

**2005・2006 年度改訂日本経済見通し**  
 ～メインシナリオでは安定成長が持続、進展する日本経済の正常化～

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 + 2.6% (前回 + 2.2%)
	名目 + 1.7% (前回 + 1.6%)

2006年度予測	実質 + 1.8% (前回 + 1.8%)
	名目 + 1.7% (前回 + 1.7%)

(前回は 2005 年 4～6 月期 GDP 二次速報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 >

### 1. 日本経済の現状：踊り場を脱して安定成長局面入り

- 2005年7～9月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%（同年率+1.7%）と、潜在成長率と目される+1.5%程度の成長テンポを維持した。成長の内訳をみても、民間需要主体の回復基調の持続が確認されるなど、総じて底堅い内容といえる。今回のGDP統計速報の公表を受けて、当研究所は2005・2006年度の日本経済見通しを改訂した。改定後の実質GDP成長率の見通しは2005年度が+2.6%（前回予測+2.2%）、2006年度が+1.8%（同+1.8%）、名目GDP成長率の見通しは2005年度が+1.7%（同+1.6%）、2006年度が+1.7%（同+1.7%）である（予測詳細は3ページの総括表参照）。2005年7～9月期の堅調なGDP統計の結果を受けて2005年度の予測値は上方改訂したが、2006年度の予測値に変更はない。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も基本的に変更はない。
- 2005年度下期に入って、日本経済は予想通り景気の踊り場を脱した。景気の踊り場局面入りの要因となったIT在庫調整と輸出減速はともに終息している。企業リストラの終息や期待成長率の回復などの構造改善を背景に、民間需要が堅調な回復を続けていることにも変わりはない。先行指標等から判断して年度下期の設備投資の増加はほぼ確実視され、冬季ボーナスの増加や株価の堅調な推移等から個人消費も復調傾向を続けると見込まれる。年末クリスマス商戦におけるIT需要の行方や韓国・台湾との競合、基礎素材の在庫調整、定率減税の縮減等の懸念材料はあるものの、年度末に向けて日本経済は設備投資と個人消費を両輪とする安定成長を続ける可能性が高いと考える。

### 2. 2005・2006年度の注目点：景気回復の持続性、デフレ脱却の可能性、金融政策の正常化

- 日本経済に対する当面の注目点は、①2006年度以降の景気回復の持続性、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、の三点と考えている。第一の「景気回復の持続性」については、基本的には肯定的な見方をとっている。景気回復トレンドは、①設備投資が伸びを鈍化させつつも増加を続けること、②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、③景気の自律回復メカニズムが復活しつつあること、等から予測期間中は回復基調が続くと予測する。2006年度後半には資本ストック循環が成熟局面に入ることもあって、設備投資の伸びが鈍化する可能性がある。この場合、景気全体の回復にも一種の天井感が意識され始める状況が予想される。もっとも、個人消費の堅調な推移が続くことや、消費回復が非製造業の設備投資の回復を促すことなどから、景気が大きく減速することは避けられる。
- 第二の「デフレ脱却の可能性と時期」については、2005年10～12月期より消費者物価は前年比プラスに転換（生鮮除くCPI予測：2005年度+0.1%、2006年度+0.5%）、2006年度下期にはGDPデフレーターもプラスに転換する可能性が高まるなど、デフレ脱却に向けての動きが明確になっていくと予想される。経済の需要不足を表す需給ギャップも、2006年度後半にはほぼ解消することになる。もっとも、CPIには一定の上方バイアスが存在する可能性があり、GDPデフレーターも年度を通じてみれば下落（前年比▲0.1%）が続くと予想される。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、完全な脱却は2007年度以降に持ち越される可能性が高い。
- 第三の「金融政策の正常化の展望」については、2006年4月に日本銀行は量的緩和解除に踏み切り、その後3～6ヵ月程度をかけて当座預金残高の引き下げを実施することを想定している（政策目標は金利ターゲットに転換）。2006年度には、信用乗数の上昇トレンドへの転換などの日銀当座預金残高の吸収を行い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）は避けるべきと考える。予測の前提となる政策想定でも、2006年度中のゼロ金利解除は織り込んでいない。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も検討に値しよう。

### 3. 今回の景気回復に対する評価：進展する日本経済の正常化

- 景気動向指数等の趨勢的な動きから判断して、2002年1月をボトムとする景気回復は2005年9月時点で拡張期間44ヵ月と戦後3番目の長寿景気となったとみられる。また今後の景気が当社の予測通りに推移した場合、今回の景気回復は拡張期間としては「いざなぎ景気」を越える戦後最長の景気回復となる（2006年4月で平成景気、2006年10月でいざなぎ景気と並ぶ計算）。今回の景気回復が予想以上に長寿となった背景には、①資本ストック循環が拡大局面に入っていたこと、②デジタル家電の普及など耐久消費財ブームが発生したこと、③企業部門の調整が一巡していたこと、など民間需要の回復が起こりやすい素地が整っていたことが指摘できる。これら要因は、岩戸景気、いざなぎ景気、平成景気などの過去の長寿景気にも共通してみられる特徴である。
- 前回予測でも指摘したように、今回の景気回復期間中に生み出された経済厚生（実質GDP成長率×景気回復期間）は、景気回復期間中の実質成長率の低さから、いざなぎ景気や平成景気には遠く及ばないと考えられる。もっとも、今回の長期にわたる景気回復のなかで、日本経済の体質が大きく改善している点は重要である。経済の自律回復メカニズムの正常化は、デフレ圧力が解消することにより更に強化されよう。また、個人消費と非製造業への回復が相互作用的に進むことにより、経済の安定度（不況抵抗力）もまた一層高まることになる。前述の通り、2006年度後半以降には景気の天井感が意識される局面に入るとみられるが、その後も1990年代後半のような急速かつ深刻な景気後退が発生する可能性はかなり小さくなっている。

### 4. リスク・シナリオ及び政策提言

- 2006年度中に景気が腰折れするリスクとしては、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早すぎるマクロ経済政策の転換による景気失速、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%ルール等）、②規制改革・民営化等の構造改革加速による潜在成長率の引き上げ、③社会保障制度改革の方向性の明示、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。

以上

【日本経済 予測総括表】

日本経済	(%)					前回見直し (2005年9月二次QE後)	
	2002年度 実績	2003年度 実績	2004年度 実績	2005年度 予測	2006年度 予測	2005年度 予測	2006年度 予測
実質GDP	0.8	2.0	1.9	2.6	1.8	2.2	1.8
(内需寄与度)	0.1	1.2	1.4	2.6	1.6	2.2	1.7
(外需寄与度)	0.7	0.8	0.5	0.1	0.2	0.0	0.2
個人消費	0.7	0.5	1.2	1.9	1.3	1.7	1.3
住宅投資	▲2.3	▲0.3	2.1	0.1	1.3	▲0.4	2.0
設備投資	▲3.7	8.3	5.1	8.3	4.2	8.2	4.8
民間在庫投資	0.3	0.1	0.2	▲0.0	0.1	▲0.1	0.0
政府消費	2.4	1.2	2.7	1.9	2.0	1.8	2.0
公的固定資本形成	▲5.1	▲9.0	▲15.1	▲3.6	▲6.3	▲6.3	▲8.2
財・サ輸出	11.0	10.0	11.9	7.5	7.1	5.2	6.8
財・サ輸入	5.0	3.1	9.4	9.0	7.5	6.2	6.9
GDPデフレーター	▲1.5	▲1.2	▲1.1	▲0.9	▲0.1	▲0.6	▲0.1
名目GDP	▲0.7	0.8	0.8	1.7	1.7	1.6	1.7
鉱工業生産	2.8	3.5	4.1	1.5	3.9	1.7	3.9
経常利益	7.2	16.9	24.6	7.3	6.1	6.3	6.4
完全失業率	5.4	5.1	4.6	4.2	3.9	4.2	3.9
雇業者報酬	▲2.3	▲1.0	▲0.1	1.5	2.2	1.4	2.1
新設住宅着工戸数	114.6	117.4	119.3	122.0	121.6	120.6	122.1
経常収支(10億円)	13,387	17,297	18,210	17,004	17,788	17,020	18,200
名目GDP比率	2.7	3.4	3.6	3.3	3.4	3.3	3.5
国内企業物価	▲1.6	▲0.5	1.5	1.7	1.4	1.7	1.4
消費者物価(生鮮除く総合)	▲0.8	▲0.2	▲0.2	0.1	0.5	0.1	0.7
長期金利	1.1	1.1	1.5	1.5	1.9	1.5	1.9
為替レート(円/ドル)	120.9	112.5	107.3	111.7	111.0	111.4	109.3
原油価格(ドル/バレル)	29.1	31.4	45.1	59.1	65.0	60.0	62.0
米国実質成長率(暦年)	1.6	2.7	4.2	3.6	3.6	3.7	3.6
中国実質成長率(暦年)	8.3	9.5	9.5	9.4	9.4	9.3	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。

