

日本経済が再拡大する時期

取締役調査第二部長 鈴木利徳

8月中旬に発表された民間調査機関14社の経済予測によれば、04年度の実質成長率は平均3.5%、05年度は平均1.7%であり、景気は04年度下期以降減速するとみている(日本経済新聞04年8月19日付)。04年度下期以降の景気減速の主因は、米国、中国を中心とする海外景気の減速と、それに伴う輸出の鈍化および生産面での調整圧力といえる。

今回はバブル崩壊後3回目の景気回復局面であり、前2回の回復局面と比べて今回の回復は、海外景気回復が国内民需(設備投資、個人消費)に深く波及する様相がうかがえた。その背景には、バブル崩壊後、深い傷として残った企業の三つの過剰(設備、雇用、債務)や銀行の不良債権問題が峠を越し、景気を抑制する重しが軽減されてきたことがあげられる。

しかし、経済がグローバル化したなかでは、米国、中国を中心とする海外経済の成長鈍化の影響を強く受けざるを得なくなっており、今後日本経済は景気の調整局面に入っていく。

ところで、市場関係者の関心は、04年度よりも05年度以降の景気の見通しにあり。民間調査機関の多くは、国内景気の調整は短期間にとどまるとみており、05年度下期以降は海外景気回復を受けて、再び日本経済が拡大に向かうとみている。設備投資についても、多くの調査機関が、設備老朽化を背景とする更新需要、中小企業への投資回復の拡がり、企業部門の20兆円におよぶフリーキャッシュフローの存在などにより中期的な設備投資循環は反転しており、調整は小幅にとどまるとみている。

当総研の経済見通しも、大筋は他機関の見方とほぼ同様であるが、しかし、微妙な相異点はある。その相異は、海外景気と設備投資の見通しの違いから生じている。まず米国景気については、他機関が05年後半からの回復をみているのに対し、当総研は05年中は個人消費の低迷を主因に調整が長引くとみている。これまで米国景気を下支えしてきた住宅市況の高騰と、住宅担保借入による個人消費の好調が、金利引上げにより頓挫し、その調整は長引くという見方である。また、中国経済についても、他機関は、政府の投資抑制策が功を奏し、05年中には景気の過熱感が収まるとみているところが多い。しかし、地方政府間の成長率競争もあり、中央政府のコントロールが十分に機能するかどうかはまだ未知数である。筆者の個人的見解では、中国政府の投資抑制努力は長期化するとみている。

海外景気回復の遅れは国内の設備投資にも影響し、05年度は前年度比2.3%の小幅な上昇にとどまるとみている。よって、05年度の国内経済は、多くの他機関が「05年度下期は再拡大する」とみるなかで、当総研は「05年度下期に底を打つものの、底這いに近い形で徐々に回復する」とみており、再拡大が顕著になる時期は06年度にずれ込むと見込んでいる。そうすると、需給ギャップの縮小も06年度以降にずれ込み、ゼロ金利政策の解除は06年度下期以降に持ち越される可能性が大きいとみてよいであろう。

情勢判断

国内経済金融

直線的な長期金利低下見通しは危険、デフレ圧力は後退

渡部 喜智

(要旨)

成長鈍化予想のもと長期金利の安定・低下要因が増すと見るが、デフレ圧力後退という認識から、先行きの金利低下幅については慎重に考える。また、原油高騰の価格転嫁等から年末にかけ消費者物価のプラス化の可能性および日銀「展望レポート」の05年度物価見通しへの思惑から、短期的には長期金利の再上昇リスクがあるだろう。株価が一旦、好業績評価から反発する可能性があるが、先行き景気懸念があるなかで、上値について慎重な見方を継続する。

為替相場では当面小康推移を予想するが、米国経済の成長鈍化・利上げシナリオの後退、米次期政権の通貨政策スタンスなどのドル安リスクに目配りをする必要がある。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位:円, %, 円/ドル)

項目	年度/月	2004年度			2005年度	
		9月 (予想)	12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)	05年9月 (予想)
無担コ-ル 翌日物		0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.005	0.001~0.01
TIBORユ-ロ円(3ヶ月)		0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレ-ト		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.75±0.20	1.85±0.25	1.75±0.20	1.65±0.15	1.60±0.20
為替相場	円ドル	105.0~110.0	107.5~112.5	105.0~110.0	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ円	130.0~135.0	135.0~140.0	135.0~140.0	130.0~135.0	130~135
日経平均株価		11,000±500	11,500±500	11,250±500	11,000±1,000	10,500±500

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ。)

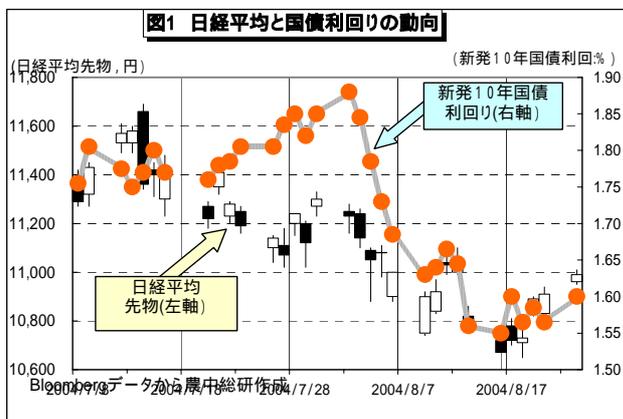
ここ1ヶ月程度の金融市場概況

8月入りとともに、原油価格高騰のなかで国内外の景気の先行き不透明感が強まり、株安・債券高(長期金利低下)の展開となった。

7月後半は、量的緩和・ゼロ金利政策の出

口模索を材料視した海外投資家の投機的債券先物売りに加え、国内からは金利先高観からヘッジ売りが出て、先物主導で債券相場は軟調となり、長期金利(新発10年国債利回り)は1.8%台の動きが続いた。また、株式相場は上方修正銘柄を中心に買われて日経平均株価は辛うじて11,000円台を維持した。

しかし、原油価格(WTI先物)が上昇をたどり、過去最高値を更新し1バレル=45ドルを突破。さらに米国の大手小売業の売上高不調、雇用者数の低迷(7月の米国・非農業部門雇用者数は前月比:+3.5万人で予想平均の24万人を大きく下回った)などを



受け、米国の経済成長率の鈍化観測が強まった。これらにより、わが国景気への悪影響が意識されるなかでおこなわれた10年国債入札が順調に終わり需給不安も弱まったことから、新発10年国債利回りは8月第2週末には1.7%割れへ。さらに13日発表の4～6月期わが国GDP(一次速報値)が予想を下回る前期比: +0.4%にとどまったことで買い戻しの動きを強まり、1.6%割れに低下している。

株式相場は、四半期業績発表が好調だったにもかかわらず、前述の原油高、米国経済の先行き懸念が悪材料となり、日経平均株価は11,000円割れの軟調が続いている(以上、図1)。

為替相場では、ドル円が110円/ドルを挟む狭い範囲での方向感に乏しい動きが続いた。ユーロが足元の景気回復を示す指標発表もとで消去法的に買われ、1ユーロ=1.20ドル台前半から1.24ドル台目前までユーロ高・ドル安となった。

なお、ニューヨーク原油先物(WTI)は上場以来の最高値の更新を繰り返し、8月20日には終値(47.86ドル/バレル)は下落したものの、一時49.40ドル/バレルをつけた。わが国の原油輸入価格の指標となる中東ドバイ産

原油価格も40ドル/バレルを突破した。他の国際商品市況については、穀物は下落基調をたどって来たが、石油化学製品が上昇をたどり、貴金属も反発。工業用金属市況も高止まりしている。米国景気の先行き悪化 需要鈍化の可能性があるにもかかわらず、国際商品市況は高値・高止まり状態が続いている(図2)。(なお、金融市場や経済指標の解説などについては、当総研HP:「Weekly 金融市場」も参照されたい。)

金融市場の見通しと注目点

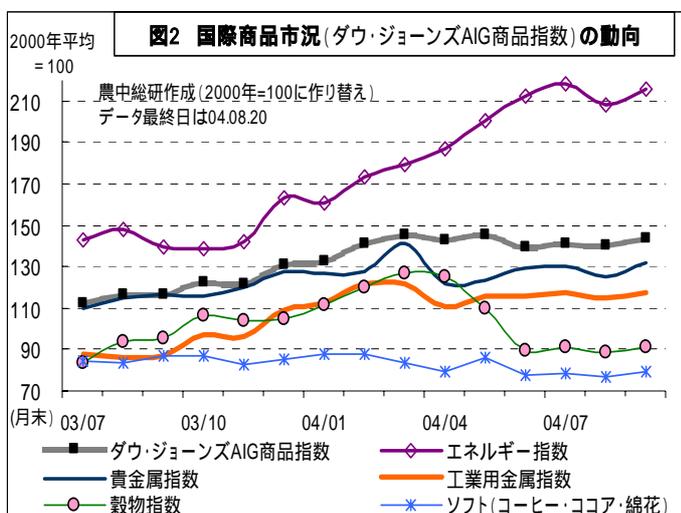
債券相場

= 長期金利の再上昇材料残る

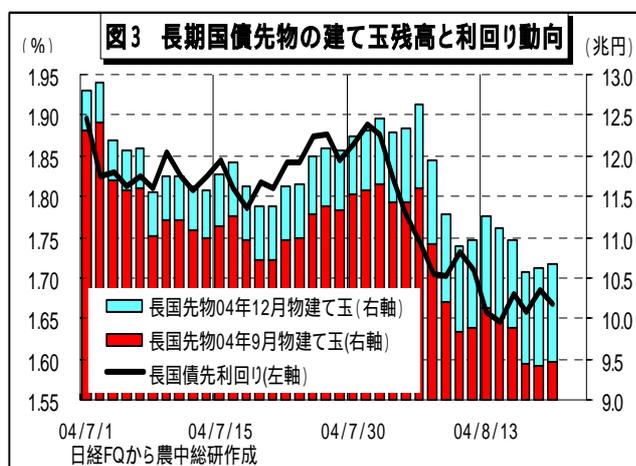
当総研は、04年度下半期以降の景気の先行きに対して慎重な見方を持っている。原油高騰が国内外を通じ、企業収益の悪化要因となり、賃金抑制や投資選別などの企業行動につながり、家計の実質購買力を低下させるリスクが想定される。また、景気循環的には デジタル家電関連の生産能力が増し需給バランスが崩れて(在庫増)、設備投資拡大にブレーキがかかる可能性、米国や中国の成長鈍化 わが国の輸出の伸びが鈍化し生産ピークアウト品目が増加する可能性などが理由である。

わが国の実質GDP成長率は04年度上半期の前年同期比: +4.4%から下半期には同: +2.4%に低下すると予測。さらに05年度には一段と成長率が低下(年度通算で+1.3%)すると見ている(後添「改訂経済見通し」参照)。

その点では、長期金利の安定・低下要因になると考えられる。また、消費者物価についても前年比プラス基調の持続には至らないと見ており、05年度には原油価格の反落などから、小幅な下落基調が続くと予測している。



ただ、足元の長期金利低下には、海外ヘッジファンド筋から出ていた債券先物の投機的売りと国内機関投資家からの出ていたヘッジ売りの買い戻しが、現物債利回りの低下に相当程度関わっていると見る必要がある。長期国債先物の建て玉残高(合計)は積み上がりピークの12.6兆円から足元では10.6兆円まで限月交代を睨みながら減少してきた。買い戻しが一巡し、「巻き戻し」相場が終わった後は、需給面からの金利低下圧力は弱まると思わ



れる(図3)。

また、04年10～12月期には、米価など03年度中の押し上げ要因が剥落するにもかかわらず、原油高騰の価格転嫁から消費者物価は一時的ながらプラスに浮上すると予想している。さらに10月末の日銀「経済・物価情勢の展望」(「展望レポート」)発表前後にかけては、05年度の消費者物価見通し(プラス化)への思惑が再度、債券先物の投機的売りを誘い、長期金利が再上昇する懸念が残ることに注意したい。

加えて、やや長めの視点から言えば、「消費者物価が安定的にゼロ%以上」という日銀の量的緩和・ゼロ金利政策の解除条件に抵触しないことから、05

年度中の解除は想定しないものの、マクロ的需給ギャップの縮小、世界的な一次産品・素材需給の引き締め傾向などから、デフレ圧力は後退、物価引き下げ要因は減少しているという認識を持っている。「消費者物価がゼロ%」=デフレ境界水準にほぼ到達しつつあることは間違いない。次の景気上昇局面におけるデフレ脱却の可能性は十分にあり、景気の先行き懸念から、過度な金利低下期待を抱くことにはリスクがある。よって、消費者物価のゼロ・フラットを前提とし、実質長期金利の平均水準^{注1}から逆算して、当面の新発10年国債利回りは引き続き1.8%±0.2%を中心レンジと予想する。

05年には、実際に景気の悪化・後退局面に入りに伴い、中期債ゾーンと長期債ゾーンのイールドスプレッドの平坦化(利回り差縮小)などから、前述の長期金利の予想レンジから低下の下ブレ(0.4%前後)が起こり得ることは否定できない。しかし、仮にそうであっても、一時的な突っ込みとして対応し、相場の後追いはしないことが重要であるまいか。

株式相場

= 05年度の景気・増益不透明感から現状、上値について慎重

日本と米国など先進国の株式投資指標を比較した場合、日本株への投資価値が一様に認められるとは言えないが、業績好調銘柄を中心に年末にかけて、投資価値評価から

^{注1} デフレが深まった90年代後半以降、現在までの実質長期金利(=新発10年国債利回り-消費者物価前年同月比)は平均1.8%程度。標準偏差()=0.4%である。

買い直される可能性は大きいと考える。

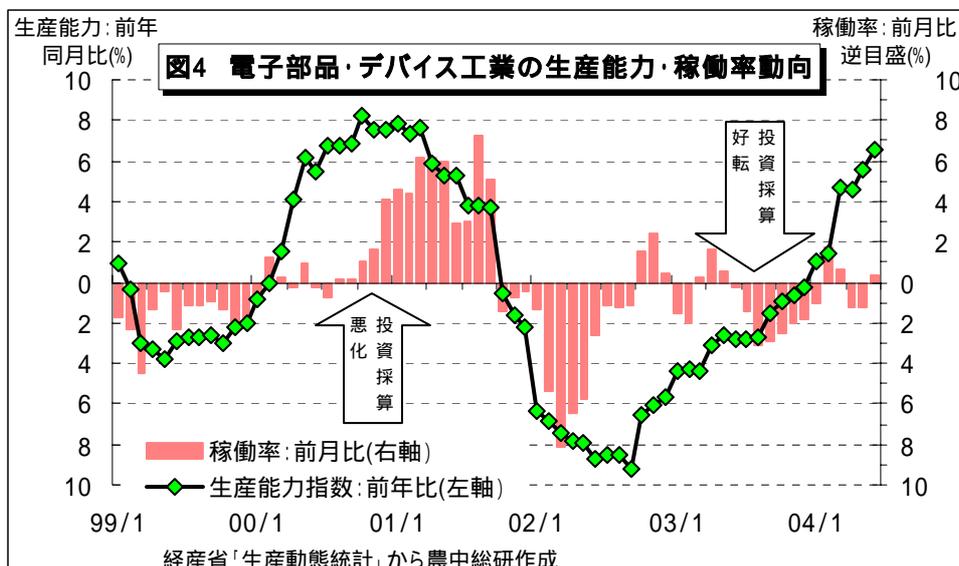
しかし、景気モメンタムが今後、後退する可能性から、足元の4～6月期の増益幅に比べ、04年度後半の増益ペースはかなり鈍化することを視野に置くべきだろう。

また、デジタル家電関連の供給過剰懸念が取り沙汰されるようになってきているが、電子部品・デバイス工業では生産能力が増強される一方で稼働率は停滞局面に入っており、投資採算性はすでに低下しているといえよう(図4)。前述の設備投資動向についても、マイナス材料として注意を要する。

短期的に株価反発はあると予想するが、上値は引き続き慎重に見ている。さらに、前述の05年度の経済見通し・成長率予測に照らして、05年度前半の軟調な相場展開を予想する。

さないが、大統領選挙後を視野に置けば民主党ケリー・エドワーズ陣営の現時点での主張が通商強硬・国内産業保護のスタンスから為替政策的にはドル安政策として受け止められることに留意しておきたい。

また、米国経済の成長鈍化懸念が次第に確度を増し、それに伴って米国の政策金利引き上げ継続というシナリオが後退(利上げターゲット見通しが低下)していくならば、日米金利差の拡大というドル下支え材料が小さくなる。代って米国の貿易赤字増加・ドル供給過多という基本的な問題がクローズアップされ、早期にドル安・円高に動く可能性も警戒しなければならぬだろう。(04.08.20)



為替相場

= しばらく小康と見るが……

従来パターンでは、大統領選前には為替相場の変動幅が縮小する傾向があることから、年末にかけてはしばらくレンジ相場の動きが続くという見方を基本にしている。

ただし、大統領選の帰趨は現状、予断を許

最近の金融市場関連データ一覧

(調査第二部 国内経済金融班)

