

日本経済情報

2014年6月号

Summary

【内容】

1. トピックス

消費税率引き上げ
前後の家計支出

(1) 個人消費

a) 1~3 月期は前回は
上回る駆け込み

b) 4~6 月期は大幅な
反動減に

c) 7~9 月期から回復
(2) 住宅投資は政策に
支えられる

2. 経済見通し

(1) 1~3 月期は年率
6.7%成長

(2) 設備投資はなぜ上
方修正されたのか

(3) 4~6 月期は大幅な
マイナス成長に

(4) 成長率予想は
2014 年度 0.5%、
2015 年度 1.3%

3. 金融政策見通し

(1) インフレ率は 1%台
前半で一進一退

(2) 日本銀行のインフ
レ見通しは妥当か

(3) 2015 年初めの追
加緩和を予想

巻末: 主要経済指標

2014年1~3月期の日本経済は年率6.7%の高成長を記録した。その原動力となったのは、消費税率引き上げ前の駆け込み需要であり、駆け込み需要は財消費を中心に前回1997年を大きく上回る規模に膨らんでいる。駆け込み需要は異時点間の消費代替であるため、「山高ければ谷深し」の相場格言に沿うかたちで、4月以降の個人消費関連データは反動減により大幅な落ち込みを示している。よく反動減は定性的に「想定内」とされるが、データに基づき検証すると、百貨店や家電、飲食料品販売など多くのカテゴリーで個人消費の反動減は1997年を上回る規模となる可能性が高い。少なくとも、個人消費に関しては、1~3月期の高い伸びに見合うだけの大幅なマイナスを4~6月期は覚悟すべきである。一方、住宅投資に関しては、住宅ローン減税の拡充などといった政府の支援策が奏功し、駆け込み需要の反動減は軽微にとどまっている。

4~6月期は、2013年度補正予算の執行に伴い公共投資が減少を回避し、また輸入減少により外需も久方ぶりの成長押し上げに転じる。しかし、個人消費の落ち込みを主因に民需が低迷し、実質GDP成長率は年率6%程度の大幅なマイナスを余儀なくされる可能性が高い。

デフレ脱却を象徴する賃上げや雇用環境の改善を受け、個人消費は7~9月期に増勢へ復帰し、日本経済全体も持ち直しへ向かう。しかし、消費税率引き上げも寄与しての高いインフレ率が響き、実質賃金が目減りする下で、2014年度トータルで見ると個人消費は減少が避けられない。また、輸出や設備投資、公共投資は景気のけん引役としては力不足である。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。

インフレ率は、2014年度前半に日本銀行の想定通り1%台前半で推移する見込みである。しかし、2014年度後半以降、日本銀行の想定通りに上昇加速へ向かうハードルは低くない。2014年度の低成長に加え、円安一服や期待インフレ率の上昇一巡が、インフレ率の上昇にとって大きな障害になる。実際のインフレ動向が、想定から乖離する可能性が高まったとの認識に基づき、日本銀行は2015年初めにも追加緩和へ踏み切ると予想する。

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：消費税率引き上げ前後の家計支出

2014年1～3月期の日本経済は前期比年率6.7%の高成長を記録した。内訳を見ると、個人消費が9.2%の高い伸びを示し、経済全体を5.5%Ptも押し上げ、高成長の主因になっている。こうした個人消費の増加には、言うまでもないが、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が大きく寄与した。翻って、2014年度入り後は、駆け込み需要の反動から、多くのデータが大きな落ち込みを示している。本稿では、消費税率引き上げの影響が大きい家計部門の個人消費及び住宅投資について、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を踏まえつつ、反動減及びその後の動向について検討する。

(1) 個人消費

a) 1～3月期は前を上回る駆け込み

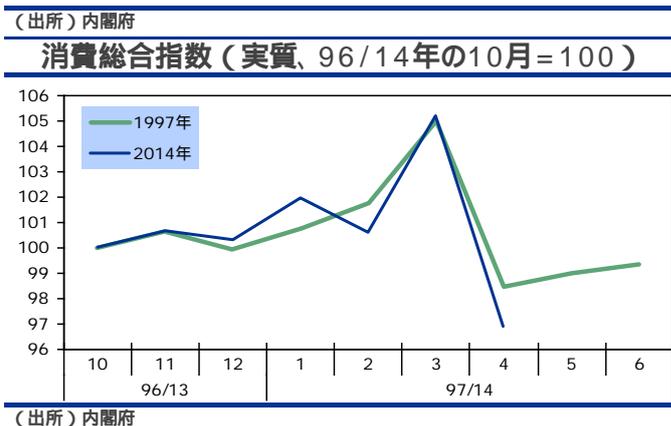
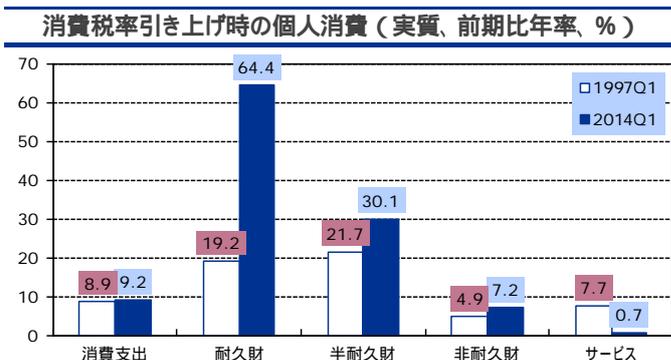
2014年1～3月期の個人消費は、既に述べたように前期比年率9.2%増加したが、これは前回1997年4月の消費税率引き上げ直前である1997年1～3月期の8.9%増加とほとんど変わらない伸びである。しかし、駆け込み需要の主戦場であった財消費にしてみると、1997年1～3月期の10.8%に対し、2014年1～3月期は28.7%と3倍近い伸びを記録、前を上回る駆け込み需要が生じている。個人消費全体が前回1997年と同程度の伸びにとどまったのは、その性質から駆け込み需要が生じにくいサービス消費が、日本全国を襲った大雪の影響により極めて低調だったためと考えられる。

財消費の内訳を見ると、家具や家電などが伸びた耐久財の増加率が前期比年率64.4%（1997年1～3月期19.2%）と顕著である。ただ、衣料品を中心に半耐久財（30.1%、1997年1～3月期21.7%）が、日持ちのする食料品などを中心に非耐久財（7.2%、1997年1～3月期4.9%）も高い伸びを示しており、幅広い分野で1997年を上回る駆け込み需要が生じたと判断できる。こうした前を上回る駆け込み需要が生じた背景としては、そもそも消費税率引き上げ幅が3%Pt（5%～8%）と前回の2%Pt（3%～5%）より大幅である点に加え、円安などが寄与しての物価上昇に直面した消費者が価格感応度を高めた可能性も指摘できるだろう。

b) 駆け込み需要の大きさに比例して4～6月期は大幅な反動減に

新年度入り後の個人消費動向に関しては、二つの焦点が存在する。一つ目は4～6月期の反動減の大きさ、もう一つは7～9月期以降の回復である。

まず、4～6月期の反動減については「山高ければ谷深し」との相場格言に沿った動き、つまり前回1997年を上回った駆け込み需要に対応して反動減も相当に大きなものになりそうである。「山高ければ谷深し」はあくまでも相場に関する格言であり、経済動向とは関係ない。しかし、消費税率引き上げに際しての駆け込み需要が、支出の異時点間代替、つまり将来の消費支出の前倒しである点を踏まえれば、格言が自然と当てはまることにな