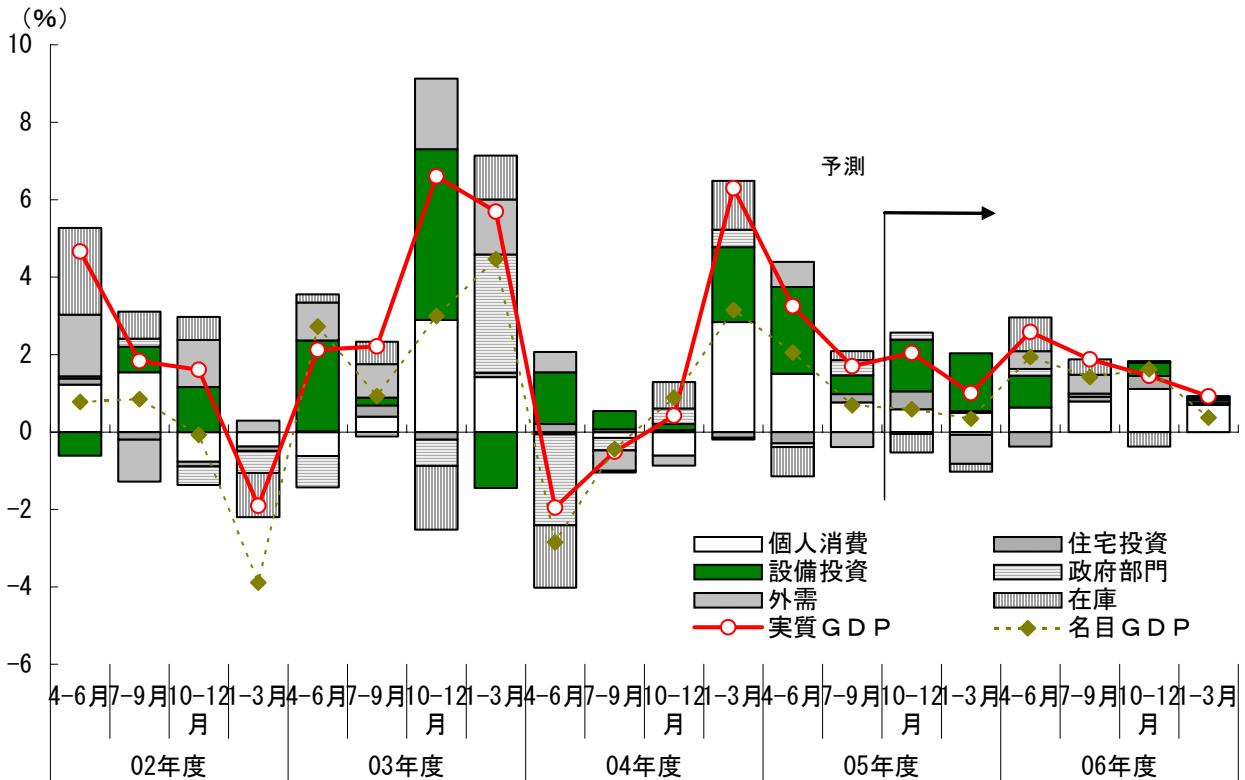
3.原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格。

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。

6.民間在庫投資は寄与度。

【実質GDP成長率の予測(前期比年率、寄与度)】



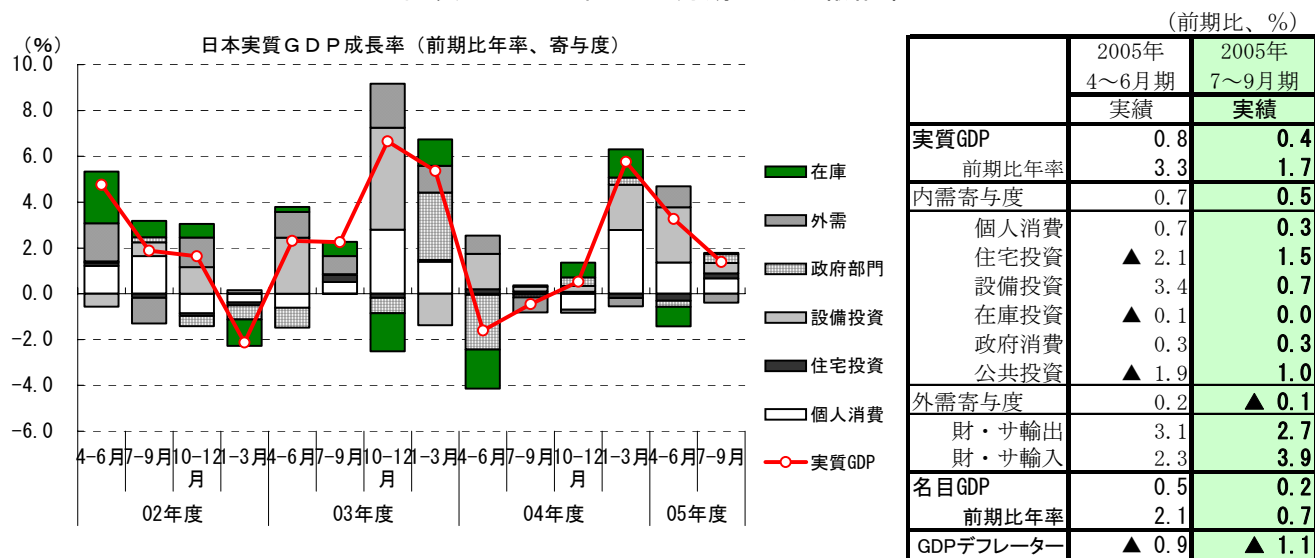
# 1. 日本経済の現状: 踊り場を脱して安定成長局面入り

2005年7~9月期の実質GDP成長率は前期比+0.4%（同年率+1.7%）と、前2四半期の高成長の反動から伸び率は低下したものの、潜在成長率と目される+1.5%程度の成長テンポを維持した。成長の内訳をみても、民間需要の二本柱である個人消費と設備投資が前期比増加を維持しており、民間需要主体の回復トレンドの持続が確認されるなど、総じて底堅い内容といえる（図表1）。

今回のGDP統計速報の公表を受けて、当研究所は2005・2006年度の日本経済見通しを改訂した。改定後の実質GDP成長率の見通しは2005年度が+2.6%（前回予測+2.2%）、2006年度が+1.8%（同+1.8%）、名目GDP成長率の見通しは2005年度が+1.7%（同+1.6%）、2006年度が+1.7%（同+1.7%）である。いわゆるゲタの影響を除いた年度内成長率では、2005年度が+1.4%、2006年度が+1.2%と潜在成長率近傍の堅調な成長が続くと予想している。2005年7~9月期の堅調なGDP統計の結果を受けて2005年度の予測値は上方改訂したが、2006年度の予測値に変更はない。

景気のシナリオとしては、2005年度下期には日本経済が安定成長局面に入るとの見方に変更はない。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、の三点であろう。2006年度中に景気が腰折れに至るリスクとしては、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早すぎるマクロ経済政策の転換による景気失速、に引き続き注意が必要と考えている。

