

中国の動向…群盲象を評す…

取締役調査第二部長 鈴木利徳

中国という国をとらえようとする、いつも“群盲象を評す”感にとらわれる。それは、国があまりにも巨大なためであるが、それだけではなく、今、その巨大な象が猛スピードで変化している渦中にあるからでもある。

政治的には、江沢民時代に労働者・農民階級の政党から国民政党への脱皮が指向され、胡錦濤体制になってからは、民意重視の姿勢を打ち出し、党内の民主化、地方自治体首脳の直接選挙の試行、地方議会への市民傍聴制度の導入、情報公開の推進など下からの民主化を積極的に進めつつある。第4世代といわれる今の国家指導層は、民主化を進めなければ自らの権力基盤を維持することができないという歴史的現実を見据えているともいえる。

行政機構面では、行政組織の簡素化と役人の削減に着手しており、現在の中央、省、市、県、郷鎮の5段階機構を将来は中央、省、市、県の4段階機構にすることも検討されている。また、130万強ある政府事業（公益事業）の企業化、郵便・郵便貯金の企業化も検討が進んでおり、日本の構造改革と揆を一にしているようにみえる。

財・税制面では、「国庫集中収付制度」により財政資金の一元的管理をすすめるとともに、財政規律を強めるために監督検査体制を整備し、各行政事業単位の資金管理を厳格化している。一方では、税源の中央集中、農業・農村・農民問題解決のための農業関連の減税（地方政府の収入源であったものが削減される結果となる）などにより地方政府の財政が逼迫しており、地方政府が抱える巨額の債務問題が大きな難題として浮上している。さらに、年金積立て不足、医療制度改革などの社会保障問題も今後の財政を揺るがす潜在リスクとして悩ましい問題となっている。

そして、経済面では、地方政府間の成長率競争による景気の過熱、中央政府による景気過熱の抑制と雇用の維持、拡大する都市と農村の格差の是正、エネルギー資源・原材料インフレと製品デフレなど微妙な調整とバランスを必要とする課題が山積している。金融政策ひとつをとっても、引締め過ぎれば景気が失速し失業が急増する、引締めに緩めれば景気が過熱しバブルが深化するという状況にある。中国は、いずれにしても潜在的には大きなリスクを抱えていることは事実である。経済運営においては、このような難しい局面が今後も当分続くとみてよいであろう。

一方、ミクロ的視点でみると、中国の起業家達の勢いは圧巻である。一橋大学教授の関満博氏によれば、中国進出で大成功している台湾企業のトップ達に話を伺ったところ、「我々、台湾企業の大陸進出はもう終わりです」という。その理由を問うと、中国の民営中小企業に勝てなくなっているからだ。30代前半の優秀で、やる気とエネルギーがある起業家が経営する、競争力のある中小企業が数多く育ってきているという。同業の日本企業を抑えて勝ち組となっている台湾企業のトップ達がそう語るのである。

大変革期にある中国を展望するには、通り一遍の景気循環論では歯が立たない。また、“共産党国家”というステレオタイプの認識だけでは本質は何も見えない。しばらくは、群盲となって、このエネルギーの塊と化した象を評するほかはないのかもしれない。

情勢判断

国内経済金融

長期金利低下の可能性はあるが、持続性には疑問

わたなべ のぶとも
渡部 喜智

(要旨)

景気減速予想が円高進行のもと強まっている。短期的に長期金利が低下する可能性が大きい一方、デフレ脱却の境界線に近づきあるという認識も必要あり、長期金利低下をポート再編に活かす観点が重要と考える。株価は先行き景気悪化懸念、業績鈍化から軟調リスクが大きいだろう。

為替相場では第二期ブッシュ政権は緩やかなドル安ならば放置するとの観測が強く、一段のドル安・円高がありえようが、介入の可能性もあり当面のドルの下値は限定的という見方をしている。

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			
		12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)	05年9月 (予想)	12月 (予想)	06年3月 (予想)
無担コ-ル翌日物		0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	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	0.15±0.05
短期プライムレ-ト		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.40±0.20	1.35±0.25	1.45±0.30	1.55±0.20	1.65±0.25	1.70±0.25
為替相場	円/ドル	100.0~105.0	97.5~105.0	100.0~105.0	102.5~107.5	102.5~107.5	102.5~107.5
	ユーロ/円	132.5~137.5	132.5~137.5	130.0~135.0	130.0~135.0	130.0~135.0	130.0~135.0
日経平均株価		10,750±500	10,250±500	10,750±500	11,000±750	11,500±1,000	12,000±1,000

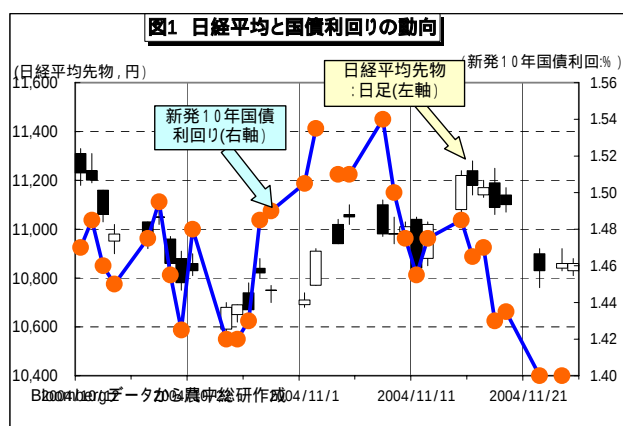
ここ1ヶ月程度の金融市場概況

11月5日に発表された米国の10月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比+33.7万人の大幅増加。これを受け、米国連邦準備理事会(FRB)は9日、連邦公開市場委員会で政策金利であるフェデラル・ファンドレ-ト誘導水準を0.25%引き上げ、2.0%とした。また、原油価格が10月27日を天井に反落傾向をたどるとともに、

前述の雇用統計などの好調経済指標を背景にしたFRB首脳の成長楽観コメントが好感され、米国株価指数は小売やサービスなど内需系を中心に堅調に推移した。

一方、外国為替相場ではブッシュ再選確定後もドル安が進んだ。米国の9月貿易赤字縮小などからドルが買い戻されたものの一時的なものにとどまり、スノー財務長官の一連のコメントから11月19日~21日のベルリンで開催のG20などの場でも実効性を伴うドル安是正の協議は行われまいとの見方が強まり17日には1ドル=103円台に入った。

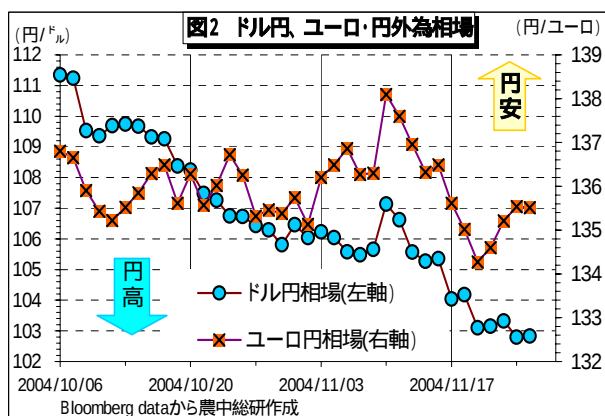
さらに、グリーンスパンFRB議長が19日講演で、「金利は上昇トレンドにある」ことを改めて示したうえ、米国資産に対する需要減退を警告。これが嫌気されて、一段のドル安となり一時1ドル=102円台に突入。米



国株価、米国国債も下落し、トリプル安となった。

東京株式市場は、米国株価の堅調は下支え要因となったものの、円高進行が先行きの景気、企業業績の懸念材料となり、経済指標でも9月機械受注の減少、7～9月期実質GDP 1の前期比+0.1%の低成長など不冴えな材料が多く、輸出関連銘柄が不調で盛り上がり欠ける展開が続いた。

また、国債市場では景気減速・景況感後退の見方が大勢を占め、潜在的な買い需要を背景にした押し目買い意欲も強く底固い相場展開となり、新発10年国債利回りは11月10日以降、1.5%割れが続いた。前述の19日のグリーンスパン議長講演を受けた週明けの21日は為替の円高進行観測を受けて株安、債券高となり、22日に新発10年国債利回りは1.40%まで低下した(以上、図1, 2)。



なお、ニューヨーク原油先物(WTI)は10月27日の1バレル = 55.17ドルを天井に原油在庫減少ニュースに反応し反落基調をたどった

¹ 11月18日、内閣府はGDPの実質化手法を04年7～9月期GDP2次速報(12月8日発表予定)から基準年を毎年変更する「連鎖方式」に変更すると発表。これに伴う当総研の予測改訂は12月10日頃を目途に行う予定である。なお、本稿中のGDPに関する数字は現行『基準年固定方式』に基づくデータである。

が、冬期需要増加見通しから下げ止まり。また、ドル安懸念からの逃避資金が流入している金など貴金属は上昇が継続している。(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』(毎金曜・夕刻更新)も参照されたい。)

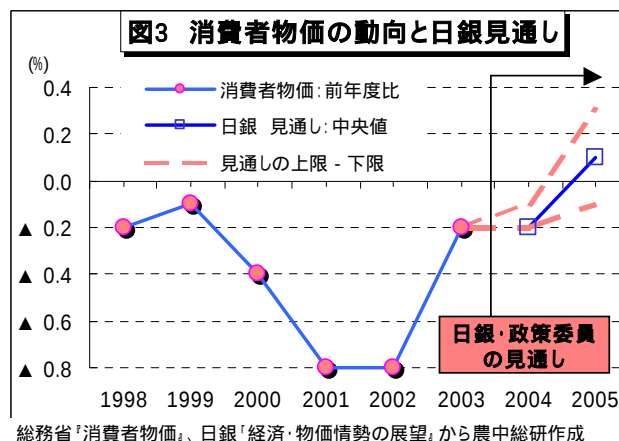
金融市場の見通しと注目点

債券相場 = 長期金利低下はポート再編の好機会と捉えるべき

当総研は11月17日の見通し改訂でも、04年度下半期以降の景気の先行きに対し慎重な見方を継続。05年度のGDP成長予測1は+1.3%から+1.2%へ小幅な下方修正だが、災害復旧事業に伴う公的固定資本形成の積み増し増加を除けば前回見通しに比べ▲0.3%の引き下げである。また、05年度の消費者物価は通年で▲0.1%下落と小幅の下落を見込んでいる。

調査機関の大方の見通しも同様な成長率予測の下方修正となった模様である。今後も景気の不透明観測が強まれば、国債買いを刺激することになる。

しかし、10月29日発表の日銀政策委員による『経済・物価情勢の展望』の05年度の消費者物価見通し(除く生鮮食品:中央値)が+0.1%になったことに示されるように、米類や石油製品などの一時的な押し下げ・押し上げ要因を除けば、消費者物価がほぼデフレ脱却の境界線に達しつつあるという見方をすべ



きではなからうか。

量的緩和政策の解除が必ずしもしっかりと視野に入ってきているわけではないものの、同政策解除へのシミュレーションがそろそろ必要な段階になっているという認識が必要でないかと思われる(図3)。景気下降観測が強まれば、短期的には長期金利が一段低下する可能性は大きい、中期的に持続可能な(低)利回り水準なのかは疑問である。新発10年国債利回りの予想中心レンジを1.40～1.60%をとし、景気減速材料が増えればそれより下目の動きもあると予想するが、むしろ一段の長期金利低下を中期的な国債ポートフォリオの構築という観点から活かすべきだと考える。

株式相場

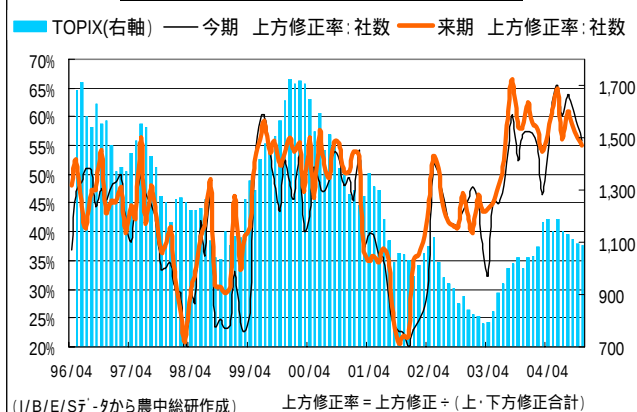
= 05 年 前半は相場低迷を予想

新聞報道によれば、9月中間決算発表は全体で前年同期比4割近い経常増益となっている。しかし、下半期は売価ダウンが急激なエレクトロニクス関連業種の一部や売上が不調な消費関連などを中心に増益率に急ブレーキがかかる予想が強まっている。

また、証券会社アナリストの05年度業績予想では上方修正が弱まる傾向が続いており、11月の来期一株利益予想の上方修正率(上方修正数÷全体修正数)は54%まで下がっている(図4)。

現状は製造業が牽引して05年度も経常増益予想であるが、景気不透明感が増すなか、為替の円高シナリオが定着すれば、業績修正が下方修正方向に一気に振れ、経常増益予想が崩れるリスクがある。年明け以降、内外景気の減速兆候が鮮明となり投資家心理が後退する可能性を念頭に、引き続き05年前半の相場の低迷を予想する。

図4 東証株価指数銘柄の業績修正動向



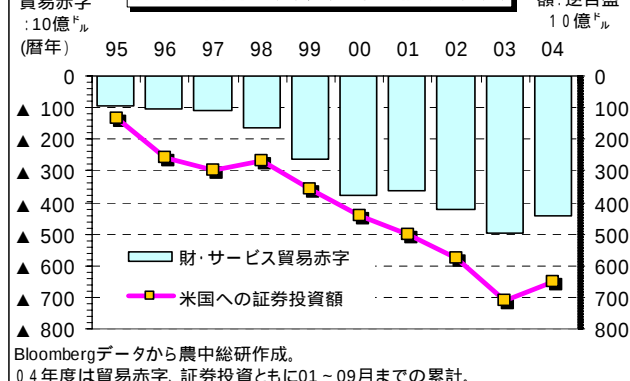
為替相場 = 一段のドル安はありえるが、当面のドル下値は限定的

第2期ブッシュ政権での主要政権スタッフの陣容が固まり、スノー財務長官を当面、留任すると見られている。

米国の貿易、財政の『双子の赤字』をファイナンスする上で海外からの資金流入は必須であり、そのファイナンス・リスクを高めドル資産からの逃避心理をかきたてるような大幅なドル安はありえないだろう。

しかし、双子の赤字是正へ向け緩やかなドル安ならば、放置するという見方が市場には強い(図5)。ドル暴落シナリオは取らないが、一段のドル安の可能性は残る。ただし、一定レベルからは日本の通貨当局による為替介入も米国からは是認されると考えており、ドルの下値は限定的だろう。

図5 米国の貿易赤字と証券投資



(04.11.24)

内外金融市場データ

(農中総研 調査第二部 国内経済金融班作成)

