

## 明治安田生命 2006-2007年度経済見通しについて

～企業の慎重な経営スタンスが景気回復長期化の要因に～

明治安田生命保険相互会社（社長 松尾 憲治）は、2006年1-3月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2006-2007年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

### 1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：	<u>2006年度</u> 2.8%	<u>2007年度</u> 2.6%
名目GDP成長率：	<u>2006年度</u> 2.2%	<u>2007年度</u> 3.0%

### 2. 要 点

- ①日本経済にとって長年の懸案事項であった「デフレ脱却」の実現によって、企業の期待収益率が改善傾向にある。今後も設備投資の増加傾向が続くとともに、雇用・所得環境の改善へと徐々に波及していこう。景気は民需を牽引役に自律的な回復基調が続く。
- ②ただ、過去に過剰雇用や過剰設備を抱えた苦い記憶から、企業はある程度慎重な経営スタンスを維持している。この結果、回復ペースは比較的緩やかなものとなり、結果として景気拡大局面の長期化に繋がろう。
- ③金融政策については、コアCPI上昇率のプラス幅が徐々に拡大していくことが予想され、無担保コール翌日物金利は徐々に引上げられよう。ゼロ金利解除は2006年7-9月期に実施され、2007年度末には1.5%まで引上げられると予想する。

#### 〈主要計数表〉

	2005年度 (実績)	2006年度		2007年度	
			2006/2時点		2006/2時点
名目成長率	1.7%	2.2%	2.7%	3.0%	3.3%
実質成長率	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%
成長率寄与度・内需	2.6%	2.2%	2.1%	2.4%	2.4%
・外需	0.5%	0.6%	0.6%	0.2%	0.3%

# 日本のGDP成長率・主要経済指標予測

## 1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測									
	2005年度	2006年度	2007年度	2005年度		2006年度				2007年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	3.0%	2.8%	2.6%	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
民間最終消費支出	2.3%	2.3%	2.3%	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
民間住宅投資	-0.1%	3.8%	1.4%	2.1%	1.1%	0.8%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
民間設備投資	6.6%	6.0%	7.1%	-0.2%	1.4%	1.8%	2.0%	1.8%	1.7%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%
政府最終消費支出	1.5%	0.9%	0.5%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
公的固定資本形成	-2.5%	-9.7%	-8.8%	-2.9%	-3.5%	-2.8%	-2.5%	-2.2%	-2.0%	-2.3%	-2.5%	-2.2%	-2.4%
財貨・サービスの輸出	9.2%	9.9%	6.8%	3.8%	2.7%	2.0%	2.2%	1.8%	1.5%	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%
財貨・サービスの輸入	6.7%	7.1%	6.8%	-0.6%	3.0%	1.6%	1.8%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%
名目GDP	1.7%	2.2%	3.0%	0.7%	0.0%	0.5%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
GDPデフレーター	-1.3%	-0.5%	0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2005年度	2006年度	2007年度	2005年度		2006年度				2007年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	3.0%	2.8%	2.6%	1.1%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
民間最終消費支出	1.3%	1.3%	1.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
民間住宅投資	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.9%	0.9%	1.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
政府最終消費支出	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
在庫品増加	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
純輸出	0.5%	0.6%	0.2%	0.6%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
財貨・サービスの輸出	1.2%	1.4%	1.0%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	-0.8%	-0.8%	-0.8%	0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%

## 2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2005年度	2006年度	2007年度	2005年度		2006年度				2007年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
鉱工業生産(前年比)	1.6%	4.8%	2.9%	3.0%	3.2%	4.9%	6.3%	4.1%	4.0%	2.4%	2.4%	2.8%	3.9%
消費者物価指数(前年比)	-0.1%	0.7%	0.9%	-0.5%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
除く生鮮食品(前年比)	0.1%	0.6%	0.9%	0.1%	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
国内企業物価指数(前年比)	2.1%	1.5%	1.0%	2.1%	2.8%	2.2%	1.6%	1.2%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%
完全失業率(季調済:平均)	4.3%	4.1%	4.0%	4.5%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%
為替レート(円/ドル:平均値)	113円	109円	106円	117円	117円	112円	110円	108円	107円	107円	106円	105円	105円

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

2007年度にかけての日本経済は、民需を牽引役とした自律的な回復基調が続くと予想する。日本経済にとって長年の懸案事項であったデフレ脱却の実現によって、企業の経営スタンスが今後もしつづつ前向きなものへシフトしていくことが予想され、雇用・所得環境の改善基調や設備投資の増加傾向が続くと考える。バブル崩壊以降、景気回復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がおおむね解消したことも追い風だ。

家計部門は、雇用・所得環境の改善やこれまでの株高によって、徐々に消費マインドが好転している。売上の増加が続いていること、2007年以降に団塊世代の大量退職が控えていることなどを背景に、企業の雇用不足感は次第に高まっており、雇用環境の改善基調は今後も続く可能性が高い。また、好調な企業業績を反映してボーナスが増加傾向にあるほか、新卒採用者の初任給や賃上げ率の上昇がみられるなど、所得環境も改善している。企業から家計への所得分配が進むことで消費マインドの改善が続き、個人消費が景気の主たる牽引役として寄与しよう。住宅投資は、団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期に到達しつつある中、ゼロ金利解除で金利先高感が高まると考えられること、地価が下げ止まりつつあることなどが押し上げ材料となり、増加基調を持続しよう。

企業部門は、期待成長率の増加に伴い、資本ストックを積み増すための設備投資が拡大すると予想する。各種アンケート調査を見ると、足元では企業規模の大小にかかわらず、設備投資を目的とした貸出が増加しつつあり、その目的も能力増強や研究・開発、新規事業の立ち上げなど、前向きな内容のものが多くなっている。設備投資も増勢を持続する可能性が高い。

金融政策については、コアCPI上昇率が徐々にプラス幅を拡大していくことが予想され、無担保コール翌日物金利は中立水準へ向けて徐々に上げられよう。ゼロ金利解除は2006年7-9月期に実施され、2007年度末には1.5%まで上げられると予想する。

日本実質GDP成長率：	2006年度	2.8%	2007年度	2.6%
日本名目GDP成長率：	2006年度	2.2%	2007年度	3.0%

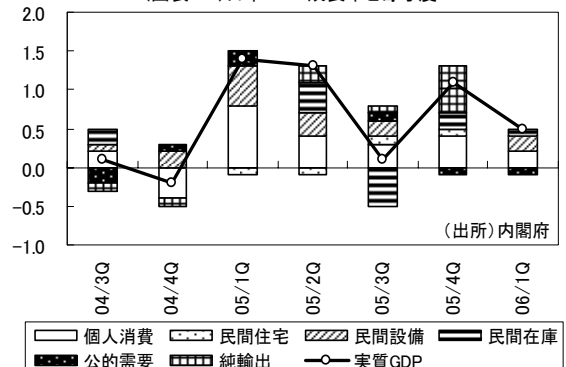
### (1) ペースは緩やかだが、息の長い景気回復が実現

#### 景気回復期間の戦後最長記録更新へ

2006年1-3月期の実質GDP成長率は前期比0.5%増と5四半期連続でプラスとなった。需要項目別に見ると、民需や輸出の増加傾向が続いており、足元の景気は国内要因、海外要因の両面から押し上げられている様子がうかがえる(図表1-1)。

特に、今回の景気回復局面で好調さが際立っているのが民需である。これまでの景気回復局面では、公共投資や輸出の拡大に支えられてきた面が大きく、

前期比(%) (図表1-1)日本GDP成長率と寄与度



公共投資の効果が弱まったり、海外景気が減速したりすれば、国内景気も腰折れするパターンが常だった。しかし、今回の景気回復局面では個人消費や設備投資といった民需が堅調に推移していることから、過去の回復局面と比べれば、景気の足腰がしっかりしている。後述のように、2006年後半には米国を中心とした海外景気のリバウンドペースが鈍化すると予想するが、民需がカバーする形で日本経済の回復基調は持続しよう。

市場では、「景気循環論から考えると、そろそろ景気のピークが来てもおかしくないのでは」、との声が聞かれる。確かに、2002年1月を谷にスタートした今回の景気回復局面では、2006年5月現在、戦後の景気回復局面の平均経過月数である33ヵ月を上回る52ヵ月目に突入している。このまま景気回復局面が続けば、今年10月には戦後最長のいざなぎ景気の57ヵ月に追いつく状況だ。しかしながら、先述のような悲観的な立場をとる向きが考慮すべき点は、今回の回復局面では、いざなぎ景気や平成景気と比べると回復のペースが極めて緩やかだという点である(図表1-2)。この背景には、バブル崩壊後、企業が過剰設備や過剰雇用、過剰債務を抱えて極端に贅肉体質となり、首が回らなくなった苦い経験から、先行きに明るさが見えてきた現状でも、なかなか慎重な経営スタンスを崩さないことがあると考えられる。こうした慎重なスタンスによって、過剰な投資や過剰な雇用が抑えられる結果、その分、息の長い回復が実現可能になるという考え方もできるだろう。

また、今回の回復局面と、いざなぎ景気や平成景気のリバウンド局面は、おおむね20年程度の間隔が開いている。景気循環論的に考えれば、10年サイクルの設備投資循環に加えて、20年サイクルの建設投資循環が同時に上向きとなっているとも考えられ、景気の基調は簡単に転換しない可能性が高い。

足元では、金融システム不安が既に過去のものとなっているほか、先述した「3つの過剰」の整理が進み、何より最大の重石だったデフレが解消寸前である。今回の景気回復局面が戦後最長記録を更新するのは間違いなく、少なくとも、予測期間中は景気のリバウンド基調が持続すると考える。

## (2) 雇用の増加で個人消費は底堅く推移

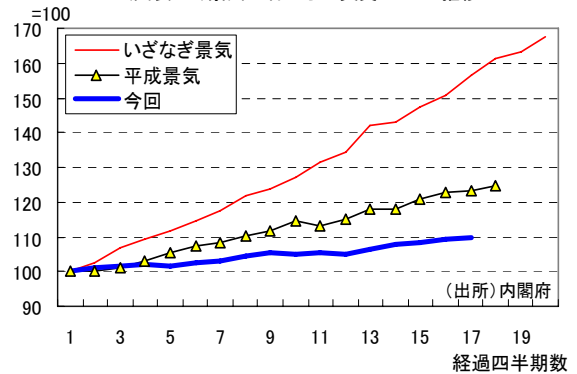
### 雇用・所得環境の改善で家計に明るさ

2005年度の個人消費は、雇用・所得環境の改善を背景に堅調に推移したが、先行きの個人消費についても明るい見方が可能だ。

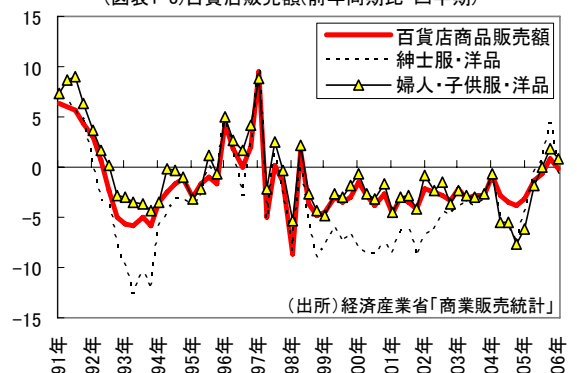
足元では、百貨店売上高が前年比でプラスに転じるなど、衣料品を中心に売上が好調だ。この背景には、女性の労働環境が改善している点があげられる。百貨店売上高を見ると、婦人衣料のほか、カバンや靴などを含む身の回り品の売上の伸びが目立つ(図表1-3)。2005年末には、寒波の影響も重なったが、女性用コートが在庫切れとなる店があらわれるなど、女性の消費意欲は高まっている。

また、紳士服関連の売上が伸びてきている点も明るい材料だ。これまで、一家の大黒柱への出費

景気の谷 (図表1-2)景気の谷からの実質GDPの推移



(図表1-3)百貨店販売額(前年同期比・四半期)



は家計支出全体の中で後回しにされがちで、景気回復期には、婦人服が伸びた後に紳士服が増加するのに対し、景気後退期には真っ先に紳士服の売上が減少する傾向があるといわれてきた。男女別に百貨店売上高の過去の推移を見ると、確かに婦人服に比べて紳士服の落ち込みが顕著な時期が目立つが、足元では紳士服の売上の伸びが婦人服のそれを上回っている。紳士服の売上増加は、クールビズやウォームビズなどの新たな販売拡大策の効果とも言えるが、家計に明るさが広がってきている証拠でもあるのではないだろうか。

## 2006、2007 年度は家計負担が兆円単位で増加

個人消費の先行きを占ううえで懸念されるのが、税金や社会保障負担の増加によって 2006、2007 年度に家計の負担が拡大する点だ。まず、2006 年度について考えてみると、家計負担を最も増加させる項目は定率減税の廃止である。これは、2006 年、2007 年の 2 年間で半分ずつ縮減される方針が決まっており、総額はおよそ 3.3 兆円（所得税 2.5 兆円、住民税 0.8 兆円）となる。既に今年の 1 月から 2006 年分の所得税縮減が始まっており、12 月にかけて 1.25 兆円の増税となる見通しだ。加えて、6 月には住民税分が縮減され、0.4 兆円の追加負担が発生する見込みだ。

その他には、4 月から国民年金保険料が月 280 円ほど引上げられているほか、介護保険料が全国平均で 800 円ほど値上げされた模様だ。加えて、7 月にはたばこ増税によって、たばこ 1 本につき約 1 円の値上げが予定されている。また、9 月には厚生年金保険料率が 0.354%（労使折半）引上げられる。これらを総合すると、2006 年度の家計負担は 2005 年度に比べて約 2.5 兆円拡大する見込みだ（図表 1-4）。

また、2007 年度についても家計負担は増加する。先述した国民年金、厚生年金保険料の引上げに加え、2007 年分の定率減税廃止が実施されるほか、たばこ増税の影響が 6 月まで続いたためだ。2007 年度の家計負担増加額は 2006 年度より縮小するものの、約 1.8 兆円にのぼると予想される。

なお、今回の予測期間中に消費税率の引き上げは想定していない。2007 年度に参議院選挙が控えていること、政府首脳から 2007 年度中の法案提出は難しいといった発言が出ていることなどから、2008 年度の法案提出、2009 年 4 月実施の可能性が高いと考えている。

## 家計負担が増加しても、所得の増加でカバー可能

家計負担の増加は個人消費にとってマイナス材料となるのは間違いない。消費税率 1%の引き上げは家計負担を約 2.5 兆円増やすと言われており、2006 年度の負担増加分はこれに見合った数値だ。ただ、当社では雇用・所得環境の改善でこれを十分にカバーできると考えている。

2005 年度も、配偶者特別控除の廃止による影響や年金保険料の引上げによって、約 1.1 兆円の家計負担が増加したとみられる。しかしながら、これ以上に所得が伸びた結果、個人消費を下押しするまでに至らなかった。GDP 統計で雇用者報酬の推移を見ると、2006 年 1-3 月期は前年同期に比べて約 6.2 兆円増加している。家計負担増加の影響を所得の増加で補った格好だ。

(図表 1-4) 今後の家計負担増加額(単位: 億円)

実施年月	内容	負担増額	
05年度	4月	国民年金保険料の引上げ	410
		雇用保険料の引上げ	1,500
		老年者控除の廃止等	2,000
	6月	配偶者特別控除廃止(住民税)	2,000
	9月	厚生年金保険料等の引上げ	2,980
1月	定率減税の縮減(所得税)	2,000	
	<b>合計</b>	<b>10,890</b>	
06年度	4月	国民年金保険料の引上げ	410
		介護保険料の引上げ	2,300
		定率減税の縮減(所得税)	12,500
		老年者控除の廃止等	2,000
	6月	定率減税の縮減(住民税)	4,000
7月	たばこ税の引上げ	1,350	
9月	厚生年金保険料等の引上げ	2,980	
	<b>合計</b>	<b>25,540</b>	
07年度	4月	国民年金保険料の引上げ	410
		定率減税の縮減(所得税)	10,500
		たばこ税の引上げ	450
	6月	定率減税の縮減(住民税)	4,000
9月	厚生年金保険料等の引上げ	2,980	
	<b>合計</b>	<b>18,340</b>	

