

明治安田生命
2006-2007年度経済見通しについて
 ～デフレ脱却で自律回復力が高まる日本経済～

明治安田生命保険相互会社（社長 松尾 憲治）は、2005年10-12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2006-2007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：2006年度	2.7%	2007年度	2.6%
名目GDP成長率：2006年度	2.7%	2007年度	3.3%

2. 要 点

- ①日本経済は、デフレからの脱却をきっかけに企業の経営スタンスがより前向きなものへとシフトする可能性が高い。今後は雇用や設備投資の増加基調が続くことで、景気の自律回復力が高まろう。
- ②堅調な個人消費を背景に景気の牽引役は製造業から非製造業へ移っている。今後は雇用者数の約8割を占める非製造業の雇用・所得環境が改善することで個人消費が拡大し、それが非製造業の景況感を一段と改善させる好循環が働き始めよう。
- ③2006年度後半以降、米国をはじめとした海外景気は回復ペースが鈍化することが予想される。これにより、国内景気の回復基調も幾分弱まると考えるが、内需が自律的な回復基調をたどる結果、輸出の停滞が景気失速につながる事態は免れよう。

〈主要計数表〉

	2005年度		2006年度		2007年度
		2005/11時点		2005/11時点	
名目成長率	2.0%	1.7%	2.7%	2.5%	3.3%
実質成長率	3.4%	2.7%	2.7%	2.4%	2.6%
成長率寄与度・内需	2.9%	2.6%	2.1%	2.1%	2.4%
・外需	0.5%	0.1%	0.6%	0.3%	0.3%

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									
	2005年度	2006年度	2007年度	2005年度		2006年度				2007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	3.4%	2.7%	2.6%	1.4%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%
民間最終消費支出	2.5%	1.7%	2.0%	0.8%	0.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
民間住宅投資	-0.6%	2.0%	1.0%	1.9%	0.0%	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%
民間設備投資	8.1%	6.7%	8.5%	1.7%	1.1%	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%	2.0%	2.0%	2.2%	2.3%
政府最終消費支出	1.5%	1.0%	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
公的固定資本形成	-0.9%	-6.5%	-9.5%	-1.7%	-1.0%	-2.0%	-2.0%	-2.2%	-2.5%	-2.4%	-2.5%	-2.8%	-2.4%
財貨・サービスの輸出	8.4%	7.6%	6.5%	3.1%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%	1.6%	2.0%	2.1%
財貨・サービスの輸入	5.8%	4.2%	5.9%	-1.3%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%
名目GDP	2.0%	2.7%	3.3%	0.9%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%
GDPデフレーター	-1.4%	0.0%	0.6%	-0.5%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2005年度	2006年度	2007年度	2005年度		2006年度				2007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	3.4%	2.7%	2.6%	1.4%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%
民間最終消費支出	1.4%	0.9%	1.1%	0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
民間住宅投資	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	1.2%	1.0%	1.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
政府最終消費支出	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.0%	-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%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	0.5%	0.6%	0.3%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸出	1.1%	1.1%	0.9%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	-0.6%	-0.5%	-0.7%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%

2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2005年度	2006年度	2007年度	2005年度		2006年度				2007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)	1.6%	3.6%	2.3%	3.4%	2.4%	3.6%	4.9%	2.9%	3.0%	2.5%	2.0%	2.1%	2.6%
消費者物価指数(前年比)	-0.2%	0.5%	0.7%	-0.5%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
除く生鮮食品(前年比)	0.1%	0.5%	0.8%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
国内企業物価指数(前年比)	1.9%	1.2%	1.3%	2.0%	2.3%	1.6%	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%
完全失業率(季節調整平均)	4.4%	4.2%	4.0%	4.5%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%
為替レート(円/ドル:平均値)	113円	114円	109円	117円	117円	116円	114円	113円	111円	110円	109円	108円	107円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

日本経済は、足元のコアCPI上昇率がプラスに転じるなど、デフレ脱却に向けて着実に歩みを進めている。景気の先行き回復期待やデフレ脱却期待から、企業の経営スタンスはこれまでの後向きなものから前向きなものへと転換しつつあり、それが最近の雇用や設備投資の増加に繋がっている。過剰設備・過剰雇用・過剰債務といった構造問題が解消しつつあることも追い風となり、景気は2007年度にかけて自律的かつ持続的な回復軌道をたどる可能性が高い。

今後の景気の牽引役は個人消費だと考える。2007年からの団塊世代の大量退職を控え、企業は採用を積極化しつつあり、雇用・所得環境の改善基調は今後も続こう。最近では製造業に比べて改善が遅れていた非製造業の景況感が好転しており、今後は雇用者数の約8割を占める非製造業の雇用・所得環境が改善することで個人消費は堅調に推移すると考える。

また、資産デフレからの脱却期待が高まっていることも景気の押し上げ材料となろう。これまで長期にわたる地価下落で、保有資産価値の減少に対する警戒感や先安感などがなかなか払拭されず、住宅投資や設備投資が控えられてきた。しかし、都心の一部では地価が上昇し始めた地点が出てきている。今後は地価の下げ止まり感が一段と強まることが予想され、これまで抑えられてきた潜在的な需要が顕在化してこよう。

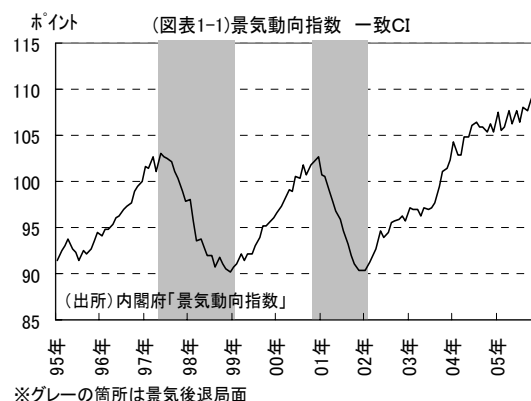
2006年度後半以降、米国をはじめとした海外景気は回復ペースが鈍化することが予想される。これにより、国内景気のリバウンドも幾分鈍化すると考えるが、内需が自律的な回復基調をたどる結果、輸出の停滞が景気失速につながる事態は免れよう。

(1) 景気のリバウンドペースに加速の兆し

景気変動の大きさや量感を示すとされる景気動向指数の一致CIは、2004年半ば辺りから横ばい圏での推移が続いてきたが、足元では再び上昇基調に転じており、景気のリバウンドペースが早まりつつある状況を示している(図表1-1)。2005年8月初めには、政府や日銀高官から「景気のリバウンド脱却宣言」が打ち出されたが、2005年末になってようやく実体経済にもそうした動きがあらわれてきたようだ。今後も景気のリバウンド基調が続けば、11月には戦後最長のリバウンド局面であった「いざなぎ景気」を超える長期回復を達成することになるが、その可能性はかなり高いと言えるだろう。

今回、景気回復が長期化している要因として、景気のリバウンドが「外需」や「公需」から「国内民需」へ転換したことがある。バブル崩壊以降、わが国が経験してきた景気回復局面では、海外景気の拡大に伴う輸出の増加や景気対策による公共投資の増加など、外生的要因によって生み出されたものが多かった。しかし、これまで国内に過剰雇用や過剰設備などの構造問題がくすぶっていたため、輸出や公共投資が伸びたとしても、持続的な景気回復のために不可欠な国内民需を本格的な回復軌道へ押し上げるまでに至らず、それらの効果が弱まると同時に失速してしまっていた。

今回の回復局面が過去のケースと異なるのは、こうした構造問題が概ね解消しつつある点だ。こ



のため、需要の増加が企業収益の拡大につながり、それが設備投資を増加させたり、雇用・所得環境の改善を通じて個人消費の拡大に結びついたりする好循環が動き出している。今後も国内の民需が牽引する形で景気の回復基調が続く可能性が高い。

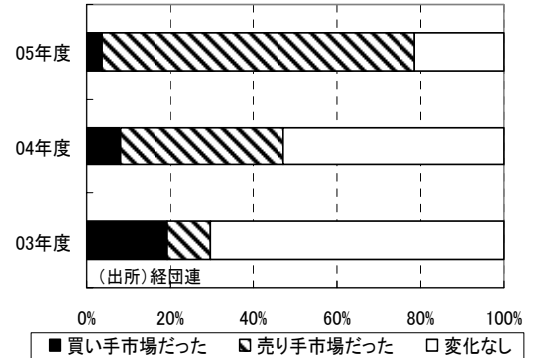
(2) 雇用・所得改善が個人消費を押し上げ

民需のなかでもとくに堅調に推移しているのが個人消費だ。この背景には、雇用・所得環境の改善基調が続いていることがある。12月の毎月勤労統計をみると、常用雇用指数は前年同月比で0.5%増となったほか、名目賃金指数（現金給与総額）も同1.6%増となっており、雇用者数の増加と賃金上昇の両面が同時に実現している姿が窺える。

