

**明治安田生命**  
**2006－2007年度経済見通しについて**  
 ～景気回復ペースが緩やかゆえに実現する長期回復～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2006年7－9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> 2.5%	<u>2007年度</u> 2.3%
名目GDP成長率：	<u>2006年度</u> 1.7%	<u>2007年度</u> 2.6%

### 2. 要 点

- ① 今次景気拡大局面は、この11月に「いざなぎ超え」を達成した可能性が高いが、過去の景気拡大局面と比べると回復ペースは鈍い。しかし、それゆえにさらなる回復余地を残しているともいえる。2007年度にかけての日本経済は、緩やかながらも引き続き回復基調を続けよう。
- ② 個人消費は、雇用・所得環境の改善基調が続くことから底堅い推移を予想する。設備投資は、関連統計が弱含んでいることから目先は増勢が鈍化する見込みだが、デフレ脱却により企業の期待収益率は今後も堅調推移が見込まれ、増加基調を持続しよう。純輸出は、対米輸出の鈍化が見込まれるが、欧州やアジア向けが底堅く推移し、成長率を小幅ながら押し上げよう。
- ③ 金融政策については、景気回復基調が続く中、緩やかな物価上昇が見込まれ、無担保コール翌日物金利は段階的に引上げられよう。2007年度末には1.25%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	
			2006/8時点		2006/8時点
実質成長率	3.3%	2.5%	2.6%	2.3%	2.5%
成長率寄与度・内需	2.8%	1.8%	2.3%	2.0%	2.4%
・外需	0.5%	0.7%	0.3%	0.3%	0.2%
名目成長率	1.8%	1.7%	2.3%	2.6%	2.8%

# 日本のGDP成長率・主要経済指標予測

## 1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測								
	2005年度	2006年度	2007年度	2005年度	2006年度				2007年度			
				1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	3.3%	<b>2.5%</b>	<b>2.3%</b>	0.8%	0.4%	0.5%	<b>0.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>
民間最終消費支出	2.6%	<b>1.1%</b>	<b>1.9%</b>	-0.1%	0.5%	-0.7%	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>
民間住宅投資	-0.2%	<b>-0.3%</b>	<b>1.0%</b>	1.2%	-2.5%	0.1%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.4%</b>
民間設備投資	7.3%	<b>9.5%</b>	<b>5.1%</b>	3.7%	3.5%	2.9%	<b>1.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.9%</b>
政府最終消費支出	1.4%	<b>0.5%</b>	<b>0.4%</b>	0.0%	0.2%	0.1%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
公的固定資本形成	-1.4%	<b>-13.8%</b>	<b>-4.7%</b>	-0.8%	-6.5%	-6.7%	<b>-1.5%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>
財貨・サービスの輸出	9.1%	<b>8.3%</b>	<b>6.7%</b>	2.5%	0.9%	2.7%	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>
財貨・サービスの輸入	6.5%	<b>4.6%</b>	<b>5.9%</b>	2.4%	1.4%	-0.1%	<b>1.3%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>
名目GDP	1.8%	<b>1.7%</b>	<b>2.6%</b>	0.5%	0.2%	0.5%	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>
GDPデフレーター	-1.5%	<b>-0.8%</b>	<b>0.3%</b>	-0.3%	-0.2%	0.0%	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>

(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			
				1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	3.3%	<b>2.5%</b>	<b>2.3%</b>	0.8%	0.4%	0.5%	<b>0.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.8%</b>
民間最終消費支出	1.5%	<b>0.6%</b>	<b>1.0%</b>	0.0%	0.3%	-0.4%	<b>0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>
民間住宅投資	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	0.0%	-0.1%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
民間設備投資	1.1%	<b>1.5%</b>	<b>0.8%</b>	0.5%	0.5%	0.4%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
政府最終消費支出	0.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	0.0%	0.0%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
公的固定資本形成	-0.1%	<b>-0.6%</b>	<b>-0.2%</b>	0.0%	-0.3%	-0.3%	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
在庫品増加	0.2%	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	0.2%	0.0%	0.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
純輸出	0.5%	<b>0.7%</b>	<b>0.3%</b>	0.1%	0.0%	0.4%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
財貨・サービスの輸出	1.2%	<b>1.2%</b>	<b>1.0%</b>	0.4%	0.1%	0.4%	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
財貨・サービスの輸入	-0.8%	<b>-0.5%</b>	<b>-0.7%</b>	-0.3%	-0.2%	0.0%	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>

## 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			
				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%	<b>3.1%</b>	<b>1.3%</b>	3.2%	4.1%	5.4%	<b>2.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.7%</b>
消費者物価指数(前年比)	-0.3%	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	-0.1%	0.2%	0.6%	<b>0.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>
除く生鮮食品(前年比)	-0.1%	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	0.0%	0.0%	0.3%	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.5%</b>
国内企業物価指数(前年比)	2.1%	<b>2.8%</b>	<b>0.8%</b>	2.8%	3.1%	3.4%	<b>2.6%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.2%</b>
完全失業率(季調済:平均)	4.3%	<b>4.1%</b>	<b>3.9%</b>	4.2%	4.1%	4.1%	<b>4.1%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.8%</b>
為替レート(円/ドル:平均値)	113円	<b>116円</b>	<b>114円</b>	117円	114円	116円	<b>118円</b>	<b>116円</b>	<b>115円</b>	<b>114円</b>	<b>113円</b>	<b>112円</b>

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

今次の景気拡大局面は、この11月に「いざなぎ超え」を達成した可能性が高いが、過去の景気拡大局面と比べると回復ペースは極めて鈍い。背景として、未だにデフレギャップが残存していること、バブル崩壊後の苦しい経験が企業経営を慎重化させていることなどがあげられよう。しかし、景気回復ペースが緩やかであるがゆえに、さらなる回復の余地を残しているともいえる。2007年度にかけての日本経済は、緩やかながらも回復基調を持続する可能性が高い。

家計部門は、雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費、住宅投資ともに底堅い推移を見込む。最近では、賃金の伸び悩みが指摘されているが、この背景には、余剰労働力が残存していることや相対的に賃金の安いパートタイマーの採用が増加していること、賃金が既にピークアウトした年齢層の雇用者割合が高齢化によって上昇していることなどがあると考えられる。ただ、雇用不足感の高まりなどを背景に企業の採用意欲は増しており、今後も雇用者数の増加が見込まれる。1人当たり賃金に雇用者数を乗じたマクロベースの所得は増加基調をたどる可能性が高く、家計部門を下支えしよう。

企業部門は、足元で設備投資の関連指標が頭打ち傾向を強めていることから、今後は増勢の鈍化を予想する。しかしながら、デフレ脱却が目前に迫る中、企業の期待成長率は上昇傾向をたどる可能性が高いとみている。このため、企業は資本ストックの積み増しを進めると考えられ、設備投資は増加基調を持続しよう。

金融政策については、景気回復基調が続く中、緩やかな物価上昇が見込まれ、無担保コール翌日物金利は徐々に引上げられよう。次回の追加利上げは1-3月期を予想しており、同金利は2007年度末に1.25%まで引上げられると予想する。

日本実質GDP成長率：	2006年度	2.5%	2007年度	2.3%
日本名目GDP成長率：	2006年度	1.7%	2007年度	2.6%

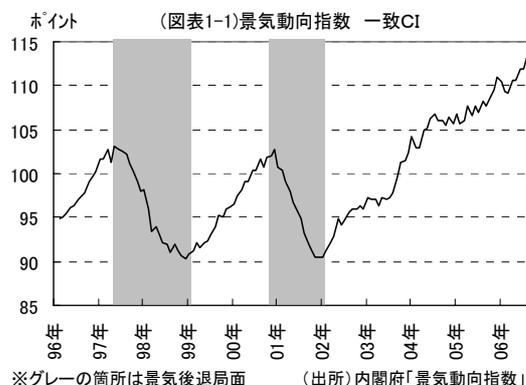
### (1) ペースは緩やかだが、息の長い景気回復が実現

#### 「いざなぎ超え」が確実に

2002年2月から始まった今回の景気拡大局面が、この11月で58ヵ月に達し、戦後最長だったいざなぎ景気の57ヵ月を超えた模様だ(図表1-1)。景気循環の転換点は事後的に判定されることから、まだ確定してはいないが、「いざなぎ超え」はほぼ間違いないだろう。

今次景気拡大局面の大きな特徴は、そのほとんどの期間がデフレ下の回復だったという点である。その影響とみられるが、景気回復スピードが過去の景気拡大局面と比べても緩やかで、国民の間にも実感を伴わないという意見が多い。最近、尾身財務大臣が政府の

「デフレ脱却宣言」に前向きな姿勢を示したことが話題となったものの、その後この話題が前進する兆しはない。9月の米国型コアCPI上昇率が前年同月比0.5%のマイナス、7-9月期のGDPデ



フレーターも同0.8%のマイナスという現状では、まだデフレ下にあると見るのが妥当だ(図表1-2)。しばらくはデフレ下の景気回復という状況が続くことになりそうだ。

### 「マイナスの需給ギャップ」は残っている

今後の焦点は、景気回復局面がいつまで続くかという点だろう。当社は、このままCPIの改善基調が続けば、来春にはデフレ脱却が可能な状況になると考えているが、その後も物価・景気の上昇ペースは極めて緩やかで、その分景気拡大局面が長期化する可能性が高いと考える。

第一の理由は、マイナスの需給ギャップ(デフレギャップ)が残っていると考えていることだ。当社は、日本の潜在成長率を2.1%程度と試算している。1990年代の長期低迷時に、日本の潜在成長率は大きく低下したと言われているが、当社は、さほど下がっていなかったと考えている。不況とはそもそも潜在成長率が下がるから起きるのではなく、潜在成長力と、実際の成長率が乖離すればするほど深刻となるものだ。潜在成長率が高めだから

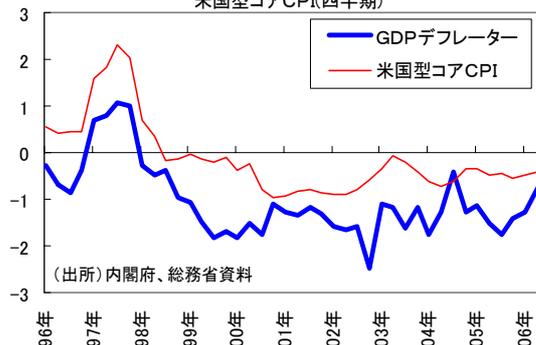
こそ、不況が深刻になり、逆にその後の回復局面では、供給力のボトルネックにつき当たることなしに、長期間インフレなき景気拡大を享受することが可能になるという構図なのではないだろうか。当社の試算では、今後、年率3.0%の成長が続いたとしても、デフレギャップが解消するのは2008年以降となる見通しだ。

潜在成長率の推計結果は、ある程度幅を持って見る必要があるが、現実の経済を眺めても供給のボトルネックに突き当たる兆しは見えない。雇用関連指標は回復基調にあるものの、相対的に賃金の安いパートタイマーの増加が目立つなど、力強さにかける。女性や高齢者の余剰労働力には、活用の余地がおおいに残されており、労働需給が強い逼迫状況にあるようには見えない。資本サイドを見ても、企業は最近まで過剰設備の削減を進めていた状況だ。足元の設備投資は堅調だが、まだ生産能力は底を打った段階にすぎない(図表1-3)。設備投資の早期腰折れや、加速による過剰供給、生産能力のボトルネックへの到達などを心配する段階ではないと考えられる。

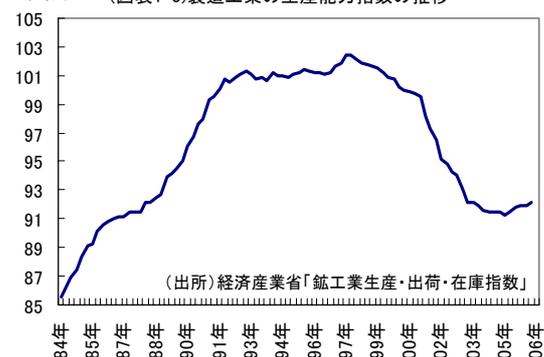
### 労働分配率の低位推移が景気の長期化要因

景気と物価の拡大ペースが鈍いとする第二の理由は、1990年代後半の貸し渋りや倒産、失業という厳しい時代がまだ記憶に新しいことで、企業も労働者も、先行き慎重姿勢を容易に崩さないと考えられることである。人々が先行き強気になればなるほど景気は加速するが、その分、過剰在庫や過剰設備の蓄積、賃金の加速が起きやすくなり、循環的に景気が後退に向かう時期が早まる。しかし、現実には両者の慎重姿勢が目立つ。好調といわれる設備投資だが、足元では依然、減価償却費の範囲内で推移しており、企業が外部資金調達をどんどん積極化させる状況にはない(図表1-4)。労働組合は、雇用確保を重視し、賃上げ要求には及び

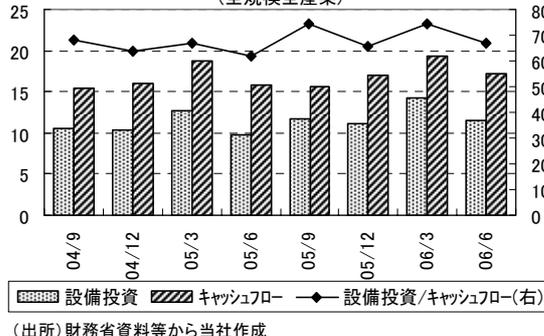
前年同期比(%) (図表1-2)GDPデフレーターと米国型コアCPI(四半期)



ポイント (図表1-3)製造工業の生産能力指数の推移



兆円 (図表1-4)企業の設備投資とキャッシュフロー(全規模全産業)

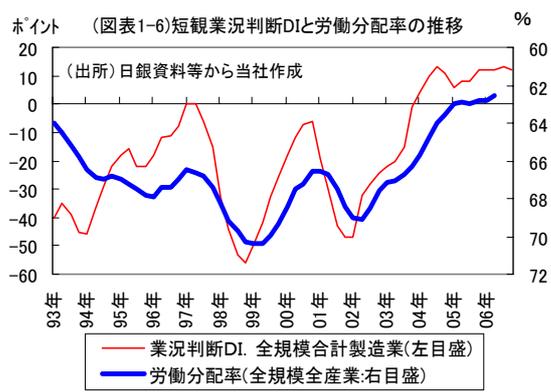
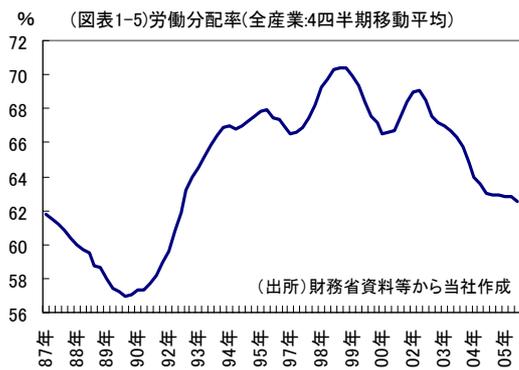


(出所)財務省資料等から当社作成

腰だ。結果として、労働分配率が低いまま抑えられている(図表1-5)。

足元の景気の問題点として、雇用・所得環境の回復の鈍さを挙げる論者は多い。とりわけ、労働分配率の低さに関しては、格差論議と絡めて政治問題化しようとする向きもあるようだ。確かに、雇用・所得環境が改善し、個人消費が景気拡大の主役となれば、景気の安定性は増すはずだ。しかし、労働分配率が上がってくれば、それは景気拡大局面が終盤に差し掛かってきたということと裏返しでもある。

図表1-6は、労働分配率の目盛を上下逆にすると、日銀短観の業況判断DIと相関が見られることを示したグラフである。景気回復の初期段階では、企業収益の回復が雇用回復に先行する結果、労働分配率は下がる。その後雇用が遅れて回復し、労働分配率は下げ止まる。景気拡大期の終盤にさしかかると、在庫の積み上がりなどで企業収益の伸びが鈍化に向かう一方で、簡単に賃下げや解雇が出来ないことから、労働分配率が上昇に向かうという構図だ。足元の雇用・所得環境の回復の鈍さと、低位で推移する労働分配率は、景気拡大局面がまだ前半戦の段階であることを示している。



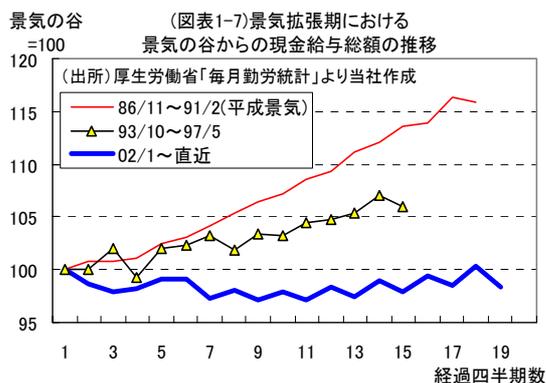
### リスクはやはり外的ショック

以上のような理由から、循環的な見地から見た場合、デフレ脱却後も景気が一段と加速することはなく、物価の低位安定のもと、引き続き緩やかなペースでの景気拡大が長期に渡って続く可能性が高い。日銀が金融政策を上手くコントロールし、さらに安倍政権の成長戦略が軌道に乗って潜在成長率が上昇に向かえば、1990年代の米国のような10年景気、英国のような15年景気も夢ではない。もっとも、外的ショックにより景気下押し圧力がかければ別だ。もし早晚景気が後退に向かうとしたら、それは循環的要因ではなく、原油高や海外景気の失速、大幅な円高などの外的ショックによってもたらされる可能性が大きいと見ている。

