

調 査

第 77 号
(2005 年 2 月)

内 容

最 近 の 経 済 動 向 — 景気の踊り場にある日本経済 —

本稿では、景気の踊り場にある日本経済及び景気の拡大が緩やかになっている世界主要国・地域経済の現況について、米国の対外債権・債務と所得収支の関係、欧州ユーロの国際市場における存在感の高まり、中国の貿易構造変化等最近の内外経済の関心テーマについてもとりあげながら、分析を行う。

最近の経済動向 景気の踊り場にある日本経済

【要 旨】

・世界経済の拡大は緩やかに

世界主要国・地域の経済は、米国が拡大を続けているものの、欧州、アジアでは成長が緩やかに減速しており、全体として拡大ペースが緩やかになっている。

米国経済は、拡大が続いている。個人消費は、雇用情勢の改善等を受け、増加が続いている。一方で家計負債残高は積み上がっており、留意を要する。設備投資は、情報関連を中心に増加している。しかし企業収益は原料高等から足元鈍化が続いており、設備投資への影響が懸念される。生産は緩やかに増加している。経常収支赤字は、貿易収支赤字が対中国赤字を中心に拡大を続けており、2004年通年で過去最大水準となる見込みである。物価は、全体では原油価格上昇の影響で強含んでいるものの、コア物価は安定している。フェデラル・ファンド金利は2004年中に5度、合計で1.25%引き上げられたが、景気の先行きに対する慎重な見方が根強く、長期金利、株価はともに安定的に推移している。

欧州主要国経済（ドイツ、フランス、イギリス）は、緩やかな減速基調にある。ドイツでは景気を牽引してきた輸出が減少に転じ、成長率が鈍化した。フランスでは個人消費、設備投資が減少に転じ、5四半期ぶりに足元マイナス成長となった。イギリスでは低失業率を背景に民間消費は堅調なものの、設備投資の減少等により成長率が鈍化した。消費者物価はインフレ参照値を超える水準にあるが、ユーロ高（対ドル）による景気減速懸念を背景に、欧州中央銀行の政策金利は昨年6月以来据え置かれている。なお、国際市場では2002年にユーロ建普通債券発行額が米ドル建を上回り、2003年はその差を一層広げているなど、ユーロの存在感が高まっている。

アジア主要国経済（韓国、台湾、シンガポール）は、外需主導で高成長を続けてきたが、このところ成長率が鈍化している。生産は弱含んでおり、今後は在庫調整の可能性も懸念される。韓国の消費低迷は長期化している。急激なウォン高（対ドル）による輸出への悪影響も懸念される。アジア主要国の輸出に占める中国向けの割合は拡大している。2005年のアジア主要国の成長率はやや鈍化する見通しであるが、米中経済が減速しつつも拡大を続ける見通しであることから、緩やかな調整にとどまるものと考えられる。

中国経済は、抑制政策が続くものの、足元の固定資産投資の伸びは依然2003年通年を上回る伸びとなっているほか、消費、輸出も高い伸びが続いており、高成長が続いている。マネ

ーサプライは減速基調にある。物価の上昇は一服している。中国の貿易総額はWTO加盟（2001年11月）後の3年間で倍増し、世界貿易に占める中国のプレゼンスを急速に増している。

・景気の踊り場にある日本経済

日本経済は、景気の踊り場局面を迎えている。2002年初を谷とする今回の景気回復局面では、特に2003年度後半に世界経済の復調を背景に輸出、設備投資が増加し、景気回復の足取りが一段と着実さを増した。しかし、2004年央以降は世界経済の減速や電子部品・デバイスとその関連分野の在庫調整等の影響もあり、輸出の頭打ちや生産の弱含みがみられるなど、足元の景気に弱めの動きが出ている。先行きについては、世界経済が減速しつつも拡大を続ける見通しであることや、在庫調整がこれまでのところ生産財の一部業種に限定された動きであることから、生産は底堅く推移することが予想され、景気は企業部門を中心に底堅い展開となることが予想される。

個人消費は、所得環境が雇用者報酬に底打ち感がみられるなど概ね横ばいで推移しているものの、天候不順等の影響からこのところ伸びが鈍化しており、マインド改善にも一服感がみられる。設備投資は、企業収益の連続大幅増益等を背景に、2004年度入り後も増加が続いている。しかし先行指標の機械受注は2004年度半ば以降電気機械を中心に製造業で弱含みの動きがみられるなど、設備投資の先行き鈍化が見込まれる。ただし、設備稼働率や設備過剰感は総じて改善が続いており、今後設備投資が大きく落ち込む懸念は少ないものと考えられる。住宅投資は、新設住宅着工戸数（季調値年率）が2001年以降年率120万戸弱でほぼ横ばいの動きを続けるなど、概ね横ばいで推移している。公共投資は、国、地方の厳しい財政事情を反映し、2001年度以降一貫して減少傾向が続いている。輸出は、海外経済の回復を背景に2003年後半以降対中国向けを中心に増勢を強めてきたが、足元頭打ちとなっている。輸入は、緩やかに増加している。経常収支は、輸出の頭打ちに加え原油高の影響もあり、貿易収支黒字が足元縮小に転じる一方、サービス収支の赤字幅が旅行収支を中心に拡大を続けており、黒字幅が縮小している。

物価は、企業物価に原油高一服から頭打ち傾向がみられ、消費者物価は依然弱含んでいる。

金融面では、日銀の量的緩和政策が継続され、マネタリーベースは引き続き高水準にあるが、マネーサプライは低い伸びが続いている。民間銀行貸出残高は、減少幅が縮小基調にあるものの、このところ減少幅縮小ペースがやや鈍化している。なお、2005年4月のペイオフの全面解禁へ向けた預金の動きが注目されるが、2003年4月の部分解禁前にみられた定期性預金から普通預金等への大幅なシフトのような大きな動きは、これまでのところ観察されない。

（2005年1月20日 記）

[担当：経済調査班 e-mail：report@dbj.go.jp]

目 次

頁【図表頁】

．世界経済の拡大は緩やかに	
1．米国　：個人消費、設備投資は堅調の中、懸念材料も	6【24】
2．米国　：生産・雇用は堅調、株価・金利は安定	6【25】
3．米国　：経常収支赤字と貯蓄投資バランス	7【26】
4．米国　：対外債権・債務と所得収支	7【27】
5．欧州　：緩やかな減速	8【28】
6．欧州　：存在感高めるユーロ	8【29】
7．アジア主要国　：外需主導で高成長、2005年の成長はやや鈍化	9【30】
8．アジア主要国　：中国への輸出依存度が拡大	10【31】
9．中国　：投資の減速は緩やか	10【32】
10．中国　：WTO加盟後3年間の貿易構造	11【33】
．景気の踊り場にある日本経済	
1．概況：先行きは企業部門を中心に底堅く推移	13【34】
2．在庫は一部生産財で在庫調整局面入りするも、全体では低水準で推移	14【35】
3．雇用情勢は求人が増加し、改善が続く	14【36】
4．所得環境は横ばいで推移	15【37】
5．所得減に伴う家計の貯蓄の取り崩しは足元で一服	16【38】
6．個人消費は持ち直し基調にあるも、足元でやや鈍化	17【39】
7．設備投資は増加が続くも、先行き鈍化の兆し	18【40】
8．住宅投資は横ばいで推移	18【41】
9．厳しい財政事情を反映し、公共投資は一貫して減少	19【42】
10．輸出は頭打ち、経常収支黒字は縮小	20【43】
11．輸出 - 今回回復局面の特徴	21【44】
12．原油高の企業物価、消費者物価への上昇圧力は一服する見通し	22【45】
13．金融は緩和が続いている	23【46】
14．貸出以外のファイナンスの動向	23【47】

既刊目録

< 分析・執筆担当者 >

黒住 淳人 総括

金内 雅人 第 章 1、 2、 7 節

小田圭一郎 第 章 5、 6 節、第 章 13、 14 節

和田 敬記 第 章 9、 10 節

加賀林陽介 第 章 1 ~ 4 節、第 章 10、 11 節

蜂谷 義昭 第 章 3 ~ 6、 8 節

岩城 裕子 第 章 7、 8 節、第 章 9、 12 節

本稿は、2005 年 1 月 20 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 世界経済の拡大は緩やかに

1 . 米国 : 個人消費、設備投資は堅調の中、懸念材料も (図表 24 頁)

米国経済は拡大が続いている。2004 年 7 - 9 月期 (最終推定値) の実質 GDP 伸び率は前期比年率 4.0% 増となり (図表 - 1)、12 四半期連続で前期比増加となった。前期に伸び率鈍化が懸念された個人消費が再び伸び率を拡大し、設備投資も増加が続いた。一方、住宅投資は高水準ながら頭打ちとなっている。

雇用環境の改善、所得の増加を背景に、消費者マインドは緩やかに改善しており、個人消費の増加が続いている (図表 - 2)。可処分所得の動きをみていくと (図表 - 3)、税要因がマイナス寄与となっており、減税要因はこの統計からは見受けられない。また、旺盛な消費を支える要因として、ホーム・モーゲージ、消費者信用等家計負債の増加が挙げられる (図表 - 4)。住宅価格の上昇が担保価値の増大を通じてホーム・エクイティ・ローン¹による借入増加をもたらし、消費を支えているとする指摘がなされている。今後、急激な家計負債の積み上がりには留意が必要である。

企業収益は、2003 年中は大幅な増益を続けたが、2004 年 1 - 3 月期以降は、原材料価格の高騰等により、増益テンポが次第に鈍化してきている (図表 - 5)。設備投資は、それまでの増益を背景に増加が続いているが、今後収益の鈍化が設備投資にどのように影響するか懸念される。

2 . 米国 : 生産・雇用は堅調、株価・金利は安定 (図表 25 頁)

鉱工業生産は 2003 年 7 - 9 月期以降増加に転じ、緩やかに増加を続けており、2000 年のピーク時の水準を回復している (図表 - 6)。ただし、在庫も出荷も前年比増となっており、在庫循環図上は成熟した段階に達している。財の用途別にみると、設備機器の生産が消費財に比べて相対的に強い動きとなっている。製造業稼働率についても、生産の増加に合わせ、水準は低い²ながらも緩やかに上昇している。

雇用情勢は、回復が続いている。雇用者数については、サービス業を中心に増加が続いている (図表 - 7)。2004 年暦年を通じて 223 万人の増加となり、年央からの FRB による 5 回の利上げの主要な根拠ともなってきた。雇用者数の動向が、株価にも大きな影響を及ぼしている。なお、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。

物価については、原油等原材料価格の上昇を受けて、生産者物価指数 (P P I)、消費者物価指数 (C P I) とともに前年比上昇率が高まっている (図表 - 8)。しかし、エネルギー・食料を除くコア指数をみると、比較的安定的に推移しており、原油高から物価全体への波及は現状では限定されたものとなっている。P P I を需要段階別にみると、原材料、中間財は

¹ ホーム・モーゲージに含まれる。

² 稼働率の水準については、情報関連を中心に生産能力が過大に推計されている (すなわち稼働率に対して下方バイアスがかかる) ということが指摘されており、留意が必要である。

伸び率が高まっているものの、最終財への価格転嫁は顕著にはみられず、物価は比較的安定的に推移しているといえる。

金融面（図表 - 9、10）では、株価は、雇用回復等国内景気要因、中東情勢の緊迫化、原油価格上昇等の影響を受け、ダウ平均は一進一退の動きが続いてきたが、足元では消費、雇用の底堅さが評価され、若干強含んでいる。F R Bは雇用者数の回復等を受けて過度の金融緩和政策を修正すべく、フェデラル・ファンド金利（F F金利）の誘導水準を、2004年6月、8月、9月、11月及び12月の5回にわたって各0.25%ずつ、累計で1.25%引き上げ、2.25%の水準とした。2005年中にはさらに3%超の水準にまで引き上げるとみる見方が多い。しかし長期金利（米国債10年物流通利回り）はこうした要因を既に織り込んでおり、安定的に推移している。

3．米国：経常収支赤字と貯蓄投資バランス（図表26頁）

米国の経常収支赤字は、対GDP比で拡大を続けており、2004年1 - 9月の平均は5.5%となっており、通年で過去最大の水準となる見込である（図表 - 11）。このうち、貿易赤字について貿易相手国別にみると、1990年代初頭まで大きな割合を占めていた対日赤字の割合は大幅に低下し、暦年ベースでは2000年以降、対中国赤字の寄与が対日赤字よりも大きくなっている（図表 - 12）。これが人民元切り上げを要求する根拠ともなっている。しかし、中長期的には経常収支の水準は国内の貯蓄投資バランスによって決定されるものであり、2001年以降の赤字拡大は、旺盛な消費による家計貯蓄の低下と、戦費拡大・減税による財政赤字の拡大がもたらしたものと見える（図表 - 13）。この間米ドルの実効為替レートは低下を続けていたが、経常収支の赤字幅はむしろ拡大していた。従って、仮に人民元が切り上げられた場合、米国の対中貿易収支に影響を与えることはあるにせよ、国内各部門の貯蓄投資バランスに変化がなければ、経常赤字の水準そのものが大きく変化する可能性は低いものと考えられる。

4．米国：対外債権・債務と所得収支（図表27頁）

米国は1986年以降、対外債務が対外債権を上回るいわゆる純債務国³であり、それ以降純債務額が年々増加しているにもかかわらず所得収支は黒字を維持している（図表 - 14）。これは、米国の対外投資収益率が対内投資収益率を上回っていることにほかならない。この要因を探るため、所得収支、対外債権・債務について、詳しくみていくことにする。

図表 - 15で所得収支の内訳をみていくと、所得収支受取に占める割合は、直接投資が約半分を占めており、直接投資収益の動向が所得収支に大きなウェイトを占めているといえる。対照的に、所得収支支払については、政府部門による利払（国債利払等）が大きなウェイト

³ 対外直接投資を再取得価格で評価した場合であり、市場価格で評価した場合には1989年以降純債務国となっている。

を占めている。

図表 - 16 で対外債権・債務に占める直接投資の割合をみると、直近の 2003 年末において、対外資産については直接投資が 30%弱を占めているのに対し、対外債務については約 16%にとどまっている。

これらを踏まえた上で、対外債権・債務、対内外直接投資の利回りをみていく。ここで利回りとは、所得収支の受取または支払を、対外債権・債務残高の期首期末平均で除して算出している。図表 - 17 で、対外債権・債務及び対内外直接投資の利回りを示している。対外純債務国であるにもかかわらず所得収支が黒字であることから対外債権利回りが対外債務利回りを上回っていることは自明であるが、対外直接投資利回りが対内直接投資利回りを大幅に上回っていることが目を引く。図表 - 18 で地域、国別に対内外直接投資の利回りを比較しても総じて対外直接投資の利回りが対内直接投資の利回りを上回っており、多国籍展開する米国企業の収益力の高さが、所得収支の黒字を維持しているといえよう。

5 . 欧州 : 緩やかな減速 (図表 28 頁)

ユーロ圏経済は緩やかな減速基調にある。2004 年 7 - 9 月期の前期比年率(本節以下同じ)で、EU25 カ国の実質 GDP は 1.3%増加にとどまり、2 期連続で前期比減となった。政府支出及び在庫が増加したものの、輸出が大幅に減少した(図表 - 20)。

欧州主要国経済でも、フランスではマイナス成長となり、ドイツ、イギリスでも成長率が鈍化した。

ドイツ経済は、高失業率を背景に個人消費は低迷を続けるに加え、これまで景気を牽引してきた輸出が大幅に減少しマイナスに転じ、在庫投資が増加したものの、成長率は全体で 0.4%に減速した(図表 - 19(1))。

フランス経済は、景気を牽引してきた民間消費及び固定資本形成が減少に転じ、全体でも 5 期ぶりのマイナス成長を記録した(図表 - 19(2))。

イギリス経済は、低失業率を背景に個人消費は依然堅調なものの、固定資本形成の減少等のために成長率は鈍化した(図表 - 19(3))。

雇用面については、失業率(ILO 基準)は、イギリスでは依然として 4%台に低位安定し、フランスでは高率であるものの 9.5%前後で横ばいに推移しているが、ドイツでは若干であるが上昇を続け、約 10%に至っている(図表 - 21)。

ドイツではリストラの影響から単位労働コストが低下しており、これが企業の収益を押し上げている。このため、足元の景気減速局面においても、ドイツ企業の機械設備投資は増加基調を示している(図表 - 22)。

6 . 欧州 : 存在感高めるユーロ (図表 29 頁)

ユーロ為替は、対ドルで 2004 年明けに急騰した後一旦落ち着いていたが、2004 年末にかけ再び上昇した。ただし、実効為替レートでの上昇は比較的穏やかであった(図表 - 23)。

ユーロ圏消費者物価指数はインフレ参照値の2%を超えているものの、ユーロ高による景気減速懸念を背景に、欧州中央銀行は昨年6月以来、政策金利を2%に据え置いている(図表 - 24)。

ユーロ高の背景として、通貨としてのユーロの存在感の高まりが考えられる。国際市場での普通債券発行額では、2002年にユーロ建が米ドル建を上回り、2003年にはその差を一層広げている(図表 - 25)。また外貨準備通貨におけるユーロ比率も上昇しており、2003年末には20%弱に達している(図表 - 26)。

ユーロ圏経済においては圏内貿易が占める割合が高く、代表的輸出国であるドイツを例にとると、ユーロ圏12カ国への輸出が43.5%を占め、アメリカやアジアに対しての輸出はそれぞれ10%前後に過ぎない。このことから、対ドルユーロ高の直接的影響は限定的とみることできる(図表 - 27)。

7. アジア主要国(韓国、台湾、シンガポール) : 外需主導で高成長、2005年の成長はやや鈍化(図表 30 頁)

アジア主要国経済は、2003年後半以降は好調な外需が牽引し高成長を続けてきたものの、2004年7-9月期には成長率が鈍化している。成長率の内訳をみると、足元は韓国、台湾、シンガポールともに輸出、固定資本形成が成長にプラスに寄与している。消費は、韓国以外はプラスに寄与している。在庫は成長率を押し上げる要因となっているが、情報関連財等の生産が弱含んでおり、今後は在庫調整の可能性はある(図表 - 28、図表 - 29)。

全体として、2004年は、年前半の高い成長が牽引し、韓国以外は2000年のITバブルと同水準の成長が達成される見込みとなっている。2005年は、中国、米国景気が2004年に比べ減速する可能性があることから成長が鈍化する見通しとなっているが、緩やかな調整にとどまると考えられる(図表 - 32)。

韓国経済は、2004年7-9月期において、純輸出の成長へのプラス寄与幅が縮小していることに加え、依然として消費が低迷していることから成長のスピードは鈍化している。また、2004年10-12月期以降、急激なウォン高(対ドル)が続いており、成長を牽引してきた輸出への悪影響が懸念される(図表 - 30)。固定資本形成は、建設投資が昨年の台風の影響で低水準にとどまった反動増の影響もあり、堅調に推移している。物価は、原油高の影響で上昇傾向にあるものの、コアでは金融政策目標範囲内に収まっている(図表 - 31)。中央銀行は、長引く消費低迷、家計の債務問題に対応すべく、8月と11月に無担保コールレートを0.25%ずつ引き下げ、更なる金融緩和を行った。

台湾経済は、韓国同様、2004年7-9月期において、成長率が鈍化している。ただし、2004年4-6月期は、2003年4-6月期の新型肺炎(SARS)による落ち込みの反動により高い伸びとなっていた面もあり、留意する必要がある。足元の純輸出の寄与は、輸出に比べ輸入が好調であったことから低水準にとどまった。固定資本形成は成長にプラスに寄与しているものの、液晶パネル各社の減益や市況の悪化などから工場建設計画が見直される動きもあ

り、今後は弱含む可能性もある（図表 - 28）。

シンガポールは、台湾同様、2003年4 - 6月期の新型肺炎の落ち込みの反動から2004年4 - 6月期の成長率が高かったことも留意する必要があるが、2004年7 - 9月期以降、成長率は低下傾向にあり、10 - 12月期では、5.4%の伸びとなっている（図表 - 28）。

8．アジア主要国（韓国、台湾、シンガポール）：中国への輸出依存度が拡大（図表 31 頁）

ここでは、2003年後半以降のアジア主要国の経済成長を牽引してきた輸出動向について検討する。

まず、図表 - 33 をみると、韓国、台湾、シンガポールともに1990年代前半はその他のアジア諸国及び米国向け輸出額が高水準であったが、1990年代後半以降、特に2000年以降は急激に中国向け輸出のウェイトが高まってきており、輸出相手国としての中国のプレゼンスの高まりが確認される。

次に、台湾の対外直接投資をみると、全体としては、近年増加傾向にある。国別にみると、中国のシェアが圧倒的に大きく、台湾企業の中国進出は活発に行われてきたことがわかる。この背景には、人件費圧縮 市場開拓といった要因が考えられるが、近年の中国との輸出関係を加味すると、台湾企業は、中国へ進出し、現地生産のため台湾から財を調達している可能性が示唆される（図表 - 34）。

韓国も台湾同様、全体として中国への輸出依存度が高まっているが、財ごとに主要輸出先は異なる。2000年以降の主要輸出財（半導体⁴、その他電子部品⁵、通信機器、自動車）の国別寄与の推移をみると、半導体やその他電子部品は、中国に加え、米国、日本、台湾向けが大きい。一方、通信機器、自動車は、圧倒的に米国向けのシェアが高く、財段階（生産財、最終財）で輸出される国が異なる可能性を示している（図表 - 35）。

9．中国：投資の減速は緩やか（図表 32 頁）

2004年7 - 9月期の実質GDP成長率は前年同期比9.1%となった。前期（4 - 6月期）の9.6%に比べ若干減速したものの、旺盛な投資と消費の寄与により依然として高成長が続いており、2004年通年のGDP成長率は9.2%前後に落ち着くとみられている。中国国家発展改革委員会は、2004年12月8日に招集された全国発展改革工作会議において、2005年のGDP成長目標を2004年目標の7%から1%引き上げ、8%と設定することを発表した。中国政府当局は、景気に対する過熱懸念を払拭するため、2004年春より引締めスタンスを継続してきたが、今回発表された成長目標の引き上げ設定は、想定以上に高い成長スピードを政府が追認した形となっている（図表 - 36）。

⁴ チップ、ウェハー、DRAM、SRAM、フラッシュメモリ、CPU等。

⁵ メインボード、サウンドカード等。

7 - 9月期の固定資産投資は26.8%増と、前期(31.0%増)に比べ伸びは縮小したものの、依然として2003年通年ベース(26.7%)を上回る高い水準にあり、2004年通年では2003年を上回る水準に達するものと思われる(図表 - 37)。7 - 9月期の固定資産投資の中身をみると、中西部(内陸部)における投資ウェイトが若干増加したほか、業種別では前期に続き不動産、交通インフラ関連での投資が牽引している(図表 - 38)。

7 - 9月期の消費は、携帯電話などの通信機器関連や住宅関連といった生活水準の向上を背景とした個人向け実物消費に加え、文化、教育関連のサービス消費も旺盛に推移し、前年に比べ大幅な伸びとなった。なお、前期に比べた伸びは縮小しているが、前期には前年流行した新型肺炎による消費落ち込みの反動といった特殊要因が含まれており、2004年1 - 3月期以前と比較すると、消費の勢いはむしろ加速しているものと考えられる(図表 - 39)。

