

明治安田生命
2006-2007年度経済見通しについて

～米国は景気減速も影響は軽微、国内景気は回復基調持続～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2006年4-6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> 2.6% | <u>2007年度</u> 2.5% |
| 名目GDP成長率： | <u>2006年度</u> 2.3% | <u>2007年度</u> 2.8% |

2. 要 点

- ①米国景気は、2007年初めにかけて拡大ペースが弱まると予想する。ただ、潜在成長率をやや下回るマイルドな減速にとどまると見られ、景気拡大の持続性は逆に高まろう。このため、国内景気への影響は軽微なものにとどまると見る。
- ②国内では、デフレ脱却の実現に伴い、企業の設備投資意欲が底堅く推移すると考えられるほか、団塊世代の大量退職を控えて雇用・所得環境の改善基調が持続しよう。輸出の鈍化を堅調な内需がカバーする形で、国内景気は回復基調が続くと予想する。
- ③日銀は、超低金利を背景に設備投資が加速することを警戒しており、実質マイナス金利の早めの解消を試みる可能性が高い。今後、年度内に2度の追加利上げが実施され、年度末のコールレートは0.75%まで上昇しよう。2007年度末には1.50%に達すると予想する。

〈主要計数表〉

| | 2005年度 (実績) | 2006年度 | | 2007年度 | |
|-----------|----------------|--------|----------|--------|----------|
| | | | 2006/5時点 | | 2006/5時点 |
| 実質成長率 | 3.2% | 2.6% | 2.8% | 2.5% | 2.6% |
| 成長率寄与度・内需 | 2.7% | 2.3% | 2.2% | 2.4% | 2.4% |
| ・外需 | 0.5% | 0.3% | 0.6% | 0.2% | 0.2% |
| 名目成長率 | 1.8% | 2.3% | 2.2% | 2.8% | 3.0% |

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 | 3.2% | 2.6% | 2.5% | 1.1% | 0.7% | 0.2% | 0.9% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.7% |
| 民間最終消費支出 | 2.3% | 2.1% | 2.0% | 0.6% | 0.2% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.6% |
| 民間住宅投資 | -0.2% | -0.2% | 1.2% | 1.8% | 0.7% | -2.7% | 0.5% | 0.4% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% |
| 民間設備投資 | 7.5% | 9.9% | 6.6% | 0.3% | 3.3% | 3.8% | 2.0% | 1.8% | 1.7% | 1.3% | 1.5% | 1.7% | 1.9% |
| 政府最終消費支出 | 1.5% | 0.3% | 0.4% | 0.2% | 0.0% | -0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 公的固定資本形成 | -1.4% | -7.5% | -3.7% | -2.7% | -0.6% | -4.6% | -1.0% | -0.8% | -1.5% | -1.8% | 2.0% | -2.2% | -2.0% |
| 財貨・サービスの輸出 | 9.1% | 7.8% | 6.1% | 3.8% | 2.2% | 0.9% | 1.8% | 1.6% | 1.3% | 1.3% | 1.5% | 1.7% | 1.9% |
| 財貨・サービスの輸入 | 6.5% | 6.9% | 6.5% | -0.6% | 2.5% | 1.8% | 1.7% | 1.7% | 1.6% | 1.5% | 1.5% | 1.6% | 1.7% |
| 名目GDP | 1.8% | 2.3% | 2.8% | 0.7% | 0.4% | 0.3% | 1.0% | 0.8% | 0.6% | 0.5% | 0.8% | 0.7% | 0.9% |
| GDPデフレーター | -1.3% | -0.3% | 0.3% | -0.4% | -0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.2% |

| (前期比寄与度) | → 予測 | | | → 予測 | | | | | | | | | |
|------------|--------|--------------|--------------|--------|-------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2005年度 | 2006年度 | 2007年度 | 2005年度 | | 2006年度 | | | | 2007年度 | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 実質GDP | 3.2% | 2.6% | 2.5% | 1.1% | 0.7% | 0.2% | 0.9% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.7% |
| 民間最終消費支出 | 1.3% | 1.2% | 1.1% | 0.4% | 0.1% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.4% |
| 民間住宅投資 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | -0.1% | 0.0% |
| 民間設備投資 | 1.1% | 1.5% | 1.1% | 0.0% | 0.5% | 0.6% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 政府最終消費支出 | 0.3% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 公的固定資本形成 | -0.1% | -0.3% | -0.1% | -0.1% | 0.0% | -0.2% | 0.0% | 0.0% | -0.1% | -0.1% | 0.1% | -0.1% | -0.1% |
| 在庫品増加 | 0.2% | 0.0% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | -0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 純輸出 | 0.5% | 0.3% | 0.2% | 0.6% | 0.0% | -0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% |
| 財貨・サービスの輸出 | 1.2% | 1.1% | 0.9% | 0.5% | 0.3% | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% |
| 財貨・サービスの輸入 | -0.8% | -0.8% | -0.7% | 0.1% | -0.3% | -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% | 4.9% | 2.0% | 3.0% | 3.2% | 4.1% | 7.3% | 4.5% | 4.1% | 3.5% | 0.9% | 1.5% | 2.0% |
| 消費者物価指数(前年比) | -0.1% | 0.8% | 0.9% | -0.5% | 0.4% | 0.7% | 0.9% | 0.9% | 0.8% | 0.8% | 0.9% | 1.0% | 1.1% |
| 除く生鮮食品(前年比) | 0.1% | 0.7% | 1.0% | 0.1% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 1.1% |
| 国内企業物価指数(前年比) | 2.1% | 2.8% | 1.0% | 2.1% | 2.8% | 3.0% | 3.0% | 2.8% | 2.4% | 1.4% | 0.8% | 0.7% | 1.0% |
| 完全失業率(季調済平均) | 4.3% | 4.0% | 3.9% | 4.5% | 4.2% | 4.1% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 3.9% | 3.9% | 3.9% | 3.8% |
| 為替レート(円/ドル:平均値) | 113円 | 113円 | 109円 | 117円 | 117円 | 114円 | 115円 | 113円 | 111円 | 110円 | 109円 | 108円 | 107円 |

(注)消費者物価指数は基準改訂前

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

今後米国景気は、2007年初めにかけて拡大ペースが弱まると予想されることから、国内景気の回復テンポも次第に鈍化しよう。ただ、米国景気が鈍化するといってもリセッションまでには至らず、ソフトランディングに成功すると見られることから、国内景気への影響は軽微なものにとどまる可能性が高い。

国内では、団塊世代の大量退職を控えて雇用・所得環境の改善基調が続くことが予想され、個人消費を下支えしよう。個人の景況感が弱まっている点が気がかりだが、株安や天候不順など一過性の要因で下振れしている可能性が高く、個人消費に対する影響は限定的と考える。住宅投資は、地価に下げ止まりの兆しが見られること、ゼロ金利解除に伴い金利の先高感が高まりやすいことなどから増加基調が続くと予想する。設備投資は、デフレ脱却を背景に企業の投資意欲が旺盛なことから、堅調推移が見込まれる。2007年度にかけての日本経済は、輸出の鈍化を内需がカバーする形で、景気の回復基調が続くと予想する。

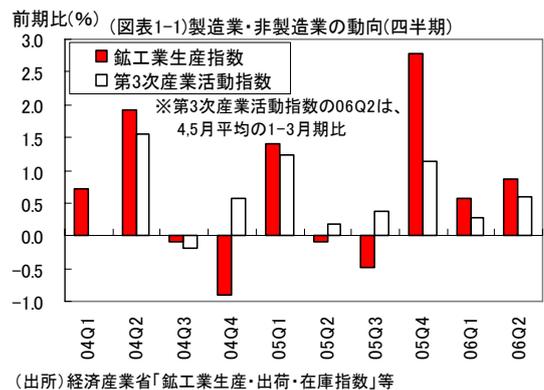
日銀は、超低金利を背景に設備投資が一段と加速する可能性を警戒しており、実質マイナス金利の早めの解消を試みる可能性が高い。2006年度後半は四半期に一度のペースで利上げが実施され、3月末のコールレートは0.75%まで上昇しよう。その後も景気回復を背景に追加利上げが実施され、2007年度末のコールレートは1.50%に達すると見ている。

(1) 景気は内需を牽引役に回復基調持続

2006年4-6月期の実質GDP成長率は前期比0.2%増（年率0.8%増）と、市場の事前予測である同0.5%増を下回る結果となった。しかし、個人消費と設備投資という内需の両輪は依然好調に推移しており、表面上の数字よりは強い結果といえる。4-6月期は、株安や原油高、天候不順など、景気にとってマイナス材料が続出した時期だった。また、2005年10-12月期、2006年1-3月期は、いずれも年率2.0%程度と見られる潜在成長率を上回る高い伸びを示していた。それにもかかわらず、4-6月期は6四半期連続でプラス成長を維持しており、景気の足腰はかなり強いといえる。

