

# HAMAGINSOUKEN NEWS

2006年11月16日

## 2006年度・2007年度の景気予測（2006年11月改訂）

- 景気は06年度後半に減速するものの、民需中心の安定的な回復基調を維持 -

### 要 旨

2006年7～9月期の実質GDPは前期比+0.5%と7四半期連続のプラス成長となり、景気が着実に回復を続けていることが示された。天候不順の影響などにより個人消費が減少したものの、設備投資や輸出など企業関連の需要が成長をけん引した。今後のポイントとなる個人消費は、雇用・所得情勢の着実な改善に支えられて10～12月期以降、再び緩やかに回復すると見込まれる。また、先行指標にかげりがみられる設備投資は、企業の投資意欲が引き続き旺盛である点などを踏まえると、先行き減速しながらも増加基調を維持する公算が大きい。

一方、輸出のカギを握る米国景気は、利上げの累積的な効果により住宅部門を中心に減速基調が続こう。ただ、2007年春頃には米住宅投資の悪化が一巡すると予想。米景気は雇用・所得情勢の改善継続などにより、実質で2%台の成長を維持しよう。以上を踏まえて今後を展望すると、2006年度下期には、米景気の減速による輸出の増勢鈍化やIT関連分野の在庫調整を受けて生産の伸びが弱まり、景気の減速感が広がると予想される。ただ、個人消費は冬季賞与の増加などを背景に再び増加基調に転じ、また設備投資も潤沢なキャッシュフローを背景に増勢を維持する公算大。このため、景気全体としては民間需要を中心とする緩やかな回復基調が続くと見込まれる。2007年度も民間需要を中心とする安定的な景気回復が続こう。個人消費は雇用者報酬の増加を背景に底堅く推移し、設備投資は企業収益の鈍化により増勢が弱まるものの増加基調を維持すると見込まれる。2007年度下期には、米国景気の復調を受けて輸出の増勢が再び強まり、景気の回復テンポが徐々に高まっていくと予想される。2006年度の実質GDP成長率を+2.3%、2007年度を+1.7%と予測した。

### 予測の要約表

|         | (前年比、%)      |               |               | (参考) 前回8月予測   |               |
|---------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|         | 2005年度<br>実績 | 2006年度<br>見通し | 2007年度<br>見通し | 2006年度<br>見通し | 2007年度<br>見通し |
| 実質GDP   | 3.3          | 2.3           | 1.7           | 2.2           | 1.7           |
| 民間需要寄与度 | 2.6          | 2.1           | 1.3           | 2.1           | 1.5           |
| 公的需要寄与度 | 0.2          | 0.5           | 0.0           | 0.2           | 0.0           |
| 海外需要寄与度 | 0.5          | 0.7           | 0.3           | 0.3           | 0.1           |
| 名目GDP   | 1.8          | 1.6           | 1.8           | 1.7           | 1.9           |

【本件に関するお問い合わせ先】 (株)浜銀総合研究所 調査部 北田、祝<sup>いわい</sup> TEL 045-225-2375

浜銀総合研究所

## 景気の現状と展望

### (2006年7～9月期の実質GDPは前期比+0.5%と7四半期連続のプラス成長)

2006年7～9月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.5%(年率+2.0%)となった(図表1)。これで7四半期連続のプラス成長となり、わが国の景気が着実に回復を続けていることが示された。

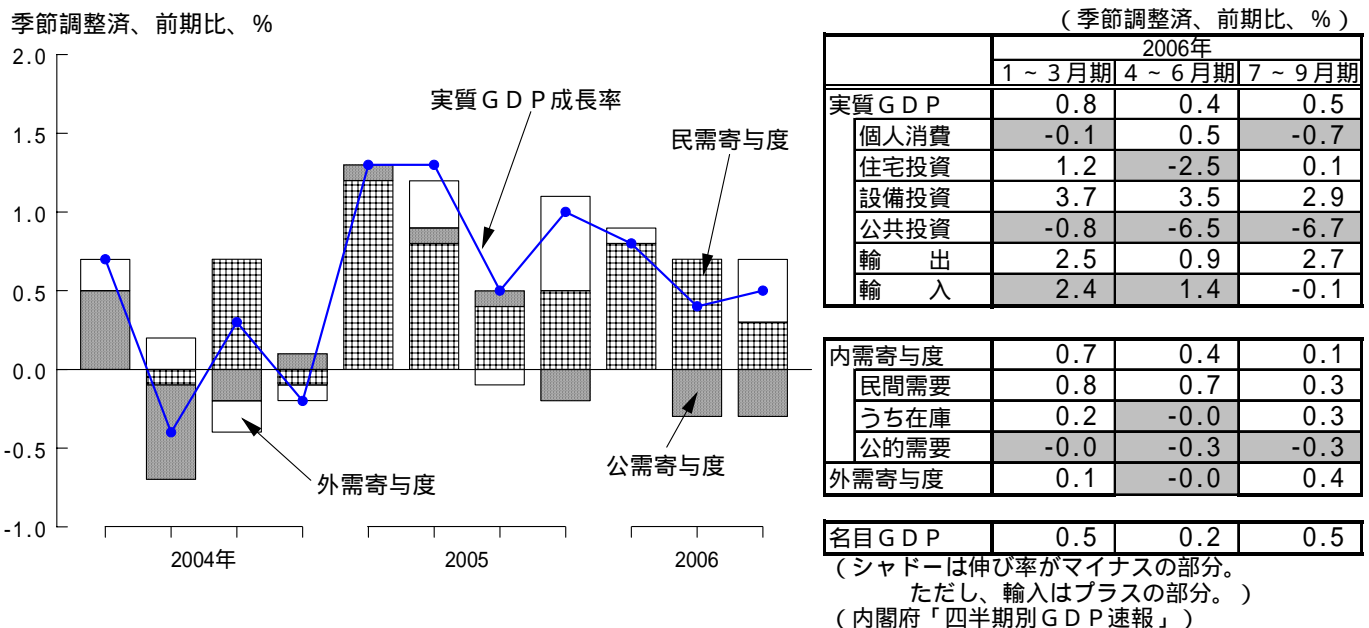
実質GDPの内訳をみると、個人消費が夏場の天候不順などによって前期比-0.7%と2四半期ぶりの減少に転じ、また公共投資も同-6.7%と4期連続で減少した。一方、設備投資は前期比+2.9%と4～6月期(同+3.5%)から減速しつつも10四半期連続で増加し、住宅投資も同+0.1%と小幅増加に転じた。また、民間在庫投資が大幅に増加したことが7～9月期の成長率を押し上げた(実質GDP成長率に対する寄与度は前期比+0.3%ポイント)。ただ、これは先行きに対する懸念材料でもある。国内需要のGDPに対する寄与度は前期比+0.1%と、4～6月期(前期比+0.4%)に比べて増勢が鈍化した。

