

明治安田生命

2005－2006年度経済見通しについて

～自律的な景気回復実現でデフレ脱却がいよいよ視野に～

明治安田生命保険相互会社（社長 金子 亮太郎）は、2005年4－6月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2005－2006年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

実質GDP成長率：2005年度	1. 9%	2006年度	2. 3%
名目GDP成長率：2005年度	1. 1%	2006年度	2. 4%

2. 要 点

- ①これまで景気回復の足枷となってきた過剰雇用・過剰設備・過剰債務といった構造問題は解消しつつあり、日本経済の基礎体力は着実に改善している。
- ②このため、IT関連財の在庫調整が終了し、生産が再び上向くと予想される2005年度後半以降は、雇用や設備投資が増加し、それがさらなる生産拡大に結びつく、前向きの循環が徐々に実現しよう。2006年度にかけての日本経済は、これまでのような外需依存型ではなく、内需主導型の自律的な景気回復が期待できる。
- ③コアCPI上昇率は、公共料金引き下げなどの特殊要因が一巡し始める2005年10－12月期に前年比でプラス転換する可能性が高く、デフレ脱却がいよいよ視野に入ってくる。コアCPI上昇率が安定的にプラスとなるのは2006年度後半と見られ、量的緩和の解除は2007年1－3月期を予想する。

〈主要計数表〉

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

日本のGDP成長率・主要経済指標予測

1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測									
	2004年度	2005年度	2006年度	2004年度	2005年度				2006年度				
				1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
実質GDP	1.9%	1.9%	2.3%	1.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	
民間最終消費支出	1.2%	2.0%	1.6%	1.2%	0.7%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	
民間住宅投資	2.1%	-2.3%	1.2%	-1.3%	-2.3%	0.5%	0.2%	0.3%	0.2%	0.5%	0.2%	0.3%	
民間設備投資	5.2%	6.1%	6.6%	2.7%	2.2%	1.2%	1.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
政府最終消費支出	2.7%	1.0%	1.0%	0.6%	-0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	
公的固定資本形成	-15.1%	-4.2%	-9.1%	-0.4%	-1.3%	-1.5%	-1.8%	-2.2%	-2.5%	-2.5%	-2.8%	-3.0%	
財貨・サービスの輸出	11.9%	4.9%	6.1%	-0.1%	2.8%	1.0%	0.5%	0.4%	1.5%	2.2%	2.5%	2.6%	
財貨・サービスの輸入	9.3%	5.4%	5.3%	0.7%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%	
名目GDP	0.8%	1.1%	2.4%	0.6%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	
GDPデフレーター	-1.1%	-0.8%	0.1%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	

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

2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2004年度	2005年度	2006年度	2004年度	2005年度				2006年度				
				1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	
鉱工業生産(前年比)	4.1%	1.4%	3.7%	1.4%	0.3%	1.2%	2.8%	1.5%	3.0%	3.3%	3.9%	4.6%	
消費者物価指数(前年比)	-0.1%	-0.1%	0.3%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	
除く生鮮食品(前年比)	-0.2%	0.0%	0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	
国内企業物価指数(前年比)	1.5%	1.3%	0.7%	1.3%	1.7%	1.2%	1.1%	1.3%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	
完全失業率(季調済平均)	4.6%	4.3%	4.1%	4.6%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	
為替レート(円/ドル:平均値)	107円	109円	107円	104円	108円	111円	109円	108円	108円	108円	107円	106円	

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

これまで景気回復の足枷となってきた過剰雇用・過剰設備・過剰債務といった構造問題は解消しつつあり、日本経済の基礎体力は着実に改善している。このため、IT関連財の在庫調整が終了し、生産が再び上向くと予想される2005年度後半は、雇用や設備投資が増加し、それがさらなる生産拡大に結びつく、前向きの循環が徐々に実現しよう。ただ、この時期、米国をはじめ海外景気の鈍化が予想されることから、景気の回復ペースは限られたものに留まろう。

海外景気は、2006年度になると緩やかながらも回復基調に戻ると考える。外需が幾分持ち直すことから、内需も少しずつ力強さを増してゆこう。2006年度にかけての日本経済は、これまでのような外需依存型ではなく、内需主導型の自律的な景気回復が実現すると予想する。

個人消費は、雇用・所得環境が改善することから底堅い推移が続こう。特に女性の雇用改善が顕著であり、夫の所得増に妻の所得増が加わることで個人消費が下支えされよう。住宅投資は、マンション在庫が約10年ぶりの低水準で推移しており、分譲住宅を中心に増加基調が続こう。

設備投資は、幅広い業種で増加が期待される。足元では、生産指数が高水準で推移する中、設備稼働率が約8年ぶりの水準まで上昇しており、生産のさらなる拡大が設備投資に結びつきやすい状況にある。生産指数に半年程度先行するBBレシオが、今年の春先から反転上昇していることを踏まえると、設備投資は今後増勢を強める可能性が高い。

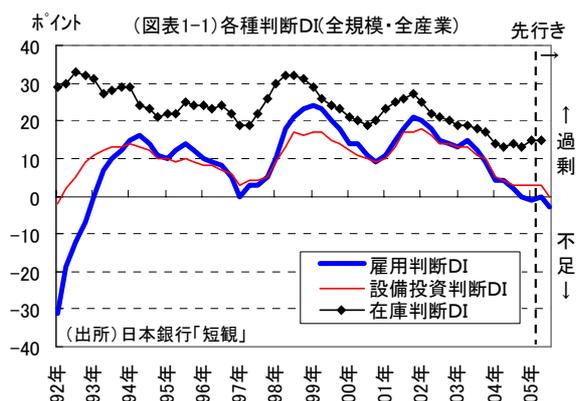
金融政策については、コアCPIが2005年10-12月期に前年比でプラスに転じると予想するものの、物価上昇圧力は依然限定的で、量的緩和の解除条件の1つである「コアCPIが安定的に推移する」までにはしばらく時間がかかると見る。量的緩和の解除は2007年1-3月期と予想する。

(1) 日本経済の基礎体力は着実に回復

6月調査の日銀短観では、日本経済の基礎体力が着実に改善している様子が示された。

企業の雇用過剰感を示す雇用判断DIは、全規模・全産業ベースで過剰と不足の境目となるゼロとなった。3月調査の-1から僅かに悪化したが、先行き9月予測は-3と改善が見込まれており、今後は雇用不足感が強まる見通しだ。また、設備過剰感を示す生産・営業用設備判断DIは、全産業ベースで大企業、中小企業ともに+2となり、3月調査から1ポイントずつ改善した。同DIは過剰と不足の境目であるゼロに迫りつつあり、設備過剰感は解消へ向けて緩やかながらも着実に歩みを進めている。バブル崩壊以降、日本経済の足を引っ張ってきた「負の遺産」は解消しつつあり、内需主導による自律的な景気回復のための素地が少しずつ整い始めているといえよう。

また、在庫水準判断DIをみる限り、在庫調整の行方について過度な懸念を抱く必要はなさそうだ。在庫循環図上、IT関連財の在庫調整が終盤に差し掛かりつつある一方で、非IT関連財が意図せざる在庫積み上がり局面に達したことから、このところ、在庫調整の行方に関して不透明感



が強まっていた。しかし、全規模・全産業ベースの同D Iを見ると、確かに昨年末を底に過剰方向へ転換しているものの、足元の水準は過去と比較して低位に留まっており、在庫過剰感は懸念するほど高まっていない。今後、在庫調整が一段と深刻化し、生産が弱含むリスクは小さいとみている。

(2) 雇用・所得増で個人消費は堅調推移

GDPベースの実質個人消費は、4-6月期に前期比0.7%増と、1-3月期に続いて高い伸びを示した。個人消費が堅調に推移する背景には、雇用・所得環境が改善していることがある。6月の有効求人倍率は0.96倍と1992年11月以来の高水準となったほか、失業率も4.2%まで低下した。

常用雇用指数に名目賃金指数を乗じて求めたマクロベースの雇用者所得は、前年比でプラスに転じている。これは、賃金面の改善に加え、雇用者数が増加していることが要因だ。雇用増の中身を見ると、相対的に賃金の安いパートタイマーの採用が減少する一方で、賃金の高い正社員の雇用が増加する傾向が続いており、所得の押し上げ要因となっている。

