

## 2005・2006年度改訂日本経済見通し

～メインシナリオは安定成長が持続、デフレ脱却に向けての最終局面へ～

第一生命保険相互会社（社長 斎藤 勝利）のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所（社長 石嶺 幸男）では、2005・2006年度改訂日本経済見通しを取りまとめましたので、ご報告いたします。

### 日本国内総生産（GDP）成長率

2005年度予測      実質＋1.8%（前回＋1.4%）  
                         名目＋1.0%（前回＋0.9%）

2006年度予測      実質＋2.0%（前回＋2.0%）  
                         名目＋1.7%（前回＋1.5%）

（前回は2005年1～3月期実質GDP二次改定後の弊社公表予測値）

### 【お問い合わせ先】

第一生命経済研究所  
経済調査部長 今泉 典彦  
経済調査部 日本経済短期予測チーム  
（お問い合わせは、飯塚まで）  
TEL      03-5221-4522  
E-Mail   iizuka@dlri.dai-ichi-life.co.jp  
（詳細は次頁以降をご覧ください）

## <要旨>

- 2005年4～6月期GDP統計の公表を受けて、2005・2006年度の日本経済見通しを改定した。改定後の実質GDP成長率の見通しは2005年度が+1.8%（前回予測+1.4%）、2006年度が+2.0%（同+2.0%）、名目GDP成長率の見通しは2005年度が+1.0%（同+0.9%）、2006年度が+1.7%（同+1.5%）である。足もとの設備投資等が予想以上に堅調なことから、2005年度を中心に成長率の上方修正を行った。いわゆるゲタの影響を除いた年度内成長率では、2004年度▲0.1%、2005年度+0.7%、2006年度+1.4%と2年連続で上昇することを予測している。またデフレ傾向は緩和するものの、2006年度中に名目成長率が実質成長率を上回る名実逆転は想定しなかった。2005年度下期より日本経済が安定成長軌道に入るという景気シナリオには変更はない。
- 2005年度上期の日本経済の特徴は、IT分野の在庫調整や輸出回復の遅れなどを背景に景気の循環的回復が遅れる一方で、設備投資や個人消費などの民間需要の底堅い推移がみられることである。循環面の回復が遅れているにもかかわらず民間需要が堅調に推移している背景には、期待成長率の復調や過剰雇用・設備・債務の調整一巡といった構造面での改善を受けて、日本企業が設備投資や雇用拡大に前向きになり始めたという事情がある。
- 足もとでは、IT在庫の調整進捗や輸出先行指標の改善など、循環面にも回復の兆しが見え始めている。輸出の再加速や設備投資の回復の広がり期待される2005年度下期には、日本経済は踊り場を脱して安定的な景気回復軌道に復帰すると予想される。
- このところの景気情勢の改善や先般の政府・日銀による事実上の「踊り場脱出宣言」を受けて、景気踊り場脱出の可能性や時期については、すでに日本経済のメインテーマではなくなっている。今後の関心は、①踊り場脱出後の景気回復の持続性と力強さ、②デフレ脱却の可能性と時期、③金融政策の正常化の展望、等に集まってくると予想される。
- 第一の「踊り場脱出後の景気回復の持続性と力強さ」については、基本的には肯定的な見方をとっている。景気回復傾向は、①設備投資が中期的な回復局面にあること、②景気の自律回復メカニズムが復活しつつあること、③個人消費と非製造業の回復から経済の安定度が増していること、等から2006年度いっぱい持続すると予測する。今回の景気回復は、期間としては「いざなぎ景気」を超える可能性もみえてくる。
- 第二の「デフレ脱却の可能性と時期」については、完全な脱却は2007年度以降と考えている。消費者物価は2005年10～12月期にはゼロ%に達し、2006年度には安定的にプラスとなる状況が予想される（生鮮除くCPI予測：2005年度+0.0%、2006年度+0.6%）。もっとも、CPIの上方バイアスが1%程度存在する可能性があることを踏まえると、これをもってデフレ脱却と判断することはできない。GDPデフレーターも年度を通じてのマイナス推移が見込まれる。CPI上昇率1%以上や成長率の名実逆転を基準とするならば、デフレ脱却は2007年度以降にずれ込むと考えられる。2006年度はデフレ脱却に向けての最終局面と位置づけられよう。
- 第三の「金融政策の正常化の展望」については、2006年度入り後に日本銀行は量的緩和目標の引き下げに踏み切り、2006年度末には量的緩和解除（ゼロ金利政策への転換）を行うと予想する。2006年度には、信用乗数の上昇トレンドへの転換などの量的緩和目標引き下げ行きやすい環境が整うとみられるが、前述の通りデフレからの脱却が完全ではない以上、プラス金利への転換（ゼロ金利解除）は避けるべきである。なおゼロ金利解除の時期に関する市場の期待を安定化させる上では、インフレ参照値など「望ましい物価上昇率」に関するアナウンスを日本銀行が行うことが適当である。
- 以上のように、日本経済は2005年度下期以降には安定成長軌道に復帰すると考えられる。リスクシナリオとしては、①原油価格急騰や長期金利上昇等をきっかけとする海外経済の失速、②早すぎる財政・金融政策の引き締めによる景気失速、等に引き続き注意していきたい。また2007年度以降も景気回復を持続させるためには、当面のデフレ脱却を確実にするマクロ経済政策の運営に加えて、①経済成長と両立可能な財政再建プランの提示（名目4%ルール）、②規制改革・民営化等による潜在成長率の引き上げ、といった政策により、財政赤字や高齢・人口減少社会の到来などが企業・家計の期待成長率に及ぼしている悪影響を緩和することが重要と考える。

【日本経済 予測総括表】

(%)

前回見直し  
(2005年6月二次QE後)

日本経済	2002年度	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2005年度		2006年度	
	実績	実績	実績	予測	予測	予測	予測	予測	予測
実質GDP	0.8	2.0	1.9	1.8	2.0	1.4	2.0		
(内需寄与度)	0.1	1.2	1.5	1.8	1.8	1.3	1.6		
(外需寄与度)	0.7	0.8	0.5	▲ 0.1	0.2	0.0	0.3		
個人消費	0.7	0.5	1.2	1.9	1.4	1.2	1.1		
住宅投資	▲ 2.3	▲ 0.3	2.1	▲ 0.4	2.0	0.4	1.1		
設備投資	▲ 3.7	8.3	5.2	6.5	5.6	3.1	5.4		
在庫投資	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0		
政府消費	2.4	1.2	2.7	1.3	2.0	2.2	2.3		
公的固定資本形成	▲ 5.1	▲ 9.0	▲ 15.1	▲ 4.7	▲ 8.2	▲ 3.5	▲ 7.8		
財・サ輸出	11.0	10.0	11.9	4.4	6.7	2.8	6.1		
財・サ輸入	5.0	3.1	9.3	6.2	6.3	3.4	4.5		
GDPデフレーター	▲ 1.5	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.5		
名目GDP	▲ 0.7	0.8	0.8	1.0	1.7	0.9	1.5		
鉱工業生産	2.8	3.5	4.1	1.7	3.9	1.7	3.6		
経常利益	7.2	16.9	24.6	2.5	9.9	0.7	9.7		
完全失業率	5.4	5.1	4.6	4.2	3.9	4.3	4.0		
雇用者報酬	▲ 2.3	▲ 1.0	▲ 0.1	1.4	2.1	0.7	1.1		
新設住宅着工戸数	114.6	117.4	119.3	120.6	122.1	119.8	120.6		
経常収支(10億円)	13,387	17,297	18,210	17,727	19,038	18,018	19,472		
名目GDP比率	2.7	3.4	3.6	3.5	3.7	3.5	3.8		
国内企業物価	▲ 1.6	▲ 0.5	1.6	1.6	1.2	1.0	0.9		
消費者物価(生鮮除く総合)	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.6	▲ 0.1	0.4		
長期金利	1.1	1.1	1.5	1.5	1.9	1.4	1.8		
為替レート(円/ドル)	120.9	112.5	107.3	111.4	109.3	108.4	111.8		
原油価格(ドル/バレル)	29.1	31.4	45.1	55.7	56.3	54.8	56.3		
米国実質成長率(暦年)	1.6	2.7	4.2	3.7	3.6	3.5	3.5		
中国実質成長率(暦年)	8.3	9.5	9.5	9.3	9.5	9.1	9.5		

(出所)内閣府等より当社作成、予測は当社。

(注)1.経常利益は法人企業統計季報ベース。

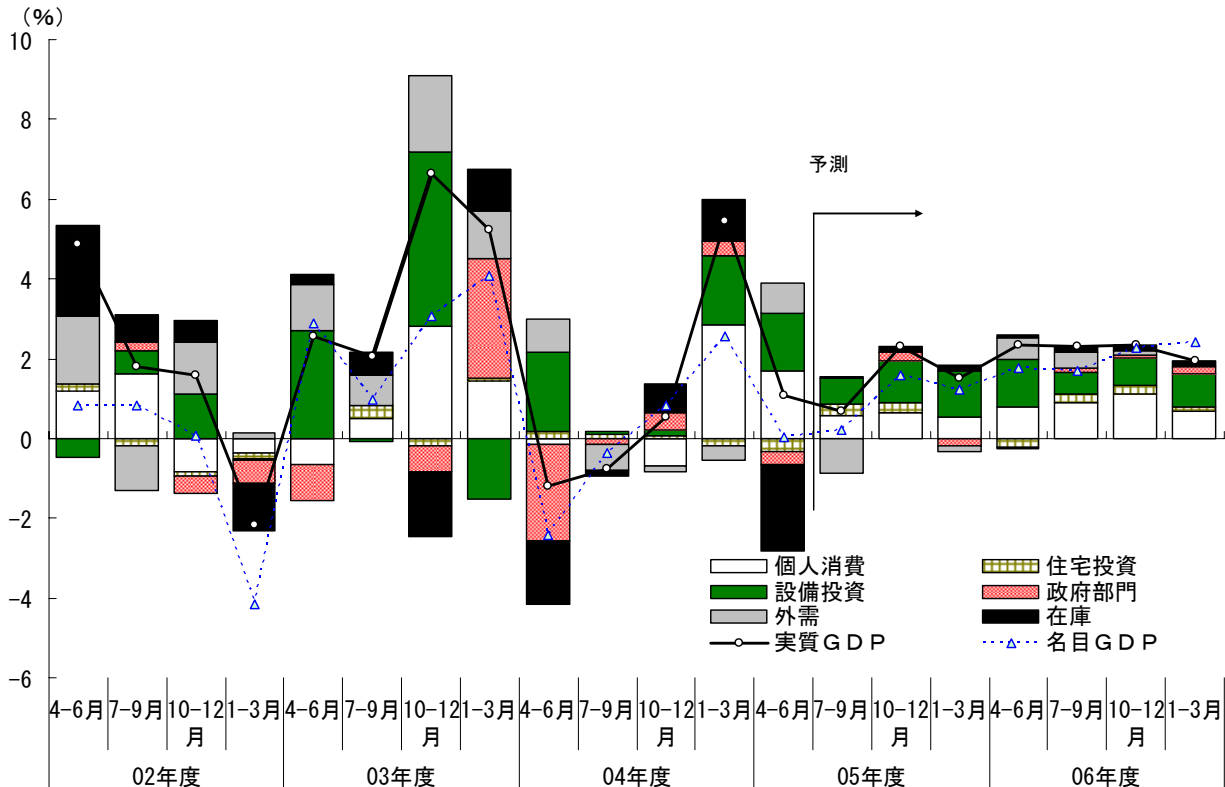
2.為替レートは円/ドルで年度平均。

3.原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格。

4.失業率、経常収支の名目GDP比、長期金利以外の単位の無い項目は前年比。

5.長期金利は10年債流通利回り。

実質GDP成長率の予測(前期比年率、寄与度)



