

2006・2007 年度日本経済見通し ～求められる構造改革と金融緩和のポリシーミックス～

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

2006年度予測	実質+2.5% （前回 +2.5%） 名目+2.5% （前回 +2.4%）	
2007年度予測	実質+2.0% （前回 +2.0%） 名目+2.6% （前回 +2.5%）	（前は2005年10～12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 有働 洋
 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：デフレ脱却の最終局面にあり安定成長局面に入りつつある

- 2006年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%（同年率+1.9%）とほぼ潜在成長率並みの数値となった。成長率の内訳をみても、民間需要の二本柱である個人消費（前期比+0.4%）と設備投資（同+1.4%）が堅調に増加しており、民需主体の成長が維持されている。また、GDPデフレーターは前年比▲1.3%と依然としてマイナス幅が大きい。国内の物価動向の実勢をより正確に反映していると考えられる国内需要デフレーターは、2005年10～12月期の▲0.5%から2006年1～3月期は0.0%と横ばいにまで持ち直している。同時に公表された2005年度の成長率は、実質成長率が+3.0%と現行統計で初めての3%台の成長となったことに加えて、名目成長率も+1.7%と96年度（+2.2%）以来の高い成長となった。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を改めて確認できる内容といえる。
- 今回のGDP統計の公表等を受けて、当研究所は2006・2007年度日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは2006年度が+2.5%（前回予想+2.5%）、2007年度が+2.0%（同+2.0%）、名目GDP成長率の見通しは2006年度が+2.5%（同+2.4%）、2007年度が+2.6%（同+2.5%）である（予測詳細は3ページの総括表参照）。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が予想されるが、①民間需要を主体とする自律回復メカニズムが軌道に乗っていること、②個人消費と非製造業の回復により経済の安定度が高まっていること、等から景気が踊り場に逆戻りする可能性は低い。2006年度半ばには日本経済はデフレから脱却し、理想的な安定成長局面に入ると予測する。2002年1月をボトムとする今回の景気回復は、高度経済成長期の「いざなぎ景気（1965年11月～1970年7月）」を期間の面で上回る「戦後最長の回復」となる可能性が高い。

2. 2006・07年度の注目点：景気回復の持続性、デフレ脱却後のインフレ圧力、マクロ政策のあり方

- 日本経済に関する当面の注目点は、①景気回復の持続性、②デフレ脱却後のインフレ圧力の大きさ、③今後のマクロ経済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。資本ストック循環の観点から、設備投資の伸びは鈍化するが、総じて高水準での推移が見込まれる。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。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、個人消費を失速させるほどのインパクトはない。
- 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を起点とするITセクターの生産・在庫調整、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。また、③近の機械受注の結果を踏まえると、設備投資の主導役が製造業から非製造業へとバトンタッチするにあたって、設備投資の伸びが一時的に鈍化する可能性がある。もともと、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おり、また個人消費と非製造業が景気安定役として機能するとみられる。先行き2007年後半には、米国経済も金融緩和により成長率が再び加速すると予想され、対中輸出も北京五輪を前にした特需等から増加傾向で推移するとみられる。円高の影響も100～105円程度での推移であれば、景気への影響は限定的である。総じて、景気が再び踊り場へと陥るリスクは極めて小さいと判断される。

- 第二の「デフレ脱却後のインフレ圧力」については、当面のインフレ圧力は限定的であると考えている。わが国の消費者物価(生鮮除く総合)は2005年10～12月期より前年比プラスに転換しており、2006年4～6月期にはGDPの国内需要デフレーターもプラスに転換する可能性が高い。物価関連統計から判断して完全にデフレから脱却したことが確認されるのは2006年10～12月期となるとみられるが、政府は遅くとも夏場までには「デフレ脱却宣言」を行うであろう。「デフレ脱却宣言」後は、デフレ脱却の可否や時期は金融市場の関心ではなくなっていくと考えられる。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とみられる。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余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、2006年度が前年比+0.6%、2007年度が同+0.8%と予測する。GDPデフレーターは、2006年度が前年比0.0%、2007年度が同+0.7%と予測する。GDP成長率の名実逆転のタイミングは2006年度後半と予想している。なお、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。
- 第三の今後のマクロ経済政策のあり方については、当面は構造改革と金融緩和のポリシーミックスが重要になると考える。マクロ経済の需給バランス均衡後の持続成長のためには、経済の需要面と供給面がバランスよく成長していくことが必要になる。中期的な観点からは、景気過熱を抑制するための利上げや政策目標金利の中立水準への調整が必要になってくることは間違いない。もっとも、前述のように潜在的な労働投入余力や生産性の改善余地が残されていることを踏まえると、少なくとも現段階では利上げによる総需要の安定化を行う必要性は乏しい。当面は、構造改革を通じて潜在成長率の底上げを図ると同時に、金融緩和の持続により景気の腰折れを回避することが重要になると考えられる。より中長期的な観点からは、デフレ脱却後の日本経済の課題は、財政再建ならびに人口減少下での経済活力の維持である。より長期の経済成長を実現するためには、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構造改革のさらなる加速による潜在成長率の引き上げ、③早期の少子化対策の実施、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。なお、財政再建に当たっては、経済成長率の観点からは当面は歳出削減を優先することが望ましいと考える。
- 現実のマクロ経済政策の予想としては、ゼロ金利解除のタイミングは2006年7～9月期、その後2008年1～3月期までに1.00%までの利上げを予想している(06年10月、07年10月、08年1月、いずれも25bp)。国内のインフレ圧力や民間投資の状況を踏まえつつ日本銀行は着実に利上げを行っていくとみられるが、2006年度下期より経済成長のテンポが一時的に鈍化することや、米国FRBが2007年より利下げ(年内50bp)に転じることもあり、2006年度下期から2007年度上期にかけては利上げが見送られると想定している。結果として、予測期間中の利上げのテンポは総じて緩やかに留まり、実質金利もゼロ%以下に抑えられると考えられる。ゼロ金利解除とその後の利上げが景気失速をもたらすことは、幸うじて避けられると考える。また、消費税率の引き上げは2009年4月以降と想定した。

3. リスク・シナリオ

- 2006～2007年度中に景気が腰折れするリスクとしては、①原油価格急騰等をきっかけとする海外経済の失速、②マクロ経済政策の失敗による景気失速、等に引き続き注意していきたい。IEAの試算によれば、原油価格10ドル/バレルの上昇は世界経済の成長率を▲0.4%ポイント抑制することになる。また、原油価格上昇に伴い世界経済におけるインフレ懸念が高まった場合、すでにその兆候はみられるが、金融引き締めへの懸念から世界的な株価下落が生じる可能性がある。マクロ経済政策については、当面は、想定以上に速いテンポの利上げや早期の増税論議が景気失速をもたらすリスクに注意が必要である。

以上

【日本経済 予測総括表】

【今回予測】

(%)