図表1 2005年7~9月期 GDP 速報結果

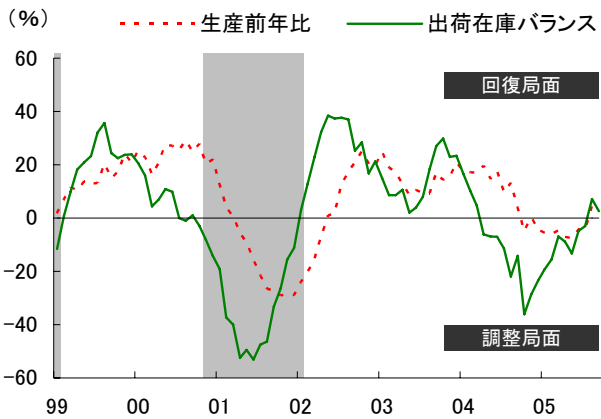


## ○ 想定通り、2005年度下期に日本経済は踊り場脱出

2005年度下期に入って、日本経済は予想通り景気の踊り場を脱した。振り返ってみれば、2004年半ばよりわが国の景気が踊り場に入ったのは、①アテネ五輪の反動や世界的なハイテク需要の減速等を背景に電子部品・デバイス等のIT分野で在庫調整が発生したこと、②製造業の世界的な生産鈍化や中国の景気抑制策により輸出の伸びが鈍化したこと、等がその主因であった。これらのうち、IT分野の在庫調整については、情報化関連財の出荷・在庫バランスや生産指数から判断して7~9月期には在庫調整の終息が確認されている（図表2）。半導体や液晶等の市況の反発力が弱く（図表3）、今後のIT需要の強さについては不確実性が残るものの、少なくとも過剰在庫がIT分野の生産を強く抑制する状況ではなくなっている。また、輸出についても、対中輸出や東アジアでのIT製品の産業内貿易を中心に回復が確認されており、実質輸出や輸出数量の伸びも再び拡大しつつある（図表4）。先行きについても、米国ISM製造業指

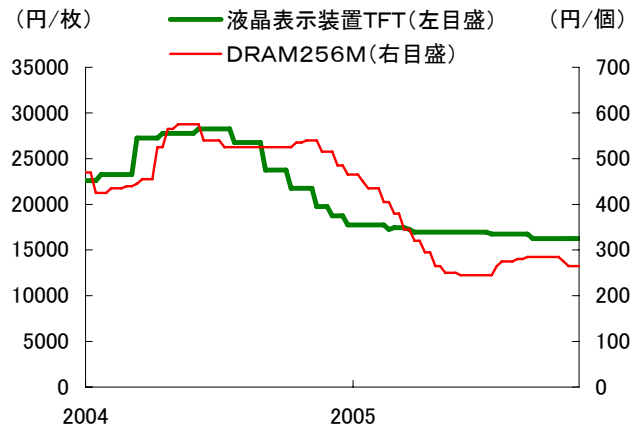
数、OECD景気先行指数、機械受注外需等の輸出先行指標に改善傾向がみられるなど、先行きの輸出回復の持続が示唆されている（図表5）。

図表2 情報化関連財の出荷在庫バランス



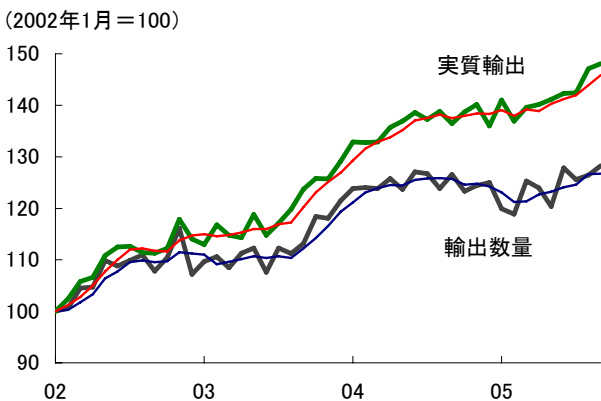
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」  
(注) IT部門は情報化関連財の加重平均

図表3 半導体・液晶の国内市況



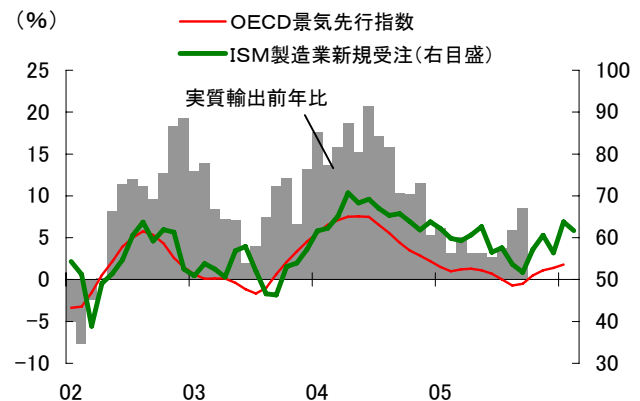
(出所) 日本経済新聞

図表4 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

図表5 輸出先行指標と実質輸出前年比



(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

○ 構造改善を背景に引き続き堅調な民間需要

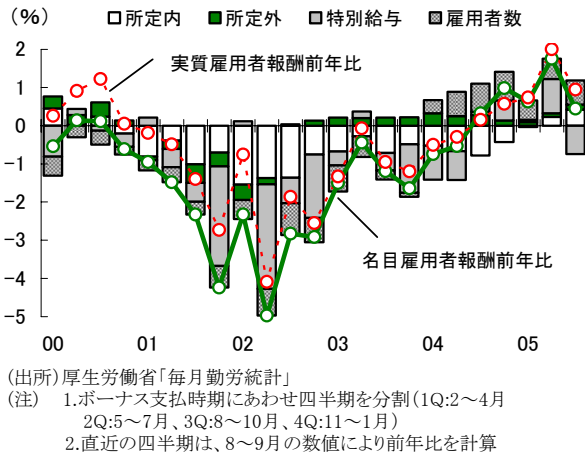
企業リストラの終息や期待成長率の回復などの構造改善を背景に、民間需要が堅調な回復を続けていることにも変わりはない。

個人消費を取り巻く環境をみると、消費支出の源泉となる雇用者報酬は夏季ボーナス増加もあって前年比プラス基調が定着しており、消費マインドも雇用不安の解消や株価回復などを背景に高水準で安定推移している（図表6,7）。年度下期についても、冬季ボーナスの増加や株価の堅調な推移等から、個人消費も復調傾向を続けると見込まれる。

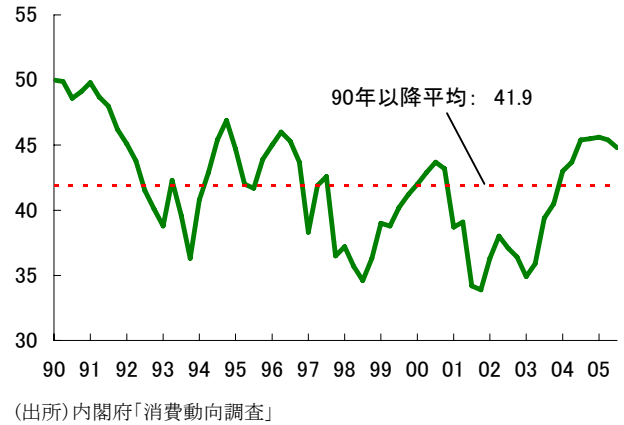
設備投資については、先行指標となる機械受注の動きをみると、7～9月期の受注（民需除く船電）は前期比+2.1%と前期から伸びが拡大しており、10～12月期の見通しは同+6.2%の大幅増加となっている。また業種別（図表8）には、製造業の受注が高原状態（7～9月期：前期比+0.4%、10～12月期：同+1.3%）を続けることに加えて、非製造業（船舶電力除く）にも回復が波及している（7～9月期：前期比+1.0%、10～12月期：同+10.0%）。このように機械受注の結果は、2005年度下期の設備投資が非製造業に回復の裾野を広げつつ、全体としての伸びが加速する可能性を強く示唆している。このことは、2005年度下期の設備投資計画が、非製造業を含めて総じて上方修正されていることとも整合的である（図表9）。2005年度下期の設備投資の加速はほぼ確実視される。

年末クリスマス商戦における IT 需要の行方や韓国・台湾との競合、基礎素材の在庫調整、定率減税の縮減等の懸念材料はあるものの、年度末に向けて日本経済は設備投資と個人消費を両輪とする安定成長を続ける可能性が高いと考えられる。

