

2015年3月9日 全4頁

Indicators Update

2014年10-12月期 GDP 二次速報

設備、在庫の下振れでコンセンサスを下回る

エコノミック・インテリジェンス・チーム
エコノミスト 橋本 政彦

[要約]

- 2014年10-12月期の実質GDP成長率(二次速報)は前期比年率+1.5%(前期比+0.4%)と、一次速報(前期比年率+2.2%、前期比+0.6%)から下方修正された。一次速報からはほぼ修正されないと見込んでいた市場コンセンサス(前期比年率+2.2%)と比べ下振れしたことに加えて、設備投資が減少に転じるなど、内容としてもややネガティブ。
- 一次速報からの改訂を需要項目別に見ると、設備投資、在庫投資の下方修正がGDPを押し下げた。設備投資は、前期比▲0.1%となり一次速報(同+0.1%)段階での増加から一転して、3四半期連続の減少となった。法人企業統計の結果を受けて、設備投資は上方修正されるという向きが多かったにもかかわらず下方修正されており、GDPが市場コンセンサスから下振れする要因となった。在庫投資についても、一次速報段階ではプラス寄与(前期比寄与度+0.2%pt)だったが、今回の修正によりマイナス寄与(同▲0.2%pt)に転じ、GDP成長率を押し下げた。ただし、在庫投資の下方修正に関しては、在庫調整の進展を表しており過度に悲観視すべき内容ではないと捉えている。

※当社は、本日中に「第184回 日本経済予測(改訂版)」の発表を予定している。

2014年10-12月期GDP(二次速報)		2013	2014				
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
						一次速報	二次速報
実質国内総生産(GDP)	前期比%	▲ 0.3	1.3	▲ 1.6	▲ 0.7	0.6	0.4
	前期比年率%	▲ 1.2	5.1	▲ 6.4	▲ 2.6	2.2	1.5
民間最終消費支出	前期比%	▲ 0.2	2.2	▲ 5.0	0.3	0.3	0.5
	前期比%	2.6	2.4	▲ 10.3	▲ 7.0	▲ 1.2	▲ 1.2
	前期比%	1.3	5.9	▲ 5.0	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1
	前期比寄与度%pt	0.0	▲ 0.5	1.4	▲ 0.8	0.2	▲ 0.2
政府最終消費支出	前期比%	0.1	▲ 0.3	0.4	0.2	0.1	0.3
	前期比%	0.6	▲ 2.2	1.1	2.1	0.6	0.8
公的固定資本形成	前期比%	▲ 0.2	6.5	▲ 0.3	1.5	2.7	2.8
	前期比%	3.0	6.9	▲ 5.3	1.0	1.3	1.3
財貨・サービスの輸出	前期比%	▲ 0.2	6.5	▲ 0.3	1.5	2.7	2.8
	前期比%	3.0	6.9	▲ 5.3	1.0	1.3	1.3
財貨・サービスの輸入	前期比%	▲ 0.2	6.5	▲ 0.3	1.5	2.7	2.8
	前期比%	3.0	6.9	▲ 5.3	1.0	1.3	1.3
内需寄与度	前期比寄与度%pt	0.2	1.6	▲ 2.7	▲ 0.7	0.3	0.2
外需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.5	▲ 0.3	1.1	0.1	0.2	0.2
名目GDP	前期比%	▲ 0.1	1.4	0.3	▲ 0.9	1.1	1.0
	前期比年率%	▲ 0.3	5.6	1.2	▲ 3.5	4.5	3.9
GDPデフレーター	前年比%	▲ 0.3	0.1	2.2	2.0	2.3	2.4

