

# HAMAGINSOUKEN NEWS

2005年 8月17日

## 2005年度・2006年度の景気予測（2005年 8月改訂）

- 踊り場脱却後の景気回復テンポは緩やかなものにとどまる公算 -

### 要 旨

2005年 4～6月期の実質GDPは前期比+0.3%と3期連続のプラス成長となった。1～3月期（同+1.3%）に比べて減速したものの、個人消費と設備投資が底堅く推移し、また輸出に持ち直しの動きが現れるなど、総じて良好な内容となった。このところの個人消費と設備投資の底堅さの背景にあるのは、企業部門の構造的な改善である。企業の雇用過剰感の解消が正社員の雇用増などにつながっており、また、企業の設備過剰感の後退が投資マインドの改善につながるとともに、過剰債務の削減一巡によってキャッシュフローの増加が設備投資に結びつきやすくなっている。個人消費と設備投資の腰は徐々にしっかりしてきたと判断できよう。今後を展望すると、景気は緩やかな回復基調が続くと見込まれる。雇用・所得情勢の改善を受けて個人消費の増加が続き、また潤沢なキャッシュフローを背景に設備投資も増加基調を維持する公算が大きいとみられる。わが国の景気は民間需要を中心とする自律的な回復を探る展開となろう。一方、米国を中心に海外景気が上向くことを受けて輸出は2005年度後半から徐々に増勢を取り戻すとみられる。輸出の増加やIT関連分野での在庫調整一巡を背景に、企業の生産も回復軌道に復帰しよう。ただ、年金保険料の引き上げや定率減税の縮小など家計の公的負担増が個人消費を下押しする恐れがあることや、原油をはじめとする原材料価格の高止まりが企業収益を圧迫することなどから、当面、民間需要の回復力に多くは期待できない。そのため、景気回復テンポは緩やかなものにとどまる公算が大きいとみられる。2005年度の実質GDP成長率は+1.8%、2006年度は+1.6%と予測した（いずれも前回5月予測から上方に修正）。

### 予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回5月予測	
	2004年度 実績	2005年度 見通し	2006年度 見通し	2005年度 見通し	2006年度 見通し
実質GDP	1.9	1.8	1.6	1.2	1.5
民間需要寄与度	1.8	1.6	1.3	1.0	1.1
公的需要寄与度	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0
海外需要寄与度	0.5	0.2	0.3	0.1	0.4
名目GDP	0.8	0.9	1.1	0.5	0.9

【本件に関するお問い合わせ先】 (株)浜銀総合研究所 調査部 北田英治 TEL 045-225-2375

浜銀総合研究所

# 1. 景気の現況と予測の概要

## (2005年4～6月期の実質GDPは3四半期連続のプラス成長)

2005年4～6月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.3%(年率+1.1%)となった(図表1)。1～3月期(前期比+1.3%、年率+5.4%)からは減速したものの、3四半期連続のプラス成長を維持し、景気が回復基調にあることを改めて示した。今回の4～6月期実質GDPの注目点としては、以下の3つがあげられる。

まず第1に、個人消費と設備投資の内需の2本柱が引き続き底堅く推移している点である。4～6月期の個人消費は前期比+0.7%と、1～3月期の急増(前期比+1.2%)後もプラスの伸びを維持した。4～6月期の雇用者報酬(実質)は前期比+1.6%となっており、個人消費の増加は所得の増加に裏付けられたものであるといえよう。また、設備投資も前期比+2.2%と1～3月期(同+2.7%)からやや減速したものの、増加基調で推移している。

第2に、輸出の持ち直しによって外需が4四半期ぶりに成長率を押し上げた点である。輸出は米国景気が総じて底堅く推移していることなどを背景に、前期比+2.8%と増加に転じた。輸出の伸びが輸入の伸び(同+1.6%)を上回ったことから、外需(輸出-輸入)の実質GDP成長率に対する寄与度は前期比+0.2%ポイントとプラスに転じた。