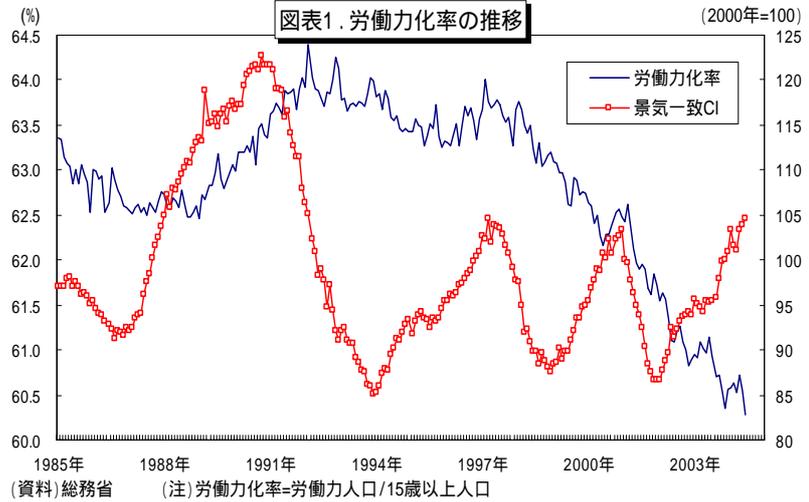
	長期金利				短期金利				外国為替					内外株価指数					その他				
	新発 10年物 国債利回	優先 10年物 期近 価格	債券先物 10年物 期近 利回り	金利 スワップ レート 5年物 (円-円) 仲値	無担保 コール 翌日物	TIBOR ユーロ円 3ヵ月	LIBOR ユーロ円 3ヵ月	TIBOR ユーロ円 6ヵ月	円・ドル 銀行間 直物 17:00	円・ドル 銀行間 直物 中心値	N.Y. 日本円・ ドル 終値 仲値	N.Y. ユーロ・ ドル 終値 仲値	ロンドン ユーロ・ ドル 仲値	東京 ユーロ・円 17:00	日経平均 (225種)	TOPIX 終値	NYダウ 工業株 30種 平均	S & P 500	ナスダック 総合	米国 財務省 証券 10年物 国債利回	ドイツ 連邦債 10年物 利回り	NY金 先物・ 期近	WTI 期近
2004/7/9	1.805	134.97	1.854	0.94	0.002	0.0900	0.0513	0.1050	108.27	108.40	108.20	1.2415	1.239	134.11	11,423.53	1,146.92	10,213.22	1,112.81	1946.33	4.460	4.220	407.9	39.96
2004/7/12	1.775	135.30	1.825	0.91	0.002	0.0900	0.0513	0.1050	107.73	107.90	108.25	1.2405	1.241	133.80	11,582.28	1,161.68	10,238.22	1,114.35	1936.92	4.440	4.200	408.4	39.50
2004/7/13	1.750	135.50	1.808	0.90	0.002	0.0900	0.0513	0.1050	108.53	108.70	108.65	1.2330	1.233	134.30	11,608.62	1,166.47	10,247.59	1,115.14	1931.66	4.460	4.260	402.3	39.44
2004/7/14	1.770	135.32	1.823	0.93	0.003	0.0900	0.0513	0.1050	109.26	109.13	109.15	1.2380	1.240	135.12	11,356.65	1,151.49	10,208.80	1,111.47	1914.88	4.470	4.250	405.6	40.97
2004/7/15	1.800	135.09	1.843	0.95	0.001	0.0900	0.0513	0.1050	109.58	109.35	109.80	1.2355	1.237	135.15	11,409.14	1,151.12	10,163.16	1,106.69	1912.71	4.480	4.250	404.4	40.77
2004/7/16	1.770	135.49	1.808	0.92	0.001	0.0900	0.0500	0.1050	109.62	109.60	108.70	1.2450	1.245	135.64	11,436.00	1,151.16	10,139.78	1,101.39	1883.15	4.350	4.190	406.8	41.25
2004/7/19						0.0000	0.0513	0.0000			108.25	1.2440	1.243			10,094.06	1,100.90	1883.83	4.350	4.190	405.8	41.64	
2004/7/20	1.760	135.76	1.785	0.90	0.002	0.0900	0.0513	0.1050	108.44	108.50	108.70	1.2330	1.238	135.00	11,258.37	1,139.53	10,149.07	1,108.67	1917.07	4.440	4.210	402.1	40.86
2004/7/21	1.780	135.39	1.817	0.94	0.005	0.0900	0.0513	0.1050	108.61	108.55	109.80	1.2260	1.223	134.07	11,433.86	1,153.76	10,046.13	1,093.88	1874.37	4.470	4.290	397.3	40.58
2004/7/22	1.785	135.47	1.810	0.94	0.001	0.0900	0.0525	0.1050	109.67	109.80	109.80	1.2255	1.228	134.51	11,285.04	1,144.31	10,050.33	1,096.84	1889.06	4.450	4.250	395.3	41.36
2004/7/23	1.805	135.10	1.843	0.97	0.001	0.0900	0.0525	0.1050	109.89	109.75	110.15	1.2090	1.212	134.36	11,187.33	1,135.29	9,962.22	1,086.20	1849.09	4.430	4.240	390.5	41.71
2004/7/26	1.805	135.10	1.843	0.97	0.000	0.0900	0.0525	0.1050	109.64	109.65	109.95	1.2145	1.215	133.37	11,159.55	1,126.93	9,961.92	1,084.07	1839.02	4.480	4.260	390.3	41.44
2004/7/27	1.835	134.74	1.874	1.00	0.001	0.0900	0.0525	0.1050	109.69	109.88	110.95	1.2055	1.207	133.25	11,031.54	1,114.39	10,085.14	1,094.83	1869.10	4.610	4.290	387.0	41.84
2004/7/28	1.850	134.71	1.877	1.01	0.001	0.0900	0.0513	0.1050	111.03	111.00	111.60	1.2055	1.204	134.06	11,204.37	1,129.64	10,117.07	1,095.42	1858.26	4.580	4.280	389.0	42.90
2004/7/29	1.820	135.09	1.843	0.98	0.001	0.0900	0.0513	0.1042	111.68	111.65	112.00	1.2045	1.208	134.71	11,116.84	1,121.98	10,129.24	1,100.43	1881.06	4.570	4.260	387.0	42.75
2004/7/30	1.850	134.85	1.865	1.01	0.001	0.0892	0.0513	0.1042	111.67	112.08	111.35	1.2020	1.205	134.52	11,325.78	1,139.30	10,139.71	1,101.72	1887.36	4.470	4.210	391.0	43.80
2004/8/2	1.880	134.58	1.888	1.03	0.001	0.0892	0.0513	0.1033	110.96	111.25	110.75	1.2030	1.204	133.97	11,222.24	1,135.64	10,179.16	1,106.62	1892.09	4.450	4.190	394.4	43.82
2004/8/3	1.845	134.73	1.875	1.02	0.001	0.0892	0.0513	0.1008	110.92	110.58	110.55	1.2055	1.207	133.33	11,140.57	1,127.03	10,120.24	1,099.69	1859.42	4.420	4.180	396.5	44.15
2004/8/4	1.785	135.36	1.820	0.97	0.001	0.0892	0.0525	0.1000	111.32	111.25	111.15	1.2050	1.206	133.83	11,010.02	1,114.76	10,126.51	1,098.63	1855.06	4.420	4.170	394.7	42.83
2004/8/5	1.730	135.84	1.778	0.94	0.001	0.0892	0.0513	0.1000	111.04	111.20	111.80	1.2055	1.205	133.90	11,060.89	1,116.85	9,963.03	1,080.70	1821.63	4.400	4.150	394.8	44.41
2004/8/6	1.685	136.25	1.743	0.91	0.002	0.0892	0.0513	0.1000	111.62	111.63	110.45	1.2275	1.226	134.62	10,972.57	1,107.12	9,815.33	1,063.97	1776.89	4.220	4.070	402.1	43.95
2004/8/9	1.630	136.71	1.703	0.87	0.002	0.0892	0.0500	0.1000	110.38	110.24	110.65	1.2275	1.226	135.35	10,908.70	1,101.57	9,814.66	1,065.22	1774.64	4.260	4.070	403.0	44.84
2004/8/10	1.640	136.72	1.702	0.87	0.001	0.0892	0.0513	0.1000	110.63	110.55	111.30	1.2235	1.232	135.82	10,953.55	1,105.02	9,944.67	1,079.04	1808.70	4.290	4.060	402.3	44.52
2004/8/11	1.665	136.38	1.731	0.90	0.002	0.0892	0.0500	0.1000	111.25	111.28	110.90	1.2220	1.221	136.08	11,049.46	1,121.11	9,938.32	1,075.79	1782.42	4.270	4.090	397.9	44.80
2004/8/12	1.645	136.64	1.709	0.88	0.002	0.0892	0.0500	0.1000	110.63	110.62	110.95	1.2255	1.223	135.53	11,028.07	1,117.22	9,814.59	1,063.23	1752.49	4.250	4.060	396.6	45.50
2004/8/13	1.560	137.23	1.659	0.83	0.001	0.0892	0.0513	0.1000	111.94	111.70	110.70	1.2370	1.235	136.42	10,757.20	1,096.81	9,825.35	1,064.80	1757.22	4.220	4.030	401.2	46.58
2004/8/16	1.550	137.40	1.644	0.81	0.001	0.0892	0.0525	0.1000	110.92	110.63	110.50	1.2365	1.235	136.95	10,687.81	1,084.64	9,954.55	1,079.34	1782.84	4.260	4.080	405.2	46.05
2004/8/17	1.600	137.00	1.678	0.84	0.001	0.0892	0.0513	0.1000	110.36	110.45	110.10	1.2355	1.233	136.34	10,725.97	1,089.93	9,972.83	1,081.71	1795.25	4.190	4.070	406.7	46.75
2004/8/18	1.565	137.24	1.658	0.82	0.001	0.0892	0.0500	0.1000	109.93	109.95	109.35	1.2340	1.231	135.47	10,774.26	1,094.88	10,083.15	1,095.17	1831.37	4.240	4.070	406.6	47.27
2004/8/19	1.585	136.93	1.684	0.84	0.002	0.0892	0.0513	0.1000	109.51	109.50	109.35	1.2365	1.236	135.29	10,903.53	1,107.48	10,040.82	1,091.23	1819.89	4.210	4.060	409.3	48.70
2004/8/20	1.565	137.13	1.667	0.83	0.001	0.0892	0.0525	0.1000	109.12	109.15	109.10	1.2320	1.233	135.01	10,889.14	1,109.84	10,110.14	1,098.35	1838.02	4.230	4.050	415.5	47.86

(日経NEEDS FQから農中総研作成。当社ホームページ上の「weekly 金融市場」で更新されます。空欄は基本的に休場を示します。)

低迷する労働力化率の背景

南 武志

2002年1月を「景気の谷」とする景気拡大が始まってからすでに2年半以上が経過していることもあり、失業率は低下し、求人倍率は改善するなど、雇用環境もその波及効果が出ている。その一方で、非労働力人口は増加傾向が続いており、労働力化率は統計開始以来の最低ラインでの推移となっている。この背景について分析を行った。



低迷が続く労働力化率

労働統計は若干定義が込み入っているもので、最初にその説明を行いたい。

まず、労働市場で対象とするのは、生産可能年齢である15歳以上人口(生産年齢人口)...である。この15歳以上人口は、

<参考> 15歳以上人口(生産年齢人口)

労働力人口

就業者

従業者

雇用者

自営業者・家族従事者

休業者

失業者

非労働力人口

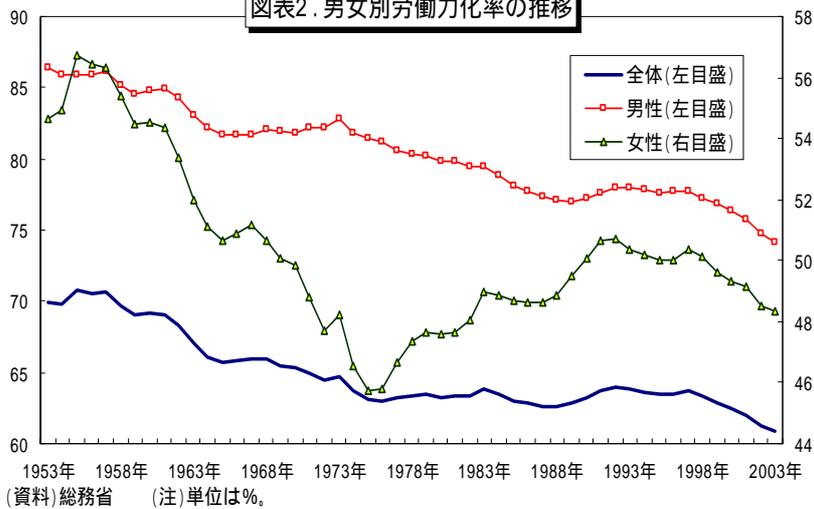
...働く意志はあったとしても求職活動をしていなければこれに含まれる

働く意志をもっているか否かによって、労働力人口...と非労働力人口に区分することができる。ここで、 / の比率を労働力化率^(注1)と呼んでいる。図表1では最近20年間の労働力化率の推移を示しているが、1997年以降は一時的に回復する期間もあるものの、全般的には急速に低下していることが観察できる。

なお、15歳以上人口には、非労働力人口以外にも、職に就いていない人として失業者という区分があり、混同しやすい。両者の違いを明確にすると、前者が(仮に働く意思はあったとしても)求職活動をしていない人であるのに対し、後者は求職活動を行っている人であり、労働力人口にカウントされる。ただし、労働環境の変化によっては両者の違いは微妙なものになる。

景気悪化時に求職活動を行った場合、その厳しさに失望して就職を諦め、非労働力化してしまう現象もしばしばある。この場合、失業率の上昇は抑制されてしまう。一

図表2. 男女別労働力化率の推移



じく 48.3%) よりも水準は高い。また、どちらも最近では低下傾向が見られる。

しかし、長めのスパンで見ると、その動きには違いが見られる。この50年間のトレンドとして男性の労働力化率は低下しているのに対し、1975年までは大きく低下し続けた女性は、その

後の約20年間は上昇傾向があった。また、直近ピークからの低下幅も男性の3.2%ptに対して、女性は2.4%ptと小幅に留まっている。

このような女性の労働力化率変動の特徴は年齢階層別に見ると原因が判明する。

図表3は男性の労働力化率の時間的推移を示しているが、25~54歳にかけてはほぼ100%に近い水準で推移しており、時間の経過とともに若年齢層と55歳以上の労働力化率が低下していることがわかる。

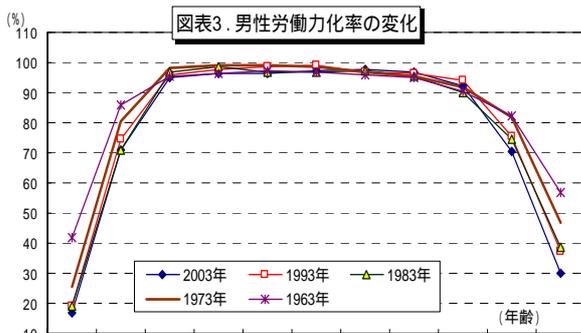
一方、女性の労働力化率を示す図表4によれば、若年齢層と55歳以上の労働力化率が低下しているのは男性と同様である。しかし、25~39歳にかけての結婚・出産・育児期の労働力化率の低下幅が、近年はかなり縮小している姿が見て取れる。また、2002

方、景気回復時には一旦は非労働力化した人々が再度労働市場に参入することで失業者にカウントされる人が増加し、結果的に失業率が上昇する現象も見られることがある。これらは失業率が景気運行となっている一因である。ただし、90年代後半以降については、少なくとも景気回復が労働力化率の下げ止まらせたに過ぎず、上昇まではもたらしてはいない。次節以降ではこの労働力化率をもう少しブレークダウンしてみよう。

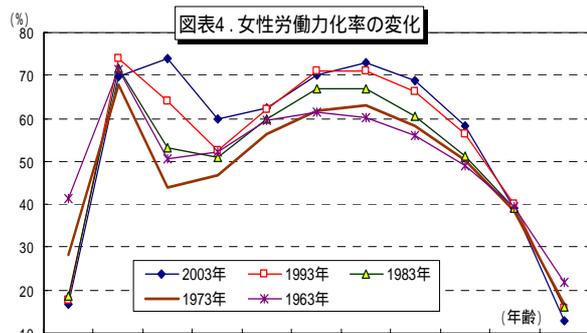
(注1)他に労働力率、労働参加率と呼ぶ場合もある。

性別・年齢階層別の推移

まず、労働力化率を男女別に見ると、男性は74.1%(2003年平均)であり、女性(同



(資料)総務省
金融市場 2004年9月号



(資料)総務省
農林中金総合研究所

年以降では労働力化率が低下する年齢層が30歳以降にシフトしており、これは晩婚化などの動きとも整合的である。

このように、女性の社会進出が加速したことが1975年以降の女性の労働力化率を上昇させた要因といえるだろう。ただし、

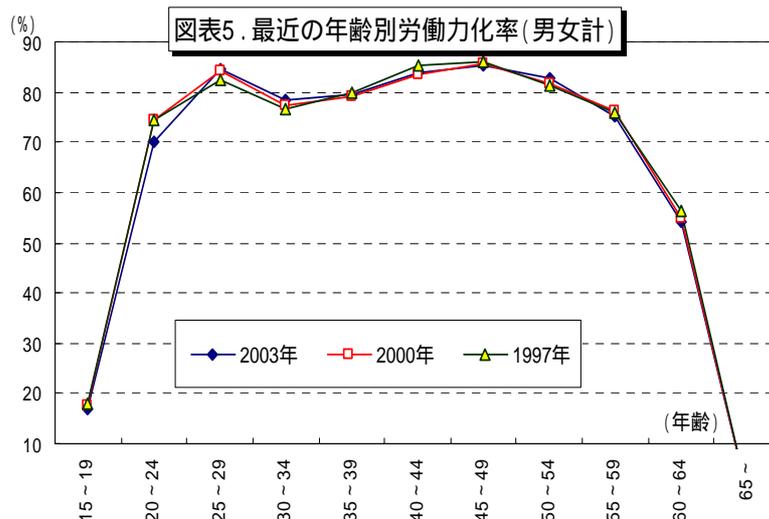
労働力化率の水準そのものは最高でも70%台半ばであり、時間経過とともに上昇しているわけではないことにも留意する必要がある。

労働力化率低迷の主因は高齢化

最後に、景気回復による雇用環境改善という追い風にも関わらず、労働力化率が低迷している原因を探ってみる。そのために、労働力化率を以下のように分解する。

$$\begin{aligned} \text{労働力化率} &= \frac{\text{労働力人口}}{\text{15歳以上人口}} \\ &= \frac{\text{15～64歳の労働力人口} + \text{65歳以上の労働力人口}}{\text{15歳以上人口}} \\ &= \frac{\text{15～64歳人口}}{\text{15歳以上人口}} \times \frac{\text{15～64歳の労働力人口}}{\text{15～64歳人口}} \\ &\quad + \frac{\text{65歳以上人口}}{\text{15歳以上人口}} \times \frac{\text{65歳以上の労働力人口}}{\text{65歳以上人口}} \dots \end{aligned}$$

つまり、式の第一項は15～64歳人口のシェアとその年齢層の労働力化率の積であり、第二項は65歳以上人口のシェアとその年齢層の労働力化率である。図表5は最近の年齢別労働力化率（男女計）の推移を示しているが、これを見る限り、労働供給の主力である25～59歳の各年齢層における労働力化率が変化しているという事実はな



