

明治安田生命
2005－2006年度経済見通しについて
 ～内需主導の景気回復へカウントダウンが始まる～

明治安田生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）は、2004年10－12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2005－2006年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

| | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|
| 実質GDP成長率：2005年度 | 1. 2% | 2006年度 | 2. 4% |
| 名目GDP成長率：2005年度 | 0. 9% | 2006年度 | 2. 6% |

2. 要 点

- ①2005年度前半の日本経済は、世界的な電子部品・デバイス工業の在庫調整によって停滞局面が続く。しかし、雇用・所得環境が緩やかながらも改善していることから、個人消費が下支えされよう。このため、景気の下押し圧力は限定的なものに留まり、景気の調整局面は短期間で終了するとみる。
- ②日本経済を苦しめてきた過剰設備などの構造問題は、解消に向けて着実に歩みを進めている。足元では、生産能力指数がバブル期以前の水準まで低下しており、生産に足踏み感が出ている中でも稼働率指数は上昇が続いている。そのため、生産が再び拡大に向かえば設備投資の増加に繋がると期待できる。
- ③したがって、世界的な電子部品・デバイス工業の在庫調整が一巡するとみられる2005年度後半以降は、外需の回復が呼び水となって国内の設備投資増に繋がり、それが新たな資本財の需要に結びつくという、「外需から内需へのバトンタッチ」的展開が実現すると予想する。

〈主要計数表〉

| | 2004年度 | | 2005年度 | | 2006年度 |
|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | | 2004/12時点 | | 2004/12時点 | |
| 名目成長率 | 0. 5% | 0. 6% | 0. 9% | 1. 0% | 2. 6% |
| 実質成長率 | 1. 5% | 1. 9% | 1. 2% | 1. 5% | 2. 4% |
| 成長率寄与度・内需 | 1. 0% | 1. 4% | 1. 0% | 1. 3% | 2. 0% |
| ・外需 | 0. 5% | 0. 5% | 0. 2% | 0. 3% | 0. 4% |

日本のGDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

| (前期比) | → 予測 | | | → 予測 | | | | | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2004年度 | | 2005年度 | | | | 2006年度 | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 実質GDP | 1.5% | 1.2% | 2.4% | -0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.8% |
| 民間最終消費支出 | 1.0% | 0.8% | 1.9% | -0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.7% |
| 民間住宅投資 | 2.6% | 1.6% | 1.1% | 0.9% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.5% |
| 民間設備投資 | 5.5% | 2.9% | 6.8% | 0.7% | 0.4% | 0.5% | 0.8% | 1.1% | 1.8% | 1.8% | 1.9% | 1.6% | 2.0% |
| 政府最終消費支出 | 2.5% | 1.0% | 0.8% | 0.4% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.1% |
| 公的固定資本形成 | -15.5% | -6.5% | -10.6% | -0.3% | -1.2% | -1.8% | -2.0% | -2.3% | -2.8% | -3.0% | -3.0% | -2.5% | -3.3% |
| 財貨・サービスの輸出 | 12.0% | 5.7% | 9.9% | 1.3% | 0.3% | 1.0% | 2.1% | 2.8% | 2.3% | 2.1% | 2.3% | 2.8% | 2.8% |
| 財貨・サービスの輸入 | 9.9% | 5.5% | 8.5% | 3.1% | 0.5% | 0.5% | 1.0% | 2.1% | 2.2% | 1.9% | 2.1% | 2.4% | 2.6% |
| 名目GDP | 0.5% | 0.9% | 2.6% | 0.0% | 0.2% | 0.0% | 0.5% | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.9% |
| GDPデフレーター | -0.9% | -0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | -0.3% | -0.1% | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.2% |

| (前期比寄与度) | → 予測 | | | → 予測 | | | | | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2004年度 | | 2005年度 | | | | 2006年度 | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 実質GDP | 1.5% | 1.2% | 2.4% | -0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.8% |
| 民間最終消費支出 | 0.5% | 0.4% | 1.1% | -0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.4% |
| 民間住宅投資 | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 民間設備投資 | 0.9% | 0.5% | 1.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 政府最終消費支出 | 0.4% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 公的固定資本形成 | -0.8% | -0.3% | -0.4% | 0.0% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% |
| 在庫品増加 | -0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 純輸出 | 0.5% | 0.2% | 0.4% | -0.2% | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 財貨・サービスの輸出 | 1.4% | 0.8% | 1.4% | 0.2% | 0.0% | 0.1% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% |
| 財貨・サービスの輸入 | -1.0% | -0.6% | -0.9% | -0.3% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.3% | -0.3% |

2. 主要指標予測

| | → 予測 | | | → 予測 | | | | | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|------|--------|------|
| | 2004年度 | 2005年度 | 2006年度 | 2004年度 | | 2005年度 | | | | 2006年度 | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 鉱工業生産(前年比) | 4.5% | 1.9% | 6.0% | 1.8% | 1.5% | -0.9% | 0.7% | 2.9% | 4.8% | 5.9% | 6.1% | 6.1% | 5.7% |
| 消費者物価指数(前年比) | 0.0% | -0.3% | 0.3% | 0.5% | -0.1% | -0.2% | -0.3% | -0.6% | -0.1% | 0.1% | 0.3% | 0.3% | 0.4% |
| 除く生鮮食品(前年比) | -0.2% | -0.3% | 0.1% | -0.2% | -0.3% | -0.3% | -0.4% | -0.3% | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.2% |
| 国内企業物価指数(前年比) | 1.5% | 0.3% | 0.6% | 1.9% | 1.2% | 0.7% | 0.0% | 0.1% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.7% |
| 完全失業率(季節調整平均) | 4.6% | 4.5% | 4.2% | 4.5% | 4.6% | 4.6% | 4.5% | 4.5% | 4.4% | 4.3% | 4.2% | 4.1% | 4.0% |
| 為替レート(円/ドル:平均値) | 107円 | 107円 | 110円 | 106円 | 103円 | 103円 | 106円 | 109円 | 110円 | 110円 | 110円 | 110円 | 110円 |

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2005年度前半の日本経済は、電子部品・デバイス工業の在庫調整によって停滞局面が続こう。しかし、雇用・所得環境の緩やかな回復基調が続いており、個人消費がある程度下支えされると考えられるため、景気の下押し圧力は限定的なものに留まり、停滞局面は短期で終了しよう。

バブル崩壊以降、日本経済を長期にわたり低迷させる要因となってきた過剰雇用・過剰設備・過剰債務問題は、解消に向けて着実に歩みを進めており、循環的な景気の振れとは離れた部分で日本経済の体力は改善している。足元では、生産能力指数がバブル期以前の水準に低下する一方、稼働率指数の伸びは生産能力指数の伸びを上回って推移しており、生産が再び拡大に向かえば設備投資の増加に繋がることが期待される。このため、電子部品・デバイス工業の在庫調整終了が見込まれる2005年度後半には景気の回復テンポは潜在成長率を上回るペースに戻ってくると予想する。

これまで外需に依存する部分が大きかった日本経済だが、2005年度後半には次第に「内需主導の自律的な景気回復」を展望できるような状況が整い始めるとみている。

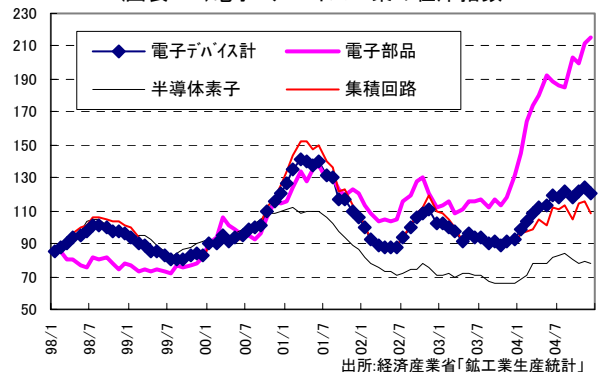
(1) 電子部品・デバイスの在庫調整はやや長期化

日本の景気回復の時期を予想するにあたって重要なポイントとなるのが、昨年夏以降の景気減速の主な原因となった、電子部品・デバイス工業の在庫調整の先行きをどう読むかという点である。

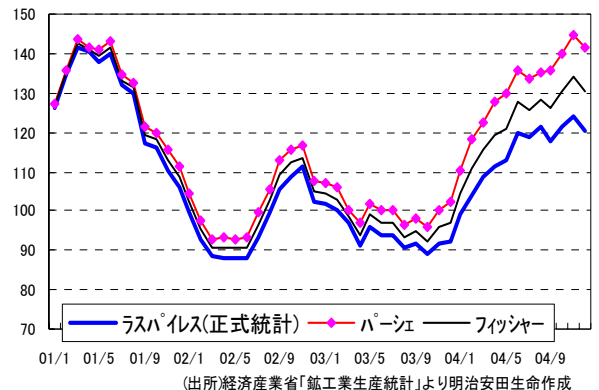
電子部品・デバイス工業の在庫指数の推移を内訳項目別に見たのが図表1-1である。電子部品(液晶等が含まれる)の在庫が直近2年間で約2倍の水準に積み上がっているのがひととき目を引く。ウェイトが17%と大きくないため、電子部品・デバイス工業全体での在庫の積み上がりはITバブル時よりも小さいようにみえるが、鉱工業生産統計は、基準年次(2000年)の固定ウェイトで加重平均するラスパイル方式で算出されている。内訳のウェイトに大きな変化があるとき、固定ウェイトは実態を正しく反映しない。ちなみに直近のウェイトを用いるパーシエ方式で試算すると、ITバブル時よりも在庫は積み上がっているという結果になる(図表1-2)。電子デバイスの在庫の積み上がりは、公表統計から確認できるより深刻である可能性には注意が必要だ。