日本経済	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度
	実績	実績	予測	予測
実質GDP	1.7	3.0	2.5	2.0
(内需寄与度)	1.2	2.6	1.9	1.9
(外需寄与度)	0.5	0.5	0.5	0.1
個人消費	1.6	2.3	2.0	2.0
住宅投資	1.7	▲0.1	2.8	2.4
設備投資	5.6	6.6	5.0	3.4
民間在庫投資	▲0.3	0.2	▲0.0	0.0
政府消費	1.8	1.5	1.5	1.4
公的固定資本形成	▲12.4	▲2.5	▲7.2	▲3.4
財・サ輸出	11.4	9.2	8.5	4.1
財・サ輸入	8.7	6.7	6.1	4.4
GDPデフレーター	▲1.2	▲1.3	0.0	0.7
名目GDP	0.5	1.7	2.5	2.6
鉱工業生産	4.0	1.6	4.1	2.4
経常利益	24.6	10.2	6.1	5.8
完全失業率	4.6	4.3	3.9	3.7
雇用者報酬	▲0.3	1.8	2.3	2.8
新設住宅着工戸数	119.3	124.9	127.5	129.0
経常収支(10億円)	18,210	18,921	19,645	20,846
名目GDP比率	3.7	3.7	3.8	3.9
国内企業物価	1.5	2.1	1.8	1.2
消費者物価(生鮮除く総合)	▲0.2	0.1	0.6	0.8
長期金利	1.53	1.43	1.95	2.25
為替レート(円/ドル)	107.5	113.2	107.5	104.8
原油価格(ドル/バレル)	45.1	60.0	68.3	61.3
米国実質成長率(暦年)	4.2	3.5	3.5	3.0
中国実質成長率(暦年)	10.1	9.9	10.0	9.4

【前回予測】

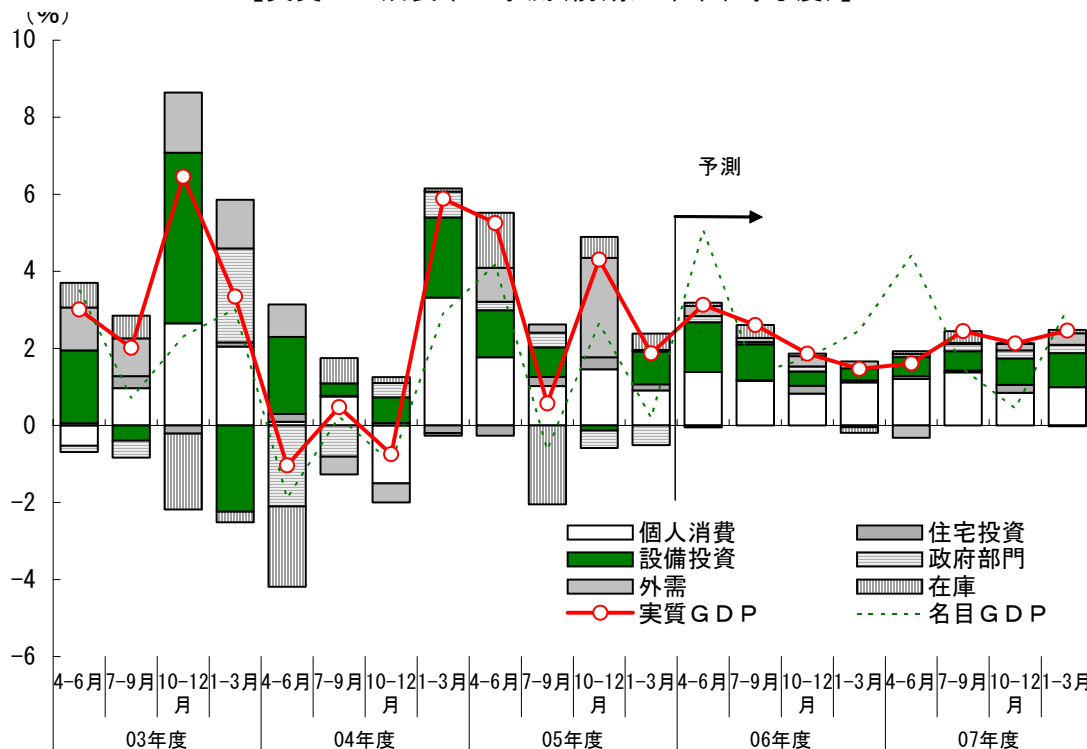
(%)

	2006年度	2007年度
	予測	予測
実質GDP	2.5	2.0
(内需寄与度)	2.1	1.9
(外需寄与度)	0.4	0.1
個人消費	1.9	1.8
住宅投資	1.9	2.3
設備投資	5.7	3.5
民間在庫投資	▲0.0	0.0
政府消費	2.0	2.3
公的固定資本形成	▲5.5	▲3.9
財・サ輸出	8.1	4.0
財・サ輸入	7.0	3.9
GDPデフレーター	▲0.1	0.4
名目GDP	2.4	2.5
鉱工業生産	3.8	2.9
経常利益	6.0	6.5
完全失業率	3.9	3.7
雇用者報酬	2.2	2.8
新設住宅着工戸数	125.7	128.0
経常収支(10億円)	19,645	20,899
名目GDP比率	3.8	3.9
国内企業物価	1.6	1.2
消費者物価(生鮮除く総合)	0.4	0.7
長期金利	1.74	2.00
為替レート(円/ドル)	118.3	109.5
原油価格(ドル/バレル)	68.3	61.3
米国実質成長率(暦年)	3.5	3.0
中国実質成長率(暦年)	9.8	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)】