## (2) 雇用者数の拡大を背景とした所得増加で個人消費は底堅く推移

### 就業者の年齢構成の変化が賃金の伸びを抑制

9月の毎月勤労統計では、一人当たり賃金の動きを問わず現金給与総額(事業所規模5人以上)が前年同月比で0.0%増と、横ばいにとどまった。現金給与総額は、2005年初めに増加基調に転じたが、その後も0-1%程度の低い伸びが続いており、今のところ、賃金の伸びが加速する兆しは見られない。2002年2月から始まった今回の景気拡大局面における現金給与総額の上昇ペースは、過去の景気拡大期と比べても、かなり緩やかだ(図表1-7)。



何故、これほどまでに賃金の伸びが鈍いのだろうか。前述のとおり、需給ギャップが残っているから、相対的に賃金の低いパートタイマーが増加しているからという面が大きいと考えるが、当社では、別の要因も影響しているのではないかと考えている。それは、就業者の年齢構成の変化が賃金を抑制している可能性だ。就業者数を年齢別に分けて就業者全体に対する占率を見てみると、景気回復が始まる2002年初め頃から45-54歳の就業者占率が低下基調に転じる一方で、55-64歳の就業者占率が上昇基調に転じている（図表1-8）。加えて、最近では65歳以上の就業者占率も、緩やかだが上昇しつつある。

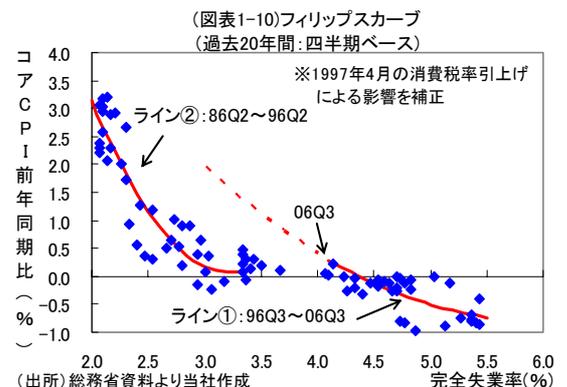
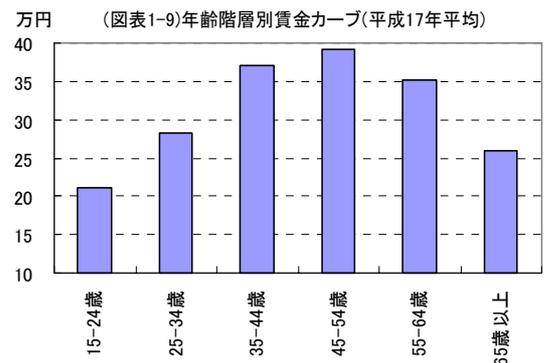
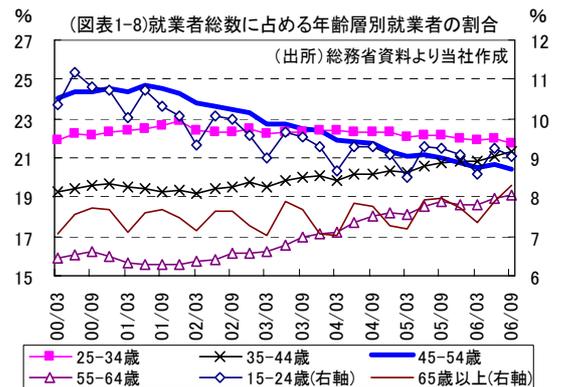
年齢階層別の賃金カーブを見てみると、就職してから45-54歳までは賃金が増加傾向をたどるが、それ以上の年齢になると、逆に賃金が低下する傾向がみられる（図表1-9）。今回の景気回復局面で現金給与総額がなかなか伸びないのは、相対的に賃金水準の高い年齢層の就業者数が減少する一方で、低い年齢層の就業者数が増加していることが一因となっている可能性がある。

### 賃金上昇ペースは今後少しずつ速まる見込み

今後高齢化が進む国内では、人口高齢化による年齢構成の変化が賃金の伸びを抑制する可能性がある。こうした構造面からの下押し材料を循環的な押し上げ材料が上回らない限り、今後賃金の伸びが加速することは難しい。

ただ、足元では、少しずつだが循環面からの押し上げ効果を期待できる状況となりつつある。図表1-10のフィリップスカーブが示すとおり、コアCPI上昇率と完全失業率の間には逆相関の関係がある。つまり、失業率が低下するとコアCPI上昇率は高まる傾向がみられる。これは、雇用市場の需給が逼迫することで賃金に上昇圧力がかかり、コアCPIを押し上げるためだ。当社では、これまで雇用のミスマッチが拡大してきたことから、最近のフィリップスカーブの形状は過去から変化していると考えている。そこで、直近10年間（ライン①）とそれ以前の10年間（ライン②）に分けてフィリップスカーブを引いてみた。

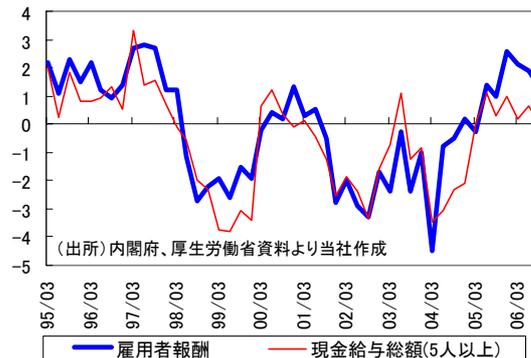
ライン②を見てみると、完全失業率が3.0%を切った辺りからコアCPI上昇率が加速している。一方、ライン①を見てみると、完全失業率が足元の水準より低下すれば、コアCPI上昇率は今の水準よりも徐々に高まる可能性があることを示しているように見える。当社では、今後景気回復に伴って完全失業率は低下基調をたどるとみており、2008年3月末の完全失業率を3.8%と予想している。今後は雇用環境の改善によって賃金の上昇ペースが徐々に速まると考えており、コアCPI上昇率も次第に押し上げられる可能性が高い。



### 雇用者数の増加が賃金の伸び悩みをカバー

賃金の伸びが緩やかなペースにとどまったとしても、個人消費は底堅い推移が続くと予想する。足元でも現金給与総額は低い伸びで推移しているが、これは1人当たり平均の賃金を示すものである。個人消費の先行きを考える際には、これに雇用者数を乗じたマクロ全体の所得を見る必要がある。GDP統計でマクロ所得をあらわす雇用者報酬の伸びを見ると、足元では、現金給与総額の伸びを上回って推移している（図表1-11）。

前年同期比(%) (図表1-11)現金給与総額と雇用者報酬の推移

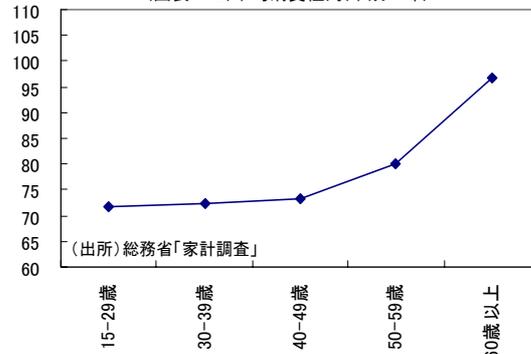


デフレ脱却が目前に迫る中、企業の設備投資意欲が高まるだけでなく、雇用者の採用意欲も高まると考える。日銀短観をみても、企業の雇用不足感は徐々に拡大する方向にある。仮に賃金の伸びが低めの状態で推移したとしても、雇用者の増加傾向が続く可能性が高いことから、個人消費は底堅く推移するとみている。

### 団塊世代引退の個人消費への影響(Ⅰ)

今後の消費動向を予想するうえで、2007年から始まる団塊世代の大量退職の影響をどのように捉えるかも重要だ。ライフサイクル仮説にしたがえば、高齢者は退職後、自分が働いている時に蓄えた貯蓄を消費するため、他の年代に比べて消費性向が高くなる傾向がある（図表1-12）。

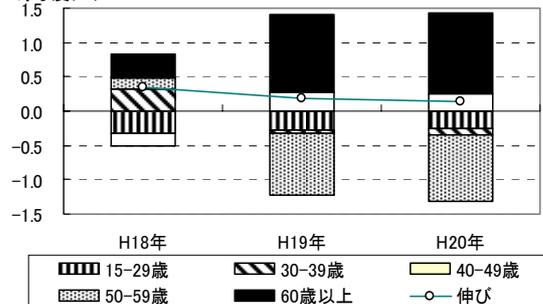
(図表1-12)平均消費性向(平成17年)



団塊世代の退職によって消費意欲の旺盛な年齢層が大量に誕生することから、個人消費の押し上げ要因になるとの見方があるが、実際にどの程度の影響があるのか、以下の方法で試算してみた。

- ①平成17年家計調査より、年齢階層別の可処分所得、消費支出を抽出し、消費性向を計算する。
- ②今後の人口の推移は、国立社会保障・人口問題研究所の中位推計を利用する。
- ③各年齢層の消費行動は時間が経過しても変わらないとの前提を置く（各年齢層の消費性向は①の平成17年家計調査の値に固定し、時間が経っても不変とする）。

前年比 (図表1-13)人口構成の変化による個人消費への影響寄与度(%)



- ④年齢階層別に消費支出と②の人口を乗じ、全ての年齢層を足し合わせることでマクロの消費支出を計算する。

これにより、年齢構成の変化のみによる個人消費への程度を調べることができる。結果は、2007年の個人消費が前年比で0.19%ポイント、2008年の個人消費が同0.13%ポイントほど押し上げられた（図表1-13）。

### 団塊世代引退の個人消費への影響(Ⅱ)

また、団塊世代は引退によって退職金を手にする。この影響についても考慮する必要がある。まず、マクロ全体で退職金の合計額がどの程度なのか、大まかではあるが次のように試算してみた。

①60歳人口に占める退職金受給者の割合を特定

→平成17年国勢調査で、「主に仕事」に従事している就業者を退職金の受給資格有りとし、年齢階層別に、人口に占める退職金受給資格保有者割合を計算する。60歳の同割合を退職金受給者割合とし、この割合が今後も変わらないという前提を置く。

②2006年以降の各年における60歳人口の特定

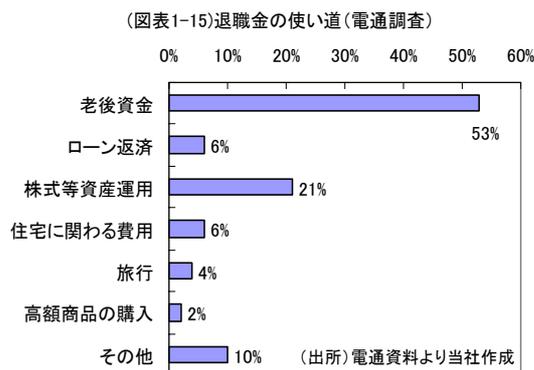
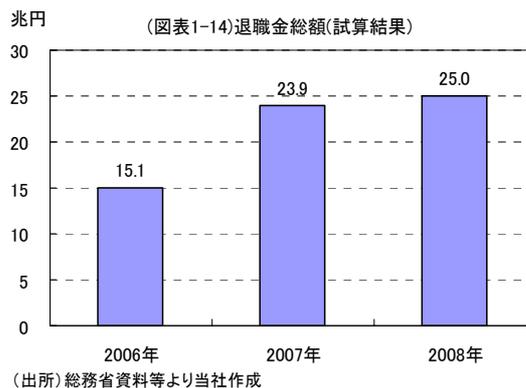
→国立社会保障・人口問題研究所の中位推計を利用する。

③各年の退職金総額を計算

→②の60歳人口に①の退職金受給者割合を乗じ、各年毎の退職金受給者数を算出する。これに平均退職金額（2,018万円：2006年8月、電通調査）を乗じて退職金総額を計算する。

結果が図表1-14だ。退職金総額は、2006年が15.1兆円、2007年が23.9兆円、2008年が25.0兆円となった。このうち、各年の個人消費の伸びに影響を与えるのは、前年からの差額分となる。個人消費の押し上げ分として考慮すべき額は、2007年が8.8兆円、2008年が1.1兆円となる。

しかし、この金額全てが消費に回る訳ではない。電通の調査によれば、退職金の使い道は主に老後のための貯蓄や借金の返済に充てるといった意見が多いようだ（図表1-15）。回答のうち、「旅行」や「高額商品の購入」を個人消費分と捉えた場合、退職金の6%が個人消費に回ることとなる。この場合、2007年、2008年の消費押し上げ効果は、それぞれ0.18%ポイント、0.02%ポイントだ。



個人消費の押し上げ効果は軽微

以上、団塊世代が引退した場合の個人消費への影響を試算してみたが、(I)、(II)を合わせた場合でも、2007年の個人消費を0.37%ポイント押し上げる程度にとどまる。個人消費がGDPに占める割合は5-6割であることから、GDPへの影響は0.2%ポイント程度である。

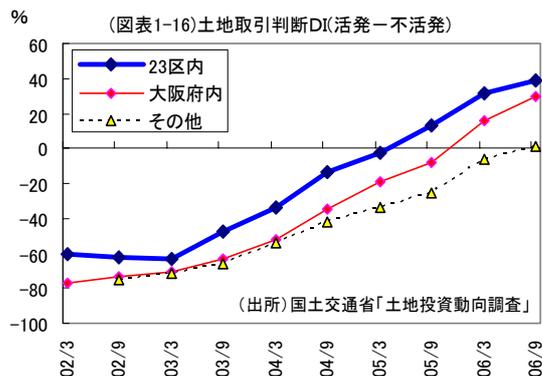
この数値は様々な前提を置いて計算した結果であるため、ある程度の幅を持つてみる必要があるが、団塊世代の引退に伴う2007年個人消費の押し上げ効果は軽微なものにとどまりそうだ。

(3) 住宅投資は緩やかながらも増加基調を持続

住宅市場を取り巻く環境は良好

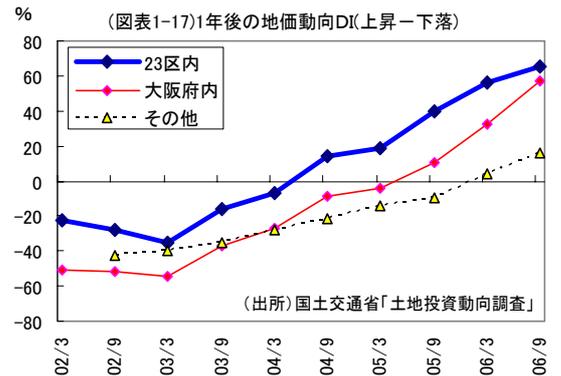
住宅投資は緩やかながらも増加基調を持続すると考える。今後は日銀の追加利上げが見込まれ、金利の先高感が生じやすいこと、団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期に突入しつつあることなど、住宅投資を取り巻く環境が良好なためだ。

加えて、地価に底打ちの兆しが出てきている点も追い風だ。2006年基準地価（住宅地）は、全国平均で前年比



2.3%下落と、3年連続でマイナス幅が縮小した。3大都市圏に限ってみれば、同0.4%上昇と16年ぶりにプラス転換している。国土交通省が9月に実施した土地投資動向調査によれば、全国で土地取引が活発化しているとの見方が増えているほか、土地の価格についても先行きの値上がりを見込む向きが増えている（図表1-16、17）。地価の下落を懸念してこれまで住宅購入を控えていた人たちが、少しずつ購入へと踏み出す可能性が高い。

ただ、足元では昨年度まで住宅投資を牽引してきたマンション在庫が増加している。過去の在庫水準と比べれば依然として低いため、過度な懸念は不要だが、今後は分譲住宅の増加ペースが鈍化することで住宅投資の伸びは緩やかなものにとどまると予想する。

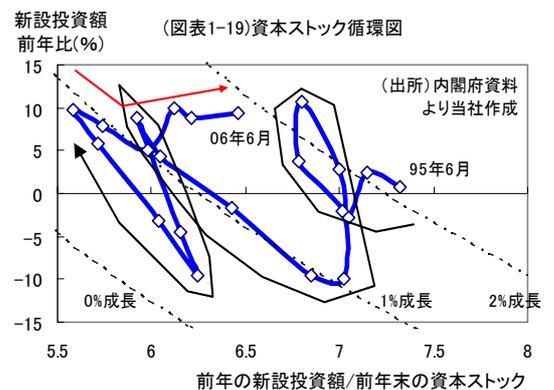
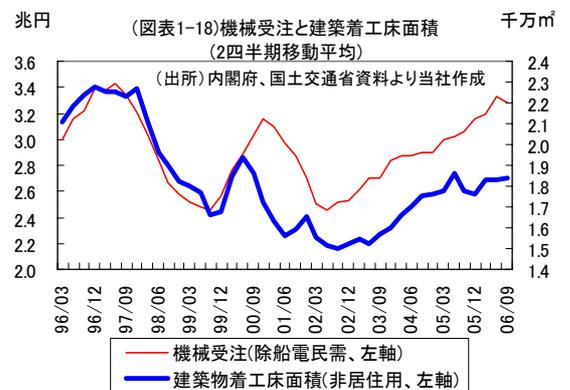


