

日本経済情報

2014年4月号

Summary

【内容】

1.トピックス

- (1)消費税率引き上げ前後の個人消費動向
- (2)企業の期待インフレ率

2.経済動向分析

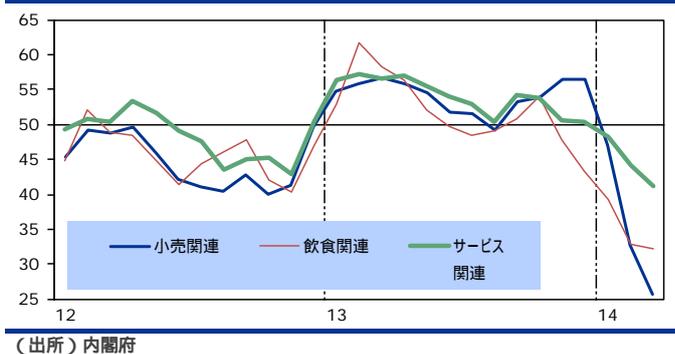
- (1)輸出の低調は変わらず
- (2)2月の生産は大雪で下振れ
- (3)設備投資はじりじりと好転
- (4)雇用回復も賃金は低調
- (5)2月の消費は大雪により減少
- (6)住宅着工が大幅に減少
- (7)公共投資は補正予算の執行待ち
- (8)4月インフレは上振れ?
- (9)当面の日本経済の見通し

1～3 月期の日本経済においては、駆け込み需要を受けた個人消費や住宅投資の拡大が鮮明となった。1～3 月期の消費動向の全容は未だ明らかではないが、百貨店販売や自動車販売、家電などでは相当の駆け込み購入が行われた模様である。また、設備投資も 1～3 月期に増勢が加速した可能性が高い。2012 年度補正予算の執行一巡により公共投資は減少し、輸出の回復が鈍いため外需は GDP 成長率の押し下げに寄与したが、個人消費を中心とした民需の大幅増加が上回り、1～3 月期の日本経済は稀に見る高成長を記録した模様である。

一転、4～6 月期は駆け込み需要の反動減が避けられない。現時点で 4 月の消費動向に関するデータは限られるが、少なくとも企業は相当の反動減を覚悟している。また、4 月春闘では一定の賃上げが達成されたが、それでもインフレ率の上昇分は補えず、可処分所得は実質ベースで目減りする。こうした可処分所得の目減りによる財布の紐の引き締めを警戒し、駆け込み需要が限定的だった飲食やサービス分野でも、4 月以降に対する警戒感が強い。「山高ければ谷深し」のかたちで、4～6 月期の日本経済は大幅なマイナス成長に陥ると考えられる。

但し、日本経済が景気後退に陥るとは考えない。企業の物価見通しなどでもデフレ脱却の動きが明確となっており、企業や家計などの民間部門では前向きな循環が働きつつある。実際、これまで出遅れが目立っていた設備投資にも明るい動きが見られる。2014 年度の設備投資に牽引役の役割までは期待できないが、一定の成長貢献は見込めるだろう。また、製造業が海外生産を重視する姿勢が変わらないため、輸出の大幅増加は期待薄だが、円安基調が続く下で海外経済の回復に歩調を合わせ、一定の輸出増加は確保できる。以上を踏まえ、7～9 月期から日本経済は再びプラス成長の軌道へ復帰すると見込んでいる。なお、年度ベースの経済見通しは 3 月 10 日時点の 2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3% から変更していない。

景気ウォッチャー調査：家計動向の先行きDIの推移（中立=50）



伊藤忠経済研究所

所長
三輪裕範
(03-3497-3675)
miwa-y
@itochu.co.jp
主任研究員
丸山義正
(03-3497-6284)
maruyama-yo
@itochu.co.jp

1. トピックス

(1) 消費税率引き上げ前後の個人消費動向

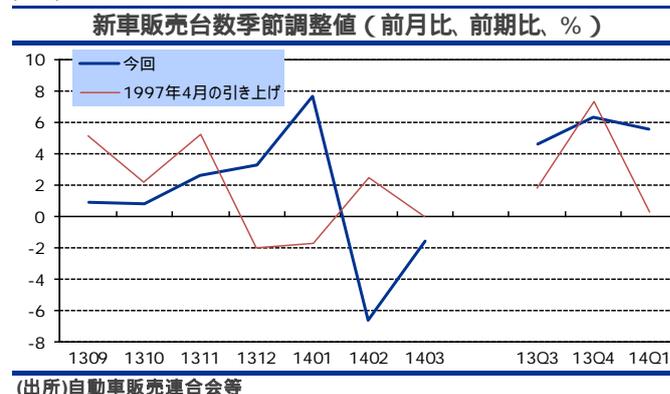
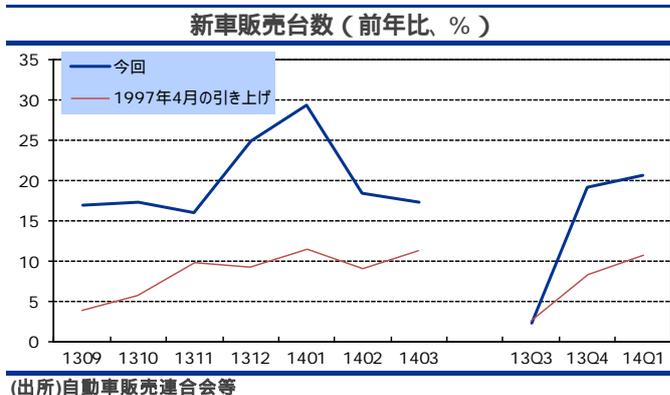
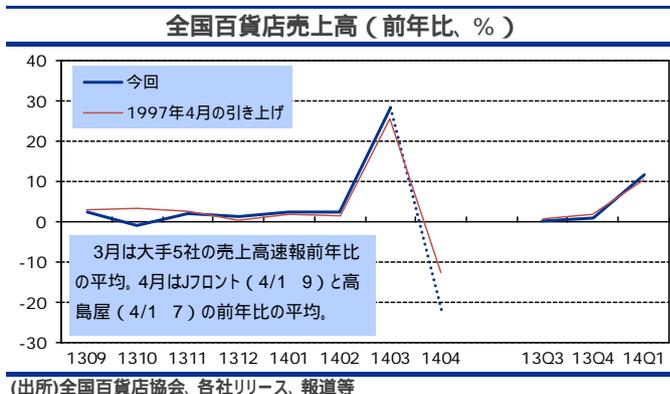
4月1日に消費税率が5%から8%へ引き上げられてから、約2週間が経過した。消費税率引き上げ前の3月には相当の駆け込み需要が生じ、その反動により4月は需要が減少していると考えられる。しかし、統計データの多くは公表までにラグが存在するため、消費税率引き上げ後の日本経済の姿はおろか、その前提となる3月の駆け込み需要の動向も未だ明らかになっていない。3月分の大多数の統計の公表は4月下旬まで待つ必要がある。ただ、いくつかの業界統計に関しては3月データが既に示され、また4月上旬の消費動向に関して個別企業による言及も見られはじめた。また、公表が早いマインド統計においては、3月の消費盛り上がり、その後の反動減に対する警戒が示されている。

