

調 査

第 66 号
(2004 年 7 月)

内 容

最 近 の 経 済 動 向

— 国際商品市況の上昇が企業の投入・産出行動に与える影響 —

世界経済の回復や中国経済の高成長を背景に、日本経済が緩やかな回復を続けるなか、天然原材料等の国際商品市況が高騰している。本稿では、世界経済及び日本経済の現況を概観した後、国際商品市況上昇による日本経済への影響を考察するため、国内物価への波及状況、企業の投入・産出物価からみた価格転嫁の動向、企業収益への影響等について分析を行う。

最近の経済動向

国際商品市況の上昇が企業の投入・産出行動に与える影響

【要旨】

・世界の主要国・地域の経済は、米国、アジアを中心に回復の動きが続いている。

米国経済は、堅調に推移している。個人消費は、賃金の上昇に加え、ブッシュ政権による大型減税や低金利政策が奏効し、増加している。設備投資は、企業収益の好調等を背景に、情報関連を中心に増加している。雇用情勢は、サービス業を中心に回復に転じている。物価は、原材料の高騰が、中間財、最終財へと波及しつつある。フェデラル・ファンド金利、長期金利とも低位安定で推移しているが、雇用回復、物価上昇等を受け、利上げ時期が当面の焦点となっている。

欧州主要国経済（独、仏、英）は、回復が進展している。ドイツ、フランス経済は、外需を中心に緩やかな回復が続いている。但し、ドイツでは、個人消費の低迷が景気回復の懸念材料となっている。イギリス経済は、歴史的低水準の失業率等を背景に、個人消費等内需を中心に堅調に推移している。

アジア主要国経済（韓国、台湾、シンガポール）は、好調な外需が牽引役となり、個人ローンの抑制により消費の低迷が続く韓国を除き回復基調が鮮明となっている。

中国経済は、固定資産投資と民間消費を中心に高成長が続いており、景気過熱警戒感が高まっている。物価は、工業生産拡大に伴う素材需給の逼迫から、原材料価格が高騰し、インフレ傾向が強まっている。金融面では、政府は預金準備率引上げ等数次に渡る金融引締め策を実施しているが、マネーサプライは依然高水準の伸びが続き、インターバンク金利も高金利を持続するには至っていない。

・日本経済は、米国、アジアなど世界経済が回復するなか、輸出、生産の増加を背景に、設備投資も増加を続けるなど、企業部門を中心に緩やかな回復が続いている。先行きに関しては、世界経済の回復基調が続き、企業部門の改善の動きが所得・雇用環境等家計部門に徐々に波及を強めていくことが期待されることから、日本経済は当面着実な回復基調をたどるものと考えられる。

供給面をみると、生産は昨年後半以降、米国、アジア等の世界経済の回復を背景に、電子部品・デバイス、輸送機械等を中心に増加が続いている。在庫は、低水準で推移している。在庫循環は 2003 年入り後、出荷の増勢鈍化により一旦調整局面に向かったが、年後半以降出荷の増勢が強まったことにより、再び積増し局面に戻った。第 3 次産業活動指数は、総じてみれば、やや水準を上げながら推移している。雇用面では、大企業では増加しているが、失業率は緩やかに低下しているものの依然高水準であり、失業期間 1 年以上の失業者の割合も上昇している。

需要面をみると、消費は、所得・雇用環境の一部に明るさがみられるなか、消費マインドの改善等を背景に、持ち直しの動きがみられる。設備投資は、企業収益の回復等を背景に、デジタル家電関連投資のある製造業を中心に増加が続いている。住宅投資は、おおむね横ばいで推移している。公共投資は、国、地方とも厳しい財政事情を反映し、ほぼ一貫して減少している。輸出は、中国・アジア向けを中心に増加基調が続いている。輸入は、緩やかな増加が続いている。

金融面をみると、2004年1月に日銀当座預金残高目標値の引上げ(目標値「30~35兆円」)など一段の量的緩和策が実施・継続されているものの、マネーサプライは低い伸びが続いている。

・世界経済の回復や中国経済の急速な発展等による素材需要の高まりを背景に、天然原材料の国際商品市況が高騰している。本章では、国際商品市況上昇によるわが国物価や企業の投入・産出行動への影響を考察すべく、企業の生産活動を川上、川中、川下部門に分類し、国際商品市況上昇のわが国物価への波及状況、企業の投入・産出物価からみた価格転嫁の動向とその経済学的解釈、企業収益への影響、の3点について分析を行った。分析結果は以下のとおりである。

わが国物価動向は、円高による輸入物価の上昇抑制や最終需要の緩やかな回復を背景に、企業物価の下落幅は緩やかに縮小傾向にあるものの、消費者物価は依然低下基調で推移しており、全体として緩やかなデフレ状態が続いている。しかし、企業物価を財別・業種別にみると、最終財は依然弱含んでいるものの、素原材料、中間財を中心に、鉄鋼、化学、非鉄金属等幅広い業種で物価上昇の動きがみられ、国際商品市況上昇の影響が川上部門から川中部門に波及していることがわかる。

企業の投入・産出物価の動きから川中産業である製造業素材型産業の価格転嫁(投入物価の上昇率に対する産出物価の上昇率の比率)の進展度合いをみると、鉄鋼、紙・パルプでは、1990年以降3度の投入物価上昇局面の中で最も価格転嫁が進展しているものの、化学、非鉄金属では価格転嫁の進展に遅れがみられる。企業の生産能力指数と稼働率指数から需給ギャップの大きさを反映した生産能力過不足指数を算出し、価格転嫁率と生産能力過不足指数の関係をみると、生産能力の不足業種(鉄鋼、紙・パルプ)で価格転嫁が進展している一方、生産能力の過剰業種(化学、非鉄金属)で価格転嫁が進展していないという関係が観察される。この関係を需要・供給曲線で表すと、生産能力の不足業種(鉄鋼、紙・パルプ)では、中国需要等の増加で需要が拡大する一方(需要曲線の上方シフト)、事業再構築や産業再編の進展によって設備集約化が進み(供給曲線の左方シフト)、さらに原材料価格の上昇が生じているため(供給曲線の上方シフト)、超過需要(=生産能力不足)が発生し、価格が大幅に上昇(価格転嫁率大きい)しているものと考えられる。一方、生産能力の過剰業種(化学、非鉄金属)では、需要の拡大はあるものの(需要曲線の上方シフト)、原材料価格上昇によるコストプッシュ圧力(供給

曲線の上方シフト)を供給増圧力(供給曲線の右方シフト)が打ち消し、超過供給(=生産能力過剰)が発生しているため、価格上昇が小幅(価格転嫁率小さい)にとどまっているものと考えられる。

投入物価の上昇が企業収益に与える影響を試算すると、1%の素材型産業の投入物価上昇は、投入物価上昇による収益押し下げ効果と価格転嫁による収益押し上げ効果を通じて、素材型産業の経常利益を7.1%減少、加工組立型産業の経常利益を5.1%減少させる。このように投入物価上昇は企業収益に一定のマイナスの影響をもたらすものの、今後、世界経済の回復に伴う需要増の継続を背景に価格転嫁の進展が見込まれること、売上数量の増加が期待できること等の増益要因も勘案すれば、今年度企業収益に対して投入物価上昇による収益押し下げの影響が顕在化するリスクは少ないものと思料される。

(2004年5月27日 記)

[担当：経済調査班 email：report@dbj.go.jp]

目 次

頁【図表頁】

| | |
|---|-----------|
| ．米国、アジアが牽引する世界経済 | |
| 1．米国　：個人消費に加え、設備投資も増加 | 7【30】 |
| 2．米国　：生産・雇用ともに回復、利上げ時期が焦点に | 7【31】 |
| 3．欧州主要国（独、仏、英）経済：回復が進展 | 8【32】 |
| 4．アジア主要国（韓国、台湾、シンガポール）経済：外需主導で回復、 韓国の消費は低迷 | 8【33】 |
| 5．中国　：高まる景気過熱警戒感 - 抑制難しい固定資産投資 - | 9【34】 |
| 6．中国　：強まるインフレ傾向と金融調節の限界 | 10【35】 |
| ．緩やかな回復を続ける日本経済 | |
| 1．概況：世界経済の回復を背景に、当面は回復基調が持続 | 11【36】 |
| 2．雇用情勢は依然厳しいものの、一部に持ち直しの動き | 13【37】 |
| 3．賃金は明確な改善がみられず、小売販売は足元でやや持ち直しへ | 14【38、39】 |
| 4．設備投資は増加、先行きも製造業を中心に当面堅調に推移 | 15【40】 |
| 5．住宅投資は低調ながら底打ち感 | 16【41】 |
| 6．厳しい財政事情を反映し、公共投資は一貫して減少 | 17【42】 |
| 7．購買力平価は円高方向に推移、存在感高めるユーロ | 18【43】 |
| 8．輸出入ともに増加、経常黒字は拡大傾向 | 18【44】 |
| 9．金融は緩和的な政策が維持されている | 19【45】 |
| ．国際商品市況の上昇が企業の投入・産出行動に与える影響 | |
| 1．産業部門別投入・産出行動と物価波及プロセス | 21【46】 |
| 2．騰勢が続く国際商品市況 | 21【47】 |
| 3．中国の世界に占める輸入シェアは拡大 | 22【48】 |
| 4．円高が輸入物価上昇の防波堤に | 23【49】 |
| 5．企業物価の下落幅は縮小、消費者物価は緩やかなデフレ状態 | 24【50】 |
| 6．素材型投入・産出物価ともに上昇傾向にあるものの、業種でばらつき | 24【51】 |
| 7．生産能力の不足業種で価格転嫁が進展 | 25【52】 |
| 8．加工組立型の投入・産出物価は下落傾向 | 27【53】 |
| 9．交易条件の悪化が企業収益に与える影響（試算） | 28【54】 |
| （補論）中国経済・過熱する固定資産投資の増加要因分析 | 55 |

既刊目録

< 分析・執筆担当者 >

| | |
|-------|-------------------------------|
| 黒住 淳人 | 全体総括 |
| 金内 雅人 | 第 章 1、4 節、第 章総括、1、7、9 節 |
| 小田圭一郎 | 第 章 3 節、第 章 9 節 |
| 和田 敬記 | 第 章 5、6 節、第 章 3 節（共同）、補論 |
| 加賀林陽介 | 第 章 1、2 節、第 章 6～8 節 |
| 蜂谷 義昭 | 第 章 2、3、5 節、第 章 2、4 節、8 節（共同） |
| 岩城 裕子 | 第 章 4 節、第 章 3、5、6、8 節 |

本稿は、2004 年 5 月 27 日までに公表された統計資料をもとに作成されている。

第 章 米国、アジアが牽引する世界経済

1 . 米国 : 個人消費に加え、設備投資も増加 (図表 30 頁)

米国経済は堅調に推移している。2004 年 1 - 3 月期の実質国内総生産 (実質 GDP) は、個人消費、設備投資の 2 大内需項目が増加に寄与し、前期比年率 4.4% 増 (1 次改訂値) と、10 四半期連続の前期比増加となった (図表 - 1)。

個人消費 (図表 - 2) は、賃金の増加に加え、大型減税や低金利政策が奏功し、増加している。消費者マインドは、株価上昇、景気拡大に支えられ、緩やかに回復している。今後は、原油価格等物価上昇、金利上昇がどの程度消費に悪影響を及ぼすのかが注視される所である。

企業収益は、当初回復のテンポが緩やかであったが、次第にペースを速め、2003 年 7 - 9 月期、10 - 12 月期の 2 期は大幅増益となっている (図表 - 3)。設備投資は、2003 年 4 - 6 月期以降、情報関連のハードウェアに対する設備投資を中心に、増加を続けている。

2 . 米国 : 生産・雇用ともに回復、利上げ時期が焦点に (図表 31 頁)

鉱工業生産は 2003 年 7 - 9 月期以降、それまでの横ばい状態を脱し、消費財と設備機器ともに増加している (図表 - 4)。製造業稼働率についても、生産の増加に伴い、水準は低いながらも緩やかに上昇している。

雇用情勢は、製造業を中心として長期間にわたって続いていた雇用者数の減少が、サービス業等における雇用者の増加により歯止めがかかり、2003 年 10 - 12 月期以降 2 期連続の増加となっている (図表 - 5)。失業率は、緩やかに低下しており、5 % 台半ばの水準となっている。

貿易面については、他国に比べ好調な国内経済を反映して輸入の伸びが相対的に大きく、貿易赤字は拡大傾向にあり、サービス収支黒字は横ばい程度で推移していることから、経常収支赤字も拡大している (図表 - 6)。貿易収支を対国別にみると、2000 年には日本を凌いで中国が最大の貿易赤字相手国となっている。

物価 (図表 - 7) については、原油をはじめ一次産品の価格が高騰しており、生産者物価指数 (P P I) をみると、原材料の価格上昇率は、前年比で 20% を超え、中間財の価格上昇率がそれに次いで 2 % 前後の伸びを続けている。足元ではそれが最終財にも波及しており、最終財の価格は、低位ながらも前年比伸び率を高めている。消費者物価指数 (C P I) は、前年比でみた上昇幅が再び拡大している。

金融面 (図表 - 8、9) については、株価は、イラク戦争開戦後上昇に転じ、米国景気の回復を織り込んで上昇傾向が続いた。このところは、テロ懸念と雇用回復等国内景気要因の間で売り要因と買い要因が交錯し、ダウ平均 1 万ドルをはさんで一進一退の動きが続いている。フェデラル・ファンド金利の誘導水準は、2003 年 6 月 25 日に 0.25% 引き下げられ 1.00% となり、45 年ぶりの低水準となった。雇用の回復と物価上昇圧力を受け、当局者、マーケッ

ト参加者双方の間で利上げ時期が焦点となっている。

3．欧州主要国（独、仏、英）経済：回復が進展（図表 32 頁）

欧州主要国経済は、ドイツ、フランスにおいては外需、イギリスにおいては内需を中心として、回復が進展している。

ドイツ経済は、緩やかな回復を続けている。実質 GDP 成長率は、2003 年 10 - 12 月期は 1.0%（前期比年率）2004 年 1 - 3 月期は 1.8%（同）で、3 期連続でプラスとなった。景気回復の牽引役は輸出で、ユーロ相場上昇が一服したこともあり、堅調に推移している。一方、民間消費は、高止まりした失業率等を背景に前期比で減少を続けており、景気回復の懸念材料となっている（図表 - 10（1））。

フランス経済は、回復基調を強めている。実質 GDP 成長率は、2003 年 10 - 12 月期の 2.5%（前期比年率）を経て、2004 年 1 - 3 月期は 3.1%（同）と 2 年ぶりの高い水準になっている。輸出は引き続き堅調である。さらに、失業率は高止まりしているものの、民間消費は、2003 年 10 - 12 月期は 1.1%（同）2004 年 1 - 3 月期は 2.4%（同）に達し、回復基調を強めている（図表 - 10（2））。

イギリス経済は、堅調に推移している。実質 GDP 成長率は、2003 年 10 - 12 月期は 3.7%（前期比年率）2004 年 1 - 3 月期は 3.0%（同）と堅調だった。低位安定した失業率を背景に、民間消費は 2003 年 10 - 12 月期は 2.3%（同）と増加基調が維持され、引き続き内需が景気を牽引している（図表 - 10（3））。

生産面については、ドイツ、フランスは、堅調な輸出を背景に、鉱工業生産は増加基調にある。一方イギリスは、輸出の低迷等から製造業は弱含み傾向にあり、鉱工業生産は減少基調にある（図表 - 11）。

雇用面については、ドイツ、フランスでは雇用情勢は改善されず、失業率はいずれも 9% 台（ILO 基準）に高止まっており、特にドイツ経済について深刻な問題となっている。一方イギリスでは、失業率は 4% 台（同）に低位安定し、当経済の内需を支えている（図表 - 12）。

ユーロ通貨圏の物価は、ユーロ高基調等により、一次産品価格の上昇にもかかわらず比較的安定しており、欧州中央銀行の参照値（前年比 2%）前後の水準で推移している。一方、イギリスでは、住宅価格上昇や賃金上昇によるインフレの可能性が懸念され、イングランド銀行は、2004 年 2 月及び 5 月に、それぞれ 0.25% の小幅な利上げを実施した。

4．アジア主要国（韓国、台湾、シンガポール）経済：外需主導で回復、韓国の消費は低迷（図表 33 頁）

アジア主要国（韓国、台湾、シンガポール）経済は、2003 年後半以降は好調な外需が牽引し、各国とも生産は回復し、韓国を除いて景気回復に広がりが見られる（図表 - 13、14）。

韓国経済は、2003 年 10 - 12 月期において、固定資本形成は好調であるものの、消費が低

迷し、輸出主導の経済成長が経済全体に波及するには至っていない。輸出は、半導体などIT関連財が好調であるほか、米国、中国向け輸出が堅調に推移している。2003年に入ると、輸出の経済成長に与えるプラスの影響は拡大し、韓国経済の輸出依存度が高まっている。固定資本形成の好調さは、主に建設投資によるもので、機械装置、備品関連の設備投資はマイナスの影響となっている。消費は、2003年4 - 6月期以降低迷している。消費低迷の背景には、高失業率問題のほか、クレジットカード債務延滞者問題がある。競争激化の中、クレジットカード会社は甘い審査基準でカードを大量発行し、2003年前半の景気後退期にこれが見目に出て債務延滞者が急増した(図表 - 16)。政府は、カード発行制限や一人当たり利用金額制限等の政策を取り、結果として消費低迷の引き金となった。足元においても、債務延滞者は高水準にとどまっており、今後の消費動向への悪影響が懸念される。

台湾経済は、2003年10 - 12月期において、世界的なIT需要の回復により半導体等電子製品関連の輸出が好調であるほか、失業率も低下し、雇用情勢が回復しつつあることから消費も成長にプラスに寄与するなど、景気回復基調が鮮明となっている。

シンガポール経済は、台湾同様、2003年10 - 12月期において、製薬、電子製品、石油化学等の輸出が好調であるほか、消費もプラス寄与に転じており、景気が回復している。

物価は、韓国では足元3.3%となっている。これは、韓国中央銀行の2004年時点でのインフレ・ターゲット目標範囲内(2.5 - 3.5%(コア))に収まる水準である。台湾は、デフレ傾向にあったが、2004年1 - 3月期に消費者物価はプラスへ転じている。シンガポールは、物価が上昇傾向にあることから、中央銀行(MAS)は為替レートの誘導目標を「中立」から「緩やかなシンガポールドル高容認」とし、金融引締め政策へと転じている(図表 - 15)。

5. 中国 : 高まる景気過熱警戒感 - 抑制難しい固定資産投資 - (図表 34 頁)

中国経済は、景気に対する過熱警戒感が高まっている。2004年1 - 3月期における実質GDPは9.8%増と、3月の全人代で発表された「年間数値目標7%」を大きく上回る水準となった(図表 - 17)。目標数値を“オーバーラン”することとなった主な要因は、過熱する固定資産投資¹にある。

全社会固定資産投資の暦年ベースの伸びは加速を続けており、2003年は前年比26.7%増となった。2004年1 - 3月期は、この暦年ベースの伸びをさらに上回る高い水準(前年比43.0%増)に達している(図表 - 18)。1 - 3月期の固定資産投資を業種別にみると、鉄鋼、化学といった産業投資の伸びが牽引しているほか、不動産、インフラ関連投資のウェイトも依然として大きい。また地域別では、沿海地域だけでなく、内陸地域における伸びが目立つ²(図表 - 19)。地方政府主導による投資のウェイトが高まっているが、全国各地で類似した投資が重複して実施されると、供給過剰を引き起こす恐れもある(図表 - 20)。

¹ 「(補論)中国経済・過熱する固定資産投資の増加要因分析」(55~62頁)参照。

² 上記補論で業種別及び地域別の投資動向についてスカイライングラフ分析を行った。58~59頁参照。

民間消費は、新型肺炎（SARS）禍がほぼ終息した2003年7 - 9月期以降、自動車、家電製品など旺盛な個人消費を背景に伸び率が加速している（図表 - 21）。

貿易は、輸出促進策の一環として設けられていた増値税還付制度における還付率が2004年1月より引き下げられたこともあり、それまで堅調であった輸出の伸びは一服している。一方、国内の工業生産拡大に伴い、原油、鉄鋼砂など一次製品の輸入が増加を続けており、2004年1 - 3月期は貿易赤字に転じた（図表 - 22）。

6 . 中国 : 強まるインフレ傾向と金融調節の限界（図表 35 頁）

物価は、新型肺炎の蔓延に伴い、2003年4 - 6月期に一時的に景気が冷え込んだことから、年央にかけてインフレ沈静化の兆しがみられた。しかし年後半に入り、天候不順や耕作面積の減少による農業生産の停滞から食料品価格が上昇したほか、2003年10 - 12月期には工業生産の拡大に伴う鋼材の逼迫など原材料価格の高騰もあり、再びインフレ傾向が強まっている（図表 - 23）。

マネーサプライは、2003年9月の人民銀行による預金準備率引上げ以降、減速傾向にあるものの、依然として高水準の伸びが続いている。人民元切上げ観測が海外資本の流入をもたらした、地方政府主導による投資プロジェクトの増加が、銀行セクターに対する貸出圧力となっている。こうしたなか、人民銀行は2004年4月に預金準備率の引上げを再度実施している（図表 - 24、25）。

インターバンク金利は、2003年9月の預金準備率引上げを受け、一時上昇したものの、2004年年明けには下落し、2%台前半で推移している。金融当局による引締め姿勢とは裏腹に、金利高が持続しない理由として、中国の硬直的な金利体系が挙げられる³（図表 - 26）。

過熱する投資に対する引締めには、法定基準金利の引上げといった踏み込んだ金融政策の実施が選択肢として考えられるが、利上げは米ドルとの金利差拡大をもたらした、人民元切上げ圧力とあいまって、海外資本の流入を招くことになる。資本流入に対する人民銀行のドル買い介入は、過剰流動性の増幅につながり、投資資金となってさらに過熱を煽る結果になりかねない。硬直的な金利体系や変動余地の乏しい為替相場など制度設計の不完全さに、投資を主導する地方政府の金融機関に対する優位な力関係が加わり、金融政策による投資抑制を限界的なものにしている（図表 - 27）。

³ 金融機関の預金金利並びに貸出金利は、一部例外を除き原則人民銀行が定める各機関一律の法定基準金利となっている。

第 章 緩やかな回復を続ける日本経済

1. 概況：世界経済の回復を背景に、当面は回復基調が持続（図表 36 頁）

日本経済は、米国、アジアなど世界経済が回復するなかで、輸出、生産の増加を背景に設備投資も増加を続けるなど、企業部門を中心に緩やかな回復が続いている。先行きについては、世界経済の回復が続くなかで、企業部門の改善の動きが所得・雇用環境等家計部門に徐々に波及を強めることが期待されることから、日本経済は当面着実な景気回復基調をたどるものと考えられる。

実質国内総生産（実質 GDP）は、2002 年 4 - 6 月期より前期比増加に転じ、2004 年 1 - 3 月期まで 8 期連続のプラス成長が続いている（図表 - 1）。この間の成長率（以下特に断りのない限り前期比年率）の推移をみると、2002 年度の前半は、輸出や消費の伸びが一時的に高まったことなどを背景として急速に持ち直したものの、年度後半には、イラク情勢を巡る緊張感の高まりや新型肺炎の影響による海外経済の減速、株価下落などを受けて需要が伸び悩み、成長率は 1%未滿と踊り場の状況を迎えた。しかし 2003 年度に入り、イラク戦争の終結や新型肺炎問題が 6、7 月以降終息に向かったこと、株価も上昇に転じたことなどにより、デジタル家電関連を中心とする設備投資の動きが活発化し、2003 年 4 - 6 月期の成長率は 3.6%、7 - 9 月期は 3.0%と 2 四半期連続で 3%台の伸びが続いた。その後、2003 年度後半には、米国、アジアなど世界経済の回復基調の強まりを背景に再び輸出の増勢が強まり、設備投資も一段と増加したことなどから、10 - 12 月期の成長率は 6.9%と、今次回復局面で最大の伸びを示した。2004 年 1 - 3 月期も、世界経済の順調な回復を背景に、輸出、設備投資の増勢が続き、また消費もマインドの改善等を背景に底固く推移したことから、5.6%増（1 次速報値）と高い成長が続いている。

国内総生産（GDP）を構成する各需要項目の動向をみると、消費は、所得・雇用環境の一部に明るさがみられるなか、持ち直しの動きがみられる。実質民間消費は、2002 年度後半に、景気の先行き不透明感の台頭や株価下落などを背景にマインドが弱まり、2 四半期連続のマイナスとなったが、2003 年度に入って以降は、所得・雇用環境の改善期待や株価上昇等を背景に再びマインドが上向き、4 四半期連続の増加を続けている。今後は、企業部門の改善が所得・雇用環境等家計部門にどの程度波及を強めるかが注目される。

設備投資は、増加している。実質民間設備投資は、生産の回復やそれに伴う企業収益の好調持続などを背景に、2002 年 7 - 9 月期以来 7 期連続の増加となっている。特に、2003 年度に入って以降は、デジタル家電関連を中心に製造業の設備投資が積極化しており、景気の主な牽引役となっている。

住宅投資は、おおむね横ばいで推移している。実質民間住宅投資は、2001 年度以降、緩やかながら趨勢的に減少を続けてきたが、2003 年度に入って以降は、2003 年 7 - 9 月期に住宅ローン減税適用期限前の駆け込み着工がみられた後も金利先高観による着工前倒しが続き、おおむね横ばいで推移している。

公共投資は、国、地方とも厳しい財政事情を反映し、ほぼ一貫して減少している。実質公共投資は、2002年4 - 6月期まで8期連続で減少している。対GDP比（名目季節調整比）では、5%台まで低下してきているが、構造改革路線の継続や厳しい財政事情を踏まえれば、今後さらに低下が続くものとみられる。

輸出は、増加基調が続いている。実質輸出は、アジアにおけるIT関連の在庫調整の進展や米国における金融緩和政策の奏功などを背景に、2002年初めから急速な回復を遂げ、景気の牽引役となった。2002年後半以降は、IT関連の在庫要因が一巡したことに加え、イラク戦争や新型肺炎による世界的な景気減速の影響もあり伸びが鈍化していたが、2003年7 - 9月期以降は、世界経済の回復基調の強まりを背景に再び増加基調に転じ、3四半期連続で前期比年率二桁の高い伸びを続けている。地域別では、対アジア、とりわけ中国向けを中心に増加している。

輸入は、緩やかな増加傾向にある。実質輸入は、生産活動が足踏み状態となったことなどを受け2002年後半以降伸びが鈍化し、2003年4 - 6月期には6期ぶりの減少となったが、7 - 9月期以降は国内経済の緩やかな回復基調を背景に、3四半期連続で増加している。

次に、国内総生産の動きを供給側から確認するため、全産業活動指数を構成する主要な生産関連指標である鉱工業生産指数（2000年基準、95年ウェイト22.4%）、第3次産業活動指数（95年基準、95年ウェイト59.5%）、建設業活動指数（95年基準、95年ウェイト8.1%）の最近の推移をみる（図表 - 2、季節調整値）。

鉱工業生産指数は、IT関連分野の在庫調整進展に伴い、2002年1 - 3月期より上昇に転じ、同7 - 9月期までは電子部品・デバイス工業、輸出向け普通乗用車と国内向け小型乗用車が増加した輸送機械工業を牽引役として順調に持ち直した。しかし同10 - 12月期には在庫の水準がやや高まったことなどから電子部品・デバイス工業が頭打ちとなり、続く2003年1 - 3月期には海外経済の停滞や新車効果の一巡などから輸送機械も減速したため、鉱工業全体でも生産の回復は足踏み状態となった。さらに同4 - 6月期には、両業種は若干持ち直したものの、最終需要の伸び悩みを反映して他の業種が軒並み弱含みとなり、生産指数は鉱工業全体で6期ぶりの低下と、在庫水準が低いまま調整局面入り懸念された。しかし、2003年7 - 9月期以降は、米国、東アジアなど世界経済の回復基調の強まりを背景に、生産は再び増加基調に転じ、電子部品・デバイス工業、輸送機械工業等を中心に3四半期連続の増加が続いている。製造工業生産予測調査によれば、続く2004年4、5月も、一般機械工業や電子部品・デバイスを中心に高い伸びが見込まれており、その伸び率を単純に鉱工業生産指数に接続した4、5月の平均値は、対1 - 3月期で6.8%増となることから、生産の増加基調は一段と強まることが予想される。

第3次産業活動指数は、2002年4 - 6月期に5期ぶりに上昇し底を打った後、総じてみれば、やや水準を上げながら推移している。今後は、サービス業や卸売・小売業、飲食店など消費関連部門が、企業部門の回復傾向を受けてどの程度持ち直すかが注目される。

建設業活動指数は、2002年度中ほぼ横ばいで推移した後、2003年度に入って一段と低下し

ている。関連統計の動きからみて、民間工事は下げ止まりつつあるものの、公共工事の減少幅拡大の影響が現れているものと推察される。

在庫循環の状況を見ると（図表 - 3）、2002年4 - 6月期に回復局面入りし、同7 - 9月期から在庫積増し局面に入ったものの、その後は2003年7 - 9月期に至るまで、出荷（需要）の足踏み状態が続くなか、生産も早い段階から出荷に見合った慎重な動きとなったため、在庫が前年の水準を下回ったまま、45度線に接近しつつあった（45度線を上から下に切ると景気後退のサイン）。しかし、2003年10 - 12月期には、在庫が前年の水準を下回ったまま、出荷が世界的な景気回復基調を背景に再び増勢に転じたため、在庫は再び45度線から遠ざかり、在庫循環の若返りがみられた。2004年1 - 3月期には在庫が低水準で推移するなかで出荷の増勢が続き、在庫循環は再び積増し局面入りしている。

2. 雇用情勢は依然厳しいものの、一部に持ち直しの動き（図表 37 頁）

有効求人倍率は、2002年1 - 3月期の0.51倍を底に上昇を続けている（図表 - 4）。これは、分子である求人数の改善が続いているほか、分母の求職者数が減少しているためである。

完全失業率は、2001年後半から高止まりの状態が続いていたが、2003年7 - 9月期以降緩やかに低下している。この低下の背景には、失業者数が2003年4月に過去最悪の385万人（原数値）に達した後、減少に転じているという積極的な面もあるが、同時に労働市場からの退出者の増加による労働力人口の減少⁴も寄与しており、ある程度割り引いてみる必要がある。また失業期間別の失業者数の推移をみると（図表 - 5）、失業期間が1年以上の失業者の割合が増加しており、長期間失業状態にある労働者の雇用改善が進んでいないことがわかる。

