

HAMAGINSOUKEN NEWS

2006年8月16日

2006年度・2007年度の景気予測（2006年8月改訂）

- 景気は緩やかに減速するものの、民間需要主導の安定的な回復基調を維持 -

要 旨

2006年4～6月期の実質GDPは前期比+0.2%と6四半期連続のプラス成長となった。公共投資の減少や輸出の増勢鈍化などにより成長率は1～3月期（同+0.7%）から減速したものの、個人消費と設備投資がともに堅調に推移しており、民間需要主導で景気が着実に回復していることが確認された。

堅調な民間需要の背景には、企業が設備投資や雇用の拡大に前向きになっていることがあげられる。各種アンケート調査などでは企業の設備投資意欲の強さが示され、また雇用の改善は大・中堅企業から中小企業へと広がっている。こうした企業の前向きな動きを踏まえると、民間需要の回復基調は今後も続く可能性が高い。

もっとも、景気回復の勢いを鈍化させる要因もある。米利上げの累積的な効果などによる米国景気の緩やかな減速、原油高による企業収益の圧迫、IT（情報技術）関連財の在庫調整などが、先行き景気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+2.2%、2007年度を+1.7%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。すなわち「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」という好循環のもとで、景気は安定的な回復軌道をたどろう。ただ、米国経済減速の影響によって輸出の増勢が弱まり、景気回復テンポは次第に鈍化すると予想される。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。景気回復テンポは緩やかとなりながらも、息の長い回復が期待できる。

予測の要約表

（前年比、%）

（参考）前回5月予測

	2005年度 実績	2006年度 見通し	2007年度 見通し	2006年度 見通し	2007年度 見通し
実質GDP	3.2	2.2	1.7	2.0	2.1
民間需要寄与度	2.5	2.1	1.5	1.6	1.9
公的需要寄与度	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1
海外需要寄与度	0.5	0.3	0.1	0.5	0.1
名目GDP	1.8	1.7	1.9	1.6	2.2

【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4～6月期の実質GDPは前期比+0.2%と6四半期連続のプラス成長)

2006年4～6月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+0.2%(年率+0.8%)となった(図表1)。成長率は1～3月期(前期比+0.7%)から鈍化したものの、6四半期連続のプラス成長となった。

実質GDPの内訳をみると、個人消費が前期比+0.5%と6四半期連続で増加するとともに、設備投資も同+3.8%と9四半期連続で増加しており、国内民需の2本柱が引き続き景気をしっかりと支えていることがわかる。

ただ、住宅投資が前期比-2.7%と2005年4～6月期以来の減少に転じ、公共投資が同-4.6%と3四半期連続で減少したことが、成長率の鈍化につながった。また、民間在庫投資が大幅に減少したことも、成長率を下押しした(実質GDP成長率に対する寄与度は前期比-0.2%ポイント)。

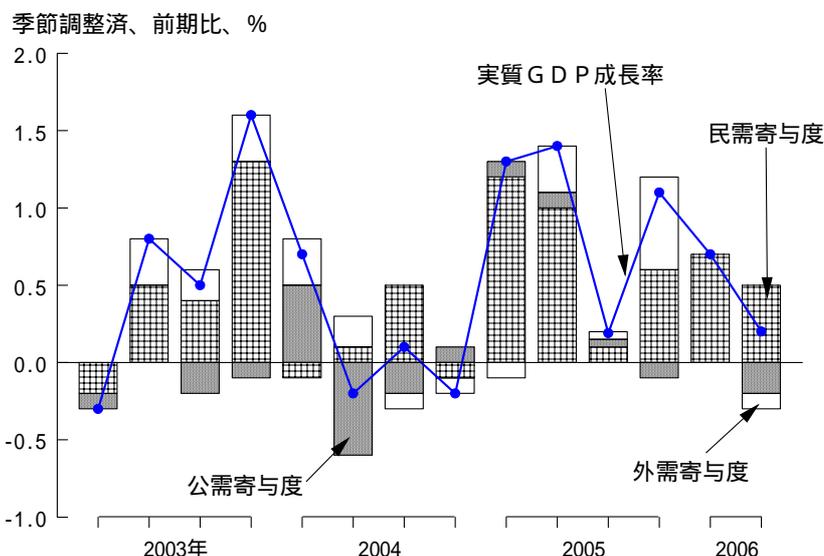
他方、外需に関しては、これまで景気をけん引してきた輸出が米国向けの伸び悩みから前期比+0.9%と、1～3月期(前期比+2.2%)に比べて増勢が鈍化した。輸入が同+1.8%と堅調に推移したこともあり、外需(輸出-輸入)の実質GDP成長率に対する寄与度は前期比-0.1%と、2005年1～3月期以来のマイナスに転じた。