## 1. 2005・2006年度日本経済見通し改定

2005年4～6月期GDP統計の公表を受けて、第一生命経済研究所は2005・2006年度の日本経済見通しを改定した。

改定後の実質GDP成長率の見通しは2005年度が+1.8%（前回予測+1.4%）、2006年度が+2.0%（同+2.0%）、名目GDP成長率の見通しは2005年度が+1.0%（同+0.9%）、2006年度が+1.7%（同+1.5%）である。いわゆるゲタの影響を除いた年度内成長率では、2004年度▲0.1%、2005年度+0.7%、2006年度+1.4%と2年連続で上昇することを予測している。足もとの民間需要が設備投資を中心に予想以上に堅調なことから、2005年度を中心に成長率の上方修正を行った。デフレ傾向は緩和するものの、2006年度中に名目成長率が実質成長率を上回る名実逆転は想定しなかった。なお2005年度の名目成長率の上方修正が実質対比で小幅であるのは、原油価格上昇による名目輸入の上方修正を行ったためである。

景気のシナリオとしては、2005年度下期より日本経済が安定成長軌道に入るという見方に変更はない。また、リスクシナリオとして、①原油価格急騰や長期金利上昇等をきっかけとする海外経済の失速、②早すぎる財政・金融政策の引き締めによる景気失速、を警戒しているスタンスにも変更はない。

このところの景気情勢の改善や先般の政府・日銀の事実上の「踊り場脱出宣言」を受けて、景気踊り場脱出の可能性と時期については、すでに日本経済のメインテーマではなくなっている。各種の経済統計の動きから考えて、現時点で景気が踊り場を脱したと判断するのは時期尚早であるが、民間需要の堅調な推移により景気失速のリスクが大きく低下していることや、先行指標には景気の循環的回復が近いことを示唆するものが多いことを踏まえると、2005年度上期が踊り場脱出に向けた最終局面にあることは間違いないであろう。今後の日本経済に対する関心は、①踊り場脱出後の景気回復の持続性と力強さ、②デフレ脱却の可能性と時期、③金融政策の正常化の展望、等に集まってくると予想される。

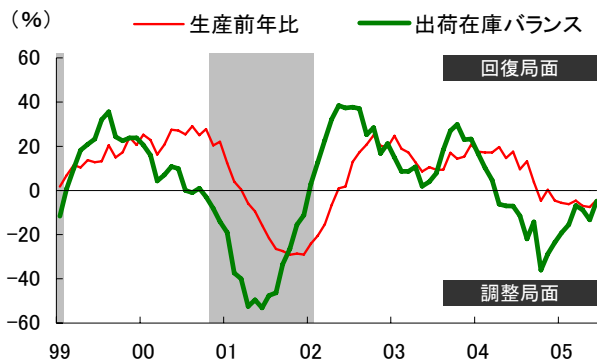
## 2. 景気の現状判断：2005年度上期は踊り場脱出の最終局面

### ○ 循環的回復が遅れるなかで民間需要は堅調推移

2005年度上期の日本経済の特徴は、IT分野の在庫調整や輸出回復の遅れなどを背景に景気の循環的回復が遅れる一方で、設備投資や個人消費などの民間需要の底堅い回復がみられることである。

景気の循環面に注目すると、①IT部門（情報化関連財）の在庫調整に進捗はみられるものの依然として調整局面にあること（図表1）、②生産・在庫循環を抑制してきた輸出伸び悩みの傾向にも未だ改善がみられないこと（図表2）、など総じて回復の遅れを示唆する統計が多い。

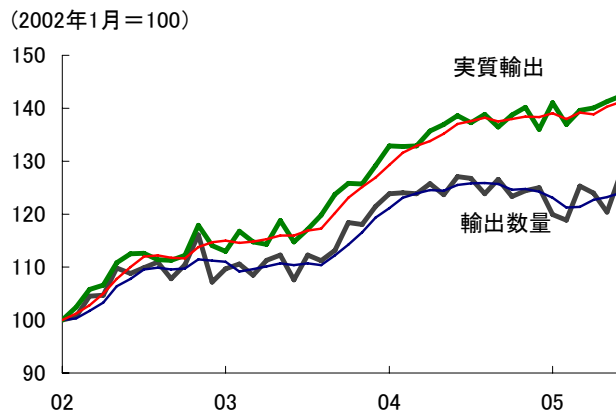
図表1 情報化関連財の出荷在庫バランス



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」

(注) 1. 出荷在庫バランス＝出荷前年比－在庫前年比  
2. 出荷在庫バランスの生産に対する先行性は、ピークについては約6ヵ月、ボトムについては約3ヵ月となっている

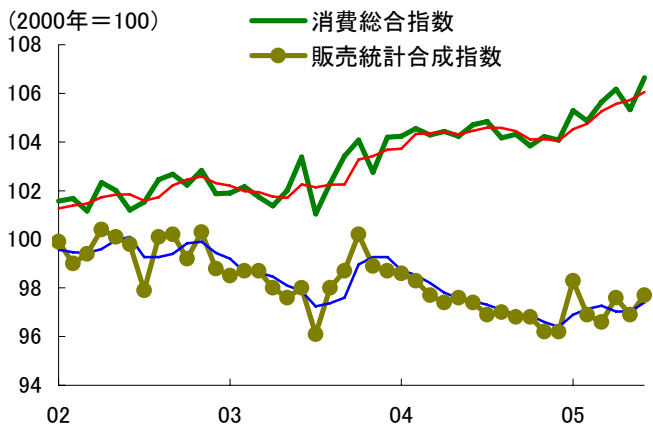
図表2 実質輸出・輸出数量の推移



(出所) 財務省、日本銀行  
(注) 細実線は3ヵ月移動平均

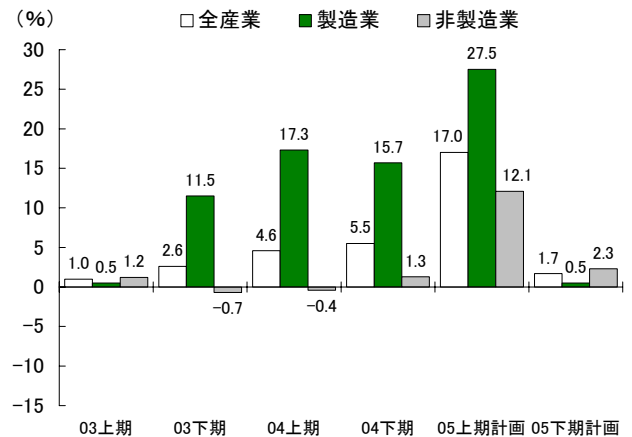
一方、個人消費や設備投資などの民間需要については、①消費総合指数や販売統計合成指数等が昨年末より改善傾向で推移している（図表3）、②日銀短観等の2005年の設備投資計画が大幅増加となっている（図表4）、など総じて底堅い推移を示唆する統計が多い。

図表3 消費総合指数・販売合成指数



(出所) 内閣府、日本銀行  
(注) 細実線は3ヵ月移動平均

図表4 日銀短観・2005年度設備投資計画



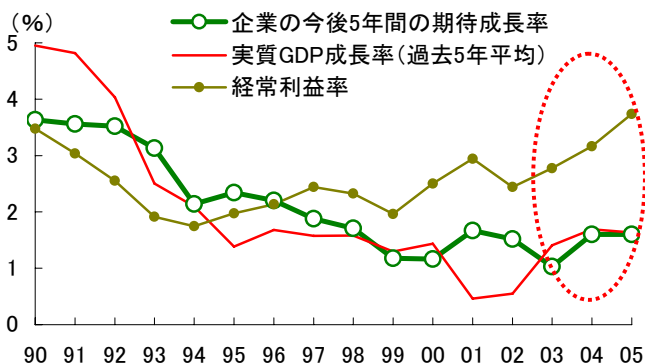
(出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

### ○ 民間需要回復の背景にある日本経済の構造改善

このように循環面の回復が遅れているにもかかわらず民間需要が堅調に推移している背景には、期待成長率の回復や過剰雇用・設備・債務の調整一巡といった構造面での改善を受けて、日本企業が設備投資や雇用拡大に前向きになり始めたという事情があると考えられる。

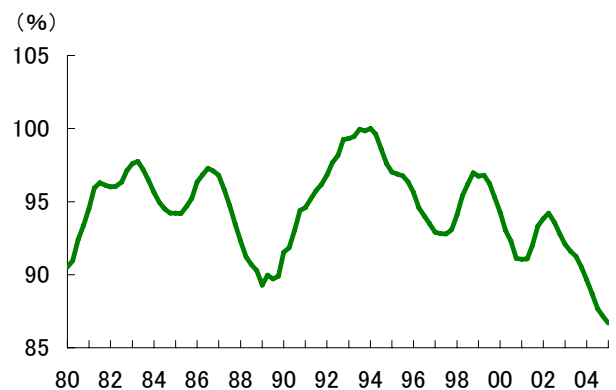
内閣府「企業行動に関するアンケート調査」をみると、企業の期待成長率（今後5年間の実質成長率見通し）は、景気回復に伴う成長率の上昇など背景に復調を始めている（図表5）。企業の期待成長率は収益力の回復にややラグをもって回復する傾向があること、2005年1～3月期以降にGDP成長率が上昇していることなどを踏まえると、足もとでは期待成長率の復調の傾向はより明確になっていると考えられる（なお直近2005年2月時点の調査では期待成長率が+1.6%と前年と同水準に止まっているが、GDP統計の連鎖方式への移行を踏まえると実態としては上昇が続いているとみることもできる）。

図表5 企業の期待成長率の推移



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」  
(注) 1.実質GDP成長率は固定基準年方式により計算  
2.直近の期待成長率はGDP連鎖指数化に伴い、実勢に比べ下ぶれしている可能性に留意が必要

