

**2005・2006年度改訂日本経済見通し**  
～輸出伸び悩みを背景に踊り場脱出は10～12月期に後ズレ～

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＋1.4％（前回　＋1.4％）  
                         名目＋0.9％（前回　＋0.8％）

2006年度予測      実質＋2.0％（前回　＋2.3％）  
                         名目＋1.5％（前回　＋1.8％）

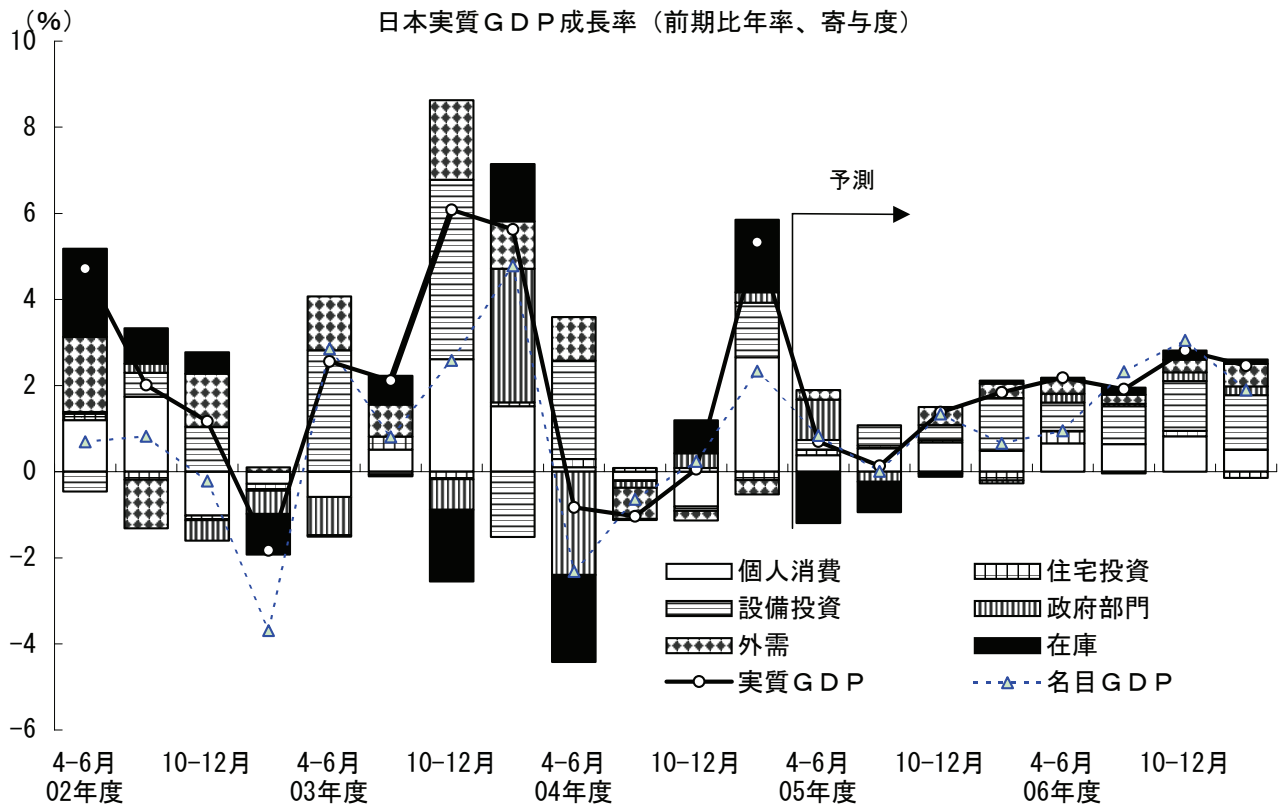
（前回は2004年10～12月期実質GDP二次改定後の弊社公表予測値）

【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、鳶峰まで）  
TEL      03-5221-4521  
E-Mail   simamine@dlri.dai-ichi-life.co.jp  
（詳細は次頁以降をご覧ください）

