

# HAMAGINSOUKEN NEWS

2007年2月21日

## 2007年度の景気予測（2007年2月改訂） - 2007年度後半には景気回復の勢いが再び強まる公算 -

### 要 旨

2006年10～12月期の実質GDPは前期比+1.2%（年率+4.8%）と8期連続の増加となり、景気が底堅い回復を続けていることが示された。ただ10～12月期の高成長の主因は前期に落ち込んだ個人消費の反動増であり、景気回復力が強まっている訳ではない。GDPを半期でみると、06年下期は前期比年率+1.7%と、上期（同+2.2%）に比べてプラス幅が縮小しており、景気は緩やかな減速局面にあると判断できる。今後の最大の焦点である個人消費は、各種家計負担の増加が重しとなるものの、労働需給の改善を映じた雇用者報酬の増加を背景に底堅く推移すると見込まれる。団塊世代の退職一時金も個人消費を押し上げよう。また、設備投資は企業の潤沢なキャッシュフローなどを背景に、引き続き増加基調で推移する公算が大きい。

一方、輸出のカギを握る米国景気は、住宅部門の調整によって07年前半まで減速基調が継続。ただ、雇用・所得情勢の改善などを背景に、実質で2%台の成長を維持しよう。07年後半には住宅の調整一巡を受けて徐々に成長率が高まると見込まれる。以上を踏まえて今後のわが国経済を展望すると、2007年度前半までは米国景気のスローダウンに伴う輸出の増勢鈍化や、IT関連分野の生産・在庫調整などを受けて、景気は緩やかな減速局面が続くと予想される。ただ、個人消費は雇用者報酬の着実な増加を受けて緩やかな回復傾向をたどり、また設備投資も高水準の企業収益などを背景に増加基調を維持する公算が大きい。このため、景気は民間需要に支えられながら底堅く推移すると見込まれる。2007年度後半には、米国景気のリバウンドを受けて輸出の増加率が再び高まり、景気回復の勢いが徐々に強まっていくと予想される。2006年度の実質GDP成長率を+2.0%、2007年度を+1.9%と予測した。

### 予測の要約表

	(前年比、%)			(参考) 前回12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	2.4	2.0	1.9	1.7	1.6
民間需要寄与度	1.8	1.5	1.6	1.4	1.3
公的需要寄与度	0.1	0.3	0.0	0.4	0.0
海外需要寄与度	0.5	0.7	0.4	0.7	0.3
名目GDP	1.0	1.2	2.0	1.0	1.8

【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、祝いわい TEL 045-225-2375

浜銀総合研究所

## 景気の現状と展望

### (2006年10～12月期の実質GDPは個人消費の反動増を主因に高成長を達成)

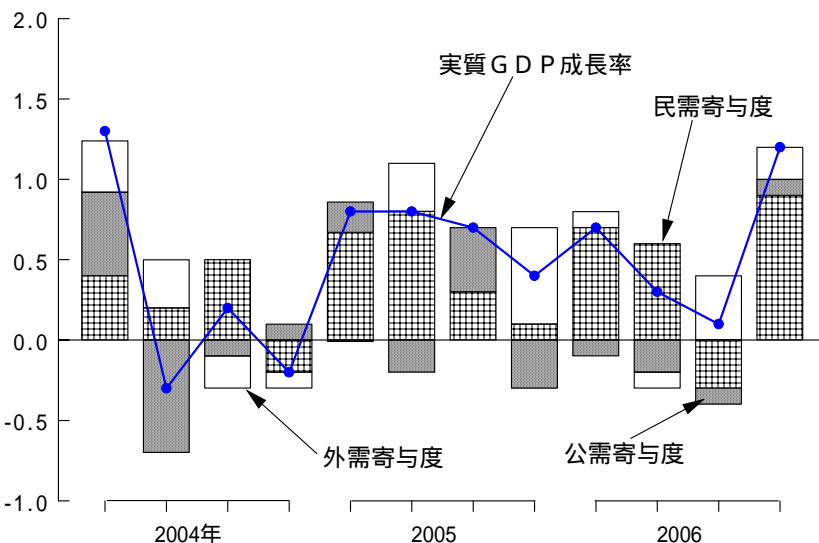
2006年10～12月期の実質GDP(国内総生産、季調値)は前期比+1.2%(年率+4.8%)となった(図表1)。これで8四半期連続のプラス成長となり、わが国の景気が底堅い回復を続けていることが示された。