(資料)総務省

い。つまり、各年齢階層での労働意欲は90年代後半の景気低迷下でもさほど変化しなかった。一方で、高齢化が進展し、15歳以上人口に占める65歳以上人口の比率は着実に高まっている。こうした人口の高齢化現象が1995年以降の労働力化率低下・低迷の根本的な原因である。ちなみに65歳以上の労働力化率は低下しつつあるとはいえ、他の先進国・地域と比較すると水準は高く、今後も低下が予想される。

このことは、労働力化率の低下傾向に対して、雇用環境の悪化が働く意欲を阻害している、これはデフレ克服に前向きではない政府・日本銀行の責任である、と単純に決めつけることはできないことを示唆する（もちろん、そうしたルートがないことを否定するものでもない）。

今後も、日本では高齢化が進展することは確実であり、より一層女性の社会進出が進んだとしても、それ以上に退職する高齢者が増えることで労働力化率自体は傾向的に低下していくことが見込まれる。これは労働供給という面で日本経済にとっては供給制約になり得る。もちろん、現状では労働需要が労働供給を下回っているため、失

業問題が依然として重要なテーマであり、サプライサイドの問題を重視するよりも、短期的な雇用対策の方が必要であるのも事実である。しかし、こうした人口問題と密接な関連のある年金問題を取り上げても、対応が後手に回り、現役世代が大きな負担を負わざるをえないことを反省すれば、やや長い視野で見た雇用問題への取り組みもまた必要であると考えられる。

猛暑と個人消費

～ 猛暑による消費押し上げは一時的、反動減が懸念される ～

(木村俊文)

猛暑が消費を押し上げ

わが国では昨年の冷夏から一転、今年の夏は記録的な猛暑が続いている。気象庁によれば、7月20日に東京で観測史上最高の39.5度を記録し、7月の平均気温は28.5度と平年⁽¹⁾を3.1度上回り、1994年7月の28.3度以来10年ぶりの暑さとなった。東京の真夏日⁽²⁾は7月6日から40日連続で続き、観測史上最長を記録した。8月も全国で平年を上回る暑さとなり、9月も東日本と西日本で気温の高い日が続くと見込まれている。

このような暑さの影響により、ビールや氷菓系アイス、夏物衣料、エアコン、冷蔵庫、プール利用者などが昨年に比べ大幅増加、好調に推移しているとマスコミが報じている。

もっとも代表的なビールと発泡酒は、今年7月の出荷量が前年同月比9.0%増となり、7月としては1994年以来となる高い伸びを示し

た(図1)。

景気回復が続くなかでの猛暑は、前述のような季節性の高い商品やサービスを中心に、個人消費の拡大に寄与したと思われる。

気温と消費の関係

夏場の気温と家計消費との関係を見てみると、記録的な猛暑となった94年の夏は、前年の記録的な冷夏の反動に加え、所得税減税効果などもあり、同年7-9月期の家計消費支出(関東地区・勤労者世帯)が前年同期比1.6%増加した。

しかし98年以降は、可処分所得が前年比マイナスに転じたため、消費者は夏場に気温が上昇しても消費を増やすことが難しくなり、一時的に所得が回復する02年まで、夏場の気温と消費との連動性は失われた。

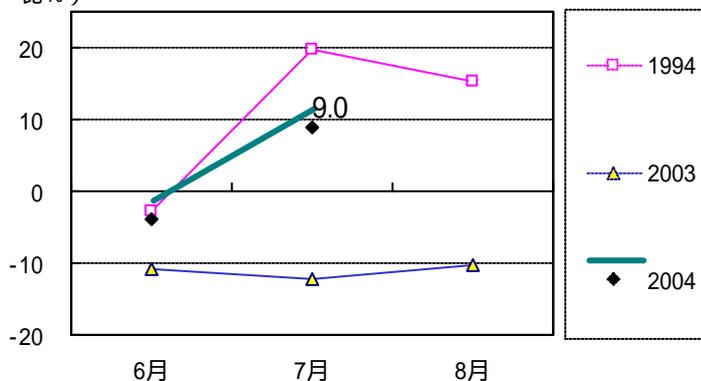
今年の前年の冷夏の反動に加え、景気回

復に伴う消費者マインドの改善、ボーナス増、さらにアテネ五輪などの好条件が相まって、7-9月期の消費支出を押し上げると予想される(図2)。

ただし公務員はボーナス減となっており、また7月に発生した台風や豪雨による被害を受けた地域もあるため、消費は世帯や地域によって異なる。

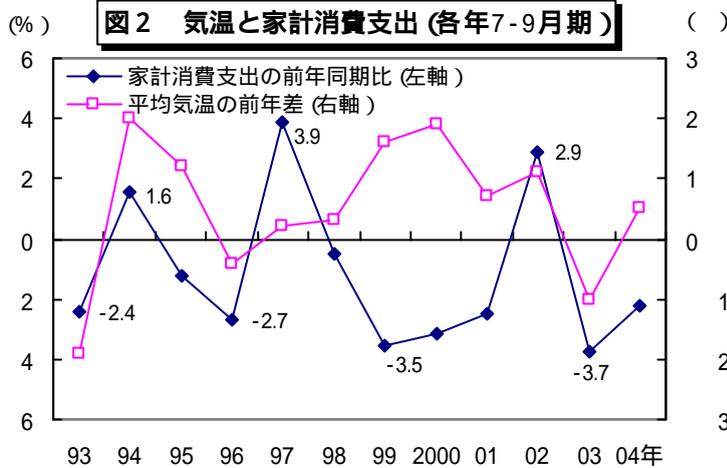
(前年同月比%)

図1 夏場のビール・発泡酒の出荷量



ビール酒造組合、発泡酒の税制を考える会資料より作成
(注)1994年はビールのみ。発泡酒の本格発売は1994年10月から。

企業部門の改善が家計部門にさらに広がる
ことが期待される。



総務省「家計調査」、気象庁資料より作成
(注)家計消費支出は関東地区・勤労者世帯、気温は東京都、2004年は6月のみ。

猛暑による反動が懸念

一方、94年の猛暑の経験から、以下のような猛暑によるマイナス効果も指摘されている。

消費者が夏物に支出拡大した分をどこかで減らそうとするため、夏物以外の消費が抑制される可能性がある

消費底上げには所得増が必要

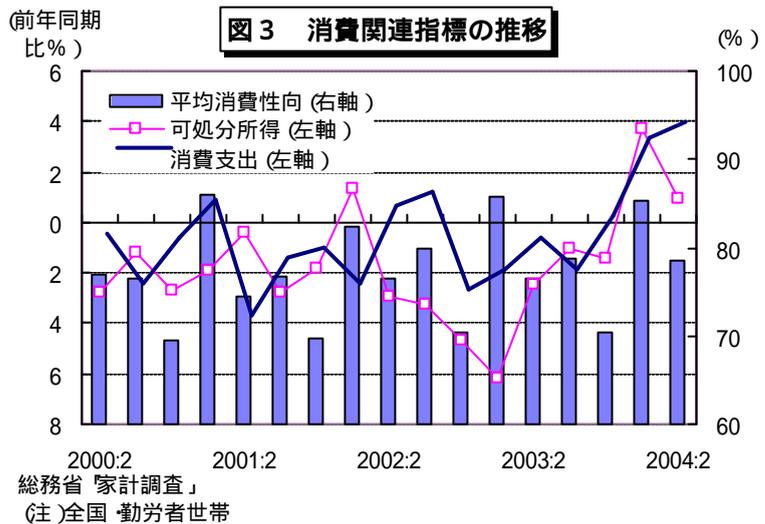
しかし、消費全体を押し上げるには、そもそも天候とは関係なく、「所得の増加」が必要であると考えられる。

全国勤労者世帯の可処分所得は、企業業績の改善を受け、04年1-3月期に前年比3.7%増加したが、4-6月期は同0.9%と伸びが鈍化した。

この可処分所得がどの程度消費に仕向けられるかを示す消費性向は、98年の71.3%を底に改善傾向にあるが、すでに高い水準に達しているとの見方もあり、さらなる上昇は見込みづらい。

また雇用者数は、04年に入り2四半期連続して前年比プラスとなったものの、わずかな伸びにとどまっている(図3)。

これら消費関連指標の動向を総じてみれば、雇用環境の改善が進んでいるものの、そのスピードは緩やかな様子である。



総務省「家計調査」
(注)全国・勤労者世帯

る。

清酒、米、せんべい、茶、ガス代など、暑さのために敬遠される消費品目がある。

残暑が長引けば秋物衣料が販売低迷し、夏場に出荷が増えた分、冬場のエアコンが低調になるなど、秋以降に反動が表れる。

レジャー施設やイベント会場での客足失速の懸念もある。(3)

このようなマイナス効果の予兆として、7月の景気ウォッチャー調査では、猛暑、オリンピック効果の反動、残暑による秋物衣料商戦の低調など、先行きを懸念する声が寄せられ

た。

また 10 月からは年金保険料の引き上げが開始されるため、せっかく回復してきた個人消費に水をさす可能性もある。

夏場に集中した消費の反動が秋以降に見

られることになろう。

(1)「平年」とは過去 30 年 (1971~2000) の平均値

(2)「真夏日」とは最高気温が 30 度以上の日

(3)経済企画庁「平成 6 年経済の回顧と課題」(=内閣府資料)

原油価格高騰の米国経済への影響

永井 敏彦

要旨

- ・ 原油価格の高騰が続いている。原油に対する世界的な需要増加と、産油国での増産余力の限界 政治情勢不安定化等がその背景にある。
- ・ 原油価格高騰は米国経済拡大の歯車を狂わせており、足下での経済指標は軒並み景気拡大テンポの鈍化を示している。企業が原油等原材料価格上昇分を販売価格に転嫁できているかどうかは、地域や業種によってまちまちである。
- ・ 今後の FRB の金融政策において、超低金利政策の解除が大きな流れである。FRB は原油価格変動そのものよりもむしろ、それに誘発されたインフレが拡大していないかとうかに着目するであろう。

高騰が続く原油価格とその背景

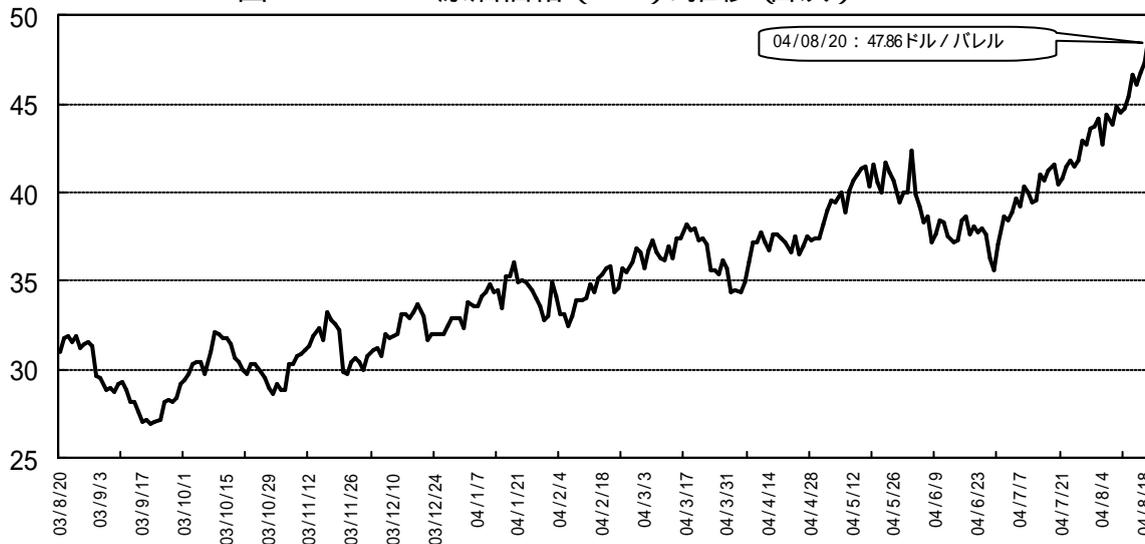
原油価格の高騰が続いている。ニューヨーク商品市場(NYMEX)の原油先物価格(WTI)は、8月20日の終値で47.86ドル/バレルとなった(図1)。価格高騰の原因を供給側と需要側に分けて整理すると、以下のとおりとなる。

まず需要側の要因としては、世界経済の同時的な拡大がある。IEA(International Energy Agency)の推計によれば、世界の原油需要は2004年に日量2.5百万バレル増

加(前年比3.2%増加)の81.4百万バレルになる。これは1998年から2002年の4年間の累計増加量に匹敵する。

またIEAによれば、需要が最も増加する国は中国であり、今年は前年比20%を超える日量83万バレルの増加が見込まれる。これは世界の需要増加量の約三分の一に相当する。中国では所得増加により自動車急速に普及しており、ガソリン需要が大幅に伸びている。製造業生産拠点が欧米や日本からエネルギー消費効率が低い中国にシフト

(ドル/バレル) 図1 原油価格(WTI)の推移(日次)



資料:データストリーム

したことも、世界の原油需要を押し上げる要因である。この他経済発展が著しいインドやブラジルでも、前年比 10%以上の原油需要増加が見込まれている。

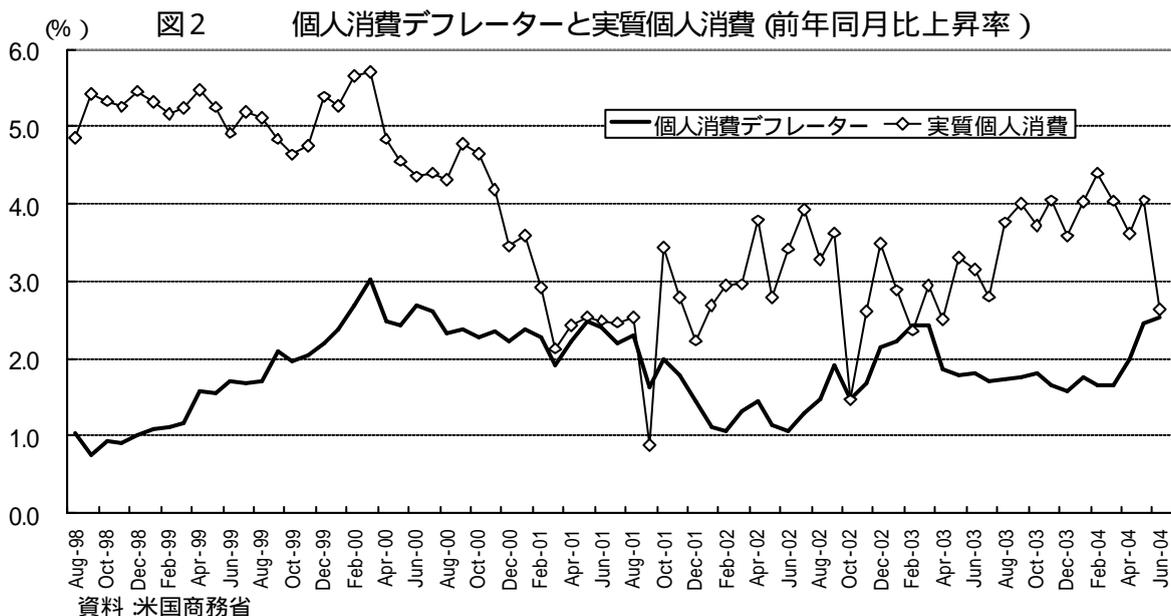
米国もまた、原油需要を大幅に増加させている。今年 4-6 月期の原油需要量は前年同期比 3.5%増加したが、これは 1999 年以來の高い伸びであった。その原因は、景気が循環的な拡大局面にあることだけではない。米国経済のエネルギー消費効率は過去 2 回の石油危機以降大幅に改善したが、最近ではそれに逆行する現象も目立つ。住宅は燃料多消費型になっており、またここ数年間人気が高くよく売れていた自動車は、ガソリン多消費型の SUV (スポーツタイプの多目的車)であった。

次に供給側の基本的な問題としては、原油増産に必要な投資が不足していることである。OPEC の生産能力は 1979 年 (第二次石油危機が発生した年)に日量約 34 百万バレルであったが、現在は日量約 30 百万バレルへと減少している。OPEC が原油価格

安定のために加盟国に生産抑制の義務を課してきたことに加え、いくつかの産油国で戦争や政治的混乱が発生し、増産投資ができる環境に恵まれていなかったためである。

最近ではこれに加えて、多くの産油国が原油供給上の制約となりうる個別事情を抱えている。サウジアラビアでは、首都リヤドや東部の油田地帯でイスラム過激派のテロが続いている。イラクでは、主権回復後も治安情勢があまり改善しておらず、原油生産は日量 2 百万バレル前後にとどまったままであり、パイプラインなど石油施設へのテロ攻撃が散発的に続いている。ベネズエラでは、大統領と石油産業の対立が続いている。ロシアでは、巨額の税金未納などで経営が揺れるユーコスの石油生産が停止になるとの懸念が広がっている。

NYMEX では今年 4 月以降、原油取引案件数が前年同月比 20%以上の増加を続けている。原油需給逼迫と価格先高感を背景に、ヘッジファンドなどの投機資金が原油先物市場に流入しているとみられている。



景気拡大に影を落とす原油価格高騰

米国経済においては、景気回復後もしばらくは雇用増加が遅れていたため、生産増加 雇用増加 所得増加 消費増加 生産増加という好循環がようやく円滑に回転しはじめたのは今年春頃からであった。

しかし最近では、企業設備投資を中心に景気拡大は持続しているものの、原油価格高騰により好循環の回転の歯車（特に個人消費に関連する部分）に狂いが生じるようになった。図2からも明らかのように、足下でのエネルギーを中心とした物価上昇は、個人消費支出の増加を抑制している。米国商務省は、2003年12月から2004年7月の間にガソリン価格上昇により消費者は440億ドルの所得を奪われたと試算している。これは名目可処分所得額の1%弱に相当する。ミシガン大学の調査によれば、8月の消費者センチメント指数は94.0と7月対比2.7ポイント低下し、消費者心理にも陰りがみえてきた。

消費伸び悩みの兆しに対して、企業は敏感に反応している。7月の鉱工業生産指数は前年同月比で5.1%とまずまずの増加を示したが、消費財産業の生産指数は前年同月比2.7%（ピークは2ヶ月前の3.7%）と上昇率を鈍化させた。また7月の非農業雇用者数は季調済前月比で僅か32千人の増加にとどまり、6月の増加数も112千人から78千人に下方改定された。

