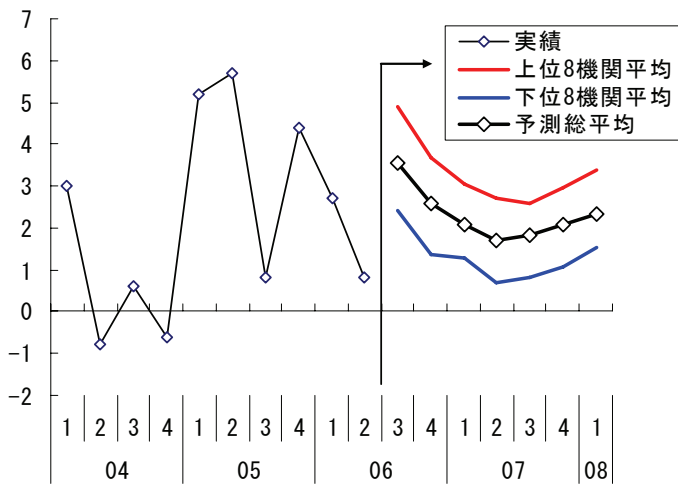


指標名：ESPフォーキャスト調査(2006年9月)
～景気モメンタム鈍化も、後退には至らず～

発表日：2006年9月8日(金)

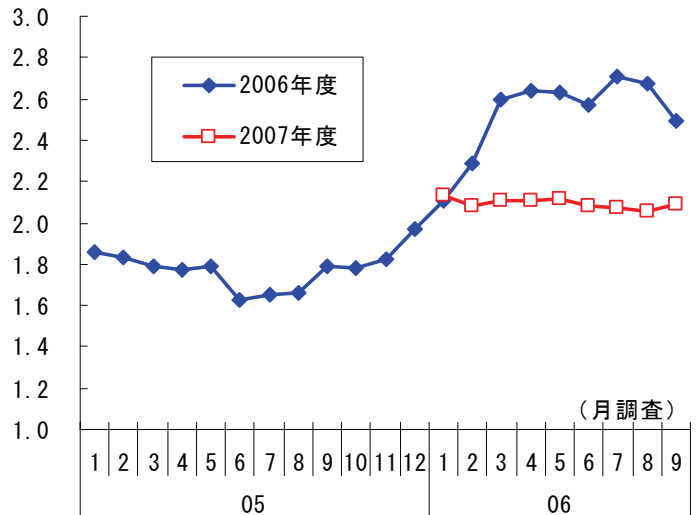
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 新家 義貴(03-5221-4528)

(図1) 実質GDP予測(前期比年率、9月調査、%)



(出所) 経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」より作成

(図2) 実質GDP予測値総平均の推移(前年比、%)



○ 年度後半以降は景気モメンタム鈍化。踊り場入りとの意見も

経済企画協会から9月のESPフォーキャスト調査が発表された(調査の回答期間は8月28日～9月4日)。ESPフォーキャスト調査は、37のエコノミスト・調査機関を対象に毎月実施し、GDP成長率や消費者物価の予測を集計しているものであり、月々のコンセンサスの推移が把握できる。

これによると、2006年度の実質GDP成長率予測は+2.49%(8月+2.67%)と若干下方修正された。8月11日に公表された2006年4-6月期GDP(一次速報)が前期比+0.2%と低い伸びにとどまったことで2006年度に向けての発射台が下がったことが、下方修正の原因である。これは技術的な修正といった面が大きく、フォーキャスターの景況感自体には大きな変更はないようだ。事前予想を下振れた4-6月期GDPについても、否定的な評価はあまり見られない。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ている。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。

2006年7-9月期に関しては前期比年率+3.55%と、前期からの反動もあって比較的高い伸びが見込まれている。このことから、4-6月期の低い成長率が一時的であると判断されていることが分かるだろう。設備投資は引き続き非常に好調に推移すると予想されることに加え、これまで天候不順の影響でやや下押しされていた個人消費についても、夏以降は持ち直しが見込めることなどが高い成長の根拠である。年度前半までの景気は良好な状態が続くとの見方が多いようだ。

