

テーマ：民間シンクタンクの経済見通し（2次QE後改定） 発表日：2006年6月15日（木）  
～2006年度は小幅上方修正。安定成長がコンセンサス～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 副主任エコノミスト 新家 義貴  
TEL:03-5221-4528

### （要旨）

- 2006年度の実質GDP成長率予測の平均値は+2.6%と、5月予測値から+0.1%ポイントの上方修正。2006年1-3月期のGDP 2次速報の結果が反映されたことにより、2006年度に向けてのゲタが上がったことが最大の要因。景況感自体には大きな変更はない。
- 2006年度後半以降に関しては、①金利上昇の影響による米国経済の減速、②IT部門の在庫調整、③企業収益の鈍化に伴う設備投資の減速、などから景気のパネルはやや弱まるという意見が多い。
- しかし、こうした景気減速は軽微なものにとどまるとの見方が現時点でのコンセンサスで、景気は基本的には底堅い推移を年度後半以降も続けると予想されている。
- 2007年度も、伸びは次第に鈍化するものの安定的な成長が続くと予想されている。
- ①海外経済の動向と金融市場の動向、②設備投資の予想以上の増加、がリスク要因。利上げの継続から米国経済の減速度合いが大きくなれば、日本経済にも大きなダメージ。また、設備投資加速の可能性が大きくなる場合、日本銀行は、一般に想定されているよりも早いテンポで利上げを行う可能性がある。この場合、利上げの影響から2007年度の景気が下振れするリスクがある。

### ○ GDP 2次速報を受けて 2006年度見通しは小幅上方修正

6月12日に公表された2006年1-3月期GDP 2次速報の結果を受けて、いくつかの機関が2006年度、2007年度の経済見通しを改定している。以下では、現時点で集計した民間シンクタンク見通しの修正状況を概観する（6月14日時点11機関）。

2006年度の実質GDP成長率予測の平均値は+2.6%と、5月時点での予測値から+0.1%ポイントの小幅上方修正となっている（11機関平均）。なお、2007年度については+2.0%と5月から変更はなかった。

2006年度は11機関中10機関で上方修正されているが、これは2006年1-3月期GDP 2次速報の結果が反映されたことによる足元修正という面が大きく、景況感自体には変化はみられない。1-3月期のGDP伸び率が前期比年率+3.1%（1次速報：同+1.9%）に上方修正された結果、2006年度に向けた発射台がこれまでよりも高いものに変更されたこと（2006年度へのゲタ+1.0%→+1.3%）が、見直し上方修正の最大の要因である。

1-3月期GDP 2次速報に関しては、上方修正を素直に評価する声がほとんどだ。日本が潜在成長率を大きく上回る成長を続けていることが示され、景気の堅調さが改めて確認された。内容をみても、輸入の増加から外需寄与度が下方修正される一方で、設備投資や個人消費は上方修正されており、内需の堅調さが鮮明になる結果となっている。設備投資に関しては、機械受注統計の4-6月期見通しが弱めであることなどから、先行きに対して慎重な見方も一部で出ていたのだが、今回のGDP設備投資上方修正や4月機械受注の大幅増加を受けて、足元の設備投資の強さが再認識されているようだ。2006年度の設備投資見通しも、5月時点での+5.4%から+6.5%に上方修正されている。

### ○ 2006年度後半以降減速も、景気の回復基調は変わらずとの見方が多い

景気シナリオには変更はない。平均的な見方は「内需が引き続き堅調に推移する。2006年度後半には輸出

の鈍化等から景気モメンタムがやや弱まるが軽微な減速にとどまり、景気回復期間はいざなぎ景気を超える。2007年度も、伸びは次第に鈍化するものの安定的な成長が続く」というものだ。

2006年度後半以降に関しては、景気の本質はやや弱まるという意見が多い。その理由としては、①金利上昇の影響による米国経済の減速、②IT部門の在庫調整、③企業収益の鈍化に伴う設備投資の減速、などの要因が挙げられている。景気の先行きについて慎重にみる一部の機関では、こうした景気減速の度合いを比較的大きく見込み、景気が踊り場局面入り、あるいは景気後退局面入りすると予想する。

しかし、こうした景気減速は軽微なものにとどまるとの見方が現時点でのコンセンサスだ。個人消費、設備投資といった内需の底堅さが続くこととみられることから、小さな外的ショックであれば吸収可能と見る向きが多い。また、米国経済についても軽微な減速にとどまるとみているほか、IT部門についても、需要は旺盛であることから、在庫調整は軽微かつ短期間で終了するとされている。こうしたことを背景に、景気は底堅い推移を年度後半以降も続けると予想されている。

## 2006年度 経済見通し一覧

社名	実質GDP			名目GDP		
	6月公表	5月公表	改定幅	6月公表	5月公表	改定幅
三菱UFJリサーチ&コンサルティング(投資調査部)	3.0	2.9	0.1	3.1	3.0	0.1
モルガンスタンレー証券	3.0	2.8	0.2	2.6	2.3	0.3
農林中金総合研究所	2.9	2.8	0.1	2.3	2.2	0.1
三菱総合研究所	2.8	2.5	0.3	2.6	2.3	0.3
BNPパリバ証券	2.8	2.7	0.1	2.5	2.3	0.2
新光総合研究所	2.8	2.7	0.1	2.5	2.2	0.3
みずほ総合研究所	2.5	2.3	0.2	2.5	2.4	0.1
第一生命経済研究所	2.5	2.5	0.0	2.5	2.5	0.0
日本総合研究所	2.4	2.3	0.1	1.9	1.8	0.1
ニッセイ基礎研究所	2.1	2.0	0.1	1.9	1.8	0.1
三菱UFJリサーチ&コンサルティング(調査部)	2.1	2.0	0.1	1.8	1.7	0.1

