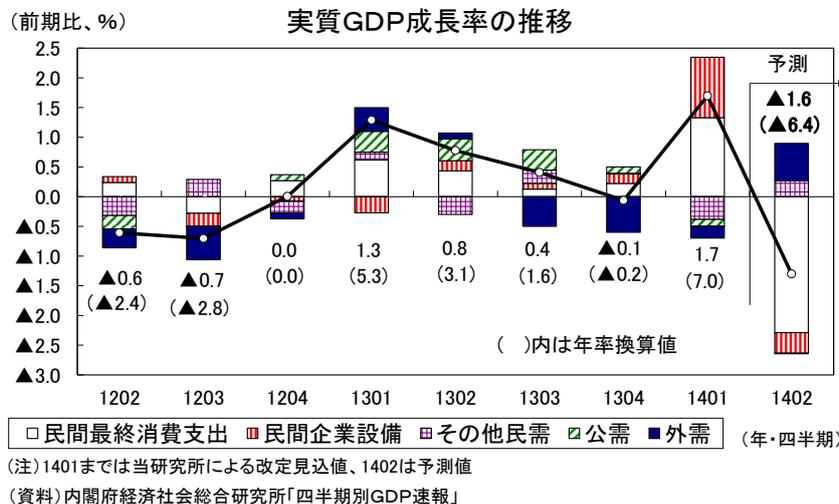


Weekly  
エコノミスト・  
レター2014年4-6月期の実質GDP  
～前期比▲1.6% (年率▲6.4%)を予測

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

1. 8/13に内閣府から公表される2014年4-6月期の実質GDPは、前期比▲1.6%（前期比年率▲6.4%）と推計される。
2. 消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動を主因として、民間消費（前期比▲3.8%）、住宅投資（同▲11.7%）、設備投資（同▲2.5%）の国内民間需要がいずれも大きく減少したことが、大幅マイナス成長の主因である。設備投資についても一定の駆け込み需要と反動減が発生したことが成長率のマイナス幅を一段と大きなものとした。
3. 名目GDPは前期比0.0%（前期比年率0.1%）と予測する。消費税率引き上げに伴い民間消費デフレーター、住宅投資デフレーターの上昇率が高まったことなどから、GDPデフレーターは前期比1.7%、前年比1.7%となるだろう。
4. 4-6月期の大幅マイナス成長は不可避だが、月次ベースの経済活動の水準は4月に大きく落ち込んだ後、5月、6月と持ち直している。当研究所が推計している月次GDPは2014年4月に前月比▲3.2%と急低下した後、5月が同0.6%、6月が同0.1%となった。
5. 現時点では7-9月期の実質GDPは前期比年率3%近い成長を予想しているが、景気の実勢は消費増税前よりも弱くなっている。4-6月期の成長率は当初の想定を大きく下回った模様だが、7-9月期も個人消費、輸出を中心に下振れするリスクがあるだろう。



## ●4-6 月期は年率▲6.4%の大幅マイナス成長を予測

2014年4-6月期の実質GDPは、前期比▲1.6%（前期比年率▲6.4%）と推計される。消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動を主因として、民間消費（前期比▲3.8%）、住宅投資（同▲11.7%）、設備投資（同▲2.5%）の国内民間需要がいずれも大きく減少したことが、大幅マイナス成長の主因である。前回の消費増税時と異なり、設備投資についても一定の駆け込み需要と反動減が発生したことが成長率のマイナス幅を一段と大きなものとした。

一方、国内最終需要の落ち込みを背景とした在庫の積み上がり、輸入の大幅減少から、民間在庫が前期比・寄与度0.6%、外需が前期比・寄与度0.6%と成長率の押し上げ要因となった。