(出所) 財務省資料等から明治安田生命作成

2006年度に関してもこうした状況が続くと考える。賃上げ額に雇用者数を乗じて雇用者報酬の増加額（概算値）を計算すると、この伸び率は実際の雇用者報酬の増加率に連動する傾向がみられる（図表1-5）。労務行政研究所のアンケート調査における賃上げ額をもとに、雇用者数の伸びが横ばいとどまるとの控え目な前提を置いて2006年度の概算値を試算すると、上昇率は2005年度を大きく上回る結果となった。賃上げが実施される場合、同時にボーナスも増加すると予想されることから、2006年度の雇用者報酬は賃上げ額以上に増える可能性が高い。さらに、雇用者数についても、2007年以降に団塊世代の大量退職を控えていることから、今後も増加基調をたどると考えられ、2006年度の雇用者報酬は2005年度の伸びを上回って増加することが予想される。2006年度は2005年度に比べて家計負担が増えるが、個人消費への影響は軽微なものに留まろう。

また、消費マインドが改善していることも個人消費を押し上げる材料となろう。2005年度はおよそ1.1兆円の家計負担増となったにもかかわらず、雇用・所得環境の改善や株高を背景に消費マインドは上昇した（図表1-6）。今後も雇用・所得環境の改善が予想されるほか、企業収益の伸びが2005年度に比べれば鈍化するものの、増益基調が続くと予想され、株価も堅調に推移する見込みだ。このため、家計負担の増加によって消費マインドが萎縮する可能性は限られよう。

税金や社会保障負担の増加はある程度個人消費を下押しする材料となるものの、雇用・所得環境の改善がそれをカバーする形で個人消費は今後も堅調に推移すると予想する。

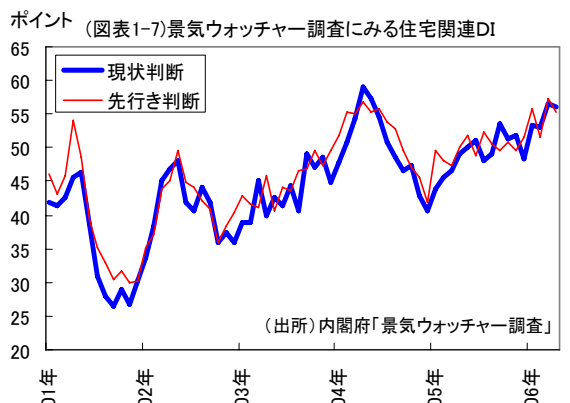
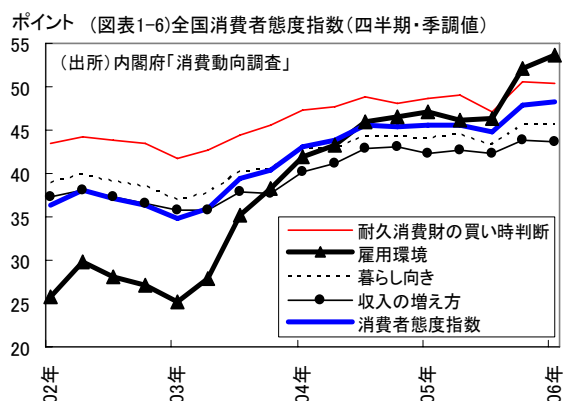
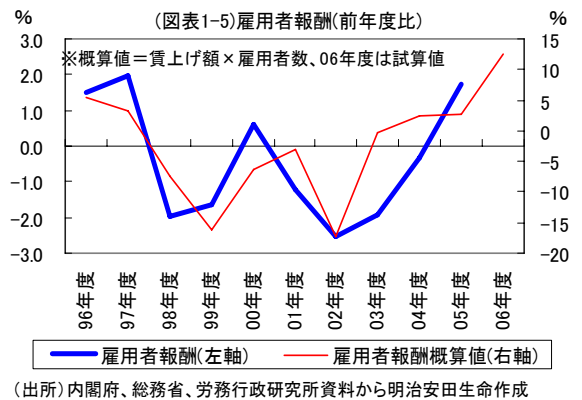
### （3）住宅投資は緩やかながらも増加基調を持続

#### 金利先高感が住宅投資を後押し

2005年度の新設住宅着工戸数は、124.8万戸と1997年度以来の高水準を記録した。同戸数は3年連続で増加しており、住宅投資は堅調に推移している。

先行きについても、住宅投資の増加基調が続く可能性が高い。街角景気を表す景気ウォッチャー調査を見ると、住宅関連の先行き判断DIは上昇基調をたどっており、明るい見方が多い（図表1-7）。

また、金利や地価などの住宅投資を取り巻く環境が良好なこともプラス材料だ。金利に関しては、日銀によるゼロ金利解除が目前に迫っているほか、その後の追加利上げも想定される状況であり（金融政策の見通しに関しては後述）、住宅ローン金利の先高感が高まりやすい。今後、将来の需要を



先取りした駆け込み需要が期待できよう。

地価についても、長年続いてきた下落傾向がようやく転換期を迎えつつあり、これまで地価下落による保有資産価値の目減りを警戒して住宅購入を控えてきた層が、この期に乗じて動き出す可能性が高い。4月の展望レポートの中で日銀が発表した加重平均ベースで見た地価（住宅地）は、前年比でプラス目前のところまで改善している。既に東京都はプラス転換しており、特に都市部での住宅需要の増加が期待される。

こうした状況に加えて、団塊ジュニア世代が、住宅取得適齢期に突入しつつある点もプラス材料である。住宅金融公庫の調査によれば、住宅取得平均年齢（2003年度）は、新築マイホームで39.3歳、新築マンションで37.0歳、建売住宅で36.5歳となっている。国立社会保障・人口問題研究所の推計では、今後、世帯主が35～39歳の世帯数が増加する見込みであり、住宅需要の押し上げが期待できる（図表1-8）。

#### （4）期待成長率の上昇で設備投資は増勢持続

##### 設備投資の増加を背景に資金需要が拡大

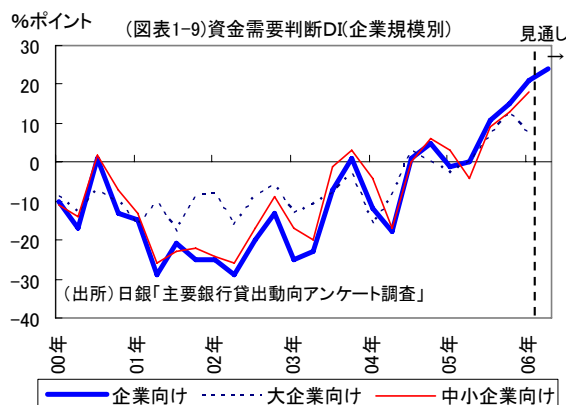
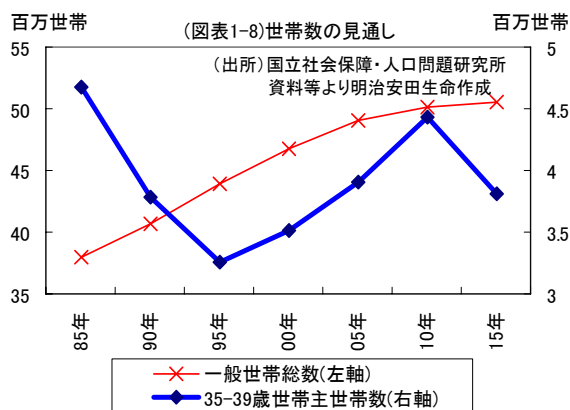
日銀が公表した4月の主要銀行貸出動向アンケート調査では、企業の資金需要判断DIが4期連続で上昇し、資金需要が徐々に拡大している様子が示された（図表1-9）。同調査では、「資金需要が増えた」と答えた銀行に、企業の資金使途についてもあわせて聞いているが、最も多かった回答は「設備投資の拡大」ということだった。これまで企業は、キャッシュフローの範囲内で設備投資を行う傾向が強かったが、外部調達による設備投資も徐々に増やし始めているようだ（図表1-10）。

企業規模別に資金需要判断DIの動きを見ると、特に目立つのは中小企業のDIの改善が顕著な点である。設備投資を増やす企業の規模や業種に広がりが見られるようになってきている点は明るい材料だ。

##### 期待成長率の上昇で設備投資は増勢が強まる見込み

内閣府が実施した企業行動に関するアンケート調査では、今後3年間の日本の実質GDP成長率見通しが前年調査の1.5%を上回る1.9%となり、4年連続でプラス幅が拡大した（図表1-11）。同見通しは日本経済の期待成長率を表すと言われており、数値の上昇は日本経済の先行きに対する企業の見方が好転している状況を示している。

期待成長率の動向は、設備投資の先行きを占う上で重要な要素である。期待成長率が上昇（低下）



（図表1-10）資金需要増加の要因

	大企業向け	中堅企業向け	中小企業向け
売上の増加	2.22	2.36	2.18
設備投資の拡大	2.44	2.55	2.18
資金繰りの悪化	1.00	1.27	1.24
手許資金の積み増し	1.22	1.36	1.24
他の調達手段からのシフト	1.22	1.09	1.12
貸出金利の低下	1.33	1.36	1.35
その他	1.22	1.18	1.12

※判断スケール：重要(3)、やや重要(2)、重要でない(1)

<数値が3に近づくほど重要度が高まる>

（出所）日銀「主要銀行貸出動向アンケート調査」

する場合、企業はその成長率に見合う水準まで資本ストックを増加（減少）させようとするため、設備投資が増加（減少）する傾向があるためだ。

資本ストック循環図で最近の設備投資と資本ストックの状況を見ると、ここ数年は原点に近い場所で円を描く動きとなっていたが、2005年末には円の中心が原点から離れる動きとなっている（図表1-12）。つまり、期待成長率の上昇によって、企業が必要と考える資本ストックの水準が上昇したことに伴い、設備投資を拡大しているということだ。上述の企業行動に関するアンケート調査では、期待成長率の上昇に呼応するように、今後3年間の設備投資見通しが改善している。

### 前向きな目的の設備投資が増加

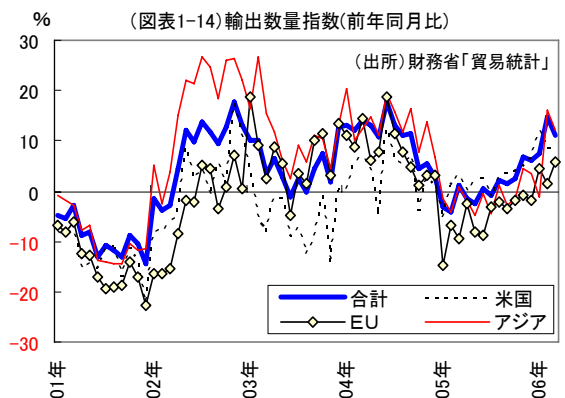
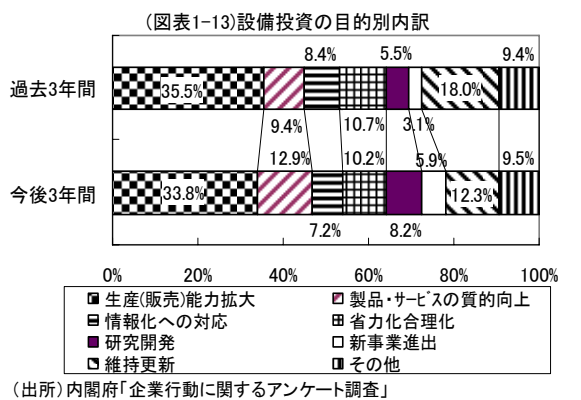
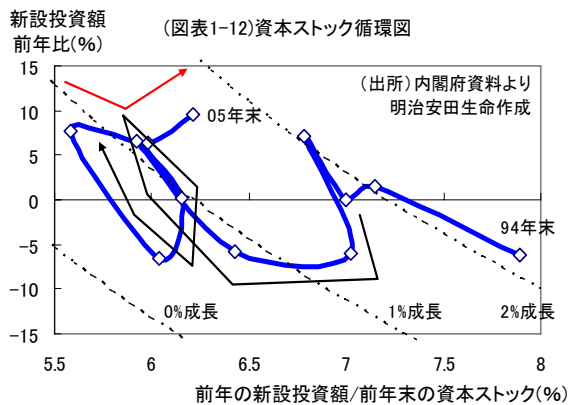
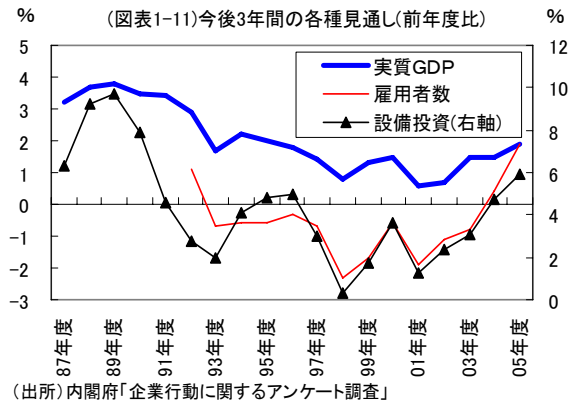
同調査では、設備投資の目的についてもアンケートを行っている。それによれば、設備投資を行う理由として、企業が最も重要と考えているのは、「生産（販売）能力の拡大」であった（図表1-13）。実質実効為替レートが過去20年間で最も円安水準で推移しており、国内生産の優位性が増していること、高付加価値製品の生産増加で、技術力の高い国内生産の重要性が高まっていることなどから、今後は国内での設備投資増加が期待される。また、「研究開発」や「新事業への進出」に対する重要度が高まっている点も注目だ。デフレ脱却が間近に迫る中、企業の経営スタンスは徐々に前向きなものへシフトしており、今後も設備投資の増加基調が続く可能性が高い。

## （5）海外景気の鈍化で輸出の増勢弱まる

### 純輸出の景気押し上げ効果はやや縮小の見込み

足元の貿易統計を見ると、好調な海外景気を反映して輸出の増加基調が続いている。地域別に輸出数量指数の伸びを見ると、景気拡大が続く米国向けが堅調に推移しているほか、景気の回復基調が強まりつつあるEU向けも持ち直している。また、輸出全体のおよそ5割を占める対アジアでも、中国向けを中心に大幅な増加が続いている（図表1-14）。

品目別に見ても、ほとんどの品目で増加傾向となっている。特に目立つのが主力の機械関連輸出品だ。





昨年央まで在庫調整局面にあった、電子部品・デバイス工業を含む電気機器が、2005年8月以降、前年同月比でプラスを続けているほか、原油高を背景に低燃費の日本車に対する人気が高まっていることから、輸送用機器のプラス幅が拡大している。

また、輸入も大幅な増加が続いている。輸入金額が高い伸びを示しているのは、原油をはじめとした素材価格上昇の影響が大きいですが、内需の堅調さを背景に数量ベースで伸びていることも影響している。

今後は、米国景気の拡大ペースが鈍化することが予想され、輸出の伸びが鈍る可能性が高い。ただ、後述のように、米国の景気拡大ペースが鈍化するといっても、潜在成長率並みの伸びは維持できると考えている。また、実質実効為替レートが過去20年間で最も円安水準で推移していることも下支えとなり、輸出が大きく下振れる事態は免れよう(図表1-15)。

一方、輸入は内需の堅調さを背景に増加基調が続く見込みだ。このため、純輸出による景気の押し上げ効果は、今後次第に弱まっていくと予想する。

## (6) IT関連財の在庫調整再燃か

### 新たな景気下押しリスク台頭の兆し

このように、国内景気は一見、順風満帆のように見えるが、先行きを予測する際に懸念すべきリスクも存在する。1つめは、米国景気の動向だ。米国の住宅価格上昇を背景とした過剰消費は持続可能なものでなく、仮に住宅価格が急落することで逆資産効果が生じ、米国景気がハードランディングする事態に陥った場合は、日本の景気も後退局面入りする可能性が高い。

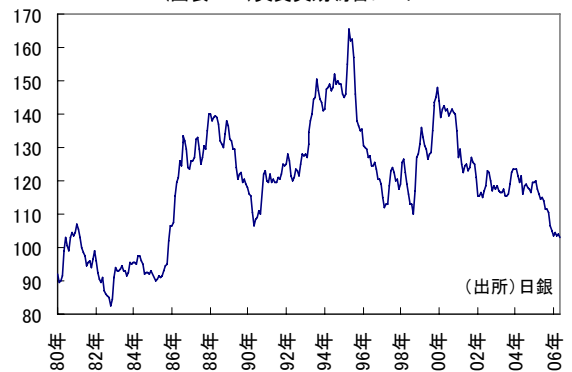
そして2つめのリスクは、原油をはじめとした素材価格の上昇である。イランのウラン濃縮成功報道などから地政学リスクが高まったことで、原油価格は再び高騰しており、4月下旬にはWTIで1バレル75ドル台まで上昇した。今後も素材価格の上昇が続くようだと、好調な企業収益を圧迫する要因となろう。

