

**2009年10-12月期四半期別GDP速報（1次速報値）** 発表日：10年2月15日（月）  
～外需と政策効果に牽引され、高成長実現。当面、順調な回復が見込まれる～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**○ 潜在成長率を大幅に上回る高成長**

本日公表された2009年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.6%（前期比+1.1%）と、コンセンサス（前期比年率+3.7%、レンジ+2.3%～+5.2%）を上回った。潜在成長率を明確に上回る高い伸びとなり、09年1-3月期を底とした景気回復が持続していることが改めて確認できる結果である。①海外景気（特にアジア景気）の持ち直しに伴って輸出の高い伸びが続いたこと、②政策効果の持続から個人消費の増加が続いたこと、③設備投資が増加に転じたこと、などが高成長の背景にある。また、後述する通り、10年1-3月期以降についても、当面は+2%近い成長が実現する可能性が高く、いわゆる「二番底」や「踊り場」論は次第に姿を消していくとみられる。

一方、①高成長にもかかわらず、実質GDPの水準は依然として極めて低いままであり、大幅な需給ギャップが残存していること、②デフレ状態が続いていることから、名目GDPは前期比年率+0.9%と、事前予想を大幅に下回る低い伸びにとどまるなど、実質GDPに比べてかなり回復が遅れていること、③消費の回復はエコポイントなどの政策効果に支えられた面が大きく、民間内需の自律的な回復には至っていないこと、④在庫投資については2次速報で下方修正の可能性があること（後述）、など悪材料も多く、本格的な回復に至るにはまだ時間がかかるとみられることには注意する必要がある。

**○ 季節調整法の変更により、過去系列が遡及改定**

今回の公表に際しては、通常の前年同季調整のかけ直しに加えて、財貨の輸出入について季節調整法の設定変更が行われている。これは、リーマンショック以降の輸出入急減により季節調整に歪みが生じていたこれまでの状況を是正することが目的である。これに伴い、過去の季節調整値が遡及改訂されており、08年10-12月期が前期比年率▲11.4%（従来：▲10.2%）、09年1-3月期が同▲12.3%（従来：▲11.9%）、4-6月期が前期比年率+5.2%（従来：+2.7%）、7-9月期が同+0.0%（従来：+1.3%）などとなっている。08年度後半の落ち込みが一層際立つ形に修正されている一方、09年4-6月期の伸びは明確に上方修正され、その反動から7-9月期は横ばいにとどまる形になった。また、全般的に、毎年4-6月期が上方修正される傾向があった。

今回の変更は、あくまで季節調整の設定変更に過ぎないため、原系列のデータには基本的に修正がなく、過去の経済状況が変わるわけではない。しかし、通常最も重視される季節調整済み前期比の値が変動しているため、景気認識についても若干の変更を迫る結果と言えるだろう。

**○ 需要項目別の動向**

需要項目別にみると、輸出は海外景気の持ち直しを背景として前期比+5.0%と、4-6月期の同+9.2%、7-9月期の同+8.4%ほどではないが高い伸びとなった。中国を中心とするアジア経済が早いペースで回復していることに加え、米国経済も持ち直しが続くなど、世界景気が回復感を強めていることが輸出増に繋が

っている。また、輸入も同+1.3%と、国内景気の持ち直しを反映して2四半期連続で増加している。輸出の伸びが輸入を上回った結果、外需寄与度は前期比+0.5%ポイント、前期比年率で+2.2%ポイントとなっている。輸出の増加が景気回復を牽引していることが窺える。

個人消費も前期比+0.7%と増加し、4-6月期（同+1.1%）、7-9月期（同+0.6%）に続いて強い結果だった。所得の減少が続くなかで意外な健闘を見せているとあって良いだろう。エコカー減税・補助金やエコポイント制度の効果が10-12月期も効果を発揮したことが押し上げ要因になった。このことは、形態別にみた消費で、半耐久財（前期比▲0.1%）や非耐久財（同+0.2%）、サービス（同▲0.3%）が停滞する一方、耐久財消費が同+8.9%と高い伸びとなり、唯一の牽引役になっていることから窺える。

ただし、足元では消費者マインドの改善が頭打ちになるなど、消費の先行きについては懸念材料も出てきている。政策効果の限界的な押し上げ効果が今後弱まってくることもあり、個人消費は今後減速感を強めてくる可能性が高いだろう。

設備投資は前期比+1.0%と7四半期ぶりに増加に転じた。2次QEで多少下方修正される可能性があることには注意が必要だが、売上や収益の底打ちを受けて、設備投資は下げ止まりつつあると考えられる。先行指標である機械受注が下げ止まりから増加に向かいつつあることなども踏まえると、設備投資は製造業に牽引される形で先行きも緩やかに増加する可能性が高いだろう。非製造業の投資停滞や建設投資の減少が足を引っ張ることから、設備投資が景気を牽引することまでは望めないが、これまで大幅な落ち込みが続いていた設備投資がプラスに転じるだけでも、景気への影響は大きい。

