

明治安田生命
2005－2006年度経済見通しについて
 ～内需主導の回復基調を一段と強める日本経済～

明治安田生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）は、2005年7－9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	2.7%	2006年度	2.4%
名目GDP成長率：2005年度	1.7%	2006年度	2.5%

2. 要 点

- ①これまで日本経済の足枷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概ね解消しつつあり、基礎体力は着実に改善している。2006年度末にかけての日本経済は、雇用や設備投資の増加基調が続くことが予想され、内需主導型の景気回復が実現しよう。
- ②足元では、「需要の増加」→「生産拡大」→「企業収益の増加」→「雇用・所得増加」→「個人消費、設備投資の増加」、といった前向きの循環メカニズムが動き始めている。今後の国内景気は、自律的かつ持続的な回復基調を迎える可能性が高い。
- ③金融政策については、半期に一度の展望レポートが発表される来年4月の政策決定会合で量的緩和解除が行われる可能性が高いと予想する。この時、同時にゼロ金利政策へ移行すると考えるが、利上げまでにはしばらく時間がかかり、ゼロ金利政策の解除は2007年1－3月期と予想する。

〈主要計数表〉

	2004年度 (実績)	2005年度		2006年度	
		2005/8時点	2005/8時点	2005/8時点	2005/8時点
名目成長率	0.8%	1.7%	1.1%	2.5%	2.4%
実質成長率	1.9%	2.7%	1.9%	2.4%	2.3%
成長率寄与度・内需	1.4%	2.6%	1.8%	2.1%	2.0%
・外需	0.5%	0.1%	0.1%	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								
	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%	2.7%	2.4%	1.5%	0.8%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
民間最終消費支出	1.2%	2.2%	1.6%	1.2%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
民間住宅投資	2.1%	-1.3%	1.5%	-1.0%	-2.1%	1.5%	0.2%	0.3%	0.2%	0.5%	0.2%	0.3%
民間設備投資	5.1%	7.4%	6.7%	3.0%	3.4%	0.7%	1.0%	1.2%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
政府最終消費支出	2.7%	1.6%	1.0%	0.7%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
公的固定資本形成	-15.1%	-3.6%	-7.2%	-0.3%	-1.9%	1.0%	-3.0%	-1.5%	-1.8%	-2.0%	-2.2%	-2.5%
財貨・サービスの輸出	11.9%	7.0%	7.2%	0.0%	3.1%	2.7%	1.0%	1.0%	1.5%	2.2%	2.5%	2.6%
財貨・サービスの輸入	9.4%	8.2%	6.6%	0.1%	2.3%	3.9%	1.3%	1.3%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%
名目GDP	0.8%	1.7%	2.5%	0.8%	0.5%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%
GDPデフレーター	-1.1%	-1.0%	0.1%	-0.7%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

(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%	2.7%	2.4%	1.5%	0.8%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
民間最終消費支出	0.7%	1.2%	0.9%	0.7%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
民間住宅投資	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.8%	1.2%	1.1%	0.5%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
政府最終消費支出	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	-0.8%	-0.2%	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
在庫品増加	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	0.5%	0.1%	0.3%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸出	1.4%	0.9%	1.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
財貨・サービスの輸入	-1.0%	-0.8%	-0.7%	0.0%	-0.3%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%

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)	4.1%	1.9%	4.3%	1.4%	0.3%	0.1%	3.7%	3.3%	3.9%	4.1%	4.5%	4.8%
消費者物価指数(前年比)	-0.1%	-0.2%	0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
除く生鮮食品(前年比)	-0.2%	0.1%	0.5%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
国内企業物価指数(前年比)	1.5%	1.8%	1.2%	1.3%	1.7%	1.6%	1.8%	2.0%	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%
完全失業率(季調済平均)	4.6%	4.3%	4.1%	4.6%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
為替レート(円/ドル:平均値)	107円	112円	112円	104円	108円	111円	116円	114円	113円	112円	111円	110円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

これまで日本経済の足枷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概ね解消しつつあり、基礎体力は着実に改善している。2006年度末にかけての日本経済は、雇用や設備投資の増加基調が続くことが予想され、内需主導型の自律的な景気回復が実現しよう。今後は米国景気の拡大ペースが幾分鈍化すると予想されることから、外需による景気押し上げ効果は限られたものに留まると予想するが、好調な内需がカバーする形で日本経済は堅調な推移が続こう。

家計部門は、雇用・所得環境の改善が続くことから底堅く推移すると考える。最近は、パート採用に比べて相対的に賃金の高い正社員の雇用が増加しているほか、女性や若年層など、これまで職に就いていなかった層が新たに働き始めるといった状況が見られ、雇用の量だけではなく質の改善も進んでいる。企業は、団塊の世代の大量退職を控えて新規採用を増やし続けると予想され、個人消費は底堅く推移しよう。住宅投資は、マンション在庫が約11年ぶりの低水準で推移しており、分譲住宅を中心に増加基調が続くと予想する。団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期に到達しつつある点もプラス材料と言えよう。

企業部門は、生産指数が高水準で推移する中、設備稼働率が約8年ぶりの水準まで上昇しており、生産の拡大が設備投資に結びつきやすい状況となっている。生産指数に半年程度先行する半導体製造装置BBレシオが、今年の春先から反転上昇していることなどを踏まえると、今後生産指数は上昇基調を辿る可能性が高い。企業は設備逼迫感から生産能力増強のための設備投資を拡大すると予想する。

金融政策については、半期に一度の展望レポートが発表される来年4月の政策決定会合で量的緩和解除が行われる可能性が高いと予想する。この時、同時にゼロ金利政策へ移行すると考えるが、利上げまでにはしばらく時間がかかり、ゼロ金利政策の解除は2007年1-3月期と予想する。

日本実質GDP成長率： 2005年度 2.7% 2006年度 2.4%
 日本名目GDP成長率： 2005年度 1.7% 2006年度 2.5%

(1) 好循環が動き始めた日本経済

底堅さを増す企業景況感

9月調査の日銀短観を総括すると、景気の「踊り場脱却」を確認できるほど力強い内容とはならなかったものの、足元の景気の底堅さを改めて実感できる結果だった。

業況判断DIの6月調査からの改善幅は、企業規模や業種によらず、市場の事前予想よりもやや小幅に留まった(図表1-1)。しかしながら、この時期は原油価格が急騰したほか、ハリケーン被害の影響で米国景気の先行きに不透明感が生じるなど、企業経営に

(図表1-1)業況判断DIの推移

		実績					見通し
		04/9	04/12	05/3	05/6	05/9	
大企業	製造業	26	22	14	18	19	18
	非製造業	11	11	11	15	15	16
	全産業	19	16	13	16	17	17
中小企業	製造業	5	5	0	2	3	4
	非製造業	-17	-14	-14	-12	-11	-12
	全産業	-9	-7	-9	-7	-6	-5
全規模合計	製造業	13	11	6	8	8	9
	非製造業	-7	-7	-6	-3	-3	-2
	全産業	2	1	-2	1	2	2

(出所)日本銀行「短観」

逆風が吹き荒れた時期だった。そうした中、小幅とはいえ同DIが上昇したことは、企業の景況感が底堅さを増している姿が示されたと言える。

日本経済の基礎体力は着実に改善

前回調査同様、日本経済の構造問題が着実に改善している様子が示された点も、足元の景気の底堅さを示す材料だ。

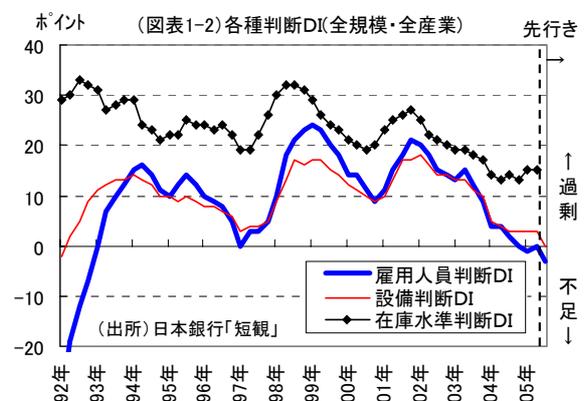
企業の雇用過剰感を示す雇用人員判断DIは全規模・全産業ベースで-2となり、雇用不足域に突入した。先行き12月予測は-5と、雇用不足感が一段と増す見通しとなっており、雇用環境は引き続き改善基調が続く可能性が高い。また、設備過剰感を示す生産・営業用設備判断DIも、全規模・全産業ベースで+2となり、6月調査から1ポイント改善した。12月予測は、過剰と不足の境目となるゼロまで低下する見通しとなっており、設備過剰感もいよいよ解消する見込みだ(図表1-2)。2005年度の売上・収益計画を見ると、全規模・全産業ベースの経常利益は前年度比3.4%増と、昨年度の2桁増に比べると伸び率は縮小するものの、増益基調が続く見通しである。計画の前提となる円/ドルレートが105.18円と、足元の水準に比べて大幅な円高となっていることもあり、今後経常利益が上方修正される可能性もある。好調な企業収益が雇用や設備投資を押し上げる材料となるだろう。

足元では、「需要の増加」→「生産拡大」→「企業収益の増加」→「雇用・所得増加」→「個人消費、設備投資の増加」、といった前向きな循環メカニズムが動き始めている(図表1-3)。このメカニズムが一旦動き始めると、景気は内需を牽引役とした自律的かつ持続的な回復軌道に向かう。これまでは、企業がバブル崩壊後の負の遺産処理に追われていたため、このサイクルがあちこちで分断されていた。例えば、好調な海外景気を反映して外需が伸びたとしても、国内では過剰雇用や過剰設備の問題から雇用や設備投資を増やすまでには至らなかった。ただ、2002年1月から始まった今回の景気回復局面は明らかに異なる。好循環メカニズムが動き出すきっかけとなったのは今回も外需の増加であったが、外需が景気を下支えしている間に内需の障害となってきた構造問題が解消へと向かったことから、足元ではこの循環がスムーズに動き出す環境が整いつつある。今後の国内景気は、自律的かつ持続的な回復基調が続く可能性が高い。

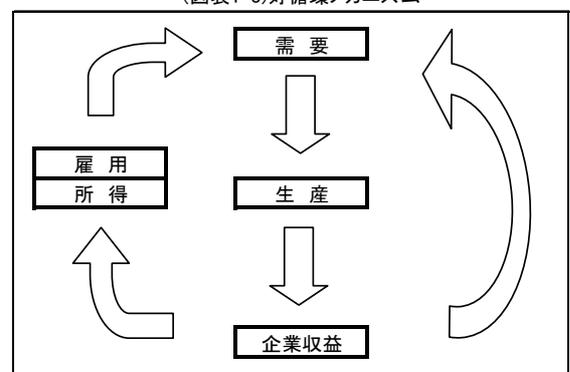
(2) 雇用の増加で個人消費は底堅く推移

足元の個人消費は雇用・所得環境が下支え

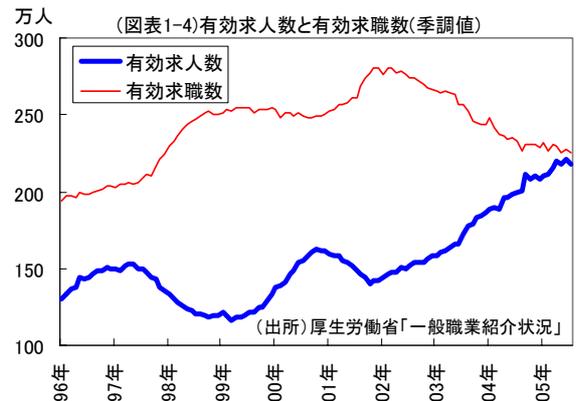
内閣府が発表した7-9月期の実質消費支出総合指数は前期比0.3%増となった。1-3月期の前期比1.3%増、4-6月期の同0.5%増に比べれば伸び率は鈍化したものの、個人消費は底堅い推移が続いていると言えよう。



(図表1-3) 好循環メカニズム

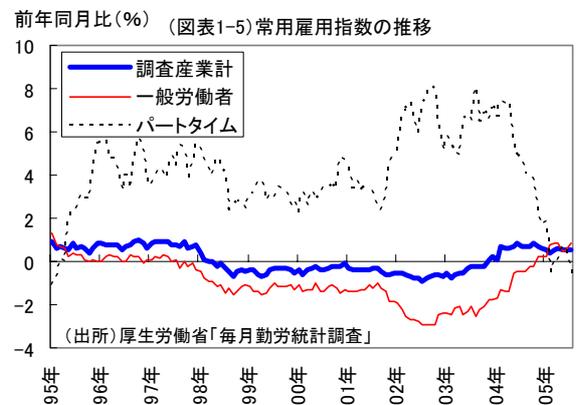


年始以降、個人消費が高い伸びを示してきた背景には、昨年末に自然災害等による影響で停滞した反動が出たこと、クールビズ効果で新たな需要が創出されたこと、などがあるが、根底にあるのは雇用・所得環境の改善基調が続いていることである。ピーク時には5.5%だった完全失業率が直近9月には4.2%まで低下したほか、有効求人倍率も0.97倍まで上昇し、1992年11月以来の高水準で推移している。有効求人倍率が上昇しているのは、求人数が増加していることが要因であり(図表1-4)、企業の採用意欲が旺盛な事実を示している。足元の個人消費には一服感が現れているが、雇用・所得環境の改善が続く限り、個人消費が腰折れする可能性は低い。

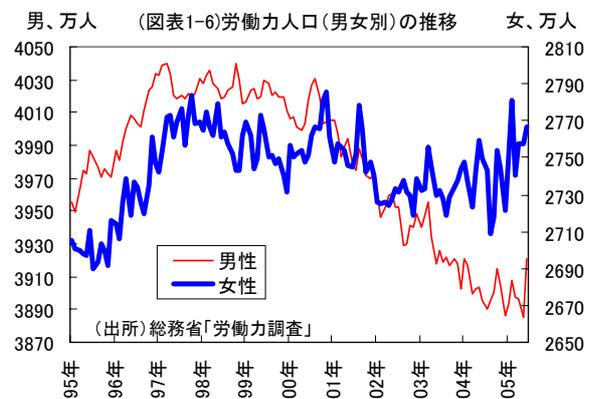


女性や若年層の雇用増が目立つ

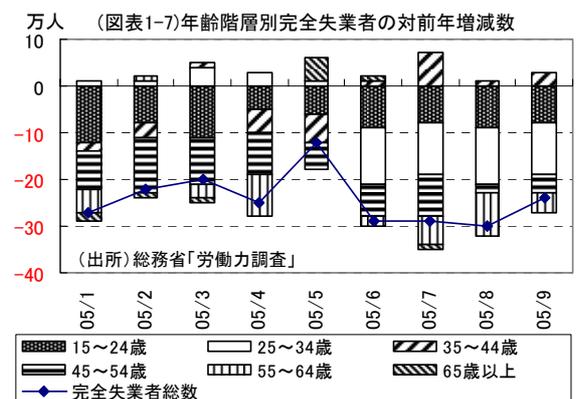
雇用環境の改善を如実に示すのが正社員数の増加だ。これまで企業はリストラを進める中で相対的に賃金の高い正社員の採用を抑制し、賃金の安いパートタイマーの採用を増やしてきた。しかし、毎月勤労統計で常用雇用の動きを見ると、昨年の春先頃からそうした動きに変化が出始め、足元ではパートタイマーの伸びが横ばい圏の推移に留まる一方で、正社員の雇用動向を示す一般労働者が増加基調に転じている(図表1-5)。男女別に就業者数の推移を見ると、今年に入って男性の就業者数が増加基調に転じており、正社員としての採用が増え始めた様子を表している。また、パートタイマーの伸びが停滞する中、女性の就業者数も増加基調が続いており、雇用形態がこれまでのようなパート採用ではなく、正社員としての採用へとシフトしている様子が窺える。



このように、性別にかかわらず雇用環境に改善傾向が見られるが、とりわけ女性の改善度合いが顕著である。労働力人口の推移を見ると、男性はようやく下げ止まりの兆しが見え始めたところだが、女性は昨年後半から増加基調を辿っている。これまで職探しを諦めていた人達が職を求めて再び労働市場へ参入してきている様子が窺えるが(図表1-6)、こうした状況においても女性の失業者数が減少しているのは、現在の労働市場に再参入者を吸収するだけの余力が存在することを意味している。



また、最近の特徴として若年層の雇用環境が改善している点も注目される。年齢階層別に失業者数の増減を見ると、どの階層でも失業者数が減少してい



るが、中でも15-24歳、25-34歳といった若年層における減少が顕著だ(図表1-7)。世帯主との続柄別失業者数の動きを見ても、世帯主や配偶者以上に、その他家族の失業が減っている。

こうした背景の1つには、少子化を背景として15-34歳の人口が減っていることが挙げられる(図表1-8)。足元では、この年代の人口が前年比で2%近いペースで減少しており、母数の減少が一因となっている様子が窺える。しかしながら、就業者数の下げ止まりが示すように、若年層の雇用が持ち直しているのは事実であり、この年代の失業者数の減少は人口要因だけではないことが理解できる。これまでフリーターやニートと呼ばれていた若者達が、雇用環境の改善を背景に少しずつ仕事に就き始めた可能性が考えられる。

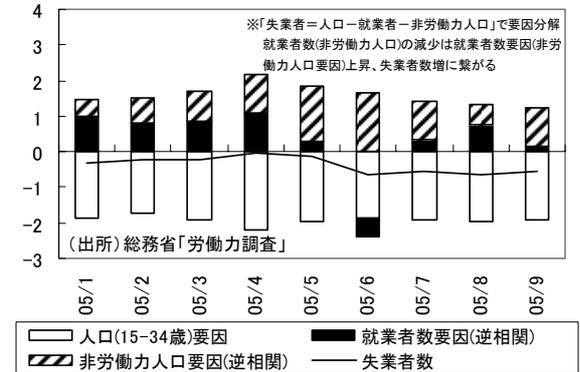
このように、パート採用に比べて相対的に賃金の高い正社員の雇用が増加しているほか、これまで職に就いていなかった層が新たに働き始めた状況などから判断すると、これまでよりも一世帯当たりの家計の購買力は着実に増加していると考えられる。また、マクロ全体で見ても、雇用者総数が増加する中で賃金が伸びており、所得環境は改善している。個人消費にはプラス材料と言えよう。

