

Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

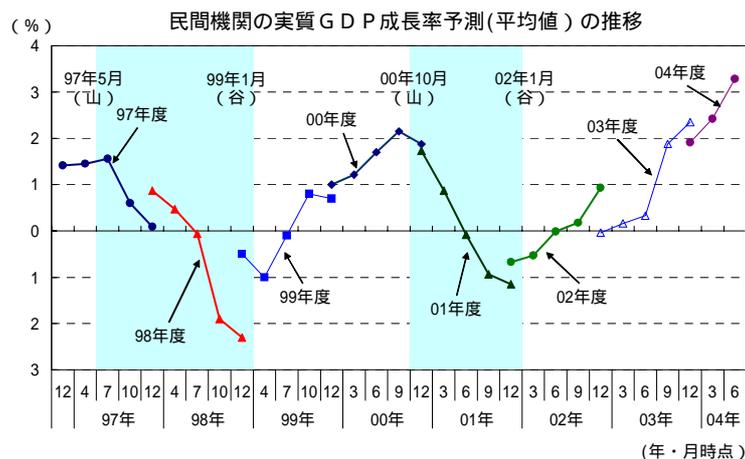
経済見通しの下方修正が示唆するもの

< 経済見通しの下方修正が示唆するもの >

1. 経済企画協会が発表した「ESP フォーキャスト調査」の9月調査では、2004、2005年度の経済成長率の予測平均が5月の調査開始以来、初めて前月調査から下方修正された。
2. 経済見通し（実質成長率の予測平均）は、景気回復期には上方修正が続き、景気後退期には下方修正が続く傾向がある。また、経済見通しが上方修正から下方修正へと転換する時期は、概ね景気のピークアウト時期と重なっている。
3. 今回の下方修正がただちに景気のピークアウトを意味しているわけではないが、景気の転換点を見極める上では、成長率予測の下方修正が来月以降も続くかどうか重要なポイントである。

< 月次GDP >

- ・7月の月次GDPは前月比0.2%となった。8月は輸出の減少により外需が落ち込むこと等から、前月比0.1%と2カ月ぶりの減少を予測する。



(注) 各時点における民間調査機関の当年度、次年度の実質GDP成長率の予測平均値
 予測平均値は東洋経済新報社、ニッセイ基礎研究所の調べによる
 各年度の成長率予測値は前年12月から当年12月までのもの
 調査時点は99年までは4,7,10,12月、00年以降は3,6,9,12月

シニアエコノミスト 斎藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

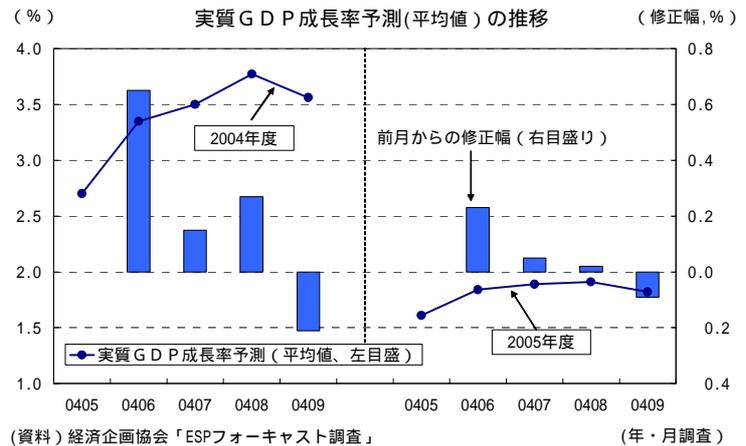
ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

〒102-0073 東京都千代田区九段北4-1-7 : (03)3512-1884 <http://www.nli-research.co.jp/>

< 経済見通しの下方修正が示唆するもの >

初めて下方修正された「ESP フォーキャスト調査」の成長率見直し

9/15 に経済企画協会から発表された 9 月の「ESP フォーキャスト調査」(注) によれば、2004 年度の実質 GDP 成長率の予測平均は 3.56% となり、前月調査から 0.21 ポイントの下方修正となった。2005 年度の成長率も 0.09 ポイント下方修正され 1.82% となった。GDP 成長率の予測は、本調査が開始された今年 5 月以降、4 カ月連続で上方修正されていたが、今回 9 月調査で初めて下方修正された。



(注) 経済企画協会が、国内 38 のエコノミスト・調査機関を対象に GDP 成長率、鉱工業生産、CPI、失業率等の予測を毎月集計している。各項目の平均値のほか、上位 8 人、下位 8 人の平均値が公表される。今年 5 月に調査が開始された。