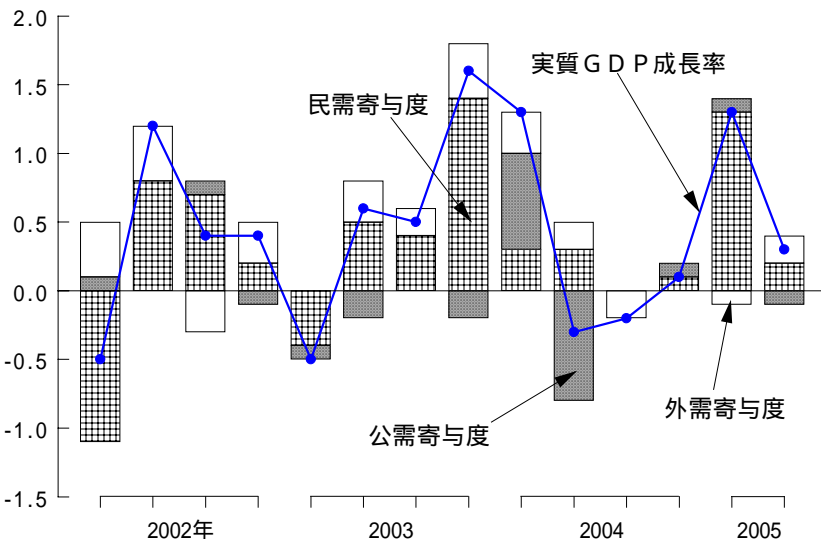
第3に、1～3月期に成長率を大きく押し上げた民間在庫が3四半期ぶりにマイナス寄与となった点である。4～6月期の民間在庫投資は2003年10～12月期以来の減少となり、実質GDP成長率を0.5%ポイント押し下げた。ただ、これはIT(情報技術)関連分野などにおける在庫調整の進展を示すものであり、今後の生産増加につながる前向きな動きと評価できよう。

その他の需要項目では、住宅投資が年明けからの住宅ローン減税縮小などを受けて前期比-2.3%と2四半期連続で減少し、また公共投資も同-1.3%と5四半期連続で減少した。

なお、4～6月期の名目GDPは前期比+0.0%と横ばいにとどまったが、これは原油高などに伴う輸入価格の上昇による影響が大きい(同期の名目輸入は前期比+5.5%)。4～6月期のGDPデフレーターは前年同期比-0.8%と1～3月期の同-1.0%からマイナス幅が縮小しており、デフレ圧力は弱まりつつあるとみられる。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度

季節調整済、前期比、%



(季節調整済、前期比、%)

	2004年		2005年	
	10～12月期	1～3月期	4～6月期	
実質GDP	0.1	1.3	0.3	
個人消費	-0.3	1.2	0.7	
住宅投資	0.6	-1.3	-2.3	
設備投資	0.2	2.7	2.2	
公共投資	-0.2	-0.4	-1.3	
輸出	1.5	-0.1	2.8	
輸入	2.1	0.7	1.6	

内需寄与度	0.2	1.4	0.1
民間需要	0.1	1.3	0.2
うち在庫	0.2	0.3	-0.5
公的需要	0.1	0.1	-0.1
外需寄与度	-0.0	-0.1	0.2

名目GDP	0.2	0.6	0.0
-------	-----	-----	-----

(シャドーは伸び率がマイナスの部分。  
ただし、輸入はプラスの部分。)  
(内閣府「四半期別GDP速報」)

**(生産は横ばい圏内の動きが続く)**

4～6月期の実質GDP成長率(前期比+0.3%)は1～3月期(同+1.3%)より低くなったものの、個人消費と設備投資という内需の2本柱が底堅く推移していることや、弱含んでいた輸出に持ち直しの動きが現れたこと、企業の在庫調整が進展していることなどが示され、総じて良好な内容であったと評価できる。この点は、需要面からみて、景気が踊り場を脱しつつあることを示しているといえよう。

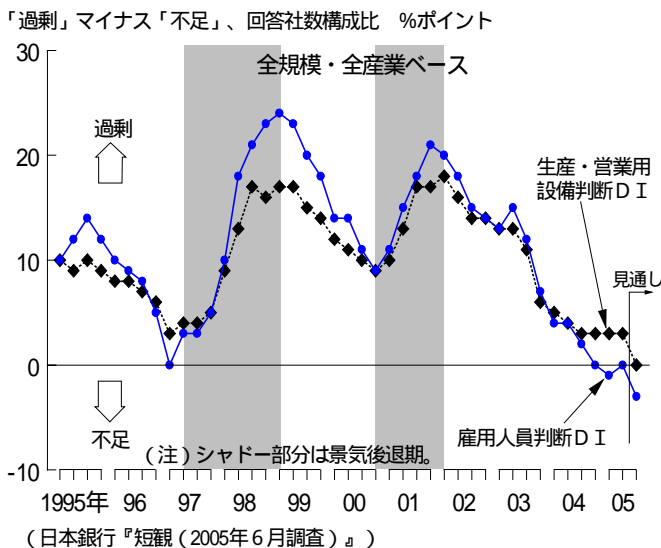
ただ、その一方で企業の生産活動は依然として力強さを欠いている。4～6月期の鉱工業生産指数は前期比-0.4%と横ばい圏内の動きにとどまっている。業種別には、化学や情報通信、輸送機械などで生産指数の低下が顕著となった。IT関連財の在庫調整は終盤を迎えているものの、化学や一般機械などにおいて在庫の前年比上昇率が高まるなど、先行き気かりな動きも一部にみられる。生産面からは、景気が踊り場から完全に脱したとは言い切れない状況にあるといえよう。