3月の百貨店販売は3割近い急増となり、前回を上回る

3月に関して、既に全体像が明らかとなっているのは、百貨店売上高や新車販売、たばこ販売、ビール販売である。まず、3月の百貨店売上高については、公式の業界データは未公表だが、大手5社の速報値に基づくと前年比28%程度¹の大幅増加を記録した模様である。2月の2.6%から急加速となった。1~3月期で見ても前年比11.7%（10~12月期0.9%）の高い伸びを記録している。当社が試算した季節調整値でも3月は前月比29%程度、1~3月期は前期比12%程度と急増した。2014年3月の試算値である前年比28%程度は、前回消費税率引き上げ直前の1997年3月に記録した25.5%増加を上回る。また、1~3月期で見ても、1997年の前年比10.6%に対し、2014年が12%程度と上回っている。なお、品目別には、宝飾品やブランドなどの身の回り品などが伸びた模様であり、その一方で衣料品の増加は限定的と報じられている。

新車販売の駆け込みも前回を上回る

次に、新車販売は2014年1月に前年比29.4%の急増を記録した後、2月18.4%、3月17.4%と減速した。1997年は1月11.5%、2月9.1%、3月11.4%であるが、今回は2013年にエコカー補助金の反動で落ち込んだ反動もあり、前年比が高くなっており、増勢を見極めにくい。そこで季節調整値を試算すると今回は1月前月比7.7%、2



¹ 大手5社の速報値の平均。速報値は22.0~36.0%。

月 6.6%、3月 1.5%、前回は1月 1.7%、2月 2.5%、3月 0.1%となる。やはり、2月以降に失速した点は否めない。ただ、直前四半期つまり2014年1~3月期で見ると前期比 5.6%となり、前回1997年1~3月期の0.3%より明らかに強い。また、新車販売の駆け込み需要は半年以上前から生じていることから、2013年7~9月期から2014年1~3月期までの3四半期累計の前3四半期対比で見ると今回は15.1%の増加、前回(1996年7~9月期から1997年1~3月期)は6.9%の増加であり、やはり今回の新車販売の駆け込み需要は前回は大きく上回ったと判断できる。

家電販売が9割増加したほか、たばこやビールの販売も伸びた

他では、たばこ販売が3月に前年比25.9%(2月1.4%)と急増した。これは今後公表されるコンビニ販売なども押し上げたと考えられる。また、日持ちするビール及び発泡酒の販売も3月に17.2%(2月2.2%)と大幅に増加している²。なお、甘利経済財政・再生相は4月11日の閣僚懇談会にて家電量販店のテレビなど主要5品目の売上高が3月に前年比90%増加、スーパーの生鮮食品を除く飲食料品の売上高が3月最終週に14%増加した旨を報告したと報じられている。ちなみに必ずしも概念が一致しないが、1997年3月に商業販売統計における家電等機械販売高は前年比38.3%、スーパーの食料品販売高は9.8%増加していた。

駆け込み需要は前回は上回った可能性が高い

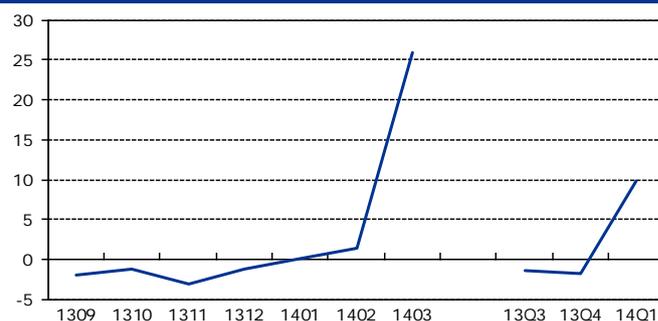
未だ全体観は掴みにくいものの、これまで明らかとなっている百貨店や自動車、家電などの販売動向に加え定性的な情報も勘案すると、今回の消費税率引き上げ直前の2014年3月における駆け込み需要は、前回1997年3月の規模を上回った可能性が高い。特に顕著なのは自動車など耐久財であるが、高額消費が多い百貨店売上高も前回の伸びを上回っている。

4月以降に対しては、小売のみならずサービスも慎重

4月以降の駆け込み購入の反動減に関しては、更に断片的な情報にとどまる。まず、百貨店2社が4月上旬の販売動向について前年比19.3%もしくは25%と言及している³。ちなみに、1997年4月の百貨店売上高は12.3%(3月25.5%)だった。また、甘利経済財政・再生相は、上述の閣僚懇談会にて、家電量販店のテレビなど主要5品目の売上高の4月第1週(1~6日)を前年比20%(3月90%)と報告した模様である。

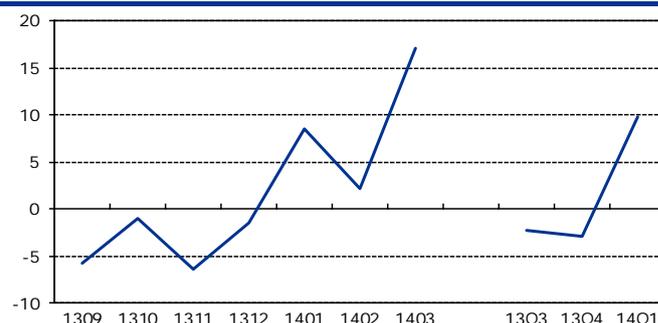
一方、身近な景況感を示す景気ウォッチャー調査の家計動向関連の現状判断DI(中立=50)は、駆

紙巻きたばこ販売本数(前年比、%)



(出所)一般社団法人日本たばこ協会

ビール及び発泡酒出荷数量(前年比、%)



(出所)ビール酒造組合、発泡酒の税制を考える会

² 残念ながら、データの制約からたばこ販売とビールなどの販売ともに1997年3月との比較はできていない。

³ 大丸松坂屋が3月前年比36.0%に対し、4月1~9日は19.3%、高島屋は3月32.1%に対し、4月1~7日は25.0%。ともに日経報道に基づく。

駆け込み需要が寄与し、3月に57.0と2000年の統計開始以来の最高を更新した。内訳では、小売関連が、60.7と初めて60の大台にのせている。小売関連とは対照的に、駆け込み需要が生じにくいサービス関連は52.5と幾分高めの水準だが大きな上昇は見られず、また飲食関連は48.8と50を下回ったままだった。一転、先行きに関しては駆け込み需要の反動に対する警戒が明確である。まず、現状判断が急上昇した小売関連が25.6と東日本大震災や金融危機以来の30割れを記録した。現状判断が上昇していなかった飲食関連やサービス関連は、小売関連ほどの落ち込みではないが、増税に伴う可処分所得の目減りにより消費者の財布の紐が引き締められることへの警戒からか、やはり低下している。

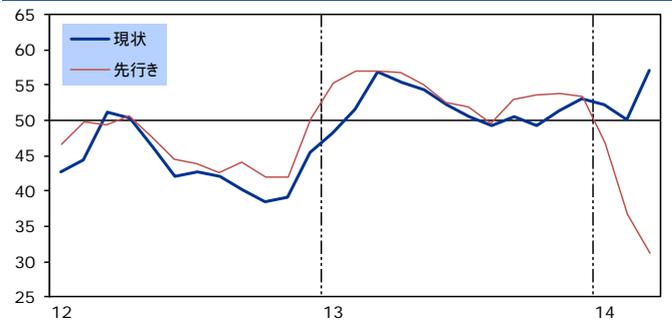
幅広い業種で警戒感が強まる

景気ウォッチャー調査よりもカバレッジが広く、企業景況感を示す代表的な指標である日銀短観の3月調査でも企業の先行きに対する慎重姿勢は確認できる⁴。大企業製造業の業況判断が3月現状判断17に対し、先行きは9ポイント悪化の8、非製造業は3月調査の24が先行きは13へ11ポイントの悪化を見込んだ。業種別に見ると、足元の判断改善と先行きの悪化が顕著なのは、製造業では自動車(12月31 3月36 先行き2)と木材・木製品(65 74 5)非製造業では建設(27 37 26)小売(11 24 5)宿泊・飲食サービス(15 19 2)である。自動車及び小売、木材・木製品に関しては、個人消費や住宅投資における駆け込み需要とその剥落が影響している。また、宿泊・飲食サービスの先行き低下は、既に述べたように増税後の需要減退に対する懸念が背景にあるだろう。なお、建設に関しても、住宅分野での駆け込み需要剥落が響くものの、2013年度補正予算による公共事業追加などが寄与し、他業種に比べ先行きの低下は限定的であり、かつ水準も大幅なプラスである。

