

## 2007年10～12月期GDP速報（1次速報）の概要

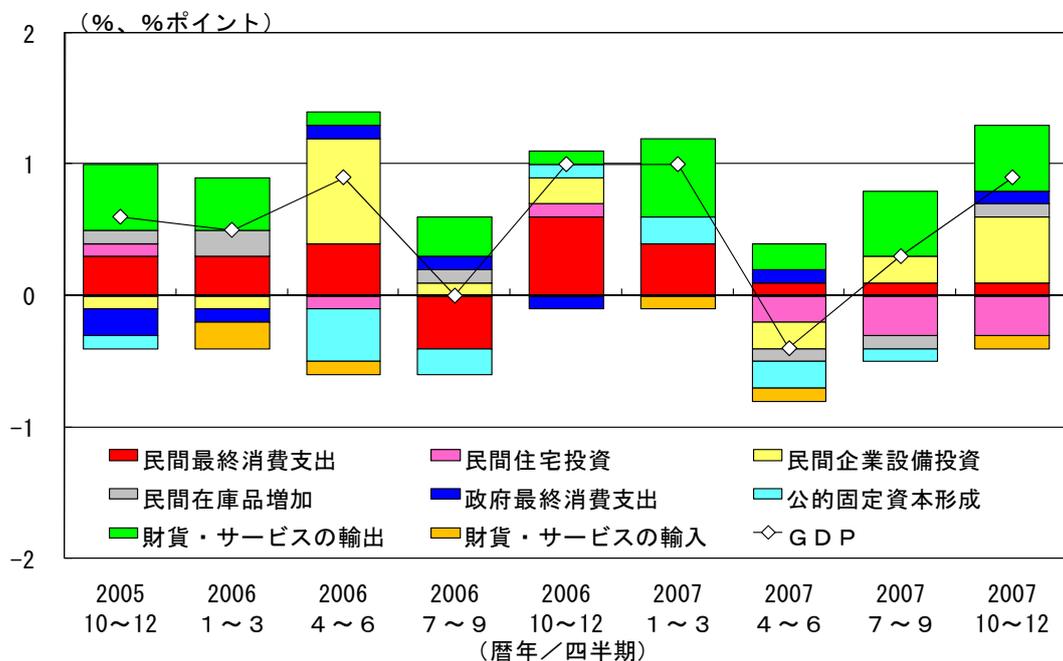
企画調整室（調査情報室） 竹田 智哉

### 1. 3四半期ぶりの高い伸びとなった10～12月期のGDP

2007年10～12月期のGDP（1次速報値、2008年2月14日公表）は、実質で前期比0.9%（年率3.7%）、名目では同0.3%（同1.2%）となった（図表1、2）。今次のGDP速報では、①6月の建築基準法改正の影響から、民間住宅投資（前期比9.1%減、寄与度 $\blacktriangle$ 0.3%ポイント）の大幅な減少に歯止めがかからない<sup>2</sup>、②所得の伸び悩み等を背景とした民間消費（前期比0.2%増、寄与度0.1%ポイント）の鈍化が続いているという7～9月期と同様のマイナス要因があったものの、輸出（前期比2.9%増、寄与度0.5%ポイント）が好調を維持し、民間設備投資（前期比2.9%増、寄与度0.5%ポイント）も回復したことから、実質成長率は3四半期ぶりの高い伸びとなった。

しかし、この高成長が持続的なものかどうかは、予断を許さない。その理由

図表1 実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(注) GDPは前期比、他はGDPへの寄与度。

(出所) 内閣府『平成19年10～12月期四半期別GDP速報（1次速報値）』

<sup>1</sup> 実質GDPへの寄与度。以下同じ。

<sup>2</sup> 同法の改正による建築確認・検査の厳格化を受け、審査が長期化したこと等から、住宅着工（新設住宅着工戸数（前年同月比）、国土交通省『建築着工統計調査報告』2008年1月号）は、7か月連続で大きく減少している。