る。

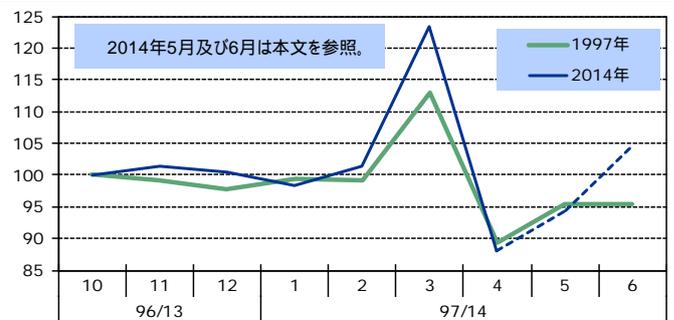
4～5月の経済指標も反動減が大規模とする見方に沿った動きを示している。4月は、内閣府が消費動向全体を把握するために試算している消費総合指数（実質・季節調整値）が前月比 7.9%(3月 4.5%)と前回 1997年4月の 6.2%(3月 3.2%)を大きく上回る落ち込みを示した。4月を1～3月期平均と比較しても、1997年の 3.5%に対し、今回は 5.5%と落ち込み幅が明らかに大きい。

4月のカテゴリー別の動向を、実質小売業販売（季節調整値）で確認¹すると、1997年よりも厳しい反動減を記録したのが、百貨店やスーパーが含まれる各種商品小売業と家電販売が主力の機械器具小売業、飲食料品小売業である。まず、各種商品小売業は3月に前月比 21.8%と急増した後、4月に 28.6%と急減した。1997年は3月 13.9%、4月 21.0%であり、今回は駆け込み需要と反動減がともに前回を大きく上回っている。なお、5月について在京百貨店のデータを参考にすると百貨店売上高は前年比 6%程度と見込まれ、更に足元6月を前年比ゼロ²と仮定した場合、季節調整値が5月前月比 7.0%、6月 11.0%と持ち直しへ向かう。但し、その場合でも4～6月期は前期比 13.8%(1～3月期 10.5%)と落ち込みが避けられない。

家電機械器具小売業は3月に前月比 26.1%と1997年3月の 24.0%と同程度の増加を示した後、4月は 39.6%と1997年4月の 30.5%を上回る減少率を示した。ウィンドウズXPのサポート切れが4月のため、4月の販売額が押し上げられ、1997年対比で減少率が軽微になるかと思われたが、販売統計で見ると2014年の落ち込みが寧ろ大きい³。エアコンや冷蔵庫などの白物家電の落ち込みが響いたと考えられる。

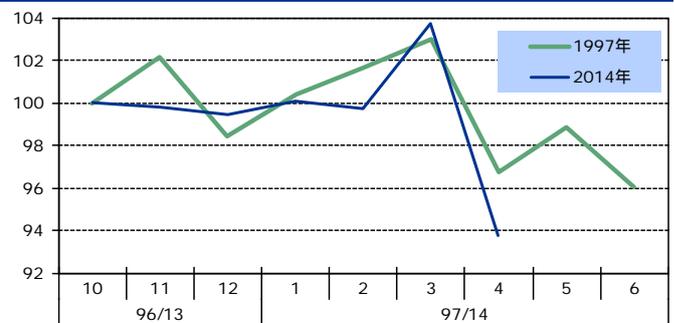
飲食料品小売業は2014年3月の駆け込みが前月比 3.8%、4月は 9.4%となり、1997年の3月 1.3%、4月 6.1%に比べ変動幅が大きい。今回3月の伸びが前回を上回ったのは2月に大雪で 0.4%と落ち込んだ反動と考えられるが、4月の大幅な落ち込みは説明できない。また、内閣府が週次で公表しているデータを見ると、飲食料品スーパー（除く生鮮食品）の戻りは鈍く、4月前年比 9.5%、5月 4.3%の後、6月第1週も 4.4%と前年割れが続いた。必需品である飲食料品の回復の鈍さは、

各種商品小売業（96/14の10月=100）



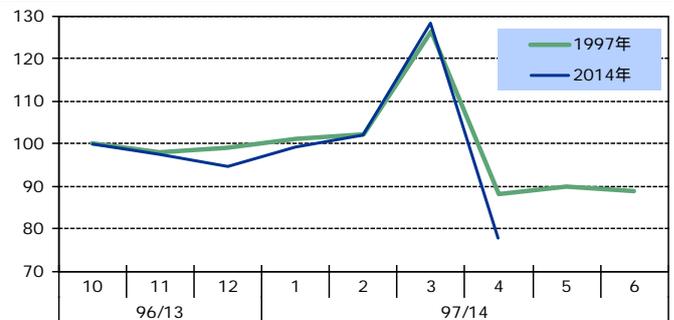
(出所) 経済産業省

飲食料品小売業（96/14の10月=100）



(出所) 経済産業省

機械器具小売業（96/14の10月=100）



(出所) 経済産業省

¹ 名目小売業販売は消費税込みのため、4月以降のデータがかさ上げされている。

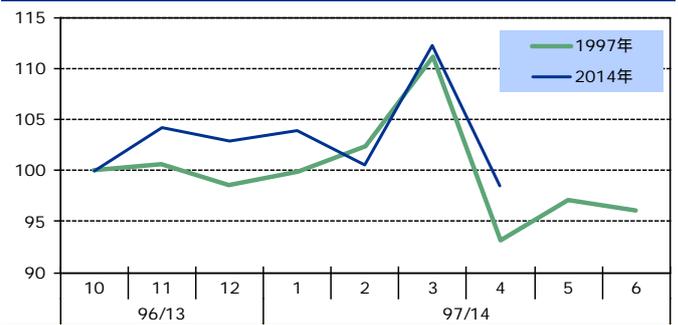
² Marketnewsによると6月前半は前年割れが続いた模様であり、前年比ゼロは強めの仮定と言える。

