%と下方修正している。

## 【欧州経済】

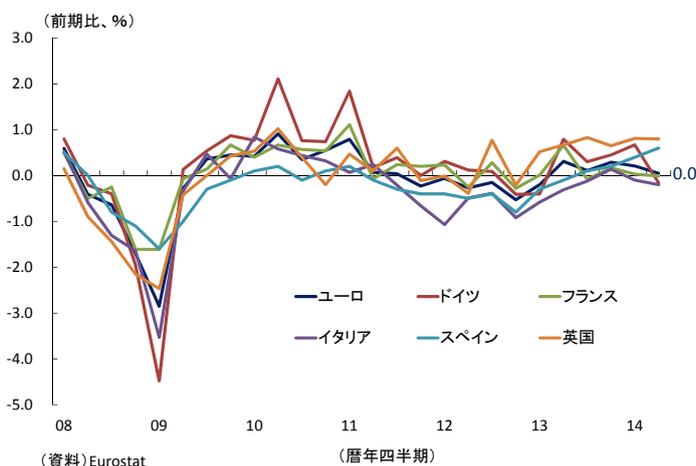
欧州経済は、持ち直しの動きが一服している。4～6月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.0%（年率換算+0.2%）となった（図表10）。スペインは同+0.6%と高い伸びとなったものの、経済規模の大きい主要国が弱い動きとなり、フランスは同横ばいにとどまり、ドイツが同▲0.2%と5四半期ぶりにマイナス、イタリアは同▲0.2%と2四半期連続でマイナス成長となった。欧州債務危機の影響が深刻だったスペイン等では、ここにきて回復の動きがみられるが、けん引役であったドイツの足取りが弱くなっている。速報段階では需要項目別の公表がないので、月次指標で動きを確認すると、厳しい雇用環境ながらも失業率が緩やかに改善していることを映して、4～6月期の小売上数量が増加するなど、個人消費は引き続き持ち直している。また、輸出は緩やかな増加傾向を維持している。一方、足元では固定資産投資がやや弱い動きになったとみられ、成長率を押し下げた模様である。

今後については、当面、足取りは覚束ないものの、緩やかに持ち直す見込んでいる。南欧諸国などの失業率は高止まりしているものの、方向としては改善傾向となる中、消費マインドの持ち直しの動きが続くことで、個人消費は緩やかに上向くと見込んでいる。また、輸出についても、ロシア向けの減少が下押し要因となるものの、米国などの海外需要の回復を受けて、域外輸出は増加傾向が続き、域内輸出は、個人消費が上向くことで、緩やかながらも増加すると想定している。このように内・外需が弱いながらも持ち直す見込んでいるが、足元では、これまでのけん引役であったドイツの景況感はピークアウトしており、ロシアとの関係悪化も重しになることで、欧州経済の回復力は弱いと想定している。前年に比べると財政緊縮による下押し圧力が緩和されているものの、こうした状況下でも、各国が財政出動に動くことは期待できないだろう。インフレ動向については、需給ギャップが残る中で上昇テンポが鈍く、デフ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、ロシアからの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。

## 【中国経済】

中国経済は、成長ペースの鈍化に歯止めが掛かっている。4～6月期の実質GDP成長率は前年比+7.5%と3四半期ぶりに前期の伸びを上回った（図表11）。この背景を

図表10. 欧州実質GDP成長率の推移



月次指標でみると、固定資産投資の年初からの累計の伸び率は、1～6月期で前年比 17.3%増と高い伸びではあるが、不動産投資を中心に縮小傾向となっている。一方、鉱工業生産は、輸出の持ち直しなどにより6月にかけて伸び率がやや高まり、小売売上高もわずかながらもち直している。政府が小粒ではあるが、政策対応をとったことで減速に歯止めが掛かるとみられる。7月の経済指標で足元の動きをみると、6月にかけて持ち直していた動きが一

