

日本経済ウォッチ < 2005 年 9 月号 >

【目次】

- | | |
|------------------------------|------------|
| 1 . 今月の図表 | p . 1 |
| ～ 20 年ぶりの水準に悪化した交易条件 ～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 踊り場脱却後も目が離せない世界経済の動向 ～ | |
| 3 . 今月のトピックス | |
| ～ 2005 / 2006 年度経済見通しのポイント ～ | p . 3 ~ 15 |



お問合せ先 調査部（東京）国内経済班

E-mail: skoba@ufji.co.jp

1. 今月のグラフ：20年ぶりの水準に悪化した交易条件

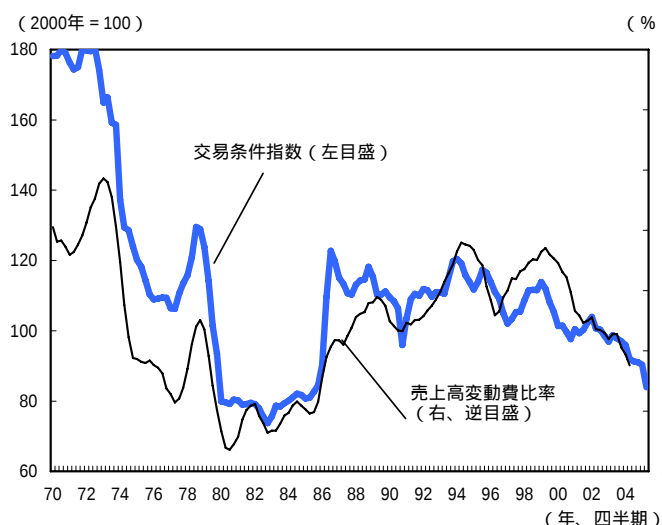
交易条件とは、輸出品と輸入品の交換比率のことをいい、輸出物価指数を輸入物価指数で割って求められる。交易条件が上昇（改善）すれば、一定の輸出品でより多くの輸入品を手に入れられるということであり、わが国にとっては有利になる。原油価格が上昇した場合は、輸出品に比べ輸入品が割高になるため交易条件は低下（悪化）する。わが国の交易条件は、1986年以降は低下傾向にあり、最近では約20年ぶりの低水準に達している（図表1）。

交易条件は、輸出品と輸入品の価格変動と為替変動に影響される。過去20年間に交易条件が低下基調で推移した背景には、まず輸出品価格の低下がある。85年のプラザ合意を経て円高が進む一方、新興工業国の供給力が向上するなど、輸出市場での競争が厳しかったことが、輸出価格の低下に影響している。一方、輸入価格も90年代前半までは低下基調で推移し、交易条件の悪化は緩やかであった。原油など国際商品市況が落ち着いて、為替も円高基調で推移していたからである（図表2）。しかし、90年代終わりごろからは国際商品市況が上昇に転じ、為替円高も一服し、輸入物価の上昇が交易条件を悪化させている。

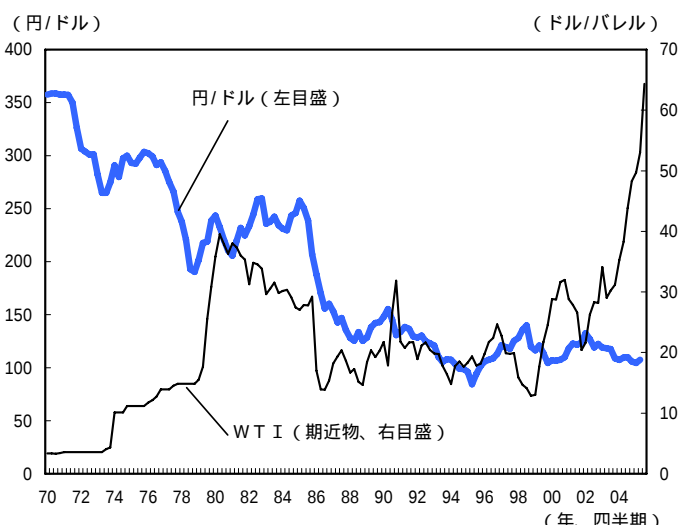
交易条件が悪化すると、企業、特に製造業の利益を圧迫する要因となる。交易条件と売上高に占める変動費（主に原材料や部品など）の割合の過去の動きを見ると、交易条件が先行して動いていることがわかる（図表1）。これから判断すると、今後、変動費が増加することによって企業の収益環境が厳しさを増すことが予想される。実際に、最近の原油価格の上昇は、企業収益の圧迫要因となつてこよう。変動費の増加を吸収して利益を確保するためには、需要を開拓して販売数量を伸ばしたり、あるいは固定費（主に人件費、払い費、減価償却費など）を減らしたりする必要がある。

図表1. 交易条件と売上高変動費比率（製造業）

図表2. 原油価格と為替相場



(注1) 売上高変動費比率は4四半期移動平均
(注2) 交易条件指数 = 輸出物価 ÷ 輸入物価 × 100、1年先行させて表示
(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」、財務省「法人企業統計」



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」、セントルイス連銀

2. 景気概況 ～ 踊り場脱却後も目が離せない世界経済の動向 ～

4～6月期の実質GDP（国内総生産、1次速報値）は前期比+0.3%と3四半期連続のプラス成長となった。在庫投資が減少したこともあって小幅な成長にとどまっているが、内需の柱といえる個人消費と設備投資が2四半期連続で堅調に拡大しており、景気が緩やかな回復基調を維持していることを示した。また、5月の鉱工業生産は前月比-1.1%と、輸送機械、電気機械など機械工業を中心に減少したが、同時に発表された製造工業生産予測調査によると、8月と9月がそれぞれ同+2.3%と高い伸びが見込まれている（7～9月期では前期比+1.3%増加する計算）。実績は予測を下回る可能性があることを考慮しても、今年後半は生産が横ばい圏を脱して増加してくるであろう。

このように、今年度後半に向けて景気が踊り場を脱却する可能性が高まってくると同時に、内需の回復力が増している。バブル崩壊による負の遺産の処理を終えた企業は、競争力を高めて収益基盤を確保するために、設備投資を継続的に行おうとしている。また、一時的な厳しいリストラによる雇用の減少は一服しており、賃金も小幅ながら前年水準を上回るようになってきている。こうした雇用・所得環境の改善が個人消費の底堅さを増している。

しかし、内需の拡大に過大な期待は禁物であろう。まず、雇用・所得環境の改善は大きなものにはならない。人件費を抑制して利益を確保しようという企業の基本スタンス自体は変わっていないからである。企業が稼いだ高水準の利益が、賃金引上げや雇用の拡大によって、ダムから放出される水のように個人の懐に勢いよく流れ込んでくるわけではない。放水量は限定的である。

そもそもダムの水位、すなわち企業収益の先行きについても懸念材料がある。原油高に象徴される原材料コストの上昇である。省エネ技術の発達による原油原単位（一定のGDPを生み出すのに必要な原油の量）の低下、為替円高による円建て原油価格の低下、さらに一般物価の上昇による原油の相対価格の低下といった要因が重なり、第1次、第2次石油ショックのころと比べれば、原油価格の上昇が日本経済に与える影響は小さくなっている。しかしそれでも、原油価格の上昇幅が大きくなれば企業収益を圧迫してくるため、設備投資を増やすことが難しくなってくる。

