

2014年10-12月期四半期別GDP速報（2次速報値） 発表日：2015年3月9日（月）
～在庫投資の下振れを主因に、1次速報から下方修正～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528

○ 在庫投資の下方修正が響く

本日内閣府から公表された2014年10-12月期の実質GDP成長率（2次速報）は前期比年率+1.5%（前期比+0.4%）と、1次速報の前期比年率+2.2%から下方修正された。事前の市場予想（前期比年率+2.2%、筆者予想：+2.2%）を下回る結果である。

予想下振れの主因は在庫投資であり、1次速報の前期比寄与度+0.2%Ptから、2次速報では▲0.2%Ptへと大幅に下方修正されている。前期比年率の寄与度では+0.7%Pt→▲0.7%Ptへと1.4%Ptもの下方修正だ。ただ、在庫の下方修正は在庫調整の進捗を示すものと受け取ることができ、先行きのGDP成長率にとっては押し上げ要因になり得るものでもある。また、他の需要項目では、設備投資が若干下方修正（前期比+0.1%→▲0.1%）されたものの、個人消費（前期比+0.3%→+0.5%）、公共投資（前期比+0.6%→+0.8%）が上方修正されるなど、在庫投資以外の内需は若干の上方修正となっている。このように、今回のGDP 2次速報は下方修正されたものの、内容的には1次速報から特に悪化した印象は受けず、景気認識に変更を迫るものではないだろう。「3四半期ぶりのプラス成長で景気の底打ちを確認。ただし、4-6月期、7-9月期の落ち込みの割に戻りが弱く、力強さに欠ける」との評価が妥当とみられる。

○ 需要項目別の動向

設備投資は前期比▲0.1%と、1次速報段階の+0.1%から若干の下方修正となった。法人企業統計の結果を反映したことによるものである。設備投資は、2014年4-6月期が前期比▲5.0%、7-9月期が▲0.2%、10-12月期が▲0.1%と3四半期連続で減少している。前年比でも+0.3%まで鈍化しており、日銀短観などのアンケート調査における設備投資計画が強い割に伸び悩んでいる印象を受ける。消費税率引き上げ後の景気の先行き不透明感の強まりを受けて、企業が投資を手控えている可能性が高いだろう。もっとも、既に景気が回復局面に転じていることや、収益改善が予想されることを踏まえると、今後は企業が先送りしていた投資計画を実行に移し始めると考えられる。1-3月期以降には明確な増加に転じる可能性が高いと予想する。

個人消費は前期比+0.5%と、1次速報の+0.3%から上方修正された。1次速報時点で未公表だった12月分の供給側統計の一部が反映されたことや、在庫投資の下方修正が個人消費の供給側推計値上方修正に繋がった可能性があることなどが影響していると思われる。ただ、上方修正はされたものの、個人消費は駆け込み需要が本格化する前の13年10-12月期と比較すると▲2.2%Pt低い水準にあり、増税後の落ち込みからの戻りは非常に弱いものにとどまっているという事実に変化はない。個人消費が方向としては徐々に持ち直していることは確かだが、昨年末時点ではまだ明確な回復には至っていなかったようだ。消費増税による負担増の悪影響が未だに消費を大きく下押ししていることが窺える。

公共投資は、1次速報段階で未公表だった14年12月分の建設総合統計の結果が反映されたことで、前期比+0.8%と、1次速報の+0.6%から若干上方修正された。14年2月成立の補正予算の効果が残存したことで、公共投資は3四半期連続で増加している。ただ、先行指標である公共工事前払金保証統計が落ち込んでいることを踏まえると、先行きは減少に転じる可能性が高いだろう。