一方、生産面での電子部品のウェイトは、基準年次で既に電子部品・デバイス全体の44%と半分近くを占めており、この分野の在庫の積み上がりが生産面に与えるマイナスの影響は軽視できないことがわかる。当社では、電子部品・デバイス工業の在庫調整は、一般に考えられているよりやや長引き、2005年7-9月期あたりまでかかるのではないかとみている。

ポイント (図表1-1) 電子・デバイス工業の在庫指数



(ポイント) (図表1-2) 算式を変えた場合の電子デバイスの在庫指数



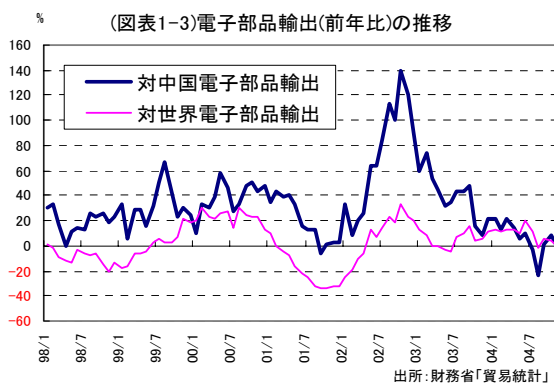
(2) 在庫調整一巡後の生産の回復力はどうか

次なる問題は、在庫調整一巡後の生産の回復力である。一番のポイントはやはり外需の動向だろう。電子部品の生産は、輸出に大きく左右される。2005年後半以降の世界景気は、基本的には米国を中心に比較的堅調な回復基調を辿ると予想しているが、2002年後半以降の輸出急増は、対中輸出が記録的なペースで伸びたことが大きく貢献した点に注意が必要である。ピーク時には前年同月比2.4倍の伸びに達していた(図表1-3)。中国当局が景気過熱への警戒感を強めていることもあり、今後はさすがに当時ほどの高い伸びは期待できない。次回の景気回復局面でも、電子・デバイスの輸出が景気の牽引役になると期待するのは難しいと見ている。

反面、内需に関しては、特に製造工業全体でみた場合、生産増が設備投資の増加に繋がりがやすくなっている点に注目している。製造工業の過剰設備の整理は相当程度進んでいる。生産能力指数は既にバブル以前の水準にまで低下した。一方で稼働率指数は上昇を続けており、2002年4-6月期以来、前年比ペースで生産能力指数の伸びを10四半期連続で上回っている。

昨年、鉄鋼業が生産能力不足によるボトルネックで鋼材の供給不足を引き起こし、価格高騰を招いたのは記憶に新しいが、他の産業でもそれに近い状況が起きる可能性はある。

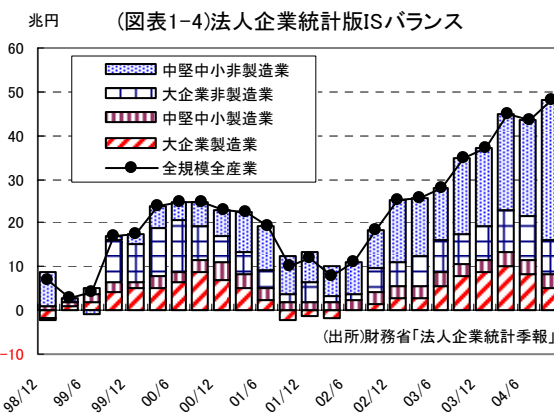
したがって、2005年度後半以降に関しては、外需が景気を牽引するというよりも、外需の回復が呼び水となって、国内の設備投資増に繋がり、それが新たな資本財の需要に結びつくという、「外需から内需へのバトンタッチ」的展開が実現すると予想している。2005年度後半以降の日本経済は、内外需のバランスがとれた形での、やや強めの成長が見込めるとというのが基本シナリオである。



(3) 企業部門の金余りの意外な背景

企業部門に蓄積された多額の余剰資金の行き先は、景気、特に設備投資の先行きを予測するに当たっての大きな論点だ。日銀の資金循環勘定によると、最近の非金融民間法人部門は、概ね30~40兆円の資金余剰部門となっている。背景を調べるためには、カネの取引の裏側にあるモノの取引を把握する必要があるが、資金過不足と定義的に一致するSNA(国民経済計算)のISバランスは、年次ベースでしか把握できず発表も遅い。そのため、法人企業統計を利用し、SNAの定義に合わせて項目の組替えを実施、法人企業統計版の「擬似」ISバランスを作成してみた。

法企版ISバランスを、規模別、製造業、非製造業別に寄与度分解したのが図表1-4である。非製造業、特に中小企業非製造業のシェアが大きいことがわかる。非製造業をさらに細かく業種別に見ると、サービス業、卸売・小売業、不動産業などの寄与度が大きい(図表1-5)。売上の規模で比較すれば製造業の割合は3割前後だから、業種の規模を考慮してもなお非製造業の寄与度が大きい。



バブル崩壊後の構造的問題を最も多く抱え、景況感の改善が遅れている中小企業非製造業、特に卸売・小売業や不動産業が、法人企業の資金余剰幅の拡大にもっとも大きく貢献していたというのは、やや意外な結果といえる。

非製造業について、取引項目別に資金余剰幅拡大への寄与度を見たのが図表1-6である。非製造業は、1999年1-3月期と2004年7-9月期の比較で、38.7兆円資金余剰幅が拡大したが、このうち営業利益の占める割合は全体の4分の1程度である。残りの部分は、設備投資減少要因、支払利息減少要因、その他要因で占められている（設備投資と支払利息は、それぞれ減価償却と受取利息を控除した純ベース）。これは、「企業の資金余剰」が、必ずしも前向きな企業行動の結果ではないことを示唆している。

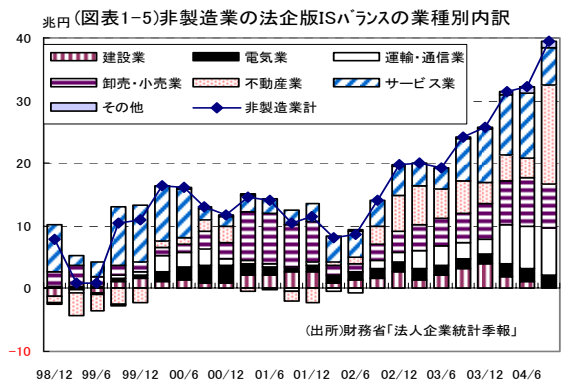
設備投資（純）の減少については、資本財の価格下落と、過去のバブル期の高水準の設備投資に対応する減価償却が直近まで持続していたことが大きく影響している。支払利息の減少傾向が続いたのは、1990年代以降の金利低下基調と、債務残高自体が減っていることによる。約半分を占めるその他に含まれるのは、支払配当額や役員報酬等の社外流出のほか、特別利益・特別損失に関わる資金の流出入だが、図表1-7によると、特別損失（純）が減少したという理由が大きいことがわかる。銀行による不良債権の償却に伴い、1990年代終盤以降、企業サイドでは売却損を伴う資産の整理が集中的に実施されたが、2002年以降は逆にこうした動きがピークアウトしつつあることが、資金余剰幅の拡大に繋がったといえよう。

以上より、企業部門の金余り現象の性格を整理すると、以下の2点に集約される。

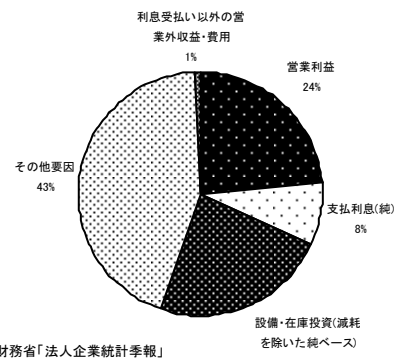
①景況感の改善が相対的に遅れている中小企業非製造業に資金が偏在するという「ねじれ現象」が、マクロベースでの余剰資金の有効活用を阻んできた。

②「企業部門の金余り＝好業績の賜物」ではなく、デフレの副産物としての後ろ向きの性格が強い点に注意が必要。したがって、これまでは必ずしも前向きの企業行動に直結する性格のものではなかった。

