

# HAMAGINSOUKEN NEWS

2006年 5月24日

## 2006年度・2007年度の景気予測（2006年 5月改訂） －景気は2006年度後半からやや減速するものの、自律的な回復基調を維持－

### 要 旨

- 2006年 1～3月期の実質GDPは前期比+0.5%と5四半期連続のプラス成長となった。成長率は昨年10～12月期（同+1.1%）から減速したものの、個人消費と設備投資が底堅く推移し、国内民需の2本柱が景気をけん引する姿が確認された。
- 個人消費増加の背景には、企業収益の増加が家計所得の増加となって着実に波及していることがある。また、企業の潤沢なキャッシュフローや期待成長率の上昇などを背景に、企業の設備投資意欲は引き続き旺盛である。今後も「生産・企業収益の増加→設備投資・家計所得の増加→個人消費の増加→生産・企業収益の増加」という好循環が働き、景気は民間需要を中心に安定的な回復軌道をたどろう。
- もっとも、2006年度から2007年度にかけて、景気の減速要因もある。①米利上げの累積的な効果による米景気の06年後半からの小幅減速、②06年夏場以降のIT関連財の在庫調整懸念、③定率減税の縮小などによる家計の公的負担の増加、④原油高による企業収益の圧迫、などが景気の回復ペースを抑制すると見込まれる。
- 以上を踏まえて、2006年度の実質GDP成長率を+2.0%、2007年度を+2.1%と予測した。2006年度は個人消費と設備投資を軸に自律的な景気回復が続く公算が大きい。ただ、06年度後半から米国経済減速の影響などによって輸出の増勢が弱まり、景気の回復テンポがやや鈍化すると予想される。2007年度も民需を中心とする安定的な景気回復が続こう。個人消費は所得の増加を背景に堅調に推移すると見込まれる。設備投資は企業収益の鈍化により増勢が弱まるものの、増加基調は維持しよう。本予測では2008年4月から消費税率が2%引き上げられると想定しており、07年度末にかけて個人消費などに駆け込み需要が発生し、成長率を押し上げると予測した。

### 予測の要約表

|         | (前年比、%)      |               |               | (参考) 前回2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   | 3.0          | 2.0           | 2.1           | 2.1           | —             |
| 民間需要寄与度 | 2.4          | 1.6           | 1.9           | 1.6           | —             |
| 公的需要寄与度 | 0.1          | ▲0.0          | 0.1           | 0.0           | —             |
| 海外需要寄与度 | 0.5          | 0.5           | 0.1           | 0.4           | —             |
| 名目GDP   | 1.7          | 1.6           | 2.2           | 1.6           | —             |

【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

## 景気の現状と展望

### (2006年1～3月期の実質GDPは前期比+0.5%)

2006年1～3月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.5%(年率+1.9%)となった(図表1)。成長率は昨年10～12月期(前期比+1.1%)から鈍化したものの、5四半期連続のプラス成長を確保した。

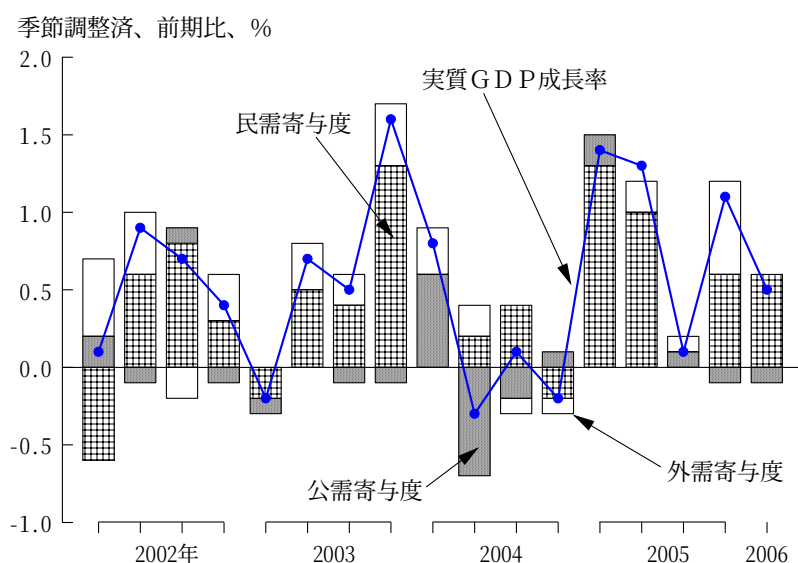
実質GDPの内訳をみると、個人消費が前期比+0.4%と5四半期連続で増加するとともに、住宅投資が同+1.1%と3期連続で増加し、また設備投資も同+1.4%と増加に転じるなど、わが国の景気が国内民間需要を中心に回復していることがうかがえる(国内民需のGDP成長率に対する寄与度は前期比+0.6%ポイント)。一方、公的需要では、政府消費が前期比+0.1%と増加したものの、公共投資が同-3.5%と2四半期連続で減少したため、公的需要の寄与度は同-0.1%ポイントとなった。