他方、外需に関しては、円安傾向を追い風に輸出がアジア向けなどを中心に前期比+2.7%と4～6月期(同+0.9%)に比べて増勢を強めた。輸入が個人消費の弱含みなどを受けて前期比-0.1%と減少に転じたこともあり、外需(輸出-輸入)のGDP成長率に対する寄与度は前期比+0.4%と、2005年10～12月期以来の高い寄与となった。

今回の7～9月期GDPの結果、仮に10～12月期以降の実質GDP成長率が2四半期連続で前期比ゼロとなった場合、2006年度の実質成長率は+2.1%となる。

なお、7～9月期の名目GDPは前期比+0.5%と、4～6月期(同+0.2%)から伸びが加速し、7四半期連続のプラス成長となった。総合的な物価の動きを示すGDPデフレーターは前年同期比-0.8%と4～6月期の同-1.2%からマイナス幅が縮小し、また外需の影響を取り除いた国内需要デフレーターは前年同期比+0.1%(4～6月期は前年同期比-0.3%)とプラス圏に浮上した。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度



**(個人消費の落ち込みは一時的)**

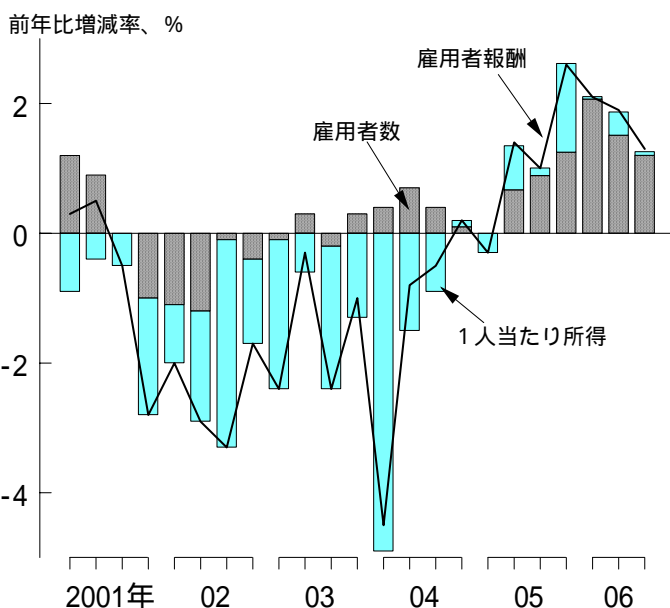
今後のカギを握る個人消費をみると、7～9月期の実質個人消費は前期比-0.7%と、1～3月期以来の減少に転じた。夏場の個人消費が弱含んだ背景には、賃金の伸び悩みによって7～9月期の雇用者報酬が前年比+1.3%と前期(同+1.9%)から伸びが鈍化した(図表2)ことに加えて、7月の長梅雨など天候不順が夏物衣料の支出抑制につながったことや、国内株価の低迷やガソリン価格の高騰などを受けて消費マインドがやや悪化したことなど、一時的とみられる要因があげられる。

この点、既に足下ではガソリン価格が低下に転じ、国内株価も徐々に水準を切り上げており、心理面からの消費下押し圧力は解消しつつある。また、企業業績の改善を背景に、今冬のボーナスは前年水準を上回ることが見込まれている。さらに、雇用情勢に関しては着実な改善が続いている。2006年7～9月期の雇用者数は前年比+1.2%と6四半期連続で増加した。これを雇用形態別にみると、4～6月期には正規の職員・従業員が前年に比べて46万人増加しており、前期から増勢を強めている点が目立つ(図表3)。また日銀短観(2006年9月調査)をみると、全規模・全産業ベースの雇用人員判断DI(「過剰」-「不足」)は2006年9月が-8、12月までの見込みが-11と「不足」超の領域で推移しており、先行き企業の人手不足感が徐々に強まる見込みとなっている。こうした労働需給の質的・量的な改善を踏まえると、先行き雇用者報酬は着実に増加していくとみられる。個人消費は雇用者報酬の増加に支えられて、今後、安定的に推移する可能性が高いといえよう。

