

2006・2007 年度日本経済見通し ～実現するデフレからの脱出と戦後最長の景気回復～

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、2006・2007 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年度見込	実質+3.4% (前回 +2.8%) 名目+2.0% (前回 +1.5%)
2006年度予測	実質+2.6% (前回 +1.8%) 名目+2.5% (前回 +1.7%)
2007年度予測	実質+2.0% (—) 名目+2.5% (—)

(前回は 2005 年 7～9 月期 GDP 二次速報後の弊社予測値)

【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：理想的な安定成長局面に入りつつある

- 2005年10～12月期の実質GDP成長率は前期比+1.4%（同年率+5.5%）の高成長となった。今回の高成長は、①景気の循環的な踊り場脱出、②設備投資と個人消費の自律回復の始動、③日本企業の競争力強化、海外経済の回復、円安の進展等による輸出増加、などを背景とした実力を反映した高成長である。現状では、GDPデフレーターは前年比▲1.6%と大幅な下落を続けていることを踏まえると、日本経済はデフレ状態から抜け出せていない。もっとも、これまでの景気回復によってGDPギャップ（潜在GDP－現実GDP）は大きく縮小しており、国内需要デフレーターの下落幅が着実に縮小していることもまた事実である。今回のGDP統計の結果は、総じて日本経済がデフレ脱却の最終局面にあり、理想的な安定成長局面に入りつつあることが改めて確認される内容といえる。
- 今回のGDP統計速報の公表を受けて、当研究所は2005・2006年度日本経済見通しの改訂、また新たに2007年度の見直しを行った。実質GDP成長率の見通しは2005年度が+3.4%（前回予測+2.8%）、2006年度が+2.6%（同+1.8%）、2007年度が+2.0%、名目GDP成長率の見通しは2005年度が+2.0%（同+1.5%）、2006年度が+2.5%（同+1.7%）、2007年度が+2.5%である（予測詳細は3ページの総括表参照）。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変更はないが、従来の想定以上に堅調な経済指標の結果を受けて、2005～2006年度の予測を上方修正した。

2. 2006・07年度の注目点：景気回復の持続性、デフレ脱却の時期、今後の金融政策の展望とあり方

- 日本経済に関する当面の注目点は、引き続き、①景気回復の持続性、②デフレ脱却の時期、③今後の金融政策の展望とあり方、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2006～2007年度にかけて景気の回復基調が大きく崩れることはないと考え。足もとの設備投資は、製造業から非製造業へと回復の裾野を広げつつその伸びを拡大させている。2006年度以降は、製造業の設備投資は投資案件の一巡等から伸びが鈍化する可能性が高いが、非製造業の設備投資は期待成長率の回復やデフレ脱却を追い風に回復が本格化すると予想される。2006～2007年度の設備投資は、総じて高水準で推移することになる。また、個人消費も景気の安定的な回復に寄与することになると予想される。企業の人件費抑制の終息に伴う雇用不安の解消と所得増加を背景に、個人消費はすでに基調として回復を始めている。今後はイベント効果や株価上昇などを背景に、耐久消費財の買い替えも進むことになる。税・社会保障負担の高まりは家計の可処分所得の抑制要因となるが、現状以上の行き過ぎた増税論議が行われなければ、個人消費が失速するには至らないであろう。
- 以上のように、2006～2007年度の日本経済は民間需要を主体とする安定成長を続けると予想されるが、2006年度下期から2007年度上期にかけて一時的に成長テンポが鈍化する局面も予想される。2006年度半ばより、①冬季トリノ五輪やサッカー・ワールドカップ終了後のデジタル家電製品等の反動減少、②米国経済の減速による輸出減速、などから景気回復のモメンタムが低下する可能性があるためである。もっとも、2004年度下期から2005年度上期にかけての踊り場局面とは異なり、民間需要による自律回復は軌道に乗っている。また、対中輸出は北京五輪を前にした特需等から増加傾向で推移し、米国経済も金融緩和により2007年後半には成長率が再び加速すると予想される。かねてより指摘の通り、2002年1月をボトムとする今回の景気回復は、1960年代後半の「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が高い。

- 第二の「デフレ脱却の時期」については、2006 年度下期と考えている。わが国の消費者物価(生鮮除く総合)は 2005 年 10～12 月期にすでに前年比プラスに転換しているが、2006 年 10～12 月期には GDP デフレーターもプラスに転換する可能性が高い。2006 年度半ば以降は、経済指標からも明確にデフレ脱却が確認されると予想される。その後の物価に関する関心は、デフレ脱却後の物価上昇テンポへと移っていくことになる。この点については、デフレ脱却後においてもインフレ圧力が大きく高まるとは考えにくく、物価上昇のテンポは緩慢となる可能性が高いと考える。ミスマッチ失業など潜在的な労働投入力が存在することに加えて、民営化・規制改革等により経済全体の生産性を高める余地が十分あると考えられるためである。需給ギャップが解消した後も、当面は潜在成長率が上昇することにより、供給面の制約からインフレ圧力が高まる可能性は低いと考えられる。消費者物価(生鮮除く総合)は、2005 年度が前年比+0.1%、2006 年度が同+0.4%、2007 年度が同+0.7%と予測する。GDP デフレーターは、2005 年度が前年比▲1.4%、2006 年度が同▲0.1%、2007 年度が同+0.4%と予測する。2005 年度から 2006 年度にかけての GDP デフレーターのマイナス幅の急速な縮小は、景気回復に伴う需給バランスの改善に加えて、前年比でみた原油輸入価格の伸び鈍化を反映したものである。
- 第三の「今後の金融政策の展望とあり方」については、2006 年 4 月 28 日の金融政策決定会合において日本銀行は量的緩和解除に踏み切り、その後 3～6 ヶ月程度をかけて当座預金残高の引き下げを実施(政策目標は金利ターゲットに転換)、2007 年度前半(4～9 月)のゼロ金利解除というステップを辿ると想定している。前述の通り、現状ではインフレ圧力が高まるような状況にはないことを踏まえると、少なくとも 2006 年度中においては、デフレ脱却の最後の一押しとして当面はゼロ金利政策を維持すべきあり、さらにゼロ金利解除後も、かつての米国と同様に実質マイナス金利を維持した緩やかな金利引き上げを心がけるべきである。2006 年 4 月の量的緩和解除時には、ゼロ金利解除の時期に関する金融市場の期待を安定化させるために、日本銀行が中期的に目指すべき「望ましい物価安定目標」(インフレ参照値)に関するアナウンスを行うことが必要である。いわゆるインフレ目標政策は、金融政策の透明性と柔軟性を確保する上で有用なフレームワークであり、中期的には導入を検討すべきと考える。もっとも、わが国の実情に見合った適切な制度設計を行うには十分な議論と検討が必要であることや、現状では金融市場を含めてインフレ目標政策に関する認知度が低いことなどを踏まえると、性急な導入は却って金融政策の透明性や柔軟性を損なう可能性がある。当面は、インフレ参照値(1.5～2.0%)のアナウンスによって、ゼロ金利解除のタイミングや中立的なコールレートの水準等に関する客観的な基準を確保することが重要と考える。

