

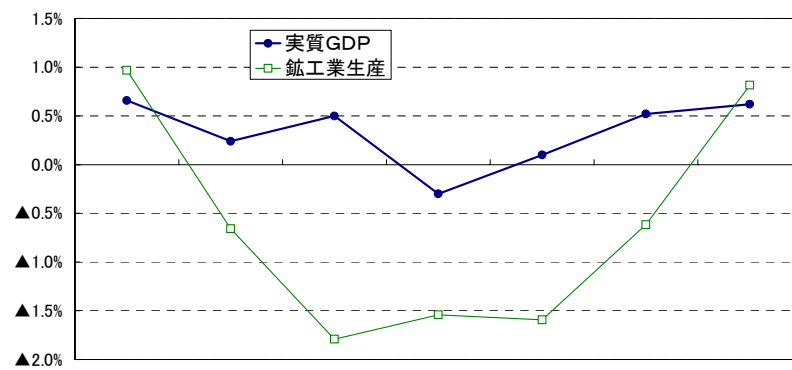
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

1-3 月期はプラス成長でも景気は後退局面入りか

1. 鉱工業生産は 2008 年に入り急速に落ち込んでおり、1-3 月期は前期比で減少となること
がほぼ確実である。一方、1-3 月期の実質 GDP は 3 四半期連続でプラス成長となる可
能性が高く、両者の動きは大きく乖離している。
2. 鉱工業生産は景気循環と概ね一致した動きを示すのに対し、日本の GDP は景気との連
動性が高いとは言えず、景気後退局面でプラス成長となることも少なくない。一方、米
国では景気後退局面ではマイナス成長となることが多いため、GDP の動きで景気の転
換点を判断しやすい。
3. 米国経済はすでに景気後退局面に入っている可能性が高いが、1-3 月期がマイナス成長
となれば、こうした見方を裏付けるものとして捉えられるだろう。
4. 1-3 月期の日本の GDP はプラス成長となる可能性が高いが、足もとの景気局面を判断
する際の決め手とはならない。当研究所では、景気は 2007 年終わり頃をピークにすで
に後退局面入りしていると判断しているが、4-6 月期の鉱工業生産の方向性がはっきりす
る今後数ヶ月のうちに、景気回復基調が維持されているか、すでに後退局面入りしてい
るかの結論が出ることになるだろう。

(前期比) 景気後退局面における実質 GDP、鉱工業生産の推移



(注) 1980 年以降の景気後退局面の平均値。鉱工業生産は 2000 年基準 (景気の高からの経過四半期数)
(資料) 内閣府「四半期別 GDP 速報」、経済産業省「鉱工業指数」

主任研究員 斎藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

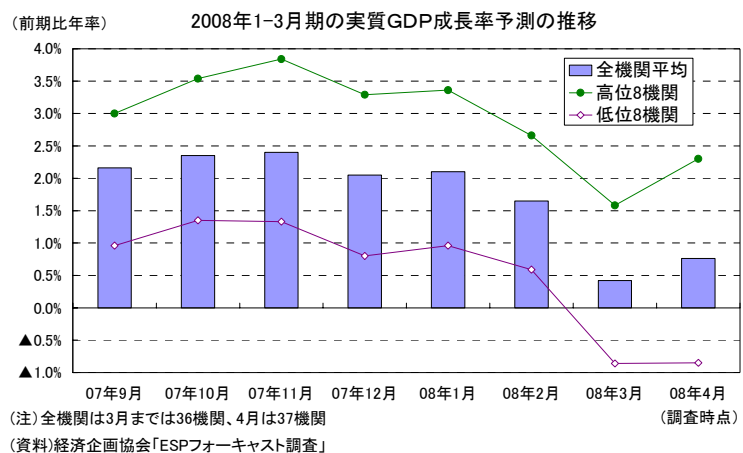
〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 TEL: (03)3512-1884 <http://www.nli-research.co.jp/>

＜1-3 月期はプラス成長でも景気後退局面入りか＞

●乖離する鉱工業生産とGDP

輸出の好調を背景に増加を続けてきた鉱工業生産(2000年基準)は、2008年1月が前月比▲2.2%、2月が同▲1.2%と、2008年に入り急速に落ち込んだ。製造工業生産予測指数は3月が前月比2.0%となっているが、仮に3月の生産の実績値がこれと同じ伸びになったとしても1-3月期の鉱工業生産は前期比▲1.9%の大幅減少となる。1-3月期が前期比で減少となることは確実な状況と言える¹。

