

## 再検証：消費税増税後の成長率悪化

発表日：2014年8月20日（水）

～原因は反動減だけではない～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

GDP統計では、消費税増税後の4～6月の実質成長率は、前期比年率▲6.8%と大きなマイナス幅だった。これは、駆け込み需要の反動減とみられがちだが、それでは説明できない部分もある。サービス消費は駆け込み増がなくても実質減になっている。デフレータの年率換算値が大きな下押し要因になったほか、消費マインドの悪化で名目消費額が抑制された効果もある。名目消費が増えるには、もっと賃金上昇が必要だった。

## 前期比年率にすると実質値のマイナスは大きくなる

8月13日に発表された4～6月のGDP統計は、今後、2015年10月の消費税増税への慎重論を勢いづかせるだろう。筆者も4～6月の成長率低下が予想以上に大きかった点は、認めざるを得ない。

反対に、消費税の駆け込み需要が大きかったので、4～6月の落ち込みも大きくなって当たり前だという強気論も耳にする。この強気論は、反動減が出尽くせば需要は戻ってくるというニュアンスを漂わせている。つまり、7～9月はある程度反動減が出尽くすだろうから、需要が戻ると言いたいのだろう。

しかし、こうした強気論にはやや不都合なことがある。筆者の分析では、4～6月の落ち込みについて、単純に「駆け込み需要の反動減」ではどうにも説明できない部分がある。反動減では説明できない消費減少が起こったとすれば、7～9月になって需要が戻ってくるという保証はない。

反動減では説明できない部分があることを理解するために、GDP統計の中身を順を追って確認してみたい。まず、ヘッドラインの数字になっていたGDPの名目と実質の前期比伸び率の変化をみてみよう（図表1、2）。この数字は、一見すると単純な駆け込み需要と反動減の動きに見える。実質値は、1～3月の前期比年率が6.1%で、その後4～6月は▲6.8%である。1～3月と4～6月を合計すると、駆け込みと反動減で、プラス・マイナスがゼロ近くなる（2013年10～12月→2014年4～6月の変化率▲1.1%）。名目値では、消費税率が5%から8%に上がった分、4～6月の前期比で▲0.4%とほぼ横ばいになったように見える。実質▲6.8%というマイナス幅は、デフレータが6.4%と大きかったため、名目の伸び率から控除した実質値が大きくなった（＝▲0.4%－6.4%）、という見方もできる。

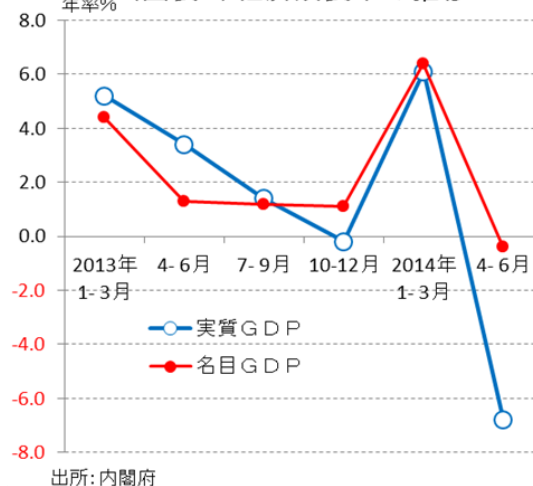
(図表1) 日本の経済成長率

|            | 実質GDP | 名目GDP | デフレータ |
|------------|-------|-------|-------|
| 前期比年率%     |       |       |       |
| 2012年 1-3月 | 4.1   | 4.5   | 0.4   |
| 4-6月       | -2.2  | -5.2  | -3.0  |
| 7-9月       | -2.8  | -3.6  | -0.8  |
| 10-12月     | -0.3  | 0.8   | 1.1   |
| 2013年 1-3月 | 5.2   | 4.4   | -0.8  |
| 4-6月       | 3.4   | 1.3   | -2.1  |
| 7-9月       | 1.4   | 1.2   | -0.2  |
| 10-12月     | -0.2  | 1.1   | 1.3   |
| 2014年 1-3月 | 6.1   | 6.4   | 0.3   |
| 4-6月       | -6.8  | -0.4  | 6.4   |