7 - 9月期の物価は、農作物の作況が豊作となったことなどを背景に、高騰を続けていた食品価格が落ち着きをみせたことから、消費者物価のインフレ懸念は後退している。マネーサプライは、金融引締めが奏功し減速基調にある(図表 - 40)。

7 - 9月期の貿易は、電機関連の好調な輸出などを背景に、順調に拡大を続けており、貿易収支は前期に続き黒字となった(図表 - 41)。

10. 中国 : WTO加盟後3年間の貿易構造(図表 33頁)

中国が2001年11月にWTOに加盟してから3年が経過した。加盟後3年間の中国の貿易額は急速な増加をみせ、2004年(年率換算)の貿易総額は、2001年の2倍を超えるペースであるほか、世界貿易に占める中国のウェイトは輸出、輸入とも5%を超えるに至った。貿易における主要相手国の推移をみると、輸出では米国、EUのウェイトが増加しており、輸入では韓国、台湾のウェイト増加が目立つ(図表 - 42)。主要国別に2000年時点と2004年(年率換算)時点の貿易収支を比較し、その変化をみると、台湾、日本、韓国への輸入超過(貿易赤字)、米国、EUへの輸出超過(貿易黒字)構造が拡大しており、とりわけ米国への輸出超過(貿易黒字)の拡大が顕著である(図表 - 43)。

中国の貿易拡大には在中外資系企業が後押ししている部分が少なくない。WTO加盟後の貿易に占める外資系企業のウェイトは増加傾向にあり、2000年に5割を切っていた輸出における外資系企業ウェイトは2003年には54.8%にまで上昇するなど、貿易の外資依存構造は一層高まっている。中国政府の積極的な外資受入政策を背景に、直接投資受入額は堅調に推移しており、こうした外資依存構造は当面続くものと推察される(図表 - 44)。他方、業種別工業生産に占める外資系企業のウェイトをみると、電子、繊維など特定の産業における外資比率が高いことがみてとれるが、加盟前の2000年と加盟後の2003年を比べると、外資比率が大きく増減した業種は一部にとどまる(図表 - 45)。

中国のWTO加盟にあたって、当時議論されていたWTO加盟による中国経済への影響シナリオとしては、貿易障壁の引き下げによる対中貿易の拡大や市場開放進展を睨んだ対中投資の増加のほか、さらに産業によっては先進技術やサービスを擁する外資系企業が中国市場

企業を席卷するという見方などがあつた。前者の対中貿易、対中投資の拡大はほぼ想定通りに進捗していると思ふことができよう。一方、後者の外資系企業による産業構造調整については、業種別工業生産の外資ウェイトをみる限り、現時点において確認することはできない。

第 章 景気の踊り場にある日本経済

1 . 概況：先行きは企業部門を中心に底堅く推移（図表 34 頁）

日本経済は、景気の踊り場局面を迎えている。2002 年初を谷とする今回の景気回復局面では、特に 2003 年度後半に世界経済の復調を背景に輸出、設備投資が増加し、景気回復の足取りが一段と着実さを増した。しかし、2004 年央以降は世界経済の減速や電子部品・デバイスとその関連分野の在庫調整等の影響もあり、輸出の頭打ちや生産の弱含みがみられるなど、足元の景気に弱めの動きが出ている。

2004 年 7 - 9 月期の四半期別 GDP 速報（2 次速報値）によると、実質 GDP の伸び率は（図表 - 1）2004 年 4 - 6 月期の前期比年率 0.6% 減に続き、7 - 9 月期も同 0.2% 増と低調に推移した。内訳をみると、輸出が 2003 年 7 - 9 月期以来 4 四半期連続で前期比年率二桁増を続けてきたものの、2004 年 7 - 9 月期は世界経済の減速の影響等を受け同 2.5% 増と伸びが大幅に鈍化したほか、設備投資、個人消費等の国内民間需要の伸びも強さを欠いた。

2004 年 7 - 9 月期の四半期別 GDP とそれ以降の月次指標等をもとに足元までの需要項目別の動きをみると、まず消費については、所得環境は雇用者数の増加により雇用者報酬に底打ち感がみられるなど概ね横ばいで推移しているが、天候不順等の影響からこのところ伸びが鈍化しており、マインド改善にも一服感がみられる。家計調査の全世帯名目消費支出は、2004 年に入り 3 四半期連続で前年比プラスとなったものの、足元では気温が高めに推移したことや、台風、地震といった自然災害の発生等もあり、弱含んでいる。

設備投資は、企業収益の連続大幅増益等を背景に、2004 年度入り後も増加が続いている。しかし先行指標の機械受注は 2004 年後半以降電気機械を中心に製造業で弱含みの動きがみられるなど、設備投資の先行き鈍化が懸念される。ただし、設備稼働率や設備不足感は全体として高水準で推移しており、設備投資が今後大きく落ち込む懸念は少ないものと考えられる。

住宅投資は、新設住宅着工戸数（季調値年率）が 2001 年以降年率 120 万戸弱でほぼ横ばいの動きを続けるなど、概ね横ばいで推移している。地価は引き続き下落しており、金利先高感もみられていることから、今後住宅ローン減税の段階的な縮小等のマイナス要因はあるものの、雇用・所得環境の改善が一段と進めば住宅投資は底堅く推移するものと予想される。

公共投資は、国、地方の厳しい財政事情を反映し、2001 年以降ほぼ一貫して減少傾向が続いている。対国内生産比（名目ベース）では、2004 年に入り 5 % を下回る水準まで低下してきている。構造改革路線の継続や国、地方の厳しい財政事情等を踏まえれば、今後さらに低下が続くものとみられる。

輸出は、海外経済の回復を背景に 2003 年後半以降対中国向けを中心に増勢を強めてきたが、足元頭打ちとなっている。輸入は、内需が堅調であることから緩やかに増加している。このため貿易収支黒字が縮小に転じる一方、サービス収支の赤字幅が旅行収支を中心に拡大を続けており、経常収支の黒字幅は縮小している。

生産は(図表 - 2) 電子部品・デバイスとその関連分野で生産を調整する動きが強まっていることに加え、輸出がこのところ頭打ちとなっていることなどから、弱含んでいる。第3次産業活動指数は、消費が底堅く推移していることなどから緩やかに上昇している。建設業活動指数は、民間工事は下げ止まりつつあるものの、公共工事の減少を背景に、減少基調が続いている。

先行きの日本経済については、世界経済が緩やかに鈍化しながらも拡大を続けることや、在庫調整が生産財の一部業種に限定されていることなどから生産は底堅く推移することが予想され、景気は企業部門を中心に底堅い展開となることが見込まれる。

2. 在庫は一部生産財で在庫調整局面入りするも、全体では低水準で推移(図表 35 頁)

鉱工業全体の在庫循環をみると(図表 - 3) 電子部品・デバイス等生産財の一部で在庫調整局面入りしている。ただし、生産財全体、消費財全体では足元在庫は前年を下回る水準にあるほか、資本財全体も設備投資の増加などを背景に在庫積み増し局面で推移しており、鉱工業全体の在庫調整圧力は比較的小さい。

電子部品・デバイスの在庫水準をみると(図表 - 4) 足元で生産の減少に呼応して在庫率指数が減少しており、在庫積み上がり到头打ちの兆しがみられる。前回のITバブル崩壊後の在庫積み上がり局面と今回局面を比較すると、今回局面の特徴としては、生産調整入りした時点の在庫率水準は100~110とほぼ同水準であるものの、生産調整を開始してから在庫率水準が頭打ちとなるまでの期間が短期化していること、在庫率水準も前回ピーク時の水準に比べ低水準にとどまっていることが指摘できる。

出荷・在庫バランス(「出荷指数」前年比伸び率 - 「在庫指数」前年比伸び率)の動きから電子部品・デバイスの生産調整の動向を展望すると(図表 - 5) 生産は今後2005年央にかけて前年比2割程度減少した後、2005年後半に底打ちすることが期待される。

3. 雇用情勢は求人が増加し、改善が続く(図表 36 頁)

有効求人倍率は、2002年1 - 3月期の0.51倍を底に上昇が続いており(図表 - 6) 2004年7 - 9月期には0.83倍に達している。これは1993年1 - 3月期(0.88倍)以来の水準である。完全失業率も、2003年7 - 9月期以降月々の振れはあるものの緩やかに低下している。

このように有効求人倍率、失業率ともに改善傾向が持続しているが、所定外労働時間については、特に製造業において足元でやや頭打ち感がみられている(図表 - 7)。これは生産の足元での弱含みに対応している。

就業者数は、2002年4 - 6月期を底に改善に転じている。しかし力強さには欠け、持ち直しのペースは緩やかなものにとどまっている(図表 - 8(1))。これを業種別にみると⁶、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増加の

⁶ 産業分類は新産業分類ベース(2002年3月改訂)による。

牽引役となっている。

従業上の地位別にみると、臨時・日雇⁷の雇用者のほか、長らく減少を続けていた常雇の雇用者も前年差で増加に転じ、持ち直し傾向が明確となっている（図表 - 8（2））。自営・家族従業者については趨勢的に減少傾向にあるものの、足元ではその傾向がやや弱まっている。

雇用者数の動きを企業規模別にみると、2001年後半より大きく減少していた従業者500人以上の大規模な企業が、2003年以降増加に転じ、全体の雇用を押し上げている（図表 - 8（3））。また足元では従業者30～499人の中規模の企業でも持ち直し基調が強まっているが、従業者1～29人の小規模な企業においては、改善の気配はみられるものの雇用を削減する動きが依然根強くみられている。その結果、全体として雇用者数は緩やかな増加にとどまっている。

雇用者の先行指標とされる新規求人数についてみると（図表 - 9）、足元でも増加が続いており、このことから今後も雇用者数は堅調に推移すると考えられる。しかしながらその増加幅はほぼ横ばいで盛り上がり欠けるため、今後雇用者数が急速に回復するという可能性も低い。足元では所定外労働時間に一服感が出ていることもあり、引き続き雇用者数は緩やかな増加傾向をたどると予想される。

4．所得環境は横ばいで推移（図表 37 頁）

一人当たり現金給与総額を前年同期比でみると、持ち直しの動きはみられるものの依然として水面下での推移を続けている（図表 - 10）。内訳をみると、所定外給与が所定外労働時間の増加（図表 - 7）を背景に前年比プラスを続けており、特別給与も2004年7 - 9月期にはプラスに転じている⁸。しかしながら所定内給与には依然として改善がみられてない。これには趨勢的なパート比率の上昇による押し下げ要因も影響している⁹。

次に経済全体での所得環境を把握するために雇用者報酬をみると¹⁰、名目ベースでも2001年以降の減少トレンドから足元で底打ち感がみられつつある（図表 - 11）。これは、一人当たり賃金は依然マイナスであるものの、雇用者数が緩やかに持ち直している（図表 - 8（3））ことが寄与している。つまり経済全体でみると所得環境は概ね横ばいで推移しており、これまでの所得減少がもたらしてきた消費に対する負の影響は足元で幾分和らいでいるといえる。

⁷ 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。

⁸ 特別給与には賞与（ボーナス）が含まれるが、2004年の夏季賞与（6～8月）は前年比1.2%の減少となり、賞与については依然として弱めの動きとなっている。

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割強の水準にとどまっている。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。

¹⁰ 雇用者報酬とは、付加価値のうち労働を提供した雇用者への分配額のことをいう。これには現金の形で雇用者に支払われる部分以外にも、例えば社会保険の雇主の負担金や食事・通勤定期券などの現物給与が含まれるが、大まかにいえば雇用者報酬は（一人当たり賃金）×（雇用者数）で近似することができる。

今後の所得環境を占う上での一つの指標として、労働分配率¹¹の推移をみると（図表 - 12）、2002年以降低下傾向を続けており、足元では前回、前々回の景気の山¹²の時の労働分配率の水準をも下回っている。労働分配率がどこまで低下するかについては意見が分かれるが、企業にとって人件費への分配余力が高まっていることは確かであり、今度も企業収益の改善が着実に進めば、所得への波及が期待できるであろう。

こうしたなか、GDPベースの民間最終消費支出は、名目ベースでも2003年4 - 6月期を底に上昇トレンドがみられている（図表 - 13）。GDPベースでは人口の増加による増加トレンドが存在することや、安定的な増加傾向をたどっている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などよりも強めに出る傾向があるが、雇用者報酬の推移（図表 - 11）と比べても底堅く推移していることがわかる。

5. 所得減に伴う家計の貯蓄の取り崩しは足元で一服（図表 38 頁）

前節でみたように所得の動き以上に消費が堅調であったことから、所得から消費を差し引いた貯蓄は減少していることが容易に予想される。そこで家計貯蓄率の推移をみると（図表 - 14）「家計調査」の勤労者世帯ベース、SNAベースともに足元で貯蓄率は下げ止まっていることが確認できる¹³。SNAベースでは2002年以降貯蓄率は下げ止まっており、勤労者世帯ベースでも2004年¹⁴に貯蓄率の下げ止まり感がみられている。

SNAベースでは現時点では2003年の値しか得られないため、勤労者世帯ベースで足元までの所得と消費の推移をみてみると（図表 - 15）勤労者世帯では1997年をピークに所得・消費ともに減少に転じている。しかし消費の方が所得よりも落ち込み幅が小さく、所得マイナス消費、すなわち貯蓄額は1998年以降減少している。景気後退時に消費が所得ほどには落ち込まないという現象は「ラチェット効果」として知られているが、この時期の消費と所得の動きにはこのラチェット効果が影響していると考えられる¹⁵。ところが2004年¹⁶には所得が上昇に転じ、今度は逆に消費が所得の増加以上に伸びなかったことから、貯蓄額は増加している。

¹¹ 生産活動により生まれた付加価値のうち、労働サービスへの対価（具体的には人件費）の割合。ここでは財務省「法人企業統計季報」より、 $\text{人件費} \div (\text{経常利益} + \text{人件費} + \text{支払利息等} + \text{減価償却費})$ として算出している。

労働分配率の定義、具体的な計算方法に関する議論については、例えば宮永径（2002）「労働分配率と賃金・雇用調整」日本政策投資銀行『調査』NO.34等を参照。

¹² 前回の景気の山は2000年10 - 12月期、前々回は1997年4 - 6月期である（四半期景気基準日付による）。

¹³ 家計調査の勤労者世帯ベースの貯蓄率とSNA貯蓄率とを比較すると前者の方がかなり高いが、この差は前者には無職世帯が含まれていないことが大きいようである（無職世帯の貯蓄率については図表 - 17参照）。家計調査の貯蓄率とSNAの貯蓄率との乖離の原因については、岩本康志・尾崎哲・前川裕貴（1995・1996）「『家計調査』と『国民経済計算』における家計貯蓄率動向の乖離について（1）（2）」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』35・37号に詳しい。

¹⁴ 1 - 11月の季節調整値より算出。

¹⁵ ラチェット効果が生じる理由としては、消費者が景気変動を一時的なもののみなし、従来の消費行動パターンをすぐには変更しないことなどが挙げられる。

¹⁶ 1 - 11月の季節調整値より算出。

次に「資金循環統計」より家計部門における金融資産フローの資金過不足の推移をみてみよう(図表 - 16)。大まかにいうと、金融資産フローの資金過不足はSNAベースの貯蓄額から住宅・土地投資等へ振り向けられた額を除いたものに相当するが、これをみると資金余剰は次第に縮小傾向にあり、2003年には遂に資金不足へと転じた。しかし2004年に入ってから再び資金余剰へ転じている。これは貯蓄率の動きと概ね同じであるといえ、金融資産フローの資金過不足も2004年には下げ止まりがみられていることがわかる。

このように足元では所得の下げ止まりにより、貯蓄率の低下も一服しているといえる。今後家計所得の持ち直し傾向がより明確になれば、所得要因による貯蓄率の低下は終息するであろう。

ただし趨勢的には貯蓄率は高齢化の進行により低下傾向をたどることは避けられない。近年では高齢者世帯の増加により全世帯に占める無職世帯の割合が上昇しているが(図表 - 17)¹⁷、無職世帯の貯蓄率はマイナスであり、高齢化の進行は全体の貯蓄率を押し下げる方向に作用する。こうしたことから貯蓄率は再び低下に向かう可能性が高いが、その低下ペースは所得の回復度合いにより左右されることになるだろう。

6. 個人消費は持ち直し基調にあるも、足元でやや鈍化(図表 39 頁)

家計調査の全世帯名目消費支出をみると(図表 - 18) 2004年に入り3四半期連続で前年比プラスとなったものの¹⁸、足元では気温が高めに推移したことや、台風¹⁹、地震といった自然災害の発生等により弱含んでいる。

供給側の指標である小売業販売額指数については、下げ止まりがみられている(図表 - 19)。ただしこれには原油価格高騰による燃料関連商品の販売額の増加が大きく寄与していることから、販売動向は楽観視できるものではないと判断される。品目別にみると、家庭用機械器具において、薄型テレビやDVD等の販売が引き続き好調に推移し、増加基調にある²⁰。

消費者マインドをみると、全体としてやや弱めの動きとなっている。今後半年間の見通しを表す消費者態度指数をみると²¹(図表 - 20(1))、直近の調査では「雇用環境」は引き続き改善しているものの、「暮らし向き」などの調査項目が悪化に転じており、マインドの改善にブレーキがかかっている。生活不安定指数は(図表 - 20(2))、基調としては改善の方向へと向かっているものの、足元では横ばいの動きとなっている。日経消費予測指数についても、このところほぼ横ばいで推移しており、改善傾向が弱まっている。

¹⁷ 無職世帯のうち、世帯主が60歳以上の無職世帯が占める割合は93.0%とほとんどを占める(2003年値)。

¹⁸ 特に2004年1-6月は前年比で大幅なプラスになっているが、これには調査世帯の入れ替えに伴うバイアス(過大評価)が生じていた可能性が指摘されている。

¹⁹ 気象庁資料によると、9-11月に上陸した台風は4個で、これは1951年以降で最多(ただし同数の年が存在する)である。

²⁰ 日本電気大型店協会資料による。

²¹ 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」を統合して実施されている。またあわせて消費者態度指数の算出に際し、「物価の上がり方」の項目を除いている。

このようにマインド指標はやや弱含んでおり、個人消費も足元で鈍化している。ただしこれには天候要因、自然災害要因による面もあり、消費動向の根幹を決定づける所得環境が悪化しているというわけではない。従って今後こうした要因が解消すれば、個人消費は所得の下げ止まりを反映して堅調に推移すると判断される。

7．設備投資は増加が続くも、先行き鈍化の兆し（図表 40 頁）

設備投資は、先行指標の一部に弱い動きがみられるものの、増加が続いている。

法人企業統計の 2004 年 7 - 9 月期の全産業設備投資伸び率は、前年同期比 14.4% 増と 6 四半期連続で増加した。業種別にみると（図表 - 21）、企業収益の大幅改善により投資採算性が上昇していることなどを背景に、製造業（前年同期比 14.8% 増）がデジタル家電関連投資の旺盛な電気機械や新型車投資のある自動車等を中心に 6 四半期連続の増加、非製造業（同 14.2% 増）が小売り、サービス等を中心に 4 四半期連続の増加となっており、製造業、非製造業ともに増加が続いている。

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）をみると（図表 - 22）、製造業では半導体製造装置等を中心に電気機械からの受注減少等により 2004 年後半以降前年同期比の伸び率が鈍化しており、全体として弱含みの動きとなっている。また非製造業はウエイトの大きい通信業からの受注動向に左右されながら全体として横ばい傾向で推移している。一方、建物投資の先行指標である建築着工床面積をみると（図表 - 23）、工場、店舗等を中心に増加基調で推移しており、2004 年入り後も前年同期比二桁増と高い伸びが続いている。機械受注は通常設備投資に 2 - 3 四半期先行することから、先行きの設備投資は、建物投資では増加基調が続くものの、機械投資では 2005 年度以降製造業を中心に前年比水準でも落ち込む可能性が考えられる。

しかし、足元の設備稼働率をみると（図表 - 24）、電気機械等一部で生産調整の影響からやや減少しているものの、全体としては企業のリスストラの進展により生産能力の削減が進んでいることや、需給が逼迫するなかで鉄鋼等素材型産業や自動車産業等は高稼働率を維持していることなどから製造業全体の設備稼働率は高水準で推移している。また製造業の生産設備判断 D.I（「過剰」 - 「不足」の割合）も、電気機械等一部で設備過剰感の改善に頭打ちの動きがみられるものの、全体としては緩やかに改善が進展している。これらを踏まえると、今後設備投資が大きく落ち込む可能性は今のところ低いものと考えられる。

8．住宅投資は横ばいで推移（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 万戸弱でほぼ横ばいの動きを続けている（図表 - 25）。

しかしこれを地域別にみると、足元でやや変化がみられている（図表 - 26）。これまで住宅着工は首都圏が主な牽引役となってきたが、このところ首都圏の寄与が弱まり、代わりに

その他地域²²の改善が目立ってきている。

今後の見通しについて、持家着工戸数の先行きを占う上で注目されることの多い戸建注文住宅の受注状況判断D.I.をみると(図表 - 27) 先行きは改善方向を示している。持家は一進一退の状況が続いているが、当指標をみる限り底割れを示唆するような動きはみられない。

住宅地の地価の推移をみると(図表 - 28) 引き続き下落傾向にあり、住宅取得を促進する要因として働いている。

金利水準を表すものとして住宅金融公庫の融資金利(個人向け融資基準金利)の推移をみると(図表 - 29) 2003 年下期から上昇傾向に転じ、このところ金利先高感が形成されている。このため足元の住宅投資には、この金利先高感に伴う駆け込み的な需要も一部に存在すると考えられる。

このように地価の下落傾向や金利の先高感は住宅投資を押し上げる方向に作用すると考えられる。もちろん住宅ローン減税の段階的な縮小というマイナス要因はあるものの(図表 - 30) 持ち直しの動きがみられている雇用・所得環境の改善が一段と進めば、住宅投資は今後も底堅く推移するものと考えられよう。

9. 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)

公共投資は減少傾向が続いている。図表 - 31 をみると、公共投資(公的固定資本形成²³)対名目GDP(名目季節調整値)比は、財政事情悪化を受けた歳出削減の影響により低下傾向にあり、直近では4.6%と5%を下回る水準まで低下している。一方、政府最終消費は2002年以降頭打ちながら、年金給付、医療費等の増加を背景に高水準が続いており、対名目GDP比で17%台の高水準を保っている。

公共投資の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 - 32)。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ほか、地方実施分も財源不足等の影響もあり、減少傾向が続いている。足元の2004年10-12月期は、全体では15.7%のマイナスと伸び率の低下傾向に変化はない。

2004年度補正予算では、新潟中越地震や台風等災害向けに1兆円規模の公共投資予算が組まれたものの²⁴、2005年度予算(政府案)²⁵によれば、公共事業関連費は2005年度も対前年度比3.6%減となっており、公共投資の減少傾向は今後も続くものとみられる。

歳入面では、2004年度補正予算をみると、景気回復による法人税、所得税等の堅調さから2兆円規模の税収増が見込まれ、追加的な国債発行は見送られている。しかし、国・地方を合わせた長期債務残高は、2004年度末(当初予算ベース)で719兆円と初の700兆円を超え

