

## 明治安田生命

# 2004－2005年度経済見通しについて

～本格回復に向け、緩慢ながらも着実に歩を進める日本経済～

明治安田生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）は、4－6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	3. 6%	2005年度	2. 1%
名目GDP成長率：2004年度	1. 1%	2005年度	0. 4%

### 2. 要 点

- ①日本経済は堅調な回復を続けているが、外需依存体質は脱却しておらず、2004年度後半から2005年度前半にかけては、米国および中国景気減速の影響で停滞色を強める展開を予想する。これまでのところ、当社の予想通りの展開をたどっており、従来のシナリオを維持する。
- ②個人消費は、雇用・所得環境の回復の遅れが頭を抑える要因となる。設備投資は、相関の高い輸出が減速に向かうと予想されるのに加え、世界的なシリコンサイクルの一巡などの影響で伸びは鈍化へ向かう。消費者物価が、持続的・安定的にプラスに転じるのは2006年以降にずれこむ。
- ③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確か。2005年度後半以降は再度景気の本格回復が展望できる状況となろう。

#### 〈主要計数表〉

	2003年度 (実績)	2004年度		2005年度	
			2004/5時点		2004/5時点
名目成長率	0. 8%	1. 1%	1. 1%	0. 4%	0. 2%
実質成長率	3. 3%	3. 6%	3. 4%	2. 1%	1. 9%
成長率寄与度・内需	2. 5%	2. 6%	2. 4%	1. 5%	1. 1%
・外需	0. 8%	1. 0%	1. 0%	0. 6%	0. 8%

## 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>3.6%</b>	<b>2.1%</b>	1.6%	0.4%	<b>0.8%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.2%</b>	
民間最終消費支出	1.5%	<b>3.3%</b>	<b>2.0%</b>	1.0%	0.6%	<b>0.9%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	
民間住宅投資	0.3%	<b>1.4%</b>	<b>1.7%</b>	0.5%	0.3%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	
民間設備投資	12.3%	<b>6.6%</b>	<b>4.2%</b>	1.7%	0.0%	<b>2.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.2%</b>	
政府最終消費支出	1.0%	<b>1.6%</b>	<b>0.9%</b>	0.5%	0.4%	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</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>-12.3%</b>	<b>-7.7%</b>	-3.4%	-5.1%	<b>-2.0%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-2.0%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>-2.3%</b>	
財貨・サービスの輸出	11.0%	<b>13.8%</b>	<b>6.9%</b>	4.5%	3.5%	<b>3.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.7%</b>	
財貨・サービスの輸入	4.9%	<b>8.4%</b>	<b>4.0%</b>	3.1%	2.0%	<b>1.5%</b>	<b>1.1%</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>1.1%</b>	<b>0.4%</b>	1.1%	-0.3%	<b>0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.8%</b>	
GDPデフレーター	-2.4%	<b>-2.5%</b>	<b>-1.7%</b>	-0.5%	-0.7%	<b>-0.5%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</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>3.6%</b>	<b>2.1%</b>	1.6%	0.4%	<b>0.8%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.2%</b>	
民間最終消費支出	0.8%	<b>1.8%</b>	<b>1.1%</b>	0.6%	0.3%	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	
民間住宅投資	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	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>	<b>0.0%</b>	
民間設備投資	1.9%	<b>1.1%</b>	<b>0.7%</b>	0.3%	0.0%	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</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%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</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>-0.6%</b>	<b>-0.3%</b>	-0.2%	-0.2%	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</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>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	0.5%	0.0%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	
純輸出	0.8%	<b>1.0%</b>	<b>0.6%</b>	0.3%	0.3%	<b>0.3%</b>	<b>0.0%</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>1.7%</b>	<b>0.9%</b>	0.6%	0.5%	<b>0.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</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>-0.8%</b>	<b>-0.4%</b>	-0.3%	-0.2%	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</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>6.0%</b>	<b>2.6%</b>	6.8%	7.4%	<b>7.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>4.5%</b>	
消費者物価指数(前年比)	-0.2%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.1%</b>	-0.1%	-0.3%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</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%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	
国内企業物価指数(前年比)	-0.5%	<b>1.3%</b>	<b>0.6%</b>	0.0%	1.0%	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.9%</b>	
完全失業率(季調済)	5.1%	<b>4.7%</b>	<b>4.8%</b>	4.9%	4.6%	<b>4.6%</b>	<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>107円</b>	<b>107円</b>	107円	110円	<b>109円</b>	<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〉

日本経済は堅調な回復を続けてきたが、外需依存体質は脱却しておらず、2004年度後半から2005年度前半にかけては、米国および中国景気減速の影響で停滞色を強める展開を予想する。

個人消費は、雇用・所得環境の回復の遅れが頭を抑える要因となろう。企業は景気回復下にも関わらず雇用拡大に慎重なスタンスを維持しており、この傾向はしばらく変わらないとみる。貯蓄率の低下が消費を下支えする構図にも限界が見えつつある。

住宅投資は、大都市部の分譲住宅が堅調に推移しているものの、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、相関の高い輸出が減速に向かうと予想されるのに加え、世界的なシリコンサイクルの一巡などの影響で、2004年度後半は伸び悩む。

消費者物価は、景気減速に加え、製造業では国際的な価格競争が激化していること、非製造業では規制緩和が逆に価格下落圧力として働いていることなどから、前年比で引続き小幅のマイナスを見込む。持続的・安定的にプラスに転じるのは2006年以降にずれこもう。

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確かで、2005年度後半以降は再度景気の本格回復が期待できる。

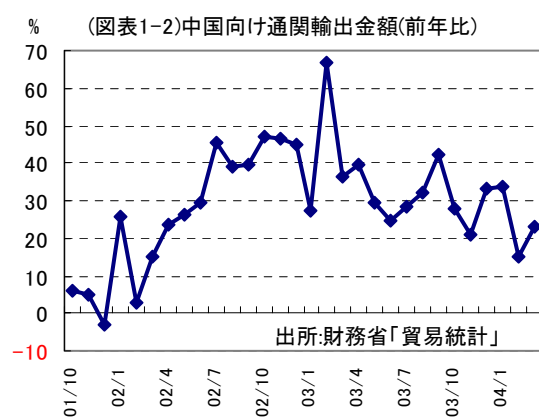
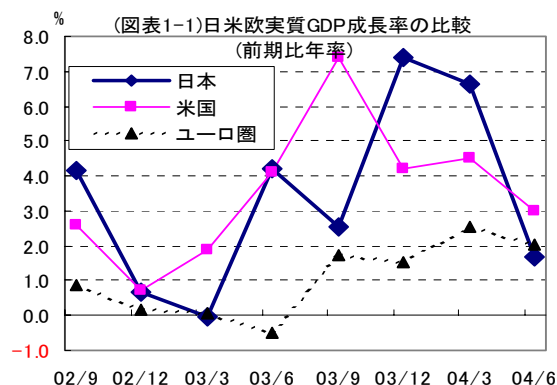
### (1) 予想を上回るスピードで回復した日本経済

日本経済は堅調な回復を続けてきた。4-6月期の実質GDP成長率は年率換算で前期比1.7%増とやや伸びが鈍ったものの、1-3月期は同6.6%増、昨年10-12月期が同7.4%増と、主要地域のなかでもっとも高い伸びを記録している(図表1-1)。大方の予想以上に好調な推移となった背景については、大きく次の3点が考えられる。