(参考) 2013年10～12月の実質GDPと2014年1～3月の  
実質GDPを比べたときの変化率 -1.1

出所：内閣府

(図表2) 経済成長率の推移



ところが、GDPの約6割を占めている個人消費（民間最終消費支出）だけを取り出すと、反動減では説明できない部分がみえてくる（図表3、4）。4～6月の実質消費の前期比年率▲18.7%は、1～3月の同8.4%を大きく上回るマイナスである。1～3月と4～6月の増減を通算すると、▲11.9%とマイナスが残る。つまり、4～6月の落ち込みは、駆け込み需要の反動減を上回る規模で起こっているのだ。

また、名目消費の前期比年率でも、4～6月▲12.3%と大きなマイナスである。ここでは、物価上昇があっても、消費金額が減少したことがわかる。むしろ、デフレータの控除幅が大きくなるから、実質値は名目値よりもマイナスが広がり、▲18.7%というマイナス幅になっている。

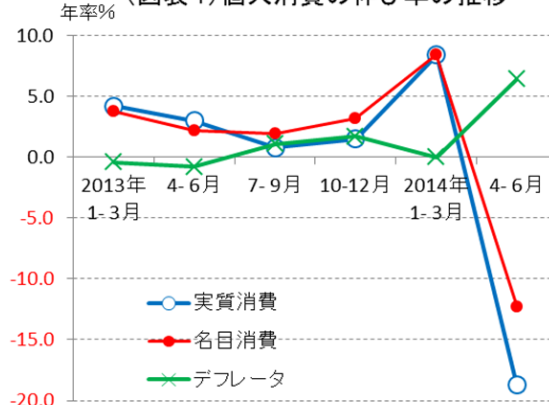
筆者が考えるところでは、反動減という意味は、需要の先食いによってまず駆け込み需要が生じ、後になって先食い部分が下押しになるという図式になる。プラスとマイナスを合算するとゼロになるイメージだ。だから、駆け込み分を上回っている落ち込み分は、正確に言えば「反動減」ではない。むしろ、消費抑制による需要減とみる方が妥当だ。

（図表3）民間最終消費支出の成長率

|            | 前期比年率% |       |       |
|------------|--------|-------|-------|
|            | 実質消費   | 名目消費  | デフレータ |
| 2012年 1～3月 | 1.5    | 2.4   | 0.9   |
| 4～6月       | 1.7    | -0.4  | -2.1  |
| 7～9月       | -1.9   | -4.5  | -2.6  |
| 10～12月     | 1.8    | 2.8   | 1.0   |
| 2013年 1～3月 | 4.2    | 3.8   | -0.4  |
| 4～6月       | 3.0    | 2.2   | -0.8  |
| 7～9月       | 0.8    | 1.9   | 1.1   |
| 10～12月     | 1.5    | 3.2   | 1.7   |
| 2014年 1～3月 | 8.4    | 8.4   | 0.0   |
| 4～6月       | -18.7  | -12.3 | 6.4   |

（参考）2013年10～12月の実質消費と2014年1～3月の実質消費を比べたときの変化率 -11.9

（図表4）個人消費の伸び率の推移



出所：内閣府

さらに、上記の変化を、財別に分解してみたい（図表5）。特に注目したいのは、サービス支出である。サービス支出は、民間家計最終消費の約55%のウェイトを占める。このサービス支出は、1～3月は前期比年率が▲0.5%と、駆け込み需要は生じていない。それなのに、4～6月では前期比年率▲3.7%と大きなマイナス幅になる。これは反動減では説明できない。サービス支出の実質マイナスは、デフレータの要因が大きい。サービス支出は、増税後に堅調だと言われた分野である。サービス支出の実質値が、デフレータ分を控除して、計算上、マイナスになっていることは、実感とは食い違う。同じようなデフレータ要因による下押しは、耐久財などほかの財でも多かれ少なかれ表れている。

一方、反動減の部分を確認しておく、それが大きな下押しになっているのは、耐久財と半耐久財である。耐久消費財は、実質消費が前期比年率で▲56.8%と巨大なマイナスである。また、半耐久消費財は、衣料品・履物類・身の回り品である。こちらも前期比年率▲35.7%と大きい。食

