

日銀短観に見る国内景気の先行き

～2004・2005年度の経済見通し(改定)～

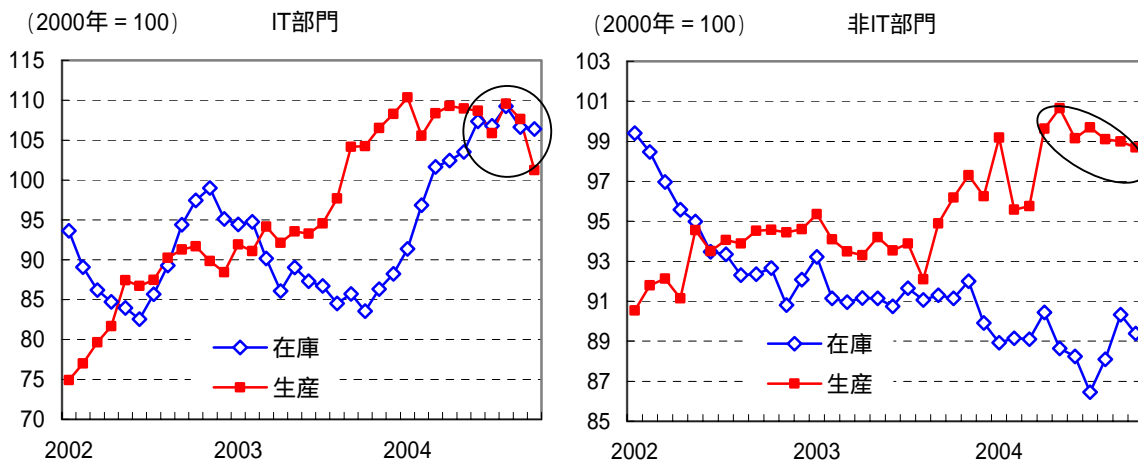
日銀短観の製造業大企業の業況判断DIが7四半期ぶりに悪化したことなどから、日本経済の景気後退局面入りを懸念する声が高まってきた。しかし、企業収益環境は依然として良好で、2004年度下期の設備投資計画は上方修正された。こうしたデータを見る限り、2004年度内はIT部門の在庫調整などが景気の足を引っ張るとしても、基本的な内需主導の景気回復トレンドは続くだろう。連鎖方式に基づいた実質経済成長率は、2004年度に+1.9%となった後、2005年度も+1.3%とまずまずの成長率を確保する。

1. 製造業部門で停滞色強まる

日銀短観の製造業大企業の業況判断DIは、2004年12月調査で22(前回比4ポイント)と、7四半期ぶりに悪化した。先行きの予測DIは15と更なる低下を見込んでおり、製造業部門の停滞を示唆する結果となった。

懸念材料は他にもある。その筆頭が、10月に前月比1.3%と2ヶ月連続で減少した鉱工業生産指数である。生産の動きをIT・非IT別に見ても、IT部門の生産は前月比5.9%と生産調整を行うものの在庫は同0.2%(在庫率は同+0.5%)と、在庫調整が進展していない、非IT部門では在庫調整圧力が高まっていないにもかかわらず、生産が減少傾向にある - と厳しい内容であった(図1)。現時点ではあくまで単月の動きだが、IT部門の在庫調整がなかなか進まない可能性を示唆する結果であり、生産の持ち直しまでに時間がかかるリスクが高まったと言える。

図1 生産・在庫指数の推移



(資料)経済産業省「生産・出荷・在庫統計」

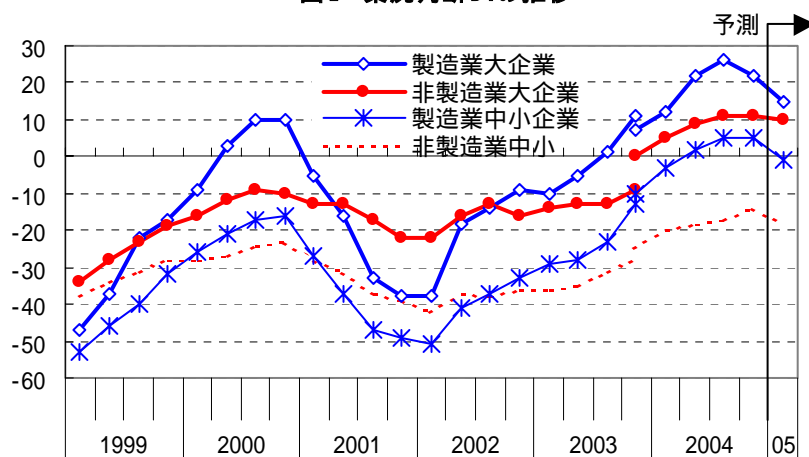
更には、原油高や円高で交易条件（産出価格÷投入物価）は前年同月比 3%以上のマイナスが続いている。こうした材料が先行きの企業マインド・企業収益を圧迫し、設備投資・雇用情勢に悪影響を与えるというのが、景気に対する慎重な見方の根拠となっている。