日付	長期金利				短期金利				外国為替				内外株価指数				海外金利			その他		
	新発10年国債利回り	債先10年物期近価格	みずほコーポ新発5年金融債利回り	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円3ヵ月	TIBORユーロ円6ヵ月	金利先物(利回り)中心限月	円ドル・スポットレート東京17:00現在	ユーロ・ドル・スポットレート	ユーロ円・スポットレート東京17:00現在	日経平均(225種)	TOPIX終値	NYダウ工業株30種平均	ナスダック総合	米国財務省証券10年物国債利回り	LIBORドル3ヵ月	独国10年物国債利回り	NY金先物・期近	WTI期近	OPECバスケット価格
04/10/01	1.470	137.66	0.740	0.740	0.001	0.0883	0.054	0.109	0.225	110.39	1.242	137.22	10,985.17	1,117.29	10,192.65	1,942.20	4.187	2.03	4.023	419.50	50.12	43.29
04/10/04	1.535	137.17	0.786	0.781	0.001	0.0883	0.053	0.109	0.245	110.59	1.229	136.36	11,279.63	1,139.45	10,216.54	1,952.40	4.164	2.03	4.034	414.00	49.91	43.28
04/10/05	1.575	136.83	0.815	0.811	0.001	0.0883	0.054	0.109	0.240	110.87	1.231	136.86	11,281.83	1,140.12	10,177.68	1,955.50	4.173	2.04	3.996	418.20	51.09	43.80
04/10/06	1.590	137.05	0.790	0.788	0.001	0.0883	0.053	0.109	0.230	111.27	1.229	136.80	11,385.38	1,147.69	10,239.92	1,971.03	4.220	2.05	3.994	418.40	52.02	44.26
04/10/07	1.575	137.05	0.786	0.783	0.001	0.0875	0.052	0.109	0.220	111.22	1.229	136.65	11,354.59	1,141.84	10,125.40	1,948.52	4.242	2.06	4.017	418.00	52.67	45.08
04/10/08	1.565	137.15	0.781	0.771	0.002	0.0875	0.052	0.109	0.210	110.39	1.241	135.90	11,349.35	1,140.06	10,055.20	1,919.97	4.129	2.06	3.947	423.10	53.31	45.19
04/10/11	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.052	休場	休場	休場	1.239	休場	休場	休場	10,081.97	1,928.76	4.131	2.05	3.955	422.00	53.64	46.04
04/10/12	1.470	138.05	0.722	0.705	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.185	109.84	1.233	135.22	11,201.81	1,126.80	10,077.18	1,925.17	4.098	2.06	3.913	415.10	52.51	46.49
04/10/13	1.485	137.88	0.737	0.720	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.195	109.88	1.235	135.52	11,195.99	1,123.46	10,002.33	1,920.53	4.055	2.07	3.915	413.20	53.64	44.99
04/10/14	1.460	138.23	0.713	0.699	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.190	109.56	1.239	135.85	11,034.29	1,109.64	9,894.45	1,903.02	4.024	2.07	3.890	418.10	54.76	45.48
04/10/15	1.450	138.25	0.713	0.695	0.002	0.0883	0.054	0.109	0.190	109.64	1.247	136.29	10,982.95	1,105.39	9,933.38	1,911.50	4.053	2.07	3.900	418.70	54.93	46.14
04/10/18	1.475	138.04	0.728	0.710	0.001	0.0875	0.054	0.109	0.195	109.29	1.249	136.49	10,965.62	1,101.11	9,956.32	1,936.52	4.041	2.08	3.890	416.20	53.67	45.47
04/10/19	1.495	137.95	0.739	0.723	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.195	109.31	1.251	135.61	11,064.86	1,108.65	9,897.62	1,922.90	4.032	2.08	3.912	420.30	53.29	44.98
04/10/20	1.455	138.29	0.713	0.703	0.000	0.0875	0.053	0.109	0.195	108.31	1.259	136.28	10,882.18	1,093.94	9,886.93	1,932.97	3.980	2.09	3.865	423.50	54.92	45.87
04/10/21	1.425	138.50	0.698	0.687	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.185	107.69	1.262	135.57	10,789.23	1,085.11	9,865.76	1,953.62	3.995	2.10	3.867	424.40	54.47	46.61
04/10/22	1.480	138.01	0.732	0.724	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.190	107.59	1.268	136.02	10,857.13	1,090.84	9,757.81	1,915.14	3.974	2.11	3.862	424.60	55.17	46.52
04/10/25	1.420	138.65	0.689	0.677	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.180	106.61	1.281	136.72	10,659.15	1,075.12	9,749.99	1,914.04	3.970	2.11	3.825	429.00	54.54	46.06
04/10/26	1.420	138.61	0.693	0.681	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.185	106.89	1.277	136.26	10,672.46	1,073.20	9,888.48	1,928.79	3.999	2.12	3.829	426.80	55.17	45.48
04/10/27	1.430	138.55	0.702	0.690	0.000	0.0875	0.053	0.109	0.185	106.81	1.271	135.32	10,691.95	1,074.29	10,002.03	1,969.99	4.082	2.13	3.845	424.80	52.46	44.75
04/10/28	1.485	138.13	0.729	0.721	0.001	0.0867	0.053	0.109	0.185	106.06	1.275	135.46	10,853.12	1,090.25	10,004.54	1,975.74	4.049	2.16	3.890	426.10	50.92	43.59
04/10/29	1.490	138.15	0.723	0.720	0.002	0.0867	0.053	0.109	0.190	105.87	1.280	135.38	10,771.42	1,085.43	10,027.47	1,974.99	4.023	2.17	3.873	429.40	51.76	43.39
04/11/01	1.505	138.01	0.752	0.727	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.190	106.39	1.275	135.74	10,734.71	1,080.50	10,054.39	1,979.87	4.070	2.18	3.866	428.20	50.13	43.31
04/11/02	1.535	137.57	0.787	0.762	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.195	106.47	1.274	135.13	10,887.81	1,094.88	10,035.73	1,984.79	4.047	2.19	3.905	420.80	49.62	41.98
04/11/03	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.282	休場	休場	休場	10,137.05	2,004.33	4.074	2.20	3.894	425.40	50.88	41.44
04/11/04	1.510	137.90	0.764	0.741	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.34	1.287	136.49	10,946.27	1,101.89	10,314.76	2,023.63	4.072	2.21	3.843	430.80	48.82	40.53
04/11/05	1.510	137.81	0.774	0.749	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.10	1.296	136.86	11,061.77	1,112.13	10,387.54	2,038.94	4.173	2.22	3.903	434.30	49.61	38.56
04/11/08	1.540	137.63	0.795	0.770	▲ 0.003	0.0867	0.052	0.108	0.190	105.43	1.292	136.27	10,983.83	1,102.71	10,391.31	2,039.25	4.216	2.26	3.898	433.40	49.09	38.67
04/11/09	1.500	137.96	0.766	0.740	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	105.71	1.290	136.30	10,964.87	1,100.33	10,386.37	2,043.33	4.226	2.27	3.862	436.20	47.37	38.03
04/11/10	1.475	138.15	0.758	0.723	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.180	105.99	1.289	138.09	10,994.96	1,100.74	10,385.48	2,034.56	4.239	2.28	3.866	434.50	48.86	37.73
04/11/11	1.455	138.42	0.743	0.705	0.002	0.0867	0.053	0.108	0.165	106.93	1.291	137.60	10,846.92	1,091.13	10,469.84	2,061.27	4.252	2.29	3.817	435.40	47.42	37.16
04/11/12	1.475	138.21	0.764	0.724	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.170	106.10	1.297	136.96	11,019.98	1,104.02	10,539.01	2,085.34	4.179	2.29	3.778	438.30	47.32	36.96
04/11/15	1.485	138.10	0.766	0.730	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.170	105.32	1.295	136.32	11,227.57	1,123.47	10,550.24	2,094.09	4.186	2.30	3.772	437.30	46.87	36.11
04/11/16	1.465	138.30	0.755	0.719	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	105.47	1.296	136.49	11,161.75	1,120.37	10,487.65	2,078.62	4.206	2.31	3.747	440.50	46.11	35.94
04/11/17	1.470	138.30	0.751	0.718	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.165	105.06	1.303	135.61	11,131.29	1,114.61	10,549.57	2,099.68	4.129	2.33	3.763	445.10	46.84	35.49
04/11/18	1.430	138.64	0.722	0.697	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.76	1.296	135.02	11,082.42	1,110.25	10,572.55	2,104.28	4.113	2.34	3.808	442.90	46.22	36.20
04/11/19	1.435	138.72	0.714	0.695	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.155	104.18	1.302	134.27	11,082.84	1,109.77	10,456.91	2,070.63	4.204	2.35	3.785	447.00	48.44	37.53
04/11/22	1.400	138.95	0.695	0.674	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.19	1.305	134.60	10,849.39	1,089.77	10,489.42	2,085.19	4.178	2.36	3.760	449.00	48.64	38.62
04/11/23	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.309	休場	休場	休場	10,492.60	2,084.28	4.182	2.38	3.743	447.90	48.94	38.69
04/11/24	1.400	138.96	0.694	0.677	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.155	103.29	1.319	135.54	10,872.33	1,090.93	10,520.31	2,102.54	4.198	2.38	3.798	449.30	49.44	N.A.

(Bloomberg データから作成)

最終日(為替レート)は15:30現在。

最近の労働生産性の動向について

南 武志

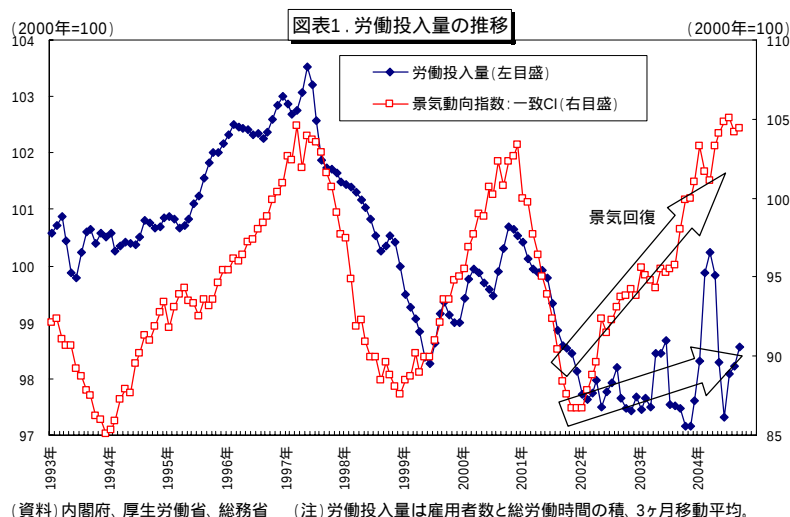
2002 年 2 月以降始まった現在の景気拡大局面も、循環的な側面からはその成熟さが指摘されることが多くなってきたが、とりあえず景気自体は高い水準を維持していると考えられる。この間、企業の雇用過剰感も解消方向へ向かい、雇用指標は概ね改善が見られた。例えば、失業率は 5.5% (02 年 8 月)

から 4.6% (04 年 9 月) まで低下し、有効求人倍率は 0.51 倍 (02 年 2 月) から 0.81 倍 (04 年 9 月) へ上昇している。また、日銀短観でも総じて雇用人員の過剰感はほぼ解消、先行きは不足すると回答する企業も増えつつある。

一方で、雇業者数は上述の雇用指標に見られるほど増加しているわけではない。結果的に見れば、経済成長を労働生産性の高い伸びで支えているとも捉えることができるだろう。なお、03 年の米国経済では労働生産性の向上が新規雇用抑制の一因になっているとの指摘もあったが、日本でも同様の現象が起きているようにも見える。以下では、最近の労働生産性の動向についてまとめた。

景気回復の波及が弱い労働投入量

まず、今回の景気拡大局面において、雇業者数がどの程度増加したかを見てみよう。前回「景気の谷」近辺での雇業者数のボトムは 02 年 5 月の 5,307 万人であるが、足許 04 年 9 月の時点で 5,351 万人であり、年率 0.4% のペ



ースでしか増加していない。今回の景気回復局面における GDP の平均成長率は年率 3.1% だが、これに比べて 0.4% という数字は異常に低いように見える。

更に、労働時間を考慮した労働投入量 (= 雇業者数 × 労働時間) という概念で考えてみよう。図表 1 では、景気実勢 (景気動向指数の一致 CI) との対比で示しているが、04 年初頭に労働投入量は加速する場面も見られたが、その後は減少していることもあり、全般的にみて明らかに労働投入量の伸びは低い。ちなみに、この両者の乖離を労働生産性の上昇分と捉えることも可能であろう。

このような現象が起きた背景には、02 年 1 月の「景気の谷」の時点で、企業は大量な余剰人員を抱えていたことが大きく影響していると考えられる。これは、90 年代後半の米国で話題になったように活発な IT 関連投資^(注 1)によって生産性が上昇したというよりは、不況期に保蔵されていた労働力が有効に活用されたことで (見かけの) 生産性が上昇している面が

大きい、ということを示唆している。

(注 1)世界的には、IT(情報技術)と呼ぶよりも、ICT(情報通信技術)と呼ぶことが多いようである。

労働から見た実質 GDP の寄与度分解

実質 GDP を労働面に注目して分解すると、労働生産性(マンアワー・ベース)、労働者(就業者)、労働時間、の積として表現することができる。これを全微分すれば、経済成長率は ~ の変化率の和として近似できる(注2)。図表2は、景気循環ごとの経済成長率を ~ の要因で寄与度分解したものである。

これによると、90年代以降の労働生産性は緩やかに低下しつつも、年率1%台後半で推移していることがわかる。また、90年代に日本の経済成長率が低迷した原因は、80年代と比較して労働生産性が低下していることも一部影響しているが、それよりも年間1,800時間労働を目指した時短政策の影響で、労働時間そのものが大きく減少したことの方が寄与度としては大きいことも判明する。もちろん、景気の長期低迷に伴って、労働需要量そのものが低下した可能性もあり、その場合にはマクロ

の景気調整政策そのものの失敗が原因ということにもなる。

$$(注2) \quad GDP = f(A, B, C) = A \times B \times C \quad \text{と表せる}$$

とすれば、この式を全微分すると、以下ようになる。

$$dGDP = \frac{\partial GDP}{\partial A} dA + \frac{\partial GDP}{\partial B} dB + \frac{\partial GDP}{\partial C} dC$$

つまり、GDPの微小な変化は、A、B、Cのそれぞれの微小な変化の合計として示される。

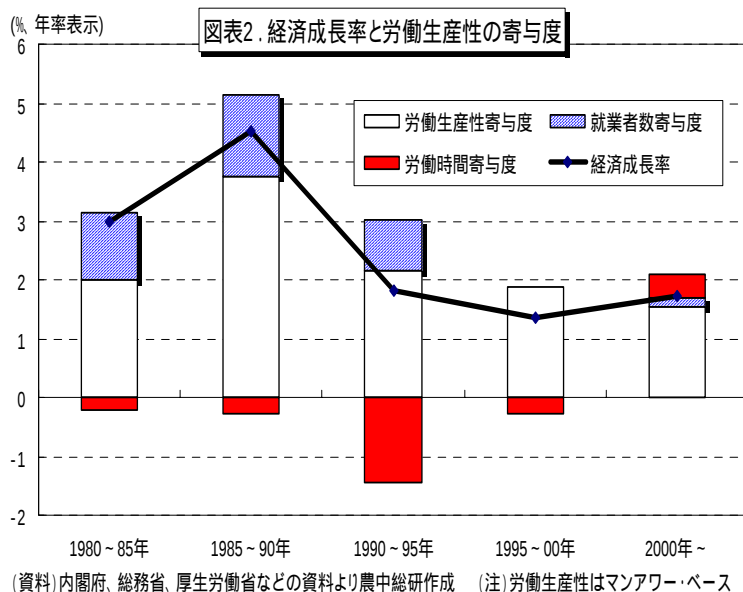
生産性上昇がデフレにも影響？

1990年代後半の日本企業は、雇用・設備・債務のいわゆる「3つの過剰」を抱え、その解消を目指してリストラに注力したとされる。特に、雇用面においては、企業は90年代を通じて高止まっていた労働分配率を引き下げするため、人員削減に加えて、賃金水準も抑制していた。

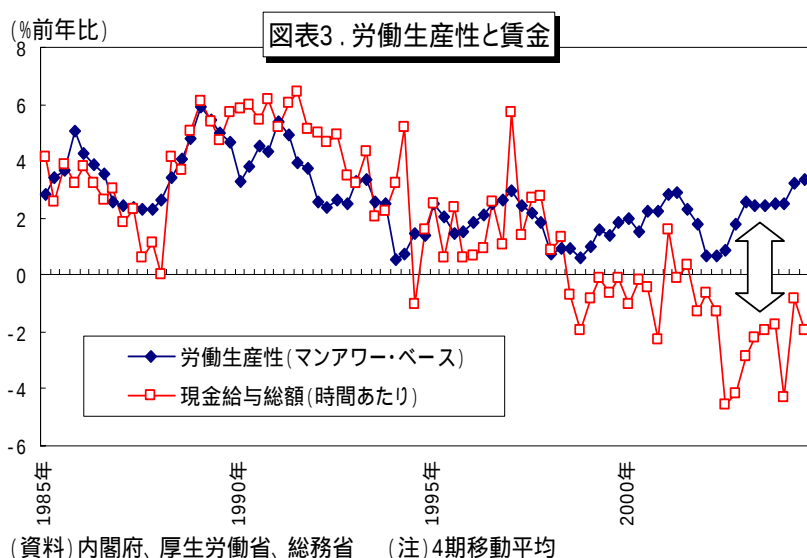
一般に、労働生産性の上昇は経済成長を下支えすると同時に、物価上昇を抑制する面も兼ね備えている。物価上昇要因である賃金コストの上昇は、労働投入1単位当たり賃金の上昇率から労働投入1単位当たりの労働生

産性の上昇率を差し引いたものに等しい。つまり、労働生産性の上昇は賃金上昇を相殺する効果をもっており、最終的に物価上昇の抑制要因となる。

図表3は、労働生産性(マンアワー・ベース)と現金給与総額(時間あたり)の変化率を示しているが、企業が雇用リストラを強化する90年代後半までは概ね同じような動きをしていたのに対し、それ以降は大きく



乖離している。つまり、企業としては、賃金として支払うことが可能だったはずの労働生産性上昇分を実際には支払わず、それが物価抑制に少なからず影響したとの仮説もありうる。加えて、近年では中国など新興工業国の勃興に伴った競争激化から、特に工業製品を中心にマーク



アップ率が圧縮されている。永らく持続するデフレの原因として、貨幣的側面が強調されることも多く、それ自体は否定しないが、こうした実物的側面も少なからず影響している可能性があるだろう。

いくつかの留意点

最後に留意すべき点を指摘しておく、一般的に労働生産性は景気回復時には上昇し、悪化時には低調な動きを示すとされる。そのため、この数年間のような景気回復期には労働生産性は上昇して当然であり、それ自体は大きな意味はもたない。なお、景気拡大が永遠に続くことがない以上、現状の労働生産性を前提に、様々な議論を行うべきでもないだろう。最近、内閣府や一部の民間エコノミストの中で、日本の潜在成長率がこのところ上昇しているのではないかと指摘する意見も増えつつある。資本ストック量や労働力人口に伸びが見られない中で、潜在成長力が回復するためには生産性(特に全要素生産性:TFP)上昇率が以前と比べて拡大している必要がある。TFPの計測を巡っては、実質資本ストックの推計を巡っては重大な障害もあり、計測結

果も正反対な結論を出すものがある。それゆえ、TFPが90年代を通じてどのような動きをしたのか、おいそれと論評することはできないのが現実である。また、12月にはSNA統計の作成方法に連鎖方式が採用されることになっている。これにより、実質GDPは従来の公表値より下方修正される公算が高い^(注3)。こうした点などに考慮し、今後更に分析を深める必要がある。

(注3) 11月18日に公表された1995年を参照値とした連鎖方式による試算値では今回の景気拡大局面における平均成長率は上記の3.1%から2.1%へと下方修正された。なお、12月8日には2000年を参照年とする統計が公表される予定であり、上述の通りになるとは限らない。

地方大都市での住宅投資

田口 さつき

近年、品川など東京都区部で大型分譲マンション建設が盛んに進められ、全国分譲住宅着工戸数の下支え役を果たしていた(図1)。全国分譲住宅着工戸数に占める東京都区部の割合は01年に16.6%だったが、03年には23.5%に大きく上昇した。

しかし、開発のピッチがあまりに急だったため、マンション在庫が積み上がり、大幅な値引きが行われたようである。また、一部の地域では小学校などの公共施設の整備が追いつかないため、行政が建設の中止または延期を事業者に要請するといったトラブルが起こった。これらなどから、04年度に入り都区部の住宅投資は(依然高水準ながらも)前年同期比でマイナスになってきた。

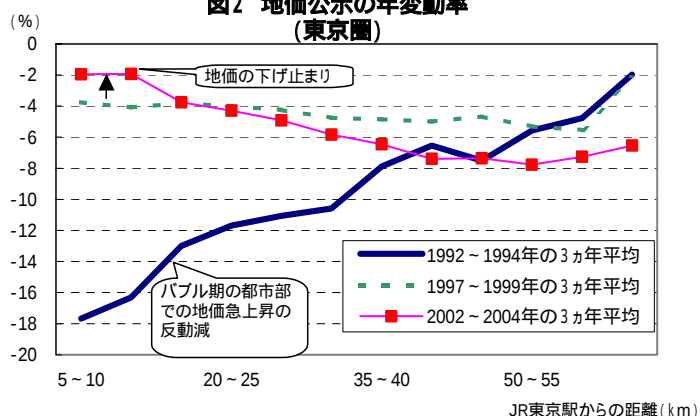
その一方、マンション開発を行う動きは地方都市に広がってきている。13政令指定都市での分譲住宅着工戸数は、04年4~6月期に前年同期比横ばい、7~9月期に同+23.1%となった。

利便性の高い地域での住宅投資は、需要があることから、一定の収益がでる限り続くと

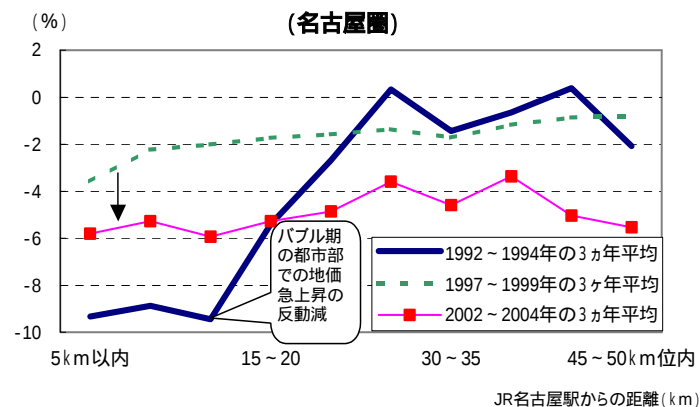
見られる。この収益性を構成する要素の一つが地価であろう。

都区部では、分譲マンション開発に伴い、地価の下げ止まりが生じ(図2)、過去に比べマンション投資の収益性は低くなっていると思われる。一方、地方の大都市では、04年1月1日時点の地価公示でも大きな前年比マイナスを記録していた。現在進められているマンション開発により、地方の大都市でも東京と同様地価の下げ止まりがおこる可能性はあるが、目下のところ土地の下落率は大きく、収益を出せる余地は充分にある。