²² 首都圏、近畿圏、中部圏以外の地域。

²³ 公的固定資本形成の内訳は、一般政府、公的企業の設備投資額及び公的住宅。

²⁴ 「平成16年度補正予算(財務省ホームページ、2004年12月20日)」。

²⁵ 2004年12月24日。

る規模に達する見込みとなっており、深刻な財政状況が続いている（図表 - 33）。

日本の財政状況を他の先進国と比較すると、まず、一般政府の公共投資の対名目GDPについては、日本は低下傾向にあるものの、依然として米国、英国等の他の先進国を上回る水準にある（図表 - 34）。次に、一般政府債務残高の対名目GDP比をみると（図表 - 35）、近年、米国、ユーロ圏と比較して突出して高水準であり、OECDの予測によれば、2006年には175%にのぼる見通しとなっている。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）も劣悪な状況が続いているが、2004年以降は公共投資の削減と税収の改善の影響から若干改善するとの見通しである。

10. 輸出は頭打ち、経常収支黒字は縮小（図表 43 頁）

為替レートの動向をみると（図表 - 36）、2002年以降円は対米ドルレートでは1ドル＝130円から100円近辺まで3割弱円高方向に推移してきたが、実質実効為替レートでみるとほぼ横ばい圏で推移している。これらの動きの乖離の要因としては、米ドルがユーロ等主要通貨に対して独歩安を続けてきたこと、日本の物価上昇率が米国に対して相対的に低いことが挙げられる。さらに、日本の貿易取引で使用される通貨として米ドルの比率が低下してきていることもあり、今回の景気回復局面において対ドルにおける円高は日本の輸出に対してあまり影響を与えてこなかった。

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してきたが、2004年半ば以降頭打ちとなっている。輸入に関しては、国内景気の回復を背景として緩やかに増加してきた（図表 - 37）。なお、構造的な要因としては、アジ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ことができる。

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。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が、2004年に入ってから下げ止まりつつある。ただし足元の輸出金額全体は、アジア向け輸出の鈍化を受け、頭打ちとなっている。

経済産業省試算による鉱工業輸出向け出荷に基づき、輸出の動向を財別にみると（図表 - 39）景気回復当初の2002年前半、及び輸出が再び盛り返した2003年半ばには生産財の寄与が最も大きかった。その後資本財・消費財の寄与も、中国の好調な内需に牽引されて寄与を高めている。足元では、生産財、資本財ともに頭打ちとなっている。

貿易収支については（図表 - 40）、2004年4 - 6月期以降は輸出の鈍化、原油価格の高騰により次第に黒字幅が縮小してきている。2004年10、11月は前年に比べても黒字幅が縮小した。原油を含む燃料価格上昇は、足元では年率で約3兆円貿易黒字の下押し要因となっているものと試算される。ただし、輸入に占める原油の比率が低下してきていることもあり、2度の石油危機時ほどのインパクトはない。

貿易収支黒字が縮小していることに加え、アフガン・イラク戦争・新型肺炎（SARS）問題が一段落して海外旅行者数が回復しサービス収支赤字が増加に転じているため、経常収支黒字も縮小に転じ、年率 16 兆円程度の水準となっている（図表 - 41）。

11．輸出 - 今回回復局面の特徴（図表 44 頁）

本節では、2002 年 1 月²⁶を谷とする今回の景気回復局面を牽引してきた輸出についての特徴を、1980 年代以降の過去 4 回の回復局面と比較してみることにする。

今回の回復局面を過去の回復局面と比較すると、輸出及び純輸出の寄与度が高い外需主導型の景気回復であったことがわかる（図表 - 42、43）。GDP 全体の成長率が低下するなかで寄与度を高めていることから、寄与率はさらに大きくなっていることになる。1986 年 11 月に始まる回復局面では、内需主導型であったため輸出の寄与は小さく、純輸出全体ではマイナスの寄与となっていた。また、1999 年 1 月に始まる前回の回復局面では、輸出及び純輸出は回復当初において今回と同程度の寄与となっていたものの、海外で IT 関連材の在庫が積み上がり、早期に腰折れした。

鉱工業の輸出向け出荷を財別にみていくと（図表 - 44）趨勢的に生産財の寄与が大きくなってきている。これは、海外直接投資の増加により海外生産拠点が整備され、そのために投資財の輸出が増加し、生産拠点が稼働し始めると、製品組み立てのため日本から部品としての生産財が増加する、という流れとして捉えることができる。ただし、今回の回復局面では前回に比べて投資財の寄与も高かった。これは、主に中国での堅調な固定資本投資に対応して、日本からの資本財輸出が増加したものである。

輸出金額を輸出先別にみていくと（図表 - 45）今回を含めて直近 3 回の景気回復局面において対 N I E s 向けの輸出寄与が最も大きくなっているが、今回の回復局面では、中国向けの寄与が N I E s 向けに匹敵する水準にまで達していることがわかる。一方で米国向けの寄与は、回復局面であるにもかかわらずマイナス寄与となっている。

ただし、日本から米国への直接の輸出は減少しているにせよ、日本からアジアへ生産財を輸出し、そこで組み立てた最終財を米国へ輸出するという、日本から米国へのいわば間接的な輸出は増加していることも考えられる。そこで、こうした直接、間接含めた米国輸入の日本の輸出への影響がどの程度あるのか、影響の度合いが時期の変遷によりどの程度変化しているのかを確認するために分析を行った。日本の輸出数量指数を被説明変数、米国の実質輸入と日本円の名目実効為替レートを説明変数として推計²⁷を行った結果を図表 - 46 に示している。推計期間については、日本の景気の山から山をとり、景気局面ごとの係数を比較している。これをみると、米国の実質輸入の係数は 1997 年 10 - 12 月期～2000 年 10 - 12 月期、2000 年 10 - 12 月期～2004 年 7 - 9 月期において高くなっていることがわかる。このこ

²⁶ 暫定日付。

²⁷ トレンドを除去するため、対数をとったあとで 1 期前との階差をとっている。

とから、日本の輸出に対する米国輸入の影響は近年むしろ高まっており、アジア等からの米
国向け輸出増加を通じて間接的に日本の輸出全体へ影響を及ぼしていることが示唆される。

12. 原油高の企業物価、消費者物価への上昇圧力は一服する見通し（図表 45 頁）

企業物価（国内需要財²⁸）は、国際商品市況の高騰等の影響から 2004 年 4 - 6 月期以降前
年比プラスで推移している。業種別でみると、機械類のマイナス寄与が縮小していることに
加え、エネルギー関連（特に原油、石油・石炭製品）、鉄鋼関連がプラスに影響しているほか、
足元では、スチレンモノマー等の化学・プラスチックのプラスの影響が拡大していることが
わかる（図表 - 47）。

一方、企業向けサービス価格は、不定期船の運賃上昇の影響から運輸（海外要因）がプラ
スに寄与しているほか、足元では情報サービスのマイナス寄与が縮小しているものの、全体
としてはマイナス 1%水準のデフレ傾向が続いている（図表 - 48）。

消費者物価（財）は、米不作の影響で上昇圧力となっていた食品²⁹のプラス寄与が剥落し
たものの、石油製品のプラス寄与が拡大していることから足元ではゼロ近傍の水準にまで上
昇してきている（図表 - 49）。

消費者物価（サービス）は、2003 年 4 - 6 月期から 2004 年 1 - 3 月期まで医療費自己負
担割合の引き上げ等で公共サービスが消費者物価上昇圧力となり、全体でも対前年比プラス
の伸びとなっていた。2004 年 4 - 6 月期以降では、外食のプラス寄与はあるものの、医療費
要因の剥落に加え、電力料金や固定電話値下げ等の要因によって公共サービス³⁰のマイナス
寄与幅が拡大しており、全体としては依然としてデフレ傾向にある（図表 - 49）。

企業物価、消費者物価（財）の主要な上昇要因となっている原油価格は、2004 年 11 月に
下落に転じた。NYMEX（ニューヨーク商品取引所）の原油先物取引の契約量³¹の伸び率
に対する投機筋、非投機筋³²の影響度合いをみると、非投機筋と比較してシェアは低い投機
筋の変動の影響が大きく、国際的な金融緩和と中国の旺盛な需要等を背景に原油価格が急上
昇した時期において、実需ベースで上昇圧力があるなか、市場の変動に大きな影響を及ぼし
たのは投機筋であったといえる。原油市場は、国債、株式市場と比較して市場の厚みが薄く、
投機筋の動きに価格が連動しやすい市場であると考えられる。2004 年 9 月以降では、契約量
の伸び率への投機筋のプラス寄与は縮小し、足元ではマイナスに寄与しており、投機筋の資

²⁸ 国内需要財は、国内品と輸入品の加重平均。

²⁹ 2003 年 10 - 12 月期から 2004 年 7 - 9 月期にかけて。

³⁰ ここでは、公共サービスは電気・都市ガス・水道を含んでいる。

³¹ 先物市場において、市場参加者（投機筋及び非投機筋）が保有する原油の建玉枚数（契約状況：月末、1
枚 = 1000 バレル）を指す。なお、総建玉枚数は C F T C（米国商品先物取引委員会）に報告義務のある業
者（Reportable）と報告義務のない業者（Non-Reportable）とで構成される。

³² 投機筋及び非投機筋の定義は以下のとおり。

投機筋 = Non-Commercial Positions + Non-Reportable Positions。非投機筋 = Commercial Positions。

報告義務のある業者のうち、石油精製等に従事する業者は Commercial Positions、それ以外の業者は
Non-Commercial Positions と定義される。なお、報告義務のない業者の多くは投機筋であるといわれている。

金の引き上げが今後も続くのならば、原油高の企業物価、消費者物価への上昇圧力も一服する可能性がある（図表 - 50）。

13．金融は緩和が続いている（図表 46 頁）

量的指標については、マネタリーベースは、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継続されているため、前年比伸び率は鈍化しているものの、残高は依然として高水準を維持している。一方、マネーサプライは前年比で一桁の低い伸びが続いている（図表 - 51）。

減少を続けている民間銀行の貸出残高は、減少幅は縮小基調にあり、特に特殊要因（貸出債権の流動化・償却による変動分等）調整後の水準はかなり改善をみせているものの、このところ減少幅縮小ペースがやや鈍化している（図表 - 52）。

短期金利（無担保コール翌日物）は、量的緩和政策により、ほぼゼロ％で推移している。長期金利（10年物国債利回り）は、年末に株価等の影響から上昇する局面もみられたものの、趨勢としては景気減速懸念から弱含んでいる（図表 - 53）。

金融機関の貸出態度は一段と緩和している。新規約定平均金利は軟調に推移しているほか（図表 - 53）貸出態度判断D.I は大企業だけでなく中小企業に対してもプラス幅が広がっており、2004年12月には、それぞれ19ポイント、5ポイントに達している（図表 - 54）。

2005年4月のペイオフの全面解禁が近づいているが、2003年4月の部分解禁前にみられた定期性預金から普通預金等への大幅なシフトのような大きな動きはこれまでのところ観察されない（図表 - 55）。2004年12月時点では、決済用預金（無利息、要求払い、決済サービスを提供できること、という3条件を満たす預金）を導入済の銀行の比率は約32％、検討中または準備中の銀行の比率は約64％である。金融機関の業態によって進捗段階は異なるが、対象金融機関の90％以上は決済用預金を導入済みか、検討準備中である（図表 - 56）。

14．貸出以外のファイナンスの動向（図表 47 頁）

市場性証券を通じた資金調達環境は改善している。普通社債については、A格からA A格にかけての発行スプレッドは縮小基調にあり、A格とA A格との差は1bp、A A格とA A格との差は10bp程度にまで縮小している（図表 - 57）。従来極めて困難であったB B B格以下の起債も増加傾向を示している（図表 - 58）。また、エクイティファイナンスについても、2003年第4四半期より、転換社債を中心として調達額が急増している（図表 - 59）。

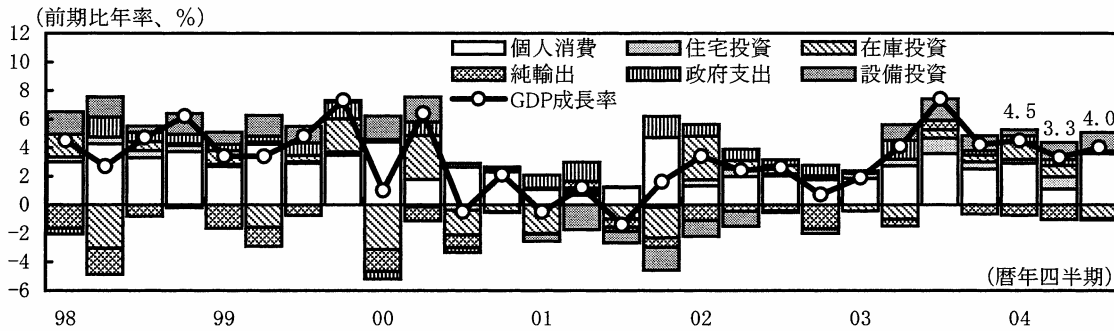
銀行貸出に関連した新しい動きも観察される。コミットメントラインは、契約残高及び利用率とも増加基調にあり、伝統的な銀行貸出に対する部分的な代替が進んでいると考えられる（図表 - 60）。また、まだ少額なため直接的影響は大きくないものの、信用リスクの移転も進展している。シンジケートローンは、非上場会社を中心に増加基調にあるほか（図表 - 61）、クレジット・デフォルト・スワップを中心としたクレジットデリバティブの残高も、2003年以降増加を続けている（図表 - 62）。

世界経済の拡大は緩やかに

米国：個人消費、設備投資は堅調の中、懸念材料も

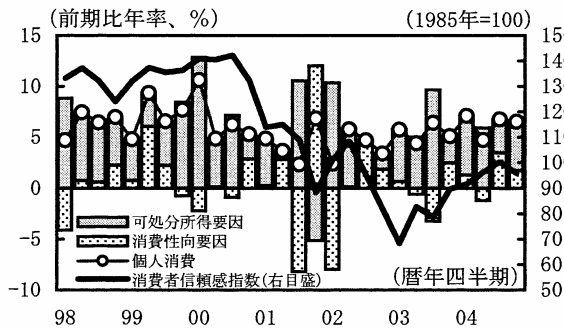
- ・米国経済は拡大が続いている。2004年7-9月期の実質GDP伸び率（最終推定値）は、個人消費の伸びが再び拡大し、12四半期連続で前期比増加となった。
- ・雇用環境の改善、所得の増加を背景に、消費者マインドも緩やかに改善、消費性向も上昇して個人消費は増加が続いている。住宅価格上昇に伴い家計の借入余力が増し、借入の増加が消費を支えている面もある。
- ・設備投資は、コンピュータ等の情報関連を中心に増加している。しかし企業収益は原料高等から足元鈍化が続いており、設備投資への影響が懸念される。

図表 I - 1 実質GDPの推移



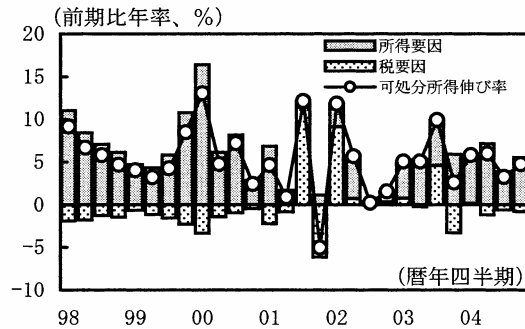
(備考) 米商務省 “National Income and Product Account” により作成。

図表 I - 2 個人消費の推移



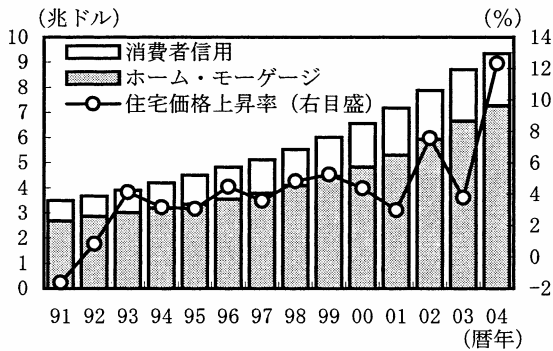
(備考) 1. 米商務省 “Personal Income and Outlays” により作成。
2. 2004年10-12月期は10、11月の平均。

図表 I - 3 可処分所得の増減寄与



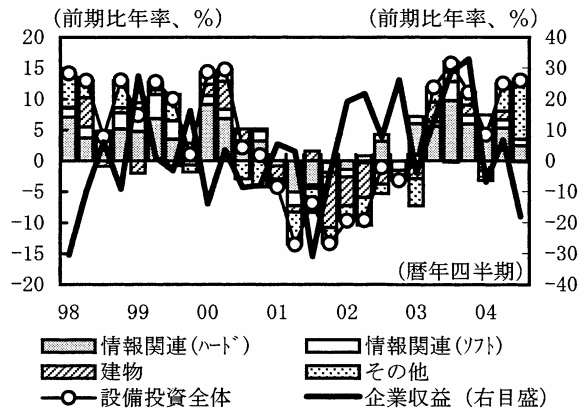
(備考) 1. 米商務省 “Personal Income and Outlays” により作成。
2. 2004年10-12月期は10、11月の平均。

図表 I - 4 家計負債と住宅価格



(備考) 1. FRB “Flow of Funds”、米商務省 “Housing Survey” により作成。
2. 消費者信用、ホーム・モーゲージは残高であり、2004年は9月末。住宅価格は新築販売価格の中央値であり、2004年は1月～11月の平均の前年比。

図表 I - 5 実質設備投資と企業収益の推移

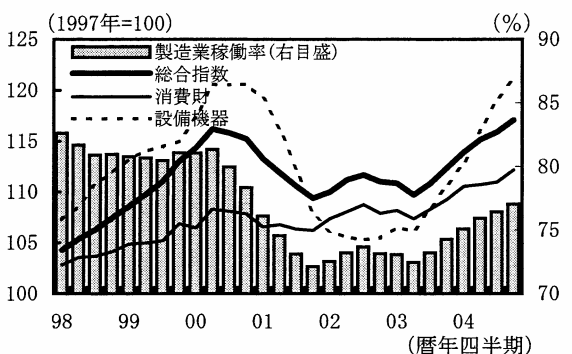


(備考) 米商務省 “National Income and Product Account” により作成。

米国：生産・雇用は堅調、株価・金利は安定

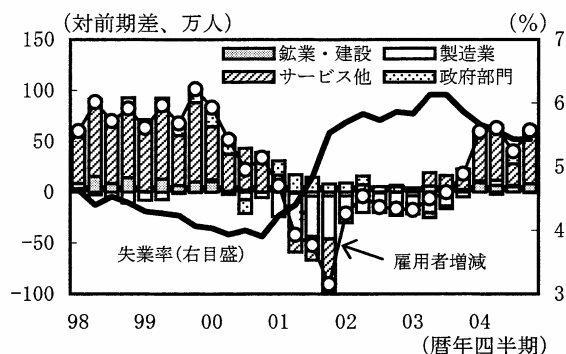
- ・ 鉱工業生産は、設備機器、消費財ともに増加が続いている。稼働率は、低水準ながら、緩やかに上昇している。
- ・ 雇用情勢は回復が続いている。雇用者数はサービス業を中心に増加している。失業率も緩やかに低下している。
- ・ 物価は、総合指数には原油高の影響が現れているものの、コア物価は安定している。需要段階別には、原材料、中間財において高い上昇となっているが、最終財の物価上昇率は安定している。
- ・ 株価は、消費、雇用等の好調さを受け、堅調に推移している。
- ・ F Fレートは2004年中に5度、合計で1.25%引き上げられたが、先行きの景気動向に対する慎重な見方が根強く、長期金利は安定的に推移している。

図表 I - 6 鉱工業生産指数・製造業稼働率



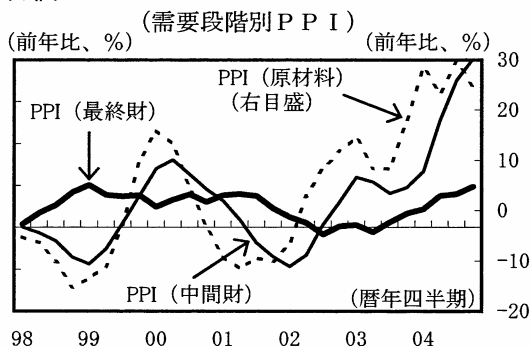
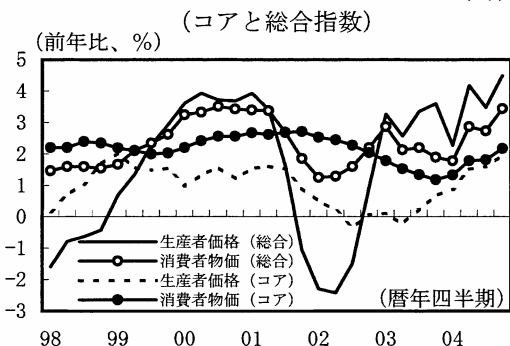
(備考) FRB “Industrial Production and Capacity Utilization” により作成。2004年10-12月期は、10、11月の平均。

図表 I - 7 雇用者増減数と失業率



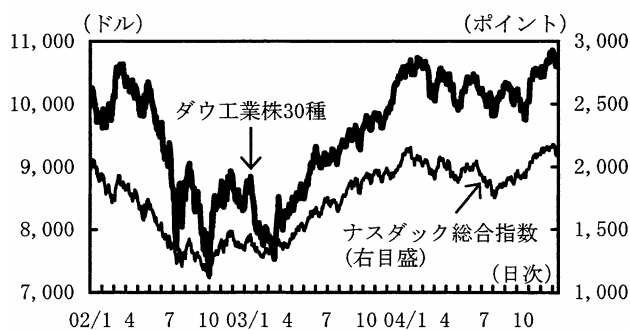
(備考) 1. 米労働省 “Employment Situation” により作成。
2. 雇用者数は非農業部門。

図表 I - 8 物価



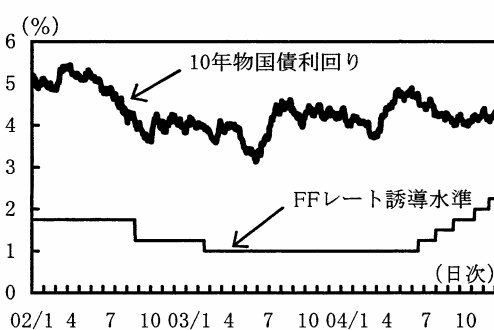
(備考) 1. 米労働省 “Producer Price Index”、“Consumer Price Index” により作成。
2. 消費者物価の2004年10-12月期は、10、11月の前年比。
3. 需要段階別PPIは全てコア指数。