実質GDPの内訳をみると、個人消費が薄型テレビなど耐久財消費の増加などによって前期比+1.1%と持ち直し、設備投資も同+2.2%と企業収益の拡大を背景に7～9月期(同+0.8%)から伸びが高まった。また、公共投資は前期比+2.7%と5四半期ぶりに増加し、住宅投資も同+2.0%と3四半期ぶりに増加に転じた。この結果、内需の実質GDP成長率に対する寄与度は前期比+1.0%と、7～9月期(同-0.4%)から大きく反発した。他方、外需に関しては、輸出が前期比+1.1%と米国景気の減速などを受けて7～9月期(同+2.4%)から伸びが鈍化した。輸入が前期比横ばいとなったこともあり、外需(輸出-輸入)の実質GDP成長率に対する寄与度は前期比+0.2%と、7～9月期(同+0.4%)から縮小した。

このように2006年10～12月期の実質GDPは、内外需に支えられて約3年ぶりの高い伸びとなった。しかし、10～12月期の高成長の主因は7～9月期に天候不順の影響などによって大きく落ち込んだ個人消費の反動増であり、決して景気の回復力が足下で強まっている訳ではない。個人消費は7～9月期に実質GDP成長率を前期比0.6%ポイント押し下げた後、10～12月期には逆に成長率を同0.6%ポイント押し上げた。7～9月期と10～12月期の個人消費を均してみると、2006年下期(7～12月期)は前期比年率-0.5%となり、個人消費が弱含んでいることがわかる。実質GDP成長率も半期ベースでみると、2006年下期は前期比年率+1.7%と、2006年上期(同+2.2%)に比べてプラス幅が縮小している。こうした点から、わが国経済は底堅く推移しながらも基調として緩やかな減速局面にあると判断できる。

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、%)

	2006年		
	4～6月期	7～9月期	10～12月期
実質GDP	0.3	0.1	1.2
個人消費	0.6	-1.1	1.1
住宅投資	-2.1	-0.1	2.0
設備投資	3.3	0.8	2.2
公共投資	-6.3	-4.8	2.7
輸出	0.7	2.4	1.1
輸入	1.4	-0.5	-0.0

内需寄与度	0.4	-0.4	1.0
民間需要	0.6	-0.3	0.9
うち在庫	-0.2	0.2	-0.1
公的需要	-0.2	-0.1	0.1
外需寄与度	-0.1	0.4	0.2

名目GDP	0.2	-0.1	1.2
-------	-----	------	-----

(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」)

なお、2006年10～12月期の名目GDPは前期比+1.2%（年率+5.0%）と、7～9月期（前期比-0.1%）から増加に転じ、8四半期ぶりに名目GDP成長率が実質GDP成長率（年率+4.8%）を上回った。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-0.5%と、7～9月期の同-0.7%からマイナス幅が縮小した。ただ、これは原油価格の下落を受けて輸入デフレーターの影響が鈍化（前年同期比+11.8% 同+6.3%）したことによるものである。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%（7～9月期は同+0.2%）と再び前年水準割れに転じており、物価の上昇圧力が依然として弱いことが示された。

