

日本経済はまだ「踊り場」にいるのか？

2005・2006年度の経済見通し改定

2005年1-3月期GDPの2次速報値公表を受けて、前月公表した「2005・2006年度経済見通し」を改定した。前月の経済見通しでは「目先回復の後、調整局面へ」というシナリオを採用したが、その後公表された経済指標を見ても、このシナリオを変更する材料は見当たらない。日本経済は既に内需主導で踊り場を抜け出しているが、2005年度末から2006年度にかけて設備投資の頭打ちを主因として、景気回復ピッチが鈍化していくという見通しは変えていない。

1. 「踊り場」は既に脱却

2005年1-3月期の経済成長率(2次速報値)は前期比+1.2%と、1次速報値の+1.3%よりも僅かに下方修正された。

しかし、内需の柱の一つである設備投資が前期比+2.0%から+2.4%へ上方修正されたことと、および民間在庫品増減が下方修正されたことを踏まえると、内容的にはむしろ上方修正であったと評価しても差し支えなく、日本経済の「国内民間需要が牽引する成長局面にある」という姿を示している(表1)。

表1 2005年1-3月期 需要項目別寄与度の比較

	1次速報	2次速報	差
G D P	1.3	1.2	▲ 0.1
民間最終消費支出	0.6	0.6	▲ 0.0
民間設備投資	0.3	0.4	0.1
民間在庫(年率兆円)	0.4	0.3	▲ 0.2
政府最終消費支出	0.1	0.1	▲ 0.0
公的固定資本形成	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0
財貨・サービスの輸出	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.0
財貨・サービスの輸入	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0

(資料)内閣府「国民経済計算」

当部では、この「内需主導の回復」という姿が、4-6月期も大きく変化することはないと見込んでいる。

その根拠として第一に、個人消費の基盤となる家計所得環境の改善が続いていることが挙げられる。

2005年4月の失業率は4.4%と、98年12月以来ほぼ6年半ぶりの水準に低下した上、昨年末以降上昇が止まっていた有効求人倍率は、0.94倍(前月差+0.03ポイント)と上昇基調を取り戻した。

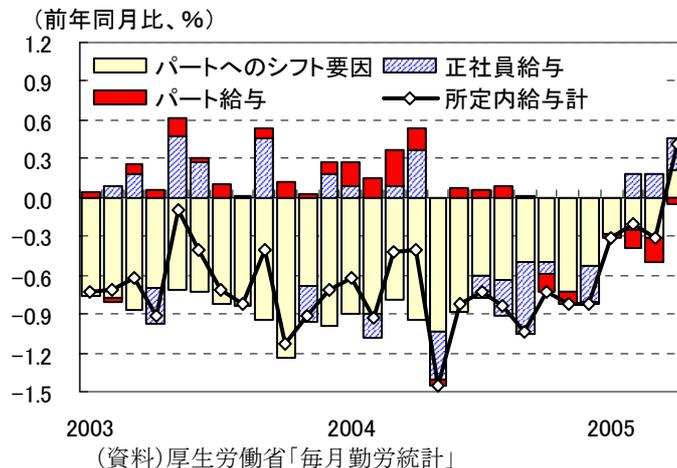
厚生労働省「毎月勤労統計」を見ると、2005年4月の常用雇用者数は前年同月

比+0.4%と13ヶ月連続の前年比プラスとなり、一人あたり賃金は2ヶ月ぶりのプラスに転じた。結果として(一人あたり賃金)×(雇用者数)で計算される総所得は、10ヶ月連続の前年比プラスを維持している。

こうした表面上の数字の改善以上に重要なのは、パート労働者数が前年比マイナスに転じたことと(10年ぶり)、その結果として所定内給与(基本給)が前年比プラスに転じたこと(4年半ぶり)である。