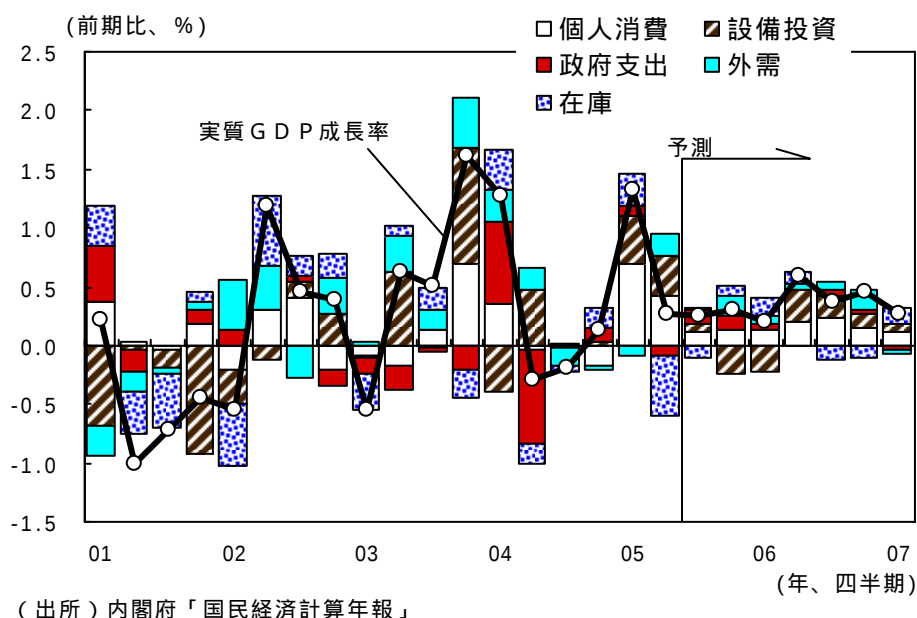
ダムの水位を維持するにはどうしたらよいか。原油価格の上昇によるコストアップを販売価格に転嫁することは、企業の利益を確保する一つの手段である。しかし、その製品を購入する企業にとってはコストの増加となり、日本経済全体で見ると企業収益の状況は変わらない。コストの増加を吸収して利益を確保するためには、需要の拡大による売り上げの増加が必要である。売り上げの中心は国内需要向けであるが、短期的な変動は輸出に影響される。海外景気が加速して輸出が増えてくることが、企業収益を確保して、景気回復を維持するための前提条件となる。ダムの水位は海外から流れ込んでくる水の量で決まってくる。今後の景気回復の鍵を握るのは米国をはじめとする世界経済の先行きであろう。

3．今月のトピックス～2005／2006 年度経済見通しのポイント

(1) 見通しの概要

当社は8月16日に『2005／2006 年度改訂経済見通し』¹を発表した。見通しの基本シナリオは、デジタル関連財の在庫調整が終了し、海外景気が加速することを受けて景気は踊り場を脱却し、2005、2006 年度と拡大基調が続く、ただし、原材料価格の上昇と製品価格の下落が企業収益を圧迫するため設備投資の増加が一服し、2005 年度後半の成長率は緩やかなペースにとどまる、もっとも、企業の収益力が強まっているうえ、雇用、所得環境の改善を背景に個人消費が底堅く推移するため景気が失速することはなく、2006 年度には拡大ペースがやや増してくる、というものである(図表1)。

図表1．2005～2006 年度経済見通し



基本シナリオは変えていないが、実質GDP成長率の見通しは、前回5月の見通しと較べて2005年度は前年比0.9%から1.6%へ上方修正、2006年度は同1.9%から1.6%に下方修正した。これは、家計部門、企業部門とも足元までの実績が想定よりも強かったことを受けたものである。具体的には、雇用・所得環境の改善を受けて個人消費を上方修正し、

足元までの好調さを受けて設備投資は2005年度を上方修正する一方、原材料価格の高止まりによる企業収益圧迫を勘案し2006年度を下方修正した。

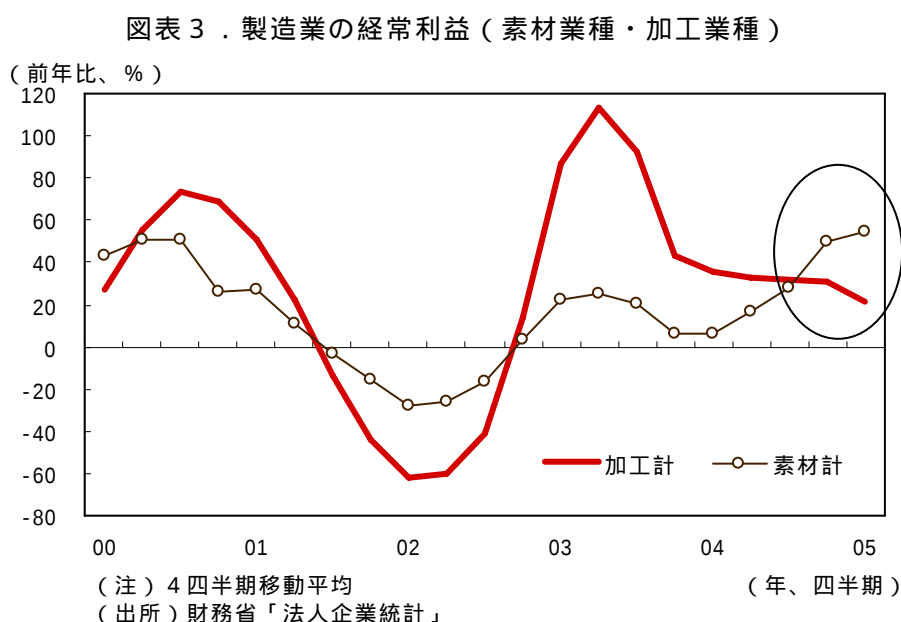
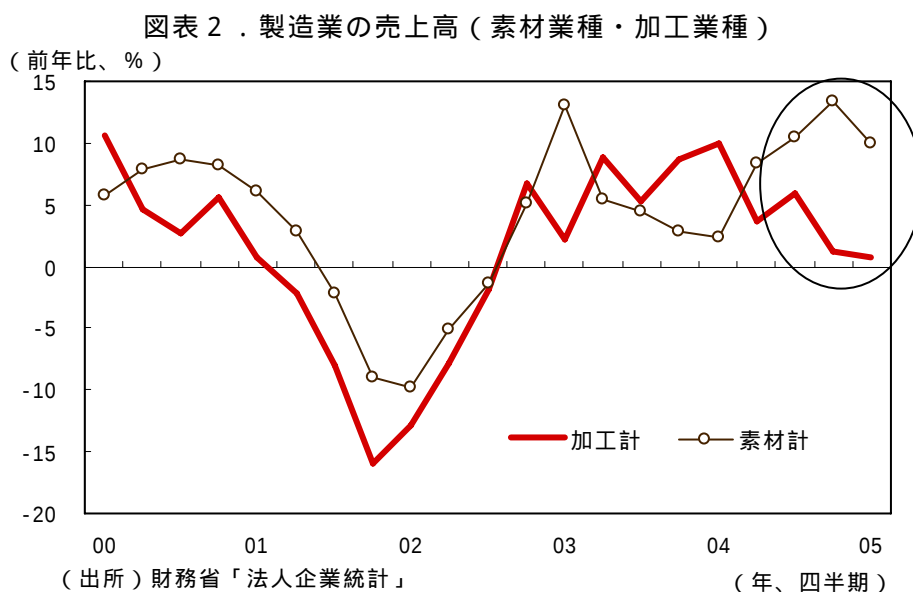
以下では、見通しを考えるうえでのポイントとなった、企業業績と雇用・所得環境の先行きについて検討する。

