

2014・2015 年度経済見通し(2014 年 8 月改訂)

2014年8月13日
株式会社富士通総研

1 世界経済—アメリカが牽引役

世界経済は、アメリカは寒波の悪影響から脱した春以降は堅調な回復を続けており、中国経済は4月以降、小刻みな景気対策が講じられたことにより成長率鈍化には歯止めがかかり、ユーロ圏経済も緩やかなペースながら持ち直しており、全体として緩やかな回復を続けている。アメリカは量的緩和を終え、利上げも視野に入るほど景気の足取りはしっかりとし、世界経済の牽引役となっているが、ユーロ圏、中国は問題含みである。

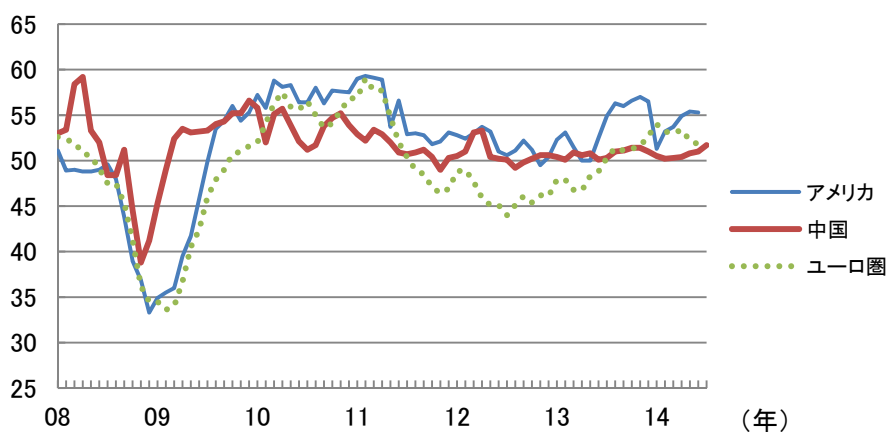
マイナス金利を導入した ECB

ユーロ圏経済は景気後退からは脱したものの、1～3月期の実質 GDP 成長率は前期比 0.2%にとどまるなどその後の回復の足取りは覚束ない状態が続いている。PMIは、5月以降は停滞している。ユーロ高などが足かせとなり、製造業の回復ペースが鈍っていることなどを反映している(図表1)。PMIは2011年8月以来50を割り込んでいたが、2013年7月にはおよそ2年ぶりに50台を回復し、景気が堅調に推移する北部欧州に加え、南欧の景気も徐々に回復してきたが、足元では再び低下に向かっている。失業率は緩やかな低下傾向にあるものの、南欧の失業率は依然として高い。ユーロ圏内では、再び景気後退に陥る国も出ている。イタリアは、4～6月期まで2四半期連続のマイナス成長に陥り、昨年脱したばかりの景気後退局面に再び突入した。

ユーロ圏経済は、消費者物価が ECB が目安とする 2%弱を下回るデフレーションの状態が続いており、ECBは6月5日の理事会で、政策金利を 0.25%から 0.15%に引き下げるとともに、民間銀行が ECBにお金を預け入れる際の金利を 0%から-0.1%に引き下げる「マイナス金利」の導入に踏み込んだ。併せて、企業への貸し出しを増やすため、金融機関に総額 4,000 億ユーロ規模の資金供給を行うことを決定した(4年間は返済の必要なし)。この他の施策も合わせ、ECBは6種類の政策のパッケージを打ち出し、政策を総動員してデフレ入りを阻止する姿勢を鮮明にした。

マイナス金利は、民間銀行が翌日までに預ける短期預金や、義務的な準備預金額を上回る超過準備の金利が対象とされ、民間銀行にとっては預け入れるとコストを支払わなければならないた

図表1 米欧中のPMI



(出所) ISM、Markit、中国物流購買連合会

め、余った資金を貸し出しに回したり、株式や債券に回したり、ユーロの運用を減らす効果が期待される。域内の金融機関は、欧州債務危機後の経営体力の回復途上で、融資よりも資本強化を優先させており、貸し出しを増やすかどうかは未知数である。しかし、債券購入が増えれば金利低下につながり、ユーロ以外の通貨が購入されればユーロ安に向かう効果を生むことになる。

マイナス金利の導入は主要中銀では初めてであるが、スウェーデンが2009年、デンマークが2012年に導入した例がある。欧州債務危機でユーロ安となり自国通貨高となるのを防ぐ目的で、ECBの金利より低くすることにより、資金流入を抑え込もうとした。マイナス金利導入は、自国通貨高が行過ぎることを容認しないという中銀の強い姿勢を市場に示す効果を発揮し、デンマークの場合は、自国通貨が下落する効果が表れた。しかし、スウェーデンの場合は自国通貨安にはつながらず、また、いずれのケースも貸し出し増の効果は見られなかった。

ECBは、貸し出し増については、融資を増やすことを公約した金融機関に対して長期の資金供給を行う措置に期待を込めている。金融機関がECBから低利でお金を借り入れ、それを企業などに回す枠組みで、ECBは2016年まで8回にわたってお金を借りたい金融機関を募集する。ECBは、金融機関のストレステストが終わる今秋以降、貸し出しが増えるシナリオを描いている。しかし、その結果次第では、各金融機関は不良債権処理や自己資本の積み増しを求められることにもなりかねず、今回のECBの措置でも、欧州の金融機関が積極的に貸し出しリスクをとるようになるかについては懐疑的な見方が強い。