図表2 GDP成長率と構成要素別の成長率の推移（前期比(%)）

	2006 10～12	2007 1～3	4～6	7～9	10～12	2005 (年度)	2006 (年度)
<b>実質GDP</b>	1.0	1.0	▲ 0.4	0.3	0.9	2.4	2.4
<b>内需</b>	(0.9)	(0.5)	(▲ 0.5)	(▲ 0.2)	(0.5)	(1.9)	(1.6)
民間最終消費支出	1.0	0.6	0.2	0.1	0.2	2.0	1.7
民間住宅投資	2.3	▲ 1.3	▲ 4.4	▲ 8.3	▲ 9.1	▲ 1.2	0.2
民間企業設備投資	1.5	▲ 0.3	▲ 1.5	1.1	2.9	6.7	5.7
民間在庫品増加	(▲ 0.0)	(0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.2)
政府最終消費支出	▲ 0.3	0.2	0.3	0.1	0.8	0.8	0.1
公的固定資本形成	2.2	5.2	▲ 4.2	▲ 1.9	▲ 0.7	▲ 5.6	▲ 9.1
公的在庫品増加	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(0.0)	(▲ 0.0)	(0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)
<b>外需</b>	(0.1)	(0.4)	(0.1)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.8)
財貨・サービスの輸出	0.8	3.5	1.1	2.9	2.9	9.0	8.4
財貨・サービスの輸入	0.1	1.0	0.5	▲ 0.1	0.5	5.9	3.1
<b>名目GDP</b>	1.1	0.7	▲ 0.5	0.1	0.3	1.1	1.6
名目雇用者報酬	▲ 0.1	▲ 0.1	0.2	0.0	0.0	1.4	1.3

(注) 内需、外需、民間在庫品増加、公的在庫品増加の数値は寄与度。

(出所) 内閣府『平成19年10～12月期四半期別GDP速報（1次速報値）』。

は、民間消費と民間企業設備投資が、内需の両輪として今後も景気回復を牽引するという構図を容易には描くことができないと考えられるからである。民間設備投資は、10～12月期には久しぶりに高い伸びを示したが、足下の円高・原油高の影響等を背景に企業収益の伸びが鈍化し続けていることを勘案すると<sup>3</sup>、持続性がある動きとは言い切れない。また、サブプライムローン問題が実体経済にも影響し始めた米国経済が調整局面を迎えると見られる中で、特に米国向け輸出の伸びの鈍化を受けて企業収益の伸びは更に抑えられる可能性がある。加えて、建築基準法改正の影響は、建築着工にも及んでいることから<sup>4</sup>、民間設備投資にマイナスの影響を及ぼすという見方が一般的となっている。

民間消費については、民間設備投資とは対照的に、足下で既に弱い伸びとなっている。この背景には、6月の住民税負担増、自然災害、原油など国際商品市況の高騰に伴うガソリン価格や日用品の値上げ等の特殊要因が指摘されているものの、基本的には所得環境の回復が遅々として進んでいないことや<sup>5</sup>、それ

<sup>3</sup> 7～9月期の経常利益（全産業）の伸び（前年同期比）は、2002年4～6月期以来、21期ぶりの減少となった（財務省『法人企業統計調査 平成19年7～9月期』）。

<sup>4</sup> 住宅着工のみならず、建築着工（着工床面積（民間非居住合計、前年同月比）、国土交通省『建築着工統計調査報告』2008年1月号）についても、7か月連続で減少している。さらに、建築基準法改正の影響としては、民間住宅投資や民間設備投資に数字上の悪影響を及ぼすだけではなく、住宅を購入する際に付随して発生する耐久消費財消費の下押し要因となるほか、主に中小建築業者の資金繰りについての影響も懸念されている。

<sup>5</sup> 厚生労働省『毎月勤労統計』によると、基本給を示す所定内給与（事業所規模5人以上）の伸び（前年同月比、以下同じ）は2007年11月以降3か月連続のプラスに転じたものの、ポー

らを背景とした消費者マインドの悪化が大きな要因であると考えられる。今後についても、企業収益の伸びの鈍化すなわち「企業から家計へ」の波及の『原資』が目減りすると見込まれている以上、所得環境の本格的な改善を期待することは難しいと考えられることから、民間消費の先行きは不透明と言えよう<sup>6</sup>。

