HAMAGINSOUKEN NEWS

2005年11月16日

# 2005年度・2006年度の景気予測（2005年11月改訂）

## －個人消費と設備投資を軸に緩やかながらも安定的な景気回復が続く－

### 要　旨

○2005年７～９月期の実質ＧＤＰは前期比+0.4％と４期連続のプラス成長となった。４～６月期（同+0.8％）に比べて減速したが、個人消費と設備投資が増勢を維持し、また輸出の持ち直しが鮮明になるなど、バランスのとれた景気回復の姿を示した。

○こうした個人消費と設備投資の底堅い推移の背景にあるのは、企業部門の構造的な改善である。企業部門の雇用人員や設備ストックに対する過剰感の後退を背景に、企業業績の拡大が設備投資の増加や家計所得の増加につながりやすくなっている。民間需要を中心とする自律的な景気回復の下地が徐々に整ってきたといえよう。

○今後を展望すると、個人消費と設備投資を軸に緩やかながらも安定的な景気回復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堅調に推移する公算が大きい。こうした民間需要の増加が景気を底支えしよう。一方、輸出は米国や中国を中心とする海外経済の拡大や円安効果の出現によって増加基調を維持するとみられる。ＩＴ関連分野の在庫調整はほぼ終了しており、2005年度後半には企業の生産活動も回復軌道に復帰しよう。ただ、個人消費には公的負担の増加、設備投資には原油高などによる企業収益の圧迫という重しがあり、民間需要の加速は当面期待しにくい。

○以上から、2005年度の実質ＧＤＰ成長率を+2.6％、2006年度を+1.7％と予測した（いずれも前回８月予測から上方に修正）。また、コア消費者物価指数は2005年10～12月期にも前年比プラスに浮上するとみられ、日本銀行は現行の量的金融緩和策を2006年半ば頃に解除すると想定した。ただ、2006年度の景気回復のテンポが緩やかにとどまることから、利上げに踏み切るのは07年以降になる公算が大きいと考えられる。

### 予測の要約表

（前年比、％）　（参考）前回８月予測

| | 2004年度実績 | 2005年度見通し | 2006年度見通し | （参考）前回８月予測 2005年度見通し | （参考）前回８月予測 2006年度見通し |
|---|---|---|---|---|---|
| 実質ＧＤＰ | １．９ | ２．６ | １．７ | １．８ | １．６ |
| 民間需要寄与度 | １．８ | ２．４ | １．３ | １．６ | １．３ |
| 公的需要寄与度 | ▲０．３ | ０．１ | ０．１ | ▲０．０ | ０．０ |
| 海外需要寄与度 | ０．５ | ０．１ | ０．３ | ０．２ | ０．３ |
| 名目ＧＤＰ | ０．８ | １．７ | １．２ | ０．９ | １．１ |

【本件に関するお問い合わせ先】　㈱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

## 景気の現状と展望

**（2005年７～９月期の実質ＧＤＰは前期比+0.4%とプラス成長を維持）**

2005年７～９月期の実質ＧＤＰ(国内総生産、季調値）は前期比+0.4%（年率+1.7%）となった（図表１）。成長率は４～６月期（前期比+0.8%）から減速したものの、４四半期連続でプラス成長を維持しており、わが国の景気が底堅く推移していることを示した。

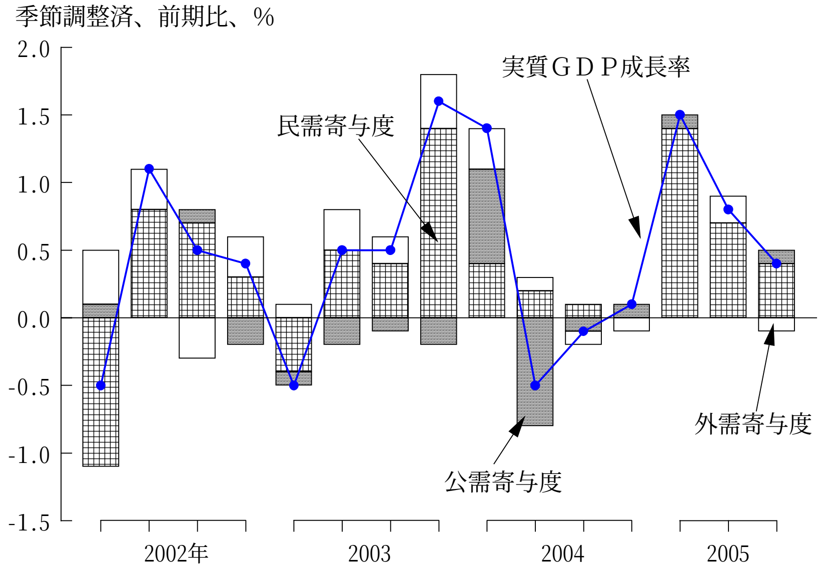
実質ＧＤＰの内訳をみると、国内需要の柱である個人消費は前期比+0.3%と、４～６月期（同+0.7%）から減速したものの、雇用・所得情勢の改善などを背景に３四半期連続の増加となった。もう１つの柱である設備投資も、年前半の高成長の反動などから前期比+0.7%と４～６月期（同+3.4%）から伸びが大きく鈍化したが、企業収益の回復を背景に増加基調を維持した。また、減少傾向が続いていた住宅投資は前期比+1.5%と３四半期ぶりに増加し、公共投資も災害復旧事業の影響などにより同+1.0%と６四半期ぶりの増加となった。この結果、国内需要のＧＤＰ成長率に対する寄与度は+0.5%ポイント（前期は+0.7%ポイント）となった。