一方7月28日に公表されたBeige Book（地区連銀景況報告）によれば、企業が原材料価格上昇分を販売価格に転嫁できているかどうかは地域や産業によってまちまちである。例えば一部の都市では、運輸サービスに対する需要が高まっている一方で

鉄道やトラックの輸送能力に限界があり、運賃が上昇している。航空運賃も値上げとなっている。一方製造業では、化学業界での製品価格値上げがみられるが、多くの業界では他社との競争が激しいことから、投入コスト上昇分の販売価格への転嫁は一部分しかできていないという。従ってこれら製造業は利幅縮小を最小限にするために、雇用増加を抑制しながら生産を拡大する方向を目指している。

以上の動向全体を見渡して言えることは、1970年代型の「原油価格上昇 インフレ圧力の拡がり」という構図が、今のところそれほど明らかにみえておらず、むしろ逆に原油価格上昇が他商品に対する需要減退という物価上昇抑制効果をもたらしているという側面もある。エネルギーや一部金属を除けば、物価は全般に落ち着いており、足下での長期金利は6月中旬以降緩やかに低下している。

原油価格動向の金融政策への影響をどうみるか

FRBのグリーンズパン議長は7月20日の議会証言で、「エネルギー価格上昇による可処分所得の伸び悩みは一時的な現象である。」との見方を表明した。また8月10日のFOMC声明文でも、「生産や雇用の改善が緩やかになったが、このことについては、相当程度エネルギー価格の大幅な上昇が原因となっているようだ。しかしながら、経済は今後力強い拡大を取り戻すとみられる。」という表現があった。こうしたFRBの景気認識に対しては楽観的過ぎるとの批判も多いが、むしろここで注目したいのは、FRBが足下での原油価格変動よりも、現状の低すぎ

る政策金利水準について気にしていることである。前述の議会証言でグリーンズパン議長は、「短期的には様々な要因がインフレに影響しうるが、忘れてはならないのは、長期的にインフレは金融現象だということである。」と強調していた。また FOMC 声明文の中には、「この政策決定後も (FF レート誘導水準は 8 月 10 日に 0.25% 引き上げられ 1.50% へ)、金融政策のスタンスは引き続き緩和的である。」という表現があった。つまり今後の金融政策において、超低金利政策の解除が大きな流れであると考えられる。年内に FOMC は 9 月 21 日、11 月 10 日、12 月 14 日の三回が予定されているが、比較的楽観的な景気見通しとの整合性から考えて、FRB は景気・物価を睨みながら慎重に利上げを進めていくであろう。

逆に利上げ見送りが続けば、市場参加者や企業経営者から FRB の景況感の認識に何らかの変化が生じたと受け止められ、心理的にも景気減速感が色濃くなる。

なお最近の Beige Book (地区連銀景況報告) を読んで常々感じることは、企業の価格支配力に関する記述が、地域や業種を含めて大変詳細なことである。おそらく FRB は、原油など原材料価格の上昇そのものよりも、それが企業の販売価格への転嫁という形で、真のインフレ拡大につながっていないか、また緩和的な金融政策が結果的にそうした動きに加担していないか、に注目しているのではないだろうか。そして、FRB がその点についてどうみているかが、今後の利上げの速度と幅に影響すると思われる。

「輸入物価指数」

(木村俊文)

輸入物価指数は企業物価指数の一つ

わが国の物価動向を総合的に示す代表的な指標には、「消費者物価指数」(総務省)と「企業物価指数」(日銀)がある。

消費者物価指数は、一般の消費者が購入するモノおよびサービスの物価を示し、企業物価指数は企業間で取引されるモノの物価を示す。

企業物価指数は、国内企業物価指数、輸出物価指数、輸入物価指数の3つから構成される。なお企業向けサービスの物価については、「企業向けサービス価格指数」(日銀)がある。

今回は、輸入品の物価動向を示す輸入物価指数を紹介する。

円ベースと契約通貨ベースの2種類

輸入物価指数は、輸入品が日本に入着す

る段階の価格(CIF)を調査した物価指数である。

基準年(2000年)における財務省「日本貿易月表」の輸出額に基づき、通関輸出額の1万分の5(188億円)以上の取引シェアを持つ商品を対象として、275品目(1品目あたり調査価格数=5.5)を調査している。

指数化の方法は、各品目の調査価格を基準年の輸入額に基づき算出した比重(ウエイト)を掛け合わせ加重平均して集計し、各品目のウエイトを基準年に固定して求める。つまり基準年の価格を100とした場合、その他の時点がどの程度上昇・下落したのかを把握することができる。

ウエイトは、8類別のうち機械機具(1000分の348.8)や石油・石炭・天然ガス(同221.0)などが高く、木材・同製品(同32.3)が最も低い。

図表1 輸入物価指数(2004年7月速報)

類別(2000年基準)	採用品目数	ウエイト	指数	前月比	2000年平均 = 100		3か月前比	前年同月比	契約通貨ベース
					契約通貨ベース	契約通貨ベース			
総平均	275	1,000	105.6	0.0	0.0	3.6	2.0	4.9	11.3
食料品・飼料	43	93.1	125.3	-1.3	-1.5	-0.1	-2.0	6.1	12.8
繊維品	34	74.1	99.8	-0.1	-0.1	0.8	-0.4	-1.1	2.8
金属・同製品	36	80.9	126.3	2.1	2.1	0.9	-0.8	22.0	30.6
木材・同製品	17	32.3	113.9	-0.3	-0.5	1.7	-0.3	9.5	17.7
石油・石炭・天然ガス	10	221.0	126.9	-0.5	-0.4	10.8	8.8	15.9	25.7
化学製品	34	66.7	115.0	1.1	1.2	3.0	1.7	3.1	8.4
機械器具	66	348.8	80.9	0.0	-0.1	1.1	-0.4	-6.3	-2.3
その他産品・製品	35	83.1	104.6	-0.1	-0.2	2.4	0.6	-0.8	5.0

日銀「企業物価指数」

輸入物価指数は、海外の商品市況の影響を受けるため、変動が激しい。また輸入契約は外貨建てで行われる場合が多いため、海外物価以外に為替要因によっても大きく変動する。このようなことから輸入物価指数は、円ベース（外貨建て契約額を円換算したもの）と、契約通貨ベースの2種類が毎回公表されている（図表1）。

なお当月分の速報は、翌月第8営業日に公表され、翌々月の公表時に速報が改訂され確報値となる。

原燃料価格動向などを把握

輸入物価指数は、国内企業物価指数や輸出物価指数とともに、モノの需給動向を敏感に反映する取引価格の動向が調査されるため、景気判断に活用することができる。

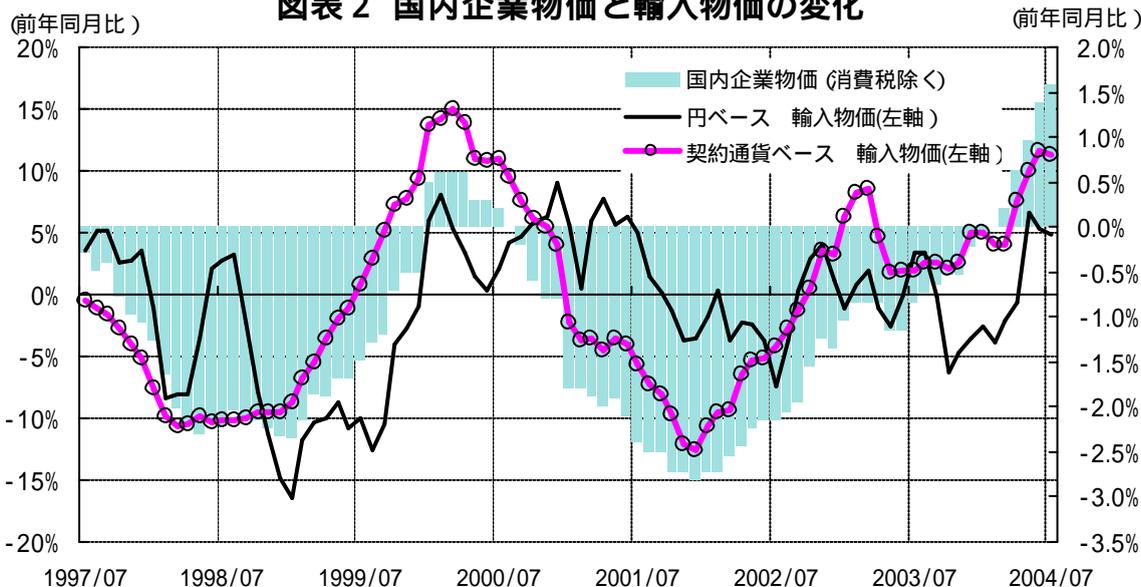
7月の輸入物価指数は、円ベースで前年同月比+4.9%、契約通貨ベースで同+11.3%と上昇基調にあり、国内企業物価を押し上げている（図表2）。

7月の輸入物価指数の内訳をみると、対前年同月比（円ベース）で上昇が目立つのは、金属・同製品（同+22.0%）、石油・石炭・天然ガス（同+15.9%）であった。とくに石油・石炭・天然ガスは、中国、インドなど非先進国を中心とする高い需給の伸びやイラクにおけるテロ活動の激化などに起因した最近の原油相場の高騰を受けて、3か月前比でも+10.8%と、原燃料の輸入価格が上昇していることが分かる。

ただしデータの利用にあたっては、前述のとおり、基準年にウエイトを固定しているため、時間経過とともに採用品目のウエイトが実際の取引シェアと乖離するなどの問題が生じる点に留意する必要がある。

【CIF】Cost Insurance and Freight の略で、現地船積み価格に運賃、保険料を加えた価格。売主は船舶を手配し、約定商品を船積み、さらに運送保険をかけたうえで買い手に提供する。

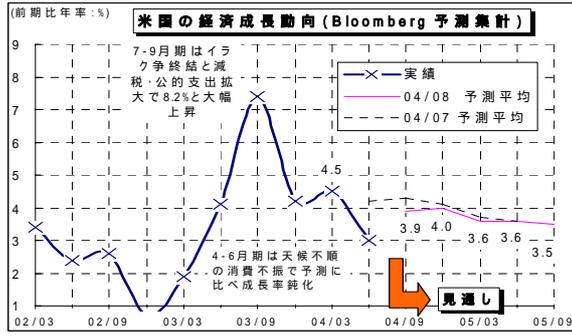
図表2 国内企業物価と輸入物価の変化



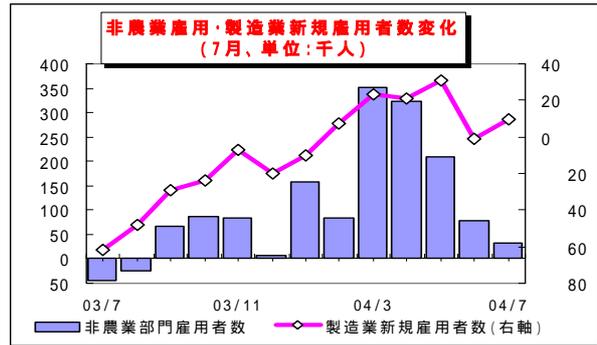
日銀「企業物価指数」から農中総研作成

最近の経済・金融情勢

- 原油高騰のなか、米国の経済指標は弱さが目立ち、先行き成長鈍化の懸念を生じている。調査機関による米国の05年GDPの成長率予測平均は3%台半ばの低下にとどまるが、当総研予測では2%台への低下を見込む。
- 米国の政策金利(フェデラルファンド・レート)は6月末に続き8月10日に0.25%引き上げられ、1.50%になったが、前述の成長鈍化懸念から長期金利は低下している。



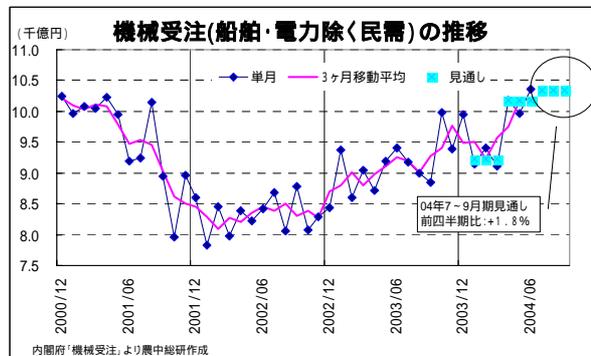
Bloomberg データから農中総研作成
見通しはBloomberg社集計の調査機関見通し



- わが国の生産動向は電子部品・デバイス等ハイテク関連業種が輸出に牽引される形で増加してきたが、デジタル関連需要の鈍化や設備完成後の過剰生産能力化の観測がくすぶっている。日銀「短期経済観測」の設備投資計画は上方修正され当面の設備投資は増加基調をたどると思われるが、機械受注などから見て足元の設備投資の増加ペースは必ずしも力強いものでない。

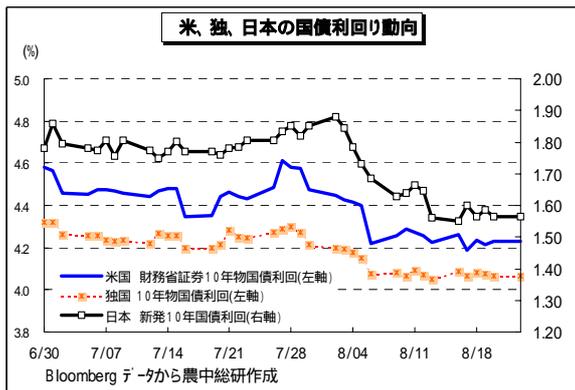


資料 経済産業省「鉱工業生産」
(注) 予測は、製造工業生産予測調査の当月見込みと翌月見込みの季節調整済増減率

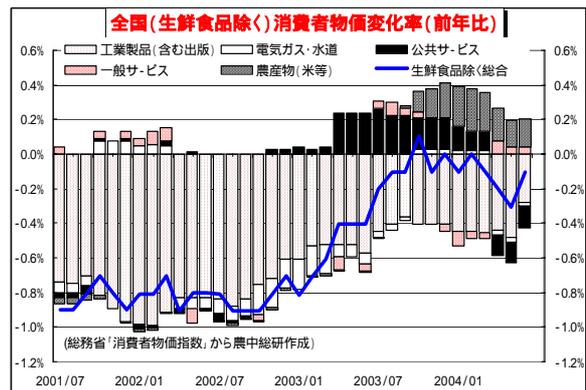


内閣府「機械受注」より農中総研作成

- 量的緩和政策解除への思惑から金利先高観が強かったのが、原油高騰の悪影響や米国の先行き成長鈍化懸念から、一転して長期金利が低下し新発10年国債利回りは1.6%を割っている。また、株価も低迷している。
- しかし、消費者物価は持続的な上昇に至るとは考えていないものの、原油高騰などの価格転嫁から今後、一時



Bloomberg データから農中総研作成



(総務省「消費者物価指数」から農中総研作成)

的にプラスに浮上する可能性があり、10月末発表の日銀「経済・物価情勢の展望」の05年度物価見通し(プラス化)と合わせ注意したい。

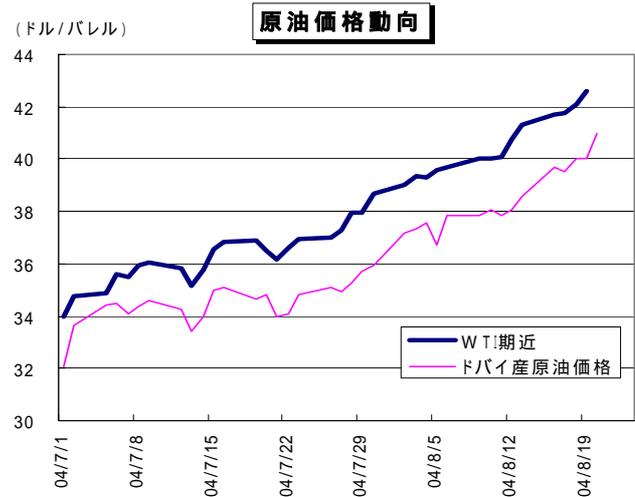
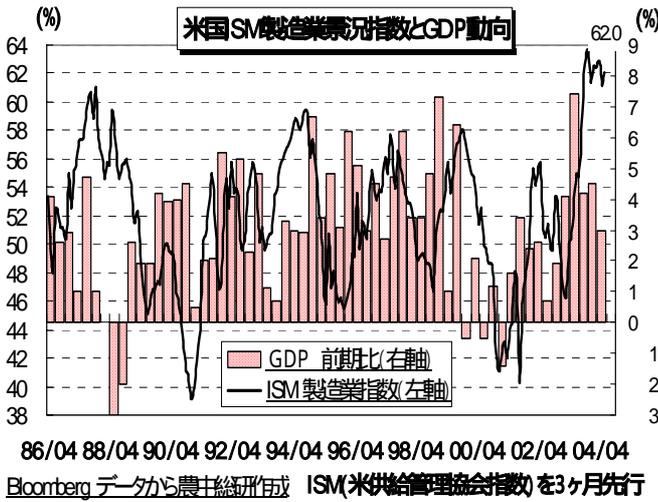
最近の主な出来事

月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
7月27日(火)		・東京地裁、UFJと三菱東京の経営統合交渉差し止め命令	
7月28日(水)			・米民主党大会3日目、ジョン・ケリー上院議員を大統領候補に正式指名
7月31日(土)			・世界貿易機関(WTO)の新多角的貿易交渉、農業分野で主要国が合意
8月1日(日)			・アメリカの国土安全保障局、金融機関や国際組織を狙ったテロ情報を得たと警戒レベル引き上げ
8月3日(火)		・トヨタ自動車、04年4～6月期の連結純利益が前年同期比29%増、4～6月期としては過去最高を更新	
8月4日(水)	・衆院厚生労働委員会、民主党提出の年金改革法廃止法案を否決	・米穀データバンク、今年の水稲生産量が4年ぶりに増加するとの見通しを発表	
8月7日(土)			・サッカーのアジア・カップ決勝戦、日本が中国を31で破り2連覇
8月9日(月)	・福井県の関西電力美浜原発が蒸気漏れ事故発生	・武田薬品工業、化成品、動物薬など5つの多角化事業から全面撤退することを決定	
8月10日(火)	・金融審議会、金融一体課税の拡大などを提言した論点メモを公表	・日銀、当座預金残高目標を現状の「30兆～35兆円程度」で据え置き決定	・米連邦準備制度理事会(FRB)、政策金利の誘導目標を0.25ポイント引き上げ、1.50%に
8月11日(水)		・東京高裁、UFJと三菱東京の経営統合交渉の差し止めを命じた東京地裁の仮処分決定を取り消し	・ロシアの石油大手ユコス口座凍結が解除されなければ、今月中にも生産停止の見通し判明
8月12日(木)		・三菱東京フィナンシャル・グループとUFJグループ、経営統合の基本合意書を締結	・韓国銀行、政策金利を0.25%引下げ、過去最低水準となる3.50%にすることを決定
8月13日(金)			・ハリケーン「チャーリー」、米フロリダ州を直撃 ・アテネ五輪が開幕
8月16日(月)			・ブッシュ米大統領、在外米軍を今後10年で6万7万人削減することを軸とする米軍再編計画を発表 ・ベネズエラで国民投票、大統領の罷免要求否決
8月17日(火)	・全国町村会、三位一体改革による削減について、総額2.6兆～2.7兆円とする町村会案を決定		
8月19日(木)	・全国知事会、削減すべき国庫補助・負担金リストを決定	・米ウォルマート・ストアーズ、ダイエーの支援に産業再生機構を活用の場合には、参画したいと意向表明	