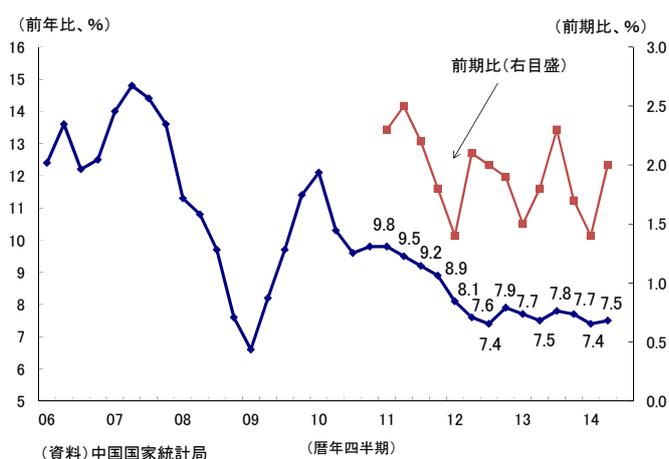
服し、鉱工業生産や小売売上高の伸び率が前月より縮小している。一方、輸出は、欧米向けやASEAN向けが持ち直し、前年比 14.5%増と1年3ヵ月ぶりの高い伸びとなった。そうした状況を映して、製造業の景況感も改善傾向となっている。

今後については、当面、方向感がはっきりしないものの、7%台半ばの成長が続くと想定している。固定資産投資は、不動産投資の減速により、前年比伸び率が鈍化するものの、鉄道への投資や地方政府における保障性住宅などのインフラ投資が下支えすることで鈍化のペースは緩やかになると見込んでいる。個人消費は、良好な雇用環境のもと所得も拡大しており、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減退するだろう。一方、輸出については、米国の需要が緩やかに回復する中、新興国経済の減速に徐々に歯止めがかかることで、堅調に推移すると想定している。このような動きを映して、生産活動は底堅く推移すると見込んでいる。こうした状況下、住宅市場の悪化には警戒する必要がある。住宅販売が低迷し、価格も前月比で値下がりしており、政府による政策対応が期待されるころではあるが、住宅バブル崩壊への懸念あってコントロールは困難となっている。しかしながら、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+7.4%と前回予測を据え置いている。

### ○今後の伸び率などについて

2014年度の実質 GDP 成長率は+0.7%と前回予測を 0.4ポイント下方修正した。消費増税による実質購買力の低下の影響が大きかったことで、前回の想定を4～6月期の成長率が大きく下回ったことが下方修正の要因である。そのため、7～9月期以降、プラス成長を辿るという見方は変えていない。個人消費は、駆け込み需要の反動減の影響が和らいでいくことや消費マインドの改善により、上向きの動きが続くとみている。特に、7～9月期は、大きく落ち込んだ4～6月期からのリバウンド局面となって、大幅増になると見込んでいる。経済対策の効果による公的需要の下支えに加えて、企業の投資意欲の高まりを映して、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、個人消費の大幅増で7～9月期に年率+5%弱の高い伸びとなった後、10～12月期以降は前期比年率2%程度のプラス成長を辿ると見込んでいる。

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



2015年度の実質GDP成長率は+1.5%と予測した。2014年内に最終決定されるが、2015年10月に消費税率が10%へ引き上げられることを前提としている。その消費増税に左右されるものの、回復基調を維持すると想定している。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、2015年度前半は実質ベースでも増加すると見込まれる。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、堅調な内需に加え、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。このような家計・企業の好循環により、日本経済は、デフレ脱却が明確になると想定している。