図2 地価公示の年変動率(東京圏)

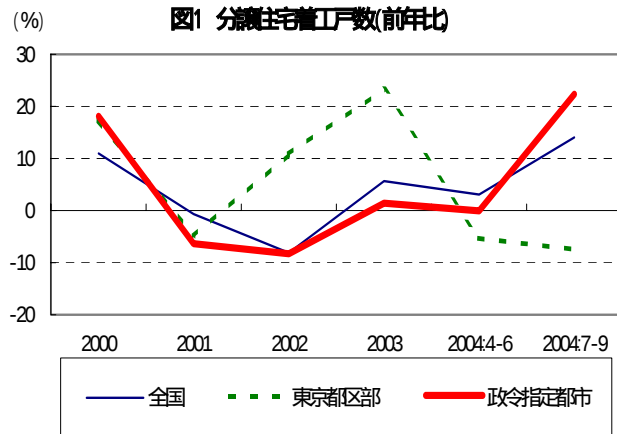


(名古屋圏)



国土交通省「地価公示」より農林中金総合研究所作成
(注) 1992~1994年、1997~1999年の中心地からの距離は、km以上~km未満
2002~2004年の中心地からの距離は、km超~km以下

図1 分譲住宅着工戸数(前年比)



住宅着工統計は農林中金作成

足下粘り強いが今後緩やかな減速が見込まれる米国景気

永井 敏彦

要旨

- ・ 足下では、原油価格高騰という逆風を受けつつも、景気が予想外の粘り強さを示している。景気への不安感が弱まったことや、物価がややジリ高であることを背景に、FRBは、利上げを継続している。
- ・ しかし今後需要先食いの反動等により、景気は再び減速に転じる公算が高い。

足下粘り強さを示す景気

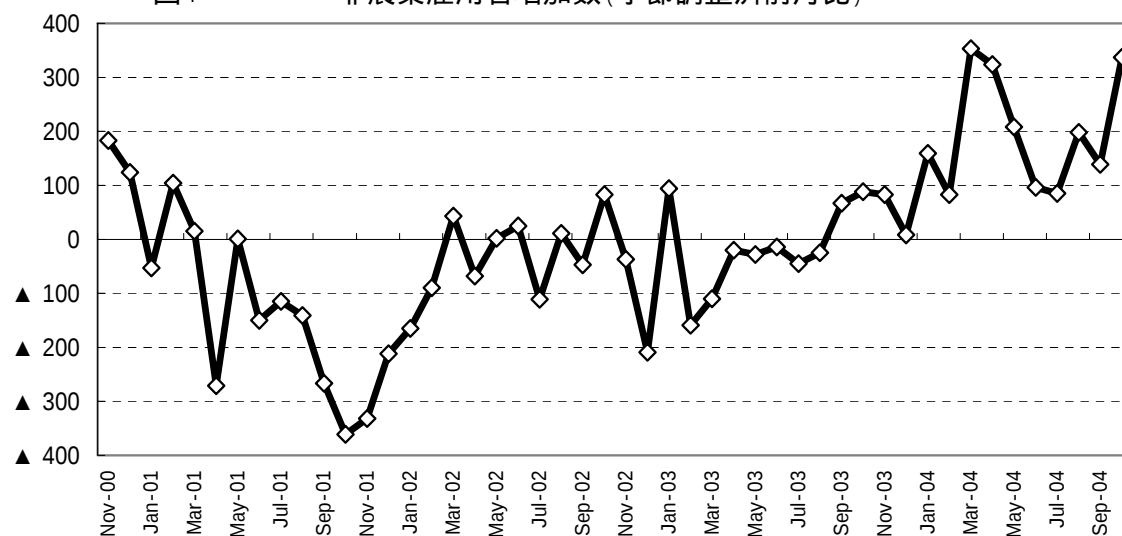
原油価格高騰という逆風を受けつつも、景気は予想外の粘り強さを示している。

04年7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は+3.7%(前期比年率、以下成長率表示も同様)となり、4-6月期に鈍化した成長率(+3.3%増加)がやや持ち直した形となった。成長率好転の主因は、個人消費と設備投資の増加率がそれぞれ+4.6%、+11.7%と比較的強かったことである。個人消費を押し上げた要因は耐久財消費(+16.8%増加)である。自動車売上が比較的堅調に推移したことによる。一方設備投資においては、コンピュータやソフトウェア等情報処理機器投資が+4.4%増加と伸び悩んだが、産業機械投資が+30.1%増加、

輸送機械投資が+26.7%増加と、投資増加の裾野が広がった。

足下の経済指標でも、好転を示すものが多い。10月の雇用統計によれば、非農業雇用者数は季調済前月比で+33万7千人の増加と、04年3月以来の高い伸びとなった(図1)。この雇用情勢の改善が影響しているとみられるが、ミシガン大の消費者センチメント指数は11月に92.8と、対前月で+1.1ポイント上昇した。また10月の住宅着工戸数は季調済前月比で+6.4%増加し、9月の落ち込み(▲5.6%減少)を挽回する粘り強さを示した。そして10月の鉱工業生産指数は季調済前月比で+0.7%となり、8月(+0.1%)と9月(▲0.1%)の低迷から上向いた。

図1 非農業雇用者増加数(季節調整済前月比)



資料: 米国労働省

また10月27日に発表となったFRBのBeige Book(地区連銀景況報告)で、各地区の報告を総合すると、「経済全体は9月から10月上旬にかけて拡大を続けたが、拡大テンポは地域によってまちまち。」という内容であった。前回の9月8日の報告でみられた、「いくつかの地域では前回報告よりも成長率が緩やかになった。」という表現が削除されたことから、FRBが景気判断を一步前進させたのではないかと、という見方も出た。

利上げを継続するFRB

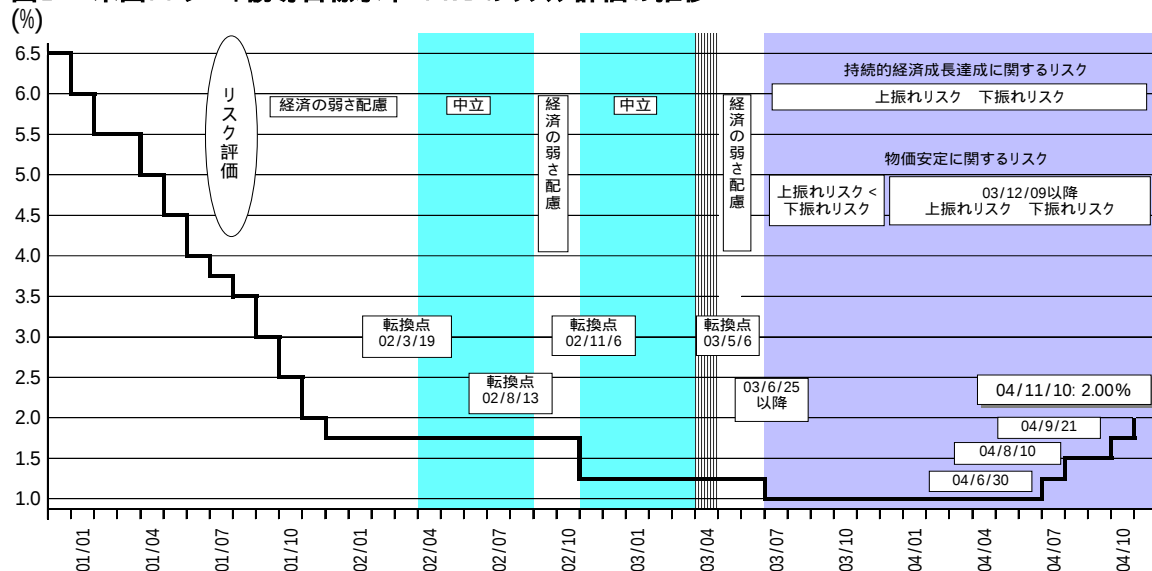
FRBは11月10日のFOMC(連邦公開市場委員会)で、FFレート誘導水準を0.25%引き上げ2.00%とすることを決定した(図)。今回利上げは6月30日、8月10日、9月21日に続き四回目である。

今後数四半期にわたる景気・物価に関する

リスク判断は、前回9月21日と同じである。即ちFRBは、持続的経済成長及び物価安定の上振れリスクと下振れリスクはほぼ等しいとみている。また今後の金融政策の方向性に関しては、「慎重に状況をみながら緩和的な政策を解除することは可能である。それにもかかわらず、経済見通しの変化があれば、物価安定維持という目標達成に必要な範囲内で、それに沿った行動をとる。」と表現しており、これも前回同様であった(表)。

一方経済全般に関する情勢判断は、「エネルギー価格上昇にもかかわらず生産は緩やかなペースで増加しており、労働市場の状況も改善した。」と、前回よりもやや好転したニュアンスになっていた。またインフレ期待に関する表現については、前回の「最近緩やかになった。」から「十分抑制されている。」へと変更されており、今後一段と留意してみていく必要

図2 米国FFレート誘導目標水準・FRBのリスク評価の推移



資料: FRB Press Release より農中総研作 (注) 縦線は地政学上の不透明さを背景に評価を留保した時期

表 今後の金融政策に関する表現

2003/8/12～	緩和的な金融政策が、かなりの期間にわたり維持されるであろう。
2004/1/28～	緩和的な金融政策を解除することについて、忍耐強いられるであろう。
2004/5/4～	慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除することは可能である。
2004/6/30～現在	慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除することは可能である。それにもかかわらず、経済見通しの変化があれば、物価安定維持という目標達成に必要な範囲内で、それに沿った対応をとる。

資料: FRB Press Releaseより農中総研作成

があることを示唆した。

このようなFRBの情勢判断の背景には、10月下旬以降の株価の順調な回復など経済の好転を示す材料が多くなったこと、及び9月の消費者物価統計で食料・エネルギーを除いたコアインフレ率(前年同月比)が+2.0%とジリ高を続けていることがあるとみられる。

次回FOMCは12月14日である。これまで「エネルギー価格の高止まりが景気を減速させる懸念も依然払拭されていないなか、クリスマス商戦の真っ最中に利上げを行うことは考えにくく、今回の利上げは見送られるのでは」、という見方が多かった。しかし、既に説明してきたように、景気は予想外の粘り強さを発揮している。また消費者物価指数がジリジリ上昇しており、前年同月比でみると、10月の全項目指数は3.2%上昇、食料・エネルギーを除いたコア指数は2.0%上昇となり、いずれも04年年初に物価上昇率が底打ちして以来最高の水準となった。このため、次回FOMCでも利上げが実施されとの見方が、やや強くなっている。

今後景気は再び緩やかな減速へ

以上みてきたように、足下では景気好転を示唆するような指標が増えているものの、今後再び減速傾向がみられよう。

その根拠としては、減税や住宅ローン・リファイナンス効果の弱まりに加え、エネルギー価格高騰の影響が暫く残ることがあげられるが、それに加えて以下の動きも見逃せない。

大手自動車メーカーは、今年の第4四半期(10~12月期)の生産計画下方修正に基づき、既に減産を実施している。これに伴い、レイオフも増加するとみられる。この背景には、自動車販売在庫の過剰感がある。ビッグ3の自動車販

売在庫日数は明らかに上昇しており、特にGMの販売在庫日数はこの10月に95日となり、看過できない水準に達した。ビッグ3は、販売在庫を捌くために、ここ数年間ゼロ金利ローン適用など販促による需要先食いに依存してきた。しかし、もはやこうした需要喚起策だけでは不十分となり、供給抑制に踏み込まざるをえなくなったのである。これまでGDP成長率にプラスに寄与してきた在庫投資は、今後そのプラス寄与を縮小させるか、マイナス寄与に転じるであろう。

次に、設備投資に関する特別加速度償却制度が04年末をもって打ち切りになる。従って設備投資については、年内には駆け込み需要が見込まれる。しかし逆に、05年前半にはその反動により伸びが鈍化するとみられる。

なお05年に入れば、FRBが最初の利上げに踏み切ってから半年が経過する。年明け以降数ヶ月経過すれば、金利上昇効果が徐々に現れるとも考えられ、景気の足取りにどのような影響をもたらすか、留意が必要である。

「日経商品指数」

～ 原材料価格の総合的な動きから景気動向を知る ～

木村俊文

世界情勢に反応する商品市況

商品市況には、原油や金、アルミ、コーヒー、小麦など個別の商品価格のほかに、商品市況全体の動向を示す「商品価格指数」がある。商品市況は、単に商品の需要と供給という側面だけではなく、為替相場や内外金利の変動、天候、経済政策など、世界の政治・経済情勢に敏感に反応する。

世界の商品価格指数、すなわち世界的な原材料の価格動向を示す国際商品市況の代表的な指標には、アメリカン・インターナショナル・グループ・インク(AIG)社とダウ・ジョーンズ社による「ダウ・ジョーンズ AIG 商品指数」や米国コモディティ・リサーチ・ビューロー社の「CRB 先物指数」などがある。

一方、わが国の代表的な商品価格指数に

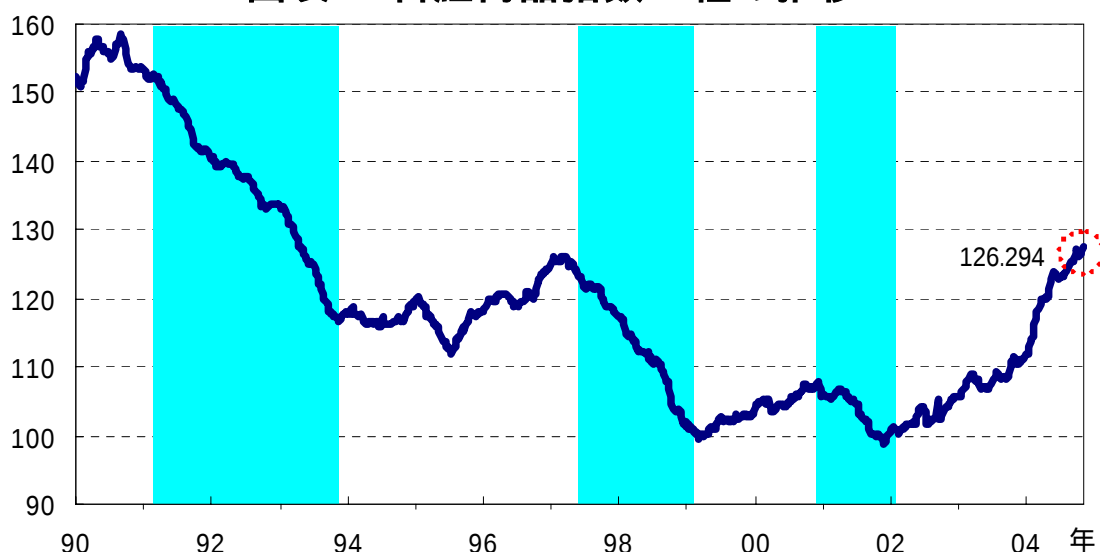
は、日本経済新聞社により作成されている「日経商品指数」がある。今回は日経商品指数について解説する。

速報性が高いが物価全体は示さず

日経商品指数は、鉄鋼や非鉄金属、石油製品などの主要商品で構成され、景気動向を敏感に反映するという点で、きわめて速報性の高い価格指数である。

日経商品指数は、需給状態が景気の動きに反応しやすい約5000品目について、日本経済新聞社が価格を調査し、このうち取引条件が安定しているなど一定の条件を満たす品目の価格を指数化したものであり、1970年平均を100として示している。国内商品の価格動向を把握しやすい「17種」を日次で発表

(1970年=100) 図表1 日経商品指数42種の推移



日本経済新聞社、内閣府資料より農中総研作成
(注) シャドー部分は景気後退期を示す。

し、さらに品目を増やした「42種」を週次で発表している。

日経商品指数は、振幅が大きいものの、海外の同品目の価格動向を受けて、国内の企業物価よりも上昇・下落の反応が早い、

また為替相場など需給以外の要因に敏感に反応する傾向がある、といった特徴をもっている。

ただし日経商品指数には、いくつかの留意点もある。採用品目が少なく、ウェイトを付

図表2 日経商品指数の個別品目と前年比変化率(04年10月末)

区分	商品名		変化率%	区分	商品名		変化率%
総合	日経商品指数42種		13.5				
鋼材	1	棒鋼19ミリ異形	○	木材	22	米材ツガ正角	0.0
	2	山形鋼 6×50	○		23	ヒノキ正角	0.0
	3	H形鋼200×100	○		24	杉小幅板	0.0
	4	冷延薄鋼板1.6ミリ	○		25	合板12ミリ	5.6
	5	熱延厚中鋼板12ミリ	○	化学	26	カセイソーダ	0.0
	6	構造用鋼SC			27	純ベンゼン	28.3
	7	ステンレス鋼板304			28	塩ビ樹脂	5.0
非鉄金属	8	銅地金	○		29	低密度ポリエチレン	11.1
	9	鉛地金	○	石油製品	30	ガソリン	12.1
	10	亜鉛地金	○		31	灯油	45.7
	11	すず地金	○		32	軽油	39.9
	12	アルミニウム地金	○		33	C重油	28.9
	13	黄銅丸棒 25ミリ		紙	34	段ボール原紙	0.0
	14	銅条1.5×100			35	上質紙	▲ 1.6
繊維	15	綿糸 40単	○		36	コーテッド紙 A2	▲ 3.8
	16	毛織糸48双糸	○	食品	37	食品大豆	○ 12.5
	17	スフ糸 30単	○		38	大豆油	17.1
	18	生糸27中4A	○		39	精糖上白	○ 4.7
	19	アクリル紡績糸32双		その他	40	牛原皮	▲ 6.1
	20	ポリエステル糸 75D			41	天然ゴムRSS3号	○ ▲ 12.6
	21	ナイロン糸 70D			42	セメント バラ積み	3.4
				(参考)	ニューヨーク原油先物(WTI)		60.8

日経商品指数42種より作成

(注) ○印は17種採用品目。シャドー部分は42種総合以上の伸びを示す。生糸27中4Aは前年データを入手できず。

けずに価格集計(無加重幾何平均)しているため、総合的な物価水準を表すものではない。

無加重幾何平均のため、振れの大きい個別品目がある場合には、その分だけ総合指数が影響を受けて変化してしまう。このため総合指数が大きく変化した場合には、どの個別品目の動きによるものなのか注意して見る必要がある。電子部品・デバイスなどハイテク関連の品目は採用されてないため、この分野の動向を把握するには別の指標を見る必要がある。

景気に先行して反応

日経商品指数のなかでも42種は、内閣府の景気動向指数の先行系列にも採用されており、景気判断の先行指標として活用されることが多い。図表1に示すとおり、景気の後退・回復それぞれの局面に対して、早く反応する傾向がある。

04年10月末の日経商品指数42種は、126.294(前月末比0.116ポイント上昇)と、1ヵ月連続で上昇し、1993年4月以来11年半ぶりの水準に達した。11月に入ってから