³ パソコンに限った場合は4月の販売台数は前年比 47.0%（3月 20.8%）と寧ろ加速した。

消費税率引き上げと物価上昇が相俟っての実質可処分所得の目減りを受けて、家計が節約志向を強めている可能性を示唆するものである。

こうした3業種とは逆に、4月以降の落ち込みが相対的に軽微なのが、衣料品小売業と自動車小売業である。衣料品小売業は3月前月比11.9%、4月12.4%となり、1997年の3月8.6%、4月16.2%に比べ駆け込みは大きく、反動減が小さい。また、自動車小売業は今回、販売ピークが1月へ前倒しされたため単純比較は難しいが、5月の新車販売台数は早期底入れの兆しを示している。但し、5月に見られる底入れには3月までの受注残が影響しているとの指摘もあり、楽観はできない。また、5月底入れ⁴の場合でも、4~6月期の自動車小売業は前期比11%程度の大幅な落ち込みになる(1~3月期前期比0.4%)。

織物・衣服・身の回り品小売業(96/14の10月=100)



(出所) 経済産業省

自動車小売業(96/14の10月=100)



(出所) 経済産業省

衣料品小売業や自動車小売業などのように1997年対比で落ち込みが軽微なものもあるが、過半は1997年よりも膨れ上がった駆け込み需要に対応するかたちで、4月に大きく落ち込んだ。また、既に明らかとなっている一部の5月動向を勘案しても、ほぼ全てのカテゴリーの小売業が4~6月期に大幅な落ち込みを余儀なくされるとの見通しは変わらない。加えて、サービス消費が1~3月期に続き、4~6月期も低調⁵なことも影響し、4~6月期の個人消費は大幅に減少する見込みである。現時点で当社は4~6月期の個人消費を前期比年率11.2%(1~3月期9.2%)と予想している。

c) 7~9月期から回復

駆け込み需要の反動は4~6月期で概ね一巡し、7~9月期以降の個人消費は実勢へ回帰すると考えられる。その個人消費の実勢は、飲食料品販売動向でも触れた「実質可処分所得の目減り」と「賃上げ及び雇用情勢のタイト化がもたらすマインド改善の綱引き」で決定される。

春の春闘では久方ぶりの賃上げが妥結されたが、それでも2014年4月の現金給与総額は前年比0.9%(3月0.6%)の増加にとどまり、所定内給与は0.2%(3月0.3%)と減少を続けた。賃金水準の低いパートタイム労働者の増加の影響を控除するために、フルタイム労働者に限って見ても所定内給与は0.1%(3月0.1%、2013年度0.0%)と僅かなプラスに過ぎない⁶。一方、円安やエネ

名目賃金と実質賃金の推移(前年比、%)



(出所) 厚生労働省

⁴ 5月は新車販売台数より前月比を試算、6月は1997年6月の前月比3.0%と同値を仮置き。

⁵ 例えば、第3次産業活動指数によると、宿泊業・飲食サービス業は4月に前月比1.7%と振るわなかった。

⁶ 2014年4月は速報ベース。確報で大幅に改訂される可能性がある。また、賃上げは5月から顕在化する部分もある。

ルギー価格上昇に伴う2013年度後半からの物価上昇に、4月からは消費税率の引き上げが加わり、インフレ率が大幅に上昇したため、実質賃金は4月に前年比 3.1% (3月 1.7%) と大幅に減少している。こうした実質賃金、ひいては実質可処分所得の目減りは消費支出を抑制する方向に作用する。

一方、僅かなりとも2014年度に賃上げが実現した点、またタイト化している雇用情勢を勘案すると、来年度以降は賃上げ企業の裾野に広がりが期待できる。そうした将来の賃金上昇に対する期待は、家計の将来に対する期待所得ひいては生涯所得を押し上げ、個人消費の拡大に繋がる。

実際、消費者マインドを示す消費者態度指数は4月の37.0をボトムに5月は39.3へ上昇した。指数の上昇は耐久財の買い時判断が極めて低い水準から回復した影響が大きいものの、暮らし向き(3月34.1 4月36.8)や収入の増え方(37.0 37.3)、雇用環境(45.1 46.4)なども改善している。

また、景気ウォッチャー調査を見ると、家計の支出動向に関する3ヶ月後の先行き判断が、3月29.3をボトムに4月46.0、5月51.0と改善している(いずれも当社試算の季節調整値⁷)。景気ウォッチャー調査は、家計ではなく企業に対するヒアリングのため、先行きについては願望が含まれる可能性があり、多少割り引いて見る必要がある。ただ、それでも5月時点で先行き判断が中立水準である50を超えた点は評価できるだろう。

マインド改善やその背景にある将来所得の見通し好転に支えられ、個人消費は7~9月期から増勢へ回帰する可能性が高い。但し、異時点間代替により2014年度の消費支出の一定部分が2013年度に前倒された点や実質可処分所得の大幅な目減りを勘案すると、2014年度トータルで見ると個人消費は減少する見込みである。

(2)住宅投資は政策に支えられる

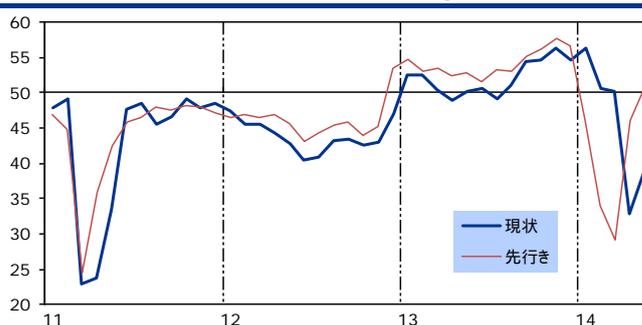
消費税率引き上げ前後の駆け込み需要とその反動は、家計にとって最大の買い物である住宅分野にも鮮明に現れている。但し、税率上げ直前に駆け込み需要がピークを迎えた個人消費と住宅分野では、その影響が顕在化するタイミングが多少異なる。消費税の旧税率5%の適用には、注文住宅など建築請負契約が必要な住宅は昨年9月末の契約締結が必要であったため、9月までに受注が大きく膨らみ、10月以降は前年割れへ転じた。その結果、受注の次段階である住宅着工は10~12月期がピークになり、年明けの1~3月期から減少へ向かっている。更に言えば、建築工事の進捗を示すGDP統計における住宅投資(出来高)は1~3月期も増加を続けた。

消費者態度指数の内訳(一般世帯、断層調整済)



(出所)内閣府

景気ウォッチャー調査：家計動向DIの推移(季調値、中立=50)



(出所)内閣府

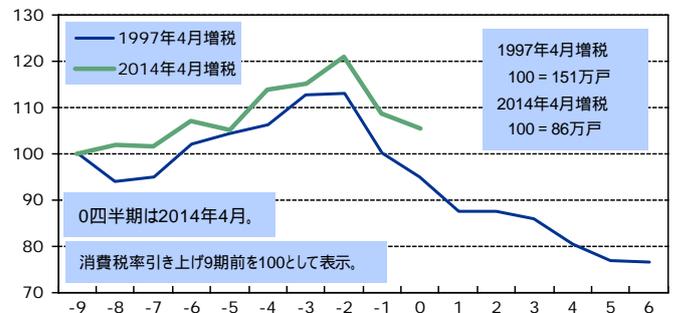
⁷ 内閣府による公表値は原系列だが、季節性が認められるため、季節調整を施している。

