

**明治安田生命**  
**2004－2005年度経済見通しについて**  
 ～循環的な景気下押し圧力も、構造的な回復トレンドは続いている～

明治安田生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）は、7－9月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2004－2005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：2004年度 2.8%	2005年度 2.1%
名目GDP成長率：2004年度 0.8%	2005年度 1.1%

### 2. 要 点

- ①当社の従来からの予想通り、2004年度後半から2005年度前半にかけての日本経済は停滞局面が続く見込み。米国・アジア景気の拡大ペースの鈍化により、外需が減速基調にあるのに加え、原油などの素材価格上昇が企業収益の圧迫要因となっている。デフレトレンドから脱却の兆候も乏しい。
- ②ただし、循環的な景気の振れとはやや離れた部分で、日本経済の体力が着実に回復しつつあることは確か。債務リストラの進展や支払金利の減少により、企業部門には余剰資金の蓄積が進んでいる。都心部の地価下げ止まり傾向が明らかとなりつつある点もその一例。
- ③したがって、景気後退局面入りはなんとか免れ、世界的なハイテク関連の生産調整が一巡するとみられる2005年度後半には、再び潜在成長率を上回る成長ペースに戻ってくるものと予想する。

#### 〈主要計数表〉

	2003年度 (実績)	2004年度		2005年度	
			2004/8時点		2004/8時点
名目成長率	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%	0.4%
実質成長率	3.3%	2.8%	3.6%	2.1%	2.1%
成長率寄与度・内需	2.5%	2.3%	2.6%	1.8%	1.5%
・外需	0.8%	0.5%	1.0%	0.3%	0.6%

# 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									
	2003年度	2004年度	2005年度	2003年度	2004年度				2005年度				
				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	3.3%	<b>2.8%</b>	<b>2.1%</b>	1.5%	0.3%	0.1%	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.2%</b>	
民間最終消費支出	1.5%	<b>3.6%</b>	<b>2.7%</b>	1.1%	0.8%	0.9%	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	
民間住宅投資	0.3%	<b>1.7%</b>	<b>1.9%</b>	0.7%	0.6%	0.2%	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.1%</b>	
民間設備投資	12.3%	<b>5.2%</b>	<b>2.7%</b>	2.0%	0.6%	-0.2%	<b>-0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.3%</b>	
政府最終消費支出	1.0%	<b>1.9%</b>	<b>1.2%</b>	0.5%	0.4%	0.6%	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	
公的固定資本形成	-12.1%	<b>-15.9%</b>	<b>-8.7%</b>	-3.8%	-7.4%	-4.2%	<b>-1.0%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-2.3%</b>	
財貨・サービスの輸出	11.0%	<b>11.2%</b>	<b>5.6%</b>	4.4%	3.6%	0.4%	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.2%</b>	
財貨・サービスの輸入	4.9%	<b>10.3%</b>	<b>4.9%</b>	3.2%	2.3%	2.7%	<b>2.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.0%</b>	
名目GDP	0.8%	<b>0.8%</b>	<b>1.1%</b>	1.0%	-0.4%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.0%</b>	
GDPデフレーター	-2.4%	<b>-1.9%</b>	<b>-1.0%</b>	-0.5%	-0.6%	-0.1%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2003年度	2004年度	2005年度	2003年度	2004年度				2005年度				
				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	3.3%	<b>2.8%</b>	<b>2.1%</b>	1.5%	0.3%	0.1%	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.2%</b>	
民間最終消費支出	0.8%	<b>2.0%</b>	<b>1.5%</b>	0.6%	0.4%	0.5%	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	
民間住宅投資	0.0%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	0.0%	0.0%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
民間設備投資	1.9%	<b>0.9%</b>	<b>0.5%</b>	0.3%	0.1%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	
政府最終消費支出	0.2%	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	0.1%	0.1%	0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	
公的固定資本形成	-0.7%	<b>-0.8%</b>	<b>-0.4%</b>	-0.2%	-0.4%	-0.2%	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	
在庫品増加	0.2%	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	0.4%	-0.2%	-0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	
純輸出	0.8%	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	0.3%	0.3%	-0.2%	<b>-0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	
財貨・サービスの輸出	1.3%	<b>1.4%</b>	<b>0.8%</b>	0.6%	0.5%	0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	
財貨・サービスの輸入	-0.4%	<b>-0.9%</b>	<b>-0.5%</b>	-0.3%	-0.2%	-0.3%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	

## 2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2003年度	2004年度	2005年度	2003年度	2004年度				2005年度				
				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)	3.5%	<b>4.4%</b>	<b>3.5%</b>	6.8%	7.4%	6.2%	<b>1.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>2.0%</b>	<b>4.7%</b>	<b>7.3%</b>	
消費者物価指数(前年比)	-0.2%	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	-0.1%	-0.3%	-0.1%	<b>0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	
除く生鮮食品(前年比)	-0.2%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	-0.1%	-0.2%	-0.1%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	
国内企業物価指数(前年比)	-0.5%	<b>1.4%</b>	<b>0.6%</b>	0.0%	1.0%	1.7%	<b>1.8%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.8%</b>	
完全失業率(季調済:平均)	5.1%	<b>4.7%</b>	<b>4.8%</b>	4.9%	4.6%	4.8%	<b>4.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.6%</b>	
為替レート(円/ドル:平均値)	113円	<b>108円</b>	<b>107円</b>	107円	110円	111円	<b>106円</b>	<b>103円</b>	<b>103円</b>	<b>106円</b>	<b>109円</b>	<b>110円</b>	

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

2004年度後半の日本経済は、米国・アジア景気減速の影響で輸出が鈍化に向かうと予想されることや、素材価格上昇が企業収益の下押し圧力として効き始めることなどから、内外需とも停滞感を強める展開を予想する。足元の景気は既に「踊り場」以上の調整局面に差し掛かりつつあり、年度後半は、このまま後退局面に突入するのかどうか、景気回復の持続力が試される展開になろう。

ただし、循環的な景気の振れとはやや離れた部分で、日本経済の構造的な体質改善が進んでいることは確かである。企業の過剰債務の整理が進み、手元に余剰資金の蓄積が進んでいることや、都心部の地価に下げ止まりの兆候がみられることなどはその一例である。したがって景気後退には至らず、半導体関連の生産調整が一巡するとみられる2005年度後半には、再び潜在成長力を上回る成長ペースに戻ってくると予想する。

個人消費は、2004年度後半は雇用・所得が伸び悩むと予想されることや、将来的な社会保障費負担増や増税に向けた議論が消費者心理の冷え込みに繋がる懸念があることから、次第に減速に向かう。2005年度の回復ペースも鈍い。住宅投資は、大都市の一部で分譲住宅などに回復の兆しが見られるものの、全国的には、地価下落基調の持続を背景に引き続き伸び悩むと予想する。

設備投資は、近年輸出との相関を高めており、短期的には反動減が避けられない状況。ただし、2005年度後半は、IT関連投資を中心に持ち直すと予想される。

外需は、2004年度後半は、米国景気が停滞感を強めると予想されるのに加え、中国景気も人民銀行による金融引き締め強化などにより減速に向かうと予想されるため、景気の牽引役としての力を失うものと予想する。ただし2005年度後半には、ハイテク関連需要が回復し、アジア向けを中心に再度伸びは拡大に向かおう。

国内の供給力に対し需要が不足する、いわゆるデフレギャップの状態は容易に解消せず、消費者物価が持続的に上昇に転じるのは、2006年度以降にずれ込むと見ている。日銀は、2005年度中は引き続き現行の量的緩和策の枠組みを維持しよう。

日本実質GDP成長率：	2004年	2.8%	2005年	2.1%
日本名目GDP成長率：	2004年	0.8%	2005年	1.1%

### (1) 目先は景気後退の有無が焦点に

2004年度後半は景気回復の持続力が試される局面に

日本の景気回復局面は、既に景気の山をつけていなければ、2002年2月以降11月で34ヶ月目に達したことになる。しかし、足元の景気は明らかに、「踊り場」以上の調整局面に差し掛かりつつあり、年度後半は、このまま後退局面に突入するのかどうか、景気回復の持続力が試される展開になることが予想される。



9月の景気動向指数の先行D I (Diffusion Index) は、2003年3月以来の50ポイント割れ(図表1-1)、一致D Iは2ヶ月連続50ポイント割れとなった(図表1-2)。両指数がともに50ポイントを割り込んだのは、2001年12月まで遡る。

先行D Iの構成項目の内訳をみると、電子部品・デバイスの在庫調整を反映して、生産財の在庫率指数が5ヶ月連続でマイナスとなったほか(3ヶ月前対比、以下同様)、最終需要財の在庫率指数もマイナスに転じている。10月についても、現時点では50ポイント割れが有力な情勢である。一致指数については、生産関連の指標が足を引っ張っており、10月の一致指数が50ポイントを下回れば、景気後退のサインと言われる3ヶ月連続の50ポイント割れとなる。

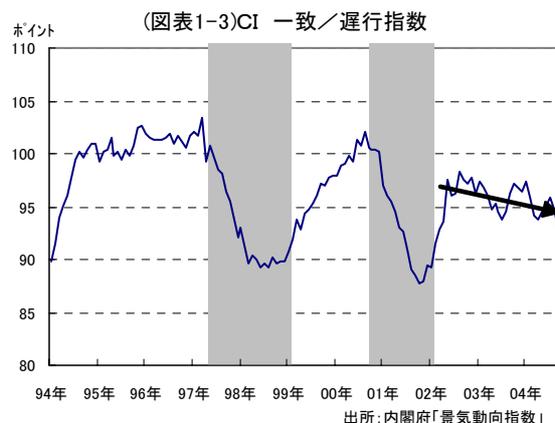
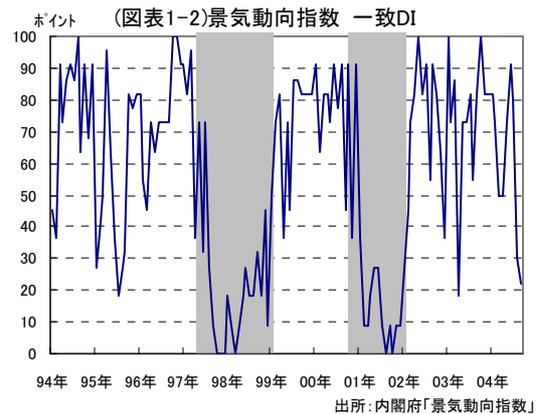
企業の収益環境を示す代理変数で、究極の先行指数とも言われる一致/遅行C I (Composite Index)も、トレンドは悪化方向だ(図表1-3)。

#### 景気後退は避けられるか

景気動向指数は、政府の景気判断のカギとなる指標であり、年度後半は、政府にとっては難しい景気判断を余儀なくされる局面を迎えることになる。

もっとも、足元までの景気の推移は、当社が昨年11月に、初めて2004年度の経済見通しを発表した際の予想通りの推移と言ってよい。当時、経済見通しの要旨として、「①日本の景気は、2004年度前半にかけ、堅調な回復軌道をたどる。外需に牽引される形で国内の生産や雇用が上向き、個人消費や設備投資などの内需も底堅い推移となる。②しかし、内需主導の自律的な景気回復軌道が確実なものとなる前に、米国経済が政策効果の息切れにより減速に向かう公算が高いため、2004年度後半の日本経済は再び停滞を余儀なくされる。」と書いた。以後、2、5、8月の3回の経済見通しを通じ、一度も見方を変えていない。この間、市場では景気本格回復論が持ち上がった時期もあったが、足元では逆に悲観に振れつつあるようにみえる。もし日本経済がこのまま景気後退に陥ったら、これまでの当社の見通しが逆に弱気の方に外れることになる。市場のムードは、楽観のときは楽観に、悲観のときは悲観に大きく傾く傾向があるが、当社は、日本の景気の足腰はこのまま景気後退局面に陥るほど弱くはないと考えている。

確かに、足元の日本の景気は、在庫調整や外需減速を主因とした、循環的な下押し圧力を強く受けているが、循環的な景気の振れとはやや離れた構造的な部分で、次第に本来の実力を取り戻しつつあることも事実である。企業の過剰債務の整理が進み、手元に余剰資金の蓄積が進んでいることや、都心部の地価に下げ止まりの兆候がみられることなどはその一例だろう。2004年度後半から2005年度前半にかけては、停滞気味の推移を余儀なくされようが、景気後退局面入りはなんとか避けられ、半導体関連の在庫調整が一巡する2005年度後半にかけては、再び潜在成長率を上回る成長率に回帰してくるものと予想している。



## (2) 緩やかな伸びに留まる個人消費

### 緩やかな回復基調にある雇用環境の今後

個人消費の先行きを見通す上で、カギを握るのは雇用市場の動向である。雇用市場は、今のところ緩やかな回復基調を維持しているが、次第に不透明感の漂う状況となりつつある。

失業率は、2003年1月の5.5%をピークに、足元まで緩やかな低下基調を続けてきたが、最近はやや低下ペースが鈍っている。完全失業者数の減少ペースが鈍りつつあるほか、就業者数も伸び悩んでいる。

有効求人倍率は、おおむね横ばい圏内の推移が続いているが、より先行性の高い新規求人倍率にはピークアウトの兆しがみえる。景気ウォッチャー調査の構成項目である雇用関連DIは、現状・先行きとも急低下している(図表1-4)。

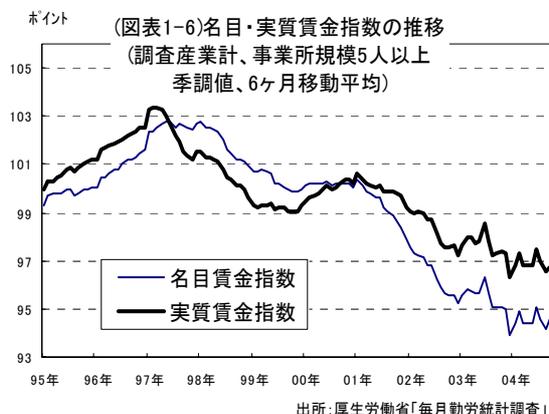
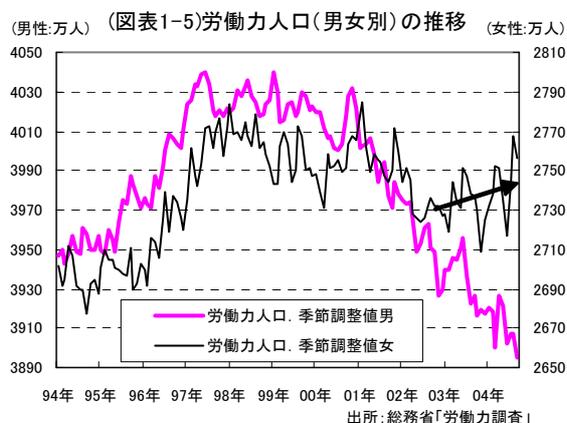
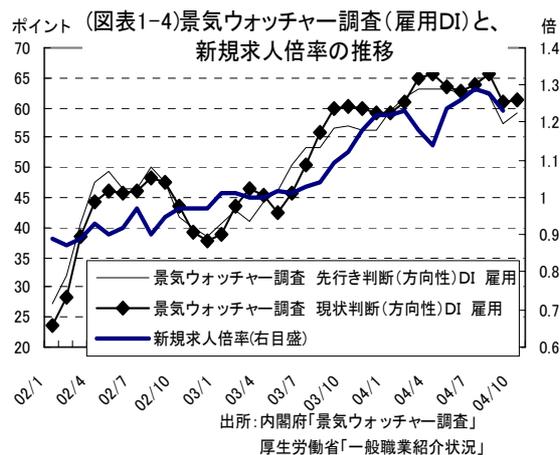
好材料を挙げるなら、女性の労働力人口や就業者数が改善基調にある点だろう(図表1-5)。日本の女性の労働参加率の低さはかねてから指摘されていることであり、女性の労働参加率の上昇傾向が続くようなら、長期的な雇用市場を見通すうえで朗報である。ただ、政府の少子化対策の遅れなどを考えても、このまま右肩上がりの改善基調が続くとは考えにくい。

4-9月期のGDPが低い伸びに留まったことからわかるとおり、日本の景気は2004年度始から既に停滞局面に入っている。遅行指標である雇用統計に負の影響が顕在化するのはいずれもこれからとも考えられる。原油価格の急上昇も、交易条件悪化による企業収益の伸び悩みを通じ、雇用の圧迫要因になるとみている。雇用市場は、2005年度前半にかけてはむしろ悪化に向かう可能性が高いとみている。