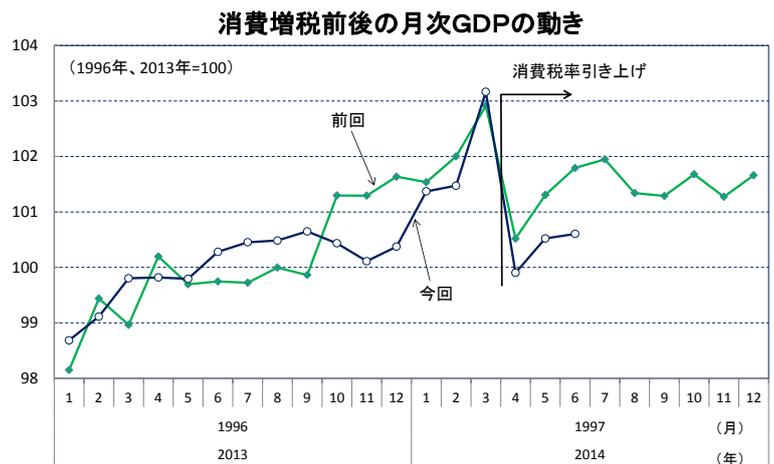
実質GDP成長率への寄与度は、国内需要が▲2.3%（うち民需▲2.3%、公需▲0.0%）、外需が0.6%と予測する。

名目GDPは前期比0.0%（前期比年率0.1%）と予測する。消費税率引き上げに伴い民間消費デフレーター、住宅投資デフレーターの上昇率が高まったことなどから、GDPデフレーターは前期比1.7%、前年比1.7%となるだろう。

なお、8/13に内閣府から2014年4-6月期のGDP速報値が発表される際には、基礎統計の改定や季節調整のかけ直しなどから、成長率が過去に遡って改定される。当研究所では、国際収支統計の改定に伴う輸出の上方修正などから2014年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率6.7%から同7.0%へと上方修正されると予測している。一方、季節調整のかけ直しに伴い2013年10-12月期の成長率は前期比年率0.3%から同▲0.2%のマイナス成長へと下方修正されるだろう。

このように、2014年4-6月期の大幅マイナス成長は不可避とみられるが、月次ベースでみれば経済活動の水準は4月に大きく落ち込んだ後、5月、6月と持ち直している。当研究所が推計している月次GDPは2014年4月に前月比▲3.2%と急低下した後、5月が同0.6%、6月が同0.1%となった。ただし、持ち直しのペースが緩やかにとどまっているため、7-9月期へのゲタ（4-6月期平均に対する6月の水準）は0.3%とあまり高くない。

現時点では7-9月期の実質GDPは前期比年率3%近い成長を予想しているが、景気の実勢は消費増税前よりも弱くなっている。4-6月期の成長率は当初の想定を大きく下回った模様だが、7-9月期も個人消費、輸出を中心に下振れするリスクがあるだろう。



(注)月次GDPはニッセイ基礎研究所の推計値

## ●主な需要項目の動向

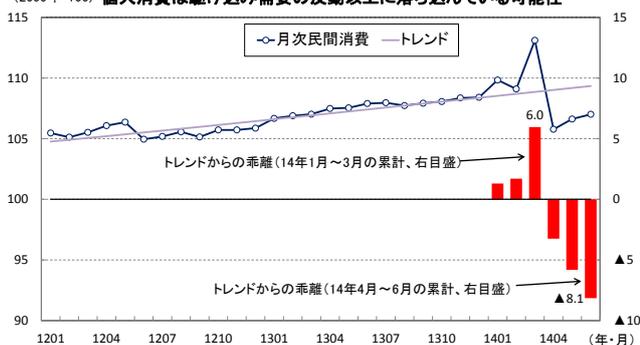
### ・民間消費～駆け込み需要の反動を主因に大幅減少

民間消費は前期比▲3.8%と予測する。消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動から自動車、家電製品などの耐久財が大きく落ち込んだほか、駆け込み需要が比較的小さかった日用品なども冴えない動きとなった。

