

Weekly
エコノミスト・
レター

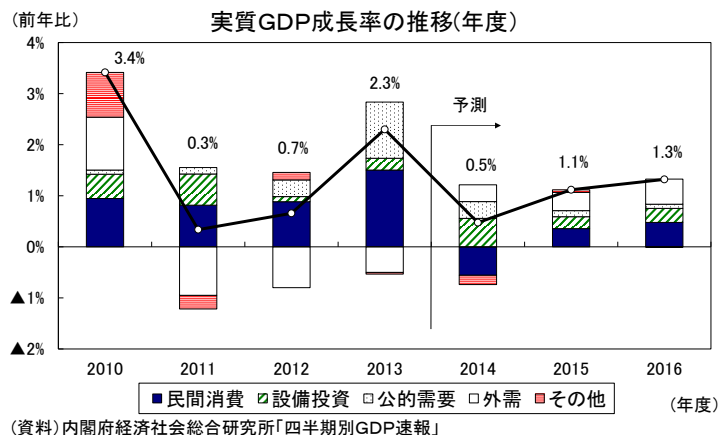
2014～2016年度経済見通し(14年5月)

経済研究部 経済調査室長 齋藤 太郎

(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

<実質成長率：2014年度0.5%、2015年度1.1%、2016年度1.3%を予想>

- 2014年1-3月期の実質GDPは駆け込み需要の本格化を主因として前期比年率5.9%の高成長となった。2013年度の実質GDP成長率は2.3%となったが、このうち0.6%は消費税率引き上げ前の駆け込み需要によるものと試算される。駆け込み需要の規模は前回の増税前とほぼ同程度であったとみられる。
- 2014年4-6月期は反動減を主因として大幅マイナス成長が避けられないが、反動の影響が一巡する7-9月期にはプラス成長に戻り、景気の回復基調は維持されるだろう。2014年度は駆け込み需要の反動に実質所得低下の影響が加わることから成長率は大きく低下するが、2015年度、2016年度は潜在成長率を若干上回る成長となる。実質GDP成長率は2014年度が0.5%、2015年度が1.1%、2016年度が1.3%と予想する。
- 消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は1%台前半の伸びが続いているが、円安効果の一巡や消費税率引き上げ後の景気減速の影響から、2014年末にかけて1%を割り込む可能性が高い（消費税率引き上げを除くベース）。消費者物価上昇率は2014年度が0.9%、2015年度が0.8%、2016年度が1.1%と予想する。物価が安定的に1%を上回る伸びとなるのは2016年度後半となるだろう。



1. 2014年1-3月期は年率5.9%の高成長

2014年1-3月期の実質GDP（1次速報値）は、前期比1.5%（前期比年率5.9%）と6四半期連続のプラス成長となった。駆け込み需要の本格化を主因として2013年10-12月期の前期比年率0.3%から成長率が大きく高まった。

外需は引き続き成長率を押し下げたが、消費税率引き上げ前の駆け込み需要を主因として民間消費が前期比2.1%と急増したことで、好調な企業収益を背景に設備投資が前期比4.9%と伸びを大きく高めたことなどから、国内民間需要が経済成長の牽引役となった。一方、公的需要は政府消費が増加を続けたものの、公的固定資本形成が2012年度補正予算の効果が一巡し前期比▲2.4%となったことから、7四半期ぶりの減少となった。

実質GDP成長率への寄与度は、国内需要が1.7%（うち民需1.8%、公需▲0.1%）、外需が▲0.3%であった。

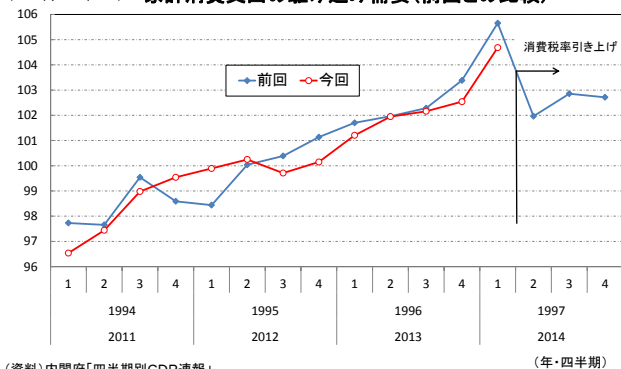
名目GDPは前期比1.2%（前期比年率5.1%）と6四半期連続で増加したが、実質の伸びは下回った。GDPデフレーターは前年比では0.0%とマイナスを脱したが、前期比では▲0.2%の低下となった。国内需要デフレーターは前期比0.1%と上昇を続けたが、輸出デフレーターが前期比▲0.9%と低下する一方、輸入デフレーターが前期比0.7%の上昇となったことが、GDPデフレーターの一押し下げ要因となった。