今回の4～6月期GDPの結果、仮に7～9月期以降の実質GDP成長率が3四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+1.4%となる。

なお、4～6月期の名目GDPは前期比+0.3%と、1～3月期(同+0.4%)から増勢がやや鈍化したものの、3四半期連続のプラス成長となった。名目GDP成長率が実質GDP成長率を上回るのは、2003年4～6月期以来3年ぶりのことである。

また、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、1～3月期の同-1.2%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(同+10.6%)が影響している。輸出入デフレーター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%(1～3月期は前年同期比ゼロ%)とプラス圏に浮上しており、わが国経済はデフレ脱却に向けて着実に前進している。

図表1 実質GDP成長率と内外需別の寄与度



	2005年	2006年	
	10～12月期	1～3月期	4～6月期
実質GDP	1.1	0.7	0.2
個人消費	0.6	0.2	0.5
住宅投資	1.8	0.7	-2.7
設備投資	0.3	3.3	3.8
公共投資	-2.7	-0.6	-4.6
輸出	3.8	2.2	0.9
輸入	-0.6	2.5	1.8

内需寄与度	0.5	0.7	0.3
民間需要	0.6	0.7	0.5
うち在庫	0.1	0.1	-0.2
公的需要	-0.1	-0.0	-0.2
外需寄与度	0.6	0.0	-0.1

名目GDP	0.7	0.4	0.3
-------	-----	-----	-----

(シャドロ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」)

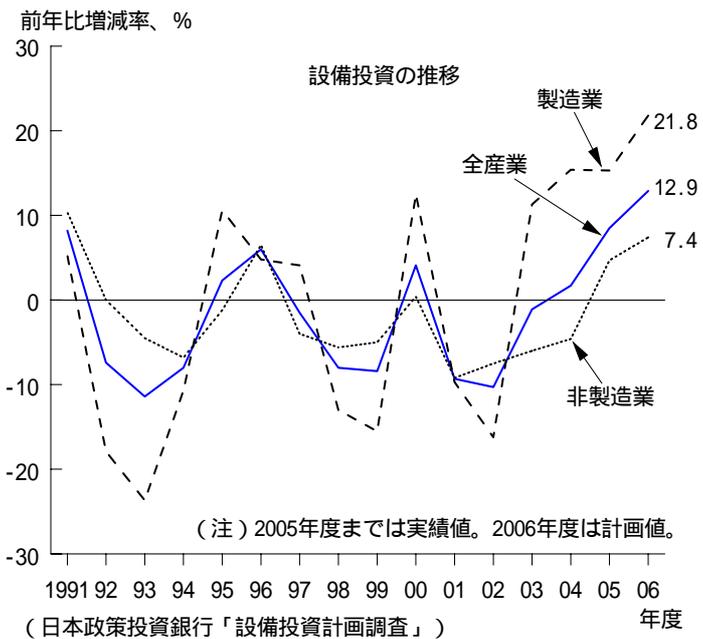
(企業の設備投資意欲が旺盛)

このように、2006年4～6月期の実質GDP成長率は公共投資の減少や輸出の増勢鈍化などにより1～3月期に比べて減速したものの、個人消費と設備投資はともに堅調に推移しており、わが国の景気が民間需要主導で着実に回復していることが確認された。こうした堅調な民間需要の背景には、企業が設備投資の拡大や雇用の拡大に前向きになっていることがあげられる。