今回の成長率の修正幅自体はそれほど大きなものではない。しかし、過去の経済見通しの修正方向と景気との関係から判断すると、経済見通しが上方修正から下方修正に転じたという事実は軽視すべきものではない。

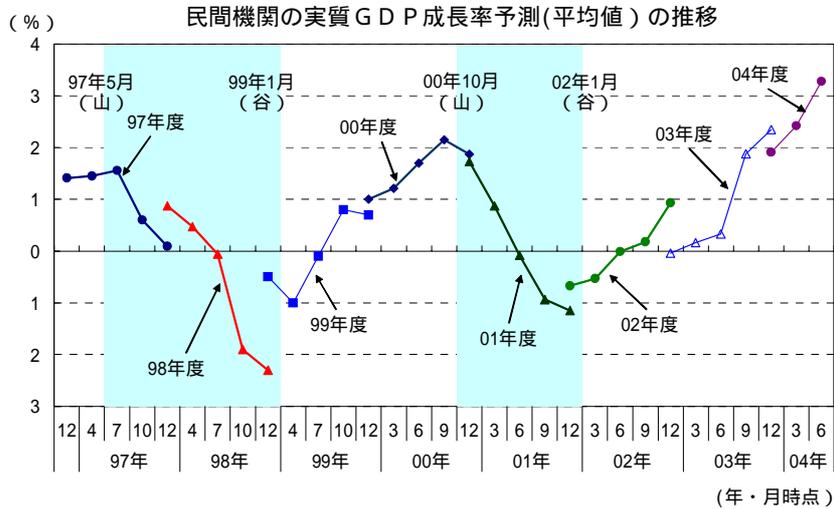
経済見通しの修正方向と景気の関係

民間の経済予測を毎月集計するという試みは、日本では「ESP フォーキャスト調査」が初めてだが、民間の各調査機関はこれまでも概ね 3 カ月に一度の割合で経済見通しを発表しており、これらは新聞社、通信社、雑誌社などにより定期的に集計されてきた。

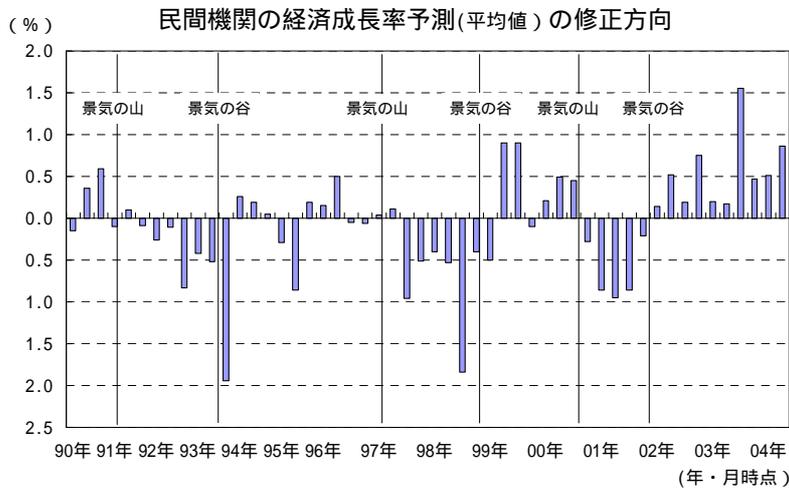
そこで、過去に集計された経済見通し(実質 GDP 成長率の各調査機関の予測平均)の推移と景気との関係を見てみると、興味深い事実が浮かび上がってくる。

まず、経済見通しは、景気が回復局面にある時には上方修正され、逆に景気が後退局面にある時には下方修正される傾向がある。また、一度上方(下方)修正されるとしばらくは上方(下方)修正が続くケースが多いことも特徴である。たとえば、景気回復が続いていた 2002 年度、2003 年度について見てみると、2001 年 12 月時点では 0.7% だった 2002 年度の実質成長率の予測(平均値)はその後徐々に上方修正され、2002 年 12 月時点では 0.9% となった(2002 年度実績値は 1.1%)。また、2003 年度の成長率については、2002 年 12 月時点の 0.0% から 1 年後の 2003

年12月には2.4%と2%以上の上方修正となった(2003年度実績値は3.2%)。逆に、景気後退局面にあった2001年度の成長率は前年12月時点の2%近いプラス成長から最終的には1%を超えるマイナス成長へと大幅に下方修正された(2001年度実績値は1.2%)。



(注) 各時点における民間調査機関の当年度、次年度の実質GDP成長率の予測平均値
 予測平均値は東洋経済新報社、ニッセイ基礎研究所の調べによる
 各年度の成長率予測値は前年12月から当年12月までのもの
 調査時点は99年までは4,7,10,12月、00年以降は3,6,9,12月