(注1) 寄与度は四捨五入の関係上、実質GDP成長率と必ずしも一致しない。

(注2) 前期比、前期比年率は季節調整値、前年比は原系列。

(出所) 内閣府統計より大和総研作成

実質 GDP 成長率は一次速報から下方修正

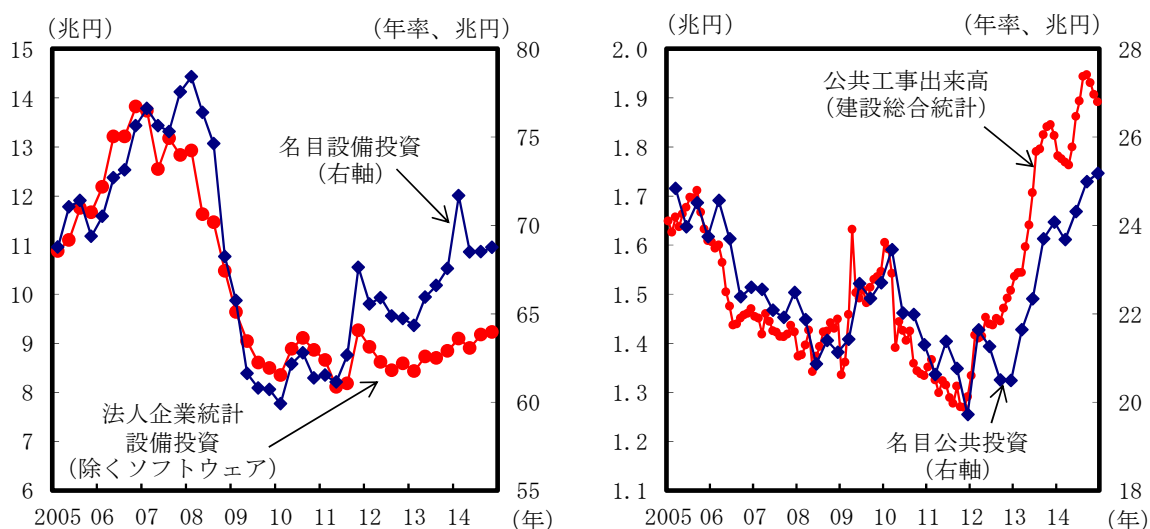
2014 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（二次速報）は前期比年率+1.5%（前期比+0.4%）と、一次速報（前期比年率+2.2%、前期比+0.6%）から下方修正された。一次速報からはほぼ修正されないと見込んでいた市場コンセンサス（前期比年率+2.2%）と比べ下振れしたことに加えて、設備投資が減少に転じるなど、内容としてもややネガティブ。

設備投資、在庫投資が下方修正

一次速報からの改訂を需要項目別に見ると、設備投資、在庫投資の下方修正が GDP を押し下げた。設備投資は、前期比▲0.1%となり一次速報（同+0.1%）段階での増加から一転して、3 四半期連続の減少となった。法人企業統計の結果を受けて、設備投資は上方修正されるという向きが多かったにもかかわらず下方修正されており、GDP が市場コンセンサスから下振れする要因となった。在庫投資についても、一次速報段階ではプラス寄与（前期比寄与度+0.2%pt）だったが、今回の修正によりマイナス寄与（同▲0.2%pt）に転じ、GDP 成長率を押し下げた。ただし、在庫投資の下方修正に関しては、在庫調整の進展を表しており過度に悲観視すべき内容ではないと捉えている。

一方、個人消費、政府消費、公共投資に関しては一次速報から上方修正されたため、GDP 全体の下方修正幅は小幅なものに留まった。個人消費が上方修正され、7-9 月期から加速した点については、GDP 全体が下方修正となる中でわずかながら好材料であると言える。

名目設備投資、名目公共投資と基礎統計の推移（季節調整値）



(注) 公共工事出来高の季節調整は大和総研。

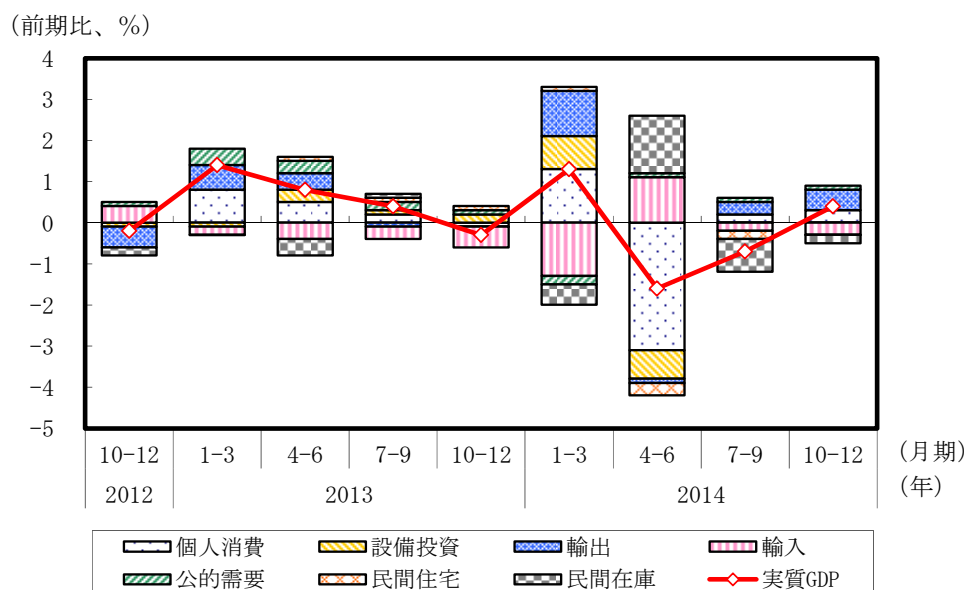
(出所) 内閣府、財務省、国土交通省統計より大和総研作成

個人消費は持ち直しも、設備投資は依然停滞

2014 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（前期比ベース）への寄与度を内外需別に見ると、内需寄与度が+0.2%pt（一次速報：同+0.3%pt）、外需寄与度が+0.2%pt（一次速報：同+0.2%