民間見通し平均	2.6	2.5	0.1	2.4	2.2	0.2
---------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

## 2007年度 経済見通し一覧

社名	実質GDP			名目GDP		
	6月公表	5月公表	改定幅	6月公表	5月公表	改定幅
日本総合研究所	2.5	2.5	0.0	2.7	2.7	0.0
ニッセイ基礎研究所	2.4	2.4	0.0	2.8	2.8	0.0
モルガンスタンレー証券	2.3	2.3	0.0	2.8	2.8	0.0
三菱総合研究所	2.1	2.1	0.0	2.5	2.5	0.0
新光総合研究所	2.1	2.1	0.0	2.5	2.5	0.0
第一生命経済研究所	2.0	2.0	0.0	2.7	2.6	0.1
三菱UFJリサーチ&コンサルティング(調査部)	2.0	2.1	▲ 0.1	2.3	2.4	▲ 0.1
農林中金総合研究所	1.9	1.9	0.0	2.2	2.2	0.0
BNPパリバ証券	1.8	1.8	0.0	2.2	2.2	0.0
三菱UFJリサーチ&コンサルティング(投資調査部)	1.7	1.7	0.0	2.1	2.2	▲ 0.1
みずほ総合研究所	1.5	1.5	0.0	2.0	2.0	0.0

民間見通し平均	2.0	2.0	0.0	2.4	2.4	0.0
---------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

(出所) 各社資料より作成

2007年度についても、こうした流れを引き継いでの景気回復が予想されている。成長率見通しの平均値は+2.0%となっており、2005年度の+3.2%をピークとして次第に鈍化するとの見方がコンセンサスである。

足元で需給ギャップはほぼ解消された状態にあるが、今後、景気は過熱することなく推移し、潜在成長率程度の成長ペースにソフトランディングするとの見通しだ。また、物価上昇率も加速せず、今後も緩やかな上昇が続くという理想的に近いシナリオが想定されている。この点については、日本銀行が想定しているシナリオとあまり違いはなさそうだ。なお、金融政策に関しては、2006年7-9月にゼロ金利解除をした後、慎重なペースでの利上げを行っていくとの見方が多い。

## ○ 見通しのリスク要因

このように、2006年度、2007年度とも息の長い順調な景気回復が続くとの見方がコンセンサスになっているわけではあるが、ここで見通しに対するリスク要因を2点指摘しておきたい。

最大のリスクは、やはり海外経済と金融市場の動向だろう。平均的な見通しは、米国経済は今後減速していくものの、潜在成長率を若干下回る程度の緩やかな減速にとどまるとの前提で作成されていることが多い。この、米国経済が基本的には底堅さを保つという想定が、2006年度後半以降に訪れる日本経済の景気モメンタムの鈍化が軽微なものにとどまるという予想に繋がっている面は大きい。

現在、6月のFOMCでの利上げは既に規定路線になりつつあるが、その後についてもインフレ懸念から利上げが継続される場合、米国景気が予想以上に減速してしまう可能性がある。また、利上げの継続が株価に与える悪影響も懸念されるところだ。その場合、日本経済にとっての悪影響は無視できず、2006年度後半以降の景気が単なる「減速」ではなく「踊り場」や「後退」に陥ってしまう可能性は否定できない。

もう一つのリスクとしては、設備投資の動向が挙げられる。前述の通り、2006年度の設備投資見通しは前年度比+6.5%（2007年度同+4.5%）にまで上方修正されているのだが、それでもなお、2005年度の+7.5%という高い伸びからは減速する見通しになっている。景気回復がかなり長期化していることから景気も成熟化に向かい、企業収益やストック循環の観点からも設備投資の大幅な伸びは見込めないとの見方だ。

しかし、先日発表された日本経済新聞社の設備投資動向調査では、2006年度の設備投資について2005年度からむしろ伸びが高まる計画がされていることや、4月の機械受注が予想を大幅に上回る結果に終わったことなど、設備投資が今後予想以上に増加することを示唆する材料もこのところ出てきている。7月3日に公表される日銀短観で、2006年度の設備投資計画が前回調査から伸びを大きく高めてくるような場合には、設備投資加速シナリオも現実味を帯びてくる可能性がある。

現在、連日の株価急落を受けて、景気の先行きに対する慎重な見方も増え、当初は7月とみられていたゼロ金利解除も先送りされるのではないかとといった見方が多くなっている。一方、足元で発表されている経済指標はむしろ堅調なものが多く、実体経済は今のところ底堅く推移している。こうした状況下、仮に設備投資加速の可能性が示された場合、日本銀行は「経済のファンダメンタルズはしっかりしている」とのロジックの下、株式市場がまだ不安定な中でも早期のゼロ金利解除に踏み切る可能性がある。またその先も、一般に想定されているよりも早いテンポで利上げを行って、景気の過熱を防ごうとする可能性は否定できない。この場合、2007年度については利上げの影響から景気が下振れするリスクがある。安定的な成長が続くという現在のコンセンサスは修正を余儀なくされてしまうことになる。

こうした点を確認する意味においても、今後公表される設備投資関連指標には注意しておく必要があるだろう。

5月時点での各機関の見通しについては、第一生命経済研究所 Economic Trends「民間シンクタンクの経済見通し（2006年5月発表）」（6月2日発表）をご参照ください。