

平成26年5月20日

2014・2015年度 日本経済の見通し（改訂）

～ 4～6月期に大幅マイナスも、7～9月期以降はプラス成長を辿る ～

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 +1.1%（前回+0.9%）、2015年度 +1.4%

○ 1～3月期は駆け込み需要で高成長も、足元ではその反動減が

2014年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+1.5%、年率+5.9%と高成長になった。駆け込み需要により、個人消費が前期比2.1%増と前回の消費増税時以来の高い伸びになった。また、設備投資は、企業収益の改善を映して、4四半期連続で増加した。一方、外需は、輸出が増加したものの、堅調な内需を映して輸入が大幅増となり、同▲0.3ポイントとマイナス寄与となった。足元では、家計部門においては、その反動減が顕在化している。

○ 4～6月期は大幅マイナスも、7～9月期以降はプラス成長を辿る

4～6月期の実質成長率は大幅なマイナス成長を見込んでいる。駆け込み需要の反動減が成長率を大きく下押しするものの、個人消費は、足元の落ち込み幅が前回想定より小さく、底堅いとみている。既往の業績改善や雇用需給の引き締まりを背景に、所得が増加傾向になることで、個人消費は4月を底に上向いていくと想定している。また、経済対策の効果で公共投資は再び増加に転じ、設備投資は増加基調を維持するだろう。海外需要は、米国が寒波の影響がなくなるなど、先進国を中心に緩やかに回復するとみられ、輸出も増加基調を辿ると見込まれる。こうした状況を映して、7～9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、前回想定より個人消費が底堅いこと等を受けて、2014年度の実質GDP成長率は+1.1%と前回予測を0.2ポイント上方修正している。

○ 海外経済がリスク要因に

最大のリスク要因は海外経済である。影の銀行問題等の様々な歪みを抱える中国経済は、政府の舵取りが困難になっており、想定以上に減速する可能性があるだろう。また、ウクライナ情勢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る。こうしたリスクが顕在化すると、外需が先導する形で好循環が途切れる可能性もあろう。

○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		
		493.6	上期 下期		前回 14年2月 時点	503.6	上期 下期	
			(前期比)				(前期比)	
名目国内総生産 (兆円)	481.7 1.9	493.6 2.5	492.6 1.9	492.2 ▲ 0.1	495.1 2.2	503.6 2.0	503.8 2.4	502.9 ▲ 0.2
実質国内総生産 (兆円)	529.4 2.3	535.1 1.1	532.4 0.1	537.5 1.0	534.4 0.9	542.4 1.4	542.0 0.8	543.0 0.2
内 需	2.8	0.5	▲ 0.9	0.7	0.3	1.0	0.7	▲ 0.1
民間 需 要	1.7	0.2	▲ 1.0	0.6	▲ 0.0	1.0	0.8	▲ 0.2
民間 最 終 消 費	2.5	▲ 0.5	▲ 1.7	0.9	▲ 0.7	0.8	0.9	▲ 1.1
民間 住 宅 投 資	9.5	▲ 10.9	▲ 13.8	▲ 0.2	▲ 11.3	▲ 1.8	▲ 1.5	▲ 0.4
民間 設 備 投 資	1.7	3.8	1.0	1.6	3.6	4.0	3.0	0.3
公 的 需 要	1.1	0.4	0.2	0.1	0.4	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1
政 府 最 終 消 費	2.1	1.1	0.7	0.3	1.2	0.8	0.2	0.9
公 的 固 定 資 本 形 成	15.3	3.0	1.7	0.1	2.6	▲ 4.3	▲ 2.7	▲ 2.8
財貨・サービスの純輸出	▲ 0.5	0.6	0.8	0.3	0.5	0.5	0.2	0.3
財貨・サービスの輸出	4.7	7.1	4.5	2.0	5.6	5.5	3.1	2.5
財貨・サービスの輸入	7.1	3.7	▲ 0.4	0.4	2.8	3.2	2.5	0.8

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)

鋳工業生産指数	3.2	2.4	▲ 0.4	1.6	2.1	3.0	2.2	0.0
国内企業物価指数※	1.9	3.5	3.8	3.3	3.2	1.5	0.4	2.5
消費者物価指数※	0.9	3.0	3.2	2.7	2.9	1.8	0.8	2.4
消費者物価(除く生鮮)※ (除く消費税の影響)	0.8	3.0	3.1	2.8	2.8	1.8	0.9	2.4
貿易収支(兆円)	▲ 10.9	▲ 9.5	▲ 4.8	▲ 4.7	▲ 9.8	▲ 8.6	▲ 4.2	▲ 4.3
経常収支(兆円)	0.8	3.9	3.0	0.9	6.1	5.6	4.0	1.7
名目賃金指数※	0.1	0.9	0.9	1.0	0.8	1.2	1.2	1.2
完全失業率(%)	3.9	3.5	3.6	3.5	3.7	3.3	3.4	3.3
住宅着工戸数(万戸)	98.7	86.1	82.2	90.4	84.6	85.3	83.3	87.7
為替レート(¥/\$)	100.2	103.8	102.6	105.0	103.8	105.0	105.0	105.0
原油価格(\$/b)	109.6	111.0	110.0	112.0	111.0	114.0	114.0	114.0
米国実質成長率(年率)	1.9	2.4	1.7	2.9	2.7	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

