

2014年1-3月期四半期別GDP速報（2次速報値） 発表日：2014年6月9日（月）
～予想外の上方修正だったが、4-6月期の反動減懸念は強まる～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

○ GDP成長率は一段と上方修正され、極めて高い伸びに

本日内閣府から公表された2014年1-3月期の実質GDP成長率（2次速報）は前期比年率+6.7%（前期比+1.6%）と、事前の市場予想（前期比年率+5.5%、筆者予想：+5.7%）を上振れた。1次速報段階で既に前期比年率+5.9%の極めて高い伸びだったが、2次速報では一段の上方修正となるサプライズだった。

設備投資が前期比+7.6%と、1次速報の+4.9%から大幅に上方修正されたことが上振れの主因（事前予想：前期比+4.6%、筆者予想：+5.1%）。在庫投資の寄与度は前期比年率▲2.0%Pt（1次速報：▲0.8%Pt）から大幅に下方修正されているが、設備投資の押し上げが上回り、GDP全体では上方修正となった。その他、3月分の供給側統計が一部反映されたことで個人消費が前期比+2.2%（1次速報：+2.1%）と小幅上方修正されたほか、3月分の建設総合統計の反映により公共投資が前期比▲2.7%（1次速報：▲2.4%）と小幅下方修正されている。

○ 設備投資の大幅上方修正には駆け込み要因が影響している可能性あり

「外需が足を引っ張る一方、駆け込み需要による個人消費の急増と、設備投資の伸び拡大が押し上げ要因になり、極めて高い成長が実現」という構図は基本的には1次速報から変わっていない。在庫投資の大幅下方修正についても、4-6月期以降の成長率にとってはむしろ上振れ要因になりうるわけで、悪い話ではないだろう。

ただし、設備投資の大幅上方修正については注意を要する。2次速報における設備投資は、リース取引の急増により押し上げられている可能性があるためである。GDP 2次速報では、需要側から見たリース取引の推計にあたって、法人企業統計に加えて、リース事業協会が公表している「リース取扱高」の結果も用いられている。このリース取扱高は、13年10-12月は前年比+0.5%にとどまっていたが、14年1-3月期は+24.7%に増加。特に14年3月は前年比+37.6%の急増となっている。中小企業において、リース取引で1-3月期に駆け込み需要が発生した可能性があるだろう。

仮に駆け込みだとすれば、4-6月期には反動が生じる。実際、リース取扱高は4月には一転して前年比▲20.4%と急減している。3月の急増と4月の急減という組み合わせは、駆け込みと反動の影響を疑わせる材料になる。

であるならば、1-3月期の設備投資急増についても、ある程度割り引いて見た方が良さそうだ。企業収益の改善や設備過剰感の解消により設備投資が持ち直していることは事実と思われるが、1-3月期の急増は出来過ぎだろう。4-6月期の設備投資には相応の反動減を見込んでおくことが無難と思われる。

今回のGDP 2次速報の結果は、予想外の上方修正で一見ポジティブだが、4-6月期の反動減懸念を強めた面もある。先行きの景気という観点からは、必ずしも良い結果とは言えないだろう。