## <要旨>

- 2005・2006年度の日本の実質GDP成長率見通しを、それぞれ+1.4%、+2.0%（2004年10～12月期実質GDP二次改定後の弊社公表予測値：2005年度+1.4%、2006年度+2.3%）と、2006年度について従来の見通しから下方改訂した。ただし、予測期間中に日本経済が後退局面に入るとは回避されるという従来の見通しに変更はない。所得環境の好転を背景に個人消費が堅調に推移、企業の期待成長率の改善などを背景に設備投資も底堅さを保つと予想される。05年度後半には外需環境の改善も予想され、日本経済は10～12月期には踊り場を脱しよう。
- 下方改訂の背景として、①原油価格の見通しを引き上げたこと（WTI先物価格前提は、予測期間平均で55.5ドル、前回予測に比べ約+11%上方修正）、②海外経済の回復の遅れにより、輸出の回復が従来予想よりもやや遅れる公算が大きいこと、などが挙げられる。輸出に関しては、夏場頃までには回復基調が明確化してくるものと想定していたものの、輸出先行指標に明確な回復の兆候が見られないことから、回復は年度後半にずれ込む公算が高まった。特に、中国では原材料や半製品などで在庫の積み上がりが見られ、これが日本の中国向け輸出の鈍化、及び国内での非IT分野での在庫積み上がりに繋がっている。
- 今後については、原油価格は予測期間を通じて高水準での推移が続くものの、上昇ペースは緩やかなものにとどまると見込まれる。このため、企業収益や最終需要への限界的なマイナスインパクトは徐々に小さくなると判断される。加えて、IT部門での在庫調整は早晚完了しよう。IT分野での生産は他の財の生産に先行する傾向があることから、日本ばかりでなく、米国やNIEs諸国などでも先行き生産活動全体が持ち直すことを示唆するものとなろう。このことは、同地域向け輸出の回復を示唆する。中国経済も、国内需要が好調さを保っていることから、秋口には原材料や半製品の過剰輸入在庫は解消、つれて日本の非IT分野での在庫積み上がりも解消されると見込まれる。
- 当面、個人消費と設備投資が堅調さを保つと見込まれることから、日本経済は失速を回避しよう。加えて、外需環境の好転に伴う輸出の回復や生産の拡大が見込まれる10～12月期には日本経済は踊り場を脱し、浮揚感が強まると予想される。06年度については、外需の拡大継続、IT分野での循環的な拡大局面への転換などから、生産活動の高まりが予想される。企業の期待成長率は一段と改善、設備投資は景気の重要な牽引役として期待される。同時に、雇用環境の改善傾向も続くと予想される。ただし、可処分所得は定率減税縮小の影響等から伸びが鈍化、個人消費の伸び率は限定的なものにとどまろう。
- 消費者物価は一部公共料金引き下げなどの影響が剥落する05年末には、前年水準を上回る可能性が高い。ただし、消費者物価上昇率は06年度を通じてゼロ%をわずかに上回る程度にとどまろう。消費者物価に統計上の上方バイアスが存在することなどを勘案すれば、これをもって消費者物価が安定的にプラスに転じたとは言い難い。
- 想定されるリスクシナリオとして、グローバルマーケットの混乱リスクが挙げられる。米国の利上げが継続する中で市場の緊張度は徐々に高まると見られるが、利上げの継続が予想以上に投資家のリスク許容度を低下させ、また信用リスクが増大する可能性がある。これにより、外需の鈍化を通じて実体経済が下ぶれるだけでなく、海外の株安が外国人投資家による日本株売りを通じて日本の株価を下落させ、それが企業や家計のマイナスを急激に冷やそう。このような場合、景気失速を回避するには内需の拡大を促す以外に道はない。財政状況の改善のために国民負担をさらに引き上げる政策が相次いで打ち出されているが、環境が変化した場合にこうした政策を一時的に凍結し、むしろ内需を拡大させるような政策を打つことが、日本経済正常化への早道となろう。



