

ARC作成：主要経済指標の天気マップ

	四半期別推移										月別推移		
	2002年		2003年		2004年			2005年		2005年			
											2	3	4
鉱工業生産	い	あ	あ	い	い	あ	あ	あ	あ	い	い	い	い
所定外労働時間	あ	あ	あ	あ	あ	あ	あ	あ	あ	う	う	う	う
全国百貨店販売	う	う	う	う	う	う	う	う	う	う	う	う	え
乗用車 新規販売台数	あ	あ	あ	え	う	う	あ	い	あ	あ	う	あ	う
主要35社・ 旅行販売	う	あ	う	え	え	い	い	あ	あ	い	あ	い	い
機械受注 (除船舶、電力)	え	う	あ	あ	あ	あ	い	あ	い	い	あ	い	あ
公共工事・ 受注金額	え	う	え	え	え	え	え	え	え	え	あ	え	あ
新設住宅・ 着工戸数	え	う	う	い	う	い	あ	う	あ	う	い	い	う
輸出・数量指数	あ	あ	あ	い	い	あ	あ	あ	あ	あ	う	う	う
マネー・サプライ	い	い	い	い	い	い	い	い	い	い	い	い	い

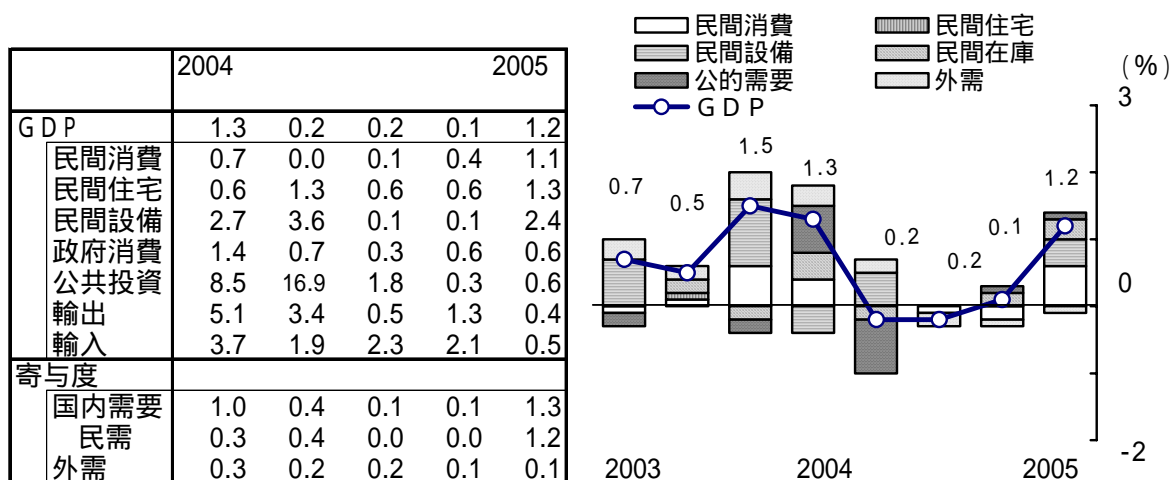
注1：天気マークあは前年比4%以上、いは前年比0%～4%、うは前年比-4%～0%、えは前年比-4%超を基準にしている。

注2：四半期別推移 は1～3月、 は4～6月、 は7～9月、 は10～12月。

注3：月別推移は異常値補正のため、前月、前々月との3ヵ月平均値を使用している。

注4：各指標の数字は2005年6月13日時点での入手可能なデータに基づく。

実質国内総支出と内外需別寄与度の推移(前期比) 単位:%



(資料)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報 平成17年1～3月期(二次速報値)」(2005.06.13発表)

年度後半には踊り場を脱却する日本経済

1～3月期年率5.3%成長でも踊り場脱却は確信できず：2004年度は1.9%

日本経済は2004年半ばから続く踊り場をいつ脱するのか、あるいはこのまま失速してしまうのか、景気判断がばらつく微妙な局面が続いている。

6月13日に内閣府が発表した1～3月期のGDP速報（二次速報）では、実質成長率は前期比年率4.9%と1年ぶりの高成長となった。この結果、04年度の実質成長率は3年連続プラスの1.9%となり、名目でも2年連続のプラス成長となった。04年4～6月期から3四半期連続でゼロ成長となった後の高成長なだけに、GDP統計上は踊り場局面を脱したかにみえる。

ただ、内訳をみるとプラス要因と懸念材料が交錯している。プラス要因は、消費（前期比1.1%増）と設備投資（同2.4%増）が2四半期ぶりにプラスとなり、国内民需主導で成長した格好になったことだ。これが実勢なら喜ぶべきことだが、消費、設備投資とも、昨年夏～秋の台風や地震などで支出が手控えられていた分が先送りされていた側面も大きい。今後の消費、設備投資の動向が注目される。一方、懸念材料は、今回の景気回復の牽引役であった輸出がマイナスとなったこと、化学など素材分野で在庫が積み上がっていることである。