図表 I - 9 株価指数



(備考) Dow Jones、DRIにより作成。

図表 I - 10 長短金利

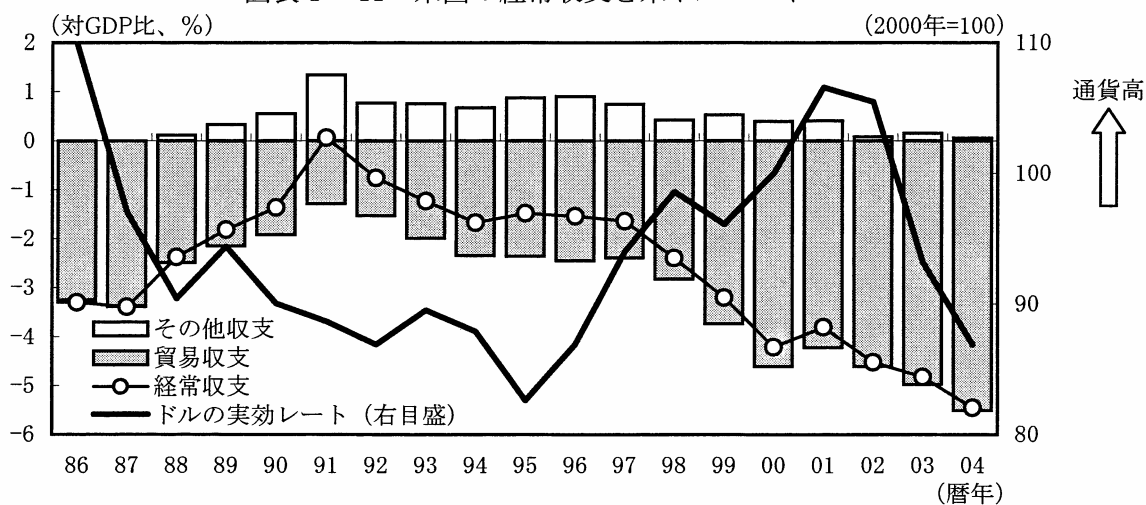


(備考) FRB資料、Wall Street Journalにより作成。

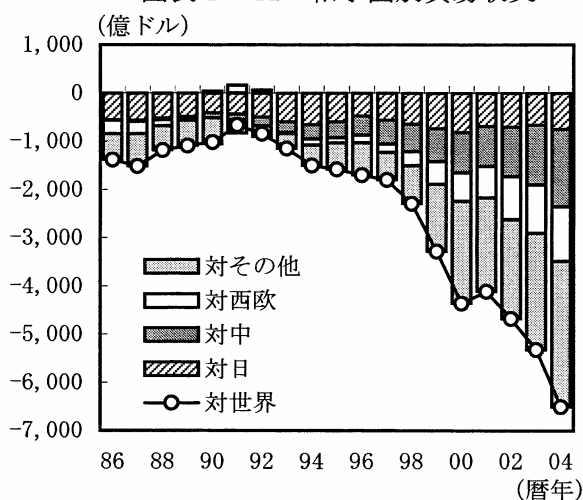
米国：経常収支赤字と貯蓄投資バランス

- ・米国の経常収支赤字は、対GDP比で拡大を続けており、2004年1-9月の平均は5.5%となっており、通年で過去最大の水準となる見込である。
- ・このうち、財の貿易赤字について貿易相手国別にみると、90年代初頭まで大きな割合を占めていた対日赤字の割合は大幅に低下し、対中国赤字の寄与が大きくなっている。これが人民元切り上げの主張の原因ともなっている。
- ・しかし、中長期的には経常収支の水準は国内の貯蓄投資バランスによって決定されるものであり、2001年以降の赤字拡大は、家計貯蓄の低下と、財政赤字の拡大によってもたらされたものといえる。この間米ドルの実効為替レートは低下を続けていた。
- ・従って、仮に人民元が切り上げられた場合、米国の対中貿易収支に影響を与えることはあるにせよ、国内各部門の貯蓄投資バランスに変化がなければ、経常赤字の水準そのものが大きく変化する可能性は低いものと考えられる。

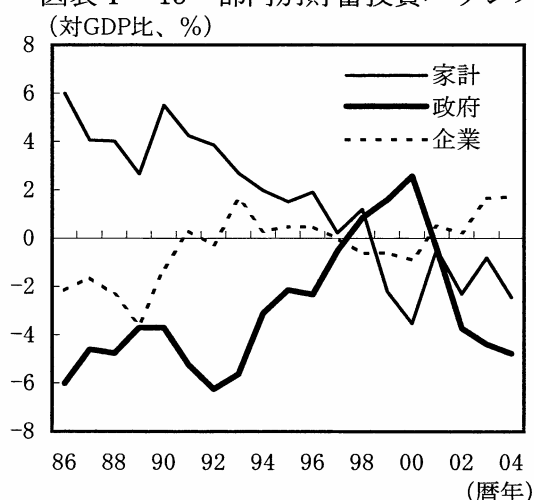
図表 I-11 米国の経常収支と米ドルレート



図表 I-12 相手国別貿易収支



図表 I-13 部門別貯蓄投資バランス

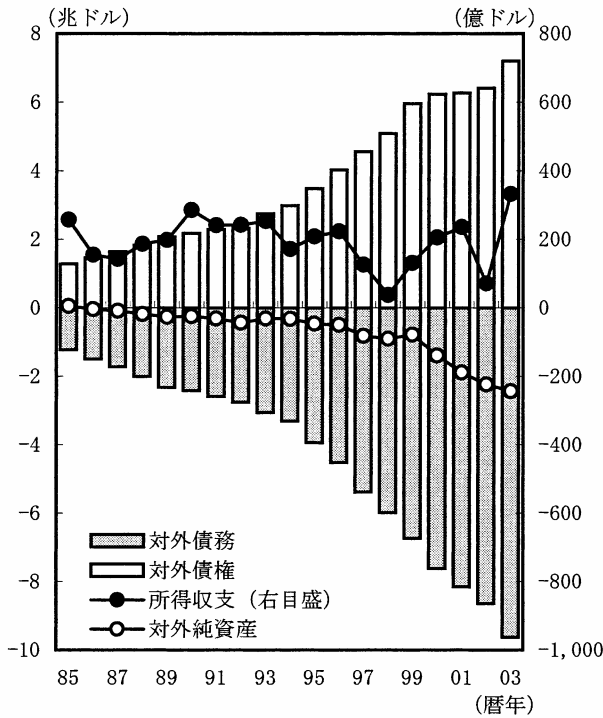


(備考) 1. 米商務省、FRB、IMF統計により作成。
2. 2004年の値は月次または四半期値を年率換算。

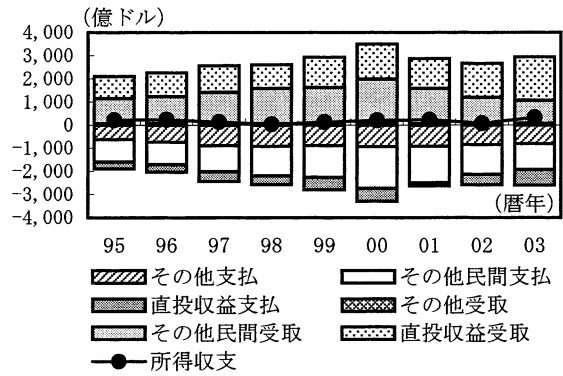
米国：対外債権・債務と所得収支

- ・米国は1986年以降純債務国であり、純債務額が年々増加しているにもかかわらず所得収支は黒字を維持している。
- ・これは、米国の対外投資収益率が対内投資収益率を上回っていることにはほかならない。特に、対外資産の30%弱を占める直接投資の利回りが、対内直接投資の利回りを大幅に上回っている。
- ・地域、国別に国内外直接投資の利回りを比較しても総じて対外直接投資の利回りが対内直接投資の利回りを上回っており、多国籍展開する米国企業の収益力の高さが、所得収支の黒字を維持しているといえよう。

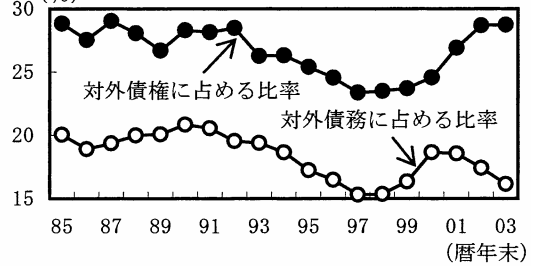
図表 I-14 米国の対外純資産と所得収支



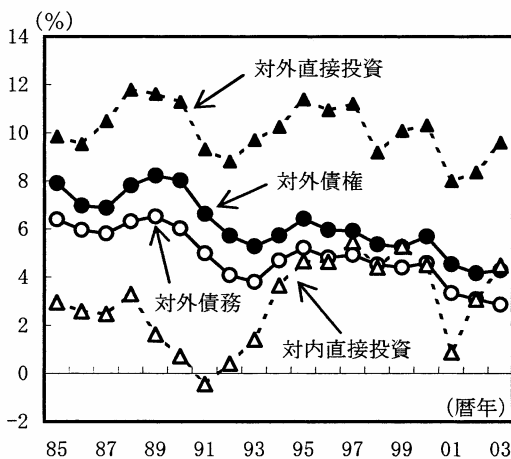
図表 I-15 所得収支の内訳



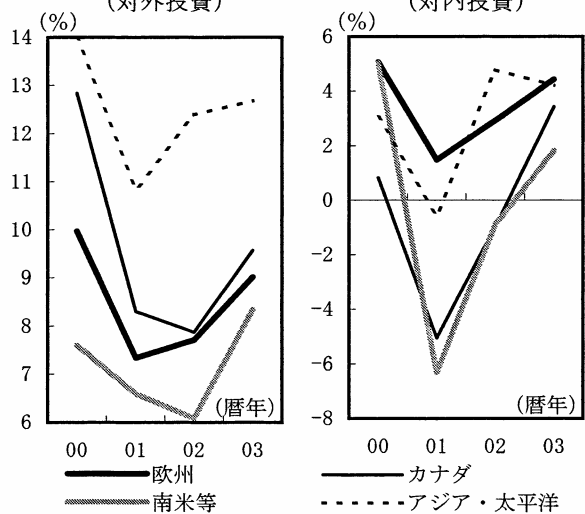
図表 I-16 対外債権・債務に占める直接投資比率



図表 I-17 対外債権・債務の利回り



図表 I-18 対国・地域別直接投資利回り (対外投資)



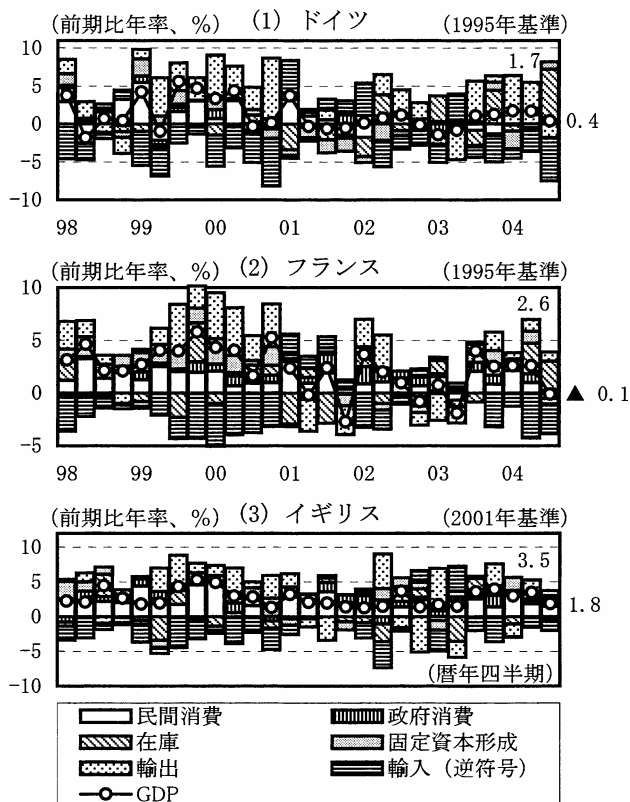
(備考)

1. 米商務省資料により作成。
2. 対外債権・債務については、図表 I-14~17は再取得価額ベースの数値を用いているが、図表 I-18のみ取得時価額ベースの数値を用いている。
3. 対外債権・債務利回り = 収益受取または支払 / 債権または債務の期首期末平均

欧州：緩やかな減速

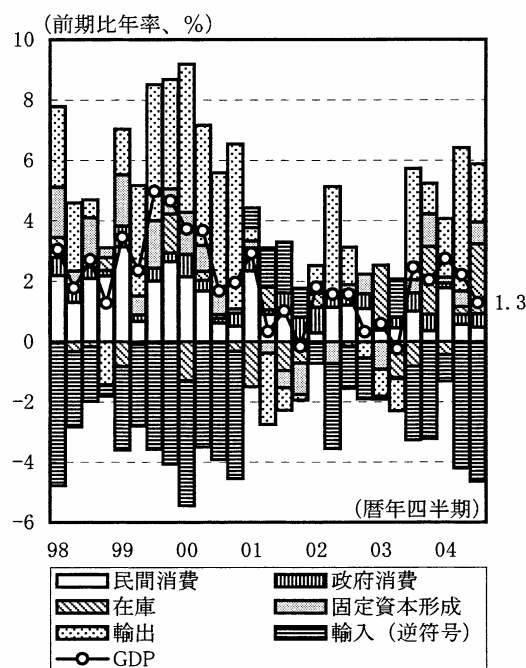
- ・ 欧州経済は緩やかな減速基調にある。ドイツでは景気を牽引してきた輸出が減少に転じ成長率は鈍化した。フランスでは景気を牽引してきた民間消費及び固定資本形成が減少に転じ、全体でも5期ぶりのマイナス成長を記録した。イギリスでは低失業率を背景に個人消費が依然堅調なもの、固定資本形成の減少等のために成長率は鈍化した。
- ・ 失業率は、イギリスでは低水準を維持し、フランスでも横ばいに推移しているものの、ドイツにおいては高水準にある上、若干ではあるが上昇している。
- ・ ドイツではリストラの影響から単位労働コストが低下しており、これが企業の収益を押し上げ、足元の景気減速局面においても、ドイツ企業の機械設備投資は増加基調を示している。

図表 I-19 欧州主要国の実質GDPの推移
(項目別寄与度)



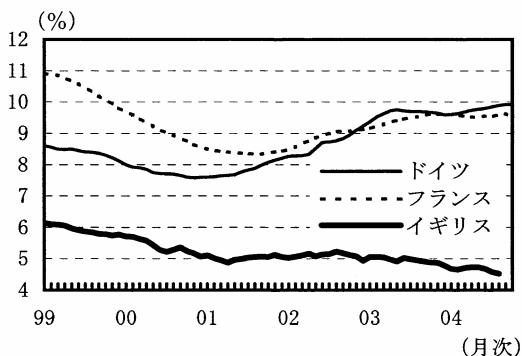
(備考) 独連邦統計局、仏国立統計経済研究所、英政府統計局各資料により作成。

図表 I-20 EU25カ国実質GDPの推移
(項目別寄与度)



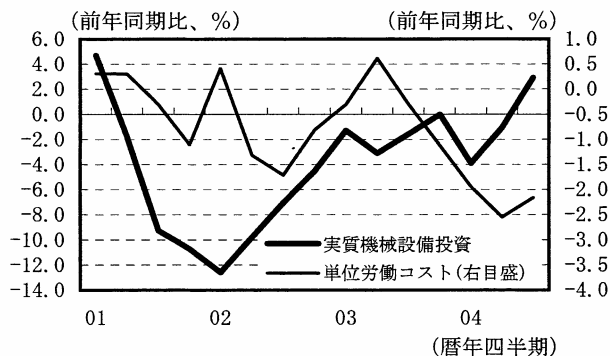
(備考) 欧州統計局資料により作成。

図表 I-21 失業率の推移 (ILO基準)



(備考) 1. OECD各資料により作成。
2. 季節調整値。

図表 I-22 ドイツの製造業

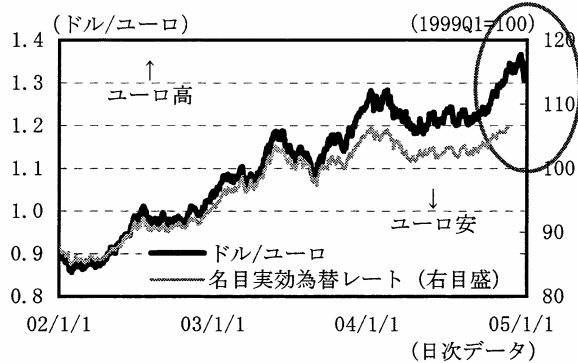


(備考) Bundesbank資料により作成。

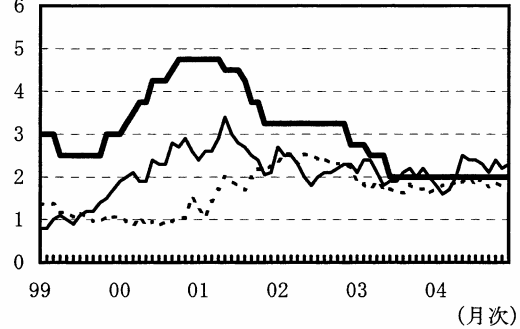
欧州：存在感高めるユーロ

- ・ユーロ為替は対ドルで2004年明けに急騰した後一旦落ち着いていたが、2004年末にかけ再び上昇した。ただし、実効為替レートでの上昇は比較的緩やかであった。
- ・ユーロ圏消費者物価指数はインフレ参照値の2%を超えているものの、ユーロ高による景気減速懸念を背景に、欧州中央銀行は政策金利を昨年6月以来据え置いている。
- ・ユーロ高の背景として、通貨としてのユーロの存在感の高まりが考えられる。国際市場での普通債券発行額では、2002年にユーロ建が米ドル建を上回り、2003年はその差を一層広げている。また外貨準備通貨におけるユーロ比率も上昇しており、2003年末には20%弱に達している。
- ・ドイツを代表例として、ユーロ圏経済においては圏内貿易が占める割合が高く、対ドルユーロ高の直接的な影響は限定的とみられることもできる。

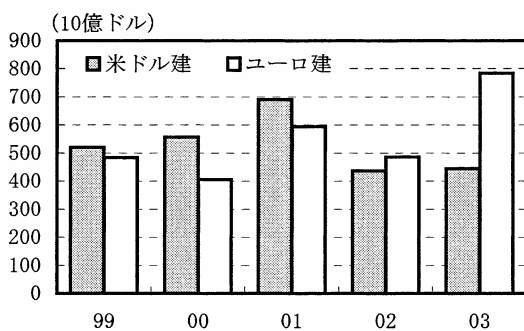
図表 I-23 為替レートの推移



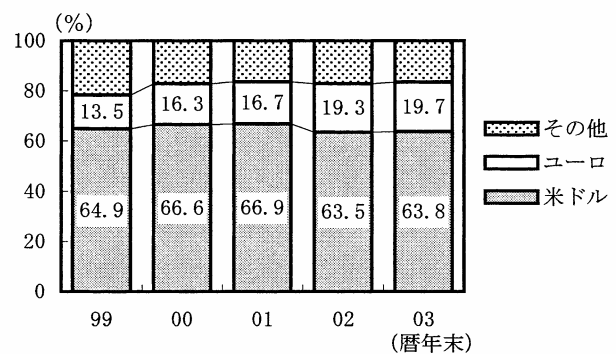
図表 I-24 ユーロ通貨圏の消費者物価と金融政策



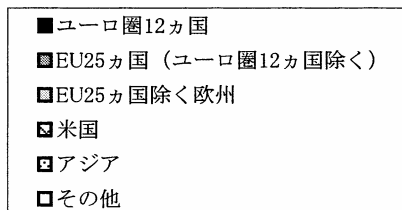
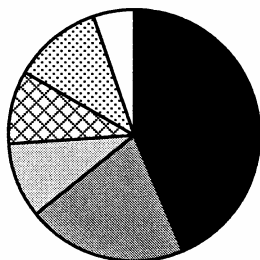
図表 I-25 通貨別普通債券発行額



図表 I-26 世界の外貨準備の通貨構成



図表 I-27 ドイツの輸出・地域別割合 (2003年)

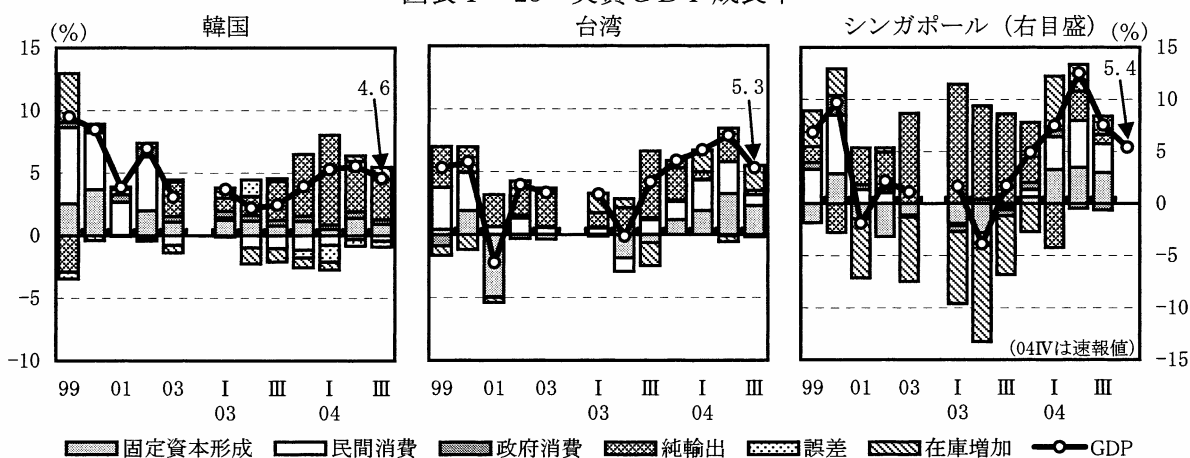


(備考) Bundesbank資料により作成。

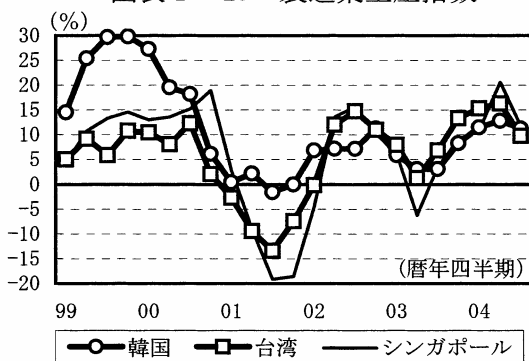
アジア主要国 : 外需主導で高成長、2005年の成長はやや鈍化

- ・アジア主要国経済は、2003年後半以降は好調な外需が牽引し高成長を続けてきたものの2004年7-9月期には成長率が鈍化している。
- ・成長率の内訳をみると、足元は韓国、台湾、シンガポールともに輸出、固定資本形成が成長にプラスに寄与している。在庫も成長率を押し上げる要因となっているが、情報関連財等の生産が弱含んでおり、今後は在庫調整の可能性はある。
- ・韓国は、原油高による物価押し上げの影響があるものの、消費低迷が続いていることから中央銀行は8月と11月に無担保コールレートを0.25%ずつ引き下げた。また、2004年10-12月期以降、急激なウォン高(対ドル)が続いており、輸出への悪影響が懸念される。
- ・アジア開発銀行の成長率見通しをみると、2004年は、年後半には景気が減速するものの韓国以外は2000年のITバブルと同水準の成長が達成される見込みとなっている。2005年は、中国、米国景気が2004年に比べ弱含む可能性があることから各国とも成長が鈍化する見通しとなっているが、緩やかな調整にとどまると考えられる。