2. 日銀短観に見る企業部門の底固さ

しかし当部では、短観の結果をより詳細に見た結果、「今後も日本経済が内需中心の回復基調を続け、景気後退局面を回避する」という見通しを変更する必要はないと考えている。

その根拠として第一に、日銀短観の業況判断DIにも景気回復の裾野の広がりが見られることである。先に見たように、製造業大企業の業況判断DIは7四半期ぶりに悪化した。非製造業は11で横這いとなった。また先行きについても、製造業は15（前回調査比 7ポイント）と悲観的な一方、非製造業は10とほぼ横這いで、製造業の慎重さと、相対的に非製造業の堅調さが目立つ。非製造業中小のDIは14と、まだマイナスながら前回比3ポイント改善しており、こういった点からも景気回復の裾野の広がりが確認できる。

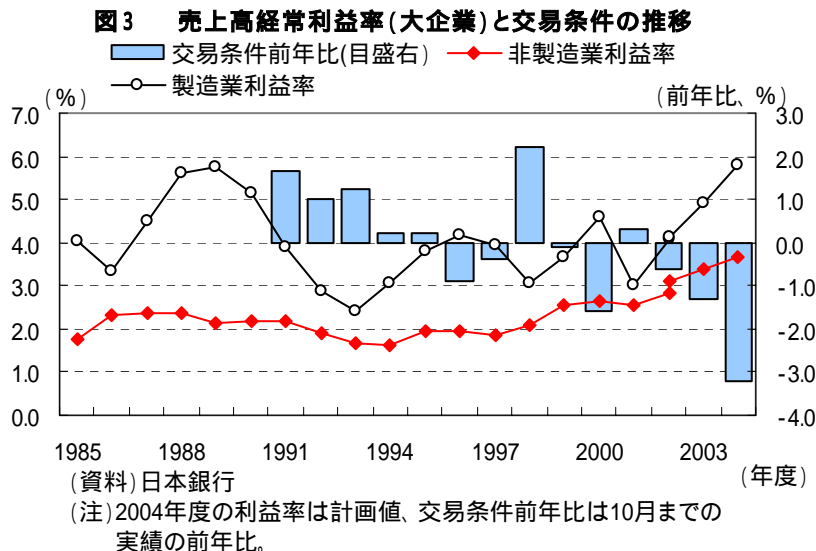
図2 業況判断DIの推移



(資料)日銀短観

第二に、円高や原油高による交易条件の悪化が続く中でも、企業収益基盤は強いことである。今回12月調査における2004年度の売上高経常利益率（大企業）を見ると、製造業で前回比0.2%ポイント上方修正されて5.78%まで上昇、バブル期につけた過去のピーク（89年度：5.75%）に匹敵し、製造業・非製造業ともに過去最高水準まで上昇した（図3）。交易条件の悪化が企業収益に与える影響を懸念する声もあるが、交易条件はあくまで製品価格と原材料価格の比率であり、生産過程における固定費削減や生産性向上による収益改善効果まで織り込んでいない。従って、交易条件が悪化しても企業収益が増加することも有り得る。実際、交易条件の悪化

は 2002 年度から既に始まっていたが、その中でも国内製造業は利益率を改善してきた。最近になって交易条件の前年比マイナス幅が拡大してきたとはいえ、企業収益に致命的な打撃を与える程のインパクトを持つとは考えにくい。



但し、利益計画を 2004 年度上期、下期に分けてみると、やや違った姿が見られる。すなわち、上期が上方修正されているのに対して、下期は経常利益伸び率・利益率ともに下方修正されている。特に非製造業大企業は利益計画の下方修正幅が大きく、前年比マイナスにまで計画利益が落ち込んでいる(表1)。これがマーケットを中心に景気の先行きを懸念する材料の一つになっている。

