

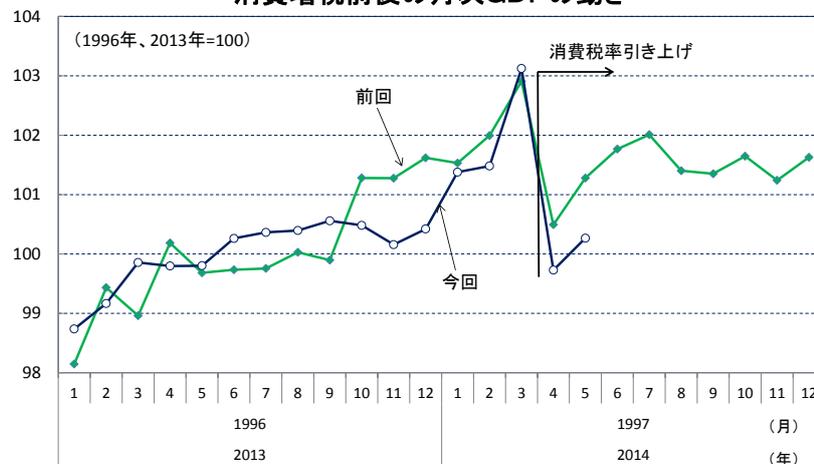
Weekly エコノミスト・ レター

消費増税後の景気動向を読み解く

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎
(03) 3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 景気は回復基調を維持しているとみられるが、消費増税後は駆け込み需要の反動などから個人消費、住宅投資などの国内民間需要が弱い動きとなっている。
2. 内閣府の消費総合指数から判断すると、足もとの個人消費は前回増税時よりも弱く、駆け込み需要の反動以上に落ち込んでいる可能性がある。名目賃金が伸び悩む中で物価上昇率が高まり実質所得が低下していることが個人消費の下押し要因となっている。
3. 設備投資は企業収益の改善を背景とした回復基調が明確となっており、消費増税後の景気を下支えすることが期待される。ただし、今回は増税前に駆け込み需要が発生したため、4-6月期はその反動で一時的に減少する可能性が高い。
4. 当研究所の月次GDPは2014年3月が前月比1.6%、4月が同▲3.3%、5月が同0.5%となった。前回増税時と比べると、増税前後の増加幅、減少幅がともに大きく、5月の戻りは弱い。
5. 現時点では2014年4-6月期の実質GDPは前期比▲1.5%（年率▲5.9%）と予想している。大幅マイナス成長は不可避だが、月次ベースでは持ち直しに向かっており、7-9月期は明確なプラス成長となる可能性が高い（現時点では年率2.7%を予想）。

消費増税前後の月次GDPの動き



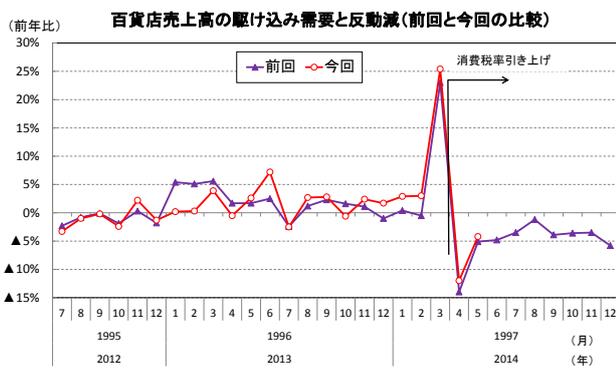
(注)月次GDPはニッセイ基礎研究所の推計値

●消費増税後の景気動向を読み解く

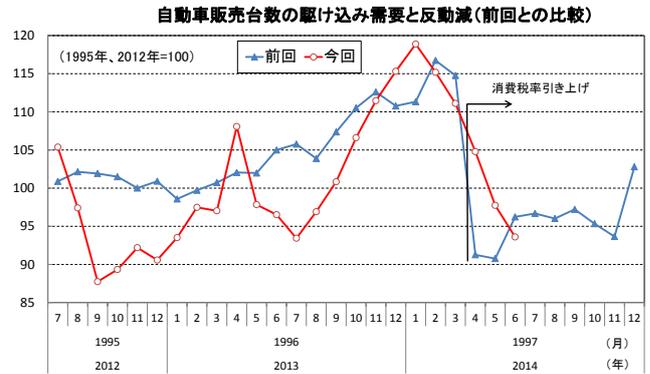
消費税率が引き上げられてから3ヵ月あまりが経過し、消費増税後の景気動向が徐々に明らかになってきた。消費税率引き上げによる影響はまだ出尽くしておらず、足もとの景気は駆け込み需要の反動減とその他の要因が重なり実勢が読みにくい状態となっているが、現時点で発表されている経済統計をもとに、消費増税後の景気動向を前回の消費税率引き上げ時（1997年4月）と比較しながら探してみたい。