¹ 2005年8月16日発表「2005／2006 年度改訂経済見通し」(調査レポート 05/50)。予測値については巻末の図表49、50を参照。

(2) 押し下げ要因も出てくる企業業績

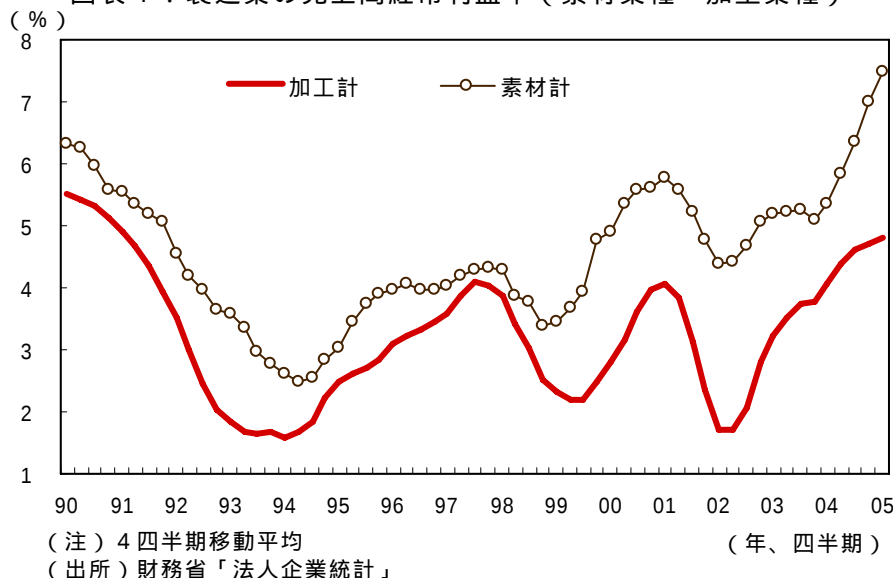
業種別の動向

企業業績の改善が続いている。2005 年 1 ～ 3 月期まで、製造業で 10 四半期連続、非製造業で 8 四半期連続の増収増益となっている（法人企業統計ベース）。もっとも、業種別では改善度合いにばらつきが見られる。特に製造業においては、売上高、経常利益とも素材業種の伸びが加工業種の伸びを上回る状態が続いている（図表 2、3）。

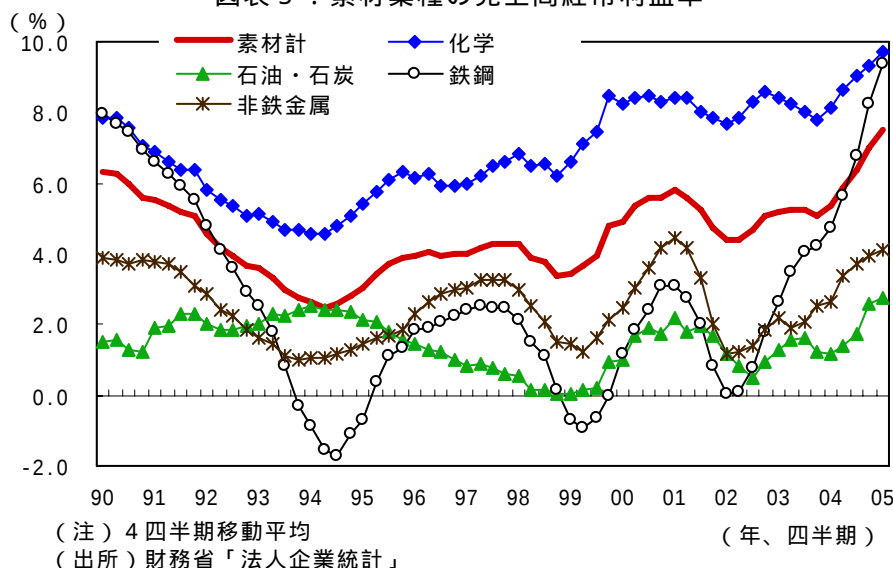


収益力を見ても、両者の格差は広がりつつある。加工業種の売上高経常利益率も改善が続いているが、素材業種ではすでにバブル期の水準を上回っている（図表 4）。素材業種の中でも業績の改善が著しいのが化学、鉄鋼である（図表 5）。

図表４．製造業の売上高経常利益率（素材業種・加工業種）



図表５．素材業種の売上高経常利益率

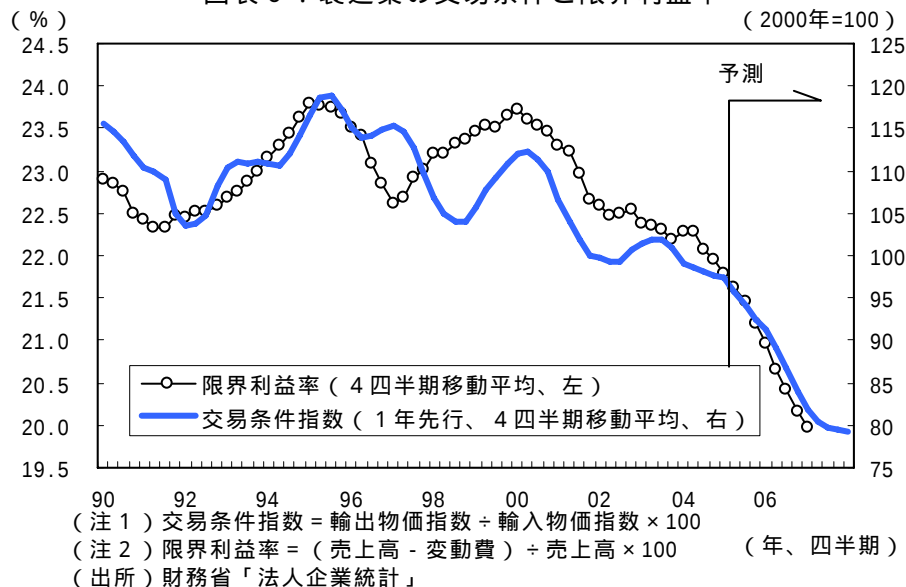


交易条件の悪化と限界利益率の低下

製造業の収益に業種によるばらつきが出ている背景には、原油をはじめとする国際商品市況の上昇がある。原材料価格の上昇は、コスト増加を通じて利益の下押し要因となってくる。コスト増加分を販売価格に転嫁できれば利益の減少は避けられるが、どの程度転嫁できるかは業種によって異なる。最近では、需要が旺盛な一方で供給拡大に慎重な素材業種が価格転嫁に成功している半面、最終消費者に近い立場にあり厳しい価格競争にさらされている加工業種では転嫁しづらい状況が続いている。