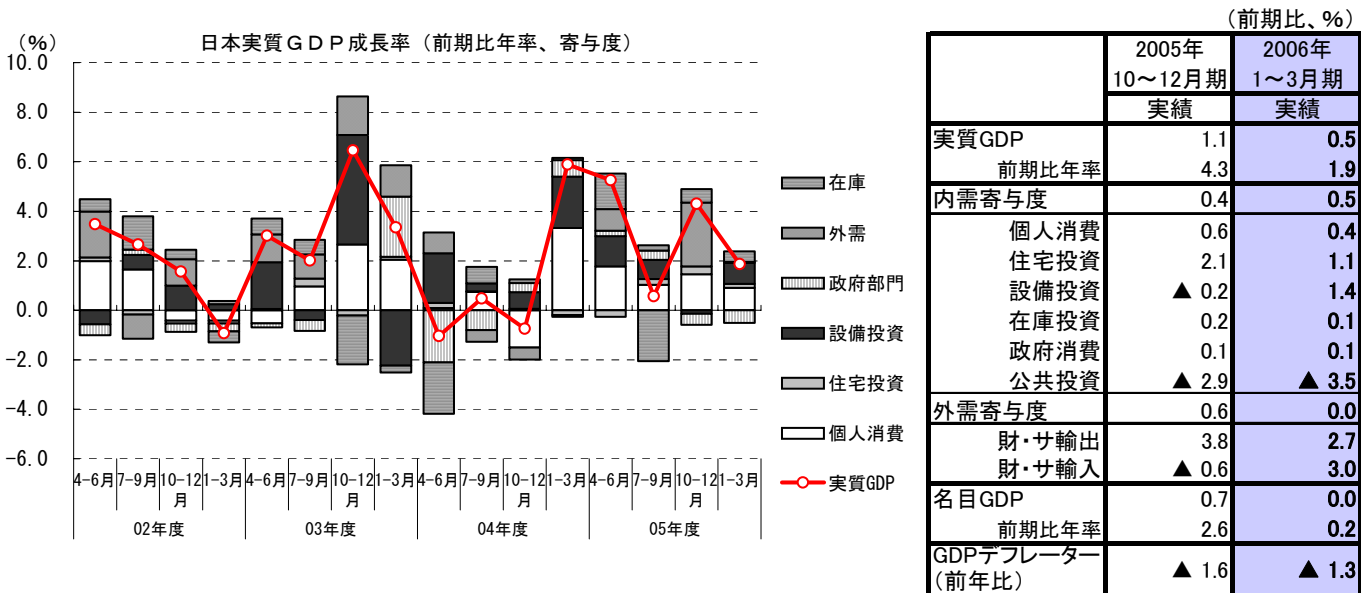


1. 日本経済の現状： 理想的な安定成長局面に入りつつある

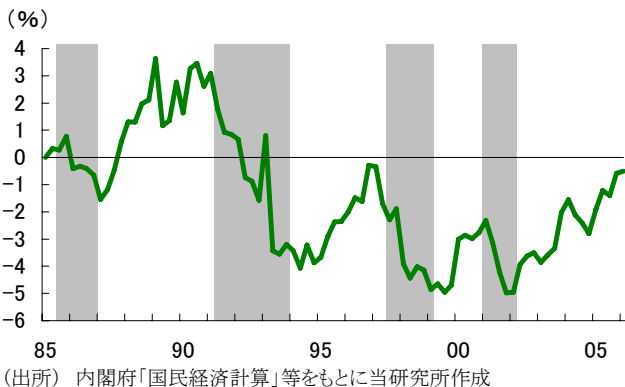
○ 2006年1～3月期GDP統計の結果と評価

2006年1～3月期の実質GDP成長率は、前期比+0.5%（同年率+1.9%）とほぼ潜在成長率並みの伸びとなった。成長率の内訳をみても、民間需要の二本柱である個人消費（前期比+0.4%）と設備投資（同+1.4%）が堅調に増加しており、民需主体の成長が維持されている。また、GDPデフレーターは前年比▲1.3%と依然としてマイナス幅が大きい。国内の物価動向の実勢をより正確に反映していると考えられる国内需要デフレーターは、2005年10～12月期の前年比▲0.5%から2006年1～3月期は同0.0%と横ばいにまで持ち直している。同時に公表された2005年度の成長率は、実質成長率が+3.0%と現行統計で初めての3%台の成長となったことに加えて、名目成長率も+1.7%にまで持ち直している。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を改めて確認される内容といえる。

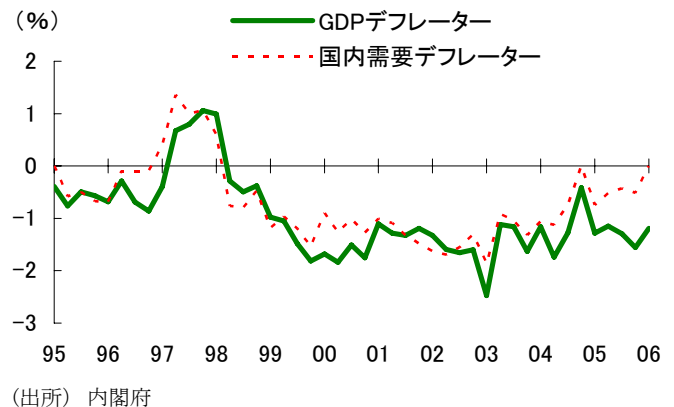
図表1 2006年1～3月期GDP速報結果



図表2 GDPギャップ



図表3 GDPデフレーター/内需デフレーター（前年比）



○ 2006・07年度の日本経済見通し

今回のGDP統計の公表等を受けて、当研究所は2006・2007年度日本経済見通しの改訂を行った。実質GDP成長率の見通しは2006年度が+2.5%（前回予想+2.5%）、2007年度が+2.0%（同+2.0%）、名目GDP成長率の見通しは2006年度が+2.5%（同+2.4%）、2007年度が+2.6%（同+2.5%）である（予測詳細は3ページの総括表参照）。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が予想されるが、①民間需要を主体とする自律回復メカニズムが軌道に乗っていること、②個人消費と非製造業の回復により経済の安定度が高まっていること、等から景気が踊り場に逆戻りする可能性は低い。2006年度半ばには日本経済はデフレから脱却し、理想的な安定成長局面に入ると予測する。2002年1月をボトムとする今回の景気回復は、高度経済成長期の「いざなぎ景気（1965年11月～1970年7月）」を期間の面で上回る「戦後最長の回復」となる可能性が高い。

2. 2006・07年度の注目点：景気回復の持続性、デフレ脱却後のインフレ圧力、マクロ政策のあり方

2006～2007年度を展望するにあたっての日本経済の注目点は、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デフレ脱却後のインフレ圧力大きさをどうみるか（デフレ脱却の時期）、③デフレ脱却後のマクロ経済政策はどうあるべきか、の三点と考えている。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

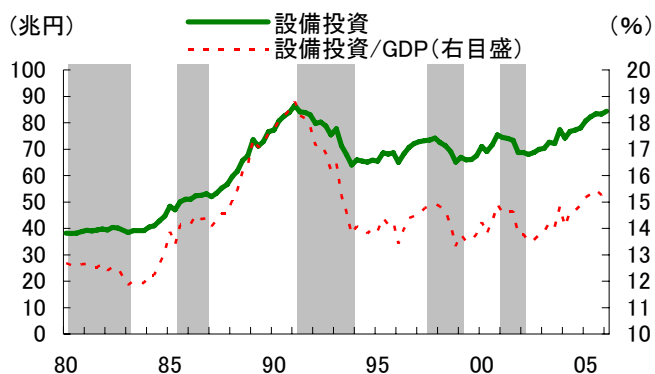
○ 景気回復の持続性：2006年度から2007年度にかけて回復基調は大きく崩れない

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、輸出減速やIT分野の調整などから景気回復に天井感・一服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

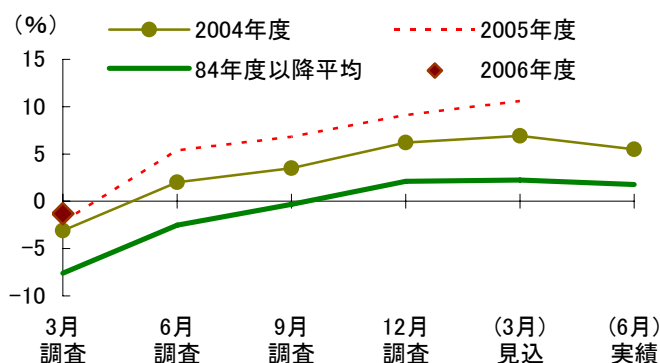
まず、景気回復を主導するのは企業の設備投資である。わが国の設備投資は、2002年4～6月期を底に3年以上にわたって回復を続けており、バブル崩壊以降初めての中期的な上昇局面に入っている（図表4）。日銀短観（3月調査）の設備投資計画も前年比▲1.3%と3月調査としては底堅く、2006年度の設備投資の回復持続を示唆する結果となっている（図表5）。