在庫投資は前期比寄与度▲0.2%Ptと、1次速報の+0.2%Ptから大きく下方修正された。今回のGDP下方修正の理由のほとんどは在庫投資で説明可能である。1次速報段階で仮置き値となっている仕掛品在庫と原材料在庫が法人企業統計の結果を受けて下方修正されたとみられることや、商業動態統計の結果を受けて流通在庫が下方修正されたとみられることなどが影響したと思われる。ただ、前述の通り、在庫の下方修正は在庫調整の進捗を示すものと受け取ることができ、先行きのGDP成長率にとっては押し上げ要因になり得るものでもある。在庫投資の下方修正をネガティブに受け止める必要はないだろう。

○ 先行きは明るさが増す見込み

以上の通り、14年10-12月期のGDP2次速報は下方修正となったが、主因は在庫投資の下方修正であり、1次速報から印象が大きく変わるわけではない。冷静な評価としては、3四半期ぶりのプラス成長となり、景気の底打ちが改めて確認できた一方、伸び率は低めで物足りなさが残る結果というところだろう。内訳では、輸出の回復がみられたことは好材料だが、内需の持ち直しペースが緩慢なことが懸念材料である。強弱混在の内容といえそうだ。

もっとも、先行きについては徐々に明るさが増すと予想している。海外経済の持ち直しから輸出の回復が続くとみられることに加え、原油価格の大幅下落が内需の押し上げに繋がるだろう。原油価格の下落は、資源輸入国である日本にとって恩恵が非常に大きく、景気への強い追い風になる。家計の実質購買力が押し上げられることから個人消費の回復感が強まる可能性が高いことに加え、輸入コストの減少から企業収益の押し上げにも繋がる。設備投資も回復が明確化してくるだろう。消費増税の悪影響から14年の景気は停滞したが、15年については内外需揃った回復が期待でき、景気の明るさが増すことが予想される。15年度については、+2%程度の実質GDP成長率は十分視野に入る状況である。

○ 在庫投資の形態別内訳が公表へ

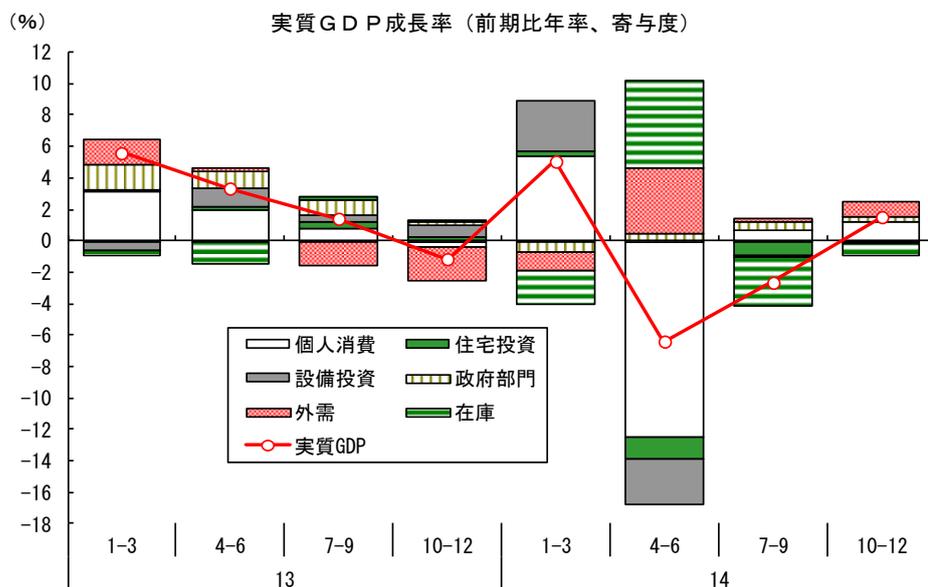
今回も在庫投資による攪乱が、GDPの事前予想と実績の乖離を生み出したわけだが、この在庫投資については、内閣府から情報提供拡充のアナウンスが出ている。在庫投資は、製品在庫、仕掛品在庫、原材料在庫、流通在庫の4つに分けられており、それぞれ別途推計した後に足しあげることによって算出されている。しかしこれまでは、在庫投資増減の合計値のみが公表され、形態別の在庫投資の足元までの実績は公表されていなかった。つまり、エコノミストはこれまで、過去の実績が公表されていないなかで予測するという無理な作業を強いられてきた¹。だが、内閣府によると、2015年1-3月期GDP速報公表時から、形態別の在庫投資実績（実質季節調整値）の公表も開始するとのことである。これにより、今後は予測と実績の乖離が小さくなることが期待できる。在庫投資の形態別内訳の公表は長らく要望されてきたことであり、内閣府の今回の情報提供拡充の決定は非常に高く評価できるだろう。