就業者数は、2002年4 - 6月期を底に持ち直しの動きが続いていたが、2003年4 - 6月期に前年差プラスとなってからは改善傾向が鈍化し、足元ではおおむね横ばいで推移している（図表 - 6（1））。業種別にみると⁵、製造業、建設業での減少が続いているものの、医療・福祉分野を中心にサービス業が雇用増加の牽引役となっている。従業上の地位別には、このところ臨時・日雇⁶の雇用者の増加幅が縮小してきている一方、長らく減少を続けていた常雇の雇用者が増加に転じている（図表 - 6（2））。雇用者数の動きを企業規模別にみると、2001年後半より雇用者数を大きく減少させていた従業者500人以上の大規模な企業が、2003年入り後雇用者数増加に転じ、全体の雇用を押し上げている（図表 - 6（3））。一方で従業者500人未満の企業、特に1 - 29人の小規模な企業においては雇用を削減する動きが依然根強い。

所定外労働時間は、企業の生産活動の持ち直しを背景に2001年10 - 12月期を底に一貫し

⁴ 2003年度平均の労働力人口は6,662万人であり、昨年度平均6,677万人より15万人減少した。

⁵ 産業分類は新産業分類ベース（2002年3月改訂）による。

⁶ 臨時・日雇とは、1年以内の期間を定めて雇われている者で、常雇とは役員及び1年超あるいは期限を定めずに雇われている者をいう。

て増加基調にある(図表 - 7)。特に製造業での増加が顕著で、足元では前回及び前々回の景気循環の山⁷における値を上回っている。今後所定外労働時間の増勢が雇用の回復につながる事が期待されるが⁸、上述のように現状では雇用の増加は緩やかなものに留まっており、企業の生産活動の盛り上がりがどれだけ雇用環境に反映してくるかが注目される。

3. 賃金は明確な改善がみられず、小売販売は足元でやや持ち直しへ(図表 38、39 頁)

毎月勤労統計調査の一人当たり現金給与総額を前年同期比で見ると、依然として水面下での推移が続いている(図表 - 8)。内訳をみると、所定外給与が所定外労働時間の増加を背景に前年比プラスを続けているものの、所定内給与、特別給与についてはパート比率の上昇による押し下げ要因もあり⁹、改善がみられない。

給与をみると(図表 - 9)、2003 年の夏季賞与は、製造業を中心に企業収益の改善を受けて3年ぶりの増加となり明るい兆しがみられたものの、年末賞与は再びマイナスへと転じ、明確な持ち直しの動きには結びついていない。こうした賃金抑制傾向を反映して、今年度の春季賃上げ率も引き続き低調に推移すると見込まれる。

こうしたなか、GDPベースの民間最終消費支出の実質前期比は、ほぼゼロ近傍で推移しているが、足元ではやや上向いている(図表 - 10)。GDPベースでは人口、世帯数の増加による増加トレンドが存在することや、帰属家賃が含まれることなどから家計調査ベースの消費とは乖離が生じるが、その家計調査の全世帯名目消費支出でも、後述する消費マインドの改善によりこのところ持ち直しの動きがみられている(図表 - 11)。特に2004年1 - 3月期については、うろう年によるかさ上げ効果もあり、前年比2.0%増と大きなプラスとなった¹⁰。品目別にみると、自動車購入やリフォームなどの住居関連のほか、教養娯楽関連への支出が全体を牽引している。

続いて供給側の指標である小売業販売額指数についても(図表 - 12)、減少傾向が続いていたが、足元でやや持ち直している。衣類、飲食料品等については、セール効果や気温が高めに推移したことにより季節衣料品等に動きがみられ、上向いている。家庭用機械器具は、全体では減少が続いているものの、DVD機器や液晶、プラズマ・ディスプレイなどの薄型テレビの販売が好調である¹¹。

乗用車の販売台数は(図表 - 13)、2002 年度に市場の牽引役となっていた小型乗用車で

⁷ 四半期基準日付でそれぞれ1997年4 - 6月期及び2000年10 - 12月期(暫定)、所定外労働時間もちょうどこれらの期にピークを迎えている。

⁸ 近年では所定外労働時間の増加が雇用増に結びつくまでのタイムラグが長期化していることも指摘されている。厚生労働省「平成15年版労働経済の分析」第1章第3節を参照。

⁹ パート労働者の賃金は、労働時間の違いもあり一般労働者の2割強の水準に留まっている。このため、パート比率の上昇は労働者全体でみた一人当たりの賃金を押し下げる要因となる。

実際、パート比率の上昇による賃金の押し下げ幅は大きい。詳しくは日本政策投資銀行「賃金の下げ止まりと所定内給与」『経済・産業メモ』2003年11月号を参照。

¹⁰ 2月単月の名目消費支出は前年比+5.2%であったが、これはうろう年によるかさ上げ効果を除いてもプラスである。

¹¹ 日本電気大型店協会資料による。

は需要が一巡し減少が続いているものの、普通乗用車、軽乗用車の増加により、全体では緩やかに持ち直している。

旅行取扱高について前年比の推移をみると（図表 - 14）海外旅行は2003年上期にイラク戦争の勃発やアジア地域を中心とした新型肺炎の流行から大きく落ち込み、2003年4 - 6月期は米国テロ事件の影響を受けた2001年10 - 12月期を上回る減少幅を記録した。しかしその後イラク戦争の終結（2004年4月）と新型肺炎の流行の終息を受け、海外旅行は徐々に回復に向かい、足元ではほぼ前年並みの水準にまで持ち直している。この間、国内旅行はおおむね横ばいで推移しており、旅行取扱高全体としては回復傾向がみられている。

最後にマインド面では、いずれの指標においても消費マインドの改善傾向が強まっている。今後半年間の見通しを表す消費者態度指数をみると¹²（図表 - 15（1））「雇用環境」や「暮らし向き」を中心にほとんどの項目で見通しが改善しており、景気回復期待を反映した動きをみせている。生活不安定指数は（図表 - 15（2））多少の振れを伴いつつも基調としては改善の方向へと向かっている。日経消費予測指数についても、一進一退の状況が続いていたが、足元では2四半期連続で改善している。このようにマインド指標はいずれも改善傾向が強まっており、これがこのところの消費の持ち直し傾向を支えている。しかし所得環境が依然低調に推移し、雇用環境の持ち直しも緩やかなものにとどまっていることから、消費がこのまま本格的に回復する素地が形成されているとはいえない。現状では、このまま所得・雇用環境の改善がはっきりしない状態が長期化すれば再び消費が腰折れする可能性も残されているといえる。

4．設備投資は増加、先行きも製造業を中心に当面堅調に推移（図表40頁）

設備投資は、増加している。法人企業統計によると（図表 - 16）全産業ベースの設備投資額は、企業収益の回復等を受け、投資採算が改善したことなどを背景に、製造業を中心に、2003年4 - 6月期以降3四半期連続で前年比増加を続けている。

一方、民間企業資本ストック統計で製造業資本ストックの対前年比の動きをみると（図表 - 17）フローの新設投資額は2003年1 - 3月期以降4四半期連続で前年比増加を続けているものの、ストックである製造業進捗ベースストック額の伸びは、2003年4 - 6月期以降前年比マイナスが続いている。資本ストックの伸び率は、設備投資の持ち直しを受けて上昇に転じるのが通常であるが、今回のように設備投資の増加局面でもストックが減少している理由としては、企業が積極的に設備投資を行う一方、過剰設備の整理や不採算部門からの撤退など、いわゆる事業再構築等に伴う既存設備集約化が進展したことが考えられる。先にみた製造業の投資採算改善の背景には、企業収益の改善といった循環的な要因のみならず、こうした既存設備集約化に伴う有形固定資産の投資収益率の改善があったと考えられる。

¹² 内閣府「消費動向調査」は、2004年4月以降、従来の「消費動向調査」「月次消費動向調査」「単身世帯消費動向調査」を統合し実施されている。

次に既存設備集約化による資本ストックの減少が、企業の設備稼働率の改善にどのような影響をもたらしたかをみる。稼働率指数は、生産能力に対する実際の生産量の比率（実生産量 / 生産能力）と定義されることから、設備稼働率の変動は、分母の生産能力変化と分子の生産量変化の二つの要因に分けて考えることができる。そこで設備稼働率指数の前年比伸び率を生産要因（稼働率指数前年比 - 生産能力指数前年比）と能力要因（生産能力指数前年比）に分けて寄与度分解してみると（図表 - 18）1998 年後半以降ほぼ一貫して生産能力削減による能力寄与が稼働率改善に対してプラスに寄与してきたなかで、2002 年後半以降は需要拡大による生産寄与がこれに加わり、双方から稼働率を押し上げてきたことがわかる。こうした事実は、今回の設備投資の回復が、需要回復という循環的な側面だけでなく、事業再構築による過剰設備解消と生産能力削減によってもたらされてきた側面があることを表している。実際、稼働率指数と製造業の生産設備判断 D.I. の動きをみると（図表 - 20）両者は極めて平行に推移しており、設備稼働率の改善と生産能力削減の間には密接な関係があることがわかる。

設備投資の代表的な先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）で設備投資の先行きをみる（図表 - 19）。最近の機械受注の動きは、2003 年 10 - 12 月期に対前年同期比で 18.2% と高い伸びを示した後、翌 2004 年 1 - 3 月期には同 1.8% 増と伸び率を大きく鈍化させた。また 2004 年 4 - 6 月期の見通し調査によれば、機械受注の対前年同期比は 2.2% 減と 2002 年 10 - 12 月期以来のマイナスとなる見込みである。機械受注は通常設備投資に 2 ~ 3 四半期程度の先行性をもつとされていることから、この結果を素直に受け止めれば、設備投資は 2004 年度後半にはいったんやや弱含むことも予想される。しかし、製造業からの機械受注金額は 2004 年 4 - 6 月期も前年比二桁増が続く見通しであること、設備投資の先行きを判断する上で重要なファンダメンタルズである企業収益は製造業、非製造業とも 2004 年度も連続増益の計画となっていることなどを鑑みると、設備投資は当面製造業を中心に堅調に推移するものと考えられる。

5 . 住宅投資は低調ながら底打ち感（図表 41 頁）

新設住宅着工戸数（季調値年率）は、2001 年以降、年率 120 万戸前後という低水準での動きを続けている（図表 - 21）。

住宅着工戸数の前年比を利用関係別にみると（図表 - 22）持家は 2003 年度上期に住宅ローン減税終了をにらんだ駆け込み需要¹³が生じたことから大きく増加したが、下期以降はその反動により低調に推移している。これに対し貸家、分譲は、2003 年夏頃から長期金利が上昇に転じ金利の先高観が形成されてきたことから、着工の前倒しが生じ下期以降プラス基調で推移している。その結果、全体でも足元で 2 四半期連続の前年比プラスとなっており、

¹³ 住宅ローン減税制度は 2003 年 12 月末までの入居を条件としていたため、着工ベースでは 2003 年上期に駆け込みの影響がみられた。なお住宅ローン減税制度はその後 2004 年も同様の減税措置が延長適用されることが決定した（2005 年以降は減税幅が段階的に縮小される見通し）。

住宅着工は依然低水準ではあるものの底打ち感がみられている。ただし雇用・所得環境の改善ペースは依然として緩慢であり、今後ただちに住宅着工が本格的な回復に至る可能性は低い。従って住宅着工は今後もおおむね横ばい圏内での動きを続けるものと考えられる。

住宅着工床面積も着工戸数とほぼ同様の動きを示しており、足元では前年比プラスに転じている（図表 - 23）。

こうした先行指標である着工戸数の推移にみられるように、実質民間住宅投資（季調値年率）も低調に推移しているが（図表 - 24）、足元でやや持ち直している。

マンション¹⁴市場では、首都圏、近畿圏ともに2002年にかけて積み上がった在庫を削減する動きが続いている¹⁵（図表 - 25、26）。在庫の減少は今後のマンション着工の増加を予想させるが、発売の先送りにより発売戸数を減少させることで見かけ上在庫が減少している面も指摘されていることから¹⁶、本格的なマンション着工の増加にはなお時間を要する可能性もある。

6. 厳しい財政事情を反映し、公共投資は一貫して減少（図表 42 頁）

公共投資（公的固定資本形成）は、財政事情悪化を受けた歳出削減の影響により、1999年以降ほぼ一貫して減少している（図表 - 27）。この結果、公共投資の直近の水準は、対GDP比（名目季節調整値）5.1%とピーク比4%の低下となっている。

先行指標である公共工事請負金額をみると、2003年度は前年比13.7%減と5年連続の減少となった（図表 - 28）。国実施分は、小泉内閣の財政改革路線に沿った歳出削減の流れを受け、引き続き減少傾向が続いている。特に足元の2004年1 - 3月期は、補正予算の中に目立った公共投資が計上されなかったため、減少幅が大きくなっている。公共投資の7割を占める地方実施分についても、財政事情の厳しさを反映して抑制が続いている。

2004年度当初予算では、国の公共投資関係費は前年比3.3%減、地方財政計画による投資的経費は同8.4%減となっており、公共投資の削減が続く見込みである。財務省は、2005年度予算における国の公共投資関係費も、3%超の減少とする方針を打ち出しており¹⁷、公共投資は今後も減少傾向が続くものとみられる。

公共投資が減少傾向で推移する一方で、政府最終消費は2002年以降頭打ちながら、医療費等の増加を背景に高水準が続いており、対GDP比では17%台の高水準を保っている。

¹⁴ ここでマンションとは、構造が鉄骨鉄筋コンクリート造、鉄筋コンクリート造、鉄骨造のいずれかで、建て方が共同造、利用関係は分譲住宅に当たるものを指す。

¹⁵ 新設住宅着工統計ではマンション着工は分譲着工に含まれ、マンション着工全体のうち首都圏（埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県）及び近畿圏（滋賀県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県）の合計が占める割合は、77.8%（2003年度）である。なおこの割合は近年の都心部を中心としたマンション着工の増加により上昇傾向にある。

¹⁶ 不動産経済研究所「マンション市場動向」では、当月末の在庫戸数 = 前月末の在庫戸数 + 当月発売戸数 - 当月販売戸数として計算される。従って、完工はしているものの発売が先送りされている物件については統計上在庫として現れず、隠れた在庫として存在することになる。

¹⁷ 2004年4月22日付日本経済新聞。

また、景気低迷や所得税等減税により歳入も低調に推移していることから、国、地方ともに、高水準の財政赤字が続いている。財政赤字分を国債、地方債発行及び地方交付税交付特別会計借入などによって資金調達してきた結果、債務残高は急速に増加してきており、2004年度末の国・地方計の長期債務残高は719兆円と対GDP比約144%に達する見込みである(図表 - 29)。小泉内閣では、発足当初国債新規発行額を年間30兆円以内に抑える方針を公約としていたが、2002年度(補正後)は約35兆円、2003年度(補正後)は約36兆円、2004年度(当初予算ベース)は約37兆円の発行となっており、国債発行額の増額に歯止めがかからない状況にある。

現在の日本の財政状況を他の米国、EU15カ国と比較すると、ストックとしての一般政府債務残高(対名目GDP比)、フローとしてのプライマリーバランス(公債発行や利払・償還を除いた基礎的財政収支)の赤字幅、いずれでもても劣悪な状況にあることがわかる(図表 - 30)。政府は2010年代初頭におけるプライマリーバランスの黒字化を目指している¹⁸が、財政の持続性についての懸念は払拭されていない。

7. 購買力平価は円高方向に推移、存在感高めるユーロ(図表 43 頁)

為替レートの動向を実質実効為替レートで見ると(図表 - 31)、2002年以降は米ドルが通貨安、対照的にユーロが通貨高方向に動くなかで、円は横ばい傾向を続けている。円ドルレートは、日米の物価上昇率格差を反映して購買力平価が趨勢的に円高方向に推移するなかで、地政学リスク、テロ懸念、対内株式投資等様々な要因が交錯し、足元では円高方向に推移してきた(図表 - 32)。

こうしたドルに対する円高圧力を抑えるため、2003年度の日本の通貨当局は、30兆円超の歴史的にみても高水準の為替介入を行い、その結果外貨準備高は2003年度末で8,000億ドル(米ドル換算)を突破している(図表 - 33、34)。

日本の貿易取引に利用される通貨の構成をみていくと、対アジア貿易の構成の上昇、対欧州貿易において米ドルからユーロへの代替が進んでいることを背景として、輸出入ともに米ドルの比率は緩やかに低下している(図表 - 35)。

世界の外貨準備に占める通貨構成をみると、依然として米ドルの構成が6割強を占めているが、米国の「双子の赤字」に対する懸念の高まりや、一方でユーロの認知が進むなかで、ユーロの構成が上昇しつつある(図表 - 36)。緩やかな「ドル離れ」が進むのとは対照的に、ユーロの存在感が高まっている。

8. 輸出入ともに増加、経常黒字は拡大傾向(図表 44 頁)

わが国の輸出は、米国、アジアの景気拡大を背景として増加、輸入に関しても国内景気の回復を背景として緩やかに増加している(図表 - 37)。また、構造的な要因としては、アジ

¹⁸ 経済財政諮問会議資料「構造改革と経済財政の中期展望 - 2003年度改定」(平成16年1月16日)

アとの国際分業を背景として輸出入が両建てで増加していることを挙げるができる。

輸出金額を仕向地別にみると（図表 - 38）2002年4 - 6月期以降の今回の景気回復局面において、アジア、特に急速な経済成長を続ける中国向け輸出の増加が全体を牽引してきたことがわかる。対照的に米国向け輸出は、自動車の現地生産工場の稼働、米国向け事務用機器の生産拠点がアジアへ移転したこと等により、2003年を通して前年比減少を続けた。

経済産業省「産業活動分析」で財別の輸出向け出荷の動向をみると（図表 - 39）2002年前半の回復局面初期においては生産財が大きく増加に寄与し、徐々に耐久消費財、資本財へ波及していったことがわかる。輸入の財別動向をみると（図表 - 39）輸出と同様、生産財の寄与が大きくなっており、国際分業の進展がうかがえる。

国内外の景気拡大スピードの差が輸出入増加の差に現れ、貿易収支黒字は拡大方向にある。また、対外純資産の増加が所得収支の黒字幅拡大を生み、アフガン・イラク戦争・新型肺炎問題が旅行者の減少を通じてサービス収支赤字を縮小させたため、経常収支全体でも黒字幅は拡大している（図表 - 40）。

経常収支の黒字は、これまで対外投資等を経て同程度の資本収支赤字（＝資本流出超）を生み、国際収支を均衡させてきたが、2003年4 - 6月期以降は、外国人投資家による対内株式投資の増加等を受けて資本収支も黒字で推移しており、高水準の為替介入による外貨準備増をもって均衡をもたらすという、国際収支の歪みを生じさせている（図表 - 41）。

9. 金融は緩和的な政策が維持されている（図表 45 頁）

金融政策は、2001年3月以来、当座預金残高を直接的な誘導目標とする量的緩和政策が維持されている。この結果、短期金利については、無担保コール翌日物はゼロ%近傍、CD3ヵ月（買い）は0.1%台の低位で推移している（図表 - 42）。

2003年10月には量的緩和政策継続のコミットメントが明示され、量的緩和政策解除に関する判断基準がより明確化された。これ以降、昨年一時的にボラティリティが高まった、長期金利の代表指標である10年物国債利回りは、比較的安定的に推移している（図表 - 42）。

2004年1月には量的緩和の拡大が実施され、日銀当座預金残高の目標値が「30～35兆円程度」まで引き上げられた。この結果、マネタリーベースは前年比で大幅な増加を続けている（図表 - 44）。マネーサプライは前年比で低い伸びが続いているが、対名目GDPでは高水準を維持している。

金融調節手段としては、長期国債買い切りオペは、1兆2,000億円の水準で継続している（図表 - 43）。また、国債現先オペは、期間の延長や金銭担保の導入が実施された。さらに、2003年に開始された資産担保証券買入は、2004年1月に買入基準の見直しが行われ、担保資産の範囲が拡張された。

民間銀行の貸出姿勢は、中小企業に対しては依然厳しいものの緩和傾向にあり、金融機関の貸出態度判断D.I.は改善を続けている（図表 - 46）。民間銀行の貸出減少幅もわずかながら減少基調にあり、特に、特殊要因（貸出債権の流動化・償却による変動分等）の調整後

は、この傾向がより鮮明に現れている（図表 - 45）。銀行の新規約定貸出金利は低位安定している。また、CP・社債については、発行スプレッドは低位安定しており、発行環境は良好である。残高も前年を上回って推移している。

第 章 国際商品市況の上昇が企業の投入・産出行動に与える影響

1．産業部門別投入・産出行動と物価波及プロセス（図表 46 頁）

世界経済の回復や中国経済の急速な発展等による素材需要の高まりを背景に、天然原料の国際商品市況の上昇に拍車がかかっている。日本経済のデフレ脱却にはなお時間を要することが予想されるなか、企業の原料投入コストの上昇は、交易条件の悪化を通じて企業収益にマイナスの影響を与えることから、企業部門を中心に緩やかな回復を続ける日本経済に対してマイナスの影響を及ぼすことが懸念される。

本章の分析のフレームは、図表 - 1 のとおりである。まず国際商品市況高騰による産業活動への影響の理解を容易にするため、産業活動を川上、川中、川下の 3 部門に分類する。ここで川上部門は鉄鉱石、石炭、石灰石等の天然原料を川中部門に産出する供給セクター（例：資源開発国、地域、企業等）、川中部門は生産設備を有し、川上部門から天然原料を投入し、川下部門へ中間製品を産出する供給セクター（例：製造業素材型産業）、川下部門は世界需要や国内需要などの最終需要に対して最終製品を産出する供給セクター（例：製造業加工組立型産業）である。川上、川中、川下部門の各産出物価・数量は、いずれも最終需要を反映した川下部門の需要曲線と各部門の供給曲線の形状に依存して決まると考えられるが、

川下産業では投入コストに占める天然原料ウェイトが低く、国際商品市況高騰によるコスト・プッシュ圧力（供給曲線の上方シフト）が川中産業に比べ小さいこと、川下産業の投入・産出物価は、製品の技術革新や製造工程のプロセスイノベーション等を反映し（国際商品市況高騰とはほぼ独立に）長期低下傾向にあること等から、国際商品市況高騰が企業の産出物価・数量に与える影響は、川下産業よりも川中産業により顕著に現れてくるものと考えられる。

以下では、国際商品市況高騰による川上、川中、川下部門の各国内物価（輸入物価、企業物価、消費者物価、企業向けサービス物価）及び企業の投入・産出物価への影響とともに交易条件の悪化が企業収益に与えるインパクトについて考察する。

2．騰勢が続く国際商品市況（図表 47 頁）

ここではまず国際商品市況の動向について概観する。

原油価格の推移をみると（図表 - 2）、2002 年後半以降中東情勢の緊迫化を背景に上昇し、イラク戦争終結によりいったん落ち着きを取り戻したものの、その後再び上昇へと転じ、2004 年 3 月には湾岸危機時の 1990 年以来となる 30 ドル/バレル台に達した。こうした原油価格上昇の背景には、世界的な景気回復に伴う需要の増加、イラク戦争後も中東地域を中心に頻発するテロ事件やイラクの戦後復興の遅れ等による供給不安心理の高まり、OPEC（石油輸出国機構）による生産調整スタンス、米国における低水準の石油在庫、などのいくつかの要因が存在している。

続いて国際商品市況の状況を見ると（図表 - 3）¹⁹、原油価格と同様、イラク戦争終結後も上昇基調が持続している。これを前年比で見ると（図表 - 4）2002年7 - 9月期以降7四半期連続でのプラスとなっており、足元でも前年比10%前後の高い伸びを記録している。個別商品ごとにみると、やはり原油を含むエネルギー関連商品の上昇寄与が大きいものの²⁰、エネルギー関連商品を除いたベースで見ても（図表 - 5）金属（アルミニウム、ニッケル、銅など）や食料（大豆、トウモロコシ類など）農産品（天然ゴムなど）など他の多くの商品においても価格上昇が目立っており、今次の商品市況の高騰が原油のみに限った話ではなく、国際商品全般にわたる現象であることが理解できる。

このような国際商品の高騰の背景には、次の二つの側面が存在している。第一は金融的な側面であり、国際的な金融緩和に伴い流動性が増加していることや、昨今のドル安傾向²¹によりドル資産の魅力が相対的に薄れてきていることから、投機資金が市況商品へ流入しているというものである。第二は実物的な側面であり、世界経済の回復や中国経済の急速な発展に伴い一次産品への需要が増大し、需給関係が逼迫しているというものである。

これら金融的な側面と実物的な側面とが相互に影響を及ぼし合うことにより、現在の市況の騰勢が形成されていると考えられる。

3．中国の世界に占める輸入シェアは拡大（図表 48 頁）

鋼材の中国の世界に占める輸入シェアは、2002年時点で8.9%と米国のシェアに迫る勢いで拡大している。鋼材の輸入動向を月次ベースで見ると、2003年以降急激に増大し、今後の成長を見込んだ旺盛な建設需要が中国の鋼材生産や鋼材輸入量を拡大させている。鋼材の電炉生産に利用される鉄スクラップ価格（アジア向け価格）も、中国の輸入動向に連動するように推移している。

プラスチック（一次産品）輸入シェアも、鋼材と同様に拡大している。2002年時点での輸入シェアは、1990年時点の約2.5倍である。プラスチックの月次の輸入動向をみると、下水管などインフラ整備等の国内需要が旺盛なことから拡大している。東アジア地区のポリスチレン樹脂価格²²は、2003年前半に下落したものの、2003年後半以降回復している。これは、中国の需要が増大していることや、生産コストの上昇（樹脂生産に必要なナフサ、ナフサ生産に必要な原油価格の高騰）を反映していると考えられる。

中国の大豆輸入量は2003年に入り急増している。この背景には、農地から工業用地への転用による作付面積の縮小や、昨年の干ばつといった天災の影響から生産が減少しているこ

¹⁹ ここではIMFの国際商品指数を使用している。IMF指数では金・銀等の貴金属は含まれていない。このほか、代表的な商品市況としてはCRB（Commodity Research Bureau）先物指数があるが、当指数は穀物関連の商品を多く含んでいるのが特徴である。なおいずれの商品指数で見ても指数の全体的な動きはほとんど変わらない。

²⁰ IMFの指数において原油のウェイトは全体の約4割を占める。

²¹ 第 4 章図表 - 31 参照。

²² 下水管等に利用される樹脂は塩化ビニール樹脂であるが、データの制約上、ポリスチレン樹脂価格を採用している。

とや、 経済成長に伴い食生活の向上から家畜の飼料として利用される大豆量が増大していることが挙げられる。大豆価格（シカゴ大豆相場価格）も、主要生産国である米国、ブラジルの天候不順で供給能力が低下するなか、中国需要の増大、投機資金の流入等の影響で2003年後半以降高騰を続けている。

4．円高が輸入物価上昇の防波堤に（図表 49 頁）

わが国の物価指数の推移をみると（図表 - 7）、企業物価指数、消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は足元ではやや持ち直しているものの、対応する米国の物価指数と比較すると（図表 - 8）依然として弱い動きにとどまっている。ただし輸入物価指数についてみると、契約通貨ベースではこのところ上昇傾向がみられている。

そこで契約通貨ベース²³の輸入物価指数の推移をみると（図表 - 9（1））、2002年10-12月期以降6四半期連続で前年比プラスとなっている。図表 - 4と比較するとわかるように、契約通貨ベースの輸入物価指数は国際商品指数とほぼ平行に動いており、最近の上昇は国際商品市況の高騰を背景にしたものであるといえることができる。

財別の寄与をみても、原油価格の高騰を反映して「石油・石炭・天然ガス」の上昇幅が大きくなっているほか、「金属・同製品」（鉄鋼、銅鉱、ニッケルなど）や「食料品・飼料」（大豆、トウモロコシ）がプラスに寄与しており、国際商品市況の商品別の動き（図表 - 4、5）をそのまま投影しているといえる。なお価格下落の続くパソコンなどのIT関連製品を含む「機械器具」は、依然として前年比マイナスを続けているものの、その減少幅は縮小傾向にある。

次に円ベースの輸入物価指数をみると（図表 - 9（2））、契約通貨ベースとは対照的にここ2四半期は前年比マイナスとなっており、むしろ弱含みともいえる。これは円高の進行によるものであり、契約通貨ベースでの物価上昇は円ベースにまで波及していないことがわかる。

財別の寄与をみると、「金属・同製品」や「食料品・飼料」は円ベースでも前年比プラスの寄与を維持しているものの、「石油・石炭・天然ガス」は契約通貨ベースではプラス寄与だったものが、円ベースではここ2四半期マイナスに転じている²⁴。このほか、「機械器具」もマイナス幅を拡大させており、円ベースの物価を下押ししている。

このように輸入物価指数は契約通貨ベースでは物価上昇がみられるものの、円ベースでは物価上昇はみられず、むしろ足元では弱含みである。これは円高の影響によるものであり、

²³ 契約通貨の通貨別構成比をみると、米ドルが70.5%と最も高く、次いで円23.9%、ユーロ3.5%である（2003年12月時点）。

²⁴ 「金属・同製品」や「食料品・飼料」では円ベースでも前年比プラスを維持しているにもかかわらず、「石油・石炭・天然ガス」では円ベースでマイナスに転じている理由の一つとして、契約通貨構成の相違が考えられる。すなわち、契約通貨に占める円の割合は「金属・同製品」では14.7%、「食料品・飼料」では17.0%であるが、「石油・石炭・天然ガス」では0.0%、つまり100%外貨（米ドル）となっている（いずれも2003年12月時点）。このため円ベースに変換したときの為替レートの変化の影響は、相対的に「石油・石炭・天然ガス」において大きくなると考えられる。

輸入物価指数では円高が国際商品市況高騰に伴う物価上昇圧力の防波堤として機能しており、円ベースでの物価は比較的安定していることがわかる。

5．企業物価の下落幅は縮小、消費者物価は緩やかなデフレ状態（図表 50 頁）

企業物価（国内需要財²⁵）は、2002 年 10 - 12 月期から 2003 年 7 - 9 月期にかけて原油高の影響から素原材料（輸入物価）が上昇しているほか、2003 年 7 - 9 月期には中間財（国内品）もプラスに転じているなど、全体としては下落幅が縮小している。業種別では、素原材料のうちの鉱産物（原油等）、エネルギー関連（特に石油・石炭製品）、化学、鉄鋼等がプラスに影響しているほか、足元では、鉄鋼、食品、非鉄金属のプラスの影響が拡大している。鉱産物は、2003 年 10 - 12 月期以降マイナスへと転じているが、これは、円高の影響で原油価格の上昇が小幅に抑えられたことと石炭、特に、長期契約に基づき調達される一般炭がマイナスで推移していることが影響していると考えられる²⁶（図表 - 10）。

消費者物価（除く生鮮食品）は、2003 年度は医療費自己負担割合の引上げ等により公共サービスがプラスに転じたほか、冷夏による米価格の上昇を反映して農業畜産物がプラスに影響しているが、こうした特殊要因を除けば依然マイナスで推移しており、緩やかなデフレ状態にある（図表 - 11）。

企業向けサービス価格は、2002 年 10 - 12 月期以降、海外要因により運輸がプラスに寄与しているものの、リース・レンタル、不動産等を中心に国内要因ベースでは前年比マイナス 1 %程度で推移している（図表 - 12）。