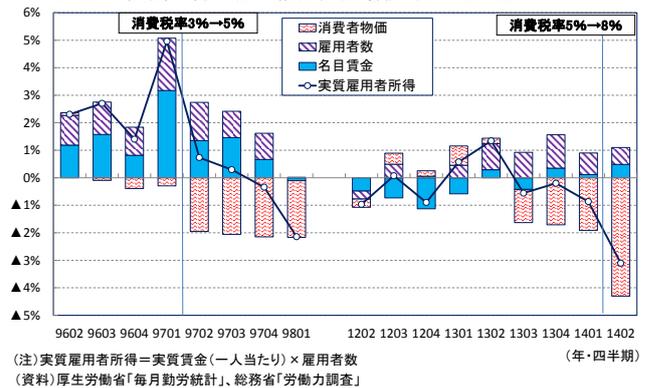
当研究所がGDP速報の民間消費と同様の推計方法を用いることにより作成している「月次民間消費」の動きを確認すると、2014年3月に前月比3.7%の急上昇、4月に同▲6.5%の急低下となった後、5月が同0.8%、6月が同0.4%となった。

2013年12月までのデータからトレンドを試算した上で、2014年1月から6月までの月次民間消費（2005年=100として指数化）のトレンドからの乖離幅を求めると、1～3月の累計でトレンドを6.0ポイント上回ったが、4～6月の累計で逆にトレンドを▲8.1ポイント下回った。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。

(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



実質所得の低下幅は前回増税時よりも大きい



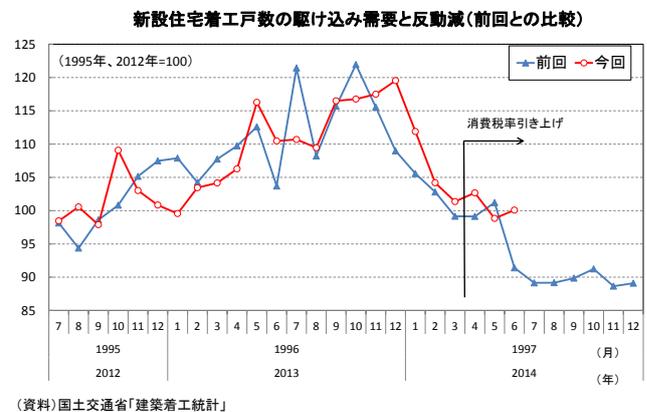
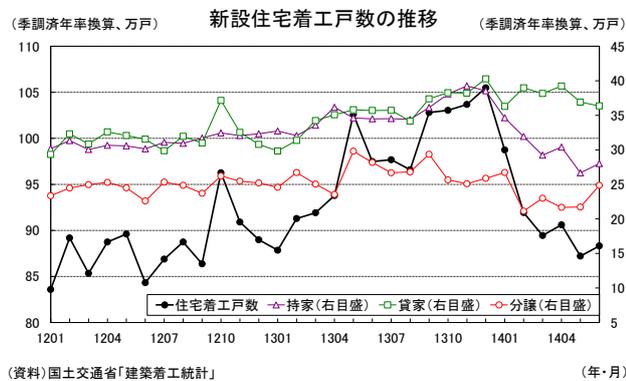
この原因として考えられるのが、消費税率引き上げに伴う実質所得の低下である。毎月勤労統計の名目賃金（一人当たり）は2014年1-3月期の前年比0.1%から4-6月期には同0.5%へと伸びを若干高めたが、消費税率引き上げによって物価上昇率が大きく高まったため、実質賃金（一人当たり）は1-3月期の前年比▲1.6%から4-6月期の同▲3.7%へと低下幅が大きく拡大した。一人当たり実質賃金に雇用者数の増加分を加えた実質雇用者所得も4-6月期は前年比▲3.1%（1-3月期：同▲0.9%）の大幅減少となった。