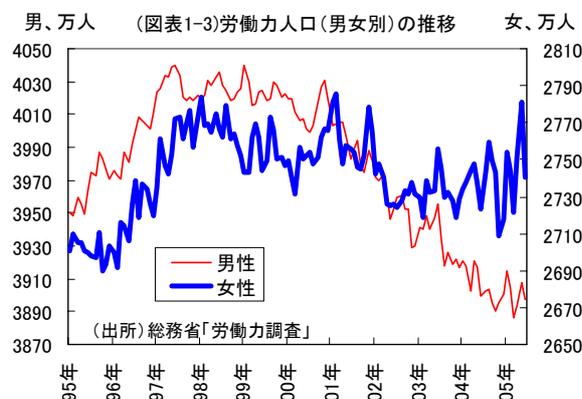
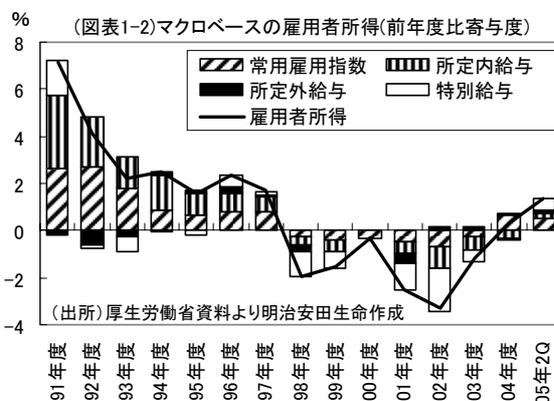
また、男女別の雇用動向を見てみると、特に女性の雇用環境の改善が目立っている。女性の6月の失業率はおよそ7年ぶりに3%台へ低下した。雇用環境の好転を受け、これまで職探しを諦めていた女性が職を求めて再び労働市場に参入する傾向が見られるが、労働力人口が増える中でも失業率が低下しており、足元の女性の雇用環境は良好だ。夫の所得増に妻の所得増が加わるパターンが増えれば、個人消費の下支えが期待できよう。

一方で、所得の押し下げ要因も存在する。6月に政府税制調査会が発表した「個人所得課税に関する論点整理」では、給与所得控除の縮小など、先行きの増税を示唆する提案が示された。しかし今回の提言は、今後数年のイメージをまとめたものであり、どの程度実現するかは現時点で不明だ。今後、家計負担が増加する方向にあるのは間違いなく、ある程度消費者マインドの萎縮材料になると考えられるものの、日銀短観で示されたように企業の雇用過剰感が解消しているほか、団塊の世代の大量退職に伴って企業の採用意欲が向上するなど、プラス材料も見られる。増税論議は中長期的に個人消費を下押しする材料となりうるが、短期的には雇用・所得増によって個人消費は底堅く推移すると考える。

(3) 分譲住宅を中心に住宅投資の増勢続く

1990年代後半以降の日本の新設住宅着工件数は、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が見られた1996年度の163万戸をピークに減少の一途を辿り、2001年度からは4年連続で110万戸台での推移となっている。しかしながら、2004年度の着工件数は前年度比1.7%増と2003年度に続き前年水準を上回った。2年続けて前年比がプラスとなるのは、1994年度以来、10年ぶりのこととなる。

住宅着工の先行きを占う上で重要なポイントの1つが地価の動向だ。半年毎に発表される市街地価格指数の動きをみると、2004年3月末を底として期を追う毎に対前年比の下落幅が縮小している



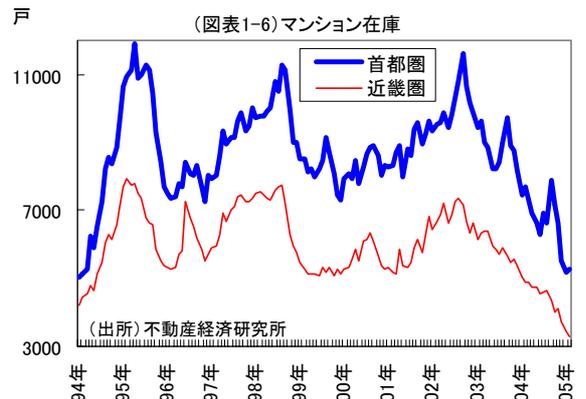
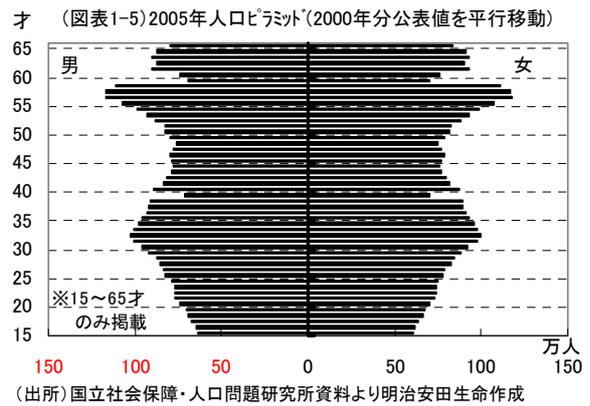
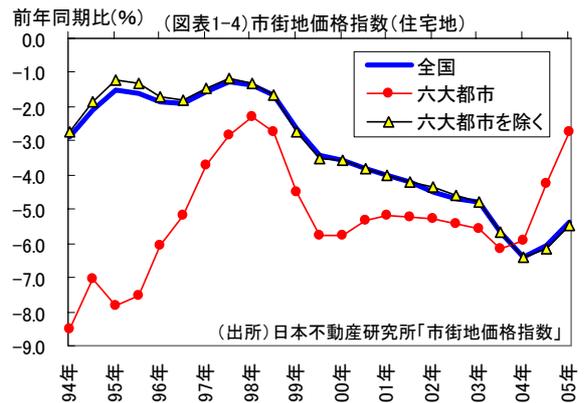
様子が窺える。特に、六大都市（東京区部、横浜、名古屋、京都、大阪、神戸）を除くベースでは、2004年度前半よりも後半の方がマイナス幅の縮小ペースが早まっている。バブル崩壊以降、地価の下落基調が続いた結果、保有資産価値の減少に対する警戒感や先安感などから購入買い控えが生じてきたが、これまでの価格下落で少しずつ地価に割安感が広がっている。今後、地価の下げ止まりが明確になるにつれ、これまで抑えられていた潜在的な需要が顕在化してくる可能性が高い。

加えて、1970年代前半に生まれた団塊ジュニア世代が、今後住宅取得適齢期に差し掛かる点も住宅市場にプラス材料と言える。住宅金融公庫が公庫融資利用者に対して行った調査によれば、2003年度の住宅取得平均年齢は、マイホーム新築（土地を持つ人が1戸建てを新築）で39.3歳、新築マンション購入で37.0歳、建売住宅（土地付き一戸建て）購入で36.5歳と、いずれも30歳台後半となっている。国立社会保障・人口問題研究所が作成した人口ピラミッドをみると、既に30歳台後半の人口が増加基調にあるが、団塊ジュニア世代で最も人口の多い年齢層（現在31～33歳）が、今後このゾーンに突入してくる様子が窺える。団塊ジュニア世代の住宅需要が今後の住宅投資を下支えすることが期待される。

また、都市部におけるマンション販売が好調なのも注目だ。当月中に新規に売り出された物件がどの程度売れたのかを示すマンション契約率は、好不調の境目となる70%を上回り、概ね80%近辺での推移が続いている。2004年度のマンション着工は在庫の積み上がりに対する懸念などから前年度比マイナスとなったが、供給が絞られる中、需要が堅調だったため、足元のマンション在庫は過去10年間で最も低い水準へ低下した。こうした状況は、同様の統計が発表されている近畿圏でもまったく同じだ。首都圏と近畿圏におけるマンション着工件数は全国の7～8割を占めることから、これら地域で着工が増加すれば全体に与える影響は大きい。企業の大都市集中化が進む中、都市部では職住近接物件に対する潜在的な需要が高まっている。都市部のマンション着工に牽引される形で分譲住宅の増加基調が続き、住宅投資を押し上げよう。

（４）ただし、住宅投資の増勢は鈍い

しかしながら、中長期的な観点からは、少子高齢化の影響により、人口の減少が避けられない状況にあるほか、女性の社会進出に伴う晩婚化等の影響で世帯数が減少傾向にあるなど、住宅投資を下押しする材料が見られる。加えて、住宅ローン減税の引下げが今後も段階的に実施されるほか、低水準で推移する金利も景気回復に伴って今後は上昇することが予想されるなど、短期的にマイナ



ス要因が存在する。2006年度にかけての住宅投資は増加基調が持続すると予想するものの、好・悪材料が綱引きする形で緩やかな増加に留まると考える。

(5) 設備投資は幅広い業種で増加の見込み

6月短観では、全規模・全産業ベースの2005年度設備投資計画が前年度比5.4%増と、前回3月調査の同2.2%減から大幅に上方修正され、6月調査としては15年ぶりの高い伸びを記録した。