以上をまとめると、物価は、企業物価（国内需要財）については素原材料、中間財での上昇がみられる最終財でもマイナス幅を縮小させている。4 月時点の企業物価（国内需要財）はプラスへ転じているなど下げ止まりの方向にあるが、消費者物価は農業畜産物要因を除けば依然マイナスで推移しており、緩やかなデフレ傾向にある²⁷。

6．素材型投入・産出物価ともに上昇傾向にあるものの、業種でばらつき（図表 51 頁）

本節では、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」を用いて、前節の企業物価動向で確認された素原材料、中間財の上昇について、製造業の生産活動の観点から検討する。具体的には、製造業を素材型産業、加工組立型産業²⁸に分類し、まずは素材型産業について、

投入物価（生産に利用される財の価格）、産出物価（生産された財の価格）の推移をみる。1990 年代以降の投入物価上昇局面において、産出物価への価格転嫁がどの程度実現されてい

²⁵ 国内需要財は、国内品と輸入品の加重平均。

²⁶ 国内需要財を算出するのに用いられる日本銀行公表の輸入物価統計から判断している。国内需要財では、財段階別、業種別まではみることができ、個別の財レベルまでは公表されていない。

²⁷ 2004 年度見通しとしては、日本銀行「経済・物価情勢の展望（2004 年 4 月）」によれば、消費者物価（除く生鮮食品）の政策委員の大勢見通しは、-0.2～-0.1（中央値 -0.2）%となっている。

²⁸ 素材型：繊維、パルプ・紙・木製品、化学、窯業・土石、鉄鋼、非鉄金属

加工組立型：食料品、一般機械、電気機械、精密機械、輸送用機械

なお統計ごとに業種分類の若干の相違がみられるが、それぞれ対応する業種に突合・集計させて分析した。

るかを検討する。

素材型産業の投入物価は、全体では2002年7 - 9月期にプラスへ転じ、その後も強含みで推移している。業種別でみると、化学製品（石油化学等）、鉄鋼、パルプ・紙・木製品、繊維製品がプラスに影響している。足元では、化学製品のプラスの影響は縮小傾向にあるものの、鉄鋼、非鉄金属のプラスの影響が拡大している（図表 - 13）。鉄鋼の投入物価の内訳をみると、鉄スクラップがプラスに大きく寄与しているなど、中国の需要増大による国際商品市況の高騰の影響が現れている。

素材型産業の産出物価は、全体では、2002年10 - 12月期にプラスへ転じ、その後も強含みで推移している。業種別でみると、繊維製品はマイナスで推移しているものの、化学製品、鉄鋼はプラスに影響している。足元では、化学製品のプラスの影響は縮小傾向にあるものの、鉄鋼、非鉄金属、パルプ・紙・木製品のプラス寄与が大きい（図表 - 14）。

以上をまとめると、全体では製造業素材型産業の投入物価、産出物価はラグを伴ってプラスに転じているものの、その後は上昇傾向にある。また、業種によって素材型全体の投入物価や産出物価の上昇に与える影響は異なり、価格転嫁の実現度合いに違いがあると考えられる。

そこで、1990年代以降3回（期、期、期）²⁹の投入物価上昇局面における各素材型産業の価格転嫁の実現度合い（価格転嫁率）³⁰を算出したところ、化学は価格転嫁率が低下しているほか、非鉄金属も期と比較して期の価格転嫁率が低下している、鉄鋼、紙・パルプは今回局面において最も価格転嫁率が高くなっているといった特徴が挙げられる。

以上をまとめると、今回局面において、鉄鋼、紙・パルプは価格転嫁が進展しているものの、化学、非鉄金属は価格転嫁率が低下してきているなど、業種で価格転嫁の進展度合いは異なる（図表 - 15）。

7．生産能力の不足業種で価格転嫁が進展（図表 52 頁）

素材型産業の価格転嫁率が業種によって異なる背景には、生産能力、競争環境の差異があるものと考えられる。企業の保有する生産能力は供給量を規定するため、現実の需要量

²⁹ 3回（期、期、期）の時期は業種で異なる。参考までに、各業種の投入物価ベースのボトム・ピーク時期は以下のとおり。

| 業 種 | ボトム | ピーク | 業 種 | ボトム | ピーク |
|-------|---------|---------|------|---------|---------|
| 紙・パルプ | 1996/2Q | 1997/2Q | 鉄 鋼 | 1996/3Q | 1997/3Q |
| | 1999/4Q | 2001/1Q | | 1999/4Q | 2000/3Q |
| | 2001/4Q | 2004/1Q | | 2001/4Q | 2004/1Q |
| 化 学 | 1996/1Q | 1997/2Q | 非鉄金属 | 1996/3Q | 1997/3Q |
| | 1999/1Q | 2001/2Q | | 1999/1Q | 2001/1Q |
| | 2002/1Q | 2004/1Q | | 2001/4Q | 2004/1Q |

³⁰ 価格転嫁率の算出式は以下のとおり。

$$\text{価格転嫁率（％）} = \frac{\text{産出物価指数のボトムからピーク時までの上昇率（％）}}{\text{投入物価指数のボトムからピーク時までの上昇率（％）}} \times 100$$

に対して生産能力が不足していれば超過需要が発生し、価格が上昇するため、価格転嫁率が上昇すると考えられる。一方、現実の需要量に対して生産能力が過剰であれば、超過供給が発生し、価格が低下するため、価格転嫁率は低位にとどまると考えられる。また企業の競争環境の差異は、業界の事業再構築や産業再編の進捗度合いあるいは供給増圧力の違い等を反映して企業の供給量に影響を与えるため、均衡価格の差異を通じて価格転嫁率にも影響を与えることが考えられる。

そこでまず企業の生産能力と需給ギャップの関係をみるため、現実の企業の生産能力と実稼働分の生産能力とのギャップを生産設備判断D.I.で調整した指数を算出し(以下、生産能力過不足度指数と呼ぶ)その推移をみってみる。ここで生産能力過不足度指数は、企業の供給能力(供給量)と現実の需要量に則した生産量とのギャップ(需給ギャップ)を反映していると考えられるので、この値がプラスになると生産能力過剰(=超過供給の発生)マイナスになると生産能力不足(=超過需要の発生)と考えられる。

図表 - 16 で生産能力過不足度指数の業種別の推移をみると、素材型全体ではバブル経済崩壊後の1991年10-12月期以降プラスで推移し、生産能力の過剰が続くなか、足元では依然として化学、非鉄金属等でプラスが続いているものの、鉄鋼、紙・パルプではマイナスになっており、業種によって生産能力の過不足度合いに違いがあることがわかる。

次に価格転嫁率と生産能力過不足度指数の関係をみるため、鉄鋼、紙・パルプ、化学、非鉄金属の素材4業種について、今回(第 期)と1990年代の過去2回(第 期、第 期)の投入価格上昇局面における価格転嫁率と生産能力過不足度指数の関係をみると(図表 - 17)、鉄鋼、紙・パルプでは第 期から第 期までの間に生産能力が過剰から不足に転換あるいは不足感が継続するなかで、価格転嫁率が上昇しているのに対し、化学、非鉄金属では、生産能力の過剰度が上昇あるいは不足から過剰へ転じるなかで、価格転嫁率が低下していることがわかる。すなわち、生産能力の不足業種(鉄鋼、紙・パルプ)では価格転嫁が進展しているのに対し、生産能力の過剰業種(化学、非鉄金属)では価格転嫁が進展していない、という関係があるといえる。

以上の結果から、生産能力の不足業種(鉄鋼、紙・パルプ)と過剰業種(化学、非鉄金属)の各産出価格・数量の関係を需要・供給曲線で表すと図表 - 18 のようになる。すなわち(1)鉄鋼、紙・パルプでは、中国需要等の増加で需要が拡大する一方(需要曲線のD D'への上方シフト)事業再構築や産業再編の進展によって設備集約化が進み(供給曲線のS S'への左シフト)さらに原材料価格の上昇が生じているため(供給曲線のS' S''への上方シフト)超過需要が発生し、価格が大幅に上昇している。一方、(2)化学、非鉄金属では、需要の拡大はあるものの(需要曲線のD D'への上方シフト)原材料価格上昇によるコスト・プッシュ圧力(供給曲線のS S'への上方シフト)を供給増圧力が打ち消し(供給曲線のS' S''への右シフト)超過供給が発生しているため、価格上昇の影響は小幅にとどまっている。

8. 加工組立型の投入・産出物価は下落傾向（図表 53 頁）

ここでは、加工組立型産業の投入・産出物価動向について検討する。

加工組立型産業の投入物価は、全体では下落幅が縮小し、足元プラスへと転じている（図表 - 19）。業種別でみると、主に冷夏による米不作から生じた米価格の上昇を反映して食料品がプラスに影響しているほか、足元では電気機械のマイナス幅が縮小している。電気機械の下落幅が縮小しているのは、電子・通信機器のマイナス幅が縮小しているほか、鉄鋼、非鉄金属がプラスに影響していることが要因として挙げられる。

加工組立型産業の産出物価は、1990 年代後半から一貫して下落している。業種別でみると、食料品はプラスに影響しているものの、機械類全般のマイナスの影響は大きい（図表 - 20）。

以上から、素材型産業における投入・産出物価上昇の影響が電気機械、輸送機械の投入物価のうち鉄鋼、非鉄金属のプラス寄与として確認されるものの、電気機械では電子・通信機器等、輸送機械では自動車部品等が依然マイナスで推移しており、特殊要因で上昇している食料品の影響を除けば加工組立型産業の投入物価は下落傾向にある。加工組立型産業の産出物価は、長期的に下落傾向にあり、この背景には、輸入品との競合や技術革新の影響等があると考えられる。

次に企業収益（経常利益）の変動要因を、 交易条件（産出物価 / 投入物価）要因、 売上価格要因、 売上数量要因、 固定費要因、 に分解し³¹、製造業について素材型産業・加工組立型産業別にその動向を概観する。

まず素材型産業についてみると（図表 - 21）、経常利益の前年比はこのところ縮小傾向にあり、2003 年第 4 四半期には 6 四半期ぶりにマイナスに転じた。これを要因別にみると、まず増益要因については、固定費要因が引き続きリストラの進展等によりプラスに（つまり固定費が削減されている）、売上価格要因もプラスに寄与している。

一方で減益要因は交易条件要因と売上数量要因である。前者は 2002 年 7 - 9 月期以降マイナスであるものの、今年度に入り縮小傾向をみせている。後者は逆に 2002 年 7 - 9 月期以降プラスに寄与していたが、2003 年 4 - 6 月期以降はマイナスに転じている。個別業種でみると³²、この売上数量の減少は主に化学の落ち込みによるものである。足元の収益の下押し傾

³¹ 分解方法は内閣府「平成 14 年度年次経済財政報告」第 1 章第 2 節に準じる。すなわち、

$$\pi = P_o O - P_i I - F$$

$$\left(O = \frac{S}{P_o} \quad I = \frac{V}{P_i} \quad V = S - \pi - F \right)$$

（ π ：経常利益、 P_o ：産出価格、 O ：産出量、 P_i ：投入価格、 I ：投入量、 F ：固定費（人件費 + 金融費用 + 減価償却費）、 S ：売上高、 V ：変動費）

より、

$$\Delta \pi = \underbrace{I(\Delta P_o - \Delta P_i)}_{①} + \underbrace{\Delta P_o(O - I)}_{②} + \underbrace{\Delta O(P_o - P_i)}_{③} + \underbrace{P_i(\Delta O - \Delta I)}_{④} - \underbrace{\Delta F}_{⑤} - \underbrace{\Delta P_o \Delta O + \Delta P_i \Delta I}_{⑥}$$

（ $\textcircled{1}$ ：交易条件要因、 $\textcircled{2}$ ：売上価格要因、 $\textcircled{3}$ ：売上数量要因、 $\textcircled{4}$ ：固定費要因、 $\textcircled{5}$ ：交絡項）

が得られる。

³² 素材型産業における各業種の売上高でみた構成比（各業種 2003 年売上高 ÷ 素材型産業 2003 年売上高）は、化学 39.0%、鉄鋼 15.3%、パルプ・紙・木製品 13.7%と、化学の占める割合が大きい。

向はこの売上数量要因の弱含みによるものであることがわかる。

物価との関連で注目されるのは売上価格要因と交易条件要因である。本章6節でみたとおり、素材型産業では2002年7 - 9月期以降投入物価が上昇しているが、それと同時期に交易条件も悪化へと転じている。ただし2003年1 - 3月期を底にそのマイナス寄与は縮小傾向にある。これは足元で販売製品への価格転嫁が実現できているためであり、業種別にみると化学や紙・パルプでの改善が目立っている。こうした価格転嫁の結果、売上価格要因は収益にプラスの影響を与えている。もちろんこれは個々の業種によって差異があることは本章6節のとおりであるが、素材型産業全体としてみれば価格転嫁は程度の差こそあれ実現できているといえよう。これは加工組立型産業との比較においてより顕著に現れる。

そこで加工組立型産業についてみると(図表 - 22) 加工組立型でも経常利益の前年比の伸びは縮小傾向にある。これを要因別にみると、増益要因としては2002年7 - 9月期以降の売上数量の増加による要因が大きい。この売上数量の増加は、加工組立型に属する全ての業種³³においてみられている。

これに対して減益要因として作用しているのは、交易条件要因と売上価格要因であり、物価関連の要因が加工組立型産業の収益の下押し要因となっていることがわかる。交易条件要因は2003年第4四半期にはさらに拡大しているが、これは電気機械や一般機械での交易条件の悪化を反映している。図表 - 19からもわかるように、加工組立型の投入物価は素材型と異なり足元を除いて下落が続いている。従って交易条件が悪化したということは、投入物価以上に産出物価、つまり製品販売物価が下落しているということを示している。その予想を裏付けるように、加工組立型の売上価格要因は一貫してマイナスに寄与しており、改善の兆しがみられていない。これは特に電気機械で顕著である。

以上のように加工組立型産業では素材型産業と同様、交易条件の悪化が企業収益を圧迫しているが、素材型産業と異なり改善の兆しはみられない。製品価格が投入品の価格以上に下落しているという意味において、加工組立型では十分な価格転嫁が実現できていないということができよう。

9. 交易条件の悪化が企業収益に与える影響(試算)(図表54頁)

最後に本節では、国際商品市況上昇による企業の投入物価の上昇が、企業収益に与える影響について試算を行う。

国際商品市況の上昇が企業の投入物価上昇を通じて企業収益に影響を与えるルートは次のとおりである。まず国際商品市況の上昇は、素材型産業の原材料コストの上昇を通じ、素材型産業の投入物価を上昇させることから、素材型産業の企業収益に対してマイナスの影響を与える(投入価格効果)。また同時に、素材型産業の投入物価の上昇は、素材型産業の加工組

³³ 加工組立型産業における各業種の売上高でみた構成比(各業種2003年売上高÷加工組立型産業2003年売上高)は、電気機械34.0%、輸送用機械27.4%、食料品20.5%、一般機械13.2%と、電気機械、輸送用機械の占める割合が大きい。

立型産業に対する価格転嫁による産出物価の上昇を通じ、素材型産業の企業収益に対してプラスの影響をもたらす（産出価格効果）。一方、加工組立型産業においては、素材型産業の産出物価の上昇は加工組立型産業の投入物価を上昇させることから、加工組立型産業の企業収益に対してマイナスの影響を与える（投入価格効果）。また同時に、加工組立型産業の投入物価の上昇は、加工組立型産業の最終製品に対する価格転嫁による産出物価の上昇を通じて、加工組立型産業の企業収益に対しプラスの影響をもたらす（産出価格効果）。このように投入物価上昇が企業収益に与える効果には、素材型産業、加工組立型産業の双方において、投入物価上昇による企業収益押し下げ効果（投入価格効果）と価格転嫁による産出物価上昇による企業収益押し上げ効果（産出価格効果）の二つの効果が働くことから、投入物価上昇が企業収益に与える影響を試算するに当たっては、両者の効果をネットアウトした純効果を考慮する必要がある。

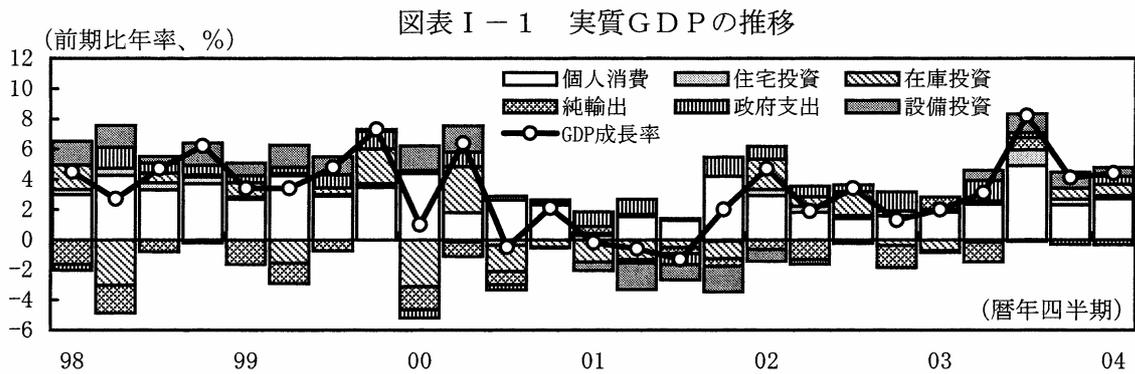
図表 - 23 は、以上の考え方に基づき、素材型産業の投入物価が1%上昇した場合の企業収益への影響を試算したものである。ここでは試算の前提条件として、素材型産業の価格転嫁率を今次投入物価上昇局面における実績転嫁率並み(46.8%)、加工組立型産業の価格転嫁率をこれまでの投入・産出物価の趨勢からゼロと仮定している。同図表の試算結果をみると、素材型産業では、1%の素材型産業の投入物価上昇により、投入価格効果による収益押し下げ効果で18.6%の減益、産出価格効果による収益押し上げ効果で11.5%の増益となり、ネットでは7.1%の減益となる。また加工組立型産業では、投入価格効果による収益押し下げで5.1%の減益、産出価格効果による収益押し上げ効果を0%（価格転嫁率をゼロと仮定）とすると、ネットでは5.1%の減益となる。

このように国際商品市況上昇は企業収益に対して一定のマイナスの影響をもたらすものの、実際の企業収益は、投入価格要因以外に、産出価格要因、産出数量要因、固定費削減要因など様々な要因が複合的に作用して決まることに留意する必要がある。従って、ここで試算された投入物価上昇による収益押し下げの影響は、今後、世界経済の回復に伴う需要増の継続を背景に価格転嫁の進展が見込まれること、売上数量の増加が期待できることなどの増益要因を鑑みれば、現実の企業収益に対して顕在化するリスクは少ないものと思料される。

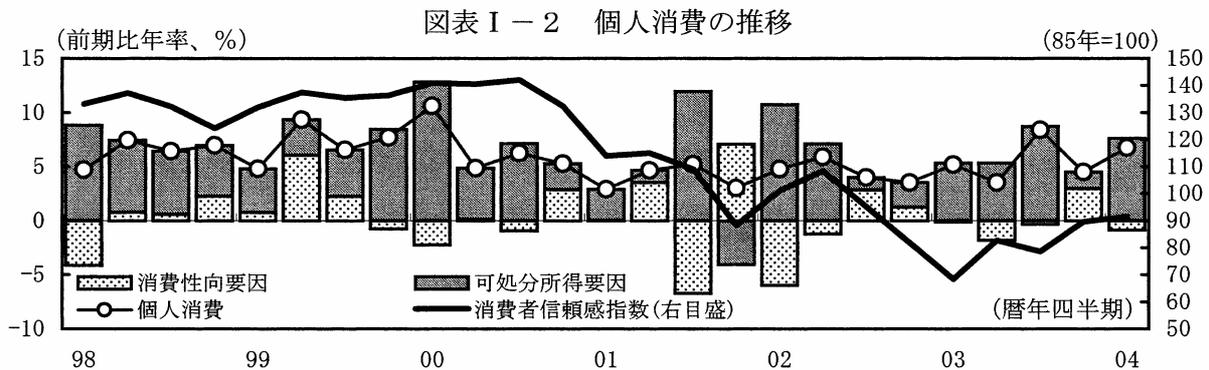
・米国、アジアが牽引する世界経済

米国：個人消費に加え、設備投資も増加

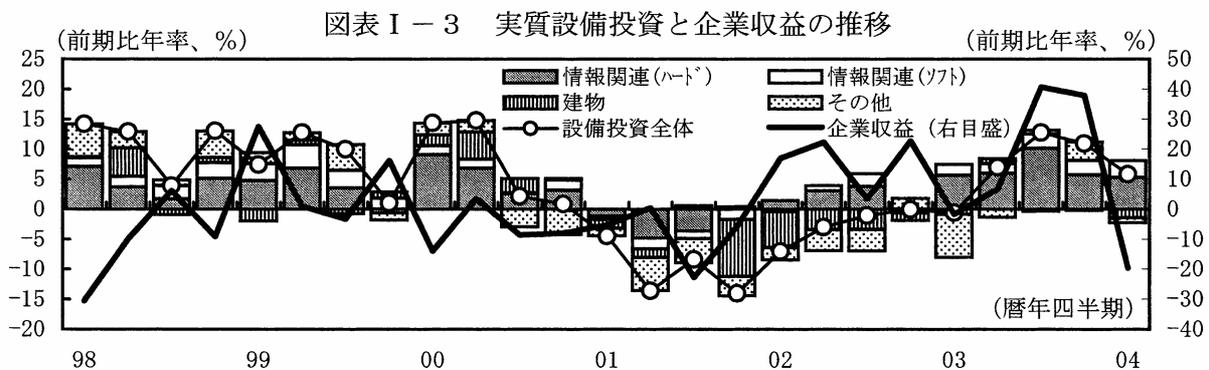
- ・米国経済は堅調に推移している。2004年1 - 3月期の実質GDP伸び率(1次改訂値)は、個人消費に加え設備投資も増加したことにより、前期比年率4.4%増と10四半期連続で前期比増加となった。
- ・所得の増加を背景に、個人消費は、増加している。消費者マインドは緩やかに改善している。
- ・企業収益は、増益基調が続いている。設備投資は、コンピュータ等の情報関連を中心に増加している。



(備考) 米商務省“National Income and Product Account”により作成。



(備考) 米商務省“Personal Income and Outlays”により作成。

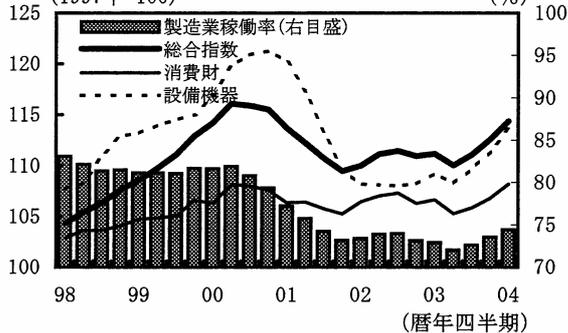


(備考) 米商務省“National Income and Product Account”により作成。

米国 : 生産・雇用ともに回復、利上げ時期が焦点に

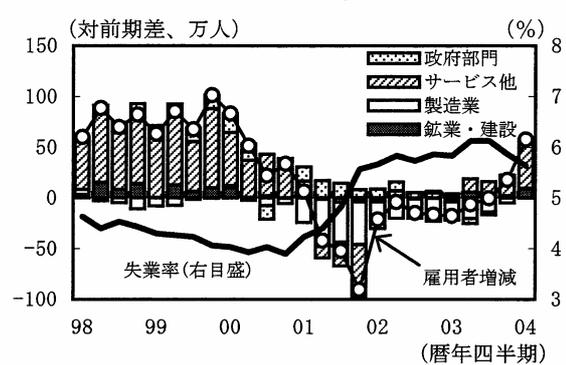
- ・ 鉱工業生産は、好調な内需を背景に増加している。稼働率は、低水準ながら、緩やかに上昇している。
- ・ 雇用情勢は回復に転じている。雇用者数はサービス業を中心に2四半期連続の増加となっている。失業率も緩やかに低下している。
- ・ 物価は、原材料が高騰しており、さらに中間財、最終財へと波及しつつある。
- ・ 株価は、2003年末にかけて景気回復を背景に大幅に回復したが、中東情勢の緊迫化などにより、一進一退の動きとなっている。
- ・ FFRレート、長期金利ともに低位安定で推移しているが、雇用の回復、物価の上昇等を受け、利上げ時期が焦点となっている。

図表 I - 4 鉱工業生産指数・製造業稼働率 (%)



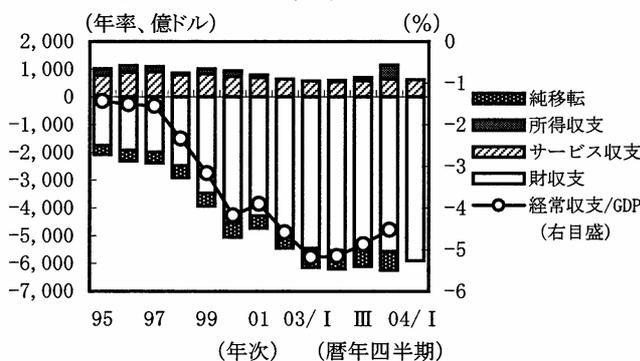
(備考) FRB “Industrial Production and Capacity Utilization” により作成。

図表 I - 5 雇用者増減数と失業率 (%)



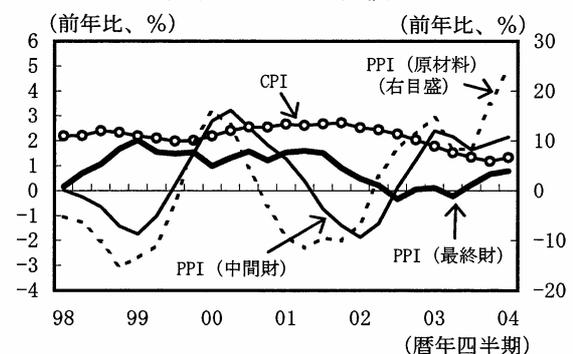
(備考) 1. 米労働省 “Employment Situation” により作成。
2. 雇用者数は非農業部門、月平均。

図表 I - 6 経常収支 (%)



(備考) 1. 米商務省 “Balance Of Payment”、米商務省 “US International Trade in Goods and Services” により作成。
2. 2002年まで暦年、2003年以降は四半期を年率換算。

図表 I - 7 物価 (%)



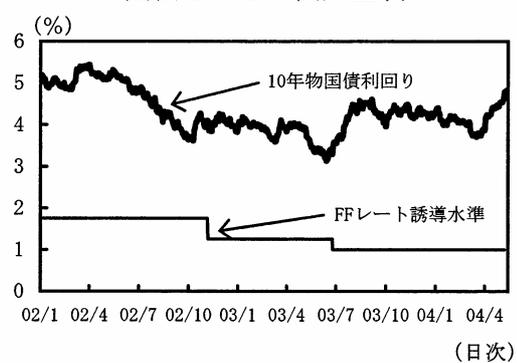
(備考) 1. 米労働省 “Producer Price Index”、“Consumer Price Index” により作成。
2. 食料、エネルギーを除くコア指数。

図表 I - 8 株価指数



(備考) Dow Jones、DRIにより作成。

図表 I - 9 長短金利 (%)

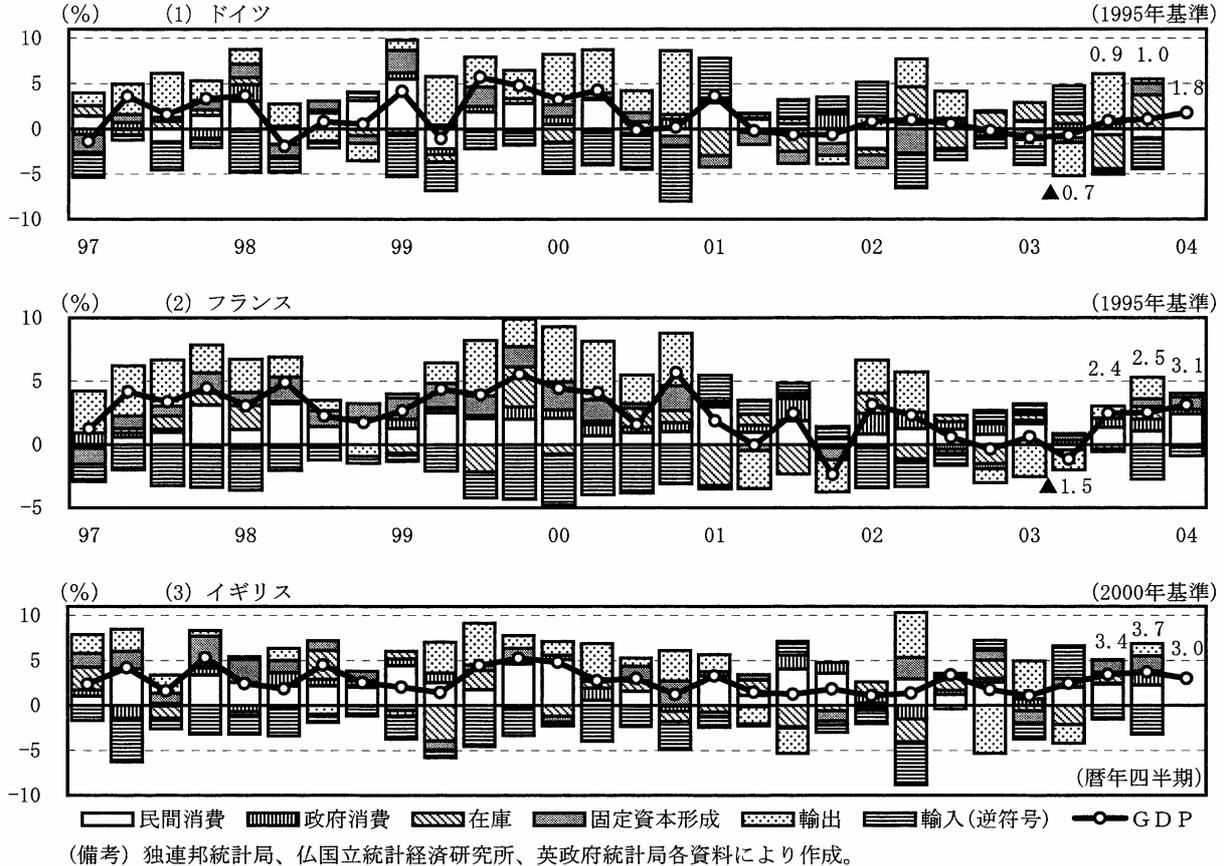


(備考) FRB資料、Wall Street Journalにより作成。

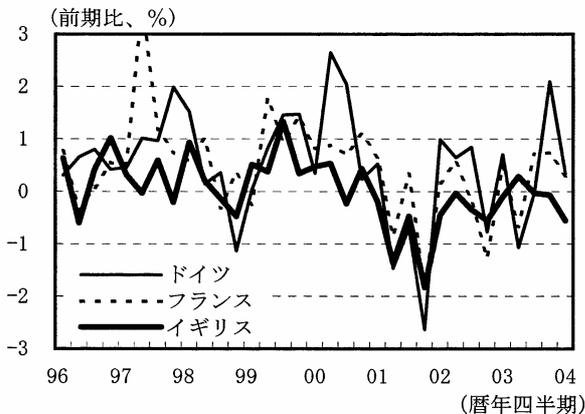
欧州主要国（独、仏、英）経済：回復が進展

- ・ドイツ、フランス経済は、外需を通じた企業部門の主導により、景気は緩やかな回復を続けている。失業率は高止まり傾向にあるが、フランスでは個人消費は比較的堅調である。一方、ドイツでは個人消費は低迷しており、景気回復の懸念材料となっている。
- ・イギリス経済は、輸出低迷等により製造業は弱含み傾向であるが、歴史的に低水準の失業率等を背景として個人消費が堅調で、内需を牽引役として景気は堅調に推移している。