**(企業部門の構造的な改善が個人消費と設備投資を下支え)**

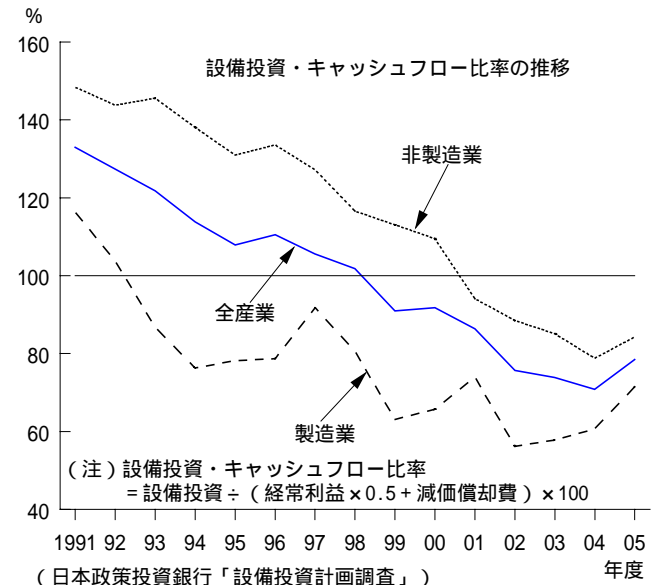
4～6月期のGDP統計で特に注目すべきは、個人消費と設備投資の底堅さである。この背景には、企業部門の構造的な改善がある。すなわち、バブル崩壊以降、わが国経済の重しとなってきた企業の「過剰設備・過剰雇用・過剰債務」のいわゆる3つの過剰が、これまでのリストラを経てようやく解消しつつある。例えば、日本銀行の「短観(2005年6月調査)」によれば、全規模・全産業ベースの雇用人員判断DI(過剰-不足)はゼロ近傍で推移しており、企業の雇用過剰感はほぼ解消している(図表2)。また、生産・営業用設備判断DI(過剰-不足)は約8年ぶりの低水準で推移しており、企業の設備ストックに対する過剰感も大きく後退している。

こうした企業の雇用過剰感の解消が、雇用面では正社員の増加、所得面では所定内給与の増加につながっており、これらの点が消費マインドの改善と相まって個人消費を下支えしている。また、企業の設備過剰感の後退が投資マインドの改善につながるとともに、過剰債務の削減一巡によってキャッシュフローの増加が設備投資に結びつきやすくなっていると考えられる。日本政策投資銀行の設備投資計画調査によれば、2005年度の設備投資のキャッシュフローに対する比率(設備投資÷キャッシュフロー)は全産業ベースで5年ぶりの上昇に転じる見込みである(図表3)。個人消費と設備投資の腰は徐々にしっかりしてきたと判断できよう。

図表2 雇用と設備ストックに対する過剰感は後退



図表3 設備投資・キャッシュフロー比率は5年ぶりに上昇



**(今後も景気は緩やかな回復基調で推移する公算)**

今後を展望すると、個人消費と設備投資が底堅く推移し、景気は緩やかな回復基調が続くと見込まれる。すなわち、雇用・所得情勢の改善を受けて個人消費の増加が続き、また潤沢なキャッシュフローを背景に設備投資も増加基調を維持する公算が大きいとみられる。わが国の景気は民間需要を中心とする自律的な回復を探る展開となろう。一方、弱含んでいた輸出にも持ち直しの兆しが現れており、米国を中心に海外景気が上向くことを受けて、輸出は2005年度後半から徐々に増勢を取り戻すとみられる。輸出の増加やIT関連分野での在庫調整一巡を背景に、企業の生産活動も一進一退を脱して回復軌道に復帰しよう。

