

## 日本経済の10～12月期2次QEは予想を上回る下方修正

10～12月期の実質GDPは前期比+0.4%（年率+1.5%）へ下方修正された。個人消費などが上方修正されたものの、在庫投資の大幅下方修正の影響が上回った。2014年通年の成長率も3年ぶりのマイナス成長に下方修正されるなど消費増税の影響の大きさが改めて確認されたが、一方で在庫調整は概ね終了したとみられ、今後の景気は徐々に持ち直す見込み。

個人消費は上方修正されるも在庫投資は大幅下方修正

本日、発表された2014年10～12月期GDPの2次速報値（QE）は前期比+0.4%（年率+1.5%）となり、1次速報値の前期比+0.6%（年率+2.2%）から下方修正された。ただし、3四半期ぶりの前期比プラス成長は維持された。

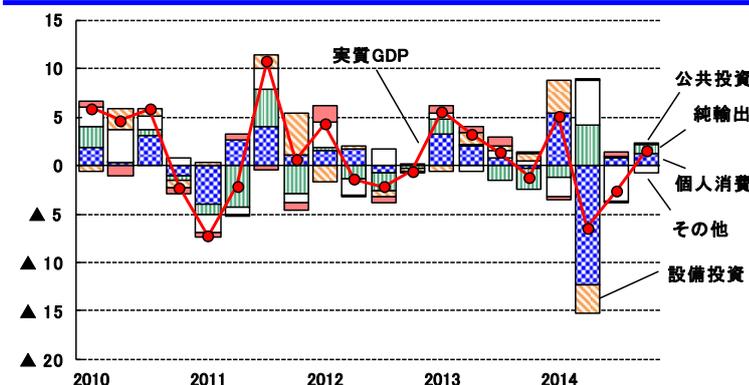
主な需要項目を見ると、個人消費（1次速報前期比+0.3%→2次速報+0.5%）や政府消費（+0.1%→+0.3%）が上方修正されたものの、設備投資（+0.1%→▲0.1%）が横ばい圏ながらマイナスに転じ、民間在庫投資（GDPの前期比に対する寄与度+0.2%Pt→▲0.2%Pt）が大幅に下方修正された。そのほか、公共投資（前期比+0.6%→+0.8%）と輸出（+2.7%→+2.8%）が小幅ながら上方修正された。

大方の事前予想と大きく乖離した点は、個人消費の上方修正と設備投資の下方修正、そして在庫投資の大幅な下方修正であろう。個人消費については、消費増税の影響により4～6月期に前期比▲5.0%と大幅に落ち込んだ後、7～9月期+0.3%、10～12月期+0.5%と緩やかな持ち直しにとどまっており、実質所得減少の影響もあって依然として反発力は弱い。ただ、今回の上方修正により増勢がわずかながらも強まっており、強いと言えば個人消費には回復に向けた明るい兆しが見られると評価することはできよう。

設備投資の前期比マイナスへの下方修正は、心象としてはネガティブであるが、ゼロを挟んで小幅プラスから小幅マイナスへの微修正であり、修正前後とも概ね横ばいという評価が妥当であろう。すわわち、設備投資については、4～6月期の落ち込み（前期比▲5.0%）以降、底這い状態が続いており、10～12月期時点では持ち直しの兆しは確認できない。

在庫投資については、実質GDPの前期比に対する寄与度が7～9月期の▲0.8%Ptに続くマイナス（▲0.2%Pt）となり、消費増税後の4～6月期（+1.4%Pt）に大幅に積み上がった在庫の調整が続いていたことが確認された。しかしながら、駆け込み需要によって1～3月期（▲0.5%Pt）に在庫が大幅に取り崩されていたことも合わせて考えると、7～9月期から10～12月期にかけての調整を経て在庫は概ね正常な水準に戻ったという見方もできよう。いずれにしても在庫調整は進んでおり、今後は在庫投資が成長率を押し上

実質GDPの推移（季節調整値、前期比年率、%）



（出所）内閣府

げる方向に寄与する可能性の方が高いとみられる。

## 景気は下げ止まり、今後は徐々に回復に向かう見込み

以上の通り、今回の改訂は予想以上の下方修正となったものの、それは専ら在庫調整によるものであり、最終需要だけを見れば7~9月期の前期比+0.2%(年率+0.8%)から10~12月期は+0.6%(年率+2.5%)へ増勢を強めている。生産面でも、在庫調整が概ね終了し、実質GDPが3四半期ぶりの前期比プラス成長となったことは、10~12月期に景気が下げ止まったことを示していると言える。

もちろん、今回の改訂によって 2014年通年の実質GDP成長率が前年比+0.04%から▲0.03%へ下方修正され、わずかとはいえ3年ぶりのマイナス成長を記録したことが示唆する通り、消費増税による下押し圧力は予想以上に大きかったことも事実である。特に実質所得の減少が個人消費など家計部門の需要の回復力を大きく削いだと言える。しかしながら、足元では消費者マインドの改善や賃金上昇、原油安などにより風向きが変わり始めている。停滞している設備投資も、最終需要の増勢が強まっていることもあり、再び拡大基調を取り戻すことが期待される。今後は政府の景気対策による後押しも加わるため、景気は徐々に回復に向かうとみて良いであろう。