

# 内外景気動向と14～15年度経済見通し

主任研究員 木下 茂

## 目次

- |           |         |
|-----------|---------|
| 1. 世界経済概観 | 4. 中国経済 |
| 2. 米国経済   | 5. 国内経済 |
| 3. ユーロ圏経済 |         |

## 1. 世界経済概観

### ○米国経済の堅調さが際立つ

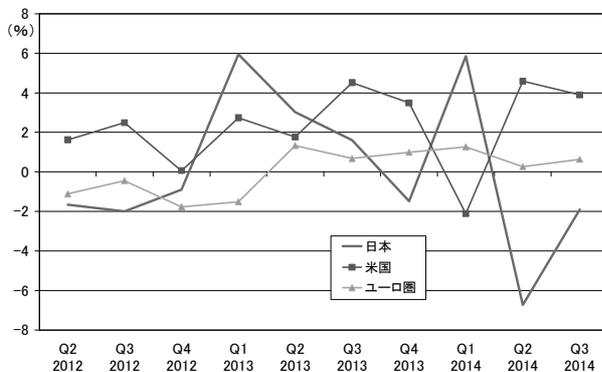
今年秋にかけて世界経済はまちまちな展開が続いた。主要先進国の7～9月期のGDP成長率をみると(第1図)、米国は前期からはやや減速したもの前期比年率+3.9%と堅調な伸びを示す一方、ユーロ圏は同+0.6%と前期の同+0.3%に続き低成長を余儀なくされた。日本は消費増税後の低迷が長引き、同一-1.9%と前期の同-6.7%に続き、2四半期連続のマイナス成長となった。

この間、アジア主要国についてはおしなべて低めの成長率の推移が続いている。アジア

NIES諸国では台湾がやや減速気味で推移する一方、韓国・香港・シンガポールは前期に比べ若干伸びを高めた(第2図)。一方、ASEAN諸国においては、全般的に成長率が低下している(第3図)。この間、BRICS諸国については、インドに持ち直しの動きがみえる一方、ブラジルは2四半期連続で前年比マイナスに落ち込んでいる(第4図)。

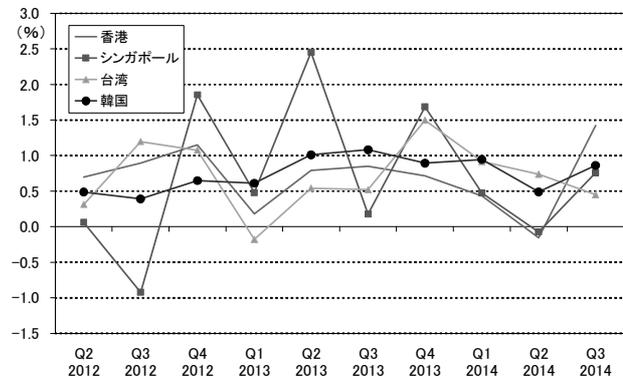
当面の世界経済については、基本的には先進国を中心に緩やかな回復基調を辿るとみられる。新興諸国については、00年代半ばの高成長期のように海外資金に依存した内需主導の回復シナリオを描きづらいことから、全体

(第1図) 日本、米国、ユーロ圏の実質GDPの推移(季調済前期比年率)



(注) データストリームのデータより作成

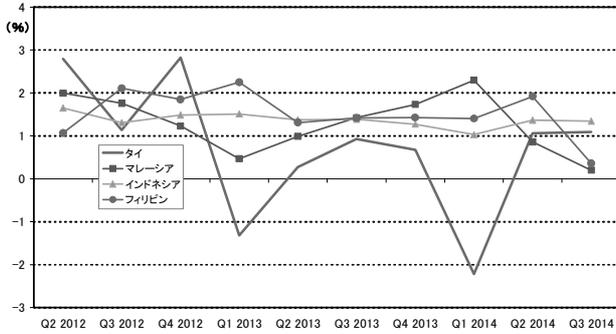
(第2図) アジアNIES諸国の実質GDPの推移(季調済前期比)



(注1) 季調値が非公表の場合は当研究所にて季節調整を実施

(注2) データストリームのデータより作成

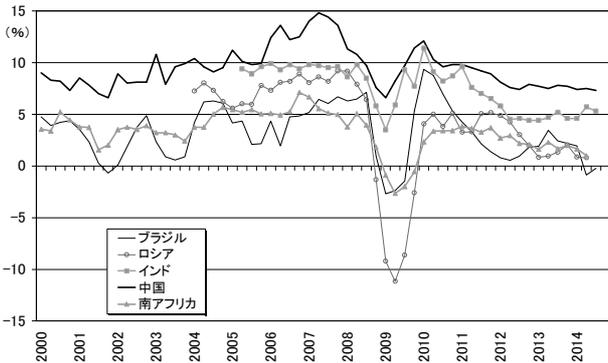
(第3図) ASEAN 4 各国の実質GDPの推移  
(季調済前期比)



(注1) 季調値が非公表の場合は当研究所にて季節調整を実施

(注2) データストリームのデータより作成

(第4図) BRICS諸国の実質GDPの推移(前年比)



(注) データストリームのデータより作成

的に低めの成長が続こう。

なお、このところ原油価格の下落が目立っている。もともと夏場から弱含んでいた原油価格は11月に入って下げ足を速め、さらに11月27日のOPEC総会で減産が見送られたことから一段安となっている。このことは産油国以外の新興諸国には相応のプラスの影響を及ぼすとみられる。新興国の中には輸入燃料依存度の高い国が多い(第1表)ことから、原油価格が低下すれば所得の海外への流出が抑制され、一国全体の購買力が増すためである。

(第1表) 各国の鉱物性燃料純輸入額/名目GDP比率の推移

	(%)				
	2009	2010	2011	2012	2013
ブラジル	0.2	0.5	0.4	0.4	1.0
中国	2.0	2.7	3.3	3.4	3.0
フランス	2.1	2.4	3.1	3.3	3.1
ドイツ	2.5	3.0	3.6	3.9	3.7
インド	4.3	4.3	5.4	7.1	6.1
イタリア	2.8	3.4	3.9	4.0	3.5
日本	2.8	3.4	4.4	4.9	5.4
フィリピン	4.1	4.5	5.1	5.2	4.2
韓国	7.5	8.2	10.0	10.5	9.7
シンガポール	9.2	10.3	14.0	16.8	15.3
タイ	6.5	6.9	8.9	9.0	9.8
英国	0.5	0.5	1.0	1.2	1.0
米国	1.6	1.9	2.2	1.8	1.4

(注) 国際連合 Comtrade、IMF World Economic Outlook データベースのデータより作成

また、このことは新興諸国向け輸出依存度の高い先進諸国にもプラスのフィードバック効果をもたらすとみられる。

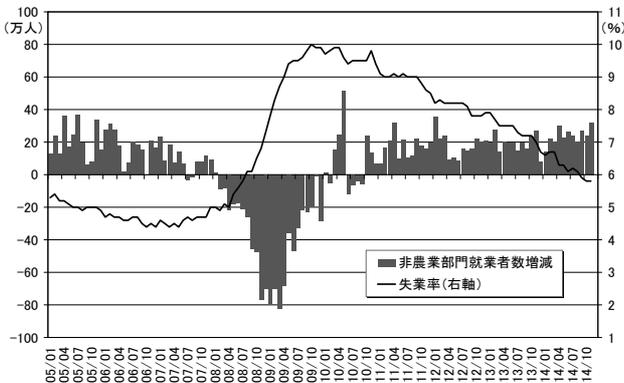
## 2. 米国経済

### ○堅調推移続く米国経済

今年7～9月期のGDP成長率は前期比年率+3.9%と堅調な伸びを示した。4～6月期に前期の寒波の影響の反動から同+4.6%と高成長を達成していたことを考慮すれば、景気の基調は強いといえよう。個人消費、住宅投資、企業設備投資などの国内需要が全般的に底固さを示したほか、輸出も同+4.9%と前期の同+11.0%に続いて堅調な伸びを示した。この間、輸入は減少したため、外需の寄与はプラスとなった。