もっとも、雇用者報酬の着実な増加が見込める一方で、家計の租税・社会保険料負担も高まる方向にあることには注意が必要である。2006年1月から所得税の定率減税の半減、6月から住民税の定率減税の半減が行われ、年金保険料などを含めた2006年度の租税・社会保険料負担は2005年度に比べて2.2兆円程度増加すると試算される。さらに2007年1月からは所得税の定率減税の完全廃止、同年6月には住民税の定率減税の完全廃止が予定されており、2007年度の租税・社会保険料負担も2兆円程度増加するとみられる。こうした家計負担の増加が可処分所得の下押しを通じて個人消費を抑制するため、個人消費の加速は見込みにくい(注)。

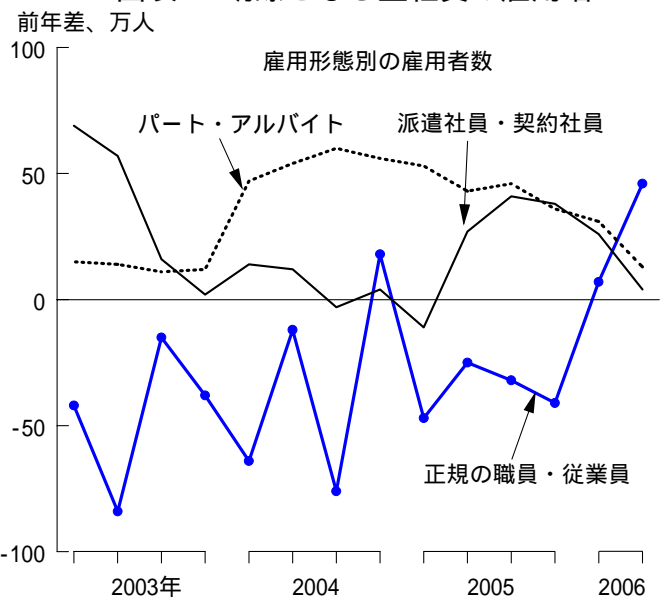
(注) 定率減税(総額約3.3兆円)の縮小・全廃によって、2006年度と2007年度の個人消費の伸び率は、それぞれ約0.3%ポイントずつ押し下げられると試算される。

図表2 伸び悩む一人当たり所得



(内閣府「四半期別GDP速報」などより作成)

図表3 明瞭となる正社員の雇用増

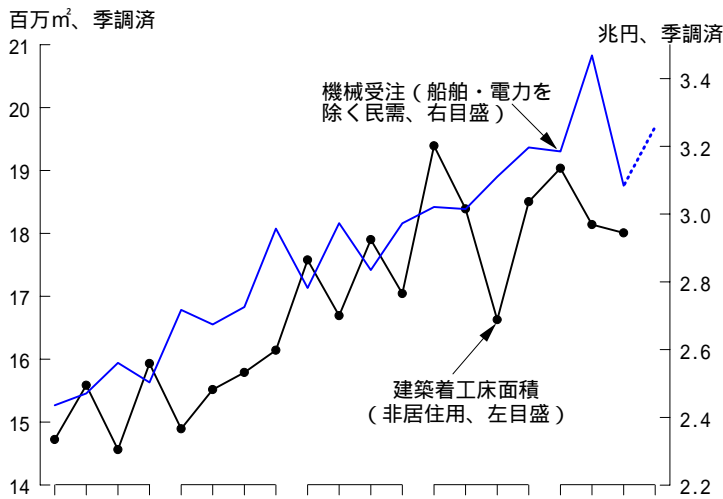


(総務省「労働力調査」より作成)

