

## テーマ：4-6月期GDPから見た増税の条件 2014年9月9日(火)

～+2%成長経路復帰には7-9月期に年率+5.8%以上の成長が必要～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

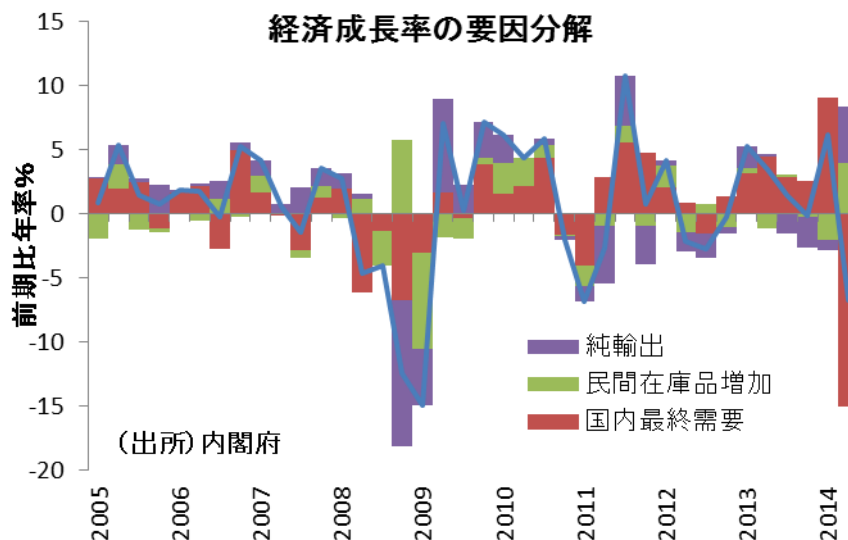
(要旨)

- 今年4-6月期のGDPは年率換算で▲7.1%のマイナス成長となったが、在庫品増加と外需をのぞいた国内最終需要で見れば同▲16.9%となる。この落ち込み幅はリーマンショック直後の同▲6.8%を大きく上回る。1-6月期で均しても前年7-12月期から年率+1.0%成長にとどまっており、経済成長の勢いが弱まっていると評価せざるを得ない。
- 個人消費落ち込みの背景には、基礎統計となる総務省「家計調査」のサンプルが少なく実態以上に下落している可能性もあるが、消費税率引き上げに伴う購買力の低下によって下がった影響は無視できない。デフレ脱却道半ばの日本経済に消費税率3%の引き上げ幅は大きな影響を与えた。
- 設備投資は引き続き今後の景気のけん引役として期待されるが、先行指標である機械受注が4-6月期に大幅減となったことからすれば、設備投資の勢いは下方修正せざるを得ない。
- 輸出が依然として低迷していることに注意が必要。世界経済の循環的回復を踏まえれば、7-9月期の輸出はプラスに転じる可能性が高いが、海外生産へのシフトなどを背景とした輸出の弱さが続けば、景気の大きな懸念材料となる。
- 7-9月期GDPの見通しについては個人消費を中心にリバウンドが期待されるが、そもそも駆け込みと反動を均した1-6月期の水準に戻るだけでも7-9月期は年率+3.8%成長に達する。駆け込みと反動を均した実質GDPから年率+2%成長を維持するためには、7-9月期の成長率が前期比年率で+5.8%となる必要があると試算される。次回の消費税率引き上げを判断するための7-9月期の経済成長率のハードルはかなり高い。
- そもそも、名目賃金の上昇率が物価上昇に追いついておらず、国内景気にとって大きな購買力の低下につながっている。日銀や政府の今年度経済成長率見通しも下方修正は必至の状況。年末の消費税判断や来春の統一地方選挙、更には秋の自民党総裁選を控えている政府のほうで、今月にも補正予算の議論が高まる公算が高い。