この結果、2013年度の実質GDP成長率は2.3%、名目GDP成長率は1.9%となった。

（駆け込み需要は前回の増税前に匹敵する大きさに）

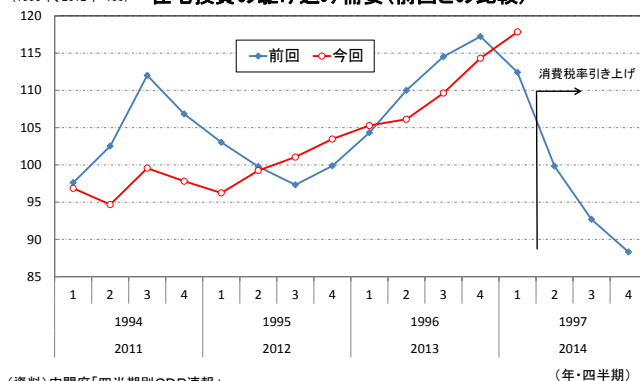
2014年1-3月期の高成長の主因は個人消費を中心とした消費税率引き上げ前の駆け込み需要である。今回はエコカー減税・補助金、エコポイント制度、地上デジタル放送への移行といった要因で、自動車、テレビなどで相当規模の需要の先食いが発生していたため、駆け込み需要がそれほど大きくならないという見方も多かったが、結果的には前回の増税前に匹敵するような駆け込み需要が発生した模様である。

(1995年、2012年=100) 家計消費支出の駆け込み需要(前回との比較)



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

(1995年、2012年=100) 住宅投資の駆け込み需要(前回との比較)



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

現時点ではデータの制約などから正確な駆け込み需要の規模を把握することは困難だが、ここでは簡便的な方法で前回と今回の駆け込み需要の大きさを比較した。具体的には実質家計消費支出

(耐久財、半耐久財、非耐久財、サービス)、住宅投資について、それぞれ駆け込み需要が発生する直前¹までの実績値をもとにHPフィルターを用いてトレンドを抽出し、それを上回る部分を駆け込み需要とした。

このようにして求めた今回(2013年度)の駆け込み需要は個人消費全体で2.4兆円(2005年基準の実質値、以下同じ)、消費全体に対する割合は0.8%となった。形態別には耐久財が1.8兆円、半耐久財が0.3兆円、非耐久財が0.2兆円、サービスが0.0兆円である。耐久財はその規模が最も大きかったことに加え、耐久財の支出総額(2012年度)に占める割合も4.1%と際立って高くなっている。また、住宅投資については1.0兆円と個人消費に比べ駆け込み需要の規模は小さかったが、これはそもそも住宅投資の規模が個人消費の5%程度にすぎないためである。住宅投資全体(年度)に占める駆け込み需要の割合は7.1%と個人消費を大きく上回っている。

個人消費と住宅投資をあわせた駆け込み需要は3.3兆円、GDP比で0.6%と試算される。四半期ベースでは、駆け込み需要の6割以上が税率引き上げ直前の2014年1-3月に集中しており、当期の実質GDPは駆け込み需要により年率5%近く押し上げられたと試算される²。

駆け込み需要の比較(試算)

(単位:兆円)

	前回(1996年度)	今回(2013年度)
家計消費支出	1.2 <0.4%>	2.4 <0.8%>
うち耐久財	0.6 <3.5%>	1.8 <4.1%>
うち半耐久財	0.3 <1.2%>	0.3 <1.5%>
うち非耐久財	0.2 <0.2%>	0.2 <0.3%>
うちサービス	0.1 <0.0%>	0.0 <0.0%>
住宅投資	1.8 <6.7%>	1.0 <7.1%>
合計	3.0 (0.6%)	3.3 (0.6%)

(注)<>内はそれぞれの支出総額(1995年度、2012年度)に対する割合
合計の()内はGDP比、いずれも2005年基準の実質値
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

同様の方法で前回(1997年度)の増税前の駆け込み需要を試算すると、個人消費と住宅投資の合計で3.0兆円、GDP比で0.6%となった。実質GDPの水準が当時と現在では異なっているため実額は今回のほうが若干大きいですが、GDP比では等しくなった。今回の駆け込み需要は前回と同程度であったと判断される。

内訳をみると、個人消費は前回は上回る一方、住宅投資は前回は下回る規模となっている。住宅投資の増加ペース自体は前回とあまり変わらないにもかかわらず、駆け込み需要の規模が前回の半分弱にとどまったのは、住宅投資自体の規模が当時の半分程度にまで低下していることが大きい。

また、前回と比べると耐久財の駆け込み需要の規模が際立って大きいですが、耐久財は長期にわたり価格の大幅下落が続いたため、2005年を基準年とした2013年度の実質値が名目値の2倍近くに膨らんでいる影響が大きい。耐久財の駆け込み需要を金額ベースで比較すると前回、今回ともに1.0兆円となる。

(当面は景気の基調が見極めにくい展開が続く)