○1～3月期の実質GDP

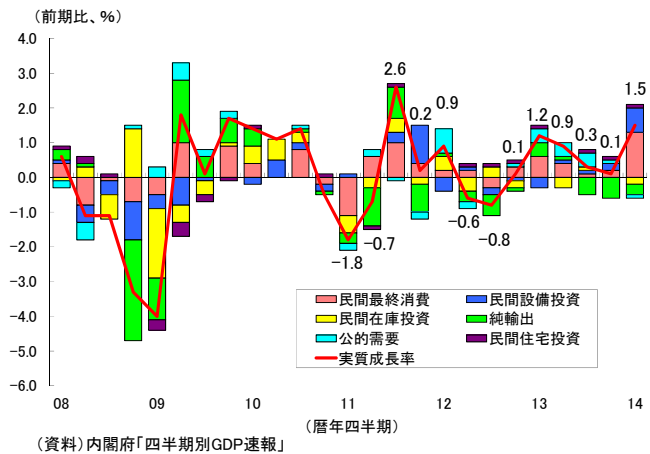
5月15日に発表された2014年1～3月期の一次QEによると、実質GDP成長率は前期比+1.5%（年率換算+5.9%）と、6四半期連続のプラス成長、2年半ぶりの高い伸びとなった（図表2）。内需の寄与度が同+1.7ポイントとなり、公的需要が7四半期ぶりにマイナスとなったものの、駆け込み需要による個人消費を中心に民間需要が大きく成長率を押し上げた。一方、外需

の寄与度は同▲0.3ポイントと3四半期連続でのマイナスとなった。また、名目GDP成長率については、同+1.2%（年率換算+5.1%）と実質同様に高い伸びとなった。

実質GDPを需要項目別にみると、民間最終消費は、消費税率引上げ前の駆け込み需要により乗用車や家電製品などの耐久財や、半耐久財への支出が増加したことで、同2.1%増と1997年の前回消費増税時と同じ伸び率となった。住宅投資は、10～12月期に高水準であった新設着工分の工事が進捗したことで同3.1%増と8四半期連続のプラスになった。また、設備投資は、企業業績の改善を背景に同4.9%増と4四半期連続のプラスとなった。一方、政府消費が同0.1%増加したものの、公的固定資本形成が高水準ながらも5四半期ぶりに減少し、公的需要は同▲0.1ポイントとマイナス寄与となった。また、外需については、GDPの推計に使用される基礎統計が改定されたことも影響し、輸出が同6.0%増と2四半期連続で増加したものの、国内需要が強含んだことで、輸入が同6.3%増となったことからマイナス寄与となった。

1～3月期の成長率は、日本経済が駆け込み需要を背景とした民間需要の増加にけん引されたことが確認できる。ただ、既に家計部門においては、駆け込み需要の反動減が顕在化している。進捗ペースで計上される住宅投資は、1～3月期はプラスを維持したものの、先行指標である新設着工は既にピークアウトしており、今後は減少傾向を辿るだろう。また、個人消費は、前回の消費増税前と同等程度の駆け込み規模となり、その反動減が顕在化し落ち込んでいる。ただし、内閣府が集計しているデータをみると、自動車や家電製品は1～3月期の駆け込み需要が強かったものの、4月以降の落ち込みは販売店の想定を下回っているとみられ、また、直前に買い溜めがみられた飲食料品は4月の落ち込み幅が大きかったが、週を追うごとにマイナス幅は縮小している。そのため、個人消費は4月を底として緩やかに水準を回復していくと想定している。雇用需給が引き締まり、今後も所得が増加傾向を維持するとみられることも追い風になろう。こうした中で、日本経済が一時的なマイナス成長にとどまり、回復基調を維持できるかは、この個人消費の動向とあわせて他の需要動向に左右されることになる。その点では、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ことに加え、設備投資と輸出は成長率の押し上げに寄与すると想定している。既往の企業収益の改善が後押しし、リーマンショック以降様子見姿勢を続けていた企業にも前向きの動きがみられており、設備投資は増加基調を維持するとみられる。また、輸出を左右する海外経済については、新興国は勢いを欠くものの、欧米先進国は底堅く推移する

図表2. 実質GDP成長率の寄与度分解



と想定している。日本企業の海外生産比率の上昇等の構造的な輸出の下押し要因はあるものの、経済規模の大きい欧米先進国の需要回復によって、グローバルで貿易活動が活発化し、円安という追い風もある中で、わが国の輸出も増加傾向になると見込んでいる。それにより、日本経済は消費増税の影響を受けながらも回復基調を維持すると想定している。

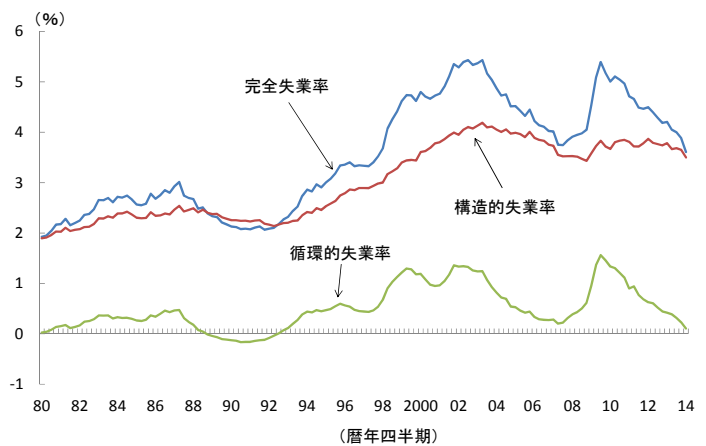
なお、主要な需要項目については以下の通り。

○個人消費の反動減は一時的、その後は緩やかに持ち直す

雇用環境は引き続き改善している。

3月の有効求人倍率は1.07倍と前月比0.02ポイント改善し、約7年ぶりの高水準となり、新規求人倍率は3月が1.66倍と直近のピークであった2000年代半ばの水準をも上回っている。生産年齢人口の減少という構造的な要因もある中で、完全失業率は3月が3.6%と低下し、その内、循環的な失業率はゼロに近い水準となっている(図表3)。このように労働需給が引き締まる中、企業の採用意欲は高まっており、人手不足が深刻化している業種も多い。今