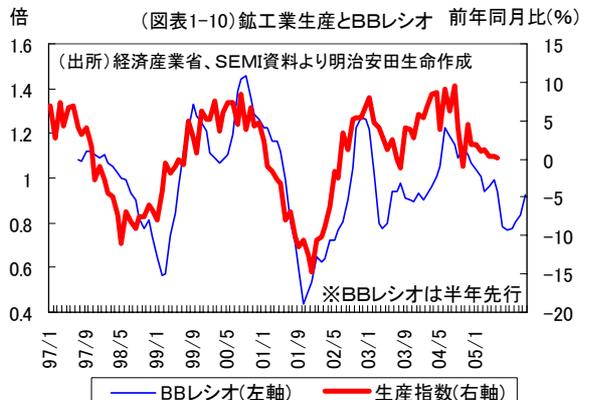
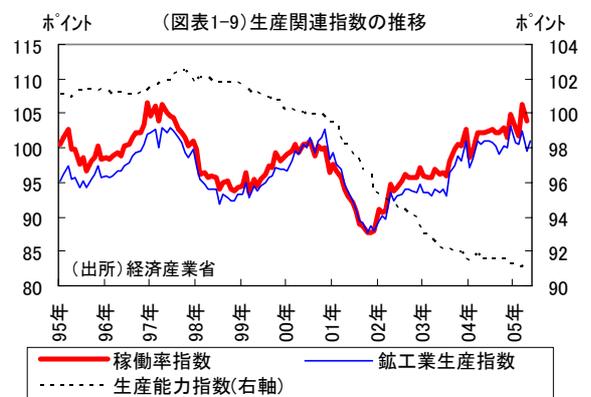
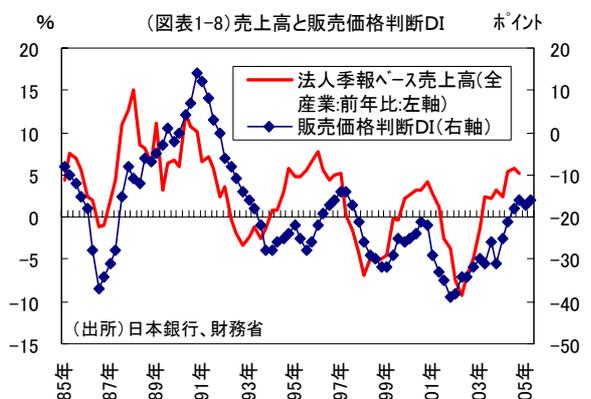
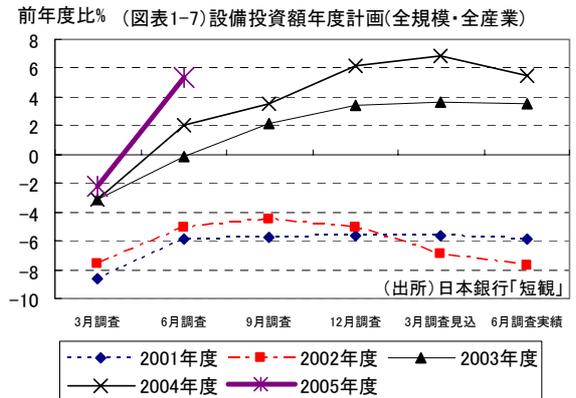
牽引役は同11.0%増となった製造業だ。内訳をみると、鉄鋼や石油等、素材関連業種が2桁増となっているほか、主力産業である機械関連業種でも増加が見込まれており、全16業種中13業種で前年より設備投資が増える計画となっている。

非製造業についても同2.9%増と、6月調査としては15年ぶりに前年水準を上回る計画となった。製造業に比べてウエイトの大きい非製造業の設備投資計画が例年より好調なことは、今年度の設備投資動向を占う上で心強い材料だ。非製造業を業種別にみると、増加計画となっているのは13業種中7業種と半数を超えている。2005年度は、幅広い業種で設備投資が増加することが期待される。

また、企業のデフレ見通しが着実に緩和方向にある点も設備投資にとって好材料だ。企業が前向きな投資を積極化するためには、売上が趨勢的に伸びるという期待が高まる必要がある。そのためには、これまで企業に蔓延してきた「デフレ見通し」が「インフレ見通し」に転換することが重要となる。企業の物価見通しを示す日銀短観の販売価格判断DIは、いまだマイナス圏内にあるものの、トレンドは着実に上向いており、企業のデフレ見通しが後退しつつある様子を示している。また、同DIは実際の売上の動きとリンクする傾向がある。デフレ基調が徐々に緩和している現状を踏まえると、売上見通しの改善⇒企業の収益期待の高まり⇒設備投資増加、という流れが強まってもおかしくない。

(6) 足元で設備投資に加速の兆し

設備投資の先行きを占う上で重要な指標として設備稼働率があるが、ここ数カ月は約8年ぶりとなる高水準で推移している。設備の老朽化や、これまで企業が進めてきた設備廃棄などによって生産能力が低下傾向を辿る一方、鉱工業生産は高水準で推移しており、生産が一段と増加すれば設備不足感

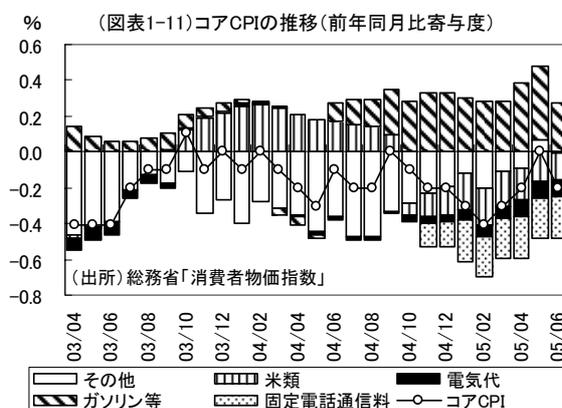


から新たな設備投資に結びつきやすい状況にある。

足元では、IT関連財の在庫調整が終わりに近づきつつあるようだ。6月の北米BBレシオは0.93倍と、今年の2月を底に4ヵ月連続で上昇している。BBレシオは日本の鉱工業生産に半年程度先行する傾向があることから、生産活動が今年の秋口あたりから上向く可能性が出てきた。今年度後半は設備投資が増加基調を辿り、日本経済が自律的な回復軌道に移行する可能性が高いとみている。

(7) コアCPIは年内にプラス転換の可能性

6月のコアCPIは前年同月比0.2%減と、5月からマイナス幅を拡大させた。ガソリン価格をはじめとしたエネルギー価格の上昇が押し上げ要因として寄与しているものの、コメ価格の下落、電気料金の値下げ、電話料金の値下げといった3つの特殊要因が下押し圧力として効いているためだ。各々の要因がどの程度コアCPIの伸びに影響を与えているかを6月のデータで計算してみると、コメ価格の下落で0.2%分、電気料金の値下げで0.1%分、電話料金の



値下げで0.2%分、それぞれ下押ししている。エネルギー価格による押し上げ効果である0.3%と差し引きすれば、こうした特殊要因によって6月のコアCPIは0.2%程押し下げられている格好だ。

しかしながら、こうした特殊要因は1年経過すれば一巡する。すでに、6月コアCPIから、エネルギー価格上昇による押し上げ効果の一部が剥落し始めたほか、10月にはコメ価格と電気料金の押し下げ効果の一部（残りは2006年1、4月に剥落）が、そして11月には電話料金の押し下げ効果の一部（残りは2006年1月に剥落）が剥落し始め、大半が2006年1-3月期で剥落する。

また、足元では原油価格の上昇に歯止めがかかっていない。原油の値上がりを反映して、ガソリン価格が7月に続き、8月上昇しているほか、10月以降、電気・ガス料金の値上げも予定されている。需給逼迫懸念や投機資金の流入などにより、原油価格は今後も高値圏での推移が続くと予想され、コアCPIは今年の10-12月期に前年比でプラスに転じよう。

(8) 量的緩和解除は2007年1-3月期

ただ、原油価格の推移如何にかかわらず、長年続いてきたデフレ基調が徐々に和らいでいるのは事実だ。6月のコアCPIでは、先述した4つの特殊要因を除くベースのコアCPIが前年同月比0.0%と、2ヵ月連続で前年割れを回避した。特殊要因を除いたコアCPIは昨年度後半あたりから徐々にマイナス幅を縮小させている。こうした背景には、需要が供給を下回るデフレギャップが縮小していること、川上産業から川下産業への価格転嫁が緩やかながらも進行していること、雇用環境の改善によって賃金が増加基調に転じていること、などが挙げられる。

ただ、コアCPIが前年比でプラスに転じたとしても、日銀はすぐに量的緩和を解除する訳ではない。日銀の武藤副総裁が述べたように、量的緩和の解除にはコアCPIが再び前年割れとならないよう、ある程度の糊しろが必要である。足元では、コアCPIのマイナス幅が縮小しているものの、依然としてデフレギャップが残っており、物価の上昇圧力は強くない。このため、コアCPIがプラスに転換しても、再びマイナスに逆戻りしないことを見極めるまでにしばらく時間を要するものとする。量的緩和解除の時期は、2007年1-3月期と予想する。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

米国経済は、足元は堅調に推移しているものの、原油価格の高止まりや住宅市場軟化の影響などで、2005年末から2006年初にかけてやや停滞色を強めよう。ただし、2006年後半には潜在成長率並みの回復に向けて、徐々に底堅さを取り戻すと予想する。

上昇が続く住宅価格は、家計の購買力や不動産の収益に見合う適正価格に比べ2割程度割高な水準に達していると思われる。長期金利も水準を切り上げていることから、住宅投資は次第にピークアウトに向かおう。

個人消費は、今のところ住宅価格上昇による資産効果が原油高の悪影響を打ち消す形で、堅調に推移しているが、2005年の年末から2006年初にかけては伸びが一時的に鈍化すると予想する。ただし、雇用・所得環境は先行き拡大ペースが鈍化しながらも緩やかな改善が続くと考えられ、2006年後半の個人消費を下支えしよう。