表1 経常利益額・売上高経常利益率(大企業)

		(%)			
		2004/上期		2004/下期(計画)	
		修正率		修正率	
経常利益 (前年同期比)	製造業	35.4	14.6	14.5	-2.8
	非製造業	30.9	14.6	-7.1	-11.6
	全産業	33.1	14.6	3.4	-7.1
売上高 経常利益率	製造業	5.92	0.67	5.64	-0.25
	非製造業	4.19	0.48	3.22	-0.45
	全産業	4.88	0.55	4.19	-0.37

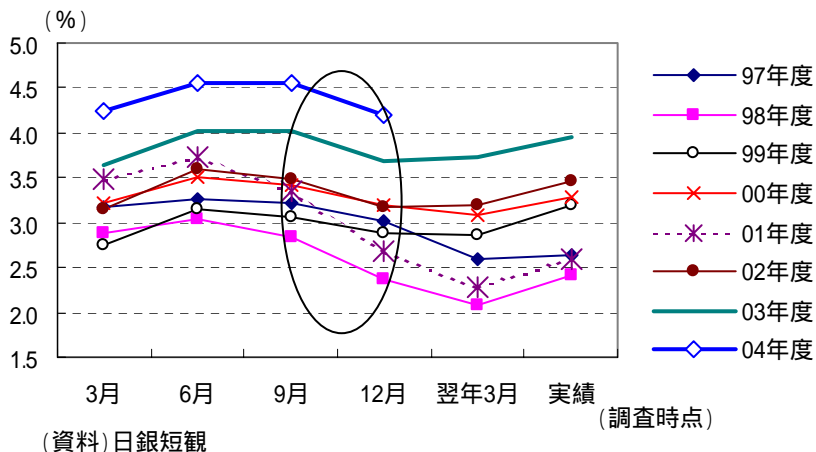
(資料)日銀短観

この結果を単純に解釈すれば「2004 年度下期から企業収益失速」ということになるが、この懸念もあたらぬ。

そのように判断するのは、短観の 12 月調査において年度下期の利益が下方修正されるのが毎年共通の動きになっているためである。図4を見ると、下期の利益率計画は、毎年 6 月調査に高い計画が立てられた後、翌年 3 月調査まで徐々に低下していくパターンがあることがわかる。これは年度初に、下期の努力目標的な計画を立てた後、次第に現実的な値にシフトしていくためと考えられる。更に、今回の 12 月調査における下方修正幅が景気回復局面にあった 2003 年度と殆ど同

じであること、および今年度の利益率水準そのものが過去よりも高いこと - を踏まえれば、この程度の方修正は、企業収益環境が大幅に悪化したことを示すものとは言えない。