雇用が増加してもなお企業の雇用不足感は埋まらず

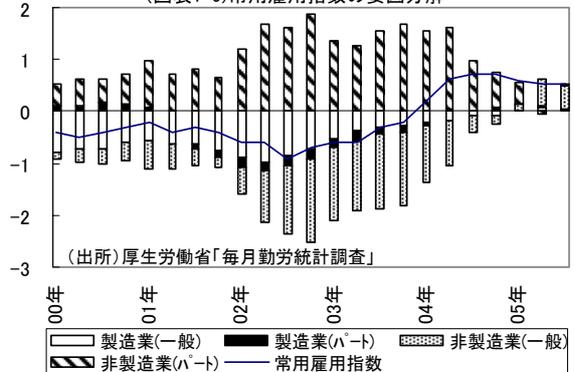
では、雇用の改善基調は今後も続くのだろうか。常用雇用指数で足元の雇用動向をより詳細に見てみると、製造業では正社員の雇用動向を示す一般労働者、パートタイマーともに前年比で横ばいに留まっているのに対し、非製造業では一般労働者が増加基調に転じており、非製造業で雇用環境の改善がより進んでいる様子が窺える(図表1-9)。非製造業の一般労働者指数の動きを業種別に見ると、明確に上向きとなっているのは、情報通信業、サービス業、医療・福祉、教育・学習支援、不動産業である(図表1-10)。これらの業種では、日銀短観の雇用人員判断DIがいずれも雇用不足域に達している(短観では、福祉、教育・学習支援業の一部がサービス業に含まれる)(図表1-11)。同DIと常用雇用指数の相関が高いことを考えると(図表1-12)、これら5業種で今後も雇用者数の増加基調が続く可能性が高い。

気懸かりなのは、雇用人員判断DIが雇用過剰域にある4業種(電気・ガス、製造業、鉱業、建設業)

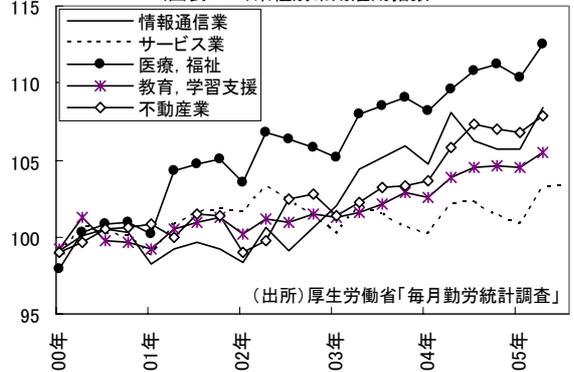
前年同月比% (図表1-8)失業者数の要因分解(15-34歳)



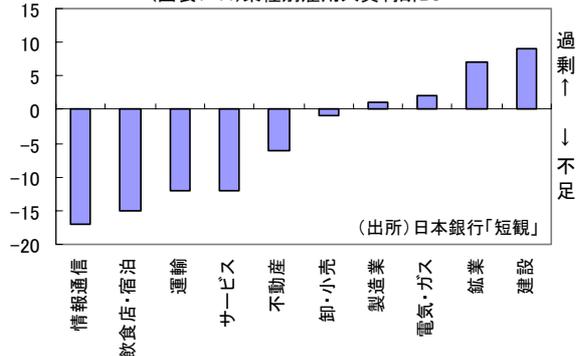
前年同期比(%) (図表1-9)常用雇用指数の要因分解



ポイント (図表1-10)業種別常用雇用指数

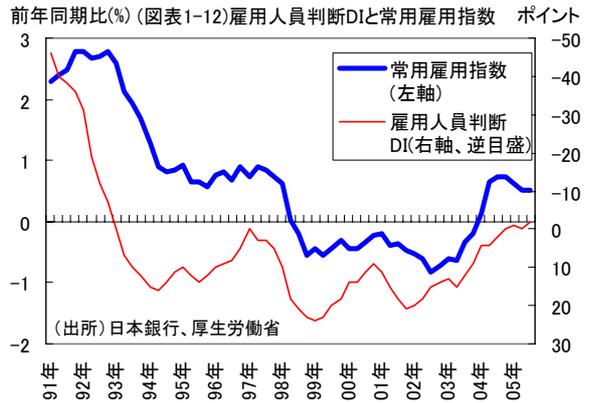


ポイント (図表1-11)業種別雇用人員判断DI



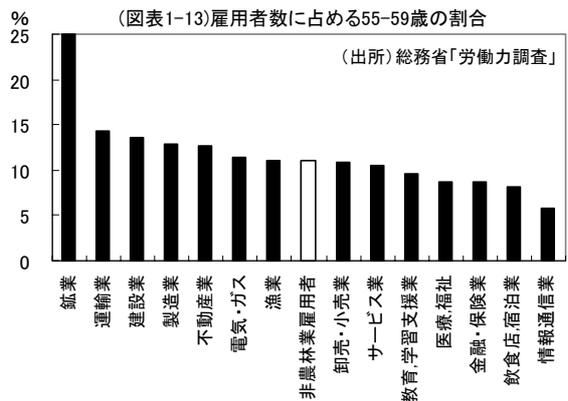
だが、これらの業種でも今後、雇用が増加基調に転じる可能性が高い。

業種毎に年齢別の雇用者数を見ると、これら4業種では、いわゆる団塊の世代にあたる55-59歳の比率が高い(図表1-13)。この世代の占率が高い業種ほど、足元で雇用の過剰感を感じており、かつ雇用者数が増えない傾向が見られる。このため、2007年以降の団塊世代の大量退職に伴って、これら4業種でも雇用過剰感が弱まり、雇用の増加が期待できるのではないかと考えている。



個人消費は今後も底堅く推移

無論、高齢者比率の高低に関係なく、団塊の世代の大量退職は企業に新たな労働者を雇い入れるためのインセンティブとなり得る。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、退職した団塊世代を賃金水準を落として再雇用するケースがみられるが、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留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。浮いた人件費すべてが新たな雇用に戻る訳ではないが、企業の採用意欲を高める要因にはなるだろう。また、企業はこれまで新規採用を抑制してきたことから、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点もプラス材料だ。雇用環境は今後も改善基調が続く可能性が高く、個人消費は下支えされよう。



ただ、今後は家計の財政負担の増加が確実視されるなど、個人消費にとってマイナスとなる材料も見られる。2006年1月に縮減される定率減税をはじめとして、9月には厚生年金保険料が引き上げられるほか、医療制度改革では高齢者の窓口負担拡大が検討されるなど、2006年度末までに3兆円を超える国民負担の増加が見込まれる。加えて、2008年以降の実施が規定路線となりつつある消費税率の引き上げ問題も存在する。こうした国民負担の増加によって消費マインドが萎縮し、個人消費が下押しされる可能性は十分考えられる。しかし、雇用・所得環境の改善が続くことで、財政負担増加による家計の購買力の低下が緩和され、消費マインドの落ち込みは限られたものに留まろう。個人消費は今後も底堅い推移が続くと予想する。

(3) 住宅投資も増加基調を持続

分譲住宅が下支え要因に

足元では、個人消費同様に住宅投資も堅調だ。9月の新設住宅着工件数は124.5万件となり、5ヵ月連続で120万户を上回った。7-9月期平均では、4-6月期を約8.0%上回っている。

利用関係別に見ると、持家が前年割れを続ける一方、分譲住宅と貸家の増加が顕著となっている(図表1-14)。分譲住宅が好調なのは、マンション着工の増加が一因だ。マンション契約率は70%を

超えれば好調と言われるが、年度始から9月までの平均契約率は首都圏で約84%、近畿圏で約77%となっている。2004年度のマンション着工は在庫の積み上がりに対する懸念などから前年割れとなったが、供給が絞られる一方で需要が堅調だったため、マンション在庫は過去10年間で最も低い水準へ低下した(図表1-15)。首都圏と近畿圏におけるマンション着工件数は全国の7~8割を占めることから、これら地域で着工が増加すれば全体に与える影響は大きい。企業の大都市集中化が進む中、都市部では職住近接物件に対する需要が高まっており、都市部のマンション着工は今後も増加基調が続こう。

また、貸家着工の増加については、住宅メーカーが投資家に対し、資産運用手段として貸家経営を勧めていることが影響していると考えられる。これまでなら分譲用として売り出されるタイプの物件が、現在は賃貸物件として市場に出回るケースが増えていくことが貸家着工の押し上げにつながっているようだ。

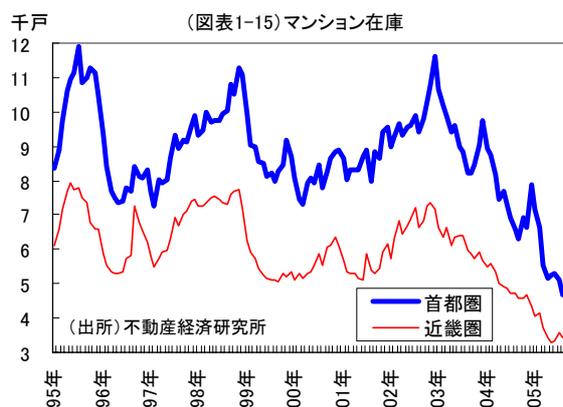
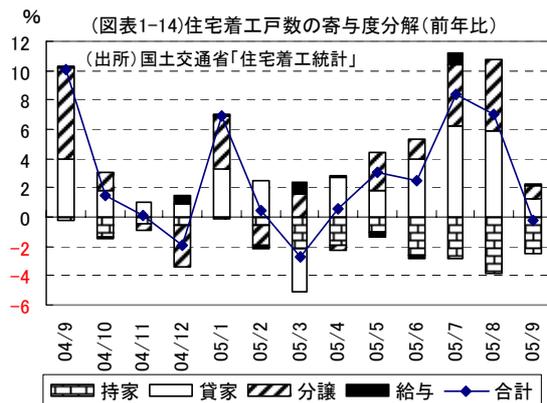
今後は1970年代前半に生まれた団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期とされる30歳台後半に到達することから、住宅投資は下支えされよう(2003年度住宅取得平均年齢(住宅金融公庫調べ)=新築マイホーム:39.3歳、新築マンション:37.0歳、建売住宅:36.5歳)。だが、少子高齢化の影響により、将来的には人口の減少が確実視されているほか、これまで低水準で推移してきた長期金利が、先行きは景気回復に伴って上昇することが予想される。2006年度にかけての住宅投資は増加基調を持続する可能性が高いとみるが、好・悪材料が綱引きする形で緩やかな増加に留まると考える。

(4) 鉱工業生産の先行きに過度な懸念は不要

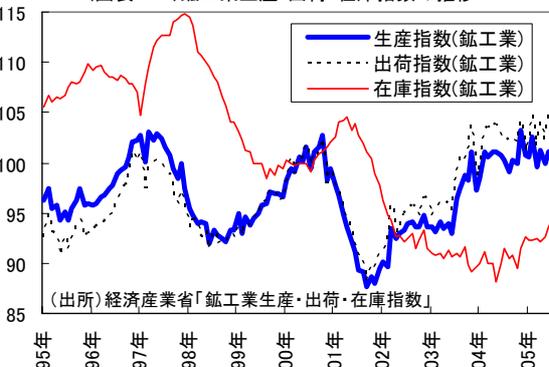
目先の生産予測は好調

2003年の春先以降、鉱工業生産指数は前月比で月毎に増減を繰り返しており、生産活動の回復ペースは緩慢なものに留まっている(図表1-16)。8月初旬には内閣府や日銀から「景気の踊り場脱却宣言」が相次いで飛び出したものの、同指数を見る限り、発言を裏付けるような動きにはなっていない。

ただ、今後の踊り場脱却の可能性を示唆する材料があることも確かだ。製造工業予測調査を見ると、10月の前月比2.4%増に続き、11月も1.9%増と増産が見込まれている。仮にこの予測値が実現し、12月が11月から横ばいに留まったとすると、10-12月期の生産は前期比4.2%の高い伸びとなる。予測値は実績よりも高めに出る傾向があるため、過



(図表1-16)鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移

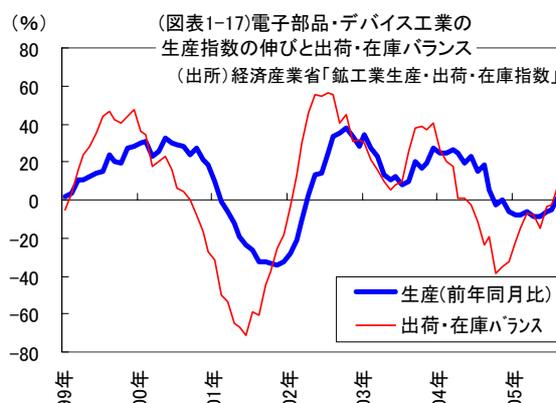


去半年の実現率を加味して10-12月期の生産指数を試算しても、前期比3%程度の伸びが見込まれる。試算どおりになれば、生産指数はこれまでの横ばい圏からいよいよ上離れすることになる。

電子部品・デバイス工業の在庫調整は終了

これまでは、電子部品・デバイス工業の在庫調整が景気を足踏みさせる要因となってきたが、在庫調整は概ね終了した様子が窺える。

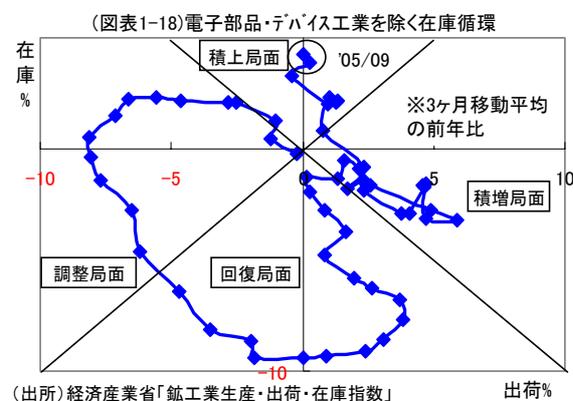
同工業の出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）を見ると、2004年の初め頃から出荷の伸びが在庫の伸びを下回る傾向が続き、在庫調整につながってきた。だが、同バランスは、昨年末を底に一転して上昇基調へ転じ、直近では出荷の伸びが在庫の伸びを上回るころまで改善している（図表1-17）。



北米半導体製造装置の出荷に対する受注の割合を示すBBレシオは、今年の2月に底を打って以後、上昇基調を辿っており、8月には1年ぶりに1を上回った（受注が出荷を上回った）。BBレシオは日本の鉱工業生産に半年程度先行する傾向がある。このため、今後は電子部品・デバイス工業が生産の押し上げ要因として寄与する可能性が高い。ただ、米国景気は今後潜在成長率並みの拡大が続くものの、拡大ペースは足元よりもやや鈍化する見込みだ。このため、今後のBBレシオの上昇テンポは緩やかなものに留まり、電子部品・デバイス工業による生産押し上げ効果は限られよう。

電子部品・デバイス工業以外で在庫増

電子部品・デバイス工業の在庫調整は概ね終了したものの、その他工業では在庫が増加していることから、生産の先行きを不安視する声も聞かれる。在庫循環図で全産業から電子部品・デバイス工業を除いたベースの在庫動向を見てみると、現在は「意図せざる在庫積上り局面」に位置しており、今後生産が弱含む方向にあることを示している（図表1-18）。



9月の在庫指数は前年から約3.4%上昇したが、業種別に見ると素材や機械産業での在庫増加が全体を押し上げた様子が窺える。在庫指数の押し上げ要因となった業種を寄与度の高い順に並べると、化学工業が1.6%ポイント、一般機械工業が0.8%ポイント、電気機械工業、鉄鋼業がそれぞれ0.3%ポイントとなっており、これら4業種で上昇分の約9割を説明できる。

在庫過剰感は低く、先行きに過度な懸念は不要

しかし、在庫循環図ではなく在庫指数そのものの動きを見ると、違う判断も可能だ。在庫指数は確かに2004年7月の底から上昇しているものの、その上昇幅はわずかであり、かつ現在の水準は過去と比較しても低位置に留まっている（図表1-16）。

当社では、以下の理由から今後の電子部品・デバイス工業以外の生産について、過度に懸念する必要はないと考えている。

1つ目の理由は、輸出に下げ止まりの兆しが見られる点だ。これら4業種の在庫が増加した背景に

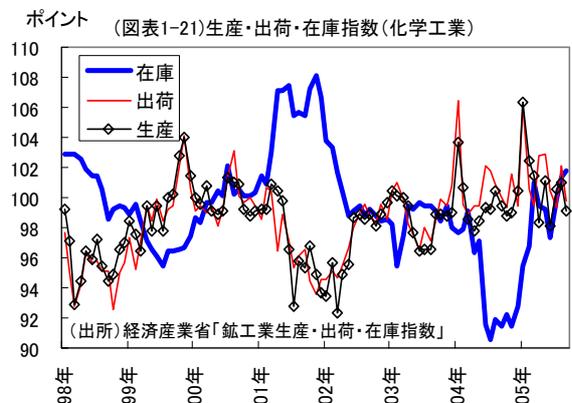
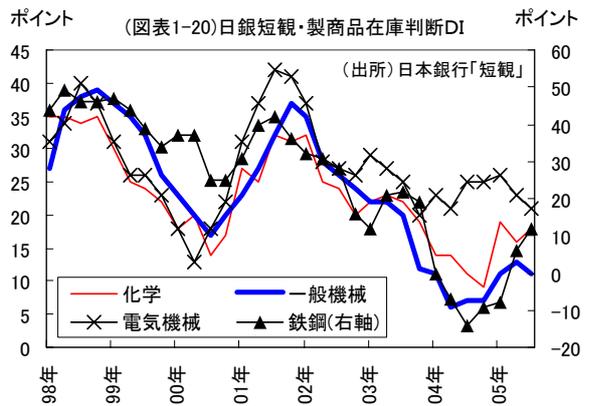
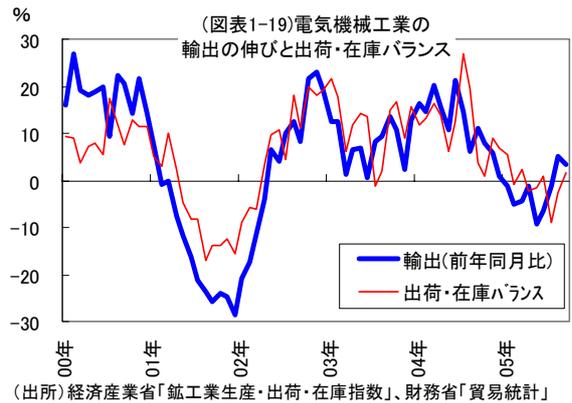
は、海外景気の停滞によって輸出の伸びが鈍化したことがある。出荷が停滞したことから在庫が増加し、その結果、出荷・在庫バランスが悪化した。実際に、輸出の伸びと出荷・在庫バランスの推移を比較すると、互いに連動する傾向が見られる(図表1-19)。

地域別に輸出動向をみると、輸出額全体の約5割を占めるアジア向けが下げ止まりつつある。また、先述のとおり、今後は米国景気の鈍化が予想されるが、それでも潜在成長率並みの推移が続く可能性が高い。輸出は緩やかながらも増加基調を辿ろう。

2つ目は、企業の在庫過剰感が懸念するほど高まっていない点だ。日銀短観でこれら業種の在庫判断DIを見ると、過去の水準と比較すればまだまだ低位に留まっている(図表1-20)。在庫が増加していると言っても、企業は過剰感をさほど感じていないことから、今後の生産が在庫調整によって大幅に抑制される可能性は低い。足元でDIが上昇していることを懸念する声も聞かれるが、輸出が下げ止まりつつある現状を踏まえると、DIの上昇も次第に頭打ちになると考える。

