

# けいざい・かわら版

より身近な経済に関する事象や出来事を平易に解説するコーナーです

## 民間シンクタンク・調査機関の経済見通し

～前回から予測数値はさほど変わらないが、見方はより分かれる～

経済調査部 山下 顕



### (要旨)

8月に発表された2004年度の実質GDP成長率予測の平均値(22機関平均)は前年比+3.5%となり、前回(5月予測)対比で0.2%ポイントの上方修正となった。夏場の猛暑効果などを追加的に織り込んで若干上方修正した機関が多くみられた。

多くの機関で想定されている2004年度のマインシナリオは、「年度前半は米国やアジアを中心とした海外景気の好調をうけて輸出が引き続き堅調に推移し、生産の活発化が企業収益の拡大をもたらし、設備投資も拡大基調を辿る」というものである。ただし年度後半になると、金融引き締め政策によって米国や中国の成長ペースが鈍化し、それに伴い景気回復の先導役である輸出の伸びも鈍化することから、日本経済の回復ペースもいったんスロウダウンするとの見方が大勢を占めている。

2005年度の実質GDP成長率予測(22機関平均)は前年比+1.7%となり、4年連続でプラス成長が見込まれている。民間見通し平均でみると、前回(5月予測)から実質GDP成長率に変化がない形になっているが、中身を見ると半数の機関で下方修正、5社が変わらず、5社が上方修正を行っており、まちまちの動きとなっている。また、予測数値の幅についても、2.6%ポイント(予測レンジ:0.6%~3.2%)と、2004年度の1.2%ポイント(同:2.9%~4.1%)よりも大きくなっており、かなりバラツキがみられる。先行きのシナリオを大別すると「2004年度よりも成長ペースは鈍るが、堅調な推移を辿る」という見方と「2004年度後半からの調整が低成長をもたらす」との見方に分かれた。

### 2004年度：足元堅調、先行き成長ペース鈍化がコンセンサス

8月に発表された2004年度の実質GDP成長率予測の平均値(22機関平均)は前年比+3.5%となり、前回(5月予測)対比で0.2%ポイントの上方修正となった。夏場の猛暑効果などを追加的に織り込んで若干上方修正した機関が多くみられた。景況感及びシナリオを大きく変えている機関はほとんどなかった。

多くの機関で想定されているマインシナリオは、「年度前半は米国やアジアを中心とした海外景気の好調をうけて輸出が引き続き堅調に推移し、生産の活発化が企業収益の拡大をもたらし、設備投資も拡大基調を辿る」というものである。ただし年度後半になると、金融引き締め政策によって米国や中国の成長ペースが鈍化し、それに伴い景気回復の先導役である輸出の伸びも鈍化することから、日本経済の回復ペースもいったんスロウダウンするとの見方が大勢を占めている。

特徴的なコメントをいくつかご紹介すると、「IT・デジタル分野における競争力確保のための投資前倒しや、中小企業での業績回復を受けた維持更新投資の積極化などにより高い伸びが見込まれる（みずほ総研）」「日銀短観の設備投資計画や機械受注では高い伸びとなる一方で、2004年度上期の設備投資が予想外に伸び悩んだことから（名目ベース）、その反動で当面は上振れしやすい状況が続く見通し（日本総研）」といった強気のコメントがいくつか散見された。ただ、日銀短観（6月調査）で製造業の2004年度設備投資計画（上期：前年同期比+34.1%、下期：同 0.2%）が下期にかけて増勢に歯止めがかかることをうけて、「集中的な設備投資の増加テンポが一本調子で持続することは考えにくい（三菱総研）」とみる向きもある。各機関、年度の値では総じて高い伸びを予測しているものの、年度後半に向けての見方については多少方向感に違いが出ていると言えよう。

資料1 民間シンクタンク・調査機関の経済見通し

<b>予測数値（実質GDP成長率）</b>	
2004年度平均	+3.5%（最低 +2.9% ~ 最高 +4.1%） 当社 +3.5%
2005年度平均	+1.7%（最低 +0.6% ~ 最高 +3.2%） 当社 +1.7%
<b>前回（5月）見通しからの修正幅</b>	
2004年度平均	+0.2% P（最低 0.3% P ~ 最高 +0.8% P） 当社 +0.5% P
2005年度平均	0.0% P（最低 0.6% P ~ 最高 +1.5% P） 当社 0.5% P