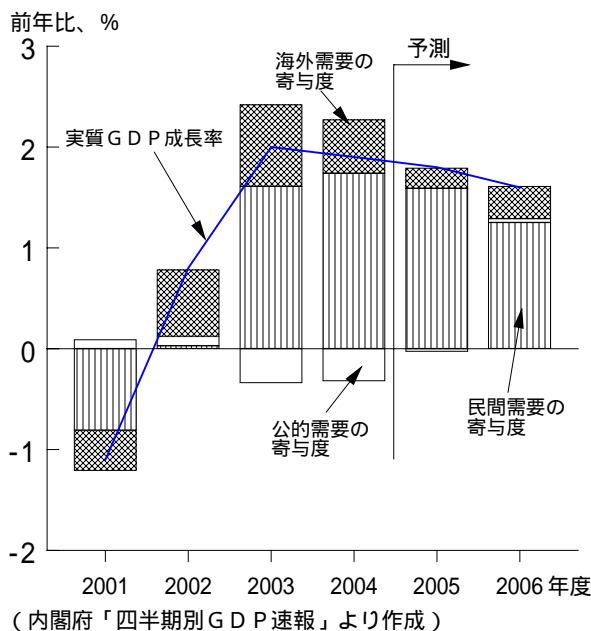
ただ、年金保険料の引き上げや定率減税の縮小など家計の公的負担増が個人消費を下押しする恐れがあることや、原油をはじめとする原材料価格の高止まりが企業収益を圧迫することなどから、当面、民間需要の回復力に多くは期待できない。そのため、景気回復テンポは緩やかなものにとどまる公算が大きいといえよう。

**(実質経済成長率は2005年度が+1.8%、2006年度が+1.6%と予測)**

以上のような要因を踏まえ、2005年度の実質GDP成長率は+1.8%、2006年度は+1.6%と、5年連続でプラス成長を確保すると予測した(図表4)。先日発表された2005年4～6月期の実質GDPが1～3月期の急成長後もプラスの伸びを維持したことや、個人消費と設備投資が予想以上にしっかりしていることなどを受けて、当社が今年5月に発表した前回予測値(2005年度が+1.2%、2006年度が+1.5%)をいずれも上方に修正した。また、名目ベースの経済成長率は2005年度が+0.9%、2006年度が+1.1%と、4年連続のプラス成長になると予測している(前回5月予測値は2005年度が+0.5%、2006年度が+0.9%)。

なお、今回の予測では2006年度の実質GDP成長率が2005年度の成長率をやや下回ると見込んでいるが、これは景気回復の勢いが2006年度にかけて弱まることを意味するものではない。2004年度から2005年度への実質成長率のゲタ(発射台)が+1.1%あるため、見かけ上は2005年度の成長率が2006年度よりも高くなるが、実勢としては2006年度後半にかけて成長率が緩やかながらも高まっていく姿を予想している(2005年度から2006年度への成長率のゲタは+0.5%)。半期毎の実質GDPは、2005年度上期が前期比+1.1%、同下期が同+0.6%、2006年度上期が同+0.8%、同下期が同+1.1%と予測している。

