

テーマ：2007年10-12月期GDP統計（2次速報） 発表日：2008年3月12日（水）
～ 10-12月期の高成長を再確認。1-3月期も底堅く推移する可能性あり ～

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

○ 下方修正は小幅にとどまる

2007年10-12月期の実質GDP成長率（2次速報）は前期比+0.9%（同年率+3.5%）と、コンセンサス（前期比年率+2.3%、レンジ+1.5%～+3.2%）を上回った。1次速報からの下方修正幅はわずかにとどまり、10-12月期が潜在成長率を大きく上回る高い成長だったことが改めて確認された。事前予想よりも設備投資の下方修正幅が小幅にとどまったことが上振れの主因である。「住宅投資が前期に続いて大幅に落ち込んだ一方で、輸出と設備投資の高い伸びが景気の牽引役になった」という構図は1次速報段階から変わっていない。外需に牽引されている面も大きいとはいえ高成長を確保したことについては一定の評価が可能だ。昨年来、マインド統計を中心とする先行指標において悪化が目立っているが、2007年後半に関しては、住宅部門の下押しというマイナス要因があったにもかかわらず景気が底堅い推移を続けていたことが確認されたといつて良いだろう。新興国向け輸出が予想以上に堅調さを保っていることや、IT部門の在庫調整が昨年夏場にいったん終了したことなどが背景にあるとみられる。

需要項目別にみると、設備投資は前期比+2.0%（1次速報段階：同+2.9%）と下方修正されたが、事前コンセンサス（同+1.3%）を上回った。法人企業統計の設備投資が前期比▲2.7%と悪化していることからすると下方修正幅が小さい印象を受けるかもしれないが、これは、①QE推計に際して用いられる断層調整を行えば法季のヘッドラインの数字よりもマイナス幅が小さくなること、②法人企業景気予測調査において金融機関設備投資が強めだったことなどが影響しているとみられる。

下方修正されたとはいえ前期比+2.0%という数字は依然として高い伸びであり、企業収益の悪化などの逆風が吹くなかでも、設備投資は増加基調を保っていたことが確認された。なお、本日、形態別総固定資本形成の内訳が公表されており、これを元に設備投資の内訳を試算してみたところ、10-12月期は建設投資が若干悪化する一方で機械投資の好調さが投資活動を牽引したことが分かった（図表3）。ただし、建設投資については、建築着工（非居住）の急減と比べると、悪化幅はかなり小さめだった。法人企業統計でも建設投資の落ち込みは確認されておらず、今のところ建設投資の急減といった事態は避けられているようだ¹。

その他の項目では、輸出、政府消費、公共投資、民間在庫品増加がそれぞれ1次速報段階から僅かに上方

¹ 1次速報段階で指摘したとおり、QE推計における技術的な問題（設備投資を総固定資本形成から民間住宅と公的固定資本形成を差し引いて求めることに由来）から、建設投資（非住宅）が実態よりも上振れている可能性は依然として存在する（2月14日 Economic Indicator「2007年10-12月期四半期別GDP速報（1次速報値）」を参照のこと）。ただし、10-12月期の設備投資が強めだったことが、このテクニカルな上振れを反映しているのか、あるいは実際に建設投資が悪くなかったのかを確かめることは困難である。建築着工の急減は前者を、法季において建設投資の落ち込みが限定的だったことは後者を示唆しており、実際には両方の面が影響していると考えることが妥当なのかもしれない。なお、仮に前者であったとしても、これはあくまで総固定資本形成の額を需要項目間でどう割り振るかという問題であるため、GDP全体で見れば影響は中立である。10-12月期のGDPが高い伸びであったという評価が変わるものではない。

