(2009年9月改訂)

金利の動きを読む

毎日のように発表される経済金融指標をどう理解し，金利動向と関連づけたらいいのか？特に注目すべき主要な経済指標は何か？

このような疑問に応えるべく，金利を読み解くための基礎的な経済・金融に関する知識・事項を整理した冊子を発行してまいりました。今回，改めて必要な見直し・更新を行うことと合わせて，ホームページから検索できるように整備しました。

経済金融ハンドブックとしてご活用ください。

農林中金総合研究所

はじめに

系統信用事業に携わっておられるJA･信連･金庫の職員の皆様にご利用いただけるような「経済金融ハンドブック」を作成したところ大変、好評をいただいてまいりました。今回も近時の動きを踏まえ、データも更新し09年度版として改訂いたしました。なお、今後も必要に応じ、改訂を行う所存です。

この小冊子の特色は、見開きになっており、左側に項目の解説を、右側にその関連の図表やグラフを配置していることです。何か経済記事で分からないことがあれば、まず目次で項目を探し該当ページをめくれば、その経済指標などの解説と図表･グラフが一覧で見ることが出来るようにしてあります。

内容については、系統機関の職員の皆様が日ごろの金融関係の業務などに携わる際に一番関心の高い金利に焦点を当てて、金利動向を読み解くために必要な知識･事柄を整理し盛り込んでいます。

系統機関の職員の皆様は、日頃から新聞や経済誌などで経済金融情勢について大量の情報を目にしていることと存じますが、経済金融指標について、ふと疑問を感じたりすることも多いのではないかと思います。そのような際に、このハンドブックが業務のうえで多少なりともお役に立てば幸いです。

農林中金調査第二部
全体調整　渡部喜智
執筆分担
1章　南武志
2章　木村俊文、田口さつき
3章　木村俊文、寺林暁良
4章　南武志
5章　田口さつき
6章　南武志
7章　渡部喜智

目　　次

はじめに

1.　金利の変動要因

(1)金利のいろいろ

(2)金利の波及経路

(3)長期金利の歴史

(4)長期金利は何に影響されるか？

2.　景気の見方

(1)景気とは

a.景気とは

b.景気循環とそのパターン

c.景気循環と物価、金利の関係

(2)景気動向を見るための主要な統計

a.国内総生産（GDP）

b.GDPを見る際の注意点

c.企業短期経済観測調査（日銀短観）

d.景気動向指数

e.景気転換点の判定

f.景気循環の種類

(3)企業の動向をつかむための主要な統計

a.企業と経済の関係

b.景気を主導する輸出

c.生産の動向

d.設備投資の動向

e.企業と雇用

(4)家計の動向をつかむための主要な統計

a.家計と経済

b.個人消費：需要サイドからのアプローチ

c.個人消費：供給サイドからのアプローチ

d.労働市場-完全失業率

e.労働市場-賃金・有効求人倍率

f.消費者マインド

3.　物価の見方

(1)物価変動の要因

(2)物価の動きを見るための主要な指標

a.GDPデフレーター

b.国内企業物価指数

c.消費者物価指数

d.日経商品指数

(3)原油価格変動の要因

4.　金融政策の見方

(1)金融政策と日本銀行

a.金融政策の目的

b.日本銀行のしくみ

(2)日本銀行の金融政策手段

a.オペレーション

b.貸出政策

c.法定準備率操作

(3)金融政策の波及経路

(4)金融調節の実際

a.資金過不足

b.日銀は能動的か？受動的か？

(5)金融政策運営の枠組み

5.　財政の見方

(1)財政の現状

(2)国債の種類

(3)国債の発行・消化

a.国債発行額の推計-新規財源債

b.国債発行額の推計-借換債①

c.国債発行額の推計-借換債②

d.国債消化のしくみ

e.市中消化の実際

(4)巨額な国債残高に対する政府の対応

a.プライマリーバランス

b.政府の国債管理

6.　内外マーケットとの相関性

(1)株価と長期金利

(2)為替レートと長期金利

(3)国際的な長期金利の連動性

(4)投資家の動向

７．　米国経済と金融政策決定

(1)米国経済の構造

(2)雇用指標

a.非農業部門雇用者数

b.完全失業率など

(3)物価指標

(4)景気の一致指標と先行指標

a.米国における景気判断

b.景気一致指数と景気先行指数

(5)国際商品市況

a.CRB先物指数

b.WTI原油先物

(6)金融政策決定の枠組み

a.FRBの仕組み

b.政策金利～フェデラル・ファンド金利の誘導目標を決定～

c.金融政策決定の場～連邦公開市場委員会（FOMC）～

１．金利の変動要因

（1）金利のいろいろ

私たちは何気なく「金利」という言葉を日常的に使っていますが、広辞苑によると「金利」とは「資金を一定期間貸したことに対して支払われる報酬。利子。また、利子額の元金に対する割合」と定義されています。世の中には、資金を運用したい主体（貯蓄超過セクター）と調達したい主体（投資超過セクター）がいますが、市場メカニズムが働いていれば、全体の（あくまでフローではなく、ストックとしての）資金需給が一致するように金利水準で調整されることになります。

また、一口に金利といっても、世の中にはいろいろな金利があります。その主な違いとしては、①貸した期間（元金返済までの期間）はどのくらいの長さか、②資金を貸し付けた相手は誰か、によって大きく区別することができるでしょう。

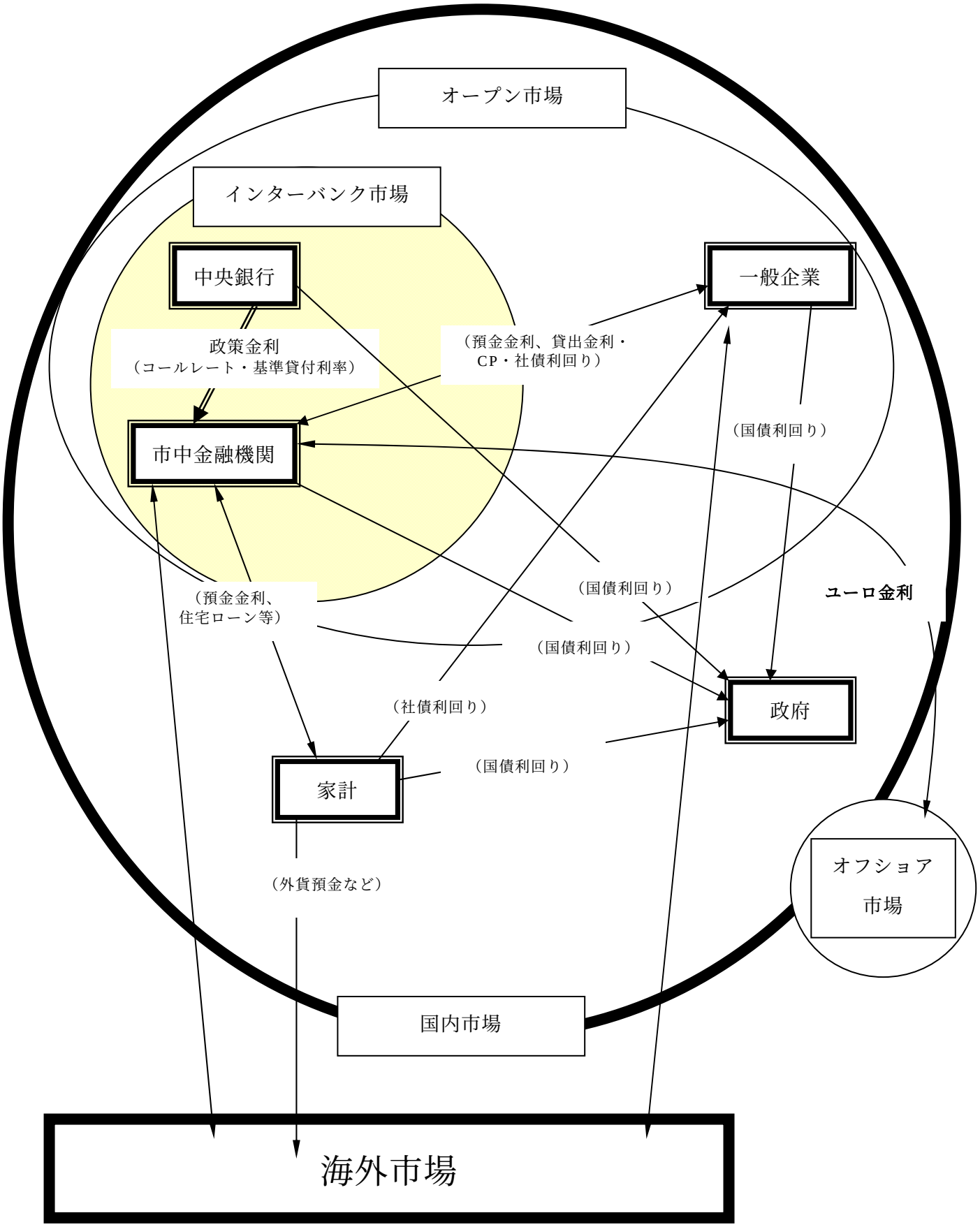
まず、①期間としては、一般的に１年未満を「短期金利」、１年超を「長期金利」と呼んでいます。また、長期金利の中でも、0～2 年もの金利を「短期ゾーン」、2～5 年もの金利を「中期ゾーン」、5～10 年もの金利を「長期ゾーン」、10 年超の金利を「超長期ゾーン」と呼ぶこともあります。

また、短期金利にも、インターバンク市場を例に取ると、当日から翌日にかけてのオーバーナイト（O/N）取引や翌日スタートのオーバーナイトものであるトムネ（T/N）取引から、ターム物と呼ばれる、数日後、1 週間後、・・・、1 ヵ月後、・・・、12 ヵ月後に返済されるもの等があって、大抵のケースでは期間が長くなるほど金利水準は高くなる傾向があります（この状態を順イールドと呼びます）。ただし、インフレ抑制のために中央銀行が金利を引き上げた際、その効果が十分発揮されると期待され、かつ近い将来に再び金利が引き下げられることが予想される場合には、期間が長いものの方が金利水準が低くなるケースもあります（この状態を逆イールドと呼びます）。

次に、②相手としては、国、地方公共団体、事業法人、金融機関、個人などのほか、外国政府、国際機関などが考えられます。一般的には、徴税権を担保に資金を借り入れる国（外国政府や国際機関も同様）が最も信用度が高い（つまり、元利金の返済能力が高い）と考えられており、一国内では金利水準が最も低くなるとされています。これをベンチマークとして、借り手の信用リスクを勘案してその分の金利の上乗せを行っていくため、信用リスクが高まるほど金利水準は上昇します。なお、発行体の信用度が低くても、信用度の高いところが元利払いを保証する場合には、金利は低くなります。

また、以上の 2 点以外にも、例えば、担保の有無や劣後順位、流動性（発行量・市場の厚み）の違い等、によっても金利水準は異なると考えられます。

主な経済主体間の金融取引



（資料）農林中金総合研究所作成

（2）金利の波及経路

次に、金利ショックの波及経路を考えてみましょう。詳しくは４章で述べますが、短期金利の決定には日本銀行（以下、日銀）の意図が強く反映されます。その中でも日銀が政策手段として操作する「政策金利」である無担保コールレート翌日物は最も重要でベースとなる金利です。コール市場は、準備預金制度の下で、各金融機関に割り当てられた所要準備預金を積み立てるために必要な資金を銀行間で融通し合う市場であり、日銀はコール市場に対して資金を供給したり吸収したり（実際には、FB・TB や手形の売買を通じて）と、介入することでコールレートを誘導しています。つまり、「翌日物金利→ターム物金利→1 年債利回り→2 年債利回り→・・・」と、より長めの金利へと波及していくと考えられます。

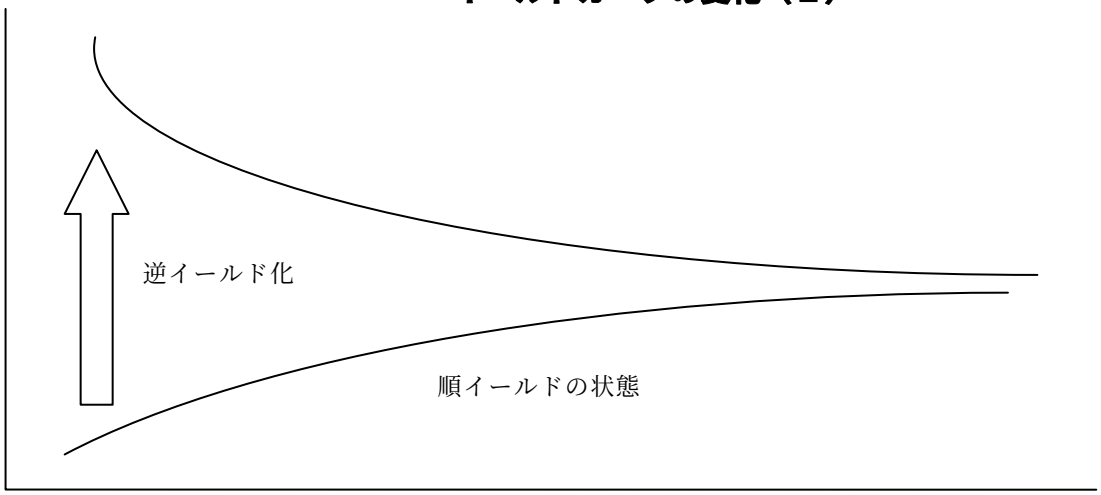
期間構造の理論

長短金利の関係を期間構造の理論から考えてみましょう。まず、長期金利は足許の短期金利と将来の予想短期金利（フォワードレート）の加重平均であるとする「純粋期待仮説」を挙げることができます。これは、①投資家は将来の短期金利（フォワードレート）を 100％予測することができる（完全予見）、②取引コストはない、③デフォルトリスクはない、といった仮定を前提にしています。それゆえ、将来的に金利が上昇する（予想フォワードレートが足許の短期金利よりも高い）場合には、イールドカーブ（利回り曲線）は順イールド（右上がり）に、逆に金利先安観がある場合には逆イールド（右下がり）になります。

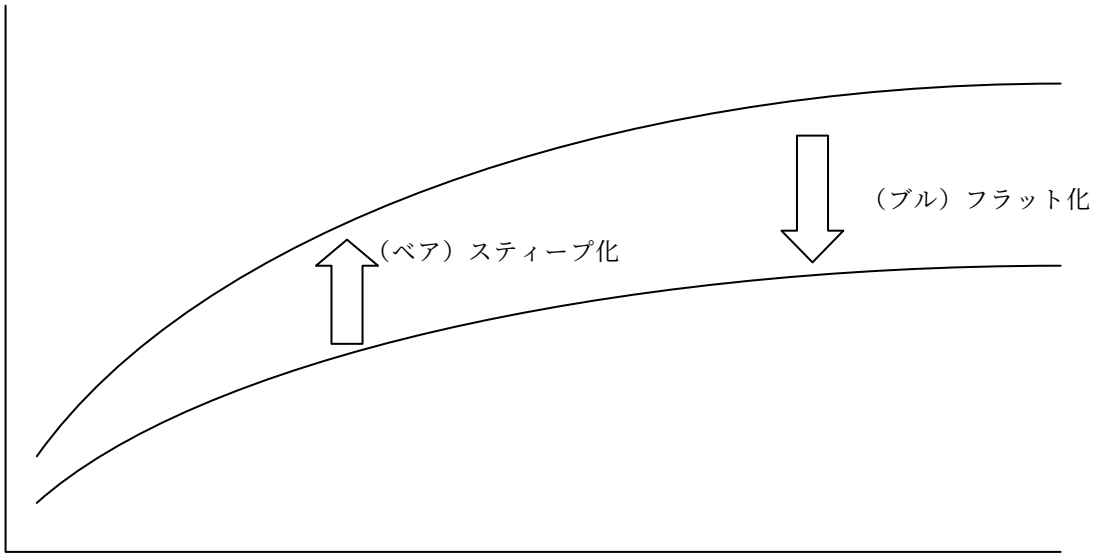
次に、投資家は償還時期が長い債券に対して流動性を放棄する見返りに、プレミアムを要求する、という「流動性プレミアム仮説」を取り上げてみましょう。この場合、単純に長期金利は短期金利（足許および予想）の加重平均といったわけではなく、期間が長くなるにつれて上乗せが必要となってきます。そのため、イールドカーブは通常、順イールドとなり、金利先高観がある場合にはスティープ化（急勾配になること）、金利先安感がある場合にはフラット化（平坦化すること）することになります。また、金利上昇（債券価格下落）を示す「ベア」、金利下落（債券価格上昇）を示す「ブル」と組み合わせてカーブの変化を表現することもあります。

最後に、そもそも短期金利と長期金利には何の関係もない、という「市場分断仮説」を紹介します。これは、短期資金が必要なセクターと長期資金が必要なセクターはそもそも別であり、互いに影響を及ぼすことはない、とする考え方です。

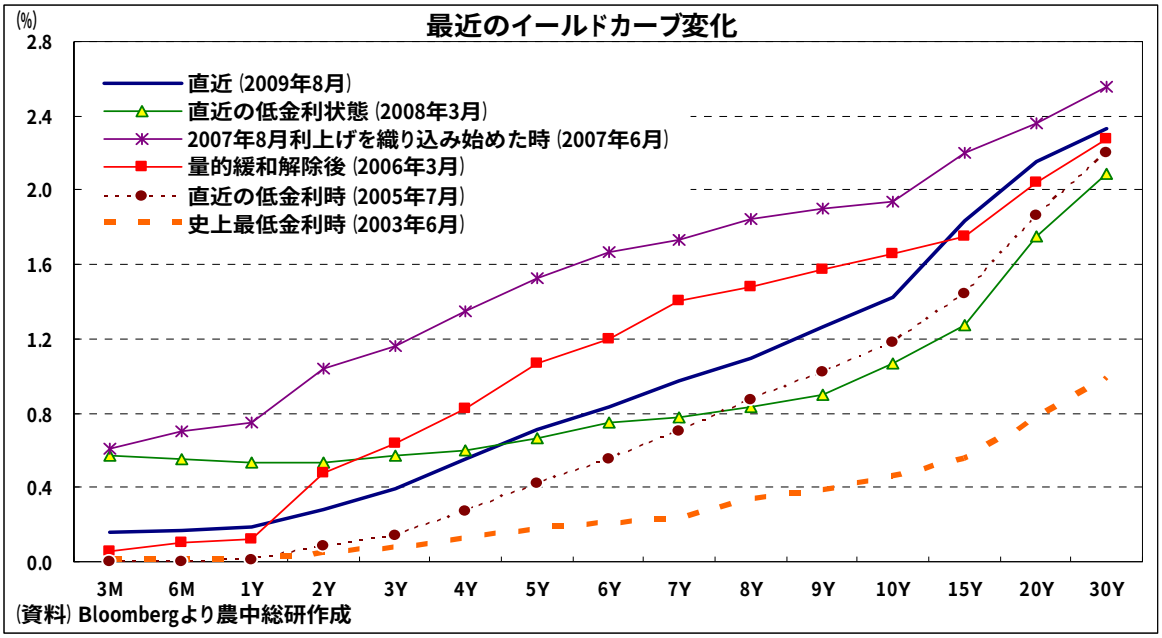
イールドカーブの変化（1）



イールドカーブの変化（2）



（資料）農林中金総合研究所作成



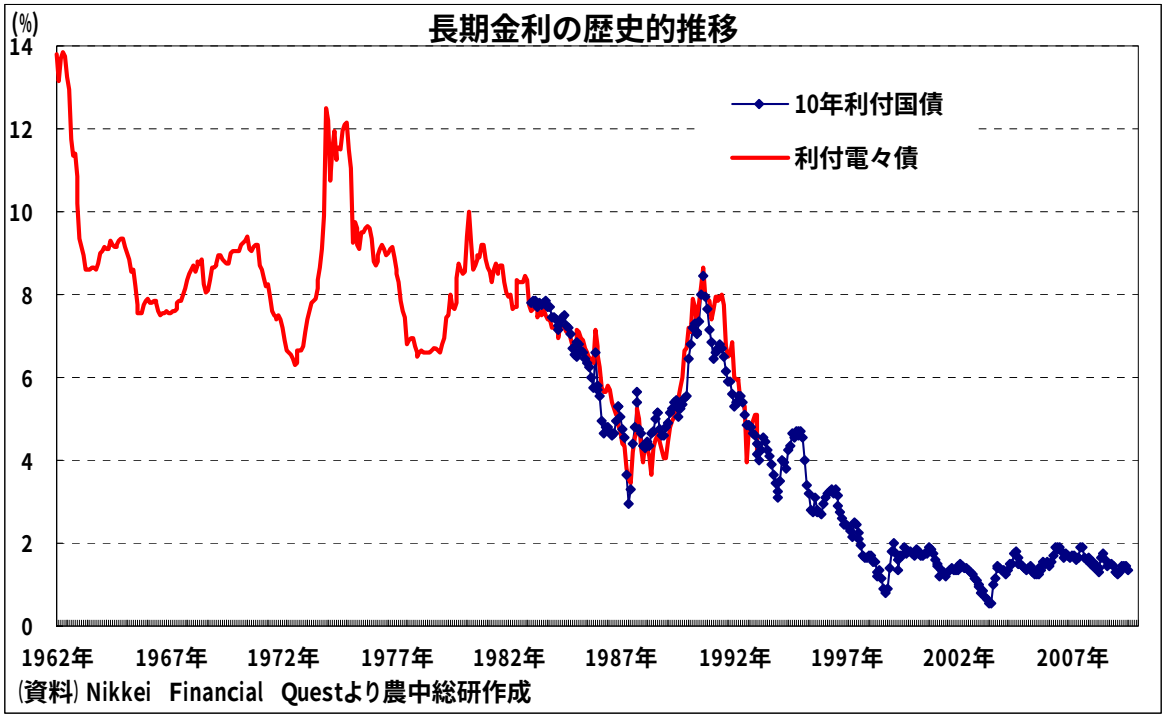
（３）長期金利の歴史

以下では、戦後日本経済の金利の推移を簡単に振り返って見ましょう。通常、長期金利といえば、長期国債利回り（最近の日本では新発 10 年物国債利回り）を指すことが多いのですが、戦後日本では終戦後のハイパーインフレの原因が戦時中の国債の大量発行にあったとの認識から、財政法により国債の発行が禁じられてきました。そのため、長期金利の指標としては、利付電電債（10 年債）利回りが多く使われました。この電電債は電話に加入する際、電電公社（日本電信電話公社、現 NTT）の設備投資に協力する名目で、10 万円分購入することが強制されていました。しかし、ほとんどの加入者はそれを即時に売却することが多かったため、電電債の流通市場が発達しました。

なお、電電公社は、かつての逓信省が 1949 年に電気通信省と郵政省（現在の総務省の一部と日本郵政公社）に分割され、52 年には電気通信省が公社化されて誕生しました（その後、53 年には国際電気通信事業が電電公社から分離・独立し、国際電信電話株式会社（現 KDDI）が設立されました）。同じく 53 年からは電々公社の政府保証債の発行が始まりましたが、こうした経緯から電電債の信用度は国と同等と考えられていました。

しかし、1965 年のいわゆる証券不況の際の歳入欠陥により、国債発行が特例法で解禁された後は、毎年の予算編成では財政法第 4 条で認められた公共事業費に充てるための国債発行（建設国債）を行ってきました。当時の国債発行は、銀行などを中心にシンジケート団を作り、そこに全額引受させるスキームでした。しかし、いわゆる市場実勢よりも低いクーポン設定だったために、引き受けたとたんに評価損が発生したり、売却制限があったり、と大蔵省による規制の下ではマーケット機能がほとんど働かず、国債利回りには長期金利としての指標性はありませんでした。また、発行後 1 年を経過したものは日銀が買い取るなど、実質的にはマネタイゼーション（財政赤字の貨幣化）も行われていました。

ところが、1970 年代に入ると、高度経済成長が終焉を迎えて税収が伸び悩む反面、福祉の充実もなされたこともあり財政支出は膨張する一方であり、国債の大量発行が始まりました。日銀も大量に発行される国債の全額買取りが事実上不可能になったことから、流通市場の整備が不可欠となりました。77 年には金融機関の対市中売却（発行後 1 年経過後）が解禁されるなど、国債は市場メカニズムに晒されるようになり、また、84 年には金融機関による国債ディーリングが開始されるなど、国債利回りの指標性が向上しました。ただし、一部の銘柄の取引偏重（いわゆる指標銘柄）やクーポン（利札）の高い国債が好まれる「直利指向」などもあり、イールドカーブは歪んだ状況が続きました。その後、会計制度の変更（時価会計、アモチゼーション・アキュムレーションの処理など）や「指標銘柄」廃止などの動きもあり、歪みは解消される方向になっています。



金利上昇の要因
①円高不況後の景気回復、タテホショック
②金融引締め、湾岸紛争による原油価格上昇
③大蔵省資金運用部による国債売りオペ再開
④大蔵省や日銀の国債市場に対する冷徹な対応
⑤景気回復

（資料）農中総研作成

（４）長期金利は何に影響されるか？

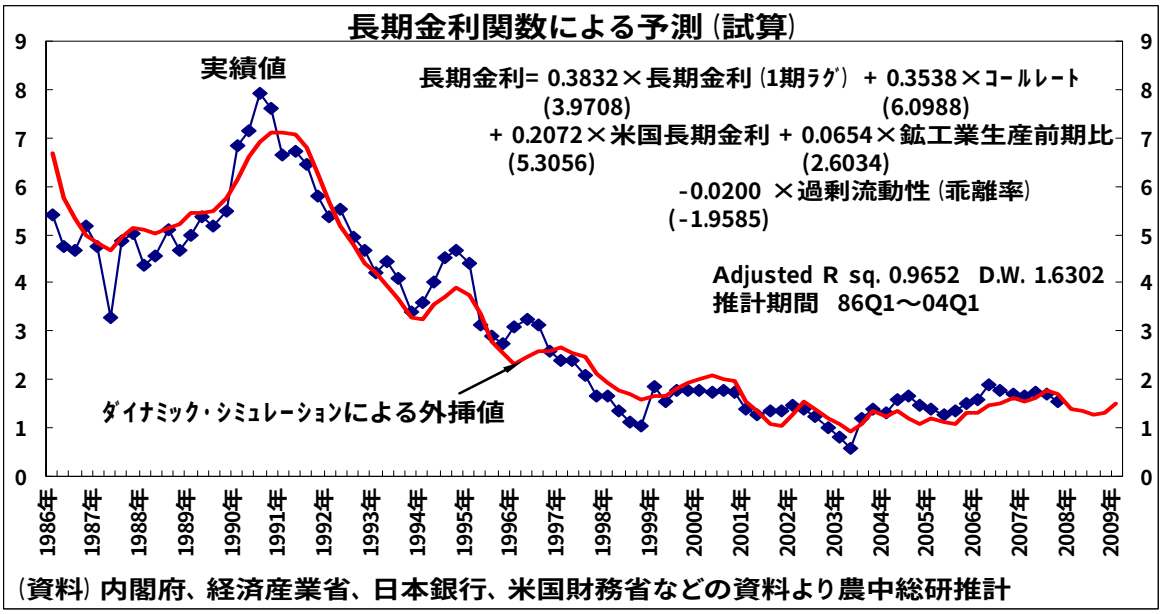
長期金利と短期金利の関係について見てきたように、基本的には「短期金利から長期金利へ」という波及経路があると考えられています。しかし、長期金利は短期金利だけに影響を受けるのではありません。そのほかにも、一般的に、マクロ経済環境、金融政策、財政赤字、海外金利動向、などを変動要因として挙げることができるでしょう。

若干補足すると、マクロ経済環境としては経済成長のスピードを挙げることができるでしょう。景気拡大は将来の金利上昇を予想させ、逆に景気悪化は金利低下を招きます。また、金融政策として政策金利水準や金余りの状況を挙げることができます。金余りの指標としては「マーシャルのｋ（＝マネーサプライ／名目 GDP)」が代表的ですが、過去にマーシャルのｋがトレンドより上方乖離した際には、いずれも物価や資産価格上昇が起きています。90 年代後半以降から現在にかけての期間では、それが債券価格上昇につながっていると考えることができるでしょう。財政赤字要因は国債の供給圧力と考えることができます。しかし、90 年代後半以降の日本を振り返ってみると、折にふれて国債消化懸念などが顕在化し、金利上昇を引き起こすことがありますが、その後は再び金利低下が見られるなど、財政赤字の累増が恒常的に金利上昇圧力として作用しているようには見えません。また、海外金利動向要因は、国際的な資金フローが金利裁定を考慮していることを示唆するもので、経験的に先進国の長期金利変動は一致する傾向があることが知られています。

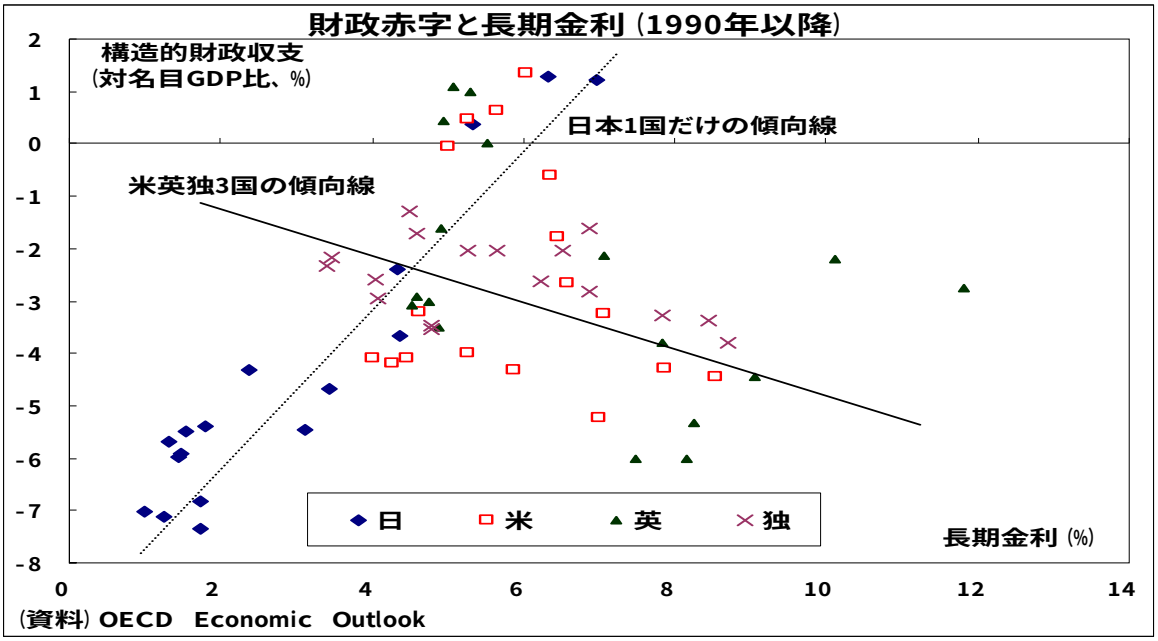
以上の要因を考慮して、長期金利関数の推計を行ってみました。被説明変数は長期金利（10 年物国債利回り)、説明変数を①長期金利自身の 1 期ラグ、②鉱工業生産（前期比、マクロ経済環境の代理変数)、③無担保コールレート（金融政策の代理変数)、④米国長期金利（10 年物米国財務省証券利回り、海外金利動向の代理変数)、⑤「マーシャルのｋ」のトレンドからの乖離率（金余り要因の代理変数)、を選んでいます。これらの結果は右ページの上段のグラフに示すとおりです。

債券価格と利回りの関係

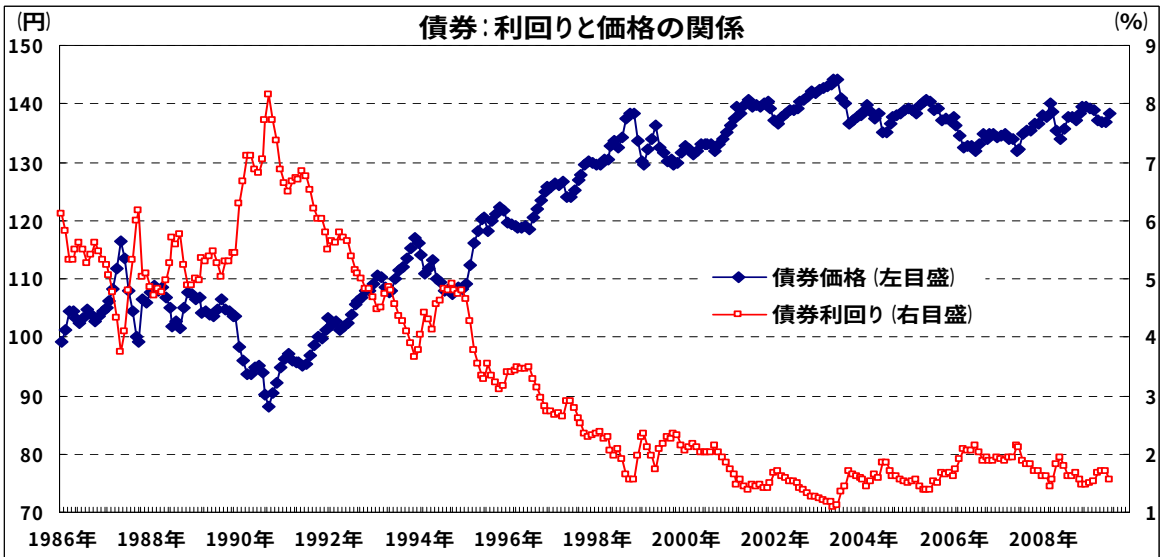
債券価格と利回りは、ちょうどコインの表裏のような関係にあります。よく用いられる利回り（単利最終利回り）とは、債券を購入した日から最終償還日まで所有した場合、その全期間内に入ってくる利子と償還差益（差損）の総合計金額を１年あたりに換算して、投資元本（債券価格）に対してどのような利回りになるかをみるものです。これは「価格が上昇すると、利回りは低下する」という関係になっています。



（資料）内閣府、経済産業省、日本銀行、米国財務省などの資料より農中総研推計



（資料）OECD Economic Outlook



（資料）Nikkei Financial QUESTより農林中金総合研究所作成
（注）債券先物（中心限月）を使用。債券先物市場は、「満期10年、クーポン6.0%」という架空の国債を取引している。

２．景気の見方

（１）景気とは

a.景気とは

そもそも景気とは何でしょうか。景気の「景」という字には、景色、眺め、情景、風光、様子、状況などという意味があり、経済活動の様子や実際の状況を指します。一方、「気」はすなわち「心」であり、企業経営者の心の情景（企業マインド）や消費者の心の様子（消費者マインド）を指します。

英語で景気を表す言葉は「ビジネス・コンディション」であり、企業業績の良し悪しなどビジネスの状態が良好か否かということが景気の状態を示すものとも考えられます。

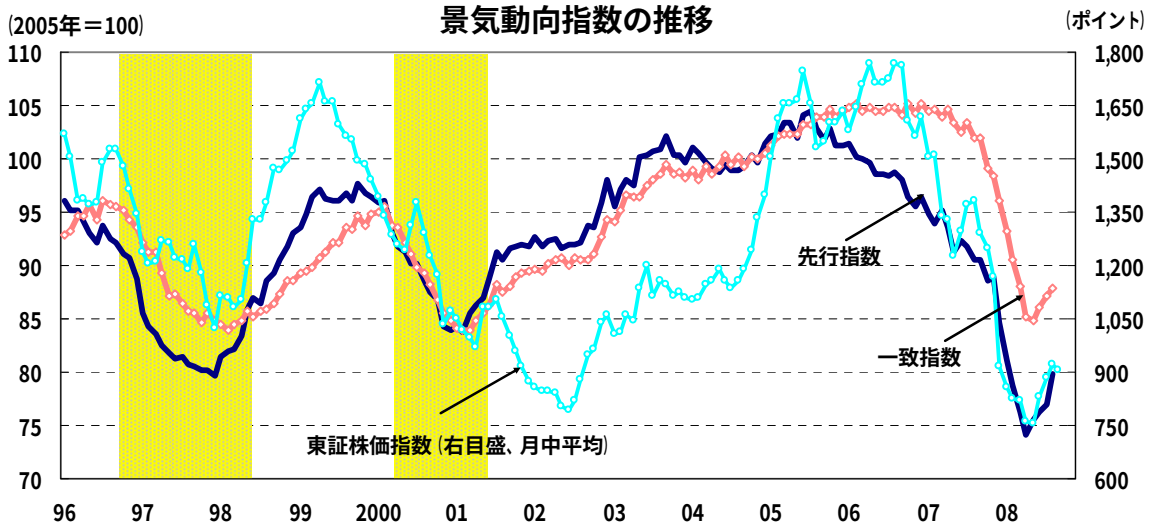
景気とは一言で言えば経済活動の勢いのことであり、その動きが様々な指標に表れます。モノの販売やサービスの利用状況、企業収益や設備投資、雇用者数や個人所得などが増加する状態を好景気（好況）と言います。逆に、経済活動が活発でなく停滞するような状態を不景気（不況）と言います。

b.景気循環とそのパターン

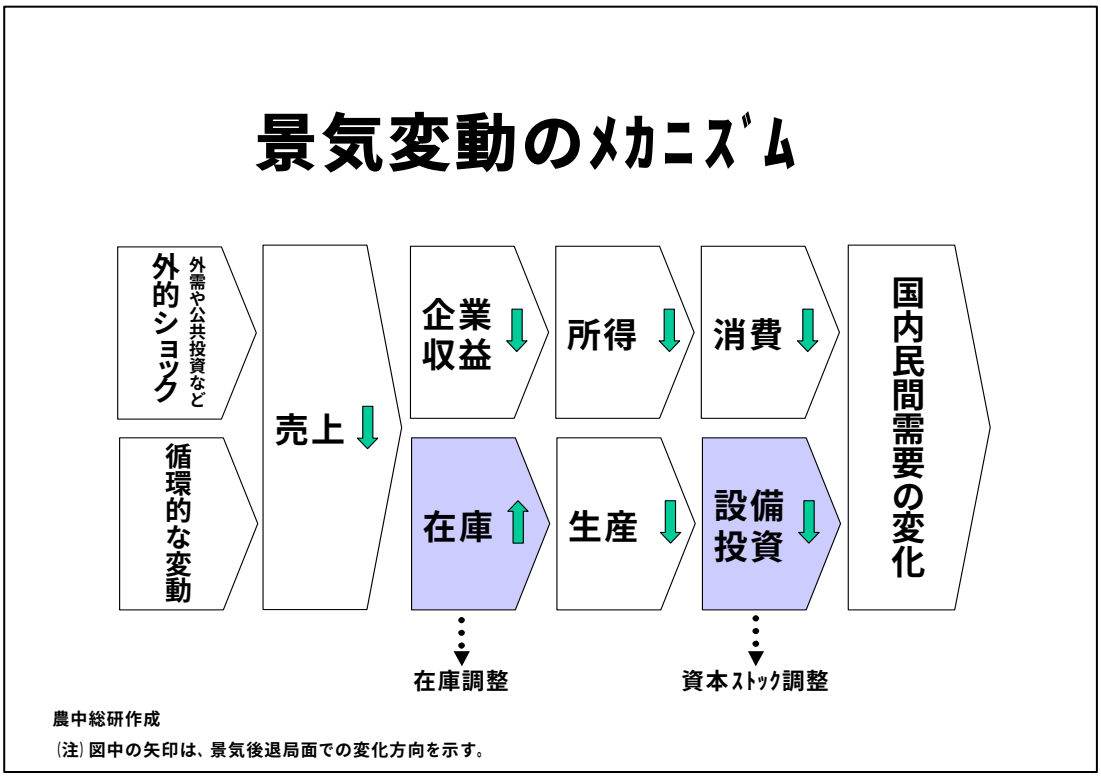
景気は、景気上昇（回復）⇒好況⇒景気後退⇒不況⇒景気上昇（回復）を繰り返します。これを景気循環といい、英語ではまさに「ビジネス・サイクル」と呼ばれます。好況から後退に入る転換点を「景気の山」、不況から景気上昇に向う転換点を「景気の谷」といいます。

景気循環には、一定のパターンが見られます。まず、景気回復局面ではモノやサービスの消費が増えるため、企業は生産を増加させます。しかし、景気が山を超え後退局面を迎えるとモノが売れなくなるため、企業は在庫調整を進めながら生産を控えます。さらにモノが売れなくなると、企業は販売価格を引き下げて需要を喚起するため、モノの値段は下落することになります。次第にまたモノが売れはじめ、消費が拡大して景気は回復します。

わが国の景気循環は、戦後から数えて現在 15 循環目（P.23 参照）を迎えています（暫定）。戦後もっとも景気拡張が長かった期間は、これまでは 1965 年 11 月から 57 ヵ月続いた「いざなぎ景気」でしたが、2002 年 2 月から始まった景気回復はこれを上回り、戦後最長となりました。一方、景気後退がもっとも長く続いた期間は、1980 年 3 月から 36 ヵ月続いた「第二次石油ショック」時の不況です。



内閣府「景気動向指数」、東証「東証統計月報」より作成
（注）シャドー部分は景気後退期を示す。



農中総研作成
（注）図中の矢印は、景気後退局面での変化方向を示す。

c.景気循環と物価、金利の関係

景気と金利、および物価と金利との間には関連性があると考えられます。一般に企業は景気が良くなると見込まれる場合には、より多くのモノやサービスを供給できるよう設備投資を行います。一方、家計は、企業の生産増加→収益増加→賃金増加と、徐々に所得に反映される過程で消費が活発になります。このように景気回復局面では投資や消費が活発化し、経済全体として資金需要が高まれば金利は上昇することになります。

ただし、景気が過熱気味になると、日本銀行が政策金利を引き上げます(引き締め策)。金利が上昇すると、モノやサービスへの購買意欲が徐々に減退することになり、その結果、モノが売れにくくなるため企業の在庫が増え、生産調整を行うなど企業収益も悪化します。さらに企業は設備投資を控えたり、労働者の賃金上昇を抑えたりするため、消費も手控えられることになります。こうして過熱気味だった景気は落ち着く半面、徐々に後退局面に入ることになります。景気後退局面では資金需要が減退し、金利は低下することになります。

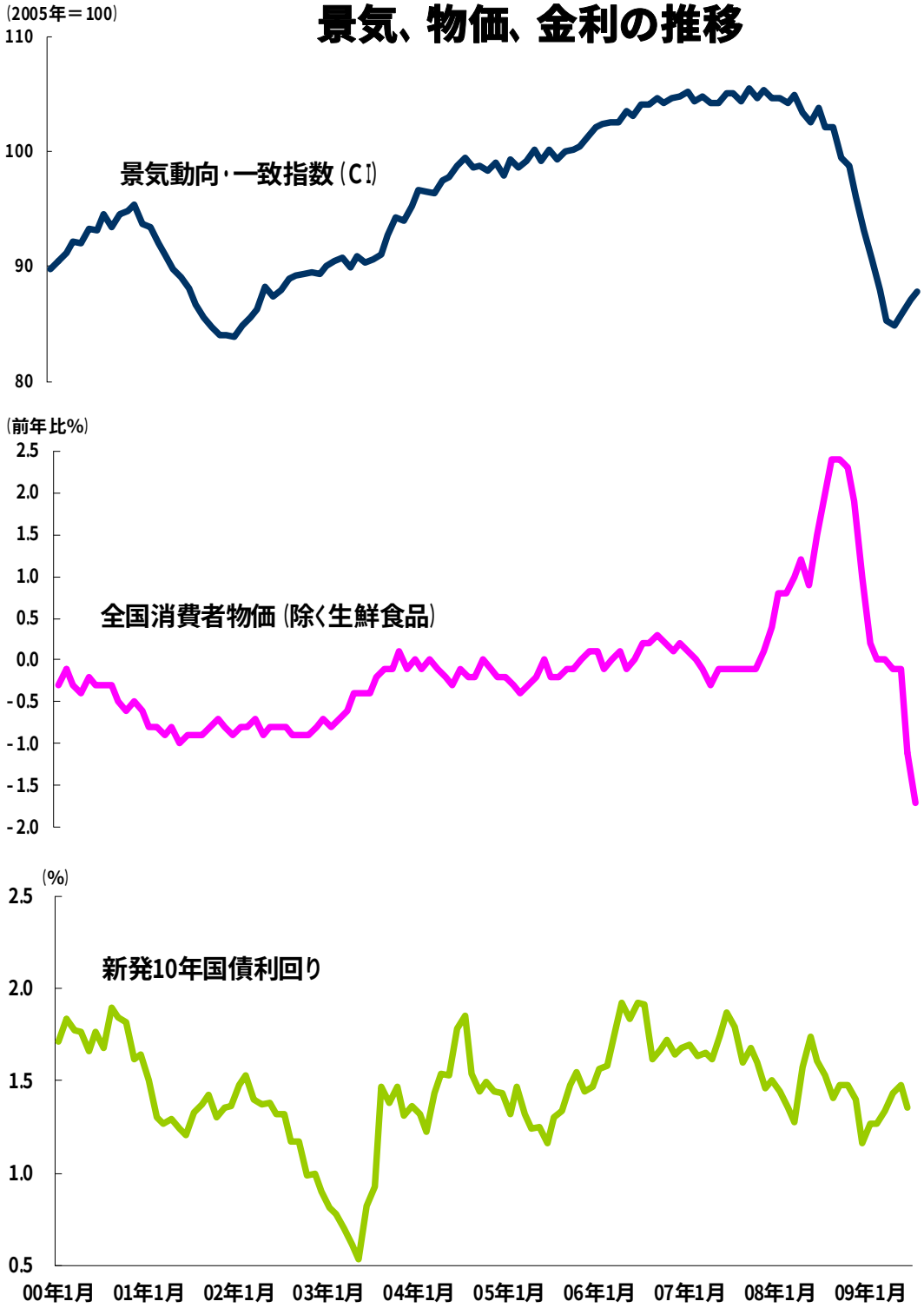
しかし景気後退が進むと、経済全体が停滞するため、日本銀行は金融政策として金利を引き下げます(緩和政策)。金利引下げによって、投資や消費に資金が回りやすくなり、景気は徐々に回復に向かうことになります。

一方、物価はモノやサービスの需要が高まる景気回復局面において上昇し、景気後退局面では下落します。また、物価変動は預金者が受け取る金利にも影響を与え、たとえば5%の金利であっても、物価が1年間に3%上昇したとすれば実質的には2%しか金利が付かないのと同じことになります。逆に1%の金利であっても、物価が▲1%であれば実質的には 2%の金利と同等と言えるでしょう。こうした物価の影響を考慮した金利のことを「実質金利」と言い、次の式で表すことができます。