図表 I-10 欧州主要国の実質国内総生産の推移（前期比年率、項目別寄与度）

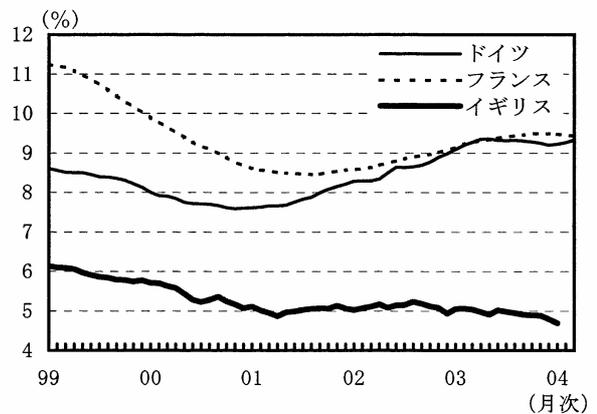


図表 I-11 欧州主要国の鉱工業生産指数



- (備考) 1. 独連邦統計局、仏国立統計経済研究所、英中央統計局各資料により作成。
2. 季節調整値。

図表 I-12 失業率の推移

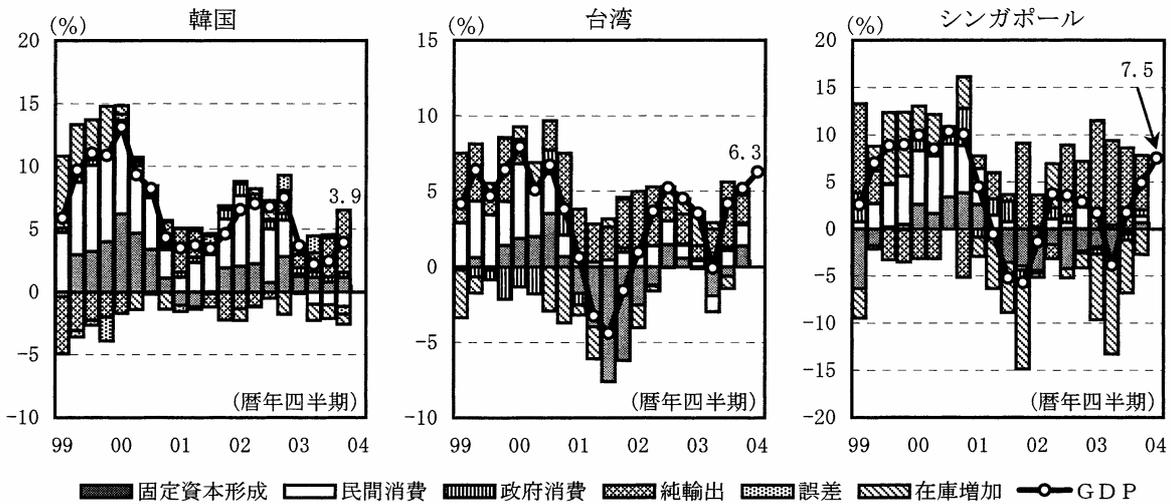


- (備考) 1. OECD統計により作成。
2. 失業率は各国比較のためILO基準値による。
3. 季節調整値。

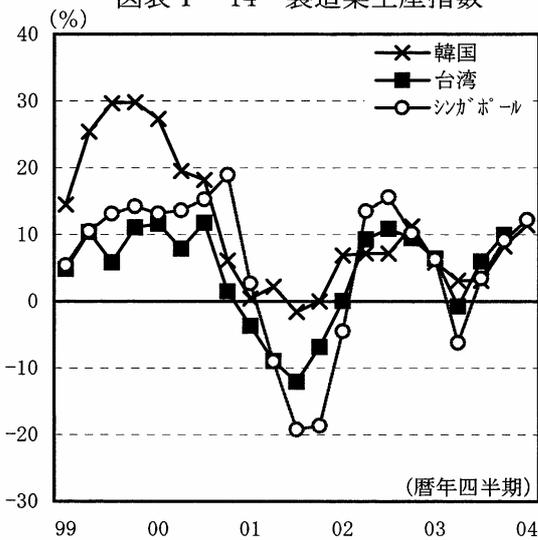
アジア主要国経済：外需主導で回復、韓国の消費は低迷

- ・アジア主要国経済は、新型肺炎（SARS）等の影響から、2003 年前半の景気は減速傾向にあったが、2003 年後半以降は好調な外需が牽引役となり、各国とも生産は回復し、韓国を除いて景気の回復基調は鮮明となっている。
- ・韓国では、カード債務延滞者が増加していることや、失業率が高水準にあることから、消費は低迷し、輸出主導の経済成長が経済全体に波及するには至っていない。
- ・台湾では、アジア向け半導体等の電子製品輸出が好調なことから、企業収益が好転し、消費、投資共に回復している。
- ・シンガポールでは、EU向け製薬輸出、中国向け石油化学輸出が牽引役となり、景気回復が鮮明となっている。中央銀行（MAS）は、国際商品市況の高騰やGST（物品・サービス税）の引上げ等の要因から、インフレ圧力が懸念されることを理由に、為替レートの誘導目標を「中立」から「緩やかなシンガポールドル高容認」とし、金融引締め政策へと転じている。

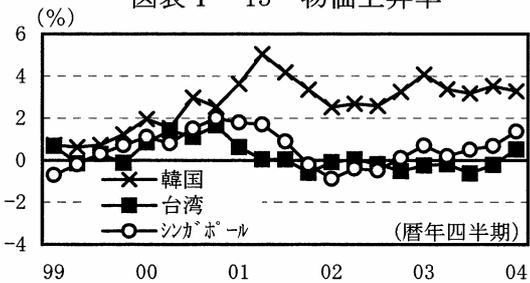
図表 I - 13 実質GDP成長率



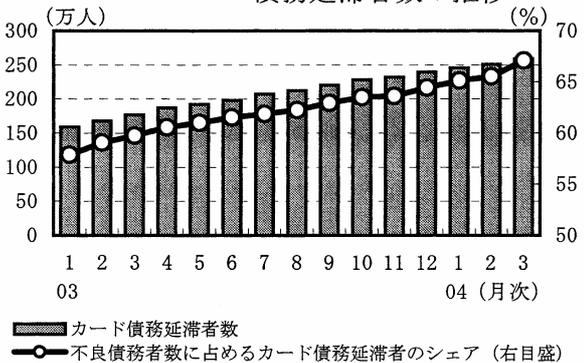
図表 I - 14 製造業生産指数



図表 I - 15 物価上昇率



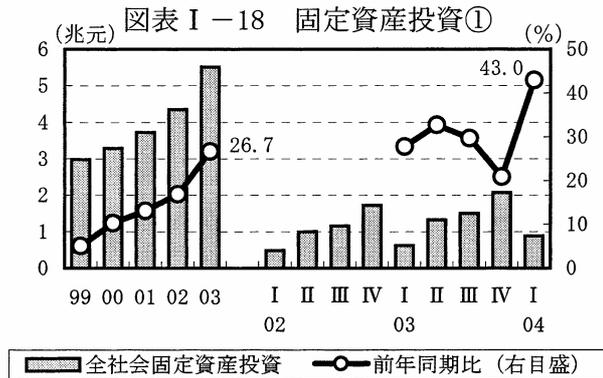
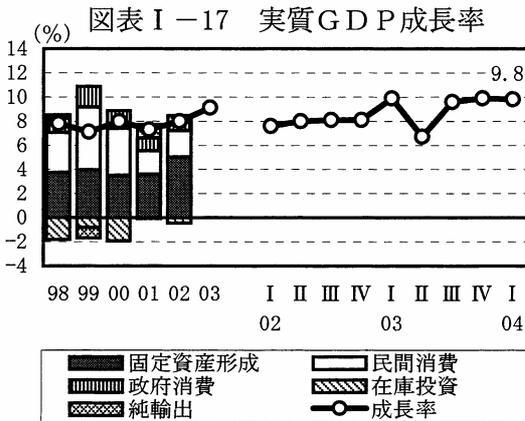
図表 I - 16 韓国のクレジットカード債務延滞者数の推移



(備考) 1. 各国統計により作成。
 2. 伸び率は前年同期比。
 3. 図表 I - 16は、韓国全国銀行連合会資料により作成。カード債務延滞者とは、30万ウォン以上・3ヵ月以上の滞納者を指す。

中国 : 高まる景気過熱警戒感 - 抑制難しい固定資産投資 -

- ・ 2004年1-3月期の実質GDPは9.8%増と、3月の全人代で発表された2004年数値目標の7%を大きく上回る水準となったことから、景気に対する過熱警戒感が高まっている。
- ・ 高成長が続いている要因は、過熱する固定資産投資である。1-3月期の固定資産投資は前年比43.0%増と高水準を記録した。業種別にみると、インフラ関連投資のほか、鉄鋼、化学といった産業設備投資も増加に寄与している。また地域別では沿海地域に加え、内陸地域での増加が全体を後押ししており、とりわけ地方政府主導による投資が加速していることから、重複投資や効率の悪い投資による供給過剰が懸念される。
- ・ 民間消費は、新型肺炎騒ぎの終息した2003年7-9月期以降、自動車、家電製品の購入など、旺盛な個人消費を背景に伸び率が加速している。
- ・ 2004年1-3月期貿易は、生産拡大に伴う原材料輸入増等により、貿易赤字に転じた。



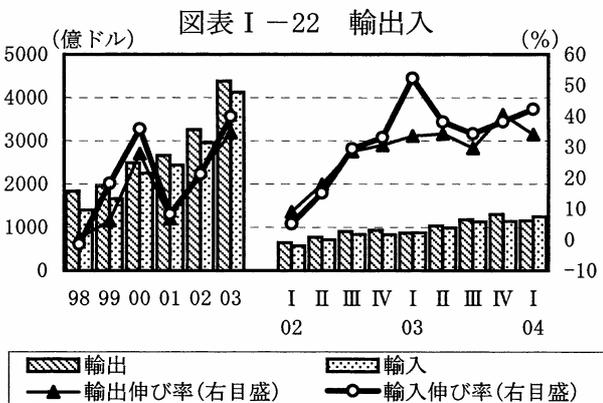
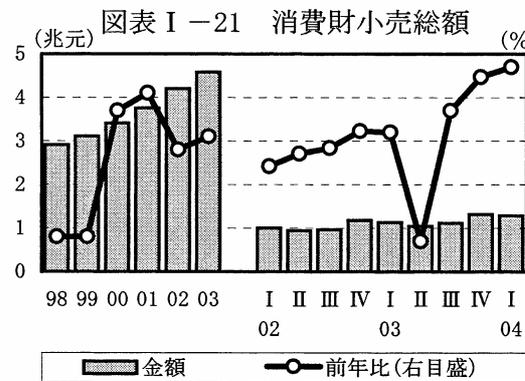
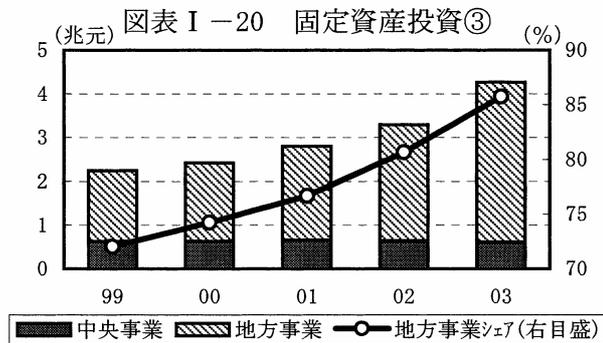
図表 I-19 固定資産投資②

< 増加寄与の大きい業種 > (2004年1-3月期)

| 業種 | 前年比 | 構成比 | 寄与率 |
|----------|--------|-------|-------|
| 製造業 | 75.8% | 27.2% | 36.3% |
| 金属 | 108.4% | 8.7% | 14.1% |
| 化学 | 73.3% | 6.0% | 7.9% |
| 非製造業 | 39.5% | 72.8% | 63.7% |
| 不動産 | 39.8% | 29.2% | 25.7% |
| 電力・ガス・水道 | 53.1% | 9.2% | 9.8% |

< 増加寄与の大きい地域 > (2004年1-3月期)

| 地域 | 前年比 | 構成比 | 寄与率 |
|-----|-------|-------|-------|
| 江蘇省 | 66.2% | 12.8% | 17.7% |
| 山東省 | 62.2% | 7.0% | 9.1% |
| 浙江省 | 47.3% | 9.0% | 8.9% |

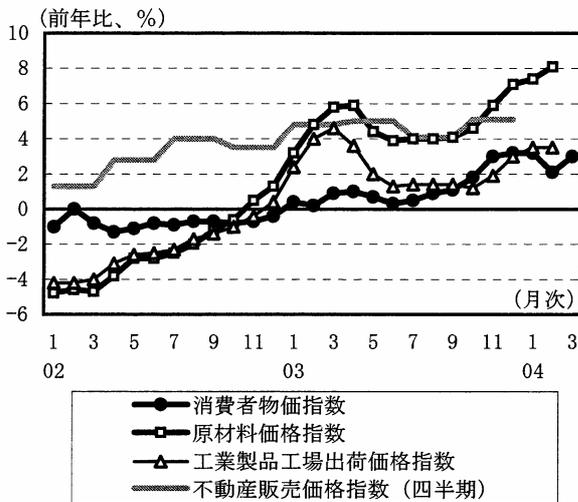


(備考) 1. IMF “International Financial Statistics”、中国統計年鑑、中国经济景气月報、中国人民銀行資料により作成。
2. 伸び率は前年同期比。

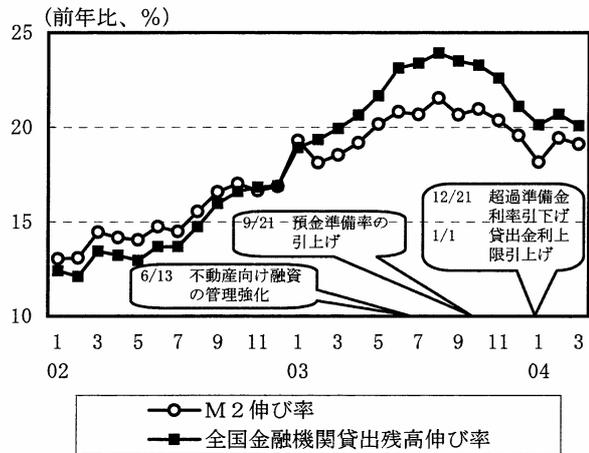
中国：強まるインフレ傾向と金融調節の限界

- ・物価は、2003年中央にかけ、インフレ沈静化の兆しがみられたものの、年後半に入り、農業生産の停滞などから食料品価格が上昇したほか、2003年10-12月期には工業生産拡大に伴い、鋼材の逼迫などから原材料価格が高騰し、インフレ傾向が強まっている。
- ・マネーサプライは、2003年9月の人民銀行による預金準備率引上げ以降、減速傾向にあるものの、2004年に入ってから依然として高水準の伸びが続いており、人民銀行は2004年4月に預金準備率の引上げを再度実施している。
- ・インターバンク金利は、2003年9月の預金準備率引上げを受け、一時上昇したものの、金利高を持続するには至っていない。過熱する投資の引締めには、法定基準金利の引上げなど踏み込んだ金融引締め策の実施が求められるが、利上げは米ドルとの金利差拡大をもたらし、過剰流動性の増幅につながる恐れもあるなど、金融調節は限界との指摘がある。

図表 I-23 物価指数



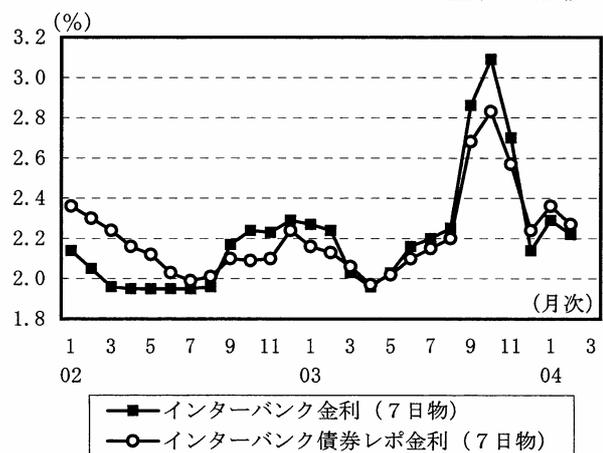
図表 I-24 金融指標



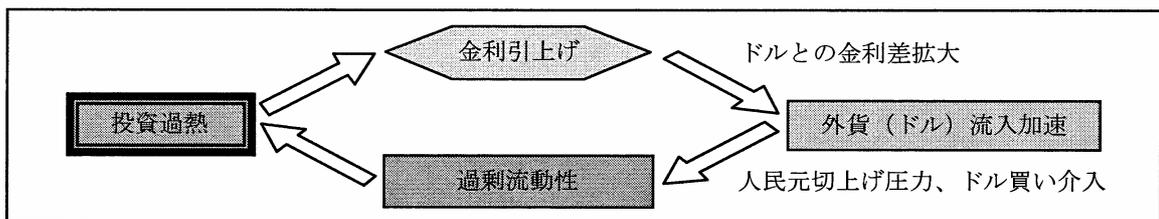
図表 I-25 中国政府の金融政策

| | |
|------------|--|
| 2003. 6.13 | 不動産業向け融資に対する管理強化通達 |
| 9.21 | 預金準備率の引上げ (6.0% → 7.0%) |
| 12.21 | 超過準備金利率引下げ (1.89% → 1.67%) |
| 2004. 1.1 | 貸出金利における上限倍率引上げ |
| 3.25 | 金融機関向け再貸出金利 0.63%引上げ |
| 4.25 | 預金準備率の引上げ (一般金融機関 7.0% → 7.5%)、なお自己資本比率の低い先には差別引上げ (7.0% → 8.0%) |

図表 I-26 インターバンク金利の推移



図表 I-27 金利引上げに対するジレンマ



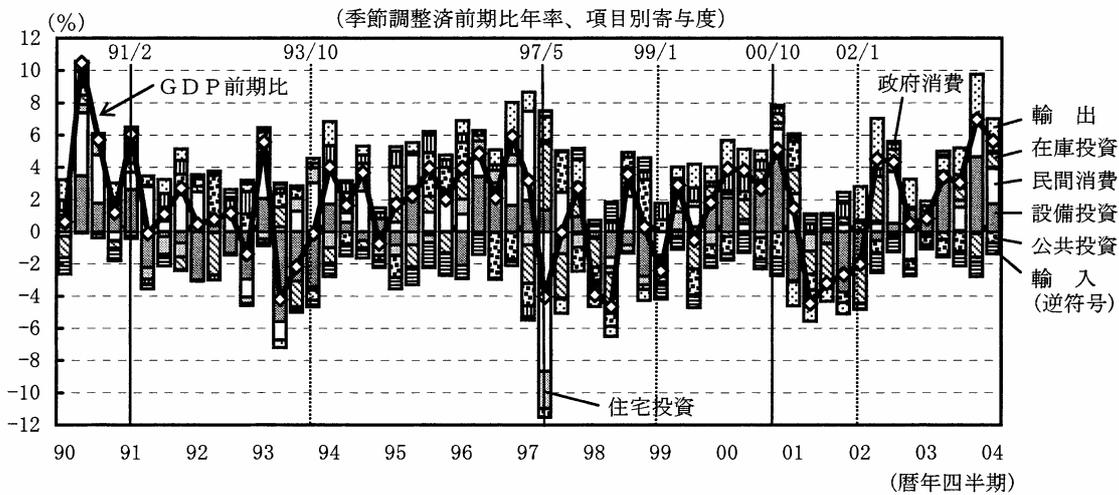
(備考) 中国経済景気月報、中国人民銀行資料により作成。

緩やかな回復を続ける日本経済

概況：世界経済の回復を背景に、当面は回復基調が持続

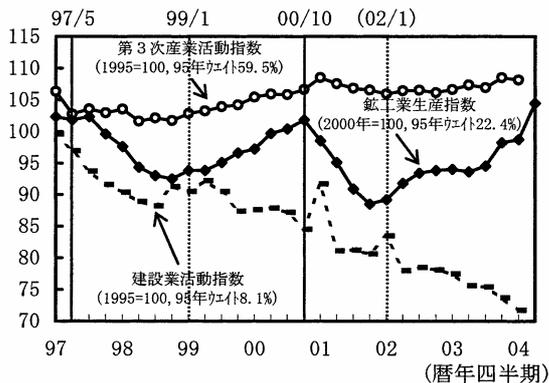
- ・日本経済は、米国、東アジア等世界経済の好調を背景に、輸出、生産等企业部門を中心に緩やかな回復を続けている。先行きについては、当面世界経済が順調に回復し、国内企業部門の改善が所得・雇用環境等家計部門に徐々に波及することが期待されることから、景気回復の動きがより着実なものとなるが見込まれる。
- ・個人消費は、所得・雇用環境の一部に明るさがみられるなか、持ち直しの動きがみられる。設備投資は、増加している。住宅投資は概ね横ばいで推移している。公共投資は減少傾向が続いている。輸出は増加基調が続いている。輸入は緩やかな増加傾向にある。経常収支の黒字幅は拡大している。
- ・供給面では、生産は増加、在庫は低水準で推移している。第3次産業活動指数は、やや水準を上げている。

図表Ⅱ－１ 実質国内総生産の動向



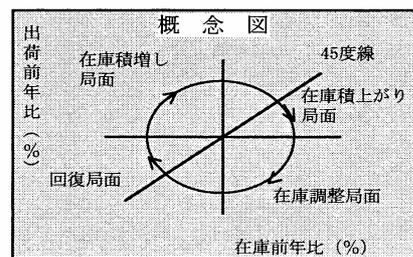
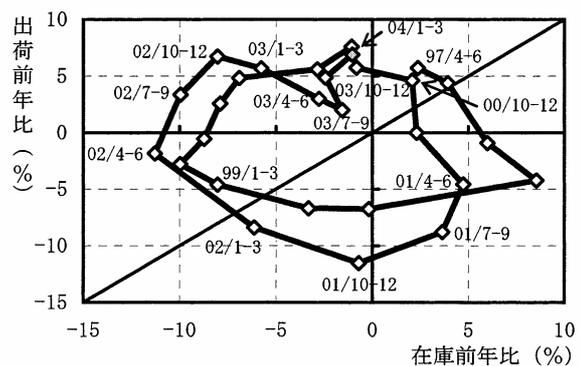
(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。1995年基準。
 2. 年率換算GDP成長率に対する寄与度は、年率換算前の寄与率により各項目に按分した。政府消費には公的在庫の寄与を含む。

図表Ⅱ－２ 生産関連指標の推移



(備考) 1. 経済産業省各指数により作成。ウェイトの数字は、全産業活動指数（供給サイドからみたGDP）に占める割合であり、農林水産業生産指数（ウェイト1.8%）、公務等活動指数（同8.2%）と合計して100となる。
 2. 鉱工業生産指数の2004年4－6月期は、3月の製造工業生産予測調査に基づく4、5月見通しの平均値。

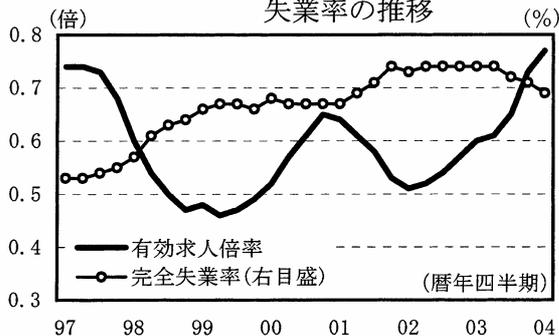
図表Ⅱ－３ 鉱工業全体の在庫循環



雇用情勢は依然厳しいものの、一部に持ち直しの動き

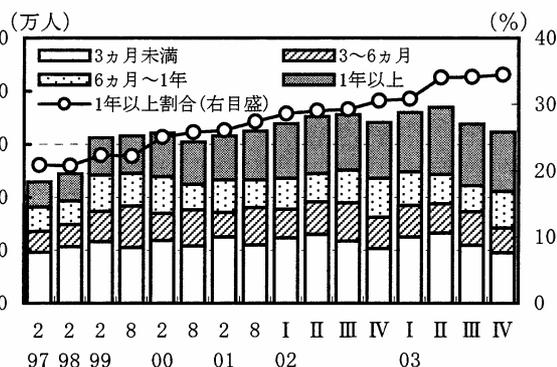
- ・有効求人倍率は、2002年1-3月期を底に上昇を続けている。完全失業率は、緩やかに低下しているが依然高水準であり、失業期間1年以上の失業者の割合も増加している。
- ・就業者数は、製造業、建設業での減少が続いているものの、医療・福祉分野を中心にサービス業が堅調に増加し、全体としては概ね横ばいで推移している。常雇の雇用者にも下げ止まりがみられ、企業規模別では、500人以上の大企業が雇用を増加させている。
- ・所定外労働時間は、2002年以降増加が続いており、特に製造業で顕著である。

図表Ⅱ-4 有効求人倍率と完全失業率の推移



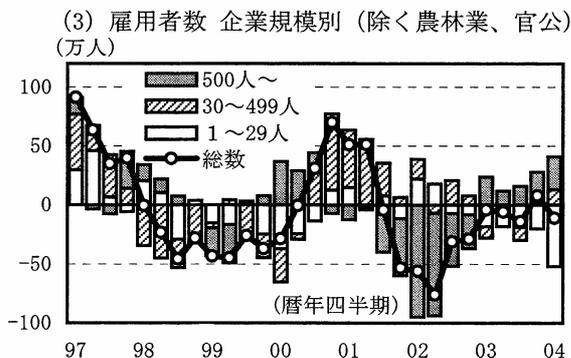
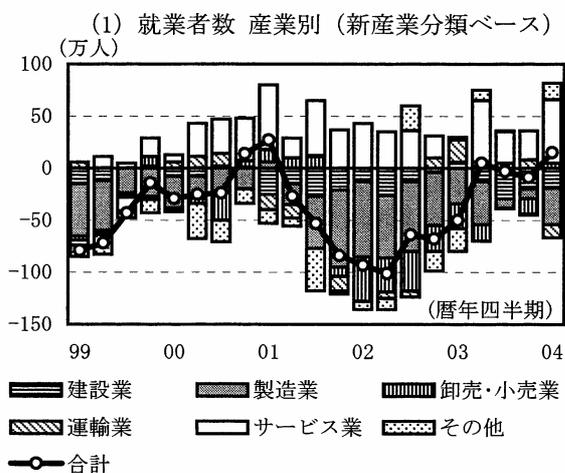
(備考) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」により作成。季節調整値。

図表Ⅱ-5 失業期間別完全失業者数



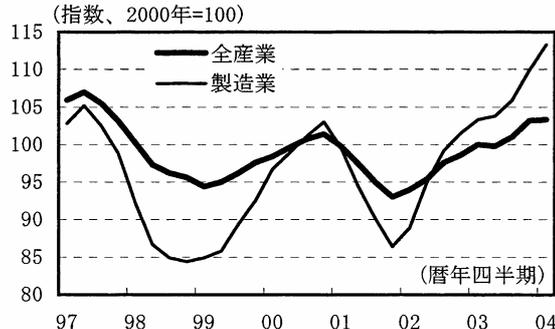
(備考) 1. 総務省「労働力調査詳細集計(旧特別調査)」により作成。
2. 1998年以前は年1回、1999~2001年は年2回調査。
2002年以降は毎月調査の四半期毎の平均値。

図表Ⅱ-6 就業者数および雇用者数 前年差の内訳



(備考) 総務省「労働力調査」により作成。

図表Ⅱ-7 所定外労働時間 (季調済)

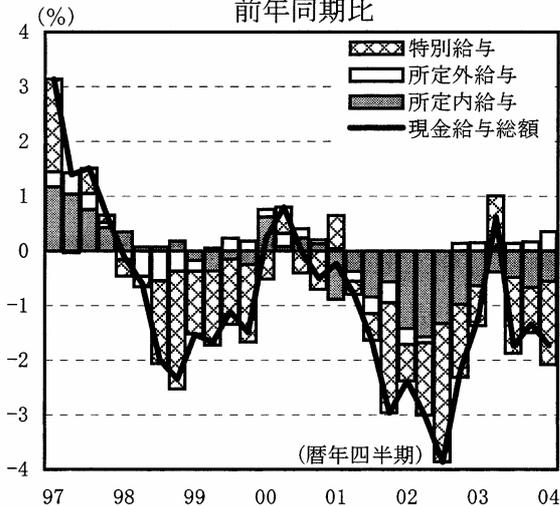


(備考) 厚生労働省「毎月労働統計調査」により作成。

賃金は明確な改善がみられず

- ・名目賃金は、パート比率の上昇による押し下げ要因もあり、依然水面下での推移を続けている。賞与も、企業収益の改善を受けて下げ止まりの傾向はみられるものの、2003年度の年末賞与が再びマイナスに転じるなど、明確な改善の動きにはなっていない。
- ・名目家計消費支出は、横ばいの動きが続いていたが、消費者マインドの改善によりこのところ持ち直しの動きがみられている。

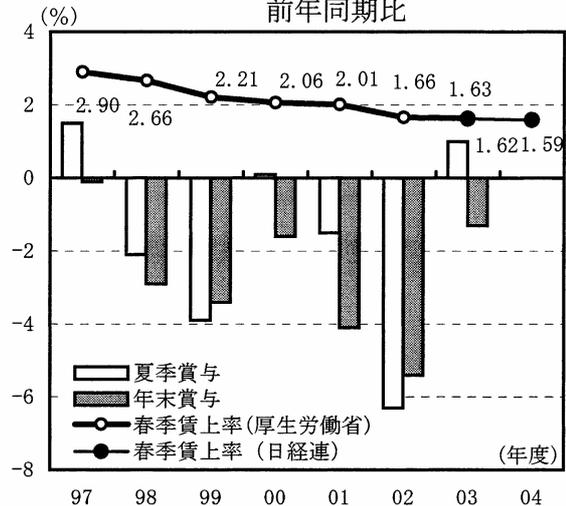
図表Ⅱ－８ 一人当たり現金給与総額
前年同期比



(備考)