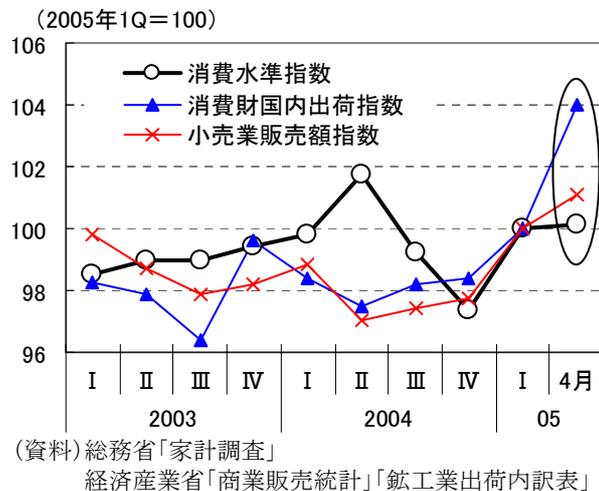
90年代後半以降、企業は人件費抑制のために正社員からパート労働者へのシフトを進め、「減少する正社員、増加するパート」という構図が続いてきた。しかし、2002年以降3年以上に亘って景気回復局面が続き、過剰雇用の状態から人手不足に転じる企業が増える中、ここに来てパート比率の上昇はほぼ完全に止まっている。正社員からパートへのシフトは、賃金の足を引っ張る大きな要因となっていたが、足許ではこのマイナス効果が消滅したのである(図1)。

図1 所定内給与伸び率の要因分解



このように家計所得の回復が、単純な雇用者数・賃金の増加と言った循環的な部分に留まらず、構造的な部分にまで及んでいることを踏まえると、家計所得の回復がすぐに頓挫するとは考えにくい。実際に、4月の個人消費関連指標は、消費水準指数・小売業販売額指数・消費財国内出荷指数のいずれも1-3月期の水準を上回っている(図2)。従って4-6月期の個人消費は、1-3月期ほどの高い伸び(前期比+1.1%)には及ばないとしても、ある程度高い伸び率が期待できる。

図2 個人消費関連指標の動き

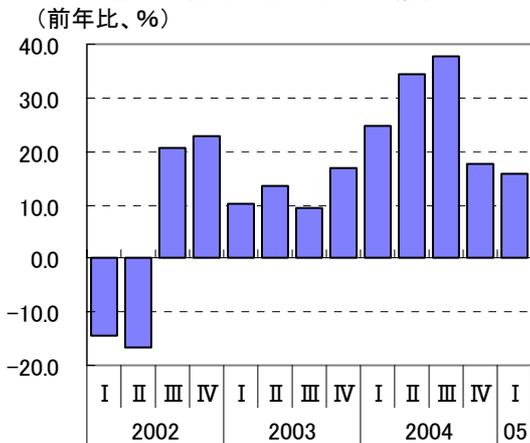


第2の根拠は、内需のもう一つの柱である設備投資も、4-6月期は引き続き堅調な伸びが期待できることである。

財務省「法人企業統計」によると、1-3月期の設備投資（名目）は前年同期比+7.4%と増勢を維持している（8四半期連続のプラス）上、設備投資の決定要因の一つである企業収益（経常利益）の伸び率も、足許においても前年比+15.8%と二桁の伸び率を維持している（図3）。

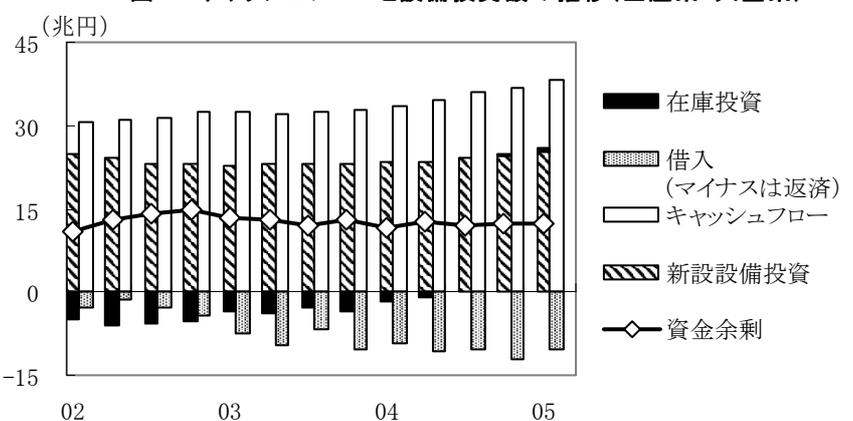
2004年前半の前年比30%を超えるような増加率からはやや鈍化しているものの、キャッシュフローと設備投資の関係を見ると、企業の資金余剰幅（＝キャッシュフローから設備・在庫投資額を差し引いたもの）は依然として高水準にある（図4）。このため、経常利益伸び率の鈍化が設備投資の足を引っ張ることもないだろう。

