



明治安田生命

# 経済ウォッチ

2007年4月 第4週号

(毎月第2週、4週発行) 2007年度 vol.2

## 〈フォーカス〉 フォワード・ルッキングの連発はフェアとは言えない

本文の『「落ちこぼれ」なき世界同時好景気の背景』でも触れたが、近年の世界的なインフレ率の低下には、金融政策の理論、制度、技術の進歩が大きく貢献している。

1976年のいわゆる「ルーカス批判」により、IS-LM分析に代表される伝統的なケインズ経済学は無力化し、金融政策の理論もいったんリセットされた。その後、金融政策の理論はより古典派に近いモデル(RBCモデル)をプラットフォームとし、主としてゲーム理論の問題として再構築が進んできた。インフレ目標策が発展・普及したのも、フォワード・ルッキングな政策が重要と言われるようになったのも、こうした一連の研究の成果である。つまり、フォワード・ルッキングという言葉にはきちんとした経済理論の裏付けがある。

ところが、日銀の言う「フォワード・ルッキング」の意味は、政策委員の間でも統一されているとは言い難い。市場でも、過去の経済指標に依存した方式＝バックワード・ルッキング政策で、将来の予想をもとに運営を行う方式＝フォワード・ルッキング政策という理解をされることが多いが、これは誤りである。理論上は「過去の経済指標にのみ依存したフォワード・ルッキング政策」というパターンもありうる。詳しくはマクロ経済学のテキストに譲るが、政策がフォワード・ルッキングかどうかは、その政策目的のスタイルで決まるからだ。たとえば、なんらかの制約条件のもと、将来にわたって政策目的関数(インフレ率の目標値からの乖離をゼロにするとか、需給ギャップをゼロにするというもの)の最適化を目指すという行動をとっているならば、その政策はフォワード・ルッキングとなる。

日銀のフォワード・ルッキング政策が問題なのは、その政策目的が不明確なまま、フォワード・ルッキングといういわば手法のみ強調している点にもある。すなわち、フォワード・ルッキングな観点から「何を指すのか」という点が明らかではない。言葉自体に専門的な響きがあるがゆえに、連発されればされるほど、聞いている方は狐につままれたような気持ちになってしまう。おそらくは、0-2%というレンジで示されている「物価安定の理解」が黙示的な政策目的関数となっているのだろう。しかし、日銀は何らかのルールに基づいて金融政策運営を行っていると思われることを極端に嫌う。かといって、フォワード・ルッキングという手法の部分だけを強調するのはアンフェアではないだろうか。この点、市場との対話方法にはまだ改善の余地がある。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉：フォワード・ルッキングの連発はフェアとは言えない…	1	・ G7の結果と今後の為替相場の見通しについて…	10
・ 経済情勢概況…	2	・ 主要経済指標レビュー (4/9~4/20) …	12
・ 「落ちこぼれ」なき世界同時好景気の背景…	3	・ 日米欧マーケットの動向…	15
・ 日本の住宅投資は緩やかながらも 増加基調が続く見込み…	8		

経済情勢概況

日本

日本経済は緩やかながらも回復基調をたどっている。

個人消費は、底堅く推移している。賃金の伸びは緩やかなものにとどまっているが、雇用者数の増加が続いていることからマクロ全体で見た所得環境は改善しており、個人消費を下支えしている。企業の雇用不足感が高まっていることから今後も雇用の増加傾向が続く可能性が高く、個人消費は緩やかながらも増加基調を持続しよう。住宅投資も、地価の下げ止まりや住宅ローン金利の先高感などを背景に増加基調が続いている。ただし、ここ数年、住宅市場を牽引してきた分譲住宅は、マンション在庫の増加などを背景に伸び悩んでおり、今後の増加ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。

設備投資は、好調な企業業績や期待成長率の上昇を背景に増加基調が続いている。しかしながら、先行指標とされる機械受注(除船電民需)が今年の夏場をピークに停滞していることなどから、年度前半の設備投資は増勢が徐々に弱まると予想する。

公共投資は、政府の歳出削減方針に基づき減少基調が続いている。ただ、2006年度補正予算の執行に伴い、今後、減少ペースが幾分弱まろう。

輸出は海外景気の鈍化を背景に増勢が弱まっている。米国景気の鈍化が続く年度前半は、輸出の伸びは低位にとどまる可能性が高い。

こうした内外需要の足踏みを反映して、生産の増勢も鈍化している。電子部品・デバイス工業の在庫は依然高止まりしており、引き続き警戒が必要だが、同工業の出荷・在庫バランスが底打ちしつつあるなど、明るい兆しも見られる。米国景気の持ち直しが予想される年度後半には、生産の増産ペースが徐々に速まろう。

国内企業物価は、国際商品市況が一時に比べると軟化していることからの下落に伴って国内企業物価の増勢が鈍化している。川上産業の製品価格の鈍化に伴い、川下産業の製品価格の伸びも弱まっており、物価の上昇圧力は依然鈍いままである。足元のコアCPI上昇率も、エネルギー価格の押し上げ効果が一巡したことなどから前年比でマイナスに転じている。今後はエネルギー価格が押し下げ要因に転じると考えられることから、同上昇率は秋頃まではゼロ%近傍でのみ合いが続くと予想する。

米国

米国の経済指標は強弱まちまちで、全体としては景気拡大ペースの鈍化傾向が続いている。

住宅投資は、最悪期からは脱しつつある方向にあるが、依然高水準な販売在庫を抱え、減速基調が続いている。ただし、人口増加や良好な雇用・所得環境から実需は底堅く、割高感が薄れるとともに在庫削減が進むと考えられることから、年後半には底打ちから回復に向かおう。サブプライムローン問題は住宅市場の回復を遅らせる要因にはなるが、個人消費など経済全体への影響は限定的とみている。