3つ目は、化学工業の在庫動向に関する点だ。足元の在庫増に最も寄与しているのが化学工業だが、これは前年に在庫指数が大きく低下していた反動による部分が多い(図表1-21)。前年の大幅低下の背景には、原油価格上昇に伴う製品価格の先高感から、もともと好調だった需要に前倒し需要分が加わり、出荷指数が生産指数を上回って推移したこと、そうした状況にもかかわらず、6月以降次々と上陸した台風の影響で一部プラントが生産を抑制せざるを得なかったこと、などがあるようだ。化学工業は在庫指数全体に占めるウエイトが最も大きい業種であるため、こうした振れが在庫全体の前年比を押し上げ、在庫循環図上の現在地を実勢以上に悪く見せている可能性がある。

4つ目は、内需が引き続き堅調である点だ。昨年度後半から輸出の伸びが鈍化してきたにもかかわらず、生産指数が横ばい圏での推移を続けてこれたのは、個人消費や設備投資が伸びてきたことが一因だ。先述のとおり、過剰雇用・過剰設備といった構造問題は着実に改善していることから、先行きに関しても、個人消費や設備投資は堅調に推移する可能性が高い。今後は、輸出が緩やかながらも増勢を維持すると考えるほか、好調な内需がプラス材料となり、生産指数は緩やかながらも上昇基調を辿ると予想する。



(5) 能力増強投資の増加が期待される設備投資

機械受注は増加基調を継続

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、9月に前月比10.0%減と2カ月ぶりにマイナスに転じた。8月は同8.2%増と比較的高い伸びを示したことから、9月は市場でもある程度の反動減が出るといった見方が多かったが、マイナス幅は事前の市場予測（同6.0%減）より拡大した。

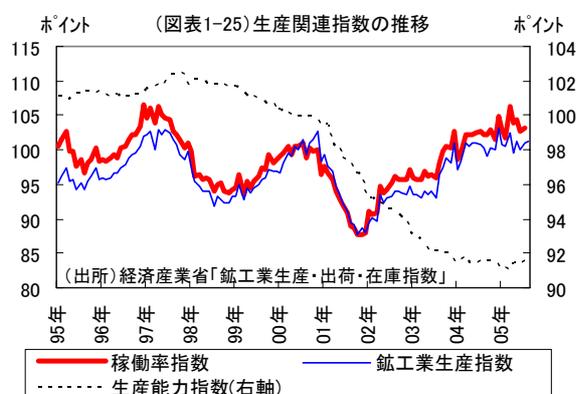
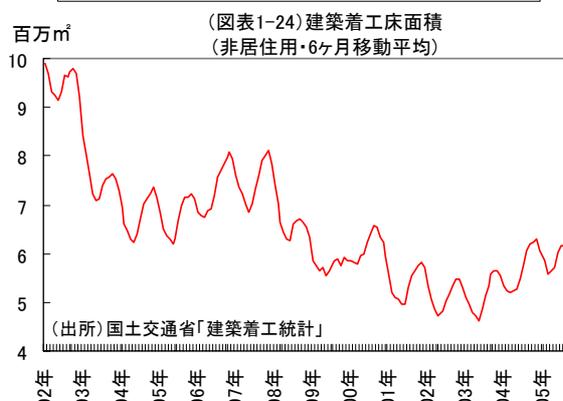
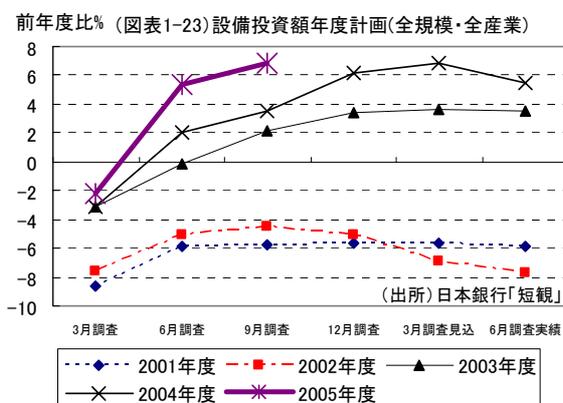
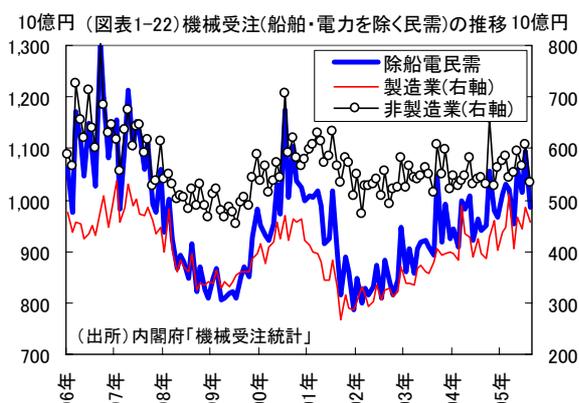
ただ、機械受注はもともと振れの激しい統計であるため、1カ月毎の結果で一喜一憂するのではなく、トレンドを見て実勢を判断する必要がある。実数の推移を見る限り、機械受注のトレンドは依然上向きであり（図表1-22）、7-9月期は前期比2.1%増と4四半期連続のプラスとなっている。

業種別の推移を見ると、これまでは製造業が全体を牽引してきたが、最近是非製造業も緩やかながら増加基調に転じつつある。また企業規模別に見ても、大企業、中小企業ともに堅調な推移が見込まれる。9月短観では、全規模・全産業ベースの2005年度設備投資計画が前年度比6.8%増と、前回6月調査の同5.4%増から上方修正され、9月調査としては15年ぶりの高い伸びを記録した（図表1-23）。大企業は大幅上方修正となった6月調査からほぼ横ばいとなったが、中小企業が製造業、非製造業ともに大きく上方修正され、全体を押し上げた。中小企業の9月設備投資計画は14年ぶりの水準となっており、例年よりも良好な推移が期待できる。今後は業種や企業規模を問わず、幅広い範囲で設備投資の増加が期待される。

今後は生産拡大で能力増強投資が顕在化

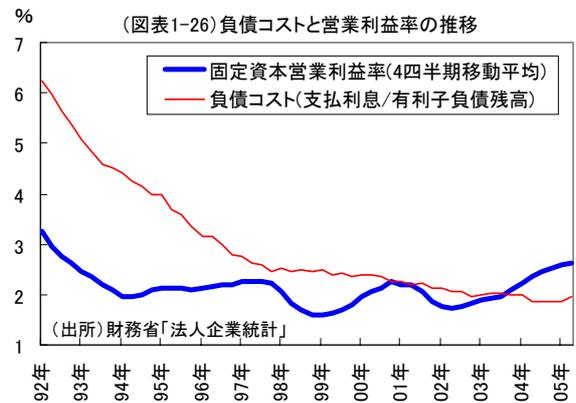
足元では機械投資だけでなく、建設投資も堅調だ。工場などのいわゆる箱物の設備投資の動きを示すとされる建築着工床面積（非居住用）を見ると、水準自体はまだまだ低いものの、徐々に増加傾向に転じている様子が窺える（図表1-24）。新聞報道等によれば、海外との競争が進む家電メーカーなどでは、先端技術の海外流出を防ぐべく、国内回帰の動きを進めている企業もあるということだ。

企業の設備稼働率が高水準で推移している点も設備投資が堅調に推移する要因だ。バブル崩壊以降、企業が継続的に設備削減を進めてきた結果、ここ数年、生産能力は一貫して低下傾向を辿って



きた。その一方で生産指数が高水準で推移していることから、足元の設備稼働率は約8年ぶりの水準まで上昇している(図表1-25)。先述のとおり、今後生産指数は上昇基調を辿ることが予想され、設備の逼迫感から生産能力を増強するための設備投資が顕在化すると考える。

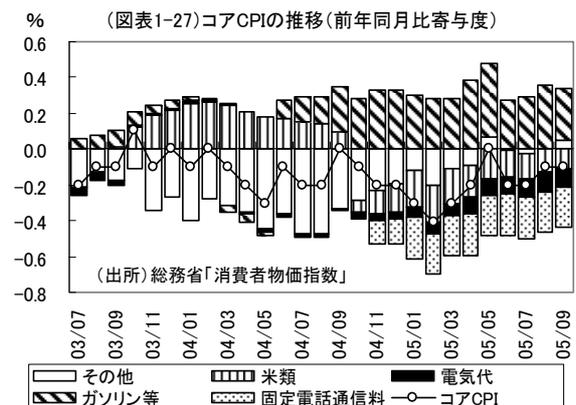
また、企業は豊富な余剰資金を抱えているが、そうした資金はこれまで企業経営者が先行きに対して楽観的な見通しを描けなかったことから前向きな投資へとは向かわず、債務の返済など後ろ向きな使い道に利用されてきた。しかし、足元では、過剰設備、過剰雇用、過剰債務といった構造問題が解消しつつあり、好循環メカニズムが動き始めている(図表1-3)。このため、企業経営者の見通しも次第に前向きなものへと変化する可能性が高い。設備投資の期待収益率の改善、つまり事業からの利益率が借入コストを上回る状態になっており(図表1-26)、設備投資を行いやすい環境が広がっている点もこうした見方を後押しする材料だ。今後は企業の余剰資金が徐々に前向きな投資へと向かい始め、設備投資の増加基調が続くと考える。



(6) ゼロ金利解除は2007年1-3月期を予想

コアCPI上昇率は特殊要因を除けば概ね横ばい

9月の生鮮食品を除く消費者物価指数(以下、コアCPI)は前年同月比で0.1%の下落となり、プラス転換目前のところまでマイナス幅が縮小した。背景の1つには、原油価格の高騰でガソリンや灯油などのエネルギー価格が上昇していることがある(図表1-27)。9月のレギュラーガソリンは、前年同月比9.5%の上昇となったほか、灯油価格も同25.3%上昇と2桁の伸びを記録した。この結果、エネルギー価格はコアCPIを0.29%押し上げている。



一方、コアCPI上昇率の押し下げ要因も相変わらず健在だ。9月はコメ価格の下落で0.11%、電気料金の値下げで0.10%、電話料金の引き下げで0.23%、それぞれ押し下げられている。これら3つの押し下げ要因にエネルギー価格による押し上げ効果を合わせると、コアCPIは差し引き0.15%押し下げられた計算となる。つまり、これらの特殊要因を除けば、9月のコアCPI上昇率はゼロ%を小幅ながら上回ったということだ。特殊要因を除いたコアCPI上昇率は、昨年8月をピークにマイナス幅が縮小しており、上昇率がほぼゼロ%という状況は今年の5月から続いていた。デフレ圧力は着実に弱まっている。

コアCPI上昇率は早ければ10月にもプラス転換

コメ価格の下落、電気料金の値下げ、電話料金の引き下げという3つの押し下げ要因は、10月以降、順次剥落し、来年4月までには概ね一巡する。コメによる押し下げ効果は2005年米が市場に回る10月にすべて剥落する。また、電気料金については、2004年10月、2005年1月、4月に値下げが行われた影響が、1年経過する2005年10月、2006年1月、4月に段階的に剥落していく。電話料金に

についても同様に、前年の引き下げの影響が2005年11月、2006年1月に一巡する。

一方で、こうした特殊要因に今後新たな材料が付け加わる。電気料金は、10月と来年1月に引き上げられることが決まっており、コアCPIのマイナス幅縮小ペースを加速させる要因となる（しかし、電気料金は来年4月に再度引き下げられる見通しであり、今後も攪乱要因となり続ける）。反対にコメ価格については2005年米の作況指数が101と、2004年の98を上回ったことから、2005年米が市場に出回る10月から1年間、引き続きコアCPIの押し下げ要因として寄与する見込みだ。

コアCPI上昇率がプラス転換する時期が注目されているが、早ければ11月末に公表される10月分で実現する可能性が出てきた。先述のとおり、10月には電気料金引き下げ分の一部とコメ価格の引き下げ分が剥落するが、これによってコアCPI上昇率に対する押し下げ効果は、それぞれ0.02%、0.11%縮小する。コメ価格は、これまでの影響が一巡しても、2005年米の流通によってコアCPIに対し再びマイナス寄与となり続けるが、過去の作況指数の推移を見ると、1998年に98、1999年に101と、今回と同じ推移を示した時期があり、当時のコアCPIの押し下げ分はおよそ0.04%だった。単純比較はできないが、2005年米価格下落の影響はそれほど大きくないようだ。また、電気料金の値上げに関する影響は、これまでの実績を踏まえると0.03%程度と予想される。

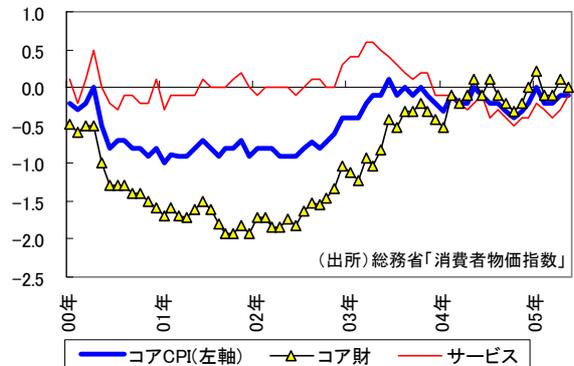
これらを合算すると、コメ価格と電気料金要因で10月のコアCPI上昇率は少なくとも0.12%ほど押し上げられることになる。9月のコアCPI上昇率がマイナス0.1%だったことを考えると、同上昇率は10月にマイナス圏から脱却してもおかしくない。10月分でプラス転換が実現しなかったとしても、12月末公表の11月分では電話料金の押し下げ分のうちの約0.14%が剥落する。遅くとも11月のコアCPI上昇率はプラス転換が確実と考える。

今後、コアCPI上昇率はプラス幅を拡大

一方、コアCPIの押し上げ要因であるエネルギー価格は、昨年の春先以降、上昇基調を辿ってきた。足元ではやや落ち着きを取り戻しつつあるものの、今後も需給逼迫懸念などからエネルギー価格は高止まりすることが予想され、来年中頃辺りまではコアCPIの押し上げ要因として寄与しよう。プラス転換後のコアCPI上昇率は、コメ価格、電気料金、電話料金の押し下げ分が次第に剥落する一方、エネルギー価格の押し上げ効果が続くことから、緩やかながらもプラス幅を拡大させる可能性が高い。実際、3つの押し下げ要因を除いた9月のコアCPI上昇率は前年同月比0.3%の伸びとなっている。

来年中盤以降、エネルギー価格の押し上げ効果が一巡しても、コアCPI上昇率は引き続きプラス基調で推移すると考える。コアCPIの推移を財・サービス別に見てみると、コア財価格の上昇率がプラス圏を窺う動きとなっているほか、これまで前年割れが続いてきたサービス価格もマイナス幅を縮小させつつある(図表1-28)。サービス価格は賃金の伸びに左右される度合いが大きいですが、足元では定期給与の伸びが既にプラス基調に転じている(図表1-29)。日銀短観に示されていたように、企業は雇

前年同月比(%) (図表1-28)財・サービス別コアCPI



前年同月比(%) (図表1-29)定期給与(調査産業計)



用不足感を高めつつあるほか、団塊世代の大量退職を控えていることもあって企業の採用意欲は旺盛だ。このため、今後も雇用環境の改善基調が続く可能性が高く、賃金も増加傾向を辿ると予想される。今後は賃金の増加に伴って、コアCPI上昇率は緩やかながらもプラス幅を拡大させよう。

コアCPI上昇率と量的緩和解除

日銀は量的緩和を解除するための条件として3つの項目を挙げている(図表1-30)。第1条件に関しては、先述のとおり、まずコアCPI上昇率のプラス転換が早ければ10月にも実現する見通しだ。第1条件達成のためには、その後、少なくとも数ヵ月はコアCPI上昇率がプラスとなることを確認する必要がある。第1条件がクリアできれば、第2、第3条件はそれほど厳しい障害ではなさそうだ。10月末に公表された日銀展望レポートでは、2006年度のコアCPI見通しが前年比で0.5%上昇、2006年度の実質GDP成長率が1.8%となっており、日銀の政策委員はCPIや景気の先行きを前向きに評価している。

9月以降、日銀高官から、コアCPIは「年末にかけて、ゼロないし若干のプラス領域に入っていく可能性が高い(福井総裁)」、「10月以降、コアインフレ率がプラスに転じる蓋然性が高まった(水野審議委員)」などといった発言が出ており、量的緩和の解除についても「我々は現在、出口にとっても近いところまで来ている(岩田副総裁)」など、解除に向けた地均し発言が相次いでいる。コアCPI上昇率のプラス転換が目前に迫った今、量的緩和解除のためのハードルは、コアCPI上昇率がプラス基調を数ヵ月間持続できるかどうかの1点に絞られたと考えることができる。

コアCPIのプラス転換に基準改定が「待った」をかける恐れは？

しかし、コアCPI上昇率が持続的に前年水準を上回り続けることを妨げかねない材料がある。それは、2006年8月に予定されているCPIの基準改定である。

CPIは品目別の消費ウエイトを基準年で固定し、その基準年に比べてどれだけ物価が変化したかを表したものである。CPIはラスパイレス方式で計算されるため、基準年から離れるほど実態から上方乖離する傾向がある。これは、消費ウエイトが過去の基準年に固定されるため、その後、嗜好の変化等によって消費ウエイトが変化しても、その変化分がすぐに反映されないことから生じる計算上の癖である。例えば、仮に基準時以降に価格が下落し、消費者が相対的に価格の高い商品から低い商品へ需要をシフトさせたとする。この場合、本当なら価格の低い商品の消費ウエイトが上昇すべきなのに、過去の基準年に固定されたままであるため、この商品の価格下落効果が過小評価されてしまい、実態に比べて上方バイアスがかかることとなる。こうした状況を修正すべく、基準年を一定の周期(5年)で見直す「基準改定」を行い、指数に採用する品目やそのウエイトなどを定期的に見直している。

以上のように、ラスパイレス方式では改定前の指数が実態よりも高く出る傾向があるため、基準改定によってより実態に沿った形に修正されれば、CPIの上昇率は下方修正されることとなる。このため、日銀高官から量的緩和解除に向けた地均し発言が飛び出す前は、早期解除に懐疑的な立場を取る識者の間では、基準改定が解除のための一つの足枷となるという論調が見られた。

(図表1-30)量的緩和解除のための3条件

- ① 直近公表のコアCPIの前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要。
- ② コアCPI前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要。この点は、「展望レポート」における記述や政策委員の見通し等により明らかにしていく。具体的には、政策委員の多くが、見通し期間において、コアCPIの前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要。
- ③ こうした条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当であると判断する場合も考えられる。