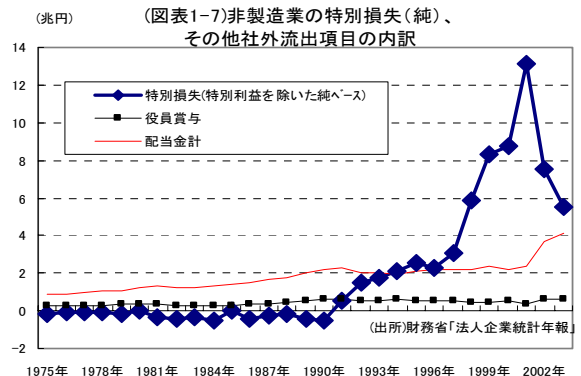
ただし、足元では「余剰資金の質」も徐々に変貌しつつある。売上は幅広い業種で上向きつつある。中小企業非製造業は、多額の余剰資金が蓄積されている分、設備投資の拡大余地も大きい。大企業製造業の資金余剰幅は設備投資の好調により既に縮小しつつある。デフレ脱却が視野に入り、売上増への期待がさらに膨らんでくれば、設備投資主導の力強い景気回復が実現する可能性を秘めているといえよう。



(図表1-6)非製造業の資金余剰幅拡大 (1999年1-3月期と2004年7-9月期の比較)への寄与率



(図表1-7)非製造業の特別損失(純)、その他社外流出項目の内訳



(4) 雇用・所得環境の改善が消費を下支え

消費動向の先行きを占う上でのポイントとして、まず雇用・所得環境の改善基調が今後も続くかどうかという点が挙げられよう。

常用雇用指数に名目賃金指数を乗じて求めたマクロベースの雇用者所得は、足元で前年比プラスに転じている(図表1-8)。この背景には、まず、常用雇用者数が2004年2Q以降、3四半期連続で前年水準を上回っている点が挙げられる。2004年12月の有効求人倍率が1992年11月以来の高水準を記録するなど、以前に比べると企業の採用意欲は増している。また、これまで企業は、労働力需要の増加に対し、相対的に賃金の安いパート採用を増やすことで対応してきたが、昨年半ば以降、パートの伸び率が縮小する一方で、正社員の雇用を示す一般労働者の伸びのマイナス幅が縮小しており、雇用増加の中身についても改善がみられる(図表1-9)。正社員の雇用が改善してきたことで賃金の伸びのマイナス幅が縮小してきた点も要因の一つだ。

企業はバブル崩壊以降、バランスシートの改善に励んできたが、足元では過剰債務の削減が進展しつつあり、余剰資金を豊富に抱える状況となっている。12月調査の日銀短観では、企業の雇用余剰感を示す雇用人員判断DIが余剰と不足の境目となるゼロまで改善した。以前と比べると企業の基礎体力は着実に回復しており、今後も雇用・所得環境の改善基調は続く可能性が高い。このため、個人消費は、雇用・所得環境の改善に支えられながら、比較的底堅い推移が続くとみる。

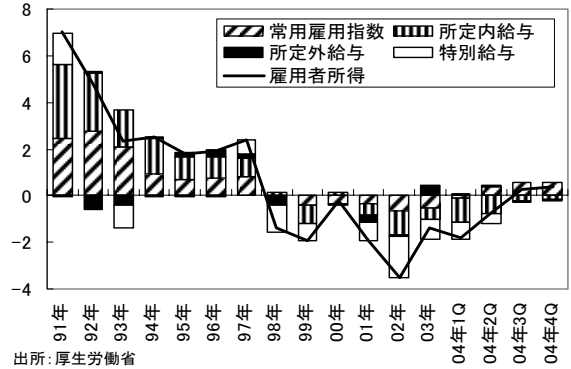
(5) 公的負担の増加による家計への影響は限定的

公的負担増加の家計への影響をどのように捉えるかも重要になってこよう。

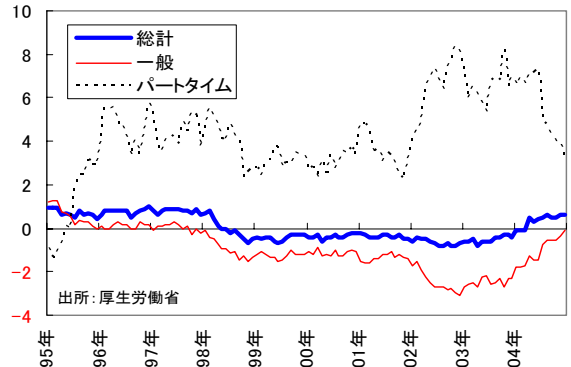
2005年には配偶者特別控除の一部や老年者控除の廃止、公的年金控除の縮小で税負担が拡大するほか、高齢化に伴う社会保障関連支出の増加に対応すべく、国民年金、厚生年金保険料の引き上げや雇用保険料の引き上げも行われる。また、2006年1月からは定率減税の段階的な縮小が決まるなど、今後、家計の負担を増加させる制度変更が目白押しだ。

しかしながら、こうした家計の公的負担増加による景気への影響は限定的なものに留まるとみている。財務省の試算によれば、これら税制改正及び社会保障制度改革等によって家計が新たに負担しなければならない金額は、2005年度で約1.1兆円、2006年度で約2.1兆円とのことである。負担増加分のうち、半分が消費に回っていたと仮定しても、2005年度のGDPは0.1%、2006年度のGDPは0.2%程度押し下げられるに過ぎない(図表1-10)。家計の公的負担増加が景気の下押し要因として寄与することは間違いないが、消費税率の引き上げや特別減税の廃止などで約9兆円の負担を

前年比寄与度(%) (図表1-8) 雇用者所得の推移



(図表1-9) 常用雇用指数(事業所規模5人以上:前年比)



(図表1-10) 公的負担増による家計への影響

| | 2005年度 | 2006年度 |
|-----------------------------|--------|--------|
| 既往の税制改正 | 0.4 | 0.4 |
| 平成15年度税制改正 (配偶者特別控除の廃止等) | 0.2 | 0.2 |
| 平成16年度税制改正 (年金課税の適正化等) | 0.2 | 0.2 |
| 定率減税の縮減 | 0.2 | 1.4 |
| 社会保障制度改革(年金・雇用保険料) | 0.5 | 0.3 |
| 家計の負担増 | 1.1 | 2.1 |
| GDPへの影響(試算:%) | 0.1 | 0.2 |

出所:財務省資料より明治安田生命作成

(単位:兆円)

強いられた1997年度のように、景気が腰折れするまでの影響を心配する必要はなさそうだ。

(6) 団塊の世代の消費について

今回の見通しの対象期間からはやや外れるが、2007年には団塊の世代が定年期を迎え、労働市場から退出する時期にさしかかる。これらの世代の消費がどのように推移するかも個人消費の先行きを予想する上で重要な視点となる。

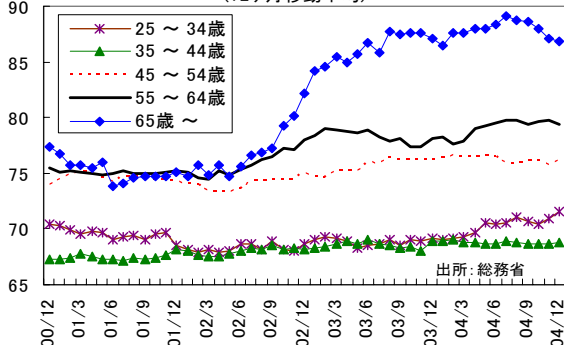
団塊の世代とは、1947～1949年生まれの世代で、総数は約700万人と他の世代よりも2～5割ほど多い。

この世代は、従来の高齢者世代とはライフスタイル

や価値観が異なり、積極的に次世代に遺産を残そうとする意識が希薄とされている。このため、今後は豊富な貯蓄を取り崩して積極的に消費を行い、個人消費の牽引役になると見る向きも多い。

しかし、団塊の世代の人数が多いといっても、総人口比で見れば数%の割合を占めるに過ぎない。また、ここ数ヶ月の方向性は65歳以下の年齢層で消費性向は横ばい、もしくは上向きとなる一方、65歳以上の年齢層では消費性向が低下傾向にある(図表1-11)。65歳以下の年齢層では、雇用・所得環境の改善を背景に、可処分所得の増加に伴って消費を伸ばしている様子が窺えるが、65歳以上の年齢層では、雇用・所得環境が改善しても、公的負担増加による影響などを懸念して保守的な消費行動に走っている様子が窺える。今後、団塊の世代が引退期を迎えたとしても、当面は個人消費を力強く押し上げるに至らないと考える。

(図表1-11) 勤労者世帯の年代別平均消費性向 (12ヶ月移動平均)



(7) 住宅投資は底堅い推移続くも伸びは鈍化

2004年10-12月期の住宅着工件数は前期比3.9%減となり、2四半期ぶりに前期水準を下回った。7-9月期には住宅ローン減税縮小前の駆け込み需要がみられたことなどから同5.0%増と堅調だったが、10-12月期はその反動が現れた格好だ(図表1-12)。