（労働需給の改善を映じて個人消費は緩やかな増加を見込む）

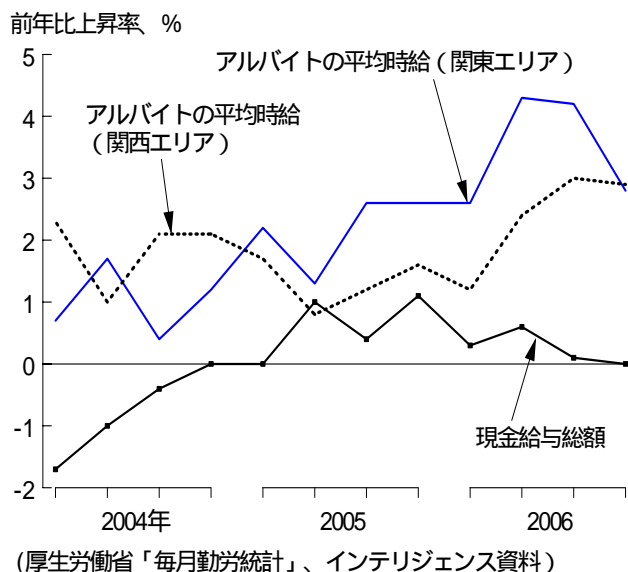
今後の景気を展望する上で最大の焦点は個人消費の行方である。個人消費の源泉となる家計所得をみると、2006年10～12月期の雇用者報酬は前年比+1.1%と7～9月期（同+1.4%）から引き続き伸びが鈍化した（図表2）。10～12月期の雇用者数は前年比+1.1%と7四半期連続で増加する一方で、同期の雇用者一人当たりの所得（現金給与総額）は所定内給与の減少を受けて前年比+0.0%となっており、賃金の伸び悩みによって家計所得の回復テンポが緩やかにとどまっていることがわかる。この背景には、グローバルな競争が激化するなかで、企業が収益性重視の観点から人件費抑制スタンスを維持していることがあげられる。

もっとも、景気の緩やかな回復に加えて、団塊世代の大量退職を控えていることもあり、企業の人手不足感は次第に強まっている。こうしたなかで、雇用増加の中身をみると、増加の主体がパート・アルバイトや契約社員・派遣社員から、賃金水準の相対的に高い正規の職員・従業員へと徐々にシフトしている。また、労働需給を敏感に反映するアルバイトの平均時給は、このところ前年比2～3%程度で上昇している（図表3）。2007年度から鉄鋼や造船重機が賃上げを再開し、また今年の春闘では自動車などの主要労働組合が前年よりも高い賃上げを要求するなど、賃金増加に向けた明るい動きもある。こうした点を踏まえると、今後、雇用者報酬は緩やかながらも着実に増加していくと見込まれる。

図表2 雇用者報酬は緩やかに増加



図表3 アルバイトの時給は上昇基調



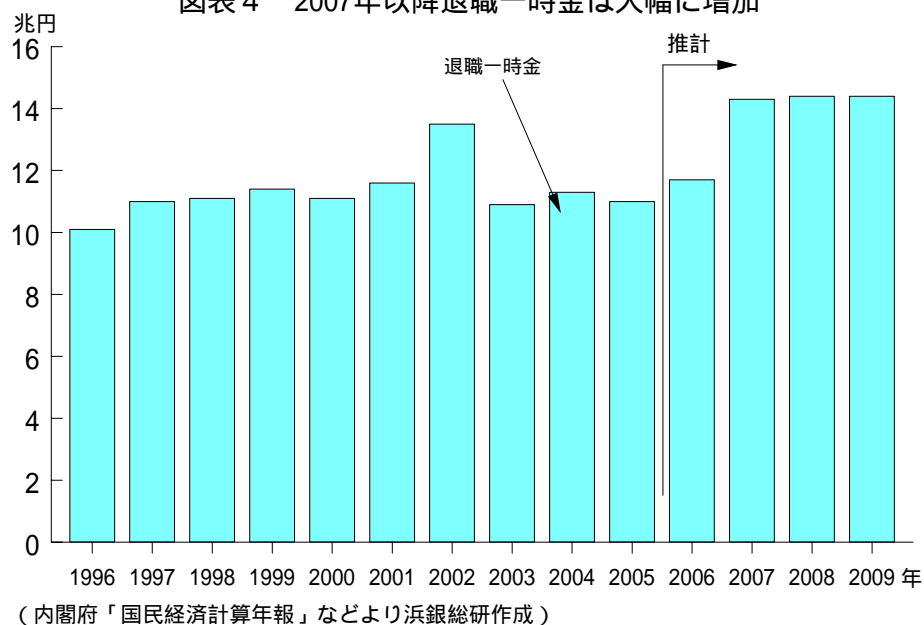
また、2007年以降、団塊世代が60歳の定年退職時期を迎えることから、その退職金の一部が個人消費に向かうとの期待もある。そこで、団塊世代（ここでは1947年～49年生まれとした）が2007年以降受け取る退職一時金を推計<sup>（注1）</sup>すると、総額で約30兆円という結果が得られた（図表4）。これはその前の世代（1944年～46年生まれ）に比べて9兆円程度多いものとなる。1年ごとにみると2007年については、退職一時金の支給額が前年と比較して約2.6兆円増加すると推計される。その退職金のうち1割が消費にあてられると仮定<sup>（注2）</sup>して個人消費及びGDPに与える影響を計算すると、2007年の個人消費の伸び率を約0.09%ポイント、GDPの伸び率を約0.05%ポイント押し上げると試算される。あまり過度の期待を寄せることは難しいものの、団塊世代の退職一時金が今後の個人消費の追い風になることは間違いない。

