

Economic Monitor

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

1～3月期の日本経済は駆け込み需要により年率6%の高成長に (一次QE予想)

駆け込み需要を受けた個人消費や住宅投資の増加により、2014年1～3月期の日本経済は年率6%の高成長を記録した見込み。輸出入も高い伸びが予想されるが、統計上の断層を含む点に留意。

1～3月期予想は前期比1.5%、年率6.0%

5月15日に2014年1～3月期の四半期別GDP速報(QE: Quarterly Estimates)の一次速報値が公表される。今回のデータは、4月に消費税率が引き上げられる直前のGDP成長率という観点で注目度が高い。これまでに公表された基礎統計に基づき、当社では1～3月期の実質GDP成長率を前期比1.5%、年率6.0%と予測する。但し、後述するように消費税率引き上げによる駆け込み需要が生じた2014年1～3月期に関して、どのような季節調整処理を施すか次第で、予測値が大きく変わりうる。当社では、2014年1～3月期の駆け込み需要を異常値として処理した上で予測値を算出している。なお、異常値処理をしない場合の成長率予測値を参考のために示すと、前期比1.1%、年率4.6%である(予測表の右端に掲載)。

駆け込み需要が成長を押し上げ

1～3月期高成長の牽引役は、言うまでもなく、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により押し上げられた個人消費である。個人消費は1～3月期に前期比2.4%と大幅に増加し、実質GDP成長率を1.4%Ptも押し上げたと見込まれる。他の民需も好調であり、やはり駆け込み需要を受けて住宅投資が8四半期連続で増加、設備投資も小幅に増勢を強めた模様である。民需の好調とは対照的に、公需及び外需は低調だった。2012年度補正予算の執行が一巡する一方、2013年度補正予算の執行本格化は間に合わず、公共投資

実質GDP成長率の推移と予想

前期比,%,%Pt	2013年				2014年1～3月		異常値処理なし	
	1～3月	4～6月	7～9月	10～12月	前期比	寄与度	前期比	寄与度
実質GDP	1.1	1.0	0.2	0.2	1.5		1.1	
(前期比年率%)	4.5	4.1	0.9	0.7	6.0		4.6	
(前年比%)	0.0	1.2	2.3	2.6	2.9		2.6	
国内需要	0.7	0.9	0.7	0.7	1.6	1.6	1.2	1.2
民間需要	0.6	0.5	0.5	0.6	2.1	1.6	1.6	1.2
個人消費	1.0	0.6	0.2	0.4	2.4	1.4	1.8	1.1
住宅投資	1.7	0.9	3.3	4.1	2.2	0.1	2.2	0.1
設備投資	▲0.9	1.0	0.1	0.8	1.4	0.2	1.4	0.2
在庫投資(寄与度)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.1)	(0.0)		▲0.1		▲0.1
公的需要	1.1	1.9	1.6	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
政府消費	0.6	0.9	0.2	0.5	0.5	0.1	0.5	0.1
公共投資	3.2	6.8	7.2	2.1	▲2.2	▲0.1	▲2.2	▲0.1
純輸出(寄与度)	(0.4)	(0.1)	(▲0.5)	(▲0.5)		▲0.1		▲0.1
輸出	4.2	2.9	▲0.7	0.4	4.9	0.8	4.9	0.8
輸入	1.1	1.8	2.4	3.5	5.8	▲0.9	5.8	▲0.9
名目GDP	0.7	1.0	0.1	0.3	1.0		0.7	
(前期比年率%)	2.8	4.2	0.5	1.2	4.2		2.7	
(前年比%)	▲1.0	0.7	1.9	2.2	2.5		2.2	
デフレーター(前年比%)	▲1.0	▲0.5	▲0.4	▲0.3	▲0.1			

(出所) 内閣府 (注) 消費税率引き上げの駆け込み需要が生じた2014年1～3月期について異常値処理。

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。

は減少した。また駆け込み需要への対応から輸入が増勢を強める一方、海外現地生産シフトが続く下で輸出は軟調推移が継続したため、外需は成長を下押ししている。なお、予想値において、輸出の伸びは前期比 4.9%に達するが、後述するように基礎統計の断層に伴う押し上げが含まれるため、その解釈には注意が必要である。実勢としての輸出は低調だったと考えられる。