### ●最終需要ベースでは年率16%以上の落ち込み

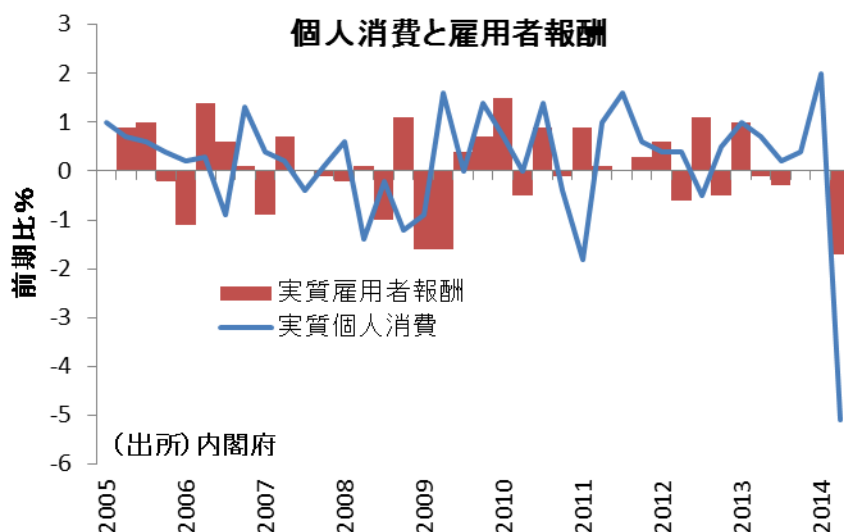
9月8日に今年4-6月期のGDPが改訂され、年率換算で▲7.1%のマイナス成長となった。概ね事前予想に近い結果となったものの、前回増税時(97年4-6月期)の反動減が同▲3.5%であったことからすると、今回の反動減は大きかったといえる。更に、今回はヘッドラインの数字がこれだけ落ちているにもかかわらず、民間在庫品増加と外需が大幅に押し上げていることには注意が必要だ。つまり、GDPから在庫品増加をのぞいた最終需要で見れば、年率12.6%のマイナス成長となり、更にそこから外需をのぞいた国内最終需要で見れば同▲16.9%となる。この落ち込み幅はリーマンショック直後の同▲6.8%を大きく上回る。1-3月期に消費税率引き上げに伴う駆け込み需要で同+

6.0%のプラス成長を記録した後の反動の要因が大きいとする向きもあるが、1－6月期で均しても前年7－12月期から年率+1.0%成長にとどまっており、経済成長の勢いが弱まっていると評価せざるを得ない。



### ●反動だけでは説明できない個人消費の落ち込み

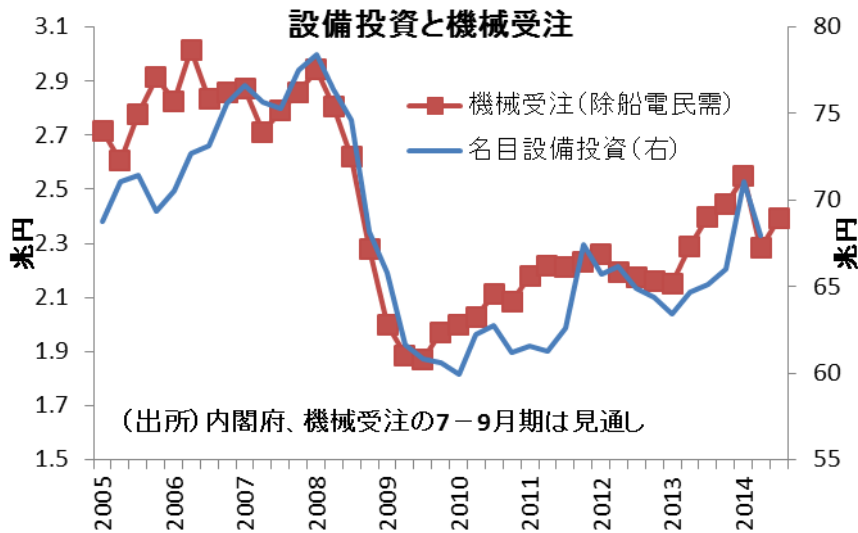
中でも、個人消費は実質で前期比▲5.1%減と7四半期ぶりのマイナスとなり、落ち込み幅は現在の統計で遡れる94年以降で最大となった。駆け込み需要とその反動を均すために今年1－6月期と昨年7－12月期を比較しても前期比▲0.4%と減っている。背景には、基礎統計となる総務省「家計調査」のサンプルが少なく、実態以上に下落している可能性もあろう。ただ、それを割り引いても、消費税率引き上げに伴う購買力の低下によって消費水準が下がった影響は無視できない。実際、消費税率引き上げを含めた物価の上昇に賃金の伸びが追いついておらず、実質賃金の大幅減等を通じて実質雇用者報酬は前期比▲1.7%も減っている。やはり筆者の従前の指摘通り、デフレ脱却道半ばの日本経済に消費税率3%の引き上げ幅は負担が大きかったといえよう。