3. リスク・シナリオ及び政策提言

- 2006～2007 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。今回の経済見通しでは、金融政策のゼロ金利解除は 2007 年度前半、消費税率の引き上げは最速で 2008 年 4 月と想定しているが、より早期のタイミングでの政策転換は景気腰折れのリスクをはらんだものとなる。また、景気が予想以上に上振れする可能性としては、企業の経営スタンスの変化(「選択と集中」から「新規事業進出・多角化」等への転換)に伴って、企業の設備投資が加速する可能性に留意が必要である。2006 年度以降も金融政策は総じて緩和的な方向で運営される可能性が高く、企業がキャッシュフローを上回る設備投資を行う場合でも、資金調達の面で制約される可能性は小さい。企業マインド次第では、設備投資を中心に景気が予想以上に加速することも、一つのありうべきシナリオとして念頭に置く必要がある。
- デフレ脱却後の日本経済の課題は、財政再建、人口減少下での経済活力の維持、社会保障制度の改革と考える。より長期の景気回復を実現するためには、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:名目 GDP 成長率が 4%に達するまでは大幅な増税は行わない)、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	2003年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
	実績	実績	予測	予測	予測
実質GDP	2.3	1.7	3.4	2.6	2.0
(内需寄与度)	1.5	1.3	2.9	2.3	1.9
(外需寄与度)	0.8	0.5	0.5	0.4	0.1
個人消費	0.8	1.7	2.4	1.9	1.8
住宅投資	0.0	1.7	▲ 0.1	1.8	2.3
設備投資	7.0	5.4	8.5	6.5	3.5
民間在庫投資	0.2	▲ 0.3	0.1	0.0	0.0
政府消費	2.5	1.8	1.6	2.0	2.3
公的固定資本形成	▲ 9.5	▲ 12.4	▲ 1.3	▲ 5.1	▲ 3.9
財・サ輸出	9.7	11.4	8.6	7.9	4.0
財・サ輸入	3.1	8.7	6.3	6.7	3.9
GDPデフレーター	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.4	▲ 0.1	0.4
名目GDP	1.0	0.5	2.0	2.5	2.5
鉱工業生産	3.5	4.1	1.6	3.8	2.9
経常利益	16.9	24.6	10.7	6.0	6.5
完全失業率	5.1	4.6	4.3	3.9	3.7
雇用者報酬	▲ 1.9	▲ 0.3	1.6	2.2	2.8
新設住宅着工戸数	117.4	119.3	124.3	125.7	128.0
経常収支(10億円)	17,297	18,210	18,370	19,645	20,899
名目GDP比率	3.5	3.7	3.6	3.8	3.9
国内企業物価	▲ 0.5	1.5	2.0	1.6	1.2
消費者物価(生鮮除く総合)	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1	0.4	0.7
長期金利	1.1	1.5	1.4	1.7	2.0
為替レート(円/ドル)	113.0	107.5	113.0	118.3	109.5
原油価格(ドル/バレル)	31.4	45.1	60.8	68.3	61.3
米国実質成長率(暦年)	2.7	4.2	3.5	3.5	3.0
中国実質成長率(暦年)	10.0	10.1	9.9	9.8	9.1

前回見直し
(2005年12月二次QE後)

	2005年度	2006年度
	予測	予測
実質GDP	2.8	1.8
(内需寄与度)	2.8	1.7
(外需寄与度)	0.1	0.1
個人消費	2.0	1.2
住宅投資	0.1	1.3
設備投資	8.4	4.4
民間在庫投資	0.1	0.2
政府消費	1.7	1.9
公的固定資本形成	▲ 1.3	▲ 6.4
財・サ輸出	7.3	7.1
財・サ輸入	8.5	8.0
GDPデフレーター	▲ 1.3	▲ 0.1
名目GDP	1.5	1.7
鉱工業生産	1.5	3.9
経常利益	7.3	6.1
完全失業率	4.2	3.9
雇用者報酬	1.5	2.2
新設住宅着工戸数	122.0	121.6
経常収支(10億円)	17,004	17,788
名目GDP比率	3.4	3.5
国内企業物価	1.7	1.4
消費者物価(生鮮除く総合)	0.1	0.5
長期金利	1.4	1.8
為替レート(円/ドル)	115.0	115.0
原油価格(ドル/バレル)	59.1	65.0
米国実質成長率(暦年)	3.6	3.6
中国実質成長率(暦年)	9.4	9.4

(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。

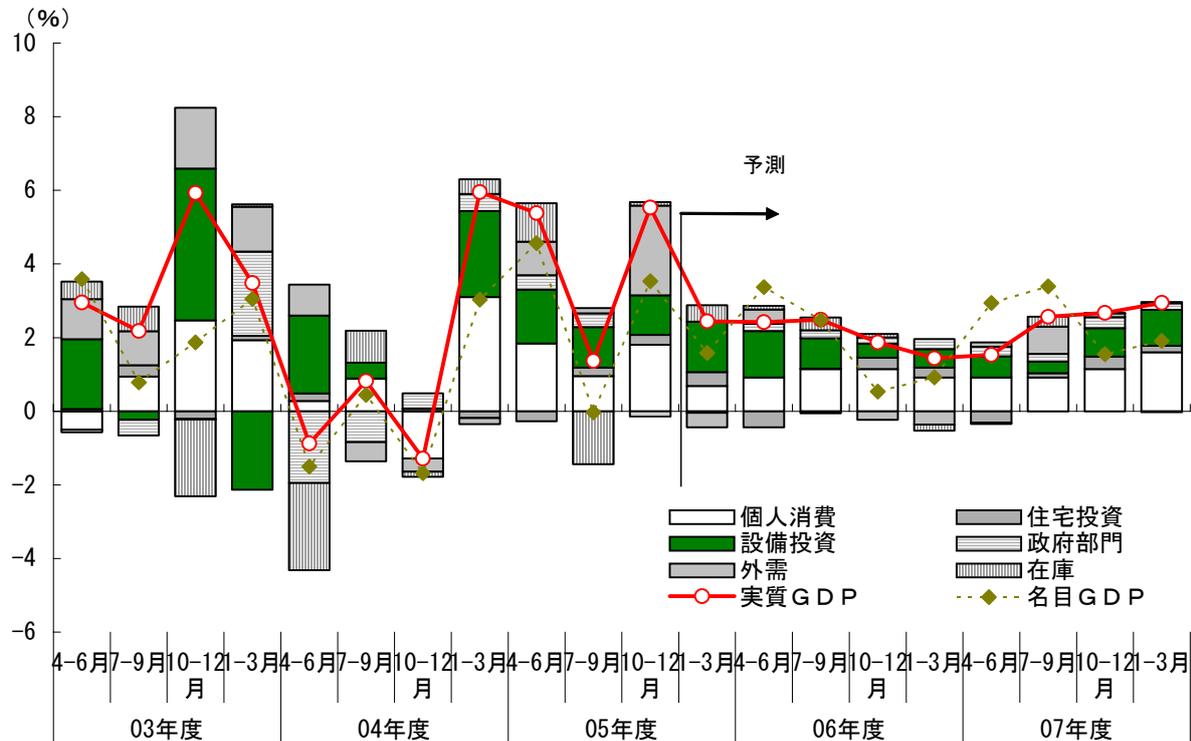
3.原油価格は、米WTI(West Texas Intermediate)価格。