なお、1～3 月期の GDP を大きく左右する個人消費の、中でも高額消費の基礎統計である消費状況調査の 3 月分が 5 月 9 日に公表されるため、予測値は今後変動しうる。

1997 年を幾分上回る駆け込み需要

経済環境が異なるため、単純な比較はできないが、消費税率が 3%から 5%へ引き上げられた 1997 年 4 月直前の 1997 年 1～3 月期と当社による予測値を比較すると、実質 GDP 成長率は 1997 年前期比 0.8% vs 2014 年 1.5%、民間最終需要 1.9% vs 2.2%、個人消費 2.1% vs 2.4%であり、1997 年を幾分上回る駆け込み需要が生じたと判断できる。

1～3 月期の駆け込み需要後、4 月以降は反動減が生じている。新車販売台数は 1～3 月期に前期比 5.6%増加した後、4 月に前月比 ▲15.1%（ともに当社試算値）百貨店販売は 3 月に前年比 25.2%増加した後、大手四社の 4 月販売が ▲7.9%～▲15.3%となった。反動減について、企業側は概ね想定の範囲内との見解の模様である。ただ、未だ断片的な情報にとどまり、4～6 月期の動向を判断するには材料不足である¹。ちなみに 1997 年 4～6 月期は実質 GDP 前期比 ▲1.0%、民間最終需要 ▲3.0%、個人消費 ▲3.5%だった。

需要項目別の予想は以下のとおりであるが、個人消費と外需には統計処理上の留意点がある。

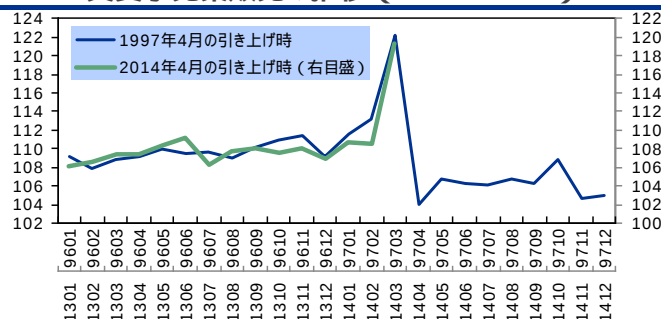
個人消費は駆け込み需要で増加

1～3 月期の個人消費は、駆け込み需要により前期比 2.4%（10～12 月期 0.4%）と極めて高い伸びを示した模様である。自動車や家電²など耐久財消費に加え、衣料品や身の回り品などの購入も増加した。また 3 月には日持ちのする食料品や家庭用品などにも駆け込み購入の動きが見られた。一方、財消費に比べ、ストックが難しいサービス消費では駆け込みの動きは限定的だった。

個人消費に季節調整処理の問題

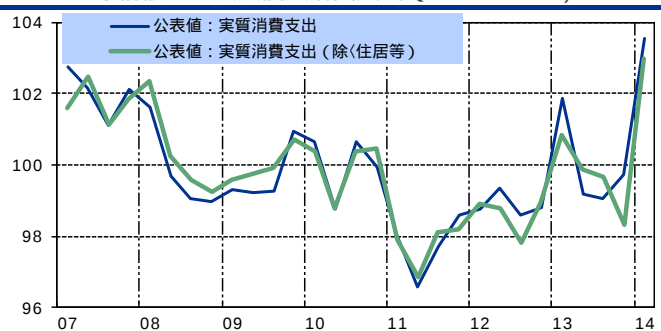
冒頭でも触れたように、1～3 月期の個人消費は、季節調整処理により予測値が大きく変化する。消費税率引き上げ前の駆け込み需要は、通常の季節変動と異なる一過性の動きであり、異常値として処理する必要があると考えられる。実際、前回 1997 年 4 月の消費税率引き上げに際し、統計公表元の内閣府は個人消費³