個人消費は、引き続き堅調に推移している。住宅市場の減速によって資産効果が弱まっているのは確かだが、良好な雇用・所得環境や堅調な株価などに支えられ、今後も堅調を維持しよう。ただし、家計の債務返済負担が増していることは、個人消費の拡大ペースを緩やかなものにとどめよう。

設備投資は、住宅市場の低迷や、製造業の在庫調整を背景とした企業景況感の低下により、足元では抑制の動きが出ている。しかし、設備稼働率は高水準で横ばい、企業収益は伸びが鈍化しつつも増益基調は続くと考えられるため、期待成長率の高まりを背景に底堅く推移しよう。製造業の在庫調整も年後半には一巡するとみている。

金融政策は、景気とインフレの両にらみで、しばらく据え置きが続こう。次の一手は、経済成長が潜在成長率を上回る2008年に入ってからの上昇とみている。

欧州

ユーロ圏経済は企業部門を中心に好調に推移している。

個人消費は、足元では2007年1月からドイツで付加価値税(VAT)が引き上げられたことによる駆け込み需要と反動減が目立っているが、一時的な影響に収まりそうだ。今後、一人当たり賃金の伸びは緩やかにとどまるが、失業率の改善を背景に、個人消費は底堅く推移しよう。

設備投資は、企業の好業績を背景に堅調に推移している。今後は、ユーロ高や米国景気の鈍化を受けて外需の増勢が弱まり、拡大ペースはやや鈍化しよう。ただし、設備稼働率は高水準で、なおも上昇基調にある。年後半からは米国景気の持ち直しに伴い、再度増勢を強めよう。

ECBは6月に利上げを行い、政策金利を4.0%とした後、しばらく金利を据置くと予想する。

※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所

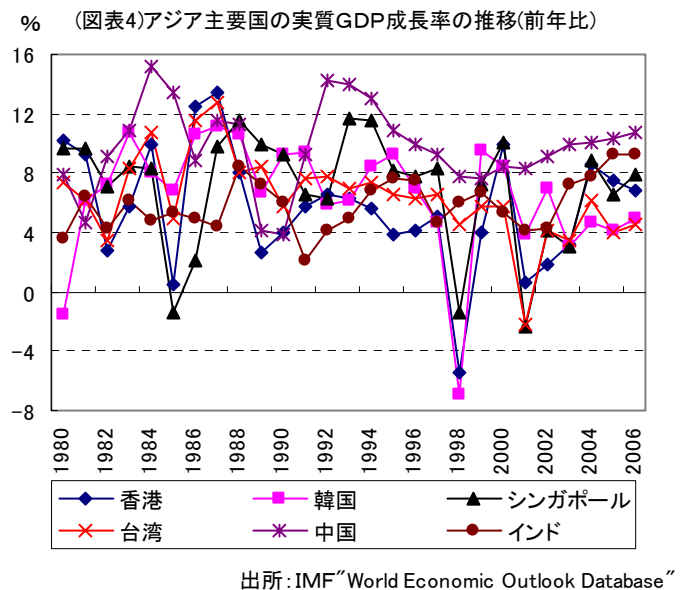
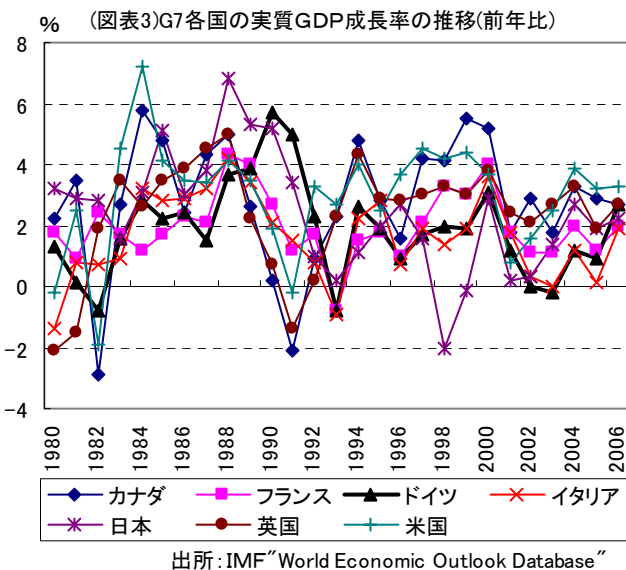
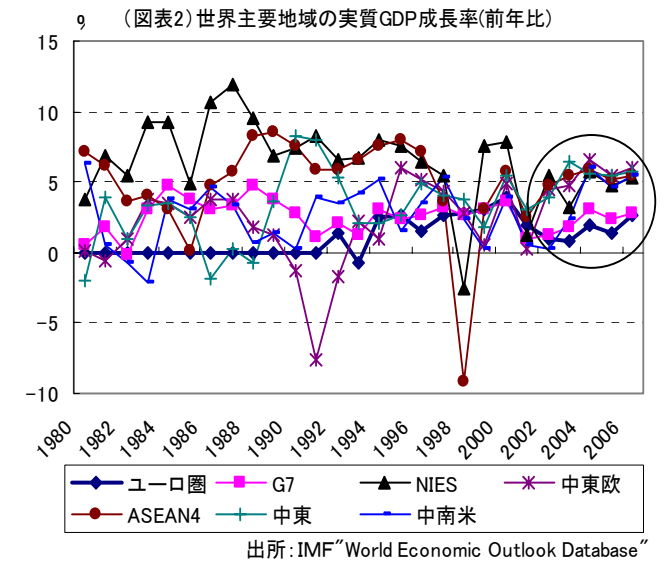
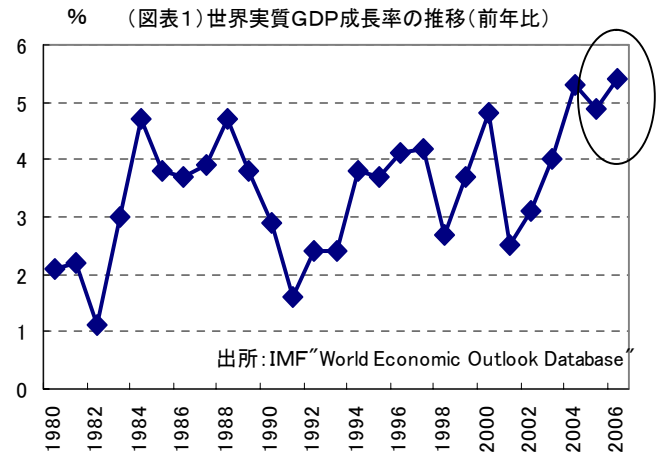
「落ちこぼれ」なき世界同時好景気の背景