図表3. 完全失業率の内訳



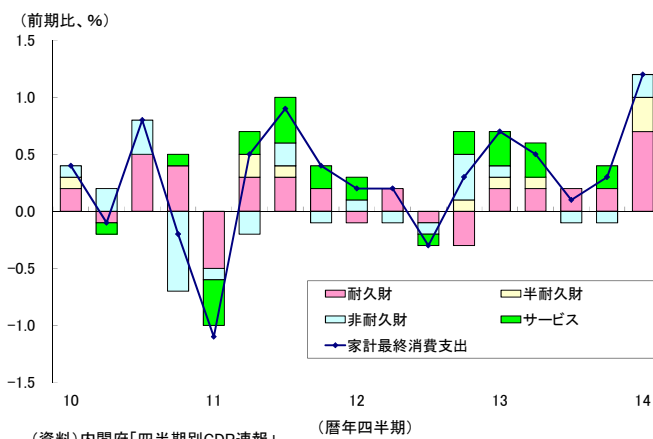
(資料)総務省、厚生労働省より富国生命作成
(備考)構造的、循環的失業率は富国生命による推計値

後については、雇用環境は改善の動きが一時足踏みするものの、その後は緩やかに改善すると想定している。 駆け込み需要の反動減の影響により、小売業の新規求人数が約4年ぶりに前年割れとなるなど、一時的に調整する業種もあるだろう。ただし、日銀短観の雇用判断DIをみると雇用の不足感は強く、人手不足の業種を中心に採用確保の動きが続くと想定している。今後も労働需給は一層引き締まっていくだろう。

所得については、持ち直しつつある。 3月の現金給与総額は前年比0.7%増と3ヵ月ぶりに増加している。所定内給与は前年割れとなったが、残業が増えていることで所定外給与が増加したこと等が寄与している。また、一人当たり現金給与総額を押し下げる要因であったパートタイマー比率の上昇にも歯止めが掛かりつつある。まだ、パートタイマーの前年比伸び率の方が大きいものの、一般労働者の伸びとの差が縮小傾向となっている。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。 基調としては労働時間の長期化に伴う残業代の増加が見込まれることに加え、所定内給与も増加すると見込んでいる。経団連の調査をみると、政府の口添えもあって一部の企業ではベースアップが復活するなど、前年より賃上げ率が高くなっており、大企業を中心に所定内給与は増加するとみられる。ベースアップを見送る企業でも既往の業績改善を受けて、夏の賞与は増加するだろう。また、非正規社員についてもアルバイトなどの時給が都市部を中心に上昇傾向となっており、正規、非正規社員ともに賃金は増えるだろう。その中で、優秀な人材を確保する目的から、一部の企業で非正規社員を正規社員にする動きがみられることも一人当たり賃金の押し上げ要因となるだろう。ただし、名目の賃金は増加するものの、消費増税分が転嫁される消費者物価の上昇率を下回り、実質賃金は前年比マイナスを想定している。

個人消費は、駆け込み需要により強い動きとなったものの、4月以降、その反動により弱含んでいる。1～3月期の家計最終消費支出の内訳をみると、サービスは微増にとどまったものの、財への支出は大幅に増加している。特に耐久財は消費者の購入意欲が強かったことから、前期比13.7%増と現行基準のGDP統計では過去最高の伸び率となった。乗用車、白物家電、デジタル製品等の売行きが好調であった。また、半耐久財や非耐久財も、3月を中心に買いだめの動きがみられ、それぞれ高い伸びになっている。ただし、4月以降、その反動減が顕在化しており、個人消費は弱い動きとなっている。内閣府の集計や各社の発表によれば、業態ごとにバラツキがみられるが、駆け込み需要が強かったことを鑑

図表4. 実質家計最終消費支出の内訳

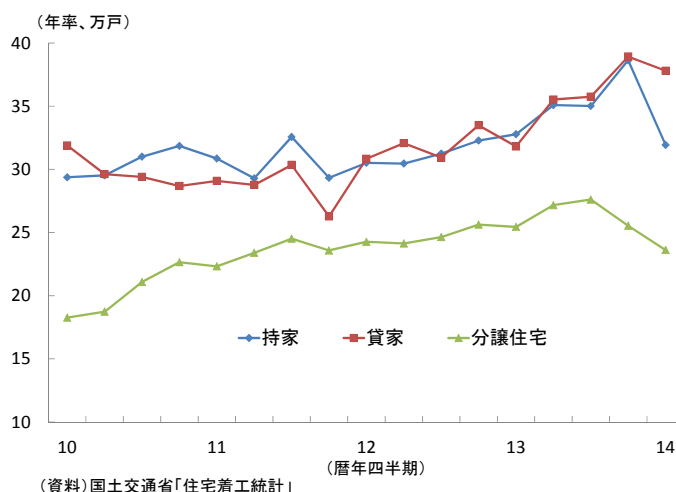


みると、総じて反動減は限定的であったとみられる。今後の個人消費については、4～6月期に一旦大きく落ち込むものの、その後は緩やかに持ち直すとみている。前回消費税率引上げ時は、7～9月期に一旦プラスに転じた後、減少傾向となったが、今回は、7～9月期にプラスに転じて以降、緩やかな増加基調を維持すると見込んでいる。耐久財は、当面需要の先食いの影響が残るものの、非耐久財や半耐久財は買いだめの影響が薄らぐにつれて需要が戻っていくとみている。現時点ではその反動減は企業の想定内かむしろ小さいとみられ、個人消費が底割れする可能性は低いと考えている。労働需給が引き締まる中で、所定内給与も大企業を中心に増加し、引き続き残業代や賞与も増加が見込まれ、名目賃金は着実に増える見通しである。こうした雇用・所得環境の改善を映して、消費増税の影響で萎縮した消費者マインドは次第に持ち直していくだろう。また、給付規模が小さくその効果は限定的であるが、「簡素な給付措置」等が実施されることも下支え要因となろう。