政府と日銀の景況判断

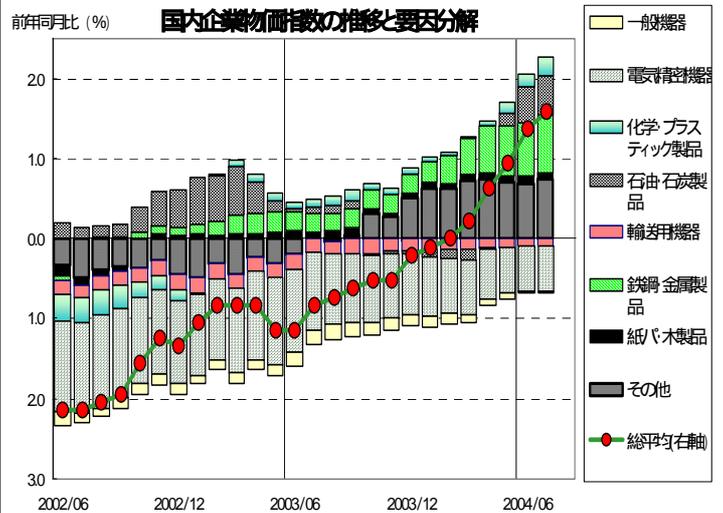
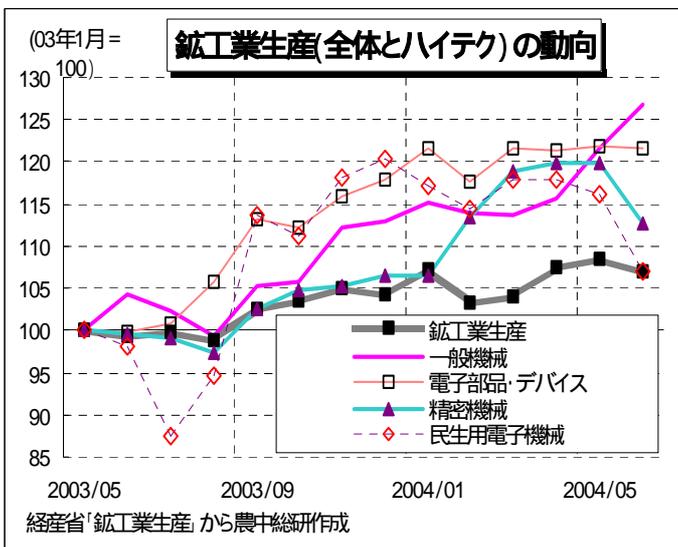
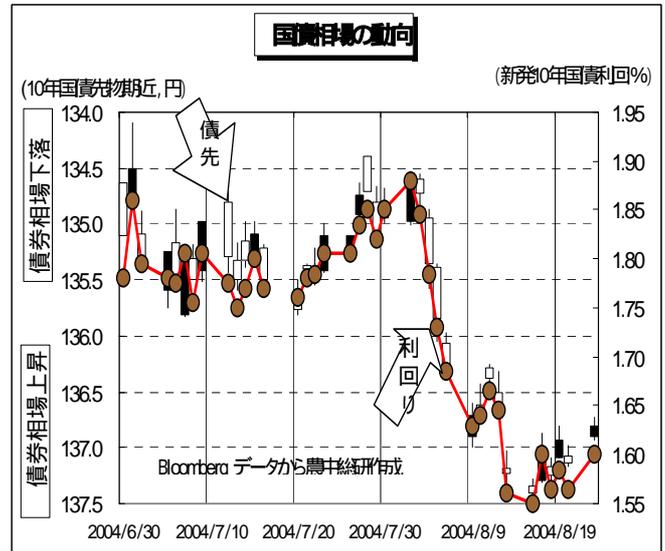
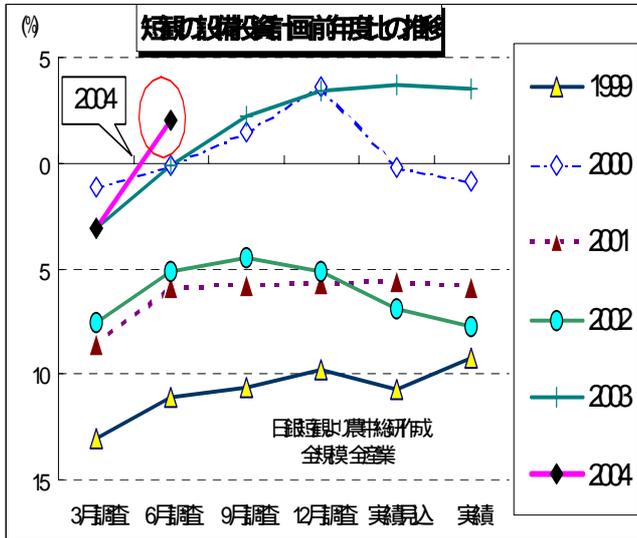
年 月	政府月例報告		日銀金融経済月報	
2003年	8月	↗ おおむね横ばいとなっているが、 <u>景気を巡る環境に変化の兆し</u> がみられる	→	横這い圏内の動きを続けている。輸出が近いうちに増勢基調を取り戻す
	9月	↗ 景気は、 <u>持ち直しに向けた動き</u> がみられる	↗	横這い圏内の動きを続けている。輸出環境などに改善の兆しが見られる
	10月	→ 景気は持ち直しに向けた動きがみられる	↗	緩やかな景気回復への基盤が整いつつある
	11月	↗ 景気は持ち直している	↗	緩やかに回復しつつある
	12月	→ 景気は持ち直している	↗	緩やかに回復している
2004年	1月	↗ 設備投資と輸出に支えられ、 <u>着実に回復している</u>	→	緩やかに回復している
	2月	→ 設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している。	→	緩やかに回復している
	3月	→ 設備投資と輸出に支えられ、 <u>着実な回復を続けている</u> 。	→	緩やかに回復している
	4月	→ 企業部門の改善に広がりが見られ、 <u>着実な回復を続けている</u>	↗	緩やかな回復を続けており、 <u>国内需要も底堅さを増している</u>
	5月	→ 企業部門の改善に広がりが見られ、 <u>着実な回復を続けている</u>	→	緩やかな回復を続けており、国内需要も底固さを増している
	6月	→ 企業部門の改善に広がりが見られ、 <u>着実な回復を続けている</u>	↗	<u>回復を続けている</u>
	7月	↗ 企業部門の改善が家計部門に広がり見せ、 <u>堅調に回復を続けている</u>	→	回復を続けている
	8月	→ 企業部門の改善が家計部門に広がり、 <u>堅調に回復している</u>	→	回復を続けている

内外の経済金融データ



Bloombergより農中総研作成
ドバイ産原油価格はわが国の輸入原油価格の指標となっている

(注) 90年代後半の米国GDPの平均成長率は3.7%



今後の内外中期スケジュール

区分		国内		海外
時期		政治	経済・金融	
04年度 (H16)	4～9月	7月 参議院通常選挙 7月 臨時国会	9月 「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株式を基本的自己資本以内へ	8月 アテネ夏季五輪 9月 OPEC総会
	10～3月	9月 内閣改造・自民党役員人事 1月 通常国会	10月 厚生年金保険料引き上げ(13.58% + 0.345%) 11月 千円、五千円、一万円の各紙幣改刷 12月 小売店での国産牛肉の生産履歴管理・公開が義務化 12月 銀行の証券仲介業解禁 1月 自動車リサイクル法施行 04年度末:「金融再生プログラム」の不良債権比率半減の達成期限	10月 G7財務相・中央銀行総裁会議、IMF・世銀総会 11月 米国大統領選・連邦議会選挙 11月 ASEAN首脳会議(ピエンチャン) 11月 チリでAPEC首脳会議 1月1日迄に、WTO新ラウンド交渉終結
05年度 (H17)		年内 介護保険を見直し	4月:ペイオフ解禁(除く決済性預貯金) 住民税分の配偶者特別控除の廃止 固定資産の減損会計完全実施(06年3月期から) 3～9月:愛知万博 10月末 TOPIX浮動株比率の段階的な調整開始 デフレ脱却時期目標:05年度以降	P5等次世代ゲーム機相次いで投入との観測 Windows XP後継バージョンを市場投入 英国でG8サミット EU上場企業によるIASBの国際財務報告基準(IFRS)採用
06 年度 (H18)		9月自民党総裁任期切れ	12月末 新BIS規制適用開始(先進的手法については7年末から)	ロシアでG8サミット 2月 イタリア・トリノ冬季五輪 ドイツでFIFAワールドカップ

2004,2005年度改訂経済見通し

(2004年8月18日発表)

～05年度に成長減速リスク。デフレ環境後退するも消費者物価の下落残る～

(株)農林中金総合研究所

問い合わせ先:調査第2部 国内経済金融班

電話 03 - 3243 - 7357

当社HP <http://www.nochuri.co.jp>

2004年度、2005年度改訂経済見通し

～ 05年度に成長減速リスク。デフレ環境後退するも消費者物価の下落残る～

04年度の予測：実質GDP+3.2%成長に上方改訂

実質GDP成長率予測を+3.2%^注に上方改訂する。民需寄与度が+2.6%（うち民間企業設備投資の寄与度は+1.3%）、外需寄与度が+0.6%と試算される。

注 04年度成長率予測に当たってスタート台（ゲタ）は、前回5月予測（04年1～3月期実質GDP一次速報）時点では2.0%であったが今回予測（4～6月期一次速報）に当たっては2.2%に上昇している。P. 参照。

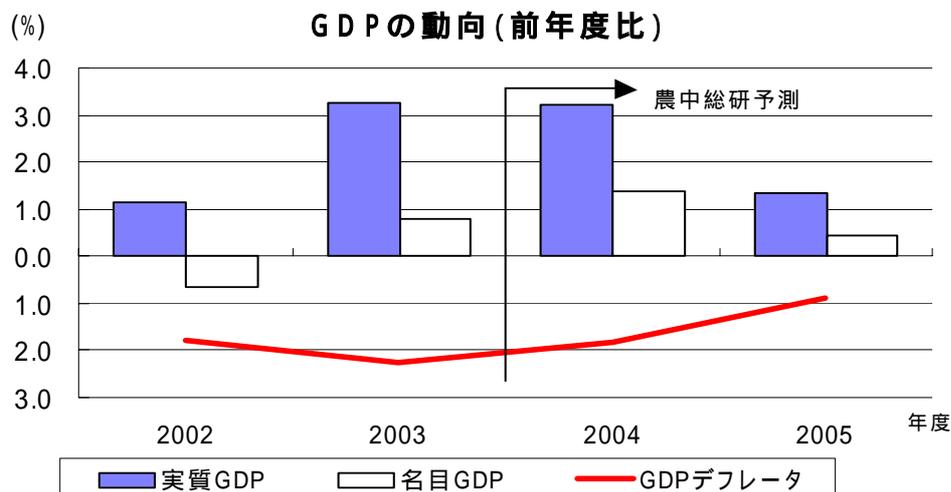
世界経済の成長を背景に、民間企業の設備投資が高い成長を持続するとともに、輸出等が二桁台の伸びを見せ、輸出 - 輸入との差である外需のGDPに対するプラス寄与が続いている。また、製造業を中心にした賃金回復は、業種や地域間でマダラであるものの、雇用者数の増加やデジタル家電等耐久財購入意欲と相まって、家計等の民間最終消費の増加を引き上げるとともに、消費デフレーターの下落が実質ベースの押し上げ効果をもたらしている。さらに、今夏は猛暑効果も上乘せされている。これらが公的固定資本形成の前年比二桁減少を補って、04年度上半期（04年4月～9月）の実質GDP成長率は前年同期比：+4.4%（前半期比：+1.5%）と予測。

しかし、下半期には上半期に比べ成長が減速しよう。下半期の前年同期比のGDP成長率は+2.4%（前半期比：+0.9%）へ低下すると予測している。

減税効果の剥落や政策金利引上げなどに伴う米国経済の成長減速や中国の景気過熱抑制策から、輸出の伸びが大きく鈍化。原油高騰による所得の海外流出（交易条件の低下）による収益悪化が加わり、民間企業の設備投資拡大にもスピード調整の傾向が表われよう。民間最終消費も五輪のイベント効果や猛暑効果の反動が予想され、05年1～3月期には前年比伸び率が2%を割り込んで来る。なお、通年の災害復旧以外の公共投資追加は想定していない。

デフレーターは前年比：1.8%の下落と予測。デフレは続くが、04年度上半期の2.3%の下落に対し、下半期には価格転嫁の波及から1.4%へ下落幅縮小するだろう。この結果、名目GDPは+1.4%と03年度に続きプラス成長となる。

消費者物価（除く生鮮食品）は、原油高騰の価格転嫁や需給ギャップ縮小から04年度下半期に一時的にプラスに浮上する可能性があるが、家電等耐久財や家賃・個人サービスを中心とする価格下落の継続、および米価など03年度押し上げ要因の剥落から上昇基調の持続には至らないと見ている。



05年度見通し:実質GDP+1.3%に成長率低下

原油等石油価格が反落し、地政学リスクの低下や米国の金融政策修正(緩和 中立)のソフトランディングが実現されることを基本シナリオとしているが、景気サイクルの成熟や減税など景気刺激効果の剥落から、米国の成長率は鈍化しよう。米国の成長率は04年の4.2%から05年には上半期(1~6月)+2.6%、下半期(7~12月)+2.7%と2%台に低下すると予測する。

このため、欧州は2%程度の成長を継続すると見ているが、中国の景気過熱抑制策などと相まって、世界経済の成長が緩やかに減速し、輸出の低迷、民間企業の設備投資の停滞・調整が起こると予測する。なお、家計消費は遅行的に雇用改善の持続から底固さを保つが、伸び率は1%台前半に鈍化する。

05年度も国の公共事業予算の削減(04年度比:3%程度)が継続。ただし、これまでの公的資本形成デフレーター下落による押し上げ効果が、資材価格上昇などから消失し、実質ベースでの公的固定資本形成は名目ベースと同程度のマイナスになると予測。

これらより、05年度の実質GDPは+1.3%成長にとどまると予測。民需寄与度が+1.0%、外需寄与度が+0.1%と試算される。

また、GDPデフレーター下落(0.9%)は継続するが、名目GDPは+0.4%と小幅ながら3年連続のプラス成長となる見通しである。

また、需給ギャップが解消に向かうこと、および 為替相場で円的大幅上昇も前提としていないことなど、消費者物価(除く生鮮食品)の安定化もしくは上昇要因は増大するが、家電等耐久財、家賃などの構造的な下落品目が残存し、かつ原油を含む国際商品市況も下落幅は限定的ながら反落すると見ていることから、消費者物価は小幅の下落基調を継続すると見込まれる。

よって、「消費者物価が安定的にゼロ%以上」という日銀の量的緩和・ゼロ金利政策の解除条件に抵触しないことから、05年度中の解除を想定しない。しかし、「消費者物価がゼロ%」=デフレ境界水準にほぼ到達したことは間違いない。次の景気上昇局面におけるデフレ脱却、ゼロ金利政策の解除の思惑から、長期金利の低下は限定的と予想する。

(当見通し、実績は内閣府「04年4~6月期四半期別GDP1次速報」に基づくものです)
問い合わせ先:農林中金総合研究所調査第2部 03-3243-7357

2003・2004年度 国内経済見通し総括表（前年比）

	単位	2003年度 通期	2004年度 通期	2005年度 通期
名目GDP	%	0.8	1.4	0.4
実質GDP	%	3.3	3.2	1.3
国内民間需要	%	4.0	3.5	1.3
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	1.4
民間住宅	%	0.3	0.4	0.3
民間企業設備	%	12.3	7.9	2.3
民間在庫増加	10億円	1,428.1	1,068.0	125.0
国内公的需要	%	2.5	0.4	0.9
政府最終消費支出	%	1.0	1.8	1.8
公的固定資本形成	%	12.1	7.5	2.5
財貨・サービスの純輸出	10億円	18,767.1	22,367.7	23,221.6
輸出	%	11.0	10.6	2.0
輸入	%	4.9	7.4	1.2
内需寄与度（前年比）	%	2.4	2.6	1.2
民間需要（"）	%	3.0	2.6	1.0
公的需要（"）	%	0.6	0.1	0.2
外需寄与度（"）	%	0.8	0.6	0.1
デフレーター（前年比）	%	2.3	1.8	0.9
国内企業物価（"）	%	0.5	1.2	0.0
総合消費者物価（"）	%	0.2	0.1	0.2
完全失業率	%	5.1	4.6	4.6
経常収支	兆円	17.3	17.6	17.3
貿易収支	兆円	13.3	15.1	15.5

(注)実績値は内閣府「四半期別GDP速報」。

消費者物価は全国の生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。前提は以下の通り。

	単位	2003年度 通期	2004年度 通期	2004年度 通期
為替レート	ドル/円	113.0	109.3	106.3
通関輸入原油価格	ドル/バレル	29.5	37.5	33.8

2004・2005年度 国内経済見通し
(前期比)

