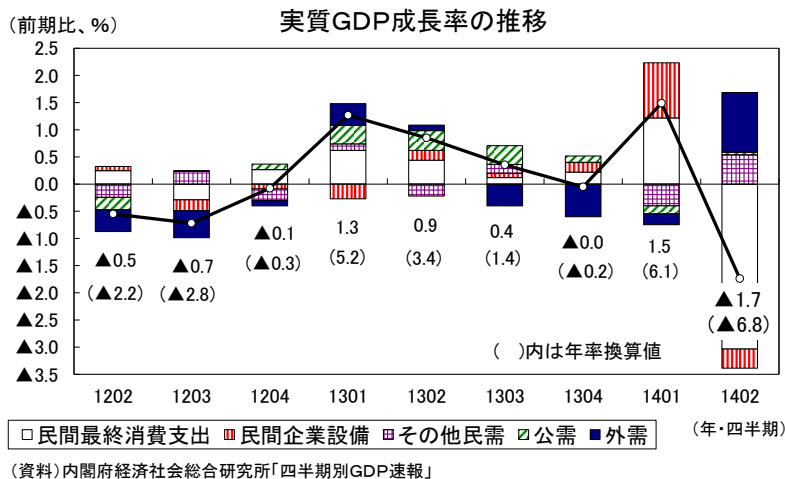


# Weekly エコノミスト・ レター

## QE 速報:4-6 月期の実質GDPは前期比▲1.7% (年率▲6.8%)~駆け込み需要の反動を主因に大幅 マイナス成長

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

- 2014年4-6月期の実質GDPは、前期比▲1.7%（年率▲6.8%）の大幅マイナス成長となった（当研究所予測7月31日：前期比▲1.6%、年率▲6.4%）。
- 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▲5.0%）、住宅投資（同▲10.3%）、設備投資（同▲2.5%）が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。
- 消費税率引き上げに伴いGDPデフレーターは前期比1.7%、前年比2.0%の高い伸びとなったが、実質成長率が大きく低下したため、名目GDPは前期比▲0.1%（年率▲0.4%）と7四半期ぶりのマイナスとなった。
- 7-9月期は反動減の一巡に伴い個人消費、設備投資が増加し、補正予算の効果顕在化から公共投資も増加に転じることなどから、現時点では前期比年率4%程度のプラス成長を予想している。ただし、個人消費、輸出を中心に下振れのリスクがある。
- 7-9月期は反動減の影響が縮小するというテクニカルな要因によって高めの成長となりやすく、成長率そのものが景気の実力を必ずしも反映しない。景気の実勢を判断するためには、7-9月期の成長率だけでなく、実質GDPの水準を駆け込み需要が本格化する前の2013年10-12月期と比較するなどの工夫が必要だ。



## ●4-6 月期は前期比年率▲6.8%

本日（8/13）発表された2014年4-6月期の実質GDP（1次速報値）は、前期比▲1.7%（前期比年率▲6.8%）のマイナス成長となった（当研究所予測7月31日：前期比▲1.6%、年率▲6.4%）。

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▲5.0%）、住宅投資（同▲10.3%）、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。また、政府は消費増税による景気への悪影響を緩和するために経済対策を策定し、2014年2月には5.5兆円の補正予算を成立させたが、公的固定資本形成は前期比▲0.5%と2四半期連続の減少となり、4-6月期の景気押し上げには寄与しなかった。

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1.0%、外需が前期比・寄与度1.1%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（前期比）は、国内需要が▲2.8%（うち民需▲2.9%、公需0.0%）、外需が1.1%であった。

GDPデフレーターは、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、前期比1.7%、前年比2.0%の高い伸びとなったが、実質成長率が大幅に低下したため、名目GDPは前期比▲0.1%（前期比年率▲0.4%）と7四半期ぶりにマイナスとなった。

なお、2014年4-6月期の1次速報と同時に、基礎統計の改定や季節調整のかけ直しなどから過去の成長率も遡及改定された。実質GDP成長率は2014年1-3月期が前期比年率6.7%から同6.1%へ、2013年10-12月期が前期比年率0.3%から同▲0.2%のマイナス成長へと下方修正された。