○新設住宅着工件数は当面減少傾向に

住宅投資は増加基調を維持したものの、新設着工は減少に転じている。1～3月期の住宅投資は前期比3.1%増と8四半期連続で増加したものの、住宅投資に先行する新設住宅着工戸数をみると、12月の年率105.5万戸をピークに3ヵ月連続で着工戸数は減少し、3月は89.5万戸と14ヵ月ぶりに90万戸を割り込んでいる。現行の消費税率が適用される特別措置を睨んで9月末にかけて請負契約が増加し、それが10～12月期に着工され新設着工戸数を押し上げたが、年明け以降はその反動減が顕在化している。消費税率引上げに対する緩

図表5. 新設住宅着工戸数の推移

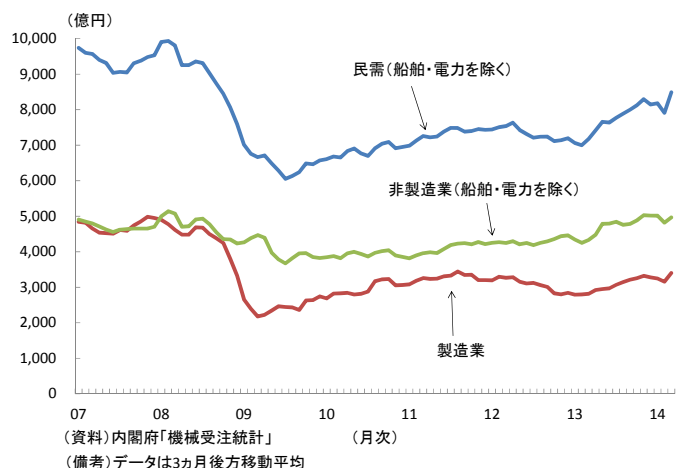


和措置の公表が遅かったことに加え、都市部での地価上昇、建築コストの上昇観測などもあって9月を前に駆け込み的な動きが強まったことが影響している。利用目的別にみると、それぞれの直近ピークの水準に比べて、2014年3月は、持家が年率10.0万戸、分譲が同6.4万戸減少している。その中、相対的には、貸家は底堅く推移しており、相続税対策としての需要が強いことが下支え要因となっているとみられる。家計の住宅取得意欲を住宅生産団体連合会のアンケート調査でみると、戸建注文住宅の受注実績の前四半期比は、10～12月期の大幅なマイナスの後、1～3月期に改善したものの、4～6月期の見通しは再びマイナスとなっている。このように、現時点では本格的な需要回復の兆しはみられない。今後については、2013年度に生じた需要の先食い分の減少は避けられず、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。都市部の地価上昇や建築コスト増によって住宅価格の先高感が広がったことで、前年の駆け込み需要は大きかったとみられ、その反動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想定している。ただし、2014年度以降の住宅ローン減税が拡充され、「すまい給付金」もあることから、住宅ローンの金額や年収等の条件次第では実質的な負担増は殆ど変わらなくなっており、消費増税が家計の住宅取得意欲に水を差すものではなくなっている。また、首都圏のマンション契約率が高止まりするなど、都心部などの高級物件を中心に需要は根強い。雇用・所得環境の改善が続く中で、反動減の影響が薄らぐ年度半ば頃から徐々に水準を回復していくと見込んでいる。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、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、2015年度が再建のピークになると想定している。

○設備投資は、増加基調が続く

設備投資は、増加基調となっている。1～3月期の実質設備投資は前期比4.9%増と4四半期連続で増加している。設備投資は、依然として水準は低いものの、企業収益の改善を映して、上向きの動きが続いている。3月の日銀短観をみると、大企業の2014年度の設備投資計画は、この時点の調査としては製造業を中心に高め数値となっている。折しも、製造工業の稼働率は、駆け込み需要もあってリーマンショック後に落ち込んだ以降では最も高い水準となっており、生産設備の過剰感は和らいでいる。また、ソフトウェアへの投資についても、情報サービス業の受注ソフトウェア額は前年を上回って推移している。次に先行指標である機械受注（船舶・電力を除く）をみると、3月が大幅増となったことで、1～3月期は前期比4.2%増と4四半期連続で増加している。また、4～6月期の見通しについても同0.4%増とプラスになっており、増加基調は途切れない見込みである。今後についても、設備投資は、緩やかな増加基調が続くと見込んでいる。これまでの円安進行や堅調な内需により大企業を中心に企業収益は回復し、また、資金調達環境も

