

日本経済は 1～3 月期に年率 5.9% の高成長を記録

消費税率引き上げ前の駆け込み需要による個人消費の急増を受けて、1～3 月期の日本経済は年率 5.9% の高成長を記録。少なくとも財消費については、1997 年を大きく上回る駆け込み需要が生じており、4～6 月期は大幅な反動減が不可避。4～6 月期の日本経済は▲6% 程度の落ち込みに。

1～3 月期は年率 5.9% の高成長

内閣府が公表した四半期別 GDP 速報（QE：Quarterly Estimates）によると、消費税率引き上げ前の駆け込み需要により、2014 年 1～3 月期の日本経済は前期比 1.5%、年率 5.9% の高成長を記録した。前期比年率 4% 台との市場予想からは大きく上振れしたが、当社予想の年率 6.0% に概ね一致している。

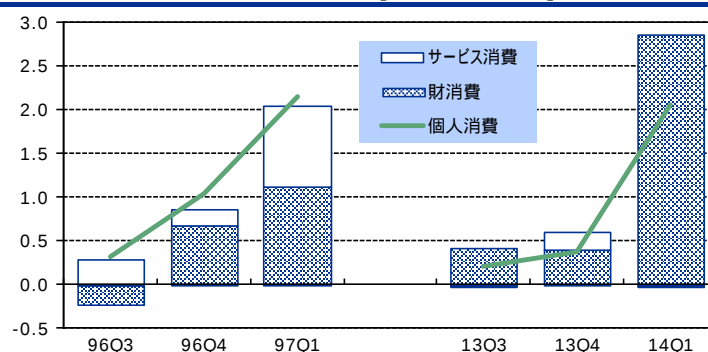
財消費は前回は大きく上回る駆け込み需要

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 2.1%（10～12 月期 0.4%）と大幅に増加し、実質 GDP 成長率を 1.3%Pt も押し上げた。今回の個人消費の伸びは、前回の消費税率引き上げ直前である 1997 年 1～3 月期の 2.1% と同率であり、同程度の駆け込み需要にとどまったように見える。しかし、駆け込み需要の主戦場である財消費については 1997 年 1～3 月期の 2.6% に対し、2014 年 1～3 月期は 6.4% と 2.5 倍もの高い伸びを記録しており、前回は大きく上回る駆け込みが生じたと判断される。個人消費全体の伸びが 1997 年と同率にとどまったのは、全国的な大雪なども響き、サービス消費（除く帰属家賃）が▲0.1% と低迷したためである（1997 年 1～3 月期のサービス消費は 2.3%）。

設備投資の高い伸びは実力以上

多少サプライズだったのは、設備投資の大幅増加である。1～3 月期の設備投資は前期比 4.9%（10～12 月期 1.4%）と 2011 年以來の高い伸びを記録した。稼働率の上昇を受けた維持更新投資や都市開発の活発化などにより設備投資は持ち直し方向にあるが、1～3 月期の高い伸びが基調的な動きとは判断しにくい。ウィンドウズ XP

個人消費の推移（前期比、%）



（出所）内閣府

実質GDP成長率の推移

前期比,%,%Pt	2013年			2014年1～3月	
	4～6月	7 9月	10～12月	前期比	寄与度
実質GDP	0.9	0.3	0.1	1.5	
（前期比年率%）	3.5	1.3	0.3	5.9	
（前年比%）	1.3	2.4	2.5	3.0	
国内需要	0.7	0.8	0.6	1.7	1.7
民間需要	0.4	0.6	0.7	2.3	1.8
個人消費	0.7	0.2	0.4	2.1	1.3
耐久財消費	3.3	3.8	3.9	13.7	0.7
半耐久財消費	1.2	0.1	▲0.5	6.4	0.3
非耐久財消費	0.2	▲0.6	▲0.6	1.3	0.2
サービス消費	0.7	0.1	0.5	0.1	0.0
（除く帰属家賃）	0.9	▲0.0	0.6	▲0.1	▲0.0
（帰属家賃）	0.3	0.3	0.4	0.4	0.0
住宅投資	0.8	3.3	4.3	3.1	0.1
設備投資	1.0	0.7	1.4	4.9	0.7
在庫投資（寄与度）	（▲0.3）	（0.1）	（0.0）		▲0.2
公的需要	1.8	1.5	0.5	▲0.4	▲0.1
政府消費	0.7	0.2	0.3	0.1	0.0
公共投資	6.4	6.9	1.2	▲2.4	▲0.1
純輸出（寄与度）	（0.1）	（▲0.5）	（▲0.6）		▲0.3
輸出	2.9	▲0.7	0.5	6.0	1.0
輸入	1.8	2.4	3.7	6.3	▲1.3
名目GDP	0.9	0.2	0.2	1.2	
（前期比年率%）	3.5	0.8	0.8	5.1	
（前年比%）	0.7	1.9	2.1	3.0	
デフレーター（前年比%）	▲0.6	▲0.4	▲0.4	0.0	

（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、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。