引き続き上昇しているが、一部に景気の減速感が出始めたことから上昇幅は縮小している。

これまでの商品価格上昇の背景には、米国をはじめとする世界経済の回復に伴う原材料需要の増加のほか、北京五輪(2008年)や上海万博(2010年)を控えた中国で、固定資産投資が活発になったことから鋼材などの需要が急拡大したことなどが挙げられる。また原油価格の高騰を背景に、灯油や軽油などの値上がり加速した。

図表2のとおり、前年同月比で見ると04年10月末の日経商品指数42種は13.5%だった。価格が前年を大きく上回った商品は、鋼材、非鉄金属、石油製品などである。

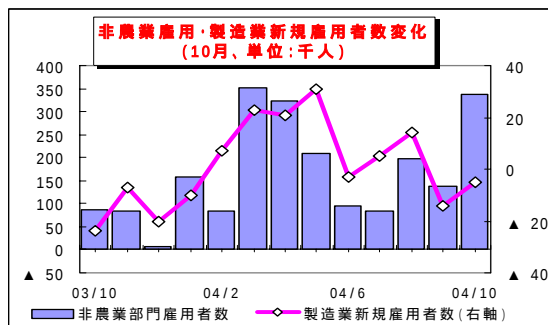
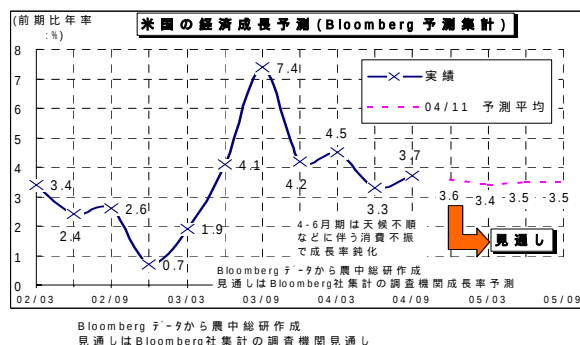
しかし先行きを展望すると、中国が引き締め政策に転じたことから同国での固定資産投資が抑制されるなど、世界景気の減速とともに、商品市況の高騰にも歯止めがかかると想定される。

景気が転換局面に近づいていることもあり、しばらくは商品市況の動向を注意して見る必要があるだろう。

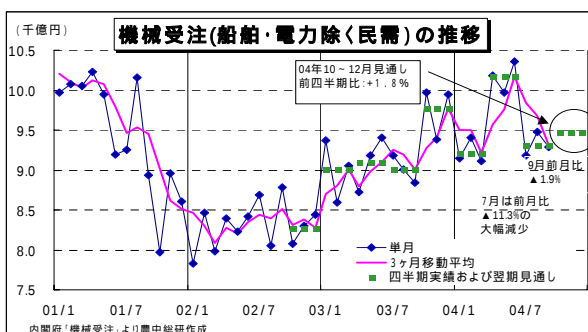
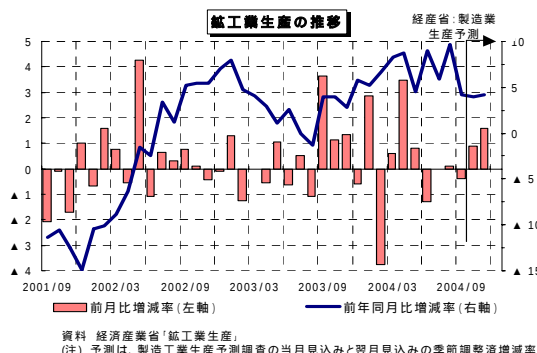
今月の情勢 ～経済・金融の動向～

最近の経済・金融情勢

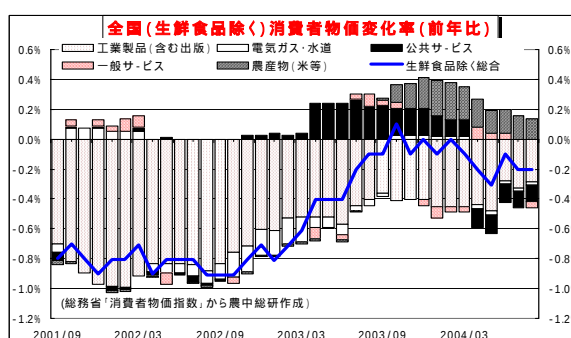
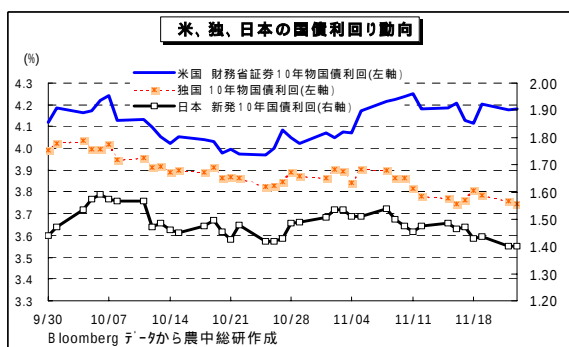
- 米国では、消費や設備投資の伸びから7～9月期のGDP成長率が前期比年率 3.7%と、引き続き景気が拡大している。この動きを反映して10月の非農業雇用者数は33.7万人と大幅増加し、原油価格の反落や株価上昇などから消費者センチメント指標も一部反発している。ただし原油価格の高止まりから先行き成長鈍化の懸念が生じている。米国の政策金利(フェデラルファンド・レート)は11月10日に0.25%引き上げられ2.0%になったが、前述の先行き不透明感から長期金利は低位で推移している。



- わが国では、7～9月期のGDP成長率が前期比 0.1%（1次速報）と、伸び率が鈍化した。電子部品・デバイス等ハイテク関連業種で生産調整の動きが続いていることに加え、輸出が弱含んだことなどから、生産が横ばいとなっている。また設備投資は、先行指標となる機械受注が9月に前月比減少し、7～9月期全体でも前期比▲8.4%と減少した。さらに台風・豪雨、地震など自然災害の影響から消費者マインドも低下している。



- 米国の経常赤字は正のため緩やかなドル安放置との見方が広がり、ドル円外為相場は一時 102 円台まで円高となった。日本の長期金利は、1.4% 台まで低下している。企業物価の上昇が続いているものの、消費者物価は小幅上昇をたどっている。日銀・展望レポート(10 月)による 05 年度の消費者物価予想は中央値で前年度比 0.1% 上昇だが、市場参加者は日銀による量的緩和政策が当面継続されるとの見方が大勢を占めている。



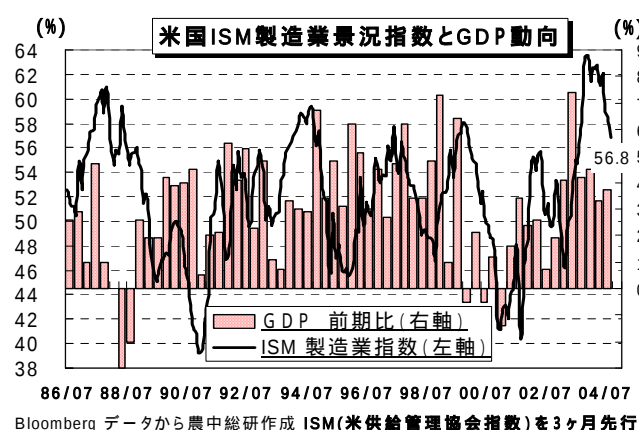
最近の主な出来事

月日	政治・財政	経済・金融	海外・その他
10月23日(土)		新潟県中越地震発生	
10月28日(木)		石油元売各社、石油製品の卸売り価格を11月から1リットルあたり2円前後値上げすると発表	中国人民銀行(中央銀行)、政策金利の9年ぶりの引き上げを決定
10月29日(金)	日銀、経済・物価情勢の展望で基本的見解を示すとともに、金融政策の現状維持を決定		
10月31日(日)	政府、イラクで武装組織に拉致・拘束された日本人男性が殺害されたことを確認したと発表		
11月1日(月)	日銀、20年ぶりに図柄を刷新した1万円札、5000円札、1000円札の3種類の日銀券を発行		
11月2日(火)		来季からパ・リーグに参入する新球団に、インターネット商取引大手の「楽天」が決定	
11月3日(水)			米大統領選、民主党のケリー氏が敗れ、共和党現職のブッシュ大統領の再選が決定
11月4日(木)			欧州中央銀行(ECB)、ユーロ圏12か国の政策金利を年2.0%のまま据え置くことを決定
11月7日(日)			イラク暫定政府、国内の治安悪化を受け、60日間の「非常事態宣言」を発令
11月8日(月)			駐留米軍とイラク治安部隊、武装勢力掃討のためファルージャ総攻撃を開始
11月10日(水)	国籍不明の潜水艦(のちに中国と判明)が日本の領海内を潜航	関西、北陸、中国の電力3社、来年4月からの電気料金引き下げを発表	米FRB(連邦準備制度理事会)、政策金利を0.25%引き上げ、年2.0%とすることを決定
11月11日(木)			PLO議長のヤセル・アラファト氏が死去、後継議長にアッバス前首相が選出
11月14日(日)	第3回日朝実務者協議が終了		天皇家の長女、紀宮さまの婚約が14日までに内定
11月15日(月)			米パウエル国務長官とアーミテージ副長官が辞表提出、後任の長官はライス大統領補佐官
11月16日(火)	金融庁と東京証券取引所、情報開示規制の強化策を発表	東京証券取引所、西武鉄道の株式を上場廃止に決定	
11月18日(木)	政府・与党、三位一体改革の基本的枠組みを取りまとめ		

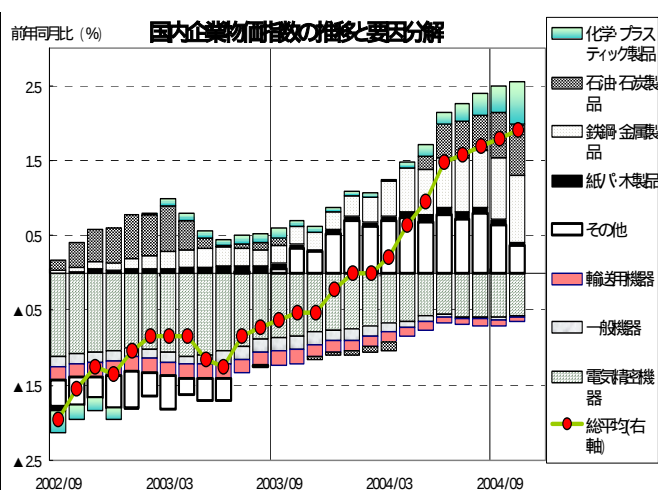
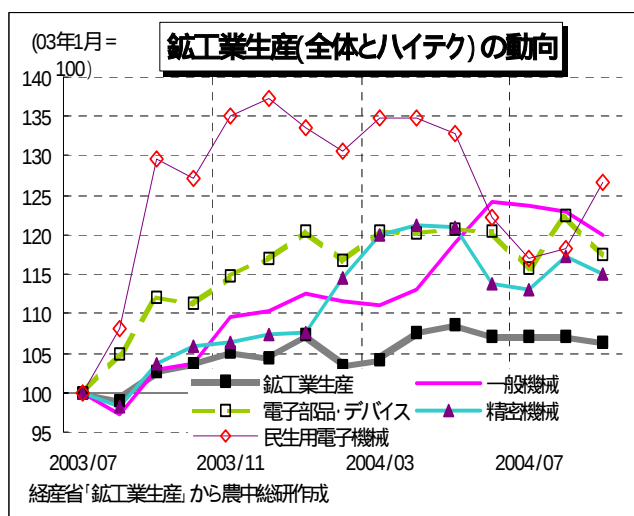
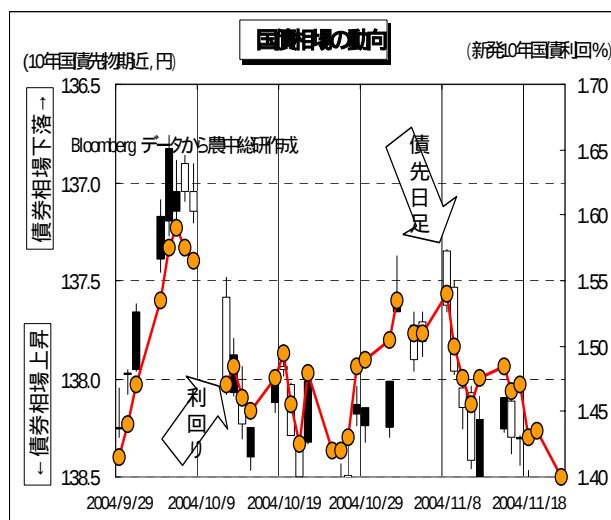
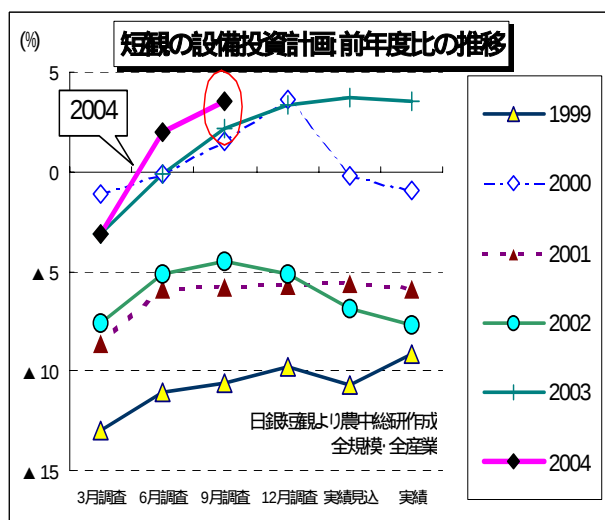
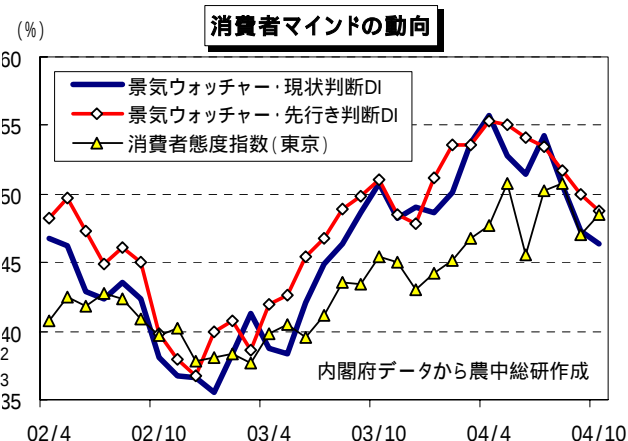
政府と日銀の景況判断

年 月		政府月例報告		日銀金融経済月報	
2003年	11月		景気は <u>持ち直している</u>		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、着実な回復が続いている。		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、着実な回復を続けている		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、着実な回復を続けている		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、着実な回復を続けている		<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</u> を続けている		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、堅調に回復している		回復を続けている
	9月		堅調に回復している		回復を続けている。なお <u>原油価格の動向</u> と、その内外経済への影響について留意
	10月		堅調に回復している		回復を続けている
	11月		<u>このところ一部に弱い動きはみられるが、回復が続いている</u>		輸出、生産の増勢に一服感がみられるものの、 <u>全体として回復を続けている</u>

内外の経済金融データ



(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)	10月～05 年3月	1月 通常国会	10月 厚生年金保険料引き上げ (13.58% + 0.354%) 10月 東京電力が電気料金を5.2% 引き下げ(次年度も引き下げる方 針) 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 12月～1月 NTTグループが固定電 話の料金を順次値下げ 1月 中部、北陸、九州電力が料金 引き下げ 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 イラク暫定議会選挙
05年度 (H17)	4月～9月	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) 3～9月:愛知万博 4月:関西、中国、北陸、北海道電 力が料金引き下げ 4月:雇用保険料の引き上げ (1.4%から1.6%) 4月:国民年金保険料の引き上げ (月額280円) 4月:住民税分の配偶者特別控除 の廃止	英国でG8サミット
	10月～06 年3月		10月末 TOPIX浮動株比率の段 階的な調整開始 固定資産の減損会計完全実施(06 年3月期から) 1月～定率減税(3.3兆円)の段階的 な縮小・廃止を実施 デフレ脱却時期目標:05年度以降	秋頃 PS等次世代ゲーム機 相次いで投入との観測 EU上場企業によるIASBの国 際財務報告基準(IFRS)採用 12月 イラク正式政権の樹立 (多国籍軍の駐留期限)
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 06年中 Windows XP後継バー ジョンを市場投入 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)

(2004 年 11 月 17 日発表)

2004、2005 年度改訂経済見通し

～ 05 年度半ばにかけ景気悪化。消費者物価の下落残るが緩和政策変更リスクに注意～

㈱農林中金総合研究所
問い合わせ先: 調査第二部 国内経済金融班
電話 03-3243-7357
当社HP: <http://www.nochuri.co.jp>

< 『連鎖方式』での実質GDPデータに基づく見通しの改訂について >

本稿の改訂経済見通しは 04 年 11 月 17 日に報道機関等に発表したものでありますが、18 日に内閣府は実質国内総生産(GDP)の計算方式を、現行の『固定基準年(現在 1995 年)』方式から基準年を毎年更新していく『連鎖』方式へと変更すると公表しました。

この新方式への移行は 12 月 8 日発表予定の 04 年 7～9 月期GDP2 次速報からであり、農林中金総合研究所においても 04 年 7～9 月期GDP2 次速報発表後、新方式データに基づく見通しの改訂を速やかにおこない、当総研HP上などで発表していきたいと考えております。

従いまして、本稿の見通しは現行『固定基準年』方式のGDPデータに基づく見通しであることをご理解の上、改めて『連鎖』方式データに基づく見通しをご参照いただきたいと存じます。

2004年度、2005年度改訂経済見通し

～05年度半ばにかけ景気悪化。消費者物価の下落残るが緩和政策変更リスクに注意～

2004年11月17日

04年度の予測：実質GDP+2.8%成長に下方改訂

実質GDP成長率予測を+2.8%に下方改訂する。民需寄与度が+2.6%(うち民間企業設備投資の寄与度は+1.0%)、公需寄与度が▲0.3%、外需寄与度が+0.5%と試算。04年度名目GDPは+0.9%と03年度に続きプラス成長となる。