マイナス金利を導入して2ヵ月以上が経過したが、長期金利低下、ユーロ安を招く効果は発揮し

ている。ECB の預金口座からお金を引き出し国債を購入する動きが強まり、財政不安が残るスペインやイタリア国債なども買われ、両国の長期金利は過去最低水準となった。ユーロ相場は、マイナス金利導入前は、1ユーロ=139円台だったが、現在は136円台で推移している。マイナス金利導入のおよそ1ヵ月前に、ECB がマイナス金利も含む金融緩和を示唆したことでユーロ安は先行して進んでいたが、実際にマイナス金利が導入された後もユーロ安が進む効果が表れたことになる。為替相場が金融政策の目標であるとは、どこの国の中銀も表立っては言えないが、ドラギ総裁は「ユーロ高は持続的な景気回復にとってリスクとなる」とかねて述べており、ユーロ安方向への誘導という点では一定の効果を上げたことになる。

ただしこれが直ちに物価上昇につながっているわけではない。消費者物価上昇率は昨年10月以降、1%を下回る状態が続いており、7月は前年比0.4%と4年9ヵ月ぶりの低水準にとどまった。ドイツでもそれまでの通貨高を反映し、輸入に頼るエネルギー価格のマイナスが続くなどして、前年比0.8%と1%を割り込み、物価低迷は欧州全域に広がっている。

量的緩和導入のハードル

このまま、マイナス金利の導入でも物価上昇率の鈍化に歯止めがかからず、デフレ入りのリスクが高まっていくとすると、ECB も早晚、日米が導入したような量的緩和の導入に追い込まれていくとの観測は根強い。ドラギ総裁は、「物価上昇率の低迷が長引けば、非伝統的な措置を取る考えで一致している」と強調しているが、量的緩和導入についてはユーロ圏各国が一枚岩でないことは明らかである。

ドイツなど北部欧州では、国債を大量に買うことには、財政の健全性に悪影響を与えるという点で反対意見が根強い。また、量的緩和を導入した場合の問題点としては、実務的には、どこの国の国債をどれだけ買うのか決めるのが容易ではないという点も指摘されてきた。欧州債務危機の根本的な要因としては、金融政策が一本化されたのも関わらず、財政運営がばらばらだという点がかねて指摘されてきた。財政の一体運営につながるユーロ共同債の発行にも未だ目途がついていないが、差し迫った危機としてデフレ入りの蓋然性が高まっているにも関わらず、そうした危機からの脱却手段として日米で相応の実績をあげた量的緩和についても、財政運営が一体化されていないが故に、打ち出すことが難しいという問題点が浮上している。これに対しては、ECB への出資額と同率で全加盟国の国債を購入する案などもあるが、ユーロ圏各国の国債の信用度にはばらつきが大きく、それも簡単とは思われない。

ユーロ圏の長期停滞シナリオ

ユーロ圏内では、このままでは日本と同様の長期停滞局面に入っていくとの議論も活発化してい

るが、金融政策は量的緩和以外では弾が尽きつつあり、財政運営の一体化を進める機運も当面の危機から一応は脱却したことでしぼんだ状態にある。本来は、ユーロ圏経済の長期停滞を避けるためには、ユーロ圏第一の経済大国であるドイツがリーダーシップをとるべきであるが、ドイツの政治家にとっては、財政支援や金融緩和をこれ以上行うことが南欧諸国の改革の手を緩めさせるだけになるとの大方の世論を敵に回すリスクは避けたいとの心理が働くことは当然である。

日本が長期デフレに歯止めをかける政策転換ができたのは、直接的にはアベノミクスによるものであるが、デフレを伴う経済の疲弊状態が長引いたこと、また、それまで政策転換については賛否両論がありコンセンサスが得られない状況にあったが、政策転換のリスクを取る政治家が登場したことなどの変化が生じたことが大きい。

このままではユーロ圏も日本と同じ道を辿り、デフレ入りしそれが長期化した時点で、財政運営の一体化と量的緩和が必要との認識が高まっていかない限り、回復が難しい状態に陥っていく可能性がある。このシナリオの下では、ユーロ圏は、財政運営の一体化をできるかどうかについて、長期停滞の中で試される形となる。さらにいえば、ユーロ圏の持続可能性自体が長期停滞の中で試されるということになる。

日本も追い込まれて政策転換に至るまでにはかなりの時間がかかったことから、ユーロ圏の場合も時間を要することは想像に難くない。逆からいえば、政策転換の機が熟すには時間がかかるということでもあるが、ユーロ圏の消費者物価上昇率が漸次的に低下し、容易に反転する兆しが見えないという現在の状況は、静かにそうしたシナリオに向かっていると見ることもできよう。

鈍化に歯止めかがかかった中国の成長率

4～6 月期の中国の実質 GDP 成長率は前年比 7.5%と、3 四半期ぶりに前期 (7.4%) を上回る伸びとなった。7 月の PMI は 51.7 と 5 ヶ月連続で改善し、2012 年 4 月以来、2 年 3 ヶ月ぶりの高水準となった (図表 1)。