企業は「山高ければ谷深し」を想定

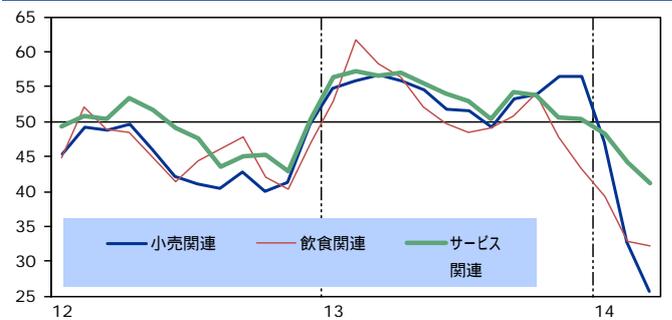
こうした断片的な情報のみで、4月の落ち込み度合いを推し量るのは難しい。4~6月期の動向に関

景気ウォッチャー調査：家計動向関連DIの推移(中立=50)



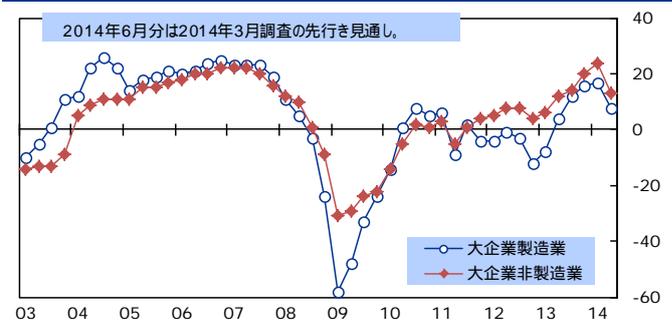
(出所)内閣府

景気ウォッチャー調査：家計動向の先行きDIの推移(中立=50)



(出所)内閣府

大企業の業況判断DI(%Pt, 良い-悪い)



(出所)日本銀行

製造業個別業種の業況判断DI(%Pt,大企業, 良い-悪い)

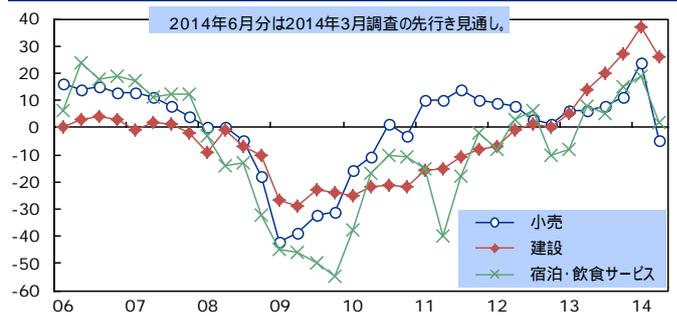


(出所)日本銀行

⁴ 短観に関する詳細は4月1日付 Economic Monitor「3月短観では消費税率引き上げ後に対する警戒が鮮明」を参照。

しては、今後のデータを吟味するしかない。しかし、駆け込み需要の後であるため、一定の反動減は不可避であり、「山高ければ、谷深し」となる可能性は高いと言えるだろう。景気ウォッチャー調査や日銀短観に示されているように、少なくとも、企業は、最終財生産や小売関連を中心にそうした反動減を覚悟している模様である。

非製造業個別業種の業況判断DI (%Pt, 大企業、良い-悪い)



(出所) 日本銀行

(2) 企業の期待インフレ率

日銀短観に 2014 年 3 月調査から、企業に「販売価格の見通し」と「一般物価の見通し」を問う項目が加わった。販売価格に関しては従来から方向を問う項目はあったが、新たな調査では販売価格の変化率を尋ねている。こうした価格認識を問う調査には、統計の癖がつきものであり、本来、評価は時系列データの蓄積を待つべきである。しかし、企業の価格及び物価認識は、日本銀行が掲げる 2 年で 2% のインフレ目標との関係で注目度が高く、暫定的にでも評価する必要がある。なお、いずれも日本銀行は消費税率引き上げなど制度改革の影響を除いて回答することを求めた。

3 年後 1.7% の見通しは日銀目標に適うが...

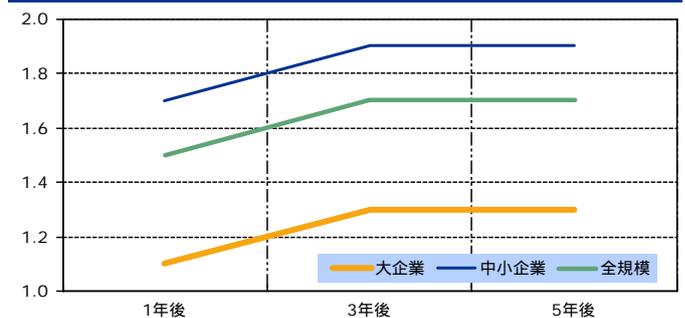
「一般物価見通し」のヘッドラインで示された全規模全産業の平均値で 3 年後に消費者物価が前年比 1.7% 上昇との結果は、日本銀行が掲げる 2% インフレ目標に概ね整合的な内容に見える。なお、1 年後を問うた項目では 1.5% との回答が得られている。日銀のタイムフレームが 2013 年度から 2 年である点を勘案すると、その 1 年後のデータの方が重要との判断もありうる。しかし、期待インフレ率はあくまでも長期的に安定するか否かが重要と考えられる。

大企業は 1.3%、中小企業が 1.9%

しかし、統計の中身を詳細に見ると、現在の企業側の認識が 2% のインフレ目標と整合的なところまでは、未だ高まっていない可能性が浮上してくる。「一般物価見通し」が、企業規模により大きく異なるのである。3 年後の消費者物価上昇率見通しは大企業が 1.3% に対し、中小企業は 1.9% である。大企業と中小企業のいずれの見通しが妥当と考えられるのか。

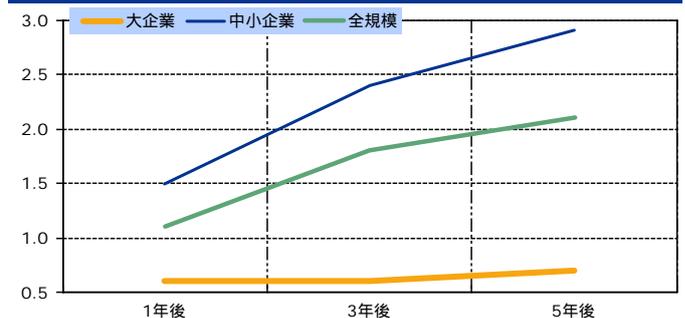
本来は時系列データの蓄積により判断すべきだが、現時点で一応の結論を得る鍵は、同時に公表された「販売価格見通し」にある。製造業の 3 年後の販売価格見通しは大企業が (現在から) 横ばいに対し、中小企業は 1.7% の上昇である。世界的にも