（出所）各社発表資料より当社作成

資料2 2004年度 項目別見通し一覧

	社名	2004年8月発表（単位：%）				企業物価	消費者物価	原油価格 （ドル/バレル）	円/ドル	米国実質 GDP	参考	
		名目 GDP	実質 GDP	消費	設備						前回予測	修正幅
	政府見通し	1.8	3.5	2.6	9.9	0.6	0.1	-	-	-	-	-
1	BNPパリバ	2.5	4.1	-	-	-	-	-	-	-	3.3	0.8
2	モルガンスタンレー	1.6	3.9	2.8	8.3	1.7	0.3	38.2	107.9	4.5	4.2	0.3
3	日本総研	1.3	3.9	2.6	10.4	-	0.1	-	-	-	4.1	0.2
4	ゴールドマンサックス	1.9	3.7	2.7	7.6	1.5	0.2	-	-	-	3.7	0.0
5	新光総合研究所	1.8	3.7	2.8	7.9	0.9	0.2	40.0	110.0	-	3.5	0.2
6	住友生命総研	1.8	3.6	3.0	5.7	1.3	0.1	38.0	110.0	4.2	3.3	0.3
7	野村證券	1.5	3.6	2.7	8.1	1.4	0.2	(40.2)	110.3	4.4	3.4	0.2
8	住友信託銀行	1.2	3.6	2.8	7.9	1.1	0.3	(40.7)	110.7	4.4	3.7	0.1
9	明治安田生命保険	1.1	3.6	3.3	6.6	1.3	0.2	-	107.0	4.2	3.4	0.2
10	みずほ総合研究所	1.6	3.5	2.5	9.2	1.0	0.2	39.5	110.0	4.3	3.4	0.1
11	三井トラスト	1.3	3.5	3.0	7.5	1.2	0.1	(35.0)	109.6	4.3	3.1	0.4
12	第一生命経済研究所	1.3	3.5	2.5	8.2	1.2	0.1	39.3	109.1	4.3	3.0	0.5
13	大和総研	0.9	3.5	2.8	7.7	1.2	0.1	(37.2)	111.4	4.2	3.3	0.2
14	三菱総研	1.4	3.4	2.7	8.0	1.5	0.0	(37.3)	108.8	4.1	2.7	0.7
15	日経シナジー	1.2	3.4	2.4	9.6	1.0	0.2	-	111.4	4.5	3.2	0.2
16	信金中央金庫総合研究所	1.1	3.4	2.3	8.7	1.2	0.1	(36.0)	112.0	4.4	2.9	0.5
17	大和証券SMB C	0.9	3.4	2.8	7.0	1.5	0.1	-	109.0	4.1	-	-
18	ニッセイ基礎研	1.2	3.3	2.5	8.3	1.7	0.1	(38.0)	109.0	4.3	3.0	0.3
19	農林中金総合研究所	1.4	3.2	2.5	7.9	1.2	0.1	(37.5)	109.3	4.3	2.8	0.4
20	UFJ総合研究所	1.2	3.1	2.7	6.0	1.1	0.0	39.6	112.1	4.3	2.9	0.2
21	富国生命	1.2	3.0	2.5	8.5	0.9	0.0	(35.7)	109.2	4.1	2.6	0.4
22	浜銀総研	1.0	2.9	2.5	5.9	1.1	0.3	-	111.1	4.1	3.1	0.2
<b>民間見通し平均</b>		<b>1.4</b>	<b>3.5</b>	<b>2.7</b>	<b>7.9</b>	<b>1.3</b>	<b>0.1</b>	<b>39.1</b>	<b>109.9</b>	<b>4.3</b>	<b>3.3</b>	<b>0.2</b>