前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いえる。

## ・住宅投資～駆け込み需要の反動から大幅減少

住宅投資は前期比▲11.7%と9四半期ぶりの減少を予測する。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。新設住宅着工戸数は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6月には88.3万戸となった。四半期ベースでは2013年10-12月の104.1万戸から2014年1-3月期に93.4万戸と1割程度減少した後、4-6月期は88.7万戸と水準をさらに切り下げた。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。

GDP統計の住宅投資は工事の進捗ペースで計上されるため、着工の動きがやや遅れて反映されることになる。GDP統計の住宅投資は7-9月期も減少することが予想される。

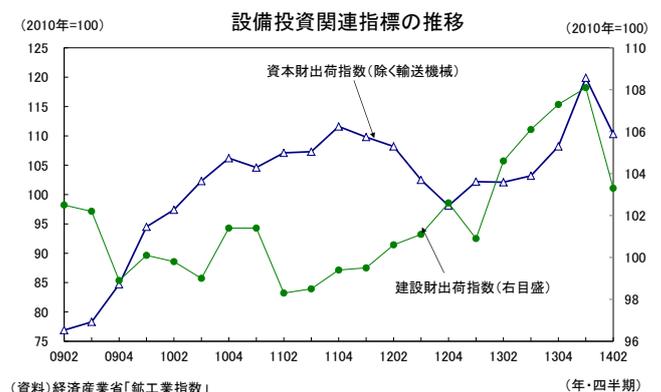


## ・民間設備投資～駆け込み需要の反動から一時的に減少

民間設備投資は前期比▲2.5%と予測する。設備投資のうち機械投資の一致指標である資本財出荷(除く輸送機械)は14年1-3月期の前期比10.8%の後、4-6月期は同▲8.0%となった。また、建設投資の一致指標である建設財出荷は14年1-3月期の前期比0.7%の後、4-6月期は同▲4.4%となった。

設備投資に関しては、前回の消費増税時には駆け込み需要はほとんどみられなかったが、今回は「簡易課税制度」の適用を受け税率が低いときに投資を行うインセンティブがある中小企業で一定の駆け込み需要が発生した模様である。

さらに、ウィンドウズXPのサポート終了に伴う更新需要が重なったため、1-3月期の設備投資は極めて高い伸びとなり、その反動から4-6月期は大幅な減少となった。ただし、企業収益の大幅増加や景況感の改善を背景とした回復基調は維持されているとみられ、設備投資は7-9月期には再び増加することが予想される。

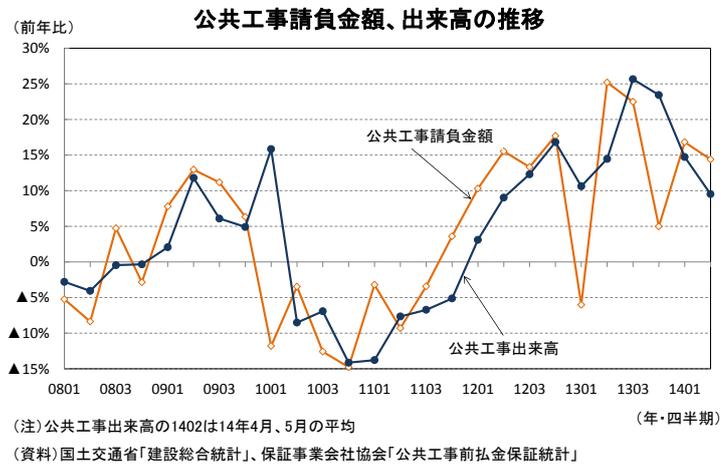


## ・ 公的固定資本形成～2 四半期連続の減少

公的固定資本形成は前期比▲0.8%と2 四半期連続の減少を予測する。

公共工事の進捗を反映する公共工事出来高は2013年4月以降、前年比で二桁の伸びを続けてきたが、2014年4月が前年比9.7%、5月が同9.4%とここに来て伸びが鈍化している。