図表4 実質設備投資の推移



（出所）内閣府

図表5 日銀短観・設備投資計画（3月調査）

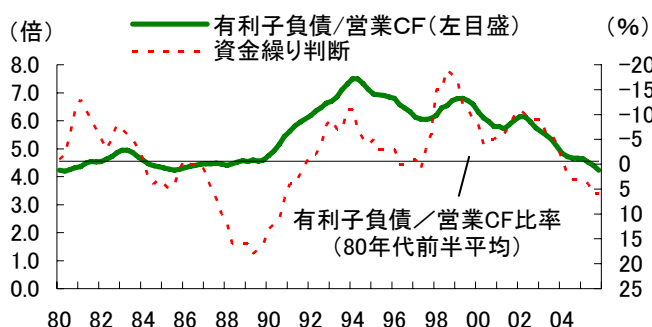


（出所）日本銀行「企業短期経済観測調査」

今回の景気回復局面において設備投資が拡大に転じた背景には、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(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。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もあるが、これまでの設備投資が更新投資中心であったことからストック調整圧力はほとんど生じていない(図表9)。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。

資本ストック循環の観点から、設備投資の伸びは緩やかに低下していくとみられるが、期待成長率の上昇やストック調整圧力の小ささを踏まえると、大幅な伸びの鈍化は見込みにくい。2006年度の設備投資は前年比+5.0%、2007年度は同+3.4%の増加を予測する。

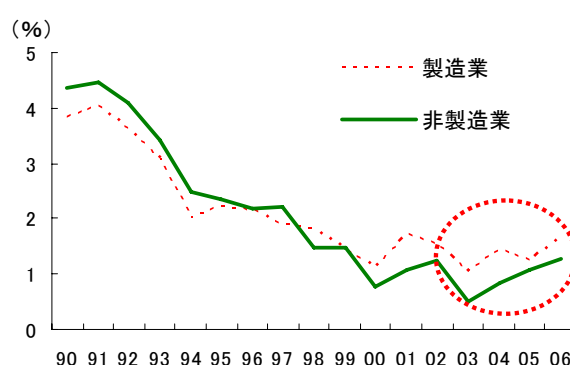
図表6 過剰債務の調整終息



(出所) 財務省「法人企業統計季報」

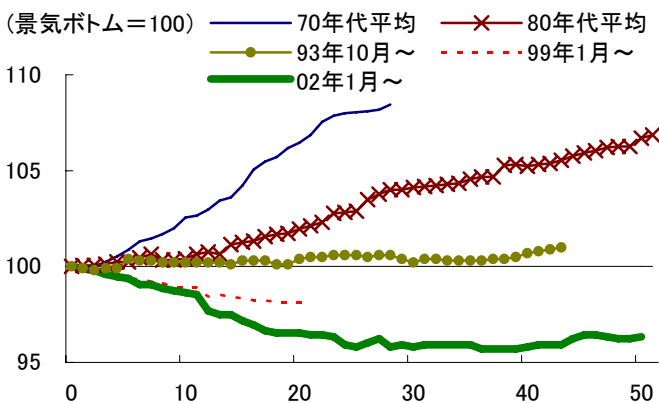
(注) 1.有利子負債: =社債+長期借入金
2.営業CF: =経常利益×0.5+減価償却費

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」

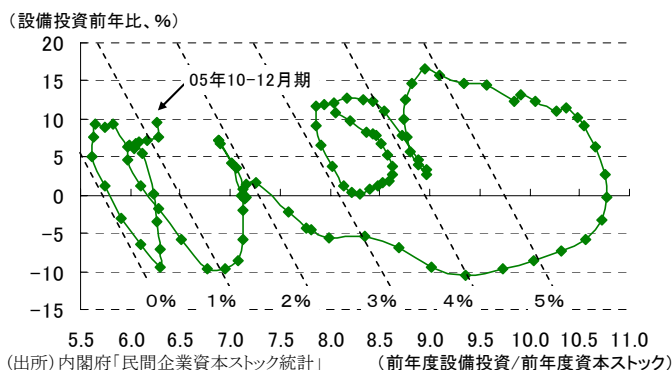
図表8 製造業・生産能力指数の推移



(出所) 経済産業省

(景気回復期間、月)

図表9 資本ストック循環



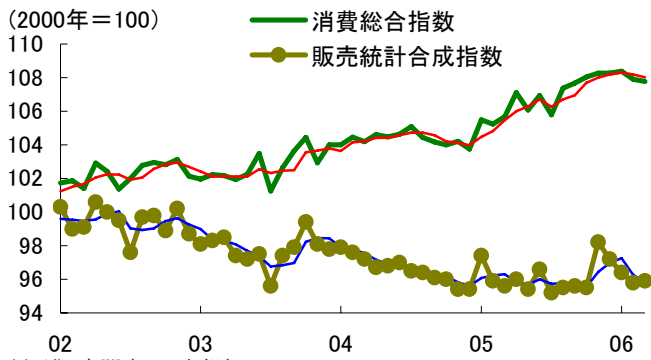
(出所) 内閣府「民間企業資本ストック統計」

(前年度設備投資/前年度資本ストック)

○ 景気回復の安定役となる個人消費

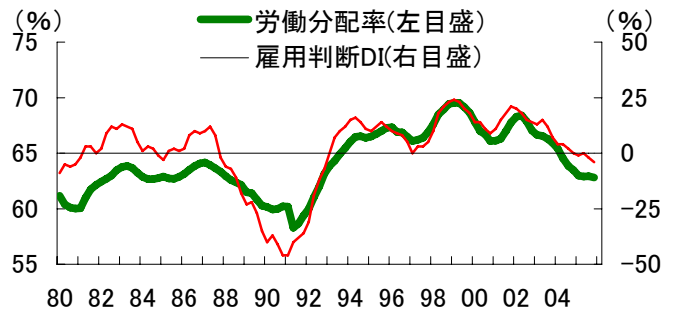
また、景気回復の安定役として期待されるのが個人消費である。2005年に入って、個人消費は回復傾向を鮮明にしているが(図表10)、この背景には企業の労働コスト削減の一巡による雇用不安の解消と雇用者報酬の増加という事情があると考えられる。実際、企業の労働コスト負担を表す労働分配率をみると、2005年には適正水準と考えられる80年代前半の水準にまで低下しており、また企業の雇用過剰感も完全に解消している(図表11)。企業の労働コスト負担の低下に歩調を合わせる形で、家計の雇用者報酬も増加に転じている(図表12)。2006年度には、春闘における賃金引上げが一部企業で再開されるなど、企業から従業員への利益還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