### 伸び悩み続く賃金

雇用者数は、足元まで曲がりなりに回復傾向を続けてきたが、賃金はずっと伸び悩んでいる。厚生労働省の毎月勤労統計調査によると、事業所規模5人以上を対象にした労働者1人あたりの1ヶ月の現金給与総額は、直近36ヶ月のうち33ヶ月で前年比マイナスとなっている(図表1-6)。新聞等では、冬の賞与の好調が報じられるなど、賃金が回復傾向にあることを示す内容の報道が多いようだ。しかし、夏の賞与も当初は好調が報じられていたにも関わらず、11月1日に発表された毎月勤労統計調査の夏季賞与調査によると、前年比1.2%減とマイナスだったことが明らかとなっている。マクロ経済統計とマスコミ報道の間には、明らかに温度差がある。

この理由については大きく2点が考えられる。1点目は、新聞等のアンケートの調査対象は大企業



に偏りがちという点である。今回の景気回復局面では、大企業と中小企業、製造業と非製造業の格差がなかなか縮小しないのが特徴のひとつである。

2点目は、フルタイムからパートタイマーへの雇用シフトにより、賞与の支給対象者自体が減少している可能性である。雇用者全体に占めるパートタイマーの比率は年々上昇している(図表1-7)。途中サンプル換え等があって完全に連続しているわけではないが、毎月勤労統計調査ベース(事業所規模5人以上、調査産業合計)のパートタイマー比率は、1994年1月時点の14.6%から、2004年8月は25.2%まで上昇している。とりわけ上昇幅が大きいのは卸売・小売業で、1994年1月時点の29.1%から、2004年8月は48.6%へと、20%ポイントあまりの上昇である。

一般労働者とパートタイマーの賃金格差を見ると、2003年度の現金給与の累計で、調査産業合計で3.4倍、製造業で2.8倍、サービス業で3.3倍、卸売・小売業で3.7倍にそれぞれ達している。これではマクロベースの所得が伸び悩むのも当然だろう。企業サイドにとってみれば、賞与の支給対象者を減らしている分、残った人には高い金額を支払うことが可能になっているとの見方もできる。

#### 低下を続ける労働分配率の反転時期はいつか

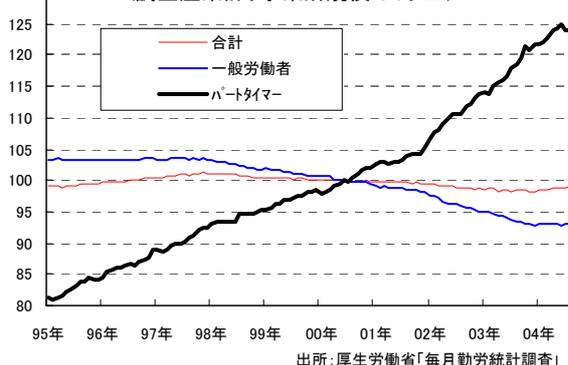
景気回復下にも関わらず、企業が雇用リストラの手を緩めないのはなぜだろうか。

ひとつは、1990年代に深刻化した過剰雇用の整理がまだ完全には終わっていないことである。雇用コストを減らす手段としては、大きくは雇用者数を減らすか賃金を減額するかの2通りの手段が考えられるが、いずれにせよ速やかに実施できるわけではないため、企業は不況期には必要としない雇用を抱え続ける傾向がある。とりわけ日本はデフレに陥った分、1990年代以降の実質賃金の上昇ペースが急激で、雇用調整にも時間がかかっている可能性が高い。

労働分配率をみると、1990年代以降急上昇しているのが確認できる。足元ではやや低下傾向にあるが、まだバブル崩壊以前の水準を大きく上回っている(図表1-8)。企業部門には、多額の余剰資金が蓄積されつつあるとはいえ(余剰資金の分析については後述)、景気の先行きに対する企業の不安が払拭されていない現状では、雇用リストラの手を簡単に緩められるとは考えにくい。

ただ、企業心理が改善に向かえば、雇用環境が急速に改善に向かう可能性も残る。日銀短観の雇用人員判断DIを見る限りでは、雇用過剰感はほぼ解消されつつあり、労働分配率のグラフとも似たカーブ

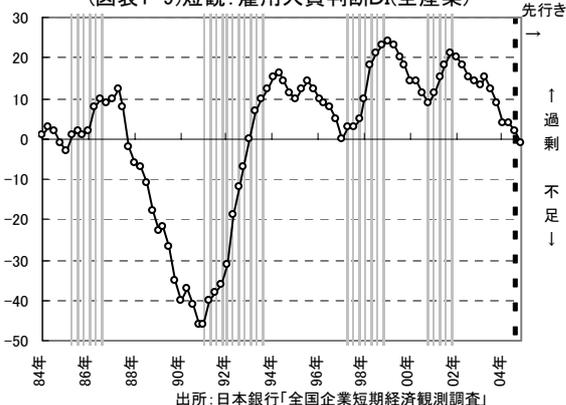
ポイント (図表1-7)常用雇用指数の推移(2000年=100)  
(調査産業計、事業所規模5人以上)



% (図表1-8)労働分配率(全産業4四半期移動平均)



ポイント (図表1-9)短観:雇用人員判断DI(全産業)



を描いている（図表1-9）。今後数四半期は低成長が続く見込みのため、雇用過剰感が薄れたからといってすぐに企業が雇用を増やす可能性は低いものの、2005年度後半以降に予想される次の景気回復局面においては、本格的な雇用回復を期待できる素地が整いつつあるとみることも可能だ。

### 消費マインドの動向

9月の消費者態度指数は、前月比で3.1ポイント大きく低下した（図表1-10）。今年度に入って2度目の大幅下落であり、足元の消費者心理は不安定度を増している。

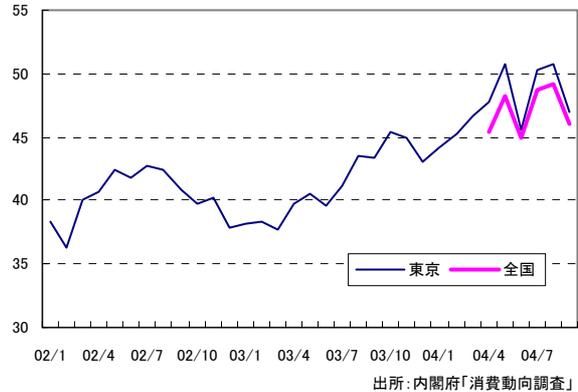
今後2004年度末にかけては、定率減税の廃止や、社会保障負担増に向けた議論が消費者マインドにどのような影響を与えるかが問題となる。現時点では実施の有無や規模を含め不透明な部分が多いものの、議論が進む段階で将来所得への不安が広がれば、消費を抑制して貯蓄に回そうとする動きが、家計の間で活発化する可能性を捨てきれない。

日本では過去数年にわたり、所得の低下を貯蓄率の低下がカバーする形で消費を下支えするという傾向がみられた。高齢化の進展を考えれば、中長期的には貯蓄率の低下傾向が続くと予想するのが妥当だが、高齢化のペースと比べてもやや低下スピードが速すぎることから、目先は一時的な低下傾向に歯止めがかかる可能性が大きい。

原油高の影響も今後じわじわと現れるだろう。日本の場合、ガソリンに占める税金の割合が高いため、米国に比し価格上昇が目立たないことや、車社会の米国に比べれば、ガソリン需要も小さいことから、原油高が直接消費マインドに及ぼす影響は米国より小さい。しかし、企業収益の圧迫を通じた賃金の伸び悩みという形で、タイムラグを置いて消費の下押し圧力として働くだろう。

個人消費は結果として、2005年度後半まで、緩やかな回復ペースに留まるとみている。2005年度末にかけては伸びがやや拡大すると予想するが、景気の牽引役になるほどの力強さはあまり期待できない。

ポイント (図表1-10)消費者態度指数(月次)東京都・全国



### 雇用市場の構造的問題は解決可能か

こうした企業行動の結果を就職する側から見た場合、定職につかないフリーターや、働く意欲すら失うニートの増加という問題に突き当たる。内閣府の調査によると、フリーターの数約400万人、15-34歳の若年層のうち、ニートに該当するのは厚生労働省の調査では約2%の52万人に上ると言われている。

こうした現象の背景については、「自分の進路を決めない、決められない」「自分のやりたいことがわからない」という若者の意識変化に求める論調が多い。このような側面もある程度否定できないにしろ、雇用回復の遅れの理由がもっぱら就職する側（労働供給側）にあるならば、労働市場が逼迫し賃金ももっと上昇しても不思議ではない。賃金の下落傾向が続いている以上、採用する側（労働需要側）の事情をより大きく反映している可能性が大きく、景気回復基調が続けば、フリーターやニートの問題もある程度は改善に向かうと考えられる。また、デフレ下において、相対的に高すぎた賃金の調整が進めば、企業収益が改善するのはもとより、労働市場の需給が逼迫する方向に改善し、失業率は低下するはずだ。また、中長期的には、パートタイマーや派遣労働者へのシフ

トに見られるような、雇用形態の多様化が、雇用市場の弾力化・流動化を通じ、比較優位産業、高付加価値部門への労働力のシフトを促すことが期待できる。

比較優位産業へのシフトを促す産業構造調整の重要性は、日米貿易摩擦の歴史を紐解いても明らかだ。例えば1970年代後半に、日米カラーテレビ摩擦が深刻な問題となった。その後、カラーテレビを生産する米国企業はなくなってしまったが、それで米国の雇用問題が深刻化したという話はあまり聞かない。米国は、その後ハイテク技術を活用したより高付加価値の産業構造へと転換、今米国経済を支えているのは、当時は存在すらしていなかった企業群である。

産業構造調整の過程で、企業が求める人材のニーズと就職希望者の間にある程度ズレが生じるのは避けられないが(いわゆる雇用のミスマッチ)、こうした部分は、雇用のセーフティーネットや職業訓練プログラム等を有効活用し、比較優位産業への円滑な雇用シフトが進むよう、政策面からサポートしていく必要があるだろう。セーフガード発動による比較劣位産業の保護などは、当座の一時凌ぎにはなっても、スムーズな産業構造調整の妨げとなって、中長期的な雇用改善にはむしろブレーキとなる可能性が大きい。どう保護しても、もはや中国との競争に絶対勝てない業種が存在するのは事実である。

中長期的な視点からは、少子高齢化の問題も避けて通ることはできない。少子高齢化はいずれ人口の減少に繋がり、経済全体の需要・供給両サイドの縮小要因になることから、労働市場にとって緩和要因になるのか逼迫要因になるのか自明ではない。ただ、高齢者の消費性向が高い点を考慮すると、今後5~10年程度のタームでは、経済全体の需要の伸びが供給の伸びを上回り、雇用市場の改善要因となる可能性がある。人口動態の変化が雇用市場に与える影響についても、今後注目していく必要があるだろう。

### (3) 住宅市場はモメンタムは弱いながらも回復基調

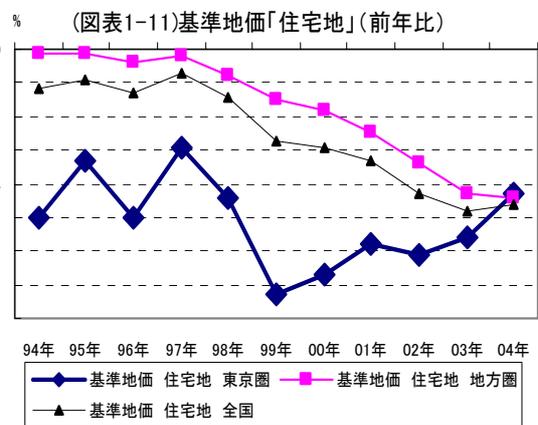
#### 住宅は回復基調も勢いは鈍い

住宅投資は、緩やかながらも回復傾向が続くと考えられる。特に、都心部のマンションの価格下落などは、潜在的需要の掘り起こしに繋がっているようだ。ただ、都心の一部を除いては、全国的に地価下落傾向が続いていることが、逆に買い控えの動きに繋がると考えられる。1990年代中盤までの取得者は、まだかなりの含み損を抱えており、住み替え需要が盛り上がりにくい状況が続いている。住宅投資は回復方向にあるものの、その勢いは2004-2005年度を通じ、極めて弱いものに留まろう。

#### 資産デフレは終わったのか

国土交通省が発表した2004年の基準地価(7/1時点)によると、東京の区部都心部(都心8区)の住宅地が17年ぶりに上昇するなど、大都市圏の地価の下げ止まり傾向が明確となった。

東京圏全体では、住宅地が4.3%の下落(前年は5.6%下落)、商業地が3.9%の下落(同5.8%下落)、全用途平均が4.5%の下落(同6.0%下落)と下落傾向が続いており、資産デフレの終了宣言を出すには時期尚早だが、下落幅が縮小している分、先行



きに期待感を抱かせる内容であった(図表1-11)(図表1-12)。

### 大都市部と地方の格差は拡大

都心部の地価が回復してきた理由として、まずは都心部の分譲マンションの販売好調が挙げられる。これは、地価下落が進んだことで、一般サラリーマンでも、都心に近い場所で、より高品質の物件を手に入れやすくなったことが背景にある。日本では欧米に比し、住宅の未充足需要がまだまだ強く、価格下落により潜在的需要を掘り起こす余地がより大きいとみるべきだろう。

2点目は、都心部で職住遊一体型の再開発が急速に進み、それに伴って投資目的の資金が流入したことである。都心部における高層ビルの建設ラッシュには、建築基準の規制緩和も貢献しており、広い意味では構造改革の成果のひとつと言ってもよい。

問題は、地方圏ではなお大幅な地価下落が続く、大都市との格差拡大が続いている点である。地方圏の住宅地は4.4%の下落(前年は4.3%下落)となり、7年連続で下落幅が拡大したほか、商業地が7.1%の下落(同7.4%下落)、全用途平均が5.2%の下落(同5.1%下落)と、まだ下げ止まる気配はない。

ただ、経済のグローバル化、情報化の流れが進むなかで、都市部への機能集中はある程度避けられない流れと考えられる。世界中からの投資資金の継続的流入を期待するためには、都市自体の魅力を高める必要があるからだ。これは世界的な潮流でもあり、たとえばNYでもマンハッタンへの機能集中現象が顕著になっているとのこと。日本でもしばらくは都市と地方圏との格差を残したまま、全体としては改善に向かうという傾向が続くと考えられる。

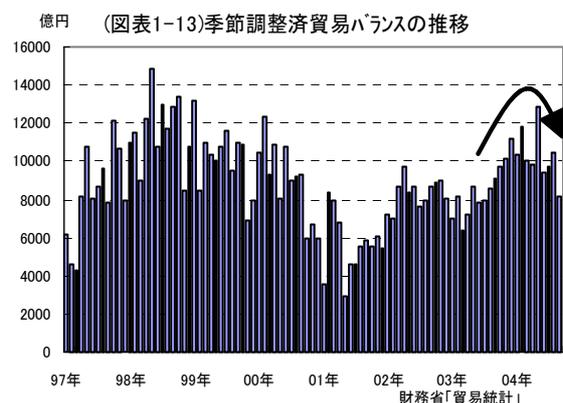
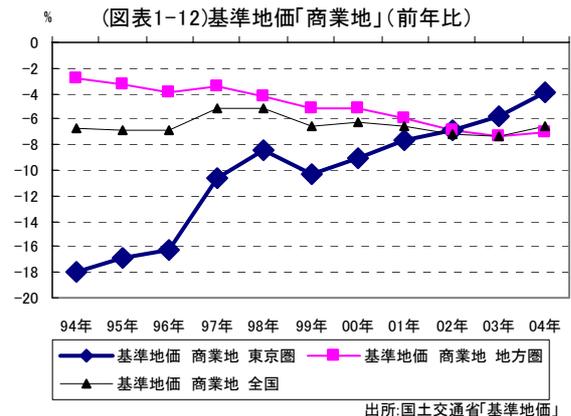
### マネーが実物経済に回り始めた可能性も

こうした地価下げ止まりと、前頁で述べた企業部門への資金滞留現象の2点から想起させられるのは、日銀の「超金融緩和」によって、市場に潤沢に供給されたマネーが、ようやく実物経済に回り始めた可能性である。マネーサプライの伸びはまだ鈍く、過大評価は禁物だが、短期的・循環的な景気の振れとはやや離れた部分で、日本経済が本来の体力を取り戻しつつある傍証のひとつといえよう。

## (4) 牽引役の外需にピークアウト感も

### 外需は景気の牽引役の座を降りる

9月の貿易統計では、輸出額が季調済前月比で2.3%減となった。直近4ヶ月で3回目の前月比マイナスである。相手国別にはややまちまちな結果となっている。アジア向けはやや盛り返したものの、均してみれば減速基調は変わらない。アジア向けの輸出鈍化は、シリコンサイクルの一巡や、米国景気減速