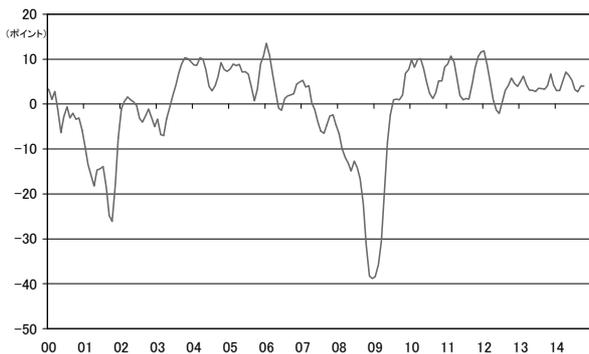
一方雇用動向をみると(次頁第5図)、非農業部門就業者数の増加数はこのところ月当たり20万人を上回るペースで推移している。失業率も低下傾向を辿っており、直近11月統計(12月5日発表)では5.8%まで改善している。

(第5図) 米雇用指標の推移 (季節調整値)



(注) 米労働省のデータより作成

(第6図) 米国LMCI (労働市場環境指数) の推移 (前月比変化)



(注) データストリームのデータより作成

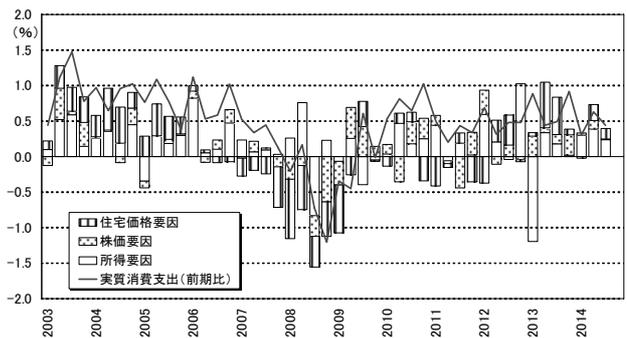
また、今般FRBが定期公表を開始した労働市場環境指数 (LMCI、19種類の労働関連データを合成して作成される包括指標) でみても、雇用環境の改善が続いていることが確認できる (第6図)。

今後の米国経済は、引き続き緩やかな回復過程を辿るものと見込まれ、成長率は14年の+2.4%の後15年は+3.0%に加速すると予想する。消費、企業設備投資など主として堅調な内需に牽引される構図が続くものと想定している。

○所得増、住宅価格の資産効果が消費の押し上げ要因に

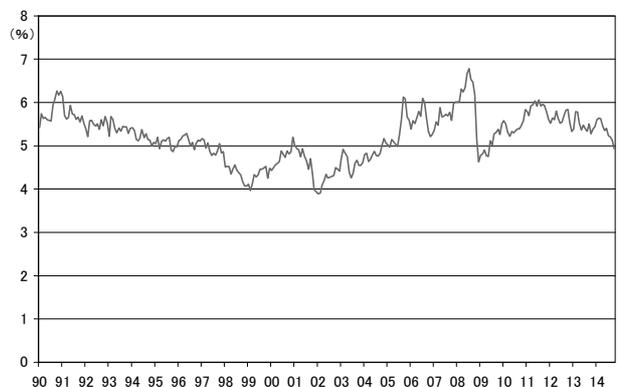
7～9月期の実質個人消費は前期の前期比年率+2.5%からは減速したものの、同+2.2%と比較的堅調な伸びを示した。消費関数を用いた変動要因分解によれば (第7図)、所得増に加え、住宅価格の上昇による資産価格効果が消費の押し上げ要因となったもようである。今後についても、雇用環境の改善を前提に、消費は緩やかに増加していくとみられる。また、このところの原油価格の低下は、

(第7図) 消費関数による個人消費の変動要因分解



(注) データストリームのデータより作成

(第8図) 米家計支出に占めるエネルギー関連支出の割合



(注) データストリームのデータにより作成

米国家計にとってもエネルギー支出負担の軽減を通じて恩恵をもたらそう（近年の米国家計支出に占めるエネルギー関連支出の割合は概ね5~6%程度（第8図））。

○底堅く推移する住宅投資

昨年7~9月期まで前期比年率2桁の伸びで推移してきた住宅投資は、昨年10~12月期、今年1~3月期と2四半期連続マイナスになったものの、その後はプラス成長に復帰し、持ち直しの動きとなっている（今年7~9月期は前期比年率+2.7%）。昨年末の停滞については、住宅ローン金利の上昇などのほか、寒波の影響もあったとみられる。今後については、在庫率の水準からみて住宅市場の需給は依然良好なこと、量的緩和は終了したとはいえ、目先緩和的な金融環境は大きく変わらないとみられること、所得面の支えも期待できること、などから、住宅市場はやや伸びを鈍化させつつも、基本的には回復基調を辿るとみられる。

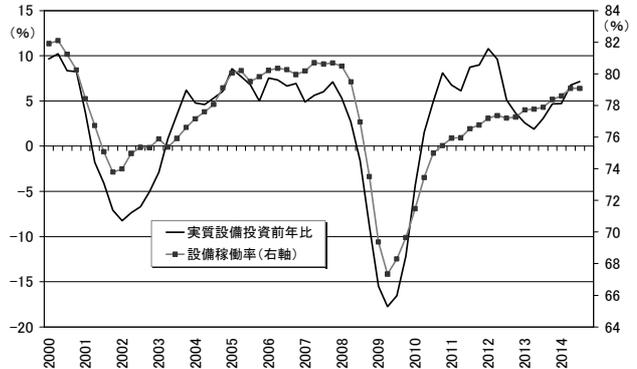
○設備稼働率の上昇が続く

企業設備投資は4~6月期に前期比年率+9.7%と強めの伸びを示した後、7~9月期も同+7.1%と堅調な増加ぶりを示している。当面は設備稼働率の上昇が続いていること（第9図）、月次の耐久財受注統計が堅調な増加基調を辿っていること（第10図）から、企業の投資需要は根強いとみられ、設備投資は増加傾向が続くと予想する。

○足元のドル高が輸出の抑制要因に

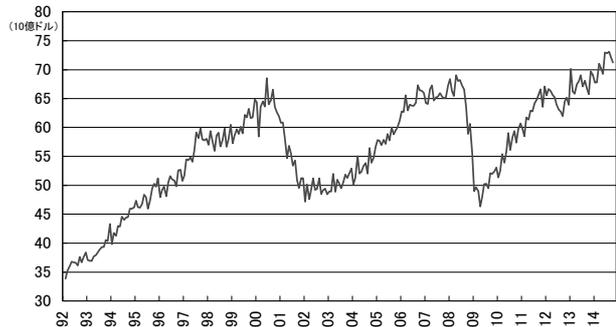
7~9月期の輸出は前期の前期比年率+11.0%から鈍化したものの同+4.9%と引き続き堅調に増加している。輸出相手国の成長

