

**明治安田生命**  
**2005－2006年度経済見通しについて**  
 ～内需に主導された景気回復期の幕開け～

明治安田生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）は、2005年1－3月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2005－2006年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

### 1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：2005年度	1. 8%	2006年度	2. 3%
名目GDP成長率：2005年度	1. 3%	2006年度	2. 5%

### 2. 要 点

- ①2005年度前半の日本経済は、海外景気の鈍化による輸出の伸び悩みや、原油をはじめとした素材価格の高止まり、電子部品・デバイス工業の在庫調整などによって停滞局面が続く。
- ②しかし、これまで日本経済の足かせとなってきた過剰雇用・過剰設備・過剰債務といった構造問題は着実に解消に向かいつつある。このため、景気の停滞局面は短期かつ軽微なものにとどまり、景気が再失速するような事態は免れよう。
- ③世界的な電子部品・デバイス工業の在庫調整が終了すると見られる2005年度後半以降は、外需の回復が呼び水となって、生産持ち直し⇒雇用・設備投資の増加⇒需要増加⇒生産拡大、といった前向きな循環が力強く回り始めよう。2006年度後半には、デフレ脱却がよいよ視野に入ってくると予想する。

#### 〈主要計数表〉

	2004年度 (実績)	2005年度		2006年度	
			2005/2時点		2005/2時点
名目成長率	0. 7%	1. 3%	0. 9%	2. 5%	2. 6%
実質成長率	1. 9%	1. 8%	1. 2%	2. 3%	2. 4%
成長率寄与度・内需	1. 4%	1. 7%	1. 0%	1. 8%	2. 0%
・外需	0. 5%	0. 1%	0. 2%	0. 5%	0. 4%

# 日本のGDP成長率・主要経済指標予測

## 1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測									
	2004年度	2005年度	2006年度	2004年度	2005年度				2006年度				
				1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
実質GDP	1.9%	<b>1.8%</b>	<b>2.3%</b>	1.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	
民間最終消費支出	1.2%	<b>1.7%</b>	<b>2.0%</b>	1.2%	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	
民間住宅投資	2.1%	<b>0.3%</b>	<b>0.9%</b>	-1.4%	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	
民間設備投資	5.1%	<b>3.7%</b>	<b>6.6%</b>	2.0%	<b>0.5%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.2%</b>	
政府最終消費支出	2.7%	<b>1.7%</b>	<b>1.1%</b>	0.8%	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	
公的固定資本形成	-15.5%	<b>-5.3%</b>	<b>-9.1%</b>	-1.7%	<b>-0.8%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>-3.0%</b>	
財貨・サービスの輸出	11.9%	<b>4.1%</b>	<b>9.5%</b>	-0.2%	<b>0.7%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.8%</b>	
財貨・サービスの輸入	9.3%	<b>4.8%</b>	<b>7.3%</b>	0.5%	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.6%</b>	
名目GDP	0.7%	<b>1.3%</b>	<b>2.5%</b>	0.6%	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	
GDPデフレーター	-1.2%	<b>-0.4%</b>	<b>0.1%</b>	-0.7%	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2004年度	2005年度	2006年度	2004年度	2005年度				2006年度				
				1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
実質GDP	1.9%	<b>1.8%</b>	<b>2.3%</b>	1.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	
民間最終消費支出	0.7%	<b>0.9%</b>	<b>1.1%</b>	0.7%	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	
民間住宅投資	0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	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>	<b>0.0%</b>	
民間設備投資	0.8%	<b>0.6%</b>	<b>1.1%</b>	0.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	
政府最終消費支出	0.5%	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	0.1%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	
公的固定資本形成	-0.8%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.4%</b>	-0.1%	<b>0.0%</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>	<b>-0.1%</b>	
在庫品増加	0.2%	<b>0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	0.4%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</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>	
純輸出	0.5%	<b>0.1%</b>	<b>0.5%</b>	-0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	
財貨・サービスの輸出	1.4%	<b>0.5%</b>	<b>1.3%</b>	0.0%	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>	
財貨・サービスの輸入	-1.0%	<b>-0.5%</b>	<b>-0.8%</b>	-0.1%	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.3%</b>	

## 2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2004年度	2005年度	2006年度	2004年度	2005年度				2006年度				
				1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
鉱工業生産(前年比)	4.0%	<b>2.1%</b>	<b>4.4%</b>	1.3%	<b>0.9%</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.4%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.2%</b>	
消費者物価指数(前年比)	-0.1%	<b>-0.4%</b>	<b>0.3%</b>	-0.2%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	
除く生鮮食品(前年比)	-0.2%	<b>-0.2%</b>	<b>0.3%</b>	-0.4%	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	
国内企業物価指数(前年比)	1.5%	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	1.3%	<b>0.8%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	
完全失業率(季調済・平均)	4.6%	<b>4.5%</b>	<b>4.2%</b>	4.6%	<b>4.6%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.0%</b>	
為替レート(円/ドル・平均値)	107円	<b>108円</b>	<b>111円</b>	104円	<b>106円</b>	<b>107円</b>	<b>109円</b>	<b>110円</b>	<b>111円</b>	<b>113円</b>	<b>111円</b>	<b>108円</b>	

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

2005年度前半の日本経済は、海外景気の鈍化による輸出の伸び悩みと電子部品・デバイス工業の在庫調整に伴い、停滞局面が続くと予想する。しかしながら、バブル崩壊以降、景気の下押し要因となってきた過剰雇用・過剰設備・過剰債務といった構造問題は、解消へ向けて進展している。循環的な景気の振れと離れた部分で日本経済の体力が改善していることは紛れもない事実であり、今後、景気が再失速するような事態は免れよう。

足元では、生産指数が高水準で推移する中、生産能力指数はバブル崩壊以前の水準まで低下している。この結果、設備稼働率が高水準で推移しており、生産が一段と拡大すれば設備投資の増加に繋がるのが期待される。電子部品・デバイス工業の在庫調整が終了すると見られる年度後半以降は、外需の回復が呼び水となって自律的な景気回復への道筋が開けると予想する。

個人消費は、定率減税の縮減や年金保険料の引き上げといった公的負担の増加が消費者マインドに悪影響を与えると考えられるものの、雇用・所得環境の改善基調が緩やかながらも続くことから、底堅く推移すると考える。2007年度以降に団塊の世代の退職期を控え、企業の採用意欲が高まっていることも個人消費には追い風となろう。住宅投資は、引き続き住宅ローン減税が縮小されるものの、団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期に近づきつつあること、下落基調の続いてきた地価に下げ止まりの兆しが見え始めてきたことなどから、緩やかながらも増加基調を辿ろう。

設備投資は、相関の高い輸出が年度前半は海外景気の鈍化で停滞するため、増勢が鈍化しよう。しかし、年度後半には、海外景気の持ち直しが期待されること、設備過剰感が薄れる中、電子部品・デバイス工業の在庫調整終了で生産活動が持ち直すと考えられること、企業に滞留する余剰資金が徐々に前向きな投資へと向かい始めることなどから、再び増加ペースが早まると考える。

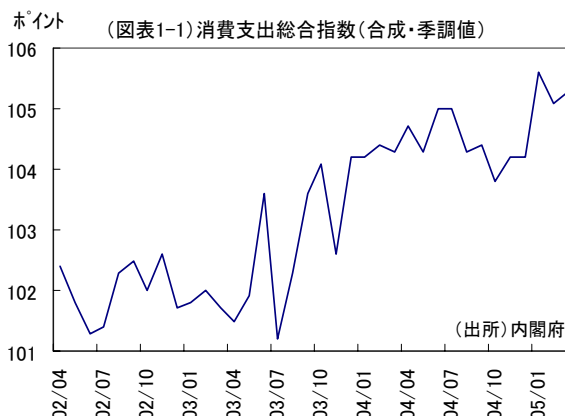
金融政策については、消費者物価の伸びが安定的にプラスとなるのは2006年に入ってからとみられ、量的緩和の解除は2007年1-3月期と予想する。

日本実質GDP成長率：	2005年度	1.8%	2006年度	2.3%
日本名目GDP成長率：	2005年度	1.3%	2006年度	2.5%

### (1) 比較的底堅い推移が期待される個人消費

#### 雇用環境の改善基調持続が消費を下支え

消費関連統計をみると、GDPベースの個人消費と相関の高い内閣府の消費支出総合指数は、3月に前月比0.2%増となり、2ヶ月ぶりに前月水準を上回った。指数の動きをみると、昨年10-12月の個人消費が一連の台風や暖冬の影響で低迷した反動で1月に急上昇した後、2、3月はその水準から小幅の低下にとどまっている(図表1-1)。結果として、1-3月期の同指数は前期比1.5%増と2四半期ぶりにプラスとな



った。GDPベースの1-3月期個人消費が前期比1.2%増と高い伸びを示したように、足元の個人消費は天候要因に攪乱された面があったものの、堅調に推移したと言えよう。

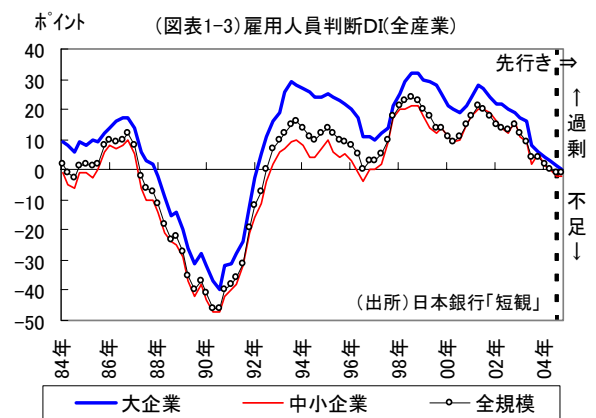
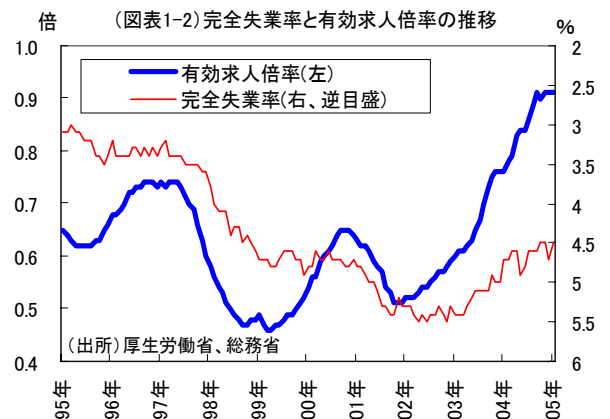
では、今後の個人消費についてはどのように見るべきなのだろうか。個人消費の先行きを占う上でポイントとなるのが雇用の動向である。最近の雇用環境を確認すると、3月の完全失業率は4.5%となり、2003年1月の5.5%をピークに改善傾向が続いているが、ここ数ヶ月は改善ペースが緩やかになっている。また、有効求人倍率の動きも同様で、3月は0.91倍とおよ12年ぶりの高い水準となったが、5ヶ月連続でほぼ横ばい推移となっている(図表1-2)。雇用環境の改善基調は依然として続いているものの、そのペースは足元の景気停滞を反映して鈍化しているのが現状と言えよう。電子部品・デバイス工業の在庫調整が続く今年度前半までは、雇用情勢の足踏みが続く可能性が高い。

しかしながら、雇用の先行きに関して過度な悲観論は不要とみている。3月調査の日銀短観では、全規模全産業の雇用人員判断DIが-1となり、過剰と不足の境目となるゼロを下回った(図表1-3)。同DIが雇用不足域に突入するのは、1992年12月調査以来、12年ぶりのことである。バブル崩壊以降、企業経営の重石となってきた過剰雇用の問題はようやく解消しつつある。DIのマイナス幅が小さいため、雇用者がすぐに急増するといった展開は期待できないが、今後も緩やかながら増加基調を持続すると考える。

また、今後、団塊の世代が退職期を迎えることも雇用環境にはプラス材料と言えよう。1947~1949年に生まれた、いわゆる第一次ベビーブーム世代の約700万人が、2007年以降、順次退職期を迎える。企業によっては、長年の経験と熟練したスキルを持った人材を有効活用すべく、退職後も賃金水準を落として再雇用を行うケースもみられるが、仮に全員が再雇用されたとしても、企業が支払う賃金総額は団塊の世代が退職する前と比較すれば減少する。実際に再雇用される人は一部にとどまると考えられることから、企業の人件費は相当額節約されるはずだ。企業の人件費負担が軽減される結果、企業は新たな採用を積極化しやすくなる。バブル崩壊後のリストラ継続で新規採用が抑制されてきたことから、中高年層に比べて若手層の就業者数が不足しており、年齢構成がアンバランスとなっている企業も少なくない。最近では、今後の大量退職を見据えて、採用活動を積極化する企業が増えているといった報道を耳にする機会が増えている。浮いた人件費すべてが新たな雇用に回る訳ではないが、企業の採用意欲を高める要因にはなるだろう。

### 正社員の増加でマクロベースの所得は底堅く推移

これまで雇用者数は増加基調が続いてきたが、所得に関しては伸び悩んできた。この背景には、企業が相対的に賃金の高い正社員の採用を抑制する代わりに、賃金の安いパートタイマーを増やしてきたことがある(図表1-4)。しかしながら、足元ではパートタイマーの伸びが鈍化する一方で正

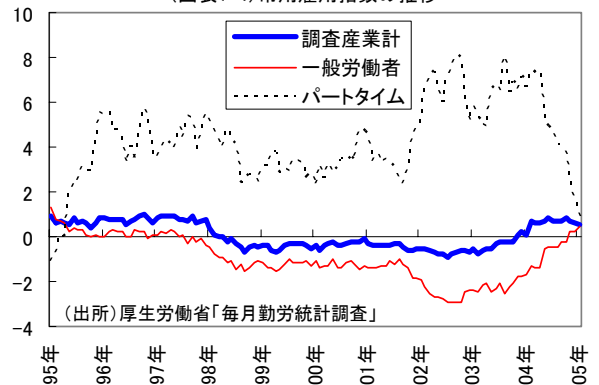


社員が増加基調に転じている。正社員とパートタイマーでは、一人当たり賃金に年収ベースでおよそ4.4倍の格差があることから、こうした変化はマクロベースの所得の増加要因と言えよう。雇用環境の改善が見込まれる中、所得環境についても比較的良好な展開が期待される。

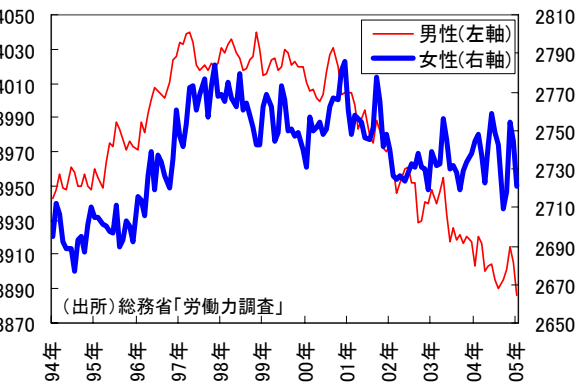
足元ではパートタイマーの伸びが鈍っているが、人口高齢化で労働力不足時代の到来が目前に迫る中、女性の労働力をいかに活用するかが重要となってくる。その意味では、今後のパートタイマーの動きについても注目しておく必要がある。

これまでパートタイマーが増えてきたのは、企業によるリストラで家計収入が減少した結果、それを穴埋めすべく、専業主婦だった女性が働きに出てきたためと言われてきた。しかしながら、足元では正社員の雇用が増加に転じ、所得にも下げ止りの兆しが見え始めているにもかかわらず、女性の労働力人口が減少する気配は見られない(図表1-5)。こうした背景には、企業が派遣社員や臨時雇用に対する需要を高めた結果、女性の就業機会が拡大したこと、雇用環境の改善に伴い、今まで職探しを諦めていた女性が労働市場に戻ってきたことなどがあると考えられる。近年では、製造業における派遣社員の活用が認められるなど、以前に比べると人材派遣分野の規制緩和が進んでおり、パートタイマーの需要は底堅い推移が続くと予想される。今後は正社員が増加する中、パートタイマーについても増加基調を持続すると考える。

前年同月比(%) (図表1-4)常用雇用指数の推移



万人 (図表1-5)労働力人口(男女別)の推移

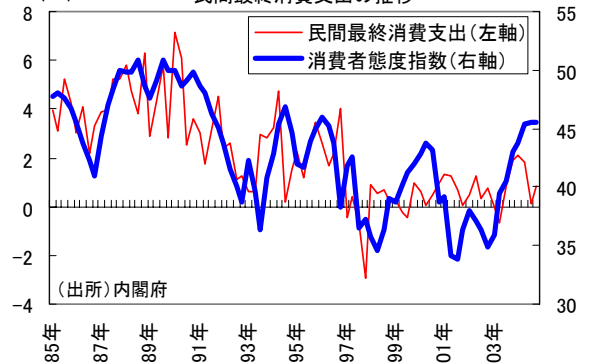


### 消費者マインド腰折れの可能性は低い

当社の見通しどおり雇用・所得環境が改善基調を辿ったとしても、これを家計が消費に回さなければ景気は盛り上がらない。そのためには、家計の消費マインドの改善が続くことも重要である。

消費者態度指数の推移をみると、2005年1-3月期は前期比0.1%上昇となり、8四半期連続で前期の水準を上回った(図表1-6)。指数の水準を見ても、1996年6月調査以来の高水準となっており、足元の消費マインドは良好といえる。

前年比 (%) (図表1-6)消費者態度指数と民間最終消費支出の推移



これまで指数が上昇してきた最大の要因は、家計の雇用環境に対する見方が改善した点大きい。「雇用環境」は2001年中盤を底に上昇基調へと転じており、足元では1991年6月の水準まで改善している(図表1-7)。また、「耐久消費財の買い時判断」も堅調だ。薄型テレビやDVDレコーダーなどのいわゆるデジタル家電は年々価格が低下しており、購入しやすさは年を追うごとに改善している。価格が十分下落してから購入しようとしている人も多と言われており、今後はそうした潜在的な需要が顕在化する可能性が考えられる。