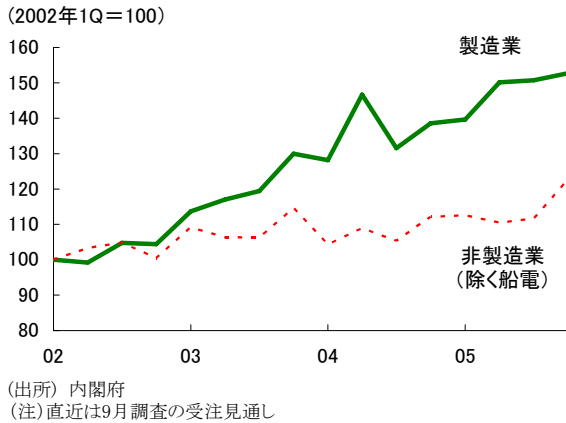
図表6 雇用者報酬前年比



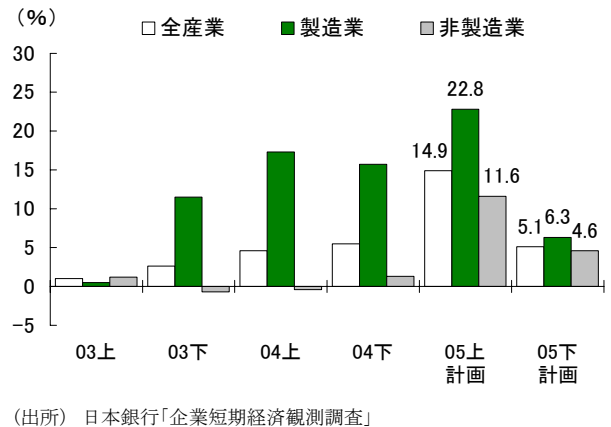
図表7 消費者態度指数



図表8 機械受注



図表9 短観・設備投資計画 (9月調査)



## 2. 2005・2006年度の注目点: 景気回復の持続性、デフレ脱却の可能性、金融政策の正常化

以上のように、日本経済は景気の踊り場を脱したと見てよい状況にある。また、先行指標の動きなどから考えて、2005年度下期の日本経済が設備投資を中心に回復軌道をたどることも、ほぼ確実視されると見てよい。日本経済に対する当面の関心は、①2006年度以降の景気回復の持続性、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、の三点と考えている。

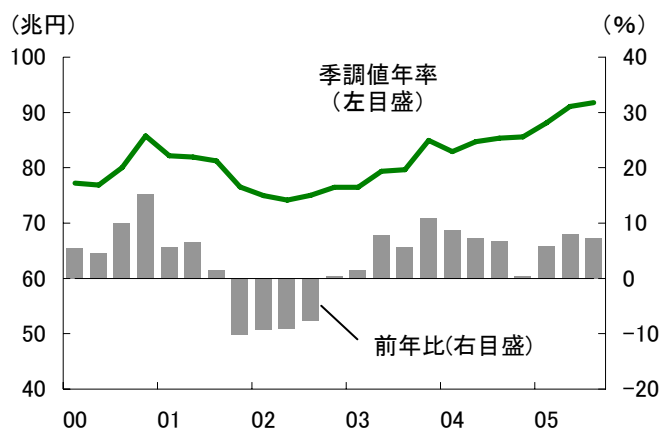
### ○ 景気回復の持続性：2006年度は景気回復が続くが、年度後半には天井感が現れ始める可能性

第一の「景気回復の持続性」については、基本的には2006年度いっぱい回復が持続すると考えている。景気回復のトレンドは、①設備投資が伸びを鈍化させつつも増加を続けること、②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、③景気の自律回復メカニズムが復活しつつあること、等から予測期間中は回復基調が続くことになろう。

まず、今後の景気回復のリード役となるのはやはり設備投資である。わが国の設備投資は、2002年4～6月期を底に3年以上にわたって回復を続けている(図表10)。今回の設備投資の回復の背景を改めて整理すると、当初は海外景気回復に伴う輸出増加をきっかけに回復が始まったが、その後、①企業リストラの進展による過剰債務・過剰設備の調整終了、②景気回復に伴う期待成長率の回復とデフレ期待の緩和、

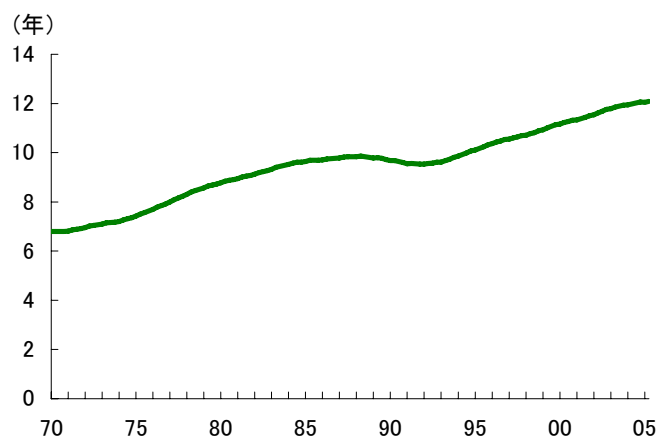
③長期の投資抑制による設備老朽化（更新需要の増加）（図表11）、④巨額のフリーキャッシュフローの存在（非金融法人企業ベース：20.8兆円）、等によって投資回復が本格化した。前述の通り、2005年度以降は非製造業にも設備投資の回復が広がっているが、このところの地価下落の緩和や個人消費の復調を受けて、先行きも安定的な増加を続けると予想される。2005年度の設備投資は前年比+8.3%、2006年度は同+4.2%の増加を予測する。

図表10 今回回復局面における設備投資



(出所) 内閣府

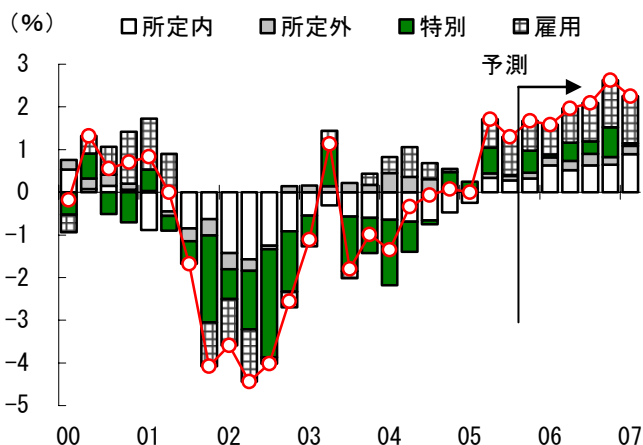
図表11 生産設備のビンテージ（設備年齢）



(出所) 内閣府「資本ストック統計」により第一生命経済研試算

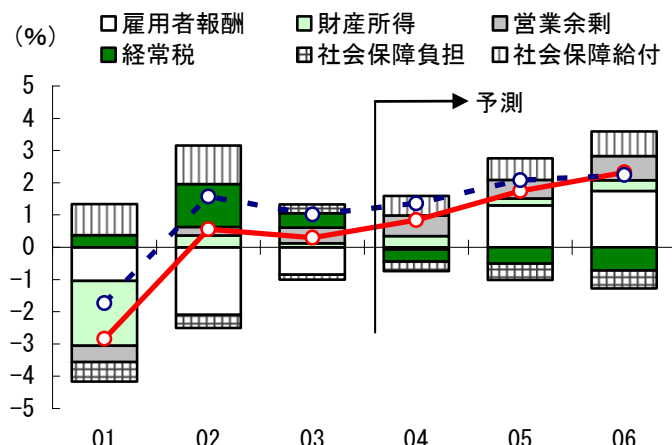
民間需要のもう一本の柱である個人消費については、2006年度も安定的な増加が続くと考えられる。高水準の企業収益や企業の雇用リストラの一巡から雇用者報酬は増加傾向で推移、可処分所得も増加傾向で推移することが見込まれる（図表12, 13）。また景気回復に伴って失業率も持続的に低下することが予想され、消費マインドも安定的に推移することが予想される。2005年度の個人消費は実質+1.9%、2006年度は同+1.3%の増加を予測する。定率減税の縮減・廃止を始めとする公的負担の増大が所得の伸びを抑制するため（図表14）、個人消費が景気回復のリード役となることは難しいが、景気回復の安定役となることは期待してよいであろう。