図表10 個人消費関連統計



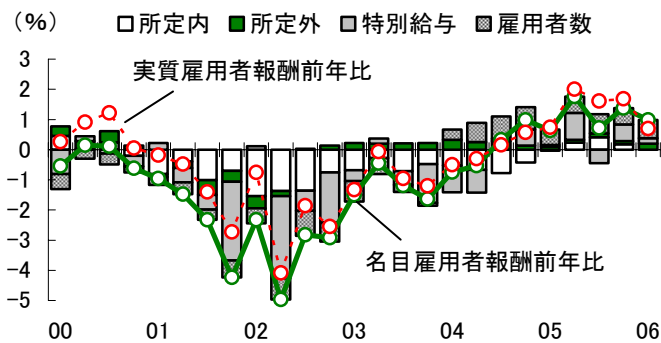
(出所) 内閣府、日本銀行
(注) 細実線は3ヵ月移動平均

図表11 労働分配率と雇用判断DI



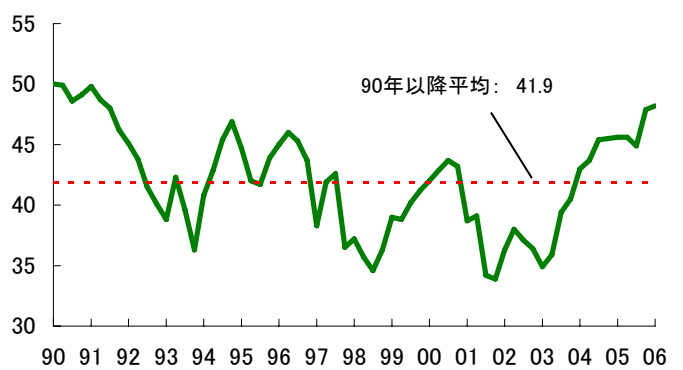
(出所) 財務省「法人企業統計季報」
(注) 1. 労働分配率: = 人件費/付加価値×100
2. 年報により、季報の調査サンプルの変更の影響を調整

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) 1. ボーナス支払時期にあわせ四半期を分割
2. 直近四半期は2~3月の数値により計算

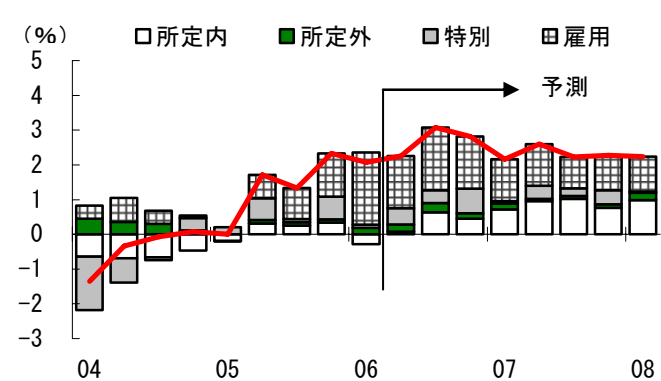
図表13 消費者態度指数



(出所) 内閣府「消費動向調査」

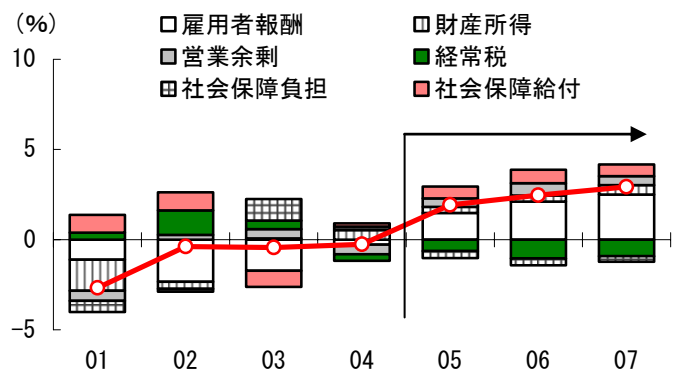
2006年度の個人消費は前年比+2.0%、2007年度は同+2.0%の増加を予測する。定率減税の縮減・廃止や年金保険料の段階的引き上げにより可処分所得の伸びは抑制されるが、行き過ぎた増税論議などが行われなければ個人消費を失速させるには至らないであろう。

図表14 雇用者報酬予測



(出所) 厚生労働省、総務省

図表15 可処分所得予測



(出所) 内閣府

○ 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

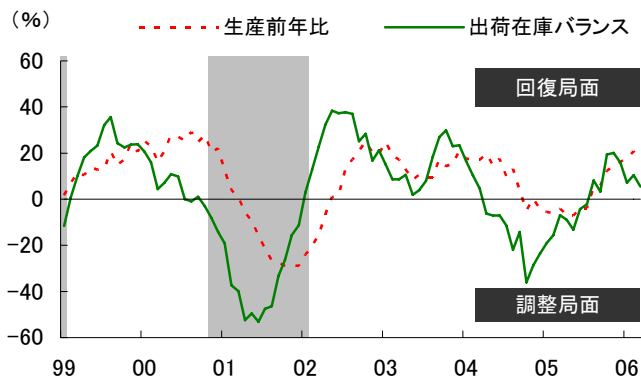
以上のように、2006～2007年度の日本経済は民間需要を主体とする安定成長を続けるが、2006年度下期から2007年度上期にかけて一時的に成長テンポが鈍化する局面も予想される。しかし、結論からいえば、2004年度下期から2005年度上期にかけての踊り場局面のように、景気の停滞感が強まる状況は避けられるとみられる。

成長テンポの鈍化をもたらすと考えられるのは以下の三つの要因である。第一に、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を起点として、2006年度半ば以降ITセクター(情報通信関連財)の生産・在庫調整が生じるリスクがある。生産・在庫調整の先行指標となる出荷・在庫バランスをみると、ITセクターでは2005年10～12月期をピークに数値が低下傾向にある(図表16)。出荷在庫バランスの生産指数に対する先行期間が6ヵ月程度であることを踏まえると、4～6月期以降はITセクターの生産活動が鈍化する可能性がある。世界のIT需要については、①WindowsのOS更新に伴うパソコン買い換え需要、②自動車へのIC搭載率の上昇トレンド、③流通業界におけるICタグの普及、④北京五輪に向けてのデジタル家電需要の増加、など中期的に底堅い伸びが期待できる。このため、生産・在庫調整が長期化するリスクは小さいが、過去の経験則を踏まえると供給過剰による半年程度の在庫調整が発生するリスクは否定できない。

第二に、米国経済の成長鈍化による輸出減速が予想される。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%程度にまで鈍化するとみられる。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。

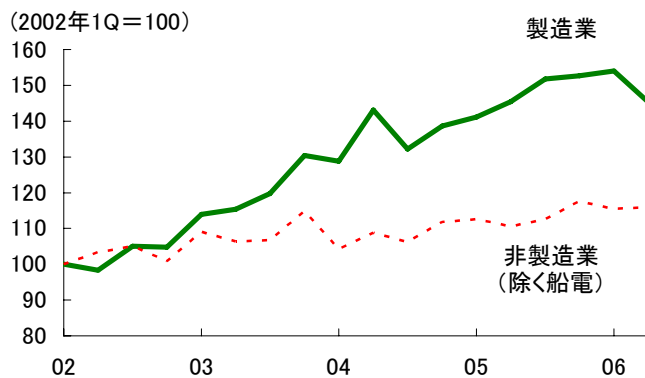
第三に、設備投資の伸びが一時的に鈍化する可能性がある。直近1～3月期の機械受注(船舶・電力除く民需)は前期比▲0.4%、4～6月期(見通し)が同▲2.5%と受注の伸びが頭打ちとなっている。業種別にみると、非製造業の受注が底堅く推移する一方で、製造業の受注に鈍化の兆しがみられる。前述の通り、設備投資は中期的に増加傾向が続く可能性が高いと考えられるが、今回の機械受注は、設備投資の担い手が製造業から非製造業へとパトタッチするのに伴って、設備投資の伸びが一時的に鈍化する可能性があることを示唆している。機械受注の設備投資に対する先行性を踏まえると、示唆される設備投資の伸び鈍化のタイミングは2006年度半ば前後となる。