#### (4) 設備投資の増勢は鈍化するも増加基調は持続

##### 設備投資関連指標は足元でやや頭打ち

7-9月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前期比11.1%減と、2四半期ぶりにマイナスに転じた。業種別にみると、製造業が小幅減にとどまったのに対し、非製造業が同17.9%減と大きく下振れて全体の足を引っ張った。機械受注は振れやすいため均してみると、これまでの増加ペースがやや鈍化しつつある様子が確認できる（図表1-18）。また、工場建設等の設備投資をあらわす建築着工床面積（非居住用）もこここのところ頭打ちとなっており、今後の設備投資の増勢鈍化が見込まれる。

しかしながら、設備投資は腰折れることなく増加基調を持続するとみている。日銀短観の2006年度設備投資計画（全規模・全産業）は、9月調査としては16年ぶりの高い伸びとなったほか、8月に日本政策投資銀行が実施した2007年度設備投資計画調査も、過去5年では2006年度に次ぐ好調な結果となっている。



##### 期待成長率の上昇により資本ストックの積み増し意欲が高まる

資本ストック循環図からも、設備投資の増加基調が続く可能性が高いことが理解できる（図表1-19）。同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、最近では原点から離れる動きとなっている。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、設備投資が拡大している可能性が高いということだ。内閣府が行った平成18年企業行動に関するアンケート調査では、企業が見込む日本の期待成長率は今後3年間で1.9%と、4年連続で上昇している。デフレ脱却が目前に迫る中、企業の期待成長率は今後も上昇する可能性が高く、来年の調査では2%が視野に入ってくると予想する。企業は今後も資本ストックの積み増しに前向きな姿勢を保つと予想している。

## (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小幅にとどまる見込み

7-9月期の実質GDPでは、純輸出が景気の下支え要因となった。前回8月の四半期見通しでは、今後は米国景気の鈍化によって輸出の増勢が弱まるとしていたが、今のところ米国向け輸出は底堅く推移している。その他の地域を見ても、EU向けが増加基調をたどっているほか、輸出全体のおよそ5割を占めるアジア向けも、中国向けを中心に増加している(図表1-20)。

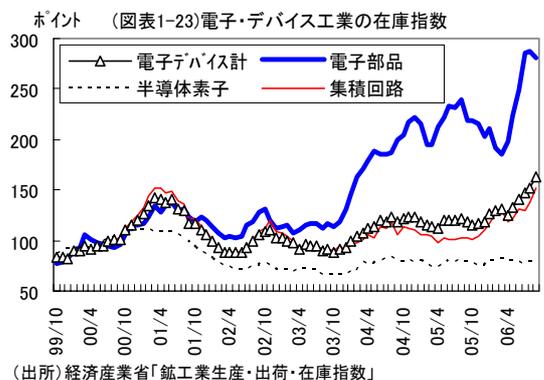
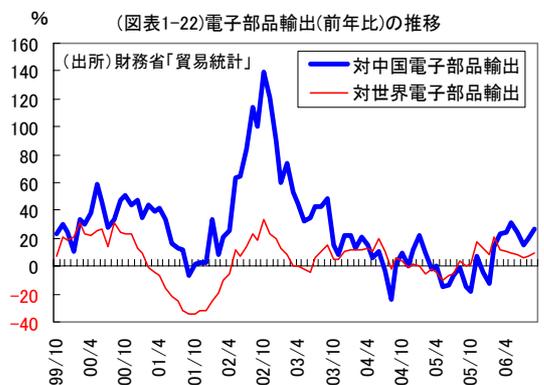
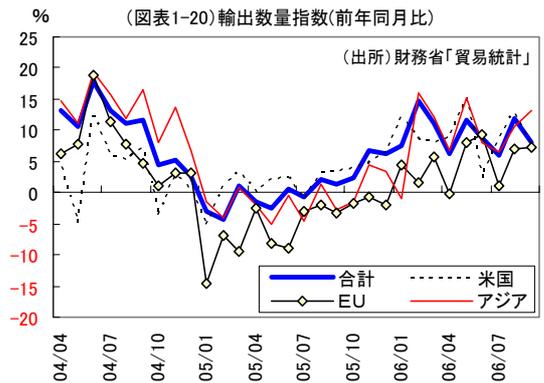
ただ、米国景気は2007年初め頃まで鈍化傾向が続くと予想され、今後は少しずつ輸出への影響が顕在化してこよう。しかしながら、ユーロ圏では外需主導から内需主導の景気回復へと移行しつつあり、今後も景気の回復基調が続く可能性が高い。アジア景気も中国を中心に堅調推移が見込まれ、米国向け輸出の鈍化を緩和しよう。実質実効為替レートが約20年ぶりの円安水準で推移している点もプラス材料だ(図表1-21)。輸入は内需の堅調さを背景に増加基調が続く見込みだが、輸出も増加基調が続くため、純輸出の景気に対する寄与度は小幅ながらもプラス圏で推移しよう。

## (6) IT関連財の在庫調整再燃か

### 電子部品・デバイス産業の在庫調整のリスク高まる

電子部品・デバイス産業は、2002年2月から始まった今回の景気拡大局面の主演である。とりわけ回復初期の2002年から2003年にかけては、電子部品の対中輸出がピーク時で前年同月比2.4倍と記録的なペースで伸びたことが、その後の回復傾向の持続を決定づける一因となった(図表1-22)。同産業が鉱工業生産全体に占めるウエイトは11%にすぎない(基準年ベース=2000年)。しかし、伸び率ベースでは、2002年2月から直近の2006年9月までの鉱工業生産の累計の伸び(20.5%)の約半分(11.8%)が、同産業の寄与部分となっている。

しかし足元では、同産業の在庫が急速に積み上がりつつある。今回の景気拡大局面は間に2度の踊り場を挟んでいるのが特徴だが、過去2回はいずれも同産業の在庫調整が大きく関わっていた。9月の在庫残高の伸びは前年比36.9%に達している。これは今後の景気拡大局面で最大の伸び幅だ。これがそのまま本格的な在庫調整に繋がるかどうかは、年末から来年前半の景気を見通すに当たっての重要なポイントとなる。



### 小型液晶素子の在庫は積極積み増しの可能性も

電子・デバイス産業の在庫を、主要3業種別に示したのが図表1-23だ。電子部品の積み上がりペースがひときわ目を引くが、足元では集積回路もじわじわと積み上がりペースを早めつつある。水準ベースでは既にITバブルのピーク時を上回っている。

電子部品の在庫の内訳の大部分は液晶関連製品によるものである。液晶は、アクティブ型液晶素子とパッシブ型液晶素子に大別される。このうち、薄型テレビ向けが中心となるアクティブ型液晶素子（大型）の動向を見ると、在庫が前年比29.8%増に達する一方、出荷は同21.6%減となっており、生産に先行する出荷－在庫バランスはマイナス51.4%まで低下している（図表1-24）。年末商戦の動向にもよるが、今後数カ月は生産が弱含みで推移する可能性が高い。既にアクティブ型液晶素子（大型）の生産は4ヵ月連続で前年割れとなっている。

これに対し、携帯電話向けの需要が多いアクティブ型液晶素子（中・小型）は、在庫残高が前年比28.9%増に達する一方、生産の伸びも前年比37.8%増と高い伸びを維持している（図表1-25）。番号ポータビリティ制度の導入を睨み、各社で前向きな在庫積み増しが継続していることを示す内容だ。出荷－在庫バランスは、やや低下傾向にはあるものの、最近3ヵ月はほぼ横ばいで、今後どちらに向かうかはあくまで今後の携帯電話の需要動向が大きなカギを握っているといえそうである。

電卓等に使用されるパッシブ型液晶素子の在庫残高は、ここ数年趨勢的な低下傾向が続いてきたが、ここ数ヵ月で急速に積み上がり、9月は前年比38.0%とやはり高水準に達している。ただ、パッシブ型はアクティブ型に比し一般的に性能が劣ることから、既に各社の主力商品ではない。

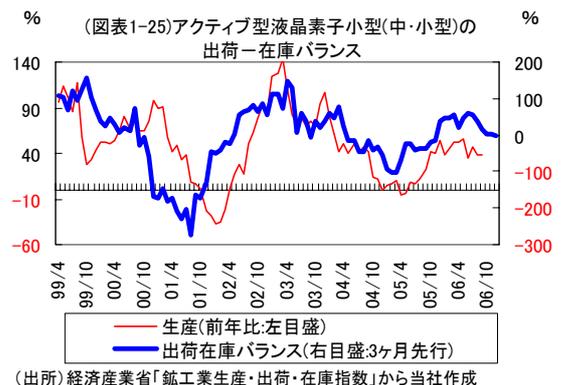
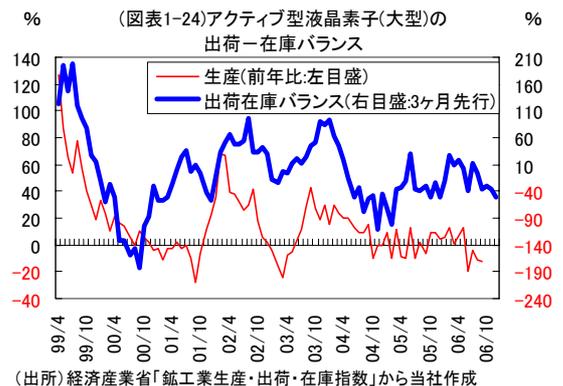
### 全体への影響がより大きい集積回路の在庫拡大

液晶に次いで、在庫が膨らんでいるのが集積回路である。集積回路は、従来より電気機械、一般機械などに幅広く使用されているほか、近年ではパソコンや携帯電話の発展により、一段と需要が増してきていた。足元の在庫の積み上がりペースは液晶ほどではないものの、電子・デバイス産業の在庫全体に占めるウエイトが65%と、液晶の17%に比し大きいことから、産業全体のトレンドに与える影響もより大きい。

集積回路は、速度は遅いが電力消費が小さく、集積度が高いモス型半導体集積回路と、速度は速いが電力消費が大きく、集積度も低いバイポーラ型半導体集積回路に大別される。モス型はさらに、RAMやROMに代表されるメモリ、パソコンのCPUに代表されるマイクロコンピュータ（以下マイコン）、画像処理用、通信用ICなどに代表されるロジックに分類できる。

このうち携帯電話や家電製品向けの需要が多いロジックは、生産の伸びが既に鈍化しており、在庫調整が進みつつあるようだ。ただし、出荷－在庫バランスの悪化幅自体もそれほどでなく、今後の携帯電話の需要動向次第では調整が軽微なものに留まる可能性もある（図表1-26）。

これに対し、パソコン向けの需要が多いマイコンや、汎用品の多いメモリは、出荷－在庫バランスの悪化幅との対比で生産の水準がまだ高く、かなりの在庫調整余地を残しているように見える



(図表1-27、28)。年明けに予定されているウィンドウズ・ビスタの個人向け販売を控えたパソコンの買い控えが影響している可能性もあろう。

### 液晶テレビは価格低下が需要喚起か

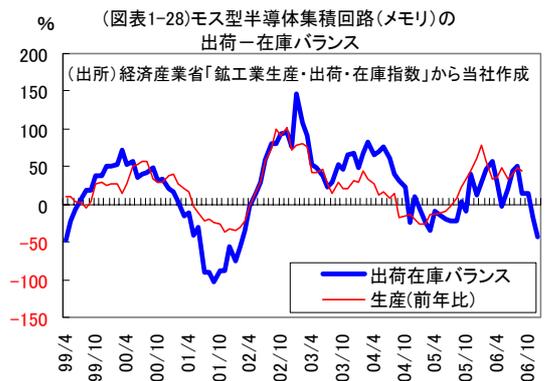
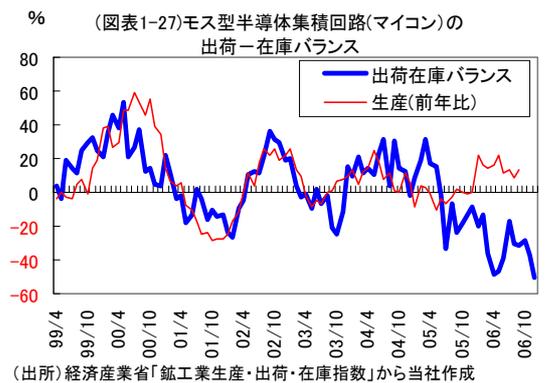
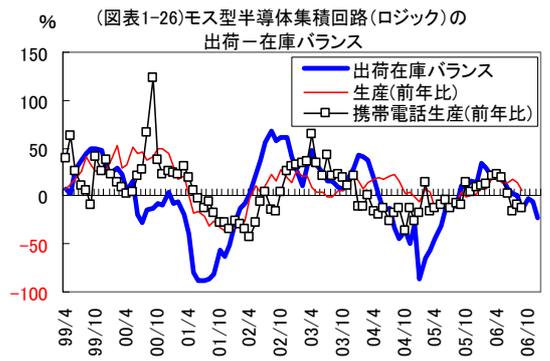
今後の電子部品・デバイス産業の在庫調整の動向は、海外景気全般と、国内の携帯電話販売、液晶テレビの動向に大きく左右される。電子部品の輸出先を見ると、台湾、中国などアジア向けのウエイトが大きい。結局は最終消費地である米国、欧州景気の動向に大きく左右されると考えられる。

米国景気はソフトランディングに成功する可能性が高まっているが、減速方向にあることは間違いない。ただその代わりに、ユーロ圏景気が大きく改善に向かうなど、世界景気が全体として堅調という構図は変わらない。北米のBBレシオが1倍を割るなど、短期的には在庫調整圧力が残っているが、世界レベルでIT関連製品の本格的な在庫調整が起きる可能性は低いと見ている。

国内に目を向けると、足元で液晶価格は一段と低下している。各テレビメーカーは、より高解像度の液晶画面の搭載モデルに主力商品をシフトしつつある段階で、これにより単価下落を抑える構えだ。一方で従来の液晶テレビは1インチ4,000円前後まで価格下落が進んでおり、消費者にとっては選択肢が広がっている。全体的な価格下落によりマージンは圧迫されると考えられるが、液晶テレビ自体は本格的な普及期が到来しつつある段階と考えられ、生産が長期にわたって低迷する可能性は低い。冬のボーナスも堅調なことから、年末商戦も堅調に推移する可能性が高い。

### 携帯電話販売に大きな悲観は不要

携帯電話は、番号ポータビリティ制度導入後の販売動向が大きなポイントとなる。過去にマイライイン制度が導入されたときは、その後業界ぐるみで大規模な値下げ競争が起きるきっかけとなった。今回も、ソフトバンクが既に大幅値下げを発表しているが、これは発端にすぎないとみられる。携帯電話産業は既に成熟市場と言われながらも、各メーカーは高収益をあげ続けている。今後価格競争の波は業界全体に広がるだろう。企業にとってはやはりマージンの圧迫要因となるが、消費者にとっては朗報だ。日本の携帯電話の普及率は7割前後である。アジアや欧州では8-9割を超えている国も多いことを考えれば、まだ普及の余地はある。加えて、日本の携帯電話は音楽ダウンロード、おサイフケータイ、ワンセグなど絶え間ない進化を続けている。諸外国の中で、日本ほど携帯電話の高機能化が進んでいる国はない。欧米では、よりシンプルな電話機を好むという嗜好の違いもあるようだが、高機能化の流れが海外にも浸透すれば、中長期的には部品輸出などを通じ日本企業にも恩恵が及ぶことが期待できよう。



また、日本の景気全体への影響を考えた場合、電子部品・デバイス産業以外の生産は堅調で、在庫も積み上がっているわけではない点に注目する必要がある。デジタル家電製品や携帯電話の需要に、電子部品・デバイス産業の在庫調整が大きく左右されるのは事実だが、IT関連の需要は既に製造業のみならず、サービス産業、農業など、以前より幅広い分野に浸透している。特定分野の需要に依存したIT景気のようなものが、一国全体の景気循環に決定的な役割を果たす確率は以前より低下していると見ても良いのではないだろうか。

## (7) 緩やかながらも物価は上昇基調をたどる

### エネルギー価格が9月のコアCPIを0.50%押し上げ

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0.2%増と、8月の同0.3%増から伸びが鈍化した。伸び率は、今年1月の同0.1%減と比べれば上昇しているが、変化幅は8ヵ月間でわずかプラス0.3%と小幅にとどまっている（図表1-29）。しかも、コアCPI上昇率がプラス圏で推移しているのは、エネルギー価格高騰の影響が大きい。エネルギーの内訳は、電気代、ガス代、灯油代、ガソリン代の4つであるが、9月のコアCPIはエネルギー価格により約0.50%押し上げられている（電気代：0.02%、ガス代：0.11%、灯油代：0.13%、ガソリン代：0.24%）。

ただ、エネルギー価格も当面のピークを打った感が強い。原油価格（WTI）は、8月に一時78ドル／バレルまで急騰する場面が見られたが、足元では米国の景気減速に伴う需給逼迫感の緩和などから、60ドル／バレル近辺で推移しており、高値からの下落率は2割を超えている。このため、市場では、エネルギー価格の値下がりによってコアCPI上昇率のプラス幅が縮小すると見る向きが多い。なかには、マイナス基調に逆戻りしてしまうとの見方さえある。ここでは、今後のコアCPI上昇率の動向について試算してみた。