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)】

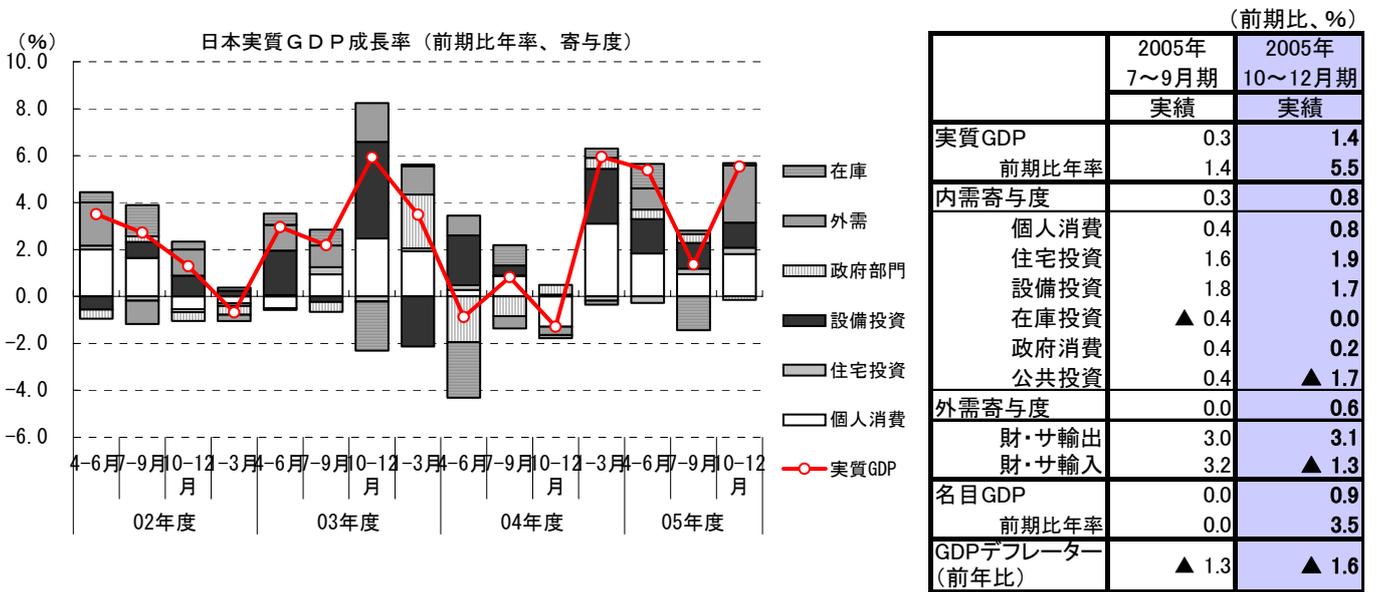


1. 日本経済の現状：理想的な安定成長局面に入りつつある

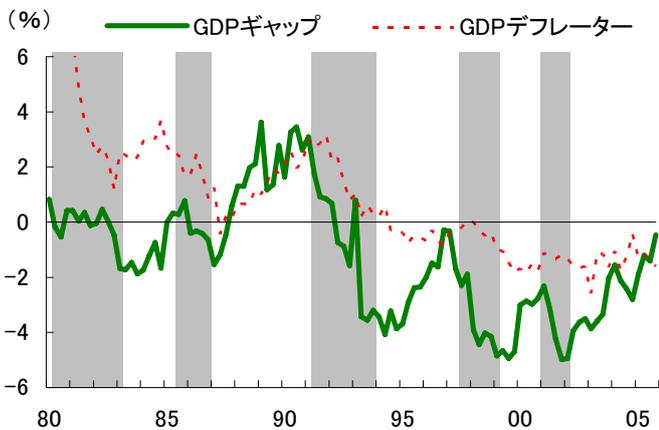
○ 2005年10～12月期GDP統計の結果と評価

2005年10～12月期の実質GDP成長率は前期比+1.4%（同年率+5.5%）の高成長となった（図表1）。今回の高成長は、①景気の踊り場脱出にあたっての成長加速、②設備投資と個人消費を両輪とする自律回復の始動、③日本企業の競争力強化、海外経済の回復、円安の進展等による輸出増加、など実力を反映した高成長である。現状では、GDPデフレーターは前年比▲1.6%と大幅な下落を続けており、日本経済はデフレ状態から抜け出せていない。もっとも、これまでの景気回復によってGDPギャップ（潜在GDP－現実GDP）は大きく縮小しており、国内需要デフレーターの下落幅は着実に縮小していることもまた事実である（図表2,3）。今回のGDP統計の結果は、総じて日本経済がデフレ脱却の最終局面にあり、理想的な安定成長局面に入りつつあることが改めて確認される内容である。

図表1 2005年10～12月期GDP速報結果



図表2 GDPギャップとGDPデフレーター



(出所) 内閣府「国民経済計算」等をもとに当研究所作成

図表3 GDPデフレーター/内需デフレーター（前年比）



(出所) 内閣府

○ 2005・06・07年度の日本経済見通し

今回のGDP統計速報の公表を受けて、当研究所は2005・2006年度日本経済見通しの改訂を行い、また新たに2007年度の見通しを行った。実質GDP成長率の見通しは2005年度が+3.4%（前回予測+2.8%）、2006年度が+2.6%（同+1.8%）、2007年度が+2.0%、名目GDP成長率の見通しは2005年度が+2.0%（同+1.5%）、2006年度が+2.5%（同+1.7%）、2007年度が+2.5%である。

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変更はないが、従来の想定以上に堅調な経済指標の結果を受けて2005～2006年度の予測値を上方修正した。2005年度の実質GDP成長率+3.4%は、実現すればバブル崩壊後初めての3%成長であり、現行統計（1994年1～3月期～）で最も高い成長率となる。続く2006～2007年度についても、基本的には安定成長局面が続き、潜在成長率を上回る成長が実現すると予測する。デフレ脱却のタイミングは、消費者物価に加えてGDPデフレーターがプラスに転じる2006年度下期と予想する。年度成長率の名実逆転が実現するのは2007年度となろう。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、想定以上に景気が上振れる可能性としては、日本企業の経営スタンスの変化を背景に、「選択と集中」から「新規事業進出・多角化」等への転換に伴って、企業の設備投資が加速する可能性に留意が必要である。以下、今回の改訂見通しの詳細についてみていこう。

2. 2006・07年度の注目点：景気回復の持続性、デフレ脱却の時期、今後の金融政策の展望とあり方

前述の通り、日本経済は2005年度下期より安定成長局面に入っている。先行き2006～2007年度を展望するにあたっての日本経済の注目点としては、①今回の景気回復はいつまで続くのか（景気回復の持続性）、②日本経済がデフレから脱出するタイミングはいつになりそうか（デフレ脱却の時期）、③量的緩和解除など金融政策の先行きをどうみるか（今後の金融政策の展望とあり方）、の三点があげられる。以下、それぞれの論点に関する当研究所の見方を説明する。