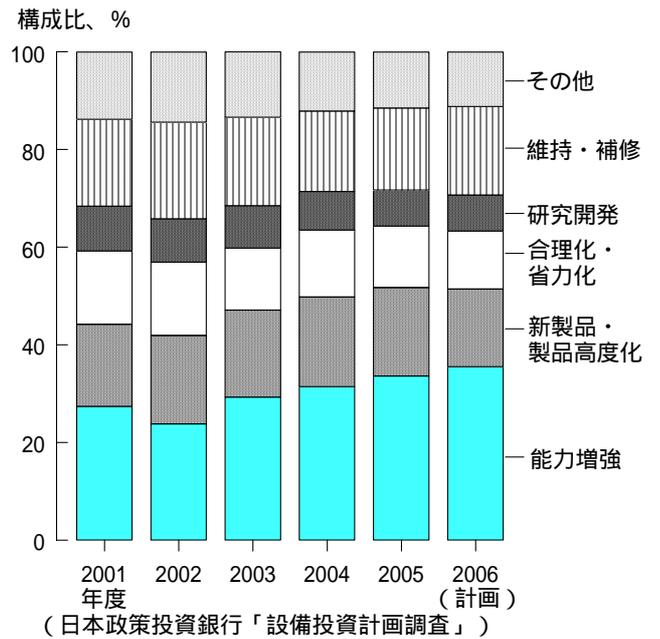
すなわち、まず設備投資に関しては、最近発表された各種アンケート調査においても企業の投資意欲の強さが示されている。例えば、8月上旬に発表された日本政策投資銀行の「設備投資計画調査(2006年6月実施)」では、2006年度の設備投資計画は全産業ベース(資本金10億円以上の企業が対象)で前年比+12.9%と1990年度以来の2桁増となった(図表2)。製造業が電気機械を中心に前年比+21.8%と4年連続の2桁増となるほか、非製造業も同+7.4%と運輸や電力など幅広い業種で増勢が強まり2年連続の増加となる見通しである。同調査において設備投資の目的をみると、2006年度(計画)には製造業の設備投資全体に占める「能力増強」の割合が35.5%と、現項目による調査開始(1986年度)以降で最大となっており、企業が競争力強化のための設備投資拡大に前向きであることがうかがえる(図表3)。

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)をみると、2006年4～6月期実績が前期比+8.9%と2四半期ぶりに増加した後、続く7～9月期の受注見通しも同+4.9%と前期比プラスが見込まれている。このことは、当面、設備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。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、今後も設備投資はプラスの伸びを維持し、景気のけん引役となることが見込まれる。

図表2 全産業ベースの設備投資は16年ぶりの2桁増



図表3 製造業の設備投資の目的別構成比



(良好な雇用情勢が個人消費を下支え)

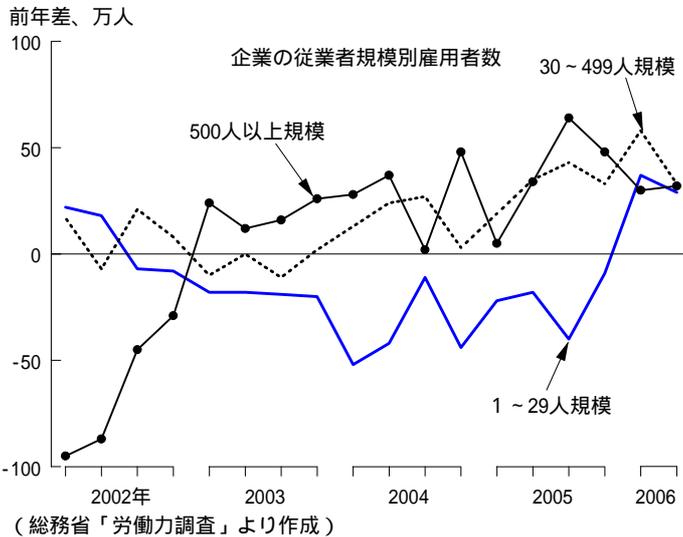
次に、雇用に関しては、足下で改善基調が一層鮮明となっている。4～6月期の雇用者数は前年比+1.5%と5四半期連続で増加した。これを企業規模別にみると、今年に入って中小企業の雇用者数が増加基調に転じており、雇用の回復が大・中堅企業から中小企業に広がっていることがわかる(図表4)。こうした雇用者数の増加を受けて、4～6月期の雇用者報酬(名目)は前年同期比+1.7%と5四半期連続で前年水準を上回っており、個人消費の回復を下支えしている。

また、「日銀短観(2006年6月調査)」をみると、雇用人員判断D I(全規模・全産業)は2006年6月が-5、9月までの見込みが-10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強まる見込みとなっている(図表5)。こうした点を踏まえると、今後も雇用の拡大基調が続き、個人消費は雇用者報酬の増加を支えに安定的に推移する可能性が高いといえよう。

