

民間調査機関の経済見通し（2008年2月）

～輸出減速により景気拡大ペースは鈍化も景気後退は回避との見方がコンセンサス～

経済調査部 柵山 順子

（要旨）

- 民間調査機関 24 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2007 年度が+1.6%と前回（12 月予測）から+0.1%p 上方修正された。一方、2008 年度については+1.5%と、前対比▲0.5%p 下方修正されている。また、今回から追加された 2009 年度については+1.9%と予想されている。2007 年度の上修正については 10-12 月期の成長率が予想以上に高かった影響が大きい。一方、2008 年度の見通しが下方修正されたのは、米国経済の景気後退懸念が主因である。世界経済の先行き不透明感の強まりを背景にエコノミストの景気の見方は弱まっている。2009 年度については、輸出の持ち直しに伴う生産、設備投資の拡大、雇用者数増加に伴う賃金上昇、消費拡大などが想定されている。
- 2008 年度については、ほとんどすべての機関で景気後退入りや、景気後退には陥らないものの非常に近い状況になることが予想されている。こうした見通し下方修正の要因は、①輸出減速、②消費低迷、の影響が大きい。この点について下押し材料を強調し、景気後退局面入りを主張する機関もみられた。
- もっとも、輸出は減速するものの年後半には持ち直し、消費も回復感の乏しい状況が続くが腰折れはせず、住宅投資の反動増にも助けられ、景気後退局面入りはどうか免れるという見方が現時点でのコンセンサスである。
- 2009 年度については、米国経済の持ち直しや IT サイクルの改善を背景に、輸出が持ち直し、生産、設備投資の拡大が予想されている。こうした中、雇用者数が増加し、賃金の明確な上昇を見込む機関も多い。物価も原油に頼ることなく上昇し、名実逆転も解消されるとの見方が多い。

1. 2007 年度が+1.6%、2008 年度は+1.5%を予想

民間調査機関による改訂経済見通しが出揃った。以下では、現段階で集計した民間調査機関の見通しの動向を概観する（2月21日時点 24社）。

民間調査機関 24 社の実質 GDP 成長率予測の平均値は、2007 年度が+1.6%と前回（12 月予測）から+0.1%p 上方修正された。一方、2008 年度については+1.5%と、前対比▲0.5%p 下方修正されている。また、今回から追加された 2009 年度については+1.9%と予想された。

2007 年度の上修正については、2月14日に発表された 10-12 月期実質 GDP 成長率が前

期比+0.9%、前期比年率+3.7%と高成長になったことを受けたものである。10-12 月期の実質 GDP 成長率は、輸出や設備投資といった企業部門の好調を背景に、潜在成長率を大きく上回る高成長となった。輸出については、米国向けの低迷が続く中、中東、ロシアなど新興国向けが好調に推移したため、7-9 月期に続き成長を大きく押し上げた。今回、大きなサプライズとなったのは設備投資の大幅増加である。7-9 月期に続いての増加は企業の設備投資意欲が衰えていないことを示すものと評価される一方で、前期比+2.9%もの高い伸びについては過大推計である可能性を指摘する機関も多い。