図表6. 機械受注の推移

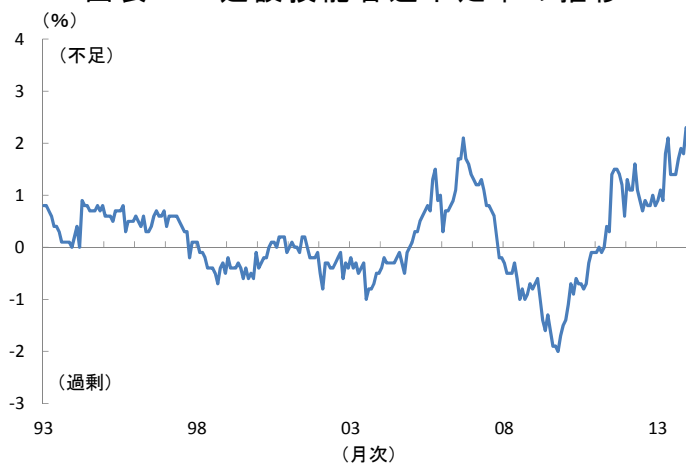


良好な状況が続いていることから、資金面での制約は限定的とみられる。こうした状況下、日銀短観で生産・営業用設備判断 DI をみると、製造業は過剰感が和らぎ、非製造業は不足感が強まりつつある。リーマンショックから 5 年が経過し、様子見姿勢を続けていた企業にも動きがでており、景気回復が続くことで、この流れは途切れないと想定している。非製造業では、少子高齢化や IT 化の進展などの構造的な変化に合わせた投資が増加すると見込んでいる。介護、保育などの需要増が見込まれる分野への投資やインターネット販売等の小売形態の多様化によって小売・卸売業や運輸業などが増加するとみられる。一方、製造業は、円安を契機とした生産設備の国内回帰の動きは今のところ広がりがみられず、能力増強を目的とした工場新設・増設の動きは強まっていないが、生産設備のヴィンテージの長期化に対応した維持・補修などの更新投資が増加すると見込んでいる。法人税減税の更なる引下げも検討されるなど、企業への支援策を拡充する動きもみられる中、企業の投資意欲は次第に高まり、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。

○公的固定資本形成は、一旦拡大するも頭打ちに

公的固定資本形成は拡大の動きが一服している。 1～3 月期の公的固定資本形成は、24 年度補正予算の効果が途切れて、5 四半期ぶりに減少している。先行指標である公共投資請負金額は、10～12 月期に前年比一桁増にとどまった後、再び二桁増に転じている。中でも、岩手、宮城、福島の三県計は公共投資の入札不調が続いた 10～12 月のマイナスからプラスに戻っており、入札における労務単価の見直し等が奏功しつつあるとみられる。ただし、復興庁の資料をみると、復興まちづくり事業を中心に進捗が遅れており、建設技能労働者や建設機械が足りないことが事業進

図表 7. 建設技能者過不足率の推移



(資料)国土交通省「建設労働需給調査」

捗の足かせになっているとみられる。今後については、公的固定資本形成は、再び拡大に転じた後、高水準で推移すると想定している。 平成 25 年度の一般会計の公共投資予算は前年度より上積みされ、「好循環実現のための経済対策」では、復興事業や国土強靱化に向けて約 3 兆円の予算が計上されている。駆け込み需要の反動減を下支えするために、政府は公共投資予算を前倒し執行するように各自治体に要請しており、年度前半を中心に公共投資は拡大するだろう。また、公共投資の入札不調に対応して労務単価を見直した効果もあって、今後も入札不調は減少していくとみられる。需要面では、復興まちづくり事業などの進捗が遅れるという問題を抱え、全国的にも交通インフラ等の老朽化対策は喫緊の課題である。しかし、技術のある建設事業者が不足するなどの人的・物的なボトルネックが既に顕在化しており、公共投資が一段の拡大を続けることは限界があるとみられる。このボトルネックの解消には時間がかかることから、年度前半に増加した後は、高水準ながらも増加の動きは一服すると想定している。

○輸出は緩やかな増加基調に

輸出は伸び悩んでいる。1～3月期の実質輸出は前期比 6.0%増と大幅増となったが、推計に使用される基礎統計の改定が影響しているとみられる。円安進行に歯止めが掛かる中で、輸出数量は伸びておらず、1～3月期の輸出数量指数は同 0.9%低下している。ASEAN 向けなどで持ち直したものの、中国や NIEs 向けが減少したことでアジア向けが低下している。わが国製造業の現地生産比率の上昇等による構造的な問題に加えて、新興国の減速や寒波による米国経済の鈍化の影響を受けるなど、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。

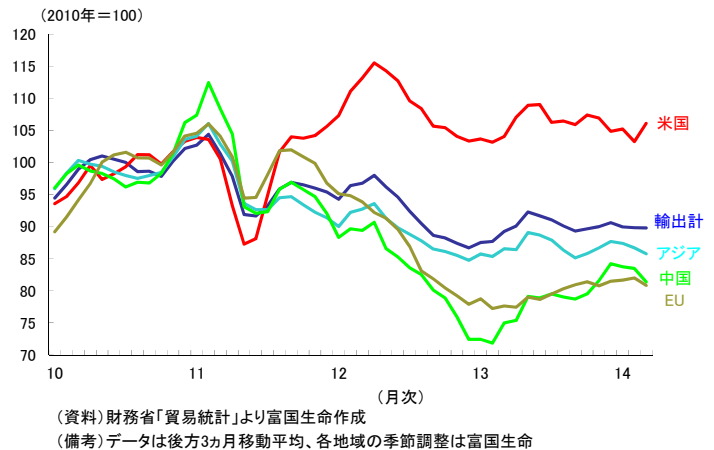
今後については、輸出は増加基調になるものの緩やかな伸びにとどまると見込んでいる。海外需要の回復が押し上げ要因となるだろう。地域別では、欧州経済は弱さが残るものの上向き、また、寒波の影響がなくなる米国経済は緩やかに回復するだろう。これらの地域の成長率は 2013 年を上回る伸びになると見込まれる。こうした先進国の需要の回復を映して、アジア域内の生産活動も持ち直していくと想定している。その中、円安水準で推移することも価格競争力の維持につながり、わが国の輸出の押し上げ要因となろう。ただし、海外現地生産比率の高まりという構造要因の影響が続くため、従来の円安局面のような大幅な増加は期待できない。