雇用・所得環境が改善してきた要因は何だろうか。一つには、日銀短観にも示されているように、企業の雇用不足感が少しずつ高まってきたことがある。バブル崩壊以降、企業は過剰雇用の削減を続けてきたが、最近は景気回復に伴い需要が増加していることもあって、人手不足感が生じてきている。2007年以降に団塊世代の大量退職を控えていることも、こうした状況を後押ししていると言えよう。経団連が行なった調査によれば、「就職採用市場は昨年に比べて売り手市場だった」と回答した企業の割合が、2005年度は前年度に比べて大きく上昇しており、企業の採用意欲は高まっている（図表1-2）。

もう一つは、デフレ脱却への期待感が高まっていることがあげられる。企業が「物価は下落する」との見通しを持つ場合、製品価格の値下がり懸念して必要以上に在庫を持つことを控える結果、生産は抑制され、雇用や設備投資は見送られる。逆に「物価が上昇する」との見方が強まれば、先行きのコスト増を見越して生産を前倒ししたり、売上見通しの改善によって生産を拡大させたりする可能性がある。そしてこの場合、企業は雇用や設備投資など前向きな企業行動を起こしやすい。足元ではコアCPI上昇率がプラス転換しており、企業のデフレ見通しは徐々に払拭されつつある。

(図表1-2)就職採用市場における評価(昨年度対比)

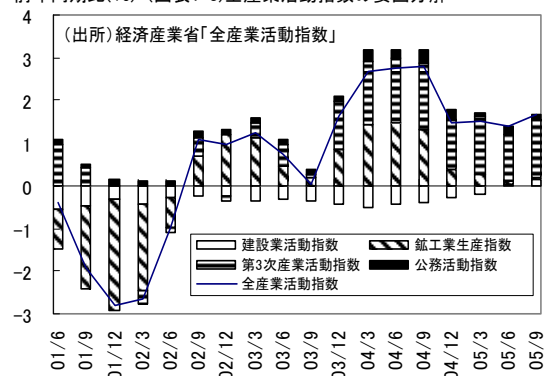


(3) 景気牽引役は非製造業にバトンタッチ

個人消費の増加は、輸出が増加する場合よりも非製造業により多くの恩恵をもたらすとされている。輸出の増加で非製造業が受ける影響は、製造業から波及する間接的なものが多いのに対し、個人消費が増加する場合は、サービス消費の増加などによって直接的な影響を受けやすいためだ。

この観点からすれば、個人消費が堅調に推移している今回の景気回復局面で、製造業の好調だけでなく、非製造業の回復が目立っていることもうなずける。供給側から見たGDPといわれる全産業活動指数の推移を見ると、今回の景気回復期の前半は鉱工業生産指数が全産業活動指数を押し上げた様子が窺えるが、2003年の後半辺りからは非製造業の活動状況を示す第3次産業活動指数が押し上げ要因として寄与度を高めている。直近では第3次産業活動指数の動向が全産業活動指数の趨勢を左右する状況となっており、景気の牽引役が製造業から非製造業へとバトンタッチしている様子が窺える（図表1-3）。

前年同期比(%) (図表1-3)全産業活動指数の要因分解



また、12月調査の日銀短観で企業の景況感を示す業況判断DIの動きを見ても同様の傾向が見られる。同DIの推移を見ると、製造業ではここ1~2年、頭打ち感が強まっているのに対し、非製造業は緩やかながらも上昇しており、景況感が着実に改善している様子が窺える(図表1-4)。注目すべきは、非製造業の同DIの水準だ。同DIは2005年12月に好不調の境目となるゼロまで上昇したが、これは1992年6月以来のこととなる。今後、非製造業の企業経営が徐々に前向きなものへと向かい始める可能性が高まっていると言えよう。

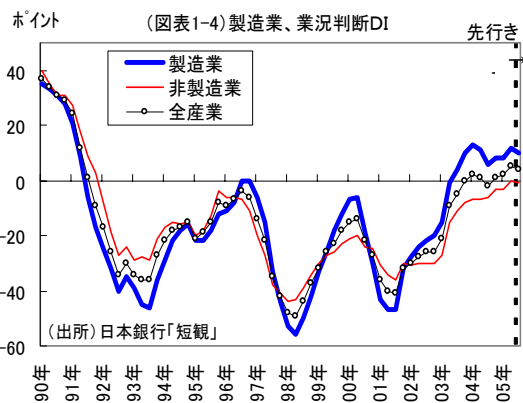
(4) 消費増で今後も非製造業が景気を牽引

非製造業の活動がより活発化し、景況感がさらに改善すれば、個人消費は一段と勢いを増す可能性が高い。非製造業の雇用者数は全体の約8割にのぼるため、景況感の改善に伴って非製造業就業者の所得が増加すれば、個人消費への波及が期待されるためだ。

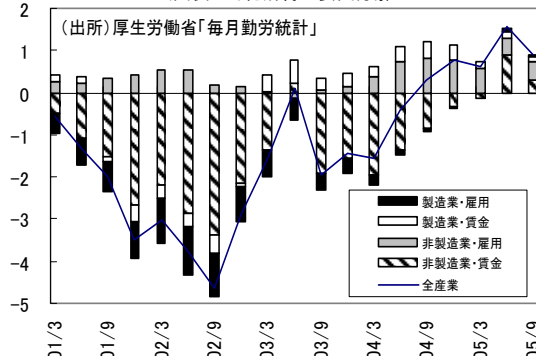
常用雇用指数に名目賃金指数を乗じた値をマクロの所得とすると、マクロ所得は2004年7-9月期以降、増加基調に転じている。ここで、所得増加の要因を詳しくみるために、業種別かつ雇用者数別、賃金別に要因分解を行なったのが図表1-5である。同表によれば、足元では非製造業の雇用者数が増加していることに加え、非製造業の賃金上昇がマクロ所得を押し上げる要因になっていることがわかる。

このように、非製造業で雇用を増やし賃金も上げるといった積極的な行動が目立っている背景には何があるのだろうか。一つには、企業の基礎体力が改善してきたことがあると考える。法人企業統計を使って損益分岐点比率を計算すると、同比率は1994年3月期をピークに低下傾向を辿っており、足元ではバブル期の水準を下回るレベルまで低下している(図表1-6)。非製造業において、最近の同比率の低下がどのような要因によってもたらされているかを調べてみると、固定費要因が足を引っ張る一方で売上要因が大きく寄与している姿が窺える(図表1-7)。つまり、非製造業では、人件費を含む固定費を増やしているにもかかわらず、損益分岐点比率を低下させるような高収益体質への転換が進んでいるということだ。

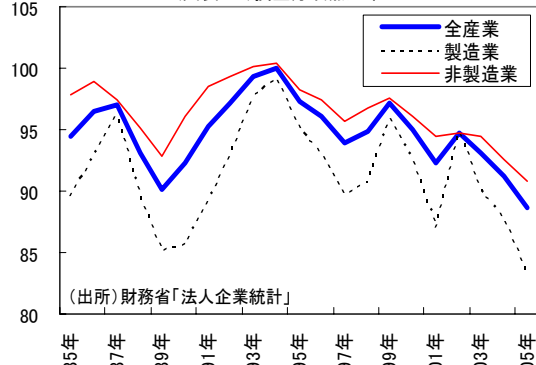
では、今後も非製造業で雇用・所得環境の改善は続くのだろうか。先述のとおり、デフレの脱却が目前に迫っているほか、非製造業の景況感は着実に改善しており、今後は企業行動がより前向き



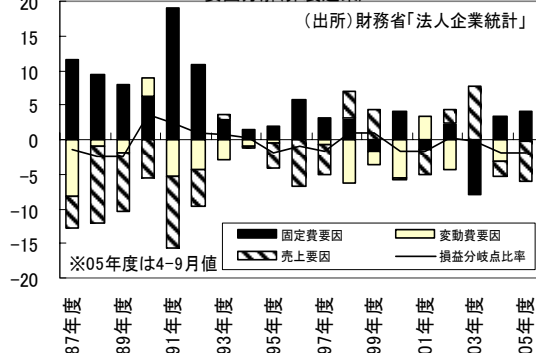
前年同期比(%) (図表1-5)総所得の要因分解



(図表1-6)損益分岐点比率



前年度比(%) (図表1-7)損益分岐点比率の要因分解(非製造業)



なものへと変わっていく可能性が高まっている。そうした積極的な動きは、引き続き非製造業における雇用・所得環境の改善に繋がるだろう。全雇用者数の8割を占める非製造業の雇用・所得環境の改善によって個人消費の増加基調が強まる結果、消費拡大の恩恵を受けやすい非製造業の景況感是一段と回復することが期待される。そして、それが再び雇用・所得の増加に繋がり、個人消費をさらに拡大させるといった好循環が次第に強まっていくと考える。今後は好調な民需が下支えする形で非製造業の力強さが増し、景気の牽引役として寄与していくと予想する。

(5) 地価の下げ止まりで住宅投資も増加基調持続

日本不動産研究所が発表した2005年9月末の市街地価格指数は、全国・全用途平均で前年同期比6.1%減となった。同指数は1992年3月末から前年割れが続いているが、減少幅は2004年3月末を底に3半期連続で縮小しており、少しずつだが地価に下げ止まりの兆しが見えてきている。