	単位	2004年度					2005年度				
		通期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	通期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
実質GDP	%	3.2	0.4	0.3	0.6	0.3	1.3	0.6	0.1	0.2	0.4
国内民間需要	%	3.5	0.4	0.4	0.6	0.4	1.3	0.7	0.2	0.1	0.3
民間最終消費支出	%	2.5	0.6	0.5	0.2	0.2	1.4	0.4	0.6	0.3	0.4
民間住宅	%	0.4	0.3	1.1	0.6	0.4	0.3	0.0	0.1	0.1	0.2
民間企業設備	%	7.9	0.0	2.9	2.0	1.1	2.3	0.6	0.5	0.6	0.3
国内公的需要	%	0.4	0.8	0.8	0.6	0.2	0.9	0.1	0.2	0.0	0.1
政府最終消費支出	%	1.8	0.4	0.4	0.4	0.4	1.8	0.4	0.6	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	7.5	5.1	2.0	1.2	0.4	2.5	1.1	1.2	1.6	1.9
財貨・サービスの純輸出	10億円	22367.7	22866.1	22124.4	22190.7	22289.4	23221.6	22595.9	22577.6	23340.6	24372.1
輸出	%	10.6	3.5	0.2	0.3	0.2	2.0	0.4	0.4	1.2	1.6
輸入	%	7.4	2.0	1.1	0.3	0.1	1.2	0.0	0.6	0.3	0.4
国内企業物価 (前年比)	%	1.2	0.9	1.8	1.2	0.9	0.0	0.4	0.2	0.2	0.3
総合消費者物価 (")	%	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
完全失業率	%	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	4.6	4.5	4.5	4.6	4.7
経常収支(季節調整値)	兆円	17.6	4.8	4.2	4.4	4.3	17.3	4.2	4.1	4.3	4.6
貿易収支(季節調整値)	兆円	15.1	3.9	3.8	3.8	3.7	15.5	3.8	3.8	3.9	4.1
為替レート(前提)	ドル/円	109.3	109.7	110.0	110.0	107.5	106.3	107.5	107.5	105.0	105.0
通貨輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	37.5	34.9	37.5	40.0	37.5	33.8	35.0	35.0	32.5	32.5

1. 財政金融政策の前提

財政

- 04年度一般会計の公共投資関係費は前年度比 3.3%、地方財政計画の投資的経費も同 8.4%と抑制姿勢は継続されており、名目公的固定資本形成は前年度比 7%と9年連続の減少が見込まれる。05年度の一般歳出概算要求基準も公共投資関係費は前年度比 3%に抑制され、公共事業費の削減傾向が続く見込み。
- 一方、政府最終消費支出は、医療給付の緩やかな伸びに加え、治安対策やイラク支援などもあり、04～05年度は前年度比+1%台(名目ベース)と想定。
- 年金改正法案が成立したことから、04年10月から厚生年金の保険料率(年収の13.5%、労使折半)が毎年度0.354%上昇(2017年度まで)し続けることとなり、家計可処分所得や消費支出に対して継続的な抑制要因になる。

金融政策

- 現行の量的緩和政策は2005年度にかけても継続されると想定。

不良債権処理等

- 04年度末時点での不良債権問題の解決、05年度からのペイオフ全面解禁を前に、金融庁による銀行経営改善へのコミットメントは強化されており、金融システム不安が高まる状況は想定しにくい。この結果、「金融再生プログラム」に沿った不良債権比率の半減目標は主要行では達成できると想定。一方、地域金融機関では不良債権処理の遅れも散見される。

2. 欧米経済見通しとIT関連需要の基本的考え方

世界経済の見通し

- 米国経済は個人消費の減速を背景に05年にかけて景気減速が予想される。一方、先進国地域の中で景気回復が遅れていたEU経済は05年にかけて緩やかながらも成長を続けると予想。過剰投資による景気過熱やインフレ加速が懸念される中国経済は引締め政策が本格化する見通しであり、成長率はやや鈍化すると想定。

原油価格の見通し

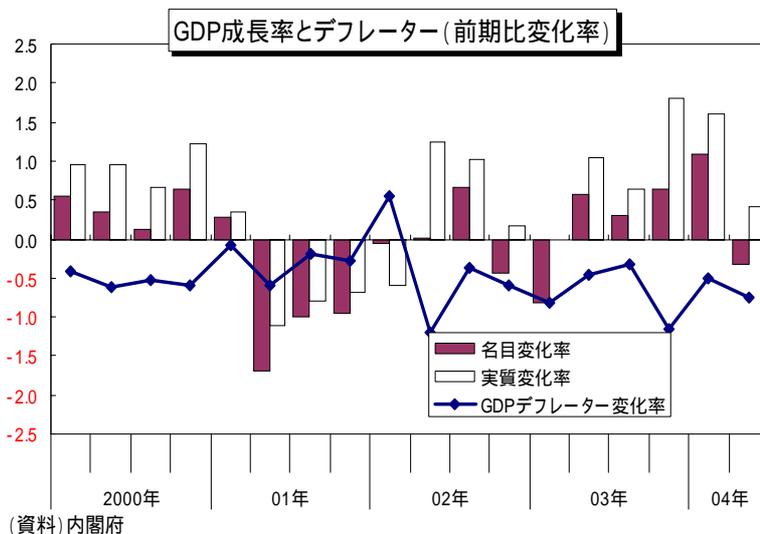
- 国際商品市況では原油価格が史上最高値を更新し続けるなど、原油高による世界経済への悪影響が懸念され始めている。低水準の在庫を背景に需要が高まっていることもあるが、中東地域やベネズエラなど産油国側の情勢の不透明感の強まりも挙げられるだろう。OPECでも追加的な供給余力が大きくなり、価格は高止まるだろう。04～05年度の日本の原油入着価格は1バレルあたり、それぞれ37.5ドル、33.8ドルと予想。

IT関連需要

- 米半導体工業会(SIA)によると、04年2～5月の世界半導体売上高は前年比30%超の伸び率を示すなど、高成長が続いている。先行きに関しては、電子情報技術産業協会(JEITA)での04年の世界半導体需要予測は前年比+14.5%増と、03年(同+18.3%)より鈍化するものの、2年連続の二桁増が見込まれている。一方、足許の需給逼迫に対して欧米の新学期商戦などを前に仮需が膨らむ可能性が指摘されており、そうなった場合には反動で高成長の維持が困難となる。また、パソコン市場は年後半も高い伸びが予想されているが、企業向けソフトウェアや通信分野での伸び減速が予想されている。なお、世界的にもデジタル家電に対する需要は強く、この分野の需要拡大は持続する可能性が高い。これらは日本企業の持つ高い技術力に依存した製品群であり、国内ハイテク企業の設備投資の下支え要因である。

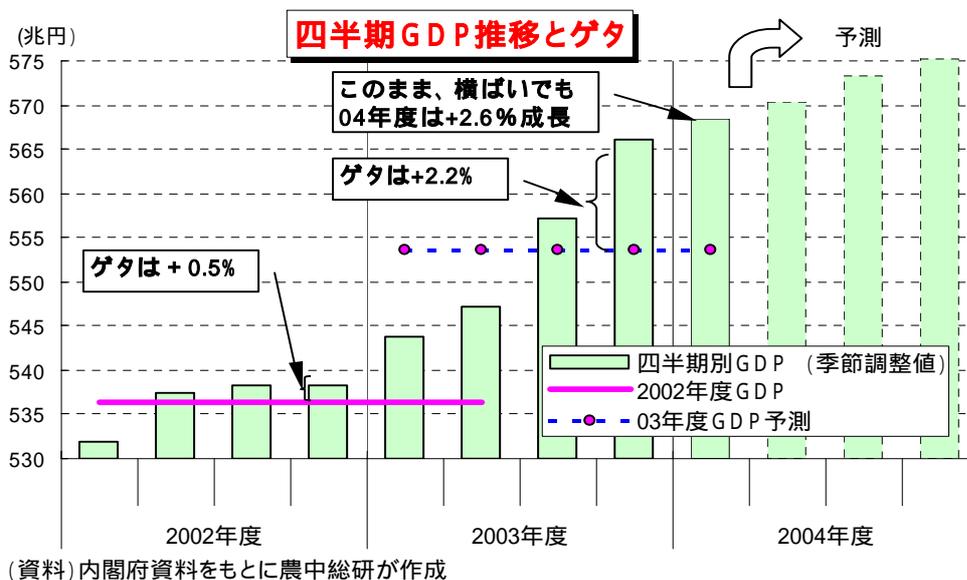
(参考 1.) デフレ下の実質値と名目値の乖離

- デフレーターの変化は名目値変化と実質値変化の差であり、 $\text{名目値} \div \text{デフレーター} = \text{実質値}$ という関係になる。
- 2002年1~3月期以降、景気回復局面が続いている一方で、この間のGDPデフレーターは年率2.7%(前期比ベース)で下落しており、厳しいデフレ状況であることに変わりはない。特に民間設備投資デフレーターの下落率は年率4.2%(同)と大幅なマイナスとなっている。
- また、これまで民間設備投資の増加に支えられてプラスで推移してきた名目GDPは、公共投資、民間設備投資などの減少によって5四半期ぶりに前期比マイナスとなった。
- なお、GDP統計作成の際には、価格下落分がすべて数量の増加(=実質値の増加)にカウントされるという特徴がある。パーシェ方式(比較時点ウェイト付け)で作成されるデフレーターには下方バイアスが存在するとの議論もあり、実質GDPの過大評価も指摘されている。



(参考 2.) GDP予測におけるゲタ:

- 4~6月期までの段階で、すでに前年度のGDPから2.6%高い水準にある。つまり、仮に04年度の残り3四半期を通じてゼロ成長が続いたとしても04年度の実質成長率は2.6%となる。また、内閣府の経済見通し(試算)は1月時点の政府見通し1.8%から3.5%へと上方修正されたが、これを達成するには残り3四半期は前期比0.5%成長で達成可能という試算になる。



05年度中、ゼロ金利政策解除を見込まず

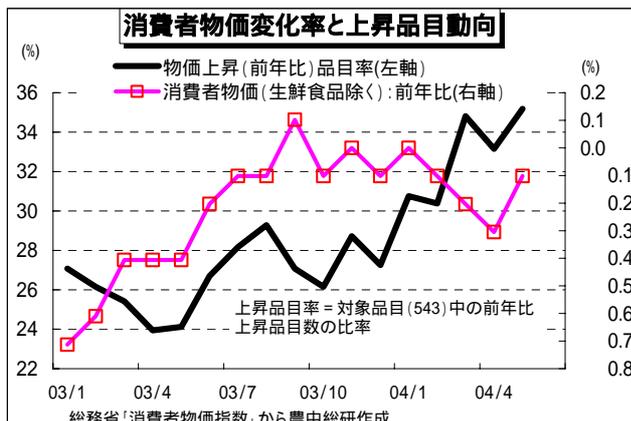
～デフレ脱却リスク睨み、長期金利低下は限定的～

- ◆ 原油高騰に伴う価格転嫁を主因に、今年末にかけ消費者物価が一時的にプラスに浮上する可能性に加え、10月末の日銀「経済・物価情勢の展望」発表前後には05年度の消費者物価見通し(前年比プラス化)の思惑から、長期金利が再上昇する懸念がある。しかし、家電等耐久財や家賃などの構造的な下落品目が残存しており、消費者物価が持続的な上昇局面に入るわけではない。05年度には景気減速、原油を含む国際商品市況の反落から、消費者物価は小幅の下落基調を継続すると予測する。よって、05年度中、ゼロ金利政策の解除を見込まない。
- ◆ しかし、マクロ的需給ギャップが解消に向い、消費者物価が前年比ゼロ%というデフレ境界水準に接近していることは間違いない。次の景気上昇局面におけるデフレ脱却、ゼロ金利政策の解除リスクを睨み長期金利の低下は限定的と予想する。
- ◆ 株式相場は、株式投資指標(バリエーション)の面で歴史的には割安感があるものの、海外株式市場との比較においては必ずしも割安感が認められない。また、05年度の景気減速リスクが払拭されない状況のもとでは業績伸び悩みから買い上がり意欲に乏しいと見込まれ、05年度前半は軟調な展開を予想する。
- ◆ 為替相場については、米国の金利や貿易赤字などの経済的ファンダメンタルズも重要な材料であるが、それにも増して05年前半の米次期政権発足当初はどのような為替政策を選択するか注目が集まろう。(渡部 喜智)

金利・為替・株 価の予想水準 (単位:円, %, 円/ドル)

項目	年度/月	2004年度			2005年度	
		9月 (予想)	12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)	05年9月 (予想)
無担コ-ル 翌日物		0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.005	0.001~0.01
TIBORコ-ロ円(3ヶ月)		0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02	0.10±0.02
短期プライムレ-ト		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.75±0.20	1.85±0.25	1.75±0.20	1.65±0.15	1.60±0.20
為替相場	円/ドル	105.0~110.0	107.5~112.5	105.0~110.0	105.0~110.0	105.0~110.0
	ユーロ/円	130.0~135.0	135.0~140.0	135.0~140.0	130.0~135.0	130~135
日経平均株 価		11,000±500	11,500±500	11,250±500	11,000±1,000	10,500±500

(月末値。実績は日経新聞社およびBloomberg社調べ)



世界主要国の株式指標比較 04.08.16現在

国名	指 標	PER (予想) (倍)	一 株 利 益 増 益 率 (%)	配 当 利 回 り 実 績 (倍)	イ ー ル ド ・ ギャップ (%)
日本 (TOPIX)		17.6	31.1	1.00	4.1
米国 (S&P500)		15.9	13.1	1.84	1.7
英国 (FT100)		16.9	11.1	3.73	1.4
独 国 (DAX100)		13.4	33.0	2.01	3.3

(注) PER予想=株価指数÷12ヶ月先一株利益予想
 一株利益・増益率=先行き12ヶ月先予想
 イールド・ギャップ=各国10年国債利回り- 利益回り (PERの逆数) (1/B/E/Sデータから農中総研作成)

雇用者数は増加したが...

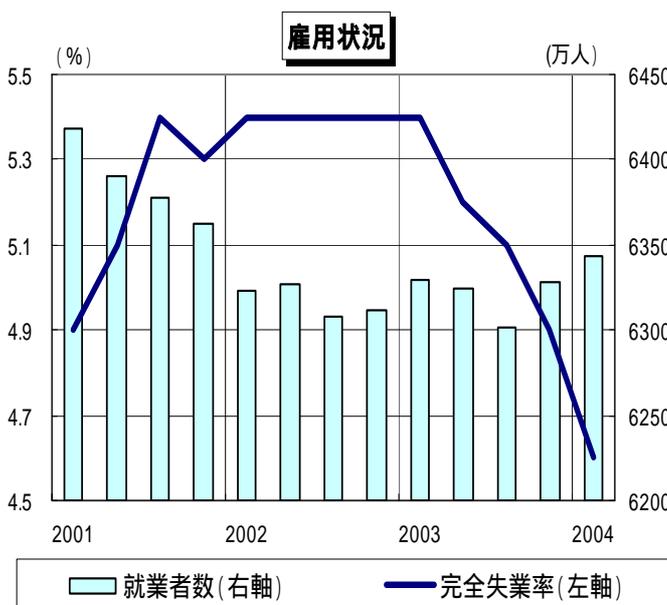
～ 秋以降、雇用改善が鈍化する兆候も～

04年4～6月期の完全失業者数は、前期から17万人、前年同期に対しては53万人減少した。完全失業率は、季節調整値で4.6%となり、1～3月期の4.9%から0.3%pt低下した。自営業者数などの減少により、前期からの就業者数の増加は+16万人にとどまったものの、雇用者数は同+27万人増。有効求人倍率も0.8倍となり、雇用環境は改善基調にある。

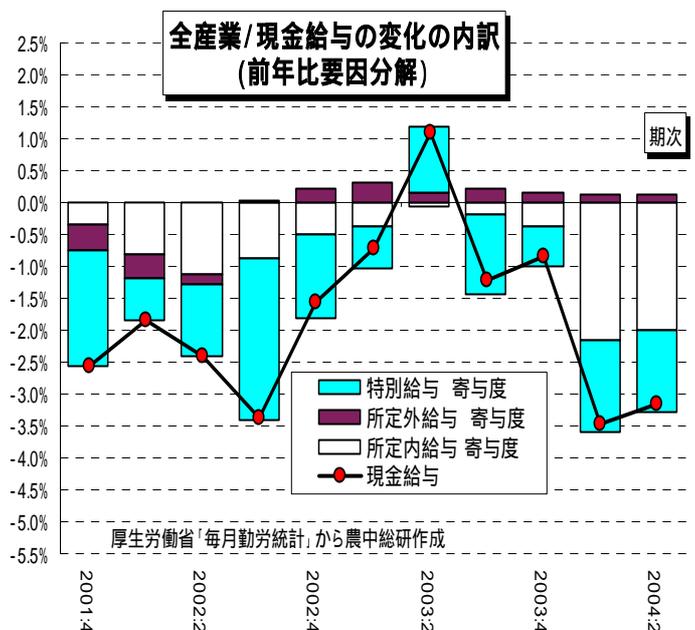
また、雇用者報酬は、実質で前四半期比+0.7%増加したが、前年比では0.9%減少。04年の夏季賞与は、大企業において製造業、非製造業ともに前年を上回ったが、公務員の夏季賞与の減少や特別給与の割安なパートタイム労働者の全労働者に占める比率の上昇などにより全体としては、前年を下回ったと見られる。正社員・パートタイマーの基本給等所定内給与はともに、04年度は前年から横ばいで推移しているが、パートタイマーの全労働者に占める比率が上昇していることにより全体として前年を下回っている。

日本銀行の短期経済観測調査(6月調査)によると、全規模全産業の雇用過剰感是非製造業の改善を中心に7～9月期にほぼ解消されると企業は見込んでいる。

しかし、雇用の先行指標である新規求人数は、4～6月期に73.7万人とすでに高水準であり、前期比0.4%とわずかながら10四半期ぶりにマイナスに転じた。原材料価格の上昇による企業収益への悪影響や米国個人消費の減速など景気先行きの不透明感から、企業は採用を抑制する懸念がある。ここ半年の新規求人数の動向を慎重に見極める必要があるようだ。
(田口さつき)