実質小売業販売の推移（2005=100）



(出所) 経済産業省、総務省

家計調査の実質個人消費支出（2010=100）



(出所) 総務省

¹ 現時点で入手可能な 4 月の動きについては 4 月 30 日付 Economic Monitor 「[駆け込み需要の反動で 4～6 月期の鉱工業生産は大幅減少に](#)」を参照。

² パソコンの購入急増には Windows XP のサポート終了も影響したと考えられる。

³ 厳密には個人消費全てではなく、耐久財消費、半耐久財、非耐久財、帰属家賃を除くサービスが対象。また、製品在庫にも異

について駆け込み需要と反動減を考慮した異常値処理を施している。今回に関して、現在迄のところ、内閣府から季節調整処理に関するアナウンスはないが、当社では前回 1997 年 4 月の消費税率引き上げに際しての処理に倣い、異常値処理をした上での季節調整値を予測値とした。なお、異常値処置をしない場合の個人消費の予測値は前期比 1.8% となり、1997 年 4～6 月期の 2.1% を下回る。但し、こうした比較は、統計処理に関する整合性を欠く。

固定資本形成は住宅、設備投資ともに増加

住宅投資は、前期比 2.2% (2013 年 10～12 月期 4.1%) と 8 四半期連続の増加が予想される。住宅投資に先行する住宅着工は、駆け込み需要の剥落により持家や分譲戸建を中心に 1～3 月期に前期比 ▲10.3% と大幅な減少を余儀なくされたが、進捗ベースである住宅投資は増勢を維持した。しかし、住宅投資も 4～6 月期は減少に転じると予想される。

設備投資は前期比 1.4% (10～12 月期 0.8%) と 4 四半期連続の増加を見込む。建設投資は低調だったが、生産活動の水準上昇に伴い機械投資を中心に拡大した。設備投資回復の本格化とまでは言えないが、緩やかながらも増勢は強まりつつある。

公共投資は端境期

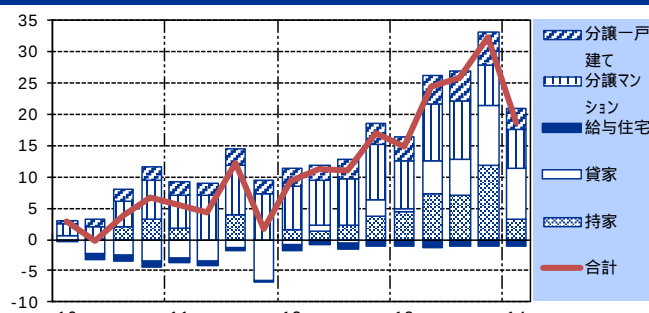
公共投資は前期比 ▲2.2% (10～12 月期 2.1%) と 6 四半期ぶりの減少を予想する。2012 年度補正予算の執行が一巡する一方、2013 年度補正予算の執行本格化は間に合わず、減少に繋がった。但し、内閣府によれば、3 月末時点で 2013 年度補正予算は、国実施事業のうち 57.1% が契約締結を終え、地方自治体経由事業は 90.4% が地方自治体による事業着手段階に達している。そのため、2013 年度補正予算の執行進捗により、2014 年 4～6 月期に公共投資が更に落ち込む事態は回避される見込みである。

輸出の大幅増加には統計の断層が含まれる

純輸出寄与度は前期比 ▲0.1Pt (10～12 月期 ▲0.5Pt) と 3 四半期連続のマイナスを予想する。内訳は輸出が前期比 4.9% (10～12 月期 0.3%)、輸入は 5.8% (10～12 月期 3.5%) と共に大幅増加である。

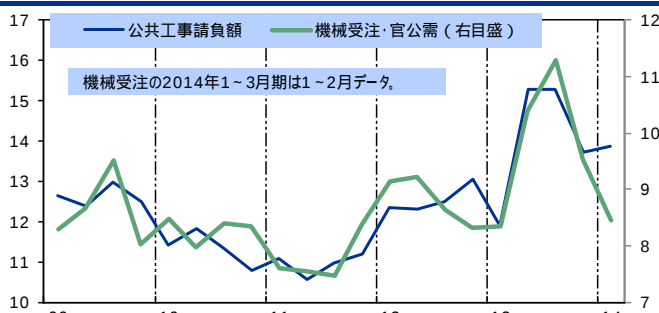
但し、こうした輸出入の大幅増加の解釈には留意が必要である。輸出入を試算する最も重要な基礎統計である国際収支統計は 2014 年から IMF 国際収支マニュアル第 6 版ベース (BPM6) へ移行した。しかし、第