（第9図）実質設備投資（前年比）と設備稼働率の推移



（注）データストリームのデータより作成

（第10図）耐久財受注の推移（航空機を除く非国防資本財）

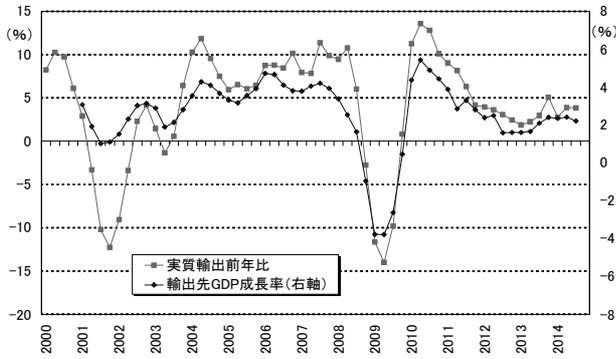


（注）米商務省資料より作成

率をみると（次頁第11図）、足元まで緩慢な伸びが続いており、輸出もこうした動きに沿って今後も緩やかな増加が見込まれる。ただ、直近のドル高は一定のタイムラグをもって輸出抑制要因として効いてくるとみられることから、若干の留意が必要であろう。一方、輸入については、内需の堅調さを反映して今後も増加基調を辿るとみられる。

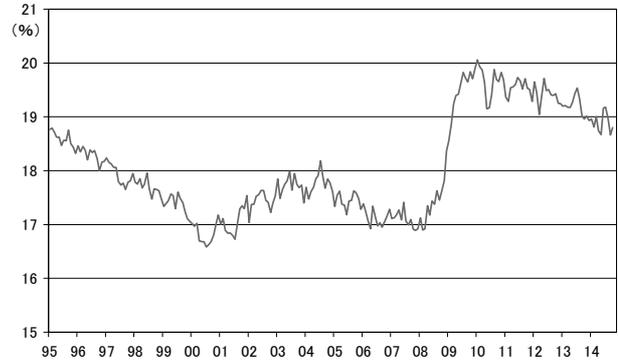


(第11図) 米輸出と輸出先GDPの推移



(注) データストリームのデータより作成

(第13図) パートタイム労働者比率の推移 (対就業者数)



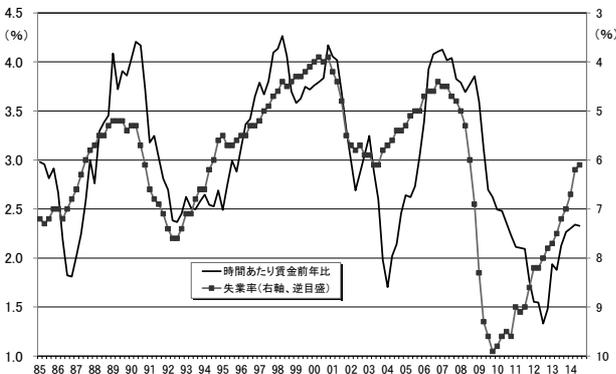
(注) データストリームのデータより作成

○インフレに加速感はみられず

コアCPIの前年比上昇率は今年春まで1%台後半で推移した後、ややピックアップの動きとなったものの、加速感はなく、直近の10月統計では+1.8%となっている。インフレが加速しない背景には、基本的には賃金上昇率の停滞があるとみられる。

失業率と賃金上昇率の動きを対比させると、現局面では失業率の改善に対して、賃金の上昇がやや出遅れているように見受けられる(第12図)。リーマンショック後に急上昇

(第12図) 時間あたり賃金(前年比)と失業率の推移



(注) データストリームのデータより作成

したパート労働者比率が大きくは低下していない(第13図)等、何らかの構造要因が賃金の伸びを抑制している可能性も否定はできないものの、ここでは失業率の低下にやや遅れて賃金も伸びを高めていくものと想定する。これに伴いインフレ率も上向き気味の推移を予想するが、そのペースは緩やかなものにとどまろう。

○量的緩和は終了、利上げは来年後半に

10月28~29日のFOMCは、資産購入プログラムを10月で終了することを決めた。ゼロ金利政策については前回同様「さまざまな情報を幅広く考慮」し「特にインフレが引き続き中長期的な目標である2%を下回ると予測される場合」に「資産購入プログラム終了後も相当な期間」ゼロ金利政策を据え置くことを決めた。今後については賃金や物価の動向をにらみつつ、ゼロ金利政策を15年後半まで続けるとみている。

### 3. ユーロ圏経済

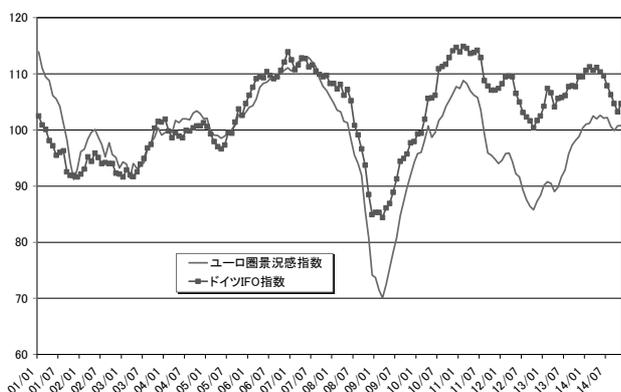
#### ○停滞続くユーロ圏経済

7～9月のユーロ圏の成長率（12月5日発表の改定値）は前期比+0.2%と低調ながら前期（同+0.1%）からやや加速した。需要項目別にみると、個人消費が同+0.5%、輸出が同+0.8%と増加したものの、設備投資（総固定資本形成）が同-0.2%と減少した。設備投資の減少は2四半期連続である。また、輸入が同+1.2%と増加したため、純輸出はマイナス寄与（-0.1%）となった。

一方、景況感指数の動きをみると、ユーロ圏全体の牽引役が期待されるドイツも含め、春以降の悪化が明瞭になっていたが、直近では反転の兆しが出ており（第14図）、この動きが実体経済まで波及するかどうか注目される。

今後については、主に雇用情勢改善を背景とした個人消費の増加と、ユーロ安による輸出の回復を支えとして、ユーロ圏景気は緩やかな回復過程を辿るものと想定する。実質成長率については、14年の0.8%の後、15年は+1.3%となる見込みである。

（第14図）ユーロ圏とドイツの景況感指標の推移



（注）データストリームのデータより作成

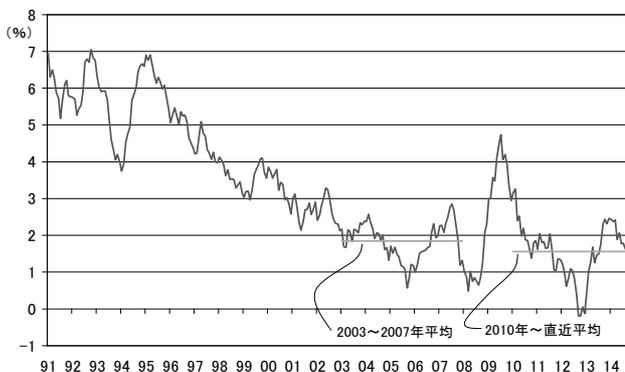
#### ○強まるデフレ懸念

この間、ユーロ圏のデysinフレには依然として歯止めがかかっていない。CPI総合の前年比の動きをみると、昨年10月に+0.7%と1%を割り込んだ後、足元にかけてもじりじりと低下傾向が続き、直近11月統計では+0.3%となっている。

さて、こうしたデysinフレの弊害として、実質金利の高止まりが指摘できる。CPI上昇率で実質化したユーロ圏の長期金利の動きをみると、リーマンショック前の景気拡大期に比べ、平均的にみてほとんど下がっていないことがわかる（第15図）。