住宅着工データに基づき、住宅分野の動向を改めて確認すると、駆け込み需要に加え、地価下げ止まりによる住宅購入意欲の高まりも寄与し、2013年は、前回1997年を幾分上回るペースで増加した。上述の通り、駆け込み需要の剥落により2014年1~3月期の住宅着工は大幅な減少へ転じたが、その減少率は前期比10.3%と1997年1~3月期の11.2%と同程度にとどまった。2013年の増勢を勘案すれば、反動減は小幅と評価できるだろう。なお、4月の住宅着工は3月対比でほぼ横ばいだった。

景気ウォッチャー調査により住宅関連企業の景況感を見ると、現状判断は5月も低下が続いており、受注の低迷は継続している模様である。これは企業物価指数における製材・木製品価格の上昇が足踏みしている点やマンション販売の落ち込みとも整合的であり、また個別企業の公表データを見ても、大手住宅メーカーの受注状況は5月時点でなお下げ止まりが確認できない。

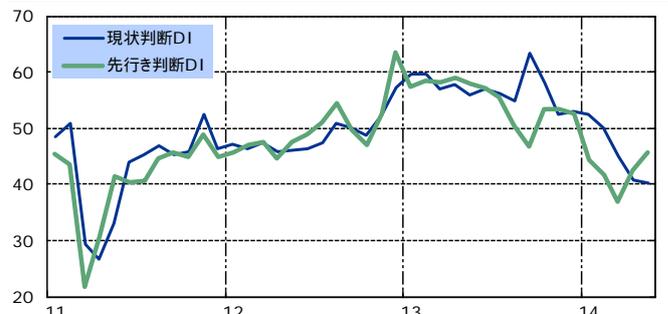
前回1997年に住宅着工は10~12月期に一旦下げ止まった後、アジア金融危機も響き二番底へ向かった。しかし、今回は2014年度後半からの回復が期待できる。これは、経済状況の相違に加え、政府により大規模な住宅支援措置が講じられているためである（加えて2015年10月の消費税率引き上げを睨んでの購入も寄与する）。政府は、減税限度額引き上げなど住宅ローン減税の拡充や所得税の納付が少なく減税メリットが少ない低所得者向けに「すまい給付金」を新設するなど手厚い措置を講じている⁸。こうした支援策に支えられ住宅着工は2014年末にかけて増加へ転じ、やや遅れて住宅投資も2015年入り後に増勢を回復すると考えられる。こうした見方は景気ウォッチャー調査の先行き判断が低水準ながらボトムアウトしている点とも合致する。

消費税率引き上げ時の住宅着工



(出所) 国土交通省

景気ウォッチャー調査：住宅関連(季節調整値、中立=50)



(出所) 内閣府

住宅ローン減税の概要

入居時期	住宅ローンの限度額 (万円)	控除期間	控除率 (%)	所得税からの累計最大控除額 (万円)	住民税からの控除限度額	
1993~1996	3000	1~6年	-	160	控除制度無	
1997~1998	3000	1~6年	-	180		
1999~2001/6	5000	1~6年	-	587.5		
2001/7~2004	5000	1~10年	-	500		
2005	4000	1~10年	-	360		
2006	3000	1~10年	-	255		
2007	2500	1~15年	-	200		
2008	2000	1~15年	-	160		
2009~2010	5000	1~10年	1.0	500		年当たり 所得税の課税所得金額*5% (最大9.75万円)
2011	4000	1~10年	1.0	400		
2012	3000	1~10年	1.0	300		
2013~2014/3	2000	1~10年	1.0	200		
2014/4~2017/12	4000	1~10年	1.0	400	年当たり 所得税の課税所得金額*7% (最大13.65万円)	

すまい給付金の概要(消費税率8%の場合)

収入額目安	都道府県民税の所得割額	給付基礎額(万円)
425万円以下	6.89万円以下	30
425万円超~475万円以下	6.89~8.39万円	20
475万円超~510万円以下	8.39~9.38万円	10

政府資料より伊藤忠経済研究所作成。

⁸ 支援策の詳細は2014年2月18日付「日本経済情報2月号」を参照。

2. 経済見通し

(1) 1～3月期は年率6.7%成長

2014年1～3月期成長率は1次QEの前期比1.5%、年率5.9%が、2次QEで前期比1.6%(年率6.7%)へ上方修正された。市場コンセンサスと当社予想ともに小幅の下方修正を見込んでおり、上方修正は予想外だった。

内訳を見ると、設備投資が前期比4.9%から7.6%へと大幅に上方修正され、寄与度が0.7%Ptから1.1%Ptへ0.4%Ptも高まった影響が最も大きい。また、個人消費も前期比2.1%から2.2%へ上方修正され、寄与度が1.3%Ptから1.4%Ptへ拡大した。設備投資と個人消費の上方修正により、民間最終需要は前期比2.6%から3.2%へ伸びが拡大し、GDP成長率に対する寄与度が2.0%Ptから2.5%Ptへ高まっている。但し、こうした最終需要の上方修正は、在庫投資寄与度の下方修正(1次QE 0.2%Pt 2次QE 0.5%Pt)により、大幅に減じられ、民間需要全体の伸びは2.3%から2.6%への、寄与度では1.8%Ptから2.0%Ptへの上方修正にとどまった。なお、民需以外では公的固定資本形成が2.4%から2.7%へ若干下方修正されている。

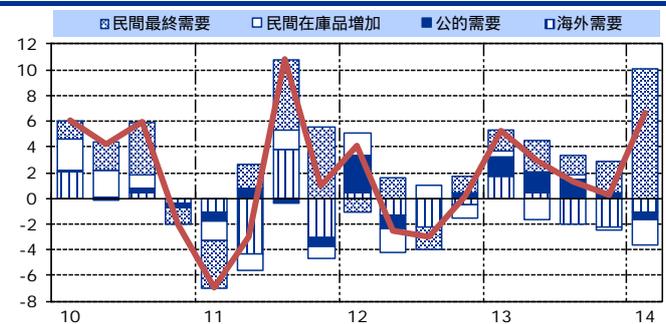
こうした需要項目の修正のうち、設備投資の上方修正と在庫投資の下方修正は、後述するように表裏の関係にあり、両者はネットアウトして考えるべきである。従って、1～3月期2次QEは、個人消費の上振れ分だけ、GDP全体が上方修正された程度と認識すべきであろう。つまり、消費税率引き上げ前の個人消費の駆け込み需要が、データが出揃った2次QEでは1次QE段階より正確に把握され、多少強めとなったに過ぎない。

