

日本経済見通しの改訂： 成長率予想を 2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3% に据え置き

日本経済は 1～3 月期に年率 5.9% の高成長を達成。主因は消費税率引き上げ前の駆け込み需要のため、4～6 月期は反動減による年率 6% 程度の大幅な落ち込みが不可避。7～9 月期以降は 2% 程度の成長軌道へ復帰するも、2014 年度の成長率は 0.5% にとどまる見込み。

1～3 月期は想定通りの高成長

消費税率引き上げ前の駆け込み需要による個人消費の拡大にけん引され、日本経済は 2013 年 1～3 月期に前期比年率 5.9% の高成長を記録した。従来から当社は 1～3 月期の成長率を前期比年率 6% 台の高成長（10～12 月期二次 QE 時点）と予想しており¹、加えて、4 月に消費税率が引き上げられて以降の経済動向も、後述するように当社の想定から大きく外れるものではない。

従って、先に結論を言えば、当社は 2014 年度以降の見通しについても変更せず、従来通りに据え置く。すなわち、駆け込み需要の反動減を受け、日本経済は 4～6 月期に前期比年率 6% 程度の落ち込みを余儀なくされるも、景気後退には陥らず、7～9 月期以降は 2% 程度の成長軌道へ復帰する。2014 年度の実質 GDP 成長率は 0.5%、2015 年度は 1.3% と予想している。これらはともに従来見通しから変わらない。

論点 1: 4～6 月期の落ち込みはどの程度か？

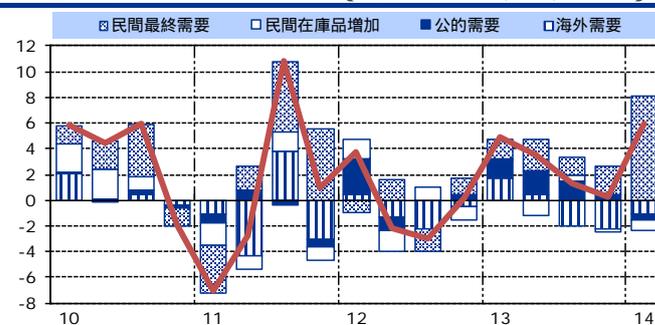
以下では、当社見通しにおいて重要と考えられる二つのポイントについて検討し、その上で見通しを改めて示す。第一のポイントは、4～6 月期の経済動向、端的に言えば、1～3 月期の駆け込み需要による 4～6 月期の反動減の大きさである。

駆け込み需要規模は 1997 年を大きく上回った

4～6 月期を考える上では、まず 2014 年 1～3 月期の駆け込み需要の評価が必要となるが、今回の駆け込み需要は極めて大規模なものだった。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。

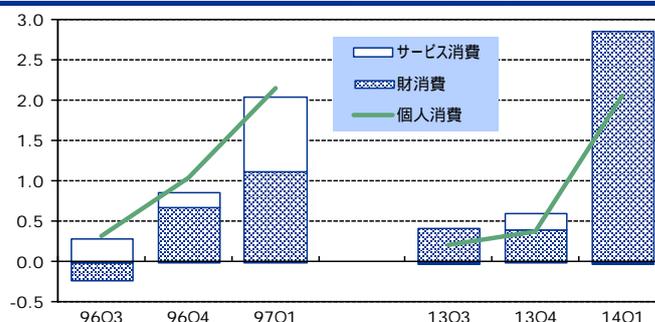
表面的には、2014 年 1～3 月期の個人消費の伸びは、前回の消費税率引き上げ直前である 1997 年 1～3 月期の 2.1% と同率であり、同程度の駆け込み需要にとどまったように見える。しかし、駆け込み需要の主戦場である財消費は、1997 年 1～3 月期の 2.6% に対し、2014 年 1～3 月期は 6.4% と 2.5 倍もの高い伸びを記

GDP 成長率の四半期推移（前期比年率、%、%Pt）



(出所) 内閣府

個人消費の推移（前期比、%）



(出所) 内閣府

¹ 3 月 10 日付「日本経済の成長率見通しは 2014 年度 0.5%、2015 年度 1.3% で据え置き（二次 QE 後成長率改訂）」を参照。また 5 月 2 日付直前予想「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）では 6.0% と見込んだ。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。見通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。

録しており、前回を大きく上回る駆け込みが生じた」と判断できる。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%）。「山深ければ谷深し」という訳ではないが、駆け込み需要とその反動が「異時点間の代替効果」による点を勘案すれば、駆け込み需要の大きさに対応して、反動減も大規模となる可能性がある。