住宅投資は前期比▲3.4%と4四半期連続で減少した。住宅着工は足元で持ち直しつつあるが、GDP統計の住宅投資は進捗段階で把握されるため、過去の着工減の影響が残っている。住宅投資が明確に増加するのは10年4-6月期以降だろう。また、公共投資は同▲1.6%と小幅減少となった。執行停止前に発注されていた09年度1次補正予算が進捗していることから減少幅は小幅なものにとどまっているが、10年1-3月期以降は大幅な減少となる可能性が高いだろう。また、政府消費は前期比+0.8%と、予想以上に高い伸びになった。

評価が難しいのが在庫投資である。10-12月期は前期比寄与度が+0.1%ポイントとプラス寄与だったが、これは技術的な要因で上振れている可能性があることに注意が必要である。在庫投資は製品在庫、流通在庫、原材料在庫、仕掛品在庫から構成されているが、このうち原材料在庫、仕掛品在庫については、1次速報段階では内閣府による仮置き値が暫定的に用いられている。もっとも、10-12月期に適用された仮置き値は現在の景気状況から考えて過大であるとみられるため、2次速報段階で下方修正される可能性が否定できない。

GDPデフレーターは前年比▲3.0%と予想以上の下落（当社事前予測：同▲2.5%）となり、7-9月期の同▲0.6%からマイナス幅が大きく拡大した。国内需要デフレーターも同▲2.9%（7-9月期：同▲2.8%）と大幅下落であり、デフレ傾向の持続が示された。結果として、名目GDPの伸びは前期比年率+0.9%と、事前予想を大幅に下回る伸びにとどまり、実質に比べて回復がかなり遅れている。このことが、家計や企業にとっての回復の実感のなさに繋がっていると思われる。

## ○ 先行きも改善が続く見込み

先行きについても景気回復基調が続く可能性が高いだろう。政策効果の弱まりから個人消費が減速感を強める可能性が高いことや、公共投資が大幅に減少する可能性が高いといった下押し要因はあるが、海外経済の順調な回復から輸出が高い伸びを続けることが景気を牽引する。製造業に牽引される形で設備投資が増加することも好材料である。GDPの伸び率は10-12月期からはさすがに鈍化するだろうが、+2%近い成

長が実現する可能性が高いとみられる。生産予測指数からみて、1-3月期の鉱工業生産も4四半期連続で大幅な増産になるとみられることも、こうした見方をサポートする。ESPフォーキャストによるコンセンサスでは、10年1-3月期が+0.80%、4-6月期が+0.75%と、成長率がゼロ%台に向かって鈍化すると予想されており、マイナス成長を見込む機関もあるが、実際にはそれを上回る成長が続き、景気は順調に回復を続けると筆者は予想している。

なお、コンセンサスでは、10年前半に景気が減速した後、10年後半以降には成長率が高まっていくという姿が想定されているが、筆者は逆に、10年度前半までは輸出を牽引役として景気は着実に回復するものの、年度後半（10-12月期以降）には景気が緩やかに減速に向かうと予想している。景気対策効果の弱まりや在庫サイクル面の下押しから米国景気が減速することや、中国で上海万博後の景気減速が見込まれること、ITサイクルが下降局面に転じることなどの影響などにより、輸出が減速するとみられることがその理由である。

当社では、本日の09年10-12月期GDPの結果を踏まえて、2009～2011年度日本経済見通しを2月17日（水）の16時に公表する予定である。足元の景気動向は当社が想定したシナリオに沿った動きになっていることから、先行きの景気の見方については大きな変更は行わないが、10-12月期GDP公表による足元修正や過去系列の変更などにより、成長率見通しを、09年度、10年度を中心として12月時点の予想（09年度：▲2.6%、10年度：+1.4%、11年度：+1.1%）から上方修正する予定である。