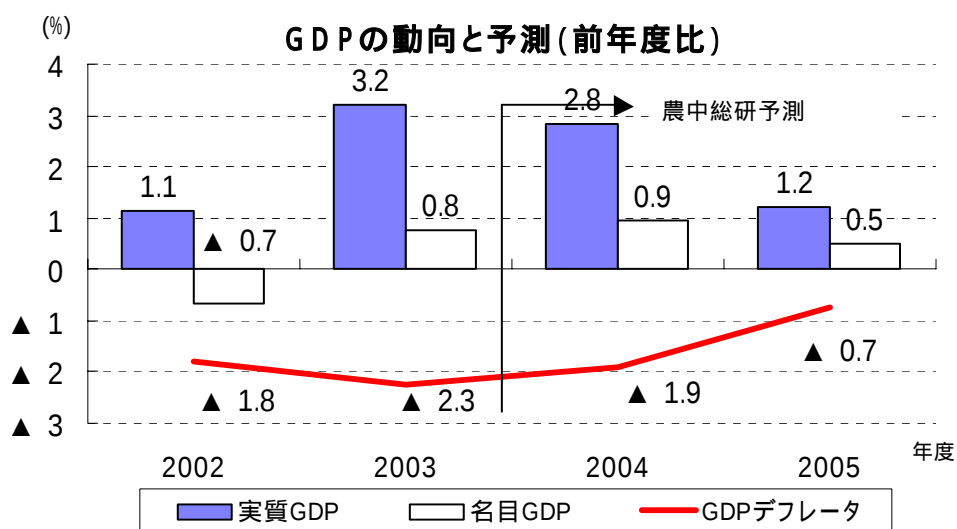
04年度上半期^注は、製造業を中心とする賃金増加やパートタイマーの常用雇用回復など雇用環境の改善継続を背景に、デジタル家電等耐久財購入の好調や猛暑に伴う夏物商品の底上げから家計等民間最終消費が高い伸びを継続した半面で、民間企業設備投資の加速が一服。外需(輸出等-輸入等)では実質(数量)ベースの財輸出が伸び悩む一方、財輸入の堅調およびサービス収支の赤字拡大から、7～9月期に8四半期ぶりにマイナス寄与となった。04年度上半期(04年4月～9月)の実質GDP成長率は前年同期比：+4.0%(前半期比：+1.1%)であった。

^注04年4～6月期2次速報時点の上半期・実質GDPは03年度比：+2.7%率の予測であったが、04年度上半期(4～9月)の実質GDP実績は03年度比：+2.5%と予測を下回った。また、04年度GDP成長率のスタート台(ゲタ)はデータの遡及改訂があったが、2.1%と変わっていない。P.26参照。

下半期には、一時的・特需的效果の剥落や税・年金保険料などの負担増から、民間最終消費の伸びが低下。米国経済の減速傾向や中国の景気過熱抑制策から、輸出の伸びの鈍化が続く。民間企業設備投資は7～9月期に比べ盛り返すが、投資計画の実行範囲内のものであり設備投資はスピード調整の段階に移行していると見る。なお、災害復旧(予算合計1兆円で年度内0.5兆円執行)以外の公共投資追加は想定しない。

この結果、GDP成長率は05年1～3月期に前年同期比：1%台前半に減速し、**下半期を通じては前年同期比：+1.8%(前半期比：+0.8%)へ低下を予測する。**

GDPデフレーターは前年比：▲1.9%の下落と予測。デフレ状況は続いているが、04年度上半期の前年比▲2.4%の下落に対し、下半期には商品市況上昇の価格転嫁の波及から前年比▲1.4%へ下落幅が縮小する。消費者物価(除く生鮮食品)は、原油高騰に伴う価格転嫁を主因に04年度下半期に一時的にプラスに浮上するが、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、通信・電力料金値下げ、米価下落、円高効果から**持続的な上昇基調には至らないと予測する。**



05年度見通し:実質GDP+1.2%に成長率低下

原油価格が世界需要の増加鈍化などから反落し、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を基本シナリオとしている。

しかし、ハイテク関連の製品需要が鈍化・減退、設備ストックの調整圧力とともに、利上げ効果、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4.4%から05年には上半期(1~6月):前年同期比+3.0%、下半期(7~12月)は同じく+2.5%と2%台に低下すると予測。

欧州経済の成長は2%を下回ると見る。また、中国も景気過熱抑制策の継続から成長率が8%台前半に低下する。

これらが相まって、世界経済の成長が減速し、輸出の低迷、民間企業の設備投資の調整が起こると予測。家計消費には雇用改善の支援要因があるものの、税・社会保険料の負担増加に伴う可処分所得の伸び悩みが響き、伸び率は1%台前半に鈍化する。

また、災害復旧事業の05年度の持ち越し(0.5兆円)はあるが、国の公共事業予算の削減方針(04年度比:▲3%程度)が継続。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を小幅下回る。

これらより、05年度の実質GDPは+1.2%成長に低下すると予測。民需寄与度は+0.7%にとどまり、公的需要寄与度が+0.4%、外需寄与度が+0.1%。また、05年度上半期(05年4月~9月)が前年同期比:+1.5%(前半期比:+0.7%)、下半期(05年10月~06年3月)は前年同期比:+1.0%(前半期比:+0.2%)となる。年度中では05年7~9月期に民間企業設備投資の減少などから実質GDPが前期比マイナスになり景気の調整色が明らかになるが、GDPの落ち込みは限定的、短期に終ると見込む。

また、GDPデフレターのマイナス(▲0.7%)は継続するが、名目GDPは+0.5%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は消費者物価(除く生鮮食品)の安定化要因だが、ドル円為替相場での円の小幅上昇、原油を含む商品市況が限定的ながら反落すると予想していること、家電等耐久財などの構造的な下落品目が残存することから、消費者物価は小幅の下落継続を見込む。

よって、「消費者物価が安定的に前年比ゼロ%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、「消費者物価が前年比ゼロ%」=デフレ境界水準にほぼ達したことは間違いなく、世界景気の反転が早まれば、次の日本経済の景気上昇局面におけるデフレ脱却、ゼロ金利政策解除の思惑が高まる可能性もある。その点で、景気減速局面での長期金利の低下は限定的と予想する。

<目次>

総論	P.1~6
個別項目	P.7~16
付表	P.17~20
データ	P.21

(当見通し、実績は内閣府「04年7~9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

2004・2005年度 国内経済見通し
(前期比)

(前年同期比)

	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	%	3.2	2.8	1.1	0.8	1.2	0.7	0.2
国内民間需要	%	4.0	3.5	1.6	0.8	1.0	0.6	0.0
民間最終消費支出	%	1.4	3.0	1.8	0.7	1.3	0.6	0.8
民間住宅	%	0.3	1.6	1.0	0.5	0.4	0.1	0.1
民間企業設備	%	12.3	6.1	1.5	2.0	0.6	0.5	▲ 1.6
国内公的需要	%	▲ 2.6	▲ 1.5	▲ 1.8	1.4	1.9	1.2	0.0
政府最終消費支出	%	1.0	1.9	0.9	0.9	1.8	0.9	0.8
公的固定資本形成	%	▲ 12.5	▲ 12.4	▲ 11.1	2.9	2.0	2.1	▲ 3.1
財貨・サービスの純輸出	10億円	18771.2	21747.6	22140.5	21354.6	22318.6	21683.1	22954.0
輸出	%	11.0	11.2	6.0	0.7	2.2	0.8	2.2
輸入	%	4.9	9.4	5.2	2.5	2.1	0.5	0.8
内需寄与度 (前期比)	%	2.3	2.3	0.8	0.9	1.1	0.7	0.0
民間需要 (")	%	2.9	2.6	1.2	0.6	0.7	0.4	0.0
公的需要 (")	%	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.4	0.3	0.4	0.2	0.0
外需寄与度 (")	%	0.8	0.5	0.3	▲ 0.1	0.1	0.1	0.2
デフレーター (前年比)	%	▲ 2.4	▲ 1.9	▲ 2.4	▲ 1.4	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.6
国内企業物価 (")	%	▲ 0.5	1.7	1.4	2.1	0.4	1.0	▲ 0.2
総合消費者物価 (")	%	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1
完全失業率	%	5.1	4.6	4.7	4.5	4.6	4.5	4.7
経常収支	兆円	17.3	17.3	9.3	7.9	17.4	8.6	8.8
貿易収支	兆円	13.3	14.2	7.5	6.7	14.0	6.7	7.3

(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	0.9	1.6	0.4	0.5	0.6	0.4
実質GDP	%	3.2	2.8	4.0	1.8	1.2	1.5	1.0
国内民間需要	%	4.0	3.5	4.7	2.4	1.0	1.4	0.6
民間最終消費支出	%	1.4	3.0	3.7	2.5	1.3	1.3	1.3
民間住宅	%	0.3	1.6	1.8	1.5	0.4	0.5	0.2
民間企業設備	%	12.3	6.1	9.1	3.6	0.6	2.5	▲ 1.2
国内公的需要	%	▲ 2.6	▲ 1.5	▲ 2.3	▲ 0.5	1.9	2.6	1.2
政府最終消費支出	%	1.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8
公的固定資本形成	%	▲ 12.5	▲ 12.4	▲ 17.3	▲ 8.5	2.0	5.1	▲ 1.0
財貨・サービスの純輸出	10億円	18,771	21,748	22,141	21,355	22,319	21,683	22,954
輸出	%	11.0	11.2	16.0	6.8	2.2	1.5	3.0
輸入	%	4.9	9.4	11.1	7.9	2.1	2.9	1.3
国内企業物価 (前年比)	%	▲ 0.5	1.7	1.4	2.1	0.4	1.0	▲ 0.2
総合消費者物価 (")	%	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1
完全失業率	%	5.1	4.6	4.7	4.5	4.6	4.5	4.7
経常収支 (季節調整値)	兆円	17.3	17.3	9.3	7.9	17.4	8.6	8.8
貿易収支 (季節調整値)	兆円	13.3	14.2	7.5	6.7	14.0	6.7	7.3
為替レート(前提)	ドル/円	113.0	107.7	109.8	105.5	104.4	103.8	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	29.5	38.6	36.7	40.5	34.4	33.8	35.0

(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。

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	%	2.8	0.3	0.1	0.5	0.4	1.2	0.7	▲ 0.3	0.2	0.4
国内民間需要	%	3.5	0.4	0.5	0.4	0.4	1.0	0.6	▲ 0.5	0.1	0.3
民間最終消費支出	%	3.0	0.8	0.9	0.2	0.2	1.3	0.3	0.5	0.3	0.4
民間住宅	%	1.6	0.6	0.2	0.6	▲ 0.4	0.4	0.0	0.5	0.1	▲ 0.4
民間企業設備	%	6.1	0.6	▲ 0.2	1.5	1.3	0.6	0.6	▲ 1.5	▲ 0.8	▲ 0.3
国内公的需要	%	▲ 1.5	▲ 1.4	▲ 0.4	1.3	0.6	1.9	0.8	0.2	0.0	▲ 0.1
政府最終消費支出	%	1.9	0.4	0.6	0.4	0.4	1.8	0.4	0.6	0.3	0.4
公的固定資本形成	%	▲ 12.4	▲ 7.4	▲ 4.2	4.5	1.3	2.0	2.1	▲ 1.2	▲ 1.6	▲ 1.9
財貨・サービスの純輸出	10億円	21747.6	22713.7	21567.2	21322.7	21386.6	22318.6	21695.6	21670.7	22436.4	23471.7
輸出	%	11.2	3.6	0.4	0.4	0.3	2.2	0.4	0.4	1.2	1.6
輸入	%	9.4	2.3	2.7	1.0	0.3	2.1	0.0	0.6	0.3	0.4

国内企業物価 (前年比)	%	1.7	1.1	1.7	2.0	2.1	0.4	1.4	0.5	▲ 0.2	▲ 0.2
総合消費者物価 (")	%	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
完全失業率	%	4.6	4.6	4.8	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	17.3	4.7	4.6	4.0	3.9	17.4	4.3	4.4	4.3	4.5
貿易収支(季節調整値)	兆円	14.2	3.9	3.6	3.4	3.4	14.0	3.3	3.4	3.5	3.7
為替レート(前提)	ドル/円	107.7	109.7	109.9	106.0	105.0	104.4	102.5	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格(前提)	ドル/バレル	38.6	34.9	38.5	42.5	38.5	34.4	35.0	32.5	35.0	35.0

1.財政金融政策の前提

財 政

- ・ 台風・地震の災害復旧費として真水で 1 兆円程度を盛り込んだ補正予算編成を見込むが、緊縮財政路線が継続されていることもあり、04 年度は名目公的固定資本形成の減少が持続すると想定(前年度比 ▲12%)。一方、05 年度は災害復旧本格化から名目で前年度比+2.5%と 10 年ぶり増加を見込む。
- ・ 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。
- ・ 05 年度税制改革では、景気対策で実施している定率減税を 05、06 年度で段階的に廃止しようという案が政府税調から提示されている。今回見通しでは、国税の所得税の 20%減税(最高 25 万円)を半分に圧縮するものと想定、これにより 1 兆 2,500 億円の税収増になるものと想定した。そのほか、配偶者特別控除廃止や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)し続ける等、家計の可処分所得および消費支出に対して抑制要因が重なることになる。

金融政策

- ・ 現行の量的緩和政策の枠組みは 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にはない。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

- ・ 米国経済は特別加速度償却制度の失効に伴う設備投資の駆け込み需要の反動もあり、05 年は景気減速が予想される。一方、EU 経済はドイツを中心に原油高とユーロ相場上昇が輸出に悪影響を及ぼす恐れも指摘されるなど、05 年にかけて景気回復が一時中断する可能性が高い。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

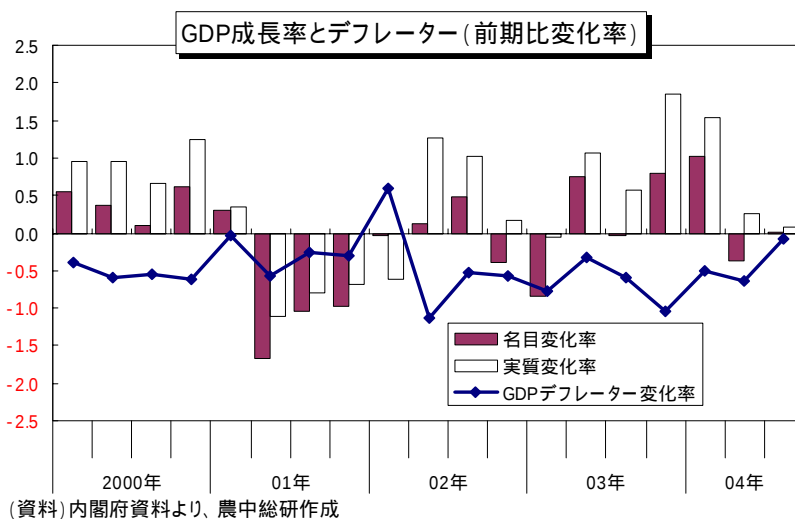
- ・ 国際商品市況では原油が高止まっており、原油高による世界経済への悪影響が懸念され始めている。低水準の在庫を背景に世界的に原油需要が高まっている他、中東情勢、ナイジェリアでのストライキ、ベネズエラ政情不安など産油国側の不透明感が強く、安定供給に対する懸念も大きく影響している。OPEC では追加的な供給余力が小さく、先行き世界景気の減速が確認されるまでは価格は下落しづらいだろう。04~05 年度の日本の原油入着価格は 1 バレルあたり、それぞれ 38.6 ドル、34.4 ドルと予想。

IT 関連需要

- ・ 世界半導体市場統計(WSTS)は 04 年の世界半導体市場は前年比+27.8%と足許は依然として好調、市場規模も 2000 年(2,044 億ドル)を上回って過去最高になる見通し。一方、05 年はメモリー類の需給悪化から、WSTS は前年比+1.2%、米半導体工業会(SIA)は同ゼロ%と見込むなど、半導体市場の停滞感が鮮明になる見通し。特に、SIA では、05 年の米市場は前年比 ▲4.5%と市場規模縮小が予想され、世界経済への悪影響が懸念される。

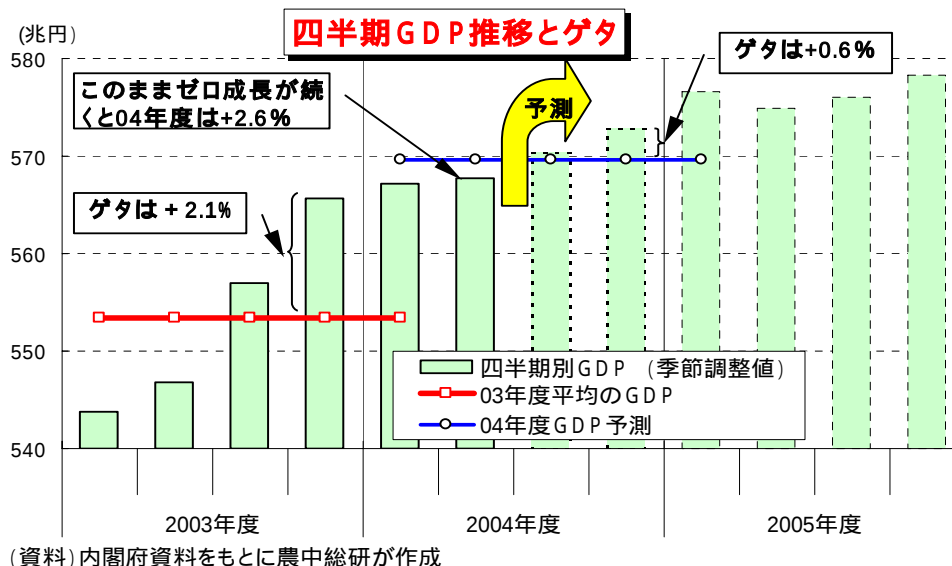
(参考 1.) 実質値と名目値の乖離が縮小：

- ・ 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、名目値 ÷ デフレーター = 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 ▲2.4% (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 ▲3.7% (同) と大幅なマイナスとなっている。
- ・ 一方、4～6 月期には 3 四半期ぶりマイナスとなった名目 GDP は、民間消費、民間住宅に下支えられて、7～9 月期は前期比 +0.01% と微増ながら再びプラスとなった。また、実質 GDP は同 +0.1% となり、GDP デフレーターの下落率は同 ▲0.1% まで縮小してきた。



(参考 2.) GDP予測におけるゲタ：

- ・ 7～9 月期の GDP は、03 年度 GDP から 2.6% 高い水準にあり、仮に 04 年度の残り 2 四半期ともゼロ成長となつたとすると 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 +3.5% へと上方修正されているが、これを達成するには残り 2 四半期を前期比 +1.2% のペースで成長する必要がある。
- ・ なお、05 年度に向けてのゲタは +0.6% を見込んでおり、05 年度中はゼロ成長で推移しても +0.6% 成長は確保されている。



05年度中 ゼロ金利政策解除見込まないが、解除シミュレーション段階へ

～景気減速でも長期金利低下は限定的、円高進行リスクに注意～

原油高騰に伴う価格転嫁を主因に消費者物価が一時的にプラスに浮上する可能性があるが、家電等耐久財などの構造的な下落品目は残存しており、消費者物価が持続的な上昇局面に入るわけではない。05年度中は景気の減速、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。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、日銀『経済・物価の情勢展望』の05年度消費者物価見通し(中央値)が+0.1%とプラス予想となったことに示されるように、マクロ的需給ギャップは小幅残すだけとなり、消費者物価:前年比ゼロ%というデフレ境界水準にほぼ到達したとの認識が必要な段階になっている。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を視野に入れた市場参加者の動きから、長期金利の低下は限定的と予想する。