### 今後、エネルギー価格の押し上げ効果は徐々に剥落

今後、エネルギー価格の下落によってコアCPI上昇率はどの程度影響を受けるのだろうか。以下の3つの場合に分けて考えてみた。

- ・シナリオ①：WTIが60ドル／バレルで推移

→10月のWTIは平均で約59ドル／バレル。WTIは今後も足元の水準で推移。

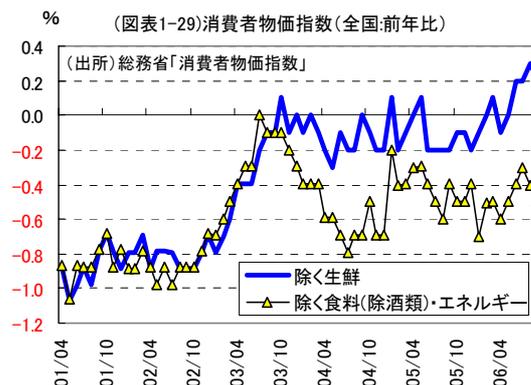
- ・シナリオ②：WTIが50ドル／バレルで推移

→米国をはじめとした海外景気の減速、中東情勢の緊張緩和などにより、WTIは足元の水準からさらに低下。

- ・シナリオ③：WTIが70ドル／バレルで推移

→原油市場における需給逼迫という構造的な問題は解決しておらず、WTIは再び上昇。

ここでは、過去10年間におけるWTIと、電気、ガス、灯油、ガソリンの各価格指数との関係をもとに、WTIが今後上記3つのシナリオで推移した場合、これら4品目がコアCPI上昇率にどの程度影響を与えるのかを試算してみた。結果は図表1-30のとおりである。いずれのシナリオの場合でも、コアCPIに対するエネルギー価格の押し上げ効果は今後縮小することとなる。シナリオ①の場合、コアCPIに対する押し上げ効果は来年度始辺りに剥落するほか、シナリオ②の場合は、



年明け頃に剥落することとなる。シナリオ③の場合、押し上げ効果は小幅ではあるものの、2007年中頃まで持続する見込みだ。

### 一方で、コアCPIの押し上げ要因も

このように、今後はコアCPIに対するエネルギー価格の押し上げ効果が剥落するとみられるが、その一方でコアCPI上昇率を押し上げる材料もある。

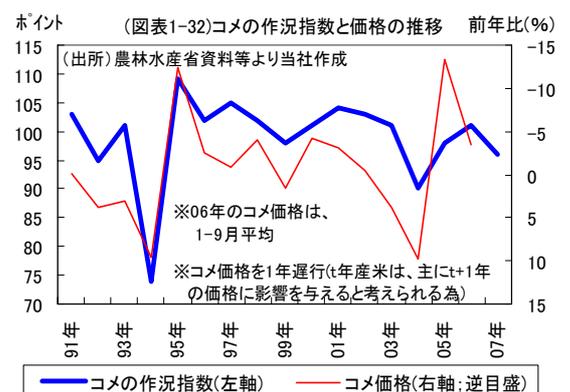
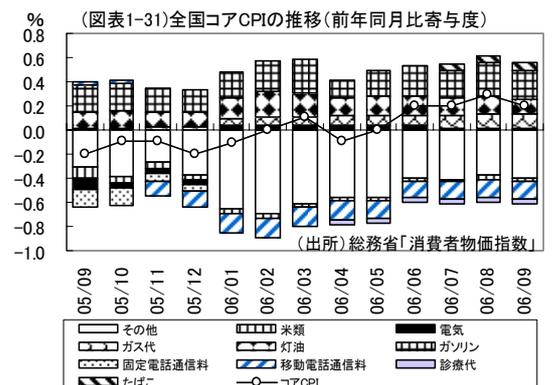
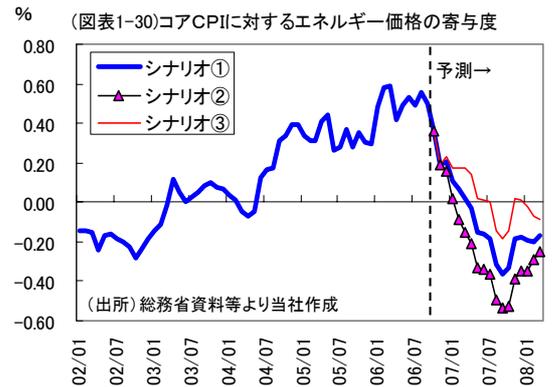
一つは、昨年11月に値下げが実施された携帯電話通信料だ。携帯電話通信料は、足元でコアCPIを0.14%押し下げているが、11月以降はこれが一巡する(図表1-31)。

ただ、先日ソフトバンク社が発表したように、10月24日の番号ポータビリティ制度導入に伴って、携帯電話料金の値下げ競争が加速する可能性が出てきている。海外では、同制度を既に導入済の国が多数あるが、利用度合いには国によってばらつきがあるようだ。一番進んでいる香港では、8割以上のユーザーが同制度を利用しているといわれており、1999年の導入以後、携帯電話料金は1/3程度下落したそうだ。単純に計算すれば、1年間で約5%の価格下落が生じたことになる。仮に、日本でも同様のペースで価格が下がった場合、コアCPIに対する携帯電話通信料のウエイトは約2%のため、年間で0.1%程度の下押し圧力となる。ただ、これは同制度が一番浸透している香港を前提にした場合であり、価格競争が最も激化した場合のシナリオと考えて良いだろう。ソフトバンク社の携帯市場におけるシェアは約16%であるから、このシナリオの場合でもコアCPIの押し下げ効果は0.016%程度にとどまる。

ただ、CPI作成元の総務省は、今回の値下げをCPIの計算にどのように盛り込むか検討中のようなのだ。もともと、CPI作成の際には、全利用者が利用対象とならない家族割りや年割などの割引サービスを取り込んでいない。今回の値下げも、期間限定のサービスであるほか、特定のサービスに加入しなければ値下げの対象とならないなど限定条件が決められていることから、同様の扱いとなる可能性があるようだ。また、NTTドコモ社、au社は当面、趨勢を見守る姿勢を打ち出しており、今のところ価格競争に乗ろうとの姿勢はみられない。番号ポータビリティ制度の導入は、長期的な観点からみればコアCPIの押し下げ要因として寄与しようが、短期的な下押し圧力は小さなものにとどまりそうだ。

携帯電話通信料のほかに、米価格も押し上げ要因となる可能性が高い。天候不順で今年の米の作況指数は96と、「やや不良」となっている(図表1-32)。昨年の作況指数は「平年並み」の101だったため、この1年間で同指数は5ポイント低下したことになる。1998年に同指数が前年から4ポイント低下した時は(102→98)、コアCPIを0.05%ポイントほど押し上げる要因となっている。

加えて、医療保険制度の改正によって10月以降、高齢者に対する高額療養費の自己負担額が引き



上げられた。10月の東京都の消費者物価指数によれば、同制度の改正によってコアCPIが0.04%ポイントほど押し上げられている。

### 2007年3月までのコアCPI上昇率はプラス圏で推移

こうした特殊要因を除いた「その他」の部分が年初からマイナス幅を縮小している点にも注目が必要だ（図表1-31）。インフレ動向を見極めるためには、医療費や携帯電話料金といった個別物価の動きもさることながら、一般物価全体のトレンドを見るのがより重要だ。図表1-31をみると、「その他」はここ数ヵ月、足踏みとなっているが、今後も景気の回復基調が続くと予想されることから、マイナス幅は縮小基調をたどる可能性が高い。

「その他」は、2006年1月から9月までで0.26%ほどマイナス幅を縮小させたが、仮に今後も同じペースでマイナス幅が縮小した場合、2007年3月時点の「その他」のコアCPIに対する寄与度はマイナス0.20%程度まで縮まることとなる（9月のマイナス0.40%から0.20%の縮小）。

### 2007年度のコアCPI上昇率は、秋頃に一時鈍化

以上のように、特殊要因を含めてコアCPIの押し下げ要因、押し上げ要因を換算すると、エネルギー価格が今以上に下がらなければ、2007年3月までにコアCPIがマイナス圏へ逆戻りする事態は避けられそうだ（図表1-33）。

2007年4月以降のコアCPI上昇率については、エネルギー価格と「その他」部分の動向次第と考える。先述のとおり、当社では「その他」が緩やかながらも上昇基調をたどると予想している。上記3つのシナリオに分けて今後のコアCPI上昇率の動きを示したのが図表1-34である。コアCPI上昇率は、エネルギー価格による下押し圧力が最も高くなるとみられる2007年秋頃にかけて一旦鈍化するが、原油価格が今以上に下がらないなら前年割れはかろうじて回避できると予想する。

### 次回の利上げは1-3月期

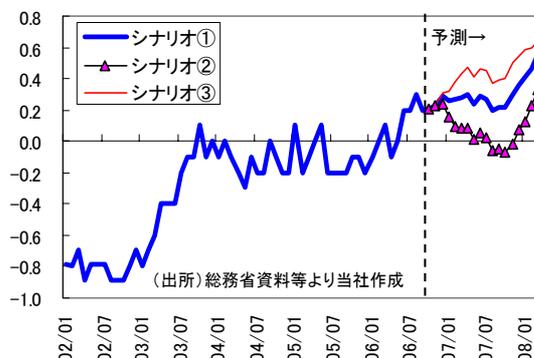
10月展望レポート公表後の記者会見で、日銀の福井総裁は、今後景気が日銀の想定するシナリオどおり進むなら、一時的に弱含む場面があったとしても、追加利上げを実施していく旨の発言を行った。同総裁によれば、今のところ国内景気は、日銀が4月に立てたシナリオに概ね沿った形で推移しているとのことである。景気の先行きを見る際のリスクとして米国景気の動向があげられたが、軟着陸の可能性が高まっているとの評価を行ったものの、今後の推移を見守る必要があることが示唆されている。当社でも、米国景気が軟着陸する可能性が高まっているとみているが、現時点で結論を出すには時期尚早と考えている。少なくとも、年末から年明けにかけての米国の住宅市場の動向やクリスマス商戦の行方を見極める必要があるだろう。幸い、国内のコアCPI上昇率は極めて低い水準で推移しており、日銀は利上げを即座に行う必要に迫られていない。当社では、コアCPIの上昇基調と米国景気の軟着陸シナリオを再確認した後、1-3月期に追加利上げが実施されると予想している。その後も景気回復を背景に追加利上げが行われ、2007年度末の無担保コール翌日物金利は1.25%まで引上げられるとみている。

(図表1-33)2007年3月時点における各特殊要因によるコアCPIへの影響

	シナリオ①	シナリオ②	シナリオ③
1)9月のコアCPI	0.20	0.20	0.20
2)エネルギー価格	-0.48	-0.65	-0.33
3)携帯電話通信料	0.13	0.13	0.13
4)米	0.05	0.05	0.05
5)医療費	0.04	0.04	0.04
6)その他	0.20	0.20	0.20
2007年3月のコアCPI 1)+2)+3)+4)+5)+6)	0.15	-0.02	0.30

(出所)総務省資料等より当社作成

前年同月比(%) (図表1-34)コアCPI上昇率の推移



(出所)総務省資料等より当社作成

## 2. 米国経済見通し

### 〈要 約〉

米国経済は、住宅投資を中心に拡大ペースが鈍化傾向にあるが、このまま失速に向かう可能性は低く、均せば年率2%台後半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、インフレ懸念が和らぎ、景気拡大の持続性が高まろう。

住宅投資は、今しばらく減速が続くものの、あくまで割高な状態からの調整過程に過ぎない。人口や所得の増加を背景に実需は底堅く、ソフトランディングの範囲に収まるとみている。

個人消費は、住宅市場からの資産効果は弱まるものの、雇用・所得環境が底堅さを維持すると考えられることに加え、低水準の長期金利、堅調な株価、原油価格の落ち着きなどが下支えとなろう。年率で2%台後半の伸びが続くと予想する。

設備投資は、個人消費が弱まる中では力強い伸びは期待できないものの、企業の増益基調が続くもとの、生産性向上のための効率化投資や更新投資を中心に底堅く推移しよう。

金融政策は、足元ではインフレ警戒感が残るものの、景気減速に伴って先行きのインフレ圧力は抑制されると考えられるため、しばらくは様子見姿勢が続くと予想する。FRBの次の一手は、経済成長が再び潜在成長率を上回る2008年に入ってからの上昇と見る。

米国実質GDP成長率： 2006年 3.3%、 2007年 2.5%

(図表2-1) 米国実質GDP

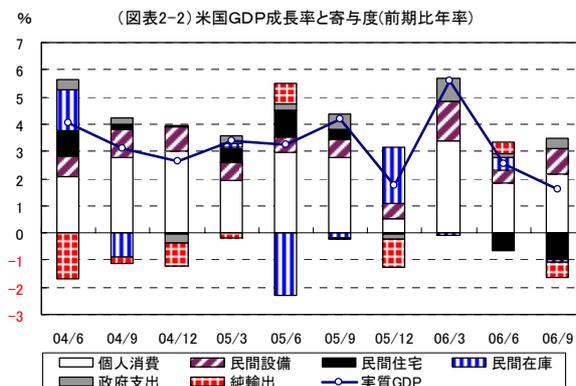
《前期比年率》	暦年ベース			2005年				2006年				2007年			
	2005年	2006年	2007年	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12			
実質GDP	3.2%	3.3%	2.5%	1.8%	5.6%	2.6%	1.6%	2.5%	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%			
個人消費支出	3.5%	3.1%	2.8%	0.8%	4.8%	2.6%	3.1%	3.0%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%			
民間住宅投資	8.6%	-3.4%	-5.5%	-1.0%	-0.3%	-11.1%	-17.4%	-10.5%	-3.1%	0.3%	1.6%	2.3%			
民間設備投資	6.8%	7.7%	5.8%	5.2%	13.7%	4.4%	8.6%	6.0%	5.2%	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%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%			
純輸出(寄与度)	-0.3%	-0.1%	0.0%	-1.0%	0.0%	0.4%	-0.6%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%			
輸出	6.8%	8.6%	6.1%	9.6%	14.0%	6.2%	6.5%	6.7%	5.2%	6.0%	6.2%	6.5%			
輸入	6.1%	6.5%	4.1%	13.2%	9.1%	1.4%	7.8%	3.1%	3.0%	4.3%	4.8%	5.2%			
政府支出	0.9%	2.0%	1.4%	-1.1%	4.9%	0.8%	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%			
内需(寄与度)	3.5%	3.5%	2.6%	2.9%	5.6%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%			
最終需要(寄与度)	3.8%	3.2%	2.6%	0.9%	5.7%	1.8%	2.5%	2.5%	2.5%	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

#### 7-9月期の成長率は1.6%に鈍化

7-9月期の実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率1.6%へと鈍化した(図表2-2)。住宅投資大幅減のマイナス寄与が大きいものの、個人消費と設備投資は堅調だ。純輸出のマイナス寄与も、内需が好調な裏返しといえる。2007年前半までは景気拡大ペースの鈍化傾向が続くとみているが、そのまま失速に向かう可能性は低く、均せば年率2%台後半の成長ペースは維持されると予想する。むしろ適度な鈍

(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

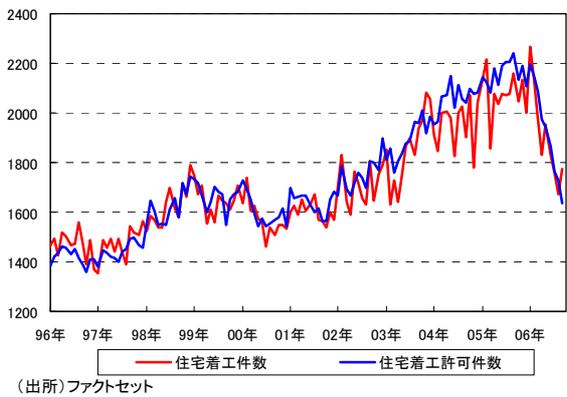
化によって、住宅市場の過熱感や過剰消費、インフレ懸念が和らぎ、景気拡大の持続性が高まろう。

## (2) 住宅市場はソフトランディングへ

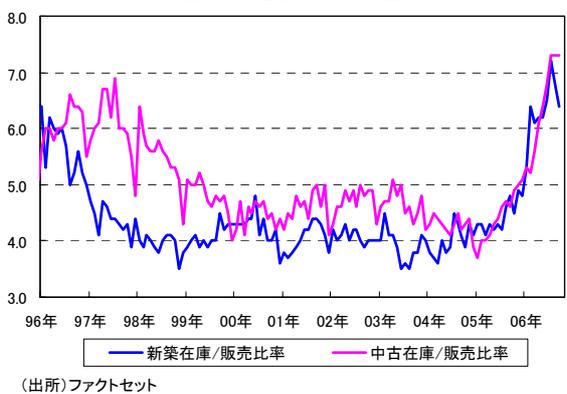
### 住宅市場の減速基調は今しばらく続く

足元の景気減速の一番の要因である住宅市場に目を向けると、8月から9月にかけて、住宅着工件数や新築住宅販売件数の反発、建築・販売業者の景況感を表す住宅市場指数の底打ち、住宅ローン申請件数の増加と、住宅市場に底打ちの兆しを感じさせる指標が多く見られた(図表2-3)。ただしこれは、特に新築住宅市場において、急激に積み上がった販売在庫を減らすべく、業者による積極的な販促活動が展開されたことによる部分が大きいとみている。したがって、在庫はピークアウトしつつある一方で(図表2-4)、販売価格は低下ペースを速めている。新築・中古ともに依然高水準の在庫はこの先も販売価格の下押し要因となろう。着工件数の先行指標である住宅着工許可件数は9月まで8ヵ月連続で減少、新築の約6倍の規模である中古住宅の販売件数も同6ヵ月連続で減少しており、住宅市場の減速基調は今しばらく続くこととみている。