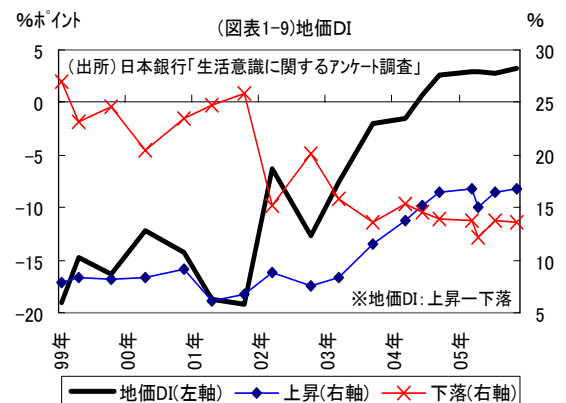
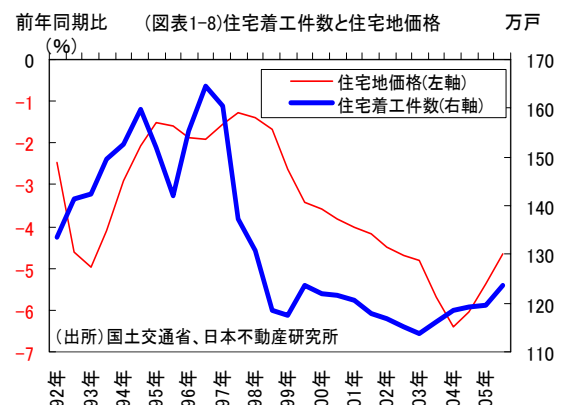
用途別に見ると、住宅地の価格下落ペースが緩やかになっている(図表1-8)。これまでは、企業が資産圧縮と債務返済を進める過程で社宅や社員寮を売却するなど、供給の増加が見られたが、その一方で雇用・所得環境の悪化や先行き不透明感の高まりから住宅需要が減退し、需給両面の要因から住宅価格は下落してきた。しかし、足元では企業のバランスシート調整に目途がつつあるほか、景気回復を背景とした雇用・所得環境の改善等で住宅需要は増加傾向にある。

住宅地価格が下げ止まりつつあることは、住宅投資の先行きにとってプラス材料だ。バブル崩壊以降、住宅地価格の下落基調が続いた結果、保有資産価値の減少に対する警戒感や先安感などから買い控えが生じてきた。このため、今後住宅地価格の下げ止まりがより明確になるにつれ、これまで抑えられていた需要が顕在化してくる可能性が高い。先日、日銀が発表した12月の「生活意識に関するアンケート調査」によれば、人々の地価に対する上昇期待が少しずつ高まっている様子が示された(図表1-9)。足元では、住宅需要の増加が住宅地価格の持ち直しに寄与してきたが、今後は住宅地価格の持ち直しが住宅需要の増加をもたらすといった循環が徐々に動き始めると考える。

ただ、今後の住宅地価格動向については、都市部と地方とで持ち直しのスピードに格差が出てくるだろう。少子高齢化で総人口が減少していく中、今後は地方から都市部への人口移動が予想される。このため、地方における住宅需要の改善ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高く、住宅地価格の持ち直しスピードも都市部に比べると緩やかなものにとどまると考える。

(6) 地価の下げ止まりは設備投資にもプラス材料

地価の下げ止まり傾向は、住宅地のみならず、商業地や工業地でも見られており、今後の設備投資の押し上げ材料としても注目される(図表1-10)。仮に設備投資が失敗し、設備の売却により投下資本を回収しようとする場合、地価が下落していれば、それだけ回収できる金額は少なくなる。地



価の下落局面では設備投資を行なうリスクが高まることから、企業は設備投資に二の足を踏みがちになるが、地価が下げ止ればこうしたマイナス要因は徐々に弱まってくる。

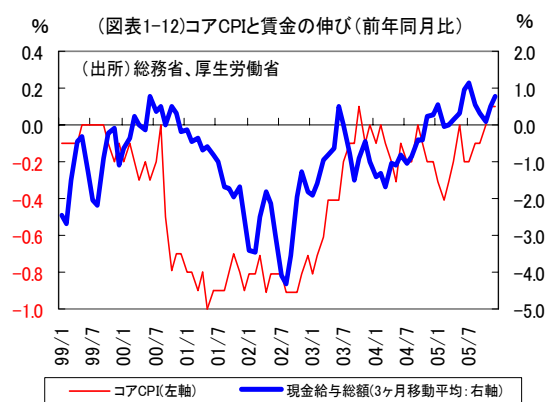
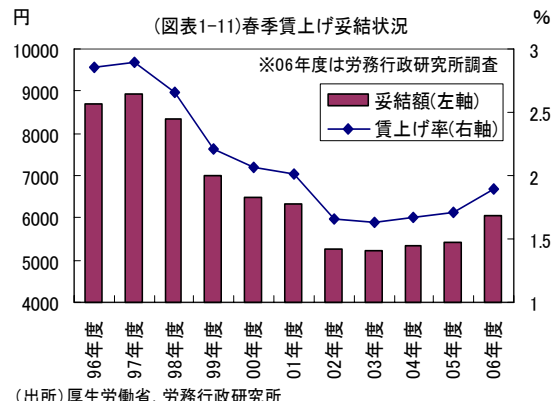
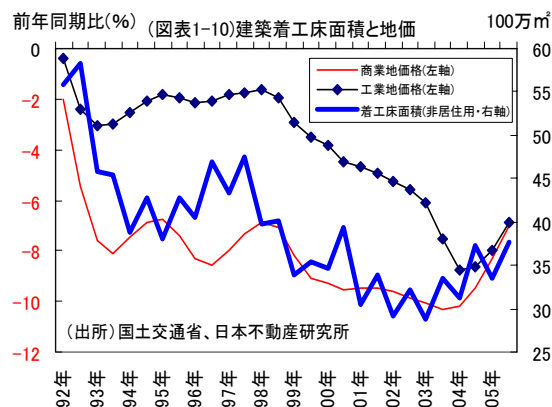
また、コールレートからコアCPI上昇率を引いた実質短期金利が足元でマイナスに転じている点もプラス材料だ。後述のとおり、今後はコアCPI上昇率のプラス幅が拡大すると予想するが、一方で日銀はゼロ金利政策を当面続けると考えられ、実質短期金利のマイナス幅は拡大する。企業に設備不足感が生じつつある中、設備投資を行なうための環境は改善しつつあることから、設備投資は引き続き増加基調を持続しよう。

(7) 今後、コアCPIのプラス幅は徐々に拡大

生鮮食品を除いた消費者物価指数（以下、コアCPI）は、2005年12月に前年同月比で0.1%上昇と、3か月連続でゼロ%を上回った。2006年1月分は、電気・ガス料金の値上げが実施されたこと、1年前の固定電話料金の引き下げに伴う影響が剥落することなどから0.4%程度までプラス幅が拡大する見込みだ。今後はエネルギー価格による押し上げ要因が次第に剥落するほか、4月の診療報酬引き下げなどの影響が加わることもあって、コアCPI上昇率のプラス幅が縮小するとの声も聞かれる。しかし、労務行政研究所が行なった調査によれば、2006年の春闘では賃上げ率が3年連続で前年を上回る見込みだ(図表1-11)。足元で賃金が上昇傾向を辿っていることを踏まえると、コアCPI上昇率はプラス幅を徐々に拡大していこう(図表1-12)。

コアCPI上昇率が今後もプラス圏で推移すると考えられることから、早晚、日銀は量的緩和の解除に踏み切るだろう。当社では、その時期を半期に一度の展望レポートが発表される4月の金融政策決定会合時と予想している。しかし、次の一手となるゼロ金利解除は、ある程度時間的余裕を持って行なわれる可能性が高い。その理由は、コアCPI上昇率がプラスに転じたとしても、インフレ懸念が高まるまでには時間がかかると考えられること、2000年のゼロ金利解除後に景気が減速した過去の轍を踏むことを日銀は何としても避けたいと考えられること、などが挙げられる。ゼロ金利からの脱却は2007年1-3月期頃と予想する。

なお、量的緩和の解除とともにインフレーターゲティング政策やインフレ参照値が導入されるとの見方が一部で広がっているが、最近の日銀高官発言から判断する限り、その可能性は低いと考える。武藤副総裁は、「インフレーターゲティングについては、検討すべき多くの課題がある」と、現時点での導入が困難であることを示唆する発言を行なっている。量的緩和解除後、市場安定化のために何らかの「道しるべ」が示されると見る向きもあるが、現時点ではFRBのように言葉や文章による市場との対話方式が採用される可能性が高いと見ている。



2. 米国経済見通し

〈要 約〉

米国経済は、ハリケーンの復興需要に伴う短期的な押し上げ効果を除けば、基調としての景気拡大ペースは鈍化に向かうものの、3%前後の底堅い成長ペースは維持される。むしろ適度な鈍化によって、2006年後半から2007年にかけては、住宅市場の過熱感、過剰消費、インフレ圧力が和らぎ、景気拡大の持続性が高まろう。