一方、外需に関しては、輸出が中国向けの持ち直しなどにより前期比+2.7%と、４～６月期（同+3.1%）に続いて堅調な伸びとなった。ただその一方で、輸入が同+3.9%と増加したため、外需（輸出－輸入）のＧＤＰ成長率に対する寄与度は前期比-0.1%ポイントと再びマイナスに転じた。

７～９月期の実質ＧＤＰは前期より伸びが鈍化したものの、①内需の柱である個人消費と設備投資が増勢を維持したことや、②輸出が２期連続で増加し、持ち直し傾向を鮮明にするなど、わが国経済のバランスのとれた成長を示す内容であったといえよう。

なお、７～９月期の名目ＧＤＰは前期比+0.2%と、４～６月期（同+0.5%）から伸びが鈍化したものの、４四半期連続で増加した。他方、ＧＤＰデフレーターは前年同期比-1.1%と、前期（同-0.9%）からマイナス幅が拡大したが、これは原油高などを背景に輸入デフレーターが上昇（前年同期比+7.0%）したことが主因であり、わが国のデフレ圧力が強まっている訳ではないとみられる。

### 図表１　実質ＧＤＰ成長率と内外需別の寄与度



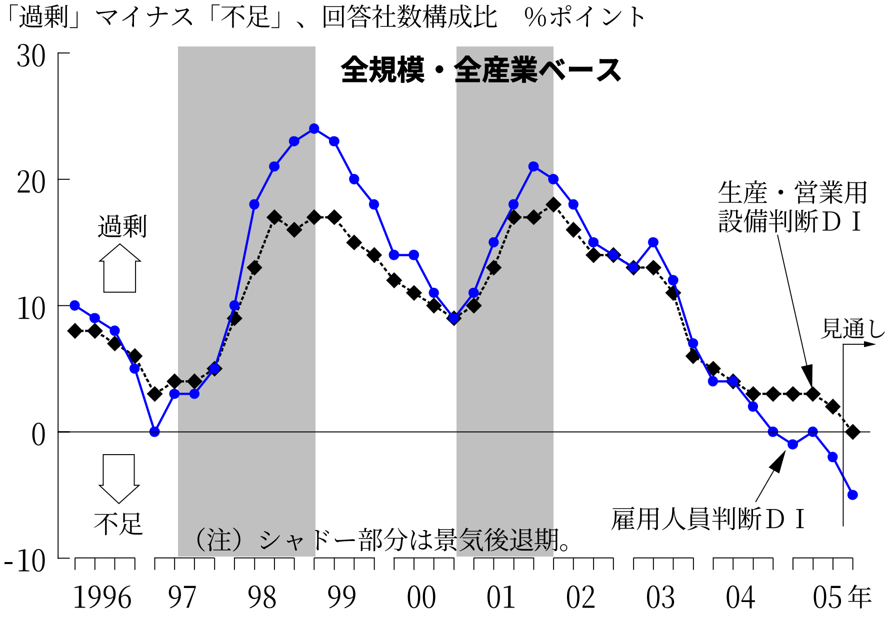

| | 2005年 | | |
|---|---|---|---|
| | １～３月期 | ４～６月期 | ７～９月期 |
| 実質ＧＤＰ | 1.5 | 0.8 | 0.4 |
| 個人消費 | 1.2 | 0.7 | 0.3 |
| 住宅投資 | -1.0 | -2.1 | 1.5 |
| 設備投資 | 3.0 | 3.4 | 0.7 |
| 公共投資 | -0.3 | -1.9 | 1.0 |
| 輸　出 | -0.0 | 3.1 | 2.7 |
| 輸　入 | 0.1 | 2.3 | 3.9 |
| 内需寄与度 | 1.5 | 0.7 | 0.5 |
| 民間需要 | 1.4 | 0.7 | 0.4 |
| うち在庫 | 0.3 | -0.1 | 0.0 |
| 公的需要 | 0.1 | -0.0 | 0.1 |
| 外需寄与度 | -0.0 | 0.2 | -0.1 |
| 名目ＧＤＰ | 0.8 | 0.5 | 0.2 |

