

民間調査機関の経済見通し（2006年8月） 発表日：2006年8月23日（水）

～ 減速？ 踊り場？ 見方分かれる景気の行方 ～

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）

- 実質GDP成長率予測の平均値は、2006年度が+2.4%と前回（5月）予測値から▲0.1%ポイントの下方修正、2007年度は+2.0%と前回から変わらず。景況感には5月時点から大きな変更はない。
- 高い伸びとなっている設備投資計画調査や機械受注の好調な結果を背景に、設備投資が大きく上方修正されている。一方、輸出については米国経済の鈍化を理由に下方修正が目立っている。
- ほとんどすべての機関で、2006年度後半以降に景気モメンタムは鈍化すると予想されている。①米国経済の減速、②IT部門の在庫調整、③設備投資の一巡、などがその理由。景気に弱気な見方をするいくつかの機関はこうした要因を強調し、景気は再び踊り場もしくは後退局面入りすると主張する。
- もっとも、景気の減速はかなり限定的であり、今後も底堅さが続くという見方がコンセンサス。内需の力強さが増しており、軽微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、海外経済の減速も限定的と予想されることに加え、IT部門の減速も深刻なものにはならない可能性が高いことなども、景気減速を軽微なものにとどめる要因の一つ。
- 平均的な見方は「個人消費や設備投資を中心とする内需が引き続き堅調に推移する。2006年度後半から2007年前半にかけて米国を中心とする海外経済の鈍化やIT分野の調整等から景気モメンタムが弱まるが、軽微な減速にとどまる。」というもの。

3ヶ月に一度の恒例行事である、民間調査機関による改訂経済見通しの発表がほぼ出揃った。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（8月18日時点23社）。

○ 目立つ設備投資の強さ。一方、輸出には減速の兆し

【2006年度】

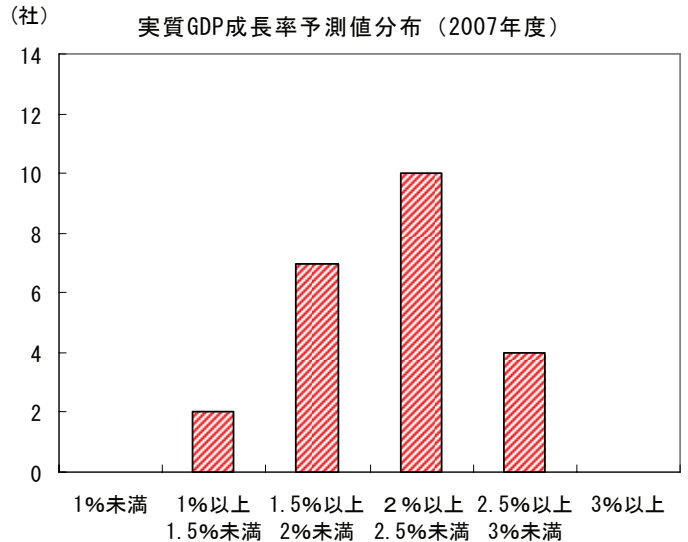
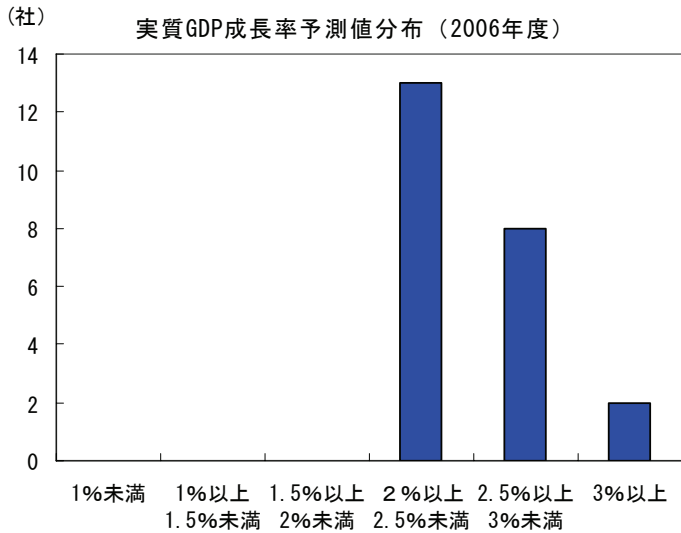
	実質GDP				名目GDP	GDP		CPI (コア)
	個人消費	設備投資	輸出	輸入		デフレーター	(%)	
平均	2.4	9.0	7.0	6.3	2.1	▲0.2	0.6	
最大	3.1	10.9	8.9	7.0	3.0	0.1	0.9	
GDP上位5機関平均	2.8	9.5	7.7	6.7	2.6	▲0.2	0.6	
GDP下位5機関平均	2.1	9.0	6.3	6.0	1.8	▲0.3	0.6	
最小	2.0	6.6	5.8	4.9	1.6	▲0.5	0.3	
第一生命経済研究所	2.4	8.6	6.7	6.1	2.4	0.1	0.7	

