

2014年4-6月期四半期別GDP速報（1次速報値）

～増税後の景気の落ち込みの大きさを再確認～

発表日：2014年8月13日（水）

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

○ 駆け込み需要の反動から大幅減

本日内閣府から公表された2014年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲6.8%（前期比▲1.7%）となった。概ね事前の市場予想（前期比年率▲7.2%、筆者予想：▲6.5%）通りの結果ではあるが、大幅なマイナス成長であることには変わりなく、消費増税後の景気の落ち込みの大きさを改めて確認させる結果である。また、直前の市場予想は▲7.2%だったものの、つい1～2ヶ月前までは年率▲4%台がコンセンサスだったことを考えると、増税後の景気が当初想定されていたよりも下振れて推移していることは否めない。筆者も、増税後の落ち込み幅の見通しが甘かったことを反省したい。なお、4-6月期の成長率は概ね事前の予想通りだが、内訳を見ると、個人消費が予想対比下振れた一方、在庫投資が上振れ、その他の需要項目はほぼ予想通りという形である。消費が下振れた分、在庫が増えており、内容はあまり良くない。

駆け込み需要の反動から個人消費が大幅減になったことが4-6月期の落ち込みの主因。また、住宅投資も反動減が大きく出ているほか、設備投資の落ち込みにも1-3月期の駆け込みの反動の面があるなど、基本的には反動減の色彩が強いことは確かである。実際、実質GDPの14年1-6月の値は13年7-12月対比で年率+1.2%であり、駆け込みと反動を均せばとりたてて悪いわけではない。

ただし、4-6月期の個人消費の落ち込みの一部には実質所得減による下押しが影響している面もあるほか、相変わらず輸出も弱く、（反動減以外の）需要減の影響も無視すべきではない。必ずしも反動減だけでは片付けられないことには注意が必要だろう。また、プラス寄与になった主な項目は外需と在庫だが、外需は輸入減によってプラス寄与になっているに過ぎないほか、在庫増の一部には需要減による積み上がりが含まれている可能性がある点にも注意が必要である。

○ 14年度の成長率見通しは下方修正の公算大

なお、季節調整のかけ直しや基礎統計の改定に伴い過去の値も改定されている。13年10-12月期が前期比年率▲0.2%（改訂前+0.3%）とマイナス成長に変わったことが目を引くほか、2014年1-3月期も+6.1%（改訂前+6.7%）とやや下方修正されている。結果として、14年度にかけての成長率のゲタは1.1%と、改訂前の1.3%から低下した。これは14年度の成長率見通しの下方修正要因になる。

また、4-6月期は年度最初の四半期であるため、年度の成長率予想にとって大きな意味を持つ。この4-6月期が弱い数字となったことで、エコノミストによる14年度のGDP成長率見通しは今後下方修正が相次ぐだろう。日本銀行による14年度成長率見通しも、10月の展望レポートで下方修正される可能性が高いと思われる（7月の中間評価時点では+1.0%の予想）。

○ GDPデフレーターはプラス転化

そんななか、物価に関しては明るい動きがみられた。14年4-6月期のGDPデフレーターは前年比+2.0%となった。消費税率引き上げによる押し上げ分は+1.5%Pt程度とみられるため、増税要因を除いてもGDPデフレーターはプラス転化していることになる。プラスは2009年7-9月期以来。デフレ圧力が明確

に和らいでいることが示されている。

○ 反動減と実質所得減から個人消費が大幅減

14年4-6月期の成長率を需要項目別に見てみよう。今回成長率を大きく押し下げたのは個人消費であり、前期比▲5.0%と急減している。駆け込み需要の反動が顕著に出た形だ。加えて、増税による実質可処分所得の減少が消費抑制に繋がった可能性が高い。ちなみに1997年1-3月期の個人消費は前期比+2.1%、4-6月期は▲3.5%だったのに対して、14年1-3月期は+2.0%、4-6月期は▲5.0%である。駆け込み需要の大きさは前回増税時並だった一方、4-6月期の落ち込みは今回の方が大きい。

今回特に大きな押し下げとなったのが自動車や家電等の高額品を多く含む耐久消費財であり、前期比▲18.9%（1-3月期：+13.0%）と大幅減となった。駆け込みが大きかった分、反動もかなりの規模になっている。また、衣料品を中心とした半耐久財消費も前期比▲12.3%（1-3月期：+6.9%）と落ち込んだほか、食品等の非耐久消費財も買いための反動から前期比▲7.0%と減少した（1-3月期：+1.8%）。また、下支えが期待されたサービス消費も前期比▲0.9%（1-3月期：▲0.1%）と減少している。サービス消費に関しては、1-3月期の駆け込みはほとんど発生していないにも関わらず4-6月期も低調な結果に終わっている。

4-6月期の消費減の主因は駆け込み需要の反動だが、増税による消費抑制の影響も無視できない。実際、4-6月期の実質雇用者報酬は消費税率引き上げによる物価上昇の影響から前年比▲2.2%、前期比でも▲1.8%と大幅減少となっている。名目雇用者報酬は前年比+1.3%と1-3月期（+0.5%）から伸びが高まったものの、増税の悪影響をカバーするには至っていない。前述のサービス消費の低調さの背景には、この実質所得減少の影響があるのだろう。