ここで、実質金利を説明変数に含む設備投資関数を推計し（第2表）、09年以降の実質金利が0%であったとした場合のシミュレーション

（第15図）ユーロ圏の実質長期金利の推移



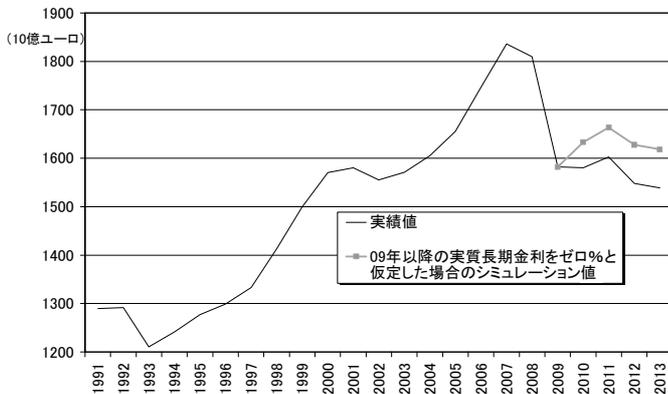
（注）データストリームのデータより作成

（第2表）ユーロ圏実質設備投資関数の推計

定数項	GDP/ 資本ストック	実質長期金利	自由度修正済 み決定係数
-0.0264	2.3919 (13.6691)	-0.0150 (-4.2978)	0.9025

（注1）被説明変数は設備投資／資本ストック  
（注2）実質長期金利以外の変数は自然対数を使用  
（注3）推計期間：91～13年、下段カッコ内はt値  
（注4）欧州委員会、データストリームのデータより作成

(第16図) ユーロ圏実質設備投資の推移とシミュレーション



(注) 欧州委員会、データストリームのデータより作成

ョンを行って見たところ、09～13年において年平均で3%程度計算値が実績値を上回る結果となった(第16図)。このことは、仮に実質金利をより低下させていけば、設備投資のここまでの停滞は防ぐことができていた可能性が高いことを示しており、実質金利が十分に下がっていないことの悪影響は無視できないものであるとみることができる。この点から、ECBが一段の金融緩和措置をとる必要性は大きいと考えられる。

#### ○ECBは量的緩和に踏み込む可能性

12月4日のECB理事会では追加緩和などの政策変更は決定されなかったものの、声明文の文言修正などにより、追加緩和への市場の期待感をつないだかたちとなっている。

もともとECBは11月の理事会において、景気低迷が長引く一方でインフレ率の低下にも歯止めがかからない中、バランスシートを12年初めの水準まで拡大していく旨声明文に盛り込み、この方針を「公約化」したところである。この場合、1兆ユーロ規模の資金供給が必要となるが、カバード・ボンドや資産担

保証券買い入れなど現行の政策手段のみではこの規模の達成は困難であり、いずれ国債買い入れなどの本格的な量的緩和に踏み込まざるを得ない、との観測が強まっている。特に直近の原油価格の下落により、インフレ率の一段の下振れ懸念が強まっており、現状を放置した場合、かつての日本と同様デフレに陥るリスクがあるとみられる。以上から、15年1～3月に国債買い入れを含む量的緩和に踏み切る可能性が高いと考えられる。

## 4. 中国経済

### ○中国経済は一進一退

14年入り後の中国経済は実質GDP成長率が7%台半ばで一進一退の動きをみせ、低迷が続いている。背景には、投資の伸びが鈍化していることに加え、消費に加速感がみられないことなどがある。一方で輸出はやや上向きの動きを示している(第3表)。

GDP統計の動きはやや緩慢で、景気の強弱がわかりにくい。そこで、直近の動きを、より景気に敏感に反応する指標を合成したものとみると、昨年夏をピークとして足元にかけて減速が続いていることがわかる(第17図)。

目的には製造業などで過剰設備に直面していること、家計消費も上向きは展望しづらいことなどから、全体として成長率は減速気味に推移しよう。

こうした中、人民銀行は11月21日、2年4か月ぶりに基準金利の引き下げを決定した。このところのインフレ率低下による実質金利の上昇や不動産市場の低迷に対応したものとみられる。もっとも、「引き続き穏健な金融政策を維持する」との従来方針も示されており、今回の決定が今後の追加緩和につながっていくかどうかは現状不透明である。

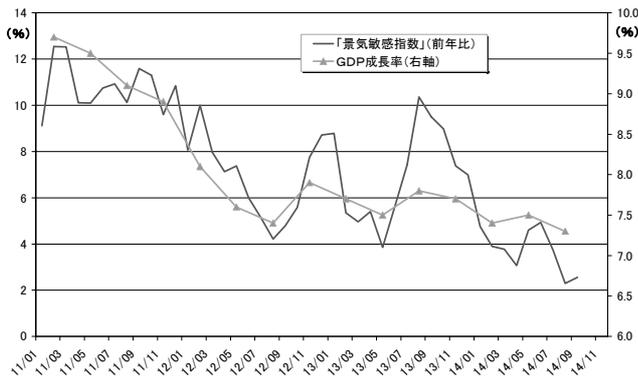
(第3表) 中国主要経済指標の推移

(単位:前年比%、銀行融資増加額と貿易収支のみ実額)

	2014年									
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
都市部固定資産投資(累計)	n.a.	17.9	17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1	15.9
鉱工業生産	n.a.	n.a.	8.8	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0	7.7
小売売上高	n.a.	11.8	12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6	11.5
消費者物価	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0	1.6	1.6
生産者物価	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.5	-1.1	-0.9	-1.2	-1.8	-2.2
マネーサプライ(M1)	1.2	6.9	5.4	5.5	5.7	8.9	6.7	5.7	4.8	3.2
マネーサプライ(M2)	13.2	13.3	12.1	13.2	13.4	14.7	13.5	12.8	12.9	12.6
銀行融資残高	14.3	14.2	13.9	13.7	13.9	14.0	13.4	13.3	13.2	13.2
銀行融資増加額(億元)	13,200	6,445	10,500	7,747	8,708	10,800	3,852	7,025	8,572	5,483
輸出	10.5	-18.1	-6.6	0.8	7.1	7.2	14.5	9.4	15.3	11.6
輸入	10.0	9.9	-11.4	0.8	-1.5	5.5	-1.5	-2.3	7.1	4.7
貿易収支(億ドル)	319.4	-227.0	79.1	185.6	361.5	317.0	472.4	498.7	310.4	454.1

(注) データストリームのデータより作成

(第17図) 中国の「景気敏感指数」(前年比)とGDP成長率の推移



(注1) 鉄道貨物輸送量、電力消費量、銀行融資の前年比を単純平均して作成

(注2) データストリームのデータより作成

こうした状況を踏まえ、中国経済は当面7%台前半の成長率で推移するとみる。GDP成長率は14年の+7.3%の後、15年は+7.0%になるものと予想する。

## 5. 国内経済

### ○予想外の2四半期連続マイナス成長

7~9月期の日本のGDPは前期比-0.5%(年率換算で-1.9%)と2四半期連続のマイ

ナス成長となった(12月8日発表の2次速報値)。駆け込み需要の反動で大きく落ち込んだ4~6月期の後の回復が期待されていたが、予想外の減少となった。個人消費が前期比+0.4%と低い伸びにとどまったほか、住宅投資が同-6.8%、設備投資が同-0.4%と2四半期連続で減少した。一方輸出は同+1.3%、輸入が同+0.7%となり、純輸出の成長率に対する寄与度は+0.1%のプラスとなった。全体を大きく押し下げたのは在庫投資であり、寄与度は-0.6%であった。

### ○消費税率再引き上げは先送り

安倍首相は11月18日、前日発表のGDP1次速報値がマイナス成長であったことを踏まえ、15年10月に予定されていた8%から10%への消費税率再引き上げを17年4月に先送りする旨表明した。これに先立って、10月31日に日本銀行が予想外の追加金融緩和実施を決定したことから、株高・円安が進展した。

### ○増税後の景気停滞は一巡

年初以降の経済指標の悪化を反映して、景気動向指数はリセッション入りを示唆する動

きとなってきた（第18図）。もっとも、直近の鉱工業生産統計をみると、8月まで減少傾向であった生産指数は9・10月と2か月連続で増加しているほか、製造工業生産予測調査によれば企業は11月前月比+2.3%、12月同+0.4%と増産を予定している（第19図）。この通りに実際の生産が推移した場合、10～12月期の生産水準は前期比+3.2%となる（7～9月は同-1.9%）。