（個人消費）

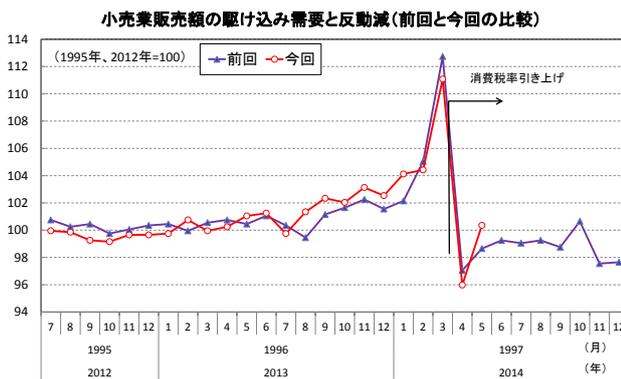
まず、消費税率引き上げの影響が大きい個人消費について関連指標を確認してみると、百貨店売上高は前回増税時とほぼ同様の動き、自動車販売台数、商業販売統計の小売販売額は増税後の落ち込みがやや小さい、家計調査の消費水準指数（除く住居等）は増税後の落ち込みが大きい、といったように指標によってばらつきが見られる。



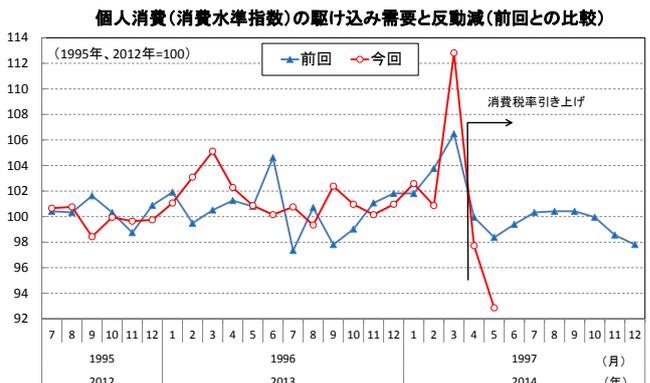
（出所）日本百貨店協会 （注）売上高は店舗数調整後



（注）当研究所による季節調整値
（資料）日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会



（資料）経済産業省「商業販売統計」



（資料）総務省「家計調査」の消費水準指数

個人消費関連統計の多くはあくまでも個人消費の一部を反映したものにすぎず、家計調査は消費全体をカバーしているものの、サンプル数の少なさから月々の振れが大きくなりやすいといった問題がある。このため、個別の統計で個人消費の全体像を正確に把握することは難しい。

月次ベースで個人消費の動向をよりの確に捉えることができるのは内閣府が作成している「消費総合指数」である。同指数は需要側（家計調査など）、供給側（鉱工業出荷指数、特定サービス産

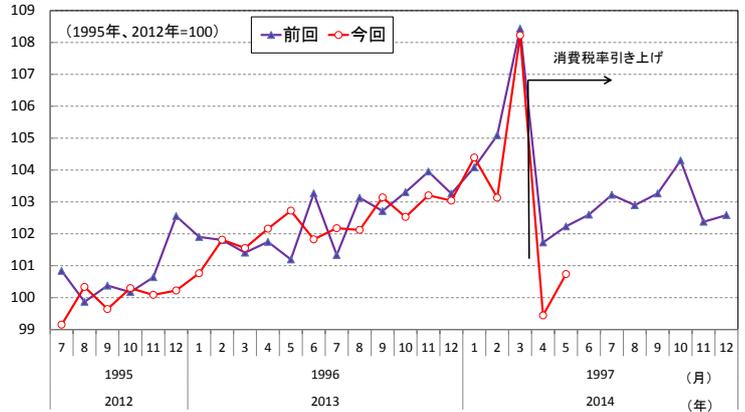
業動態統計など)の双方の統計を加工することによって作成されており、月例経済報告で個人消費の基調判断を行う際の判断材料として用いられている。また、GDP速報(QE)における個人消費の推計方法と同様の作成方法をとっているため、消費総合指数とQEの個人消費を四半期で比較するとかなり近い動きとなっている。