一方、2006年度後半以降に関しては、景気の本質が弱まると予想されている。四半期ごとの成長率予測をみても、7-9月期：前期比年率+3.55%→10-12月期：同+2.57%→2007年1-3月期：同+2.10%→4-6月期：同+1.69%と、2006年7-9月期をピークに鈍化が見込まれている。特に、低めの成長を予測する下位8機関では、2006年度後半以降、潜在成長率を下回る成長を予想しており、日本経済は景気踊り場局面入りもしくは景気後退局面入りするとみている。

景気減速の要因としてまず挙げられ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

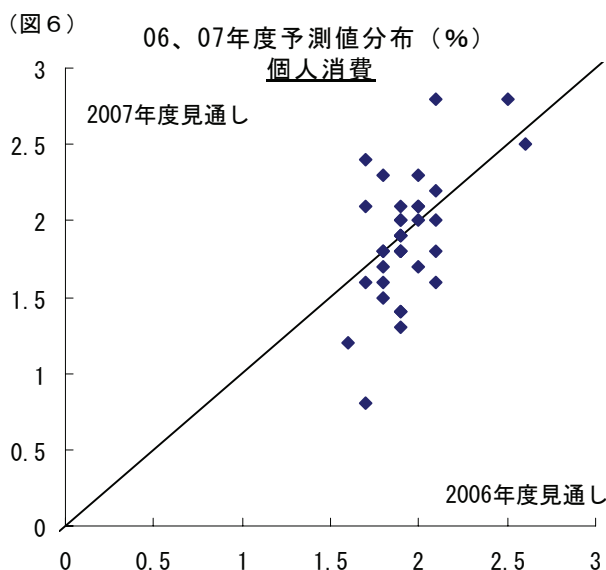
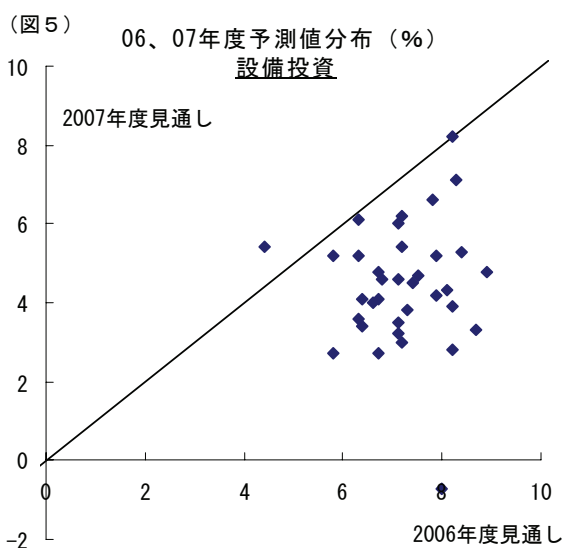
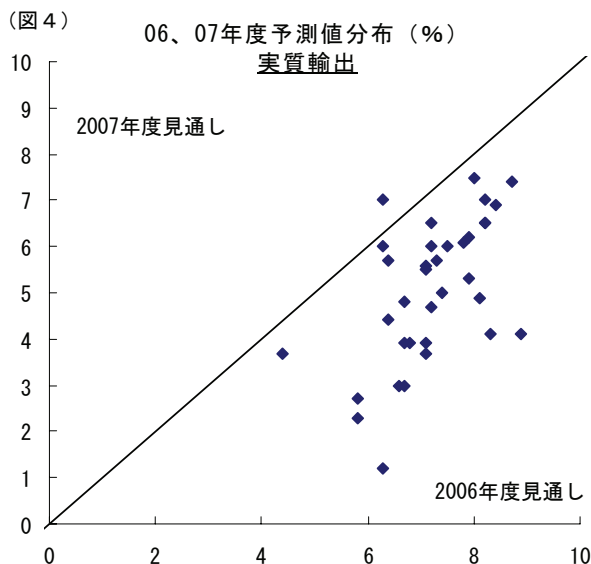
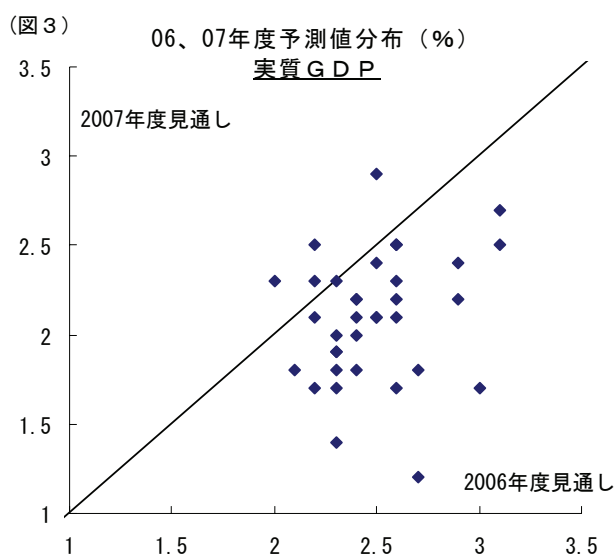
ている。今後もこれまでの利上げの累積的な効果がさらに強まってくることから住宅投資が抑制され、それに伴って個人消費も悪影響を受けることなどが指摘されている。また、IT部門の在庫調整も懸念材料だ。現在の生産増加のうち、IT部門の寄与はかなり大きいため、IT部門の減速は生産全体の減速に直結する。もちろんIT部門への需要は基本的には強いのだが、一方で世界的に供給能力もかなりの勢いで拡大していることが問題になる。実際、サッカーワールドカップにおける供給側の販売増加期待が強すぎたこともあり、電子部品・デバイスの出荷在庫バランスは6月以降マイナスに転じている。こうした在庫調整が景気の下押し要因となる。その他、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存在する。