一般物価の見通し (前年比, %)



(出所) 日本銀行

販売価格の見通し (回答時点からの上昇率, %)



(出所) 日本銀行

ノの価格が基本的には低下している下で、中小企業の1.7%上昇見通しはあまりにも強気だろう。なお、価格下落圧力が極めて強い加工業種でも、中小企業は0.9%の上昇を見込んでいる(大企業は0.4%)。今後、強気の価格見通しは、現実には即するかたちで修正されると可能性が高い。こうした過度に強気の価格見通しを下敷きとしたために、「一般物価見通し」も強気になったと推測できる。なお、短観の業況判断などを見ると、大企業より中小企業の方が慎重であり、価格見通しのみが逆となっている。これは長期見通しを問われたが故に、中小企業が一種の願望を込めて回答したためかも知れない。

現時点では大企業の見通しが妥当

以上を踏まえると、時系列データが存在しない現時点では、中小企業よりも大企業の「一般物価見通し」の方が妥当な可能性が高いと判断できる。大企業の3年後の物価上昇率見通しは既に述べたように1.3%である。これはデフレ脱却に沿ってはいるが、2%インフレ目標よりは1%もしくは1.5%インフレ目標に整合的な数値に思われる。従って、今回の調査をもって、日銀が掲げる2%インフレ目標に整合的なところまで、企業のインフレ期待が高まったと主張するのは無理があるだろう。なお、インフレ期待は、あくまでも長期の物価安定に影響する話であり、短期的な金融緩和の議論は別である。2014年度の追加緩和の可能性は、消費税率引き上げ後の日本経済が、日本銀行の強気な見通し通りに推移するかどうかにかかっている。

2. 経済動向分析

(1) 輸出の低調は変わらず

輸出の回復は引き続き緩慢である。貿易統計に基づく実質財輸出は1月に前月比 3.1%と落ち込んだ後、2月は5.1%と持ち直した。しかし、3月上中旬データに基づく当社予想では3月は前月比0.4%と横ばい近傍にとどまり、増勢は加速しない。3月が当社想定通りであれば、1~3月期は前期比0.5%と10~12月期1.0%、7~9月期0.7%に続き、5四半期連続の増加を確保こそするものの、増勢は緩やかにとどまり、水準はなお2011年を下回る。

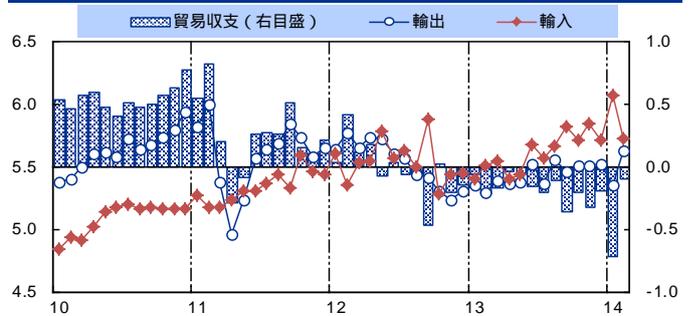
実質財輸出に基づく1~2月平均の昨年10~12月期対比により仕向け地別動向を見ると、米国向けが0.9%（10~12月期前期比 0.4%）と1~3月期に3四半期ぶりの増加を窺い、EU向けは1.9%（10~12月期1.9%）と増勢を維持するなど先進国向けが好調である。一方、アジアを中心とする新興国向けは振るわない。中国向けの1~2月平均の昨年10~12月期対比は 1.8%（10~12月期7.8%）ASEAN向けも 2.7%（10~12月期3.9%）と減少し、NIEs向けこそ0.8%（10~12月期1.0%）と小幅増加を確保したものの、アジア向け全体では 0.6%（10~12月期2.7%）と減少を余儀なくされている⁵。

2012年末以来の円安は価格競争力を高め、輸出拡大をサポートする方向に作用している。しかし、企業が海外現地生産を重視する姿勢を維持する下で、輸出には構造的に下押し圧力が及び、増勢は強まりにくい。加えて、仕向け地別動向で示したように、足元では中国などの景気減速も下押しに働いている。

増勢が引き続き緩やかな輸出に対し、年明け後の輸入は堅調である。駆け込み需要対応の生産財輸入は1月でピークアウトしたが、最終消費財輸入は直前3月まで増加したと考えられる。1~3月期の実質財輸入は前期比3.2%（10~12月期1.2%）と大幅に増加し、輸出の伸びを上回る見込みである。その結果、実質純輸出の赤字幅は拡大し、外需は成長の押し下げ要因となる可能性が高い。

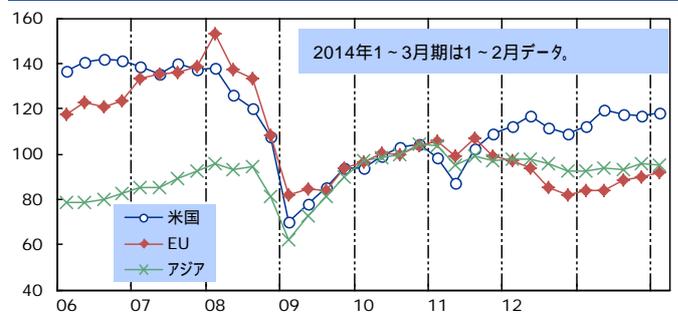
国際収支統計は2014年からIMFマニュアル第6版ベースへ移行した。2013年10~12月期の経常収支は季節調整値で520億円と僅かな黒字を確保

実質輸出入の推移（兆円、季調値、2010年基準）



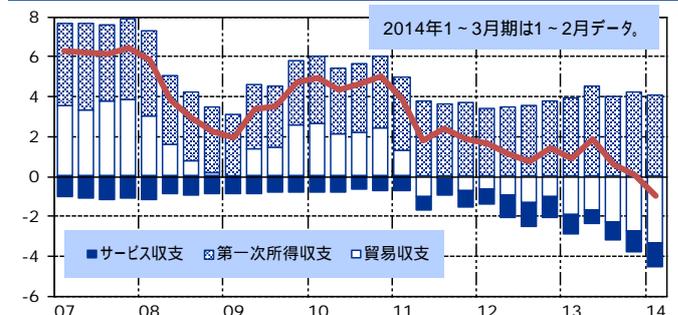
(出所) 財務省、日本銀行

地域別実質輸出の推移（2010年=100）



(出所) 財務省、日本銀行

経常収支の推移（季節調整値、兆円）



(出所) 財務省

⁵ なお、数量指数で見ても、2012年以降のアジア向けの戻りの鈍さは変わらないが、足元に限れば、1~2月平均の水準は10~12月期を上回っており、実質輸出の示唆より強めである。内訳では、中国向けは弱い、ASEAN向けが底堅い。なお、アジア向けとは逆にEU向けが数量指数では弱めの動きとなっている

したが、上述した輸出の回復の鈍さと輸入の増加により 2014 年 1～3 月期は貿易赤字が更に拡大し、経常収支ベースでも赤字へ転落する可能性が高い。ただ、経常収支が赤字基調に転じたとまでは判断されない。4～6 月期以降は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に対応した輸入増加の一巡と、所得収支のすう勢的な拡大などに支えられ、再び小幅の黒字を確保する可能性が高い⁶。