世界的なインフレ率低下が景気を下支え

IMFの調査によれば、2006年の世界の実質GDP成長率は前年比5.4%と、1980年以降で最も高い伸びを記録した模様だ(図表1)。3年連続で5%前後の伸びを続けたのも過去に例がない。特徴的なのは、世界中のどこを見渡しても、「落ちこぼれている」地域が見当たらないことだ(図表2~図表4)。これまでは、米国が好調でも日本と欧州が不振、先進国が好調でも新興国で経済危機が起きているという具合に、どこかに足を引っ張る地域があるのが普通だった。

足元の世界景気が決して磐石というわけではない。米国住宅市場のサブプライムローン問題や、今年2月後半以降の世界同時株安などに見られるとおり、先行き不透明感は根強く残っている。しかし、今のところ主要国の実体経済そのものはしっかりしており、大きく崩れる兆しは見られない。

景気循環が消滅したわけではない以上、いずれこうした良い状態も終焉を迎える時が来るだろう。かといって、今回の世界同時好景気が、「たまたま各国の景気循環が一致した偶然のたまもの」というわけでもなさそうだ。注目が必要なのは、世界各国のインフレ率が、過去20年間で大きく低下している点である(図表5~図表7)。先進各国のインフレ率は、



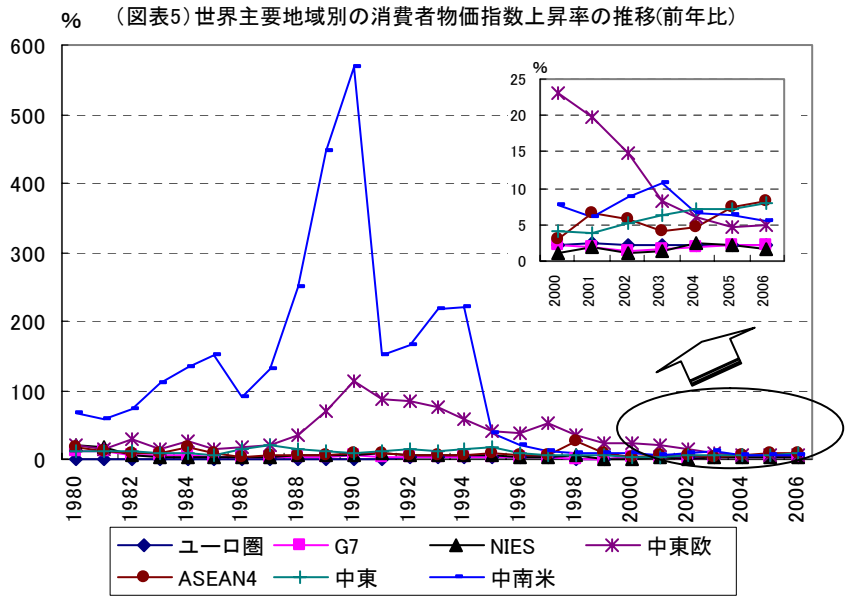
2度の石油ショックを経た1980年代以降、低位収斂に向かっている。アジアや中南米の新興国では、1980年代から1990年代にかけて通貨危機が頻発し、ハイパーインフレに見舞われる国もあった。しかし、2000年以降は通貨システムが総じて安定に向かっており、足元のインフレ率は先進国に匹敵する水準まで低下している。最近の堅調な世界景気を支えている中長期的な構造的な要因として、世界的なインフレ率の低位収斂があるといえそうである。

**経済のグローバル化が物価を抑制**

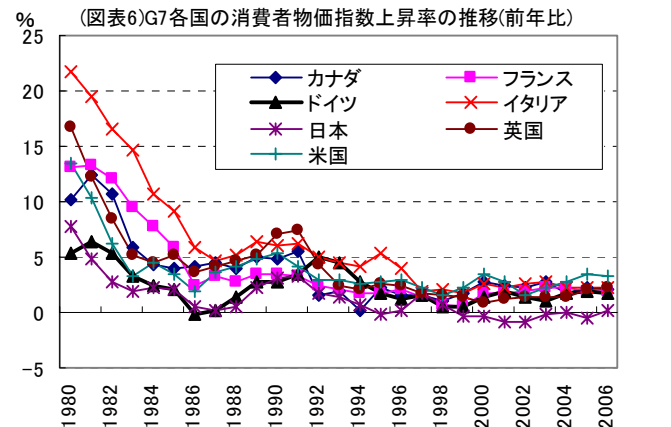
世界経済の高成長の牽引役という意味では、「世界の工場」という言葉に象徴される中国、およびインドなどの一部新興国の寄与する部分大きい。しかし、それだけではインフレ率が世界的に収斂に向かう説明にはならない。経済のグローバル化により、世界が「ひとつの経済圏」としての結びつきを強めたことが、世界的なインフレ率の収斂に大きく寄与しているように思われる。