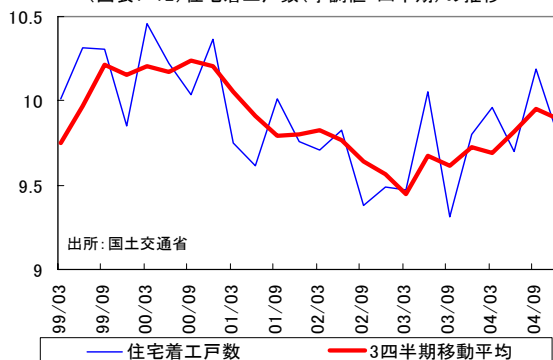
今後も住宅投資は一進一退の推移が続く見通しだ。

都市部の物件では、これまでの地価下落で割安感が広がっているほか、職住近接物件に対する潜在的な

需要が高いことから、分譲住宅を中心に販売増加が期待される。また、団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期に近づきつつある点も中期的には住宅市場にプラス材料と言えよう。

一方、地方圏ではいまだ地価の下落傾向が続いており、保有資産価値の下落に対する警戒感や、先安感からの購入買い控えが続くと見られる。また、これまでの住宅ローン減税で将来需要の先食いが生じた結果、反動が生じる可能性があるほか、2005年1月以降は住宅ローン減税が徐々に縮小する。総じてみれば、2005年の住宅投資は底堅い推移が続くものの、昨年に比べれば増勢は鈍化すると予想する。

(図表1-12) 住宅着工戸数(季調値・四半期)の推移



(8) 補正予算成立は2005年度前半の景気にプラス

2月1日、参院本会議で総額4兆7,678億円にのぼる2004年度補正予算が可決、成立した(図表1-13)。今回の補正予算には、国債の償還などで1兆3,903億円、税収の増加に伴う地方交付税交付金の追加

などで1兆1,686億円、社会保障関係費の膨張に伴う義務的経費の追加などで9,586億円が盛り込まれたほか、昨年秋以降に襲来した台風による一連の被害や新潟県中越地震に対する災害対策費として1兆3,168億円が計上された。このうち、災害対策費がいわゆる真水と言われる部分であり、公共投資の増加という形で景気に直接的な影響を与えることとなる。

災害対策費による景気浮揚効果を試算すると、2005年度の実質GDPは0.2%ほど押し上げられることとなる。景気の浮揚効果自体はさほど大きくないものの、効果の現れる時期が、電子部品・デバイス工業の在庫調整によって景気の停滞が見込まれる2005年の春先頃からと考えられるため、景気の落ち込みを和らげるという点では大きな意味を持つと考えられる。

(図表1-13) 2004年度補正予算

| 項目 | 補正額 |
|-----------------|---------|
| 災害対策費 | 13,618 |
| 義務的経費の追加 | 5,957 |
| 国債整理基金特別会計へ繰入 | 13,903 |
| 地方交付税交付金 | 11,686 |
| 改革推進公共投資事業償還時補助 | 8,642 |
| その他の経費 | 3,629 |
| 既定経費の節減 | ▲ 9,258 |
| 予備費の減額 | ▲ 500 |
| 合計 | 47,678 |

出所:財務省資料より明治安田生命作成

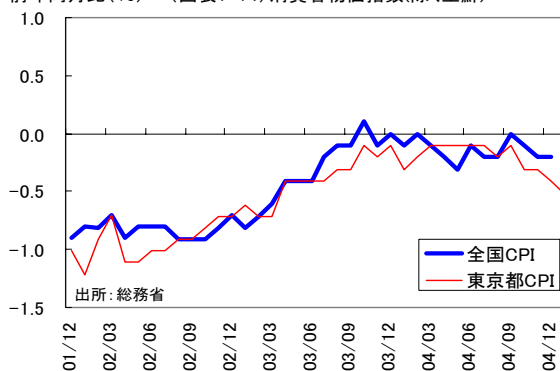
(単位:億円)

(9) 量的緩和解除は2006年度後半以降

日銀の「経済・物価の将来展望とリスク評価」(以下、展望レポート)の中間評価では、消費者物価について、「基調としては10月の見通しに沿って推移するとみられるが、固定電話通信料引き下げの指数面への影響等によっては、やや下回って推移する可能性がある。」と判断が下方修正された。昨年10月末の展望レポートでは、政策委員の2005年度消費者物価の大勢見通しが中央値で前年比0.1%増となっていたが、今回の判断を受けて4月の展望レポートでは、消費者物価の見通しが前年比でマイナスへと下方修正される見込みであり、また一步、量的緩和解除への道のりは遠のいた格好だ。

日銀は量的緩和解除の条件の1つに、「消費者物価の伸びが安定的にゼロ%以上」になることを挙げているが、今後は公共料金の引き下げが消費者物価の下落を助長する要因として効いてくることが予想される。全国ベースの消費者物価に1ヶ月先行して発表される東京都区部の消費者物価(生鮮を除く、以下同)は、ガス・水道料金の値下げや、昨年11月に続く大手通信会社の固定電話料金の引き下げなどにより、1月に前年同月比で0.5%減と12月の同0.4%減からマイナス幅を拡大させた(図表1-14)。このため、12月に同0.2%減となった全国ベースの消費者物価は、同様に1月にマイナス幅を拡大させる可能性が高い。また、東京電力を除く各電力会社が1月、もしくは4月に電気料金の引き下げを予定しており(東京電力は2004年10月に引き下げ済)、今後も消費者物価を押し下げる要因が控えている。

前年同月比(%) (図表1-14) 消費者物価指数(除く生鮮)



では、日銀が量的緩和解除に掲げる条件をクリアするのはいつ頃になるのだろうか。当社では、電子部品・デバイス関連の在庫調整が終了すると考えられる2005年度後半以降、景気は再び回復基調を辿るとみているほか、2005年11月以降、足元で消費者物価の伸びを下押ししている電話料金、電気料金の引き下げといった要因が順次一巡することから、2005年末あたりから消費者物価のマイナス幅が次第に縮小すると予想している。実際に消費者物価の伸びが安定的にプラスに転じるのは2006年度以降と考えられ、量的緩和の解除は2006年度後半以降になると予想している。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

2004年の米国経済は堅調な推移となったが、これは減税や低金利といった政策効果によって押し上げられた面が大きい。しかし、減税効果は既に剥落し、足元の貯蓄率はゼロ近辺まで低下するなど、一段の消費拡大余地は乏しくなっている。2005年は原油価格の高止まりに加え、FRB（米連邦準備理事会）が金融引き締めを継続することで、住宅価格が下落に転じ、資産効果が弱まると予想されるため、個人消費の増勢は次第に弱まろう。ただし、雇用・所得環境の改善が続くことで、2006年には消費は堅調さを取り戻すと予想する。設備投資は、IT投資の更新需要が一巡していると思われることに加え、2004年末期限の償却減税の駆け込み需要に対する反動減が2005年前半に現れよう。しかしその後は、在庫水準が低いことから生産面での調整が小幅で終了すると見込まれるため、2004年ほどの勢いはないものの、2006年にかけて堅調に推移しよう。景気全般として、2005年前半に拡大基調が弱まるが、2005年後半から2006年にかけては潜在成長率に近い成長が続くと予想する。

米国実質GDP成長率： 2005年 3.0% 2006年 3.4%

（図表2-1）米国実質GDP

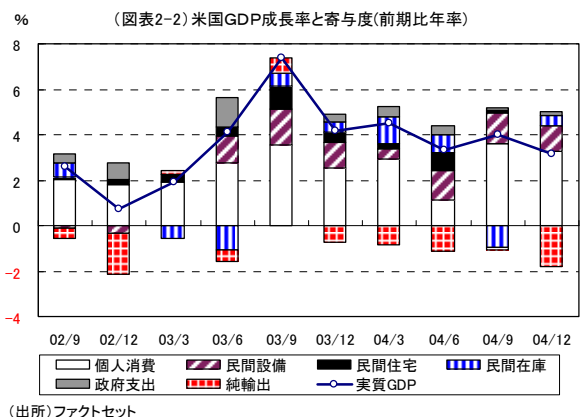
| 《前期比年率》 | 暦年ベース | | | 2004年 | | | | | 2005年 | | | | 2006年 | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|--|--|
| | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 04/12 | 05/3 | 05/6 | 05/9 | 05/12 | 06/3 | 06/6 | 06/9 | 06/12 | | | | |
| 実質GDP | 4.4% | 3.0% | 3.4% | 3.1% | 2.5% | 2.7% | 3.1% | 3.3% | 3.3% | 3.5% | 3.8% | 3.8% | | | | |
| 個人消費支出 | 3.8% | 3.5% | 3.3% | 4.6% | 3.3% | 2.8% | 2.7% | 3.0% | 3.5% | 3.7% | 3.8% | 3.7% | | | | |
| 民間設備投資 | 10.3% | 5.7% | 6.9% | 10.3% | -0.8% | 2.1% | 7.1% | 7.8% | 6.3% | 7.2% | 7.9% | 7.4% | | | | |
| 民間住宅投資 | 9.5% | 2.0% | 1.0% | 0.3% | 2.4% | 1.3% | -0.3% | -0.1% | 1.2% | 1.7% | 2.1% | 1.9% | | | | |
| 企業在庫(寄与度) | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | -0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | | | | |
| 純輸出(寄与度) | -0.7% | -0.4% | -0.2% | -1.8% | 0.1% | 0.0% | -0.1% | -0.2% | -0.1% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | | | | |
| 輸出 | 8.1% | 4.0% | 6.4% | -3.9% | 6.2% | 4.8% | 6.0% | 5.8% | 6.6% | 6.8% | 7.2% | 7.4% | | | | |
| 輸入 | 9.8% | 5.2% | 5.4% | 9.1% | 3.2% | 2.9% | 4.6% | 5.0% | 5.2% | 6.5% | 6.6% | 6.6% | | | | |
| 政府支出 | 2.0% | 1.7% | 1.9% | 0.9% | 2.1% | 2.2% | 1.9% | 2.1% | 1.7% | 1.8% | 1.9% | 1.7% | | | | |
| 内需(寄与度) | 5.1% | 3.5% | 3.6% | 5.0% | 2.6% | 2.7% | 3.2% | 3.5% | 3.4% | 3.8% | 4.0% | 4.1% | | | | |
| 最終需要(寄与度) | 4.6% | 3.5% | 3.5% | 4.6% | 2.7% | 2.7% | 3.0% | 3.4% | 3.5% | 3.8% | 4.0% | 3.8% | | | | |