(2) 設備投資はなぜ上方修正されたのか

1～3月期の実質GDP成長率上方修正に関し、最も解釈に注意が必要なのが、2011年10～12月期の前期比8.3%以来となる設備投資の極めて高い伸びである。しかし、この設備投資の伸びは、実体面と統計の技術的な面という二つの要因から、少なくとも現時点では割り引いて考える必要があるだろう。

実体面の要因として指摘されるのは、1次QE段階から指摘されているウィンドウズXPのサポート終了による駆け込み需要である。固定資本形成の内訳を見ると、パソコンが含まれる「その他の機械設備等」が前期比7.4%(10～12月期3.6%)と統計開始以来⁹の高い伸びを記録しており、押し上げ寄与が確認できる。

GDP成長率の四半期推移(前期比年率、%、%Pt)



(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		1～3月1次QE	
	7～9月	10～12月	前期比	寄与度	前期比	寄与度
実質GDP	0.3	0.1	1.6		1.5	
(前期比年率%)	1.3	0.3	6.7		5.9	
(前年比%)	2.3	2.5	3.0		3.0	
国内需要	0.8	0.6	1.8	1.9	1.7	1.7
民間需要	0.6	0.7	2.6	2.0	2.3	1.8
個人消費	0.2	0.4	2.2	1.4	2.1	1.3
住宅投資	3.3	4.3	3.1	0.1	3.1	0.1
設備投資	0.9	1.6	7.6	1.1	4.9	0.7
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(0.1)		0.5		0.2
公的需要	1.5	0.5	0.5	0.1	0.4	0.1
政府消費	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0
公共投資	6.8	1.1	2.7	0.1	2.4	0.1
純輸出(寄与度)	(0.5)	(0.6)		0.3		0.3
輸出	0.7	0.5	6.0	1.0	6.0	1.0
輸入	2.4	3.7	6.3	1.2	6.3	1.3
名目GDP	0.2	0.2	1.4		1.2	
(前年比%)	1.9	2.0	3.0		3.0	
デフレーター(前年比%)	0.4	0.4	0.1		0.0	

(出所)内閣府

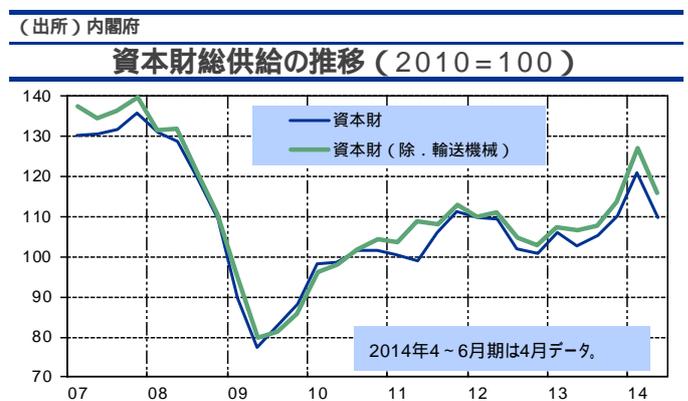
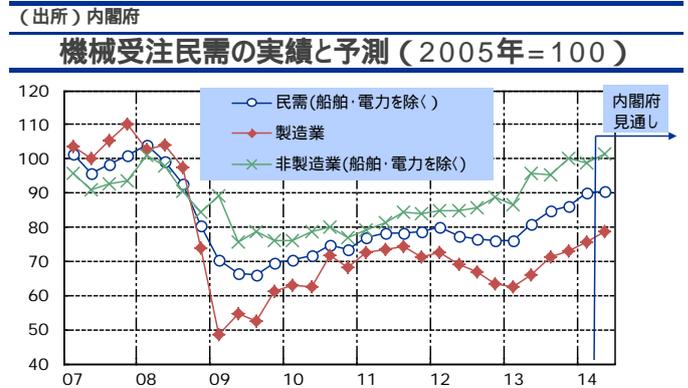
⁹ 固定資本形成の内訳公表は1994年データより。

次に統計の技術的な要因は、在庫投資の下方修正との関係である。GDP統計の設備投資は、需要側データと供給側データをと組み合わせる算出されるが、その供給側データの算出に在庫投資が影響する。やや込み入った説明になるが、供給側データは国内総供給から在庫投資（原材料及び流通）を控除した上で、家計消費支出と総固定資本形成に配分され、さらにその総固定資本形成から住宅投資と公共投資が控除され、設備投資相当となる。この供給側データと法人企業統計から算出された需要側データが統合され設備投資が推計される¹⁰。

つまり、供給側データにおいて、在庫投資の下方修正が設備投資の上方修正に繋がります。既に述べたように、2次QEでは在庫投資が寄与度で0.2%Ptから0.5%Ptへ、年率換算の実額で1.5兆円程度も下方修正された。一方、設備投資は2.1兆円の上方修正であり、両者は完全に一致はしないが、ある程度見合っている。在庫投資内訳が公表されないため、詳細な検証は不可能だが、設備投資の上方修正は、在庫投資の下方修正により引き起こされた部分が多いと推測できる。設備投資の大幅な上方修正は、法人企業統計データに基づき試算した民間エコノミストの予想値から乖離したが、これは設備投資そのものではなく、在庫投資の下方修正が大きく影響したためである可能性が高い。

在庫投資に関して、内閣府は4~6月期の1次QE段階の原材料在庫及び仕掛品在庫を統計的手法により、既に仮置き済である。現段階の原材料在庫及び仕掛品在庫（実質・年率）の4~6月期前期差は5,654億円のプラスと試算されており、これは4~6月期の成長率を0.1%Pt程度押し上げる効果を有する。4~6月期在庫投資のプラス寄与は、1~3月期に大幅に削減した在庫水準の復元を意味し、経済動向を勘案しても整合的な動きであり、他の在庫投資（製品在庫、流通在庫）でも同様の動きが生じる可能性が高い。ただ、上述の設備投資の算出手法を勘案すると、在庫投資による成長押し上げと同程度の下押しが設備投資に対して働く可能性がある。実体面で指摘したウィンドウズXPのサポート終了に伴う駆け込み需要の反動減も作用し、4~6月期の設備投資は相当の反動減に陥ると見込まれる。

もちろん、2次QEでの設備投資推計が正しく、設備投資が1~3月期から増勢を大幅に強めた可能性は残る。しかし、日本のGDP統計の中でも最も推計手法に疑念が呈されている在庫投資の下方修正



¹⁰ 一部割愛している。そのため詳細は、内閣府による「推計手法解説書（四半期別GDP速報（QE）編）平成17年基準版（平成24年11月8日（平成25年7月30日一部改訂）」を参照。