他方、外需に関しては、輸出が米国向けやアジア向けの好調から前期比+2.7%と4四半期連続で増加した。ただ、昨年10～12月期に前期比-0.6%と落ち込んだ輸入が1～3月期は同+3.0%と増勢を取り戻したため、外需(輸出-輸入)のGDP成長率に対する寄与度は前期比ゼロ%となった。

また、同時に発表された2005年度の実質GDPは前年比+3.0%と、4年連続のプラス成長となった。また、2006年度への成長率のゲタは+1.0%となり、仮に2006年4～6月期以降の実質GDP成長率が4四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+1.0%となる。

なお、1～3月期の名目GDPは前期比+0.0%にとどまった。GDPデフレーターは前年同期比-1.3%と、昨年10～12月期(同-1.6%)からマイナス幅が縮小したものの、引き続き下落した。ただ、GDPデフレーターの下落には、原油価格の高騰による輸入デフレーター的大幅な上昇(前年同期比+15.1%)が影響している。国内需要デフレーターは前年同期比ゼロ%まで下落幅が縮小しており、わが国経済はデフレ脱却に向けて着実に前進しているといえよう。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度



|       | 2005年 |         | 2006年 |
|-------|-------|---------|-------|
|       | 7～9月期 | 10～12月期 | 1～3月期 |
| 実質GDP | 0.1   | 1.1     | 0.5   |
| 個人消費  | 0.4   | 0.6     | 0.4   |
| 住宅投資  | 1.7   | 2.1     | 1.1   |
| 設備投資  | 1.3   | -0.2    | 1.4   |
| 公共投資  | 0.2   | -2.9    | -3.5  |
| 輸出    | 3.1   | 3.8     | 2.7   |
| 輸入    | 3.2   | -0.6    | 3.0   |

|       |      |      |      |
|-------|------|------|------|
| 内需寄与度 | 0.1  | 0.4  | 0.5  |
| 民間需要  | 0.0  | 0.6  | 0.6  |
| うち在庫  | -0.5 | 0.2  | 0.1  |
| 公的需要  | 0.1  | -0.1 | -0.1 |
| 外需寄与度 | 0.1  | 0.6  | 0.0  |

|       |      |     |     |
|-------|------|-----|-----|
| 名目GDP | -0.2 | 0.7 | 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」)

## （雇用者所得の改善が個人消費を下支え）

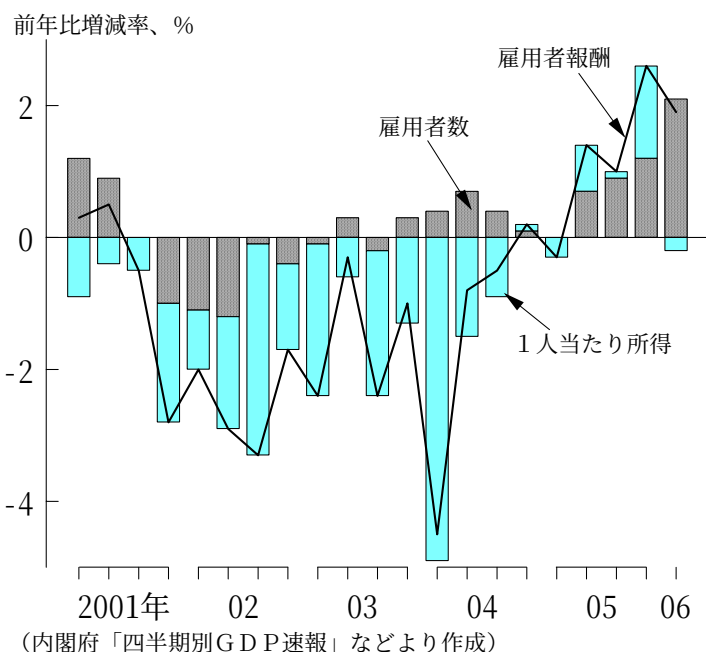
2006年1～3月期の景気回復をけん引したのは、民間需要の柱である個人消費と設備投資である。