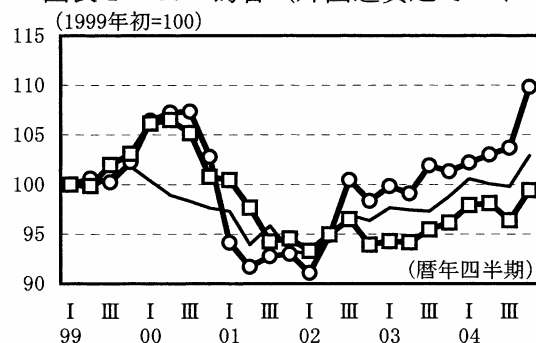
図表 I-28 実質GDP成長率



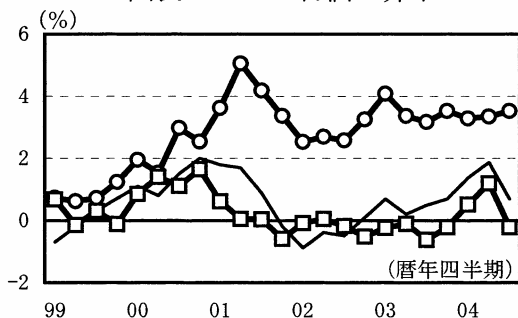
図表 I-29 製造業生産指数



図表 I-30 為替 (外国通貨建て・ドル)



図表 I-31 物価上昇率



図表 I-32 経済成長率見通し (ADB)

	韓国	台湾	シンガポール
2003年	3.1	3.3	1.1
2004年	4.4	6.0	8.1
2005年	3.6	4.8	4.2

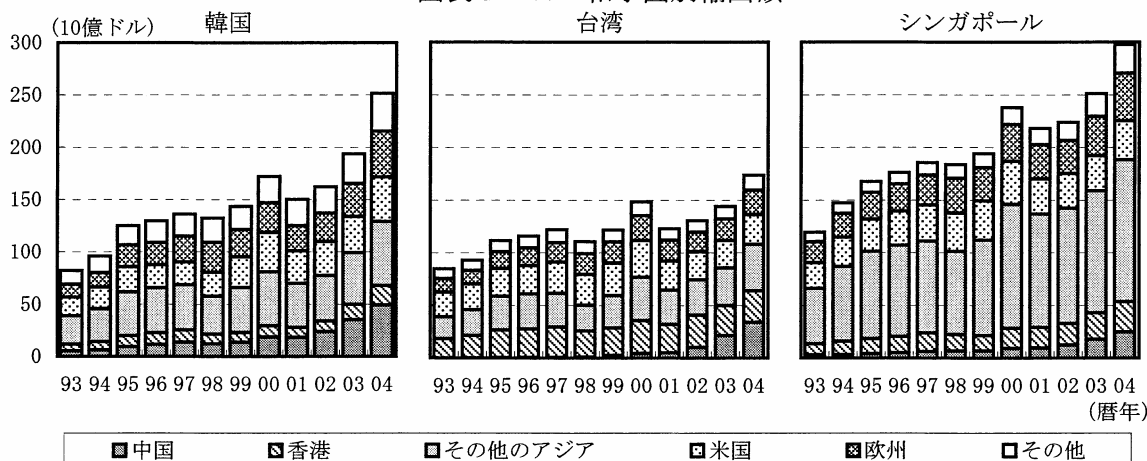
(暦年)

(備考) 1. 韓国統計局、台湾行政院、シンガポール統計局、DRI資料により作成。
 2. 図表 I-32はアジア開発銀行“Asian Development Outlook October/2004”により作成。
 3. 伸び率は図表 I-32以外は前年同期比。

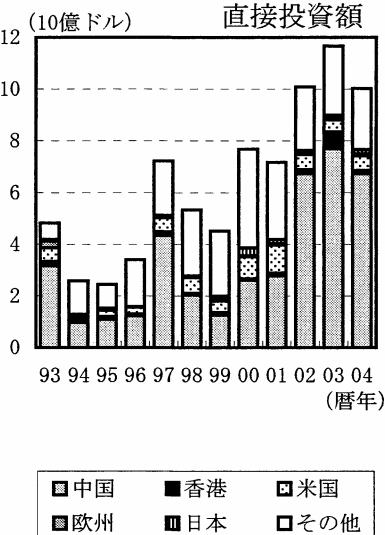
アジア主要国：中国への輸出依存度が拡大

- ・アジア主要国の相手国別輸出額の推移をみると、足元で急激に中国向け輸出のウェイトが高まってきている。
- ・台湾の対外直接投資をみると、近年増加傾向にあるが、そのほとんどが中国向けの寄与によるものである。台湾企業は、人件費圧縮等を目的として中国へ進出し、現地生産のため台湾から財を調達している傾向が強いことが示唆される。
- ・韓国も台湾同様、全体として中国への輸出依存度が高まっているが、財ごとに主要輸出先は異なる。2000年以降の主要輸出財の国別寄与の推移をみると、半導体やその他電子部品は、中国に加え、米国、日本、台湾向けが大きい一方で、通信機器、自動車は、圧倒的に米国向けのシェアが高い。

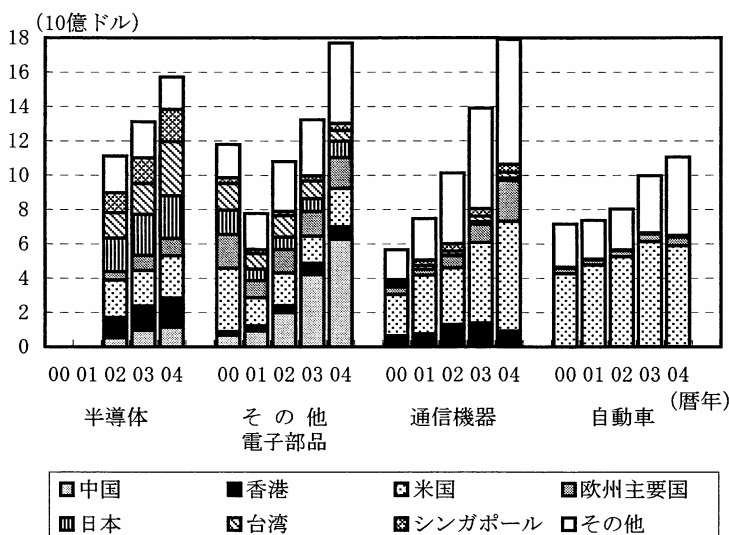
図表 I - 33 相手国別輸出額



図表 I - 34 台湾の対外直接投資額



図表 I - 35 韓国の主要輸出財の国別寄与の推移

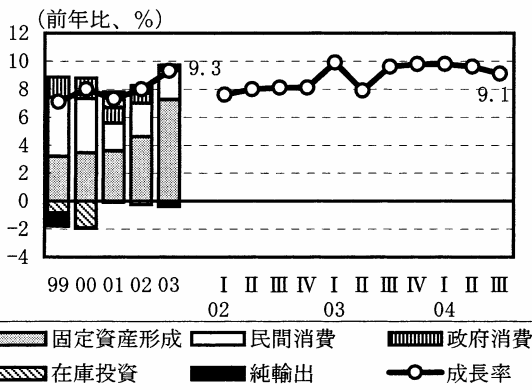


- (備考) 1. 各国統計により作成。
 2. 図表 I - 33の2004年の値に関して。韓国、台湾は11月までの累積値を、シンガポールは9月までの累積値を年率換算。
 3. 図表 I - 34の直接投資額は認可ベース。
 4. 図表 I - 35の「半導体」は、チップ、ウェハー、DRAM、SRAM、フラッシュメモリ、CPU等。「その他電子部品」は、メインボード、サウンドカード等。なお、「半導体」は2000年、2001年の金額が公表されていない。

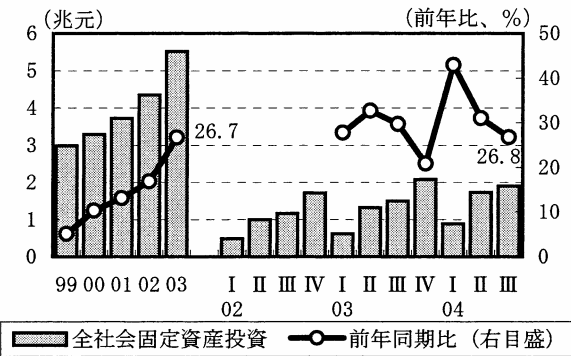
中国：投資の減速は緩やか

- ・2004年7-9月期の実質GDPは9.1%増と、前期(9.6%)に比べ若干減速したものの、依然として高成長が続いている(2004年12月中央経済工作会議における2005年経済成長目標設定8% 2004年目標設定7%)。
- ・高成長の持続は、旺盛な投資と消費が寄与している。7-9月期固定資産投資の伸びは前期に比べ縮小したものの、依然2003年通年(26.7%)を上回る水準にあり、不動産、インフラ関連での投資が牽引している。7-9月期の消費は、通信機器の購入など生活水準の高まりを受けて旺盛に推移しており、前年に比べ大幅な伸びとなった。金融引き締め策からマネーサプライは減速基調にあり、高騰を続けていた食品価格が落ち着きをみせてきたことから、消費者物価のインフレ懸念は後退している。
- ・2004年7-9月期貿易は、電機関連の好調な輸出などを背景に前期に続き黒字となった。

図表 I-36 実質GDP成長率



図表 I-37 固定資産投資①



図表 I-38 固定資産投資②

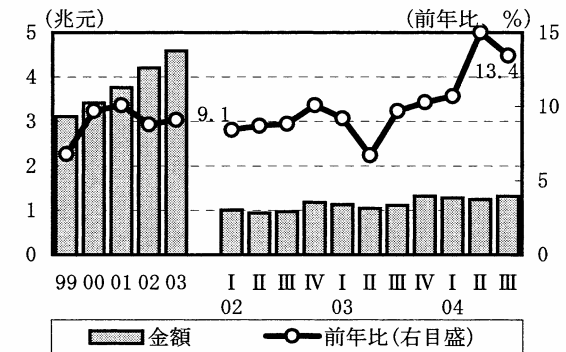
< 増加寄与の大きい業種 > (2004年7-9月期)

	前年比	構成比	寄与率
不動産	30.7%	24.9%	26.9%
電力・ガス・水道	47.4%	7.9%	13.1%
交通運輸	22.4%	12.9%	10.2%

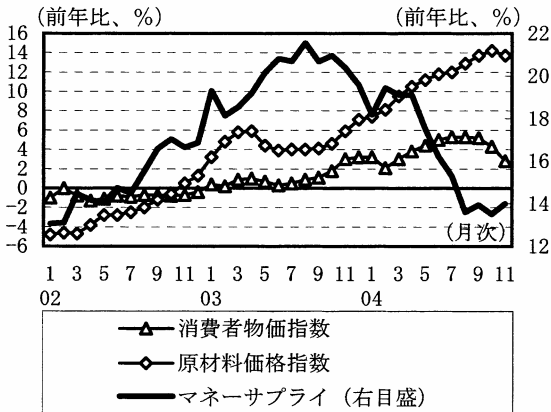
< 地域分析 >

	4-6月期		7-9月期	
	前年比	構成比	前年比	構成比
東 部	20.0%	54.6%	28.9%	54.3%
中・西部	29.8%	45.4%	27.8%	45.7%
全 体	24.3%	100.0%	28.4%	100.0%

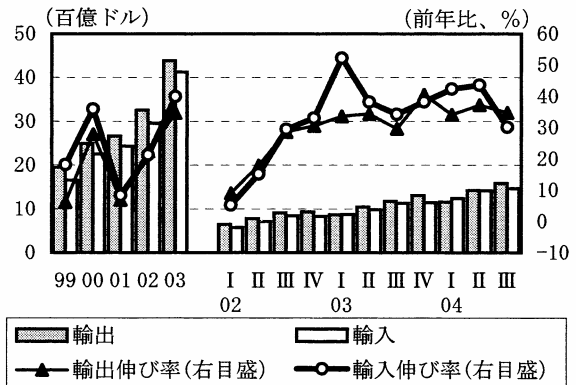
図表 I-39 消費財小売総額



図表 I-40 物価とマネーサプライ



図表 I-41 輸出入

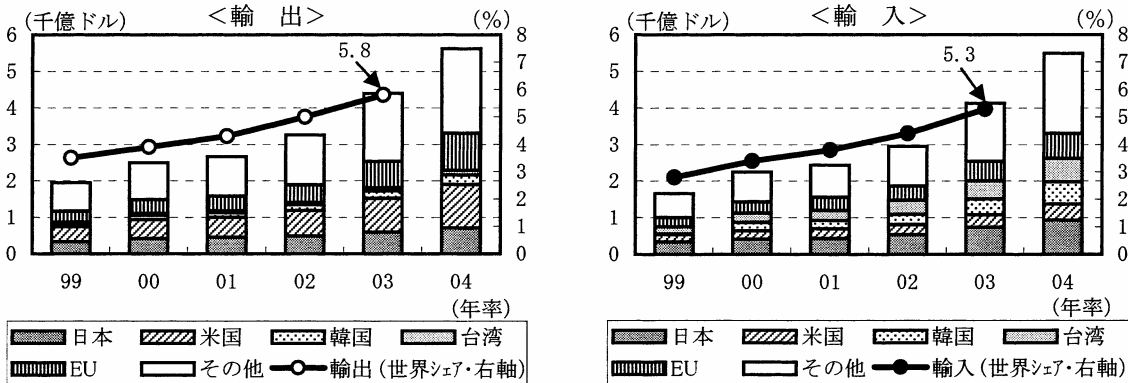


(備考) IMF "International Financial Statistics"、国家統計局「中国統計年鑑」「中国経済景気月報」、中国人民銀行資料により作成。

中国 : WTO加盟後3年間の貿易構造

- 中国が2001年11月にWTOに加盟してから3年が経過した。加盟後3年間の中国の貿易額は急速な増加をみせ、2004年(年率換算)の中国の貿易総額は2001年のほぼ2倍に達したほか、世界貿易に占める中国のウェイトは5%を超えるに至った。主要国別に貿易収支の変化をみると、台湾、日本、韓国への輸入超過(赤字)、米国、EUへの輸出超過(黒字)構造は拡大している。
- 貿易に占める外資系企業のウェイトは、直接投資受入が堅調に推移していることもあり、増加傾向にあり、外資依存が一層高まっている。業種別工業生産に占める外資系企業のウェイトをみると、加盟前と比べ大きく変化した業種は少なく、電子など依然として輸出入を牽引する特定の産業における外資系比率が高い。

図表 I-42 主要貿易相手国と世界貿易に占める中国のシェア



(備考) 2004年の値は、10月までの累積値を年率換算。

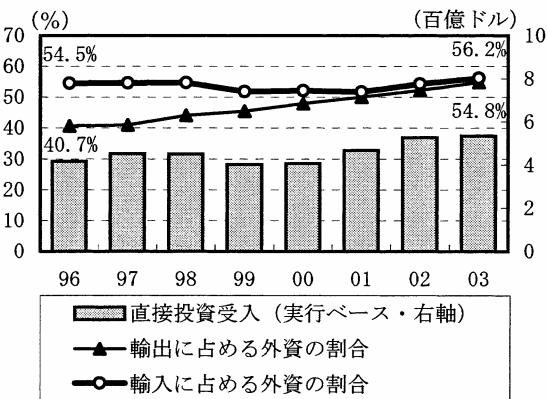
図表 I-43 相手国別貿易収支 (WTO加盟前との比較)

(単位: 億ドル)

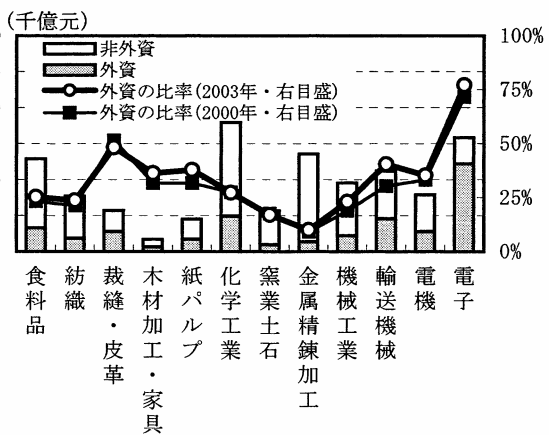
相手国別貿易収支 (2000年)	相手国別貿易収支 (2004年・年率)		
	輸出	輸入	貿易収支
全体	2,492	2,251	241
うち			
米国	521	224	297
EU	382	308	74
日本	417	415	2
韓国	113	232	119
台湾	50	255	205

(備考) 2004年の値は、10月までの累積値を年率換算。

図表 I-44 貿易に占める外資系企業のウェイトと直接投資受入額の推移



図表 I-45 工業生産に占める外資と非外資 (2003年)



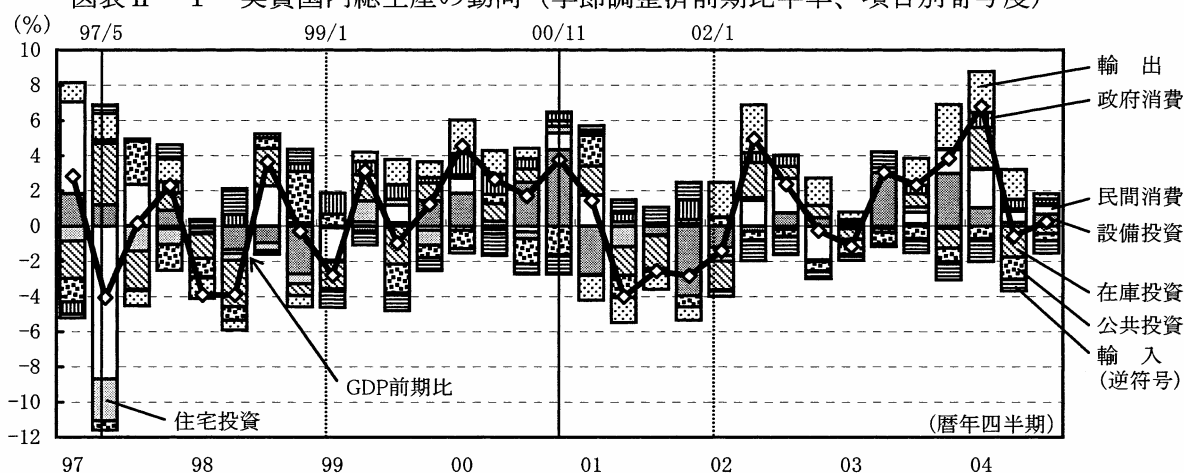
(備考) 国家統計局「中国統計年鑑」「中国経済景気月報」、WTO「International Trade Statistics」により作成。

景気の踊り場にある日本経済

概況：先行きは企業部門を中心に底堅く推移

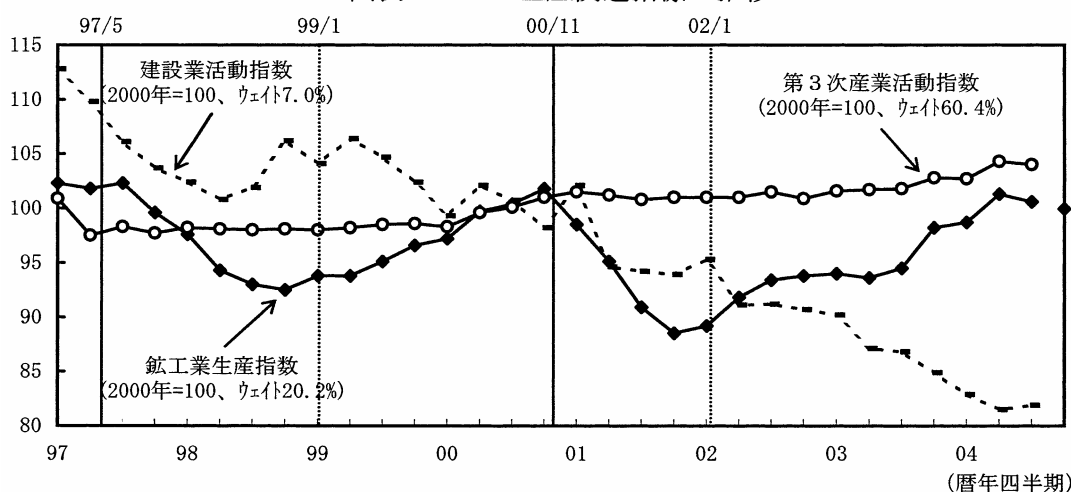
- ・日本経済は、牽引役の輸出が頭打ちとなり、電子部品・デバイスとその関連分野で生産が弱含んでいることなどから、景気は踊り場にある。
- ・個人消費は、所得環境に底打ち感がみられるものの、天候不順等の影響からこのところ伸びが鈍化しており、マインド改善にも一服感がみられる。設備投資は、先行指標の一部に弱い動きがみられるものの、足元は増加が続いている。住宅投資は、概ね横ばいで推移している。公共投資は、減少傾向が続いている。輸出は、頭打ちとなっている。輸入は、緩やかに増加している。経常収支の黒字幅は、縮小している。
- ・先行きについては、世界経済が伸びが鈍化しながらも拡大を続けることや、在庫調整が生産財の一部業種に限定された動きであることから生産は底堅く推移することが予想され、景気は企業部門を中心に底堅い展開となることが見込まれる。

図表Ⅱ－１ 実質国内総生産の動向（季節調整済前期比年率、項目別寄与度）



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。2000年連鎖価格基準。
 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。
 3. 2004年1－3月期及び同4－6月期の民間企業設備、公共投資の寄与度は、2004年1－3月期における政府の民間部門からの大規模資産購入の影響を除去した系列の実質季節調整済前期比（内閣府公表値）に基づき計算。