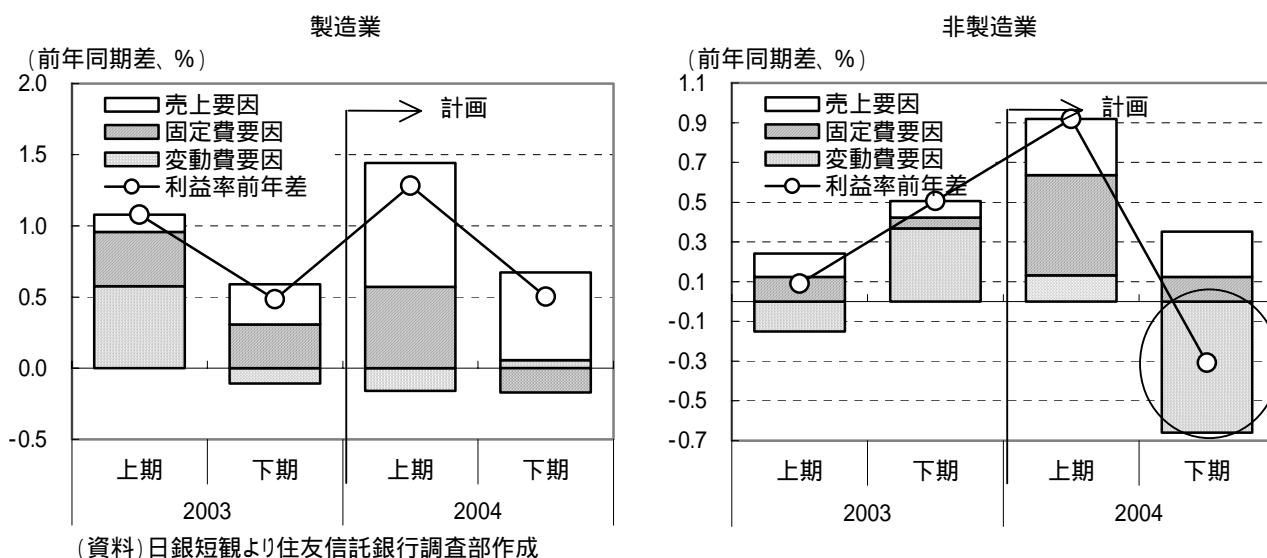
図4 各年度下期の売上高経常利益率(大企業)の修正パターン



また、2004年度下期の利益低下は、一時的な要因によるものと思われる。今年度下期の売上高経常利益率(計画)前年差の要因分解を行うと、下方修正幅が特に大きかった非製造業は、変動費増加が大きく影響していることがわかる(図5)。

産業別に見ると電気・ガスなどのマイナス幅が特に大きいことから、原油高の影響によるところが大きいと考えられるが、WTIでみた原油価格は既にピークアウトしており、いつまでも企業収益を圧迫し続けるものではないだろう。下期前年比増加が計画されている売上要因もプラスに寄与していることから、原油価格が再び長期間の上昇トレンドに入ると言った事態にならない限り、こうした一時的なマイナス要因は大きな懸念材料にはならないと考えられる。

図5 売上高経常利益率変動の要因分解



第三に、設備投資も堅調な伸びが見込まれることである。今年度下期の設備投資計画（大企業）は、製・非製を問わず前回調査から上方修正され、全産業では前年比+10.2%と、増加率は二桁に達した。これは企業が原油高による利益率低下を一時的なものと判断して、設備投資を控えるような行動を取らなかったものと解釈できる。上期の設備投資は下方修正されたものの、それでも製造業では+20.9%の大幅増であり、全産業でも+4.6%とプラスになっている（表2）。今回の短観を見る限り、設備投資が今年度末にかけて減少していく、あるいは既に減少していると判断する材料はないと言える。

表2 2004年度の設備投資計画

		2004年度(計画)		(前年同期比・%)			
			修正率	2004/上期	修正率	2004/下期(計画)	修正率
大企業	製造業	23.4	2.2	20.9	-12.7	25.4	17.6
	非製造業	1.1	1.1	-2.1	-4.6	3.7	6.1
	全産業	7.7	1.5	4.6	-7.5	10.2	9.7
中堅企業	製造業	11.7	0.4	11.6	-5.1	11.9	5.7
	非製造業	4.2	2.9	11.1	3.9	-1.4	2.1
	全産業	6.3	2.2	11.3	1.1	2.2	3.2
中小企業	製造業	18.0	7.2	12.1	2.6	23.6	11.4
	非製造業	-5.4	8.2	-8.5	5.1	-1.7	11.9
	全産業	0.3	7.9	-3.9	4.4	5.0	11.8

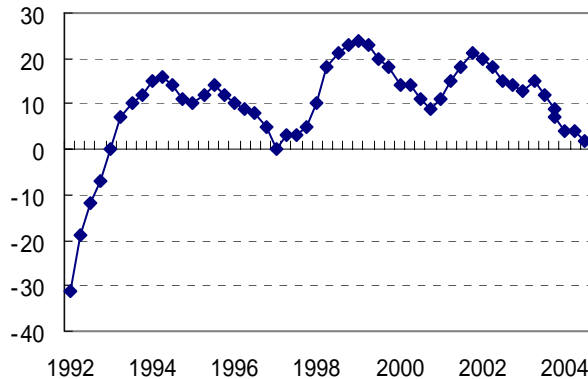
(資料) 日銀短観

以上のように見ると、日銀短観の各種数値の中で最も注目される大企業製造業の業況判断がやや慎重になったことは確かであるが、企業収益の現状や設備投資計画を見る限り、景気後退局面入りの懸念は非常に小さいと思われる。