消費税率引き上げから1ヵ月半が経過した。今のところ消費税率引き上げ後の景気の落ち込みは「想定内」、あるいは「限定的」との見方が多く、一部では駆け込み需要に比べてその反動が小さ

¹ 耐久財は税率引き上げ前の2四半期前、半耐久財、非耐久財、サービスは1四半期前、住宅投資は4四半期前から駆け込み需要が発生するとの前提を置いた。

² ただし、駆け込み需要の本格化に伴う在庫の減少、輸入の増加はGDPの押し下げ要因になった。

いとの報道も見られる。しかし、そもそも駆け込み需要とその反動は同じ大きさ（量）となるはずであり、駆け込み需要が大きくて反動が小さいということは原理的にありえない。

また、現時点で得られる情報は個別企業からのヒアリング、一部の業界統計などに限られており、消費増税後の景気の全体像を把握するには不十分である。4月の経済状況をマクロ統計から確認できるのは5月下旬以降となる。

消費増税前後の個人消費は駆け込み需要とその反動減、物価上昇による実質所得低下の影響が重なるため、基調が極めて読みにくくなる。このことを右のような概念図を用いて説明すると以下ようになる。

現時点で判明しているのはB地点までの実績値とC地点の一部の情報だ。まず、①の標準ケースのような個人消費のパスがあらかじめ想定されていたとする。②のように標準ケースよりも反動減が小さく見えるとすれば、それは想定よりも消費の基調が強い、あるいは駆け込み需要を大きく見すぎていた可能性が高いということになる³。

ただ、増税後の落ち込みが小さいからといって必ずしも消費の基調が想定よりも強いとは言い切れない。③の個人消費のパスはC地点までは②と同じだが、反動減が終息した後のD地点までの戻りが小さい。これは増税後に消費の基調が想定よりも弱まったためである。

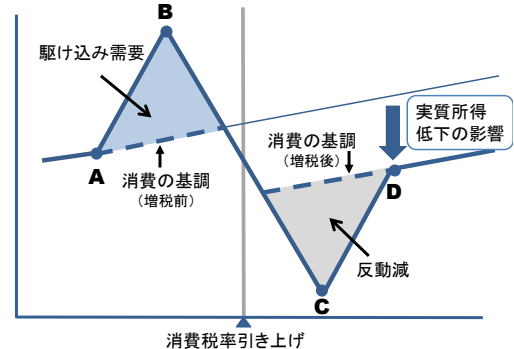
しかし、このことが確認できるのは、D地点までの実績値が判明してからとなる。四半期ベースのGDP統計でD地点に相当するのは、2014年7-9月期であるが、当期の実績値が公表されるのは2014年11月中旬と今から半年も先のことになる⁴。

駆け込み需要とその反動はあくまでも需要の発生時期がずれるだけで、一定期間を均してみれば個人消費の水準に影響を及ぼすものではない。駆け込み需要、反動減の大きさ以上に重要なことは、反動の影響が終息した後に個人消費がどのくらいのペースで回復するかだ。

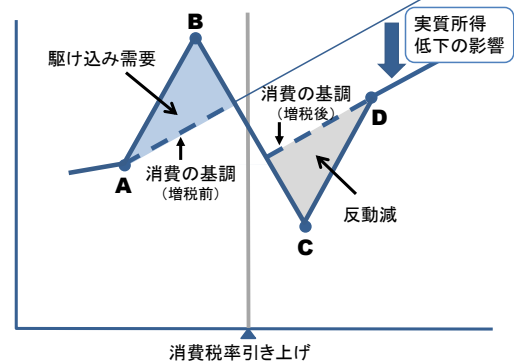
しかし、ここで見たように個人消費を中心とした景

消費増税前後の個人消費のパス ＜概念図＞

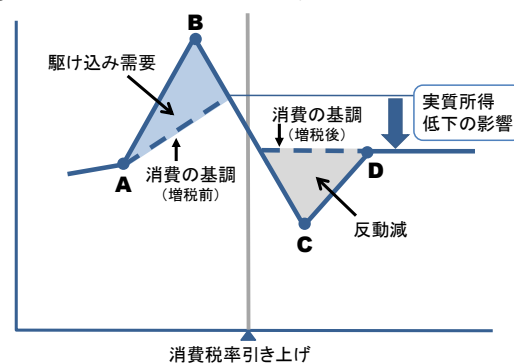
① 標準ケース



② 増税後の落ち込み小さく、消費の基調が強い



③ 増税後の落ち込み小さいが、消費の基調は弱い



³ 前述の駆け込み需要の試算はそれまでのトレンドが変わらないことを前提としている。

⁴ 月次統計を用いればより早い時期に基調判断が可能だが、GDP統計と比べてカバレッジが低いという問題がある。

気の基調を経済統計から確認できるまでにはかなりの時間を要する。当面は景気の基調が見極めにくい状態が続くことになるだろう。

2. 実質成長率は2014年度0.5%、2015年度1.1%、2016年度1.3%を予想

(消費税率引上げ後も景気の回復基調は途切れず)