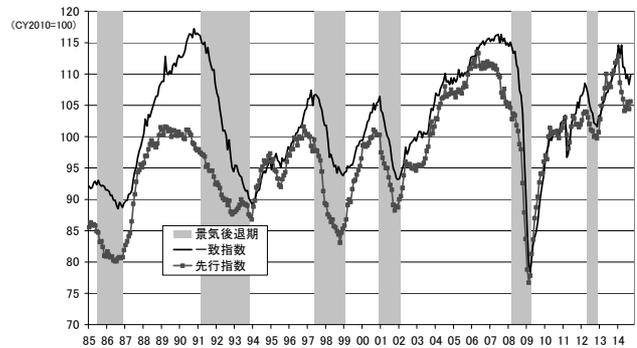
このように企業の生産活動に上向きの動きが出始めていることからみて、増税後の景気停滞は既に一巡している可能性が高い。実質成長率は14年度が-0.7%とマイナスに落ち込むものの、雇用情勢の改善を背景として所得環境の好転が見込めること、企業収益の改善から設備投資も増加が期待できること、などから15年度は+1.3%とプラス成長に復帰するものと予想する。以下、需要項目ごとに検討していく。

○駆け込みの反動に加え、実質購買力の悪化が消費を下押し

4～6月期に前期比-5.1%と大幅なマイナスを記録した個人消費であったが、7～9月期も+0.4%と低い伸びにとどまった。消費増税による実質購買力悪化の影響は事前に想定されていたよりも大きかったようである。7～9月期については、天候不順が消費抑制要因となったことに加え、家計調査において所得の低いサンプルが入った可能性が指摘されている。ただ、こうした点を勘案しても、消費の基調は弱いと考えられる。

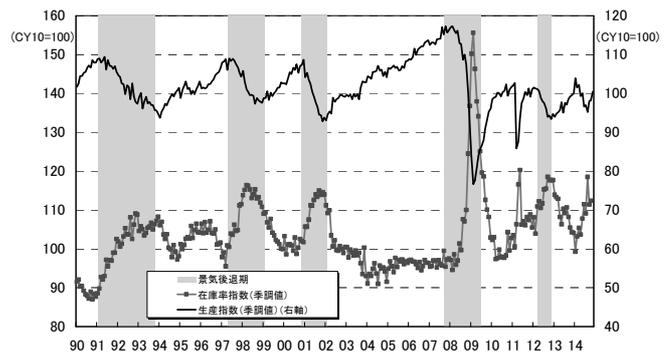
また、総務省のCPI統計に比べてカバレッジは限定的ながら、物価動向を日次で把握できることから最近注目されている「東大日次物価指数」の動きをみると、夏場以降低下傾向で推移していることがわかる。さらに、同

（第18図）景気動向指数・C I の推移



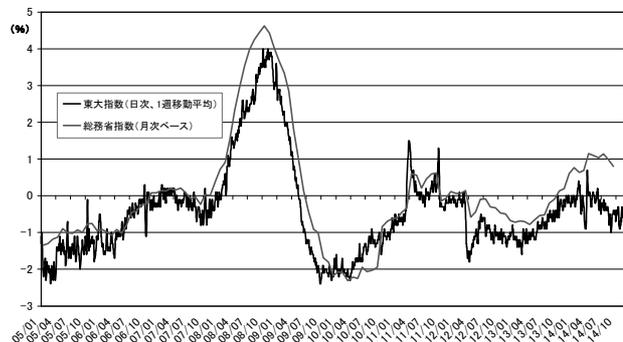
（注）INDBのデータより作成

（第19図）鉱工業生産指数と在庫率指数の推移（季節調整値）



（注1）生産指数の直近部分は予測指数を用いて延長したもの  
（注2）経済産業省資料より作成

（第20図）日用品の物価動向（前年比）



（注1）「総務省指数」は渡辺研究室算出。東大指数の対象品目について総務省CPI統計から計算したもの  
（注2）「東大日次物価指数プロジェクト」ウェブサイト掲載データより作成

指数と同じ対象品目を用いて総務省の品目別データから算出されている「総務省指数」と比較すると、このところ両者の乖離が拡大している点が目を引く（第20図）。

総務省のCPI統計が平常価格を調査対象としているのに対し、スーパーなどのPOSデータをベースとした東大指数は特売による値下げも加味していることから、両者の乖離拡大の要因の一つとして、特売品の増加が考えられる。小売の現場で消費増税後の需要の弱さが強く意識されていることを反映したものとみられる。

さらに、このところの消費者の暮らしや物価についての意識を日銀のアンケート調査によって窺うと（第4～6表）、収入の増加が明確には期待しづらい中で、物価が先行して上昇してきたことに対して不安を感じ、支出態度を慎重化していこうとする姿勢が明確に読み取れる。こうした状況では、今般の再増税先送りもやむなしというところであろう。

もっとも今後については、失業率が構造失業率近辺まで低下する一方（次頁第21図）、賃上げの動きも表面化してきており、雇用・所

得環境の改善が家計にも徐々に実感されてくるに伴って、消費に持ち直しの動きが出てくるとみている。特に、大企業中心ではあるが年末のボーナスは高い伸びが見込まれること、来年度の賃上げも相応の伸びが期待でき

（第5表）消費者の収入、支出に対する意識

	13年/12月	14年/3月	6月	9月	14年/9月値と13年/12月値との差
増える	8.1	8.6	8.3	6.7	-1.4
変わらない	53.5	53.1	55.5	53.9	0.4
減る	37.8	38.0	35.8	39.0	1.2

	13年/12月	14年/3月	6月	9月	14年/9月値と13年/12月値との差
増えた	37.6	36.7	42.6	43.6	6.0
変わらない	42.4	43.9	38.3	35.7	-6.7
減った	18.4	18.6	17.5	19.9	1.5

	13年/12月	14年/3月	6月	9月	14年/9月値と13年/12月値との差
収入が増えたから	7.2	6.2	5.4	5.7	-1.5
将来の収入増が見込まれるから	1.8	2.1	1.8	1.3	-0.5
不動産など実物資産が値上がりしたから	0.8	1.7	0.9	1.3	0.5
株式や債券などの金融資産が値上がりしたから	1.8	2.2	0.9	1.3	-0.5
住宅など不動産を購入したから	6.4	6.9	5.6	5.8	-0.6
車など耐久消費財を購入したから	18.9	22.0	17.6	15.6	-3.3
扶養家族の増加などに伴う支出があったから	23.0	24.6	19.7	18.6	-4.4
生活関連の物やサービスの値段があがったから	49.0	52.0	70.9	72.7	23.7
その他	29.1	21.8	18.6	15.8	-13.3

	13年/12月	14年/3月	6月	9月	14年/9月値と13年/12月値との差
増やす	5.9	5.4	4.6	6.3	0.4
変えない	46.8	45.5	46.2	42.9	-3.9
減らす	46.5	48.7	48.3	50.3	3.8

（注）日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」のデータより作成

（第4表）消費者の暮らしに対する意識

	13年/12月	14年/3月	6月	9月	14年/9月値と13年/12月値との差
ゆとりが出てきた	4.7	4.6	3.9	4.4	-0.3
どちらとも言えない	54.3	57.1	52.3	46.9	-7.4
ゆとりがなくなってきた	40.9	38.1	43.7	48.5	7.6

	13年/12月	14年/3月	6月	9月	14年/9月値と13年/12月値との差
給与や事業などの収入が減ったから	58.7	58.9	49.0	48.5	-10.2
利子や配当などの収入が減ったから	10.8	12.2	11.4	10.1	-0.7
不動産の購入などの支出があったから	2.6	4.9	3.1	2.8	0.2
物価が上がったから	46.1	46.1	61.9	66.2	20.1
不動産・株式などの資産の価格が下がったから	4.0	3.3	3.6	2.4	-1.6
扶養家族が増えたから	8.8	9.2	8.6	6.8	-2.0
その他	22.6	22.2	20.9	21.7	-0.9