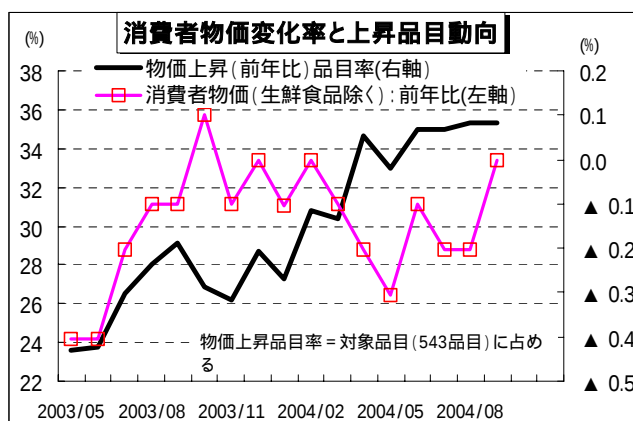
株式相場は株式投資指標(バリエーション)の歴史的水準との比較では割安感があるが、05年度の景気減速下、円高リスクもあり増益シナリオは不透明であり、すでに非製造業では通信などで減益の可能性が大きい。したがって、05年度前半は軟調展開を予想し、本格的な反発基調に移るのは05年度後半からと考えている。

為替相場については、市場の関心が米国の『双子の赤字』に当面とどまるとともに、政策的にも緩やかなドル安であれば放置されると想定されることから、05年前半のドル円相場では一段の円高方向への動きを見込む。(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			
		12月 (予想)	05年3月 (予想)	05年6月 (予想)	05年9月 (予想)	12月 (予想)	06年3月 (予想)
無担コ・ル 翌日物		0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	0.001~0.01	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	0.15±0.05
短期プライムレ・ト		1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回		1.50±0.20	1.45±0.25	1.45±0.30	1.60±0.20	1.70±0.25	1.70±0.25
為替相場	円ドル	103.0~107	102.5~107.5	100.0~105.0	102.5~107.5	102.5~107.5	102.5~107.5
	ユーロ円	132.5~137.5	132.5~137.5	130.0~135.0	130.0~135.0	130.0~135.0	130.0~135.0
日経平均株価		10,750±500	10,500±750	10,000±500	11,000±750	11,500±1,000	12,000±1,000



日経平均構成銘柄の業績予想(前年度比%)

年度		03年度	4年度	5年度
区分	売上高増減率	20	38	28
	銀行・証券除く 日経平均構成銘柄内 うち製造業	29	57	32
経常利益増減率	銀行・証券除く 日経平均構成銘柄内	27.5	19.6	1.8
	うち製造業	28.9	21.7	8.4

Bloomberg(東洋経済)収益予想04.11.15現在)データから農中経研作成

雇用改善から悪化に向う可能性大

～人件費抑制姿勢は再び強まる～

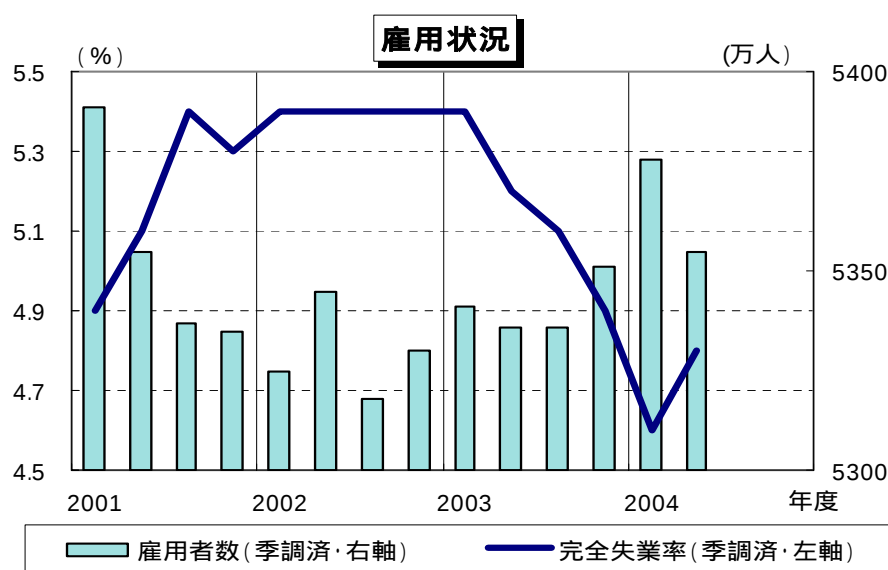
04年7～9月期は、有効求人倍率が0.83倍と10期連続して改善している。日銀「短観」9月調査では、雇用過剰感が解消されてきており、非製造業や中小企業製造業は、雇用人員の不足を見込んでいる。

しかし、4～6月期に比べ就業者数は▲3万人減少。04年7～9月期の完全失業者数は04年4～6月期に比べ+9万人増加。完全失業率は季節調整値で4.8%となり、前期から0.2%pt悪化しており、自発的失業者の増加を含めた労働需給のミスマッチもあり、雇用改善は直線的に進んでいるわけではない。

第3次産業活動指数や景気ウォッチャー調査では、短観で雇用不足感が見込まれた「卸売・小売業」「飲食・宿泊業」「サービス業」で、天候不順などにより経済活動が鈍化してきている。7～9月期において「サービス業」の就業者は04年4～6月期と比べ減少。

04年度は、大企業製造業をはじめとして企業業績の改善を賞与に反映させたが、全体としての雇用者報酬の伸びは抑えられている。05年度は、原材料コストの上昇や内需の停滞により収益が悪化する中、企業は再び人件費抑制姿勢を強め、業績成果配分としての賞与増加の一服、正社員・パートタイマーの基本給等所定内給与の据え置き、パートタイマーの比率上昇がおこるとみられる。

雇用者数の動向に関しては、「情報通信業」、「医療・福祉」により一定の増加が見込めるが、景気の影響を受けやすい「卸売・小売業」、「サービス業」の雇用の動向が全体の鍵を握ると見られる。(田口さつき)

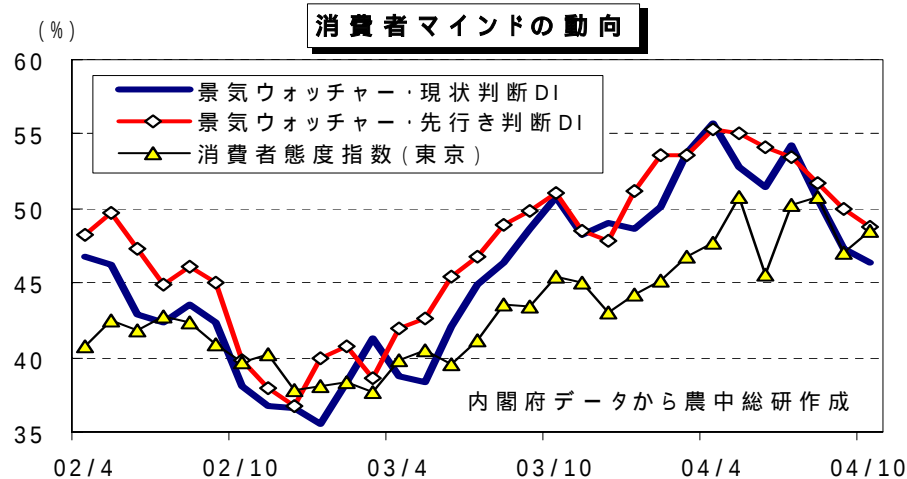
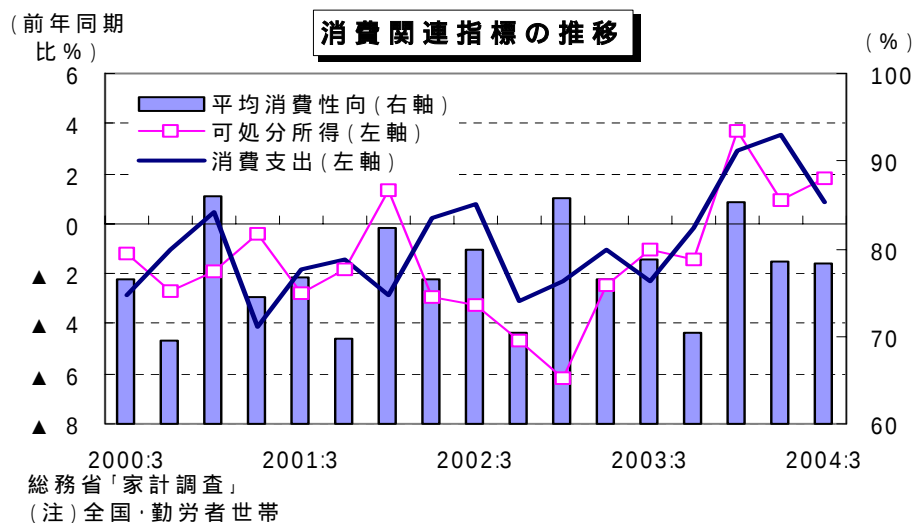


伸びが減速、緩やかな増加へ

～税や社会保険など負担増が消費を下押しする懸念も～

景気回復に伴う消費者マインドの改善に支えられ、猛暑やアテネ五輪などの好条件が相まって、04年7～9月期の民間最終消費支出は前期比+0.9%となった。しかし、DVDレコーダーや薄型テレビなどのデジタル家電は、7月をピークに出荷の伸びが鈍化。また「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、台風や大雨、新潟県中越地震など相次ぐ自然災害の影響から、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、雇用者報酬が04年7～9月期は前年同期比+0.1%にとどまっている。一方、10月からは厚生年金・公務員共済の保険料・掛金が引き上げられた(国民年金保険は05年4月から)ほか、05年度以降には住民税分の配偶者特別控除の廃止や定率減税の縮減、介護保険料引き上げなどが控えており、負担増加額は05年度2.25兆円、06年度2.5兆円にのぼることから、消費意欲の減退が懸念される。これらのことから04年度の民間最終消費支出は前年度比+3.0%、05年度は伸び率が鈍化し同+1.3%と予測する。(木村俊文)



増勢に陰り、05年度はハイテク関連などで投資調整を予測

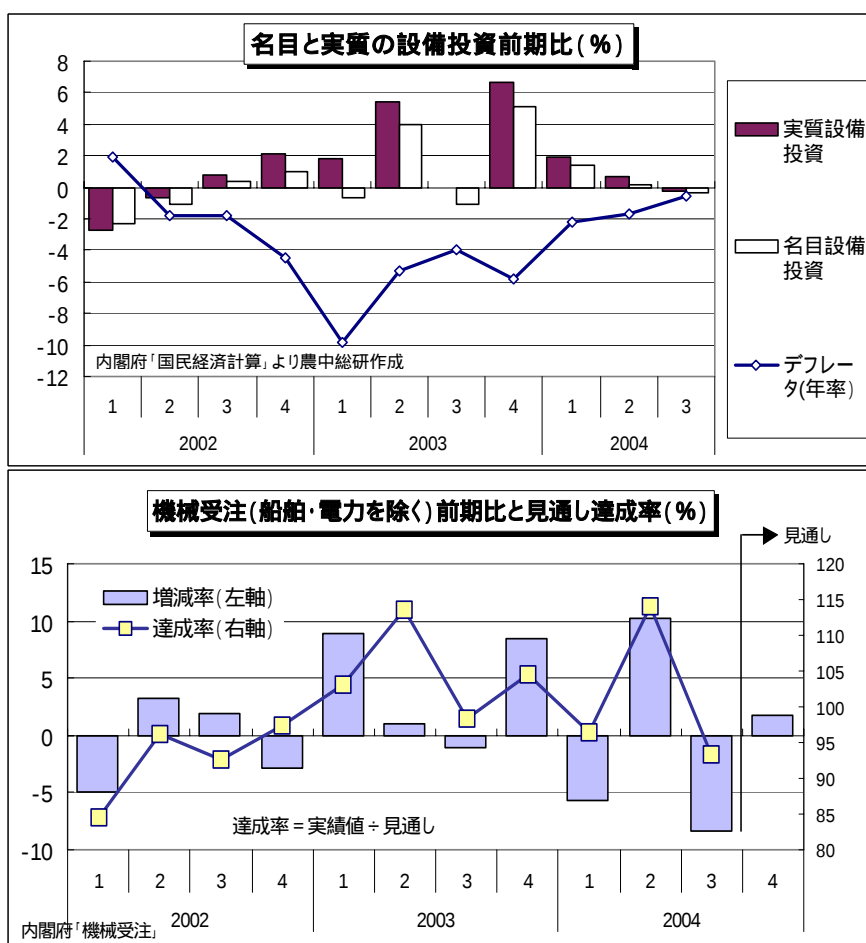
～ 04年度は増加基調が継続～

04年7～9月期の実質設備投資は前期比▲0.2%と、03年7～9月期以来4四半期ぶりのマイナスとなった。ただし、04年7～9月期の設備投資デフレーターが前期比▲0.1%と下落率を縮小したため、これまでのような実質ベースでの押し上げ効果が薄らいだことには注意が必要である。

設備投資は03年度後半以降、企業の業績改善を背景に大企業・製造業中心に投資が積み増しされたが、先行指標である機械受注(民需、除く船舶・電力)は04年7～9月期に前期比▲8.4%と減少。10～12月期は同+1.8%と2四半期ぶりに前期比プラスの見通しだが、勢いに陰りが出ている。

原油価格上昇や中国が引き締めに移ったことなど不安要因があるものの、04年度下半期は年度内の設備投資計画予算の執行など増加基調が継続すると見込まれる。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、世界経済の減速から設備投資が減少すると考えられる。04年度の民間設備投資は前年度比+6.1%、05年度は同+0.6%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7～9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▲4.1%、実質ベースでは同▲4.2%と、いずれも10四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ことが大きく影響している。

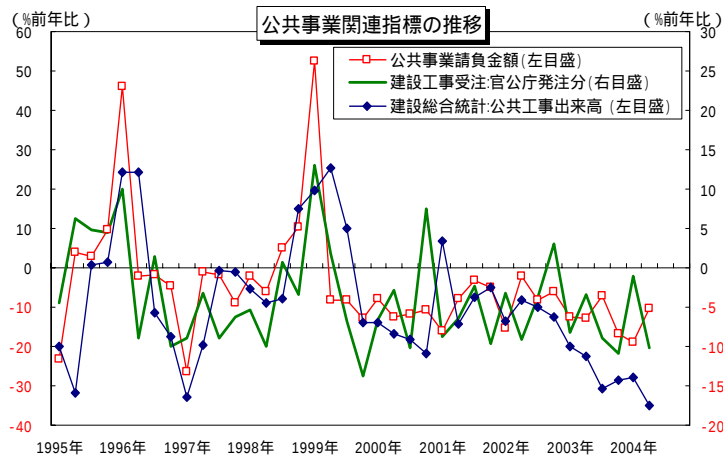
先行指標を見ても、7～9月期の建設工事受注の官公庁発注分は前期比+5.2%と再びプラスとなったが、逆に公共工事請負金額は同▲1.3%（当社による季節調整後）と2四半期ぶりのマイナスになるなど、発注・受注ベースの公共事業に明確な下げ止まり感はない。

なお、前期比ベースでは3四半期連続してデフレーターの上昇が見られる（7～9月期は前期比+0.1%）。この背景には、鉄鋼など建設資材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%）。一方、秋口以降、相次いで日本列島を襲った台風や新潟県中越地震の被害が大きいため、政府・与党は災害復旧費を盛り込んだ補正予算編成に着手することを明らかにしている。この財源としては、04年度予算での予備費3,500億円に加え、03年度予算での剰余金1兆521億円を特例法で全額繰り入れることが考えられるが、その他、04年度の法人税収を増額修正する可能性もある（国債の追加発行は考えていない）。そのため、真水（つまり、付加価値ベースで）1兆円規模の公共事業費増を盛り込んだ補正予算編成を想定した。この結果、04年度の名目公共投資は前年度比▲12%（デフレーター上昇を見込み、実質ベースでは同▲12.4%）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、これまでの財政スタンスに大きな変更はない。ただし、04年度の災害復旧事業が05年度前半までずれ込むことも考慮し、名目公共投資は前年度比+2.5%、実質ベースでは同+2.0%と想定している。

（南 武志）



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 訳	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%
	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

05年度の輸出は前年比+2.1%に鈍化

～ハイテク製品輸出は伸び悩み～

04年7～9月期の財貨・サービスの輸出（以下、輸出等）は前四半期比+0.4%の微増。「貿易統計」の、輸出数量は前四半期比▲0.6%と6四半期ぶりにマイナス。また輸出価格の影響を除いた「日本銀行 実質輸出」もほぼ横ばいと、輸出は伸び悩んで来ている。

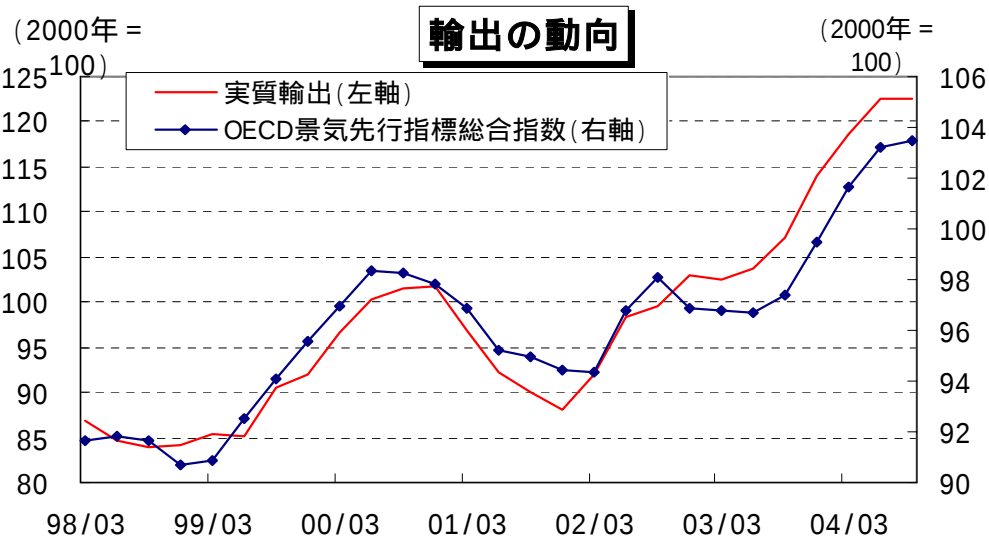
一方、財貨・サービスの輸入（以下、輸入等）は前四半期比+2.7%。「貿易統計」の輸入数量は前期からほぼ横ばいであるが、「日本銀行 実質輸入」は同+2.1%の増加となっている。また、海外渡航者数が04年3月に13ヶ月ぶりに前年を上回って以来、増加が続き02年水準にまで回復。渡航者の海外での支出増加などを通じ、サービス輸入の増加要因となっている。

05年の米国経済は、04年で期限がきれる加速度（割増）償却の駆け込み需要の反動で設備投資の伸びが鈍化。個人消費もエネルギー価格の高騰の影響が残るなど弱い伸びとなろう。欧州についても独・仏の主要国経済は前年比2%割れの成長にとどまろう。中国政府は景気過熱の抑制から05年の経済成長率を8%台に低下させる計画である。

すでにOECDの景気先行指数の頭打ちに示されるように、世界経済の減速懸念が強まっており、日本の主要輸出品である電気機器、一般機械、半導体などIT関連製品は伸び悩むと見られる。デジタル家電市場の拡大が期待されるが、世界的に個人消費が弱いと予測される一方、韓国、台湾、中国メーカーとの競合激化もあり、期待されるほどの輸出増加となるかは不透明である。