2007年度は定率減税の完全廃止や年金保険料の引き上げなどによって家計の租税・社会保険料負担が一段と高まり、この点が個人消費回復の重しとなるものの、上記のように雇用者報酬が着実に増加していくとみられることなどから、個人消費は緩やかな回復傾向を辿ると見込まれる。

（注1）早期退職や転籍などで既に受け取った退職金をどのように見積もるかによって、試算結果が大きく変わる点に留意が必要。

（注2）2005年9月に発表された電通のアンケート調査（2000年以降に退職した55歳以上のシニア層が対象）では、退職金の使い道として全体の12%程度が消費等にあてられたとの結果が得られている。

図表4 2007年以降退職一時金は大幅に増加



### （設備投資は総じて堅調に推移）

一方、企業の設備投資は総じて堅調に推移している。2006年10～12月期の実質設備投資は前期比+2.2%と7～9月期（同+0.8%）から伸びが高まった。この背景には、好調な企業収益や企業の設備過剰感の後退などがある。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推移している（図表5）。また、「日銀短観（2006年12月調査）」によれば、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-1（前回9月調査比1ポイント低下）と1992年2月調査以来、約15年ぶりに不足超に転じた。

先行きに関しては、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

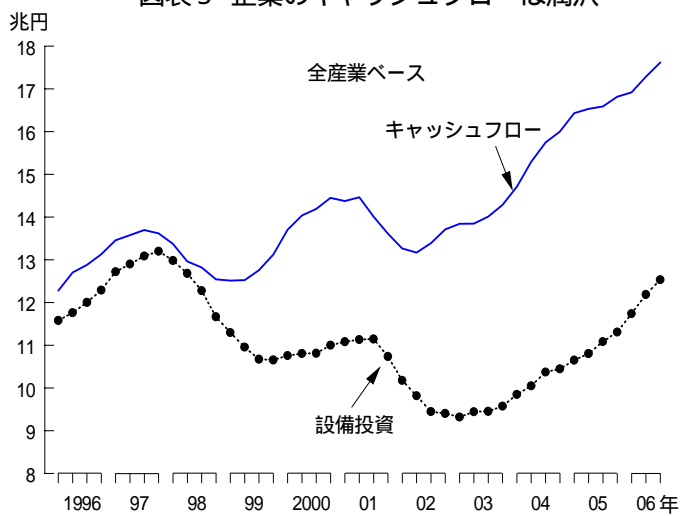
需要、季調値)が2006年7～9月期に前期比-11.1%と大幅に減少したことから、2007年1～3月期にその影響が顕在化する可能性がある(図表6)。ただ、その後2006年10～12月期の機械受注は前期比+2.0%と小幅な増加に転じており、また続く2007年1～3月期の受注見通しも同+2.2%と増加が見込まれていることから、設備投資の拡大基調は続いていると判断できる。10～12月期の機械受注を業種別にみると、輸出の減速などを受けて加工型製造業からの受注(前期比-8.3%)が落ち込む一方で、素材型製造業(同+10.4%)や非製造業(同+6.9%)からの受注が増加しており、今後こうした業種が設備投資の下支え役になると期待できる。また、もう一つの設備投資の先行指標である建築着工床面積(民間非居住用)も、2006年10～12月期には商業用を中心に反発しており、この点も今後の設備投資にとって明るい材料である。

前述のように、企業のキャッシュフローが引き続き潤沢であることや、企業の生産設備に不足感が生じていること、さらに、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、設備投資は拡大テンポが鈍るものの増勢を維持する可能性が高い。