まず、個人消費をみると、1～3月期の実質個人消費は前期比+0.4%と5四半期連続の増加となった。2005年10～12月期（同+0.6%）に比べて増勢が弱まったものの、これには前期が寒波の影響による冬物衣料の需要増などによってやや高めの成長率となったことの反動という側面もあり、個人消費は総じて底堅く推移していると評価できよう。

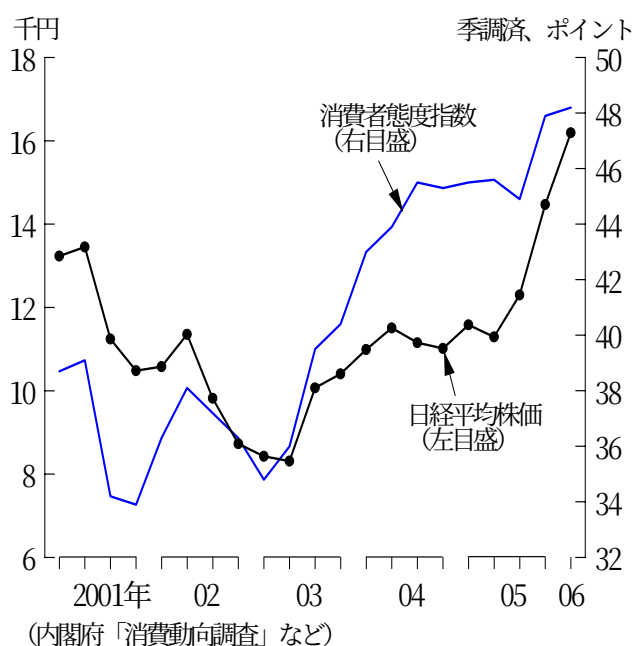
個人消費を支えているのは、雇用者所得の改善である。1～3月期の雇用者報酬（名目）は前年同期比+1.9%と4四半期連続で前年水準を上回った（図表2）。これを雇用者数と一人当たり所得の2要因に分解してみると、1～3月期は雇用者数の増加による寄与が目立つ。1～3月期の雇用者数は前年比+2.1%と1992年10～12月期以来、約13年ぶりの高い伸びとなった。こうした雇用者所得改善の背景には、企業の構造調整圧力の低下を受けて企業業績の拡大が家計所得の増加につながりやすくなってきたという要因がある。今後も雇用者所得の着実な改善が個人消費を下支えすることが期待されよう。

また、雇用・所得情勢の改善や株価の上昇などを背景に消費者心理が改善傾向にあることも、個人消費のプラス要因としてあげられる。消費マインドを表す消費者態度指数（季調値）をみると、2006年3月調査では前回調査（2005年12月）に比べて0.3ポイント上昇し、1991年6月調査以来の高水準となった（図表3）。4月中旬以降、円高・ドル安の進展や米国株安を背景に日本の株式相場は軟調に推移しているが、日経平均株価の1～3月期の平均が16,195円であることから、株価の下落が足下のレベル（16,000円弱）でとどまれば消費者心理への悪影響は限定的と考えられる。