一方で、今後は、配偶者特別控除の廃止や厚生年金保険料の引き上げなど、家計に対する公的負担が増加することから「収入の増え方」に対する見方が悪化する恐れがあるほか、原油価格の上昇が「暮らし向き」指標に悪影響を与える可能性がある。しかし、前者に関しては、家計が新たに負担しなければならない金額はさほど大きくない。財務省の試算によれば、今後予定される一連の税制改正及び社会保障制度改革等によって家計が新たに負担しなければならない金額は、2005年度で約1.1兆円、2006年度で約2.1兆円とのことである。負担増加分のうち、半分が消費に回っていたと仮定しても、2005年度のGDPは0.1%、2006年度のGDPは0.2%程度押し下げられるに過ぎない(図表1-8)。また、後者についても、これまでの価格上昇局面で「暮らし向き」指標に目立った影響は見られなかった。これら悪材料が、消費者マインドの下押し要因としてある程度寄与することは間違いないが、雇用・所得環境の改善といったプラス材料との綱引きとなるため影響は軽微なものにとどまりそうだ。

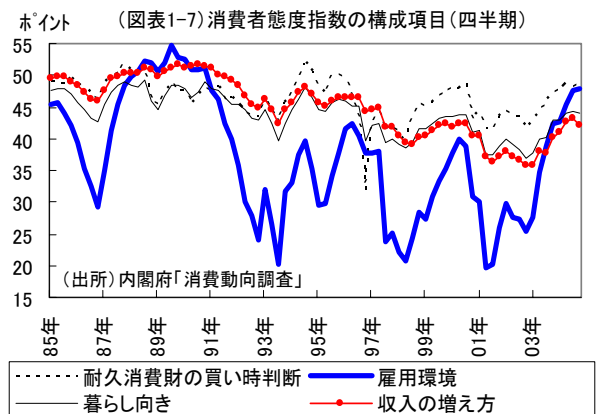
個人消費は結果として、増加基調を辿ると予想する。2005年度前半は景気の停滞で雇用・所得環境が足踏みすることから個人消費も方向感に乏しい展開を辿ると予想するが、IT関連財の在庫調整が終了すると見られる2005年度後半以降は雇用・所得環境の改善ペースも加速し、個人消費は比較的好調に推移するとみている。

## (2) 住宅投資の増勢続くも勢いは弱い

### 地価に下げ止りの兆し

足元の住宅着工件数は一進一退の推移が続いている(図表1-9)。2004年7-9月期には、住宅ローン減税縮小前の駆け込み需要などから前期比5.0%増となった。10-12月期にはその反動で再び同3.9%減となったものの、1-3月期には再び同3.3%増となっている。懸念されていた住宅ローン減税縮小の影響は10-12月期の1四半期だけで終了した模様であり、さほど大きな影響はなかったようだ。

住宅投資の先行きを占ううえで、重要なポイントと考えられるのが所得動向である。改善の遅れていた所得環境にも明るい兆しが出てきたことは既に述べたとおりだが、こうした動きが住宅ローン減税縮小の影響を緩和したと考えられる。先述の個人消費の項で示したとおり、今後も雇用・所得環境の改善基調が続くと考えられることから、住宅投資は下支えされよう。

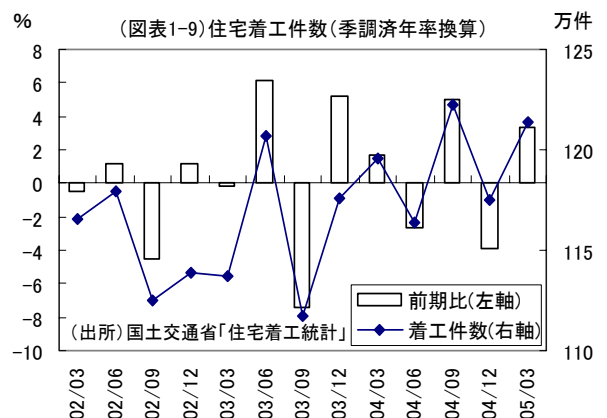


(図表1-8) 公的負担増による家計への影響

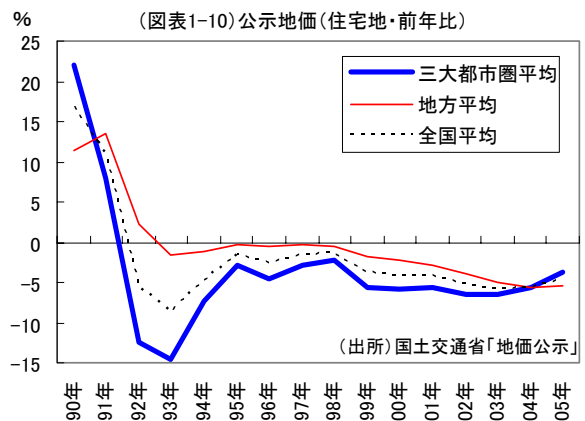
	2005年度	2006年度
既往の税制改正	0.4	0.4
平成15年度税制改正 (配偶者特別控除の廃止等)	0.2	0.2
平成16年度税制改正 (年金課税の適正化等)	0.2	0.2
定率減税の縮減	0.2	1.4
社会保障制度改革(年金・雇用保険料)	0.5	0.3
家計の負担増	1.1	2.1
GDPへの影響(試算: %)	0.1	0.2

(出所)財務省資料より明治安田生命作成

(単位:兆円)



また、地価の動向も重要だ。2005年1月時点の公示地価によると、全国的には下落傾向が続いているものの、東京都心5区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）における住宅地の地価が17年ぶりに前年比でプラスに転じたほか、下げ止まりの兆しが見えなかった地方圏でも8年ぶりにマイナス幅が縮小した(図表1-10)。バブル崩壊以降、地価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購入買い控えが生じてきた。しかし、これまでの価格下落で少しずつ地価に割安感が広がっているほか、都市圏では職住近接物件に対するニーズが高いこともあり、これまで抑えられていた潜在的な需要が、今後、顕在化してくる可能性がある。加えて、1970年代前半に生まれた団塊ジュニア世代が、今後住宅取得適齢期に到達する点も、中期的には住宅市場にプラス材料と言える。



### 住宅投資は底堅い推移続くも伸びは鈍化

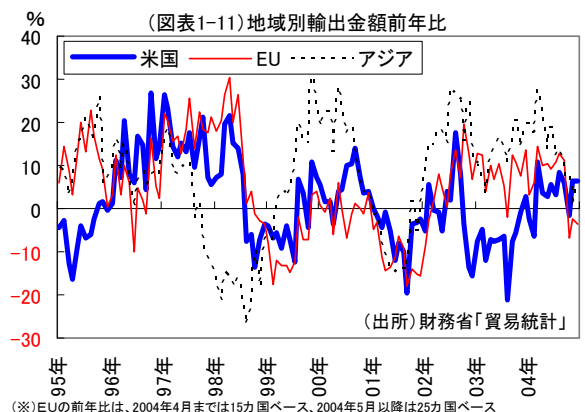
2005年度後半からは国内景気の回復ペースが早まり、長期金利が上昇基調を辿る可能性が高いほか、2004年に続いて住宅ローン減税が段階的に縮小されることから、住宅投資が下押しされるとの見方がある。確かに、そうした面から住宅需要がある程度抑制されるだろうが、雇用・所得環境が改善し、地価に底打ちの兆しが見られ始めるなど、明るい材料が見られる中、先行きの購入条件が悪化すると判断して逆に需要が喚起される面もあると考える。2006年度にかけての住宅投資は、好材料と悪材料が綱引きしながらも緩やかな増加基調を辿ると予想する。

## (3) 世界景気の回復に伴い年度後半には輸出増加

### 足元の輸出はアジア向けの鈍化で伸び悩み

昨年末以降の貿易統計をみると、輸出の伸びが次第に鈍化している様子が窺える。

地域別に輸出動向をみると、米国向けは比較的堅調な推移が続いているものの、景気の停滞色が強まっているEU向けは3ヶ月連続で前年割れとなっている。また、輸出額全体の約5割を占めるアジア向けについても鈍化傾向が強まっている。アジア向け輸出は昨年11月まで前年比で2桁増を持続していたが、2月には0.9%増まで縮小した(図表1-11)。



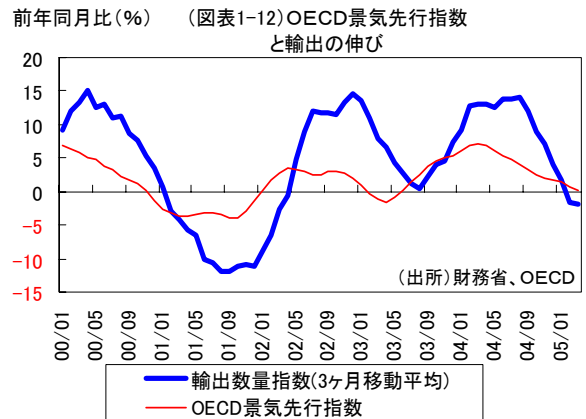
アジア向け輸出が鈍化しているのは、旧正月要因によるものとする見方もある。これは、アジアで例年1月に実施される旧正月が、今年は2月にずれ込んだため、企業活動に何らかの影響を与えたという見方である。確かにそういった面もあるだろうが、こうした特殊要因だけに理由を求めることは危険であろう。もし、旧正月要因で輸出に影響が出るのなら、前年比ベースで見た1月の輸出の伸びが拡大するのに対し、2月の輸出の伸びが縮小する形となり、その前後の結果には基本的に影響が及ばないはずである。ところが、輸出数量指数の伸びをみると、基調として鈍化傾向が強ま

っているほか、1月、2月はともに前年割れとなった。商品別にアジア向け輸出を見ても、これまで堅調に推移してきた一般機械の伸びが鈍化傾向にあるほか、電気機器の伸びも2ヶ月連続で前年比マイナスとなっている。

#### 海外景気を持ち直して年度後半に輸出は増加

こうした背景には、最終需要先である米国や欧州の景気が弱まっていることがあると考える。アジア諸国は基本的に加工貿易に依存する経済圏であり、外需抜きで内需主導の好景気が持続するほど自律的な成長構造は確立されていない。このため、最終需要先の景気が減速基調を強めれば、その煽りを受ける可能性が高い。

日本の輸出に先行するOECD景気先行指数は足元で低下傾向を辿っている(図表1-12)。後述のとおり、2005年度前半の米国景気および欧州景気は停滞局面が続く見通しであり、明るさが戻ってくるのは2005年度後半以降と考えている。輸出は2005年度前半まで、一進一退の推移が続くと予想する。

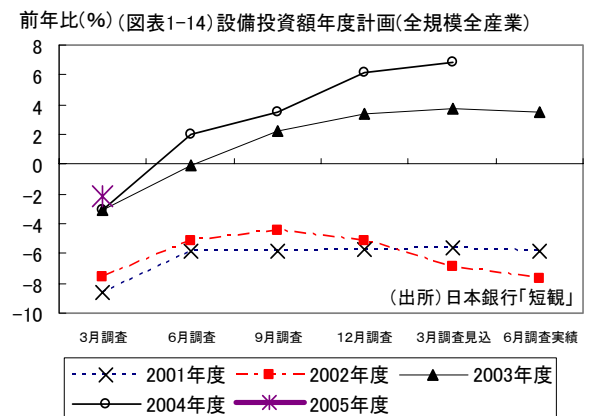
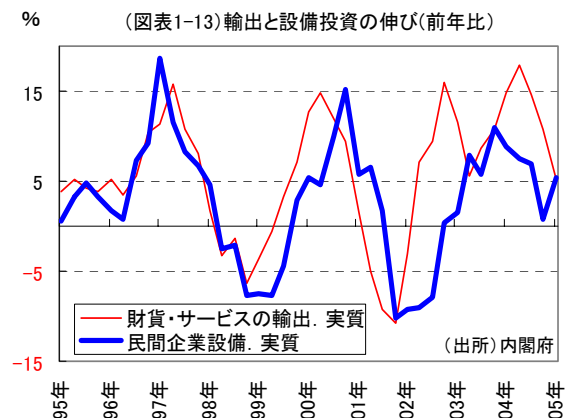


#### (4) 年度後半の増加ペース加速が期待される設備投資

##### 設備過剰感の解消は間近に

ここ数年、日本の設備投資は輸出との相関を強めている。このため、海外景気が停滞すると見られる2005年度前半は、設備投資の増勢も鈍化傾向が続く可能性が高い(図表1-13)。

しかしながら、設備投資が持続的な減少基調に陥る可能性は極めて低いと考える。3月の日銀短観で示されたとおり、生産・営業用設備判断DIは、過剰から不足への分岐点であるゼロに限りなく近づいており、企業の設備過剰感は大幅に緩和されている。短観で2005年度の設備投資計画を見ると、全規模・全産業ベースでは前年比2.2%減と減少が見込まれているものの、設備投資が堅調に推移した2003、2004年度の同時点における調査数値を上回り、2000年度以来の高い水準となっている(図表1-14)。設備投資計画は、毎年3月調査時点で初めて翌年度分が発表されるが、景気が良好であれば年度末に向かうにしたがって計画が上方修正される傾向がある。2005年度の日本経済は、雇用・所得環境の改善基調が続いていることから個人消費が底堅く推移するほか、IT関連財の在庫調整も年度前半には目処がつくと考えられる。設備過剰感が緩和していることを考えると、設備投資についても増加が期待できると考える。





## 生産能力向上のための投資増加に期待

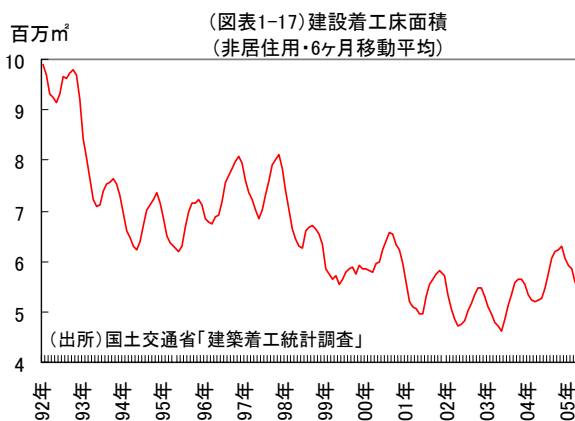
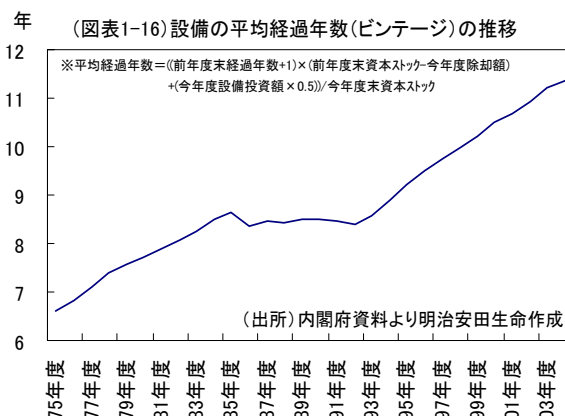
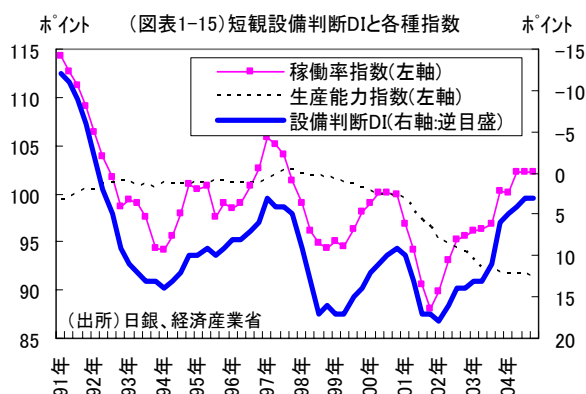
足元の生産指数が高水準で推移する一方で、生産能力指数がバブル崩壊以前の水準まで低下している点も注目だ(図表1-15)。これまで、生産能力指数が低下してきたのは、企業が過剰設備を圧縮すべく、設備廃棄を実施してきたこと、新規に設備投資を行っても、減価償却を満たす程度にしか実施せず、生産能力を押し上げるまでには至らなかったことなどが要因として挙げられる。これ以上の生産能力の低下は、企業の競争力の減退に繋がる恐れがあるため、今後、企業が能力増強のための設備投資を増加させるインセンティブとして働くことが十分考えられる。

また、高水準で推移する設備稼働率が実体より過少評価されている可能性があることもポイントだ。1970年の国富調査で公表されたこの年の設備の平均年齢(設備設置時からの経過年数=ビンテージ)を基準として、足元の設備の平均年齢を試算すると、バブル崩壊以降、一貫して上昇傾向にあり、生産設備が老朽化している様子が窺える(図表1-16)。しかしながら、試算に用いた資本ストックには、技術革新が急激に進展する中で陳腐化が進み、使われずに放置されている設備も計上されており、これが設備年齢を押し上げている面があると考えられる。

同様に、設備稼働率を求める際に使用する生産能力指数にも、実際には使用されていない古い設備が計上されており、生産能力が過大評価されていると考えられる(設備稼働率=生産/生産能力)。すなわち、足元でおよそ7年ぶりとなる高水準で推移している設備稼働率の実体は、数値が示すよりもさらに高い可能性があるということだ。このため、生産活動が再び持ち直せば、能力増強のための設備投資が活発化してもおかしくない。昨年あたりから、いわゆる工場など箱物の設備投資をあらゆる建設着工床面積(非居住用)が、低水準ではあるものの、少しずつ増加傾向に転じている様子が窺える(図表1-17)。IT関連財の在庫調整に目処がつかると見られる2005年度後半以降は、これまでの更新投資に加え、能力増強投資の増加が期待される。

## デフレ圧力はやわらいでいる

また、設備投資の予測のためには、企業に滞留する余剰資金の行方について考えることも重要だ。法人企業統計から過去5年間の「累積総貯蓄額」(留保利益や減価償却費等の5年間の累計)を試算すると約300兆円であるが、このうち、設備投資や在庫投資に振り向けられたのは半分の150兆円で、残りの150兆円がいわゆるISバランス上の貯蓄超過(累積ベース)であった。この超過額が金融