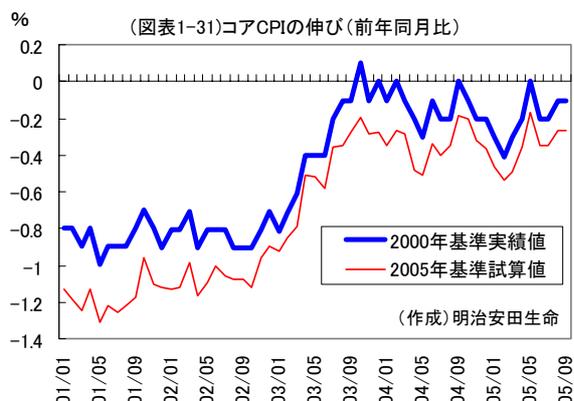
(出所)日銀「金融政策決定会合議事要旨」

2005年基準コアCPIの試算

それでは、基準改定によってどの程度CPI上昇率は変化するのだろうか。以下の手順で2005年基準のコアCPIを簡単に試算してみた。

①基準年次の変更について

CPIの小分類を基本とした76分類別に2005年1-9月におけるCPI実績値の平均を算出し、2005年の品目別物価指数を求める。基準年では、分類別に見ても総合ベースで見ても物価指数の平均は100となるため、この品目別物価指数をそれぞれ100に変換する。この時に計算される品目別変換比で2000年基準の品目別物価指数の実績値を各々遡及し、2005年基準に変換。



②消費ウエイトについて

2000年基準CPIの品目別ウエイトは、2000年家計調査の品目別支出割合をもとに作成されている。このため、2005年基準CPIの品目別ウエイトは、2005年1-8月家計調査の品目別支出割合から作成。①で算出した2005年基準の品目別物価指数に品目別ウエイトを乗じ、それらを合計することで総合ベースのCPIを計算。

③採用品目の見直しについて

今回の基準改定で新たに採用される品目として、薄型テレビ、携帯電話、DVDを追加。いずれも、CPIには採用されていないが、企業物価指数に採用されているため、企業物価指数のデータを価格指数として利用(実際に新規採用される項目はこれだけに留まらないほか、採用廃止となる項目もある。しかし、詳細について現時点では不明であるため、確実に採用されると考えられ、かつ最近消費が急拡大している品目のみ計上した)。

推計結果を図示したものが図表1-31である。2005年以降の動きを見ると、2005年基準のコアCPI上昇率は、2000年基準のそれを0.1~0.2%程度下回っている。基準改定はコアCPI上昇率の押し下げ要因となるものの、その影響は限られたものに留まる見込みであり、日銀の意思決定に大きな影響を与える可能性は低そうだ。

量的緩和解除後はゼロ金利政策を当面維持

先述のとおり、日銀高官から量的緩和解除まで時間はそうかからないという趣旨の発言が繰り返される中、遅くとも12月に発表される11月のコアCPI上昇率がプラスに転じると考えられること、その後、同上昇率がプラスで推移するのを数ヶ月は確認する必要があること、などを考えれば、来年春先に解除が行われる可能性が高い。当社は、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で量的緩和が解除されるとみている。また、量的緩和を解除するという事は、政策目標をこれまでの当座預金残高という「量」から「金利」へ変更することを表していると考えられるため、量的緩和解除と同時にゼロ金利政策へ移行することになる。ただ、ゼロ金利政策へ移行したとしても、日銀がその後すぐに利上げを実施する可能性は低い。今後、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再び下降局面入りしてしまった過去の轍を踏むことは何としても避けたいこと、などが考えられるためだ。このため、次の一手である利上げは、ある程度時間的余裕を持って行われる可能性が高いと考える。ゼロ金利からの脱却は2007年1-3月期頃と予想する。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

米国経済は、今後ハリケーンによる下振れとその復興需要両方の影響を受けるが、ハリケーン要因を除いた基調としては、これまでの堅調な景気拡大ペースが次第に鈍化に向かうと予想する。ただし、平均すれば年率3%台前半の底堅い成長ペースは維持すると見ている。

上昇が続いてきた住宅価格は、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割程度割高な水準に達しているとされ、連邦政府は行き過ぎた住宅ローン貸出姿勢の厳格化を促している。長期金利も水準を切り上げていることから、住宅投資は次第にピークアウトに向かおう。

個人消費は、今のところ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、堅調に推移しているが、今後は住宅市場軟化により資産効果が弱まるため、原油や天然ガス価格の上昇が響き、伸びは鈍化に向かうと予想する。ただし、雇用・所得環境が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、資産効果が弱まった後も2006年の個人消費を下支えしよう。

設備投資は、企業が在庫の積み増しに慎重なことや、個人消費の増勢が弱まることから、製造業の生産能力増強の動きに一段の加速感は見られないが、企業収益は先行きも堅調と予想され、通信インフラの拡充や生産性向上のためのIT投資などを中心に底堅く推移しよう。

米国実質GDP成長率： 2005年 3.5%、 2006年 3.1%

(図表2-1) 米国実質GDP

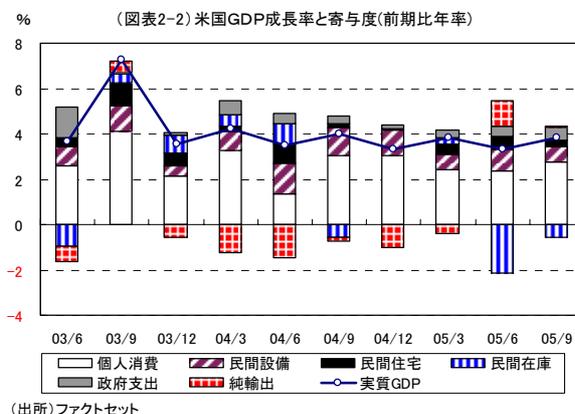
《前期比年率》	暦年ベース			2004年					2005年				2006年			
	2004年	2005年	2006年	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12	06/3	06/6	06/9	06/12
実質GDP	4.2%	3.5%	3.1%	3.3%	3.8%	3.3%	3.8%	2.7%	3.1%	3.0%	3.1%	3.2%	3.1%	3.0%	3.1%	3.2%
個人消費支出	3.9%	3.6%	2.8%	4.3%	3.5%	3.4%	3.9%	2.1%	2.7%	2.6%	2.9%	3.0%	2.7%	2.7%	2.6%	3.0%
民間住宅投資	10.3%	6.5%	2.4%	1.6%	9.5%	10.8%	4.8%	-1.3%	3.8%	3.4%	-1.1%	-0.8%	3.8%	3.4%	-1.1%	-0.8%
民間設備投資	9.4%	8.3%	6.6%	10.4%	5.7%	8.8%	6.2%	3.6%	7.8%	7.6%	6.7%	6.8%	7.8%	7.6%	6.7%	6.8%
民間在庫(寄与度)	0.4%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.3%	-2.2%	-0.5%	0.7%	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.3%	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.3%
純輸出(寄与度)	-0.8%	-0.2%	0.0%	-1.0%	-0.4%	1.1%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
輸出	8.4%	6.7%	5.4%	7.1%	7.5%	10.7%	0.7%	4.4%	5.6%	6.1%	6.8%	7.0%	4.4%	5.6%	6.1%	6.8%
輸入	10.7%	5.4%	3.6%	11.3%	7.4%	-0.2%	0.0%	2.5%	5.2%	4.8%	5.1%	5.2%	2.5%	5.2%	4.8%	5.1%
政府支出	2.2%	2.0%	1.7%	0.9%	1.9%	2.5%	3.2%	1.5%	1.8%	1.2%	0.8%	0.8%	1.5%	1.8%	1.2%	0.8%
内需(寄与度)	5.0%	3.8%	3.1%	4.4%	4.2%	2.2%	3.7%	2.9%	3.3%	3.1%	3.1%	3.3%	2.9%	3.3%	3.1%	3.3%
最終需要(寄与度)	4.6%	4.1%	3.2%	4.4%	3.9%	4.3%	4.3%	2.1%	3.3%	3.1%	2.9%	3.0%	2.1%	3.3%	3.1%	3.0%

(1) 足元の景気は個人消費が牽引

7-9月期GDPは前期から加速

7-9月期の実質GDP成長率の速報値は、前期比年率3.8%と、ハリケーン襲来にもかかわらず、前期の同3.3%から加速した(図表2-2)。自動車の値引き販売で耐久財が大幅増となるなど、個人消費が全体の成長率を2.7%押し上げたが、設備投資や住宅投資の伸びは鈍化し、在庫投資は前期に続いて減少した。ハリケーン被害の影響は、7-9月期よりも10-12月期に顕在化すると予想され、10-12月期の成長率は7-9月期を下回ろう。

(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) 今後は資産効果が薄れる家計部門

個人消費は住宅エクイティに依存

グリーンSPANFRB（米連邦準備制度理事会）議長は、9月26日に行われた講演会にて、自ら執筆者に名を連ねたFRBの研究レポートを引用し、住宅エクイティの引き出しが個人消費を支えてきたことを指摘した。

住宅エクイティの引き出しとは、既に保有している住宅の担保価値とモーゲージ借入残高の差額を、借入などによって現金化することであり、①既存のモーゲージ借入のリファイナンス（借り換え）、②物件売却によるモーゲージ借入残高返済後の余剰資金、③ホーム・エクイティ・ローン（住宅評価額からモーゲージ借入残高を差し引いた部分を担保とする借入）といった方法がある。③のホーム・エクイティ・ローンだけならば、これまでもFRBの発表している統計から入手できたが、今回のレポートでは、①のリファイナンスや②の物件売却による調達を含めた住宅エクイティ全般についての引き出し額を試算しているのが特徴だ。

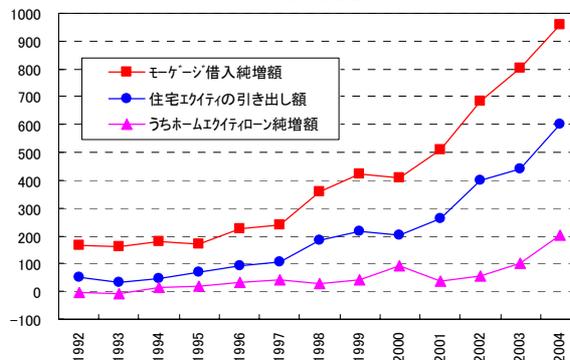
図表2-3を見ると、ここ10年程でモーゲージ借入残高は年々増加、特にITバブルが崩壊してFRBによる大幅利下げが続いた2000年以降は、低金利を背景に加速的に増加してきたことがわかる。モーゲージ借入の純増額は、すべてのモーゲージ借入残高の増減であり、住宅エクイティの引き出しの他に、新規住宅購入時のモーゲージ借入が増加分に、通常の定期的な返済が減少分に含まれる。毎年のモーゲージ借入純増額と比較して、住宅エクイティの引き出し額（手数料や税金を除くベース）はますます大きくなっており、2004年の引き出し額は5,995億ドルに達した。最近よく話題に上るホーム・エクイティ・ローンだけではなく、リファイナンスなどによる調達資金も大きかったのである。

住宅エクイティの引き出しの可処分所得に対する比率は2004年に6.9%まで上昇した（図表2-4）。対照的に貯蓄率は低下し続け、直近では2005年6月以降4ヵ月連続でマイナスとなっており、住宅エクイティの引き出しが消費に回っている可能性が濃厚だ。グリーンSPAN議長は、2004年の住宅エクイティ引き出し額5,995億ドルのうち、4分の1から3分の1が直接消費へ回り、4分の1がその他の債務の返済に回っていることで結果的には消費を支えていると指摘している。

GDP統計上、2004年の個人消費は3.9%と堅調な伸びを示したが、もし2004年の住宅エクイティ引き出し額から直接消費に回っていた分がなかったとすると、個人消費は1.1-1.8%の伸びに留まっていた計算になる。

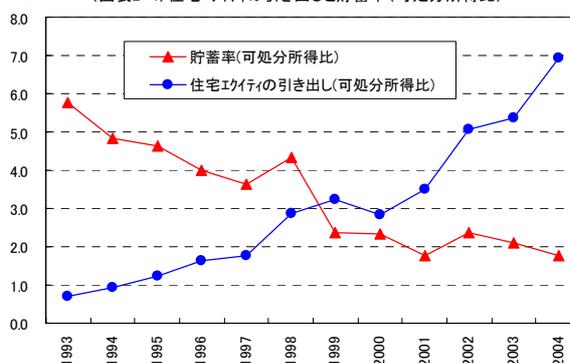
議長は、①一部の住宅価格が維持できない水準まで上昇していること、②新型住宅ローンが増加し、金融機関の貸し出し姿勢が過度に緩和していること、③消費が資産効果に大きく依存していること、④住宅ローン金利が上昇し、住宅価格が下落すると消費に影響が及ぶことに繰り返し警鐘を

(図表2-3) モーゲージ借入純増額と住宅エクイティの引き出し額



(出所)FRBレポートより明治安田生命作成

(図表2-4) 住宅エクイティの引き出しと貯蓄率(可処分所得比)



(出所)FRBレポート・FactSetより明治安田生命作成

鳴らしている。住宅価格は今後急落まではいかなくても、上昇率が鈍化するだけで、住宅エクイティ引き出し額の減少を通じて、個人消費の大きな抑制要因となるだろう。

住宅投資は次第にピークアウトへ

住宅着工件数は、2月のピークからは低下しているが、依然として200万件を超える水準が続いている。住宅未着工件数（着工許可は得たが着工に至っていない物件）の着工許可件数に対する比率が高まっており（図表2-5）、住宅供給側が先々の金利と価格の上昇を見込んで、早めに物件を確保しているものと考えられる。この住宅の仕掛け件数の積み上がりと、低水準の長期金利、行き過ぎた住宅ローン貸出姿勢が、住宅市場のピークアウトを遅らせている。

住宅価格はここ1-2年、前年比で10%前後の上昇が続いてきた。新築住宅価格は前年比5-6%の上昇率まで落ち着いてきたが、中古住宅価格はいまだに同13-15%の上昇が続いており、地域によっては明らかにバブルの様相を呈している（図表2-6）。しかし、上昇が続いてきた住宅価格も、人々が取得可能な価格の上限に近づいている。連邦住宅機関監督局の調査では、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割程度割高な水準に達しているとされており、連邦政府は、住宅ローン貸出時の審査を厳格化するよう金融機関に促している。その上、低水準が続いていた長期金利も水準を切り上げてきている。

こうした状況を受け、住宅投資は今後ピークアウトに向かい、中古住宅価格の上昇率も鈍化に向かうと予想する。セカンドハウスやリゾート用、または転売用といった目的が多かった東西海岸地域の高額物件では、最近になって需要に陰りが見えてきた。ただし内陸部では、自己の住居用としての住宅需要は底堅く推移すると見られるため、住宅投資全体としては、全米的なバブル崩壊というよりは、ソフトランディングに向かう可能性が高いと見ている。

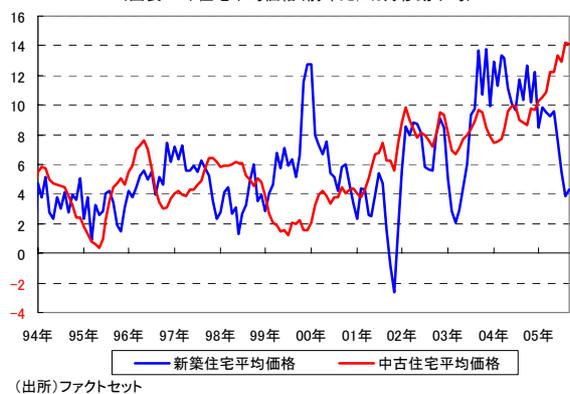
ハリケーン後の消費者マインドは大きく悪化

消費者信頼感指数は9月以降、大幅に低下している（図表2-7）。ハリケーンと原油高に加え、天然ガスの高騰も懸念要因だ。米国の場合、冬の暖房の約半分は天然ガスに依存しているため、今後暖房需要が出てくるにつれ、消費の下押し要因となる。これまではガソリン価格上昇のダメージが大きい低所得者層ほど消費者マインドは低下していたが、ここに来て、資産効果の恩恵を多く受けてきた富裕層でも低下している。高額物件を中心に住宅市場が軟化する

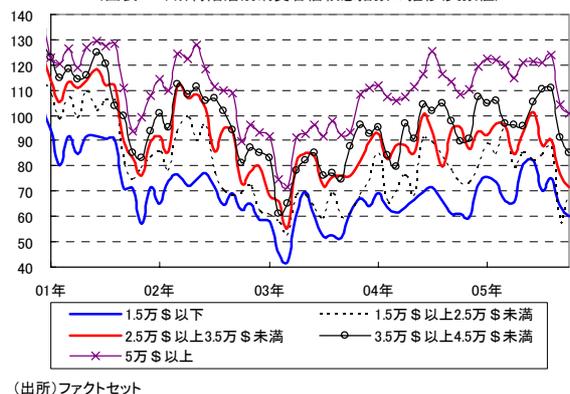
（図表2-5）住宅未着工件数の着工許可件数に対する比率



（図表2-6）住宅平均価格（前年比、3カ月移動平均）



（図表2-7）所得階層別消費者信頼感指数の推移(実数値)



ることを懸念し始めているのではないだろうか。

表向き消費は良好でも先行きの伸びは弱まる

6-7月と消費を押し上げた自動車の大幅値引き販売（ビッグスリーが社員割引制度を一般顧客へ適用）は、8月から息切れとなり、制度終了後の10月以降はさらに反動減が見られる（図表2-8）。ガソリン価格の上昇を受けて、燃費の悪いSUVやピックアップトラックなどの大型車は敬遠され、日本車を中心とした比較的価格の安い小型車にニーズが移っている。したがって、金額ベースで見た場合の自動車売上は、販売台数以上に減少することになる。

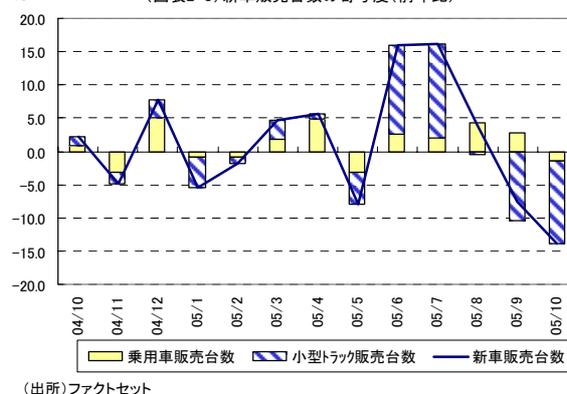
自動車を除くと、気温低下で衣料品が伸びるなど、消費者マインドが低下している割には消費は良好に見える。ただし、避難民への1世帯当たり2,000ドルの給付に伴う生活必需品の購入増加や、住宅の修復に必要な家具・建材など、復興要因のプラス寄与が見られるほか、ガソリンスタンドが価格上昇の効果で売上増（数量は減少）となるなど、実態はそれほど強くない。