設備投資は、通信インフラの拡充や生産性向上のためのIT投資を中心に底堅く推移しよう。自動車業界などの在庫調整がまだ終了していないことや、個人消費が一時的に弱まることから2006年初めにかけては伸び悩むと見るが、在庫調整一巡後の2006年後半には生産能力増強型の投資も出てくると予想する。

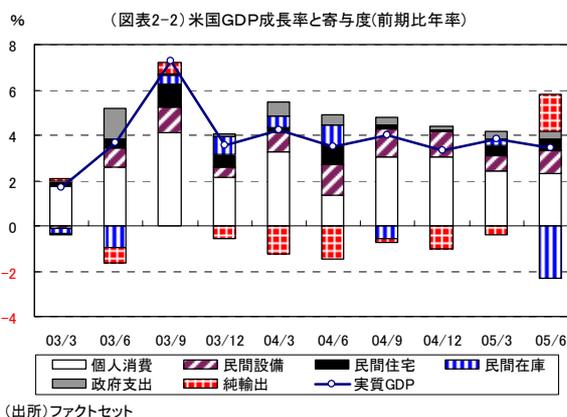
米国実質GDP成長率： 2005年 3.5% 2006年 3.1%

(図表2-1) 米国実質GDP

《前期比年率》	暦年ベース			2004年				2005年				2006年			
	2004年	2005年	2006年	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12			
実質GDP	4.2%	3.5%	3.1%	3.3%	3.8%	3.4%	3.5%	3.0%	2.8%	3.0%	3.2%	3.2%			
個人消費支出	3.9%	3.6%	2.9%	4.3%	3.5%	3.3%	3.9%	2.2%	2.7%	2.9%	3.1%	3.2%			
民間住宅投資	10.3%	6.4%	0.1%	1.6%	9.5%	9.8%	5.0%	-1.0%	-2.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%			
民間設備投資	9.4%	8.6%	7.3%	10.4%	5.7%	9.0%	7.0%	7.0%	6.5%	7.6%	8.0%	8.2%			
民間在庫(寄与度)	0.4%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.3%	-2.3%	0.1%	0.5%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%			
純輸出(寄与度)	-0.8%	-0.1%	0.0%	-1.0%	-0.4%	1.6%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%			
輸出	8.4%	7.6%	7.2%	7.1%	7.5%	12.6%	5.0%	6.0%	7.0%	7.6%	8.0%	8.0%			
輸入	10.7%	5.8%	4.7%	11.3%	7.4%	-2.0%	5.0%	4.0%	5.0%	5.4%	6.5%	6.5%			
政府支出	2.2%	1.5%	1.0%	0.9%	1.9%	2.0%	0.8%	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%			
内需(寄与度)	5.0%	3.7%	3.1%	4.4%	4.2%	1.8%	4.0%	3.0%	2.8%	3.0%	3.3%	3.4%			
最終需要(寄与度)	4.6%	4.1%	3.1%	4.4%	3.9%	4.2%	3.9%	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%	3.3%			

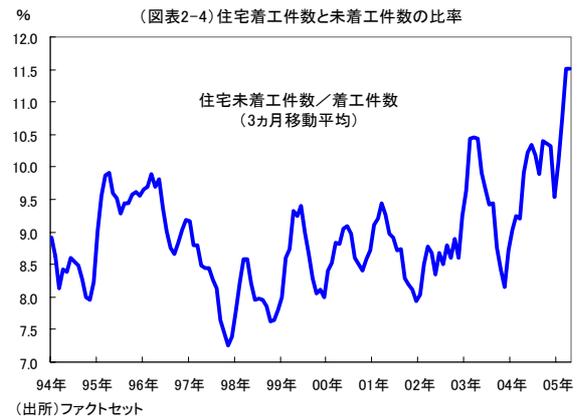
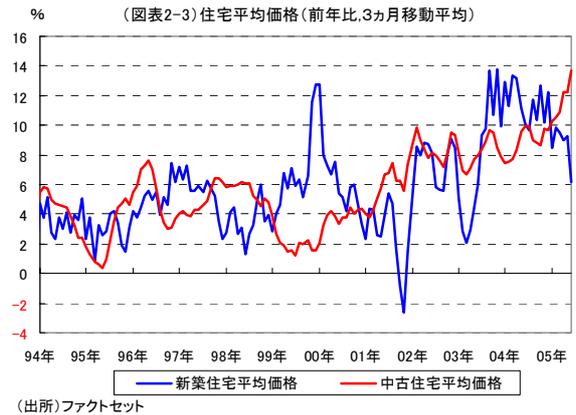
(1) 足元の景気は堅調を維持

4-6月期の実質GDP成長率の速報値は、前期比年率3.4%と、1-3月期の同3.8%からは鈍化したものの、堅調な伸びを維持した(図表2-2)。鈍化の主な要因は在庫の減少(成長率への寄与度はマイナス2.3%ポイント)であるが、在庫調整の進展を示しているため、前向きに評価できよう。個人消費・住宅投資・設備投資を合わせた国内民間最終需要の寄与度は3.8%ポイント(前期は3.6%ポイント)と、3.4%という合計の成長率以上に内容が強いことが示された。



(2) 住宅投資は次第にピークアウトへ

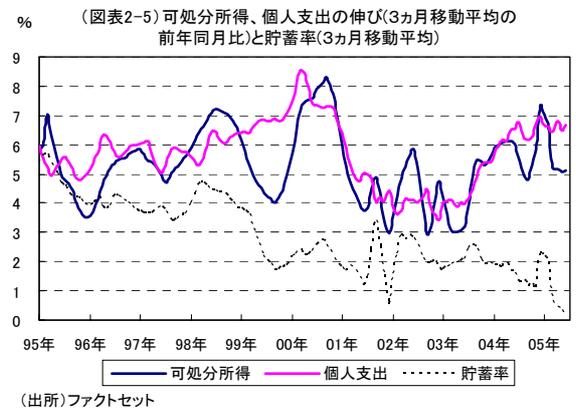
住宅価格はここ1-2年、前年比で10%程度の上昇が続いており、地域によっては明らかにバブルの様相を呈している(図表2-3)。住宅着工件数は、2月のピークからは水準が下がっているが、着工件数に対する未着工件数(着工許可は得たが着工に至っていない物件)の比率は高まっている(図表2-4)。住宅供給側が先々の金利と価格の上昇を見込んで、早めに物件を確保しているものと考えられる。この住宅の仕掛り件数の積み上がり、低水準の長期金利、行き過ぎた住宅ローン貸出姿勢が、住宅市場のピークアウトを遅らせている。しかし、上昇が続いてきた住宅価格は、連邦住宅機関監督局の調査によると、家計の購買力や不動産の収益に見合う適正価格に比べ2割近く割高になっているとのことだ。その上、低水準が続いていた長期金利も水準を切り上げてきている。また連邦政府は、住宅ローン貸出時の審査を厳格化しよう金融機関に促している。こうした状況を受け、住宅投資は2005年後半以降緩やかにピークアウトに向かうと予想する。



(3) 今後は住宅の資産効果が薄れる個人消費

6-7月の小売売上を見ると、ビッグ3が従業員向けの値引き制度を一般顧客に適用したことによる自動車販売の好調が全体を押し上げているが、除く自動車で見ても、消費は底堅さを示している。

最近の原油価格の上昇は、消費者にとっては実質的な増税効果として働くため、ガソリン以外の消費を抑制するが、足元では、堅調な雇用環境に加え、住宅価格上昇による資産効果が原油高の悪影響を打ち消している。ホーム・エクイティ・ローン(住宅評価額から住宅ローン残高を差し引いた部分を担保とする借入)による資金が消費に向かっていることに加え、住宅購入に伴う耐久財需要も消費を支えている。結果として所得の伸びを上回るレベルでの消費が続き、貯蓄率はゼロまで低下した(図表2-5)。しかし、このような所得の伸びを上回る消費は持続可能なものではない。

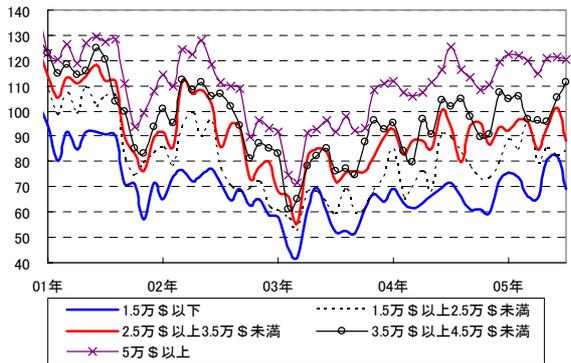


富裕層が資産効果の恩恵を多く受けるのに比べ、低所得者層はガソリン価格上昇のダメージが大きく、消費者信頼感指数の所得間格差は開いたままであり、信頼感指数全体としても最近伸び悩んでいる(図表2-6)。今後は、長引く原油高に加え、住宅価格の上昇率も鈍化に向かうと考えられることから、消費の伸びは弱まると予想する。また、ビッグ3の大幅値引き制度は一時的な消費押し上げには寄与するかもしれないが、8月末まで延長された制度終了後は、反動減が予想される。