世界がひとつの経済圏に近づくほど、一部地域の生産力の向上がそのまま世界インフレ率の低下に繋がりがやすくなるはずだ。もっとも、世界の貿易量（輸出額+輸入額）の推移を見る限り、順調に拡大は続けているものの、平均すればGDPの伸びとさほど大差ない（図表8）。世界的に貿易依存度が大きく高まっているわけではないということであり、したがって、貿易の量よりも、その質的側面の変化に注目が必要ということになる。

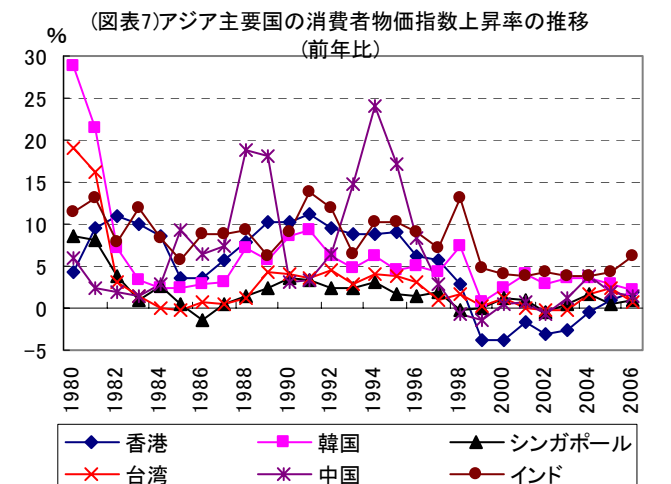
確かに、過去20年の間に、世界的な規制緩和やIT化の進展などを通じ、財や資本の移動の自由化が大きく進んだ。インターネットの普及に代表される情報化の進展、流通ルートの整備などにより、企業は世界中からより効率的に貿易相手を探すことができるようになった。これにより、全世界規模での価格競争が激化し、製品価格が収斂、国際的な一物一価が成立しやすくなっているという説明には説得力がある。



出所: IMF "World Economic Outlook Database"



出所: IMF "World Economic Outlook Database"



出所: IMF "World Economic Outlook Database"

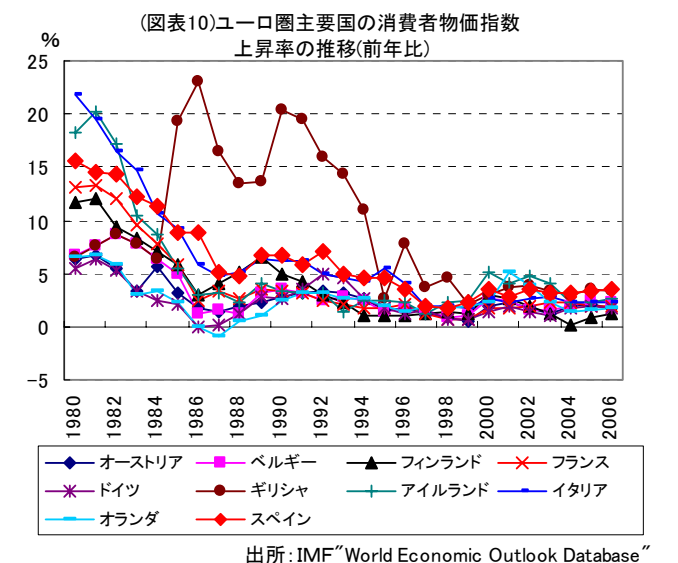
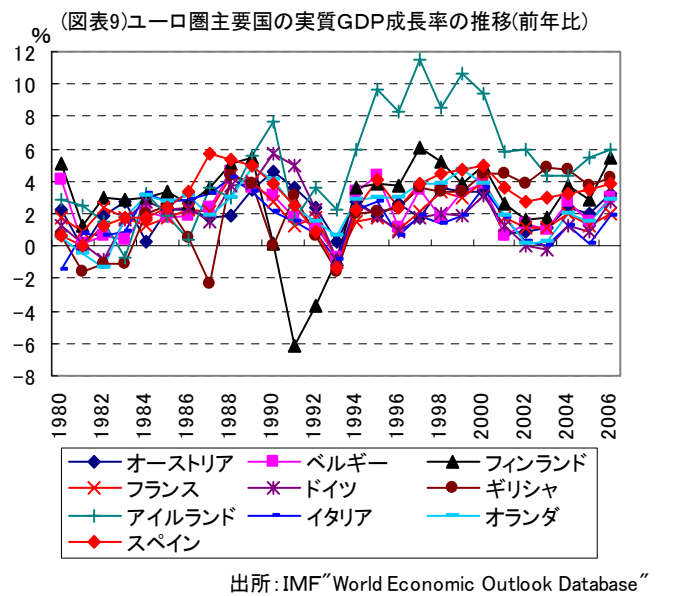
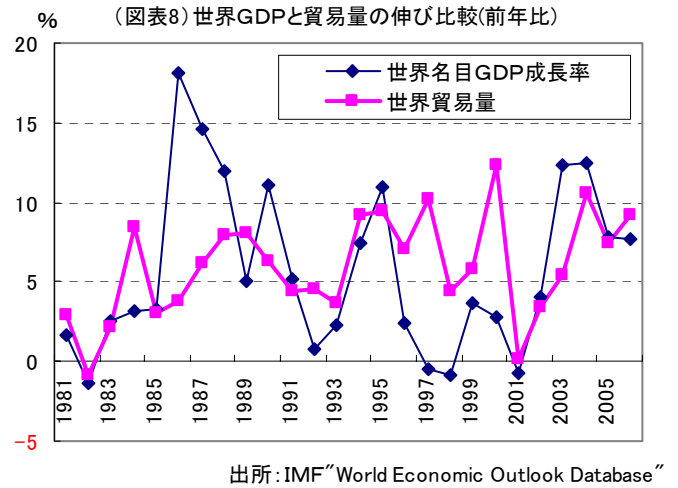
製品価格が収斂していく過程で、理論的には、貿易相手国との間で、生産のために用いる資本や労働など、いわゆる生産要素の価格も収斂していくことが知られている。要素価格均等化定理というものだ。要素価格均等化定理が成立するためには「両国の生産技術水準が同じ」という重要な前提が必要で、長い間現実の経済にはあてはまらない理論と考えられていた。しかし、新興国の先進国への技術水準のキャッチアップは着実に進んでおり、中国などでは賃金の上昇傾向が顕著だ。昔に比べれば要素価格均等化定理が成立しやすい世界に近づいている可能性はあろう。