住宅投資は、住宅価格の割高感、金融機関監督当局による規制強化の動きなどから減速に向かう。ただ、潜在的な需要は底堅く、ソフトランディングに成功すると見ている。

個人消費は、住宅価格の上昇率が鈍化することで資産効果が弱まるため、伸びは鈍化すると予想する。ただし、雇用・所得環境は、企業の前向きな採用意欲のもとで底堅さを維持すると考えられ、この先も個人消費を下支えしよう。

設備投資は、個人消費が弱まる中では一段の加速は期待できないが、企業の増益基調は続くと予想され、生産性向上のための情報化投資や更新投資などを中心に堅調に推移しよう。

(図表2-1) 米国実質GDP

《前期比年率》	暦年ベース			2005年 05/12	2006年				2007年			
	2005年	2006年	2007年		06/3	06/6	06/9	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12
実質GDP	3.5%	3.1%	2.9%	1.1%	3.9%	3.3%	3.1%	3.0%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
個人消費支出	3.6%	3.0%	2.8%	1.1%	4.0%	3.0%	2.9%	2.9%	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%
民間住宅投資	7.2%	2.5%	0.3%	3.5%	2.5%	-0.6%	-1.2%	-0.3%	0.2%	0.8%	1.6%	2.3%
民間設備投資	8.5%	6.8%	6.0%	2.8%	8.8%	7.1%	6.5%	6.0%	5.7%	5.6%	5.8%	6.2%
民間在庫(寄与度)	-0.3%	0.1%	0.0%	1.4%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
純輸出(寄与度)	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-1.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
輸出	6.7%	4.7%	5.8%	2.4%	4.9%	5.3%	5.5%	5.6%	5.6%	6.0%	6.2%	6.5%
輸入	6.2%	4.7%	4.1%	9.1%	4.6%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	4.2%	4.4%
政府支出	1.7%	1.6%	1.4%	-2.4%	3.7%	2.1%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
内需(寄与度)	3.8%	3.4%	3.0%	2.3%	4.4%	3.4%	3.2%	3.0%	2.9%	2.7%	2.9%	3.0%
最終需要(寄与度)	4.1%	3.4%	2.9%	0.9%	4.6%	3.3%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.9%	3.1%

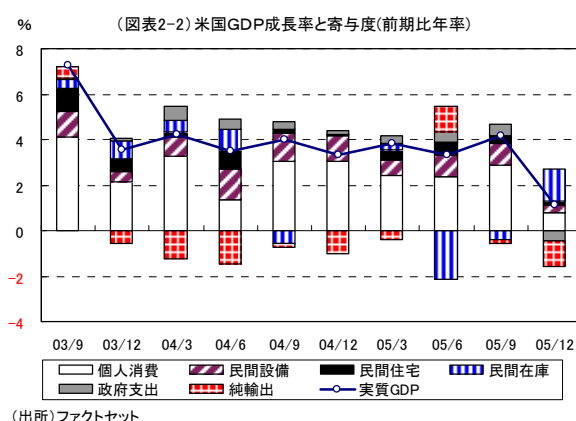
(1) 景気拡大ペースは鈍化するが底堅さは維持

10-12月期の成長率(速報値)は、自動車販売の反動減が大きく、マイナスのゲタでスタートしていた個人消費が全体を押し下げ、前期比年率1.1%と大きく下振れた(図表2-2)。ただ、12月の自動車販売は10-12月の平均に比べて多いため、1-3月期には逆に高いプラスのゲタが働く。これに加え、ハリケーンの復興需要によって設備投資や住宅投資が押し上げられるため、成長率の大幅反発が見込まれる。その後、景気拡大ペースの鈍化が次第に明確になる

が、3%前後の底堅い成長ペースは維持されると予想する。むしろ適度な鈍化によって、住宅市場の過熱感、過剰消費、インフレ圧力が和らぎ、景気拡大の持続性が高まろう。

(2) 住宅投資は徐々にピークアウト

住宅着工件数(図表2-3)、新築・中古住宅販売件数、住宅ローン申請件数など、住宅関連の指



標は軒並み住宅市場のピークアウトを示唆している。住宅価格の割高感が減速要因となっているようだ。連邦住宅機関監督局の調査によると、現在の住宅価格は、家計の購買力や不動産の収益に見合う適正価格に比べ、2割程度割高とされている。足元の住宅価格（図表2-4）は新築・中古とも前年比で伸び率が鈍化、前月比では夏場以降低下に転じている。先行き価格が下がると思えば、消費者は購入を手控える行動に出るのが通常の姿だろう。

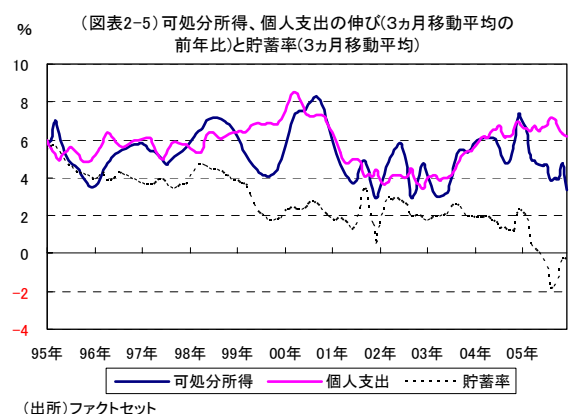
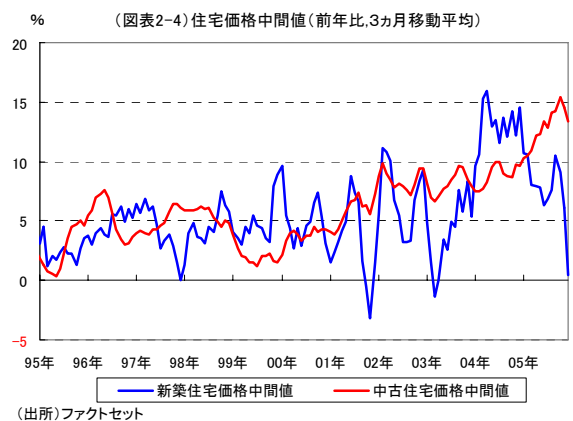
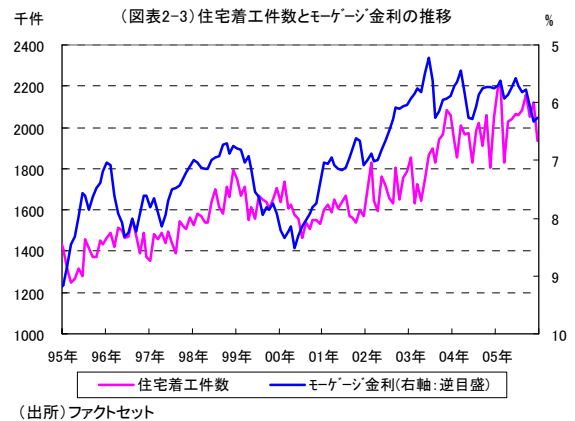
また、金融機関監督当局は、2005年5月のホーム・エクイティ・ローン（住宅評価額から既存の住宅ローン残高を差し引いた部分を担保とする新規借入）に関する通達に続き、12月にはインタレスト・オンリー・ローン（当初数年間は利払いのみで元本返済は猶予）などの新型住宅ローンに関する通達を発し、金融機関に対して貸出姿勢の厳格化を促している。既にホーム・エクイティ・ローンの増加ペースは2005年半ばから鈍化しており、12月の通達は、今後パブリックコメント（一般からの意見募集）の期間を経て、数ヵ月後から効力が出てくることになろう。

ただ、全米的な住宅バブル崩壊といった事態は想定しにくく、ソフトランディングに向かう可能性が高いと見ている。東西沿岸地域を中心に、投機目的を含めた高額物件の需要は大きく減退するものの、内陸部の健全な住宅需要は底堅さを維持すると考えられる。米国は人口増加社会であり、移民を含めて毎年1%程度増え続けている。ベビーブーマーのジュニア世代が住宅取得層に入ることと考えれば、潜在的な需要は底堅い。個人消費の資産効果に影響する中古住宅価格は、前年比10%超だった伸びが5%前後に鈍化する程度に留まろう。

（3）資産効果が弱まる個人消費

個人消費は、これまで住宅価格上昇による資産効果が原油高の悪影響に勝る形で、堅調に推移してきたが、所得の伸びを上回るレベルでの消費が続いたことから、貯蓄率は2005年6月以降マイナス圏に突入している（図表2-5）。このような所得の伸びを上回る消費は持続可能なものではない。住宅市場の減速は、過度に消費を押し上げていた資産効果を弱めると同時に、住宅関連財の消費抑制にもつながってこよう。FRBの調査データと2004年のGDP統計を使って試算してみると、前年比で10%を超えていた中古住宅価格の上昇率が5%前後に鈍化することで、成長率を0.8%程度押し下げることになる。

また、家計の債務返済負担（債務返済額÷可処分所得）が増していることにも注意が必要だ（図表2-6）。2007年には、2004年から急速に普及したインタレスト・オンリー・ローンなどの初期返済負担軽減期間が徐々に満了し始めるため、先送りしてきた返済負担の増加が新たな消費の下押し