雇用・所得の動向を見てみると、非農業部門雇用者数は、月毎の振れはあるものの、1月以降の

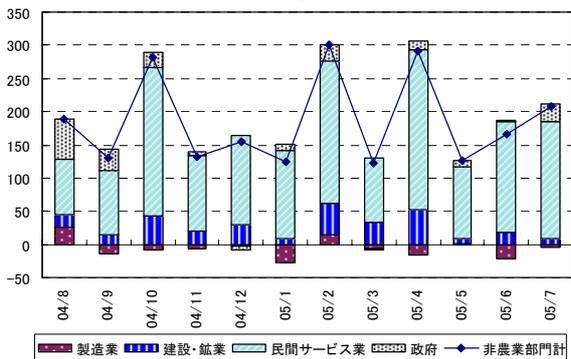
平均は月間19.1万人増と、潜在成長率に見合うとされる月間15-20万人増の上限に近い水準で推移している(図表2-7)。雇用は堅調なペースで拡大が続いているといえよう。労働力人口は増加傾向にあり、これまで就職をあきらめていた労働参加者が求職活動をし始めたと見られるのは良い方向だ。一方で失業者数が減少しているため、失業率は5.0%まで低下している。失業者の内訳でも、リストラなどによる非自発的失業者の減少が続いていることは明らかな材料である。また、パートタイマー比率は2002年1月以来の水準に低下し、雇用のフルタイム化が進んでいる。週平均労働時間は横ばい推移だが、平均時間給は緩やかな増加が続いている。非製造業の雇用拡大傾向に加え、製造業のISM雇用指数は再び50ポイントを上回っており、雇用減少が続く製造業にも明るい兆しが見えてきた。この先個人消費・住宅投資の鈍化に伴ない、雇用・所得環境も現状よりはやや勢いが鈍ると考えられるものの、基本的には緩やかな改善基調が続くと予想される。

(図表2-6) 所得階層別消費者信頼感指数の推移(実数値)



(出所)ファクトセット

(図表2-7) 非農業部門雇用者数増減

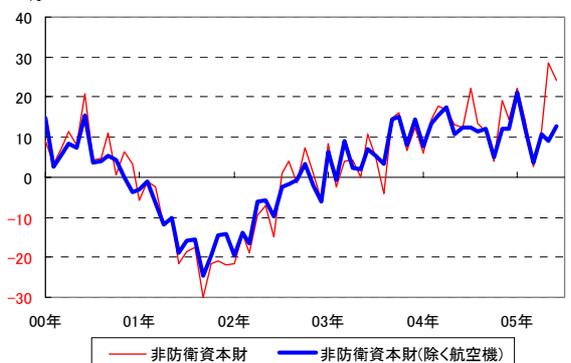


(出所)ファクトセット

(4) 設備投資はIT投資中心に底堅く推移

企業部門に目を向けると、自動車業界を中心とした在庫調整は4-6月期に急速に進んだ。足元の消費も堅調なことから、ISM製造業指数は受注・生産関係の改善を主因に昨年夏場以降の低下トレンドから反転し、鉱工業生産も上向いている。製造業の生産活動には底打ちが見られ、設備稼働率は80.0%まで徐々に上昇してきた。設備投資の先行指標とされる「航空機を除く非防衛資本財受注」の伸びは再度上向く兆しを見せている(図表2-8)。設備投資は、

(図表2-8) 非防衛資本財新規受注(前年比)



(出所)ファクトセット

昨年ボーナス減価償却の駆け込み需要の反動減が既に一巡しており、通信インフラの拡充や生産性向上のためのIT投資を中心に底堅く推移しよう。企業収益は前年比2桁の伸びと堅調であり、消費が底堅さを示す2006年後半には、これまで抑制気味であった生産能力増強型の投資需要も徐々に出てくると予想する。

(5) 純輸出のマイナス寄与は続く

近年は、米国の内需が他国に比べて強かったことと、内需に占める輸入の割合が上昇してきたことから、輸入の増加額が輸出を上回る傾向が続き、純輸出は赤字幅を拡大させてきた。当面は消費の勢いが弱まることと、在庫を積極的に積み増す局面ではないことから、輸入は緩やかな増加ペースに留まると予想するが、2006年半ばからは再び伸び率を高めよう。一方で、日本をはじめ諸外国の景気も2006年には上向いてくると予想されることから、輸出の伸びも次第に高まってこよう。た

だし、米国景気が世界景気を牽引する構図はこの先も変わらないと見ており、純輸出の赤字幅が緩やかに拡大する傾向は続こう。

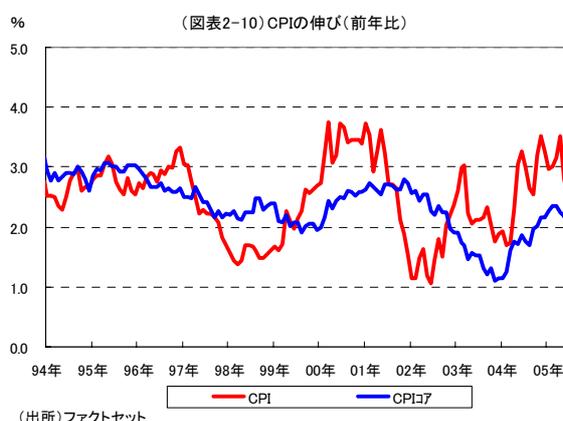
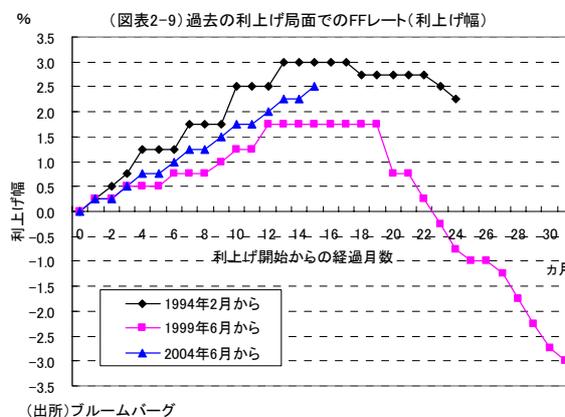
(6) 利上げは9月までで一旦休止

8月9日のFOMC(米連邦公開市場委員会)では、FF金利の誘導目標を3.5%に引き上げることが決定された。これで昨年6月以降、毎回0.25%ずつ10回にわたり計2.5%引き上げられたことになる(図表2-9)。今後は以下の①-④の理由から、9月の利上げで3.75%となった時点で一旦様子見姿勢に入ると予想する。

①FF金利が中立水準といわれる3.5-4.5%の範囲に入ること、FRB(米連邦準備制度理事会)にとって金融緩和の修正を目的としてFOMC毎に利上げする必要性は薄れてくること。②インフレは抑制されているというFRBの認識どおり、国際的な価格競争激化から、企業は原材料価格の上昇を最終財に転嫁できておらず、コアCPIなどのインフレ指標は落ち着いていること(図表2-10)。③原油高が続くことや住宅価格の伸び率が鈍化に向かうことで、今後成長率が弱まると予想されること。④現在の住宅価格の高騰は地域的に発生しているもので、FRBは「バブルかどうかは事後的にしかわからない」というスタンスであり、住宅バブルを鎮めるといった目的での利上げ継続を不必要と考えていること。

また、先物市場におけるFF金利の市場予想は年末で4%近辺に留まっており、あと3回のFOMCで毎回0.25%ずつの利上げを織り込んではいない。従来から市場との対話を重視し、金融政策の方向性を事前に市場に浸透させる手法をとってきたグリーンSPAN議長が、市場のこの予想をあえて否定していないことは、利上げ休止に対する地ならしを始めているとも考えられる。

景気とインフレの状況を注意深く確認するために一旦様子見姿勢に入った後、再び景気回復の足どりが確かとなる2006年半ばあたりで利上げを再開すると見ている。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏景気は、2005年後半から2006年にかけて、緩やかな回復基調を辿ると予想する。昨年下半年以降、景気は停滞色を強めたが、年明け以降のユーロ安の効果で企業景況感が改善するなど、明るい兆しも見え始めている。各国で進められている構造改革や、EUの東方拡大の影響で雇用の回復は遅れる見込みだが、合理化の推進で企業収益は堅調を維持しており、2006年以降は、外需主導で景気は緩やかな回復に向かうだろう。

(図表3-1) 欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(前期比、05/6期は合計のみ実績)

(前期比)	暦年ベース			2004年	2005年				2006年			
	2004年	2005年	2006年	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12
ユーロ圏GDP	1.6%	1.3%	1.6%	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%	0.8%
家計消費	2.7%	1.3%	1.2%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%
政府消費	0.6%	1.1%	0.8%	0.3%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
固定投資	3.3%	1.2%	1.7%	0.6%	-0.4%	0.8%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%
純輸出(寄与度)	0.3%	0.0%	0.3%	-0.2%	0.4%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.3%

ドイツ実質GDP(前期比、05/6期は合計のみ実績、労働日数調整後)