（注）日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」のデータより作成

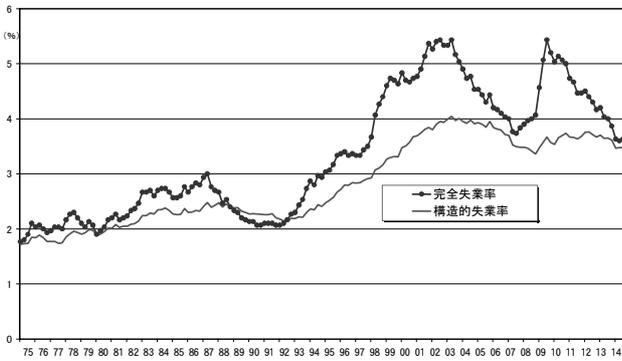
（第6表）消費者の物価に対する意識

	13年/12月	14年/3月	6月	9月	14年/9月値と13年/12月値との差
かなり上がった	7.8	8.4	10.9	19.3	11.5
少し上がった	59.2	60.9	60.4	61.1	1.9
ほとんど変わらない	29.3	27.7	25.4	16.9	-12.4
少し下がった	2.7	2.2	1.8	1.1	-1.6
かなり下がった	0.2	0.3	0.7	0.7	0.5

	13年/12月	14年/3月	6月	9月	14年/9月値と13年/12月値との差
どちらかと言えば、好ましいことだ	3.8	4.1	3.7	4.0	0.2
どちらとも言えない	15.4	15.8	17.3	15.7	0.3
どちらかと言えば、困ったことだ	80.3	78.6	78.1	78.8	-1.5

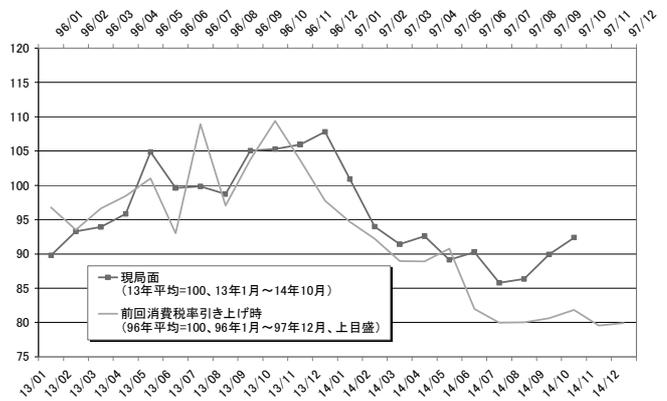
（注）日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」のデータより作成

(第21図) 実際の失業率と構造的失業率の推移



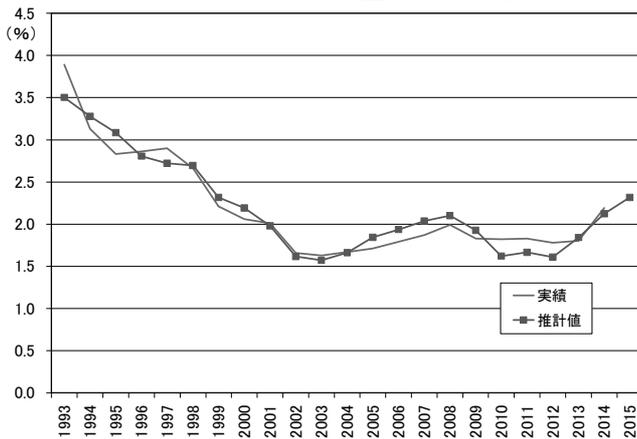
(注1) 構造的失業率はUV分析を基にして算出  
(注2) INDBのデータなどより作成

(第23図) 消費税引き上げ前後の新設住宅着工戸数の推移 (季節調整値)



(注) INDBのデータより作成

(第22図) 春闘賃上げ率の推計



(注1) 推計値は、前年度の失業率、コア消費者物価上昇率(過去3年平均)、パートタイム比率、経常利益/売上高比率変化を説明変数とする回帰式によるもの  
(注2) INDBのデータより作成

ること(第22図)は好材料である。

○住宅着工は持ち直しの動き

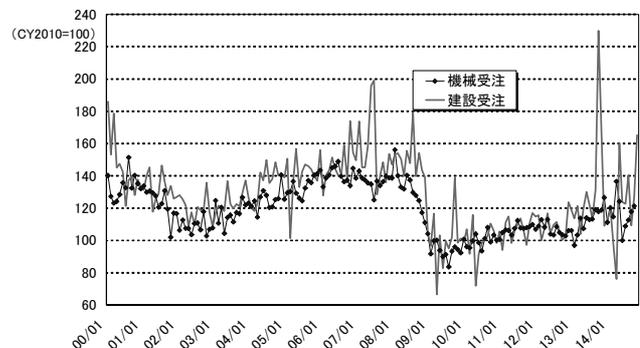
住宅着工戸数は昨年12月に年率105万戸を記録した後、これが目先のピークとなり、年明け以降減少に転じていたが、足元では持ち直しの動きとなっている(第23図)。GDPベースの住宅投資は着工とのラグ関係から10～12月期まで減少が続くが、その後は下げ止ま

りの動きとなろう。もっとも駆け込みの反動と増税による実質所得の目減りの悪影響から、通年の住宅投資は前年度比で大幅なマイナスになるとみられる。

○設備投資は今後緩やかに上向きの見込み

設備投資は1～3月期に大幅増となった後、4～6月期、7～9月期と2四半期連続して減少した。もっとも、足元の関連指標をみると、機械受注、建設受注とも上向いている(第24図)。また設備投資調査では前向きな結果が出ていること(10月末時点の投資計画

(第24図) 機械受注(船舶・電力を除く民需)と民間建設受注の推移(季節調整値)



(注) 内閣府、国土交通省のデータより作成

を調べた日本経済新聞の集計によれば、全産業で前年度比+8.0%、製造業で同+7.1%、非製造業で同+9.0%、企業収益が回復していること、ここにきて製造業の海外投資優先スタンスに変化の兆しが出ていることなどから、企業の国内設備投資は来年度にかけて緩やかながら増加基調を辿るものと予想する。

○補正予算効果の出尽くしから公共投資は今後減少へ

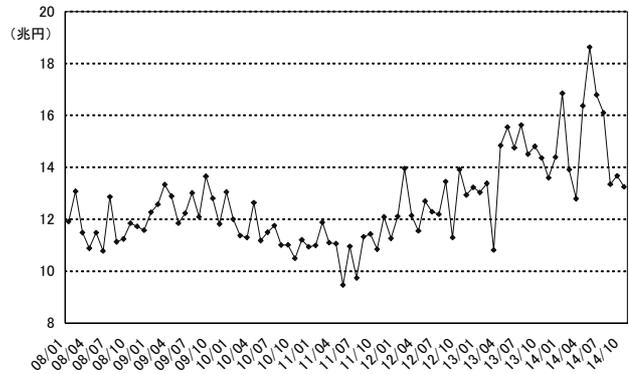
直近7～9月期の実質公共投資は前期比で増加した。昨年度の補正予算の効果が出たものとみられる。もっとも今後については、公共工事請負金額がピークアウトしている（第25図）ことから既に補正予算効果は剥落しているとみられ、公共投資は緩やかに減少基調を辿ろう。

○輸出に上向きの兆し

貿易統計ベースの輸出数量は各地域向けとも横這い気味の推移が続いてきたが、ここにきて上向きの兆しが出ている（第26図）。円安進展にもかかわらず輸出が明確に上向いてこなかった背景には、①海外景気の弱さ、②生産拠点の海外移転の影響、③企業の輸出価格設定行動の変化、④電気機械など個別業界の競争力喪失、などが指摘されている。