一方、2008年1-3月期の実質GDP成長率は2007年10-12月期の前期比0.9%（年率3.5%）からの急減速が不可避と見られていたが、民間調査機関の予測は足もとではむしろ上方修正されている。経済企画協会が毎月公表している「ESPフォーキャスト調査」によれば、2008年1-3月期の実質GDP成長率の予測は、3月調査では全機関（3月までは36機関、4月は37機関）平均で前期比年率0.42%と2月調査の同1.65%から大幅に下方修正されていたが、4/10に公表された4月調査では0.34ポイント上方修正され、0.76%となった。高位8機関の平均は2.30%と潜在成長率を上回る伸びとなっており、1-3月期が必ずしも低成長にとどまるとは言えない状況となってきた。



当研究所では、2/14に10-12月期のGDP1次速報が公表された直後に作成した経済見通しでは、1-3月期の成長率を前期比年率0.5%としていたが、3/12の2次速報後には同0.9%へと上方修正した。2月の主要経済指標がほぼ出揃った現時点で1-3月期の成長率を予測したところ、前期比年率1.4%とさらに上方修正となった（1-3月期GDP予測の最終版はweeklyエコノミストレター2008.4.30号で発表予定）。

新興国向けを中心とした輸出が予想以上に底堅さを維持していること、所得の低迷、消費者心理の悪化など消費を取り巻く環境は厳しさを増しているにもかかわらず、民間消費の伸びが前期よりも高まる見込みとなったことなどが上方修正の要因である。また、改正建築基準法の影響で

¹ 経済産業省は4/10、鉱工業指数の基準改定（2000年基準→2005年基準）結果の暫定値（2003年1月～2008年1月）を公表した。しかし、2002年以前、2008年2月のデータは現時点では未公表のため、本レポートの分析は全て2000年基準で行っている。ちなみに、新基準の生産指数は08年1月が前月比▲0.5%と旧基準よりもマイナス幅が小さくなったため、1-3月期の減少幅はそれほど大きなものとはならない可能性もある。

2007年7-9月期、10-12月期と大幅な減少となった住宅投資は、その反動増から前期比7%程度の高い伸びが予想される（現時点の1-3月期のGDP予測値は6Pに掲載）。

今後公表される3月分の経済指標の結果にもよるが、5月中旬に内閣府から公表される1-3月期の成長率は1%台半ばから後半とされる潜在成長率並みの伸びを確保する可能性も出てきた。

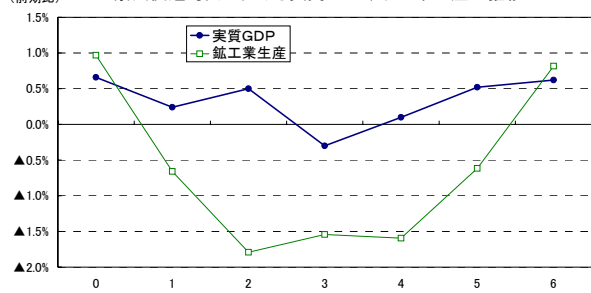
●GDPでは判断できない日本の景気循環

鉱工業生産の急速な落ち込み、日銀短観で確認された企業の景況感の大幅悪化など、景気後退局面入りを示唆する指標が相次いでいるが、1-3月期の実質GDPが比較的高めの伸びとなれば、景気は意外に底堅いという見方が増えてくる可能性もある。

しかし、実は日本のGDPは景気との連動性がそれほど高くない。日本の景気基準日付は主として景気動向指数（一致指数）のヒストリカルDIを用いて決定されるが²、一致指数の構成指標11系列のうち、鉱工業指数を中心とした製造業に関するものが6系列と過半数を占めている。このため、景気の転換点と鉱工業生産の転換点は概ね一致している。

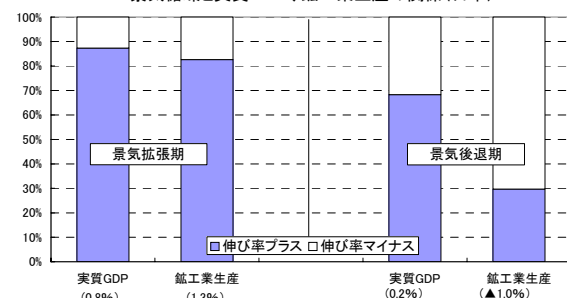
実際、前回の景気後退局面（2000年11月が景気の山）では、景気後退局面入り直後の2001年1-3月期の鉱工業生産は前期比▲3.2%と急速に落ち込んだが、実質GDPは前期比0.5%（年率1.9%）と底堅さを維持しており、マイナス成長に転じたのは2001年4-6月期（前期比▲0.6%、年率▲2.2%）であった。1980年以降の景気後退局面における平均的なパターン（計5回）を、鉱工業生産と実質GDPの動きで見ると、鉱工業生産は景気後退局面入りと同時に前期比でマイナスに転じ、その後1年程度マイナスが続いているのに対し、実質GDPは景気後退局面入り後もプラス成長を維持する傾向があることが分かる。