pt) となり、内・外需の双方が拡大する結果となった。ただし、内需については、今回の改訂によって公需寄与度が一次速報段階より拡大（一次速報：前期比+0.0%pt→二次速報：同+0.1%pt）する一方、設備投資、在庫投資の下方修正により、民需寄与度が縮小（一次速報：前期比+0.3%pt→二次速報：同+0.1%pt）した。日本経済は2014年前半の停滞からの回復局面に入ったという判断に修正を迫るような結果ではなかったものの、一次速報段階で示されたものよりも景気の改善ペースは緩やかなものとなった。

実質GDPの推移（季節調整済前期比）



(出所)内閣府統計より大和総研作成

需要項目別の動向を確認すると、個人消費は前期比+0.5%と2四半期連続の増加であった。財・サービス別に内訳を見ると、増税後の回復が遅れていた耐久財（前期比+1.8%）、サービス（同+0.6%）がいずれも3四半期ぶりの増加に転じたことが全体を押し上げた。ただし、増税後の4-6月期の大幅な落ち込みにより、個人消費は依然増税前の水準を回復しておらず、反動減からの持ち直しが非常に緩慢な状況が続いている。

住宅投資は前期比▲1.2%と3四半期連続で減少し、増税後の反動減による低迷が続く形となった。ただし、減少幅は縮小傾向にあることに加え、GDPベースの住宅投資に先行する新設住宅着工戸数を見ても7-9月期を底に下げ止まっていることから、反動減による影響は徐々に緩和しつつある。

設備投資は前期比▲0.1%と3四半期連続の減少となり、停滞が続いている。生産が持ち直す中で稼働率が改善しつつあること、大企業製造業を中心に企業収益の改善傾向が続いていることなど、設備投資を取り巻く環境は改善しているが、企業は投資に対して慎重な姿勢が続いている。

公共投資は前期比+0.8%と3四半期連続の増加となった。2013年度補正予算、および2014年度本予算の前倒し執行を受けて、7-9月期には加速することとなったが、こうした効果が薄れて増勢が鈍化した。

輸出は前期比+2.8%と2四半期連続の増加となった。米国、アジア向けの増加が全体の押し上げに寄与したとみられる。輸入についても内需の持ち直しに沿う形で前期比+1.3%と2四半期連続の増加となったことから、外需（純輸出）の寄与度は+0.2%ptと小幅に留まった。

2015 年 1-3 月期以降も GDP は増加基調が続く見通し

今回の結果では実質 GDP は3四半期ぶりのプラス成長となり、消費税増税後の低迷から緩やかに持ち直しに向かう動きが確認された。2015 年 1-3 月期以降も実質 GDP は増加基調が続く見通しであり、先行きの日本経済は緩やかな拡大が続くと見込んでいる。

個人消費については、家計を取り巻く良好な雇用・所得環境を主因に、増加傾向が続くとみられる。また、2014 年夏からの原油価格の急落によって消費者物価が押し下げられることで、家計の実質賃金が押し上げられることも、個人消費増加の追い風となるとみられる。反動減の影響が続いてきた住宅投資についても、先行指標である住宅着工は足下で持ち直しの兆しが見られており、徐々に回復に向かう見通しである。

停滞が続く設備投資についても、2015 年 1-3 月期以降、増加に転じると見込んでいる。先行指標である機械受注の改善が続いていることに加えて、日銀短観等のアンケート調査の設備投資計画も総じて底堅い。2014 年初から悪化していた生産は持ち直しており、稼働率も上昇傾向にある。従前より設備の不足感が高まっている非製造業に加えて、製造業でも過剰感の解消が続くとみられ、設備投資需要を喚起することとなろう。また、継続的に円安傾向が続く中、一部製造業では国内生産割合を高める動きが見られていることや、原油急落による収益の改善なども設備投資増加を後押しする材料になるだろう。

輸出に関しては、海外経済が回復するのにしたがって緩やかな増加基調が続くとみている。最大の牽引役は堅調な景気拡大が続く米国向けとなる見通しである。また、米国経済の拡大は米国向け輸出のみならず、米国を最終需要地とするアジア向け中間財輸出の増加にも寄与することとなろう。欧州や中国で、このところ景気が減速している点は懸念材料であるものの、欧州経済については ECB による追加金融緩和による効果などから、徐々に持ち直しに向かうとみており、輸出は次第に増勢を強める見通しである。