実質金利＝名目金利－物価変動率

わが国では物価の持続的な下落（デフレ）という状況が長く続いたため、日銀のゼロ金利解除(06年7月で政策金利である無担保コールレート翌日物の誘導水準を0.25%へ)、0.25%の追加利上げ（07年2月）後も、長短実質金利の高い状態が継続しました。その後、08年にかけて物価上昇率が高まりましたが、09年に入ると景気の大幅な落ち込みにより物価下落が鮮明となっており、実質金利の再上昇が見られます。

景気、物価、金利の推移



内閣府「景気動向指数」、総務省「消費者物価指数」、日経新聞資料等から農中総研作成
（注）10年国債利回りは引値ベース。

（２）景気の動向を見るための主要な統計

a.国内総生産（GDP）

景気とは、経済活動の勢いと前述しましたが、一般的にはこの勢いを売上高などの経済指標が過去と比べてどれくらい変化したかで把握しています。しかし、売上高は消費の側面を捉えることが出来ても、設備投資や生産の側面を把握することは出来ません。このように景気動向を観るための経済指標は様々あり、一長一短ありますが、そこでは経済全体をどのぐらい網羅しているか（カバレッジ）が重要となります。以下では、景気動向を見る上でもっとも代表的な３つの指標について解説します。

一国の経済活動を最も包括的にとらえる統計は、内閣府が発表している**「国民経済計算（SNA)」**です。この「国民経済計算（SNA)」は５つの勘定（国民所得勘定、資金循環表、産業連関表、国民貸借対照表、国際収支表）から成っており、一国経済の財務諸表とも呼べます。このうちの国民所得勘定がGDP統計と呼ばれるものです。GDP（国内総生産：Gross Domestic Product）とは、一定期間内に国内で産み出された付加価値の総額を指します。GDP は一国の経済を総合的に把握する統計であり、その伸び率が経済成長率に当たります。GDP は国内の家計、企業、政府による需要（内需）に、海外からの財の輸入を引き、海外への財の輸出分を加算して求めます。

GDP＝内需＋財等の輸出－財等の輸入＝GDE

GDP は国内総生産と呼ばれますが、実際には生産ではなく支出を計算して求めます。これは経済活動が生産面、支出面、分配面から成り立っており、生産したものは生産に貢献した人たちの所得として分配され、分配された所得で消費等の支出をする「三面等価の原則」を前提に国内総支出（GDE）を国内総生産（GDP）とみなしているためです。

それでは、GDPの個々の構成要素を見てみましょう。GDPは「内需」と「外需」に分けられます。内需は、民間企業や家計の経済活動を表す民間需要と政府の経済活動を表す公的需要に分かれます。そして民間需要は、民間最終消費支出、民間住宅、民間企業設備、民間在庫品増加から成ります。公的需要は、政府最終消費支出、公的固定資本形成、公的在庫品増加で構成されます。GDP の構成要素のうち注目されるのは最終消費支出と民間企業設備、そして財貨・サービスの輸出です。民間最終消費支出はGDP全体の56%を占め、民間企業設備は14.9%、純輸出（＝輸出－輸入）は3.9%となっています（2008年度実績)。ただし消費が大きく変化することは少なく、日本では海外需要を前提とした輸出および企業設備が経済成長を牽引するという特徴があります。

わが国の潜在成長率は1%程度とされますが､GDPを見る場合の判断基準はそれを上回るかどうかであり、継続的に上回れば景気が強い状況にあると言えます。また発表のたびに数字が過去にさかのぼって変更されることには注意する必要があります。

4－1．年次別の実質成長率
Development of Real GDP (Year)

DATE 2009. 6. 11

前 年 比 (Changes from the previous year)

(2000暦年連鎖価格； 単位：%) (Chained (2000) yen ； %)

項目＼年	年度(Fiscal Year) 2005	2006	2007	2008	暦年(Calendar Year) 2006	2007	2008	
国内総生産（GDP）	2.3	2.3	1.8	-3.3	2.0	2.3	-0.7	Gross Domestic Product
国内需要	1.8	1.5	0.6	-2.1	1.2	1.2	-0.9	Domestic Demand
	(1.8)	(1.4)	(0.6)	(-2.0)	(1.2)	(1.2)	(-0.9)	
民間需要	2.5	2.2	0.6	-2.5	1.9	1.5	-1.0	Private Demand
民間最終消費支出	1.8	1.1	0.9	-0.5	1.5	0.7	0.6	Private Consumption
家計最終消費支出	1.8	1.1	1.0	-0.5	1.5	0.8	0.6	Consumption of Households
除く持ち家の帰属家賃	1.8	1.0	0.9	-0.9	1.4	0.6	0.4	Excluding Imputed Rent
民間住宅	-1.2	-0.2	-13.5	-3.1	0.5	-9.7	-7.6	Private Residential Investment
民間企業設備	6.2	5.5	2.1	-9.8	2.3	5.7	-4.0	Private Non-Resi. Investment
民間在庫品増加	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	(-0.2)	Private Inventory
公的需要	-0.6	-0.9	0.5	-0.5	-0.9	0.1	-0.6	Public Demand
政府最終消費支出	0.8	1.1	2.1	0.3	0.4	1.9	0.8	Government Consumption
公的固定資本形成	-5.6	-8.8	-6.3	-4.4	-5.7	-7.3	-6.9	Public Investment
公的在庫品増加	(-0.0)	(-0.0)	(0.0)	(-0.0)	(-0.0)	(0.0)	(-0.0)	Public Inventory
(再掲)総固定資本形成 ※1	2.5	1.8	-1.8	-7.9	0.5	0.8	-5.0	(Regrouped) Gross Fixed Capital Formation ※1
財貨・サービスの純輸出 ※2	(0.5)	(0.8)	(1.3)	(-1.2)	(0.8)	(1.1)	(0.2)	Net Exports of Goods & Services ※2
財貨・サービスの輸出	9.0	8.3	9.3	-10.2	9.7	8.4	1.8	Exports of Goods & Services
財貨・サービスの輸入(控除)	5.9	3.1	1.7	-3.5	4.2	1.5	0.9	Less : Imports of Goods & Services

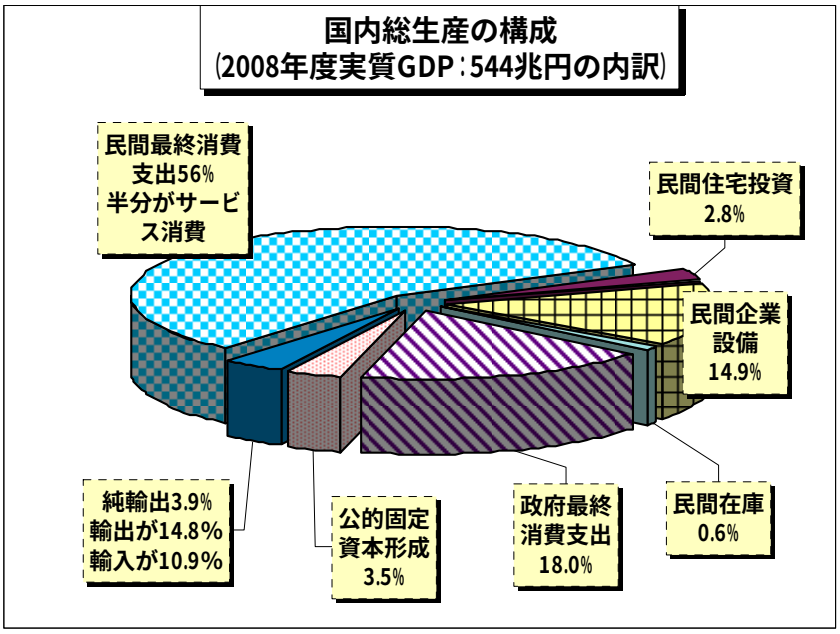
(注) ( ) 内は国内総生産に対する寄与度
Note. The figures in ( ) indicate contributions to changes in GDP

(参考)

国内総所得（GDI）	1.2	1.5	0.8	-3.7	1.0	1.6	-2.2	Gross Domestic Income
国民総所得（GNI）	1.8	1.8	1.2	-4.1	1.5	2.1	-2.2	Gross National Income
雇用者報酬（実質）	2.2	1.9	0.5	-0.8	2.1	0.6	-0.4	Compensation of Employees (Real)

※1 総固定資本形成は民間住宅、民間企業設備、公的固定資本形成から成る。
Gross Fixed Capital Formation Consists Of Residential Investment, Private Non-Resi. Investment, and Public Investment.
※2 財貨・サービスの純輸出=財貨・サービスの輸出-財貨・サービスの輸入
Net Exports of Goods & Services = Exports of Goods & Services - Imports of Goods & Services
純輸出の寄与度は輸出と輸入の寄与度の差によって求めている。
The contribution is calculated as the contribution of exports less that of imports.

内閣府ﾎｰﾑﾍﾟｰｼﾞより転載



内閣府資料より農中総研作成

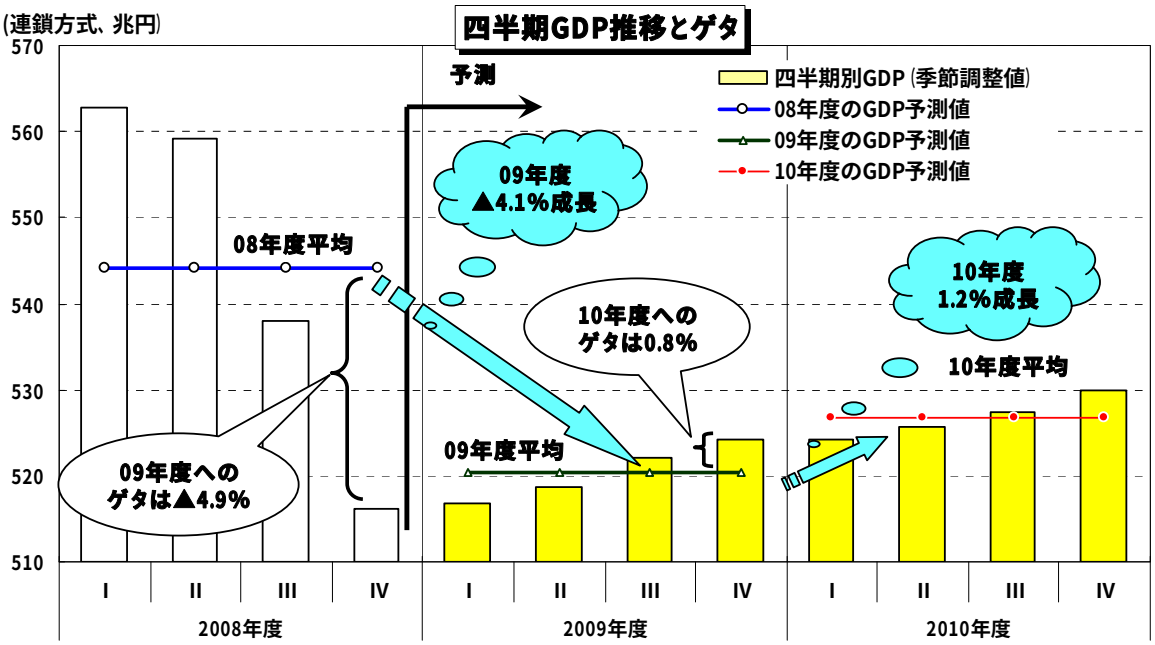
b.GDP を見る際の注意点

以下では、GDP により景気を把握する場合の注意点を見ていきましょう。まず、GDP 成長率の欄にしばしば寄与度という文字を目にします。この寄与度とは、ある統計値の構成要素の増減が全体の伸び率を何ポイント（%表示）押し上げているかを示すものであり、各寄与度の合計が全体の伸び率と一致します。つまり、寄与度を見ればどの項目が成長率の押し上げに貢献しているかが分かります。寄与度は四半期別の実質成長率とともに発表されますので、成長率と同時に寄与度にも注目することが重要です。なお、民間最終消費支出のように GDP に占める割合の大きい項目は、たとえ伸び率が小さくても寄与度は大きくなるため注意が必要です。

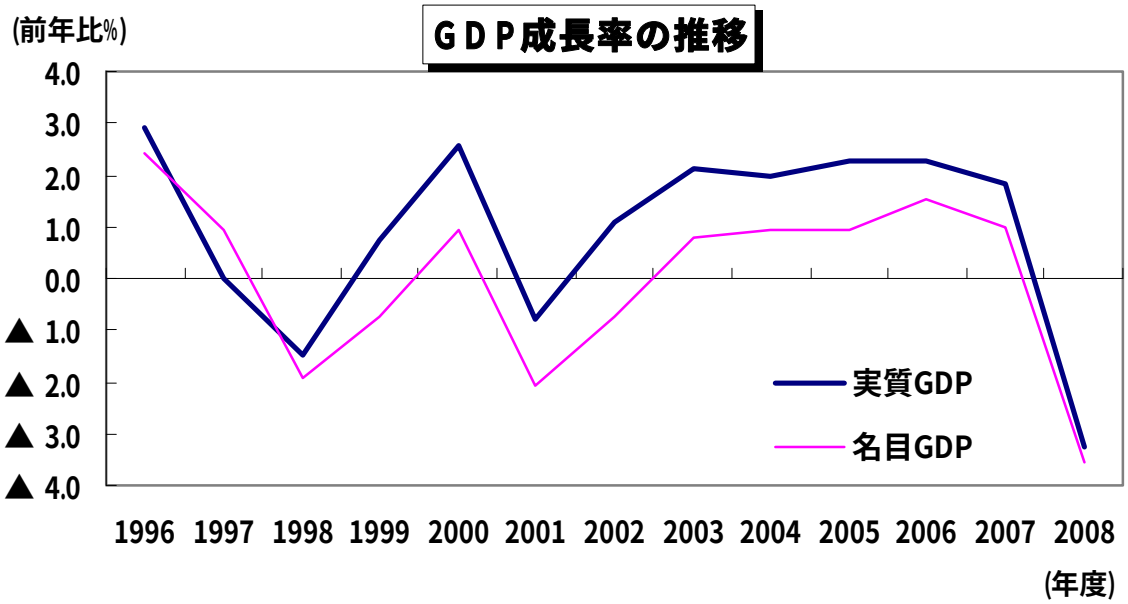
次に GDP には、名目 GDP と実質 GDP があります。付加価値である GDP は、数量部分と価格部分に分かれます。たとえ同じ量の物を生産していても、価格が上がると生産額は見かけ上増加したように見えます。実質 GDP は、名目 GDP から物価変動の影響を除いたものであり、付加価値を数量で表しているというイメージです。そのため、景気の良し悪しを判断するには一般的には実質 GDP 成長率が用いられます。ちなみに米国では実質 GDP 成長率が 2 四半期連続でマイナスになれば「不況入り」というのが一つの目安です。（なお、名目値と実質値との物価変動分を表す GDP デフレーターについては次章で解説します。）

最後に「ゲタ」ですが、これは成長率計算のクセのようなものです。例えば、2008 年度の各四半期実質 GDP が前期比ゼロになったとすれば、08 年度の成長率はゼロになるでしょうか。成長率のゲタとは、各年度最終四半期（1～3 月期）の GDP が当該年度（4～3 月）の GDP をどの程度上回っているか（もしくは下回っているか）を示すものであり、いわば次年度に向けた「発射台」と考えられます。つまり、次年度の 4 四半期ともゼロ成長が続いた場合、その年度の成長率はゲタの部分となります。07 年度に関しては、06 年度からのゲタが+1.3%あったものの実質成長率は+1.6%となり、当初のゲタを上回りました。したがって、年度内の成長率は実質的にプラスであったと捉えることができます。一方、08 年度への成長率のゲタは 0.6%（速報）であり、08 年度中の各四半期ともゼロ成長になったとしても、+0.6%成長は達成可能ということになります。

以上、総合的な景気判断の際に重要視される GDP 統計について見てきましたが、この統計は四半期（2、5、8、11 月）ごとの発表であり、かつ発表時期が遅いため足許の景気動向を知るには難があります。そこで、より迅速に発表される指標で景気判断を行うことになります。月次で発表される指標では鉱工業生産指数や機械受注、輸出をみる貿易統計などが注目されます。



(資料) 内閣府「GDP速報」より作成　(注) 09年1～3月期までは実績、それ以降は当総研予測



内閣府「国民経済計算」から農中総研作成

c.企業短期経済観測調査（日銀短観）

景気は、生産量などの量的なものだけではなく、心理の動きでも把握することも重要です。景況感など景気に関するいくつかの項目について、企業経営者が現場で実感している判断を尋ねる一種のアンケート調査を一般にビジネスサーベイと呼びます。

日銀「短観」は、「全国企業短期経済観測調査」と言い、日本銀行が景気の現状と先行きについて企業に直接アンケート調査（業種別・規模別の標本調査）するもので、1957年に開始された国内では最も歴史のあるビジネス･サーベイです。毎四半期（3、6、9、12 月：調査票への記入は前月）ごとに発表されており、「短期経済観測調査」の略称として，海外でも ”TANKAN ”の名称で広く知られています。

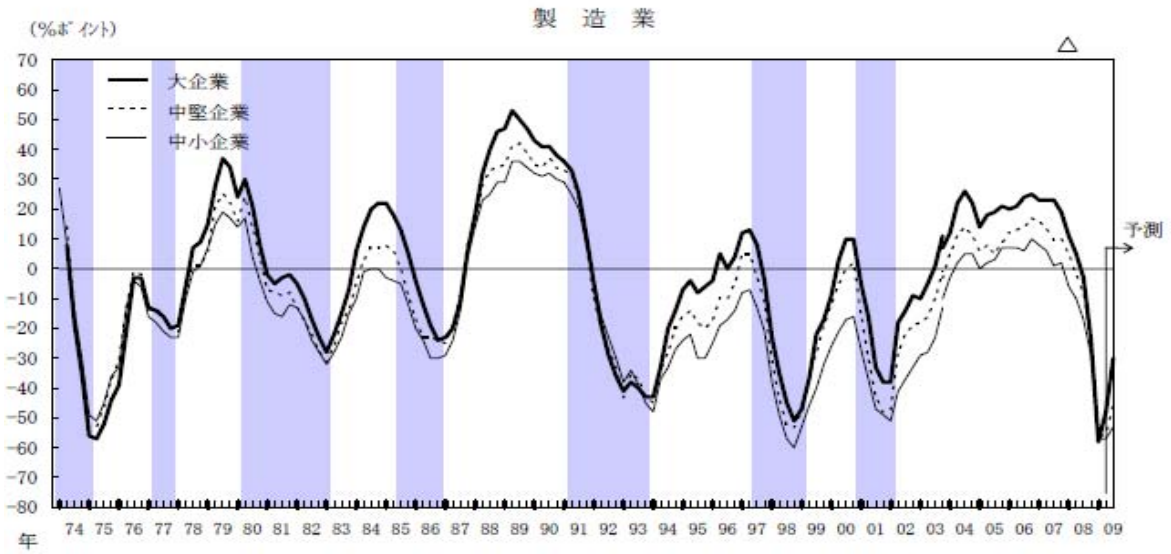
調査対象企業数は、全国で約 10,700 社（うち大企業 23%、中堅企業 27%、中小企業 50%）と調査規模が大きいことから信頼されています。また、調査項目は、「業況判断」「需給･在庫･価格判断」「売上･収益計画」「設備投資計画」「雇用人員判断」「資金繰り判断など企業金融」「海外事業計画」など多岐にわたり、景気についての補足情報を提供してくれます。

この日銀短観のなかでも「大企業製造業の業況判断 DI（ディフュージョン・インデックス)」は、景気の山・谷にやや先行した動きを示し景気判断の目安となるため、マーケットから最も注目されます。ただし、企業全体の景況感を見るには、非製造業や中小・中堅企業についても見る必要があります。

この業況判断 DI とは、企業の景況感について、「1.良い」、「2.さほど良くない」、「3.悪い」という 3 つの選択肢の中から１つ回答してもらい、肯定回答の割合から否定回答の割合を差し引いて指数化します。したがって DI がゼロ以上となれば、景気は良いと判断することができます。ただし、単に DI そのものの変化だけでなく、回答のうち肯定・否定・中立のどれが変化したのかにも留意する必要があります。

日銀短観は、現状と先行きについて継続的に企業の回答が得られる反面、回答が現状に引きずられやすいという欠点があります。また、業況判断 DI は GDP の動きにやや遅れて変化する傾向があります。しかし、GDP は変動幅が大きく他の月次指標と矛盾する動きもあるため、これを補うために DI に注目するという面もあります。企業経営者が肌で感じた景況感を映す指標であるため、感覚的にも理解しやすいものと考えられます。

日銀短観・製造業の業況判断DI



	大企業					
	2009年3月調査		2009年6月調査			
	最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
製造業	-58	-51	-48	10	-30	18
繊維	-69	-67	-58	11	-43	15
木材・木製品	-82	-73	-91	-9	-55	36
紙・パルプ	-32	-35	-23	9	0	23
化学	-50	-34	-34	16	-14	20
石油・石炭製品	-60	-40	-35	25	-20	15
窯業・土石製品	-64	-60	-58	6	-40	18
鉄鋼	-65	-69	-71	-6	-54	17
非鉄金属	-81	-65	-62	19	-35	27
食料品	-6	-6	-1	5	2	3
金属製品	-51	-43	-43	8	-36	7
一般機械	-64	-68	-63	1	-49	14
電気機械	-69	-58	-52	17	-28	24
造船・重機等	-23	-34	-17	6	-20	-3
自動車	-92	-83	-79	13	-51	28
精密機械	-50	-47	-33	17	-25	8
素材業種	-60	-51	-50	10	-29	21
加工業種	-57	-52	-48	9	-31	17
非製造業	-31	-30	-29	2	-21	8
建設	-27	-35	-29	-2	-24	5
不動産	-21	-28	-24	-3	-16	8
卸売	-44	-37	-41	3	-27	14
小売	-42	-30	-39	3	-26	13
運輸	-46	-41	-43	3	-30	13
通信	15	18	24	9	18	-6
情報サービス	-10	-27	-21	-11	-23	-2
電気・ガス	-9	-7	3	12	7	4
対事業所サービス	-21	-24	-30	-9	-18	12
対個人サービス	-9	-3	-11	-2	-2	9
飲食店・宿泊	-45	-46	-46	-1	-37	9
リース	-50	-38	-44	6	-27	17
全産業	-45	-41	-39	6	-26	13

日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

d.景気動向指数

生産や雇用など、さまざまな経済指標の中から景気に敏感に反応する指標の動きを統合することにより、新たな指標をつくり、これにより景気を把握する方法もあります。日本では、内閣府が発表する**景気動向指数**がそれにあたります。景気動向指数には景気の方向性を示すDI（ディフュージョン・インデックス）と、景気の量感を示すCI（コンポジット・インデックス）の2つがあり、いずれも先行、一致、遅行の3系列があります。景気の先行きは先行系列で、景気の現況は一致系列でみるのが原則です。なお、従来はDIが重視されていましたが、08年4月分からはCIが中心的位置付けに格上げされました。

先行指数とは、景気を先取りして変化すると考えられる複数の統計データを集約することによって指数化し、景気の先行きを予測しようとするものです。先行指数では「新規求人数」「建築着工床面積」等の金利に敏感な投資に関する指標や在庫率関連指標が中心となります。たとえば新規求人数であれば、企業などからの求人が増え、給与取得者が増えれば、その分だけ消費に向けられる購買力が高まると考えることができます。また住宅着工が増えると、建築資材や住宅設備機器が発注されるとともに、家電製品や家具等の耐久財の販売も増加するなど、産業全体に波及して需要を高めると予想することができます。このように消費者の購買力や投資意欲が伸びるということは、景気がよい方向へ向かうだろうと判断されることになります。一方、一致指数は「生産指数」「大口電力消費指数」「稼働率指数」等の生産に関する指標が中心となります。また遅行指数は「常用雇用指数」「家計消費支出」「完全失業率」等の雇用や家計に関するものであり、企業にとってはコストに相当する指標が中心です。

CIは、景気動向指数で採用されている各指標の変化率を合成して求め、基準年（2005年）を100として指数化したものです。株価指数などと景気の動きを比較してみる場合には、CIを用いると量感を把握することが出来ます。

DIの場合、景気が良いか悪いかという判断の目安は50%ラインであり、50%を超えていれば、景気は上向きになっているととらえます。一致指数が3ヵ月以上連続して50%を上回っているときは景気拡張局面、逆に下回っているときは後退局面と判断するのが一つの目安です。ただし、3ヵ月前との比較であることから、当月の内容が悪化してなくても3ヵ月前の水準が高い場合には悪化と判断されるため注意する必要があります。またDIは景気の広がりや転換点の検出には優れていますが、量感はとらえにくいという特徴があります。

なお、景気の山谷を示す「景気基準日付」は、一致の各採用系列から作られるヒストリカルDIに基づき、景気動向指数研究会での議論を経て、事後的に発表されます。

一致指数の寄与度表

	系列名	単位	実数			寄与度		
			2009/04	2009/05	2009/06	2009/04	2009/05	2009/06
1	生産指数(鉱工業)	2005年=100	74.8	79.1	81.0	0.28	0.28	0.26
2	鉱工業生産財出荷指数	2005年=100	73.3	78.9	82.5	0.28	0.28	0.32
3	大口電力使用量	100万kwh	20,030	20,597	20,752	0.28	0.28	0.13
4	稼働率指数(製造業)	2005年=100	67.2	72.6		0.28	0.28	▲ 0.01
5	所定外労働時間指数(製造業)	2005年=100	54.0	59.3	59.8	0.28	0.28	0.09
6	投資財出荷指数(除輸送機械)	2005年=100	66.1	64.9	65.8	▲ 0.28	▲ 0.13	0.10
7	商業販売額（小売業）	前年比(%)	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 3.0	0.06	0.01	▲ 0.02
8	商業販売額指数(卸売業)	前年比(%)	▲ 27.8	▲ 30.3	▲ 28.8	0.05	▲ 0.13	0.06
9	営業利益(全産業)	(億円)				▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.05
10	中小企業売上高(製造業)	2000年=100	85.1	85.6	85.1	0.28	0.06	▲ 0.06
11	有効求人倍率(除学卒)	(倍)	0.46	0.44	0.43	▲ 0.25	▲ 0.14	▲ 0.06
	景気一致指数（CI）	CI	86.0	87.1	87.8			

資料：内閣府「景気動向指数」

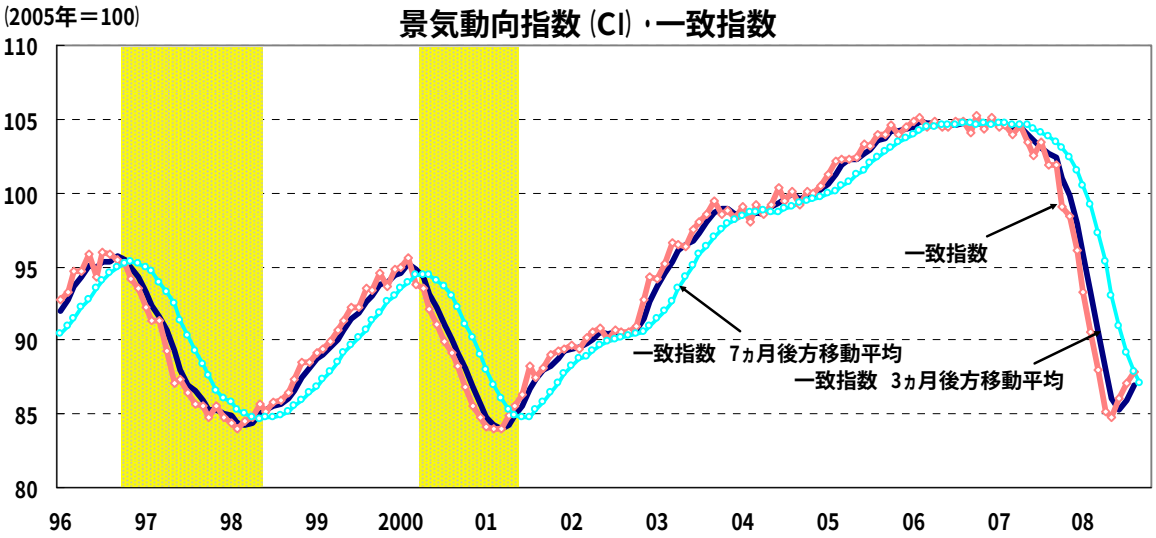
（注） 空欄は未発表指標

先行指数の寄与度表

	系列名	単位	実数			寄与度		
			2009/04	2009/05	2009/06	2009/04	2009/05	2009/06
1	最終需要財在庫率指数（逆サイクル）	2005年=100	141.9	146.3	129.9	▲ 0.30	▲ 0.35	0.57
2	鉱工業生産財在庫率指数（逆サイクル）	2005年=100	144.6	139.9	127.8	0.51	0.50	0.56
3	新規求人数（除学卒）	人	514,953	489,713	510,230	▲ 0.04	▲ 0.40	0.47
4	実質機械受注（船・電力を除く民需）	百万円	696,434	677,004		▲ 0.13	▲ 0.06	
5	新設住宅着工床面積	千㎡	5,432	5,372	5,399	▲ 0.46	▲ 0.05	0.04
6	耐久消費財出荷指数	前年比	▲ 44.1	▲ 35.9	▲ 27.1	▲ 0.01	0.34	0.41
7	消費者態度指数		33.2	36.3	38.1	0.52	0.52	0.57
8	日経商品指数（42種総合）	前年比	▲ 23.6	▲ 26.6	▲ 26.8	▲ 0.02	▲ 0.36	0.03
9	長短金利差	%ポイント	0.83	0.91	0.79	0.16	0.09	▲ 0.13
10	東証株価指数	前年比	▲ 35.7	▲ 35.8	▲ 33.3	0.14	0.03	0.13
11	投資環境指数（製造業）	%						
12	中小企業売上げ見通しD.I.	%	▲ 18.4	▲ 9.4	▲ 2.1	0.50	0.49	0.46
	一致指数トレンド成分					▲ 0.13	▲ 0.12	▲ 0.13
	景気先行指数（CI）	CI	76.2	76.9	79.8			

資料：内閣府「景気動向指数」

（注） 空欄は未発表指標



内閣府「景気動向指数」、東証「東証統計月報」より作成

（注）シャドー部分は景気後退期を示す。

e.景気転換点の判定

前述のとおり、一致指数（3ヵ月後方移動平均）が3ヵ月連続して50%を超えていれば、景気は回復に向かっていると一般的には判断されます。実際に景気循環の転換点（山・谷）である景気基準日付は、一致指数DIの各採用系列から作られるヒストリカルDI に基づいて、「景気動向指数研究会」での議論を経た後、内閣府経済社会総合研究所長が設定します。

その際の判定方法は、まず一致指数DIの採用系列ごとに山と谷を設定し、谷から山にいたる期間はすべて上昇（プラス）、山から谷にいたる期間はすべて下降（マイナス）として、DIを算出（ヒストリカルDI）します。移動平均をかけて、各系列の月々の不規則な動きをならして変化方向を決めるため、ヒストリカルDIは比較的滑らかで、景気の基調的な動きを反映したものとなります。つぎにヒストリカルDIが50%ラインを下から上に切る直前の月を景気の谷、上から下に切る直前の月を景気の山と判定します。

こうした景気基準日付の設定は、全米経済研究所NBER(National Bureau of Economic Research)で開発されたブライ・ボッシャン法（Bry-Boschan）によって行われます。この手法は、山と谷との間隔が5ヵ月以上必要、一循環の長さは15ヵ月以上必要、といったルールを条件として与え、12ヵ月移動平均等をかけるなどして山谷を確定するものです。ただし、事後的に判定されるため、景気基準日付の確定には時間がかかります。

f.景気循環の種類

景気循環にはその性格や周期の長さによって次の4つに分類することができます。ただし、さまざまな要因が影響することから周期は、必ずしも一定性はありません。

①キチンの波（キチン循環）

キチンの波は、約40ヵ月の周期を持つ景気循環。企業の在庫投資に起因すると考えられています。在庫（投資）循環、小循環、短期波動とも呼ばれます。

②ジュグラーの波（ジュグラー循環）

ジュグラーの波は、約10年の周期を持つ景気循環。企業の設備投資に起因すると考えられています。設備投資循環、主循環、中期波動とも呼ばれます。

③クズネッツの波（クズネッツ循環）

クズネッツの波は、約20年の周期を持つ景気循環。建築物の需要に起因すると考えられています。建築循環とも呼ばれます。

④コンドラチェフの波（コンドラチェフ循環）

コンドラチェフの波は、およそ50～60年の周期を持つ景気循環。技術革新に起因すると考えられています。大循環、長期波動とも呼ばれます。

戦後の景気基準日付

循環＼項目	谷（底）	山(ピーク)	谷（底）	期間 (期間)	景気拡張	(期間)	景気後退	全循環
第1循環		1951/06	1951/10	-	特需景気	4		
第2循環	1951/10	1954/01	1954/11	27	三白景気	10		37ヵ月
第3循環	1954/11	1957/06	1958/06	31	神武景気	12	なべ底景気	43ヵ月
第4循環	1958/06	1961/12	1962/10	42	岩戸景気	10		52ヵ月
第5循環	1962/10	1964/10	1965/10	24	オリンピック景気	12	証券不況	36ヵ月
第6循環	1965/10	1970/07	1971/12	57	いざなぎ景気	17		74ヵ月
第7循環	1971/12	1973/11	1975/03	23	列島改造ブーム	16	一次石油ショック	39ヵ月
第8循環	1975/03	1977/01	1977/10	22		9		31ヵ月
第9循環	1977/10	1980/02	1983/02	28		36	二次石油ショック	64ヵ月
第10循環	1983/02	1985/06	1986/11	28	ハイテク景気	17	円高不況	45ヵ月
第11循環	1986/11	1991/02	1993/10	51	平成景気	32	バブル崩壊	83ヵ月
第12循環	1993/10	1997/05	1999/01	43		20	金融不況	63ヵ月
第13循環	1999/01	2000/11	2002/01	22	ITブーム	14	IT不況	36ヵ月
第14循環	2002/01	2007/10		69	実感なき景気拡大			
				平均	33	平均	16	

(注) 第14循環は暫定。景気の名称はマスコミなどで通常用いられているものであるが公的に定まったものではない。
(内閣府：景気基準日付から農中総研作成)

景気循環のタイプ

	名称	周期	要因
1	キチン循環	約40ヶ月	在庫投資
2	ジュグラー循環	約10年	設備投資
3	クズネッツ循環	約20年	建築物の需要
4	コンドラチェフ循環	約50年	技術革新

農中総研作成

ヒストリカルDIの推移

	2008年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2009年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
生産指数(鉱工業)	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	
鉱工業生産財出荷指数	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	
大口電力使用量	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	
稼働率指数(製造業)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	
所定外労働時間指数(製造業)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	
投資財出荷指数(除輸送機械)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+		
商業販売額（小売業）(前年同月比)	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+		
商業販売額(卸売業)(前年同月比)	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+		
営業利益(全産業)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-					
中小企業売上高(製造業)	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+		
有効求人倍率(除学卒)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
ヒストリカルDI (%)	54.5	54.5	27.3	27.3	27.3	27.3	27.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	36.4	70.0	70.0	90.0		

(資料) 内閣府資料より作成　(注) 各系列がピークをつけるまでを「+」、その後ボトムをつけるまでを「-」、その後を再び「+」とし、採用系列に占めるプラス系列の割合をヒストリカルDIとする。

（３）企業の動向をつかむための主要な統計

a.企業と経済の関係

「誰が経済活動を行っているか」という観点で経済指標を見ると、各経済主体の行動パターンと景気についての理解が一層深まります。この経済主体とは、一般的には政府と民間に分けられ、政府は中央省庁、地方公共団体など、民間は企業、家計などから構成されます。民間の需要はGDPの約4分の3を占め、その行動が経済に大きな影響を与えています。ここでは、民間の行動に関し、企業、家計ごとに見ていきましょう。

まず、企業は利益を最大にすることを目的にモノやサービスを生み出します。大まかにいうと、企業はその生産するモノやサービスの需要を予想して投資⇒生産⇒販売⇒利益（収入－費用）回収⇒再投資という活動を行います。企業は生産のために①人を雇い（賃金を払う)②設備投資を行い③原材料を買います。企業の生産活動が活発になれば、原材料などの購買が増えたり、設備投資が拡張されることにより、経済が拡大します。

b.景気を主導する輸出

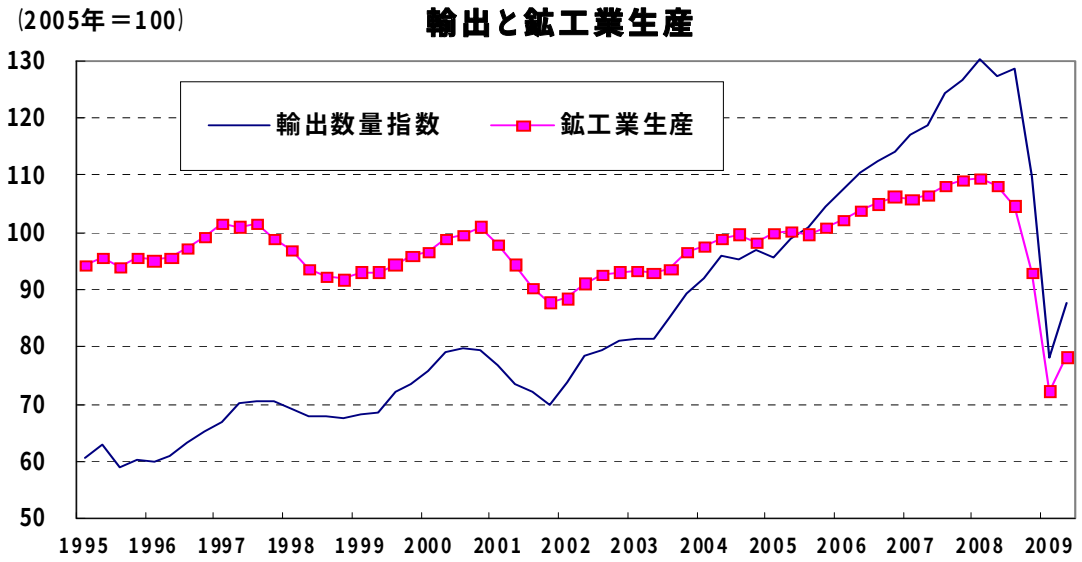
企業におけるモノやサービスの需要は、①海外の需要と②国内の需要に分けられます。海外の需要が現在どのくらいあるかを把握することは難しいのですが、海外へモノやサービスをどのくらい提供したかを示す輸出により推測することができます。

GDPに対して、輸出は15%程度となっています。日本経済は、国内でモノをつくり海外市場に販路を求める輸出主導型の経済発展をしてきたため、いまだにモノの輸出の拡大（縮小）⇒生産活動の拡大（抑制）⇒・・・⇒再投資（投資先送り）と、輸出の増減が企業活動に連鎖する傾向にあります。

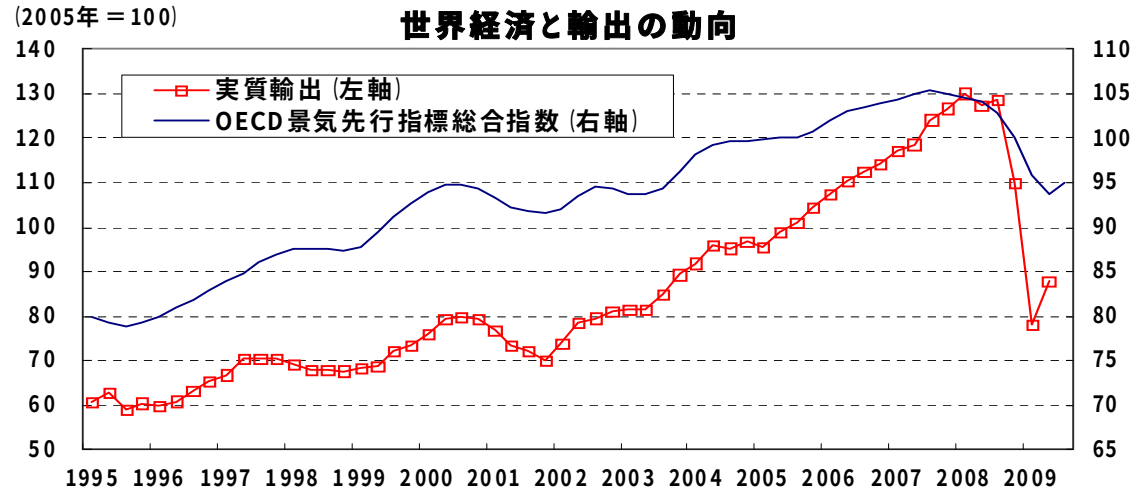
モノの輸出については、モノが税関を通過する際に提出される申告書から作成される**財務省「貿易統計」**で把握できます。「貿易統計」は調査月の25日頃に速報が発表されます。この統計は、国・地域別、商品別の輸出入額などがわかり、海外の需要について細かく分析できます。現在の日本の主要な輸出地域は、アジア、北米、ヨーロッパです（主な輸出国はアメリカ、中国)。これらの地域の経済が拡大しているときは通常であれば輸出も増加します。

なお、最近はアジア諸国との貿易量が増えていますが、アジアの旧正月（1月あるいは2月、年毎に違う）など、季節的な要因が大きく影響する場合もありますので注意が必要です。また、価格が変動している場合、輸出額もつられて変動することがありますので、外需の勢いを考える上では輸出数量の動向をみることが大切です。

財務省「国際収支統計」ではモノに加えてサービスの輸出（航空機による輸送、外国人の日本への旅行など）をつかむことができます。



財務省「貿易統計」、経済産業省「鉱工業生産」より農中総研作成



OECD、日本銀行資料より農中総研作成

（注）OECD景気先行指標総合指数は1期先行させた

日本の主要輸出商品

		%
輸送用機器		24.8
一般機械		19.7
電気機械		19.0
原料用製品		12.6
化学製品		9.0
うち	乗用車	14.7
	鉄鋼	5.6
	自動車の部分品	3.8
	IC	3.7
	原動機	3.1

財務省「貿易統計」（2008年）より農中総研作成

日本の主要輸出先

			%
アジア		39,966,195	49.3
北米		15,330,518	18.9
EU		11,445,397	14.1
うち	アメリカ	14,214,321	17.5
	中国	12,949,889	16.0

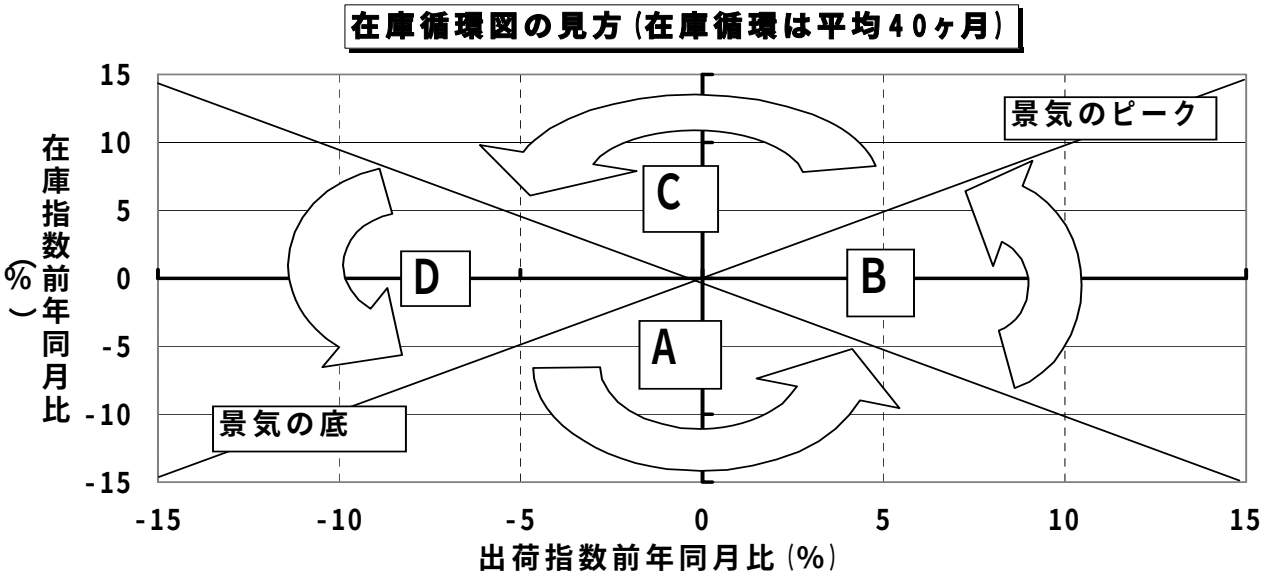
c.生産の動向

次に、企業の生産活動について見てみましょう。様々な指標の中で、**鉱工業指数（経済産業省発表）**が最も生産活動を把握するのに重要な指標です。それは、鉱工業指数は当月分の速報が翌月 28 日頃に出されるので速報性が高く、しかも主要な製造業を網羅しているからです。この鉱工業指数は、鉱業および製造工業の 496 品目を対象に生産、出荷、在庫などについて、2005 年平均を基準（＝100）として指数化したもので、①生産指数、②出荷指数、③在庫指数、④在庫率指数（＝在庫数量÷出荷数量）、⑤稼働率指数（＝生産÷生産能力）、⑥生産能力指数、⑦生産予測指数などがあります。

