

2014年5月20日
SMBC日興証券株式会社

SMBC日興証券、「2014年度～2015年度の日本経済見通し」を発表

SMBC日興証券株式会社は、本日、2014年度～2015年度の日本経済見通しを発表致しましたのでお知らせします。

【要旨】

ー増税反動減は軽微、景気は賃金・輸出の回復から持ち直しへー
実質 GDP: 14年度+0.8%、15年度+1.8%
名目 GDP: 14年度+2.2%、15年度+2.9%

- ・ 2014年1-3月期GDPの一次速報を受け、2014年度～2015年度の経済見通しを改訂した。実質GDP成長率は14年度が同+0.8%、15年度が同+1.8%と予想する。前回予測(3/10)に比べ両年度とも0.1%ptずつ上方修正した。
- ・ 日本市場は年初から調整が続いている。その背景には、アベノミクス効果に対する織り込みの一巡、14年度企業収益に対する減益懸念の2つがあるだろう。アベノミクスについては、「第一の矢」は昨年のような100兆円を超える緩和は考え難く、効果は限定的だろう。「第二の矢」は公共投資は既に息切れしている。残る「第三の矢」はまだ期待が持てるが、成長戦略は長期の政策であり、その成果を現時点で完全に織り込むのは難しい。したがって、今後の注目点は政策というよりもファンダメンタルズとなるだろう。ただ、14年度の企業収益をみると、日銀短観(3月調査)では減益予想(大企業の経常利益計画は▲2.3%)となっている。期首の見通しは常に保守的であるから、過度な心配は不要とみられるが、収益の上方修正がどの程度になるかはマクロの動向に掛かっている。
- ・ マクロ経済の注目点は、「需要面」と「供給面」の両面にある。「需要面」では消費増税の影響、財政の息切れ、輸出不振、為替レートが注目され、「供給面」では労働力不足が注目される。
- ・ 消費増税の影響については、民間消費の9割を占める非耐久財・サービスで事前の駆け込みが殆ど無かったこと、所得面で雇用増、ベア、夏のボーナス増が予想されることから、反動減は軽微で7-9月期にはプラス転換しよう。財政については、2回目の消費増税判断や来年春の統一地方選挙を控え、今秋に景気対策が打たれる可能性が高い。輸出については、米国経済の回復に伴い徐々に持ち直していくと予想される。為替レートは米国での利上げ期待、日本での追加緩和から円安トレンドが復活しよう。内外需の持ち直しと円安により14年度の企業収益(経常利益)は8%程度の増益が予想される。
- ・ 一方、供給面では人手不足が深刻化してくる。現在、遊休労働力は76万人まで減少しており、年内に枯渇する可能性が高い。こうした人手不足は賃金上昇圧力を高める。これまでマクロ賃金はパート比率の上昇により下落してきたが、足元でパート比率は低下に転じており、マクロ賃金は構造的に押し上げられることになろう。
- ・ 問題はこれがコスト増となり、収益悪化に繋がらないかである。しかしそれは価格転嫁によって解決される。逆に価格転嫁がなければデフレ脱却は困難である。ただ、価格転嫁を行っても労働者の実質賃金は上昇するため、企業も労働者も所得が増え、ウィン-ウィンの関係となる。生産性の上昇はあった方が良

いが、極端な需要超過でなければ無くても構わない。生産性上昇が必須となるのは需要超過が深刻な場合である。需要超過によって安易な価格転嫁が横行し、期待を上回るインフレが発生する。いわゆるフリードマンの長期フィリップス曲線の状態である。超過需要とは **GDP ギャップが+4%**前後の状態である。これに到達するのは早くて**2017年度**とみられる。当面は**ゴルディロックス・エコミー**の状態となりそうだ。