(2) 2 月の生産は大雪で下振れ

2 月鉱工業生産は前月比 2.3% (1 月 3.8%) と大幅な落ち込みを示した。生産予測の 1.3% は言うまでもなく、市場予想の 0.3% (当社予想も同じ) も明確に下回るネガティブ・サプライズである。大幅下振れの主因は大雪と考えられる。実際、他業種よりも生産予測が正確な輸送機械工業の実現率 (生産予測に対する実績の達成率) が 3.6% と、日中間のトラブルにより落ち込んだ 2012 年 9 月の 3.9% 以来の大幅マイナスを記録し、大雪による生産不能の影響が、市場想定を上回った旨が示唆された。

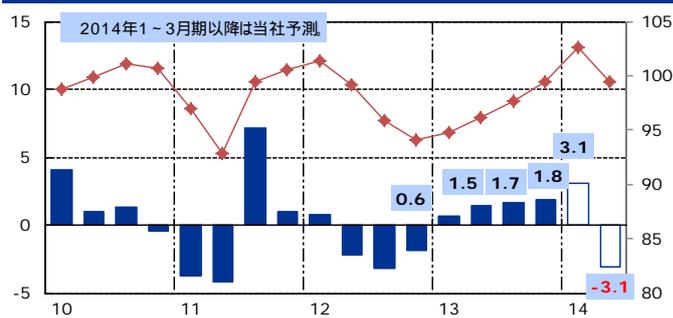
先行きについて、生産予測は 3 月に前月比 0.9% と増産の後、4 月は 0.6% の減産が見込まれている。生産予測は 3 月 10 日頃の集計であるため大雪の影響が勘案されており、加えて駆け込み需要の強さや在庫率の低さも勘案すると、3 月生産予測に関しては下振れが回避される可能性が高いだろう。3 月が生産予測通りであれば、1～3 月期の鉱工業生産は前期比 3.1% (10～12 月期 1.8%) と東日本大震災からの持ち直し以来の高い伸びになる。

問題は、前月比 0.6% と小幅減少の見通しが示された 4 月以降である。大雪が響き、製造業がもともと想定しただけの在庫積み増しが 2 月に行われず、2 月末時点で在庫水準が下振れしている点を勘案すると (2 月の在庫は 0.8% と 7 ヶ月連続で低下) 駆け込み需要剥落後も生産水準の大幅低下を回避できる可能性が出てきた。しかし、大雪などの天候をはじめとする一時的な要因を別としても、生産予測は下振れ傾向が、つまり生産予測は楽観的な内容が示される傾向が定着している。また、当社は、駆け込み需要後の反動減が相当に厳しいものになるとも想定している⁷。従って、(生産予測策定時点から 2 ヶ月も先の) 4 月の小幅減産見通しだけを根拠に、4～6 月期の減産幅を楽観視するのは危険だろう。当社では、鉱工業生産が 1～3 月期に前期比 3% 程度の増加となった後、4～6 月期は同率程度の減少を余儀なくされると見込む。

(3) 設備投資はじりじりと好転

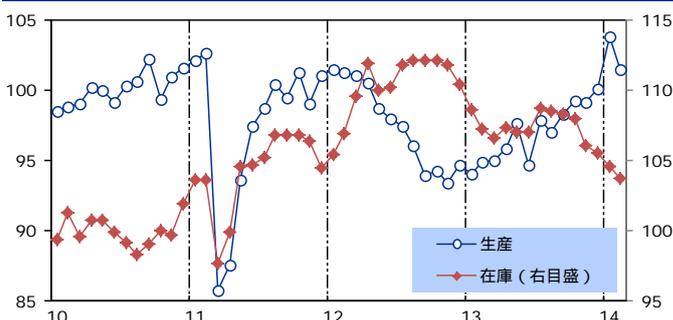
設備投資は、2013 年を通じて増勢加速の期待が裏切られてきた。2014 年 1～3 月期も、良好な指標と低調な指標が入り混じっているが、趨勢としては徐々に増勢を強めつつあると考えられる。

鉱工業生産の推移と予測 (前期比、%、2010=100)



(出所) 経済産業省

鉱工業生産と在庫率の推移 (2010年=100)



(出所) 経済産業省

⁶ 経常収支動向に関しては 2 月 20 日付 Economic Monitor 「変わる日本の貿易構造～経常収支の不均衡是正へ」も参照。

⁷ 4 月以降の需要動向はトピックス(1)を参照。

まず、一致指標である資本財総供給⁸の2014年1~2月平均は2013年10~12月期を9.2%（10~12月期前期比6.4%）輸送機械を除いたコア資本財出荷は11.5%（10~12月期6.3%）も上回っており、増勢が明確である。1~3月期に設備投資は、GDPベースでも増勢を強める可能性が高い（GDPベース設備投資の10~12月期は前期比0.8%）。

一方、先行指標である機械受注は、1~2月平均が10~12月期を0.6%下回った。2013年10~12月期までの3四半期連続の増加が途切れる可能性を否定できず、またプラスの伸びを維持したとしても増加ペースの鈍化は避けられない。但し、こうした機械受注の鈍化は、消費税率引き上げ後の需要動向を見極めるための一時的な発注先送りに伴う動きである可能性が高い。

また、日銀短観では2014年度に関して比較的良好な大企業の設備投資計画が示された。例年と同様に、年度末を控え設備投資の実施を翌年度などへ先送りする動きが生じ、大企業全産業の2013年度計画は前年度比4.6%から3.9%へ下方修正された。しかし、2014年度に関しては0.1%と僅かながらも、2007年度以来のプラス計画が示されている。当該年度の実績（今回で言えば2013年度）が固まらないため、3月調査段階では翌年度（2014年度）の設備投資計画は慎重な内容になる場合が多く、今回の2014年度計画は強気の内容と評価できる。なお、内訳を見ると、製造業が3.6%、非製造業は1.6%であり、特に製造業の強気が目立つ。2014年度計画が固まるのは6月調査のため、楽観視はできないが、悪くないスタートとは言えるだろう。

こうした設備投資計画なども勘案すると、機械受注の増勢鈍化は継続せず、4~6月期以降は再び増勢を強めると見込まれる。それに沿うかたちで、設備投資も基調としての増勢を維持するだろう。

(4) 雇用回復も賃金は低調

2014年1~2月平均の就業者数は昨年10~12月期平均を17.5万人下回っており、1~3月期は7四

資本財総供給の推移（2010=100）



(出所) 経済産業省

機械受注・民需の推移（四半期、10億円）



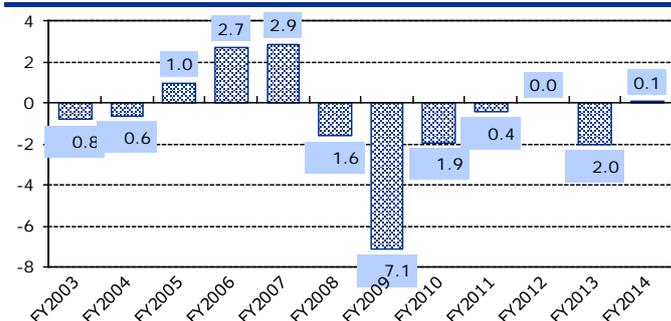
(出所) 内閣府

大企業全産業の設備投資計画（前年度比、%）



(出所) 日本銀行

大企業全産業の3月調査での翌年度設備投資計画（前年度比、%）



(出所) 日本銀行

⁸ 国内出荷 - 輸出 + 輸入。

半期ぶりの減少に転じる可能性が高い。但し、減少は10～12月期に前期差30.3万人と急増した反動が大きく、趨勢としての雇用増加は継続している。日銀短観の3月調査によると、4～6月期は消費税率引き上げ後の需要動向を見極めるために企業の雇用意欲がやや鈍る見込みだが、趨勢として見ると人手不足感は明らかに強まっている。こうした労働需給の逼迫を背景として、今後も雇用情勢の回復は続くと見込まれる。