(注) 実質GDP成長率見通し(平均値)の前回調査からの修正幅
 予測平均値は東洋経済新報社、ニッセイ基礎研究所の調べによる
 調査時点は95年までは4,7,12月、96~99年は4,7,10,12月、00年以降は3,6,9,12月
 93年7月以前の見通しは実質GNP成長率

このように経済見通しが同一方向に続けて修正される原因としては、景気が良くなる時には、人々の予想を上回るスピードで経済活動が拡大し、逆に景気が悪くなる時には、予想を上回るスピードで経済活動が縮小することが多いことが挙げられる。また、経済環境が大きく変わったことが分かったとしても、経済見通しの作成者は過去の見通しに引きずられて修正を小幅にとどめる傾向があるため、結果的に同一方向への修正が繰り返されるといったこともあるだろう。

さらに、経済見通しの修正方向が転換した時期と、景気が回復から後退へ（あるいは後退から回復へ）と転換した時期を比較してみると、前者が後者にやや遅れている。直近で言えば、2002年3月時点の調査で、経済見通しはそれまでの下方修正から上方修正に転じたが、景気が底をうったのはそれより少し前の2002年1月であった。また、前回の景気の山は2000年10月だったが、経済見通しの下方修正が始まったのは2000年12月時点の調査からだった。

経済見通しの修正は、実際の経済指標に変化が現れたことを見た上で行われることが多いため、その判断は遅れ気味になるのであろう。しかし、遅れるといってもそれは数カ月程度である。変化の大きさはともかくとして、景気の転換点については転換後比較的早い段階で捉えているという評価ができよう。

注目度が高まる「ESPフォーキャスト調査」

このような過去の経験則を単純に今回（9月調査）の「ESPフォーキャスト調査」の結果に当てはめると、景気はすでにピークアウトしている可能性が高いということになってしまう。

もちろん、今回見た過去の経済予測調査は3カ月ごとに集計されたものであり、毎月集計される「ESPフォーキャスト調査」とは必ずしも同列に考えることはできない。9月調査で成長率予測が下方修正されたといっても、3カ月前の6月調査と比べれば、依然高い水準にある。また、今回の調査で下方修正された直接の原因は、足もとの4-6月期の実質GDP成長率が予想を大きく下回ったこと（8月調査時点では4-6月期の予測は平均で年率3.65%だったが、9月調査は年率1.7%となった1次速報値公表後に実施された）であり、7-9月期以降の見方についてはこれまでとほとんど変わっていない。今回の結果をもって景気がすでに後退局面入りしているという判断をすることは時期尚早だろう。

しかし、足もとの経済指標を見ると、輸出の伸びが鈍化し、IT関連財の在庫調整などから生産も横這い圏にある。景気減速の兆候が見られる中、「ESPフォーキャスト調査」における成長率予測の下方修正は景気の先行きに対する警戒信号のひとつと考えることもできるだろう。

この調査は毎月実施されるため、エコノミスト・調査機関の景気に対する見方をタイムリーに捉えることが可能である。本調査における予測が今後どちらの方向に修正されるかは非常に重要な情報と言える。景気の転換点を探る上では、成長率の予測平均が3カ月前比で下方修正となるかがひとつの目安と考えられるだろう。10月以降の調査結果が注目される。

月次GDPの動向

<7月、8月>

7月の月次GDPは、内需は減少したが、輸入の減少により外需がプラスとなったことから前月比0.2%となった。8月は民間消費、設備投資は増加するものの、輸出の減少により外需が落ち込むことから、前月比0.1%と2カ月ぶりの減少を予測する。