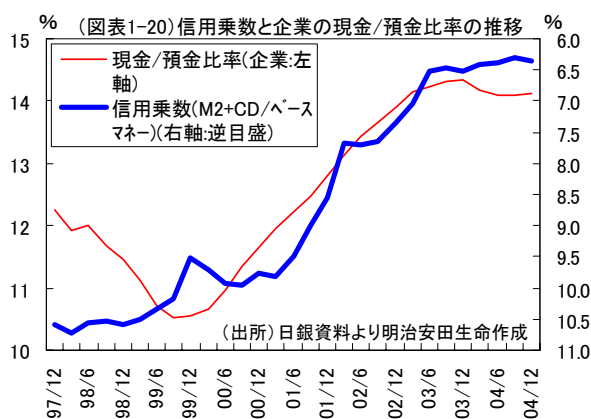
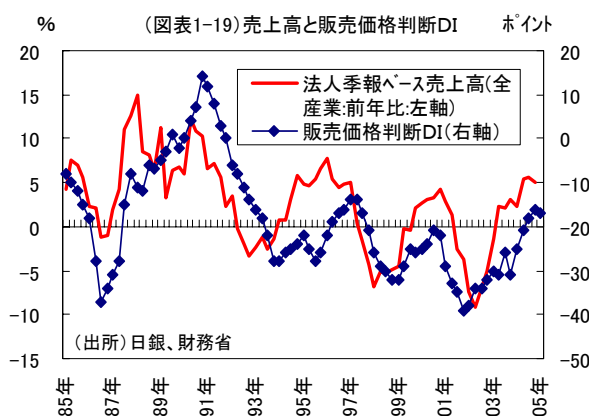
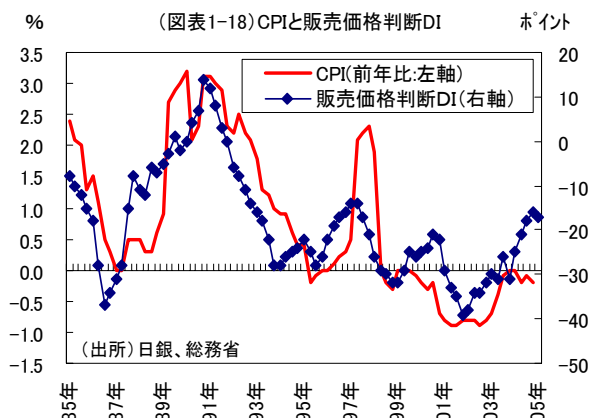
取引でどう利用されてきたかをみると、実に76%の114兆円が債務返済に振り向けられている。金融資産の増加は残りのわずか34兆円にすぎない。こうみると、企業部門の金余りと言っても、それは使い道のない資金が企業の手元でうなっていることを意味しているのではなく、現実には債務返済のための資金として消えてきたことがわかる。

では、余剰資金がもっと前向きな用途に使われるようになるためには何が必要なのだろうか。当社では、まず企業の将来的な収益期待が膨らむことが重要と考える。収益拡大への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。

しかしながら、これまではデフレ環境が続いてきたことから、売上高が伸び悩んできた。また、デフレ環境下では、企業の負債残高がたとえ借入を増やさなくても、物価の下落ペースに応じて実質的に膨らんでしまうため、企業は設備投資を控え、リストラに邁進し、捻出した資金でせっせと負債を削減せざるを得なかった。

今後、企業の見通しがデフレの持続を前提としたものからインフレを前提としたものに変われれば、こうしたマネーの流れが大きく変わることが期待できる。今のところ、企業のデフレ見通しが払拭されたとは言い難いものの、着実にやわらいでいるのは確かのようなのだ。消費者物価指数の動きと相関が高い、日銀短観の販売価格判断DIの推移をしてみると、全規模全産業ベースでいまだにマイナス圏内ではあるものの、トレンドは着実に上向いている(図表1-18)。販売価格判断DIが上向く時期は、実際の売上高が伸びる時期とも概ね一致している(図表1-19)。

また、企業の現金/預金比率を見てもデフレ見通しが緩和している様子が窺える。同比率をみると、デフレ下では他の金融資産と比較したときの現金の価値が相対的に上がるため、現金/預金比率が上昇する傾向にある(図表1-20)。現金/預金比率の上昇は、信用乗数の低下をもたらし、金融政策を効きにくくする。日銀が潤沢なマネー供給を持続してきたにも関わらず、マネーサプライが伸び悩んできた背景には信用乗数の低下があった。しかしながら、同比率は一昨年末辺りをピークにやや低下方向に転じつつある。これまでの上昇ペースに比べれば低下幅はわずかであり、このまま持続的な低下を続けるかどうか不透明ではあるものの、デフレマインドが以前よりかなり緩和しているのは確かと考えられる。

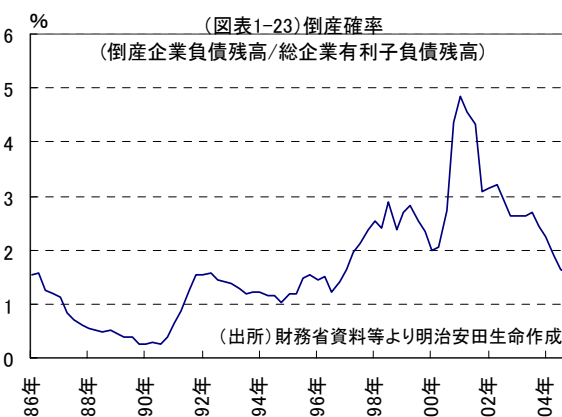
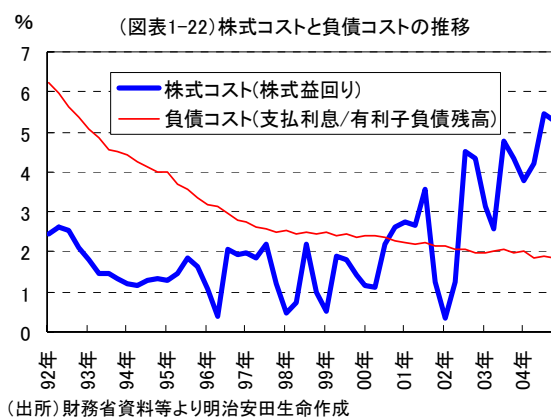
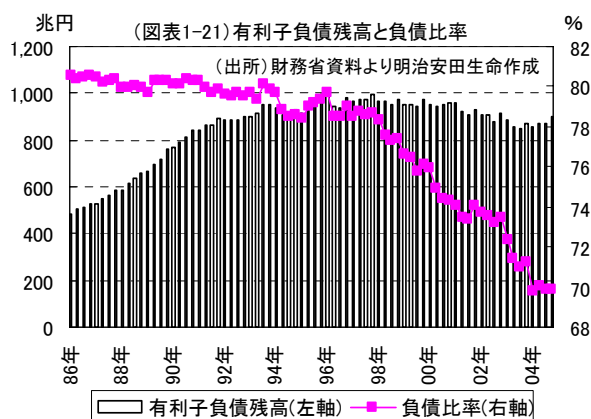


## 考えられるマネーフローの変化

企業のデフレ予想が緩和されれば、企業が適正水準を越えてまで負債の削減をどんどん続ける理由がなくなる。しかし、足元の企業の負債残高が適正水準を下回っているのかどうか、すなわち過剰負債が解消しているのかどうかは、判断が難しい。水準の問題もさることながら、総資本のうち資本と負債の比率をどう定めるかという適正負債比率の問題は、物価予想の他に資本コストや倒産確率、税制、金融資本市場の制度変更、ガバナンスの問題等、さまざまなファクターの影響を受けるためだ。

ただ、企業がもう十分に負債を削減したという状況証拠は増えている。足元の企業の有利子負債残高の推移を見ると、ピーク時から既に1割程度減少している。総資産に対する負債比率は、1980年代から1990年代始めにかけては、概ね80%前後の水準で推移していたが、その後低下に転じ、足元では70%前後で推移している(図表1-21)。

また、足元の資本コストを株式コストと負債コストに分解してみると、負債コストは金利低下を反映して低位での推移が続いているものの、株式コストは明確な上昇トレンドに転じており、負債コストを上回っている(図表1-22)。これは、企業にとって株式発行で資金を調達するよりも負債で資金調達の方が相対的に割安となっている状況を示す。既に金融不安は遠のき、企業の倒産確率が低下している(図表1-23)ことを考えると、足元の負債比率は適正水準に近づきつつある可能性が高い。企業が余剰資金を負債の削減ではなく、前向きな投資に回し始める環境が次第に整いつつあると言えよう。



## マネーフローの潮流変化がデフレ脱却を後押し

1990年代後半以降の設備投資は、国内経済がデフレに苦しむ中、もっぱら外需の動向に左右される形で小刻みな循環を繰り返してきた。しかし、過剰設備や過剰負債問題が解消に向かっているに加え、今後はデフレ見通しの後退により低水準の資本コストに見合う投資案件が増えると予想されることから、設備投資は内需主導で自律的な上昇に転じる可能性が高まっているとみている。

デフレ圧力が緩和されれば、企業部門の総貯蓄は短期的には減少に向かうだろう。企業収益が伸びると予想されることを考えれば逆説的な印象を受けるかもしれないが、最近の企業部門の総貯蓄の増加は、資本財価格の下落や支払利子の減少など、本業の営業利益以外の寄与した部分が大きかった点に注意が必要だ。営業利益にしても、雇用リストラによる労働分配率の低下によりかさ上げされていた面が大きかった。最近では企業部門の総貯蓄額の増加と、労働分配率の低下がほぼ同時に

進行してきたことがわかる(図表1-24)。デフレ下では実質賃金が高止まりし、企業収益の圧迫要因となるため、企業は雇用の削減を進めてきた。しかし最近では、短観の雇用人員判断DIが過剰から不足への境目であるゼロに近づくなど、労働需給も逼迫に向かっており、労働分配率の低下傾向にも歯止めがかかる可能性が大きい。

このように、今後は企業部門の総投資の増加と、総貯蓄の減少が同時に進むと考えられるため、企業の貯蓄超過幅は縮小に向かうと予想している。企業部門のISバランスが投資超過に転じるまでにはいまだしばらく時間がかかるだろうが、余剰資金が底をついて始めて外部資金需要が伸びるわけではない。景気が上向くときには、資金運用と資金調達とが両建てで伸びて行くのが普通である。このため、企業のデフレマインドがやわらぎ、売上見通しが改善すれば、企業の余剰資金が設備投資などの前向きな投資に向かい始めるほか、外部資金需要も増加することが予想される。当社では、こうした局面が2005年度後半以降、次第に顕在化してくるとみている。

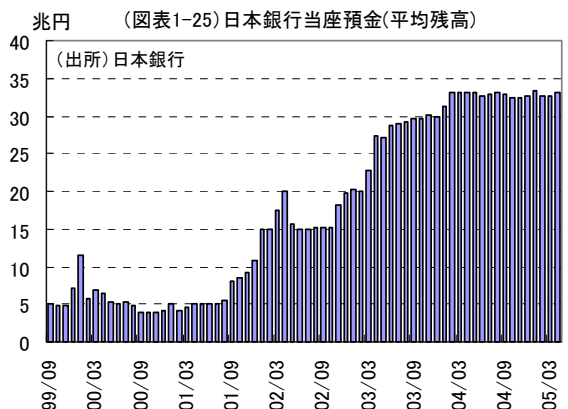
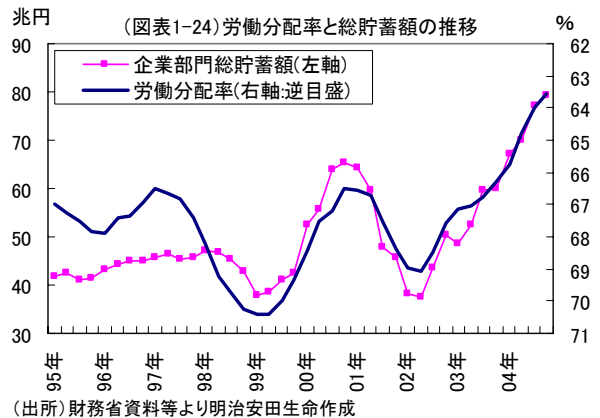
### (5) 量的緩和政策の解除は2007年1—3月期

#### 当座預金残高目標の引き下げはありうるが・・・

日銀が、当座預金の残高目標の下限である30兆円を維持できず、早晚目標水準を引き下げたのではないかと観測が広まっている。結論からいえば、懸案事項であったペイオフが支障なく解禁されたことから、残高目標引き下げの可能性をある程度見込んでおく必要がある。しかし、仮に引き下げが行われたとしても、それはあくまで技術的な問題であり、量的緩和策の早期解除観測に繋げるのは見当違いと考えるべきだろう。

確かに、当預残高の30兆円は異常な水準である。量的緩和策を導入した2001年3月の時点では、当座預金を当時の実勢より1兆円程度増額し5兆円とするだけで、無担保コールレートをゼロに誘導することができたが、いまや当時の6倍もの水準にまで膨れ上がっている。既に金融システム不安は遠のき、景気も当時よりは好転しているため、仮に5兆円程度引き下げられたところで、「超金融緩和」という状況は何も変わりがないはずだ。

日銀が当預残高の目標引き下げを躊躇する理由は、こうした行動が金融引締めという、誤ったメッセージを市場に送ってしまう恐れがあるからだ。このため、当面は手形オペの長期化等で、可能な限り30兆円の維持を試みるだろう。ただし、田谷前審議委員がロイター通信のインタビューでコメントしたように、長期国債の買い増しを行ってまで死守すべきかどうかは疑問だ。本格的な景気回復局面が近いと考えられる段階で、金利の上昇によって、日銀のB/Sを毀損するような事態は避けたいと考えるはずだからである。日銀の保有国債のデュレーションは4年台半ばであり、1%の金利上昇で3兆円程度の含み損が生じる計算だ。





もともと福井総裁は、国債買い増しに関しては慎重であり、通常のオペの手続き上の工夫で目標残高を維持できなくなれば、おそらく何らかの政策変更が実施されることとなろう。その際、一時的な目標水準割れをただし書きで容認するのか、月中平均で上回っていればよしとするのか、目標水準そのものを下方修正するのか、具体的手法はもはや大きな問題ではない。日銀は、これが技術的なものであり、量的緩和の早期解除に繋がるものではないことを市場に十分アナウンスし、長期金利の急上昇を招かぬよう事前にじっくりと織り込ませることとなろう。

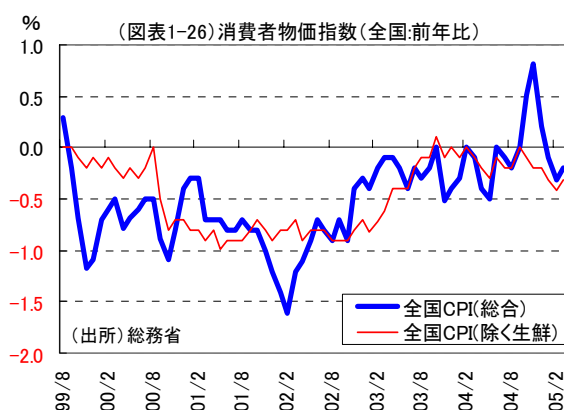
### 日銀が量的緩和の解除条件を変えられない理由

量的緩和の解除条件については、日銀から、「消費者物価の前年比が基調的な動きとしてゼロ以上」「再びマイナスになると見込まれない。具体的には政策委員の多くがゼロ%を超える見通しを有す。」というしっかりした条件が提示されている。中には、日銀が条件を変更してまで早期引き締めを踏み切るのはと心配する向きもあるようだが、これは日銀にとってほとんど採りえない政策であると考えられる。

日銀の量的緩和策の目的をもう一度考え直してみると、一つには、金融市場の流動性制約を緩和するという点だが、これはほとんど達成されている。残された目的は、人々のインフレ期待の醸成により、日本経済をデフレ脱却へと導く点にある。現実のインフレ率ではなく、人々の期待（予想）が経済行動を左右する点が重要なポイントだ。そして、期待に訴えかけるためには、中央銀行が前もって定めたルールを変えないことが大変重要になる。中央銀行にとっては、景気回復が見えてきたら、どうしても先回りして引き締めを行いたいというインセンティブが生じてしまう。しかし、こうした行動をあらかじめ市場が予想するならば、いつまでもたってもインフレ期待は高まらない。そこで、あえて自らの手足を縛ることで、市場のインフレ期待を高めようとしているのが、現在日銀の採っている政策なのである。当然、日銀は現実のインフレ率の上昇に対し、政策対応が遅れる（ビハインド・ザ・カーブ）という大きなリスクを負うことになるが、これはより高い政策効果を得るための宿命と言えよう。

最近、日銀の政策委員会のメンバーによるタカ派的な発言が市場を揺さぶっているが、いずれも日銀の政策スタンスの変化を示すものではない。これは、市場が現行の量的緩和政策が永遠に続くかのような過度の期待を抱いて、リスクを過大に取る投資家が増えると、日銀はいざ量的緩和策を解除したいときに、副作用への対処に余計なエネルギーを割く必要が生じてしまうため、こうした動きを牽制するためのものだ。

当社では、消費者物価が安定的に上昇に向かうのは2006年後半以降とみている。2005年後半あたりから、長期金利がある程度先回りして上昇する可能性はあるが、それでも日銀は解除条件がクリアされるまでは頑なに量的緩和を維持するとみている。



## 〈補論〉経済見通しにおけるシナリオ分析

### 経済見通しの作成にあたり、4つのシナリオを想定

当社では、経済予測にあたり、毎年数通りの異なるシナリオを想定し、その中でもっとも示現確率の高いと考えられるシナリオに沿って経済見通しを作成している。今回作成した2005-2006年度



までの日本経済シナリオは次頁のとおり、重要な2つの座標軸(判断軸)でシナリオを4つのエリアに分類して図示した。シナリオの縦軸(第1軸)には、「デフレ脱却の有無」である。当社では2006年度後半によいよデフレ脱却が実現すると予想しているが、これが的中するかどうかで実現するシナリオには大きな差が出てくる。「デフレ脱却」はおおむね前年比2%程度までのプラス、「デフレ継続」は同▲2%程度までのマイナスを想定している。

横軸(第2軸)は、「米国景気の動向」である。景気が回復過程にあるとはいえ、日本経済に与える外需のインパクトはまだ大きい。中国景気も重要だが、結局は最終需要地である米国景気の動向に左右される。「堅調」は、年率2%~4.5%程度の成長率、「減速」は同1%~2%程度の成長率を想定している。

#### 《メインシナリオ》デフレ脱却、持続的成長へ：示現確率60%

2005年度前半までは景気停滞局面が続くものの、2005年度後半から本格回復に転じ、2006年度後半にデフレ脱却が実現するというシナリオである。今回の見通しはこのシナリオに沿って作成している。