最近発表された経済指標を見ても、景気が堅調に推移している様子がうかがえる。4-6月期の鉱工業生産指数は前期比0.9%増と3四半期連続で前期の水準を上回った（図表1-1）。製造工業生産予測調査を見ても、7、8月の生産予測が前月比でそれぞれ2.2%増、3.7%増と強気の見通しとなっており、生産の好調持続が見込める。また、非製造業の動向を示す第3次産業活動指数も、4、5月平均が1-3月期の水準を上回っており、4-6月期は7四半期連続で前期比プラスとなる可能性が高い。

足元では、こうした企業部門の好調さが次第に家計部門へと波及している。6月の有効求人倍率は1.08倍と、1992年以來の水準まで上昇した。好調な企業収益や雇用不足感の高まりなどを背景に雇用・所得環境が改善しており、家計部門も次第に底堅さを増している。足元では、製造業と非製造業、企業部門と家計部門が足並みをそろえて堅調に回復してきており、バランス



のとれた景気回復ということができる。

内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」で示されているように、景気の先行きに対する企業の期待感次第に強まっている（図表 1-2）。このため、今後も設備投資の増加や雇用・所得環境の改善が続く可能性が高く、国内景気は内需を牽引役に拡大基調をたどると予想する。

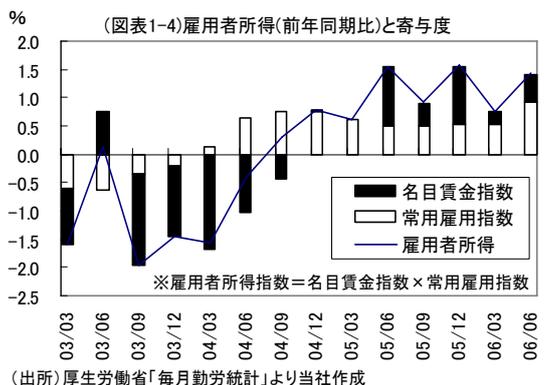
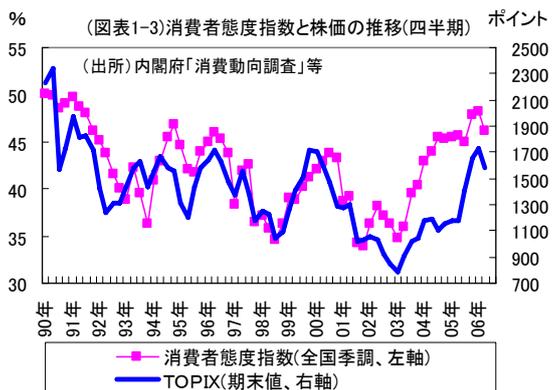
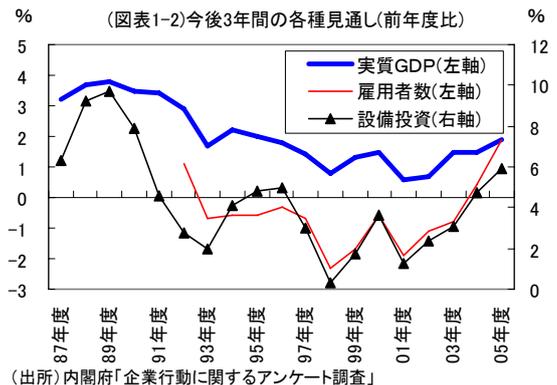
（2）雇用・所得改善が個人消費を押し上げ

7月の景気ウォッチャー調査では、足元の街角景況感を表す現状判断DIが4ヵ月連続で低下したほか、6月の消費動向調査では、消費者マインドを示す消費者態度指数が3月から大きく低下した。景気ウォッチャー調査で景況感悪化の判断事由を見ると、株安や原油高に関する言及が目立つ。

6月調査の日銀短観では、こうした悪材料にもかかわらず景況感が改善している姿が示されたが、短観とこれらの指標が異なる結果になった要因として、調査対象の違いが考えられる。短観の調査対象は企業経営者であるのに対し、景気ウォッチャー調査では、タクシー運転手や百貨店の売り場担当者など、景気に敏感とされる職業に従事する個人を調査対象としている。消費動向調査も個人が調査対象だ。企業経営の現状は、4年連続で増益基調が続き、キャッシュフローが潤沢なほか、これまでのリストラで財務体質が改善しており、悪材料に対する抵抗力が増している。一方、個人は、雇用・所得環境が改善傾向にあるものの、改善ペースは依然緩やかなものにとどまっており、企業ほど抵抗力が強まっていないと考えられる。

もともと、個人を調査対象とした景気ウォッチャー調査や消費動向調査は、足元の景気の実態をより素早く反映するといわれている。しかし、こうした長所の反面、その時々々のムードに流されたり、振れが大きくなったりする短所もある。6月の消費者態度指数は指数の構成項目が全て悪化した。なかでも雇用環境に対する見方が悪化したことが、指数低下に最も影響した。しかし、足元では失業率や有効求人倍率の改善傾向が続いている。消費者態度指数は株価の動きに連動する傾向が見られるが（図表 1-3）、株安が大幅に進んだ影響で家計に悲観的なムードが強まった結果、雇用の見方まで引きずられてしまった可能性が高いと見ている。

景況感悪化の要因として天候不順など一過性のもものも考えられる。個人の景況感は、こうした様々な悪材料が重なった結果、一時的に悪化した可能性が高い。足元では、企業の雇用不足感が徐々に高まっており、今後も雇用・所得環境の改善基調が続くと予想する。所得面に関しては、一人当たり賃金の伸びが緩やかであるため、個人消費の押し上げ効果はさほど期待できないといった見方があるが、雇用者数が増加していることを踏まえると、家計全体が受け取る総所得は一人当たり賃金の伸びが示す以上に増加していると考えられる（図表 1-4）。最近では、新卒初任給が上昇して



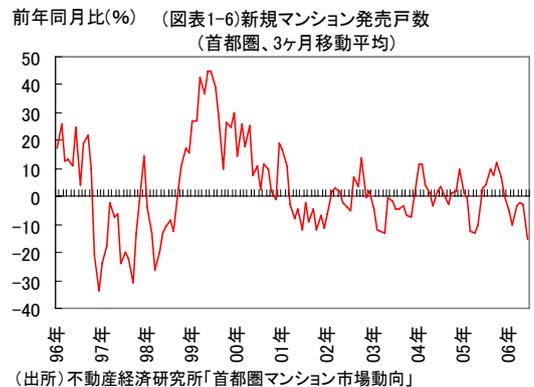
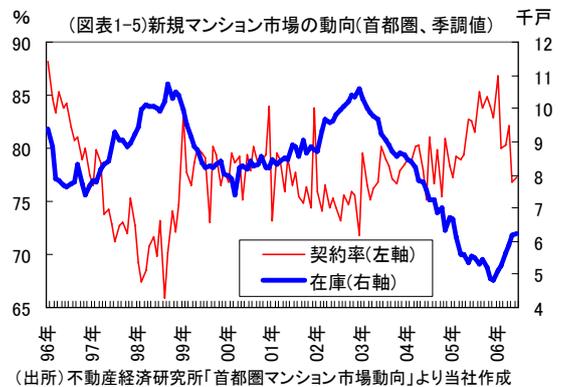
いることから、今後は既存の労働者の賃金も押し上げられる可能性が高いのではないだろうか。

ここにきて、ようやく気温が上がり始めているほか、株価も下げ止まりつつあるなど、明るい材料も見え隠れしており、今後は個人の景況感が次第に落ち着きを取り戻すと予想する。雇用・所得環境の改善を背景に個人消費は底堅い推移が続こう。

(3) 住宅投資は緩やかに増加

住宅投資も、増加基調を持続すると予想する。金融政策が正常化へ向けて進み始めたことで金利の先高感から前倒しで需要が生じやすくなっていること、団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期に突入しつつあること、地価が下げ止まりつつあることなど、住宅投資を取り巻く環境が良好なためだ。