（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」）

## （企業部門の構造的な改善が民間需要を下支え）

こうした個人消費と設備投資の底堅い推移の背景にあるのは、企業部門の構造的な改善である。すなわち、日本銀行の「短観（2005年９月調査）」によると、企業の雇用過剰感を示す雇用人員判断ＤＩ（過剰－不足）は全規模・全産業ベースで-２となり、既に「不足」超の領域に入っている（図表２）。また、12月までの見通しは-５となっており、先行き企業の人手不足感が強まる見通しである。他方、企業の設備過剰感を示す生産・営業用設備判断ＤＩ（過剰－不足）は、全規模・全産業ベースで+２と1992年以来の低水準で推移している。12月までの見通しは０となっており、企業の設備ストックに対する過剰感も着実に解消に向かっている。バブル崩壊以降、わが国経済の重しとなってきた企業の調整圧力が概ね払しょくされたことを背景に、企業業績の拡大が設備投資の増加や家計所得の増加につながりやすくなっており、民間需要を中心とする自律的な景気回復の下地が徐々に整ってきたとみられる。

**図表２　雇用人員判断ＤＩは「不足」超の領域へ**




（日本銀行『短観（2005年９月調査）』）

## （租税負担の増加が個人消費を下押し）

2005年７～９月期の実質個人消費は前期比+0.3%と３四半期連続の増加となった。個人消費の源泉となる家計所得の動向をみると、７～９月期の雇用者報酬（名目）は前年比+1.7%となり、約８年ぶりの高い伸びとなった前期（同+2.0%）に続いて堅調な伸びを示した。雇用者報酬の２四半期連続の増加は、2001年４～６月期以来のことである。

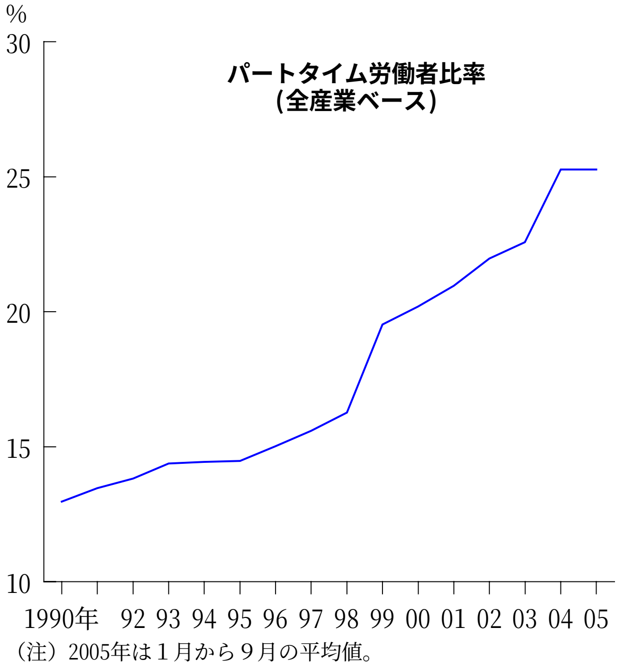
雇用面を詳しくみると、９月の雇用者数は前年比+1.9%と７か月連続で前年水準を上回った。なかでも、これまで減少が続いてきた製造業の雇用者数が同+1.1%と４年４か月ぶりに前年水準を上回っており、雇用の改善に広がりがみられる点が注目される。また、雇用形態の質的な改善も鮮明となっている。常用雇用指数の推移を

みると、パートタイム労働者の伸びが鈍る一方で、一般労働者の伸びが小幅ながら前年比プラスを維持している。この結果、2005年に入ってパートタイム労働者比率の頭打ちが明瞭となっている（図表３）。

所得面でも、こうしたパート比率の頭打ちなどを背景に所定内給与の増加が小幅ながらも定着しつつある。また、企業収益の増加を背景に、ボーナスも前年水準を上回っている。厚生労働省によれば、2005年の夏季賞与は全産業ベースで前年比+1.3%となった。さらに、今冬のボーナスも前年水準を上回る可能性が高い。労務行政研究所の集計（2005年９月時点の速報ベース）によれば、東証１部上場企業の年末一時金は、全産業平均で前年比+5.2%と15年ぶりの高い伸びとなっている（図表４）。雇用情勢の質的な改善などを背景に、今後も雇用者所得は緩やかながらも増加するとみられ、個人消費は増加基調を維持する可能性が高い。