住宅投資も駆け込みの反動が顕著に出ており、前期比▲10.3%と大幅減となった。GDP統計では進捗ベースでカウントされるため、過去の着工増の影響を受ける形で1-3月期までの住宅投資は増加したが、4-6月期に入り、反動減の影響が明確化している。足元の着工動向からすると、7-9月期も減少が続くだろう。

設備投資は前期比▲2.5%と5四半期ぶりに減少した。1-3月期は前期比+7.7%と急増していたが、4-6月期はいったん小休止になっている。1-3月期にソフトウェアのサポート期限切れに伴う更新需要が集中した反動が出たことに加え、中小企業の一部において消費増税前の駆け込み需要が1-3月期に発生した反動が出たとみられる¹。ただ、企業収益の改善や設備過剰感の解消などを背景に、設備投資は増加基調にあると見て良く、減少は一時的なものにとどまるだろう。各種アンケート調査における設備投資計画も強く、7-9月期以降は再び増加に転じることが予想される。

このように、個人消費、住宅投資、設備投資で駆け込み需要の反動が出たことで、成長率が大きく押し下げられている。

一方、プラス寄与だったのが在庫投資と外需だ。1-3月期は駆け込み需要による在庫取り崩しで在庫投資は大幅なマイナス寄与（前期比寄与度▲0.5%Pt）だったが、4-6月期は前期比寄与度+1.0%Ptと大きなプラスに転じた。特に流通在庫のプラス寄与が大きかったとみられ、成長率の下支え要因になっている。この在庫増は、基本的には駆け込み需要により大幅に減少した在庫の復元という意味合いが強いと思われるが、一部には需要の弱さを受けた在庫の積み上がりが生じている可能性も否定はできない。在庫増は先行きの生産活動の下押し要因になり得る要因であり、今後の動きに注意が必要だ。

¹ 設備投資は基本的には消費増税の影響を受けないが、簡易課税制度を利用している中小企業では駆け込みのインセンティブが発生する。詳しくは13年12月13日発行のEconomic Trends「消費税と設備投資の関係を整理する」をご参照ください。

外需寄与度は前期比+1.1%Pt と大幅なプラス寄与となった。ただしこれは輸入の減少（前期比▲5.6%）によるものである。駆け込み需要により輸入が大幅に増加していた反動が出たに過ぎず、喜べるものではない。一方、輸出は前期比▲0.4%と相変わらず冴えない。輸出増が消費増税後の景気を牽引するとの期待もあっただけに、足元の輸出は期待外れと言わざるを得ない。地域別では、欧州向けは健闘したものの、米国向けやアジア向けが落ち込んだ。消費の回復ペースが鈍いだけに、輸出がいつ持ち直すか（持ち直さないか）が今後の景気の鍵を握るだろう。

その他の需要項目では、公共投資が前期比▲0.5%とほぼ横ばいだった。14年2月成立の補正予算の効果が本格的に顕在化するの7-9月期とみられ、4-6月期の公共投資は景気押し上げに寄与できなかった。

○ 7-9月期は年率3%成長が可能か

このように14年4-6月期は大幅マイナス成長となったが、この落ち込みには歯止めがかかる可能性が高く、7-9月期は前期比年率+3%程度の成長が実現可能と予想している。①個人消費の増加、②補正予算効果の顕在化、③設備投資の回復、④輸出の持ち直し、がその理由である。

まず、個人消費については、反動減の影響が薄れてくるにつれて徐々に増加に向かうだろう。4-6月期の個人消費は、反動減により本来の実力よりもかなり低い水準にあるため、時間の経過とともに反動減の影響が薄れれば、7-9月期は前期比でプラスになるのが自然だ。反動減が大きかったことの裏返しで、7-9月期の伸びは比較的高いものになる可能性もあるだろう。また、雇用の増加が続いていることや、ボーナス増による賃金上昇なども消費下支えに寄与する見込みだ。

公共投資も増加が期待できる。2月に成立した補正予算の効果が最も強く出るのが7-9月期であり、公共投資の増加が景気下支えに効いてくるだろう。先行指標である公共工事前払金保証統計が4-6月期に大幅に増加していることも、このことを示唆している。

設備投資についても、4-6月期こそ減少したが、企業収益の増加、設備過剰感の解消などを受けて再び増加する可能性が高い。設備投資計画も強く、今後の景気押し上げ要因として期待が持てる。

輸出についても、海外経済の成長率が徐々に高まるなか、緩やかに増加していく可能性が高いだろう。7月上中旬の輸出が比較的強い数字であることも好材料だ。

このように、7-9月期の成長率は高まりやすい環境にある。在庫投資はマイナス寄与が予想されるものの、前期比年率+3%程度は十分実現可能だろう。先行き、景気の緩やかな回復基調は維持可能と予想する。4-6月期の景気の落ち込みをもって、先行きの景気に悲観的になる必要はないだろう。