図表4 実質では5年連続のプラス成長を見込む





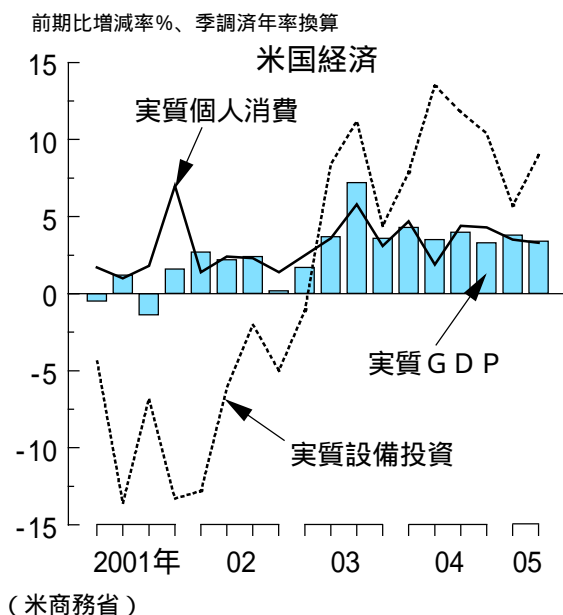
## 2. 主要項目のポイント

### (米国経済 年率3%台での安定成長が続く)

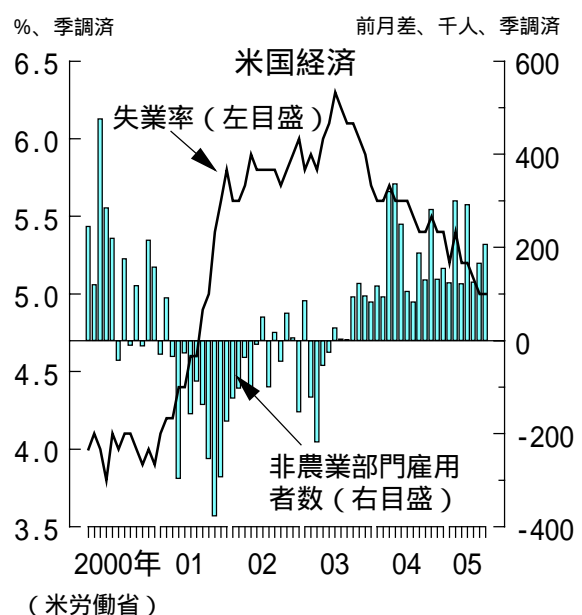
米国景気は減速しながらも底堅く推移している。2005年4～6月期の実質GDP（国内総生産）は季調済年率換算で前期比+3.4%と、1～3月期（同+3.8%）から増勢が鈍化した（図表5）。ただ、3%台前半といわれる潜在成長率は維持しており、景気は総じて底堅いと判断できる。4～6月期の実質GDPの内訳をみると、個人消費（同+3.3%）や設備投資（同+9.0%）、住宅投資（同+9.8%）などの国内需要が景気をけん引した。また、輸出が同+12.6%と伸びを高める一方で、輸入が同-2.0%と減少に転じたため、純輸出（輸出 - 輸入）の成長率への寄与度は+1.57%ポイントと7四半期ぶりにプラスに転じた。他方、企業の在庫投資の減少が実質GDP成長率を押し下げた。ただ、これは企業の在庫調整が進展していることを意味しており、今後の生産や設備投資の増加につながる前向きな動きと捉えられる。実際、鉱工業生産指数は足下で上昇基調を取り戻しており、また7月のISM製造業景気指数が2か月連続の上昇となるなど企業の業況も改善方向にある。

先行きに関しては、雇用情勢の着実な改善が引き続き個人消費を下支えすると見込まれる。7月の非農業部門雇用者数は前月比20.7万人増と、前月（同16.6万人増）から増加幅が拡大した（図表6）。これで雇用の伸びは今年に入って月平均19.1万人増となり、2004年の月平均18.3万人増を上回っている。また、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）をみると、6月には前月比+3.8%と大幅な増加に転じており、2004年末に終了した設備投資減税の効果はく落の影響が一巡しつつあることがうかがえる。こうした要因に加えて、企業の在庫調整に進展がみられることや、企業マインドが改善していることなどを踏まえると、米国景気は2005年後半から再び回復基調を強めると見込まれる。ただ、原油価格の高止まりやFRB（米連邦準備理事会）による利上げが続くなかで、2004年のような4%台の高成長を遂げることは難しいといえよう。米国景気は個人消費と設備投資に支えられながら、年率3%台での安定成長が続く公算が大きいと見込まれる。2005年の米国の実質GDP成長率を+3.6%、2006年を+3.5%と予測した（前回5月予測から2005年の成長率を若干上方修正）。

図表5 米国景気は底堅く推移



図表6 米雇用情勢は着実に改善



**（個人消費 租税負担増などにより緩やかな増加にとどまる）**

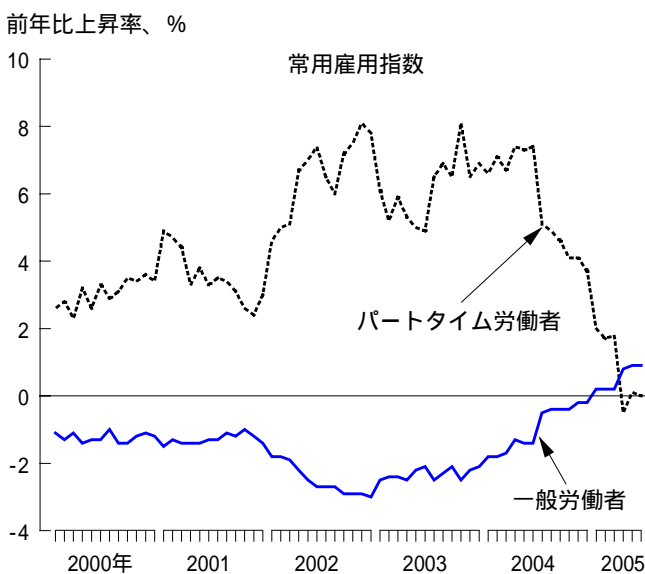
4～6月期の実質個人消費は前期比+0.7%と2四半期連続の増加となった。地震や暖冬の影響による反動から急増した1～3月期（同+1.2%）に比べて増勢は鈍化したものの、個人消費は底堅く推移していると評価できよう。天候や曜日配列に恵まれた大型連休におけるレジャー需要や薄型テレビの販売好調、乗用車の相次ぐ新車投入などが個人消費を押し上げたとみられる。

