

**民間調査機関の経済見通し（2006年11月）**

発表日：2006年11月30日（木）

～「輸出」、「IT」、「消費」について見解が分かれる～

 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%、2007年度は+2.0%と両年度とも前回（8月）予測値から変わらず。エコノミストの景気の見方には8月時点から大きな変更はない。
- 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が、見込んでいる鈍化の度合いは各社様々。見通しの差をもたらしたのは、①輸出の減速、②IT部門の在庫調整、③個人消費動向、の3点についての見方の違い。弱気な機関は、この点について下押し材料を強調し、景気は今後停滞感を強め、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、①輸出の減速も緩やかで、②IT部門の在庫調整も限定的なことに加え、③個人消費や設備投資は引き続き底堅い、との理由から、今後予想されている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。
- 2007年後半には輸出の持ち直しやIT調整の一巡が予想されることから、景気は再び上向きになると予想されている。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、2006年度の流れを引き継いでの景気回復の持続が予想されている。

**○ 2006年度が+2.4%、2007年度は+2.0%を予想**
**【2006年度】**

	実質GDP				名目GDP	（%）		
	個人消費	設備投資	輸出	輸入		CPI （コア）	米国 GDP	
平均	2.4	1.1	9.5	8.2	4.7	1.8	0.2	3.3
最大	3.0	2.0	10.8	9.0	6.7	2.5	0.3	3.4
GDP上位5機関平均	2.6	1.2	10.1	8.6	5.0	2.0	0.2	3.3
GDP下位5機関平均	2.2	0.9	9.1	8.0	4.2	1.6	0.2	3.2
最小	2.2	0.8	7.5	6.4	3.6	1.4	0.2	2.9
第一生命経済研究所	2.4	1.0	9.8	8.4	4.4	2.0	0.2	3.3

（注）民間シンクタンク・調査機関26社の資料より作成（11月29日現在）

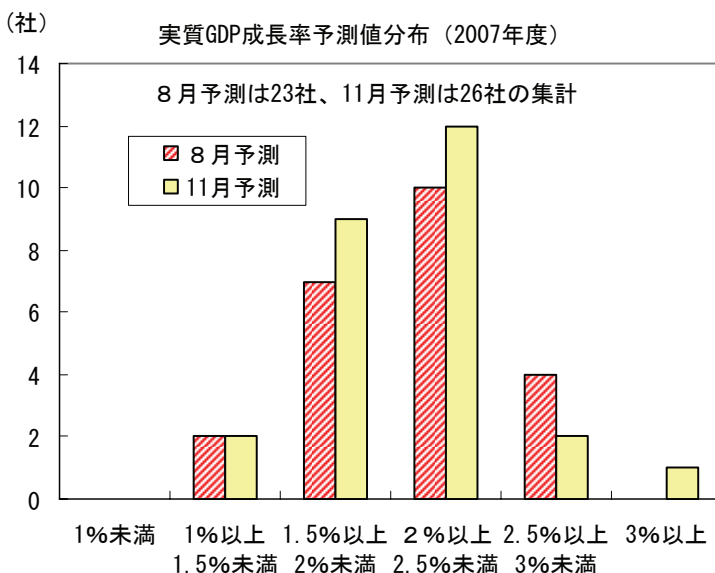
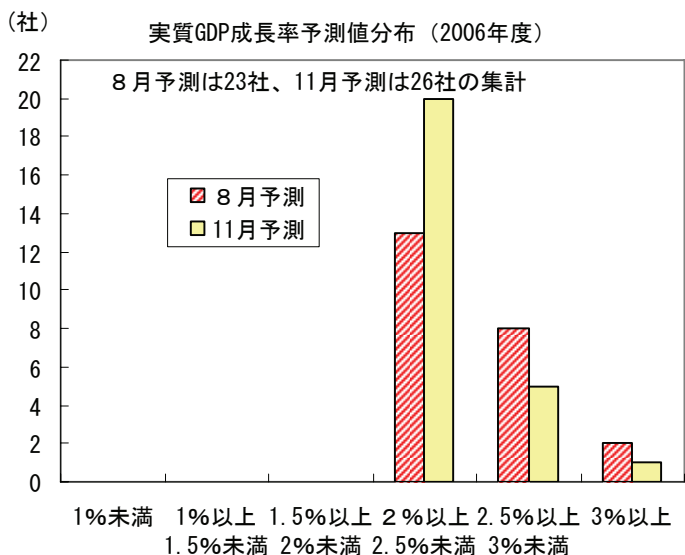
3ヶ月に一度の恒例行事である、民間調査機関による改訂経済見通しが出揃った。以下では、現段階で集計した民間調査機関の見通しの動向を概観する（11月29日時点26社）。

