

民間調査機関の経済見通し（2007年5月）

発表日：2007年6月4日（月）

～「輸出」「生産」「設備投資」「消費」で見方が分かれる～

第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 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、2007年度が+2.1%と前回（2月）から+0.1%ポイントの上方修正、2008年度は+2.3%と▲0.1%ポイントの下方修正。修正幅は小幅であり、エコノミストの景気の見方には2月時点から大きな変更はない。
- 2007年度については、ほとんどの機関で「年（年度）前半の景気減速と、年（年度）後半からの持ち直し」が予想されているのだが、見込んでいる減速度合いや持ち直しテンポの想定は各社様々。こうした差は主に、①輸出の減速、②生産の減速、③設備投資、④個人消費、の4点についての見方の違いによってもたらされている。景気に対して相対的に弱気な見方をする機関は、こうした点について下押し材料を強調し、景気は停滞感を強め、踊り場もしくは後退局面になると主張する。
- もっとも、①輸出の減速は緩やかで、②生産の減速も限定的なことに加え、③設備投資は底堅く、④個人消費も失速は免れるとの理由から、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。各機関の見通しに決定的な違いがあるわけではない。
- 2007年（年度）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。2008年度についても景気的大幅な調整を見込む機関はなく、景気回復の持続が予想されている。

○ 2007年度が+2.1%、2008年度は+2.3%を予想

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（6月1日時点27社）。

【2007年度】

	実質GDP				名目GDP	鉱工業 生産	CPI (コア)	米国 GDP
	個人消費	設備投資	輸出					
平均	2.1	1.8	3.4	6.3	2.1	2.4	0.1	2.1
最大	3.2	2.6	6.4	8.6	3.3	4.1	0.3	2.5
最小	1.5	1.2	0.7	4.4	1.4	0.7	▲0.1	1.8
第一生命経済研究所	2.3	1.8	4.0	7.6	2.3	2.4	0.0	2.3

（注）民間調査機関27社の資料より作成（6月1日現在）

民間調査機関27社の実質GDP成長率予測の平均値は、2007年度が+2.1%と前回（2月）から+0.1%ポイントの上方修正、2008年度は+2.3%と▲0.1%ポイントの下方修正となった。修正幅は小幅で、前回とほとんど変わっていない。2月の予測公表以降、弱めの経済指標も散見されていたが、各社の公表資料を読む限り、エコノミストの景況感には2月時点から大きな変更はなかったようだ。両年度とも潜在成長率と言われる1%台後半を上回る成長となり、緩やかな景気回復が続くという見方がコンセンサスである。なお、2007年度のGDP見通しの内訳をみると、設備投資が平均+3.4%と、前回（+4.6%）から▲1.2%ポイン

ト下方修正された一方で、個人消費が+0.2%ポイント、輸出が+1.0%ポイントの上方修正となっている。設備投資については、1-3月期GDPで前期比マイナスに転じたことや機械受注の弱さなどを反映したものである。消費と輸出については、それぞれ1-3月期に予想以上の伸びになったことが影響したようだ。

○ 減速の度合いについては見方が分かれる

2007年度については、ほとんどの機関で「年（年度）前半の景気減速と、年（年度）後半からの持ち直し」が予想されているのだが、見込んでいる減速度合いや持ち直しテンポの想定は各社様々だ。こうした差は主に、①輸出の減速、②生産の減速、③設備投資、④個人消費、の4点についての見方の違いによってもたらされている。以下で順に違いを述べていこう。

（1）輸出の減速

輸出については、4-6月期に減速するとの見方が大勢を占めている。1-3月期の米GDPが低い伸びにとどまったことに象徴されるように、米国経済が減速していることが背景にある。中でも、輸出を弱く見込む機関は、米国経済について他機関比で慎重な見通しであることが多く、サブプライム問題による下押しや設備投資の低迷などが強調されている。また、足元で好調なアジア向け輸出に関しても、最終消費地である米国が低迷すれば悪影響は避けられないという見方がされている。この結果、輸出の持ち直し時期は10-12月期や08年1-3月期にずれ込むと想定する機関も複数見られた。