景気持ち直しの要因としては、4 月以降のインフラ予算の前倒し執行などのミニ刺激策や輸出回復がある。具体的には、鉄道建設費用の積み増し、都市部の老朽化集合住宅の改築、中小企業や農業を対象にした銀行融資枠の拡大などである。ただし、1～6 月期の固定資産投資は前年比 17.3%と、1～3 月期 (同 17.6%) からやや減速した。鉄道などのインフラ建設は伸びたが、住宅価格が値下がり傾向にあることから不動産開発が低迷したことによる。不動産開発投資額は 1～6 月期は同 14.1%と 1～3 月期 (同 16.8%) から伸びが低下した。

社会小売品総額は 1～6 月期は同 12.1%となり、1～3 月期 (同 12.0%) をわずかに上回ったものの、力強さを欠いている。携帯電話など通信機器などが伸びたが、汚職撲滅を狙う政府の儉約令による高額商品の低迷が続いている。また、住宅市況の悪化に伴い家電などの販売が伸び悩んでいる。

一方、輸出はアメリカなど先進国の景気持ち直しを背景に、1～3 月期の同-3.4%から 1～6 月期は同 0.9%とプラスに転換した。

不動産市況悪化の行方

このように中国経済は景気下支え策と輸出の持ち直しにより成長率鈍化には歯止めがかかり、年後半もこの流れが続くものとみられている。こうした中懸念されるのは、不動産市況の悪化である。不動産バブルを懸念して、昨年、政府が金融機関に不動産業者への融資を抑制するように指示し、資金繰りに窮した業者が値下げを行ったことなどが、市況悪化のきっかけになった。地方都市を中心に住宅価格の下落が続き、6 月の主要 100 都市の新築住宅の平均価格は前月比-0.5%となり、2 ヶ月連続で下落した（中国指数研究院調べ）。在庫が積み上がるなど、供給過剰が鮮明になっており、1～6 月期の住宅販売総額は前年比-9.2%となった。

ただし足元では、市況のこれ以上の悪化を防ぐため、新たに家を買う場合にすでに何軒持っているか届け出なくても済むようにしたりするなど、住宅市場のテコ入れに動く都市も出始めた。先行きについては、特に市況の悪い都市の在庫調整にはかなりの時間がかかるとの見方もある。不動産市況の悪化は不動産開発を担う地方開発会社の債務を増大させるリスクが高く、昨年までにやや上がりすぎた分の調整を終えても市況の低迷に歯止めがかからない場合には、テコ入れ策に動く可能性が高く、市況の悪化に歯止めがかからなくなるリスクは小さいと思われる。

中国の構造転換のジレンマ

中国経済は「新常态（ニューノーマル）」に向けた経済成長の調整段階にあり、過剰設備の削減や不動産市場の調整などが景気の下押し圧力となっているが、一方では景気を過度に落ち込ませないミニ刺激策を講じることで、景気失速も未然に防ぐ政策運営を行っている。当面の政策運営は評価できるにしても、中長期的に投資主導の経済を消費主導に移行できる道筋はなお見えていない。このためには中間層のさらなる拡大が必要であるが、その一手段として農村の都市化を進めることなどが考えられている。

確かに、中間層の拡大は、購買力の増大を通じ、今後の中国経済の成長の原動力となり得る。しかし、一方では中間層をより一層拡大させることは、政治に口をはさみかねない権利意識の強い層を拡大させるということになるため、一党独裁の中国にとっては諸刃の剣となりかねない。拡大した中間層に不満を抱かせないためには、成長を途切れさせるわけにはいなくなり、そのやり方次第では、成長のため不動産開発に走った矛盾が表れている現在以上に、矛盾が強まる懸念もゼロではない。

中国が構造調整により、都市化や消費主導経済を目指す方向性は、経済の発展段階として自然の

道であるが、その過程で生ずると予想される中間層の権利意識の高まりや政治参加への欲求にどのように対処し、また、国民の不満をどのようにコントロールしていくかの課題に真剣に向き合い始めなければならない段階に入っている。

堅調に推移する米経済

アメリカの4～6月期の実質GDP成長率は、前期比年率4.0%と2四半期ぶりにプラス成長となった。前期(1～3月期)は寒波の影響で同-2.1%とマイナス成長に陥ったが、4～6月期は個人消費が同2.5%(前期1.2%)、設備投資が同5.5%(前期1.6%)と前期を大幅に上回る伸びとなったほか、住宅投資も寒波の影響を脱し同7.5%と3四半期ぶりのプラスとなり、輸出も同9.5%と2四半期ぶりのプラスとなった。消費では耐久消費財、自動車の売れ行きが堅調に推移している。2014年上半期の新車販売台数は前年比4.3%と816万台となり、上半期としては金融危機前の2007年以来、7年ぶりに800万台を超えた。7月の新車販売台数も前年比9.1%の144万台と、7月としては2006年以来の高水準を記録し、5ヵ月連続で前年比プラスとなった。

7月16日に発表された地区連銀報告(ページブック)では、全12地区で拡大が続いたとの判断が示された。ただし、不動産市場の回復については地区によりばらつきが出ている。2013年後半にFRBの出口観測が強まったことで長期金利が上昇したことが足を引っ張った上、賃金伸び悩みで住宅取得能力が改善しておらず、金融機関のローン融資基準もなお厳しい状態が続いている。