のサポート終了などに伴うパソコンやソフトウェアの更新投資が集中した影響などが大きく、4～6月期には多少の反動減が生じる可能性が高いだろう。設備投資は緩やかな増勢にあるものの、ここに来て企業の設備投資意欲が突然高まった訳ではないと考えられる。

他の内需は、概ね想定通りだった。駆け込み需要分の建設が進捗し、住宅投資は前期比 3.1%（2013 年 10～12 月期 4.3%）と 8 四半期連続で増加した。公共投資は 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、▲2.4%（10～12 月期 1.2%）と減少している。

輸出の大幅増加は統計の断層が主因であり、実勢は横ばい

結果自体は、事前予想に概ね沿ったものだったが、その解釈に注意を要するのが外需である。2014 年 1～3 月期は、輸出が前期比 6.0%（10～12 月期 0.5%）、輸入は 6.3%（10～12 月期 3.7%）とともに増勢が急加速した。しかし、これには基礎統計である国際収支統計の改訂に伴う統計上の断層が影響しており、輸出入の実勢は大きく異なる¹。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入によると、輸出は前期比 ▲0.5%（10～12 月期 1.0%）と減少しており、実勢は横ばい程度と考えられる。製造業の海外生産シフト継続などを背景に、輸出は 1～3 月期も引き続き低調に推移したと判断できる。また、当社試算の実質財輸入は前期比 4.7%（10～12 月期 1.2%）である。1～3 月期の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押し上げられたものの、GDP 統計ほどの高い伸びではなかったと推測される。なお、輸出から輸入を控除した純輸出については、上述した統計の断層はほとんど影響しない。純輸出の成長率に対する寄与度は 10～12 月期の前期比 ▲0.6%Pt が 1～3 月期は ▲0.3%Pt へ縮小したが、3 四半期連続のマイナスだった。

1～3 月期の GDP デフレーターは前年比 0.0%（10～12 月期 ▲0.4%）と 2009 年以来初めてマイナス圏を脱した。また、内需デフレーターは 0.7%（10～12 月期 0.5%）へ、民間最終消費支出デフレーターは 0.6%（10～12 月期 0.4%）へ伸びを高めており、日本経済はデフレ脱却へ近づきつつあると判断される。

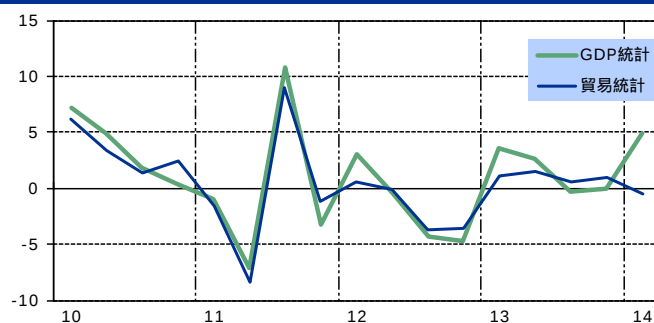
デフレ脱却が近づく

1～3 月期の GDP デフレーターは前年比 0.0%（10～12 月期 ▲0.4%）と 2009 年以来初めてマイナス圏を脱した。また、内需デフレーターは 0.7%（10～12 月期 0.5%）へ、民間最終消費支出デフレーターは 0.6%（10～12 月期 0.4%）へ伸びを高めており、日本経済はデフレ脱却へ近づきつつあると判断される。

駆け込み需要の反動減の見極めには要時間

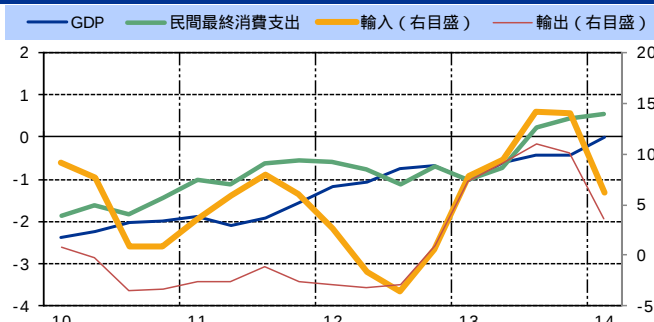
4～6 月期の日本経済は、駆け込み需要の反動減が避けられない。消費税率引き上げ後の販売・出荷動向について、多くの企業は想定範囲内とコメントしており、実際、4 月は 1997 年と同程度もしくは下回る減少幅になった個社データや業界データが多い模様である。しかし、寧ろ重要なのは 5 月以降の回復ペースである。4 月が想定範囲内でも、その後の戻りが鈍いものにとどまる可能性はあり、今後の動向を慎重に見極める必要があるだろう。

実質財輸出の推移（前期比、%）



（出所）内閣府、財務省、日本銀行

GDP デフレーターの推移（前年比、%）



（出所）内閣府

¹ 統計上の断層に関する詳細な解説は 2014 年 5 月 2 日付 Economic Monitor 「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）」を参照されたい。