「想定範囲内」とはどの程度の減少か？

足元で公表されているデータを見ると、4～6月期に前期比年率6%程度の落ち込みを見込む当社想定に沿った内容が多い。例えば、百貨店販売は3月に前年比25.2%と急増した後、在京大手四社の4月販売は7.9%～15.3%（単純平均12.1%）となっている。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、4～6月期の百貨店販売の季節調整値を試算すると、前期比11.8%（1～3月期10.5%）の大幅減少になる。5月及び6月が前年比横ばいとの仮定は、1997年実績より良好で、多くの関係者が「想定範囲内」とする内容に近いと考えられる。つまり、「想定範囲内」を前期比に換算すると、大幅な減少になる。また、新車販売などは4～6月期に百貨店販売以上の大幅な減少が見込まれる。

4～6月期は年率6%程度の落ち込みに

個人消費以外の需要項目も多くは、4～6月期に低調推移が見込まれる。住宅投資については、個人消費と同じく、駆け込み需要の剥落による減少が先行指標である住宅投資から示唆されているほか、ウィンドウズXPの更新需要もあり一時的に押し上げられた設備投資も4～6月期は一旦減少を余儀なくされる可能性が高い。また、公共投資は2013年度補正予算の執行進捗により更なる減少こそ回避するものの、成長率を押し上げるほどの増加は期待できない。以上を踏まえ、当社は4～6月期について、1～3月期に記録した前期比年率5.9%の成長の符号が反転した程度、正確には5.8%の落ち込みを予測している。

論点2：日本経済の7～9月期以降の回復ペースは？

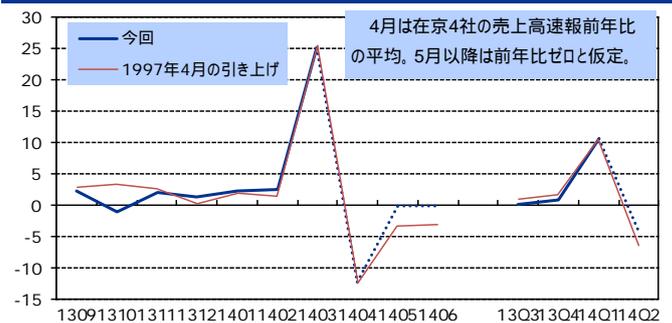
次のポイントは、7～9月期以降については2014年度を通じての日本経済の回復ペースについてである。4～6月期の落ち込みは「異時点間消費の代替」という性格のため、不可避であり、その落ち込みを理由に日本経済の先行きを過度に悲観する必要はない。寧ろ、重要なのは7～9月期以降の回復ペースである。

実質賃金が目減りし、家計部門を下押しする

家計部門について考える上では、まず2014年度の春闘において久々の賃上げが達成された点が重要と言える。春闘の結果²などを踏まえ、当社では2014年度の名目賃金上昇率（毎月勤労統計ベース）を前年比0.4%（2013年度実績0.1%）と想定している。こうした賃上げの実施は、タイトな労働需給と相俟って、消費者マインドの押し上げなどを通じ、個人消費の拡大を促す。しかし、消費税率の引き上げもあり、

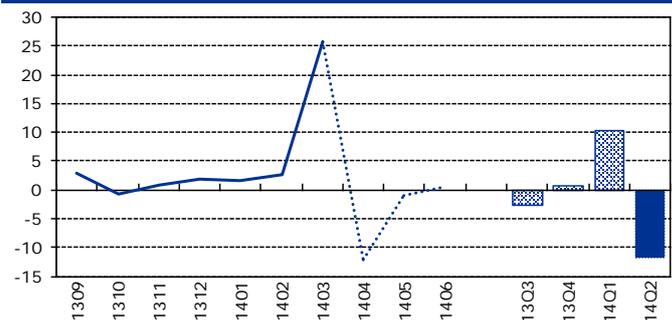
² 連合によれば5月9日時点の集計で、平均賃金方式の賃上げ率は2.11%（2013回答1.74%）である。