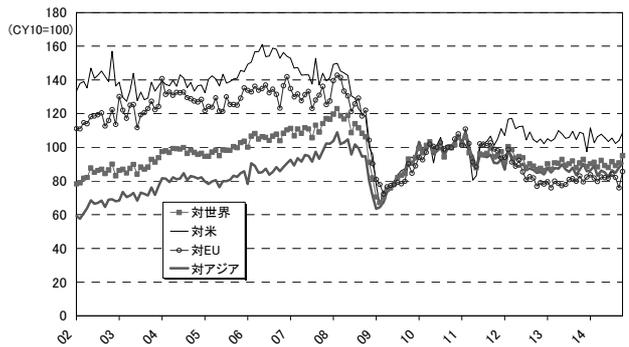
特に、①については、00年代半ばの日本の輸出増加局面において牽引役となった新興諸国経済の成長率が、現在は大きく下方シフトしていることが影響しているものと考えられる。また、②については、「海外／国内投資比率」を説明変数として組み込んだ輸出関数を推計してみると統計的に有意となっており、輸出の下押し要因になっていると考えられる（第7表）。

（第25図）公共工事請負金額の推移（季節調整年率）



（注）INDBのデータより作成

（第26図）地域別輸出数量指数の推移（季節調整値）



（注）INDBのデータより作成

（第7表）実質輸出関数の推計

定数項	海外GDP	円実質実効為替レート	海外／国内投資比率	修正済決定係数
4.1335	1.9790 (16.3022)	-0.3355 (-4.2694)	-0.2247 (-5.2465)	0.9495

（注1）「海外GDP」は日本の主要輸出先実質GDPを輸出額ウェイトで加重平均したもの

（注2）海外投資比率＝海外現法設備投資／国内製造業設備投資

（注3）データはすべて自然対数に変換して使用

（注4）推計期間：95/4Q～14/2Q、下段カッコ内はt値

（注5）経済産業省、財務省、日本銀行、各国統計資料より作成

(第8表) 海外投資比率(海外現法設備投資/国内製造業設備投資)の推計

定数項	海外/日本 GDP比率	円実質実効 為替レート (10四半期ラグ)	修正済 決定係数
16.9689	2.9342 (17.6021)	1.3451 (6.9128)	0.8800

(注1)「海外GDP」は日本の主要輸出先実質GDPを輸出額ウェイトで加重平均したもの

(注2) データはすべて自然対数に変換して使用

(注3) 推計期間：95/4Q~14/2Q、下段カッコ内はt値

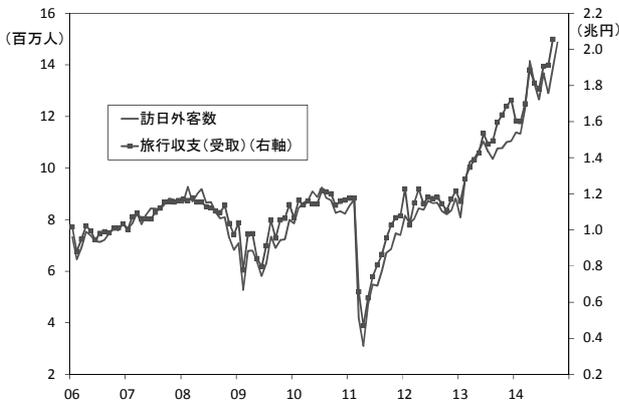
(注4) 経済産業省、財務省、日本銀行、各国統計資料より作成

もつとも、為替の円安進行は、2年半のラグを伴って「海外/国内投資比率」を押し下げる要因となることから(第8表)、今後この部分からの輸出下押し圧力は徐々に弱まっていくことが期待できる。

来年度にかけては、世界経済の回復が続くという前提のもと、輸出は増加していくものとみているが、そのペースは緩慢なものにとどまろう。

なお、円安の対外収支への影響という観点からは、訪日外国人観光客の動向も注目され

(第27図) 訪日外国人観光客数と旅行収支の推移(季調済年率)



(注) 日本政府観光局(JNTO)、日本銀行のデータより作成

よう。このところの海外からの旅行客の増加は、アジア諸国における中間所得層の増加、ビザ取得規制の緩和などを受けたものであるが、円安の進展も一因となっているとみられる。足元の円安を受けて今後も海外旅行客の増加が期待できるところであるが、このことは旅行収支(受取)の増加を通じて、若干ながら対外収支改善に寄与しよう(第27図)。

### ○原油価格の下落がインフレ抑制要因に

今年4月以降の全国コアCPI前年比の動きをみると3%台前半での推移となっているが、足元ではエネルギー価格の上昇率鈍化に加え、需給ギャップの悪化(第28図)もあり、低下してきている。

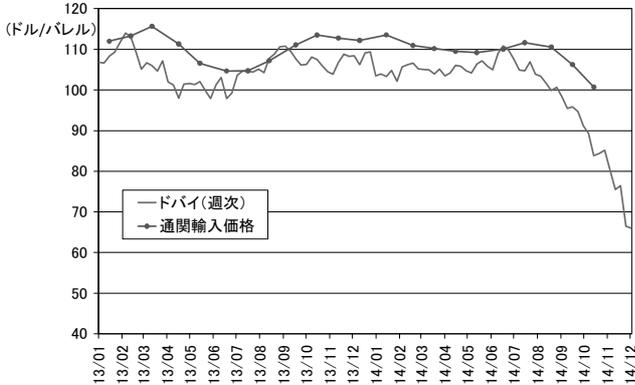
なお、11月入り後の原油価格の下落は1か月程度のラグをもって通関輸入価格に反映されるとみられる(第29図)が、これがCPIベースのエネルギー価格に波及するには最大半年程度かかる見込みである(CPIの「エネルギー」のうち、ガソリン及び灯油については原油輸入価格変動は速やかに反映される一方、電気代及びガス代の場合は6か月程度のタイムラグがある。第30、31図参照)。このため、原油価格が直近の水準で下げ止まっ

(第28図) 需給ギャップの推移



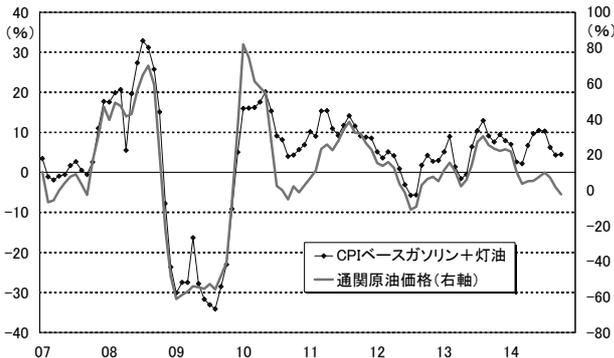
(注) INDBのデータより J A 共済総研推計

(第29図) 原油価格の推移



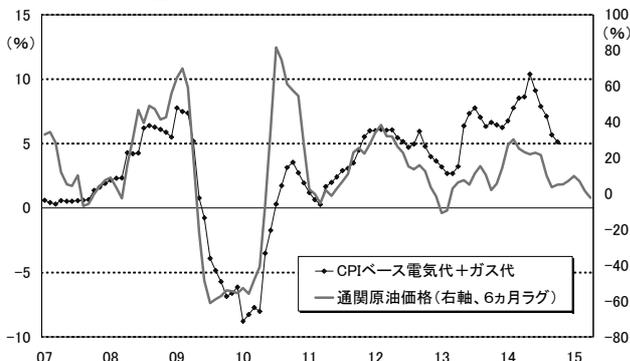
(注) データストリームのデータより作成

(第30図) 通関原油価格(円建て)とCPIベースのガソリン+灯油の推移(前年比)