\*原油価格でカッコ付の数字はC I F入着価格

（出所）各社発表資料より当社作成

2005 年度：「成長ペースは鈍るが堅調」と「調整が低成長をもたらす」に見方分かれる

2005 年度の実質 GDP 成長率予測（22 機関平均）は前年比 +1.7% となり、4 年連続でプラス成長が見込まれている。民間見通し平均でみると、前回（5 月予測）から実質 GDP 成長率に変化がない形になっているが、中身をみると半数の機関で下方修正、5 社が変わらず、5 社が上方修正を行っており、まちまちの動きとなっている。また、予測数値の幅についても、2.6%ポイント（予測レンジ：0.6%～3.2%）と、2004 年度の 1.2%ポイント（予測レンジ：2.9%～4.1%）より大きくなっており、かなりバラツキがみられる。先行きのシナリオを大別すると、「2004 年度よりも成長ペースは鈍るが、堅調な推移を辿る」という見方と、「2004 年度後半からの調整が低成長をもたらす」との見方に分かれた。

2005 年度の実質 GDP 成長率で最も高い予測値を出したゴールドマンサックスは、「内需主導」の景気拡大が続くとみている。対アジア輸出を中心とした輸出堅調に加え、企業収益好調を背景に民間設備投資の拡大が続く一方、個人消費も雇用環境改善による消費者マインドの回復等が追い風となって回復傾向を辿るとみているようだ。

一方、最弱気に位置づけられている U F J 総研は、2004 年度後半から海外景気の減速が始まり、その影響を受けて輸出が減速、企業収益の伸び悩みを通じて設備投資が減少し、景気は調整局面に入るとみている。特に設備投資については、持続的な拡大が 2 年を超えることから新規投資が一巡し、減少基調に転じるとみており、予測機関で唯一前年対比減少を見込んでいる。

上記で示されていたように、強気派と弱気派の差違は内需の二本柱である「個人消費」と「設備投資」の見方の違いにある。個人消費については、90 年代以降の平均（1990～2003 年度：前年比 +1.7%）を上回る高い伸びを 2004 年度に予想する機関が多いものの、2005 年度に関しては 2004 年度と同程度の成長を見込んでいる機関はほとんどなく、ここ数年間でみた巡航拡大速度（90 年代以降の平均）に戻ると見込んでいる機関が大半である。消費マインドが過度に萎縮した状態からある程度短期間で解き放たれたことによって、個人消費の高成長がもたらされたが、今後についてはそのマインドの改善ペースも一服することが見込まれることから、2004 年度のような大幅な支出増加は見込みにくいという考えが多かった。「今回の景気回復では、雇用者所得が減少傾向を続ける中で、失業率の低下など雇用環境の改善を反映した消費者マインドの改善による消費性向の上昇に支えられて、消費の回復が続いてきた。このため家計貯蓄率は大きく低下しており、今後さらに消費性向の上昇によって消費を拡大する余地は、それほど残っていないと考えられる（ニッセイ基礎研）」という声もあり、ほとんどの機関で個人消費が景気を牽引していく姿は見込んでいない。個人消費についてもっとも悲観的な予測数値を出している日経センターでは「雇用情勢はやや改善傾向にあるが、先行きの雇用、所得環境は依然として厳しい。さらに、2004 年度、2005 年度を通じて税・社会保障負担の増大により可処分所得は押し下げられる。このような状況では個人消費の本格的な回復は期待できない」と消費が先行き低迷するとみている根拠を挙げている。

設備投資はある程度堅調な推移を見込む機関と、先行きに対して懸念を持つ機関に分かれている。前者は「着実な収益環境改善を背景に短期的な需要見通しよりも中期的視点に基づく企業の前向きな設備投資活動が持続（野村證券）」というような、企業の期待成長率が持ち直してきていることをうけた考えが背景にある。一方、後者は半導体製造装置協会の需要予測で、2005、2006 年度の半導体製造装置需要が 2 年連続の減少、液晶パネル製造装置でも 2005 年度に前年比 40% 減が見込まれていることなどを重視している。世界的なシリコンサイクルの一巡などに重きを置くか、企業家の期待成長の持ち直しに重きを置くか、いずれを選択するかで設備投資の見方が分かれたようだ。

