

**テーマ：民間シンクタンクの経済見通し（11月発表）**
**発表日：2005年11月25日（金）**
**～ 2006年度の見方はやや分かれる～**
**（No. N-64）**
**第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 副主任エコノミスト 新家 義貴  
TEL:03-5221-4528**
**（要旨）**

- 2005年度の実質GDP成長率予測の平均値は+2.6%と、前回（8月）予測値から+0.7%Pの上方修正。標準的なシナリオは、「景気の抑制要因だった輸出の低迷とIT関連財の在庫調整が終息。加えて、今後も個人消費と設備投資を中心とする民間内需が底堅く推移することから景気の回復基調が続く」というもの。2005年度の見通しはほぼ収斂しており、景気シナリオにも違いはほとんど見られない。2005年度の2%成長は既に規定路線となった。
- 2006年度の実質GDP成長率予測平均値は+2.0%と、前回（8月）予測値から+0.2%の上方修正。潜在成長率とされる1%台半ばを超える成長が今後も続くことが見込まれており、2006年度も景気回復が続くとの見方がコンセンサス。景気を持続性に対しては肯定的な意見が多い。
- 景気回復力に関しては見方が分かれている。強気派は設備投資、個人消費といった内需を強めに想定し、内需主導の景気回復が続くと見ている。一方で弱気派は公的負担の増加による個人消費の減速や資本ストック調整による設備投資の鈍化などを想定するなど、内需に慎重な見方をしている。期待成長率についての見方の差なども影響しているとみられる。
- CPIコアについては2005年度0.0%、2006年度+0.3%と、日銀展望レポートよりもやや慎重。量的緩和解除時期については2006年4月頃がコンセンサス。一方でゼロ金利解除については景気への配慮から慎重に行うべきとの意見が多くみられ、解除時期も2007年以降との見方が多い。

3ヶ月に一度の恒例行事である、民間シンクタンクによる改訂経済見通しの発表がピークを迎えている。以下では、現段階で集計した民間シンクタンクの見通しの動向を概観する（11月21日時点24機関）。

**予測数値（実質GDP成長率）**

2005年度平均	+2.6%（最低 +2.2% ～ 最高 +2.9%）	第一生命経済研究所	+2.6%
2006年度平均	+2.0%（最低 +1.1% ～ 最高 +3.0%）	第一生命経済研究所	+1.8%

**前回（8月）見通しからの修正幅**

2005年度平均	+0.7%P（最低 +0.3%P ～ 最高 +1.0%P）	第一生命経済研究所	+0.8%P
2006年度平均	+0.2%P（最低 ▲0.3%P ～ 最高 +1.0%P）	第一生命経済研究所	▲0.2%P

**○ 2005年度 ～ 見方は収斂 ～**

2005年度の実質GDP成長率予測の平均値は+2.6%と、前回（8月）予測値から+0.7%Pの上方修正となった（24機関平均）<sup>1</sup>。設備投資の回復力が予想以上に強いことに加え、足元で輸出の回復もみられているこ

<sup>1</sup> 9月の2次QE公表後に経済見通しを改定した機関も多いが、条件を同じにするために、すべて8月時点の予測との比較を行っている。

となどを背景に、すべての機関で上方修正がなされた。また、前回8月の見通し公表以降に4-6月期2次Q Eが大幅に上方修正されたことや、7-9月期Q Eも伸びは鈍化したものの底堅い推移となったように、2005年度前半の実績が前回の想定を上回った結果の足元修正という面もあるだろう。多くの機関で想定されている標準的なシナリオは、「景気の抑制要因だった輸出の低迷とIT関連財の在庫調整が終息。加えて、今後も個人消費と設備投資を中心とする民間内需が底堅く推移することから景気の回復基調が続く」というものである。伸びが4-6月期に比べて減速した7-9月期Q Eについても、あくまで前半の高い伸びの反動といった認識でほぼ一致しており、鈍化は一時的という評価が大半を占めている。

結果として2005年度の見通しはほぼ収斂しており、景気シナリオにも違いはほとんど見られない。予測レンジも+2.2%~+2.8%と極めて狭く、24機関中22機関が2.5%以上の成長を見込んでいる。2005年度の2%成長は既に規定路線となった。

## 2005年度 経済見通し一覧

2005年11月発表 (単位: %)