日本経済	（%）				
	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
実質GDP	0.8	2.0	1.9	1.4	2.0
（内需寄与度）	0.1	1.2	1.4	1.3	1.6
（外需寄与度）	0.7	0.8	0.5	0.0	0.3
個人消費	0.7	0.5	1.2	1.2	1.1
住宅投資	▲ 2.3	▲ 0.3	2.1	0.4	1.1
設備投資	▲ 3.7	8.3	5.1	3.1	5.4
政府消費	2.4	1.2	2.7	2.2	2.3
公的固定資本形成	▲ 5.1	▲ 9.0	▲ 15.5	▲ 3.5	▲ 7.8
財・サ輸出	11.0	10.0	11.9	2.8	6.1
財・サ輸入	5.0	3.1	9.3	3.4	4.5
GDPデフレータ	▲ 1.5	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.5
名目GDP	▲ 0.7	0.8	0.7	0.9	1.5
鉱工業生産	2.8	3.5	4.1	1.7	3.6
経常利益	7.2	16.9	22.8	0.7	9.7
完全失業率	5.4	5.1	4.6	4.3	4.0
雇用者報酬	▲ 2.5	▲ 0.6	0.1	0.7	1.1
新設住宅着工戸数	114.6	117.4	119.3	119.8	120.6
経常収支(10億円)	13,387	17,297	18,292	18,018	19,472
名目GDP比率	2.7	3.4	3.6	3.5	3.8
国内企業物価	▲ 1.7	▲ 0.5	1.6	1.0	0.9
消費者物価	▲ 0.6	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	0.4
長期金利	1.1	1.1	1.5	1.4	1.8
為替レート(円/ドル)	120.9	112.5	107.3	108.4	111.8
原油価格(ドル/バレル)	29.1	31.4	45.1	54.8	56.3
米国実質成長率(暦年)	2.2	3.1	4.4	3.5	3.5
中国実質成長率(暦年)	8.2	9.3	9.5	9.1	9.5

前回見通し  
(2005年3月二次QE後)

	2005年度 予測	2006年度 予測
実質GDP	1.4	2.3
（内需寄与度）	1.1	1.8
（外需寄与度）	0.2	0.5
個人消費	1.0	1.1
住宅投資	0.5	▲ 0.9
設備投資	3.1	6.5
政府消費	2.1	2.2
公的固定資本形成	▲ 4.7	▲ 8.0
財・サ輸出	4.7	8.1
財・サ輸入	4.0	5.5
GDPデフレータ	▲ 0.5	▲ 0.5
名目GDP	0.8	1.8
鉱工業生産	1.4	4.1
経常利益	4.1	12.7
完全失業率	4.1	3.8
雇用者報酬	1.0	1.6
新設住宅着工戸数	118.3	118.0
経常収支(10億円)	18,532	20,963
名目GDP比率	3.7	4.1
国内企業物価	0.4	0.7
消費者物価	▲ 0.2	0.2
長期金利	1.7	1.9
為替レート(円/ドル)	106.0	107.5
原油価格(ドル/バレル)	50.0	50.0
米国実質成長率(暦年)	3.5	3.6
中国実質成長率(暦年)	8.7	9.1

(出所)内閣府等より当社作成、予測は当社。

(注) 1. 経常利益の2004年度は予測値。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。

●外部要因の悪化を主因に、見通しを下方修正

2005・2006年度の日本の実質GDP成長率見通しを、それぞれ+1.4%、+2.0%（2004年10～12月期実質GDP二次改定後の弊社公表予測値：2005年度+1.4%、2006年度+2.3%）と、2006年度について従来の見通しから下方改訂した。ただし、予測期間中に日本経済が後退局面に入ることは回避されるという従来の見通しに変更はない。所得環境の好転を背景に個人消費が堅調に推移、企業の期待成長率の改善などを背景に設備投資も底堅さを保つと予想される。05年度後半には外需環境の改善も予想され、日本経済は10～12月期には踊り場を脱しよう。

下方改訂の背景として、①原油価格の見通しを引き上げたこと（WTI先物価格前提は、予測期間平均で55.5ドル、前回予測に比べ約+11%上方修正）、②海外経済の回復の遅れにより、輸出の回復が従来予想よりもやや遅れる公算が大きいこと、などが挙げられる。