民間シンクタンクの見通しにおいても、これまでの「企業から家計へ」の波及が実現することで民間消費が伸びる」というシナリオは姿を消しつつあり、向こう1年間程度の間は、サブプライムローン問題（米国経済の調整）、円高や原油高など顕在化し始めた下振れリスクの影響等から、我が国経済が短期的な調整プロセスに入るという見方が一般的なものになりつつある。その結果、民間シンクタンクの2008年度の実質成長率の見通しは、12月時点の平均2.1%から1.6%へと大きく低下している（図表3）。その後についても、「米国経済の調整が終局する2008年後半以降については、再び輸出の増勢が企業収益を押し上げ、それが雇用・所得環境の改善へとつながる」という見方はそれほど変わ

図表3 民間シンクタンクの短期経済予測（2008年度、前年度比(%)）

	(12月時点 の平均)	平均	最大	最小	切落とし 最大	切落とし 最小
実質GDP	2.1	1.6	2.1	1.2	1.9	1.3
民間最終消費支出	1.5	1.0	1.4	0.4	1.4	0.6
民間住宅投資	8.1	7.0	13.8	▲1.8	12.2	2.8
民間企業設備投資	4.3	3.5	5.1	1.6	4.6	1.8
政府最終消費支出	0.9	0.9	1.4	0.3	1.2	0.6
公的固定資本形成	▲4.4	▲3.8	▲1.6	▲5.5	▲2.6	▲5.4
輸出	5.5	4.3	6.1	0.8	5.6	2.0
(控除) 輸入	4.1	2.6	4.7	1.6	3.9	1.6
名目GDP	2.2	1.4	1.9	0.9	1.9	1.1
GDPデフレーター	0.1	▲0.2	0.2	▲0.5	0.1	▲0.4
消費者物価指数	0.4	0.5	0.7	0.3	0.7	0.3
国内企業物価指数	1.6	1.3	2.1	▲0.2	2.1	0.5

(注1)「平均」とは、出所資料（日経センター・2008年2月集計）における14機関（国内企業物価指数のみ13機関）の予測値の平均値であり、「12月時点の平均」とは、出所資料（日経センター・2007年12月集計）における14機関（同12機関）の予測値の平均値である。

(注2)「切落とし最大」「切落とし最小」とは、出所資料（日経センター・2008年2月集計）における14機関（国内企業物価指数のみ13機関）の予測値のうち、各項目について最大値と最小値を除いた12機関（同11機関）の予測値の最大値と最小値を示す。

(注3) 消費者物価指数は、生鮮食品を除く総合指数。

(注4) GDPデフレーターは、名目GDP成長率と実質GDP成長率の差として計算した。  
(出所) 日本経済研究センター『【速報】民間調査機関経済見通し（2008年2月集計）』、日本経済研究センター『【速報】民間調査機関経済見通し（2007年12月集計）』より作成

ナス等も含めた現金給与総額（同）の伸びについては、マイナス基調から脱したとは言い切れない。

<sup>6</sup> 詳細は、鈴木克洋・竹田智哉「危惧される「企業から家計へ」の実現可能性」『経済のプリズム』第51号（2008年2月）を参照。

っていないものの、「原材料価格の上昇に根ざした物価上昇が家計の購買力を損なう」ことから、従来のシナリオのような消費の回復を見込む向きは少ない(12月時点の平均1.5%→2月時点の平均1.0%)。

今次のGDP速報を受けた民間シンクタンクの見通しでは、足下の下振れリスクの顕在化等を反映し、それまでの「企業から家計へ」の波及を見込むシナリオから、波及の前に企業の『原資』が目減りすることで、本格的な波及は見込みがたい、というシナリオへと軌道修正が行われた。民間シンクタンクの見通しは、そのシナリオの描き方が変更されたことのみならず、その方向性についても下方修正がなされたと言えよう。これに加え、今後、サブプライムローン問題などの下振れリスク要因がこれまで想定されていたよりも大きなショックをもたらしたならば、更なるシナリオの軌道修正が求められる可能性も否定できない。今後の我が国経済の先行きについては、従前にも増して予断を許さない状況にあると言えよう。