雇用は回復を続けており、6月の失業率は6.1%と、金融危機のあった2008年9月以来、5年9ヵ月ぶりの低水準となった(7月の失業率は、景気回復で新たに職探しをする人や転職先を探す人が増えたことなどにより前月比0.1ポイント上昇の6.2%)。景気動向を敏感に反映する非農業部門の雇用者数は、7月は前月比20.9万人となり、雇用の安定回復に必要とされる20万人を6ヵ月連続で上回った。ただし、5月22.9万人、6月29.8万人に比べると回復ペースはやや鈍った。

利上げ時期は1年後か

堅調な経済を背景に、QE3の縮小も予定通り進められている。7月末に開かれたFOMCでは、米国債などの購入額の縮小が昨年12月以来、6回連続で決定され(毎回100億ドルずつ減額)、8月からは月額250億ドルとなった。同じペースで減額すると、10月のFOMC前に150億ドルまで縮小するが、10月には残りの150億ドルのすべてを減額し、新規の購入が停止され、QE3が終了する見通しである。

金融政策の焦点はいつ利上げに転じるかであるが、7月の雇用者数の増加ペースがやや鈍ったことにより、一時は高まっていた利上げ時期の前倒し観測は、現状では後退した。利上げ判断は雇用改善と物価上昇圧力の双方に目配りすることとなるが、消費者物価上昇率は2%に向かって緩やか

に上昇しており、継続的に 2%を下回る可能性は低下している。一方、雇用の改善傾向は続いてはいるが、足元ではそのペースが一時よりは鈍っている上、賃金が引き続き伸び悩んでいる点は懸念材料となっている。賃金の伸び率が高まるには、なお景気回復が持続することが必要で、最初の利上げ時期は 1 年後の来年 7~9 月期というのが標準シナリオとして描くことができよう。

IMF などはアメリカが拙速な引き締めに動いた場合には(あるいはそのように動く市場に受け止められた場合)、株式、通貨市場が混乱することで、新興国などに悪影響が及ぶ懸念を示している。しかし、FRB は今のところ、物価上昇圧力と雇用改善のどちらに軸足を置くかを曖昧にし、利上げ時期に含みをもたせることに注力しており、市場の期待が早期利上げに傾き、金利上昇圧力が必要以上に高まることをコントロールしようとしている。早期の金利上昇圧力の高まりは、住宅や消費にも打撃を与えることになる。金利正常化に向けたイエレン議長の手綱さばきが、より一層注目されることになる。

2 日本経済—設備投資が回復の主役へ

大幅なマイナス成長

4～6月期の実質 GDP 成長率は、駆け込み需要の反動減により個人消費、住宅投資が大幅に落ち込んだほか、設備投資も減少し、輸出も振るわなかったことから、前期比-1.7%（同年率-6.8%）と大幅なマイナス成長となった。以下では、最近の経済状況を確認しつつ、今後の行方を探っていこう。

外需については、実質輸出（日銀ベース）は、4～6月期は前期比-1.1%と2四半期連続のマイナス成長となった（図表2）。輸出低迷が続いた要因としては、新興国経済のもたつきのほか、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に対応するため、メーカーが国内向け出荷を優先したという要因、1～3月期の米経済が寒波のためマイナス成長になったことが、時間を置いてアメリカ向け輸出が低迷する要因になったなどがあげられる。EU向け、中国向けは足元では持ち直しつつある。

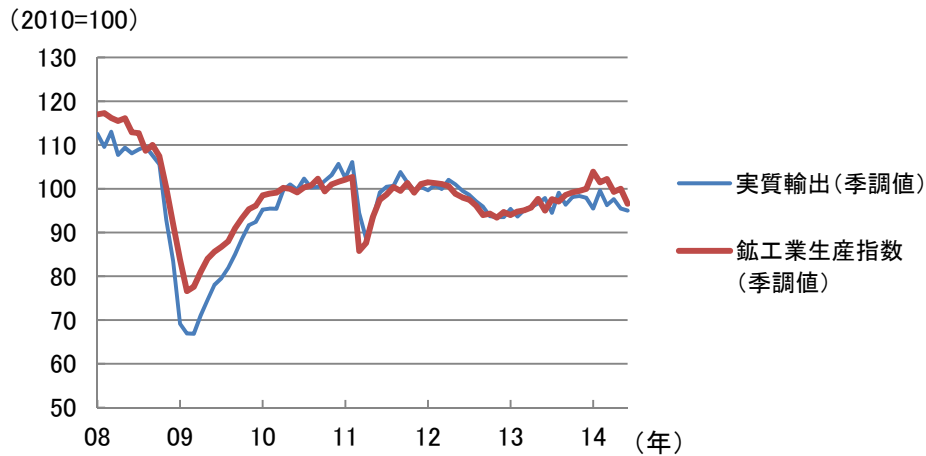
自動車については、自動車メーカーが今年に入り海外現地生産の拡大を進めたことが輸出を抑制しており、こうした動きは、円安にも関わらず日本からの輸出が伸び悩む一因となっている。ホンダが2月にメキシコ工場を稼働、日産自動車が4月にブラジル工場を稼働したが、リーマンショック後に、各社が円高対策として建設に着手した工場が相次いで稼働し始めことによる。自動車大手8社の今年上半期の輸出比率（国内生産した自動車に占める輸出の割合）は、前年同期に比べ6.7ポイント低下して41.8%となった。