消費総合指数は2014年3月に前月比4.9%の急上昇、4月に同▲8.1%の急低下となった後、5月は同1.3%の上昇となった。前回増税時と比較すると、増税直前の3月の上昇幅、増税直後の4月の低下幅がともに大きくなっている。また、前回は反動減で落ち込んだ4月時点でも前年(1996年)夏頃とほぼ同水準となっていたのに対し、今回は4月から持ち直した5月でも2013年夏頃の水準を大きく下回っている。

ここで、2014年に入ってから消費税率引き上げ前の駆け込み需要が発生したと仮定し、2013年12月までのデータで個人消費のトレンドをHPフィルターを用いて抽出した上で、トレンドからの乖離を求めた。消費総合指数は2014年1月から3月までの累計でトレンドを6.4ポイント上回ったが、2014年4月、5月の2ヵ月だけで逆にトレンドを▲7.5ポイント下回っている。つまり、消費増税後の個人消費は駆け込み需要の反動以上に落ち込んでいる可能性がある。

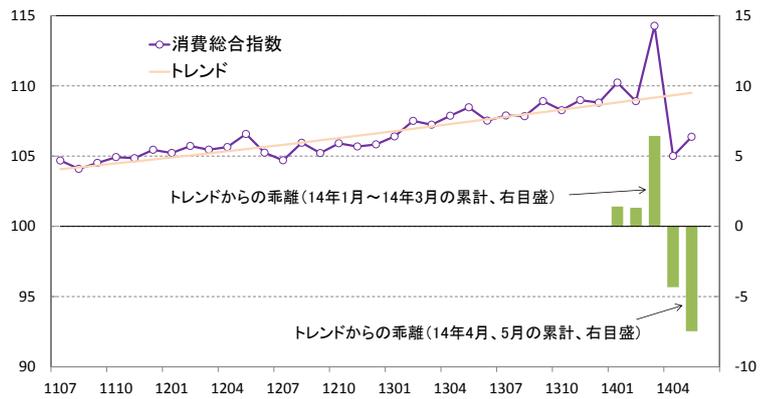
この理由としては、消費税率引き上げに伴う実質所得の低下が個人消費を下押ししている可能性が考えられるだろう。毎月勤労統計の名目賃金は2014年4月が前年比0.7%、5月が同0.8%と緩やかに増加しているが、消費税率引き上げによって物価上昇率が大きく高まったため、実質賃金(一人当たり)は4月が前年比▲3.4%、5月が同▲3.6%と大幅に低下している。一人当たり実質賃金に雇用者数の増加分を加えた実質雇用者所得でみても、4月が前年比▲3.0%、5月が同▲2.9%となっている。前

消費増税前後の消費総合指数の動き(前回と今回の比較)



(資料)内閣府「消費総合指数」

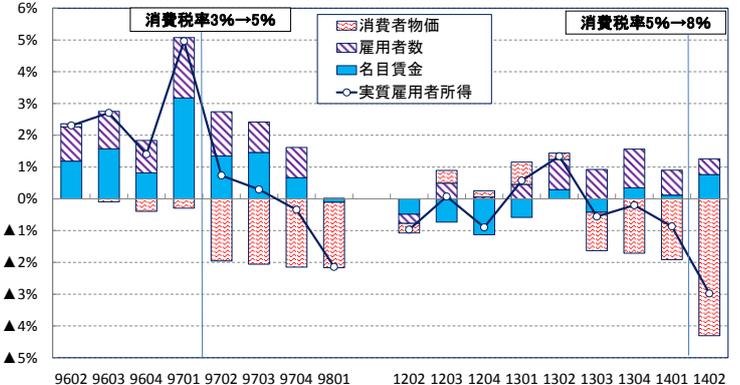
(2005年=100) 個人消費は駆け込み需要の反動以上に落ち込んでいる可能性も



(注)トレンドは13年12月までにデータからHPフィルターを用いて抽出したもの

(資料)内閣府「消費総合指数」

実質所得の低下幅は前回増税時よりも大きい



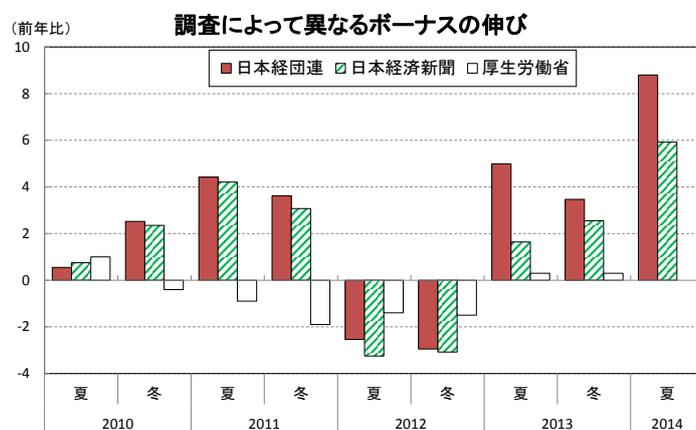
(注)実質雇用者所得=実質賃金(一人当たり)×雇用者数。1402は14年4、5月の平均