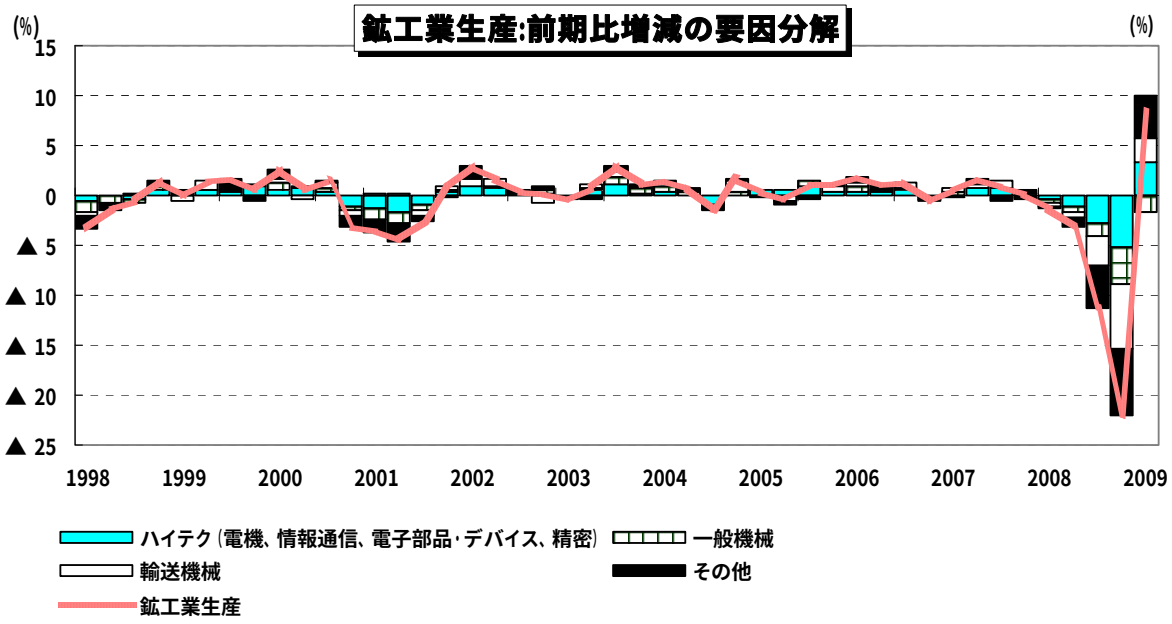
最も注目されているのは①生産指数です。それは、生産指数は景気動向そのものととらえられている面が強いからです。そして、②出荷指数、③在庫指数から、生産指数の動きの背景を確認することができます。例えば、生産指数の前月比マイナスが連続した場合、生産調整がおこっている可能性があります。このようなとき、出荷の減少、在庫の積み上がりがないか、見ることで裏付けがとれます。

また出荷指数、在庫指数を組み合わせた在庫循環図は、製造業における景気の局面を把握する方法としてよく用いられます。具体的には、出荷量を横軸、在庫残高を縦軸にとり、45 度線で分割された４つの領域のどこに位置しているかで現在の状況を把握します。まず、①景気回復の初期段階においては、企業の抱える在庫は普通低い水準にあります。景気が回復し需要が増えると、当初は生産が追いつかないため在庫が減少する「意図せざる在庫減」が発生します（図１の A)。②景気回復がさらに進むと、企業は需要増を見込んで在庫を増やす「在庫積み増し」の局面を迎えます（同 B)。③しかし景気の山を過ぎると、実際の需要が企業予測よりも下回ることになり、在庫が増えてしまう「意図せざる在庫増」に陥ります（同 C)。そして、④企業は積みあがった在庫を減らすため、減産するなどして「在庫調整」を行います（同 D)。調整局面の過程で景気後退がさらに進み、やがて景気の谷を迎えることになります。そして景気が回復し始めると新たな在庫循環に入ります。

なお、最終需要財在庫率指数と鉱工業生産財在庫率指数の 2 つの在庫率指数が景気動向指数の先行指数として採用されています。それは、在庫率指数が下がると（在庫が減少、あるいは出荷が増加)、生産が増加するからです。



A： 景気好転局面
売れ行きの増加で出荷が減少から増加に転じる一方、増産には時間がかかるので在庫は前年比で減少を続ける
B： 回復⇒在庫積み増し局面
売れ行きの増加が続き、生産も増加して在庫は減少から増加に転じる
C： 景気成熟⇒在庫積み上がり局面
売れ行き･出荷が鈍化するが、生産･在庫調整には時間がかかるため在庫の積み上がりが続く
D： 在庫調整⇒景気後退局面
売れ行き･出荷の減少が続き、減産で在庫も増加から減少に転じる



経産省「鉱工業生産」より農中総研作成（注）季節調整済値

d.設備投資の動向

企業の設備投資の GDP に対する割合は 15～20%ですが、景気の振幅を左右する要因の一つとしてその動向は非常に注目されています。生産の拡大が投資に繋がるとき、「発射台に火がついた」という言い方がされるときがあります。近年には、通信用の設備投資が日本経済を牽引しました。

設備投資に関して最も注目される経済指標は、**内閣府「機械受注統計」**の「船舶･電力を除く民需」（＝民間企業からの受注実績を示す）です。受注から設置・据付までには所要期間（リードタイム）を要するため、同指標は設備投資に 3～6 ヶ月ほど先行するといわれていますが、最近ではその時間差が短くなる傾向にあります。この機械受注は月次データであり、調査月の翌々月 10 日前後に発表されます。ただし、月々の振幅が大きいので注意が必要です。また、**財務省「法人企業統計」**の設備投資は、実績を表すものとして、ＧＤＰの民間設備投資を推計する際の基礎データとして利用されていますが、四半期に１回しか発表されません。

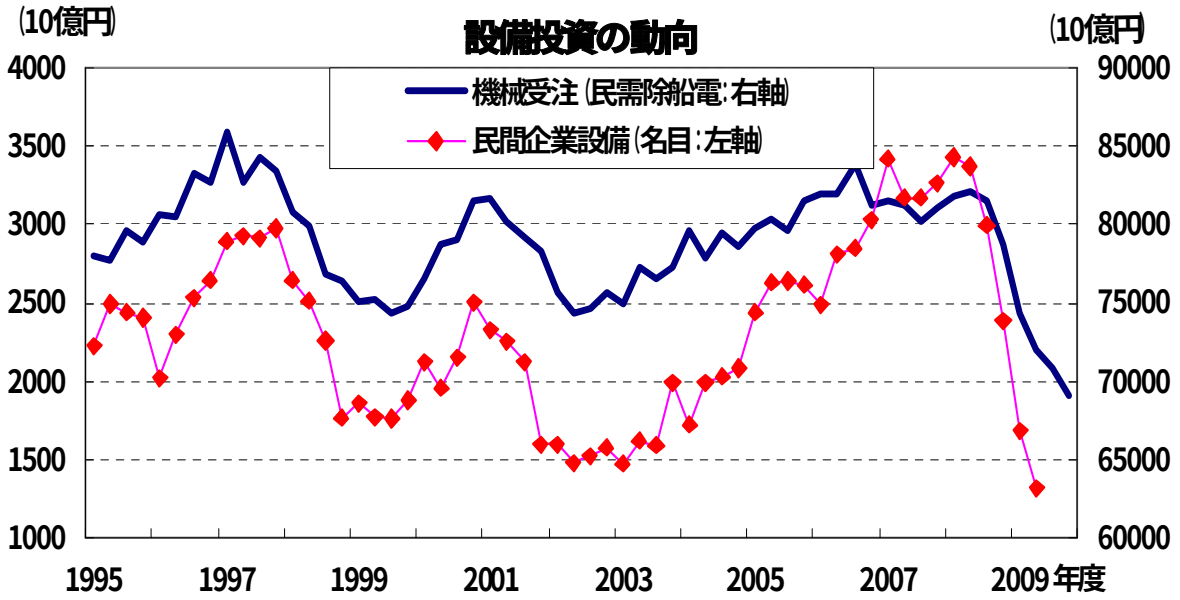
企業が設備投資を行うには、投資に見合った需要が期待でき、投資資金を調達できるといった条件が必要になります。企業の投資ニーズの把握については、**鉱工業生産確報**（調査月の翌々月の中旬に発表）とともに発表される**稼働率指数**が参考になるでしょう。稼働率指数の上昇は、設備を拡張させる誘因があると推測されます。また、投資資金の調達に関して、金融機関の貸し出し態度、企業のキャッシュフロー、実質金利などが注目されます。

企業が設備投資についてどう考えているかを見るには、**日銀短観の設備投資計画**で把握することができます。特に日銀短観の 3 月調査は、翌年度の設備投資計画が発表されることから注目されています。この他、企業設備の更新需要（企業設備の老朽化の度合い）や IT などの新技術導入や開発・研究のための設備投資に注目することも大切です。

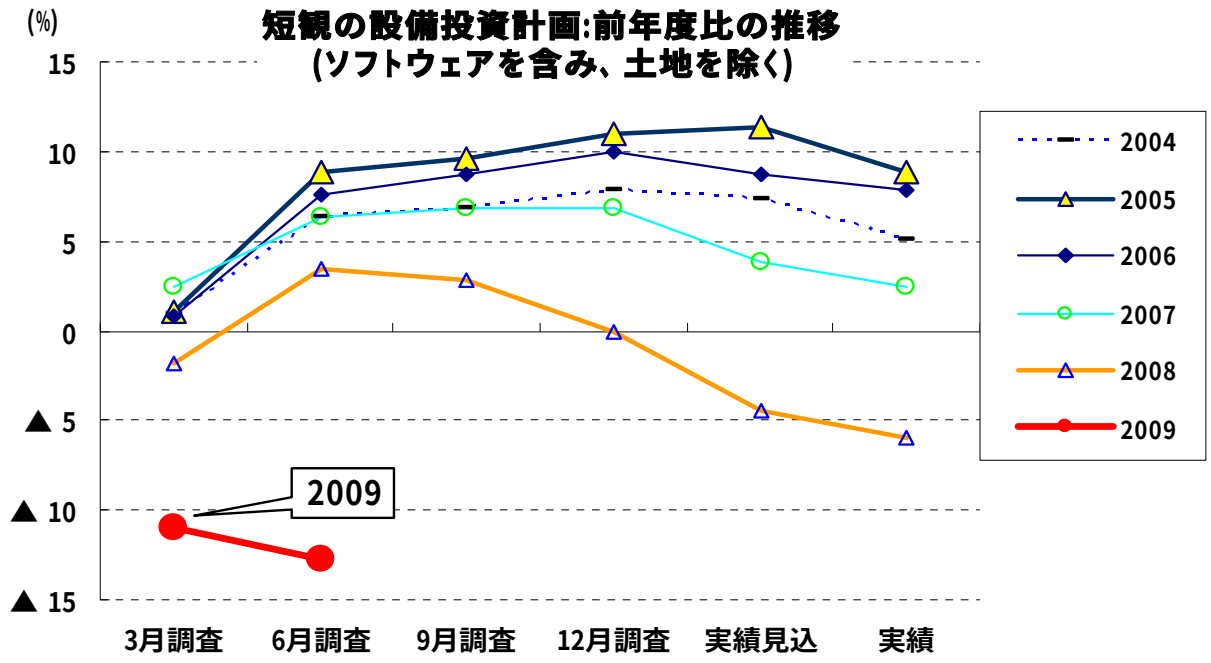
e.企業と雇用

企業は生産を拡大させるために、設備投資を行うだけでなく、労働投入量も増やします。労働投入量が増えるということは、労働時間が増加する、あるいは雇用者が増えることを示しており､いずれも家計の所得増加につながります｡一般的に所得が増えると、人々はモノやサービスにお金を使うようになります（所得の見方については、家計でまとめて説明します)。

企業が雇用についてどう見ているかを把握するには、**日銀短観の雇用人員判断ＤＩ**や**内閣府「景気ウォッチャー調査」**の雇用関連が参考になるでしょう。



内閣府「機械受注」「国民経済計算」より農中総研作成
機械受注、民間企業設備投資は季節調整値
機械受注は1期先行させた



日銀短観より農中総研作成　　※全規模・全産業

（4）家計の動向をつかむための主要な統計

a.家計と経済

家計の経済行動は、いくつかの側面があります。具体的には、労働者となったり、消費者として行動したり、投資家として金融商品を購入したり、という具合です。その中の家計の消費は、GDP に対して 5 割強を占め、影響力がありますが、短期において安定的で、企業の設備投資のように景気拡大の直接的な要因にあまりなりません。

b.個人消費：需要サイドからのアプローチ

家計消費の捉え方は、実際に個人が何をいくら買ったかを調べる需要サイドからと、店でどれだけ売れたかという販売額を調べる供給サイドからの 2 通りのアプローチがあります。前者として代表的なのは**総務省統計局「家計調査統計（家計収支編）」**の実質消費支出です。家計調査は 2 人以上の世帯分（農林漁家を含む）が月末に、それから約 1 週間後に農林漁家を除いた 2 人以上の世帯分が発表されます。家計調査では、全国約 8,000 の 2 人以上世帯を抽出し、毎日の消費や収入、貯蓄の状況を詳細に調査します（実際には、家計簿のように記入してもらう）。これにより、家計の実収入、消費支出とその内訳などが把握できます。また、月によって世帯構成・人数の変動もあるため、「夫婦＋子供 2 人」といった標準世帯を想定した「消費水準指数」なども作成しています。（なお、単身世帯は四半期ごとに約 700 世帯を対象に調査結果を公表していますが、35 歳未満の若年齢層は 3 割未満にとどまります。）

ただし、使い方には以下のような注意が必要です。まず、家計調査には調査対象世帯の多大な労力が必要であり、引き受け手がなかなかいないため、公務員世帯が多いのではないか、という指摘があります。次に、家計簿の記入により無駄な消費がわかるため、倹約効果が働く、ということです。つまり、調査対象家計は、一般的な家計の消費行動より過小になっている可能性があります。また、小遣いなど、実際には消費に含まれない項目も、消費支出としてカウントされているのも注意点です。これらを補正・修正する必要があるでしょう。

6 ヵ月毎の標本入れ替えによる不整合や 8,000 の標本数では少ないなどサンプル・バイアスがある可能性が高い、との指摘もあります。よく引き合いに出されるのは、家計調査上の自動車購入額（実質ベース）と、新車登録台数との間に大きな乖離がある場合が多い、ということです。

また、全世帯の 3 割を占める単身世帯のついては四半期ごとに発表されています。ただし、集計対象世帯数が少ないこと、年齢が高いこと等の問題が指摘されています。流行に比較的敏感とされる（単身世帯の）若年齢層の消費行動を把握することが課題です。

1世帯当たり月間収支の内訳(2008年)
(勤労者世帯)

(単位:円)

項　目						総世帯
収入総額						905,555
	実収入 (税込収入)				①	486,805
		経常収入				478,348
			勤め先収入			458,251
			事業・内職収入			2,072
			農林漁業収入			88
			他の経常収入			17,937
				財産収入		658
				社会保障給付		16,815
		特別収入(受贈等)				8,458
	実収入以外の収入					353,521
		預貯金引出			②	312,767
		保険取金			③	3,694
		有価証券売却				138
		土地家屋借入金				4,662
		他の借入金				660
		物品等分割・一括購入				30,585
		その他				390
	手持ち現金繰入金					65,229
支出総額						905,555
	実支出					375,371
		消費支出			④	291,498
		非消費支出			⑤	83,873
	実支出以外の支出					467,871
		預貯金			⑥	374,560
		保険掛金			⑦	25,583
		有価証券購入				1,718
		土地家屋借金返済				29,450
		他の借金返済				2,994
		分割払・一括払返済				26,253
		その他支出				759
	繰越金					62,314
	可処分所得　①－⑤					402,932
	貯蓄純増　⑥+⑦－②－③					83,682

総務省「家計調査年報2008年」より農中総研作成

ｃ．個人消費：供給サイドからのアプローチ

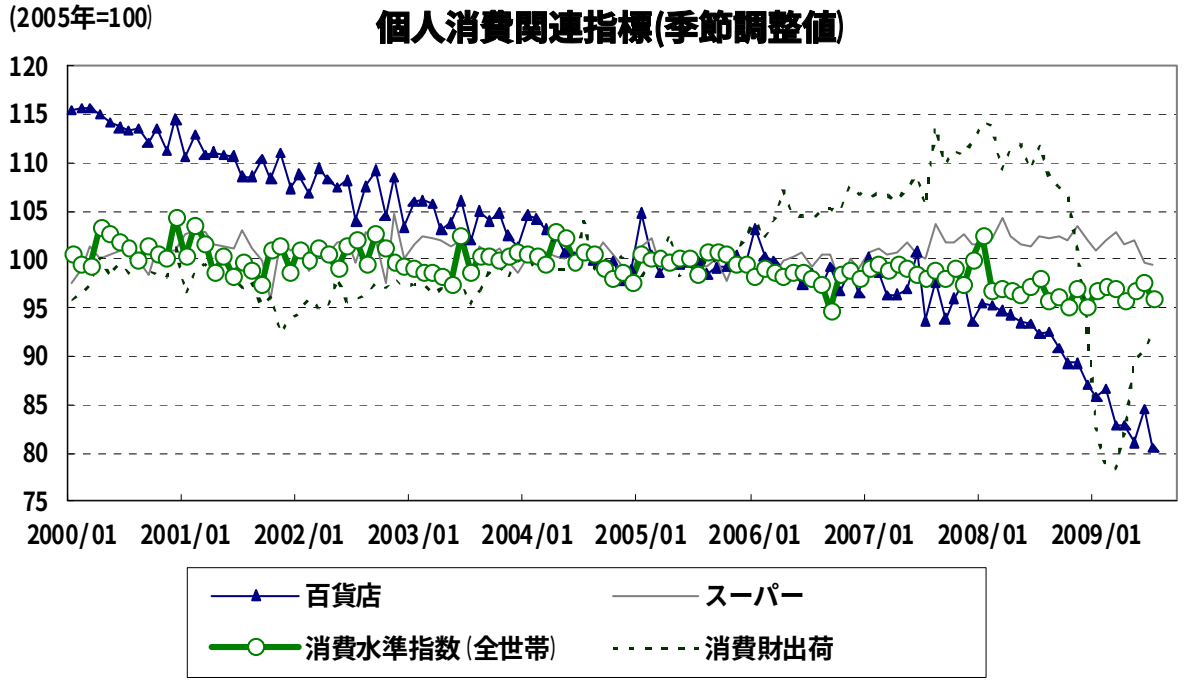
次に、供給サイドからのアプローチを見てみましょう。これは、販売店側からの何がどれだけ売れているかを集計した統計です。具体的には、**経済産業省「商業販売統計」**の小売業やそのうちの大型小売店（百貨店、スーパー、コンビニエンスストア）、**全国百貨店協会「全国百貨店売上高」「東京地区百貨店売上高」**、**全国チェーンストア協会「スーパー売上高」**などが挙げられます。その他、耐久消費財として代表的な乗用車に関しては、**日本自動車販売協会連合会「新車登録台数」**の乗用車と**全国軽自動車販売協会「軽自動車新車販売統計」**の乗用車で把握することができます。

ここで注意が必要なのは、販売額として「店舗調整前」と「店舗調整済」の２つの前年比増加率があることです。店舗調整前とは調査月に存在する全店舗を対象にしたもので、1 年の間に新規出店、廃店したことに伴う変動も含んでおり、いわば百貨店・スーパーという業態でどれだけモノ・サービスが売れたかを示すものです。一方、店舗調整済は新規出店、廃店の影響を除くために、比較可能な店舗だけに絞ったもので、一店舗あたりどれだけ売れたかを示す統計です。小売業の売上は新規出店によって増加することは明らかですが、それによって既存店の売上は減少する可能性が高まります。それゆえ、状況によって使い分けることが必要ですが、販売動向の実勢という面では、両者の伸び率の間、と考えておいてよいでしょう。

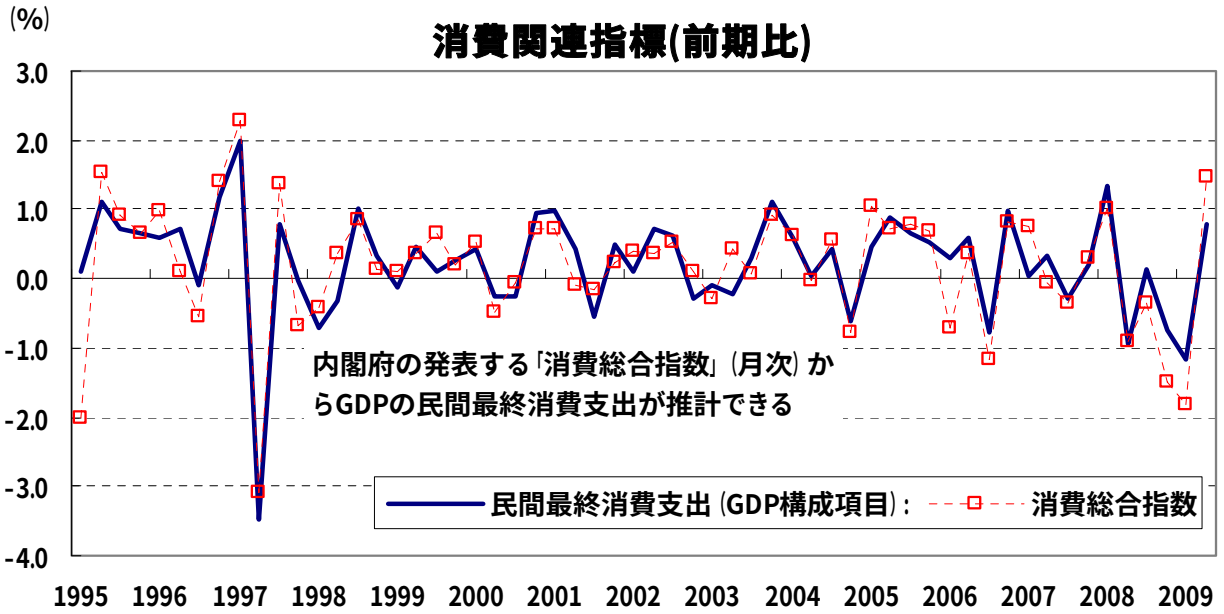
更に、販売統計には物価変動分も含まれており、最近の価格下落によって販売額自体も減少傾向が持続しています。実質ベースで消費動向を考える際には、消費者物価指数などで調整する必要があります。

以上のような代表的な販売統計の動きを合成し、「販売する側」から総合的に消費動向を捉えようという指標が**日本銀行「販売統計合成指数」**です。具体的には、大型小売店販売額、新車登録台数、家電販売額、旅行取扱額、外食産業売上高を、家計の支出金額ウェイトで加重平均し、更に物価変動が販売額に与える影響を除去するため消費者物価指数で実質化して作成されています。ただし、日銀では留意点として、サービス支出に対するカバー率が低い、カテゴリーキラーと呼ばれる専門店チェーンや通信販売・インターネット販売などでの無店舗販売など業態を網羅しているわけではない、などを挙げています。

なお、内閣府では、月例経済報告と同時に、**「消費総合指数」**を公表しています。この消費総合指数は、需要側・供給側双方から、個人消費の動きを総合的に捉えるべく、家計調査を中心に作成する需要側総合指数と、鉱工業出荷や特定サービス産業動態統計などから作成する供給側総合指数を、四半期 GDP 速報（いわゆる QE）の推計と同様に、それぞれ１：１の割合で合成したものです。



経済産業省「商業販売統計」「鉱工業生産」、総務省「家計調査」から農中総研作成



内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」より農中総研作成

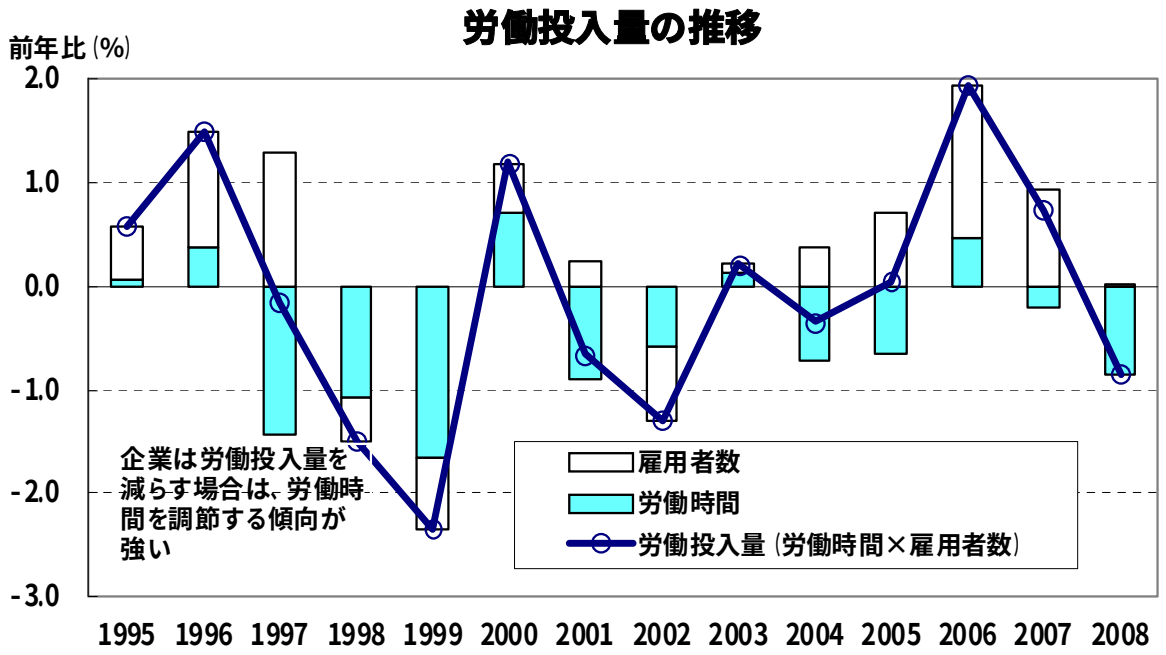
d．労働市場-完全失業率

人々は、企業などに対して労働力を提供したり、農林漁業などを自営および自ら経営したりして生計をたてています。そのため、日本の家計部門の消費について、雇用者数と賃金の動向をつかむことが大切です。ここではこれらの労働に関する指標について見ていきましょう。

労働市場は景気と密接な関係がありますが、概してその動きが指標として捉えられるようになるには時間がかかります。一般的に、日本の企業は景気が上向いているときはまず残業時間を拡大し、それで対応できない場合に採用を行います。反対に景気が下向きのときは、残業時間を減らし、それでも調整できない場合は、新規求人数の削減（退職者の補充をしない）や解雇などにより人を減らすという行動をとる傾向にあります。また、企業と求職者、双方の条件が一致するのに、時間がかかることも、景気の改善が雇用者数の増加にすぐに結びつかない理由の一つです。賃金についても、好業績が直ぐには賃金上昇につながり難く、やや後ズレする傾向にあります。このように労働関係の指標は、景気に対して同時もしくは遅れがちです。

労働市場を把握する上で、代表的な統計は**総務省「労働力統計」**です。この労働力統計は全国の約 4 万世帯及びその世帯員を調査対象としており、雇用者数、自営業者数など現に働いている人々の数のほか、完全失業者数、完全失業率なども把握することができます。

完全失業率とは、働く意志を示している人（＝労働力人口）のうち、どれだけの人が職につけていないか（＝失業者数）の割合を表す指標です。繰り返しになりますが、景気回復局面では失業者が減って失業率は低下し、逆に景気悪化時には失業者が増えて失業率が上昇する、と考えられます。なお、最近では高齢化の進展や定職につかない若年齢層の増加（いわゆるニート化）などもあり、労働力人口が減少傾向にあり、代わって非労働力人口が増加する傾向にあります。また、完全失業率を見る際の注意点として、果たして何パーセントが「完全雇用状態」なのか、ということを念頭に置くのは重要かもしれません。厚生労働省「労働白書」の分析によれば、失業率を景気に左右されやすい「循環的」な部分と雇用ミスマッチなどで発生している「構造的」な部分に分け、後者は 4%前後との試算結果を発表しています。つまり、国内景気がかなりよい時の失業率は 4%ということを示唆しています。これに対しては反論もありますが、一つの目安となるでしょう。



厚生労働省「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」より農中総研作成

- 15歳以上人口（生産年齢人口）
  - 労働力人口
    - 就業者
      - 自営業者
      - 家族従事者
      - 雇用者
      - 休業者
    - 完全失業者
  - 非労働力人口 ・・・ 通学、家事、高齢などで仕事をしない（定年退職などにより労働力人口⇒非労働力人口に分類される人々が増えている）

$$\text{完全失業率（\%）} = \frac{\text{完全失業者}}{\text{労働力人口}} \times 100$$

就業状態については，毎月の末日に終わる1週間（12月は20日から26日までの1週間。以下「調査週間」という。）の状態を調査する。

ｅ．労働市場-賃金・有効求人倍率

賃金の状況は、**厚生労働省「毎月勤労統計」**からわかります。毎月勤労統計は事業所を対象に、雇用者（サラリーマンやパートタイマーなど）の現金給与総額、労働時間などを調査する統計です。月次の統計であり、調査が行われた月の翌月末に速報が発表されます。調査対象の変化などを調整した指数により、前年比を算出しています。

現金給与総額は、所定内給与（基本給に相当）、所定外給与（残業代に相当）、特別給与（ボーナスが大部分）などに分けられて表示されます。従来はベースアップが４月から反映され１年間継続するので、４月の現金給与総額、特に所定内給与（基本給に相当）の前年比は注目されましたが、最近は人件費の変動費化を図るために、ベースアップを抑え、業績をボーナスに反映させるような賃金制度を導入する企業が増えています。毎月勤労統計では、2 月分に冬のボーナス、9 月分に夏のボーナスの額、前年比、支給事業所割合を発表しています。

また、厚生労働省「毎月勤労統計」は労働時間も掲載しています。なかでも残業時間は①景気と連動している②所得の増加を示すという点で重要です。①の点に関しては、製造業の残業時間（前年同月比）は、景気の動きをリアルタイムで明瞭に表すとされています。

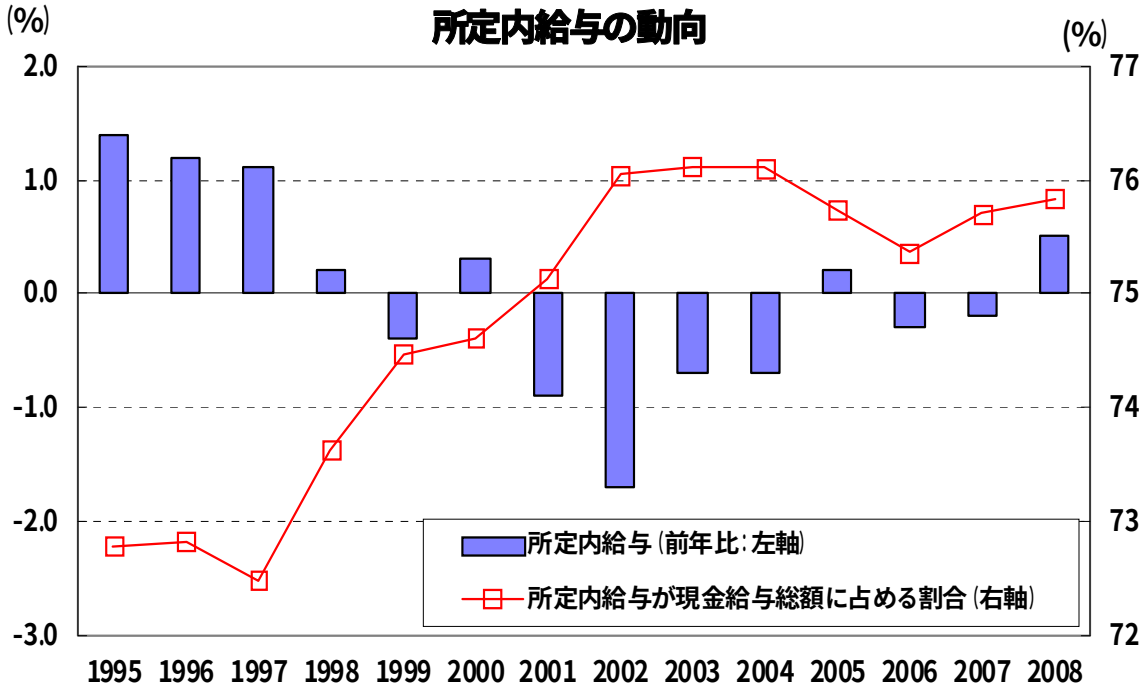
企業がどのくらい求人を出しているかは、**厚生労働省「一般職業紹介状況」**をみればわかります。これはハローワークにおける企業からの有効求人数や利用者である有効求職者数などを発表しています。労働に関する指標は、景気に遅行するものが多いのですが、新規求人数は景気の先行指標とされています。採用やその後の訓練に時間がかかることから、企業は事業拡大の際、前もって求人を行うからです。

求職者１人あたりにどれだけの求人があるか、を示す有効求人倍率は、労働市場を見る上で需要な指標です。雇用ミスマッチ（地域、職能、雇用条件など）がないとすれば、有効求人倍率が１倍のときに労働市場は均衡するといえますが、実際にはミスマッチが存在するため、1 倍を超えたところで均衡する、と考えられます。その意味で、完全失業率は労働市場全体の指標であるのに対し、有効求人倍率は新しく労働市場に入ってくる人の状況を示すもので、労働市場としては限界的な部分を示す指標である、といえるでしょう。

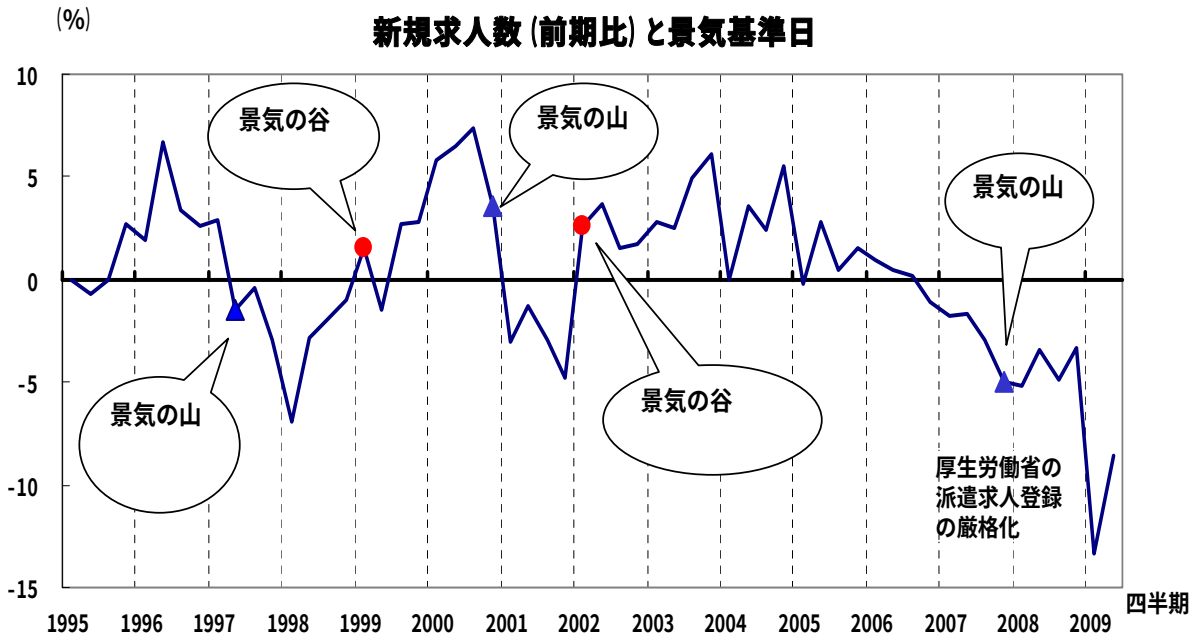
また、新聞・雑誌・ホームページ上などでの求人広告[1]といったハローワークを通じない形態での採用活動も増えていることもあり、有効求人倍率が実勢を示しているかについても疑問視する意見もあります。

---

[1] 日本求人情報協会から求人広告データを発表。



厚生労働省「毎月勤労統計」より農中総研作成



厚生労働省「職業安定業務統計」、内閣府「景気動向指数（景気基準日付）」より農中総研作成

f．消費者マインド

景気動向、社会情勢などは消費者の行動に影響を与えると考えられます。例えば、消費者の多くが、これから景気が良くなり、残業手当やボーナスが増額されそうだと感じていれば、消費活動が活発になる可能性が高まります。逆に、景気が悪くなるのではないか、企業の経営が悪化しているのではないか、と感じれば、財布の紐を締め、将来に備えて貯蓄を増やすことが考えられます。

また、オリンピックで日本選手が活躍していると、それを迫力ある画面で見たいとの思いが高まり､薄型の大画面テレビや DVD レコーダーの購入につながるかもしれません。過去には消費税の引上げ前に駆け込み需要がありました。

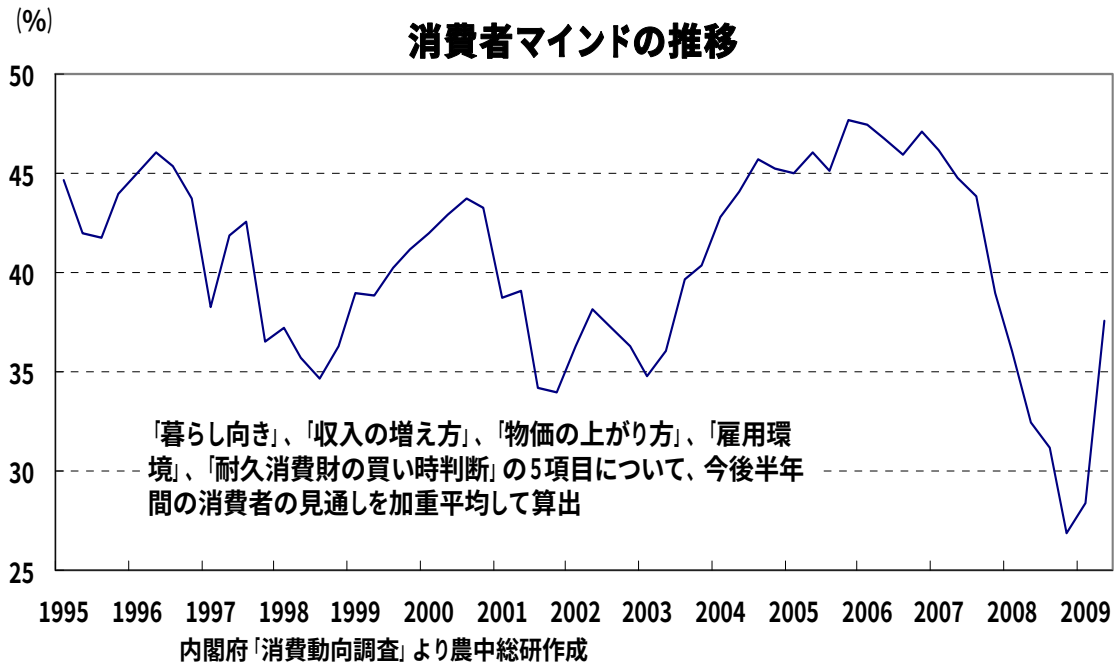
このように、景気動向から影響を受ける消費者マインド（消費者心理・消費者センチメントなどとも言います）は、反対に景気動向に対しても影響を及ぼしていると思われます。

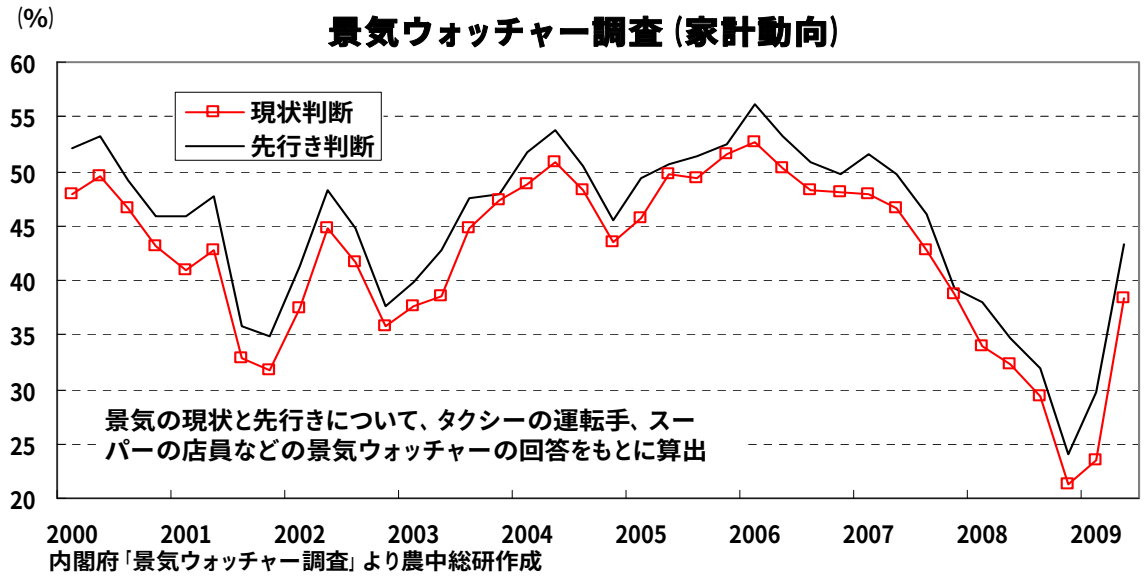
実際に、景気そのものを指数化した内閣府「景気動向指数」では消費者マインドを示す「消費者態度指数」は景気先行系列とされており、消費者マインドは景気動向に対する先行性を持っていると考えられています。

しかし、消費者マインドというのは、消費者の気分であり、実体は存在しません。それを数値化しようという試みが､米国などで行われました（その成果がミシガン大学「消費者センチメント指数」やカンファレンズボード「消費者信頼感指数」という統計です）。

日本で広く使われている消費者マインドの統計としては、**内閣府「消費動向調査」**の消費者態度指数、**日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」**の生活不安度指数、**日本経済新聞社・日経産業消費研究所「日経消費予測指数」**、**電通「消費マインド指数」**、**帝国データバンク「景気動向調査」**などがあります。また、街角の景況感である**内閣府「景気ウォッチャー調査」**の家計動向に関する統計も同様です。いずれも、消費者に対するアンケート調査などを用いて、指数化する方法を採用しています。

なお、消費者マインドだけでなく、気温（冷夏、暖冬）などや台風・長雨・豪雪などの気候・季節的要因も消費に（悪）影響を及ぼすことがあります。


(%)
消費者マインドの推移
50
45
40
35
30
25
「暮らし向き」、「収入の増え方」、「物価の上がり方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の5項目について、今後半年間の消費者の見通しを加重平均して算出
1995
1996
1997
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
内閣府「消費動向調査」より農中総研作成


(%)
景気ウォッチャー調査（家計動向）
60
55
50
45
40
35
30
25
20
現状判断
先行き判断
景気の現状と先行きについて、タクシーの運転手、スーパーの店員などの景気ウォッチャーの回答をもとに算出
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
内閣府「景気ウォッチャー調査」より農中総研作成

３．物価の見方

（１）物価変動の要因

日銀法にも規定されているように、日銀は金融政策を通じて物価の安定を図る役割を担っており、そうした点からも物価動向を見ることが大切です。政治・経済の状況や景気変動の局面によって物価変動を引き起こす要因は異なりますが、物価変動の要因にはおよそ次のものが挙げられます。

①需要側の要因：景気が過熱気味になるに従って、モノやサービスへの需要が次第に高まり、需給がひっ迫することが懸念され、物価押し上げ要因となります。

②供給側の要因：労働市場の変化に伴う賃金コストの上昇、国際商品市況や原材料価格の上昇、輸入品（輸入物価）の上昇などを背景に物価上昇することもあります。デジタル家電などいわゆるハイテク関連業種において技術革新が行われ、その結果として耐久消費財を中心に物価が低下するという傾向が続いています。とくに近年では、原油や穀物などの高騰に伴う価格転嫁が行われており、石油製品や加工食品の値上がりが顕著になっています。また大型ディスカウント店の出店や通信・電話業の規制緩和などにより企業間競争が激化し、物価が低下する面もあります。

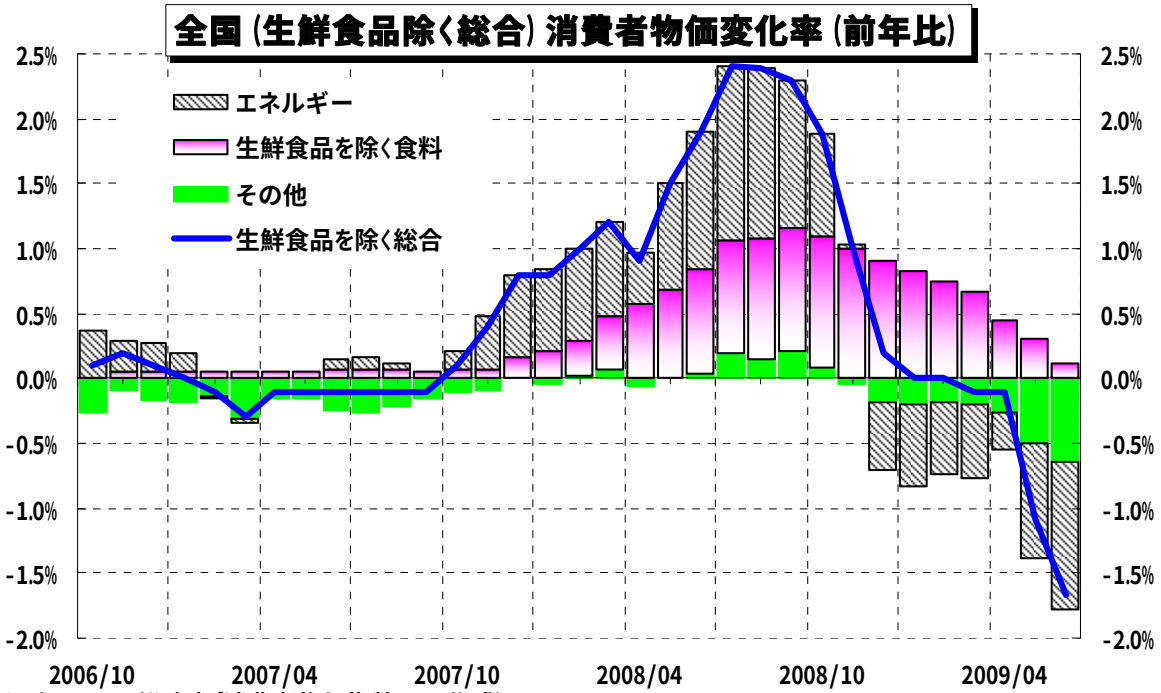
③為替レート（自国通貨対外貨）の要因：たとえば、円がドルに対して上昇（円高ドル安）すれば、円建ての輸入価格は低下するため、輸入物価は低下します。

④通貨供給量(マネーストック):貨幣供給量が相対的に多ければ､貨幣価値は低下し、物価は上昇します。06 年 3 月まで 5 年間続けられた日本銀行による量的緩和政策は、この考え方にもとづいて実施されました。

⑤社会保険料や税制ほか：1997 年 4 月に消費税率が 3%から 5%に引き上げられた時のほか､発泡酒やたばこの税率引き上げが一時的に物価を押し上げたことがありました。一方、08 年 4 月にはガソリン税の暫定税率が期限切れとなり、ガソリン価格が一斉に値下がりし、一時的に物価を押し下げました。