1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 事業所規模5人以上。

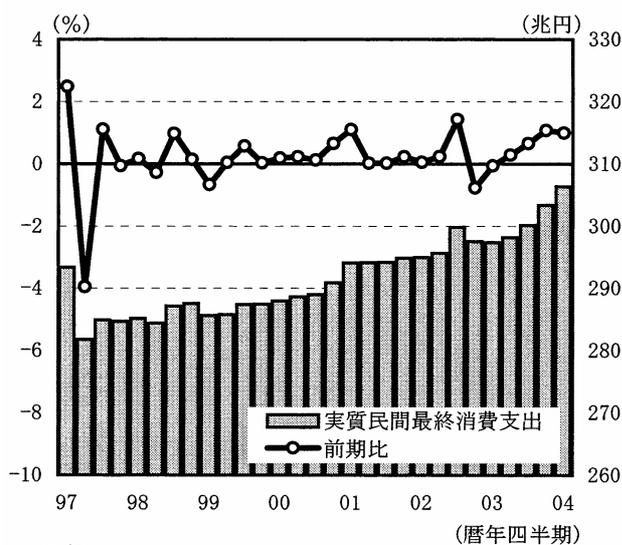
図表Ⅱ－９ 春季賃上率、賞与の
前年同期比



(備考)

1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」、(社)日本経済団体連合会「春季労使交渉回答」により作成。
2. 夏季賞与は6～8月、年末賞与は11～1月の間に賞与として支給された給与。事業所規模5人以上。
3. 春季賃上率(厚生労働省)は従業員1,000人以上、資本金20億円以上の労働組合のある上場企業。
4. 春季賃上率(日経連)は中間集計値(大手112社、4/21現在)。

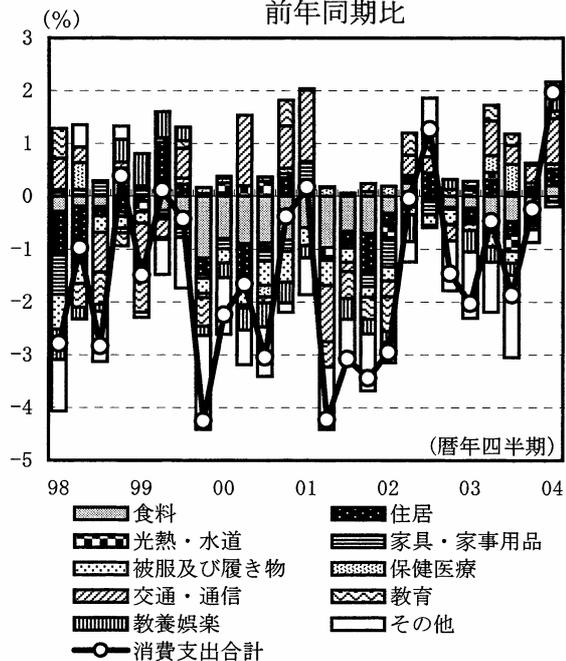
図表Ⅱ－10 GDPベースの消費



(備考)

1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
2. 季節調整済み年率。
3. 2000年1～3月期以降は新速報算出方法による。それ以前の伸び率は確報ベースを採用し、水準は伸び率から遡及計算した。

図表Ⅱ－11 全世帯名目消費支出
前年同期比

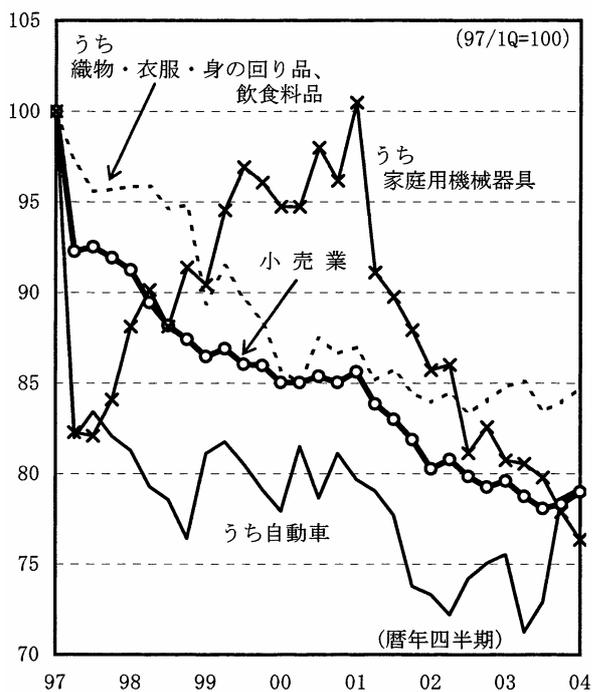


(備考) 総務省「家計調査」により作成。

消費マインドの改善から小売販売は足元でやや持ち直しへ

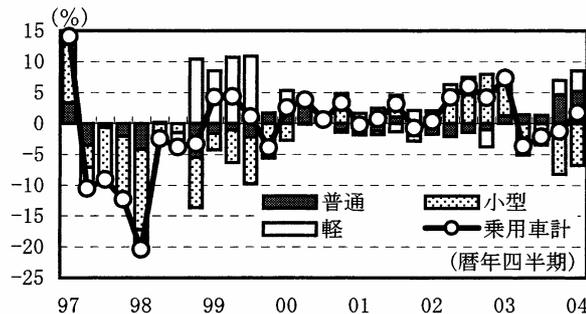
- ・小売業販売額は、自動車や衣服・飲食料品等の販売増加により足元でやや持ち直している。家庭用機械器具も全体では減少が続いているが、薄型テレビやDVD等の家電販売が好調に推移している。
- ・乗用車の新車登録販売台数は、2003年度に入り小型乗用車の需要が一巡したものの、普通乗用車、軽乗用車の牽引により緩やかに増加している。旅行取扱高は、海外旅行がイラク戦争やアジア地域を中心とした新型肺炎流行による落ち込みから回復する動きが続いている。
- ・消費者マインドは、景気回復期待から改善傾向が強まっている。

図表Ⅱ-12 小売業販売額指数(季調値)



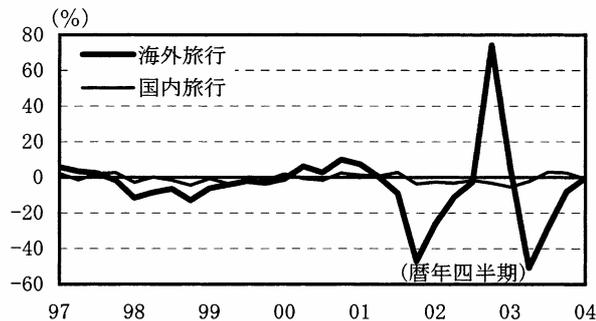
(備考)
 1. 経済産業省「商業販売統計」により作成。
 2. 小売業の業種別販売額指数(季調値)内訳は、季調済の公表値を各業種販売額で按分した。

図表Ⅱ-13 新車登録販売台数 前年比



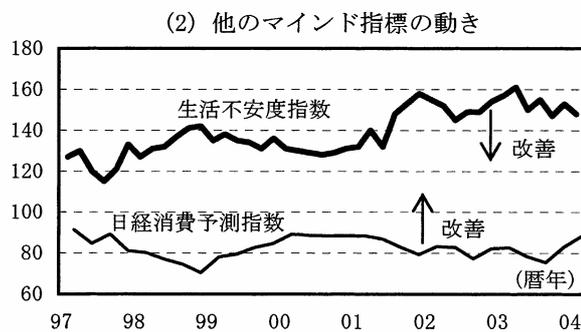
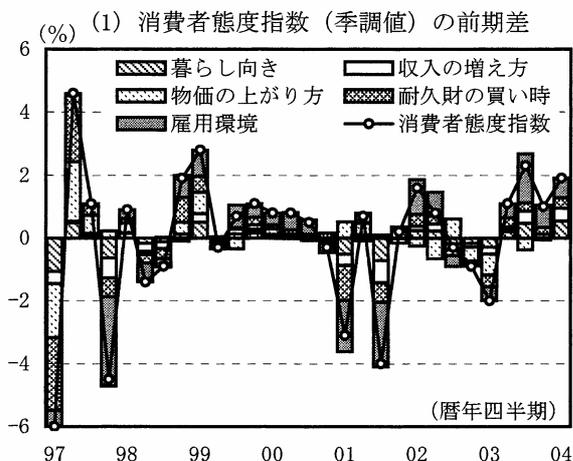
(備考) 自動車販売協会連合会資料により作成。軽を含む乗用車。

図表Ⅱ-14 旅行取扱高 前年比



(備考) 国土交通省「主要旅行業者50社の旅行取扱状況」により作成。

図表Ⅱ-15 消費者マインド指標

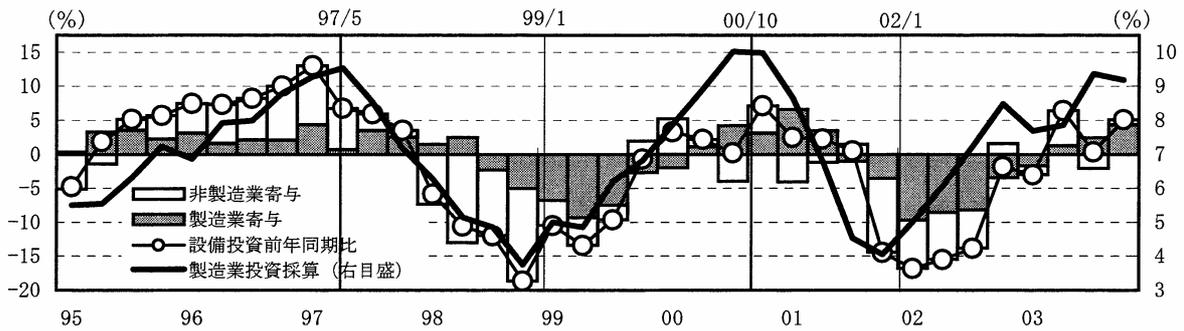


(備考)
 1. 内閣府「消費動向調査」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、日経産業消費研究所資料により作成。
 2. 消費者態度指数は今後半年間の見通しに関する調査。内訳は季節調整済の計数から再按分した。

設備投資は増加、先行きも製造業を中心に当面堅調に推移

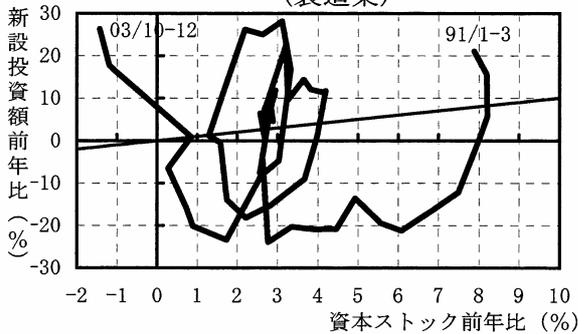
- ・ 法人企業統計によると、全産業ベースの設備投資額は、企業収益の回復等を受け、投資採算が改善したこと等を背景に、2003年4 - 6月期以降3四半期連続で前年比増加を続けている。
- ・ 一方、製造業の資本ストックは、設備投資の増加にも関わらず、事業再構築等に伴う既存設備集約化等の進展を背景に、前年比減少が続いている。
- ・ 先行きについては、設備投資の先行指標である機械受注が製造業を中心に増加基調にあること、事業再構築等の進展から、製造業資本ストックは前年比マイナスが続いており、設備過剰度も改善傾向にあること、今年度企業収益は連続増益の計画であること等から、設備投資は、製造業を中心に、当面堅調に推移する見込みである。

図表Ⅱ-16 設備投資と製造業投資採算（全規模）



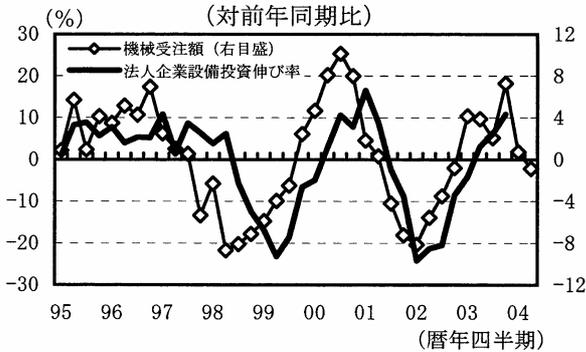
(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」等により作成。設備投資は、除くソフトウェア。
 2. 投資採算 = 営業資産利益率 - 国内銀行等貸出約定平均金利 (新規、総合)
 ただし、営業資産利益率 = 営業利益 / 期首期末平均 (有形固定資産 + 棚卸資産)

図表Ⅱ-17 資本ストックの循環図 (製造業)



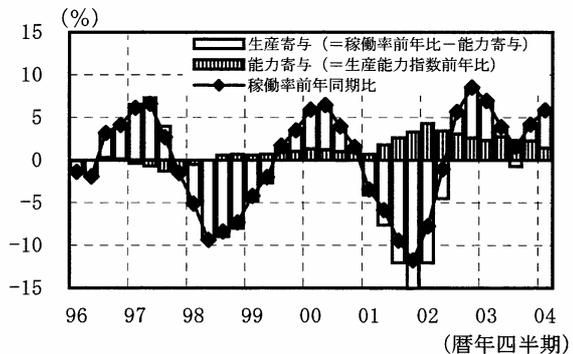
(備考) 内閣府「民間企業資本ストック」により作成。

図表Ⅱ-19 先行指標と設備投資実績推移



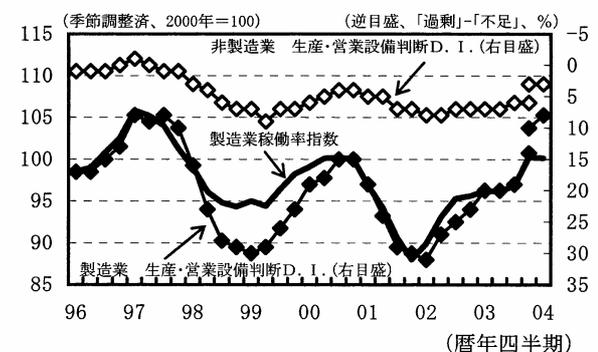
(備考) 1. 内閣府「機械受注統計」、財務省「法人企業統計季報」により作成。
 2. 機械受注額の2004年4 - 6月期は内閣府見通し。

図表Ⅱ-18 稼働率指数の寄与度分解



(備考) 経済産業省「鉱工業指数」により作成。

図表Ⅱ-20 稼働率指数と生産・営業用設備判断D. I.

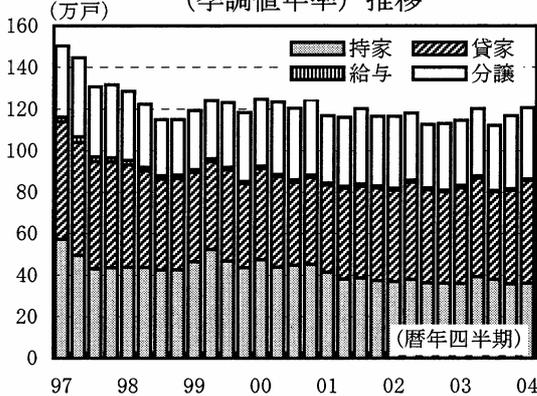


(備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」、日本銀行「企業短期経済観測」により作成。
 2. 生産・営業用設備判断D. I. は、2004年3月調査より調査対象企業の見直しを実施したため不連続になっている。

住宅投資は低調ながら底打ち感

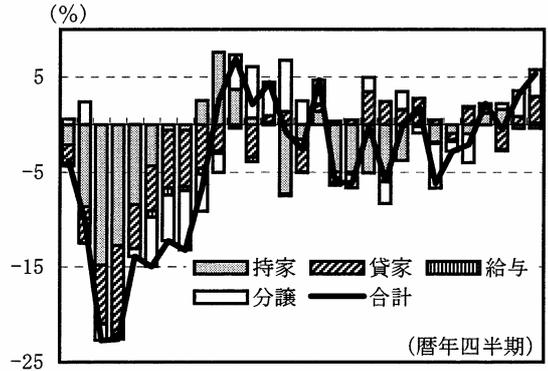
- ・新設住宅着工戸数は、年換算 120 万戸前後と依然として低水準ではあるが、昨夏に生じた住宅ローン減税終了前の駆け込み後も、金利の先高観による着工の前倒し等から堅調に推移している。
- ・マンション市場は、首都圏、近畿圏ともに 2002 年にかけて在庫が積み上がったが、発売戸数が抑えられたこともあり圧縮されてきている。

図表Ⅱ-21 住宅着工戸数
(季調値年率) 推移



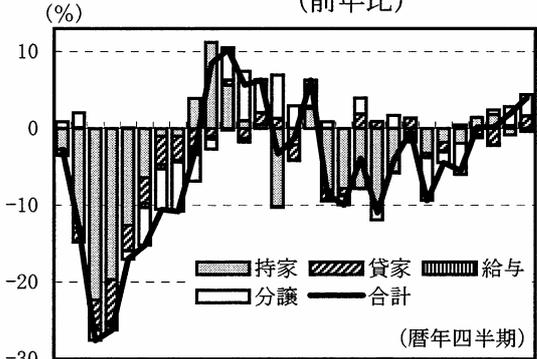
(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表Ⅱ-22 住宅着工戸数 (前年比)



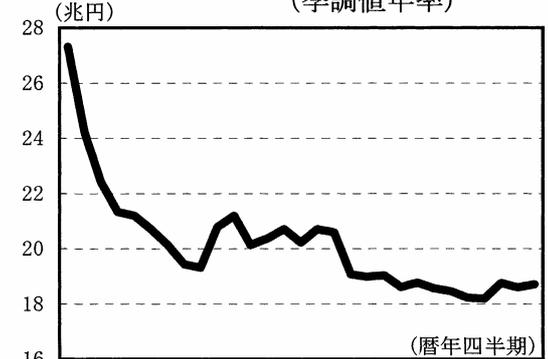
(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表Ⅱ-23 住宅着工床面積
(前年比)



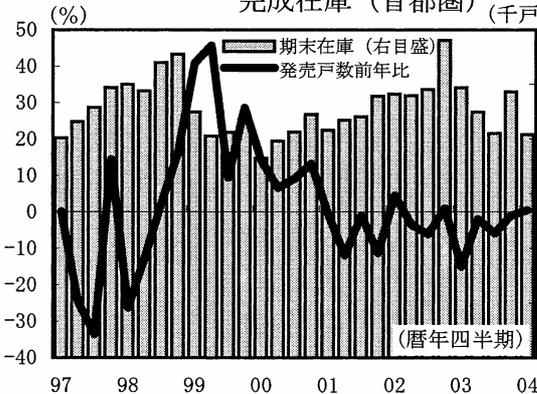
(備考) 国土交通省「住宅着工統計」により作成。

図表Ⅱ-24 実質民間住宅投資
(季調値年率)



(備考) 内閣府「国民経済計算」により作成。

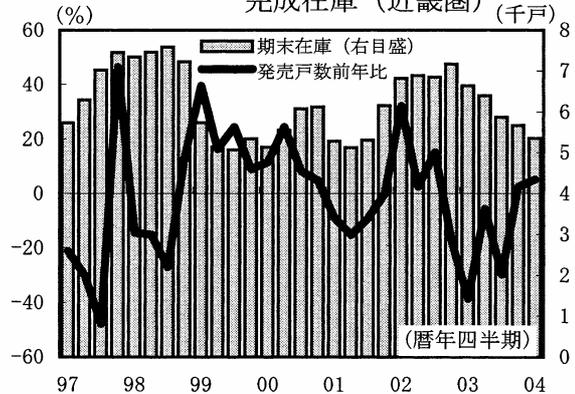
図表Ⅱ-25 マンション発売戸数と
完成在庫 (首都圏) (千戸)



(備考) 1. 不動産経済研究所「マンション市場動向」により作成。

2. 契約率は、各月販売分のうち当月中に販売契約された戸数の割合の四半期平均。完成在庫は四半期末値。

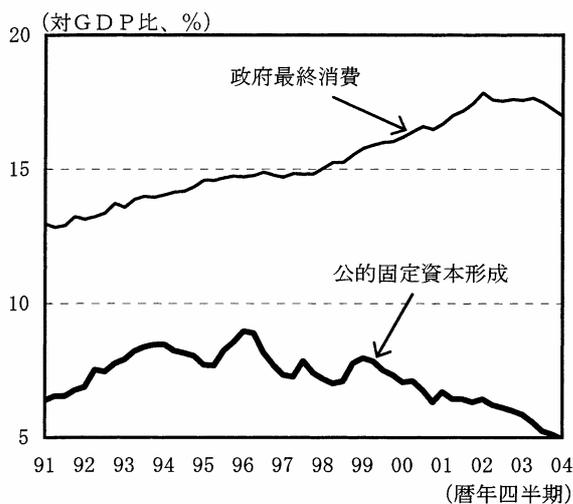
図表Ⅱ-26 マンション発売戸数と
完成在庫 (近畿圏) (千戸)



厳しい財政事情を反映し、公共投資は一貫して減少

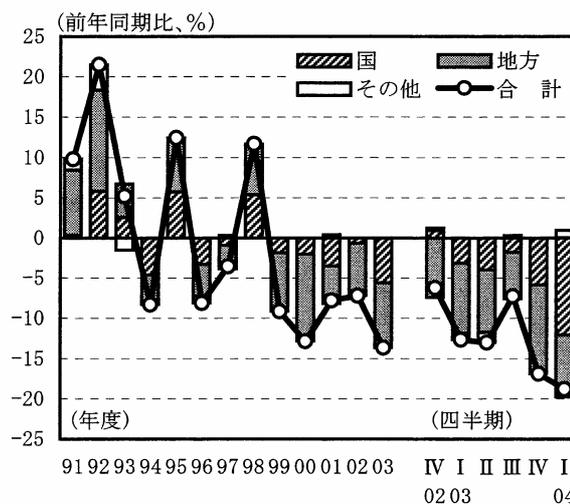
- ・ 公共投資は、1999 年以降ほぼ一貫して減少し、GDP 比で約 5% まで低下してきている。先行指標である公共工事請負金額は、1999 年度以降、財政事情の厳しい地方分の減少を主因に減少が続いている。
- ・ 一方、政府最終消費は、2002 年以降頭打ちながら、医療費等の増加を背景に、高水準が続いている。
- ・ 2004 年度末の国・地方計の長期債務残高は、719 兆円(対 GDP 比 143.6%) に達する見込みであり、増加基調は続いている。
- ・ 日本の政府債務水準は国際的にみて著しく高く、プライマリーバランス(公債に関する歳出入を除く基礎的財政収支)も大幅な赤字が続いている。

図表 II-27 公共投資と政府消費



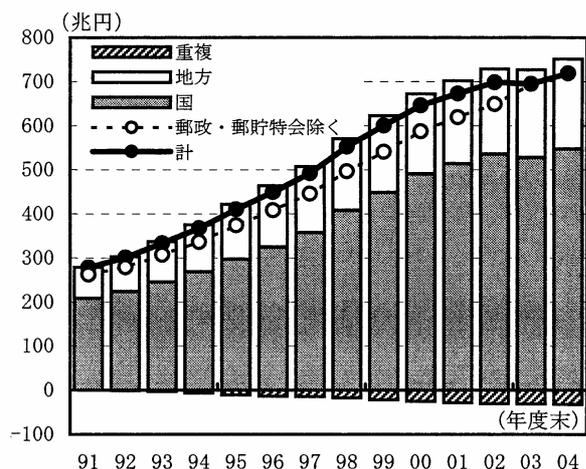
(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
2. データは名目季節調整済を使用。

図表 II-28 公共工事請負金額の推移



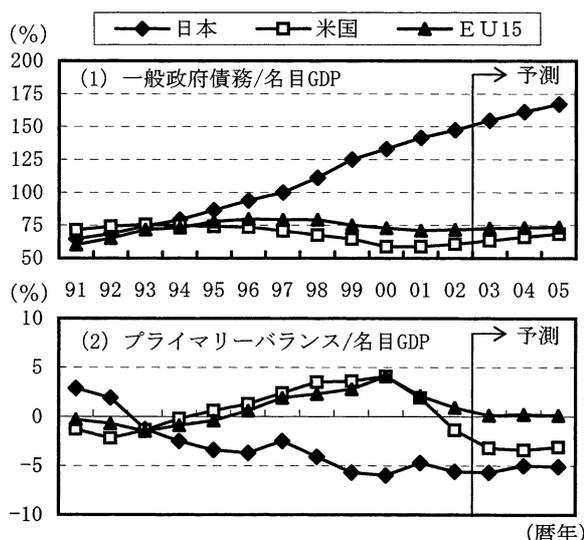
(備考) 1. 北東西三保証事業会社「公共工事前払金保証統計」により作成。
2. 凡例中、地方は「都道府県」および「市町村」の計。その他は「事業団・公団」および「地方公社」等の計。

図表 II-29 国および地方の長期債務残高



(備考) 1. 財務省「財政関係資料(平成16年1月)」等により作成。
2. 2003年度は補正予算後、2004年度は当初予算による見込み。
3. 郵政・郵貯特会(2002年度末借入残高約49兆円)は2002年度末で廃止。

図表 II-30 財政状況の国際比較

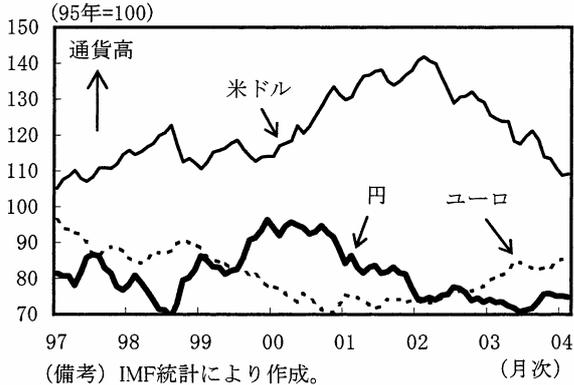


(備考) 1. OECD「Economic Outlook74」(2003年12月)により作成。
2. 2003年以降は推計値。
3. 2000年のEU15には携帯電話ライセンス売却収入(プライマリーバランスで1%程度)を含む。

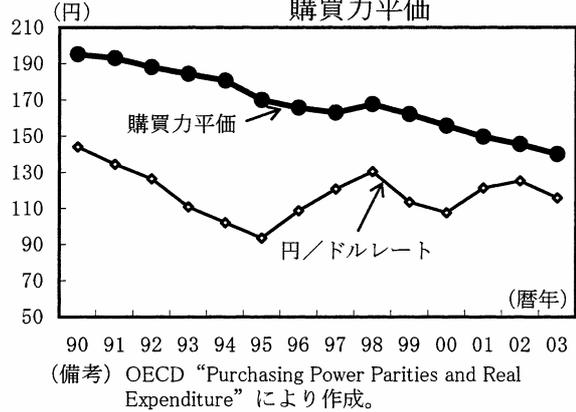
購買力平価は円高方向に推移、存在感高めるユーロ

- ・日本円の実質実効為替レートは、2002年以降、横ばいで推移している。
- ・円/ドルレートは、趨勢としては購買力平価に近づきつつある。
- ・日本の通貨当局は2003年度に歴史的な高水準の為替介入を行い、外貨準備高は急増している。
- ・日本の貿易取引に用いる通貨の構成をみると、対米貿易の比率が低下していることもあり、緩やかにドルの比率が低下している。
- ・世界各国の外貨準備に占めるドルの比率も、ユーロ誕生の要因もあり、緩やかに低下している。

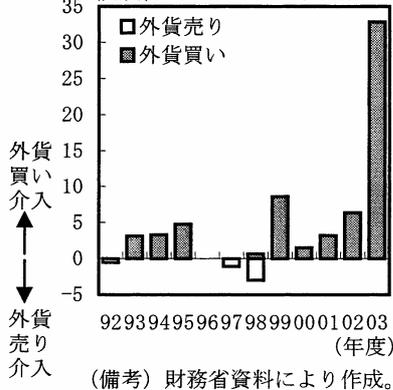
図表Ⅱ-31 実質実効為替レート



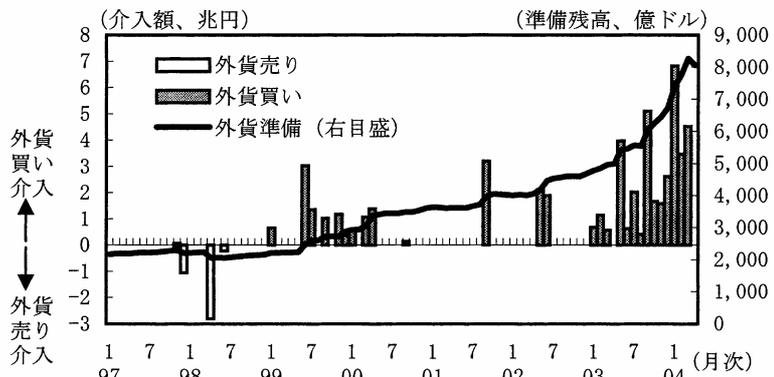
図表Ⅱ-32 円/ドルレートと購買力平価



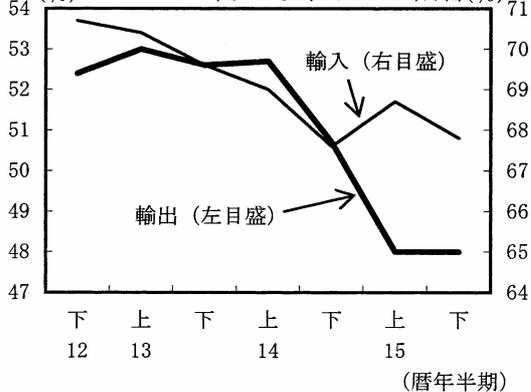
図表Ⅱ-33 為替介入額 (兆円) (年度)



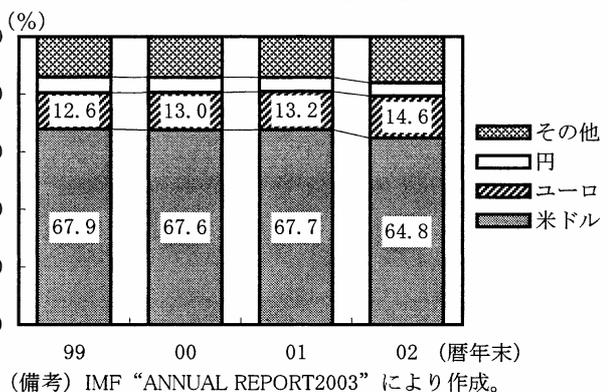
図表Ⅱ-34 為替介入と外貨準備



図表Ⅱ-35 日本の貿易取引通貨に占める米ドルの割合(%)