## ○消費者物価の見通し

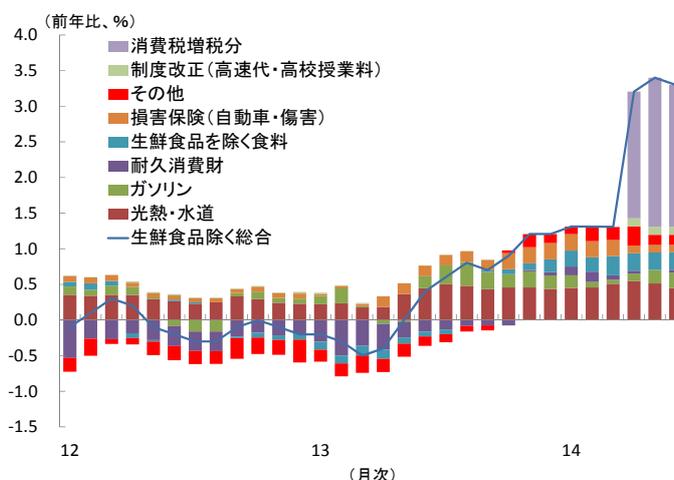
日銀の「物価安定の目標」を2015年春までに達成するのは困難であると考えている。6月のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数総合）は前年比+3.3%と消費税率の引き上げで高い伸びとなったものの、消費増税の影響を除いたコアCPIは、前年比+1.3%と4月の同+1.5%から徐々にプラス幅が縮小傾向となっている。これは円安進行に伴う輸入物価の上昇圧力が緩和したことが要因である。一方、ドルベースで原油等の資源価格が上昇した

ことでガソリン価格が高止まりし、電気代も再生可能エネルギー発電促進賦課金が前年より上積みされていること等で、今のところエネルギー価格の前年比上昇幅の縮小は限定的となっている。もっとも既に原油価格はピークアウトしていることから、今後、徐々にプラス幅が縮小していくと見込んでいる。また、輸入製品の多い食料（生鮮食品を除く）についても、円安を起因とするインフレ圧力は弱まっていくだろう。こうした中、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、損害保険料の値上げ等がベースとしてコア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。ただし、今年度は、円安による押し上げ効果の剥落の影響の方が大きく、コアCPI上昇率は趨勢的に伸び率が縮小するだろう。コアCPIは、2014年度が前年比+3.2%（消費増税の影響を除く：同+1.2%）、2015年度が同+1.9%（消費増税の影響を除く：同+1.2%）と想定している。

## ○リスク要因

日本経済は、駆け込み需要の反動減で前年度と比べると内需は力強さを欠くことになり、海外経済が持ち直すというシナリオが崩れると前向きの好循環が途切れる可能性がある。イラク情勢などの地政学的リスクも先行き不透明で予断は許さないものの、一番の懸念材料は、ウクライナ情勢を巡る欧米とロシアの対立が深刻化することである。今のところ現状維持が続くと見込むが、ロシアが天然ガス等の資源輸出に制限をかけることになると、欧州各国は多大な影響を受けることになる。それに伴う金融市

図表 12. コアCPIの推移



場の混乱や資源価格の高騰も相まって、わが国の実体経済にも悪影響が広がるとみられる。また、減速に歯止めが掛かった中国経済は、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ろう。今や世界第2位の経済大国であるだけに、世界経済に及ぼす影響は大きい。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	1.8	0.8
民間最終消費	▲ 1.5	▲ 0.7	▲ 0.9	0.1	2.2	1.1
民間住宅投資	0.2	0.5	▲ 0.6	2.9	3.3	0.6
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	1.3	0.4
公的固定資本形成	▲ 0.1	0.7	▲ 0.3	1.7	2.5	1.5
財貨・サービスの輸出	▲ 2.4	▲ 2.3	0.6	8.4	1.4	0.3
財貨・サービスの輸入	3.1	5.6	0.8	10.9	1.8	0.5

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	2.3	0.7	1.5
民間需要	2.5	1.2	1.1	1.7	▲ 0.1	1.3
民間最終消費	0.9	0.8	0.9	1.5	▲ 0.7	0.7
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	0.6	0.6
公的需要	0.1	0.1	0.4	1.0	0.3	▲ 0.0
政府最終消費	0.4	0.2	0.3	0.4	0.2	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.3	▲ 0.1	0.1	0.7	0.1	▲ 0.2
財貨・サービスの純輸出	0.8	▲ 1.0	▲ 0.8	▲ 0.5	0.5	0.4
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	▲ 0.5	▲ 0.6

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