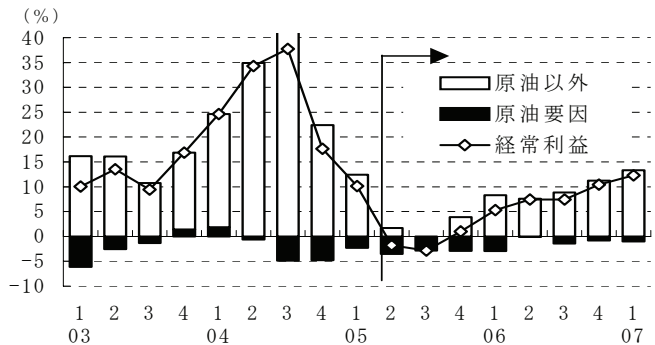
原油価格については、当社では前回経済見通し（2月公表）において、05年度、06年度ともにWTIで50ドル/バレル（年度平均）と予測した。しかし、足元までのところ、想定よりもやや高い水準で推移しており、予測期間についても同程度の水準で高止まる公算が大きいと判断した。その理由として、①原油需要の伸びに占める割合が最も大きい中国経済について上方修正した、②OPECの増産余力がサウジアラビアなど一部の国を除いてほぼ無くなってきた、③北米でガソリンなど石油関連製品の精製能力が改善していない、などが挙げられる。

原油価格の高止まりにより、エネルギーコストの価格転嫁を行にくい川下に近い業種を中心に、企業収益へのマイナスインパクトが強まる。今回の原油価格の上方修正により、企業収益（経常利益）は▲1.5%程度（企業が原油価格上昇によるコスト増の転嫁率を0～20%程度にとどめると仮定）、実質GDPは▲0.15%程度、それぞれ当社の前回見通しから押し下げられると試算される（図表1）。

輸出に関しては、夏場までには回復基調が明確化してくるものと想定していたものの、輸出先行指標に明確な回復の兆候が見られないことから、回復は年度後半にずれ込む公算が高まった（図表2）。

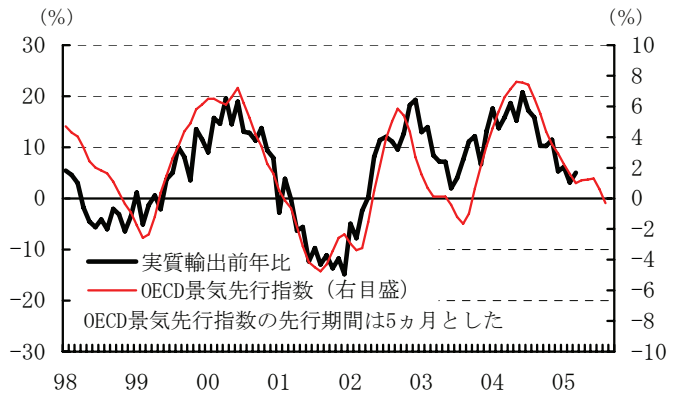
米国経済は、特に製造業の景況感の鈍化傾向が続いている。エネルギーコストの上昇を商品価格に転嫁できずに収益が圧縮されているほか、ガソリン価格の上昇を受け自動車などの販売が停滞し始めている。家計部門では雇用所得環境が好調さを保っていることから、これまでのところ個人消費は底堅く推移しているものの、ガソリン価格の上昇

（図表1）経常利益に対する原油価格の影響



（出所）財務省、Bloomberg データに基づき当社作成

（図表2）実質輸出とOECD景気先行指数の推移



（出所）日本銀行、OECD

や軟調な株価を映じて消費マインドは鈍化傾向にある。

中国では、個人消費が好調さを保っていることから高成長が続いているものの、原材料や半製品などで在庫の積み上がりが目立ちはじめ、輸入の鈍化をもたらしている。このため、日本の輸出は成長率が緩やかに鈍化している米国向け、高成長ながら輸入在庫の調整下にある中国向けなどで低迷が続いている。加えて、原材料高、IT部門での需給悪化から成長ペースが減速している