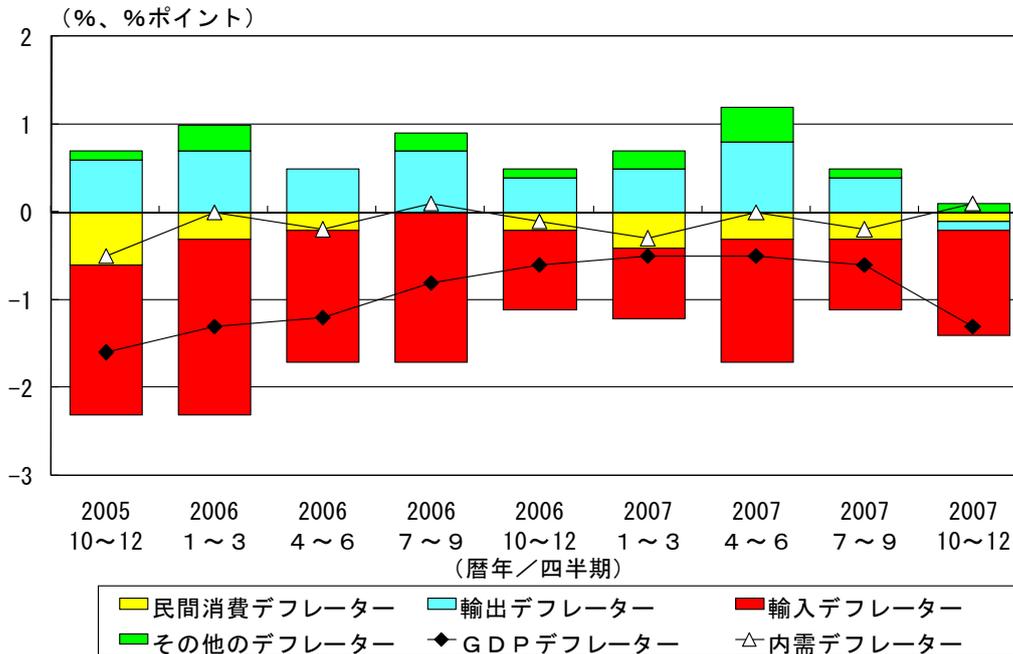
## 2. 供給側の影響に左右された物価動向

GDPデフレーター伸び率(前年同期比、以下同じ)は、2007年1~3月期以降、3四半期連続で▲0.5~▲0.6%の水準にとどまっていたものの<sup>7</sup>、10~12月期においては▲1.3%と再び大きくデフレが加速した(図表4)。しかし、この影響の大宗は、原油価格高騰の影響を受けた輸入デフレーター伸びの増加であり<sup>8</sup>、海外の影響を直接的には加味しない国内物価(内需デフレーター)は、10~12月期には5半期ぶりに伸び率が0.1%とプラスに転じている。この理由の1つには、GDPの内需項目デフレーターの中で唯一(在庫デフレーターを除く)デフレが続いている民間消費デフレーター伸びのマイナス幅が大きく縮小している点があり、その原因は、消費者物価指数の伸び率が、2007年

<sup>7</sup> GDPデフレーター伸び率は、2007年11月13日公表の『平成19年7~9月期四半期別GDP速報(1次速報値)』においては、2007年1~3月期から7~9月期までの3四半期連続で▲0.3%とされていた。しかし、12月7日公表の『平成19年7~9月期四半期別GDP速報(2次速報値)』では、この3四半期の伸びは▲0.4%と下方修正され、2008年2月14日公表の『平成19年10~12月期四半期別GDP速報(1次速報値)』においては、1~3月期と4~6月期は▲0.5%、7~9月期は▲0.6%と更に下方修正されている。

<sup>8</sup> 原油価格(輸入価格)が継続的に上昇している場合、原油の需要量に変化がないと仮定するならば、名目輸入額が膨らむことで名目GDPは押し下げられる(輸入がGDPの控除項目であるため)のに対し、実質輸入額は変わらない(実質は物価上昇分の影響を差し引く)ことから実質GDPも変動しないため、名実GDPの比として計算されるGDPデフレーターは、即時的には押し下げられる傾向が見られる。詳細は、拙稿「2006年4~6月期GDP速報(1次速報)の概要」『経済のプリズム』第29号(2006年9月)を参照。

図表4 GDPデフレーター推移と寄与度



(注1) GDPデフレーター、内需デフレーターは前年同期比。それ以外は、GDPデフレーターへの寄与度。  
 (注2) 各項目別デフレーターはGDPデフレーターへの寄与度は、各項目の名目成長率への寄与度－実質成長率への寄与度で計算した。  
 (出所) 内閣府『平成19年10～12月期四半期別GDP速報(1次速報値)』より作成