4～6月期のGDP（8月初旬発表）は1～3月期の反動でマイナス成長になる可能性も取りざたされており、未だ踊り場脱却とはいえない。

最近の経済指標：弱い輸出、一進一退の鉱工業生産、意外に堅調な消費

最近の経済指標をみても、輸出（＝海外需要）の弱さ、鉱工業生産の一進一退傾向、消費の意外な堅調が目につく。

輸出は金額ベースでは前年比プラスだが、数量指数ベースでは、1～3月期に続いて4月もマイナスとなっている。特に、4月は機械類を中心に中国向け輸出が大きく落ち込んでいる。鉱工業生産は4月前月比2.2%増と3ヵ月ぶりのプラスとなったが、予測指数では5月2.3%、6月1.4%増と、一進一退状態が続いている。予測指数通りだとすると4～6月期は前期比0.2%と1～3月期の1.7%からは大きく鈍化する。

一方、1～3月期はプラスだった家計消費支出は、4月は前年比ではマイナス

となっているものの、前月比（季節調整値）ではプラスとなっている。国内乗用車販売も順調に増加している。夏季一時金も増加する見通しとなっており、消費マインドも改善している。また、4月の失業率は4.4%と6年4ヵ月ぶりの水準まで低下し、有効求人倍率は0.94倍まで上昇しており、雇用情勢の回復が鮮明になっている。

民間予測の大勢は、踊り場脱却は年度後半にずれ込み

04年度のGDPの数値が確定したことから、民間主要機関も05・06年度経済見通しの改定を行っている。05年度に関しては0.7～1.6%とそれほど大きくはばらついていないが、06年度は0.2～2.4%とばらつきが大きくなっている。違いは、外需の回復の時期と内需、特に消費、設備投資の持続力だ。

2005・2006年度の年央経済見通し

（単位：%、但し政府見通しは年初）

年度		実質GDP 成長率			完全 失業率	消費者 物価	
		消費	設備	輸出			
2004（実績）		1.9	1.2	5.1	11.9	4.6	0.0
2005 見通し	政府	1.6	0.9	3.3	7.1	4.6	0.1
	民間平均	1.1	1.2	1.7	2.4	4.5	0.2
	最高	1.6	1.4	4.2	6.0	4.7	0.0
	最低	0.7	0.7	0.1	0.2	4.3	0.5
2006（民間平均）		1.4	1.0	3.4	5.2	4.3	0.1
	最高	2.4	1.6	8.5	7.3	4.0	0.3
	最低	0.2	0.5	1.0	5.7	4.7	0.3

（注）民間平均は、主要10社の平均。

楽観シナリオは、世界経済は昨年よりは減速するものの、着実に回復を続け、輸出もそれに応じて緩やかな増勢を取り戻す。生産増 所得増の好循環により個人消費が回復し、企業の期待成長率の高まりから設備投資も増加する。家計と企業の回復の好循環が強まることで、05年年央には踊り場を脱し、05年度は政府見通しを達成したのち、06年度に向けては景気回復ペースが加速し、デフレ脱却を達成するシナリオである。

一方、悲観シナリオは、世界経済の減速から05年度中は輸出の伸び悩みが続き、

設備投資も頭打ちとなる。家計部門も税・社会保障負担増によって低迷を続け、景気調整局面が長引くという見方である。

今後の注目点は、海外需要の展望、国内要因としては、いつIT部門の調整が完了するか、意外に堅調な消費と設備投資の持続力である。

海外経済：堅調な米国経済、中国の貿易摩擦・為替改革、停滞するEU

日本の輸出の鈍化に現れているように、05年前半の世界経済は、軽い調整局面にある。その最大の理由は、昨年来の原油価格の高騰である。だが、価格上昇の大きさの割に世界経済への影響は限定的だ。消費者物価も落ち着いている。このところ世界経済の減速に伴い原油需給はやや緩和気味となっており、急騰のリスクは小さくなっている。以下地域別に世界経済の状況をみてみたい。

米国：家計部門は堅調も、企業部門が変調気味

米国では、5月26日に発表された1～3月期の実質GDP成長率（改定値）は年率3.5%となった。ただ、内訳をみると、個人消費こそ順調なもの、設備投資は大幅に鈍化、輸出がマイナス、在庫が積み上がっており、必ずしも楽観できる内容ではない。