	社名	実質GDP					名目GDP	CPI (コア)	米国実質GDP
		消費	設備	公共投資	輸出				
1	ドイツ証券	2.9	2.2	7.8	▲ 4.2	8.2	1.6	0.0	3.7
2	BNPパリバ証券	2.8	2.2	7.8	▲ 3.7	7.8	1.9	0.1	3.5
3	パークレイズキャピタル証券	2.8	2.1	7.9	▲ 3.2	8.5	-	-	-
4	富国生命保険	2.8	2.0	7.7	▲ 3.1	7.8	1.8	0.0	3.6
5	モルガンスタンレー証券	2.8	2.1	8.3	▲ 4.1	8.0	1.9	0.1	3.5
6	農林中金総合研究所	2.8	2.2	8.1	▲ 2.9	8.1	1.7	-	3.6
7	明治安田生命保険	2.7	2.2	7.4	▲ 3.6	7.0	1.7	0.1	3.5
8	日本総合研究所	2.7	1.9	8.2	▲ 3.8	7.6	1.6	0.0	3.6
9	新光総合研究所	2.7	1.9	7.4	▲ 5.8	8.3	1.6	0.1	3.6
10	第一生命経済研究所	2.6	1.9	8.3	▲ 3.6	7.5	1.7	0.1	3.6
11	大和証券SMBC	2.6	2.0	7.4	▲ 3.6	8.3	1.6	0.1	3.6
12	大和総研	2.6	1.9	7.7	▲ 2.3	7.3	1.6	-	3.4
13	浜銀総合研究所	2.6	2.0	7.6	▲ 4.5	7.3	1.7	-	3.6
14	野村証券	2.6	2.0	7.9	▲ 3.3	7.1	1.7	0.1	3.6
15	ニッセイ基礎研究所	2.6	1.9	8.3	▲ 2.3	7.5	1.5	0.0	3.6
16	住友信託銀行	2.6	2.0	7.4	▲ 2.7	7.7	1.5	0.1	3.6
17	UFJ総合研究所	2.6	1.9	7.9	▲ 3.9	7.9	1.6	0.0	3.5
18	みずほ総合研究所	2.5	1.7	7.9	▲ 5.9	8.0	1.4	0.0	3.6
19	三井トラスト・ホールディングス	2.5	2.0	6.0	▲ 3.2	6.5	1.6	-	3.6
20	東京三菱銀行	2.5	2.0	7.1	▲ 3.9	7.0	1.4	0.0	3.6
21	三菱UFJ証券	2.5	2.1	6.7	▲ 4.0	7.0	1.6	0.0	3.6
22	信金中央金庫総合研究所	2.5	1.9	7.3	▲ 3.3	7.3	1.5	0.0	3.6
23	三菱総合研究所	2.4	1.9	6.7	▲ 7.3	6.6	1.3	▲ 0.1	3.5
24	日本経済研究センター	2.2	1.7	7.3	▲ 4.6	6.9	1.2	0.0	3.5

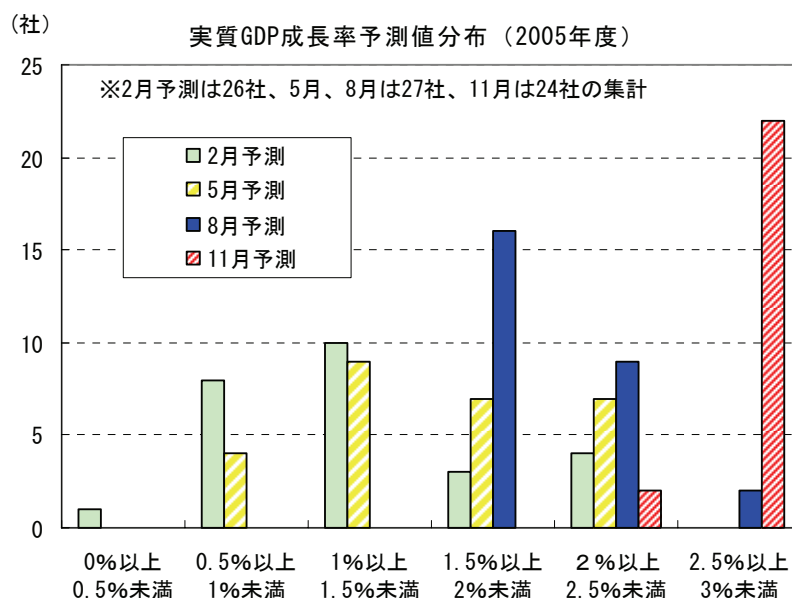
見通し平均	2.6	2.0	7.6	▲ 3.9	7.6	1.6	0.0	3.6
-------	-----	-----	-----	-------	-----	-----	-----	-----