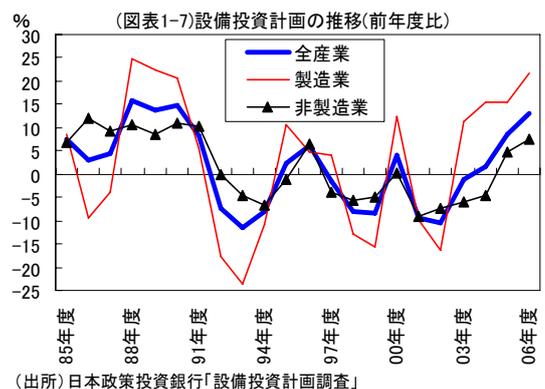
しかしながら、昨年度まで住宅投資を牽引してきた分譲住宅の牽引力は低下しそうだ。マンション契約率（＝売却戸数／発売戸数）は好不調の境目とされる70%を上回って推移しているものの、昨年末をピークに低下傾向にある（図表1-5）。昨年度の契約率が高すぎただけともいえるが、契約率の低下は発売戸数の伸びが鈍化する中で生じていることから（図表1-6）、マンション市場の需給は幾分緩んでいるといえそうだ。在庫水準を見ても、過去と比べれば依然として低位で推移しているが、今年に入って上昇傾向にある点も下押し材料だ。分譲住宅の牽引力は昨年度より弱まる可能性が高く、住宅投資の伸びは緩やかなものにとどまると予想する。



(4) 好調さが続く設備投資

日本政策投資銀行が発表した設備投資計画調査によると、2006年度計画は製造業で「いざなぎ景気」以来となる4年連続2桁増が見込まれているほか、非製造業に関しても1991年度以来の高い伸びが見込まれており、業種を問わず設備投資が堅調な様子が示された。全産業ベースで見ても、前年度比12.9%増と1990年度計画以来の高い伸びとなっており、企業の積極的な投資姿勢がうかがえる（図表1-7）。

製造業だけでなく、非製造業の設備投資が伸びている点も注目材料だ。この背景には、今回の景気回復局面では、輸出だけでなく内需も堅調に推移している点があげられる。輸出の増加で非製造業が受ける恩恵は、製造業から波及する間接的なものが多いのに対し、内需が増加する場合はサービスへの支出などを通じた直接的な影響を受けるため、輸出が増加する場合に比べてより多くの恩恵がもたらされる。雇用環境の改善を背景に、個人消費は今後も底堅く推移すると考えられることから、非製造業の設備投資は今後も堅調に推移する可能性が高い。



同調査で設備投資の動機を見ると、前年に比べて「維持・補修」が最も伸びているが、「能力増強」や「研究開発」といった前向きな動機も増えている(図表 1-8)。企業の物価見通しと売上高の伸びは連動する傾向が見られるが、デフレ脱却が確実視される中、企業の売上増加期待が高まり、設備投資を増やすインセンティブとなっている可能性が高い。6月調査の日銀短観で示されていたように、今年度も緩やかながら増益基調が続く見通しであるほか、図表 1-2 のとおり企業の期待収益率が上昇していることから、設備投資は今後も増加基調を持続しよう。

(5) リスクは米国景気とIT関連財の在庫動向

以上のように、国内景気は内需を牽引役に回復基調をたどるとするのがメインシナリオだが、米国景気のリセッション入りやIT関連財の在庫調整の深刻化といった景気下押しリスクも存在する。

米国景気は2007年初めにかけて鈍化するものの、ソフトランディングに成功すると見ており、日本の内需が好調に推移することもある。国内景気への影響は軽微なものにとどまると考える。しかし、これまで米国では、所得を上回るペースで過剰な消費が行われてきたほか、高騰していた住宅価格の下落によって逆資産効果が生じる恐れもあり、個人消費が急激に弱含むリスクがある。加えて、FRBによる連続利上げの影響が、これから一層顕在化してくることが予想される。米国景気がソフトランディングに失敗し、リセッション入りすれば、国内景気は輸出の減少、企業収益の悪化、雇用・設備投資の減少といった悪循環に陥る可能性が高く、景気は大きく下振れよう。

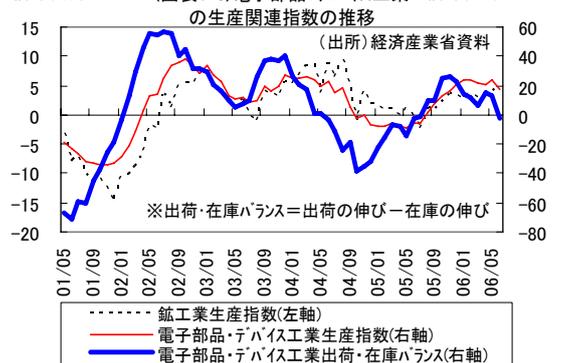
また、IT関連財の動向を見ると、生産に半年程度先行する傾向のある出荷・在庫バランスが、昨年末をピークに悪化している(図表 1-9)。もっとも、IT関連財の生産に先行する米国のBBレシオが、引き続き上昇傾向をたどっているほか(図表 1-10)、大企業・電気機械の日銀短観在庫水準判断DIが改善していることから(図表 1-11)、最近の在庫指数の上昇は、ある程度意図的に積み増している面があると考えられる。しかし、主たる出荷先である米国景気にかげりが見え始めているなかで、7、8月の製造工業生産予測調査ではIT関連財の生産が強気見通しとなっている。仮に企業が需要予測を見誤るとしたら、積極的な増産姿勢が仇となって在庫が大きく積みあがる恐れがある。今後、IT関連財の在庫調整が深刻化するリスクにも注意を払っておく必要がある。

(図表 1-8)2005・2006年度設備投資動機

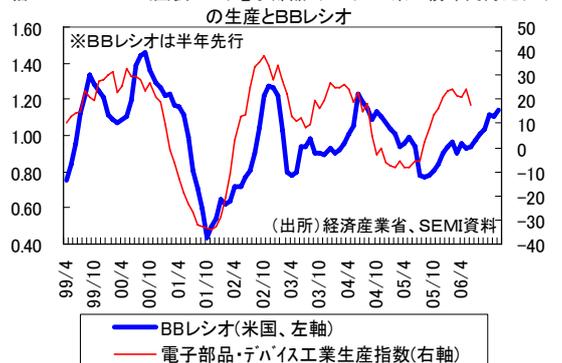
| | (単位:%) | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 全産業 | | 製造業 | | 非製造業 | |
| | 2005実績 | 2006計画 | 2005実績 | 2006計画 | 2005実績 | 2006計画 |
| 能力増強 | 43.8 | 44.2 | 33.6 | 35.5 | 52.1 | 52.1 |
| 新製品・製品高度化 | 10.2 | 9.2 | 18.1 | 15.9 | 3.7 | 3.2 |
| 合理化・省力化 | 9.0 | 8.7 | 12.6 | 11.9 | 6.1 | 5.9 |
| 研究開発 | 3.8 | 4.1 | 7.4 | 7.4 | 0.9 | 1.1 |
| 維持・補修 | 21.3 | 23.2 | 16.8 | 18.1 | 24.9 | 27.8 |
| その他 | 11.9 | 10.6 | 11.5 | 11.3 | 12.3 | 10.0 |
| 合計 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

(出所)日本政策投資銀行「設備投資計画調査」

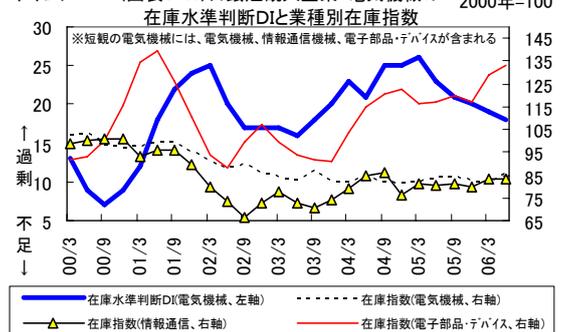
前年同月比(%) (図表 1-9)電子部品・デバイス工業 前年同月比(%)



倍 (図表 1-10)電子部品・デバイス工業 前年同月比(%)