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ろう。また、2006年には所得税と個人住民税の税額の一定割合を差し引く定率減税（約3.3兆円）の半減が決まっており、さらに政府・与党は2007年に定率減税を全廃する方針を打ち出している。この定率減税の半減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（仮に2007年に定率減税が全廃されれば、2007年度の個人消費をさらに0.3%ポイント程度押し下げる）。こうした点を勘案すると、2006年度の個人消費は小幅な伸びにとどまる公算が大きいといえよう。

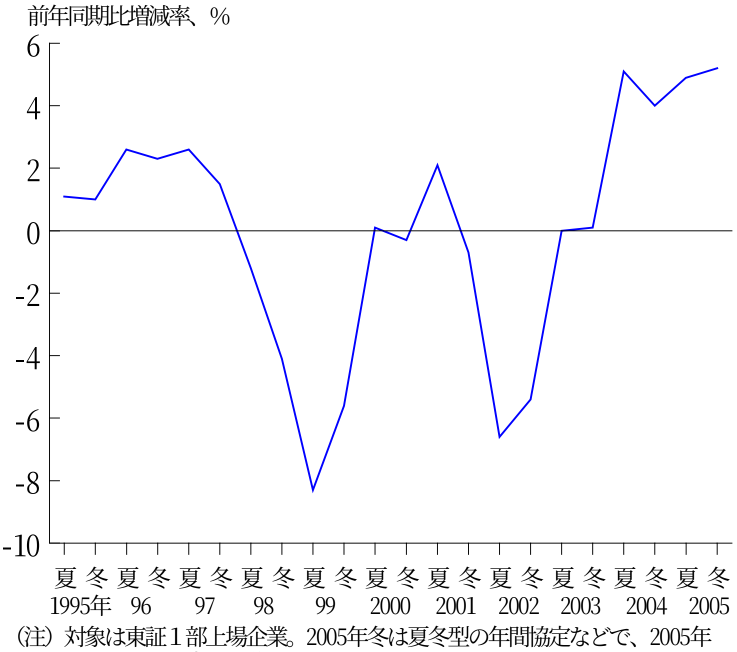
**図表３　パートタイム労働者比率は頭打ち**




（注）2005年は１月から９月の平均値。

（厚生労働省「毎月勤労統計」より作成）

**図表４　増加が見込まれる2005年冬のボーナス**




（注）対象は東証１部上場企業。2005年冬は夏冬型の年間協定などで、2005年９月時点で決定済み分の平均。

（財団法人労務行政研究所資料）

**（増益率は鈍化するものの、設備投資は増勢を維持）**

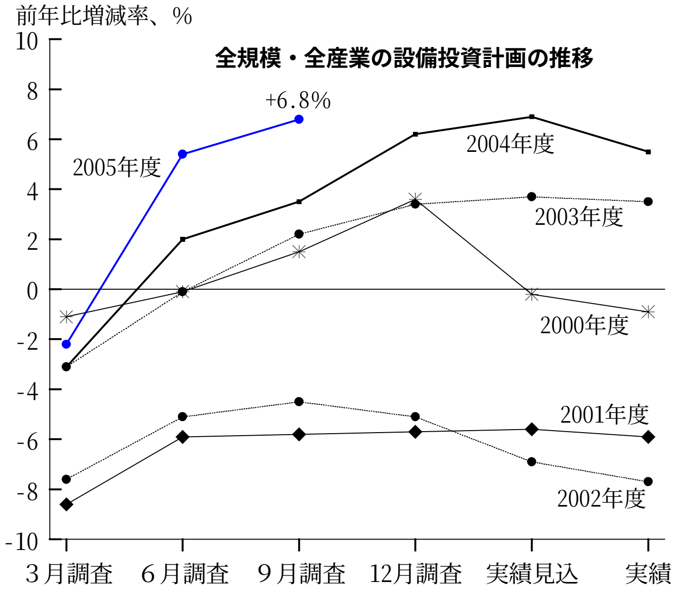
2005年７～９月期の実質設備投資は前期比+0.7%と４～６月期（同+3.4%）から伸びが大きく鈍化したが、企業収益の回復を背景に増加基調を維持した。