このほか、円安局面で輸出が伸び悩んでいる背景としては、しばしば、円安になっても外貨建て価格が引き下げられていないことが指摘されている。リーマンショック以降の円高局面において、日本企業は、シェアの維持を重視し、円高にも関わらず外貨建て価格を引き上げることをせず、円ベースの輸出価格引き下げで対応した事実がある。円安局面の現在は、外貨建て価格の引き下げが可能にはなるが、その前の円高局面において外貨建て価格を引き上げなかったため、日本企業にとってはあえて現在の局面で引き下げる必要性は乏しいということになる。むしろ、円高局面で損をした部分を取り戻す機会となる。日本企業のこのような価格設定行動が支配的になっているとすれば、現在の円安局面で、（外貨建て価格の引き下げによって）輸出数量が伸びるという現象が表れにくくなっている一因になっていると考えることができる。

日本の輸出をめぐるこうした環境変化はあるが、先行きについては、海外経済が持ち直していくことを背景に、資本財・部品などを中心として輸出も徐々に持ち直していくと考えられる。

一方、4～6月期の生産は、前期比-3.8%と6四半期ぶりにマイナスとなった（図表2）。駆け込み需要対応の増産の反動減によるもので、輸送機械（自動車の駆け込み需要）、化学（日用品の駆

図表2 実質輸出と鉱工業生産指数



(出所) 日本銀行「実質輸出入」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表3 消費者態度指数と消費総合指数



(出所) 内閣府「消費総合指数」、「消費動向調査」

(注) 消費者態度指数は、調査方法の変更に伴い、不連続が生じている

け込み需要)、電機(家電の駆け込み需要、Windows XP サポート期限切れに伴う更新需要)などは、4~6 月期は大幅なマイナスとなった。最近の設備投資増加を受け、はん用・生産用・業務用機械も前期までは高い伸びとなっていたが、4~6 月期は低下した。この落ち込みにも駆け込みの反動減の側面がある。こうした中でも、鉄鋼や非鉄については、建設需要が旺盛なことを反映して、底堅く推移した。先行きについては、駆け込み需要の反動減の影響も次第に和らいでいくと考えられる。製造工業予測指数によれば7月 2.5%、8月 1.1%となっており、7~9 月期はプラスに転換する見込みである。

景気回復の持続に伴い、雇用の改善傾向も続いている。6 月の所定内給与は、前年比 0.3%と 2 年 3 ヶ月ぶりに上昇に転じた。春闘の賃上げ効果で、減少傾向に歯止めがかかったと考えられる。また、すべての給与を合わせた現金給与総額は同 0.4%と 4 ヶ月連続で上昇した。今年の春闘では、基本給を底上げするベースアップは、大企業のみならず、人材確保のために中小企業でも広がった。全国の財務局の調査によれば、今年度は大企業の 44.4%、中堅・中小企業の 29.0%がベアを実施した。

一方、6 月の有効求人倍率は前月から 0.01 ポイント上昇して 1.10 倍となり、19 ヶ月連続で改善し 1992 年 6 月以来の 22 年ぶりの高い水準となった。6 月の新規求人数は、主要 11 業種のうち 10 業種で伸びるなど、人手不足が顕著になっている。正社員の有効求人倍率も改善はしているが、依然として 1 を大幅に下回っている(6 月は 0.68 倍)。失業率については、新たに職を探し始めた人や転職先を探す人が増えたことにより、6 月は 3.7%と前月から 0.2 ポイント悪化した。

消費総合指数は 4~6 月期は前期比-4.5%と大幅なマイナスとなった。月次ベースでは 4 月に前月比-8.2%と大幅マイナスとなった後、5月 1.5%、6月 0.7%と徐々に上向いている(図表 3)。反動減からの持ち直し状況であるが、内閣府の調査によれば7月第 3 週は、テレビやエアコンなど主要 5 品目の家電販売が 6 週間ぶりに前年を上回った。家電販売は今年 3 月に前年比 2 倍近くになった後、4 月以降は 1~2 割減が続いていた。自動車は前年比のマイナス幅が縮小し、7 月第 4 週にはわずかながらプラス転換した。

一方、消費者マインドは、7 月の消費者態度指数は前月比 0.4 ポイント上昇の 41.5 となり、3 ヶ月連続で改善し(図表 3)、消費税増税直後の慎重姿勢が次第に和らいでいる。「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」が 3 ヶ月連続で改善しており、とりわけ雇用環境は、有効求人倍率の上昇や夏のボーナスへの期待感などから改善が顕著である。「耐久消費財の買い時判断」は横ばいとどまった。

国内投資再評価の動き

このように日本経済は、足元では生産、消費などが駆け込み需要の反動減に見舞われているが、

先行きには回復の兆候も表れている。輸出の持ち直しに加え、先行きの回復に寄与すると考えられるのは、設備投資である。足元の設備投資関連指標は、一致指標である資本財総供給（国産品＋輸入品）、先行指標である機械受注のいずれも駆け込み需要の反動もあってさえない状況となっているが（図表 4）、企業の設備投資意欲は高まっている。