○ 4-6月期は大幅マイナス成長が必至

14年4-6月期は、駆け込み需要の反動減により大幅マイナス成長が必至だ。駆け込みが大きかった分、

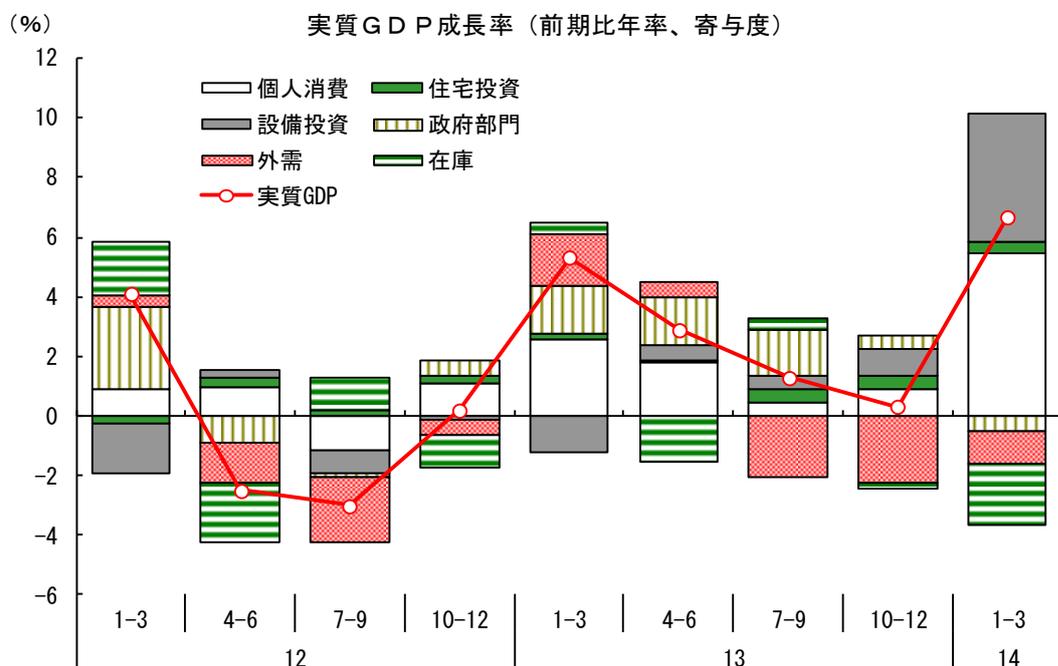
反動減も大きくなると見るのが自然であり、個人消費は大幅減となるだろう。住宅投資でも、4-6月期には反動減が顕在化し、大幅減になる公算大だ。また、前述の通り、1-3月期急増の反動から設備投資も減少する可能性が高いだろう。駆け込み輸入の反動から輸入が減少に転じることや、在庫のプラス寄与等が成長率下支えに寄与するとみられるが、駆け込み需要の反動の影響は大きく、4-6月期の成長率は前期比年率▲5%以上の落ち込みになると予想する。

○ 14年度も景気回復基調は維持可能

もともと、駆け込みがあれば反動があるのは当然であり、そのことをことさら問題視する必要はない。1-3月期と4-6月期は均して判断する必要があるだろう。消費税率引き上げが景気に与える影響としては、「駆け込み需要とその反動」と「実質可処分所得減少による消費下押し」の二つがある。そのうち前者についてはある程度の期間を取れば影響はニュートラルであり、より重要なのは後者だ。つまり、消費税率引き上げによりそれまでのトレンドと比べてどの程度消費が抑制されるかがポイントになる。仮に増税により家計の生活防衛色が急速に強まって消費抑制が進む場合には、反動減の域を超えて消費が落ち込むだろう。

しかし、現時点でそうした動きは確認されない。4、5月の個人消費は大きな落ち込みとなっているが、あくまで駆け込み需要の大きさに見合った程度の反動減にとどまっており、家計が急速に財布の紐を締めているわけではないようだ。反動減の影響が一巡するにつれ、消費は徐々に持ち直すとして良いのではないかと。

7-9月期以降には緩やかな回復が見込まれる。①雇用・賃金の改善が見込まれること、②輸出の増加が見込めること、③設備投資の増加が期待できること、④経済対策効果で公共投資が高水準を維持することがその理由だ。消費税率引き上げによる家計負担増は大きく、高成長だった13年度と比べて鈍化は避けられないが、14年度の日本経済も、回復基調を維持できると予想する。



(出所)内閣府「国民経済計算」

図表 実質GDPの推移

	13年				14年	1次速報実績	当社事前予想
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期		
実質GDP	1.3	0.7	0.3	0.1	1.6	1.5	1.4
(前期比年率)	5.3	2.9	1.3	0.3	6.7	5.9	5.7
内需寄与度	0.9	0.6	0.8	0.6	1.9	1.7	1.7
(うち民需)	0.5	0.2	0.5	0.5	2.0	1.8	1.8
(うち公需)	0.4	0.4	0.4	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1
外需寄与度	0.4	0.1	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3
民間最終消費支出	1.0	0.7	0.2	0.4	2.2	2.1	2.1
民間住宅	1.8	0.8	3.3	4.3	3.1	3.1	3.1
民間企業設備	▲ 2.2	0.9	0.9	1.6	7.6	4.9	5.1
民間在庫品増加(寄与度)	0.1	▲ 0.4	0.1	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.3
政府最終消費支出	0.9	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
公的固定資本形成	4.6	6.4	6.8	1.1	▲ 2.7	▲ 2.4	▲ 2.6
財貨・サービスの輸出	4.3	2.9	▲ 0.7	0.5	6.0	6.0	6.0
財貨・サービスの輸入	1.1	1.8	2.4	3.7	6.3	6.3	6.3
名目GDP	0.9	0.6	0.2	0.2	1.4	1.2	1.2
(前期比年率)	3.7	2.6	0.9	0.8	5.7	5.1	4.9
GDPデフレーター(前年比)	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	0.0

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)