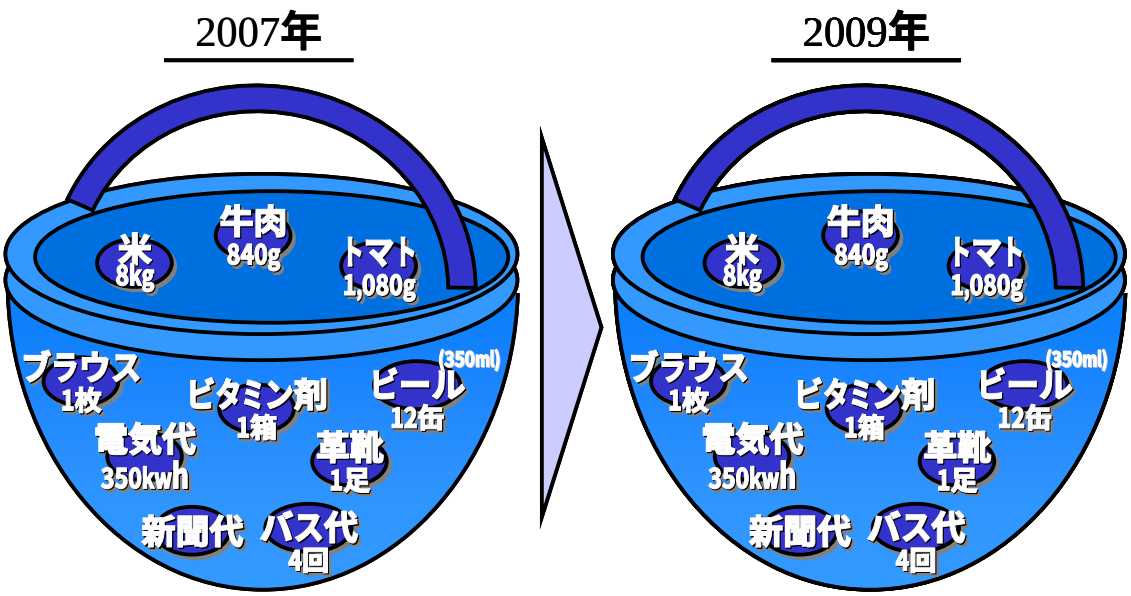
●物価指数の計算方法

基準時である 2005 年に消費者全体が実際に買った商品を調べ、これらをすべて大きな買物カゴに入れると想定する。この買物カゴの中の商品を 2005 年時点で、合計 32 万円（月平均）かかったとしよう。比較時の 07 年に 31 万 2 千円かかったとすると、物価が下落したことによって 8 千円安く買えたことになる。買物カゴ全体の値動きを指数化して、2005 年の 32 万円を 100 とすると、07 年の 31 万 2 千円は 97.5 となり、これが 2005 年を基準とした 07 年の消費者物価指数となる。つまり消費者物価指数とは、暮らしに必要な商品（財やサービス）を買物カゴに入れて、その買物カゴ全体の費用が物価の動きによって比較時にいくらに変わったかを指数化したものといえる。



（日経NEEDS総務省「消費者物価指数」より作成）

物価指数の作り方



32万円　　31.2万円

100　指数＝31.2万円÷32万円×100　97.5

農中総研作成

（２）物価の動きを見るための主要な統計

ａ． GDP デフレーター

デフレ（デフレーションの略）とは、経済全体の財やサービスの価格（物価）が継続的に下落する現象であり、貨幣価値の上昇を意味します。この逆の場合はインフレ（インフレーションの略)となります。以下では物価動向を見るための総合的な指標として、GDP デフレーター、国内企業物価指数、消費者物価指数、日経商品指数の 4 つについて解説します。

GDP デフレーターとは、民間最終消費支出や設備投資など数多くの経済の構成項目の価格の変化を反映した総合的な物価の動きを示す指標です。企業物価指数や消費者物価指数など個別の物価指数に比べ速報性はありませんが、概念的にはそれらを包括しており、経済全体の総合的な物価動向をつかみやすい特徴があります。

名目 GDP を実質 GDP で除して算出します。名目 GDP が消費（Ｃ）と投資（Ｉ）から構成されるとすると、実質 GDP＝$C/P_c+I/P_i$（P_c、P_i は消費と投資のデフレーター）という形で、構成項目ごとに計算された各デフレーターで除して算出した実質値を合計して算出します。その上で、GDP デフレーター（P_{GDP}）＝名目 GDP÷実質 GDP で計算されます。このように、GDP デフレーターを直接作成するのではなく事後的に逆算して求めることをインプリシット方式と言います。

GDP デフレーターが上昇するとインフレ圧力が高まり、下落すればデフレ圧力が強いことを示します。GDP デフレーターは、一国の通貨購買力を測定する尺度として、あるいは国内要因に起因するインフレ（ホームメードインフレ）を示す指標として広く利用されています。GDP デフレーターは輸入品を含まず国産品のみの物価を表すため、原油の輸入価格が上昇しても GDP デフレーターは逆に下がることがあります。

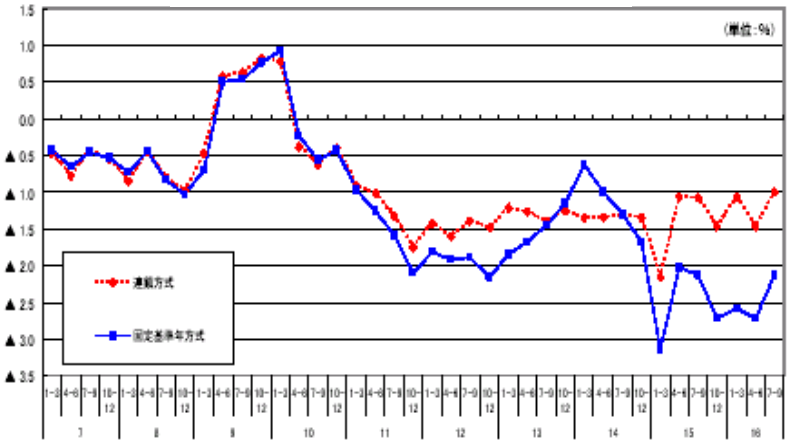
内閣府は 04 年末に GDP デフレーターの算定について、より実勢を反映した方式に改定しました。従来方式では、比較時点の調査対象のウエイトで加重平均の計算を行うため、価格下落の大きい対象のウエイトが大きくなることから物価下落を過大評価し、実勢よりも GDP デフレーターが低めに出る傾向が問題視されていました。新方式では基準年を毎年更新（連鎖方式）することに改め、パソコンやデジタル家電のように価格下落を伴いながら急速に普及した品目による押し下げ効果を最小限に抑える方式を導入しています。なお GDP デフレーターには次の種類があります。

①固定ウエイト方式：比較対象となる基準年の GDP 構成項目のウエイトを固定して用いるもの。

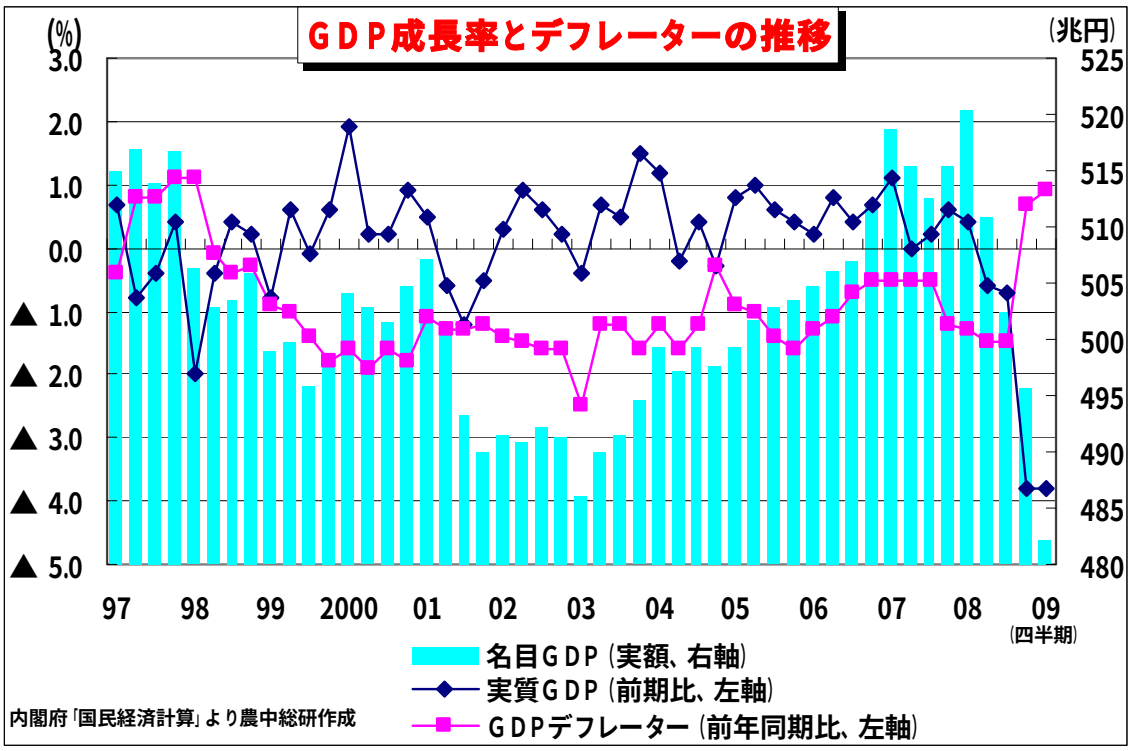
②連鎖方式：前年の GDP 構成項目のウエイトを用いるもの。

実質ＧＤＰの算定方式が変更

GDPデフレーター（前年同期比）



- 実質ＧＤＰの計算方法が従来の固定基準年方式から「連鎖方式」（04年7-9月期２次速報、04年12月8日発表分より）に変更。
- 従来方式では、基準年から離れるほど比較時点との乖離が問題視されていたため。従来方式の基準年は1995年。
- 今回の変更によりＧＤＰデフレーターのマイナス幅は、足下で約１％上方修正された。



内閣府「国民経済計算」より農中総研作成

ｂ．国内企業物価指数

国内企業物価指数は、企業間で取引される商品の価格を主として生産者出荷段階ないし一部を卸売出荷段階で調査し作成するものであり、企業間取引における価格水準を示すものです。日本銀行が集計し、毎月上旬に公表しています。指数は、各品目の調査価格を基準時点に固定したウエイトで加重平均して計算します。つまり基準時点の価格を100 とした場合、その他の時点がどのぐらい上昇・下落したのかを把握することができます。全体の総平均のほか、商品群別（化学製品など）や需要段階別（中間財など)、用途別（消費財など）にも物価動向をみることができます。

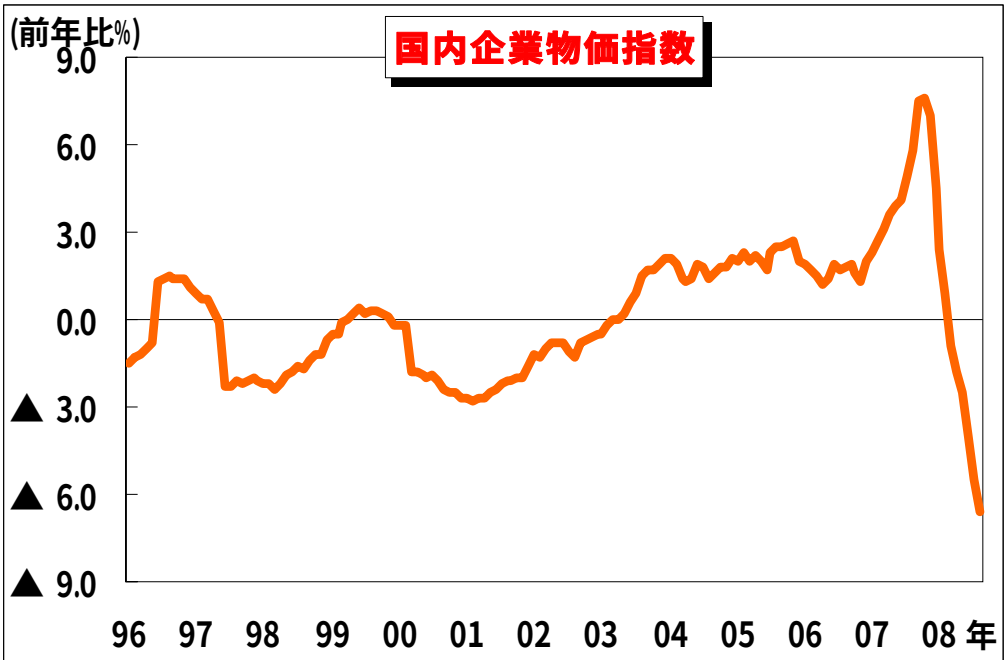
また、原材料→中間製品→最終製品→小売という順で価格が波及するため、国内企業物価指数は消費者物価指数に対しての先行指標として活用することもできます。ただし需要が弱い時期、あるいは過当競争により供給が過剰な時期には原材料の値上り分は最終製品に転嫁されにくく、企業努力で吸収されてしまう傾向があります。また国内企業物価指数は、川下製品への価格波及の過程において価格上昇を繰り返しカウントする統計上のクセがあるため、消費者物価指数と比較する場合には需要段階別・用途別指数を利用したほうが良いでしょう。なお、企業向けサービスの物価については、同じく日本銀行から「企業向けサービス価格指数」が毎月公表されています。

ｃ．消費者物価指数

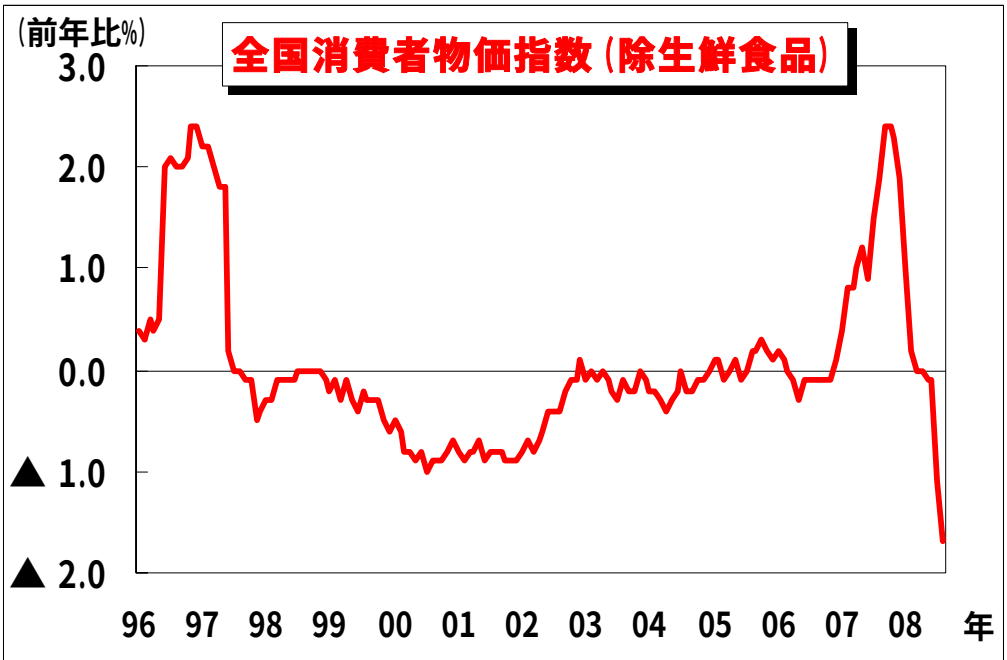
消費者物価指数は、全国の世帯が購入する家計にかかるモノとサービスの価格（物価）の変動をとらえるための指数です。2005 年を 100 として表示し、総務省が毎月公表しています。国内企業物価指数と同様、各品目のウエイトを基準年に固定して求める「ラスパイレス方式」により作成しています。したがって、基準年から離れるにつれて実態から乖離する傾向があるため留意する必要があります。

消費者物価の基調的な変化を見る上では、天候要因に大きく左右される魚介、野菜、果物の生鮮食品の価格を除いたベースの総合指数(コア CPI 指数)が最も注目されます。しかし、コア CPI 指数は生鮮食品の価格変動の影響は受けないものの、継続的な耐久財の下落に加えて、03 年のように冷夏によるコメ価格上昇や輸入牛肉の一時停止など特殊要因により変動するため、必ずしも景気回復に連動しない部分があります。

そこで最近では、天候要因に左右される生鮮食品のほか、原油価格の急騰・急落などの影響を受けるエネルギー価格に加えて、食料（酒類を除く）を除いたベースの方が実態を把握できるのではないかとの見方から、食料・エネルギーを除くコア CPI 指数（コア CPI 指数のさらにコアということで「コアコア指数」とも呼ばれる）も注目されています。



日本銀行「国内企業物価指数」より農中総研作成



総務省「消費者物価指数」より農中総研作成

ｄ．日経商品指数

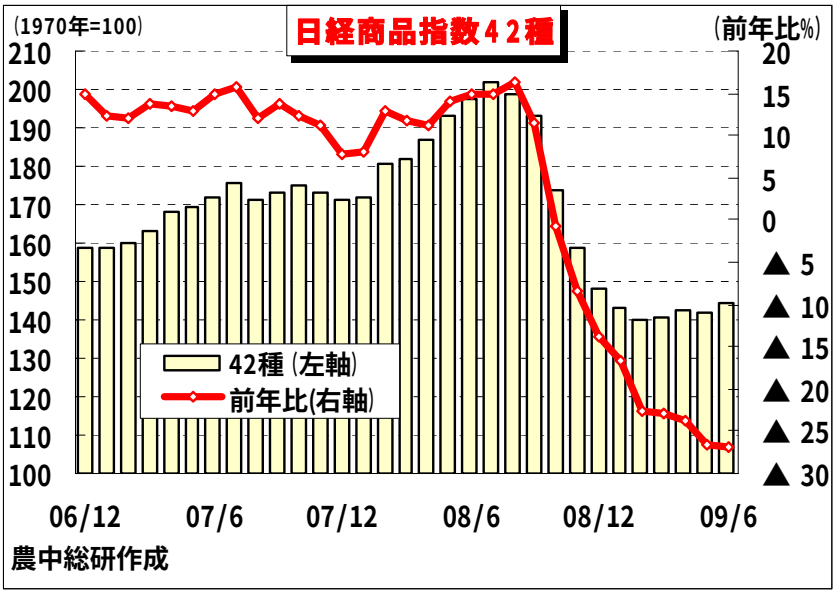
商品市況には、原油や金、アルミ、コーヒー、小麦など個別の商品価格のほかに、商品市況全体の動向を示す「商品価格指数」があります。商品市況は、単に商品の需給という側面だけではなく、為替相場や内外金利の変動、天候、経済政策など、世界の政治・経済情勢に敏感に反応します。これら商品市況の上昇は、原料高という形で企業の業績に影響を与えるともに、価格転嫁を通じて徐々に物価全体に波及することになります。

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す。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 5,000 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 として示しています。国内商品の価格動向を把握しやすい「17 種」を日次で発表し、さらに品目を増やした「42 種」を週次で発表しています。

日経商品指数は、①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、②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ます。

ただし日経商品指数には、つぎのような留意点もあります。①採用品目が少なく、ウエイトを付けずに価格集計（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ありません。②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います。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ります。③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ります。

04 年以降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、中国の高成長継続で、鋼材、石油、銅などの需要が急拡大したことなどが挙げられます。さらに原油価格の高騰を背景に、灯油や軽油などの値上がりが加速したことも商品指数を押し上げた要因のひとつです。



日経商品指数の個別品目

区分	商品名			区分	商品名		
総合	日経商品指数４２種			木材	22	米材ツガ正角	
鋼材	1	棒鋼１９ミリ異形	○		23	ヒノキ正角	
	2	山形鋼　６×５０	○		24	杉小幅板	
	3	H形鋼２００×１００	○		25	合板12ミリ	
	4	冷延薄鋼板１．６ミリ	○	化学	26	カセイソーダ	
	5	熱延厚中鋼板１２ミリ	○		27	純ベンゼン	
	6	構造用鋼ＳＣ材100ミリ			28	塩ビ樹脂	
	7	ステンレス鋼板３０４			29	低密度ポリエチレン	
非鉄金属	8	銅地金	○	石油製品	30	ガソリン	
	9	鉛地金	○		31	灯油	
	10	亜鉛地金	○		32	軽油	
	11	すず地金	○		33	Ｃ重油	
	12	アルミニウム地金	○	紙	34	段ボール原紙	
	13	黄銅丸棒　２５ミリ			35	上質紙	
	14	金地金99.99%			36	コーテッド紙　Ａ２	
繊維	15	綿糸　４０単	○	食品	37	食品大豆	○
	16	毛織糸４８双糸	○		38	大豆油	
	17	スフ糸　３０単	○		39	精糖上白	○
	18	生糸２７中４Ａ	○	その他	40	牛原皮	
	19	アクリル紡績糸３２双			41	天然ゴムＲＳＳ３号	○
	20	ポリエステル糸　７５Ｄ			42	セメント　バラ積み	
	21	ナイロン糸　７０Ｄ					

日経商品指数42種より作成
(注) ○印は17種採用品目

（３）原油価格変動の要因

一方、物価や景気に与える影響が大きい原油価格の変動要因には、およそ次のようなものが挙げられます。

①需要側の要因：中国やインドなど新興工業国での急激なエネルギー需要の増大が原油価格上昇の主因です。そのための対策として、石油消費国がこれまで以上に省エネや代替エネルギー開発に取り組むことが期待されています。また原油価格は米国はじめ主要消費国での在庫量からも影響を受けます。石油消費国の在庫量が不十分であれば原油価格は上昇します。

②供給側の要因：産油国側の供給能力が需要増加に対応できるかどうかが原油価格に影響します。OPEC（石油輸出国機構）は、原油価格の高値安定のため産出量を調整していますが､増産余地が低下しているとの見方もあります｡また原油供給そのものよりも、原油精製段階で能力が低下しているとの指摘もあります。

③投機資金の流入：世界的な金融緩和政策により発生した余剰資金が流入し原油相場に影響を与える面もあります。

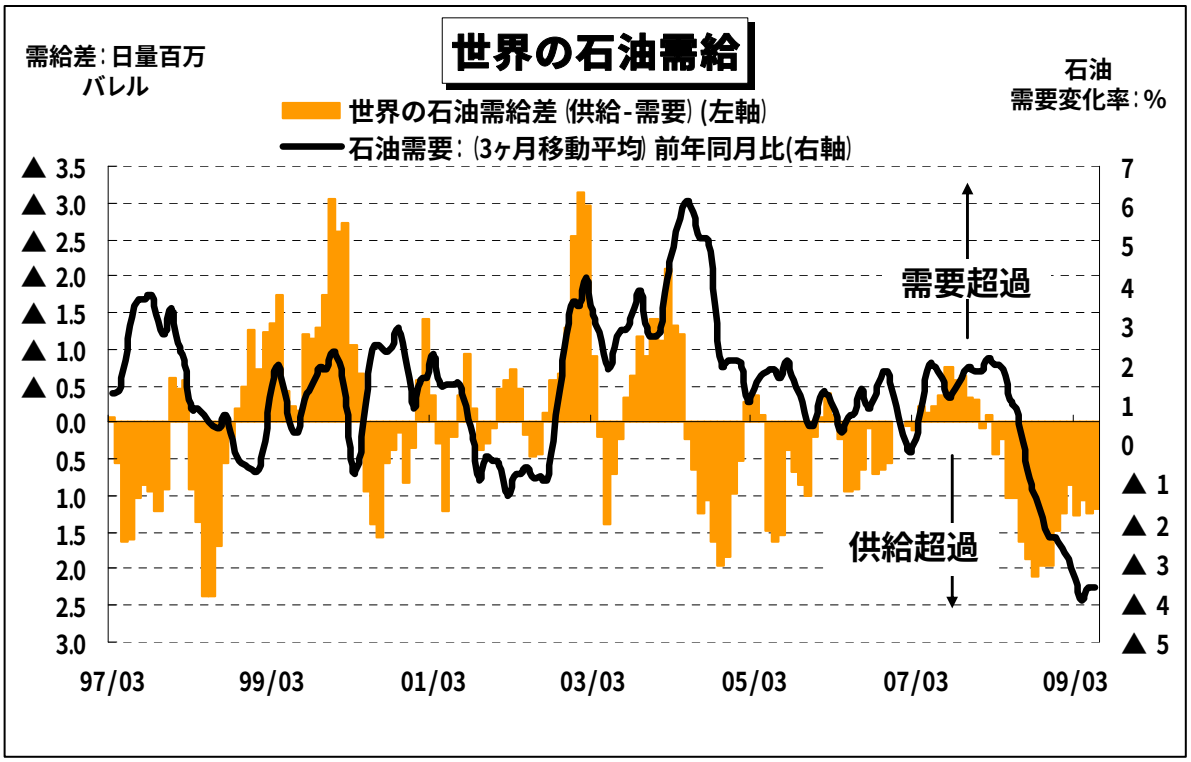
④天候：米国へのハリケーンの接近・上陸による供給不安や欧米での寒波など、天候要因に伴う一時的な需要増加により原油価格が上昇する場合があります。

⑤政情不安：イラクやサウジアラビア、ナイジェリアなどでのテロ不安のほか、イラン核開発問題などを背景として、供給不安が懸念され原油価格が上昇することもあります。

世界の原油価格の指標となっているWTI（ウエストテキサス・インターミディエート）は、08年3月には1バレル110ドルをつけましたが、その後世界同時不況の影響で大幅に値下がりしました。WTI は米ニューヨーク・マーカンタイル取引所に上場されていますが、最近の傾向としては、取引参加者のうち石油トレーダーや石油会社などの石油関係者よりも、金融機関や投資ファンド、個人投資家などのいわゆる投機筋の動向が相場に大きな影響を与えています。つまり原油価格の上昇に敏感に反応して投機筋の資金が市場に流れ込むため、需給バランスの実態以上に価格が引き上げられ、値上りを見込んで、さらに投機資金が流入するという悪循環になっていると言われています。

なお、原油価格が上昇しても消費者物価指数が同じように上昇しない理由は、①企業が価格転嫁できず最終製品にまで波及しないほか、②消費者物価指数のうち、たとえば灯油は0.053%、ガソリンは2.24%など、指数全体に占める比重が低いからです。

原油市況の動向(日次)
(ﾄﾞﾙ/バレル)
150
140
130
120
110
100
90
80
70
60
50
40
30
OPEC バスケット価格
ニューヨーク原油 (先物) 価格
ドバイ原油価格
08/07
08/09
08/10
08/12
09/02
09/03
09/05
09/07
(OPECデータ等より作成)


世界の石油需給
需給差:日量百万バレル
石油需要変化率:%
世界の石油需給差 (供給-需要) (左軸)
石油需要: (3ヶ月移動平均) 前年同月比(右軸)
▲ 3.5
▲ 3.0
▲ 2.5
▲ 2.0
▲ 1.5
▲ 1.0
▲ 0.5
0.0
0.5
1.0
1.5
2.0
2.5
3.0
7
6
5
4
3
2
1
0
▲ 1
▲ 2
▲ 3
▲ 4
▲ 5
需要超過
供給超過
97/03
99/03
01/03
03/03
05/03
07/03
09/03

４．金融政策の見方

（１）金融政策と日本銀行

ａ．金融政策の目的

金融政策には、一国経済全体の景気調整政策としての側面と、金融機関経営・金融システムの健全性を守るための信用秩序維持政策としての側面があり、主に前者は日本銀行が、後者については金融庁と**日銀**の両者が受け持っています。以下では、日銀の金融政策について述べていきますが、その前に景気調整政策と信用秩序維持政策について簡単に触れておきましょう。

①景気調整政策

景気調整政策としての金融政策は、財政政策とともに、一国経済が安定的かつ健全に発展していくようにコントロールする手段としての役割を果たす、と考えられています。その目標として、物価の安定、国際収支の均衡（または為替レートの安定）、高雇用経済の維持、などを挙げることができます。なかでも、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」と日本銀行法で規定されているように、物価の安定が重視される局面が多くなっています。

②信用秩序維持政策

信用秩序維持政策としての金融政策は、金融機関間で行われる資金決済の円滑の確保や、金融機関の経営・財務などに関する調査を通じて信用秩序の維持に資することを目的としています。これは、金融庁の行う監督・検査といったいわゆる金融行政との係わり合いが多い分野です。日銀も独自に金融機関経営の実態把握を行い、必要に応じて改善を求める「考査」を実施しています。また、中央銀行は「最後の貸し手（lender of last resort）」としての役割を期待されていて、日銀も日本の金融システムが危機に陥ったときには、その被害が経済全般に及ぶ前に、特別な金融支援を行うケースもあります（日銀法 38 条）。

「システミックリスク」

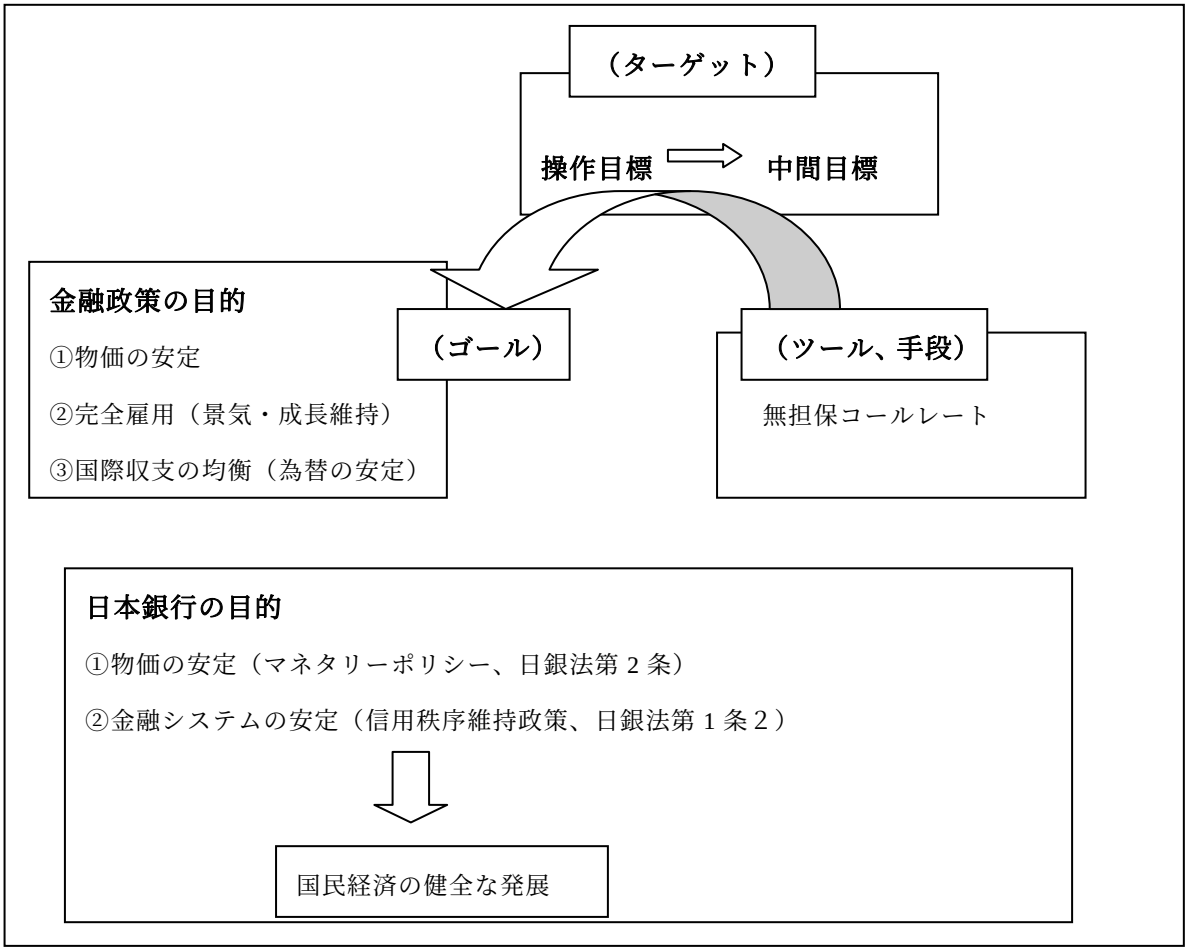
ある金融機関が何らかの理由で破綻したとき、金融機関・預金者間には情報の非対称性があるため、預金者は自分と取引のある金融機関の健全性を判断できないケースが多く、不安に駆られた預金者が健全な金融機関に押し寄せる（取付け）可能性があります。金融機関が担っている決済システムや仲介機能は経済にとっては必要不可欠なものですが、これが危機の伝播によって機能不全になる可能性をシステミックリスクと呼びます。

経済政策と日本銀行との関わり

	金融政策	財政政策	その他（構造改革など）
狭義	総需要管理・調整政策 ・マネタリーポリシー （日本銀行）	・フィスカルポリシー （財務省）	・競争政策 （公正取引委員会） ・規制緩和 （各省庁） ・行政改革 （総務省） など
広義	・信用秩序維持政策 金融システム安定化 不良債権処理、金融自由化、公的金融 （金融庁、日銀、財務省）	・所得再分配、資源配分の効率化 税制、社会保障、公債 （財務省、社会保険庁など）	

（資料）農中総研作成

金融政策の目的と日本銀行の目的



（資料）農中総研作成

ｂ．日本銀行のしくみ

①政策委員会

政策委員会は 1949 年に日本銀行の最高意思決定機関として導入されましたが､実際には総裁、副総裁、理事から成る役員集会（通称、円卓：まるたく）が事実上重要な意思決定を行っており、政策委員会は形骸化していました。しかし、98 年に施行された新日銀法では、政策委員会が名実ともに最高意思決定機関として明確に位置づけらました。この政策委員会では、金融政策や金融市場調節方針に関する決定、金融経済情勢の基本判断、信用秩序維持や国際金融業務など日銀の業務運営上の重要事項等も政策委員会での議決が必要になった他、日銀役員による業務執行が政策委員会の定めた業務執行の基本方針の通りになされているかを監督する権限と責務も有することになっています。

この政策委員会の定員は、総裁と 2 名の副総裁のほか、広く経済金融に関して高い識見を有する者やその他学識経験者から選出された 6 名の審議委員の計 9 名です。これらの委員は 9 名とも国会の同意を得て、内閣が任命することとなっています。各政策委員の任期は 5 年間ですが、再任も可能です。

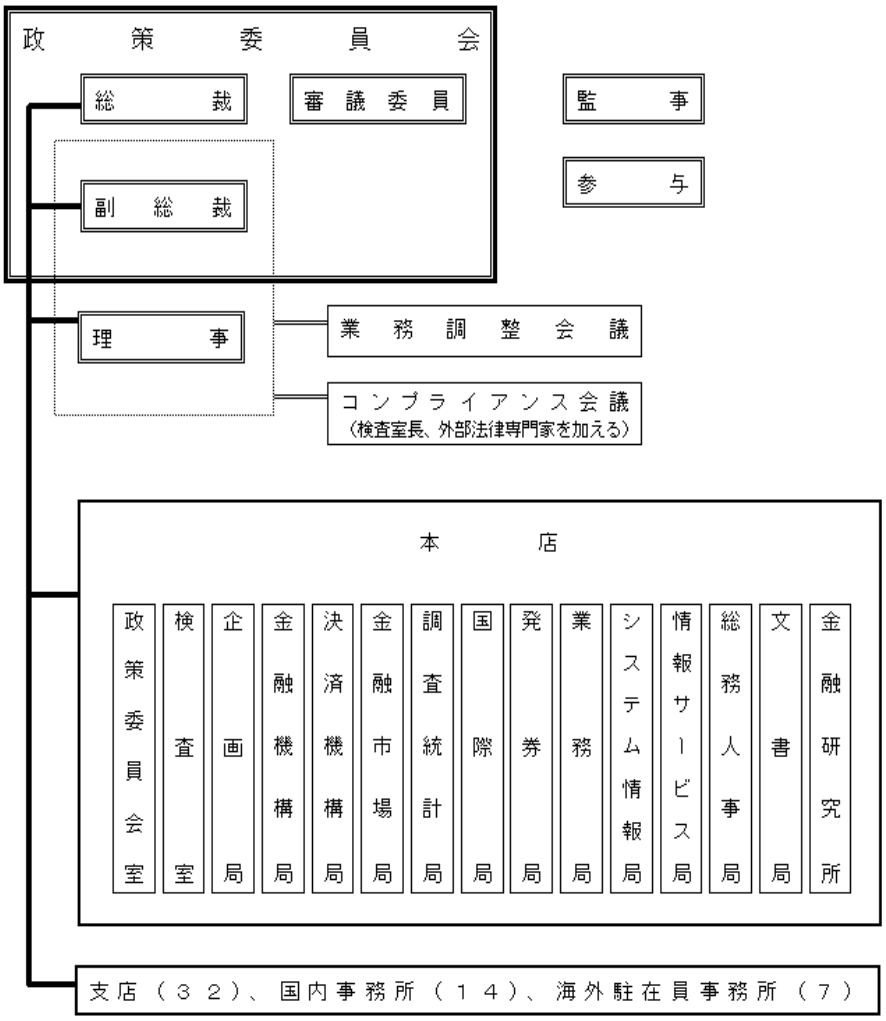
政策委員会では、独立性の確保と透明性の向上（後述）を基本理念とする新日銀法に基づき、週 2 回（原則火曜日・金曜日）の金融政策以外の事項を審議する通常会合のほか、月 1～2 回（10 日前後および 25 日前後、各月の初回会合は 2 日間にわたって開催）金融政策を審議するための会議（金融政策決定会合）を開催し、金融政策や金融市場調節の方針、その判断の基礎となる経済及び金融の情勢に関する基本的見解等を議論することになっています。この金融政策決定会合終了直後には決定内容が公表される（政策変更がない場合も公表）ほか、日銀総裁が会見を行い、その内容を詳細に報告します。

また、日銀の景気判断である「金融経済月報」は、各月の初回会合 2 日目に、基本的見解を公表し、その背景説明を含む全文を翌営業日に公表することになっています。

議事要旨は、約１ヶ月後の次回または次々回の決定会合で承認された後、その 3 営業日後に公表することになっており、議論の透明性を高めています。なお、議事録に関しては各会合から 10 年を経過した後に公表することになっています。その他、4 月と 10 月の第 2 回目会合では、政策委員の景気見通しなどを掲載する「経済・物価の将来展望（以下､展望レポート）」を公表し､その 3 ヵ月後には中間評価を行うこととしています。

また、政府との関係としては、財務大臣・経済財政政策担当大臣（経済財政政策担当大臣が置かれていないときは内閣総理大臣）、またはそれぞれが指名する職員は、議決権は有しませんが、必要に応じて会合に出席し、意見を述べたり、議案を提出したり、次回会合まで議決を延期することを求めることができます（なお、議決延期の求めがあった場合、政策委員会はその求めについて採否を決定することになります）。

日本銀行の組織



政策委員会（９名）の構成

総裁（１名）	白川方明	（任期：2008.4.9～2013.4.8）	経歴：京大大学院教授、日銀副総裁
副総裁（２名）	山口広秀	（2008.10.27～2013.10.26）	日銀企画局長、日銀理事
	西村清彦	（2008.3.20～2013.3.19）	東大大学院教授、日銀審議委員
審議委員（６名）	須田美矢子	（2001.4.1～2011.3.31）	学習院大教授
	水野温氏	（2004.12.3～2009.12.2）	CSFB 証券チーフストラテジスト
	野田忠男	（2006.6.17～2011.6.16）	みずほ FG 副社長
	中村清次	（2007.4.5～2012.4.4）	商船三井フェリー社長
	亀崎英敏	（2007.4.5～2012.4.4）	三菱商事副社長
	―	（　　）	

（資料）日本銀行 HP より農中総研作成

②独立性の確保

98 年の日銀法改正により、日銀には金融政策の独立性が確保されると同時に、金融政策決定過程の透明性の向上が求められています。中央銀行の金融政策に対しては政府からインフレ的な経済運営を求める圧力がかかりやすい、という歴史的な経験があります。一方で、物価の安定は持続的な経済成長にとって重要なファクターです。

世界的に金融政策を運営する中央銀行と政府の関係ないし独立性がどうあるべきかについては議論があります。かつてに比べ、日銀の政策決定への政治的圧力・介入は日銀法改正もあり懸念される点は少なくなっています。また、08 年 3 月の福井総裁の任期切れに伴う後任人事では、衆参両院のねじれ現象で政府人事案が野党が多数を占める参議院で 2 度にわたり不同意となり、総裁不在という異例の事態が生じました。

今後も日銀の独立性とその政策決定の結果責任について議論が深められることが期待されます。

③透明性の向上とアカウンタビリティ

同時に、日銀の金融政策運営に対する独立性強化が国民から十分な信頼を得るためには、政策の決定過程の「透明性」を高める必要があります。こうした観点から、金融政策決定会合の議事要旨等を約 1 ヵ月後に公開し、国民やマーケットに対して、政策決定の背後にある議論の内容やプロセスを明らかにし、アカウンタビリティ（説明責任）を確保する努力を行っています。加えて、金融政策に関する報告書を半年毎に国会に提出し、それについて説明するほか、業務及び財産状況の説明のために国会から求められた場合には出席することが義務付けられました。また、年 1 回、業務概況書を作成し、財務諸表・決算報告書とともに公表しています。

政府と日本銀行との関係

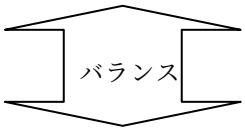
日銀法第３条
日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性の尊重

・　金融政策の独立性の確保
（インフレ的な経済運営からの隔離）
・業務運営の自主性

日銀法第３条２
通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにする

・金融政策を審議する政策委員会の会合（金融政策決定会合）の議事要旨等の公開、その議事録についても、10 年経過後に公表
・国会報告等の充実（金融政策に関する報告書をおおむね６か月に１回国会に提出し、説明する他、業務及び財産の状況の説明のために、国会から求められた場合には出席しなければならない）
・年１回、業務概況書を作成し、財務諸表・決算報告書とともに公表

独立性・自主性とそれに伴う説明責任



政府の経済政策との整合性

日銀法第４条
通貨及び金融の調節が経済政策の一環をなすものであることを踏まえ、それが政府の経済政策の基本方針と整合的なものとなるよう、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない。

・財務大臣または経済財政政策担当大臣、またはその指名者は、必要に応じ、金融政策決定会合に出席して意見を述べたり、金融調節事項に関する議案を提出したり、または金融政策決定会合で議事とされた金融調節事項についての委員会の議決を次回の金融調節事項を議事とする会議まで延期することを求めることができる。この議決の延期の求めがあったときは、委員会は、議事の議決の例により、その求めについての採否を決定しなければならない。

（資料）日本銀行 HP より農中総研作成

（２）日本銀行の金融政策手段

日銀のとり得る政策手段としては、公開市場操作（オペレーション）、貸出政策、法定準備率操作の３つを挙げることができます。

ａ．オペレーション

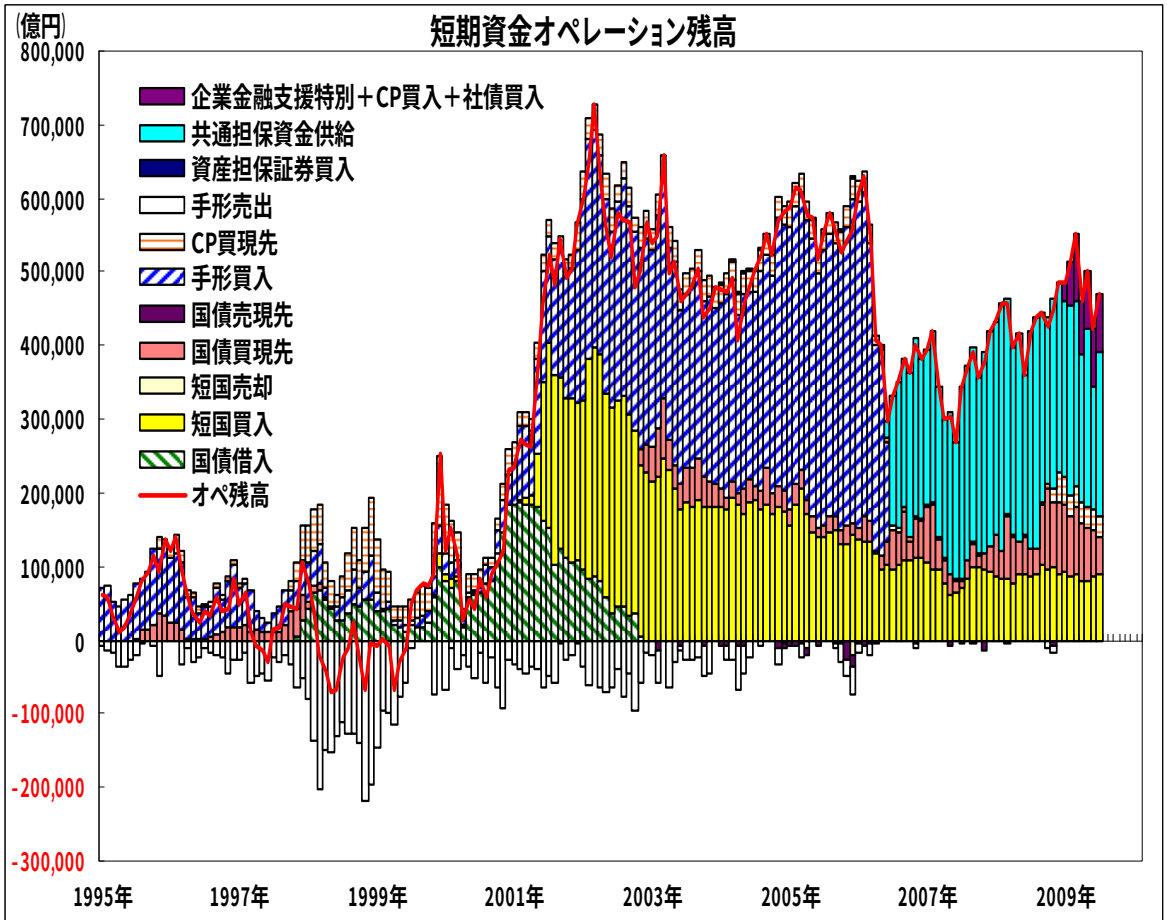
最も重要な手段は「公開市場操作（オペレーション）」であり、インターバンク市場から手形、ＣＤ、ＦＢ ・ＴＢ、中長期国債、資産担保証券などを購入・売却することの対価として資金を供給したり、回収したり、ということを日々行っています。