なお、2007年度の税制改正要綱には、減価償却制度の見直しが盛り込まれている。見直しの柱は、新規設備は全額を損金算入可能とする、既存設備は償却可能限度額(取得価額の95%)まで償却した後、5年間で残り5%分を損金算入可能とする、技術革新の著しい設備(注3)について法定耐用年数を短縮するの3つであり、これによって法人税等の負担を軽減する効果がある。財務省及び総務省の資料によると、今回の減価償却制度の見直しによる減収見込み額は、国税・地方税を合わせて初年度で約4,300億円とされている。こうした企業の税負担の軽減が設備投資及びGDPに与える影響についてマクロモデルを用いて計算すると、2007年度の設備投資の伸び率を約0.17%ポイント、GDPの伸び率を約0.03%ポイント押し上げるとの結果が得られる。

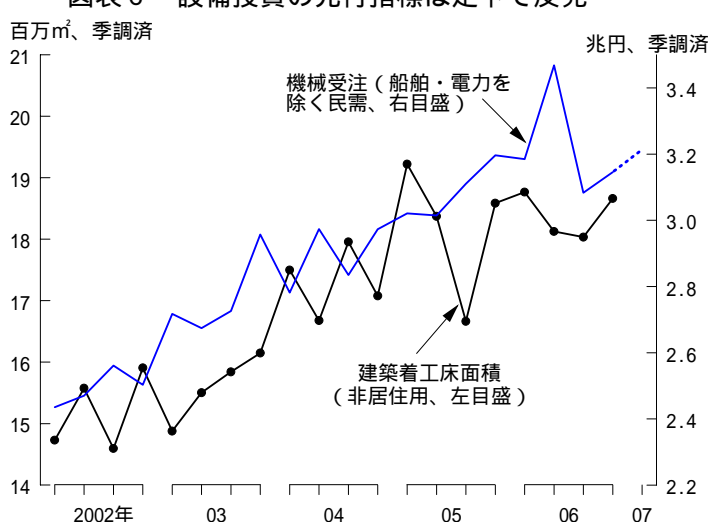
(注3)対象となる設備は、フラットパネルディスプレイ製造設備、フラットパネル用フィルム材料製造設備、半導体用フォトレジスト製造設備。

図表5 企業のキャッシュフローは潤沢



(注) 1. 4四半期後方移動平均値  
2. キャッシュフロー=経常利益×0.5+減価償却費  
(財務省「法人企業統計」より作成)

図表6 設備投資の先行指標は足下で反発



(注) 機械受注の2007年1～3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)

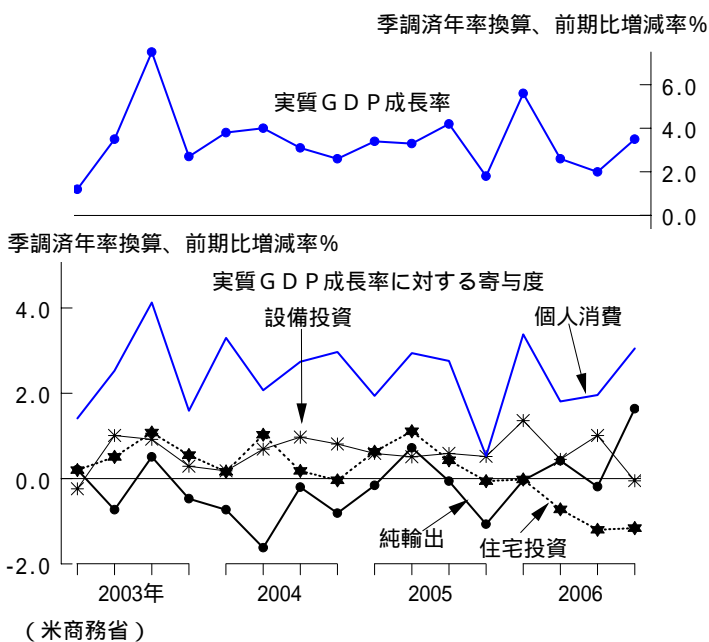
(安定成長へのソフトランディングを探る米国経済)