(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」

回の消費税率引き上げ時も実質雇用者所得の伸びは大きく低下したが、名目賃金、雇用者数の伸びが今回よりも高かったこと、消費者物価上昇率が今回よりも低めだったことから、1997年7-9月期まではプラスの伸びを維持していた。今回は名目賃金が伸び悩む中で物価が上昇し始めたことで、実質雇用者所得は消費税率引き上げ前からマイナスの伸びが続いていたが、消費税率引き上げによってマイナス幅は大きく拡大する形となった。個人消費を取り巻く環境は前回増税時よりも厳しいとみることができるだろう。

企業業績の改善を受けて今年の夏のボーナスは増加することが見込まれ、このことが実質所得を押し上げ、個人消費の下支えになると期待されている。夏のボーナス調査について最もカバレッジが広い厚生労働省の「毎月勤労統計」は、夏季賞与の公表が11/5とかなり遅いが、すでに発表されている各機関のボーナス調査によれば、今年の夏のボーナスは日本経団連調査が前年比8.8%（第1回集計）、労務行政研究所調査が同5.7%、日本経済新聞社調査が同5.92%といずれも非常に高い伸びとなっている。

ただし、これらの調査はどちらかといえれば大企業が中心となっており、伸び率が高めに出る傾向があることには注意が必要だ。たとえば、2013年冬のボーナス調査では日本経団連が前年比3.47%、日本経済新聞社が同2.55%となっていたが、毎月勤労統計の結果は前年比0.3%とこれらを大きく下回る伸びにとどまった。中小企業を含めた夏のボーナスが期待はずれに終わった場合には個人消費の停滞が長引くリスクが高まるだろう。



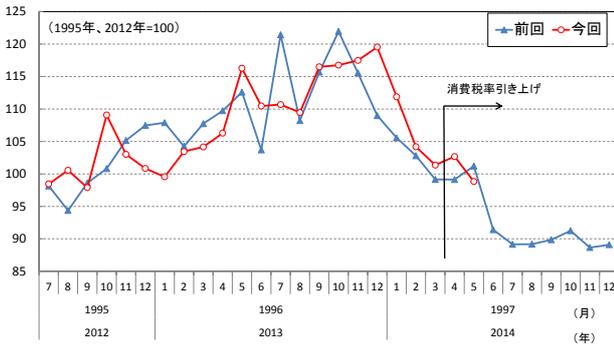
(注) 2014年夏は日本経団連が第1回集計、日本経済新聞が中間集計

(住宅投資)

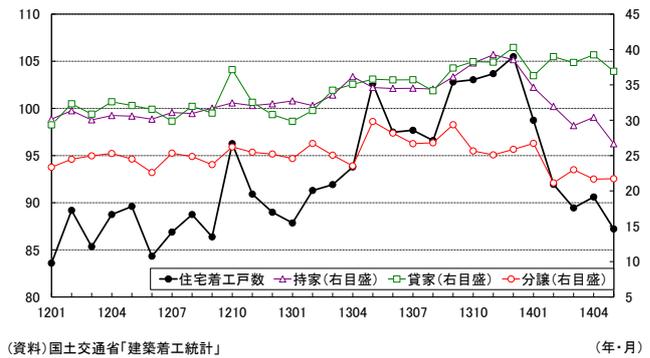
住宅は契約が2013年10月以降で引渡しは2014年4月以降のものについては、新税率8%が適用されているため、駆け込み需要の反動が早めに顕在化している。住宅着工戸数は2013年12月の105.5万戸（季節調整済・年率換算値）をピークに減少基調となり、2014年5月には87.2万戸となった。現時点の落ち込み幅はほぼ前回増税時並みとなっている。利用関係別には、不動産投資信託（REIT）などの投資マネーの流入や相続税の節税対策などから貸家は底堅い推移が続いているが、持家、分譲住宅が大きく落ち込んでいる。