資料3 2005年度 項目別見通し一覧

2004年8月発表(単位:%)

参考  
前回予測 修正幅

社名	名目 GDP	実質 GDP		企業 物価		消費者 物価	原油価格 (ドル/バレル)	円/ドル	米国実質 GDP	実質 GDP	修正幅
		消費	設備	消費	設備						
1 ゴールドマンサックス	2.0	3.2	2.7	9.5	1.1	0.3	-	-	-	3.2	0.0
2 BNPパリバ	1.3	2.6	-	-	-	-	-	-	-	1.1	1.5
3 信金中央金庫総合研究所	1.3	2.5	1.6	8.3	0.1	0.3	(33.0)	115.0	3.4	2.5	0.0
4 三井トスト	1.0	2.2	1.7	5.3	0.5	0.1	(30.3)	108.0	3.0	2.2	0.0
5 みずほ総合研究所	1.4	2.1	1.6	4.9	0.2	0.1	36.9	116.0	3.6	1.7	0.4
6 明治安田生命保険	0.4	2.1	2.0	4.2	0.6	0.2	-	107.0	2.8	1.9	0.2
7 野村證券	0.4	2.0	1.1	6.5	0.3	0.1	(42.0)	110.5	3.3	2.2	0.2
8 日本総研	0.5	1.9	1.8	5.1	-	0.1	-	-	-	2.5	0.6
9 住友信託銀行	0.1	1.9	1.5	5.9	0.6	0.1	(37.9)	112.1	3.5	2.0	0.1
10 富国生命	0.6	1.7	1.5	5.2	0.1	0.1	(31.1)	107.5	2.8	1.7	0.0
11 第一生命経済研究所	0.5	1.7	1.3	3.5	0.4	0.0	35.0	106.7	3.5	2.2	0.5
12 三菱総研	0.6	1.6	1.4	3.1	0.5	0.2	(35.9)	108.3	3.1	1.8	0.2
13 新光総合研究所	0.3	1.5	1.3	4.3	0.0	0.3	40.0	110.0	-	1.4	0.1
14 大和総研	0.0	1.5	1.4	3.4	0.5	0.0	(35.0)	108.8	3.1	1.5	0.0
15 農林中金総合研究所	0.4	1.3	1.4	2.3	0.0	0.2	(33.8)	106.3	2.9	1.6	0.3
16 住友生命総研	0.2	1.3	1.4	2.2	0.4	0.2	35.0	104.0	3.0	1.2	0.1
17 大和証券S M B C	0.3	1.3	1.3	3.1	0.2	0.0	-	110.0	3.0	-	-
18 日経シグマ	0.4	1.2	0.3	5.5	0.7	0.2	-	114.5	2.8	1.5	0.3
19 コイ基礎研	0.1	1.0	1.0	3.5	0.2	0.1	(36.0)	106.0	3.2	1.1	0.1
20 浜銀総研	0.2	1.0	1.0	3.0	0.3	0.0	-	114.0	2.8	1.3	0.3
21 エルガスタル	0.2	0.9	0.9	2.8	1.0	0.0	35.3	113.0	3.8	1.0	0.1
22 UFJ総合研究所	0.6	0.6	1.4	0.4	0.8	0.1	37.5	118.1	3.0	0.7	0.1
民間見通し平均	0.4	1.7	1.4	4.3	0.2	0.0	36.6	110.3	3.1	1.7	0.0