図3 経常利益伸び率の推移



(資料)財務省「法人企業統計季報」

図4 キャッシュフローと設備投資額の推移(全産業・大企業)



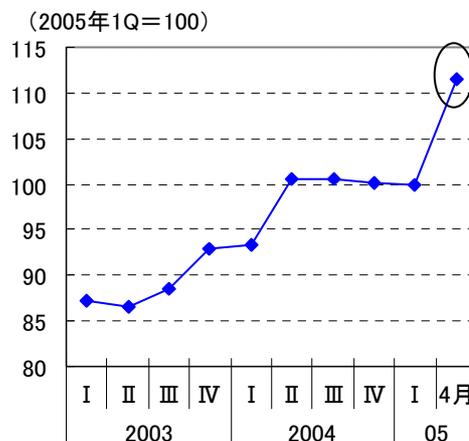
(資料)財務省「法人企業統計季報」

(注)過去4四半期の合計値にて作成している。

「資金余剰」とは、キャッシュフローから在庫・設備投資を差し引いたもの。

実際に、設備投資関連指標としての資本財国内出荷指数を見ると、4月は1-3月期の水準を大きく上回っている（図5）。5月以降ある程度の反動減があるにしても、四半期ベースで見た4-6月期平均は、1-3月期を上回る可能性が高いと言える。

図5 資本財国内出荷の動き

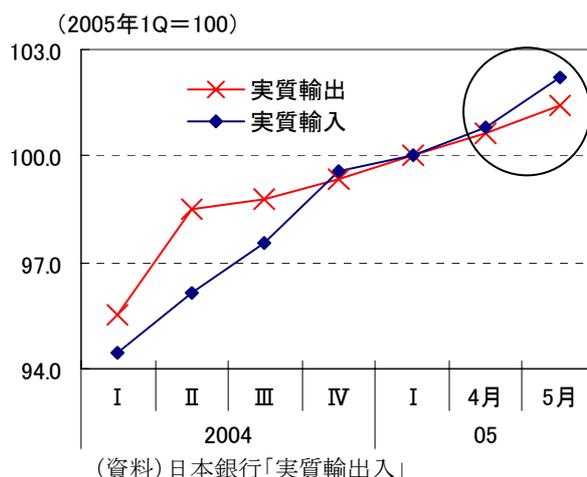


(資料)経済産業省「鉱工業出荷内訳表」

このように個人消費・設備投資を巡る環境が良好な中で、弱い要因としては輸出動向が挙げられる。

4月以降の輸出は、日銀が作成している実質輸出の動きを見る限り緩やかな増加にとどまっており、弱い動きが続いていると評価せざるを得ない。更には4月以降の輸入の方が高い伸びを示していることから、4-6月期のGDPに対する外需の寄与はマイナスになる可能性が高い(図6)。

図6 実質輸出入の動き



しかし、以上見てきた内需の良好な環境を念頭に置けば、外需の弱さは内需で十分補うことが可能であり、4-6月期も「内需主導の回復局面」という姿は変わらないと見られる。この結果、成長率では潜在成長率と言われる1~1.5%程度は確保できよう。当部では日本経済が既に「踊り場」というべき局面を脱した可能性が高いと見ており、[前月の経済見通し](#)で採用したシナリオのうち「目先回復」の部分を修正する必要はないと判断した。