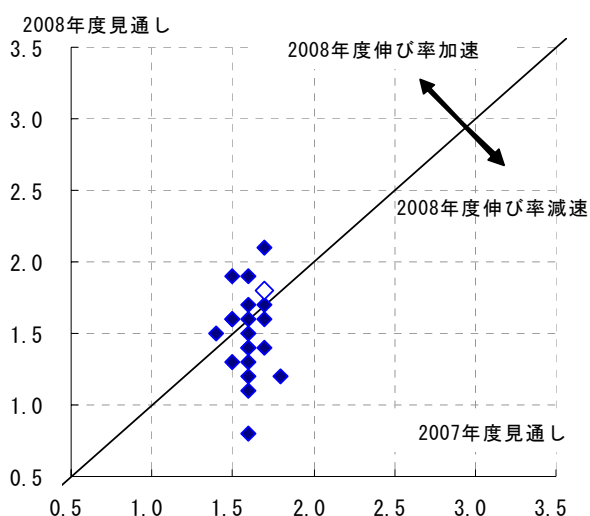
一方、2008 年度については米国経済の見通し

が下方修正された影響で、日本についても下方修正されている。米国をはじめとした世界経済の先行き不透明感の強まりを背景に、エコノミストの景気の見方は12月時点と比べて弱まっている。平均的な見方としては、「米国経済減速に伴い2008年度の日本経済は減速するが、景気後退には至らない。ただし、下振れリスクは強い」というものだ。

2. 2008年度～輸出減速に伴い強く意識される景気後退局面～

2008年度については米国経済の景気後退懸念の強まりを背景に下方修正をする機関がほとんどであった。今回の予測では、ほぼすべての機関が日本の景気後退局面入りの可能性に触れており、中にはすでに景気後退局面入りしているとする機関もあった。実際に各社の予測数値をみると、2007年度に成長率を大きく押し下げた住宅投資の反動増が見込まれているにもかかわらず、2008年度の成長率は2007年度並みか2007年度を下回るとする機関が多い(資料1)。見通しの下方修正要因となったのは、①米国をはじめとする世界経済の先行き不透明感の強まりを背景とした輸出の下方修正、②賃金の回復の遅れを背景とした消費の下方修正、の影響が大きい。

資料1 シンクタンクの2007・2008年度成長率見通し



(出所) 各社公表資料より第一生命経済研究所作成

以下では、下方修正された輸出、消費を中心に、エコノミストの見方を整理していく。

(1) 米国経済減速の影響で輸出も減速

米国では住宅市場の調整が長引くと見られる中、雇用、消費にも減速が見られ始めている。10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.6%と、ほぼゼロ成長にまで減速した。その後も、雇用減少、消費減速など景気後退懸念が高まっている状況だ。このような米国経済の想定以上の減速に伴い、輸出の見通しを下方修正する機関が目立った。輸出については、米国経済の減速に伴い、伸びが鈍化するという点については共通認識となっている。ただし、米国経済は景気後退局面入りするのか、米国経済の減速(失速)が世界経済にどの程度影響を与えるとみるかの違いにより、輸出の鈍化の度合いについては見方が分かれている。もっとも平均的な見方としては、「米国景気減速を背景に当面の輸出減速は免れないが、米国経済は2008年後半には持ち直し、それに合わせて輸出も持ち直す」というものである。

米国経済の先行きについては、「2008年前半には低成長が続くものの、更なる利下げや減税策の実施を受けて後半には緩やかに回復する(日本経済研究センター)」のように、大幅な利下げや減税の下支えにより年後半に緩やかながらも持ち直すとの見方が多かった。一方、家計の債務負担が大きくなっていることを考えると減税の一部は債務返済にまわされるとみられることなどを挙げ、年後半の持ち直しについても「その後の(回復の)足取りも脆弱なものにとどまる(みずほ総合研究所)」のように米国景気について下振れリスクを強調する機関も多い。米国経済の景気後退局面入りを想定する機関では、日本も景気後退局面入りするとの見方が多い。ただし、米国経済の景気後退局面入り回避を想定する機関についても、米国経済が景気後退局面入りする可能性は決して低くないとし、下振れリスクとして指摘している。このように、

米国経済の影響を重視する機関では、2008 年前半に輸出減速、生産鈍化による景気後退局面が意識されている。

その他輸出については、2008 年度半ばまでは輸出は I T 関連財需要の高まりにより下支えされるものの、その後は減速するという I T サイクルを重視する機関もある。こうした機関では、「北京五輪後には I T 製品・部品の需給が緩むことが予想され、生産・輸出は再び停滞局面を迎える（みずほ総合研究所）」のように、2008 年度後半から 2009 年前半にかけて、生産活動や設備投資の調整に伴う景気後退の可能性を見込んでいる機関が多い。

