

## 外的要因が日本経済に与える影響

### 【ポイント】

1. 日本経済は、企業部門の回復が徐々に家計部門に波及しつつあるが、万全とはいえず、外的要因によって景気が変調をきたすリスクは依然残っている。
2. 日経 NEEDS モデルを用いて試算すると、為替、米国経済、中国経済、原油価格、長期金利の順に日本に与えるマイナスの影響が大きいという結果となった。
3. 今後起こり得る可能性なども考慮すると、日本経済にとって注目すべき外的要因は米国経済の動向である。

### 1. 日本経済の動向

日本経済は順調に回復している。輸出の増加に伴って生産が増加し、それが企業収益の改善に結びつき設備投資が増加するというこれまでの流れに変化はない。

6月の景気動向指数は、一致指数が88.9%と2ヵ月連続で拡大縮小の分かれ目である50%を上回り、先行指数も10ヵ月連続で50%を上回っていることから、景気の回復基調を確認できる(図表1)。

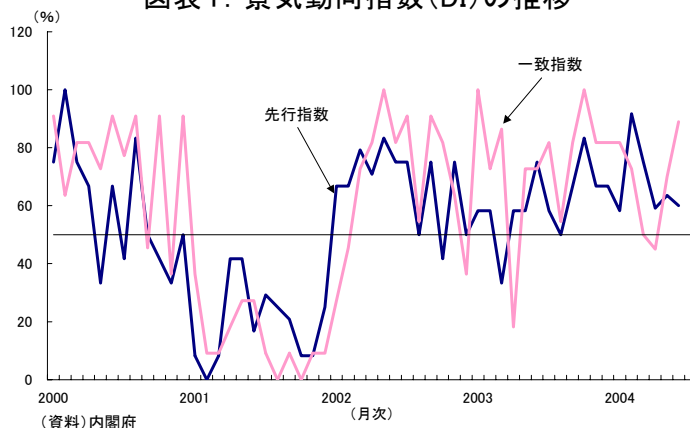
輸出動向をみると、6月の通関輸出額は前年比19.4%増と7ヵ月連続で増加した。アジア向けを中心に化学光学機器や半導体等電子部品などが引き続き増加している。6月はSARSの影響

で前年の水準が低かったため、前年比では大幅増となったが、輸出数量を前期比でみると概ね横ばいではあるものの、高水準を維持している。アジアへの生産拠点のシフトによって部品・素材などの輸出が増加傾向となる中、それに対応する生産財や好調な設備投資を背景とした資本財を中心に、生産活動は堅調に推移している。鉱工業生産指数は、4~6月期が前期比2.6%増と4四半期連続で増加した。また、予測調査によると、7月が前月比1.6%、8月が同1.0%の上昇を見込んでおり、生産は増加基調を維持すると思われる。

設備投資の先行指標をみると、4~6月期の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前期比10.3%増と2四半期振りにプラスとなった。7~9月期の見通しについても、同1.8%増となっており、受注金額は高水準で推移することが期待できる。また、建設受注についても競争力のある製品向けの工場新設の動きに加え、卸小売業の新規出店意欲が強いことなどから、4~6月期が前期比39.8%増と高い伸びとなった。こうした先行指標から判断すると、設備投資は、両指標の1~3月期の落ち込みを受けて、年度半ばにやや鈍化する可能性はあるものの、その後は再び増加基調を辿ると見込まれる。

一方、家計部門であるが、デジタル家電向けの支出を中心に消費は堅調に推移している。

図表1. 景気動向指数(DI)の推移

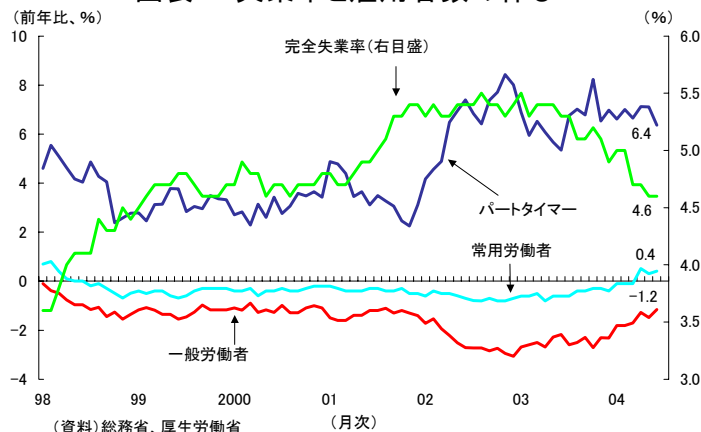


毎月勤労統計の名目賃金指数（総額）は4～6月期が前年比1.2%低下するなど、賃金は伸び悩んでいるものの、雇用は改善がみられる。6月の完全失業率は4.6%と前月から同水準となったが、常用雇用指数をみると、パートタイマーが増加傾向で推移する中、一般労働者の前年比マイナス幅も着実に縮小しており、常用雇用全体では4月に前年比プラスに転じるなど全体では緩やかに回復している（図表2）。猛暑の影響からも足元の消費は底堅く推移することが見込まれる。