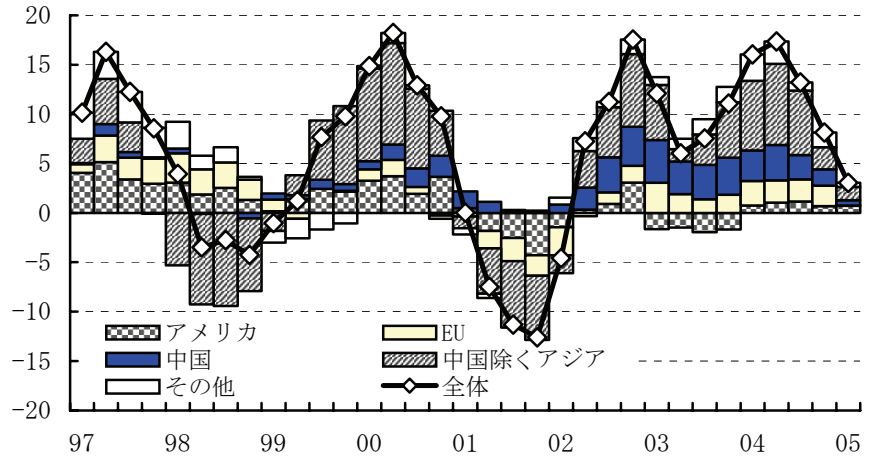
NIESやASEAN向けの輸出も鈍化傾向が続いている(図表3)。また、中国における輸入在庫積み上がりにより、日本国内では非IT分野の在庫が積み上がり、生産調整圧力が高まりつつある。

このように、原油価格が予想以上に上昇していることや輸出回復の遅れなどから、日本経済の立ち直りのタイミングは後ずれする公算が高まった。

しかし、こうした後ずれは当初見ていたタイミングより1四半期程度のものにとどまり、10~12月期には日本経済は踊り場から脱することになると予想される。

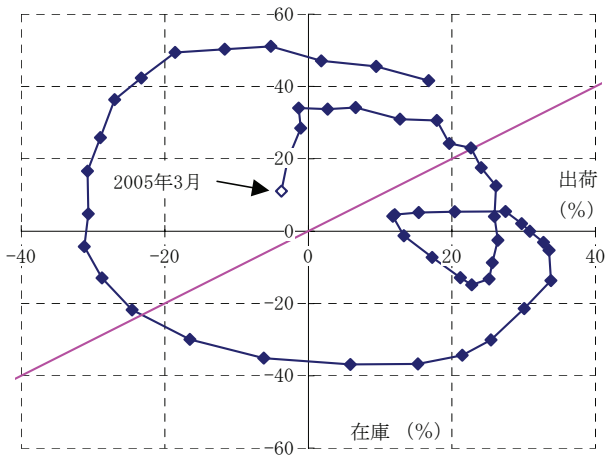
まず、原油価格については、予測期間を通じて高水準での推移が続くと予想されるものの、上昇ペースは緩やかなものにとどまると見込まれる。このため、企業収益や最終需要への限界的なマイナスインパクトは徐々に小さくなると判断される。加えて、IT部門での在庫調整は早晚完了すると予想される。日本における電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスの改善だけでなく(図表4・5)、台湾や韓国の高テク在庫状況、北米で

(図表3) 地域別実質輸出の推移(前年比)

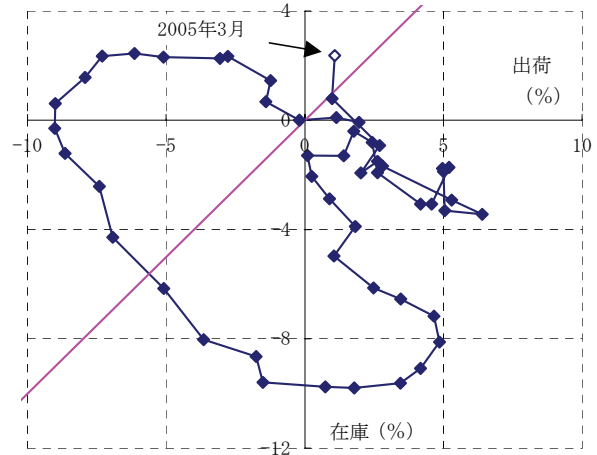


(出所) 財務省

(図表4) 電子部品・デバイス工業の在庫循環 (3カ月移動平均、前年比) (図表5) 非電子部品・デバイス工業の在庫循環 (3カ月移動平均、前年比)