このような輸出に対する見方の差が、生産や投資の予測にも影響を与え、各社の景気後退懸念時期には差が出ている。ただし、企業に設備・雇用・在庫などの過剰感がないことから、調整は短期的なものにとどまり、景気後退は回避できる、たとえ景気後退に至るとしても深刻なものにはならないという判断が多い。

（2）デカップリング・シナリオもやや後退

また、前回までは多くの機関で指摘されていた米国経済が減速しても世界経済は好調さを維持するなどのデカップリング・シナリオは存在感が低下し、「米国景気の悪化ペースが加速し、先進国のみならず新興国にも株価下落が波及したこともあり、リカップリング等とも呼ばれる悲観論も徐々に説得力を増しつつある（三菱 U F J 証券経済調査部）」のように、新興国への負の影響が意識されてきている。ただし、「米国景気が 2008 年後半以降に持ち直せば、その他地域向け輸出が大きく落ち込む前に米国や EU 向け輸出が再度持ち直す（明治安田生命）」、「先進国の景気が低迷の度合いを深める中で、新興国の景気も無傷とは言えないものの、逆に大幅な調整を迫られることも考えにくい（三菱 U F J 証券経済調査部）」といったように、程度問題ではあるが一定のデカップリングが成り立つと考える機関も少なくない。より強めの見方をする機

関では、「いまや軽視できない規模にまで拡大した新興国・資源国向けが高い伸びを維持することで、輸出の増加基調は続く（富国生命）」という指摘もあった。

今回は多くの機関で取り上げられたデカップリング・シナリオであったが、米国経済の減速度合いが高まるにつれ、程度の差こそあるものの新興国などへの影響も避けられないとの判断が大半となった。

（3）企業の収益環境悪化を背景とした賃金伸び悩みが消費を下押し

世界経済の先行き不透明感の強まり、原油など原材料価格の高騰を背景にした企業の収益環境悪化を指摘し、賃金について前回予測と比べて上昇が見込みにくいとの指摘が多かった。賃金の回復は、輸出が再加速し、生産が拡大する 2008 年度後半以降との見方が多く、消費の回復感が強まるのも 2008 年度後半や 2009 年度までは難しいと、2008 年度の予想を下方修正する向きが多い。

前回見通し時点では、雇用者数は拡大するものの、賃金の回復については弱い状況が続いたため、消費は回復基調が崩れることはないが緩やかな回復に留まるという見方が多かった。賃金については、足元で所定内給与が回復してきたことを評価する声がある一方で、賞与などの伸び悩みが続いていることを「原材料価格高騰などによる収益環境の悪化が賃金に波及した（みずほ総合研究所）」と指摘したり、先行きについても「経営環境は昨年よりも厳しさを増しており、業績連動の割合が高いボーナスについては 2007 年度以上の厳しさとなることが予想される（ニッセイ基礎研究所）」のように、特別給与もあわせた賃金全体として今後も低迷が続くとする声が多かった。また、雇用者数についても、「足元で盛り返した非製造業の雇用者数は、非製造業の景況感が急速に悪化していることを考慮すると早晩増加ペースは大きく鈍化するものと考えられる（三菱 U F J 証券経済調査部）」、

「今後企業収益は鈍化する可能性が高いことから、雇用者数の伸びも緩やかなものにとどまる（明治安田生命）」、「企業部門で減速感が増すことにより、人件費の抑制姿勢は一段と強まってこよう（三菱東京UFJ銀行）」と弱めの見方をする機関が出始めた。こうした雇用所得環境の回復の遅れを背景に、2008年度の消費については下方修正する機関が多かった。