(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) 住宅販売の期末在庫



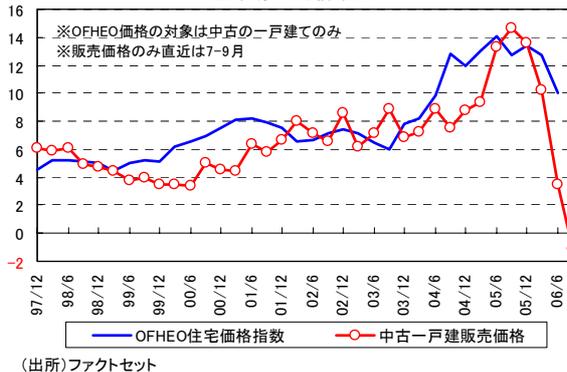
### 住宅販売価格には下方バイアス

住宅市場の減速が続く中で、とりわけ個人消費への資産効果という観点からは、中古住宅価格の低下スピードが気になるところだ。住宅販売価格の前年比ベースの伸び率を見ると、昨年は2桁まで加速したが、8月以降は新築・中古ともマイナスに転じている。

ただし月次の住宅販売価格は、その月に販売された住宅の価格の集計であるため、高額物件が多く売れると上昇し、低額物件が多いと低下するなど、販売物件の構成に影響を受ける点には注意する必要がある。足元では高額物件の需要が減退していることから、販売価格には下方バイアスがかかっている可能性が高い。その点、OFHEO(連邦住宅事業監督局)住宅価格指数は、中古の一戸建てのみが対象だが、購入だけでなく、借換え時の評価額まで含む。難点は、四半期統計で、しかも発表が遅いことである(7-9月期の発表は12月1日)。

両統計で4-6月期中古一戸建て価格の前年比を比較すると、月次販売価格の四半期平均は3.5%まで鈍化しているのに対し、OFHEO住宅価格指数は、鈍化しながらも依然10.1%上昇という高水準だ(図表2-5)。月次の販売価格統計は、減速スピードがやや誇張されている可能性がある。

(図表2-5) OFHEO住宅価格指数と中古一戸建て販売価格  
(四半期ベース、前年比)



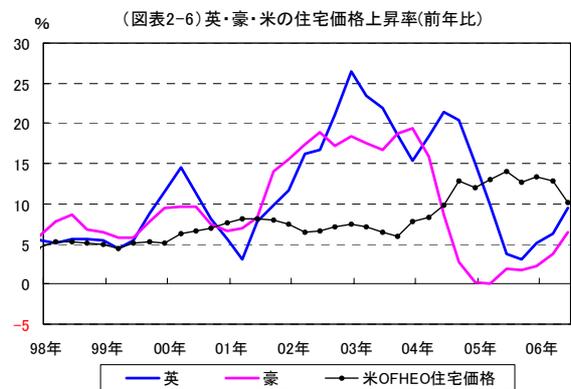
## 東西海岸地域で過熱と沈静

OFHEO住宅価格指数の前年比を地域別に見てみると、東西の海岸地域で住宅市場が過熱していたことが改めて確認できる。さらに興味深いのは、東海岸の大西洋岸地域では、北部のニューイングランド地方でまず上昇が見られ、その後、中部から南部へと波及していったことだ。西海岸でも、太平洋岸地域で上昇率がピークを迎えた後に、隣接する山間部がピークをつけている。一方で、内陸の中部地域では全般に過熱が見られず、調整も非常に軽微である。

全体的な傾向として、先に上昇率が高まった地域ほど沈静し始めた時期も早く、高騰していた地域ほど沈静化のスピードも速くなっている。地域毎にずれた山が重なり合って、全米価格の上昇率がなかなか鈍化してこなかったわけだが、ようやく全ての地域がピークアウトに向かったことが、減速ペースが速まったと感じる一因かもしれない。

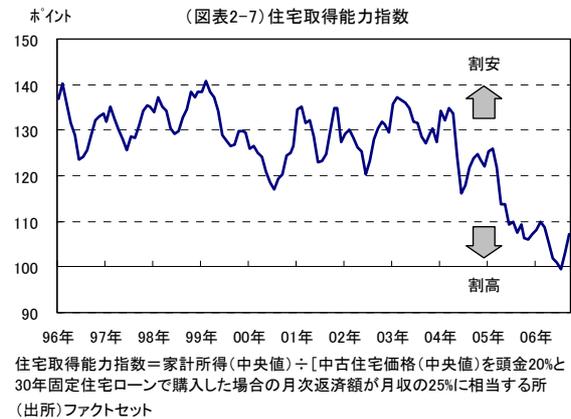
## 英・豪のケースよりも早めに沈静化

他国の事例では、米国と同様、過去に住宅バブルの可能性が指摘されていた英国とオーストラリアのケースが参考になる。両国とも住宅価格の前年比ベースの伸び率は、2002-2003年に20%前後に達していたが、2004-2005年にかけて0%近くまで鈍化し、ソフトランディングに成功している(図表2-6)。今回の米国では上昇率のピークは15%未満で、英国やオーストラリアに比べて低い。過熱状態が行き過ぎる前に、早めに沈静化に向かったことで、ソフトランディングする可能性が高まったといえる。



## 割高な状態からの調整過程で購入需要あり

住宅市場の減速は、金利上昇よりも、割高感が高まったことによる購入者の買い控えや、投機的な需要の減退の影響が大きいと考えられる。ピーク時の住宅価格は、所得水準や賃料などを勘案すると2割程度割高であった。ただ、米国は基本的に人口増加社会であることや、雇用・所得環境も適度な鈍化程度にとどまると予想されることなどから、住宅市場の実需は底堅いとみている。賃貸住宅市場に一旦シフトした購入控え組も、足元では家賃に上昇圧力が見られ、長期金利の水準も低くなれば、適正価格に近づく過程で、住宅購入に動き始めると考えられる。住宅ローン審査合格水準年収(分母)に対する中位家計の年収(分子)の比率を表した住宅取得能力指数は、割高方向からようやく反転の兆しが見られるようになった(図表2-7)。



割高な状態が調整される過程において、短期的に月次販売価格が前年比マイナスとなることに違和感はない。住宅価格の伸びは次第に可処分所得の伸びに見合った前年比5%前後に収斂していくと予想する。住宅市場は全体としてソフトランディングの範囲に収まるとみており、ペースが速い分だけ調整は早目に終わるという見方もできる。調整局面は年明けには底打ちに向かうと予想する。

### (3) 資産効果は弱まるが個人消費は底堅さを維持

#### ガソリン価格低下で裁量的支出の余地は拡大

足元の小売売上高は表面的には冴えない動きだが、価格低下を受けたガソリン売上の減少が大きい（図表2-8）。住宅市場の減速によって家具や建材の売上も低迷しているが、ガソリンと振れの大きい自動車を除いたベースで見ると、むしろ底堅い推移といえる。ガソリン価格が低下したことで、家計の裁量的支出の余地は拡大していると考えられる。

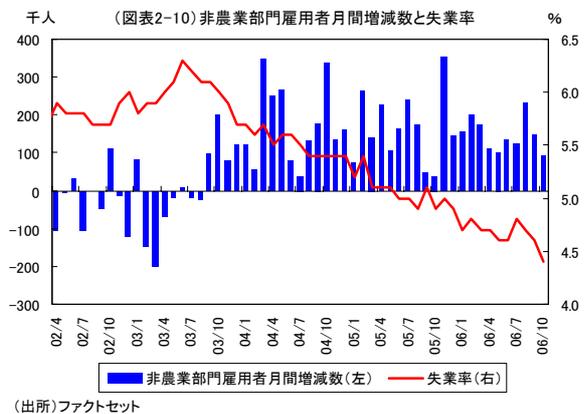
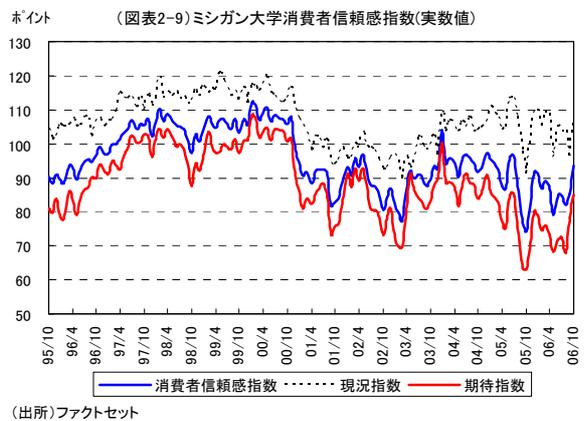
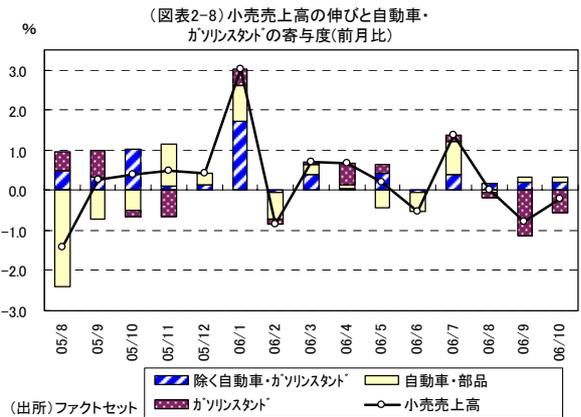
コンファレンスボードおよびミシガン大学調査の消費者信頼感指数は、ともに底打ちから改善の傾向が見られる（図表2-9）。住宅市場の減速はマイナス要因だが、ガソリン価格の落ち着きや低水準の長期金利、堅調な株価などが消費者マインドを下支えしている模様だ。今年の年末商戦も堅調となる姿が予想される。

#### 雇用・所得環境は底堅さを維持

消費を支える雇用・所得面では、非農業部門雇用者数の増加ペースが、均せば月間10-15万人増という底堅いペースを維持している（図表2-10）。自動車産業のリストラや住宅産業の減速を受けて、製造業や建設業、小売業の弱さが目立つ一方、情報産業や金融、専門サービスなどの高スキル職種で労働市場の逼迫が見られるのが最近の傾向だ。また、9月・10月と、雇用者数は後に大幅上方修正される傾向が続いている。失業率も4.4%まで低下しており、労働市場はむしろ逼迫気味とみておいた方がよいだろう。時間当たり賃金も高スキル職種による押し上げで伸びている。雇用・所得環境は、総じて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いとみている。

#### マイナスが続く家計の貯蓄率

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。その結果、個人消費の伸びが所得を上回る状態が続き、家計の貯蓄率は、2005年4月以降、直近の9月まで18ヵ月連続でマイナスとなっている。ただ、住宅市場の減速に伴い、ホーム・エクイティ・ローンの増加ペースは2005年後半から鈍化しており、資産効果は弱まっている。にもかかわらず、2006年に入ってから個人消費は堅調で、貯蓄率はマイナスのまま。おそらく家計では、他の資産の取り崩しなどの資金調達手段が使われていることが予想される。



実際、資金循環勘定を見てみると、家計による株式の売り越しが続いていることがわかる。住宅市場が減速している中でも、株価は緩やかながらも上昇してきており、家計は住宅資産に代わって、1990年代後半に見られたように株式からキャピタルゲインを得ていると考えられる。この傾向は富裕層ほど強い模様だ。また、昨年は住宅資産から得た資金の一部が、住宅ローンに比べて金利が高い消費者信用の返済につながっていた傾向があったが、ここ数ヶ月は、消費者信用残高にやや増加の動きが見られる。十分な株式を持たない低所得層が、ガソリン高や住宅市場減速の影響をカバーするために、消費者信用による調達に一部回帰している可能性がある。

足元の住宅価格の上昇率は大幅に鈍化しているが、家計の資産残高自体の増加傾向は続いている。住宅や株式を過去の安値で取得した人々がまだ多く存在すると考えられることから、資産の含み益を実現化させる余地は大きい。また、保有資産の増大により将来に備えた蓄えがあるとみなされることで、実際に実現益を得なくても消費を増やす余裕が生まれているとみなせる。

低水準の貯蓄率がいつまでも続くと考え続けることは現実的ではないが、目先は所得を上回る消費が続く余地はありそうだ。先行きについては、住宅市場がソフトランディングの範囲に収まり、雇用・所得環境が底堅く推移することも合わせれば、年率で2%台後半の個人消費の伸びは確保できると予想する。

ただし、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は注意が必要だ（図表2-11）。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抑制要因となってくる。したがって、消費の拡大ペースは緩やかなものにとどまろう。

#### （4）企業部門は鈍化しながらも底堅い成長が続く

##### 企業マインドは適度な鈍化へ

ISM景況感指数は、製造業・非製造業とも過去の高水準からは低下している（図表2-12）。製造業指数は、主に自動車と住宅関連産業が押し下げている模様で、拡大と縮小の分かれ目である50ポイントに近づきつつあるが、非製造業は50ポイント台後半を維持し、全体的には適度な鈍化といったレベルだ。

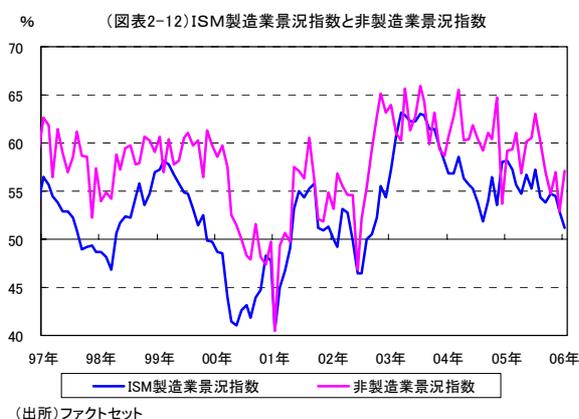
##### 設備投資は底堅く推移

個人消費が弱まる中では、設備投資の力強い伸びは期待できないものの、民間設備投資の先行指標である非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、堅調な伸びを維持している（図表2-13）。設備稼働率は、

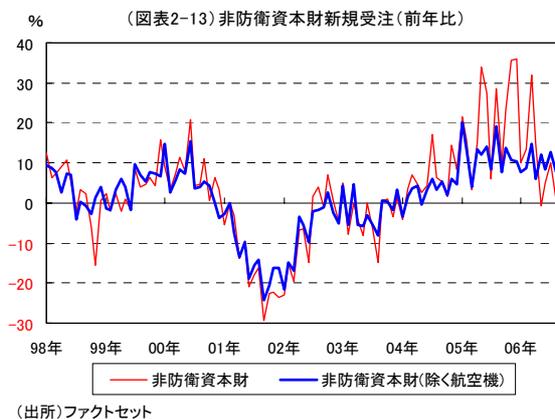
（図表2-11）家計の債務返済負担  
（債務返済額÷可処分所得）



（図表2-12）ISM製造業景況指数と非製造業景況指数

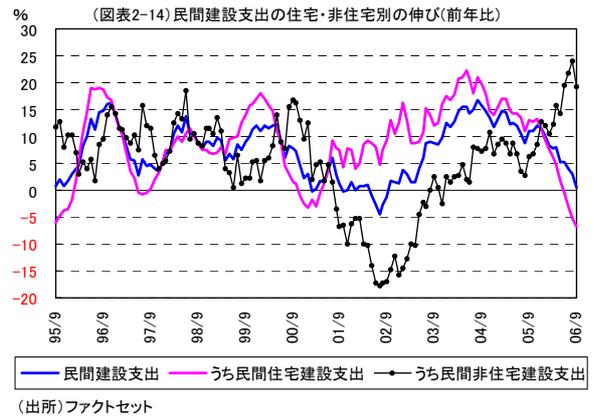


（図表2-13）非防衛資本財新規受注（前年比）



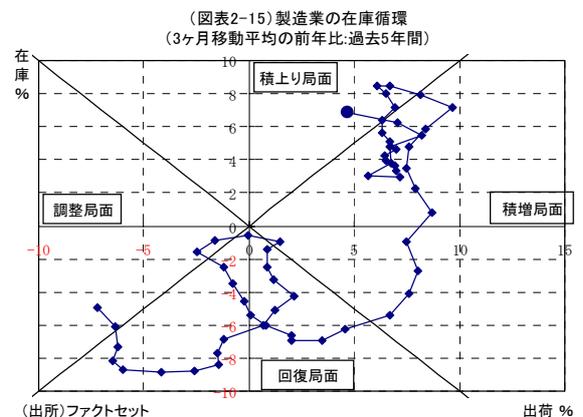
90年代の平均（82.3%）に近いレベルまでじわじわと上昇してきた。これまで鈍かった製造業の生産能力増強の動きも徐々に表面化しよう。