**(設備投資は減速しながらも増加基調を維持)**

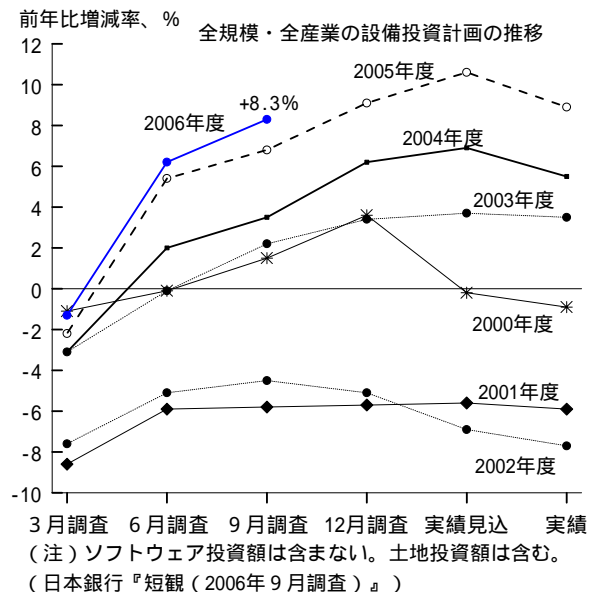
2006年7～9月期の実質設備投資は前期比+2.9%と4～6月期(同+3.5%)から減速しつつも堅調に推移した。設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民間需要)が7～9月期に前期比-11.1%と1～3月期以来の減少に転じたことはやや気がかりであるものの(図表4)、機械受注統計はそもそも振れの大きい統計であることに加えて、7～9月期の大幅減少には4～6月期の大幅増の反動という側面があることや、7～9月期には設備投資と関係のない携帯電話の受注が大きく落ち込んだこと、10～12月期の機械受注(船舶・電力を除く民間需要)の見通しが前期比+5.7%と増加に転じる見込みとなっていることなどを勘案すると、7～9月期の機械受注の大幅減少をもって、設備投資の先行きを過度に悲観する必要はないと思われる。さらに日銀短観(2006年9月調査)における2006年度の設備投資計画(全規模・全産業)が前年比+8.3%と、この時期の調査としては1990年度以来の高い伸びとなったことが示すように、企業の投資意欲はなお旺盛である(図表5)。企業のキャッシュフローが引き続き潤沢であることや、企業の中期的な期待成長率が上向いていること、企業間競争が厳しくなるなかで競争力の維持・強化のための設備投資が企業の生き残りに不可欠となっていることなどを踏まえると、今後、設備投資は減速しながらも増加基調を維持すると見込まれる。

図表4 設備投資の先行指標には頭打ち感



(注) 機械受注の2006年10～12月期は企業の見通し。  
(内閣府「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」より作成)

図表5 2006年度の投資計画は上方修正が続く



(注) ソフトウェア投資額は含まない。土地投資額は含む。  
(日本銀行『短観(2006年9月調査)』)

**(米国経済は実質ベースで年率2%台の成長を維持)**

一方、輸出のカギを握る米国景気は、2006年7～9月期の実質GDPが前期比年率+1.6%となり、4～6月期の同+2.6%から一段と減速した(図表6)。減速の主因は住宅投資の悪化である。7～9月期の住宅投資は前期比年率-17.4%と1991年1～3月期(同-21.8%)以来の大幅な減少となり、住宅投資だけでGDP成長率を1.1%ポイント押し下げた。

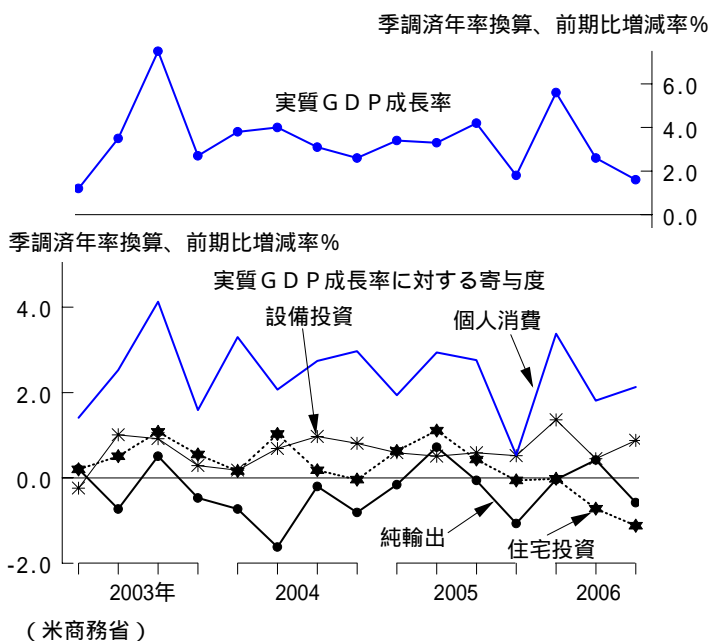
しかしその一方で、7～9月期の個人消費は前期比年率+3.1%と4～6月期(同

+2.6%)から伸びが高まった。前期に低調だった耐久財消費が同+8.4%と大幅に増加するとともに、非耐久財消費(同+1.6%)やサービス消費(同+2.8%)も増加基調を維持した。こうした消費増加の要因としては、雇用・所得情勢が総じて良好なことに加えて、ガソリン価格が8月後半から下落に転じたことなどがあげられよう。また、企業の設備投資も7～9月期には前期比年率+8.6%と、再び高い伸びを示した。内訳をみると、IT(情報技術)関連投資が同+7.6%と前期の減少から持ち直すとともに、建設投資が同+14.0%と2ケタ増を維持している。設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)は9月に前月比+1.1%と5か月連続で増加しており、当面、設備投資の増加基調が続くと予想される。