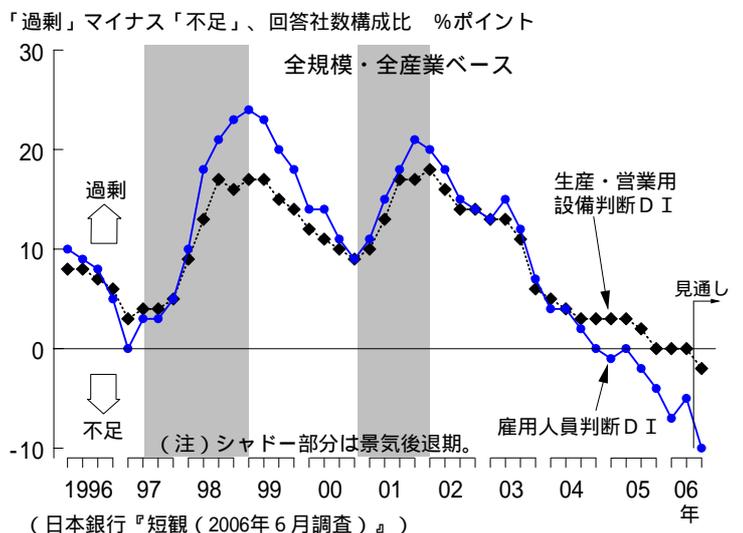
ただ、雇用者報酬の増加が見込める一方で、家計の租税・社会保険料負担も高まる方向にあることには注意が必要である。2006年1月から所得税の定率減税の半減、6月から住民税の定率減税の半減が行われ、年金保険料などを含めた2006年度の租税・社会保険料負担は2005年度に比べて2.2兆円程度増加すると試算される。さらに2007年1月からは所得税の定率減税の完全廃止、同年6月には住民税の定率減税の完全廃止が予定されており、2007年度の租税・社会保険料負担も2兆円程度増加するとみられる。こうした家計負担の増加が可処分所得の下押しを通じて個人消費を抑制するため、個人消費の加速は見込みにくい(注1)。

(注1) 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4 中小企業の雇用者数も増加



図表5 雇用人員判断D Iは「不足」超の領域で推移



(米国景気は緩やかな減速を見込む)

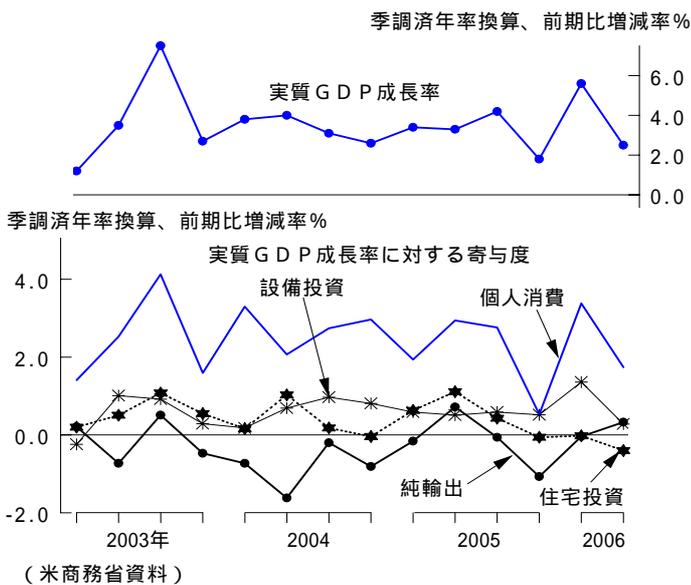
このように民間需要の安定的な回復が期待できる一方で、先行き景気回復の勢いを鈍化させる要因もある。

まず第1に、米国景気の減速である。米国の2006年4～6月期の実質GDPは前期比年率+2.5%と、1～3月期(同+5.6%)に比べて大幅に減速した(図表6)。内訳をみると、住宅投資が前期比年率-6.3%と3四半期連続で減少したことが目立つ。また、個人消費も同+2.5%と前期(同+4.8%)に比べ低い伸びとなった。なか