図表Ⅱ－２ 生産関連指標の推移

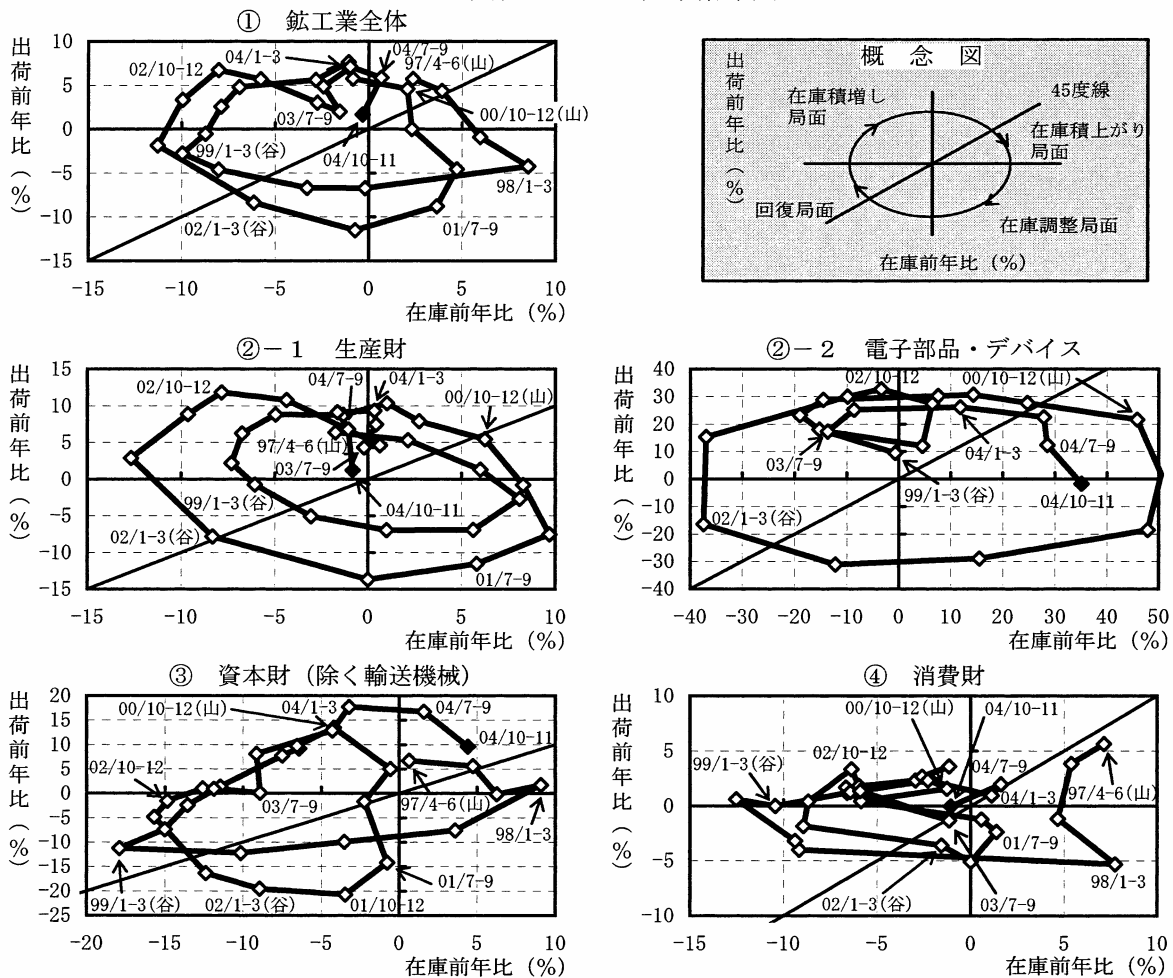


- (備考) 1. 経済産業省各指数により作成。ウェイトの数字は、全産業活動指数（供給サイドからみたGDP）に占める割合であり、農林水産業生産指数（ウェイト1.6%）、公務等活動指数（同10.8%）と合計して100となる。
 2. 鉱工業生産指数の2004年10－12月期は、10、11月実績と11月の製造工業生産予測調査に基づく12月見通しとの平均値。建設業活動指数及び第3次産業活動指数は、10月単月値。

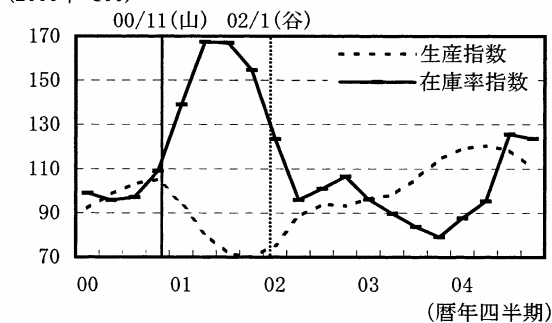
在庫は一部生産財で在庫調整局面入りするも、全体では低水準で推移

- ・ 鉱工業全体の在庫循環をみると、電子部品・デバイス等生産財の一部で在庫調整局面入りしているものの、生産財全体、消費財全体の在庫は低水準で推移しているほか、資本財も設備投資の増加を背景に在庫積み増し局面で推移しており、鉱工業全体の在庫調整圧力は比較的小さい。
- ・ 電子部品・デバイスの在庫は、足元生産の減少に呼応して在庫率指数が減少しており、在庫積み上がりに頭打ちの兆しがみられる。
- ・ 出荷・在庫バランスの動きから今後の電子部品・デバイスの生産調整の動向を展望すると、生産は今後 2005 年央にかけて前年比 2 割程度減少した後、2005 年後半に底打ちすることが期待される。

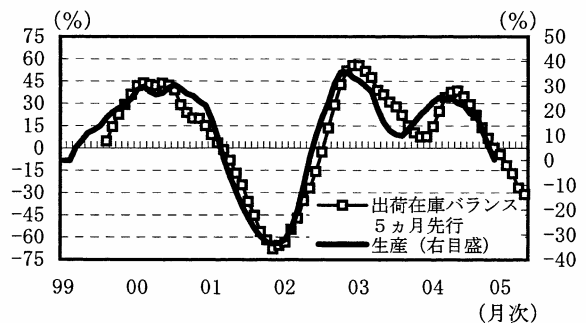
図表Ⅱ-3 在庫循環図



図表Ⅱ-4 電子部品・デバイスの在庫・生産水準の推移 (2000年=100)



図表Ⅱ-5 電子部品・デバイスの出荷・在庫バランスの推移



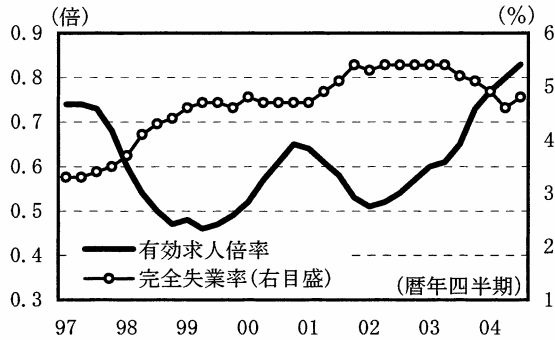
(備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」により作成。

2. 図表Ⅱ-5の出荷・在庫バランスは、「出荷」指数前年比-「在庫」指数前年比。

雇用情勢は求人が増加し、改善が続く

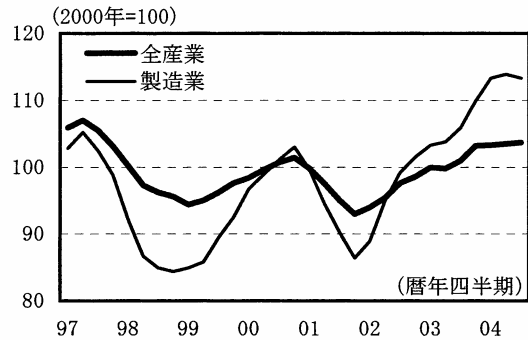
- ・有効求人倍率は、2002年1-3月期を底に上昇を続けている。完全失業率も緩やかに低下している。ただし所定外労働時間にはやや頭打ち感がみられる。
- ・就業者数は、製造業、建設業での減少が続いているものの、医療・福祉分野を中心にサービス業が堅調に増加し、全体としては緩やかに増加している。常雇の雇用者も増加に転じており、企業規模別では、大企業から中堅企業へ雇用増が広がってきている。
- ・新規求人数は増加を維持しており、雇用者数は今後も緩やかに増加すると予想される。

図表Ⅱ-6 有効求人倍率と完全失業率



(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。

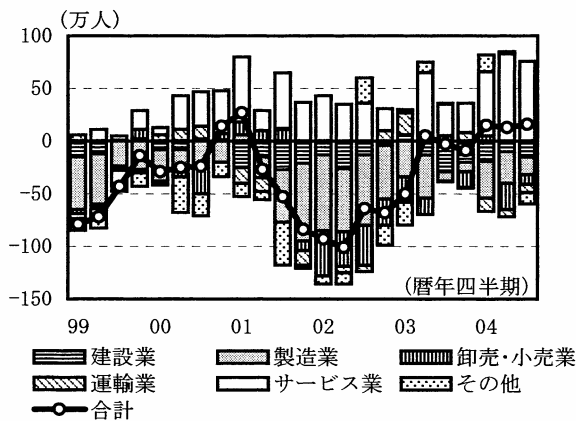
図表Ⅱ-7 所定外労働時間



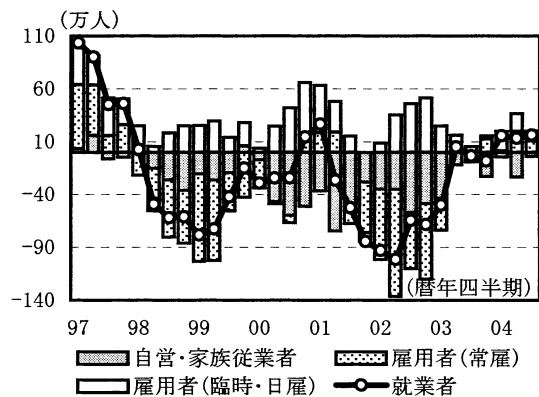
(備考) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。季節調整値。

図表Ⅱ-8 就業者数及び雇用者数 前年差の内訳

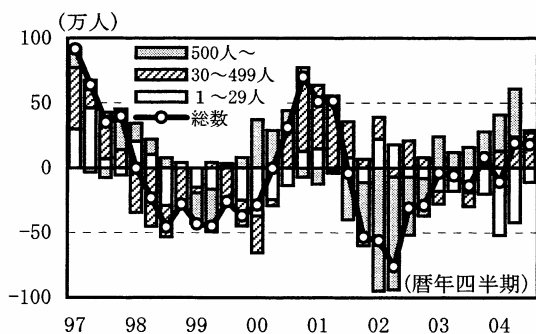
(1) 就業者数 産業別 (新産業分類ベース)



(2) 就業者数 従業上の地位別

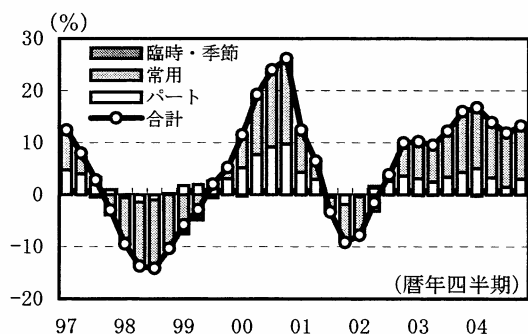


(3) 雇用者数 企業規模別 (除く農林業、官公)



(備考) 総務省「労働力調査」により作成。

図表Ⅱ-9 新規求人数 前年比の内訳

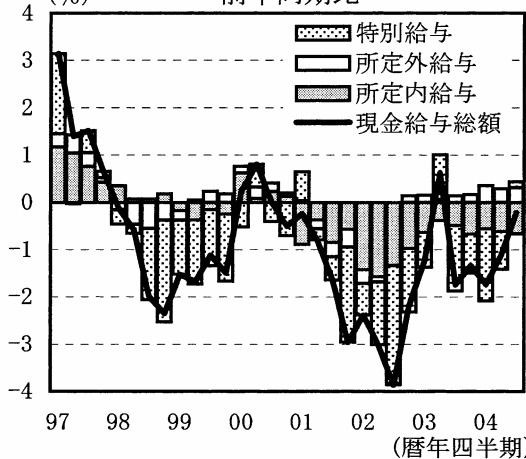


(備考) 1. 厚生労働省「職業安定業務統計」により作成。
2. 2004年10-12月期は10、11月平均値。

所得環境は横ばいで推移

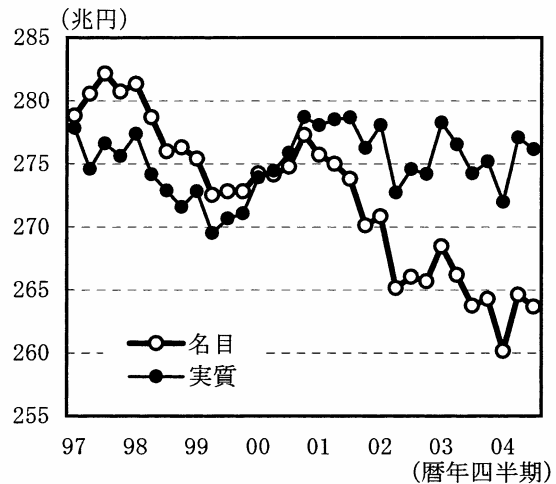
- 一人当たりの名目賃金は、パート比率の上昇による押し下げ要因もあり、依然水面下で推移している。しかし雇用者報酬でみると、雇用者数の下げ止まりにより名目ベースでも底打ち感がみられており、所得環境は概ね横ばい圏内で推移している。
- 労働分配率は低下が進んでいることから、今後企業収益の改善が続けば所得への波及が期待できる。
- 消費は、GDPベースでみると所得の動き以上に底堅く推移している。

図表Ⅱ-10 一人当たり現金給与総額
前年同期比 (%)



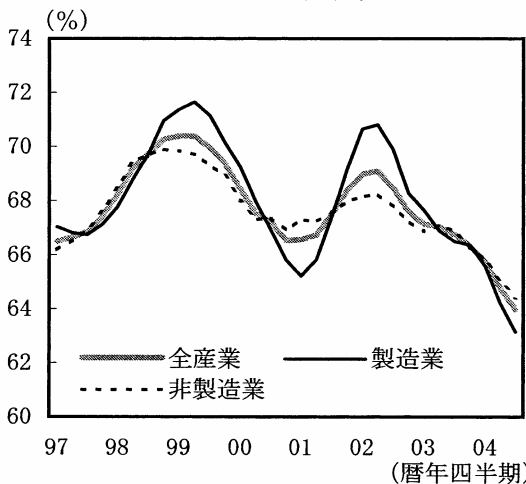
(備考) 1. 厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. 事業所規模5人以上。

図表Ⅱ-11 雇用者報酬



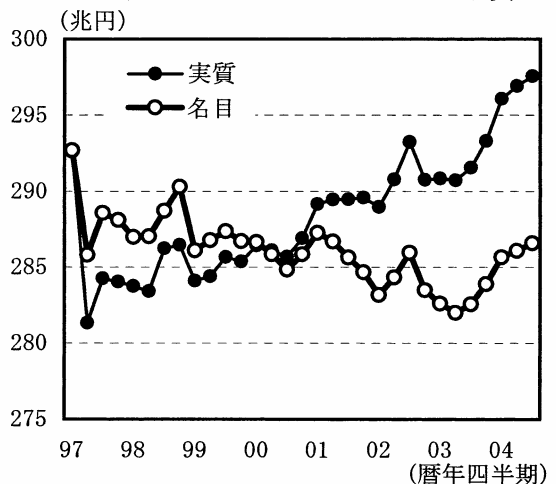
(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
2. 季節調整済年率。実質値は2000年連鎖価格基準。

図表Ⅱ-12 労働分配率



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。
2. 後方4期移動平均値。

図表Ⅱ-13 GDPベースの消費

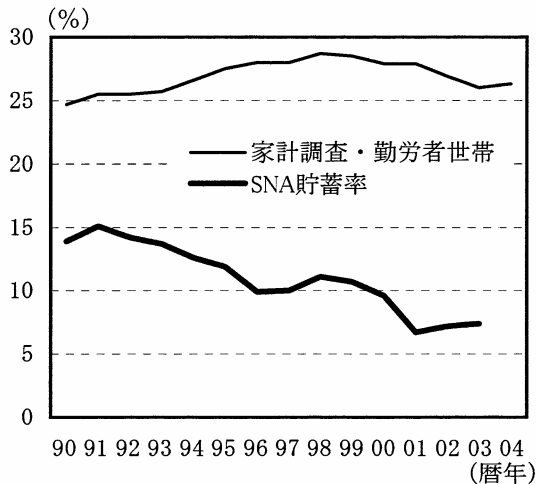


(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
2. 季節調整済年率。実質値は2000年連鎖価格基準。

所得減に伴う家計の貯蓄の取り崩しは足元で一服

- ・所得が減少するなかで消費は一定の水準を維持してきたことから、貯蓄率は近年低下傾向をたどってきた。ただし足元では所得の悪化が止まってきていることを受け、貯蓄率も下げ止まり感がみられる。
- ・家計の金融資産フローも貯蓄率の低下から 2003 年に資金不足となったが、2004 年には再び資金余剰に転じたと判断される。
- ・今後家計所得の持ち直しがより明確になれば、所得要因による貯蓄の取り崩しは一服するものと予想される。ただし、趨勢的には高齢化の進行による無職世帯の増加から貯蓄率は低下傾向をたどるものとみられる。

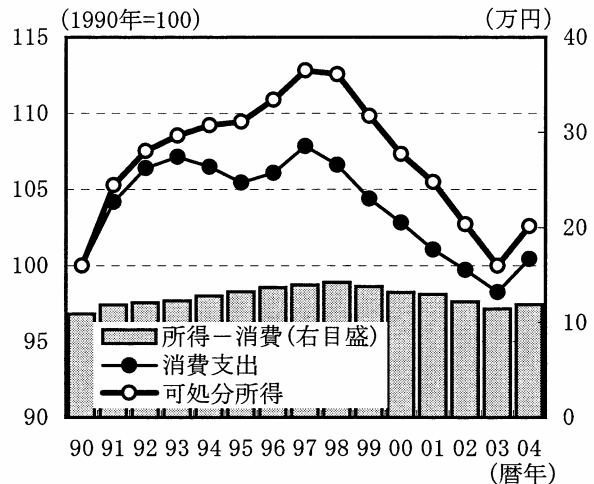
図表Ⅱ-14 家計貯蓄率



(備考)

1. 内閣府「国民経済計算」、総務省「家計調査」により作成。
2. 家計調査は二人以上の世帯ベース。
3. 2004年は1-11月値(季節調整値)より算出。

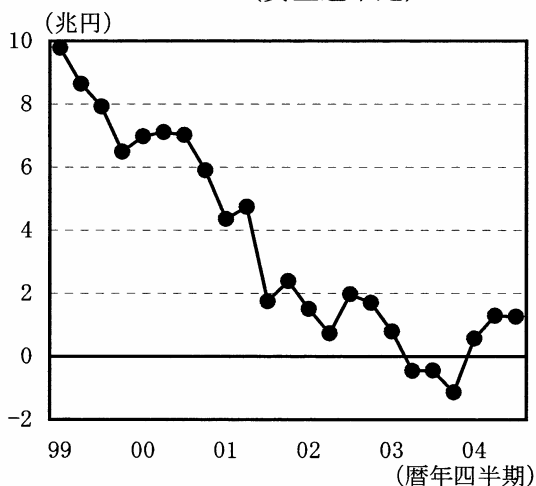
図表Ⅱ-15 消費と所得の推移



(備考)

1. 総務省「家計調査」により作成。
2. 家計調査の勤労者世帯ベース(二人以上の世帯)。月平均値。
3. 2004年は1-11月の値を年率換算(季節調整値)。

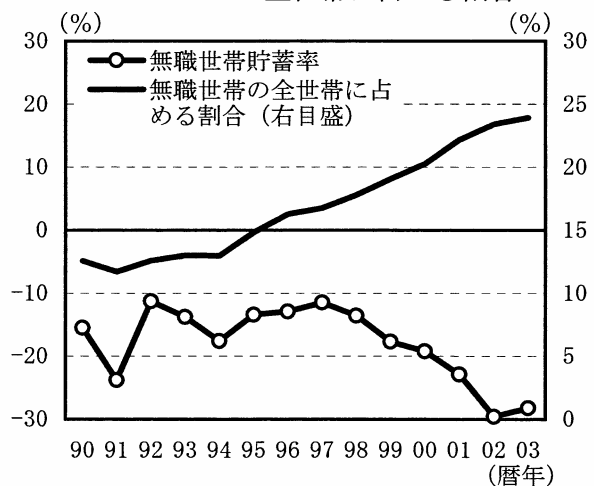
図表Ⅱ-16 家計の金融資産フロー
(資金過不足)



(備考)

1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
2. 後方4期移動平均値。

図表Ⅱ-17 無職世帯の貯蓄率と
全世帯に占める割合



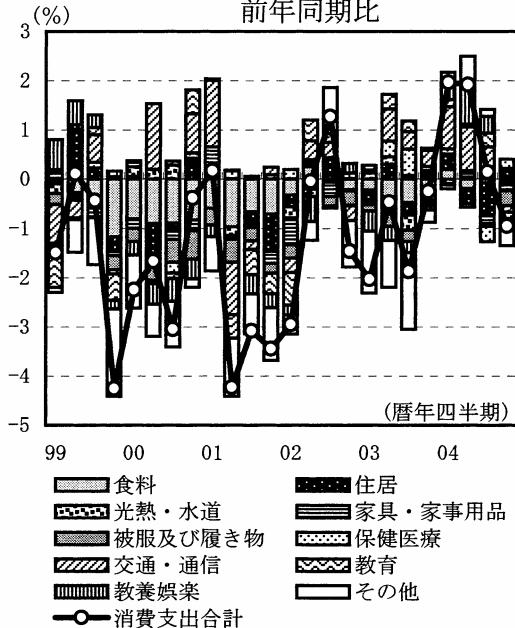
(備考)

1. 総務省「家計調査」により作成。
2. 二人以上の世帯ベース。

個人消費は持ち直し基調にあるも、足元でやや鈍化

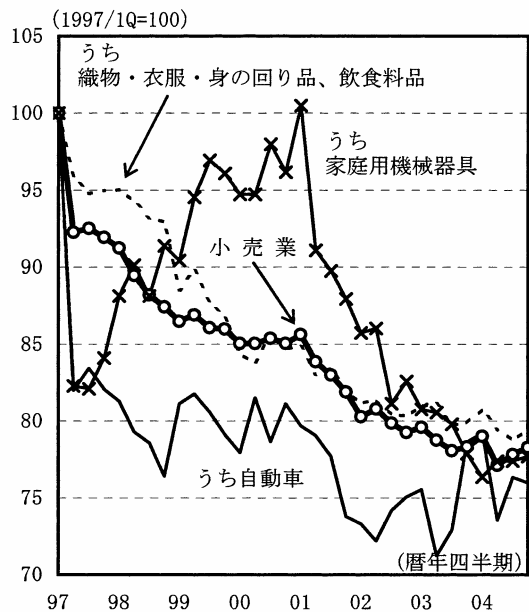
- ・家計調査でみた消費支出は、持ち直し基調にあるものの、天候不順等により足元で弱含んでいる。
- ・一方で小売業販売額は、燃料価格上昇の影響もあり下げ止まっている。家庭用機械器具では、薄型テレビやDVD等の家電販売が引き続き好調に推移している。
- ・消費者マインドは、引き続き雇用環境が改善要因となっているものの、全体としては足元でやや弱めの動きとなっている。

図表Ⅱ-18 全世帯名目消費支出
前年同期比



- (備考)
1. 総務省「家計調査」により作成。
 2. 2004年10-12月期は10、11月平均値。

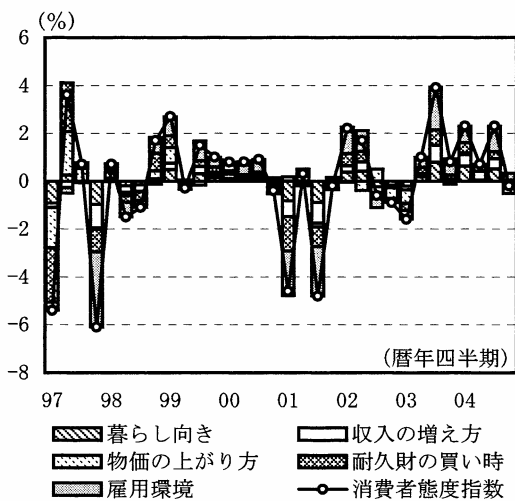
図表Ⅱ-19 小売業販売額指数 (季調値)