ｂ．貸出政策

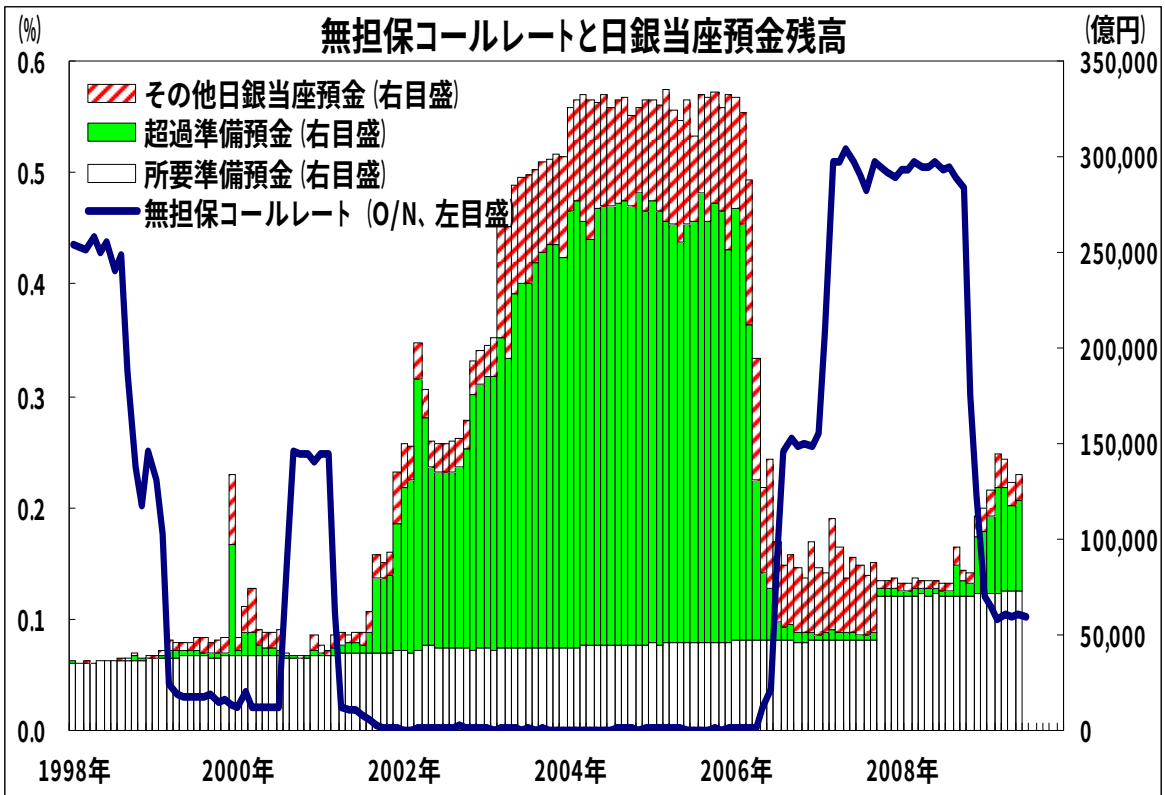
次に、公定歩合や金融機関への信用供与を調整する「貸出政策」があります。なお、日銀による貸出政策といった場合、前述の「公定歩合」の変更という条件の変更の他にも、貸出量の変更ということも含まれます。ただし、こちらもオーバーローン（日銀貸出による資金供給方式の結果、都銀を中心に銀行負債の中で日銀貸出のウェイトが課題である状態）の解消や市場志向の金融調節方式導入などもあって、従来の公定歩合変更を通じた金融政策変更から、現在はオペレーションを通じた金融調整が主流となっています。最近では、何か特別な理由がない限り、日銀が金融機関に対して直接信用供与を行うことは稀であり、公定歩合の重要性は大きく低下しています。特にゼロ金利政策・量的緩和政策が採用されている状況下では、公的歩合の変更を伴わない金融政策の変更がほとんどです。なお、2001 年 2 月に一部金融機関が短期金融市場からの資金調達が困難になった場合、日銀への申請で資金調達が可能になるロンバート貸出制度が創設されています。この場合の貸出金利は公定歩合で、金額は金融機関が日銀に差し入れた担保の範囲内です。金融機関は翌日に返済することが原則ですが、一週間程度までは借り換え延長を認めています。担保には国債や優良企業の手形などが適用されます。

ｃ．法定準備率操作

最後に、法定準備率操作が挙げられます。これは、市中金融機関が無利息で積み立てなくてはならない準備預金の量を変化させることで、市中金融機関のコストを軽減・増加させ、これを通じて民間貸出に対するインセンティブを変化させようというものです（後述）。しかし、この貸出準備率の変更は非常に稀であり、政策手段としては使われることはめったにありません。直近では 91 年 10 月に準備率引下げがありましたが、実際には日銀は即座に FB 売りオペで余剰資金を吸収するなど、これによるマーケットへの影響がないような運営がなされました。



(資料) 日本銀行資料より農中総研作成



(資料) 日本銀行　(注) 2007年10月以降、ゆうちょ銀行が準備預金制度適用先となっている

（３）金融政策の波及経路

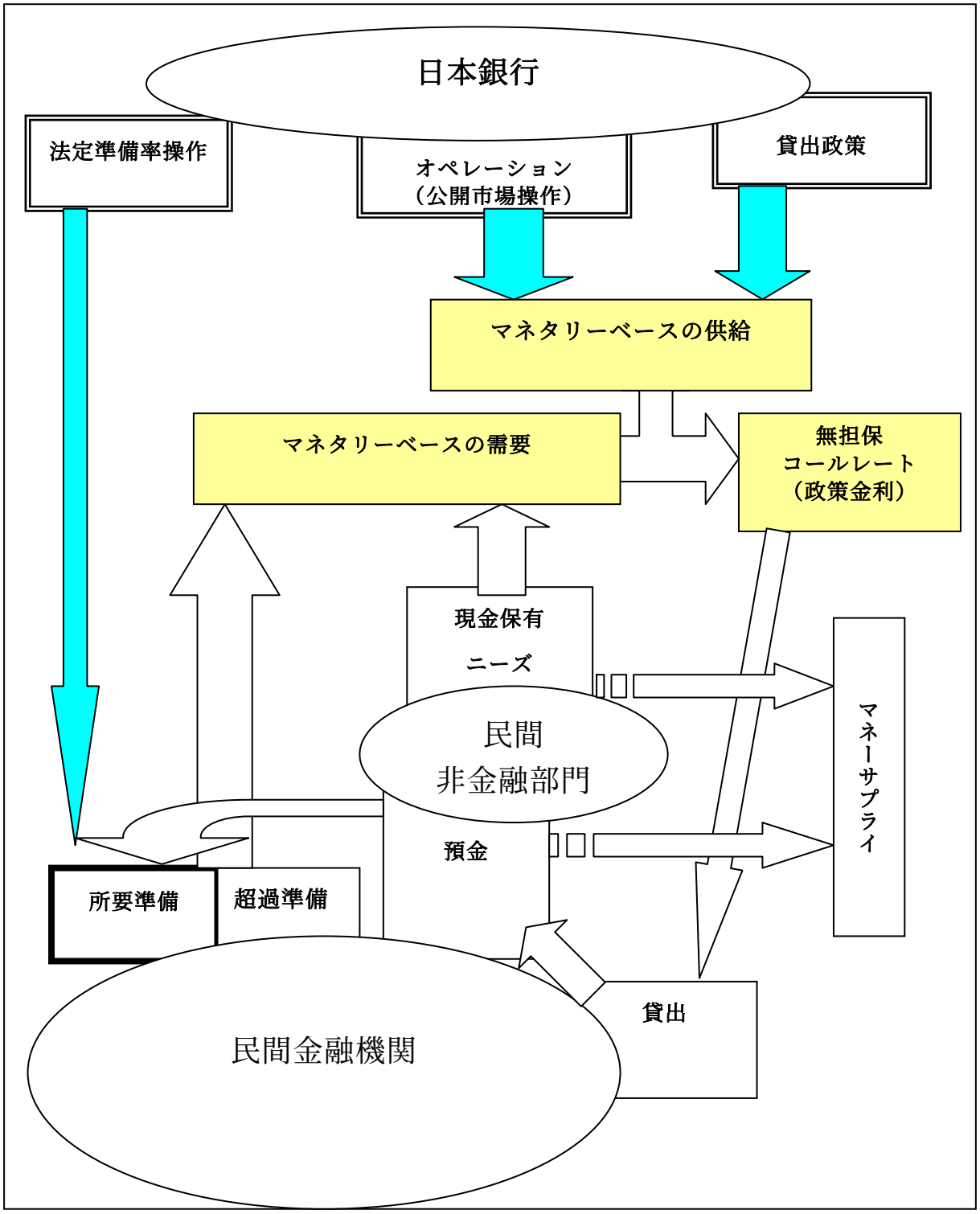
通常、中央銀行は政策金利を引き上げる（引き下げる）と同時に、インターバンク市場での資金を回収する（供給する）という行動をとります。つまり、一般的には金利と資金供給量はコインの表と裏の関係にあり、いずれか一方だけ、ということは通常ではなく、政策金利を引き下げるためには、日銀は信用を追加的に供与する必要があります。ただし、現状の量的緩和政策では、すでに短期金利が限りなくゼロとなっており、日銀の信用量拡大はもはや金利低下を促すことはできません。

また、金融政策の波及経路を巡っては、中央銀行が供給するマネーの量を重視する考え方（Money View）と、金融機関が供与する貸出量（信用量）を重視する考え方（Lending View または Credit View）があって、しばしば意見が対立、論争が起きるケースがあります。

Money View によれば、中央銀行が供給するマネタリーベースは信用乗数倍のマネーサプライを創造し、その結果、マネー量と実体経済との関係が変化し、物価変動が引き起こされる、という立場です。一方、Lending View では、マネーサプライとは銀行セクター（中央銀行＋市中銀行）にとっては負債であるということに着目し、その反対の資産側の変動を重視します。つまり、金融政策は銀行部門のバランスシート変化を通じて、実体経済に影響を及ぼす、と捉えるのが特徴です。つまり、銀行貸出が活性化することで金融政策の効果が高まる、と見ることも可能です。

なお、現在経済学の主流派である新古典派経済学では、基本的には Money View 的な立場を取っており、中長期的に見れば中央銀行がコントロールする貨幣量によって名目所得などが決まるというのが定説ですが、多かれ少なかれ Lending View 的な考え方も取りいれるケースが多く見受けられます。

金融政策手段と波及経路



（資料）農中総研作成

（4）金融調節の実際

a．資金過不足

日銀のバランスシートを考えると、簡単に右ページのようにまとめることができます。資産と負債・資本は等しいことから、これを準備預金について整理すると、以下の（1）式のように書き表すことができます。

準備預金＝日銀資産（日銀貸出・有価証券・対外資産）－日銀券－政府預金･･･(1)

この(1)は、準備預金残高（ストック）に関してのものですが、残高変化分（フロー）については以下のような「資金需給方程式」と呼ばれるものになります。

準備預金の減少（増加）＝①銀行券の増発（還流）＋②財政資金の揚げ超（払い超）
＋③日銀の信用吸収（供与）･･･(2)

この際、<u>準備預金が減少すれば資金不足</u>、<u>増加すれば資金余剰</u>と呼んでいます。例えば、日銀券増発は準備預金減少をもたらすため、「資金不足」となります。世間一般では「日銀券が増発しているのに、なぜ資金不足なのか」というように受け止められる可能性が高いと思われますが、ここで言う「資金不足」とは「日銀と市中金融機関」を合わせた「金融部門」から、「民間非金融部門と政府部門」を合わせた「その他部門」へ資金が流出したことを意味しています。

b．日銀は能動的か？受動的か？

このように、資金需給方程式での①銀行券や②財政資金は日銀にとっては外生変数です。平時において、もしも日銀が政策金利をある一定水準に誘導したいのであれば、準備預金は一定にしておく必要があります。そのため、①や②が変動すれば、それに応じてオペを実施することで③の日銀信用を調整することを行う必要があります。このように、「金利水準」を一定水準に誘導するために、日銀は受動的な調節を行っている、と考えられます。

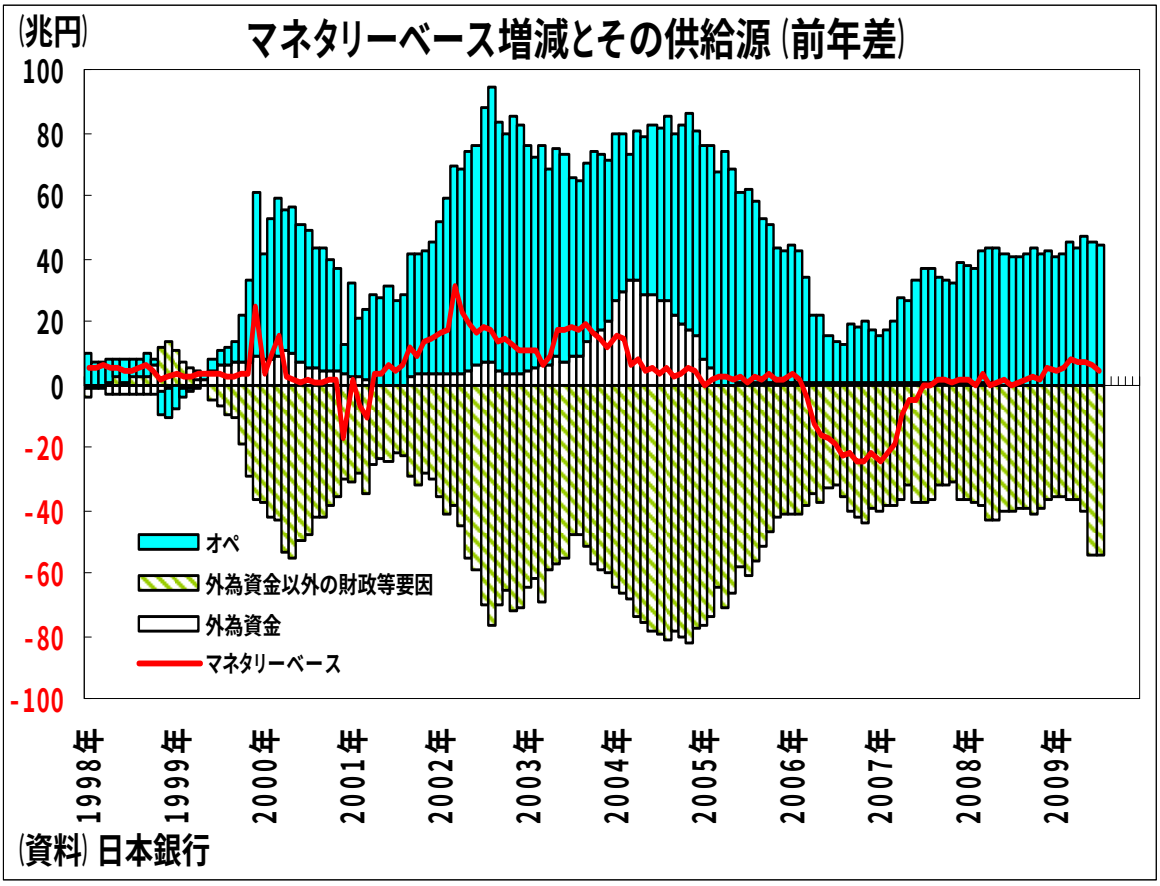
ただし、これはあくまで金融政策の変更がないときの行動であって、まさに金融政策を変更しようとする時点では成り立ちません。金融緩和政策が採用された際には、日銀は更なる信用供与を行うことによって準備預金を増加させ、誘導金利を引き下げるという能動的な行動をとっています。このように、日銀の行動は、日銀が主張していたように「受動的」であると考えるべきではないと思います。

日本銀行勘定（2009年7月末）

（資産）	
金地金	4,412
現金	2,714
買現先勘定	77,631
買入手形	0
国債	680,661
短期国債	212,665
長期国債	467,996
コマーシャル・ペーパー	1,728
社債	2,219
資産担保証券	0
金銭の信託(信託財産株式)	11,672
貸出金	297,531
割引手形	0
貸付金	297,531
共通担保資金供給	297,283
共通担保資金供給を除く33条貸付	48
38条貸付	0
預金保険機構貸付金	0
外国為替	62,573
代理店勘定	466
雑勘定	5,738
合計	1,147,349

（負債および資本）	
発行銀行券	763,910
当座預金	122,652
その他預金	8,049
政府預金	26,852
売現先勘定	162,095
売出手形	0
雑勘定	4,900
引当金勘定	32,287
資本金	1
準備金	26,600
合計	1,147,349

（資料）日本銀行　（注）単位：億円



（5）金融政策運営の枠組み

2006年3月に、日銀はそれまで5年近くに渡って採用していた量的緩和政策を解除し、操作目標を「日銀当座預金残高」から「無担保コールレート（翌日物）」へ戻すなど、政策運営の枠組みが大きく変更されました。

日銀「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」では、①日銀としての物価の安定についての基本的な考え方を整理、現時点における中長期的にみて物価が安定していると政策委員が理解する物価上昇率を示し、それらを前提に政策運営を行う、②以下の二つの柱により経済・物価情勢を点検する、(a)先行き1～2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性の高いと思われる見通しがインフレなき持続的成長経路を辿っているかどうか、(b)より長期的な観点から、インフレなき持続的成長を実現すべく、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスク要因を点検する、という方針が示されました。なお、「中長期的な物価安定の理解」としては、消費者物価（全国、総合）で示すと、前年比0～2%程度であり、中心値は概ね1%の前後で分散しているということです。

以上を簡単にまとめると、日銀の政策運営方針は半年ごとに（更にはその3ヵ月後には中間評価を行うことになっています）公表する『経済・物価情勢の展望（展望レポート）』をベースに、フォワード・ルッキング的（予見的）な政策運営を行っていく、ということになっています。つまり、「中長期的な物価安定の理解」は文字通り、中長期的に達成すべき水準であって、仮に現時点での消費者物価上昇率が「中長期的な物価安定の理解」である中心値 1%を大きく下回っていたとしても、近い将来、それを達成してくるといった可能性が高まったと日銀が判断すれば、金融政策は発動される（＝利上げが実施される）可能性があることを示しています。

なお、この政策運営について評価しますと、量的緩和政策下においては「コアCPIが安定的にゼロ%以上になるまで量的緩和政策を続ける」という明確なコミットメントを掲げることによって外部から見て日銀の行動をある程度予測することができ、マーケットもそれを前提にした期待形成を行うことができました。しかし、量的緩和解除後は、日銀自身の経済・物価判断や見通しをベースに政策判断を行う運営方針を採用していることもあり、政策運営にとって裁量的な余地は大きくなっている、と捉えることができるでしょう。加えて、市場との対話が依然として不十分であることもあり、市場の期待形成が日銀の意図と違う可能性も高く、またそれが振れやすい状況になっていると考えられます。

金融政策のディレクティブ（2009.7.21）

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。

（基準貸付利率 0.3%、補完当座預金制度適用利率 0.1%）

展望レポート（09.4）における 2 つの「柱」による点検

第 1 の柱（*先行き 2010 年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しについて政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観を参考にしつつ点検*）からは、わが国経済は、当面、悪化が続くが、次第に下げ止まりに向かい、09 年度後半以降、成長率が緩やかに持ち直す姿が想定される。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、09 年度半ばまでにやや大きく下落した後、09 年度後半以降は、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。こうした動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復していく展望が拓けると考えられる。

第 2 の柱（*より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検*）からは、景気については、国際的な金融経済情勢、中長期的な成長期待の動向、わが国の金融環境など、景気の下振れリスクが高い状況が続いていることに注意する必要がある。物価面では、景気の下振れリスクの顕現化、中長期的なインフレ予想の下振れなど、物価上昇率が想定以上に低下する可能性がある。一方、中長期的には、世界経済が回復する過程において、現在の極めて景気刺激的な政策が維持された場合、一次産品価格が予想以上に上振れることなどにより、わが国の物価上昇率が想定以上に上昇する可能性もある。

以上の 2 つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく展望が拓けるとみられる。ただし、当面は、景気・物価の下振れリスクを意識する必要がある。

展望レポート：2008～10年度の政策委員の大勢見通し（09年7月）

	実質GDP	国内企業物価	消費者物価（除く生鮮食品）
2009年度	▲3.7～▲3.0 ＜▲3.4＞	▲6.0～▲5.8 ＜▲5.9＞	▲1.5～▲1.2 ＜▲1.3＞
4月時点の見通し	▲3.7～▲3.0 ＜▲3.1＞	▲7.6～▲6.9 ＜▲7.5＞	▲1.6～▲1.4 ＜▲1.5＞
2010年度	+0.6～+1.1 ＜+1.0＞	▲2.1～▲1.5 ＜▲2.1＞	▲1.2～▲0.7 ＜▲1.0＞
4月時点の見通し	+0.8～+1.5 ＜+1.2＞	▲2.4～▲1.4 ＜▲1.8＞	▲1.1～▲0.8 ＜▲1.0＞

（資料）日本銀行

（注）対前年度比、%。なお、＜　＞内は政策委員見通しの中央値。

５．財政の見方

（１）財政の現状

日本における債券取引の中心は国債です。この債券価格の形成に影響を与える要因の一つが国債の需要と供給です。国債の需要動向については第 6 章で触れますが、この章では国債の供給、具体的には国債の市場流通を考える上で基礎となる財政について見ていきましょう。

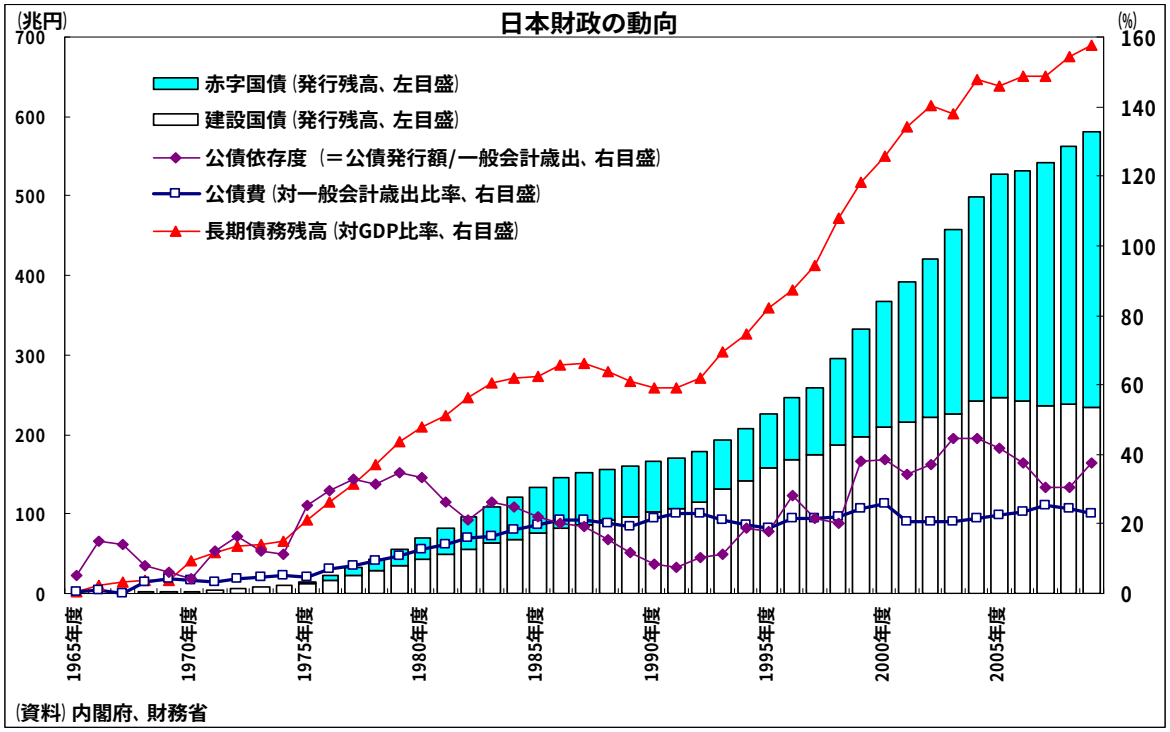
日本は、巨額の政府債務をかかえています。戦後長らく財政赤字を補填する「赤字国債」の発行は行われてきませんでしたが、1965 年度補正予算で発行に踏み切った後、78 年度から 86 年度まで毎年 10 兆円を越える財政赤字が発生していました。80 年代後半はバブル景気の追い風もあり一時改善しましたが、バブル崩壊後、景気対策のための歳出が増大した一方、減税や景気悪化に伴い税収が減少した結果、再び財政は悪化しました。その結果、94 年度には財政赤字が 20 兆円を越えました。90 年代から歳出に占める国債の割合（国債依存度）は上昇し、2000 年代前半は 40%台前後を推移しました。過去の財政赤字により国債残高は既に 90 年度に 166 兆円と巨額でしたが、2005 年度には 500 兆円を突破し、対ＧＤＰでは 100%超という水準になりました。また、米国のサブプライム問題に端を発した世界的な景気後退を受け、財政出動を伴う景気対策を行った結果、国債残高は 600 兆円に迫っています。

今後、過去に発行された国債の元利償還金が膨らみ、政策的に使える経費が充分にとれない状況が生じる恐れがあります。また、金利が上昇すれば、利払い費が増加し、更に財政状態が悪化するリスクが懸念されています。このような状況下、政府は財政再建に努めるとともに、国債管理方法の変更などにより、長期金利などへの影響の軽減を図っています。

財政再建については、①歳出の削減、②税収の増加が必要となります。現在、財政再建の基盤となっているのが、**経済財政諮問会議**「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（骨太の方針 2001）であり、「歳出構造について聖域を設けることなくこれを抜本的に見直し、無駄な歳出を削減する」という方針を打ち出しました。「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」（骨太の方針 2006）では、歳出削減、資産売却、特別会計改革等をするとともに歳入改革を行うことが示されました。しかし、09 年後半からの景気悪化により、その見直しを余儀なくされました（詳細は後述）。

国債管理政策の運営については、国債の大量発行が今後も続くと見込み、①国債の確実かつ円滑な発行及び②中長期的な調達コストの抑制という目標を掲げています。市場との対話を行うため、財務省のホームページで情報が公開されています。

以下で、財政政策や国債管理政策など金利を見る上でのポイントを見ていきましょう。


日本財政の動向
(兆円)
(%)
700
600
500
400
300
200
100
0
160
140
120
100
80
60
40
20
0
赤字国債（発行残高、左目盛）
建設国債（発行残高、左目盛）
公債依存度（＝公債発行額/一般会計歳出、右目盛）
公債費（対一般会計歳出比率、右目盛）
長期債務残高（対GDP比率、右目盛）
1965年度
1970年度
1975年度
1980年度
1985年度
1990年度
1995年度
2000年度
2005年度
（資料）内閣府、財務省

（2）国債の種類

2009年度の当初予算では、歳出から税収等を引いた差額は33.3兆円であるのに対し、国債の発行予定額が132.3兆円と大きく差が開いています。このなぞを解く鍵は、国債は、発行根拠法別に「新規財源債」、「借換債」、「財投債」と３種類あるということです。

①「新規財源債」

「新規財源債」は（a）式の単年度予算の不足額を補うために発行される国債です。

財政赤字（新規の国債発行額）＝歳出－税収など・・・(a)

財政の健全性を保つために、「新規財源債」の発行は「建設国債」（財政法第4条）か「特例国債」のいずれかとされています。「建設国債」は、公共事業費等を賄うために発行される国債です。発行額は国会の議決を受けます。道路などインフラストラクチャーの建設の効果は長期にわたることから「国債」を発行して、将来世代にも一定の負担を求める考え方がベースにあります。建設国債は国債整理基金特別会計法（第2条2）により60年で償還することとされています。一方、「特例国債」は、歳入赤字を補うために1年ごとの「特例法」に基づいて、発行される国債です。「特例国債」についても「60年」で償還することを基本とし、できるだけ早期に償還することとされています。

②「借換債」

次に「借換債」（国債整理基金特別会計法第5条）とは、満期がきた国債を償還する資金をファイナンスするために新たに発行される債券です。借換債の発行総額は、国会の承認を受けた額を限度としており、財政・金融情勢に応じて発行額が決定します。しかし、60年償還ルールにより発行される借換債の発行額は自動的に決まります。

③「財政融資資金特別会計国債」（財投債）

「財投債」は、信用力が不足しているため、独自に財投機関債（政府保証なし）発行による資金調達ができない特殊法人等の財源を捻出するために発行される国債です（財政融資資金特別会計法第11条）。「財投債」の発行額は、国会の議決を受けなければなりません。

2009年度当初予算の「新規財源債」の発行額は33.3兆円、「借換債」の発行額は91.0兆円、「財投債」の発行額は8.0兆円です。ただし、市場に流通する国債はこのような区別がなく、市場関係者が注目するのはあくまでもトータルの発行額です。

国債の種類（発行根拠法別）

新規財源債 ｛ 建設国債（財政法第4条）
特例国債

借換債

財政融資資金特別会計国債（財投債）

2009年度国債の発行予定額

単位：億円

区　分		19年度当初予定 (c)	21年度当初予定 (c)	前年度差 (c)－(a)
新規財源債		253,480	332,940	79,460
	建設国債	52,120	75,790	23,670
	特例国債	201,360	257,150	55,790
借換債		925,420	909,914	▲ 15,506
財投債		84,000	80,000	▲ 4,000
国債発行総額		1,262,900	1,322,854	59,954

財務省資料

「財投債」に類似する債券

2000年度まで特殊法人の財源は、旧大蔵省・資金運用部が提供してきました。この資金運用部の原資は、郵便貯金、年金積立金などからなっていました。この資金運用部を通じた特殊法人のファイナンスは、「第２の予算」といわれるほど肥大化し、特殊法人の非効率性を温存させるものとして批判されました。これを踏まえ2001年度からは、原則的に郵便貯金、年金積立金などは資金運用部へ預ける義務がなくなり、全額自主運用することとなりました。

これに伴い、特殊法人は財源を確保するために、債券を発行することになりました。特殊法人が発行する債券は①財投機関債②政府保証債の２種類です。財投機関債は、特殊法人がその信用に基づき発行されるものです。政府保証債は、政府が元本の償還と利子の支払いを、万が一の場合代わりに支払うことを保証した債券です。日本高速道路保有・債務返済機構（旧日本道路公団）や日本政策投資銀行、日本政策金融公庫（予定）などが発行していますが、その発行額は減少しています。一方、国の政策実行の一端を担うものの、信用力が不足している特殊法人の財源は、国が国債である「財投債」を発行して賄います。

（３）国債の発行・消化

ａ．国債発行額の推計－新規財源債

ここで国債の発行額について考えるときのポイントをみていきましょう。まず、新規財源債ですが、歳出と税収の額が決まれば、基本的には自動的に発行額が算出されるため、予算編成の動きを観察することで発行額を推測することができます。

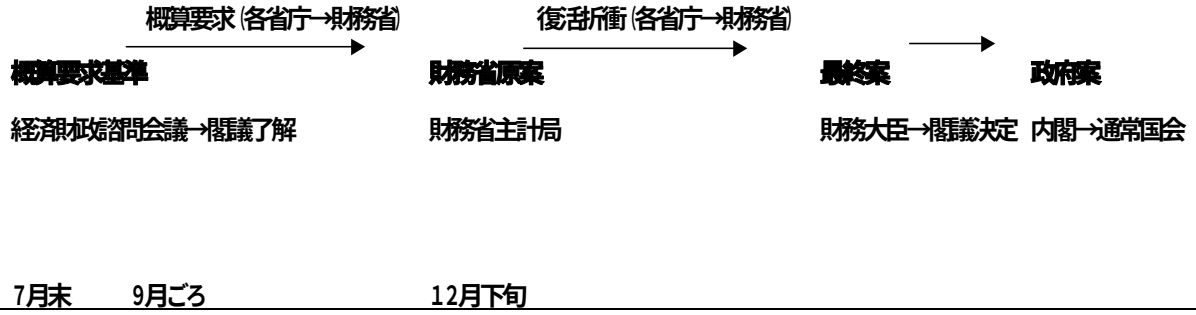
歳入は景気の変動を税収が受けるため当初見積りからかけ離れることがありますが、歳出は国会で議決された予算に基づき、執行されます。（ただし、補正予算が組まれた場合は歳出が増えます。）

予算編成は、概算要求基準が出されることから始まります。概算要求とは、各省庁が来年度に必要な歳出を見積り、予算として認めてもらうよう財務省に働きかけることをいいます。この作業の前に目安となる予算の限度額や内容について各省庁に示されるものが概算要求基準です。09 年度予算の例では、経済財政諮問会議が 08 年 7 月下旬に 09 年度予算のあり方を示す「予算の全体像」で予算編成の指針などを定め、それを踏まえて「概算要求基準」が設定されました。そして、閣議が概算要基準を 7 月 29 日に了解しました。（通常は）7 月下旬ころ発表の概算要求基準により、翌年度の歳出額がおおよそかたまります。また、各シンクタンクなどが翌年の経済見通しなどを発表していますので、それらを用いれば翌年度の税収が予測でき、予算不足額（新規財源発行額）が推測できます。

その後の予算編成の流れですが、各省庁が概算要求をした後、（毎年 9 月頃から）財務省の主計局は、査定作業をはじめます。そして、12 月下旬に財務省原案として閣議に提出します。このとき、来年度の国債発行総額も計上されます。各省庁は、この財務省原案に盛り込まれなかった項目や減額された項目について再び財務省に掛け合う復活折衝を行います。この復活折衝ののち財務大臣は、最終案を閣議に提出します。閣議はこれを政府案と決定し、内閣が翌年の通常国会に提出します。

その後、内閣は予算を衆議院に提出します。財務大臣は予算の内容などについて衆議院、参議院の順に説明します。そして、予算はまず衆議院の予算委員会で審議されます。さらに本会議で予算を審議、議決されます。参議院も同様に審議、議決されます。参議院が衆議院と異なる決定をした場合、両院で協議し、まとまらない場合は、衆議院の決定が採用されます。また、衆議院で可決後、30 日以内に参議院が議決しない場合にも予算案は成立（自然成立）します。予算案が成立することにより、歳出額及び国債発行総額が確定します。09 年度予算案は、09 年 3 月 27 日に成立しました。なお、景気悪化時や災害発生時には、補正予算が組まれ、国債の発行額が増える可能性があります。09 年度については、09 年 5 月 29 日に成立し、国債の追加発行額は約 10.8 兆円でした。

予算編成の流れ



財務省資料などから農中総研作成

経済財政諮問会議

経済財政諮問会議は、2001 年に内閣府に設置された合議制機関です。経済財政政策に関し、民間の専門家などの意見を反映し、内閣総理大臣のリーダーシップを十全に発揮することを目的に設置されています。議長である内閣総理大臣や、内閣官房長官、経済財政政策担当大臣、民間有識者などで構成されます。民間有識者の人数は議員数の 4 割以上とされています。

経済財政諮問会議から「骨太の方針」、「金融再生プログラム」などの構造改革の骨格が示され、予算の編成や税金改革についても方針を指し示す場となりました。

経済財政諮問会議ホームページ（内閣府）

http://www.keizai-shimon.go.jp/

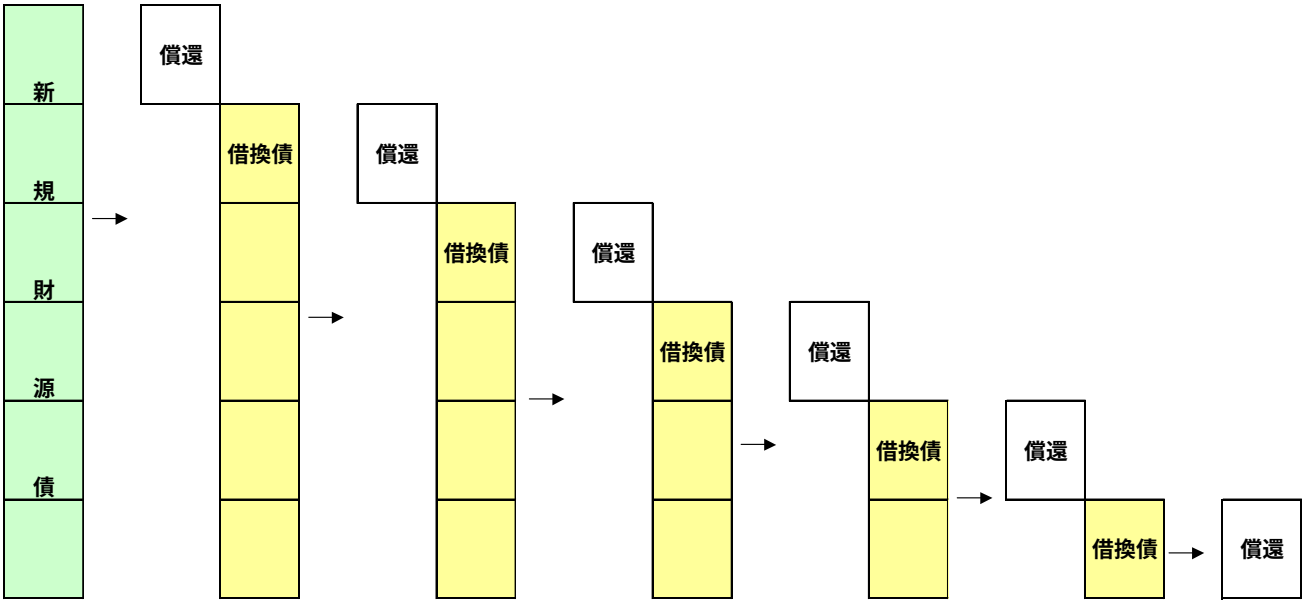
ｂ．国債発行額の推計－借換債①

次に借換債の発行額の推計について見ましょう。借換債の発行額は、年限別国債発行額により、いつ、どれくらいの借換債が発行するか見積もることができます。

建設国債などが発行された場合、60 年償還ルールにより、いつ、どれくらいの借換債が発行するか見積もることができます。この 60 年償還ルールとは、例えば 10 年国債が発行された場合、10 年後に 6 分の 1 が現金償還され、残りの 6 分の 5 の国債は借換債として繰り越されます。次の 10 年後にも当初発行額の 6 分の 1 が現金償還され、6 分の 4 が借換債となります。このようにして 60 年後に、すべての国債の償還が終わるという仕組みです。

ところで、1998 年から大量に発行された国債が 2008 年度に同時に償還期限を迎えるという、いわゆる「2008 年問題」に対しても、借換債を前倒しして発行することにより、国債発行額の平準化が行われました。政府は、今後も同じような問題がおきないように、国債の年限の多様化・長期化などにより、国債の借換需要の平準化を図る方針です。

６０年償還ルール



財務省資料などから農中総研作成

年限別国債発行額の推移

(収入金ベース、億円)

	政府短期証券	2年債	3年割引債	4年債	5年割引債	5年利付債	6年債	10年物価連動債	10年債	15年変動利付債	20年債	30年債	40年債	流動性供給
1989	52,936	13,945			3,000				73,136		9,021			
1990	83,861	15,391			2,000				85,511		10,243			
1991	89,644	12,964			2,000				89,989		9,354			
1992	95,059	15,066			2,000				97,000		9,991			
1993	100,162	14,705		25,962	2,000		2,000		111,686		13,000			
1994	109,604	16,000		34,837	2,000		15,000		122,000		14,553			
1995	120,638	21,561		36,417	2,000		37,000		130,000		15,083			
1996	125,001	10,802		18,004	2,000		26,627		128,000		20,000			
1997	128,026	13,200		27,100	2,000		28,000		132,310		16,900			
1998	170,076	26,900		51,000	2,000		52,000		181,000		24,000			
1999	269,794	88,973		51,000	2,000	26,001	51,000		151,130		24,000	4,931		
2000	295,660	131,939	2,931	27,808	1,200	94,030	25,094		163,000	27,980	24,000	6,903		
2001	275,943	168,000	5,935			196,234			204,000	36,037	32,000	5,950		
2002	309,958	207,852	3,966			227,501			215,487	56,000	42,500	8,963		
2003	341,933	182,706				216,000		989	220,487	55,000	53,500	15,824		
2004	341,709	192,505				229,000		6,000	228,000	60,000	69,000	20,000		
2005	299,000	204,000				240,000		20,000	228,000	88,000	84,000	20,000		
2006	248,000	204,000				240,000		25,000	228,000	54,000	96,000	23,000		12,000
2007	228,000	204,000				240,000		30,000	228,000	34,000	96,000	24,000		12,000
2008	210,000	214,000				231,000		15,000	228,000	6,000	101,000	29,000	6,000	23,000
2009	273,000	276,000				267,000		3,000	246,000	3,000	126,000	34,000	11,000	63,000

財務省ＨＰ参照
2007年度まで実績、2008年度は12月時点、2009年度は4月時点

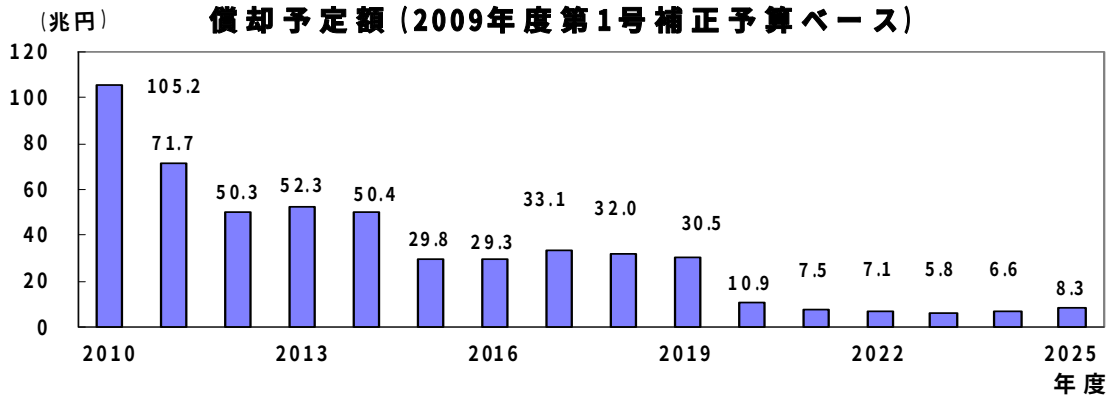
ｃ．国債発行額の推計－借換債②

借換債の具体的な見積もりのために、国債の要償還額と国債整理基金の動向を見ることは欠かせません。まず、要償還額ですが、これは国債の満期構成と償還額を見ることで把握できます（財務省から 3 ヵ月に１度発行される国債ニュースレター（HP 掲載）に普通国債の満期構成の記載があります)。また、あらかじめ借換債の発行が予定されていて、年度間で借換を必要とする額に開きがある場合、償還額を均すために前年度に借換債を発行する「前倒し発行」が認められています。この「前倒し発行」の発行額は、国会の議決を受けなければならず、3 月の予算と一緒に行われます。2009 年度の前倒し発行額の最高限度額は、12 兆円となりました（平成 21 年度特別会計予算総則第 10 条)。

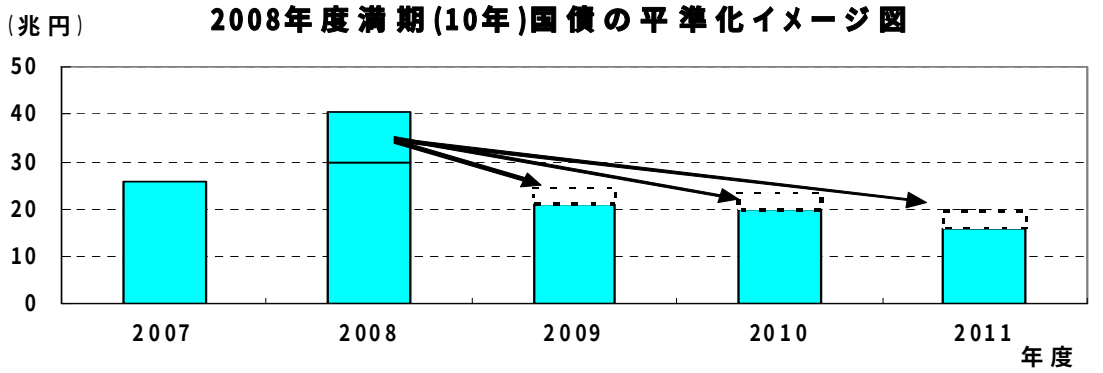
国債整理基金の動向も借換債の発行額を考えるときに大切です。国債整理基金とは、国債の償還、利子などの支払いに関する経理を一般会計と区分して行うために設置された特別会計です。この国債整理基金は、一般会計などからの繰入額を主な財源としています。一般会計からの繰り入れは、前年度普通国債残高の 100 分の 1.6 を組み入れる定率繰入や各年度の一般会計の決算上の剰余金のうち 2 分の 1 を下らない金額など、日本電信電話株式会社（NTT）及び日本たばこ産業株式会社（JT）の株式の一部は国債整理基金特別会計に移され、その売却収入も国債の償還に当てられています。

基本的に国債の整理基金の残高に一般会計からの繰入額などを足したものが国債の償還の財源となります。国債の消却額がこれらの財源を越えている場合は、借換債の発行によって不足財源をまかなうということです。

現在、国債整理基金の主な財源は借換債の収入であり、借換債発行により消却を先送りしている状況です。財務省が 2009 年 2 月に発表した国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算では、2024 年度以降、毎年 100 兆円を超える借換債の発行が続くとされています。



財務省ＨＰ（普通国債償還年次表）より農中総研作成



財務省「債務管理リポート2006」より農中総研作成

国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算

（単位:億円）

年度（平成）	要償還額	借換債収入 ①	定率・差減額繰入等 ②	他会計から繰戻 ③	運用益等 ④	財源計 ①～④	無利子貸付	年度末基金残高	年度末公債残高	利払費
21	1,004,000	909,900	102,600	900	1,600	1,015,000	1,000	119,300	5,810,600	96,800
22	1,054,800	959,600	103,800	900	900	1,065,200	1,000	128,800	6,102,000	107,100
23	1,083,100	981,100	107,500	900	900	1,090,400	1,000	135,100	6,407,400	119,200
24	1,154,200	1,046,100	111,200	900	900	1,159,200	1,000	139,000	6,713,800	133,200
25	1,207,900	1,093,000	116,600	1,000	1,000	1,211,500	0	142,700	7,016,100	148,700
26	1,203,800	1,085,300	121,800	1,000	1,000	1,208,900	0	147,800	7,316,500	160,400
27	1,260,200	1,131,400	123,600	1,000	1,000	1,256,800	0	144,400	7,605,400	173,200
28	1,293,200	1,159,100	128,400	1,000	1,000	1,289,200	0	140,500	7,890,900	185,200
29	1,345,000	1,194,600	132,800	1,000	900	1,329,000	0	124,500	8,162,000	196,300
30	1,403,700	1,259,600	132,700	900	800	1,393,700	0	114,500	8,440,000	207,700
31	1,360,800	1,235,200	136,900	800	800	1,373,500	0	127,100	8,738,500	216,800
32	1,445,400	1,297,300	141,300	800	900	1,439,900	0	121,700	9,016,800	227,200
33	1,446,600	1,301,300	146,000	700	900	1,448,500	0	123,600	9,300,100	236,900
34	1,475,300	1,324,300	150,300	600	900	1,475,700	0	124,100	9,579,900	246,200