（図表5）個人消費の内訳の伸び率

| 実質消費の内訳    | 前期比年率% |       |       |      |
|------------|--------|-------|-------|------|
|            | 耐久財    | 半耐久財  | 非耐久財  | サービス |
| 2012年 1～3月 | -5.3   | -1.0  | 3.6   | 2.1  |
| 4～6月       | 19.5   | 0.0   | -1.3  | 0.3  |
| 7～9月       | -8.8   | 0.9   | -2.1  | -1.3 |
| 10～12月     | -21.3  | 6.4   | 9.6   | 2.1  |
| 2013年 1～3月 | 15.8   | 12.2  | 2.2   | 3.4  |
| 4～6月       | 14.4   | 5.0   | 0.8   | 3.0  |
| 7～9月       | 15.7   | 0.2   | -2.4  | 0.4  |
| 10～12月     | 16.2   | -2.0  | -2.5  | 2.0  |
| 2014年 1～3月 | 63.3   | 30.4  | 7.2   | -0.5 |
| 4～6月       | -56.8  | -40.9 | -25.1 | -3.7 |

（参考）2013年10～12月から2014年1～3月

実質値の変化率 -29.5 -22.9 -19.7 -4.2

| 名目消費の内訳    | 前期比年率% |       |       |      |
|------------|--------|-------|-------|------|
|            | 耐久財    | 半耐久財  | 非耐久財  | サービス |
| 2012年 1～3月 | -2.1   | -0.5  | 5.6   | 2.1  |
| 4～6月       | 7.7    | -1.8  | -1.6  | -1.2 |
| 7～9月       | -15.8  | 0.2   | -7.8  | -2.1 |
| 10～12月     | -25.6  | 5.7   | 16.4  | 1.4  |
| 2013年 1～3月 | 13.4   | 12.1  | 1.9   | 2.8  |
| 4～6月       | 13.9   | 4.9   | 0.0   | 2.1  |
| 7～9月       | 15.2   | 0.8   | 2.6   | 0.0  |
| 10～12月     | 18.3   | -1.2  | 4.3   | 1.5  |
| 2014年 1～3月 | 71.9   | 30.9  | 4.6   | -0.4 |
| 4～6月       | -51.0  | -35.7 | -14.9 | 1.2  |

| デフレータの変化率  |       | 名目消費の伸び率－実質消費の伸び率 |      |
|------------|-------|-------------------|------|
| 2012年 1～3月 | 3.2   | 0.5               | 2.0  |
| 4～6月       | -11.8 | -1.8              | -0.3 |
| 7～9月       | -7.0  | -0.7              | -5.7 |
| 10～12月     | -4.3  | -0.7              | 6.8  |
| 2013年 1～3月 | -2.4  | -0.1              | -0.3 |
| 4～6月       | -0.5  | -0.1              | -0.8 |
| 7～9月       | -0.5  | 0.6               | 5.0  |
| 10～12月     | 2.1   | 0.8               | 6.8  |
| 2014年 1～3月 | 8.6   | 0.5               | -2.6 |
| 4～6月       | 5.8   | 5.2               | 10.2 |

出所：内閣府

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。

料品や日用品によって構成される非耐久財も、いくらか反動減を含んでいるようだ。ただし、こちらも駆け込み需要の部分を上回る規模の反動減が生じている。

### 家計はショックに応じて名目消費額を調整した

今まで筆者を含めて、多くのエコノミストは消費税増税による駆け込み需要とその反動減に専ら注意を向けていたように思う。4～6月のGDP発表以前に、駆け込み需要と関係しない消費項目がどのように推移するかをもう少し吟味して考えるべきだったかもしれない。

では、増税前に駆け込み需要と関係しない消費項目がどうなるとイメージしたのか。筆者は、消費税増税は付加価値ベースでGDPデフレータを押し上げるから、名目GDP（名目消費）をも押し上げると暗黙のうちに考えていた。家計が購入数量を増税の前後で維持すれば、物価変動を調整した後で消費金額は受動的に決まってくると思っていた。