（注）民間シンクタンク・調査機関23社の資料より作成（8月18日現在）

民間調査機関23社の実質GDP成長率予測の平均値は、2006年度が+2.4%と前回（5月）予測値から▲0.1%ポイントの下方修正、2007年度は+2.0%と前回から変わらなかった。2006年度の小幅下方修正については、2006年4-6月期のGDP実績が弱めとなったことで2006年度の発射台が下がった影響が大きいと思われる。公表資料を読む限り、エコノミストの景況感には5月時点から大きな変更はないようだ。平均的な

見方をまとめれば「内需が引き続き堅調に推移する。2006年度後半から2007年前半にかけて米国を中心とする海外経済の鈍化やIT分野の調整等から景気モメンタムが弱まるが、軽微な減速にとどまる。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」となるだろう。

8月11日に公表された4-6月期GDPについては、前期比年率+0.8%と事前予想を下振れ、潜在成長率を下回る結果に終わったものの、否定的な評価はあまり見られなかった。予想対比で下振れに寄与していたのは公的需要と在庫投資であり、設備投資や個人消費に関してはむしろ予想を上回った。輸出の伸びが鈍化していることは若干の懸念材料ではあるが、設備投資と個人消費を中心とした民間内需の力強さは持続しているという評価が一般的である。また、7-9月期には反動から再び高い伸びになるといった予想もみられている。



2006年度の成長率予測の内訳をみると、最も目立ったのが設備投資の大幅上方修正（前回：+5.2%→今回：+9.0%）である。日銀短観や日本政策投資銀行の設備投資アンケート等で2006年度の設備投資計画が非常に強いことに加え、設備投資の先行指標である機械受注が足元で好調に推移していることなどが背景にあると思われる。5月時点の見通しでは、2006年度の設備投資は収益の伸び率が鈍化することや資本ストック調整の観点等から2005年度と比較して伸びはやや鈍化するとの見方が多かったのだが、2006年度の設備投資が予想以上の伸びになる可能性が高まってきたとの見方がここにきて増加している。企業の期待成長率が高まっていることや、これまでの設備投資が更新投資中心であったため設備ストックがまだそれほど積みあがっていないことなどが、長期間にわたる設備投資の高い伸びの理由として挙げられることが多い。また、大企業から中小企業へ、製造業から非製造業へといった形での投資の広がりを強調する意見も多く見られた。

個人消費については前回からさほど変化はなかった（前回：+2.1%→今回：+1.9%）。足元では消費者マインドの回復に服感が出ているものの、雇用・所得環境の改善を背景として個人消費は底堅い推移が続くとの見方が多い。長期間に及ぶ景気回復や、団塊世代の退職といった要因などを背景に、このところ人手不足感はますます強まっている。この結果、定率減税の縮減や社会保障負担の増加といった各種公的負担増はあるものの、雇用者所得の増加が負担増を上回るとされている。後述の通り2006年度後半から2007年前半にかけて景気減速感が強まると予想されているが、個人消費に関しては景気下支え要因として働くことが期待されている。