設備投資に関しては、企業の投資意欲が強い点が注目される。日銀短観（2005年９月調査）では、全規模・全産業の2005年度の設備投資計画が前年比+6.8%と前回６月調査から上方修正され、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(図表５)。業種別には鉄鋼や化学、輸送用機械など非ＩＴ（情報技術）関連で大幅な増加となっている。また、非製造業において電気・ガスや情報通信、リースなどを中心に前年比プラスの計画となっている点が、今回の特徴として指摘できる。こうした非製造業の設備投資意欲の堅調さは、国内需要の底堅い動きを反映したものといえよう。

また、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）が、７～９月期に前期比+2.1%と４四半期連続で増加し、続く10～12月期の受注見通しも同+6.2%と増加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。10～12月期の受注見通しにおいて、非製造業（船舶・電力を除く）からの受注が前期比+10.0%と大幅に増加している点は、先に見た日銀短観の設備投資計画と符合する動きといえよう(図表６)。

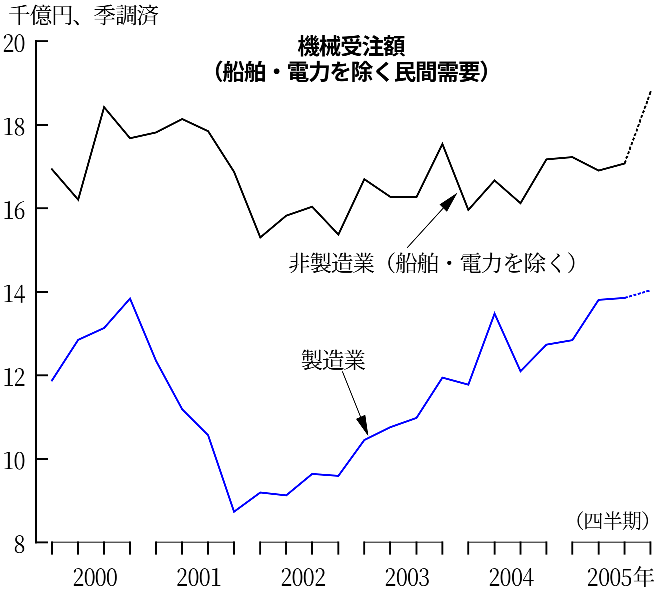
原油価格の高止まりや人件費の増加などにより、企業の増益率は低下傾向にあるとみられるが、企業のキャッシュフローと設備投資を比べると、キャッシュフローの水準が設備投資を大幅に上回っている。企業間競争が厳しくなるなかで、競争力維持・強化のための設備投資が企業の生き残りに不可欠となっていることなども勘案すると、潤沢なキャッシュフローを背景に今後も設備投資は増加基調を維持すると見込まれる。

**図表５　05年度の投資計画は90年度以来の高い伸び**




（注）ソフトウエア投資額は含まない。土地投資額は含む。
（日本銀行『短観（2005年９月調査）』）

**図表６　非製造業からの機械受注が増加の見込み**



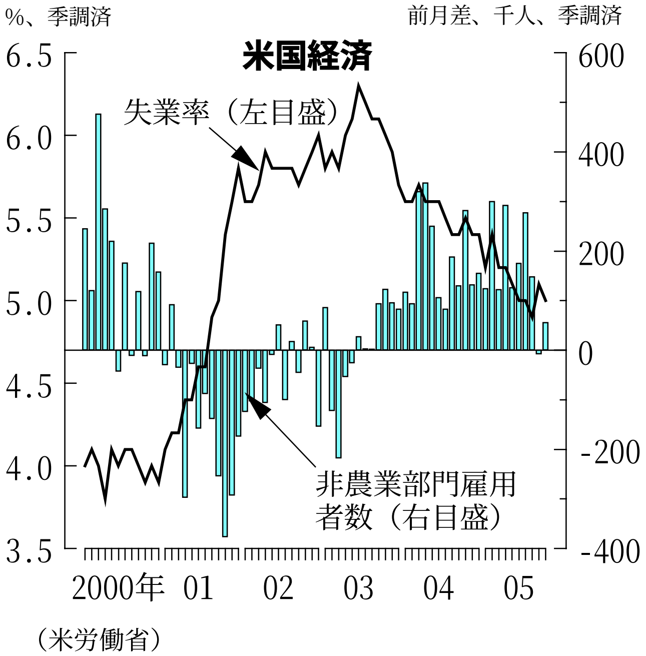

（注）2005年10～12月期は企業の見通し。
（内閣府「機械受注統計」より作成）

**（米国経済は年率３％台での成長が続く）**

輸出のカギを握る米国景気をみると、2005年７～９月期の米実質ＧＤＰは季調済年率換算で前期比+3.8%と、４～６月期（同+3.3%）より増勢が強まり、大型ハリケーン襲来やエネルギー高にもかかわらず、米景気が堅調に推移していることが示された。内訳をみると、個人消費は同+3.9%と前期（同+3.4%）から伸びが加速した。また、設備投資は同+6.2%と前期（同+8.8%）からは減速したが、高水準を維持している。月次の景気指標をみると、９月の生産指数が前月比-1.3%と大幅に低下した。ただ、ＦＲＢの推計ではハリケーンの影響で生産指数が約1.7%ポイント押し下げられており、被災地域以外の生産は堅調であることがうかがえる。ハリケーン被害やエネルギー価格の高止まりなどを背景に弱含んでいた消費者心理も、11月の消費者態度指数（ミシガン大学調べ）が４か月ぶりに上昇しており、反転の兆しが現れている。