日本・月次GDP 予測結果

	[月次] 実績値による推計						予測	[四半期]		
	2004/3	2004/4	2004/5	2004/6	2004/7	2004/8		実績	予測	
実質GDP	562,438	567,866	568,401	564,270	565,383	564,639	565,683	567,445	569,503	
前期比年率							6.4%	1.3%	1.5%	
前期比	0.9%	1.0%	0.1%	0.7%	0.2%	0.1%	1.6%	0.3%	0.4%	
前年同期比	4.7%	5.1%	3.2%	3.8%	4.7%	3.2%	5.9%	4.2%	4.3%	
内需(寄与度)	541,536	545,837	542,933	542,993	542,628	543,286	544,357	544,520	546,813	
前期比	0.7%	0.8%	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	1.3%	0.0%	0.4%	
前年同期比	4.0%	4.0%	2.1%	2.5%	3.4%	3.1%	4.7%	3.0%	3.3%	
民間(寄与度)	423,191	427,807	427,137	426,968	425,746	427,074	426,146	427,903	430,582	
前期比	0.7%	0.8%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	1.4%	0.3%	0.5%	
前年同期比	4.6%	4.5%	2.6%	3.0%	3.8%	3.6%	5.4%	3.5%	3.8%	
民間消費	304,981	309,163	307,791	306,824	305,576	306,054	305,974	307,926	308,527	
前期比	0.9%	1.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.2%	1.0%	0.6%	0.2%	
前年同期比	3.2%	4.5%	3.1%	2.6%	3.0%	2.3%	3.4%	3.4%	2.9%	
民間住宅投資	19,010	18,846	18,676	18,814	18,786	19,038	18,697	18,779	19,048	
前期比	2.4%	0.9%	0.9%	0.7%	0.1%	1.3%	0.6%	0.4%	1.4%	
前年同期比	5.2%	4.3%	3.9%	1.2%	0.4%	2.1%	2.5%	3.1%	1.6%	
民間設備投資	96,578	98,246	99,202	100,156	100,498	101,212	98,624	99,800	102,228	
前期比	1.6%	1.7%	1.0%	1.0%	0.3%	0.7%	2.0%	1.2%	2.4%	
前年同期比	11.7%	14.8%	6.1%	10.1%	12.3%	14.6%	14.3%	10.1%	12.6%	
民間在庫(寄与度)	2,623	1,553	1,469	1,175	887	770	2,851	1,399	778	
前期比	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.4%	0.3%	0.1%	
前年同期比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.7%	0.0%	0.0%	
公需(寄与度)	118,344	118,030	115,795	116,025	116,881	116,212	118,211	116,617	116,232	
前期比	0.1%	0.1%	0.4%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	
前年同期比	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	
政府消費	91,775	91,445	91,448	91,269	91,697	91,409	91,101	91,387	91,433	
前期比	0.9%	0.4%	0.0%	0.2%	0.5%	0.3%	0.5%	0.3%	0.0%	
前年同期比	1.8%	2.3%	1.3%	1.7%	1.3%	1.3%	1.4%	1.8%	1.3%	
公的固定資本形成	26,621	26,620	24,381	24,790	25,184	24,803	27,162	25,264	24,799	
前期比	1.8%	0.0%	8.4%	1.7%	1.6%	1.5%	3.6%	7.0%	1.8%	
前年同期比	14.0%	15.8%	19.0%	19.1%	13.4%	14.1%	12.7%	17.8%	13.8%	
外需(寄与度)	20,903	22,029	25,469	21,277	22,755	21,352	21,326	22,925	22,690	
前期比	0.2%	0.2%	0.6%	0.7%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.0%	
前年同期比	0.7%	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	0.1%	1.2%	1.2%	0.9%	
財貨・サービスの輸出	74,451	75,577	76,463	77,216	76,418	75,884	73,819	76,419	76,508	
前期比	1.3%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%	0.7%	4.5%	3.5%	0.1%	
前年同期比	17.1%	14.6%	15.5%	23.8%	15.1%	11.7%	15.5%	17.9%	13.8%	
財貨・サービスの輸入	53,549	53,548	50,994	55,939	53,663	54,531	52,492	53,494	53,818	
前期比	3.5%	0.0%	4.8%	9.7%	4.1%	1.6%	3.0%	1.9%	0.6%	
前年同期比	15.2%	8.1%	7.2%	16.3%	6.8%	14.3%	7.6%	10.5%	8.5%	

<民間消費の内訳>

家計消費(除く帰属家賃)	247,425	251,138	249,974	249,107	248,174	248,486	248,360	250,073	250,551
前期比	1.0%	1.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.1%	1.2%	0.7%	0.2%
前年同期比	3.6%	5.0%	3.6%	3.0%	3.4%	2.6%	3.9%	3.8%	3.3%
需要側推計									
前期比	1.7%	1.9%	0.5%	0.5%	1.1%	0.3%	2.1%	0.7%	1.3%
前年同期比	1.9%	5.2%	5.6%	0.2%	3.4%	1.3%	3.9%	3.5%	3.1%
供給側推計									
前期比	1.0%	0.5%	0.2%	1.9%	0.7%	0.8%	1.2%	1.1%	1.3%
前年同期比	3.0%	2.0%	0.7%	1.7%	3.6%	3.0%	2.4%	1.5%	3.3%
帰属家賃	4,258	4,264	4,269	4,275	4,277	4,282	51,040	51,245	51,383
前期比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%

(注) 家計消費(除く帰属家賃)には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)