最近の経済指標をみると、家計部門が比較的堅調に推移する一方、企業部門で弱めの数字が相次いでいる。たとえば、小売売上高は4月、前月比1.4%増と大きく伸び、新車販売も2ヵ月連続プラス、住宅着工も200万戸台の高水準をキープしている。一方、企業の景況感（ISM指数）は5月で6ヵ月連続の悪化で51.4と、景気判断の分かれ目とされる50近傍まで低下してきた。5月の雇用統計では非農業雇用者数の増加が7.8万人と、1年9ヵ月ぶりの低い伸びにとどまった。特に、製造業では3ヵ月連続のマイナスとなっており、一部には景気減速懸念や利上げ休止観測も台頭している。ただ、FRB（連邦準備理事会）のグリーンズパン議長は、米国の景気は変動はあるものの「底堅い（firm footing）」としており、これまで通り利上げを継続しても3%台半ばの成長を持続できるとしている。

アジア：輸出を中心に景気減速感強まり、原油高騰で景況感悪化

アジアでは、各国・地域で1～3月期の成長率が発表されているが、高成長となった04年からの景気減速が鮮明となっている。韓国やタイではけん引役だった輸出が失速気味で、タイでは4ヵ月連続で貿易赤字を記録しているほか、生産、

消費、投資ともに伸び率が鈍化するなど景気減速感が強まっている。韓国も輸出の伸び率が3年ぶりに一ケタ台まで低下している。輸出依存度の高い台湾やシンガポールも2%台の成長にとどまっている。また、原油価格の高騰などから多くの国・地域で消費者心理や企業景況感が悪化している。

一方、中国では1～3月期も9.4%と高成長を継続しているが、投資の伸びは大幅に鈍化している。物価も落ち着きつつある。高めの成長が続いている割に、輸入が大幅に鈍化している。これが、在庫調整が原因なのか、それとも人民元の切り上げを控え、輸入が抑制されているのか見方が分かれている。いずれにしろ、年後半には経済成長に応じた輸入のテンポに戻ることが期待される。人民元への切り上げ圧力も高まっているが、混乱は一時的なものに止まり、経済のファンダメンタルに大きく影響するほどの切り上げはないだろう。

アジア開発銀行(ADB)の経済見通し(4月6日発表)

(単位：%)

	中国	香港	台湾	韓国	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン
2004	9.5	8.1	5.7	4.6	8.4	6.1	7.1	5.1	6.1
2005.1-3	9.4	6.0	2.5	2.7	2.5	3.3	5.7	6.4	4.6
2005	8.5	5.7	4.2	4.1	4.1	5.6	5.7	5.5	5.0
2006	8.7	4.1	4.5	5.1	4.5	5.8	5.3	6.0	5.0
2007	8.9	5.6	4.6	4.9	4.4	6.0	5.8	6.5	5.0

欧州：内需低迷、景況感の悪化が続く

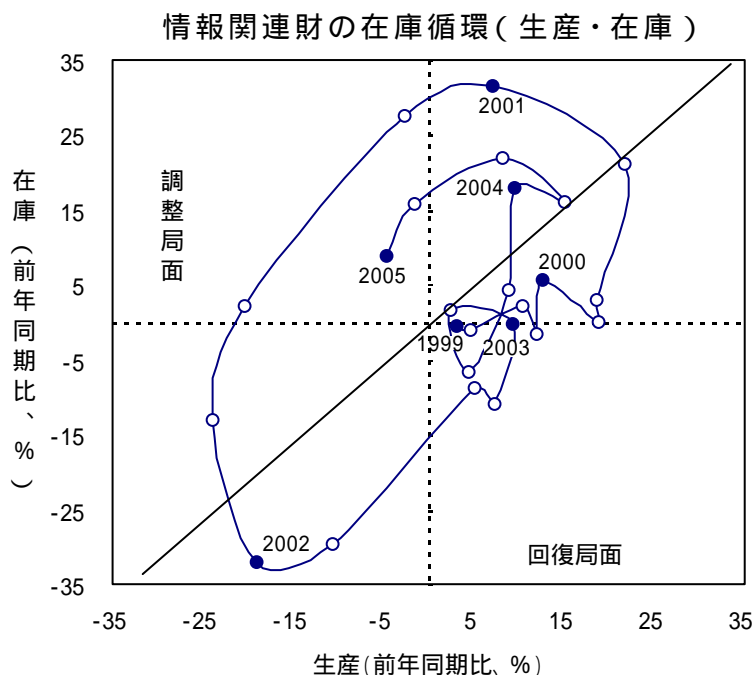
欧州では景気低迷に加え、フランスとオランダでのEU憲法否決でユーロ安と金利安が進展している。ドイツでは1～3月期は輸出増でプラス成長となったものの、個人消費が3期ぶりにマイナスになるなど内需停滞感は深まっている。フランスはプラス成長を維持したものの、イタリアでは2四半期連続のマイナス成長となっている。各国の企業景況感はこちら数ヶ月連続で悪化の一途をたどっており、先行き不透明感が払拭できない。