要因となつてこよう。

一方、雇用・所得面では、非農業部門雇用者数が平均すれば月間15－20万人増という堅調な増加ペースを維持し、失業率は低位で推移している。ISMの雇用指数は製造業・非製造業とも50ポイントを上回っており、先行きも雇用拡大の方向を示唆している。平均時間給も緩やかな増加が続き、雇用・所得環境は力強いとはいえないまでも、底堅さを維持すると予想され、この先も個人消費を下支えしよう。

(4) 設備投資は情報化投資を中心に堅調に推移

設備稼働率の上昇は非常に緩やかで、製造業の生産能力増強の動きはまだ鈍い。ただ、設備投資の先行指標とされる「航空機を除く非防衛資本財受注」(図表2-7)は、堅調な伸びが続いている。個人消費が弱まる中では、設備投資に一段の加速は期待できないが、企業収益は伸び率が鈍化しながらも増益基調は続くと予想され、設備投資は生産性向上のための情報化投資や更新投資などを中心に、2007年にかけて堅調に推移しよう。

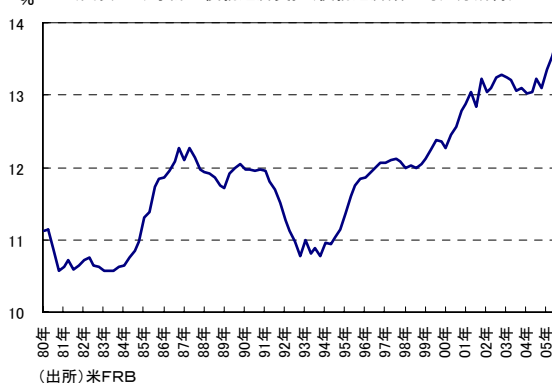
(5) 純輸出のマイナス寄与は小幅に

米国の強い内需を受けて、純輸出は赤字幅を拡大させてきたが、今後は消費が弱まることなどから、輸入は緩やかな増加ペースに留まると考えられる。一方で、日本をはじめ諸外国の景気も上向きつつあることから、輸出の伸びは次第に高まってこよう。純輸出の赤字幅の一方的な拡大には歯止めがかかり、GDP成長率に対する純輸出のマイナス寄与は小幅なものに留まろう。

(6) 利上げは最終局面

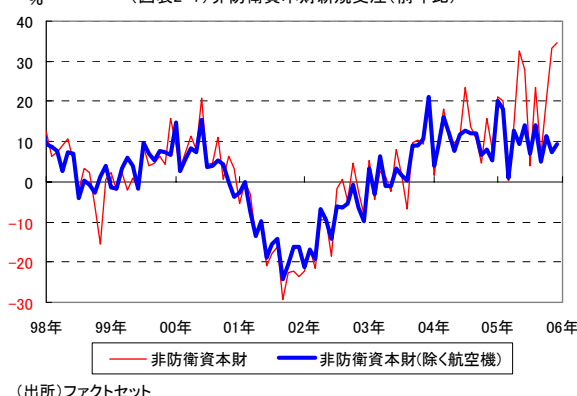
FRBが最も重視するコアPCEデフレーター上昇率(図表2-8)は、12月に前年比1.9%で落ち着いている。しかし、FRB高官の多くが想定している1－2%というレンジの上限に近いことは確かだ。また、FRBが警戒している「資源利用率の高まり」については、今後景気拡大ペースが潜在成長率程度へ鈍化すると予想されるため、需給ギャップの縮小に歯止めがかかり、失業率の低下と設備稼働率の上昇は抑制されると考えられる。ただしこれについても、足元ではFRBの警戒感は払拭されていない。したがって、インフレに対する予防的利上げという意味で、利上げはあと1回、3月にFF金利が4.75%となるまで行われるが、景気拡大ペースの鈍化、インフレの落ち着き、それから金融政策の効果があらわれるまでのラグを考慮すれば、そこで打ち止めとなる可能性が高い。その後は2007年まで様子見姿勢が続くと予想する。

(図表2-6) 家計の債務返済負担(債務返済額÷可処分所得)



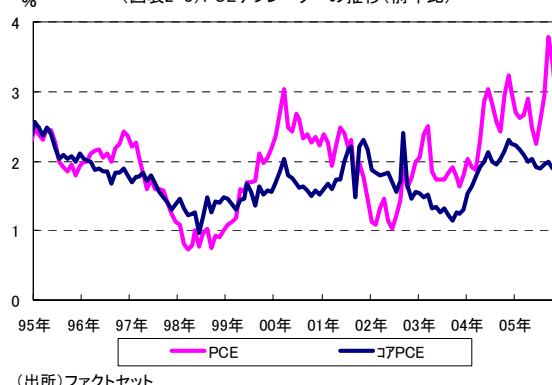
(出所)米FRB

(図表2-7) 非防衛資本財新規受注(前年比)



(出所)ファクトセット

(図表2-8) PCEデフレーター推移(前年比)



(出所)ファクトセット

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏の10-12月期GDPは低めの伸びに留まったが、各種景況指数の改善傾向が続いていることから、年明け以降は再度堅調な成長軌道に戻ると予想する。好調な輸出が下支えとなる。ただ、構造的な個人消費の弱さが足かせとなることから、外需主導の域は脱しきれず、回復ペースも緩やかなものに留まるだろう。ECB(欧州中央銀行)は、2006年3月と6月に25bpずつ利上げを実施すると予想する。

(図表3-1)欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(前期比、05/12期は合計のみ実績)

(前期比)	暦年ベース			2005年	2006年					2007年			
	2005年	2006年	2007年	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	
ユーロ圏GDP	1.4%	2.0%	1.7%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	
家計消費	1.2%	1.1%	1.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	
政府消費	1.3%	1.9%	1.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	
固定投資	2.3%	3.7%	2.3%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	
純輸出(寄与度)	-0.2%	0.3%	0.3%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	

ドイツ実質GDP(前期比、05/12期は合計のみ実績、労働日数調整後)

(前期比)	暦年ベース			2005年	2006年					2007年			
	2005年	2006年	2007年	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	
ドイツGDP	1.1%	1.7%	1.4%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	
家計消費	-0.1%	0.4%	0.7%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.7%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	
政府消費	0.0%	1.0%	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
固定投資	0.4%	2.9%	1.7%	0.4%	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	
純輸出(寄与度)	0.8%	0.7%	0.7%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	

英国実質GDP(前期比、05/12期まで実績)

(前期比)	暦年ベース			2005年	2006年					2007年			
	2005年	2006年	2007年	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	
英国GDP	1.8%	2.2%	2.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	

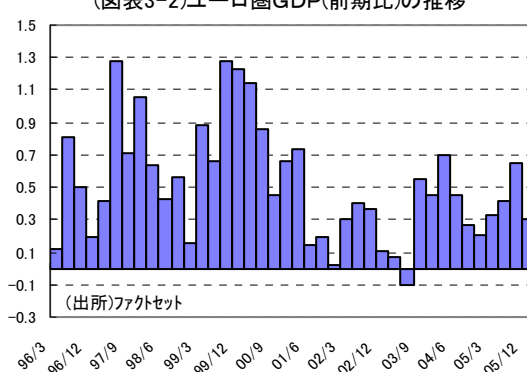
(1) ユーロ圏景気は回復基調続く

10-12月期のユーロ圏GDPは前期比0.3%増と、7-9月期の同0.6%増からやや鈍化した。ドイツが前期比ゼロ成長と不振だったのが足を引っ張った形だ。ただし、各種景況感指数は軒並み改善しており、年明け以降は再び堅調な回復軌道に戻ってくる可能性が高い。

ユーロ圏の1月景況感指数は101.8ポイントと、2001年6月以降の最高水準となった。同月の製造業PMIは、5ヵ月ぶりに低下したものの、低下幅は0.1ポイントとわずかだ。5月から12月までに約5ポイント上昇しており、上昇トレンドは途切れていない。ドイツのIFO景況指数は、12、1月の2ヵ月で4.2ポイント大幅上昇し、2000年5月以降の最高水準をつけた。現況指数と期待指数がそろって上向いており、今後もまだ上昇余地はありそうだ。

米国景気が大きな変調に見舞われない限り、2006年から2007年にかけてのユーロ圏景気は堅調な拡大が予想される。ただ、今回の景気回復も外需主導の回復の域を脱することができず、内需主

(図表3-2)ユーロ圏GDP(前期比)の推移



導の自律的、本格的な景気回復には至らないとみている。スペインやフランスの個人消費は、住宅価格の上昇に支えられるなど不安定な面があることや、ドイツにおける付加価値税(VAT)の増税の影響などから、2007年の成長率は幾分鈍化に向かうと予想する。

(2) ドイツは「消費不況」を脱せず

ドイツでは、企業部門の生産活動が堅調な一方、個人消費は不振が続いており、企業と家計の2極分化傾向が強まっている。

鋳工業生産は、昨年9、10月と連続で前月比1%を超える伸びを記録するなど、好調が続いた。年末にかけてはやや弱含んだものの、企業景況感は回復が続いており、一時的な減速の可能性が高い。もっとも、生産増の多くは外需に起因した部分であり、内需、特に個人消費が脆弱な状況は変わっていない。11、12月の小売売上高は2ヵ月連続で前月比、前年比ともマイナスに落ち込むなど、「消費不況」とも言える状況だ。労働市場改革の持続に加え、中東欧市場の労働力開放により、企業にとっては国内のリストラを進めやすい環境となっているのが主要因だ。こうした環境下では、労働組合も賃上げより雇用の確保をある程度重視せざるを得ない。ドイツの個人消費が明確に上向き可能性は今後も低いだろう。