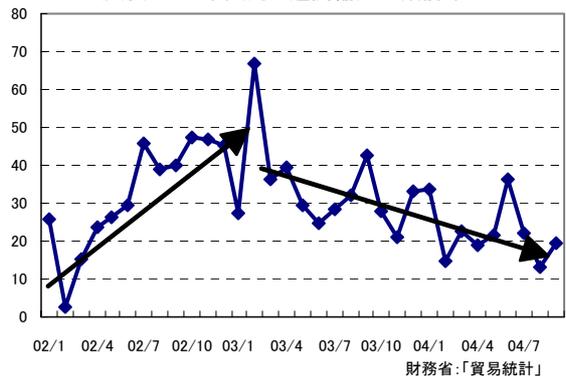


の影響が徐々に波及してきた影響が大きく、輸出は既に景気の牽引役の座を降りているとみている。今後数四半期は、軟調な推移が続くだろう。

7-9月期の中国の実質GDP成長率は、前年比9.1%となり、1-3月期の同9.8%、4-6月期の9.6%から2期連続で鈍化した。また、9月の都市部の固定資産投資は前年比27.9%と、30%を上回っていた上半期の水準からは減速している。中国の統計の精度を考えれば、この程度の差は誤差の範囲内ともいえるが、政府は「マクロコントロールは奏効している」とコメントしており、少なくとも過熱懸念は薄れたようだ。今後も引き続き引き締め姿勢を続けるものと考えられ、景気は緩やかな減速に向かうだろう。中国の成長率は、2005年度にかけ、前年比7%台まで徐々に減速が進むと予想している。

2002年度後半から直近までの日本の景気回復に、中国景気の加速が寄与した部分は極めて大きかった。今後、少なくとも足を引っ張ることはないにしろ、外需頼みの日本経済にとって、中国景気の寄与が縮小することの痛手は大きい。シリコンサイクルが一巡し、再び世界的にハイテク関連製品の需要が盛り上がりすると予想される2005年度後半までは、一進一退の推移が続くとみている。

(図表1-14)中国向け通関輸出金額前年比



## (5) 外需との連動性強める設備投資の行方

### 外需との連動性高める設備投資

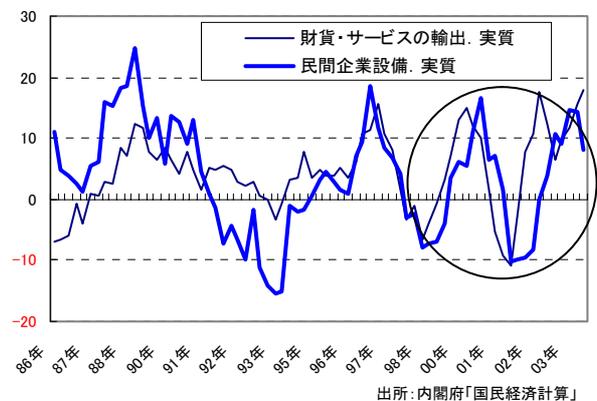
好調が続く設備投資も結局は外需の反映という色彩が強く(図表1-15)、2004年度後半以降、伸びは鈍化に向かうだろう。設備投資は、それ自身が需要項目であると同時に、完成すれば供給力になるという2面性を持っている。中国を中心とした海外需要の拡大を見込んだ設備投資は既に相当量進んでおり、むしろ、年度後半に外需が減速に向かう局面では、供給力の過剰感から、短期的には反動減が避けられない。

また、過去に抑制されたペントアップ需要としての更新投資は既に一巡しているとみられるほか、IT関連投資も、2004年度後半は買い替え需要が一巡する時期にあたる。原油価格を始めとする素材価格の上昇も、年度後半の企業収益の圧迫要因として働くだろう。

10月日銀短観の設備投資計画(全規模全産業)を見ても、2004年度上期は前年比8.4%増なのに対し、下期は同0.8%減と、減少を見込む形となっている。したがって、2005年度前半までは軟調な推移が続く可能性が高いが、外需が再び上向くとみられる2005年度後半以降は、再び先行投資が増えてくることが期待できよう。

また、国内のデフレトレンド脱却への展望が徐々に開けてきた場合、企業部門に既に蓄積されている多額の余剰資金が、設備投資増などの前向きの力として一気に噴出してくる可能性もある。ただし、現時点では残念ながら、余剰資金がプラスの力としてすぐに顕在化する余地は乏しいと言わざるを得ない。理由は以下のとおりである。

(図表1-15)設備投資と輸出の推移(前年比)



企業の金余りは景気回復の起爆剤か？

企業部門に蓄積された多額の余剰資金の行き先は、景気の先行きを予測するに当たっての最大のポイントであり、また最大の謎のひとつである。

4-6月期の日銀の資金循環勘定によると、非金融民間法人部門は、直近1年間の累計で約40兆円近い資金余剰部門となっている。同統計上の資金余剰の一部は債務返済に回っていると考えられ、企業会計上、この金額がそっくり手元資金として余っていることを意味しないが、同じ統計で見ても、民間企業の債務返済ペースは年間15兆円程度と、資金余剰幅の半分以上に収まっている。また、より企業会計に近い統計、たとえば法人企業統計でも、企業の内部には潤沢なキャッシュフローが蓄積されているのが確認できる。設備投資が昨年以来堅調な増加を続けてきたにも関わらず、いまだにキャッシュフローの7割程度の水準に留まっており、民間企業がマクロ的に相当の金余り状態にあるのは間違いないようだ。

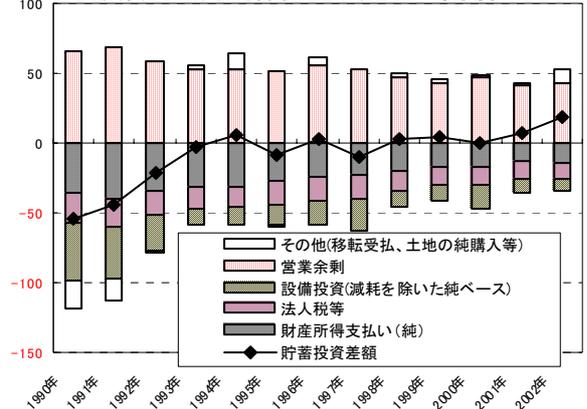
民間企業に蓄積された余剰資金が、もっと雇用増や、設備投資増などの前向きな力として経済に出回りはじめれば、本格的な景気回復が期待できるはずであるが、実際は銀行預金などに退蔵されている。企業は雇用リストラにより資金を捻出しているとも言われるが、それなら企業は使うあてのない資金を捻出するためにせつせとリストラに励んでいるということなのであろうか。

余剰資金の源泉は何か

余剰資金がなぜ有効に使われないかを考えるためには、なぜ、これだけの余剰資金が企業部門にたまったのかを解明する必要がある。資金循環勘定の資金過不足はカネの取引の収支尻であり、その背後にあるモノの取引が把握できないため、ここではSNA（国民経済計算）のISバランス（貯蓄投資差額）の分析を試みることにする。ISバランスは、モノの取引の収支尻で、カネの取引の収支尻である資金過不足と概念上一致する（実際には推計上の誤差が存在）。SNAのデータは現時点で2002年度分までしか利用できないのが難点だが、企業のISバランスの貯蓄超過（＝資金余剰）方向へのトレンド変化は1990年代から続いていることから、なんらかの傾向が確認できれば、今後の予測にも役立つはずである。以下、特に断り書きのない限りデータはすべてSNAベースである。

民間非金融法人企業のISバランスを、資金の源泉/使途別に要因分解したのが図表1-16である。民間企業の営業利益に相当する営業余剰は貯蓄超過幅拡大にはほとんど貢献しておらず、むしろ縮小傾向にあることがわかる。（SNAと民間企業の損益計算書の対照表は図表1-17）。

(図表1-16)法人部門のISバランスと寄与度



(図表1-17)SNAと損益計算書の対照表

		損益計算書		SNA	
	売上総利益	内部留保	貯蓄	企業所得	営業余剰
	営業利益	法人税等	直接税	直接税	
	経常利益	支払配当	他の移転	他の移転	
	営業外費用－営業外収益	営業外費用－営業外収益	支払財産所得－受取財産所得	支払財産所得－受取財産所得	
売上	売上原価	販売管理費	間接税	間接税	産出
		人件費・労務費	雇用者所得	雇用者所得	
		諸経費	固定資本減耗	固定資本減耗	
		原材料仕入額	中間投入	中間投入	
		棚卸益	在庫評価調整	在庫評価調整	

(出所)中村洋一「SNA統計入門」日本経済新聞社

それでは、何が企業の貯蓄増加に貢献したのだろうか。ひとつは設備投資（純ベース）の減少であり、もうひとつは、財産所得の支払い超過額の減少である。

#### バブル期の過剰投資の減耗（償却）が持続

純ベースの設備投資とは、設備投資額から固定資本減耗を差し引いた差額をさす。純ベースの設備投資が減少しているのは、設備投資が徐々に減価償却の範囲に収まりつつあることを示している。

この理由についても、大きく2点が考えられる。ひとつは、資本財の価格下落である。実質設備投資/固定資本減耗と名目設備投資/固定資本減耗を並べて比較すれば一目瞭然である（図表1-18）。名目ベースの設備投資の伸びは、実質ベースほど高い伸びにはなっていない。特に、1990年代以降のIT関連の資本財の価格下落は著しく、企業にとってはより安い値段で、高性能の設備を購入することが可能になった。これが、設備投資が徐々に固定資本減耗の範囲内に収まるようになった一因と考えられる。

2点目は、バブル期に膨らんだ過剰投資に対応する固定資本減耗（企業会計上の減価償却費に相当）が、直近まで持続していたためである。

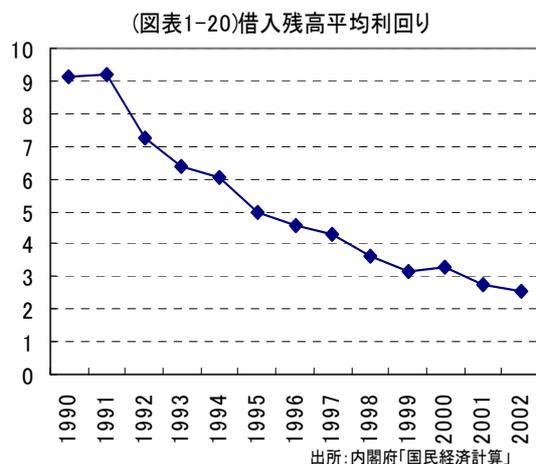
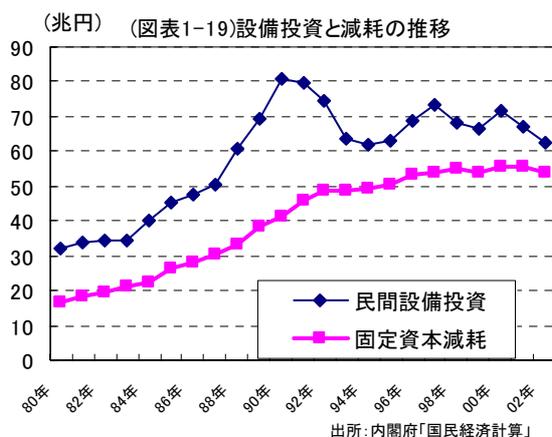
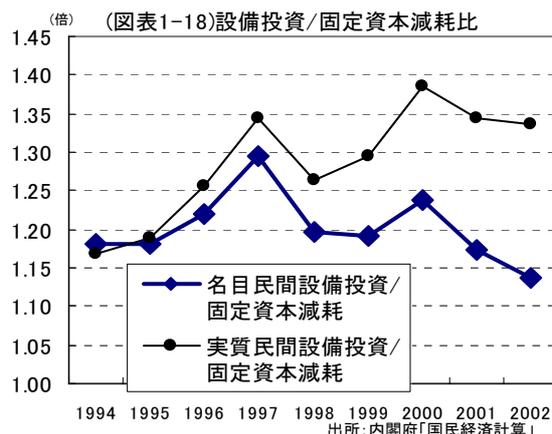
図表1-19は、設備投資の推移と固定資本減耗の推移を実額ベースで比較したものだ。日本の全産業ベースの資本設備のヴィンテージ（設備年齢）は、計測方法によりやや幅が出るものの、おおむね10～12年である。償却期間を考慮すると、1980年代後半から、1990年代前半にかけての高水準の設備投資に対応する減耗の蓄積が、1990年代後半以降もかなりの高水準を維持したまま持続していたと考えられる。

足元では、ほぼ償却を終えつつある段階と考えられるが、最近では、IT投資の割合が増える一方で、その償却期間が短い影響が、逆に固定資本減耗の増加ペースがすぐには落ちない要因になっている可能性がある。

#### 支払利子が大幅に減少

設備投資額（純ベース）の減少とともに、民間企業の貯蓄超過幅拡大に貢献したのが、財産所得の支払超過額の減少である。財産所得とは、利子や配当の受払い額である。図表1-16では、支払財産所得から受取財産所得を引いた差額ベースで表示しているが、減少したのは支払い側、中でも支払利子が大きく減少した影響が大きい。

支払利子の減少傾向が続いたのは、1990年代以降、ほぼ一貫して金利低下が続いたことと、債務残高自



体が減っていることによる。民間企業の支払利子を、借入金残高で割った平均利回りの推移を見たのが図表1-20である。1990年には9%台だったのが、2002年には2%台にまで急低下している。

また、債務残高は、債務リストラの進展や倒産などにより、1990年の515兆円から、足元では405兆円まで、約5分の4の金額にまで減少している(図表1-21)。

さらに、支払利子の前年比ベースの増減率を、金利低下要因と、債務残高減少要因に寄与度分解したのが図表1-22だ。寄与度ベースでは、債務残高の減少の方がより大きく貢献したことが確認できる。

### 後ろ向きの資金蓄積では企業マインドは改善しない

このように、民間企業の貯蓄超過幅の拡大は、もっぱら金利低下要因、債務リストラ要因、資本財デフレ要因、固定資本減耗要因といったもので、肝心の営業余剰はほとんど貢献していなかったことがわかる。企業にとっては、いわば、「後ろ向きの資金蓄積」ということができるかもしれない。

これでは、前向きの企業行動に繋がらないのは当然だろう。設備投資が増加するためには、将来的な収益期待が膨らむ必要がある。営業余剰と設備投資の相関は高い(図表1-23)。また、収益拡大期待が持続的なものとなるためには、リストラ主導ではなく、売上主導で収益が伸びていく構図が必要だろう。SNAで、売上に相当するのは産出額(GDPに中間投入を加えたもの)だが、図表1-24のとおり、産出額と設備投資の相関も非常に高いことがわかる。

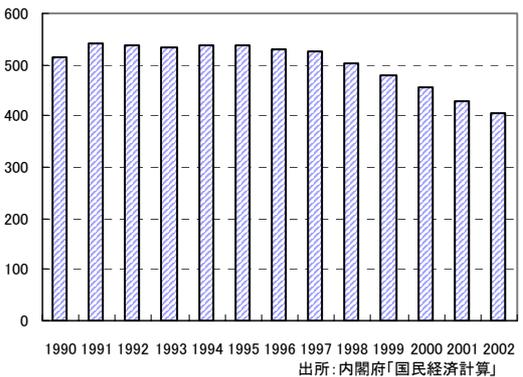
### 企業の金余りにトレンド変化の可能性も

民間企業への高水準の余剰資金の蓄積ペースが、今後も持続するとは限らない。むしろ、意外に簡単にトレンドが変わってしまうパターンもありうる。

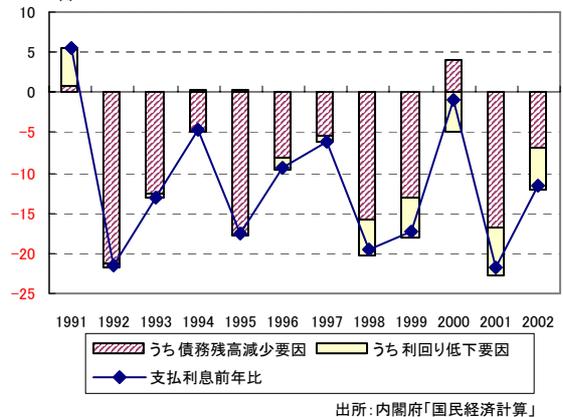
既に、1980年代後半以降の高水準の固定資本減耗は、ヴィンテージの長さを考えても、ほぼピークアウトしつつある段階と考えられる。

また、ここへきて、資本財の急速な価格低下ペースが鈍る兆しもみえる。1990年以降の設備投資デフレターの低下は、IT機器の価格下落幅が大きく、かつ、企業の設備投資に占めるIT機器の比率が急