が、1～3月期設備投資の極めて高い伸びの主因である可能性が高い点を勘案すれば、設備投資の実勢を判断を下すのは、4～6月期の反動減を見極めてからでも遅くはないだろう。ちなみに、設備投資の先行指標である機械受注は1～3月期に前期比4.2%と高い伸びを示したが、内閣府見通しでは4～6月期は横ばい程度にとどまる¹¹。また、一致指標である投資財総供給は4月に前月比9.7%と急減した。

(3)4～6月期は大幅なマイナス成長に

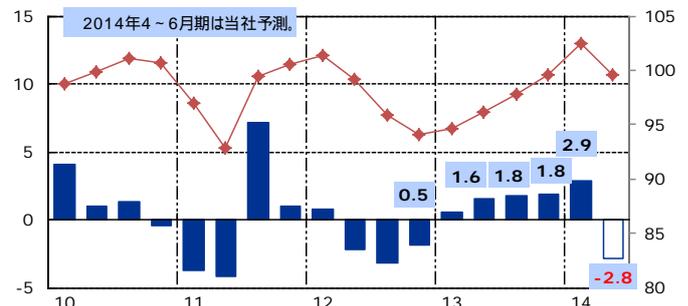
以上を踏まえると、設備投資の上方修正と在庫投資の下方修正は両者を一体として捉えるべきであり、少なくとも現段階での景気判断には大きく影響しない¹²。残りの2次QEでの修正は、個人消費の上振れだが、これは駆け込み需要が1次QE段階より幾分大きい程度であり、景気判断に影響するものではない。従って、現時点で1次QE段階の景気判断及び成長率見通しを変更する必要はないと言える。既に明らかとなった4月及び5月の経済データも、消費税率引き上げ後の反動減により4～6月期の景気の落ち込みが厳しいと考える、従来からの当社見通しを裏付ける内容である。

4月以降の経済データを見ると、まず鉱工業生産は4月に前月比2.8%と大幅に減少した¹³。当社では鉱工業生産について1～3月期前期比2.9%の後、4～6月期に2.8%と1～3月期の増加率にほぼ並ぶ減少幅を予想している。また、需要項目別には、トピックスで詳細に分析したように、4～6月期の個人消費は駆け込み需要の大幅な反動減が避けられない。また、住宅投資も減少に転じる見込みである。理由は異なるが、設備投資も反動減が予想され、民需は4～6月期に総じて低調と予想される。

逆に、4～6月期に成長率の押し上げに寄与する可能性があるのは、公共投資と外需である。まず、公共投資は、2012年度補正予算の執行一巡を受けて2013年度後半に低迷していた先行指標が、2014年3月から、2013年度補正予算の執行を映じて急速に持ち直している。公共工事請負額が3月以降に急増、4～5月平均が1～3月期平均を3割程度も上回ったほか、機械受注の官公需は4月に反転し、4月水準が1～3月期平均を2割強上回っている。こうした先行指標の動きを踏まえると、4～6月期の公共投資は大幅な減少を回避し、7～9月期には再び明確な増加を示す可能性が高いと考えられる¹⁴。

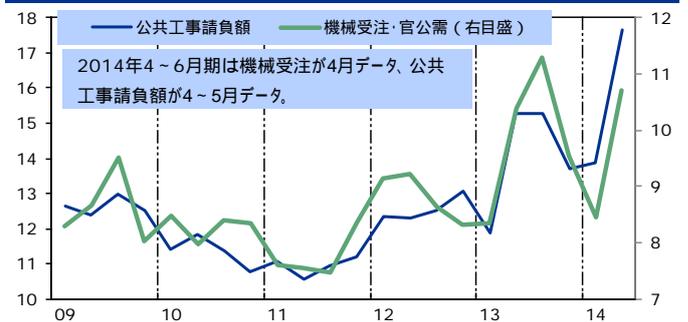
外需に関しては、個人消費の反動減に対応した輸

鉱工業生産の推移と予測（前期比、%、2010=100）



(出所) 経済産業省

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

¹¹ 機械受注の民需（船舶・電力除く）は4月に前月比9.1%と減少した。4月水準は1～3月期平均を0.3%上回る水準にあり、内閣府見通しに概ね整合的となっている。

¹² 設備投資の強含みが実勢であれば、将来的には上方修正に繋がらう。

¹³ 速報段階の前月比2.5%から下方修正。

¹⁴ 但し、2013年度補正予算の規模を踏まえると、2014年度の公共投資が大幅に増加する訳ではない。

入の減少が、4～6月期に純輸出（輸出 - 輸入）を押し上げる。GDP統計の輸出の財部分と概ね概念が一致する貿易統計から当社が試算した実質財輸出は1～3月期に前期比 0.5%と低迷した後¹⁵、4～6月期に入っても4月前月比 0.7%、5月 2.4%と下げ止まっていない。4～5月平均は1～3月期平均を2%も下回った。4～5月平均の仕向け地別動向を見ると、EU向けは緩やかな増勢にあるが、自動車輸出が現地生産へシフトする下で米国向け輸出が頭打ちの状況にあるほか、中国向けを中心にアジア向けが減少し、全体を押し下げている。日本企業の海外生産移転という構造的な下押し要因に加え、アジア新興国を中心に海外経済が精彩を欠くことも響き、日本の輸出は低迷していると判断できる。

一方、駆け込み需要に対応した輸入増加が剥落したため、実質財輸入は4月に前月比 11.8%と急減、5月も 2.0%と減少が続き、4～5月平均は1～3月期を9%も下回った¹⁶。輸出は低調だが、主として輸入の減少を理由に、4～6月期に実質純輸出は赤字幅が大きく縮小し、実質GDP成長率を押し上げる方向に作用する可能性が高い。

以上のように、4～6月期には公需と外需が成長押し上げに寄与するものの、民需の大幅な落ち込みを補うには至らない。民需、特に個人消費の落ち込みにより、4～6月期の実質GDP成長率が前期比年率 6%程度的大幅なマイナスになると当社では予想している（従来予想から大きな変更はなし）。

(4)成長率予想は2014年度0.5%、2015年度1.3%（従来から据え置き）

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、個人消費は7～9月期に増勢へ復帰し、日本経済全体も持ち直しへ向かう。しかし、消費税率引き上げも寄与しての高いインフレ率が響き、実質賃金が目減りする下で、2014年度トータルで見ると個人消費は減少が避けられない。また、輸出や設備投資は景気の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だが、2013年度補正予算の規模を勘案すると、2014年度に成長率を大きく押し上げるほどの効果までは期待できない。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、2014年度、2015年度の成長率予想ともに従来見通しから変わらない。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

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

¹⁵ 2014年1～3月期にGDPベースの輸出は前期比6.0%と急増したが、これは統計の断層に伴うものであり、実勢は横ばい程度と考えられる。この議論の詳細は5月15日付Economic Monitor「日本経済は1～3月期に年率5.9%の高成長を記録」を参照頂きたい。