「ひとつの経済圏」実現に向けた欧州の動き

「ひとつの経済圏」の実現に向けた動きで、興味深いのは欧州のケースである。欧州では、統一通貨ユーロの導入をはじめ、EUの東方拡大、労働市場改革の進展などの経済環境の変化が進んだ結果、域内のインフレ率や賃金収斂に向けた動きがより目に見える形で進んでいる(図表9~図表10)。さしずめ経済理論の実験場と言っても良い環境だ。

元々弱い不安定な通貨を持つ国にとって、統一通貨の導入はインフレへのアンカー(錨)になる。企業にとっては、ユーロ圏内の取引では為替リスクを気にする必要がない。また、EU拡大に伴う課税優遇措置や投資規制緩和により、ヒト・モノ・カネの域内移動がより自由になったため、国境をまたいだ生産拠点の構築が容易となった。こうした背景のもと、ドイツなどではここ数年、企業が東欧諸国などへの工場移転をタテに、労働組合に譲歩を迫るという構図が相次いだ。大手企業の間で、賃金を据置いたまま労働時間を延長する労使合意が相次いで成立したのはその典型である。

労働市場の規制緩和の動きは、サービス業にも及びつつある。2004年に発表されたボルケスタイン指令案は、サービス分野の企業が「出身国の労働条件」を適用しながら、域内で業務を展開することを可能にするという内容である。これについては、自国民の雇用を奪われるとの反対が各国の間で強く、フランスでは2005年の国民投票においてEU憲法の批准



が否決される一因にもなったことから、その後も実現に向けた動きは進んでいない。ただ、労働市場の自由化は、欧州がひとつの経済圏の実現を目指すうえで、中長期的に避けては通れない課題である。

ドイツなどで進んでいる労働市場改革も、労働者にとっては痛みを伴う内容だ。しかし、マクロ的にはこれら一連の動きを通じ、欧州全体でより効率的な人的資本の活用が可能になる。長い目で見れば生産性の向上、ひいては中長期的な成長力（潜在成長力）の向上に繋がることが期待できる。足元の欧州景気急回復の要因を、労働市場改革の成功に求める向きもあるようだ。

労働コストの上昇が抑制されているのは、欧州のみならず、他の主要国にも共通して見られる現象だ。国ごとの特殊要因もあり、経済のグローバル化のみが原因ではないが、結果としてこうした動きが景気拡大局面の長期化に繋がっている。

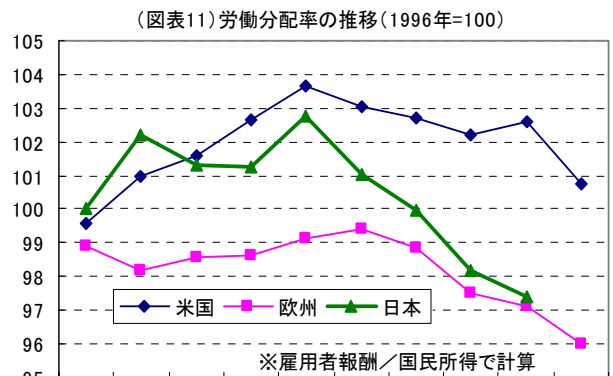
景気サイクルは、まず企業収益が先行する形で回復し、設備投資が加速、遅れて雇用市場が回復し個人消費に牽引役がバトンタッチ、最後は上昇した賃金が企業収益を圧迫する形で景気減速に向かうという順序をたどる。しかし、賃金がいつまでたっても加速する兆しを見せず、生産性の伸びに見合った動きが続いていることが、各国の景気拡大局面の長期化に繋がっている可能性がある(図表11)。

**進化した金融政策**

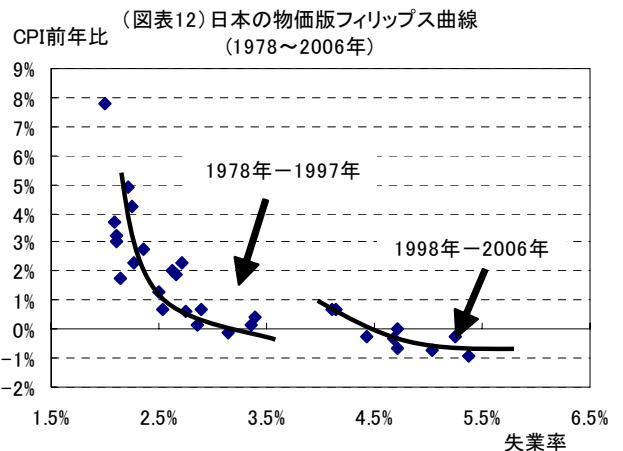
世界的なインフレ率の低位収斂の理由として、世界的な金融政策の理論、技術、制度の進歩も挙げられる。人々のインフレ予想に対する金融政策の役割はきわめて大きい。先進各国の金融政策は1970年代に大きな失敗を経験した。1960年代から1970年代にかけては、裁量的な政策の全盛期である。A. W. フィリップス教授が、物価とインフレ率の右下がりの関係、いわゆるフィリップス曲線を発見したのは1958年のことだが、少しオーバーに言えば、政策当局はフィリップス曲線上の物価と失業率の好きな組み合わせを選択することができると考えられていた時代もあった(図表12)。しかし、フィリップス曲線