一方、雇用情勢の回復に比べ、賃金の戻りは鈍い。2月の現金給与総額は速報ベースで前年比0.0%(1月0.2%)と2ヶ月ぶりにマイナスを脱した。しかし、所定内給与に限れば0.3%(1月0.2%)とマイナス幅が若干だが拡大している。就業形態別に見ても、2月はパートタイム労働者の時間当たり賃金が前年比1.1%(1月1.2%)と高い伸びを維持したが、一般(フルタイム)労働者の所定内賃金は0.2%(1月0.1%)と再び減少している。

2014年の春闘による賃上げ率は高まる見込みである。連合の集計によると3月31日時点の春闘賃上げ率は2.20%と、2013年同時期の1.80%を明確に上回っており、2001年以來の2%を超える春闘賃上げ率が達成される可能性が高い。こうした久方ぶりの賃上げは、マインド面から消費支出を下支えする効果を発揮すると期待できる。しかし、2%を超える春闘賃上げ率が達成されても、労働者平均の所定内賃金上昇率は1%未満にとどまり、消費税率引き上げ分を含め3%を上回ると見込まれるインフレ率全ては補えない点、つまり実質可処分所得が減少する点には留意が必要である。

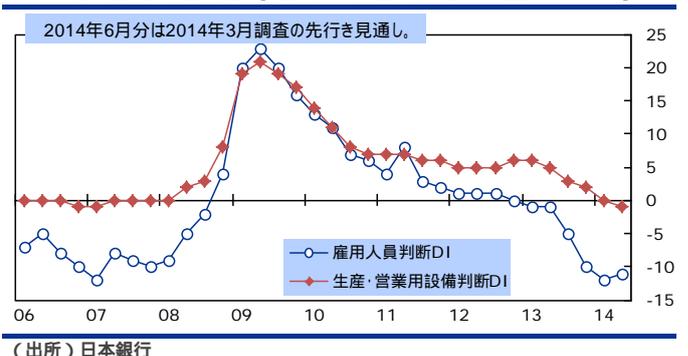
(5)2月の消費は大雪により減少

2月の個人消費は、日本全国を襲った大雪により下押しされ、低調だった。需要側統計である家計調査の実質消費支出は2月に前月比1.5%(1月1.6%)と減少した。GDPにカウントされない住居等を除いたベースは、2.4%と減少幅が更に膨らむ。内訳を見ると、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により、家具や白物家電が含まれる家具・家事用品が前月比19.8%と急増したものの、大雪が響き外出が出来ず、教養娯楽(14.2%)や被服及び履物(20.2%)、外出などが落ち込ん

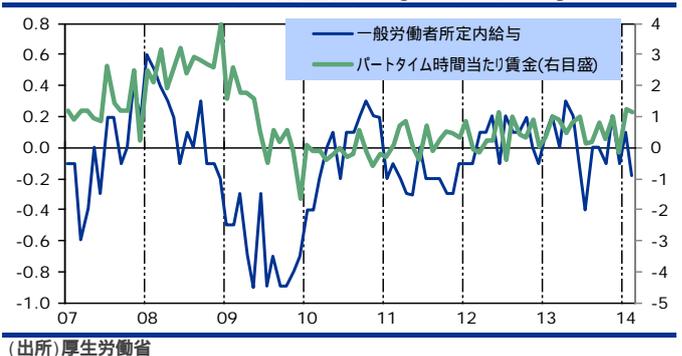
完全失業率と就業者数(万人、%)



設備と雇用の過剰感(過剰・不足、全規模全産業、%Pt)



就業形態別の賃金動向(前年比、%)



消費財総供給の推移(2010=100)



でいる。また、建築工事の停滞により住居（1.2%）も振るわなかった。こうした大雪による下押しは、他データでも同様であり、供給側統計である消費財総供給は2月に前月比3.8%（1月8.3%）と大幅に減少している。

但し、2月に大雪による下押しはあったものの、1~2月平均で見ると、個人消費は明確に持ち直している。家計調査の実質消費支出（除く住居等）は1~2月平均が10~12月期を1.8%上回り（10~12月期前期比1.3%）、消費財総供給は6.2%も上回った（10~12月期前期比3.9%）。加えて、3月は消費税率引き上げ前の駆け込み需要がピークを迎え、支出急増が確実である⁹。そのため、1~3月期に個人消費は極めて高い伸びになったと考えられる。

(6)住宅着工が大幅に減少

住宅投資は、駆け込み需要分の建築進捗により、2013年10~12月期の前期比4.1%に続き、2014年1~3月期も2%程度の増勢を維持する可能性が高い。しかし、先行指標である住宅着工では反動減が明確となりつつある。

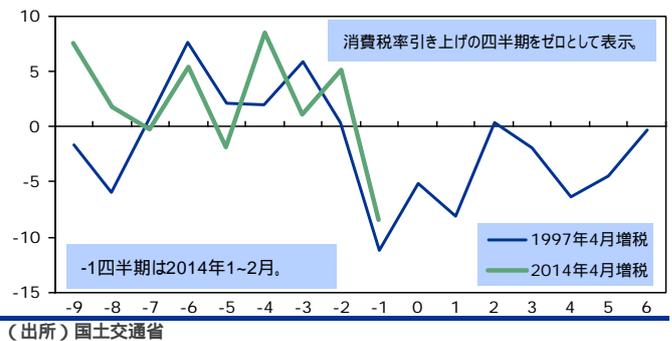
住宅着工戸数は昨年12月まで増勢にあったが、1月に前月比6.4%と明確な減少に転じ、2月も6.9%と同程度の減少が続いた。駆け込み需要により堅調だった持家（1月10.2%、2月7.8%）や分譲戸建て（1月8.2%、2月5.9%）が反動減により、大きく落ち込んでいる。3月も1~2月と同程度の減少率が続き、住宅着工は1~3月期は前期比で二桁の大幅減少となる見込みである。こうした着工ベースの減少を映じて、住宅投資も4~6月期には減少へ転じると考えられる。

(7)公共投資は補正予算の執行待ち

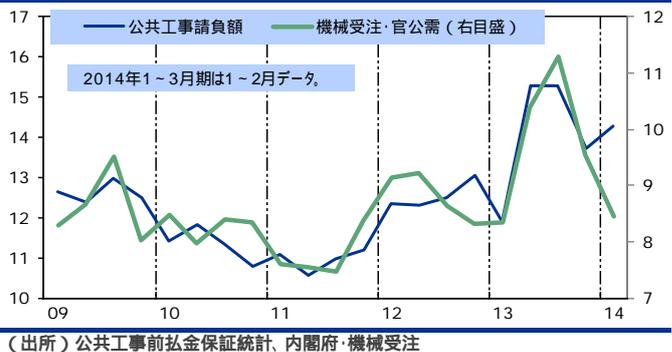
公共投資は2013年10~12月期まで5四半期連続で増加してきたが、2014年1~3月期は減少へ転じる可能性が高い。2012年度補正予算の執行が概ね終了したためである。

今後は、消費増税が日本経済に及ぼす悪影響を緩和するために、政府が策定した歳出総額5.5兆円の2013年度補正予算の執行が、動向を左右する。5.5兆円の内訳は、競争力強化策1.4兆円、女性・若者・高齢者・障害者向け施策0.3兆円、復興、防災・安全対策の加速3.1兆円、低所得者等への影響緩和、駆け込み需要と反動減の緩和0.6兆円である。このうち、競争力強化策に含まれる東京五輪関連と復興、防災・安全対策の加速により合計で3.4兆円程度の公共投資が想定される。政府は2013年度補正予算に関し6月末までに7割、9月末までに9割との執行目標を設定しており、消費増税の悪影響に見舞われる2014年度前半を中