一方で、輸出の減速は軽微にとどまると見る機関も多い。米国向け輸出については減速が避けられないものの、中国を中心とするアジア向けやEU向け輸出が好調なことに加え、新興国向け輸出も伸びていることなどが下支えするとの意見が多い。また、米国経済に関しても、良好な雇用・所得環境や株高等を背景として個人消費の好調さが持続するとの見方から、ソフトランディングが可能とされている。また、足元までの円安が輸出を今後も押し上げるとの指摘も多い。

（2）生産の減速

1-3月期の鉱工業生産は、電子部品・デバイス生産の低迷や輸送用機械の反動減などを理由に6四半期ぶりに前期比マイナスに転じるなど、減速感が強まっている。特に懸念されているのがIT部門の調整だ。2006年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。実際、電子部品・デバイス在庫は足元でまだ高水準にあり、IT部門の在庫調整懸念は払拭されていないとの意見が多い。また、足元では対米自動車輸出に減速の兆しが見られており、自動車生産に下振れリスクがあることも一部で指摘されている。こうした製造業部門の減速を主因として、2007年（年度）前半は景気の踊り場あるいは景気後退局面になると認識している機関も多い。

一方で、生産調整圧力は軽微なものにとどまるとの見方も有力だ。確かにIT部門では在庫が積みあがっているものの、その他の分野では在庫は低水準にあることから、鉱工業全体でみれば調整圧力は限定的との意見が多い。また、デジタル家電等を中心に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前向きな在庫積み増しの面もあるとの指摘もみられた。また、生産予測指数が強めであることもあって、4-6月期には鉱工業生産は再び前期比プラスに転じるとの見方が多く、先行き落ち込んでいく姿は想定されていないようだ。その後については、輸出の持ち直しに伴って、7-9月期もしくは10-12月期には生産も回復基調を強めていくとの見方が多い。

（3）設備投資の動向

設備投資については下方修正を行った機関が多く、平均では+3.4%と、前回（+4.6%）から▲1.2%ポイントの下方修正となっている。1-3月期のGDPベース設備投資が前期比▲0.9%と5四半期ぶりにマイナスに転じたことや、4-6月期の機械受注見通しが前期比▲11.8%と急減したことなどが背景にあるとみられ

る。足元の生産減速や海外経済の不透明感の高まり等を背景に、企業が投資に対して一時的に慎重になっているとの指摘が多い。設備投資について相対的に弱気にみる機関では、当面、投資は低調に推移し、景気減速に一役買うとされている。

もともと、設備投資の腰折れを想定する機関はほとんどない。日銀短観の設備投資計画において、3月調査としてはかなり強めの計画となっていることが指摘されている。また、「日銀短観の計画にもみられるように、設備投資の担い手が製造業のみならず非製造業に広がりを見せている（新光総合研究所）」など、非製造業の投資意欲の強さを指摘する機関が多い。機械受注の4-6月期見通しの弱さについては、毎年4-6月期は見通しが下振れし易い傾向があるとの意見が目立ったほか、1-3月期の設備投資停滞についても、「2007年度税制改正によって、2007年4月1日以降に取得した減価償却資産については、償却可能限度額（取得価額の95%）及び残存価額が廃止され、耐用年数経過時点に1円（備忘価額）まで償却できることになった。このことは損金算入額の拡大、減税効果につながるため、企業は2006年度下期に予定していた新規投資の一部を2007年度に先送りした可能性がある（ニッセイ基礎研究所）」と、減価償却制度変更の影響が影響しているとの指摘もあった。全体としてみれば、設備投資は先行き若干の減速は予想されるものの、基本的には底堅く推移するとの見方が多い。

（4）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。消費に対して比較的弱気な見方をする機関は、賃金の弱さを強調する傾向がある。企業の人件費抑制姿勢は非常に強いことから足元で一人当たり賃金は低迷を続けており、このことが消費回復を阻害するとの見方だ。また、「1-3月期は国から地方への税源移譲に伴う一時的な所得税負担減の効果が強く出ていたものと思われる。4-6月期以降、ベースとなる賃金の伸び悩みが続く中、6月以降は住民税負担の増加により可処分所得が押し下げられる（みずほ総合研究所）」との意見に代表されるように、1-3月期の消費は特殊要因によって押し上げられており、消費の高い伸びは持続可能ではないとの指摘も多かった。こうした個人消費の鈍化を主因に4-6月期のGDPは潜在成長率以下にまで減速すると予想する機関も多い。