しかし、ここに来て、この2つ以外の新たなリスクが台頭しつつある。それは、2005年に終了した電子部品・デバイス工業の在庫調整が再燃する恐れだ。

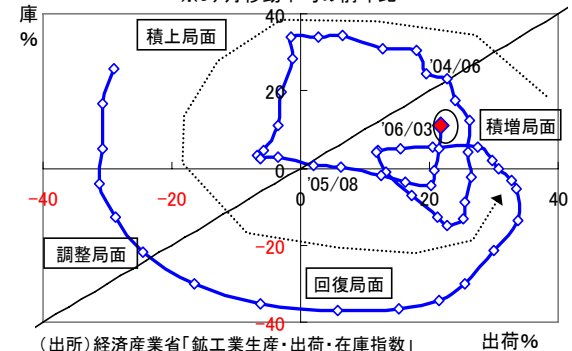
### 電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスは足元下向き

在庫循環図を見ると、電子部品・デバイス工業における前回の在庫調整は2004年6月頃に始まり、2005年8月頃まで続いた(図表1-16)。この時期、鉱工業生産指数はおおむね横ばい圏での推移となり、景気も踊り場状態が続いたが、これは同工業における在庫調整が一因だった。2005年後半、同工業の在庫調整に目処がつくと、生産指数は再び上昇基調に転じている。このように、同工業が在庫調整入りすれば、生産指数の増勢にブレーキがかかることもあ

73年3月=100 (図表1-15)実質実効為替レート



(図表1-16)電子部品・デバイス工業の在庫循環 ※3ヶ月移動平均の前年比



りうる。

足元の電子部品・デバイス工業の在庫指数を見ると、直近3月の水準は、前回の在庫調整前のピークを既に上回っている。それ以前で直近と同水準だった時期はITバブル期だ。内訳を見ると、最近の在庫増加は、同工業の在庫の約6割を占める集積回路が影響している様子がうかがえる。一方、前回の在庫調整で主役だった電子部品は、依然高水準で推移しているが、足元では低下基調だ(図表1-17)。

在庫指数の水準が高かったとしても、それが需要に見合ったものであれば問題ない。しかし、同工業の出荷・在庫バランス(出荷の伸びー在庫の伸び)の動きを見ると、2005年11月をピークに低下基調に転じている(図表1-18)。出荷・在庫バランスは生産の動きに半年程度先行する傾向があることから、今年の初夏頃にも電子部品・デバイス工業の生産がピークを迎える可能性が出てきている。

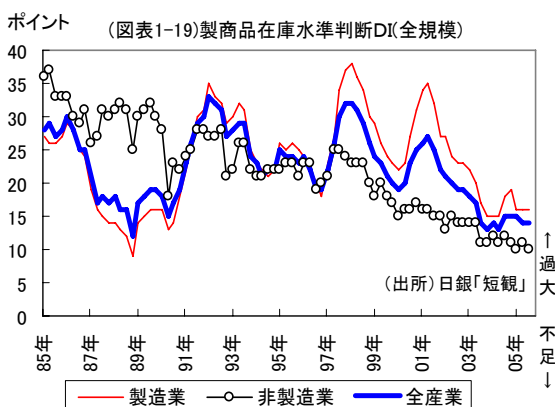
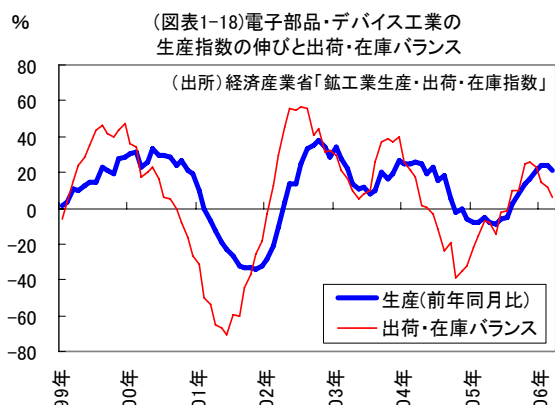
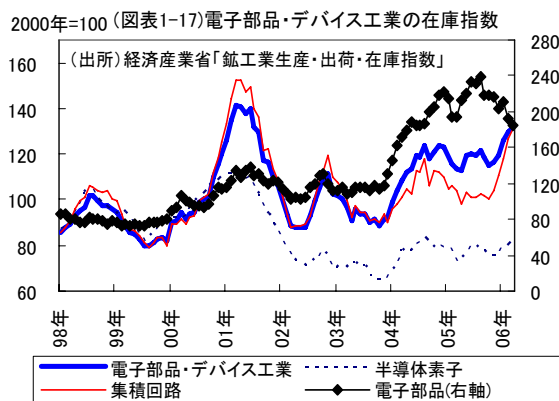
#### 但し、在庫調整による景気への影響は限定的

問題は、在庫調整局面に突入する場合、それがどの程度景気に悪影響を与えるかである。在庫水準を大幅に低下させるほどの大規模な調整となれば、景気を大きく下押しする材料となろう。

先に結論を述べると、調整は小幅にとどまり、景気への影響は限られたものにとどまる可能性が高いということだ。

このように考えるのには幾つかの理由がある。まず初めに、前回の在庫調整時と比較すると、内需が力強さを増している点だ。株高や雇用・所得環境の改善によって、家計の購買力が向上しているほか、消費者マインドも明るさを増しており、個人消費はこの先堅調に推移することが予想される。液晶テレビやDVDレコーダーなどのハイテク機器に対する家計のニーズは依然として強いが、これまではある程度価格が下落するまで購入を控えようとする動きがみられた。今後は、購買力の向上を背景にこうした潜在的な需要が湧き出てくる可能性がある。

また、デフレ脱却に伴い、企業の設備投資意欲も高まる可能性が高い。日銀短観の2006年度設備投資計画を見ても、設備投資は堅調に推移することが見込まれる。自社の競争力を維持・増強するための設備投資は勿論だが、顧客保護のためのセキュリティ対策投資など、早急に対応しなければならない案件が新たに出てきており、IT関連投資は底堅く推移することが期待される。今後予想される米国をはじめとした海外景気の鈍化で輸出の伸びが弱まったとしても、内需拡大によって在庫調整圧力をある程度緩和することができると思われる。



2点目に、電子部品・デバイス工業の在庫指数は上昇しているが、他の業種の在庫指数は依然低水準で推移している点だ。日銀短観でも示されていたように、全規模・全産業ベースの製商品在庫水準判断DIは、過去と比較して低レベルで推移しており、企業に在庫過剰感が高まっている兆候はみられない(図表1-19)。電子部品・デバイス工業で在庫調整が起こっても、他業種には生産を増やす余地があるため、生産指数の腰折れは回避できると考える。

3点目に、足元の在庫増加は、意図的に在庫積み増しが行われている可能性がある点だ。在庫増加の主因が集積回路であることは先述のとおりだが、携帯電話で集積回路の需要が旺盛な状態が続いている面があるようだ。今後、ワンセグ放送の開始に伴う新機種投入が見込まれることなどが背景にあるのかもしれない。また、ワールドカップ商戦に向けて、液晶テレビやDVD向けに在庫を積み増している企業もあるようだ。

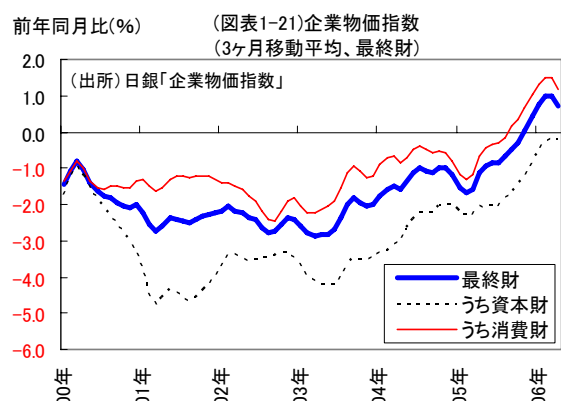
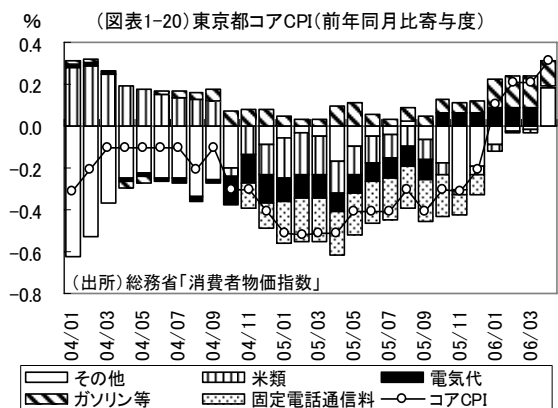
最後に、今回の出荷・在庫バランスのピークがこれまでと比べて低い点があげられる。2002年1月からの景気回復局面において、出荷・在庫バランスがピークを迎えるのはこれで3度目だが、回を追う毎にピークの山が小さくなっている。「山高ければ、谷深し」という見方があるが、そうであるなら「山低ければ、谷浅し」である。在庫調整は短期かつ軽微なものにとどまる可能性が高い。

電子部品・デバイス工業の生産は輸出に連動する傾向があることから、今後、世界景気の牽引役たる米国景気の回復ペース鈍化が見込まれることを踏まえると、同工業が在庫調整入りする可能性は高い。しかしながら、米国景気は少なくとも潜在成長率並みの伸びを維持すると予想されるほか、上述した要因もあって、生産指数は緩やかながらも上昇基調をたどると予想する。電子部品・デバイス工業の在庫調整が大幅な在庫削減を伴うものとなれば、国内景気にも大きなマイナス材料となりうるが、現時点ではその可能性は低いと見ている。

### (7) 次第に高まる物価上昇圧力

#### コアCPI上昇率はプラス幅拡大を予想

注目された4月の東京都消費者物価指数(生鮮食品を除く、以下コアCPI)は前年同月比0.3%の上昇となり、3月の同0.2%から伸び率が拡大した(図表1-20)。もともと、4月は診療報酬の引下げや電気料金の値下げが予定されていたことから、コアCPIの伸びは鈍化するとの見方が少なくなかった。しかしながら、そうした見方に反して上昇したのは、診療報酬の価格下落が小幅にとどまったこと(保険・医療はコア指数の前年比を0.04ポイント押し下げたに過ぎなかった)、予想外に電気料金が小幅ながらも前年比プラスとなったこと(光熱・水道は、ガス料金の値上がりなどもあって、0.09ポイント押し上げ)がある。また、公共サービス以外の一般サービス価格が上昇した面も大きい。4月は多くの産業で価格改定が実施されており、パック旅行や宿泊料などの教養娯楽関連サービス、授業料や補習教育などの教育関連サービスなどが伸びている。これま



での需要拡大によって企業の価格決定力が徐々に回復してきており、少しずつだが価格転嫁が進み始めた様子がうかがえる。

また、サービス価格は賃金の動きに連動する傾向がある。雇用・所得環境の好転で賃金の増加傾向が続いており、人件費の増加が価格の押し上げ要因となっている。2006年度の賃上げ率が今年度を上回る見通しであることなど、賃金が上昇基調にある点もコアCPIの押し上げ要因となろう。

同様に、財価格に関しても、価格上昇圧力が高まってきている様子を確認できる。企業物価指数を見ると、これまでは川上の素原材料価格が大幅に上昇する中でも、川下の最終財価格は前年割れが続いてきたが、昨年10月以降、川下の最終財価格もようやく前年比プラスに転じている(図表1-21)。最終消費財についても、前年比でプラス基調が続いている。企業物価段階では、コスト上昇分の価格転嫁が徐々に進展している様子がうかがえ、今後は小売段階の価格押し上げ要因になると予想する。

ただ、デフレギャップの残存や安価な外国製品の流入、企業間競争の激化など、物価上昇を抑制する材料も存在する。コアCPI上昇率はプラス幅を拡大するものの、そのペースは緩やかなものにとどまると考える。

#### 中期的な物価上昇リスクを懸念する日銀

日銀は、4月28日に「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」を発表した。ゼロ金利解除の時期が具体的に類推できるような記述はなかったものの、全体的に景気、物価の上ぶれリスクを意識した内容であり、早期利上げに向けた日銀の意欲が感じ取れた。

注目されていた、政策委員会メンバーのCPI上昇率の予想値は、2006年度が0.5%から0.6%に上方修正された(図表1-22)。また、今回初めて発表された2007年度の見通しについては0.8%上昇と、ほぼ市場コンセンサスどおりとなった。一部で囁かれていたような1%乗せは実現しなかったが、今回から、CPI見通しの前提が、「金融政策が不変」ではなく、「市場金利に織り込まれている利上げ予想」を参考にする形に変更された点は要注目だ。市場は現在、年度内に3~4回程度の利上げを織り込みつつある(図表1-23)。従来どおりの前提であれば、CPIについてはさらに高めの上昇予想が出ていたということであり、物価に対してはかなり強気の見方が示されたと言えよう。

また今回から、先行きの金融政策運営にあたっては、「先行き1~2年の経済・物価見通しのメインシナリオが持続的な成長の経路にあるか」「より長期的な視点で、バブルやデフレスパイラルなど、発生確率が低くても、もし起こればコストが高い要因はないか」という2本柱で点検する形に変更された。市場では、第2の柱の部分で、資産インフレのリスクについての懸念が示されるかが注目されていた。結局、資産インフレに限定した記述はなかったものの、「金融政策面からの刺激効果は一段と強まる可能性がある。その場合には、現在需給ギャップの水準がゼロ近傍にあること

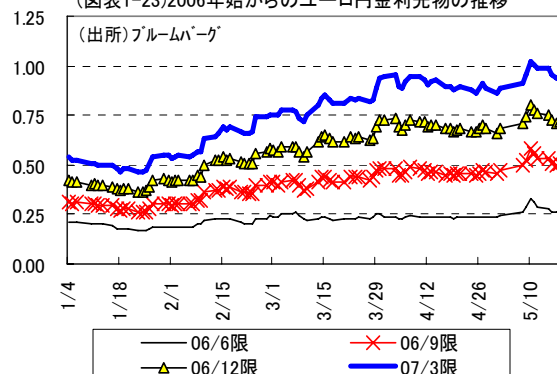
(図表1-22)日銀政策委員の大勢見通し

前年比 (%)	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2006年度	+2.1~+3.0 <+2.4>	+1.4~+1.8 <+1.5>	+0.6~+0.6 <+0.6>
10月時点の見通し	+1.6~+2.2 <+1.8>	+0.5~+0.8 <+0.6>	+0.4~+0.6 <+0.5>
2007年度	+1.8~+2.4 <+2.0>	+0.8~+1.1 <+1.0>	+0.7~+0.9 <+0.8>

(出所)日銀

※<>内は中央値

(図表1-23)2006年始からのユーロ円金利先物の推移



(出所)ブルームバーグ

から、中長期的に見ると、経済活動の振幅が大きくなり、ひいては物価上昇率も大きく変動するリスクは意識する必要がある」と、一般物価全般についての中長期的な上昇リスクが示された。

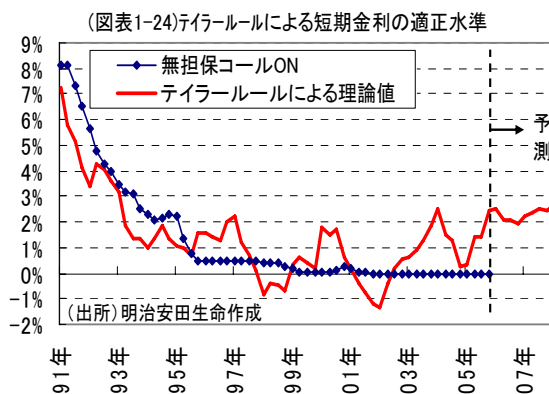
先行きの金融政策については、「無担保コールレートをおおむねゼロ%とする期間の後も、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が当面維持される可能性が高い」という表現になっている。時期の限定を避けながらも、ゼロ金利の解除に向けた前向きな姿勢が示されたと考える。「極めて低い金利水準」についての明言は避けたものの、中立金利がおそらく3%以上という点から考えると、1%程度でも十分「極めて低い金利水準」の範疇に入ってくると考えられる。年度内複数回の利上げを否定するものではないと言えよう。

### 短期金利の引上げペースは緩やかなものに

では、予測期間中に短期金利はどこまで引き上げられるのだろうか。今回の経済見通しに基づき、標準的なテイラールールを用いて、適正短期金利を試算した結果が図表1-24だ。日銀が消費者物価の前年比の伸び率の目標を2%に設定していると仮定した場合、2007年度末にかけ、適正短期金利は徐々に2.5%前後まで高まるという結果が得られた。