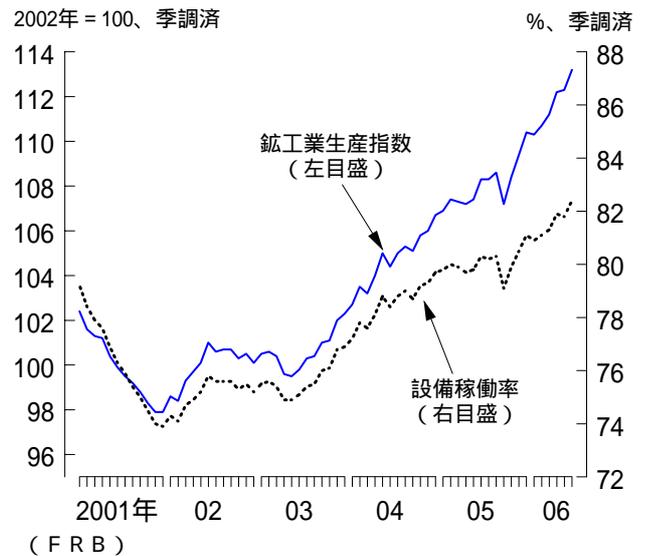
でも、耐久財消費が同-0.5%（前期は同+19.8%）と減少に転じたことが個人消費を押し下げた。住宅市場の減速が家具などの消費一服に波及するとともに、ガソリン価格の高騰が自動車需要を抑制しているとみられる。さらに設備投資についても、4～6月期にはIT関連投資が前期比年率-2.3%と1～3月期の急増の反動から減少に転じた。もっとも、米国企業の生産活動は堅調さを維持している。6月の鉱工業生産指数は前月比+0.8%と5か月連続で上昇し、また、鉱工業の設備稼働率も82.4%と約6年ぶりの高水準にある（図表7）。製造業の在庫・売上高比率は低水準で推移しており、当面、企業の生産活動は堅調さを維持しよう。

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。また、住宅価格の鈍化に伴う資産効果の減退やガソリン価格の高止まりなどを背景に個人消費も緩やかに減速しよう。ただし、雇用拡大の勢いは足下でやや鈍っているものの、雇用・所得情勢の改善傾向は続いていること、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（米連邦準備理事会）は8月のFOMC（公開市場委員会）で利上げを見送っており、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。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+2.8%と緩やかに減速すると予測した。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。

図表6 米国の実質GDPは増勢が大幅に鈍化



図表7 米企業の生産は拡大基調を継続



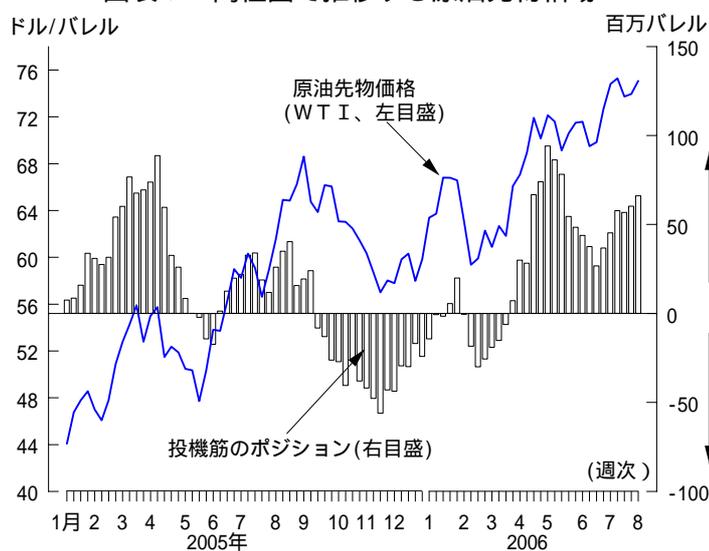
（原油高とIT関連分野の在庫調整が景気回復の勢いを抑制）

第2に、原油価格の高止まりが企業収益の圧迫要因となろう（注2）。ニューヨークの原油（WTI）先物相場は、イスラエルのレバノン侵攻やアラスカ油田の操業停止などを背景に、8月上旬には一時1バレル70ドル台後半に上昇した。原油先物価格と投機筋の原油先物ポジションの関係をみると、2006年4月に1バレル60ドル台後半を突破してからは、投機筋のポジションが大幅な買い越し基調となっており、投機資金の流入が足下の原油価格を押し上げていることがうかがえる（図表8）。前述のように米国景気が緩やかな減速基調をたどると見込まれるなかで、先行き需要面から原油価格の上昇圧力が高まる可能性は低いと考えられる。ただ、中東情勢の不透明感が強いなかで、目先は投機資金の流入によって原油価格が上振れしやすい点に注意を要しよう。