10月頃から、石油関連製品価格の上昇の影響によって<sup>9</sup>、総合指数、コア指数<sup>10</sup>ともに明確にプラスに転化していることが挙げられる。

しかし、今回、消費者物価指数で見られた物価上昇は、需要増に根ざした物価上昇(ディマンドプル型のインフレ)という色彩は薄く、専ら供給側の要因に左右された物価上昇(コストプッシュ型のインフレ)という側面が強い。後者の場合、我が国全体の実質購買力が減退することから、需要の押下げを通じた物価下落圧力が生じる可能性があるため、「持続的な」物価上昇すなわちデフレ脱却が成し遂げられるかについては、予断を許さない状況にある。足下では、今後、所得環境の本格的な改善を見込む向きは少ないことを勘案すると、需要増に基づく物価への上昇圧力に多くを期待することはできないだろう。今次のGDP速報に基づく民間シンクタンクの見通しにおいても、GDPデフレーターで見たデフレ脱却が2008年度でも実現しないと見る機関が多数派となっており、デフレ脱却への足踏みは長期化しつつある。

<sup>9</sup> 消費者物価指数のコア・コア指数(食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合指数)の伸び率は、総合指数やコア指数とは異なり、2008年1月時点でもまだマイナス基調を脱していない。

<sup>10</sup> コア指数は、生鮮食品を除く総合指数。

## 補論 景気減速に対しゼロ金利政策は有効か（モデルシミュレーション）

先述のとおり、民間シンクタンクの見通しでは、我が国経済が短期的な調整プロセスに入るという見方が大勢を占めつつある。政府も、2008年1月18日に閣議決定した政府経済見通しにおいて、これまでシナリオの中心に据えてきた「企業から家計へ」の本格的な波及の実現を先送りしており<sup>11</sup>、我が国経済の先行きについては不透明感が強まりつつある。

今後、実際に調整プロセス入りが目前に迫るような状況に至るならば、政府による景気刺激策を求める声が出ることも予想される。財政再建が喫緊の課題であり、相当規模の財政出動を求めることは難しいことを勘案すると、もう1つの手段として金融政策に注目が集まるかもしれない。理論上、政策金利の引下げは、長期金利や貸付金利の引下げをもたらし、それは企業収益を好転させることから、設備投資が押し上げられることとなり、短期的には経済へプラスの影響をもたらすとされている。しかし、現行0.5%のコールレートをゼロへと引き下げたとしても、景気を浮揚させるほどの効果が得られるのだろうか。

本補論では、2008年4～6月以降、コールレートをゼロ%に引き下げた場合（ゼロ金利シナリオ）の影響を試算し、2008年度はコールレートが0.5%を維持し、2009年度に一度だけ利上げ（0.25%）が行われるとした場合（標準シナリオ）と比較した（補論図表）<sup>12</sup>。試算の結果からは、利下げが行われた場合、主に債務利払いの減少等を理由として企業収益が伸びるため、民間設備投資が押し上げられるものの、実質経済成長率の押し上げ幅は小さく、2009年度はわずか0.1%ポイント程度の効果でしかない。このことから、ゼロ金利政策による景気浮揚効果は限定的と言えよう。

補論図表 ゼロ金利政策を取った場合の我が国経済への影響

（単位：%、%ポイント）

	2008年度			2009年度		
	ゼロ金利シナリオ	標準シナリオ	差	ゼロ金利シナリオ	標準シナリオ	差
実質GDP	1.6	1.6	0.0	2.0	1.9	0.1
実質民間消費支出	1.0	1.0	▲0.0	1.2	1.2	▲0.1
実質民間企業設備投資	3.7	3.5	0.2	5.2	4.3	0.9

（注）「差」は、ゼロ金利シナリオの下での成長率－標準シナリオの下での成長率

（内線 75045）

<sup>11</sup> 「平成20年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」。詳細は、脚注6を参照。

<sup>12</sup> 民間シンクタンクの見通しでは、利上げは2008年度にはなく、2009年度にあるという見方が一般的である。補論図表はマクロモデルによる試算結果であり、幅をもって見る必要がある。