ただし、景気が当社の経済見通しどおりに推移したとしても、短期金利を単純にこのとおり動かすべきという結論にはならない。過去、理論的にはマイナス金利が相応しくても、名目金利はゼロ以下には下げられないことから、事実上引き締め気味の政策となっていた時期が長かった。この分を取り戻すためには、適正金利が上昇しても、しばらくは適正金利以下の低金利を続けるべきという考えもありうる。

また、今年から来年にかけての早すぎる利上げのリスクにも注意を払っておく必要がある。現在の日本経済は、ようやく芽生えたインフレ期待（デフレ予想の解消）をむしろ大事に育てていかなければならない段階である。これは日銀が辛抱強く超金融緩和を続けてきた賜物とも言えるわけで、せっかく確実になりつつあるデフレ脱却の芽を自ら摘んでしまうことのないよう、日銀は慎重な舵取りを行ってくるものと予想する。当社では、ゼロ金利政策が2006年7-9月期に解除され、その後も年度内に2度の追加利上げを見込んでいる。2007年度末の同金利は1.5%まで引上げられよう。



テイラールールによる適正金利の試算方法

$$SR(*) = P + 0.5 \times YGAP + 0.5 \times (P - P(*)) + Y(**)$$

- SR(\*) : 適正金利
- YGAP : GDPギャップ
- P : コア消費者物価指数上昇率(消費税の影響を除去)
- P(\*) : 消費者物価指数の目標上昇率(前年比2%とした)
- Y(\*\*) : 長期均衡実質金利(『平成11年度版経済白書』を参考に、1987年から1992年までを+3%、1993年以降は当社推計に従い+2.1%とした)

## 《補論》経済見通しにおけるシナリオ分析

### 直近1年間の日本経済はほぼ予想通りの推移

当社では、毎年年度始に、向こう2年間の経済見通しのシナリオをアップデートしている。2005年度始に作成したメインシナリオは、「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」というものだった。直近1年間の日本経済は、ほぼ予想通りの推移をたどってきたと認識している。今年度作成のシナリオは下記のとおり。向こう2年間は、デフレ脱却後の日本経済の回復の持続力が焦点となるが、メインシナリオは、堅調な景気拡大が続くというものだ。図1-25では、メインシナリオを中央に配置のうえ、3つのリスクシナリオを想定、合計4つのシナリオに分解・整理している。以下、順に説明する。

### 《メインシナリオ》 ～堅調な景気拡大持続～ 示現確率60%

日本の景気拡大局面は2007年度末まで持続する。日本経済は、1990年代の長期低迷の影響で、まだ3～4%のデフレギャップが残っている状態とみられる。当社では潜在成長率は2%強と試算しており、年率3%の成長が続いても、あと3年はインフレなき景気拡大が可能となる計算である。厳しいデフレ不況が念頭に残る企業が、先行き適度に慎重な投資スタンスを維持すると予想されることから、景気過熱は避けられる。

日銀は、7-9月期にゼロ金利を解除、年度内にさらに追加利上げを実施する。その後も、デフレギャップの縮小に伴い、4ヵ月に1度程度のペースで利上げを実施しよう。2007年度末の短期金利は1.5%に達すると予想する。

株価は、基本的には上昇相場が続く、ただし、米国景気の拡大ペースが鈍ると予想される2006年度後半は、やや足踏みを余儀なくされよう。

長期金利は緩やかな上昇が続くが、既に年度内3～4回の利上げを織り込んでいること、小幅のデフレギャップが残ると予想されること、企業部門に余剰資金が蓄積されやすい状況が続き、外部資金需要の回復は緩慢なペースにとどまるとみられることから、今後の上昇ペースは次第に緩やかとなる。名目GDPが3%前後の伸びが続いたとしても、長期金利の3%台が定着するのは2008年度にずれ込むだろう。

為替は、米国の利上げが打ち止めになる一方、日本では持続的に利上げが実施されることから、次第に円高トレンドに反転、2006年度末は107円/ドル、2007年度末は105円/ドルと予想する。

### サブシナリオ1： ～外的要因による減速～ 示現確率20%

住宅価格の急落や、原油高の高騰などを理由に、米国経済がリセッションに陥る。あるいは、中国経済のデフレリスクが現実のものになるといった外的要因で、日本経済も大幅な減速を余儀なくされるシナリオである。日本経済の回復の担い手であった外需が急減速し、輸出関連産業を中心に企業収益が悪化。国内の設備投資も大きく落ち込む。景気失速が中国のみならず、景気への悪影響は比較的軽微とみられるが、原油高などを背景に世界同時不況の様相を呈するパターンが最も深刻で、マーケットへの影響も大きくなる。

ただ、世界景気失速なら、原油価格も反落が予想されること、米国の場合、政府・FRBの機動的な政策対応により、リセッションは長期化しないとみられることから、2007年度後半以降は、再度景気回復に向かうと見る。

株価は急落するが、2007年度後半にかけては持ち直す。長期金利は、1%台前半まで急低下のあ

と、2007年度後半は上昇に向かう。為替は、米景気失速により、市場の注目が再び米国の巨額の経常赤字に集まると予想されることから、急速な円高が進む。2007年度後半は反転し、ドルが買い戻されよう。

**サブシナリオ2： ～内的要因による減速～ 示現確率15%**

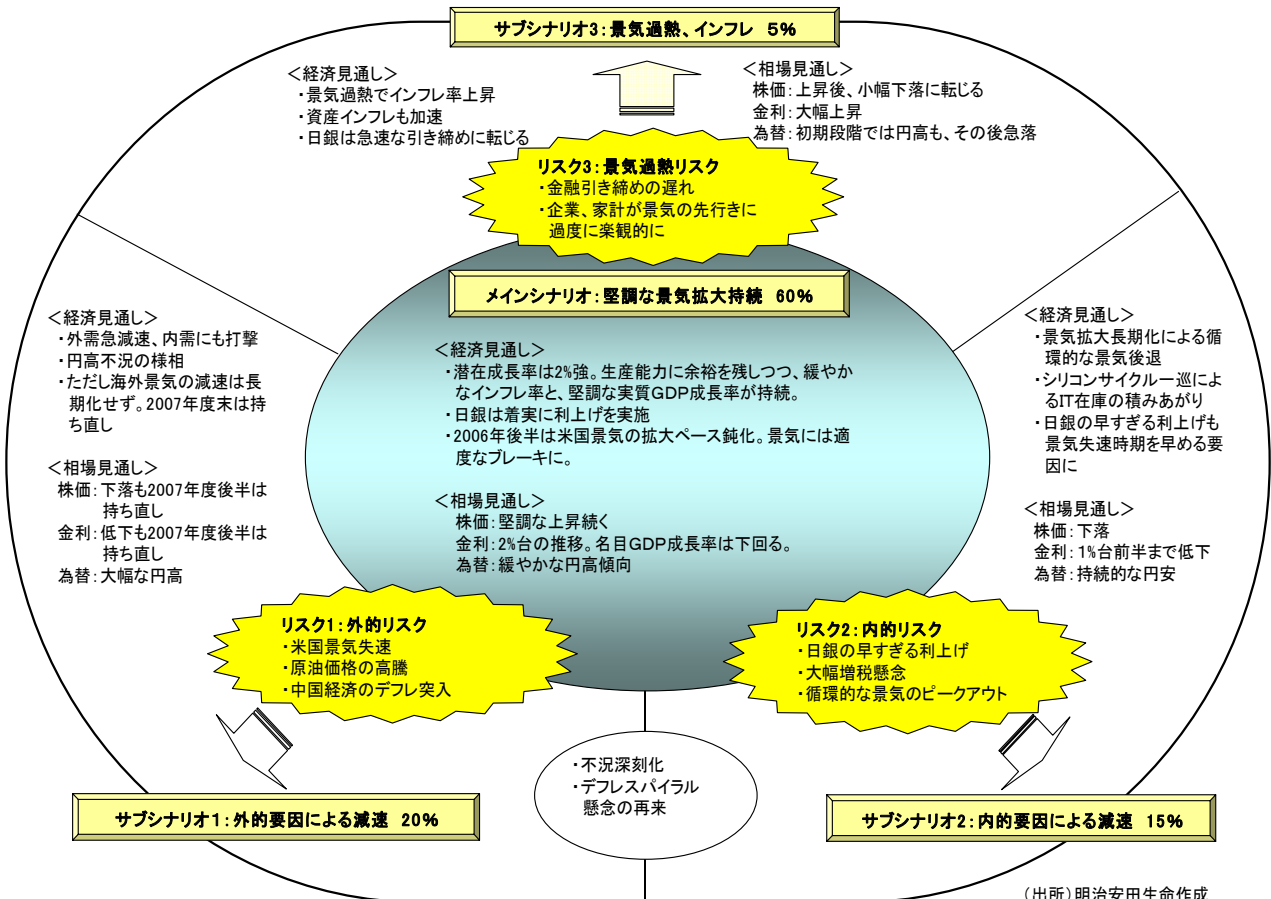
既に景気拡大局面が4年以上に達していることで、景気サイクルが成熟、在庫の積み上がりなど、次第に循環的な景気後退局面が近づく。好調が続いた設備投資も、次第に過剰供給力となってデフレ圧力となり始める。政策面では、日銀の早すぎる利上げ、大幅増税懸念などが、景気後退を早める要因となる。サブシナリオ1ほど景気後退のスピードは早くないが、回復の時期は遅れ、2007年度末まで景気低迷が続く。株価はじりじりと下落局面が続く。長期金利は低下、為替は円安が進む。

**サブシナリオ3： ～景気過熱、インフレ～ 示現確率5%**

デフレ脱却に伴い、企業や家計が先行き過度に楽観的になることで、景気拡大ペースが急速に早まる。実質マイナス金利も景気加速を後押しする。高成長が続くことで、デフレギャップは急速に縮小し、逆にインフレギャップの状態となる。日銀による金融引き締めは後手に回り、インフレ率は急上昇に向かう。このため、日銀は急速な引き締めを実施、最終的には、インフレ率の低下とともに厳しい景気後退に陥るというシナリオである。

景気過熱の初期は、株価、長期金利とも上昇、為替は円高に向かう。インフレ顕在化とともに、株価は小幅下落に転じ、長期金利は一層上昇、為替は大きく円が売られる展開となる。

(図表1-25) 2006-2007年度の日本経済シナリオ



## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

米国経済は、個人消費を中心に拡大ペースは鈍化に向かうものの、3%前後の成長ペースは維持されると予想する。むしろ2006年後半から2007年にかけての適度な鈍化によって、住宅市場の過熱感、過剰消費、インフレ圧力が和らぎ、景気拡大の持続性が高まろう。

住宅投資は、住宅価格の割高感や金利の上昇、金融機関監督当局による貸出基準厳格化などから、減速感を強めよう。ただし、住宅の実需は底堅く、バブル崩壊的なハードランディングは避けられると見ている。

個人消費は、原油高に加え、住宅価格の上昇率が鈍化することにより資産効果が弱まるため、伸びは鈍化すると予想する。ただし、雇用・所得環境は、企業の前向きな採用意欲のもとで底堅さを維持すると考えられ、年率で2%台後半の個人消費の伸びは確保されると見る。

設備投資は、個人消費が弱まる中では一段の加速は期待できないが、企業のバランスシート改善や増益基調が続くもとで、生産性向上のためのIT投資などを中心に堅調に推移しよう。

F R Bによる利上げは、景気拡大ペースの鈍化、コアインフレの落ち着き、それから金融政策の効果があらわれるまでのラグを考慮すれば、現在のF F金利5.0%で打ち止めとなる可能性が高い。その後は2007年まで様子見姿勢が続くと予想する。

米国実質GDP成長率： 2006年 3.4%、 2007年 2.9%

(図表2-1) 米国実質GDP

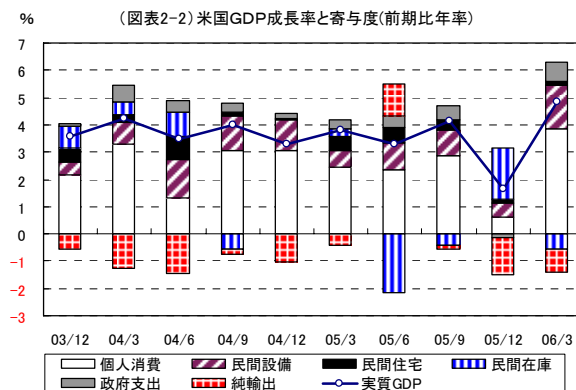
《前期比年率》	暦年ベース			2005年		2006年			2007年			
	2005年	2006年	2007年	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12
実質GDP	3.5%	3.4%	2.9%	1.7%	4.8%	3.2%	3.0%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	3.1%
個人消費支出	3.5%	3.4%	2.8%	0.9%	5.5%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.8%	3.0%
民間住宅投資	7.1%	2.1%	-0.1%	2.8%	2.6%	-1.2%	-2.3%	-1.5%	0.2%	0.8%	1.6%	2.3%
民間設備投資	8.6%	8.4%	5.9%	4.5%	14.3%	6.8%	6.5%	6.0%	5.7%	5.6%	5.8%	6.2%
民間在庫(寄与度)	-0.3%	0.1%	0.0%	1.8%	-0.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
純輸出(寄与度)	-0.3%	-0.5%	-0.1%	-1.3%	-0.8%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
輸出	6.9%	6.9%	5.8%	5.0%	12.1%	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%	6.0%	6.2%	6.5%
輸入	6.3%	7.3%	4.1%	12.1%	13.0%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	4.2%	4.4%
政府支出	1.8%	2.0%	1.4%	-0.8%	3.9%	2.1%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
内需(寄与度)	3.8%	3.9%	3.0%	3.0%	5.7%	3.6%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	3.1%
最終需要(寄与度)	4.1%	3.8%	2.9%	1.2%	6.3%	3.4%	2.9%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%	3.2%

### (1) 景気拡大ペースは鈍化するが底堅さは維持

#### 予想通り高めとなった1-3月期の成長率

1-3月期の成長率(速報値)は、個人消費が高いゲタの影響で大幅に増加し、前期比年率4.8%と大きく上振れた(図表2-2)。設備投資も前期の低い伸びから反発した。一方、住宅投資は前期に続き低い伸びにとどまり、過熱気味だった住宅市場に沈静化の動きが見える。4-6月期の成長率は、1-3月期にみられたゲタや、記録的な暖冬効果もなくなり、3%台

(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



前半まで鈍化すると見込まれる。その後も景気拡大ペースの鈍化傾向が続くが、均して見れば3%前後の成長ペースは維持されると予想する。むしろ2006年後半から2007年にかけての適度な鈍化によって、住宅市場の過熱感、過剰消費、インフレ圧力が和らぎ、景気拡大の持続性が高まろう。

## (2) 資産効果が弱まる家計部門

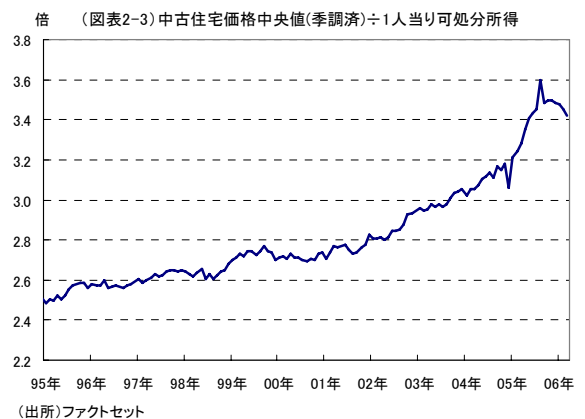
### 個人消費に係る中古住宅価格は沈静化へ

住宅着工件数、新築・中古住宅販売件数、住宅ローン申請件数など、住宅関連の指標は、一時的な暖冬効果などを除けば総じて減速方向を示している。住宅価格は新築・中古とも前年比で伸び率が鈍化、前月比では夏場以降低下に転じている。

近年の個人消費は、所有する住宅価格の上昇からくる資産効果によって押し上げられてきた面が大きい。したがって、個人消費への影響を見るうえでは、住宅関連の指標の中でも、とりわけ中古住宅価格の動向が最も重要なポイントとなる。