（前期比） 景気後退局面における実質GDP、鉱工業生産の推移



（注）1980年以降の景気後退局面の平均値。鉱工業生産は2000年基準（景気の山からの経過四半期数）
（資料）内閣府「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」

景気循環と実質GDP、鉱工業生産の関係（日本）



（注）景気局面毎の実質GDP、鉱工業生産の伸び率（前期比）がプラス（マイナス）の割合（1980年以降）。（）は平均伸び率

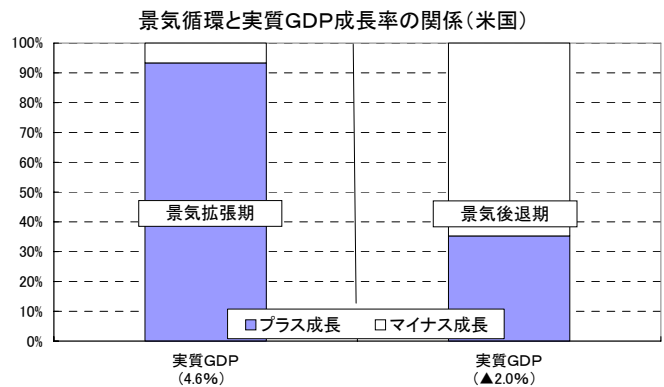
また、鉱工業生産と実質GDPの四半期毎の伸び率（前期比）を景気局面毎に見ると、景気拡張局面では鉱工業生産、実質GDPともに8割以上がプラスの伸びとなり、両者に大きな差は見られない。ところが、景気後退局面では鉱工業生産は約7割がマイナスの伸びとなるのに対し、実質GDPがマイナス成長となるのは約3割しかない。景気局面毎の平均伸び率（四半期毎）を比較すると、鉱工業生産は景気拡張期の前期比1.3%に対して後退期は同▲1.0%と大きな開きがある。

² 正式には、景気動向指数研究会での議論を経た後、内閣府経済社会総合研究所長が設定する

あるのに対して、実質GDPは景気拡張期の前期比0.8%に対して後退期は同0.2%と両者の差はそれほど大きくない。鉱工業生産は景気との連動性が高いが、実質GDPの動きは必ずしも景気循環と一致していないのである。

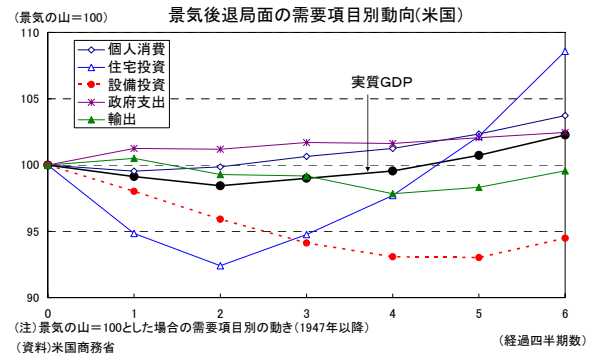
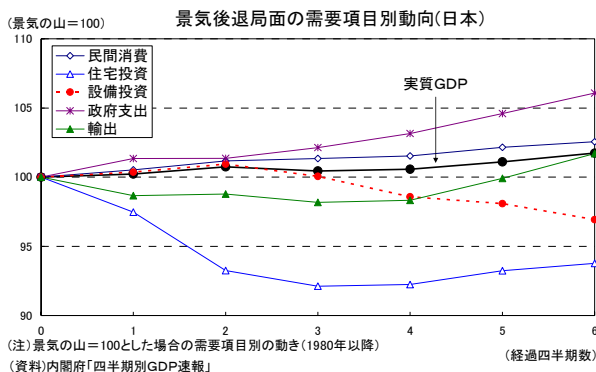
●GDPとの連動性が高い米国の景気循環

一方、米国では、景気後退を判断するための簡便的な方法として「2 四半期連続のマイナス成長」が用いられることから分かるように、景気循環とGDPとの連動性が非常に高い³。日本の場合と同様に、過去の景気循環と実質GDP成長率(四半期毎)の関係を見ると、景気拡張期には9割以上がプラス成長、景気後退期には6割以上がマイナス成長となっている。実質GDP成長率の平均は景気拡張期が前期比年率4.6%、景気後退期は同▲2.0%となっている。日本とは異なり、実質GDPの動きから景気の局面を判断しやすいと言えるだろう。