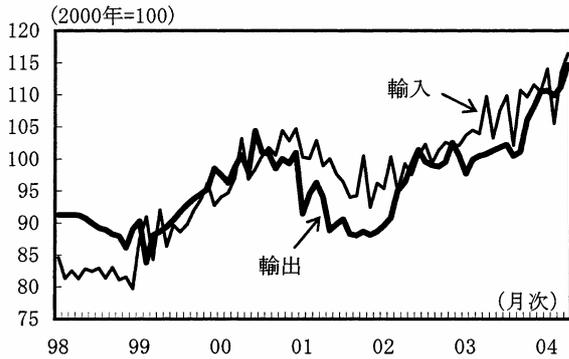
図表Ⅱ-36 世界の外貨準備の通貨構成



輸出入ともに増加、経常黒字は拡大傾向

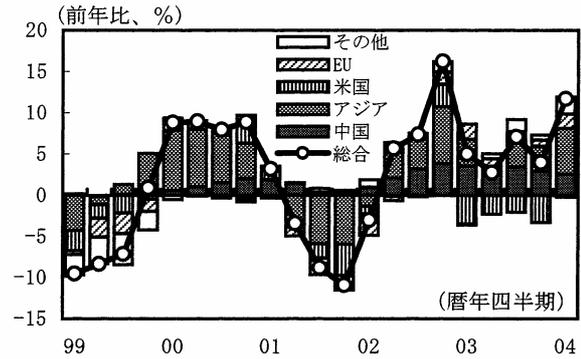
- ・輸出入ともに、アジアとの分業の進展を反映して、対アジア、とりわけ中国を中心に増加している。財別にみると、輸出入ともに生産財の寄与が大きい。
- ・世界景気と国内景気の差を反映して、輸出の伸びの方が相対的に大きく、貿易収支の黒字幅は拡大している。
- ・サービス収支の赤字幅は縮小する一方、対外純資産の増加を受けて、所得収支も増加、経常収支は拡大している。
- ・これまでは経常収支の黒字が資本収支の赤字（＝資本の流出超）とほぼ均衡してきたが、2003年以降は、資本収支も黒字に転じており、外貨準備が積み上がっている。

図表Ⅱ-37 輸出入数量指数



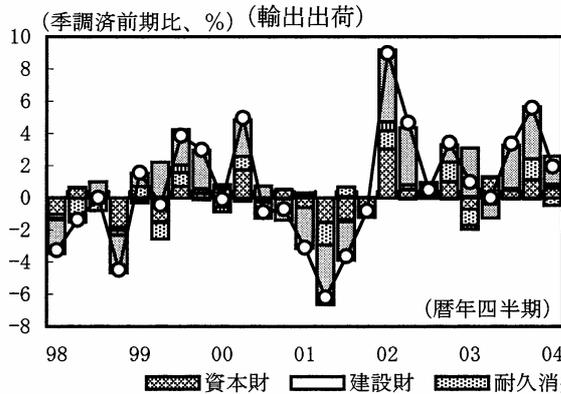
(備考) 財務省「貿易統計」により作成。

図表Ⅱ-38 地域別輸出金額

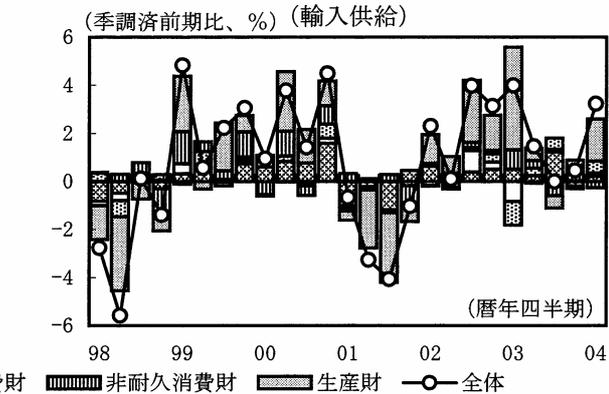


(備考) 1. 財務省「貿易統計」により作成。
2. アジアは中国を除く。

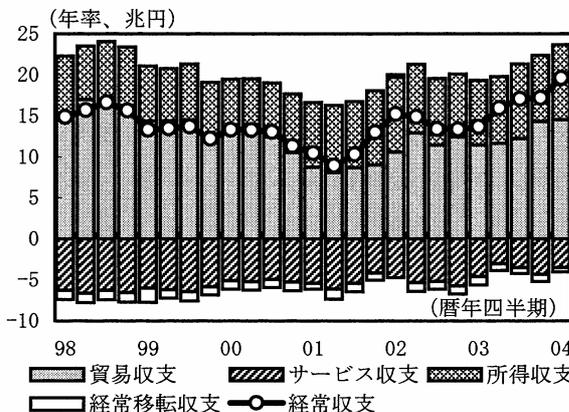
図表Ⅱ-39 鉱工業財別輸出入



(備考) 経済産業省「産業活動分析」により作成。

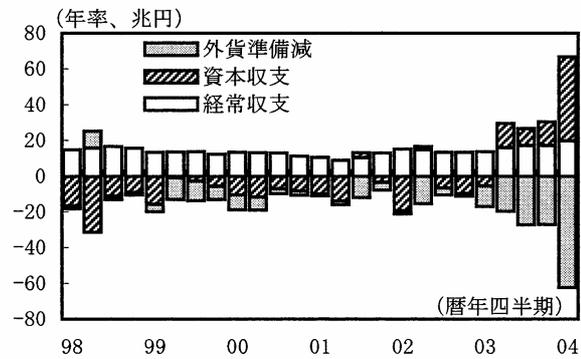


図表Ⅱ-40 経常収支の推移



(備考) 1. 財務省、日本銀行「国際収支状況」により作成。
2. 季節調整済。

図表Ⅱ-41 国際収支と外貨準備増減

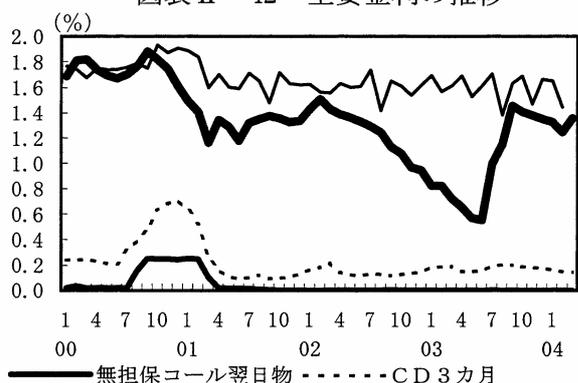


(備考) 1. 財務省、日本銀行「国際収支状況」により作成。
2. 経常収支は季節調整済、他は原数値。

金融は緩和的な政策が維持されている

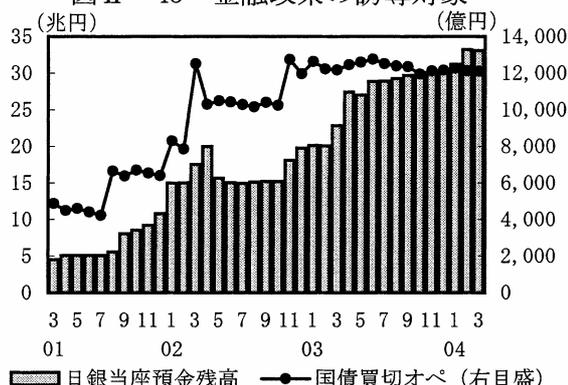
- ・金融政策については2001年3月以来の量的緩和政策が継続されており、短期金利はほぼゼロ%で推移している。
- ・2003年10月には、量的緩和政策継続のコミットメントが明示され、量的緩和政策解除に関する判断基準がより明確化された。昨年一時的にボラティリティが高まった長期金利は、それ以降、安定的に推移している。
- ・2004年1月に量的緩和の拡大が実施され、日銀当座預金残高の目標値が「30～35兆円程度」まで引き上げられた。マネタリーベースは前年比で二桁の増加を続けている。マネーサプライは前年比で低い伸びが続いているが、対名目GDPでは高水準を維持している。
- ・民間銀行の貸出姿勢は緩和傾向にあり、貸出減少幅は僅かながら減少基調にある。CP・社債の発行スプレッドは低位安定しており、残高は前年を上回って推移している。

図表Ⅱ-42 主要金利の推移



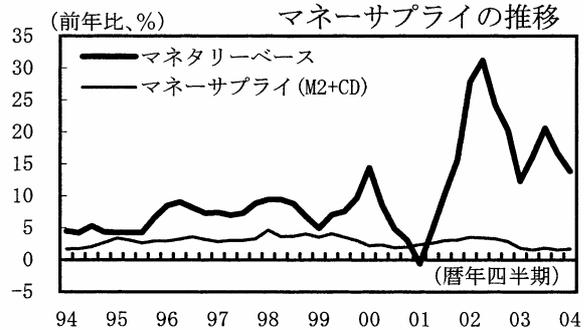
(備考) 1. 日本経済新聞、日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 新規約定平均金利は月次統計、その他は日次終値の月中平均。

図Ⅱ-43 金融政策の誘導対象



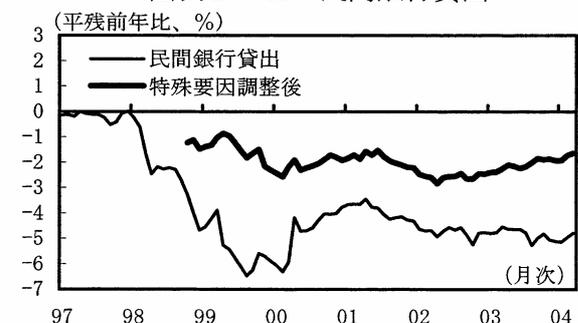
(備考) 1. 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 日銀当座預金残高は、月中の平均残高。
3. 国債買切オペ額は、当該月の買取額。

図表Ⅱ-44 マネタリーベースとマネーサプライの推移



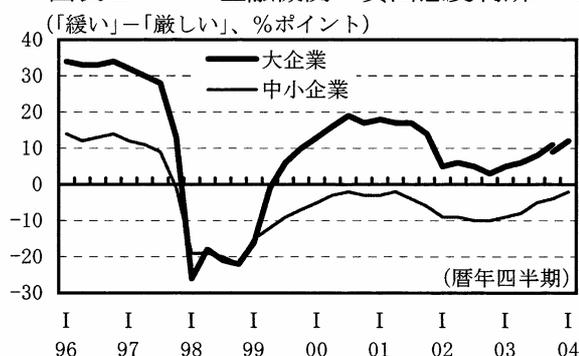
(備考) 日本銀行「金融経済月報」により作成。

図表Ⅱ-45 民間銀行貸出



(備考) 1. 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 特殊要因調整後は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したもの。

図表Ⅱ-46 金融機関の貸出態度判断D. I.

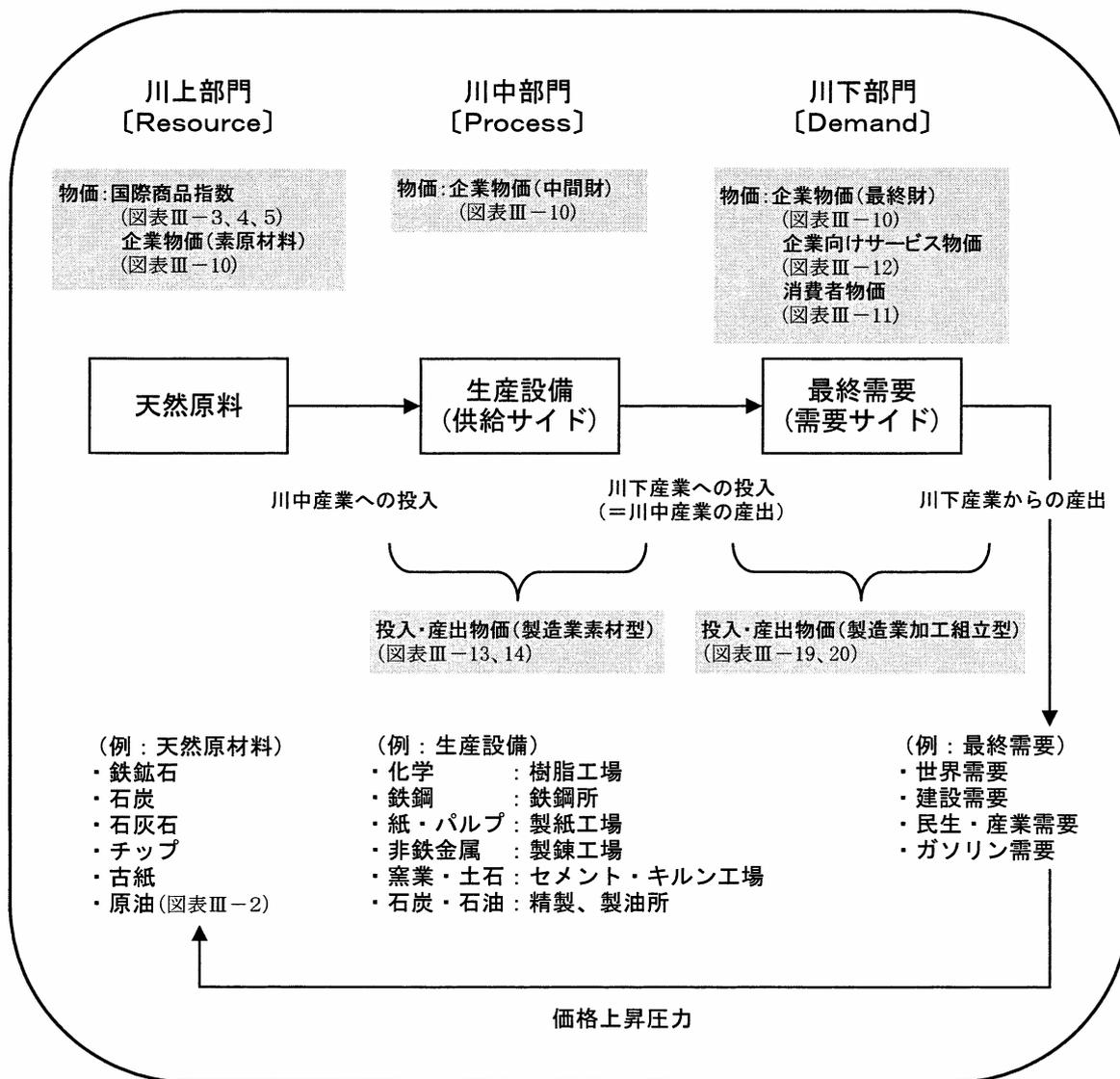


(備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
2. 金融機関の貸出態度判断D. I. は、2004年3月調査より調査対象企業の見直しを実施したため不連続になっている。

・ 国際商品市況の上昇が企業の投入・産出行動に与える影響 産業部門別投入・産出行動と物価波及プロセス

- ・ 世界経済の回復基調や中国経済の急速な発展等による素材需要の高まりを背景に、天然原材料の国際商品市況の上昇に拍車がかかっている。
- ・ 本章では、国際商品市況高騰による国内物価への影響を、企業物価、消費者物価等についてみるとともに、最終需要の増加とそれに伴う天然原材料高騰が企業の投入・産出価格に与える影響と企業収益へのインパクトについて考察する。

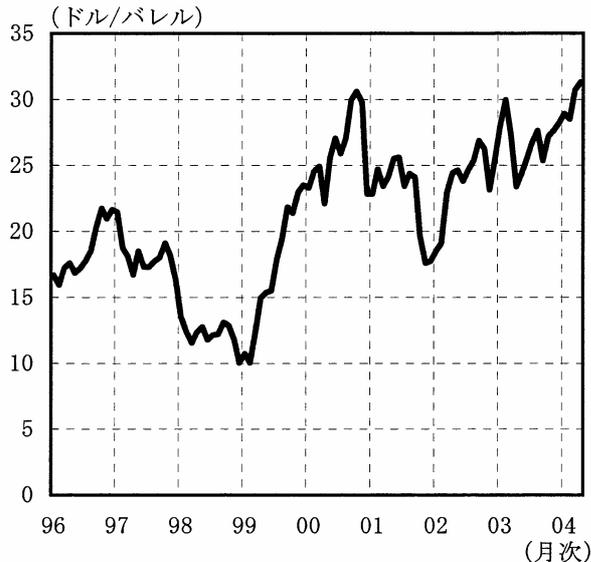
図表Ⅲ－１ 分析の枠組み



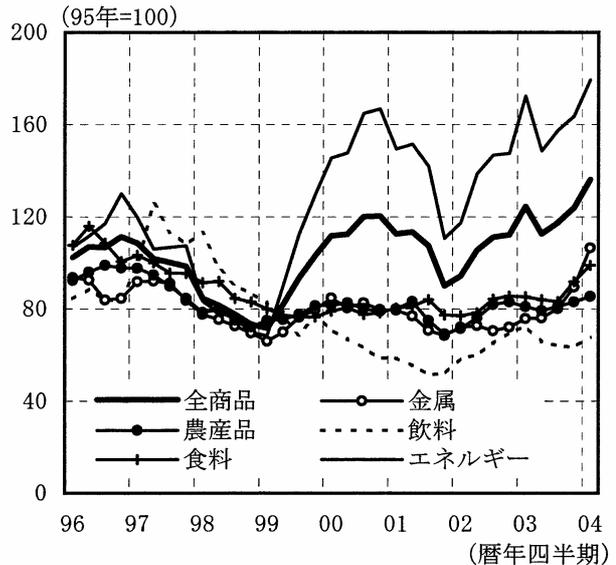
騰勢が続く国際商品市況

- ・原油を始めとする国際商品市況は、2002年7 - 9月期以降中東情勢の緊迫を背景に上昇し、イラク戦争終結後も騰勢が続いている。
- ・この背景には、国際的な金融緩和に伴う流動性の増加やドル安による投機資金の流入という金融的な側面と、世界経済の回復基調や中国経済の急速な発展による一次産品への需要増大という実物的な側面が存在する。
- ・個別商品分野では、原油の他、金属（アルミ、ニッケル、銅など）や食料（大豆など）における価格上昇が目立っている。

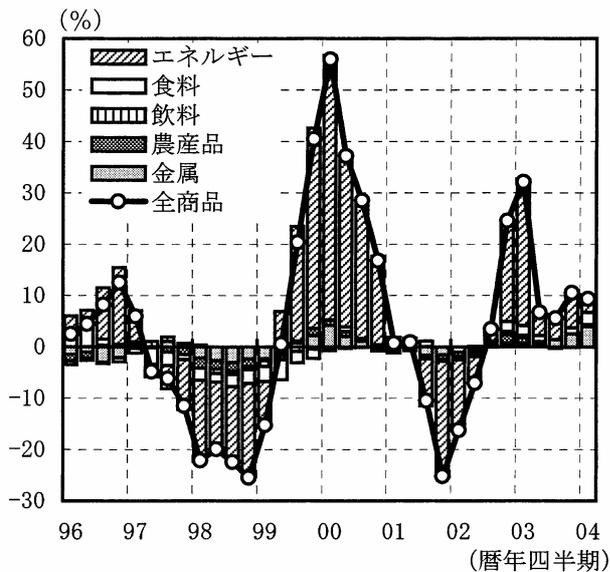
図表Ⅲ-2 原油価格
(ドバイスポット)



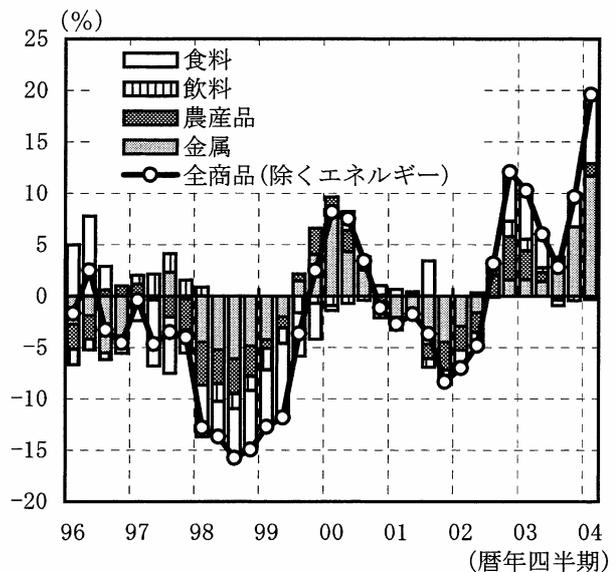
図表Ⅲ-3 国際商品指数



図表Ⅲ-4 国際商品指数 前年比
(全商品)



図表Ⅲ-5 国際商品指数 前年比
(除くエネルギー)

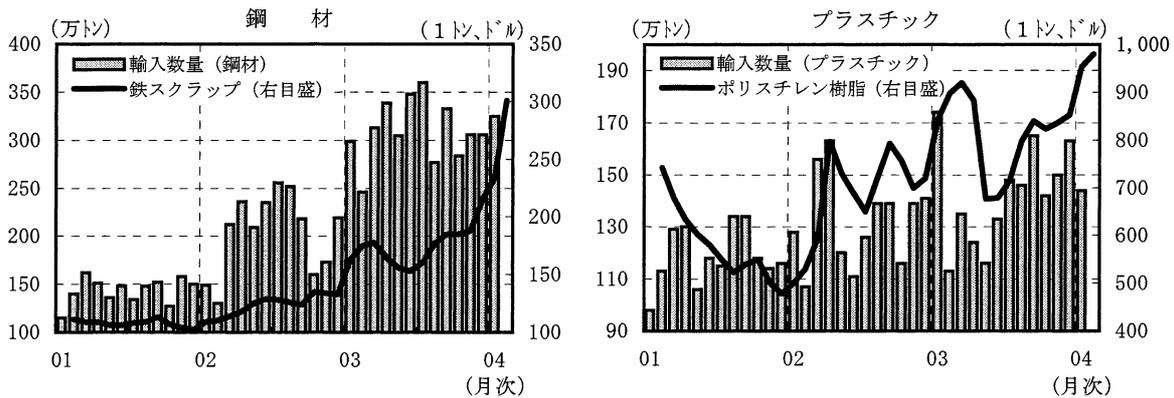


(備考) IMF “International Financial Statistics” ほか各種資料により作成。

中国の世界に占める輸入シェアは拡大

- 中国の鋼材輸入シェアは、2002年時点で8.9%と急拡大している。鋼材の電炉生産に利用される鉄スクラップ価格は、建設需要等の増大により高騰している。
- 中国のプラスチック輸入数量は、インフラ整備等の旺盛な国内需要を背景に拡大傾向にある。ポリスチレン樹脂価格は、2003年後半以降は、中東情勢が緊迫化したことによる原油、ナフサ価格の高騰を受け、上昇傾向にある。
- 中国の大豆輸入数量は、2003年後半に一時的に輸入量が減少したものの、天候不順、作付面積縮小等の影響で国内生産が減少したことや、旺盛な食用油生産等の影響から、増加傾向にある。大豆価格は、主要生産国（米国、ブラジル）の天候不順、投機筋による資金流入が影響し、高騰している。

図表Ⅲ-6 国際商品市況と中国の輸入動向



世界の鉄鋼商品輸入額に占める各国のシェア

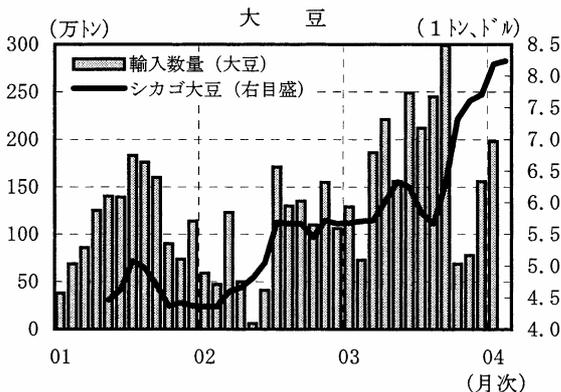
| | 1990年 | 2000年 | 2002年 |
|-------|-------|-------|-------|
| EU(*) | 45.2% | 37.2% | 35.7% |
| 米国 | 9.5% | 12.5% | 10.2% |
| 中国 | 2.5% | 6.3% | 8.9% |
| 韓国 | 2.9% | 3.5% | 3.6% |
| カナダ | 2.0% | 3.4% | 2.9% |

(*) 内部取引を含む

世界の化学商品輸入額に占める各国のシェア

| | 1990年 | 2000年 | 2002年 |
|-------|-------|-------|-------|
| EU(*) | 50.6% | 41.7% | 43.5% |
| 米国 | 7.7% | 12.5% | 13.0% |
| 中国 | 2.2% | 5.0% | 5.7% |
| 日本 | 5.0% | 4.3% | 3.8% |
| カナダ | 2.5% | 3.3% | 3.2% |

(*) 内部取引を含む



世界の農産物商品輸入額に占める各国のシェア

| | 1990年 | 2000年 | 2002年 |
|-------|-------|-------|-------|
| EU(*) | 47.1% | 40.5% | 40.6% |
| 米国 | 9.0% | 11.7% | 11.4% |
| 日本 | 11.4% | 10.5% | 8.8% |
| 中国 | 1.8% | 3.3% | 3.5% |
| カナダ | 2.0% | 2.6% | 2.6% |

(*) 内部取引を含む

(参考) 世界の原油輸入量に占める中国のシェア

| | 2001年 |
|----|-------|
| 中国 | 2.9% |

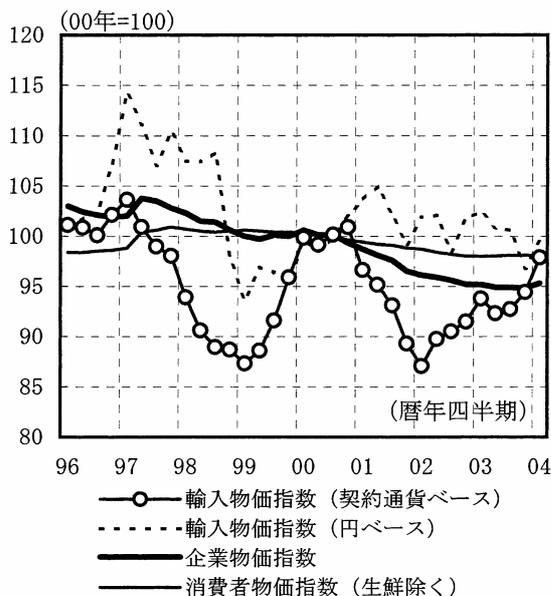
(備考)

- 中国国家统计局「中国经济景气月报」、日経産業消費研究所「日経商品情報」、WTO「International Trade Statistics2003」、IEA「Key World Energy Statistics2003」により作成。
- 鉄スクラップは米国産 No.1 ヘビー、運賃込み、韓国。
- ポリスチレン樹脂は一般用 G P、運賃・保険料込み、東アジア地区。
- 大豆はシカゴ大豆相場・期近。

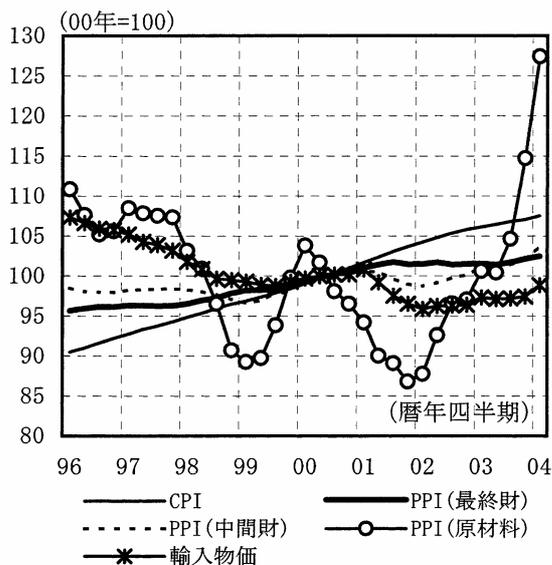
円高が輸入物価上昇の防波堤に

- ・わが国の物価は、米国と比べると依然弱含みの状態にあるが、このところ契約通貨ベースの輸入物価の上昇が目立っている。
- ・契約通貨ベースの輸入物価指数は、国際商品市況の高騰を反映して石油関連、金属関連を中心に上昇を続けている。一方、円ベースの輸入物価指数は、円高の進行によりむしろこのところ弱含みの状況にある。
- ・このように、輸入物価指数では円高が国際商品市況高騰に伴う価格上昇の防波堤として機能しており、円ベースでの物価は安定していることがわかる。

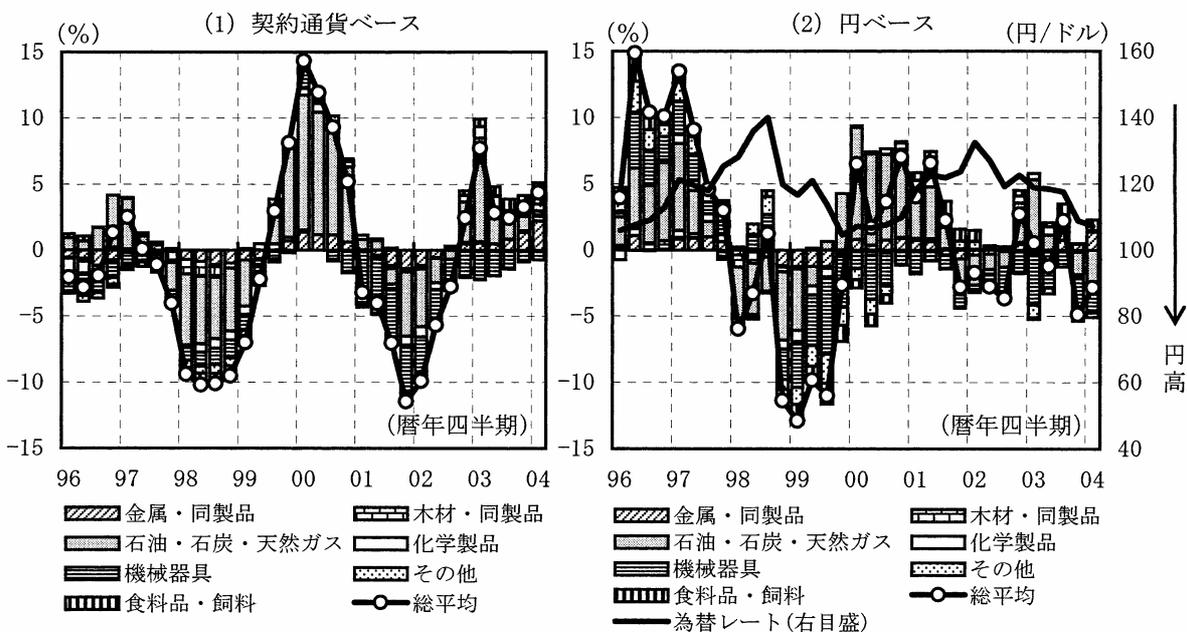
図表Ⅲ－ 7 物価指数の推移



図表Ⅲ－ 8 米国物価指数の推移



図表Ⅲ－ 9 輸入物価指数の推移 (前年比)