個人消費は、今のところ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、堅調に推移しているが、所得の伸びを上回るレベルでの消費が続き、貯蓄率は6月以降マイナス圏に突入している（図表2-9）。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。この先予想される住宅市場の軟化は、資産効果を弱めると同時に、住宅関連耐久財の消費抑制にもつながってくる。原油価格が高止まりすることに加え、天然ガスの高騰も家計を圧迫すると考えられることから、消費の伸びは次第に鈍化すると予想する。

雇用・所得環境は底堅さを維持

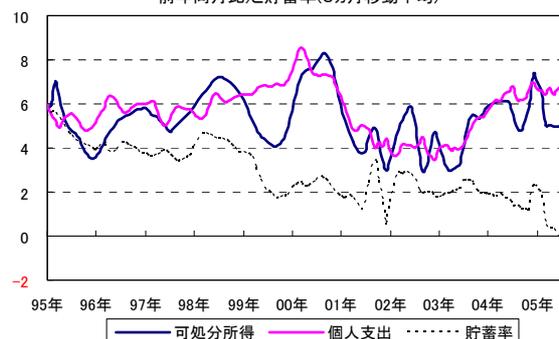
非農業部門雇用者数は、9-10月にハリケーンの影響が出ている（図表2-10）。被災地域を除くと、若干趨勢は鈍化したと見られるものの、潜在成長率に見合うとされる月間15-20万人増の水準で堅調に推移している。労働力人口は増加傾向にあり、これまで就職をあきらめていた労働参加者が再参入していると見られるのは良い傾向だ。一方で失業者数が減少しているため、失業率は5.0%まで低下、労働力人口の増加がそのまま雇用者の増加につながっている形だ。失業者の内訳でも、転職を意図した自発的失業者が増加し、リストラなどによる非自発的失業者の減少が続いていることは明るい材料である。ハリケーン関連の申請を除けば、週次の失業保険申請件数も徐々に水準を切り下げてきている。先行きに関しては、ISMの雇用指数は製造業・非製造業とも一進一退を繰り返しながらも、50ポイ

（図表2-8）新車販売台数の寄与度（前年比）



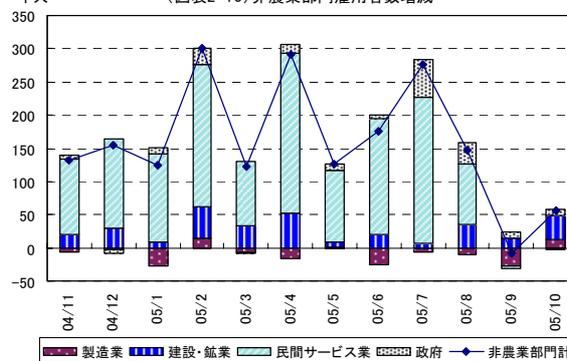
(出所)ファクトセット

（図表2-9）可処分所得、個人支出の伸び(3ヵ月移動平均の前年同月比)と貯蓄率(3ヵ月移動平均)



(出所)ファクトセット

（図表2-10）非農業部門雇用者数増減



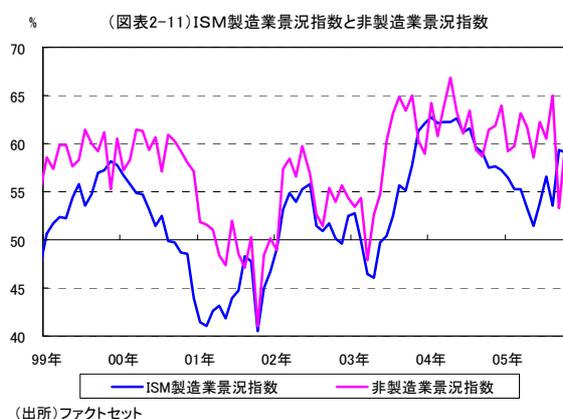
(出所)ファクトセット

ントを上回っており、企業の採用意欲が前向きであることを示唆している。平均時間給も緩やかな増加が続いており、雇用・所得環境は先行き一時的に勢いが鈍る場面も考えられるが、基本的には底堅さを維持すると予想され、資産効果が弱まった後も個人消費を下支えしよう。

(3) 企業部門は堅調な回復が続く

非製造業に加え製造業のマインドも上向く

ISM製造業指数は受注・生産動向の改善を主因に、昨年夏場以降の低下トレンドから反転し、上昇傾向にある(図表2-11)。非製造業指数はハリケーン直後の9月に過去最大の落ち込み幅を示したが、その後はハリケーン前の水準に近いところまで持ち直している。ハリケーンの影響は一時的で、むしろ生産や受注指数において復興需要への期待を先取りしている感がある。

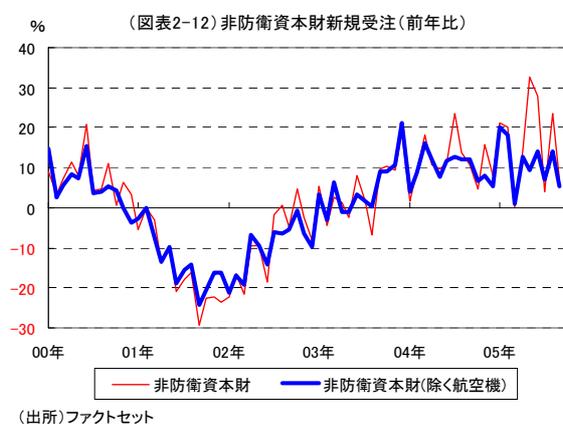


生産活動は特殊要因を除けば堅調

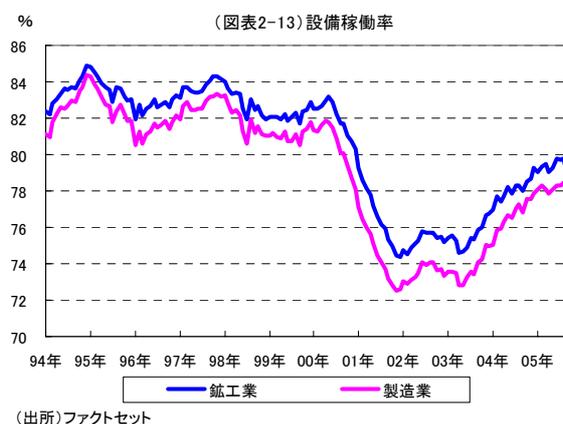
鋳工業生産は9月に前月比大幅マイナスとなったが、これは鋳業・化学・公益事業がハリケーンの影響で操業停止となったほか、航空機部門でのストライキが影響したため、それらの特殊要因を除けば、生産活動は底打ちから堅調さを維持している。最近では輸出需要も寄与しているようだ。一方で復興作業は思うように進んでいない様子で、一部で早目に出てくるとも期待されている復興需要は、現実には来年前半にかけての緩やかなペースになろう。

設備投資はIT投資を中心に底堅く推移

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」の伸びは一進一退といったところであり(図表2-12)、製造業の生産能力増強の動きに一段の加速感は見られない。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(図表2-13)。過去の傾向では、稼働率が安定して82%を超えるレベルになれば、企業は生産能力増強に前向きになってくるが、このペースだと1年以上先の話になりそうだ。



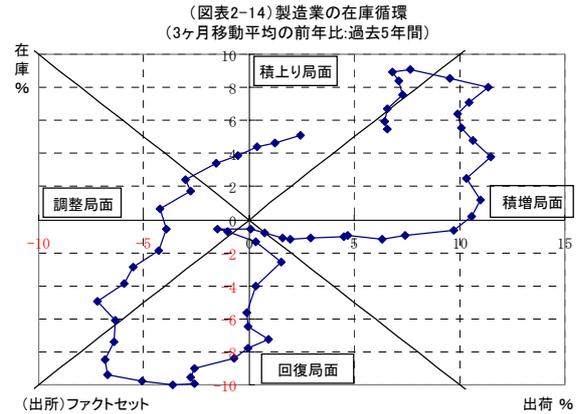
在庫調整が進んだ後も企業は在庫の積み増しには慎重姿勢であることや、個人消費の増勢が弱まると予想されることから、力強い生産の伸びの持続は期待できない。ただ、企業収益は先行きもそこそこ堅調と予想され、設備投資は通信インフラの拡充や生産性向上のためのIT投資などを中心に、2006年にかけて底堅く推移しよう。



企業は在庫の積み増しに慎重姿勢

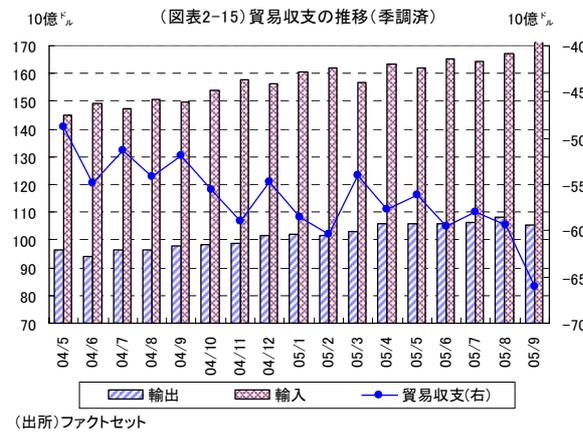
1-3月期に急激に積み上がった民間在庫は、その後減少傾向にある。特に製造業と小売業で減少している。自動車メーカーやディーラーでの在庫処分によるところも大きい。その他の業種でも、原材料コストが上昇する中、在庫削減を重要なコスト削減策の一環として位置付けているようだ。

在庫循環図を見ると、積極積み増し局面から、いったん意図せざる積み上り局面に入ったが、その後積み上りは持続せず、在庫の伸びは出荷に見合ったレベルに留まっている（図表2-14）。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、今後は大幅な在庫調整局面に入ることは想定されにくく、在庫循環図はこれまでよりも小さな円を描くと予想される。



純輸出のマイナス寄与は小幅に

ここ数年の基調として、米国の内需が他国に比べて強かったこと、内需に占める輸入の割合が上昇してきたこと、原油の輸入が拡大してきたことなどから、輸入の増加額が輸出を上回る傾向が続き、純輸出は赤字幅を拡大させてきた（図表2-15）。先行きは消費の勢いが弱まることと、在庫を積極的に積み増す局面ではないことから、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2006年には上向いてくると予想されることから、輸出の伸びは次第に高まってこよう。

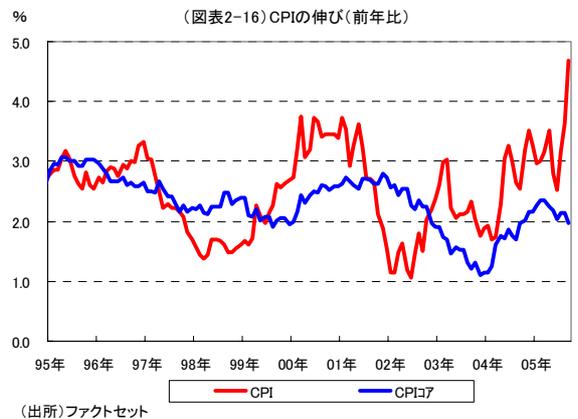


米国景気が世界景気を牽引する構図はこの先も変わらないと見るが、純輸出の赤字幅の一方的な拡大には歯止めがかかり、GDP成長率に対する純輸出のマイナス寄与は小幅なものに留まろう。

(4) 金融政策はインフレ予防を最優先

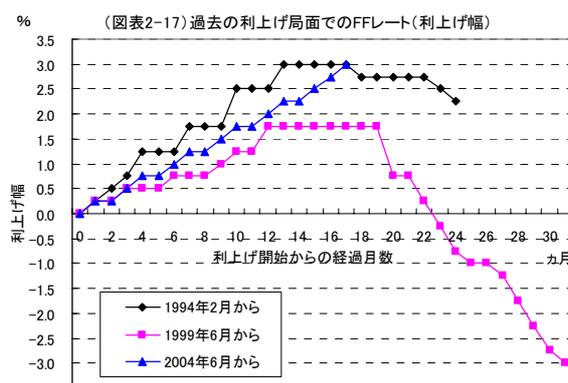
エネルギー高でもコアインフレは抑制的

CPI（消費者物価指数）は原油や天然ガスの上昇によって押し上げられているが、9月のコアCPIは前年比2.0%の伸びで引き続き抑制的だ（図表2-16）。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。ただしPPI（生産者物価指数）では最終財コアは上昇しており、各種景況感指数の中の価格指数にも上昇が見られる。最終消費財への価格転嫁は今のところ限定的だが、先行き原材料価格の上昇が波及するリスクは残る。



FRBのインフレ警戒感はますます強まる

11月1日のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、FF（フェデラル・ファンド）金利の誘導目標を4.0%に引き上げることが決定された。これで昨年6月以降、毎回0.25%ずつ12回にわたり計3.0%引き上げられたことになる（図表2-17）。FRB（米連邦準備制度理事会）は、足元ではコアインフレと長期的なインフレ期待は落ち着いているとしながらも、インフレ警戒感をますます強めている。FRBは、インフレが高進した場合のリスクの方が大きく、引き締めによって結果的に景気を減速させたとしても、その場合は利下げで対処できると考えているようだ。FF金利は既にこれまで中立水準といわれていた3.5-4.5%の範囲に入っているが、FRBが想定する中立水準自体が切り上がっていると考えられる。FRBが景気よりもインフレ予防を最優先させる姿勢を強めていることから、利上げはFF金利が4.5%に達する来年の1月まで継続すると見ている。一方で、景気拡大ペースはやや弱まると見込まれることから、利上げはこれで打ち止めとなり、2006年はしばらく様子見姿勢が続くと予想する。



(出所)ブルームバーグ

議長交代後も金融政策のスタンスは当面変わらず

FRBのグリーンズパン議長は2006年1月末をもって退任、バーナンキ現CEA（大統領経済諮問委員会）委員長に交代が予定されている。バーナンキ氏について、市場ではインフレに対してハト派（インフレよりも経済成長を重視）という見方が多いようにも見受けられるが、これは2002年にデフレ懸念が台頭した頃、同氏が非伝統的な金融政策を積極的に提唱した際の印象が強いのだろう。しかし、当時と現在では環境がまったく異なっており、実際はこれまでのFRBのスタンスを継承し、バランスのとれた金融政策を進めていくものと考えられる。バーナンキ氏はインフレターゲット論者として有名であり、インフレターゲットの導入が注目されているが、FRB内にはファーガソン理事やコーン理事といった反対派もあり、導入するとしてもしばらく時間がかかるだろう。仮に導入されたとしても、金融政策の柔軟性を損なうような運営が行われるとは考えにくい。

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏では、堅調な世界景気と、ユーロ安トレンドの定着を受け、企業景況感の改善傾向が続いている。2006年にかけても外需主導の回復トレンドが続くと予想するが、外需から内需への円滑なバトンタッチが進む可能性は低く、回復ペースも緩やかなものに留まると予想する。

個人消費は力強さに欠ける状態が続く。失業率が低下傾向にあるのは好材料だが、EU東方拡大を背景に1人当たり賃金に低下圧力がかかっていることや、原油高による実質的な増税効果などが抑制要因となる。ドイツの新政権の政策への不透明感、増税懸念も消費者心理にマイナスだ。フランス、スペインでは、不動産価格がピークアウトしつつあることも下押し圧力となろう。

設備投資は、好調な外需と堅調な企業収益が下支え要因となるものの、個人消費の回復が鈍いことから、外需に連動した形でのやや不安定な推移を余儀なくされる。外需は、世界景気が引き続き回復傾向を続けると予想されることで、2006年にかけても基本的に堅調な推移を予想する。

ECB(欧州中央銀行)は、景気の持ち直しや原油高、過剰流動性への懸念から、2006年1-3月期に、5年数ヶ月ぶりとなる金融引き締めに踏み切る見通し。ただし、景気回復ペースが緩慢なものに留まるため、2006年中の累計の利上げ幅は50~75bp程度に留まる。

英国の実質GDP成長率は、潜在成長力を下回るレベルにまで減速してきた。住宅価格の高騰局面が終息し、個人消費への資産効果が失われたのが主因だが、懸念されていたバブル崩壊といった事態には至らず。景気減速というよりは、過熱感が薄れ軟着陸に成功した形だ。2006年は基本的に堅調な景気拡大基調が持続すると予想する。

ユーロ圏実質GDP成長率： 2005年 1.4% 2006年 1.6%
 ドイツ実質GDP成長率： 2005年 0.9% 2006年 1.2%

(図表3-1)欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(前期比、05/6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	
ユーロ圏GDP	1.6%	1.4%	1.6%	0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	
家計消費	1.2%	1.5%	1.2%	0.8%	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	
政府消費	2.6%	0.7%	1.0%	-0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
固定投資	1.3%	1.6%	1.7%	0.3%	-0.2%	0.5%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	
純輸出(寄与度)	0.1%	-0.1%	0.4%	-0.3%	0.3%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	

ドイツ実質GDP(前期比、05/6期まで実績、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	0.9%	0.9%	1.2%	-0.1%	0.8%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
家計消費	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	-0.5%	-0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
政府消費	-1.6%	0.0%	0.7%	-1.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
固定投資	-0.5%	-0.3%	1.5%	-0.4%	-1.1%	0.2%	1.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
純輸出(寄与度)	1.0%	0.8%	0.6%	0.0%	1.2%	-0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

英国実質GDP(前期比、05/9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	3.2%	1.7%	2.4%	0.5%	0.3%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%

(1) ユーロ圏景気の回復ペースは鈍い

企業景況感が改善するも基盤は脆弱

ユーロ圏では、圏外の堅調な景気と、ユーロ安トレンドの定着を受け、企業景況感の改善傾向が続いている。10月ユーロ圏製造業PMIは、前月から0.9ポイント上昇の52.7ポイントとなり、4ヵ月連続で好不況の分岐点となる50ポイントを上回った(図表3-2)。国別では、外需主導のドイツとイタリアの数字が急回復しており、一方で、内需主導のフランスがやや足踏みといった状況になっている。

EU委員会が発表するユーロ圏景況感指数も改善傾向が顕著だ(図表3-3)。10月は今年1月以来の100ポイント越えとなった。内訳では、サービス業景況感と小売業景況感が大幅改善、鉱工業景況感と消費者信頼感が小幅改善、建設業景況感が横ばいといった状況だ。国別ではやはりドイツとイタリアの改善傾向が顕著で、ドイツは3ヵ月で3.7ポイント、イタリアは3ヵ月で6ポイントもの大幅上昇となっている。