ポイント (図表 1-11)日銀短観大企業・電気機械の



(出所)日銀、経済産業省資料

(6) コアCPI上昇率はプラス幅を徐々に拡大

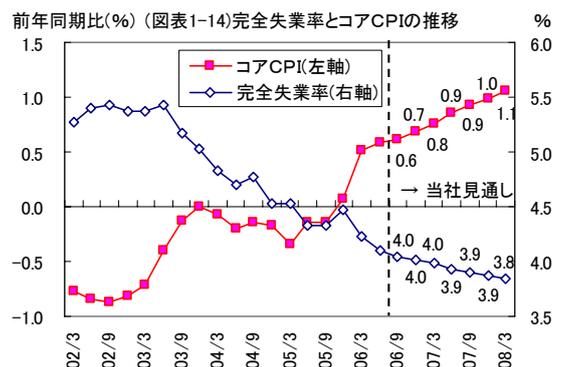
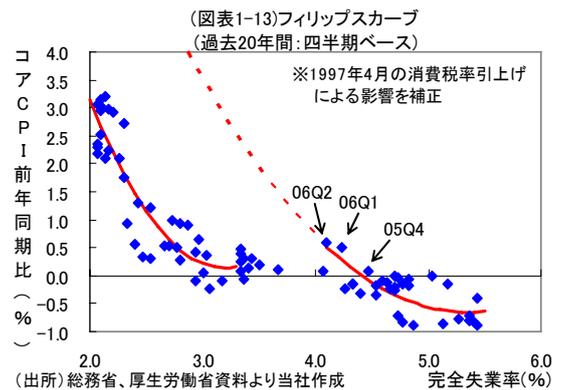
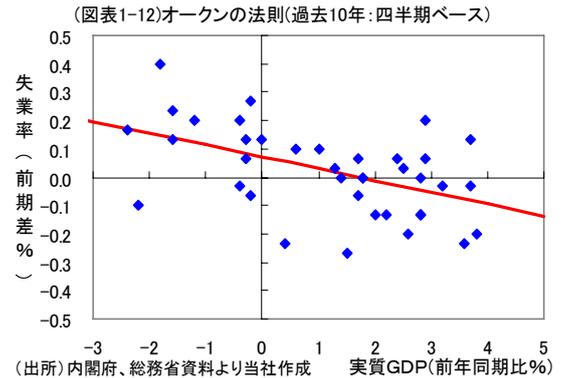
6月のコアCPI上昇率は前年同月比で0.6%まで上昇したが、今後もプラス幅を拡大する可能性が高いと考える。実質GDP成長率と完全失業率の間にはマイナスの相関関係がある(オークンの法則)(図表1-12)。過去10年間の両者の関係に基づき、当社の実質GDP見通しを前提として完全失業率を算出してみると、今後は1年に0.2%程度のペースで失業率が低下するという結果が得られた。

この推計結果と完全失業率、コアCPI上昇率の実績値を使い、今後のコアCPI上昇率の動きを予想してみた。コアCPIと完全失業率の間にもマイナスの相関関係が見られる(フィリップスカーブ)。ここでは、コアCPI上昇率が1998年度からマイナス基調に転じたことを受け、デフレ突入を後押しすることになった1997年の消費税率引上げ前後で、国内経済に構造的な変化が生じたと見なして、フィリップスカーブを導出した(図表1-13)。消費税率引上げ後のトレンドに基づいて今後のコアCPI上昇率を推計すると、2006年度末には前年同月比で0.8%増、2007年度には1.1%増までプラス幅が拡大する見込みだ(図表1-14)。足元では、川上産業のコスト上昇が少しずつ川下産業の製品価格に転嫁されている。今後は雇用環境の改善にともなう賃金上昇圧力が加わり、コアCPIは緩やかながらもプラス幅を拡大させると考える。

(7) 年度内に2度の追加利上げを予想

7月14日の日銀金融政策決定会合では、市場予想通り、ゼロ金利政策が解除された。会合後の声明では、「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」とされ、先行きの具体的な利上げペースについて、市場の類推を許すような表現はなかった。市場の混乱、特に長期金利の急騰を避けるためにも、声明でハト派的表現が用いられるのは予想していたとおりだ。最近の長期金利の落ち着きもこうした要因があると見るが、「連続利上げは行わない」という福井総裁のコメントを、市場が「年内利上げなし」と受け止めているなら、やや行き過ぎだろう。

日銀は、超低金利が続くことによる設備投資の加速を警戒している。そのために、実質マイナス金利の状態を早めに解消しようと試みる可能性が高い。コアCPI上昇率は、8月の基準改訂で、0.2%程度前年比で下方修正される見込みだが、先述のコアCPI推計値に基づけば、下方修正を考慮しても、3月末までには前年比0.6%程度に達する見通しだ。期待インフレ率が現実のインフレ率に等しいと仮定した場合、実質金利をプラスにするためには、最低0.75%の金利水準が必要となる。当社では、年内に1回、年明けに1回の追加利上げが行われ、3月末のコールレートは0.75%に達すると見ている。その後も三半期に1回程度のペースで利上げが行われ、2007年度末の金利は1.50%に達すると予想している。



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の鈍化傾向が明らかとなっているが、このまま失速に向かう可能性は低く、年率3%を若干下回る程度の成長ペースは維持されると予想する。むしろ適度な鈍化によって、住宅市場の過熱感や過剰消費、インフレへの懸念が和らぎ、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住宅ローン金利の上昇などから減速感を強めるものの、住宅の実需は底堅く、利上げの休止が予想されることもあって、ソフトランディングに向かうと見る。

個人消費は、ガソリン高に加え、住宅価格の上昇率鈍化による資産効果の弱まりによって、減速気味に推移しよう。ただし、住宅市場がソフトランディングの範囲に収まることや、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ることから、年率で2%台後半の伸びは確保されると予想する。

設備投資は、個人消費が弱まる中では伸びの鈍化は避けられないものの、企業のバランスシート改善や増益基調が続くもとの、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。

金融政策は、足元ではインフレ懸念が残っているものの、これまでの引き締めの実績効果や景気減速により、先行きのインフレ圧力は抑制されると考えられるため、現在のFF金利5.25%のまま、当面は様子見姿勢が続くと予想する。

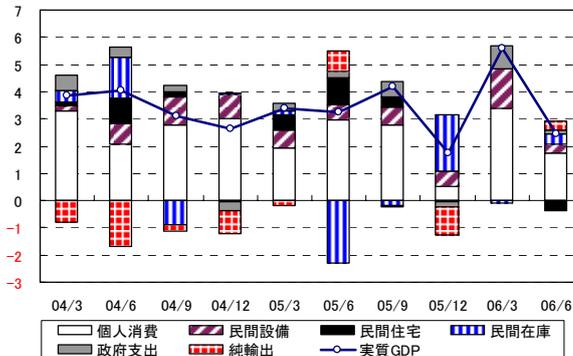
(図表2-1) 米国実質GDP

| 《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 | 3.2% | 3.4% | 2.7% | 1.8% | 5.6% | 2.5% | 2.8% | 2.7% | 2.6% | 2.6% | 2.9% | 3.1% | |
| 個人消費支出 | 3.5% | 3.1% | 2.7% | 0.8% | 4.8% | 2.5% | 3.0% | 2.7% | 2.6% | 2.6% | 2.8% | 2.9% | |
| 民間住宅投資 | 8.6% | -0.2% | -0.7% | -1.0% | -0.3% | -6.3% | -4.4% | -1.5% | 0.2% | 0.8% | 1.6% | 2.3% | |
| 民間設備投資 | 6.8% | 7.2% | 5.6% | 5.2% | 13.7% | 2.7% | 7.7% | 6.0% | 5.5% | 4.8% | 5.8% | 6.2% | |
| 民間在庫(寄与度) | -0.3% | 0.3% | 0.0% | 2.0% | -0.1% | 0.4% | 0.1% | -0.1% | -0.2% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | |
| 純輸出(寄与度) | -0.3% | -0.1% | 0.0% | -1.0% | 0.0% | 0.3% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | -0.1% | -0.1% | |
| 輸出 | 6.8% | 8.1% | 6.1% | 9.6% | 14.0% | 3.3% | 7.3% | 6.5% | 5.7% | 6.0% | 6.2% | 6.5% | |
| 輸入 | 6.1% | 5.8% | 3.9% | 13.2% | 9.1% | 0.2% | 4.2% | 3.8% | 3.6% | 4.3% | 4.8% | 5.2% | |
| 政府支出 | 0.9% | 1.9% | 1.3% | -1.1% | 4.9% | 0.6% | 1.5% | 1.4% | 1.3% | 1.3% | 1.2% | 1.2% | |
| 内需(寄与度) | 3.5% | 3.6% | 2.7% | 2.9% | 5.6% | 2.2% | 3.1% | 2.6% | 2.5% | 2.6% | 3.0% | 3.2% | |
| 最終需要(寄与度) | 3.8% | 3.3% | 2.7% | 0.9% | 5.7% | 1.8% | 3.0% | 2.7% | 2.7% | 2.7% | 2.9% | 3.1% | |

(1) 景気拡大ペースは鈍化するが底堅さは維持

4-6月期の成長率(速報値)は、大幅に伸びた前期の反動もあるものの、前期比年率2.5%と鈍化傾向が鮮明となった(図表2-2)。個人消費や設備投資が前期の高い伸びから減速し、住宅投資もマイナス幅が拡大した。2007年前半までは景気拡大ペースの鈍化傾向が続くと見ているが、そのまま失速に向かう可能性は低く、年率3%を若干下回る程度の成長ペースは維持されると予想する。むしろ適度な鈍化によって、住宅市場の過熱感や過剰消費、インフレへの懸念が和らぎ、景気拡大の持続性が高まろう。