ただし、「好循環実現のための経済対策」の裏づけとなる2013年度補正予算は2014年2月に成立しており、公共工事の先行指標である公共工事請負金額は2014年1-3月期が前年比16.8%、4-6月期が同14.4%と高い伸びとなっている。補正予算の顕在化により、GDP統計の公的固定資本形成は7-9月期には増加に転じる可能性が高い。



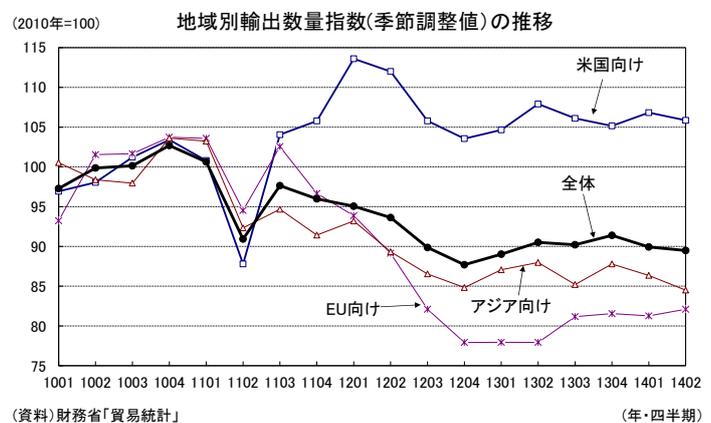
## ・ 外需～輸入の大幅減少を主因として4 四半期ぶりに成長率を押し上げ

外需寄与度は前期比0.6%と4 四半期連続のプラスになると予測する。財貨・サービスの輸出は前期比▲0.7%と低迷が続いたが、国内需要の落ち込みを反映し財貨・サービスの輸入が前期比▲4.8%の大幅減少となったことが成長率の押し上げ要因となった。

4-6月期の輸出数量指数(当研究所による季節調整値)で見ると、米国向けが前期比▲0.9%(1-3月期:同1.6%)、EU向けが前期比1.0%(1-3月期:同▲0.4%)、アジア向けが前期比▲2.1%(1-3月期:同▲1.6%)、全体では前期比▲0.5%(1-3月期:同▲1.6%)であった。

景気持ち直しが続いているEU向けは比較的底堅いが、寒波の影響を脱し景気が堅調に推移している米国向けは依然として横這い圏の動きが続いており、米国向けの自動車輸出は5月の前年比▲23.6%に続き6月も同▲7.7%の減少となった(台数ベース)。米国内の自動車販売は好調だが、日本企業は現地生産の拡大によって対応しているため、日本からの輸出につながっていない。また、アジア向けはASEAN諸国を中心とした新興国経済の弱さを反映し、低調な動きが続いている。

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。輸出は海外経済の回復を背景に徐々に持ち直しに向かうとみられるが、引き続き景気の牽引役となることは期待できないだろう。