一方、下方修正が目立ったのが輸出だ（前回：+9.1%→今回：+7.0%）。4-6月期のGDPベース実質輸出は前期比+0.9%と、これまでと比較して伸びが大きく鈍化した。輸出数量指数を見てもこのところ伸び悩み傾向がみられており、海外経済の鈍化を背景として輸出の減速が足元で現実のものになりつつある。こうした動きを受けて、先行きの見方も下方修正されたようだ。また、輸出の先行指標とされているOECD景気先行指数が足元で減速していることを指摘する機関も多くみられた。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

○景気減速は軽微との見方がコンセンサス。一方、踊り場もしくは景気後退局面入りとの見方も

ほとんどすべての機関で、2006年度後半以降に景気のパラダイムは鈍化すると予想されている。減速の理由として挙げられている要因も各社ほぼ同じだ。この減速の度合いについての判断が、今回の見通しを分ける最大のポイントである。

景気減速の要因としてまず挙げられているのが、米国経済の鈍化だ。米国では既に景気の減速が明確になってきている。今後もこれまでの利上げの累積的な効果がさらに強まってくることから住宅投資が抑制され、それに伴って個人消費も悪影響を受けることなどが指摘されている。こうした米国経済減速は、単なる対米輸出の減少の枠にはとどまらない。米国経済とアジア各国の結びつきの強さから考えて、米景気の減速はアジア諸国にも多大な影響を及ぼす。この結果、日本からのアジア向け輸出も伸び鈍化を余儀なくされ、生産活動も減速するとされている。

I T部門の在庫調整についても多くの機関で指摘されている。現在の生産増加のうち、I T部門の寄与はかなり大きいため、I T部門の減速は生産全体の減速に直結する。もちろんI T部門への需要は基本的には強いのだが、一方で世界的に供給能力もかなりの勢いで拡大していることが問題になる。実際、サッカーワールドカップにおける供給側の販売増加期待が強すぎたこともあり、電子部品・デバイスの出荷在庫バランスは足元6月にマイナスに転じている。こうしたことから、先行きのI T部門在庫調整入りリスクが高まっているという意見が多い。

また、企業収益の鈍化とそれに伴う設備投資の減速といった要因が2007年入り以降顕在化してくるといった意見も見られた。「売上伸び鈍化や人件費の増加傾向等を背景とした企業収益の伸び悩み、あるいは、名目金利の上昇を反映した資本コストの増加などが、設備投資を抑制する要因として作用する（日本経済研究センター）」といった意見にみられるように、景気の成熟化からコスト減による増益にも限界が出てくるなか、人件費の上昇や原油高の影響が収益の押し下げ要因になるほか、前述の米国経済減速やI T部門の在庫調整の悪影響もあって収益の伸びは鈍化するとされている。また、設備のストック調整圧力の高まりが徐々に設備投資を抑制してくるとの指摘も多かった。

このように、2006年度後半から2007年前半にかけて、①米国経済の減速、②I T部門の在庫調整、③設備投資の一巡、といった要因が景気減速をもたらすとされている。