輸出のカギを握る米国景気は、2006年10～12月期の実質GDPが前期比年率+3.5%となり、7～9月期(同+2.0%)から伸びが高まった(図表7)。ただ、これを半期ベースでみると、2006年上期が前期比年率+3.9%、下期が同+2.5%となり、米国景気は減速基調で推移していることがうかがえる。10～12月期の実質GDPの内訳をみると、個人消費がガソリン価格の低下や雇用・所得情勢の改善を背景に前期比年率+4.4%と盛り返し、成長率を押し上げた。また、輸出も同+10.0%と高めの伸びとなった。一方、設備投資は同-0.4%と2003年1～3月期以来の減少に転じた。ただ、これには2006年7～9月期の急増(同+10.0%)の反動という側面もある。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)をみると、12月には前月比+2.4%と再び増加に転じており、設備投資の増加基調は崩れていないと判断できる。他方、住宅投資は前期比年率-19.2%と5四半期連続で減少し、成長率を押し下げている。もっとも、新築や中古の住宅販売件数などには下げ止まりの兆しが現れており、また住宅在庫率も低下に転じていることから、住宅市場の最悪期は過ぎつつあるとみられる(図表8)。

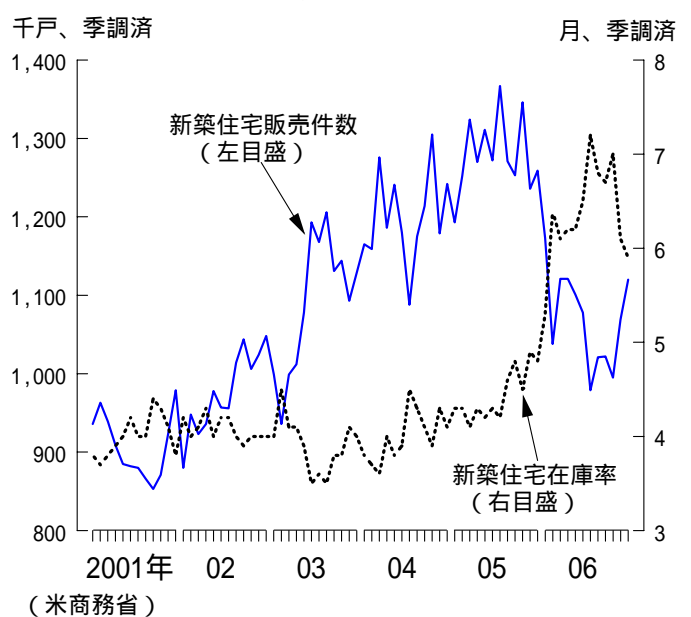
一方、企業の生産面では、2007年1月の米鉱工業生産指数が自動車の減産などによって前月比-0.5%と再び低下するなど、昨年の秋口以降、減速の動きがみられる。製造業では在庫・売上高比率が急上昇しており、在庫調整圧力が高まりつつある。企業の景況感を表すISM製造業景気指数をみると、このところ景気の拡大・縮小の境目とされる50を挟んで一進一退で推移している。もっとも、非製造業の業況は総じて堅調さを維持している。1月のISM非製造業景気指数は59.0と前月(56.7)から上昇し、引き続き節目の50を大きく上回っている。こうした非製造業の業況を踏まえると、企業部門全体が大幅に調整するリスクは小さいと考えられる。

2007年の米国景気を展望すると、前半は住宅市場の調整継続などを受けて、景気の拡大テンポが緩やかなものにとどまると見込まれる。ただ、前述のように既往の利上げによる住宅投資の下押し圧力はピークを迎えつつあり、2007年半ば頃には