【主な前提条件】

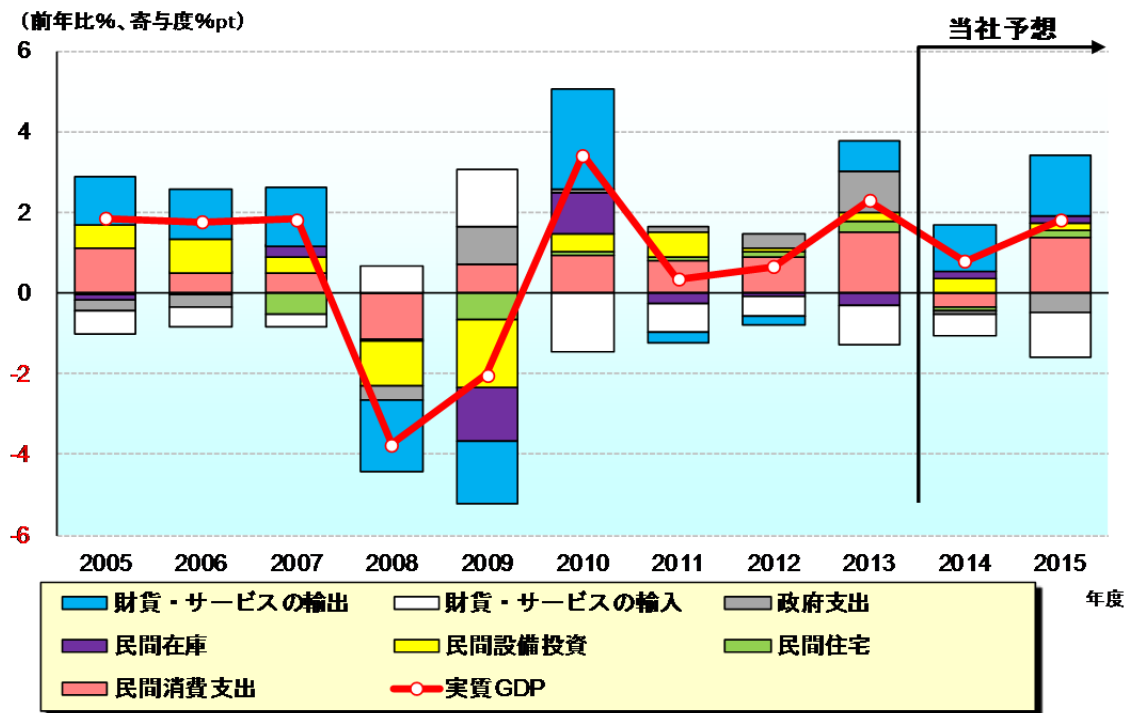
1. 米国実質 **GDP 成長率(暦年)**は **2014年**が同**+2.4%**、**2015年**が同**+3.1%**。
2. 為替レートは、**2014年度 107円/ドル**、**2015年度 111円/ドル**。
3. 原油価格は、**2014年度 105ドル/バレル**、**2015年度 100ドル/バレル**。

日本経済の四半期予測表

	2013年				2014年				2015年				2016年	(実績)→(予測) (単位: %)			前回(3/10)との比較	
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	13年度	14年度	15年度	14年度	15年度
実質GDP成長率(前期比)	1.2	0.9	0.3	0.1	1.5	-1.1	0.6	0.5	0.4	0.4	0.6	0.1	0.6	-	-	-	-	-
(年率換算)	4.9	3.5	1.3	0.3	5.9	-4.4	2.3	2.1	1.6	1.8	2.5	0.3	2.5	2.3	0.8	1.8	0.1	0.1
内需寄与度(前期比)	0.8	0.7	0.8	0.6	1.7	-2.4	0.6	0.5	0.4	0.5	1.0	-0.6	0.6	2.8	0.4	1.8	0.1	0.5
個人消費(前期比)	1.0	0.7	0.2	0.4	2.1	-3.3	1.2	0.8	0.6	0.6	1.1	-1.0	0.6	2.5	-0.6	2.3	0.5	0.8
設備投資(前期比)	-2.0	1.0	0.7	1.4	4.9	0.1	-0.8	-0.8	-1.1	0.1	1.7	2.4	1.1	1.7	2.6	1.4	2.7	-1.6
住宅投資(前期比)	1.8	0.8	3.3	4.3	3.1	-5.0	-4.1	-1.2	3.0	3.6	2.3	1.7	1.5	9.5	-3.5	7.2	-3.7	2.0
公共投資(前期比)	4.5	6.4	6.9	1.2	-2.4	-0.9	-3.9	-4.5	-4.8	-5.2	-4.9	-3.9	-2.5	15.3	-7.6	-17.1	-1.7	4.7
外需寄与度(前期比)	0.4	0.1	-0.5	-0.6	-0.3	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4	0.6	0.0	-0.5	0.4	0.0	0.0	-0.5
輸出(前期比)	4.3	2.9	-0.7	0.5	6.0	0.3	1.1	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	4.7	7.1	8.9	1.8	-1.4
輸入(前期比)	1.1	1.8	2.4	3.7	6.3	-5.7	1.0	1.8	2.0	2.0	3.6	-1.0	1.8	7.1	3.8	7.5	1.5	1.4
名目GDP成長率(前期比)	0.8	0.9	0.2	0.2	1.2	0.3	0.6	0.8	0.3	0.8	0.7	1.2	0.7	1.9	2.2	2.9	0.1	0.1
鉱工業生産(前期比)	0.5	1.6	1.7	1.8	3.1	-2.4	0.6	1.4	1.4	1.7	2.0	-1.0	1.6	3.2	2.6	5.1	0.1	0.3
貿易収支(兆円、当社季節調整値)	-2.4	-2.1	-2.8	-3.3	-4.5	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.4	-1.6	-1.6	-12.8	-7.9	-7.6	0.4	-2.0
失業率(%)	4.2	4.0	4.0	3.9	3.6	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.9	3.7	3.5	0.0	0.0
コア消費者物価(前年比)	-0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	3.1	3.0	3.0	3.0	1.1	1.0	2.3	2.4	0.8	3.0	1.7	0.0	0.2
消費税率引き上げの影響を除く コア消費者物価(前年比)	-0.3	0.0	0.7	1.1	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	0.8	1.0	1.0	0.0	0.2
無担保コール翌日物(期末)	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	-	-
米実質GDP成長率(年率換算)	1.1	2.5	4.1	2.6	0.1	3.2	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2	1.9	2.4	3.1	-0.4	0.0
失業率(%)	7.7	7.5	7.2	7.0	6.7	6.3	6.1	5.9	5.7	5.5	5.3	5.1	4.9	7.4	6.2	5.2	0.0	0.0
コア消費者物価(前年比)	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	1.8	1.7	2.0	-0.1	-0.1
FF金利(期末)	0.0~	0.0~	0.0~	0.0~	0.0~	0.0~	0.0~	0.0~	0.0~	0.0~	0.50	0.75	1.00	0.0~	0.0~	1.00	-	-
	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	-	-