住宅は高額であるため駆け込み需要の規模が大きく、その分反動減も大きくなる。また、買い替えサイクルが長いことから先行き数年間の需要の一部が前倒しされていると考えられるため、反動減の影響がある程度長引くことは避けられない。前回の増税時の住宅着工戸数は1997年6月に水準をさらに大きく切り下げた後、底這い状態が続いたが、今回は住宅ローン減税の拡充やすまい給付金による下支えがあること、2014年度後半以降は2015年10月の消費税率の再引き上げに向けた駆け込み需要も一定程度見込まれることなどから、前回のような急激な落ち込みは避けられるだろう。

新設住宅着工戸数の駆け込み需要と反動減(前回との比較)



新設住宅着工戸数の推移 (季調済年率換算、万戸)



(設備投資)

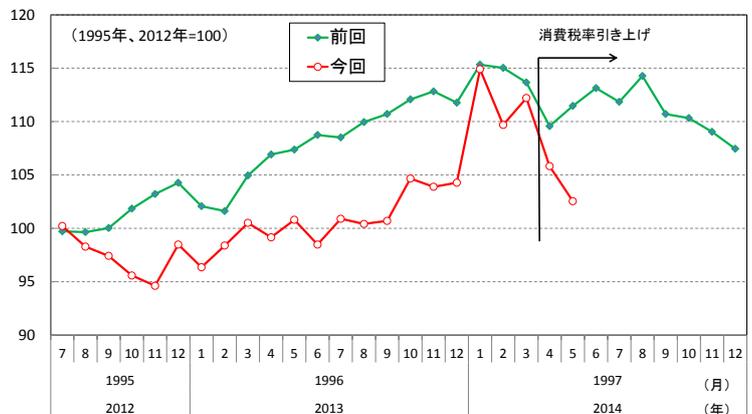
出遅れが目立っていた設備投資だが、企業収益の改善を背景とした回復基調がここきて明確となっている。GDP統計の実質設備投資は2014年1-3月期に前期比7.6%と極めて高い伸びとなった。設備投資は個人消費や住宅投資に比べて消費増税による直接的な影響が小さいため、2014年度の景気の下支え役となることが見込まれる。

企業の消費税の納税額は売上に対して預った消費税から、仕入、経費、資産購入等の際に支払った消費税を差し引いて計算する(仕入税額控除)のが原則となっている。このため、消費税率引き上げ前に投資を前倒しするメリットはないはずである。実際、前回の消費税率引き上げ時には目立った駆け込み需要と反動減は発生しなかったと考えられる(1997年1-3月期:前期比3.9%、4-6月期:同1.0%)。

しかし、今回は設備投資についても一定の駆け込み需要が発生した模様であり、その一因として「簡易課税制度」の影響が挙げられる。簡易課税制度を利用している企業は、消費税納税額が売上にみなし仕入率を乗じて計算されるので、税率が低いときに投資を行うインセンティブが生まれる。簡易課税制度を利用できるのは、前々事業年度売上高が5000万円以下の中小企業に限られるためその影響は小さいとみられていたが、実際にはかなりの駆け込み需要が発生した可能性がある。また、ウィンドウズXPのサポート終了前の駆け込み需要も2014年1-3月期の設備投資の押し上げ要因になったとみられる。

1-3月期が駆け込み需要によって押し上げられたということは、前回増税時にはほとんどみられなかった設備投資の反動減が4-6月期に発生することを意味する。実際、投資財出荷指数(除く輸送機械)など、月次ベースの設備投資関連指標は4月、5月と大きく落ち込んでおり、前回の増税後とは異なる動きとなっている。企業収益の増加を背景とした設備投資の回復基調は維持されているものの、2014年4-6月期

消費増税前後の投資財出荷指数(除く輸送機械)の推移

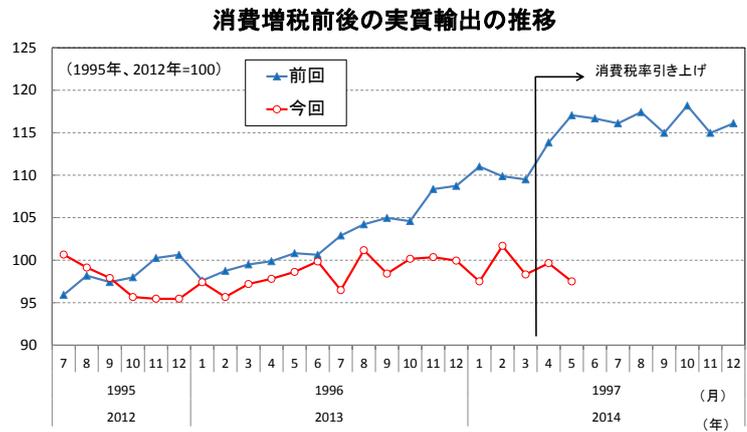


は前期比でいったんマイナスとなる可能性が高いだろう。

(輸出)