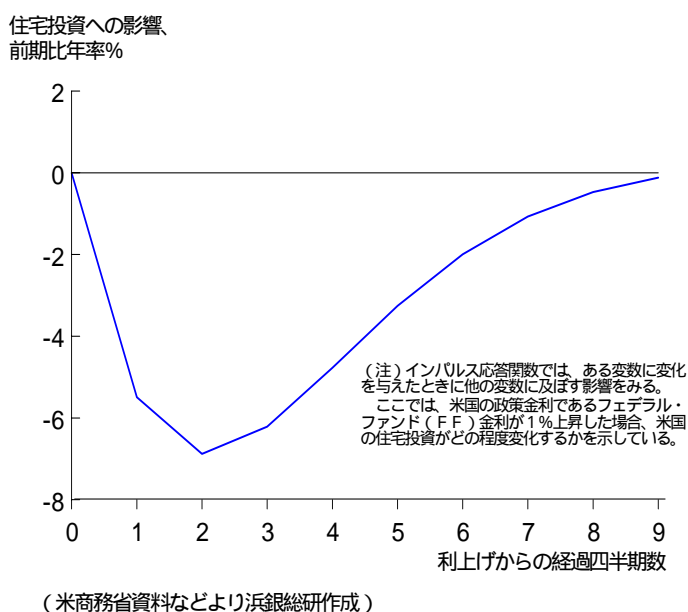
ただ、製造業の生産活動には一服感が表れている。9月の製造業の生産指数は自動車の減産などにより前月比-0.3%と2006年5月以来の低下に転じた。また、企業の景況感を表すISM製造業景気指数は10月に51.2と3か月連続で低下した。企業活動の拡大・縮小の分かれ目となる50を引き続き上回っているものの、企業部門にも景気減速の動きが広がっていることがうかがえる。

今後の米国景気を展望すると、既往の利上げの累積的な効果によって、引き続き住宅投資が弱含む公算が大きい。ただ、2007年春頃には住宅投資の悪化が一巡すると予想される。浜銀総合研究所が米国の利上げと住宅投資の関係を分析したところ、FRB(米連邦準備理事会)の利上げから2四半期後に住宅投資へのマイナスの影響が最も強く現れることが計測された(図表7)。これを基にすれば、2006年4～6月期の利上げの住宅投資への影響は10～12月期に最も強く現れ、その後次第に弱まっていくと見込まれる。こうした住宅部門の動きに加えて、雇用・所得情勢の改善傾向が続いていること、企業収益の増加を背景に設備投資が堅調に推移すると見込まれること、FRBは8月のFOMC(公開市場委員会)以降、金利を据え置いて米景気の行方を見極めており、景気が悪化すれば機動的に金融緩和を実施する可能性があることなどから、米国景気が大幅に調整することは想定しにくい。米国経済は実質ベースで年率2%台の成長率を維持し、2007年後半にかけて徐々に成長率が高まると見込まれる。今回の景気予測では、米国の実質GDP成長率を2006年が+3.3%、2007年が+2.6%と予測した。こうした米国景気の減速は、当面、わが国の輸出の増勢を鈍化させる要因となろう。

図表6 米国の実質GDPは増勢が大幅に鈍化



図表7 FF金利の変化が米住宅投資に及ぼす影響

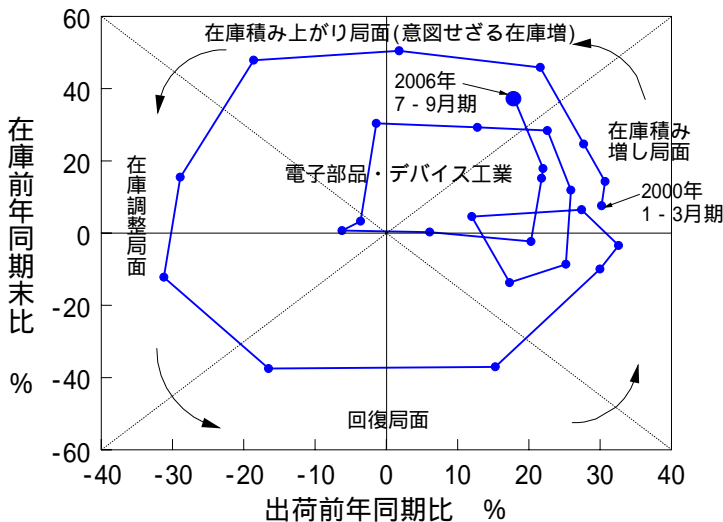


(IT関連分野の在庫調整が景気回復の勢いを抑制)

また、わが国企業の生産面をみると、IT（情報技術）関連分野での生産・在庫調整が、今後の景気回復の抑制要因となる可能性がある。2006年7～9月期の鉱工業生産指数は前期比+1.0%と4四半期連続の上昇となった。業種別には、電子部品・デバイス（前期比+6.4%）や電気機械（同+3.0%）、鉄鋼（同+1.8%）などが7～9月期の生産指数を押し上げた。ただ、生産をけん引してきた電子部品・デバイスでは、出荷の増勢が鈍化する一方で在庫の伸びが高まっている。電子部品・デバイスの在庫循環図をみると、7～9月期には「在庫積み増し局面」から「在庫積み上がり局面」へと移行しており、IT関連財の在庫調整圧力が強まっていることがうかがえる（図表8）。世界の半導体需要の先行指標といわれる北米半導体製造装置のBBレシオ（受注額÷出荷額）をみると、今年7月以降低下基調で推移しており、この点も先行きIT関連財の在庫調整の可能性が高いことを示唆しているといえよう。