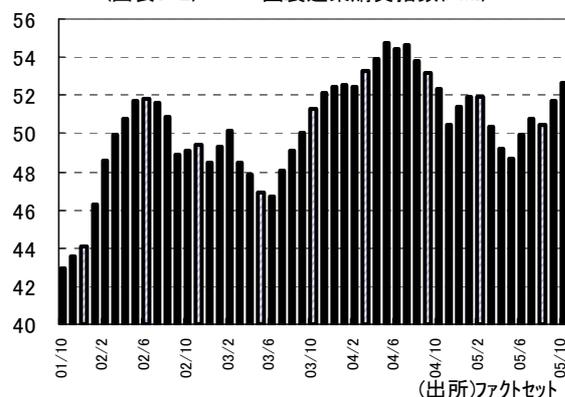
足元の景気回復は外需主導で、とりわけ、年明け以降のユーロ安の進行とその定着に支えられている面が大きい。したがって、ユーロ相場が反転上昇し、再び1.3ドル/ユーロに逆戻りするような事態となれば、簡単に腰折れしかねない基盤の脆弱さをあわせ持っている。原油高の影響もあり、景気の先行きへの不透明感拭いきれない(図表3-4)。

当社では、2006年にかけてもユーロ圏景気の緩やかな回復トレンドが続くと考えている。しかし、今回も外需主導の回復の域を脱することができず、内需主導の自律的、本格的な景気回復には至らないと予想している。したがって、回復ペースも緩やかなものに留まるう。

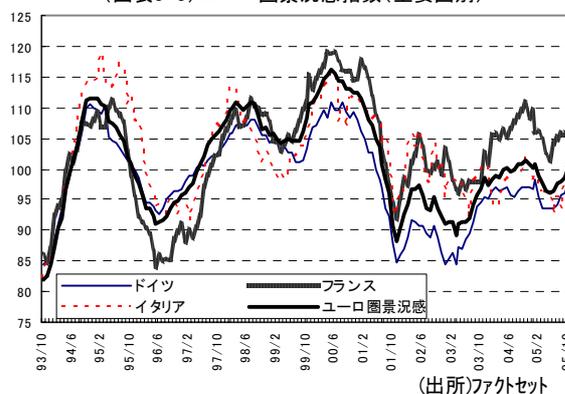
5年間ほとんど伸びていないドイツの内需

ユーロ圏PMIは、生産指数と新規受注指数の力強い伸びが牽引している。なかでもドイツの9月製造業受注は、前月比2.8%増と、大幅な伸びとなった。うち、国内受注が同0.4%増に留まっているのに対し、海外受注は5.2%増と外需主導の構図が鮮明だ。単月ではフレの大きい指標だが、3ヵ月移動平均で見てもその差は明らかである(図表3-5)。内需に改善の兆しがまったく見

ポイント (図表3-2)ユーロ圏製造業購買指数(PMI)



ポイント (図表3-3)ユーロ圏景況感指数(主要国別)



円/ユーロ (図表3-4)ユーロ相場と原油価格(WTI)の推移



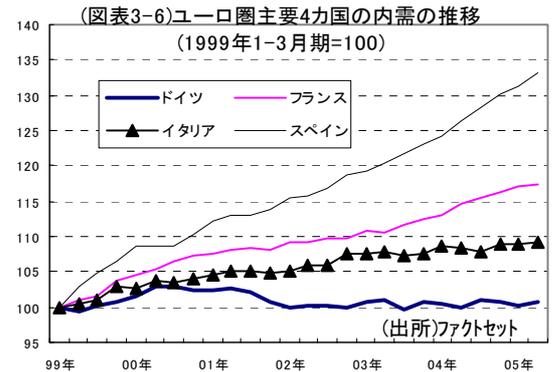
2000年=100 (図表3-5)ドイツ製造業受注(3ヵ月移動平均)



えないわけではないが、伸びは極めて緩慢なものに留まっている。

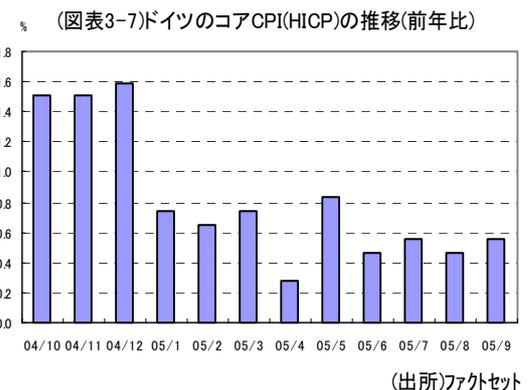
ドイツの内需の弱さは、通常の景気循環のみでは説明困難な、多分に構造的なものだ。他国と比較すれば一目瞭然である。図表 3-6 は、1999 年以降のユーロ圏の主要 4 カ国の内需(実質)の推移を比較したものだ。直近までの 6 年半で、スペインの内需が 29% 増と 3 割近い伸びを記録しているほか、フランスが 17%、イタリアが 9% それぞれ伸びたのに対し、ドイツのみが 6 年半の間にたった 1% しか伸びていない。

背景には、政府の労働市場改革や、企業が中東欧に生産拠点のシフトを続けていることが、雇用・所得環境にとってマイナスに働いていることが挙げられる。これは企業収益にとってはプラス材料であり、景気停滞下でも株高が続いた要因となっているが、個人消費の低迷は深刻だ。9 月の実質小売売上高は、前月比で 1.6% 減の大幅マイナス、前年比でも 0.7% 減とマイナスとなった。主要国の中で唯一、不動産市況の低迷が続いていることも、消費マインドの足かせとなっている。



ドイツ景気は雇用低迷で力強さを欠く

また、ユーロ圏の単一金利は、ユーロ導入以来、これまでドイツにとってはほぼ一貫して景気抑制的に働いてきた。ウェーバー独連銀総裁は、「低インフレによるここ数年の価格競争力の向上が、実質金利高止まりのマイナス効果を上回る。」と述べている。しかし、ドイツの消費者物価指数(CPI)は、エネルギー、食料品、アルコール、タバコを除いたベースで見れば前年比 0.5% 前後で推移しており、低インフレどころか、デフレを心配しなければならないような低水準にある(図表 3-7)。今後も当面賃金の上昇は望めないため、原油高さえなければ、金融緩和で景気を支えたいところだ。しかし、ユーロ圏全体としてはインフレ懸念が高まっている状況であり、既に ECB は利上げ実施に傾きつつある。もし早期に複数回の利上げが実施されるようなことになれば、ドイツ経済が苦境に追い込まれる事態も考えられる。



ドイツは、GDP の 3 割以上が輸出という、世界一の輸出大国であり、これまでは年初来のユーロ安に助けられて、堅調な回復軌道を歩んできた。しかし、外需から内需へのバトンタッチが順調に進む可能性は低い。新政権の政策の方向性が見えにくくなっているのも不透明要因で、2006 年にかけても、景気は不安定な状況が続くそう。

ドイツは、GDP の 3 割以上が輸出という、世界一の輸出大国であり、これまでは年初来のユーロ安に助けられて、堅調な回復軌道を歩んできた。しかし、外需から内需へのバトンタッチが順調に進む可能性は低い。新政権の政策の方向性が見えにくくなっているのも不透明要因で、2006 年にかけても、景気は不安定な状況が続くそう。

イタリアも回復、フランスはやや足踏み、スペインは堅調持続

昨年までユーロ圏景気の足を引っ張っていたドイツ、イタリアが持ち直しつつあるのに対し、牽引役だったフランスの景気がやや減速傾向にあるため、ユーロ圏の主要 4 カ国の景況バランスは変化している。

フランス経済は、4-6 月期の GDP 成長率が前期比 0.1% 増と低い伸びに留まり、鉱工業生産も 3 月以降、横ばい圏内の動きが続くなど、足踏み状態が続いている(図表 3-8)。7-9 月期の GDP 成

長率は前期比 0.7%増と持ち直しており、緩やかな成長トレンドは途切れていないことは確認されたものの、フランス北部の移民系の住民による暴動が、パリを始め、全国規模にまで広がりを見せていることで、今後消費者心理の悪化、観光産業への打撃に繋がる可能性は否定できない。

イタリア経済は、昨年後半の深刻な不振を脱し、回復傾向にある。海外景気の堅調が続けば、2006 年も回復基調を維持しよう。4-6 月期の GDP 成長率は前期比 0.7%増と、前期までの 2 四半期連続のマイナス成長から転じ高めの伸びとなった。個人消費が前期比 0.1%増から同 0.6%増に加速したほか、固定投資も同 0.8%減から同 1.5%増へと増加に転じている。夏場以降の景気も好調を継続している。消費者信頼感指数は、9、10 月と急回復し、昨年 10 月の水準にまで戻った。10 月の I A S E 企業景況感指数は 89.5 ポイントで、5 カ月連続の改善だ。特に 7、8、9 月は 3 カ月連続で 1 ポイント以上の大幅改善となっている(図表 3-9)。8 月の鉱工業生産は、前月比 1.3%の大幅増、これは 3 カ月連続の増加で、企業景況感の改善と整合的な動きとなっている。

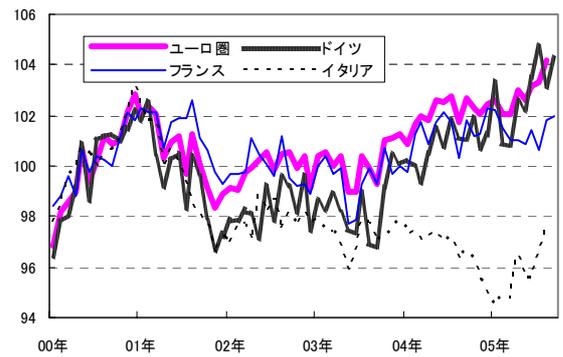
スペイン経済は、引き続き高水準での安定推移が続いている。4-6 月期 GDP 成長率は前期比 0.9%増と、2 期連続で同じ伸び率となった。景気は好調を継続している。純輸出の寄与度はマイナスだが、消費が 1.1%増、固定投資が同 1.4%増と、内需が力強く伸び続けている。8 月の失業率は 9.3%で、この 1 年間で 1.6 ポイント大きく改善した。不動産価格の上昇に歯止めがかかりつつあり、来年にかけ個人消費の伸びはやや鈍化するとみるが、景気は全体として堅調を継続する可能性が大きい。

ユーロ圏の雇用回復ペースは鈍い

外需から内需、企業から個人へと、回復の裾野が広がるかどうかユーロ圏景気の大きなポイントだが、鍵を握る雇用回復のスピードは、ドイツのみならずユーロ圏全体でも極めて緩やかなものに留まっている。

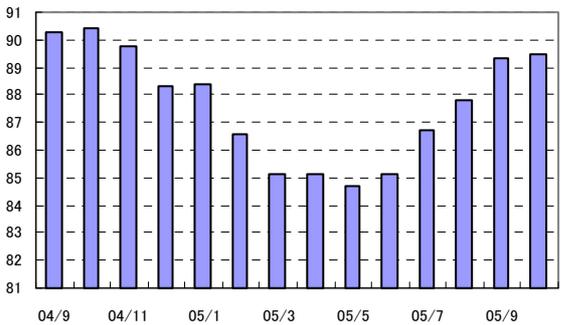
ユーロ圏 PMI の雇用指数は、小幅ではあるが 3 カ月連続で改善しており、50 ポイント越えが目前である(図表 3-11)。しかし当社は、2006 年にかけての雇用が明確な回復基調に転じる可能性は低く、かろうじて方向性は上を向いているという程度の動きに留まるので

2000年=100 (図表3-8)ユーロ圏鉱工業生産指数(季節調整値)



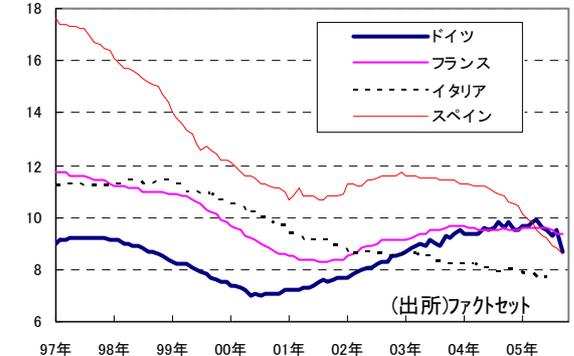
(出所)ファクトセット

ポイント (図表3-9)イタリアISAE企業信頼感指数



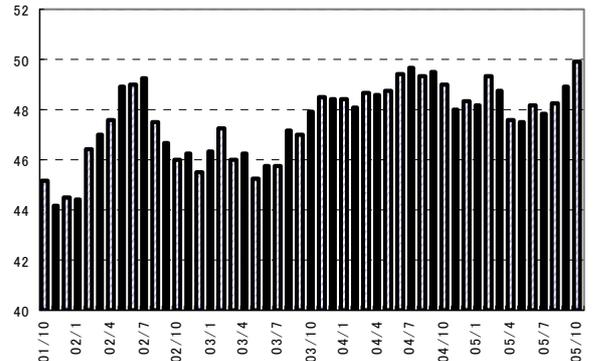
(出所)ファクトセット

% (図表3-10)主要国失業率の推移(EU統一基準)



(出所)ファクトセット

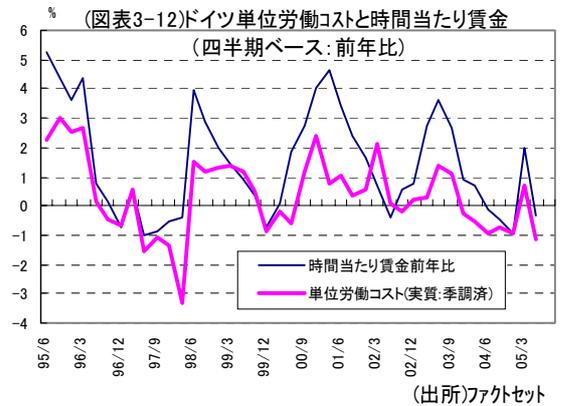
ポイント (図表3-11)ユーロ圏製造業PMI雇用指数



(出所)ファクトセット

はないかと予想している。

EU拡大に伴い、製造業が中東欧への活動拠点のシフトを進める中、ユーロ圏の、特に相対的な高賃金国では、賃金が構造的に上がりにくい状況が続いている。加えてドイツでは、労働市場改革・社会保障制度改革が進行中だ。強すぎる労組と厚すぎる社会保障制度等の改革は、ドイツ経済が生産性を高め安定した成長を実現するために必要な政策ではあるものの、しばらくは労働者側が「改革の痛み」を企業側に比しより多く受け入れざるを得ない状況が続くだろう。ドイツの雇用者数は2004年以降増加基調にあるものの、ミニジョブ(社会保険が適用されない低賃金労働者)、自営業者(1ch-AG: イッヒアーゲー)といった新たな就労カテゴリーの新設による影響が大きく、2004年以降の一人当たり賃金は大きく低下した(図表3-12)。



当面の注目材料は、年明けの賃金交渉だ。ドイツ最大の金属労組IGメタルが2004年に締結した2年契約が今年で切れる。前回2004年の賃金交渉では、事前に4%の賃上げ要求をしていたが、結果は初年度2.2%・次年度2.7%と低水準で妥結した。どうやら来年も大幅賃上げは実現できそうにない。ドイツの賃上げ交渉までまだ3ヵ月ほどあるが、IGメタルの幹部は、「穏便な賃金政策から逸脱しない」という方針を明らかにしている。

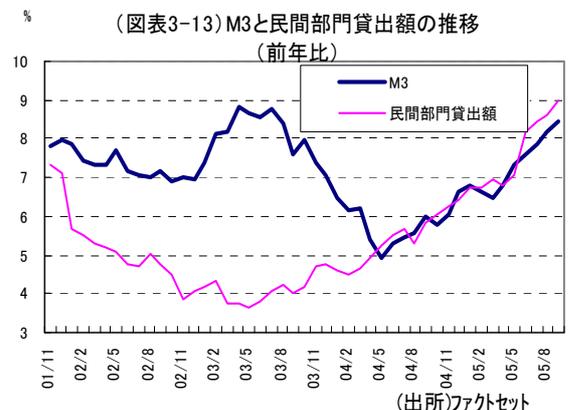
もし今回高めの賃上げを実現しても、それは原油価格の「二次的波及」との判断からECBの大幅利上げを招くだろう。そうなれば、ドイツを始め、ユーロ圏内の相対的に景気の弱い国にとって打撃となることから、結局は賃下げに繋がる可能性が高まる。企業の中東欧への生産拠点移転を一層助長する結果にもなるだろう。中東欧の外側には、ロシアという広大な労働市場も控えている。欧州各国間の資本・労働市場の垣根が徐々に取り払われ、欧州全体の賃金が平準化に向かう中で、相対的に高いユーロ圏の賃金が抑制されやすい状況は今後も続くものと見られる。

マネーサプライの高い伸び続く

今のところ、エネルギー価格の上昇が一般物価全体に波及する兆しは見られない。しかし、先行きの物価上昇を示唆する材料は増えつつある。製造業PMIの仕入れ価格指数は、10月までの4ヵ月で10ポイント強上昇した。過去のピーク時に比べれば水準はまだ低いとはいえ、販売価格指数もじわじわと上昇しつつあるのは懸念材料だ。

また、9月のユーロ圏のマネーサプライ(M3)は、前年比8.5%増となった(図表3-13)。3ヵ月移動平均では同7.9%増から同8.2%増に上昇、2003年10月以来の8%越えとなっている。

2003年当時は、家計や企業がリスク資産から安全資産へのシフトを進めたことがM3の伸びの主因であり、民間部門貸出額の伸びは鈍化していたことから、ECBが利上げを考えることはなかった。しかし、今回は民間部門貸出額の力強い拡大を伴っている点が当時と異なる。9月の民間部門向け貸出残高は、8月の前



年比 8.4%増から 8.6%増へと拡大した。最近 5 ヶ月間は毎月伸びが加速している。これまでは住宅資金貸付の伸びが 2 桁と大きく、企業向け貸出の伸びはそれほどでもないという状況が続いていたが、9 月は企業向け貸出が 8 月の前年比 6.6%増から同 7.0%増へと上昇している。インフレ圧力はゆっくりではあるが、警戒が必要なレベルに高まりつつあるといえよう。

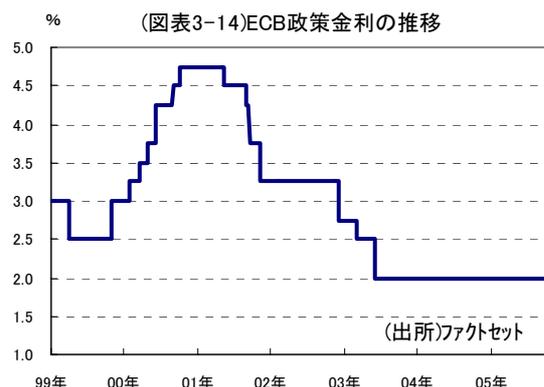
ECBの早期利上げ観測高まる

原油価格の高騰持続、M3に見られる過剰流動性懸念、景気の持ち直し等により、ECBがインフレ警戒姿勢を一段強めている。特に、10月6日のECB理事会後のトリシェ総裁の声明が、予想外に強気な内容となったのを皮切りに、高官のタカ派的発言が目立って増えたのが特徴だ。市場も反応しており、ユーロLIBOR先物は、11月11日の時点で、年内の25bpの利上げを9割近く織り込む状況となっている。