日本政策投資銀行の設備投資計画調査（資本金 10 億円以上の企業が対象）によると、2014 年度計画は前年度比 15.1%増と、バブル期の 1990 年度計画（同 17.0%）以来、24 年ぶりの高い伸びとなった。調査基準日は 6 月 26 日であり、消費税増税後も設備投資意欲が高いことが裏付けられた。堅調な国内需要などを背景とした卸売・小売（同 17.6%）や運輸（同 23.4%）の伸びや、大型開発が続く不動産（同 38.4%）の伸びにより、非製造業が 13.2%と 1980 年度計画（同 23.7%）以来の高い伸びを記録した。製造業は同 18.5%と、前年度計画（同 10.6%）より伸びが高まった。

投資動機をみると、非製造業では「能力増強」が最も高く（52.0%）、次いで「維持・補修」（16.0%）となっており、旺盛な内需に対応していることがわかる。一方、製造業では「維持・補修」が 27.3%と比較可能な 1986 年以来、最も高い 27.3%に達する一方、「能力増強」は最低の 20.9%となった。

製造業の設備投資に関しては、従来パターンは、輸出の回復、それに伴う生産増加を受けて投資に踏み切るといったものだった。しかし、今回の場合、金融危機後、長らく設備投資を手控えてきたために生産設備の老朽化が進んでおり、輸出が増えず生産能力拡大の投資は行わなくとも、維持更新投資を増やす企業が増えている。

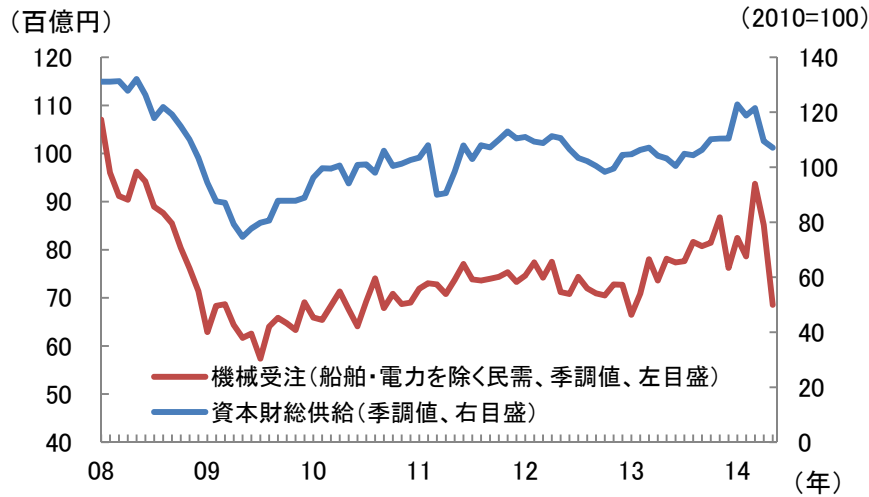
もとより維持更新投資は 1 回行えば、しばらくの間は行わなくても済むと考えられるため、持続性という点では疑問符がつく。しかし、今後はこうした維持更新以外の投資も期待できるようになると考えられる。投資の国内回帰の動きと、人手不足の深刻化に伴う労働節約的な投資需要（省力化投資）の顕在化がそれである。

国内回帰については、日本政策投資銀行の調査で、製造業のうち「海外の供給能力を強化する」と回答した企業は前年度（73.2%）並みの 73.3%となる一方、「国内を強化する」と答えた企業が前年度の 22.1%から 28.8%に増えた点が注目される。また、海外での設備投資計画については、全産業で 2.0%と 5 年連続の増加となったが、2013 年度実績（19.8%増）から伸びは大きく鈍化し、製造業では-1.6%と 5 年ぶりに減少に転じた点も、国内回帰を思わせる動きとなっている（図表 5）。この背景には、高機能製品に対する国内生産需要の高まりがある。