(出所) 経済産業省



(出所) 経済産業省

の半導体製造装置BBレシオなど、多くのIT関連指標が早晚需給改善に転じることを示唆している。IT分野は、生産全体に占めるウェイトは小さいものの、他の財の生産に先行する傾向があることから、先行き生産活動全体の持ち直しに繋がろう。

米国経済は、IT分野での生産持ち直しが早晚見込まれることに加えて、原油価格上昇の限界的なインパクトの減衰から、今後は景気下押し要因が薄れると判断される。中国経済も、国内需要が好調さを保っていることから、秋口には原材料や半製品の過剰輸入在庫は解消すると予想される。

このように、足元で日本経済の抑制要因となっているいくつかの要素は、7～9月期にはその負のインパクトを弱めると見込まれる。

### ● 内需が踊り場脱却までの日本経済を下支え

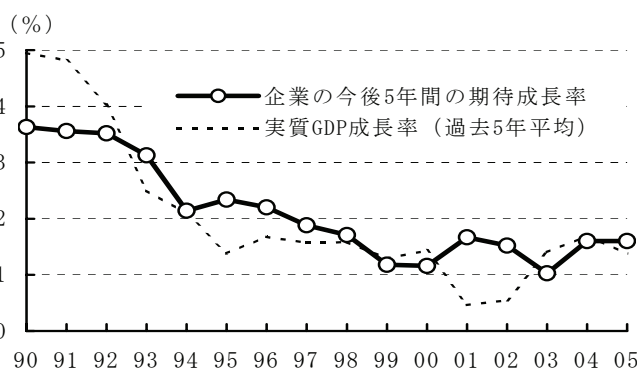
日本経済が主に外部要因によって踊り場状況にとどまる間、国内需要が景気全体を下支えする格好で景気は失速を免れよう。

個人消費については雇用・所得環境の改善が暫く続くと見られることから、当面は堅調な推移を保とう。雇用・所得が改善している背景としては、①景気の持続的な拡大により、企業の期待成長率が改善、②90年代からの継続的なリスストラの成果により労働分配率が低下、人件費を拡大する余地が生じた、③団塊世代が数年のうちに定年退職年齢に達することにより、中長期的な労働確保需要が拡大した、ことなどが挙げられる。04年以降日本経済は踊り場に入り、企業の増益率も鈍化傾向にあることから、当面は雇用拡大ペースの鈍化が予想される。しかし、中長期的ないわば構造的な雇用確保圧力が高まっていることから、足元で景気が失速しない限り、雇用環境の良好な状況は暫く継続しよう。このことは、消費者の財布の中身と紐の両面にプラスに働くと考えられる。すなわち、雇用者所得が増加に転じつつあることは、財布の中身が増え始めつつあることを示唆している。また、雇用環境の継続的な改善により消費者マインドは高水準にあるが、このことは財布の紐が引き締められにくいことを示唆する。

設備投資については、1～3月期までは好調さを保っているものの、設備投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力除く民需）の4～6月期見通しが前期対比減少に転じるなど、先行きについては拡大テンポが鈍る可能性が高まっている。

これまで設備投資が好調に拡大してきた背景には、①バランスシートの改善によりキャッシュフローが大幅に積み上がるなど、設備投資の“原資”が豊富となっている、②これまで設備投資を抑制してきたことにより、設備の老朽化・陳腐化が著しい、③持続的な景気回復、業績改善により、企業の期待成長率が改善、設備投資意欲の向上に繋がった（図表6）、などの要因が挙げられる。これら要因のうち、③については景気の減速など先行き不透明感が増せば、再び設備投資を抑制する可能性が高まる。しかし、期待成長率の変化には、通常1～2年程度を必要とするため、昨年来の景気踊り場状態で直ちに企業の期待成長率が悪化し、設備投資が減少傾向に転じるとは見込み難い。