さらに、IT(情報技術)関連分野での生産調整も景気回復の抑制要因となろう。2006年4～6月期の鉱工業生産指数は前期比+0.8%と三四半期連続で上昇した。業種別には、一般機械(前期比+6.2%)や輸送機械(同+3.5%)などが4～6月期の生産を押し上げた。ただその一方で、これまで全体をけん引してきた電子部品・デバイスの生産は、4～6月期に前期比-1.7%と2004年10～12月期以来の減少に転じている。IT関連の電子部品・デバイスでは在庫の増加が顕著であり、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)の悪化が足下で鮮明となっている(図表9)。非IT関連分野の出荷・在庫バランスが改善基調にあることや、IT関連の在庫の増加幅が前回在庫調整時(2004年のアテネ五輪)に比べて小さいことなどから、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。

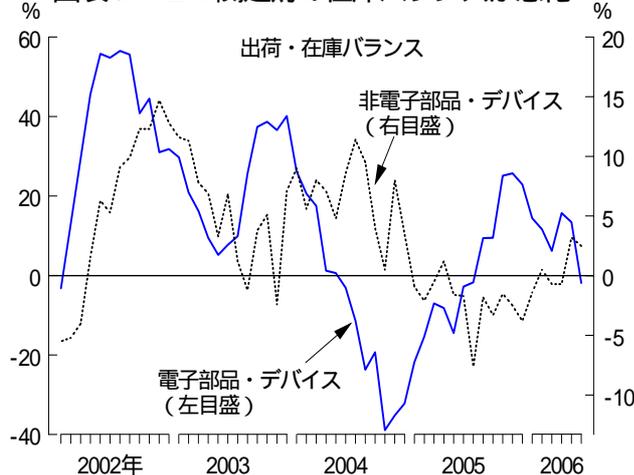
(注2) 原油価格の上昇による企業業績への影響についてマクロモデルを用いて試算すると、通関原油輸入価格が1バレル60ドルから70ドルへと10ドル上昇することによって、全産業ベースの経常利益は約1.6%ポイント押し下げられる。

図表8 高値圏で推移する原油先物相場



(米商品先物取引委員会資料など)

図表9 IT関連財の在庫バランスが悪化



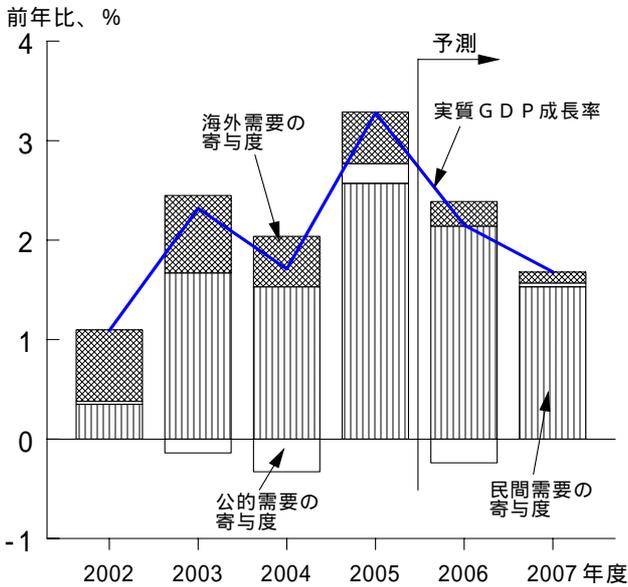
(注) 出荷・在庫バランスは出荷指数前年比マイナス在庫指数前年比。(経済産業省「生産・出荷・在庫統計」より作成)

(実質経済成長率は2006年度が+2.2%、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年度は個人消費と設備投資を軸に自律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などを背景に設備投資も増加基調で推移する公算が大きい。「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」という好循環のもとで、景気は安定的な回復軌道をたどろう。ただ、米国経済減速の影響などによって輸出の増勢が弱まり、景気の回復テンポは次第に鈍化すると予想される。IT関連分野の在庫調整もあり、2006年度後半にかけて生産の増勢も緩やかとなろう。もっとも、民間需要が景気を下支えすることから、生産が大幅に調整することは考えにくい。2002年2月から始まった今回の景気回復局面は2006年11月で拡張期間が58か月となり、「いざなぎ景気」(1965年11月～70年7月、期間57か月)を抜いて戦後最長に躍り出る可能性が高いとみられる。