日本経済は回復過程にあるとはいえ、現時点ではまだ緩やかなデフレ下にあり、外需依存体質から脱却しきれていない。足元の輸出は中国向け等を中心に減速しており、ハイテク関連分野の在庫調整も続いていることから、2005年度前半は停滞が続く。

しかし一方で、バブル崩壊以降、長年にわたり日本経済を悩ませてきた各種の構造問題は、着々と改善に向かっている。金融システム不安は既に遠のき、企業の過剰債務、過剰雇用、過剰設備のいわゆる「3つの過剰」も過去のものとなりつつある。

これで、ハイテク関連分野の在庫調整と原油高という重石さえ取り除かれれば、2005年度後半の外需の回復が一種の呼び水となって、企業内に滞留している豊富な余剰資金が国内の設備投資増に繋がり、それが新たな資本財の需要に結びつくという、「外需から内需へのバトンタッチ」が実現しよう。2006年度後半には消費者物価が持続的上昇に転じ、日銀は量的緩和の解除に踏み切る。

このシナリオ下では、株価、長期金利とも上昇しよう。為替は、米国経済が堅調に推移する中、ドル資産に資金が集まりやすいと予想。2005年度末は110円/ドル近辺を予想する。

#### 外需主導型低成長シナリオ：示現確率20%

外需は堅調だが、国内はデフレ環境が続き、引き続き外需に頼った成長を余儀なくされるシナリオである。

デフレ圧力が一時より弱まっているのは確かだが、いまだ最悪期を脱したという程度にすぎない。最終財段階での価格競争圧力は強く、消費者物価は簡単には上がらない。原油価格等の素材価格の上昇は結局企業収益の悪化に繋がり、雇用を圧迫、設備投資も伸び悩む。外需が回復すれば景気は多少上向くものの、外需が失速すればまた低迷という、1990年代後半以降、度々みられた水面下の景気循環を繰り返す。相対的な景況感格差からメインシナリオ以上に円売りドル買いが進み、2005年度末は120円/ドル近辺を予想する。

#### デフレ不況逆戻りシナリオ：示現確率15%

国内ではデフレ環境が持続するのに加え、米国景気が大きく減速するシナリオである。内外需とも不振で景気後退局面に陥る。

足元の米国経済は堅調とはいえ、家計の低貯蓄や双子の赤字などの構造問題を克服したわけでは



## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

米国景気は、昨年ほどの勢いは失いつつあるが、今のところ底堅さを維持している。

今後は原油価格の高止まりに加え、年明け以降に消費を下支えした一時的要因（マイクロソフト社の特別配当、年末商戦の際に例年以上に出回ったギフトカードの使用、減税実施）が剥落する。住宅価格の上昇率も鈍化に向かうと考えられることから、資産効果が弱まり、個人消費の伸びは鈍化すると予想する。ただし、企業の人件費削減の動きは一巡しつつあり、雇用・所得環境の改善が続くことで、2006年には消費は潜在成長率に見合った堅調な伸びに収束すると予想する。

上昇が続いてきた住宅価格は人々が取得可能な価格の上限に近づいており、住宅投資はこの先ピークアウトに向かおう。設備投資は、2004年末期限のボーナス減価償却の効果剥落の影響が一部の品目に現れるが、引き続きIT投資を中心に、増勢が弱まりながらも2006年にかけて堅調に推移しよう。

景気全般として、昨年に比べ拡大ペースは鈍化するが、2005-2006年を通して潜在成長率並みの巡航速度での成長が続くと予想する。昨年のようにイラク戦争や大統領選挙といった大きなイベントもないため、景気が上下に振れるリスクは比較的小さいと見ている。

米国実質GDP成長率： 2005年 3.3% 2006年 3.1%

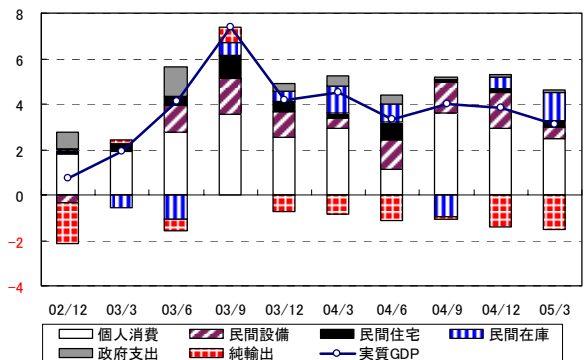
(図表2-1) 米国実質GDP

《前期比年率》	暦年ベース			2004年		2005年			2006年			
	2004年	2005年	2006年	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12
実質GDP	4.4%	3.3%	3.1%	3.8%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%	3.2%	3.4%	3.6%	3.6%
個人消費支出	3.8%	3.7%	3.3%	4.2%	3.5%	3.7%	3.2%	2.8%	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%
民間設備投資	10.6%	9.3%	8.1%	14.5%	4.6%	7.7%	8.9%	9.4%	6.8%	8.1%	8.3%	8.3%
民間住宅投資	9.7%	3.6%	-0.3%	3.4%	5.7%	4.3%	-1.4%	-3.6%	-1.6%	1.4%	2.0%	2.1%
企業在庫(寄与度)	0.4%	0.1%	-0.1%	0.5%	1.2%	-0.7%	-0.4%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
純輸出(寄与度)	-0.6%	-0.8%	-0.2%	-1.4%	-1.5%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
輸出	8.6%	6.0%	7.1%	3.2%	7.0%	6.5%	6.6%	6.5%	7.4%	7.3%	7.5%	7.7%
輸入	9.9%	9.1%	5.6%	11.4%	14.7%	5.8%	5.0%	4.6%	5.5%	6.3%	6.1%	6.3%
政府支出	1.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.6%	1.3%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%

### (1) 足元の景気は堅調を維持

1-3月期の実質GDP成長率は、速報値では前期比年率で3.1%と発表されたが、3月の貿易赤字の縮小や、2-3月の小売売上の上方修正を受けて、改定値では3%台後半まで上方修正される可能性がある。昨年までの4%を超える高い成長率に比べれば、拡大ペースは鈍化しているものの、昨年後半以降、米国経済は3%台前半から半ばといわれる潜在成長率をやや上回る堅調な伸びを維持している(図表2-2)。

(図表2-2) 米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)



(出所)ファクトセット

## (2) 今後は下支え効果が薄れる家計部門

### 個人消費は今後伸びが弱まる

小売売上統計では、今年のイースター休日が3月に前ずれしたことに伴う季節調整の影響で、3月は弱めに、4月は強めに数字が出ている可能性がある(図表2-3)。均してみれば、足元の個人消費は底堅く推移しているといえるが、ガソリン価格の上昇が実質的な増税効果となり、ガソリンスタンドの売上が伸びる一方、それ以外の売上の伸びが抑制される姿も見える。

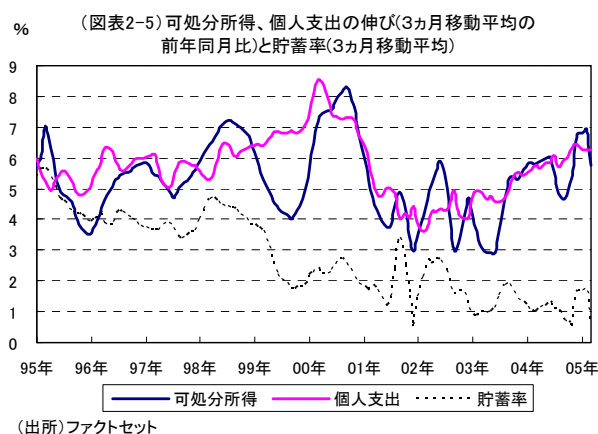
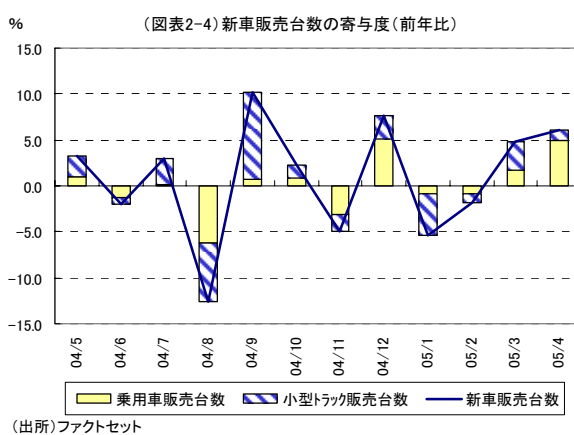
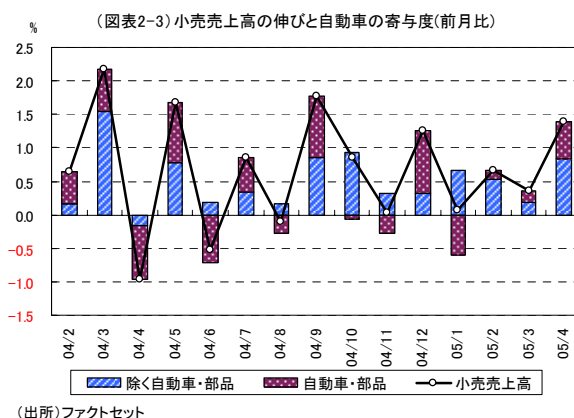
また、自動車販売の動向を見ると、3・4月は1・2月の不振の反動で、前月比・前年比とも増加に転じているが、内訳を見ると、ガソリン価格の上昇を受けて、最近では燃費効率の悪い大型SUVやピックアップトラックが敬遠される傾向にある(図表2-4)。それらを収益源としていたGMやフォードが苦戦を強いられ、日本勢や韓国勢はその間に大きく販売シェアを伸ばしている格好だ。

年明け以降に個人消費を下支えした一時的な要因として、①昨年12月に実施されたマイクロソフト社の特別配当326億ドルが、富裕層を中心に1月以降の消費に向けられていること、②年末商戦の際に例年以上に出回ったギフトカードが、1月以降に使われて小売売上に計上されていること、③昨年よりは減額となっているが減税が実施されたことが挙げられる。今後はガソリン価格の高止まりに加え、これらの要因が剥落することを考えると、個人消費の伸びは弱まると予想する。

### 所得の伸びを上回る消費はいずれ限界に

減税効果の剥落で、個人消費は2004年前半に息切れかと思われたが、その後も消費を支えていたのは、低金利を背景とした住宅価格の上昇という資産効果が大きい。住宅価格上昇と低金利下での借り換えによる余裕資金や、担保となる住宅価格からローン残高を差し引いたホームエクイティーローン資金が消費に向けられることで、所得の伸びを上回るレベルでの消費が続き、貯蓄率が下がるという構図が続いていた(図表2-5)。

しかし、これまでのような所得の伸びを上回る無理のある消費はいつまでも持続するものではない。金融引き締め効果がいずれは長期金利に波及し始め、住宅価格の伸び率が鈍化に向かうことで消費に対する資産効果は弱まろう。現状、米国の住宅ローン残高の約3分の1が変動金利型であり、いずれ金利が上昇してくれば、この部分は膨張した個人債務の金利負担増加として個人消費を下押

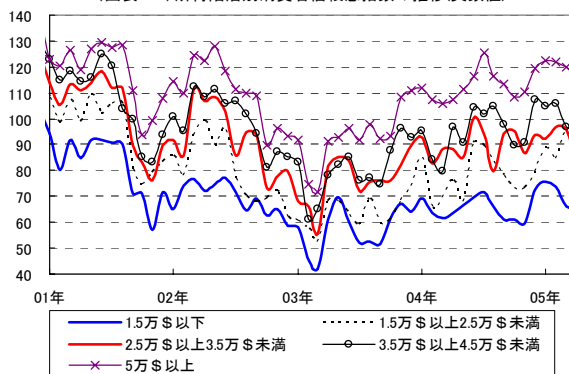


しすることになろう。

### 消費者信頼感は所得階層で格差あり

4月の消費者信頼感指数は、3ヵ月連続で低下した。現況指数の水準はまだ高いものの、方向性は低下に転じ、期待指数は4ヵ月連続で低下している。ガソリン価格上昇や最近の株価の伸び悩み、年金改革に対する不安などが背景にあるようだ。これまでの減税が富裕層優遇と言われてきた一方、ガソリン価格の上昇は低所得者層へのダメージがより大きく、信頼感指数の所得階層別格差は広がっている(図表2-6)。景気が長期的に安定して拡大するためには、低所得者層まで裾野の広がった消費拡大という構図が望ましいと考える。

(図表2-6) 所得階層別消費者信頼感指数の推移(実数値)

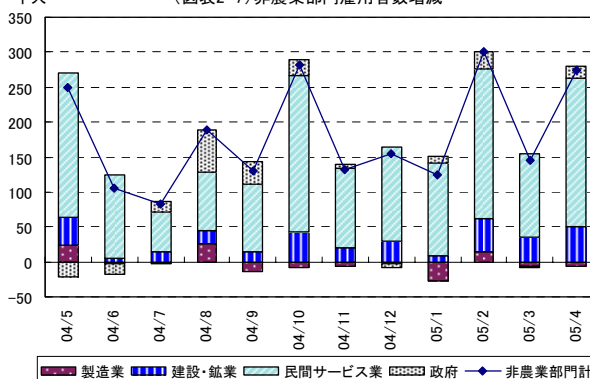


(出所)ファクトセット

### 雇用の増加ペースは堅調に推移

雇用・所得の動向を見てみると、最近の非農業部門雇用者数の増加ペースは、月次の振れを伴いながらも、均してみれば潜在成長率に見合うとされる月間15-20万人増の上限に近いレベルで推移している(図表2-7)。雇用は力強いとは言えないまでも、堅調なペースで拡大が続いているといえよう。ただし、サービス業や建設業は堅調な伸びを続けているが、製造業は2月に自動車業界でのレイオフ分の復帰で一時的に増加した以外は、昨年9月から減少が続いている。

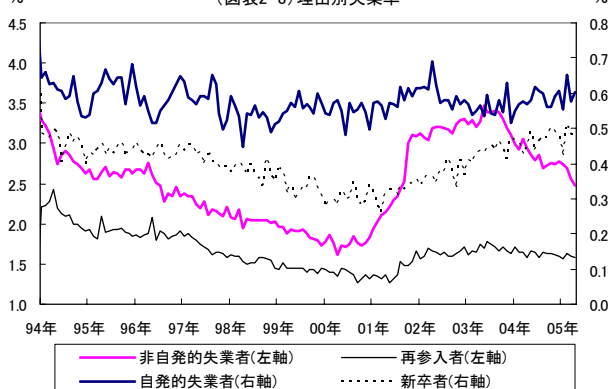
(図表2-7) 非農業部門雇用者数増減



(出所)ファクトセット

失業率は現在5.2%まで低下している。転職を意図した自発的失業者が増加し、非自発的失業者が減少傾向にあるのは明るい材料だ(図表2-8)。週次の失業保険申請件数は徐々に水準を切り下げており、失業率は今後も緩やかに低下に向かおう。

(図表2-8) 理由別失業率



(出所)ファクトセット

先行きに関しては、ISMの雇用指数は製造業・非製造業とも低下しているが、50ポイントを上回っており、雇用が緩やかに拡大を続けることを示唆している。また、転職斡旋会社チャレンジャー社による調査では、企業が4月に発表した人員削減数は2000年以来の低水準まで低下している。週平均労働時間や平均時間給は緩やかに上向き兆しがあり、労働分配率は下げ止まっている。原油・素材価格は高止まりこそしているが、これまでのような価格上昇を背景とした人件費削減の動きは一巡しつつあり、企業は余剰資金を雇用方面にも向け始めているといえよう。2006年に向けて雇用・所得環境は改善が続き、個人消費は潜在成長率に見合った堅調な伸びに収束すると予想する。



### 住宅投資のピークアウトは年後半から

住宅投資はこれまで、移民の流入も含めた人口の増加や、住宅取得のための手厚い優遇税制などに加え、低金利や価格上昇を背景とした需要の先食いと、一部投機資金の流入によって増加してきた。しかし、金融引き締めにもかかわらず低下してきた住宅ローン金利にこれ以上の低下は期待できないうえ、上昇が続いてきた住宅価格は人々が取得可能な価格の上限に近づいている。今後住宅投資はピークアウトに向かうと予想する。

住宅着工件数は、天候要因などによる増減を繰り返しながら、トレンドとしては伸び率が鈍化してきている(図表2-9)。先行指標となる住宅着工許可件数も、ここ1年のうち6カ月はマイナスで、一進一退といったところだ。ただし、着工件数に対する未着工件数(着工許可を得たものの着工に至っていない物件)の比率が高まっていることから(図表2-10)、住宅投資のピークアウトは2005年後半と予想する。

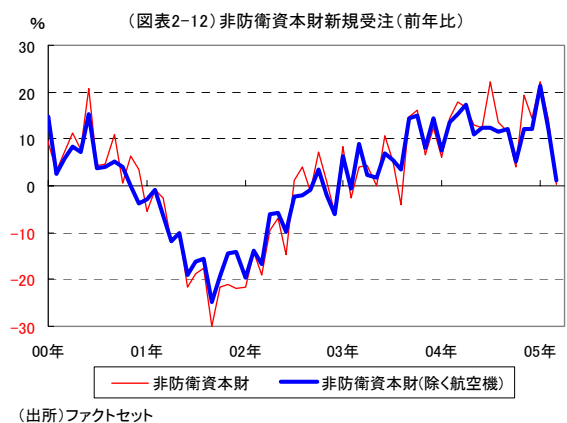
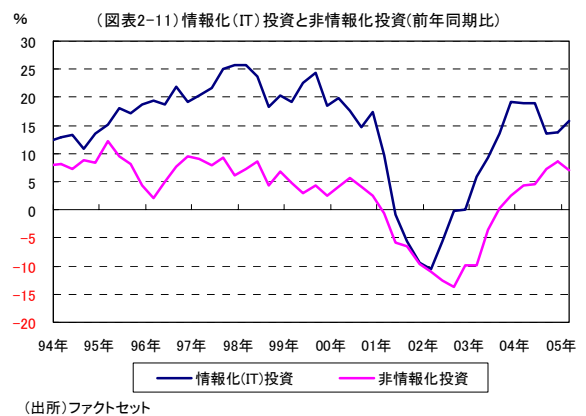
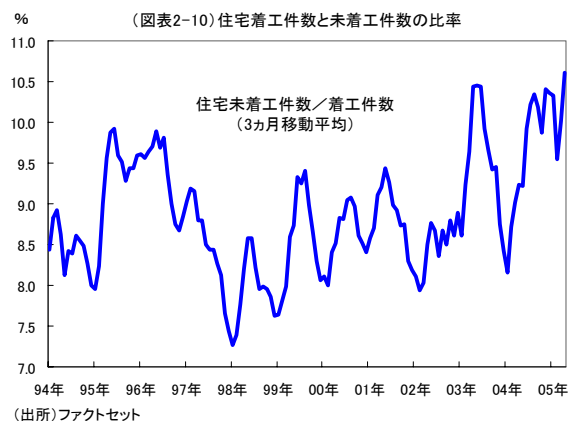
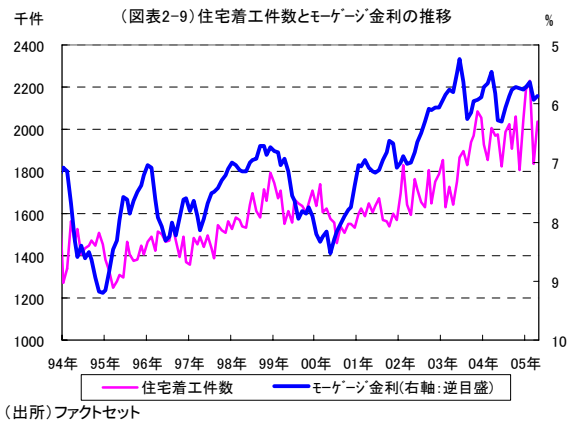
住宅価格の上昇率がいずれは鈍化に向かうと考えられることから、消費への資産効果が弱まろう。住宅部門の減速は関連耐久財消費の抑制にもつながる。この影響は2005年後半から現れると考えている。

