

**民間調査機関の経済見通し（2007年11月）**

発表日：2007年11月22日（木）

～下振れリスクは多いが、新興国経済に支えられ景気回復持続がコンセンサス～

 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 柵山 順子  
 TEL:03-5221-4548

**（要旨）**

- 実質GDP成長率予測の平均値は、2007年度が+1.5%、2008年度は+2.0%と両年度とも前回（9月）予測値から下方修正。2007年度の下方修正については建築基準法改正の影響でほとんどが説明されている。ただし、その反動増が見込まれている2008年度の見通しが上方修正されていないことから分かる通り、エコノミストの景気の見方は弱まっているといえる。米国景気の先行き不透明感の強まりや原油価格高騰など、景気下振れリスクが高まっているとの見方が多い。
- ほとんどすべての機関で、景気後退には陥らないものの回復ペースは緩やかなものになると予想されている。ただし、見込んでいる回復ペースは各社様々だ。見通しの差をもたらしたのは、①建築基準法改正の影響、②米国経済が輸出に与える影響、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、景気は今後も停滞感の強い状況が続くなどと主張する。
- もっとも、住宅投資や建設投資により成長率が攪乱されるものの、伸びが若干鈍化しつつも輸出は堅固さを維持するとの理由から、外需および企業部門主導での緩やかながらも景気回復が続くという見方が現時点でのコンセンサスである。
- 2008年度については建築基準法改正の混乱が正常化する過程の中で、住宅投資が押し上げに寄与し2007年度よりも成長率が高まると予想されている。輸出に対する見方の違いにより、年後半に成長率が高まるとする機関も、逆に年後半は鈍化するとする機関もある。総じて緩やかではあるものの、2008年度も景気回復が続くとみる機関が多い。

**○ 2007年度が+1.5%、2008年度は+2.0%を予想**
**【2007年度】**

	実質GDP					名目GDP	鉱工業生産	CPI (コア)	米国GDP
	個人消費	住宅	設備投資	輸出					
平均	1.5	1.7	-12.9	1.2	7.5	1.1	2.9	0.1	2.1
最大	2.0	2.0	-5.1	2.9	8.4	1.8	3.4	0.2	2.4
最小	1.0	1.4	-20.0	-1.2	6.2	0.5	2.2	0.0	1.9
第一生命経済研究所	1.5	1.8	-15.4	0.7	7.4	1.0	3.2	0.1	2.2

（注）民間調査機関27社の資料より作成（11月21日現在）

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21日時点27社）。

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+1.5%と前回（9月予測）から▲0.3%p下方修正された。2008年度についても+2.0%と、前回対比▲0.1%p下方修正されている。2007年度の下方向修正については、建築基準法改正に伴う住宅着工下振れの影響が大きい。2008年度にはその反動もあり、2007年度より成長率が高まるとの見方がコンセンサスとなっている。ただし、2008年度の成長率は住宅投資の反動増分が上方修正されるということではなく、むしろ前回予測から小幅下方修正となっている。米国経済の先行き不透明感の強まり、原油価格の高騰、賃金の伸び悩みなどを背景に、エコノミストの景気の

見方は9月時点と比べて弱まっているようだ。平均的な見方は「堅調な海外経済を背景に企業部門主導の景気回復が続く。ただし、米国経済の先行き不透明感の強まりや原油価格の高騰などを背景に回復ペースの鈍化が見込まれる。家計部門は緩やかな回復に留まる。」というものである。

11月13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。「IT部門の調整一巡を背景に生産の持ち直しを確認するもの」と、事前予想を上回る前期比年率+2.6%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外需の寄与であり、消費の低迷が続いていることから、内容はあまり良くないとする機関もある。なお、10-12月期については「住宅投資などの落ち込みが本格化し潜在成長率以下の成長にとどまる」との見方がほとんどだ。

## ○ 「住宅」「輸出」「消費」について見解が分かれる

ほとんどすべての機関で、景気後退には陥らないものの、前回予測の想定と比べて拡大ペースは緩やかなものになると予想されている。ただし、見込んでいる回復ペースは各社様々だ。こうした見通しの差をもたらしたのは、①建築基準法改正の影響、②米国経済が輸出に与える影響、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）建築基準法改正の影響