（計算の前提）

1 「平成21年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」を前提とする。
「差額」は全て公債金で賄われると仮定して推計。平成23年度及び24年度の「差額」は、「平成21年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」における上段の計数を使用。平成25年度以降、新規公債発行額は24年度の「差額」と同額と仮置きし、消費者物価上昇率及び金利は24年度と同水準と仮置き。

2 計算の対象は、定率繰入及び発行差減額繰入対象公債等としている。

3 「借換債収入」には、特別会計に関する法律の規定により前年度に発行することが認められる借換債の収入金を含む。

4 「定率・差減額繰入等」には、減税特例債に係る公債償還財源の一般会計からの繰入及び道路整備等に係る公債償還財源の一般会計からの繰入を含む。

5 「他会計から繰戻」は、「日本電信電話株式会社の株式の売払収入の活用による社会資本の整備の促進に関する特別措置法」及び「道路整備事業に係る国の財政上の特別措置に関する法律」の規定による他会計からの償還金である。

6 「無利子貸付」は、社会資本整備事業特別会計道路整備勘定への繰入である。

7 「利払費」には、公債利子等のほか、国債事務取扱費を含む。

8 試算を行うに当たり、次の仮定を置いている。
(1) 運用利回りは、政府短期証券割引歩合等に基づく。
(2) 剰余金の発生は見込まない。

9 四捨五入のため、計において一致しない場合がある。

10 計算の前提の変化により、上記の各計数は異動するものである。

ｄ．国債消化のしくみ

国債の消化は、市中発行と日銀の乗換及び窓口販売によって行われます。市場関係者が関心をよせる市中発行額は、「市場が受け入れ可能な範囲内（債務管理リポート 2004）」で発行されます。近年では、発行額予定額（当初ベース）の８割以上が市中消化されています。市中発行されていない部分が、日銀の乗換及び窓口販売です。

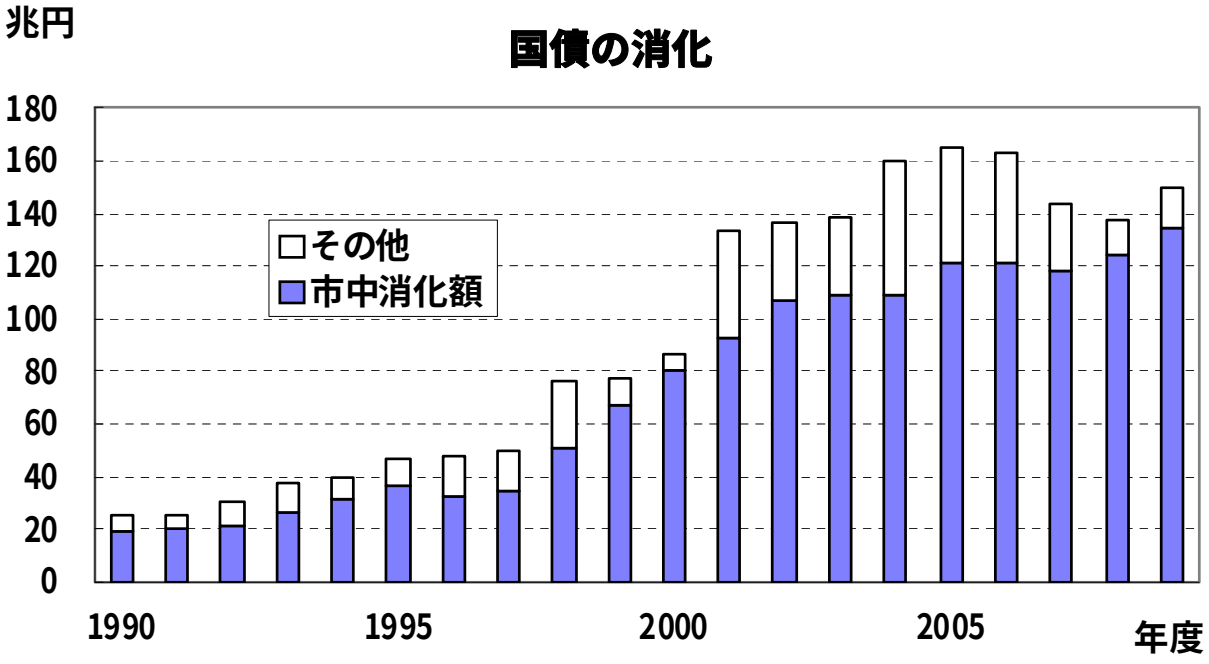
日銀は、財政法第５条で国債の引受け（新規発行の国債の買い入れ）を原則的に禁じられています。それは、戦前に軍事費調達のために日本銀行の引受けにより国債が大量に発行され、戦後のハイパーインフレを招いたという過去の反省を踏まえてのことです。しかし、日銀が保有する国債が満期を迎えた場合、満期到来額の範囲内で日銀が借換を引き受けることが許されています。これを日銀乗換といいます。

その他、窓口販売として、個人向け国債の販売と市場性国債の窓口販売（新型窓口販売）があります。個人向け国債の販売は、03 年から始まりました。金融機関が国の委託に基づき、一般投資家に個人向け国債を販売しています。個人向け国債は、10 年変動利付債と 5 年固定利付債の 2 種類です。

そして、07 年 10 月より、個人向け国債に加えて、一般の利付国債（市場性国債）も金融機関の窓口で販売されるようになりました。これを新型窓口販売といいます。個人向け国債は、個人のみが対象であるのに対し、新型窓口販売は個人だけでなく、法人やマンションの管理組合なども購入できます。また、窓販される市場性国債は、2 年・5 年・10 年利付国債の 3 種類です。

国債の消化の種類

- 国債の消化
  - 市中発行 ・・・ 新規財源債、借換債、財投債
  - 公的部門日銀乗換 ・・・ 借換債
  - 個人向け販売窓口販売
    - 個人向け国債
    - 市場性国債（2年・5年・10年利付国債）の新型窓口販売



財務省資料より農中総研作成

07年度までは実績、08年度は補正後、09年度は補正後の予定

ｅ．市中消化の実際

市中消化の具体的な方式は（民間にとって、主要な国債の購入方法）は、公募入札方式です。公募入札方式は、入札参加者が国債を競争入札により取得する方法です。

実際の入札は、日銀ネットというオンライン端末を通じて行われます。入札の締め切りは午前 12 時ちょうど（TB、FB は 11 時 30 分）であり、午後 12 時 45 分（TB、FB は 12 時 35 分）には入札結果が発表されます。入札結果は、財務省のＨＰで入手することができ、応募額や利回りといった重要な情報が得られます。ちなみに国債の中で最も発行残高が多いのが、10 年利付き国債です。新規発行される 10 年国債の利回りは重要な金融指標として注目されています。

なお、2006 年 4 月から流動性供給入札が導入されました。これは、流動性の不足している銘柄を追加発行するもので、入札参加資格があるのはプライマリー・ディーラー（国債市場特別参加者）のみです。

過去には金融機関や証券会社などがシンジケート団を組織し、これを通じて国債を購入するシンジケート団方式が国債の安定消化の役割を果たしてきましたが、プライマリー・ディーラー制（国債市場特別参加者制度：後述）の導入以降、同制度が機能したことによりシンジケート団を廃止しても問題ないとされ、2006 年 3 月末をもって廃止されました。

また、国債の入札の全体像としては、予算が政府案としてほぼ固まる毎年 12 月下旬に「国債発行計画」（www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/keikaku.htm）が財務省から発表されます。この「国債発行計画」から国債発行のポイントや翌年度に発行される債券の種類とその発行額がわかります。この「国債発行計画」に基づき、国債の入札が行われています。

また、月ごとの発行予定額、及び入札日程については財務省ＨＰの「国債の入札」として掲載されています（www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/nyusatu.htm）。

2009年度国債発行予定額

＜発行根拠法別発行額＞ （単位：億円）

区　分	20年度補正 (a)	21年度予定 (b)	(b)－(a)	21年度補正 (c)	(c)－(a)
新規財源債	331,680	332,940	1,260	441,130	109,450
借換債	940,937	909,914	▲31,023	909,914	▲31,023
財投債	107,000	80,000	▲27,000	141,000	34,000
国債発行総額	1,379,617	1,322,854	▲56,763	1,492,044	112,427

＜消化方式別発行額＞ （単位：億円）

区　分		19年度当初 (a)	19年度補正後 (b)	(b)－(a)	20年度予定 (c)	(c)－(a)
市中発行分 計	カレンダーベース市中発行額	1,063,000	1,133,000	70,000	1,302,000	239,000
	第II非価格競争入札	42,827	38,700	▲4,127	38,700	▲4,127
	前倒し債発行減額による調整分	135,723	2,093	▲133,630	2,283	▲133,440
		1,241,550	1,173,793	▲67,757	1,342,983	101,433
個人向け販売分 計	個人向け国債	23,843	24,000	157	24,000	157
	その他窓販	18,000	18,000	－	18,000	－
		41,843	42,000	157	42,000	157
公的部門 計	日銀乗換	96,223	107,060	10,837	107,060	10,837
合　計		1,379,617	1,322,853	▲56,763	1,492,044	112,427

（注1）各計数ごとに四捨五入したため、計において符合しない場合がある。

（注2）カレンダーベース市中発行額とは、あらかじめ定期的に額を決めた入札により発行する国債の4月から翌年3月までの発行予定額の総額をいう。

（注3）第II非価格競争入札に係る発行予定額については、当該入札を実施する国債のカレンダーベース市中発行額の4.5%を計上してい

（４）巨額な国債残高に対する政府の対応

ａ．プライマリーバランス

プライマリーバランス（基礎的財政収支）とは、「借入を除く税収等の歳入（歳入－公債金収入）」から「過去の借入に対する元利払いを除いた歳出（歳出－利払い費及び債務償還費）」を差し引いた財政収支です。このプライマリーバランスの均衡とは、「借入を除く税収等の歳入」が「過去の借入に対する元利払いを除いた歳出」＝経常的な「一般歳出」に等しい状況です。したがって、「公債金収入（新規国債発行額）」が「利払い費及び債務償還費」とも等しくなっています。

これは、国の一般歳出によって受ける「現世代の受益と負担が均衡すること」を意味しています。

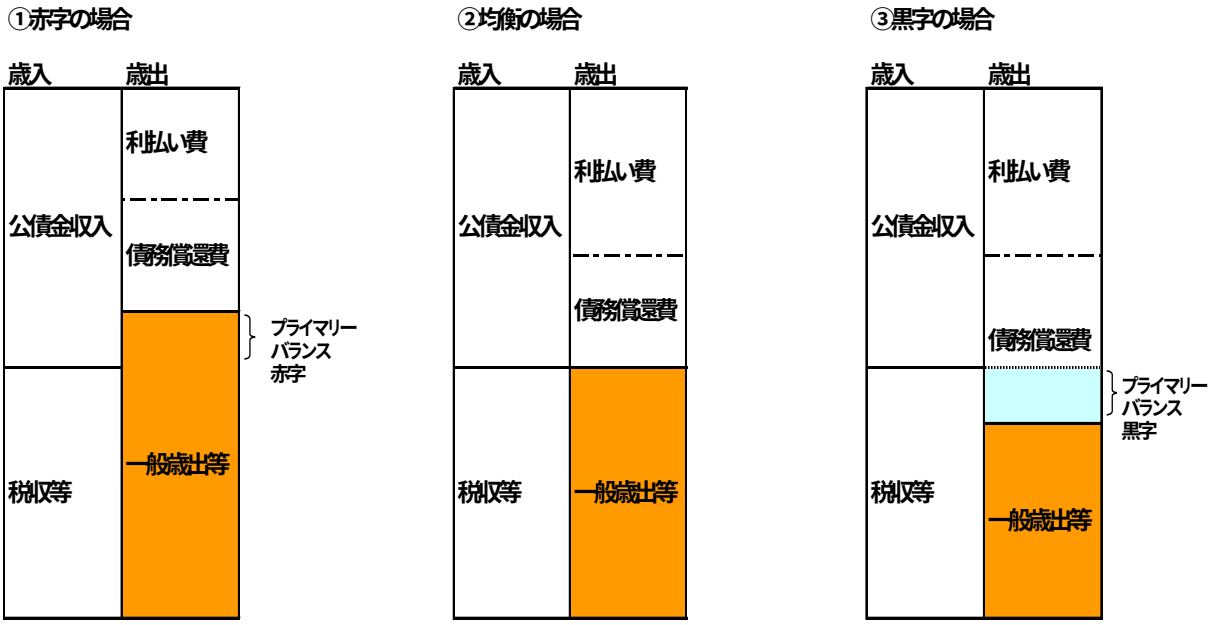
しかし、このプライマリーバランスの黒字は、「利払い費及び国債の償還額」が「新規国債発行額」を上回る状態ですが、依然として債務残高の増加は続きます。利払い費以上のプライマリーバランスの黒字を確保できてはじめて、政府の債務残高は減少します。とはいえ、「財政の持続可能性」という点で重視される、税収のベースとなる経済活動の大きさを示すＧＤＰに対する政府の債務残高の比率（債務残高÷名目ＧＤＰ）は、長期金利が成長率に対し上回らない限り、プライマリーバランスの黒字化によって上昇が止まり安定化することが期待されます。

小泉政権の成立直後の 2001 年 6 月の経済財政諮問会議において、「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針（骨太の方針 2001）」で、①2002 年度予算で、国債発行を 30 兆円以下に抑えること②その後、プライマリーバランスを黒字とすることを次の目標とする、ことを示しました。

そして「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」（骨太の方針 2006）では、国･地方のプライマリーバランスを 2011 年度に確実に黒字化することを目標として設定しました。

しかし、08 年秋以降の世界的な景気後退を受け、日本経済も厳しい状態にあることから、2009 年 1 月に閣議決定された「経済財政運営の中長期方針と 10 年展望」で、プライマリーバランスの 2011 年度黒字化という目標達成は困難と認め、「できる限り早期に達成する」と表現されました。しかし、財政の持続可能性への信頼を確保していくためには、プライマリーバランスの黒字化は重要な政策目標と言えましょう。

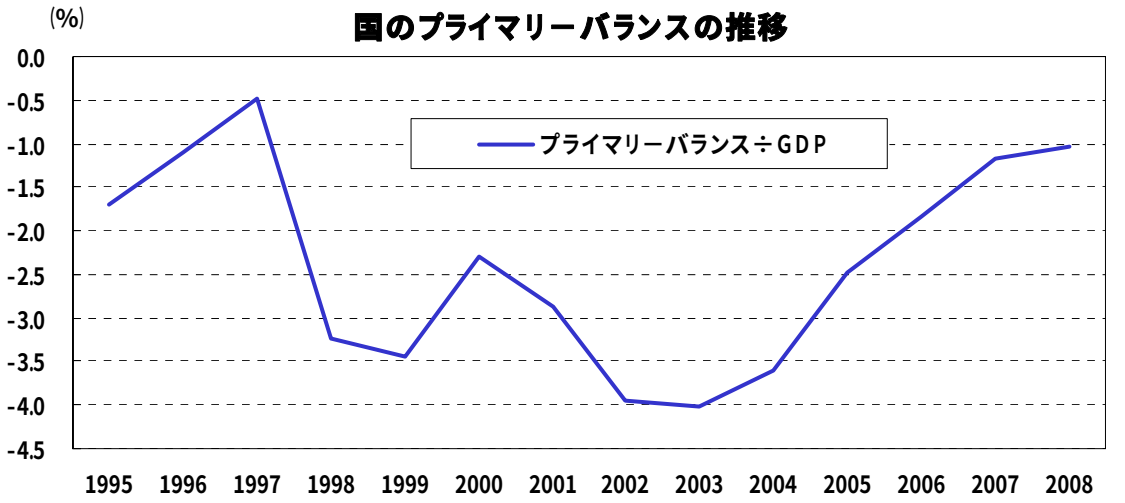
プライマリーバランスの概念



財務省「日本の財政」を参考に農中総研作成

プライマリー・バランス（ＰＢ）と債務残高比率

$$\frac{\text{今年度債務残高}}{\text{ＧＤＰ}} \geqq \frac{\text{次年度債務残高}}{\text{次年度ＧＤＰ}} \geqq \frac{\text{今年度債務残高＋（利払費－ＰＢ黒字）}}{\text{次年度ＧＤＰ}} \geqq \frac{\text{今年度債務残高×（1＋長期金利）－ＰＢ黒字}}{\text{今年度ＧＤＰ×（1+成長率）}}$$



財務省資料、内閣府「平成20年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」より農中総研作成

プライマリーバランス（一般会計）は国債費－公債金収入。08年度は当初予算ベース。

ｂ．政府の国債管理

日本の国債管理政策の基本的考え方は、①安定消化の確保②既発国債の適切な管理③国債の管理体制の整備です。

安定消化の確保の一環として、2004 年 10 月から**プライマリー・ディーラー制**（国債市場特別参加者制度）が段階的に導入されました。この制度の参加者は、財務省との定例会合の参加や買入消却入札への参加など情報面や国債購入面で優遇されますが、以下のような責任を果たさなければなりません。

①全ての国債の入札で相当な価格で、発行予定額の 3%以上の相応の額を応札する責任
②直近 2 四半期中の入札で、短期・中期・長期・超長期の各ゾーンについて、発行予定額の一定割合（原則 1%）以上の額の落札及び引受けを行う責任
③情報提供責任など

財務省はまた、市場との対話を促進するために、2000 年 9 月から**国債市場懇談会**（04 年 10 月から**国債市場特別参加者会合**）を、2002 年 4 月から**国債投資家懇談会**を開催しています。

国債市場特別参加者会合は、財務省理財局が市場参加者・有識者等から意見を聞き取る場です。参加者は、都市銀行、外資系銀行、証券会社などからなる市場参加者と有識者です。2007 年度は国債発行計画などについて議論が交わされました。

国債投資家懇談会は、投資家・有識者等から意見を聞き取る場です。参加者は、生命保険会社、地方銀行などの投資家と有識者です。

その他、中長期的な国債管理政策などについて民間の専門家などの意見を聞くため、**国の債務管理の在り方に関する懇談会**が 2004 年 11 月から開催されています。

また、政府は国債の安定消化を図るため、国債の商品性の改善等を通じ、保有者層の多様化を試みています。その一例として、2003 年から個人向け国債が導入されています。また、投資家のニーズを受けてストリップ債（2003 年）、物価連動国債（2004 年）などが導入されています。

国債管理政策の主な変遷（1999 年～）

年	国債管理政策
1999	9 月　30 年債公募入札開始
2000	2 月　5 年利付債導入 6 月　15 年変動利付債の公募入札開始 9 月　国債市場懇談会の開催開始 11 月　3 年割引債の公募入札開始
2002	4 月　国債投資家懇談会の開催開始
2003	1 月　ストリップ債の導入 3 月　個人向け国債の導入
2004	3 月　物価連動国債の導入 10 月　国債市場特別参加者制度の導入 11 月　国の債務管理の在り方に関する懇談会の開催開始
2005	1 月　国債に係る海外説明会が始まる
2006	3 月　シンジゲート団の廃止 4 月　流動性供給入札の導入
2007	1 月　ＦＢ6 か月物導入 6 月　国債トップリテーラー会議の開催開始 10 月　市場性国債の新型窓口販売方式導入 11 月　40 年債公募入札開始
2008	割引短期国債と政府短期証券の統合発行

財務省「日本国債ガイドブック」などを参考に農中総研作成

６．内外マーケットとの相関性

（１）株価と長期金利

まず、株価の変動要因を考えてみましょう。伝統的に用いられている株価決定に関する収益還元モデルの考え方では、現在の株価は将来得られると予想される配当の割引現在価値の合計と考えることができます。この将来の予想配当は、その企業が将来どのくらいの収益を上げることができるか（企業業績予想）、そのうちどのくらい株主に配当として還元するのか（配当性向）、などに大きく影響を受けます。特に、企業の将来収益は景気全体の先行きとも密接な関係があると思われます。それゆえ、総じて景気が良くなるという予想の下では株価は上昇、景気が悪化するという予想の下では株価は下落する傾向があると考えられます。

一方、長期金利は景気が良くなるという予想の下では上昇（債券価格は下落）、逆に悪化するという予想では低下（債券価格は上昇）しやすくなります。

実際に両者の動きを見てみると、株価と長期金利は同方向に動く傾向があることがわかります。収益還元モデルが示すように、必ずしも金利水準が上昇すれば、株価が下落するというわけではないようです。

株価の収益還元モデル（配当割引モデル）

上述のように、現在の株価は、将来に渡って支払われると予想される配当の割引現在価値の合計と考え、以下のような式で示されます。

$$p_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+r_t)^t} \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (1)$$

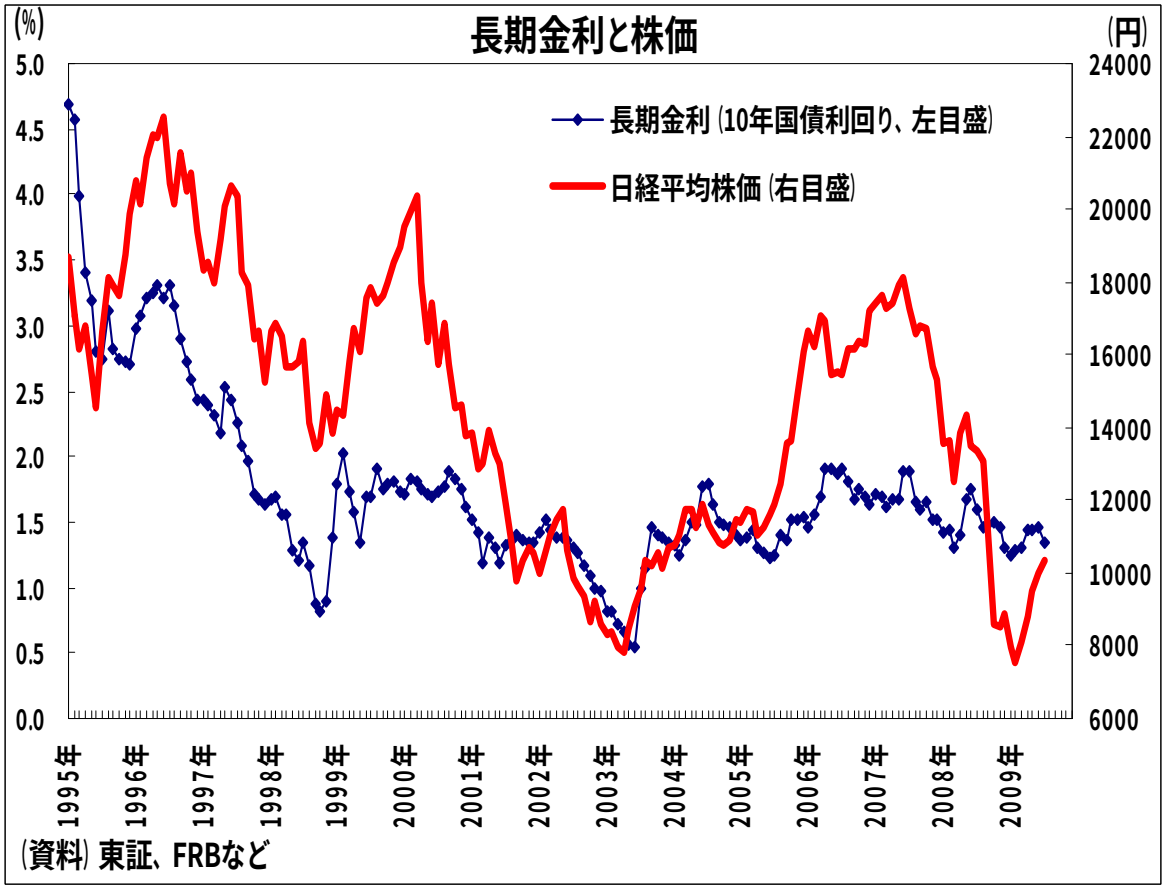
ここで、p_0：現在の株価、d_t：t 期の予想配当、r_t：t 期の割引率（予想金利）。

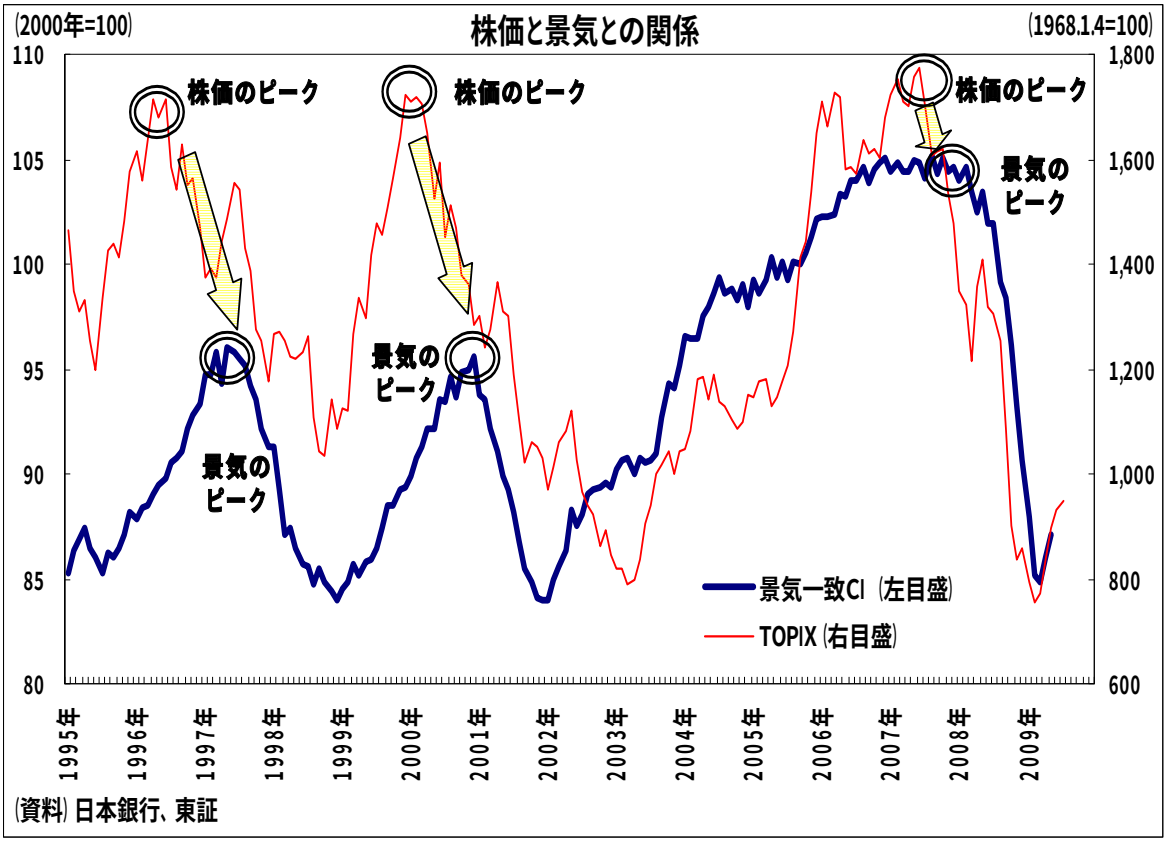
また、(1)式において、将来の配当がある一定の成長率 g で増加し（$d_t = d_1 \times (1+g)^{t-1}$）、割引率がすべての期間で等しい（$\forall r_t = r$）ならば、

$$p_0 = \frac{d_1}{(r-g)}$$

と書くことができます。

なお、企業の将来の配当や利益、さらには利子率を完全に予想することはできないため、理論株価はある程度の幅を持ったものになります。


長期金利と株価
(%)
(円)
長期金利（10年国債利回り、左目盛）
日経平均株価（右目盛）
5.0
4.5
4.0
3.5
3.0
2.5
2.0
1.5
1.0
0.5
0.0
24000
22000
20000
18000
16000
14000
12000
10000
8000
6000
1995年
1996年
1997年
1998年
1999年
2000年
2001年
2002年
2003年
2004年
2005年
2006年
2007年
2008年
2009年
（資料）東証、FRBなど


株価と景気との関係
(2000年=100)
(1968.1.4=100)
株価のピーク
株価のピーク
株価のピーク
景気のピーク
景気のピーク
景気のピーク
景気一致CI（左目盛）
TOPIX（右目盛）
110
105
100
95
90
85
80
1,800
1,600
1,400
1,200
1,000
800
600
1995年
1996年
1997年
1998年
1999年
2000年
2001年
2002年
2003年
2004年
2005年
2006年
2007年
2008年
2009年
（資料）日本銀行、東証

（2）為替レートと長期金利

為替レート変動を説明する経済変数として、金利差、インフレ格差、対外バランス（フロー面、ストック面）、貿易財部門の生産性上昇率などが挙げられることが多いのですが、局面によって注目されるポイントは変化しています。ここでは日米の金利格差に注目して為替レート動向を考えてみましょう。

為替レートを内外金利差で説明する考え方として金利平価説（Interest Rate Parity）があります。この特徴は、物価変動も含めて大部分の経済変数はほぼ一定である期間（いわゆる短期）を対象としており、各国金融資産の相対価格として為替レートを捉えています。もう少し詳しく述べていくと、金利平価説とは確定収益を生む内外金融資産（具体的には、固定利率の預金や債券など）の収益率は国際的な金利裁定を通じて一致する、という考え方です。

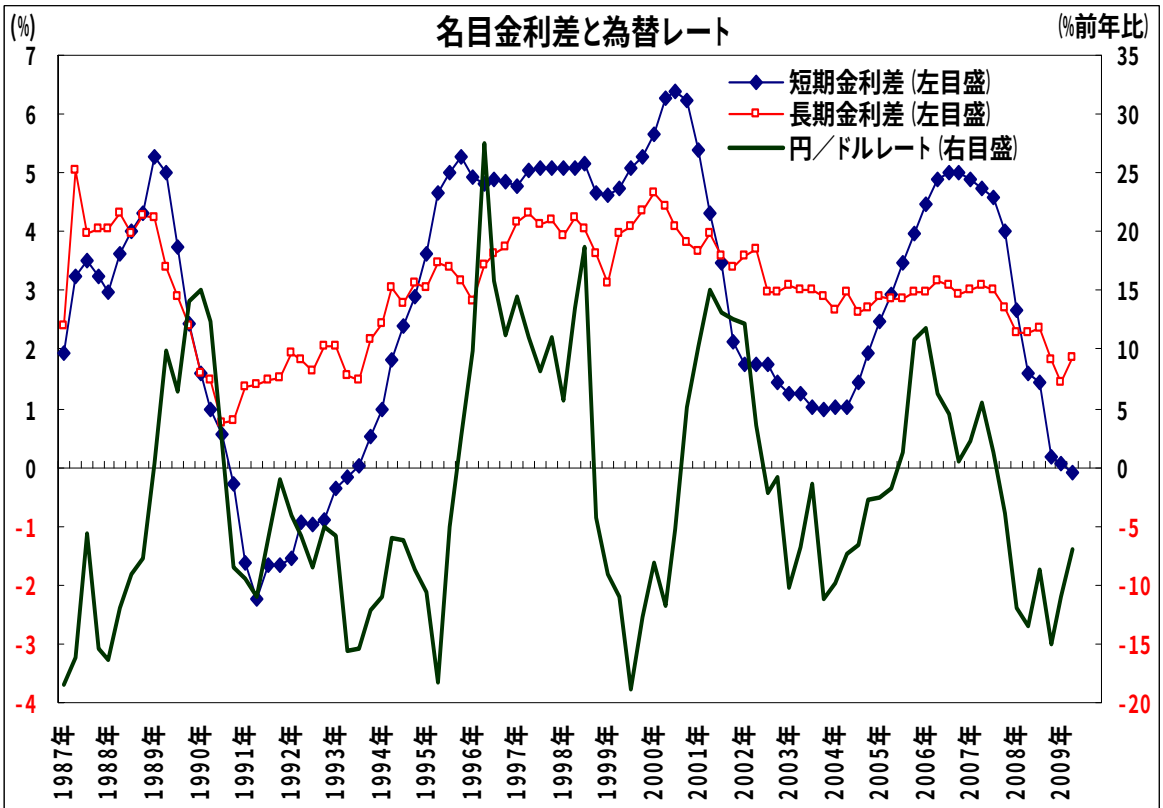
この金利平価説には 2 種類の考え方があります。ひとつはカバー付きの金利平価説（CIP）、もうひとつはカバーなしの金利平価説（UIP）で、以下のように定式化することが可能です。

CIP：$1+i_t=F_{t,\ t+1}/S_t\times(1+i_t^*)$

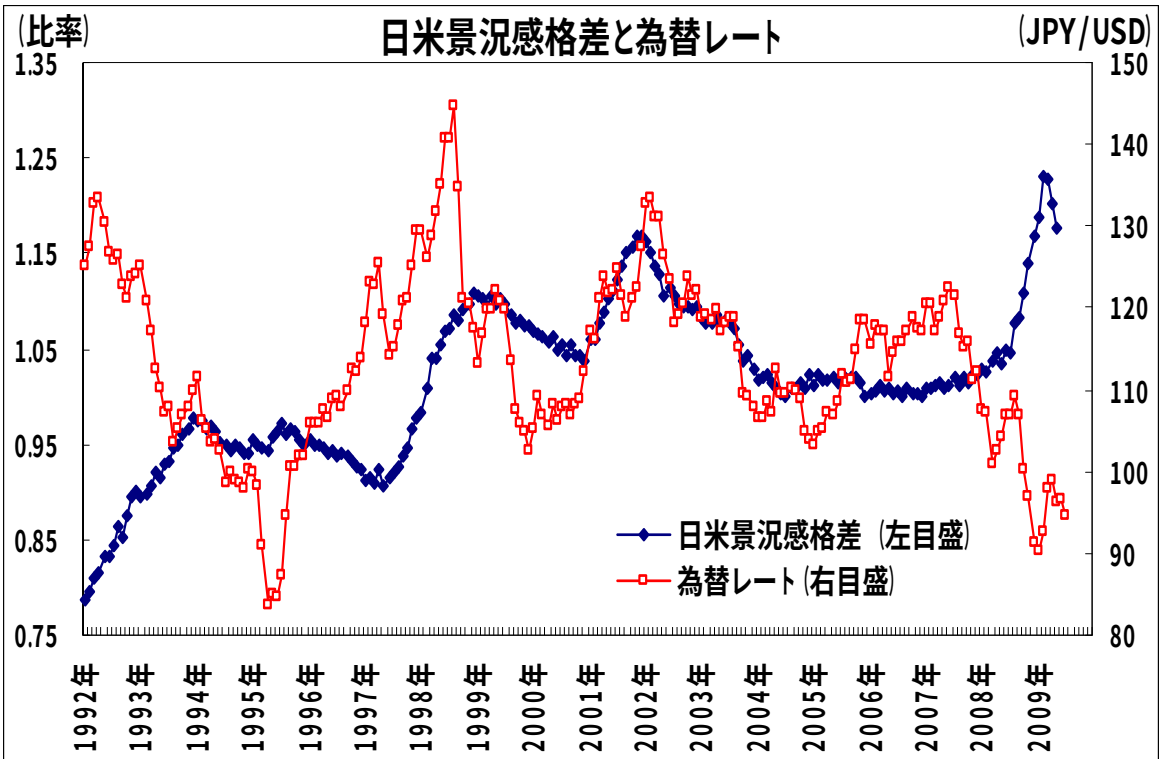
UIP：$1+i_t=S^e_{t,\ t+1}/S_t\times(1+i_t^*)$

ここで、i_t：t 期の邦貨建て債券の名目金利、i_t^*：t 期の外貨建て債券の名目金利、$F_{t,\ t+1}$：t 期における先物為替レート（期限は 1 期間）、S_t ：t 期の直物為替レート、$S^e_{t,t+1}$：t 期における t+1 期の直物為替レートの予想値、とします。

CIP に関しては、為替取引に関する規制、決済の不履行リスク、管理・取引コスト、利子課税などを無視すれば成立するはずですが、UIP に関しては投資家がリスク中立的でなければ成立しないとされています。なお、一般的に投資家は外貨建て資産の保有に対しては一定のリスクプレミアムを要求することが多く、これは内外の金融資産は完全に代替的とは見なされていない、という国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルとして知られています。



(資料) 日本銀行、FRB　(注) 金利差は米国－日本。



(資料) 内閣府、日本銀行、カンファレンスボード
(注) 日米景況感格差は「米国CI/日本CI」と定義した。

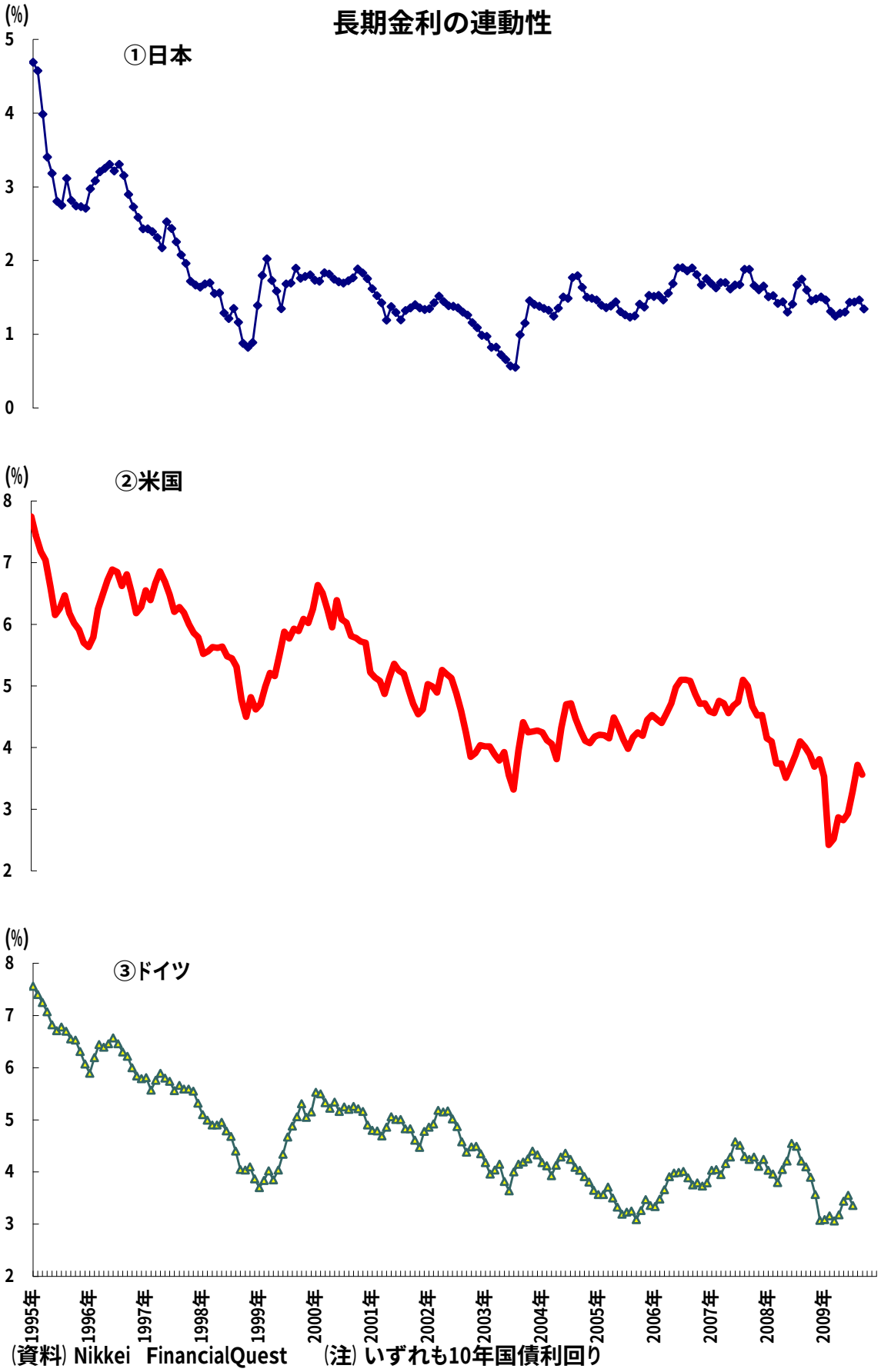
（３）国際的な長期金利の連動性

日米欧といった国際的な資本移動の制約が小さい先進国・地域では、長期金利の連動性が観測できます。

政治的にも安定している先進国・地域では、国際分散投資に伴うカントリーリスクを考慮する必要がありません。それゆえ、仮に何らかの理由である一国で長期金利上昇が見られたときに、相対的に高い金利収入を求めて、為替リスク（自国通貨の為替レート上昇による資産目減り）を回避しない形の金利裁定の投資行動が盛んになります。そして、物価変化を除いた後の実質金利差がなくなるまで国際資本移動が発生すると考えられます。

しかし、以上のような金利裁定の投資行動による国際的な金利の連動性・収斂という考え方がある一方、別の視点から考えると、貯蓄・投資をバランスさせるように各国・各地域の実質利子率（これを自然利子率と呼びます）が決まり、それにインフレ率（予想ベース）や中長期的な成長力などの個別事情を加味した上で各国の名目金利水準が決定しているという説明もあります。理論的にも金利の連動性が高まり、収斂していくという議論だけでは決してありません。

長期金利の連動性



(資料) Nikkei FinancialQuest　(注) いずれも10年国債利回り

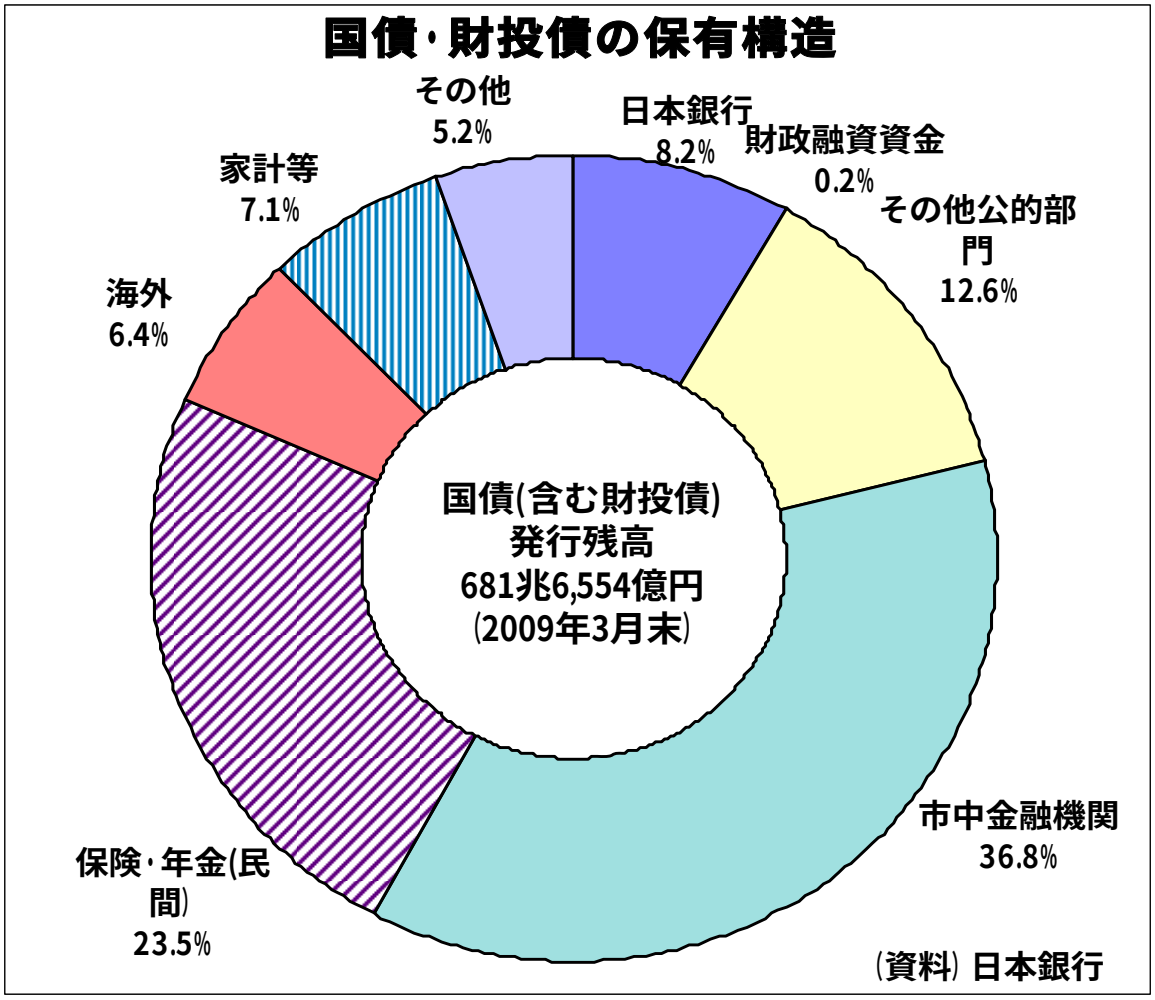
（4）投資家の動向

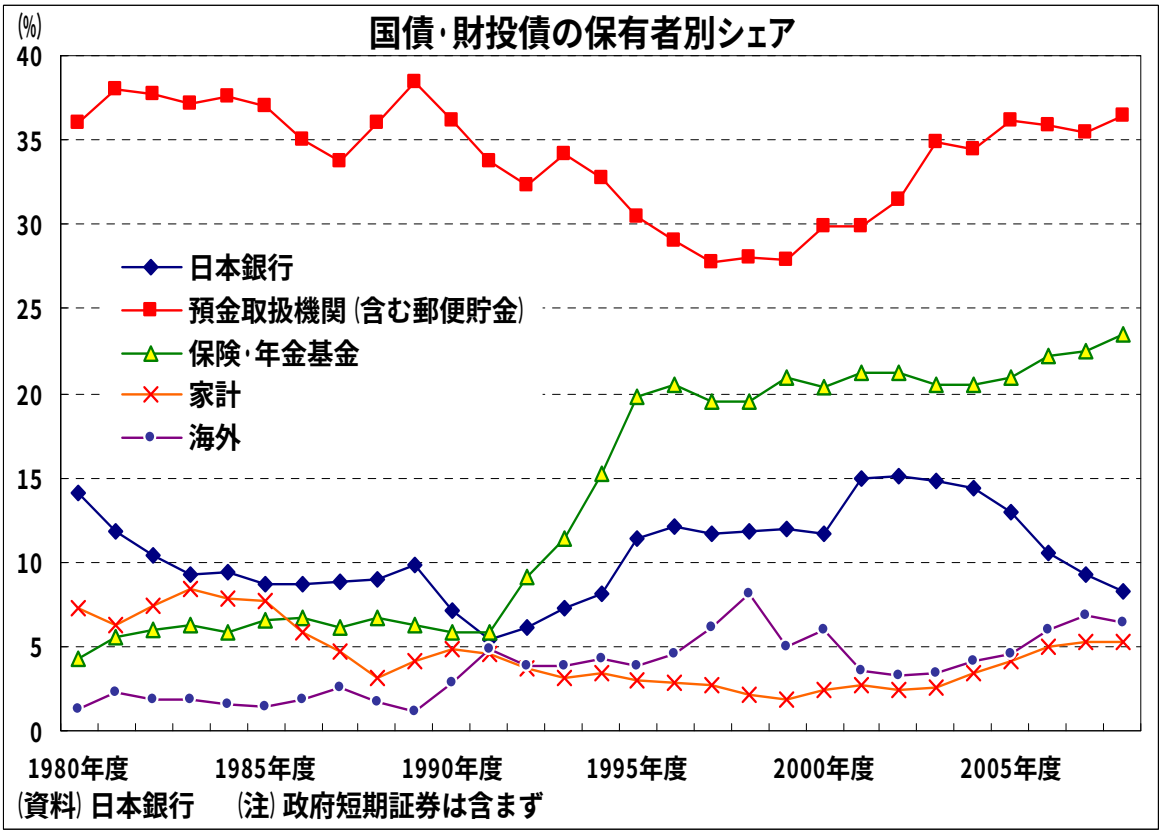
最後に、投資家動向について触れておきましょう。国債の保有については、日本はアメリカやドイツなどに比べ、家計や海外の投資家による国債の所有が低い一方で、中央銀行や政府関連機関などの公的部門の割合が高いという特徴がありました。これには、1987 年度から始まった郵便貯金（現・ゆうちょ銀行）の一部自主運用（2001 年度からは全額自主運用）で、安全性の高い国債を中心とした資金運用をしていたことの影響もあったことや、日銀の金融緩和政策（量的緩和・ゼロ金利政策）を遂行する手段の一つとして中長期国債の買入れを増額させたことなどが影響していたものと思われます。しかし、07 年 10 月に日本郵政公社が民営化に伴って、民間金融機関になったことで、公的部門の国債保有比率は大きく低下しました（07 年 9 月末：55.2%→同 12 月末：23.5%）。また、日銀の国債保有額は量的緩和政策末期あたりから徐々に減少しています。今後、日銀が国債保有額をどのようにするのかは、日本銀行の「金融政策決定会合」の議論の推移を見守る必要があるでしょう。なお、日銀は中長期国債の保有限度額については、銀行券の発行残高を上限としています。