図表12 雇用者報酬の見通し



(出所) 厚生労働省、総務省  
(注) 2005年10-12月期以降はDLRI予測値

図表13 名目可処分所得の見通し



(出所) 内閣府



図表14 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）

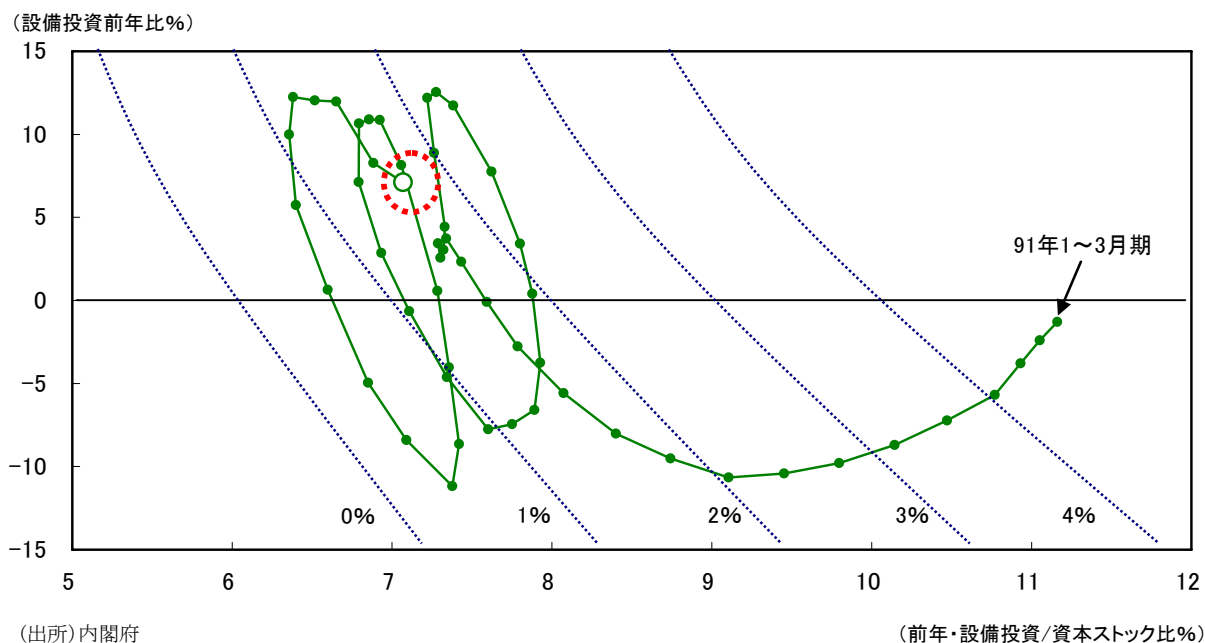
\* 定率減税は07年1月に廃止と仮定。厚生年金等保険料、雇用保険料は労使折半。

なお、2006年度後半には資本ストック循環が成熟局面に入ることもあるとあって、設備投資の伸びが鈍化する可能性がある。この場合、景気回復のリード役である設備投資の増加テンポが鈍化することによって、景気全体にも一種の天井感が意識され始める展開も予想される。

もともと、経済の総需要の6割弱を占める個人消費が安定的な回復を続けており、また前述の通り、個人消費の回復は非製造業の設備投資の回復を促すことになる。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。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。

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。

図表15 資本ストック循環



○ デフレ脱却の可能性と時期： 2006年度はデフレ脱出に向けての最終局面

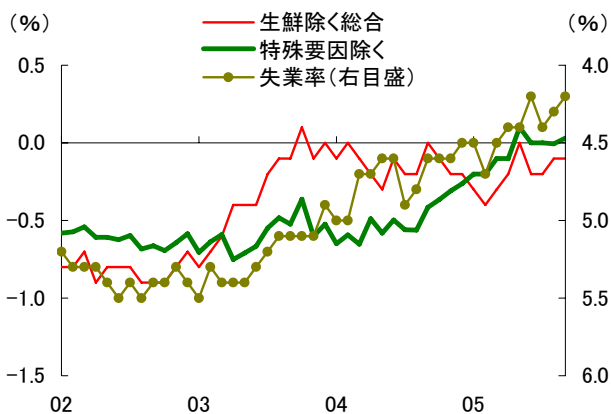
第二の「デフレ脱却の可能性と時期」については、2005年10～12月期より消費者物価は前年比プラスに転換（生鮮除くCPI予測：2005年度+0.1%、2006年度+0.5%）、2006年度下期にはGDPデフレーターもプラスに転換する可能性が高まるなど、デフレ脱却に向けての動きが徐々に明確になっていくと予想される。

各種の制度変更や異常気象等の特殊要因を除いた消費者物価の動きをみると、景気回復に伴う労働需給の改善や単位労働コストの改善に伴って趨勢的にマイナス幅が縮小、直近では前年比ゼロ近傍にまで達している（図表16, 17）。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、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。2006年度も、電力料金の再値下げや医療費診療報酬の引き下げなどから、実勢以上に消費者物価が押し下げられる可能性もあるが、基本的には労働需給の改善等を背景に安定的なプラス基調で推移すると見込まれる（図表18, 20）。

また、景気回復に伴う経済の需要不足を表す需給ギャップは、2005年7～9月期時点で▲5.1兆円（潜在GDP比▲0.9%）と、今回の景気ボトムの2002年1～3月期の▲30.0兆円（同▲5.6%）に比べて大きく縮小している。また、2005年度下期以降の日本経済が当研究所の予測通りに推移した場合、2007年1～3月期の需給ギャップは▲1.2兆円（同▲0.2%）とほぼ解消に近い状況に至る（図表19）。

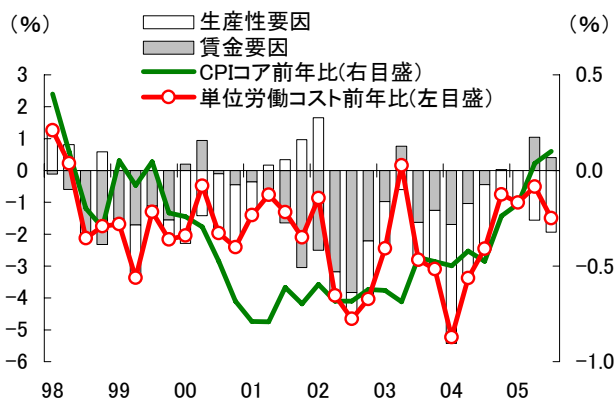
ただし、CPIには一定の上方バイアスが存在する可能性があり、GDPデフレーターも年度を通じてみれば下落（前年比▲0.1%）が続くと予想される。これらを踏まえれば、2006年度にデフレからの完全な脱却ができるとみるのは楽観的と思われる。2006年度はデフレ脱却の最終局面との位置づけになろう。

図表16 特殊要因除くベース（全国コア）



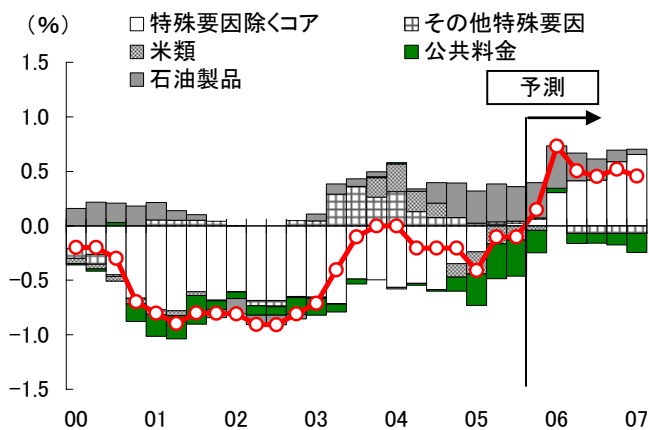
(出所) 総務省

図表17 単位労働コスト



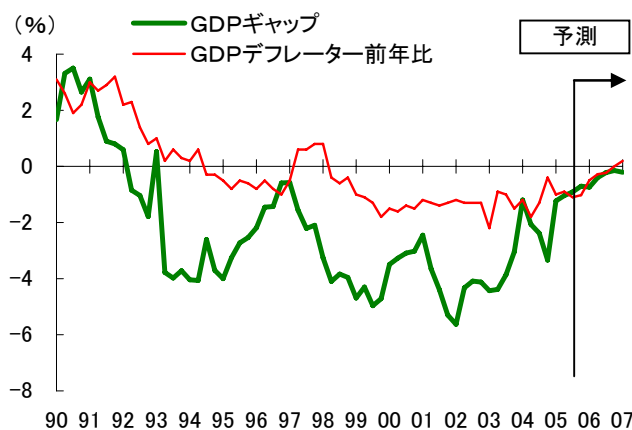
(出所) 内閣府、厚生労働省、総務省  
(注) 消費者物価は特殊要因除くベース