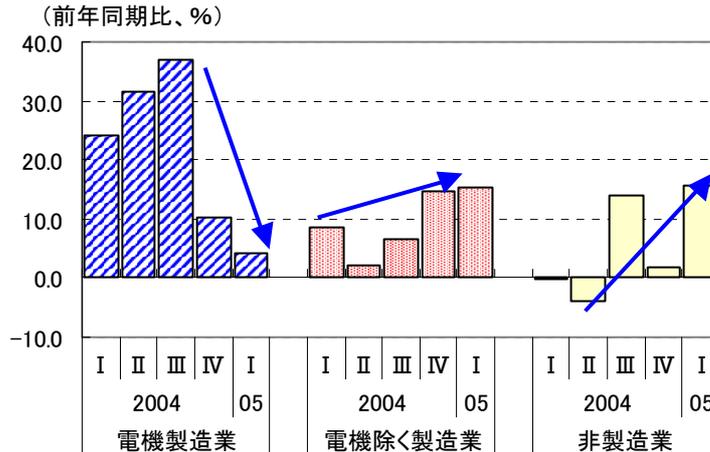
2. 「内需中心の景気回復」がいつまで続くか

以上見てきたように、現在の日本経済は回復に向かっているが、この勢いはそれほど長く続かないという見方も[前月の経済見通し](#)から変えていない。

その最大の根拠は、IT 製造業以外の分野がストック調整局面を迎え、内需の柱である設備投資が頭打ちになると見込まれることである。

財務省「法人企業統計季報」の設備投資を、電気機械製造業・電機以外の製造業・非製造業に分けてその伸び率を見ると、電気機械製造業の設備投資伸び率は明らかにピークアウトしているのに対し、電機除く製造業と非製造業の設備投資伸び率は、足許でも高水準が続いている、あるいは徐々にピッチを高めつつある(図7)。

図7 部門別設備投資伸び率の推移

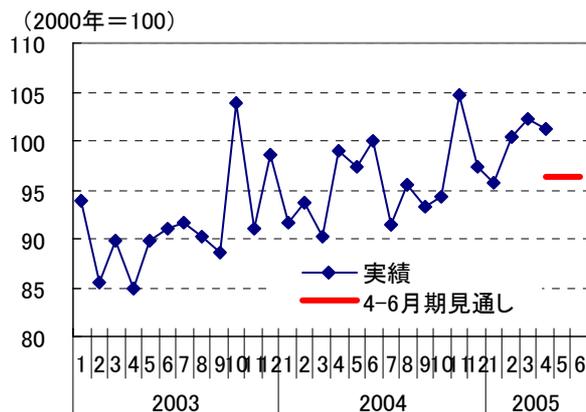


(資料)財務省「法人企業統計季報」

これは、非 IT 製造業部門のストック循環が、IT 製造業部門よりも遅れて進んでいることを示している。ということは、非 IT 業部門の設備投資はまだしばらく高い伸び率を維持するものの、企業の期待成長率が急上昇するなどの大規模な構造変化が起こらない限り¹、いずれ IT 部門と同様にピークアウトすることは避けられないということになる。

設備投資の先行指標である機械受注の動きも、この見方に沿ったものとなっている。機械受注額（船・電力除く民需）は最近まで増加傾向にあったが、4-6 月期の見通しは前期比 3.1%とマイナスとなっており、実際に 4 月は前月比 1.1%と減少した（図 8）。機械受注は設備投資に、概ね半年から 1 年先行する点を踏まえると、設備投資は向こう半年から 1 年、つまり 2005 年度後半まで増加した後、2006 年度に入る頃から頭打ちになると予想できる。

図8 機械受注額の実績と見通し



(資料)内閣府「機械受注統計」

¹ 4 月に内閣府から公表された「企業行動に関するアンケート調査」によると、2005 年調査における期待成長率は単年度・向こう 3 年・向こう 5 年のいずれも、前回調査結果(それぞれ 1.4 %、1.5 %、1.6 %)と全く変わらなかった。

この見通しに立てば、設備投資という景気の牽引役がその力を失うことで経済成長率は低下し、家計所得環境の回復ペースをも鈍化させることになる。結果として失業率は2006年度平均で4.3%、前年度比0.1%と僅かな低下に留まり、マイナス幅を縮小させてきた賃金は2006年度まで「下げ止まり」の範囲を出ないだろう(2006年度一人あたり雇用者報酬:0.0%)。この結果個人消費の伸びも鈍化し、2006年度は+1.1%と、2005年度(+1.5%)を下回ろう。