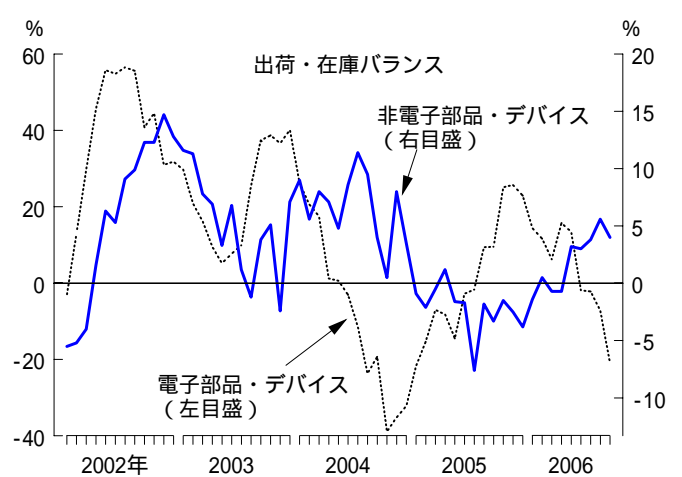
こうした状況下、電子部品・デバイスでは10月に大幅な減産（前月比-6.7%）を計画しており、これを受けて製造業全体の生産予測指数は10月に前月比-0.2%と小幅な低下が見込まれている。この予測指数の伸び率（11月は同+0.5%）を単純に適用すると、10～11月の鉱工業生産指数の平均は7～9月期比+0.1%となる。このところ生産の実績値が予測指数を下回る状況が続いていることから、10～12月期の生産指数が前期比マイナスに転じる可能性も出てきたといえよう。非IT関連分野の出荷・在庫バランスが改善基調にある（図表9）ことから、今回のIT関連の在庫調整が生産全体を大きく下振れさせるリスクは低いとみられるが、米国景気が減速傾向をたどるなかで、IT関連の生産・在庫の動きには引き続き注意する必要がある。

図表8 電子部品は在庫積み上がり局面へ



(経済産業省「生産・出荷・在庫指数」より作成)

図表9 非IT関連財の在庫バランスは改善基調



(注) 出荷・在庫バランスは出荷指数前年比マイナス在庫指数前年比。  
(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」より作成)

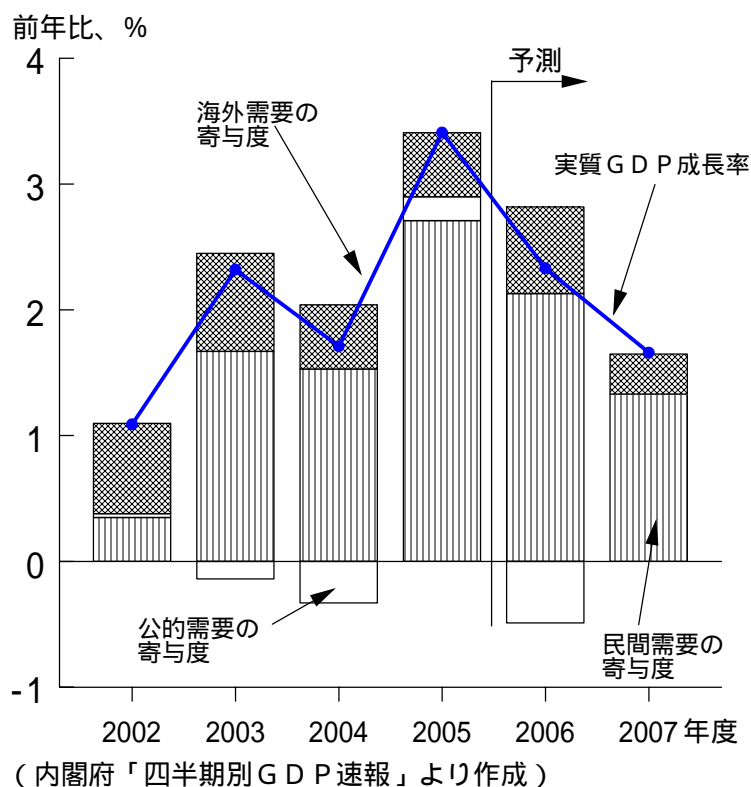
( 実質経済成長率は2006年度が+2.3%、2007年度が+1.7%と予測 )

以上のような要因を踏まえて今後のわが国経済を展望すると、2006年度下期には、米国景気の減速による輸出の増勢鈍化や、IT関連分野の在庫調整を受けて、生産の伸びが弱まり、景気の減速感が広がると予想される。もっとも、個人消費は冬のボーナスの増加などを背景に再び増加基調に転じ、また設備投資も潤沢なキャッシュフローなどを背景に増勢を維持する公算が大きい。このため、景気全体としては民間需要を中心とする緩やかな回復基調が続くと見込まれる。2002年2月から始まった今回の景気回復局面は2006年11月で回復期間が58か月となり、これまで戦後最長であった「いざなぎ景気」(1965年11月～70年7月、期間57か月)を超えることになる。当社の予測を前提とすれば、今後も小幅な成長率の下で戦後最長記録を更新する展開になるとみられる。

また、2007年度も民間需要を中心とする安定的な景気回復が続こう。個人消費は雇用者報酬の増加を背景に底堅く推移し、また設備投資は企業収益の鈍化により増勢が弱まるものの増加基調を維持すると見込まれる。2007年度下期には、米国景気の復調を受けて輸出の増勢が再び強まり、景気のリバウンドが徐々に高まっていくと予想される。