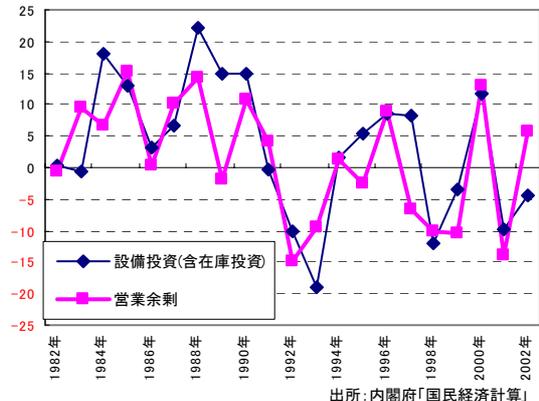
(兆円)(図表1-21)民間非金融法人企業の借入残高



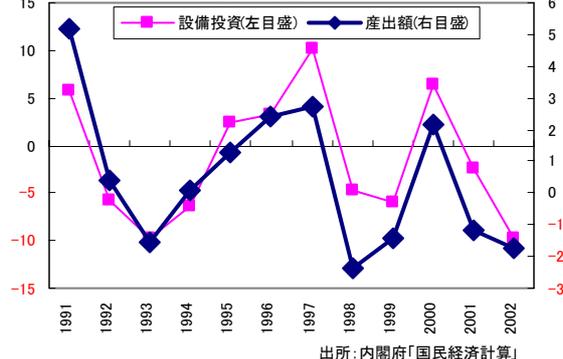
(%) (図表1-22)支払利息前年比と寄与度分解



(%) (図表1-23)設備投資と営業余剰の推移(前年比)



(%) (図表1-24)産出額と設備投資額の推移(前年比、暦年ベース)



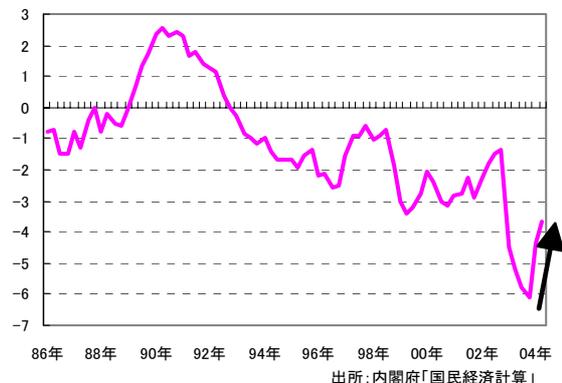
速に拡大したのが主因であった。しかし、素材価格の上昇を反映して、建物などの価格は既に下げ止まっている。IT機器の設備投資に占めるウェイトも、今までと同じペースで拡大を続けるとは考えにくい。実際、図表1-25のとおり、設備投資デフレーターは既に一段落しつつある。

固定資本減耗の蓄積ペースが鈍る一方で、投資財購入に向けた平均費用が上昇に向かえば、純ペースの設備投資の伸びは縮小傾向から拡大に転じるだろう。また、借入金利の低下余地は既に乏しくなっており、過剰債務の削減もかなり進んできた現実を考えると、支払利子の減少傾向もそろそろ一巡しつつあると考えられる。

このように、潤沢に見える民間企業の余剰資金も、裏をかえせば不安定な心もとないものであり、そのことをほかでもない企業自身がある程度認識しているからこそ、なかなか前向きの企業行動に繋がってこないのではないか。

企業部門の金余り現象は、景気減速局面においてはある程度下支えとなることが期待されるものの、内容的には過大評価されており、景気回復の起爆剤として期待するのは、現時点では困難といえよう。

(図表1-25)設備投資デフレーター(前年比)



## (6) 消費者物価が持続的上昇に転じる可能性は低い、日銀は量的緩和を維持

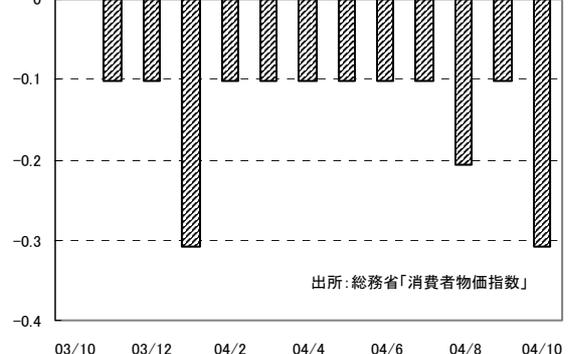
### 企業物価指数は上昇したが…

春先以降、高い伸びを続けてきた企業物価指数は、足元ではやや伸びが落ち着く兆しも見え始めている。品目別に見ると、石油・石炭製品や鉄鋼などは高い伸びが続いているものの、電気機器、輸送用機器、精密機器など、主力工業製品の価格は低下基調にあり、素材価格上昇、製品価格下落の構図は変わっていない。素材価格の上昇は、中国の需要急増など海外要因を反映した面も大きく、国内経済はまだデフレギャップが解消していないと考えられることから、企業は最終財の価格引き上げに慎重なスタンスを維持するだろう。

### 消費者物価の持続的上昇は考えにくい

10月は昨年度のコメ価格上昇の影響が、前年比で見た場合は剥落する月ということで、全国ベースに1ヶ月先んじて発表される東京都の消費者物価指数に注目が集まったが、除く生鮮ベースで前年比0.3%低下と、予想通りマイナス幅が拡大する結果となった(図表1-26)。コメの作況指数は平年以下となる見込みであり、大きな値下がりには考えにくいだが、少なくとも昨年の高騰の影響が剥げ落ちる分、10月以降は0.2%程度の押し下げ要因となる。電力料金や電話料金引き下げ等の影響もあり、全国ベースのコアCPIも、年度末までに前年比マイナス0.3~0.4%の推

(図表1-26)東京都消費者物価指数  
(除生鮮食品:前月比)



移となろう。

今後も、最終財への価格転嫁の動きは限界的なものに留まるとみており、消費者物価の持続的な上昇は予想していない。10月29日に日銀から発表された「展望レポート」では、政策委員の消費者物価の大勢見通しが前年比プラスとなったが、実際に消費者物価が安定的な前年比プラスに転じるのは、2006年度後半以降と見ている。量的緩和解除までにはまだ相当の距離があると見ており、2005年度中に現行の金融政策の枠組みに大きな変化が生じるとは予想していない。

#### **(7) 定率減税廃止は成長率を0.3%ポイント程度引き下げる可能性**

2005年度の予算では、既に公共投資などの削減姿勢の継続が明らかにされており、GDP統計上の公的資本形成は前年比で大幅なマイナスとなる状況が続くだろう。

歳入面では、政府税制調査会において、3兆円規模の定率減税の廃止が検討されている。これがもし実施に移されれば、0.3%ポイント程度年間の成長率を引き下げるとみている。景気に及ぼす影響の多くは2006年度以降に現れる見込みである。

ただ、決定されても実際に実施するかどうかは景気動向を見極めつつ判断される予定とのことだ。景気回復局面であれば、0.3%ポイントの下押し圧力は楽々吸収できると考えられるが、景気減速局面では、マインド面への影響などを考慮すると無視できない規模である。安定的な社会保障財源を確保するうえで必要な政策のひとつではあるが、当社は2005年度前半までは景気が停滞色を強めると予想しており、実施の有無を含め、現時点では不透明な部分が多い。

また、「官から民へ」、「国から地方へ」（規制改革・行政改革）といった政府の構造改革については、従来のような先送り体質からは一歩前進しつつあるものの、依然遅々とした動きに終始しており、結果には結びついていない。これまで民間企業の参入が厳しく制限されていた医療、教育、農業分野などの、いわゆる「官製市場」の規制改革が進めば、将来的には大きな民間需要の掘り起こしに繋がる可能性がある。しかし、現時点では予想に織り込める状況にはない。2004年度後半の米国景気の停滞が軽微なものに留まれば、日本経済も2005年度後半以降は再び循環的な回復局面に向かう展開とみているが、景気回復を持続的かつ力強いものとするためにも、構造改革の一層の進展が必要とされるところだ。

循環的な回復と減速を繰り返しつつも、徐々に日本経済の底上げが実現していることは間違いない。2005年度後半に予想される次の景気回復局面が、デフレ脱却への本格回復に繋がる可能性は決して低くないといえよう。

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

米国経済はこれまで、昨年5月末に成立した約3500億ドルにのぼる減税策の効果によって押し上げられてきたが、2005年は2004年に比べて減税規模が縮小することから実質的に増税となって効いてくる。このため、景気の拡大基調は2005年前半にかけて弱まると予想する。

個人消費は雇用・所得環境が緩やかながらも改善するため、ある程度下支えされよう。しかし、今後は減税効果の剥落やこれまでのガソリン価格上昇による影響がボディブローのように効いてくると予想されるため、力強い伸びを期待することは難しい。加えて、足元の貯蓄率がゼロ近辺で推移するなど家計の消費拡大余地は乏しくなっており、個人消費の増勢は弱まると予想する。

住宅投資や設備投資に関しても、これまでの増加が減税や低金利といった財政・金融政策に支えられた面が大きく、需要の先食いが多分に生じていたと考えられることから、今後は反動によって伸びが弱まると予想する。

個人消費、住宅投資、設備投資の伸びが鈍化する中、今後、生産活動は調整局面を迎える可能性が高い。在庫水準が歴史的低位で推移していることから調整は軽微なものに留まり、2005年の後半には再び持ち直してくると予想するが、さしたる景気牽引役が見当たらないことから2005年は1年を通じて力強さに欠けた展開が続くと予想する。

米国実質GDP成長率： 2004年 4.3% 2005年 3.0%

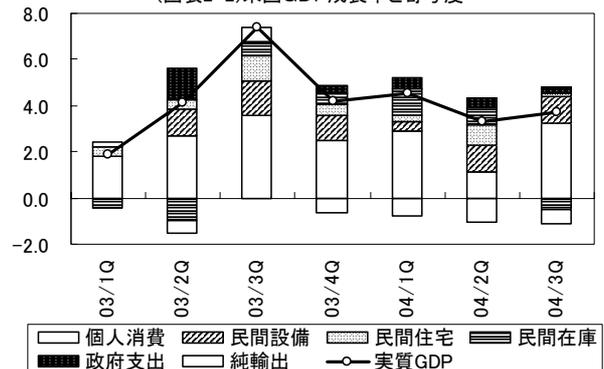
(図表2-1) 米国実質GDP

前期比年率	暦年ベース			2004年				2005年			
	2003年	2004年	2005年	04/3	04/6	04/9	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12
実質GDP	3.0%	4.3%	3.0%	4.5%	3.3%	3.7%	2.9%	2.4%	2.8%	3.1%	3.4%
個人消費支出	3.3%	3.6%	3.0%	4.1%	1.6%	4.6%	2.9%	2.7%	2.9%	3.0%	3.2%
民間設備投資	3.3%	10.1%	7.4%	4.2%	12.4%	11.7%	9.9%	4.2%	6.8%	5.6%	5.4%
民間住宅投資	8.8%	9.8%	1.8%	5.0%	16.5%	3.1%	2.8%	-0.8%	-0.6%	1.5%	2.0%
企業在庫(寄与度)	0.0%	0.5%	0.0%	1.2%	0.8%	-0.5%	0.0%	-0.2%	-0.2%	0.2%	0.2%
純輸出(寄与度)	-0.5%	-0.6%	-0.4%	-0.8%	-1.1%	-0.7%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
輸出	1.9%	8.6%	4.6%	7.3%	7.3%	5.1%	4.7%	4.1%	3.3%	4.7%	5.9%
輸入	4.4%	10.0%	5.5%	10.6%	12.6%	7.7%	6.8%	3.9%	3.7%	4.1%	5.1%
政府支出	2.8%	2.2%	2.2%	2.5%	2.2%	1.4%	3.1%	2.5%	2.6%	1.0%	1.9%
内需(寄与度)	3.6%	5.0%	3.4%	5.3%	4.4%	4.4%	3.8%	2.6%	3.1%	3.2%	3.6%
最終需要(寄与度)	3.6%	4.5%	3.4%	4.1%	3.6%	4.9%	3.8%	2.8%	3.2%	3.0%	3.3%

### (1) 個人消費は緩やかな増加に留まる

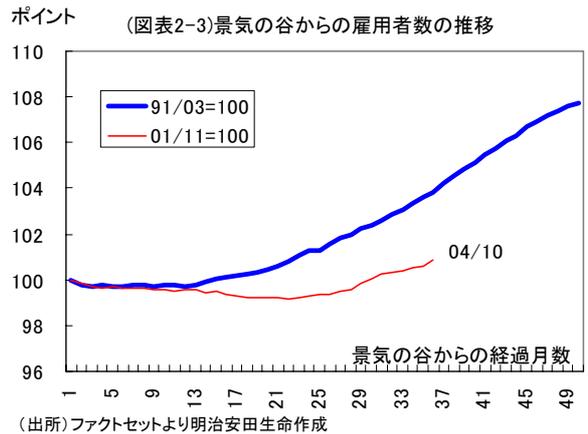
個人消費は、減税効果の一巡やガソリン価格の高騰などにより、4-6月期には前期比年率で1.6%増と低い伸びに留まったが、7-9月期には同4.6%増と再び勢いを取り戻した(図表2-2)。しかし、レッドブック・リサーチ社が発表した10月第1-4週の小売売上高は前月比0.6%減となったほか、11月についても同0.6%減が予想されており、個人消費の先行きに不透明感が高まりつつある。

前期比年率(%) (図表2-2) 米国GDP成長率と寄与度

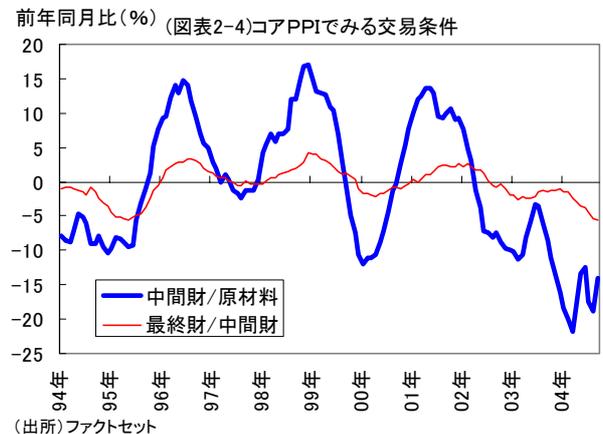


(出所) ファクトセット

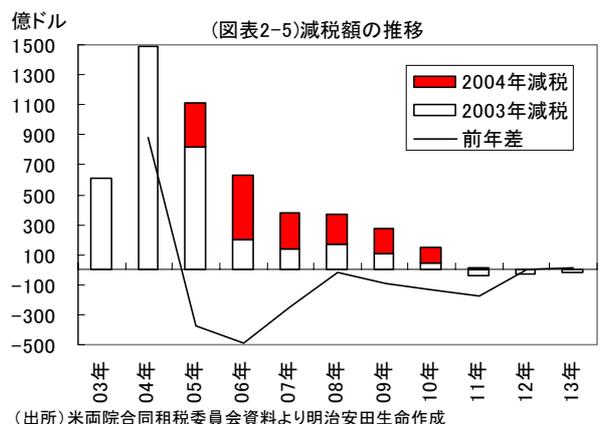
減税効果が一巡し、財政面からの下支えが期待できない今後、個人消費の先行きを占う上で最も重要なのは雇用・所得動向である。足元の雇用情勢は非農業部門雇用者数が増加基調にあるものの、ジョブレスリカバリーと言われた1990年代初頭と比較しても雇用の増加ペースは極めて緩やかなものに留まっている(図表2-3)。また、労働参加率が歴史的低水準で推移していることが物語るように、職探しを諦めて労働市場から退出した人が数多くおり、潜在的な雇用の余剰感が高い。雇用は回復基調が続いているが、改善度合いは今ひとつだ。



先行きの雇用についても楽観的に捉えることは難しい。企業は新規投資よりも債務削減を優先し、バランスシートの改善に努めてきた結果、潤沢な余剰資金を抱えている。それにもかかわらず、雇用増や設備投資を積極的に進めてこなかった背景には、景気の先行きに対する不透明感がなかなか払拭されないことがある。昨年後半からの景気拡大は減税や低金利といった財政・金融政策に支えられた面が大きかったが、減税効果が剥落し、FRB(米連邦準備制度理事会)が利上げ実施の方針を示している現状では、企業が先行きに対する慎重な姿勢を前向きなものに変えることは容易でない。まして、原油をはじめとした素材価格の高騰により、企業の交易条件は悪化傾向を強めている(図表2-4)。収益環境が不透明感や厳しさを増す中、企業が競争力を維持するためにはコスト削減努力を続ける必要があることから、今後の雇用増も限られたものに留まる可能性が高い。足元の貯蓄率が0.2%まで低下するなど、家計の消費拡大余力が乏しくなっていることもあり、今後の個人消費に力強い伸びを期待することは難しそうだ。



ところで、昨年5月末に成立したおよそ3500億ドルにのぼる2003年減税法では、その効果に即効性を持たすべく、2003年と2004年を中心に減税額が配分されていた。この結果、2005年の減税規模は2004年に比べて大幅に縮小し、2005年は実質的に増税となる予定だった。