(1) 景気回復の持続性

○ 景気回復の持続性：2006年度から2007年度にかけて回復基調は大きく崩れない

第一の「景気回復の持続性」については、基本的には2006～2007年度にかけて景気回復の基調が大きく崩れることはないと考えている。期待成長率の回復やデフレ終息を受けて、企業の設備投資は総じて高水準で推移する見込みであり、所得回復とマインド安定を受けて、家計の消費支出も景気安定に寄与すると予想される。2006年度下期以降は、輸出減速などから景気回復に天井感が広がる可能性もあるが、民間需要の安定的な増加に支えられて景気が腰折れするには至らないと考えられる。

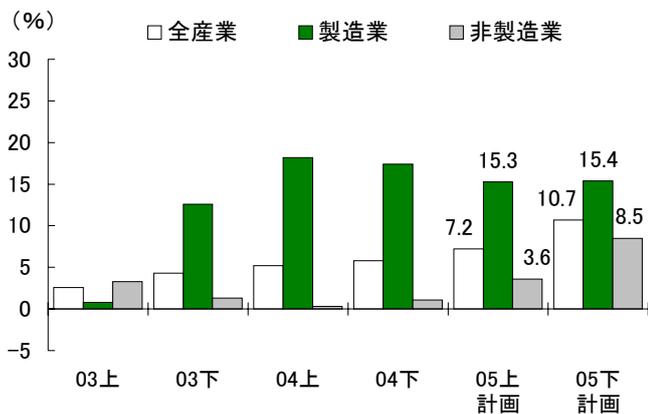
○ 中期的な拡大局面にある設備投資

まず、景気回復を主導するのは企業の設備投資である。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おり、足もとでは製造業から非製造業へと回復の裾野を広げつつその伸びを拡大させている（図表4,5）。

今回の景気回復局面において設備投資が拡大局面に転じた背景には、①長期の投資抑制による設備老朽化（更新需要の増加）、②景気回復と企業リストラの進展による過剰設備の解消、③過剰債務の調整一巡に伴うキャッシュフローの余剰化（図表6）、④景気回復に伴う期待成長率の回復とデフレ期待の緩和（図表7）、などの要因があると考えられる。特に、足もとでの設備投資の加速は、これまでの景気回復の実績などを背景に企業の期待成長率が持ち直してきたことが影響していると考えられる。設備投資の増加がすでに長期にわたっている製造業については、投資案件の一巡等から2006年度下期には前期比での伸びが鈍化する可能性がある（図表8）。もっとも、これまでの設備投資が更新投資中心であったことから、製造業の生産能力指数は2002年1月の景気ボトムを下回る水準

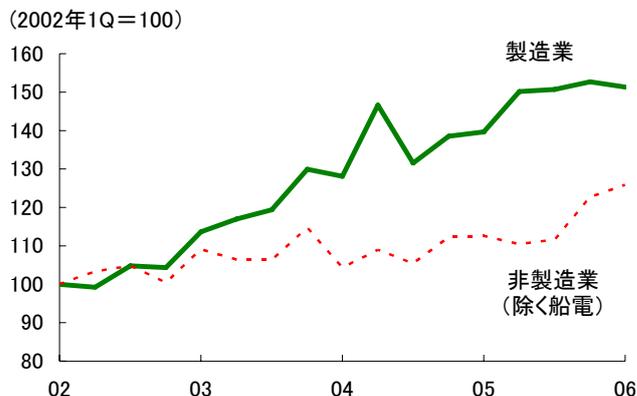
で推移している(図表8)。製造業の設備ストック調整圧力は過去の景気回復局面との比較でもほとんど生じていないと考えられる。また、非製造業の設備投資は2005年度より漸く回復が始まった段階にあり、むしろ2006年度には、①デフレ終息に伴う国内投資環境の改善(実質金利低下)、②個人消費の回復持続による期待成長率の回復、③地価下落の緩和に伴う土地投資リスクの低下、などから設備投資の伸びが高まる可能性が高い。2006年度から2007年度にかけても総じて高水準で推移することが予想される。2005年度の設備投資は前年比+8.5%、2006年度は同+6.5%、2007年度は同+3.5%の増加を予測する。

図表4 日銀短観・設備投資計画(12月調査)



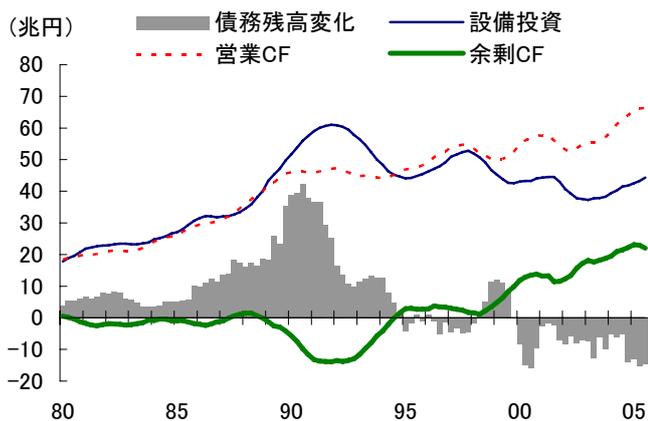
(出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

図表5 機械受注



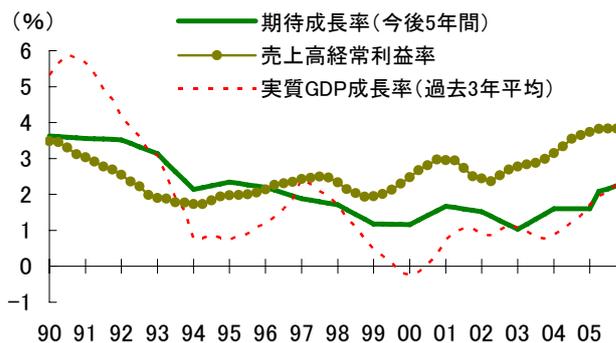
(出所) 内閣府
(注) 直近は12月調査の受注見通し

図表6 企業の余剰キャッシュフロー



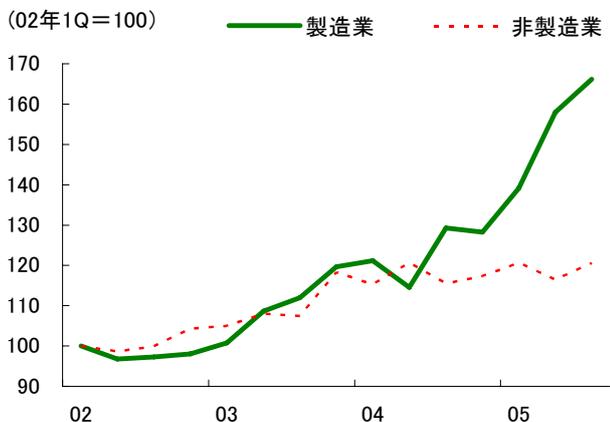
(出所) 財務省「法人企業統計季報」

図表7 企業の期待成長率の推移



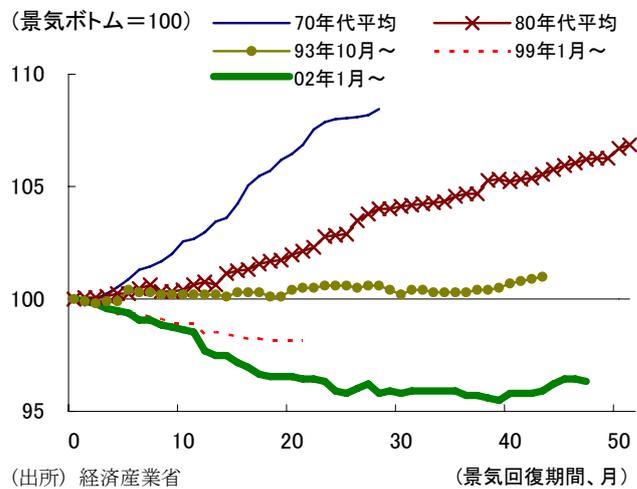
(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」等
(注) 2005年の期待成長率は、以下により推計延長
期待成長率=0.462*経常利益率+0.457*実質GDP前年比
R2:0.92、S.E.:0.563、DW:1.56