¹⁶ こうした輸入の大幅な落ち込みは、4～6月期も在庫投資が回復しない可能性を示唆している。但し、1次QE段階では、基礎統計が不足するため、輸入減少と不整合に在庫投資が過大に推計される可能性がある。従って、1次QE段階でのGDP成長率は当社予想より上振れするかもしれない。

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。

日本経済の推移と予測（年度）

前年比, %, %Pt	2012 実績	2013 予想	2014 予想	2015 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	0.3	1.3
個人消費	1.5	2.6	0.6	1.1
住宅投資	5.3	9.5	1.9	1.8
設備投資	0.8	2.6	4.6	2.4
在庫投資(寄与度)	(0.1)	(0.4)	(0.0)	(0.0)
政府消費	1.5	1.8	1.4	1.3
公共投資	1.3	15.1	1.3	4.1
純輸出(寄与度)	(0.8)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
輸出	1.2	4.7	7.5	3.7
輸入	3.7	7.0	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	1.5	1.2	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. 金融政策見通し

(1) インフレ率は1%台前半で一進一退

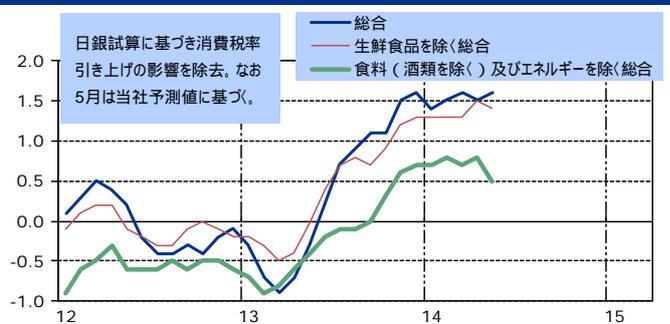
消費者物価（CPI）上昇率（生鮮食品を除く総合）は3月前年比1.3%が4月3.2%へ高まった。日本銀行の機械的な試算による消費税率引き上げの影響（4月1.7%Pt）を除くと3月1.3%、4月1.5%になり、消費税率の引き上げ幅を幾分上回る値上げが4月に行われたように見える。

一転、5月の東京都区部CPIを見ると、消費税課税が通常に行われる品目の物価上昇率が幾分低下しており（3.8% 3.6%）価格引き上げに多少の揺り戻しが観察される。トピックスにおいて詳述したように4~6月期に個人消費を中心に需要は減退しており、そうした需要動向を踏まえ価格の再設定が行われている可能性が高い。東京都区部データに基づく当社の5月全国CPI試算では5月が3.4%（4月3.2%）消費税率引き上げの影響を除くベースでは1.4%（3月1.5%）になり、全国ベースでもCPIの伸びが幾分鈍化する見込みである（実績は6月末公表）。なお、消費税率引き上げの影響を除かない場合に4月から5月にCPIの伸びが高まるのは、電気料金など一部品目について消費税率転嫁が4月ではなく5月以降になっているためである¹⁷。

このように5月に見込まれるCPI前年比の上昇一巡は、企業が価格設定に関して強気一辺倒となっている訳ではないことを示している。また、消費動向調査に基づき、家計の期待インフレ率を試算すると、3月前年比3.2%をピークに5月は2.8%へ低下しており、家計側も更なる物価上昇を見込んでいない。

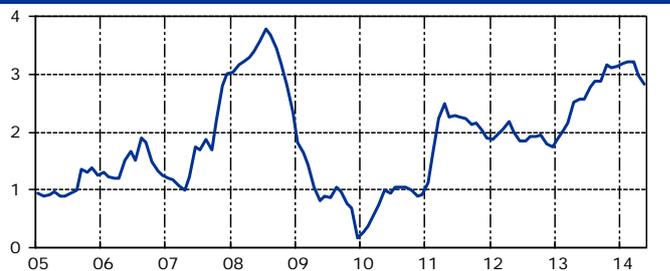
加えて、消費者物価指数が小数点第一位までしか

全国CPIの推移（前年比、%）



(出所) 総務省

家計の期待インフレ率（一般世帯、断層調整済、%）



消費動向調査の1年後の物価上昇に関する回答を加重平均して試算。

(出所) 内閣府

消費税率引き上げに伴う東京都区部CPI変動の状況

	前年比%			3月			寄与度%Pt			3月		
	1403	1404	1405	4月	5月	5月	1403	1404	1405	4月	5月	5月
総合	1.3	2.9	3.1	1.6	0.2	1.8	-	-	-	-	-	-
除(生鮮食品)	1.0	2.7	2.8	1.7	0.1	1.8	-	-	-	-	-	-
非課税品目	0.3	0.3	0.3	0.0	-0.0	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.0
課税品目	1.4	4.0	4.1	2.6	0.2	2.8	0.9	2.6	2.7	1.7	0.1	1.8
うち通常品目	0.9	3.8	3.6	2.9	-0.2	2.8	0.5	2.1	2.0	1.6	-0.1	1.6
うち経過措置品目	4.5	5.1	7.1	0.6	2.0	2.7	0.4	0.5	0.7	0.1	0.2	0.3
除(食品・エネルギー)	0.4	2.0	1.8	1.6	-0.2	1.4	-	-	-	-	-	-
非課税品目	0.3	0.3	0.3	0.0	-0.0	-0.0	0.2	0.2	0.1	0.0	-0.0	-0.0
課税品目	0.5	3.5	3.2	3.1	-0.4	2.7	0.3	1.9	1.7	1.6	-0.2	1.4
うち通常品目	0.5	3.8	3.2	3.3	-0.6	2.7	0.3	1.8	1.5	1.6	-0.3	1.3
うち経過措置品目	0.0	1.3	2.9	1.2	1.7	2.9	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2

(資料)総務省 (注)寄与度は試算値。

¹⁷ いわゆる経過措置品目。このため消費税率引き上げの影響は日銀試算で4月1.7%Ptが5月は2.0%Ptへ高まる。

公表されていないという技術的制約¹⁸などから、消費税率引き上げの影響についての試算は多少の幅をもって見る必要がある。簡単に言えば、3月実績の前年比1.3%と5月当社予想の1.4%の違い、僅か0.1%Ptを過度に強調するのは避けるべきである。5月にかけて予想される物価上昇の一巡と消費税率引き上げの影響を勘案する際の誤差などを踏まえると、消費税率引き上げ前後のCPI伸び率は概ね3月から横ばい近傍、1.3～1.4%前後で一進一退になっていると理解するのが妥当と判断される。

(2) 日本銀行のインフレ見通しは妥当か

2%の物価安定目標を掲げる日本銀行は、当面のインフレ動向に関して自信を深めている。日本銀行は4月展望レポートにおいて「消費者物価の前年比(消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース)は、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」との見通しを示した。また、6月の決定会合後に公表した声明文でも「消費者物価の前年比は、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる」と従来見通しを踏襲している。