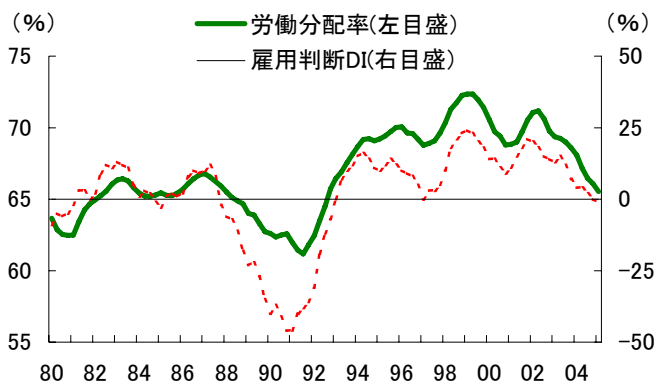
図表6 損益分岐点比率（全産業）



(出所)財務省「法人企業統計季報」  
(注)損益分岐点比率={固定費/(1-変動費/売上高)}/売上高×100

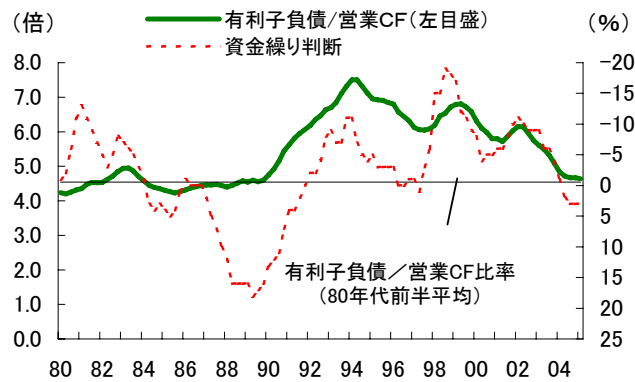
また、過剰雇用・債務削減の調整が一巡していることは、企業のコスト負担を表す労働分配率が2005年1~3月期には65.5%（サンプル要因調整後）と80年代前半平均65.2%の水準にまで低下していること（図表7）、財務体質の健全度を示す債務負担倍率（長期負債／営業CF）が4.64倍と同じく80年代前半の平均にまで低下していること（図表8）、日銀短観の雇用判断DIが2005年3月調査で「不足」超に転じていること、資金繰り判断DIが「楽である」超に転じていることなどから確認できる。建設業などの一部産業に調整圧力は残っているものの、経済全体としてみれば調整はほぼ終息したと結論づけてよからう（図表9）。

図表7 労働分配率（全産業）



(出所) 財務省「法人企業統計季報」  
 (注) 1. 労働分配率: = 人件費/付加価値×100  
 2. 年報により、季報の調査サンプルの変更の影響を調整

図表8 債務負担倍率（全産業）



(出所) 財務省「法人企業統計季報」  
 (注) 1. 有利子負債: = 社債+長期借入金  
 2. 営業CF: = 経常利益×0.5+減価償却費

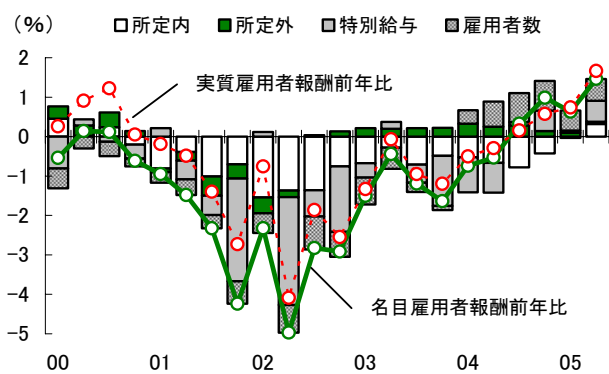
図表9 業種別にみたリストラ進捗度

		直近 (2004年度)	80年代前半	80年代後半	90年代前半	90年代後半～	90年代後半 以降最低値	設備投資/雇用 に占めるシェア	
大企業	製造業	債務負担倍率	2.10	2.87	2.51	3.45	3.08	2.41	25.6
		労働分配率	55.1	55.6	57.0	61.3	62.8	58.0	13.2
	非製造業	債務負担倍率	4.26	6.61	5.88	7.31	6.00	5.45	49.6
		労働分配率	52.3	51.1	50.0	53.4	56.5	54.3	20.9
	建設業	債務負担倍率	5.30	3.00	3.93	5.39	7.17	5.87	0.8
		労働分配率	75.6	66.5	66.3	63.8	76.4	72.1	2.1
	不動産業	債務負担倍率	11.57	20.45	18.58	47.58	28.11	18.60	2.6
		労働分配率	30.9	26.1	20.7	25.8	34.8	30.2	0.5
	卸小売業	債務負担倍率	4.74	7.74	6.91	9.00	7.37	6.61	6.6
		労働分配率	64.7	55.8	57.6	63.1	69.7	68.4	8.8
除く三業種	債務負担倍率	3.61	5.92	4.97	5.56	4.57	3.60	39.5	
	労働分配率	46.3	46.1	45.5	48.4	48.2	46.3	9.6	
中小企業	中小製造業	債務負担倍率	5.96	3.38	3.87	6.25	6.93	5.93	6.7
		労働分配率	74.4	69.3	69.2	70.9	78.3	75.2	15.4
	中小非製造業	債務負担倍率	8.16	5.24	6.07	10.97	10.22	9.25	18.1
		労働分配率	74.0	68.7	67.0	71.4	77.3	74.5	50.4
	建設業	債務負担倍率	11.57	3.23	3.69	4.97	8.09	5.14	1.3
		労働分配率	86.1	71.7	68.1	69.1	82.4	74.5	8.0
	不動産業	債務負担倍率	15.16	14.27	20.29	12.77	26.41	21.80	1.5
		労働分配率	36.9	37.5	32.6	41.4	46.0	52.9	1.7
	卸小売業	債務負担倍率	6.84	4.63	5.31	9.24	9.04	7.83	3.7
		労働分配率	75.6	68.6	68.9	73.3	78.8	76.0	17.6
除く三業種	債務負担倍率	5.80	4.72	5.20	9.06	7.90	4.68	11.7	
	労働分配率	75.0	72.1	72.6	72.3	78.3	75.1	23.2	

(出所) 財務省「法人企業統計季報」  
 (注) 1. 図中の丸印はリストラ進捗が不十分なセクター  
 2. リストラ進捗度は、債務負担倍率は80年代前半との比較、労働分配率は90年代後半以降02年1~3月期の最低値との比較による（図中網掛け部分）  
 労働分配率の基準を90年代後半以降の最低値としたのは、90年商法改正の株式会社の最低資本金引上げに伴うサンプル変化（労働分配率の高い小規模企業の割合増加）の影響を避けるため

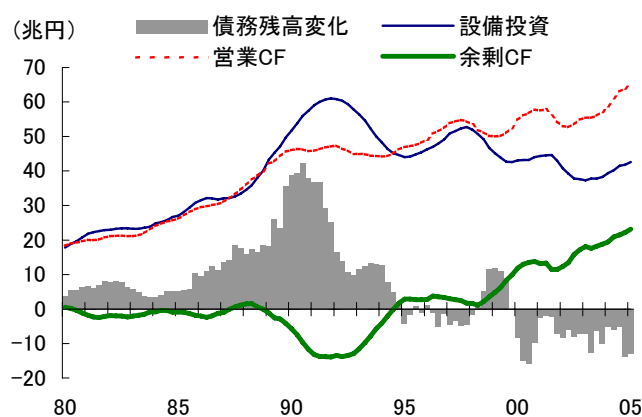
毎月勤労統計ベースでみた雇用者報酬は、2004年後半より4年ぶりに前年比増加に転じているが（図表10）、この背景には企業の過剰雇用削減が一巡したことにより、収益回復の一部を従業員に利益還元できるようになってきたという事情がある。また企業の雇用リストラの一巡により、家計の雇用所得不安も大きく緩和している。個人消費の堅調推移の要因は、こうした企業の雇用リストラの一巡を受けた所得回復とマインド安定によるところが大きい。また設備投資については、企業の期待成長率の復調や過剰債務削減の一巡から、余剰キャッシュフローを設備投資の増加に結びつける動きが現れ始めたことが増加の主因と考えられる（図表11）。一部業種の在庫調整や交易条件の悪化等から製造業の生産・収益環境は必ずしも好転していないにもかかわらず、設備投資計画が大幅増加となっている背景には、こうした構造面での改善があると考えられる。

図表10 名目雇用者報酬前年比



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」  
 (注) 1. ボーナス支払時期にあわせ四半期を分割(1Q:2~4月  
 2Q:5~7月、3Q:8~10月、4Q:11~1月)  
 2. 直近は5~6月の数値

図表11 余剰キャッシュフローと設備投資

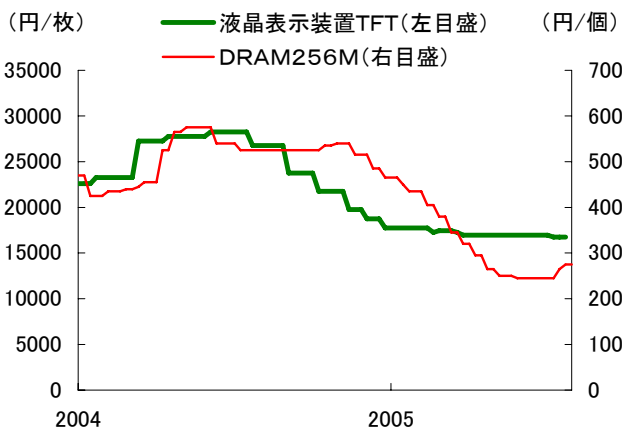


(出所) 財務省「法人企業統計」

○ 景気の現状は踊り場脱出に向けた最終局面

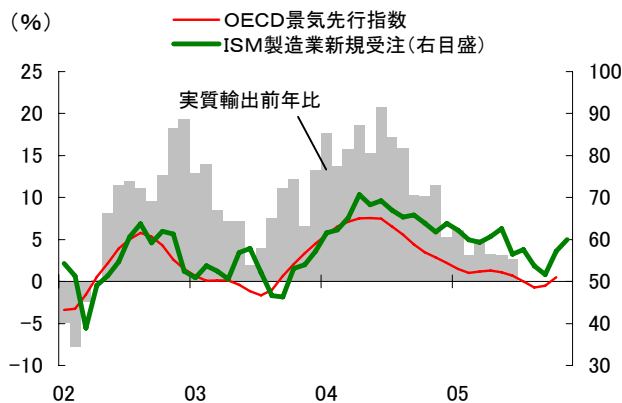
足もとでは、民間需要が引き続き堅調に推移していることに加えて、景気の循環面にも回復の兆しが見え始めている。IT分野の出荷・在庫バランスは6月時点では調整局面にあるものの、7月には一部の半導体価格にわずかな上昇がみられるなど在庫調整の終息の兆しが見られる（図表12）。また、米国ISM製造業指数、OECD景気先行指数、機械受注外需等（4~6月期前月比+13.9%、7~9月期見通し+6.6%）の輸出先行指標に改善傾向がみられるなど、先行きの輸出回復の可能性が高まってきた（図表13, 14）。中国の過剰在庫も鉄鋼等を除けば調整が進んでいる様子が窺える（図表15）。少なくとも、景気が循環的に失速するリスクは非常に小さくなったといえる。