2007年1月にはVATの3%の引き上げが予定されていることで、2006年後半には大型の耐久消費財を中心に駆け込み需要の盛り上がりが見られるだろう。逆に、2007年の年明けには反動減に見舞われるだろう。また、今年6月のサッカーワールドカップは、効果は限定的ながら、消費の押し上げに寄与しそうだ。

(3) フランスは堅調持続、イタリアは回復傾向

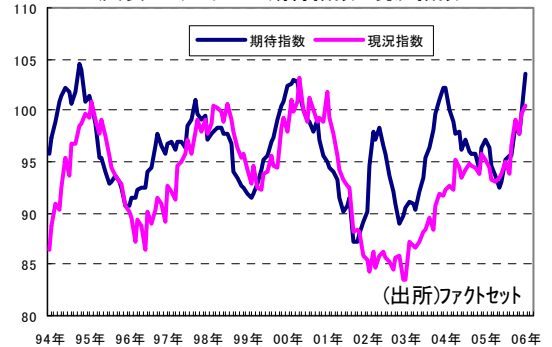
フランスの10-12月期のGDP成長率は、前期比0.2%増と低めの伸びに留まった。鋳工業生産は、一連の暴動の影響で10月に大きく落ち込んだものの、11月には持ち直した。個人消費も堅調で、内需のモメンタムはスペインを除く他の主要国より強い。しかし、個人消費は住宅価格上昇に伴うエクイティの引き出しに支えられてきた面も大きい。ECBの利上げ持続で不動産市況が弱含むようなら、伸びは大きく鈍化しよう。

イタリア経済は、2004年後半から2005年前半にかけての深刻な不振を脱し、回復傾向にある。ISAE企業信頼感指数は、昨年5月以降、9ヵ月連続で前月を上回り、12月は92.7ポイントと、2002年5月以来の水準を回復した。ただ、鋳工業生産はいまだ前年比マイナス圏内で推移するなど、景気的水準は周辺主要国に見劣りする。外需依存度が高いこともあって、今後も不安定な推移を余儀なくされるだろう。

(4) スペインの住宅バブルは懸念材料

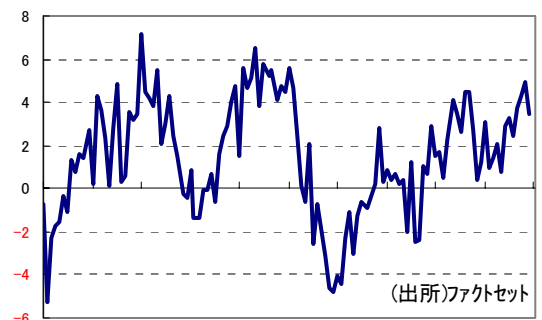
スペインの10-12月期GDPは、前期比0.9%増と、引き続き高い伸びとなった。スペインの場

ポイント (図表3-3)ドイツIfo期待指数と現況指数



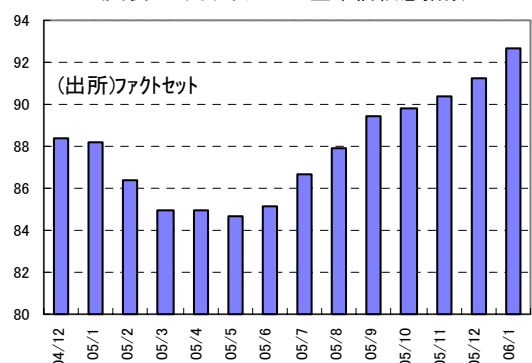
(出所)ファクトセット

% (図表3-4)独鋳工業生産の推移(前年比)



(出所)ファクトセット

ポイント (図表3-5)イタリアISAE企業信頼感指数



(出所)ファクトセット

合、内需の力強い伸びが長期間持続しているのが特徴だ。1999年から2005年7-9月期までの7年弱で、スペインの内需は35%増加した。この間フランスの内需は18%、イタリアは9%の増加で、ドイツに至ってはわずか1%増とほとんど伸びていない(図表3-6)。1月の失業率は8.4%で、2年間で3%近くも低下した。スペインとしてはこれが26年ぶりの低水準だ。

好調なスペイン経済を支えているのが、住宅価格上昇による資産効果だ。しかし、これがバブルとの疑いを呼んでいる。住宅投資の対GDP比は、1995年時点では4%強だったが、その後急上昇を続け、足元では先進国としては異例の9%に届こうとしている。東西ドイツ統合後の建設ブームの反動で、いまだに低迷が続くドイツとは好対照だ(図表3-7)。新規住宅着工戸数は、EU全体の約3分の1を占め、英国、イタリア、ドイツ3カ国の合計に匹敵すると言われる。GDPではユーロ圏の10%未満のスペインが住宅着工では3分の1を占めるという構図はいかにも異常だ。

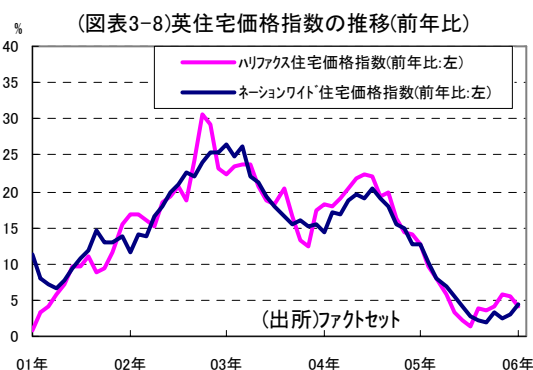
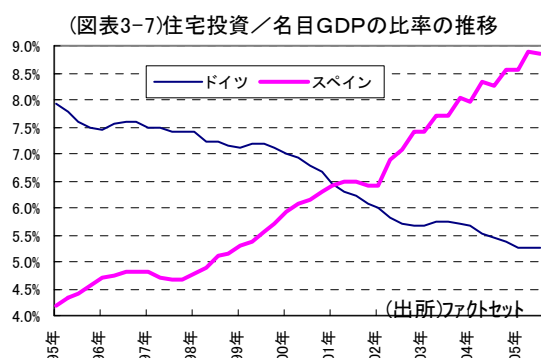
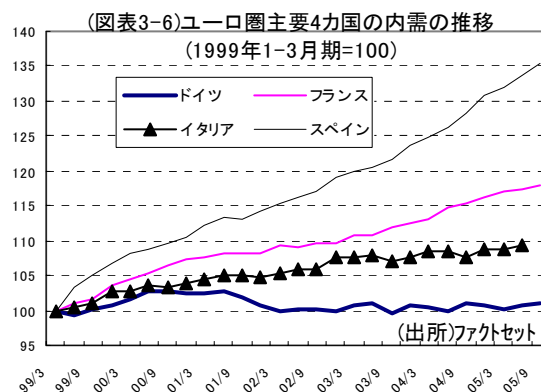
家計債務残高が総可処分所得を上回るなど、家計のバランスシートの悪化傾向も顕著だ。他の欧州諸国と異なり、そのほとんどが変動金利である点も危険性を増す要因となっている。住宅建設にかかる費用の年収に対する比率は、2000年まで3倍台で推移していたが、その後急上昇し足元では6.5倍に達している。今後、世界的に過剰流動性の回収が進んで長期金利が上昇に向かえば、破綻する家計が続出し、経済が混乱に陥るリスクは否定できない。スペインの住宅バブルはユーロ圏経済の隠れたリスクといえる。

(5) 2006年中にあと2回の追加利上げか

12月のM3は前年比で7.3%増と、3ヵ月連続で伸びが低下したが、市場性証券の減少が主たる押し下げ要因で、株式への資金シフトを反映している可能性が高い。ECBがより注目している1月の民間向け貸出残高の伸びは、前年比9.0%増と、2001年2月以降で最も高い伸びとなっている。ECBが重視する中期的なインフレリスクは払拭されていない。ユーロ圏の金融政策のステージが、ブレーキを踏む段階ではなく、まだアクセルを緩めつつある段階にあることを考えれば、なお複数回の利上げが実施される可能性が高い。3月2日における25bpの利上げはほぼ確実で、さらに6月に25bpの追加利上げが実施されると予想する。その後は米国景気の拡大ペースの鈍化などから、様子見姿勢に転じると予想するが、米景気次第ではさらなる追加利上げの可能性も残る。