一方で、消費について相対的に強めの見方を維持する機関も少なくない。そうした機関では、「消費者はかつてのように、いつ職を失うかわからないという不安に直面しているわけではない（富士通総研）」、「定率減税廃止の影響も薄れつつある（信金中央金庫総合研究所）」、「住宅投資下げ止まりによる関連消費の持ち直しが期待できる（信金中央金庫総合研究所）」、「良好な雇用情勢が続く中、企業の景気へ配慮した賃上げ容認姿勢や引き続き団塊世代が退職金を手にすることによる一時的な消費拡大（富国生命）」などを要因として挙げている。

総じて見れば、消費の腰折れまで予想する機関は少ないものの、食料品など身近な製品やガソリンの値上げ、株価下落などを背景とした消費者マインドの急落も加味すると、消費は回復感の乏しい状況が続くとの見方が多い。

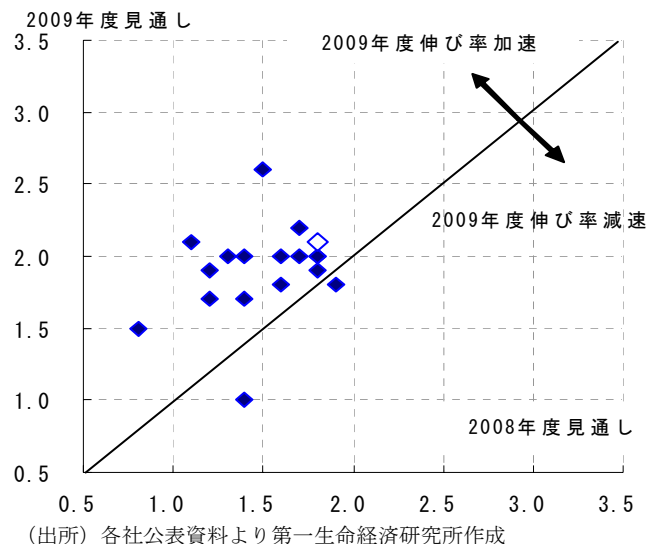
その他の需要項目についてみると、設備投資は増加基調が続くものの、輸出の影響を受けやすい、原油価格高騰などを背景に企業収益が鈍化する、循環的に一服感があるなどを背景に、伸びは鈍化が予想されている。住宅投資については、建築基準法改正に伴う混乱の影響が剥落することで、2008年1-3月期以降は成長率押し上げに働くとの見方が一般的ではあるが、価格高騰や金利先高感が薄れたことを背景に住宅需要が弱まっており、押し上げ幅については限定的との見方も少なくない。以上のように、外需の鈍化が予想される一方で、内需については景気を牽引する力は期待しにくく、当面は景気減速が続くとの見方が多い。

もっとも多かった日本経済見通しは、輸出は鈍化するものの新興国を下支えに深刻な落ち込みにはならず、消費も回復感が乏しいものの腰折れまではせず、住宅投資の反動増にも助けられ、日本経済は辛うじて景気後退には陥らないとの見方であった。また、仮に景気後退に陥ったとしても、企業は過剰な在庫、設備、人員を抱えていないため、調整は短期にとどまるとの見方が多い。一方、景気後退局面を見込む機関、さらには、2007年10月をピークにすでに景気後退局面にあるという機関もいくつかあった。景気に対して相対的に弱気な見方をする機関は、世界経済の先行き、雇用者報酬の伸び悩みなどについて下押し材料を強調し、景気は後退局面入りすると主張する。ただし、こうした景気後退を見込む機関でも、景気後退は短期的なものにとどまるとの見方は共通している。

3. 2009年度～自律的成長路線へ～

今回から新たに追加された2009年度の実質GDP成長率予測の平均値は+1.9%となっている。2009年度については景気的大幅な調整を見込む機関はなく、米国経済やITサイクルの持ち直しを背景に、緩やかな景気回復を予想する機関が多い。予測レンジに関しては+0.9%から+2.2%と、2008年度の見通しと比べればレンジが広いが、2009年度は2008年度と比べて成長率は高まるとの見方が多い（資料2）。