(注) INDBのデータより作成

(第31図) 通関原油価格(円建て)とCPIベースの電気代+ガス代の推移(前年比)



(注) INDBのデータより作成

たとしても、来年半ばあたりまではエネルギー価格に押し下げ圧力がかかり、CPI全体の上昇率を抑制することになるとみられる。

○日銀は意表を突く追加緩和を実施、インフレ率が高まらない場合は一段の緩和措置も

日銀は10月31日の政策決定会合で「量的・質的金融緩和の拡大」を決めた。内容は①マネタリーベースの増加額拡大(年80兆円、13年4月緩和時の目標は年60~70兆円)、②長期国債買い入れ額拡大(年80兆円、13年4月時は同50兆円)、③国債の平均残存期間長期化(7~10年程度、13年4月時は7年程度)、④ETF、JREITの買い入れ額拡大(それぞれ年3兆円、900億円、13年4月時はそれぞれ1兆円、300億円)、である。

今回の決定については、黒田総裁の事前の発言などから追加緩和はほとんど予想されており、虚を突かれた格好となった市場は大幅な株高・円安で反応した。最近の中央銀行の行動様式の傾向としては、中銀自身の見通しをあらかじめ市場に伝えることを通じて「期待」に働きかけ、政策意図を浸透させることにより政策変更から生じる変動をよりスムーズなものとする手法が主流となってきていたわけである。これに対して今回の日銀の追加緩和は、例えばかつての独・ブンデスバンクを彷彿させるやや古典的な仕方ではなされたものであり、市場との対話という点では若干ながら違和感を残すことになったのではないと思われる。

さて、従来のQQE(量的・質的金融緩和)を今後も継続していたとすると、15年末のマネタリーベース残高は340兆円程度となる計算であった。これに対し、今回の「80兆円増額」を織り込んだ場合には355兆円となり、追

加分は4.4%程度ということになる。またETFの買い入れ規模が3倍になったが、東証の株式売買代金が683兆円（13年の年間データ）であることからすれば、インパクトは限定的であろう。このように、今回の追加緩和の「規模感」は、13年4月時に比べれば、決して大きいものではない。ただ、QQE開始から既に1年半以上が経過して当初は言及されていた15年入り後の政策スタンスについて不透明感が出始めていたこともあり、一種の「時間軸延長」効果的なものが出た可能性はある。

今後については、インフレ率が日銀の想定どおり高まらないようであれば、いずれ一段の追加緩和措置もあり得るとみられる。

### ○日本経済の直面する中期的課題～強まる人口減少への危機感

最後に、日本経済が直面している中期的課題について、最近関心の高まっている人口減少問題と関連させつつ、特に生産性向上という点に絞って考えてみることにしたい。

日本は2008年以降人口が減少に転じたわけであるが、この間人口減少というテーマ自体が、例えば政策課題として真正面から取り上げられることはなかった。ところが今年5月に「日本創生会議」の人口減少問題検討部会が、「消滅可能性都市」が896にのぼる旨の報告書を発表したことをきっかけに、人口減少についての関心が一気に高まったように思われる。一方、経済財政諮問会議の「選択する未来」委員会も11月に報告書を発表し、中長期的に1億人程度の人口維持を目標とすることを提言するとともに、人口減少を放置し、生産性も停滞したままだと、2040年代以降実質経済成長率はマイナスに陥ると警告している。

(第9表) 日本経済見通し総括表

	13年度 (実績)	14年度 (予測)	15年度 (予測)
実質 GDP	2.1	-0.7	1.3
個人消費	2.5	-2.9	1.5
住宅投資	9.3	-13.7	-3.7
設備投資	4.0	1.3	4.3
在庫投資(寄与度)	-0.5	0.4	-0.1
政府消費	1.6	0.4	0.5
公共投資	10.3	0.9	-6.3
純輸出(寄与度)	-0.5	0.6	0.2
輸出	4.7	6.0	4.3
輸入	6.7	2.5	3.5
名目 GDP	1.8	1.1	1.8
GDPデフレーター	-0.3	1.9	0.5
生鮮除く消費者物価	0.8	3.0	1.2
国内企業物価	1.8	3.8	0.8
名目雇用者報酬	1.0	2.3	2.2
鉱工業生産	3.2	-1.7	1.0
完全失業率	3.9	3.5	3.5
新設住宅着工戸数	98.6	86.0	88.2
経常収支	0.8	4.8	10.9
米国 GDP	2.2	2.4	3.0
ユーロ圏 GDP	-0.4	0.8	1.3
中国 GDP	7.7	7.3	7.0
対ドル為替レート	100.2	110.3	121.3
原油輸入価格	110	98.5	85.0

(注1) 失業率は%、住宅着工は万戸、経常収支は兆円、為替レートは円/ドル、原油価格はドル/バレル、その他は前年比%で表示

(注2) 米国、ユーロ圏、中国のGDPは暦年

(注3) INDB、データストリーム、その他各種資料より作成

### ○人口動態は生産性の伸びにも影響を与える

一般に、人口が減少するとこれに対応して労働投入が減り、成長率を抑制することになる点はよく指摘されるところである。ただ、人口減少が成長率に影響を与える経路はこれのみではない。中期予測などでしばしば過去何年かの平均値を用いて外生的に設定されることの多い全要素生産性(TFP)の上昇率に対しても、人口動態は影響を与えることが実証分析から示されている。

例えば、上述の「選択する未来」委員会の「成長・発展ワーキング・グループ」報告書では、主要7か国を対象としたパネルデータ

分析を行い、生産年齢人口変化率が1%ポイント高まると、TFP上昇率は0.3%ポイント程度上昇するという結果を示している。また、筆者が日本の都道府県別データを用いて行った分析でも、(生産年齢)人口増加率とTFP伸び率の間に正の関係がある、という結果を得ている(木下(2013))。

### ○生産性引き上げを積極的に促す政策対応が必要に

もともと、だからといって、人口の減少が止まり、TFPへの下押し圧力が減衰するまで辛抱強く待っているというわけにもいきまい。現時点で可能な生産性引き上げ努力を積極的に推進していくこともまた必要であろう。上述の「選択する未来」委員会の報告書でも、現役世代人口の減少ペースが強まる2030～40年代には経済に対する下押し圧力がかかることを前提として、これに耐えられるようにイノベーション創出による成長力強化を図ることが重要であると述べている。

ここで注目したいのは、研究開発投資とTFPの関係である。権・深尾・金(2008)は、研究開発集約度とTFP上昇率の関係を分析し、前者は後者に正の影響を与えることを示している。こうした点からは、やはり企業部門に期待がかかってくることになるが、一方で企業側にしてみれば、人口減少に伴い市場規模が縮小する可能性が高い国内で、投資を安易には増やしにくいという意識もあるだろう。とはいえ、低めの成長率予想が投資の消極化を招き、そのことが資本ストックの伸び鈍化を通じて自己実現的に潜在成長率の低下を招来するという悪循環は回避する必要がある。現在、国際比較で割高な日本の法人税率を引き下げていく方向で財源問題も含め検討

が進んでいるが、企業部門を中心とした生産性向上の必要性を考えれば、民間のイノベーションを促すような政策的インセンティブの工夫などもまた求められよう。

(12月8日 記)

### <参考文献>

- ・木下茂(2013)「人口減少・高齢化と技術進歩」『共済総研レポート』No.126、JA共済総合研究所
- ・経済財政諮問会議 専門調査会「選択する未来」委員会報告(平成26年11月)
- ・権赫旭、深尾京司、金榮慤(2008)「研究開発と生産性上昇：企業レベルのデータによる実証分析」、Global COE Hi-Stat Discussion Paper Series 003、一橋大学機関リポジトリ
- ・増田寛也(2014)『地方消滅』中央公論新社