### <需要項目別結果>

	2014年1-3月期			2014年4-6月期		
	改定値 (8/13)	2次速報値 (6/9)	差	1次速報値 (8/13)	当社予測 (7/31)	差
実質GDP	1.5	1.6	▲0.2	▲1.7	▲1.6	▲0.1
(前期比年率)	(6.1)	(6.7)	(▲0.6)	(▲6.8)	(▲6.4)	(▲0.4)
内 需	1.6	1.8	▲0.2	▲2.7	▲2.3	▲0.4
(寄与度)	(1.7)	(1.9)	(▲0.2)	(▲2.8)	(▲2.3)	(▲0.5)
民 需	2.4	2.6	▲0.2	▲3.7	▲3.1	▲0.6
(寄与度)	(1.9)	(2.0)	(▲0.1)	(▲2.9)	(▲2.3)	(▲0.6)
民間消費	2.0	2.2	▲0.2	▲5.0	▲3.8	▲1.2
民間住宅	2.0	3.1	▲1.1	▲10.3	▲11.7	1.4
民間設備	7.7	7.6	0.1	▲2.5	▲2.5	0.0
民間在庫	(▲0.5)	(▲0.5)	(0.0)	(1.0)	(0.6)	(0.4)
公 需	▲0.6	▲0.5	▲0.2	0.2	▲0.0	0.2
(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(0.1)
政府消費	▲0.1	0.1	▲0.2	0.4	0.2	0.2
公共投資	▲2.5	▲2.7	0.2	▲0.5	▲0.8	0.3
財貨・サービスの純輸出(寄与度)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.1)	(1.1)	(0.6)	(0.5)
財貨・サービスの輸出	6.5	6.0	0.5	▲0.4	▲0.7	0.2
財貨・サービスの輸入	6.4	6.3	0.1	▲5.6	▲4.8	▲0.8
名目GDP	1.6	1.4	0.2	▲0.1	0.0	▲0.1

(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

### <需要項目別の動き>

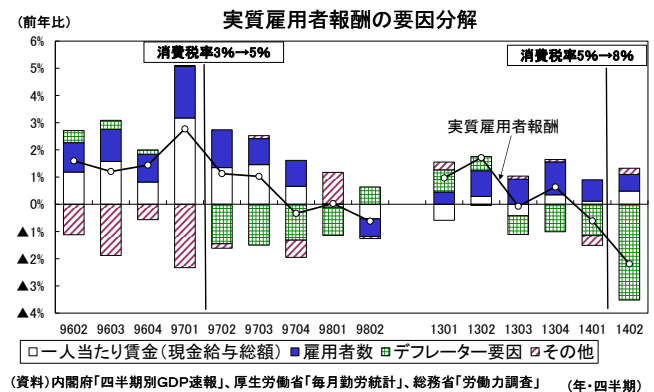
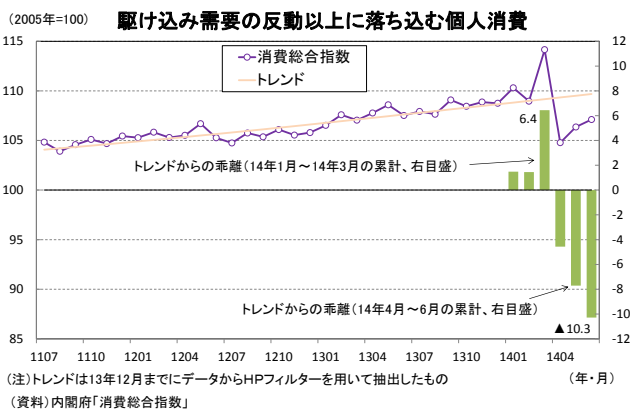
民間消費は駆け込み需要の反動を主因として前期比▲5.0%となった。駆け込み需要が大きかった自動車、家電製品などの耐久財が大きく落ち込んだほか、駆け込み需要が比較的小さかった日用

品なども冴えない動きとなった。

家計消費の内訳を形態別に見ると、自動車販売、家電製品などの耐久財が前期比▲18.9%（1-3月期：同13.0%）と最も大きな落ち込みを示したが、半耐久財（前期比▲12.3%）、非耐久財（前期比▲7.0%）も大きく減少した。駆け込み需要がほとんどみられなかったサービスも前期比▲0.9%と低調だった。