これが景気への過度な下押し圧力になることを避けるため、大統領選が終盤戦に突入した9月末、米上下両院本会議は、年末で期限切れとなる児童控除拡大などの所得減税延長を求めた2004年減税法案を可決した。この法案による減税規模は向こう10年間で約1459億ドルにのぼり、2005年については292億ドルの追加減税となる(図表2-5)。この減税により2005年の実質的な増税規模は縮小することとなったが、ネットで見れば依然として増税には変わりなく、今回の減税の効果は個人消費の下押し圧力を緩和する程度にすぎないと思う。

## (2) 住宅投資は今後ピークアウトへ

これまで景気拡大の一翼を担ってきた住宅投資についても、今後は増勢が弱まると予想する。

新築住宅着工件数は昨年の中頃から急激に増加したが(図表2-6)、これは減税による景気の拡大、金利上昇に伴う駆け込み需要などが背景だった。また、住宅需要の増加によって住宅価格が上昇したため、財テクを狙った資金流入が増加したことも一因と考えられる。

しかし、ここに来て住宅着工に先行する住宅ローン申請件数が頭打ちの傾向を強めつつある。昨年中盤以降の旺盛な住宅投資は住宅需要の先食いだった面が多分にあると考えられ、その反動が少しずつ顕在化してきた可能性が高い。また、住宅在庫が増加しており、足元では1992年以降で最高水準となっている。この先、住宅投資はピークアウトする可能性が高い。

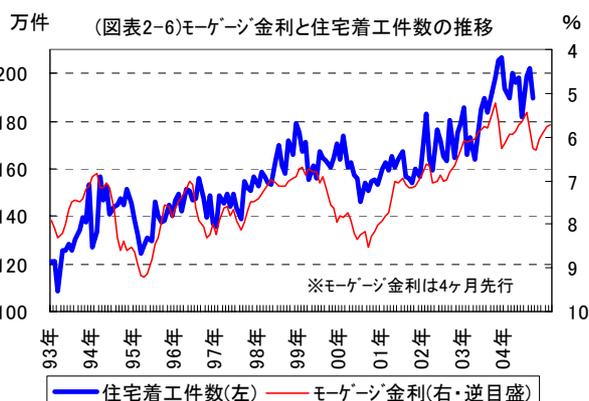
もっとも、住宅の着工許可を得たものの、未だ着工に至っていない物件が数多く残されていることから(図表2-7)、住宅投資がピークアウトするまでにはもうしばらく時間を要するものと思われる。また、足元の金利は歴史的に見ていまだ低水準に留まっているほか、移民の流入による人口の増加や住宅取得のための手厚い優遇税制など、住宅投資を取り巻く環境は良好であるため、今後、住宅投資がピークアウトしたとしても、落ち込み幅は限られたものに留まると考える。

## (3) 設備投資の増勢も次第に鈍化

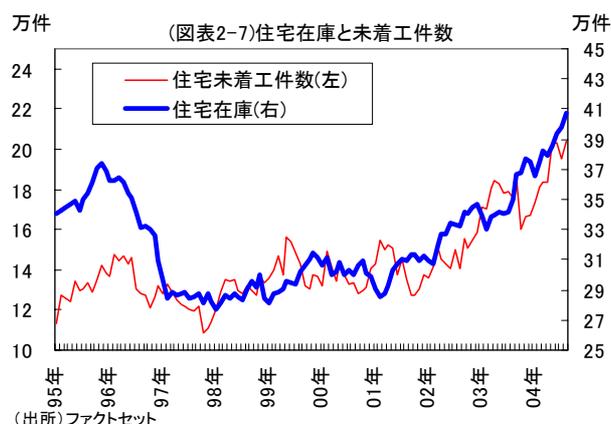
設備投資は、ボーナス減価償却(取得資産の初年度の減価償却率を30%から50%に引き上げ)といった設備投資減税が2004年末までの時限立法となっていることから、年末までは堅調な推移が続くと予想する。

しかし、ここに来て牽引役であったIT投資の伸びがピークを迎えつつある。IT投資がこれまで堅調な推移を続けてきた背景には旺盛な更新需要があった。一般にIT投資の更新サイクルは3~4年と言われているが、1990年代後半のITバブル時に投資された設備が2003年頃から更新期に突

入し、そろそろ終盤に差し掛かっていると考えられる。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(図表2-8)、年明け以降、設備投資の増勢は鈍化しよう。

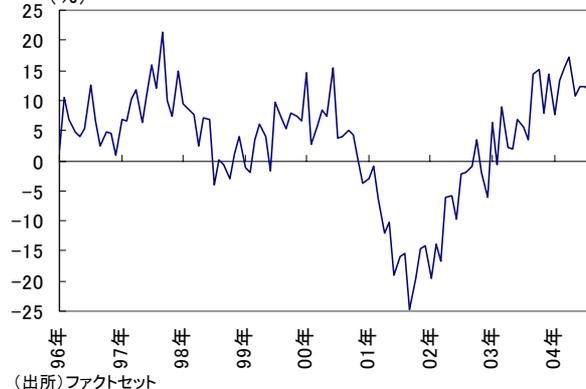


(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット

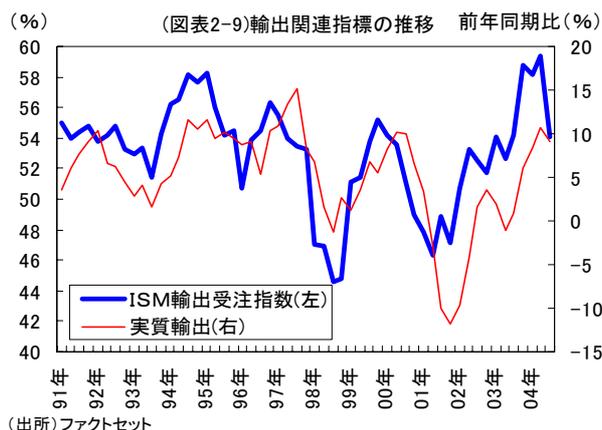
図表2-8) 非防衛資本財受注(除く航空機)



#### (4) 純輸出はマイナス寄与が続く

ここ数年、米国の内需が他国に比べて強かったことから、輸出の伸びを上回って輸入が増加する傾向が続き、純輸出は景気の下押し圧力として働いてきた。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られ、純輸出のマイナス寄与が続くと予想する。

輸出は、その伸びに先行するISM輸出受注指数が輸出増減の境目となる50%を上回っており(図表2-9)、今後も増加基調が続くと予想する。しかしながら、同指数のトレンドは既に低下傾向へ転じていることから、輸出の伸びは次第に鈍化すると考える。輸入は、景気の牽引役が見当たらない中で内需の拡大ペースが緩やかなものに留まることから、増加テンポが弱まると予想する。



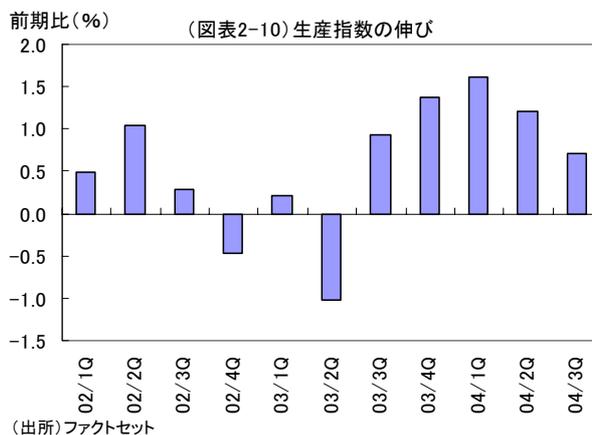
#### (5) 生産は来年中頃まで調整局面へ

7-9月期の鉱工業生産指数は、前期比0.7%増と5四半期連続で前期の水準を上回ったものの、1-3月期の同1.6%増、4-6月期の同1.2%増に比べると伸び率は鈍化した(図表2-10)。

9月21日のFOMC(米連邦公開市場委員会)後に発表された声明では、生産活動に関する認識が「再び牽引力を取り戻している」と、前回8月の「最近数ヶ月の生産は、拡大ペースが緩やかになった」から上方修正されたが、生産指数の動きを見る限りは足元の生産活動が力強さを増しているとは言えない。

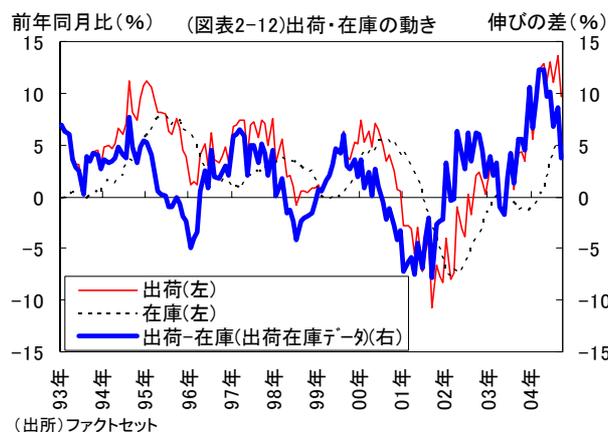
先行きに関しても、生産の鈍化を示唆する材料が増えている。生産指数の伸びに先行するISM製造業生産指数は10月に58.9%と、生産増減の境目となる50%を大幅に上回ったが、指数の方向としては今年1月をピークに低下基調が強まっている(図表2-11)。ここにきてフォードやゼネラルモーターズが新車在庫の高まりを受けて減産を発表したほか、半導体生産と関連の高いBBレシオがピークアウトするなど、弱めの材料が散見されるようになってきた。

生産の先行きを占う上で在庫循環図がよく利用されるが、ここでは在庫循環の動きをより見やすくするために出荷の伸びから在庫の伸びを控除したデータ(以下、出荷在庫データ)を作成した(図表2-12)。出荷在庫データの動きを見ると、減税効果が顕在化した昨年中盤以降、出荷の増加が牽引する形で上昇基調に転じている。しかし、減税効果の一巡した今年の初夏頃には出荷の伸びが頭打ちとなり、その一方で在庫の伸びが加速したことから低下基調に転じた様子が窺える。出荷在庫



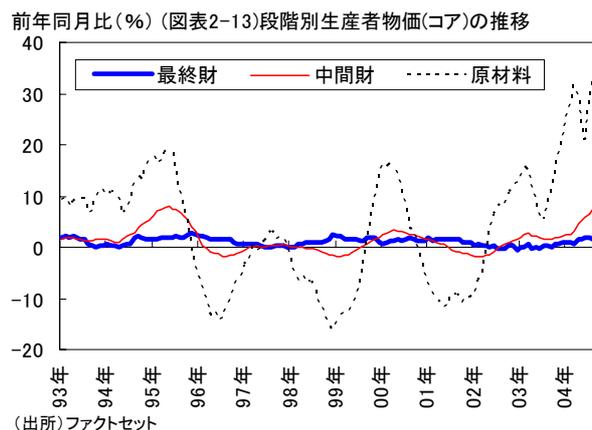
データは生産指数の伸びに数ヶ月先行する傾向があることから、今後、生産指数の伸びも鈍化することが予想される。

では、どのくらいの期間、生産指数の伸びは弱含むのだろうか。1990年以降、出荷在庫データの動きを見てみると、およそ1年～1年半の周期で増減を繰り返している様子が窺える。今回の上昇についても昨年5月に始まり、1年後の今年4月にピークをつけていることから、過去の経験則に沿った動きとなっている。こうした経験則をそのまま受け入れるならば、出荷在庫データは来年春先まで持続的に鈍化し、その後は持ち直すこととなる。生産指数とのラグを考えれば、生産活動は来年中盤あたりまで調整局面が続き、年後半からは再び回復に向かう可能性が高い。生産活動が上向きに転じれば、それに伴って雇用も創出されることから、2005年後半には景気に少しずつ明るさが見られるようになると思う。



### (6) 物価上昇圧力は依然鈍い

消費者の低価格志向や安価な輸入品の流入で価格競争が激化していることから、物価は上昇圧力が高まりにくい状況にある。素材価格の高騰やドル安により原材料価格が上昇しているものの、最終財価格の伸びは限られたものに留まっており、川上産業から川下産業への価格転嫁は進んでいない(図表2-13)。また、労働参加率が低水準で推移するなど雇用の余剰感が強いほか、足元の雇用増加も賃金水準の低いパートタイマー中心となっており、賃金面からの物価上昇圧力も弱い。



### (7) 緩やかなペースでの利上げが続く

F R B は今年6月末のF O M Cでおよそ4年ぶりとなる利上げを行って以来、F O M C開催毎(8月、9月、11月)に25bpの利上げを実施してきた(図表2-14)。F R Bは現在のF F レートが景気に対して十分緩和的であることから、今後も中立水準まで段階的に利上げを行う方針を示している。

では、その中立水準とは一体どの程度なのだろうか。テイラールールを用いてF F レートの中立水準を試算してみた。テイラールールを利用するためには、まず米国の潜在成長率がどの程度なのかを求める必要がある。ここでは、コブ・ダグラス型生産関数を用いて潜在成長率を推計してみた。基礎データである労働投入量には資本ストックと設備稼働率を、資本投入量には生産年齢人口とC

(図表2-14)FRBの金融政策の推移

FOMC開催日	FFレート変更幅	FFレート誘導水準	景気リスク	インフレリスク	その他コメント
04/1/27~28	なし	1.00%	均衡	均衡	忍耐強くなれる
3/16	なし	1.00%	均衡	均衡	忍耐強くなれる
5/4	なし	1.00%	均衡	均衡	慎重なペースで
6/29~30	0.25%	1.25%	均衡	均衡	慎重なペースで
8/10	0.25%	1.50%	均衡	均衡	慎重なペースで
9/21	0.25%	1.75%	均衡	均衡	慎重なペースで
11/10	0.25%	2.00%	均衡	均衡	慎重なペースで

(出所)FRB資料より明治安田生命作成

BO（米議会予算局）公表の自然失業率を使用して計算したところ、2003年における潜在成長率は約3.2%との結果が得られた。

テイラールールでは、潜在成長率と実際の成長率との差を表すGDPギャップのデータを用いるが、足元の動向をより正確に表すために四半期ベースでGDPギャップを計算すると、2004年3Qではマイナス1.2%となった(図表2-15)。GDPギャップはITバブル崩壊後の2001年初め頃からデフレギャップが拡大する傾向にあったが、昨年5月末に成立した3500億ドルにのぼる減税効果によって、2003年1Qを底に縮小傾向に転じている。しかし、仮に今後も潜在成長率が3.2%で推移するとした場合、弊社の見通し（2004年4.3%、2005年3.0%）に基づけば、2005年末のGDPギャップは再びマイナス1.8%へ拡大することとなる。2005年末までにGDPギャップが解消するためには、今後、前期比年率で4.4%以上の成長持続が必要だ。

こうして得られたGDPギャップをもとに、テイラールールを用いて以下の3つの方法でFFレートの中立水準を試算してみた。

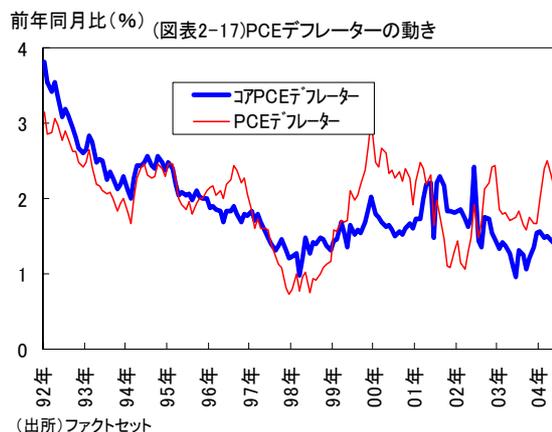
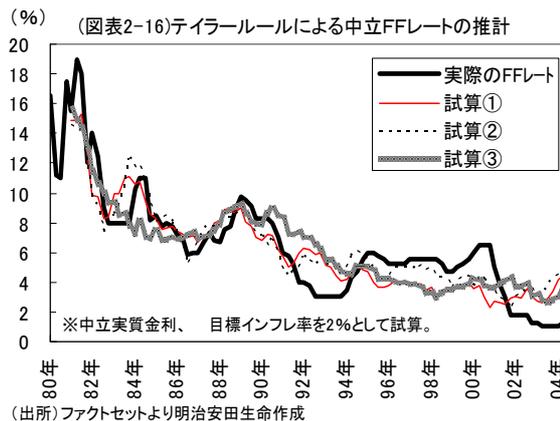
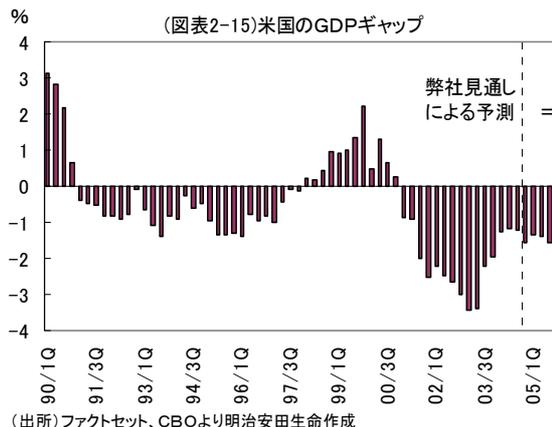
試算①：インフレ率にはコアPCE（民間消費支出）デフレーターを使用し、テイラールールに基づいて試算。