①いわゆる「中国特需」、②バブル期の負の遺産の整理の進展、③日銀を中心とした政策対応、である。

3つの中では、1点目の中国特需(を中心とした外需全般の回復)が、ウェートの半分以上を占めると考えている。デフレ下で内需が伸び悩み、日本経済が外需依存体質を一段と強めていた中で、隣国中国への輸出が前年比で40%前後の伸びを続けたのは、まさに「特需」であった。2003年度の通関輸出金額は前年度比で6.3%伸びたが、うち約半分の2.9%が中国向け輸出の寄与する部分である。好調を続けている設備投資も、結局は外需の伸びが数四半期遅れて製造業の設備投資に反映された形だ。米国経済が、FRBの大幅金融緩和と大規模減税策に支えられて回復したことも大きかった。

2点目は、企業部門の過剰債務の削減の進捗に象徴されるように、バブル期の負の遺産の整理が進んだことである。これにより、企業の手元にキャッシュフローが蓄積されたことで、企業が再び



前向きの投資を実施できる環境が整った。

3点目は、日銀を中心とした政策対応だ。量的緩和策については、たとえば当初期待されたポートフォリオリバランス効果のように確認が困難なものもある。しかし、昨春のように「世界デフレ懸念」が市場に蔓延していた時期においては、日銀による大量の資金供給が流動性不安につながるルートを遮断し、結果としてデフレマインドの自己増殖的な広がりを水際で食い止める効果があったと考える。また、政府のりそな銀行の処理策は株式市場に安心感を与え、その後の反転上昇に繋がった。貴重な景気のエンジンたる外需を、政府が大規模円売り介入で支え、日銀が非不胎化政策で側面支援したことも一定の効果を挙げたと見ている。

このように、日本経済が着実に体力を回復しているのは事実である。しかし一方で、外需依存の成長構造から脱却しきれていないのもまた確かだ。2004年度後半以降の景気は、米国を始めとする海外景気の減速に伴い鈍化を余儀なくされるとみている。2005年度前半まで停滞気味に推移したあと、2005年度後半から再度回復に向かうという従来からの経済見通しシナリオを維持したい。

兆円 (図表1-3)日本銀行当座預金(平均残高)



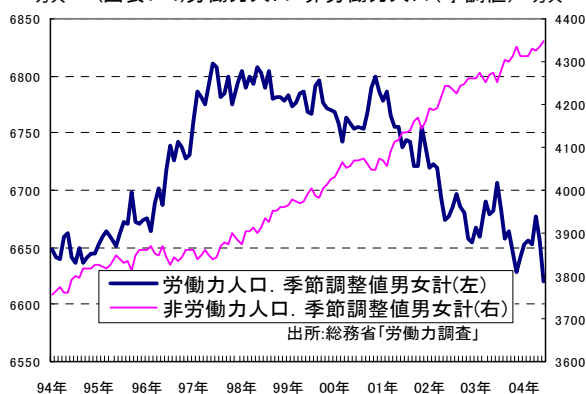
## (2) 雇用環境の回復の遅れで伸び悩む個人消費

個人消費については、雇用・所得環境の回復の遅れが、引続き伸びを抑制する要因になるとみている。失業者数は減少傾向が続いているものの、一方で労働力人口の減少傾向に歯止めがかからないことから(図表1-4)、就業者は伸び悩んでいる。賃金の伸びも鈍い。6月の現金給与総額は前年比2.4%減となった(図表1-5)。新聞等では夏の賞与の好調が喧伝されているが、少なくとも6月の段階では確認できない。大企業と中小企業の景況感に格差があること、新聞等のアンケートの対象は大企業中心であることを考えると、全産業ベースの賞与はまだ前年の水準を下回っている可能性が高いとみている。

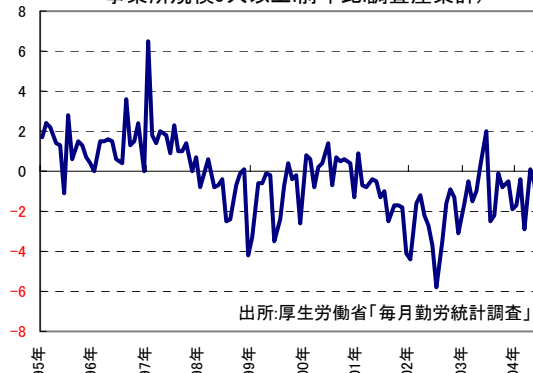
景気回復にも関わらず、雇用環境の回復が遅れているのは、企業が雇用リストロの手を緩めていないという理由が大きい。

1990年代の企業活動の停滞の主要因のひとつに、デフレ下にも関わらず、名目賃金が下方硬直性の存在から十分に下がらず、結果として労働分配率が急上昇し企業収益を圧迫したという点があった。分配率はここへきてやや低下しつつあるものの、まだ十分とはいえない状況だ。また、90年代の経験が心理的な重しとなって、企業は景気回復下でも、雇用増に対し慎重なスタンスを続けていると考えられる。

万人 (図表1-4)労働力人口・非労働力人口(季調値) 万人



(図表1-5)名目賃金指数(現金給与総額:事業所規模5人以上:前年比:調査産業計)



世界的な価格競争の激化で、企業は合理化努力の手を緩められないという理由もある。経済産業省が3月に実施したアンケートによると、川上産業ではある程度価格転嫁が進んでいるものの、川下産業の7～8割が、投入価格の上昇分を製品価格にまったく転嫁できていないと答えている。一番多い理由が、「競争が激しくて価格転嫁ができない」というものであった。

企業にとって、円滑な雇用調整が可能となっている背景に雇用形態の多様化がある。3月1日の改正労働者派遣法施行に伴い、製造業現場への人材派遣が解禁された。これにより、製造業の多くが派遣労働者へのシフトを進め、パートタイマーを含め非正社員の採用が急速に進む要因となっている(図表1-6)。