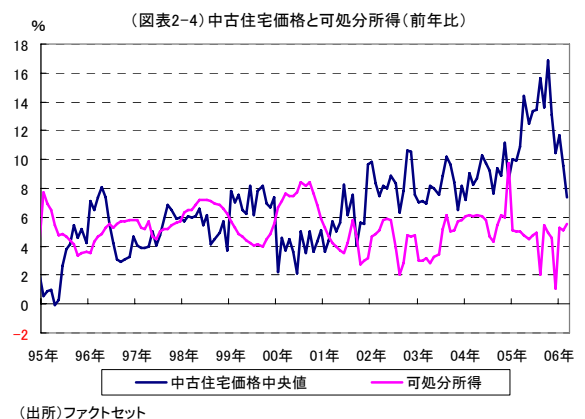
### まずは価格の割高感から住宅需要が減退

長期金利が上昇する前から、既に住宅販売件数が減少し、価格が沈静化に向かう兆しが出ていたのは、人々が価格に割高感を持ち始めたためであろう。可処分所得を月次雇用統計の雇用者数で除したものを、1人当りの可処分所得とみなし、中古住宅価格がその何倍かを見てみると、2001年頃まで2.7倍程度で安定していたものが、2005年半ばには3.5倍前後まで急速に上昇した後、頭打ちとなっている(図表2-3)。連邦住宅機関監督局の調査によると、収益還元法に基づく適正価格と比べても、最近の住宅価格は2割程度割高とのことだ。一戸建てよりも、投機的な資金が多く流入していた集合住宅、さらには東西海岸地域を中心とした高額物件ほど需要の減退が顕著となっている。



### 住宅市場はソフトランディングへ

住宅価格を下押しする要因は増えてきている。3月の中古住宅在庫／販売比率(在庫件数÷月間販売件数)は、2005年1月の3.7ヵ月分を底に、5.5ヵ月分まで高まっており、今後も販売価格の低下につながると考えられる。価格が低下し始めると、消費者はより買い控えの姿勢を強める可能性がある。住宅ローン金利は、変動金利に続いて長期固定金利も徐々に水準を切り上げてきている。また、金融機関監督当局は、2005年5月のホーム・エクイティ・ローン(住宅評価額から既存の住宅ローン残高を差し引いた部分を担保とする新規借入)に関する通達に続き、12月にはインタレスト・オンリー・ローン(当初数年間は利払いのみで元本返済は猶予)などの新型住宅ローンに関する通達を発し、金融機関に対し



て貸出基準の厳格化を促している。既にホーム・エクイティ・ローンの増加ペースは2005年半ばから鈍化しており、12月の通達は、パブリックコメント（一般からの意見募集）の期間を経て、これから実際に効いてくる。これまでのような、住宅の値上がりを前提とした無理な返済計画による貸付は、今後難しくなるだろう。

ただ、東西沿岸地域を中心に、投機目的を含めた高額物件の需要は大きく減退するものの、米国は人口増加社会であることや、ベビーブーマーのジュニア世代が住宅取得層に入ることも考えれば、住宅の実需は底堅い。中古住宅価格の大幅な下落は想定しにくく、ソフトランディングに向かう可能性が高い。過去10年間平均の可処分所得の伸びは前年比5%前後であり、中古住宅価格も2001年あたりまでは同程度の伸び率であった（図表2-4）。今後、中古住宅価格の伸びは鈍化に向かうが、前年比2桁の伸びだったものが、過去の平均に近い5%前後へ鈍化する程度にとどまると見ている。

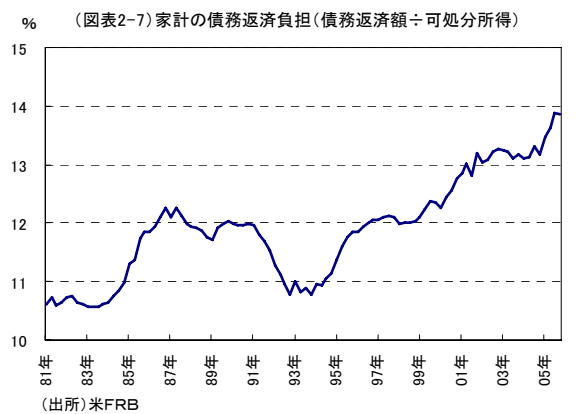
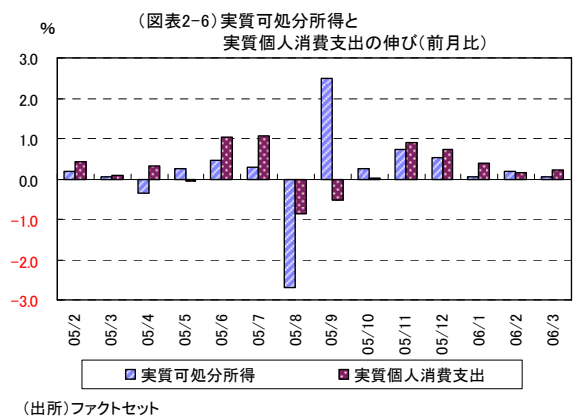
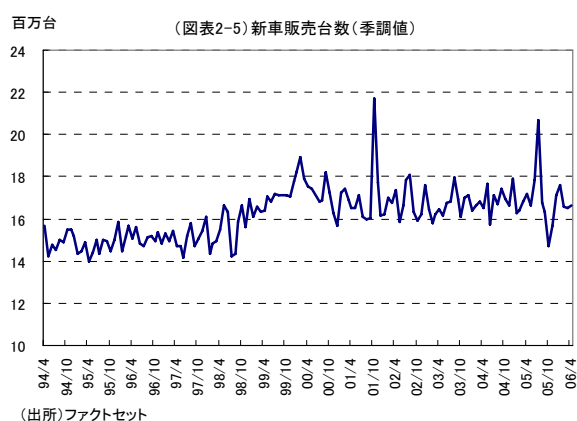
### 実質個人消費の伸びは既に鈍化しつつある

個人消費は、1-3月期のGDP成長率を前期比年率ベースで3.8%押し上げたが、前期に低迷した自動車販売の影響で、3.1%のゲタを履いていたことが大きい。自動車販売は、元々値引き販売などで月次の振れが大きく、販売台数自体はここ7年程横ばい圏内で推移しているに過ぎない（図表2-5）。月次の実質個人消費支出の伸びを見てみると、昨年11月以降、実質可処分所得と歩調を合わせる形で、既にじりじりと鈍化傾向にある（図表2-6）。

### 個人消費への資産効果は弱まる

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

また、家計の債務返済負担（債務返済額÷可処分所得）が増していることにも注意が必要だ（図表2-7）。2007年には、2004年から急速に普及したインタレスト・オンリー・ローンなどの初期返済負担軽減期間が徐々に満了し始めるため、先送りしてきた返済負担の増加が新たな消費の下押し要因となつてこよう。



### 消費者マインドは先行きの消費減速を示唆

ミシガン大学消費者信頼感指数では、現況指数が頭打ちとなる一方で、先行指数は既に低下トレンドをたどっており（図表2-8）、先行きの消費の弱まりを示唆している。特に最近では、ガソリン価格上昇によるダメージや金利上昇による債務負担が大きい低所得者層ほど、消費者マインドは低下している。

### 雇用・所得環境は底堅さを維持

一方、雇用・所得面では、非農業部門雇用者数の増加ペースが、4月にはやや鈍化したものの、平均すれば月間15-20万人増という堅調なペースを維持し、失業率は低位で安定している（図表2-9）。平均時間給の増加は、一部の高スキル職種における労働需給逼迫によるところが大きいですが、総じて雇用・所得環境は底堅さを維持すると予想され、先行き個人消費が大きく腰折れすることはなさそうだ。ISMの雇用指数は製造業・非製造業とも50ポイントを上回っており、先行きも雇用拡大の方向を示唆している。

### (3) 企業部門は堅調な成長が続く

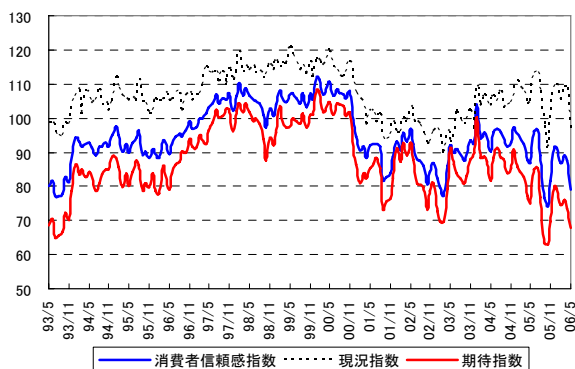
#### 製造業・非製造業とも企業マインドは良好

ISM製造業指数は、2004年の高水準からは低下したが、2005年後半にハリケーンの復興需要で上向いた後も、生産・受注指数を中心に、過去のピーク時に近い高めの水準を維持している（図表2-10）。非製造業指数が足元で上昇傾向にあるのは、鉱業や公益などがエネルギー高の恩恵を受けている部分もあるが、製造業以上に高水準で推移している。製造業・非製造業ともに、最近では日欧を含めた海外景気の拡大による輸出需要も寄与しているようだ。

#### 設備投資はIT投資を中心に堅調に推移

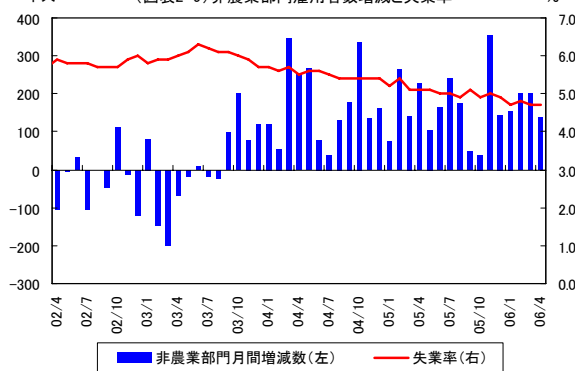
個人消費が弱まる中では、設備投資に一段の加速は期待できそうもないが、設備投資の先行指標とされる「航空機を除く非防衛資本財受注」（図表2-11）は、堅調な伸びが続いている。設備稼働率はじわじわと上昇し、82%強だった90年代の平均に近づいてきた。これまで鈍かった製造業の生産能力増強の動

(図表2-8) ミシガン大学消費者信頼感指数(実数値)



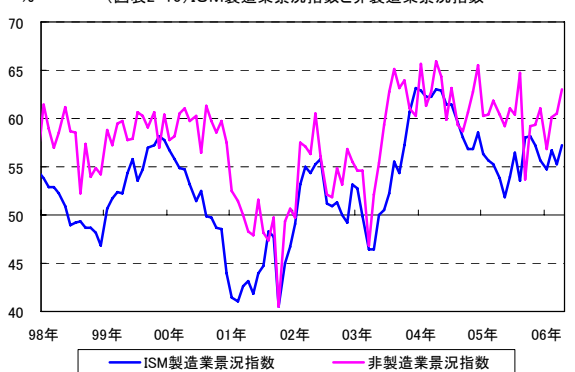
(出所)ファクトセット

(図表2-9) 非農業部門雇用者数増減と失業率



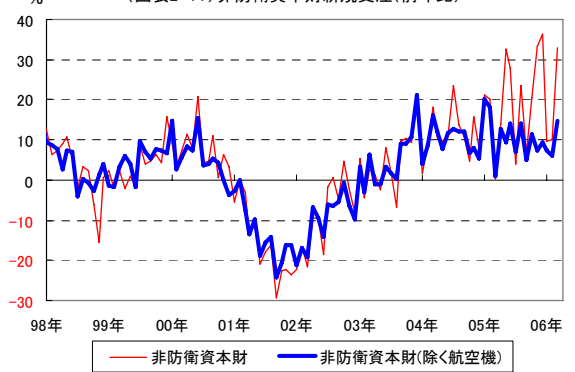
(出所)ファクトセット

(図表2-10) ISM製造業景況指数と非製造業景況指数



(出所)ファクトセット

(図表2-11) 非防衛資本財新規受注(前年比)

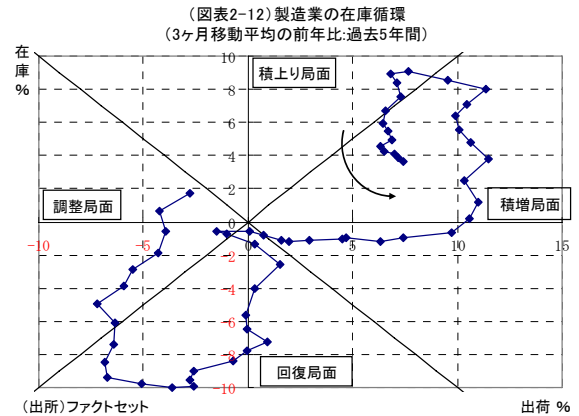


(出所)ファクトセット

きも、今後は徐々に出てこよう。企業のバランスシート改善は進んでおり、企業収益は伸び率が鈍化しながらも増益基調は続くと予想され、キャッシュフローは潤沢だ。設備投資は、生産性向上のためのIT投資などを中心に、2007年にかけて堅調に推移しよう。

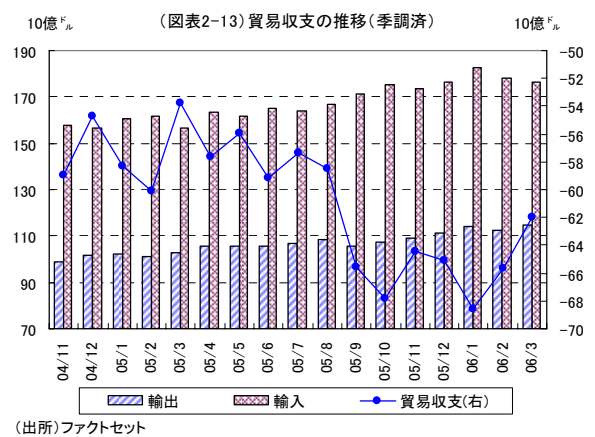
### 企業は在庫の積み増しに慎重姿勢

先行する出荷の伸びに対し、在庫の伸びは抑制気味に推移してきた。在庫循環図では、一度45度線を上に戻したいものの、足元では再度積み増しの方向に向かう兆しが見える（図表2-12）。ただし、先行き景気拡大ペースの鈍化が見込まれる中、企業は積極的な在庫積み増しには動きにくく、慎重な姿勢を続けよう。また、原材料コストが上昇する中、企業は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面もあるようだ。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、今後在庫調整があったとしても小幅にとどまり、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

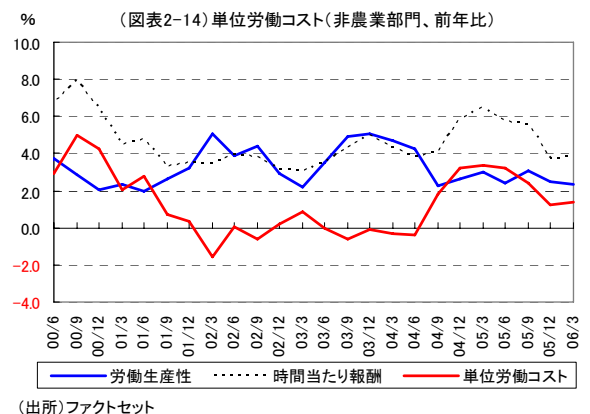
ここ数年、米国の強い内需を受けて、純輸出は赤字幅を拡大させてきたが（図表2-13）、今後は消費が弱まることなどから、輸入は緩やかな増加ペースにとどまると考えられる。一方で、日欧を含めて海外景気が拡大基調にあることから、輸出の伸びは高まりつつある。したがって、純輸出の赤字幅の一方的な拡大には歯止めがかかり、GDP成長率に対する純輸出のマイナス寄与は小幅なものに留まろう。



## (4) 利上げはいよいよ打ち止めへ

### 金融政策はますます経済データしだい

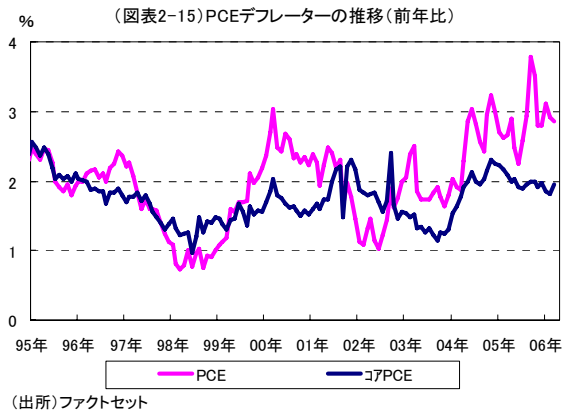
5月10日のFOMC（米連邦公開市場委員会）声明文では、住宅市場の減速リスクと、これまでの金利上昇およびエネルギー価格上昇のラグを置いた効果によって、景気がより持続可能なペースに鈍化するという予想が示された。インフレに関しては、エネルギーや他の商品価格の上昇はコアインフレ率に穏やかな影響しか与えておらず、生産性の上昇は単位労働コストの伸びを抑えると指摘している（図表2-14）。一方で、資源利用率の高まりやエネルギー価格の上昇を、引き続き潜在的なインフレ圧力とし