民間調査機関26社の実質GDP成長率予測の平均値は、2006年度が+2.4%、2007年度は+2.0%と、両年度とも前回（8月）予測値から変わらなかった。ここ数ヶ月間、弱めの経済指標が目立っていたが、各社の公表資料を読む限り、エコノミストの景気の見方には8月時点から大きな変更はなかったようだ。平均的な見方は引き続き「内需は底堅く推移する。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」というものである。

11月14日に公表された7-9月期GDPについては評価がやや分かれている。「景気の回復基調を確認す

るもの」と、事前予想を上回る前期比年率+2.0%成長となったことを素直に評価する機関がある一方で、7-9月期の伸びのほとんどが在庫投資と外需の寄与であり、内需の低迷が目立つことから、内容はあまり良くないとする機関も多い。

翌10-12月期についての見方も分かれた。「7-9月期に大幅に落ち込んだ個人消費は天候不順の影響が大きく、10-12月期には反動増が見込まれる」として、比較的高い成長を見込む機関がある一方で、「7-9月期の成長を押し上げた外需の寄与が、米国経済の減速等を背景とした輸出の減速により縮小することに加え、在庫の取り崩しも予想されることから、10-12月期は潜在成長率以下の成長にとどまる」との見方も多い。また、7-9月期の前期比年率+2.0%という成長率は12月8日公表予定の2次QEで下方修正される可能性があるとの指摘もみられた。



## ○ 「輸出」「IT」「消費」について見解が分かれる

ほとんどすべての機関で、2006年度後半から2007年前半にかけて景気の本質的な鈍化すると予想されているのだが、見込んでいる鈍化の度合いは各社様々だ。こうした見通しの差をもたらしたのは、①輸出の減速、②IT部門の在庫調整、③個人消費動向、の3点についての見方の違いである。以下では順に違いを述べていこう。

### (1) 輸出の減速

輸出を弱く見込む機関は、米国経済についても弱めの見通しであることが多い。米国では、住宅市場を中心として既に景気の減速が明確になっているが、「住宅の建築や販売の不振により住宅価格の調整が進むに従い、住宅資産からのキャッシュフローが縮小し、個人消費は大きく下押しされるだろう(三菱UFJ証券)」「米住宅価格の下落はこれから消費に対する悪影響を強めていくことになる。逆資産効果はこれから強まるのである(BNPパリバ証券)」といった意見に代表されるように、今後、住宅部門の悪化が個人消費や企業部門に波及し、景気の減速度合いが大きくなるとされている。また、米国経済の悪化がアジア地域への波及を通じて、日本からの輸出を減少させるとの見方も多い。

一方、多くの機関は米国経済は緩やかな減速にとどまり、ソフトランディングが可能とみる。住宅部門悪化の個人消費への悪影響についても、雇用・所得の着実な増加がそれをある程度相殺する。さらに、株高による資産効果に加え、ガソリン価格の下落が実質所得を下支えする効果も期待できることもあり、輸出の減速は軽微なものにとどまるとされている。また、足元でかなりの円安水準となっていることが輸出を今後も押し上げるとの意見も多い。

## (2) IT部門の調整

これまでの生産増加のうちIT部門の寄与はかなり大きかったため、IT部門の減速は生産全体の減速につながりやすい。電子部品・デバイスの在庫が足元で大幅に増加していることもあり、先行きのIT部門在庫調整入りリスクが高まっているという意見は多い。「北米BBレシオ1倍割れ、米製造業出荷在庫バランスの大幅マイナス化、に代表されるように、既に米国(世界)のIT循環が下降局面入りしている可能性が高く、今後、本邦製造業にも調整圧力が波及してくる公算大と考える(大和証券SMB C)」といった意見が代表的だ。