(資料)総務省「労働力調査」



厚生労働省「毎月勤労統計」から農中総研作成

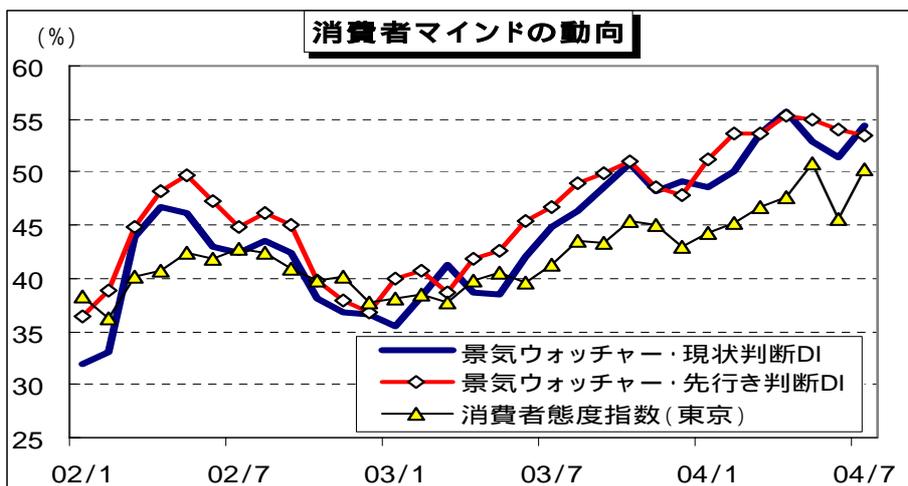
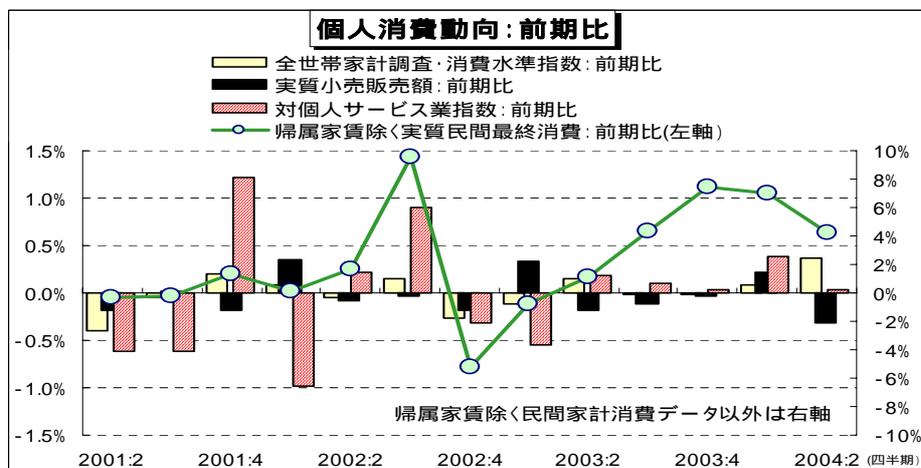
伸びが減速、緩やかな増加へ

～04年度下期は猛暑、五輪効果の反動減も～

10年ぶりの猛暑となった7月以降は、景気回復に伴う消費者マインドの改善や製造業を中心とするボーナス増、アテネ五輪などの好条件が相まって、7～9月期の消費を一時的に押し上げたと予想される。また実質小売販売額は前四半期を下回ったが、DVDレコーダーや薄型テレビなどデジタル家電の売れ行きは引き続き好調である。しかし、「景気ウォッチャー調査」の先行き判断DI(2～3ヵ月先の景気は[良くなると思う] - [悪くなると思う])は頭打ち傾向にあり、猛暑、五輪効果の反動などから、先行き減速傾向が強まる可能性がある。

求人数増加など雇用環境は改善しているが、公務員の給与削減などもあり、所得が伸び悩んでおり、これまでのような消費の拡大は見込みづらい。また今秋からは厚生年金保険料の引き上げが開始され、05年度以降には住民税分の配偶者特別控除の廃止なども控えていることから、先行き消費意欲の減退が懸念される。04年度下半期は上半期に比べ伸び率が鈍化し前年同期比+1.8%に低下し、04年度通年では前年度比+2.5%となる。05年度はさらに伸び率が鈍化し同+1.4%と予測する。

(木村俊文)



04年度内は増加基調を継続

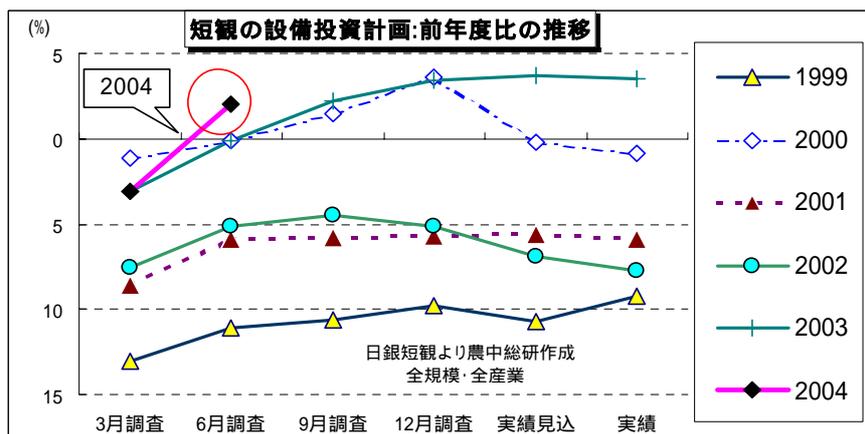
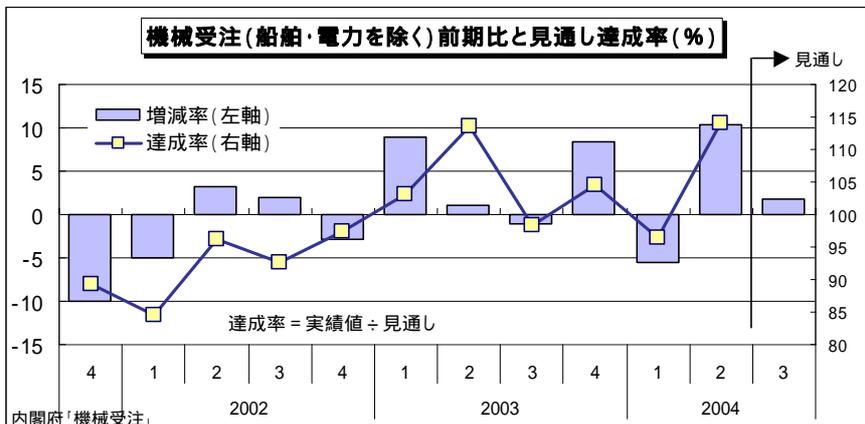
～しかし2005年度には調整局面へ～

04年4～6月期の実質設備投資は前期比+0.0%と、03年年度下半期の大幅増(同+7.3%)を経て、1～3月期(同+1.7%)から横ばいとなり、名目ベースでは3四半期ぶりに前期比マイナスとなった。

しかし、設備投資の先行指標である機械受注(民需、除く船舶・電力)は、04年4～6月期に前期比+10.3%と反転した。先行き7～9月期も同+1.8%と、2四半期連続で前期比プラスの見通しとなっている。また、日銀短観(7月1日発表)では、04年度の設備投資計画(全規模・全産業、含むソフトウェア、除く土地投資ベース)が+6.3%に上方修正された。

これら関連指標の動きから見ると、04年4～6月期の設備投資の停滞は一時的なものと考えられ、今年下半期も増加基調が継続すると予想される。足下では原油価格の上昇など不安要因はあるものの、企業の好業績を背景に04年度の民間企業設備は前年度比+7.9%と予測。

しかし05年度には、更新需要の下支えはあるものの、世界的な半導体投資サイクルの下降局面入りやデジタル家電向け設備投資の一巡に加えて、米国経済の減速などから設備投資が減少すると考えられる。05年度は同+2.3%に伸び率が鈍化すると予測する。(木村俊文)



公共投資の削減姿勢継続

～ 05 年度も緊縮財政路線は維持 ～

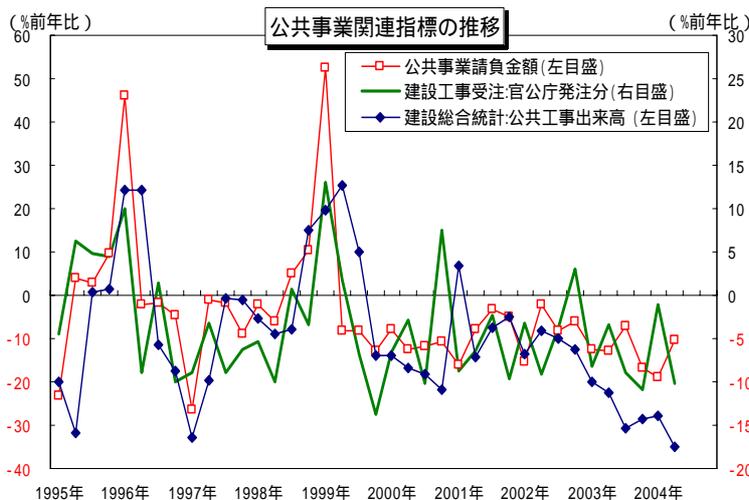
04 年 4～6 月期の公的固定資本形成（公共投資）は、名目ベースで前期比 4.9%、実質ベースでは同 5.1%と、いずれも 9 四半期連続のマイナス。小泉政権の構造改革路線に伴って、国の公共投資関連予算が削減されていることに加え、地方公共団体の財政逼迫が続いており、投資的経費圧縮を余儀なくされていること、特殊法人改革に伴って公社・公団の固定投資が大きく削減されているためである。

4～6 月期の公共工事請負金額は同+2.2%（当社による季節調整後）と 3 期ぶりのプラスとなっているものの、建設工事受注の官公庁発注分は前期比 20.8%と 2 期ぶりかつ大幅なマイナスであり、発注・受注ベースの公共事業には明確に増加するとの予想が立てられない。

なお、前期比ベースでは 2 四半期連続してデフレーターの上昇が見られる（4～6 月期は前期比 0.3%）。この背景には、鉄鋼など素材関連の価格が上昇していることが挙げられる。

04 年度一般会計予算政府案での公共投資関係費（公共事業関係費 + その他施設費）は前年度比 3.3%であり、地方財政計画での地方単独事業も引き続き削減される方向にある（投資的経費は前年度比 8.4%で更に圧縮テンポが加速）。04 年度の名目公共固定資本形成は前年度比 7%（デフレーター上昇を見込み、実質ベースでは同 7.5%）とした。

05 年度については、一般歳出・公共投資関係費の概算要求基準は前年度比 3%と、引き続き公共事業削減姿勢が継続される。地方財政も「三位一体の改革」に伴う補助金削減などの影響で、緊縮財政の方針は継続され、これまでの財政スタンスに大きな変更はない。そのため、名目公共投資は前年度比 3%（05 年度にはデフレーターが下落することを見込み、実質ベースでは同 2.5%）と想定している。（南 武志）



（資料）国土交通省、保証事業会社協会

2005年度 一般歳出予算の概算要求基準

区分		05年度概算 要求額 (兆円)	04年度当初 予算額 (兆円)	増減額 (億円)	増減率 (%)
一般歳出の概算要求基準額		48.2	47.6	6,100	1%
内	義務的経費	33.0	32.1	9,600	3%
	うち年金・医療等	-	-	8,600	-
	公共投資関係費	8.4	8.6	2,600	3%
訳	裁量的経費	6.8	6.9	900	2%

財務省「平成17年度一般歳出の概算要求基準の考え方について」より農中総研作成

輸出はペースダウンする懸念あり

～原油・国際商品市況の高止まりの影響がでてきた～

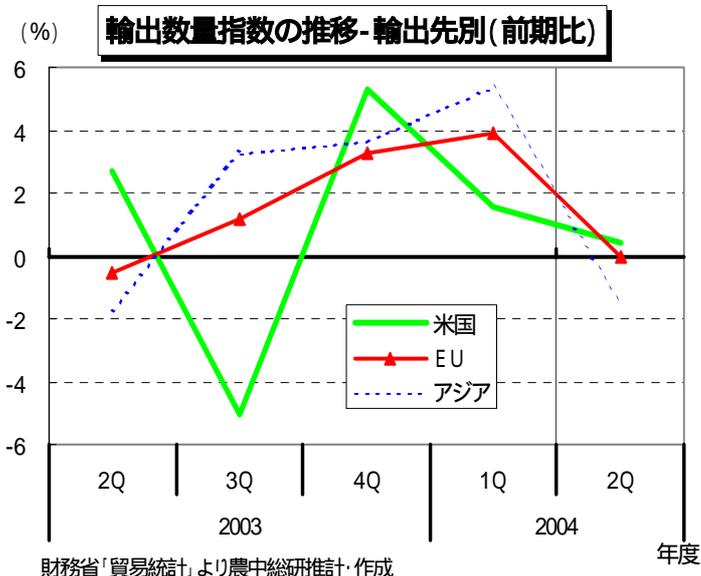
04年4～6月期の財貨・サービスの輸出(以下、輸出等)は前四半期比+3.5%増加した。財貨・サービスの輸入(以下、輸入等)は前四半期比+2.0%と4期連続で前期を上回った。

原油高や商品市況の高止まりから輸入価格が上昇している。一方、日本の主要な輸出品である電気機器、輸送機器などの価格は競争激化などにより低下している。4～6月期は輸出数量の増加により貿易黒字を拡大したが、今後輸出数量が伸び悩むと貿易黒字は縮小すると思われる。

米国経済は、設備投資が堅調なものの、原油高から個人消費が伸び悩んでいる。このまま、米国経済の不振が続けば、アジア向けの輸出も伸び悩んでくると見られる。半導体や液晶パネルなどハイテク関連の世界的な在庫の積み上がりも懸念材料だ。

輸入は4～6月期に数量、価格ともに上昇基調にあるが、日本の内需が低迷すると、海外拠点からの輸入品の減少により、輸入数量指数も減少することが予想される。海外渡航者数は、04年3月に13ヶ月ぶりに前年を上回って以来、2002年の水準まで回復してきており、サービス収支の赤字を拡大させている。

(田口さつき)



2004年4～6月期の貿易動向

輸出 単位:%

	割合	金額前年比	価格前年比	数量前年比
電気機器	22.0	15.7	-0.9	17.0
一般機械	20.8	16.1	-0.3	16.3
輸送機器	9.5	11.4	-6.3	12.4
総輸出	100.0	13.4	-0.5	13.9

輸入 単位:%

	割合	金額前年比	価格前年比	数量前年比
機械機器	31.9	9.8	-6.5	17.6
鉱物性燃料	20.1	5.4	13.0	-6.3
食料品	11.6	4.4	4.3	0.2
総輸入	100.0	9.0	2.3	6.6

住宅投資は横ばい

～所得の先行き不透明感が重しに～

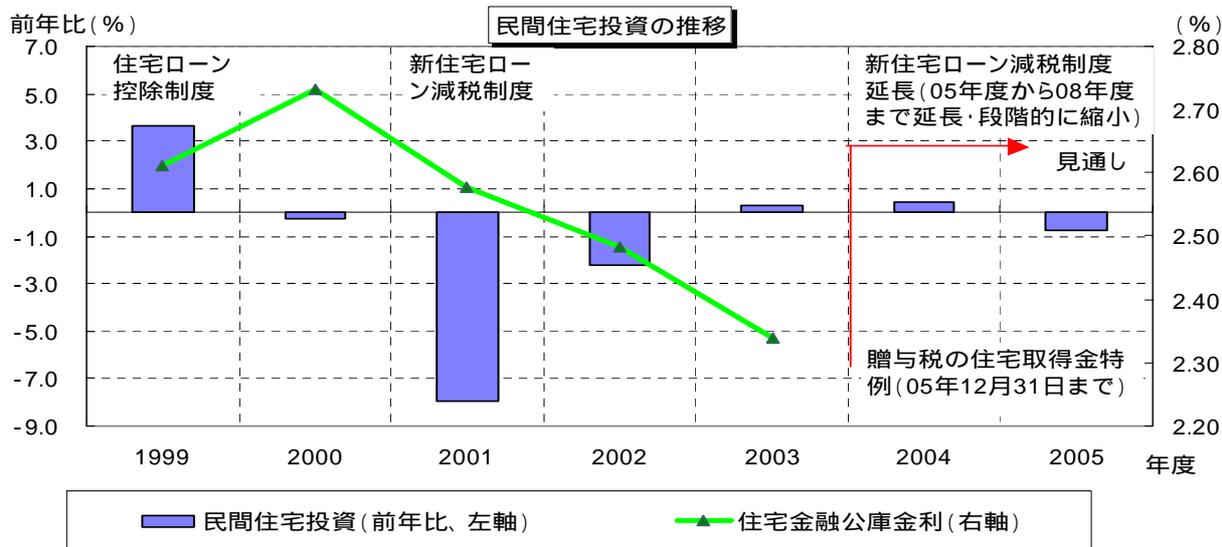
4～6月期の実質民間住宅投資は、前四半期比+0.3%の増加。2四半期連続の増加となった。しかし、民間住宅投資の先行指標である新設住宅着工床面積は、4～6月期に前四半期比 2%、前年比 4%の減少であった。分譲住宅は東京都区部での建設が続くなど堅調に推移しているが、新設住宅着工床面積の約5割を占める持家（個人による一戸建て自家建設）は、過去3年の4～6月期の平均を 5.3%下回った。また、新設住宅着工床面積の約2割を占める貸家も 8.8%の減少となっており、持家、貸家の低調から、7～9月期の住宅投資は減少に転じるだろう。

住宅ローン減税の延長や贈与税の住宅取得資金特例により、若年世帯を中心に住宅取得意欲が高まってきていることは民間住宅投資を下支えすると見られる。しかし、個人による一戸建て自家建設は、賃金、退職金制度の改革・変更や年金制度不安など所得の先行き不安が依然として残っているため、大きな増加は期待できない。貸家については、投資の誘因が取り立ててないことから前年度水準にとどまるであろう。したがって、04年度の民間住宅投資は前年度比+0.4%、新設住宅着工戸数は117.8万户を予測する。

05年度は、経済の先行き不透明感の増大や、住宅ローン減税の段階的縮小などにより、民間住宅投資は前年比 0.3%の減少、新設住宅着工戸数は117.5万户を見込む。

民間住宅のデフレーターが04年1～3月期からプラスに転じており、実質成長率のかさ上げは過去に比べて緩やかになるう。

(田口さつき)