て警戒している。今後の金融政策については、インフレリスクに対応するために、さらなる引き締めがまだ必要かもしれないと、追加利上げへの含みを残しているものの、それは経済データ次第であると強調している。

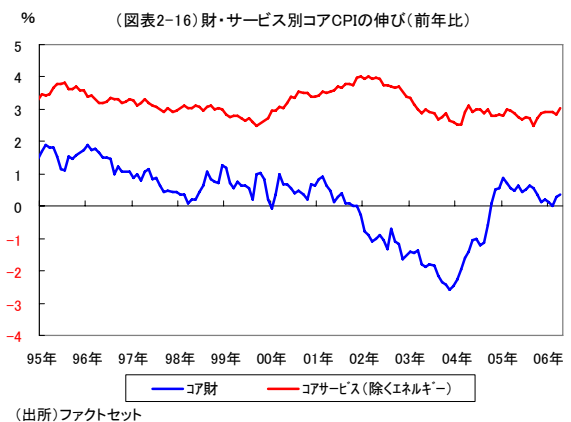
### コアインフレは落ち着いた動き

輸入物価、PPI、CPIと、物価指標のコア部分は総じて落ち着いた動きである。FRB（米連邦準備制度理事会）が最も重視するコアPCEデフレーター上昇率は、3月に前年比2.0%と、FRB高官の多くが想定している1-2%というレンジの上限にはあるものの、エネルギーや他の商品価格の上昇によって押し上げられている様子はなく、この1年は同水準で落ち着いた動きとなっている（図表2-15）。原油など資源価格の上昇は、川上に近い産業でのコスト上昇圧力とはなるが、グローバルな価格競争が激化する中、川下への価格転嫁は今後も進みにくい状況が続くだろう。フィラデルフィア連銀指数の中で、仕入価格指数は上昇しても、販売価格指数の上昇は限定的だ。ページブック（地区連銀報告）でも、企業の最終製品への価格転嫁は難しいとの報告が多い。



### 利上げは現在の5.0%で打ち止め

FRBが警戒している「資源利用率の高まり」については、今後景気拡大ペースが潜在成長率程度へ鈍化すると予想されるため、需給ギャップの縮小に歯止めがかかり、設備稼働率の上昇と失業率の低下は抑制されると考えられる。設備稼働率は緩やかに上昇してきたが、それが財価格の上昇に結び付いたという現象はみられない。コアCPIの内訳では、住宅関連費、医療費、教育費などのコアサービスの伸びが高止まりしている状態だが、コア財は前年比ゼロ%近くまで低下している（図表2-16）。失業率のこれまでの低下は、労働参加率の低下による面も大きい。雇用環境が好転すると、求職活動を諦めていた人々が労働市場に再参入すると考えられるため、この点からも失業率がさらに低下し続けることは想定しづらい。



FRBによる利上げは、景気拡大ペースの鈍化、コアインフレの落ち着き、それから金融政策の効果があらわれるまでのラグを考慮すれば、現在のFF金利5.0%で打ち止めとなる可能性が高い。その後は2007年まで様子見姿勢が続くと予想する。

### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏は、堅調な世界景気を背景とした外需に牽引され、2006年前半は企業部門を牽引役に景気回復が持続しよう。2006年後半には米国景気の鈍化の影響で、ユーロ圏の成長ペースもやや減速するが、2007年後半には再び持ち直すと予想する。

個人消費は、好調な企業収益が徐々に雇用・所得環境の改善につながると見込まれることで、回復に向かうと予想する。ただし、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、失業率の改善がゆっくりとしたペースでしか進まないと予想されることから、景気を牽引するまでの強い回復には至らない。

設備投資は、好調な外需とリストラ持続による企業収益の増加によって、2006年前半は堅調に推移しよう。2006年後半には外需減速の影響を受けるものの、米国景気の鈍化は小幅にとどまると考えられるため、底堅く推移すると予想する。

ECB（欧州中央銀行）は、原油高や過剰流動性への懸念、一部の国での不動産価格上昇などからインフレ警戒姿勢を崩していない。今後は25bpずつ年内に3回の利上げを行い、2006年末の政策金利は3.25%に達すると予想する。その後は金利をしばらく据え置くと見ている。

英国では、既に底を打った個人消費の回復が引き続き緩やかに進む。好調な外需にも支えられ、年率2.5-3.0%と考えられる潜在成長率近辺の巡航速度での経済成長が続こう。CPIもBOE（英国中央銀行）の想定する前年比プラス2%近辺で引き続き安定的に推移し、BOEは政策金利の据置きを継続すると予想する。

ユーロ圏実質GDP成長率： 2006年 2.2% 2007年 1.9%  
 ドイツ実質GDP成長率： 2006年 1.9% 2007年 1.7%

（図表3-1）欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP（前期比、06/3期は合計のみ実績）

(前期比)	暦年ベース			2006年				2007年			
	2005年	2006年	2007年	06/3	06/6	06/9	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12
ユーロ圏GDP	1.4%	2.2%	1.9%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
家計消費	1.4%	1.6%	1.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
政府消費	1.4%	1.6%	1.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
固定投資	2.5%	3.0%	2.3%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
純輸出(寄与度)	-0.2%	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

ドイツ実質GDP（前期比、06/3期は合計のみ実績）

(前期比)	暦年ベース			2006年				2007年			
	2005年	2006年	2007年	06/3	06/6	06/9	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12
ドイツGDP	1.2%	1.9%	1.7%	0.4%	0.8%	0.5%	0.8%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%
家計消費	0.2%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.2%	0.8%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.2%
政府消費	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
固定投資	0.4%	3.7%	2.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
純輸出(寄与度)	0.6%	0.6%	0.7%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

英国実質GDP（前期比、06/3期まで実績）

(前期比)	暦年ベース			2006年				2007年			
	2005年	2006年	2007年	06/3	06/6	06/9	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12
英国GDP	1.8%	2.3%	2.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%

## (1) ユーロ圏の企業業績は好調

### ユーロ圏企業は好調を持続

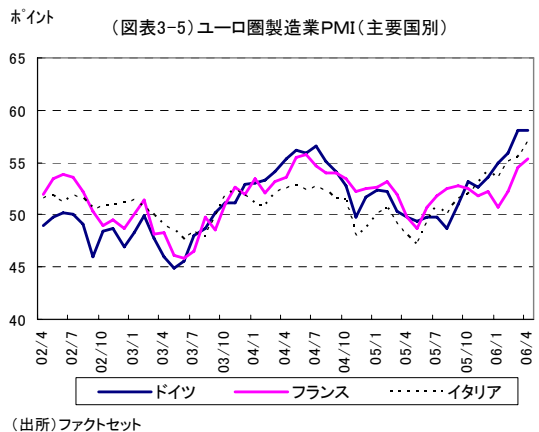
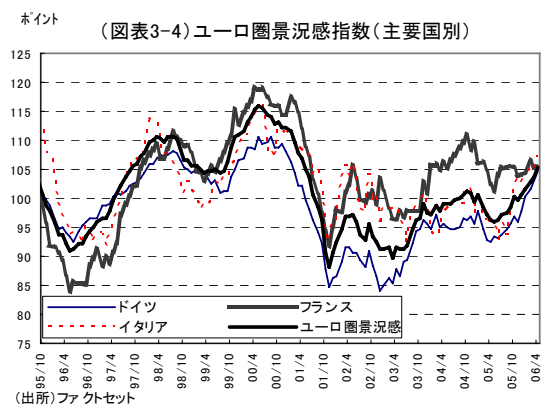
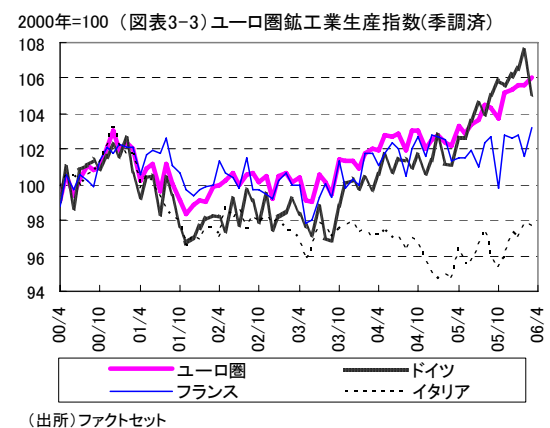
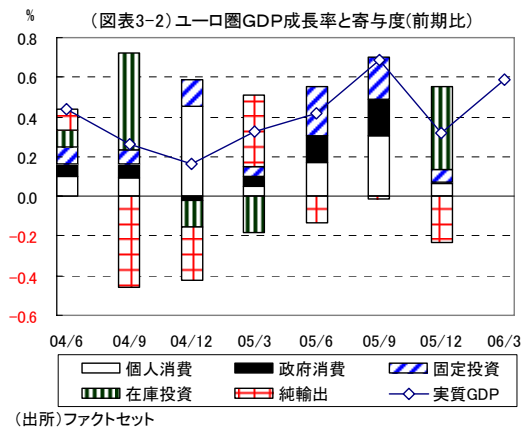
足元のユーロ圏経済は、外需に支えられた企業部門の好業績と、設備投資の伸びに牽引されて好調を維持している。1—3 月期のユーロ圏実質 GDP 速報値は、前期比プラス 0.6%、前年比では 2.0% 増の堅調な伸びとなった(図表 3-2)。前年比の伸びは 2004 年 4—6 月期以来の高水準である。

ユーロ圏鉱工業生産指数は、前月比で 5 カ月連続の上昇、前年比でも 3% を超えるなど、堅調に推移している(図表 3-3)。ユーロ圏鉱工業景況感指数も堅調な推移を示していることから、増加トレンドは途切れておらず、今後も好調を持続すると予想する。内訳を見ると、資本財が全体を牽引しており、中でもコンピューター・オフィス機器、機械が大きく伸びている。ユーロ圏内外における企業の旺盛な設備投資意欲が鉱工業生産を押し上げる構図になっているとみられる。冬場の数値は厳冬の影響で伸び悩む場面もあったものの、高品質の資本財に強みをもつドイツが、全体の牽引役となっている。

4 月のユーロ圏景況感指数は、前月比 1.7 ポイント上昇の 105.3 ポイントとなった。5 カ月連続の改善で、2001 年 4 月以来の高水準である(図表 3-4)。国別で見ると、ドイツが前月比 1.8 ポイント上昇の 104.8 ポイント、イタリアが同 2.8 ポイント上昇の 107.4 ポイントと、順調な改善が目立つ。ドイツは 2001 年 1 月以来、イタリアは 2001 年 5 月以来の高水準だ。内訳を見ると、消費者信頼感の回復はやや遅れているものの、その他の構成項目である鉱工業景況感、サービス業景況感、建設業景況感、小売業景況感にははっきりと上向いており、ユーロ圏の景気回復の裾野が広がっていることが示唆されている。

また、4 月ユーロ圏製造業 PMI も、前月比プラス 0.6 ポイントの 56.7 ポイントと、2000 年 9 月以来の高水準となった(図表 3-5)。内訳を見ると、主要指数である新規受注が 59.5 ポイント、生産が 59.3 ポイントといずれも高水準になるなど内容がよく、ユーロ圏企業の好調さが示されている。

好調なユーロ圏の企業活動を牽引しているのがドイツである。ドイツの製造業受注の 3 カ月移動平均



の推移を見ると、海外受注が大きく伸びている。また、国内受注も 2000 年半ばの水準まで回復している（図表 3-6）。好調な外需が企業業績の改善を通じて内需へ波及していることが分かる。

### 2006 年後半からは企業業績の伸びが鈍化

4 月 I f o 現況指数は、前月比プラス 1.3 ポイントの 106.4 ポイントと、1991 年 10 月以来、15 年ぶりの高水準となっており、ここからもドイツ企業の好調さを読み取ることができる（図表 3-7）。ただし、期待指数は前月比マイナス 0.4 ポイントの 105.5 ポイントと小幅低下し、依然高水準ではあるものの、現況指数を下回った。過去の動向では、期待指数が現況指数をいったん下回ると期待指数は低下トレンドに入り、遅れて現況指数も低下するというパターンもみられることから、現況指数がピークアウトする兆しが見えてきたとも言える。

また、5 月 Z E W 現況指数は前月比プラス 5.8 ポイントの 8.7 ポイントと増加した。2005 年 7 月から 11 ヶ月連続で前月比プラスとなっており、こちらも足元でのドイツ企業の好調さを裏付けている。ただ、期待指数については、前月比 12.7 ポイントマイナスの 50.0 ポイントと、4 ヶ月連続で前月比マイナスとなっており、低下傾向が鮮明になっている。過去の例では、期待指数が低下トレンドに入ると遅れて現況指数が低下トレンドに入るパターンもみられることから、ここでも現況指数がピークアウトする兆しが見えてきたと言える（図表 3-8）。

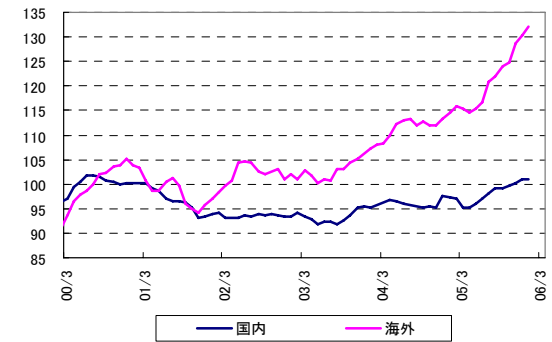
現状のユーロ圏企業景況感は各国とも高水準であり、2006 年第 2 四半期もユーロ圏企業の好調は持続すると予想される。しかし、2006 年後半には米国景気の拡大ペース鈍化が予想され、外需に主導されるユーロ圏企業業績の伸びも鈍化すると見ている。これは足元で企業景況感鈍化の兆しが見えてきていることとも一致する。ただし、米国景気は適度な鈍化にとどまると見ており、外需は底堅く推移すると予想する。緩やかな内需の回復も下支えとなり、企業業績の伸びの鈍化は限定的なものとなろう。2007 年後半には米国景気が再び上向くことによって、ユーロ圏企業部門も徐々に好調を取り戻すと予想する。

### 個人消費の回復は遅いが先行きに改善の兆し

ユーロ圏の個人消費の回復の足どりは重い、緩やかな回復へ向けての地均しは進んできている。

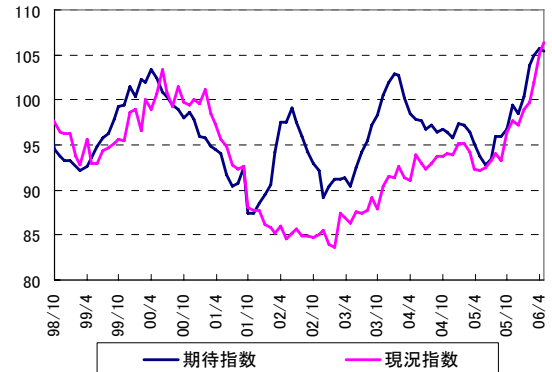
3 月ユーロ圏失業率は、8.1%と水準は依然高いものの、緩やかな改善傾向にある（図表 3-9）。しかし、4 月にフランスで若者の雇用促進策である C P E（初期雇用契約）が学生・労組の反対で廃止に追い込まれるなど、ユーロ圏での労働市場の改革の進行が遅いこともあり、企業が安価な労

2000年=100 (図表3-6) 独製造業受注(3か月移動平均)



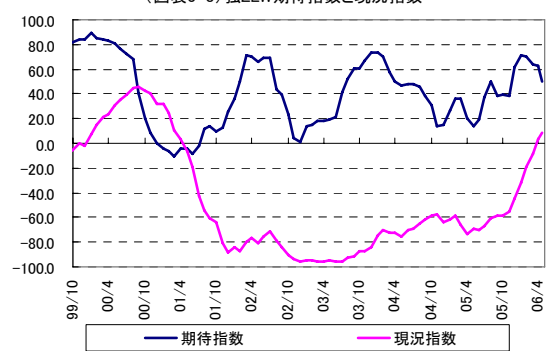
(出所)ファクトセット

ポイント (図表3-7) 独Ifo期待指数と現況指数



(出所)ファクトセット

ポイント (図表3-8) 独ZEW期待指数と現況指数



(出所)ファクトセット



働力を求めて中東欧に生産拠点を移転させる傾向は将来的にも続くとみられる。したがって、失業率の大幅な改善は望めないが、好調な企業業績を背景に、緩やかながら今後も改善傾向は持続するであろう。