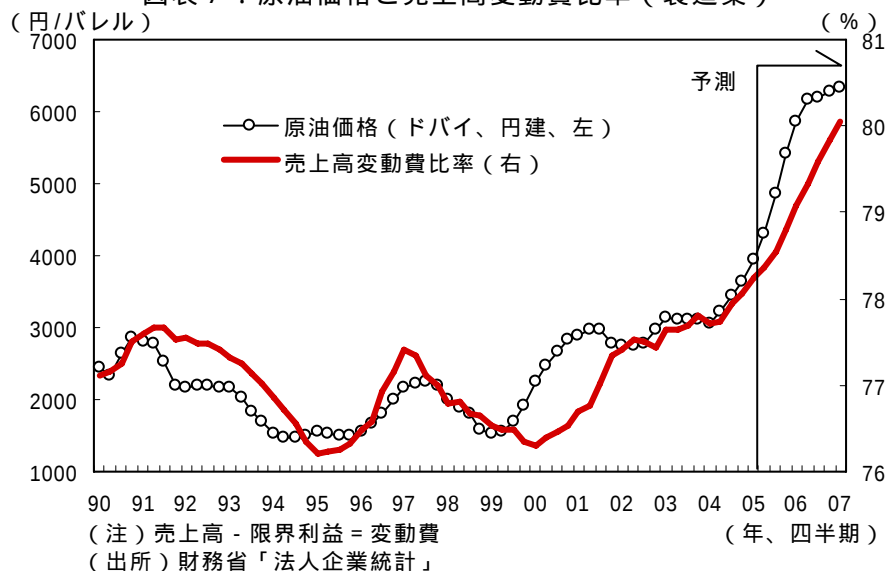
製造業全体の交易条件指数を見ると、原油価格の上昇が続いてきたことなどにより低下（悪化）傾向にある（図表６）。交易条件は限界利益率（限界利益÷売上高）に１年から１年半程度先行する傾向があり、足元までの交易条件の低下は、今後も製造業の利益を悪化させる要因となり続けると予想される。

図表6．製造業の交易条件と限界利益率



また、製造業の売上高変動費比率を見ると、原油価格などの上昇の影響を受けて、すでに史上最高水準に達している(図表7)。今後の原油価格、為替相場²の予想を勘案すると、さらに水準を切り上げていくことが予想される。

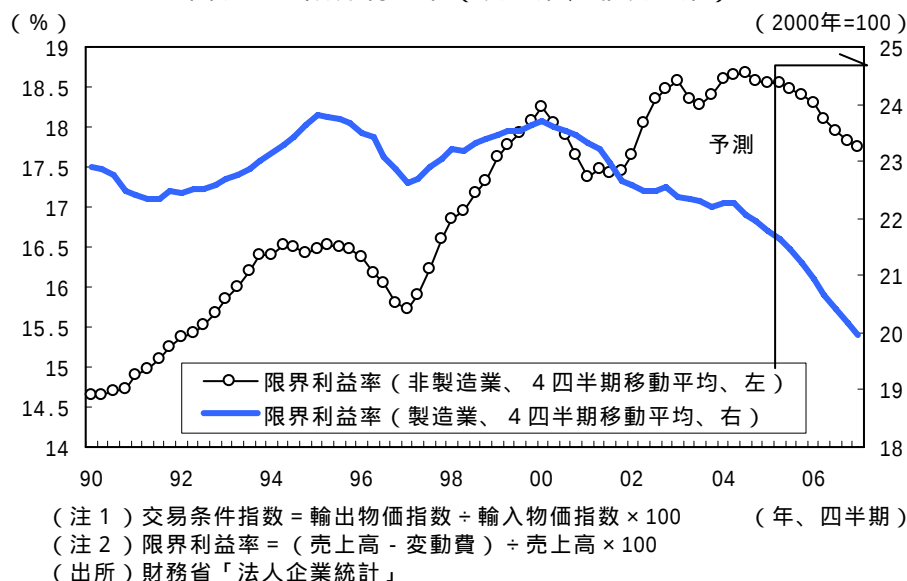
図表7．原油価格と売上高変動費比率(製造業)



このように、製造業、特に加工業種の利益をとりまく環境は一段と厳しさを増している。非製造業についても、足元までは限界利益率の改善が進んでいるが、製造業での悪化を受けて改善に歯止めがかかりそうである。

² 原油価格については2005、2006年度と高止まりで推移、為替は2005年度円安、2006年度円高と予想している。詳細は「2005/2006年度改訂経済見通し」を参照のこと。

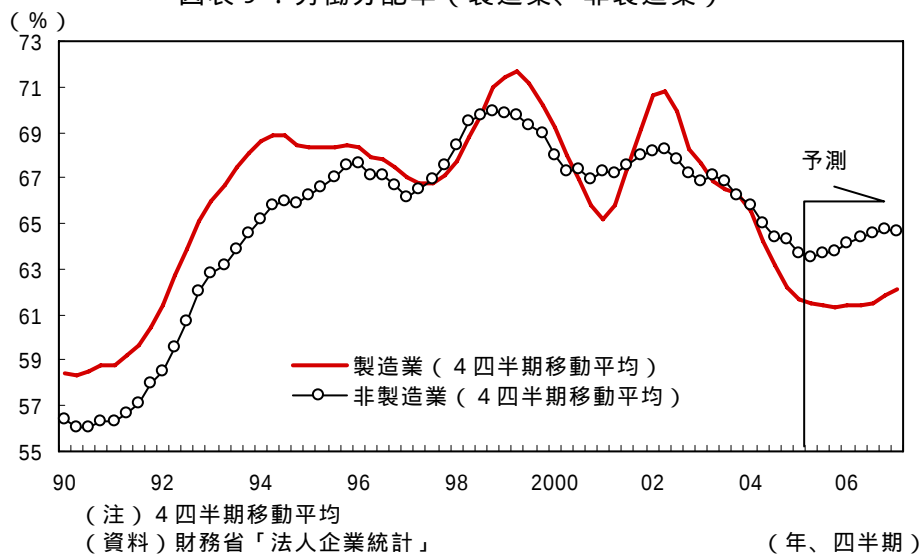
図表 8 . 限界利益率（製造業、非製造業）



人件費の拡大は利益押し下げ要因になる

企業はこれまで人件費の抑制姿勢を緩めてこなかったが、最近になって徐々に雇用者を増加させ、賃金も引き上げる動きが出てきた(詳細は後述)。こうした動きは、2005、2006年度を通じて進むと考えられる。これまで人件費の削減が企業利益を押し上げてきたが、今後は人件費拡大が利益の押し下げ要因として効いてくると考えられる。これまで低下が続いていた労働分配率は、徐々に下げ止まってくる可能性が高い(図表 9)。特に非製造業では、すでに人件費が増加に転じており、労働分配率は製造業よりも早く上昇に転じる見込みである。