新車販売は5月に更に落ち込む可能性

既に明らかとなった幾つかのデータを見ると、まず新車販売台数は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)と減少した。4月の減少率は1997年4月の▲21.3%を下回っており、現時点で反動減は軽微だったように見える。但し、最近の駆け込み需要の反動減では寧ろ2ヶ月後の方が深刻となるケースもあり、判断を留保すべきだろう。エコカー補助金による駆け込み需要が生じた2010年は8月に前月比21.2%と急増した後、9月の▲24.7%のみならず10月も▲18.6%と落ち込んだ。内閣府のヒアリングでも5月初めにかけて「受注残の下支えが薄らいできた可能性」との声が記載されている。なお、5月以降を前月比横ばいと仮定した場合、4～6月期は前期比▲17.9%(1～3月期5.6%)と大幅な落ち込みを余儀なくされる。

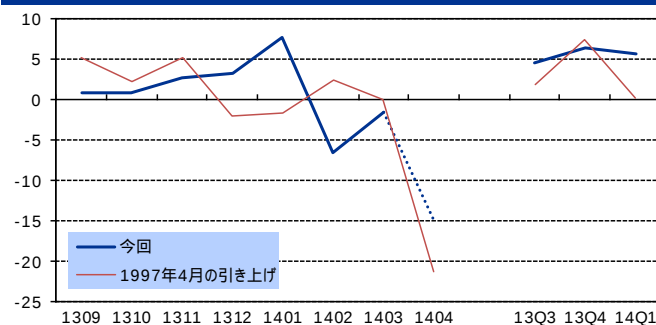
百貨店販売は5月に前年比横ばいへ復帰でも、前期比は大幅な減少に

百貨店販売は3月に前年比25.2%と急増した後、大手四社の4月販売は▲7.9%～▲15.3%(単純平均▲12.1%)になった。これは1997年の3月25.5%、4月▲12.3%と概ね同様の動きである。4月を4社平均、5月及び6月は前年比横ばいまで販売が回復すると仮定した上で、4～6月期の百貨店販売の季節調整済前期比を試算すると、▲11.8%(1～3月期10.5%)になる。また、ビール及び発泡酒の出荷数量は3月に前年比17.2%と急増した後、4月は▲17.4%に落ち込んでおり、新車販売台数や百貨店に比べ落ち込みが深刻な模様である。

日本経済は4～6月期に前期比年率▲6%程度のマイナス成長へ

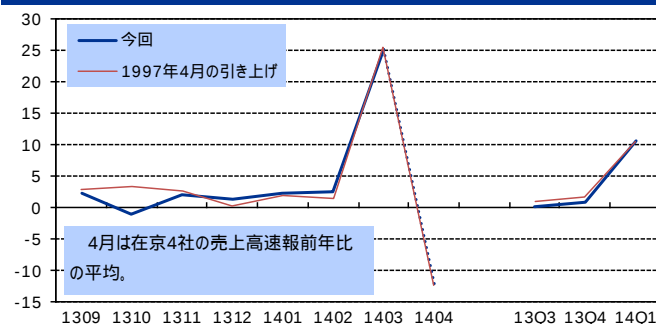
結局のところ、未だ断片的な情報にとどまり、4～6月期の動向を判断するには材料不足である。ただ、大方が想定範囲内(もしくは多少上振れ)と考えている百貨店販売でも、季節調整値ベースで見ると、4～6月期には大幅な減少、例えば1～3月期の前期比増加率の符号を反転させた程度の減少率が想定される。つまり、個人消費については4～6月期に相当の反動減が避けられない可能性が高い。他の需要項目でも、個人消費と同じく住宅投資も駆け込み需要の剥落による減少が見込まれるほか、一時的な要因で押し上げられた設備投資も減少に転じる可能性が高い。また、公共投資は2013年度補正予算の執行進捗により下げ止まるものの、大幅な成長押し上げまでは期待できない。以上を踏まえ、現時点で当社は4～6月期の日本経済を前期比年率▲6.0%と想定する。7～9月期以降は年率2%程度のプラス成長へ復帰し、2014年度平均はゼロ%台半ばの成長率を見込む。こうした成長率の想定は従前から変わらない。

新車販売台数季節調整値(前月比、前期比、%)



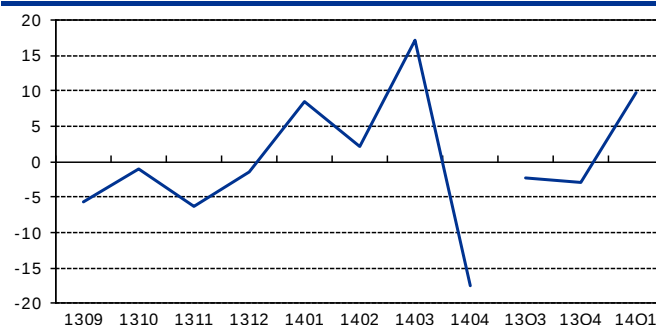
(出所)自動車販売連合会等

全国百貨店売上高(前年比、%)



(出所)全国百貨店協会、各社リリース、報道等

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