国土交通省「住宅着工統計」より農中総研作成・推計

デフレ脱却は展望できず

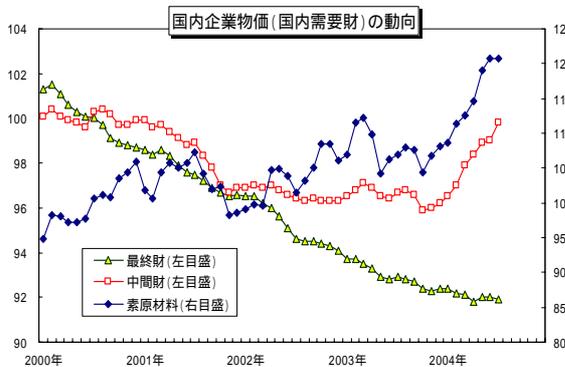
～ 05年度にかけても物価下落傾向続く～

7月の国内企業物価は前年比+1.6%とすでにプラス圏内で推移しており、6月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)も同 0.1%と、デフレ脱却に向けた思惑も出始めている。ただし、先行き物価変動率に対してプラスに寄与してきた要因(その主要なものとして米価格)が、一転してマイナス要因として寄与していく可能性が高い。

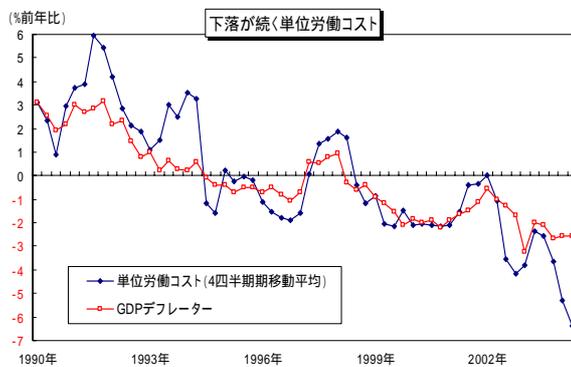
一方、GDPデフレーターは、4～6月期は前年比 2.6%(前期比 0.7%)と、1～3月期に比べて下落幅が拡大。この要因として、民間設備投資デフレーターの下落が続いていることが大きい他、輸入デフレーターの上昇(前年比 0.7%、前期比 3.0%)に対し、企業部門での産出価格へのスムーズな価格転嫁ができず、それを単位労働コストの圧縮で相殺している点が指摘できる。

なお、02年度以降の景気回復の結果、マクロ的な需給ギャップが大きく解消されていることは留意すべきである。02年以降の景気回復を受けてGDPギャップは縮小傾向を続けており、先行きGDPデフレーターの下落率も縮小する可能性は高い。

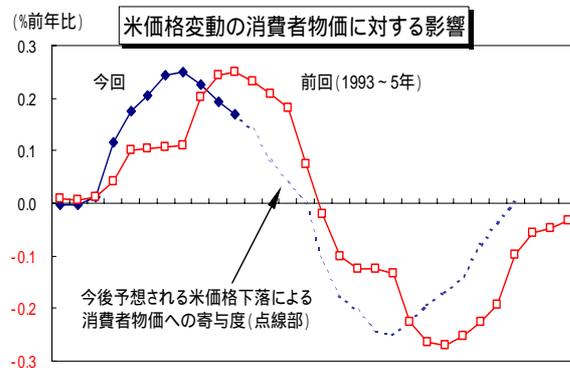
しかし、先行きは景気減速の可能性があり、そうなれば再度GDPギャップが拡大するため、デフレ脱却が実現する可能性は薄い。消費者物価に関しては04年度後半以降、前年比下落率が若干拡大し、05年度についても前年比 0.2%と下落傾向が持続することが予想される。10月末に公表が予定されている日銀「展望レポート」では、05年度の物価見通しが示されることから、出口政策に関する思惑が一時的に高まる可能性もあるが、当面は量的緩和政策の枠組みに変化はないと思われる。(南 武志)



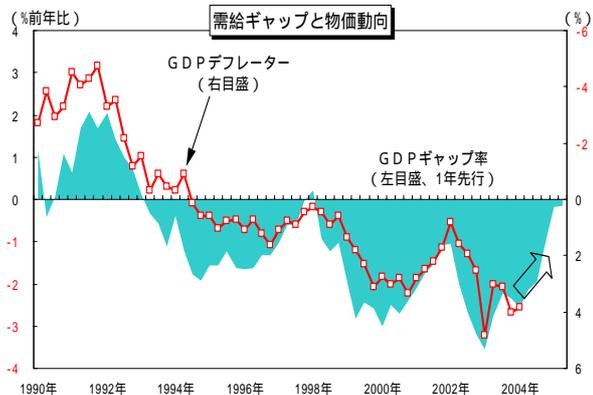
(資料)日本銀行 (注)2000年=100



(資料)内閣府 (注)単位労働コスト=雇用人報酬÷実質GDP



(資料)総務省 (注)米価格の消費者物価前年比に対する寄与度



(資料)内閣府、総務省などの資料より農中総研作成

緩やかな減速が続く

～ 超低金利政策の解除はより慎重なものに～

米国経済は、2004 年後半から 2005 年前半にかけて緩やかな減速を続けるであろう。実質 GDP 成長率は、2004 年に 4.2%、2005 年に 2.8%になると予想する。

個人消費が伸び悩み雇用者数の増加テンポが弱まるなど、景気拡大に陰りがみられる。冷夏など一時的要因による消費の落ち込みには今後多少の反動増もみられよう。しかし、これまで景気浮揚に大きな役割を果たしてきた減税や住宅ローン・リファイナンスの効果が弱まり、金利上昇が借入増加を抑制し、エネルギー価格高騰が暫く続くとみられることから、個人消費の伸びは鈍化するであろう。但し 2005 年後半には、エネルギー価格の落ち着きが、個人消費を下支えることとなる。

低金利を糧に持続的に増加してきた住宅販売戸数は、住宅ローン金利が上昇に転じるにあたり、足下で駆け込み的な盛り上がりを見せている。今後の長期金利の動きについては、景気減速により必ずしも一方的な上昇とは言い切れないが、超低金利の終焉により、住宅投資の反動減は 2005 年まで続くと思われる。

生産活動の活発化や好調な収益を背景に、製造業・サービス業ともに企業の景況感は概して明るく、設備過剰感はかなり薄れている。IT 投資の先行きに対する懸念も一部あるが、こうした企業にとっての好環境はしばらく持続するとみられ、企業設備投資は比較的高い増加率を維持しよう。但し景気減速の影響で、2005 年には増加率が多少低くなるとみられる。

原油や鉄など一部原材料の価格上昇が著しいが、原材料価格の上昇を小売価格に転嫁できているかどうかは、地域や品目によってまちまちである。今後エネルギー価格が一段と高くなるなど予期せぬ事態の可能性も否定できないが、個人消費・住宅投資など最終需要が緩やかに減速することから、物価上昇圧力が一方的に強まることは考えにくい。

今後の FRB の金融政策において、超低金利政策の解除が大きな流れではあるが、景気・物価指標を睨みながらの慎重な政策決定がなされるであろう。

(永井 敏彦)

2004・05年米国経済見通し

	単位	2003年 実績	2004年		2005年			
			通期 予想	上半期 (1~6月) 速報値	下半期 (7~12月) 予想	通期 予想	上半期 (1~6月) 予想	下半期 (7~12月) 予想
実質GDP	%	3.0	4.2	4.0	3.1	2.8	2.6	2.7
個人消費	%	3.3	3.3	3.2	2.5	2.6	2.6	2.7
設備投資	%	3.3	8.7	7.0	7.6	7.0	6.9	6.6
住宅投資	%	8.8	9.1	8.7	3.9	1.6	4.0	1.8
在庫投資	10億ドル	0.7	49.1	43.8	54.5	45.8	52.0	39.5
純輸出	10億ドル	518.5	559.7	551.4	568.0	572.5	571.5	573.5
輸出	%	1.9	9.8	11.2	7.6	7.1	6.8	7.3
輸入	%	4.4	9.2	11.8	7.1	5.5	4.9	5.2
政府支出	%	2.8	2.3	2.2	2.4	2.2	1.9	2.4

実績値は米国商務省"National Income and Product Accounts"、予測値は当総研による。

(注) 1. 予想策定時点は2004年8月

2. 通期は前年比増減率、半期は前半期比年率増減率(半期の増減率を年率換算したもの)

3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

中期的需給タイト観測から、原油等市況の反落は限定的

～石油高騰継続の景気への悪影響には注意～

- ◆ ニューヨーク原油先物(WTI)が45ドル/バレルを突破し、実際の原油輸入価格に連動するOPECバスケット価格も40ドル/バレルを超えた。前述の市況が続けば、原油輸入価格が04年10～12月期には40ドル/バレル水準(前年同期差:10.5ドル高)に到達するだろう。
- ◆ わが国の石油需要量は日量5.45百万バレル(含む石油製品)であり、10ドル/バレルの輸入価格上昇は約2.2兆円、GDP対比: 0.4%強の所得流出効果(円ドル=110円と仮定)と試算される。なお、わが国に比べ、米国は1人当たりでは、1.6倍、GDP原単位ベースで約2.2倍の原油消費量であり、原油価格上昇の家計購買力の低下、所得の海外流出効果を通じた景気への悪影響は格段に大きい。
- ◆ 原油など石油関係を除く国際商品市況は上昇一服しており、反落している商品も多い。これは、米国の金融政策転換を受け流動性供給が減少し投機資金が商品取引市場から流出していることに加え、世界経済の成長減速観測から景気需給タイト感が今後緩む可能性が要因になっていると思われる。
- ◆ 一方、原油市況は、中東の地政学的リスクに加え、ロシア石油最大手ユコス生産停止やベネズエラの政治対立激化などの供給悪化リスクを材料に投機資金が買い上がる構図が続いている。足元の石油需要の増加ペースは極めて高いものの、前述の流動性減少と成長減速見通しから05年年明けからは反落に向かうと考える。
- ◆ しかし、非先進国での需要増加増大によって、一次産品の需給が中期的に大きく緩むことは見通しにくい。需給面から見て中期的な物価上昇リスクには注意が必要だろう。また、米ドル流動性も米国内でのFRBによる信用供与の伸び鈍化にもかかわらず、貿易赤字を通じたドルの海外撒布が大きく、「米国のベースマネー+外国政府等の財務省証券(外貨準備の代替指標)」は依然高い伸びを持続しており、商品市況を下支える要因になると見るべきだろう。
(渡部 喜智)

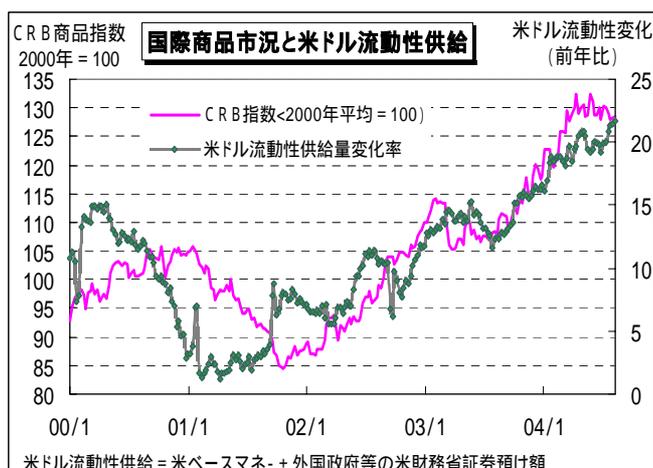
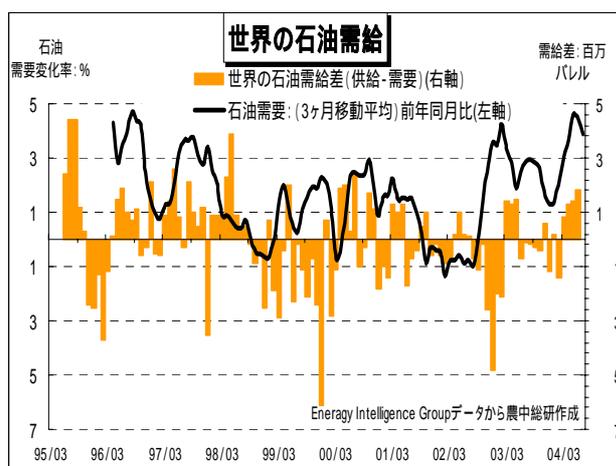


表 2003・2004年度 国内経済見通し (前年同期比)
(前期比)

	単位	03年度 通期	2004年度		2005年度			
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
実質GDP	%	3.3	3.2	1.5	0.9	1.3	0.7	0.3
国内民間需要	%	4.0	3.5	1.5	0.9	1.3	0.8	0.2
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	1.4	0.5	1.4	0.8	0.8
民間住宅	%	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	0.1	0.2
民間企業設備	%	12.3	7.9	2.3	4.0	2.3	0.8	1.1
国内公的需要	%	2.5	0.4	0.6	1.1	0.9	0.3	0.0
政府最終消費支出	%	1.0	1.8	0.9	0.9	1.8	0.9	0.8
公的固定資本形成	%	12.1	7.5	5.9	2.0	2.5	1.9	3.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	18767.1	22367.7	22495.2	22240.1	23221.6	22586.8	23856.3
輸出	%	11.0	10.6	5.7	0.3	2.0	0.7	2.2
輸入	%	4.9	7.4	4.1	0.9	1.2	0.4	0.8
内需寄与度 (前期比)	%	2.4	2.6	1.0	0.9	1.2	0.6	0.1
民間需要 (")	%	3.0	2.6	1.2	0.7	1.0	0.6	0.1
公的需要 (")	%	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0
外需寄与度 (")	%	0.8	0.6	0.4	0.0	0.1	0.1	0.2
デフレーター (前年比)	%	2.3	1.8	2.3	1.4	0.9	1.0	0.8
国内企業物価 (")	%	0.5	1.2	1.4	1.1	0.0	0.3	0.3
総合消費者物価(")	%	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
完全失業率	%	5.1	4.6	4.6	4.5	4.6	4.5	4.7
経常収支	兆円	17.3	17.6	9.0	8.7	17.3	8.3	9.0
貿易収支	兆円	13.3	15.1	7.7	7.5	15.5	7.5	8.0

(前年同期比)

項目	単位	03年度 通期	2004年度		2005年度			
			通期	上半期	下半期	通期	上半期	下半期
名目GDP	%	0.8	1.4	2.1	1.0	0.4	0.6	0.3
実質GDP	%	3.3	3.2	4.4	2.4	1.3	1.6	1.1
国内民間需要	%	4.0	3.5	4.9	2.5	1.3	1.7	0.9
民間最終消費支出	%	1.5	2.5	3.3	1.8	1.4	1.2	1.6
民間住宅	%	0.3	0.4	1.0	0.1	0.3	0.3	0.3
民間企業設備	%	12.3	7.9	9.8	6.5	2.3	4.9	0.2
国内公的需要	%	2.5	0.4	1.5	0.5	0.9	1.4	0.3
政府最終消費支出	%	1.0	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
公的固定資本形成	%	12.1	7.5	11.6	4.0	2.5	0.0	4.9
財貨・サービスの純輸出	10億円	18,767	22,368	22,495	22,240	23,222	22,587	23,856
輸出	%	11.0	10.6	15.7	6.0	2.0	1.0	2.9
輸入	%	4.9	7.4	10.0	5.0	1.2	1.3	1.2
国内企業物価 (前年比)	%	0.5	1.2	1.4	1.1	0.0	0.3	0.3
総合消費者物価 (")	%	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2
完全失業率	%	5.1	4.6	4.6	4.5	4.6	4.5	4.7
経常収支 (季節調整値)	兆円	17.3	17.6	9.0	8.7	17.3	8.3	9.0
貿易収支 (季節調整値)	兆円	13.3	15.1	7.7	7.5	15.5	7.5	8.0
為替レート(前提)	ドル/円	113.0	109.3	109.8	108.8	106.3	107.5	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	29.5	37.5	36.2	38.8	33.8	35.0	32.5

(注)消費者物価は生鮮食品を除く全国。予測値は当総研による。

付 表 1

国内外の当面のスケジュール

時期	区分	国 内		海 外
		政 治	経 済・金 融	
04年度 (H16)	4～9月	7月 参議院通常選挙 7月 臨時国会	9月 「銀行株式保有制限法」で銀行は保有株式を基本的自己資本以内へ	8月 アテネ夏季五輪 9月 OPEC総会
	10～3月	9月 内閣改造・自民党役員人事 1月 通常国会	10月 厚生年金保険料引き上げ(13.58% + 0.345%) 11月 千円、五千円、一万円の各紙幣改刷 12月 小売店での国産牛肉の生産履歴管理・公開が義務化 12月 銀行の証券仲介業解禁 1月 自動車リサイクル法施行 04年度末:「金融再生プログラム」の不良債権比率半減の達成期限	10月 G7財務相・中央銀行総裁会議、IMF・世銀総会 11月 米国大統領選・連邦議会選挙 11月 ASEAN首脳会議(ピエンチャン) 11月 チリでAPEC首脳会議 1月1日迄に、WTO新ラウンド交渉終結
05年度 (H17)		年内 介護保険を見直し	4月:ペイオフ解禁(除く決済性預貯金) 住民税分の配偶者特別控除の廃止 固定資産の減損会計完全実施(06年3月期から) 3～9月:愛知万博 10月末 TOPIX浮動株比率の段階的な調整開始 デフレ脱却時期目標:05年度以降	P5等次世代ゲーム機相次いで投入との観測 Windows XP後継バージョンを市場投入 英国でG8サミット EU上場企業によるIASBの国際財務報告基準(IFRS)採用
06 年度 (H18)		9月自民党総裁任期切れ	12月末 新BIS規制適用開始(先進的手法については7年末から)	ロシアでG8サミット 2月 イタリア・トリノ冬季五輪 ドイツでFIFAワールドカップ

(農中総研作成)

欧州経済の状況(予測の前提)

2004～05年 欧州経済の見通し (前年比:%)

地域	時期	2002年	2003年		2004年		2005年		
		実績	通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	通期	上半期 (1～6月)	下半期 (7～12月)	通期
ユーロ圏		0.9	0.5	0.4	0.5	2.0	1.6	2.3	2.4
ドイツ		0.2	-0.1	-0.1	-0.1	1.6	1.1	2.1	2.0
フランス		1.2	0.5	0.3	0.7	2.2	2.2	2.1	2.5
イタリア		0.4	0.4	0.4	0.3	1.2	1.0	1.5	2.0
英国		1.7	2.3	2.0	2.5	3.9	3.7	4.0	2.5

農中総研作成

03年下期までは実績 04年以降は農中総研予想