図表12 半導体・液晶の国内市況



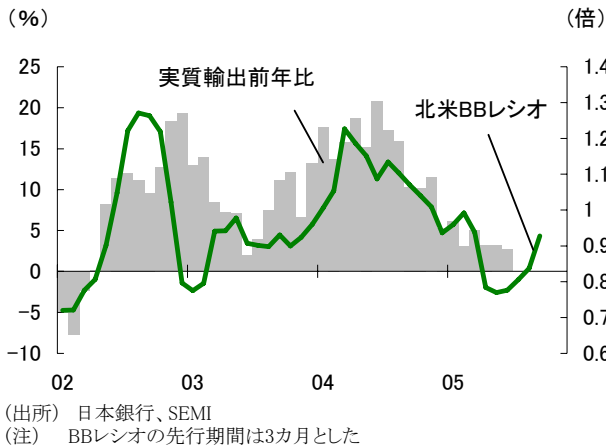
(出所) 日本経済新聞

図表13 輸出先行指標と実質輸出前年比①

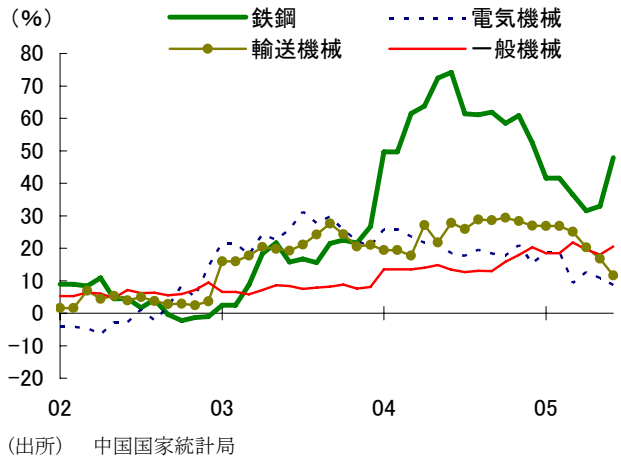


(出所) 日本銀行、財務省、OECD、全米供給者協会  
 (注) OECD景気先行指数、ISMの先行期間は5ヵ月とした

図表14 輸出先行指標と実質輸出前年比②



図表15 中国の在庫動向（前年比）



7～9月期にはIT部門の在庫調整が終息するとみられること、10～12月期には輸出が上昇トレンドに復帰しそうなことを踏まえると、年度後半には景気が循環的にも加速する可能性が高まってきた。景気の現状は、踊り場脱出に向けた最終局面にあると判断する。

### 3. 2005年度下期以降の日本経済の展望

以上のような景気情勢の改善や先般の政府・日銀の事実上の「踊り場脱出宣言」を受けて、景気踊り場脱出の可能性や時期については、すでに日本経済のメインテーマではなくなっている。2005年度下期以降の日本経済を展望する上での新たな景気のテーマは、①踊り場脱出後の景気回復の持続性と力強さ、②デフレ脱却の可能性と時期、③金融政策の正常化の展望、等である。

#### ○ 踊り場脱出後の景気回復の持続性と力強さ：2006年度までは安定成長が持続する

第一の論点である「踊り場脱出後の景気回復の持続性と力強さ」については、基本的には肯定的な見方をしている。

前述の通り、IT在庫調整の終息や輸出の再加速を受けて、2005年度下期には日本経済は再び回復テンポを高めると考えられる。その後の景気回復の傾向は、2006年度までは持続する可能性が高いと考える。そう考える理由は、①設備投資が中期的な回復局面にあること、②景気の自律回復メカニズムが復活しつつあること、③個人消費と非製造業の回復から経済の安定度が増していること、の三点である。

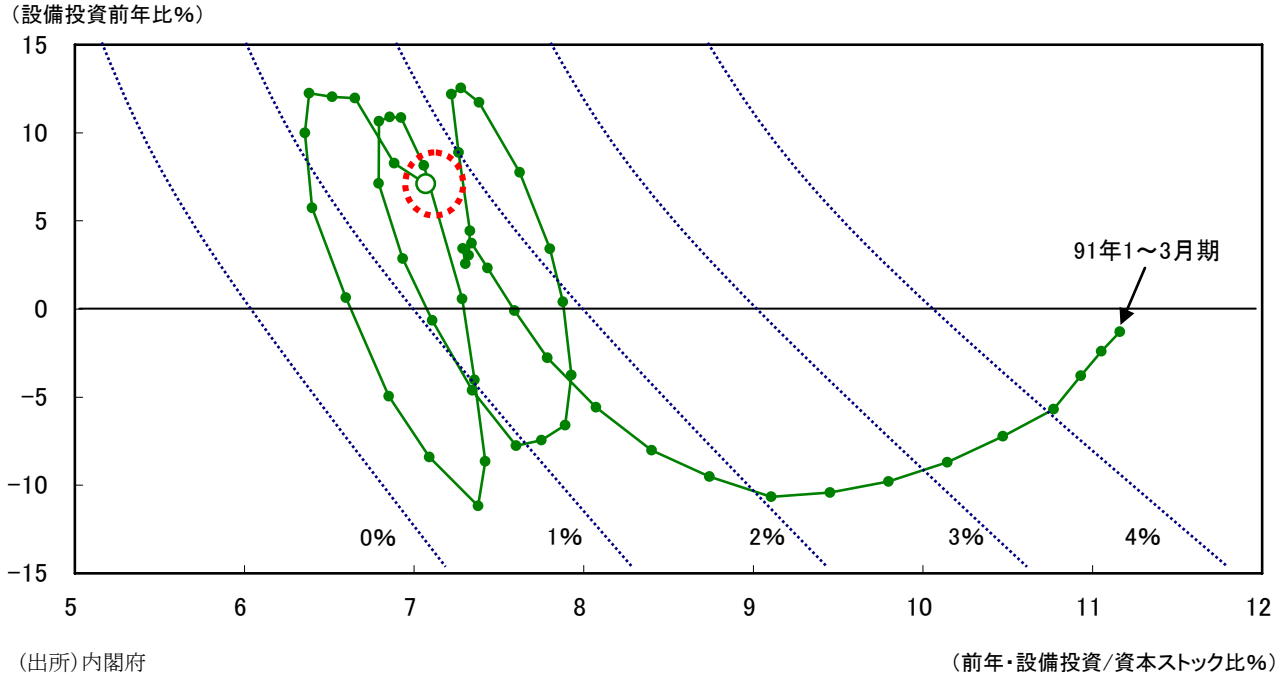
設備投資の資本ストック循環の現状をみると、現在は中期的な回復局面に位置している（図表16）。2005年度の設備投資計画や期待成長率の回復を踏まえると、少なくとも今後1年程度は設備投資の循環的回復が持続すると考えられる。設備投資の堅調な回復が今後の景気回復を主導することになる。2005年度の設備投資は実質前年比+6.5%、2006年度は同+5.6%の増加を予想する。

また、景気の自律回復メカニズムが復活しつつあることから、経済成長に一種の「慣性の法則」が働きやすくなっている点も安定成長の要因となる。

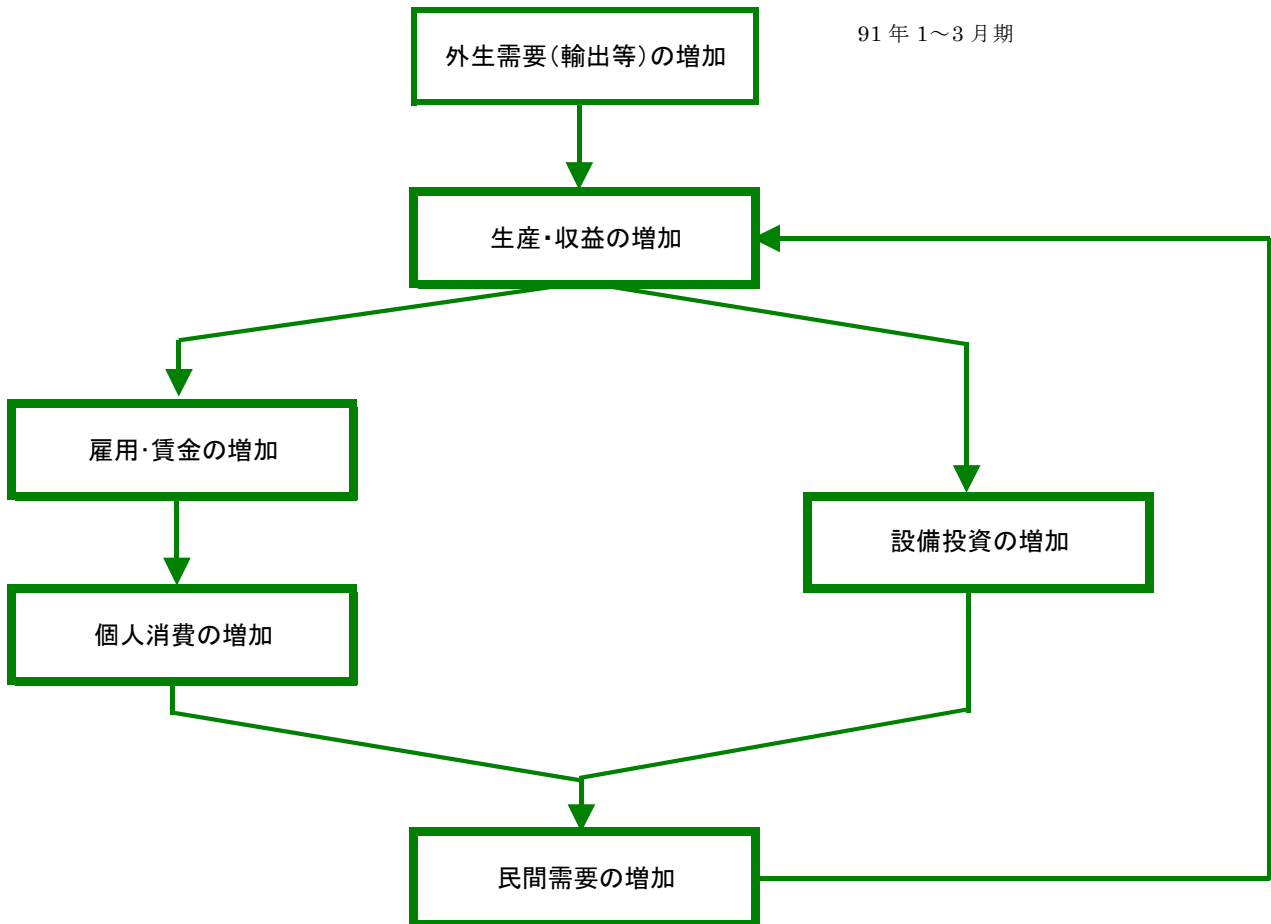
戦後の日本経済の景気回復パターンをみると、輸出などの外生需要の増加が景気回復のきっかけとなり、それが設備投資や個人消費などの民間需要の拡大につながって、景気回復が本格化するというケースが多かった。輸出増加は、生産・収益の拡大を通じて設備投資の増加を促す。生産・収益の回復は、また賃金・雇用の増加を通じて個人消費の増加にもつながる。設備投資や個人消費の増加は生産・収益の更なる増加をもたらす。こうして景気は民間需要を主体とした自律回復の過程に入ることになる。これが景気の自律回復メカニズムである（図表17）。