### (3) 企業部門では非製造業が堅調

#### 設備投資は増勢が鈍化しながらもIT投資が牽引

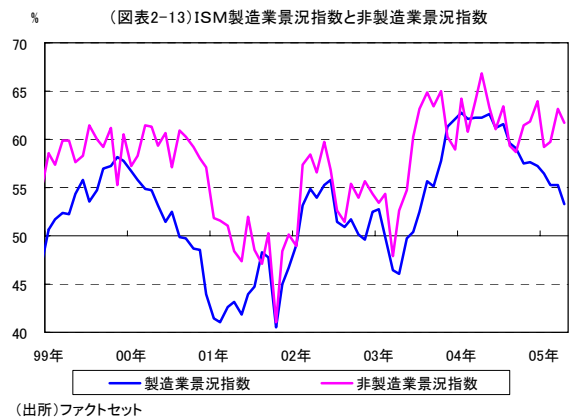
2003年半ばからの設備投資の増加は、1990年代後半のITバブル期に投資された設備の更新投資が多くを占めていたと考えられる(図表2-11)。IT投資の更新サイクルが4年程度であることを考えると、更新需要はそろそろピークアウトしてもおかしくないが、1-3月期のIT投資はまだ高い伸びを続けている。非IT投資は自動車業界の不振などによって輸送設備が落ち込んだことが大きく影響した。2004年末が期限だったボーナス減価償却の効果剥落の影響も一部に見られたが、当初予想していたほど大きな影響はなさそうだ。

足元では設備投資の先行指標とされる非防衛資本財受注の伸びが鈍化しており(図表2-12)、設備投資の増勢は弱まる方向にある。ただし、企業の増益率は鈍化傾向にありながらも、景気回復が続く中で



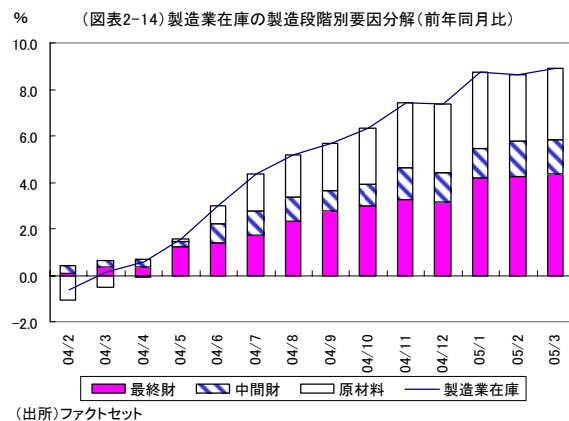
増益基調は維持されており、キャッシュフロー水準も高い。また、4月に集計したNABE（全米企業エコノミスト協会）の調査によると、企業の55%が今後1年間の設備投資増加を見込んでいるのに対し、減少を見込んでいるのは6%に過ぎない。足元の景気減速は認識しているものの、比較的短期間で回復に向かうと見込んでいるようだ。

ISM景況指数は、製造業は調整局面にある一方で、非製造業では堅調を維持している（図表2-13）。設備稼働率はじわじわと上昇してきたが、水準的にはなかなか80%を超えてこないといったように、製造業の生産能力増強の投資需要はまだ弱い。設備投資は当面、非製造業を中心としたIT投資が牽引役となろう。ITバブル期の投資に対する更新需要は一巡するとしても、新規の通信インフラへの投資などが需要を支えると考えている。自動車販売が不振から脱しつつあるように、製造業の生産調整は2005年後半には目処がつくと予想する。その頃には消費が徐々に堅調さを取り戻し始め、2005年終盤には生産能力増強の投資需要も出てくると考えられる。設備投資は昨年よりは増勢が鈍化しながらも2006年にかけて堅調に推移しよう。



### 在庫投資の動向には注意が必要

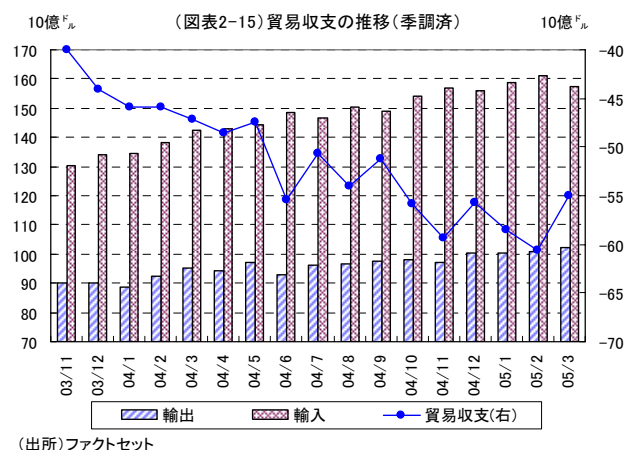
1-3月期は民間在庫が大幅に増加しており、GDP成長率3.1%への寄与度は1.2%と、3分の1以上を占める。これには、意図的な在庫積み増しと、意図せざる積み上がりの両面がある。輸入の増加と合わせて考えれば、素材価格が上昇するとの予測から、企業が原材料を意図的に前倒しで調達している可能性が高い（図表2-14）。一方、特に自動車業界では年明け以降の販売不振による売れ残り在庫が急増しているため、GMやフォードは上期中減産を続ける方針を示している。



1-3月期の在庫が急激な増加ただけに、今後は反動減の可能性が高く、成長率にはマイナスに寄与する方向に働こう。在庫循環図を見ると在庫は積上り局面にあるが、売上高に占める在庫水準は、在庫管理手法の高度化や、ITバブル以降の在庫積み増しへの慎重姿勢などを背景に、現在は歴史的低水準にある。したがって、在庫調整はそれほど長引かないと見込まれ、2005年終盤には生産活動が持ち直してくると予想される。

### 純輸出のマイナス寄与は続く

近年は、米国の内需が他国に比べて強かったことと、内需に占める輸入の割合が上昇してきたことから、輸入の増加額が輸出を上回る傾向が続き、純輸出はマイナス幅を拡大させてきた（図表2-15）。特



に対中国の貿易赤字は、繊維製品の輸入急増などから、直近の1年では全体の4分の1を占めている。

今後、2005年中は米国内の消費や設備投資の勢いが弱まることで、輸入の増加ペースはやや鈍化すると予想するが、2006年には消費が堅調さを取り戻すため、輸入は再び伸び率を高めよう。一方で、日本や欧州の景気は米国に比べて出遅れているが、2006年には上向くと予想されることから、輸出の伸びもしだいに高まってこよう。ただし、米国景気が世界景気を牽引する構図はこの先も変わらないと見ており、GDP成長率に対する純輸出のマイナス寄与はしばらく続こう。

#### (4) 米雇用創出法の影響

##### 海外の利益を国内送金する際の減税措置

2004年10月に雇用創出法が成立し、米国内での投資促進や雇用拡大に向けた様々な減税措置が盛り込まれた。この中で、米国企業に大きな影響を与えられるのが「内国投資促進条項」である。これは、米国の多国籍企業が海外子会社の内部留保を米国内に送金する際の税率を、2005年に限り従来の35%から5.25%に引き下げるという時限立法である。通常はこうした本国送金には、海外で支払った税金の一定額を控除した後、35%の法人税が課される。これが雇用創出法の下では外国企業からの受取配当とみなされ、うち85%については連邦所得税が免除されるため、結果的に税率が5.25%となる。国外の留保資金を還流させ、米国内での投資拡大を促そうという狙いだ。

国内送金した資金の用途としては、雇用、設備投資、M&A、研究開発、債務返済、年金拠出などが認められるが、自社株買いや配当支払い、税金支払いといった形での使用は認められない。

##### 海外に滞留する留保利益

米国の国際収支統計を見ると、海外直接投資からの収益がここ2-3年増加傾向をたどる中で、そのうち実際に国内へ送金された金額はほとんど横ばいとどまっている(図表2-16)。これは、35%という税率の高さから、海外子会社の留保利益が国内に還流されずに、現地に滞留していたことを示している。

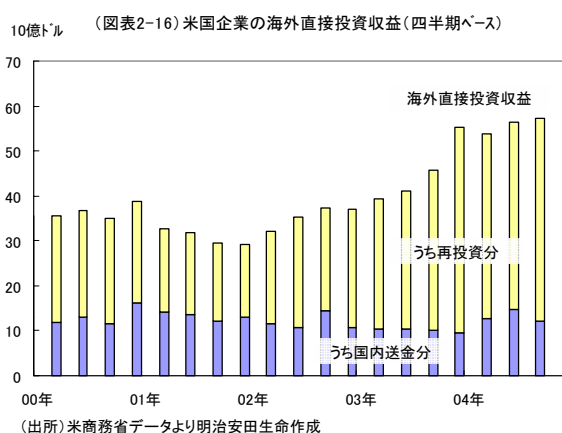
還流資金への課税が軽減されるのは2005年12月が期限であるため、今年は滞留資金の還流が進むことになる。S & P 500企業の海外留保利益の合計は4,000億ドル以上と言われているが、既にファイザー

の290億ドルを筆頭に、ジョンソン&ジョンソン110億ドル、P & G 107億ドル、IBM 80億ドルなど、海外展開をしている企業が次々と国内送金を実施すると発表している。送金額は全体で3,000億ドルを超える規模に上り、米国経済にもたらす影響は無視できない。

##### 米国景気にプラスのインパクト

多額の還流資金は米国景気に対してプラスの効果をもたらすと考えられる。まず、3,000億ドルを超える還流資金の一部が設備投資に回るだけでも、2004年のGDP統計における民間設備投資額が1兆2,000億ドル程度であることを踏まえると、ある程度の押し上げ効果が期待できる。

また、最近の企業の余剰資金の行き先として、配当や自社株買いが目につく。今回の措置では、配当や自社株買いに還流資金を使用することはできないことになっているが、カネに色はつかない



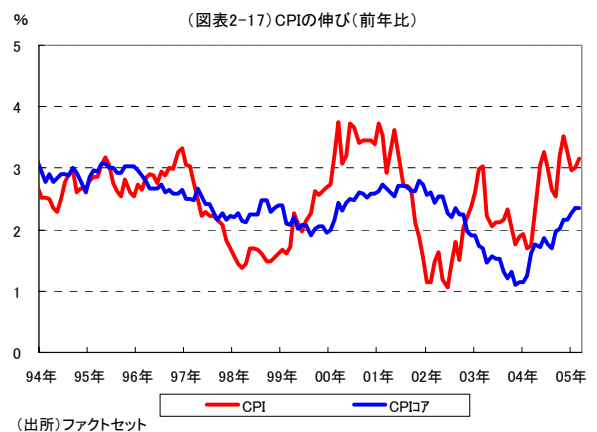
ため、例えばもともと計画していた設備投資などに還流資金を充てれば、配当や自社株買いに資金を回すことは実質的に可能である。配当は個人消費を押し上げ、自社株買いも株価を下支えして消費に対する資産効果を強めることになるだろう。ただし、雇用創出法という名称ではあるが、雇用の増加に結びつくかどうかは難しい。雇用の拡大は一時的な資金流入で賄われるものではなく、継続してコストがかかる。最近の雇用統計を見ても、雇用は堅調だが不足感はそれほど強くはない。

以上のように、還流資金が向かう用途は予想の域を出ないが、巨額の資金が米国内に還流するのは確実である。今後の企業の送金動向を注視する必要があるだろう。

## （５）利上げは2005年の夏場に一旦休止

### エネルギー関連以外の物価上昇は抑制的

3月のコアCPIは前年比2.3%増と、徐々に上昇してきたが、ここ3カ月は同水準にとどまっている（図表2-17）。価格競争が激化している中では、川下産業への価格転嫁はエネルギーに関連の深い分野に限られているようだ。特にコア財は前年比0.6%増と落ち着いている。足元のインフレ圧力はFRBの緩やかな利上げによって抑制可能とみている。



### 慎重なペースでの利上げが続く

5月3日のFOMCでは、FF金利が0.25%引き上げられ、3.0%となった。会合後の声明で、グリーンズパン議長は、物価上昇率を差し引いた実質的な金利はなおも低水準であるとし、慎重な利上げを続ける方針を示している。一方、景気に関してはこれまでの強気な姿勢を修正し、消費の堅調なペースが若干減速していることを認めている。ここ数カ月でインフレ圧力は強まり、企業の価格設定能力がより鮮明になっているとしながらも、長期的なインフレ期待は抑制されていると見ている。FRBはスタグフレーション（景気停滞と物価上昇の同時進行）というリスクも十分に意識しているものと考えられ、金融政策は景気と物価両にらみの難しい局面を迎えつつある。

一時期高まっていた利上げペース加速懸念は後退しているが、インフレ圧力への警戒は怠れない。FRBは足元のインフレ圧力を抑制するべく、今後も0.25%ずつの慎重なペースで中立水準に向けた利上げを継続しよう。2005年8月に3.5%に達した時点で一旦利上げを休止し、再び景気回復が明らかとなる年明けに利上げを再開すると予想する。

### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏の1-3月GDP成長率は、前期比0.5%増と堅調な伸びとなったが、原油高の影響で足元の企業景況感が大きく悪化しており、4-6月期以降の景気は停滞色を強めると予想する。ただし2006年には外需主導で再び堅調な回復基調に転じよう。

個人消費は、原油高の実質的な増税効果のほか、EU東方拡大を背景に主要国の製造業の賃金に低下圧力がかかっていることが鈍化要因となろう。ドイツの労働市場改革も消費者心理の冷え込みに繋がっている。フランスでは住宅市場が引き続き好調なことから、消費の落ち込みは小幅にとどまる。

設備投資は、原油高が企業収益を圧迫することが抑制要因となる。ただしドイツは、海外進出企業の業績堅調や雇用合理化の効果で、大幅な悪化は避けられる見通し。フランスは個人消費の底堅さが下支え要因となる。外需は、2005年後半以降は米国景気の回復期待からユーロが軟調な推移に転じると予想しており、伸びがやや加速すると予想する。2006年は外需に牽引される形で個人消費、設備投資とも徐々に上向こう。

ECB(欧州中央銀行)は、原油高や過剰流動性への懸念、一部の国の不動産価格上昇などからインフレ警戒姿勢を崩せず、2005年中は政策金利を据え置く。景気が回復に向かう2006年初には金融引き締め姿勢に転じると予想する。

英国の実質GDP成長率は、ほぼ潜在成長力のレベルにまで減速してきた。利上げの効果で、過熱気味に推移していた住宅価格の伸びが沈静化し、個人消費の下押し要因となっている。景気減速というよりは、過熱感が薄れ軟着陸に成功しつつあるという印象。2005年~2006年を通じて基本的には堅調な景気回復基調が持続すると予想する。

ユーロ圏実質GDP成長率： 2005年 1.3%      2006年 1.9%  
 ドイツ実質GDP成長率： 2005年 1.0%      2006年 1.3%

(図表3-1)欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(前期比、05/3期は合計のみ実績)

(前期比)	暦年ベース			2004年					2005年				2006年			
	2004年	2005年	2006年	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12	06/3	06/6	06/9	06/12
ユーロ圏GDP	1.6%	1.3%	1.9%	0.2%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
家計消費	1.1%	1.1%	1.2%	0.6%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
政府消費	1.6%	1.1%	1.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
固定投資	1.6%	1.9%	2.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
純輸出(寄与度)	0.1%	0.2%	0.6%	-0.1%	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

ドイツ実質GDP(前期比、05/3期は合計のみ実績、労働日数調整後)

(前期比)	暦年ベース			2004年					2005年				2006年			
	2004年	2005年	2006年	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12	06/3	06/6	06/9	06/12
ドイツGDP	1.0%	1.0%	1.3%	-0.1%	1.0%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%
家計消費	-0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
政府消費	-0.7%	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
固定投資	-1.7%	0.7%	1.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
純輸出(寄与度)	1.0%	0.7%	0.8%	0.4%	1.1%	-0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%

英国実質GDP(前期比、05/3期まで実績)

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



## (1) ユーロ圏景気は停滞感強まる

### ユーロ圏の景況感が急速に悪化

1—3 月期のユーロ圏実質 GDP 速報値は、前期比 0.5%増と、堅調な伸びとなった(図表 3-2)。域内の約 3 割を占めるドイツが同 1.0%増と大方の予想を上回る高成長となったことが大きく寄与した形だ。一方でイタリアは同 0.5%減となり、前期の同 0.4%減に続き、2 四半期連続のマイナス成長となっている。