消費税率引き上げ時の住宅着工（前期比、%）



公共投資の先行指標動向（兆円、年率、季調値）



⁹ トピックス(1)を参照。

心に日本経済を支える見込みである。実際、公共投資の先行指標を見ると、公共工事請負額が2013年10～12月期に大きく落ち込んだ後、2014年1～2月平均は下げ止まりの動きを見せている。2014年度の公共投資は、2013年度補正予算の執行に支えられ、高水準を維持する可能性が高い。

(8)4月インフレは上振れ？

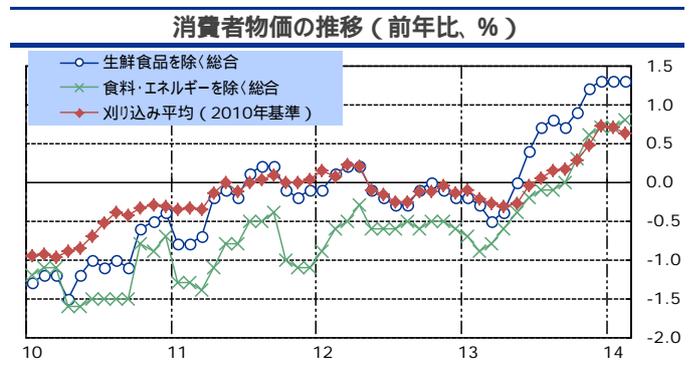
2月の全国CPIは、総合(ヘッドライン)が前年比1.5%(1月1.4%)、生鮮除く総合(日本型コア)は1.3%(1月1.3%)、食料及びエネルギーを除く総合(米国型コア)は0.8%(1月0.7%)となった。また、当社がインフレの基調的な動きを把握するために試算している刈り込み平均CPIは0.8%程度で横這いである。全体として見て、インフレ率は急上昇する局面が終わったものの、高水準で概ね横ばいの推移になっていると判断できる。

先行して公表される東京都区部3月データでは、ヘッドラインが前年比1.3%(2月1.1%)へ、日本型コアも前年比1.0%(2月0.9%)へ上昇する一方、米国型コアは0.4%(2月0.5%)へ低下した。こうした東京都区部データから試算すると、3月の全国CPIはヘッドラインが前年比1.6%(2月1.5%)、日本型コアは1.4%(2月1.3%)、米国型コアは0.8%(2月0.8%)となり、米国型コア以外で伸びが若干高まる見込みである。

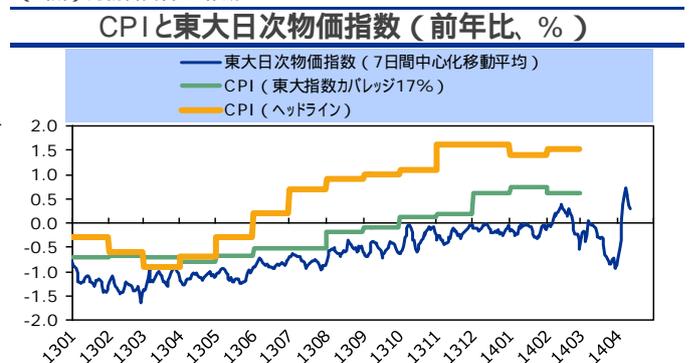
さて、金融政策の観点を含め、様々な理由から4月の消費税率引き上げ後のインフレ動向が注目されている。消費税率の引き上げにより、4月のCPIは計算上1.9%Pt程度押し上げられるが¹⁰、他にも追加的に値上げが行われれば、インフレ率の上昇幅は膨らむ。そうした追加値上げは、2%インフレ目標の達成に近づくと言う観点からは注目されるが、内容が便乗値上げと解釈されれば、政治的には問題が生じる。

その4月CPIを占う点において、東大日次物価指数プロジェクトが作成している日次物価指数が注目を集めている。同指数は、全国のスーパー約300店舗で集めたPOSデータに基づき計算されている。3日後の公表という極めて高い速報性を有しており、インフレ動向を考える上で極めて重要かつ貴重な情報を提供している。また、時系列データを見る限り、東大日次指数は、CPIに対しある程度の先行性も認められそうである。

その東大日次指数が4月1日以降大幅に上昇した。7日平均で見ると3月末の前年比0.9%が最新4月7日データで0.7%まで急速に高まっている。東大日次物価指数は消費税率引き上げの影響を除いて計算されているため、東大日次指数の上昇は、消費税率引き上げの影響以外でも4月CPIが上振



(出所) 総務省資料より作成



(出所) 総務省、東大日次物価指数プロジェクト

¹⁰ 本来は2.1%Ptの上昇となる。しかし、電気代など経過措置が講じられる4月CPIには反映されない品目が存在するため、4月時点の影響は1.9%Ptとなる。

れする可能性を示すものと言える。

但し、東大日次指数の解釈に際しては、多少の注意を要する¹¹。同指数は、スーパーのデータに基づくため、品目構成がCPIとは大きく異なる。東大日次指数のカバレッジは、CPIの約17%にとどまり、その17%のうち14%相当、約8割は食料品（酒類を含む）である¹²。そのため、食料品の価格動向に大きな影響を受けやすい（生鮮食品は含まれていない）。

消費者庁が行っている物価モニター調査によると、4月に入って特に値上げが目立つのは、確かに食料品であり、食料品の価格上昇が全体を押し上げているとの東大日次指数の示唆に概ね整合的と言える。なお、物価モニター調査では、雑貨・衣料等も上昇しているが、採用品目数は4品目と、食料品の18品目に比べて少なく、全体を示しているとは言い難い。食料品を主体とする東大日次指数の動きが、他の財やサービスでも同様に生じれば、CPI全体でも消費税率引き上げを含まないペースで大幅な上昇ペースの加速になる。しかし、消費税率引き上げ後に対する企業の慎重姿勢を踏まえると、値上げの動きがそこまで浸透しているとは考えにくい。

また、食料品に関しても、東大日次指数の示唆ほどにCPIは上昇しない可能性がある。データを日次で詳細に見ると、上昇幅は若干縮小しつつあり、7日平均は4月7日の0.7%が11日には0.3%へ低下した。需要動向を踏まえ、価格の引き上げ幅を圧縮する企業側の動きが生じつつあるようにも見える。

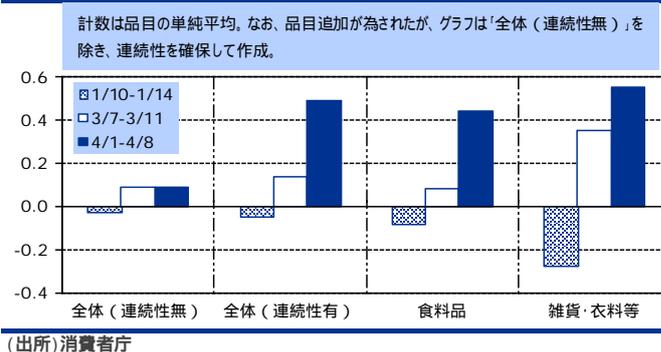
東大指数の示唆するかたちで、4月のCPIが大幅に上昇する可能性は確かにある。しかし、消費税率引き上げ後の価格戦略について、企業は未だ模索している最中であり、4月CPIの動向に関しては今後のデータも踏まえ慎重に推し量るべきと考えられる。