(6) 英国は堅調な成長軌道に戻る

英国では、住宅市場高騰の沈静化が個人消費の減速に繋がったが、景気減速というより過熱感が薄れ軟着陸に成功した形だ。住宅価格は既に下げ止まっており、雇用環境も良好なことから、2006年後半には、潜在成長率と言われる年率2.5%近辺に戻ってくると予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国経済は、デフレリスクなどの不安要素を抱えながらも、2006年から2007年にかけて、9%前後の高成長を続けると予想する。固定資産投資は、政府による規制の厳格化によりやや伸びが鈍化すると考えられるものの、引き続き前年比で2割前後の高い伸びを続けよう。個人消費は、都市部の中産階級の旺盛な消費意欲や、農村部への政府のてこ入れ政策に支えられ、10%を超える伸びを確保するとみる。世界経済の拡大に支えられ、貿易黒字も拡大傾向が続く。人民元は、当局の厳格な管理のもと、緩やかな元高基調を続けよう。

(1) 高成長が続いた2005年の中国経済

2005年10-12月期の中国の実質GDP成長率は、前年比9.9%増となった(図表4-2)。第1次産業の伸びが前年比5.2%増、第2次産業の伸びが同11.4%増、第3次産業の伸びが同9.6%増で、政府の投資抑制策にも関わらず、第2次産業の伸びが高水準で推移している様子が示された。

なお中国では、過去2年間にわたり、1000万人超を動員して実施していた経済センサスの結果を昨年末に公表した。この結果、過去の実質GDPの水準が大幅に上方修正された。2004年の実質GDPは、従来発表値から16.8%上積みされ、成長率も図表4-3の通り、軒並み上方修正された。改定の理由は、主にサービス産業に関する統計に漏れがあったためとのことで、この結果、2005年のGDPの総額は英国をかわし、米国、日本、ドイツに次ぐ世界第4位に浮上した可能性が濃厚となった。もっとも、1人当たりのGDPは世界で100位以下というところが、中国経済の実態を物語っている。

(2) 中国の過剰投資が今度はデフレ圧力に

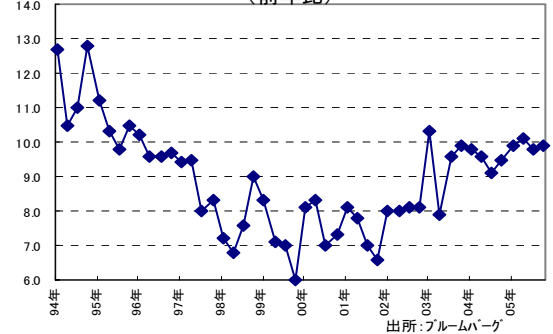
全社会固定資産投資額は、2005年通年で前年比25.7%増となった(図表4-4)。伸び率は2004年から0.9%ポイント低下したものの、引き続き高い伸びを維持した。GDPに占める投資の比率は、48.8%と半分近くを占める。

最近になって中国では、過剰投資・過剰生産によるデフレの可能性が浮上している。国家発展・改革委員会のマクロ経済研究院が1月11日に発表した研究報告によると、デフレ防止が今後の経済政策の重点実施事項として強調されている。設備投資は実行段階では需要だが、完成すれば供給能力に変わる。したがって、設備投資が行き過ぎた場合、デフレを引き起こすことも可能性としてはあるわけだが、ついこの間まで、景気過熱によるイン

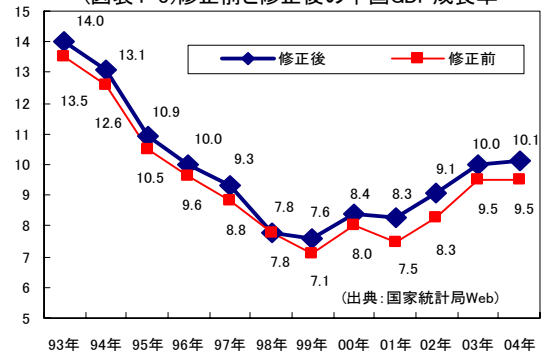
(図表4-1)実質GDP成長率予測

	2004年	2005年	2006年	2007年
中国	10.1%	9.9%	9.5%	9.2%
東アジア	7.8%	7.0%	6.9%	6.7%

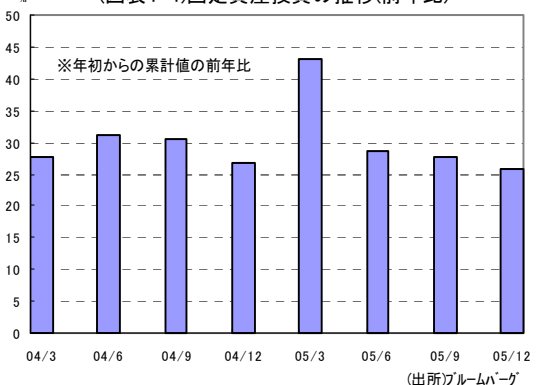
(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(図表4-3)修正前と修正後の中国GDP成長率



(図表4-4)固定資産投資の推移(前年比)



フレリスクが不安視されていた経済で、デフレリスクが急浮上してきたのは意外感があった。

これにより、これまでの政府の過剰投資の抑制策が、不十分だったことが明らかになった。また、昨年まで心配されていたインフレ懸念は、いわゆる「景気過熱」によるものではなかった可能性も高まった。原油などの素材価格上昇の影響によるコストプッシュ的な性格が強かったか、あるいは、沿海部の不動産価格上昇に見られた資産インフレが、一般物価のインフレの可能性に結び付けて過大評価されていた可能性もある。実際、食料品を除いたインフレ率は、ピーク時でもさほど上昇していたわけではなかった。

(3) 政府は過剰投資の抑制策を一段と強化

こうした状況を受け、中国政府は過剰投資の抑制策を一段と強化する方針を示している。12月に国務院が、「産業構造の調整を促進する暫定規則」を発表、その指導目録の中で、国内産業を奨励・制限・淘汰・その他の4つのカテゴリーに分類、個別指導を強化していく方針を示した。

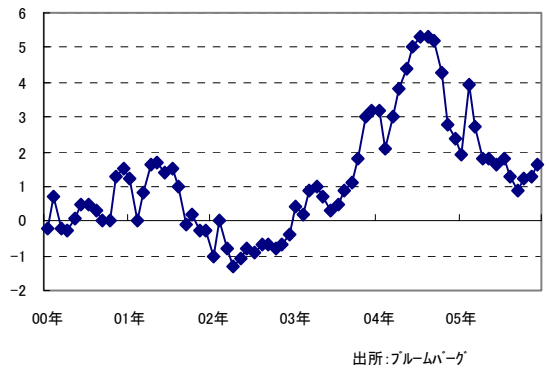
指導目録によると、奨励産業は539業種、制限産業は190業種、淘汰産業は399業種で、その他はすべて「許可」扱いとなる。このうち奨励産業については、設備の輸入関税が免除されるなどの優遇措置が講じられるが、制限産業については、更新投資は許可されるものの、新規設備投資については禁止される。淘汰産業においては、設備投資が全面的に禁止されるほか、当該産業に関わる輸入、生産、販売、使用が一切禁止される。また、金融機関からの融資も禁止、回収されるという、厳しい内容だ。淘汰産業に分類されたのは、国有炭鉱区内にある小規模炭鉱、5万キロワット以下の発電プラント、国の環境保護基準に達していない石油精製設備等である。

これまでの過剰投資抑制策が大きな成果を挙げるに至らなかったのは、地方政府の抵抗が強かったことや、国内の生産要素の価格が低く抑制されており、企業にとっては投資の収益性が高かったこと、また、国有企業は赤字でも政府の補填が期待できることから、モラルハザードが働きやすくなっていたことなどが挙げられる。したがって、新たな投資抑制策が有効に機能するかどうかについても、今後の推移を慎重に見極めていく必要がある。多少減速しても、固定資産投資は引き続き2割前後の高い伸びを続ける可能性が高いといえよう。

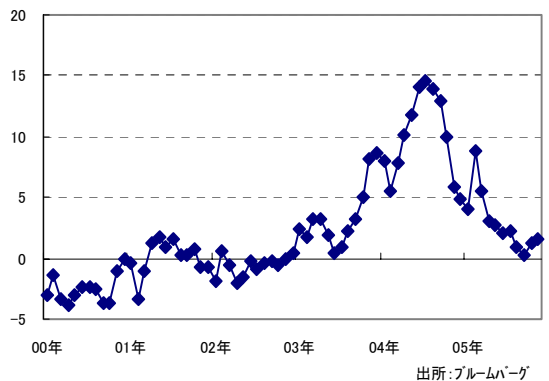
(4) 個人消費は拡大基調が続く

2005年の全社会消費財小売総額は、前年比12.9%増となった(図表4-7)。伸び率は2004年よりも1.8ポイント上昇した。ただ、農村部の所得の伸び率は、依然都市部を下回っている。農村部人口は全人口の4分の3を占めており、格差拡大は社会不安の深刻化に繋がりがかねない。三農(農業、農村、農民)問題の改善は、引き続き重要な政治課題だ。

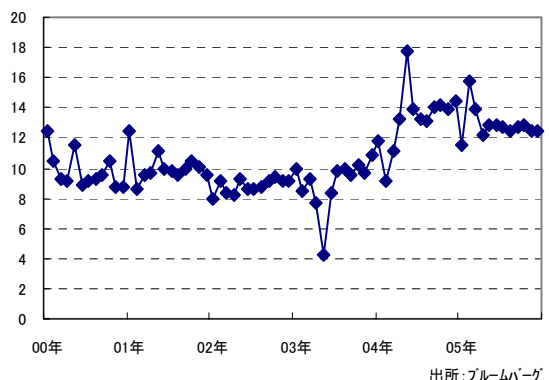
%(図表4-5)中国消費者物価指数の推移(前年比)