前回の消費税率引き上げ時は輸出が比較的堅調で、国内需要の落ち込みをカバーする役割を果たした(ただし、アジア通貨危機発生後は落ち込んだ)が、今回は輸出による下支えはあまり期待できないだろう。

大幅な円安が進んでから1年半が経過したが、輸出は依然として一進一退の状況を脱していない。新興国を中心に海外経済の回復力が弱いという循環的な要因に加え、海外生産シフトの進展といった構造的な要因も輸出を抑制しているものと考えられる。先行きの海外経済は米国を中心に回復基調を強めていくことが予想されるが、構造要因が引き続き下押し圧力となることから、輸出の伸びは緩やかなものにとどまる可能性が高い。



(資料) 日本銀行「実質輸出入」

(月次GDPの動向)

ここまで、個人消費などの主要項目について消費増税後の動きをみてきたが、経済活動全般はどのように推移しているのだろうか。当研究所では内閣府が推計するGDP速報と同様の推計を月次で行うことで、独自に月次GDPを毎月作成している。月次GDPは国内の経済活動全般をカバーするGDPを月次ベースで推計することにより、景気の動きをより迅速に捉えることを目的としている。

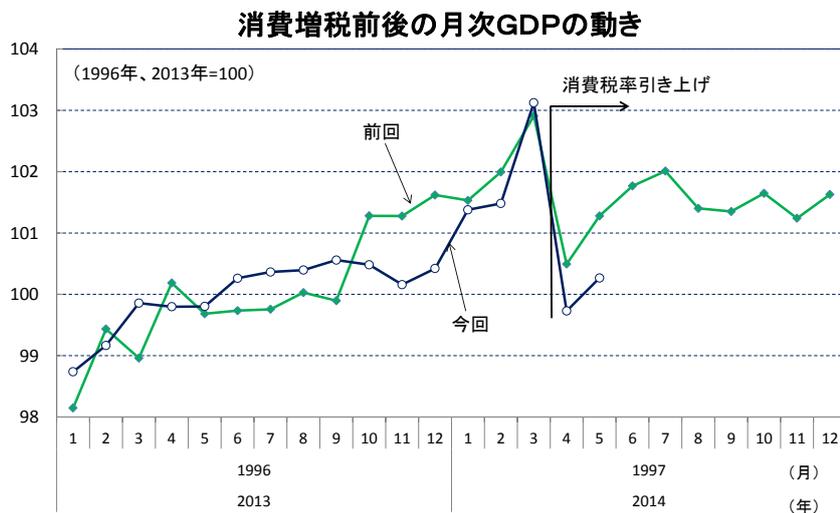
現時点で公表されている月次統計をもとに当研究所が推計した月次GDPは、2014年3月が前月比1.6%、4月が同▲3.3%、5月が同0.5%となった。前回の増税時は1997年3月が前月比0.9%、4月が同▲2.3%、5月が同0.8%であった。今回のほうが3月の増加幅、4月の減少幅がともに大きく、5月の戻りは前回よりも弱い。さらに6月分の貿易統計、家計調査などの主要統計について予測をした上で6月の月次GDPを算出すると、前月比1.1%となった。

当研究所の月次GDPは3ヵ月分の合計(季節調整値は3ヵ月平均)が四半期ベースのGDPに一致する。現時点では2014年4-6月期の実質GDPは前期比▲1.5%(前期比年率▲5.9%)と予測している。需要項目別には民間消費が前期比▲3.8%、住宅投資が同▲14.4%、設備投資が同▲2.3%と1-3月期の成長率を大きく押し上げた国内民間需要が揃って大幅な減少となりそうだ。

一方、最終需要の弱さから在庫が積み上がっているため、民間在庫は成長率の押し上げ要因(前期比・寄与度0.6%)となるだろう。また、輸出は前期比0.8%と低い伸びにとどまるが、国内需要の落ち込みを主因として輸入が前期比▲4.8%と大幅な減少となることから、外需は前期比・寄与度0.9%と4四半期ぶりに成長率の押し上げ要因となることが見込まれる。