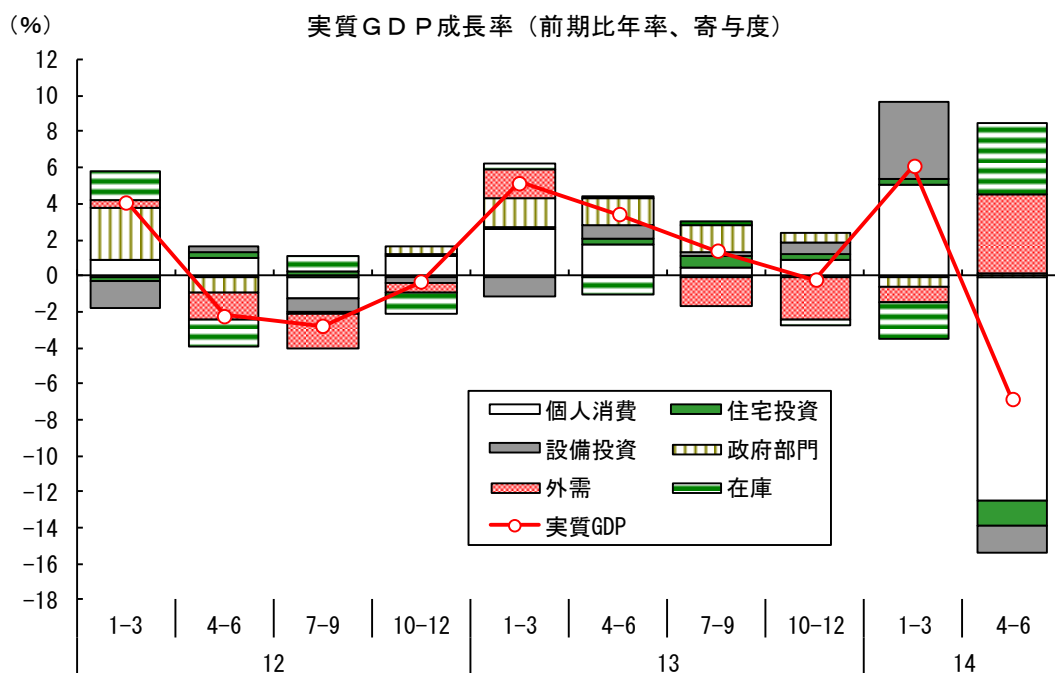
○ リスクは下振れ

もともと、足元の景気状況が、数ヶ月前に予想されていたよりも低調に推移していることは確かであり、リスクは下振れ方向にある。特に懸念されるのが個人消費と輸出だ。前述の通り、個人消費は反動減の影響が和らぐにつれて先行き持ち直して行く姿を想定しているが、仮に、増税による実質所得減を受けて、家計が生活防衛意識を強めて行く場合には、回復ペースが予想以上に鈍くなる可能性がある。また、足元で停滞を続けている輸出の持ち直しがさらに遅れるようであれば、7-9月期以降の景気持ち直しシナリオにも黄信号がともる。先行きは海外経済の回復に伴い輸出も増加していくと予想するが、警戒が必要なことは間違いないだろう。消費、輸出とも先行き不透明感は強く、注意が必要だ。仮にこうした需要の下振れが続いた場合、在庫の積み上がりが生じ、先行きの生産調整リスクも出てくるだろう。下振れリスクの実現可能性を占う上で、今後公表される7、8月分の経済指標に注目したい。

図表 実質GDPの推移

	13年			14年		当社事前予想
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP	0.9	0.4	0.0	1.5	▲ 1.7	▲ 1.6
(前期比年率)	3.4	1.4	▲ 0.2	6.1	▲ 6.8	▲ 6.5
内需寄与度	0.8	0.8	0.5	1.7	▲ 2.8	▲ 2.5
(うち民需)	0.4	0.4	0.4	1.9	▲ 2.9	▲ 2.6
(うち公需)	0.4	0.4	0.1	▲ 0.2	0.0	0.0
外需寄与度	0.1	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.2	1.1	0.8
民間最終消費支出	0.7	0.2	0.4	2.0	▲ 5.0	▲ 4.5
民間住宅	2.1	4.7	2.4	2.0	▲ 10.3	▲ 9.9
民間企業設備	1.4	0.6	1.4	7.7	▲ 2.5	▲ 2.5
民間在庫品増加(寄与度)	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	1.0	0.6
政府最終消費支出	0.4	0.2	0.2	▲ 0.1	0.4	0.3
公的固定資本形成	5.8	7.1	1.4	▲ 2.5	▲ 0.5	▲ 0.3
財貨・サービスの輸出	3.0	▲ 0.7	0.3	6.5	▲ 0.4	▲ 0.2
財貨・サービスの輸入	2.3	1.8	3.7	6.4	▲ 5.6	▲ 5.5
名目GDP	0.3	0.3	0.3	1.6	▲ 0.1	0.1
(前期比年率)	1.3	1.2	1.1	6.4	▲ 0.4	0.5
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.1	2.0	1.8

(出所) 内閣府「国民経済計算」
 ※断りの無い場合、前期比(%)



(出所) 内閣府「国民経済計算」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。