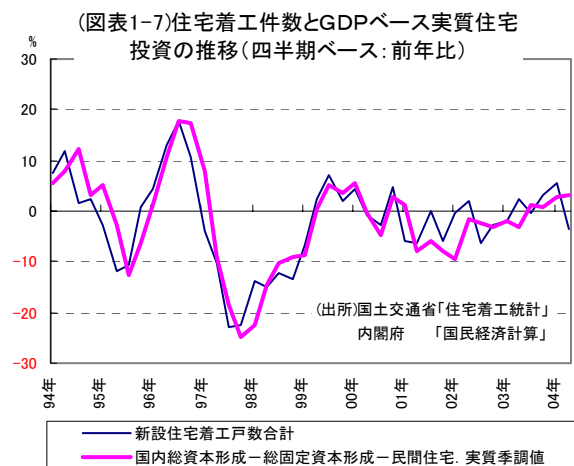
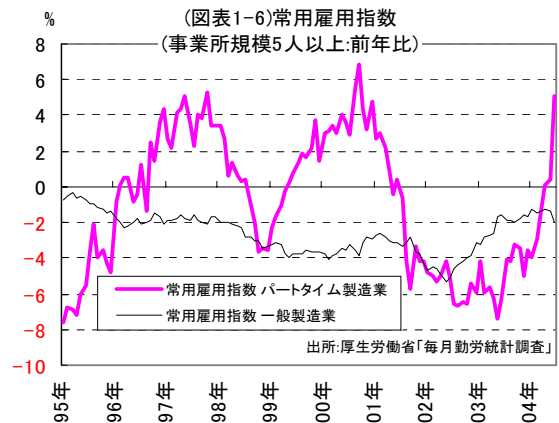
こうした雇用調整は、景気の先行きへの不安材料である一方、逆に言えばデフレ脱却に向けた最後の関門ともいえる。90年代を通じ、景気との対比で相対的に高すぎた賃金の低下は、理論的には企業収益への圧迫を弱めるとともに、失業率の低下を導き、景気は全体として回復に向かうはずである。既に改善が進んでいる過剰債務・過剰設備問題に加え、過剰雇用の調整も一段落すれば、企業部門にたまっているキャッシュフローが一気に前向きエネルギーとして噴出してくる展開も考えられる。しかし、目先は米国・中国経済が調整局面を迎える可能性が高いため、雇用・所得環境の低迷はいま暫く続く可能性の方がより大きい。所得の安定的増加が実現できていない以上、いわゆる猛暑効果も限定的なものに留まるとみている。

貯蓄率のさらなる低下が個人消費を下支えするとの見方もあるが、短期的には貯蓄率は下げ止まる可能性が高いとみる。ここ数年の貯蓄率の低下は、高齢化の影響よりも、リストラの対象となった中高年層を中心に金融資産を取り崩す動きが加速したことや、デフレによる消費行動変化の影響が大きい。家計にとっては、将来も物価が下がり続けるという期待が大きいほど、現在持っている金融資産でより多くのもを買い取るという計算が働くことになる。しかし、こうした動きはもはや持続可能なものではない。

### (3) 住宅投資は回復に転じるも勢いは鈍い

最近の住宅着工の伸びは、東京を中心とする首都圏の分譲マンションが大きく伸びたことが最大の要因だ。日本では住宅の広さや質についての未充足需要がまだ強い。地価の下落によって、より都心に近い場所で高品質の物件を手に入れやすくなった点はプラスに評価できる点だろう。だが、持家に対しては今後もマイナス要因となる可能性が高い。地価の下げ止まりは、まだまだ東京都市の一部の状況に留まっており、それがすぐさま全国ベースに広がりを見せると予想するのは時期尚早だろう。東京圏の住宅地の公示地価は6年ぶりに前年比マイナス幅が縮小したが、全国平均では、5年連続でマイナス幅が拡大している。特に、地方中核都市の地価下落幅が大きい。

住宅価格の下落が住宅需要の底辺の広がりにつながる面もあるが、一方で保有資産価値下落への警戒感、先安感からの購入買い控えなどの動きは続くと思われる。全体としては住宅需要を抑制する方



向に働くだらう。住宅投資の回復の勢いは弱いものに留まるとみている。

#### (4) 年度後半の輸出は鈍化へ

6月の通関輸出は前年比19.4%増となるなど、足元の輸出はまだ高水準で推移している。しかし、年度後半にかけては伸びが鈍化する可能性が高い。

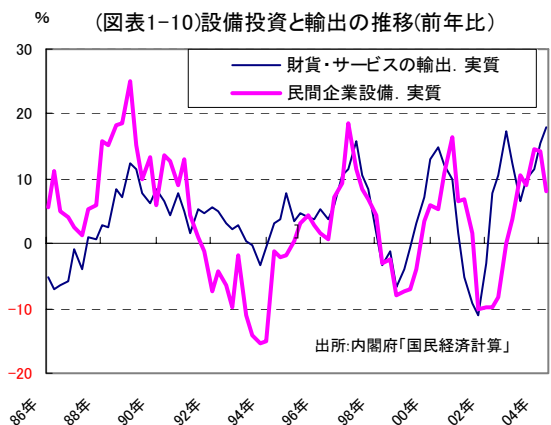
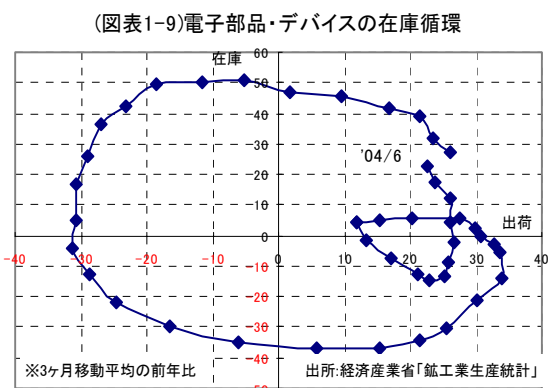
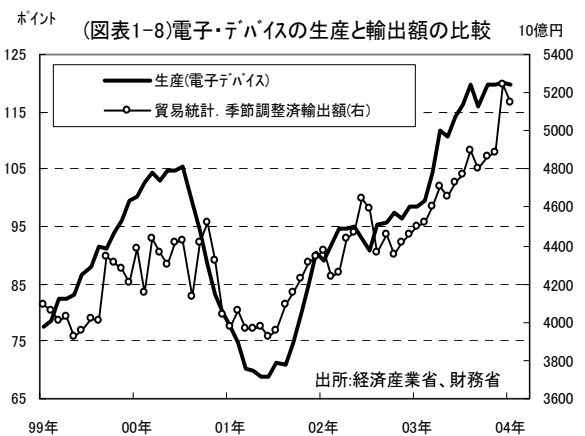
6月の鉱工業生産は前月比1.3%減と4ヶ月ぶりの対前月比減少となった。特にここまで牽引役だった電子部品・デバイスに頭打ちの兆しが見えるのが懸念材料だ。鉱工業生産の中でも、とりわけ電子部品・デバイスは、アジア向けを中心とした輸出との連動性が高い(図表1-8)。中国向け輸出はまだ高水準を保っているが、政府当局が引き締め姿勢を強める中、好景気をあてこんで急増していた仮需が急速にピークアウトしている可能性には警戒が必要だ。国内デジタル家電販売の好調がカバーするとの見方もあるが、デジタル家電生産が、鉱工業生産に占めるウェイトはまだ1%程度にすぎない。中国の成長率が7%程度まで低下すると、日本からの輸出が急速に落ち込むとのデータもあり、今後も中国経済の動向は大きなポイントとなろう。

電子部品・デバイスの在庫率(在庫数量/出荷数量)は、5月、6月の2ヶ月間で急上昇している。在庫循環的にも、45度線に達しつつあることから、意図せざる在庫増局面入りの可能性が濃厚である(図表1-9)。少なくとも夏場の数ヶ月間は生産調整を余儀なくされよう。秋口以降も世界的なシリコンサイクルの一巡に伴い、緩やかな伸びに留まる可能性が高い。

#### (5) 外需の鈍化が設備投資にも波及の見通し

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1-10)、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った場合、供給力の過剰に繋がる懸念もあることから、2003年度に集中的に設備投資を実施した多くの企業は、2004年度後半にかけ様子見姿勢を強める可能性が大きい。非製造業は外需減速の影響を直接受けるわけではないが、製造業に比し有利子負債の削減圧力が強く、債務リストラ優先で積極的に設備投資を拡大できる余力に乏しい。