建設支出でも、住宅部門の減少が続く一方、オフィス、商業施設、工場などの非住宅部門は堅調に推移しており、ここでも設備投資の底堅さが示されている（図表2-14）。今後も、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する。設備投資は、生産性向上のための効率化投資や更新投資を中心に底堅く推移しよう。



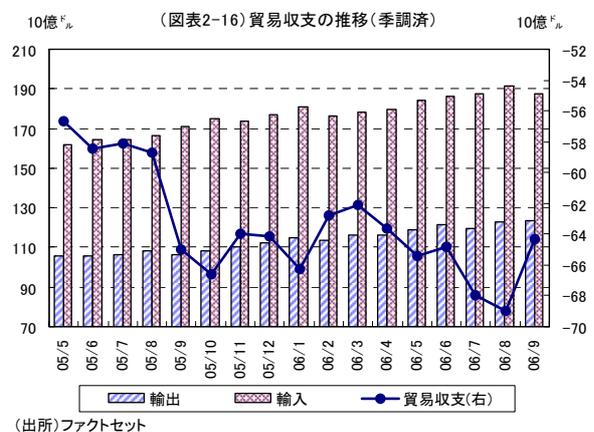
### 在庫調整は小幅かつ短期間に

夏以降、自動車と住宅関連を中心に、出荷の伸びが鈍化する一方で在庫が積み上がってきた。在庫循環図では再び45度線を上にまたぎ、積み上がり局面に位置している（図表2-15）。ただし、売上高に対する在庫水準は、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、今後予想される在庫調整の動きも、小幅かつ短期間にとどまるとみている。



### 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2-16）、今後は内需の弱まりを受け、輸入は緩やかな増加にとどまると考える。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。



## (5) FRBは引き締めバイアスを残す

### コアインフレへの警戒感は払拭できず

足元のCPIは、エネルギー価格の低下によって押し下げられている。コアCPIの前月比の伸びは9月まで3ヵ月続けて0.2%となり、一段の加速は見られなかったものの、前年比は8月の2.8%から2.9%に高まっている。FRB（米連邦準備制度理事会）が重視するコアPCEデフレーターも、9月の上昇率は前年比2.4%と、FRBが想定している1-2%というレンジを超えている（図表2-17）。

また、失業率が低水準であると同時に、単位労働コスト（時間当たり報酬÷労働生産性）の高ま

りもインフレ圧力として注意が必要だ(図表2-18)。労働生産性の伸び鈍化に加え、堅調な月次の平均時間給に業績連動型ボーナスやストックオプションまで含めた時間当たり報酬の上昇が、単位労働コストの押し上げ要因となっている。

### 金融政策はしばらく様子見

10月25日のFOMC(米連邦公開市場委員会)声明文は、景気減速を確認し、引き続きインフレ警戒感を示す点で前回(9月21日)とほぼ同内容だったが、2点だけ前回から変更があった部分について確認しておく。

1点目は、景気に関する部分で、「住宅市場の沈静化を一部反映して経済成長は減速した」の後に「今後は緩やかなペースで拡大すると思われる」との文言が新たに付け加えられた点だ。景気減速を表す単語が前回の「moderate」から「slowed」に変わり、進行形から現在完了形に変わっていることと合わせて考えると、足元の景気減速は明確となっているものの、更なる悪化は想定されておらず、先行きは適度な鈍化ペースにとどまるとFRB(米連邦準備制度理事会)は予想しているといえる。

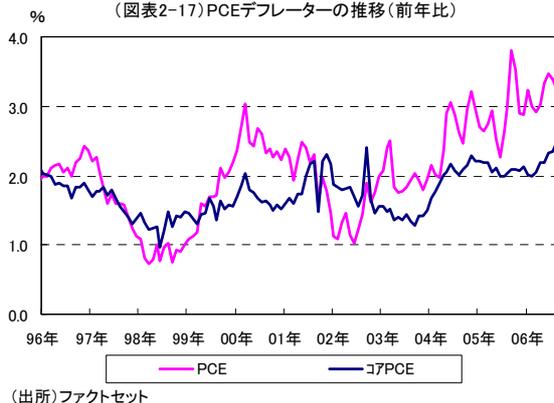
2点目は、インフレに関して、インフレ圧力を持続させる要因から「エネルギーその他の商品価格」が削除されていた点だ。これは最近の原油や商品相場の落ち着きを素直に反映したものといえよう。

ただ、その他の大半の部分は前回と同様であり、「インフレ圧力はこの先次第に和らいでゆく」としながらも、今後の政策スタンスについては「それでも多少のインフレリスクは残存し、さらなる引き締めが必要となるかもしれない。その場合の度合いと時期は今後のインフレと経済成長双方の見通ししだい」とこれまで通りに締めくり、引き続き引き締めバイアスを残している。

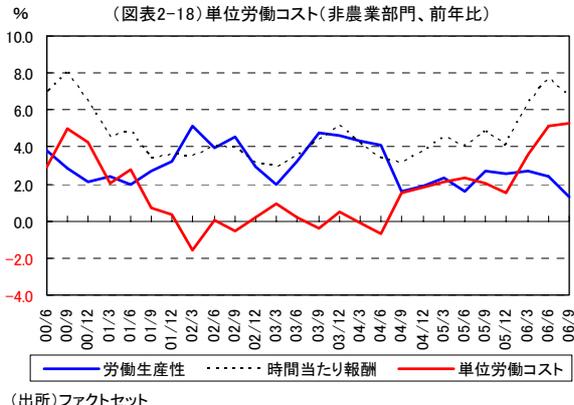
確かに総合インフレは原油価格の低下を受けて鈍化しているが、コアインフレは依然として高止まり状態だ。FRBは、景気が減速過程にある中で、この先インフレ圧力は次第に和らいでいくと予想する一方、足元ではインフレに対する警戒を怠らず、インフレファイターとしての信任を維持し、インフレ期待を抑えようという意図がうかがえる。

足元ではインフレ警戒感が残るものの、景気減速に伴って先行きのインフレ圧力は抑制されると考えられるため、金融政策はしばらく利上げも利下げもなく、様子見姿勢が続くと予想する。FRBの次の一手は、経済成長が再び潜在成長率を上回る2008年に入ってから利上げと見る。

(図表2-17)PCEデフレーター推移(前年比)



(図表2-18)単位労働コスト(非農業部門、前年比)



### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏経済は、7-9月期のGDP成長率が前期比0.5%増、前年比2.6%に達するなど、好調を維持している。2007年前半にかけては米国景気の停滞の影響で、現在のペースからは減速しようが、通年では、年率で2.0%程度といわれる潜在成長率を上回る成長を確保すると予想する。

個人消費は緩やかな回復を続けよう。企業部門が好調を維持することで、今後も失業率の低下が続くと予想されることに加え、原油価格の落ち着きによる実質購買力増加が追い風となる。2007年1月のドイツでの付加価値税（VAT）引上げによって、2006年10-12月期に駆け込み需要の増加、2007年1-3月期に反動減といった波が表れようが、均して見れば影響は限定的だろう。

設備投資は、足元で設備稼働率の上昇が続いており、生産能力に余裕がなくなっていることや、堅調な企業収益に支えられることで、好調に推移すると予想する。

外需は、米国景気の停滞で伸びはやや鈍化するものの、中東欧諸国やロシア、中国などの内需拡大を受けて、引き続き堅調に推移しよう。

欧州中央銀行（ECB）は、12月に利上げを行うことを予告している。ユーロ圏の景気が好調で、マネーサプライの伸びも高水準であることから、ECBは2007年に入っても利上げを継続するであろう。12月と2007年1-3月期に計2回、50bpの利上げを行い、政策金利を3.75%とした後、様子見姿勢に転じると予想する。

英国の実質GDP成長率は、年率2.5-3.0%と言われる潜在成長率近辺で推移している。個人消費が好調で、住宅価格も再び上昇している。ユーロ圏の景気回復を受けて、弱かった製造業も回復に向かっている。英国は2007年も巡航速度での成長が持続すると予想する。

ユーロ圏実質GDP成長率： 2006年 2.6% 2007年 2.2%  
 ドイツ実質GDP成長率： 2006年 2.6% 2007年 1.8%

(図表3-1)欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(前期比、06/9期は合計まで実績)

(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	1.5%	2.6%	2.2%	0.8%	0.9%	0.5%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%
家計消費	1.4%	1.9%	2.1%	0.7%	0.3%	0.6%	0.7%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%
政府消費	1.4%	2.0%	1.6%	0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
固定投資	2.8%	4.5%	3.1%	0.9%	2.1%	1.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
純輸出(寄与度)	-0.3%	0.4%	0.0%	0.5%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%

ドイツ実質GDP(前期比、06/9期は合計まで実績)

(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	1.1%	2.6%	1.8%	0.8%	1.1%	0.6%	0.7%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
家計消費	0.3%	1.3%	1.0%	1.1%	0.0%	0.5%	0.8%	-0.6%	0.7%	0.3%	0.3%
政府消費	0.6%	1.3%	0.3%	1.5%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
固定投資	1.2%	6.3%	3.7%	0.2%	4.4%	1.0%	1.0%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
純輸出(寄与度)	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%

英国実質GDP(前期比、06/9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%	2.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%

## (1) ユーロ圏は好調を継続

### ユーロ圏の景気拡大の裾野は広い

ユーロ圏経済は、7-9月期のGDP成長率が前期比0.5%増、前年比2.6%増に達するなど、好調を継続している。企業景況感を見ると、原油高や米国景気の後退懸念などから夏場には足踏みをする場面もあったが、業績の堅調に加え、足元での原油価格低下による追い風もあって持ち直し、秋口以降は高水準で推移している。

10月ユーロ圏景況感指数は、110.3ポイントと、2001年2月以来の高水準に上昇した。国別で見ると、ドイツ、フランス、イタリアの主要国が好調を維持していることが分かる(図表3-2)。また、業種別に見ても、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、消費者信頼感がそろって好調であり、今回の上昇局面での最高値またはそれに次ぐ高水準となっている。中でも、建設業景況感は1990年以来の高水準で推移しており、景気拡大の裾野が広がっていることが分かる。

10月ユーロ圏製造業PMIは、前月から0.4ポイント上昇の57.0ポイントとなり、16ヵ月連続で生産活動の拡大と縮小を分ける50ポイントを上回った(図表3-3)。新規受注が前月比0.5ポイント増の58.9ポイント、生産が同0.4ポイント増の58.6ポイントと、主要項目が再び上昇して高水準を維持しており、足どりはしっかりしているといえる。

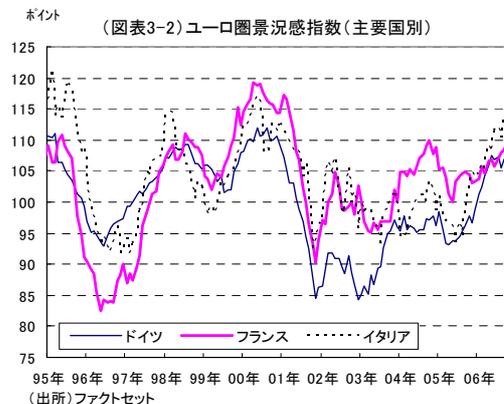
### 外需は鈍化するも底堅い

米国景気の鈍化を受けて、輸出は足元で伸びが鈍化しているものの、米国景気は最終的にはソフトランディングに成功すると見られ、輸出への下押し圧力は限定的なものに留まろう(図表3-4)。

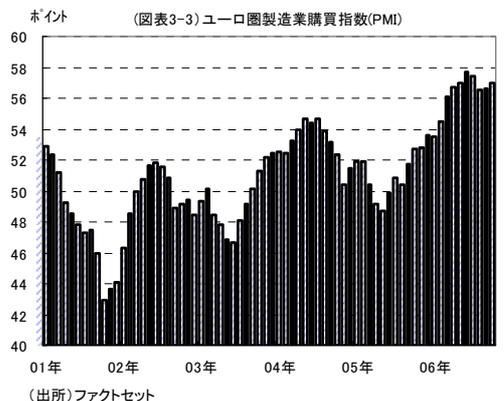
ユーロ圏と地理的、文化的にも近く、経済的なつながりも深い中東欧諸国では、安い労働力や低い法人税率などを背景として、ユーロ圏の経済大国を中心とした国外からの直接投資を招き入れている。それによって、輸出の増加、雇用の促進、設備投資や個人消費の拡大が続いており、実質GDPで年率5%程度の高成長を2007年にかけても続ける可能性が高い。こうした中東欧諸国へのユーロ圏からの輸出は好調を維持しており、今後も堅調な推移が見込まれる。中東欧諸国では設備投資や個人消費といった内需が拡大しており、米国景気の停滞による景気への悪影響はやはり限定的なものに留まると見る。

また、ユーロ圏の貿易相手国として比重の高まりつつあるロシア、中国向けの輸出は前年比20%増前後の高い水準の伸びが続いており、2007年にかけても好調を継続しよう。

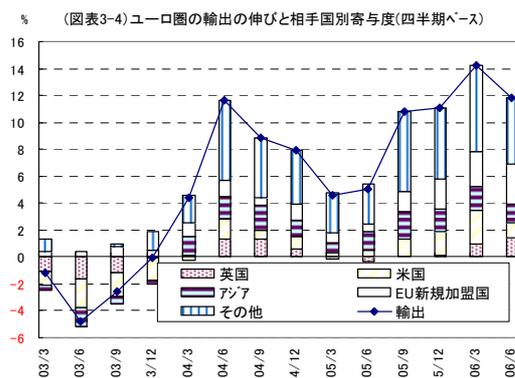
(図表3-2) ユーロ圏景況感指数(主要国別)



(図表3-3) ユーロ圏製造業購買指数(PMI)



(図表3-4) ユーロ圏の輸出の伸びと相手国別寄与度(四半期ベース)



## 設備投資は好調

ユーロ圏では好業績を受けた企業活動が活発であり、4-6月期の実質GDPベースの固定投資は前年比4.8%増と、6年ぶりの高水準に達した。

2005年半ば以降、ユーロ圏の生産活動は回復を続けており、7-9月期ユーロ圏鉱工業生産は前期比0.9%増と、4-6月期の同1.2%増からは鈍化したものの、好調を維持している。国別で見るとドイツの好調ぶりが目立っており、全体を牽引している(図表3-5)。生産の堅調を受け、ユーロ圏製造業の設備稼働率は上昇を続けており、7-9月期は83.5%と5年半ぶりの高水準となっている(図表3-6)。また、10月ユーロ圏製造業PMIの入荷遅延指数は39.6ポイントと、分岐点となる50ポイントを大きく下回った。入荷遅延指数が40ポイントを切るのは5ヵ月連続であり、生産能力に余裕がなくなっていることを示している。企業部門の好業績も追い風となり、生産能力増強のための設備投資は2007年にかけて好調を維持すると予想している。

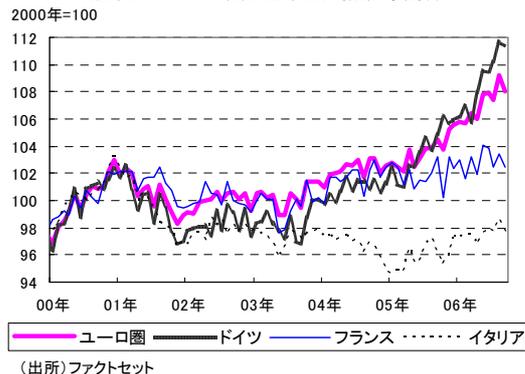
ドイツの建設業は、東西統一後に過剰な建設投資を行ったことによる供給過剰の反動で長年不振が続いていたが、今年に入って回復傾向が続いている。また、不動産投資信託(REIT)の導入が検討されており、早ければ2007年1月にも実現する見通しである。不動産取引の活発化が建設業にとって追い風となることも期待される。

## 個人消費は緩やかに拡大を続ける

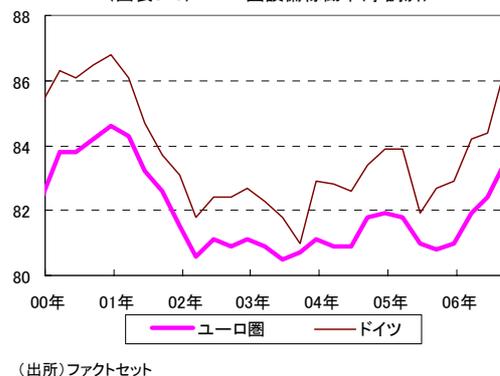
10月ユーロ圏消費者信頼感、前月比0.2ポイント増と4ヵ月連続で上昇し、マイナス7.8ポイントとなった(図表3-7)。また、10月ユーロ圏小売業景況感、3ヵ月連続の上昇となる3.7ポイントと、そろって上昇傾向が続いている。一方、9月ユーロ圏実質小売売上は前年比1.4%増となった。8月の同2.0%増から鈍化したものの、個人消費は緩やかな回復基調にあると見ている。2007年にかけても堅調に推移しよう。

ユーロ圏では雇用者数の増加が続いており、9月ユーロ圏失業率は7.8%となっている(図表3-8)。失業率は5ヵ月連続で横ばいと改善は足踏みしているものの、この1年で0.8%低下し、ここ5年来の低水準となっている。企業業績が好調なことに加え、生産能力に余裕がないこと、10月ユーロ圏製造業PMIで雇用指数が52.2ポイントと、8ヵ月連続で50ポイントを上回っていることなどから、ユーロ圏失業率は今後も改善が期待できる。雇用者