(注)景気局面毎の実質GDP成長率(前期比年率)がプラス(マイナス)の四半期数の割合(1947年以降)。()は平均伸び率

過去の景気後退局面入り後の需要項目毎の動きを見ると、日本の場合は、輸出、住宅投資が落ち込み成長率を下押しするが、政府支出が景気下支えの役割を果たしている。また、GDPの最大の需要項目である民間消費が緩やかながら増加し続けることがマイナス成長に陥らない大きな要因になっている。設備投資は後退局面を通してみれば減少するものの、景気のピークアウトにやや遅れて減少し始める傾向があるため、景気後退局面入り直後も成長率を若干押し上げることが多いという特徴もある。



³ 正式には、①実質GDP、②非農業部門雇用者数、③鉱工業生産、④個人所得、⑤製造業および卸・小売業の売上、の動向をもとに、全米経済研究所(NBER)が認定する

これに対し米国では、住宅投資、設備投資がともに急速に落ち込むことに加え、景気後退局面入り直後は個人消費が小幅ながらも減少し、成長率の押し下げ要因となっていることが、日本との大きな違いである。米国の場合、雇用調整が日本よりも速やかに行われる傾向があり、このことが個人消費の減速につながりやすくなっていると考えられる。

●注目される 4-6 月期の鉱工業生産

米国は景気悪化を示す経済指標が相次いでおり、景気後退局面入りがいよいよ濃厚となってきた。すでにバーナンキFRB議長は景気後退の可能性について言及しているが、4/30公表予定の1-3月期のGDPがマイナス成長となれば、こうした見方を裏付けるものとして捉えられることになるだろう。

一方、1-3月期の日本のGDPはプラス成長となる可能性が高まっているが、ここまで見てきたように日本のGDPの動きは景気と連動しないことが多いため、足もとの景気局面を判断する際の決め手とはならない。

景気との連動性が高い鉱工業生産が1-3月期に前期比で減少となることは確実だが、4-6月期の方向は現時点ではまだ見極めにくい状況にある。ちなみに、2月の鉱工業生産指数を製造工業生産予測指数（3月：前月比2.0%、4月：同▲1.0%）で先延ばしすると、4月の水準は1-3月期（見込み）比で▲0.1%とほぼ横ばいとなる（2000年基準による試算）。

当研究所では、これまで堅調を続けた輸出が、米国の景気後退や円高の影響で減速に向かい、鉱工業生産は4-6月期も前期比で減少すると予想しており、景気は2007年終わり頃をピークにすでに後退局面入りしていると判断している。今後数ヶ月のうちに4-6月期の鉱工業生産の方向性がはっきりし、景気回復基調が維持されているか、すでに後退局面入りしているかの結論が出ることになろう。