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つつある可能性が大きいほか、IT関連投資も、2004年度後半は更新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、交易条件の悪化を通じて、年度後半の企業収益の圧迫要因として働くだろう。

6月日銀短観の設備投資計画によると、2004年度上期は前年比8.9%増なのに対し、下期は同4.0%減と見込まれている。

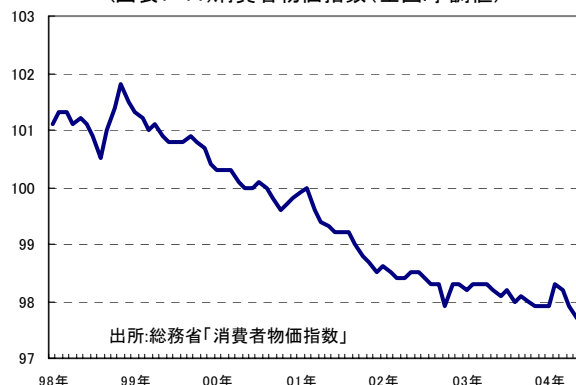
### (6) 消費者物価の持続的上昇の兆候はなし

消費者物価の基調的な動きに最も大きな影響を与えるのは賃金の動向である。しかし、前述のとおり、企業はリストラの手を緩めていない。

製造業は対中国に代表されるような世界的価格競争激化の中、製品価格の引き上げが実施しにくい状況である。サービス業は、秋に予定されている電力料金の引下げなどにみられる通り、規制緩和が逆に価格下落圧力として働いている。インフレ期待が着実に上昇（デフレ期待の縮小）しているのは確かであるが、年度後半は景気減速が予想されることも考慮すると、消費者物価が安定的かつ持続的にプラスに転じるのは2006年後半以降と見ており、日銀はそれまで現行の量的緩和策を維持するとみている。

原油価格は、後述のとおり今後も高水準で推移する可能性が高いが、日本の景気に対する影響を考えた場合、インフレ要因というよりも、企業収益の圧迫や株価下落等を通じ、景気の押し下げ効果として働く可能性が高い。

ポイント (図表1-11)消費者物価指数(全国:季調値)



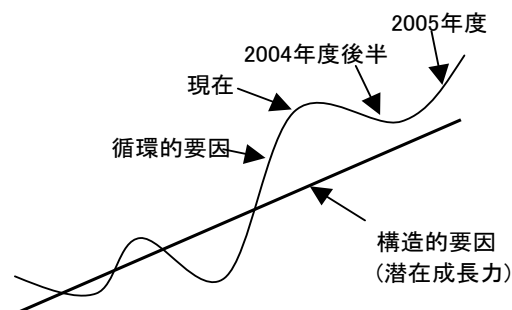
### (7) 構造改革の成果はまだ見えないが

量的緩和に強くコミットする福井総裁の政策手法は、市場の信認を得たといえよう。景気回復基調が明らかとなった今でも、経済の動きに日銀の政策が遅れる（ビハインド・ザ・カーブ）リスクを負いつつ、あくまで量的緩和を続ける姿勢を堅持している。こうした首尾一貫した姿勢が、市場の政策への信認を高め、足元ではインフレ期待の上昇（デフレ期待の縮小）を導くという好循環に入っているように見える。

一方、「官から民へ」、「国から地方へ」（規制改革・行政改革）といった一連の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步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。一定の評価が可能なのは、破綻銀行の処理策や、不良債権処理促進策等の金融システム制度改革であろう。追加的な財政出動なしに景気回復が実現できたわけなので、財政赤字削減に向けた強い姿勢も結果として評価できる。ただし、構造改革の要ともいえる規制改革、社会保障制度改革、特殊法人改革、公的金融改革、地方行財政改革など、進捗の遅れている改革メニューは多い。特殊法人改革では、道路公団改革が結局挫折に終わった。看板の郵貯・簡保改革も端緒についたばかりでこれから議論が本格化する段階である。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ころだ。

繰り返しになるが、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とみている（図表1-12）。2005年度後半に予想される次回の景気回復が、デフレ脱却へ向けた本格回復に繋がる可能性は低くないとみる。

(図表1-12)日本の経済成長予想のイメージ図



## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

米国経済は、減税効果の一巡で個人消費の増勢が鈍化するなど、さしたる牽引役が見当たらない中、景気の拡大テンポが次第に鈍化する展開を予想する。これまでの景気拡大は政策効果に支えられた面が大きく、過剰雇用・過剰設備といった構造問題が燃っている現状では、民需主導の自律的回復には至らないと考える。しかしながら、債務削減努力によって企業のバランスシートが改善していることや、在庫の過剰な積み上がりが見られないことなどから、今後、迎えるであろう景気の調整局面は、一時的かつ浅いものに留まる可能性が高い。その結果、2005年後半以降には、再び成長率が高まる展開を予想する。

(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%	4.2%	2.8%	4.5%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%	2.9%	3.4%	3.7%
個人消費支出	3.3%	3.2%	2.6%	4.1%	1.0%	2.5%	2.3%	2.6%	2.9%	3.1%	3.4%
民間設備投資	3.3%	8.7%	5.7%	4.2%	8.9%	6.1%	8.9%	2.3%	6.0%	5.7%	5.7%
民間住宅投資	8.8%	9.3%	0.4%	5.0%	15.4%	3.6%	-3.6%	-1.6%	-1.5%	1.9%	2.8%
企業在庫(寄与度)	-0.1%	0.5%	0.1%	1.2%	0.3%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%
純輸出(寄与度)	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.8%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
輸出	1.9%	10.1%	6.9%	7.3%	13.2%	7.2%	6.4%	5.4%	6.2%	7.6%	8.1%
輸入	4.4%	9.0%	5.1%	10.6%	9.3%	5.7%	4.5%	3.8%	4.9%	6.1%	6.5%
政府支出	2.8%	2.1%	2.3%	2.5%	2.3%	1.6%	2.0%	2.9%	1.9%	2.4%	2.4%
内需(寄与度)	3.5%	4.5%	3.0%	5.2%	3.1%	3.3%	2.6%	2.5%	3.0%	3.5%	3.8%
最終需要(寄与度)	3.6%	4.1%	2.9%	4.1%	2.8%	2.9%	2.8%	2.5%	2.9%	3.3%	3.6%

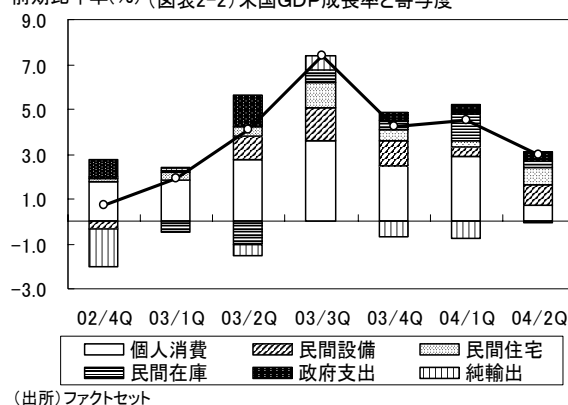
### (1) 減税効果一巡後は個人消費の増勢鈍化

2004年前半の米国景気は、昨年5月末に成立した3500億ドルにのぼる減税策による効果と大幅な金融緩和政策に支えられ、拡大基調を辿った(図表2-2)。回復の遅れていた雇用情勢にも大幅な改善が見られ、景気には自律的回復の芽が育ち始めた。しかし、減税効果が一巡した後の6月の経済指標が概ね弱い内容となったことで、景気の先行きを懸念する声も増えてきている。