日本銀行の見立ての前半部分に従えば、2014年度前半を通じて現状水準1.3～1.4%程度を中心としたCPI上昇率の推移が続く。こうした2014年度前半に関する見立ては、日本銀行の成長率見通しのみならず、日本経済が4～6月期に大幅な落ち込みを余儀なくされるものの、7～9月期以降はプラス成長へ復帰するとの当社見通しを踏まえても、(物価が景気に遅行することもあり)概ね妥当と考えられる。

焦点となるのは、日本銀行見立ての後半部分以降、つまり「2014年度後半から再び上昇傾向を辿り、2%に至る」という部分である。当社では2014年度の成長率が0.5%と、0%台半ばから1%¹⁹と考えられる潜在成長率に届かないと見込んでおり、需給ギャップの観点から2014年度のインフレ圧力は限定的である。また、需給ギャップと並んでインフレ動向に影響する家計の期待インフレ率も、既に見たように、足元で上昇が既に一服している。総じて、2013年度より2014年度にインフレ圧力が大きく強まる訳ではないと判断できる。加えて、外生的なファクターとして円安要因による輸入物価の上昇が一巡した点も加味すると、日本銀行の見立て、つまりは2014年度後半にかけてCPI上昇率が一層高まっていくとのシナリオが実現するハードルは低いものではない。

(3) 2015年初めの追加緩和を予想

当社では2014年度後半にCPIの上昇ペースが幾分和らぐと予想している。もちろん、為替動向やエネルギー価格動向に左右されるため、幅をもって考える必要があるが、少なくともCPIは更なる上昇ペースの加速に至らないと見込んでいる。そのため、2014年度後半に、日銀の物価シナリオには綻びが生じ、2015年初めにも日本銀行は追加緩和を余儀なくされる可能性が高い。なお、当社見通しと異

【4月展望レポートにおける政策委員の大勢見通し】

		実質GDP	CPI	消費税率引き上げの影響除く
2013年度	4月 展望レポート	+2.2～+2.3 (+2.2)	+0.8	
	1月 中間評価	+2.5～+2.9 (+2.7)	+0.7～+0.9 (+0.7)	
2014年度	4月 展望レポート	+0.8～+1.3 (+1.1)	+3.0～+3.5 (+3.3)	+1.0～+1.5 (+1.3)
	1月 中間評価	+0.9～+1.5 (+1.4)	+2.9～+3.6 (+3.3)	+0.9～+1.6 (+1.3)
2015年度	4月 展望レポート	+1.2～+1.5 (+1.5)	+1.9～+2.8 (+2.6)	+1.2～+2.1 (+1.9)
	1月 中間評価	+1.2～+1.8 (+1.5)	+1.7～+2.9 (+2.6)	+1.0～+2.2 (+1.9)
2016年度	4月 展望レポート	+1.0～+1.5 (+1.3)	+2.0～+3.0 (+2.8)	+1.3～+2.3 (+2.1)

1括弧内は政策委員見通しの中央値。

2大勢見通しは各政策委員の見通しの最大値と最小値を除いている。

¹⁸ 総務省が公表している指数データは小数点第一位までに限られるため、品目組み換えなどにより誤差が生じる。従って、日銀試算にも誤差が生じうる。

¹⁹ 潜在成長率を、日本銀行は0%台半ば、内閣府は0.7%、IMFは0.8%としている。

なり、2014年7~9月期に至っても日本経済が回復基調へ復さない場合には、景気低迷リスクへの対応から、早いタイミングで金融・財政政策による対応が必要になるのは言うまでもない。

【日本主要経済指標】

日本の実体経済関連指標の推移

		2012 年度	2013 年度	2013年				2014年
				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	1.6
	前期比年率%			4.5	4.1	0.9	0.7	6.7
	前年比%	0.3	0.6	0.0	1.2	2.3	2.6	3.0
実質個人消費	前期比,%	1.4	1.5	1.0	0.6	0.2	0.4	2.2
実質設備投資	前期比,%	4.8	0.7	▲0.9	1.0	0.1	0.8	7.6
実質純輸出(寄与度)	前期比,%Pt	▲1.0	▲0.8	0.4	0.1	▲0.5	▲0.5	▲0.3
実質輸出	前期比,%	▲1.6	▲1.2	4.2	2.9	▲0.7	0.4	6.0
実質輸入	前期比,%	5.3	3.7	1.1	1.8	2.4	3.5	6.3
名目GDP	前期比,%	▲1.4	▲0.2	0.7	1.0	0.1	0.3	1.4
		2012 年度	2013 年度	2013年				2014年
		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,%			7.0	5.5	1.6	1.7	▲1.7
	前年比,%	▲2.1	10.8	1.2	7.0	12.7	17.4	6.6
輸入額(貿易統計)	前期比,%			8.7	3.5	5.0	5.0	2.2
	前年比,%	3.4	17.4	8.0	10.3	17.5	24.1	17.6
鉱工業生産	前期比,%			0.5	1.6	1.8	1.8	2.9
	前年比,%	▲2.9	3.2	▲7.8	▲3.0	2.3	5.8	8.2
機械受注 (民間需要・除(船舶・電力))	前期比,%			▲0.3	6.4	4.8	1.9	4.2
	前年比,%	▲3.0	11.5	▲4.6	6.4	9.6	13.3	16.4
法人企業 売上高	前年比,%	▲4.6	2.5	▲5.8	▲0.5	0.8	3.8	5.6
法人企業 経常利益	前年比,%	7.9	23.6	6.0	24.0	24.1	26.6	20.2
失業率	%	4.3	3.9	4.2	4.0	4.0	3.9	3.6
名目賃金	前年比,%	▲0.7	0.1	▲0.6	0.3	▲0.4	0.4	0.1
小売業販売額	前期比,%			0.7	0.7	0.3	1.4	3.9
	前年比,%	0.3	2.9	▲1.2	0.7	1.2	3.0	6.6
新車販売台数(含む軽)	前年比,%	9.6	9.2	▲9.4	▲6.1	2.3	19.3	20.7
住宅着工戸数	年率換算,万戸	89.3	98.7	90.4	98.0	99.0	104.1	93.4
	前年比,%	6.2	10.5	5.1	11.8	13.3	12.9	3.4
消費者物価指数(除(生鮮))	前年比,%	▲0.2	0.8	▲0.3	0.0	0.7	1.1	1.3

(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 暦年	2013 暦年	2013年				2014年
				1~3月	4~6月	7~9月	10~12月	1~3月
米国成長率	前期比年率,%			1.1	2.5	4.1	2.6	▲1.0
	前年比,%	2.8	1.9	1.3	1.6	2.0	2.6	2.0
ユーロ圏成長率	前期比年率,%			▲0.8	1.3	0.5	1.0	0.7
	前年比,%	▲0.7	▲0.4	▲1.2	▲0.6	▲0.3	0.5	0.9
中国成長率	前年比,%	7.7	7.7	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4

(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。