(前期比)	暦年ベース			2004年	2005年				2006年			
	2004年	2005年	2006年	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12
ドイツGDP	0.9%	0.9%	1.2%	-0.1%	0.8%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
家計消費	-0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
政府消費	-0.7%	0.4%	0.3%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
固定投資	-1.7%	-0.5%	1.1%	0.3%	-1.5%	0.6%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
純輸出(寄与度)	1.0%	1.2%	0.5%	0.4%	1.7%	-0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%

英国実質GDP(前期比、05/6期まで実績)

(前期比)	暦年ベース			2004年	2005年				2006年			
	2004年	2005年	2006年	04/12	05/3	05/6	05/9	05/12	06/3	06/6	06/9	06/12
英国GDP	3.2%	1.9%	2.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%

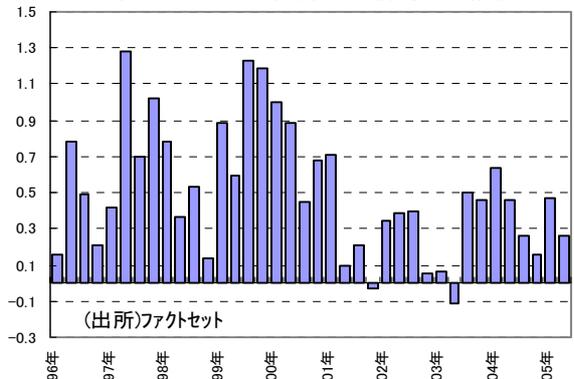
(1) ユーロ安が原油高の悪影響を相殺

ユーロ圏の4-6月期の実質GDP成長率は、前期比0.3%増となった。1-3月期の同0.5%増からは減速したが、1-3月期はイースターの時期が早まったことなどのカレンダー要因で伸びが高めとなった面もある。4-6月期は内需に底入れの兆しもみられ、景気後退懸念は遠のいている。

2005年下半年以降のユーロ圏景気は、年明け以降のユーロ安の効果で企業景況感が上向していることから、緩やかな回復に向かう可能性が高い。しかし、景況感が為替・原油等の相場要因で大きく振れる状況が続く限り、先行き不透明感も根強く残るだろう。

昨年後半以降、ユーロ圏の各種景況感指標は、ユーロ相場と原油価格のトレンドが数カ月単位で変わるたびに、上昇と下落を繰り返してきた。足元では、原油価格が史上最高値圏に上昇している

(図表3-2) ユーロ圏実質GDP(前期比)の推移



ものの、年初来のユーロの大幅低下がより好感され、景況感は改善している。ECBの高官からは、「ユーロ安の効果が原油高のマイナスの影響を上回っている」「年初来のユーロ安は0.75%の利下げに匹敵する」等の発言が相次いでおり、ユーロ相場が景気に与える影響の大きさが改めて確認された形だ。

年明け以降のユーロが大きく下落したのは、ファンダメンタルズ要因に加え、安定成長協定の形骸化やEU憲法の否決問題などが通貨ユーロへの信任問題にまで発展したためだ。ユーロ売りの要因が通貨ユーロへの不信任なら、ECB(欧州中央銀行)にとって決して歓迎できる性質のものではないはずだが、短期的な景気の下支えにはなる。当社では、ユーロの信任問題は当面燻り続けると見ており、買い戻し局面があっても再び1.3ドル/ユーロを超えて上昇する可能性は低いとみる。基調的なユーロ安トレンドは今しばらく続くだろう。

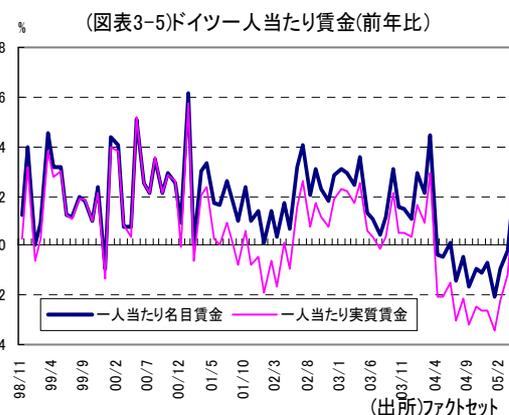
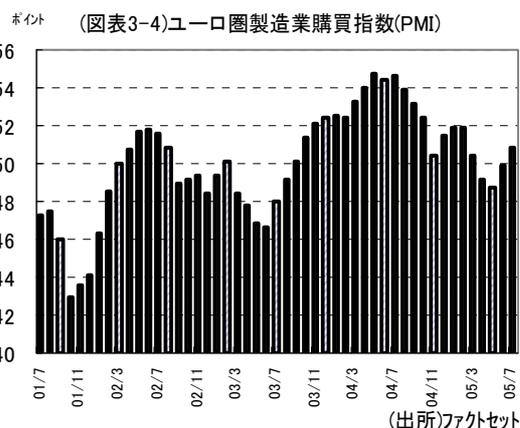
(2) 内需回復への道のりは平坦ではない

景気回復が持続的かつ本格的なものとなるためには、内需の回復が不可欠となるが、現状では、ユーロ圏の力強い内需回復は期待薄と言わざるをえない。

最大のネックは雇用だ。EU拡大に伴い、製造業が中東欧への活動拠点のシフトを進める中、ユーロ圏の、特に相対的な高賃金国では、賃金が構造的に上がりにくい状況が続いている。加えてドイツでは、労働市場改革・社会保障制度改革が進行中だ。強すぎる労組と厚すぎる社会保障制度等の改革は、ドイツ経済が競争力を強め安定した成長を実現するために必要な政策ではあるものの、しばらくは労働者側が「改革の痛み」を受け入れざるを得ない状況が続くだろう。ドイツの雇用者数は2004年以降増加基調にあるものの、ミニジョブ(社会保険が適用されない低賃金労働者)、自営業者といった新たな就労カテゴリーの新設による影響が大きく、2004年の一人当たり賃金は大きく低下した(図表3-5)。

9月18日に予定されているドイツの総選挙も注目材料だ。今のところ政権交代が有力視されているが、最大野党のCDU(キリスト教民主同盟)はVAT(付加価値税)の16%から18%への2%引き上げを打ち出している。早ければ2006年1月から実施される見通しだ。ただ、ここへきて極左政党が急速に世論の支持を伸ばしており、各党の勢力バランスに微妙な変化を与えており、選挙後の連立の枠組みがどう変化するかはまだ流動的だ。こうした政局の先行き不透明感、増税懸念が、冴えない雇用市場とともに消費者心理を冷やす要因となっている。最近の小売売上統計や消費財受注などの消費関連指標は堅調に伸びているが、VAT増税前の駆け込み需要が含まれているとみられ、持続性は低いとみる。

好材料を挙げるなら株価だろう。雇用リストラの持続や海外進出企業の業績好調により、株価は



3年ぶりの高値を更新し上昇を続けている。ただ、企業が国内の雇用を抑制する姿勢は変わらないと見られ、家計の株式保有比率も米国ほど高くないことから、株高の景気押し上げ効果は限定的なものに留まろう。

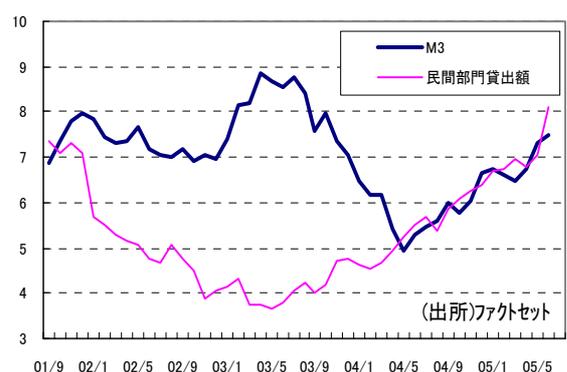
昨年までユーロ圏景気の牽引役だったフランスも、足元の景気は停滞色を強めている。中東欧への企業進出が加速している状況はフランスも同様だ。ユーロ安により I N S E E 景況感指数等は改善の兆しが見えるものの、在庫調整の持続、失業率の高止まりなどから、フランス景気が勢いを取り戻すまでにはまだしばらくかかると予想される。2005 年中は停滞を脱しきれない状況が続こう。好材料は、住宅価格上昇が個人消費の下支え要因となっている点だ。ユーロ圏の主要4カ国の中で、ドイツだけは、東西ドイツ統合後の建設ブームの後遺症から住宅価格の長期低落傾向が続いているが、フランス、スペイン、イタリアでは上昇している。特に、フランス、スペインの上昇率は前年比で2桁を超えている。フランス政府は、住宅価格上昇に伴う価値上昇分の引き出しを後押しする政策を、消費促進策の一貫として打ち出している。

イタリアの輸出は、繊維など比較的付加価値の製品に特化している分、ユーロ高の影響を受けやすく、過去5年間で貿易黒字は大きく縮小し、直近ではマイナスに転じている。足元のユーロ安により企業信頼感指数は改善しており、4-6月期GDP成長率は3期ぶりにプラスに転じたものの、2006年にかけても景気は苦しい状況が続くだろう。