住宅着工戸数の推移 (2009Q4 からの変化, %)



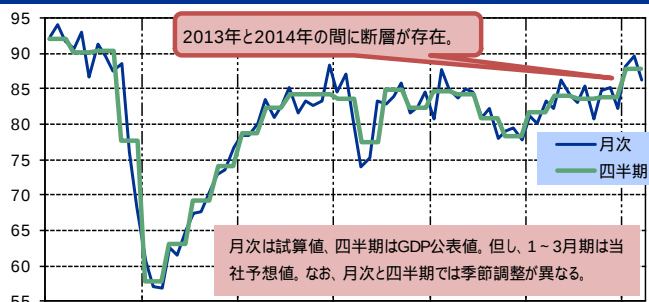
(出所) 国土交通省

公共投資の先行指標動向 (兆円、年率、季調値)



(出所) 公共工事前払金保証統計、内閣府・機械受注

GDPベース輸出の推移 (実質、年率、兆円)



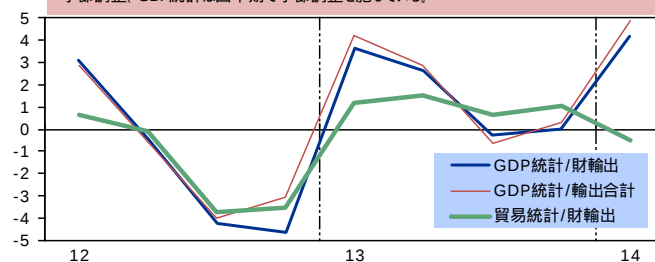
(出所) 内閣府、財務省、日本銀行

常値処理を施しているが、今回は製品在庫において、駆け込み需要に対応した動きは見られないため、当社は異常値処理を行っていない。

5 版に沿った旧統計と新統計では、概念の相違に伴う断層が存在する。断層のうち、いくつかは新統計を旧統計ベースへ組み換えることにより消去可能であり、内閣府もGDP算出に際して概念組換による調整を行う方針を公表している⁴。しかし、全ては調整はできない。いくつかの断層は残存し、GDP統計の輸出入に影響を及ぼす。当社の試算によると、断層は輸出入額をともに押し上げる方向に影響する。

輸出の推移（実質、前期比、％）

貿易統計の財輸出とGDP統計の財輸出には概念上の相違がある。また貿易統計は月次で季節調整、GDP統計は四半期で季節調整を施している。



（出所）内閣府、財務省、日本銀行

従って、GDP 統計ベースの輸出入における高い伸びをそのまま用いて、外需の動向を判断すべきではない。当社は 1～3 月期の輸出を前期比 4.9%と見込んでいる。しかし、当社が貿易統計や輸出入物価指数に基づき試算した実質財輸出は前期比▲0.5%（10～12 月期 1.0%）、日本銀行試算でも▲1.0%（10～12 月期 1.5%）と減少した。製造業の海外生産シフト継続などを背景に、1～3 月期も引き続き低調に推移したというのが輸出の実勢であろう。また、当社は GDP 統計ベースの 1～3 月期輸入を前期比 5.8%と見込むが、当社試算の実質財輸入は 4.7%（10～12 月期 1.2%）、日本銀行試算も 4.5%である。輸入は、消費税率引き上げの駆け込み需要に対応した最終財輸入の拡大により高い伸びを示したが、統計上の断層により押し上げられた部分も含まれている。

⁴ 「平成 26 年 1-3 月期四半期別 GDP 速報の推計方法について」、2013 年 4 月 25 日、内閣府。なお、従来から存在する国際収支概念と SNA 概念の相違については別途調整する。また、国際収支統計の作成を財務省より委託されている日本銀行は、第 5 版と第 6 版の概念調整に関して、遡及データなどを公表している。