景気に対して弱気な見方をするいくつかの機関は、こうした景気押し下げ材料を強調し、景気は再び踊り場もしくは後退局面入りすると主張する。特に、米景気減速とI T部門在庫調整は2006年度後半というほぼ同じタイミングで影響が増してくるため、景気の下押し圧力は大きくなるとしている。いくつか挙げると、「確かに日本経済の外部需要ショックに対する耐久度は高まってきていると思われるが、そのことは外需鈍化に伴う日本経済踊り場局面入りの可能性までも否定するものではない（大和証券SMB C）」「2006年度下期～2007年度上期にかけて、景気は『踊り場』的な状態になる見通しである。今回は米国の景気減速と重なるため成長率の低迷は長期化する懸念がある（三菱UFJ証券）」などの意見がみられた。また、2006年度について+2.0%と最も低い予測値を出しているBNPパリバ証券は、「事後的には、日本経済はこの2Qから『踊り場』に入ったということになるかもしれない」と、足元で既に踊り場局面入りしている可能性を指摘しており、「2006年度は多くの人が期待していたよりも控えめな成長となりそうである」と結んでいる。なお、相対的に弱気な機関についても、景気が後退局面入りするとまでみる機関は今のところ少ない。また、景気後退を見込む機関においても、深刻な調整を見込んではいないことは強調されている。

もっとも、弱気派にみられるような、景気が踊り場もしくは後退局面入りするという見方は多数派とはなっていない。景気減速は軽微なものにとどまるという見方が現時点でのコンセンサスである。

その要因としてまず挙げられているのは、内需の強さだ。良好な雇用・所得環境を背景に個人消費が底堅さを保つことで景気の下支え役になるとみていることに加え、設備投資についても、設備投資計画の強さから考えてしばらくは堅調に推移するとされている。期待成長率の上昇や高水準のキャッシュフローなどが強

い投資意欲につながっているという意見が多いほか、設備ストックについても、これまでの投資は更新投資が中心であり、除却も進んでいることからストックの積み上がりは限定的という意見がみられた。こうした内需の強さが下支えとなることから、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。

輸出減速の引き金となる米国景気の鈍化に関しても、リセッションに陥るほどの深刻なものにはならず、ソフトランディングが可能という見方が多い。金利上昇が米国家計部門に悪影響を与えるものの、企業部門については堅調さを保っていることや、先行きも雇用情勢が大きく悪化する可能性は低いことなどが背景にあるとみられる。また、中国経済に関しては、北京五輪に向けた需要などもあって引き続き高い成長が続くとみられていることも、輸出の減速が限定的なものになると予想する根拠の一つとされている。この点に関しては、中国向け輸出の大幅鈍化が日本経済踊り場入りの大きな原因となった2004年後半～2005年前半当時とは状況が異なる。

I T分野の調整に関しても、確かに足元で在庫の増加はみられるものの、需要自体は引き続き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。「I T関連全体としてみると、世界市場での在庫の増加は局地的かつ品目も限られているため、その調整幅は小幅にとどまり、生産活動全体の回復を大きく損なうほどのインパクトになることはないであろう（みずほ総合研究所）」といった指摘もあった。また、「仮にI T分野で調整圧力が生じるとしても、非I T分野が下支え役となり、鉱工業全体での大幅生産調整は回避される公算（日本総合研究所）」といった意見に代表されるように、素材や内需関連といったI T以外の分野は回復局面にあることがプラスに寄与するとの見方が多い。

以上の理由から、景気減速は軽微なものにとどまり、景気は基調としてみれば底堅い推移を続けると予想されている。平均的な見方をまとめると「個人消費や設備投資を中心とする内需が引き続き堅調に推移する。2006年度後半から2007年前半にかけて米国を中心とする海外経済の鈍化やI T分野の調整等から景気モメンタムが弱まるが、軽微な減速にとどまる。」というものになるだろう。

○ 2007年度 ～ 年度下期以降、再びモメンタムは上向きに ～

【2007年度】

	実質GDP				名目GDP	GDP デフレーター	C P I (コア)
	個人消費	設備投資	輸出	輸入			
平均	2.0	1.8	4.2	4.8	2.4	0.4	0.7
最大	2.7	2.5	6.6	7.4	3.2	0.7	1.0
GDP上位5機関平均	2.5	2.3	5.2	5.6	2.8	0.3	0.8
GDP下位5機関平均	1.5	1.3	3.3	2.8	1.8	0.3	0.6
最小	1.2	0.9	2.0	1.2	1.3	-0.1	0.4
第一生命経済研究所	2.0	2.0	4.1	3.9	2.6	0.6	0.7

