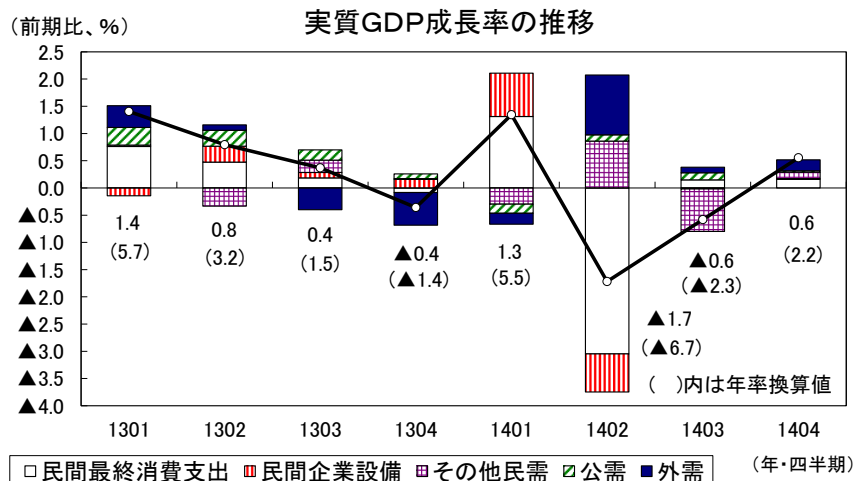


Weekly エコノミスト・ レター

QE 速報:10-12 月期の実質GDPは前期比 0.6% (年率 2.2%)~3 四半期ぶりのプラス成長も力強さに欠ける

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

1. 2014 年 10-12 月期の実質 GDP は、前期比 0.6% (年率 2.2%) となった (当研究所予測 1 月 30 日: 前期比 0.9%、年率 3.7%)。
2. 3 四半期ぶりのプラス成長だが、事前の市場予想を下回ったことに加え、民間消費 (前期比 0.3%)、設備投資 (前期比 0.1%) が低い伸びにとどまるなど内容も悪い。プラス成長に転じた最大の要因は、民間在庫が 7-9 月期の前期比・寄与度▲0.7%から同 0.2%へと成長率を押し上げる方向に働いたことである。
3. 10-12 月期の実質 GDP の水準は駆け込み需要が本格化する前の 2013 年 10-12 月期よりも▲0.5%も低い。駆け込み需要とその反動の影響を除いて考えてもこの 1 年間の日本経済はマイナス成長だったということになる。実質 GDP の内訳を見ると、設備投資 (前年比 0.5%) は前年を上回る水準を維持する一方、民間消費 (同▲2.5%)、住宅投資 (同▲15.7%) が前年の水準を大きく下回っており、消費税率引き上げによる悪影響は家計部門を中心に残っている。
4. 先行きについては、原油安の恩恵が家計、企業に広がることにより、個人消費、設備投資の回復基調が強まることが見込まれる。現時点では 2015 年 1-3 月は前期比年率 2%程度のプラス成長になると予想している。



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

●10-12 月期は前期比年率 2.2%と 3 四半期ぶりのプラス成長

本日 (2/16) 発表された 2014 年 10-12 月期の実質 GDP (1 次速報値) は、前期比 0.6% (前期比年率 2.2%) となった (当研究所予測 1 月 30 日 : 前期比 0.9%、年率 3.7%)。

3 四半期ぶりのプラス成長だが、事前の市場予想 (QUICK 集計 : 前期比年率 3.8%) を下回ったことに加え、期待されていた民間消費 (前期比 0.3%)、設備投資 (前期比 0.1%) が低い伸びにとどまるなど内容も悪い。7-9 月期のマイナス成長からプラス成長に転じた最大の要因は、民間在庫が 7-9 月期の前期比・寄与度▲0.7%から同 0.2%へと成長率を押し上げる方向に働いたことである。

公的需要は前期比 0.1%と 3 四半期連続で増加したが、7-9 月期の同 0.6%から伸びが低下した。2013 年度補正予算の効果が一巡しつつあることから公的固定資本形成の伸びが 7-9 月期の前期比 2.1%から同 0.6%へと鈍化した。

外需寄与度は前期比 0.2%となり、7-9 月期の同 0.1%からプラス幅が拡大した。米国経済の好調や円安効果の顕在化などから輸出が前期比 2.7%となり、輸入の伸び (前期比 1.3%) を上回った。

実質 GDP 成長率への寄与度 (前期比) は、国内需要が 0.3% (うち民需 0.3%、公需 0.0%)、外需が 0.2%であった。

< 需要項目別結果 >

(前期比、%)