図表 9 . 労働分配率（製造業、非製造業）

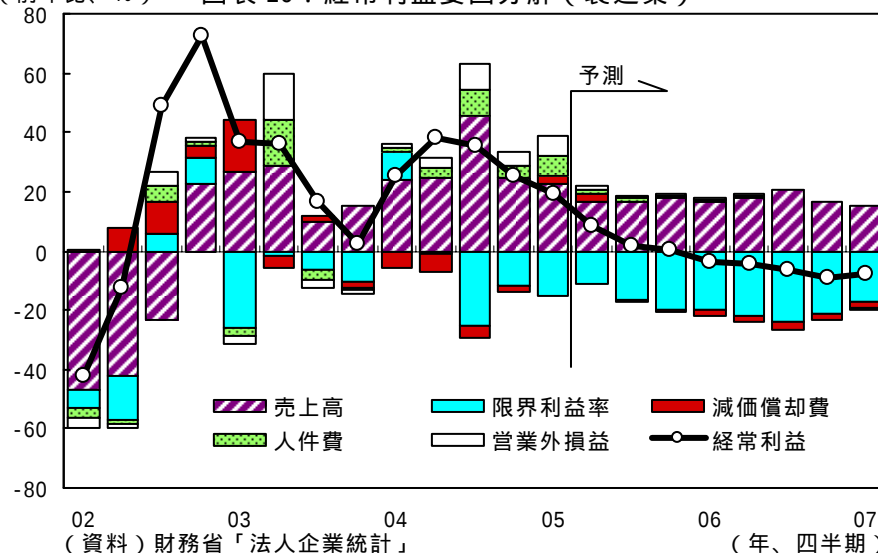


売上高は利益の押し上げ要因

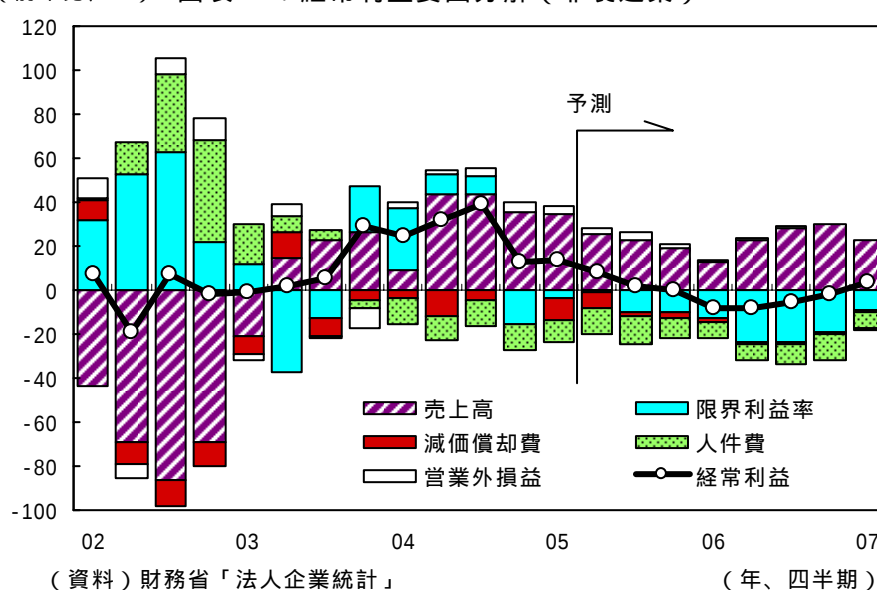
もっとも、利益の落ち込みは、それほど深刻なものとはならないだろう。変動費や人件費が増加に転じる一方で、売上高は増加が続くと見込まれるためである。まず価格面では、景気が回復を続けることを背景に、コスト増加の一部を価格転嫁することが可能となる。さらに、製造業では輸出が好調に伸び、非製造業では個人消費が底固く推移するため、数量面でも増加が期待される。なお、債務圧縮効果によって利払い負担がさらに小さくなることも利益を押し上げ続けよう。

製造業については、交易条件の悪化の影響がタイムラグをとまって効いてくるため、2006 年度中も経常利益は伸び悩みが続くが、非製造業では 2006 年度後半には増益に転じると予想される（図表 10、11）。

（前年比、％） 図表 10．経常利益要因分解（製造業）

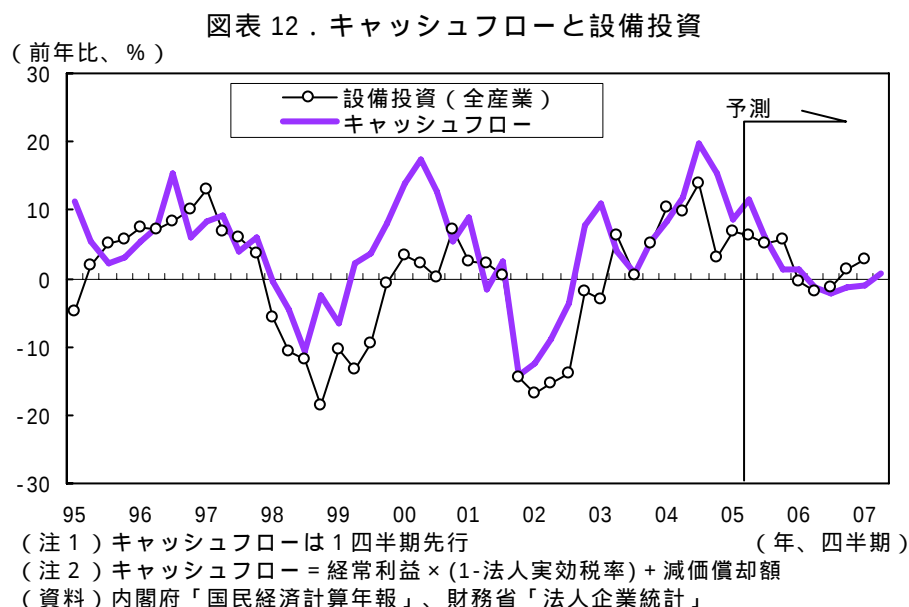


（前年比、％） 図表 11．経常利益要因分解（非製造業）



設備投資の動向

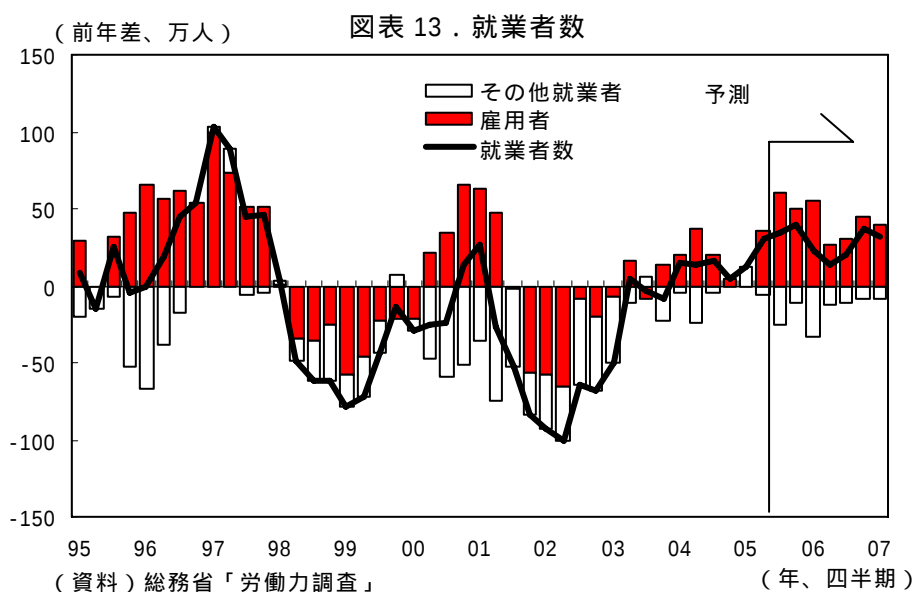
企業の利益がいったん減少することを受けて、設備投資の増加も一服が見込まれる（図表 12）。ただし、キャッシュフローの落ち込みが軽微にとどまるうえ、設備過剰感もないため、過去の設備投資の調整局面と較べると小幅の落ち込みにとどまろう。