図表2 着実に改善する雇用者報酬



図表3 消費マインドは改善基調

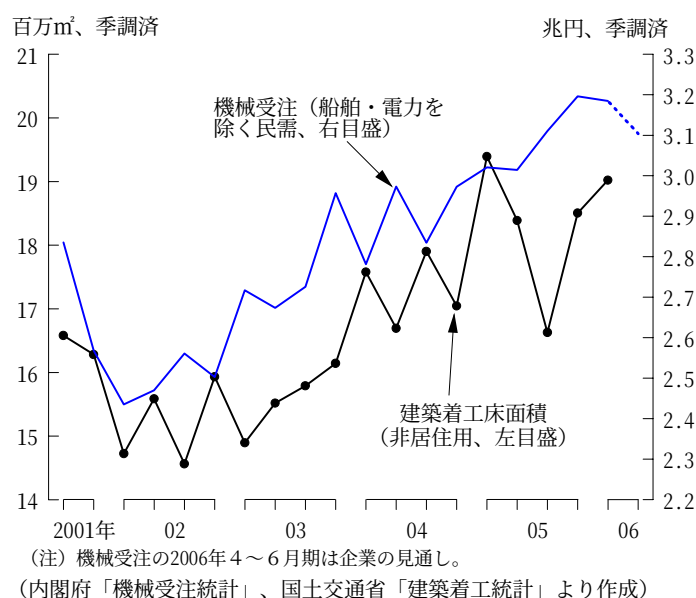


## （企業の設備投資意欲は引き続き旺盛）

次に設備投資をみると、1～3月期の実質設備投資は、企業収益の改善や設備過剰感の後退などを背景に、前期比+1.4%と再び増加に転じた。

もっとも、このところ設備投資関連の指標には、一部に頭打ち感がみられる。例えば、機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は1～3月期に前期比-0.4%と2005年4～6月期以来の減少に転じ、続く4～6月期の受注見通しも同-2.5%と減少が見込まれている（図表4）。ただその一方で、建設投資の先行指標である建築着工床面積（非居住用）は、1～3月期に前期比+2.8%となり、昨年10～12月期の大幅増（同+11.3%）の後も増勢を維持している。日銀短観（2006年3月調査）における2006年度の設備投資計画が全規模・全産業ベースで前年比-1.3%と、同時期の調査としては6年ぶりの小幅なマイナスになったことなどから判断して、企業の設備投資意欲は依然として強いとみられる

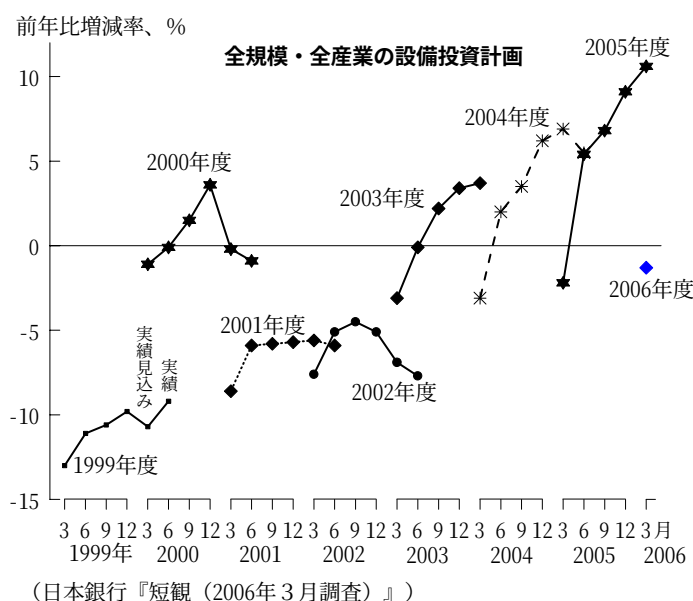
図表4 機械受注には頭打ち感



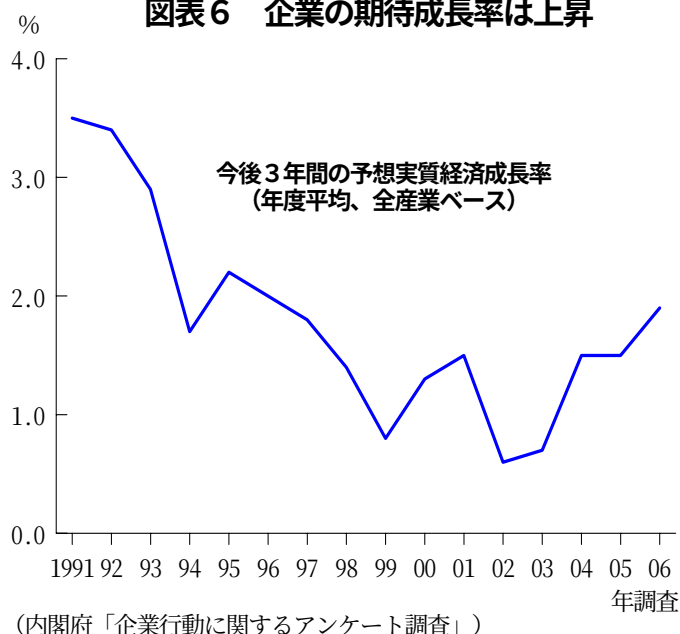
（図表5）。こうした企業の旺盛な設備投資意欲の背景には、企業の抱く期待成長率の高まりなど構造的な要因がある。内閣府が2006年1月に実施した「企業行動に関するアンケート調査」によれば、企業の予想する今後3年間の実質経済成長率は年度平均で+1.9%と前年調査を0.4%ポイント上回り、10年ぶりの高水準に上昇した（図表6）。