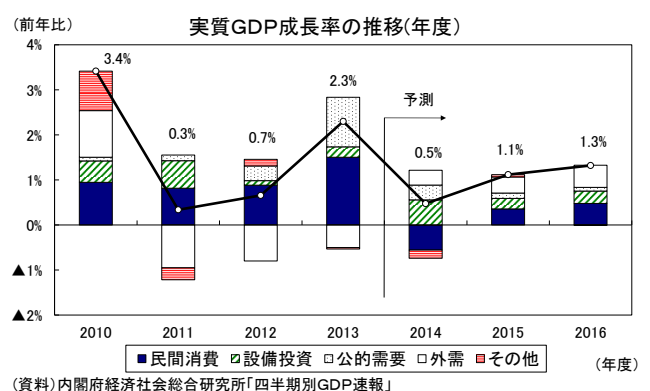
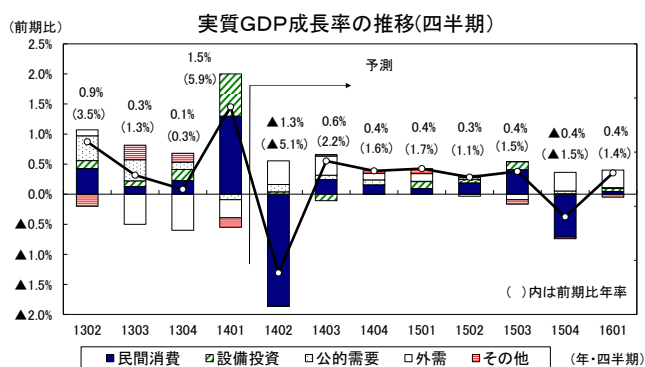
2014年度に入ると、駆け込み需要の反動を主因として成長率はいったん大きく落ち込む可能性が高い。2014年4-6月期は個人消費、住宅投資の減少を主因として前期比年率▲5.1%の大幅マイナス成長となるだろう。

買い替えサイクルが長い住宅投資の反動はしばらく続く可能性が高いが、個人消費の反動減は比較的短期間で終了することが見込まれる。2014年7-9月期には反動減の影響が薄れていくにしたがい個人消費が増加に転じることなどからプラス成長に復帰し、景気の回復基調は維持されるだろう。また、2013年度は成長率に対してマイナス寄与となる外需は、輸出の伸びが引き続き緩やかにとどまるものの、国内需要の減速を背景に輸入の伸びが低下することから、2014年度は成長率の押し上げ要因となることを見込まれる。

実質GDP成長率は2014年度が0.5%、2015年度が1.1%、2016年度が1.3%と予想する。

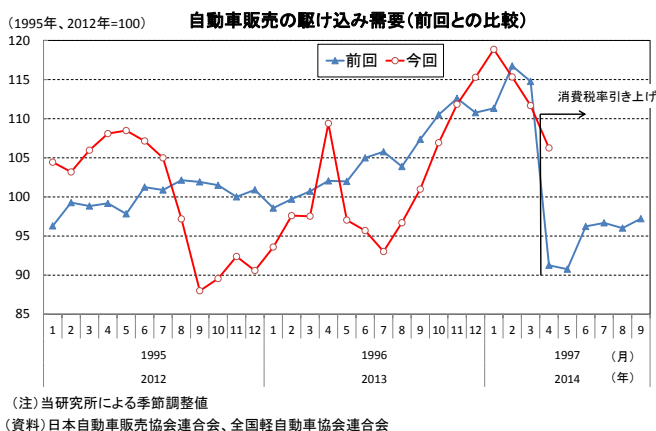
2014年度は消費税率引き上げによる物価上昇に伴う実質所得の低下と駆け込み需要の反動減が重なるため2013年度から成長率は大きく低下することは避けられないだろう。

今回の見通しでは、消費税率が2015年10月に8%から10%へ引上げられることを前提としている。2014年度は3%の引き上げ分がフルに影響することになるが、次回の引き上げは2015年度下期からとなるため、年度ベースでは2015年度、2016年度ともに1%分の引き上げの影響を受けることになる。また、次回の増税前後にも今回と同様に駆け込み需要とその反動減が発生することが見込まれるが、駆け込み需要と反動減の影響が2015年度内ではほぼ相殺されるため、2014年度に比べると消費税率引き上げの影響は小さくなる。このため、2015年度、2016年度の成長率は潜在成長率を上回る伸びを確保できるだろう。