3. 過剰雇用感はいよいよゼロに

日銀短観の雇用判断DI（全産業全規模）は引き続き低下し、今回12月調査ではゼロとなった（図6）。途中で集計対象が変わっているために過去の数値と単純な比較は出来ないが、少なくとも過剰雇用がかなりの程度解消したと理解できる結果である。雇用者数の増加といった量の改善に加えて、パートタイム比率上昇による賃金押し下げに歯止めがかかり始めるなど、質の面でも雇用情勢の改善が進んでいる。マクロで見た過剰雇用が解消しつつあるというこの結果と、先に見たように企業収益基盤もかなり強いことを踏まえると、雇用情勢が悪化に転じる可能性は低いと判断される。従って、設備投資と並んで

図6 雇用判断DIの推移



(資料) 日銀短観

内需の柱を為す個人消費も、減少に向かう懸念は小さいと見る。

4 . 2004 ・ 2005 年度の経済、金融環境見通し

以上見てきたような経済情勢と、12月上旬に公表された7 - 9月期のGDP 2次速報値（連鎖方式）を踏まえ、先月公表した経済見通しを改定した（総括表）。

「IT部門の調整などで2004年度内の成長率は低下するが、2005年度から回復色を強める」、「内需主導の景気回復が続く」としている点は先月の見通しと変わらない。予測のポイントをまとめると下の通り。

- 雇用情勢の回復が続くことで、家計所得・消費者マインド双方の改善が続く。定率減税の縮小は、実際に負担増となるのが2006年1月以降である上、所得環境改善によってかなりの程度相殺されるため、2005年度内は大きな悪影響は与えない。2004年度の民間最終消費支出は+1.8%、2005年度はやや鈍化するものの、+1.1%とプラスを維持。
- 設備投資は、最近のIT部門在庫調整の影響などを受けて2004年度後半の伸びはやや低下するが（2004年度上期前期比：+3.6% 下期：+1.9%）、高水準の企業収益を背景に増加基調は維持する。IT部門の在庫調整に目処がつく2005年度入り以降は増加ペースを取り戻す（2005年度上期前期比：+2.6%）。増加基調を続ける個人消費と合わせて、2005年度まで景気拡大を主導する。
- 実質経済成長率も、設備投資と同様に2004年後半は鈍化した後、2005年度に入ってから高まっていく（2004年度上期前期比：+0.7% 下期：同+0.3% 2005年度上期：同+0.8%）。年度ベースでの成長率は、2004年度が+1.9%と2003年度（+1.9%）と同程度となる。2005年度はやや低下するものの+1.3%と、まずまずの成長率を確保する。
- 賃金は下げ止まりつつあるものの、明確な増加に転じるわけではない（一人あたり雇用者報酬 2004年度：0.4%、2005年度：同0.0%）ため、ユニットレーバークストの低下は続く。この結果、消費者物価指数の前年比マイナス幅が縮小していくペースは非常に緩やかなものにとどまり、消費者物価上昇率がゼロ～プラスまで上昇するのは2005年度後半となる。
- 消費者物価上昇率がプラスになった後も、再びマイナスに戻ることはないことを確認する必要があるため、2005年度内は量的緩和政策の解除（日銀当座預金残高目標の引き下げ開始）は行われぬ。従って短期金利（無担保コールレート）は2005年度末までゼロに張り付いたまま推移する。
- 長期金利（10年国債利回り）は、景況感改善が進まない2004年度内は上昇せず、1.3～1.5%の間で横這い圏内の推移となる。2005年度に入って景気回復基調が確認されると上昇していくが、短期金利がゼロに張り付いたまま推移

するため、急激には上昇しない。2005年度末にようやく1.6～1.9%まで上昇する程度の緩やかなペースとなる。

- 米国経済について、最大のキーポイントである非農雇用者数は、月によって増加幅に振れはあるものの、直近3ヶ月平均で17.8万人と概ね安定した増加ペースを維持している。またその内容を見ても、産業別に見た雇用者数増は広範囲に亘っており、賃金上昇も伴っていることから、ある程度の持続性も備わっていると判断できる。今年のクリスマス商戦はさほど良好でないため、しばらく弱い数字が続く可能性もあるが、雇用環境が持続的に改善する限りは春先から再び加速していくと見ている。米国経済は年率3.5%前後の安定した成長率を維持し、2005年半ばのFFレートは3～3.25%程度まで引き上げられよう。
- 円ドルレートは、現在為替市場で材料視されている米国の経常赤字が短期間で解消できるものではないことから、2004年度内は1ドル=100～105円の範囲内で円高傾向が続く。しかし、日米間で金利格差が拡大することによって徐々に円安圧力が高まり、2005年度に入る頃から円安にシフトする。日本の消費者物価上昇率がプラスに転じ、量的緩和政策解除が視野に入る2005年度末には再び円高となる。