(図表3-5)ユーロ圏鉱工業生産指数(季調済)



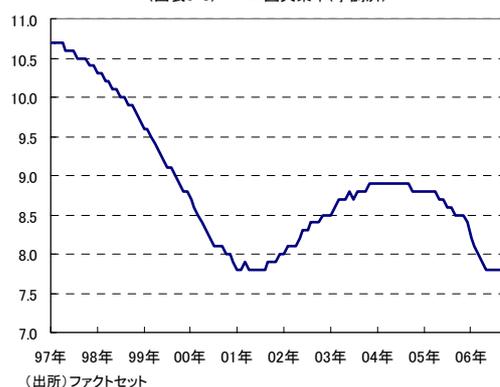
(図表3-6)ユーロ圏設備稼働率(季調済)



(図表3-7)ユーロ圏実質小売売上高と消費者信頼感指数



(図表3-8)ユーロ圏失業率(季調済)



増が今後も継続することに加え、原油価格の落ち着きによる消費者の実質購買力増加にも支えられることで、個人消費は 2007 年も堅調に推移しよう。ただし、余剰労働力が残っていると見られることや、EU の拡大の影響で、1 人当り賃金の伸びが抑えられる状況が続き、マクロベースの雇用者所得の回復は緩やかなものとなる。

### ドイツの好調は企業中心

ドイツでは、労働生産性が伸びているにもかかわらず、単位労働コストがここ数年ほぼ横ばいで推移している（図表 3-9）。これは、ドイツ企業が、賃金を据置いたうえで労働時間延長による実質賃下げといったリストラ策を推し進めてきたことを反映している。言い換えると、この数年間、労働生産性向上の恩恵を受けたのは労働者ではなく、もっぱら企業であったということだ。また、この数年間は製造業を中心に中東欧への生産拠点の移転などが続いていたことで、ドイツ国内での設備投資が抑えられていたが、コスト削減によって企業の国際競争力が高まり、生産が上向いてきたことで、国内の設備投資も回復に向かっている。

家計部門を見ると、リストラによる失業率の上昇、消費の低迷が続いていたが、2005 年に入ってから失業率が低下しはじめた。ドイツでは、回復当初は社会保険の適用されない就業者を中心とした増加で、社会保険適用就業者数は 2001 年 6 月以降、前年比で減少が続いていた。しかし、2006 年 4 月からは増加に転じている。また、未充足求人数が 8 ヶ月連続で上昇を続けており、9 月は 1990 年以来の高水準である 66 万人となった。これらは、ドイツの雇用環境の改善が質・量の両面に広がっていることを示している。

### ドイツでは現況と先行き期待が乖離

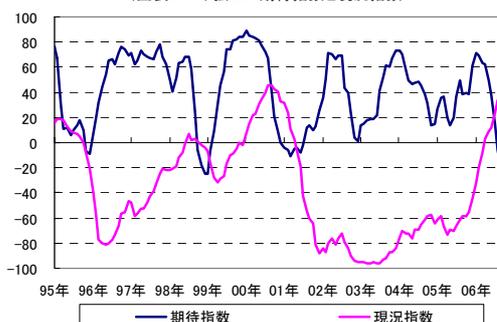
ドイツの ZEW 指数（金融関係者のアンケートを集計）を見ると、現況指数と期待指数（6 ヶ月先の経済状況）の乖離が鮮明になっている。期待指数は、直近の 11 月まで 10 ヶ月連続で下落している一方、同現況指数は 17 ヶ月連続で上昇している（図表 3-10）。企業経営者のアンケートを集計した Ifo 現況指数と同期期待指数も同様に、現況指数が上昇を続ける中で期待指数が下落する傾向が表れている。ZEW、Ifo の両指数とも、足元で見られているほどに期待指数が現況指数を下回ったことがないため、この乖離は 2007 年からの 3% という過去に経験のない大幅な VAT 引上げの影響を懸念してのものであると考えられる。ただ、10 月 Ifo 期待指数は 4 ヶ月ぶりに前月比で上昇している。前月比での上昇は 4 月以降 2 度目である。6 月の上昇はドイツ W 杯による押上げ効果と見なすと、事実上 7 ヶ月ぶりの先行き期待の改善と考えることができる。単月の動きではあるものの、Ifo

(図表 3-9) 独労働生産性と単位労働コスト



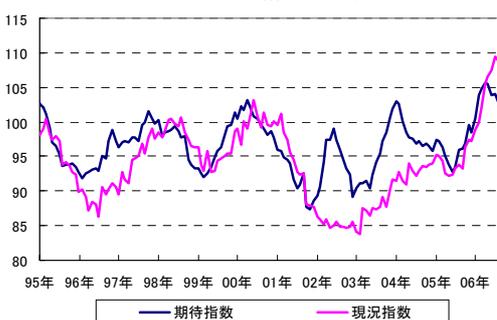
(出所)ファクトセット

(図表 3-10) 独ZEW期待指数と現況指数



(出所)ファクトセット

(図表 3-11) 独Ifo期待指数と現況指数



(出所)ファクトセット

期待指数の反発は、企業がV A T引上げに伴う落込みが一時的な反動減に収まり、景気拡大は長続きすると判断しはじめたことを示していると考えている。

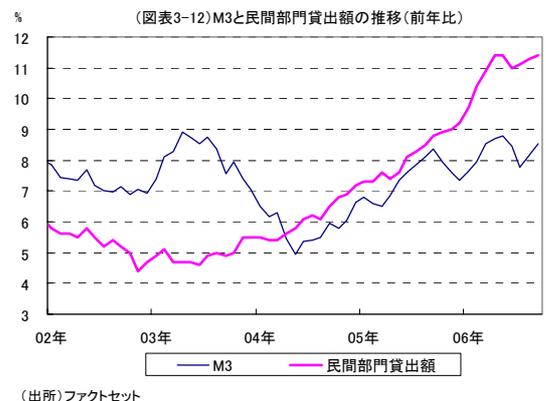
### V A T引上げの影響は限定的である可能性

F T Deutschland 紙のアンケート調査によると、2007 年のV A T引上げに備えて買い物を前倒ししたとする回答者は、10 月末時点で全体の 16%にとどまった。この調査によれば、既に関り物を前倒ししているとした 16%のほか、年末までにそうした前倒しを実施するとした回答者も 13%いたが、この二つを合わせても、消費の前倒しを行う消費者の割合はせいぜい全体の 30%程度に留まる。ドイツの消費者の間ではV A T引上げはあまり懸念されていないようだ。

また、ドイツでは企業が好業績を上げていることや、個人消費回復の足どりが鈍く、価格競争が激しいことから、消費者への価格転嫁は限定的なものとなり、V A T引上げによるC P I 押し上げ効果は前年比で 1%ポイント弱に収まる可能性が高い。価格転嫁が進まないことで、結果的に個人消費への下押しも小さくなるであろう。耐久消費財を中心とした駆け込み需要で 2006 年 10-12 月期の個人消費が押し上げられ、逆に 2007 年 1-3 月期に反動減が出ることになろうが、均してみればV A T引き上げによる個人消費への影響は大きなものとはならない可能性が高いと言えよう。

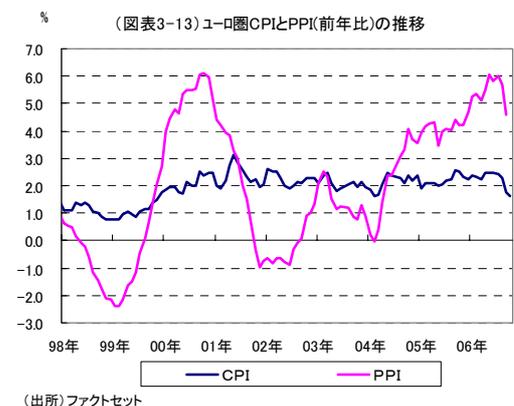
### マネーサプライは高い伸び続く

9月ユーロ圏マネーサプライ(M3)は前年比8.5%増と、2ヵ月連続で伸びが加速した(図表3-12)。6月と7月にはM3の伸びが2ヵ月連続で鈍化していたが、8月以降反転上昇している。また、E C Bが着目している民間部門向け貸出額を見ると、9月は前年比11.4%増に加速している。内訳を見ると、住宅向け貸出は同11.0%増と、前月の同11.1%増から伸びが小幅鈍化したものの、事業会社向け貸出額は同12.7%増と、前月の同12.0%増から大幅に加速している。設備投資需要や、活発なM&Aからの資金需要が旺盛であることを示していると言えよう。また、ユーロ圏の景気拡大持続とE C Bの利上げ継続にも関わらず、米国の長期金利の低下に追随してユーロ圏の長期金利が低下したことが、企業の資金調達コストの上昇を抑制し、貸出額の増加を押し上げる要因になっていると考えられる。



### 物価上昇圧力は限定的

10月ユーロ圏C P I (速報値)は前年比1.6%増と、9月の同1.7%増から伸びが鈍化した(図表3-13)。E C Bがインフレ率の目標とする「2%以下で、その近辺」を下回る伸びとなったのは2ヵ月連続である。また、9月ユーロ圏P P Iは前月比0.5%減と10ヵ月ぶりに前月から低下した。前年比では4.6%増と、8月の5.7%増から鈍化し、ピークアウトの兆しが見えてきた。原油価格の低下を受けたエネルギー価格の押し下げの寄与が大きいが、財価格の伸びも頭打ちとなっていることから、川上から



の物価上昇圧力が徐々に弱まっていると言える。また、製造業PMIの仕入価格見通し、販売価格見通しの項目がともにピークアウトしていることから、先行きの物価上昇圧力は弱まっていく可能性が高い。ドイツでのVAT引上げによる物価の押し上げ効果によってCPIは2007年に幾分上振れするものの、1人当たり賃金の上昇が緩やかであることから、物価上昇ペースは抑制されたものとなろう。

#### ECBは2007年も利上げを継続

11月2日に行われたECBの理事会では市場予想通り、政策金利は3.25%で据置かれた。その後の記者会見で、トリシェ総裁は次回理事会での利上げを示唆するキーワードとなっている「強い警戒」という言葉を用い、12月7日の理事会で25bpの利上げを行うことを予告した。2007年以降の金融政策についてヒントを与える発言はなかったが、ECB理事からは、景気が好調であること、マネーの伸びが高水準であることを理由に、2007年以降も利上げを継続することを示唆する発言が出始めている。

CPIが2%を下回っている状況下でも、ECBは景気が拡大を続ける中でマネーサプライの伸びが高水準であることを重視している。当社では、12月に加えて、2007年1-3月期にも1回の計2回、合わせて50bpの利上げを行い、政策金利を3.75%とした後、様子見姿勢に転じると予想する。ただ、その後もインフレへの警戒感は根強く残ろう。

#### (2) 英国経済は巡航速度での成長を続ける

英国の7-9月期の実質GDP成長率は前期比0.7%増、前年比2.8%増となった(図表3-14)。4-6月期の前年比2.6%増から加速しており、年率2.5-3.0%程度と言われる潜在成長率前後での堅調な成長を続けている。英国経済の好調を支えているのが、個人消費の好調さと住宅市場の回復、およびユーロ圏の景気回復を受けての外需の回復である。ユーロ圏景気が堅調に推移することにも支えられ、2007年にかけても英国経済は巡航速度での成長を続けると予想する。

イングランド銀行(BOE)は11月9日に政策金利を引上げ、5.0%とした。背景として、10月CPIが2.4%と、BOEが目標とする2.0%を5ヵ月連続で上回ったこと、9月のマネーサプライ(M4)の伸びが前年比14.5%と、1990年以来の高水準となったことが挙げられる。しかし、原油価格が低下していることや、失業率が上昇していることから、物価の上昇圧力はさほど強くないと考えられ、BOEは今後しばらく政策金利を据置くと予想する。



## 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、勢いは若干鈍ると予想される。2007年の実質GDP成長率は9%台にまで鈍化しよう。

投資に関する業種別の個別指導実施、土地利用に関する審査厳格化、供給過剰産業の生産調整、金融引締め強化など、中国政府は過剰投資抑制策を一段と強化している。2007年の固定資産投資の伸び率は、前年比20%前後にまで緩やかに鈍化に向かうと予想する。

個人消費は、都市部の労働者の良好な雇用環境を背景に、前年比で10%を超える堅調な伸びを続けるとみる。ただし、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。

2007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上で、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	10.5%	2007年	9.8%
東アジア実質GDP成長率	:	2006年	7.6%	2007年	7.1%

(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	10.2	10.5	9.8
韓国	3.1	4.7	4.0	4.7	4.2
台湾	3.4	6.1	4.0	3.9	3.8
香港	3.2	8.6	7.3	5.8	5.0
シンガポール	2.9	8.7	6.4	6.9	5.8
ASEAN(4)	5.5	5.9	5.1	5.3	5.3
合計	6.8	7.9	7.3	7.6	7.1

※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

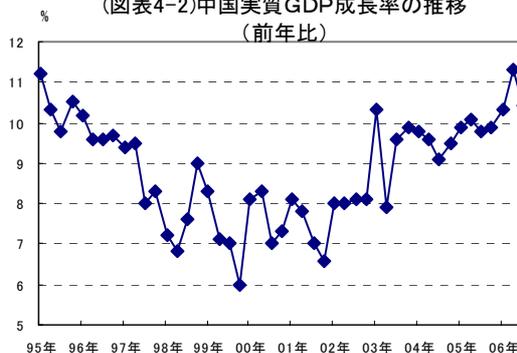
### (1) 勢いはやや鈍化も高成長続く中国経済

#### 7-9月期のGDP成長率は鈍化

中国の7-9月期のGDP成長率は、前年同期比10.2%増と、4-6月期の同11.3%増を下回った(図表4-2)。1年ぶりに伸びが鈍化した形だ。固定資産投資の伸びが鈍化しており、マネーサプライの伸びも鈍化傾向にあることから、一連の投資抑制策や、春以降、複数回にわたって実施してきた金融引き締めの効果が現れてきた可能性がある。

1-9月期累計のGDP成長率は、前年比10.7%増となった。2006年はあと1四半期を残すのみになってい

(図表4-2) 中国実質GDP成長率の推移 (前年比)



(出所)アルムバーグ

ることから、年間で2桁の伸びを確保するのは確実な情勢だ。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成長率が8%前後という数字が発表されていたが、この目標を2%ポイント程度上回るスタートを切ることになる。

生産主体別に見たGDPの内訳は、1—9月期累計で、第1次産業が前年同期比4.9%増、第2次産業が同13.0%増、第3次産業が同9.5%増となっている。中国の国家統計局は、GDP成長率の鈍化はマクロ経済調整の成果が表れているとの認識を示しているが、更にマクロコントロールを強めることで、固定資産投資に偏った経済構造を正す必要があるとしている。

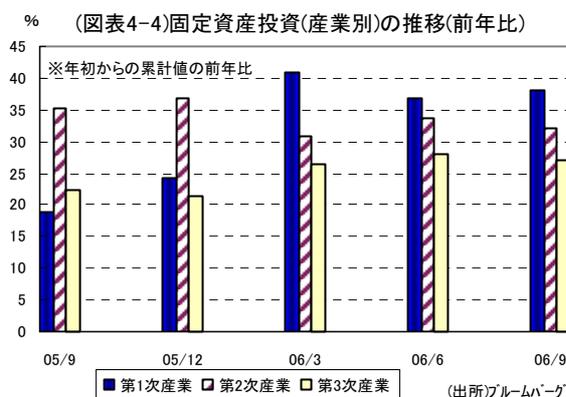
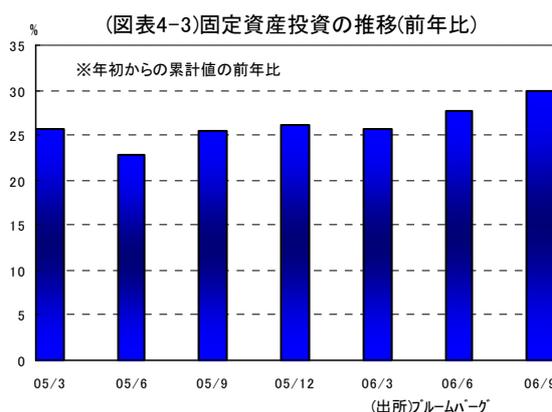
### 固定資産投資の伸びは鈍化へ

1—9月期の全社会固定資産投資は、前年同期比27.3%増となり、1—6月期の同29.8%増から減速した（図表4-3）。産業別に見ると、第1次産業の投資が前年同期比38.2%増（1—6月期同36.8%）、第2次産業が同32.2%増（1—6月期同33.6%）、第3次産業が同27.0%増（1—6月期同27.9%）となっている（図表4-4）。第2次産業の伸び率が低下しており、政府の投資抑制策の効果が現れている可能性がある。業種別にみると、鉄道・運輸業が前年同期比で107.0%増と、伸びが2倍以上になっている点が目立つが、これについて国家統計局は、「重要なインフラ建設に政府が注力しているため」としている。

