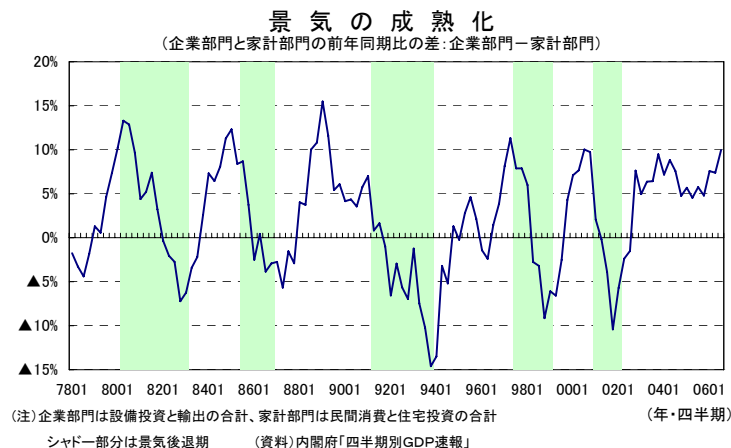


# Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

## 企業部門偏重の成長に危うさ

1. 2002年1月を底として始まった今回の景気回復は、11月で戦後最長だったいざなぎ景気を超えたと見られるが、足もとの個人消費の弱さは、景気の持続性という点では大きな不安材料である。
2. 日銀は、4月末に公表した「展望レポート」で、景気が今後成熟化していくという見通しを示していた。景気の成熟化とは、景気回復が長期化するにつれて景気の牽引役が企業部門（輸出、設備投資）から家計部門（個人消費、住宅投資）に移行していくことを意味する。景気が成熟化すれば、成長率はそれまでよりも低下する一方、景気の持続力は高まると考えられる。
3. しかし、06年に入って設備投資が加速する一方、個人消費が停滞しているため、経済成長は企業部門に偏ったものとなっており、景気の成熟化は遅れている。
4. 企業部門と家計部門の拡大速度（前年同期比）の差は足もとでは10%となっているが、過去の例では両者の差が10%を超えた直後に景気後退に陥っていることが多い。米国経済は減速傾向が鮮明となっており、輸出の減速に伴い設備投資の伸びは今後低下する可能性が高い。企業部門から家計部門へのバトンタッチが進まなければ、景気が腰折れしてしまうリスクが高まるだろう。



シニアエコノミスト 齋藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3512-1836 [tsaito@nli-research.co.jp](mailto:tsaito@nli-research.co.jp)

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 TEL: (03)3512-1884 <http://www.nli-research.co.jp/>

## <企業部門偏重の成長に危うさ>

### ●いざなぎ超えだが、景気の基調判断は下方修正

11月14日に発表された2006年7-9月期のGDP速報では、実質経済成長率が前期比0.5%（年率2.0%）と7四半期連続のプラス成長となった。しかし、その内訳を見ると、それまでの国内民間需要中心の成長から外需依存の成長へと逆戻りしている。設備投資は前期比2.9%と引き続き高い伸びを維持したものの、民間消費が前期比▲0.7%の大幅減少となったこと等から、民間需要の伸びが4-6月期から大きく低下し、外需の寄与度が前期比0.4%と、成長のほとんどを占めたのである。

政府は11月の月例経済報告で、景気の基調判断を「回復している」から「消費に弱さが見られるものの、回復している」と1年11ヵ月ぶりに下方修正した。02年1月を底に始まった今回の景気回復は、11月で58ヵ月となり、戦後最長だった「いざなぎ景気」（1965年10月～1970年7月）を超えたと見られるが、足もとの個人消費の弱さは、今後の景気回復の持続性を考える上で大きな不安材料と言えよう。