図表8 今回回復局面における設備投資の推移



(出所) 内閣府
(注) 95年基準SNA、直近は法人企業統計で延長

図表9 製造業・生産能力指数の推移



(出所) 経済産業省

(景気回復期間、月)

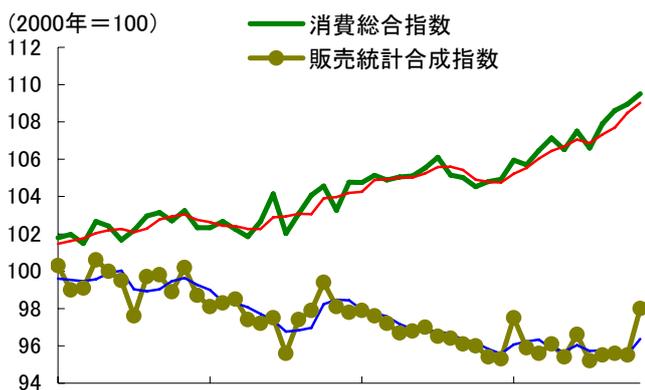
○ 景気回復の安定役となる個人消費

また、景気回復の安定役として期待されるのが個人消費である。2005年に入って、個人消費は回復傾向を鮮明にしているが(図表10)、この背景には企業の労働コスト削減の一巡による雇用不安の解消と雇用者報酬の増加という事情があると考えられる。実際、企業の労働コスト負担を表す労働分配率をみると、2005年には適正水準と考えられる80年代前半の水準にまで低下しており、また企業の雇用過剰感も完全に解消している(図表11)。企業の労働コスト負担の低下に歩調を合わせる形で、家計の雇用者報酬も増加に転じている(図表12)。2006年度には、春闘における賃金引上げが一部企業で再開されるなど、企業から従業員への利益還元の動きが一段と強まっていくと予想される。所得増加とマインド安定による個人消費の回復傾向は2006年度以降も続くことが予想される。

また、2006年度にはサッカー・ワールドカップなどのイベントをきっかけに、デジタル家電等の耐久消費財の購入が刺激される可能性もある。これまでの耐久消費財の出荷動向を踏まえると、足もとでは耐久消費財の潜在的な買い替え需要が存在するとみられる(図表13)。上記のようなイベント効果や株価上昇などを背景として、耐久消費財の買い替え需要が顕在化することも個人消費の回復を促すことになる。

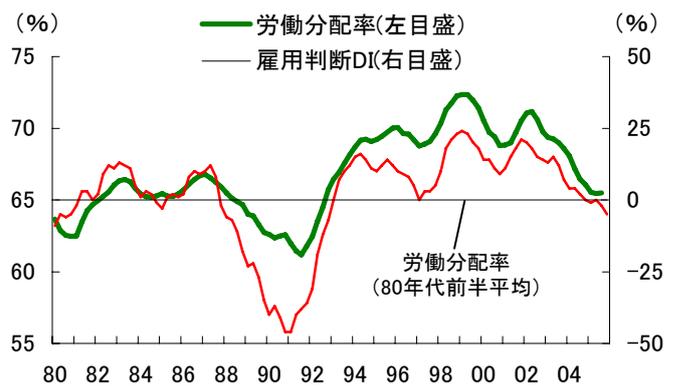
2005年度の個人消費は前年比+2.4%、2006年度は同+1.9%、2007年度は同+1.8%の増加を予測する。定率減税の縮減・廃止や年金保険料の段階的引き上げにより可処分所得の伸びは抑制されるが、行き過ぎた増税論議などが行われなければ個人消費を失速させるには至らないであろう。

図表10 個人消費関連統計



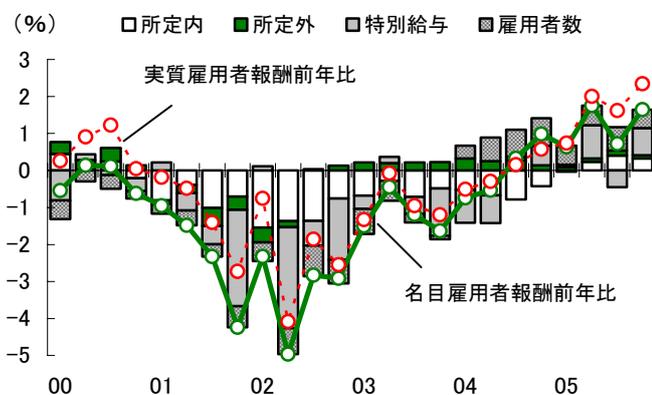
(出所) 内閣府、日本銀行
(注) 細実線は3ヵ月移動平均

図表11 労働分配率の推移



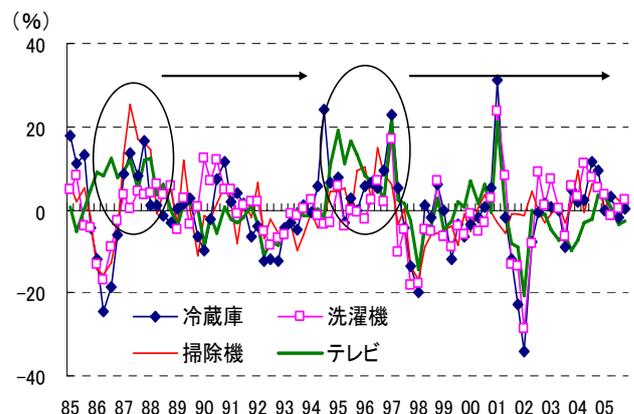
(出所) 財務省「法人企業統計季報」
(注) 1. 労働分配率: = 人件費/付加価値×100
2. 年報により、季報の調査サンプルの変更の影響を調整

図表12 雇用者報酬前年比

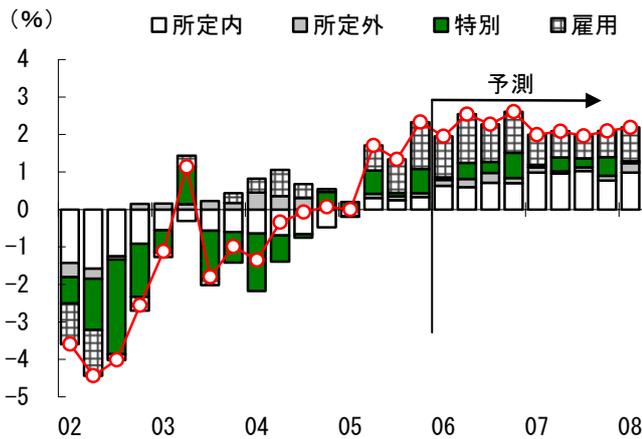


(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」
(注) ボーナス支払時期にあわせ四半期を分割(1Q:2~4月、2Q:5~7月、3Q:8~10月、4Q:11~1月)
最新四半期は11~12月平均で前年比を計算