労働節約的な投資が活発化へ

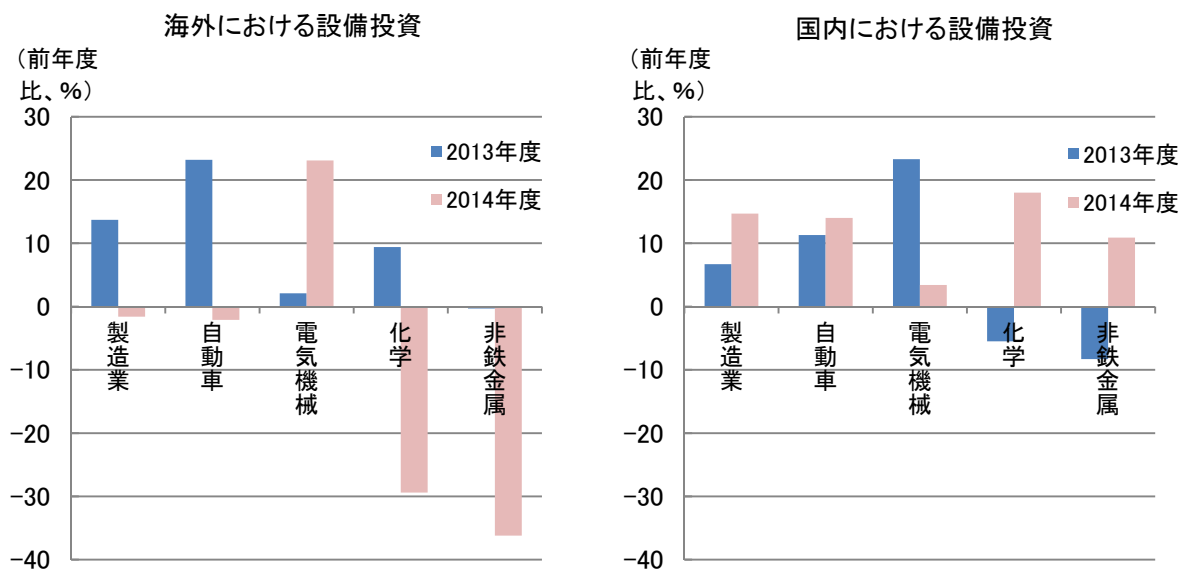
人手不足に伴う労働節約的な投資需要は、今後顕在化していくことが予想される。足元で人手不足は深刻化しつつあり、日銀短観（6 月調査）によれば、雇用人員判断 DI（「過剰」－「不足」）は、先行き（9 月）で製造業（全規模）が-3、非製造業（全規模）が-20 と「不足」超となっている。

図表4 機械受注と資本財総供給



(出所) 内閣府「機械受注統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」

図表5 内外における設備投資計画



(出所) 日本政策投資銀行「2013・2014・2015年度設備投資計画調査」2014年8月

経済全体の需給ギャップも縮小している。日本銀行の試算によれば、1～3 月期の需給ギャップは 0.6%と、リーマンショック前の 2008 年 4～6 月期以来、約 6 年ぶりにプラスに転じた。日本経済はリーマンショック後、需給ギャップがマイナスとなっていたが、景気回復に伴う雇用環境の改善や消費税前の駆け込み需要の発生によって、一気に需要不足が解消した。これに対し内閣府推計では、1～3 月期もマイナス-0.2%と依然マイナスとなっているが、需給ギャップが改善傾向にあるという点では同様である。もっとも、4～6 月期は駆け込み需要の反動で需要が落ち込むため、需給ギャップは 1～3 月期より悪化すると考えられるが、それでも経済全体の需給が逼迫した状況にあることには変わりがない。

ただし、こうした状態が直ちに成長の天井につながるわけではない。需給ギャップが改善しているという点は、労働需給面で最近の賃金上昇に表れている。しかし賃金上昇に対処するため、労働節約的な投資によって人手不足を補う動きが活発化すれば、雇用面からの成長の天井を克服し、さらなる成長を遂げる展望ができるようになる。また、こうした投資が出ることで、成長率を高めることにもなる。

人手不足を懸念し、成長の持続性に疑問符がつけられることも多くなっているが、労働力不足への対応として、外国人労働力を大幅に増やすことは現在の日本にとっては現実的ではなく、またそうした背景があるからこそ、今後、労働節約的な投資が活発化することで、日本経済の成長が下支えされる素地が出始めているのが、現在の人手不足、あるいは需給ギャップの改善から読み取るべきことではないかと思われる。

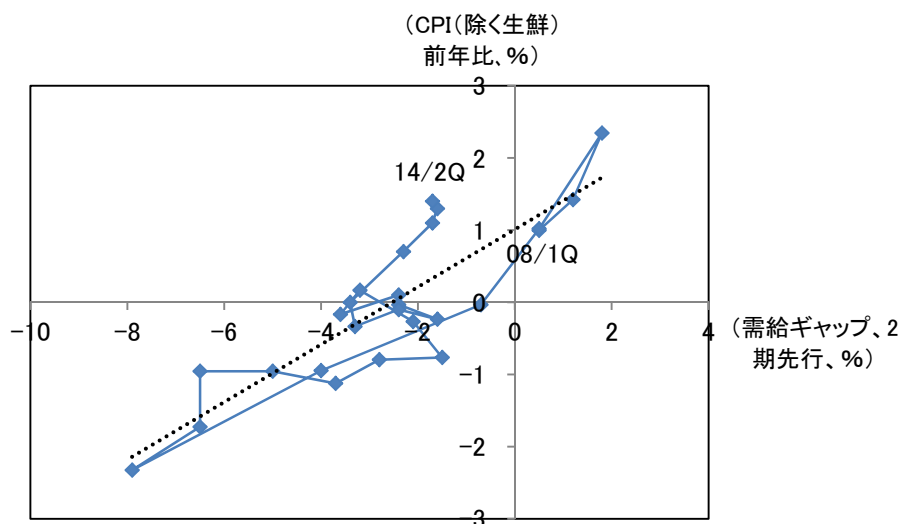
消費者物価の行方

需給ギャップの改善に伴い、消費者物価の上昇が続いている。6 月の消費者物価指数（除く生鮮食品）は前年比 3.3%と 1 年 1 ヶ月連続の上昇となったが（増税分を除いた上昇率は 1.3%）、上昇率は約 32 年ぶりの高水準だった 5 月（3.4%）から 0.1 ポイント縮まった。