(1) 個人消費はやや減速しながらも底堅く推移

2003年半ばから続いていた個人消費の勢いは、減税効果の剥落を考えれば、2004年前半で息切れしていても不思議ではなかったが、後半も消費の伸びは鈍化せず、むしろ加速していた（図表2-2）。

このように、減税効果剥落後も消費が堅調であった要因としては、春先の堅調な雇用増が挙げられよう。加えて消費には慣性が働き、人々はすぐに消費水準を落とすことができないため、手取り収入が伸び悩んでも貯蓄率を下げ消費を続けたという理由も考えられる。この高水準の消費を維持できた要因

の1つは、低金利を背景とした住宅価格の上昇という資産効果であった。住宅価格上昇と低金利下での借り換えによる余裕資金や、担保となる住宅価格からローン残高を差し引いたホームエクイテ



イーローン資金が消費に向けられることで貯蓄率が下がるという構図が続いていたと考えられる。

しかし、貯蓄率は既にゼロ近辺まで低下しており、一段の消費拡大余地は乏しい(図表2-3)。また、金融引き締め政策の継続による金利上昇の影響が次第に現れ始め、住宅価格の下落や膨張した個人債務の金利負担増加として個人消費を下押しすることが予想される。原油価格の高止まりも消費を圧迫しよう。当面は、2004年12月初旬に実施されたマイクロソフト社の特別配当が、特に富裕層の消費を押し上げる効果があると考えられるものの、2005年半ばあたりからは個人消費が減速すると予想する。

雇用・所得の動向を見てみると、最近の非農業部門雇用者数の増加ペースは、3%台半ばの潜在成長率かそれをやや下回る程度の経済成長に見合うとされる、月間15-20万人増の下限に近い推移に留まっている(図表2-4)。サービス業では雇用増となっているが、製造業が1月まで5ヵ月連続で減少している。世界的な価格競争激化や、原油・素材価格の高騰から、企業のコスト削減は続いており、今後の雇用の増加ペースは、緩やかなものに留まる可能性が高い。ただし、ISMの雇用指数は製造業・非製造業とも一進一退を繰り返しながらも50ポイントを上回っており、先行き雇用が拡大することを示唆している。また、チャレンジャー社による調査では、企業の人員削減幅は減少傾向に転じている。2006年に向けて雇用の増加ペースは徐々に拡大し、消費は堅調さを取り戻すと予想する。

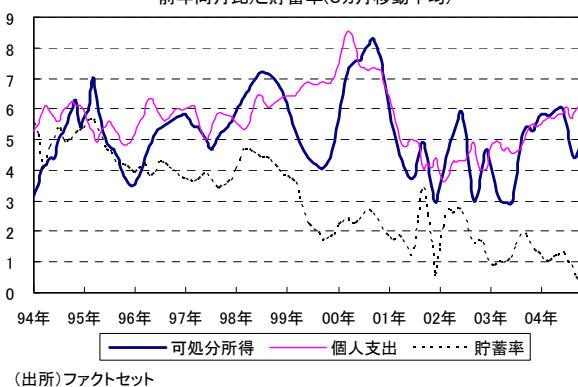
(2) 住宅投資は今後ピークアウトへ

住宅投資はこれまで、移民の流入も含めた人口の増加や、住宅取得のための手厚い優遇税制などに加え、低金利や価格上昇を背景とした需要の先食いと、一部投機資金の流入によって増加してきた。今後は金融引き締め効果が長期金利にも波及すると考えており、住宅投資の増勢は弱まると予想する。ただ、最近の住宅着工件数には頭打ち傾向が見られるが、着工許可を得たものの、未だ着工に至っていない物件が数多く残されていることから(図表2-5)、住宅投資がピークアウトするのは2005年半ば以降と予想する。

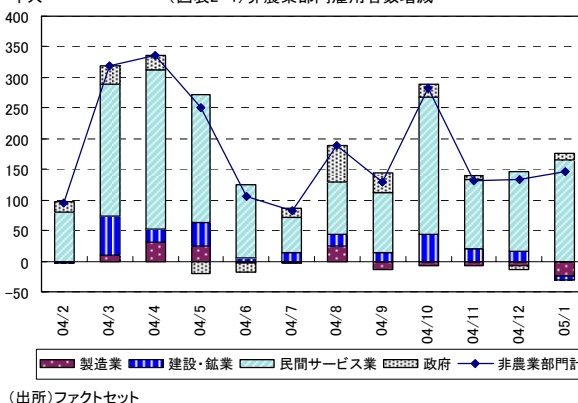
(3) 設備投資はIT投資の一巡で増勢鈍化

2003年半ばからの設備投資の増加は、1990年代後半のITバブル期に投資された設備の更新投資

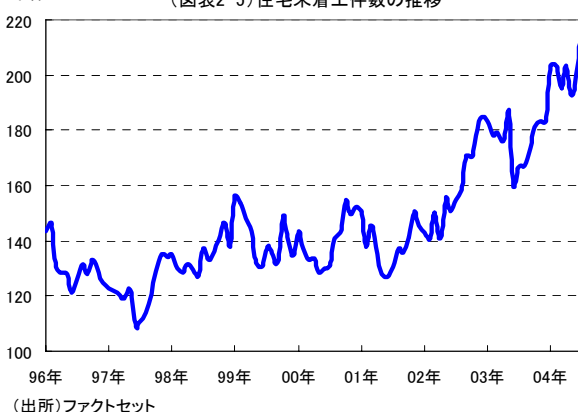
(図表2-3) 可処分所得、個人支出の伸び(3ヵ月移動平均の前年同月比)と貯蓄率(3ヵ月移動平均)



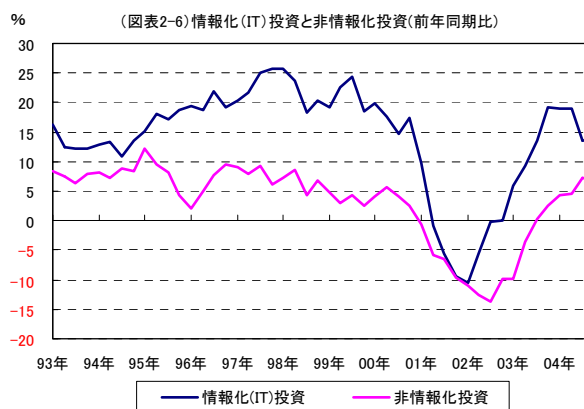
(図表2-4) 非農業部門雇用者数増減



(図表2-5) 住宅未着工件数の推移



が多くを占めていたと考えられる（図表2-6）。IT投資の更新サイクルが4年程度であることを考えると、既に更新需要はピークアウトしつつある可能性が高い。加えて、2004年末までの時限立法となっていたボーナス減価償却（同時多発テロの2001年9月以降、初年度の減価償却率を30%としていたものを、さらに50%に引き上げ）といった減税措置によって、2004年後半には駆け込み需要が発生していた可能性が高く、2005年前半にはこの減税効果が剥落することによる反動減が現れると考えられる。足元では先行指標とされる非防衛資本財受注の伸びが頭打ちとなっており、製造業ISMの新規受注指数も1月に急低下するなど、設備投資の増勢は鈍化に向かっている。