図表16 資本ストック循環



図表17 自律回復のメカニズム



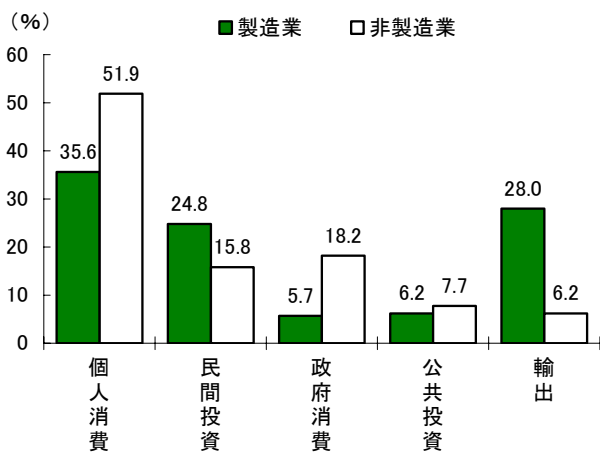
1990年代後半以降の日本経済がマイナス成長の世界から抜け出すことが出来なかったのは、こうした自律回復のメカニズムが機能不全に陥っていたためだ。先行きのマイナス成長やデフレ持続が予想されるなかでは、輸出や公共投資が一時的に増加したとしても、企業は設備投資や雇用拡大に踏み切るのは難しい。企業にとっては、外生需要の増加によって生じた収益を、過剰債務・過剰雇用・過剰設備の削減に向けたほうがむしろ合理的となる。このため、海外経済の回復や景気対策により外生需要が一時的に増加しても、民需を主体とした持続的な経済成長になかなか結びつかなかったわけである。

これに対して、企業の期待成長率の回復や過剰債務・過剰雇用・過剰設備の調整が一巡している現段階では、通常の自律回復のメカニズムが機能する。2005年度下期以降には、輸出回復や設備投資計画の実行などの有効需要の増加が予想されるが、こうした有効需要の増加は生産・収益の増加を通じてさらなる民間需要の増加につながる可能性が高い。

さらに、景気回復の安定性という観点からは、個人消費と非製造業に回復が波及していることが重要である。周知のように、個人消費は経済の総需要の6割弱を占めており、非製造業は経済の総供給の7割以上を占める規模である。個人消費や非製造業への回復の波及は、需要面でも供給面でも景気の安定度を高める役割を果たすことになる。

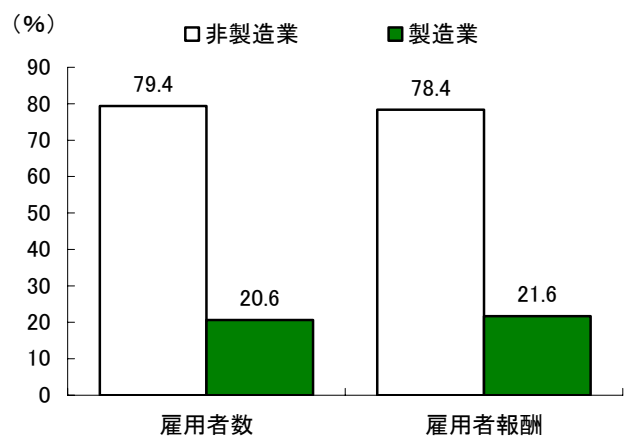
非製造業の需要構成は5割以上が個人消費に集中しており、非製造業の活動が安定的に拡大していくためには個人消費の増加が要件となる(図表18)。一方、消費支出の源泉となる雇用者報酬の業種別の分布をみると非製造業が8割弱となっており、個人消費の安定的な増加のためには非製造業の回復が要件となる(図表19)。個人消費と非製造業は相互依存関係にあり、回復の好循環や停滞の悪循環が働きやすい関係にある。

図表18 製造業・非製造業別にみた最終需要構成



(出所) 総務省「産業連関表」

図表19 雇用・所得の業種別シェア



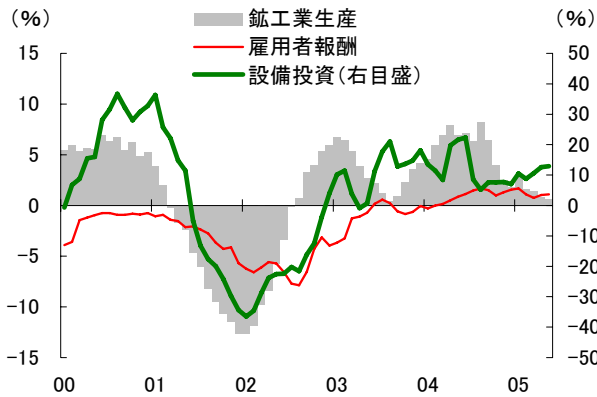
(出所) 内閣府「国民経済計算」  
(注) 過去5年間の平均によりシェアを算出

90年代後半以降の日本経済においては、個人消費が所得低迷と雇用不安の高まりから異例ともいえる低迷に陥り、こうしたなかで非製造業の活動も低迷が続いてきた。これに対して、今回の景気回復局面では、個人消費の復調等を背景に非製造業の経済活動にも回復が広がっており、足もとでは活動水準の高まりが雇用・設備投資の増加に結びつくなど非製造業部門内における循環的回復の動きもみられはじめている(図表20, 21)。

個人消費の先行きについては、雇用リストラの一巡を背景とする雇用者報酬の増加とマインド安定の動きが今後も継続すると見込まれることから、当面は安定的な増加が続くと考えられる。雇用者報酬の増加により所得は前年比増加を維持することが見込まれる(図表22)。景気回復に伴って失業率も持続的に低下することが予想され、消費マインドも安定的に推移することが予想される(図表23)。2005年

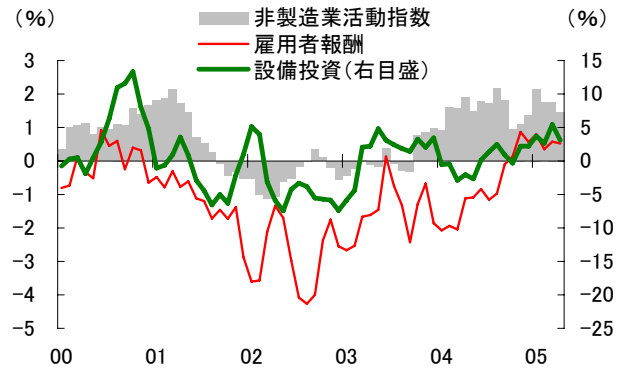
度の個人消費は実質+1.9%、2006年度は同+1.4%の増加を予測する。定率減税の縮減・廃止を始めとする公的負担の増大が所得の伸びを抑制するため、個人消費が景気回復のリード役となることは難しいが、景気回復の安定役となることは期待してよいであろう（図表24）。

図表20 製造業部門における景気循環



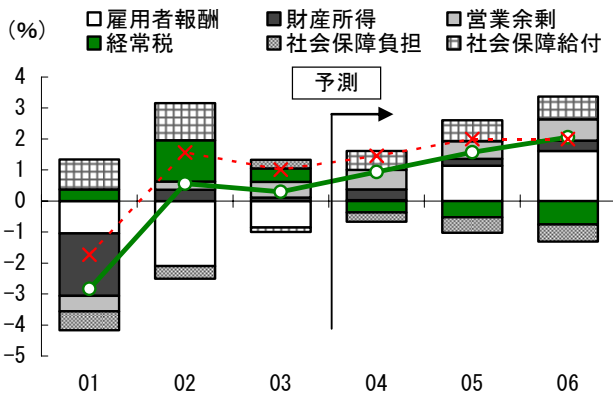
(出所) 経済産業省、厚生労働省、内閣府、国土交通省  
 (注) 1. 設備投資: 機械受注と建設業指数(民間非住宅+土木)  
 2. 3ヵ月移動平均により前年比を計算

図表21 非製造業における景気循環



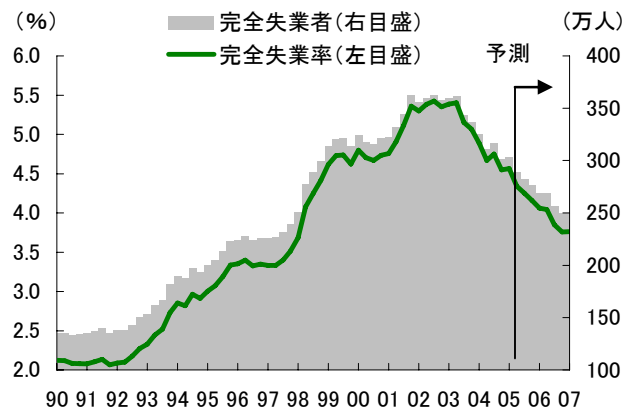
(出所) 経済産業省、厚生労働省、内閣府、国土交通省  
 (注) 1. 非製造業活動指数: 第3次産業と建設業の加重平均  
 2. 設備投資: 機械受注と建設業指数(民間非住宅+土木)  
 3. 3ヵ月移動平均により前年比を計算