図表7 住宅投資が米国の実質GDPを下押し



図表8 米住宅市場には下げ止まりの兆し

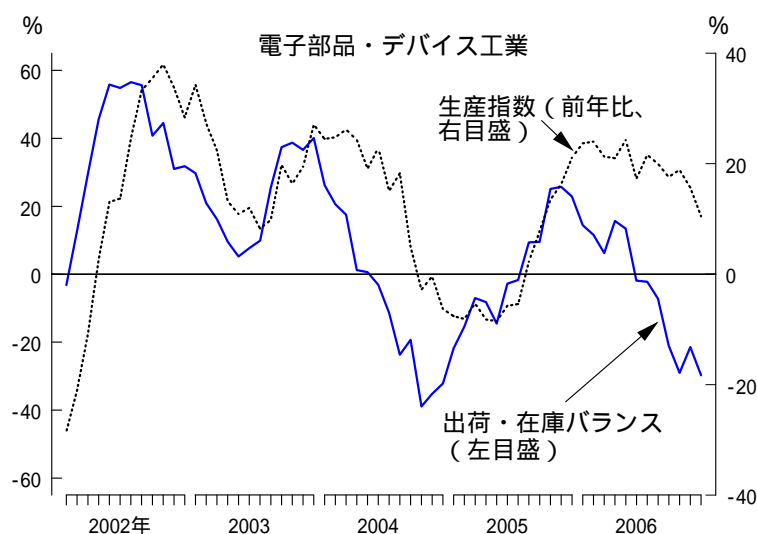


調整が一巡すると予想される。こうした住宅部門の動きに加えて、雇用・所得情勢の改善が引き続き個人消費を下支えすることや、FRB（米連邦準備理事会）は2006年8月のFOMC（公開市場委員会）以降、政策金利を据え置いて米景気の見極めしており、景気が悪化すれば機動的に金融緩和を実施する可能性があることなどから、米国景気が大幅に調整することは想定しにくい。米国経済は実質ベースで年率2%台の成長率を維持し、2007年後半にかけて徐々に成長率が高まると見込まれる。今回の景気予測では、2007年の米国の実質GDP成長率を+2.7%と予測した。こうした米国景気の動きを受けて、わが国の輸出は2007年度前半まで減速基調で推移するとみられるものの、年度後半には再び増勢が強まると見込まれる。

（2007年1～3月期の生産はIT関連財を中心に弱含む公算）

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12月の鉱工業生産指数は前月比+0.9%と3か月連続で上昇した。業種別には、一般機械や輸送機械などで大幅に上昇した。ただ、その半面、電子部品・デバイスや情報通信機械などIT関連の生産指数は低下した。電子部品・デバイスでは出荷指数が前年比+7.8%と前月から伸びが低下する一方で、在庫指数が前年比+37.5%と増勢を強めており、出荷・在庫バランスが再び悪化している（図表9）。なかでも、液晶素子の在庫増に伴うバランス悪化が顕著である。電子部品・デバイスなどの減産計画を受けて、製造工業生産予測指数は1月が前月比-2.8%、2月が同+0.1%となっている。この伸び率を単純に適用すると、1～2月の鉱工業生産指数の平均は10～12月期平均を1.9%下回る。液晶テレビやデジタルカメラの出荷台数が引き続き堅調であることなどを考慮すると、川上にあたる電子部品の在庫調整が長期化するリスクは小さいとみられるものの、1～3月期の鉱工業生産はIT関連財を中心に一時弱含む可能性が高い。

図表9 IT関連財の在庫バランスが再び悪化



(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+2.0%、2007年度が+1.9%と予測 )

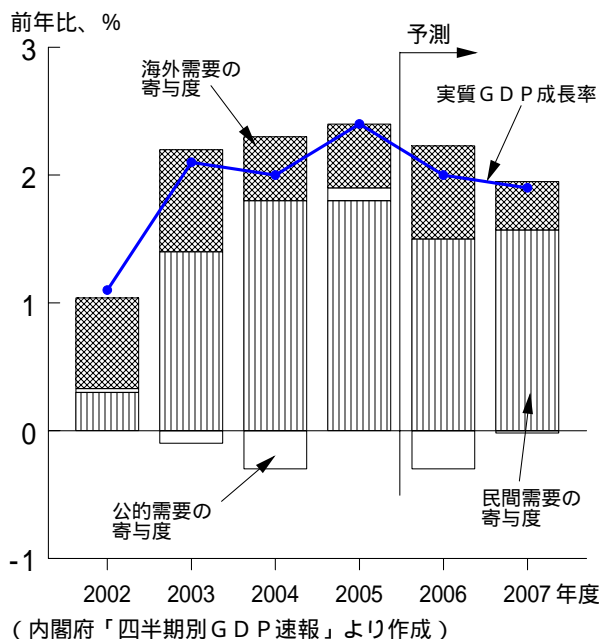
以上のような要因を踏まえて今後のわが国経済を展望すると、2007年度前半までは、米国景気の減速による輸出の増勢鈍化や、IT関連分野の生産・在庫調整などを受けて、景気は緩やかな減速局面が続くと予想される。ただ、個人消費は労働需給の改善を映じた雇用者報酬の着実な増加を受けて緩やかな回復傾向をたどろう。また、輸出が減速するなかで設備投資の拡大テンポは鈍化するものの、企業のキャッシュフローが潤沢であることなどを勘案すると、設備投資は増加基調を維持する維持する公算が大きい。このため、景気は民間需要に支えられながら底堅く推移すると見込まれる。2007年度後半には、米国景気の復調を受けて輸出の増加率が再び高まり、景気回復の勢いが徐々に強まると予想される。