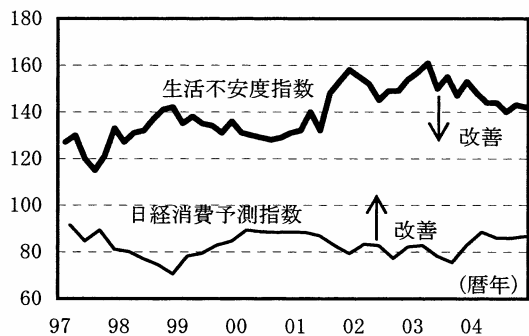
- (備考)
1. 経済産業省「商業販売統計」により作成。
 2. 小売業の業種別販売額指数(季調値)内訳は、季調済の公表値を各業種販売額で按分した。
 3. 2004年10-12月期は10、11月平均値。

図表Ⅱ-20 消費者マインド指標

(1) 消費者態度指数 (季調値) の前期差



(2) 他のマインド指標の動き

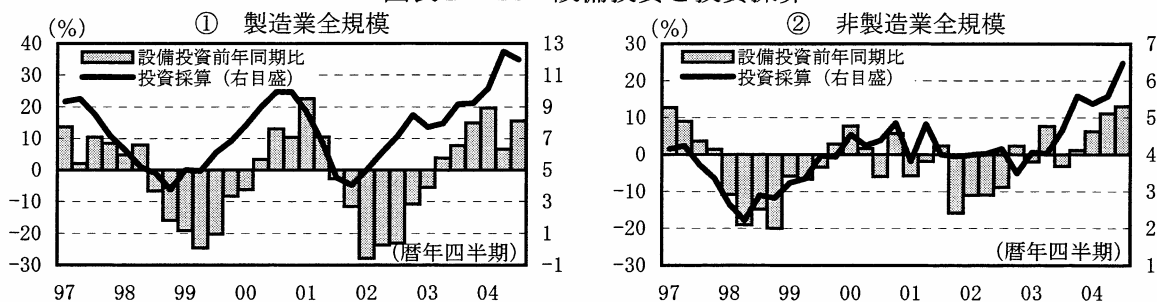


- (備考)
1. 内閣府「消費動向調査」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」、日経産業消費研究所資料により作成。
 2. 消費者態度指数は今後半年間の見通しに関する調査。内訳は季節調整済の計数から再按分した。

設備投資は増加が続くも、先行き鈍化の兆し

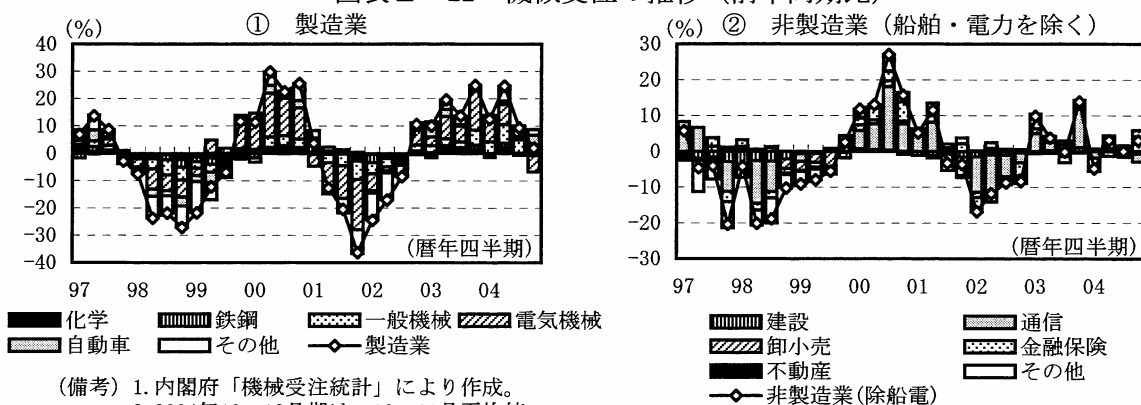
- 法人企業統計によると、全産業の設備投資額は、2003年4-6月期以降6四半期連続で前年比増加を続けている。業種別にみると、設備投資の牽引役である製造業に加え、非製造業でも増加が続いている。
- 先行きについては、先行指標の一つの建築着工が工場、店舗等で増加しているものの、機械受注が製造業でウェイトの大きい電気機械の減少等により弱含み、非製造業も横ばいの動きになっていることから、設備投資が今後鈍化する可能性が考えられる。ただし、足元の設備稼働率は、電気機械等一部業種で生産調整の影響等から減少しているものの、全体として高水準で推移していること、設備不足感も全体として緩やかに改善が進んでいることから、設備投資が今後大きく落ち込む懸念は少ないものと考えられる。

図表Ⅱ-21 設備投資と投資採算



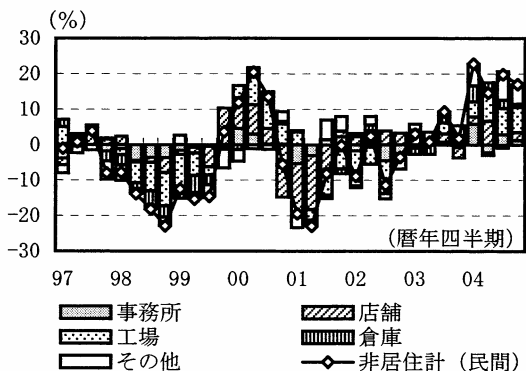
(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」等により作成。設備投資は、除くソフトウェア。
 2. 投資採算 = 営業資産利益率 - 国内銀行等貸出約定平均金利 (新規、総合)
 ただし、営業資産利益率 = 営業利益 / 期首期末平均 (有形固定資産 + 棚卸資産)

図表Ⅱ-22 機械受注の推移 (前年同期比)



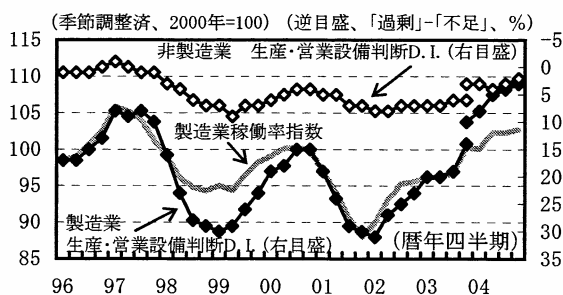
(備考) 1. 内閣府「機械受注統計」により作成。
 2. 2004年10-12月期は、10、11月平均値。

図表Ⅱ-23 建築着工床面積の推移 (用途別) (前年同期比)



(備考) 1. 国土交通省「建築着工統計」により作成。
 2. 2004年10-12月期は、10、11月平均値。

図表Ⅱ-24 稼働率指数と生産・営業用設備判断D.I.

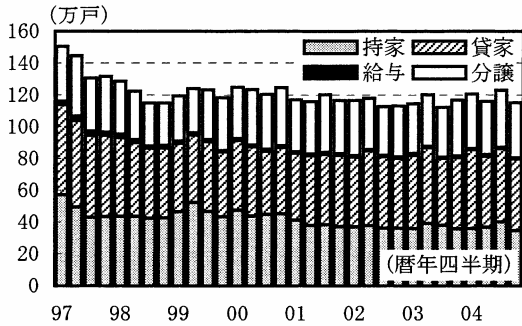


(備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
 2. 生産・営業用設備判断D.I.は、2004年3月調査より調査対象企業の見直しを実施したため不連続になっている。

住宅投資は横ばいで推移

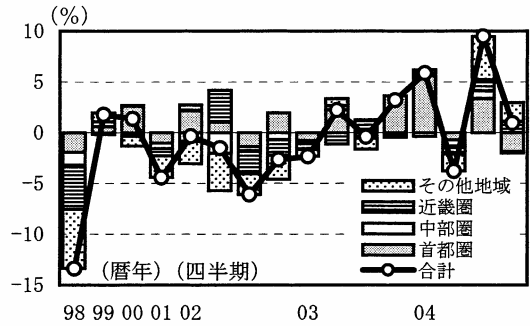
- ・新設住宅着工戸数は、年率 120 万戸弱で概ね横ばいの動きとなっている。地域別にみると、これまで首都圏が主な牽引役となってきたが、足元では大都市圏に代わりそれ以外の地域の改善が目立ってきている。
- ・持家は一進一退の状況が続いているが、先行指標をみる限り底割れを示唆するような動きはみられない。
- ・地価は引き続き下落しており、金利先高感による駆け込み需要もみられていることから、今後住宅ローン減税の段階的な縮小等のマイナス要因はあるものの、雇用・所得環境の改善が一段と進めば住宅投資は底堅く推移するものと予想される。

図表Ⅱ-25 住宅着工戸数（季調値年率）



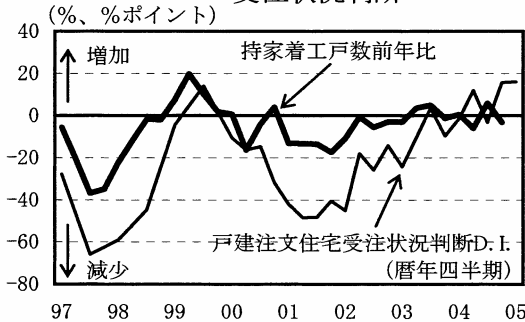
(備考) 1. 国土交通省「住宅着工統計」により作成。
2. 2004年10-12月期は10、11月平均値。

図表Ⅱ-26 地域別住宅着工戸数前年比



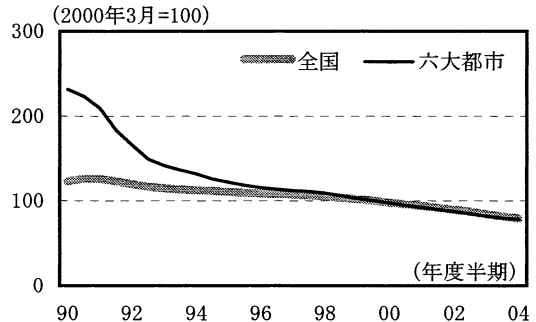
(備考) 1. 国土交通省「住宅着工統計」により作成。
2. 2004年10-12月期は10、11月平均値。

図表Ⅱ-27 持家着工戸数前年比と受注状況判断



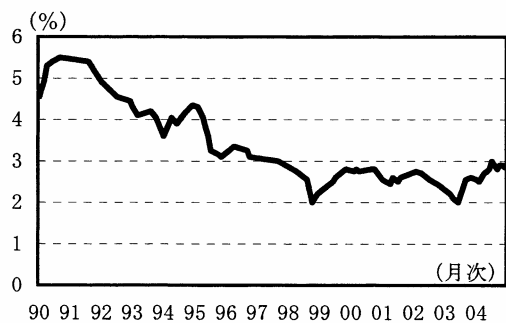
(備考) 1. 国土交通省「住宅着工統計」、住宅金融公庫「全国住宅市場調査」により作成。
2. 受注状況判断D.I.の2004年10-12月期、2005年1-3月期は平成16年9月調査時点における見通し。

図表Ⅱ-28 住宅地地価の推移



(備考) 1. (財)日本不動産研究所「市街地価格指数」により作成。
2. 六大都市とは、東京区部、横浜、名古屋、京都、大阪、神戸。
3. 3月末及び9月末の値。

図表Ⅱ-29 住宅公庫融資金利の推移



(備考) 1. 住宅金融公庫資料により作成。
2. 個人向け融資基準金利。同月内に複数回変更があった場合、最終のデータを用いている。

図表Ⅱ-30 住宅ローン減税制度の概要

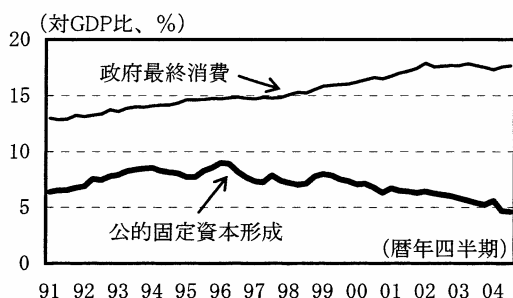
	ローン 残高限度額	適用年	控除率	適用年	控除率	合計
04年	5,000万円	1～10年目	1.00%			500万円
05年	4,000万円	1～8年目	1.00%	9～10年目	0.50%	360万円
06年	3,000万円	1～7年目	1.00%	8～10年目	0.50%	255万円
07年	2,500万円	1～6年目	1.00%	7～10年目	0.50%	200万円
08年	2,000万円	1～6年目	1.00%	7～10年目	0.50%	160万円

(備考) 1. 財務省資料により作成。
2. 各年の年末に入居した場合に適用される減税額。

厳しい財政事情を反映し、公共投資は一貫して減少

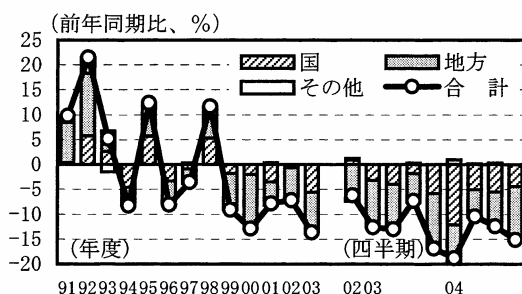
- ・ 公共投資の先行指標である公共工事請負金額は、1999年度以降、一貫して大幅なマイナスが続いている。
- ・ 国・地方計の長期債務残高は、増加基調が続いており、2004年度末には719兆円（対GDP比143.6%）にのぼる見込みである。
- ・ 日本の一般政府の公共投資を対GDP比でみたところ、厳しい財政事情を反映し減少を続けているものの、依然として他の先進国を上回っている。
- ・ OECD試算によれば、一般政府債務の対GDP比率をみると、2006年には175%にのぼり、米国、EUと比較して抜きん出た水準になる見通しである。プライマリーバランス（公債に関する歳出入を除く基礎的財政収支）は大幅な赤字が続いているが、2004年以降は公共投資の削減と税収の改善の影響で若干改善する。

図表Ⅱ-31 公共投資と政府消費



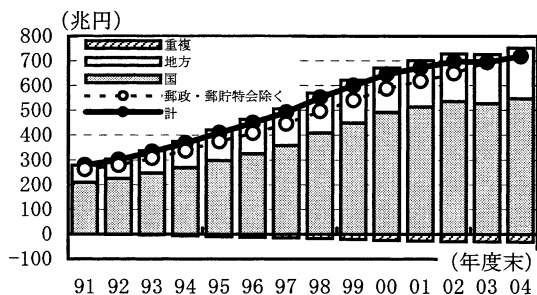
- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」により作成。
2. データは名目季節調整済を使用。
3. 公的固定資本形成の内訳は、一般政府、公的企業の設備投資額及び公的住宅。

図表Ⅱ-32 公共工事請負金額の推移



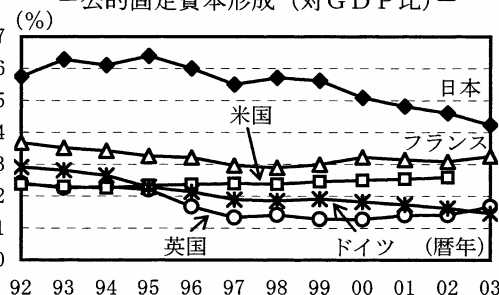
- (備考) 1. 北東西三保証事業会社「公共工事前払金保証統計」により作成。
2. 凡例中、地方は「都道府県」及び「市町村」の計。その他は「事業団・公団」及び「地方公社」等の計。

図表Ⅱ-33 国及び地方の長期債務残高



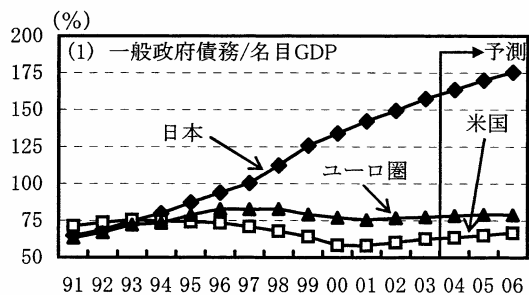
- (備考) 1. 財務省「財政関係資料（平成16年8月）」等により作成。
2. 2003年度は補正予算後、2004年度は当初予算による見込み。
3. 郵政・郵貯特会（2002年度末借入残高約49兆円）は2002年度末で廃止。

図表Ⅱ-34 公共投資の国際比較

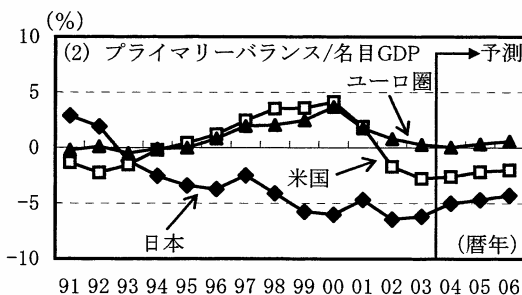


- (備考) 1. OECD「General Government Accounts Vol.Ⅳ」、内閣府「国民経済計算」により作成。
2. 公的固定資本形成は一般政府のみ。

図表Ⅱ-35 財政状況の国際比較



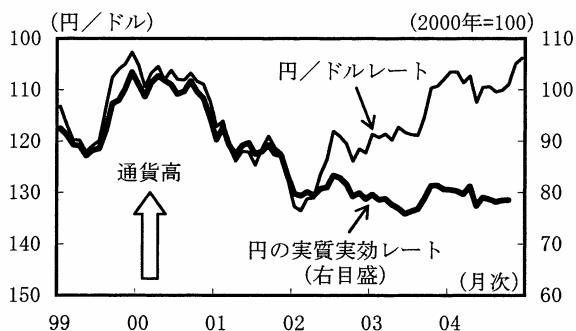
- (備考) 1. OECD「OECD Economic Outlook December/2004」により作成。
2. 2004年以降は推計値。
3. 2000年のユーロ圏には携帯電話ライセンス売却収入（プライマリーバランスで1%程度）を含む。



輸出は頭打ち、経常収支黒字は縮小

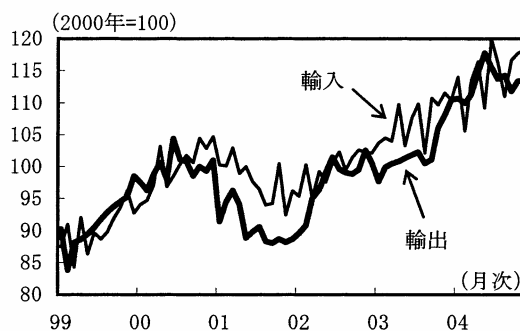
- ・ 2002 年以降円高ドル安が続いているが、一方で円の実質実効レートは横ばい圏で推移しており、米ドルが独歩安であることを示している。
- ・ 輸出入ともに、アジアとの分業の進展を反映して、対アジア、とりわけ対中国を中心に、財別には生産財を中心に増加してきたが、足元では輸出は頭打ちとなっている。
- ・ 輸出の鈍化に加え原油高の影響もあり、貿易収支黒字が縮小に転じる一方、サービス収支の赤字幅が旅行収支を中心に拡大しており、経常収支黒字は縮小している。

図表Ⅱ-36 為替レートの推移



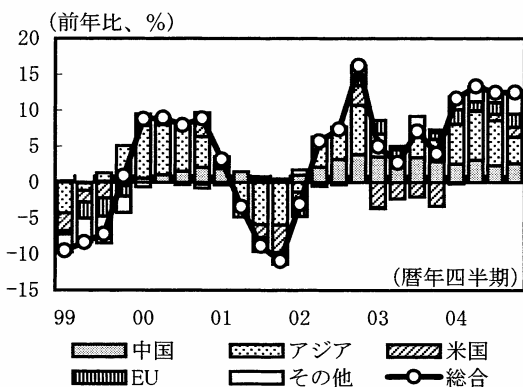
(備考) IMF統計により作成。

図表Ⅱ-37 輸出入数量指数



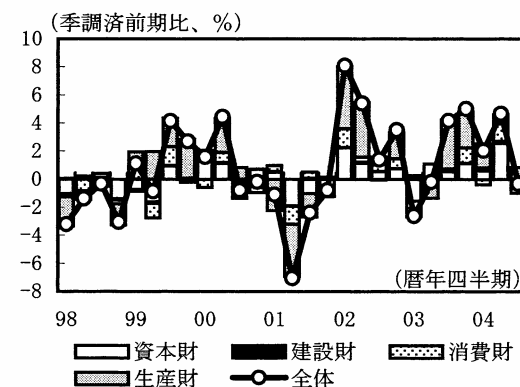
(備考) 財務省「貿易統計」により作成。

図表Ⅱ-38 地域別輸出金額



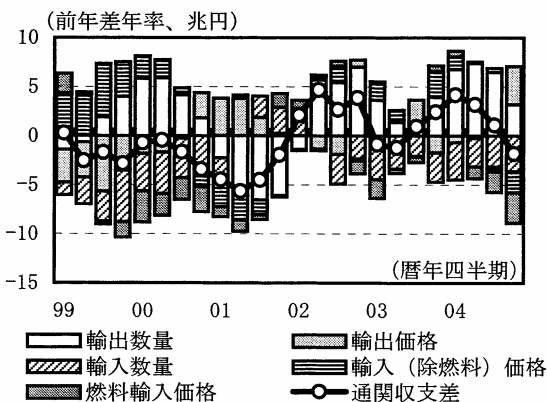
(備考) 1. 財務省「貿易統計」により作成。
2. アジアは中国を除く。
3. 2004年10-12月期は、10、11月の前年比。

図表Ⅱ-39 鉱工業輸出向け出荷



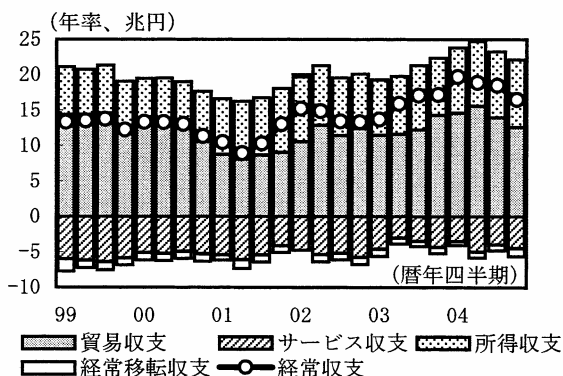
(備考) 経済産業省「産業活動分析」により作成。

図表Ⅱ-40 通関収支前年差の要因分解



(備考) 1. 財務省「貿易統計」により作成。
2. 2004年10-12月期は、10、11月の前年比。

図表Ⅱ-41 経常収支の推移

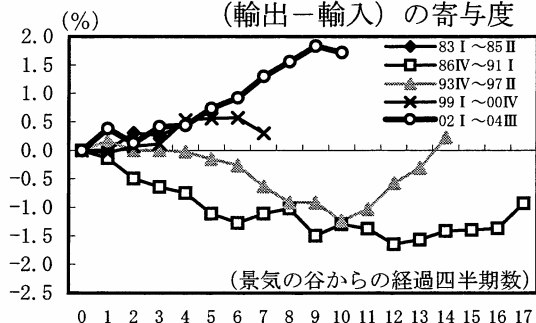


(備考) 1. 財務省、日本銀行「国際収支状況」により作成。
2. 季節調整済。
3. 2004年10-12月期は、10、11月の平均値。

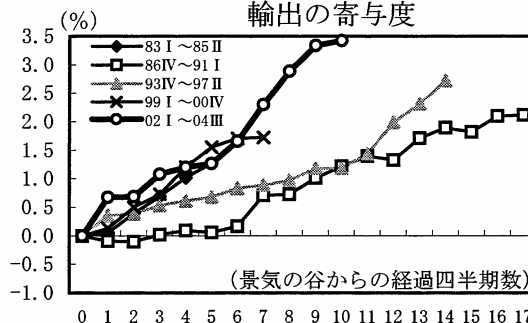
輸出 - 今回回復局面の特徴

- ・ 今回の回復局面を過去の回復局面と比較すると、輸出及び純輸出の寄与度が高い外需主導型の景気回復であったことがわかる。
- ・ 鉱工業の輸出向け出荷を財別にみていくと、趨勢的に生産財の寄与が大きくなっているが、今回の回復局面では前回に比べて投資財の寄与も高かった。
- ・ 輸出先別にみていくと、今回の回復局面では、中国向けの寄与がNIEs向けに匹敵する水準にまで達していることがわかる。一方で米国向けの寄与は、回復局面であるにもかかわらずマイナス寄与となっている。
- ・ ただし、日本の輸出に対する米国輸入の影響は近年むしろ高まっており、アジア等からの米国向け輸出増加を通じて日本の輸出全体へ影響を及ぼしていることが示唆される。