(3) ECBは過剰流動性への警戒を続ける

7月のユーロ圏M3は前年比7.5%増と、2003年10月以来の高い伸びとなった。ECBがM3とともに注目している民間部門向けの貸出残高も同7.9%増と、2001年7月以降、最も高い伸びとなっている。企業向け貸出の伸びは同6.2%増と安定しているが、家計向け貸出、特に住宅ローンが同10.4%増と加速しているのが特徴だ。市場では債券高、株高、不動産高が並立する状況が続いており、過剰流動性懸念は払拭されていない。原油高も依然インフレへの懸念材料だ。ドイツやイタリア等の景気は利下げを必要とする状態だが、

(図表3-6) M3と民間部門貸出額の推移(前年比)

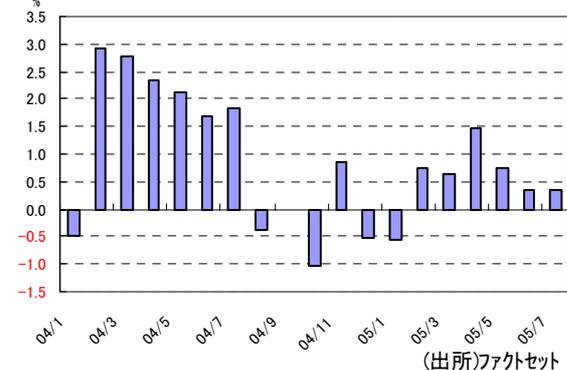


景気低迷国に配慮するあまり、他の国でインフレが起きるリスクをECBは警戒せざるを得ないだろう。政策金利は2005年いっぱい据え置かれると予想する。次の一手は2006年春の利上げとみる。

(4) 英国はテロによる消費者マインドの冷え込みが懸念材料

足元の英国景気は「減速しつつも底堅い」という状況だが、連続テロの影響で、大都市部を中心に目先は消費者マインドの冷え込みが避けられないだろう。年明け以降低下止まっていた住宅価格も、短期的には再度下落幅を拡大させる可能性がある(図表3-7)。ただ、景気失速の可能性は小さい。雇用環境は相変わらず良好で、政府による財政面からの景気下支えも続いている。8月3,4日に実施されたMPC(金融政策委員会)で、約2年ぶりの利下げが実施されたが、追加利下げは1回程度に留まろう。今回の早めの利下げは、結果として景気拡大局面の長期化を可能にしたといえる。

(図表3-7) ネーションワイド住宅価格指数(前月比)



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国経済は、2005年終盤から2006年にかけて、成長ベースがやや鈍化する展開を予想する。政府によるマクロコントロールは成果を挙げつつある。鉄鋼、アルミ産業などの過剰投資が抑制されつつあるほか、不動産価格抑制策の効果で沿海部の不動産価格は沈静化に向かっている。米国景気の伸び悩みにより、外需の伸びも鈍化しよう。景気過熱感はやや和らぎ、2006年前半にかけてはむしろやや停滞感を強めると予想する。

(1) 好調だった上期の中国経済

2005年4-6月期の実質GDP成長率は前年比9.5%増の高い伸びとなった(図表4-2)。9%を上回るのはこれで8四半期連続である。固定資産投資総額が前年比25.4%増と、5四半期ぶりに前期の伸びを上回ったほか(図表4-3)、貿易黒字も拡大傾向にある(図表4-4)。個人消費も堅調だ。ただ、中国経済がこのまま高成長を続ける可能性は低い。2005年後半以降の中国景気は過熱色がかなり薄れ、2006年前半にかけ、成長率は8%台前半にまで鈍化する可能性が高いと予想している。

景気減速を予想する有力な根拠として挙げられるのが、不動産価格の沈静化だ。温家宝首相が3月5日の全人代(全国人民代表大会)で、「不動産価格の速すぎる上昇を重点的に抑制する」と明言して以来、さまざまな不動産価格抑制策が打ち出されている。3月には、人民銀行が住宅貸出優遇金利を撤廃、また、上海銀行協会に加盟する地銀16行が住宅関連融資の抑制策を発表した。

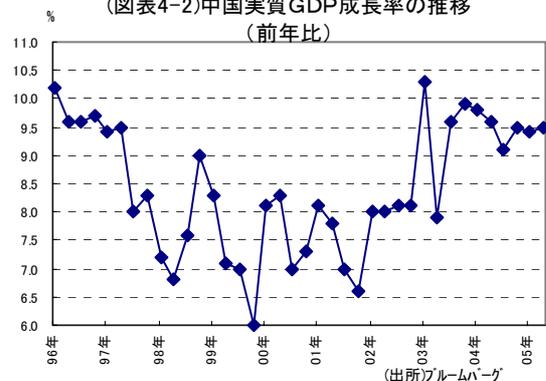
4月には国務院が、不動産市場の諸問題を解決するよう求める意見書(八項措置)を発表し、これに基づき5月には、7つの関係官庁が連名で「住宅価格の安定化に関する意見」(七部委意見)という政策要求を打ち出している。ここで中心となる政策は、「住宅を購入後2年以内に転売した場合には、営業税の課税対象となる」「高級住宅の場合には、購入後2年以降に転売する場合でも、減価償却分を差し引いた部分が営業税の課税対象になる」というもので、投機的売買の防止を意図したものである。

統計によって差があるが、上海市の不動産価格はピーク時の今年3月には一時1㎡1万円を突破していたのが、足元では7000円を割り込む水準にまで下落して

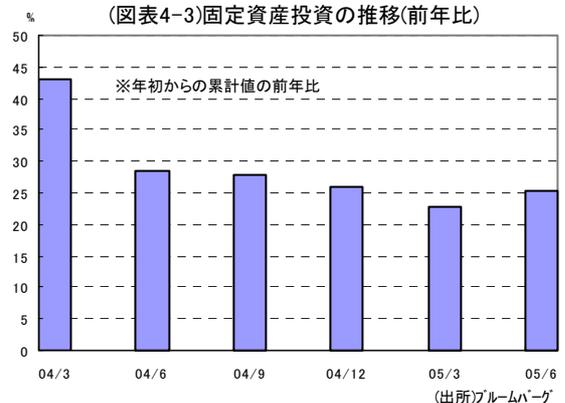
(図表4-1)実質GDP成長率予測

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
中国	8.3%	9.3%	9.5%	9.1%	8.5%
東アジア	6.2%	6.1%	7.3%	6.8%	6.6%

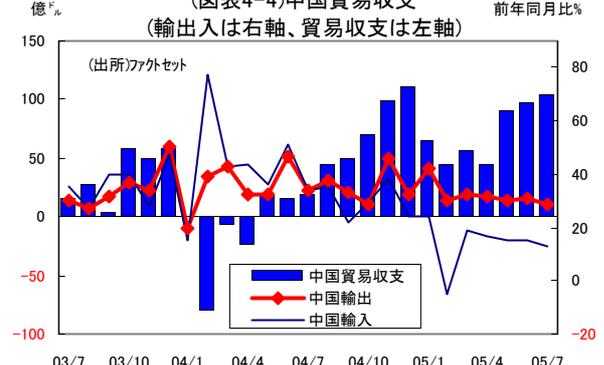
(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移(前年比)



(図表4-3)固定資産投資の推移(前年比)



(図表4-4)中国貿易収支



いる(図表4-5)。上海市統計局が7月上旬に実施したアンケートによると、「今後不動産価格の上昇は止まる」と回答した企業は全体の45.1%、「低下する」と回答した企業は28.4%で、7割以上の企業が「不動産価格は上昇しない」と考えていることが明らかとなった。また、62.9%の企業が「八項措置」が不動産価格の過熱抑制に貢献していると回答している。

(2) 懸念される銀行部門の金融仲介機能の低下

不動産価格の抑制策は、中国経済にとって必要な措置ではあったが、調整の過程で経済になんらかの副作用が出てくるのは避けられないところだ。まず懸念されるのが、銀行の金融仲介機能の低下である。これまでの不動産価格上昇には、銀行が売買に関わる資金を積極的にファイナンスしていたという背景があった。不動産価格の下落により、ここのところ縮小傾向にあった銀行の不良債権が再度拡大に向かう可能性がある。

さらに、人民銀行が商業銀行の自己資本比率の上昇を目的とした規制強化を打ち出していることもあり、各銀行ともバランスシートの改善を急いでいる。企業の側からも、「銀行の貸し渋り」への不満の声が高まりつつあるようだ。政府の引き締め政策解除への要望も強まっているが、政府にとってみれば、固定資産投資の伸びが依然として大きく、しかも投資分野の偏りが残っているのは大きな問題であり、引き締め政策の緩和が可能な状況ではない。