図表13 耐久消費財・前年比

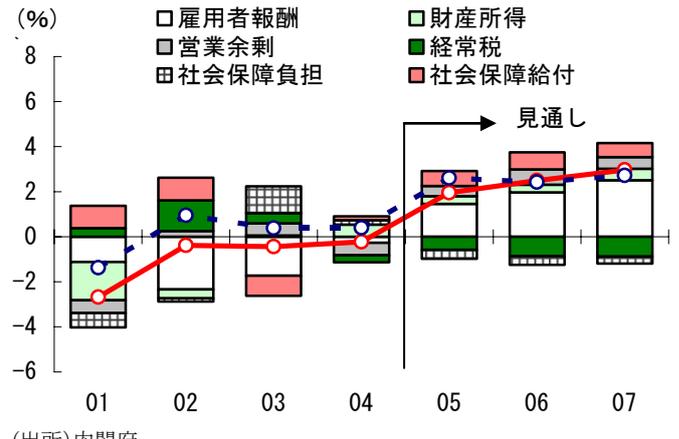


図表14 雇用者報酬の見通し



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
(注)2006年1-3月期以降は当研究所予測

図表15 可処分所得の見通し



(出所)内閣府
(注)点線は実質可処分所得

図表16 2006・2007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▲0.4%ポイント押し下げ GDP個人消費を▲0.2%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	4420億円	・たばこ税の引き上げ (1420億円、7月) ・厚生年金等保険料の引き上げ (3000億円、9月)
	10-12月期		・70歳以上 (現役並み所得) の患者の窓口負担増、70歳以上の長期入院者の自己負担増 (-1億円、10月)
	1-3月期	1990億円	・定率減税の廃止 (1990億円、所得税、1-3月分)
合計		2兆2460億円	名目可処分所得を▲0.7%ポイント押し下げ GDP個人消費を▲0.5%ポイント押し下げ (限界消費性向=0.68で計算)
07年度	4-6月期	1兆5550億円	・定率減税の廃止 (1兆1070億円、所得税、4-12月) ・定率減税の廃止 (4000億円、住民税、6月) ・たばこ税の引き上げ (480億円、4-6月分)
	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		
合計		1兆8550億円	名目可処分所得を▲0.6%ポイント押し下げ GDP個人消費を▲0.4%ポイント押し下げ (限界消費性向=0.68で計算)

* 厚生年金等保険料、雇用保険料は労使折半。

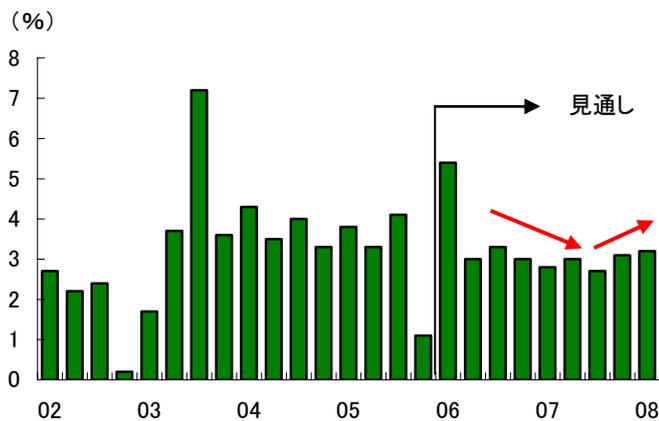
* 財務省資料、各種報道資料より第一生命経済研究所作成

○ 2006年度下期から2007年度上期にかけて一時的に成長テンポが鈍化

以上のように、2006～2007年度の日本経済は民間需要を主体とする安定成長を続けると予想されるが、2006年度下期から2007年度上期にかけて一時的に成長テンポが鈍化する局面も予想される。しかし、結論からいえば、2004年度下期から2005年度上期にかけての踊り場局面のように、景気の停滞感が強まる状況は避けられるとみられる。

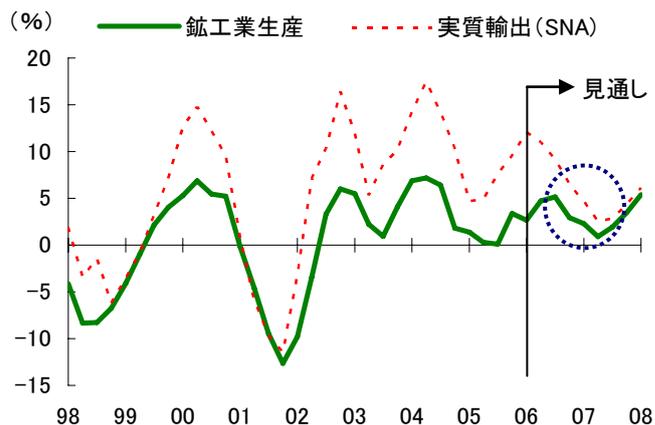
成長テンポが鈍化すると予想されるのは、ひとつには、冬季トリノ五輪やサッカー・ワールドカップの終了により、デジタル家電製品等のIT需要の反動減少が生じるとみられることである。これをきっかけに、電子部品・デバイス等の分野で軽微な生産・在庫調整が生じる可能性も否定できない。もうひとつには、2006年後半より米国経済の成長鈍化に伴う輸出減速が予想されることである。米国経済の成長率は、①金利上昇による住宅投資の減速、②住宅部門からの資金調達の縮小に伴う個人消費の伸び鈍化、③ハリケーンの復興需要の剥落、などが重なることにより、2006年後半より前期比年率+3%以下にまで鈍化するとみられる(図表17)。こうした輸出鈍化等を受けて、2006年度下期には製造業の生産活動はある程度の鈍化が避けられないとみられる。もっとも、2004年度下期から2005年度上期にかけての景気の踊り場局面と異なるのは、民間需要による自律回復が軌道に乗っていることである。国内需要の堅調な増加が輸出減速の影響を緩和することになる。また、対中輸出は北京五輪を前にした特需等から増加傾向で推移し、米国経済もFRB(連邦準備制度理事会)の機動的な利下げ(2007年前半に25bpの利下げを2回実施)をきっかけに2007年後半には成長率が再び前期比年率+3%前半にまで回復すると予想される。輸出減速が長期化して乗数メカニズムを通じて景気全体を抑制する可能性も高くはない。

図表17 米国・実質 GDP 成長率の見通し



(出所) 米国商務省

図表18 鉱工業生産・実質輸出(前年比)の見通し



(出所) 経済産業省、内閣府

○ 今回景気回復は「いざなぎ景気」を超えて戦後最長の回復に

2002年1月をボトムとする今回の景気回復は、2006年4月に平成景気に並び(拡張期間51ヵ月)、2006年10月にはいざなぎ景気(拡張期間57ヵ月)に並ぶことになる。かねてより指摘の通り、2002年1月をボトムとする今回の景気回復は、1960年代後半の「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が高い。今回の予測では、2006～2007年度に定義上の景気後退は生じないと想定している。景気が想定通りの推移となった場合、2008年3月時点における景気回復期間は74ヵ月に達することになる。