(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) 住宅投資はソフトランディングへ

ここまで景気の拡大を支えてきた住宅市場に目を向けると、住宅着工件数が減少傾向にあるほか、先行指標である住宅着工許可件数も減少が続いている(図表2-3)。販売動向を見ると、中古住宅は減少が続いているのに対し、新築住宅は3月から5月までは増加していた。ただ、これは在庫処分のための値引き販売が行われていたため、6月には再び減少に転じている。販売在庫は新築・中古とも急増しており、住宅価格の下押し要因となっている。住宅価格の前年比伸び率は、6月に新築が2.3%、中古が0.9%まで鈍化した(図表2-4)。その他、住宅ローン申請件数や、建築・販売業者の景況感を表す住宅市場指数など、住宅関連の指標は総じて減速傾向を示している。

住宅市場の減速は、割高感が次第に高まったことによる買い控えの動きが顕在化したことがきっかけと見られる。その後、住宅ローン金利の上昇が重なったことで、さらに減速傾向が強まった形だ。また、金融機関監督当局が、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)や、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)などに関する貸出基準の厳格化を促したことも影響しているといえよう。

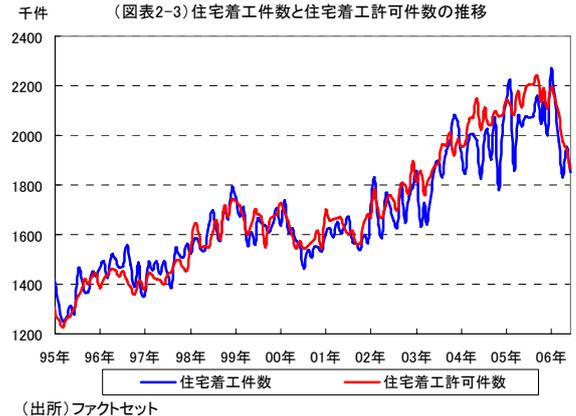
今後、東西沿岸地域を中心に、投機目的の高額物件の需要は大きく減退すると考えられるが、米国は人口増加社会であることや、ベビーブーマーのジュニア世代が住宅取得層に入ってきていることから、住宅市場の実需は底堅いと見られる。この先、住宅価格の伸びも一時的にはさらに鈍化しようが、次第に可処分所得の伸びに見合った前年比4-5%の水準に収斂していくと予想する。また、利上げも休止が想定されるため、住宅市場は全体としてソフトランディングに向かうと見ている。

(3) 個人消費への資産効果は弱まる

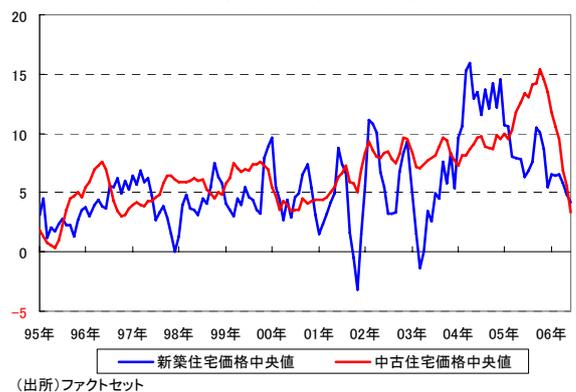
最近の小売売上高は冴えない動きだが、特徴として、ガソリンスタンドの売上が価格上昇により伸びる一方で、ガソリン以外の消費が減退している様子がうかがえる(図表2-5)。また、建材や家電の売上減少は、住宅市場の減速と関連していると考えられる。消費者信頼感指数は、現況指数が頭打ちとなり、先行指数は低下トレンドをたどっている。

ここ数年の個人消費は、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かった。結果として、所得の伸びを上回るレベルでの消費が続いたことから、貯蓄率はマイナスの状態が続いている。既にホーム・エクイティ・ローンの増加ペースは鈍化しており、資産効果は弱まっている。また、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を

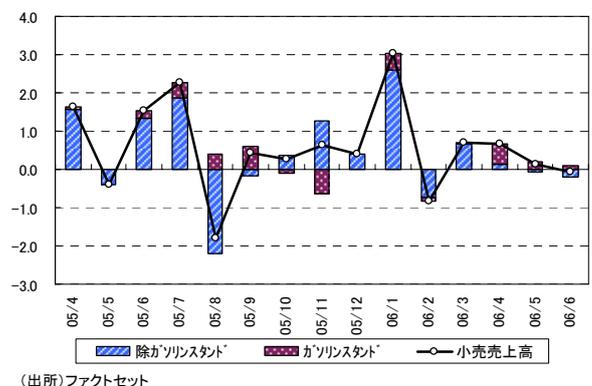
(図表2-3) 住宅着工件数と住宅着工許可件数の推移



(図表2-4) 住宅価格中央値(前年比,3ヵ月移動平均)



(図表2-5) 小売売上高の伸びとガソリンスタンドの寄与度(前月比)



迎えるため、先送りしてきた家計の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。

もっとも、住宅市場はソフトランディングに収まり、雇用・所得環境も増加ペースは鈍化しながらも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るため、年率で2%台後半の個人消費の伸びは確保されると予想している。

(4) 設備投資はIT投資を中心に底堅く推移

設備投資は、個人消費が弱まる中では伸びの鈍化は避けられないものの、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」は、堅調な伸びを維持している(図表2-6)。設備稼働率はじわじわと上昇し、90年代の平均(82.3%)に達した。これまで鈍かった製造業の生産能力増強の動きも、今後徐々に表面化しよう。企業のバランスシート改善は進み、企業収益は伸び率が鈍化しながらも増益基調が続くと予想される。設備投資は、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。

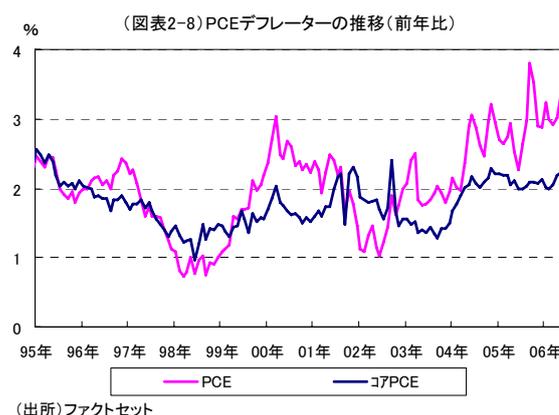
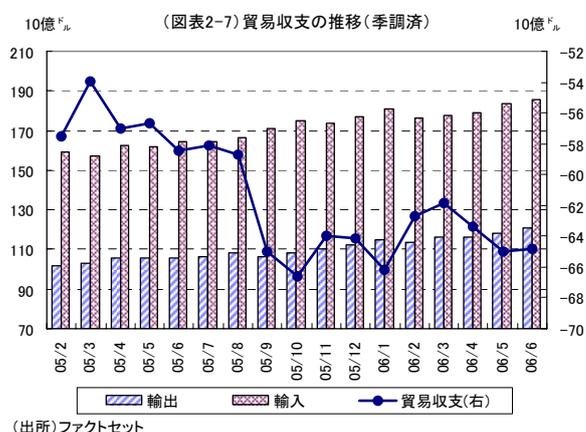
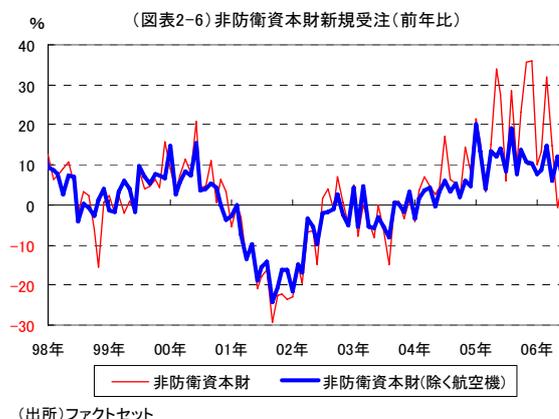
(5) 純輸出の寄与度はゼロ近辺に

ここ数年、米国の強い内需によって純輸出は赤字幅を拡大させてきたが(図表2-7)、今後は内需の弱まりを受け、輸入は緩やかな増加に留まると考えられる。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、輸出の伸びは堅調を維持しよう。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寄与度はゼロ近辺で推移すると予想する。

(6) 金融政策は現在の5.25%で当面様子見

足元のコアCPIの伸びを押し上げてきた主因は、約3割のウェイトを占める帰属家賃(持ち家住宅の家賃相当額)であるが、これは住宅市場減速から賃貸住宅への需要シフトなどを反映した特殊要因であることを割り引く必要がある。もっとも、FRB(米連邦準備制度理事会)が重視するコアPCEデフレーター(帰属家賃のウェイトは1割強)でも、6月の上昇率は前年比2.4%に加速しており、FRBが想定している1-2%というレンジを超えている(図表2-8)。帰属家賃以外の一般物価にもまだ上昇圧力が残っているといえそうだ。