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を負いません。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。

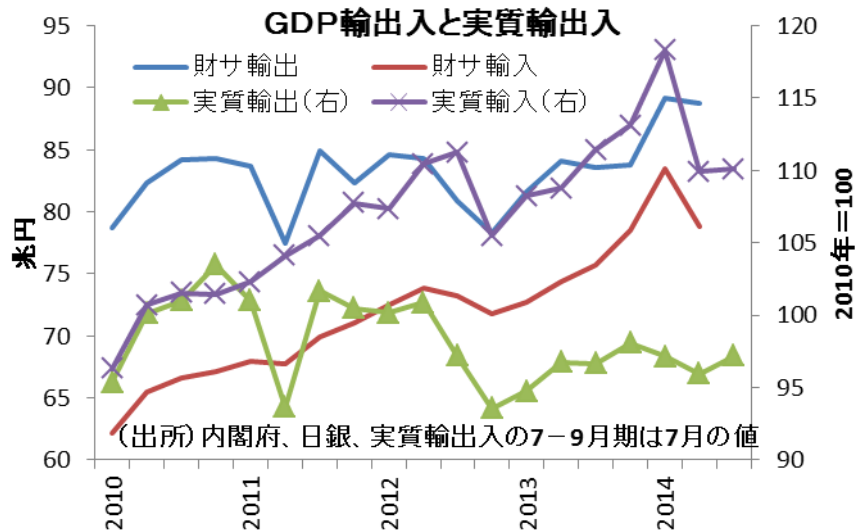
## ●回復持続の設備投資も勢いは鈍化か

一方、今後の日本経済のけん引役として期待されている設備投資も前期比▲5.1%と減少に転じた。背景には、前期にOSのサポート終了に伴う更新投資や一部駆け込み需要も含まれていた反動がある。とはいえ、前期の同+7.8%からの反動が比較的軽微だったことや、工作機械受注統計の内需が堅調なこと、更には日銀短観や政策投資銀行の設備投資計画調査が設備投資の更なる拡大を示していることからすれば、設備投資は引き続き今後の景気のけん引役として期待されよう。ただ、設備投資の先行指標である機械受注（除船電民需）が4－6月期に大幅減となったことは気がかりだ。設備投資の勢いは下方修正せざるを得ないだろう。



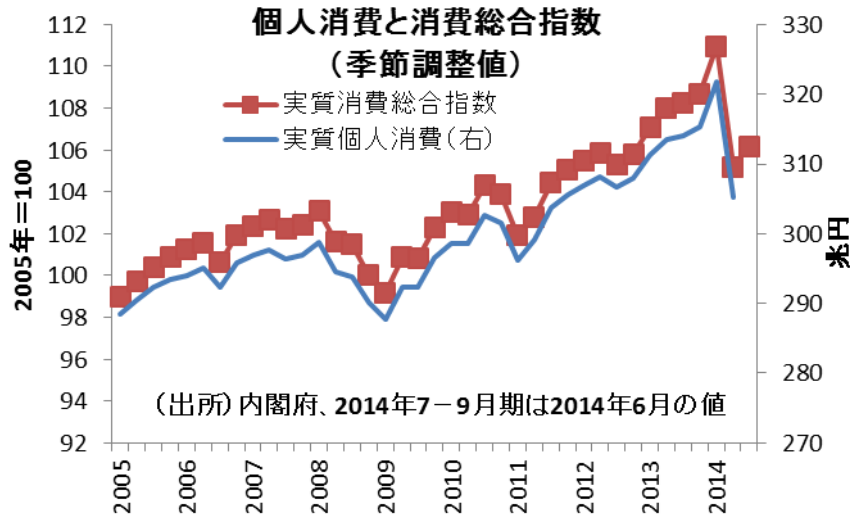
## ●今後の景気を大きく左右する輸出の回復

他方、外需は前期比年率+4.3%と大幅にプラス寄与したものの、うち+4.7%分は輸入が駆け込み需要の反動から大幅に減少したことによるものである。むしろ、輸出が依然として低迷していることに注意が必要であろう。事実、日銀も8月の金融政策決定会合で、輸出の見方を「横ばい圏の動き」から「弱めの動き」へと引き下げた。日銀が公表する7月の実質輸出を見ると、4－6月期対比で+1.2%増加しており、世界経済の循環的回復を踏まえれば、7－9月期の輸出はプラスに転じる可能性が高い。ただ、海外生産へのシフトなどを背景とした輸出の弱さが続けば、景気の大きな懸念材料となることには注意が必要だ。