\*原油価格でカッコ付の数字はC I F 入着価格

(出所) 各社発表資料より当社作成

### 多くの機関で原油価格高騰のリスク重視

景気のリスク要因として多くの機関で取り上げられていたのは、原油価格の高騰、米国、中国の金融引き締め政策が日本経済に及ぼす悪影響、の2点である。今回は足元で原油価格が最高値を更新していたこともあり、どちらかというの方に文面の多くが割かれていた。原油価格の高騰は世界経済の高成長が要因の一つとして挙げられるが、地政学リスク、産油国リスク、OPEC生産余力の乏しさ、などの供給要因に起因した投機的側面が影響している面もあり、当面は下がりにくい状況が続くと見ている機関が多かった。原油価格高騰の悪影響について、IMFの試算では原油価格が1バレルあたり5ドル上昇した水準で1年間推移した場合の実質GDP成長率への影響は、中国0.4%p、米国0.3%p、ユーロ圏0.2%p、日本0.1%p、となっている。2003年度平均のWTI期近物平均価格が31.4ドルに対し、2004年4月以降足元までの平均は39.8ドルに達している。今後も原油価格が40ドル台で推移した場合、上記試算結果の2倍程度のインパクトが各国において生じる可能性がある。日本の景気に影響を与える米中経済への影響もあることから、「日本経済への直接的影響が小さいからと言って楽観するのは危うい(大和証券S M B C)」という声が多い。また、電力中央研究所では、テロによる供給減などで原油価格が1バレル=45ドル程度で高止まりし、世界の貿易量が想定よりも5%減少した場合、2005年度の実質GDPを0.7%ポイント押し下げると試算を出しており、押し下げ要因としては軽視できないとしている。ちなみに、多くの機関で原油価格高止まりに対するダウンサイドリスクを指摘している中、「原油価格が1バレル=40ドル前半で推移した場合、2004年度のコスト増加分は1兆円強と試算されるが、これは売上が約0.5%増加すれば相殺可能」という、やや楽観的なコメントを日本総研が出しているところは興味深いと言えよう。

## 第一生命経済研究所のスタンス

第一生命経済研究所の実質GDP成長率見通しは、2004年度が前期比+3.5%、2005年度は同+1.7%となっており、両年度ともに予測数値はコンセンサスに近い値である。基本的なシナリオは以下の通りである。

目先日本経済は、夏場の猛暑効果もあって堅調な推移が見込まれる個人消費と旺盛な設備投資によって好調さを保つ可能性が高い。ただし、米国や中国の金融引き締め、原油価格の高騰などによって外需の鈍化がより明確になってくること、電子部品・デバイスなど、景気を牽引していたハイテク分野で在庫調整圧力が高まること、などにより、年度後半には減速感が強まってくるものと予想される。さらに、原油価格の上昇により景況感の改善に一旦歯止めがかかることもあり、05年度前半には設備投資が伸び悩むと予想される。

その後は(1)外需が再び持ち直すこと、(2)内需は個人消費中心に底堅く推移すること、などから再度景気の加速感が強まってくる公算が大きい。05年度後半には消費者物価上昇率がプラスに転じるなどデフレ脱却期待が高まろう。企業にはインフレ期待も一部生じ、在庫積み増し意欲が高まるなど、経済は先行きの物価上昇を前提とした正常な状態へと回帰する動きを見せ始めることが期待される。

このように、予測期間中に日本経済が失速し後退局面に陥る可能性は小さいとの見方は変えていない。その背景には、海外経済が持ち直し、総じて堅調さを保つということのほか、大企業製造業を中心とした企業の収益性の改善により、原油価格の上昇など一時的なショックであれば吸収する余地があることも挙げられる。この結果、景気拡大期間は05年度末には50ヶ月となり(2006年3月末時点)平成景気(1986年11月~1991年2月:51ヶ月)に匹敵する長期拡大となろう。

消費者物価上昇率は05年度後半にはゼロを上回ってくる可能性が大きい。しかし、需給ギャップ(GDPギャップ)は完全には解消せず、05年度末時点でも経済全体にはデフレ圧力がかかっているものと判断される。経済全体の物価動向を示すGDPデフレーターも下落基調から脱してはいないと見込まれる。このため、政府・日銀は消費者物価がゼロを上回ったからといって拙速な対応をせず、最低でも需給ギャップが完全に解消し、日本経済にインフレ圧力が生じるような状況になってから、政策の転換を進めることを視野に入れていくべきだろう。

詳細は、プレスリリース「2004・2005年度改訂日本経済見通し~企業の努力がデフレ脱却への道を開く~」をご参照ください。

やました あきら(副主任エコノミスト)