なお、中国向け輸出は鉄鋼などの伸びが鈍化すると見られるが、日本企業による中国への生産拠点を設立・拡大する動きは大きな変化がなく、引き続き一般機械などの輸出は堅調に推移するだろう。

これらから05年の輸出は前年比+2.2%の低成長を予想する。一方、輸入は日本経済の成長鈍化により同+2.1%を見込む。（田口さつき）



OECD、日本銀行から農中総研作成

(注) OECD景気先行指標総合指数は1四半期先行

05年住宅投資は微増

～ 少子化・所得の先行き不透明感が重しに～

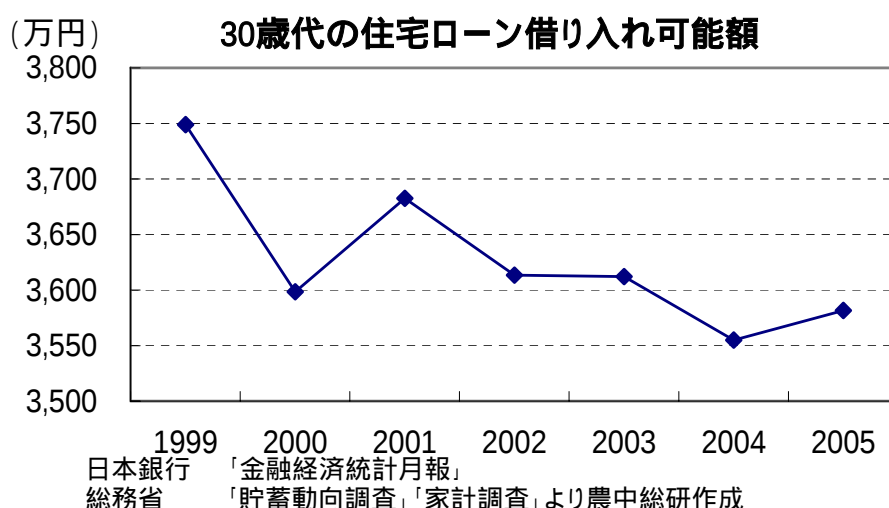
04年7～9月期の実質民間住宅投資は、前四半期比+0.2%の増加。3四半期連続の増加となった。民間住宅投資の先行指標である新設住宅着工床面積は、7～9月期に前四半期比+8%であったため、10～12月期の実質民間住宅投資も前期を上回ると見られる。

分譲住宅は東京都区部でのマンション建設が続くなど堅調に推移している。立地条件のいい都市型分譲マンションの開発は、東京都区部から地方都市へと拡大の様相を示しており、民間住宅投資の増加に寄与している。

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）も堅調に推移している。持家の主な取得層である30歳代の所得や貯蓄額は減少傾向にある。しかし、地価下落などによる住宅価格の大幅下落に比べ、低金利により借り入れ可能額の減少は軽度にとどんでおり、住宅価格対比での取得能力は余裕が拡大している。また、贈与税の住宅取得資金特例（時限は05年12月まで）や今後、段階的に縮小されるものの、住宅ローン減税のメリットがあることにより、民間住宅投資の下支えすると見られる。しかし、持家は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。

新設住宅着工床面積の約2割を占める貸家は、『住宅・土地統計調査』によると、03年の借家の空室率は約19%と供給過剰気味である。堅調に推移しているものの、対象となる若年層が減少傾向にあるため、今後大きな伸びは期待できない。

04年度通じての民間住宅投資は前年比+1.6%、新設住宅着工戸数は119.3万戸を予測する。05年度は、前年比+0.4%、新設住宅着工戸数は119.3万戸を見込む。
（田口さつき）



(注1) 資金調達可能額 = 貯蓄額 + 民間ローン借入額

(注2) 民間ローン借入額 = $\frac{(\text{勤労者年間収入} \times \text{返済負担率}(0.25))}{\text{民間住宅ローン年賦率}}$

(注3) 2004・2005年度は推計値。

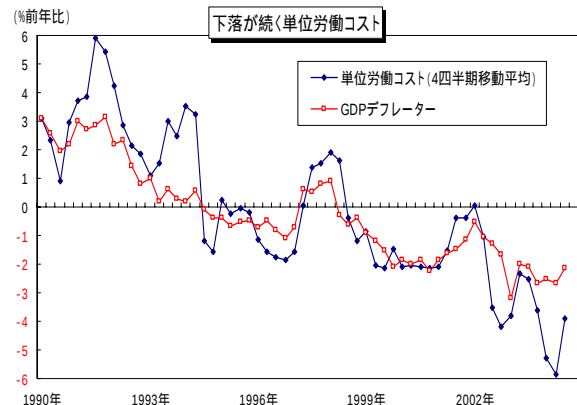
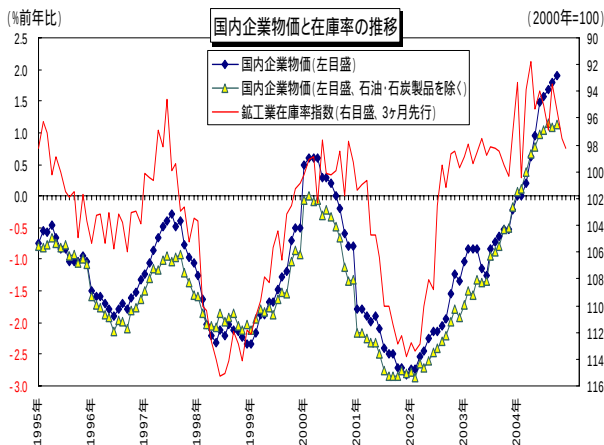
デフレ環境は継続

～05年度にかけても物価下落傾向続く～

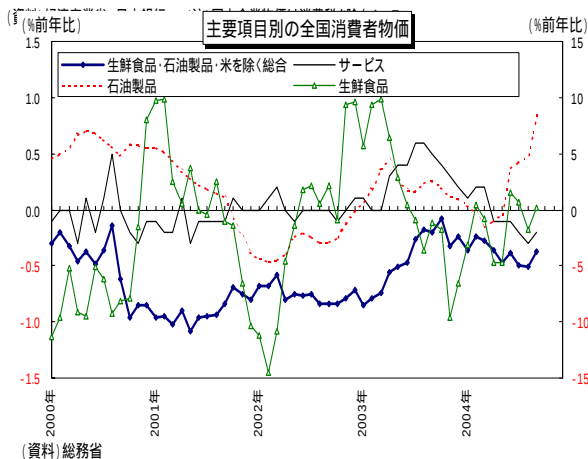
国内企業物価は04年3月に前年比プラスに浮上した後も、素原材料・中間財が牽引する格好で上昇率が徐々に拡大する動きとなっているが、資本財などの最終財価格は引き続き下落が続いている。全国消費者物価(生鮮食品を除く総合)は、ガソリンなど石油製品価格が上昇する一方、この1年間ほどは価格水準が高かったコメが下落に転じたこともあり、前年比横ばいから若干のマイナスでの推移。先行き1年間ほどは、こうした2つの価格動向が物価変動の主要な要因であり続けることが予想される。

GDPデフレーターは、04年7～9月期は前年比▲2.1%(前期比▲0.1%)と、4～6月期に比べて下落幅が縮小。民間消費デフレーターは下落幅にはあまり変化がない(前期比▲0.4%)が、これまで下落が激しかった民間設備投資デフレーターは前期比▲0.1%まで縮小。なお、素原材料への強い需要を受け、鉄鋼や化学メーカーなどでは価格設定力が回復してきたが、上述の通り、最終財価格への価格転嫁はいまだ実現できておらず、それを単位労働コストの圧縮で補っている状況は持続している。ただし、マクロ的な需給ギャップが大きく解消されていることから、先行きGDPデフレーター下落率も縮小する可能性は高い。

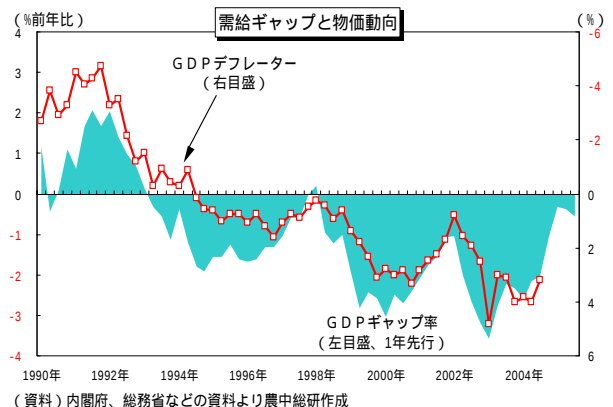
10月29日に公表された日銀「展望レポート」では、政策委員による05年度の消費者物価見通しの中央値が前年比+0.1%との見通しが示された。しかし、05年度に向けて景気が一時減速し、再びGDPギャップが拡大することが予想され、デフレ脱却が実現化する可能性は薄いと見られる。消費者物価に関しては04年度後半以降もマイルドな物価下落が持続し、05年度についても前年比▲0.1%と下落傾向が持続することが予想され、近い将来、量的緩和政策の枠組みに変化はないと考えている。(南 武志)



(資料)内閣府 (注)単位労働コスト=雇用者報酬÷実質GDP



(資料)総務省



(資料)内閣府、総務省などの資料より農中総研作成

緩やかな減速からソフトランディングへ

～ F R B は当面利上げ継続スタンスを維持 ～

米国景気は 04 年後半から 05 年前半にかけて緩やかな減速を続け、05 年後半にはソフトランディングに向かうとみられる。実質 GDP 成長率は、2004 年に 4.4%、05 年に 2.8% になると予想する。

個人消費は足下持ち直しの動きを示しているが、減税や住宅ローン・リファイナンス効果の弱まりに加え、エネルギー価格高騰の影響が暫く残ること、また 05 年には金利上昇効果も少しずつ現れることから、今後の増加テンポは緩やかなものととらえよう。

低金利持続を糧に持続的に増加してきた住宅投資は、足下でも依然として粘り強さを維持している。しかし今後金利上昇効果が徐々に浸透することにより、05 年中は住宅投資の反動減が続くであろう。

ISM 指数が現状では景況感の分岐点(50.0)を上回っており、企業の景況感は概ね良好であるが、一部自動車メーカーがこの 10 月以降減産に入るなど楽観できない要素もある。これまで積極的な在庫積み増しがみられたが、今後はそのペースがスローダウンするであろう。

企業設備投資については、04 年末に特別加速度償却制度の失効を控え、年内は駆け込み需要の発生が見込まれる。しかし 05 年前半にはその反動により、増加率の鈍化がみられよう。

賃金上昇率の高まり、福利厚生費上昇率の高止まり、労働生産性上昇率の鈍化など、物価押し上げ要因も無視できなくなってきた。企業が原材料価格上昇分を販売価格に転嫁しにくい状況は暫く続くとみられ、物価上昇圧力が一方的に高まるとは考えにくい。エネルギー価格の先行きも含め、物価動向から目が離せない状態が続こう。

F R B は現状でも依然として金融政策のスタンスが緩和的であるとみており、今後も暫く利上げ継続スタンスを維持するであろう。但し、エネルギー価格の高止まりが景気を減速させるとの懸念も払拭されておらず、F R B は今後、景気を腰折れさせないように、利上げのタイミングや速度について慎重に検討するであろう。(永井 敏彦)

2004・05年米 国 経 済 見 通 し

	単位	2003年	2004年			2005年		
		実績	通期 予想	上半期 (1～6月) 実績	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	4.4	4.1	3.5	2.8	2.5	2.6
個人消費	%	3.3	3.6	3.3	3.4	2.9	2.7	2.8
設備投資	%	3.3	10.4	7.9	12.3	7.0	5.4	5.3
住宅投資	%	8.8	9.5	8.9	4.9	▲ 0.8	▲ 3.1	▲ 1.8
在庫投資	10億ドル	▲ 0.7	46.6	50.6	42.6	25.5	32.5	18.5
純輸出	10億ドル	▲ 518.5	▲ 582.1	▲ 565.2	▲ 599.0	▲ 603.0	▲ 600.5	▲ 605.5
輸出	%	1.9	8.6	9.7	5.8	5.6	5.5	5.8
輸入	%	4.4	9.9	12.7	8.0	4.9	3.7	4.4
政府支出	%	2.8	2.1	2.2	1.7	2.1	2.1	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11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)

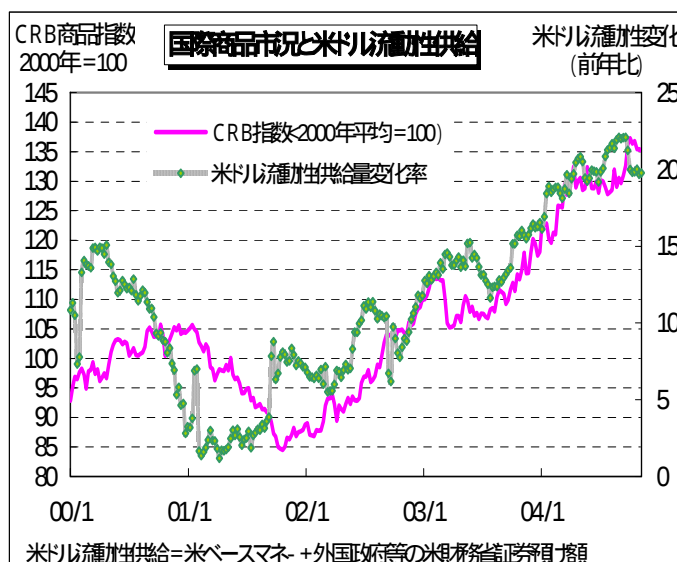
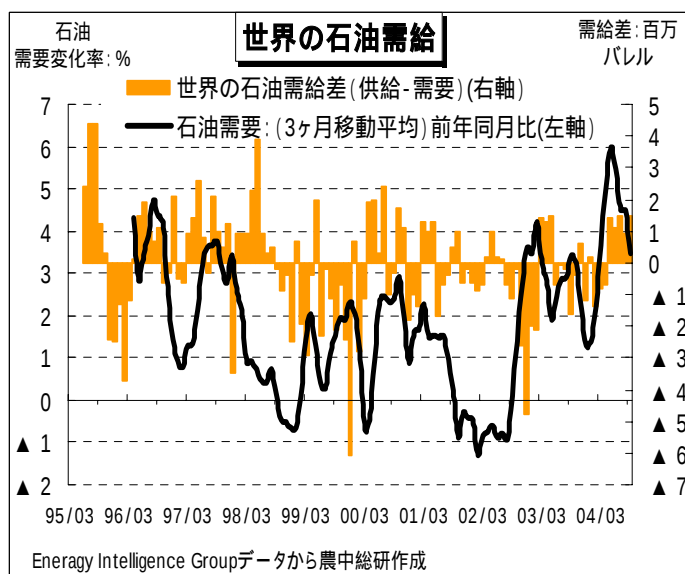
3. 在庫投資と純輸出は実額の年率換算値

世界景気の調整から商品市況に下落余地広がる可能性

～石油高騰継続の景気への悪影響には注意～

- ◆ 10月27日に1バレル＝55.17ドルを付けたニューヨーク原油先物(WTI)は足元で46ドル台まで反落。わが国の原油輸入価格に連動するOPECバスケット価格も46ドル台半ばから37ドル台に下落。また、ドル安進行懸念からの逃避資金が流入している金など貴金属を除けば、他の国際商品市況も反落している。
- ◆ わが国の輸入原油価格は9月に1バレル＝41.1ドルに上昇、10月も40.4ドルと高止まり。前年同月に比べ12ドルの上昇である。通年ベース1バレル＝10ドルの輸入価格上昇によって、わが国は約2.0兆円(GDP対比:▲0.4%強)の所得の海外流出効果(円ドル＝105円)を被ると試算されるが、先行き前述の反落が続けば家計等の消費圧迫や企業収益への原油価格上昇のマイナス効果は軽減される。
- ◆ 米国金融政策の緩和から中立化に向けた動きを受け、ドルの流動性増加率は頭を打ち、前年同月比増加率は2割を切った。3ヶ月比(年率)変化率では3割増加ペースから1割強にまで低下している。また、米国、中国の成長率鈍化から05年にかけて一次産品の需給が緩む可能性がある。例えば、原油需給にはイラク等中東情勢などの供給悪化リスクが残るものの、原油需要の伸びは6%台から足元では2%程度に低下している。前述の金融、需給両面の要因から当面は反落基調が続くと考える。
- ◆ しかし、中国・インド、東欧、南米などの成長持続を背景に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く、むしろ商品市況の再上昇に伴う中期的な物価上昇リスクに注意が必要だろう。また、米ドル流動性もFRBの信用供与は絞り込まれているものの、貿易赤字を通じたドルの海外撒布は依然大きく、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)



付 表 1

国内外の当面のスケジュール

区分		国 内		海 外
時期		政 治	経 済・金 融	
04年度 (H16)	10月～05 年3月	1月 通常国会	10月 厚生年金保険料引き上げ (13.58% + 0.354%) 10月 東京電力が電気料金を5.2% 引き下げ(次年度も引き下げる方 針) 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 12月～1月 NTTグループが固定電 話の料金を順次値下げ 1月 中部、北陸、九州電力が料金 引き下げ 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 イラク暫定議会選挙
05年度 (H17)	4月～9月	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) 3～9月:愛知万博 4月:関西、中国、北陸、北海道電 力が料金引き下げ 4月:雇用保険料の引き上げ (1.4%から1.6%) 4月:国民年金保険料の引き上げ (月額280円) 4月:住民税分の配偶者特別控除 の廃止	英国でG8サミット
	10月～06 年3月		10月末 TOPIX浮動株比率の段 階的な調整開始 固定資産の減損会計完全実施(06 年3月期から) 1月～定率減税(3.3兆円)の段階的 な縮小・廃止を実施 デフレ脱却時期目標:05年度以降	秋頃 PS等次世代ゲーム機 相次いで投入との観測 EU上場企業によるIASBの国 際財務報告基準(IFRS)採用 12月 イラク正式政権の樹立 (多国籍軍の駐留期限)
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 06年中 Windows XP後継バー ジョンを市場投入 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)