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。

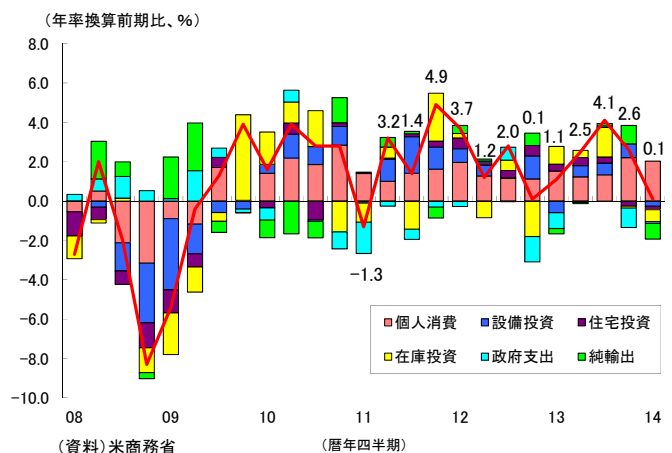
【米国経済】

米国経済は一時的に減速したものの、既に回復基調に復している。1～3月期の実質 GDP 成長率（速報）は、前期比年率+0.1%となった（図表 9）。1月、2月に寒波に見舞われた地域が多く、経済活動が停滞した影響が大きかったとみられる。需要項目別にみると、個人消費は同 3.0%増と 10～12月期の伸びを下回ったものの、高い伸びを維持している。ただ、寒波の影響によるエネルギー支出の増加やオバマケア加入によるヘルスケアの大幅な伸び等の一時的な要因で押し上げられた一方、自動車や家具・家庭用耐久財が含まれる耐久財は伸びが鈍化している。総じてみれば、寒波が個人消費を下押ししたとみられる。住宅投資については同 5.7%減とマイナスが続き、住宅着工件数も 1～3月期は同 8.4%減と減少している。また、設備投資は同 2.1%減と投資減税が終了したことで 4 四半期ぶりに減少に転じた。なお、政府支出は、同 0.5%減と 2 四半期連続でマイナス

図表 8. 輸出数量指数の推移



図表 9. 米国実質 GDP 成長率の推移



となったが、連邦政府支出が増加に転じたことで減少幅が縮小した。このように1～3月期の実質 GDP はほぼ横ばいにとどまったが、月ごとの足取りをみると、寒波の影響がなくなった3月以降に多くの経済指標が改善の動きを示している。雇用環境については、4月の非農業部門雇用者数が前月比28.8万人増と着実に雇用者数は増加している。

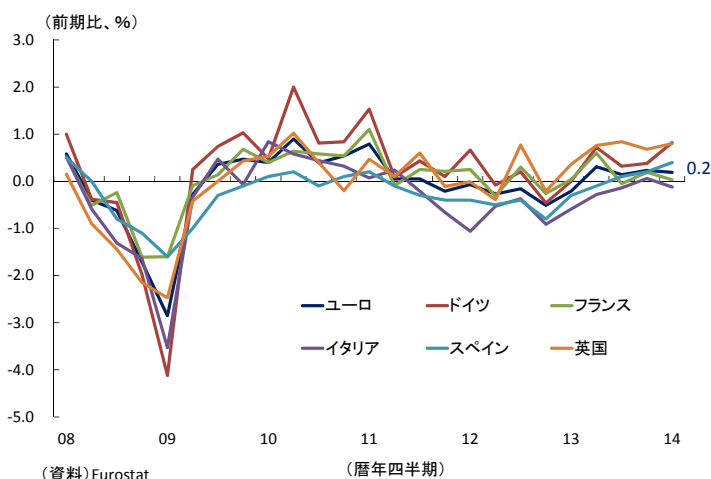
今後については、緩やかに回復すると想定している。既に月次ベースでは改善の動きがみられており、こうした動きは途切れないと考えている。家計の過剰債務の調整は概ね終了し、資金調達環境も改善している中、雇用・所得環境は着実に改善するだろう。また、財政政策に対する不確実性が後退していることも消費マインド改善に寄与するだろう。こうした状況を受けて、個人消費は、増加基調を維持すると見込んでいる。また、設備投資は、再び増加基調になると見込んでいる。企業収益が改善し潤沢な内部留保がある中で、先行指標である非国防資本財受注は持ち直しており、今後の増加が見込まれる。一方、住宅投資については、足元では住宅ローン申請件数は伸び悩んでいるものの、中古住宅の在庫率が低水準にあり、寒波の影響で落ち込んだ反動もあって増加に転じるだろう。その後も、世帯形成数の増加に伴う住宅需要が見込まれ、緩やかな増加基調を維持するだろう。こうした状況下、FRBは、段階的な量的緩和の縮小を継続し、年内には終了すると想定している。なお、1～3月期の寒波による足踏みを受けて、2014年の米国の実質 GDP 成長率は、前年比+2.4%と下方修正している。