試算②：インフレ率には期待インフレ率（GDPデフレーター：フィラデルフィア連銀公表値）を使用し、テイラールールに基づいて試算。

試算③：インフレ率にはコアPCEデフレーターを使用。テイラールールの式を変形し、FFレートを被説明変数、インフレ率とGDPギャップを説明変数として回帰分析を行い、その結果から試算。

試算結果によれば、2004年3QにおけるFFレートの中立水準は、試算①の場合3.7%、試算②の場合4.7%、試算③の場合3.2%となった(図表2-16)。クリーブランド連銀のピアナルト総裁が、「FFレートは3~5%が中立的」と発言するなど、これまでのFRB高官のコメントを見ても中立水準は3~5%程度との見方が多い。

金融政策は今後も中立水準に向けて利上げが行われる方向にあると考える。しかし、物価の上昇圧力は引き続き弱い(図表2-17)ほか、雇用・所得環境が緩やかな改善に留まることから個人消費の伸びは力強さを欠き、景気の拡大ペースが鈍化すると考える。このため、今後の利上げは緩やかなペースで行われる可能性が高く、2005年末のFFレートは2%台後半に留まると予想する。



### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏では、昨年下半年以降、世界景気の拡大を背景とした輸出の伸びが国内生産の活発化につながってきた。実質GDP成長率は、昨年7-9月期以降5四半期連続で前期比プラスの伸びを続けているが、既に外需に減速傾向が見られ、域内の消費も伸び悩んでいることから、今後景気回復テンポは鈍化に向かうと予想する。ただし、米国景気の調整が小幅に留まると考えられることなどから、2005年半ば以降は外需が持ち直し、域内の生産活動や個人消費まで波及、再び成長率が上向き始めると予想する。

企業部門では、輸出主導で活発化してきた生産活動が停滞色を強めるが、在庫水準が低いため、外需が持ち直す2005年半ばには再度上向こう。設備の過剰感は小さいため、増産に伴って設備投資も増加傾向をたどると予想する。

家計部門では、フランスなど一部の国で個人消費に明るさが見られるものの、雇用回復の遅れに加え、社会保障制度改革に伴う家計の負担増の影響で、ドイツを中心にユーロ圏全体としての回復の足取りは引き続き重いと予想する。消費低迷と価格競争激化から、原材料価格の上昇は製品価格に転嫁されずに企業収益を圧迫しており、コスト削減のための雇用リストラは今しばらく続こう。これがさらに消費の回復を遅らせるという構図はなかなか解消されないと考える。

また、EU安定成長協定の見直しが検討されているが、基本的にドイツやフランスをはじめ財政赤字がGDP比3%を超える各国では、景気刺激策としての財政出動は難しい状況が続こう。

英国経済については、昨年11月からの5度におよぶ計1.25%の利上げの効果が現れ始め、住宅価格の高騰は沈静化に向かいつつある。これにより資産効果は弱まり、好調だった個人消費の伸びは鈍化するが、良好な雇用環境を背景に底堅く推移しよう。鉱工業生産は春先に一旦回復の兆しを見せた後に再び減速しているが、2005年半ば以降は外需の回復によって上向くため、設備投資は小幅減速の後に持ち直そう。2004年・2005年を通して堅調な景気回復が持続すると予想する。

ユーロ圏実質GDP(前期比、04/9期は合計のみ実績)

(前期比)	暦年ベース			2004年				2005年			
	2003年	2004年	2005年	04/3	04/6	04/9	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12
ユーロ圏GDP	0.5%	1.8%	1.9%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%	0.7%
家計消費	1.0%	1.2%	1.5%	0.7%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%
政府消費	1.7%	1.7%	1.5%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
固定投資	-0.5%	1.2%	2.3%	-0.1%	0.1%	0.8%	0.5%	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%
純輸出(寄与度)	-0.7%	0.2%	0.4%	0.4%	0.2%	-0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

ドイツ実質GDP(前期比、04/9期は合計のみ実績)

(前期比)	暦年ベース			2004年				2005年			
	2003年	2004年	2005年	04/3	04/6	04/9	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12
ドイツGDP	-0.1%	1.2%	1.5%	0.4%	0.4%	0.1%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
家計消費	0.0%	-0.5%	0.6%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
政府消費	0.1%	0.2%	0.7%	-0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
固定投資	-2.2%	-2.4%	1.3%	-2.8%	-1.0%	0.7%	0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%
純輸出(寄与度)	-0.6%	1.3%	0.5%	1.2%	0.5%	-0.7%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

英国実質GDP(前期比、04/9期まで実績)

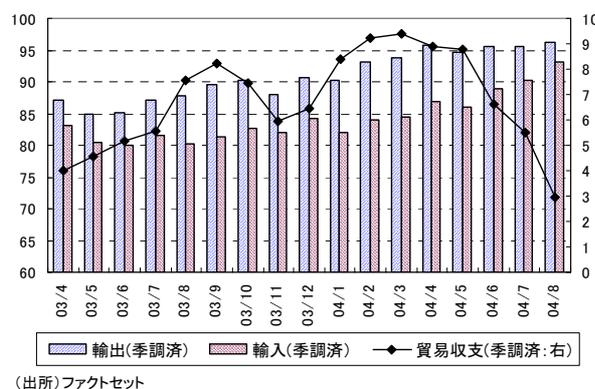
(前期比)	暦年ベース			2004年				2005年			
	2003年	2004年	2005年	04/3	04/6	04/9	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12
英国GDP	2.2%	3.1%	2.6%	0.7%	0.9%	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%

## (1) ユーロ圏景気は一旦鈍化後に緩やかに回復

### 輸出の牽引力は弱まる

ユーロ圏景気はここまで輸出主導で比較的堅調に推移してきた。ユーロ圏からの輸出は、米国・英国・アジア向けが約半分を占めるが、いずれの地域も景気減速感が強まっていることから、輸出にこれまでのような牽引力は失われよう。一方で、原油価格上昇の影響から輸入が増加しているために、貿易統計（名目ベース）では貿易黒字が急激に縮小している（図表 3-1）。実質ベースでは価格変動要因は除かれるが、純輸出がGDP成長率を押し上げる力は弱まっている。今後については、米国景気の調整は小幅に留まると予測しており、2005年半ばからは再び輸出は増加に転じよう。最近のユーロ高は輸出の下押し要因となり得るが、今のところは、原油価格を抑制するプラス効果の方が大きいと考える。ただし、1ユーロ1.3ドルを超えるとさすがに輸出産業への悪影響が出てくると考えられ、ユーロ高の進行は今後の懸念材料だ。

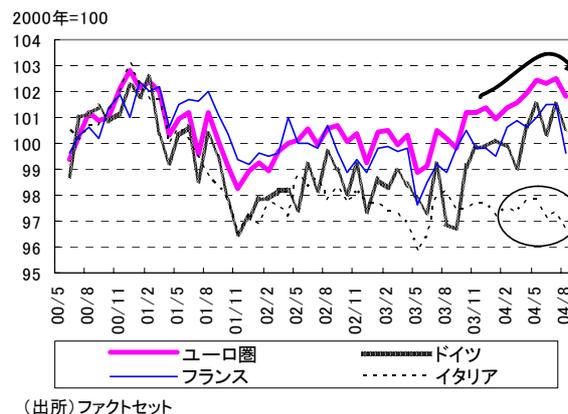
(図表3-1) ユーロ圏貿易収支の推移(季調済) 10億ユーロ



### 堅調だった生産活動は停滞色を強める

昨年下半年以降、海外需要に支えられて堅調に推移してきた生産活動は、今後停滞色を強めよう（図表 3-2）。ユーロ圏の鉱工業生産指数は、域内での需要の伸び悩みと域外需要の鈍化傾向が重なり、消費財が減少傾向にあるうえ、主力の資本財も頭打ちとなりつつある。

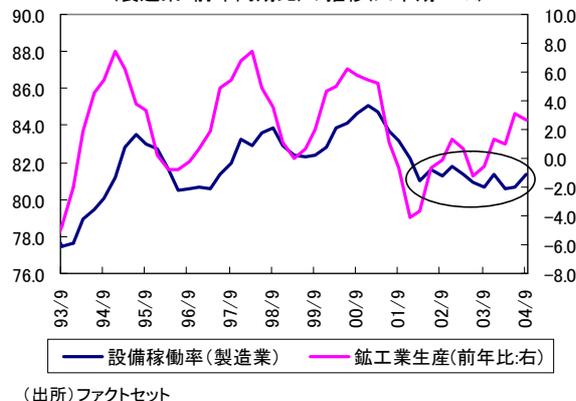
(図表3-2) ユーロ圏鉱工業生産指数(季調済)



主要国の中では、国内消費が低迷しているうえに輸出産業の競争力が比較的弱いイタリアの不振が目立つ。イタリアの輸出品目は、ローテク機械や繊維製品といった、高付加価値製品ではない従来型の資本財と消費財が中心で、アジア諸国と競合しやすい。また、ドイツ企業などに比べると、イタリアでは国際的なコスト競争への対応が遅れがちであったことが要因として考えられる。

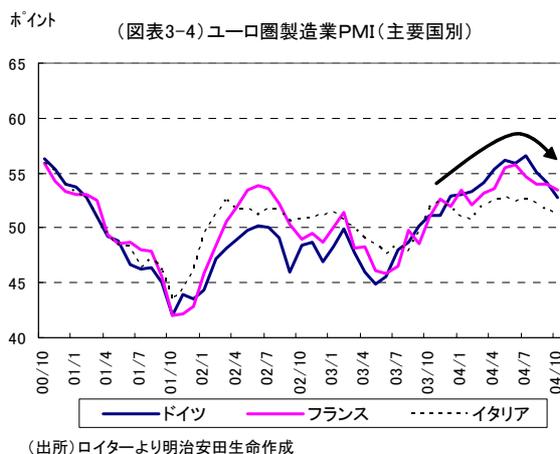
過去の回復局面では、鉱工業生産の前年比に遅行して上昇していた設備稼働率は、生産の伸びが比較的緩やかな中では、ほぼ横ばい圏内の推移に留まっている（図表 3-3）。水準としても80%を超えた程度で、歴史的に見て高いとはいえない。直近の半年程はわずかに上昇しているが、設備投資が増勢に転じるのはまだ先の話になりそうだ。ただ、在庫水準が低いため、外需が持ち直す2005年半ばには生産活動は再度上向こう。設備の過剰感は小さいため、増産に伴って設備投資も増加傾向をたどると予想する。

(図表3-3) 設備稼働率(製造業)と鉱工業生産(製造業:前年同期比)の推移(四半期ベース)



### 企業景況感は先行きの景気減速を示す

ユーロ圏景況感指数は、ウェイトの大きい鉱工業景況感が着実に改善してきたことで、小幅ながら上昇が続いている。同指数は景気の先行きよりも現状の姿を色濃く反映すると言われるが、より先行性の高いユーロ圏製造業PMIは10月まで3ヵ月連続の低下となり、これまで活発化してきた生産活動に一服感が漂い始めた(図表3-4)。特に新規受注と生産の両指数が全体を押し下げる形が続いており、製造業の景況感の回復テンポは明らかに鈍化に向かっている。一方で、10月のサービス業PMIは小幅ながら5ヵ月ぶりに前月比で上昇した。しかし、過去の景気回復局面に比べて改善ペースは弱く、実質GDP成長率と連動性が高いとされる合成PMI(製造業とサービス業を合わせた指数)は低下している。



### 雇用リストラは今しばらく続く

ユーロ圏の失業率は、1年半もの間8.9%の横ばい状態で改善は見られない。内需が弱い中、頼みの外需にも減速傾向が出てきたため、企業は雇用を拡大させるには至っていない。景気回復を牽引しているフランスでさえ失業者数が増加しており、失業率は高止まりしている。

グローバル化に伴う国際競争の激化に加え、ユーロ高を吸収するため、企業はコスト削減の一環として雇用リストラを進めてきた。そのうえ、最終需要が弱く価格競争も激化しているため、企業が原材料価格の上昇分を製品価格に転嫁できない状況にある。これが企業収益を圧迫し、コスト削減のための雇用リストラを継続させ、さらに消費の回復を遅らせるという構図となっている。その状態はなかなか解消されないだろう。

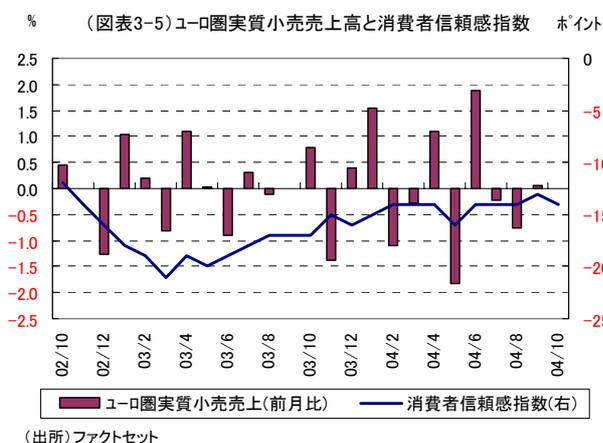
ただ、ユーロ圏PMIの雇用指数は徐々にではあるが上昇傾向を辿っている。夏場以降、同指数は足踏み状態ではあるが、リストラ圧力が幾分和らぎつつある様子が示されている。企業部門の景況感が好転すると考えられる2005年半ば以降には、雇用は拡大に向かおう。

### 足取りが重い個人消費

雇用回復が遅れているうえ、ドイツ・フランス・イタリアなどで2004年より本格化した社会保障制度改革に伴って家計の負担が増加しているため、個人消費回復の足取りは重い。

ユーロ圏小売売上高の統計は月次の振れが大きく、均してみればほぼ横ばいに近い推移となっている(図表3-5)。消費者は既に値引き慣れしてしまっており、値引き競争が激化するバーゲンセール以外では消費は伸びていない。

小売統計に含まれない新車販売は、春先は欧州各地でモーターショーが開催され、同時に発表された



ニューモデル効果と、インセンティブの積み増しによって好調に推移した。だが、その後は各メーカーとも特に主力市場のドイツでの減少が響いて、販売が低迷している状況だ。

10月の消費者信頼感は低下し、年明け以降はほぼ足踏み状態だ。もっとも各国間でばらつきがあり、フランス・スペインは相対的に良好だが、ドイツ・イタリアは低迷といった構図になっている。

全体的には、ユーロ圏の個人消費の伸びには景気を押し上げるほどの力強さは期待できない状況だが、外需が再び力強さを増し、受注・生産の増加からラグを置いて雇用の回復に結びつくことで、2005年半ば以降は回復が予想される。低迷が長く続いた分、ペントアップ・デマンド（抑制された需要）が顕在化してくることも期待できよう。

### 牽引役のフランスの消費も長続きはせず

消費が最も低迷しているドイツに対し、特にフランスが好調な要因として、両国政府の構造改革への取り組み姿勢の違いに注目したい。ドイツでは国民の反発を買いながらも、労働市場改革のように家計の痛みを伴う改革を推し進めてきたのに対し、フランスは国民負担を避け、労働者に対して優しい改革に留まってきたことが、目先のマインドを押し上げていると考えられる。

結果として、フランスの個人消費は力強い伸びを続けてユーロ圏を牽引してきた。住宅市場の活況が続いていることから、それに伴う耐久消費財需要が好調、住宅関連以外では自動車も伸びた。ただ、今後については消費の増加ペースが持続するかどうかは疑問である。なぜならば、これまで消費を支えてきたのは、住宅価格の上昇や株価上昇（フランスでは個人の金融資産に占める株式の比率が高い）といった資産効果や、減税効果、貯蓄の取り崩しであり、いつまでも期待できるものではなく、また痛みを伴う労働市場改革にもいずれは手をつける必要があるからだ。