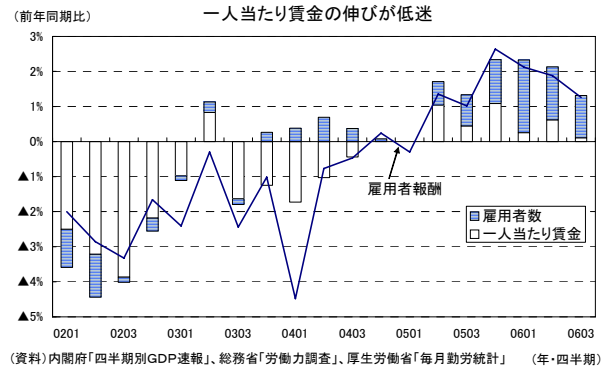
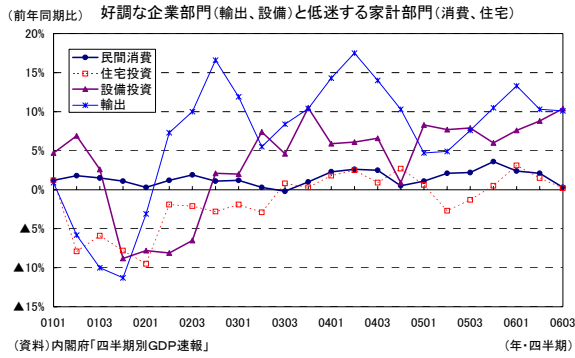
### ●遅れる景気の成熟化

日銀は、4月末に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」において、景気が今後徐々に成熟化していくという見通しを示していた。景気の成熟化とは、景気回復が長期化するにつれて景気の牽引役が輸出、設備投資から個人消費、住宅投資に移行していくことを意味する。企業部門を「輸出+設備投資」、家計部門を「民間消費+住宅投資」とし、それぞれの前年同期比の差（企業部門－家計部門）をとると、景気回復局面の初期段階ではプラス幅が急拡大するが、景気の成熟化に伴い、頭打ちになるというものだ。こうして景気が成熟化すれば、成長率はそれまでよりも低下する一方、景気の持続力は高まると考えられる。

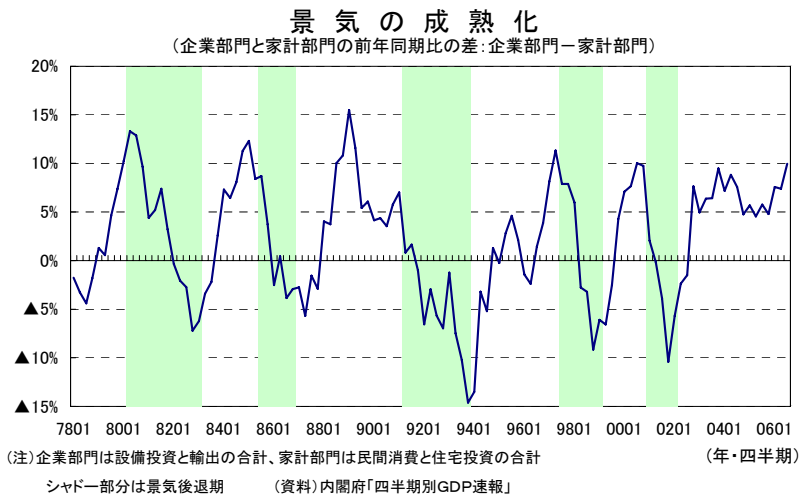
しかし、実際には06年に入ってから設備投資が加速し、輸出が高い伸びを続ける一方、個人消費はここにきて停滞感を強めている。企業部門、家計部門それぞれの前年同期比の動きを見ると、輸出は05年10-12月期以降、二桁の伸びを続けており、設備投資は06年7-9月期には二桁の伸びとなった。一方、民間消費は、05年10-12月期の3.6%をピークに伸びが低下し、06年7-9月期は0.3%とほぼ横ばい、住宅投資も06年1-3月期の3.1%が06年7-9月期には0.2%となっている。

消費低迷の理由として天候不順の影響が挙げられることも多いが、一番の原因は所得が伸び悩んでいることだろう。04年度まで減少が続いていた雇用者報酬は05年度には5年ぶりに増加に転じた。これは企業部門の好調さがようやく家計部門に波及し始めたことを表すものと考えられ、06年度にはこの動きがさらに加速することが期待されていた。

しかし、雇用者報酬の伸びは、05年10-12月期の前年同期比2.6%をピークとして、その後徐々に低下し06年7-9月期には1.3%となった。雇用者数は高い伸びを続けているが、一人当たり賃金が伸び悩んでいるためだ。



企業部門が力強さを増す一方、家計部門の回復ペースが鈍化したため、景気の成熟化は遅れている。企業部門と家計部門の前年同期比の差を見ると、04年に入ってから急低下した後、05年は一進一退の動きとなっていたが、06年に入ってから急上昇し7-9月期には10.0%となった。