図表16 IT分野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17 機械受注(四半期)



(出所) 内閣府
(注) 直近四半期は3月調査の受注見通し

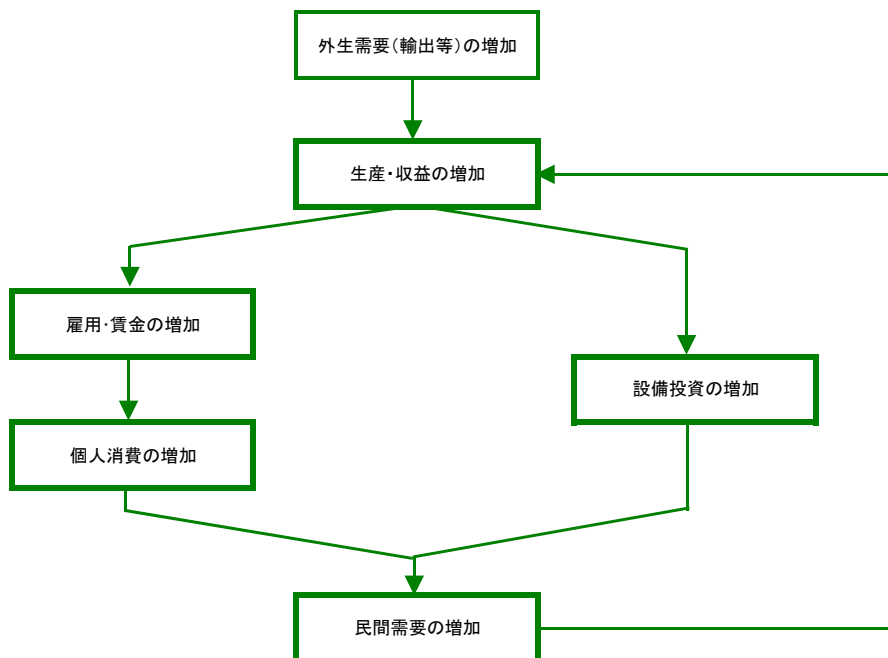
○ 景気の踊り場陥落を阻止するメカニズム

もともと、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現在が異なるのは、①民間需要による自律回復が軌道に乗っており、経済成長に一種の「慣性の法則」が働きやすくなっていること、②個人消費と非製造業の成長の好循環が景気安定役として機能していること、である。

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。景気が踊り場に陥った2004年度半ばにおいては、外生需要の増加が民間需要の増加を誘発する景気の自律回復メカニズムが完全には始動していなかった(図表17)。

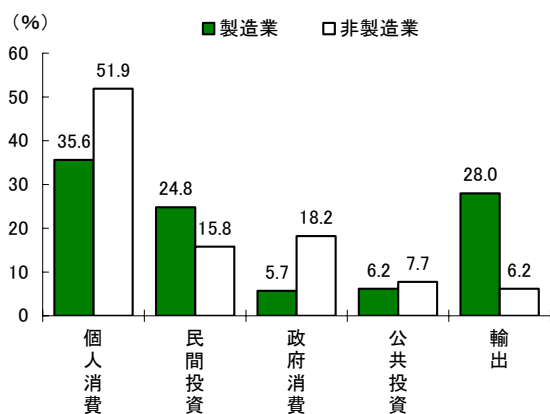
過剰設備・債務・雇用の調整圧力や期待成長率の低迷から、外生需要の増加によってもたらされる収益増加が設備投資や雇用・賃金に結びつきにくかったためである。現在は、企業リストラの終息と期待成長率の回復から、民間需要の自律回復メカニズムが軌道に乗っている。輸出減速が景気全体の失速をもたらすリスクは相対的に小さくなっている。

図表18 自律回復のメカニズム



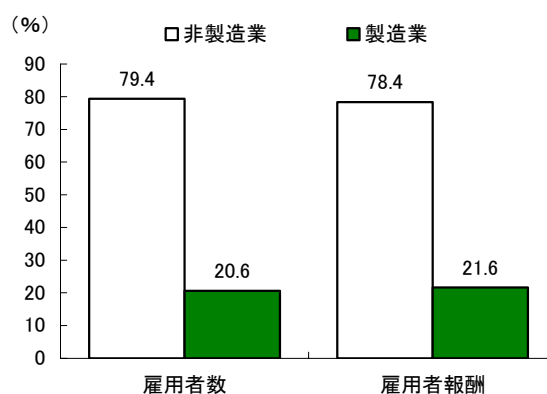
さらに、景気回復の安定性という観点からは、前回の踊り場局面とは異なり、個人消費と非製造業に回復が波及していることが重要である。周知のように、個人消費は経済の総需要の6割弱を占めており、非製造業は経済の総供給の8割程度を占める規模である。個人消費や非製造業への回復の波及は、需要面でも供給面でも景気の安定度を高める役割を果たすことになる。また非製造業の需要構成は5割以上が個人消費に集中しており、非製造業の活動が安定的に拡大していくためには個人消費の増加が要件となる(図表19)。一方、消費支出の源泉となる雇用者報酬の業種別の分布をみると非製造業が8割弱となっており、個人消費の安定的な増加のためには非製造業の回復が要件となる(図表20)。個人消費と非製造業は相互依存関係にあり、回復の好循環が働きやすい関係にある。

図表19 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」

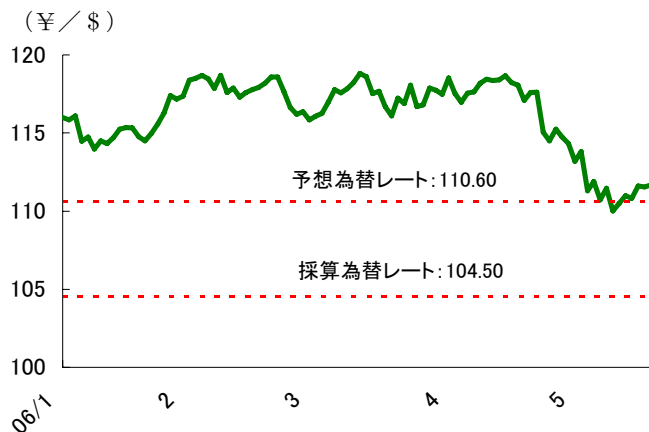
図表20 雇用・所得の業種別シェア



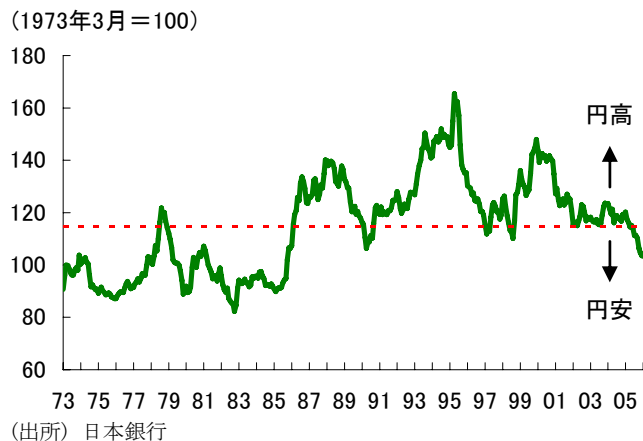
(出所) 内閣府「国民経済計算」
(注) 過去5年間の平均によりシェアを算出

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。当研究所では、2007 年度には 100~105 円(年度平均 104.80 円)のレンジまで円高が進むと想定しているが、採算為替レートが 104.50 円(企業行動に関するアンケート調査)にあることを踏まえると、輸出数量に与える影響は限定的と考えられる。