四半期ではGDP統計の個人消費とほぼ連動する内閣府の「消費総合指数」の動きを月次ベースで確認すると、2014年3月に前月比4.8%と急増、4月に同▲8.2%と急減した後、5月が同1.5%、6月が同0.7%と持ち直している。2013年12月までのデータから消費総合指数のトレンドを試算した上で、2014年1月から6月までのトレンドからの乖離を求めると、1~3月の累計でトレンドを6.4ポイント上回ったが、4~6月の累計で逆にトレンドを▲10.3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高い。

この理由としては、消費税率引き上げに伴う物価上昇によって実質所得が大きく低下していることが挙げられる。4-6月期の名目雇用者報酬は前年比1.3%となり、1-3月期の同0.5%から伸びを高めたが、消費税率引き上げに伴い消費者物価上昇率（総合）が1-3月期の前年比1.5%から同3.6%へと大きく高まったため、実質雇用者報酬は前年比▲2.2%（1-3月期：同▲0.6%）とマイナス幅が急拡大した。前回の消費税率引き上げ時も実質雇用者報酬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、実質雇用者報酬の伸びは消費税率引き上げ前にマイナスに転じ、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言える。



住宅投資は駆け込み需要の反動を主因として前期比▲10.3%の大幅減少となった。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ため、着工ベースでは1-3月期から反動減が顕在化していたが、工事の進捗ベースで計上されるGDP統計の住宅投資は4-6月期からその影響が現われる形となった。住宅着工戸数は4-6月期にはさらに水準を切り下げているため、GDP統計の住宅投資は7-9月期も減少する可能性が高い。

設備投資は、前期比▲2.5%と5四半期ぶりの減少となった。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、1-3月期の増加幅に比べ4-6月期の落ち込み幅が小さいこと、日銀短観や日本政策投資銀行の2014年度設備投資計画が高めの伸びとなっていることからすれば、企業収益の大幅増加や景況感の改善を背景とした設備投資の回復基調は維持されていると判断される。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。

公的需要は前期比0.2%と小幅な増加にとどまり、民間需要の落ち込みを補うことはできなかった。政府消費は前期比0.4%と増加を続けたが、公的固定資本形成が前期比▲0.5%と2四半期連続の減少となった。ただし、「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1-3月期が前年比16.8%、4-6月期が同14.4%と高い伸びを続けている。公的固定資本形成は2014年7-9月期には増加に転じる可能性が高い。

外需寄与度は前期比1.1%と4四半期ぶりのプラスとなった。財貨・サービスの輸出は前期比▲0.4%と低迷が続いたが、駆け込み需要の反動による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▲5.6%の大幅減少となったことが外需を大きく押し上げた。7-9月期は輸出が持ち直しに向かう一方、国内需要の持ち直しに伴い輸入の減少に歯止めがかかるため、外需のプラス幅は大きく縮小する可能性が高い。

#### (2014年7-9月期は高成長の公算大だが、必ずしも景気の実態を反映せず)

このように、2014年4-6月期は駆け込み需要の反動を主因として大幅マイナス成長となったが、7-9月期は住宅投資の減少が続くものの、反動減の影響が和らぐことから個人消費、設備投資が増加に転じること、2013年度補正予算の効果が顕在化し公的固定資本形成が増加に転じることなどから、比較的高めの成長が期待できる。

現時点では前期比年率4%程度のプラス成長を予想している。ただし、個人消費は物価上昇に伴う実質所得低下の影響を受けており、中小企業も含めた夏のボーナスが期待外れに終わった場合には、反動減の影響が一巡した後も停滞が長引く恐れがある。また、輸出は生産拠点の海外移転などにより構造的に下押しされているため、海外経済の動向次第では回復がさらに遅れることも懸念される。

また、7-9月期は反動減の影響が縮小するというテクニカルな要因によって高めの成長となりやすく、成長率そのものが景気の実力を必ずしも反映しないことには注意が必要だ。景気の実勢を判断するためには、7-9月期の成長率だけでなく、実質GDPの水準を駆け込み需要が本格化する前の2013年10-12月期と比較するなどの工夫が必要だろう。

(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。