なお、4-6月期の大幅マイナス成長は不可避とみられるが、当研究所の予測をもとにすれば6月

の月次GDPは4-6月期平均よりも0.9%高い水準になる。この数字はいわゆるゲタ（発射台）を意味し、7月から9月までの月次GDPが横ばい（前月比0.0%）で推移したとしても7-9月期の実質GDPは前期比0.9%（前期比年率3%台半ば）の伸びが確保できることを意味する。7-9月期は明確なプラス成長が見込めるだろう。現時点では7-9月期の実質GDPは前期比0.7%（前期比年率2.7%）を予想している。



(注) 月次GDPはニッセイ基礎研究所の推計値

日本・月次GDP 予測結果

[月次]
→実績値による推計

[四半期]
実績←→予測

	2013/12	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2013/10-12	2014/1-3	2014/4-6
実質GDP	527,790	532,823	533,363	542,001	524,151	526,981	527,464	536,122	528,028
前期比	0.3%	1.0%	0.1%	1.6%	▲3.3%	0.5%	0.3%	6.7%	▲5.9%
前期比	0.3%	1.0%	0.1%	1.6%	▲3.3%	0.5%	0.1%	1.6%	▲1.5%
前年同期比	2.4%	2.7%	2.6%	3.7%	▲0.1%	0.5%	2.5%	3.0%	0.4%
内需（寄与度）	523,276	529,844	527,395	539,490	515,997	518,051	522,672	532,303	519,456
前期比	0.1%	1.2%	▲0.5%	2.3%	▲4.3%	0.4%	0.6%	1.9%	▲2.4%
前期比	0.1%	1.2%	▲0.5%	2.3%	▲4.3%	0.4%	0.6%	1.9%	▲2.4%
前年同期比	3.0%	4.4%	2.3%	5.3%	▲0.1%	0.2%	3.0%	4.3%	0.6%
民需（寄与度）	396,928	404,158	401,535	413,271	389,993	391,915	395,986	406,321	393,083
前期比	0.2%	1.4%	▲0.5%	2.2%	▲4.3%	0.4%	0.5%	2.0%	▲2.5%
前期比	0.2%	1.4%	▲0.5%	2.2%	▲4.3%	0.4%	0.5%	2.0%	▲2.5%
前年同期比	1.8%	3.6%	1.5%	4.7%	▲0.5%	▲0.3%	1.6%	3.4%	0.0%
民間消費	315,682	319,949	317,812	329,249	307,399	309,272	315,305	322,337	310,044
前期比	0.0%	1.4%	▲0.7%	3.6%	▲6.6%	0.6%	0.4%	2.2%	▲3.8%
前期比	0.0%	1.4%	▲0.7%	3.6%	▲6.6%	0.6%	0.4%	2.2%	▲3.8%
前年同期比	2.7%	3.7%	1.3%	6.0%	▲2.3%	▲1.5%	2.3%	3.7%	▲1.0%
民間住宅投資	15,645	16,219	15,783	15,080	14,076	13,268	15,222	15,694	13,442
前期比	3.0%	3.7%	▲2.7%	▲4.5%	▲6.7%	▲5.7%	4.3%	3.1%	▲14.4%
前期比	3.0%	3.7%	▲2.7%	▲4.5%	▲6.7%	▲5.7%	4.3%	3.1%	▲14.4%
前年同期比	12.1%	15.3%	12.7%	7.6%	1.7%	▲6.0%	10.5%	11.9%	▲4.9%
民間設備投資	69,983	74,439	74,735	75,218	73,367	72,855	69,491	74,797	73,079
前期比	0.9%	6.4%	0.4%	0.6%	▲2.5%	▲0.7%	1.6%	7.6%	▲2.3%
前期比	0.9%	6.4%	0.4%	0.6%	▲2.5%	▲0.7%	1.6%	7.6%	▲2.3%
前年同期比	0.8%	13.7%	9.6%	11.5%	8.3%	7.9%	1.1%	11.6%	8.0%
民間在庫（寄与度）	-3,825	-5,699	-6,045	-5,527	-4,100	-2,730	-3,474	-5,757	-2,733
前期比	▲0.1%	▲0.4%	▲0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	▲0.1%	▲0.4%	0.6%
前期比	▲0.1%	▲0.4%	▲0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	▲0.1%	▲0.4%	0.6%
前年同期比	▲0.2%	▲0.7%	▲0.7%	▲0.7%	0.2%	0.2%	▲0.2%	▲0.7%	0.2%
公需（寄与度）	126,221	125,672	125,847	126,204	125,989	126,122	126,558	125,968	126,359
前期比	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	0.1%	▲0.0%	0.0%	0.1%	▲0.1%	0.1%
前期比	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	0.1%	▲0.0%	0.0%	0.1%	▲0.1%	0.1%
前年同期比	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.4%	0.5%	1.4%	0.8%	0.5%
政府消費	102,849	102,749	102,553	102,556	102,718	102,811	102,523	102,619	102,899
前期比	0.3%	▲0.1%	▲0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%
前期比	0.3%	▲0.1%	▲0.2%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%
前年同期比	1.3%	0.8%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	1.8%	0.9%	0.8%
公的固定資本形成	23,323	22,937	23,308	23,663	23,286	23,326	23,960	23,303	23,454
前期比	▲3.5%	▲1.7%	1.6%	1.5%	▲1.6%	0.2%	1.1%	▲2.7%	0.7%
前期比	▲3.5%	▲1.7%	1.6%	1.5%	▲1.6%	0.2%	1.1%	▲2.7%	0.7%
前年同期比	18.4%	12.4%	11.4%	10.5%	4.1%	6.0%	20.8%	11.4%	5.7%
外需（寄与度）	4,974	4,520	7,509	4,053	9,696	10,472	5,254	5,361	10,114
前期比	0.2%	▲0.1%	0.6%	▲0.6%	1.0%	0.1%	▲0.5%	▲0.6%	0.9%
前期比	0.2%	▲0.1%	0.6%	▲0.6%	1.0%	0.1%	▲0.5%	▲0.6%	0.9%
前年同期比	▲0.4%	▲1.4%	0.6%	▲1.2%	0.2%	0.4%	▲0.1%	▲0.5%	0.0%
財貨・サービスの輸出	84,149	89,185	90,055	87,759	88,490	88,306	83,945	89,000	89,747
前期比	1.4%	6.0%	1.0%	▲2.5%	0.8%	▲0.2%	0.5%	6.0%	0.8%
前期比	1.4%	6.0%	1.0%	▲2.5%	0.8%	▲0.2%	0.5%	6.0%	0.8%
前年同期比	5.8%	12.4%	11.1%	4.5%	9.2%	3.5%	7.0%	8.9%	6.8%
財貨・サービスの輸入	79,175	84,665	82,546	83,706	78,794	77,834	78,692	83,639	79,633
前期比	0.2%	6.9%	▲2.5%	1.4%	▲5.9%	▲1.2%	3.7%	6.3%	▲4.8%
前期比	0.2%	6.9%	▲2.5%	1.4%	▲5.9%	▲1.2%	3.7%	6.3%	▲4.8%
前年同期比	9.0%	21.9%	7.8%	14.7%	8.7%	0.9%	9.2%	14.9%	7.7%