今回の景気見通しについて、最も大きな影響を与えたのが建築基準法改正に伴う住宅投資の落ち込みである。同法の改正に伴う建築確認作業の混乱を背景に、住宅着工戸数は7月以降大幅に減少し、7-9月期のGDPを押し下げた。こうした混乱はいつまで続くのかという点については明確な材料があるわけではなく、各社の想定次第となってくる。現段階では、「住宅着工戸数は10月以降持ち直すものの、進捗ペースで算出される住宅投資への影響は2007年度中は残る」という想定がもっとも多い。その後、2008年度前半については、住宅着工戸数が平常の水準に戻る過程で成長率が押し上げられるという想定になっている。企業の建設投資についても同様の影響が想定されている。こうした想定のもと、多くの機関では「建築基準法改正の影響は制度改正に伴う混乱であり、住宅投資の基調を変えるものではない」ものの、法改正前から住宅需要は鈍化してきており、反動増は限定的なものに留まり法改正前の水準にまでは戻らないとの見方が示されている。

一方、「建設財需要の低下を通じて、生産活動にも影響を及ぼそう（三菱UFJ銀行）」、「地方経済や中小企業への影響が懸念される（三菱総合研究所）」などにみられる通り、こうした混乱が建設業界の収益悪化に伴う建設部門での雇用賃金の削減、建築財の在庫調整、機械投資への影響、耐久消費財の出荷など広範にわたって影響を及ぼすとの見方もみられた。

### （2）米国経済が輸出に与える影響

輸出については、米国向けの輸出は低下が続くものの、新興国やアジア向けが下支えとなる。そのため、輸出は伸びがやや鈍化するものの堅調さを保つという見方がコンセンサスだ。ただし、その増勢については米国経済の減速が世界経済に与える影響に対する見方の違いにより差が出ている。

影響が大きいと考える機関では、米国経済の減速がアジアなど世界経済の拡大ペースを鈍化させるとして、輸出の増勢が強まるのは米国経済が持ち直す2008年半ば以降との見方が多い。ただ、そうした機関についても、「米国景気がリセッションに至らなければ、EUやアジア向け輸出が大きく落ち込む事態は避けられる（明治安田生命）」といったように、目先の輸出拡大ペースが鈍化するという程度で輸出の大きな落ち込みを想定する機関はない。一方、米国経済が減速しても世界経済は好調さを維持するなどのデカップリング・シナリオを強調する機関では、ITサイクルの関係から2008年度半ばまでは輸出は堅調さを維持するものの、その後は鈍化するという見方をとっている。こうした機関では、「2008年度後半になると、輸出の伸びが鈍化することから、設備投資の伸びも緩やかになってくる可能性がある（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）」

ング)」のように、2008年度後半には生産活動や設備投資に軽微な調整を見込んでいる機関が多い。

このような輸出に対する見方の差が、生産や投資の予測にも影響を与え、2008年度の景気見通しにはかなり差が出てきている。両者とも、景気の大きな落ち込みまでは想定していないものの、輸出をめぐる環境判断の差が今回の各社の見通しのもっとも大きな違いをうみだした。

### (3) 個人消費の動向

個人消費についても、賃金の回復感が明確になるかという点を中心に違いがみられる。雇用者数は拡大するものの、賃金の回復については弱い状況が続く。そのため、消費は回復基調が崩れることはないが緩やかな回復に留まるという見方が多い。雇用者数については、企業の人手不足感は引き続き強い状況にあり、景気回復が続くもとで緩やかながらも増加基調が続くとする見方が主流である。それでも賃金については、中小企業の収益環境悪化や団塊世代退職、パート比率の高まりなどを背景に、「悪化するとまではいかないが、構造的な背景もあり、今後も伸び悩み傾向が継続する（三菱総合研究所）」というように弱めの見方をする機関が多い。一層弱めの見方をする機関では、「中小企業の業績低迷→賃金低下→個人消費の低迷→（さらなる中小企業の業績低迷）（みずほ総合研究所）」という負のスパイラルや消費者マインドの悪化を指摘し、消費に回復感はないとする。全体としてみれば、当面の個人消費は緩やかな回復に留まるという見方がコンセンサスである。

一方、強めの見通しをする機関では、2008年半ば以降に労働需給の逼迫から賃金が緩やかな上昇に転じてくると賃金の回復を指摘するところもある。こうした見方をする機関では、2008年半ば以降、米国経済の持ち直しを背景に輸出、生産が再加速するという見通しが多い。その他にも、「家計の配当・金利収入増加や、団塊世代の退職一時金受け取りが個人消費を下支えする（日本経済研究センター）」のように、賃金以外の所得が消費を押し上げるという見方もみられた。

このように、①建築基準法改正の影響、②米国経済が輸出に与える影響、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、景気は今後も停滞感の強い状況が続くと主張する。

もっとも、こうした見方はまだ多数派とはなっていない。住宅投資や建設投資は成長率を攪乱するものの、輸出は伸びが若干鈍化しながらも堅調さを維持するとの理由から、回復力は弱いが外需および企業部門主導での緩やかな景気回復は続くという見方が現時点でのコンセンサスである。米国経済の減速、原油価格高騰など景気下振れリスクが増えているため、景気回復ペースは下方修正されているものの、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。