図表22 名目可処分所得の見通し



(出所) 内閣府  
 (注) 図中点線は実質可処分所得の予測

図表23 失業率・失業者数の見通し



(出所) 総務省、第一生命経済研究所

図表24 2005・2006年度の主な税・社会保障制度の変更点

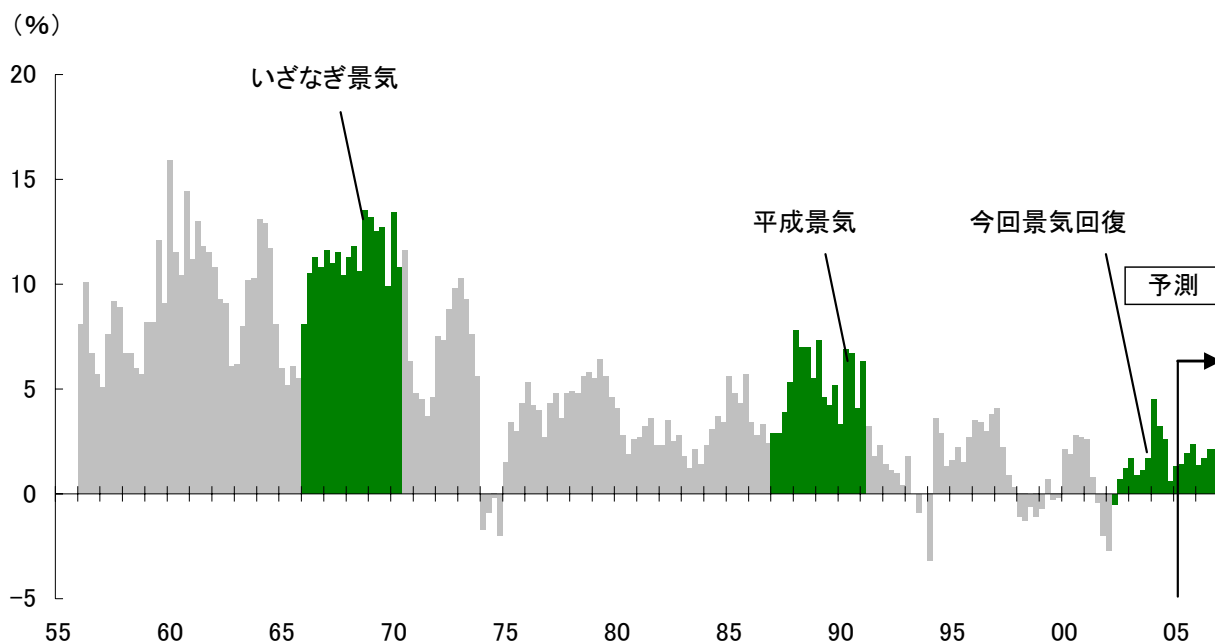
	制度変更時期	前年対比	主な変更点 (年度内の負担増加額)
05年度	4-6月期	5800億円	・雇用保険料の引き上げ (1500億円、4月) ・配偶者特別控除上乘せ部分の廃止 (2500億円、住民税、6月) ・公的年金等控除の縮小、老年者控除の廃止 (1800億円、所得税、4月以降影響分)
	7-9月期	3000億円	・厚生年金等保険料の引き上げ (3000億円、9月)
	10-12月期		
	1-3月期	1850億円	・定率減税の縮小 (1850億円、所得税、1-3月分)
合計		1兆650億円	名目可処分所得を▲0.35%ポイント押し下げ GDP個人消費を▲0.24%ポイント押し下げ (限界消費性向=0.68で計算)
06年度	4-6月期	1兆6050億円	・定率減税の縮小 (1兆650億円、所得税、4-12月) ・定率減税の縮小 (4000億円、住民税、6月) ・公的年金等控除の縮小、老年者控除の廃止 (1400億円、住民税、6月)
	7-9月期	3000億円	・厚生年金等保険料の引き上げ (3000億円、9月)
	10-12月期		
	1-3月期	1850億円	・定率減税の廃止 (1850億円、所得税、1-3月分)
合計		2兆900億円	名目可処分所得を▲0.67%ポイント押し下げ GDP個人消費を▲0.46%ポイント押し下げ (限界消費性向=0.68で計算)

\* 定率減税は07年1月に廃止と仮定。厚生年金等保険料、雇用保険料は労使折半。

以上を踏まえると、2005年度下期から2006年度にかけては、メインシナリオでは設備投資と個人消費を主体とする安定成長を予想するのが素直な見方であろう。

2002年1月を底とする景気回復は、足もとの8月まで回復が続いていたと仮定すると持続期間43ヵ月とすでに戦後第3位（バブル崩壊後の回復期と同率3位）の息の長い回復局面となっている。景気回復が2006年4月まで続けば80年代後半の平成景気（51ヵ月）に並び、2006年11月まで続けば高度成長期のいざなぎ景気（57ヵ月、戦後最長）に並ぶことになる。景気回復によって生み出された経済厚生は、近似的には景気回復期間中の実質経済成長率と回復期間の積としての面積で測ることができよう。今回の景気回復は、この面積で測った経済厚生ではいざなぎ景気や平成景気には及ばないとみられるが、景気回復期間という観点では結果として「いざなぎ景気」を超える戦後最長の景気回復となる可能性もみえてきた（図表25）。

図表25 景気回復によって生み出された経済厚生増分の比較



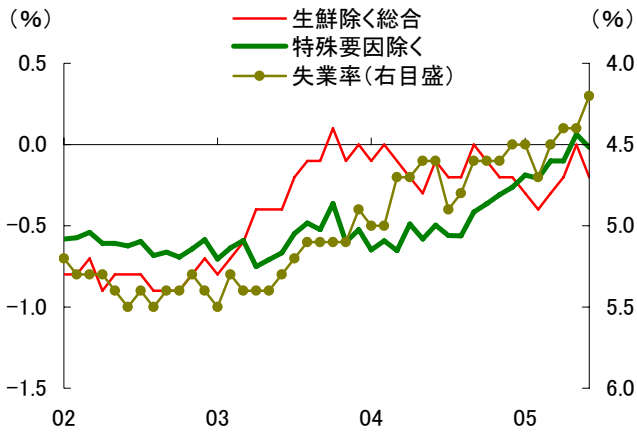
(出所) 内閣府「国民経済計算」により第一生命経済研究所作成

○ デフレ脱却の可能性と時期：デフレからの完全な脱却は2007年度となる見込み

第二の「デフレ脱却の可能性と時期」については、完全な脱却は2007年度以降とやや慎重な見方をしている。

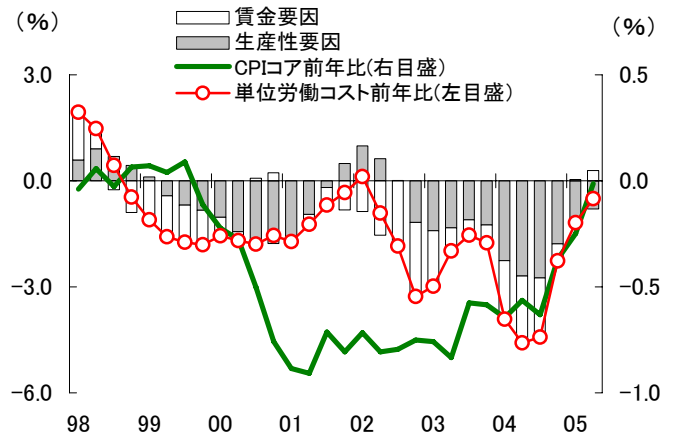
6月の消費者物価（生鮮除く総合）は前年比▲0.2%と依然として水面下にあるが、固定電話料金や電力料金の値下げなどの特殊要因によって、実勢以上に下ぶれした水準にある。特殊要因除いた実力ベースで見ると、6月は前年比▲0.0%とすでに横ばい圏内の推移となっている（図表26）。2005年10～12月期には、①電気・電話料金の値下げの影響が一巡、②石油製品価格の高止まり、③労働需給改善等による名目賃金の上昇と単位労働コストの下げ止まりの影響、などから消費者物価は前年比プラスに転じるとみられる（図表27, 28, 29, 30）。2006年度には消費者物価が安定的にプラスとなる状況となると予想される（生鮮除くCPI予測：2005年度+0.0%、2006年度+0.6%）。CPIコア前年比がゼロ%以上になるという判断基準で見れば、デフレ脱却のタイミングは2005年度後半ということになる。

図表26 特殊要因除くベース（全国コア）



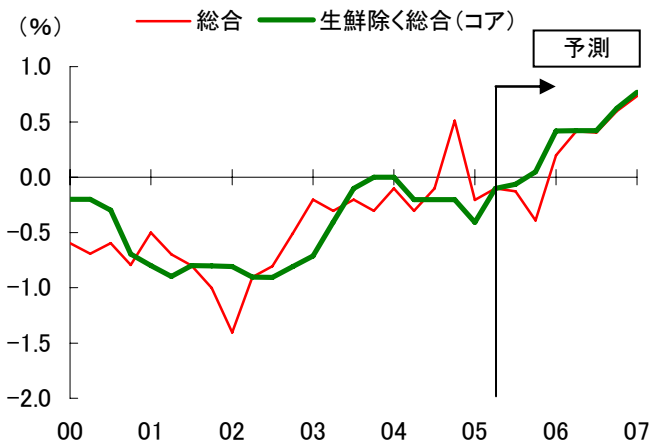
(出所) 総務省

図表27 単位労働コスト



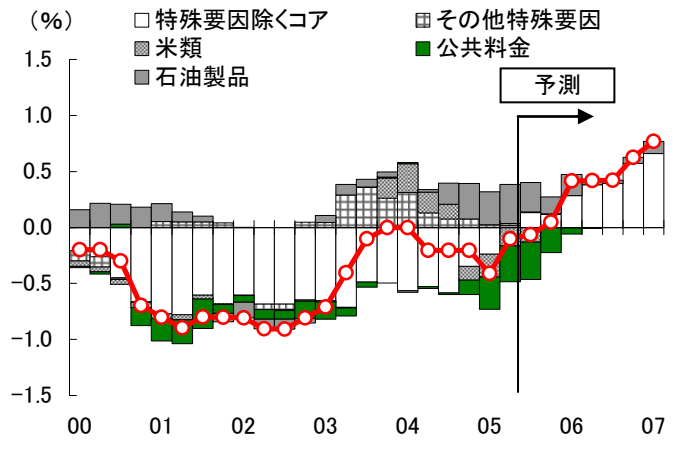
(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省