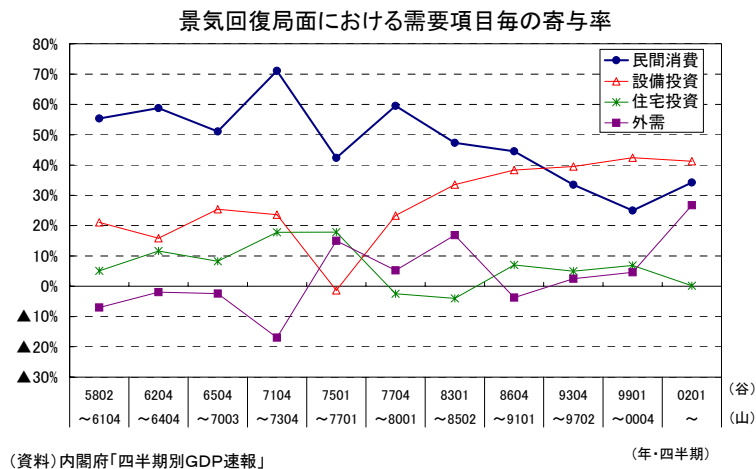


過去の例を見ると、企業部門と家計部門の差が10%を超えると、その後景気が後退局面に入っていることが多い。80年以降では、両者の差が10%を超えてなお景気回復が続いた例はバブル景気(1986年11月~1991年2月)だけで、それ以外は全て直後に景気後退に陥っている。言い換えれば、景気の成熟化はこれまでほとんど実現したことがないということになる。

景気後退の引き金は輸出の減少であることが多い。輸出が好調の間は海外での売上増を通じて企業収益が改善するため、設備投資も拡大を続ける。しかし、個人消費を中心とした家計部門が弱ければ、輸出の減少が企業収益の悪化に直結し、そのことが設備投資の抑制、景気の悪化につながってしまうものと考えられる。企業部門に偏った足もとの景気回復は、その持続性という点からはあまり望ましい形とは言えないだろう。

## ●外需に左右される景気動向

02年初に始まった今回の景気回復は、当初は海外経済の好調を背景とした輸出に牽引されたものだった。輸出の増加は企業収益の改善をもたらし、設備投資も徐々に伸びを高めていった。05年に入ると企業部門の好調さが雇用・所得環境の改善を通じて家計部門に波及し始めたため、個人消費の回復基調も明確となり、日本経済は国内民需中心の成長に移行しつつあった。しかし、ここに来て再び外需の寄与が高まったことにより、02年初からの累計で見ると経済成長に対する外需への依存度は非常に高いものとなっている。

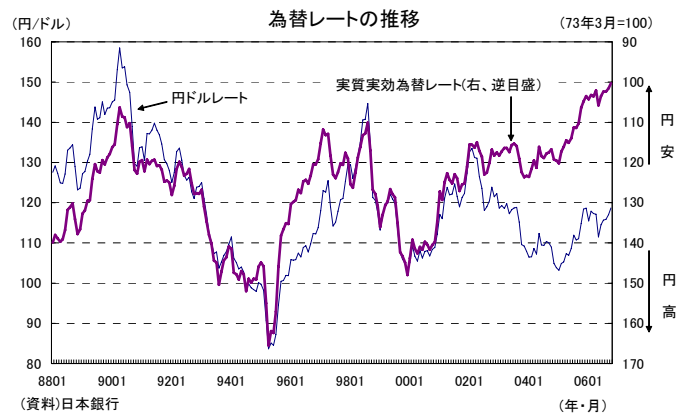


過去の景気回復局面における実質GDP成長率（景気の谷からの累計）に対する需要項目毎の寄与率を見ると、1970年代までは成長率の半分以上は消費の寄与によるものだったが、80年代以降は低下し続け、前回の回復局面（99年1-3月期～00年10-12月期）では、30%を割り込む水準にまで寄与率が低下した。今回の回復局面では、05年には比較的高い伸びが続いたため、一時40%台となる局面もあったが、06年に入ってから停滞気味となっていることから、06年7-9月期時点では30%台の寄与にとどまっている。

設備投資は70年代までは20%前後の寄与率であったが、80年代後半以降は40%前後の寄与率となっている。今回の回復局面では消費の寄与率を下回ることもあったが、06年7-9月期時点では40%強と消費の寄与を上回っている。