このような構造的要因に加えて、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から、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 2006年度の設備投資計画は強めのスタート



図表6 企業の期待成長率は上昇





### （家計の公的負担増などが景気の回復テンポを抑制）

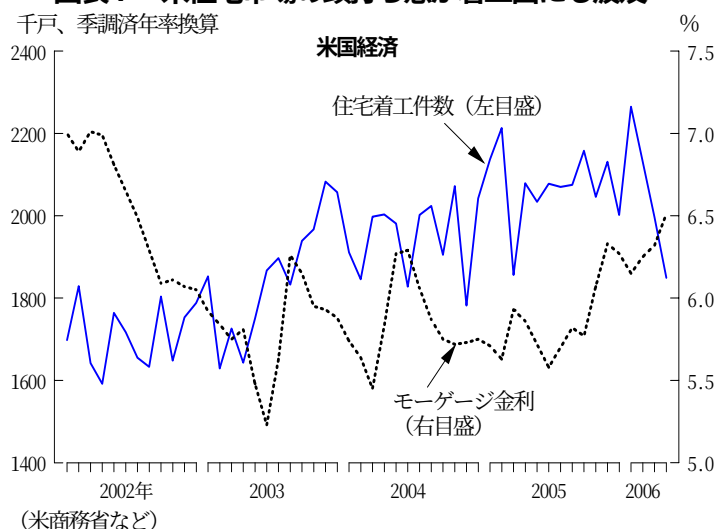
このように個人消費と設備投資は総じて底堅く推移している。今後も「生産・企業収益の増加→設備投資・家計所得の増加→個人消費の増加→生産・企業収益の増加」という好循環が働き、景気は民間需要を中心とする安定的な回復軌道をたどる公算が大きいといえよう。

もっとも、2006年度から2007年度にかけて、景気の回復ペースを抑制する要因もある。第1に、米国景気が2006年後半から徐々に減速すると予想されることである。米国景気は個人消費と設備投資にけん引されて堅調に推移しており、2006年1～3月期の実質GDPは前期比年率+4.8%（速報値）となった。ただ、FRB（米連邦準備理事会）による継続的な利上げを受けて住宅市場には減速感が広がっている。4月の米住宅着工件数は前月比-7.4%（年率184.9万戸）と3か月連続で減少し、2004年11月以来の水準に落ち込んだ（図表7）。ハリケーンの復興需要が米景気の押し上げ要因となり、2006年前半は比較的高い成長が続くと見込まれるが、年後半からは景気の拡大テンポが次第に鈍化しよう（今回の景気予測では、米国の実質GDP成長率を2006年が+3.4%、2007年が+3.0%と予測した）。米国景気の小幅減速を受けて、わが国の輸出も増勢の鈍化が見込まれる。

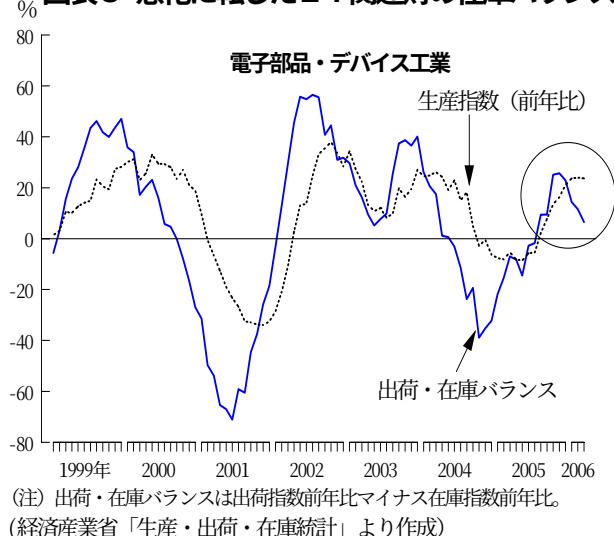
第2に、2006年夏場以降のIT（情報技術）関連分野における在庫調整の懸念である。IT関連の電子部品・デバイス工業では、生産の動向に先行する出荷・在庫バランス（出荷指数前年比－在庫指数前年比）が2005年12月以降悪化傾向にある（図表8）。出荷が高めの伸びを維持する一方で在庫の伸びが高まっており、今年6月のサッカー・ワールドカップ関連需要をにらんでIT関連財の在庫積み増しが行われている可能性がある。電子部品・デバイス工業は足下の生産指数のけん引役であるだけに、ワールドカップ終了後の在庫調整に留意したい。