(3) 雇用・所得環境の改善

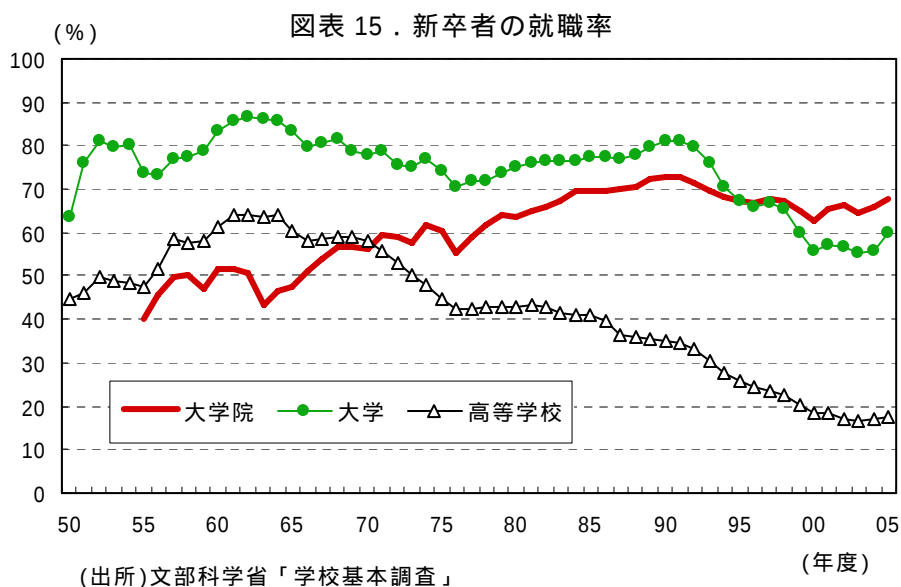
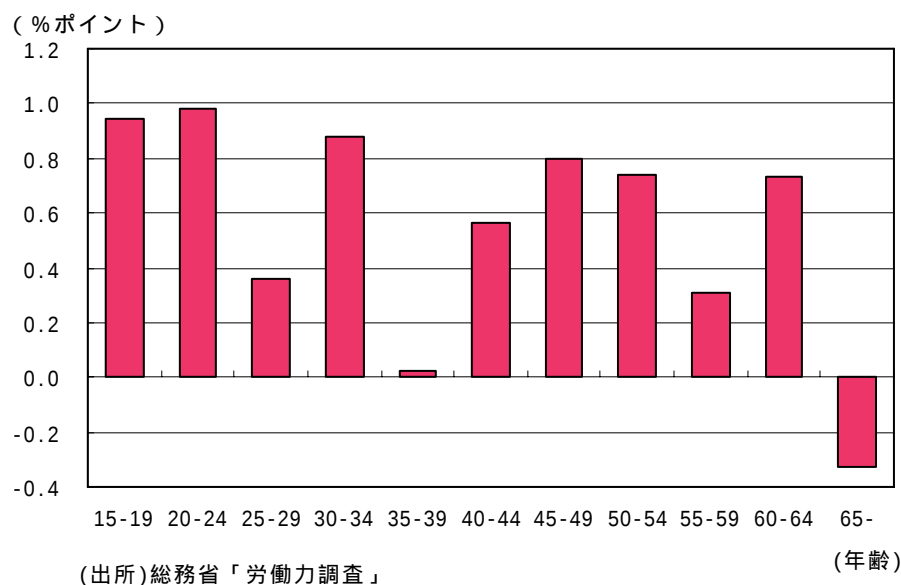
就業者の拡大と就業率の改善

就業者数は雇用者を中心に 2004 年度から増加に転じており、2005 年度に入って増加のペースが上がっている（図表 13）。これまで雇用者を増加させることに慎重であった企業が、企業業績の好調や雇用過剰感の後退を受けて採用を増やしている。



年齢別に見ると、これまで就業が難しかった 15～24 歳の若年層においても就業者が増えているのが最近の特徴である（図表 14）。これは、新卒者の就職率が改善していることが影響していると考えられる（図表 15）。これまで採用しても即戦力の人材が中心で、新卒者の採用には消極的だった企業の態度に変化が出てきているようだ。景気の回復が続く中で、こうした動きは 2005、2006 年度とも続くと思われ、雇用者を中心に就業者数の増加が続くと予想される。

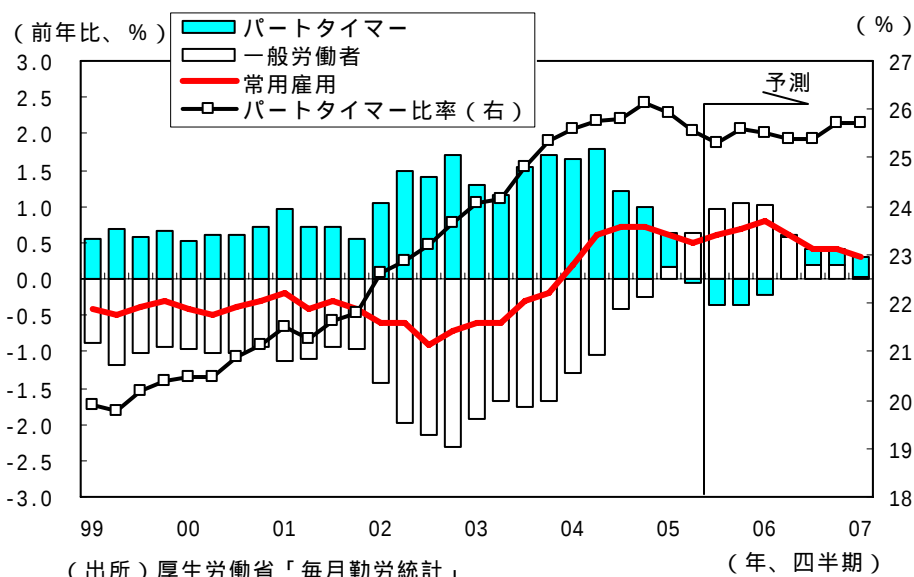
図表 14．就業者 / 人口比率の推移（2005 年 4～6 月期と 2004 年 4～6 月期の比較）