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

全国百貨店売上高（前期比、%）



(出所)全国百貨店協会、各社リリース、報道等

インフレ率は生鮮食品を除くCPIで3.2%へ、食料及びエネルギーを除くCPIでも2.4%と大幅に上昇すると見込まれるため、実質ベースの可処分所得は寧ろ2014年度に減少してしまう。こうした実質可処分所得の目減りを勘案し、当社では個人消費が7~9月期以降、緩やかに持ち直すものの、4~6月期の落ち込みを補うことはできず、2014年度では前年比0.7%の減少(2013年度2.5%)と予想している。また、住宅投資についても2014年度後半には下げ止まりから回復へ転じると想定しているが、2014年度平均では減少が見込まれる(2013年度9.5% 2014年度1.9%)。

輸出と設備投資は上向きだが、けん引役足りない
輸出については、世界経済の緩やかな拡大と為替相場の円安傾向定着を受け、増加が見込まれる。しかし、円安基調の下でも、多くの製造業は海外現地生産を重視する姿勢を変えておらず、輸出の増勢は限られる見込みである。なお、当社は輸出が2013年度の前年比4.7%から2014年度は7.4%へ増勢を強めると予想しているが、2013年度、2014年度ともに国際収支統計の改訂による統計の断層の影響が含まれており、注意を要する。断層の影響もあり前期比6%と急増した2014年1~3月期の輸出を前期比横ばいと仮定した場合、輸出の伸びは2013年度、2014年度ともに3%程度にとどまる。こちらが実勢に近い。

設備投資は1~3月期に前期比4.9%と急増したが、この全てを、企業の設備投資意欲の高まりとして認識すべきではないだろう。既に述べたように、1~3月期の急増にはウィンドウズXPの更新需要などが含まれており、その分は割り引く必要がある。海外現地生産を重視する下で、製造業は国内設備投資の拡大に及び腰である。稼働率の上昇を受けた維持更新投資や大都市圏の再開発などにより設備投資は基調として増勢を辿るものの、景気をけん引するほどの勢いまでは期待できない。2014年度の設備投資は前年比3.9%(2013年度1.7%)と緩やかな増加を予想している。

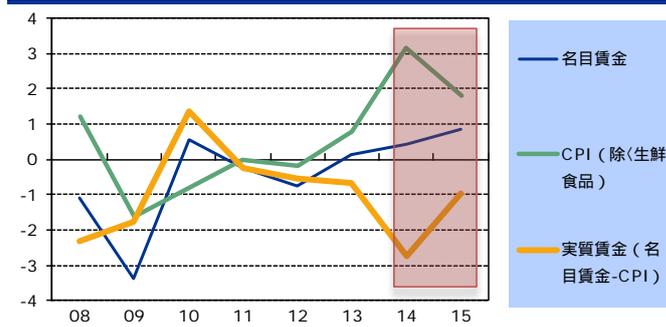
公共投資は高水準を維持

4~6月期以降の公共投資については、2013年度補正予算の執行が下支え材料として作用する。しかし、高水準を維持するのが精一杯であり、拡大までは期待できない。2014年度の公共投資は前年比1.0%(2013年度15.3%)と見込んでいる。

まとめ:成長率予想は2014年度0.5%、2015年度1.3%

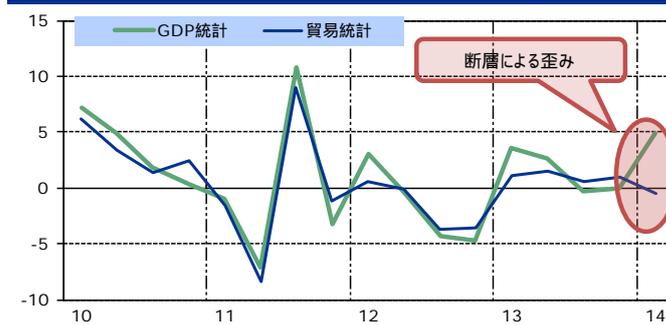
これまでの議論を総合すると、まず、2014年度の日本経済においては、駆け込み需要と増税の悪影響により家計部門は縮小が避けられない。デフレ脱却を象徴する賃上げや雇用環境の改善を受けて、個人消費

名目賃金と実質賃金の推移と見通し(年度、前年比、%)



(出所)厚生労働省、総務省資料より伊藤忠経済研究所作成

実質財輸出の推移(前期比、%)