景気の先行きを占う上でのポイントは、GDPの約7割を占める個人消費がこれまでのような増勢を維持できるかどうかにある。

減税効果が剥落した後、個人消費が堅調に推移するためには所得の動向がカギとなる。非農業部門雇用者数に平均時間給と週平均労働時間を乗じて、大まかにマクロベースの個人所得を計算すると、所得は昨年末を底に改善傾向にあることがわかる(図表2-3)。しかし、所得の改善に寄与しているのはもっぱら雇用者数の増加であり、平均時間給、つまり賃金の伸びを伴っていない。こうした要因の1つには、最近の雇用増加が賃金水準の低いパートタイマーを中心としたものである点が

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



挙げられる。雇用環境の改善ペースが加速した年明け以降の7ヶ月間で、雇用者数は家計調査ベースで118.1万人増加したが、同期間にパートタイマーは88.2万人も増えている。企業は賃金水準の高い常用雇用の代わりに、賃金が安く流動性の高いパートタイマーを積極的に採用している。

全米エコノミスト協会（NABE）が企業に対して行ったアンケート調査によれば、今回の景気回復局面で雇用を抑制してきた理由について、「先行きに対する不透明感から」とする回答が最も多かった。足元では景気の拡大基調が続いているものの、企業は先行きに対してどこか楽観的になれないところがあり、もしもの場合に備えてリスクを最小限に抑えたいという気持ちが働いているようだ。しかし、これは個人消費にとってマイナス材料である。賃金水準が高く、地位が比較的安定した常用雇用の回復が進まなければ、所得の力強い伸びは期待できないからだ。

また、賃金の伸びが抑えられているその他の要因として雇用の余剰感が強いことが挙げられる。今回の景気回復局面において、景気の底（2001年11月）から今年7月までの雇用の増加はわずか0.3%に留まっている。同じ期間で平均7~8%伸びていた過去の回復局面と比較しても格差は顕著だ。雇用の余剰感が強いということは、高い賃金を支払わなくても、企業が労働者を容易に入手できることを示す。

減税効果の一巡に加え、モーゲージリファイナンスの減少、ガソリン価格の高止まり、と個人消費を取り巻く環境は悪化している。パートタイマーの増加、雇用の余剰感が賃金の伸びを抑制する結果、個人消費の伸びは限られたものに留まると予想する。

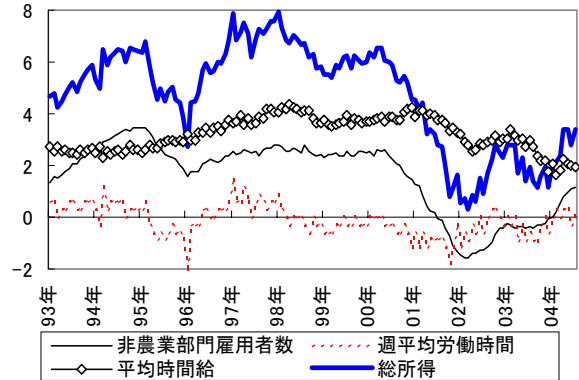
## (2) 住宅投資は今後ピークアウトへ

個人消費とともに、これまで景気拡大の一翼を担ってきた住宅投資もピークアウト感が鮮明となっている。

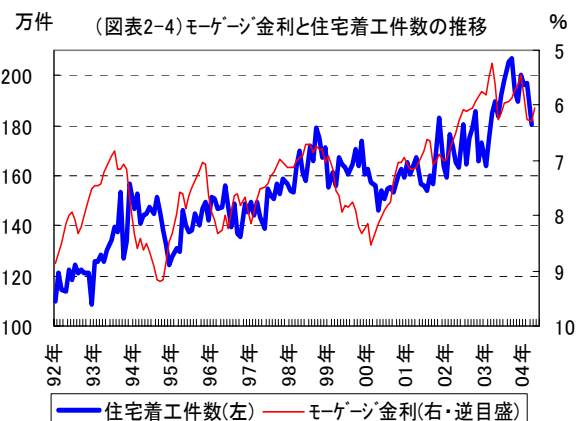
6月の住宅着工件数は市場予測を大幅に下回り、前月から8.5%減の180.2万件となった（図表2-4）。これは、昨年5月以来、13ヶ月ぶりの低水準である。これまで住宅着工は金利上昇に伴う駆け込み需要などから堅調に推移してきた。しかし、こうした好調ぶりは将来需要の先食いだった可能性が高く、今後の住宅投資を下押しすると予想する。

もっとも、足元の金利は歴史的に見ていまだ低水準に留まっており、新規住宅購入のための住宅ローン申請件数は底堅い推移が続いている。加えて、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。このため、今後、住宅投資がピークアウトしても、落ち込み幅は限られたものに留まると考える。

前年同月比(%) (図表2-3) 米国の雇用・所得環境



(出所)ファクトセット

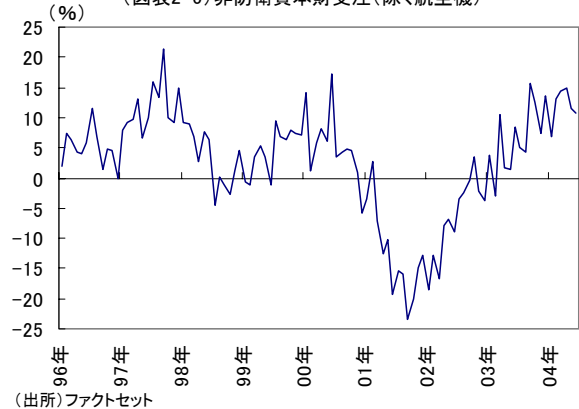


(出所)ファクトセット

### (3) 設備投資は年末に駆け込み需要発生の見込み

設備投資は、設備過剰感から能力増強投資に盛り上がりが見られない中、牽引役であったIT投資の更新需要がピークを迎えつつある。先行指標とされる非防衛資本財受注の伸びがこのところ頭打ちとなっており(図表2-5)、今後、設備投資の増勢は鈍化しよう。但し、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、年末には駆け込み需要が発生する可能性が高い。

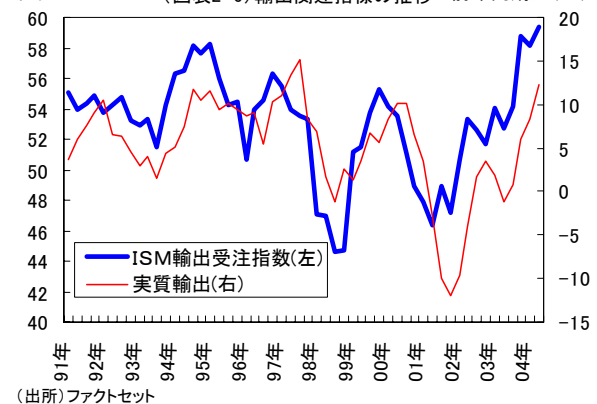
前年同月比 (図表2-5) 非防衛資本財受注(除く航空機)