【欧州経済】

欧州経済は、緩やかに持ち直している。1～3月期のユーロ圏の実質 GDP 成長率は前期比+0.2%と、4四半期連続でプラス成長となった（図表10）。ドイツが同+0.8%と伸びを高め、スペインは同+0.4%と3四半期連続でプラスとなった。一方、フランスは同+0.0%と横ばいにとどまり、イタリアは同▲0.1%と再びマイナスに転じている。このようにドイツにけん引される形でユーロ圏全体では、緩やかな持ち直しの動きが続いているものの、ユーロ圏各国でその足取りは異なり、一部に弱い動きもみられる。なお、EU各国の中では、英国が同+0.8%と高い成長率が続いている。個人消費については、1～3月期の小売売上数量が同0.7%増と、2四半期ぶりに増加している。失業率は改善の動きが足踏みしており、依然として厳しい雇用環境が続いているものの、消費者マインドが改善していることで、緩やかながらも個人消費は持ち直したとみられる。また、輸出についても、英国向けや中国向けを中心に、緩やかに増加している。

今後については、緩やかながらもプラス成長が続くというこれまでの見方を変えていない。個人消費については、雇用・所得環境が改善しているドイツでは底堅く推移

図表10. 欧州実質GDP成長率の推移



するものの、失業率が高止まりしている南欧諸国では弱い動きが続くとみられ、ユーロ圏全体の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。また、米国などの海外需要の回復を受けてドイツを中心に域外輸出は回復傾向が続くものの、ユーロ高が重しになるとみられ、輸出は力強さを欠く動きが続くと見込まれる。このように内・外需が弱いながらも持ち直すとみられる中、長期金利の低下や緩和しつつある銀行の貸出態度が後押しし、設備投資は緩やかに増加するだろう。これまで押し下げ要因となっていた財政緊縮は、今後下押し圧力が緩和されると見込まれる。総じてみると、欧州経済は、需要に弱さが残る南欧諸国の緩慢な動きが足かせとなるものの、ドイツがけん引することで低成長ながらも持ち直しが続くと想定している。インフレの動向については、緩やかな景気回復が続くことで次第に上昇すると見込んでいるが、需給ギャップが残る中で上昇テンポが鈍く、デシ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現状維持を想定し、ロシアからの資源輸入等の貿易面で悪影響が広がる事態は想定していない。

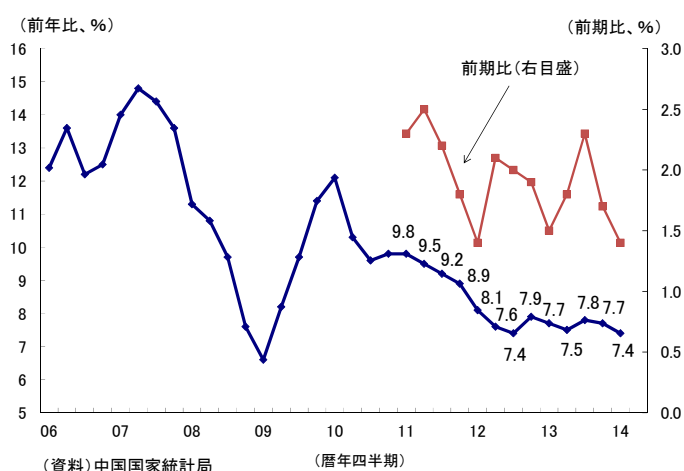
【中国経済】

中国経済は成長ペースが鈍化している。1～3月期の実質 GDP 成長率は前年比+7.4%と 2 四半期連続で減速した（図表 11）。この背景を月次の指標で見ると、主要な経済指標は 2013 年に比べて軒並み伸びが鈍化している。固定資産投資は、2013 年の同 19.6% 増から 1～3 月期は同 17.6% 増となっており、引き続き高い伸びではあるが減速傾向となっている。また同様に、鉱工業生産は同 9.7% 増から同 8.7% 増へ、小売売上高も同 13.1% 増から同

12.0% 増へそれぞれ伸び率が縮小している。一方、輸出全体の数値は 1～3 月期が同 3.4% 減とマイナスに転じたが、2013 年同期に香港向け輸出が水増しされた影響によるもので、その香港を除いた輸出は同 3.8% 増とプラスを維持している。4 月の経済指標についても、理財商品の落ち込みで社会資金調達金額が前年割れとなる中で、不動産等を中心に固定資産投資の伸びが鈍化するなど、軒並み減速傾向となっている。その中で、輸出は、香港を除くベースでは伸び率が高まっており、海外需要の回復を受けて持ち直している。内需が減速傾向となる中で、外需には明るい兆しがみられる。

今後については、当面、方向感不定なもの、7% 台半ばの成長が続くと想定している。内需については、固定資産投資の伸び鈍化を映して、やや減速すると見込んでいる。都市化の進展を図るための必要な投資が押し上げ要因となるものの、理財商品等のデフォルト懸念が高まる中で、資金調達環境は厳しくなり、過剰なインフラ投資等に歯止めが掛かるとみている。もう一つの柱である個人消費は、概ね底堅く推移すると見込んでいる。総じて良好な雇用環境のもと所得も拡大しており、二桁増を維持すると見込んでいる。特に、自動車販売は、今後も内陸部における乗用車需要の拡大の動きにより、高い伸びになるだろう。一方、輸出については、欧米の需要が

図表 11. 中国実質 GDP 成長率の推移



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、上向いていくと想定している。生産活動は、内需が力強さを欠く一方、外需が持ち直すことで、前年比伸び率はほぼ横ばいで推移すると見込んでいる。こうした状況下、一部の都市では住宅価格が値下がりし、住宅バブル崩壊への懸念が高まっており、中央政府は投資から消費への構造転換を図るなかで、経済をコントロールする舵取りは一段と困難になっているとみられる。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だろう。2014年の実質 GDP 成長率は+7.4%と 2013年の+7.7%から減速すると想定している。