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、②IT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。

景気の見通しに慎重なフォーキャスターは、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IT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。

もっとも、景気が踊り場局面入りするという見方はまだコンセンサスにはなっていない。2006年度後半以降の景気減速は軽微なものにとどまり、景気回復基調は崩れないとの見方が平均的だ。米国経済もソフトランディングに成功するとの見方が多いことや、ITセクターの調整も深刻なものにはならないとされていることに加え、個人消費や設備投資を中心とした内需の力強さが増していることなどがその根拠とされている。

○ 2007年度：成長率は鈍化も、底堅い



2007年度の実質GDP成長率予測平均値は+2.09%（8月+2.06%）と、前月とほとんど変わっていない。

図3～6（前項）は、実質GDPや各需要項目について、フォーキャスターそれぞれが予想する2006年度と2007年度の伸び率を散布図にしたものだ。まず実質GDP（図3）をみてみると、2006年度にくらべて2007年度の成長率が高まると予想しているのは35機関中4機関にとどまる。2006年度後半以降の景気減速の影響から、2007年度については2006年度と比較してやや低めの予想がされていることが分かる。

こうした成長率の鈍化に大きく影響を与えているのが設備投資と輸出だ（図4、5）。2007年度の方が伸びが高まると予測する機関は、ともに1機関にすぎない。前述の通り、海外経済の減速や設備投資の一巡が2007年度の成長率を抑制する姿が想定されている。もっとも、鈍化の度合いはそれほどでもない。通常の景気後退局面では、変動の大きい輸出や設備投資は大きく落ち込み、マイナスに転じてしまうことがほとんどである。しかし今回想定されているのは、あくまでプラス圏内での鈍化だ。軽微な減速といっても差し支えないだろう。

次に個人消費（図6）をみてみると、2006年度は+1.93%、2007年度は+1.89%と、ほとんど同程度の伸びが予想されている。2007年度に伸びが高まると見込む機関も35機関中12機関存在する（6機関は伸び率変わらず）。設備投資や輸出とは異なり、個人消費については堅調さが続く判断されているようだ。他の需要項目が鈍化するなか、個人消費は景気の下支え役として期待されていることが分かる。

以上から、2007年度の特徴をまとめると次のようになるだろう。

- ① 輸出と設備投資は伸びが鈍化する
- ② 鈍化幅は限定的
- ③ 個人消費は底堅く、下支え要因に
- ④ 景気全体で見ると、減速は軽微なものにとどまる

なお、四半期で見ると、2007年度前半に関しては前述の海外経済減速やIT部門の在庫調整などの悪影響が残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。

○ CPI 予測値は下方修正

消費者物価指数（コア）の予測値は、2006年度が+0.28%（8月+0.56%）、2007年度が+0.51%（7月+0.69%）と、ともに比較的大きな下方修正となった。8月25日に公表された消費者物価指数の基準改定結果において、事前の予想を上回る下方改定となったことが反映された結果だ。予測の最終四半期である2008年1-3月期でも上昇率は+0.58%にとどまっている。方向としてみれば、徐々にプラス幅は拡大していくと予想されているのだが、想定される物価上昇ペースはかなり緩慢だ。