図表18 消費者物価の見通し（総合、コア）



(出所) 総務省

図表19 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20 消費者物価に影響を与えている特殊要因

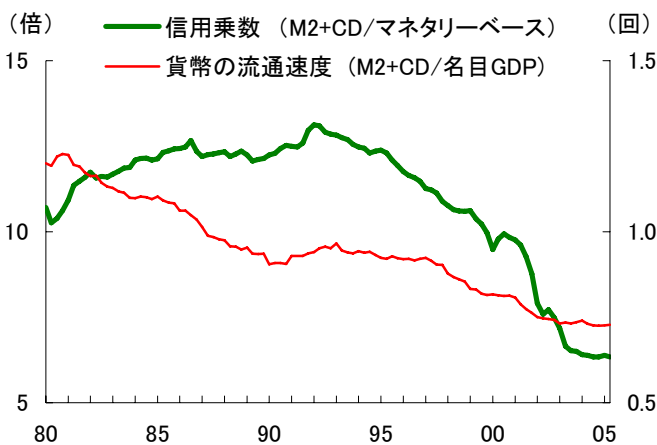
品目	CPIへの寄与度 (05年3Q)	変動の背景	今後の見通し
診療代	+0.00%	・ 2003年4月より医療費自己負担引き上げ(20%→30%)	・ 影響はすでに一巡(2004年4月以降)、06年4月より診療報酬引下げ(2-5%で調整)の予定
たばこ	+0.00%	・ 2003年7月より増税に伴うたばこ価格値上げ(平均8%程度)	・ 影響はすでに一巡(2004年7月以降)
生鮮肉 (牛どん)	+0.03%	・ 2003年12月よりBSE発生に伴い米国産牛肉の輸入停止 ・ 米国産牛肉の輸入停止に伴う国産牛等への代替により、牛どん店舗の一部が価格引き上げ	・ 足もとで影響は一巡しつつあり ・ 12月に一部米国産牛肉の輸入が再開される見通し、CPIの下落要因となる可能性
米類	▲0.13%	・ 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年産の作況指数は101と「やや良」
電気代	▲0.10%	・ 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 ・ 06年4月より東京、関西、中部、九州電力が料金値下げ(平均4%程度)の見通し
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する見込み ・ 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

○ 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4月に日本銀行は量的緩和解除に踏み切り、その後3～6ヵ月程度をかけて当座預金残高の引き下げを実施することを想定している（政策目標は金利ターゲットに転換）。

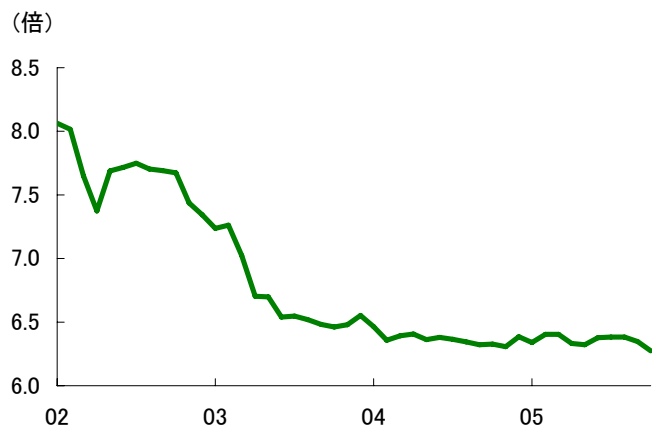
日本経済は2006年度に向けて安定成長を続ける可能性が高く、また消費者物価も2005年度下期以降は安定的にゼロ%以上で推移している可能性が高い。加えて2006年度に入った段階では、設備投資の回復が続くなか企業の資金需要も堅調な回復をみせ、金融機関の貸出行動も積極化が進むと予想される。こうしたなかで信用乗数（マネーサプライ／マネタリーベース）が上昇トレンドに転換するなど、日銀当座預金残高の削減が行いやすい環境が整ってくると考えられる（図表21, 22）。

図表21 信用乗数の推移（長期）



(出所) 日本銀行、内閣府

図表22 信用乗数の推移（直近）



(出所) 日本銀行

もつとも、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）は避けるべきと考える。予測の前提となる政策想定でも2006年度中のゼロ金利解除は織り込んでいない。

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検討に値すると考える。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存在すること、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られる。

### 3. 今回の景気回復に対する評価：進展する日本経済の正常化

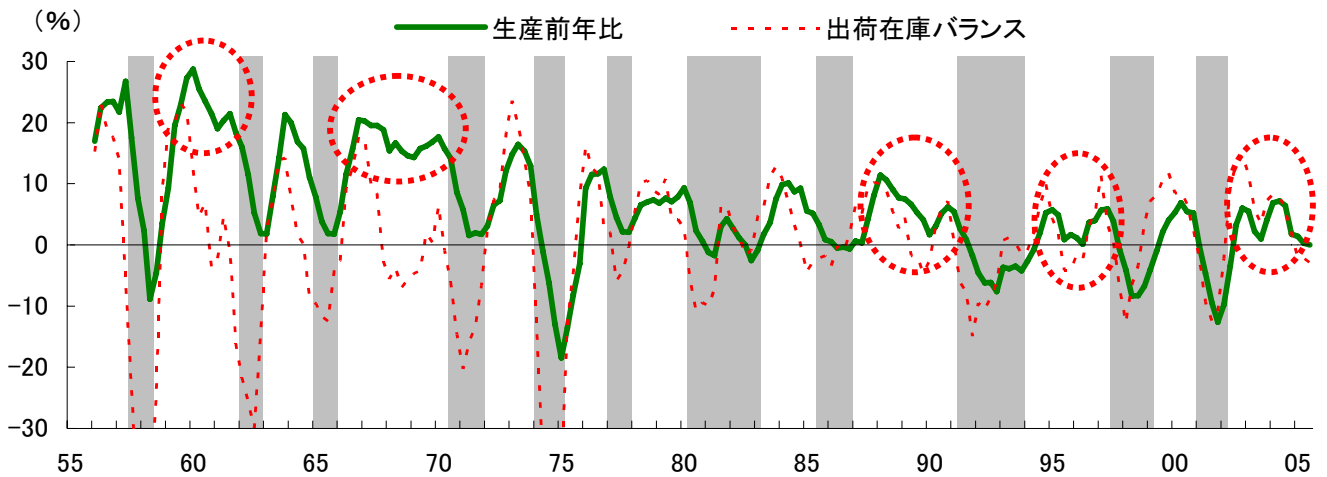
景気動向指数は景気循環の山谷を決めるテクニカル指標である。このところの景気動向指数の趨勢的な動きから判断して、2002年1月を底とする景気回復は、2005年9月現在も持続していると見てよさそうである。この結果、今回の景気回復は拡張期間44ヵ月と戦後3番目に長い長寿景気となったとみられる（図表23）。また今後の景気が当社の予測通りに推移した場合、今回の景気回復は拡張期間としては「いざなぎ景気」を越える戦後最長の景気回復となることになる。今回の景気回復が平成景気に並び戦後第2位となるのは2006年4月（拡張期間51ヵ月）、いざなぎ景気に並び戦後第1位となるのは2006年10月の時点である（拡張期間57ヵ月）。

図表23 景気の基準日付

	谷	山	谷	期 間			景気循環の通称	
				拡張	後退	全循環	拡張局面	後退局面
第1循環		昭和26年6月	昭和26年10月		4			
第2循環	昭和26年10月	昭和29年1月	昭和29年11月	27	10	37		
第3循環	昭和29年11月	昭和32年6月	昭和33年6月	31	12	43	神武景気	なべ底不況
第4循環	昭和33年6月	昭和36年12月	昭和37年10月	42	10	52	岩戸景気	
第5循環	昭和37年10月	昭和39年10月	昭和40年10月	24	12	36	オリンピック景気	40年不況
第6循環	昭和40年10月	昭和45年7月	昭和46年12月	57	17	74	いざなぎ景気	
第7循環	昭和46年12月	昭和48年11月	昭和50年3月	23	16	39		石油危機
第8循環	昭和50年3月	昭和52年1月	昭和52年10月	22	9	31		ミニ不況
第9循環	昭和52年10月	昭和55年2月	昭和58年2月	28	36	64		世界同時不況
第10循環	昭和58年2月	昭和60年6月	昭和61年11月	28	17	45		円高不況
第11循環	昭和61年11月	平成3年2月	平成5年10月	51	32	83	平成景気	平成不況
第12循環	平成5年10月	平成9年5月	平成11年1月	43	20	63		
第13循環	平成11年1月	平成12年11月	平成14年1月	22	14	36		