	2014年7-9月期			2014年10-12月期			2014年
	改定値 (2/16)	2次速報値 (12/8)	差	1次速報値 (2/16)	当社予測 (1/30)	差	速報値 (2/16)
実質 GDP (前期比年率)	▲0.6 (▲2.3)	▲0.5 (▲1.9)	▲0.1 (▲0.4)	0.6 (2.2)	0.9 (3.7)	▲0.4 (▲1.4)	0.0
内需	▲0.6 (▲0.6)	▲0.5 (▲0.5)	▲0.1 (▲0.1)	0.3 (0.3)	0.7 (0.7)	▲0.4 (▲0.3)	0.1 (0.1)
民需	▲1.0 (▲0.8)	▲0.9 (▲0.7)	▲0.1 (▲0.1)	0.4 (0.3)	0.9 (0.6)	▲0.4 (▲0.3)	▲0.2 (▲0.2)
民間消費	0.3	0.4	▲0.1	0.3	0.8	▲0.5	▲1.2
民間住宅	▲7.0	▲6.8	▲0.2	▲1.2	▲0.7	▲0.5	▲5.2
民間設備	▲0.1	▲0.4	0.2	0.1	0.8	▲0.7	4.1
民間在庫	(▲0.7)	(▲0.6)	(▲0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.2)
公需	0.6 (0.1)	0.5 (0.1)	0.1 (0.0)	0.1 (0.0)	0.2 (0.0)	▲0.1 (▲0.0)	0.9 (0.2)
政府消費	0.2	0.3	▲0.1	0.1	0.3	▲0.2	0.2
公的固定資本形成	2.1	1.4	0.7	0.6	▲0.1	0.7	3.6
財貨・サービスの純輸出 (寄与度)	(0.1)	(0.1)	(▲0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	(0.0)
財貨・サービスの輸出	1.5	1.3	0.2	2.7	2.1	0.6	8.2
財貨・サービスの輸入	1.0	0.7	0.3	1.3	0.9	0.4	7.2
名目 GDP	▲0.9	▲0.9	0.0	1.1	1.1	▲0.0	1.7

(資料) 内閣府 経済社会総合研究所「四半期別 GDP 速報」

名目 GDP は前期比 1.1% (前期比年率 4.5%) となり実質の伸びを上回った。GDP デフレーターは前年比では 2.3% (7-9 月期 : 同 2.0%)、前期比では 0.5% (7-9 月期 : ▲0.3%) となった。国内需要デフレーターは消費者物価、国内企業物価指数の上昇率低下を反映し、7-9 月期の前年比 2.3% から同 2.0% へと低下したが、輸出デフレーターの伸び (前年比 4.6%) が輸入デフレーターの伸び (前年比 3.1%) を上回ったことが GDP デフレーターを押し上げた。

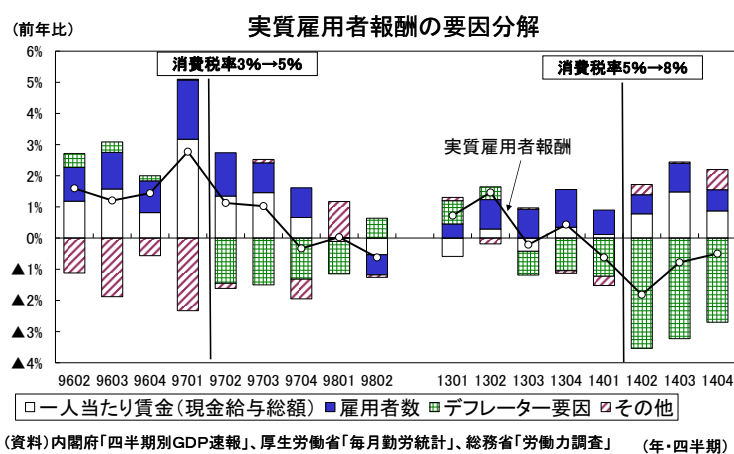
この結果、2014 年 (暦年) の実質 GDP 成長率は 0.0%、名目成長率は 1.7% となった。

<需要項目別の動き>

民間消費は前期比 0.3%と 2 四半期連続の増加となったが、4-6 月期に前期比▲5.1%と大幅に落ち込んだことを考えれば、7-9 月期（同 0.3%）に続き持ち直しのペースは弱い。反動減の影響は一巡しつつあるが、物価上昇による実質所得の低下や夏場以降の消費者マインド冷え込みの影響が個人消費の下押し要因となっている。

家計消費の内訳を形態別に見ると、自動車、家電製品などの耐久財（7-9 月期：前期比▲4.3%→10-12 月期：同 0.7%）が 3 四半期ぶりの増加となり、非耐久財（7-9 月期：前期比 2.4%→10-12 月期：同 0.1%）、サービス（7-9 月期：前期比▲0.3%→10-12 月期：同 0.5%）も増加したが、被服・履物などの半耐久財（7-9 月期：前期比 3.4%→10-12 月期：同▲0.4%）が低調だった。