この思考プロセスを少し丁寧に説明すると、

- (1) 購入数量は、今までと同様のトレンドで伸びるだろう。
- (2) デフレータは、消費税増税でプラス幅がいくらか広がるだろう。
- (3) 名目消費額は、購入数量+デフレータとなるので、プラス幅が広がりそうである。

という風になる。つまり、家計行動としては、消費税が増税されても、駆け込み需要で購入数量が増えた部分以外は反動減は起こらずに、消費金額がプラスの伸び率で推移するだろうと仮想していたのだ。

しかし、実際は異なっていた。名目消費額は思いのほか大きく減少した。そして、デフレータがプラスだった分、実質消費（購入数量）はより大きく減った。デフレータ要因は前期比年率で考えるとき、1～3月から4～6月にかけて大きく表現される。消費税分が消費者物価でみて2%ポイント相当の上乗せになるとすれば、年率換算のGDPデフレータは荒っぽく言えば8%（＝2%×4倍）嵩上げされる。

問題は、消費金額が減少したことにもある。消費金額が抑制されたことは、表現を変えると、家計が消費税増税のショックに反応して、「買い控え」を起こしたものだだろう。心理的ショックは、大きく購入数量を絞り込む結果を生じさせたと考えられる。内閣府「消費動向調査」の消費者態度指数では、2013年12月の41.3から2014年4月37.0へと急低下している。消費者マインドが、一時的に急降下したことは、今後の消費金額・購入数量をどのように変化するかを見通しにくいさせている。

筆者が検討したいのは、なぜ、心理的ショックが数量調整ではなく、消費金額を調整させたのかという点である。ここの説明は、所得＝消費＋貯蓄という図式をイメージするとわかりやすい。仮に、数量を一定に保とうとすると、物価変動に対して、受動的に消費金額が変動する。そのとき、所得が一定だとすれば、貯蓄が調整弁になって大きく変動することになる。

しかし、生身の家計はそうに反応しなかった。実際の家計が念頭に置いているのは、限られた所得の中から、消費と貯蓄の金額を適切に配分することである。家計は不確実性に直面すると、限られた所得の中から貯蓄を増やす対応をしようとする。

家計行動が、所得を消費・貯蓄に配分するというモデルについて、その合理性を説明しようとする、2012年末から株価上昇・円安が進んだときの家計行動の説明力が納得しやすいかもしれない。あのとき、家計が消費額を増やしたのは、時価変動によって、家計がフローの中から配分しようとしていた貯蓄額が増えるかたちになって、消費が増えたと説明できる。これが資産効果である。2012年末から2013年にかけて、所得が増えないのに家計が消費を増やしたのは、資産効果がフローの消費・貯蓄の配分に影響したからだろう。

---

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。

一方、今回は、消費税増税によって異なる反応が起きた。将来貯蓄を増やさなくては、という家計防衛の意識が働いて、貯蓄が増えて、消費が減らされた可能性はある。物価上昇が、貯蓄の必要性を意識させて、貯蓄・消費の選択を微妙に変化させたという訳である。別の仮説としては、価格変動のショックが大きかったので、家計は防衛的に手元現金を厚くして流動性を持つことで対応しようとしたとも考えられる。金融危機の時、ショックによって流動性選好が高まる現象にも似ている。こちらの仮説が成立するのならば、ショックは一過性であり、消費は戻ってくるとみられる。家計が消費金額を変化させる行動に出たのかという原因については、それが恒常的なのか、一時的なのかという点で、筆者は正直言って、まだはっきりしていないと思う。

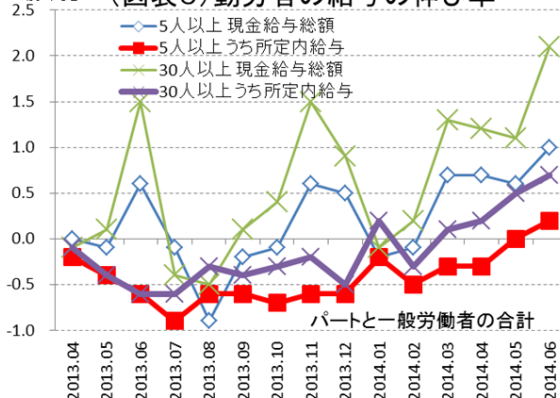
### 消費税ショックは回避できたのか

次に、問題設定を変えて、今回、どうなれば家計の消費・貯蓄の資金配分が変わらずに済んだのだろうか。その点について、筆者は増税後であっても消費金額が増えていくためには、母数である所得の増加が必要だったとみる。