(出所)内閣府、財務省、日本銀行

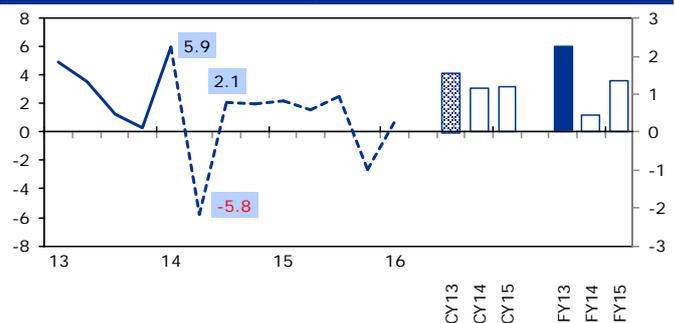
海外現地生産比率(%)



(出所)内閣府 企業行動に関するアンケート調査

は7~9月期に増勢へ復帰するものの、2014年度トータルでは小幅に減少する。一方、輸出や設備投資は増加基調を辿るが、けん引役としては力不足である。2013年度にアベノミクスの3本の矢の一つとして成長率を押し上げた公共投資は、2014年度に景気の足こそ引っ張らないものの、更なる押し上げは期待できない。以上を踏まえ、当社では2014年度の日本経済が0.5%の低成長にとどまると予想する。2015年度は消費税増税の悪影響が和らぎ、個人消費や住宅投資が持ち直し、成長率は1.3%へ高まる見込みである、なお、成長率予想においては、2015年10月の消費税率再引き上げを前提としている。ただ、異時点間の消費代替が2013年度と2014年度で生じた今回と異なり、代替が2015年度内で生じるため、成長率への影響は軽微である。

実質GDP成長率予想(前期比年率、前年比、%)



(出所)内閣府資料より伊藤忠経済研究所作成

インフレ率は上昇基調も日銀の目標には届かず

生鮮食品を除くCPIの上昇率は、2012年度0.2%が2013年度に0.8%へ、食料及びエネルギーを除くCPIは2012年度0.6%が2013年度に0.2%へとともに一気にプラス圏へ上昇した。日本経済はデフレから脱却しつつある。しかし、日本経済が2013年度の2.3%成長から2014年度は0.5%成長へ減速し、また2013年度のインフレ率を大きく押し上げた円安による輸入物価の上昇も一巡するため、インフレ率の上昇ペースは鈍ると見込まれる。2014年度のインフレ率は、消費税率引き上げの影響を除くベースで、生鮮食品を除くCPIが1.1%へ、食料及びエネルギーを除くCPIは0.6%への上昇と予想している(消費税率引き上げの影響を含めれば前者が3.2%、後者は2.4%)。2015年度については、賃上げの裾野が前年度より広がる下で、食料及びエネルギーを除くCPIは1.0%へと更に伸びを高めるが、エネルギー価格の上昇一服により生鮮食品を除くCPIは2014年度と同水準の1.1%にとどまると見込んでいる。

当社が想定するインフレ率見通しは、日本銀行が掲げる2%のインフレ目標には届かない。そのため、インフレ目標到達に黄信号が点灯したことが明らかとなる2014年度終盤にも、日本銀行は追加金融緩和へ動く可能性がある³。

日本経済の推移と予測(年度)

前年比, %, %Pt	2012	2013	2014	2015
	実績	予想	予想	予想
実質GDP	0.7	2.3	0.5	1.3
国内需要	1.4	2.7	0.4	1.1
民間需要	1.4	2.2	0.2	1.3
個人消費	1.5	2.5	0.7	1.1
住宅投資	5.3	9.5	1.9	1.8
設備投資	0.8	1.7	3.9	2.4
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(0.3)	(0.1)	(0.0)
政府消費	1.5	2.1	1.5	1.3
公共投資	1.3	15.3	1.0	4.1
純輸出(寄与度)	(0.8)	(0.3)	(0.2)	(0.3)
輸出	1.2	4.7	7.4	3.7
輸入	3.7	7.1	6.1	2.3
名目GDP	0.2	1.9	2.0	2.7
実質GDP(暦年ベース)	1.4	1.6	1.1	1.2
鉱工業生産	2.7	3.3	1.7	2.4
失業率(%、平均)	4.3	3.9	3.6	3.2
消費者物価(除く生鮮)	0.2	0.8	3.2	1.8
除く税率上げの影響	0.2	0.8	1.1	1.1
消費者物価(除く食・工)	0.6	0.2	2.4	1.7
除く税率上げの影響	0.6	0.2	0.6	1.0
名目賃金上昇率	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。

³ 金融政策の見通しの詳細については、4月30日付「日本銀行は追加金融緩和に関するハードルを大幅に引き上げ」を参照。