一方で、IT部門の調整圧力は軽微なものにとどまるとの見方も有力だ。デジタル家電等を中心とするIT部門に対する需要は引き続き非常に旺盛であり、足元での在庫増加にはクリスマス・年末商戦に向けた前向きな在庫積み増しの面が大きいという意見が目立っている。また、「電子部品・デバイス工業では在庫増加傾向が顕著であるが、これには携帯電話向け出荷の低迷が深く関わっていよう。10月の番号持ち運び制度の導入で携帯電話の生産が拡大することから、同分野での在庫調整は比確的急速に進み、年内には一巡しよう(野村證券)」と、足元での急激な在庫増加には、携帯電話やゲーム関連部品の在庫増といった国内における特殊要因の影響が大きいという指摘も複数みられた。さらに、「仮にIT分野で調整圧力が生じるとしても、非IT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IT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主張する機関も多い。

## (3) 個人消費の動向

個人消費についてもトーンの違いがみられる。やや弱めな見方としては、「賃金は雇用環境の改善にも関わらず、企業の人件費抑制姿勢が継続されていることもあり、非常に緩やかな状況に留まっている(農林中金総合研究所)」状況下で、定率減税の廃止や年金保険料の引き上げなどの家計負担増も加わることから、個人消費の伸びに多くは期待できないというものがある。一方で、一人当たり賃金は確かにほとんど伸びていないが、雇用者数の伸びを考慮すれば所得は緩やかに増加しているとの意見があるほか、足元における労働需給の引き締め度合いから判断すれば賃金上昇率は今後高まる可能性が高く、家計への回復の波及も徐々に進んでくるとの見方も多い。全体としてみれば、個人消費が景気を牽引するとまで想定する機関はほとんどないが、基本的には底堅い推移を見込み、消費が景気の下支え要因となると予想する機関が多いようだ。

なお、設備投資に関しては、少なくとも2006年度いっぱいには堅調な推移が続くとの見方が大半を占めている。大幅に落ち込んだ7-9月期の機械受注に関しては、携帯電話による押し下げが大きいことや、4-6月期の大幅増の反動の面もあること、10-12月期は増加が見込まれていることなどを理由に、それほど問題視はされていないようだ。高い伸びとなっている設備投資計画からみても、2006年度後半に関しても設備投資は好調さを維持するとされている。

このように、①輸出の減速、②IT部門の在庫調整、③個人消費動向、の3点については見方が分かれている。景気に対して相対的に弱気な見方をするいくつかの機関は、こうした点について下押し材料を強調し、景気は今後停滞感を強め、再び踊り場もしくは後退局面入りすると主張する。特に、米国経済について慎重な見方をしている機関は、日本景気の減速度合いも必然的に大きく見込む傾向がある。

もっとも、こうした見方はまだ多数派とはなっていない。①輸出の減速も緩やかで、②IT部門の在庫調整も限定的なことに加え、③個人消費や設備投資は引き続き底堅い、との理由から、今後予想されている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。また、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。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が強調されていることには注意する必要があるだろう。

○ 2007年度 ～ 年後半から再び景気モメンタム上向く ～

【2007年度】

	実質GDP				名目GDP	CPI (コア)	米国 GDP	
	個人消費	設備投資	輸出	輸入				
平均	2.0	1.7	4.3	5.4	4.3	2.2	0.4	2.5
最大	3.2	2.5	7.7	9.1	6.2	3.4	0.6	2.9
GDP上位5機関平均	2.6	2.0	5.8	6.3	5.4	2.9	0.4	2.8
GDP下位5機関平均	1.5	1.3	2.5	4.6	2.3	1.7	0.4	2.3
最小	1.2	0.9	-0.8	2.6	0.7	1.4	0.2	1.6
第一生命経済研究所	2.1	2.0	3.8	4.7	4.2	2.4	0.4	2.7

(注) 民間シンクタンク・調査機関26社の資料より作成 (11月29日現在)