### (4) 純輸出のマイナス寄与は縮小へ

純輸出は、米国景気が今後も世界景気を牽引すると考えられることから、景気にマイナスの寄与が続くと予想する。しかし、日本や中国を始めとした世界景気の回復基調が続くほか、2001年以降のドル安効果がタイムラグを伴って顕在化しており、当面は輸出の増加が期待できる(図表2-6)。一方、輸入は、減税効果の一巡した今後、個人消費の伸びの鈍化が予想されるため、増加テンポが弱まると考える。この結果、純輸出のマイナス寄与幅はこれまでに比べて縮小すると予想する。

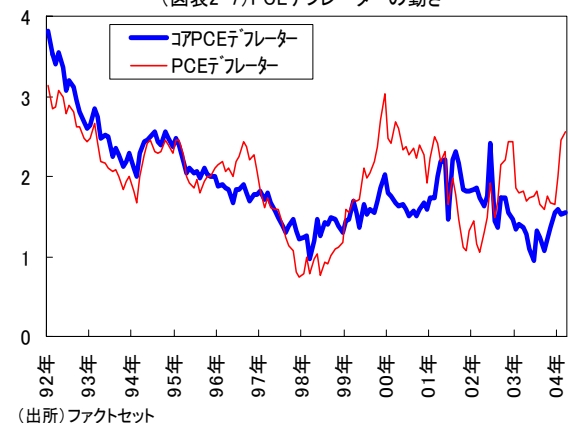
ポイント (図表2-6) 輸出関連指標の推移 前年同期比(%)



### (5) 物価の上昇圧力は鈍い

消費者の低価格志向や安価な輸入品の流入で市場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(図表2-7)。商品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、当面は製品価格に転嫁しにくい状況が続こう。また、雇用の余剰感が依然として強く、賃金面からも物価の上昇圧力は鈍い。

前年同月比(%) (図表2-7) PCEデフレーター動き



7月20、21日に行われた議会証言で、米連邦準備制度理事会(FRB)のグリーンズパン議長は、「現在の見通しに沿えば、金融緩和の解除は慎重なペースで進められる」と発言し、今後もFFレートを中立水準に向かって引き上げる意向を示した。

議会証言で発表されたFRBの経済見通しによれば、今年10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比で4.5-4.75%と高い伸びが見込まれている。この見通しを達成するためには、今後、景気の拡大スピードが加速し、年後半に前期比年率で5%超の成長を続ける必要がある。しかし、足元では、景気の拡大テンポが徐々に鈍化しつつあることを示す経済指標が散見されるようになってきた。物価の上昇圧力が鈍いこと、今後、景気の拡大基調が一段と弱まると予想されることから、年内の追加利上げは見送られる可能性が高い。

### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏景気は、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生産活動の活発化につながってきた。ただ、今後は外需が減速に向かうことが予想され、輸出と生産活動に年前半ほどの伸びは期待できない。企業の雇用リストラは今しばらく続き、また構造改革に伴う家計の社会保障負担増の影響で、消費回復の足取りは鈍い。マイナス成長までは行かないにしろ、景気回復速度は非常に緩やかな状態が続こう。外需が再び力強さを増し、域内の生産活動や個人消費まで波及し、成長率が一段と加速し始めるのは、2005年半ば以降と予想する。

(図表3-1)

ユーロ圏実質GDP(前期比、04/6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%	1.7%	2.0%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
家計消費	1.0%	1.3%	1.9%	0.6%	0.2%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%
政府消費	2.0%	0.9%	1.3%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
固定投資	-0.6%	1.3%	1.7%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.6%	0.9%	0.9%
純輸出(寄与度)	-0.7%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

ドイツ実質GDP(前期比、04/6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%	1.5%	1.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%
家計消費	-0.1%	-0.5%	1.0%	0.0%	-0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%
政府消費	0.9%	-0.8%	0.3%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
固定投資	-2.0%	-0.4%	1.0%	-1.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%
純輸出(寄与度)	-0.4%	1.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%

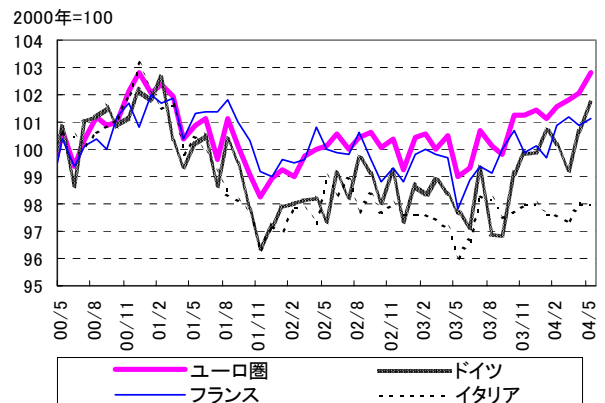
英国実質GDP(前期比、04/6期まで実績)

(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%	3.4%	2.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%

#### (1) ユーロ圏景気回復速度は非常に緩やかに

足元のユーロ圏の鉱工業生産は堅調に推移している。世界景気の拡大を背景に、昨年下半年以降、徐々に輸出の伸びが域内の生産活動の活発化につながってきた結果である(図表3-2)。しかし、米国景気が減速に向かう可能性が高いことから、7-9月期以降は輸出と生産活動に年前半ほどの伸びは期待できないと予想する。マイナス成長までは行かないにしろ、域内の内需の弱さから、景気回復速度は非常に緩やかな状態が続くことになろう。ただ、米国景気の調整は短期間に留まると考えられ、2005年半ばには外需が持ち直し、域内の生産活動も再度増加傾向をたどろう。

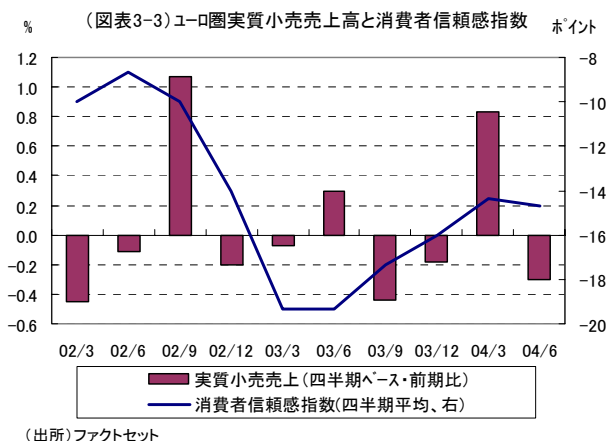
(図表3-2) ユーロ圏鉱工業生産指数(季調済)