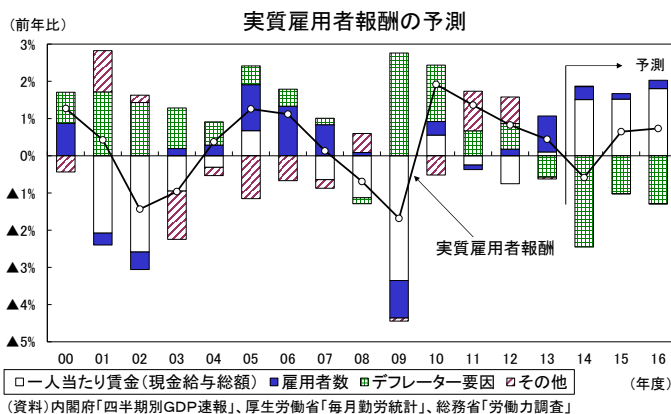
(個人消費)

個人消費は駆け込み需要によって2013年度末にかけて急増したが、一部の統計ではすでに駆け込み需要の反動減が確認されている。自動車販売台数は2014年1月をピークに3ヵ月連続で前月比減少となっている。前回の増税時と比較すると落ち込み幅は小さいが、これは増税前に高水準の受注残を抱えていたことが下支えになっていた面があり、5月以降はさらに大きく落ち込むことが予想される。買い替えサイクルの長い自動車などの耐久消費財の反動は長引く恐れがあるだろう。一方、駆け込み需要が3月に集中した非耐久消費財、サービスなどの反動減は比較的短期間で終了する可能性が高い。



反動減が一巡した後の個人消費の基調を大きく左右するのは2014年度入り後の賃金動向だ。好調な企業業績、政府による賃上げ要請、賃上げ促進税制の拡充などを受けて、経団連が集計した大手企業の賃上げ率が15年ぶりの2%台となるなど、2014年度春闘では一定の賃上げが実現した。また、経常利益が過去最高を更新する企業が相次いでいることもあり、2014年度の特別給与は幅広い業種で増加することが確実となっている。

2014年度の一人当たり賃金は2013年度の0.1%から1.5%へと伸びを高めるだろう。ただし、2014年度の消費者物価は消費税率引き上げの影響もあって3%程度となり、名目賃金の伸びを上回ることが予想される。また、2013年度の雇用者数は内需好調の影響から前年比で1%程度の伸びを続けてきたが、2014年度は景気減速に伴い伸び率の鈍化は避けられない。2014年度の雇用者報酬は名目では前年比1.9%と2013年度の同1.0%から伸びを高めるが、実質では前年比▲0.6%と5年ぶりの減少になると予想される。賃金、物価がともに安定的に上昇し、雇用者報酬が名目、実質ともに増加するのは2015年度以降となるだろう。GDP統計の民間消費は、反動減と実質所得低下の影響が重なる2014年度は前年比▲0.9%の減少(2013年度実績は前年比2.5%)となるが、2015年度が0.6%、2016年度が0.8%と消費増税の影響をうけながらも緩やかな増加基調を維持することが予想される。

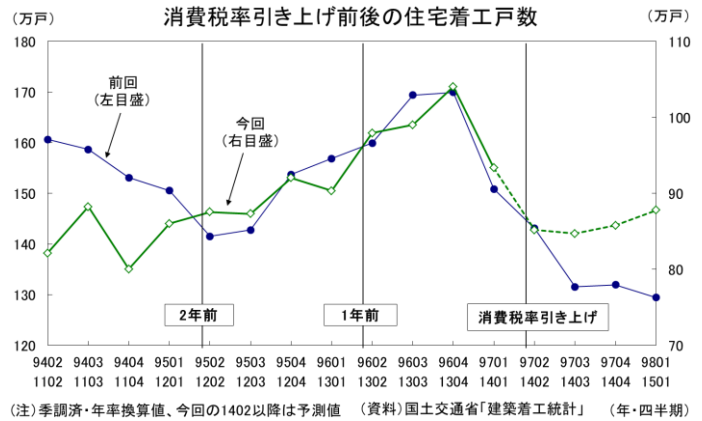


(住宅投資)

2014年1-3月期の住宅投資は前期比3.1%と8四半期連続の増加となったが、住宅は契約が2013年10月以降で引渡しだが2014年4月以降のものについては、8%の消費税率が適用されることにな

っているため、着工戸数ベースではすでに駆け込み需要の反動減が顕在化している。新設住宅着工戸数（季調済・年率換算値）は2013年1-3月期の90.4万戸から4-6月期が98.0万戸、7-9月期が99.0万戸、10-12月期が104.1万戸と増加を続けてきたが、2014年1-3月期は93.4万戸と水準を大きく切り下げた。