資料2 シンクタンクの2008・2009年度成長率見通し



2009年度については、多くの機関が輸出や生産の持ち直しを予想している。景気の本質が強まる中、雇用者数の増加に伴い、労働市場には逼迫感が生じ、賃金上昇ペースが高まるとする機関もある。消費でも回復感が強まり、原油などに頼らない物価上昇が想定されているのも2009年度である。

ここまで長く続いた企業部門主導での経済成長が、家計部門にまで波及し、バランスの取れた成長となることを予想する機関が多い。

4. 物価上昇は春先まで、名実逆転解消は09年度まで後退

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）予測の平均値は、2007年度が前年度比+0.2%、2008年度が同+0.5%、2009年度が同+0.5%となっている。足元の原油価格高騰の影響による物価上昇は2008年半ばまで続くという見方が主流である。ただし、消費など内需については弱めの見方が多いこともあり、2008年度後半には石油製品価格の押し上げ寄与が剥落し、物価上昇率は低位で安定するとの見方が多い。先行きの

景気の拡大ペースは緩やかなものにとどまり、需給ギャップの改善が限定的であることもあって、想定される物価上昇ペースはかなり緩慢だ。原油価格高騰の影響を除けば、物価上昇が加速する状況は、2008年度中には見込まれていないようだ。一方、2009年度については、米国経済やITサイクルの下押し圧力が解消され、輸出や生産が持ち直しに向かう中で、需給ギャップの改善が見込まれている。さらに、すでに足元で3%台後半にまで低下している失業率が、3%台半ばにまで低下する中で労働市場の需給逼迫を背景に賃金も上昇が予想されている。こうした賃金上昇による消費の回復を背景にした消費者物価上昇が2009年度は想定されている。

GDPデフレーターについても、2009年度には、ようやく年度ベースでGDPデフレーターがプラスに転じるとされている。名目GDPの伸びが実質GDPの伸びを上回る時期については、前回の2008年度中という見通しから後ずれした。

さくやま じゅんこ（副主任エコノミスト）

【2007年度】

	実質GDP					名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)
	個人消費	住宅	設備投資	輸出				
平均	1.6	1.3	-13.4	1.4	8.7	0.7	2.8	0.2
最大	1.8	1.5	-11.3	1.9	9.0	1.1	3.1	0.3
最小	1.4	1.1	-14.7	0.8	8.1	0.5	2.5	0.2
第一生命経済研究所	1.7	1.2	-13.5	1.6	8.5	0.8	2.9	0.3

(注) 民間調査機関24社の資料より作成 (2月21日現在)

【2008年度】

	実質GDP					名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP
	個人消費	住宅	設備投資	輸出					
平均	1.5	1.0	6.6	3.1	4.2	1.5	1.6	0.5	1.6
最大	2.1	1.4	13.8	5.1	6.3	2.1	3.1	0.7	2.2
最小	0.8	0.4	-1.8	-0.2	0.8	0.9	-1.0	0.3	1.1
第一生命経済研究所	1.8	0.9	11.6	3.8	3.2	1.5	1.4	0.6	2.0

(注) 民間調査機関24社の資料より作成 (2月21日現在)

【2009年度】

	実質GDP					名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP
	個人消費	住宅	設備投資	輸出					
平均	1.9	1.6	3.2	3.5	5.2	2.1	2.9	0.5	2.3
最大	2.6	2.2	8.1	7.5	6.8	3.3	5.0	0.8	2.7
最小	1.0	0.9	-0.3	-1.2	2.5	0.9	0.6	0.0	1.6
第一生命経済研究所	1.9	1.5	1.2	4.7	4.9	2.0	3.2	0.4	2.3

(注) 民間調査機関18社の資料より作成 (2月21日現在)

(出所) 各社公表資料より第一生命経済研究所作成