は当初考えられていたほど形が安定的でないことが次第に明らかとなっていく。たとえば、中央銀行が若干高めのインフレ率と引き換えに低失業率を達成しようとしても、人々のインフレ期待が上昇していく結果、最終的には高失業が消えないままインフレ率のみが上昇してしまうというスタグフレーションが起きてしまうことが一部の学者によって予言され、それが現実のものになったのである。

こうした経験から、世界の中央銀行の政策は、より中長期的な観点から期待インフレ率を安定化させることを重視する方向にシフトしていく。「フォワード・ルッキング」な金融政策運営が重要と言われるようになったのはこのためである。現在多くの国で成果を挙げているインフレ目標政策もこうした背景から発展、普及した。制度的にも、中央銀行の独立性が強化されるなど、世界の中央銀行の信頼が高まった。



出所: 各国政府発表資料より当G作成



出所: 総務省統計より当G作成

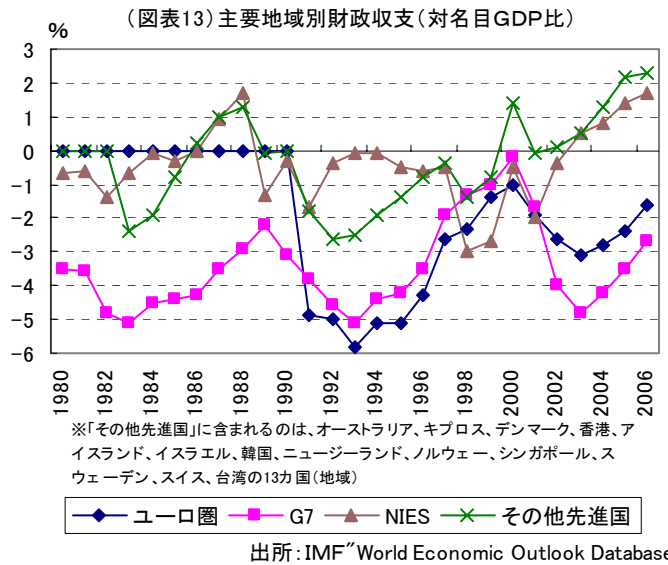
もっとも、日銀のフォワード・ルッキング政策が目指すものはいまひとつ不明確だ。足元の経済指標が弱くても利上げを行うための理由付けや、単に裁量の余地を広げるための便利な言葉と受け止められがちなのは、必ずしも市場の無理解のみが原因とは思えない。現状では、日銀がフォワード・ルッキング政策を強調すればするほど、市場を煙に巻くような結果に繋がっている。この点を改善しないと、いつまでもたっても日銀と市場とのコミュニケーションは齟齬をきたしたままとなるだろう。

**緊縮的な財政運営の定着**

他に世界的なインフレ率低下の背景としては、世界各国の財政収支が総じて改善に向かっていることも挙げられよう（図表13）。中長期的には、冷戦の終了によって各国の軍事支出が減り、資本を民間に開放したことが民間部門の生産性向上につながり、インフレ率の低下に繋がったという背景がある。また、財政政策を活用した景気刺激が次第に行われなくなったのも理由として挙げられよう。

**今後の展望**

冒頭でも述べたとおり、景気循環が消えたわけではない以上、過度な楽観論は戒める必要があるが、好況期と不況期を均して見た場合の、世界経済の中長期的な成長力が高まっている可能性は高いといえよう。ただ、各国の資本市場の連動性が強まっていることで、昨年と今年に既に2度見られた世界同時株安のような動きが再度勃発する可能性については今後も警戒が必要だろう。直近の世界同時株安のきっかけとなった中国市場の動向を見ると、上海総合指数は2月27日の1日で1割近く下落したあとすぐに反転上昇し、足元では下落時の水準から3割あまりも急騰している。これをバブルと呼ぶかどうかは判断の難しいところだが、上昇ペースの速さから見て再びいつ大きな調整があっても不思議ではない。不安定な新興国の資本市場が世界景気を揺さぶる場面が今年もありそうだ。（担当：小玉）



### 日本の住宅投資は緩やかながらも増加基調が続く見込み

#### 2006年の住宅着工戸数は4年連続で増加

2006年の新設住宅着工戸数は129万戸と1998年以降で最も高い数値を記録した。同戸数は2002年を底に持ち直しており、4年連続で増加している。

ここ数年、住宅市場を牽引しているのが貸家と分譲住宅だ(図表1)。かつて、全戸数の中で最も大きなウエートを占めていた持家は、足元では貸家、分譲住宅に継ぐ占率へと低下しており、年々存在感が薄れている。都心部への人口流入に伴って大規模かつ高層タイプの住宅需要が高まっていること、需要者側のニーズに変化が生じており、必ずしも一戸建にこだわらない住宅取得層が増えていることなども影響していると考ええる。