実質GDP成長率は2006年度が+2.3%、2007年度が+1.7%と、6年連続でプラス成長を確保すると予測した(図表10)。なお、予測に際しては、2006年度の対ドル円レートの平均が1ドル=115.8円、2007年度の平均が117.5円、2007年度も公共投資に対して抑制スタンスが維持される、などを前提条件としている。また、名目ベースの経済成長率は2006年度が+1.6%、2007年度が+1.8%と、5年連続のプラス成長になると予測した。なお、GDPデフレーターに関しては、2006年度が前年比-0.7%、2007年度が前年比+0.1%と予測しており、2007年度には1997年度以来、10年ぶりにプラスに浮上すると見込まれる。

図表10 実質では6年連続のプラス成長を見込む

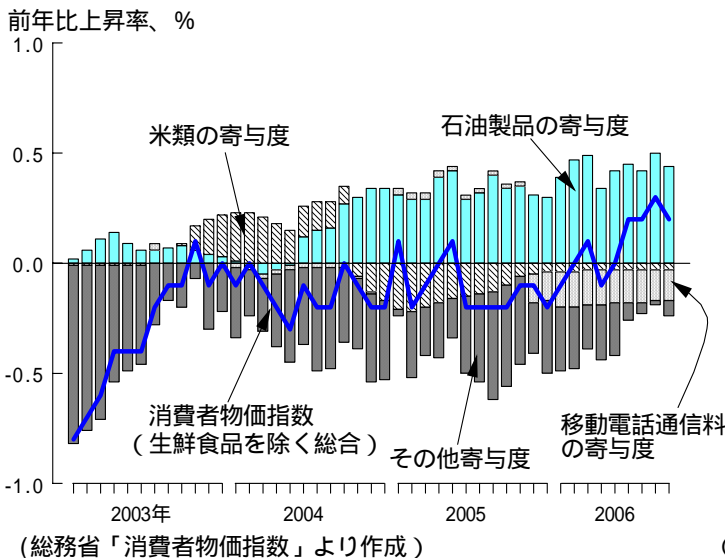


(日本銀行の追加利上げは年明け早々か)

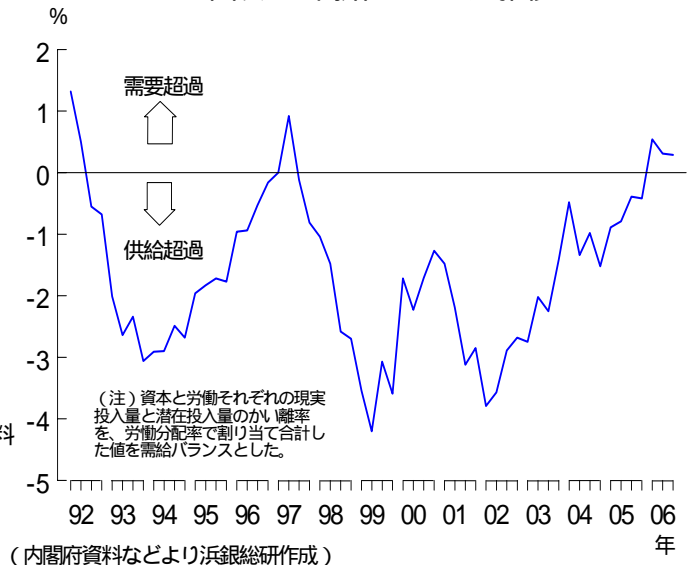
金融政策のキギを握るコア消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)をみると、2006年9月には前年比+0.2%と小幅な伸びにとどまっている。その内訳をみると、移動電話通信料が指数を押し下げ一方で、ガソリンなど石油製品が指数を大きく押し上げている(図表11)。需給面からの物価への影響を見るためにマクロの需給バランスを計算すると、2006年に入ってプラス(需要超過)に転じている(図表12)。企業の雇用不足感が強まるとともに設備の過剰感がほぼ解消するなかで、今後も需給バランスは改善基調をたどるとみられ、需給面からの物価押し上げ効果は徐々に強まると見込まれる。ただ、その一方で今年の8月以降、原油価格の騰勢が一服しており、それを受けて石油製品による消費者物価の押し上げが徐々に弱くなる可能性が出てきた。こうした点を踏まえると、今後、コア消費者物価指数は前年比プラス基調で推移すると見込まれるものの、当面、上昇テンポは非常に緩やかなものにとどまる公算が大きい。

こうしたなか、日本銀行は10月末に公表した「経済・物価情勢の展望」で、2007年度にかけて息の長い景気拡大が続くとの見通しを示すとともに、金融政策については、極めて低い金利水準の調整を徐々に進めていく方針を改めて示した。また、日銀の福井総裁は講演などで早期利上げに前向きとも取れる発言を行っている。次の利上げのタイミングは今後の経済指標次第であり、12月15日に公表される「日銀短観(2006年12月調査)」の結果によっては、12月18日・19日の金融政策決定会合で日銀が0.25%の追加利上げを行う可能性もある。ただ、米国景気の減速やIT関連財の在庫調整などが国内景気に及ぼす影響を慎重に見極める必要がある点を考慮すると、年内に急いで利上げを行う可能性は低いとみられる。日銀は米国のクリスマス商戦の結果を確認した上で、来年1月か2月の金融政策決定会合で0.25%の追加利上げに踏み切る可能性が高いとみている。また、その後に関しては、コア消費者物価指数の上昇テンポが非常に緩やかなことに加えて、4月に統一地方選挙、7月に参議院選挙が行われることを勘案すると、8月以降に追加利上げが行われる可能性が高いとみられる。今回の景気予測においては、2006年度中の利上げは7月の0.25%利上げを含めて合計2回(2006年度末の政策金利は0.5%)、その後2007年度に0.25%の利上げが2回程度実施される(2007年度末の政策金利は1.0%)と想定している。