こうして内需の2本柱が景気牽引力を弱めていくことで、2006年度の経済成長率は+1.0%と、2005年度の+1.6%を下回ると見込む。

但しこの「減速」が、90年代後半に見られたような深刻な景気後退局面に繋がることはないだろう。過剰雇用の解消がパート比率の低下に繋がっているという動きに見られるように、長らく日本経済の足を引っ張ってきた「3つ(設備・雇用・債務)の過剰」といった構造的なマイナス要因はほぼ解消されている。しかも、企業は設備投資をキャッシュフローの範囲内に押さえたままにしているなど(前掲図4)慎重な姿勢を保っている。

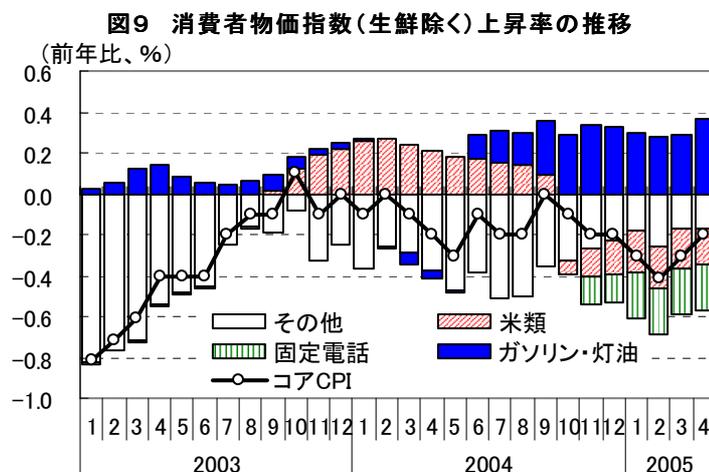
企業のこうした姿勢は、在庫やストック調整を浅く、短いもので済むことを可能にする。従って、2006年度に迎える調整局面は長引かず、1年ほど経過した2006年度末には、次の回復局面入りに向けた動きが出てくると見込まれる。

3. 2006年度までの金融市場の見通し

(金融政策、短期金利)

金融政策変更の鍵となっている消費者物価(生鮮除く)は、2005年4月に前年同月比0.2%とマイナスが続いている。

図9で明らかなように、米類・電話料金といった一時的要因が、2004年秋頃から消費者物価上昇率を押し下げている。この効果は今年秋頃から剥落し、その分物価上昇率は押し上げられるものの、その一方で昨年夏から上昇してきた石油関連製品の物価上昇率の押し上げ効果も剥落していくため、両者が相殺する形となる。従って、CPI上昇率はまだマイナスが続くと見られ、安定的にプラスになる時期が近づいてきたとは言い難い(図9)。



(資料)総務省「消費者物価指数」

今後の原油価格次第では、石油関連製品が消費者物価を更に押し上げ、結果として消費者物価上昇率のプラスが続く可能性もゼロではない。しかし、そうなった場合でも一時的要因であることには変わりなく、「消費者物価上昇率が基調としてプラスになる」という、量的緩和政策解除の条件は満たされない。

先に見てきたような実体経済の動きを反映し、基調としての消費者物価上昇率がプラスになるのは、2006年度前半にずれ込み、それを受けた量的緩和政策の解除、すなわち金融政策のターゲットが資金量から金利にシフトして事実上のゼロ金利から抜け出すのは、2006年度末になると予測する。

(長期金利)

長期金利(10年国債利回り)は先月以来、1.2%～1.3%の狭い範囲内で推移している。2005年1-3月期の高成長など、国内経済指標の中には堅調なものが多いものの、米国金利低下の影響などで横這いの動きが続いているものと見られる。

今後は、国内景気の回復基調が確認されるにつれて上昇圧力が高まっていくだろう。内需中心の回復が続く2005年度後半までは上昇し、減速局面に入る2006年度から低下していくと見込んでいる。

(為替)

6月の円ドルレートは、1ドル=108～109円前後と、先月よりも更に円安が進んだ。

これは、日米間の金利格差を素直に反映したものと解釈できる。当部では、米国のFFレート引き上げは今後も続けられ、2005年末には3.75%となると見込んでいる(調査月報2005年6月号「米国景気減速シグナルをどう読むか」参照)。一方、日本では量的緩和政策の継続で事実上のゼロ金利が続くため、金利格差は今後も拡大する。金利格差で円ドルレートの流れが決まる状態が変わらないとすると、今後も円ドルレートは円安傾向で推移し、2005年末には1ドル=110円前後まで円安が進むと予想される。