ただし最近のFRBは、景気減速が現実のものになったとの認識を強めている。足元のインフレへの警戒感が残しつつも、インフレ期待が落ち着いていることや、これまでの引き締めの累積的効果に触れ、今後インフレ圧力は抑制されるとの見通しを示している。金融政策はなお経済データ次第ではあるが、現在のFF金利5.25%のまま、当面は様子見姿勢が続くと予想する。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は堅調な推移が続いているが、2006年後半からは、原油高、米国景気の鈍化、ユーロ高、利上げの影響などを受け、徐々に鈍化し始めると予想する。ドイツのVAT（付加価値税）引上げも景気の下押し材料となる。ただ、2007年後半には米国景気の回復もあり、再び持ち直す展開を見込む。ECB（欧州中央銀行）は10月に0.25%の追加利上げを行い、その後様子見姿勢に転じると予想する。

（図表3-1）欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP（前期比、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 |
| ユーロ圏GDP | 1.4% | 2.2% | 1.8% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.2% | 0.4% | 0.5% | 0.5% |
| 家計消費 | 1.4% | 1.7% | 1.4% | 0.6% | 0.3% | 0.5% | 0.6% | 0.0% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 政府消費 | 1.2% | 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% | 2.9% | 2.3% | 0.9% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.6% |
| 純輸出(寄与度) | -0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.4% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% |

ドイツ実質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 |
| ドイツGDP | 1.2% | 1.8% | 1.3% | 0.4% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | -0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.5% |
| 家計消費 | 0.4% | 1.3% | 0.4% | 0.6% | 0.6% | 0.5% | 0.8% | -0.8% | 0.1% | 0.2% | 0.2% |
| 政府消費 | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.6% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 固定投資 | 0.4% | 3.1% | 2.9% | -0.5% | 2.3% | 0.8% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.7% |
| 純輸出(寄与度) | 0.6% | 0.3% | 0.5% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% |

英国実質GDP（前期比、06/6期まで実績）

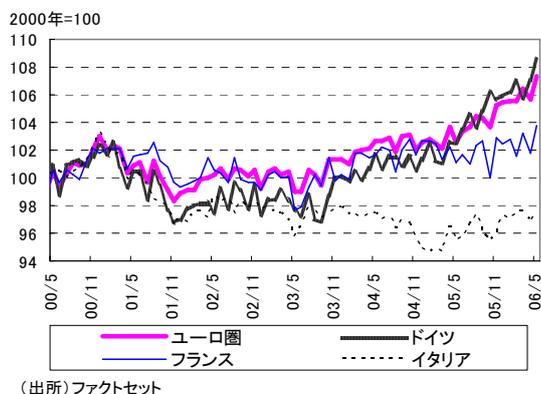
| (前期比) | 暦年ベース | | | 2006年 | | | | 2007年 | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
| | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 06/3 | 06/6 | 06/9 | 06/12 | 07/3 | 07/6 | 07/9 | 07/12 |
| 英国GDP | 1.9% | 2.6% | 2.4% | 0.7% | 0.8% | 0.6% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.6% |

（1）ユーロ圏経済は好調だがピークアウトの兆し

ユーロ圏経済は、好調な外需に牽引され企業業績が好調で、内需にも回復傾向が波及しつつある。7月ユーロ圏景況感は前月比0.6ポイント上昇の107.7ポイントと8ヵ月連続の上昇。2001年3月以来の高水準となっており、足元の景気が好調な様子を示している。

ユーロ圏鉱工業生産は堅調に推移している（図表3-2）。しかし、原油高、米国景気の鈍化、4月中旬以降ユーロ高が進行した影響などからユーロ圏景況感以外の各種景況感指標にはピークアウトの兆しも見え始めており、2006年後半以降のユーロ圏景気は、徐々に鈍化し始めると予想する。2007年初にはドイツのVAT（付加価値税）引上げの影響などでさらに落ち込んだ後、2007年前半にかけて軟調な推移が続くであろう。2007年後半には米国景気持ち直しによりユーロ圏景気も底打ちし、緩やかに上向いてくると予想する。

（図表3-2）ユーロ圏鉱工業生産指数(季調済)



7月ユーロ圏製造業PMIは前月比で0.3ポイント低下の57.4ポイントと、6ヵ月ぶりに低下した(図表3-3)。生産活動の拡大と縮小を分ける50ポイントは依然大きく上回っているものの、内訳を見ると、主要項目である新規受注、生産、雇用がそろって低下しており、ユーロ圏製造業の活動が既にピークアウトしつつある可能性もある。

ドイツのZEW期待指数は、1月に71.0ポイントとピークをつけてから下落を続けており、7月には15.1ポイントまで低下した。現況指数は7月に23.3ポイントと、逆に前月から11.4ポイント上昇しており、足元の景気が好調な様子を示しているが、過去のデータを見ると、ZEW期待指数が低下しはじめてから半年ほどのタイムラグをおいて、生産統計などのハード指標が軟化する傾向がある。また、ドイツIfo景況指数も7月に期待指数、現状指数がそろって下落した。期待指数は4-7月の4ヵ月のうち3ヵ月で下落しており、景気が拡大から鈍化へ向かうトレンド変化の兆しが見えてきている。7-9月期にはハード指標もピークアウトに向かう可能性が高いであろう。

ドイツ製造業受注の国内と国外の内訳を比較すると、これまで好調だった海外受注が減少に転じている(図表3-4)。逆に国内受注は伸びが加速しており、牽引役が外需から内需へ移ってきている様子がわかる。外需は、海外景気の鈍化、ユーロ高の影響で、今後しばらく大きな伸びは期待できないが、堅調な企業業績を背景とした設備投資意欲は旺盛なため、内需の堅調は当面持続しよう。

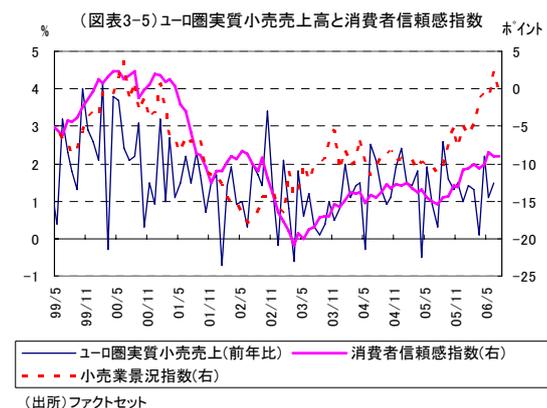
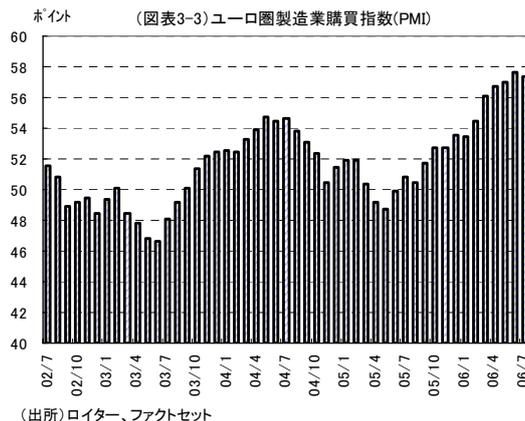
(2) 個人消費の回復は鈍い

ユーロ圏の失業率の改善が続いている。6月には7.8%にまで低下し、1993年のEU発足以来の最低水準に並んだ。好調な企業業績が失業率の改善につながっており、企業部門の好調が家計へと波及しつつある様子がうかがえる。ただし、個人消費は今のところ伸び悩んでいる。

消費者信頼感や小売業景況感は2005年後半から改善傾向にあるにもかかわらず、ユーロ圏実質小売売上は、前年比プラス1%前半を中心とした推移が続いており、マインドの改善はハード指標へ必ずしも波及していない(図表3-5)。EUの東方拡大に伴い、企業が雇用コストの低い中東欧に生産拠点を移転させる傾向は続くと思われることから、賃金の伸びは今後も抑制され、個人消費の回復は緩やかなものにとどまると予想する。

また、ドイツでは2007年1月からVATが16%から19%に引き上げられることが決まっている。2006年後半には、耐久消費財を中心とした駆け込み需要で個人消費が一時的に押し上げられようが、2007年初には駆け込み需要の反動およびVAT引上げの影響によって大きく落ち込むと予想する。