目先の景気は厳しい展開が予想される。昨年末から年初にかけて一時改善しつつあった各種の景況指数、特に企業景況感が急速に悪化しているからである。

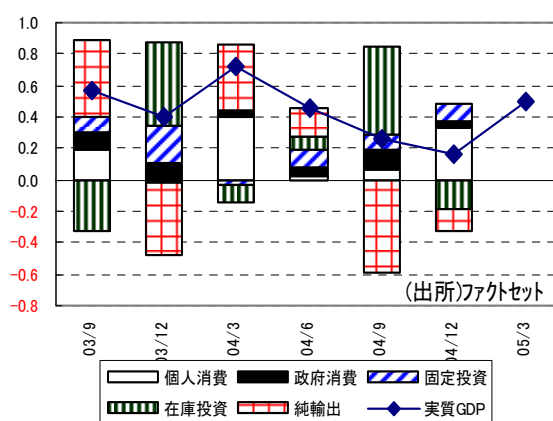
4 月のユーロ圏景況感指数は、前月比 1.0 ポイント低下の 96.5 ポイントとなった。直近 3 ヶ月で 4.3 ポイントの大幅悪化、2003 年 9 月の水準にまで逆戻りした形だ(図表 3-4)。4 月製造業購買指数(PMI)も前月比で 1.2 ポイント低下の 49.2 ポイントとなり、好不況の分岐点とされる 50 ポイントを下回った(図表 3-5)。国別では、主要 3 カ国のドイツ、フランス、イタリアが、いずれも 50 ポイントを下回っている。ドイツでは、IFO 景況指数が 3 ヶ月連続の対前月比マイナス(図表 3-6)、ZEW 期待指数も 4 月は大幅に低下している。ユーロ圏の主要景況指数はほぼ総崩れといった様相だ。

景況感悪化の理由は、何と言っても原油価格が再度 50 ドルを超える水準まで急騰したことが大きい。通貨ユーロの高止まりや、2 月から 3 月上旬にかけて欧州中央部を襲った大寒波も影響したと考えられる。

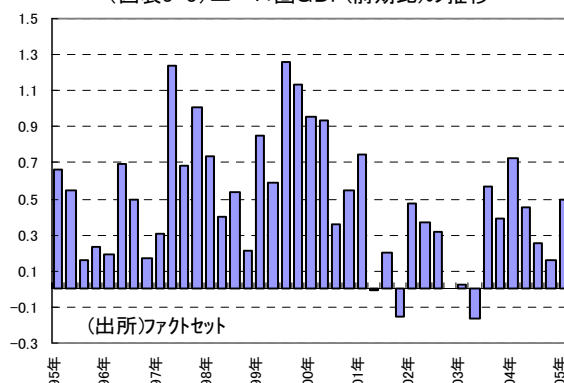
イタリアは、主力の繊維・アパレル関連産業がアジアとの競合に直面しており、主要国の中ではユーロ圏高の影響をもっとも強く受けやすい。フランスの場合、週 35 時間労働制の撤廃等を巡り、年初に都市部で大規模なデモが頻発したことなどが企業心理に悪影響を及ぼした可能性がある。

とりわけ、昨年のユーロ圏景気の牽引役だったフランスの景気悪化はユーロ圏景気全体の失速に繋がりがねないことから、先行きへの大きな不安材料だ。原油や為替、気候要因等はいずれも変動性が大きく、

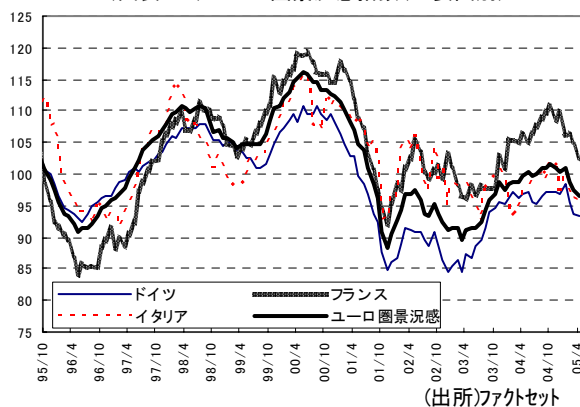
(図表3-2)ユーロ圏実質成長率と寄与度(前期比)



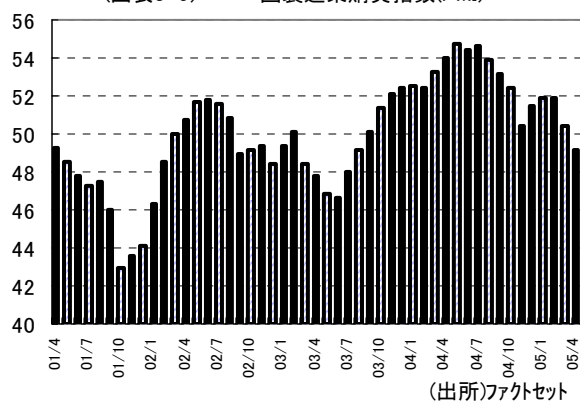
(図表3-3)ユーロ圏GDP(前期比)の推移



(図表3-4)ユーロ圏景況感指数(主要国別)



(図表3-5)ユーロ圏製造業購買指数(PMI)



先行きについては予想しにくい面もあるが、当社では、原油高は少なくとも2005年中はユーロ圏景気の下押し要因となり続ける可能性が高いとみている。外需の鍵を握る米国景気は、2005年中はややもたつきを脱しきれない見込みである。内需に自律的回復の目が乏しいことから、2005年中のユーロ圏景気は停滞気味の推移を余儀なくされよう。ただし、米国景気は、2006年以降は回復に向かうと見ており、ユーロ圏景気も外需主導で2006年以降は回復に向かうと予想する。

### 個人消費は年央にかけ減速

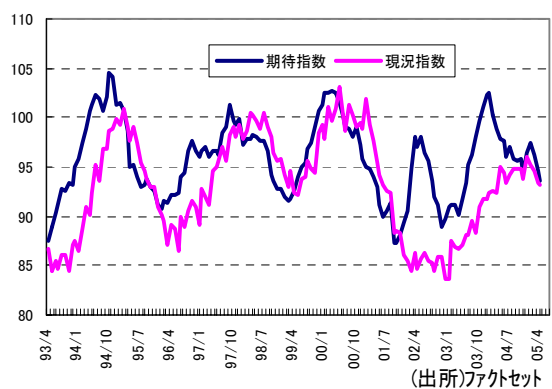
ユーロ圏の1-3月期の実質小売売上高は、前期比0.6%増となった(図表3-7)。ドイツ製造業受注のうち、国内消費財受注は6ヶ月連続の前期比プラス(図表3-8)、前年比でも1月以降3ヶ月連続で4%を超える増加だ。ドイツの場合は、年明けに実施された約20億ユーロの減税第3弾が、一時的に消費の下支え効果となった可能性もある。足元のユーロ圏の個人消費は意外に底堅いといえよう。しかし、個人所得の低迷が続くと予想されることから、これ以上の伸びの加速を期待するのは難しい。むしろ、ドイツ、フランスを中心に、年央にかけ、減速感を強めるだろう。

ドイツの季調済失業者数は、1~2月の2ヶ月間で39.3万人も増加したが(図表3-9)。これは労働市場改革法(ハルツIV)の施行の影響が大きい。生活保護と失業手当が統合され、これまで求職活動をせずに生活保護をもらっていた層が求職活動を義務付けられた。その結果、失業者としてカウントされるようになったという、いわば統計上の問題だ。

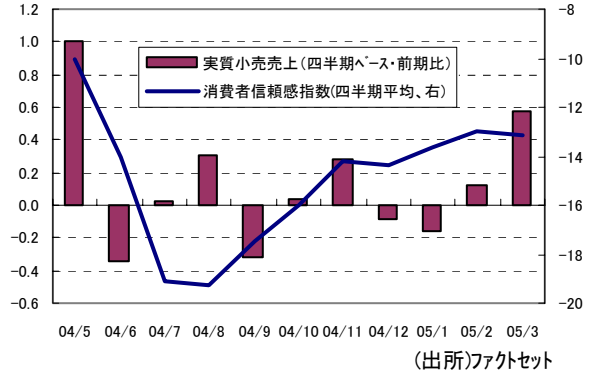
こうした要因と寒波の影響を除けば、少なくとも雇用環境が加速度的に悪化しているわけではないことがわかる。企業の求人数は伸びており、雇用者数も緩やかながら増加基調にある。

ただ、最近の1人当たり賃金の低下は著しい(図表3-10)。EUが中東欧にまで広がったのを機に、ユーロ圏の製造業には強い賃下げ圧力がかかっている。とりわけドイツでは、昨年以降、企業が生産拠点を積極的に中東欧にシフト、あるいは生産拠点のシフトを盾に、労働組合に団体交渉の場で譲歩を迫ると

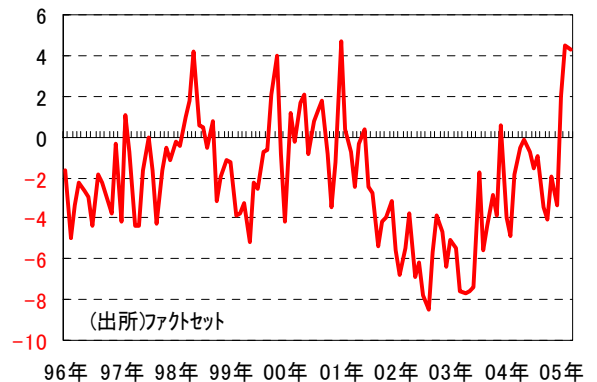
(図表3-6)ドイツIfo期待指数と現況指数



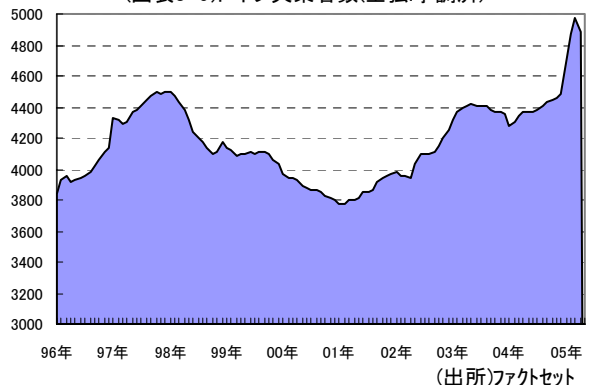
(図表3-7)ユーロ圏実質小売売上高と消費者信頼感指数 (3ヶ月移動平均)



(図表3-8)ドイツ国内消費財受注(前年比)



(図表3-9)ドイツ失業者数(全独:季調済)



いう展開が相次いだ。賃金を据え置いたまま労働時間を延長するという動きはその典型である。

強すぎる労組と、手厚い社会保障制度等の改革は、ドイツ経済が競争力を強め中長期的に安定した成長軌道を構築するために必要な政策であることには違いない。もっとも当面は、労働者側が「改革の痛み」をより強く受け入れざるを得ない状況が続くと考えられる。消費者の先行きに対する不透明感  
は容易に払拭されない可能性が高い。

所得の伸び悩みに加え、2005年は失業給付の削減、介護保険料引き上げ、タバコ税の値上げ、歯科治療保険の全額自己負担などが相次いで実施される。2006年はさらに家計の負担が増える見通しだ。個人消費の伸びは2006年まで緩慢なペースにとどまる可能性が高い。

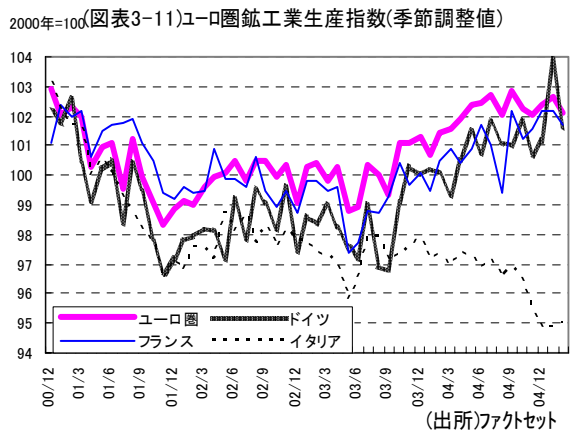
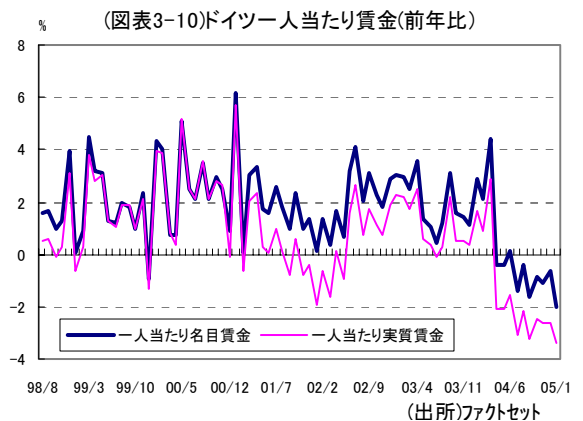
フランスでは、昨年後半の消費促進策の効果が剥落しつつある。家計消費は、1月に前月比で2.1%増加したあと、2月は同1.1%減、3月は同0.8%減となった。フランスもドイツ同様、ユーロ高、原油高への耐性が比較的高い経済とされるが、ここへきて企業景況感が急速に悪化しており、今後企業収益の鈍化が家計所得の伸び悩みを通じ、消費の下押し圧力となる可能性が高い。

ただし、フランスの住宅市場は引き続き好調だ。2004年の住宅価格の上昇率は前年比15%に達したほか、住宅着工件数は2月、3月と前年比13%以上の伸びを記録するなど、厳冬にもかかわらず、住宅建設は全く衰えを見せていない。着工許可件数の伸びは着工件数以上に高く、当面は好調が維持される公算が高まっている。住宅新築に伴う耐久消費財購入の増加や、住宅価格上昇に伴う資産効果が個人消費を下支えすると見られる分、消費の悪化は小幅にとどまろう。

イタリアの消費者心理は改善している。4月消費者信頼感、前月の104.2から104.8に上昇した。徐々にではあるが、昨年末以降改善基調にある。1月の減税効果が徐々に浸透してきた結果とみられ、現状指数・期待指数ともマイナス幅が大きく縮小している。ただし、原油高・ユーロ高の影響で企業の生産活動が引き続き停滞を続けると予想されることや、もともと消費の伸びが低かったことから、多少回復に向かっても通年の伸びはユーロ圏の平均を下回ることになろう。

### 企業部門は原油高が重石に

年明けのユーロ圏の鉱工業生産は、フランスのエアバス大型受注の影響などから堅調なスタートとなったが、その後、2、3月と悪化傾向が顕著となっている(図表3-11)。ドイツは、フランス向けなどを中心に年明けは海外からの受注生産が好調で、1月の輸出は前年比5.8%増と急拡大、同月の鉱工業生産は前月比2.8%増と、約8年ぶりの高い伸びとなった。その後、2月が前月比2.1%減、3月が同0.8%減とわずか2ヶ月で貯金を吐き出す形となったが、過度な悲観も不要なように思われる。業種別に見ると、建設業が2月は前月比13.6%減、3月が同10.8%減と2ヶ月連続で2桁減となったのが響いており(図表3-12)、これは前述の通り寒波の影響である。



また、今年はイースター休暇が3月25日前後と例年に比べて早く、3月の営業日数が昨年に比べて2日間少ないこと等も伸びが低めに出る要因となっている。

ドイツでは、海外進出企業の業績が堅調なことと、雇用合理化の効果で、景気が冴えない割には企業収益は比較的底堅い。これは3、4月に米国や日本の株価が大幅に下落したにも関わらず、ドイツ株の調整が相対的に小幅にとどまった背景と考えられる。

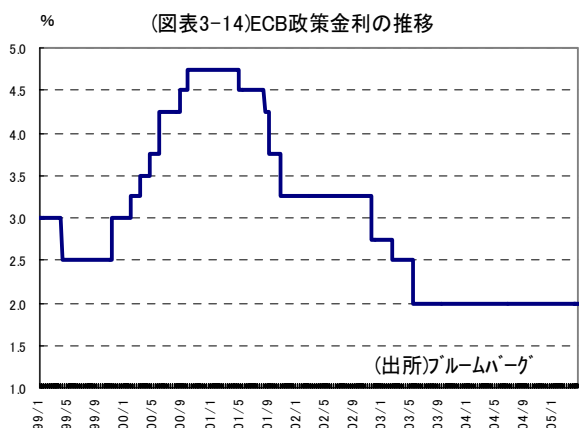
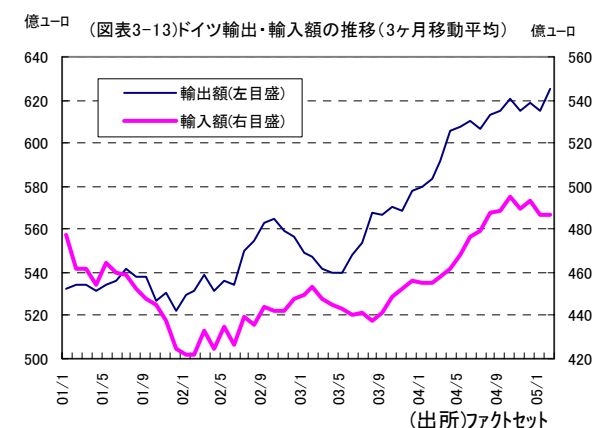
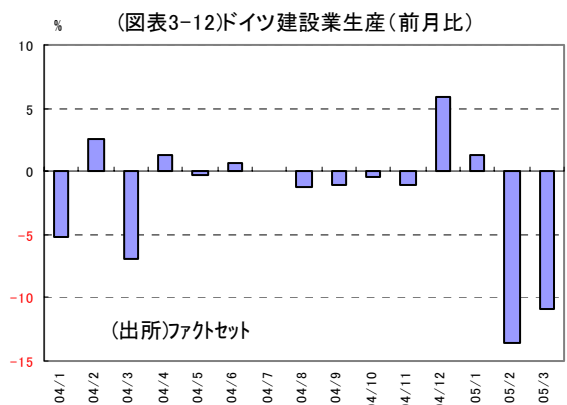
今後は個人消費の伸び悩みが予想される中で、企業としても設備投資の増加には基本的には慎重なスタンスで臨むと予想されるが、高付加価値製品の割合の高いドイツの輸出はユーロ高への抵抗力が強く、足元でも大きく落ち込む兆しはない(図表3-13)。景気減速は避けられないものの、底割れは免れ、2006年以降は米国景気の回復に伴い、堅調な回復基調に転じるだろう。2006年には企業収益堅調の恩恵が徐々に家計部門にまで波及、個人所得も緩やかながら回復に向かうと予想している。