ただ、ECBは高官発言から受ける印象ほど利上げを急いでいない可能性もある。イッシング理事は「重要なのは、市場や一般の人々がインフレについて、われわれが物価安定と定義する水準まで下がる、と信用することだ」と発言した。すなわち、インフレ沈静化に向け、ECBが断固とした姿勢をとる準備があることを強調することで、できれば実際の行動に移すことなしにインフレ期待を沈静化したいという思惑もあると見られる。

理由はもちろん景気の弱さだ。ドイツ連銀のウェーバー総裁は少し前まで、「原油高によるインフレ圧力は生産能力のゆとりによって抑えられている」と述べていた。もっとも、最近では早期利上げ容認に軸足を移しつつあるようだ。

インフレ率を差し引いた実質金利をゼロにする低金利政策を既に2年以上にわたって続けていることも(図表3-14)、ECBがそろそろ終止符を打ちたいと考える理由になっているかもしれない。しかし、ECB内でも意見集約ができていない点を考慮すると、年内利上げの可能性は低いのではないか。最初の利上げは年明け1月にずれ込むと見る。これが5年数ヶ月ぶりの利上げとなるが、その後も米国FRBのように短期間で続けざまに利上げが行われる可能性は低く、2006年通年の利上げ幅は50~75bp程度に留まると予想している。



(2) 英国景気はソフトランディングに成功

英国は潜在成長率をやや下回る推移

7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 0.4%増と、4-6 月期の同 0.5%増からやや伸びが鈍化した(図表3-15)。前年比では 1.6%増で、2005 年に入ってから 3 四半期連続で 2%を割り込む推移が続いている。英国の潜在成長率は 2.5-3%との見方が一般的であることを考えると、足元の景気は潜在成長率を下回る、やや弱含みの推移が続いていることになる。

需要項目別の内訳は執筆時点でまだ発表されてい



いが、個人消費の低迷が引き続き影響している可能性が高い。実質小売売上高は、昨年の年央以降伸びが急速に鈍化し、ほぼ横ばい圏内の動きが続いている。前年比ベースでは、2004年5月に8%台に達したが、足元では1%を割り込むレベルにまで低下した(図表3-16)。英国中央銀行であるイングランド銀行(BOE)は、消費の鈍化ペースは想定を上回るものがあつたとしており、8月3,4日に実施されたMPC(金融政策委員会)では、約2年ぶりとなる利下げに踏み切った。

住宅市場は反転上昇の兆しも

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大きく鈍化したことが第一に挙げられる。利上げにより、個人向け貸出が減少したことや、原油価格が上昇したことも要因のひとつだろう。住宅価格の主要指標であるハリファックス住宅価格指数、ネーションワイド住宅価格指数は、ピーク時には前年比ベースの伸びが20%を越える状態が続き、中には30%に達した月もあった。ところが、2004年以降の後の伸び鈍化により、2005年7月には、前年比でそれぞれ同1.4%、同2.6%にまで低下した。これで、個人消費への資産効果は大きく減殺されることになった。

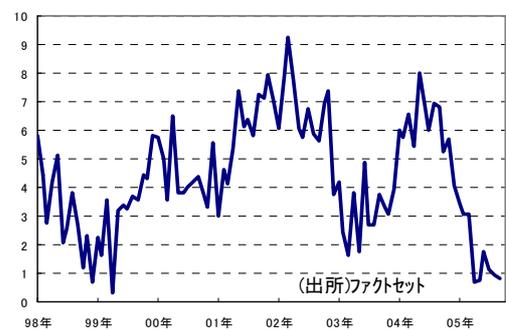
ただ、図表3-17から確認できるとおり、住宅価格の推移は「資産バブルの崩壊」といった、懸念されていたような形ではなく、横ばいに近い推移に変わっただけで、まさにソフトランディングであった。逆に最近3ヵ月は下げ止まりの兆しが見えるなど、急落のリスクは遠のいている。8月の早めの利下げが、結果として景気拡大局面の長期化を可能にしたといえる。

金融政策は当面据え置きか

また、2005年は2004年に続き大規模な公的支出が実施されており、設備投資全体の下支え要因となっている。英国ではこのところ、サッチャー政権時代に「小さくなりすぎた政府」を是正する動きが顕著で、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。雇用市場は若干軟化傾向にあるとはいえ、失業率は依然3%を下回る水準での推移が続いている。こうして見ると、足元の英国景気は「減速しつつも底堅い」状況といえる。

一方で、9月のCPIは前年比2.5%の上昇となり、現行統計が遡及できる1997年以降、最高の伸びを記録している。ただ、成長率が潜在成長率を下回るレベルで推移していることを考えると、需要面からの物価上昇圧力は小さい。原油価格さえ落ち着けばインフレ懸念は遠のくだろう。BOEは政策金利を据え置き、しばらくの間様子見姿勢を続けるものと見られる。

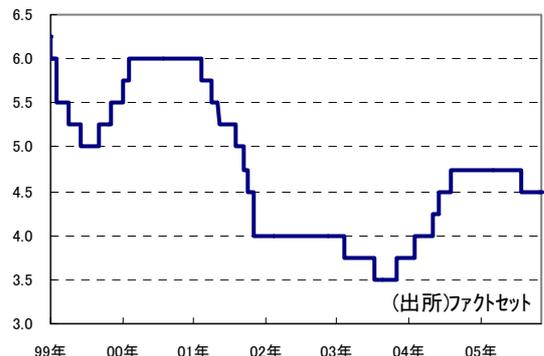
(図表3-16)英国実質小売売上(前年比)の推移



1983=100 (図表3-17)ハリファックス住宅価格指数(季調済)



(図表3-18)BOE政策金利の推移



4. 東アジア経済見通し

〈要 約〉

2006年の中国経済は、政府当局による過剰投資の抑制策、不動産価格のピークアウトなどの影響により、若干の減速を予想する。実質GDP成長率は8%台後半まで鈍化しよう。

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する一方、不動産価格抑制策を一段と強化している。固定資産投資の伸び率の水準は依然として高いものの、不動産関連投資を中心に勢いは鈍りつつあり、この傾向は2006年まで続くだろう。

個人消費は、引き続き堅調な伸びを続けるとみるが、都市部と農村部の所得格差の縮小が難しいため、投資主導社会から消費主導社会への転換は容易に進まない。他にも、エネルギー問題、環境問題など、さまざまな経済・社会問題を抱え、不安定さは拭いきれないものの、政府のマクロコントロールはなんとか軌道に乗り、過熱色が薄れる中で2006年の景気は堅調に推移しよう。

7月に切上げ後の人民元は、今のところ極めて小幅の動きに留まっている。政府は、国有銀行の不良債権処理を急ピッチで進めるなど、金融システムの強化を急いでおり、これが一段落するまでは、人民元の変動幅を極力小幅に留めたい考えとみられる。ただし、米国を中心に諸外国からの圧力も強いことから、2006年末までに5%程度の増価を見込んでおく必要があるだろう。

NIES、ASEAN経済は、基本的に堅調な回復基調の持続を予想する。

中国実質GDP成長率 : 2005年 9.4% 2006年 8.8%
 東アジア実質GDP成長率 : 2005年 6.6% 2006年 6.5%

(図表4-1) 東アジア実質GDP成長率予測 (%)

	2002年	2003年	2004年	2005年(予測)	2006年(予測)
中国	8.3	9.5	9.5	9.4	8.8
韓国	7.0	3.1	4.6	3.8	4.2
台湾	3.9	3.3	5.7	3.5	4.0
香港	1.8	3.1	8.2	5.9	5.0
シンガポール	3.2	1.4	8.4	5.0	5.2
ASEAN(4)	4.7	5.5	5.9	5.1	5.4
合計	6.3	6.2	7.4	6.6	6.5

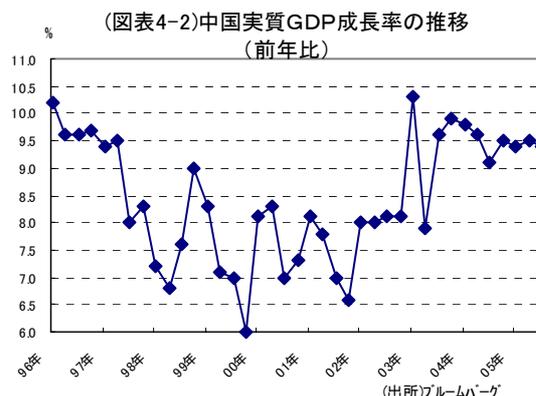
※合計については、2002年GDPをドル建てで加重平均したウェイトを用いて計算

(1) 中国経済はやや減速も8%台後半の成長を維持

不動産投資は減速基調

2005年7-9月期の実質GDP成長率は、前年比9.4%増と、9四半期連続で9%台を越える高い伸びとなった(図表4-2)。もっとも、過熱が懸念されている固定資産投資総額は、1-9月の累計で前年同期比26.1%増となり、伸び率は前年同期と比べ1.6%ポイント低下した(図表4-3)。

固定資産投資の8割以上を占める都市部の固定資産



投資額は、前年同期比27.7%増（同2.2%ポイント低下）となった。このうち、約3割を占める不動産開発投資は同22.2%増（同6.1%ポイント低下）で（図表4-4）、不動産投資の抑制が全体の伸び鈍化に繋がった形だ。

産業別の内訳を見ると、第一次産業が前年比18.7%増（伸び率は前年同期比で2.7%ポイント低下）、第2次産業が前年比18.7%増（同6.9%ポイント低下）、第3次産業が22.7%増（同0.1%ポイント低下）で、いずれも伸びは鈍化している。伸びた業種は、石炭採掘および洗浄が前年同期比76.8%増、石油、天然ガスの採掘が同31.3%増、鉄道運輸が41.1%増といったところで、政府のエネルギー政策の強化を反映した形となっている。

このように、固定資産投資は、伸び率の水準としては依然高いものの、景気過熱の元凶とされてきた不動産投資がピークアウトしつつあることから、2006年にかけても緩やかな減速基調が続くものと予想する。景気は過熱色がやや薄れ、実質GDP成長率は8%台にまで鈍化する可能性が高いとみる。

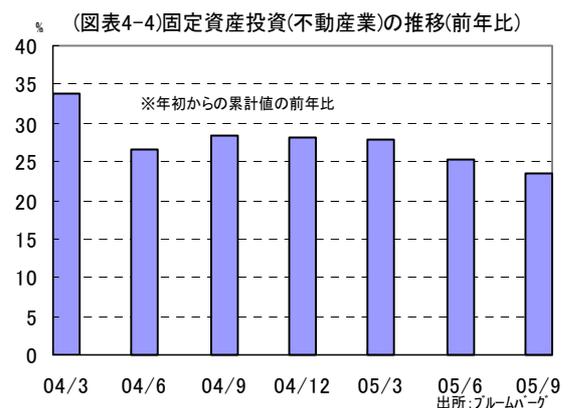
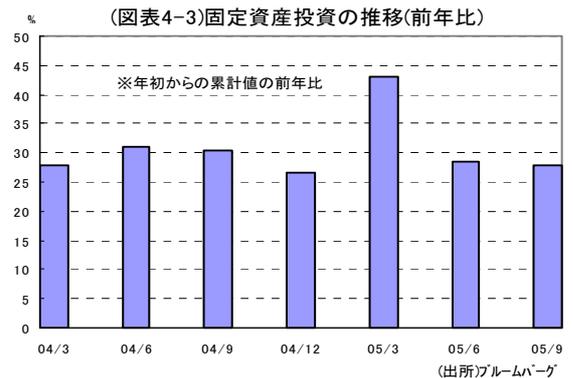
不動産投資抑制の背景には、年初来、政府が次々に打ち出してきた価格抑制策が効果を現しつつあることがある。4月には国務院が、不動産市場の諸問題を解決するよう求める意見書（八項措置）を発表、これを反映した形で、「住宅を購入後2年以内に転売した場合には、営業税の課税対象となる」「高級住宅の場合には、購入後2年以降でも課税対象」等、短期売買を制限する政策が打ち出された。10月には、国内に居住する外国人に対し、100万ドルを超える上海の不動産を購入する場合は政府の承認を義務付ける規制を設けるなど、海外からの投機的資本の流入を抑制する規制も打ち出している。

国家発展・改革委員会（国家発改委）と国家統計局が実施した調査結果によると、今年9月の全国70都市の不動産建物物件の販売価格は、前年同月比で5.5%、前月比で0.6%上昇と、上昇基調が続いていることが明らかとなっている。ただし、上昇率は低下傾向にあり、特に上海市など15都市では8月の価格より下落している。上海市の下落幅がもっとも大きく、同1.2%の低下だ。政府が不動産バブルの封じ込めに成功したと結論づけるのは時期尚早かもしれないが、一時より過熱懸念が和らいでいるのは確かとみられる。

都市部と農村部の格差縮小が急務

1-9月の社会消費財小売総額は、前年同期比で13.0%増（図表4-5）、実質ベースで同12.1%増となった。堅調な伸びが続いているが、一方で、都市部が13.4%増、農村部は9.4%増と、両者の格差拡大が続いている。国家統計局では、農業の基盤が弱いこと、食糧の増産と農民の増収が進まないことが問題だとしている。

図表4-6は、ここ数年間の都市部の1人あたり年間可



処分所得と農村部の1人あたり年間現金収入の推移を示したものだ。収入の定義にやや違いがあるが、中国の都市部と農村部における1人あたり収入格差は、2003年には3.2倍にまで拡大している。都市部には、社会保障制度を始め、諸々の支援措置があることを考えると、実質的な格差は5倍以上とも言われる。こうした貧富の差の拡大は、地方における暴動の増加、社会不安増大の一因となっている。

中国政府が目標とする、投資主導経済から消費主導経済への転換を図るためには、農村部のさらなる増収対策強化が必要だ。設備投資の伸びに支えられた景気

は不安定だ。設備投資はそれ自身需要項目だが、完成すれば供給能力となる。したがって、海外景気の不振による外需減速など、需要面になんらかのショックが生じた場合、過剰供給が不況の深刻化に繋がりやすい。消費が牽引役になれば、景気の安定性は増すというのが、中国のみならず、景気に関する一般的な考え方だ。しかし、中国の場合、これまでの高成長の恩恵が農村部の所得増に反映されるまでに、まだかなりの時間を要しそうだ。

貧富の差の拡大は、鄧小平氏の時代に「先富論（先に富める人から富む）」が唱えられた時点で予想されていたことであつた。いずれかの時点で格差の是正が必要になるとも言われていた。現状は既に、「先富」から「共富」への政策転換が必要な局面に差し掛かりつつあるといえそうだ。そもそも、市場経済に必要な各種の法整備が進んでいない中で、種々の取引の自由化を進めたことにも大きな問題があつた。機会の平等が保証されていない中での競争原理の導入が、いかがわしい手段による蓄財を可能にし、結果として収入の不均衡拡大を助長したとの批判もなされている。

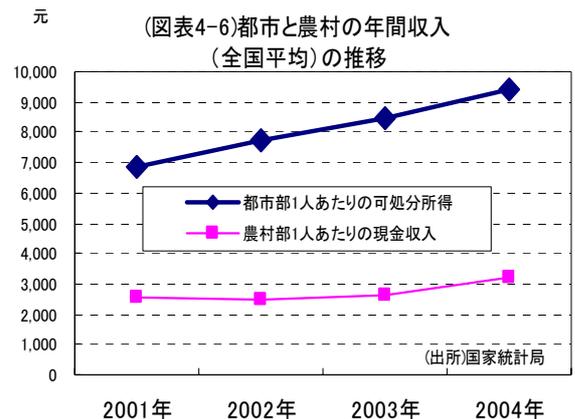
政府は中低所得者中心に減税を予定

10月に実施された、中国共産党の第16期中央委員会第5回全体会議（16期5中全会）のコミュニケでは、1人あたりGDP（国内総生産）に関する数値目標が示されたほか、「千方百計（あらゆる方策）で農民の収入増をはかる」という方針が示された。具体策のうちいくつかは、その後の高官発言等で徐々に明らかになりつつある。

中国では、2005年6月30日現在、都市に求職などのために移り住んだ農村部の労働者、いわゆる「暫定居住者」が、登録されているだけで8673万人に達している。こうした労働者は戸籍の区別、給料の不払い、超過労働などさまざまな差別を受けているのが実態だ。

公安部の高官によると、今後は農村戸籍と非農村戸籍の区別をなくし、統一した戸籍管理制度の導入を検討しているとのことだ。都市での戸籍移動に対する制限も徐々に緩和されるという。「労働者が平等になるような就業制度を徐々に形成して、社会保障や医療、教育などの問題を解決していきたい」とのことだ。こうした改革が進めば、農民の所得の底上げにも寄与するだろう。

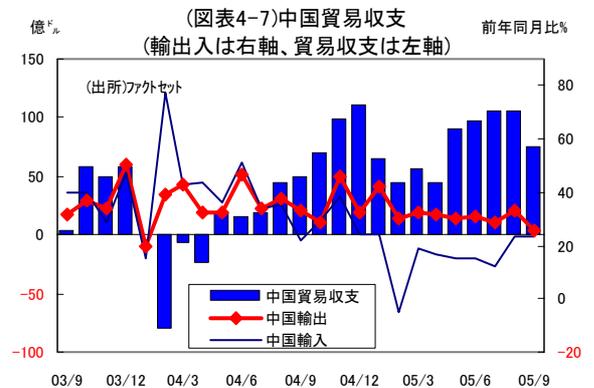
所得控除額の引き上げも検討されている。現行の所得控除額は月当たり800円で、1981年に採用されて以降、一度も変更されていない。急速な経済成長で個人所得が増加する中で、控除基準が低いまま据え置かれていたため、実質的な所得税の負担が重くなっていた。改正後は、これが1600円まで一気に倍に引き上げられる。北京市民の今年1-8月の平均月間収入は1613元であり、実現すれば中低所得者を中心に大きな減税になる。一方で当局は、「納税者背番号方式」の導入により、徴税漏れを厳しくチェックする姿勢も示している。これだけで所得税の税収が4-6倍に増加するとい



う見方もあり、合計の税収が増えるのか減るのか読みにくい部分もあるが、脱税は富裕層が中心であることを考えると、低所得者層にはいずれにせよプラスに働くことは間違いなさそうだ。政府が、国民所得の再分配策をどのように農村重視型にシフトしていくのか、今後の政策展開が注目される。

外需は引き続き堅調推移

中国の2005年1-9月累計の貿易総額は、前年同期比23.7%増の1兆245億ドルとなり、2004年より2ヵ月早く1兆ドルを突破した(図表4-7)。貿易黒字は683億ドルで、既に2004年通年の2倍強に達している。もっとも、黒字の拡大要因は輸出の増加よりむしろ輸入の減少だ。1-9月の輸出額は31.3%増で、前年同期より15.3%ポイント伸びが縮小した。一方輸入額は同16.0%増で、前年同期の同38.1%増から伸びが半減している。輸入の伸び鈍化は、今後の内需の伸び鈍化を示唆しているとの解釈もできるが、直近では8月、9月と再び伸びが再度20%を上回ってきていることから、過度な懸念は不要のようだ。