確かに、2014 年春には賃上げが進んだことは間違い（図表6）。それでも過去の趨勢からみれば、プラス幅はそれほど大きくはなかった。名目賃金はプラスだが、実質賃金では未だマイナスである（図表7）。だから、家計は、ショックを受け止めるほどの所得増が十分に得られずに、防衛的に消費金額を削ったということが指摘できる。

なお、賃上げについては、図表6の厚生労働省「毎月勤労統計」では、事業所規模 30 人以上で現金給与総額が、6 月については比較的高いの上昇率になっている。こうした賃上げの勢いは、5 人以上の事業所にはまだ十分に波及しておらず、これから進んでいくようにみえる。

前年比% (図表6) 勤労者の給与の伸び率



前年比% (図表7) 名目・実質賃金の伸び率の推移



出所: 厚生労働省「毎月勤労統計」

### なぜ、「想定内」の消費税増税と言われたのか

4～6 月のGDPが前期比年率▲6.8%という大きな落ち込みになったのに、消費税が「想定範囲内だ」というのはおかしいという意見もあろう。

これを説明すると、2つの理由を挙げることができる。まず、企業にとっての課題が、消費税率の価格転嫁にあったため、経営者たちは需要動向を見ながら価格転嫁が進むかどうかを心配していた。この点に関しては、事後的に価格転嫁が進んだため、課題がクリアされたように感じられた。消費者物価は、フルに価格転嫁できれば 5 月時点では+2.0%ポイントの押し上げになっている。実際、5・6 月の消費者物価上昇率は総合で 3.7%、3.6%と消費税分を転嫁できたかたちになっている。企業は、価格転嫁ができずに利益率の圧縮を余儀なくされることは何とか回避できたという点で、「想定範囲内」だったのだろう。

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。



もうひとつの仮説は、企業の売上計画が、増税前の時点で慎重な予想だったのに比べて、消費税増税後はそれが上方修正されている。日銀短観でも、法人企業景気予想調査でも、非製造業を中心に 2014 年上期は、増税前の売上計画から上方修正されている。これは、4 月以前に想定していた消費税の売上予想が慎重過ぎたという面もある。悲観的な予想にはならなかったという点で「想定範囲内」だったと表現できる。

まとめると、消費税増税は、企業には想定範囲内だったが、家計にとってはそれなりに重荷になったと言える。再度、4～6 月の実質 GDP を振り返ると、全体では前期比年率▲6.8%のマイナスであり、民間最終消費支出は同▲18.7%と大きくなっている。全体から民間最終消費を除外した項目（企業部門+公需）では、前期比年率・寄与度は実質 4～6 月+5.6%（名目同+1.9%）である。これは、在庫増や輸入減に助けられている面があるが、企業部門や公的部門の成長寄与分は堅調であると言える。

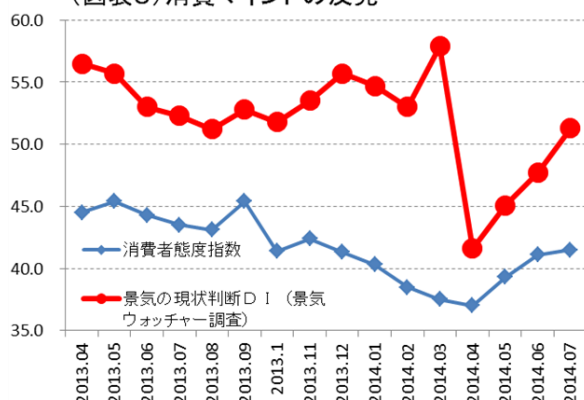
## 7～9 月の好材料と悪材料が交錯

エコノミストたちの関心は、7～9 月の成長率加速に移っている。7～9 月を展望すると、前向きに考えられるのは、①デフレータ要因で前期比が落ち込むのは 4～6 月だけで、7 月以降は大きなマイナスにはならない、②耐久消費財と半耐久消費財の反動減はピークアウトして、同じく 7 月以降は大きな重石にならないこと、が挙げられる。