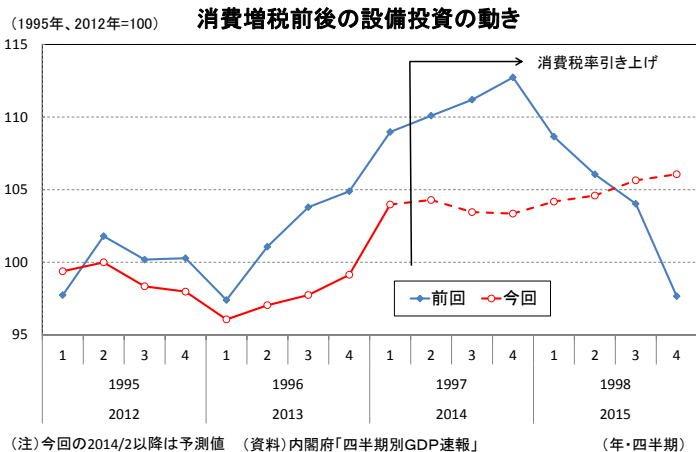
GDP統計の住宅投資は工事の進捗ベースで計上されるため、2014年1-3月期まで増加を続けたが、4-6月期は大幅な減少となることが不可避とみられる。住宅ローン減税の拡充、住宅取得に係る給付措置が消費税率引き上げ後の落ち込みを若干緩和する役割を果たすことが期待されるが、すでに前倒しで住宅を購入している世帯が多いため、個人消費に比べ低迷が長期化することは避けられないだろう。



(設備投資)

出遅れが目立っていた設備投資だが、2014年1-3月期は前期比4.9%と2013年10-12月期の同1.4%から伸びを急速に高めた。企業の設備投資意欲が大きく高まっているとは考えられないが、企業収益の好調や景況感の改善を受けて設備投資の増加基調は明確となってきた。2014年度に入ると国内需要の減速を反映し一時的に足踏み状態となるが、回復基調は維持されるだろう。設備投資は個人消費や住宅投資に比べて消費増税による直接的な影響が小さい。実際、前回の増税後も家計部門が急速に悪化中、1997年中は設備投資の増加基調が維持されていた。設備投資が本格的に悪化したのはアジア通貨危機や国内の金融システム不安の深刻化により景気悪化が明らかとなった1998年以降であった。

2014年度は個人消費、住宅投資が前年に比べて減少する中、設備投資はプラスの伸びを維持することが予想される。高い成長が期待できる海外需要を取り込むことを目的として海外設備投資比率を高めていることが引き続き国内投資の抑制要因となるため、かつてのような大きな牽引力は期待できないものの、景気の下支え役を果たすことになろう。



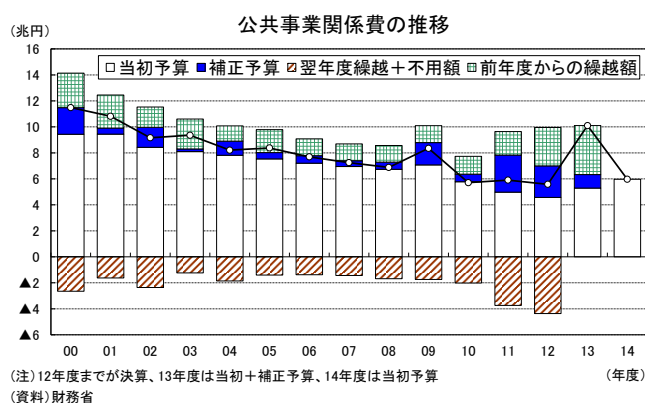
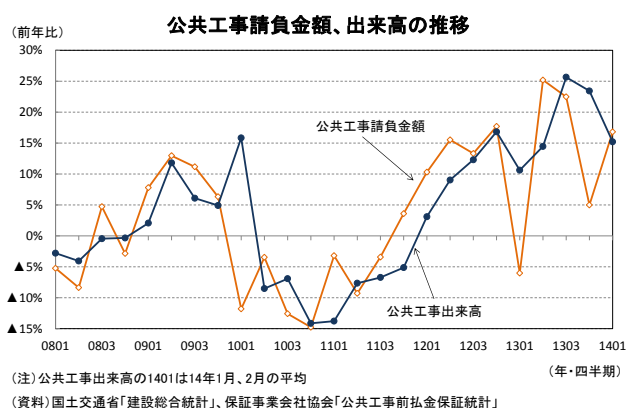
(公共投資)

2014年1-3月期の公的固定資本形成は、2012年度補正予算に基づく工事の執行が一巡したことから前期比▲2.4%と5四半期ぶりの減少となったが、消費増税による景気への悪影響を緩和することなどを目的とした「好循環実現のための経済対策」の裏づけとなる5.5兆円規模の2013年度

補正予算が 2/6 に成立しており、公共工事の先行指標である公共工事請負金額は 2013 年 10-12 月期の前年比 5.0%から 2013 年 1-3 月期は同 16.8%と再び伸びを高めている。公的固定資本形成は 2014 年度入り後には再び増加に転じる可能性が高い。