一方、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結果、消費は緩やかに回復を続けていくとの見方も多かった。また、一人当たり賃金の低迷には団塊世代の退職等による年齢構成要因の影響が大きいとの指摘があるほか、「企業業績の改善が配当増加あるいは株価上昇という資産市場を通じたチャネルで家計部門に波及する（BNPパリバ証券）」との意見もあった。

このように、①輸出の減速、②生産の減速、③設備投資動向、④個人消費動向、の4点については見方が若干分かれた。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、景気は停滞感を強め、踊り場もしくは後退局面になる（既になっている）と主張する。特に、米国経済や設備投資動向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。

もともと、こうした見方は多数派というわけではない。①輸出の減速は緩やかで、②生産の減速も限定的なことに加え、③設備投資は底堅く、④個人消費も失速は免れる、との理由から、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り、2007年7-9月もしくは10-12月期には、海外経済の持ち直しやIT部門の在庫調整の終了などを背景に景気は回復感を強めてくるとされている。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ほとんどない。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が強調されている。結局、あくまで程度問題であり、各機関の見通しに決定的な違いがあるわけではない。

○ 2008年度 ～ 景気回復は持続 ～

2008年度の実質GDP成長率予測の平均値は+2.3%となっている。27社中26社が2%を上回る成長を見込んでおり、2008年度も景気回復が持続すると予想する機関がほとんどだ。2007年後半（あるいは年度後半）以降には海外経済が持ち直すことに加え、北京五輪に向けた需要増が見込めるとの指摘が多く、2008年前半は景気モメンタムは上向いていくとの見方がコンセンサスである。2007年度前半に減速する設備投資が景況感の改善から持ち直すほか、個人消費についても、労働需給の改善が進む結果として賃金上昇率が徐々に高まっていくことから緩やかに増加するとの見方が多い。

なお、2009年4月に消費税引き上げを想定する機関では、個人消費や住宅投資の駆け込み需要が2008年度後半に発生することから、2008年度の成長を高めに見る傾向があることには注意が必要である。

【2008年度】

	実質GDP			名目GDP	鉱工業 生産	CPI (コア)	米国 GDP
	個人消費	設備投資	輸出				
平均	2.3	2.1	5.1	2.7	3.6	0.5	2.9
最大	2.8	2.7	8.7	3.3	5.0	0.9	3.3
最小	1.4	1.3	0.6	1.6	0.9	0.1	2.3
第一生命経済研究所	2.7	2.4	6.3	3.0	3.7	0.4	3.1

(注) 民間調査機関27社の資料より作成 (6月1日現在)

○ 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、2007年度が前年度比0.0%（2月時点予測+0.2%）、2008年度が同+0.5%（2月時点予測+0.6%）と、それぞれ下方修正されている。足元における物価の予想以上の低迷を反映したものとみられる。

消費者物価は当面マイナス圏での推移が続く可能性が高まっているとの見方が多い。足元の原油価格は一時に比べて持ち直しているが、昨年の価格上昇率が大きかったことから、前年比で見ればむしろ石油製品価格のマイナス幅は拡大する可能性が高い。また、石油製品以外の品目についても上昇圧力は非常に弱く、物価を大きく押し上げる要因にはならないとの意見が多い。2007年7-9月期までは、消費者物価指数は小幅マイナスが続くという見方がコンセンサスである。その後、2007年10-12月期～2008年1-3月期頃によりやみマイナス圏から脱し、その後は緩やかに上昇していくとの見通しとなっている。

GDPデフレーターについても下方修正されており、結果として名目GDPも2月時点での見通しから下方修正されている。2月時点での見通しでは、2007年度には名目GDPの伸びが実質GDPの伸びを上回るとみる機関が大半だったが、今回、名目GDP見通しが下方修正された結果、GDPデフレータープラス転化は2008年度にずれ込むとみる機関もかなり存在する。

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「2007・2008年度日本経済見通し ～景気減速は一時的かつ軽微。息の長い景気拡大が続く～」(5月21日発表)をご参照ください。