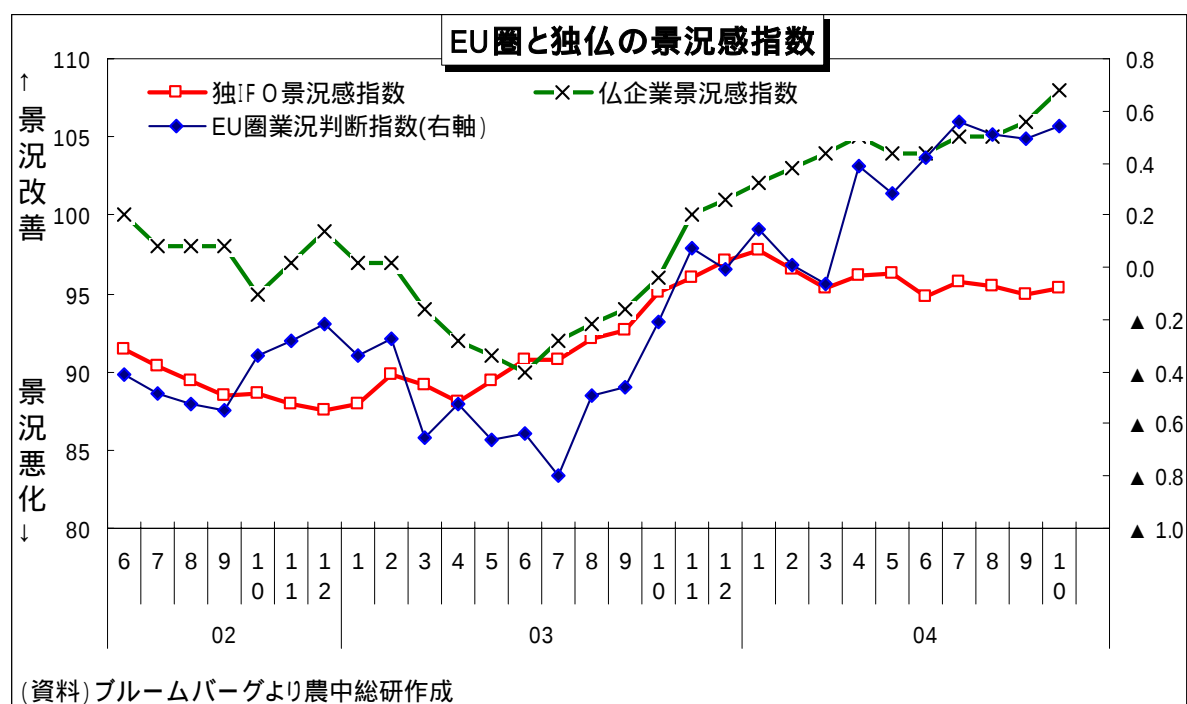
付 表 2

欧州経済の状況(予測の前提)

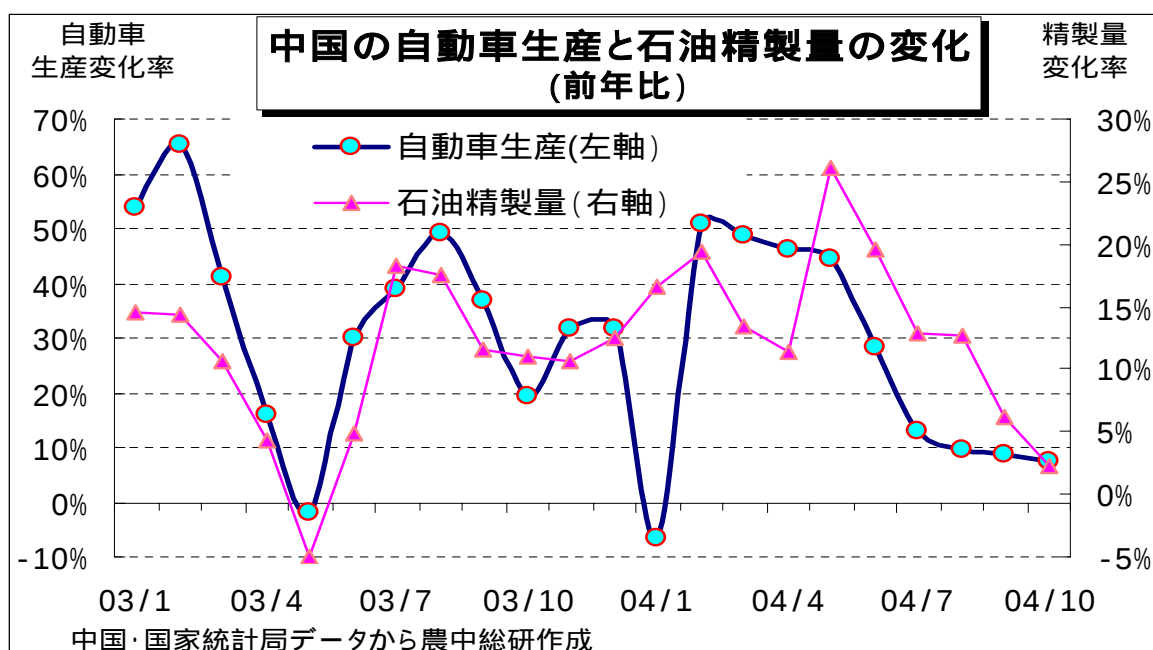
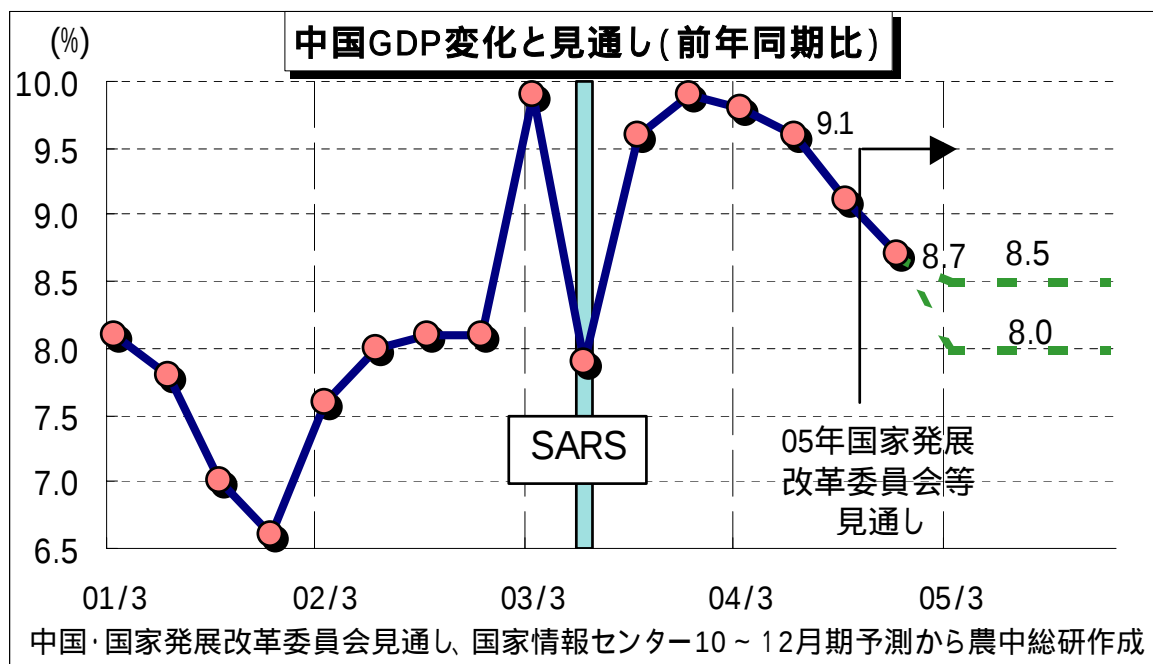
2004～05年 欧州経済の見通し (前年比: %)

時期 地域	2003年	2004年			2005年		
	通期	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)
ユーロ圏	0.5	1.5	1.0	1.9	1.6	1.6	1.7
ドイツ	-0.1	1.1	1.0	1.2	1.3	1.2	1.5
フランス	0.5	2.1	2.2	2.0	1.5	1.7	1.3
イタリア	0.4	1.1	1.0	1.2	1.4	1.3	1.6
英 国	2.3	3.1	3.4	2.8	1.9	2.0	1.9

農中総研作成



中国経済の状況(予測の前提)



付 表 4

予想される家計への税・社会保険料の負担増加

年 月 \ 項 目	年 金 関 係	介 護 保 険 料	税 制 関 係	そ の 他
2004 10月	厚生年金保険料 + 国地公務員共済掛金引き上げ 初年度1500億円の負担増			
2004 12月			配偶者特別控除上乗せ分廃止に伴う所得税の年末調整徴収は4800億円	
2005 1月				老年者控除廃止・公的年金控除の見直しで年間2400億円の負担増
4月	国民年金保険料(1人当たり月額280円)増加 + 私学共済掛金引き上げ 年間800億円程度の負担増			月収の1.4%の雇用保険料率が1.6%へ引き上げ(労使折半) 年間1700億円の負担増
6月			配偶者特別控除上乗せ廃止に伴う個人住民税2300億円の調整徴収	
9月	厚生年金保険料 + 国地公務員共済掛金引き上げ 年度3000億円の負担増			
12月			定率減税 所得税分の半分圧縮と想定 年間12,500億円納税増加	
2006 1月				
4月	国民年金保険料(1人当たり月額280円)増加 年間800億円程度の負担増	給付の効率化ケースで、高齢被保険者である1号保険料が平均月額約600円引き上げられ3900円へ、40～64歳の2号被保険者でも2割程度引き上げられると予想。 年間5000億円程度の負担増		
9月	厚生年金保険料 + 国地公務員共済掛金引き上げ 年度3000億円の負担増			
12月			定率減税 所得税分の廃止 + 地方住民税半分圧縮と想定 年間16,500億円納税増加	

主務官庁・審議会などの資料、新聞および聞き取りから農中総研作成 (04.11.16現在)

(注) 1. 介護保険については40歳未満の若年者に、障害者介護も一体化する制度変更とともに、負担を求める論議が出ているが、本表には含めていない。

2. 定率減税は2年度間で廃止を想定。

内外金融市場データ

(農中総研 調査第二部 国内経済金融班作成)

日付	長期金利				短期金利					外国為替			内外株価指数				海外金利			その他		
	新発10年国債利回	債先10年物期近価格	みずほ新発5年金融債利回	金スワップレート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円3ヵ月	TIBORユーロ円6ヵ月	金利先物(利回り)中心限月	円ドル・スワップレート東京17:00現在	ユーロ・ドル・スワップレート	ユーロ円・スワップレート東京17:00現在	日経平均(225種)	TOPIX終値	NYダウ工業株30種平均	ナスダック総合	米国財務省証券10年物国債利回	LIBORドル3ヵ月	独国10年物国債利回	NY金先物・期近	WTI期近	OPECバスケット価格
04/09/22	1.470	137.90	0.732	0.711	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.220	110.03	1.227	135.67	11,019.41	1,114.08	10,109.18	1,885.71	3.978	1.94	3.979	407.40	48.35	41.75
04/09/23	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.227	休場	休場	休場	10,038.90	1,886.43	4.016	1.95	3.948	411.00	48.46	42.27
04/09/24	1.410	138.29	0.711	0.693	0.001	休場	0.053	休場	0.210	110.66	1.228	135.78	10,895.16	1,102.37	10,047.24	1,879.48	4.027	1.96	3.971	408.10	48.88	42.31
04/09/27	1.400	138.25	0.711	0.694	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.215	110.85	1.229	136.80	10,859.32	1,095.24	9,988.54	1,859.88	3.989	1.97	3.942	409.10	49.64	42.90
04/09/28	1.410	138.37	0.698	0.689	0.001	0.0792	0.053	0.098	0.215	111.65	1.233	137.29	10,815.57	1,090.37	10,077.40	1,869.87	4.002	1.98	3.950	412.50	49.90	43.54
04/09/29	1.415	138.25	0.708	0.701	0.001	0.0908	0.054	0.109	0.215	111.13	1.233	136.74	10,786.10	1,089.02	10,136.24	1,893.94	4.087	2.01	3.989	413.00	49.51	43.13
04/09/30	1.440	137.97	0.723	0.718	0.005	0.0875	0.053	0.109	0.220	110.92	1.244	136.85	10,823.57	1,102.11	10,080.27	1,896.84	4.119	2.02	3.991	418.70	49.64	43.39
04/10/01	1.470	137.66	0.740	0.740	0.001	0.0883	0.054	0.109	0.225	110.39	1.242	137.22	10,985.17	1,117.29	10,192.65	1,942.20	4.187	2.03	4.023	419.50	50.12	43.29
04/10/04	1.535	137.17	0.786	0.781	0.001	0.0883	0.053	0.109	0.245	110.59	1.229	136.36	11,279.63	1,139.45	10,216.54	1,952.40	4.164	2.03	4.034	414.00	49.91	43.28
04/10/05	1.575	136.83	0.815	0.811	0.001	0.0883	0.054	0.109	0.240	110.87	1.231	136.86	11,281.83	1,140.12	10,177.68	1,955.50	4.173	2.04	3.996	418.20	51.09	43.80
04/10/06	1.590	137.05	0.790	0.788	0.001	0.0883	0.053	0.109	0.230	111.27	1.229	136.80	11,385.38	1,147.69	10,239.92	1,971.03	4.220	2.05	3.994	418.40	52.02	44.26
04/10/07	1.575	137.05	0.786	0.783	0.001	0.0875	0.052	0.109	0.220	111.22	1.229	136.65	11,354.59	1,141.84	10,125.40	1,948.52	4.242	2.06	4.017	418.00	52.67	45.08
04/10/08	1.565	137.15	0.781	0.771	0.002	0.0875	0.052	0.109	0.210	110.39	1.241	135.90	11,349.35	1,140.06	10,055.20	1,919.97	4.129	2.06	3.947	423.10	53.31	45.19
04/10/11	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.052	休場	休場	休場	1.239	休場	休場	休場	10,081.97	1,928.76	4.131	2.05	3.955	422.00	53.64	46.04
04/10/12	1.470	138.05	0.722	0.705	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.185	109.84	1.233	135.22	11,201.81	1,126.80	10,077.18	1,925.17	4.098	2.06	3.913	415.10	52.51	46.49
04/10/13	1.485	137.88	0.737	0.720	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.195	109.88	1.235	135.52	11,195.99	1,123.46	10,002.33	1,920.53	4.055	2.07	3.915	413.20	53.64	44.99
04/10/14	1.460	138.23	0.713	0.699	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.190	109.56	1.239	135.85	11,034.29	1,109.64	9,894.45	1,903.02	4.024	2.07	3.890	418.10	54.76	45.48
04/10/15	1.450	138.25	0.713	0.695	0.002	0.0883	0.054	0.109	0.190	109.64	1.247	136.29	10,982.95	1,105.39	9,933.38	1,911.50	4.053	2.07	3.900	418.70	54.93	46.14
04/10/18	1.475	138.04	0.728	0.710	0.001	0.0875	0.054	0.109	0.195	109.29	1.249	136.49	10,965.62	1,101.11	9,956.32	1,936.52	4.041	2.08	3.890	416.20	53.67	45.47
04/10/19	1.495	137.95	0.739	0.723	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.195	109.31	1.251	135.61	11,064.86	1,108.65	9,897.62	1,922.90	4.032	2.08	3.912	420.30	53.29	44.98
04/10/20	1.455	138.29	0.713	0.703	0.000	0.0875	0.053	0.109	0.195	108.31	1.259	136.28	10,882.18	1,093.94	9,886.93	1,932.97	3.980	2.09	3.865	423.50	54.92	45.87
04/10/21	1.425	138.50	0.698	0.687	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.185	107.69	1.262	135.57	10,789.23	1,085.11	9,865.76	1,953.62	3.995	2.10	3.867	424.40	54.47	46.61
04/10/22	1.480	138.01	0.732	0.724	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.190	107.59	1.268	136.02	10,857.13	1,090.84	9,757.81	1,915.14	3.974	2.11	3.862	424.60	55.17	46.52
04/10/25	1.420	138.65	0.689	0.677	0.002	0.0875	0.053	0.109	0.180	106.61	1.281	136.72	10,659.15	1,075.12	9,749.99	1,914.04	3.970	2.11	3.825	429.00	54.54	46.06
04/10/26	1.420	138.61	0.693	0.681	0.001	0.0875	0.053	0.109	0.185	106.89	1.277	136.26	10,672.46	1,073.20	9,888.48	1,928.79	3.999	2.12	3.829	426.80	55.17	45.48
04/10/27	1.430	138.55	0.702	0.690	0.000	0.0875	0.053	0.109	0.185	106.81	1.271	135.32	10,691.95	1,074.29	10,002.03	1,969.99	4.082	2.13	3.845	424.80	52.46	44.75
04/10/28	1.485	138.13	0.729	0.721	0.001	0.0867	0.053	0.109	0.185	106.06	1.275	135.46	10,853.12	1,090.25	10,004.54	1,975.74	4.049	2.16	3.890	426.10	50.92	43.59
04/10/29	1.490	138.15	0.723	0.720	0.002	0.0867	0.053	0.109	0.190	105.87	1.280	135.38	10,771.42	1,085.43	10,027.47	1,974.99	4.023	2.17	3.873	429.40	51.76	43.39
04/11/01	1.505	138.01	0.752	0.727	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.190	106.39	1.275	135.74	10,734.71	1,080.50	10,054.39	1,979.87	4.070	2.18	3.866	428.20	50.13	43.31
04/11/02	1.535	137.57	0.787	0.762	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.195	106.47	1.274	135.13	10,887.81	1,094.88	10,035.73	1,984.79	4.047	2.19	3.905	420.80	49.62	41.98
04/11/03	休場	休場	休場	休場	休場	休場	0.053	休場	休場	休場	1.282	休場	休場	休場	10,137.05	2,004.33	4.074	2.20	3.894	425.40	50.88	41.44
04/11/04	1.510	137.90	0.764	0.741	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.34	1.287	136.49	10,946.27	1,101.89	10,314.76	2,023.63	4.072	2.21	3.843	430.80	48.82	40.53
04/11/05	1.510	137.81	0.774	0.749	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	106.10	1.296	136.86	11,061.77	1,112.13	10,387.54	2,038.94	4.173	2.22	3.903	434.30	49.61	38.56
04/11/08	1.540	137.63	0.795	0.770	▲ 0.003	0.0867	0.052	0.108	0.190	105.43	1.292	136.27	10,983.83	1,102.71	10,391.31	2,039.25	4.216	2.26	3.898	433.40	49.09	38.67
04/11/09	1.500	137.96	0.766	0.740	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.185	105.71	1.290	136.30	10,964.87	1,100.33	10,386.37	2,043.33	4.226	2.27	3.862	436.20	47.37	38.03
04/11/10	1.475	138.15	0.758	0.723	0.001	0.0867	0.052	0.108	0.180	105.99	1.289	138.09	10,994.96	1,100.74	10,385.48	2,034.56	4.239	2.28	3.866	434.50	48.86	37.73
04/11/11	1.455	138.42	0.743	0.705	0.002	0.0867	0.053	0.108	0.165	106.93	1.291	137.60	10,846.92	1,091.13	10,469.84	2,061.27	4.252	2.29	3.817	435.40	47.42	37.16
04/11/12	1.475	138.21	0.764	0.724	0.001	0.0858	0.053	0.108	0.170	106.10	1.297	136.96	11,019.98	1,104.02	10,539.01	2,085.34	4.179	2.29	3.778	438.30	47.32	36.96
04/11/15	1.485	138.10	0.766	0.730	0.002	0.0858	0.053	0.108	0.170	105.32	1.295	136.32	11,227.57	1,123.47	10,550.24	2,094.09	4.186	2.30	3.772	437.30	46.87	36.11
04/11/16	1.485	138.30		0.719	0.001	0.0858		0.108	0.165	105.47	1.297	136.58	11,161.75	1,120.37			4.184		3.749			N.A.

(Bloomberg データから作成) 最終日(為替レート)は15:30現在。