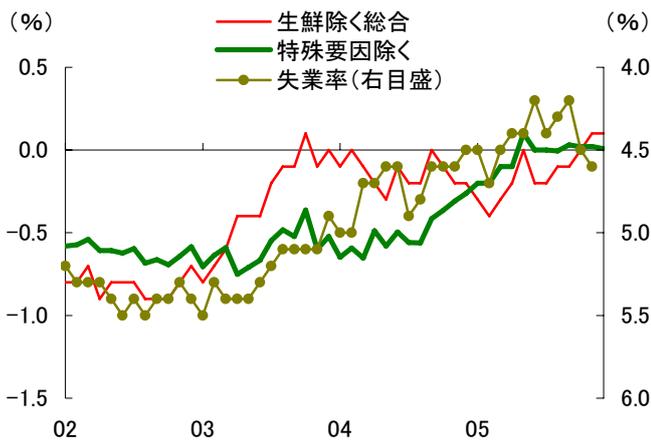
(2) デフレ脱却の時期

○ デフレ脱却の可能性と時期：2006年度下期にはデフレから脱出

第二の「デフレ脱却の時期」については、2006年度下期にはデフレからの脱却が各種の経済指標からも確認されることになるとみられる。

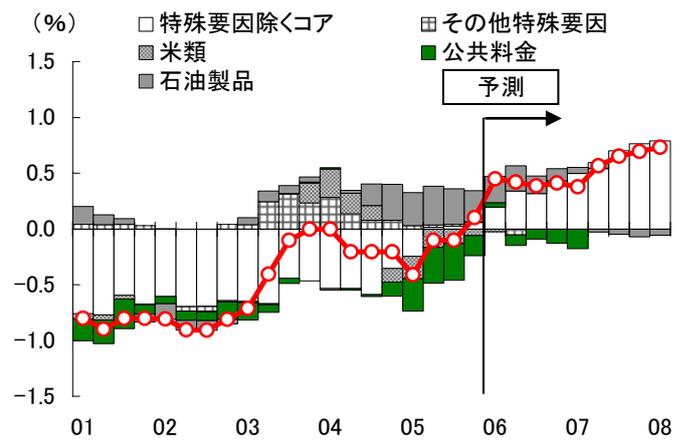
わが国の消費者物価(生鮮除く総合)は、これまでの景気回復に伴う需給バランスの改善や単位労働コストの下げ止まりなどを背景に2005年10～12月期にすでに前年比プラスに転換しており、今後もプラス幅を緩やかに拡大させていくと予想される(図表19、20)。さらに、2006年10～12月期にはGDPデフレーターもプラスに転換する可能性が高い。CPIに比べてGDPデフレーターのマイナス幅が大きいのは、原油価格の上昇(またその国内での価格転嫁が遅れていること)により、名目GDPが押し下げられているという要因によるところが大きい。外需の影響を除いた国内需要デフレーターでみると、直近では前年比▲0.6%と下落率が大きく縮小している。GDP統計でも、デフレ傾向の緩和が着実に進展していることは間違いない。これまでの長期にわたる景気回復を受けて、最悪期には▲26兆円にも達していたGDPギャップが直近では▲3兆円以下にまで縮小している(図表21)。GDPデフレーターはGDPギャップの改善から1年程度のラグをもって動くこと、今後は原油価格上昇テンポや円安傾向が一服すると予想されることなどを踏まえると、2006年度にはGDPデフレーターのマイナス幅が急収縮するとみられる。2006年度半ば以降は、デフレからの脱却が明確に確認される状況になると予想される。金融市場でも、デフレはすでに終息したという見方はコンセンサスとなると思われる。

図表19 特殊要因除くベース(全国コア)



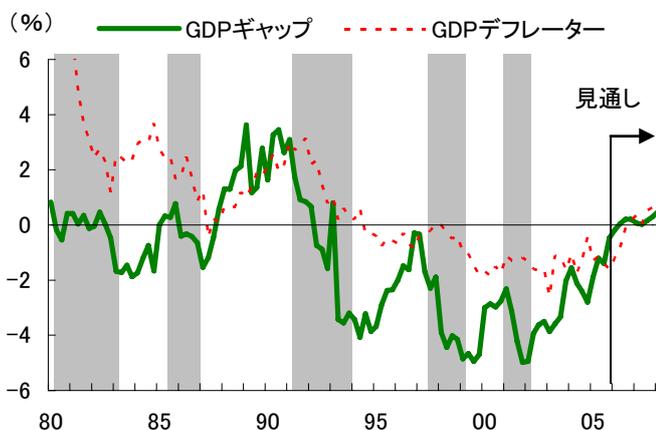
(出所) 総務省

図表20 消費者物価の見通し(総合、コア)



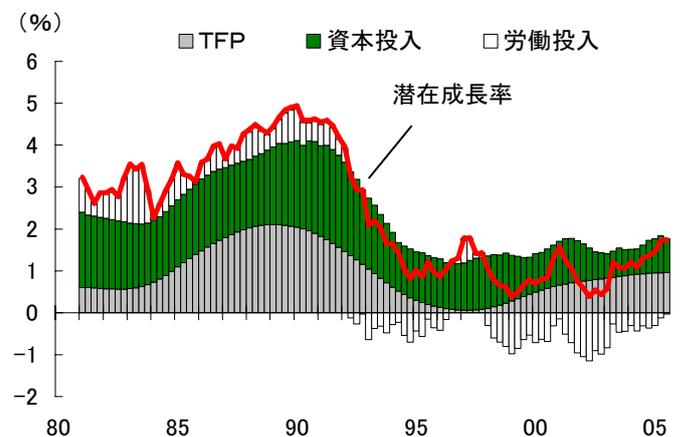
(出所) 総務省

図表21 GDPギャップとデフレターの見通し



(出所) 内閣府「国民経済計算」等をもとに当研究所作成

図表22 潜在成長率の推計



(出所) 内閣府「国民経済計算」等をもとに当研究所作成

デフレ脱却が明確になった段階では、金融市場の物価に関する関心は、その後の物価上昇テンポへと移っていくことになる。この点については、デフレ脱却後においてもインフレ圧力が大きく高まるとは考えにくく、物価上昇のテンポは緩慢となる可能性が高いと考える。ミスマッチ失業など潜在的な労働投入力が存在することに加えて、民営化・規制改革等により経済全体の生産性を高める余地が十分あると考えられるためである。需給ギャップが解消した後も、当面は潜在成長率が上昇することにより、供給面の制約からインフレ圧力が高まる可能性は低いと考えられる。消費者物価(生鮮除く総合)は、2005年度が前年比+0.1%、2006年度が同+0.4%、2007年度が同+0.7%と予測する。GDPデフレーターは、2005年度が前年比▲1.4%、2006年度が同▲0.1%、2007年度が同+0.4%と予測する。2005年度から2006年度にかけてのGDPデフレーターマイナス幅の急速な縮小は、景気回復に伴う需給バランスの改善に加えて、前年比でみた原油輸入価格の伸び鈍化を反映したものである。