修正されている。これらが積み重なることで設備投資の下方修正分をかなりカバーしており、結果としてGDP全体の下方修正幅はかなり限定的なものにとどまった。

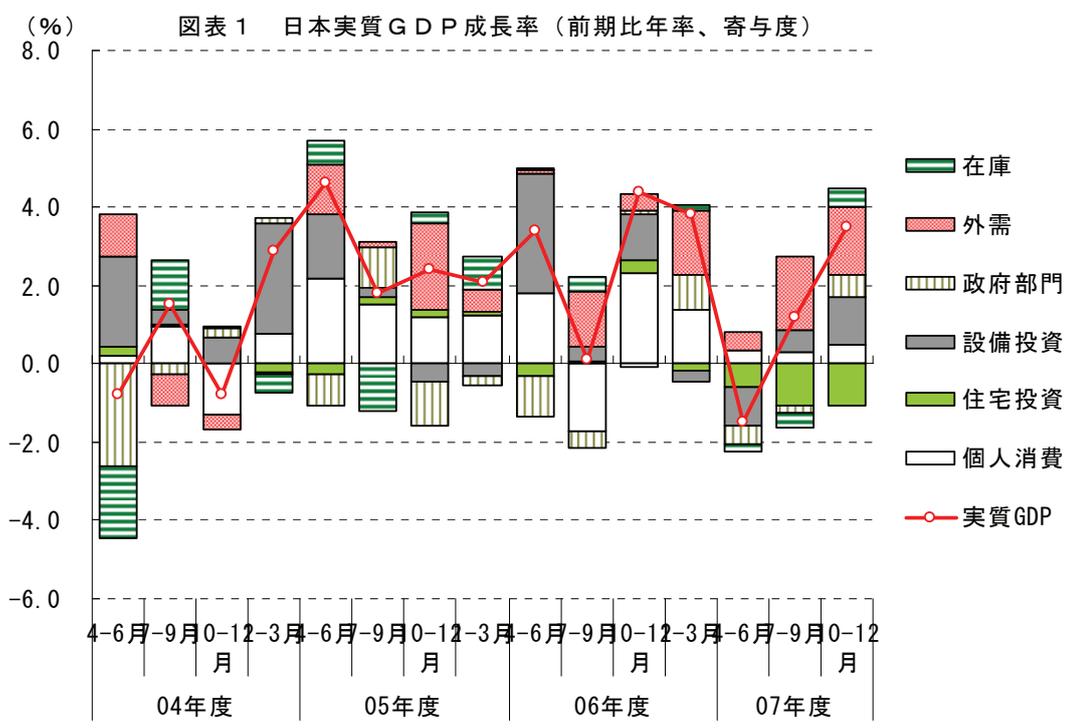
○ 1-3月期は底堅い可能性も

このように、10-12月期の高成長が改めて確認されたわけだが、問題なのは先行きをどうみるかである。先日公表された鉱工業生産を見る限り、1-3月期の生産が減少することは不可避の情勢である。米国景気の減速度合いが強まっていることを示す経済指標が相次いでいることに加え、円高も進行するなど、輸出の先行きにも暗雲が立ち込めている。また、原油高や株安、企業や消費者のマインド悪化など、悪材料は非常に多い。2008年前半に景気は減速すると予想される。

もともと、こうした景気減速が長期化し、深刻な調整局面に陥るとは見えていない。米国の急減速は既定路線となっているが、減税による消費押し上げや積極的な利下げもあって、深刻な調整局面入りは回避されることが考えられることに加え、新興国経済についても、景気減速はしつつも、好調な内需に支えられて引き続き高い成長が維持できる可能性は高い。日本からのアジア、新興国向け輸出をみても、輸送用機械、建設機械等の輸出増加寄与がこのところ非常に高まっており、こうした内需向けの輸出については今後も高い伸びを期待できるだろう。加えて、北京五輪開催に伴って、日本の主力商品であるIT関連財の需要が内外で盛り上がりすると予想され、輸出の下支えに寄与すると考えられる。こうした要因から、先行き予想される輸出の減速は限定的なものにとどまる見込みである。

国内要因についても、落ち込みが続いていた住宅投資は1-3月期に前期比でプラスに転じる見込みであり、その後も成長率を押し上げると予想されることは好材料だ。建設投資（非住宅）も着工段階では比較的早期に持ち直しており、景気を大きく押し下げる可能性は低下している。景気の先行きを過度に悲観視する必要はないのではないか。

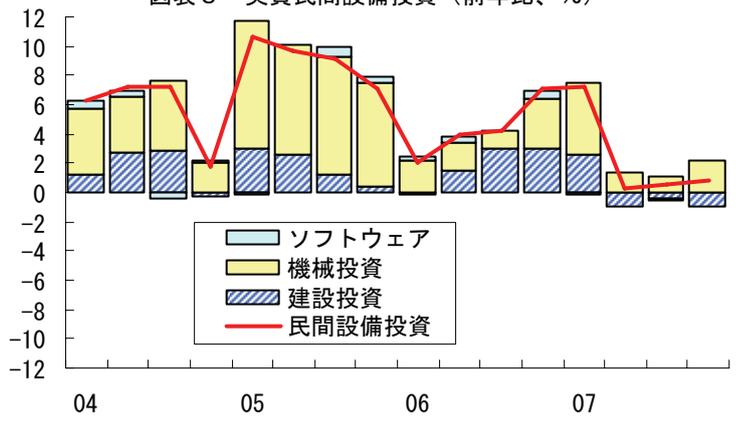
実際、輸出、消費、住宅といった経済指標については、1月は予想以上に堅調に推移している。住宅着工の持ち直しが続いていることに加え、輸出も高い伸び（旧正月の影響度合いをみるには2月分と均してみる必要があるが）が続き、消費もなぜか底堅い。1-3月期のGDP成長率については、急減速（あるいはマイナス成長）するとの見方が多いようだが、実際にはコンセンサスを上振れ、潜在成長率を上回る可能性は十分であると筆者は考えている。2008年前半に予想される景気減速は限定的なものにとどまるのではないだろうか。



図表2 2007年10-12月期GDP2次速報
(前期比、%)

	2007年 10-12月期 1次速報	2007年 10-12月期 2次速報
	実質GDP 前期比年率	0.9 3.7
内需寄与度	0.5	0.4
民間最終消費支出	0.2	0.2
民間住宅	▲ 9.1	▲ 9.3
民間企業設備	2.9	2.0
民間在庫品増加(寄与度)	0.1	0.1
政府最終消費支出	0.8	0.9
公的固定資本形成	▲ 0.7	▲ 0.4
外需寄与度	0.4	0.5
財貨・サービスの輸出	2.9	3.1
財貨・サービスの輸入	0.5	0.6
名目GDP 前期比年率	0.3 1.2	0.2 0.8
GDPデフレーター (前年比)	▲ 1.3	▲ 1.3

図表3 実質民間設備投資（前年比、%）



内閣府「国民経済計算」より第一生命経済研究所試算
 (注) 法季のサンプル要因により07年4-6月期以降は前年比で実態以上に下ぶれしていることには注意が必要

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。