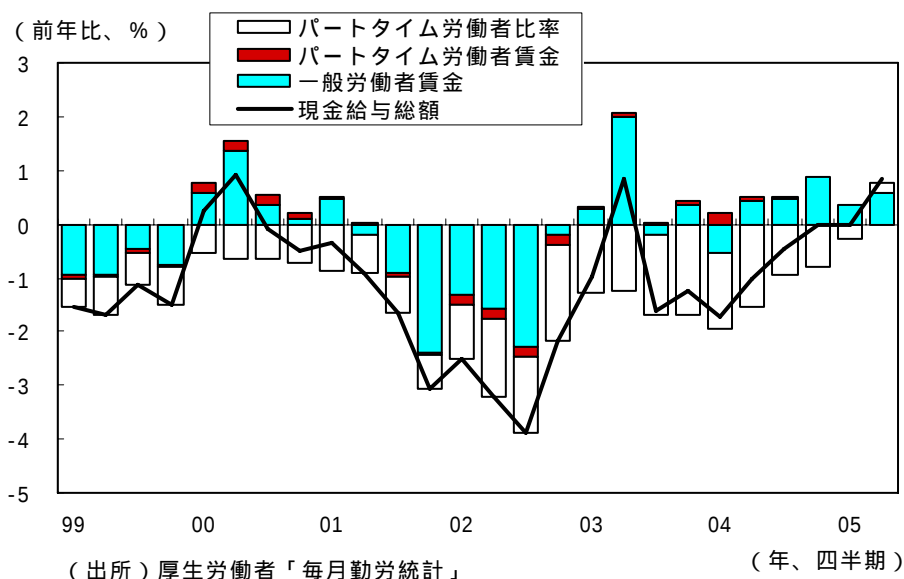
パート比率の上昇が一服

常用雇用者に占めるパートタイマーの比率の動きにも、企業の姿勢の変化が見てとれる。これまで企業はコスト削減の観点から正社員の採用を抑制し、替わって人件費の低いパートタイマーの採用を積極的に行い、パートタイマー比率の上昇が続いていた。しかし、2005年に入ってから比率は低下に転じている（図表 16）。これは、企業業績が好調に推移していることに加え、団塊世代の引退を控え、将来の人手不足に対応した動きと考えられる。採用の形がパートタイマーから正社員に切り替わる結果、一人当たりの平均賃金は上昇する。現金給与総額はすでに前年比で増加に転じており（図表 17）、今後も増加基調が続くことが予想される。

図表 16．パートタイマー比率と常用雇用者の内訳



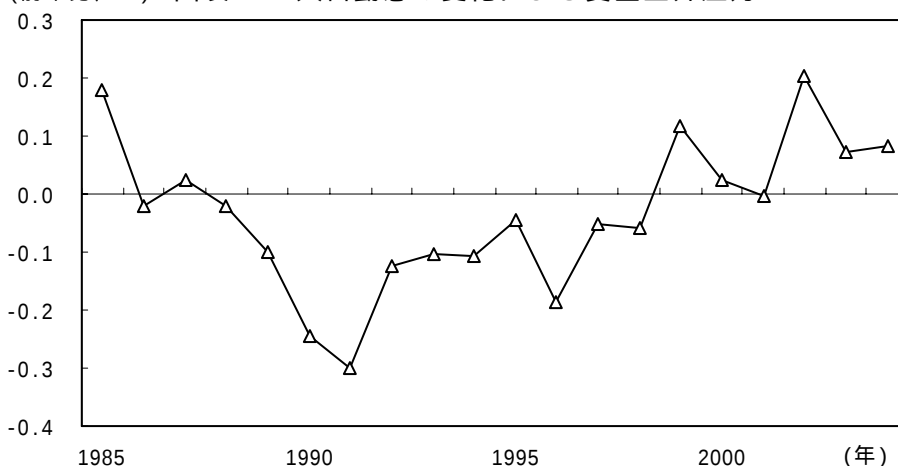
図表 17．現金給与総額増減率の要因分解



人口動態の変化による賃金上昇圧力

人口動態の変化も、一人当たりの平均賃金を押し上げることになりそうだ。賃金カーブ（一般に、年齢が上がるにしたがって賃金が上昇し、高齢者になれば逆に下がってくる）が一定であるとする、人口が多い団塊ジュニアが高い賃金を得る30代半ばになってくることは、一人当たり賃金の押し上げ要因となる（図表18）。

（前年比、%） 図表18．人口動態の変化による賃金上昇圧力

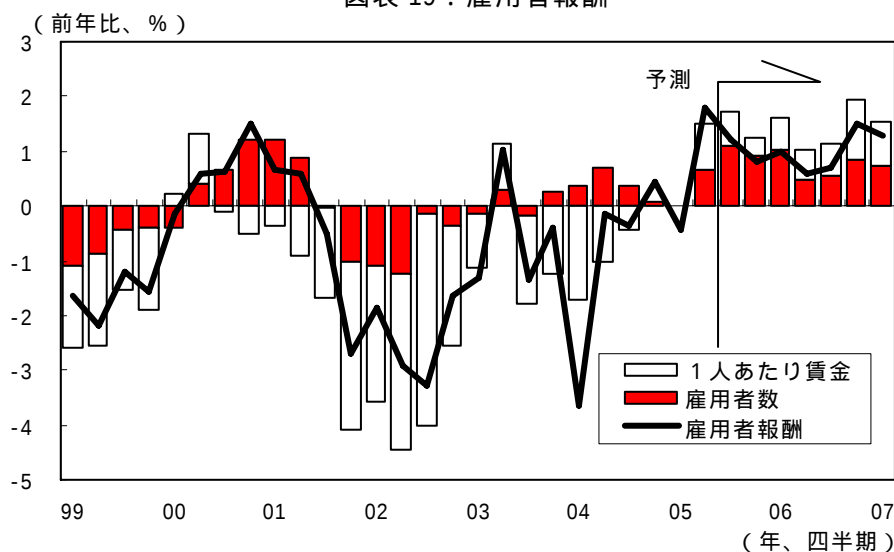


（注）賃金カーブを2004年で固定して、人口動態の変化による平均賃金への影響を試算
（出所）厚生労働省「賃金構造基本調査」

所得と個人消費の動向

以上のように、雇用者数、一人当たりの賃金のいずれも増加が見込まれるため、雇用者報酬は増加基調が続こう（図表19）。これまで家計部門は、企業部門と較べて改善が遅れていたが、2005、2006年度については、景気の回復がようやく企業部門から家計部門に広がっていきそうである。

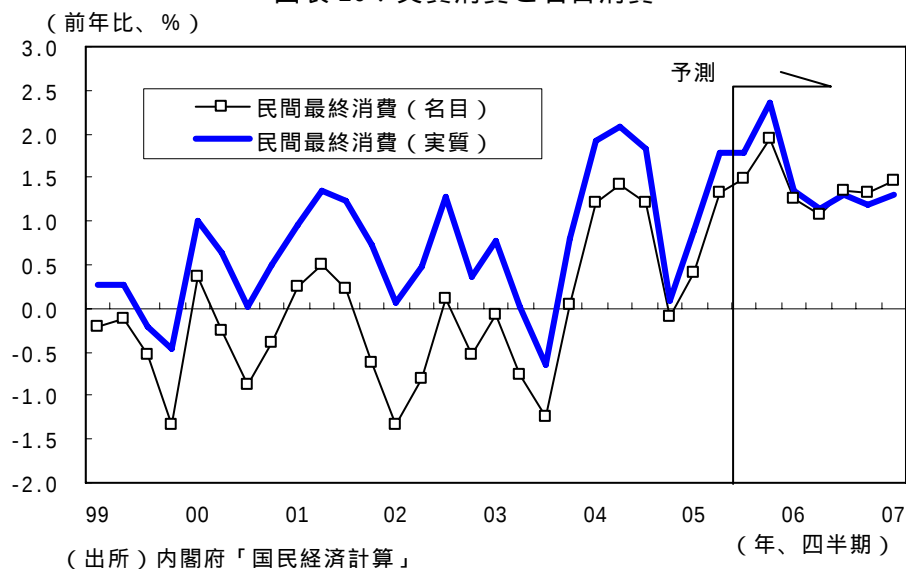
図表19．雇用者報酬



（出所）総務省「労働力調査」、内閣府「国民経済計算年報」

所得環境の改善によって、個人消費は底固さを維持し、景気を下支えしていこう（図表20）。年金保険料の負担増加や、2006年1月からの所得税特別減税の縮減といった負担が、可処分所得を押し下げることになる。また、消費者物価が上昇に転じるため、実質の可処分所得を減少させることになる。しかし、景気回復が続くため消費者マインドが落ち込むことはないと思込まれる。