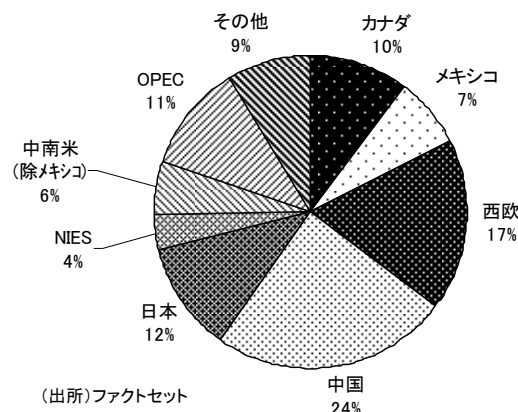


現在製造業では、ハイテク・自動車業界などを中心に、需要の鈍化から生産調整局面に入っているが、在庫水準が低いことから調整は小幅で終了すると見込まれ、2005年後半には生産は持ち直すと予想される。また、1月に集計した全米企業エコノミスト協会（NABE）の調査によると、企業の60%が今年の設備投資拡大方針を示している。したがって、2005年後半には生産能力増強の投資需要が出てくると考えられ、設備投資は2004年ほどの勢いは失いながらも2006年にかけて堅調に推移しよう。

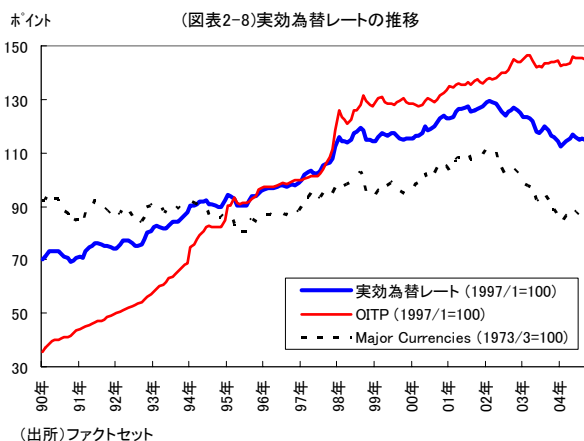
(4) 純輸出のマイナス幅は幾分縮小へ

ここ数年、米国の内需が他国に比べて強かったことと、内需に占める輸入の割合が上昇してきたことから、輸入の増加額が輸出を上回る傾向が続き、純輸出はマイナス幅を拡大させてきた。特に対中国の貿易赤字は、2004年では全体の4分の1にまで膨らんでいる（図表2-7）。今後も米国景気が世界景気を牽引する構図は変わらないと見るが、米国内の消費や設備投資の勢いが弱まることで、輸入の増加ペースは鈍化すると予想する。

(図表2-7) 貿易赤字(財)相手国別占率(2004年)



貿易収支は実効為替レートの変化に2年程遅行して変動する傾向がある。先進国通貨（日本・ユーロ圏・イギリス・スイス・スウェーデン・カナダ・オーストラリア）に対する実効為替レート「Major Currencies」は2002年2月以降ドル安に転じており、その他の重要な貿易相手19カ国（中国・ブラジル・メキシコ・サウジアラビア等）に対する実効為替レート「OITP」は、ドル安にこそ転じていないが、2003年の春先にドル高傾向が頭打ちとなっている（図表2-8）。米国の貿易赤字の中では、その他の重要な貿易相手19カ国のウェイトが大きいことから、そろそろ貿易赤字幅の拡大傾向に歯止めがかかってもおかしくない。今後、実質GDP成長率に対する純

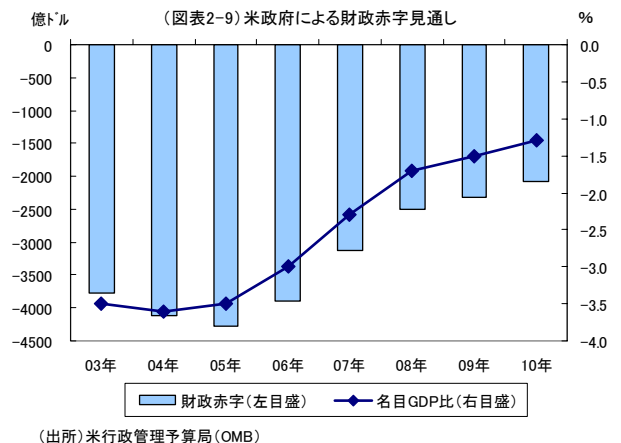


輸出のマイナス寄与は幾分縮小に向かうと予想する。

(5) 財政赤字削減の道のりは険しい

2期目のブッシュ政権は、任期中の4年間（2009年まで）で財政赤字を半減させると公言している（図表2-9）。足元では、景気拡大により歳入が増加していることと、2004年に比べれば減税規模が縮小していることで、赤字幅は緩やかに減少しているが、今後景気拡大ペースが弱まることを考えると、歳入の大幅な増加は期待できず、財政赤字削減には歳入の抑制が必要となる。

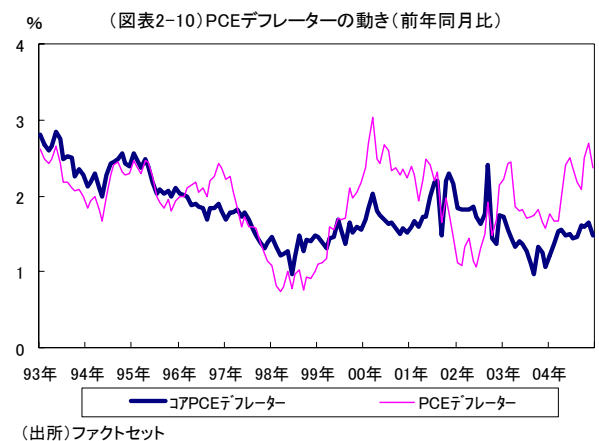
しかし、前年比1%の削減が示された2月の予算教書（2006会計年度）には議会の反対が予想されることから、その実現性については不透明な部分が多い。さらに、イラク要因などによって今後の国防関連支出が上積みされる可能性が高い。また、政権2期目の重要な改革として、将来的な年金財政悪化を避けるために公的年金制度への確定拠出型個人勘定の導入が掲げられている。これにより、当初10年は移行コストがかかることになるが、この改革実施は2009年からとされた。したがって、任期中の赤字拡大要因にはならないが、長期的に見た場合、財政赤字削減の道のりは険しいといえよう。



(6) 慎重なペースでの利上げが続く

物価については、素材価格が上昇しているものの、価格競争が激化しているため、最終財への価格転嫁は進んでいない。また、賃金上昇圧力も弱く、インフレは引き続き抑制されている（図表2-10）。

F R Bは、現在2.5%のF Fレートが景気に対して依然緩和的であることから、今後も景気動向やインフレを注視しながら、0.25%ずつの慎重なペースで中立水準に向けた利上げを継続しよう。2005年半ばに3.0%に達した時点で一旦利上げを休止し、景気回復が明らかとなる秋口以降に利上げを再開すると予想している。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は、2005年後半から2006年にかけて、緩やかな回復基調を辿ると予想する。昨年下半年以降、景気は停滞局面が続いているが、ユーロ高、原油高の一巡に伴い、企業景況感が改善するなど、先行きに明るい兆しも見える。各国で進められている構造改革や、EUの東方拡大の影響で、雇用の回復は遅れる見込みだが、逆に合理化の推進で企業収益は堅調を維持しており、循環的に外需が回復に向かうと考えられる2005年後半以降は、企業部門主導で景気は緩やかな回復に向かうだろう。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(前期比、04/12期は合計のみ実績)

| (前期比) | 暦年ベース | | | 2004年 | 2005年 | | | | 2006年 | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
| | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 04/12 | 05/3 | 05/6 | 05/9 | 05/12 | 06/3 | 06/6 | 06/9 | 06/12 |
| ユーロ圏GDP | 1.6% | 1.5% | 2.3% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.7% |
| 家計消費 | 1.1% | 1.0% | 1.5% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 政府消費 | 1.6% | 1.5% | 1.3% | 0.5% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 固定投資 | 1.5% | 2.5% | 2.9% | 1.0% | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.9% | 0.9% |
| 純輸出(寄与度) | 0.1% | 0.4% | 0.6% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% |

ドイツ実質GDP(前期比、04/12期は合計のみ実績、労働日数調整後)

| (前期比) | 暦年ベース | | | 2004年 | 2005年 | | | | 2006年 | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
| | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 04/12 | 05/3 | 05/6 | 05/9 | 05/12 | 06/3 | 06/6 | 06/9 | 06/12 |
| ドイツGDP | 1.0% | 0.7% | 1.7% | -0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.5% |
| 家計消費 | -0.7% | 0.6% | 1.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 政府消費 | 0.3% | 0.7% | 0.3% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 固定投資 | -1.7% | 1.4% | 1.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.4% |
| 純輸出(寄与度) | 0.7% | -0.1% | 0.8% | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% |

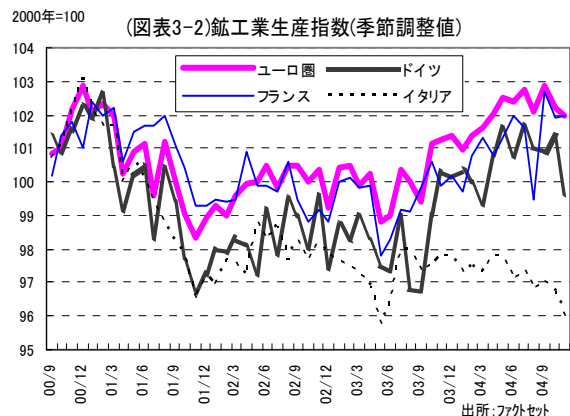
英国実質GDP(前期比、04/12期まで実績)

| (前期比) | 暦年ベース | | | 2004年 | 2005年 | | | | 2006年 | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
| | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 04/12 | 05/3 | 05/6 | 05/9 | 05/12 | 06/3 | 06/6 | 06/9 | 06/12 |
| 英国GDP | 3.1% | 2.6% | 2.9% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.8% | 0.8% |