## ○ 公表方法には改善の余地

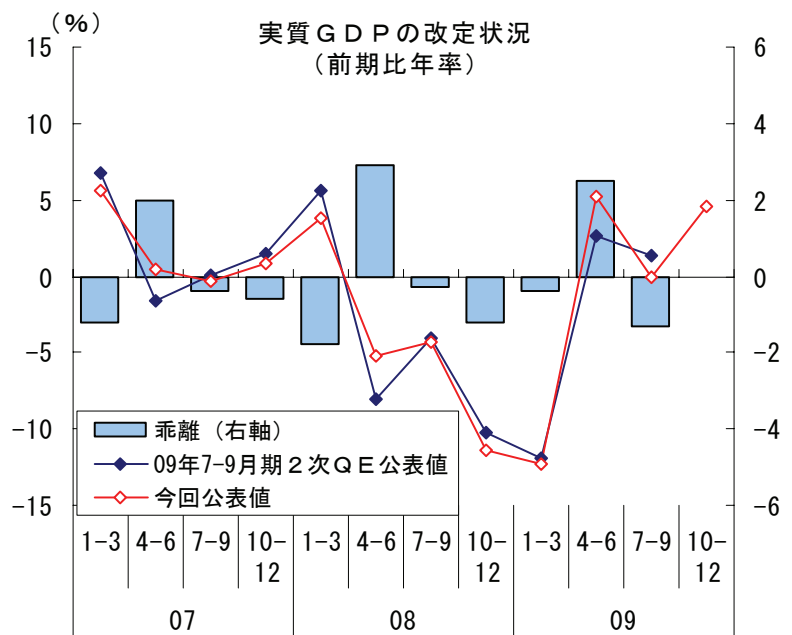
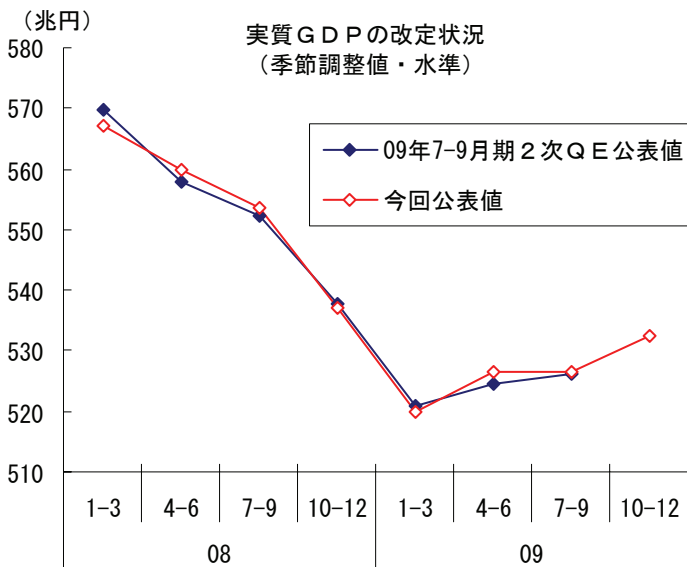
最後に、前述した季節調整方法の変更について、一つ述べておきたい。リーマンショック後の急変動について、季節調整値の歪みを避けるための調整を行うこと自体は望ましいことである。だが、その公表方法については改善の余地がある。

内閣府は2月3日の段階で、季節調整方法の変更を実施するというアナウンスと、その変更を09年7-9月期までの実績値に対して行った場合の試算値をHPに記載していた。だが、今回の10-12月期GDPにおいて実際に適用された設定内容は、HPに記載されている試算値の計算に用いられたものと若干異なっていた。異常値・レベルシフトの内容や期間によって結果は大きく変わってくるため、無用の混乱を避ける意味でも、事前に設定内容は公表すべきだったと考える。また、HPの内容についてもミスリーディングな記述が存在するなど、問題がある。内閣府は、ユーザーフレンドリーな情報公表方法を改めて考えていく必要があるだろう。