図表28 消費者物価の見通し（総合、コア）



(出所) 総務省

図表29 コア指数の寄与度分解



(出所) 総務省

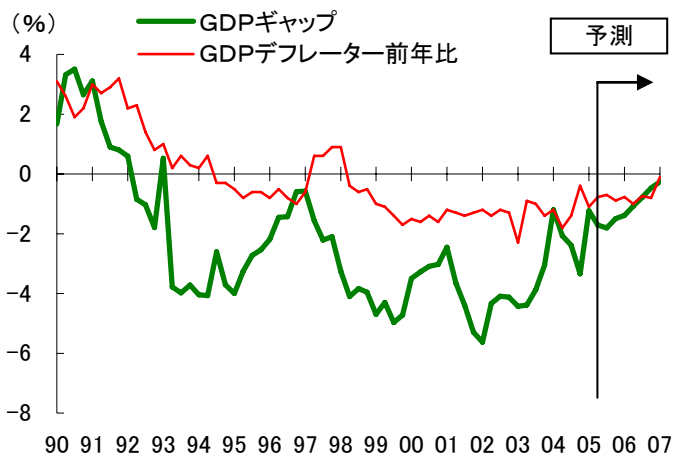
図表30 消費者物価に影響を与えている特殊要因

品目	CPIへの寄与度 (05年1Q)	変動の背景	今後の見通し
診療代	▲0.03%	・ 2003年4月より医療費自己負担引き上げ(20%→30%)	・ 影響はすでに一巡(2004年4月以降)
たばこ	+0.00%	・ 2003年7月より増税に伴うたばこ価格値上げ(平均8%程度)	・ 影響はすでに一巡(2004年7月以降)
生鮮肉 (牛どん)	+0.05%	・ 2003年12月よりBSE発生に伴い米国産牛肉の輸入停止 ・ 米国産牛肉の輸入停止に伴う国産牛等への代替により、一部牛どん店舗が価格引き上げ	・ 足もとの影響は一巡しつつあり ・ 米国産牛肉の輸入が再開された場合、先行きCPIの下落要因となる可能性
米類	▲0.20%	・ 天候不順等による作況悪化から、2003年度後半より米価が上昇、2004年度後半からはその反動により米価が低下	・ 2005年度後半には影響が一巡する見込み ・ 2005年の早期栽培地域の作況は、現打開では「良」ないし「やや良」
電気代	▲0.06%	・ 2005年4月の電力自由化拡大に対応して、電力各社が2005年10月より料金引き下げを順次に実施(東京2004年10月、東北・中部・九州2005年1月、関西・北海道・北陸・中国・四国4月、沖縄7月)	・ 2005年10月より、順次に影響が一巡していく見込み ・ 料金引き下げの影響が一巡する一方で、原油価格が一段高となった場合には、CPIの上昇要因となる可能性も
固定電話料金	▲0.23%	・ 固定電話事業における新規参入等により、2004年末より固定電話料金の引き下げ競争が激化(日本テレコム2004年12月、NTT2005年1月、KDDI2005年2月)	・ 2005年12月より、順次に影響が一巡していく見込み ・ 料金引き下げが携帯電話等にも広がる兆しもあり、先行きもCPIの下落要因となる可能性も

もっとも、CPIの上方バイアスが1%程度存在する可能性が指摘されていることを踏まえると、これをもってデフレから脱却したと判断することはできない。また、予測期間中も需給ギャップが完全に解消するには至らず、GDPデフレーターも年度を通じて趨勢としてマイナス推移が見込まれる(図表31, 32)。わが国の消費者物価上昇率と完全失業率あるいは需給ギャップとの関係(いわゆるフィリップス・カーブ)からみると、消費者物価が1%程度に上昇するのは失業率が3%前半にまで低下した段階、あるいは需給ギャップが完全に解消した段階ということになる(図表33, 34)。こうした状況に至るのは2007年度に入ってからのこととなる。

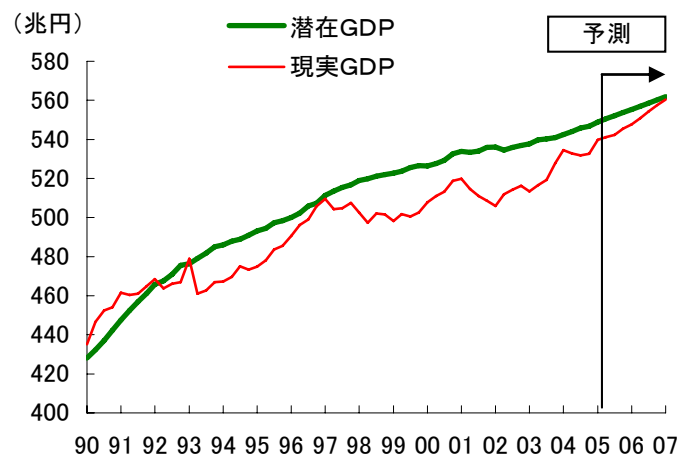
以上のように、CPI上昇率が1%以上に達することや経済成長率の名実逆転が生じることを基準とするならば、日本経済がデフレから脱却する時期は2007年度以降にずれ込むと考えられる。2006年度には、デフレ傾向が大きく緩和するものの、デフレから完全に脱却することはできないと考えられる。2006年度は、デフレ脱却に向けての最終局面と位置づけられよう。

図表31 GDPギャップとデフレーターの見通し



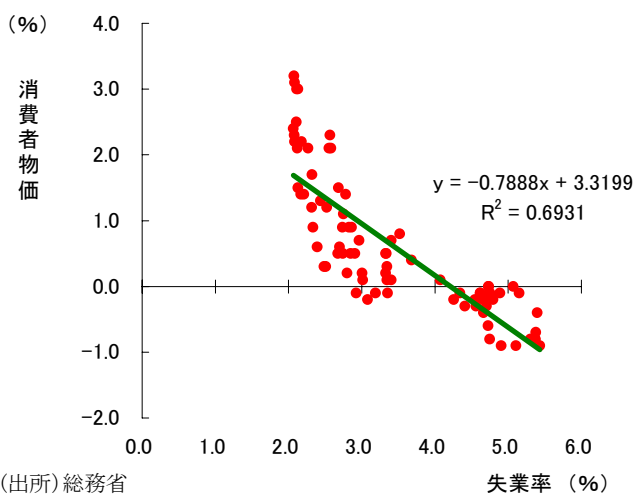
(出所)内閣府「国民経済計算」等により第一生命経済研試算

図表32 潜在GDPと実質GDP



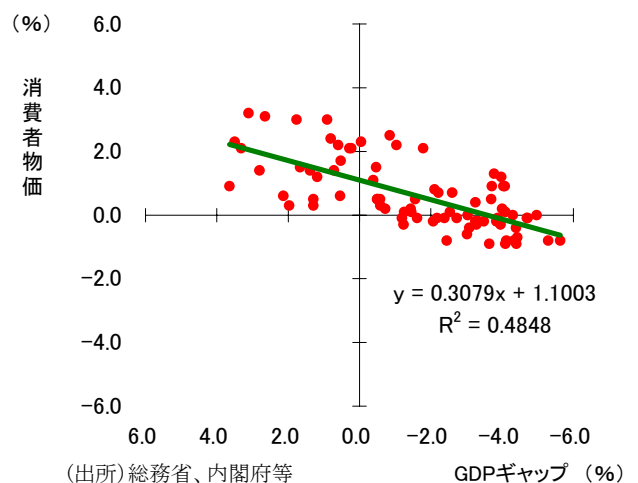
(出所)内閣府「国民経済計算」等により第一生命経済研試算

図表33 フィリップスカーブ(失業率)



(出所)総務省

図表34 フィリップスカーブ(需給ギャップ)



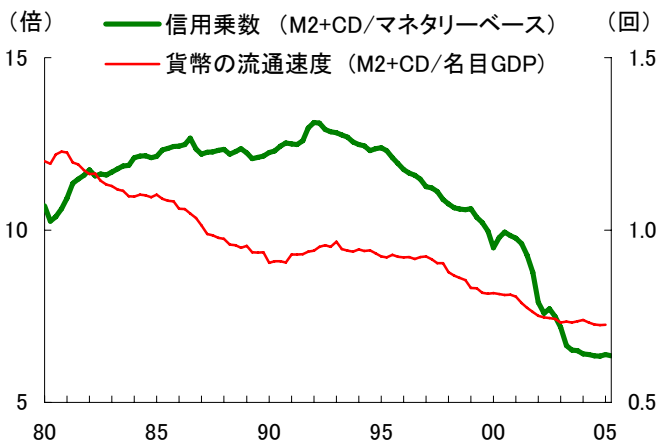
(出所)総務省、内閣府等

○ 金融政策の正常化の展望：2006年度末には量的緩和解除、ただしゼロ金利解除は2007年度以降

第三の「金融政策の正常化の展望」については、2006年度入り後に日本銀行は量的緩和目標の引き下げに踏み切り、2006年度末には量的緩和解除（ゼロ金利政策への転換）を行うと予想する。

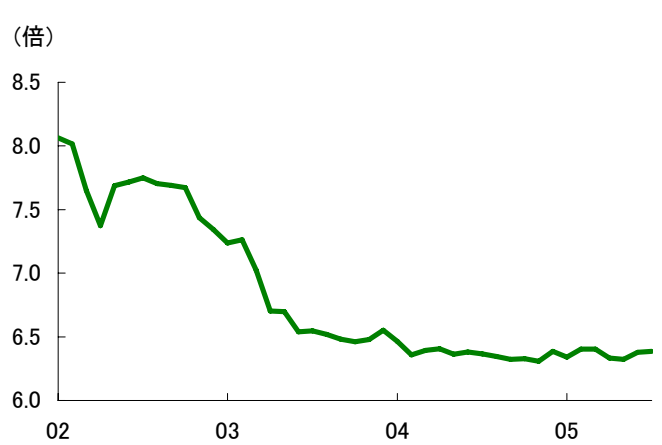
前述の通り、2005年度下期以降には日本経済は安定成長局面に入っている可能性が高く、消費者物価も安定的にゼロ%以上で推移している可能性が高い。加えて2006年度に入った段階では、設備投資の回復が続くなか企業の資金需要も堅調な回復をみせ、金融機関の貸出行動も積極化が進むと予想される。こうしたなかで信用乗数（マネーサプライ/マネタリーベース）が上昇トレンドに転換するなど、量的緩和目標引き下げが行いやすい環境が整ってくると考えられる（図表35, 36）。今回の経済予測の前提では、日本銀行は2006年4～6月期より量的緩和目標（当座預金残高）の段階的引き下げを開始し、2007年1～3月期にはゼロ金利政策に転換する形で量的緩和解除を行うと想定した。

図表35 信用乗数の推移（長期）



(出所) 日本銀行、内閣府

図表36 信用乗数の推移（直近）



(出所) 日本銀行

なお、前述の通りデフレからの脱却が完全ではない以上、2006年度中にプラス金利への転換（ゼロ金利解除）を行うことは避けるべきである。関連して、ゼロ金利解除の時期に関する市場の期待を安定化させることは、時間軸効果を通じた長期金利のコントロールという観点で重要となる。量的緩和解除の是非と時期については、消費者物価が安定的にゼロ%以上になるなどのいわゆる「CPI3条件」が示されているが、ゼロ金利政策がいつの時点で解除されるのかについては明示的な条件は示されていない。この点に関するひとつのアイデアとしては、日本銀行がインフレ参照値を提示するなど「望ましい物価上昇率」に関するアナウンスを行うことが適当であると考え。わが国の物価統計の特徴や日本経済の特質等に留意は必要であるが、先進国でインフレ目標を導入している国のターゲットが2%程度であること、消費者物価の上方バイアスが1%程度あること、金融政策運営の糊代として1%程度のフロアがあったほうが望ましいことなどを考えると、概ね1.5～2.0%程度のインフレ率を中期的な政策目標とすべきであると考え。