図表 20．実質消費と名目消費



図表 21 . 日本経済予測総括表

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度	2005年度	2006年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)
名目 GDP	-0.2	0.5	0.4	0.0	0.6	0.8	0.8	0.6	1.0
	1.3	0.3	0.8	0.4	0.6	1.3			
実質 GDP	0.2	0.7	1.1	0.5	0.9	0.8	1.9	1.6	1.6
	2.9	1.0	1.7	1.6	1.5	1.6			
内需寄与度 (注1)	0.0	0.9	0.9	0.3	0.9	0.3	1.4	1.4	1.3
個人消費	0.2	0.3	1.5	0.5	0.7	0.6	1.2	1.8	1.2
	2.0	0.5	1.8	1.9	1.2	1.2			
住宅投資	2.0	0.2	-2.2	2.2	-1.1	2.5	2.1	-1.0	0.8
	2.0	2.2	-1.9	-0.1	0.3	1.3			
設備投資	1.9	1.6	3.8	-2.0	1.7	1.6	5.2	3.4	1.6
	7.2	3.5	5.5	1.4	-0.3	3.4			
民間在庫 (注1)	-0.0	0.3	-0.4	0.1	0.1	-0.1	0.2	-0.3	0.1
政府支出	-2.1	0.7	0.1	0.9	0.2	0.2	-1.4	0.9	0.7
	-1.2	-1.6	0.7	1.0	1.2	0.3			
公共投資	-14.6	-1.3	-1.3	-0.3	-3.5	-2.4	-15.1	-1.9	-4.9
	-15.5	-14.8	-2.8	-1.2	-4.1	-5.5			
政府最終消費	1.6	1.1	0.5	1.2	1.2	0.7	2.7	1.6	2.2
	2.7	2.7	1.5	1.7	2.4	2.0			
外需寄与度 (注1)	0.2	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.5	0.2	0.3
輸出	6.0	1.8	3.0	3.3	5.9	5.5	11.9	5.6	10.5
	16.3	8.0	4.8	6.3	9.4	11.7			
輸入	4.9	3.6	2.2	1.9	5.7	4.8	9.3	5.0	9.2
	9.9	8.8	6.0	4.1	7.6	10.8			
GDPデフレーター (注2)	-1.6	-0.7	-0.8	-1.2	-0.9	-0.3	-1.1	-1.0	-0.6

(注1) 民間在庫、内需寄与度、外需寄与度は前期比寄与度

(注2) GDPデフレーターは前年比

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度	2005年度	2006年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)
経常収支 (兆円)	9.4	9.1	8.5	8.0	8.3	8.5	18.2	16.3	16.6
貿易収支 (兆円)	7.0	6.3	4.9	4.8	4.5	4.7	13.2	9.2	8.9
サービス収支 (兆円)	-2.0	-1.6	-1.7	-1.4	-1.6	-1.4	-3.6	-3.1	-3.0
所得収支 (兆円)	4.7	5.0	5.8	5.4	6.3	5.8	9.6	11.0	11.5
鉱工業生産 (上段は前期比%、下段は前年比%)	2.2	-0.1	0.7	1.2	1.9	1.9	4.1	1.2	3.4
	6.8	1.6	0.6	1.7	3.1	3.7			
企業物価 (国内・輸出・輸入の平均)	1.3	2.4	2.9	3.6	1.0	-0.2	1.8	3.3	0.4
国内企業物価	1.4	1.7	1.5	1.2	0.4	0.6	1.5	1.3	0.5
消費者物価	-0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.4	0.5	0.0	-0.1	0.4
生鮮食品を除く総合	-0.2	-0.3	-0.1	0.2	0.4	0.5	-0.2	0.0	0.5
ドル円レート (円/ドル)	109.8	105.2	109.8	113.0	110.8	106.8	107.5	111.4	108.8
長期金利 (新発10年国債)	1.62	1.42	1.33	1.63	1.90	2.25	1.52	1.48	2.08
原油価格 (WTI、ドル/バレル)	41.1	49.2	56.6	58.0	60.5	62.5	45.1	57.3	61.5
原油価格 (ドバイ、ドル/バレル)	34.7	38.5	51.5	53.5	57.5	59.5	36.6	52.5	58.5
米国実質 GDP (前期比年率%、暦年)	3.9	3.7	3.6	3.0	3.6	4.1	4.2	3.4	3.6
春闘賃上げ率 (%) (注1)	-	-	-	-	-	-	1.67	1.67	1.70

(注1) 春闘賃上げ率の集計対象企業は、東証・大証1部上場企業のうち、資本金20億円以上、従業員1000人以上の企業で労働組合のある企業約290社(厚生労働省集計)。

(注2) 経常収支、貿易収支、サービス収支、所得収支の半期値は季節調整値。

図表 22. 日本経済予測総括表

【輸出入（通関ベース）】

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度	2005年度	2006年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)
輸出額(円ベース)	12.9	7.5	5.2	9.5	8.8	7.7	10.1	7.3	8.2
数量	12.9	1.1	-0.9	3.2	6.7	8.7	6.8	1.1	7.7
輸入額(円ベース)	11.1	13.5	15.7	20.8	12.2	8.5	12.3	18.3	10.2
数量	6.6	4.3	2.7	2.8	6.5	10.4	5.4	2.7	8.5
輸出超過額(兆円)	6.1	5.3	3.8	2.9	3.1	2.9	11.4	6.7	6.0

【所得・雇用】

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度	2005年度	2006年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)
一人当たり所得(注1)	-0.7	0.0	0.7	0.4	0.6	1.0	-0.4	0.6	0.8
所定内給与	-0.9	-0.5	0.4	0.3	0.5	0.6	-0.7	0.4	0.5
所定外給与	6.2	1.0	1.6	0.0	1.7	2.3	3.5	0.8	2.0
雇用者数	0.5	0.0	0.9	1.0	0.5	0.8	0.3	0.9	0.7
雇用者報酬	-0.2	0.1	1.5	0.9	0.6	1.4	-0.1	1.2	1.0
完全失業率(季調値)	4.7	4.6	4.3	4.2	4.1	4.1	4.6	4.2	4.1

(注1)「毎月勤労統計」事業所規模5人以上ベース

【新設住宅着工】

	2004年度		2005年度		2006年度		2004年度	2005年度	2006年度
	上期	下期	上期	下期	上期	下期	(実績)	(予測)	(予測)
新設住宅着工戸数	119.3	119.4	119.5	119.7	119.3	120.6	119.3	119.5	119.8
持家	2.6	0.7	0.1	0.2	-0.2	0.8	1.7	0.2	0.3
貸家	38.1	35.2	35.6	35.8	35.7	36.1	36.7	35.6	35.8
分譲	-0.3	-3.1	-6.4	1.5	0.3	0.7	-1.6	-3.0	0.5
	45.5	48.2	47.3	47.9	46.9	48.0	46.7	47.5	47.3
	1.1	2.7	3.9	-0.8	-0.8	0.2	1.9	1.6	-0.3
	35.0	34.8	36.1	35.0	36.2	35.5	34.9	35.6	35.9
	8.5	0.9	3.2	0.8	0.1	1.5	4.6	2.0	0.8

* 季節調整済年率換算値