ただ、追加的な課題はいくつか残る。データ公表の開始が5月20日の2015年1-3月期GDP1次速報公表時からとされているが、これでは2015年1-3月期GDPの予測には用いることができず、依然として予測と実績が大幅に乖離する懸念が残る。形態別の在庫投資データを公表するにあたっては、内閣府で追加的な推計作業は必要なく、早期の情報提供を行うことに問題があるとは思われない。1-3月期GDP1次速報公表よりも前に、14年10-12月期までの実績値を公表することが望まれる。また、公表は実質季節調整値のみのようだが、これも原数値や名目値の公表も併せて行うのが自然だ。

¹ 正確には、確報では形態別の内訳が公表されているが、確報は公表が遅く、直近までの四半期実績を確認することができない。ちなみに現時点では、2014年1-3月期までの実績が公表されているのみである。

また、在庫投資以外にも、設備投資について、供給側推計値と需要側推計値の直近期の名目原系列前期比が公表されることになった。これも以前から要望が多かった事項であり、内閣府の対応は評価できる。ただ、直近値のみの公表、さらに名目原系列の前期比のみの公表では、果たしてどれだけ予測精度が上がるかは疑問だ。過去の実績値を時系列で公表することが望ましいだろう。

今回決定された情報提供の拡充は、これまで度々攪乱要因となり、GDPの事前予想と実績の乖離を生み出してきた在庫投資についての予測可能性を高めるものであり、内閣府の取り組みを高く評価したい。また、データの早期公表や原数値、名目値の公表については追加的な対応を期待する。



(出所)内閣府「国民経済計算」

図表 実質GDPの推移

	13年	14年			当社事前予想
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	
実質GDP (前期比年率)	▲ 0.3 ▲ 1.2	1.3 5.1	▲ 1.6 ▲ 6.4	▲ 0.7 ▲ 2.6	0.6 2.2
内需寄与度	0.2	1.6	▲ 2.7	▲ 0.7	0.2
(うち民需)	0.2	1.7	▲ 2.8	▲ 0.8	0.1
(うち公需)	0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1
外需寄与度	▲ 0.5	▲ 0.3	1.1	0.1	0.2
民間最終消費支出	▲ 0.2	2.2	▲ 5.0	0.3	0.5
民間住宅	2.6	2.4	▲ 10.3	▲ 7.0	▲ 1.2
民間企業設備	1.3	5.9	▲ 5.0	▲ 0.2	▲ 0.1
民間在庫品増加(寄与度)	0.0	▲ 0.5	1.4	▲ 0.8	▲ 0.2
政府最終消費支出	0.1	▲ 0.3	0.4	0.2	0.3
公的固定資本形成	0.6	▲ 2.2	1.1	2.1	0.8
財貨・サービスの輸出	▲ 0.2	6.5	▲ 0.3	1.5	2.8
財貨・サービスの輸入	3.0	6.9	▲ 5.3	1.0	1.3
名目GDP (前期比年率)	▲ 0.1 ▲ 0.3	1.4 5.6	0.3 1.2	▲ 0.9 ▲ 3.5	1.0 3.9
GDPデフレーター(前年比)	▲ 0.3	0.1	2.2	2.0	2.4

(出所)内閣府「国民経済計算」

※断りの無い場合、前期比(%)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。