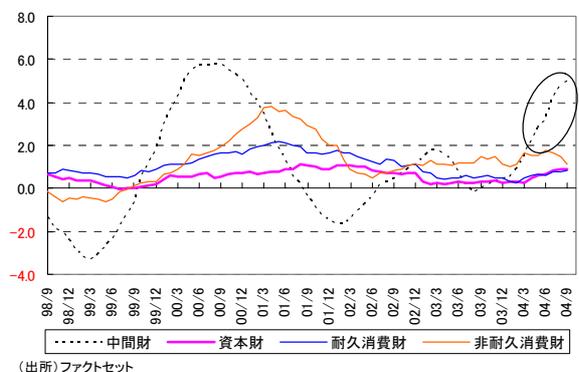
### ECBの利上げは来年後半に

ユーロ圏のPPI（生産者物価指数）上昇率は、主にエネルギー価格の高騰により、前年比で3%前半に上昇している。ただし、原油や原材料価格の上昇分は中間財までは波及が見られるが、価格競争の激しい資本財や消費財など、最終需要財への価格転嫁は進んでいない状況だ（図表3-6）。

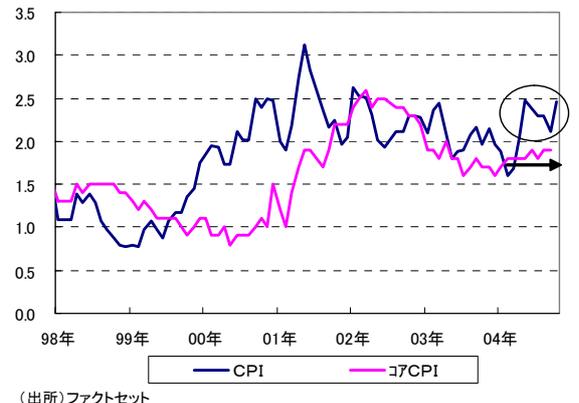
CPI（消費者物価指数）上昇率についても、5月以降は前年比でECB（欧州中央銀行）の目標水準である2%を超えているが、原油価格が上昇する一方で、昨年に猛暑不作で高騰していた食料品が前年比で低下しており、冬場までは原油価格上昇分を一部相殺しよう（図表3-7）。最近ではほとんど原油価格の動向に左右されるが、その原油価格が落ち着くと仮定すれば、来年の5月以降には前年比のベース効果がなくなり、CPI上昇率は前年比で2%を下回る可能性も出てくる。

ECBは原油価格上昇に警戒感を示しながらも、物価全般や賃金への二次的な影響を見極めている状況だ。現状では消費低迷と価格競争激化から製品価

（図表3-6）ユーロ圏主要分類別PPI（前年比）



（図表3-7）ユーロ圏CPIとコアCPI（前年比）の推移



格は抑えられ、エネルギーと食品を除くコアCPIの上昇率は2.0%を若干下回る水準で安定している。雇用確保を優先する必要から、労働組合からの賃上げ圧力も感じられない。景気回復力が弱い中では、政策金利は当面据置きが続き、利上げは2005年後半まで先延ばしされよう。

## (2) ドイツ景気はもたつきが続く

### 頼みの外需減速で景気回復は周回遅れ

ユーロ圏GDPの約3割を占めるドイツは、2003年のモノの輸出額で米国を抜いて世界一となったが、それ故に景気がとりわけ外需に左右されやすい。世界需要の増加から、資本財を中心に輸出主導の景気回復が続いてきたが、内需の回復までは波及していない。今後は外需減速が予想されるのに加え、雇用環境の厳しさを背景に消費低迷が長引くことから、もたついた回復が続こう。

### 製造業受注は頭打ちで期待指数も低下

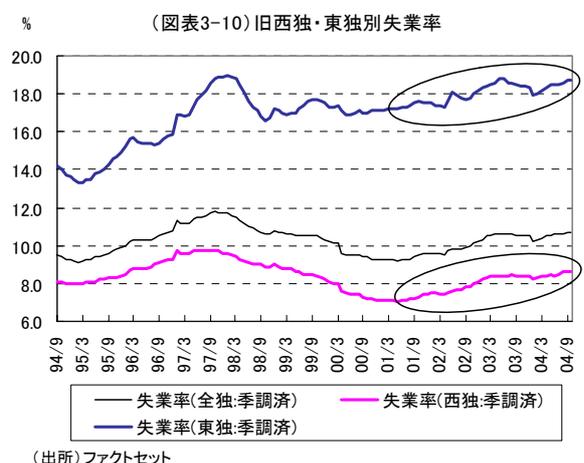
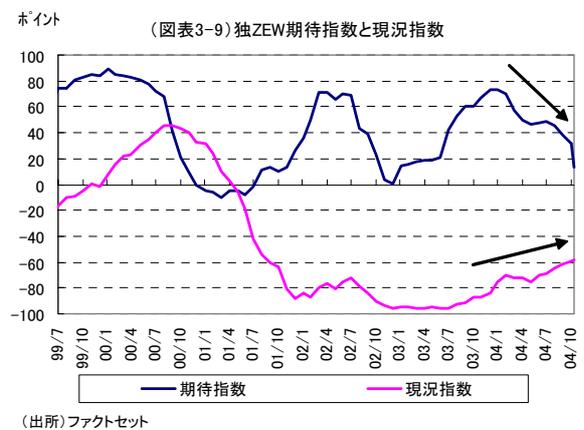
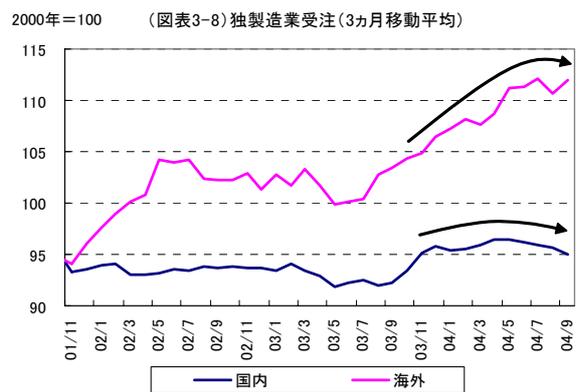
ドイツの製造業受注を見ると(3ヵ月移動平均)、昨年下半年から好調だった海外受注は、米国やアジアなどの景気減速から頭打ちの兆しが見られ、国内受注の減少をカバーできていない状況だ(図表3-8)。品目別では消費財が伸び悩む中、主力の資本財も減少している。

各種景況感指数を見ても、足元までの生産回復を受けて現況指数は小幅な改善が続いているが、期待指数は低下している(図表3-9)。内需の弱さと外需減速に加え、原油価格の高止まりが期待感を削ぐ状況がまだ続こう。

### 出口を模索するドイツの労働市場改革

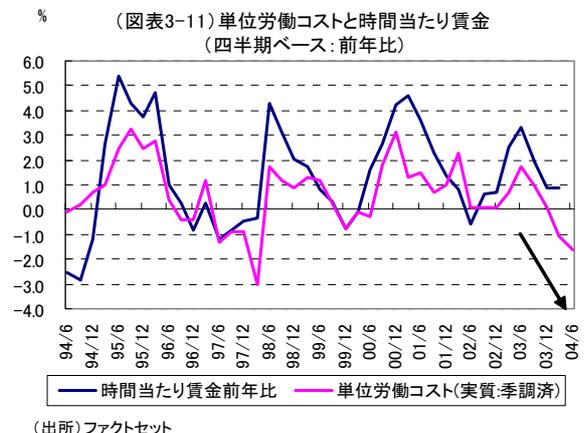
ドイツの雇用環境はユーロ圏の中でも特に厳しい。昨春から今年の1月まで、失業者数は減少していたが、これは統計上の特殊要因によるものだ。昨年4月から就業を促す政策に基づいて失業給付資格を厳格化したことや、今年1月に職業訓練プログラム参加者を失業者から除くという算出方式の変更があった。こうした特殊要因を除けば、実質的には4年近く失業者の増加が続いていることになる。

10月の失業率では、旧西独が8.6%、旧東独が18.7%と大きな隔たりがある(図表3-10)。東独では、旧体制の崩壊後に失業した人々がなかなか再就職できない状況が続いており、ドイツの構造的問題である東西格差は是正されるどころか拡大している。



特に最近ではEU拡大を機に、隣接するポーランド・チェコ・ハンガリーといった東欧諸国に雇用を奪われていることが考えられる。もともと東独は西独に比べて賃金水準が低く、労働集約型の産業が雇用の中心であったが、東欧諸国はドイツの4分の1から5分の1の低賃金のため、企業は生産拠点移転という形でこれらの国に雇用の場を移している状況だ。

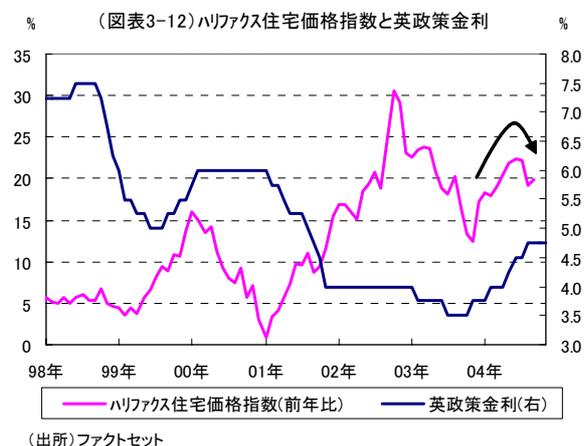
全体の就労者数が増加しない中で、昨年春に雇用促進策として登場した「ミニジョブ」と呼ばれる低賃金就労者が増え、単位労働コストの前年比は低下傾向を示している(図表3-11)。さらに最近では、賃金を据置いたまま労働時間を延長する労使合意が成立するという動きが見られるように、労働コストはこの先さらに低下が考えられる。これらの流れはドイツの硬直した労働市場の柔軟性を高める方向に働き、企業の収益性向上を通じて、いずれは投資や雇用に結びつくと考えられる。



来年1月からは労働市場改革第4弾が実施され、職安の提示した職を受け入れない場合には失業登録から除外されることになり、長期失業者への失業給付の支給基準も厳しくなる。国民の反発が多かった労働市場改革だが、改革の必要性については国民も理解してきているようだ。手厚すぎる社会保障制度にメスを入れ、就労から得た所得で消費をするという本来の消費行動を定着させることは大切であり、停滞するドイツ経済を長期的な成長軌道に乗せるには必要不可欠な改革といえよう。

### (3) 英国景気は小幅鈍化するも堅調推移

英国経済について、家計部門では、これまで住宅を担保とした借入金が消費へ向けられて、個人消費が後押しされていた。ところが、BOE(英国中央銀行)による昨年11月からの5度におよぶ計1.25%の利上げの効果が現れ始め、銀行の住宅ローン承認件数は、前年同月比で9月まで4ヵ月連続で減少している。住宅購入許可件数も減少に転じ、前年比で20%を超えて高騰していた住宅価格は沈静に向かいつつある(図表3-12)。住宅価格上昇という資産効果が弱まることで、好調だった個人消費の伸びは鈍化に向かうと考えられるが、良好な雇用環境を背景に底堅く推移しよう。



一方で、家計部門に比べて企業部門の回復力は弱い。鉱工業生産は春先に一旦回復の兆しを見せた後に再び減速している。ただ、この先2005年半ば以降は、米国やユーロ圏など外需の回復によって生産が上向くため、設備投資は小幅減速の後に持ち直そう。2004年・2005年を通して堅調な景気回復が持続すると予想する。

## 4. 東アジア経済見通し

### 〈要 約〉

7-9月期の中国の実質GDP成長率は前年比9.1%と、1-3月期の同9.8%、4-6月期の同9.6%から2期連続で鈍化した。また、9月の都市部の固定資産投資は前年比27.9%と、30%を上回っていた上半期の水準からは減速しつつある。政府は「マクロコントロールは奏効している」とコメントしており、景気過熱懸念は一時よりも薄れている。人民銀行は、9年ぶりに利上げを実施するなど、今後も引き締め姿勢を維持する見通しで、2005年の実質GDP成長率は徐々に7%台まで鈍化すると予想する。沿海部の不動産価格に沈静化の兆候が乏しいことから、いわゆるハードランディングの懸念は残るものの、今のところはなんとか軟着陸に成功するというのがメインシナリオだ。人民元はいずれ切り上げを余儀なくされようが、実施時期は2006年以降にずれ込む可能性が大きいとみる。

NIES、ASEAN経済は、原油高や海外経済の成長鈍化により2004年度後半はやや停滞しようが、シリコンサイクルの一巡する2005年度後半以降は、再び堅調な回復軌道に戻ってくると予想する。

東アジア実質GDP成長率： 2004年 7.2%      2005年 6.2%  
 中国実質GDP成長率      : 2004年 9.2%      2005年 8.1%

(図表4-1) 東アジア実質GDP成長率予測 (％)

	2001年	2002年	2003年	2004年(予測)	2005年(予測)
中国	7.5	8.3	9.3	9.2	8.1
韓国	3.8	7.0	3.1	4.8	4.7
台湾	-2.2	3.6	3.3	6.0	4.8
香港	0.5	1.9	3.2	7.0	5.0
シンガポール	-1.9	2.2	1.1	8.3	4.0
ASEAN(4)	2.6	4.4	5.3	5.6	4.5
合計	4.0	6.1	6.1	7.2	6.2

※合計については、2002年GDPをドル建てで加重平均したウェイトを用いて計算

### (1) 安定成長への軟着陸目指す中国経済

#### 固定資産投資の抑制が進む

固定資産投資は、公共投資の削減に加え、一部産業に対する融資規制の効果から2003年に比べて伸びは鈍化する方向にある。2004年1-9月における全社会固定資産投資額は、前年同期比で27.7%増と、1-3月の同43%増から、伸びは縮小している。

特に、過熱業種として行政指導を受けている鉄鋼、セメント、アルミ産業等での鈍化が目立つ。鉄鋼では、1-9月期の伸び幅が1-3月期と比べて65.5%ポイント低下。セメントでは、同43.4%ポイントの低下、アルミは前年比マイナスに転換している。不動産開発投資も、前年比28.3%増と、1-3月期に比し12.8%ポイント低下している。政府、金融当局一体となった引き締め政策の強化が、一定の成果を挙げてきたといえよう。

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向

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。

2004年通年の固定資産投資は、25%前後の伸びを維持しそうだが、2005年は10%台まで伸びは鈍化に向かうとみている(図表4-2)。ただ、依然として経済成長率を大きく上回っていることから、固定資産投資のGDPに占める割合は近いうちに5割に達する可能性が高い。いびつな成長構造の是正に向け、固定資産投資の抑制は引き続き重要な政策課題となりそうだ。

### 消費の加速は期待しにくい

9月の消費者信頼度指数は91.3と、6月の90.1と比較すると1.2ポイント上昇しているが、トレンド的にはさほど強いとはいえない(図表4-3)。また、9月単月の乗用車生産台数が、前年比では7.8%減と過去3年間で最大の落ち込みとなるなど、先行き不安材料も散見されるようになってきている。

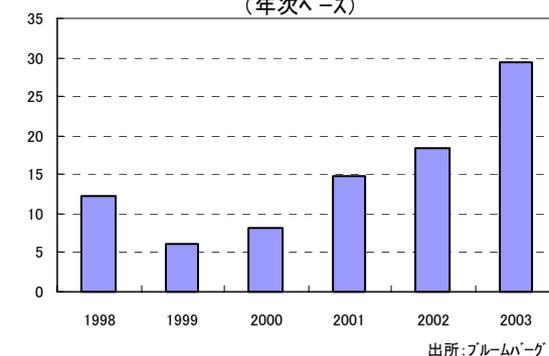
中国では、投資主導から、消費主導への成長構造への転換を模索している。今年3月に行われた「全人代」では、経済政策の変更が明確に打ち出された。すなわち、素材産業を中心に過剰投資を抑制するとともに、人口の6割を占める農村部の所得向上政策によって、個人消費を中心とした内需拡大を図り経済の安定化を目指すという政策である。

しかし、消費主導の成長構造への転換は容易に進まないだろう。まず、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ことから、構造転換はかなり長期的な視野に立った政策とならざるを得ない。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高いとみている。個人消費は、2005年度にかけやや伸び率は鈍化に向かうと予想する。

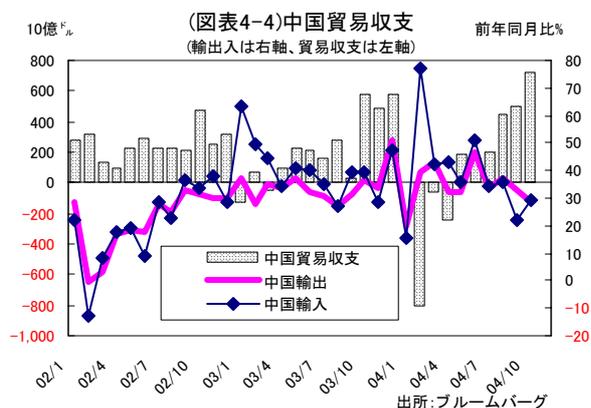
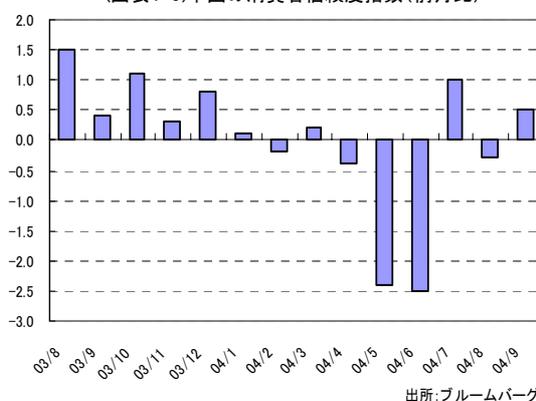
### 貿易収支は黒字基調を維持