実質GDP成長率は2006年度が+2.0%、2007年度が+1.9%と、6年連続でプラス成長を確保すると予測した(図表10)。先日発表された2006年10~12月期の実質GDPが予想以上に高めの伸びとなったことを受けて、当社が昨年12月に発表した前回予測値(2006年度が+1.7%、2007年度が+1.6%)をいずれも上方に修正した。こうした当社の予測を前提とすれば、2002年2月から始まった今回の景気回復局面は2007年度中も継続し、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、名目ベースの経済成長率は2006年度が+1.2%、2007年度が+2.0%と、5年連続のプラス成長になると予測した。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。

なお、金融政策に関しては、日銀が非常にゆっくりとしたペースで利上げを継続すると予想される。2007年度前半までは景気の減速局面が続くと見込まれることや、原油価格の騰勢一服を受けて石油製品価格の上昇による消費者物価指数の押し上げ圧力が弱まっていること、4月に統一地方選挙、7月に参議院選挙が予定されており、選挙を前に政府・与党側から日銀の利上げをけん制する発言が出やすいことなどを踏まえた上で、今回の予測では7月の参議院選挙の前までに0.25%の利上げが1回実施されると想定し、また8月以降2007年度末までに0.25%の利上げが2回実施される(2007年度末の政策金利は1.0%)と想定している。

図表10 実質では6年連続のプラス成長を見込む





図表11 2006年度・2007年度のわが国経済の見通し（2007年2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	117.1	115.3	118.9	120.8	120.0	121.5
米国実質GDP(暦年)	3.2	3.4	[ 3.9 ]	[ 2.5 ]	2.7	[ 2.7 ]	[ 2.8 ]

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GDP	2.4	2.0	[ 0.7 ]	[ 1.4 ]	1.9	[ 0.7 ]	[ 1.1 ]
個人消費	1.9	0.7	[ 0.1 ]	[ 0.7 ]	1.5	[ 0.7 ]	[ 0.9 ]
住宅投資	1.0	0.6	[ 1.7 ]	[ 2.5 ]	1.4	[ 0.2 ]	[ 0.6 ]
設備投資	5.7	7.6	[ 5.4 ]	[ 3.0 ]	4.4	[ 1.5 ]	[ 2.3 ]
政府消費	0.9	0.9	[ 1.0 ]	[ 0.4 ]	0.7	[ 0.3 ]	[ 0.5 ]
公共投資	1.4	10.1	[ 9.4 ]	[ 0.2 ]	3.0	[ 2.6 ]	[ 1.9 ]
輸出	9.0	7.7	[ 3.1 ]	[ 2.6 ]	3.9	[ 1.2 ]	[ 2.8 ]
輸入	6.0	3.2	[ 2.2 ]	[ 0.0 ]	1.8	[ 0.7 ]	[ 1.8 ]
寄与度							
国内需要	1.9	1.2	[ 0.6 ]	[ 0.9 ]	1.5	[ 0.5 ]	[ 0.9 ]
民間需要	1.8	1.5	[ 0.8 ]	[ 0.9 ]	1.6	[ 0.6 ]	[ 0.9 ]
公的需要	0.1	0.3	[ 0.2 ]	[ 0.1 ]	0.0	[ 0.1 ]	[ 0.0 ]
海外需要	0.5	0.7	[ 0.2 ]	[ 0.4 ]	0.4	[ 0.1 ]	[ 0.2 ]
名目GDP	1.0	1.2	[ 0.3 ]	[ 1.1 ]	2.0	[ 0.6 ]	[ 1.6 ]
新設住宅着工戸数(万戸)	124.9	129.1	66.5	62.7	129.8	66.9	62.9
(前年比増減率、%)	4.7	3.4	3.8	2.9	0.5	0.6	0.4
鉱工業生産	1.6	4.8	[ 1.6 ]	[ 2.8 ]	3.2	[ 0.6 ]	[ 1.9 ]
国内企業物価	2.1	2.8	3.3	2.4	1.2	1.1	1.2
消費者物価	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2	0.3
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