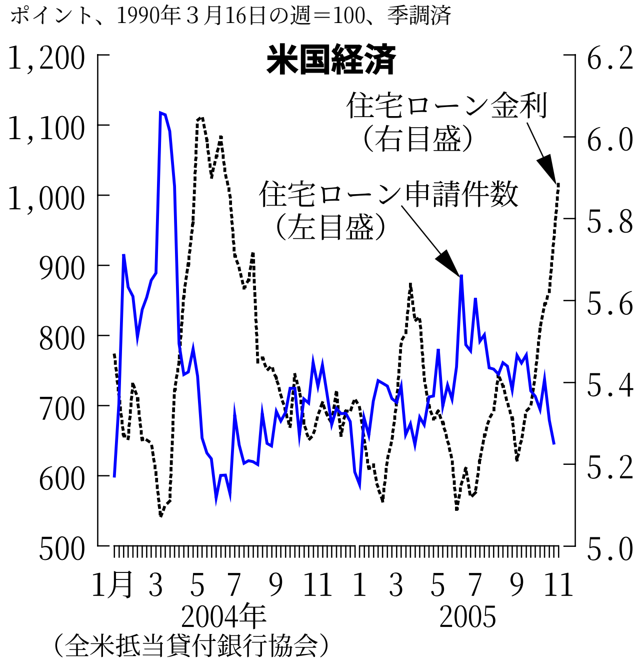
先行きに関しては、引き続き雇用情勢の着実な改善が個人消費を下支えすると見込まれる。10月の非農業部門雇用者数は前月比5.6万人増と、ハリケーンの影響によって落ち込んだ前月（同0.8万人減）から持ち直した(図表７)。また、2006年はハリケーン被災地における復興需要が景気の押し上げ要因となろう。ただ、原油価格の高止まりやＦＲＢ（米連邦準備理事会）による利上げが続くなかで、景気の加速は見込みにくい。ＦＲＢによる利上げを受けて住宅ローン金利が上昇しており、住宅ローンの申請件数は夏場以降、低下基調で推移している(図表８)。2006年の米国経済は、2005年と同様に３％台での実質成長率で推移すると見込まれる（今回の景気見通しでは、米国の実質ＧＤＰ成長率を2005年が+3.6%、2006年が+3.4%と予測した）。こうした米国経済の動きを前提とすると、わが国の輸出は引き続き堅調に推移する公算が大きいといえよう。

**図表７　米雇用情勢は着実に改善**




（米労働省）

**図表８　住宅ローンの申請は鈍化傾向**




（全米抵当貸付銀行協会）

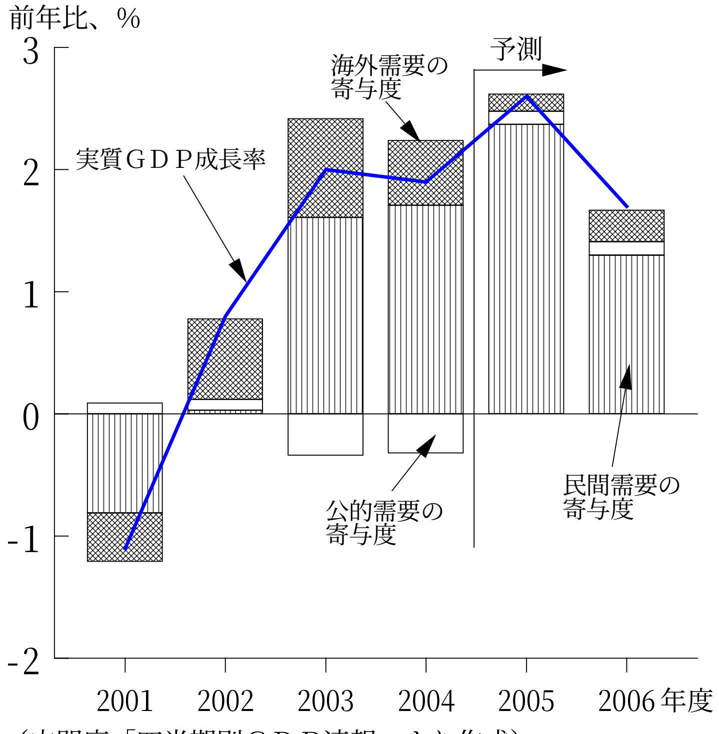
**（実質経済成長率は2005年度が+2.6%、2006年度が+1.7%と予測）**