貿易収支は、2004年の年明け以降、4ヶ月連続で赤字を続けていたが、5月以降は逆に6ヶ月連続の黒字となっている(図表4-4)。欧州向けなどを中心に輸出が堅調を保っているのに対し、輸入の伸びが大きく鈍化しているのが主要因だ。原油などの素材価格の急上昇に関わらず、名目ベースの輸入の伸びが減速している事実は、引き締め政策により内需が徐々に縮小に向かいつつあることを示唆していると思われる。輸出は、原油価格上昇やシリコンサイクル一巡による世界的な景気減速により、今後伸び幅は縮

(図表4-2)中国の固定資産投資の推移  
(年次ベース)



(図表4-3)中国の消費者信頼度指数(前月比)



小に向かおう。ただ、輸入の伸びも鈍化傾向が続くとみられ、貿易収支は黒字基調を維持する可能性が高い。

### 人民銀行は9年ぶりの利上げを実施

人民銀行はさる10月28日、預金・貸出基準金利を引き上げた。1年ものの預金金利と貸出金利はそれぞれ0.27%引き上げられ、1995年7月以来9年ぶりの利上げとなった。もともと金利機能の働きにくい経済であることに加え、引き上げ幅も小幅であることから、引き締めが直接経済に与える影響は微々たるものと考えられるが、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。

マネーサプライの伸びは、政府の目標水準である前年比17%を、6月以降既に5ヶ月連続で下回っている(図表4-5)。消費者物価は逆に、前年比で5%を上回る高めの伸びが続いているが(図表4-6)、内訳の3割以上を占める食料品価格上昇による部分が多い。今年の夏以降、穀物の収穫は好調が伝えられており、今後は伸びが徐々に鈍化に向かうと予想する。鉄鋼、セメント、アルミなどの分野の過熱の緩和も、生産財の価格上昇に歯止めをかけると考えられる。

住居関連の物価も上昇基調にあることや、原油価格の上昇は懸念材料として残るが、全体としては景気減速によるインフレ抑制効果の方が大きいとみている。

資産価格高騰の問題はより深刻だ。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状況だ。この点で、バブル崩壊的なハードランディングの可能性が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。2005年の実質GDP成長率は徐々に前年比で7%台まで鈍化しよう。

## (2) 人民元の切り上げはいつか

### 人民元の切り上げは不可避

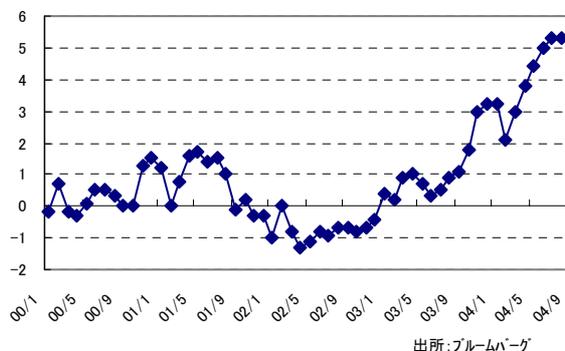
人民元の固定相場制の維持はますます困難な情勢となりつつある。急速な経済発展に伴う輸出競争力の向上、および国外からの投資資金の持続的流入によって常時元高圧力がかかり続けているのに加え、国際的な切り上げ要求も高まっているためだ。

人民元は、1997年以降1ドル=8.28元にほぼ固定されている。人民銀行は、元高圧力が働く局面で

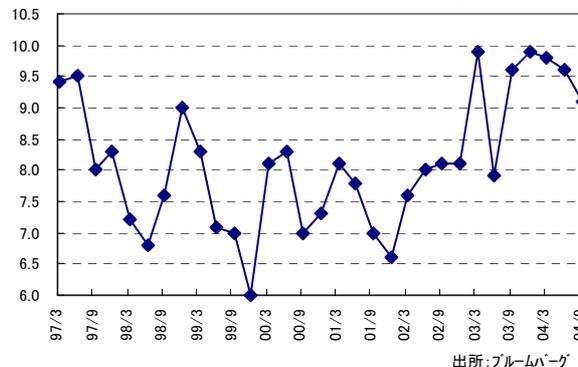
前年比(%) (図表4-5)中国マネーサプライ(M2)の推移



% (図表4-6)中国消費者物価指数の推移(前年比)



% (図表4-7)中国実質GDP成長率の推移(前年比)



は、為替レートを維持するために無制限に元売りドル買い介入を実施する必要があり、これがマネーサプライ増加を通じ景気過熱要因として働いてきた。今後も、バブル崩壊的な景気の急失速がない限りは、中国の成長力の世界経済に対する相対的な優位は動かない。ドルが軟調に推移していることは、人民元も他の主要通貨に対し軟調に推移していることを意味する。このままでは、人民元は均衡為替レートから、ますます乖離することになり、一段と切り上げ圧力がかかることとなる。利上げは一時的な時間稼ぎになるかもしれないが、中国当局はいずれ切り上げを余儀なくされると考えられる。

### 為替相場変更のシナリオ

人民銀行の周小川総裁が、10月1日のG7財務相会議で、「人民元相場の固定は永久ではない」とコメントするなど、中国当局もある程度柔軟な姿勢に転じつつあるようだが、早期切り上げには依然として慎重な姿勢を崩していない。当社では、以下の理由から、為替制度の変更は2006年後半以降にずれ込む可能性が高いと予想している。

まず、金融市場の環境整備の遅れの問題である。為替制度の変更にあたっては、単に交換レートを切り上げるだけではなく、変動相場制の一部導入を含め、ある程度為替取引の自由度を拡大する方向で検討が進む可能性が大きい。そのためには、金融当局による新しい為替市場の管理・モニター手法の確立、法制度の整備が必要だが、まだ検討が進んでいる様子はなく、最低でもあと1~2年は準備期間が必要と考えられる。また、中国経済は前述のように、今後いったん減速に向かう可能性が大きく、その間は切り上げを実施しにくい状況が続くだろう。

しかし、2005年後半以降は世界経済が再び回復基調に乗ると考えられること、外銀に対する金融市場の開放が予定されている2006年末までには、国内の金融市場の法制度の整備も進むとみられることから、その段階で為替制度の変更が再度本格的に検討されると予想する。考えられるシナリオは図表4-8のとおりである。

(図表4-8)中国の為替制度変更のシナリオ

	確率	メリット	デメリット
①上下3~5%程度の対ドル変動許容幅の拡大	55%	・もっとも現実的な政策 ・漸進的な制度改革が可能	・元相場が許容幅の上限に張り付き、さらなる切り上げ圧力のかかる可能性 ・輸出のモメンタム低下
②通貨バスケット制の導入	10%	・単一通貨にペッグすることによる実効ベースの為替変動リスクを軽減。	・ペッグする通貨や構成比をどうするか
③完全な変動相場制への移行	5%	・外貨準備をより有効な投資先に転換 ・輸入価格抑制による交易条件(輸出価格/輸入価格)の改善 ・景気過熱懸念の緩和	・金融制度改革、不良債権処理、資本取引の自由化の一段の進捗が必要 ・投機資金流入による為替の不安定化
④5~15%程度の切り上げ実施、固定相場制は維持	10%	・為替の安定性確保 ・漸進的な制度変更が可能	・さらなる切り上げ圧力を受け、結局は大幅切り上げを余儀なくされる可能性
⑤現状のドルペッグ制の維持	20%	・為替の安定確保 ・安定的な外資流入の確保 ・国有企業、銀行の経営悪化の防止	・米国等諸外国からの切り上げ圧力続く ・インフレの進行、資産バブルの助長 ・貿易摩擦激化

### 人民元相場はどう動くか

上記のシナリオのうち、とりあえずは変動許容幅を広げて様子を見るという①が、もっとも可能性の高いシナリオだろう。主要通貨に対するバスケット制の導入は一見合理的な手段に見えるが、ドル建て取引が大半の貿易業者にとっては逆に為替リスクを負うことになる。構成比率をどうするかという問題もあり、いきなりの導入は困難を伴う。

①～③までは、どれを選択するかというよりも、段階的に変更していく過程と捉えることもできる。中国の為替制度は、建前上は管理変動相場制であり、明確なアナウンスなしに変動幅を徐々に拡大することも可能だ。もともと1994年～1997年半ばまでは、小幅ながら変動が許容されていた。

また、いかなる制度変更が実施されても、人民銀行が為替相場を厳格なコントロールのもとで調整していくというシステム自体はそう簡単に変えられるものではない。足の早い投機資金の流出入による、アジア危機の二の舞を再現することだけは避けたいはずだからだ。したがって、制度変更当初はドル・元の動きはさほど大きいものとはならず、対円で見た場合の元相場が元高、元安のどちらに振れるかは、結局ドル・円相場の変動の影響をより多く受けることになるだろう。完全な変動相場制の導入までにはまだかなりの時間がかかると見るのが妥当である。

### (3) NIES・ASEAN経済は緩やかな減速へ

#### NIESは国によってやや格差

NIES、ASEANの東アジア経済は、まずまず堅調な回復基調をたどってきたが、今後は、中国の引き締め政策や原油価格の高騰の影響が徐々に現れ始め、2004年後半の景気は中国と同じく鈍化に向かう可能性が高いとみている。ただ、アジアの輸出にとって重要なシリコンサイクルが再度上向くと考えられる2005年後半以降は、再び堅調な成長軌道に戻ってくることが期待できる。

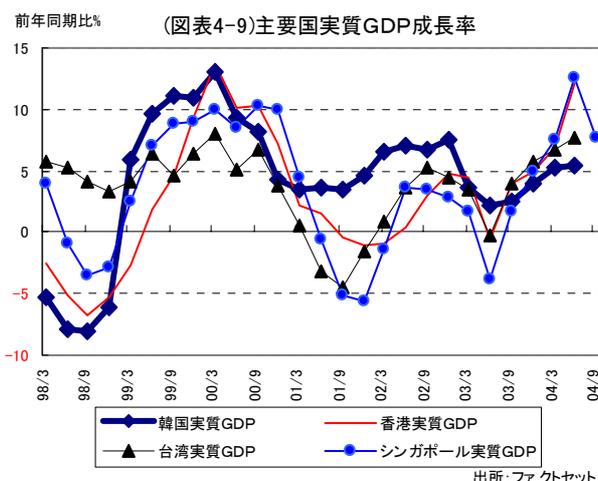
韓国は、2003年のクレジットカードの延滞問題の深刻化の後遺症により、個人消費が低迷を続けている。輸出は、アジア向けを中心に電子部品や一般機械などが好調で、設備投資も底堅い推移が続いているものの、景気は全体として勢いを欠いており、11月11日には2004年に入って2回目の利下げを実施した。

台湾は、内需が比較的堅調で、10月には中央銀行が4年ぶりに利上げを実施した。ハイテク産業の先行きに不透明感が残るものの、原油価格上昇が物価に影響を及ぼしつつあることもあって、今後も追加利上げが実施される可能性が大きい。香港は、個人消費主導で景気は好調に推移している。不動産価格の上昇が続いているほか、海外からの資金流入も活発で、固定相場制維持のため、金融当局は10月に8ヶ月ぶりにドル買い介入を実施している。シンガポールは、7-9月期GDPが前期比マイナスという、前期までの好調からみれば予想外の急減速となった。変動性の高い一部産業の生産減という特殊要因による部分も大きい。方向性は緩やかな減速基調とみている。

#### ASEAN経済は緩やかな減速に向かう

ASEANはもともと日本など外資系企業の進出が盛んで、電子機器や自動車などを中心とした域内での部品生産の分業体制ができあがっており、物流面でのネットワーク化の効果に加えて自由貿易協定(FTA)推進によって域内貿易が拡大している。海外からの直接投資により設備投資が回復しつつあり、また、所得の向上や個人向けローンの普及から個人消費が伸びており内需も堅調である。

中国とのFTA締結を目指した動きを契機に、部品生産などの分業体制による棲み分けが進みつつあるのも中長期的なプラス材料だ。しかし、米国や中国などの海外経済が目先は鈍化に向かうと予想されることから、方向性としては緩やかな減速基調となろう。



## 5. 原油相場見通し

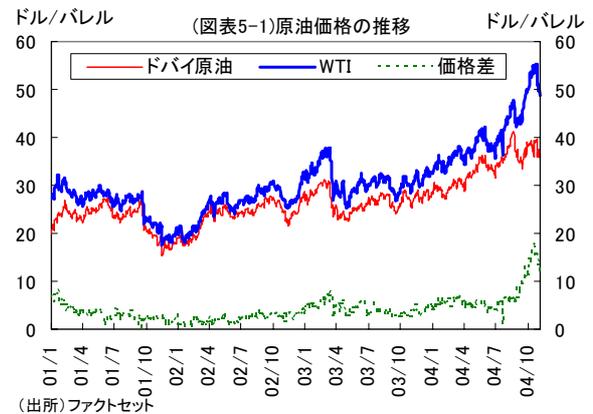
### (1) 高値更新が続く原油価格

原油価格はイラク戦争の終結した昨年春以降、中国をはじめとした世界的な需要増加や中東情勢の緊迫化による供給不安などを背景に上昇基調を辿ってきた。米国テキサス州の沿岸部で産出される軽中質油のWTI（ウエスト・テキサス・インターメディアート）先物価格は、10月に入り、終値で1バレル50ドルを突破した(図表5-1)。

こうした背景には、冬場を控えてヒーティングオイルの精製に適した軽中質油に対する需要が増

加している点が挙げられる。特に米国では、ハリケーンによって被害を受けた石油施設の復旧が遅れていることもあってヒーティングオイルの在庫が低水準に留まっており、冬場の暖房供給に懸念が生じている。また、米国と同じ軽中質油生産国のナイジェリアで、民族紛争やゼネストの影響から原油生産・輸出に支障が出る恐れが高まっていることもWTIを押し上げる要因となっている。

米国の原油市場における構造問題もWTIが高騰を続ける一因だ。米国の原油需要は世界の約1/4を占めるが、そのうちの約半分はガソリン需要と言われている。最近、米国では景気拡大を背景に自動車販売が高水準で推移しているが、中でも燃費の良くないSUV車への人気が高まっている。一方、供給面を見ると、製油所は既にフル稼働状態にあるため精製量を増やすのは困難な状態にある。また、ガソリンの品質に関して法律でより厳しい基準が求められるようになったが、品質基準が州毎に細分化された結果、ある州でガソリン在庫を抱えていたとしてもそれを他の州で使うことができないなど、流動性の面でも制約を抱えており、需給が逼迫する要因となっている。



### (2) 燻りつづける供給不安

IEA（国際エネルギー機関）によれば、イラクを含むOPEC加盟11カ国の9月時点での原油生産余力はたった58万バレル/日量である(図表5-2)。しかしながら、そのうちのおよそ1/3ははまだ治安の不安定なイラクのものだ。仮にある国で何らかの理由により原油生産が滞った場合、OPEC内にはその減少分をカバーする余力は残っていない。まして、生産量1位のサウジアラビアで石油関連施設へのテロ攻撃などにより、原油生産が滞ればその影は甚大だ。

供給不安が燻る中、このような供給途絶リスクに対するプレミアムは今後も簡単には消えないと考えられる。冬場の需要期が終わり、春を迎えれば価格はある程度落ち着きを取り戻すと考えるが、2005年についてもアジアを中心に原油需要は増加することが予想される。原油価格は今後も高値圏で推移する可能性が高く、原油価格はWTI（年平均）で2004年に42ドル/バレル、2005年に44ドル/バレルを予想する。

(図表5-2)OPEC原油生産量 (出所)IEA

(千バレル/日)	9/1の生産枠	9月時点の増産余力	9月生産量
サウジアラビア	8,450	0	9,550
イラン	3,820	100	3,900
クウェート	2,090	50	2,450
UAE	2,270	130	2,420
カタール	670	0	800
ベネズエラ	2,990	40	2,210
ナイジェリア	2,140	50	2,450
インドネシア	1,350	40	970
リビア	1,390	0	1,590
アルジェリア	830	0	1,250
10ヶ国計	26,000	410	27,580
イラク	—	180	2,330
OPEC合計	26,000	580	29,910