名目雇用者報酬は 7-9 月期の前年比 2.4%から同 2.2%へと伸び率が鈍化した。所定内給与が伸び悩んでいることに加え、年末賞与の伸びが夏季賞与を下回ったとみられるためである。一方、実質所得を大きく押し下げていた消費者物価上昇率（総合）は 7-9 月期の前年比 3.3%から同 2.5%へと低下したため、実質雇用者報酬は 7-9 月期の前年比▲0.8%から同▲0.5%と減少幅が若干縮小した。物価上昇による実質所得の低下圧力は徐々に和らいでいる。



住宅投資は前期比▲1.2%と 3 四半期連続で減少したが、7-9 月期の同▲7.0%から減少幅は縮小した。住宅は消費税率引き上げ前の駆け込み需要の規模が大きかったため、反動の影響が長引いているが、ここにきて下げ止まりつつある。新設住宅着工戸数（季節調整済・年率換算値）は 2013 年 10-12 月の 102.3 万戸から 2014 年 7-9 月期には 86.1 万戸まで落ち込んだが、10-12 月期は 88.8 万戸まで持ち直している。GDP 統計の住宅投資は工事の進捗ベースで計上され着工の動きがやや遅れて反映されるため、2015 年 1-3 月期には増加に転じる可能性が高い。

設備投資は前期比 0.1%と 3 四半期ぶりに増加した。2 四半期連続減少の後であることを考えれば高い伸びとは言えないが、2014 年 4-6 月期以降の設備投資は駆け込み需要発生前の 2013 年 10-12 月期の水準を上回っている。2014 年度入り後も企業収益が増加を続け、景況感も良好な水準を維持するなど、家計部門とは異なり企業部門は消費増税の影響が限定的にとどまっている。設備投資のうち機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は 2014 年 7-9 月期が前期比 5.6%、10-12 月期が同 0.4%と 2 四半期連続で増加した後、2015 年 1-3 月期も同 1.5%の増加が見込まれている。企業収益の改善を背景とした設備投資の回復基調は先行きも継続することが予想される。

公的需要は前期比 0.1%と 3 四半期連続で増加したが、7-9 月期の同 0.6%から伸びが低下した。公的固定資本形成は前期比 0.6%と 3 四半期連続の増加となったが、2013 年度補正予算の効果が一

巡しつつあることから、7-9月期の同2.1%から伸びは大きく鈍化した。

公共工事の進捗を反映する公共工事出来高は2013年後半には前年比で20%台の高い伸びが続いていたが、その後は伸び率の低下傾向が続き、2014年11月には前年比3.5%となった。また、公共工事の先行指標である公共工事請負金額は2014年7-9月期に前年比▲3.9%と6四半期ぶりの減少となった後、10-12月期は同▲6.0%と減少幅がさらに拡大した(2015年1月は前年比▲13.7%)。

「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」の裏づけとなる2014年度補正予算が2/3に成立したが、歳出規模が3.1兆円と2013年度補正予算の5.5兆円よりも小さく、2015年度当初予算案では、公共事業関係費が前年比ほぼ横這いとどまっている。消費増税後の景気を下支えしてきた公共事業は2015年前半にかけては逆に景気の下押し要因となる可能性が高い。

外需寄与度は前期比0.2%となり7-9月期の同0.1%からプラス幅が拡大した。財貨・サービスの輸出が前期比2.7%となり、財貨・サービスの輸入の前期比1.3%を上回った。

輸出は景気好調が続く米国向けが増加したほか、アジア向けも電子部品を中心に好調に推移した。また、このところ急増している訪日外国人旅行者の支出額が計上されるサービス輸出が押し上げられていることもGDPベースの輸出の伸びに寄与している。

(2015年入り後、原油安の恩恵が広がる公算)

2014年10-12月期の実質GDPは前期比では潜在成長率上回る伸びとなったが、2四半期連続マイナス成長の後であることを考えれば回復のペースは鈍い。また、2014年10-12月期の実質GDPの水準は駆け込み需要が本格化する前の2013年10-12月期よりも▲0.5%も低い。駆け込み需要とその反動の影響を除いて考えてもこの1年間の日本経済はマイナス成長だったということになる。実質GDPの内訳を見ると、設備投資(前年比0.5%)は前年を上回る水準を維持する一方、民間消費(同▲2.5%)、住宅投資(同▲15.7%)が前年の水準を大きく下回っており、消費税率引き上げによる悪影響は家計部門を中心に残っている。

先行きについては、原油安の恩恵が家計、企業に広がることが見込まれる。具体的にはエネルギー価格を中心に消費者物価上昇率が低下し家計の実質購買力を押し上げることが個人消費の回復を後押しし、原油安に伴う調達コストの軽減が企業収益を押し上げることが設備投資の増加に寄与するだろう。消費増税後の景気の落ち込みを緩和する役割を果たしてきた公的固定資本形成は当面減少が続くことが見込まれるものの、国内民間需要を中心とした景気回復基調は維持される公算が大きい。

現時点では、2015年1-3月期は公的固定資本形成の押し下げはあるものの、個人消費、設備投資の回復基調が強まることから、前期比年率2%程度のプラス成長になると予想している。

(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。