フランスは、INSEE企業景況感が3月の101ポイントから4月は97ポイントへと大きく悪化、生産見通しも3月の▲5ポイントから4月は▲18ポイントへと急速に悪化するなど、目先の生産活動は鈍化が予想される。ただし、前述のとおり個人消費は底堅く、ドイツほど構造的な景気下押し圧力も強くないことから、景気停滞は比較的短期間にとどまり、2005年後半には緩やかながら回復に向かうだろう。

イタリアは、引き続き外需が苦戦すると考えられるが、年後半は、米国景気の回復期待の高まりに伴い、ユーロが持続的な下落基調に転じると見込んでおり、労働集約的で価格の影響を受けやすいイタリアの製造業も一息つく展開を予想している。

### ECBはインフレ警戒姿勢を崩さず

ECBは5月4日の定例理事会後の総裁記者会見で、「足元の経済統計は概して下向き」と景況判断を下方修正する一方、中期的なインフレ警戒スタンスを崩していないことを示した。ECBは既に実質ゼロ金利政策を2年以上続けている(図表3-14)。原油高で、景気に下押し圧力がかかっているため、あまり目立たないが、欧州の過剰流動性は警戒を要する水準にある。4月のM3は前年比6.4%と、伸びは4ヶ月ぶりに縮小したものの、高めの伸びを続けている。2004年以降、ドイツ以外の主要国で不動産価格上昇が問題となっており、ECBは資産価格上昇への警戒感を解いていない点も明らかにしている。景気失速がさらに決定的なものとならない限り、





ECBはインフレ警戒姿勢を崩さないだろう。年内に利上げに踏み切る可能性は次第に遠のきつつあるものの、2006年初には最初の利上げに踏み切るとみている。

### 安定・成長協定の緩和とサービス産業の規制緩和問題

3月22、23日に開催された欧州理事会では、加盟国の財政規律維持のために定められた「安定・成長協定」が大幅に緩和された。

財政赤字から、実質的に除外される項目には、年金改革に関わる支出、EU予算に関わる各国の拠出、R&D投資、途上国援助のための支出、東西ドイツの格差是正のための支出など、さまざまな項目が含まれる。守れない規定へのこだわりを捨て、より現実的な規定を厳格に運用しようという姿勢と考えられるが、一度タガが外れれば、結局は緩和された目標さえ守れなくなる可能性が高い。景気減速で税収の減少が予想されることもあり、主要国の財政赤字が大きく縮小に向かう可能性は遠のいている。

また、安定・成長協定の緩和は、欧州通貨同盟（EMU）の運営への障害ともなりうる。各国がまちまちな財政運営を行うことで域内の経済収斂が遅れると、ECBの単一金利は景気のいい国にはより緩和的に、景気の悪い国にはより引き締めに働き、格差を増幅しかねないからだ。

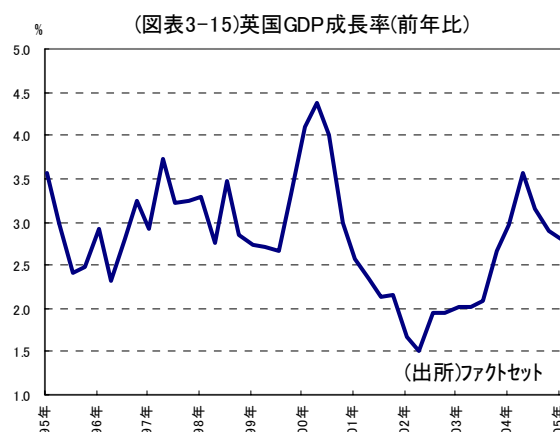
安定・成長協定同様、欧州で高い関心を集めているのが、サービス業の規制緩和である。サービス分野の企業が「出身国の労働条件」を適用しながら、域内で業務を展開することを可能にするというものだ。自国民の雇用を奪われるとのフランス、ドイツ、ベルギー等の反対により、とりあえず今回の欧州理事会では導入が見送られた。特にフランスはEU憲法批准の賛否を問う国民投票を間近に控え、事前の世論調査で賛成と反対が拮抗しているという苦しい状況にあり、少しでも自国民の不利益になるような譲歩はできない状況にあった。

しかし、理論的には、労働や資本の生産要素の移動の自由が担保されなければ、統一通貨圏の安定的な運営は困難となる。将来的にいずれ労働市場の規制緩和は必要と考えられ、実現すればドイツやフランスのような相対的な高賃金国では賃金の押し下げ要因となろう。既に製造業分野では、中東欧諸国への工場移転などを背景に、実質賃下げが相次いでいる。サービス業でも自由化が進めば、一段と下落圧力がかかることになろう。これを受け入れなければ統一通貨圏のメリットを享受できず、さらに統一通貨圏そのものが維持できなくなるというジレンマに陥る。ユーロ圏が統一通貨、単一金利を維持したまま、中期的に成長を続けることができるかどうか、クリアしなければならない課題は多い。

## （２）軟着陸に成功しつつある英国景気

### 英国景気は個人消費中心に減速へ

英国の1-3月期実質GDP成長率は、前月比0.6%増、前年比2.8%増となった(図表3-15)。英国の潜在成長率は2.5%-3%との見方が一般的であり、ほぼ潜在成長率並の水準にまで減速してきたことになる。需要項目別の内訳は執筆時点でまだ発表されていないが、個人消費の伸びが鈍っているのはほぼ確実だ。3月の実質小売売上高は、前月比0.1%減と3ヶ月ぶりのマイナスとなった。前年比ではまだ3.7%増を維





持っているが、昨年一時 8.0%増に達していた頃と比べると大きく鈍化した(図表 3-16)。英国中央銀行(BOE)は、4月6-7日の金融政策委員会の議事録で、「個人消費は予想以上の急速な鈍化」と述べている。

### 住宅市場は軟着陸へ

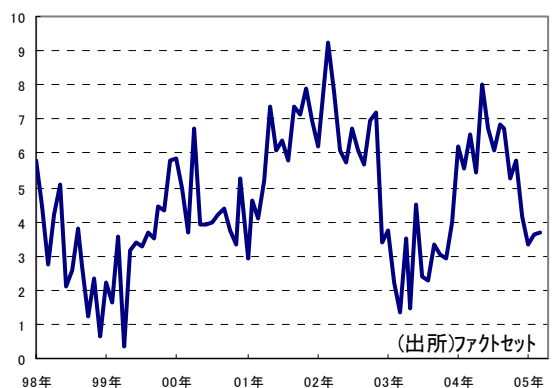
個人消費減速の要因としては、2003年11月以降のべ5回、125bpにわたった利上げの影響で住宅価格の伸びが鈍化したこと、個人向け貸出が減少したこと、加えて原油価格の上昇が挙げられよう。直近のハリファクス住宅価格指数は3ヶ月連続、ネーションワイド住宅価格指数は2ヶ月連続で前年比一桁台の伸びとなった(図表 3-17)。伸びが一桁まで落ちたのはいずれも2001年以来である。昨年前半の時点では20%を超えていた。ただ、鈍化ペースはここ数ヶ月緩やかになりつつあり、どうやら軟着陸に成功しそうな雰囲気だ。雇用環境は相変わらず良好で、所得も堅調に推移しており、一番のリスクは原油高であろうが、少なくとも個人消費がこのまま失速に向かうとは考えにくい。また、英国は原油の純輸出国であり、原油高は貿易収支に対してはプラス要因となる点にも注意が必要だろう。

### 公的支出が景気を下支え

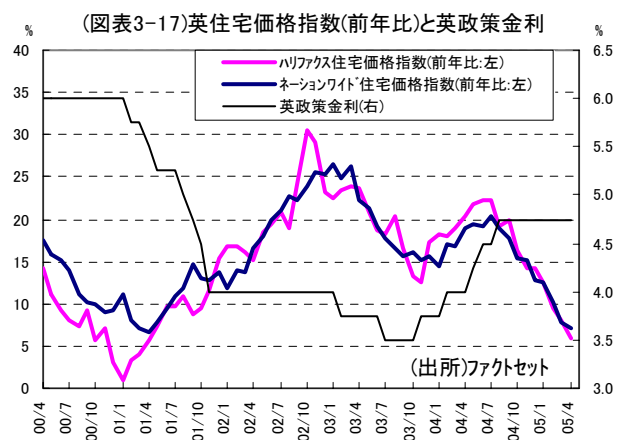
GDPの産業別指数(供給側)を見ると、鉱工業は2005年1-3月期まで3期連続の前期比マイナスとなっている。鉱工業生産は、直近7ヶ月のうち6ヶ月で前年比マイナスに陥っている(図表 3-18)。原油高が川下部門の収益を圧迫しているとみられ、民間設備投資は減速が予想される。一方で2005年は引き続き大規模な公的支出が予定されており、設備投資全体の下支え要因となる見込みだ。英国ではこのところ、「小さくなりすぎた政府」を是正する動きが顕著であり、不振の鉱工業が吐き出した雇用を政府サービス部門が吸収し、全体では低失業率が続くという構図が続いている。

物価はやや不安要因である。3月のCPIは前年比1.9%増と、ほぼ7年ぶりの高さにまで上昇した。ただ、景気が全体として減速基調にあることを考えると、需要面からの物価上昇圧力は小さいとみられる。原油価格さえ落ち着けばインフレ懸念は遠のくだろう。政策金利は当面4.75%のまま据え置きを見込む。

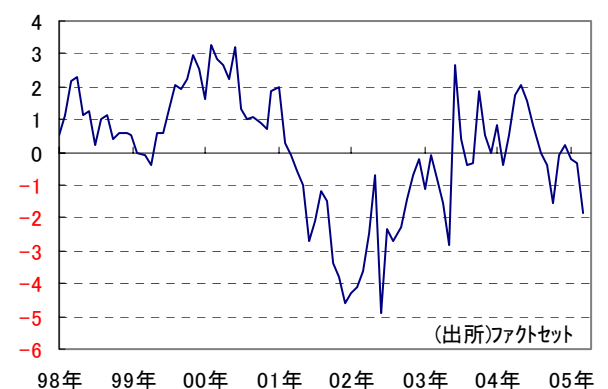
(図表3-16)英国実質小売売上(前年比)の推移



(図表3-17)英住宅価格指数(前年比)と英政策金利



(図表3-18)英国鉱工業生産の推移(前年比)



## 4. 東アジア経済見通し

### 〈要 約〉

2005年の中国経済は、政府当局による過熱抑制策の強化により、年後半にかけやや減速感を強める展開を予想する。中国政府は昨年来、過熱業種を指定し厳しい投資規制を実施しているが、2005年は住宅等の不動産取引に対する規制を一段と強め、不動産バブルを封じ込める姿勢を鮮明にしている。1-3月期の実質GDP成長率は、前年比9.5%増と大方の予想を上回る高い伸びとなったものの、輸入の大幅な減少が主因で、過熱が問題となっている固定資産投資の伸びは徐々に沈静化に向かいつつある。所得格差と地域格差の存在、エネルギー問題、環境問題など、さまざまな社会問題を抱えていることから、不安定さはぬぐいきれないものの、政府のマクロコントロールはなんとか軌道に乗り、2005年後半の成長率は8%台まで鈍化が進むと予想する。2006年後半には、調整が一巡し再び9%台の成長率に回復、以降北京五輪まで堅調な景気回復基調が続くと予想する。

人民元はいずれ切り上げを余儀なくされようが、金融改革に今しばらく時間がかかると見られ、インフレが加速しない限り、早期の実施は困難とみている。

NIES、ASEAN経済は、ハイテク関連製品の世界的な在庫調整が終了するとみられる2005年後半以降、堅調な回復軌道に戻ると予想する。

中国実質GDP成長率	：	2005年	8.8%	2006年	9.0%
東アジア実質GDP成長率	：	2005年	6.5%	2006年	6.8%

(図表4-1) 東アジア実質GDP成長率予測

	2002年	2003年	2004年(一部推計)	2005年(予測)	2006年(予測)
中国	8.3	9.3	9.5	8.8	9.0
韓国	7.0	3.1	4.7	4.0	4.5
台湾	3.9	3.3	5.6	5.0	5.2
香港	1.9	3.2	8.1	5.0	5.0
シンガポール	3.2	1.4	8.3	5.0	5.5
ASEAN(4)	4.5	5.5	5.8	5.1	5.4
合計	6.2	6.1	7.3	6.5	6.8

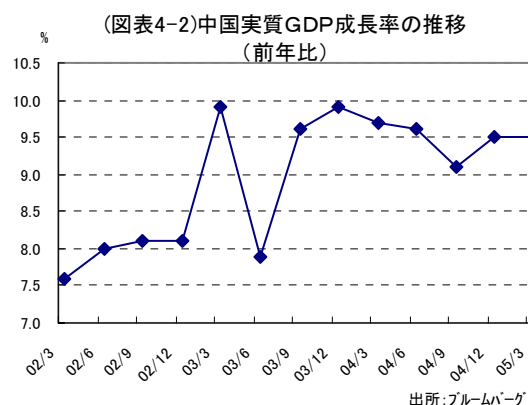
※合計については、2002年GDPをドル建てで加重平均したウェイトを用いて計算

### (1) 安定成長への軟着陸目指す中国経済

#### 徐々に軟着陸に向かう固定資産投資

2005年1-3月期の実質GDP成長率は前年比9.5%増と、大方の予想を上回る高い伸びとなった(図表4-2)。ただ、輸入の急減で貿易黒字が大きく拡大したことが主因で、過熱が問題となっている固定資産投資の伸びは、徐々にではあるが鈍化傾向にある。輸入の急減はテクニカルな要因の可能性もあり、中国当局によるマクロコントロールが機能していないとみるのは早計だろう。

2005年1-3月期の固定資産投資総額は、前年同期比で



22.8%増となった。前年の同時期の伸びは43%に達していたことを考えると、方向性は鈍化傾向にある。うち都市部の固定資産投資額は同25.3%増の9037億元、農村部は同12.7%増の1962億元で、伸び率も絶対額も都市部が大きく上回っている。

産業別に見ると、第一次産業が前年比39.9%の伸び（2004年通年では同20.3%増）、第2次産業が27.7%の伸び（同38.3%増）、第3次産業が23.5%の伸び（同23.5%増）で、第2次産業の伸び鈍化が目立つ（図表4-3）。特に、非金属業は同2.9%減、鉄鋼精錬関連は同1.4%減と前年比マイナスに転じており、過熱業種として行政指導を受けているセメント、鉄鋼等の投資抑制が進んでいる様子が見て取れる。

一方で、都市部固定資産投資のウェートの約3割をしめる不動産開発投資は同26.7%増の2324億元と、いまだ十分に抑制されているとは言い難い（図表4-4）。ただ、後述のとおり中国政府は今後不動産投資の抑制策を一段と強化する見込みであり、4-6月期以降、伸びは鈍化に向かう可能性が大きいと予想する。

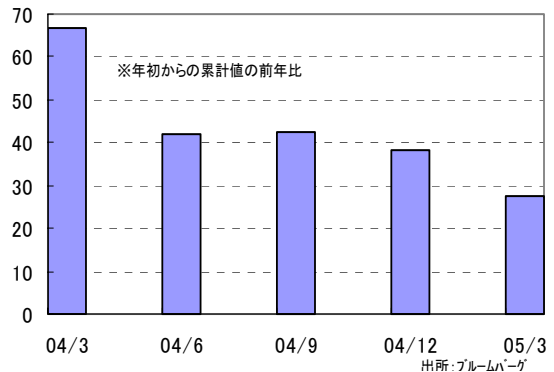
中国政府は、1997年のアジア金融危機以来、「積極財政」を基本スタンスとしてきたが、今後は「穏健財政」へと方向転換する姿勢を明らかにしている。北京五輪に備えた建設投資等は進める必要はあるものの、全体として今後も公共投資は抑制の方向とみられる。固定資産投資の総量を抑制するとともに、公共投資から民間投資へのシフトを進め、あわせて政府債務の抑制を目指すこととなろう。2004年の長期建設国債の発行は前年比で300億元減少したが、2005年の減少幅は2004年を上回る可能性が大きい。固定資産投資の伸びは今後も鈍化を続け、2005年後半には前年比15%～20%程度にまで鈍化すると予想している。

#### 農村部の所得拡大が個人消費の伸びに貢献

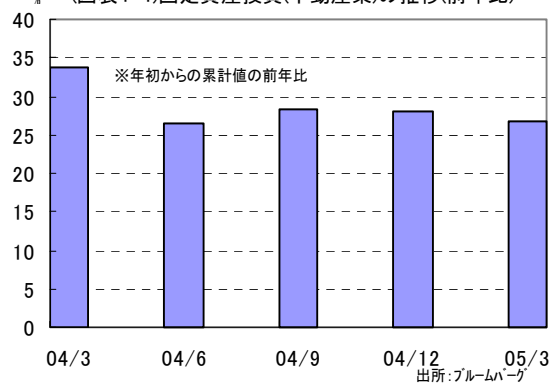
2005年1-3月期の消費財小売総額（名目）は、前年比13.7%増（2004年通年では同13.3%増）となった（図表4-5）。中国の消費市場は安定した成長を続けており、2004年通年の消費財小売総額は5兆3950億元と、初めて5兆元を突破したことが明らかとなっている。

1-3月の内訳では、都市部の消費財小売総額は前年比14.7%増（2004年通年では同14.7%増）、農村部は同11.7%増（同9.9%増）と、農村部の伸びが前年に比べ加速している。背景には農村部の所得の拡大がある。一人当たり可処分所得の伸びを見ると、都市部の前年比8.6%増（2004年通年では同7.7%増）に対し、農村部の1人当たり純収入額は同11.9%増（同6.8%増）と、農村部が都市部を上回っている。