今回の景気回復は、回復期間中に二度の回復の踊り場を含んでおり、生産指数や在庫循環の動きを見ても回復期間中に複数のピークが来る「ツイン・ピークス型（あるいはトリプル・ピークス型）」の景気回復となっている。戦後日本経済の景気循環を振り返ってみると、岩戸景気、いざなぎ景気、平成景気、バブル崩壊後の回復などの長期の景気回復は、複数の生産・在庫循環がドッキングしたツインピークス型の回復がほとんどである（図表24）。

図表24 戦後の鉱工業生産と在庫循環

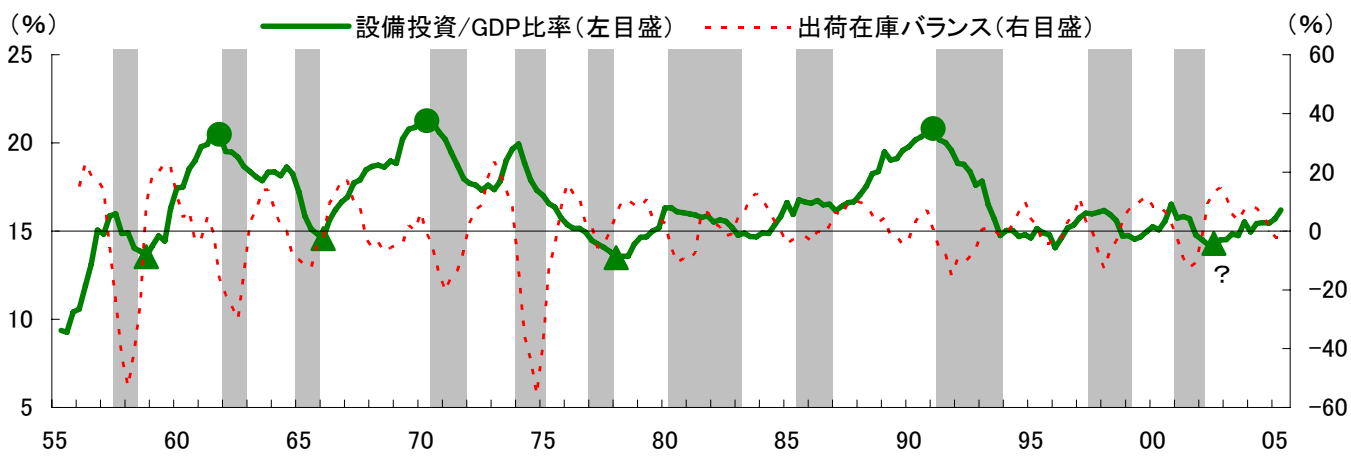


(出所) 経済産業省

これらツインピークス型の景気回復を振り返ると、岩戸景気、いざなぎ景気、平成景気の三者については、①設備投資循環が中期回復局面にあり在庫調整が本格的な景気後退に結びつかなかったこと（図表25）、②耐久消費財ブームによって個人消費が堅調な推移を示していたこと（1950年代後半の三種の神器（電気冷蔵庫・電気洗濯機・テレビ）、1960年代末の3C（カー（自動車）・カラーテレビ・クーラー、1980年代後半の耐久消費財の高級化・大型化＝シーマ現象）（図表26）、③景気回復の直前に比較的大型の不況があり経済・産業の構造調整が終息していたこと（なべ底不況、40年不況、世界同時不況～円高不況）、などの共通項がある。

今回の景気回復局面では、設備投資が回復局面にあり、耐久消費財の面ではいわゆる「新三種の神器」のデジタル家電の普及や乗用車の高級化・大型化などのミニブームが発生している。また三つの過剰の調整終息により、民間需要の回復基盤が整ってきていることも過去との共通点がある。

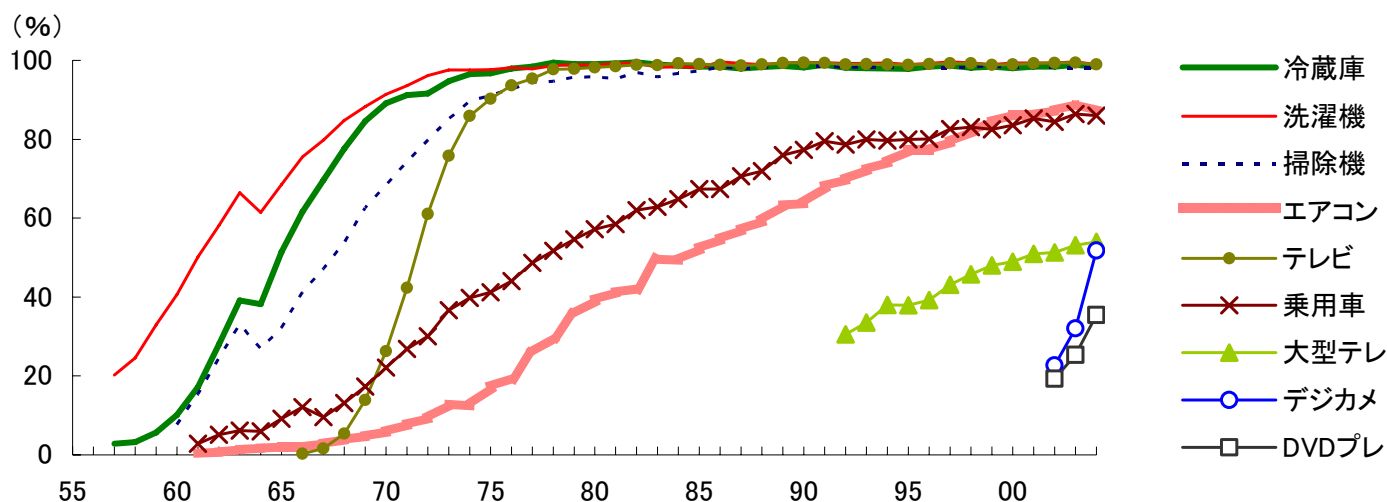
図表25 戦後の設備投資循環と在庫循環



(出所) 内閣府、経済産業省

(注) 図中●印は設備投資循環の中期的なピーク、▲印はボトムとみなされる時点

図表26 耐久消費財の普及率



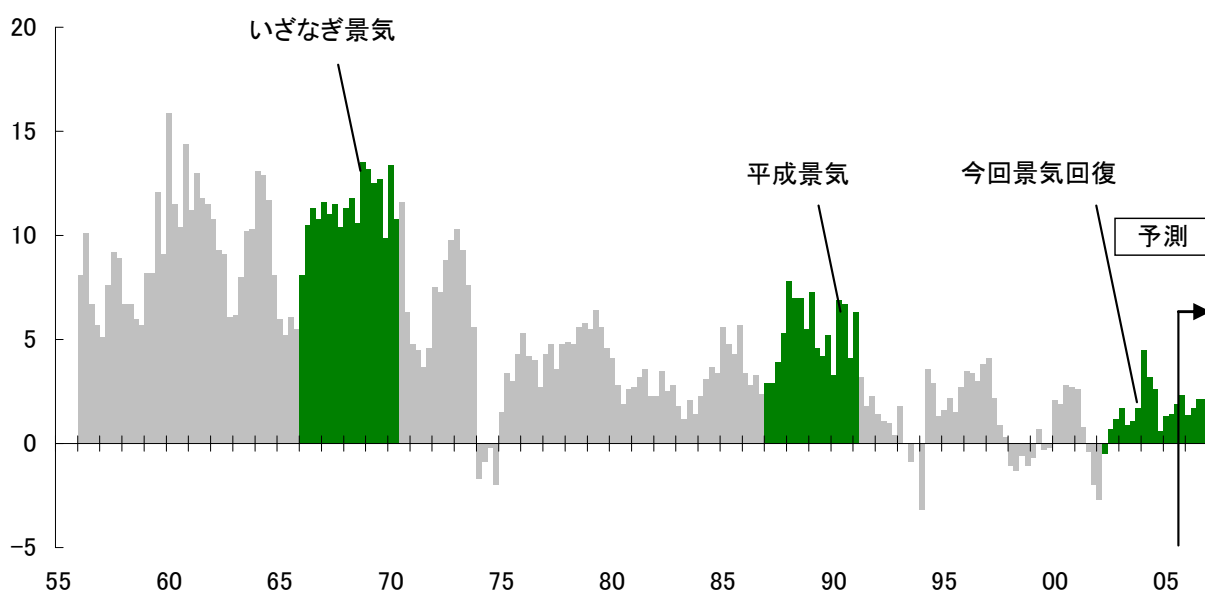
(出所) 内閣府

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る。前回経済見通しでも指摘したことだが、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 (図表27)。