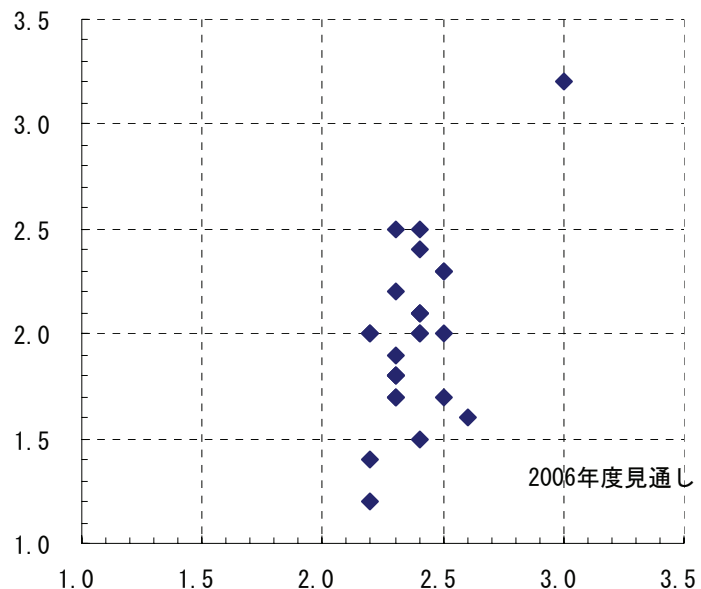
2007年度の実質GDP成長率予測の平均値は+2.0%となっている。2007年度についても景気の大幅な調整を見込む機関はなく、全体としてみれば、2006年度の流れを引き継いでの景気回復の持続を予想する機関が多い。ストック循環の観点からみて設備投資の伸びが徐々に小さくなる結果、2005年度をピークとして成長率は次第に鈍化してくるものの、所得の回復を背景に個人消費が安定的に推移する結果、緩やかな成長が続くとの見通しがコンセンサスである。2007年度の景気のメインシナリオは「息の長い安定成長」だ。

四半期でみると、2007年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存することから低成長が見込まれるが、年後半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。

予測レンジに関しては+1.2%から+3.2%と、2006年度の見通しと比べればレンジが広い。2007年度は2006年度と比べて成長率は鈍化するとの見方が多いなか、2007年度の方が伸びが高まるとみる機関も複数存在する。高めの成長を見込む機関は、特に個人消費について強気にみる傾向がある。今後も労働需給の改善が進む結果、2007年度後半には賃金上昇率も高まってくるため、個人消費も押し上げられるとの見方が代表的だ。2006・2007年度とも3%を超える成長を見込む富国生命は「これまでの大企業製造業を中心とした好況も、デフレ緩和とともに広がりを見せており、こうした動きは次第に強まっていくと見込んでいる。それが労働需給の引き締めりと相俟って、据え置かれていた労働分配率が上昇に転じ、そこに退職金を手にする団塊世代の一時的な消費拡大も加わり、個人消費は拡大するだろう」としている。

なお、2006年度後半以降の景気減速を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。また、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。

2006・2007年度実質GDP予測値分布 (%)  
2007年度見通し



(注) 06、07年度を (2.5%、2.3%) (2.4%、2.2%) (2.3%、1.7%) (2.2%、2.0%) と予測する機関がそれぞれ2社、(2.4%、2.1%) (2.3%、1.8%) と予測する機関はそれぞれ3社ずつ存在する。

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。

## ○ 物価は低位安定がコンセンサス

消費者物価指数（生鮮食品除く総合）予測の平均値は、2006年度が前年度比+0.2%、2007年度が同+0.4%となっている。2006年11月には携帯電話通信料の押し下げ寄与（▲0.15%ポイント）が剥落するという押し上げ要因はあるが、一方で、石油製品価格の押し上げ寄与が徐々に低下してくるというマイナス要因もあるため、当面、物価上昇率は低位で安定するとの見方が多い。この先2007年前半までは潜在成長率並みの成長にとどまり、需給ギャップの改善が足踏みすることもあるとあって、想定される物価上昇ペースはかなり緩慢だ。物価上昇が加速する状況は、2007年度中には見込まれていないようだ。

GDPデフレーターについても、7-9月期GDP統計公表時に消費者物価指数基準改定の影響が反映された結果、民間最終消費支出デフレーターを中心にGDPデフレーターが下方修正されたこともあるとあって、低い伸びにとどまるとされている。なお、2007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、名目GDPの伸びが実質GDPの伸びを上回るといったコンセンサスには変更はない。

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 ～減速するも失速せず。拡大基調が続く日本経済～」(11月17日発表)をご参照ください。