半面、今後、アップサイドの力がどの位、またどのタイミングで働いていくかについては、不確定な要素が多いように思える。前向きな材料として、③勤労者のボーナス上昇と、中小企業が大企業に追従して月例給与を引き上げることが期待される。それでも、期待されていた 4～6 月の賃金の伸びが僅かに止まったことはやや肩すかしだったことを思い起こすと、7～9 月もそれが再び期待外れになる不安が払拭できない。

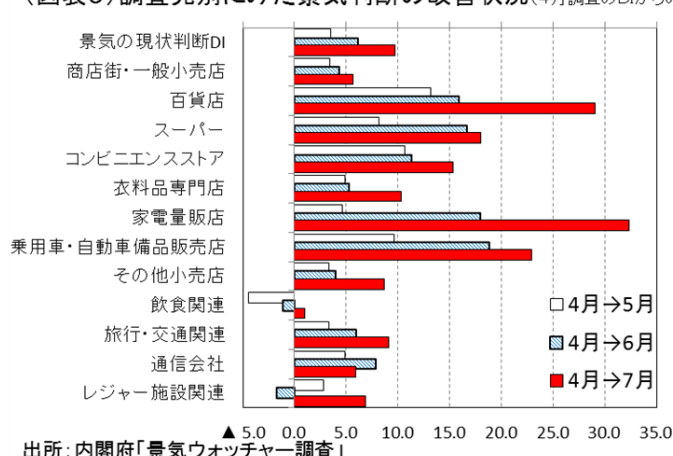
さらに、④消費マインドの改善による名目消費額の抑制力の解消にも期待がかかる。内閣府「景気ウォッチャー調査」の 4～7 月までのデータでは、マインドの持ち直しが進んでいる（図表 8）。内訳では、調査対象先の業種・種目別にみた変動では、小売関係の百貨店、家電量販店、乗用車・自動車備品販売店で、7 月までのリバウンドが極めて大きくなっている（図表 9）。こうしたマインド改善が、消費の牽引力になるかどうか期待がかかる。

（図表 8）消費マインドの反発



出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」、「消費動向調査」

（図表 9）調査先別にみた景気判断の改善状況（4月調査のDIからの変化幅）



出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」

消費以外の項目では、経済対策が公需を押し上げる効果がいよいよ 7～9 月から表れそうである。加えて、企業の設備投資の増加も見込まれる。設備投資計画で大きく伸びるのは 2014 年度上期である。

日銀短観や政策投資銀行の設備投資計画は、製造業が二桁の増加である。4～6 月が前期比マイナスだっただけに、上期の伸びが実現するとすれば、7～9 月に集中して設備投資が盛り返すことになるだろう。

反面、企業部門では、輸出鈍化と在庫調整は警戒すべき材料である。世界的に輸出の勢いは乏しく、欧州の景気先行指標では芳しくないシグナルがみられる。特に、OECD景気先行指数は春先から頭打ちの状況になっている。在庫調整リスクは、消費税増税後の在庫積み上がりを調整していく下押し圧力である。鉱工業生産は、実績が6月まで発表されていて、7・8月は生産増の見通しである。しかし、4～6月の生産予測指数の実現率、予測修正率は継続して下振れしている。そのずれが7月以降に表れると、それは生産を減少させる。

以上のように、7～9 月を展望すると、4～6 月のようなマイナスにはならないと言えても、反対に大きなプラス幅が実現できると言い切れる確証は得られていない。好材料も悪材料も交錯しているのが実情だ。

最後に、2015 年 10 月の消費税増税の判断について言及しておく、筆者は景気が腰折れしないのならば、増税の判断を変更することは得策ではないと考える。7～9 月の成長率が年率 2～3%でなければ来年の消費税増税を最終判断できないという見解がまことしやかに語られている。しかし、こうしたピンポイントでプラスの成長率のハードルを設けることには何の合理性もない。わが国の財政再建への取組みを疑わせる姿勢をみせると、市場心理に動揺を与える。財政再建に関して、政府は、首尾一貫した姿勢を堅持することが重要である。