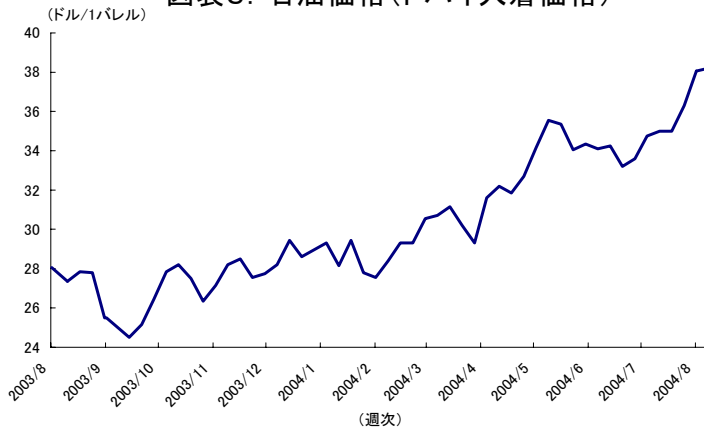
このように、日本経済は企業部門の回復が徐々に家計部門へ波及しつつあるが、まだ万全とは言い難い。個人消費の好調については所得の回復が遅れる中でのマインド先行といった部分も否めず、年金問題など中長期的な懸念材料は残っている。また、好調な企業部門についても日銀短観等によれば中小非製造業などで景況感の改善が遅れるなど引き続きまだら模様である。

国内要因から大きく崩れる可能性は低いとしても、外的要因によって景気の変調をきたすリスクは依然として残っている。そうした観点から、いくつか懸念すべき材料が出始めている。例えば、中国などの需要拡大で昨年から上昇基調が続いている原油価格は、イラク情勢の緊張やサウジアラビアなど産油国の石油関連施設へのテロ懸念などから足元過去最高値を更新した（図表3）。また、海外経済であるが中国では引締め政策の効果が徐々に顕れており、米国は今後減税や低金利の効果が剥落することから、共に成長ペースがやや鈍化するとみられる。今のところ大幅に鈍化する可能性は低いが、米国はテロ警戒レベルが引き上げられるなどテロのリスクが依然残っており、ガソリン価格の上昇も懸念される。また、中国でもインフレの加速などが要因となって景気が想定以上に減速する可能性があり、今後の動向に注意が必要である。為替については、年初の円高が一服し、落ち着いているが、FRBの金融政策変更によって大きく振れる可能性も残っている。長期金利は、一時1.94%と2000年9月以来の水準まで急上昇した後、足元は1.6～1.8%で推移しているが（図表4）、今後も景気回復の持続や量的緩和解除の観測などを背景に上昇する可能性がある。

図表2. 失業率と雇用者数の伸び



図表3. 石油価格(ドバイ入着価格)



図表4. 長期金利(新発10年物国債)



## 2. 日経 NEEDS モデルによる試算とその結果

日経 NEEDS モデルを用いて、前述した懸念材料（原油価格、米国・中国経済、為替、長期金利）がそれぞれ日本の実質 GDP 成長率に与える影響を試算したものが図表 5 である。2 年間に亘って、四半期毎にモデルの当初予測よりも原油価格（通関輸入価格）が 1 バレルあたり 10 ドル上昇した場合、米国実質 GDP 成長率が前期比年率で 1.0% 低下した場合、中国実質 GDP 成長率が前年比で 1.0% 低下した場合、為替レート（円ドル）が 10 円円高になった場合、長期金利（10 年物国債金利）が 1.0% 上昇した場合、のそれぞれについて、他の条件は変えずに日本の実質 GDP 成長率を試算し、年度の標準予測との乖離を求めた。

結果は、原油高による原燃料価格のコスト上昇分を直ちに製品価格に転嫁するのは難しく、企業収益を圧迫する。タイムラグを伴って徐々に製品価格に転嫁されると、消費に悪影響が及ぶため、原油価格が 1 バレルあたり 10 ドル上昇すると、日本の実質 GDP 成長率は初年度 0.07% ポイント、次年度 0.08% ポイント押し下げられる。米国の実質 GDP 成長率が前期比年率で 1.0% 低下すると、日本の輸出は当初予測よりも初年度 0.5% 減少し、それに伴って生産活動が停滞するため、日本の実質 GDP 成長率は初年度 0.09% ポイント、次年度 0.23% ポイント押し下げられる。中国の実質 GDP 成長率が前年比で 1.0% 低下すると、米国同様に輸出が落ち込み、生産が減少することなどから日本の実質 GDP 成長率は初年度 0.05% ポイント、次年度 0.09% ポイント押し下げられる。為替レート（円ドル）が 10 円円高になると、輸出が初年度 2.0% 減少し、輸出関連企業の収益を圧迫する。そのため日本の実質 GDP 成長率は初年度 0.34% ポイント、次年度 0.71% ポイント押し下げられる。長期金利が