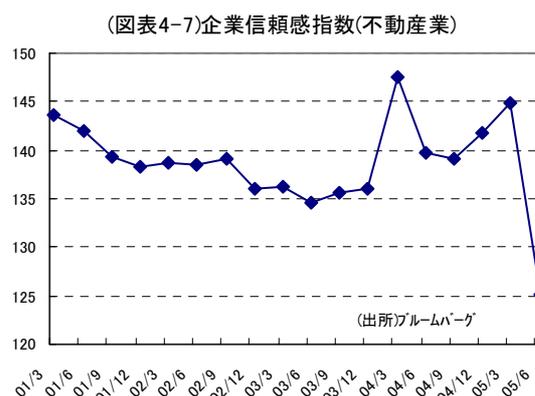
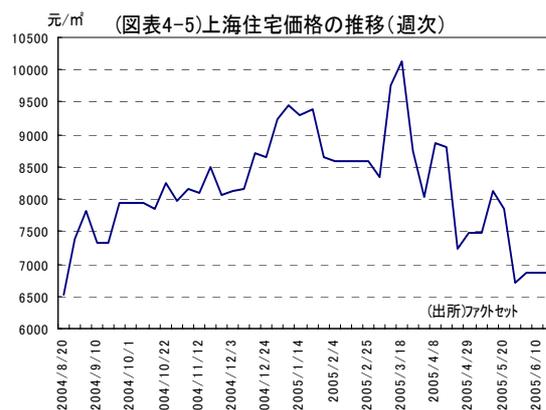
(3) 企業景況感は悪化に向かう

企業景況感も悪化傾向だ。4-6月期の企業信頼感指数(国内約2万社の企業に対するアンケートを集計)は128.5ポイントとなり、前期比で7.4ポイント低下した。大型企業、中型企業、小型企業のいずれもが悪化したほか、業種別では、不動産業が大きく悪化している(図表4-7)。7月6日に初めて発表された製造業PMIは、3月の57.9ポイントから7月は51.1ポイントへと、4カ月連続で悪化した。企業収益に目を向けると、主要電力会社、大手自動車メーカーなどの大型優良企業を中心に構成される「中央企業」の1-6月利益総額は、前年比29.1%増の2988億元となった。増益率は、前年の同じ時期の同38.6%増から鈍化している。

不動産価格の下落や、銀行の金融仲介機能低下、政府の引き締め政策などの影響に加え、米国景気の減速も予想されることで、企業活動は今後やや停滞色を強める可能性が高い。固定資産投資の伸びは前年比で10%台にまで鈍化する公算が高いとみている。

(4) 個人消費も一時的な鈍化へ

個人消費は今のところ好調が続いている。1-6月の社会消費財小売総額は、前年比13.2%増となった。内訳では、都市部が同14.2%増、農村部は11.1%増と、農村部がやや劣る結果となっている。



統計局は、農民の増収政策の推進が難しくなってきたとしており、都市部との格差縮小はなかなか容易ではないようだ。今後は、企業活動の鈍化が雇用の伸び悩みに繋がる可能性が高く、個人消費の伸びも一時的には鈍化に向かうとみている。

国有企業の整理が一段と進むと考えられる点も雇用への懸念材料だ。これまで、国主導で整理した国有企業は2004年末までに3484社、一時帰休者の数は667万人にのぼるとされている。政府は国有企業の整理を今後4年間で加速する構えで、新たに2167社の閉鎖・破産手続きを進めるとしている。この中には、従業員規模の大きい企業も含まれており、失業者の増加に繋がる懸念がある。

中長期的には、中国の消費市場になお一層の拡大余地があるのは疑いのないところだが、2006年に関してはやや伸びの鈍化を余儀なくされるだろう。

(5) 人民元切上げの影響について

今回の人民元切上げの景気への影響は軽微とみる。今後持続的かつ大幅に切り上がった場合は、割安な人民元による価格競争力が命綱の繊維産業や食品産業に影響が出る可能性もあるが、景気に影響が出るほどの急激な為替変動は当局が容認しない可能性が大きい。また、元高には、インフレ圧力の抑制効果や購買力向上、特に今後巨大市場としての成長が期待される中国消費者の購買力向上に繋がるというメリットもある。過度な元売り介入が不要となり、金融政策の自由度が広がれば、経済の長期的な安定成長にも繋がるだろう。

市場では、中国当局の次の一手が注目されている。0.3%の範囲で変動を許容する管理フロート制という制度は、実は今までと変わらないう。したがって、人民銀行が実際にどのような調節方針をとるのか、たとえばしばらく切り上げたレートで固定して、一定期間をおいて改めて再切り上げを実施するのか、それとも徐々にレートが切り上がっていくのを容認するのかは不透明な部分が残る。今のところ、1米ドル=8.11元近辺での小動きに留まっているが、このままでは、米国が再度切上げ圧力を強めてくるのは時間の問題だ。ただ、今は当局が「熱銭」と呼ばれる投機マネーの動向など、市場の取引を慎重に見極めつつある段階とも考えられる。市場の落ち着きが確認できれば、徐々に大きな変動を容認する方向に向かう可能性が大きい。今後1年以内に、累計の増価幅が5%を超える可能性を見込んでおく必要があろう。

通貨バスケット制は、現状では当局に為替調節の裁量の余地を残すための隠れ蓑として用いられている側面が大きいとみるが、制度の内容についての検討は進んでいる模様で、構成通貨が意外に幅広いことも明らかとなっている。中長期的には、アジア共通通貨圏構築に向けた議論の主導権を握る目的を持っている可能性もある。今後は、バスケット制の厳密な運用を目指す中で、対ドルの変動許容幅も徐々に広げていくこととなるだろう。しかし、道のりは必ずしも平坦ではない。為替取引の変動性を高めるためには、金融当局による新しい為替市場の管理・モニター手法の確立、法制度の整備が必要だが、まだ十分とは言い難い。貿易業者は為替先物市場でヘッジする必要があるが、現状ではそうした市場も整備不十分である。政府当局としても、国有銀行の不良債権問題など、経済がまだ不安定な中で、足の早い投機資金の流出入によるアジア危機の二の舞を再現することは避けたいはずだ。したがって、人民銀行が為替相場を厳格なコントロールのもとで調整していくというシステム自体はそう簡単に変えられるものではないだろう。



5. 原油相場見通し

(1) 石油製品価格につられ原油は最高値更新

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、8月に入ってから1バレル65ドルを越え、最高値を更新している（図表5-1）。

米国の製油所は95%を超えるフル稼働状態が続き、メンテナンスも十分に行き渡っていないことから、最近は大火などの事故が頻繁に起きており、石油製品の供給懸念に結び付いている。

製油所の精製能力不足から、米国では夏場の行楽シーズンでのガソリン需要に供給が追いつかず、足元では在庫が減少し（図表5-2）、ガソリン価格が上昇している。ヒーティングオイルなどが含まれる留出油は、冬場に備えた増産で在庫は増加しており、足元の需給はそれほど引き締まっていないが、最需要期の冬場に需給が逼迫するとの思惑から価格が上昇しやすくなっている。精製の元となる原油の在庫自体は例年を上回る水準を維持しているが、製品価格の上昇につられて原油価格も上昇している状況だ。

短期的には原油価格に上昇圧力がかかりやすい状況が続くとしても、夏場のガソリン需要期を乗り越え、冬場のヒーティングオイル在庫が不足していないことが市場で認識される過程で、原油価格は現在よりは水準を切り下げてくると予想する。

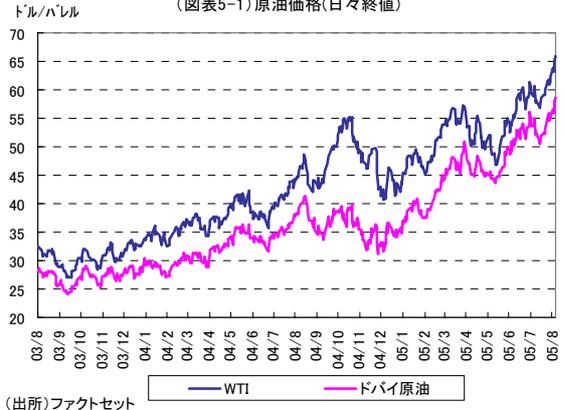
(2) 供給余力に乏しく原油価格は高止まり

世界的な原油の需給動向を見ると、需要サイドは、中国などで大幅増だった昨年と比べれば伸びが鈍化するものの、全体としては引き続き堅調な増加傾向が予想される。

一方供給サイドでは、OPECが7月から生産枠を日量50万バレル拡大し、同2,800万バレルとしたが、実際に枠を超えて増産している分の追認程度に過ぎず、生産余力の乏しさが再確認された。原油価格が上昇すればあと50万バレル拡大するとしていたが、今のところ追加拡大の協議は行われていない。非OPECの産油国でも、米国・英国・ノルウェーなどでは生産量が減少している。ただ、油田開発の先行指標である世界のリグ（油田掘削機）稼働数は、6月時点で前年比13%増加しており、掘削技術の向上も加味すれば、油田開発は活発化してきていると言える。また、大量の埋蔵量が確認されているカナダのオイルサンドの開発コストが、今の原油価格の水準であれば採算に見合うと言われている。このように世界の供給能力は長期的には拡大が見込まれるものの、開発計画から実際に供給が始まるまでに5-7年は要するので、今後1-2年での需給関係の急速な緩和は想定できないだろう。

したがって、天候要因や思惑的な需要によって価格が上下する場面も考えられるが、原油価格はしばらく高止まりする可能性が高く、WTI（年平均）で2005年に1バレル55ドル、2006年に57ドルを予想する。

(図表5-1) 原油価格(日々終値)



(図表5-2) 米国原油在庫(週次、前年比)