2006年に入ってから米国経済は金利引き上げに反応し、成長率は3%台前半まで若干鈍化していく。これを受けてFFレート引き上げは打ち止めとなり、日米間の金利格差が拡大しなくなることから、円安の進行にも歯止めがかかる。2006年以降の円ドルレートは1ドル=107～109円を中心とする横這い圏内で推移するだろう。

(花田：hanadah@sumitomotrust.co.jp)

総括表 2005・2006年度の経済見通し
(作成日：2005年6月24日)

	2005年度		2006年度		2005上	2005下	2006上	2006下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<名目>								
国内総支出	508.7	0.6	509.9	0.2	0.3 0.6	0.4 0.6	-0.1 0.3	0.4 0.2
<実質・2000年基準>								
国内総支出	542.7	1.6	548.0	1.0	1.1 1.6	0.7 1.7	0.4 1.1	0.4 0.8
民間最終消費	300.5	1.5	303.7	1.1	1.0 1.2	0.7 1.7	0.5 1.2	0.5 0.9
民間住宅投資	18.5	-0.8	18.4	-0.7	-0.8 -0.6	-0.2 -1.0	-0.7 -0.8	0.1 -0.6
民間設備投資	90.8	5.4	93.3	2.8	3.5 4.6	2.7 6.1	1.3 3.9	0.7 1.8
民間在庫品増加(実額)	1.3	-	-0.4	-	1.7	0.5	-0.4	-0.9
政府最終消費	94.4	1.7	95.4	1.0	0.8 1.9	0.6 1.5	0.5 1.1	0.4 0.9
公的固定資本形成	22.2	-7.3	20.4	-8.2	-4.1 -6.2	-5.2 -8.2	-4.4 -9.8	-3.6 -6.9
財貨・サービス輸出	73.3	4.2	77.4	5.6	2.0 3.4	2.9 5.0	2.6 5.6	2.8 5.6
財貨・サービス輸入	58.0	4.6	60.2	3.8	1.8 5.3	2.1 4.0	1.7 3.8	2.0 3.8
内需寄与度	-	1.6	-	0.6	1.0	0.5	0.3	0.2
外需寄与度	-	0.0	-	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2
企業物価*(00年=100)	97.6	1.2	97.8	0.3	1.6	0.8	0.4	0.1
消費者物価*(00年=100)	97.6	-0.2	97.7	0.1	-0.2	-0.1	0.0	0.1
鉱工業生産*(00年=100)	104.0	3.4	104.5	0.4	2.4	4.5	1.3	-0.4
失業率(%)	4.4	-0.2	4.3	-0.1	4.5	4.4	4.3	4.3
雇用者数*(万人)	5,364	0.2	5,363	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.1	-	0.0	-	0.2	0.1	-0.1	0.1
新設住宅着工戸数(万戸)	117.7	-1.5	117.0	-0.6	116.1	119.4	116.1	118.0
貿易収支(10億円)	12,825	-	14,422	-	6,289	6,536	7,086	7,337
輸出*(10億円)	61,512	4.6	64,685	5.2	2.8	6.3	5.5	4.8
輸入*(10億円)	48,687	7.6	50,262	3.2	8.3	6.8	3.6	2.9
サービス収支(10億円)	-4,622	-	-5,135	-	-2,528	-2,094	-2,907	-2,228
経常収支(10億円)	16,963	-	17,573	-	8,294	8,668	8,510	9,064
マネーサプライ*(M2+CD、兆円)	710.4	2.1	725.4	2.1	2.1	2.2	2.2	2.0
円/ドルレート(円、期中平均)	108.7	-	107.9	-	108.1	109.3	108.3	107.5
輸入原油価格(ドル/バレル)	48.3	-	45.8	-	48.0	48.5	46.5	45.0
米国実質GDP(10億ドル)	11219.6	3.5	11585.0	3.3	3.5	3.3	3.3	3.2

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	2005/4-6	7-9	10-12	2006/1-3	4-6	7-9	10-12	2007/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05
10年国債利回り	1.29	1.35	1.45	1.45	1.40	1.35	1.35	1.50
円ドルレート	107.5	108.7	109.5	109.0	108.5	108.0	108.0	107.0

予測