### ○ 2008年度 ～輸出の見通しにより、見方が分かれる～

【2008年度】

(%)

	実質GDP					名目GDP	鉱工業 生産	CPI (コア)	米国 GDP
	個人消費	住宅	設備投資	輸出					
平均	2.0	1.5	6.4	4.3	5.6	2.2	3.0	0.4	2.3
最大	2.5	2.0	19.0	6.6	8.1	2.9	4.7	0.6	2.8
最小	1.5	1.0	-6.7	1.3	2.7	1.6	1.4	0.0	1.4
第一生命経済研究所	2.2	1.5	12.5	5.1	4.8	2.5	2.4	0.3	2.6

(注) 民間調査機関27社の資料より作成 (11月21日現在)

2008年度の実質GDP成長率予測の平均値は+2.0%となっている。2008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、緩やかな景気回復の持続を予想する機関が多い。予測レンジに関しては+1.5%から+2.5%と、2007年度の見通しと比べればレンジが広いが、2008年度は2007年度と比

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。

べて成長率は高まるとの見方がほとんどである。こうした見方は建築基準法改正に伴う混乱によるものであり、2008年度に基調として景気回復力が大きく強まるとみている機関が必ずしも多いわけではない。

2008年度の景気モメンタムについては大きく見方が分かれる。前述の通り、輸出に対する見方の差によるものであるが、米国経済の影響を大きめに考える機関は年後半以降米国経済の回復にそって景気拡大ペースが高まるとする。そうした機関では、米国経済の持ち直しや建築基準法の影響が剥落することで、2008年度後半は成長率が高まり、雇用所得環境の改善、消費の回復につながるとするところが多い。一方、デカップリング・シナリオをとる機関はITサイクルの影響で北京オリンピック終了後に景気拡大ペースが鈍化し、軽微な調整局面に入るとみている。どちらの見方にしても、大きな景気後退は見込まれていないものの、2008年度の景気に対するエコノミストの見方は分かれている。

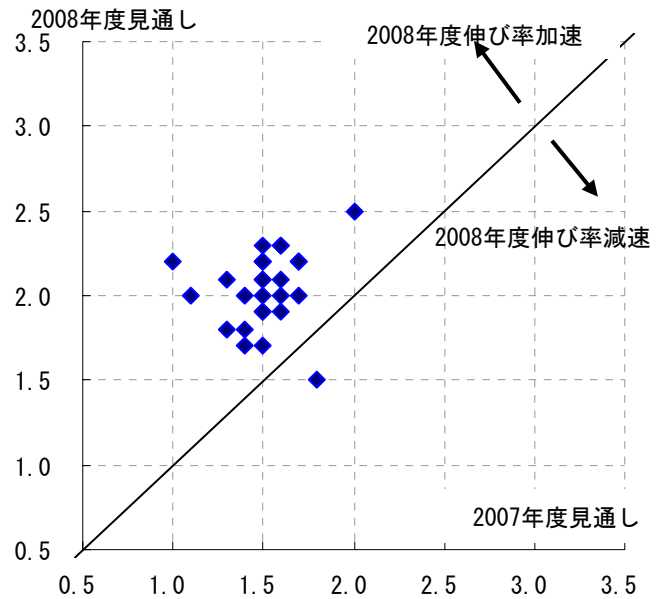
### ○ 物価は低位安定がコンセンサス

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+0.1%、2008年度が同+0.4%となっている。足元の原油価格高騰の影響により、今後物価の伸びは石油製品価格の押し上げなどを背景に高まるという見方が主流である。ただし、消費など内需については弱めの見方が多いこともあり、2008年度後半には石油製品価格の押し上げ寄与が徐々に低下し、物価上昇率は低位で安定するとの見方が多い。先行きの景気の拡大ペースは緩やかなものに留まり、需給ギャップの改善が限定的であることもあって、想定される物価上昇ペースはかなり緩慢だ。原油価格高騰の影響を除けば、物価上昇が加速する状況は、2008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、低い伸びにとどまるとされている。なお、2008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「2007・2008年度日本経済見通し～景気回復は持続も、二つの要因が下押し～」(11月15日発表)をご参照ください。

2007・2008年度実質GDP予測値分布 (%)



(注)07、08年度を (1.5%、1.9%) (1.5%、2.1%) (1.6%、2.3%) (1.7%、2.3%) と予測する機関がそれぞれ2社、(1.5%、2.2%) と予測する期間が3社存在する。