図表11 消費者物価指数は緩やかに上昇



図表12 需給バランスの推移





図表13 2006年度・2007年度のわが国経済の見通し（2006年11月改訂）

予測の前提条件

（前年比増減率%、カッコ内は前期比年率換算%）

|               | 2005年度 | 2006年度 |         |         | 2007年度 |         |         |
|---------------|--------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|
|               | 実績     | 見通し    | 上期      | 下期      | 見通し    | 上期      | 下期      |
| 対ドル円レート(円/ドル) | 113.3  | 115.8  | 115.3   | 116.4   | 117.5  | 116.5   | 118.5   |
| 米国実質GDP(暦年)   | 3.2    | 3.3    | [ 3.9 ] | [ 2.1 ] | 2.6    | [ 2.7 ] | [ 2.9 ] |

予測結果の総括表

（前年比増減率%、カッコ内は前期比増減率%）

|              | 2005年度 | 2006年度 |          |         | 2007年度 |         |         |
|--------------|--------|--------|----------|---------|--------|---------|---------|
|              | 実績     | 見通し    | 上期       | 下期      | 見通し    | 上期      | 下期      |
| 実質GDP        | 3.3    | 2.3    | [ 1.1 ]  | [ 0.8 ] | 1.7    | [ 0.6 ] | [ 1.2 ] |
| 個人消費         | 2.6    | 0.8    | [ 0.1 ]  | [ 0.3 ] | 1.2    | [ 0.7 ] | [ 1.0 ] |
| 住宅投資         | 0.2    | 0.5    | [ 1.9 ]  | [ 2.3 ] | 1.2    | [ 0.0 ] | [ 0.4 ] |
| 設備投資         | 7.3    | 9.9    | [ 6.9 ]  | [ 3.2 ] | 4.0    | [ 1.3 ] | [ 2.3 ] |
| 政府消費         | 1.4    | 0.6    | [ 0.2 ]  | [ 0.4 ] | 0.8    | [ 0.4 ] | [ 0.4 ] |
| 公共投資         | 1.4    | 12.9   | [ 10.0 ] | [ 2.6 ] | 3.3    | [ 1.8 ] | [ 1.3 ] |
| 輸出           | 9.1    | 8.1    | [ 3.5 ]  | [ 2.6 ] | 3.6    | [ 1.1 ] | [ 2.3 ] |
| 輸入           | 6.5    | 4.0    | [ 2.5 ]  | [ 0.7 ] | 1.9    | [ 0.9 ] | [ 1.2 ] |
| 寄与度          |        |        |          |         |        |         |         |
| 国内需要         | 2.8    | 1.6    | [ 0.9 ]  | [ 0.5 ] | 1.3    | [ 0.6 ] | [ 1.0 ] |
| 民間需要         | 2.6    | 2.1    | [ 1.3 ]  | [ 0.6 ] | 1.3    | [ 0.6 ] | [ 1.0 ] |
| 公的需要         | 0.2    | 0.5    | [ 0.4 ]  | [ 0.1 ] | 0.0    | [ 0.0 ] | [ 0.0 ] |
| 海外需要         | 0.5    | 0.7    | [ 0.2 ]  | [ 0.3 ] | 0.3    | [ 0.1 ] | [ 0.2 ] |
| 名目GDP        | 1.8    | 1.6    | [ 0.7 ]  | [ 0.9 ] | 1.8    | [ 0.5 ] | [ 1.6 ] |
| 新設住宅着工戸数(万戸) | 124.9  | 127.8  | 66.5     | 61.4    | 128.5  | 66.6    | 61.8    |
| (前年比増減率、%)   | 4.7    | 2.3    | 3.8      | 0.8     | 0.5    | 0.3     | 0.7     |
| 鉱工業生産        | 1.6    | 3.7    | [ 1.6 ]  | [ 1.1 ] | 3.0    | [ 1.5 ] | [ 2.0 ] |
| 国内企業物価       | 2.1    | 2.9    | 3.3      | 2.6     | 1.2    | 1.1     | 1.3     |
| 消費者物価        | 0.3    | 0.5    | 0.4      | 0.6     | 0.5    | 0.4     | 0.5     |
| 完全失業率(%)     | 4.3    | 4.1    | 4.1      | 4.1     | 3.9    | 4.0     | 3.9     |

(注) 民間需要 = 個人消費 + 住宅投資 + 設備投資 + 民間在庫投資、 公的需要 = 政府消費 + 公共投資 + 公的在庫投資  
 国内需要 = 民間需要 + 公的需要、 海外需要 = 輸出 - 輸入