# 日本・月次GDP 予測結果

[月次]  
→実績値による推計

[四半期]  
改定見込 ← 予測

	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2014/6	2013/10-12	2014/1-3	2014/4-6
<b>実質GDP</b>	<b>532,793</b>	<b>533,335</b>	<b>542,228</b>	<b>525,073</b>	<b>528,329</b>	<b>528,765</b>	<b>527,228</b>	<b>536,179</b>	<b>527,409</b>
前期比				▲3.2%	0.6%	0.1%	▲0.2%	7.0%	▲6.4%
前期比	1.0%	0.1%	1.7%	▲3.2%	0.6%	0.1%	▲0.1%	1.7%	▲1.6%
前年同期比	2.7%	2.7%	3.9%	0.2%	0.8%	0.4%	2.5%	3.1%	0.5%
<b>内需（寄与度）</b>	<b>529,320</b>	<b>526,875</b>	<b>539,230</b>	<b>516,852</b>	<b>519,303</b>	<b>522,025</b>	<b>522,426</b>	<b>531,869</b>	<b>519,413</b>
前期比	1.2%	▲0.5%	2.3%	▲4.1%	0.5%	0.5%	0.5%	1.9%	▲2.3%
前年同期比	4.4%	2.3%	5.4%	0.1%	0.5%	1.4%	3.0%	4.3%	0.7%
<b>民需（寄与度）</b>	<b>403,640</b>	<b>401,019</b>	<b>413,017</b>	<b>390,937</b>	<b>393,683</b>	<b>395,850</b>	<b>395,739</b>	<b>405,892</b>	<b>393,490</b>
前期比	1.3%	▲0.5%	2.2%	▲4.1%	0.5%	0.4%	0.4%	1.9%	▲2.3%
前年同期比	3.6%	1.5%	4.7%	▲0.4%	0.0%	0.9%	1.6%	3.4%	0.2%
<b>民間消費</b>	<b>319,832</b>	<b>317,691</b>	<b>329,378</b>	<b>308,004</b>	<b>310,472</b>	<b>311,606</b>	<b>315,292</b>	<b>322,300</b>	<b>310,028</b>
前期比	1.3%	▲0.7%	3.7%	▲6.5%	0.8%	0.4%	0.4%	2.2%	▲3.8%
前年同期比	3.6%	1.2%	6.0%	▲2.0%	▲0.8%	0.1%	2.3%	3.7%	▲0.9%
<b>民間住宅投資</b>	<b>15,949</b>	<b>15,520</b>	<b>14,829</b>	<b>14,258</b>	<b>13,439</b>	<b>13,192</b>	<b>15,172</b>	<b>15,433</b>	<b>13,630</b>
前期比	2.3%	▲2.7%	▲4.5%	▲3.9%	▲5.7%	▲1.8%	2.3%	1.7%	▲11.7%
前年同期比	15.3%	12.7%	7.6%	2.7%	▲5.1%	▲8.5%	10.5%	11.9%	▲3.8%
<b>民間設備投資</b>	<b>74,308</b>	<b>74,603</b>	<b>75,085</b>	<b>73,837</b>	<b>72,653</b>	<b>71,957</b>	<b>69,306</b>	<b>74,665</b>	<b>72,816</b>
前期比	6.5%	0.4%	0.6%	▲1.7%	▲1.6%	▲1.0%	1.2%	7.7%	▲2.5%
前年同期比	13.7%	9.6%	11.5%	6.6%	5.6%	9.0%	1.1%	11.6%	7.1%
<b>民間在庫（寄与度）</b>	<b>-5,699</b>	<b>-6,045</b>	<b>-5,527</b>	<b>-4,712</b>	<b>-2,432</b>	<b>-456</b>	<b>-3,474</b>	<b>-5,757</b>	<b>-2,533</b>
前期比	▲0.4%	▲0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	▲0.1%	▲0.5%	0.6%
前年同期比	▲0.7%	▲0.7%	▲0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	▲0.2%	▲0.7%	0.2%
<b>公需（寄与度）</b>	<b>125,667</b>	<b>125,842</b>	<b>126,199</b>	<b>125,901</b>	<b>125,605</b>	<b>126,161</b>	<b>126,559</b>	<b>125,963</b>	<b>125,909</b>
前期比	▲0.1%	0.0%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.1%	0.1%	▲0.1%	▲0.0%
前年同期比	0.8%	0.8%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	1.4%	0.8%	0.4%
<b>政府消費</b>	<b>102,749</b>	<b>102,553</b>	<b>102,556</b>	<b>102,678</b>	<b>102,802</b>	<b>102,912</b>	<b>102,523</b>	<b>102,619</b>	<b>102,797</b>
前期比	▲0.1%	▲0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
前年同期比	0.8%	1.1%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	1.8%	0.9%	0.7%
<b>公的固定資本形成</b>	<b>22,932</b>	<b>23,303</b>	<b>23,658</b>	<b>23,238</b>	<b>22,818</b>	<b>23,263</b>	<b>23,961</b>	<b>23,298</b>	<b>23,106</b>
前期比	▲1.7%	1.6%	1.5%	▲1.8%	▲1.8%	1.9%	1.1%	▲2.8%	▲0.8%
前年同期比	12.4%	11.4%	10.5%	4.5%	4.1%	5.3%	20.8%	11.4%	4.6%
<b>外需（寄与度）</b>	<b>5,014</b>	<b>8,002</b>	<b>4,540</b>	<b>9,462</b>	<b>10,267</b>	<b>7,982</b>	<b>5,263</b>	<b>5,852</b>	<b>9,237</b>
前期比	0.0%	0.6%	▲0.6%	0.9%	0.2%	▲0.4%	▲0.6%	▲0.2%	0.6%
前年同期比	▲1.3%	0.7%	▲1.1%	0.2%	0.4%	▲1.0%	▲0.5%	▲1.2%	▲0.1%
<b>財貨・サービスの輸出</b>	<b>89,524</b>	<b>90,398</b>	<b>88,093</b>	<b>88,505</b>	<b>88,345</b>	<b>89,416</b>	<b>83,852</b>	<b>89,339</b>	<b>88,755</b>
前期比	6.5%	1.0%	▲2.5%	0.5%	▲0.2%	1.2%	0.3%	6.5%	▲0.7%
前年同期比	13.0%	11.7%	5.0%	8.9%	3.3%	3.9%	7.0%	9.5%	5.3%
<b>財貨・サービスの輸入</b>	<b>84,511</b>	<b>82,396</b>	<b>83,554</b>	<b>79,043</b>	<b>78,077</b>	<b>81,434</b>	<b>78,589</b>	<b>83,487</b>	<b>79,518</b>
前期比	6.9%	▲2.5%	1.4%	▲5.4%	▲1.2%	4.3%	3.7%	6.2%	▲4.8%
前年同期比	21.9%	7.8%	14.7%	8.5%	0.6%	12.3%	9.2%	14.9%	7.0%