図表21 直近の為替動向



図表22 実質実効為替レート



○ 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 ヶ月)、2006 年 10 月にはいざなぎ景気(拡張期間 57 ヶ月)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 ヶ月に達することになる。

図表23 景気基準日付

	谷	山	谷	期 間			ニックネーム	
				拡張	後退	全循環	拡張局面	後退局面
第1循環		1951年6月	1951年10月		4			
第2循環	1951年10月	1954年1月	1954年11月	27	10	37	特需景気	
第3循環	1954年11月	1957年6月	1958年6月	31	12	43	神武景気	なべ底不況
第4循環	1958年6月	1961年12月	1962年10月	42	10	52	岩戸景気	
第5循環	1962年10月	1964年10月	1965年10月	24	12	36	オリンピック景気	40年不況
第6循環	1965年10月	1970年7月	1971年12月	57	17	74	いざなぎ景気	
第7循環	1971年12月	1973年11月	1975年3月	23	16	39		石油危機
第8循環	1975年3月	1977年1月	1977年10月	22	9	31		ミニ不況
第9循環	1977年10月	1980年2月	1983年2月	28	36	64		世界同時不況
第10循環	1983年2月	1985年6月	1986年11月	28	17	45		円高不況
第11循環	1986年11月	1991年2月	1993年10月	51	32	83	平成(バブル)景気	平成不況
第12循環	1993年10月	1997年5月	1999年1月	43	20	63		
第13循環	1999年1月	2000年11月	2002年1月	22	14	36		
第14循環	2002年1月			52~				

(出所) 内閣府資料をもとに第一生命経済研究所作成

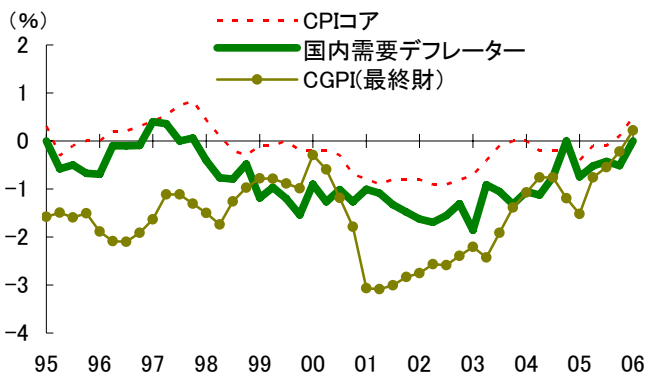
(2) デフレ脱却後のインフレ圧力

○ 限定的なインフレ圧力

第二の「デフレ脱却後のインフレ圧力」については、当面のインフレ圧力は限定的であると考えている。

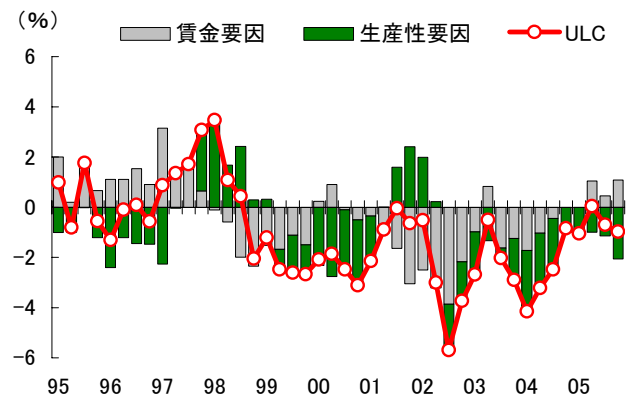
わが国の消費者物価(生鮮除く総合)は2005年10～12月期より前年比プラスに転換しており、2006年4～6月期にはGDPの国内需要デフレーターもプラスに転換する可能性が高い。物価関連統計から判断して完全にデフレから脱却したことが確認されるのは2006年10～12月期となるとみられるが、政府は遅くとも夏場までには「デフレ脱却宣言」を行うであろう。「デフレ脱却宣言」後は、デフレ脱却の可否や時期は金融市場の関心ではなくなっていくと考えられる。その後の物価に関する関心は、デフレ脱却後の物価上昇テンポへと移っていくとみられる。この点については、デフレ脱却後においてもインフレ圧力が大きく高まるとは考えにくく、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余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。わが国のフィリップス・カーブから考えると、消費者物価コア指数に趨勢として1%程度の上昇圧力が加わるのは失業率が3%前半に達した段階である(図表26)。90年代に入ってからからの均衡失業率(構造・摩擦的失業率)の上昇傾向を考慮しても、少なくとも失業率が3%台半ばに達するまでは労働需給の観点からインフレを警戒するような状況にはないと考えられる。

図表24 各種物価指標の推移



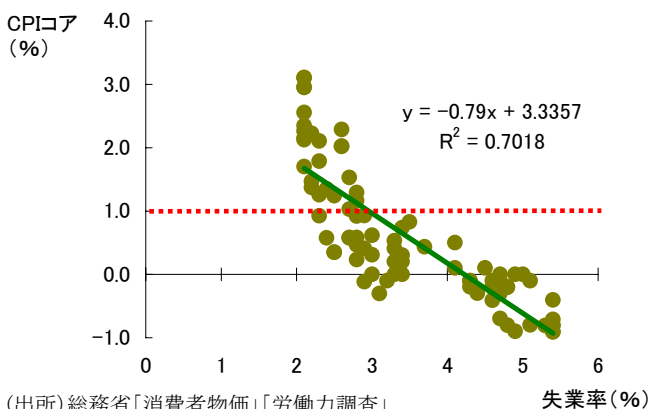
(出所) 内閣府、総務省、日本銀行

図表25 ユニットレーバークスト



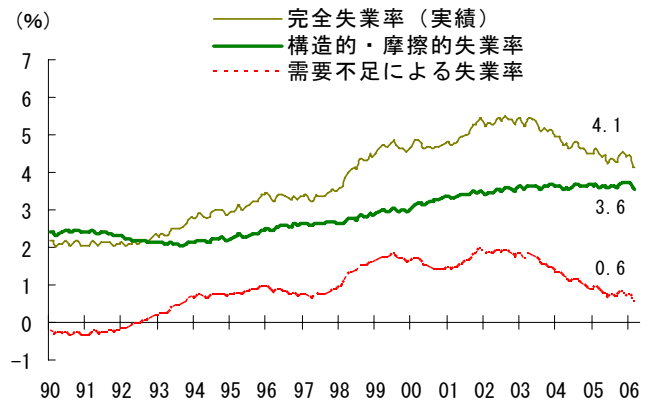
(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」、経済産業省「全産業活動指数」