物価は、今年夏場にかけて、景気回復による基調的な上昇圧力が強まっていく一方で、石油製品などのエネルギー関連のプラス寄与が縮小していくため、当面、1%台前半（除く生鮮食品、消費税引き上げの影響を除く）で推移していくと考えられる。しかし、その後は経済全体の需給バランスがさらに改善することで、上昇率が高まっていくと見込まれる。2015 年度後半までに、日銀が目標とする 2%程度に達することは難しいと考えられるが、物価は当初の大方の予想を超えて上昇ペースを速めているといえる。

フィリップスカーブの上方シフトないしスティープ化の傾向は続いている（図表 6）。フィリップスカーブは、経済全体の需給ギャップが改善した時に、どの程度物価が上昇するかとの関係（物価の需給ギャップに対する感応度）を示し、最近の変化は、デフレが定着していた時代に比べ、経済が

図表6 フィリップスカーブ



(出所) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「2014年1-3月期GDP2次速報後のGDPギャップの推計結果について」『今週の指標』No.1099

(注) 1.2014年第2四半期のCPIは、消費税率引き上げの影響を除くベース
2.需給ギャップは内閣府による試算値
需給ギャップ= (実際のGDP-潜在GDP) / 潜在GDP

より物価が上昇しやすい状態になっていることを表している。

2014年度、2015年度と景気拡大は続く

以上をまとめると、駆け込み需要の反動減に伴うマイナス成長から脱却した後は、消費が増加基調に戻り、設備投資が勢いを増し、輸出も持ち直していくと考えられることから、2014年度、2015年度とも景気拡大は持続していくと見込まれる。2014年度の実質GDP成長率は0.5%、2015年度は1.5%になると予想される。

消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は、2014年度は3.3%（消費税率引き上げの影響を除いたベースでは1.3%）、2015年度2.1%（消費税率引き上げの影響を除いたベースでは1.4%）を見込んでいる。消費税率引き上げの影響に関しては、課税品目すべてにフル転嫁されると仮定すると、2014年度の消費者物価を2.0ポイント、2015年度下期の消費者物価を1.3ポイント（2015年度全体では0.7ポイント）押し上げる計算になる。

消費税率引き上げの影響については、次のように考えている。2015年10月に2回目の消費税率引き上げ（8%から10%）が予定されているが、これに伴い2015年度上期に駆け込み需要が発生し、下期にその反動が出るのが予想される。しかし、1回目に比べて税率の引き上げ幅が小さい上、1回目の段階で駆け込み需要がかなり発生していることを考慮すると、2回目の駆け込み需要

とその反動は 1 回目より小さいものにとどまると考えられる。2015 年度全体としては、消費税率引き上げに伴い 0.2 ポイント程度の押し上げ効果を想定している。

予測表

年度	2013	2014	2015	2013 10-12	2014 →予測				2015				2016 1-3
	実績	予測	予測		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	
実質 GDP (年率)	2.3	0.5	1.5	-0.0	1.5	-1.7	1.0	0.5	0.5	0.4	0.7	-0.6	0.2
	—	—	—	-0.2	6.1	-6.8	4.2	2.0	2.0	1.5	2.8	-2.6	0.9
個人消費	2.5	-1.8	1.2	0.4	2.0	-5.0	2.1	0.0	0.1	0.5	1.2	-1.7	0.1
住宅投資	9.5	-7.7	-1.1	2.4	2.0	-10.3	-1.6	-0.5	2.0	1.1	-2.3	-1.9	-1.2
設備投資	2.7	7.0	4.8	1.4	7.7	-2.5	2.2	1.8	1.7	1.4	0.5	0.4	0.3
在庫投資(寄与度)	-0.5	0.3	0.0	-0.1	-0.5	1.0	-0.3	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
政府消費	1.8	0.7	0.8	0.2	-0.1	0.4	0.1	0.3	0.3	0.0	0.3	0.3	0.1
公共投資	15.1	-2.1	-2.7	1.4	-2.5	-0.5	-1.2	-0.8	-2.9	-3.5	2.1	2.9	3.0
輸出	4.8	6.1	3.7	0.3	6.5	-0.4	1.2	1.0	1.4	1.2	0.4	0.3	0.5
輸入	7.0	1.6	2.5	3.7	6.4	-5.6	0.4	0.2	0.6	1.0	1.3	-0.5	0.6
名目 GDP	1.9	2.0	2.6										
GDP デフレーター	-0.4	1.4	1.1										

[実質 GDP 寄与度]

内需	2.7	-0.3	1.3
外需	-0.5	0.7	0.2

鉱工業生産	3.2	1.2	3.2
CPI(除く生鮮食品)	0.8	3.3	2.1
失業率	3.9	3.5	3.4
経常収支	0.8	3.7	5.1
円ドルレート	100.2	103.1	105.0

[前回予測(2014.6.9)]

実質 GDP	—	0.9	1.4
名目 GDP	—	2.0	2.8

(注) 各需要項目は前期比。経常収支は兆円。

《本件に関するお問い合わせ先》

株式会社富士通総研 経済研究所 上席主任研究員 米山秀隆

電話:03-5401-8392(直通)

E-mail:yoneyama.hide@jp.fujitsu.com

《報道関係者お問い合わせ先》

株式会社富士通総研 企画室)広報

電話:03-5401-8391(直通)