成長の内訳をみると、上方修正が最も目立ったのが設備投資 (+7.6%、8月時点+6.1%)だ。先行指標である機械受注は7-9月期まで4四半期連続で増加し、10-12月期の見通しも非常に強いことなどから、先行きも設備投資は増加傾向で推移するとの見方が大勢を占めた。各種設備投資計画でも設備投資の大幅増加

が示されており、設備投資の回復力は予想以上に強いとの見方が広がっている。前回見通しの段階では、原油高などを主因に収益が鈍化する結果、2005年度中にも設備投資は鈍化するとの見解も多くみられたが、そうした見方はほぼ姿を消している。また、内需のもう一つの柱である個人消費に関しても+2.0%（8月時点+2.0%）と、上方修正こそされなかったものの引き続き底堅い推移が予想されている。7-9月期には家計調査のサンプル要因などもあって伸びは低下したものの、先行きは雇用所得環境の順調な改善を背景として増加が続くとの見方がコンセンサスだ。

このように、先行きも民間内需主導の着実な景気回復が続くと想定する機関が多い。こうした強さの背景については、「企業部門の雇用人員や設備ストックに対する過剰感の後退を背景に、企業業績の拡大が設備投資の増加や家計所得の増加につながりやすくなっている（浜銀総合研究所）」など、バランスシート調整の終息などの構造的な要因を指摘する声が多かった。

また、輸出に関しても+7.6%（8月時点+5.9%）と上方修正されている。低調な推移が続いていた中国向け輸出に予想以上に早く持ち直しの動きが出てきていることに加え、世界的なIT関連財の在庫調整が終了したことなどが上方修正の背景だ。先行きについても、世界経済が基本的には底堅く推移すると予想されていることから輸出は増加を続けるとの見方が多い。



## ○2006年度 ～ 基本は安定成長だが、回復力の見方はまちまち ～

このように2005年度については見方はほぼ一致しており、景気回復が当面続くことに関しては異論を挟む余地はない。一方、2006年度については認識が若干ばらついた。

2006年度の実質GDP成長率予測の平均値は+2.0%（24機関平均）と、前回（8月）予測値から+0.2%の上方修正となった。もっとも、景気回復力に関しては見方が若干分かれており、予測レンジも+1.1%～+3.0%と比較的広い。また、上方修正を行った機関が16機関（24機関中）と多い一方で、下方修正を行った機関も5機関存在するなど見方はまちまちである。

こうした見方の相違をもたらした最大の要因は、内需の強さに対する認識の違いだ。GDP成長率予測値が高い5機関の平均をとると、個人消費は+2.2%、設備投資は+8.1%とともに高い伸びが想定されている。一方、GDP成長率を低めに予想する5機関では、平均で個人消費は+0.9%、設備投資は+3.2%と、ともに2005年度から大幅に減速するとの予測になっている。予測レンジも個人消費は+0.2%～+2.5%、設備投資は+2.0%～+10.3%とかなり広く、内需をどうみるかで見通しの結果に大きく差が出たことが確認できる。

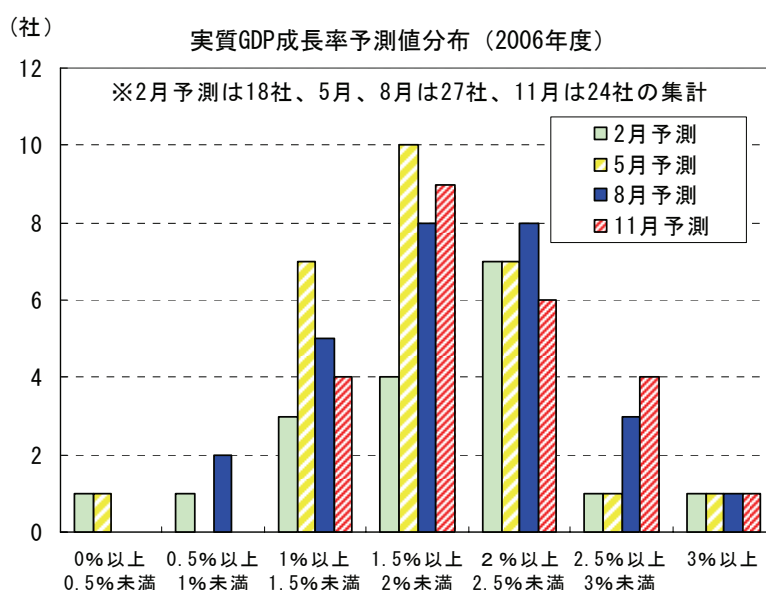
相対的に強気な機関では、設備投資が非製造業への広がりを持ちながら増加傾向を続け、引き続き景気を牽引するとみているほか、個人消費に関しても、各種公的負担増の影響はあるものの、雇用・所得環境の増加によってカバーできることから目だった減速はみられないとの見方が多く、内需主導の景気回復が続くとの予想となっている。「家計の負担増が相次ぐことになるが、所得環境の改善や株価上昇による資産効果などを背景に底堅く推移する（富国生命）」といった意見が代表的だ。また、設備投資に関しても最も強気な