中国政府は、第11次5ヵ年計画の中で、過剰投資の抑制策を一段と強化する方針を示している。具体的には、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し、個別指導を強化していくというものだ。8月以降は、追加的な投資抑制策を相次いで打ち出している。8月1日には国務院が「新規プロジェクト整理工作指導意見」を發布した。新規投資案件の洗い直しを実施し、違法な案件を摘発しようというものだ。供給過剰業種においては、違法な新規プロジェクトが多いためとのことで、国家発展・改革委員会によると、違反率はコークス産業では50%、石炭では42%、鉄合金で39%、セメントで35%、電力、鉄鋼、紡績で20%を超えるとされている。

9月30日には、エネルギー効率が悪く、環境汚染の原因となっている産業の使用電力料金を今後3年間で段階的に引き上げ、企業の淘汰を促す方針が示された。コークス、鉄合金、セメント、電解アルミ、カーバイド、カセイソーダなどの8分野がその対象となる。また、コークス、カーバイド、鉄合金については、生産過剰に加え、生産設備と技術進歩の遅れなどの問題もあるとして、より厳しい生産調整を行う方針が明らかにされている。輸出に関しては、増値税の還付率引き下げや還付取り消しなどの措置が実施される。

このように、夏場以降、政府は一段と厳しい投資抑制策を打ち出しているが、そもそも中国では、既に2004年頃から手を変え品を変え、さまざまな過剰投資抑制策を実施してきた。にも関わらず、ここまで抑制効果が十分に現れていない背景としては、銀行による貸出競争に歯止めがかからな



ったこと、土地供給の抑制が効かなかったこと、地方政府の投資抑制策への抵抗が強いこと、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、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きたことで、減速の可能性は高いものの、地方政府や企業の投資へのインセンティブは引き続き強いことから、大きな減速は予想しにくい。固定資産投資は2007年も引き続き20%前後の伸びを確保する可能性が高いといえよう。

### 個人消費は堅調な推移

10月の消費財小売総額は、前年同月比14.3%増の6,998億元となった(図表4-5)。9月の伸びを0.4%ポイント上回り、今年最高の伸びを記録した。都市部では同14.8%増の4,721億元、県以下の行政区画では13.5%増の2,277億元と、都市部の好調持続が目立つ。消費財小売総額は、3月以降10月まで、7ヵ月連続で前年比13%以上の伸びを続けている。1-10月の累計では13.6%増だ。もっとも、投資や外需の伸びに比べれば、景気の牽引役となるほどの力強さはなく、投資主導経済から消費主導経済への転換を目指す政府当局としては、まだ不満足な数字と考えられる。



1-9月期の都市部住民の一人当たり平均可処分所得は、8,799元となった。実質ベースで前年比10.0%の伸びである。これに対し、1-9月期の農村居住者の一人当たり平均現金収入は2,762元で、前年同期比11.4%増加となった。1-6月期の同11.9%からは若干鈍化したものの、都市部より伸びは大きく、同期としては3年連続で2桁成長を記録した。

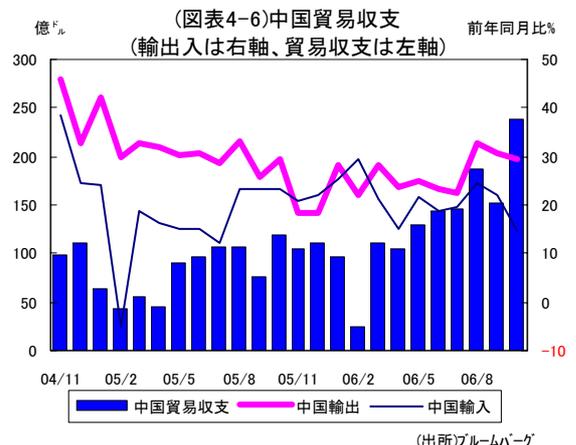
国家統計局は、農村居住者の一人当たり平均現金収入の改善の背景として、①景気好調で、出稼ぎ収入が急増、②農産物の販売収入が緩やかに増加、③第2次・3次産業での収入が急速な増加、④資産収入と移転収入が急増、の4点を挙げている。

ただ、まだ絶対額で都市部との格差は大きい。収入の定義が異なるため単純には比較できないが、都市部住民の可処分所得とは、まだ3.19倍の開きがある。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ことを認めた形となっている。

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となっている。

### 外需は引き続き景気の牽引役

1-10月の輸出額は、7,792億9千万ドルで対前年比26.8%増、輸入額は6,456億6千万ドルで同20.9%の増加となった(図表4-6)。輸出入の合計は、1兆4,249億5



千万ドルで、前年同期比24.1%の大幅増となり、早くも昨年通年の総額を越えた。輸出の内訳では、機械・電気製品の伸びが大きい。

10月単月の輸出の伸びは、前年比29.6%増で、2ヵ月続いた30%台の伸びからは若干鈍化している。ただこれは、9月15日から輸出時に適用される増徴税の還付率が引き下げられていることから、9月までの駆け込み輸出的な動きの反動が出ている面もあると考えられる。伸び率自体は依然として高い。

過剰供給産業の生産調整、貿易黒字の抑制目的から、中国政府は、9月15日から一部業種で輸出時に適用される増徴税の還付率を引き下げた。還付率の引き下げは実質増税、還付率の引き上げは実質減税にあたる。今回は、家具、繊維製品、プラスチック、木材製品の還付率が13%から11%に、鋼材については11%から8%に引き下げられた。石炭、天然ガス、木炭、羊毛等では還付制度自体が廃止された。一方で、IT関連製品の一部やバイオ医薬品などでは還付率が引き上げられ、政府がメリハリを効かせた産業政策を推進する姿勢が明確になっている。

中国の最大の貿易相手先はEUで、貿易総額は1-10月の累計で前年比24.2%増、2位は米国で同24.6%増、3位は日本で同12.5%増となっている。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2007年も中国景気の牽引役として堅調な増加を続けよう。ただし、2006年末から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

10月のCPI上昇率は、前年同月比1.4%となった。4月以降、1-1.5%の範囲の推移が続いている。

伸びが大きかったのは、自動車燃料・部品(+12.1%)、都市間交通費(+6.3%)、住居関連・水道光熱費(+4.6%)など。一方、下落したのは、通信機器(-17.5%)、学費・託児費(-1.7%)、野菜(-5.7%)などだ。

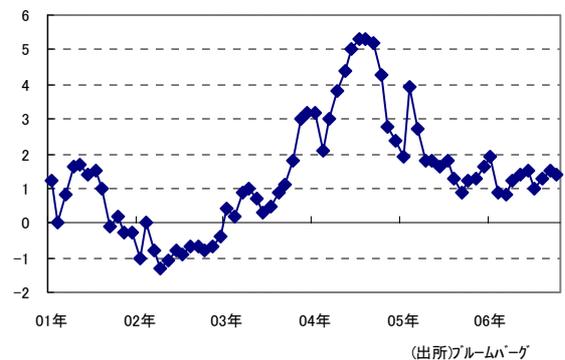
中国では、2000年以降、景気過熱によるインフレ懸念と、過剰投資・過剰生産によるデフレ懸念が交互に浮上する形となっているが、足元では良好な推移が続いている。引き締め政策の効果で、9月のマネーサプライは前年比16.8%増と14ヵ月ぶりの低い伸び、9月の貸出残高は前年比15.2%増と、やはり減速傾向が続いていることから、CPIも今後しばらく落ち着いた推移が続く可能性が高い。

ただし、インフレ圧力、デフレ圧力に結びつくリスク要因はいずれも解消しておらず、金融当局は、引き続き両サイドのリスクに目配りした政策運営が必要となろう。

#### 金融当局による引締め続く

金融当局は4月以降、金融引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が0.27%引き上げられ、8月19日にはさらに0.27%引き上げられた(図表4-9)。7

(図表4-7)中国消費者物価指数の推移(前年比)



(図表4-8)M2前年比の推移



月5日には法定預金準備率が7.5%から8%に0.5%引き上げられ、8月15日と11月15日にはさらに0.5%ずつ引き上げられている(図表4-10)。あわせて、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。

人民銀行は、11月の法定預金準備率の引き上げの理由として、公開市場操作で、銀行システムの過剰流動性解消に十分な効果をあげられなかったことを挙げ「流動性を抑制するには、公開市場操作と預金準備率を組み合わせて活用する必要がある」としている。

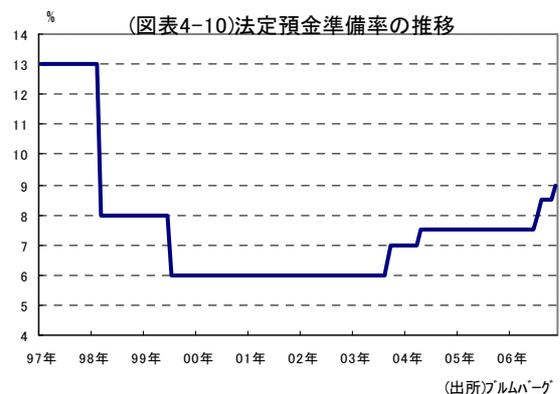
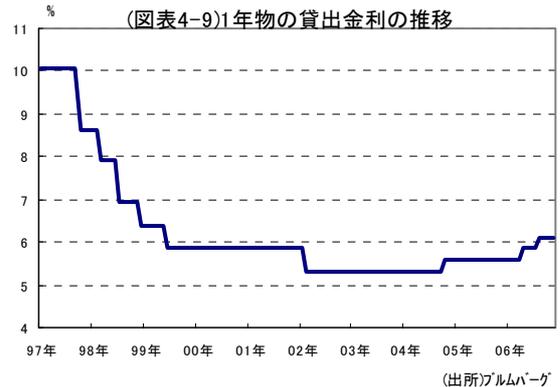
10月18日に召集された国务院常务会议では、固定資産及び貸し付けの抑制が不十分とされ、土地利用に関しては厳格な審査を行うこと、中長期の貸し付けは厳格にコントロールすることなどの方針が打ち出されている。11月の法定預金準備率の引き上げは、こうした方針に沿ったものだ。固定資産投資の伸びは鈍化傾向にあるとはいえ、まだ伸び率は高いことから、今後さらなる追加引き締め策が実施される可能性が有力と言えよう。

#### 人民元は緩やかな増価基調が続く

人民元相場は、9月28日に初めて1ドル7.90元を超えた後、足元では7.86元台半ばまで元高が進んでいる(図表4-11)。昨年7月に切上げられて以来、累計の上昇幅は3%を超えており、最近は上昇ペースを早めつつある。中国当局は人民元改革に関し、これまでより積極的な姿勢で望む姿勢を明らかにしており、夏場以降は、市場参加者の人民元の先高観が一段と増している(図表4-12)。

政府高官は、「為替レートは既に市場で決まる形に変更されている」と再三言明しており、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。2007年は、年率5%程度にまで調整ペースが早められる可能性があるだろう。

中国の為替制度は、建前上は既に変動相場制だが、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を不胎化しきれないことから、マネーサプライへ恒常的な上昇圧力がかかっている。



今後利上げを続けた場合、国内への資本流入が加速することで、元高圧力が強まる可能性もあり、そうなるとマネーサプライの管理が一層困難となるリスクがある。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並行して推し進めていく必要がある。人民元の柔軟性強化の流れは、政府当局にとっても既定路線といえる。

## (2) N I E S ・ A S E A N 経済はやや鈍化へ

2007年のN I E S 経済は、全体的にやや鈍化を予想する(図表4-13)。

韓国経済は、高騰していた不動産価格が夏場以降軟調な推移に転じたことや、北朝鮮問題に絡む地政学的リスクの高まりにより、個人消費の伸びが鈍化に向かうと予想する。米国景気減速を背景に外需の伸びも鈍化しよう。韓国銀行は当面政策金利を4.50%で据え置くとみる。

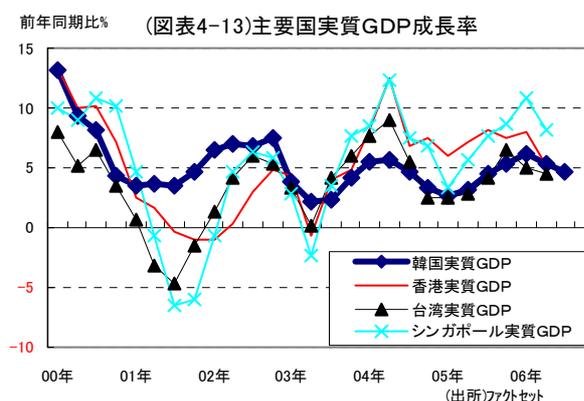
台湾では、世界的にハイテク関連製品が在庫調整局面に差し掛かりつつあることで、主力のIT関連製品の輸出がやや軟調な推移に転じよう。個人消費も、消費者の過剰債務問題などから軟調推移を予想する。ただ、米国景気がソフトランディングに成功すると見られることから、景気失速の可能性は低く、2007年後半には持ち直すだろう。

香港では、結びつきの深い中国経済の鈍化が見込まれることで、輸出を中心に勢いがやや鈍ると予想する。ただし、堅調な個人消費が景気を下支えしよう。

シンガポール経済は、輸出と個人消費を牽引役に好調な推移が続いている。米国、中国景気の鈍化により、今後輸出の伸びはやや鈍化すると予想するが、個人消費は、雇用環境の改善を背景に引き続き好調が続く、景気を下支えしよう。

タイでは、政局の混乱を背景に内需が減速傾向にあったが、10月9日に暫定内閣が発足したことで、政局の不透明感は今後後退に向かうと予想される。既に消費マインドには反発の兆しが見える。2007年度は、拡張的な予算が打ち出されていることも景気を下支えしよう。

マレーシアは、原油・ガスの純輸出国であるが、原油価格下落により、原油輸出が減少している。輸出の5割以上を占める電機・電子関連製品も、今後は世界的な在庫調整により伸びが鈍ると予想され、景気拡大スピードは鈍化しよう。

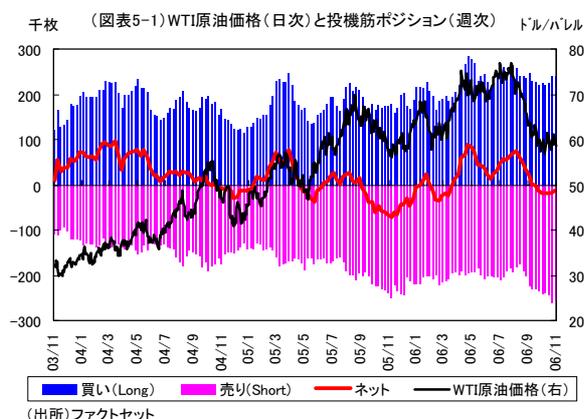


## 5. 原油相場見通し

### (1) リスクプレミアムの剥落で価格は安定推移

米国産標準油種WTI（ウェスト・テキサス・インターメディアート）先物は、7-8月の1バレル70ドルを超える水準から低下し、10月以降は60ドル前後で安定的に推移している（図表5-1）。米国景気減速からの需要減退観測に加え、米国のドライブシーズンが9月で終わったことや、警戒されていた昨年のような大型ハリケーンの襲来も無かったこと、また、最近ではイランの核開発問題などの地政学リスクもトーンダウンしていることなどが背景にある。

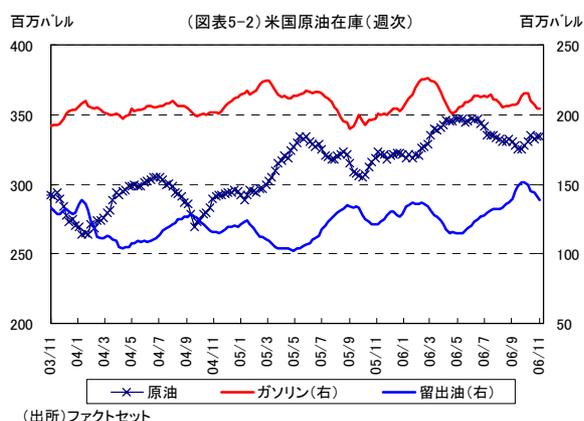
投機筋のポジションを見ても、今は若干の売り超という程度で、売りと買いがほぼ均衡している。以前は、過度なガソリン需給逼迫懸念や地政学リスクの高まりなどによって、原油価格に10数ドルのリスクプレミアムが上乗せされていると見ていたが、現在はそれがちょうど剥落した形で、実需に基づく正常な姿に戻ったといえる。



### (2) 需要の端境期での価格低下は毎年のごと

ただ、今は夏場のガソリンと冬場のヒーティングオイルの需要の端境期にある。この時期に原油価格が一旦下がるのは毎年のごとだ。今後本格的な冬場を迎えるにあたり、短期的には再び気象予測に価格が左右される展開となろう。地政学リスクに関しては、イランの核開発問題は進展がなく、ナイジェリアでの武装勢力による石油関連施設攻撃は今でも緊迫した状態が続いている。中東情勢は引き続き価格上昇要因となりうる。

足元の米国の在庫状況を見ると、ヒーティングオイルなど留出油には余裕があるが、やや減少気味だ。ガソリンと原油もさほど積み上がってはいない（図表5-2）。原油需給に逼迫感はないが、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

米国景気は足元で減速傾向にあるものの、成長著しい中国やインドといった新興国を中心に、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。また、米国の製油所不足から、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は変わらない。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ているが、50ドル台半ばまで価格が低下するような局面では、減産を本格化させる可能性がある。原油価格の方向性としては、今後さらに低下が進むというより、上昇に向かう可能性の方が大きいと見ている。WTI（年平均）で2006年に1バレル66ドル、2007年に64ドルと予想する。