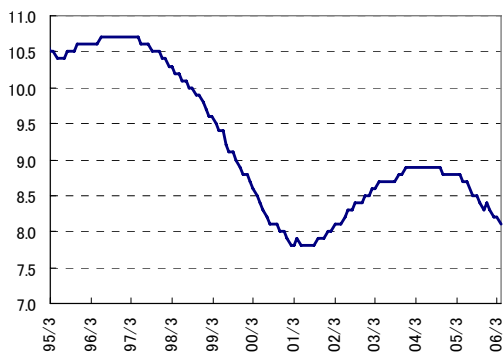
3月ユーロ圏実質小売売上高は、前年比0.2%減、前月比でも2ヵ月連続マイナスの0.8%減と不振が続いている。個人消費に明確な回復の兆しはみられないが、ユーロ圏小売業景況感指数の改善は進んでおり、4月にはマイナス0.9ポイントと、2001年1月以来の高水準を記録した。また、消費者信頼感指数も緩やかな改善傾向にある。企業部門の好調も当面持続が予想されることから、2006年第2四半期には個人消費は徐々にではあるが上向いてこよう(図表3-10)。ただし、個人消費の回復はあくまで外需が好調な環境下で見込めるものであるため、2006年後半の米国景気鈍化によって外需が減速することに伴い、回復傾向も次第に頭打ちとなろう。

2006年に個人消費を押し上げる特殊要因として、6月から約1ヵ月にわたってドイツでサッカーW杯が開催されることと、2007年1月からドイツでVAT(付加価値税)の3%引上げが予定されていることがあげられる。前者の影響は限定的であると予想されるが、後者については、2006年終盤に耐久消費財を中心とした駆け込み需要が発生し、2007年にはその反動で個人消費の押し下げ要因となることが予想される。

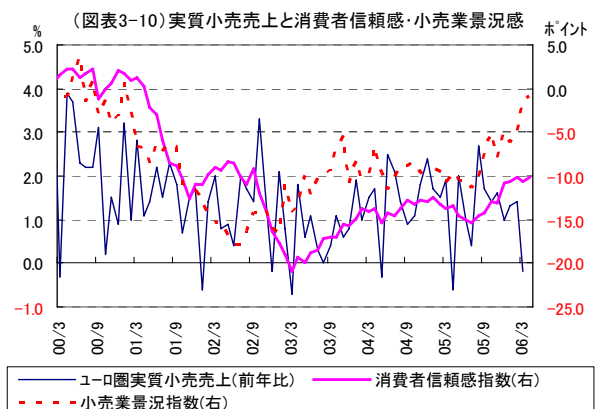
### ECBはインフレへの警戒感強める

4月ユーロ圏CPIは、4ヵ月ぶりに加速し、前年比2.4%の上昇となった。ECBがインフレ率の上限の目安としている2%を15ヵ月連続で上回っている。また、ECBはマネーサプライや民間部門貸出額の伸びを、物価安定へのリスクとして懸念しているが、3月ユーロ圏マネーサプライ(M3)の3ヵ月移動平均の伸び率は前年比プラス8.1%と、前月の同プラス7.7%から加速している(図表3-11)。さらに、民間部門貸出額は11ヵ月連続で前年比での伸びが加速し、3月に前年比プラス10.8%と、2ヵ月連続で二桁を超える伸びが続いている。民間部門貸出額の伸びの原因は住宅貸付であり、3月は前年比プラス12.1%の高い伸びとなっている。トリシェ総裁は、政策金利を据置で決定した5月の理事会後の会見で、最近金融政策を占う上でのキーワードとなっている「警戒」という言葉を3回も使うなど、6月の利上げを強く示唆した。原油高に伴うCPIの上昇に加えて、過剰流動性への懸念や、一部の国での不動産価格の上昇など、インフレ率をさらに押し上げる材料が健在であるためだ。ユーロ圏の景気も底堅く推移すると予想されることから、ECBは政策金利を25bpずつ年内

(図表3-9)ユーロ圏失業率(季調済)

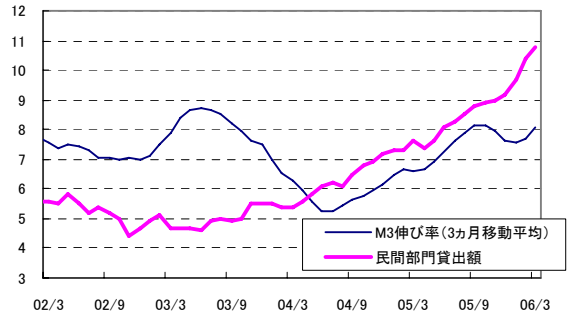


(出所)ファクトセット



(出所)ファクトセット

(図表3-11)ユーロ圏M3伸び率(3ヵ月移動平均)と民間部門貸出額の推移(前年比)



(出所)ファクトセット

に3回引上げ、2006年末までに3.25%としよう。ユーロ高の影響もあることから、その後は利上げを休止し、しばらく3.25%で据置くと予想する。

### 政局不安もユーロ圏の懸念材料

ユーロ圏では硬直的な雇用環境や、手厚い社会保障制度など、構造的な問題が国際競争力の低下につながっており、改革が必要であることはもはやコンセンサスとなっているが、主要国では構造改革を強力に推進できる政治体制となっておらず、ユーロ圏経済の懸念材料となっている。

イタリアでは4月に総選挙が行われ、プロディ氏率いる中道左派連合がベルルスコーニ氏率いる中道右派連合を破って、上下両院で過半数を獲得したが、僅差での勝利であり、上院ではわずか2議席の差しかない。中道左派連合もその中身は一枚岩ではなく、構造改革の推進には大いに疑問符がつく。

フランスではCPEを巡る大規模デモが起こったことに加え、ドビルパン首相が外相時代にライバル関係にあるサルコジ内相を失脚させようとしたとの疑惑もあり、首相の更迭説も出てくるなど、政権への国民の支持は大きく落ち込んでいる。1年後に大統領選を控え、様々な思惑が絡むなか、政権運営は停滞を余儀なくされている。

ドイツのキリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)と社会民主党(SPD)による大連立政権は、現在のところメルケル首相の外交手腕もあり、円滑な政策運営を行っているが、連立政権ゆえに大胆な政策はとりづらい状況である。

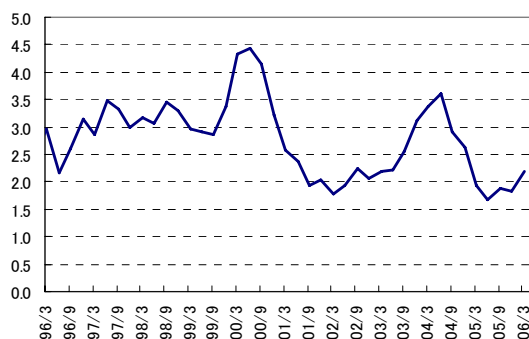
## (2) 巡航速度での成長が見込まれる英国

### 英国景気は外需も回復し巡航速度での成長へ

英国の1-3月期実質GDP成長率(速報値)は、前期比0.6%増、前年比2.2%増となった。英国の潜在成長率は2.5%-3%との見方が一般的であり、いったん落ち込んでいた成長率もほぼ潜在成長率並の水準にまで回復してきた(図表3-12)。

住宅価格の下落による、逆資産効果が下押し要因となって、成長の牽引役であった個人消費が落ち込み、英国の成長率はいったん鈍化した。しかし、住宅価格の底打ちによってすでに個人消費は下げ止まっており、雇用・所得環境もおおむね良好であることから、今後も個人消費の緩やかな回復傾向が続くと予想する。サービス業は引き続き堅調に推移し、英国経済の牽引役となろう。また、海外景気の拡大を受けた好調な外需によって、これまで不振で成長の下押し要因であった製造業に追い風が吹いてきており、個人消費の回復の遅れをカバーしよう。英国の成長は巡航速度を維持すると予想する。

(図表3-12) 英国GDP成長率(前年比)



(出所)ファクトセット

### BOEは金利を据置くと予想

潜在成長率から乖離しない巡航速度での経済成長が続き、CPIもBOEの想定する前年比プラス2%近辺で引き続き安定的に推移すると考えられることから、BOEは2005年9月以来続けている政策金利の据置きを継続すると予想する。次の一手としては、2006年後半から、利上げのタイミングを模索する展開を予想する。

## 4. 東アジア経済見通し

### 〈要 約〉

中国経済は、政府当局による投資抑制策、米国景気の拡大ペース鈍化などの影響により、勢いは若干鈍るものの、実質GDP成長率は引き続き9%を超える水準で推移しよう。

政府は、今年が初年度にあたる第11次5ヵ年計画において、過剰投資の抑制策を一段と強化する方針を示している。固定資産投資の伸び率の水準は依然として高いものの、投資制限対象に指定された業種を中心に、緩やかに伸びは鈍化に向かうとみられ、過剰供給力がデフレに繋がる事態はなんとか避けられよう。

個人消費は、前年比で10%を超える堅調な伸びを続けると見るが、都市部と農村部の所得格差の縮小は難しく、投資主導経済から消費主導経済への転換は容易には進まない。他にも、エネルギー問題、環境問題など、さまざまな経済・社会問題を抱えつつも、マクロ的には高成長を続けていくという構図が続こう。

2006年の人民元レートは、引き続き当局の厳格な管理下のもと、緩やかに増価を続けよう。政府は、漸進的に為替レート改革を進める姿勢を明らかにしており、金融システム改革などの動向を見極めたいうで、変動許容幅の拡大などの措置がとられていくものと考えられる。

中国実質GDP成長率	:	2006年	9.5%	2007年	9.2%
東アジア実質GDP成長率	:	2006年	7.1%	2007年	6.8%

(図表4-1) 東アジア実質GDP成長率予測 (%)

	2003年	2004年	2005年	2006年(予測)	2007年(予測)
中国	10.0	10.1	9.9	9.5	9.2
韓国	3.1	4.7	4.0	4.7	4.2
台湾	3.4	6.1	4.1	4.0	3.9
香港	3.2	8.6	7.3	4.9	4.0
シンガポール	2.9	8.7	6.4	6.1	6.0
ASEAN(4)	5.5	5.9	5.2	5.4	5.4
合計	6.8	7.9	7.2	7.1	6.8

※合計については、2004年GDPをドル建てで加重平均したウェイトを用いて計算

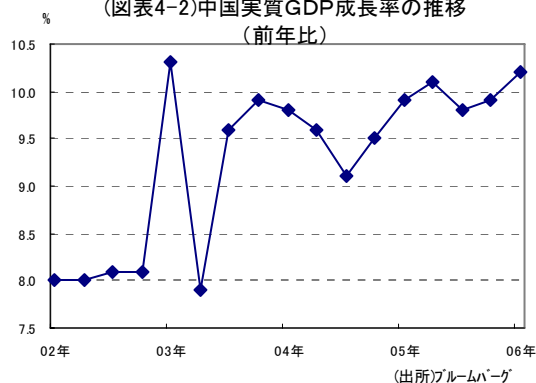
### (1) 中国は9%台の経済成長を維持

#### 中国経済の高成長続く

中国の1-3月期のGDP成長率は、前年同期比10.2%増と、10-12月期の同9.9%増を上回った。過去1年間、平均して10%以上の伸びを維持しており、依然成長率が鈍化する兆しはみられない(図表4-2)。2006年は、第11次5ヵ年計画(「十一五」、2006-2010年)の初年度であり、2006年の主な目標として、GDPの成長率が8%前後という数字が発表されているが、この目標を2%ポイント上回るスタートを切ったことになる。

内訳では、第一次産業が前年同期比4.6%増、第二次産業が同12.5%増、第三次産業が同8.7%増となっており、政府の投資抑制策にも関わらず、第2次産

(図表4-2) 中国実質GDP成長率の推移 (前年比)



業の伸びが引き続き高水準で推移している様子が示された。

中国のGDPは、3年連続で10%前後の高い伸びを持続しており、2005年のドル換算のGDPは、米国、日本、ドイツに次ぐ世界第4位に浮上している。一方で、1人当たりの平均収入はわずか1700ドルあまりで、世界でも100位前後というところが、中国経済の光と影を示している。

### 高い伸びが続く固定資産投資

1—3月期の固定資産投資は1兆3,908億元で、前年同期比27.7%増となった。増加率は2005年通年の同25.7%増から2%ポイント上昇した(図表4-3)。全体の8割を占める都市部の固定資産投資が同29.8%増、農村部は同18.1%増と、引き続き都市部の伸びが大きく寄与している。

産業別に見ると、第一次産業の投資が前年同期比47.1%増、第二次産業が同32.7%増、第三次産業が同27.5%増となっている(図表4-4)。業種別では、採鉱業が同43.2%増、製造業が36.3%増、交通運輸・倉庫・郵便通信業が29.6%増、水利・環境・公共設備管理業が22.3%増といったところだ。

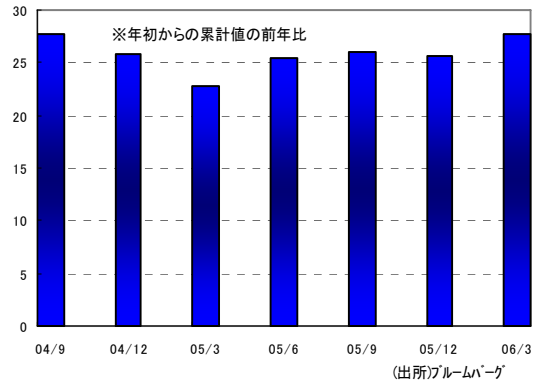
中国政府は、第11次5カ年計画の中で、過剰投資の抑制策を一段と強化する方針を示している。国内産業を奨励・制限・淘汰・その他の4つのカテゴリーに分類、個別指導を強化していくというものだ。制限産業の多くは製造業である。中国は、既に2004年から過剰投資抑制策を実施しているが、いまだに抑制効果が十分にあらわれない状況だ。背景としては、地方政府の投資抑制策への抵抗が強いことや、国内の生産要素の価格が政府により低く抑制されており、企業にとっては投資の収益性が高いこと、また、国有企業は赤字でも政府の補填が期待できることから、モラルハザードが働きやすくなっていたことなどが挙げられる。政府が一段と厳しい投資抑制策を打ち出していることで、多少減速の可能性はあるものの、企業景況感は良好で(図表4-5)、2006年も引き続き20%前後の高い伸びを続ける可能性が有力と言えよう。

### 三農問題は改善の兆し見えず

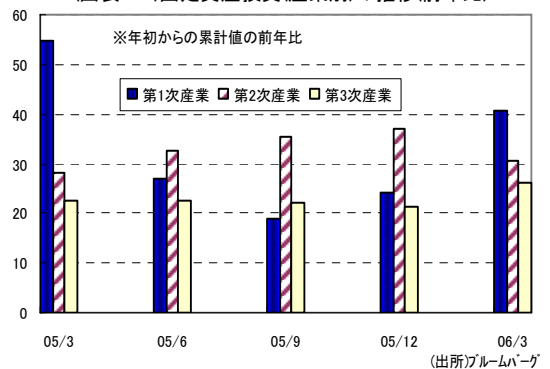
1—3月期の消費財小売総額は、前年同期比12.8%増、実質ベースでは12.2%増となった(図表4-6)。安定した伸びは確保しているものの、伸び率は2005年から高まっておらず、固定資産投資の伸びには依然大きく及ばない、投資主導経済から消費主導経済への移行の試みはまだ道半ばと言えよう。

農村部の所得が伸び悩む状況も変わっていない。政府は、「農業の振興」、「農村の経済成長」、「農民の所得増と負担減」を目指すとする、いわゆる三農問題の解決を最重点課題とする方針を示している。しかし、中国の都市部と農村部の収入格差は、2002年に3倍を超えてから、その後縮小していない。政府関係者が示した2010年の数値目標も3.23倍となっており、格差改善が容易でない

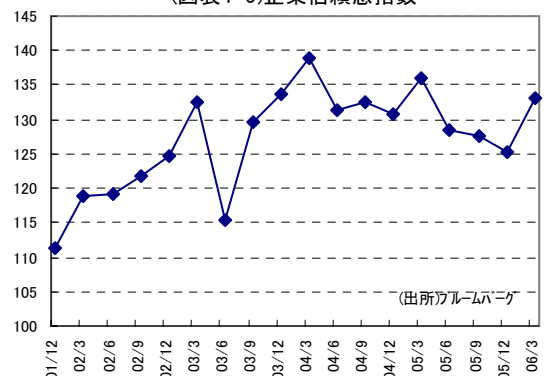
(図表4-3)固定資産投資の推移(前年比)



(図表4-4)固定資産投資(産業別)の推移(前年比)