野村証券金融研究所では「日本企業は『縮み志向』から『拡大志向』の経営へと、着実に舵を切りつつある」とし、企業と家計の好循環が強まるとしている。全体的に見て、強気派は日本経済の構造調整圧力の軽減を重視する傾向があり、過去には途切れていた外需→企業→家計の自律回復メカニズムが働きやすくなっていると主張する。その結果、内需の力強さが増しており、原油高等の外的ショックも吸収可能と見る向きが多い。また、期待成長率の上昇が設備投資や雇用の持続的な拡大をもたらすことで、息の長い景気回復につながるといった意見が多いことも特徴だ。

一方、2006年度について相対的に弱気な機関は、内需の強さについて比較的慎重にみる傾向がある。個人消費については、「定率減税の縮減が始まるほか、既往の原油高が企業の収益圧縮を通じラグをもって賞与を含む家計所得を減じるリスクもあり、2005年度対比で大きく減速しよう（大和証券SMB C）」など、公的負担増による可処分所得の押し下げを重視して伸びの鈍化を見込む機関が多い。雇用・所得環境の改善は緩やかで、公的負担増のショックを吸収しきれないとの見方だ。個人消費について最も弱気の+0.2%を予測する日本経済研究センターは、企業収益の鈍化に伴って雇用者報酬も伸び悩むことに加え、各種負担増もあることから「個人消費が景気回復をけん引する役割は到底期待しがたいものと考えられる」としている。また、設備投資については、「企業収益の伸び鈍化が設備投資に波及していくことで、設備投資も次第に減速傾向となっていく可能性が高い（日本経済研究センター）」と原油価格の高止まりが企業収益を鈍化させることが下押し材料になるとの指摘が多いほか、「2005年に入ってから設備投資の増加ペースが非常に速いために、2006年度はストック調整要因で設備投資の伸び率が低下していく可能性が高いと見ている（住友信託銀行）」「機械投資率が過去最高水準に達しており、ストック調整に入る可能性は排除できない（大和総研）」など、ストック調整の可能性を指摘する声もあった。

なお、設備投資のストック循環や雇用者数の増加は、企業の期待成長率の影響を大きく受ける。仮に期待成長率が高まれば、当然、それに見合うだけの設備投資や雇用が必要となり、投資や雇用は増加する。強気派は期待成長率の上昇を重視し、設備投資のストック調整局面には至らず、雇用も拡大が続くとみるのに対して、弱気派は、設備投資が2005年度のような高い伸びを維持するほどには期待成長率は高まらず、雇用もそれほど伸びないとみているということだろう。このように、期待成長率が今後どう推移していくかについての見方が見通しを分けた一つの要因であると考えられる。

このように2006年度の景気回復力について  
の見方は分かれたわけだが、景気後退に陥ると予想する向きはほとんどなく、緩やかな鈍化にとどまるとの見方が大勢を占める。相対的に弱気な機関においても、一般的に潜在成長率とされる1～1%台半ばを超える成長が今後も続くことを見込んでおり、2006年度も景気回復が続くとの見方がコンセンサスだ。この結果、景気回復の持続性については肯定的な意見が多く、「今回の回復局面は、いざなぎ景気を拡張期間の面で上回る可能性も十分あるといえよう（みずほ総合研究所）」などの記述がみられた。



## 2006年度 経済見通し一覧

2005年11月発表 (単位: %)