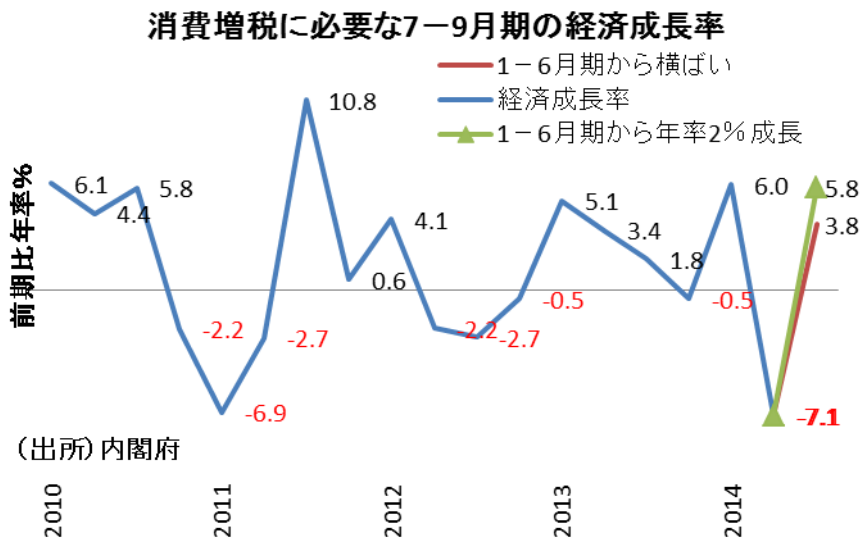


● 1－6月期横ばいでも7－9月期は+3.8%成長

7－9月期GDPの見通しについては、個人消費を中心にリバウンドが期待されよう。GDP個人消費の月次指標である消費総合指数によれば、7月以降が横ばいで推移したとしても、7－9月期の実質個人消費は+0.9%増となり、これだけで7－9月期の実質成長率を年率で+2.3%程度押し上げることになる。また、先述の通り設備投資や輸出、更には昨年度補正予算の顕在化が期待される公共投資の反転も予想されることから、プラス成長に復帰することはほぼ確実だろう。



しかし、そもそも駆け込みと反動を均した1－6月期の水準に戻るだけでも7－9月期は年率+3.8%成長に達する。一方、来年10月に控えている消費税率引き上げの判断材料の観点からすれば、前回の判断時には実質2%程度の成長が目安となっていた。このため、今回の駆け込みと反動を均した実質GDPで年率+2%成長を維持するためには、7－9月期の成長率が前期比年率で+5.8%となることが必要と試算される。ただ、7－9月期は今年年率で+5.5%も押し上げた民間在庫品増加が在庫切り崩しでマイナス寄与になる可能性が高いことも加味すれば、次回の消費税率引き上げを判断するための7－9月期の経済成長率のハードルはかなり高いといわざるを得ない。



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。見通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。

## ●注目は補正予算の中身

そもそも、消費者の実感ベースとなる持家の帰属家賃を除くCPIが7月に前年比+4%を超えている一方で、7月の名目賃金上昇率が+2.6%と17年ぶりの伸びを記録したものの物価上昇に追いついておらず、国内景気にとって大きな購買力の低下につながっている。従って、日銀や政府の今年度経済成長率見通し（それぞれ+1.0%、+1.2%）も下方修正は必至の状況だ。こうなると、市場では日銀の追加緩和や政府の追加対策の期待が高まりやすくなる。ただし、日銀は労働市場やインフレ率の悪化が顕在化するまでは追加の金融緩和の可能性は低い。むしろ、年末の消費税判断や来春の統一地方選挙、更には秋の自民党総裁選控えている政府の方で、今月にも補正予算の議論が高まる公算が高い。補正予算の内容が注目される。