### 3. リスクシナリオおよび政策提言

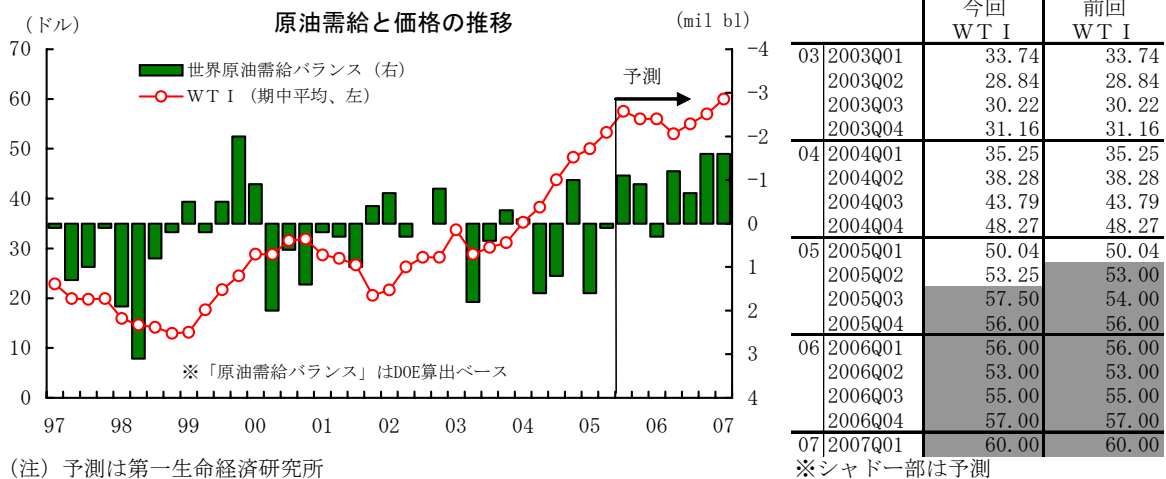
#### ○ リスクシナリオ①:原油価格急騰や長期金利上昇による海外経済の失速

以上のように、日本経済は2005年度下期以降には安定成長軌道に復帰すると考えられる。もっとも、リスクシナリオとして、①原油価格急騰や長期金利上昇等をきっかけとする海外経済の失速、②早すぎる財政・金融政策の引き締めによる景気失速、等には引き続き注意が必要である。

原油価格については、前回予測時よりコンセンサス対比高めの予測をしていたが、現状では当研究所の高め予想をも上回る推移が続いている。今回の経済予測の前提では、2005年度のWTIを55.7ドル/バレル（前回前提54.8ドル/バレル）、2006年度を56.3ドル/バレル（同56.3ドル/バレル）と実勢を踏まえて足もとの上方修正を行った（図表37）。

世界の生産余力が世界需要のわずか3%程度という需給逼迫状況が改善されない限り、原油価格は高値圏で推移すると予想される（図表38）。需給環境に改善がみられるのは、新規に開発されている油田の供給力が顕現する2007年度以降のこととなろう。世界経済見通しの上ぶれによる予想以上の需要増加や地政学的リスクの高まりによる供給不安などが生じた場合には、当研究所の想定以上に原油価格が上昇する可能性もありうる。また原油価格の持続的上昇によりインフレ懸念が高まった場合、現在低位に止まっている長期金利が上昇し世界経済の成長減速をもたらすリスクも考えられる。外生的ショックという観点では、引き続き原油価格急騰あるいは長期金利上昇による海外経済の失速が警戒される。

図表37 原油価格の見通し



(注) 予測は第一生命経済研究所

図表38 OPEC 生産余力

	生産能力	生産量	超過生産 現行枠比	生産枠			余剰生産能力		
				04年9月 合意	05年3月 合意	05年6月 合意	生産量比	3月 生産枠比	6月 生産枠比
サウジアラビア	1,050	955	+45	878	894	910	+95	+156	+140
イラン	400	390	▲21	396	404	411	+10	▲4	▲11
クウェート	250	247	+22	217	221	225	+3	+29	+25
UAE	255	233	▲11	236	240	244	+22	+15	+11
カタール	80	78	+5	70	71	73	+2	+9	+7
ナイジェリア	246	242	+11	222	227	231	+4	+20	+15
リビア	165	165	+15	145	147	150	+0	+18	+15
アルジェリア	135	135	+46	86	88	89	+0	+47	+46
<b>OPEC 8</b>	<b>2,581</b>	<b>2,445</b>	<b>+112</b>	<b>2,249</b>	<b>2,291</b>	<b>2,333</b>	<b>+136</b>	<b>+290</b>	<b>+248</b>
ベネズエラ	220	212	▲110	311	317	322	+8	▲97	▲102
インドネシア	101	95	▲50	140	143	145	+6	▲42	▲44
<b>OPEC 10</b>	<b>2,902</b>	<b>2,752</b>	<b>▲150</b>	<b>2,700</b>	<b>2,750</b>	<b>2,800</b>	<b>+150</b>	<b>+152</b>	<b>+102</b>
イラク	250	175					+75		
<b>OPEC 計</b>	<b>3,152</b>	<b>2,927</b>					<b>+225</b>		

(注) 生産枠の「現在」は、6月OPEC臨時総会時点。  
(出所) 各種報道に基づき(株)第一生命経済研究所作成



○ リスクシナリオ②: 早すぎるマクロ経済政策の引き締め

国内のリスクとしては、早すぎるマクロ経済政策の引き締めに必要なと考えている。現段階のマクロ政策の方向を確認すると、財政政策は中期的に削減方向で運営されており、租税政策も定率減税の縮減など2005年度より増税方向に転換、金融政策については緩和方向が維持されている状況にある。財政再建と金融政策の正常化を図ることは重要な課題であるが、過去に早すぎる政策転換が景気の腰折れをもたらした事例があることを踏まえると、現状以上の引き締め政策については景気情勢に合わせた慎重な検討が不可欠である。

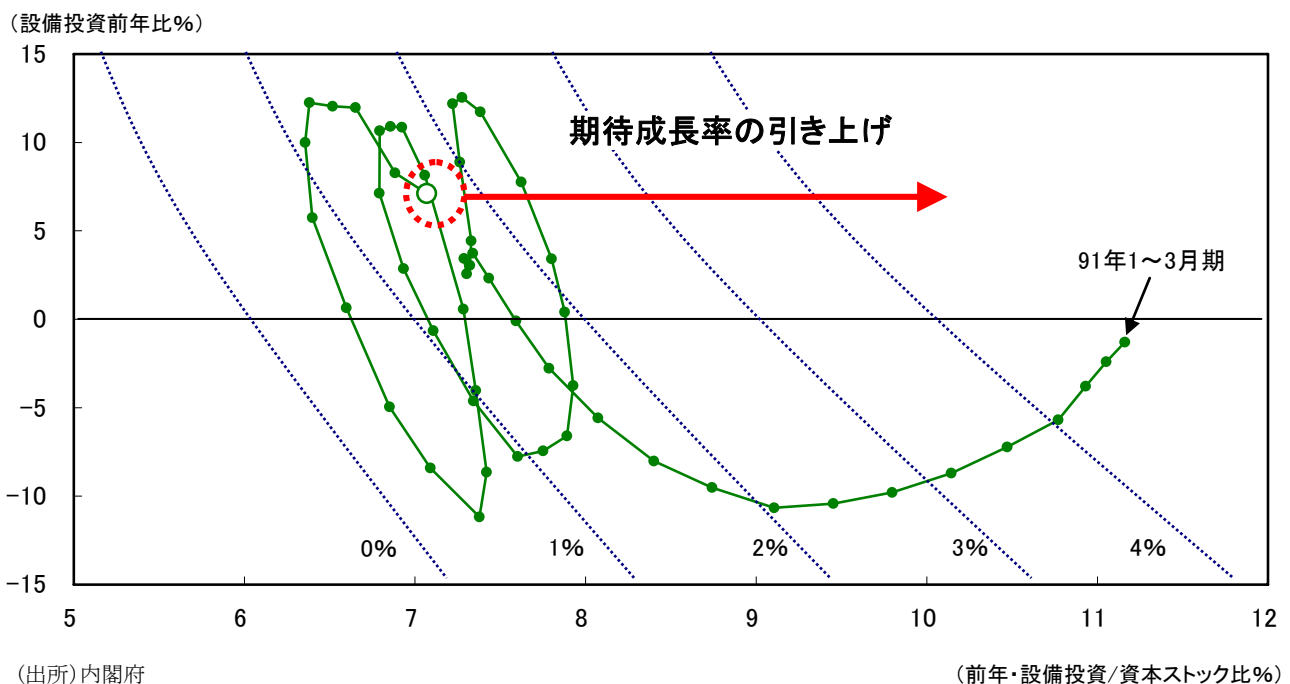
今回の経済予測では、2006年度における定率減税の廃止、2006年度中の量的緩和解除等を前提条件として織り込んでいるが、さらなる所得税・住民税増税の実施、設備投資減税の縮減・廃止、早期のゼロ金利解除等の追加的な引き締め政策が行われた場合は、景気失速のリスクも否定できなくなってくる。

○ デフレ脱却後の課題： 財政再建と高齢人口減少社会への対応

以上のように、日本経済はようやくデフレからの脱却を展望しうる状況にまで回復しつつある。もっとも、日本経済がデフレから完全に脱却できたとしても、その先に必ずしもバラ色の未来が待っているわけではない。デフレ脱却後の日本経済の大きな課題となるのは財政再建と高齢・人口減少社会への対応である。

財政再建や人口減少に関する不確実性は、企業や家計の期待成長率の回復にとって大きな重荷である。これらの問題に対する解決策を明らかにすることにより、企業・家計の成長期待を高めることは今後の景気回復の持続性を高める上でも有効な施策となる。特に、2006年度後半には資本ストック循環が成熟局面に入っていく。2007年度以降も設備投資の回復を持続させるためには、企業の期待成長率を現状以上に高めていく施策が必要になる（図表39）。具体的には、当面のデフレ脱却を確実にするマクロ経済政策の運営に加えて、①経済成長と両立可能な財政再建プランの提示（財政再建プランを明確に提示するとともに、例えば名目成長率が4%に達するまではその計画を実施しないというルール）、②規制改革・民営化等による潜在成長率の引き上げ、などが検討に値しよう。

図表39 資本ストック循環



以上

< 日本経済短期チーム >

飯塚 尚己 (iizuka@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

新家 義貴 (shinke@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

長谷山則昭 (haseyama@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

齋藤 俊輔 (saitoh@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

徳永 香奈 (tokunaga@dlri.dai-ichi-life.co.jp)