(3) 今後の金融政策の展望とあり方

○ 今後の金融政策の展望とあり方：2006年4月に量的緩和解除、ただしゼロ金利解除は2007年度以降

第三の「今後の金融政策の展望とあり方」については、2006年4月28日の金融政策決定会合において日本銀行は量的緩和解除を宣言し、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(政策目標は金利ターゲットに転換)、2007年度前半(4～9月)のゼロ金利解除というステップを辿ると想定している。

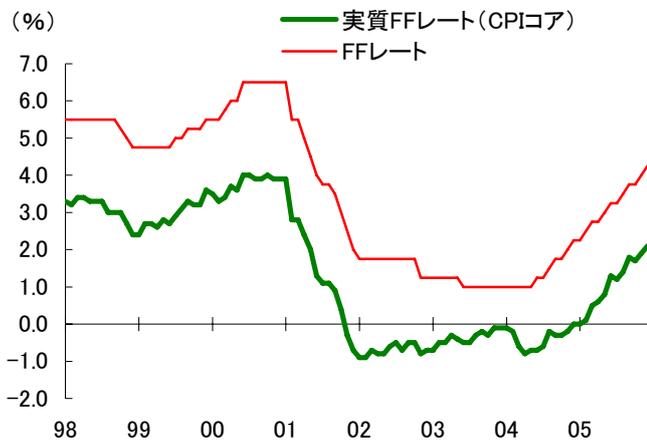
まず、量的緩和解除のタイミングは解除条件が明確に満たされる4月28日展望レポート公表時と考える。3月の全国消費者物価の公表日は未定であるが、「通常毎月26日を含む週の金曜に公表」という消費者物価の公表ルールを踏まえると、4月28日の朝には3月の全国消費者物価が公表されるとみられる。28日の金融政策決定会合の時点では、10月以降3月まで半年間にわたって消費者物価がゼロ%以上であったことが確認されることになる。1～3月期の消費者物価は、固定電話料金や電力料金の引き下げの影響が一巡することもあって、前年比+0.4%程度の伸びにまで上昇するとみられる。「(数ヵ月ならした)基調的な動き」で消費者物価がゼロ%以上となっているという第一条件は明確に満たされているとみられる。また、4月展望レポートでは、2007年度の消費者物価の見通しが公表されることになる。民間調査機関の予測では、消費者物価(生鮮除く総合)前年比上昇率の予測は、2006年度+0.31%に対して2007年度+0.55%と上昇率が若干上昇する見通しとなっている。「(消費者物価が)先行き再びマイナスとなると見込まれない」という第二条件も改めて確認される可能性が濃厚である。また、4月の時点で公表されている主要統計としては、すでに公表された10～12月期GDP統計に加えて3月日銀短観がある。最近の企業マインド調査の結果を踏まえると短観3月調査の業況判断は良好な結果となる可能性が高く、また2006年度の業績計画・設備投資計画もともに堅調な内容が示されると考えられる。「総合判断」という第三条件についても客観的にみて満たされている可能性が高い。量的緩和解除の3条件が客観的に満たされることにより、日銀は量的緩和解除を宣言すると予想される。

その後、当座預金残高の所要準備にまでの削減が日々のオペレーションを通じて3～6ヵ月程度をかけて実施され、2006年度下期にはゼロ金利解除の準備が整うとみられる。もっとも、前述の通りインフレ圧力の高まりがほとんど予見されないなかでは、プラス金利への転換(ゼロ金利解除)を急ぐ必要はないと思われる。むしろ、少なくとも2006年度中においては、デフレ脱却の最後の一押しとして当面はゼロ金利政策を維持すべきと考える。また、米国におけるデフレ懸念の払拭に当たって、FRBは長期にわたって実質金利をマイナスにとどめる金融政策運営を行った(CPIコアベースで見た実質金利がマイナスの期間は2001年11月～2004年11月)。米国の経験を踏まえると、ゼロ金利解除後も実質マイナス金利を維持しながらの利上げのテンポを当面は維持するべきであろう。

なお、2006年4月の量的緩和解除時には、ゼロ金利解除の時期に関する金融市場の期待を安定化させるために、日本銀行が中期的に目指すべき「望ましい物価安定目標」(インフレ参照値)に関するアナウンスを行うことが必要である。いわゆるインフレ目標政策は、金融政策の透明性と柔軟性を確保する上で有用なフレームワークであり、中期的には導入を検討すべきと考える。もっとも、わが国の実情に見合った適切な制度設計を行うには十分な時間が

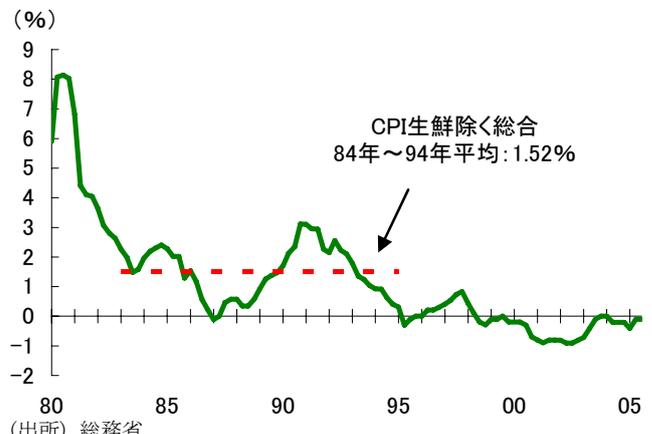
必要であることや、現状では金融市場を含めてインフレ目標政策に関する認知度が低いことなどを踏まえると、性急な導入は却って金融政策の透明性や柔軟性を損なう可能性がある。当面は、インフレ参照値(1.5~2.0%)のアナウンスによって、ゼロ金利解除のタイミングや中立的なコールレートの水準等に関する客観的な基準を確保することが重要と考える。

図表23 米国・実質FFレート推移



(出所) 米国労働省、FRB

図表24 中期的にみた消費者物価上昇率



(出所) 総務省
(注) 消費税率導入及び引上げの影響は上昇率から控除

3. サブ・シナリオおよび政策提言

2006~2007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。今回の経済見通しでは、金融政策のゼロ金利解除は2007年度前半、消費税率の引き上げは最速で2008年4月と想定しているが、より早期のタイミングでの政策転換は景気腰折れのリスクが高いと考える。また、景気が予想以上に上振れする可能性としては、企業の経営スタンスの変化(「選択と集中」から「新規事業進出・多角化」等への転換)に伴って、企業の設備投資が加速する可能性に留意が必要である。2006年度も金融政策は総じて緩和的な方向で運営される可能性が高く、企業がキャッシュフローを上回る設備投資を行う場合でも、資金調達の面で制約される可能性は小さい。企業マインド次第では、設備投資を中心に景気が予想以上に加速することも、一つのありうべきシナリオとして念頭に置く必要がある。

デフレ脱却後の日本経済の課題は、財政再建、人口減少下での経済活力の維持、社会保障制度の改革と考える。より長期の景気回復を実現するためには、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:名目GDP成長率が4%に達するまでは大幅な増税は行わない)、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)