	社名	実質GDP				輸出	名目GDP	CPI (コア)	米国実質GDP
		消費	設備	公共投資					
1	富国生命保険	3.0	2.5	6.7	▲ 4.0	7.9	2.8	0.3	3.3
2	ドイツ証券	2.8	2.4	6.8	▲ 6.2	10.2	3.0	0.5	4.0
3	野村証券	2.8	2.2	10.3	▲ 6.2	6.7	2.5	0.5	3.2
4	UFJ総合研究所	2.6	1.9	8.8	▲ 8.5	7.9	2.6	0.4	3.2
5	モルガンスタンレー証券	2.5	1.9	7.8	▲ 10.2	8.3	2.6	0.2	3.5
6	BNPパリバ証券	2.4	1.6	6.2	▲ 7.1	8.4	2.1	0.6	3.6
7	パークレイズキャピタル証券	2.4	2.4	6.0	▲ 4.7	10.0	-	-	-
8	明治安田生命保険	2.4	1.6	6.7	▲ 7.2	7.2	2.5	0.5	3.1
9	信金中央金庫総合研究所	2.1	2.0	4.7	▲ 5.4	8.4	2.1	0.4	3.2
10	日本総合研究所	2.0	1.5	6.0	▲ 6.2	6.6	1.7	0.3	-
11	農林中金総合研究所	2.0	1.2	6.3	▲ 5.4	8.7	2.0	-	3.2
12	三井トラスト・ホールディングス	1.9	1.4	3.8	▲ 3.1	4.4	1.4	-	3.2
13	三菱総合研究所	1.9	1.9	4.0	▲ 4.2	4.4	1.9	0.2	3.0
14	第一生命経済研究所	1.8	1.3	4.2	▲ 6.3	7.1	1.7	0.5	3.6
15	みずほ総合研究所	1.8	1.2	4.3	▲ 5.0	7.2	1.6	0.2	3.4
16	浜銀総合研究所	1.7	1.2	4.1	▲ 3.7	5.7	1.2	-	3.4
17	ニッセイ基礎研究所	1.7	1.1	6.4	▲ 4.6	5.8	1.5	0.3	3.4
18	大和総研	1.6	1.1	4.0	▲ 3.2	3.8	1.5	-	3.0
19	東京三菱銀行	1.6	1.0	4.9	▲ 9.0	6.2	1.0	0.2	3.5
20	新光総合研究所	1.6	1.1	3.7	▲ 5.9	8.0	1.2	0.2	3.5
21	住友信託銀行	1.4	1.4	3.0	▲ 3.1	6.7	0.8	0.2	3.5
22	三菱UFJ証券	1.3	1.0	2.0	▲ 5.2	4.1	0.9	0.0	2.9
23	日本経済研究センター	1.3	0.2	3.6	▲ 8.5	7.6	0.2	▲ 0.1	3.3
24	大和証券SMBC	1.1	0.6	3.6	▲ 4.2	5.9	0.6	0.1	3.0

民間見通し平均	2.0	1.5	5.3	▲ 5.7	7.0	1.7	0.3	3.3
---------	-----	-----	-----	-------	-----	-----	-----	-----

## ○ 金融政策 ～ ゼロ金利解除時期については意見が分かれる ～

消費者物価 (コア) については、2005年10-12月期のプラス転化がコンセンサスだ。なお、年度平均でみた場合には2005年度が0.0%、2006年度が+0.3%が予想されており、日本銀行展望レポートの政策委員見通し中央値である2005年度+0.1%、2006年度+0.5%と比べればやや慎重な見通しとなっている。来年4月には電力各社が電気代を引き下げる見込みであることや、診療報酬の改定など、景気要因とは独立した物価押し下げ要因がこのところ新たに登場していることなどが影響している。2005年10-12月期にプラス転化した先の物価上昇ペースについてはまだ不透明感が強いようだ。また、2006年8月に行われる予定である消費者物価の基準改定に伴う物価上昇率の低下を指摘する機関も多かった。

2006年度中の名実逆転を見込む機関も24機関中3機関存在した (名実変わらずが4機関) が、未だ少数派であり、2006年度中のデフレ脱却はコンセンサスとはなっていない。「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 (第一生命経済研究所)」との見方が多いようだ。

量的緩和解除（当座預金残高目標引き下げ）については、2006年4月頃がコンセンサスとなっている。量的緩和解除については、現状ではゼロ金利との効果の違いがあまりなくなっているとの見方から解除について肯定的な意見もいくつかみられたが、一方でゼロ金利解除については景気への配慮から慎重に行うべきとの意見が多くみられた。UFJ総合研究所では2006年10月のゼロ金利解除を想定しており、その影響もあって2006年末にかけて景気は緩やかな後退局面に突入するとしている。また、政治からの圧力といった面を重視し、ゼロ金利解除の困難さを指摘する意見もみられる。

今のところ、ゼロ金利解除時期については2006年（度）後半派と2007年以降派に分かれている。2007年以降派の方が若干数が多いが、想定する経済環境の違いなどもあり、未だ明確なコンセンサスが得られていない状況である。

第一生命経済研究所の見通しについては、プレスリリース「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、進展する日本経済の正常化～」をご参照ください。