(注) 民間シンクタンク・調査機関23社の資料より作成(8月18日現在)

2007年度の実質GDP成長率予測の平均値は+2.0%となっている。予測のレンジは+1.0%から+2.7%と、2006年度の見通しと比べればレンジは広い。2006年度後半以降の景気減速を相対的に大きく見込む機関は、ゲタの関係もあって2007年度についても低めの見通しになっていることが多い。なお、2007年度には利上げの影響により景気が下押しされるとの声もあった。

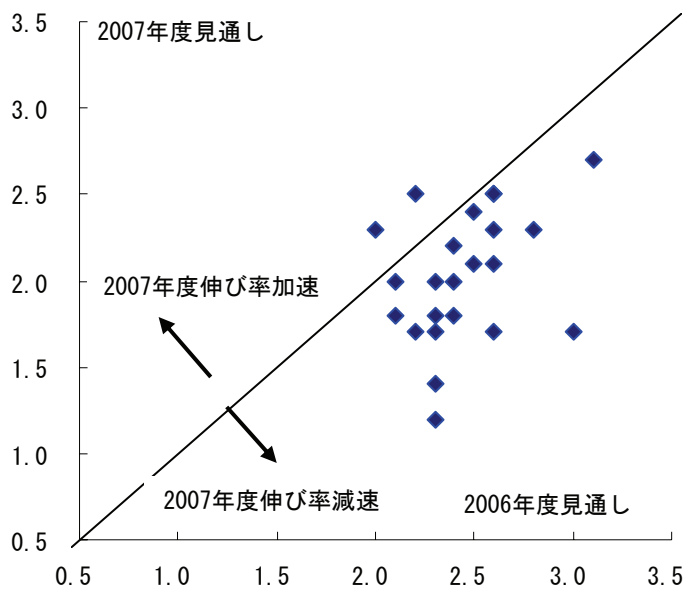
もっとも、2007年度についても景気の大規模な調整を見込む機関はなく、全体としてみれば、2006年度の流れを引き継いで景気回復の持続を予想する機関が多い。2005年度をピークとして成長率は次第に鈍化してくるとの見通しがコンセンサスだが、潜在成長率程度の成長に向けての緩やかな減速が見込まれている。2007年度の景気のマインシナリオは「息の長い安定成長」だ。

なお、四半期でみると、2007年度前半に関しては前述の海外経済減速やI T部門の在庫調整などの悪影響

が残存することから低成長が見込まれるが、年度下期にはこうした悪材料も一巡し、輸出も持ち直してくることから、景気は再び上向きになると予想されている。

また、消費者物価（コア）については、2006年度が+0.6%、2007年度が+0.7%と緩やかな上昇が続くとされている。この結果、2007年度のコンセンサスについては、実質GDPが+2.0%に対して名目GDPは+2.4%の予想となっており、GDPデフレーターが年度でみてもプラスに転じる。消費税引き上げでデフレーターが押し上げられた1997年度を除けば、年度ベースでGDPデフレーターがプラスになるのは実に1993年度¹以来のことになる。2006年度と2007年度は、実質GDPでは減速する見通しになっているが、名目GDPでみれば+2.1%→+2.4%と伸びが高まる形になっている。このように、名目GDPの伸びが実質GDPの伸びを下回るという異常事態は、ようやく2007年度には解消される見込みである。物価の観点から見ても、日本経済の正常化が進んでいくという見方がコンセンサスだ。

2006、2007年度実質GDP予測値分布（%）



第一生命経済研究所の見通しについては、プレスリリース「2006・2007年度日本経済見通し ～戦後最長の景気回復の実現により視野に入ってくる完全雇用～」(8月15日発表)をご参照ください。

¹ 平成7年基準、固定基準年方式。現行基準(1994年以降の公表)では、97年度を除けば初。