%(図表4-6)CPI(食料品)の推移(前年比)



%(図表4-7)中国小売売上高の推移(前年比)

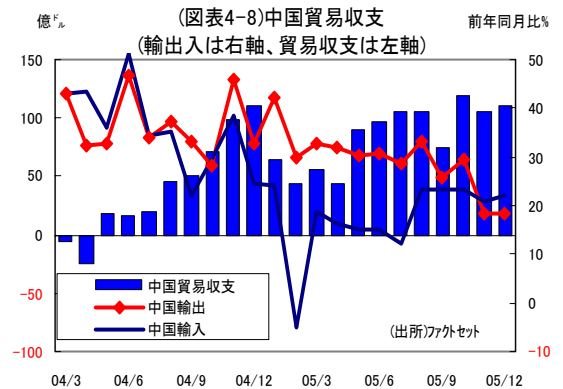


経済方針を定める最重要会議である中央経済工作会議は、2006年の政策指針として8項目を挙げているが、第2項で、「農村部の所得や収入の増加に努め、農村の消費市場を開拓」としているほか、3項目でも、「農業と農村のインフラ建設を確実に強化し、農村改革を全面的に進展」とするなど、農村改革を重視していく方針を示している。

年明けには新年度の改革の第一弾として、農業税の撤廃が決定された。都市部との格差縮小は容易ではないものの、2006年の全社会消費財小売総額は都市部、農村とも拡大傾向が続き、2005年と同程度の伸びを確保するものと予想される。

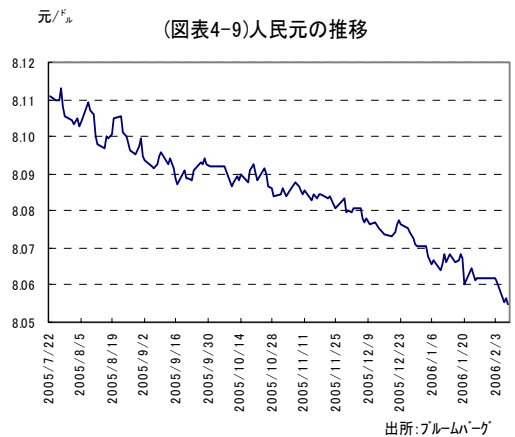
(5) 貿易黒字が記録的水準に拡大

2005年の貿易黒字額は、前年比で699億ドル増加し、1019億ドルとなった(図表4-8)。2004年の3倍以上に膨らんだことになる。輸出額は28.4%増、輸入額は17.6%増で、輸出が3割近く伸びたことが寄与した。対米貿易黒字額が1142億ドルで、これだけで全体の黒字額にほぼ匹敵する。2006年は、米国景気の拡大ペースの若干の鈍化が見込まれるものの、日本や欧州は改善が続き、世界経済の順調な拡大が見込まれることから、貿易黒字はさらに拡大する可能性が有力といえる。



(6) 人民元は一定のペースで増価が続く

年明けの1月4日から、外国通貨に対する人民元取引でのマーケットメーカー制が導入された。これにより、今までは上海の取引センターに集中していた取引が、マーケットメーカーに選ばれた銀行間の相対取引でも可能となった。認定された13行は、中国系銀行が8行、外資系銀行が5行という構成になっている。周小川総裁は、1月26日のダボス会議で、「中国政府は2006年も人民元レートの管制を弱めていく方針で、金融体制改革をさらに推進させる」と発言している。ただ一方で、「元の為替レート改革は、中国全体の経済改革と同様に段階を追ってゆっくりと進める」とも述べており、2006年の人民元レートは、引き続き当局の厳格な管理下のもと、緩やかな増価を続けていくことになりそうだ。昨年の切上げ後、足元までの増価ペースは、年率0.2%程度でほぼ一定だが(図表4-9)、国際社会からの切上げ圧力が強まる局面では、増価ペースを早めるなど、臨機応変な対応をとっていくこととなる。



(7) 今後も振れを伴いながら高成長を続ける見通し

中国経済は、デフレなどの不安要素を抱えながらも、2006年から2007年にかけて、9%前後の成長を続けることになろう。それにしても、中国経済の変転はめまぐるしい。2000年当時はまだ世界デフレの震源地と言われていたが、いつのまにかインフレの震源地に代わり、今またデフレ懸念が浮上するといった具合である。中国はまだ資本主義経済の黎明期であり、市場経済と統制経済が混在している分、経済が安定成長を続けていくためのメカニズムがいろいろな面で不安定ということなのだろう。したがって、今後も大きな振れを繰り返しながら、中期的なトレンドとしては高成長を続けていくという形になるものと考えられる。近いうちにデフレ懸念がまたインフレ懸念に変わる可能性も十分あるといえよう。

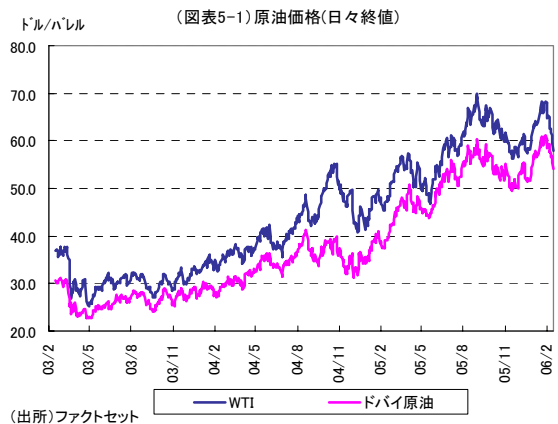
5. 原油相場見通し

(1) 地政学リスクが台頭

米国産標準油種WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）先物（直近限月）は、ハリケーン後の石油関連施設の復旧や、米北東部の暖冬傾向などを背景に、昨年11－12月は1バレル60ドルを下回るレベルで落ち着いていた（図表5-1）。

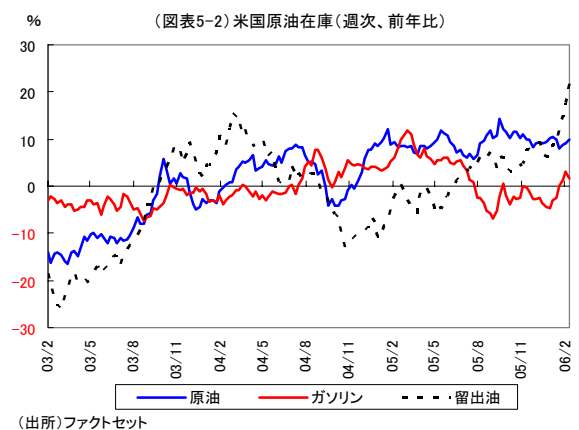
ところが1月に入ってから、①イランの核開発問題浮上、②ナイジェリアでの武装勢力による石油関連施設への攻撃、③パレスチナ・イスラエル情勢の悪化と、立て続けに地政学的な供給懸念が台頭し、

再び60ドル台後半まで上昇した。特に①については、イランはウラン濃縮活動再開への強行姿勢を崩しておらず、先進各国との対立が続いている。ただ、国連安保理付託を経て事態にはやや前進が見られ、懸念されたイランからの原油輸出停止という事態も回避されたため、2月以降は在庫が十分にあることが改めて見直され、50ドル台後半で推移している。



(2) 一方で原油在庫は十分

在庫状況であるが、冬場の最大需要地である米北東部において温暖な気候が続いているため、ヒーティングオイルが含まれる留出油の在庫は十分にある（図表5-2）。そのため、石油精製業者は需要が堅調なガソリンの供給を増やし始め、ガソリン在庫も前年水準を取り戻している。精製の元になる原油の在庫も安定的に前年を上回っており、需給逼迫感は和らいでいる。



(3) 価格低下局面ではOPECは減産を示唆

世界的な需給動向を見ると、需要面では、中国やインドなどの新興国を始め、世界的な景気拡大に伴い、この先も堅調な需要が続くと考えられる。

一方供給面では、OPECの生産枠は2005年7月より日量2,800万バレルで据え置かれ、かつ現在の生産余力はイラクを含めても日量200万バレル前後と乏しい。OPECのいくつかの国が生産能力拡大の計画を発表しているものの、実際に供給が始まるまでには数年かかる。1980年代後半の逆オイルショック時の苦い経験から、OPECやメジャー各社は将来の価格下落を警戒して、石油関連設備への投資には慎重な姿勢だ。また、OPEC高官らの発言からは、価格が50ドル台半ばに近づくような低下局面では、OPECが減産で価格を維持しようとする意向がうかがえる。原油の供給に問題がない場合でも、米国内の製油所不足が解消されない限り、天候要因、事故、地政学リスクなどによって、石油製品の供給途絶懸念はくすぶり続けよう。

原油価格はしばらく高止まりの状況が続き、WTI（年平均）で2006年に1バレル59ドル、2007年に60ドルを予想する。