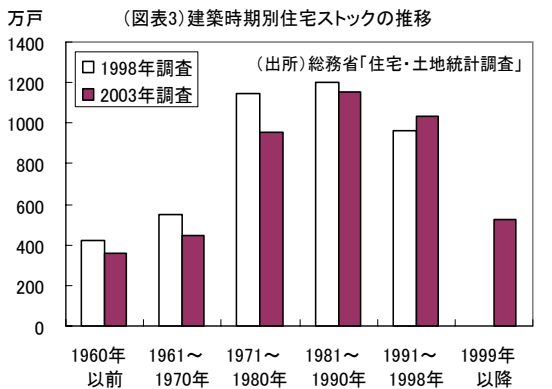
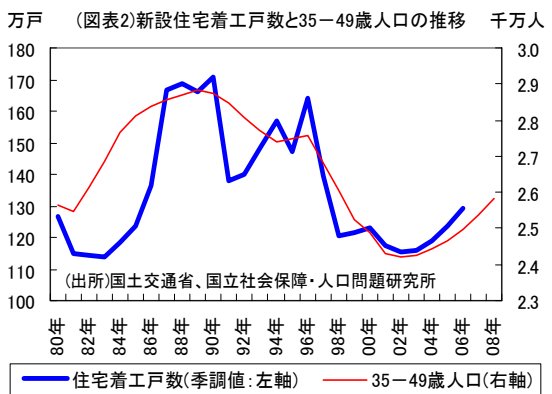
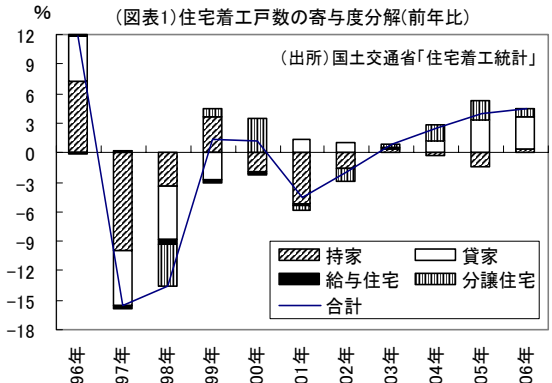
#### 今後の住宅需要の押し上げ要因

住宅市場は今後も増加基調が続くとみている。2007年の住宅地の公示地価(全国平均)が前年比で0.1%上昇と、16年ぶりにプラス転換したことが示すとおり、地価は底打ちしつつある。加えて、利上げ観測の高まりから住宅ローン金利の先高感が生じやすくなっていることなどが住宅需要を喚起すると考えられるためだ。

また、住宅取得適齢期の人口が増加している点も押し上げ材料と言える。図表2を見ると、住宅着工戸数と35-49歳人口は連動する傾向が見られる。国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、今後、35-49歳人口は増加傾向をたどる見通しとなっている。団塊ジュニア世代がこの年齢層に流入してくることが背景と考えられ、今後は住宅投資の押し上げに寄与する可能性が高い。

また、住宅ストックが徐々に老朽化している点も住宅市場にとってプラス材料だ。少し古いデータではあるが、総務省の住宅・土地統計調査で、1998年と2003年の調査結果を比較してみると、この5年間で1980年以前の住宅ストックが減少している様子がうかがえる(図表3)。特に、1971~1980年に建築分のストックが大きく減少しており、築後約20~30年で住宅建て替えのニーズが徐々に出てくる様子を示している。2003年調査時点における全住宅に占める1980年以前建築物の割合は、まだ4割近くも残っているほか、最も占率の高い1981~1990年の物件の一部が、足元では築後20~30年のゾーンに突入してきていることから、今後建て替え需要が出てくる可能性が高い。

また、昨年、耐震強度偽装問題が話題になった際に、1981年に耐震基準が大幅に見直されたことが広く報道された。1981年以前に完成した物件に関しては、耐震補強をしなければならない物件も少なくないということであり、これを機に建て替えに動く住宅保有者も存在すると考える。



ただし、下押し材料も存在

ただ、ここ数年、住宅市場を牽引してきた貸家や分譲住宅には下押し材料も散見される。

まず貸家に関してだが、ここ数年、貸家が好調に推移してきたのは、低金利が続く中、資産運用手段として相対的にリターンの高い貸家投資に注目が集まったことが一因と言われている。しかしながら、貸家採算性指数（算出方法は下記※参照）の推移を見ると、足元では徐々にピークアウトしつつある様子がうかがえる（図表4）。金融機関の貸出金利が上昇しつつあるほか、都心部では地価が上昇に転じるなど、これまで採算性が上昇する要因となってきた材料が徐々に剥げ落ちてきていることが背景と考えられる。過去と比べて指数の水準が依然として高いことから、貸家投資が急激に落ち込む可能性は低いと考えられるものの、これまでよりは増勢が弱まることが予想される。

※貸家採算性指数=家賃/貸家建築費負担

$$\text{貸家建築費負担} = A \times r(1+r)^n / \{(1+r)^n - 1\}$$

A：建設工事費デフレータ

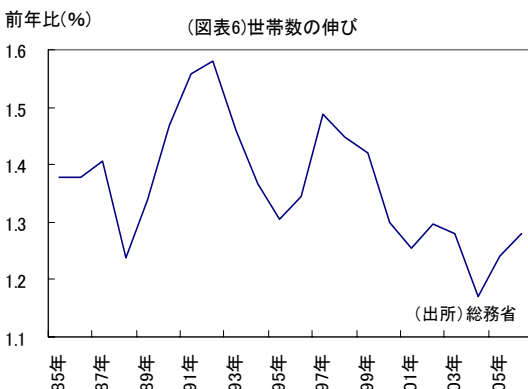
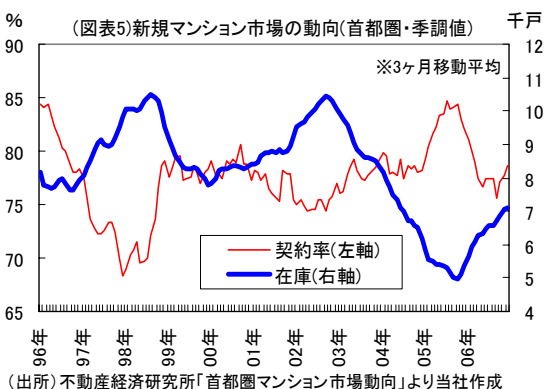
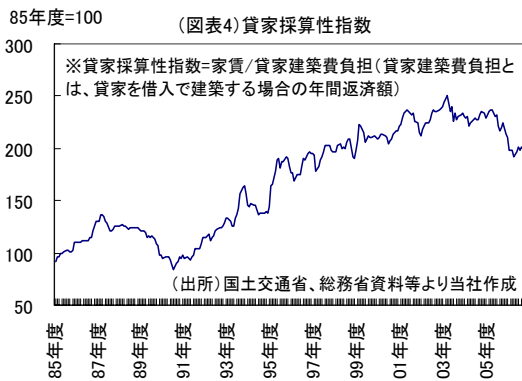
r：長期プライムレート

n：返済期間（n=35年）

次に分譲住宅についてだが、足元のマンション契約率（=売却戸数/発売戸数、首都圏）は好不調の境目とされる70%を上回って推移しているものの、好調だった2005年後半の水準を下回っている。2005年の契約率が高すぎただけとも言えるが、2006年以降の契約率の低下は