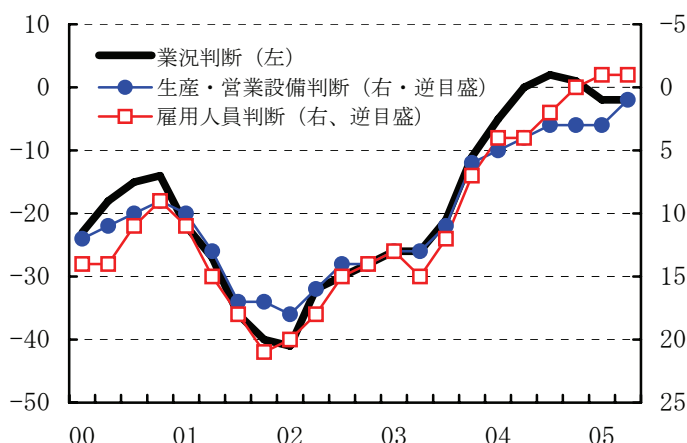
（図表6）企業の期待成長率の推移



（出所）内閣府

このような内需、特にカギを握る雇用や設備投資が当面底堅さを保つことは、日銀短観などからも確認される。すなわち、企業の業況判断DIが低下傾向を辿る中で、雇用人員判断DIや設備判断DIは引き続き改善傾向を保っている（図表7）。これらは、構造的な要因や期待成長率の改善など、短期的な景気の“振れ”に左右されにくい要素が、足元の雇用や設備投資の拡大に繋がっていることを示唆している。

（図表7）業況・設備・雇用判断DIの推移  
（全国全規模全産業）



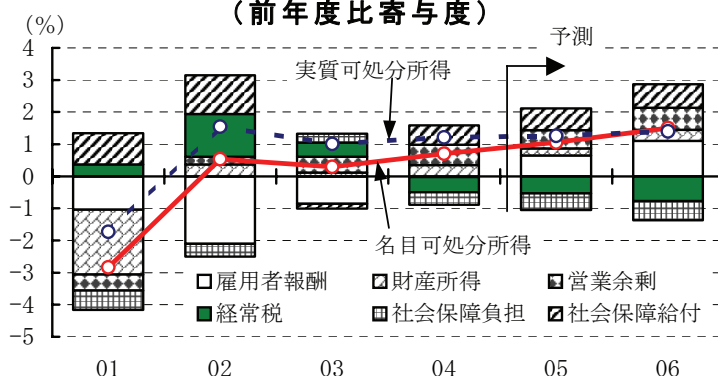
このように、当面は個人消費と設備投資が堅調さを保つと見込まれることから、日本経済は失速を回避しよう。

（出所）日本銀行

加えて、外需環境の好転に伴う輸出の回復や生産の拡大が見込まれる10～12月期には日本経済は踊り場を脱し、浮揚感が強まると予想される。

06年度については、外需の拡大継続、IT分野での循環的な拡大局面への転換などから、生産活動の高まりが予想される。企業の期待成長率は一段と改善、設備投資は景気の重要な牽引役となろう。同時に、雇用環境の改善傾向も続くと予想される。ただし、可処分所得は定率減税縮小の影響等から雇用人員報酬ほどには伸びず（図表8）、個人消費の伸び率は限定的なものにとどまろう。

（図表8）可処分所得の推移  
（前年度比寄与度）



（出所）内閣府、予測は当社

●物価がプラスに転じても、安定的にゼロを上回ったとは言い切れない

景気が踊り場から脱するタイミングは若干遅れるものの、総じて堅調さを保つと予想される中、消費者物価は一部公共料金引き下げなどの影響が剥落する05年末には、前年水準を上回る可能性が高い。その後も、景気が拡大基調を維持し、需給ギャップが縮小傾向を辿る中、消費者物価上昇率は徐々に上昇率を拡大させていくと見込まれる。

こうした中、日本経済がデフレから脱却したとの期待は高まると予想され、日銀は量的緩和政策から金利をターゲットとした通常の金融政策への回帰を模索しよう。ただし、以下の点から、06年度中の日銀の金融政策の変更は相応のリスクがあるものと判断される。