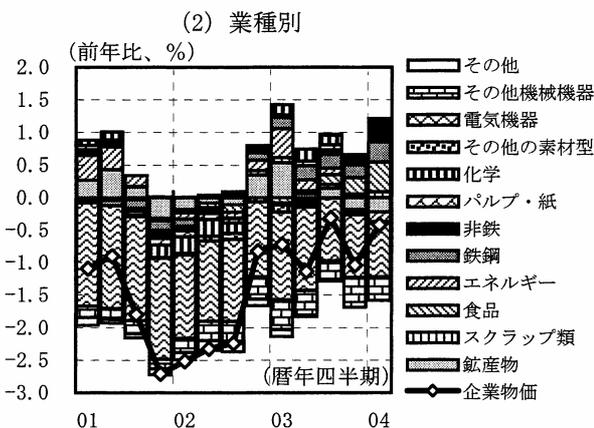
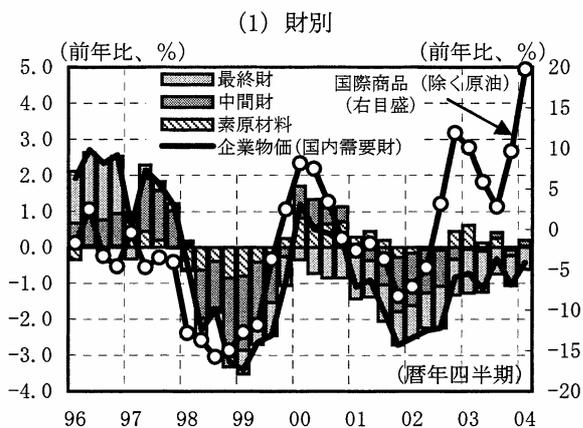


- (備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」、「金融経済統計月報」、米労働省“Producer Price Index”、“Consumer Price Index”により作成。
 2. 米CPI、PPIは食料、エネルギーを除くコア指数。
 3. 為替レートは期中平均。

企業物価の下落幅は縮小、消費者物価は緩やかなデフレ状態

- ・ 企業物価（国内需要財）は、素原材料が、2002年10 - 12月期から2003年7 - 9月期にかけて、輸入物価の上昇の影響からプラスに寄与しているほか、中間財でも、2003年7 - 9月期にはプラスに転じるなど、全体ではゼロ近傍の水準にきている。
- ・ 企業物価（国内需要財・業種別）では、足下では、鉄鋼、食品、非鉄金属のプラス寄与が拡大している。
- ・ 消費者物価（除く生鮮食品）は、医療費自己負担割合の引上げや冷夏による米価格上昇によるプラス寄与の影響を除けば依然マイナス傾向で推移しており、緩やかなデフレ状態にある。
- ・ 企業向けサービス価格は、2002年10 - 12月期以降、運輸（海外要因）がプラスに寄与しているものの、国内要因ベースではマイナス1%程度の水準で推移している。

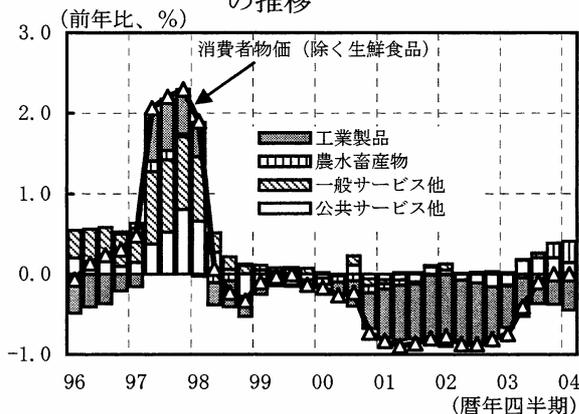
図表Ⅲ-10 企業物価（国内需要財）の推移



(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」、IMF “International Financial Statistics” により作成。
2. 企業物価は、国内需要財で国内と輸入の平均。

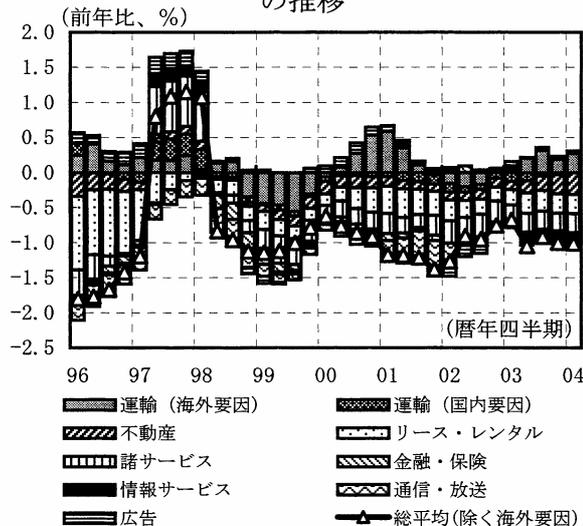
(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」により作成。
2. その他の機械機器は、一般機器、精密機器、輸送用機器。
3. その他の素材型は、窯業・土石、繊維。
4. エネルギーは、電力・都市ガス・水道、石油・石炭製品。
5. 食品は、農林水産物、加工食品。

図表Ⅲ-11 消費者物価（除く生鮮食品）の推移



(備考) 1. 総務省「消費者物価指数月報」により作成。
2. 一般サービス他には、出版物を、公共サービス他には電気・都市ガス・水道を含む。

図表Ⅲ-12 企業向けサービス物価の推移

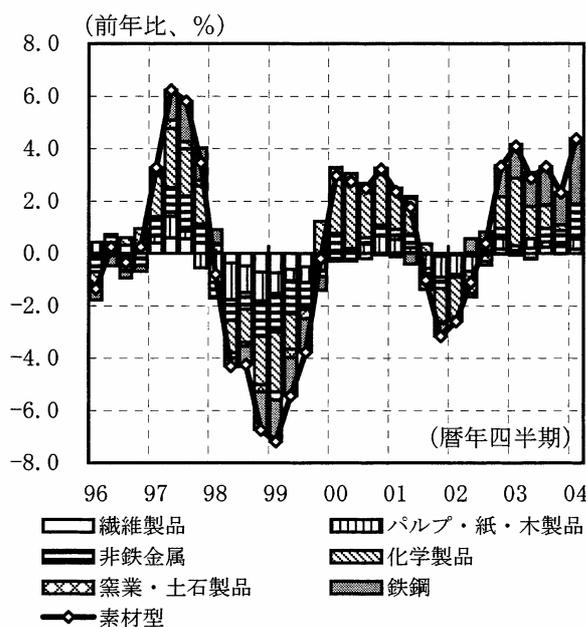


(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」により作成。
2. 運輸（海外要因）は、外洋貨物輸送、国際航空貨物輸送、国際航空旅客。

素材型投入産出物価ともに上昇傾向にあるものの、業種でばらつき

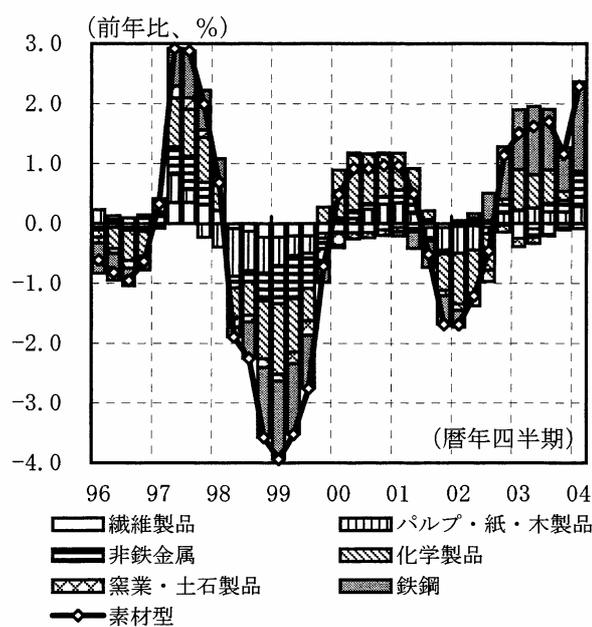
- ・ 製造業素材型産業の投入、産出物価は、投入物価が 2002 年 7 - 9 月期、産出物価が 2002 年 10 - 12 月期に前年比プラスに転じ、その後上昇傾向にある。業種別にみると、投入、産出物価とも、鉄鋼、化学、紙・パルプ、非鉄金属などで前年比プラス寄与が大きい。
- ・ 1990 年代以降 3 回の投入価格上昇局面における各素材産業の価格転嫁の実現度合いをみると、化学、非鉄金属は価格転嫁率が低下してきているものの、鉄鋼、紙・パルプは今回局面において最も価格転嫁率が高くなっているなど、価格転嫁の進展度合いに違いがみられる。

図表Ⅲ-13 投入物価の推移（素材型）



(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」により作成。
2. 素材型：繊維、パルプ・紙・木製品、化学、窯業・土石、鉄鋼、非鉄金属

図表Ⅲ-14 産出物価の推移（素材型）



(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」により作成。
2. 素材型：繊維、パルプ・紙・木製品、化学、窯業・土石、鉄鋼、非鉄金属

図表Ⅲ-15 価格転嫁率の推移（素材型）

| 業種 | ボトム | ピーク | 価格転嫁率 | 業種 | ボトム | ピーク | 価格転嫁率 |
|-------|---------|---------|-------|------|---------|---------|-------|
| 紙・パルプ | 1996/2Q | 1997/2Q | 60.7% | 鉄鋼 | 1996/3Q | 1997/3Q | 57.7% |
| | 1999/4Q | 2001/1Q | 56.0% | | 1999/4Q | 2000/3Q | 38.8% |
| | 2001/4Q | 2004/1Q | 80.3% | | 2001/4Q | 2004/1Q | 72.7% |
| 化学 | 1996/1Q | 1997/2Q | 34.0% | 非鉄金属 | 1996/3Q | 1997/3Q | 52.9% |
| | 1999/1Q | 2001/2Q | 29.7% | | 1999/1Q | 2001/1Q | 36.7% |
| | 2002/1Q | 2004/1Q | 27.2% | | 2001/4Q | 2004/1Q | 42.7% |

(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」により作成。
2. 価格転嫁率の算出式は以下の通り。

$$\text{価格転嫁率 (\%)} = \frac{\text{産出物価指数のボトムからピーク時までの上昇率 (\%)}}{\text{投入物価指数のボトムからピーク時までの上昇率 (\%)}} \times 100$$

3. 価格転嫁率のボトムとピークは投入物価ベースを表記している。

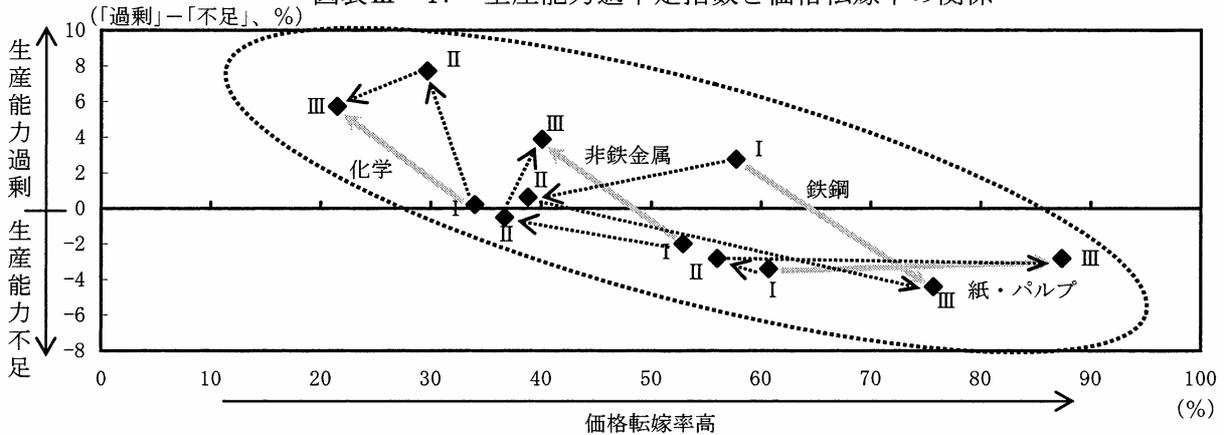
生産能力の不足業種で価格転嫁が進展

- ・企業が保有する生産能力と実稼働分とのギャップを生産設備判断D.I.で調整した指数（生産能力過不足指数）を算出したところ、素材型全体では過剰感があるものの、鉄鋼等では不足感があるなど、業種で違いがみられる。
- ・生産能力過不足指数と価格転嫁率の関係の推移をみると 生産能力の不足業種（鉄鋼、紙・パルプ）で価格転嫁率が進展してきている 生産能力の過剰業種（化学、非鉄金属）で価格転嫁が進展してきていないといった傾向がみられる。
- ・業種によって価格転嫁の進展度合いが異なるのは 生産能力 競争環境の違いによると推察される。鉄鋼、紙・パルプは、中国要因等で需要が拡大していることに加え、設備集約化が進んでおり、さらに原材料価格の上昇が生じているため、価格が大幅に上昇している（P ↑ P'）。一方、化学、非鉄金属は、需要の拡大はあるものの、原材料上昇による価格上昇を供給増圧力が打ち消し、価格上昇の影響は小幅（P ↑ P'）に留まる。

図表Ⅲ-16 生産能力過不足指数の推移（素材型）



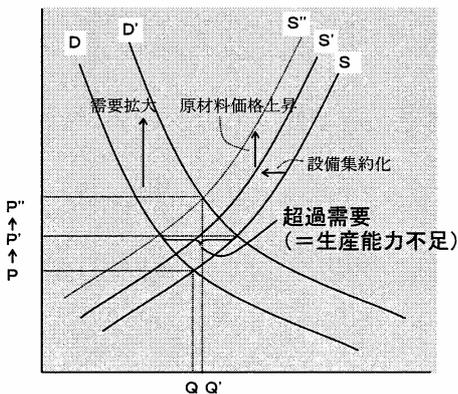
図表Ⅲ-17 生産能力過不足指数と価格転嫁率の関係



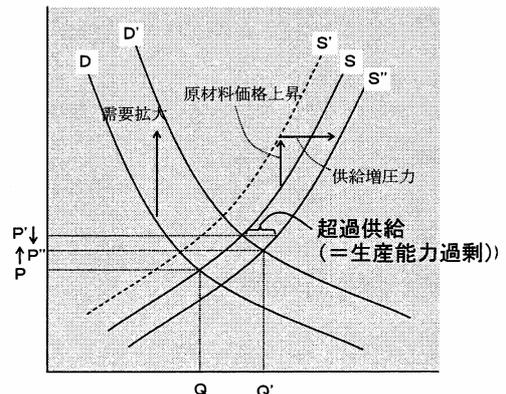
(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」、 「全国企業短期経済観測調査」、 経済産業省「経済産業統計」により作成。
 2. 各業種のⅠ、Ⅱ、Ⅲ期は図表Ⅲ-15と同じ。
 3. 図表Ⅲ-17において、生産能力過不足指数は各期の投入物価指数のピーク時の値を利用。

図表Ⅲ-18 川中産業の産出価格・数量決定パターン

(1) 鉄鋼、紙・パルプ



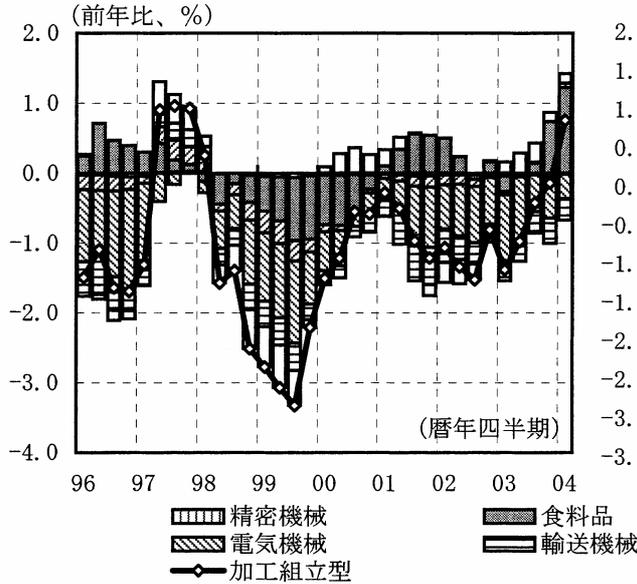
(2) 化学、非鉄金属



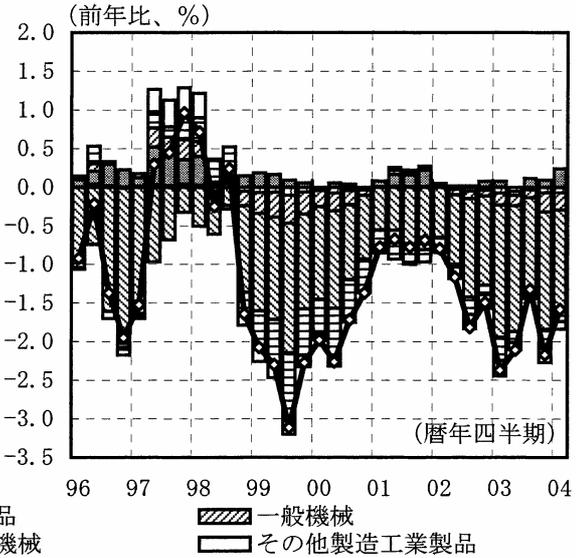
加工組立型の投入産出物価は下落傾向

- ・ 製造業加工組立型産業の投入産出価格は、足下では、昨年冷夏による米不作の影響で食料品がプラスに寄与しているものの、そうした特殊要因を除けば、依然下落傾向にある。
- ・ 企業収益の変動を要因分解すると、まず素材型産業では、投入物価の上昇に伴い交易条件が悪化し企業収益を押し下げているが、固定費削減と売上げ価格の上昇がプラスに寄与している。売上げ価格上昇によりある程度の価格転嫁が実現されている。
- ・ 一方、加工組立型産業では、交易条件の悪化と売上げ価格の下落が企業収益にマイナスに寄与しているが、売上数量の増加が収益改善に寄与している。素材型産業と異なり売上げ価格要因がマイナスに寄与しており、投入物価以上に産出物価が下落し、価格転嫁が実現できていないことがわかる。

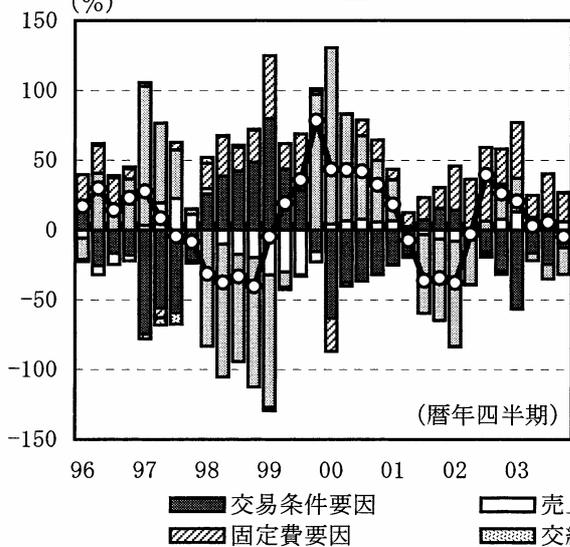
図表Ⅲ-19 投入物価の推移（加工組立型）



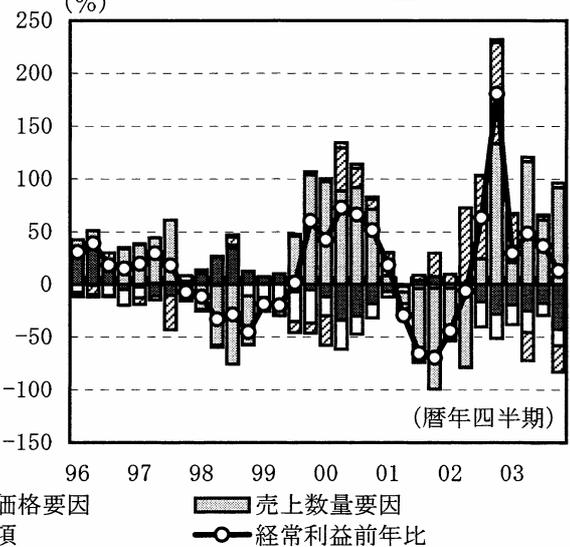
図表Ⅲ-20 産出物価の推移（加工組立型）



図表Ⅲ-21 経常利益前年比要因分解（素材型）



図表Ⅲ-22 経常利益前年比要因分解（加工組立型）

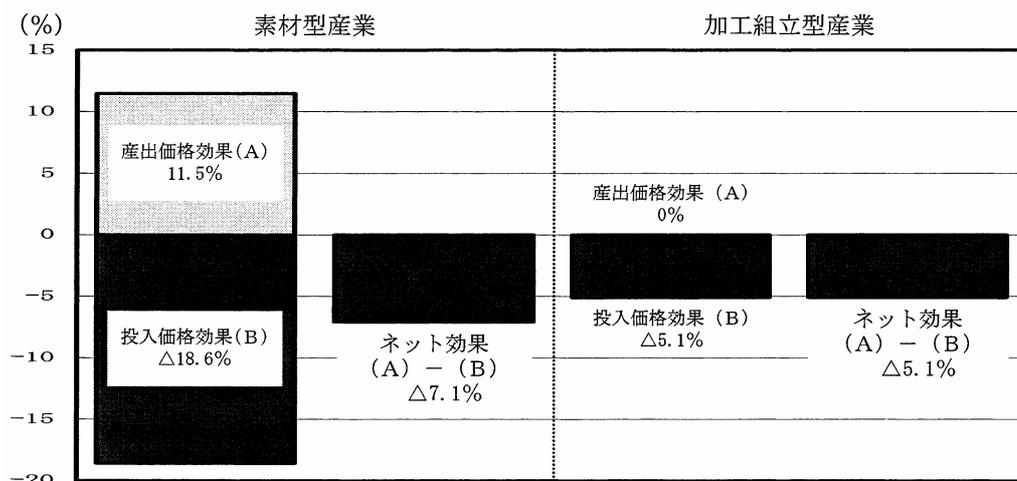


(備考) 1. 日本銀行「物価指数月報」、財務省「法人企業統計季報」により作成。
 2. 素材型：繊維、パルプ・紙・木製品、化学、窯業・土石、鉄鋼、非鉄金属
 加工組立型：食料品、一般機械、電気機械、精密機械、輸送用機械

交易条件の悪化が企業収益に与える影響（試算）

- 投入物価の上昇が企業収益に与える影響を試算すると、1%の素材型産業の投入物価の上昇は、素材型産業の経常損益をネットで7.1%減少させるほか、素材型産業から加工組立型産業への価格転嫁を通じて加工組立型産業の投入物価を上昇させることにより、加工組立型産業の経常損益をネットで5.1%減少させる。
- 投入物価の上昇は企業収益に一定のマイナスの影響をもたらすものの、世界経済、特に中国経済の持続拡大により今度とも価格転嫁が行われやすい環境にあること、売上数量の増加が見込まれること、固定費削減等による減益補填が見込まれること等を勘案すれば、今年度企業収益が大きく下振れするリスクは少ないものと考えられる。

図表Ⅲ-23 素材型産業の投入物価が1%上昇した場合の企業収益への影響（試算）



（備考）1. 素材型、加工組立型の各産出価格効果、投入価格効果の定義は以下のとおり。

- 素材型産出価格効果 (A) = (素材型投入物価が1%変化したときの素材型産出物価変化率 (0.468% : 今次素材型価格転嫁率)) × (素材型産出物価が1%変化したときの素材型経常損益変化率 (24.5%))
- 素材型投入価格効果 (B) = 素材型投入物価が1%変化したときの素材型経常損益変化率 (18.6%)
- 加工組立型産出価格効果 (A) = 0 と仮定
- 加工組立型投入価格効果 (B) = (素材型投入物価が1%変化したときの加工組立型投入物価変化率 (0.37% (素材型産出物価が1%変化したときの加工組立型投入物価変化率) × 0.468 (今次素材型価格転嫁率))) × (加工組立型投入物価が1%変化したときの加工組立型経常損益変化率 (29.6%))

2. 推計結果は以下のとおり。

企業収益関数

| | 素材型 | 加工組立型 |
|-----------------------|------------------|------------------|
| 定数項 | -16.3 (-6.7) | -21.8 (-5.5) |
| 産出価格効果 () | 24.5 (13.6) | 37.4 (16.4) |
| 産出数量効果 () | 25.2 (25.6) | 35.4 (25.8) |
| 投入価格効果 () | -18.6 (-12.9) | -29.6 (-14.3) |
| 投入数量効果 () | -18.4 (-21.3) | -27.7 (-23.0) |
| 固定費効果 () | -5.6 (-19.3) | -6.8 (-23.2) |
| 自由度修正済 R ² | 0.96 | 0.98 |
| D.W. | 2.20 | 2.27 |

物価関数

| | |
|-----------------------|-----------------|
| 定数項 | -71.6 (-0.0) |
| 素材型産出物価指数 () | 0.37 (4.1) |
| 自由度修正済 R ² | 0.99 |
| D.W. | 1.82 |

推計式

企業収益関数: $\ln(\text{経常損益}) = \text{定数項} + \ln(\text{産出物価指数}) + \ln(\text{産出数量}) + \ln(\text{投入物価指数}) + \ln(\text{投入数量}) + \ln(\text{固定費})$

物価関数: $\ln(\text{加工組立型投入物価指数}) = \text{定数項} + \ln(\text{素材型産出物価指数})$

データ出典は日本銀行「物価指数月報」、財務省「法人企業統計季報」。

推計期間は1990年第2四半期から2003年第4四半期。

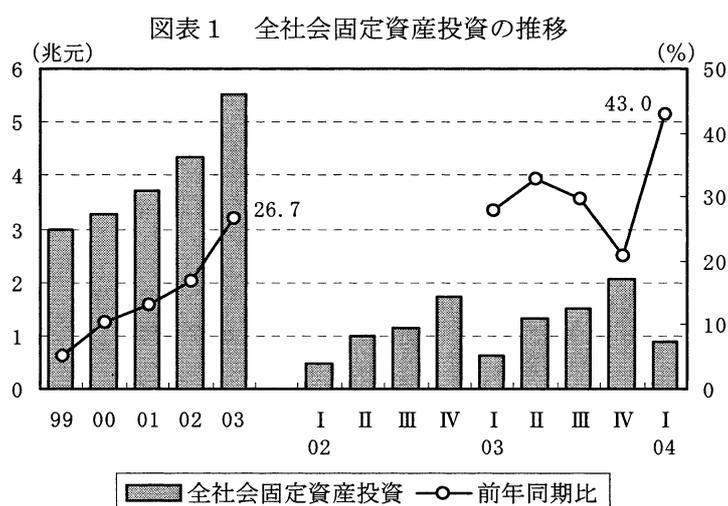
() 内は t 値。

(補論) 中国経済・過熱する固定資産投資の増加要因分析

1. オーバーランした実質GDP成長率と固定資産投資の伸長

中国の2004年1-3月期(以下、当期)の実質GDP成長率(確報値)は前年比9.8%増となり、今年3月の全人代で設定された「年間数値目標7%」を大きく上回るものとなった。景気過熱を懸念する中国政府は、昨年半ばより金融調節手段などを通じて引締め政策を実施してきたが、目標数値を“オーバーラン”する結果となった今回の発表は、政府による引締め政策の有効性に疑問を呈し、景気に対する過熱警戒感は高まった。

オーバーラン要因の一つとして固定資産投資の過熱が挙げられる。当期の全社会固定資産投資(名目値¹)は前年比43.0%増と大きく伸長した(図表1)。全社会固定資産投資の通年ベースの伸び率は、2003年に前年比26.7%増にまで加速している。四半期ベースでも、実質GDP成長率を上回るハイペースの伸びが続いていたが、当期の伸び率(43.0%)は、このハイペースの伸びをさらに大きく上回る水準となっている。



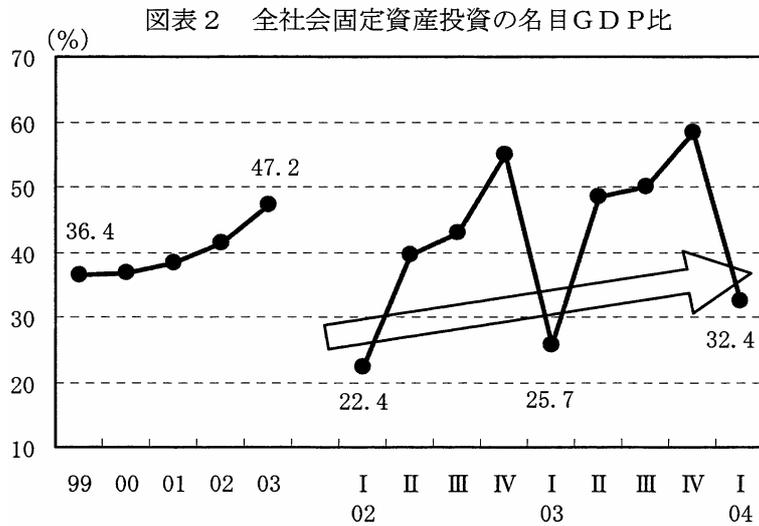
(備考) 中国統計年鑑、中国国家统计局HP資料により作成。

全社会固定資産投資額をGDP(名目値)と比較すると、GDP比率は上昇トレンドにある。四半期ベースでみると、当期は一見落ち込んだように見えるが、中国における固定資産投資額の四半期推移は、例年第1四半期に抑制され、第2四半期以降、第4四半期にかけて大きく伸長する特徴をもつ²。当期のGDP比(32.4%)は、2002年第1四半期と比較すると、

¹ 中国国家统计局は、GDP(国内生産総値)及び固定資産投資等について、実質値の発表を行っていない。

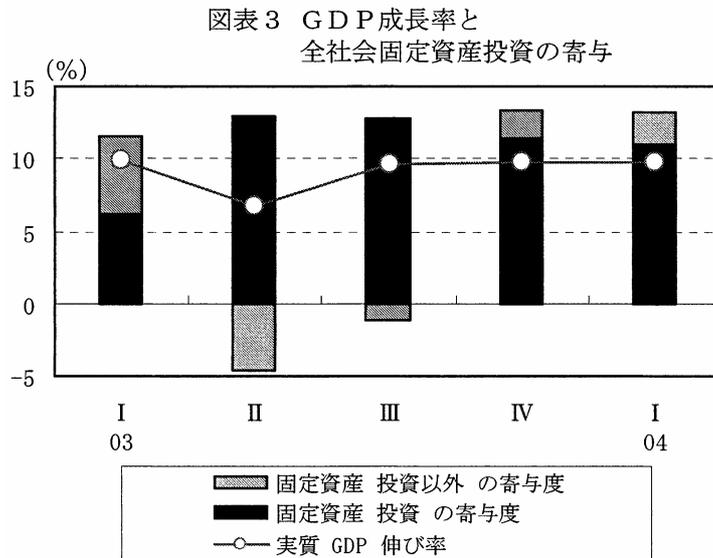
² 第1四半期の抑制は、当該年の経済政策と数値目標を決定する全人代(全国人民代表党大会)が開催される3月まで投資の実施が抑制気味に推移することや旧正月期間を含むことによる影響が考えられる。また第4四半期のピークは、投資額データの登録が事業単位側の届出によって収集されており、第4四半期にまとめて届出されるケースが多くなるため、と推察される。