(出所)ファクトセット

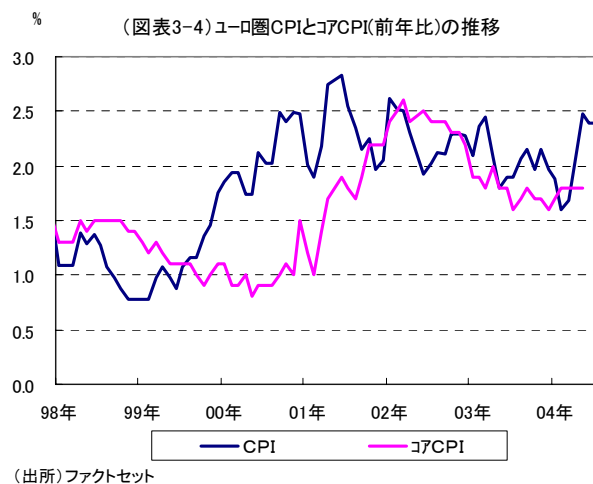
6月のユーロ圏失業率は9.0%と、横ばい状態で改善は見られない。頼みの外需に減速懸念が出てきた中、内需もまだ弱いため、企業は雇用を拡大させるには至らない。むしろ原材料価格上昇が企業収益を圧迫しているため、コスト削減のための雇用リストラが続いている。ユーロ圏PMIの雇用指数も38ヵ月連続で好不況の境目である50ポイントを下回っている。ただ、徐々にではあるが50ポイントに近づいているのは確かで、リストラ圧力が緩和されつつある様子も示されている。

雇用回復の遅れに加え、独仏伊などで2004年より本格化した社会保障制度改革に伴う家計の負担増の影響で、個人消費回復の足取りは重い。一方で、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ない状況である。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が更に消費の回復を遅らせるという悪循環が続いている。4-6月期のユーロ圏小売売上は前期比0.3%のマイナスとなり、バーゲン効果があった1-3月期の消費の勢いは持続していないことが明らかとなっている(図表3-3)。消費者信頼感も年明け以降ほとんど横ばいだ。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。



外需が再び力強さを増し、内需も着実に上向くようになれば、受注・生産の増加からラグを置いて雇用の回復に結びつき、個人消費も徐々に上向くが、それにはまだ時間を要し、本格回復は2005年半ば以降と予想する。

ユーロ圏のCPI(消費者物価指数)は、原油価格が高騰した5月以降上昇し、7月は前年比2.4%となっている(図表3-4)。ECB(欧州中央銀行)の目標水準である2.0%を上回っているが、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く状況だ。現状では消費低迷と価格競争から製品価格は抑えられ、エネルギーと食品を除くコアCPIは2.0%を若干下回る水準で安定している。雇用不安が残る中では賃金上昇圧力も感じられない。政策金利は年内据置きが続こう。次の一手としては、2005年の景気回復過程における利上げを予想する。



ユーロ圏景気は、昨年7-9月期以降4四半期連続でプラス成長を続けているが、楽観視するにはまだ早く、回復速度は非常に緩やかな状態が続こう。成長率が一段と加速し始めるのは、2005年半ば以降と予想する。

## (2) ドイツ景気は外需頼みで消費の回復は遅れる

ユーロ圏GDPの約3割を占めるドイツは、製造業の割合が高いことから、景気がとりわけ外需に左右されやすいという特徴を持つ。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、今後2005年前半にかけては、外需減速に伴って回復速度は鈍化しよう(図表3-5)。

ドイツの雇用環境はユーロ圏の中でも特に厳しく、統計方法の変更といった特殊要因を除けば失業者数は増加が続いている（図表 3-6）。さらに消費者には失業給付の削減や医療費自己負担の増加などがのしかかり、個人消費の回復は遅れよう。

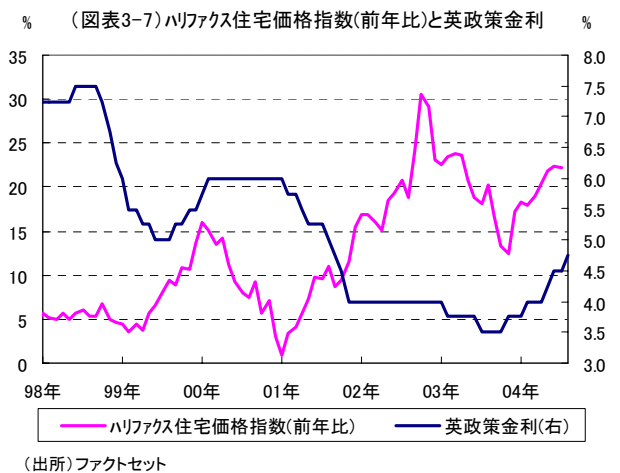
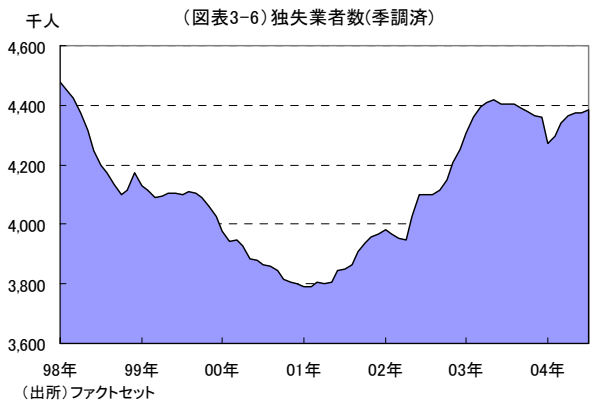
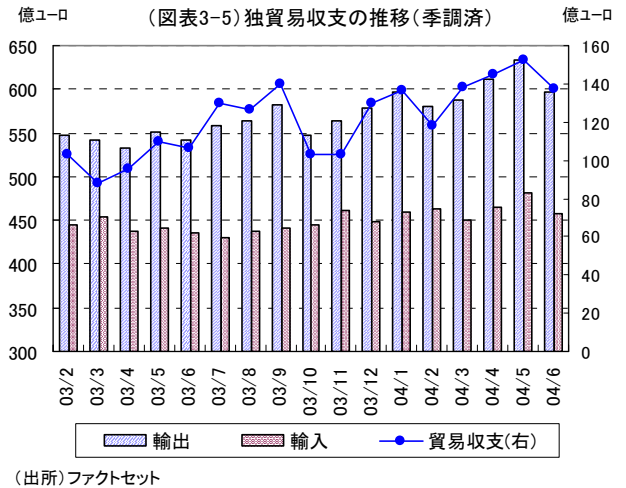
2005 年半ばから再び外需主導で企業部門の景況感が回復する過程で、雇用環境も改善に向かい、個人消費も上向くものと予想する。

5 月の EU 拡大に伴う、中東欧からの低賃金の移民労働者流入については、予想通り最長 7 年の制限措置が取られていて、今のところ大きな動きはない模様だ。一方で、最近では電機大手シーメンスのように、国外への生産拠点移転をちらつかせ、賃金据置きでの労働時間延長といった実質賃下げの労使合意を取り付ける動きが見られる。もともと労働組合の影響力が強いドイツでは、先進国の中でも労働時間が短い。労働者や失業者を保護する硬直的な労働市場が労働コストの高止まりを招き、ドイツ経済の足かせになっていると言われていた。労働時間延長の動きは、企業にとっては単位労働コストの低下をもたらし、国際競争力の改善につながる上、賃金インフレを抑える効果もある。

労働時間の延長であって名目賃金の削減ではないため、総所得の減少にはならず、消費への悪影響は小さいと見る。むしろ労働者にとっては、低賃金国への雇用流出が抑制されることによって雇用不安が後退することから、消費の押し上げ効果が期待できる。短期的には企業の新規採用が抑制される可能性もあるが、全体的に経済成長にはプラスに寄与するものと考えている。