(図表4-5)企業信頼感指数



ことを認めた形となっている。

国務院研究室がまとめた「出稼ぎ農民に関する調査報告書」によると、出稼ぎ農民のうち雇用契約を結んでいないケースが全体の30%を超え、さらに契約という概念すら知らない人が約15%に達したという。中国の農村部人口は全人口の4分の3を占めており、都市部だけが経済的に突出する状態は、社会不安の深刻化に繋がる可能性がある。三農問題は、引き続き重要な政治課題だ。

農業支援策としては、年明けから農業税が撤廃されたほか、補助金の支給や土地補償費の増額などが決定されている。2006年も格差縮小は難しいとみられるものの、都市部、農村部とも消費の伸びは拡大を続けるとみられ、全体としては2005年と同程度の伸びを確保するものと予想される。

### 外需は引き続き景気の牽引役

1-4月累計の貿易黒字は337.6億ドルと、前年同期の209.1億ドルから拡大した。貿易総額は、前年同期比24.0%増の5,147.2億ドルで、輸出額は同25.8%増の2,742.4億ドル、輸入額は22.1%増の2,404.8億ドルとなっている。中国が輸出入両面で世界経済における存在感を一段と高めている様子を示している(図表4-8)。

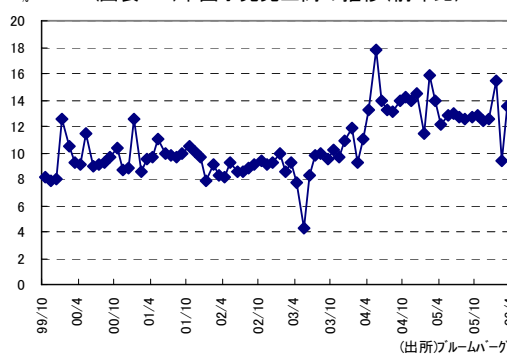
国別・地域別に見ると、最大の貿易相手はEUで、1-4月累計の貿易額は前年同期比20.5%増の786.2億ドルに達している。第2位は米国で26.2%増の772.9億ドル、第3位は日本で11.5%増の641.2億ドルとなっており、相対的に日本のウェイトが低下している。最大の貿易相手であるEUの景気回復などに支えられ、輸出は2006年も中国景気の牽引役となろう。ただし、2006年後半から2007年前半にかけては、米国景気の拡大ペース鈍化の影響で、やや伸びが鈍ると予想する。

### 物価は落ち着いた推移が続く

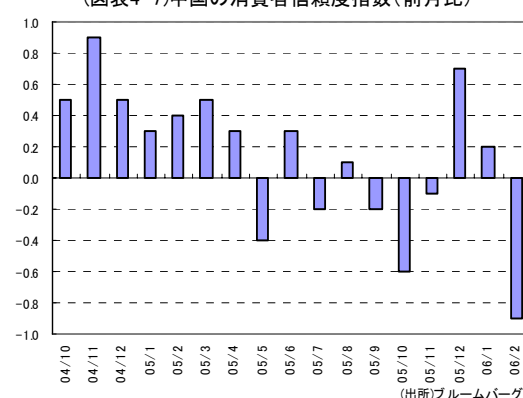
2006年4月のCPI(消費者物価指数)上昇率は、前年同月比1.2%となった(図表4-9)。うち食品価格は同1.9%で、前年同期から伸びは4.2%ポイント大きく低下した。他の品目は、住居価格が5.0%となった以外、多くは横ばいか、逆にやや低下している。CPIは1-4月の平均でも前年同期比1.2%の上昇で、食料品価格の伸び低下とともに、落ち着きを取り戻している。

中国では、ここ1年程度の間、過剰投資・過剰生産によるデフレリスクが大きな懸念材料とし

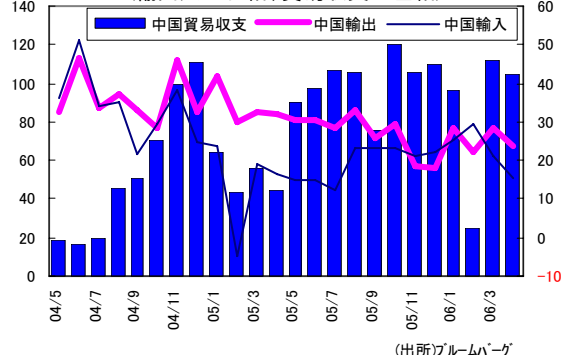
(図表4-6)中国小売売上高の推移(前年比)



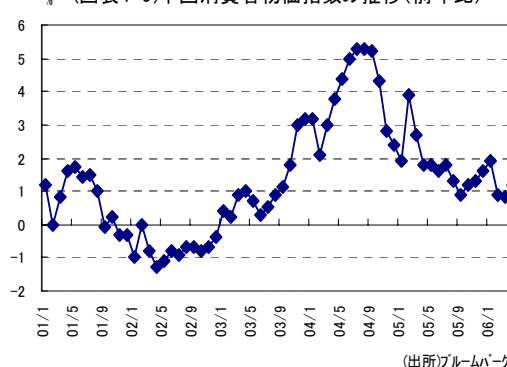
(図表4-7)中国の消費者信頼度指数(前月比)



(図表4-8)中国貿易収支 前年同月比%



(図表4-9)中国消費者物価指数の推移(前年比)

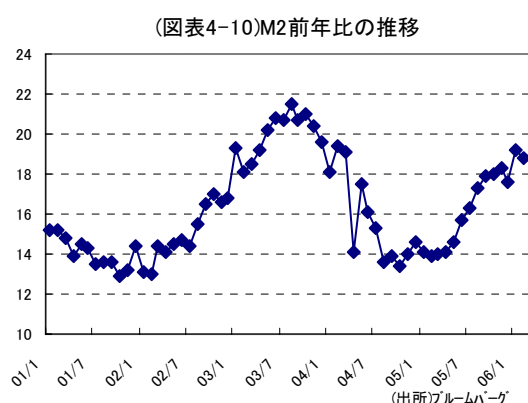


て浮上している。中国政府はここ数年、業種を絞って過剰投資の抑制を強化してきたが、これまではむしろ景気過熱を抑制するための措置と受け止められていた。設備投資は、実行段階では需要だが、完成すれば供給能力に転化する。したがって、設備投資が行き過ぎた場合、デフレを引き起こすことも可能性としてはあったわけだが、ついこの間まで景気過熱によるインフレリスクが問題とされていた中国で、デフレリスクが浮上してきたのは意外だった。ただ、国家統計局は、「今のところ、デフレ傾向を示すはっきりとしたデータはあらわれていない」と述べている。

#### 中国政府が基準金利を0.27%引き上げ

中国政府が4月27日、市中銀行が企業に融資する際の基準金利を0.27%引き上げた。3月に人民銀行の高官から、商業銀行の準備預金を注視しているとの発言があったことから、市場では4-6月中になんらかのアクションが起きるとの見方がされていたが、4月の段階での利上げは驚きだった。

中国は、建前上は変動相場制だが、日々の人民元の動きはほぼ当局の完全なコントロール下に置かれている。したがって、依然かなりの規模の元売り介入が行われていると推察される。これがマネーサプライに対する恒常的な上昇圧力として働いており、3月末のM2の伸びは前年比18.8%と、人民銀行の目標値である16%を大きく上回っている(図表4-10)。当局が利上げに踏み切った背景のひとつには、過剰流動性への警戒があると考えられる。



実体経済面でも高成長が続いているが、問題は高成長により経済にインフレ圧力がかかっているのか、デフレ圧力がかかっているのかよくわからないという点にある。

国家統計局は、GDPの伸びが潜在成長率の上限に近いと発表しながらも、一方でデフレ圧力を心配するという、やや矛盾した状況に陥っている。もともと、GDPの需要項目別の内訳すら発表していない国だ。信頼に足る潜在GDPの推計は困難であり、需給ギャップがプラスマイナスどちらか、当局でさえ自信を持って把握できていないのが実情ではないかと考えられる。

個人消費の伸びに頭打ち感がみられる中では、過剰な設備投資が過剰供給としてデフレ圧力になっても不思議ではない。インフレ、デフレ、いずれにしても設備投資が過剰であることは確かであり、抑制するために金融引締めが必要だったと言える。デフレを防ぐために利上げとは、常識が通用しない経済と言うしかないが、たった0.27%でなんらかの効き目があらわれるとも思えない。今年中にさらなる追加利上げに踏み切る可能性も有力と言えよう。

#### 人民元は緩やかな増価基調が続く

中国人民銀行が発表した5月15日の人民元基準値は、1米ドル=7.998元と、2005年7月の切り上げ後の最高値を更新し、7元台に突入した(図表4-11)。

米国による為替操作国認定が回避されたことが明らかになった後に、7元台へ誘導したという当局の行動は、外圧には屈せず、あくまで自らのペースで人民元改革を進めていく姿勢を示したものと言えよう。

周小川総裁は、「中国政府は2006年も人民元レートの管制を弱めていく方針で、金融体制改革をさらに推進させる」、「元の為替レート改革は、中国全体の経済改革と同様に段階を追ってゆっくり

りと進める」と述べている。2006年の人民元レートは、引き続き当局の管理下のもと、緩やかに増価を続けていくことになりそうだ。昨年7月の人民元切上げ後、足元までの増価ペースは年率1.6%程度で、極めて緩やかなペースで調整を進めてきたが、今後は国内経済の安定、国有銀行の経営改善の状況を見極めつつ、若干増価ペースを早める展開も予想されよう。

## (2) N I E S ・ A S E A N 経済は堅調

2006年のN I E S 経済は、比較的堅調な推移が見込まれる(図表4-13)。

韓国経済は、不動産価格の上昇を背景に、個人消費が堅調な伸びを続けると見込まれる。不動産市況過熱への警戒感から、韓国銀行は当面引き締め姿勢を続けると考えられるが、2005年以降続いてきたウォン高や、利上げの累積効果が効き始めると予想されることで、2007年にかけて成長率は徐々に鈍化しよう。

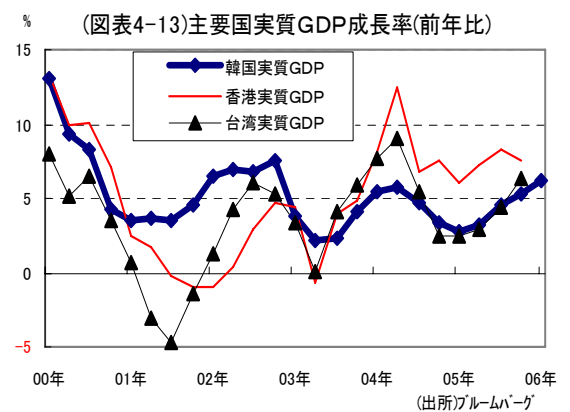
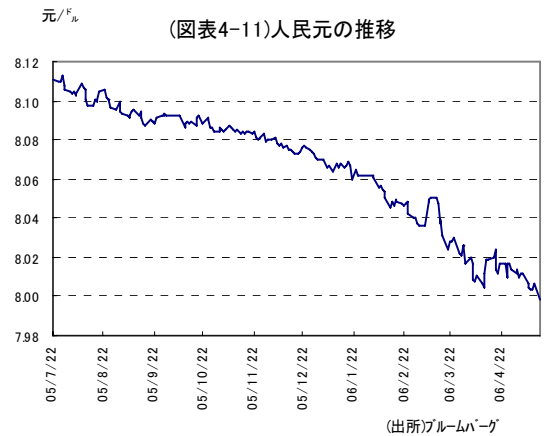
台湾では、主力のIT関連製品の輸出は基本的に堅調な推移が見込まれるものの、米国景気の拡大ペース鈍化の影響を受けること、消費者の過剰債務問題の深刻化による消費マインド悪化、原油高の影響などから、成長率はやや鈍化に向かうと予想する。

香港では、良好な雇用環境、好調な輸出に支えられ、ここまでの景気は好調に推移してきた。今後は、不動産価格上昇率の鈍化や、米国景気の拡大ペース鈍化の影響で、成長率は大きく減速しよう。

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、5月の総選挙を前に財政刺激策が実施されていることもあり、景気は2006年も堅調に推移する可能性が高い。

タイでは、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、足元では総選挙を巡る混乱が新たな不透明要因になっている。ただ、混乱が収束すれば、既に打ち出されている大規模な財政刺激策(2005年以降の4年間でGDPの23%に相当)が効果を発揮し始めるとみられ、景気を下支えしよう。

マレーシアでは、輸出の5割以上を占める電機・電子関連製品の輸出鈍化と、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ろう。



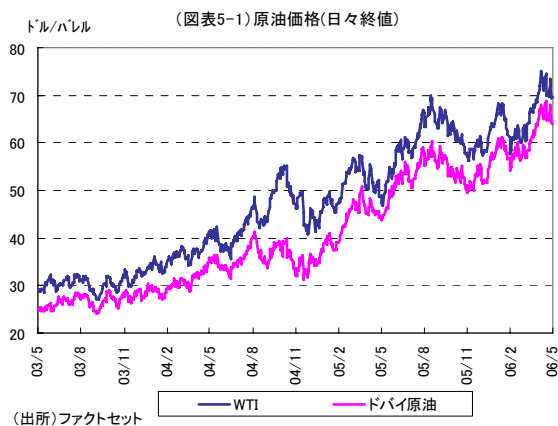
## 5. 原油相場見通し

### (1) 地政学リスクとガソリン需給逼迫懸念

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月の後半に1バレル75ドルを超え、昨年のハリケーン襲来時以来の最高値をつけ、その後も70ドル近辺の高水準で推移している（図表5-1）。

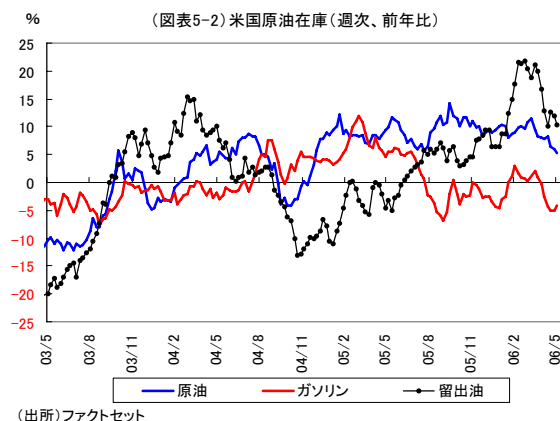
足元の高値の要因は2つある。1つは、イランの核開発問題やナイジェリアでの内紛といった地政学リスクである。これを材料に投機資金が流入し、1バレル10ドル強のリスクプレミアムが上乘せされていると推測される。イランはウラン濃縮活動への強硬姿勢を崩しておらず、また、国連安保理での協議を進める中で、米英仏独と中口の間での意見調整も進んでいない。イラン問題は長引く可能性が高く、しばらく原油価格は70ドルを挟んだ高値で推移すると予想される。イランに対して米国などが制裁行動に転ずれば、90ドルを目指して急騰することも考えられる。

もう1つは、米国でのドライブシーズン入りの時期における、ガソリン需給の逼迫懸念である。メンテナンスのための製油所の一斉停止や、米国のガソリン規格変更におけるエタノール混合作業に伴う需給逼迫といったもので、こちらは比較的短期間で解消するものと考えられる。



### (2) 一方で原油在庫は十分

在庫状況を見ると、ガソリンの在庫は前年レベルを下回っているが、原油の在庫は潤沢であり（図表5-2）、実需面からは決して逼迫しているわけではない。ただ、製油所不足が構造的な問題となっている米国では、ガソリン在庫に注目が集まりやすく、つられて原油価格も上昇するといった状況だ。



### (3) 価格低下局面ではOPECは減産の可能性

世界的な需要面では、先進国での脱石油政策や省エネ化は進むものの、成長著しい中国やインドといった新興国をはじめ、世界的な原油需要はこの先も堅調さを維持すると予想される。

一方供給面では、1980年代後半の逆オイルショック時の苦い経験や、資源ナショナリズムを背景に、産油国での増産投資は慎重な姿勢が続こう。OPECの生産枠は2005年7月より日量2,800万バレルで据え置かれ、かつ現在の生産余力は日量200万バレル強と乏しいが、原油の供給が潤沢なうちは、OPECは増産には消極的だ。むしろ、50ドル台前半まで価格が低下するような局面になれば、OPECは減産で価格を維持しようとする可能性がある。いくつかの産油国が生産能力拡大を計画しているものの、実際に供給が始まるまでには数年かかる。

原油価格はしばらく下がりにくい状況が続きそうであり、WTI（年平均）で2006年に1バレル66ドル、2007年に64ドルを予想する。