もっとも、今回の長期にわたる景気回復のなかで、日本経済の体質が大きく改善している点は重要である。経済の自律回復メカニズムの正常化は、デフレ圧力が解消することにより更に強化されよう (図表 28)。また、個人消費と非製造業への回復が相互作用的に進むことにより、経済の安定度 (不況抵抗力) もまた一層高まることになる (図表 29, 30, 31, 32)。前述の通り、2006 年度後半以降には景気の天井感が意識される局面に入るとみられるが、その後も 1990 年代後半のような急速かつ深刻な景気後退が発生する可能性はかなり小さくなっている。

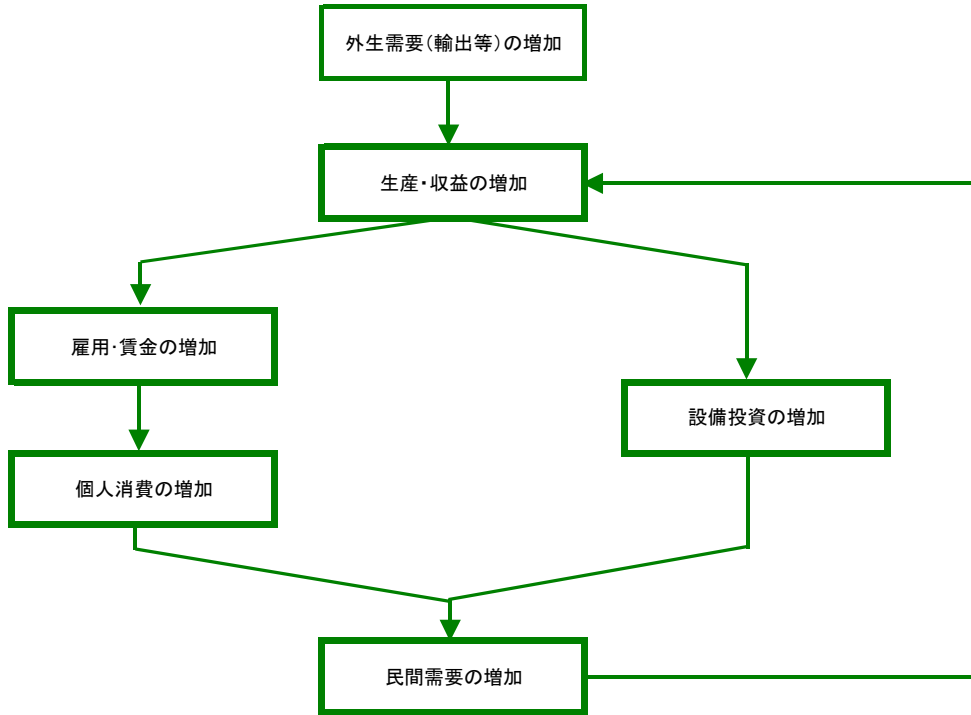
図表27 景気回復によって生み出された経済厚生増分の比較 (実質成長率×回復期間)

(実質GDP成長率・前年比%)

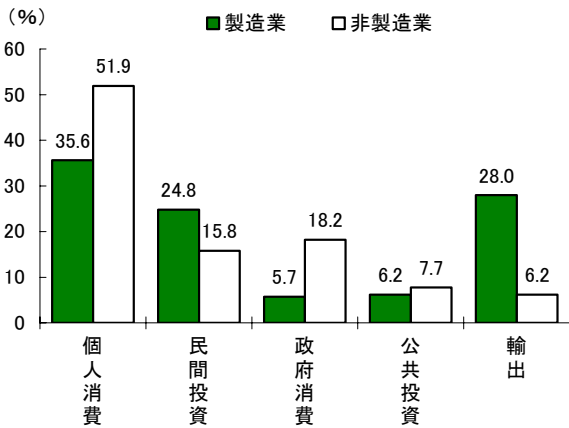


(出所) 内閣府「国民経済計算」により第一生命経済研究所作成

図表28 自律回復のメカニズム

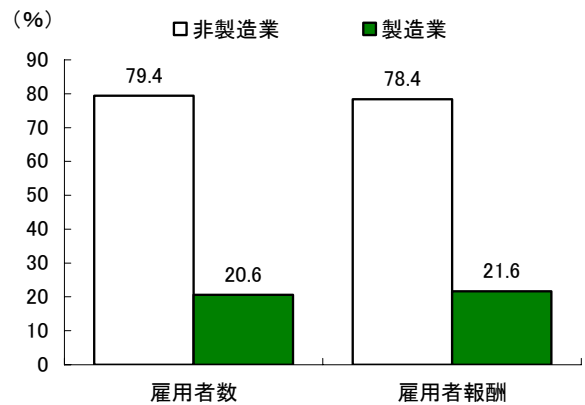


図表29 製造業・非製造業別にみた最終需要構成



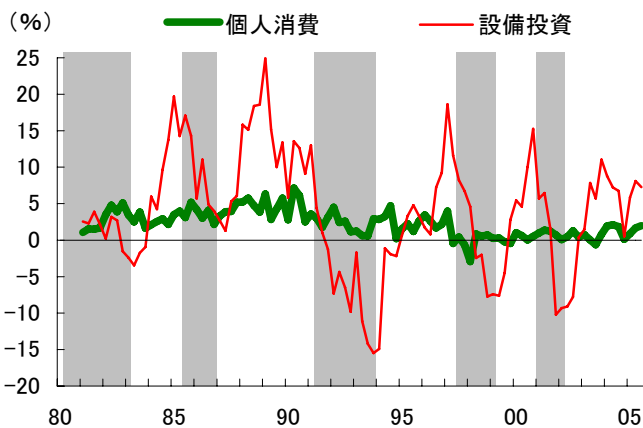
(出所) 総務省「産業連関表」

図表30 雇用・所得の業種別シェア



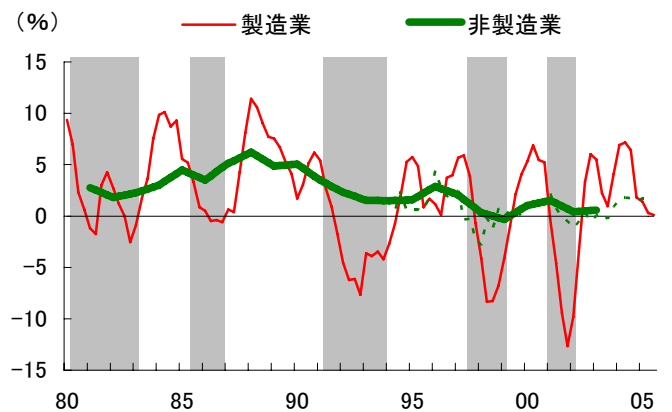
(出所) 内閣府「国民経済計算」  
(注) 過去5年間の平均によりシェアを算出

図表31 景気安定役—個人消費



(出所) 内閣府  
(注) 前年比の推移

図表32 景気安定役—非製造業



(出所) 経済産業省、内閣府  
(注) 製造業はIIP、非製造業はGDP統計(点線は全産業活動指数)

#### 4. リスク・シナリオおよび政策提言

2006年度中に景気が腰折れするリスクとしては、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早すぎるマクロ経済政策の転換による景気失速、等に引き続き注意していきたい。前述の通り、早すぎるゼロ金利解除等は景気回復の持続性を考える上での大きな懸念材料である。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%ルール等）、②規制改革・民営化等の構造改革加速による潜在成長率の引き上げ、③社会保障制度改革の方向性の明示、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。

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)