(1) 2005-2006年のユーロ圏景気は緩やかな回復へ

2004年後半以降、ユーロ圏経済は停滞色を強めている。鉱工業生産が、10、11月と2ヶ月連続で前月の水準を下回ったほか、10-12月の実質GDP成長率も前期比0.2%増と低い伸びに留まった。ただし、年末以降発表されている製造業購買部指数(PMI)、独Ifo指数などの景況感指数は、いずれも下げ止まる気配を見せており、少なくともこの先景気が加速度的に悪化するリスクは遠のいている。

企業景況感の改善は、急速なユーロ高トレンドが一巡しつつあること、原油価格もピークアウトしたと見られることなどを反映している(逆に、ユーロ高、原油高の再燃がリスク)。構造的問題を抱える国が多いことから、V字型の景気回復はもとより期待できないが、2005年から2006年にかけて



てのユーロ圏景気は、比較的堅調な回復基調を続けると見ている。

個人消費は、労働市場改革を強化しているドイツの雇用環境の改善の遅れが、引き続き足を引っ張り続けるだろう。EUの東方拡大に伴い、ユーロ圏全体として雇用が伸び悩むと予想されるなかで、個人消費に景気の牽引役を期待するのは難しい。ただ、2004年末の域内の新車販売が、ニューモデル投入に伴う販促策にも助けられて大きく伸びるなど、先行き明るい兆しもなくはない。フランスでは、週35時間労働制の改正を巡り、ストやデモが増加、消費者マインドがややピークアウトしつつあるのが気がかりだが、最低賃金の引き上げや、住宅価格上昇による資産効果が下支えするだろう。イタリア、スペインも住宅市場の好調が2005年の個人消費を支える見込みである。

企業が個人消費の先行きにいまひとつ自信が持てない中で、2005年前半の設備投資は伸び悩むだろう。もっとも、リストラの進展による収益改善と低金利で、企業金融を取り巻く環境は着実に好転している。2005年後半は、外需が再び上向くと予想されることから、2006年に向け、緩やかな回復基調に転じるだろう。企業収益好調の恩恵は今のところ家計まで及んでいないが、2006年には、個人所得も上昇ペースが徐々に上がると予想している。

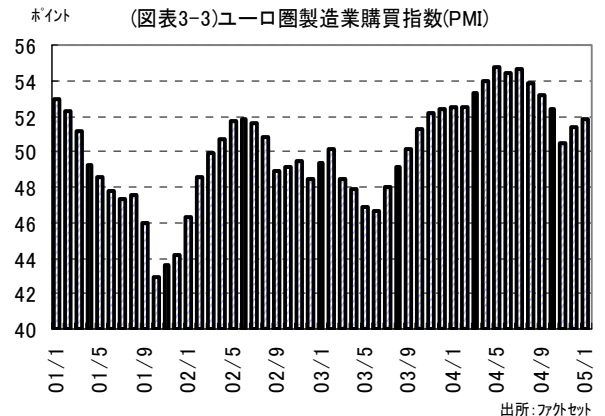
住宅投資は、ドイツ以外の主要国では当面好調が続くそうだが、スペインでは住宅価格の前年比の伸びが2割近くに達するなど、過熱の兆候も見られ始めている。2005年後半にはECB(欧州中央銀行)が金融引締め姿勢に転じるとみられ、2006年の住宅価格の伸びは鈍化に向かうと見ている。

消費者物価指数は、原油価格が再度急騰しない限り、2005年中にいったん2%を割り込むことが有力な情勢だが、一方で金融政策のもうひとつの柱であるマネーサプライは、民間信用の伸びを伴いながら拡大を続けている。ECBは、既に実質ゼロ金利とも言える低金利を2年近く続けていることで、過剰流動性の拡大を懸念しており、一部の国の不動産価格上昇はその反映である可能性もある。2005年後半にかけては、景気の回復基調と相俟って、徐々にインフレ圧力が高まると予想しており、ECBは金融引締め姿勢に転じることとなるだろう。景気回復スピードは緩慢なため、引き締めのスピードも緩やかなものに留まりそうだが、ECBは2005年中に最初の利上げに踏み切ると予想している。

(2) ドイツは構造改革の進捗が景気抑制要因

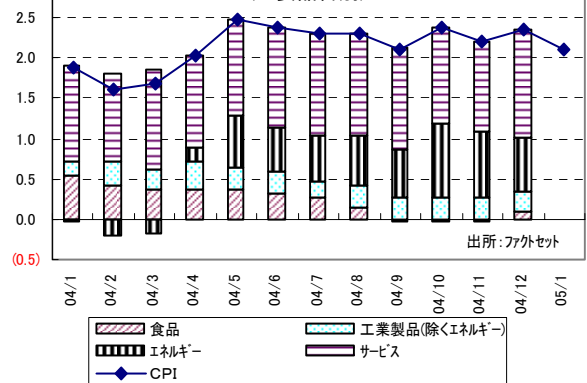
2005-2006年のドイツの景気は、引き続き外需に左右されやすい状況が続くだろう。ドイツの実質GDPに占める輸出の割合は、2003年の時点で37%に

(図表3-3)ユーロ圏製造業購買指数(PMI)



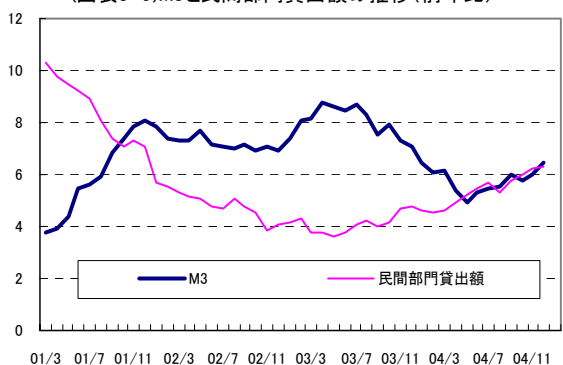
出所:ファウゼット

(図表3-4)ユーロ圏CPI前年比の寄与度分解 (主要品目別)



出所:ファウゼット

(図表3-5)M3と民間部門貸出額の推移(前年比)



出所:ファウゼット

達しており、これは米国の9%、日本の12%と比較しても飛びぬけて高い。2004年はユーロ高の影響が懸念されたものの、品質と高付加価値で勝負するドイツの輸出品は他のユーロ圏諸国と比較してユーロ高への抵抗力が強いと言われており、今のところ景気への影響は軽微に留まっている。

ただ、景気回復を持続的なものとするためには、内需の回復が必要である。しかし、雇用の回復が当面見込めないため、現時点では内需、特に個人消費に火がつく展開を予想するのは難しい。

EUが中東欧にまで広がったことで、昨年は、ドイツの企業が生産拠点を積極的にシフト、あるいは生産拠点のシフトを盾に、労働組合に団体交渉の場で譲歩を迫るといった展開が続いた。強すぎる労組と手厚い社会保障制度等の改革は、安定した成長軌道構築のために必要なことであるものの、当面は「改革の痛み」を受け入れざるを得ない状況が続くだろう。ドイツでは、いわば政府、企業一体となって雇用の合理化に邁進している状況である。合理化による企業収益の好調は、景気がいまひとつ冴えないにも関わらず株価が堅調に推移する背景ともなっており、いずれは労働者にも所得増の形で恩恵が及ぶと考えられるが、まだしばらく時間を要しそうだ。

2005年は、減税の最終第3段が実施されるため、年明けの個人消費は一時的に伸びが高まる可能性があるが、失業給付の削減、介護保険料引き上げ、タバコ税の値上げ、歯科治療保険の全額自己負担の実施などにより、結局はほとんど相殺されてしまうだろう。2006年はさらに家計の負担が増える見通しで、個人消費の伸びは引き続き緩慢なものに留まるとみている。

設備投資は、主要企業の海外進出の加速もあって、2005年前半は伸び悩む見込み。ただし、外需の回復と企業収益の改善を背景に、2005年後半以降は緩やかに上向くだろう。

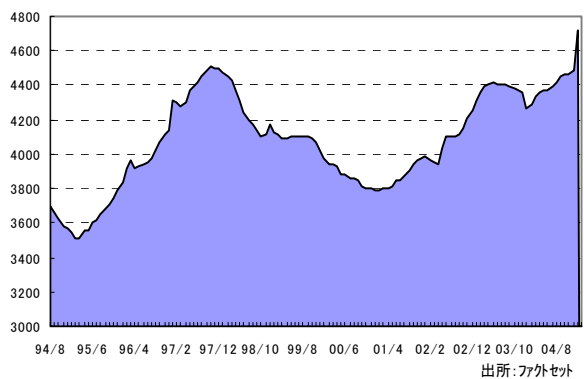
周辺主要国では住宅市場が活況を呈しているが、東西ドイツ統合後のブームの後遺症を引きずるドイツでは、相変わらず建設不況が続いている。結局、明確な牽引役のないまま、ドイツ経済は2006年にかけても引き続き緩慢な成長の持続を余儀なくされるだろう。