なお、ゆうちょ銀行やかんぽ生命保険の発足に伴い、09 年 3 月末時点で、銀行など市中金融機関のシェアは 36.8%、保険・年金（民間）が 23.5%、家計等（対家計民間非営利団体を含む）が 7.1%、海外投資家は 6.4%となっています。

国債は償還まで保有すれば元本が全額保証されているなど、リスクが相対的に低い資産であるため、90 年代後半以降の金融システム不安が高まった時期には、銀行や生命保険会社などの機関投資家が国債を大量に保有しました。しかし、景気回復が持続し、民間企業の資金需要が高まったり、株価が上昇したりしてくると、これまで見てきたように金利に対しては上昇圧力が働きます。つまり、債券価格が下落するため、機関投資家の購入意欲は一般的に弱くなります。

ただし、その傾向は機関投資家の保有する負債の性格に拠るところが大きいでしょう。例えば、銀行のように預金といった短期負債を多く抱えている投資家は債券価格が下落すると残高を大きく落とす傾向が高いと考えられます。一方で、生命保険会社のように保険という長期負債を抱える投資家にとっては中期的に見れば値上がりが期待できる水準まで債券価格が下落した場合、逆に残高を増やす可能性も考えられます。


国債・財投債の保有構造
その他
5.2%
日本銀行
8.2%
財政融資資金
0.2%
その他公的部門
12.6%
家計等
7.1%
海外
6.4%
国債(含む財投債)
発行残高
681兆6,554億円
(2009年3月末)
市中金融機関
36.8%
保険・年金(民間)
23.5%
(資料) 日本銀行


国債・財投債の保有者別シェア
(%)
40
35
30
25
20
15
10
5
0
日本銀行
預金取扱機関 (含む郵便貯金)
保険・年金基金
家計
海外
1980年度
1985年度
1990年度
1995年度
2000年度
2005年度
(資料) 日本銀行
(注) 政府短期証券は含まず

7. 米国経済と金融政策決定

（１）米国経済の構造

米国経済を実質 GDP の動きから見ると、96 年から 07 年までの間、年率 3.4%の成長を達成しましたが、07 年第 4 四半期以降の景気後退（米国の景気判断は全米経済研究所（NBER）が行っている）のもとで金融危機が進行し、GDP は減少をたどりました。

米国の経済構造を GDP の構成項目によって見ると、以下のようになります。

① 個人消費が GDP の 7 割のウエイトになっているとともに、家計の負債が増加。

② 「輸出等－輸入等」の差であるネット輸入の超過幅＝赤字が膨大であること。

③ 「住宅ブーム」が 06 年まで続いた後、サブプライム問題が深刻化し住宅不況が米国経済の下押し要因となったこと。

④ 米国企業は IT（情報革新）化を進めソフトウエアなど情報技術投資が増加したこと、等が大きな特徴としてあげられます。以下、①～④について見ていきましょう。

① 個人消費ウエイトについて

個人消費は GDP 成長率を上回るペースで増加し実質 GDP に占める個人消費のウエイトは 7 割となっており、米国が消費主導の経済構造であることを示しています。ちなみに日本は 55%程度です。米国家計の可処分所得のうち、消費支出にどの程度を回しているかを示す「消費性向」が上昇し、逆に貯蓄比率は一時 1%台に低下しました。また、過剰消費が可能となった背景には所得増加が継続したこともありますが、株価や住宅など資産価格の右肩上がりの上昇により、金融資産の取り崩しが随時可能だったことや住宅担保の使途自由な「ホームエクイティローン」などの借入増加があり、消費を押し上げる要因となったと思われます。ただし、米国でも不況下の節約志向から直近の貯蓄率は 5%まで戻しています。

② 経常収支の赤字増大について

前述の過剰消費の結果の一つが、貿易収支の赤字を中心とする経常赤字の増大です。最も赤字が膨らんだ 06 年の「財貿易」赤字は 8473 億㌦。海外旅行収支や運賃収支、特許などの「サービス貿易」収支は 869 億㌦の黒字で、これに利息・配当支払などの所得収支の黒字と、政府援助や送金などの移転収支赤字を合わせた経常赤字は 8,035 億㌦（1㌦＝100 円換算で 80 兆円）でした。しかし、08 年にかけては石油高騰などによる輸入額増加があったものの、全体の財貿易赤字の縮小とサービス黒字の増加などにより、08 年の経常赤字は 7,061 億㌦へ縮小しました。これにより、国際収支上の経常赤字÷名目 GDP の比率も 06 年の▲6.0%から、08 年は▲4.9%へ低下しています。

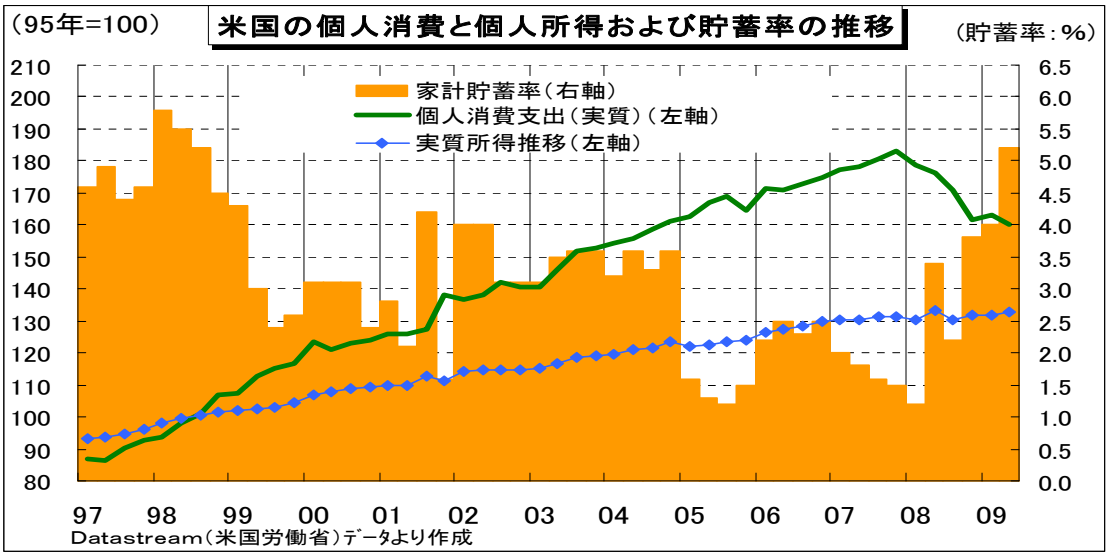
米国の経常赤字は債券や株式などの証券投資という米国への資金還流によってファイナンスされ、結果的にドル暴落に結びつきませんでした。しかし、米国の相対的地位の低下と財政赤字増大から、米国ドルの将来は決して楽観できないでしょう。

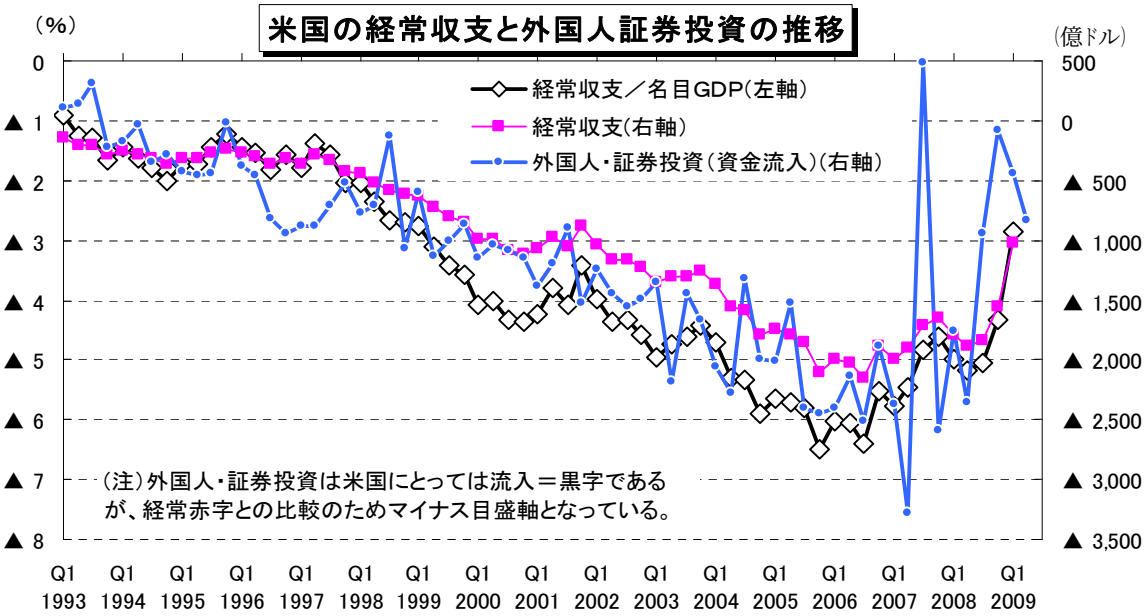
米国　実質ＧＤＰの構成項目内訳

（10億ドル、%）

項目＼年	96年 金額	96年 GDP比率①	2008年 金額	2008年 GDP比率②	①－② GDP比率差異
GDP	9,433.9	100.0	13,312.2	100.0	
個人消費	6,291.2	66.7	9,290.9	69.8	3.1
耐久財	549.8	5.8	1,146.3	8.6	2.8
非耐久財	1,479.4	15.7	2,057.3	15.5	▲ 0.2
サービス	4,331.4	45.9	6,083.1	45.7	▲ 0.2
民間設備投資	866.2	9.2	1,569.6	11.8	2.6
構築物	361.4	3.8	486.8	3.7	▲ 0.2
情報機器＋ソフトウエア	179.1	1.9	588.8	4.4	2.5
機械機器	402.5	4.3	483.9	3.6	▲ 0.6
住宅投資	492.5	5.2	451.1	3.4	▲ 1.8
民間在庫投資	31.2	0.3	▲ 25.9	▲ 0.2	▲ 0.5
純輸出	▲ 110.7	▲ 1.2	▲ 494.3	▲ 3.7	▲ 2.5
輸出等	916.0	9.7	1,629.2	12.2	2.5
輸入等	1,026.7	10.9	2,123.5	16.0	5.1
政府支出	1,907.9	20.2	2,518.0	18.9	▲ 1.3
連邦	696.0	7.4	975.9	7.3	▲ 0.0
地方	1,211.1	12.8	1,543.7	11.6	▲ 1.2

Datastream（米国商務省：05年基準）データより作成
（注）残差がこのほかにある。また、設備投資の内訳合計に若干の差異がある。





資料：　Datastream（米国商務省）データより作成

③ 「住宅ブーム」とサブプライム問題後の住宅不況について

全米の住宅価格は06年までの10年間で2倍程度、大都市では3倍以上上昇しました。グリーンスパン前FRB議長の在任時から「住宅バブル」の懸念が云われ続けましたが、住宅価格の右肩上がりを前提に先高観が浸透し住宅取得意欲が高まったことや住宅販売会社の強気の営業推進、「サブプライム住宅ローン」、「Alt-A（オルト エー）」などの低所得者向けや審査基準の甘いローンなどの拡大を背景に、住宅着工と住宅販売は好調を続けました。

しかし、06年になって利上げの累積効果もあり、住宅ブームは鎮静化し住宅着工、住宅販売が減少に転じて以来、住宅市場の調整が続きました。住宅バブル鎮静化のなかで借換え･買い替えがうまく行かなくなったことや元利金返済の負担増加の到来などから、変動金利型を中心にサブプライム・ローンの延滞率が上昇をたどりました。直近で上昇ペースは鈍化したものの、25％程度になっています。その結果、同ローン債務の証券化商品が低格付けのものを中心に暴落し売買が困難となるとともに、大手の銀行・証券会社が莫大な評価損失を計上し、これまでにない合併・経営破綻が発生しました。特に08年9月のリーマンブラザーズの破綻後の地球規模での「金融危機」の進行時には、市場での様々な資金貸借や証券の発行が困難となりました。

米国の住宅投資は06年第1四半期から3年半減少しており、ピークからの減少率は5割超に達しています。しかし、09年半ばの時点で、住宅ローンの延滞率（09年第2四半期：全体で9.14％）の上昇は依然止まっていませんが、住宅価格や住宅販売（新築・中古ともに）は底入れから持ち直しをうかがう局面となっています。

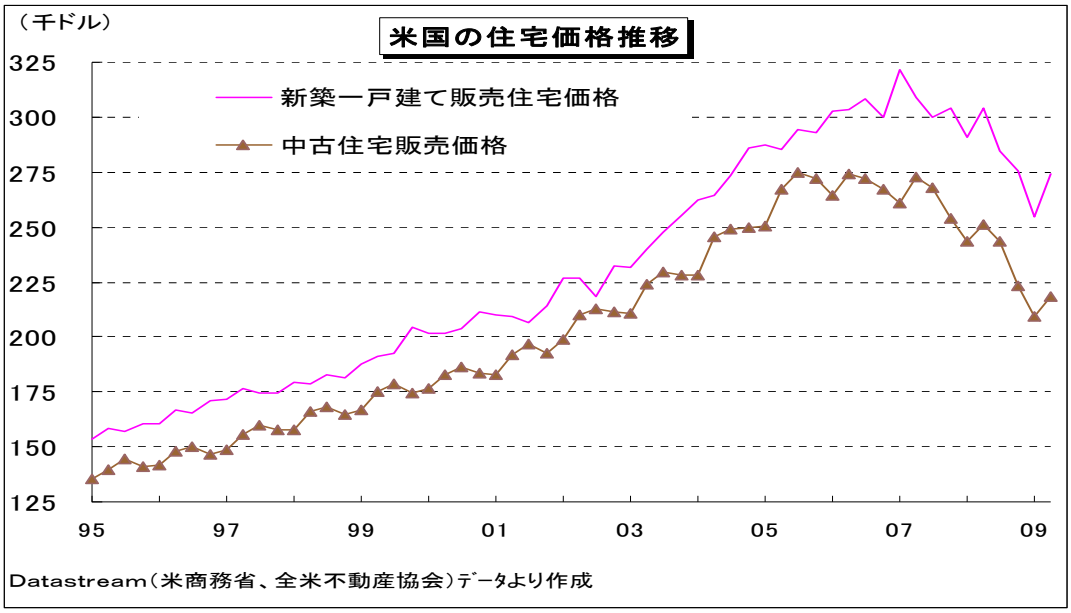
これに対し、FRBは07年9月以降、政策金利であるフェデラル・ファンド金利の誘導目標の引下げに転じ、09年12月には0～0.25％としています。また、米国政府も金融界と一体となり連邦住宅局（FHA）保証ローンへの借換え、変動金利型サブプライム・ローンの金利条件の5年間の凍結など「サブプライム・ローン問題」への取り組み姿勢を強めています。なお、住宅価格調査では、公的機関の米住宅公社監督局(OFHEO）や商務省統計局（新築住宅)、全米不動産協会（中古住宅）および大都市を中心に調査するＳ＆Ｐケース・シラー指数などがあります。

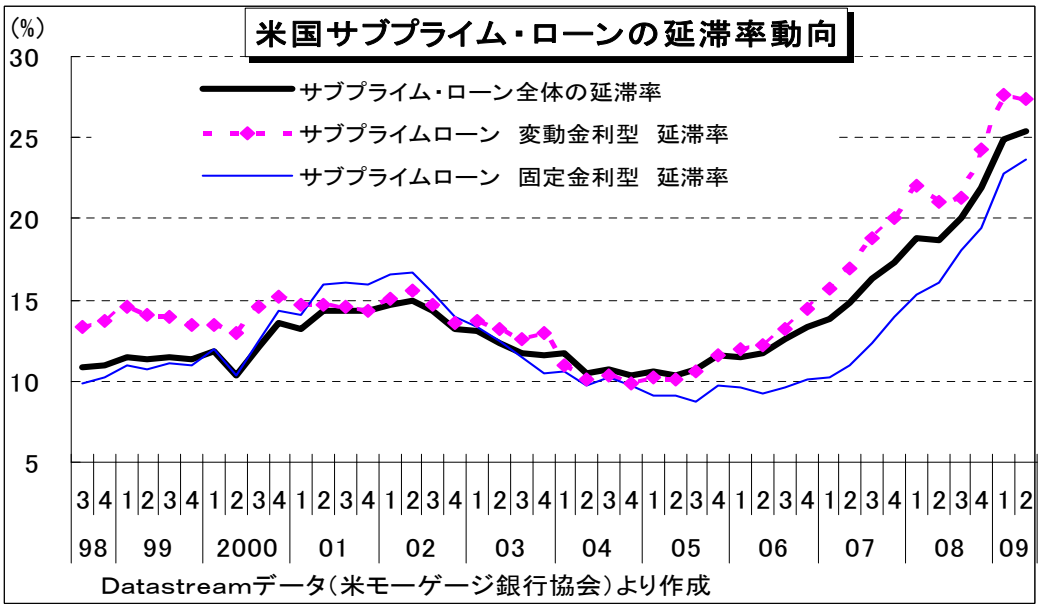
④ 情報関連投資の増加について

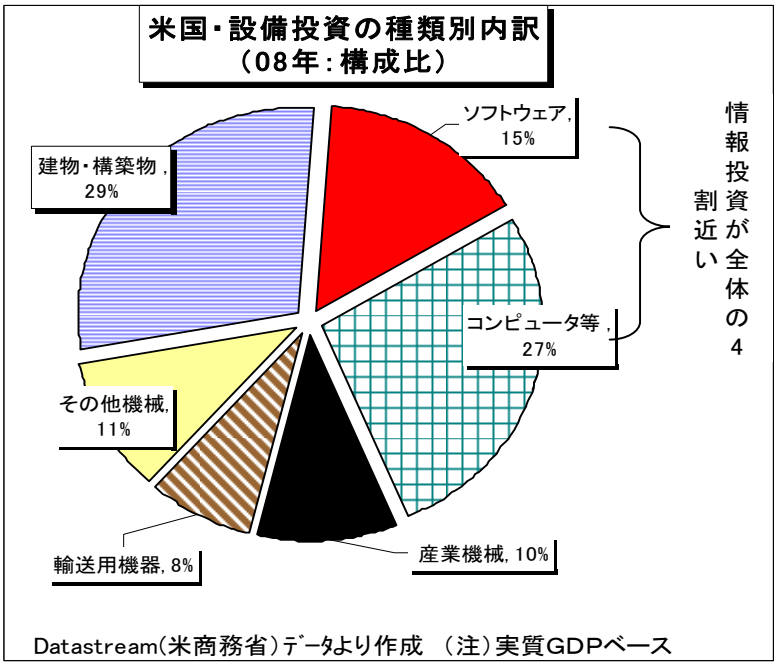
米国経済の 90 年代の成長持続と低インフレ状況の共存を可能にした背景についての議論の一つに、情報関連投資の増加とその蓄積による生産性の上昇効果があります。

コンピュータ・ソフトウエアと情報機器の情報化投資の増加は目覚しく、そのGDPに占めるウエイトは96年に20％台だったのが、08年には4割近い38％となっています。

オバマ政権では「グリーン・ニューディール」の方針が打ち出されましたが、広範な環境技術投資を含め、どのような技術革新が進むかは注目されるところです。


米国の住宅価格推移
（千ドル）
325
300
275
250
225
200
175
150
125
新築一戸建て販売住宅価格
中古住宅販売価格
95
97
99
01
03
05
07
09
Datastream（米商務省、全米不動産協会）データより作成


米国サブプライム・ローンの延滞率動向
(%)
30
25
20
15
10
5
サブプライム・ローン全体の延滞率
サブプライムローン　変動金利型　延滞率
サブプライムローン　固定金利型　延滞率
98
99
2000
01
02
03
04
05
06
07
08
09
Datastreamデータ（米モーゲージ銀行協会）より作成


米国・設備投資の種類別内訳
（08年：構成比）
ソフトウェア, 15%
建物・構築物, 29%
コンピュータ等, 27%
その他機械, 11%
輸送用機器, 8%
産業機械, 10%
情報投資が全体の4割近い
Datastream(米商務省)データより作成　（注）実質GDPベース

（２）雇用指標

ａ．非農業部門雇用者数

金融政策への影響の重要性かつ調査時点からの速報性という点で、最も注目すべき経済指標が、「農業部門を除いた雇用者数(以下、非農業部門雇用者数)(nonfarm payroll)」の動向です。同時に発表される雇用関係指標として「完全失業率」、「週労働時間」、「時間当たり賃金」などがあります。また、四半期ベースの雇用指標として「雇用コスト」「労働生産性」などがあり、物価や収益性などへの影響を考える上で重要ですが、まず注目されるのは「非農業部門雇用者数」です。

連邦準備法では、連邦準備制度理事会（FRB）の目指すべき政策目標に、「雇用の極大化」を「物価安定」や「長期金利の変動抑制」とともに並立的にかかげています。「非農業部門雇用者数」は、労働省が毎月 12 日を含む週に調査し翌月第 1 金曜日の午前 8 時 30 分に発表する速報性という点でも優れています。また、カンファレンスボード（Conference Board）の作成する景気動向指数の中では、「一致系列」に入ります。

雇用者は、給与支払いを受けているフルタイムとパートタイムの合計であり、政府部門では非軍事部門雇用者のみ[1]を含みます。また、休業中・休暇中あるいは一部期間でストライキ中でも給与支払いを受けていれば雇用者となります。一方、経営者や自営業者、給与支払いを受けない家族従業者およびボランティアなどは除かれます。また 2 ヵ所以上の事業所から給与をもらっている人はダブルカウントされることがあります。

米国の雇用状況は景気後退入りとともに 08 年の年明け以降急速に悪化し、非農業部門雇用者の減少が継続してきました。その減少累計者数は 700 万人に迫り、ピークからの雇用者減少率は 5%近くとなり、失業率は 09 年 8 月には 9.7%まで上昇しました。

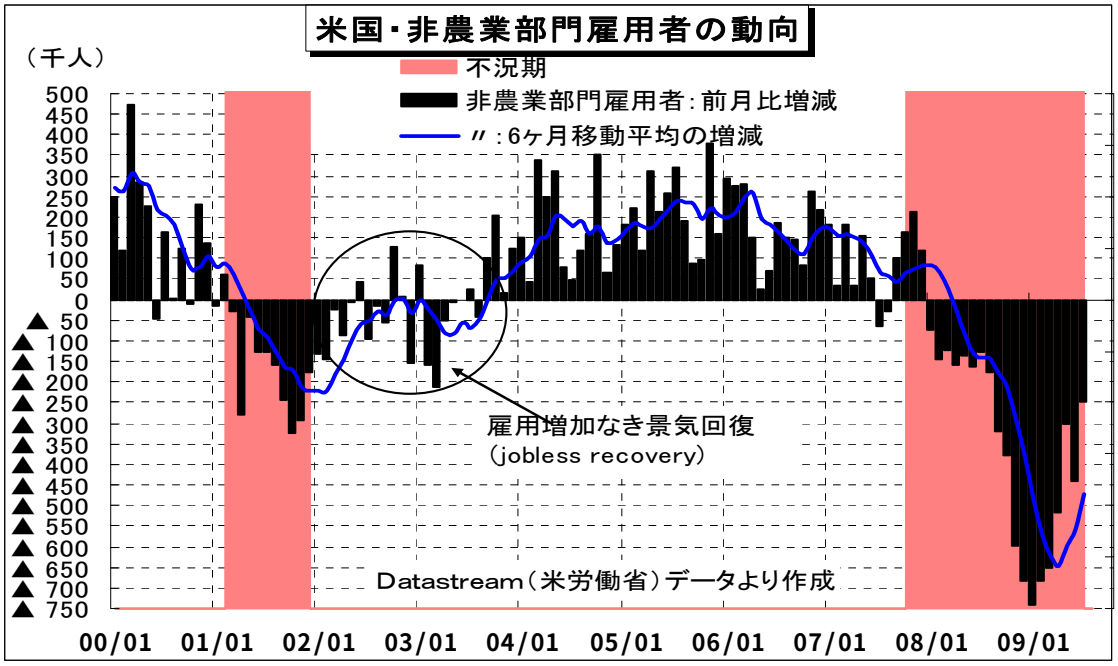
問題は非農業部門雇用者がいつ増加に転じるかです。企業の雇用者削減が鎮静化してきた半面で、求人の持ち直しは遅れる可能性が大きいと見られています。雇用者の増加基調が定着すれば、金融緩和政策からの転換をめぐり思惑が高まるでしょう。

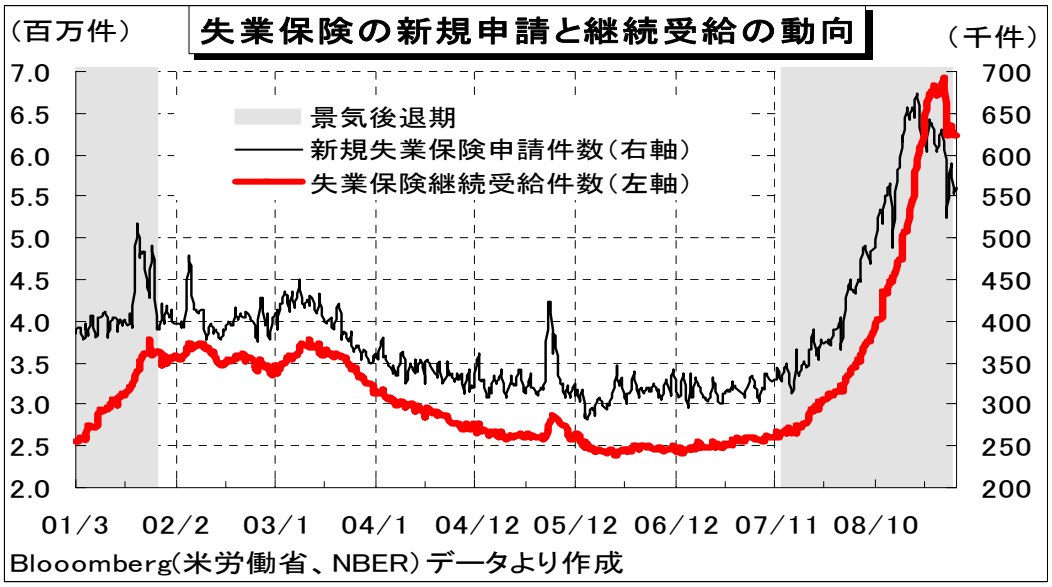
また、週次で、失業保険の申請件数と継続受給者が発表されます。申請登録が天候要因などによりブレることに注意が必要ですが、その速報性から月次で発表される非農業部門雇用者数など雇用環境の動向を先行的に考えるうえで活用されています。

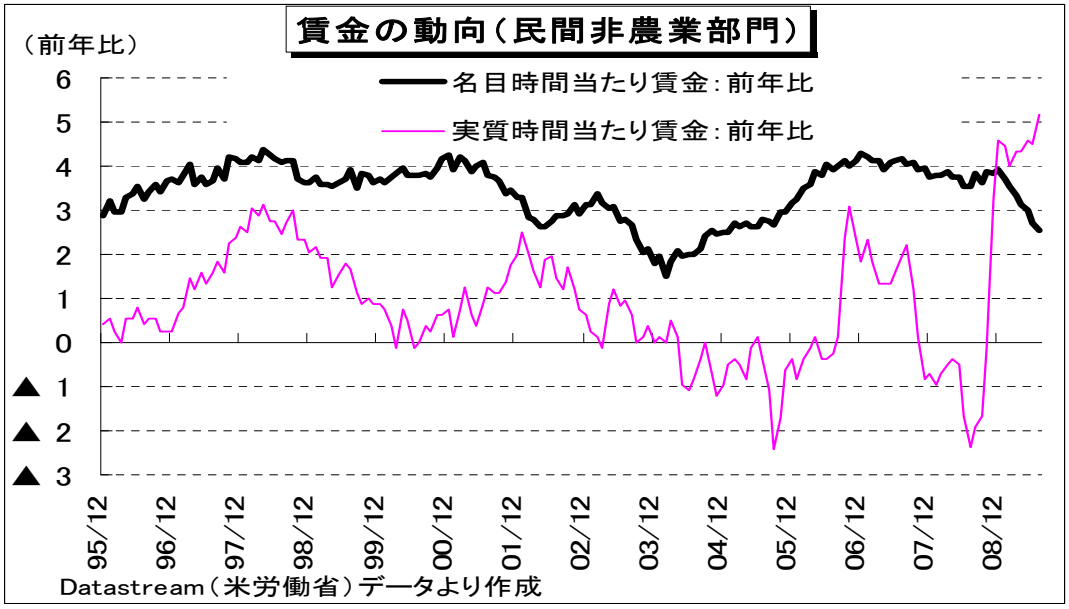
なお、人口増加を背景に米国では働きたい労働力人口が増加して来ました。したがって、米国で失業率の上昇など雇用悪化をきたさない雇用者の増加数はこれまで前月比 15 万人（年間では 180 万人）以上と考えられてきました。しかし、老齢化や移民規制などもあり足元でやや伸び率が低下したことに加え、直近では仕事はしたいが就職活動を実際していない人々の増加などにより、労働力人口の急激な鈍化が生じています。このため、雇用悪化をきたさない雇用者数の増加水準も大きく鈍化しています。

---

[1] 日本では，自衛隊員も公務員のなかに含まれ，雇用者にカウントされています。


米国・非農業部門雇用者の動向
（千人）
不況期
非農業部門雇用者：前月比増減
〃：6ヶ月移動平均の増減
500
450
400
350
300
250
200
150
100
50
0
▲ 50
▲ 100
▲ 150
▲ 200
▲ 250
▲ 300
▲ 350
▲ 400
▲ 450
▲ 500
▲ 550
▲ 600
▲ 650
▲ 700
▲ 750
雇用増加なき景気回復
（jobless recovery）
Datastream（米労働省）データより作成
00/01
01/01
02/01
03/01
04/01
05/01
06/01
07/01
08/01
09/01


（百万件）
失業保険の新規申請と継続受給の動向
（千件）
景気後退期
新規失業保険申請件数（右軸）
失業保険継続受給件数（左軸）
7.0
6.5
6.0
5.5
5.0
4.5
4.0
3.5
3.0
2.5
2.0
700
650
600
550
500
450
400
350
300
250
200
01/3
02/2
03/1
04/1
04/12
05/12
06/12
07/11
08/10
Blooomberg(米労働省、NBER）データより作成


賃金の動向（民間非農業部門）
（前年比）
名目時間当たり賃金：前年比
実質時間当たり賃金：前年比
6
5
4
3
2
1
0
▲ 1
▲ 2
▲ 3
95/12
96/12
97/12
98/12
99/12
00/12
01/12
02/12
03/12
04/12
05/12
06/12
07/12
08/12
Datastream（米労働省）データより作成

ｂ．完全失業率など

米国の完全失業率や就業者、雇用者などの統計は、各月 12 日（土曜ないし日曜であることもありえる）を含む週間を調査対象週としており、実際の調査は、第 19 日を含む翌週に全米の 60,000 世帯の世帯主に連絡し、面接ないし電話でのインタビューを通じて行われます。このようにして集められたデータが全体推計されて発表されます。

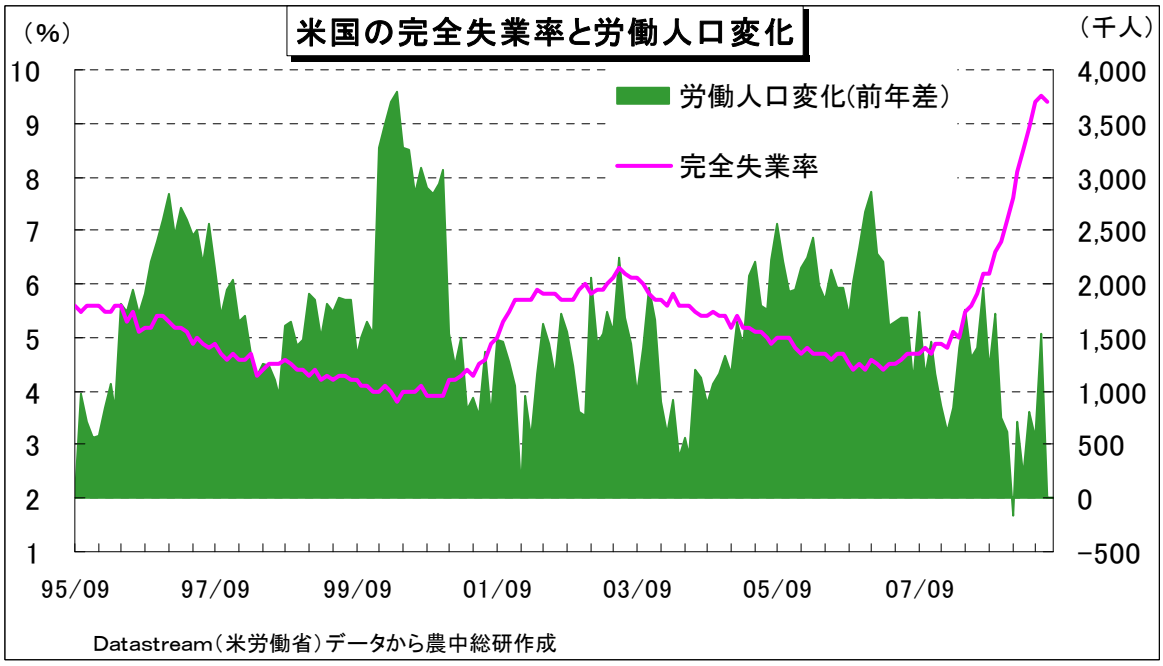
16 歳以上が就業可能とされ、その人口は「生産年齢人口」と呼ばれます。就業者は、（1）経営者、専門的自由業従事者および農業従事者、週間 15 時間以上労働した家族従業者に加え、（２）病気療養、労働争議、児童介護、悪天候、休暇などにより休業中の者であり、米国内に居住し就業している外国人（大使館員は除く）も含みます。

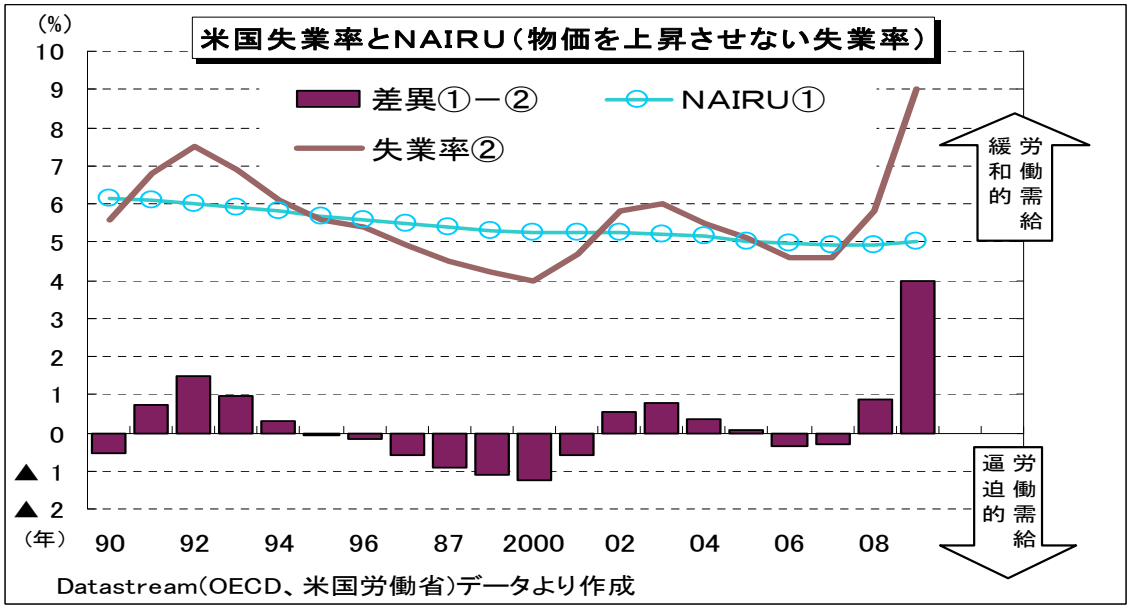
一方、失業者は、（１）参照（調査対象）週の間に就業していなかったが、（２）一時的な病気を除いて就業可能であり、（３）参照週までの 4 週間に就職活動をしていた者です。なお、一時解雇されているが仕事に呼び戻されるため待機している人は仕事を捜しているかの有無に関係なく失業者として分類されます。

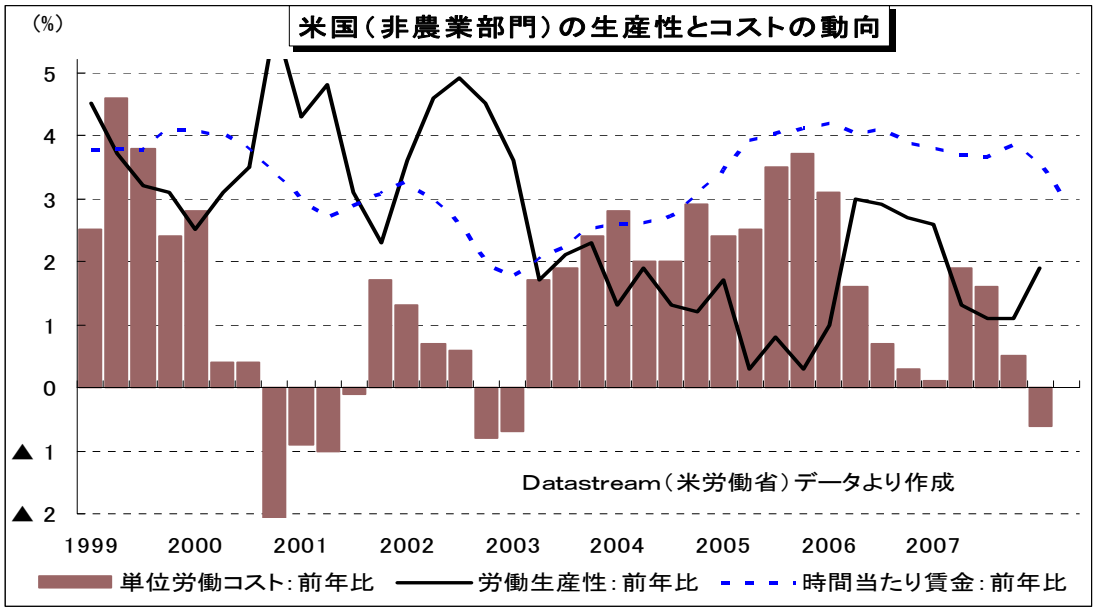
この「就業者と失業者を合わせた者が労働人口」で、完全失業率＝失業人口÷労働人口（＝就業者＋失業者）です。したがって、失業率は分子である失業人口と分母である労働人口の双方の動きによる影響を受けます。分母の労働人口は雇用環境・条件の変化によって仕事探しを始めたり止めたりする人々も多く不規則な変動を示すこともあり、計測される失業率と景気変動との間に多少のズレが生じることもあります

また、完全失業率が限りなく低下可能というわけでなく、職種や地域的な需給および労働条件のミスマッチなどから、全国レベルで求人があっても求職者は就職しないこともあり、求人が充たされるわけではありません。これを「摩擦的失業」と言い、逆に一定以下に失業率が下がることは労働需要が過剰になっており、企業にとって限界的に収益性を上回る賃金を提示することにもつながりかねません。このような労働需給が引締まり労働コストが物価上昇率を加速させる境界ラインの失業率を「自然失業率（NAIRU：Non-Accelating Inflation Rate of Unemployment）」といいます。OECD の試算では現状の米国の NAIRU は 5.0%です。09 年 8 月現在、失業率は 9.7%となっていますので、労働需給は非常に緩和的になっていると言えましょう。

雇用環境の変化が経済にインフレ的ないし物価安定的な影響を及ぼしているかを見る上で、企業部門の労働生産性と労働コスト（たとえば時間当たり賃金や単位当たり労働コスト）の関係がどうなっているか、にも注意が必要です。生産性の上昇が縮小し、労働コストの伸びを吸収できなくなると、企業部門の収益圧迫やコスト転嫁という状況への変化が考えられます。米国の労働生産性は低下傾向である一方、単位労働コストは上昇傾向に変わってきたという指摘がありましたが、09 年後半のデータの上からは、投入労働力の削減の結果、生産性の上昇と単位労働コストの低下の現象が見られます。


米国の完全失業率と労働人口変化
(%)
(千人)
労働人口変化(前年差)
完全失業率
10
9
8
7
6
5
4
3
2
1
4,000
3,500
3,000
2,500
2,000
1,500
1,000
500
0
−500
95/09
97/09
99/09
01/09
03/09
05/09
07/09
Datastream(米労働省)データから農中総研作成


米国失業率とNAIRU(物価を上昇させない失業率)
(%)
差異①−②
NAIRU①
失業率②
緩和的 労働需給
逼迫的 労働需給
10
9
8
7
6
5
4
3
2
1
0
▲1
▲2
(年)
90
92
94
96
87
2000
02
04
06
08
Datastream(OECD、米国労働省)データより作成


米国(非農業部門)の生産性とコストの動向
(%)
5
4
3
2
1
0
▲1
▲2
Datastream(米労働省)データより作成
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
単位労働コスト:前年比
労働生産性:前年比
時間当たり賃金:前年比

（３）物価指標

米国において、注目しておきたいインフレーション指標は、右表のように、①消費者物価指数（CPI: Consumer Price Index)、②PCE コア・デフレーター（個人消費支出コア・デフレーター：Personal Consumption Expenditures Deflator)、③GDP デフレーター（Gross Domestic Product Deflator)、④生産者物価（Producer Price Index）の 4 つです。

コア(Core:重要部分ないし中心部分という意味）[1]とは、指数全体からエネルギーと食料品を除いた部分を指します。これは、エネルギーや食料の市況が、気候変動や戦争・紛争などの地政学上の材料などによる一時的な価格変動幅も大きいことから、国内の需給など経済実態に照らしたインフレ状況を判断するには、それらを除いた「コア」の方が適当と考えられるからです。ただし、世界的需給逼迫を背景に原油価格などが中長期的に上昇を持続する可能性があるなかでは、単純にエネルギーや食料品を除くことが良いのか、という議論もあります。さらに、住居費には自己住宅居住による便益が「帰属消費」としてカウント（2 割強）されていますが、住宅価格上昇を受けて、それが大きく上昇している計算になっていることから、住居費も除いて見ることも必要となっており、これを「市場基準型」と言います。

また、消費者物価指標においては、一般的に消費者物価指数（CPI)が知られていますが、米国の中央銀行である連邦準備制度理事会（FED）が重視しているのは、PCE コア・デフレーターです。比較上、以下の点から PCE コア・デフレーターに注目することが良いでしょう。