図表Ⅱ-42 GDP成長率に対する純輸出（輸出-輸入）の寄与度

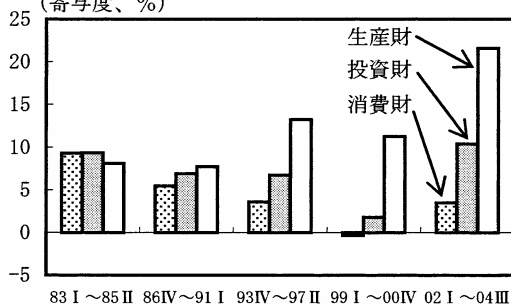


図表Ⅱ-43 GDP成長率に対する輸出の寄与度



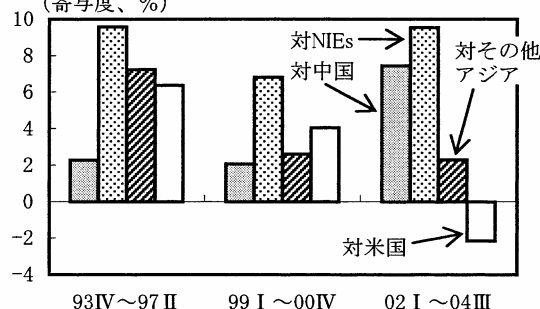
(備考) 1. 内閣府「国民所得統計速報」により作成。93IV~97II以前は、参考系列を使用。
2. 景気の谷からのGDP成長率に対する寄与度を示す。

図表Ⅱ-44 輸出向け出荷の財別寄与度（寄与度、%）



(備考) 1. 経済産業省「産業活動分析」により作成。
2. 景気の谷からの輸出向け出荷全体の伸びに対する寄与度。

図表Ⅱ-45 輸出金額の輸出先別寄与度（寄与度、%）



(備考) 1. 財務省「貿易統計」により作成。
2. 景気の谷からの輸出金額全体の伸びに対する寄与度。

図表Ⅱ-46 日本の輸出に対する米国の影響

$$\text{推計式 } \log EX - \log EX(-1) = + * (\log USI - \log USI(-1)) + * (\log JPY - \log JPY(-1))$$

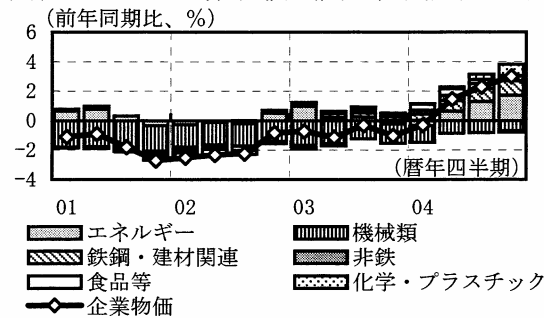
推計期間			DW	R2-adj
80 ~ 04	0.50 (3.51)	-0.20 (-2.51)	1.70	0.13
80 ~ 85	0.48 (1.84)	-0.15 (-0.64)	1.77	0.02
85 ~ 91	0.33 (0.68)	-0.19 (-1.25)	2.62	-0.09
91 ~ 97	0.78 (2.00)	-0.16 (-1.21)	2.40	0.12
97 ~ 00	1.36 (0.98)	0.17 (0.80)	1.85	0.04
00 ~ 04	1.09 (5.65)	-0.21 (-1.18)	2.43	0.90

(備考)
1. 財務省「貿易統計」、米商務省、IMF統計により作成。
2. 日本の輸出数量：EX
米国の実質輸入：USI
円の名目実効レート：JPY
3. 説明変数にはそれぞれアーモン・ラグを採用。

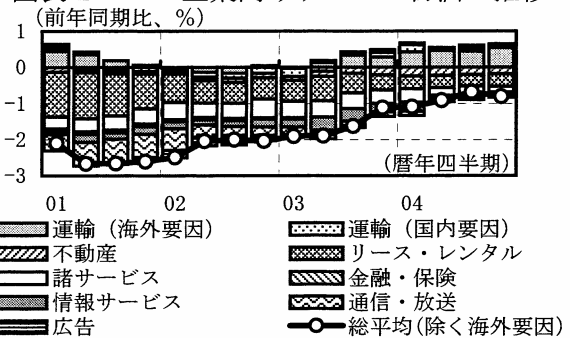
原油高の企業物価、消費者物価への上昇圧力は一服する見通し

- ・企業物価（国内需要財）は、足元では、エネルギー、鉄鋼関連、化学がプラスに寄与し上昇を続けている。企業向けサービス価格は、運輸（海外要因）がプラスに寄与していることからマイナス幅は縮小している。
- ・消費者物価（財）は、石油製品のプラス寄与が拡大していることから2004年10-12月期にプラスへと転じている。消費者物価（サービス）は、公共サービスがマイナスに影響し、低下傾向にある。
- ・企業物価、消費者物価の主要な上昇要因となっている原油価格は、2004年11月以降下落に転じた。NYMEX（ニューヨーク商品取引所）の原油先物取引の契約量（伸び率）の推移をみると、2004年9月以降は影響力が大きい投機筋のプラス寄与が縮小し、足元ではマイナスに寄与している。

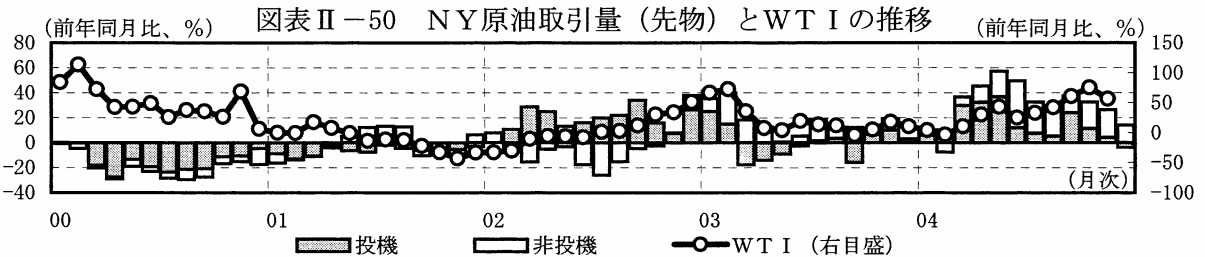
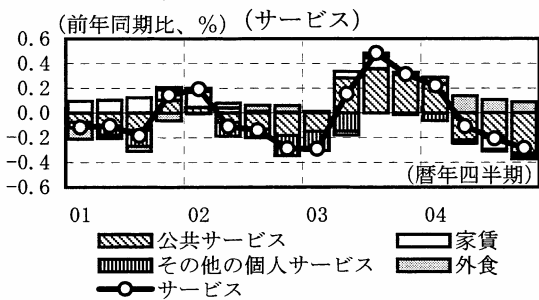
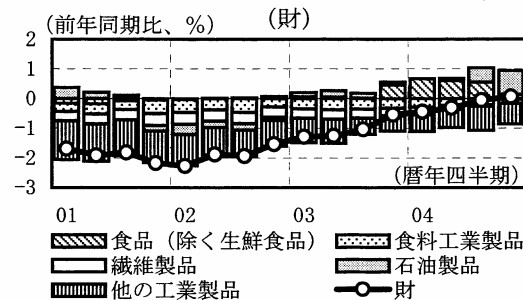
図表Ⅱ-47 企業物価（国内需要財）の推移



図表Ⅱ-48 企業向けサービス物価の推移



図表Ⅱ-49 消費者物価（除く生鮮食品）の推移



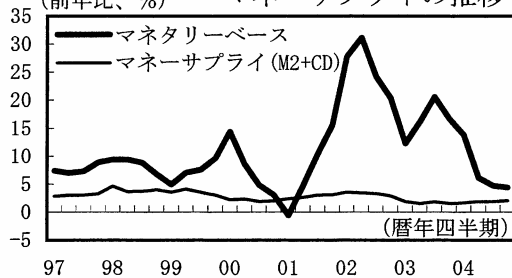
- (備考) 1. 図表Ⅱ-47から図表Ⅱ-49までは、日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」により作成。図表Ⅱ-50は、CFTC（米国商品先物取引委員会）資料により作成。
2. 図表Ⅱ-47に関して。機械類は、電気機器、一般機器、精密機器、輸送用機器。鉄鋼・建材関連は、鉄鋼、金属製品、窯業・土石製品、製材・木製品、スクラップ類。エネルギーは、電力・都市ガス・水道、石油・石炭製品、鉱産物。食品等は農林水産物、加工食品、その他工業製品、パルプ・紙・同製品、繊維製品。
3. 図表Ⅱ-48に関して。運輸（海外要因）は、外航貨物輸送、国際航空貨物輸送、国際航空旅客輸送。なお、統計改訂により今回から2000年基準企業向けサービス価格指数を利用。
4. 図表Ⅱ-49に関して。2004年10-12月期は10、11月平均値。
5. 図表Ⅱ-49に関して。その他の個人サービスには、出版物を、公共サービスには電気・都市ガス・水道を含む。家賃は民営家賃、持家の帰属家賃。
6. 図表Ⅱ-50に関して。棒グラフは、先物市場において、市場参加者（投機筋及び非投機筋）が保有する原油の建玉枚数（契約状況：月末、1枚＝1000バレル）の前年同月比伸び率を示す。投機筋及び非投機筋の定義は以下のとおり。

投機筋＝Non-Commercial Positions+ Non-Reportable Positions。非投機筋＝Commercial Positions。
 総建玉枚数はCFTCに報告義務のある業者（Reportable）と報告義務のない業者（Non-Reportable）とで構成される。報告義務のある業者のうち、石油精製等に従事する業者はCommercial Positions、それ以外の業者はNon-Commercial Positionsと定義される。なお、報告義務のない業者の多くは投機筋であるといわれている。

金融は緩和が続いている

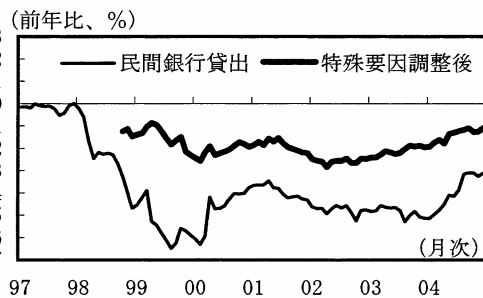
- 金融政策は量的緩和政策が継続されマネタリーベースは高水準にあるが、マネーサプライは前年比で低い伸びが続いている。民間銀行の貸出残高は、減少幅は縮小基調にあるものの、減少を続けている。
- 短期金利（無担保コール翌日物）はほぼゼロ%で推移している。長期金利（10年物国債利回り）は景気減速懸念からやや弱含んでいる。新規約定平均金利は軟調に推移している。
- 金融機関の貸出態度は一段と緩和してきており、貸出態度判断D.I.は中小企業に対してもプラス幅が広がっている。
- 2005年4月のペイオフの全面解禁が近づいているが、2003年4月の部分解禁前にみられた定期性預金から普通預金等への大幅なシフトに対応するような動きは特に観察されない。2004年12月時点では、決済用預金を導入済の銀行の比率は約32%、検討中または準備中の銀行の比率は約64%である。

図表Ⅱ-51 マネタリーベースとマネーサプライの推移
(前年比、%)



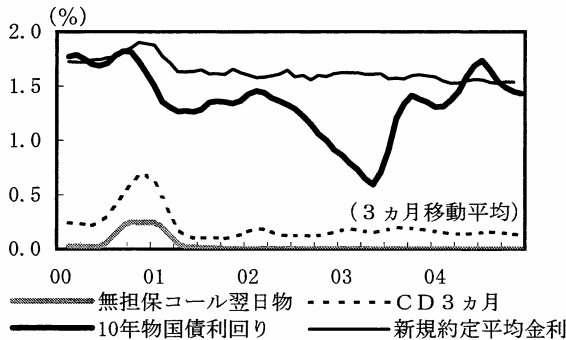
(備考) 日本銀行「金融経済月報」により作成。

図表Ⅱ-52 民間銀行貸出



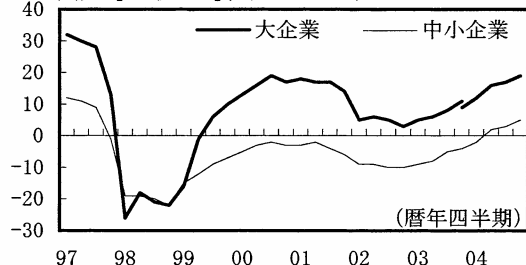
(備考) 1. 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 特殊要因調整後は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したものの。

図表Ⅱ-53 主要金利の推移



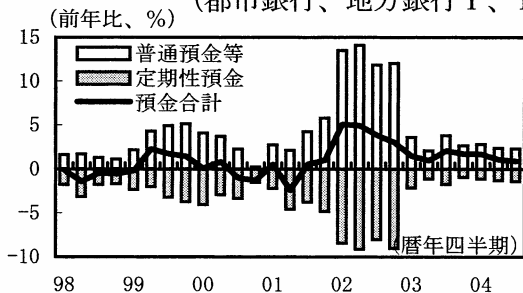
(備考) 1. 日本経済新聞、日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. 新規約定平均金利は月次統計、その他は日次終値の月平均。

図表Ⅱ-54 金融機関の貸出態度判断D.I.
[「緩い」-「厳しい」、%ポイント]



(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。

図表Ⅱ-55 預金の増減(寄与度)
(都市銀行、地方銀行Ⅰ、Ⅱ)



(備考) 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。

図表Ⅱ-56 各金融機関による決済用預金の導入準備の状況

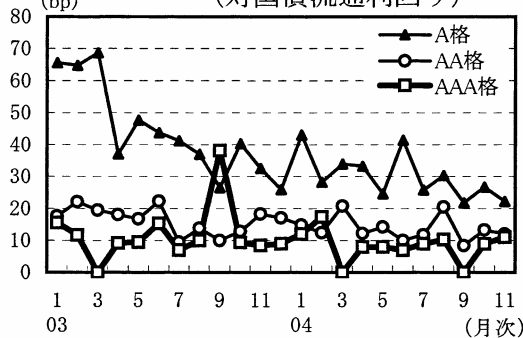
対象金融機関	導入済み (%)	検討中又は準備中 (%)	合計 (%)
銀行	31.8	63.6	95.5
信用金庫	72.4	27.6	100.0
信用組合	19.6	72.1	91.6
労働金庫	0.0	100.0	100.0
合計	47.2	49.4	96.6

(備考) 金融庁「決済用預金の導入に向けた各金融機関の準備等の状況(平成16年12月現在)」により作成。

貸出以外のファイナンスの動向

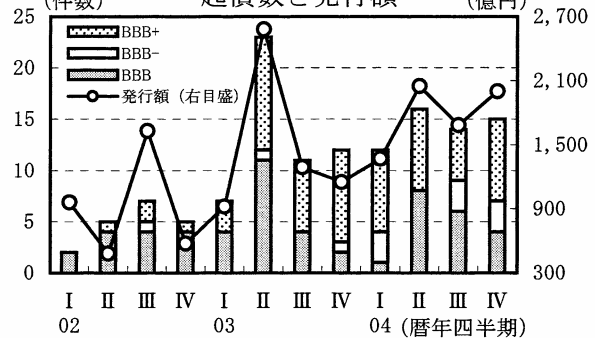
- 市場性証券を通じた資金調達環境は改善している。普通社債については、A格からAAA格にかけての発行スプレッドは縮小基調にあり、また従来極めて困難であったBBB格以下の起債も増加傾向を示している。エクイティファイナンスは、転換社債を中心として調達額が増加している。
- 銀行貸出に関連した新しい動きも観察される。コミットメントラインは、契約残高及び利用率とも増加基調にあり、銀行貸出を部分的に代替していると考えられる。また、まだ少額ながら、信用リスクの移転も進展している。シンジケートローンは非上場会社を中心に増加基調にあるほか、クレジットデリバティブ残高も2003年以降増加を続けている。

図表Ⅱ-57 格付け別普通社債スプレッド
(対国債流通利回り)



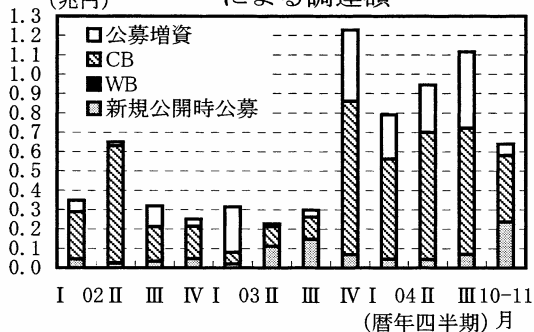
(備考) 日本証券業協会資料により作成(個別銘柄のスプレッドはトムソン・ディール・ウォッチによる)。

図表Ⅱ-58 BBB格以下の国内事業債
起債数と発行額



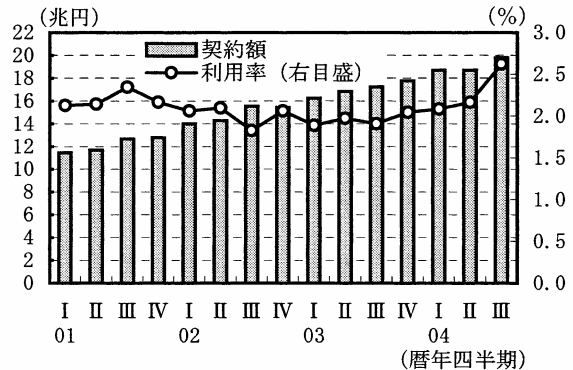
(備考) 野村証券資料により作成。

図表Ⅱ-59 エクイティファイナンス
による調達額



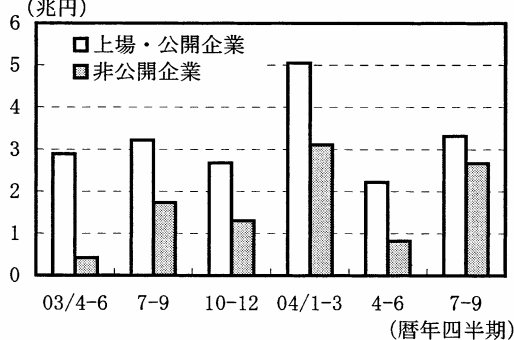
(備考) 1. 日本証券業協会資料により作成。
2. 国内調達と海外調達の合計。

図表Ⅱ-60 コミットメントライン残高



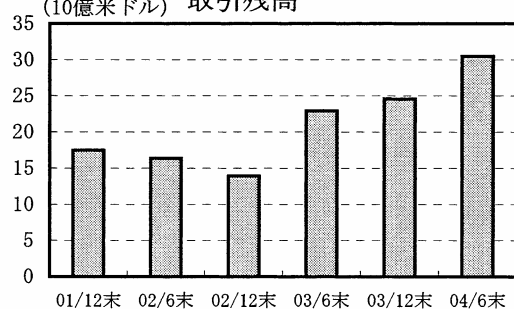
(備考) 1. 日本銀行資料により作成。
2. 都銀、長信銀、信託、地銀、地銀Ⅱの5業態ベース。

図表Ⅱ-61 シンジケートローン組成実績



(備考) 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。

図表Ⅱ-62 クレジット・デリバティブ
取引残高



(備考) 1. 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。
2. クレジット・デリバティブは、主として貸倒れリスクを取引するもの。

『調査』既刊目録

— 最近刊の索引 —

- 77 (2005. 2) 最近の経済動向
- 76 (2005. 2) 企業の設備投資行動とイノベーション創出に向けた取り組み
- 75 (2005. 1) 水循環の高度化に関する技術動向と展望
- 74 (2005. 1) 日本企業の設備効率向上に向けた取り組みと課題
- 73 (2005. 1) 設備投資計画調査報告(2004年11月)
- 72 (2004.12) 最近の経済動向
- 71 (2004.12) 人的資本の蓄積と生産性の変化
- 70 (2004.10) 中国国内物流の現状
- 69 (2004. 9) 循環型社会における塩化ビニル樹脂の可能性
- 68 (2004. 9) 設備投資計画調査報告(2004年6月)
- 67 (2004. 8) 日本のイノベーション能力と新技術事業化の方策
- 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

— 分野別の索引 —

〔設備投資アンケート〕

◇設備投資計画調査

- | | |
|----------------------------|---------------|
| • 2004・2005年度 (2004年11月) | 73 (2005. 1) |
| • 2003・04・05年度 (2004年6月) | 68 (2004. 9) |
| • 2002・03・04年度 (2003年8月) | 58 (2003.10) |
| • 2002・2003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・2002年度 (2002年2月) | 37 (2002. 3) |
| • 2000・01・02年度 (2001年8月) | 28 (2001.10) |
| • 2000・2001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・1999年度 (1999年2月) | 254 (1999. 3) |

〔経済・経営〕

◇最近の経済動向

- | | |
|-----------------------------------|--------------|
| • 景気の踊り場にある日本経済 | 77 (2005. 2) |
| • 我が国産業構造の中期見通し | 72 (2004.12) |
| • 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) |

* 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 e-mail: report@dbj.go.jp) までお問い合わせ下さい。

◇日本経済一般

- ・人的資本の蓄積と生産性の変化 71 (2004.12)
- ・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)

◇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—
- ・邦銀の投融資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

- ・企業の設備投資行動とイノベーション創出に向けた取り組み 76 (2005. 2)
 - 設備投資行動等に関する意識調査結果 (2004年11月実施)—
- ・日本企業の設備効率向上に向けた取り組みと課題 74 (2005. 1)
 - 意識調査と財務データからみた特徴—
- ・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—

◇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

- ・日本のイノベーション能力と新技術事業化の方策 67 (2004. 8)
 - カーブアウト等による新産業創造—
- ・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

- ・水循環の高度化に関する技術動向と展望 75 (2005. 1)
—水処理ビジネスの新たな展開—
- ・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)
—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—

◇化学・バイオ

- ・循環型社会における塩化ビニル樹脂の可能性 69 (2004. 9)
—建材用途拡大と使用後処理の多様化—
- ・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

- ・中国国内物流の現状 70 (2004.10)
—進出日系企業の視点から—
- ・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向け—
- ・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

2005 年 2 月 25 日

調 査 第 77 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
〒 100 - 0004
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)
e-mail : report@dbj.go.jp
ホームページ <http://www.dbj.go.jp>

(印刷 O T P)