これまでユーロ圏で個人消費が目立って好調であったスペインでは、住宅価格の上昇を背景とし



た資産効果によって個人消費が支えられてきたが、住宅価格の上昇ペースは既に鈍化してきている（図表 3-6）。このままさらに調整が進むと、資産効果の剥落によって個人消費が失速に向かうリスクもある。また、スペインでは住宅ローンの大部分が変動金利のため、昨年末からの利上げの影響で住宅ローンの金利負担が増えると考えられ、これも個人消費の抑制要因となろう。



(出所)ファクトセット

(3) マネーサプライの伸びが鈍化

6月ユーロ圏M3は、前年比8.5%増と、6ヵ月ぶりに伸びが鈍化した。また、民間部門貸出額は前年比11.0%増と、前月の同11.4%増からやはり伸びが鈍化している。民間部門貸出額の前年比が鈍化するのには14ヵ月ぶりのことで、ECBによる金融引締め効果が徐々に表れてきた可能性がある。民間部門貸出額の内訳を見ると、住宅向け貸出が前年比11.8%増と前月の同12.1%増から鈍化しているのに対し、事業会社向け貸出は同11.5%増と前月の同11.3%増から逆に加速している。今後も住宅向け貸出は鈍化傾向の持続が考えられるが、事業会社向け貸出は、企業の堅調な業績を背景とした設備投資需要などを背景に底堅く推移しよう。民間貸出トータルでは緩やかな伸び鈍化傾向が続くと予想する。

(4) ECBは10月の利上げを最後に様子見姿勢に転じると予想

ECBは8月3日の理事会で0.25%の利上げを行い、政策金利を3.00%とした。理事会後の記者会見でトリシェ総裁は、「通貨と信用の伸びは依然強い」、「金融政策は引き続き緩和的」と述べ、過剰流動性およびインフレへの警戒姿勢を崩さなかった。また、今後の動向を「非常に注意深く監視する」とした。これにより、今までの利上げパターンが踏襲される可能性が高まった。次回8月30日の理事会後の記者会見ではおそらく「警戒」という表現が用いられ、10月の理事会で再度利上げが実施されることとなろう。ただ、11月以降は、景況感、ハード指標両面でユーロ圏景気の鈍化が確認されることや、マネーサプライの伸びも鈍化に向かい、物価上昇圧力がやわらぐと考えられるため、様子見姿勢に転じると予想する。

(5) 英国は巡航速度での成長が続く

英国の2006年4-6月期GDPは前期比0.8%、前年比2.6%の伸びに加速した（図表 3-7）。好調な海外景気に牽引された製造業が堅調であることや、いったん鈍化していた住宅価格の伸びが再び上昇していることに伴う個人消費の回復が、経済成長を加速させている。BOE（イングランド銀行）は8月3日のMPC（金融政策委員会）で0.25%の利上げを行い、政策金利を4.75%にすることを決定した。今回の利上げは市場予想を上回る早い段階で予防的に行われており、中期的なインフレ上昇圧力を抑制するであろう。したがってBOEは今後、金利を据置いて再び様子見姿勢に入ると予想する。2007年は海外景気の鈍化の影響も受けて景気はやや減速するものの、潜在成長率近辺での成長を続けると予想する。



(出所)ファクトセット

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国経済は、金融引締めなどの投資抑制策、米国景気の拡大ペース鈍化などの影響により、勢いは若干鈍ると予想されるものの、実質GDPは引き続き前年比10%前後の伸びを確保しよう。

政府は、過剰投資の抑制策を一段と強化する方針を示しているが、地方政府の投資意欲が強いことから、固定資産投資は小幅の鈍化に留まり、20%以上の伸びは維持すると見ている。

個人消費は、前年比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なかなか進まない。

人民元レートは、引き続き当局の厳格な管理下のもと、やや増価ペースを早めよう。

(1) 中国経済の成長率は加速

中国の4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比11.3%の高い伸びとなった。最近では概ね10%前後の伸びが続いていたが、ここへきて一段と伸びが加速、直近10年間で最も高い伸びを記録したことになる(図表4-2)。

1-6月期累計では10.9%の伸び。内訳では、第一次産業が前年同期比5.1%増、第二次産業が同13.2%増、第三次産業が同9.4%増となっており、政府の投資抑制策にも関わらず、第二次産業の成長率が高水準で推移している様子が示されている。

成長の主役は、やはり固定資産投資である。4-6月期の全国固定資産投資は前年比30.9%増と、1-3月期の同27.7%増を上回った(図表4-3)。1-6月期累計では前年同期比29.8%増で、前年1-6月を4.4%ポイント上回っている。全体の8割を占める都市部固定資産投資が同31.3%増、農村部は同18.1%増と、引き続き都市部が牽引している。

固定資産投資の高い伸びが続いている背景として、政府当局は、通貨供給量と貸出の伸びが大きいこと、土地供給の抑制が十分でなかったこと、地方政府による過剰投資が減らないことを挙げている。地方政府の投資意欲が旺盛な背景としては、今年が第11次5ヵ年計画の初年度であること、国内の生産要素の価格がこれまでの政策の流れで低く抑制されたままであること、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ることなどが挙げられよう。

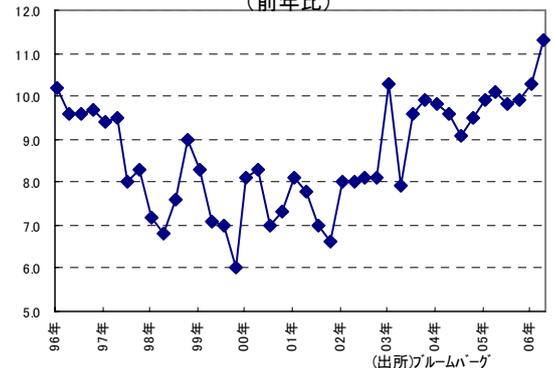
(2) 効果の挙がらない投資抑制策

こうした結果を受け、政府は過剰投資への警戒感を一段と強めている模様だ。既に2004年以降、投資抑制策を強化しているが、2006年は新たに、国内産業を奨励・制限・淘汰・その他の4つのラ

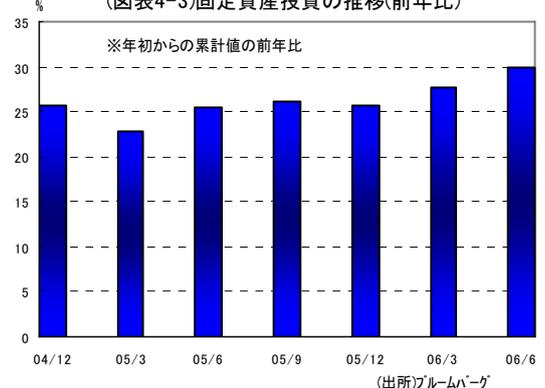
(図表4-1)実質GDP成長率予測

| | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国 | 10.0 | 10.1 | 9.9 | 10.6 | 10.0 |
| 東アジア | 6.8 | 7.9 | 7.2 | 7.6 | 7.1 |

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



(図表4-3)固定資産投資の推移(前年比)



ンクに分類し、下のランクほど投資基準を厳しくするという策を打ち出している。また、5月には不動産投資の抑制策を一段と強化した。大規模マンションの頭金比率の下限を20%から30%に引き上げたほか、それまでは購入から2年以内の転売に課していた営業税を、5年以内へ広げるなどの措置が打ち出されている。

しかし、今のところ抑制効果が十分に現れているとは言い難い。温家宝首相は7月26日の演説で、「さらなる強力な措置が必要になるかもしれない」とコメントしている。今後、後述する金融引き締め策や、他の投資抑制策の効果が徐々に浸透する可能性も考えられるが、それでも固定資産投資の伸びの鈍化は小幅に留まり、前年比20%前後の高い伸びを続ける可能性が有力といえよう。

(3) 当局は金融引き締め策を一段と強化

金融当局は4月以降、金融引き締め策を次々に打ち出している。4月28日に、市中銀行が企業に融資する際の基準金利を0.27%引き上げたのを皮切りに(図表4-5)、7月5日には法定預金準備率を7.5%から8%に0.5%引き上げ、8月15日にはさらに0.5%引き上げた。合わせて、商業銀行向けの手形発行や、窓口指導の強化なども実施している。

今後も追加的な金融引き締め策がとられていく可能性が濃厚だが、難しいのは為替政策など他の政策とのバランスだ。中国の為替制度は、建前上は既に変動相場制だが、昨年の7月に切上げを実施して以来の累計の増価幅はわずか1.6%に留まっており、相場の動きは事実上、人民銀行の厳しい管理下に置かれている。国内産業の輸出競争力の維持や、金融システムの脆弱性に配慮した形だが、