(9) 当面の日本経済の見通し

トピックスなどでも示したように、1~3月期の日本経済では、駆け込み需要を受けた個人消費や住宅投資の拡大が鮮明となった。1~3月期の消費動向の全容は未だ明らかではないが、百貨店販売や自動車販売、家電などでは相当の駆け込み購入が行われた模様である。また、設備投資も1~3月期に増勢が加速した可能性が高い。2012年度補正予算の執行一巡により公共投資は減少し、輸出の回復が鈍いため外需はGDP成長率の押し下げに寄与したが、個人消費を中心とした民需の大幅増加が上回り、1~3月期の日本経済は稀に見る高成長を記録した模様である（当社想定は前期比年率6%台）。

一転、4~6月期は駆け込み需要の反動減が避けられない。現時点で、4月の消費動向に関するデータは限られるが、少なくとも企業は相当の反動減を覚悟している。また、4月春闘では一定の賃上げが達成されたが、それでもインフレ率の上昇分は補えず、可処分所得は実質ベースで目減りする。こうした可処分所得の目減りによる財布の紐の引き締めを警戒し、駆け込み需要が限定的だった飲食やサ

物価モニター調査（前回調査からの変化率、%）



¹¹ 加えて、東大指数は特売などの影響を受ける。これは実勢に即するという利点を有する一方で、インフレの基調的な動きを見えにくくもする。3月下旬の下落は、消費税率引き上げ前のセールを反映した動きと考えられる。

¹² CPIにおける食料品のシェアは25%、日本型コアに占める生鮮食品を除く食料品は22%。

ービス分野でも、4月以降に対する警戒感が強い。「山高ければ谷深し」のかたちで、4~6月期の日本経済は大幅なマイナス成長に陥ると考えられる（当社想定 6.4%）。

但し、日本経済が景気後退に陥るとは考えない。企業の物価見通しなどでもデフレ脱却の動きは明確となっており、企業や家計などの民間部門では前向きの循環が働きつつある。実際、これまで出遅れが目立っていた設備投資にも明るい動きが見られる。2014年度の設備投資に牽引役の役割までは期待できないが、一定の成長貢献は見込めるだろう。また、製造業が海外生産を重視する姿勢が変わらないため、輸出の大幅増加は期待薄だが、円安基調が続く下で海外経済の回復に歩調を合わせ、一定の輸出増加は確保できる。以上を踏まえ、7~9月期から日本経済は再びプラス成長の軌道へ復帰すると見込んでいる。なお、年度ベースの経済見通しは3月10日時点の2014年度0.5%、2015年度1.3%から変更していない。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2011 実績	2012 実績	2013 予想	2014 予想	2015 予想
実質GDP	0.3	0.6	2.4	0.5	1.3
国内需要	1.4	1.4	2.7	0.3	1.1
民間需要	1.6	1.4	2.1	0.2	1.3
個人消費	1.4	1.5	2.5	1.0	1.0
住宅投資	3.2	5.3	8.4	3.4	2.9
設備投資	4.8	0.7	0.2	3.9	2.6
在庫投資(寄与度)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
政府消費	1.2	1.5	2.4	1.8	1.3
公共投資	3.2	1.3	15.7	0.6	4.1
純輸出(寄与度)	(1.0)	(0.8)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
輸出	1.6	1.2	3.4	3.7	3.7
輸入	5.3	3.7	5.6	2.4	2.3
名目GDP	1.4	0.2	2.1	2.6	2.4
実質GDP(暦年ベース)	0.5	1.4	1.5	1.3	1.2
鉱工業生産	1.1	2.6	3.2	1.6	2.4
失業率(%、平均)	4.5	4.3	3.9	3.8	3.4
消費者物価(除く生鮮)	0.0	0.2	0.8	3.2	1.9
消費者物価(除く食・工)	0.8	0.6	0.2	2.5	1.7
名目賃金上昇率	0.3	0.7	0.1	0.4	0.8

(資料)内閣府、経済産業省、総務省、厚生労働省、国土交通省等より当社作成。

【日本主要経済指標】

日本の実体経済関連指標の推移

		2011	2012	2013年				2014年
		年度	年度	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月
実質GDP	前期比%			1.1	1.0	0.2	0.2	
	前期比年率%			4.5	4.1	0.9	0.7	
	前年比%	0.3	0.6	0.0	1.2	2.3	2.6	
実質個人消費	前期比,%	1.4	1.5	1.0	0.6	0.2	0.4	
実質設備投資	前期比,%	4.8	0.7	▲0.9	1.0	0.1	0.8	
実質純輸出(寄与度)	前期比,%Pt	▲1.0	▲0.8	0.4	0.1	▲0.5	▲0.5	
実質輸出	前期比,%	▲1.6	▲1.2	4.2	2.9	▲0.7	0.4	
実質輸入	前期比,%	5.3	3.7	1.1	1.8	2.4	3.5	
名目GDP	前期比,%	▲1.4	▲0.2	0.7	1.0	0.1	0.3	

		2011	2012	2013年				2014年
		年度	年度	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月
輸出額(貿易統計)	前期比,%			7.3	4.5	1.6	2.5	
	前年比,%	▲3.7	▲2.1	1.2	7.0	12.7	17.4	
輸入額(貿易統計)	前期比,%			9.5	1.8	5.3	5.6	
	前年比,%	11.6	3.4	8.0	10.3	17.5	24.1	
鉱工業生産	前期比,%			0.6	1.5	1.7	1.8	
	前年比,%	▲0.7	▲2.9	▲7.9	▲3.1	2.3	5.7	
機械受注 (民間需要・除(船舶・電力))	前期比,%			▲0.0	6.8	4.3	1.5	
	前年比,%	6.2	▲3.0	▲4.6	6.4	9.6	13.3	
法人企業 売上高	前年比,%	▲3.6	▲4.6	▲5.8	▲0.5	0.8	3.8	
法人企業 経常利益	前年比,%	▲6.1	7.9	6.0	24.0	24.1	26.6	
失業率	%	4.5	4.3	4.2	4.0	4.0	3.9	
名目賃金	前年比,%	▲0.3	▲0.3	▲0.6	0.0	▲0.4	0.4	
小売業販売額	前期比,%			0.7	0.7	0.3	1.4	
	前年比,%	0.8	0.3	▲1.2	0.7	1.2	3.0	
新車販売台数(含む軽)	前年比,%	3.3	9.6	▲9.4	▲6.1	2.3	19.3	20.7
住宅着工戸数	年率換算,万戸	84.1	89.3	90.4	98.0	99.0	104.1	
	前年比,%	2.7	6.2	5.1	11.8	13.3	12.9	
消費者物価指数(除(生鮮))	前年比,%	▲0.0	▲0.2	▲0.3	0.0	0.7	1.1	

(注) 前期比、失業率及び住宅着工戸数の年率換算値は季節調整系列、前年比は原系列により算出。

主要地域の成長率推移

		2012	2013	2013年		2013年		
		暦年	暦年	10~12月	1~3月	4~6月	7~9月	10~12月
米国成長率	前期比年率,%			0.1	1.1	2.5	4.1	2.6
	前年比,%	2.8	1.9	2.0	1.3	1.6	2.0	2.6
ユーロ圏成長率	前期比年率,%			▲2.0	▲0.8	1.3	0.6	0.9
	前年比,%	▲0.7	▲0.5	▲1.0	▲1.2	▲0.6	▲0.3	0.5
中国成長率	前年比,%	7.7	7.7	7.9	7.7	7.5	7.8	7.7

(出所) CEIC

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。