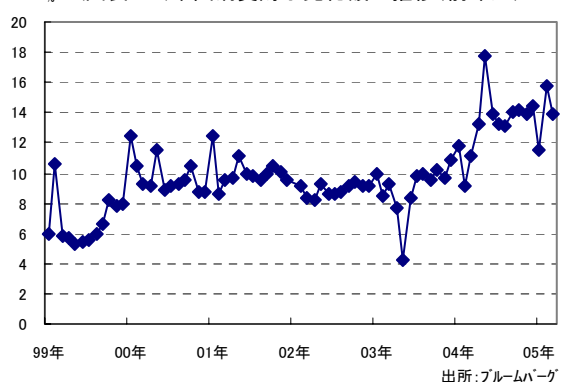
（図表4-3）固定資産投資（第2次産業）の推移（前年比）



（図表4-4）固定資産投資（不動産業）の推移（前年比）



（図表4-5）中国消費財小売総額の推移（前年比）



品目別では、乗用車販売に息切れの兆しが見えるのが懸念材料だ。2003年の乗用車販売台数は前年比で75%も伸びたが、2004年は普及の一巡や、景気抑制策の影響、値下げ競争による買い控えなどで同15.2%増にとどまった。2005年1-3月期はさらに悪化し、前年同期比7.7%減となっている。特に反日デモの後遺症で、日本車の購入を考えているユーザーは今しばらく買い控えの姿勢を続けると見られている。

一方で、消費構造の多様化とレベルアップの構図は続いている、携帯電話は加入者数が3億前後に達しているがなお成長の余地があるとされ、パソコンと並ぶIT関連消費の主演となっている。デジタルカメラなど、耐久消費財へのニーズも根強い。生活水準の向上に伴い、サービス支出や旅行、ブランド品などの高級消費財への支出も毎年増加しており、自動車需要の減退を十分にカバーしそうだ。また、食料品価格のピークアウトは低所得者層の消費の下支え要因となろう。

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あるが、2005年の消費財小売総額は基本的に堅調な拡大を続け、前年比2桁前後の伸びに達する可能性が高いと予想している。ただし、2004年の同13.3%増を上回るの難しいとみる。

なお、農業、農村、農民のいわゆる3農問題は、改革開放後の中国経済のひずみを象徴する構造問題であり、政府は、税制改革による農民収入の底上げや医療制度改革など、さまざまな手法を通じて、農業の振興、農村の経済成長、農民の所得増を図っている。1-3月期の消費統計の結果を見る限りでは、政策の効果が現れているといえそうだが、経済発展と都市化推進により農地を失った農民の数は4000万人に達するともいわれており、抜本的解決までにはまだ長い時間を要すると予想される。

### 輸出の伸びは鈍化へ

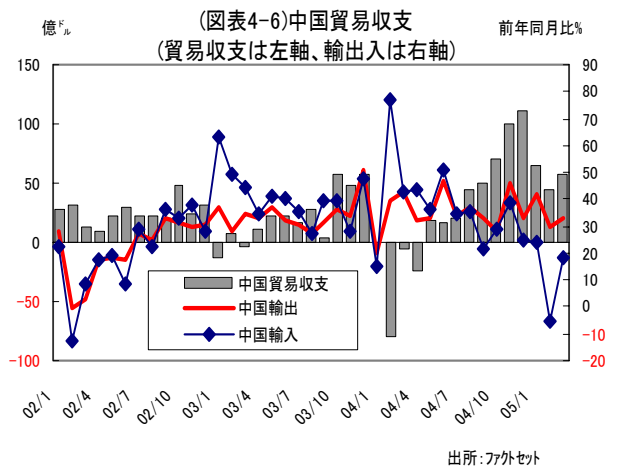
WTO（世界貿易機関）が4月14日に発表した年次報告によると、中国は日本を抜いて世界第3位の貿易輸出国となったことが明らかになった(図表4-6)。

中国の輸出の主力は電子製品である。2004年の中国の輸出は前年比で35.4%伸びたが、全体の約3分の1を占める電子製品の輸出が同45%伸びたことが牽引した。NIES、ASEANの各国向けでは電子製品の占める割合が3分の2を占める場合もある。一方で、かつての主力であった繊維・アパレル関連製品の占率は1割程度にまで低下している。

NIES、ASEAN向け輸出は、最終需要地である米国の景気動向に大きく左右される。年内の米国景気は停滞気味の推移が予想され、世界的なハイテク関連製品の在庫調整も続いていることから、2005年の輸出の伸びは鈍化するだろう。在庫調整が一巡してもハイテク関連製品の需要がV字型に回復するとは考えにくい。加えて、繊維・アパレル関連製品は米欧で保護主義的な動きが広がりつつあるのがネックになっており、年後半もさほど高い伸びは期待できない。

### 政府は不動産バブルの抑制に本腰

1-3月期の住宅価格は、前年比で12.5%の上昇となった。都市部では産業の集中に伴い、住居用





の需要が増加していると考えられるが、それ以上に投機的需要も旺盛のようだ。

3月5日の全人代（全国人民代表者会議）では、温家宝首相が「不動産価格の速すぎる上昇を重点的に抑制する」と明言している。具体的には、不動産所有者に課す「不動産税」の今年中の試験的導入を検討している模様だが、今のところは地方政府レベルの動きの方が早い。以前から不動産価格上昇が問題となっている上海は、積極的な不動産投資抑制策を打ち出している。3月7日には、個人住宅の売買益に対する売上税の導入を発表、居住期間1年未満で転売した場合は、販売価格と購入原価の差の5%程度を徴収することとした。2件目、3件目の住宅を購入する場合は、住宅金利や頭金を引き上げるなどの内容も含まれている。3月28日には、上海銀行協会に加盟する地銀16行が住宅関連融資の抑制策を発表した。こうした地方政府レベルでの不動産価格の抑制策は、深センや広州等、他の都市にも広がりを見せている。

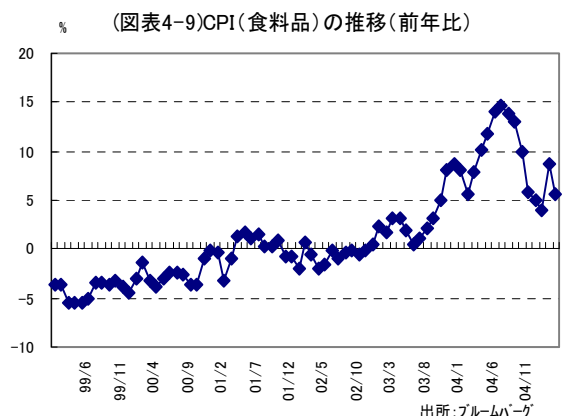
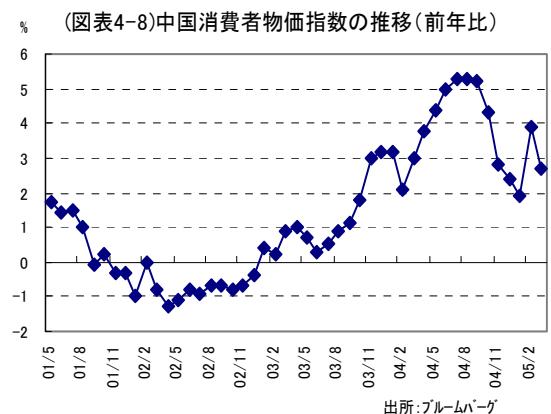
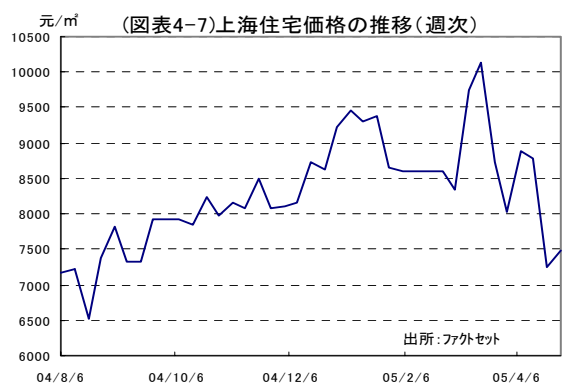
人民銀行は3月17日に、住宅貸出優遇金利を撤廃することにより、住宅融資金利を事実上引き上げた。また、頭金比率を20%から30%に引き上げることを認める措置を発表、一部地域で実施に移されている。さらに、住宅ローンの返済期間を延長した場合の利率も引き上げられる予定だ。具体的には、返済期間延長の場合の利息について、「ローン契約時の利率から30-50%上乘せすることを認める」という内容になるとのこと。周小川総裁は、「一部の都市の不動産価格の上昇ペースは速すぎる。追加的な引き締め政策が必要」との見解を示しており、今後も状況次第では追加的な抑制策を打ち出してくることが予想される。

これらの対策を受け、上海市では3月以降、不動産価格が大きく下落している（図表4-7）。不動産価格の上昇が抑制されれば、中国経済はソフトランディングに向け大きく近づく。中国政府のマクロコントロールがはたして成功するか、大きな転機を迎えているといえよう。

### 物価と金融政策の見通し

2005年1-3月期の消費者物価指数は、前年同期比2.8%の上昇となった（図表4-8）。3月の全人代では、消費者物価指数の上昇率を4%台に抑えとの目標が掲げられており、とりあえず目標の範囲内に収まった形である。品目別では、食料品価格が前年同期比6.1%の上昇となったのが大きく（図表4-9）、これだけで全体を2%程度押し上げている。他には、住居関連費の5.6%上昇、娯楽・教育・文化用品およびサービス価格の2.6%上昇などが目立ったが、他の品目は総じて落ち着いた推移となっている。

食料品価格の上昇は、低所得層にとってより大きな負担となるという意味では懸念材料だが、一時に





比べれば伸びは鈍化傾向にある。先行きのリスクは、エネルギー価格の上昇、景気過熱、不動産価格の上昇の3つだろう。

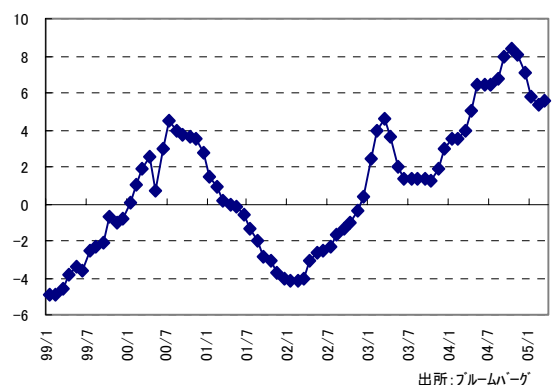
中国では、エネルギー需給の逼迫が社会問題化している。国家発展・改革委員会は、4月28日に夏の電気料金を値上げする可能性があることを発表した。他の公共料金も、2005年下半年までの値上げが有力とされる。燃料費の高騰に伴い、交通・輸送費も上昇する可能性がある。また都市部では、景気好調による人口の増加で、医療や教育など、サービス全般の需要が増大している。サービス供給分野では、独占的な国有企業のシェアが高く、値上げが比較的容易に実施できるとされており、都市部の景気過熱がいつ物価全体の上昇に繋がるか予断を許さない状況にある。

また、不動産価格の上昇が十分に抑制できない場合、固定資産投資の好調とも相俟って鋼材、セメントなど投資財全般の価格が再度上昇に向かうリスクも捨てきれない。

消費者物価指数の動きに先行する生産者物価指数（PPI）は、原材料・燃料が牽引する形で、前年比5%以上の伸びが続いているのも懸念材料だ（図表4-10）。

エネルギー需給問題のこれ以上の深刻化が避けられ、マクロコントロールにより不動産価格が抑制されることで、一般物価も落ち着いた推移になるというのがメインシナリオだが、上記のように不透明要因は多い。物価上昇圧力が高まれば、人民銀行は年後半に利上げを複数回実施、場合によっては人民元の切上げ時期を早めることも考えられる。

（図表4-10）生産者物価の推移（前年比）



### 人民元はいつ切上げられるのか

人民元がいずれドルペッグからの脱却を余儀なくされることは確かだが、いまだ差し迫ったものにはなっていないと考えている。中国政府にとってみれば、外圧に屈した形で切り上げに追い込まれるのは不本意という理由もあるし、過度な切り上げ期待がかかる局面では技術的にも難しくなる（図表4-11）。2005年中に実施されるかどうかは微妙だ。

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

（図表4-11）人民元先物相場（12ヶ月、ノンデリバティブフォワード）



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

融市場の環境整備も不十分だ。

切上げが行われるのは2006年で、タイミングとしては市場で切り上げ圧力が高まっていないときに不意を討つ形で実施されるというのがメインシナリオである。まずは、変動幅を小幅拡大し、市場の反応を見ながら追加的な切り上げ、バスケット制の導入等を順次検討していくこととなろう。

早期切り上げに追い込まれるとしたら、インフレ圧力が高まる場合である。元高圧力に対し、固定相場維持のため人民銀行は元売り介入で対抗しなければならないが、これがマネーサプライの増加を通じ、資産バブルの加速、インフレの顕在化に繋がる可能性がある。マネーサプライは今のところ政府目標の範囲に納まっているが(図表4-12)、これがコントロール不能な状況となれば、なし崩し的に為替制度も変更には追い込まれよう。

前年比(%) (図表4-12)中国マネーサプライ(M2)の推移



## (2) 2005年後半は堅調な拡大の見込めるNIES・ASEAN経済

2005年のNIES経済は、比較的堅調な推移が見込まれる。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きたが、ここへきてようやく底打ちの兆しが見え始めた。内需には先行き不透明感が残っているものの、外需は堅調で、景況感は改善基調にある。株式相場も堅調だ。

台湾は、2003年までの深刻なデフレを脱し、2004年は比較的堅調な景気回復基調を続けたが、最近ではIT需要の世界的な鈍化や中国当局の引き締め措置により、主力のハイテク関連製品の輸出が伸び悩んでいる。再度回復に向かうのは年後半以降となろう。

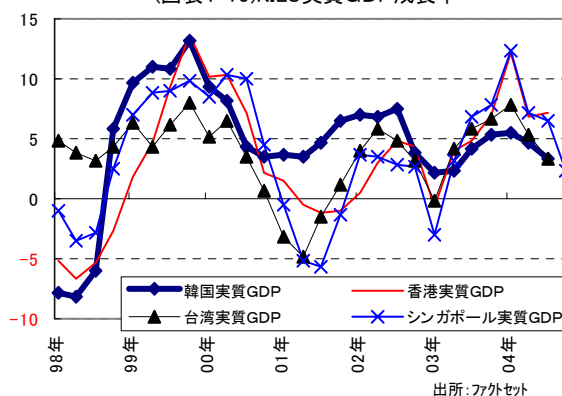
香港は、中国本土同様、不動産価格の上昇と良好な雇用環境に支えられ、個人消費主導で堅調に推移すると予想される。

シンガポールでは、伝統的に強みを持つ石油化学産業に加え、短期間に育成に成功したバイオ関連産業が経済成長を支えている。同部門は特定の巨大企業の業況に左右されるため生産の変動が激しく、GDPが短期的に振れる要因となっているが、均してみれば2005年も堅調な成長が続くだろう。

タイは、津波災害に早魃、イスラム過激派のテロなど南部の治安悪化の影響で消費者マインドが悪化しつつあるのが気がかりである。ただし2月の総選挙で与党が圧勝し、史上初の単独過半数を実現。2005年以降の4年間でGDPの23%に相当する大型公共投資の実施を打ち出していることなどが景気の下支え要因となろう。

マレーシアは、低金利と所得増に支えられて個人消費が堅調だ。輸出の5割以上を占める電機・電子関連の輸出が鈍化しており、2005年の成長率は鈍化に向かうと予想されるが、内需の地合いが強いことから、2002年以降続いている息の長い景気回復局面が途切れることはなさそうだ。

前年同期比% (図表4-13)NIES実質GDP成長率

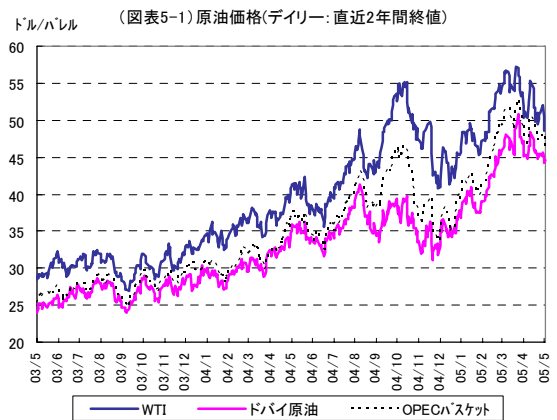


## 5. 原油相場見通し

### (1) 最高値更新後は落ち着きを見せる原油価格

原油価格は昨年来、中国をはじめとした世界的な需要拡大と、中東情勢の緊迫化による供給不安、北米の厳冬傾向からのヒーティングオイルの需給逼迫などで上昇していた。一般に北半球の冬場の需要期が終われば、原油価格は低下する傾向があるが、ドライブシーズン（4-9月）を控えて米国のガソリン需給が逼迫するという観測を背景に、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）先物は、4月4日に一時1バレル58ドルに達し、史上最高値を更新した（図表5-1）。

米国の原油需要の約半分はガソリン需要と言われているが、製油所が90%を超えるフル稼働状態を続けていることに加え、ガソリンに関する厳しい品質基準が州毎に細分化されているために州をまたいだ融通が利かず、需給が逼迫しやすいという事情がある。そこへドライブシーズンを前に、大量の投機資金が流入して価格を押し上げた格好だったが、その後、ガソリンおよび原油在庫の増加が確認されたことから、結局、投機筋のロングポジションがほとんど剥げ落ちる形で、直近のWTIは50ドル近辺で落ち着いている。



### (2) 原油価格はしばらく高止まり

世界的な需要面では、これまで急激に増加してきた中国の需要の伸びが鈍化すると見込まれ、世界最大の需要国である米国も、昨年に比べて景気拡大ペースが鈍化することで需要の伸びは弱まりそうだ。ただ、インドなど他の諸国では需要が伸びると考えられ、IEA（国際エネルギー機関）によると、世界の原油需要は2004年の前年比3.4%増に対し、2005年は同2.2%増と見込まれている。大幅な需要増だった昨年に比べれば伸びが鈍化するものの、引き続き世界需要は堅調といえよう。

一方供給面では、OPEC諸国は生産枠（図表5-2）を超えた増産を続けているが、生産余力に余裕がなくなっている。ロシアなど非OPEC諸国も含めた産油国全体の供給能力は、長期的には拡大が見込まれるものの、油田の新規開発から実際に供給が始まるまでには数年を要する。したがって、需給関係が急速に緩和に向かうことは想定できない。米国や中国の大幅な景気減速でもない限り、原油価格は下がりにくくなっている。

天候要因や思惑的な需要によって、価格が上下する場面もあると考えられるが、原油価格はしばらく高止まりする可能性が高く、WTI（年平均）で2005年に1バレル51ドル、2006年に同52ドルを予想する。