図表5. 外的要因による  
日本の実質 GDP 成長率への影響

		日本のGDPへの影響 (%ポイント)	
		初年度	次年度
①原油価格	10ドル上昇	▲ 0.07	▲ 0.08
②米国GDP	前期比年率 1.0%低下	▲ 0.09	▲ 0.23
③中国GDP	前年比 1.0%低下	▲ 0.05	▲ 0.09
④為替	10円円高	▲ 0.34	▲ 0.71
⑤長期金利	1.0%上昇	▲ 0.07	▲ 0.17

1.0% 上昇すると、資金の調達コストが上がり、住宅投資、設備投資などが減速するため、日本の実質 GDP 成長率は初年度 0.07% ポイント、次年度 0.17% ポイント押し下げられる。

このシミュレーションは恣意的な尺度によるもので、各変数の個別の影響度を見る上で支障はないが、それぞれの影響を相対的に比較することはできない。そのため統計的に加工したものが図表 6 である。

5 つの外的要因それぞれについて、10 年間の四半期毎の伸び率の平均とその標準偏差（ ）を求め、外的要因の当初予測の前年比伸び率を日本経済にマイナスの影響を与える方向に 1 年間四半期毎に 2 変化させた場合の日本の実質 GDP 成長率を試算し、当初予測との乖離を求めた。（伸び率は、「伸び率の平均 ± 2 」の範囲内に約 95% の確率でおさまる）。なお、図表右端の「当初予測からの変化（年度）」は前年比伸び率を 2 変化させた時の外的要因の変動幅である。

日本経済は為替、米国経済、中国経済、原油価格、長期金利の順に影響を受けやすいという結果となった。過去 10 年間の四半期毎の平均伸び率と、標準偏差をみると、変動が大きいのは為替と原油価格であり、為替は 1.08% ポイントの押し下げと日本経済への負の

インパクトが最も大きい。原油価格の 2 $\sigma$  の影響とは約 20 ドル上昇した場合であるが、それでも日本の実質 GDP 成長率に与えるマイナスの影響は 0.13%ポイント程度である。中国の実質 GDP 成長率が前年比 2.9%ポイント低下した場合、日本の実質 GDP 成長率は 0.14%ポイント押し下げられ、米国による 0.43%ポイントと比較すると影響は小さい。また、長期金利は 0.07%ポイントの押し下げと、ほとんど影響はない。

図表6. 2 $\sigma$ の日本の GDP 成長率への影響

	過去10年間の 四半期平均 伸び率 (%)	標準 偏差	2 $\sigma$ の 日本GDP への影響 (初年度) (%ポイント)	当初予測からの変化 (年度)
原油価格	11.10	33.31	▲ 0.13	19.7ドル上昇
米国GDP	3.32	1.37	▲ 0.43	前年比▲2.8%ポイント
中国GDP	8.69	1.47	▲ 0.14	前年比▲2.9%ポイント
為替	1.08	12.98	▲ 1.08	29.4円円高
長期金利	2.12※	4.14※	▲ 0.07	0.98%ポイント上昇

※長期金利は債券価格の前年比と標準偏差

### 3. まとめ

日本経済に与える影響を単純に比較すると、上述のように為替、米国経済、中国経済、原油価格、長期金利の順に大きいという結果となったが、過去 10 年間の変動から 2 $\sigma$  を求めているため、過去の変動が大きいほど 2 $\sigma$  は大きくなり、影響度も増すことになる。今後起こり得る可能性も考慮して考えると、為替は試算では日本経済に与える影響が最大となったが、28.3 円円高というのは 1 ドル = 70 円台 ~ 80 円台であり、この水準で推移することは考えにくい。過去の変動幅が大きいため、統計上は有り得る数字であるが、今後為替レートは円高・円安要因がそれぞれ綱引きをする格好で狭いレンジ内で推移すると見込んでおり、影響は軽微にとどまるだろう。

原油価格は需給が逼迫しており、新たな懸念材料が顕在化すれば上昇することが予想されるが、それでも 10 ドル程度の上昇にとどまる見込みであり、日本経済に与える影響はさほど大きくない。

長期金利は、金融政策によって低位安定で推移してきたため、ボラティリティが小さい。そのため、2 $\sigma$  でも 0.98%ポイントと変動幅が大きく出てこないが、今後の振れ幅はこれを超える可能性がある。過去の流れからみると、大幅な変動はなく日本の成長率に与える影響は小さいが、このまま景気の安定成長が続き、物価が上昇してくるならば、日銀が政策を変更することも考えられる。量的緩和が早期に解除されるという思惑が市場に広がれば、大幅に上昇する局面も考えられ、日本経済を幾分下押しする可能性がある。

これらを考慮すると、今後の日本経済にとって注目すべき外的要因は米国経済の動向である。2004 年 4 ~ 6 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率 + 3.0%と 1 ~ 3 月期 (同 + 4.5%) から鈍化している。今後も、減税効果の剥落や FRB の金利引締め政策、ガソリン価格の上昇などから消費が減速することが懸念されており、米国経済の動向には注意が必要である。

(財務企画部 山崎 智子)