第3に、家計の租税・社会保険料負担の高まりである。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

図表7 米住宅市場の頭打ち感が着工面にも波及



図表8 悪化に転じたIT関連財の在庫バランス



第4に、原油価格の上昇が企業収益の圧迫要因となることである。ニューヨークの原油(WTI)先物相場は、イランの核開発問題などを背景に投資マネーが流入し、5月上旬に一時1バレル74ドル台に上昇する場面があった。その後原油価格はやや低下したものの、依然として過去最高値圏で推移している。原油価格の上昇による企業業績への影響についてマクロモデルを用いて試算すると、通関原油輸入価格が1バレル60ドルから70ドルへと10ドル上昇することによって、全産業ベースの経常利益は約1.6%ポイント押し下げられる。

(実質経済成長率は2006年度が+2.0%、2007年度が+2.1%と予測)

### 図表9 実質では6年連続のプラス成長を見込む



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。個人消費は所得の増加を背景に堅調に推移すると見込まれる。設備投資は企業収益の鈍化により増勢が弱まるものの、増加基調は維持しよう。今回の予測では2008年4月に消費税率が5%から7%に引き上げられると想定している。そのため、2007年度末にかけて個人消費などに駆け込み需要が発生し、成長率を押し上げると予測した<sup>(注2)</sup>。

実質GDP成長率は2006年度が+2.0%、2007年度が+2.1%と、6年連続でプラス成長を確保すると予測した(図表9)。なお、予測に際しては、①2006年度の対ドル円レートの平均は1ドル=109.9円、2007年度の平均が111.0円、②2007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。半期別にみた実質GDP成長率は、2006年度上期が前期比+1.0%、下期が同+0.8%、2007年度上期が同+0.8%、下期が同+1.8%と見込んだ。2006年度下期から景気はやや減速するが、2007年度下期には消費税率引き上げ前の駆け込み的な需要増加によって成長率が高まろう。

また、名目ベースの経済成長率は2006年度が+1.6%、2006年度が+2.2%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-0.4%、2007年度が同+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。

(注2) 1997年4月の消費税率引き上げを参考にして、個人消費を中心に約2兆円の駆け込み的な需要が発生すると見込んだ。これは2007年度の実質GDP成長率を約0.4%ポイント押し上げると試算される。

#### **(日銀のゼロ金利政策は2006年7～9月に解除、その後の利上げテンポは緩やか)**

金融政策については、2006年7～9月期にゼロ金利政策が解除されよう。5月中旬時点において日銀当座預金残高は量的緩和政策時(30兆円～35兆円程度)の半分以下にまで縮小しており、6月中には所要準備(6兆円程度)のレベルにソフトランディングできるとみられる。景気が緩やかながらも着実に回復し、消費者物価指数の前年比プラス基調が定着するなかで、過度な金融緩和がかえって経済を不安定にするリスクを警戒する日銀は、7～9月期中にゼロ金利の解除(0.25%の利上げ)に踏み切ると予想される。

もっとも、その後の利上げのペースに関しては、2006年度後半から米国経済の減速などによって日本の景気の回復テンポがやや鈍化すると予想されるなかで、総じて緩やかなものにとどまると見込まれる。今回の景気予測においては、代表的な金融政策ルールであるテイラー・ルールを用いた試算<sup>(注3)</sup>などを参考に、2006年度中に0.25%の利上げがもう1回実施され(06年度末の政策金利は0.5%)、その後2007年度中に0.25%の利上げが2回程度実施される(07年度末の政策金利は1.0%)と想定している。

(注3) テイラー・ルールとは、①インフレ率の目標からの乖離と、②需給ギャップに対応して、政策金利の水準を変化させるルール。潜在成長率が1%台半ば、目標インフレ率が+1%、現実のインフレ率が+0.5%、需給ギャップがゼロ～+0.5%程度などの前提を置くと、理論的な政策金利(無担保コールレート・オーバーナイト物)は0.7%程度と試算される。