こうした個人消費改善の背景にあるのは、雇用者所得の増加である。4～6月期の雇用者報酬（名目）は前年比+1.8%と約8年ぶりの高い伸びとなった。雇用・所得情勢を詳しくみると、雇用面では緩やかながらも正社員の増加基調が鮮明となっている。常用雇用指数はパートタイム労働者の伸びが前年比マイナスに転じる一方で、正社員にあたる一般労働者の伸びが徐々に高まっている（図表7）。この背景には、前述のような企業の過剰雇用の解消や団塊世代の大量退職への対応など構造的な要因があると考えられる。また、こうした正社員の雇用増加を反映して、所得面では所定内給与の増加が小幅ながらも定着しつつある（図表8）。今後も雇用者所得は緩やかながらも増加する公算が大きく、この点が個人消費を下支えすると見込まれる。

もっとも、家計所得の改善が緩やかに進む一方で、家計の租税・社会保険料負担は先行き着実に高まる方向にある。2005年度は国民年金保険料や雇用保険料、厚生年金保険料の引き上げなどによって、家計の負担増は合計約1.1兆円に達するとみられる。高齢化の進展に伴う年金給付の増加分が毎年1兆円強あることから、家計部門全体としてみれば可処分所得の大幅な減少にはつながらないものの、負担感の高まりによる家計マインドの悪化を通じて個人消費を下押しする恐れがある。さらに、2006年には定率減税（約3.3兆円）が半分に縮小される。この定率減税の縮小は家計の可処分所得の抑制を通じて、2006年度の個人消費の伸び率を0.3%ポイント程度押し下げると試算される。

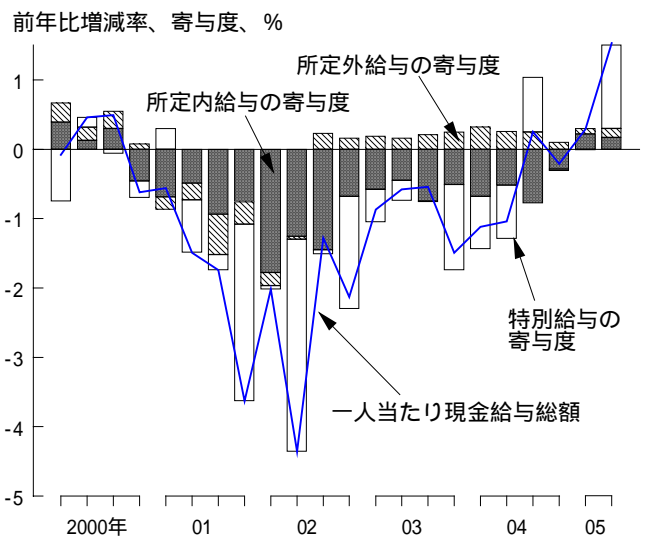
以上のような状況の下で、個人消費の大幅な増加は見込みにくく、2005年度の実質個人消費を前年比+1.9%、2006年度を同+1.0%と予測した。

**図表7 正社員雇用の持ち直しが鮮明**



（厚生労働省「毎月勤労統計」）

**図表8 増勢に転じる所定内給与**



（注）第1四半期：3～5月、第2：6～8月、第3：9～11月、第4：12～2月。  
 なお、2005年第2四半期は6月の値。

（厚生労働省「毎月勤労統計」より作成）

**（設備投資 潤沢なキャッシュフローを背景に増加基調を維持）**

4～6月期の実質設備投資は前期比+2.2%と、1～3月期（同+2.7%）に比べて増勢はやや鈍化したものの、5四半期連続の増加となった。

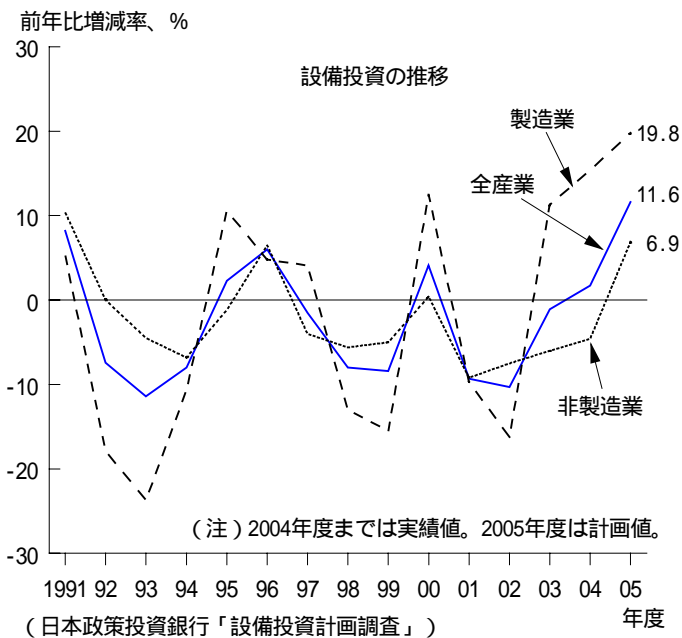
設備投資に関しては、最近発表される各種アンケート調査でも、企業の投資意欲の強さが示されている。例えば、8月上旬に発表された日本政策投資銀行の「設備投資計画調査（2005年6月実施）」では、2005年度の設備投資は全産業ベース（資本金10億円以上の企業が対象）で前年比+11.6%と15年ぶりの2桁増となった（図表9）。製造業が自動車や電気機械などを中心に前年比+19.8%とバブル期以来の3年連続2桁増となるほか、非製造業も電力や通信・情報などを中心に同+6.9%と5年ぶりに増加に転じる見通しとなっている。