### (3) 英国景気は好調に推移

ユーロ圏とは対照的に、英国では個人消費が好調に推移している。昨年の 11 月から 5 度におよぶ利上げにもかかわらず、住宅価格は前年比で 20% 近い高騰が続いており、住宅を担保とした個人債務の膨張を招いている反面、消費好調の要因にもなっている（図表 3-7）。BOE（英国中央銀行）は今後も小刻みな利上げを続けると予想されるが、これまでの金融引締め効果を見極めつつ、利上げ幅とタイミングに慎重な姿勢で臨むと考えられる。住宅価格の高騰が鈍化に向かい、資産効果が縮小することで、個人消費の伸びは 2005 年にはやや減速するが、良好な雇用環境を背景に底堅く推移しよう。一方で、企業の生産活動も上向いており、2005 年は安定した経済成長が続くと予想する。



## 4. 中国・東アジア経済見通し

### (1) 中国の成長率は鈍化へ

昨年半ば以降、人民銀行は、国内の過剰投資を抑制するため、金融引締め政策を続けている。2004年に入ってから、政府が鉄鋼、

アルミ、セメント、不動産など業種を指定し、融資規制や非効率な工場の閉鎖など、行政指導をさらに強化した。その結果、都市部の固定資産投資は3月に前年比43.5%増と急拡大した後、6月には同22.7%増まで鈍化した。マネーサプライ(M2)も前年比で3月の19.1%増から6月は同16.2%増、7月は同15.3%増まで低下、2004年の17%以下というターゲットを2ヶ月連続でクリアしている。

中国人民銀行が発表した2004年4-6月期の「中国貨幣政策執行報告」によると、「現段階は依然として重要な段階であり、得られた成果も初歩的であって、基礎はまだ固まっていない」としており、今後も引き締め政策を継続することが示唆されている。確かに、沿海部におけるバブル的な不動産価格上昇など、解決が必要とされる問題はまだまだ多く、中国当局は景気のソフトランディングに向け今後も難しい舵取りを迫られることになるだろう。

(図表4-1)実質GDP成長率予測(%)

	2002年	2003年	2004年	2005年
中国	8.0	9.1	8.3	7.4
東アジア	6.1	5.9	6.2	5.5

### (2) 消費主導の成長構造への転換は容易ではない

また、中国政府は、これまで輸出と固定資産投資に重点を置いた政策を続けてきたことで成長のバランスが偏り、資源多消費型の非効率なシステムになったことを問題視している。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簡単には進まないとみる。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く、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。急速な市場経済化の進展に伴う旧来の社会保障制度の不安定化は、消費マインドの抑制要因だ。中国国家统计局が発表した4-6月期の消費者信頼度指数は90.1となり、前期比で5.3ポイント下落した。自動車販売台数は、2004年4月から6月まで3カ月連続で減少、7月は4ヶ月ぶりに前月の水準を上回ったものの、先行き不透明感は払拭されていない。今後は設備投資、個人消費とも減速し、四半期ベースの成長率は政府が目標とする7%近辺まで低下するとみている。

したがって、これまでの中国の投資の活発化による日本の特需部分は徐々に剥落するとみられ、電子部品、機械等を中心とした中国経由での米欧向け輸出も、秋口以降の伸びは鈍化に向かうとみている。

### (3) 東アジア経済も全体として減速へ

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るとみる。また、アジアの輸出にとって重要なシリコンサイクルに一巡の兆しが見え始めていることから、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。

## 5. 原油相場見通し

### (1) 高値更新が続く原油価格

原油価格は上昇基調が続いている(図表5-1)。ニューヨーク商業取引所の原油先物価格である米国産標準油種WTIは、8月に入り、45ドル/バレルを超える水準まで上昇した。原油価格が高騰を続けるのは、①中国をはじめとする需要の増加、②米国における低水準の原油在庫、③中東情勢の不安定化等に伴う供給不安、④投機資金の流入など、様々な要因が絡みあったためと考えられる。



### (2) 需要の増加基調が続く

原油価格の先行きを予想するために、まず需要面を見ると、最大の需要国である米国では、ガソリン在庫が依然として低水準で推移しているほか、秋口からは冬期に備えてヒーティングオイルの在庫積み増しが行われることが予想される。また、国際エネルギー機関(IEA)の見通しによれば、原油高の一因として取りざたされる中国の需要が増加基調を維持するなど、世界全体でも原油需要の増加が続く見通しだ(図表5-2)。

(図表5-2) IEA世界原油需要見通し(100万ドル/日)

	02年	03年	04年	05年		02年	03年	04年	05年
アメリカ	19.76	20.06	20.54	20.77	カナダ	2.08	2.17	2.21	2.22
	0.6	1.5	2.4	1.1		2.0	4.3	1.8	0.5
ユーロ4	8.34	8.29	8.39	8.45	ラテン	4.79	4.68	4.82	4.93
	-1.1	-0.6	1.2	0.7	アメリカ	-2.0	-2.3	3.0	2.3
日本	5.46	5.57	5.41	5.38	中東	5.06	5.25	5.56	5.82
	1.3	2.0	-2.9	-0.6		2.6	3.8	5.9	4.7
中国	4.95	5.49	6.29	6.80	アフリカ	2.57	2.61	2.68	2.77
	6.0	10.9	14.6	8.1		0.8	1.6	2.7	3.4
韓国	2.15	2.17	2.15	2.15	全世界	77.24	78.92	81.41	83.23
	0.9	0.9	-0.9	0.0		0.5	2.2	3.2	2.2
メキシコ	1.94	2.02	2.02	2.03	※下段: 前年比(%)				
	-2.5	4.1	0.0	0.5	(出所) IEAのOMRより				

### (3) 供給不安から原油価格は高止まりを予想

一方、供給面では、9月の石油輸出国機構(OPEC)総会で生産枠が100~150万バレル/日程度引き上げられるとの見方がある。しかし、OPECの生産量は既に生産枠を上回っており、生産枠の持つ意味は形骸化している(図表5-3)。また、IEAの試算によれば、OPEC全体の増産余力はイラクを除いて100万バレル/日程度しか残っておらず、原油の安定供給に対する懸念が高まっている。イラクの原油生産についても、治安悪化や資金不足に加え、設備の破壊・老朽化で生産・輸出の回復は今後も緩やかなペースに留まる可能性が高い。

(図表5-3) OPEC原油生産量

(千バレル/日)	7/1からの生産枠	6月時点の増産余力	6月生産量
サウジアラビア	8,290	350	9,150
イラン	3,740	20	3,990
クウェート	2,050	0	2,350
UAE	2,230	190	2,360
カタール	660	10	790
ベネズエラ	2,930	180	2,170
ナイジェリア	2,100	170	2,380
インドネシア	1,320	40	970
リビア	1,370	10	1,540
アルジェリア	810	50	1,200
10ヶ国計	25,500	1,010	26,890
イラク	—	1,070	1,730
OPEC合計	25,500	2,080	28,620

(出所) IEAのOMRより

さらには、5月初めにサウジアラビアの石油関連施設で起こった銃撃事件など、産油国に対するテロ懸念も熾っている。需要の増加が見込まれる一方で、供給面の不安はなかなか払拭されないことから、原油価格は今後も高値圏での推移(WTIは2004年平均で39ドル/バレル)が続くと予想する。