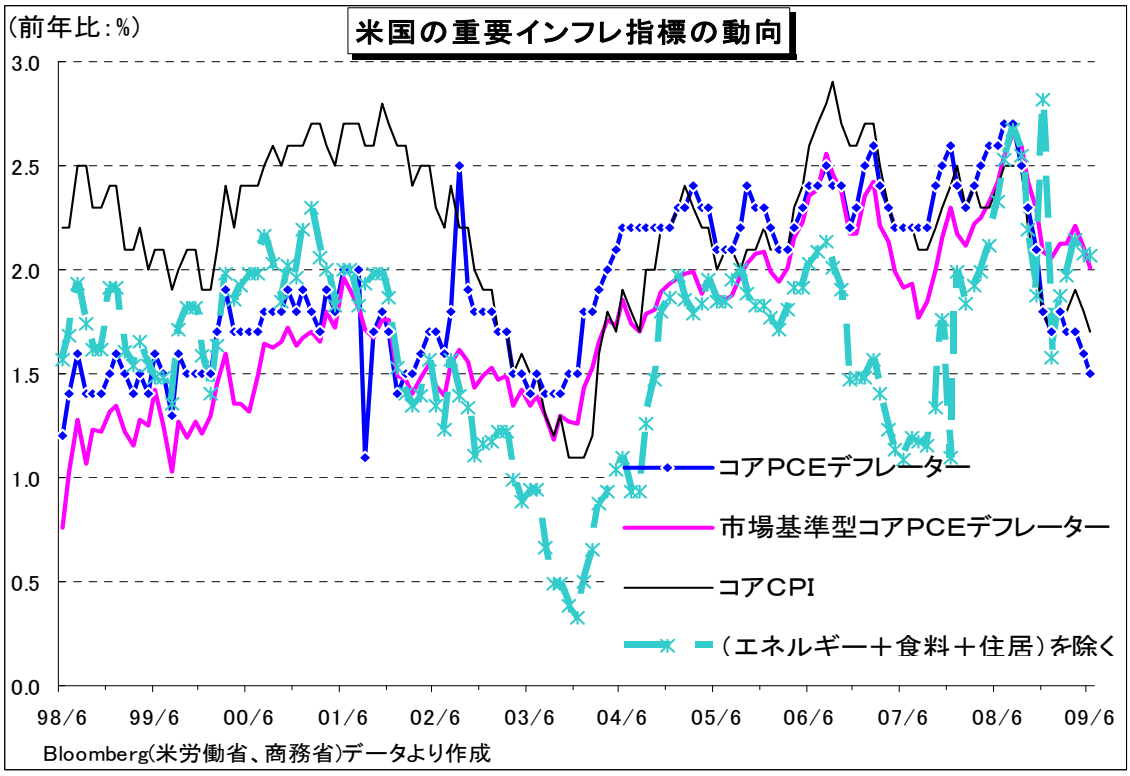
Ⓐ　PCE は逐年ごとにウエイトが変わる方式を採用していること。CPI はウエイトが固定であり、個別商品の価格変化を受けて年を経るごとに消費バスケット（消費内容）が変化することによる効果（これを「ラスパイレス効果」と言います）が大きく現れる可能性があり、実態との乖離がありえること。

Ⓑ　PCE デフレーターの方が広い範囲をカバーしていること（CPI は都市居住者の家計調査に基づいており、全米家計のカバー率は 8 割程度。これに対し、PCE デフレーターは、家計以外の個人消費もカバーし事業所調査に基づく最終消費（売上）に基づいている)。

[1] 日本では，通常，物価指標におけるコアは，全体指数から生鮮食品を除いたものを指す。石油製品などのエネルギーは除かれていない。

インフレーション指標の比較

指標 / 項目	消費者物価指数	PCE デフレーター（個人消費支出デフレーター）	GDP デフレーター	生産者物価指数
発表機関	労働省	商務省	商務省	労働省
発表頻度	月次	月次	年四回	月次
ウエイト	固定ウエイト	連鎖式ウエイト（逐次変化）	連鎖式ウエイト（逐次変化）	固定ウエイト
コア指数の有無	有り	有り	なし	有り
作成内容	都市家計世帯（人口の約８割）によって購入される商品・サービスのバスケットの価格変動を測定	消費者（個人および非営利団体）によって購入される商品・サービスのバスケットの価格変動を測定	国内で生産される商品・サービスの価格変動を測定	最終財生産までの段階で国内生産者が受け入れる財価格



（４）景気の一致指標と先行指標

ａ．米国における景気判断

日本では内閣府・経済社会総合研究所（景気動向指数研究会）が、好況⇒後退⇒不況⇒回復⇒好況という景気循環の判定を行いますが、米国では民間研究調査機関である全米経済研究所（NBER）が、景気の好不況の日付についての判断を 1929 年以来行っています。

2 四半期連続で実質 GDP がマイナス成長になれば、景気後退という見方が常識化していますが､必ずしも NBER は実質 GDP だけの動向を見て景気判断を行っているわけではありません。実質 GDP は重視されますが、それ以外にも月次で発表される個人所得（除く移転所得）や鉱工業生産、実質売上、非農業部門雇用者数および Macroeconomic Advisers (MA)社の月次 GDP 推計が参考指標としてあげられており､「総合的」に判断すると同研究所は述べています。

重要な経済指標として、雇用と物価について前述しましたが、景気との関係を見るために多数の個別指標の分析を積み上げていくことは容易ではありません。経済指標の動きを総合的に捉え状況を把握するために考えられたのが景気総合指数です。以下では、総合景気指数のなかで、景気の動きと一致する「景気一致指数」と、景気の動きに先行性を持つ「景気先行指数」を取り上げます。

ｂ．景気一致指数と景気先行指数

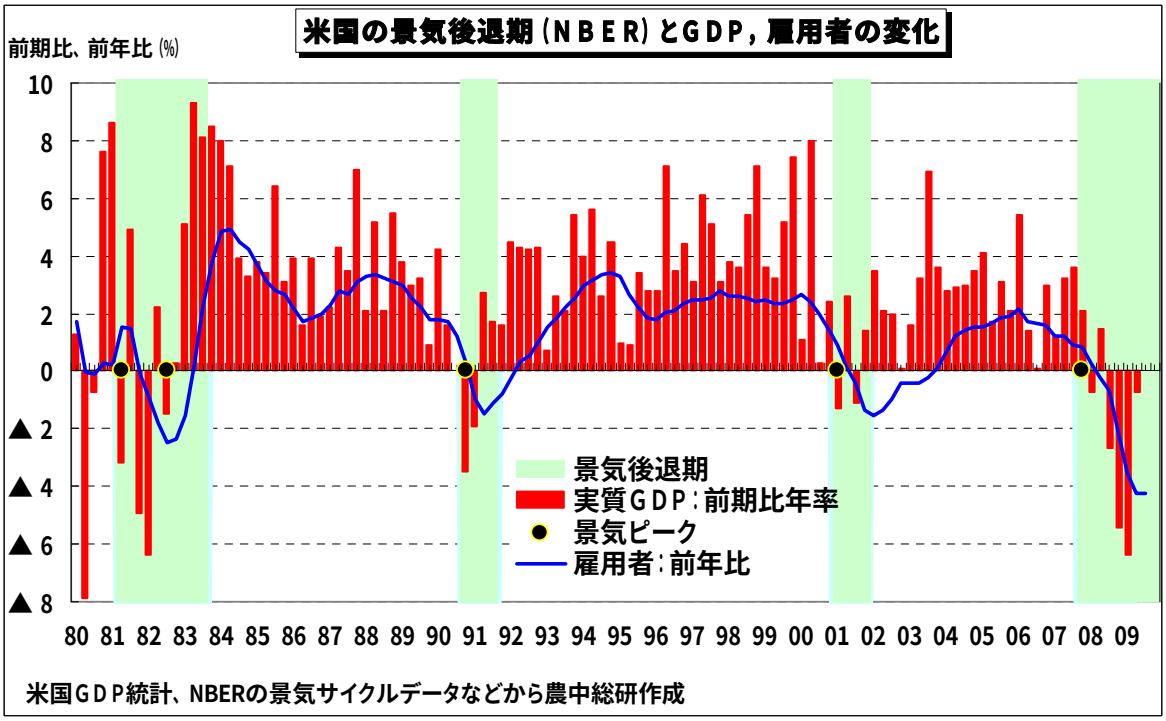
また、米国では、カンファレンスボード（Conference Board:略称は CB）が景気総合指数(Business Cycle Index：BCI)を作成しています。

景気判断の基準となるのが､「景気一致指数」の動向です。従来は金融政策の転換点と景気一致指数の構成指標の一つである雇用指標との連動性・一致性の高さが言われ、相当な景気（悪化 or 過熱）の方向性が明らかになってはじめて金融政策の転換が行われるという側面もありました。しかし、FRB による金融政策の判断がグリーンスパン前議長の時代に Forward Looking(先読み・予見)的に行われる傾向が強まってきました。

このため、景気の動向を先行的に把握し、それに対応した金融政策の方向性を考え投資判断を行っていくことが一層重要になっています。その点で､「景気先行指数」とそれを構成する指標の動向の把握は欠かせません。

先行指数の分析については、たとえば前月差を取り変化の方向を見て、先行指数がピークを打って下降しつつあるのか、等を観察することがあげられます。

また、先行指数を構成する指標においては、非国防資本財受注や消費財新規受注の受注関連指標や ISM 入荷遅延比率およびミシガン大学消費者信頼感指数が特に注目すべき指標であり、個別にも注意して見るべきでしょう。

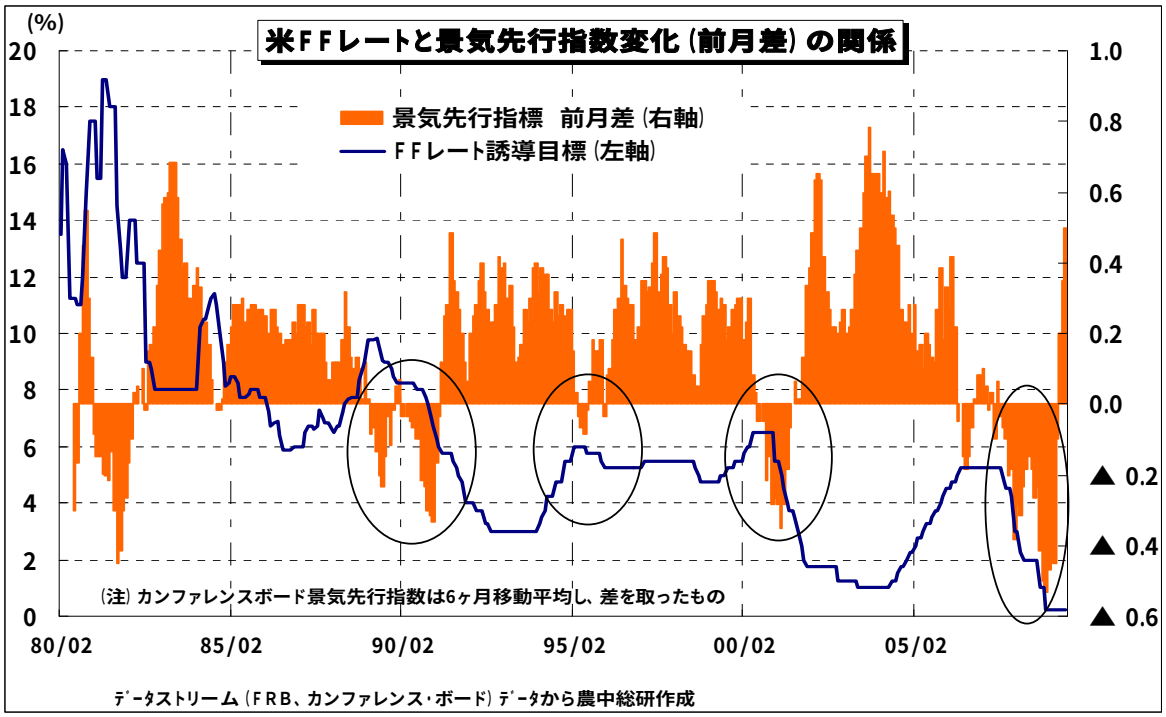


米カンファレンス・ボードの「景気一致指数」を構成する諸指標

非農業部門雇用者数	実質個人所得（除く移転所得）	鉱工業生産指数	企業売上高(実質：2000年基準)

米カンファレンス・ボードの「景気先行指数」を構成する諸指標

製造業週平均労働時間	週平均新規失業保険申請件数	消費財新規受注額	入荷遅延比率DI	非国防資本財受注額(実質)	新規住宅着工許可件数	S＆P500株価指数	マネーサプライ(実質M2)	長短金利スプレッド(10年TB－FFレート)	ミシガン大消費者信頼感指数



（５）国際商品市況

ａ．CRB 先物指数

原材料などの価格動向を通じインフレないしデフレの傾向を考える上で、原油や金、コーヒー、小麦など個別の商品価格（先物などの派生商品を含む）だけでなく、商品市況全体の動向を把握することが重要であり、その動向を示す総合的な指数が作成されております。

世界的に取引される国際商品の総合的な価格動向を示す指数には、「ダウ・ジョーンズ UBS 商品指数」や「ロンドン・エコノミスト誌のエコノミスト商品指数」、さらには日銀や日経新聞社の作成する国際商品指数などもありますが、最も注目されるのが米国コモディティ・リサーチ・ビューロー社の「RJ CRB 先物指数」（正式には REUTERS/JEFFERIES CRB 指数、略して RJ CRB 指数という）です。CRB 指数は、米国内では「インフレ指数」とも呼ばれ、インフレ動向の参考値になっています。なお、CRB 現物価格指数（23 品目で構成、ただし石油関連は含まれず）もあります。

RJ CRB 先物指数は、穀物、家畜、鉱工業品（産業素材）、食料品、貴金属、エネルギーの 6 分野から選んだ主要商品 19 銘柄（米国の商品取引所ないしロンドン金属商品取引所に上場されている 19 品目の先物価格(右表参照)）で構成されています。これら商品の市況は、単に世界の景気変動に伴う商品の需給だけでなく、為替相場や内外金利の変動、天候、経済政策、政治情勢など、世界の政治・経済情勢に敏感に反応して変動し、先物価格に基づいて日々作成されることから速報性の高いものです。

同指数は 1967 年平均を 100 として示し、コモディティ・リサーチ・ビューロー社が毎日算出し発表しています。同指数は創設された 1957 年以来、直近の 05 年改訂までこれまで 11 回の改訂が行われています。05 年は大幅な改訂が行われ、三品目が採用されました（白金が対象外となりアルミ、ニッケルとエタノール混合ガソリンが入りました）。

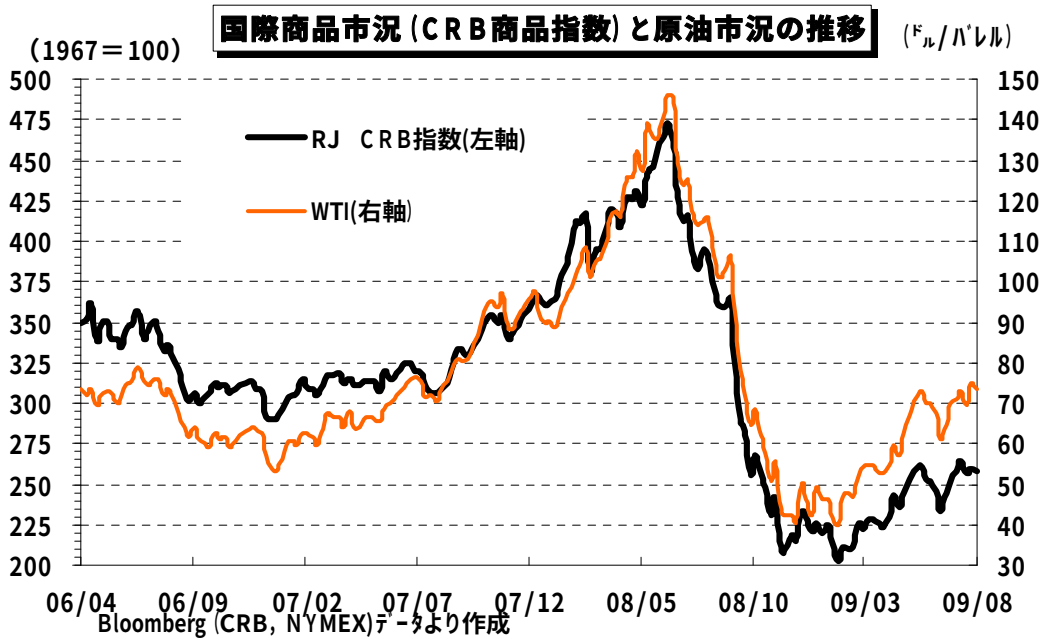
また、05 年の改訂前は採用されていた 17 品目のウエイトは無加重幾何平均により全て 5.88%でしたが、改訂後は原油先物（WTI）が 23%のウエイトを占めるとともに、それ以下、6%、5%、1%のウエイト付けされる加重平均型となりました。また、全体的にはエネルギーのウエイトが 39%(改訂前は 17.6%)に高まっています。

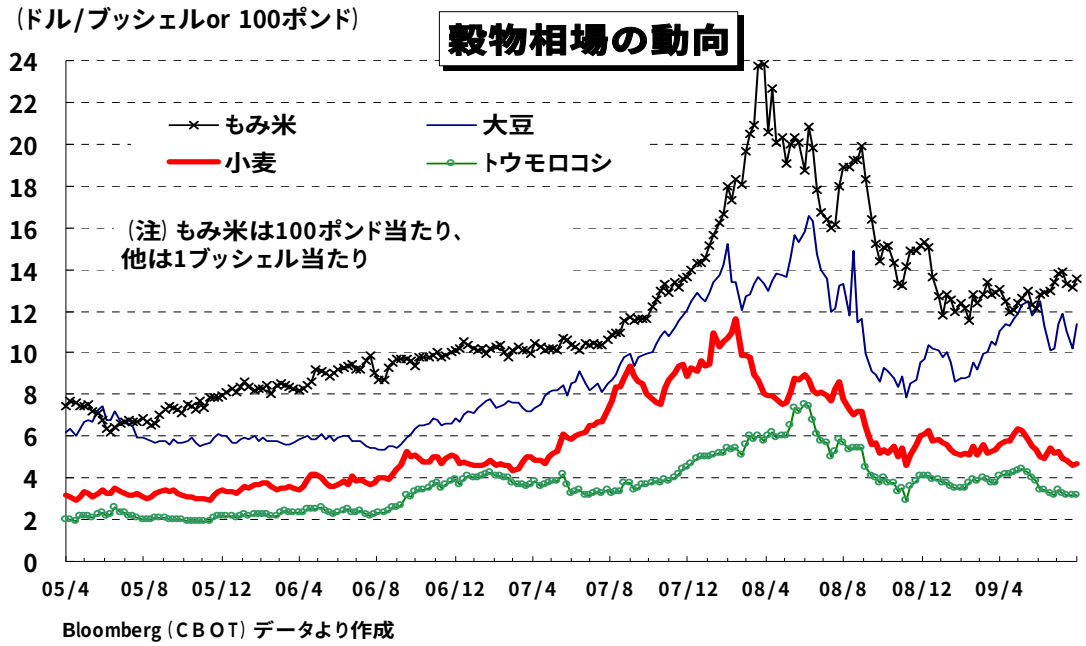
RJ CRB 先物指数は、02 年初めを底に上昇基調をたどりました。加重平均型の同指数はウエイトの大きなエネルギー関係が反落したため 06 年 5 月中旬に 350 レベルで一旦ピークを打った後、07 年秋口から原油の上昇が加速したのに連れて、穀物、貴金属、コーヒーなどソフト商品、工業素材などが軒並み高騰したことから、RJ CRB 指数は再び上昇し、08 年 7 月には 470 レベルに到達しました。しかし、その後、米国の景気悪化と金融危機の進行から急落し、09 年 3 月には 200 レベルまで下落しましたが、金融危機対応と景気対策への期待などから底打ちし、直近では 250～270 のレベルまで戻っています。

RJ-CRB先物指数の構成品目とウエイト

ＣＲＢ先物指数	エネルギー	穀物	工業素材	家畜・肉類	貴金属	ソフト
商品	原油 (23)、ヒーティングオイル (5)、天然ガス (6) ,エタノール混合ガソリン (5)	小麦 (1)、コーン (6)、大豆 (6)	銅 (6%)，綿 (5)，アルミ (6)，ニッケル (1)	豚赤身 (1)、生牛 (6)	金 (6)，銀 (1)	ココア・コーヒー・砂糖 (各5)、オレンジジュース (1)
ウエイト	39	13	18	7	7	16

中段：商品欄の（　）内は各商品の個別ウエイトを示す。





ｂ．WTI 原油先物

原油価格の代表的な指標には、米国産の WTI のほか、欧州産の北海ブレント（ICE ブレント）、中東産でドバイ（中重質油）などがあり、実際の産油量とは別に世界の３大原油指標とされています。なかでも米国産 WTI は、市場の取引量と参加者が圧倒的に多く市場の流動性や透明性が高いため、世界の原油の指標価格となっています。WTI の価格が欧州産の北海ブレントや中東産原油をはじめ、他の原油指標に影響を与えています。なお、日本などアジア諸国の輸入原油価格は中東産原油の買い付けが多く、特に日本は約９割を中東に依存していることから、ドバイ原油価格に連動したものとなっており、東京ではドバイ・オマーン原油が東京工業品取引所で、円建てで取引されています。

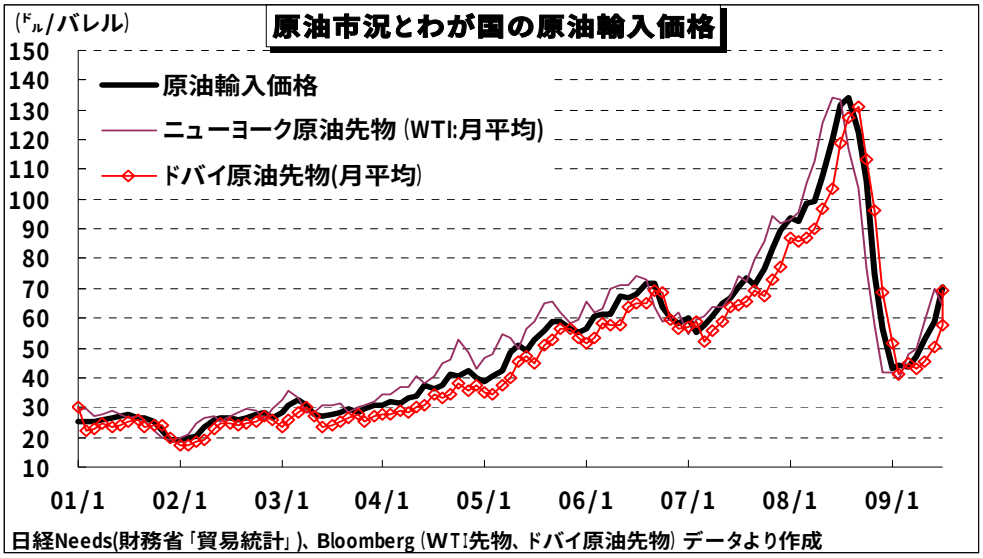
WTI はウエスト・テキサス・インターミディエートの略であり、テキサス州西部とニューメキシコ州南東部で産出される原油は、含有硫黄分が少なく、かつ超軽質という特徴があります。軽質というのはガソリンや軽油が多く採れる油種のことであり、需要の中心がガソリンであることから、WTI は良質の原油として知られています。ただし、産油量は日量１百万バレル程度にすぎません。

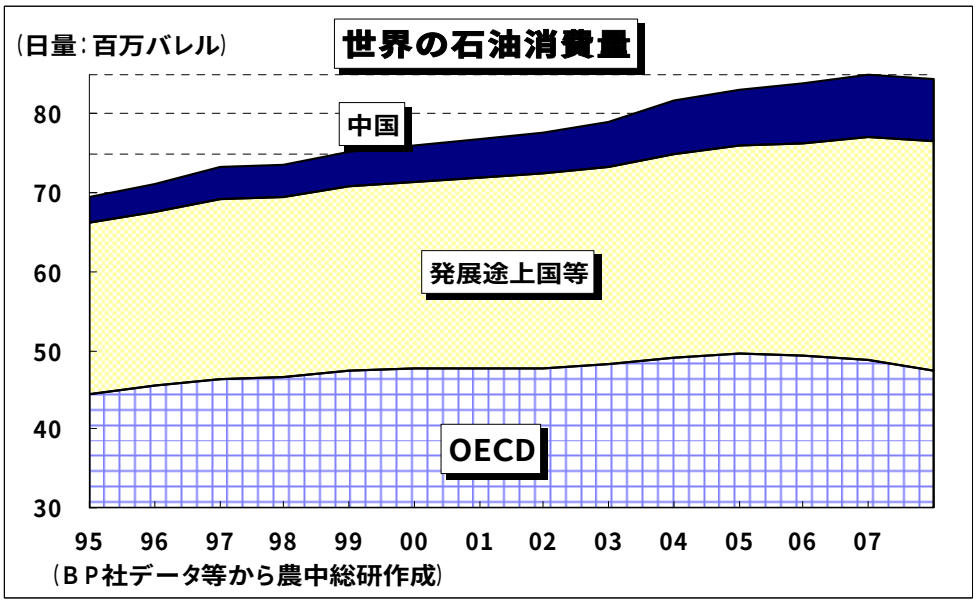
WTI の先物取引は、1983 年 5 月に米ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）に初めて上場されました。WTI は期近（実際に取引されている限月のなかで受渡期日が最も近い限月、ほとんどが翌月渡し）の取引量が最も多く、市況も通常は期近を指します。

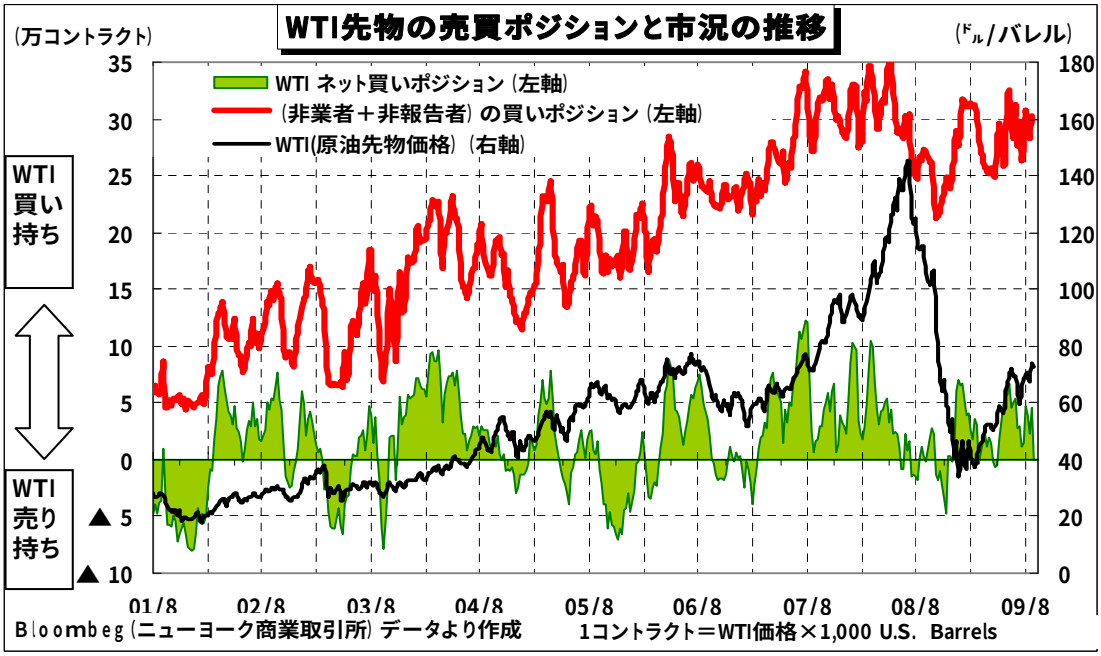
近年の原油価格高騰の背景には、①中国やインドなどでの新興国の需要増加の継続、②世界の原油供給基地である中東地域と周辺地域における紛争・テロなどの地政学的リスクの高まりと OPEC 諸国の供給抑制姿勢、④商品ファンドやヘッジファンドなどからの先物市場への資金流入などがあげられます。WTI は 08 年年明け早々に一時１バレル（＝159 リットル）100 ﾄﾞﾙ台に乗った後、7 月には同 145 ドルをつけましたが、金融危機による資金引上げと石油需要の減少などにより、09 年 1 月には 30 ドル台前半まで急落しました。このような乱高下後、7 月末からは同 70 ドル前後で推移しています。

WTI は取引参加者のうち、石油トレーダーや石油会社などの石油関係者（業者）よりも、金融機関や投資ファンド、富裕な個人投資家などの非業者の投機筋の動向が相場に大きな影響を与えています。つまり原油価格の上昇に敏感に反応して投機筋の資金が市場に流れ込むため、需給バランスの実態以上に価格が引き上げられ、一段の値上りを見込んで、さらに投機資金が流入するという構造になっていると言われています。

一般に原油・エネルギー価格の上昇は、企業部門でのコストを増加させ、企業収益の減少や設備投資・新規雇用の抑制などに影響します。さらに家計部門での実質可処分所得が減少し、個人消費の低迷にもつながるなど、経済活動全般の低迷を招くという悪影響が考えられます。このような観点から原油価格の動向が注目され、内外経済に与える影響には注意する必要があります。


原油市況とわが国の原油輸入価格
(ドル/バレル)
150
140
130
120
110
100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
原油輸入価格
ニューヨーク原油先物 (WTI:月平均)
ドバイ原油先物(月平均)
01/1
02/1
03/1
04/1
05/1
06/1
07/1
08/1
09/1
日経Needs(財務省「貿易統計」)、Bloomberg (WTI先物、ドバイ原油先物) データより作成


世界の石油消費量
(日量:百万バレル)
80
70
60
50
40
30
中国
発展途上国等
OECD
95
96
97
98
99
00
01
02
03
04
05
06
07
(BP社データ等から農中総研作成)


WTI先物の売買ポジションと市況の推移
(万コントラクト)
(ドル/バレル)
35
30
25
20
15
10
5
0
▲ 5
▲ 10
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
WTI ネット買いポジション (左軸)
(非業者＋非報告者) の買いポジション (左軸)
WTI(原油先物価格) (右軸)
WTI
買い
持ち
WTI
売り
持ち
01/8
02/8
03/8
04/8
05/8
06/8
07/8
08/8
09/8
Bloombeg (ニューヨーク商業取引所) データより作成
1コントラクト＝WTI価格×1,000 U.S. Barrels

（6）金融政策決定の枠組み

ａ.FRB の仕組み

日本で FRB と呼ばれる米国の中央銀行組織の正式名称は Board of Governors of the Federal Reserve System（連邦準備制度理事会）。ワシントンに所在しており、FRS（連邦準備制度）ないし Fed が米国における略称ですが、以下では日本における通称に従い FRB とします。米国を 12 地区に分割して各々の地区に Reserve Bank（地区連銀）を配置し、これらの連銀を FRB（連邦準備制度理事会）が統括する仕組みとなっています。ＦＲＢ理事会は、大統領が指名し上院が承認した定員 7 名の理事(任期 14 年)によって構成されています。議長及び副議長の任期は 4 年であり再任が可能です。

FRB の役割は、大まかに次の四点にまとめられます。①まず連邦準備法に明記されている「雇用増加、物価安定、長期金利安定実現」のため、金融政策を遂行すること。②安全かつ健全な銀行・金融システムを維持し、信用供与を受ける主体の権利を守るために、銀行システムの監督・規制を行うこと。③金融システムの安定性を維持し、金融市場に内在するシステムリスクを抑制すること。④預金取扱金融機関、米国政府、外国政府機関に対し、決済機能や通貨発行等金融サービスを提供すること。また、FRB 議長は年 2 回（2 月、7 月）に議会に対し金融政策運営の証言を行います。もともとはハンフリー・ホーキンス法に基づくものでしたが、同法が 2000 年に失効した後も継続して行われています。また、このほかにも議会の求めに応じ議会証言が行われています。

ｂ．政策金利～フェデラル・ファンド金利の誘導目標を決定～

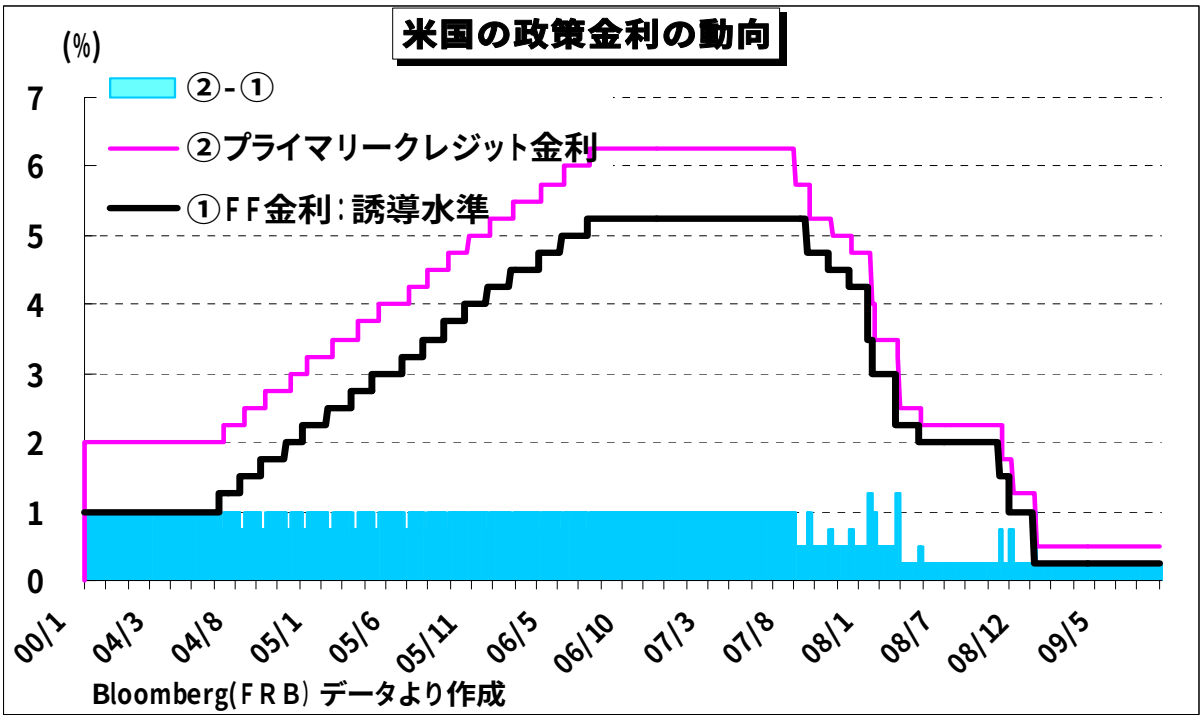
FRB が金融政策の行使において用いる政策金利はフェデラル・ファンド（以下 FF と表記）金利です。後述の連邦公開市場委員会において決定、94 年 2 月以降は即日その誘導目標を公表し、それに沿った市場調節をニューヨーク連銀が委託を受けて行います。

金融機関は預金量に応じた一定比率の支払準備預金（準備預金所要額）を無利息で保有することが法律によって定められており、これがフェデラル・ファンドです。二週間ごとの積立期間において、準備預金の平均残高が所要額に達するような資金繰りの調整が必要となりますが、所要額に対して準備預金平残が不足している金融機関は、資金を調達して、所要額を達成しなければなりません。一方フェデラル・ファンドには利子がつかず、資金余剰の金融機関は、超過準備（所要額を上回る準備預金）を預けてもメリットがないことから、余裕資金を FF 市場で運用します。この資金尻の調達・運用の取引の際に付く金利が FF 金利です。なお、基準貸付金利（公定歩合）は連銀が民間銀行などに資金を貸し出す際に適用する金利で三種類あります。そのうち適格担保を連銀に差し入れて資金借入を行う「プライマリー・クレジット」の適用金利は従来 FF レート誘導水準プラス 1.00％の水準でしたが、サブプライム問題対応の一つとして 07 年 8 月に 0.5％引き下げられた後、08 年 3 月 17 日以降、スプレッドは 0.25％になっています。

日米の政策金利決定機関等の比較

項目		米　国		日　本	
政策金利決定機関		連邦公開市場委員会（FOMC）		日銀政策決定会合	
メンバー	議長	B. S. Bernanke,	ＦＲＢ議長　再任発表済み	白川　方明	日本銀行総裁（元日銀理事）
	副議長	WilliamC. Dudley	New York 連銀総裁、GS に在籍	西村　清彦	日本銀行副総裁（元東大教授）
（09 年 9 月 1 日現在）		Donald L. Kohn	ＦＲＢ副議長	山口　廣秀	日本銀行副総裁　（元日銀理事）
		Daniel K. Tarullo	ＦＲＢ理事	須田　美矢子	審議委員（元学習院大教授）
		Kevin M. Warsh	ＦＲＢ理事	水野　温氏	審議委員（元外資系証券エコノミスト）
		Elizabeth A. Duke	ＦＲＢ理事	野田　忠男	審議委員（元みずほＦＧ副社長）
		Charles L. Evans	Chicago 連銀総裁	中村　清次	審議委員（元商船三井元副社長）
		Jeffrey M. Lacker	Richmond 連銀総裁	亀崎　英敏	審議委員（元三菱商事副社長）
		Dennis P. Lockhart	Atlanta 連銀総裁	（空席）	審議委員
		Janet L. Yellen	San Francisco 連銀総裁		
根拠法の金融政策運営理念・目標		連邦準備法セクション２Ａ：「雇用の極大化と物価安定，および長期金利の変動抑制」を目標とする		日銀法２条：通貨及び金融の調節を行うに当たっては、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資す」ことを目標とする	
ＦＯＭＣメンバー		ＦＯＭＣ投票メンバー（定員）は，ＦＲＢの理事（定員７名(現在５名)。任期 14 年で前任者の残余任期を引き継いだ場合以外は再任不可）と常任のニューヨーク連銀総裁および他地区連銀（１１連銀）総裁から １ 年輪番制(1 月から１年)で４人の計 12 人。他の地区連銀総裁も投票権はないが，ＦＯＭＣに出席。		審議委員は、経済又は金融に関して高い識見を有する者等の中から、両議院の同意を得て、内閣が任命することとされる（任期５年）。日本銀行の常勤の役員として、総裁、副総裁（２名）とともに政策委員会を構成。08 年４月９日に３度目の人事案の両院の同意により白川総裁が就任したが、副総裁と審議委員１名が定員に対し空席となっている。	
政策金利		フェデラル・ファンド・レート		無担保コール・レート（オーバーナイト物）	
年間開催回数		年 8 回（年初と年央などは会合２日）のほか、不定期の特別会合がある。また、議長は緊急会合を召集出来る		日銀法施行令で「月に２回，相当な間隔を置いて召集」と規定。年末年始と５月は開催されない。年 15～16 回開催。	

（ＦＲＢ，日銀の資料等より作成　09 年９月１日現在）



ｃ．金融政策決定の場～連邦公開市場委員会（FOMC）～

経済成長と物価安定の両立を実現するために、その時々の情勢を的確に捉え、適正な金利水準(FF レート誘導水準と公定歩合)を定める会合が､FOMC(The Federal Open Market Committee：連邦公開市場委員会)です。FOMC には FRB 理事に加え、地区連銀総裁 12 名が参加し、FRB 議長が FOMC の議長、ニューヨーク連銀総裁が同副議長となります。ニューヨーク連銀以外の 11 地区連銀総裁は 4 つのグループに分かれ（1 ループに 2 ないしは 3 連銀)、各グループの中で毎年一人の総裁が投票権を持っています。

FOMC は 1981 年以降、年 8 回（5～8 週間の間隔が置かれる。平均して約 1 ヵ月半に 1 回の計算）開催されますが、同時多発テロやサブプライム・ローン問題、金融危機の対応のため、緊急 FOMC が開催されました。

FRB は FOMC 終了直後に Statement（声明）を公表しますが、これは議決事項とその根拠を簡潔に記したものです。声明に記載される内容は概ね FF レート誘導水準、その水準を決定するに至った景気・物価情勢判断、今後の金融政策遂行にあたっての留意点、公定歩合の水準、投票者（理事と投票権を持つ連銀総裁）の氏名となっています。

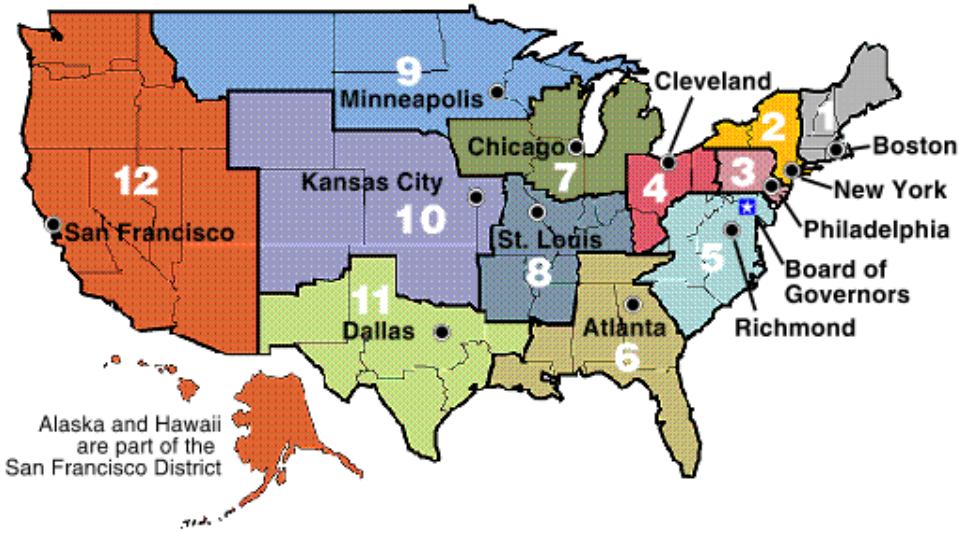
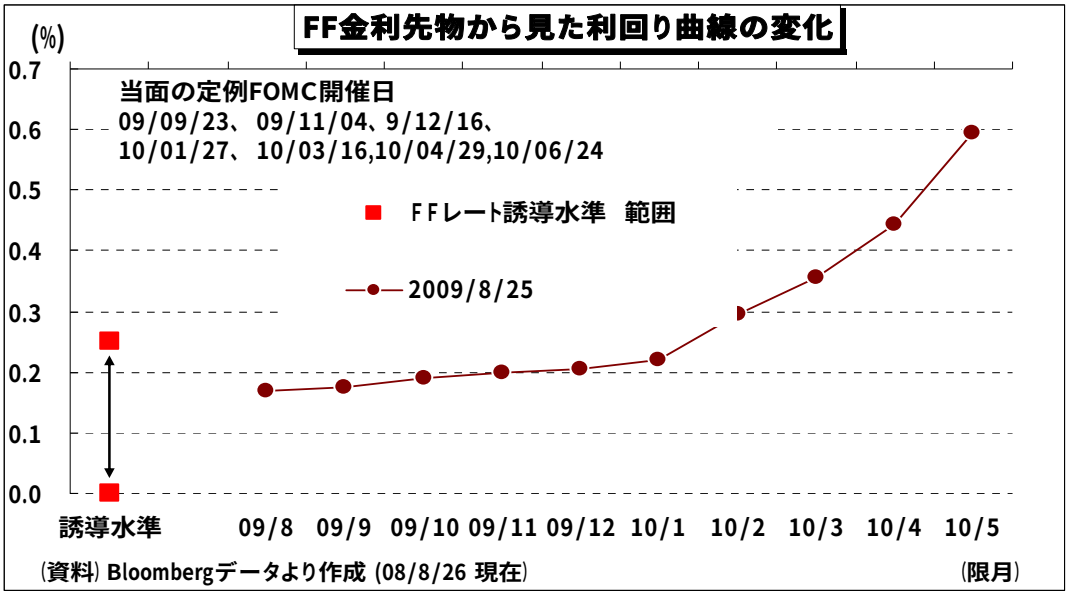
また、FOMC 開催日の通常 3 週間後の午後 2 時に詳しい議事録（Minutes）が公表されますが、声明の内容よりもかなり詳細な景気・物価情勢分析、参加者の議論の中身、決定内容の判断根拠が盛り込まれています。また、FOMC の 2 週間前に各連銀の所管地域の情勢報告がまとめられ、FRB から発表されます。その表紙の色にちなんで、「ベージュ・ブック」と呼ばれます。

金融市場参加者やエコノミストは、FOMC の声明や議事録を注視すると同時に、先々の FOMC で FRB が FF レート誘導水準をどう決定するかについての予測をたてています。このように FOMC が注目されている理由は、FF レート誘導水準が各種預金・ローンなど多くの金融商品の金利水準、企業経営や家計運営、米国全体の経済動向や株価、長期金利、さらにはわが国も含めた世界の経済金融にも影響を及ぼすからです。

金融市場参加者は、先々の予測に基づいて、金利のヘッジや収益機会として、「ＦＦ金利先物」（シカゴ商品取引所に上場。FF 金利の月中平均金利を月末に決済）を取引しています。FF 金利先物は先行き 12 月先まで各月ごとに上場されていますが、活発に取引されているのは期近 3 ヵ月物程度までです。経済指標の発表や FRB 議長など連銀関係要人の発言・講演の内容によって先物価格（利回り＝100－先物価格）は変動し、そこから市場関係者がＦＦレートの先行きをどのように予想しているかが分かります。

フェデラル・ファンド金利の誘導水準が 08 年 12 月に 0～0.25%に引き下げられましたが、金融危機が最悪期を脱し、米国経済が底入れしたことを受けて、FF 先物利回りは 10 後半春先以降の利上げ予想を織り込む形となっています。

地区連銀一覧とＦＯＭＣ投票権

地区番号	都市	管轄地域	ＦＯＭＣ投票権
2	ニューヨーク	ニューヨーク、北部ニュージャージー、コネチカットの1郡	常任（ＦＯＭＣ副議長）
4	クリーブランド	オハイオ、西部ウエストペンシルバニア、東部ケンタッキー、ウエストバージニア北部突出部	隔年交代
7	シカゴ	アイオワ、北部イリノイ、北部インディアナ、ミシガン･ロウアー半島部、南部ウィスコンシン	
1	ボストン	マサチューセッツ、コネチカット（1郡を除く）ニューハンプシャー、バーモント、メイン、ロードアイランド	3年で一巡
3	フィラデルフィア	東部ペンシルベニア、南部ニュージャージー、デラウェア	
5	リッチモンド	バージニア、メリーランド、ノースカロライナ、サウスカロライナ、ウエストバージニアの大部分	
6	アトランタ	アラバマ、ジョージア、フロリダ、南部ルイジアナ、東部テネシー、南部ミシシッピー	3年で一巡
11	ダラス	テキサス、北部ルイジアナ、南部ニューメキシコ	
8	セントルイス	アーカンソー、東部ミズーリ、北部ミシシッピー、西部テネシー、西部ケンタッキー、南部インディアナ、南部イリノイ	
9	ミネアポリス	ミネソタ、モンタナ、ノースダコタ、サウスダコタ、北西ウィスコンシン、ミシガン州アッパー半島部	3年で一巡
10	カンザスシティ	コロラド、カンサス、ネブラスカ、オクラホマ、ワイオミング、北部ニューメキシコ、西部ミズーリ	
12	サンフランシスコ	アラスカ、アリゾナ、カリフォルニア、ハワイ、アイダホ、ネバダ、オレゴン、ワシントン、ほか	

資料：The Federal Reserve Board資料から農中総研作成