## <民間消費の内訳>

	2014/1	2014/2	2014/3	2014/4	2014/5	2014/6	2013/10-12	2014/1-3	2014/4-6
<b>家計消費（除く帰属家賃）</b>	<b>260,771</b>	<b>258,280</b>	<b>270,493</b>	<b>248,375</b>	<b>251,484</b>	<b>252,303</b>	<b>256,416</b>	<b>263,181</b>	<b>250,721</b>
前期比	1.5%	▲1.0%	4.7%	▲8.2%	1.3%	0.3%	0.4%	2.6%	▲4.7%
前年同期比	4.1%	1.7%	6.5%	▲2.5%	▲1.3%	▲0.4%	2.5%	4.2%	▲1.4%
<b>需要側推計</b>									
前期比	2.6%	▲1.1%	8.9%	▲13.7%	1.9%	0.2%	▲0.2%	4.5%	▲7.8%
前年同期比	2.0%	0.4%	11.0%	▲5.8%	▲2.0%	▲1.9%	1.4%	4.7%	▲3.3%
<b>供給側推計</b>									
前期比	2.1%	▲1.5%	4.7%	▲4.1%	▲1.7%	▲1.6%	0.6%	2.4%	▲3.2%
前年同期比	7.3%	2.4%	6.9%	0.8%	0.8%	1.1%	3.4%	5.6%	0.9%
<b>帰属家賃</b>	<b>4,272</b>	<b>4,275</b>	<b>4,278</b>	<b>4,284</b>	<b>4,286</b>	<b>4,290</b>	<b>51,114</b>	<b>51,293</b>	<b>51,460</b>
前期比	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	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。