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。景気の回復テンポは緩やかとなりながらも、息の長い回復が期待できる。

図表10 実質では6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)

実質GDP成長率は2006年度が+2.2%、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は1ドル=112.5円、2007年度の平均は113.0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(注3)。

また、名目ベースの経済成長率は2006年度が+1.7%、2007年度が+1.9%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年度が前年比+0.2%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3) 前回予測(2006年5月)で08年度に想定していた消費税率の引き上げを今回の予測では09年度と想定した。そのため前は07年度後半に見込んでいた消費税率引き上げ前の駆け込み需要が今回は08年度に後ずれすることから、今回は前回より07年度の成長率見通しを下方修正した。

(日本銀行の次の利上げは早くて2006年末頃か)

日本銀行は7月14日にゼロ金利政策を解除し、0.25%の利上げに踏み切った。ただ、引き続き超低金利の状態に変わりはなく、コア消費者物価の上昇率を考慮した実質ベースの政策金利(無担保コールレート・オーバーナイト物)は依然としてマイナスである。過度の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としては、少なくとも実質マイナス金利の状態からは速やかに脱却したい意向があると考えられる。日本の景気は緩やかながらも着実に回復しているが、景気の下振れリスクとして懸念される米国景気の減速が足下で明確になってきていることから、日銀もしばらくは米国景気の見守りとみられる。そのため、10月27日に発表される2006年7~9月期の米GDP統計が、日銀の次回利上げの大きなカギを握ろう。この7~9月期の米GDP統計が米国景気の底堅さを示す内容となれば、11月16日か12月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が出てくると考えられる。

もっとも、前述のように先行き日本の景気回復テンポが次第に鈍化し、そのため消費者物価指数の伸びも高まりにくい状況を踏まえると、仮に2006年内に0.25%の追加利上げが行われたとしても、その後の利上げのペースは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、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 2006年度・2007年度のわが国経済の見通し（2006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%）

	2005年度 実績	2006年度			2007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)	113.3	112.5	114.1	111.0	113.0	112.5	113.5
米国実質GDP(暦年)	3.2	3.4	[3.8]	[2.6]	2.8	[2.8]	[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 実績	2006年度			2007年度		
		見通し	上 期	下 期	見通し	上 期	下 期
実 質 G D P	3.2	2.2	[0.9]	[0.9]	1.7	[0.8]	[0.8]
個人消費	2.3	1.7	[0.7]	[0.7]	1.6	[0.8]	[0.9]
住宅投資	0.2	1.4	[1.2]	[2.2]	1.0	[0.0]	[0.3]
設備投資	7.5	8.7	[6.0]	[2.0]	2.7	[1.5]	[1.1]
政府消費	1.5	0.7	[0.3]	[0.7]	0.8	[0.2]	[0.5]
公共投資	1.4	7.6	[5.3]	[2.0]	2.9	[1.5]	[1.3]
輸 出	9.1	5.8	[2.3]	[0.7]	2.3	[1.0]	[1.7]
輸 入	6.5	5.2	[3.4]	[1.1]	2.0	[0.9]	[1.0]
寄 与 度							
国内需要	2.7	1.9	[1.0]	[1.0]	1.6	[0.8]	[0.7]
民間需要	2.5	2.1	[1.2]	[0.9]	1.5	[0.8]	[0.7]
公的需要	0.2	0.2	[0.2]	[0.0]	0.0	[0.0]	[0.0]
海外需要	0.5	0.3	[0.0]	[0.0]	0.1	[0.0]	[0.1]
名 目 G D P	1.8	1.7	[0.7]	[1.2]	1.9	[0.8]	[0.9]
新設住宅着工戸数(万戸)	124.9	128.2	66.9	61.3	129.2	67.4	61.9
(前年比増減率、%)	4.7	2.6	4.4	0.7	0.8	0.8	0.9
鉱工業生産	1.6	3.7	[1.5]	[1.3]	3.4	[1.7]	[2.1]
国内企業物価	2.1	2.6	3.0	2.1	1.2	1.2	1.2
消費者物価	0.1	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8	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