日本・月次GDP 予測結果

[月次]
→実績値による推計

[四半期]
実績←→予測

	2007/9	2007/10	2007/11	2007/12	2008/1	2008/2	2007/7-9	2007/10-12	2008/1-3
実質GDP	560,470	565,928	567,125	563,754	567,884	568,813	560,791	565,602	567,514
前期比年率							1.2%	3.5%	1.4%
前期比	▲0.4%	1.0%	0.2%	▲0.6%	0.7%	0.2%	0.3%	0.9%	0.3%
前年同期比	1.3%	2.9%	1.9%	1.3%	2.0%	2.1%	1.7%	2.0%	1.4%
内需 (寄与度)	531,500	534,248	536,163	535,024	535,280	537,249	532,985	535,145	536,133
前期比	▲0.3%	0.5%	0.3%	▲0.2%	0.0%	0.3%	▲0.2%	0.4%	0.2%
前年同期比	▲0.3%	0.5%	0.6%	0.3%	0.2%	0.7%	0.5%	0.5%	0.2%
民間 (寄与度)	415,756	418,424	419,551	418,226	418,327	421,548	417,415	418,734	420,090
前期比	▲0.3%	0.5%	0.2%	▲0.2%	0.0%	0.6%	▲0.1%	0.2%	0.2%
前年同期比	▲0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%
民間消費	311,060	311,843	313,155	311,982	312,548	315,583	311,655	312,326	313,473
前期比	▲0.2%	0.3%	0.4%	▲0.4%	0.2%	1.0%	0.1%	0.2%	0.4%
前年同期比	1.0%	1.3%	1.5%	1.1%	1.0%	1.8%	1.6%	1.3%	0.9%
民間住宅投資	15,237	14,316	14,590	15,280	15,771	15,787	16,239	14,729	15,748
前期比	▲5.6%	▲6.0%	1.9%	4.7%	3.2%	0.1%	▲8.3%	▲9.3%	6.9%
前年同期比	▲17.5%	▲23.4%	▲22.5%	▲19.1%	▲15.6%	▲14.6%	▲11.5%	▲21.7%	▲15.0%
民間設備投資	88,286	90,468	90,085	89,467	88,433	88,788	88,270	90,007	89,532
前期比	▲0.2%	2.5%	▲0.4%	▲0.7%	▲1.2%	0.4%	0.9%	2.0%	▲0.5%
前年同期比	▲0.3%	2.1%	0.5%	0.0%	0.8%	1.2%	0.5%	0.9%	0.7%
民間在庫 (寄与度)	1,868	2,638	2,562	2,336	2,416	2,220	1,946	2,512	2,176
前期比	▲0.0%	0.1%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	▲0.1%	0.1%	▲0.1%
前年同期比	▲0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.2%	▲0.1%
公需 (寄与度)	115,912	115,985	116,774	116,980	117,115	115,864	115,738	116,573	116,205
前期比	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	▲0.2%	▲0.1%	0.1%	▲0.1%
前年同期比	▲0.0%	0.2%	0.3%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	0.2%	▲0.1%
政府消費	95,378	95,639	96,165	96,332	96,180	95,711	95,194	96,045	95,730
前期比	0.2%	0.3%	0.5%	0.2%	▲0.2%	▲0.5%	0.1%	0.9%	▲0.3%
前年同期比	0.4%	1.3%	1.9%	1.3%	0.9%	1.1%	0.4%	1.5%	1.1%
公的固定資本形成	20,412	20,155	20,418	20,437	20,757	19,976	20,421	20,337	20,298
前期比	▲0.8%	▲1.3%	1.3%	0.1%	1.6%	▲3.8%	▲1.9%	▲0.4%	▲0.2%
前年同期比	▲1.3%	▲1.9%	▲0.5%	▲1.9%	▲5.7%	▲5.6%	0.0%	▲1.4%	▲5.7%
外需 (寄与度)	28,436	30,935	30,217	27,986	31,859	30,819	27,272	29,713	30,636
前期比	▲0.0%	0.4%	▲0.1%	▲0.4%	0.7%	▲0.2%	0.5%	0.4%	0.2%
前年同期比	1.5%	2.3%	1.2%	0.9%	1.7%	1.3%	1.1%	1.4%	1.1%
財貨・サービスの輸出	87,011	90,508	91,708	91,837	94,373	94,208	88,571	91,351	93,227
前期比	▲2.9%	4.0%	1.3%	0.1%	2.8%	▲0.2%	2.9%	3.1%	2.1%
前年同期比	4.6%	14.8%	10.6%	8.2%	12.2%	10.7%	8.6%	11.2%	9.5%
財貨・サービスの輸入	58,575	59,573	61,491	63,851	62,514	63,389	61,299	61,638	62,591
前期比	▲3.9%	1.7%	3.2%	3.8%	▲2.1%	1.4%	▲0.1%	0.6%	1.5%
前年同期比	▲7.6%	▲0.3%	3.7%	2.6%	0.2%	3.1%	1.5%	1.9%	2.6%

<民間消費の内訳>

	254,441	255,044	256,160	255,483	256,206	258,939	255,114	255,562	256,381
家計消費 (除く帰属家賃)									
前期比	▲1.2%	0.2%	0.4%	▲0.3%	0.3%	1.1%	0.1%	0.2%	0.3%
前年同期比	1.0%	1.2%	1.4%	1.0%	0.8%	1.6%	1.6%	1.2%	0.7%
需要側推計									
前期比	0.1%	▲1.1%	0.7%	▲0.3%	1.2%	2.2%	▲0.5%	▲0.2%	1.7%
前年同期比	1.0%	▲1.1%	0.4%	0.7%	0.7%	3.4%	0.6%	0.1%	0.8%
供給側推計									
前期比	▲2.0%	2.3%	▲0.2%	▲0.6%	1.1%	0.0%	▲0.3%	1.1%	▲0.0%
前年同期比	0.4%	1.7%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	1.6%	1.0%	0.7%
帰属家賃	4,123	4,131	4,135	4,138	4,145	4,148	49,446	49,610	49,802
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%
前年同期比	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.8%	1.6%	1.5%

(注) 家計消費 (除く帰属家賃) には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(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はありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)