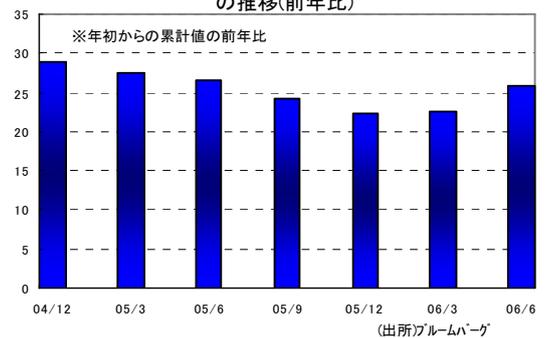
元高圧力に対抗するための元売り介入資金や、民間が貿易黒字で得た外貨を買い上げる際に放出される資金がマネーサプライへの恒常的な上昇圧力として働いており、6月末のM2の伸びは前年比18.4%と、人民銀行の目標値である16%を上回って推移している(図表4-6)。

これ以上利上げを続けた場合、中国国内への資本流入が加速することで、さらなる元高圧力がかかるリスクもあり、そうなるマネーサプライの管理が逆に困難となる可能性もある。これに対処するためには、対外証券投資など、対内外資本フローの規制緩和を一段と進めるか、為替の変動許容幅拡大、金融システムの強化等の措置を同時並行的かつ漸進的に推し進めていく必要がある。米国景気が減速に向かう過程で、政治サイドからの為替切上げ圧力が高まるケースも考えられる。市場を驚かすような大幅な切上げが実施される可能性は低いものの、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、今後は元高への調整ペースをやや早めていく可能性が高いと見ている。

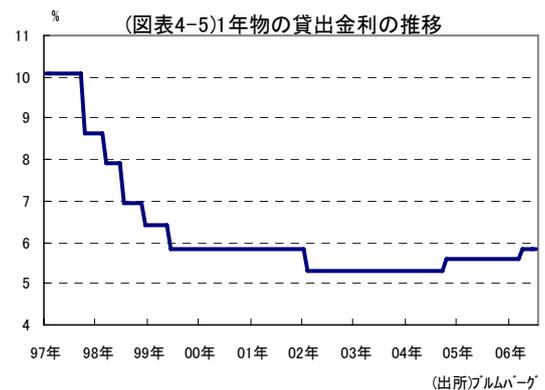
(4) 都市部と農村部の所得格差は縮小せず

4-6月期の消費財小売総額は、前年同期比13.9%増となった(図表4-7)。安定した伸びは確保し

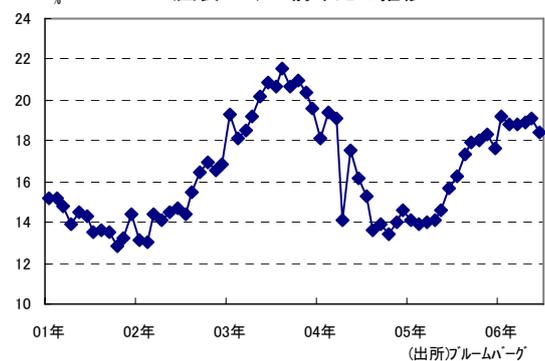
(図表4-4)固定資産投資(不動産業)の推移(前年比)



(図表4-5)1年物の貸出金利の推移



(図表4-6)M2前年比の推移



ているものの、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。

1-6月の都市部住民1人当たりの可処分所得は、前年同期比11.6%の上昇、農民1人当たりの現金収入は11.9%といずれも2桁の伸びとなったが、格差縮小には繋がっていない。絶対額で見ても、都市部の5,997元に対し、農村部は1,797元と大きな開きがある。

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再重点課題と位置付けている。しかし、中国の都市部と農村部の所得格差は、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ことを認めた形となっている。小売売上全体では、2006年、2007年とも前年比12-13%前後の伸びを確保するものと予想されるが、都市部、農村部の格差はなかなか縮小しない傾向が続こう。

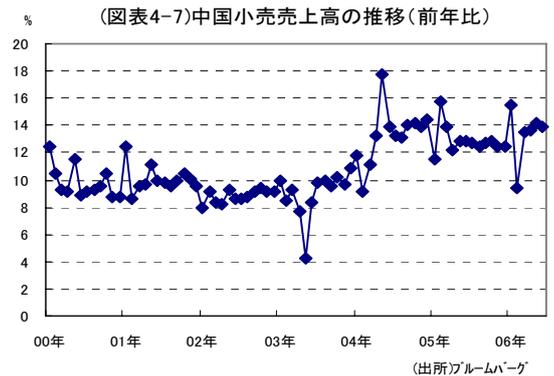
(5) 貿易黒字の拡大ペースは鈍る見通し

1-6月の輸出額は、前年同期比25.2%増の4,286億ドル、輸入額は21.3%増の3,672億ドルだった。貿易黒字は614.4億ドルで、前年同期より約55%増加した(図表4-8)。主要相手国別の貿易総額を比較すると、EUが前年同期比20.9%増、米国が同24.4%増、日本が11.2%増となっている。今後、2006年末から2007年前半にかけては、米国景気の減速に伴い、輸出の勢いは鈍ると見ているが、貿易黒字の拡大自体は続き、引き続き景気を牽引しよう。

(6) デフレか、インフレか

6月のCPI(消費者物価指数)上昇率は、前年同月比1.5%となったが、野菜が同15%伸びた影響などが大きく、広範な物価上昇は見られない(図表4-9)。中国では、景気過熱によるインフレが懸念される一方、ここ1年程度は、過剰投資・過剰生産によるデフレもリスクとして指摘されている。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。いずれにしても設備投資の過剰が主因であることは確かであることから、政府としては基本的に引き締め政策をとりつつ、デフレへの警戒も怠らないという、難しい舵取りを余儀なくされることになる。

中国経済は今のところ成長率こそ力強いが、過剰投資、過剰流動性、国際収支の不均衡、エネルギー高消費体質などの諸問題は改善されていない。三農問題も経済問題であると同時に深刻な社会問題として横たわっている。ただ、少なくとも北京オリンピックまでは、さまざまな不安定要素を抱えたまま、高速で走り続けるという構図が続こう。



5. 原油相場見通し

(1) 地政学リスクとガソリン需給逼迫で高値推移

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、7月14日に一時1バレル78.40ドル（終値では77.03ドル）をつけ、その後も75ドル前後の高水準で推移している（図表5-1）。

最近の高値の背景として、第一に地政学リスクの高まりが挙げられる。イランの核開発問題や、ナイジェリアでの武装勢力による石油関連施設攻撃が懸念材料だったところへ、イスラエルのレバノン侵攻が加わった形だ。これらを材料に投機資金が流入し

ており、現在では1バレル15ドル程度のリスクプレミアムが上乘せされていると推測される。イランは武装勢力ヒズボラへの武器供給も疑われており、中東情勢の混乱は長引く可能性が高い。

また、米国でのドライブシーズンにおけるガソリン需給の逼迫懸念も原油価格を押し上げている。全米平均ガソリン価格は、昨年大型ハリケーン襲来時以来の1ガロン3ドルまで上昇しているが、自動車が生活必需品である米国のガソリン需要に容易に衰えは見られない。

直近では、英BPのアラスカ油田のパイプラインが老朽化するという問題が発生。全パイプライン点検のため、最大で日量40万バレル（全米産油量の約8%）が数ヵ月間停止される見込みとなっていることも懸念材料だ。

(2) 原油在庫は十分でも製品在庫が伸びず

在庫状況を見ると、原油在庫はトレンド的に積み上がり傾向を示す一方、石油製品の在庫は横ばいに近い推移となっている（図表5-2）。原油需給は決して逼迫しているわけではないが、製油所不足が構造的な問題となっている米国では、石油製品につられて原油価格も上昇するといった傾向が強い。

(3) 需要堅調な一方で供給不安は絶えず

今後、先進国での脱石油政策や省エネ化は進むと考えられるものの、成長著しい中国やインドといった新興国を中心に、世界の原油需要はこの先も堅調に増加を続けると予想される。

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などを背景に、産油国での増産投資は慎重な姿勢が続こう。OPECは原油の供給には問題がないとして増産には消極的だ。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。

米国のドライブシーズンは9月までだが、ハリケーンのシーズンはまだ続く。米政府機関によると、今年のハリケーンは昨年ほどではないものの、例年を上回る件数が予想されている。製油所の稼働率は90%を超えた状態が続いており、石油関連施設でトラブルが起きる度に需給逼迫懸念が台頭するといった状況である。地政学リスクも残るという前提で考えると、原油価格は高止まりが続くと見るのが妥当だ。WTI（年平均）で2006年に1バレル70ドル、2007年に68ドルと予想する。