ドイツ国内のインフレ圧力は小さい。1月からの労働市場改革法（ハルツIV）の施行により、失業給付Ⅱの受給資格を得るため職探しを始める人が増加している。これは、景気が回復に向かっても引き続き賃金が低位に抑制される要因となる。原油価格が再度急騰しない限り、インフレの懸念は不要だろう。

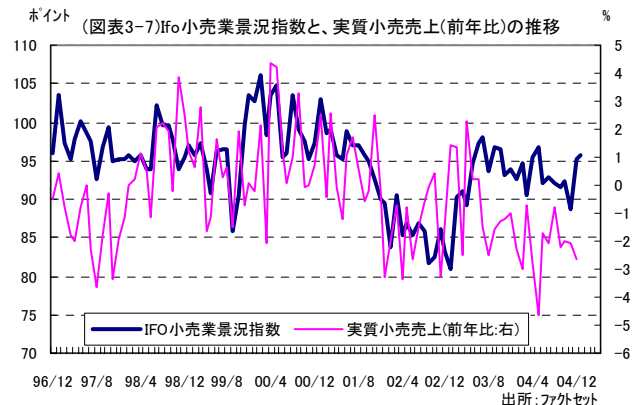
(3) 英国景気は堅調に推移

英国では、住宅価格の上昇が一服するなど、一昨年の11月から5度におよぶ一連の利上げが効果を現し始めている。個人消費に対する資産効果は失われることになるが、雇用環境が引き続き良好に推移すると予想されること、2005年以降は外需も上向くと予想されること、財政出動が2006年にかけて景気を支え続けると見られることから、景気は堅調に推移するとみている。

千人 (図表3-6)失業者数(全独:季調済)



ポイント (図表3-7)IFO小売業景況指数と、実質小売売上(前年比)の推移



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国経済は、引き続き政府が固定資産投資に対する厳しい規制を実施すると見られ、2005年の経済成長はやや鈍化に向かうと予想する。成長構造は正に向けたマクロコントロールはなんとか軌道に乗り、2006年の成長率は再度上昇へ。為替制度改革の実施は2006年以降と予想。

(1) 固定資産投資は減速へ

中国の2004年10-12月期の実質GDP成長率は前年比9.5%と、7-9月期の同9.1%から伸びが加速した。2004年通年でも同9.5%の高い伸びとなり、成長を抑制しようという政府の目標がまだ十分に成果をあげていないことが明らかとなった。

(図表4-1)中国実質GDP成長率予測

| | 2003年 | 2004年 | 05年(予測) | 06年(予測) |
|----|-------|-------|---------|---------|
| 中国 | 9.3 | 9.5 | 8.2 | 8.7 |

伸びの主因は輸出と小売上の好調によるもので、過熱が問題となっている固定資産投資の伸びはやや鈍化した。2004年通年の全社会固定資産投資額は前年同期比で25.8%増となり、1-3月期の同43%増、1-9月期の同27.7%増から伸び幅は縮小している。ただ、伸び率は依然として2割を超えており、経済成長率を大きく上回っている。いびつな成長構造の是正に向け、固定資産投資の抑制は2005年も引き続き重要な政策課題となりそうだ。過熱業種として行政指導を受けている鉄鋼、セメント、アルミ産業等の投資削減は既にある程度進んでいるが、政府は固定資産投資に対する厳しい規制を今後一段と強化するとみている。結果として、2005年の固定資産投資の伸びは前年比10%台に向かうだろう。

中国は、1997年のアジア金融危機以来、積極財政を推進してきたが、結果として景気過熱を招いた反省から、今後は「積極財政」から「穏健財政」へと方向転換する姿勢を明らかにしている。北京五輪に備えた建設投資を進める必要はあるものの、全体として今後も公共投資は引き締めの方とみられ、財政赤字の悪化にも一定の歯止めがかかることが期待できる。

(2) 消費の加速は期待しにくい

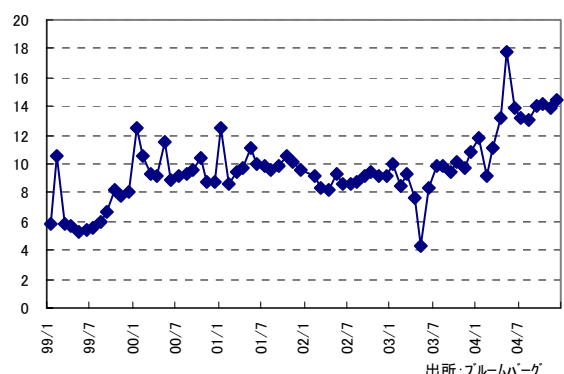
中国では、投資主導から、消費主導への成長構造への転換を模索している。2004年3月に行われた「全人代」では、素材産業を中心に過剰投資を抑制するとともに、人口の6割を占める農村部の所得向上政策によって、個人消費を中心とした内需拡大を図り経済の安定化を目指すという政策が打ち出されている。

実際、足元の小売売上高は好調に推移しているが(図表4-2)、消費主導の成長構造への転換までの道りは遠いとする。人口の大部分を占める農村部と、都市部の富裕層の賃金格差は容易に縮まるものではない。

したがって、構造転換はある程度中長期的な視野に立った政策である。一方で、政府・人民銀行が一体となった引き締め政策は、今後企業収益の伸び鈍化を通じ、短期的には賃金の伸び鈍化、失業率の悪化に繋がる可能性が大きい。2005年度の個人消費の伸びはやや鈍化に向かうと予想する。

(3) 人民銀行による追加利上げはあるか

(図表4-2)中国小売売上高の推移(前年比)



人民銀行は昨年10月28日、預金・貸出基準金利を9年ぶりに引き上げた。もともと金利機能の働きにくい経済であることに加え、引き上げ幅も小幅(1年ものの預金金利と貸出金利はそれぞれ0.27%引き上げ)であったことから、引き締めが直接経済に与える影響は小さかったと考えられる。どちらかという、景気過熱抑制に向けた当局の意思を改めて示したという象徴的意味合いが大きいだろう。

足元の消費者物価は、穀物の収穫好調により2004年夏までの押し上げ要因となっていた食料品価格が安定に向かったことから、上昇率は縮小傾向にある(図表4-3)。マネーサプライも2004年の政府の目標水準だった前年比17%増を下回る推移が続いている(図表4-4)。鉄鋼、セメント、アルミなどの分野の過剰投資の抑制も、生産財の価格上昇に歯止めをかけると考えられ、追加利上げの可能性は、現時点ではさほど大きくないとみている。

もっとも、資産価格高騰の問題は深刻だ。不動産開発融資に対する引き締めなどを実施しているにも関わらず、沿海部の不動産価格は沈静化に向かっているとはいえない。この点、バブル崩壊的なハードランディングの可能性は否定しきれないものの、今のところはなんとか景気の軟着陸に成功すると予想している。

(4) 問題となる人民元の切り上げ時期

人民元はいずれドルペッグからの脱却を余儀なくされようが、2005年中はないという基本的な見方は変わらない。諸外国からの圧力は相変わらず強いものの、中国政府にとってみれば、外圧に屈した形で制度変更追い込まれるのは不本意という理由もあるし、市場で過度な切り上げ期待がかかる局面では技術的にも難しくなる。

中期的には、独立した金融政策と、為替の固定と、自由な資本移動の3つを同時に達成することはできない。これは、「国際金融のトリレンマ」として知られている。経済大国への道を歩む中国にとって、マクロ経済をコントロールするための独立した金融政策は必要である。WTOに加盟し、世界的な資本移動の活発化が進む中で、資本市場の自由化も徐々にではあるが進める必要がある。そうなると、いずれ固定為替相場制は維持できなくなる。

ただ、人民銀行の周小川総裁は、為替制度改革の前提として、「①貿易への民間の参入の開放、特にサービス貿易の開放、②資本市場の過剰な規制の撤廃、③国有商業銀行の改革の進展、が必要で、これらは為替レートの変動メカニズムの完成より優先する。」と述べている。いずれも、徐々に前進はしているが十分とはいえない。リスクをヘッジするための金融商品が乏しいなど、金融市場の環境整備も不十分だ。

早期に変更が実施されるとしたら、インフレ圧力が高まるパターンであろう。元高圧力に対し、固定相場維持のため人民銀行は元売り介入で対抗しなければならないが、これがマネーサプライの増加を通じ、資産バブルの加速、インフレの顕在化に繋がる可能性がある。マネーサプライがコントロール不能な状況となれば、なし崩し的に為替制度も変更追い込まれよう。

%(図表4-3)中国消費者物価指数の推移(前年比)



前年比(%) (図表4-4)中国マネーサプライ(M2)の推移