すなわち、消費者物価上昇率（除く生鮮食品）は07年1～3月期でも前年同期比+0.4%と、ゼロを僅かに上回るに過ぎない（ただし、現行基準ベース。06年8月には平成17年基準へ改訂）。望ましい物価上昇率の算出は、統計上のバイアスが存在することもあって困難であるが、米国、欧州などでは一般的に2%程度とされている。これに対し、1%を下

回るような消費者物価上昇率は低いと言わざるを得ない。加えて、消費者物価統計に特有の“上方バイアス”を加味すれば、+0.4%という上昇率でデフレから脱却したとは到底判断できない。仮に、07年度に景気が後退局面入りするようなことがあれば、消費者物価は再び下落に転じる公算が大きい。要するに、06年度末の段階では日銀が量的緩和政策の解除条件とする、消費者物価が“安定的にゼロを上回る状況”に至ったとは言えない。

### ● マーケットの緊張が高まるリスクと探るべき政策対応

以上の当社見通しに対し、想定されるリスクシナリオとして、グローバルマーケットの混乱リスクが挙げられる。

米国の利上げが継続する中（06年度末時点でF F金利が5.00%まで引き上げられると予想）、グローバルマーケットには相応の抑圧がかかると見込まれる。米国金融政策については、足元では景気に対し中立的とされる水準（F F金利で4%前後）へ向かって緩やかな利上げ局面が続いている。インフレについては、高い生産性の伸びなどもあってコアベースでは安定した推移が見込まれる。しかし、今秋以降米国景気が再浮揚する場合、製品・労働需給は徐々に引き締まってくると見込まれる。こうした中、F R Bはインフレが加速する前に、ある程度景気に対しブレーキをかけるため、景気抑制的な水準への利上げへ踏み出そう。これは、米国内需要の抑制に直接的に繋がるだけでなく、市場へのネガティブなインパクトを通じて景気に対しても押し下げ圧力をもたらすリスクがある。

04年6月にF R Bが利上げを開始するまでは、米国の超低金利による過剰流動性の拡大等を背景に、世界各国の市場へ投資資金が大量に向かった。その一例が商品市場であり、あるいは南米や東欧を中心としたエマージング市場である。しかし、F F金利が引き上げられることにより、こうした資金の流れに変調を来しつつある。すでにその一端が3月から4月にかけての米国長期金利上昇、世界的な株価調整に繋がったと見られる。米国の利上げが継続していく中で、多くのリスク性資産の価格を押し上げてきた過剰流動性は縮小し、投資家のリスク許容度は低下する。このほか、利上げ時に特徴的な動きとして、信用リスクの拡大により社債市場などで金利格差の拡大も見込まれる。

こうした米国マーケットの動きは、瞬く間に世界に波及しよう。日本でも、外国人保有比率が高い株式市場で特に強い影響が及ぶリスクがある。このように、米国の利上げが継続する中で市場の緊張度は徐々に高まると見られるが、利上げの継続が予想以上に投資家のリスク許容度を低下させ、また信用リスクが増大する可能性があることには十分注意すべきだろう。

米国での利上げ継続により、米国需要の鈍化懸念や株価の下落などが現実のものとなった場合、外需の鈍化を通じて実体経済が下ぶれるだけでなく、海外の株安が外国人投資家による日本株売りを通じて日本の株価を下落させ、それが企業や家計のマインドを急激に冷やす公算が高まる。金融政策の変更は、こうしたマーケットへの影響を十分に吟味した上で、遂行される必要がある。

同様に、日本の財政政策についても、細心の注意が必要とされよう。外部環境の変化は、景気の方向性を劇的に変化させる力を持つ。特にマーケット環境の変化は急激に起こることが多い。このような場合、景気失速を回避するには内需の拡大を促す以外に道はない。財政状況の改善のために国民負担をさらに引き上げる政策が相次いで打ち出されているが、環境が変化した場合にこうした政策を一時的とはいえ凍結し、むしろ内需を拡大させるような政策を打つことが、日本経済正常化への早道となる。



< 日本経済短期チーム >

寫峰 義清 (simamine@dlri.dai-ichi-life.co.jp)

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)