【前提条件】
 為替レート(平均): 14年度107円/ドル、15年度111円/ドル。原油価格(WTI平均): 14年度105ドル/バレル、15年度100ドル/バレル。
 消費税率は2015年10月に2%ptの引き上げを想定。
 13年度補正予算等による経済対策のうち、名目公共投資は2.7兆円を想定。
 注1) 米国のGDPは暦年値、失業率は平均値、FF金利は年末値。
 注2) 実績値は内閣府、総務省、経済産業省、日本銀行。予想値はSMBC日興証券。
 出所) 内閣府、総務省、経済産業省、日本銀行よりSMBC日興証券作成

図表 2-1 実質GDP成長率の見通し



出所) 内閣府よりSMBC日興証券作成

補 足

【免責事項】

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、SMBC日興証券株式会社(以下「弊社」といいます)が情報の提供を目的に作成したものです。本調査レポートは、弊社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本調査レポートに記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませようお願いいたします。本調査レポートは将来の結果をお約束するものでもありませんし、本調査レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本調査レポートにある情報の使用による結果について、弊社及び弊社の関連会社が責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

弊社及び弊社の関連会社のリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。弊社及び弊社の関連会社はかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。弊社並びに弊社の関連会社及びこれらの役員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。

本調査レポートは、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本調査レポートに含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本調査レポートは弊社の著作物です。本調査レポートのいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本調査レポートに関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本調査レポートに記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

【金融商品取引法第37条(広告等の規制)に関する留意事項】

【手数料等について】

本調査レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満株式を除く)の場合は約定代金に対して最大1.2420%(ただし、最低手数料5,400円)の委託手数料をお支払いいただけます。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入される場合は、購入対価のみをお支払いいただけます(購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間で交換する際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む利率又は金額を記載しております。

【リスク等について】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があるとともに、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各部店までお願いいたします。

【弊社の商号等】

SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

【弊社の加入協会】

日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

国別・地域別の開示事項

日本国外へのレポート配布は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

[米国] 本調査レポートはFINRAに登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc(以下「SI社」といいます)の米国外関連会社である弊社のアナリストが作成したものです。本調査レポートの作成に部分的、全体的に関わったアナリストは米国を拠点としておらず、FINRAには登録していません。本調査レポートを作成した米国外アナリストは会員会社に所属しないため、NASD Rule 2711の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピエランス、アナリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。本調査レポートは米国における機関投資家向けにのみ配信を想定しています。本調査レポートを受領した投資家は当該レポートを第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本調査レポートで言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。

[カナダ] 本調査レポートは証券売買の勧誘をするものではありません。本調査レポートは証券の一般的な利点とリスクについて書かれているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本調査レポートは特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

[香港] 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

[中国] 本調査レポートは、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本調査レポートは、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民共和国在住の投資家には、要望により本調査レポートを送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

[台湾] 台湾以外からの本調査レポートの配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

[シンガポール] 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd.(以下「NKSG社」といいます)によって、Financial Advisors Act, Cap110Iにおいて定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家に対してのみ配布されるものです。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本調査レポートを受領したお客様は自身が機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。本調査レポートに起因する事項及び本調査レポートの情報に関するお問合せはNKSG社までお願いします。

[EU、中東およびアフリカ] 本調査レポートや第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited(以下「CM社」といいます)がEMEA内で配布します。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CM社の見解とは必ずしも一致しません。CM社は、本調査レポート内で言及された有価証券を保有している可能性があります。その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited (所在地: One New Change, London EC4M 9AF, 電話番号: +44 (0)20 3527 7000)は、金融行動監視機構(Financial Conduct Authority, 所在地: 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS)の認可を受け、監督下にあります。(No.02418137) 弊社の利益相反ポリシーについては以下のリンクをご参照ください。
<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/coidisclosure.pdf>

アラブ首長国連邦: 本調査レポートは、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されてはなりません。加えて、本調査レポートにかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank, Emirates Securities and Commodities Authority, Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本調査レポートは利用可能とされており、本調査レポートの内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可も登録も受けておりません。