<民間消費の内訳>

	2013/12	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2013/10-12	2014/1-3	2014/4-6
家計消費（除く帰属家賃）	256,804	260,842	258,354	270,362	247,862	250,113	256,428	263,186	250,709
前期比	0.0%	1.6%	▲1.0%	4.6%	▲8.3%	0.9%	0.4%	2.6%	▲4.7%
前期比	0.0%	1.6%	▲1.0%	4.6%	▲8.3%	0.9%	0.4%	2.6%	▲4.7%
前年同期比	2.9%	4.2%	1.8%	6.5%	▲2.9%	▲2.1%	2.5%	4.2%	▲1.6%
需要側推計	▲0.9%	2.6%	▲1.1%	9.0%	▲13.0%	1.0%	▲0.2%	4.5%	▲6.1%
前期比	▲0.9%	2.6%	▲1.1%	9.0%	▲13.0%	1.0%	▲0.2%	4.5%	▲6.1%
前期比	▲0.9%	2.6%	▲1.1%	9.0%	▲13.0%	1.0%	▲0.2%	4.5%	▲6.1%
前年同期比	1.2%	2.0%	0.4%	11.0%	▲5.9%	▲2.0%	1.4%	4.7%	▲1.4%
供給側推計	▲0.5%	2.1%	▲1.5%	4.5%	▲5.0%	▲1.4%	0.6%	2.4%	▲3.5%
前期比	▲0.5%	2.1%	▲1.5%	4.5%	▲5.0%	▲1.4%	0.6%	2.4%	▲3.5%
前期比	▲0.5%	2.1%	▲1.5%	4.5%	▲5.0%	▲1.4%	0.6%	2.4%	▲3.5%
前年同期比	3.7%	7.4%	2.5%	6.7%	1.0%	0.3%	3.4%	5.6%	0.5%
帰属家賃	4,265	4,272	4,275	4,278	4,284	4,286	51,114	51,325	51,466
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。