1-9月の輸出額を品目別にみると、機械・電気設備が32.9%増と大きく、輸出総額の54.7%を占める。また、原油および製品油の輸出量が大きく伸びているのも特徴だ。これについてはかねがね、石油会社が、石油製品の国内小売価格の規制を背景に、ガソリン等を市場に供給せず、価格高騰を待って輸出に回しているとの批判がなされていた。政府は8月に、石油製品の輸出を禁止する政策を打ち出している。

「5中全会」では、内需拡大等の施策により、今後5年間で国際収支の均衡を図る方針が示されているが、具体策や実現可能性については不透明な部分も多い。輸出は2006年も引き続き景気の牽引役になるとみられる。

(図表4-8)中国マネーサプライ(M2)の推移



消費者物価の落ち着き続く

9月のマネーサプライ(M2)は、前年比17.9%の伸びとなった(図表4-8)。政府目標の15%を4ヵ月連続で上回る結果で、伸びはやや加速しつつある。一方、9月の消費者物価指数は前年比0.9%の上昇で、上昇幅は2年ぶりに1%を下回った(図表4-9)。穀物の豊作により、昨年の食料価格高騰が落ち着いたことが主要因だが、素材価格高騰の影響が物価全体に波及する兆候はまだ見えない。食品以外の品目はまちまちで、公共料金(同7.5%上昇)、教育(3.9%上昇)、医療サービス(6.6%上昇)などが前年を上回ったものの、乗り物(2.0%低下)、通信(15.2%低下)などが、前年同月を下回っている。

(図表4-9)中国消費者物価指数の推移(前年比)



今のところ、インフレもデフレも差し迫った問題に

はなっていない状況だが、今後については予断を許さない状況が続こう。人民銀行としては、景気過熱、素材価格上昇によるインフレに警戒が必要な一方、過剰投資によって産み出された過剰供給力がデフレ圧力となる可能性にも目配りする必要がある。2006年中に追加利上げが実施される可能性は、現時点では低いといえよう。

国有銀行の不良債権処理進む

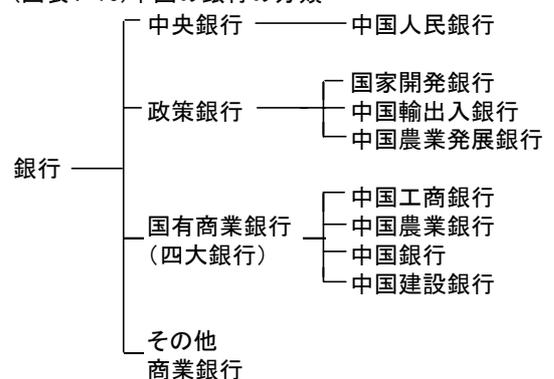
今年9月末時点における全国の商業銀行の不良債権残高は1兆2808億元となり、年初から5501億元減少した。不良債権比率は8.58%で、年初より4.28%ポイントの大幅低下である。このうち、国有商業銀行(図表4-10)の不良債権残高は1兆175億元(年初比5576億元減)、不良債権比率は10.11%(同5.45%ポイント低下)となっている。

国有商業銀行の不良債権残高が大幅に減少したのは、中国工商銀行が、4600億元の不良債権を資産管理会社に売却したことの影響が大きい。背景には、政府が中国工商銀行を早期に株式会社化し、株式上場を実現したいと計画していることがある。

WTO加盟時の合意に基づけば、2007年以降、中国の銀行は外資系銀行と対等な条件で競争しなければならない。したがって、銀行の体質強化は喫緊の課題であり、国有四大銀行の株式会社化と上場はその一環として重要視されている。中国建設銀行と中国銀行では株式会社化をすでに実現している。国有四大銀行の資産だけで、全銀行の資産の70%以上を占めることを考えると、上場は中国の金融制度改革の記念すべき大きな一歩であり、当然ながら、慎重かつ綿密な準備が必要とされる。国際的にも通用する金融システムの強化が実現するのか、今後の動向が注目される。

また、中国では国有企業の統廃合を急ピッチで進めている。政府統計によると、2005年は、私営企業の数、国有企業および外資が出資する公営企業の数、国有企業の数、国有企業および外資が出資する公営企業の数、国有企業を初めて上回った。国営企業の最大の問題は、所有者が事実上不在で、誰も経営に責任を持たず、経営効率化へのインセンティブも働かないという点にあった。中国の場合は民営企業も似たり寄ったりの問題があり、民営化すればすべて解決するというほど単純な問題ではないが、企業の経営効率化、および国の資本の効率的配分の実現に向け、着実に歩みを進めているといえそうだ。一方で、企業の統廃合の加速は、短期的には失業者の増加と貧富の差の拡大要因ともなっている。

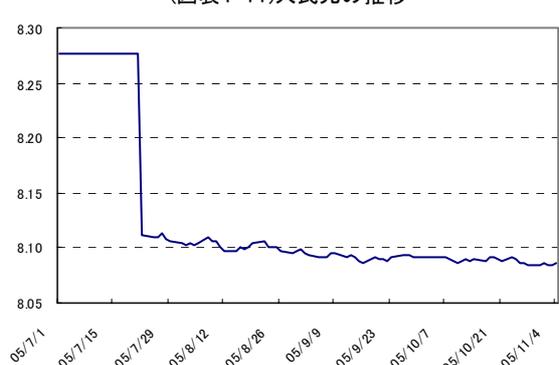
(図表4-10)中国の銀行の分類



人民元は緩やかな増価続く

中国人民銀行は、7月21日に人民元を対ドルで2.1%切上げるといふ、歴史的な決定を下した。それまでの事実上の固定レートが1米ドル=8.28元から1米ドル=8.11元と変更され、以降は毎日上下0.3%の変動を認めるというものだ。しかし、変更日以降の人民元の対ドルレートの推移を見ると、動きは思いのほか乏しく、11月までの累積の上昇幅がやっと0.3%という状況に留まっている(図表4-11)。こうし

(図表4-11)人民元の推移



出所:ブルームバーグ

た動きは、予想されていたとおりバスケット制が厳密に運用されておらず、為替相場が依然として人民銀行の厳格な管理下にあることを示している。もっとも、当局の高官は、「為替レートは既に市場で決まる形に変更されている」と再三言明している。これは、為替調節を実施しないことを意味しているというよりも、むしろ今後の調節方針を示したものだだろう。つまり、今後人民元の切上げの必要性が高まる場面でも、追加切上げという方法をとるのではなく、あたかも市場の需給で動いているかのように毎日少しずつ調節して漸進的に目標の水準に近づけるという方法をとるといふ方針を示したものと考えられる。政府としては、前述のような、4大銀行の不良債権処理の推進など、金融システムの整備がある程度進むまでは、基本的に人民元の変動幅を極力小幅に留めたい構えとみられる。

現在のペースでいけば、1年かけても累計の変動幅が1%強に留まる計算だが、既に米国などからは調節幅が不十分との声が大きくなってきている。今後、人民元を巡って政治的な緊張の高まる場面では、多少変動幅を大きくして批判をかわすという場面も出てくると見られ、2006年末までには対ドルで5%程度上昇する可能性を見込んでおく必要がある。

(2) 堅調な拡大の見込めるNIES・ASEAN経済

2006年も景気は堅調推移を予想

2006年のNIES経済は、比較的堅調な推移が見込まれる。

韓国経済は、2003年に深刻化したクレジットカードの延滞問題の影響が一巡し、個人消費が堅調な伸びを続けると予想される。原油高がインフレ要因となっており、中銀はさる10月11日に3年半以上ぶりとなる利上げを行ったが、今後はウォン高がある程度インフレ抑制要因として働こう。

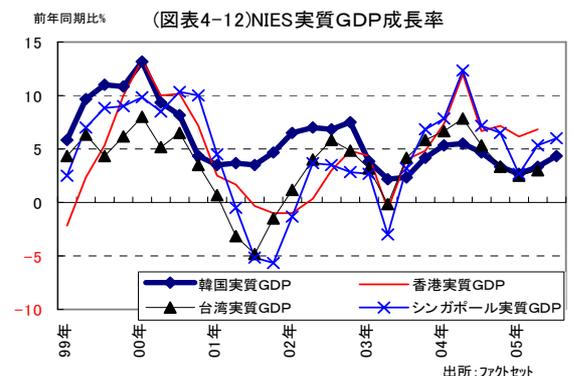
台湾は、IT需要の世界的な鈍化などの影響で、2005年の実質GDP成長率が2004年の5.7%を大きく下回り、3%台に留まる見込みだ。IT需要は今後上向くと考えられるものの、原油高の影響も残ることから、2006年も比較的緩やかな回復に留まろう。

香港は、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。好調な輸出も景気の牽引役となろう。

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いが、均してみれば2006年も堅調な成長が続くだろう。

タイは、津波災害に早魃、南部の暴動、鳥インフルエンザに原油高という悪材料が重なり、2005年の景気は減速基調にある。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、輸出の5割以上を占める電機・電子関連の輸出鈍化と、それに伴う在庫調整が2005年の成長率の下押し圧力となった。しかし、低金利と所得増に支えられて個人消費が堅調、設備投資も好調で国内最終需要の基調は強い。原油、ガスの純輸出国であることも景気の下支え要因となる。

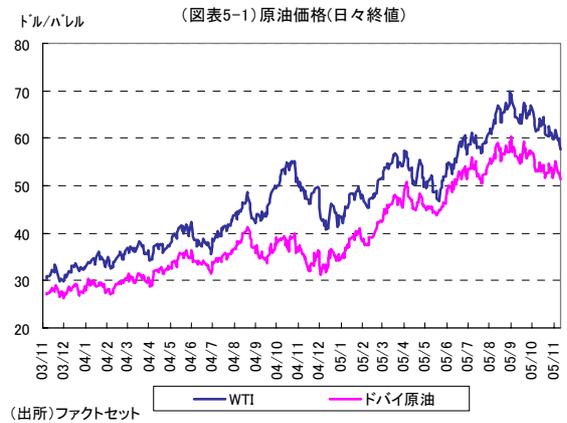


5. 原油相場見通し

(1) 目先の原油価格は上昇一服

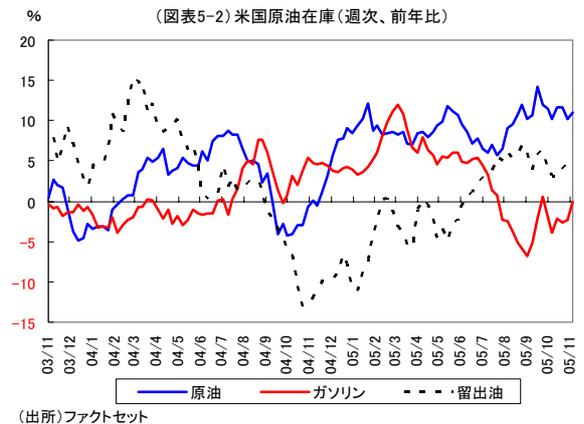
ハリケーン直後に最高値を記録

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、ハリケーン「カトリーナ」の襲来によって、メキシコ湾地域の石油関連施設が甚大な被害を受けたために、被災直後の8月30日には、一時1バレル70.85ドルと史上最高値を記録した（図表5-1）。その後は、IEA（国際エネルギー機関）による石油戦略備蓄の協調放出や、価格上昇を受けた需要減退観測、米北東部の温暖気候などを背景に徐々に低下し、10月後半からは60ドルを挟んだ展開となっている。



行き過ぎた原油高が是正された形

在庫状況（図表5-2）は、ガソリンが前年水準に戻りつつあり、ドライブシーズンが終わった後、市場の注目は冬場のヒーティングオイルに移っている。ヒーティングオイルが含まれる留出油および原油の在庫は例年を上回っていることと、心配された米北東部の気候は今のところ温暖な状況が続いていることから、足元では需給逼迫感は薄らいでいる。



投機筋のネットポジションは売り持ち超過に転じており、夏場にガソリンの需給逼迫懸念をきっかけに相場を押し上げていた投機要因は大きく剥落、行き過ぎていた高値がある程度是正された形だ。

構造的な需給逼迫懸念はくすぶる

ハリケーン被害を受けた石油関連施設の復旧作業の進捗は当初の見込みよりも遅れているが、原油生産は元の水準の5割近くまで回復しており、停止しているルイジアナ州の3つの製油所は年内に再開されそう。ただし、米国が抱える構造的な問題として、製油所の精製能力不足がある。ハリケーン襲来前から米国の製油所は90%を超えるフル稼働状態が続き、メンテナンスも十分に行き渡っていないことから、火災などの事故が頻繁に起き、石油製品の供給懸念に結び付いていた。原油の在庫が満たされていても、石油製品価格の上昇につられて原油価格が上昇する状況だ。

目先、原油高が加速するリスクは低いと考えるが、米国内の製油所不足が解消されない限り、天候要因などによって、製品需給が逼迫するとの懸念はくすぶる。原油価格は下がりにくい状況が続く、WTI（年平均）で2005年に1バレル57ドル、2006年に59ドルを予想する。

(2) 長期的な需給関係からは原油価格は下がりにくい

需要予測は新興国の伸びがポイント

長期的な原油価格の方向性は、構造的な需給関係で決まる。E I A（米エネルギー情報局）の公表予測（2002－2025年）に基づいて、長期的な世界の需要と供給の動向を分析し、将来的な原油価格の方向性を探ってみた。

E I Aの需要予測は、2002－2025年の間、年1.9%のペースで増加。2002年の日量78百万バレルから、2025年に同119百万バレルまで増加すると予測されている（図表5-3）。中国やインドなどの新興国で著しい経済成長に伴う旺盛な需要が長期間続き、2025年時点では現在の2倍以上の需要量が見込まれ、世界の需要増加量の3分の2を新興国が占める。需要セクター別では、特に運輸用が2002－2025年の全原油需要増加量の61%を占めると見込まれている（図表5-4）。

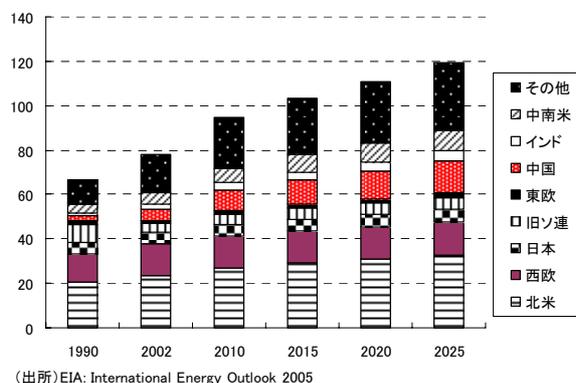
当社は需要予測における1つの大きなポイントを、中国など新興国のモータリゼーションの進展度合いだと考える。E I A予測でも、中国の運輸用の需要が大幅に伸びる予測となっている。人口に対する自動車の普及率が10%弱まで高まると見込まれているが、この値は日本の60%程度と比べるとまだ圧倒的に低く、さらに上振れする可能性も考えられる。中国の1人当りエネルギー消費量（2002年）で見ても、米国を除く先進各国の6分の1程度であるため、今後の経済発展によっては、キャッチアップのスピードが加速する余地は大きい。

供給予測はO P E Cの動向がカギ

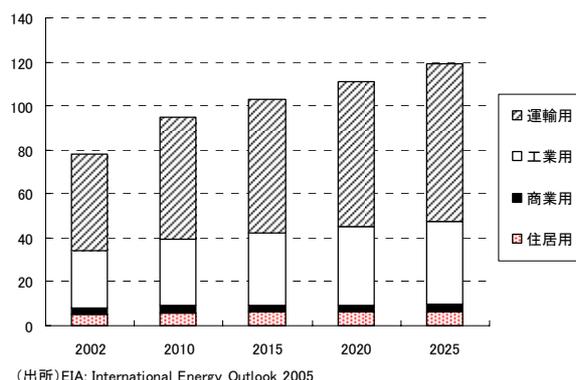
E I Aの供給予測は、世界の原油生産能力が2002年の日量80百万バレルから2025年には同122.2百万バレルに拡大し、需要量をちょうど賅うレベルで推移する予測となっている（図表5-5）。生産量増加の6割はO P E Cに期待されており、O P E Cの生産能力は年2.7%ペースで拡大し、2002年の日量31百万バレルから2025年に同56百万バレルになる。まず非O P E C諸国の供給量を予測し、将来の各年の需要量とのギャップをO P E C諸国の供給増によって埋めるという前提に立っているようだ。

確かに膨大な埋蔵量を抱えるO P E Cから、いずれ供給が出てくることで需要はある程度賅われるかも知れない。しかし、O P E Cの増産に期待している部分はやや楽観的過ぎる感がある。O P

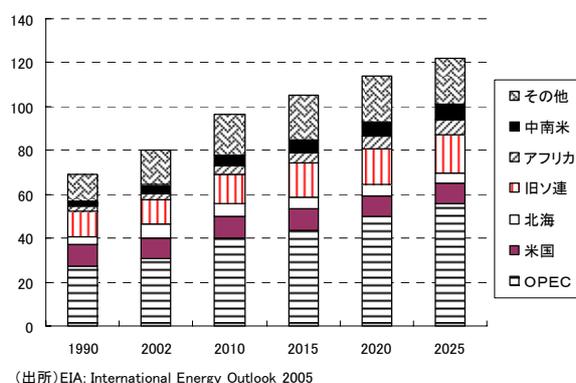
(百万バレル/日) (図表5-3) 世界の原油需要予測



(百万バレル/日) (図表5-4) 世界の原油需要予測(セクター別)



(百万バレル/日) (図表5-5) 世界の原油生産能力予測



ECはこれまで生産枠を拡大（2005年7月より日量2,800万バレル）してきたが、現在の生産余力はイラクを含めても日量200万バレル程度と乏しい。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り、生産能力化するまで供給不足気味に推移する可能性がある。また、1980年代後半の逆オイルショック時の苦い経験から、OPECが将来の価格下落を警戒して、今後も石油関連設備への投資を抑制し、供給力があまり伸びない可能性もある。現状の産油量と価格水準で、財政収入は十分に潤っているため、OPECがこれ以上の増産投資に積極的になると期待するのはやや危険かも知れない。

長期的な構造要因からは価格は下がりにくい

そのように考えると、需要の増加に対して供給は遅れがちになるので、需給はやや逼迫気味に推移すると思われる。ただし、あまりに価格が上がれば先行きの需要が減退し、供給レベルに見合った需要となる。一方、価格下落局面では、OPECが生産調整によって高値を維持し続けようとする可能性が高い。長期的な需要牽引型という構造要因からは、この先も価格は下がりにくい状況が続き、将来的な原油価格（物価上昇を加味しない現在価格ベース）は、WTIで1バレル40—60ドルの範囲で推移すると予想する。