また、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4～6月期に前期比+0.8%と3四半期連続で増加し、続く7～9月期の見通しも同+0.9%と前期比プラスが見込まれていることは、先行きの機械投資が増加基調を維持する公算が大きいことを示している（図表10）。

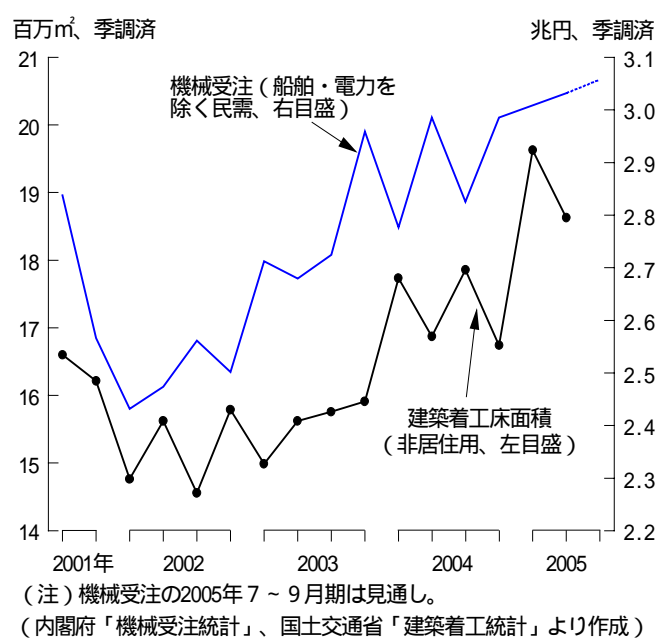
輸出の増勢鈍化や原油価格上昇に伴う原材料費の増加などにより、2005年度の企業収益は2004年度に比べて増益率が縮小するとみられるが、企業のキャッシュフローと設備投資を比べると、キャッシュフローの水準が設備投資を大幅に上回っている。企業間競争が厳しくなるなかで、競争力維持・強化のための設備投資が企業の生き残りに不可欠となっていることなども勘案すると、潤沢なキャッシュフローを背景に今後も設備投資は増加基調を維持すると見込まれる。

2005年度の実質設備投資は前年比+5.3%、2006年度は同+3.4%と予測した。

図表9 全産業ベースの設備投資は15年ぶりの2桁増



図表10 設備投資の先行指標は堅調に推移



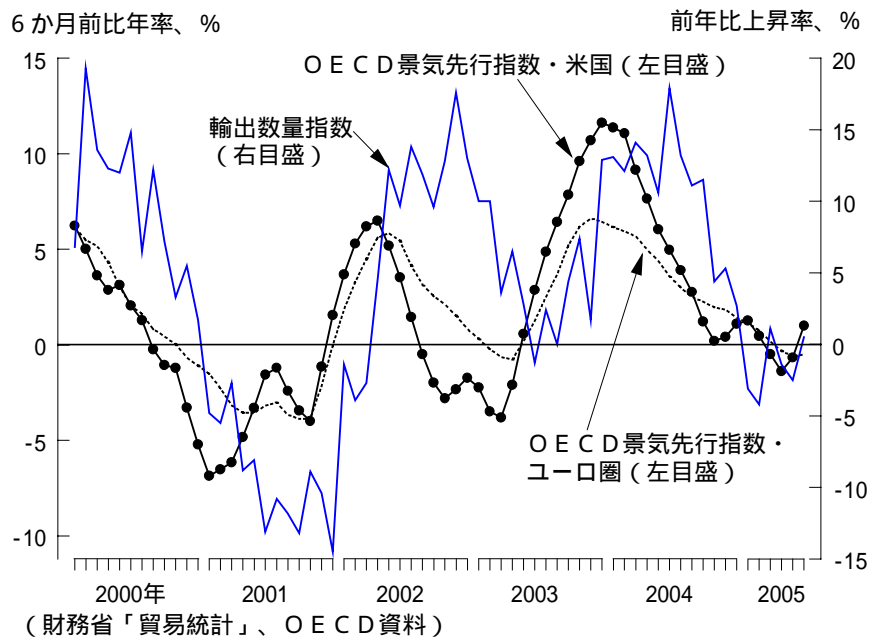
(輸出 - - 海外景気の持ち直しを受けて次第に増勢を取り戻す)