○今後の伸び率などについて

2014年度の実質 GDP 成長率は+1.1%と前回予測を 0.2 ポイント上方修正した。外需と個人消費を上方修正したことが主因である。外需については、1~3 月期の輸出が基礎統計の改定で上振れたことが上方修正の要因であり、輸入は駆け込み需要の反動減で伸びが鈍化する一方、輸出は緩やかな増加にとどまるとの見方は変えていない。外需の寄与度は、0.6 ポイントのプラスを見込んでいる。また、個人消費は、足元が前回想定より強めの動きとなっていることを踏まえたものである。実質可処分所得が増えない中でも、良好な雇用・所得環境を映して、消費者の意識が変わってきているとみられ、7~9 月期以降は、前期比プラスを辿ると想定している。他の主要な需要項目については、これまでのシナリオを変えていない。5.5 兆円規模の「好循環実現のための経済対策」によって、公的需要は年度前半を中心に増加し、また、これまでの企業収益の改善を背景に、設備投資は増加基調を維持すると想定している。一方、住宅投資は、需要先食いの反動により年内は弱い動きが続くだろう。なお、四半期毎の成長率は、4~6 月期に大幅マイナスとなった後、7~9 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。

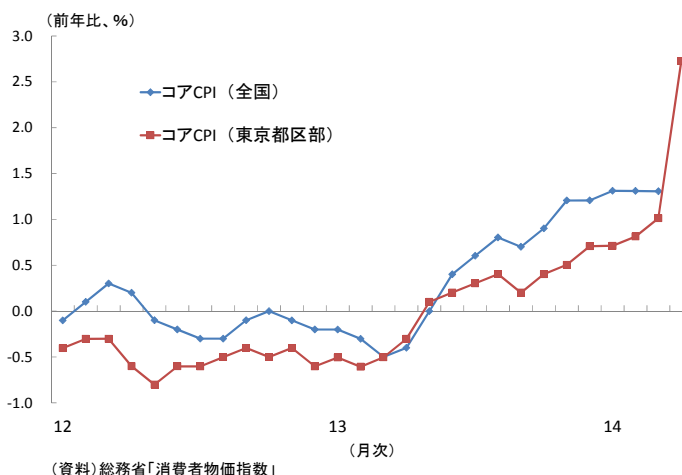
2015年度の実質 GDP 成長率は+1.4%と予測した。2015年 10月に消費税率が 10%へ引上げられる影響を受けながらも、回復基調を維持すると想定している。労働需給が一段と引き締まる中で、名目所得は増加傾向となり、家計部門が底堅く推移するだろう。また、堅調な内需や海外経済の回復を受けて、企業収益が引き続き改善すると見込まれ、設備投資も増加基調を維持するだろう。このような家計・企業の好循環により、日本経済は、供給を需要が上回る局面が定着すると想定している。

○消費者物価の見通し

日銀の「物価安定の目標」を 1 年以内に達成するのは困難であると考えている。3 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+1.3%と 3 ヶ月連続で同じ伸びとなった。足元のコア CPI の上昇率は、日銀の展望レポートにおける 2014 年度の見通し (消費税率引上げの影響を除くベース) に達している訳であるが、これは昨年以降の円安進行で円ベースの輸入価格が急上昇した影響が大きい。資源や食料品などの輸入価格が上昇したことで、ガソリンや電気代、生鮮食料を除く食品などがコア CPI を押し上げている。その輸入物価の前年比上昇率は、円安進行に歯止めが掛かったことで鈍化し、それに伴い企業物価指数も伸び率が低下している。消費者物価においても、円安を起因とするコストプッシュ型のインフレ圧力は次第に弱まってい

くだろう。消費増税の影響を4月の東京都区部のコアCPIで見ると、前年比+2.7%と3月の伸び率と比較すると1.7%ポイントの伸び率拡大となった。日銀が試算する4月の東京都区部への消費税率引き上げの影響が+1.7%ポイントであることから、コアCPIは消費増税分の伸び率が高まったことになる。ただし、品目ごとのバラツキが大きく、3月と4月の前年比上昇率が20%ポイント以上も差がみられる品目がある一方で、消費税率引き上げ分にも満たない

図表 12. コアCPIの推移



図表13. デフレーターへの伸び率(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	1.4	0.7
民間最終消費	▲ 1.5	▲ 0.7	▲ 0.9	0.1	1.9	0.8
民間住宅投資	0.2	0.5	▲ 0.5	2.9	1.7	▲ 0.6
民間設備投資	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.2	0.8	0.9	0.7
政府最終消費	▲ 0.6	0.0	▲ 1.0	▲ 0.4	0.5	0.1
公的固定資本形成	▲ 0.1	0.7	▲ 0.2	1.7	1.5	0.8
財貨・サービスの輸出	▲ 2.4	▲ 2.3	0.5	8.4	1.8	0.4
財貨・サービスの輸入	3.1	5.6	0.8	10.9	1.6	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	1.1	1.4
民間需要	2.5	1.2	1.1	1.7	0.2	1.0
民間最終消費	0.9	0.8	0.9	1.5	▲ 0.3	0.5
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	0.2	0.5	0.5
公的需要	0.1	0.1	0.4	1.1	0.4	▲ 0.0
政府最終消費	0.4	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2
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	0.6	0.5
財貨・サービスの輸出	2.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.7	1.1	0.9
財貨・サービスの輸入	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.5

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