以上を踏まえて今後のわが国経済を展望すると、個人消費と設備投資を軸に緩やかながらも安定的な景気回復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堅調に推移する公算が大きい。こうした民間需要の増加が景気を底支えしよう。一方、輸出も米国や中国を中心とする海外経済の拡大を背景に増加基調を維持するとみられる。為替レートが2005年半ばから円安・ドル高基調で推移していることも輸出の押し上げ要因となろう。ＩＴ（情報技術）関連分野の在庫調整はほぼ終了しており、2005年度後半には企業の生産活動も回復軌道に復帰すると見込まれる。

ただ、定率減税の縮小など家計の公的負担の増加が個人消費の重しになるとともに、設備投資には原油高などによる増益率の低下という逆風が吹いている。そのため、当面、民間需要が加速していくことは期待しにくく、景気の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。

2005年度の実質ＧＤＰ成長率は+2.6%、2006年度は+1.7%と、５年連続でプラス成長を確保すると予測した(図表９)。先日発表された2005年７～９月期の実質ＧＤＰが個人消費と設備投資の増勢維持などによって、予想以上に堅調だったことを受けて、当社が今年８月に発表した前回予測値（2005年度が+1.8%、2006年度が+1.6%）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+1.7%、2006年度が+1.2%と、４年連続のプラス成長になると予測している（前回８月予測値は2005年度が+0.9%、2006年度が+1.1%）。

**図表９　実質では５年連続のプラス成長を見込む**



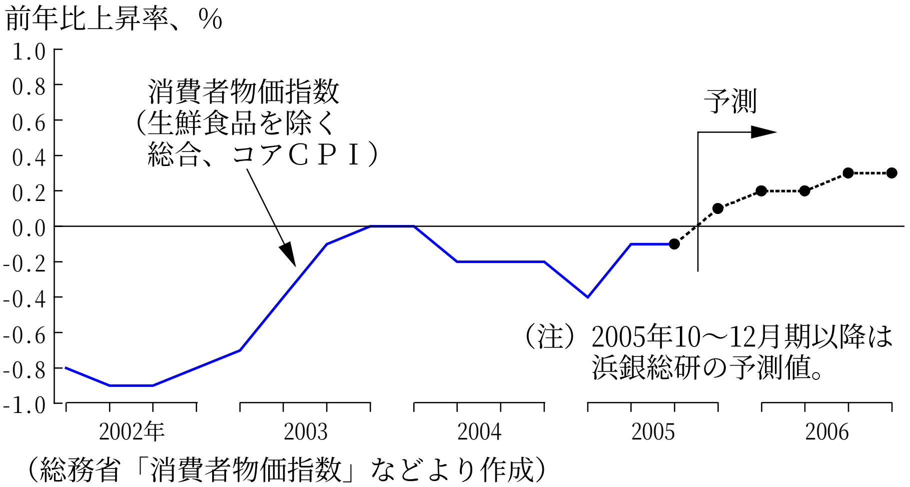

（内閣府「四半期別ＧＤＰ速報」より作成）

**（量的金融緩和の解除は2006年半ば頃、ゼロ金利の解除は2007年以降と想定）**

金融政策に関しては、2006年半ば頃に現行の量的金融緩和策が解除される可能性が高いとみられる。量的緩和解除のカ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、2005年９月には前年比-0.1%となっており、下落幅が縮小傾向をたどっている。景気の緩やかな回復が続いていることに加えて、原油価格の高騰がガソリン価格の上昇などを通じて消費者物価の押し上げ要因となっており、さらにこれまで消費者物価を下押ししてきた電話料金引き下げの影響が2005年11月からはく落し始めることから、コア消費者物価は2005年10～12月期に小幅ながら前年比プラスに浮上しよう(図表10)。当社の予測では、2005年度下期のコア消費者物価を前年比+0.1%と見込んでいる。日本銀行はコア消費者物価の上昇を数か月間確認した上で、2006年半ば頃には量的金融緩和策の解除（ゼロ金利政策への移行）に踏み切ると想定される。