4～6月期の実質輸出は前期比+2.8%と2四半期ぶりに増加した。通関ベースの輸出数量指数(季調値)で地域別の動きをみると、4～6月期は中国を中心とするアジア向けの輸出数量が前期比-1.1%と3四半期連続の低下となり、依然として弱めの動きが続いているものの、その一方で米国向けが前期比+2.7%と2四半期連続で上昇し、総じて底堅く推移している。

今後を展望すると、米国景気を中心に海外景気が上向くことによって、2005年度後半からは輸出も徐々に勢いを取り戻してくると見込まれる。わが国の輸出動向に数か月先行するOECD(経済協力開発機構)の景気先行指数をみると、米国の指数は今年4月を底に上向きの兆しが現れており、またユーロ圏の指数は足下で下げ止まりの動きをみせている(図表11)。ただ、原油価格の高止まりやFRB(米連邦準備理事会)による利上げが続くなかで米国景気が2004年のような4%台の高成長を遂げることは難しいとみられ、こうした点を勘案すると、輸出の増加率が2004年度のように大きく高まることは期待しにくいといえよう。

GDPベースの実質輸出は2005年度が前年比+4.8%、2006年度が同+5.1%と予測した。

図表11 輸出の先行指標には持ち直しの兆し





図表12 2005年度・2006年度のわが国経済の見通し（2005年8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%）

	2004年度 実績	2005年度			2006年度		
		見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
対ドル円レート(円/ドル)	107.5	110.7	109.5	112.0	110.5	111.0	110.0
米国実質GDP(暦年)	4.2	3.6	[ 3.6 ]	[ 3.5 ]	3.5	[ 3.5 ]	[ 3.5 ]

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%）

	2004年度 実績	2005年度			2006年度		
		見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P	1.9	1.8	[ 1.1 ]	[ 0.6 ]	1.6	[ 0.8 ]	[ 1.1 ]
個人消費	1.2	1.9	[ 1.5 ]	[ 0.4 ]	1.0	[ 0.5 ]	[ 0.6 ]
住宅投資	2.1	2.5	[ 2.5 ]	[ 0.0 ]	0.1	[ 0.3 ]	[ 0.4 ]
設備投資	5.2	5.3	[ 3.7 ]	[ 0.9 ]	3.4	[ 2.1 ]	[ 2.7 ]
政府消費	2.7	1.3	[ 0.4 ]	[ 0.8 ]	1.6	[ 0.7 ]	[ 0.8 ]
公共投資	15.1	5.3	[ 2.1 ]	[ 3.7 ]	5.4	[ 4.0 ]	[ 1.7 ]
輸 出	11.9	4.8	[ 3.0 ]	[ 1.7 ]	5.1	[ 2.8 ]	[ 2.8 ]
輸 入	9.3	4.2	[ 2.1 ]	[ 0.8 ]	3.5	[ 1.7 ]	[ 2.5 ]
寄 与 度							
国内需要	1.5	1.6	[ 0.9 ]	[ 0.4 ]	1.3	[ 0.6 ]	[ 0.9 ]
民間需要	1.8	1.6	[ 1.0 ]	[ 0.5 ]	1.3	[ 0.7 ]	[ 0.9 ]
公的需要	0.3	0.0	[ 0.0 ]	[ 0.1 ]	0.0	[ 0.0 ]	[ 0.1 ]
海外需要	0.5	0.2	[ 0.2 ]	[ 0.1 ]	0.3	[ 0.2 ]	[ 0.1 ]
名 目 G D P	0.8	0.9	[ 0.4 ]	[ 0.4 ]	1.1	[ 0.5 ]	[ 0.8 ]
新設住宅着工戸数(万戸)	119.3	117.4	60.9	56.5	117.4	60.8	56.6
(前年比増減率、%)	1.7	1.6	1.5	1.7	0.0	0.1	0.2
鉱 工 業 生 産	4.1	1.4	[ 0.7 ]	[ 1.5 ]	3.4	[ 1.7 ]	[ 1.9 ]
国 内 企 業 物 価	1.5	1.1	1.3	1.0	0.5	0.4	0.6
消 費 者 物 価	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3
完 全 失 業 率 ( % )	4.6	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1

(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

以 上