図表10 2006年度・2007年度のわが国経済の見通し（2006年5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<br>実績 | 2006年度<br>見通し | 2006年度  |         | 2007年度<br>見通し | 2007年度  |         |
|---------------|--------------|---------------|---------|---------|---------------|---------|---------|
|               |              |               | 上 期     | 下 期     |               | 上 期     | 下 期     |
| 対ドル円レート(円／ドル) | 113.2        | 109.9         | 110.8   | 109.0   | 111.0         | 110.0   | 112.0   |
| 米国実質GDP（暦年）   | 3.5          | 3.4           | [ 3.6 ] | [ 2.9 ] | 3.0           | [ 2.9 ] | [ 3.1 ] |

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 G D P    |         | 3. 0     | 2. 0     | [ 1. 0 ]  | [ 0. 8 ]  | 2. 1     | [ 0. 8 ]  | [ 1. 8 ]  |
|              | 個 人 消 費 | 2. 3     | 1. 5     | [ 0. 6 ]  | [ 0. 8 ]  | 2. 5     | [ 0. 8 ]  | [ 2. 5 ]  |
|              | 住 宅 投 資 | ▲ 0. 1   | 1. 8     | [ 0. 2 ]  | [ ▲0. 3 ] | 2. 7     | [ 1. 5 ]  | [ 2. 8 ]  |
|              | 設 備 投 資 | 6. 6     | 3. 9     | [ 2. 3 ]  | [ 2. 1 ]  | 2. 8     | [ 1. 3 ]  | [ 1. 0 ]  |
|              | 政 府 消 費 | 1. 5     | 1. 3     | [ 0. 8 ]  | [ 0. 6 ]  | 1. 2     | [ 0. 5 ]  | [ 0. 6 ]  |
|              | 公 共 投 資 | ▲ 2. 5   | ▲ 5. 0   | [▲ 2. 3 ] | [ ▲1. 4 ] | ▲ 3. 0   | [ ▲1. 7 ] | [ ▲1. 3 ] |
|              | 輸 出     | 9. 2     | 7. 8     | [ 3. 8 ]  | [ 1. 0 ]  | 2. 9     | [ 1. 3 ]  | [ 2. 1 ]  |
|              | 輸 入     | 6. 7     | 5. 4     | [ 3. 3 ]  | [ 1. 5 ]  | 2. 7     | [ 0. 9 ]  | [ 1. 9 ]  |
| 寄与度          | 国内需要    | 2. 6     | 1. 5     | [ 0. 8 ]  | [ 0. 8 ]  | 2. 0     | [ 0. 8 ]  | [ 1. 7 ]  |
|              | 民間需要    | 2. 4     | 1. 6     | [ 0. 8 ]  | [ 0. 7 ]  | 1. 9     | [ 0. 7 ]  | [ 1. 6 ]  |
|              | 公的需要    | 0. 1     | ▲ 0. 0   | [▲ 0. 0 ] | [ 0. 0 ]  | 0. 1     | [ 0. 0 ]  | [ 0. 1 ]  |
|              | 海外需要    | 0. 5     | 0. 5     | [ 0. 2 ]  | [ ▲0. 0 ] | 0. 1     | [ 0. 1 ]  | [ 0. 1 ]  |
| 名 目 G D P    |         | 1. 7     | 1. 6     | [ 0. 9 ]  | [ 0. 9 ]  | 2. 2     | [ 0. 6 ]  | [ 2. 1 ]  |
| 新設住宅着工戸数（万戸） |         | 1 2 4. 9 | 1 2 5. 9 | 6 5. 0    | 6 0. 9    | 1 2 9. 6 | 6 6. 3    | 6 3. 3    |
| （前年比増減率、％）   |         | 4. 7     | 0. 8     | 1. 5      | 0. 1      | 2. 9     | 1. 9      | 4. 0      |
| 鉱 工 業 生 産    |         | 1. 6     | 3. 7     | [ 1. 7 ]  | [ 1. 2 ]  | 4. 0     | [ 1. 7 ]  | [ 3. 2 ]  |
| 国 内 企 業 物 価  |         | 2. 1     | 1. 7     | 2. 2      | 1. 2      | 1. 0     | 0. 8      | 1. 2      |
| 消 費 者 物 価    |         | ▲ 0. 1   | 0. 5     | 0. 5      | 0. 5      | 0. 8     | 0. 6      | 0. 9      |
| 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