ただ、その後ゼロ金利政策を解除し、実際に利上げを行うには時間を要すると見込まれる。前述のように2006年度の景気回復のテンポは、定率減税縮小の影響などによって緩やかとなり、コア消費者物価の上昇率も小幅にとどまると予想される（当社の予測では2006年度のコア消費者物価を前年比+0.3%と見込んでいる）。また、2006年度のＧＤＰデフレーターが引き続き前年比マイナスで推移し、経済成長率の名実逆転が続くと見込まれるなど、わが国経済がデフレから完全に脱却するには至らないとみられる。こうしたなかで、日本銀行は早すぎる利上げによって景気の失速リスクが浮上するのを避けると見込まれることから、利上げが実施されるのは2007年以降になる公算が大きいと考えられる。

**図表10　コア消費者物価指数の推移**




（総務省「消費者物価指数」などより作成）

**（参考）量的緩和政策の解除３条件（日銀資料）**

| |
|---|
| ①消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比上昇率が、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できること。 |
| ②政策委員の多くが、見通し期間において、消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していること。 |
| ③これらの条件が満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続する場合がある。 |

## 図表11　2005年度・2006年度のわが国経済の見通し（2005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%）

| | 2004年度 | 2005年度 | | | 2006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) | 107.5 | 113.8 | 109.4 | 118.3 | 117.8 | 118.5 | 117.0 |
| 米国実質ＧＤＰ（暦年） | 4.2 | 3.6 | [ 3.6 ] | [ 3.5 ] | 3.4 | [ 3.4 ] | [ 3.2 ] |

### 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 | 2005年度 | | | 2006年度 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 実績 | 見通し | 上　期 | 下　期 | 見通し | 上　期 | 下　期 |
| 実　質　ＧＤＰ | 1.9 | 2.6 | [ 1.8 ] | [ 0.7 ] | 1.7 | [ 0.9 ] | [ 1.1 ] |
| 個人消費 | 1.2 | 2.0 | [ 1.5 ] | [ 0.7 ] | 1.2 | [ 0.6 ] | [ 0.7 ] |
| 住宅投資 | 2.1 | ▲ 0.6 | [▲ 1.9 ] | [ 2.6 ] | 1.3 | [▲0.2 ] | [ 0.3 ] |
| 設備投資 | 5.1 | 7.6 | [ 5.3 ] | [ 1.7 ] | 4.1 | [ 2.3 ] | [ 2.7 ] |
| 政府消費 | 2.7 | 1.7 | [ 0.8 ] | [ 0.7 ] | 1.6 | [ 0.8 ] | [ 0.9 ] |
| 公共投資 | ▲15.1 | ▲ 4.5 | [▲ 1.6 ] | [▲2.0 ] | ▲ 3.7 | [▲2.7 ] | [▲2.9 ] |
| 輸　出 | 11.9 | 7.3 | [ 4.5 ] | [ 3.4 ] | 5.7 | [ 2.5 ] | [ 2.9 ] |
| 輸　入 | 9.4 | 7.9 | [ 4.3 ] | [ 3.6 ] | 4.8 | [ 1.6 ] | [ 2.4 ] |
| 寄与度　国内需要 | 1.4 | 2.5 | [ 1.7 ] | [ 0.6 ] | 1.4 | [ 0.7 ] | [ 0.9 ] |
| 寄与度　民間需要 | 1.8 | 2.4 | [ 1.6 ] | [ 0.6 ] | 1.3 | [ 0.7 ] | [ 0.9 ] |
| 寄与度　公的需要 | ▲ 0.3 | 0.1 | [ 0.1 ] | [ 0.0 ] | 0.1 | [ 0.0 ] | [ 0.0 ] |
| 寄与度　海外需要 | 0.5 | 0.1 | [ 0.1 ] | [ 0.1 ] | 0.3 | [ 0.2 ] | [ 0.1 ] |
| 名　目　ＧＤＰ | 0.8 | 1.7 | [ 1.0 ] | [ 0.8 ] | 1.2 | [ 0.4 ] | [ 0.7 ] |
| 新設住宅着工戸数（万戸）<br>（前年比増減率、%） | 119.3<br>1.7 | 121.6<br>1.9 | 64.0<br>3.5 | 57.6<br>0.2 | 122.8<br>0.9 | 64.5<br>0.8 | 58.2<br>1.2 |
| 鉱工業生産 | 4.1 | 1.0 | [ 0.3 ] | [ 1.6 ] | 3.6 | [ 1.8 ] | [ 1.9 ] |
| 国内企業物価 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 0.5 | 0.7 | 0.3 |
| 消費者物価 | ▲ 0.1 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.3 |
| 完全失業率（%） | 4.6 | 4.3 | 4.3 | 4.2 | 4.0 | 4.1 | 4.0 |

（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