2014 年度の公的固定資本形成は、2013 年度の補正予算に加え 2014 年度当初予算の公共事業関係費の大きさに左右される。2014 年度の当初予算では、公共事業関係費が前年度比 12.9%の 6.0 兆円と当初予算比では大幅な増加だが、2011 年度以降は補正予算で大幅な公共事業の積み増しが行われていることに加え、前年度からの繰越額も高水準が続いているため、当初予算を比較しただけでは実態を見誤ることになる。2014 年度の当初予算案の公共事業関係費は、2013 年度予算の全体（前年度繰越+当初+補正）と比べると約 6 割の水準にすぎない。

もちろん、これまでと同様に 2013 年度予算のかなりの部分は 2014 年度に繰り越される可能性が高いことに加え、予算上は 2013 年度に執行されたものについても工事の進捗ベースで見れば、2014 年度にずれ込むことが想定される。このため、GDPベースの公的固定資本形成は、2014 年度に入ると再び増加に転じるが、2013 年度補正予算は 2012 年度補正予算よりも規模が小さいため、2013 年度中に比べれば低い伸びにとどまり、2014 年度末にかけては補正予算の効果が一巡することが見込まれる。このため、2014 年度後半には再び補正予算の編成が必要となってくるだろう。



(外需)

2014 年 1-3 月期の財貨・サービスの輸出は前期比 6.0%の大幅増加となったが、GDP統計の推計に用いられる国際収支統計の見直しに伴う技術的な要因により押し上げられていることには注意が必要だ。実態としては大幅な円安が進行し始めてから 1 年が経過したにもかかわらず輸出は一進一退の状況を脱していないと判断される。

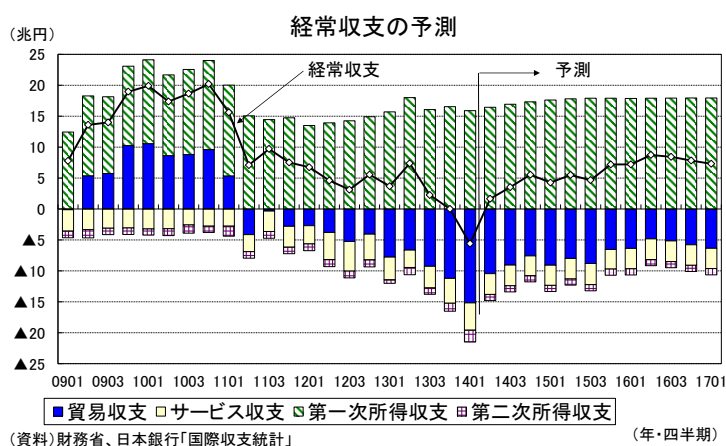
輸出低迷の背景には、新興国を中心に海外経済が減速しているという循環的な要因もあるが、海外生産シフトの進展などから輸出が海外経済の成長や円安による恩恵を受けにくくなっているという構造的な要因も影響しているものと考えられる。ただし、2014 年度入り後は、海外経済の回復や円安基調の継続を背景に輸出の伸びが徐々に高まることに加え、国内需要の減速に伴い輸入の伸びが低下することから、外需は成長率の押し上げ要因になることが予想される。

(貿易収支、経常収支の見通し)

貿易収支は東日本大震災以降、3年にわたって赤字が続いている。国際収支ベースの貿易収支(季節調整済・年率換算値)は円安の急進に伴う輸出の持ち直しを受けて、2013年1-3月期の▲7.8兆円から4-6月期には▲6.7兆円へと赤字幅がいったん縮小したが、7-9月期が▲9.3兆円、10-12月期が▲11.2兆円と拡大を続けた後、2014年1-3月期は駆け込み需要に伴う輸入の増加を主因として赤字幅は▲15.2兆円へと急拡大した。この結果、かろうじて黒字を維持してきた経常収支(季節調整済)も2014年1-3月期は▲5.6兆円(季節調整済・年率換算値)の赤字へと転落した。

2014年度に入ると消費税率引き上げ後の国内需要の減速に伴い輸入の伸びが低下するため貿易収支は改善に向かうが、貿易赤字が解消するまでには至らないだろう。

一方、多額の対外純資産と円安を背景に第一次所得収支は大幅な黒字を続けており、2014年度に入ると貿易収支の赤字幅縮小に伴い経常収支は黒字に転換し、その後は緩やかな拡大傾向が続くだろう。経常収支は2013年度実績の0.8兆円(名目GDP比0.2%)から、2014年度が3.7兆円(同0.8%)、2015年度が6.1兆円(同1.2%)、2016年度が8.1兆円(同1.6%)と徐々に持ち直すと予想する。



(物価の見通し)