10ポイントの上昇となっており、中国経済に占める固定資産投資の存在感は高まっている（図表2）。



（備考）中国統計年鑑、中国経済景気月報、中国国家统计局HP資料により作成。

名目GDPの伸びに対する固定資産投資の寄与をみると、当期名目GDPの伸び13.1%に対し、固定資産投資の寄与度は11.0%（寄与率84.0%）となる（図表3）。当期GDPの伸びは、固定資産投資の伸びによる影響を大きく受けたことがわかる。



（備考）中国経済景気月報、中国国家统计局HP資料により作成。

2. 業種別要因 - 鉄鋼、化学などの伸びが目立つほか、不動産投資も依然として旺盛

中国国家统计局は、2004年1 - 2月期より、全社会固定資産投資額のうち、農村地区での投資を除いた城鎮地区での投資額について、業種別並びに地域別内訳、前年同期比伸び率、構成比の公表を始めた。

当期（2004年1 - 3月期）の全社会固定資産投資額は8,799億元（前期比43.0%増）であり、このうち城鎮投資額は7,059億元（前期比47.8%増）、農村投資額は1,740億元（前期比26.4%増）となっており、農村地区よりも城鎮地区での投資の方が活発である。

当期の固定資産城鎮投資額について、スカイライングラフ³を用いて、業種別⁴に分解してみると以下の点が明らかになる（図表4、図表5）。

- 1) 製造業よりも非製造業のウェイト、増加寄与が大きい。
- 2) 増加寄与の大きい業種は不動産、金属（鉄鋼）、エネルギー関連などである。
- 3) 製造業の金属、繊維、化学などは全体平均を上回る高い伸びとなっている。

2003年6月に中国人民銀行が不動産向け融資の管理強化通達を發出して以降、政府当局の不動産投資に対する抑制姿勢は鮮明に打ち出されているはずであるが、依然として不動産投資が固定資産投資全体を大きく押し上げており、政府当局による政策実効性が必ずしも高くないことを物語っている。また、新聞等で報道されているとおり、金属（主に鉄鋼）、化学など産業投資の過熱が、全体を牽引する形となっていることが明示的に理解できる。

図表4 増加寄与の大きい業種

| | 前年比 | 構成比 | 寄与率 |
|----------|--------|-------|-------|
| 製造業 | 75.8% | 27.2% | 36.3% |
| 金属 | 108.4% | 8.7% | 14.1% |
| 化学 | 73.3% | 6.0% | 7.9% |
| 機械 | 70.3% | 3.5% | 4.5% |
| 非製造業 | 39.5% | 72.8% | 63.7% |
| 不動産 | 39.8% | 29.2% | 25.7% |
| 電力・ガス・水道 | 53.1% | 9.2% | 9.8% |
| 水利・環境事業 | 54.7% | 8.2% | 9.0% |

（備考）中国国家统计局 HP 資料により作成。

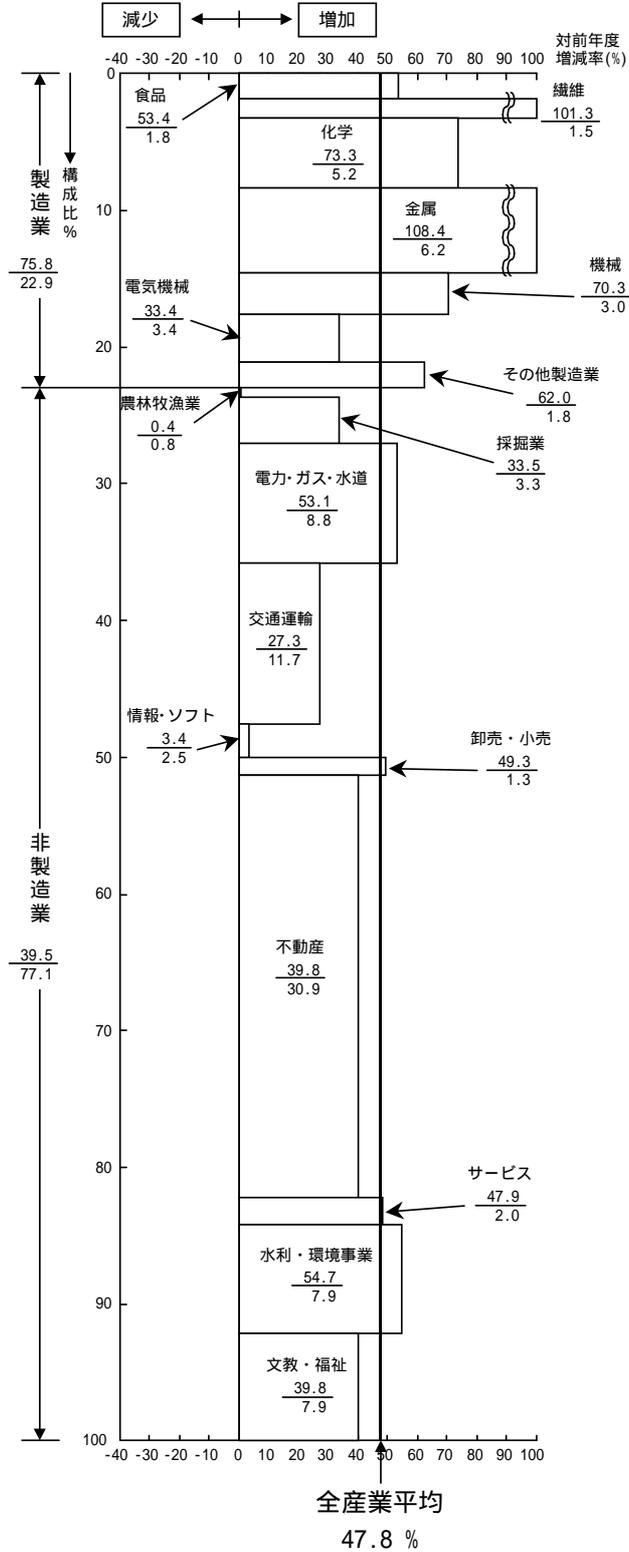
³ 毎年2回実施している日本政策投資銀行設備投資計画調査で用いている、各セクターの寄与度を構成比と増減率で分解、明示したもの。

⁴ 業種の分類については、後記（備考）参照。原データは、中央、地方の業種管轄省庁の窓口経由で収集され、投資内容よりも主業ベースで集計されることが多い。そのため、例えば国営鉄鋼メーカーが不動産ビルを建設する場合の投資は、不動産投資ではなく、鉄鋼業の投資としてカウントされている可能性が高いことに留意。

図表5 固定資産投資の業種別動向

【2004年1-3月】

数字 2004年1-3月 対前年度増減率
2003年1-3月 構成比

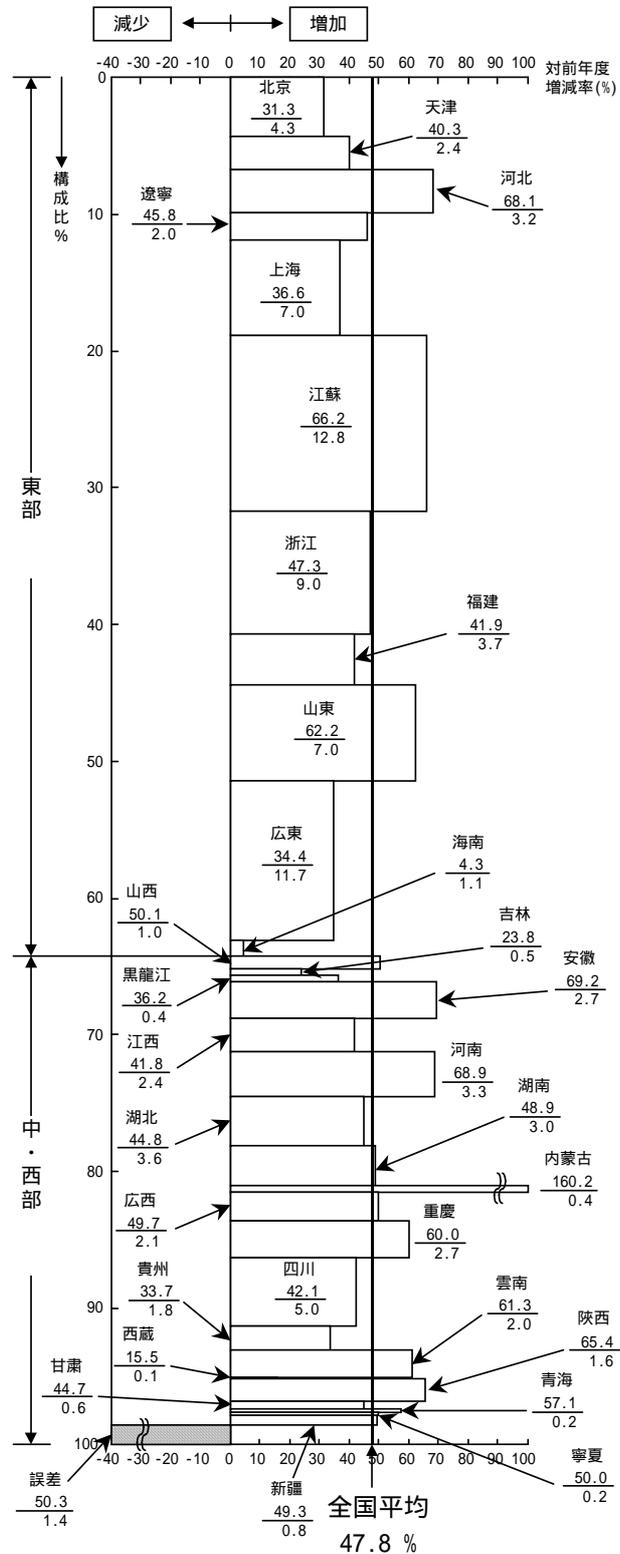


(備考) 中国国家统计局 HP 資料により作成。

図表6 固定資産投資の地域別動向

【2004年1-3月】

数字 2004年1-3月 対前年度増減率
2003年1-3月 構成比



(備考) 中国国家统计局 HP 資料により作成。

3. 地域別要因 - 沿海部のみならず内陸部でも活発な投資

次に地域別（行政単位別）で増加要因をみる。主な特徴は以下のとおりである（図表6、図表7）。

- 1) 沿海地域である東部のウェイト、増加寄与が大きい。
- 2) 増加寄与の大きい地域は、沿海地域の江蘇省、山東省、浙江省などである。
- 3) ウェイトは小さいながら中西部（内陸部）にも投資の勢いが広がっている。

図表6をみると、産業集積が進んだ沿海地域での投資増加が全体に大きく寄与していることは明らかであるが、内陸部にも投資が広がっていることがわかる。さらに内陸部における伸びを観察すると、地域間の「ばらつき」はさほどみられず、むしろ各地域の伸びは平均付近で均一化している。各地域の一律な投資の伸びと、図表4でみた金属などの大幅な伸びは、国務院が指摘⁵した「各地域での盲目的な重複投資」を裏付けるものとなっている。

図表7 増加寄与の大きい地域

| | 前年比 | 構成比 | 寄与率 |
|-----|-------|-------|-------|
| 江蘇省 | 66.2% | 12.8% | 17.7% |
| 山東省 | 62.2% | 7.0% | 9.1% |
| 浙江省 | 47.3% | 9.0% | 8.9% |

（備考）中国国家统计局 HP 資料により作成。

4. 抑制難しい固定資産投資 - 限界的な金融調節効果と増加する地方政府主導プロジェクト

マネーサプライは、2003年9月の人民銀行による預金準備率引上げ以降、減速傾向にあるものの、依然として高水準の伸びが続いている（図表8）。人民銀行は4月に入り、預金準備率の引上げを再度実施しているが、昨年引上げ経過をみる限り、その効果は一時的なものとなろう。法定基準金利の引上げなど踏み込んだ金融引締め策の実施が選択肢として考えられるが、利上げは米ドルとの金利差拡大をもたらし、一層の過剰流動性を高めるというジレンマに陥る。金融調節による固定資産投資の抑制は限界的な状況にある。

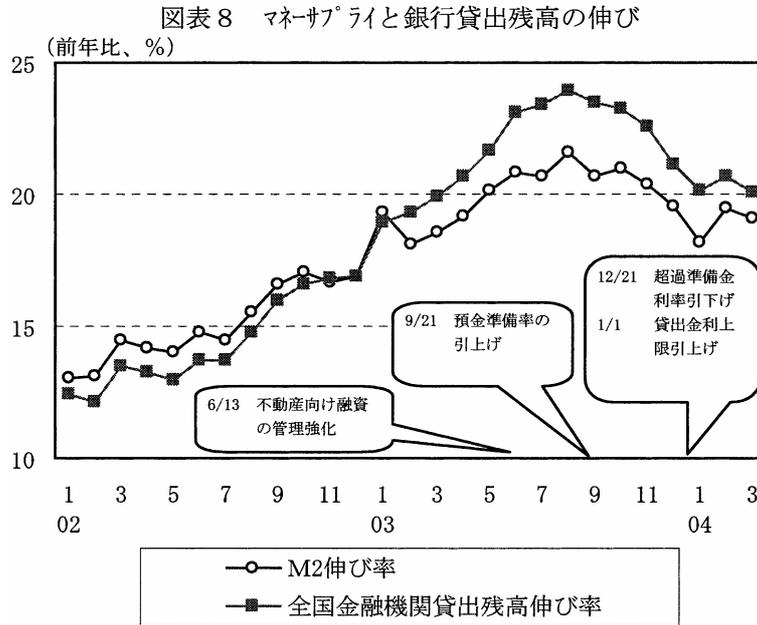
また固定資産投資⁶を中央事業、地方事業で分類すると、地方政府が投資を主導する地方事業の割合が年々高まっている（図表9）。中国人民大学経済学部の李義平教授は、「GDP数値が地方政府トップの業績指標となっているため、市場原理からかけ離れた過度な投資行動に走りやすい」「地方政府の実施する事業に対する資金供給においては、銀行は地方政府の影響を受け、十分な審査・モニタリングを実施できないまま、資金貸出を行っている」と指摘している⁷。地方政府主導型プロジェクトの増加は、中央政府当局による金融引締め政策の

⁵ 2004年2月4日、国務院曾培炎副総理は「一部の地域と業種における盲目的投資と低付加価値の重複建設の抑制を重要視している」と指摘した（2004年2月4日付新華網）。

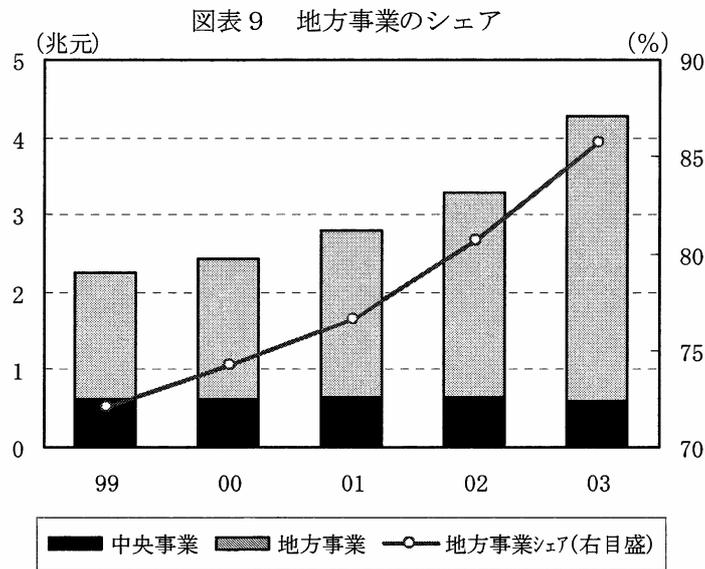
⁶ 城郷集団企業の投資と個人企業の投資を除く（中国経済景気月報）。

⁷ 2004年5月10日付中国経済時報「地方政府不当成為市場主体（李義平）」

浸透を妨げ、投資行動に対する制動力を低下させている。過熱する固定資産投資の抑制にはなお時間がかかるものと考えられる。



(備考) 中国経済景気月報により作成。



(備考) 中国経済景気月報により作成。

(備考)

当レポート及びスカイライングラフ作成にあたっては、国家統計局の業種分類を以下のとおり再分類した。

| (国家統計局分類) | (当調査の分類) |
|------------------|-----------|
| 主要産業 | |
| 全国総計 | 計 |
| 一. 農林牧漁業 | 農林牧漁業 |
| そのうち. 林業 | |
| 二. 採掘業 | 採掘業 |
| 石炭採掘 | |
| 石油天然ガス採掘 | |
| 黒色金属採掘 | |
| 非鉄金属採掘 | |
| 非金属鉱採掘 | |
| その他採掘業 | |
| 三. 製造業 | 食品 |
| 食品加工 | |
| 食品製造 | |
| 飲料工業 | |
| タバコ加工 | |
| 紡織工業 | 繊維 |
| アパレル工業 | |
| 皮革工業 | |
| 木材加工工業 | |
| 家具製造 | |
| 製紙工業 | |
| 印刷工業 | |
| スホ-ツ用品 | |
| 石油加工 | |
| 化学工業 | 化学 |
| 医薬品 | |
| 化繊工業 | |
| ゴム工業 | |
| プラスチック工業 | |
| 非金属鉱物 | |
| 黒色金属加工 | 金属 |
| 非鉄金属加工 | |
| 金属製品 | |
| 普通機械 | 機械 |
| 専用設備 | |
| 交通設備 | |
| 電気機器 | 電気機械 |
| 電子通信設備 | |
| 計器類 | |
| 工芸品 | |
| リサイクル資源加工 | その他製造業 |
| 四. 電力工業、ガス、水道 | 電力、ガス、水道業 |
| 電力工業 | |
| ガス生産供給 | |
| 水の生産供給 | |
| 五. 建築業 | 不動産業へ |
| 六. 交通運送、貯蔵、郵政 | 交通運輸 |
| 鉄道運送業 | |
| 道路運送業 | |
| 都市公共交通業 | |
| 江川・海運業 | |
| 航空運送業 | |
| 七. 情報産業、ソフト産業 | 情報・ソフト |
| 八. 卸売り、小売業 | 卸売・小売 |
| 九. ホテル、飲食業 | サービスへ |
| 十. 金融業 | サービスへ |
| 十一. 不動産 | 不動産 |
| 十二. レンタル、商業サービス業 | サービスへ |
| 十三. 科学研究、技術サービス | サービスへ |
| 十四. 水利、環境と公共管理 | 水利・環境事業 |
| 水利管理業 | |
| 環境管理業 | |
| 公共施設管理業 | |
| 十五. 住民サービス業 | サービスへ |
| 十六. 教育 | 文教・福祉 |
| 十七. 衛生、社会保障福祉業 | |
| そのうち. 衛生 | |
| 十八. 文化、体育娯楽産業 | |
| 十九. 公共管理と社会組織 | |
| 二十. 国際機構 | サービスへ |

以上

『調査』既刊目録

— 最近刊の索引 —

- 66 (2004. 7) 最近の経済動向
- 65 (2004. 6) 企業の資金調達動向
- 64 (2004. 4) LCA (ライフ・サイクル・アセスメント)による温暖化対策の改善
- 63 (2004. 4) 90年代以降の企業の研究開発動向
- 62 (2004. 4) デフレ下の資本財価格低下と設備投資への影響
- 61 (2004. 4) 都市環境改善の視点から見た建築物緑化の展望
- 60 (2004. 3) コスト面からみた資本、労働の動き
- 59 (2003.12) 最近の経済動向
- 58 (2003.10) 設備投資計画調査報告(2003年8月)
- 57 (2003. 9) 中国による対日直接投資と中国人留学生による日本での起業
- 56 (2003. 9) 資源循環型社会で注目される生分解性プラスチック
- 55 (2003. 7) 素材型産業を核とした資源循環クラスターの展開
- 54 (2003. 6) ブロードバンド時代のデジタルコンテンツ・ビジネス
- 53 (2003. 5) 企業の温暖化対策促進に向けて
- 52 (2003. 4) 地方民鉄の現状
- 51 (2003. 3) 設備投資計画調査報告(2003年2月)
- 50 (2003. 1) 設備投資計画調査統計集(1990年度以降)
- 49 (2002.12) 最近の経済動向
- 48 (2002.12) 食品リサイクルとバイオマス
- 47 (2002.11) 中国の経済発展と外資系企業の役割
- 46 (2002.10) 将来不安と世代別消費行動
- 45 (2002.10) 設備投資計画調査報告(2002年8月)
- 44 (2002. 8) 日本企業の生産性と技術進歩
- 43 (2002. 8) 設備投資・雇用変動のミクロ的構造
- 42 (2002. 8) わが国電気機械産業の課題と展望
- 41 (2002. 8) 邦銀の投融资動向と経済への影響
- 40 (2002. 7) 社会的責任投資(SRI)の動向
- 39 (2002. 7) 少子高齢化時代の若年層の人材育成
- 38 (2002. 7) 最近の経済動向
- 37 (2002. 3) 設備投資計画調査報告(2002年2月)

— 分野別の索引 —

〔設備投資アンケート〕

◇設備投資計画調査

- | | |
|----------------------------|---------------|
| • 2002・03・04年度 (2003年8月) | 58 (2003.10) |
| • 2002・03年度 (2003年2月) | 51 (2003. 3) |
| • 設備投資計画調査統計集(1990年度以降) | 50 (2003. 1) |
| • 2001・02・03年度 (2002年8月) | 45 (2002.10) |
| • 2001・02年度 (2002年2月) | 37 (2002. 3) |
| • 2000・01・02年度 (2001年8月) | 28 (2001.10) |
| • 2000・01年度 (2001年2月) | 21 (2001. 3) |
| • 1999・2000・01年度 (2000年8月) | 15 (2000.10) |
| • 1999・2000年度 (2000年2月) | 7 (2000. 3) |
| • 1998・99・2000年度 (1999年8月) | 2 (1999.10) |
| • 1998・99年度 (1999年2月) | 254 (1999. 3) |
| • 1997・98・99年度 (1998年8月) | 251 (1998.10) |

〔経済・経営〕

◇最近の経済動向

- | | |
|-------------------------------|---------------|
| • 国際商品市況の上昇が企業の投入・産出行動に与える影響 | 66 (2004. 7) |
| • 資金循環と金融を中心とする日本経済の中期シナリオの検討 | 59 (2003.12) |
| • 日本経済の持続可能性に向けた中期シナリオの検討 | 49 (2002.12) |
| • グローバル化と日本経済 | 38 (2002. 7) |
| • デフレ下の日本経済と変化への兆し | 31 (2001.12) |
| • デフレ下の日本経済 | 26 (2001. 7) |
| • 今次景気回復の弱さとその背景 | 19 (2001. 3) |
| • ITから見た日本経済 | 12 (2000. 8) |
| • 90年代を振り返って | 4 (2000. 1) |
| • 設備投資と資本ストックを中心に | 258 (1999. 7) |
| • 長引くバランスシート調整 | 252 (1999. 1) |

* 当行の Web ページ (<http://www.dbj.go.jp/report/>) では、『調査』発刊開始(1973年)以来の全目録を掲載しており、2001年4月発行の第26号以降については全文をご覧頂くことができます。

* 『調査』入手のご希望については、調査部総務班 (Tel: 03-3244-1840 email: report@dbj.go.jp) までお問い合わせ下さい。

◇日本経済一般

- ・コスト面からみた資本、労働の動き 60 (2004. 3)
- ・日本企業の生産性と技術進歩 44 (2002. 8)
- ・為替変動と産出・投入構造の変化 242 (1998. 6)

◇金融・財政

- ・企業の資金調達動向 65 (2004. 6)
—銀行借入と代替的な資金調達手段について—
- ・邦銀の投融资動向と経済への影響 41 (2002. 8)
- ・社会的責任投資 (SRI) の動向 40 (2002. 7)
—新たな局面を迎える企業の社会的責任—
- ・近年の企業金融の動向について 35 (2002. 3)
—資金過不足と返済負担—

◇設備投資・企業経営

- ・デフレ下の資本財価格低下と設備投資への影響 62 (2004. 4)
—財別・産業別価格データによる計測—
- ・設備投資・雇用変動のミクロ的構造 43 (2002. 8)
- ・ROA の長期低下傾向とそのミクロ的構造 30 (2001.12)
—企業間格差と経営戦略—
- ・日本企業の設備投資行動を振り返る 17 (2000.11)
—個別企業データにみる1980年代以降の特徴と変化—
- ・90年代の設備投資低迷の要因について 262 (1999. 9)
—期待の低下や債務負担など中長期的構造要因を中心に—

◇消費・貯蓄・雇用

- ・将来不安と世代別消費行動 46 (2002.10)
- ・労働分配率と賃金・雇用調整 34 (2002. 3)
- ・家計の資産運用の安全志向について 16 (2000.10)
- ・企業の雇用創出と雇用喪失 6 (2000. 3)
—企業データに基づく実証分析—
- ・消費の不安定化とバブル崩壊後の消費環境 1 (1999.10)
- ・人口・世帯構造変化が消費・貯蓄に与える影響 248 (1998. 8)
- ・資産価格の変動が家計・企業行動に与える影響の日米比較 244 (1998. 7)
- ・近年における失業構造の特徴とその背景 240 (1998. 4)
—労働力フローの分析を中心に—

◇貿易・直接投資

- ・変貌するわが国貿易構造とその影響について 29 (2001.11)
—情報技術関連(IT)財貿易を中心に—

◇海外経済

- ・中国による対日直接投資と中国人留学生による日本での起業 57 (2003. 9)
—中国経済の活力を日本に取りこむために—
- ・中国の経済発展と外資系企業の役割 47 (2002.11)
- ・米国の景気拡大と貯蓄投資バランス 8 (2000. 4)
- ・米国経済の変貌 255 (1999. 5)
—設備投資を中心に—
- ・アジアの経済危機と日本経済 253 (1999. 3)
—貿易への影響を中心に—

[産業・技術・環境]

◇最近の産業動向

- ・主要産業の生産は、素材、資本財産業を中心に減少へ 27 (2001. 7)
- ・内需の回復続き、多くの業種で生産増加 13 (2000. 8)
- ・輸出はアジア向けで堅調、内需は回復に力強さがみられず 5 (2000. 1)
- ・全般的に緩やかな回復の兆し 260 (1999. 8)

◇技術開発・新規事業

- ・90年代以降の企業の研究開発動向 63 (2004. 4)
- ・製造業における技能伝承問題に関する現状と課題 261 (1999. 9)
- ・最近のわが国企業の研究開発動向 247 (1998. 8)
—技術融合—
- ・わが国企業の新事業展開の課題 243 (1998. 7)
—技術資産の活用による経済活性化への提言—
- ・日本の技術開発と貿易構造 241 (1998. 6)

◇環境

- ・LCA (ライフ・サイクル・アセスメント) 64 (2004. 4)
— による温暖化対策の改善 —
- ・都市環境改善の視点から見た建築物緑化の展望 61 (2004. 4)
— 一屋上緑化等の技術とコストを中心に —
- ・素材型産業を核とした資源循環クラスターの展開 55 (2003. 7)
— リサイクルビジネスの高度化に向けて —
- ・企業の温暖化対策促進に向けて 53 (2003. 5)
- ・食品リサイクルとバイオマス 48 (2002.12)
- ・使用済み自動車リサイクルを巡る展望と課題 36 (2002. 3)
- ・都市再生と資源リサイクル 33 (2002. 2)
— 資源循環型社会の形成に向けて —
- ・環境情報行政と IT の活用 32 (2002. 1)
— 環境行政のパラダイムシフトに向けて —
- ・家電リサイクルシステム導入の影響と今後 20 (2001. 3)
— リサイクルインフラの活用に向けて —
- ・わが国環境修復産業の現状と課題 3 (1999.10)
— 地下環境修復に係る技術と市場 —
- ・欧米における自然環境保全の取り組み 256 (1999. 5)
— ミティゲイションとビオトープ保全 —

◇化学・バイオ

- ・資源循環型社会で注目される生分解性プラスチック 56 (2003. 9)
— “バイオマス由来”の特性で広がる用途展開 —
- ・わが国化学産業の現状と将来への課題 14 (2000. 9)
— 企業戦略と研究開発の連繋 —

◇自動車・電機・電子・機械

- ・わが国電気機械産業の課題と展望 42 (2002. 8)
— 総合電気機械メーカーの事業再編と将来展望 —
- ・わが国半導体製造装置産業のさらなる発展 23 (2001. 3)
— に向けた課題 —
— 内外装置メーカーの競争力比較から —
- ・労働安全対策を巡る環境変化と機械産業 10 (2000. 6)
- ・わが国自動車・部品産業をめぐる国際 9 (2000. 4)
— 的再編の動向 —
- ・わが国半導体産業における企業戦略 259 (1999. 8)
— アジア諸国の動向からの考察 —
- ・わが国機械産業の更なる発展に向けて 257 (1999. 5)
— 工作機械産業の技術シーズからみた将来展望 —

◇エネルギー・新エネルギー

- ・分散型電源におけるマイクロガスタービン 24 (2001. 3)
— その現状と課題 —

◇運輸・流通

- ・地方民鉄の現状 52 (2003. 4)
— 輸送密度の相関分析 —
- ・物流の新しい動きと今後の課題 25 (2001. 3)
— 3PL(サードパーティ・ロジスティクス)からの示唆 —
- ・消費の需要動向と供給構造 18 (2000.12)
— 小売業の供給行動を中心に —

◇情報・通信・ソフトウェア

- ・ブロードバンド時代のデジタルコンテンツ・ビジネス 54 (2003. 6)
— 映像コンテンツ流通を中心に —
- ・ケーブルテレビの現状と課題 22 (2001. 3)
— ブロードバンド時代の位置づけについて —
- ・エレクトロニック・コマース (EC) の 246 (1998. 8)
— 産業へのインパクトと課題 —

◇医療・福祉・教育・労働

- ・少子高齢化時代の若年層の人材育成 39 (2002. 7)
— 企業外における職業教育機能の充実に —
— 実に向けて —
- ・労働市場における中高年活性化に向けて 11 (2000. 6)
— 求められる再教育機能の充実 —
- ・高齢社会の介護サービス 249 (1998. 8)

本号の内容についてのお問い合わせは、執筆担当者までお願い致します。

なお、当行の Web ページ (<http://www.dbj.go.jp/report/>) では『調査』に関する読者アンケートのフォームを掲載しております。今後の『調査』刊行に際して参考とさせていただきたく、皆様のご感想やご意見などお聞かせ願えれば幸いです。

ISSN 1345 - 1308

2004 年 7 月 12 日

調 査 第 66 号

編 集 日 本 政 策 投 資 銀 行
調査部長 荒 井 信 幸

発 行 日 本 政 策 投 資 銀 行
東京都千代田区大手町 1 丁目 9 番 1 号
電 話 (03) 3244 - 1840
(調査部総務班直通問い合わせ先)
email : report@dbj.go.jp
ホームページ <http://www.dbj.go.jp>

(印刷 O T P)