外需は70年代前半までは、輸出の増加を輸入の増加が上回るによりマイナス寄与となっていたが、70年代半ば以降はバブル期を除いて成長率を押し上げる方向に働いている。

今回の回復局面では、世界的なIT関連財の在庫調整等に伴い弱含む場面もあったが、期間全体を通して見れば輸出の高い伸びが続いたことから、経済成長率に対する外需の寄与率は3割弱とかつてないほど高くなっている。米国、中国を中心とした海外経済の好調が長く続いたことに加え、為替レートが対ドルでは円高方向に振れる局面もあったものの、実質実効為替レートで見ればほぼ一貫して円安傾向で推移したことも、外需の押し上げ要因として働いている。



外需がプラス寄与となっていたバブル崩壊後の2度の景気回復局面では、いずれも輸出の減少をきっかけとして設備投資が落ち込み、景気後退に陥っている。97年5月をピークとした景気後退は、消費税率引き上げに伴う消費の落ち込みもあったが、景気悪化をより決定的なものとしたのは、97年後半に発生したアジア通貨危機に伴う輸出の急減少であった。また、00年11月をピークとした景気後退は、世界的なITバブルの崩壊による輸出の減少が主因であった。

かつては、経済成長に対する消費の役割が大きかったため、外需の影響は比較的小さかったが、消費の役割が低下している近年では、外需の動向が景気の方を大きく左右するようになっていると言えるだろう。

### ●家計部門の改善が進まなければ景気腰折れの可能性も

輸出の好調が今後も続けば、現在の景気回復基調が途切れる可能性は低いと考えられる。しかし、米国経済は06年1-3月期の前期比・年率5.6%の高成長から、4-6月期は2.6%、7-9月期は2.2%と大幅に減速している。米国経済の減速を受けて輸出の伸びは今後低下し、企業収益の伸びも鈍化するだろう。これに伴い、06年度末から07年度初めにかけて設備投資は減速に向かう公算が高い。

当研究所では、賃金上昇率が徐々に高まることにより、個人消費の伸びは今後高まると見ている。しかし、このところ弱まっている企業部門から家計部門への波及が進まないようなことがあれば、景気が腰折れしてしまうリスクが高まるだろう。