以上のように、昨年来の原油価格の高騰などから、世界的に減速傾向にあるものの、米国、アジアを中心に年後半には持ち直すことが期待される。

今後の注目点 - 国内需要：IT調整、消費の底堅さ、設備投資の持続力
次に、国内の注目点についてみてみたい。

IT部門が調整局面を抜け出すのは2005年度後半か

鉱工業生産の足踏みは、昨夏のオリンピック後のデジタル家電の需要減に端を発したIT部門の在庫調整局面入りによるところが大きい。情報関連財の在庫循環をみると、04年4～6月期をピークに生産は頭打ちとなり、10～12月期からは在庫増加・生産減少の調整局面に入っている。01～02年にかけてのITバブル崩壊後の在庫調整ほど大きくはないので、この在庫調整が景気後退につながるとは考えにくい。しかし、調整局面を抜け出すのを4～6月期とするのも時期尚早とみられ、後2四半期程度は調整局面が続き、05年度後半から回復するとみるのが妥当ではないか。



(出所)経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」

所得環境好転で家計部門にも底堅さ

過去2回の回復局面では、全体の景気が回復するなかでも完全失業者数は一貫して上昇を続けてきたが、今回の回復局面では完全失業者数も減少しつつある。

これまで就業者数の増加はパート労働者などの増加によるもので、結果的に賃金は減少が続いていた。しかし、ここにきてようやく、企業収益の好調を背景に特別給与が増加するとともに、パートら正規雇用へとシフトしつつある。団塊世代の大量退職を目前に控え、幅広い業種で人手不足が表面化しつつある。雇用の

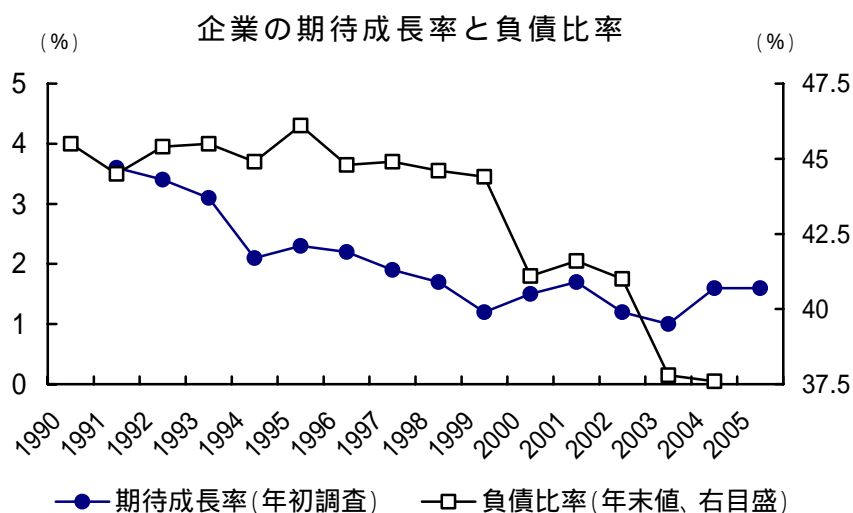
安心感が広がれば消費にも好影響だ。消費者心理も改善傾向をたどっており、家計消費も一時的な要因によるブレはあっても意外に堅調に推移するのではないかと見られる。

ポイントになるのは、来年1月から実施予定の定率減税の縮減（＝約1.6兆円の増税）のインパクトだ。踊り場からの脱却が遅れるようだと先送りの議論が出てくるだろう。

収益、財務体質改善で企業の投資意欲は底堅い

企業の設備投資をみると1990年代以降、設備投資の回復局面は今回で3回目である。95～97年の回復局面は金融危機の高まりとともに大幅な減少局面へと転じた。00～01年はIT分野を中心とした局所的な設備投資ブームにとどまり、業種の広がりに欠けたまま終了した。

今回は過去2回と異なり、金融システム不安が設備投資の足を引っ張る懸念は皆無だ。企業の財務体質も改善している。低下傾向をたどってきた企業の期待成長率も03年を底に上昇している。



(出所) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、財務省「法人企業統計季報」

今や、設備投資はキャッシュフローの範囲内という企業が増えており、企業収益が改善する中で企業の前向きな投資意欲はかなり底堅いものとみられる。

以上を勘案すると、05年度前半は、踊り場状態が続くものの、企業と家計のファンダメンタルズが底堅いことから、輸出が持ち直す年度後半以降、次第に回復が鮮明となり、06年度には成長率も高まり、デフレ脱却も視野に入ってくる楽観シナリオの実現性が高まっているといえよう。 【松尾・長谷川】