図表26 フィリップスカーブ



(出所) 総務省「消費者物価」「労働力調査」
(注) 推計期間は1985年～1995年

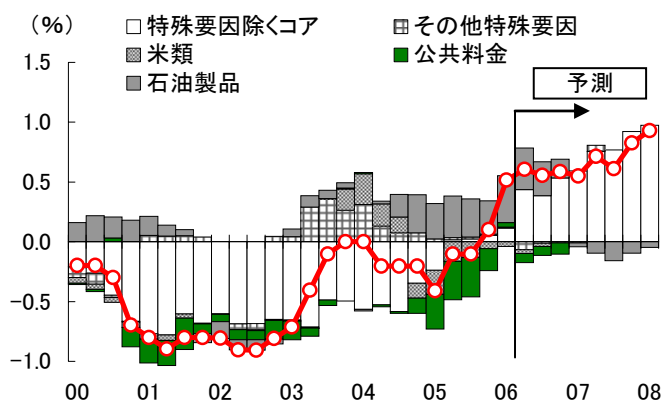
図表27 均衡失業率



(出所) 総務省

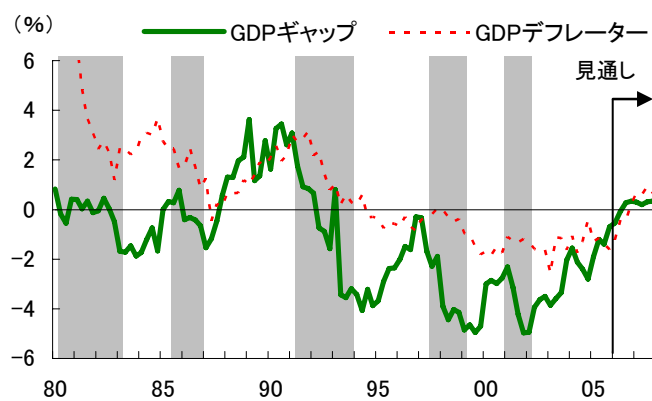
消費者物価(生鮮除く総合)は、2006年度が前年比+0.6%、2007年度が同+0.8%と予測する。GDPデフレーターは、2006年度が前年比0.0%、2007年度が同+0.7%と予測する。GDP成長率の名実逆転のタイミングは2006年度後半と予想している。なお、2005年度から2006年度にかけてのGDPデフレーターマイナス幅の急速な縮小は、景気回復に伴う需給バランスの改善に加えて、前年比でみた原油輸入価格の伸び鈍化を反映したものである。

図表28 消費者物価見通し



(出所) 総務省

図表29 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」等をもとに当研究所作成

(3) デフレ脱却後のマクロ政策の展望とあり方

○ 重要となる構造改革と金融緩和のポリシーミックス

第三の今後のマクロ経済政策のあり方については、当面は構造改革と金融緩和のポリシーミックスが重要になると考える。

マクロ経済の需給バランス均衡後の持続成長のためには、経済の需要面と供給面がバランスよく成長していくことが必要になる。中期的な観点からは、景気過熱を抑制するための利上げや政策目標金利の中立水準への調整が必要になってくることは間違いない。もっとも、前述のように潜在的な労働投入余力や生産性の改善余地が残されていることを踏まえると、少なくとも現段階では利上げによる総需要の安定化を行う必要性は乏しい。当面は、構造改革を通じて潜在成長率の底上げを図ると同時に、金融緩和の持続により景気の腰折れを回避することが重要である。

より中長期的な観点からは、デフレ脱却後の日本経済の課題は、財政再建ならびに人口減少下での経済活力の維持である。より長期の経済成長を実現するためには、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構造改革のさらなる加速による潜在成長率の引き上げ、③早期の少子化対策の実施、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。なお、財政再建に当たっては、当面は歳出削減を中心とすることが望ましい。増税による財政再建は総需要の減少から経済成長を阻害する可能性があるのに対して、歳出削減による財政再建は生産性の向上により経済成長を促進する可能性があるためである。一般に、経済に需給ギャップが存在する段階では、政府の歳出削減は総需要の減少による景気減速をもたらす可能性が高い。これに対して、経済の需給ギャップが解消した段階では、歳出削減による政府規模の縮小は「非効率的な官」から「効率的な民」への資源移転をもたらすため、生産性向上による経済成長の加速をもたらす可能性がある。民営化・規制改革などによる政府規模の縮小は、財政再建と経済成長の好循環をもたらす鍵となるであろう。

○ 現実的な政策想定

現実のマクロ経済政策の予想としては、ゼロ金利解除のタイミングは2006年7～9月期、その後2008年1～3月期までに1.00%までの利上げを予想している(06年10月、07年10月、08年1月、いずれも25bp)。国内のインフレ圧力や民間投資の状況を踏まえつつ日本銀行は着実に利上げを行っていきとみられるが、2006年度下期より経済成長のテンポが一時的に鈍化することや、米国FRBが2007年より利下げ(年内50bp)に転じることもあり、2006年度下期から2007年度上期にかけては利上げが見送られると想定している。結果として、予測期間中の利上げのテンポは総じて緩やかに留まり、実質金利もゼロ%以下に抑えられると考えられる。ゼロ金利解除とその後の利上げが景気失速をもたらすことは、辛うじて避けられると考える。また、消費税率の引き上げは2009年4月以降と想定した。

3. リスク・シナリオ

2006～2007年度中に景気が腰折れするリスクとしては、①原油価格急騰等をきっかけとする海外経済の失速、②マクロ経済政策の失敗による景気失速、等に引き続き注意していきたい。IEAの試算によれば、原油価格10ドル/バレルの上昇は世界経済の成長率を▲0.4%ポイント抑制することになる。また、原油価格上昇に伴い世界経済におけるインフレ懸念が高まった場合、すでにその兆候はみられるが、金融引き締めへの懸念から世界的な株価下落が生じる可能性がある。マクロ経済政策については、当面は、想定以上に速いテンポの利上げや早期の増税論議が景気失速をもたらすリスクに注意が必要である。急速な利上げの実施は、将来の金利上昇を懸念した民間投資の駆け込み需要とその反動をもたらすリスクがあり、経済の振幅を必要以上に大きくする可能性がある。

図表30 原油価格 10 ドル/バレルの上昇の影響

	(%ポイント)		
	実質GDP	CPI上昇率	失業率
日本	▲ 0.4	0.3	0.0
米国	▲ 0.3	0.5	0.1
ユーロ	▲ 0.5	0.3	0.1
アジア	▲ 0.8	1.4	-
中国	▲ 0.8	0.8	-
インド	▲ 1.0	2.6	-
マレーシア	▲ 0.4	2.0	-
フィリピン	▲ 1.6	1.6	-
タイ	▲ 1.8	0.8	-
中南米	▲ 0.2	1.2	-

(出所) IEA

(注) 日本、米国、ユーロは初年度の経済効果

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)

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

結城 良彦 (yuki@dlri.dai-ichi-life.co.jp)