消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は、円安による輸入物価の上昇を主因として2013年6月に前年比0.4%と1年2ヵ月ぶりの上昇となった後、上昇ペースが加速し2013年12月から2014年3月までは4ヵ月連続で1.3%の伸びとなっている。上昇率は2013年末頃から頭打ちとなっているが、原材料価格上昇の直接的な影響を受けやすいエネルギー、食料品に加えて、耐久財やサービスなど幅広い品目で上昇が目立つようになっており、物価上昇の裾野の広がりにより鮮明となっている。

コアCPIに占める課税品目の割合は7割弱であるため、消費税率の3%引き上げによってコアCPIは2.0%ポイント程度(ただし、4月は電気代、ガス代など一部の品目で旧税率が適用されるため1.7%ポイント程度)押し上げられる計算になる。実際、すでに公表されている東京都区部の4月分ではコアCPI上昇率が3月よりも1.7%ポイント高まり、税率引き上げ分がほぼフル転嫁されたことを示すものとなった。このため、全国のコアCPIは4月以降3%台前半の伸びとなることが見込まれる。

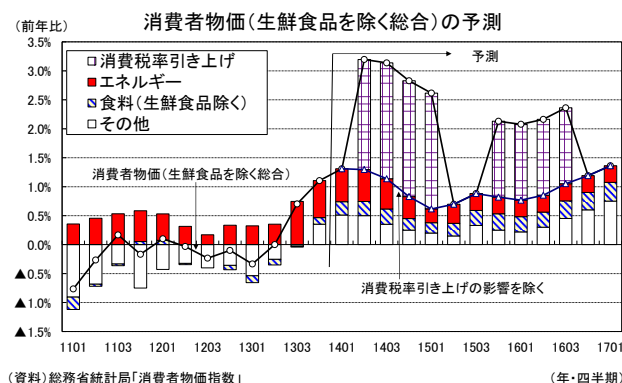
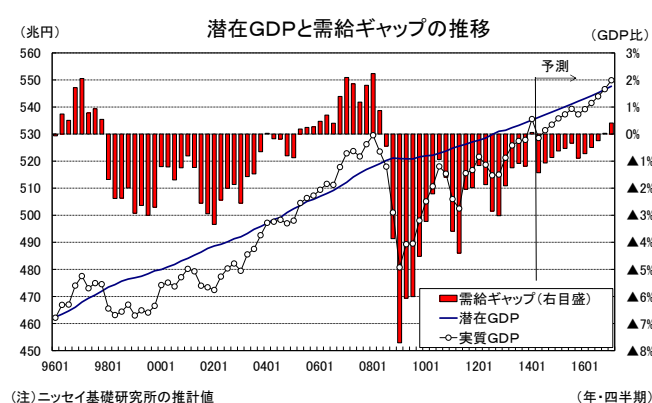
当研究所が推計した2014年1-3月期の需給ギャップは0.1%(GDP比)と小幅ながらも2008年4-6期以来のプラス圏に浮上した。ただし、これは2014年1-3月期の成長率が駆け込み需要によって一時的に大きく押し上げられたことによるもので、反動減を主因として大幅なマイナス成長が予想される2014年4-6月期は再びマイナスに転じる可能性が高い。

2014年度入り後は、景気減速に伴い需給バランスが悪化することや円安効果の一巡から輸入物価

の伸びが低下することから、コア CPI 上昇率は夏頃から徐々に鈍化し、年末にかけては1%を割り込むことが予想される。

一方、物価上昇がある程度定着してきたこと、消費税率引き上げ分の価格転嫁も比較的スムーズに行われたこともあり、予想物価上昇率も一定程度高まっていると考えられる。リーマン・ショックのような外部環境の急速な悪化がなければ、物価上昇率が再びマイナス圏に陥るリスクは低いだろう。2014年度は潜在成長率を若干下回る成長にとどまるが、2015年度、2016年度と消費増税の影響を受けながらも潜在成長率を超える成長となるため、需給バランスは改善を続ける。今回の見通しをもとにすれば需給ギャップは2016年度末には小幅ながらもプラス(2017年1-3月期:+0.4%)となることを見込まれる。また、景気回復が2016年度末まで続いた場合には、景気拡張期間は4年を超えることになるため(景気の谷は2012年末頃と仮定)、賃金が持続的に上昇し、このことがサービス価格の安定的な上昇につながる効果も期待できるだろう。

コア CPI 上昇率は2013年度の前年比0.8%の後、2014年度が同2.9%(0.9%)、2015年度が1.5%(0.8%)、2016年度が1.8%(1.1%)と予想する(括弧内は消費税率引き上げの影響を除くベース)。今回の予測期間中に2%の「物価安定の目標」を達成することは難しいが、物価上昇がこれまでのエネルギーを中心としたものから、エネルギー以外の財やサービスにまで広がっていけば、デフレ脱却はより確実なものとなるだろう。



(6/9に予定されている1-3月期2次QEの発表を受けた経済見通しの修正は6/9、欧米見通しの詳細は6/10発行のWeeklyエコノミスト・レターに掲載予定です)