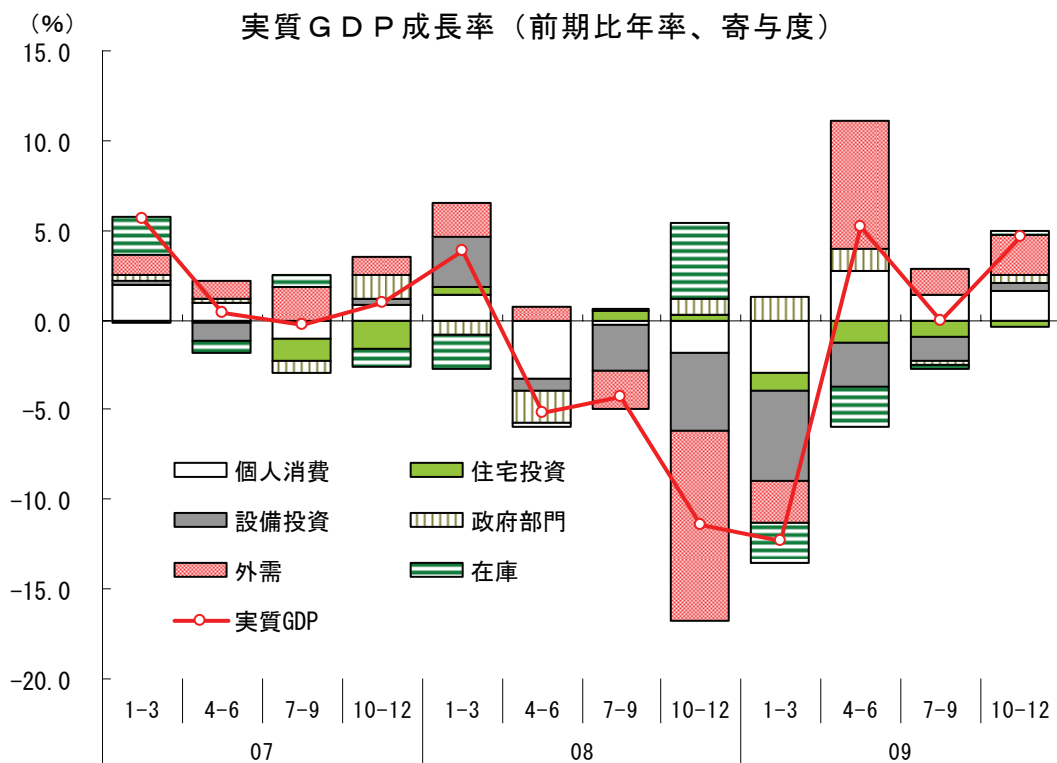
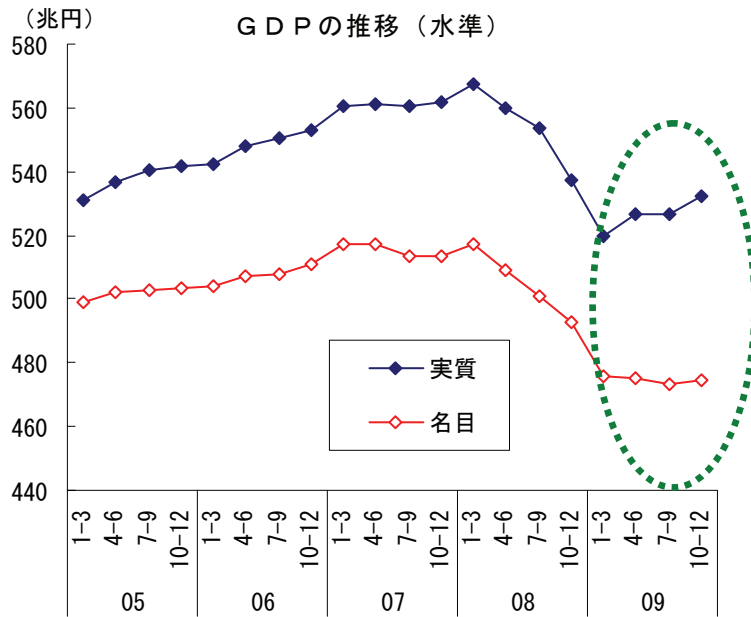
図表 2009年10-12月期GDP

	08年	09年		(%)		当社事前予測値 (2月8日作成)
	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
実質GDP (前期比年率)	▲ 3.0 ▲ 11.4	▲ 3.2 ▲ 12.3	1.3 5.2	0.0 0.0	1.1 4.6	1.0 3.9
内需寄与度 (うち民需) (うち公需)	▲ 0.3 ▲ 0.5 0.2	▲ 2.6 ▲ 2.9 0.3	▲ 0.5 ▲ 0.8 0.3	▲ 0.3 ▲ 0.3 ▲ 0.1	0.6 0.5 0.1	0.5 0.5 0.0
外需寄与度	▲ 2.7	▲ 0.6	1.8	0.3	0.5	0.4
民間最終消費支出	▲ 0.8	▲ 1.3	1.1	0.6	0.7	0.5
民間住宅	2.5	▲ 6.5	▲ 9.4	▲ 7.8	▲ 3.4	▲ 3.0
民間企業設備	▲ 7.3	▲ 8.7	▲ 4.2	▲ 2.5	1.0	▲ 0.3
民間在庫品増加(寄与度)	1.0	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 0.1	0.1	0.3
政府最終消費支出	1.1	0.8	0.3	0.1	0.8	0.2
公的固定資本形成	0.4	3.6	6.4	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 1.2
財貨・サービスの輸出	▲ 14.5	▲ 23.8	9.2	8.4	5.0	5.4
財貨・サービスの輸入	0.1	▲ 17.6	▲ 3.9	5.4	1.3	2.4
名目GDP (前期比年率)	▲ 1.6 ▲ 6.2	▲ 3.4 ▲ 13.0	▲ 0.1 ▲ 0.5	▲ 0.5 ▲ 1.8	0.2 0.9	0.8 3.1
GDPデフレーター(前年比)	0.4	0.3	▲ 0.6	▲ 0.6	▲ 3.0	▲ 2.5
国内需要デフレーター(前年比)	0.2	▲ 1.3	▲ 2.6	▲ 2.8	▲ 2.9	▲ 2.5

※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。



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。