(花田：hanadah@sumitomotrust.co.jp)

総括表 2004・2005年度の経済見通し

<名目>	2004年度		2005年度		2004上	2004下	2005上	2005下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
国内総支出	503.6	0.5	505.6	0.4	0.0	-0.2	0.4	0.1
					1.2	-0.3	0.3	0.5
<実質・95年基準>								
国内総支出	532.8	1.9	539.6	1.3	0.7	0.3	0.8	0.6
					2.8	1.0	1.2	1.4
民間最終消費	297.6	1.8	300.9	1.1	0.9	0.6	0.6	0.4
					2.1	1.5	1.2	1.1
民間住宅投資	18.6	1.9	18.5	-0.4	1.5	0.5	-0.4	-0.6
					1.8	2.0	0.1	-1.0
民間設備投資	86.8	6.5	90.7	4.5	3.6	1.9	2.6	1.7
					7.2	5.8	4.6	4.3
民間在庫品増加(実額)	-0.6	-	0.0	-	-0.5	-0.8	-0.2	0.1
政府最終消費	92.4	2.3	93.2	0.9	1.5	0.4	0.5	0.5
					2.7	1.9	0.8	1.0
公的固定資本形成	23.3	-17.5	20.8	-10.7	-14.3	-5.5	-5.7	-5.2
					-15.7	-18.9	-10.9	-10.6
財貨・サービス輸出	70.5	12.2	75.2	6.6	6.1	2.4	3.7	3.3
					16.1	8.7	6.2	7.1
財貨・サービス輸入	55.4	9.0	59.4	7.2	4.3	3.7	3.8	2.8
					9.9	8.2	7.7	6.7
内需寄与度	-	1.3	-	1.2	0.4	0.4	0.7	0.4
外需寄与度	-	0.6	-	0.1	0.3	-0.1	0.1	0.1
企業物価*(00年=100)	96.4	1.6	97.3	0.9	1.4	1.7	1.1	0.7
消費者物価*(00年=100)	97.9	-0.2	97.8	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.0
鉱工業生産*(00年=100)	101.0	4.6	105.3	4.2	6.9	2.5	3.4	5.0
失業率(%)	4.7	-0.4	4.4	-0.3	4.7	4.7	4.4	4.4
雇用者数*(万人)	5,362	0.4	5,372	0.2	0.5	0.3	0.2	0.2
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	-0.4	-	0.0	-	-0.6	-0.1	-0.1	0.1
新設住宅着工戸数(万戸)	116.6	-0.6	115.4	-1.1	119.0	114.2	114.9	116.0
貿易収支(10億円)	14,644	-	15,002	-	7,369	7,275	7,160	7,843
輸出*(10億円)	58,616	9.8	62,279	6.2	13.1	6.7	4.6	7.9
輸入*(10億円)	43,972	9.7	47,277	7.5	10.3	9.2	7.1	7.9
サービス収支(10億円)	-4,116	-	-4,595	-	-2,245	-1,871	-2,495	-2,099
経常収支(10億円)	18,355	-	17,975	-	9,367	8,988	8,661	9,314
M2・プライ*(M2+CD、兆円)	694.7	1.8	708.2	2.0	1.9	1.7	1.6	2.3
円/ドルレート(円、期中平均)	107.3	-	106.3	-	109.8	104.8	105.5	107.0
輸入原油価格(ドル/バレル)	37.8	-	36.4	-	36.7	39.0	36.8	36.0
米国実質GDP(10億ドル)	10840.9	4.4	11226.3	3.6	4.1	3.8	3.6	3.3

(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。

	2003/4-6	7-9	10-12	2005/1-3	4-6	7-9	10-12	2006/1-3
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	0.00
10年国債利回り	1.60	1.65	1.45	1.47	1.58	1.65	1.70	1.75
円ドルレート	109.7	109.9	105.6	104.0	105.0	106.0	107.5	106.5

予測