### ●月次GDPの動向

<9月、10月>

7-9月期の実質GDPは前期比0.5%（年率2.0%、11/14内閣府発表）となったが、当研究所推計の9月の月次GDPは前月比▲0.2%となった。

10月の月次GDPは、外需はマイナス寄与となるが、民間消費、設備投資を中心とした内需の増加により、前月比0.3%と2ヵ月ぶりの増加を予測する。

## 日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期]		
	2006/5	2006/6	2006/7	2006/8	2006/9	2006/10	2006/4-6	2006/7-9	2006/10-12
<b>実質GDP</b>	553,141	556,988	555,047	557,647	556,541	557,954	552,877	555,632	559,149
前期比年率							1.5%	2.0%	2.6%
前期比	0.5%	0.7%	▲0.3%	0.5%	▲0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
前年同期比	3.6%	3.2%	3.0%	3.0%	2.7%	1.8%	2.6%	2.7%	1.9%
<b>内需（寄与度）</b>	534,620	536,789	535,086	536,182	535,476	539,239	534,777	535,173	539,637
前期比	0.2%	0.4%	▲0.3%	0.2%	▲0.1%	0.7%	0.4%	0.1%	0.8%
前年同期比	2.4%	2.4%	2.0%	1.5%	1.5%	1.6%	2.1%	1.6%	1.6%
<b>民間（寄与度）</b>	416,978	419,682	418,853	419,539	418,886	422,315	416,972	418,830	422,987
前期比	0.4%	0.5%	▲0.1%	0.1%	▲0.1%	0.6%	0.7%	0.3%	0.7%
前年同期比	2.6%	2.8%	2.6%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.2%
<b>民間消費</b>	309,288	309,920	307,979	307,109	305,523	307,781	309,133	306,870	310,395
前期比	0.4%	0.2%	▲0.6%	▲0.3%	▲0.5%	0.7%	0.5%	▲0.7%	1.1%
前年同期比	2.7%	2.4%	0.6%	0.5%	▲0.2%	0.3%	2.1%	0.3%	0.8%
<b>民間住宅投資</b>	18,569	18,480	18,230	18,647	18,855	18,833	18,556	18,577	18,851
前期比	▲0.3%	▲0.5%	▲1.4%	2.3%	1.1%	▲0.1%	▲2.5%	0.1%	1.5%
前年同期比	1.4%	1.9%	▲0.4%	0.1%	1.0%	0.7%	1.5%	0.2%	0.2%
<b>民間設備投資</b>	89,202	91,128	92,149	91,742	92,157	94,084	89,454	92,016	93,071
前期比	1.3%	2.2%	1.1%	▲0.4%	0.5%	2.1%	3.5%	2.9%	1.1%
前年同期比	9.0%	10.3%	11.9%	9.2%	10.2%	13.9%	8.8%	10.4%	11.5%
<b>民間在庫（寄与度）</b>	352	587	928	2,474	2,784	2,049	391	2,062	1,366
前期比	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.1%	▲0.1%	▲0.0%	0.3%	▲0.1%
前年同期比	▲0.1%	▲0.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%	▲0.1%	0.6%	0.3%
<b>公需（寄与度）</b>	117,736	117,201	116,328	116,737	116,684	117,018	117,930	116,492	116,799
前期比	▲0.2%	▲0.1%	▲0.2%	0.1%	▲0.0%	0.1%	▲0.3%	▲0.3%	0.1%
前年同期比	▲0.3%	▲0.4%	▲0.6%	▲0.7%	▲0.7%	▲0.6%	▲0.3%	▲0.7%	▲0.6%
<b>政府消費</b>	95,285	95,413	95,306	95,702	95,744	95,898	95,500	95,584	95,803
前期比	▲0.5%	0.1%	▲0.1%	0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%
前年同期比	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.2%	0.6%	0.4%	0.5%
<b>公的固定資本形成</b>	22,183	21,520	20,746	20,760	20,666	20,845	22,209	20,724	20,813
前期比	▲3.2%	▲3.0%	▲3.6%	0.1%	▲0.5%	0.9%	▲6.5%	▲6.7%	0.4%
前年同期比	▲10.2%	▲13.4%	▲16.9%	▲16.6%	▲16.8%	▲13.3%	▲9.2%	▲16.8%	▲13.1%
<b>外需（寄与度）</b>	18,241	19,920	19,680	21,186	20,786	18,435	18,315	20,551	19,602
前期比	0.3%	0.3%	▲0.0%	0.3%	▲0.1%	▲0.4%	▲0.0%	0.4%	▲0.2%
前年同期比	1.2%	0.7%	0.9%	1.4%	1.1%	0.0%	0.6%	1.1%	0.3%
<b>財貨・サービスの輸出</b>	80,476	82,815	81,485	83,050	81,926	80,415	80,006	82,154	82,313
前期比	4.9%	2.9%	▲1.6%	1.9%	▲1.4%	▲1.8%	0.9%	2.7%	0.2%
前年同期比	13.8%	10.3%	8.9%	11.7%	9.9%	7.1%	10.3%	10.1%	6.4%
<b>財貨・サービスの輸入</b>	62,235	62,895	61,805	61,865	61,141	61,980	61,691	61,603	62,711
前期比	3.8%	1.1%	▲1.7%	0.1%	▲1.2%	1.4%	1.4%	▲0.1%	1.8%
前年同期比	5.5%	6.6%	3.3%	1.5%	3.3%	9.1%	7.1%	2.7%	5.5%

<民間消費の内訳>

	2006/5	2006/6	2006/7	2006/8	2006/9	2006/10	2006/4-6	2006/7-9	2006/10-12
<b>家計消費（除く帰属家賃）</b>	254,310	255,331	252,721	251,847	250,678	253,065	254,260	251,749	255,144
前期比	0.3%	0.4%	▲1.0%	▲0.3%	▲0.5%	1.0%	0.5%	▲1.0%	1.3%
前年同期比	2.8%	2.4%	0.3%	0.2%	▲0.5%	0.1%	2.2%	0.0%	0.6%
<b>需要側推計</b>	0.6%	0.1%	▲0.7%	▲0.8%	▲1.3%	0.8%	▲0.1%	▲1.4%	1.7%
前年同期比	0.1%	▲0.1%	▲0.8%	▲2.1%	▲2.0%	▲2.7%	0.3%	▲1.5%	▲0.9%
<b>供給側推計</b>	0.4%	0.4%	▲1.0%	0.4%	▲0.2%	1.0%	0.8%	▲0.5%	0.7%
前年同期比	4.6%	3.2%	1.3%	2.1%	1.5%	2.7%	3.2%	1.7%	2.0%
<b>帰属家賃</b>	4,029	4,034	4,043	4,049	4,054	4,063	48,349	48,579	48,800
前期比	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
前年同期比	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)