発売戸数の伸びが鈍化する中で生じており、マンション市場の需給は幾分緩んでいるといえそうだ。在庫水準を見ても、過去と比べれば依然として低位で推移しているが、足元で上昇傾向にある点も気がかりな材料だ（図表5）。今後は分譲住宅の増勢も弱まる可能性が高い。

その他にも、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、若者の意識変化などに伴う晩婚化の影響等で世帯数の伸びが鈍化傾向にあるなど、中長期的な観点からも住宅投資を下押しする材料が見られる（図表6）。今後も住宅投資は増加基調を持続すると予想するが、好・悪材料が綱引きするなかで緩やかな増加にとどまると考える。（担当：大広）



## G7の結果と今後の為替相場の見通しについて

### G7の声明は前回は踏襲

ワシントンで開催された先進7ヶ国財務相・中央銀行総裁会議（G7）はさる4月10日、人民元の一層の柔軟化や、IMFへの新興国の役割強化を求める声明などを採択して閉幕した。

声明には盛り込まれなかったが、会議では、米国のサブプライムローン問題や、再び上昇の兆しを見せている原油高への警戒の必要性などが議論された模様だ。ただ、G7各国が一致して懸念を示すまでには至らず、声明の内容自体は、基本的に前回のエッセンスG7のものがそのまま踏襲された。注目の為替レートについて触れた段落は、前回のエッセンスG7とまったく同じで（右表参照）、事前の観測報道どおり、円安についての踏み込んだ言及は見られなかった。ドイツのミロウ財務次官によれば「円安は主要な議題ではなかった」とのことだ。

今回のG7声明で為替に言及した段落

「我々は、為替レートはファンダメンタルズを反映すべきとの考え方を再確認した。為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済成長にとって好ましくない。我々は、引き続き為替市場をよく注視し、適切に協力する。多額かつ増加する経常収支黒字を有する新興市場エコノミー、特に中国の実効為替レートが、必要な調整が進むように変動することが望ましい」

### 記者会見でも円安への言及はほとんどなし

前回のエッセンスG7では、会合後の記者会見において、声明の中の「為替レートはファンダメンタルズを反映すべき」という一節が円レートを意識したものであることが明らかにされるなど、主に欧州サイドから円安に対する不満の表明が相次いだ。今回は会議後も目立った動きはなかった。

唯一、フランスのブルトン経済財務産業相からは、「為替レートが一方向だけに動き、為替市場のバブルにつながる可能性がある」「為替レートは市場で決まるものだが、市場は時に行き過ぎる可能性がある」「ユーロは強い。それは反論できない事実だ」など、やや踏み込んだ発言があったが、ドイツ、イタリアの政府高官からの目立った発言はなかった。ドイツのシュタインブリック財務相が、家族とのアフリカ旅行を優先して欠席したことなどは、今回のG7への関心の低さを如実に示している。

### ユーロ高には景気引き締め効果が期待できる

自国の産業界の声を代弁して伝えなければならない政治家の立場と、より中立的な対場から域内全体の物価の安定を目指す中央銀行とでは発言の持つ意味合いが違って来るが、今回のG7の前後に、ECBの高官からもユーロ高を強く警戒する声が出ていないのは重要なポイントである。背景には、年明け後も絶好調を維持しているユーロ圏景気がある。金融市場では既にユーロ圏の6月の利上げが確実視されているほか、その次の利上げも織り込みつつある段階だ。したがって景気過熱を防ぐと言う意味では、ユーロ高はまったく歓迎できない動きというわけでもない。ユーロ圏の政策金利は既に3.75%に達している。潜在成長率が2%程度、ECBが好ましいと考えるインフレ率が「2%に近いが、2%を下回る水準」と定義付けられていることを考えると、既に金利は中立水準に達している可能性が高く、これ以上の利上げは本格的な「引き締め領域」に近づくことを意味する。ユーロ高による景気引き締め効果により、利上げの回数を多少でも減らすことができるのであれば、足元のユーロ高を強くけん制する理由はない。

### 人民元については米国から強めのけん制発言

人民元については、米国のポールソン財務長官が記者会見で、「短期的には人民元の一段の上昇が必要」と発言するなど、やや強めのけん制発言があったが、そもそも今回の会合に中国代表は出席してい

ない。そのため、自由に発言できる雰囲気があったことが背景にあると考えられる。しかし、やや一方通行の感は否めない。中国政府も、元売り介入による市場へのマネー供給がインフレ懸念に繋がっている現実を考えれば、人民元相場の調整の必要性は十分に認識しているはずだ。しかし、自国内の不安定な金融システムや外需に与えるショックなどを考えると、これ以上のペースアップはリスクが大きい。当面は、現状の年率4%のペースでの元高方向への調整ペースを維持するものと考えられ、今回のポールソン財務長官の発言が即なんらかの為替政策の変更に結びつく可能性は低い。

### 世界経済の力強さに言及

世界景気の現状については、声明の冒頭で、「過去30年超でもっとも力強い持続的拡大」と、一段と自信を深めた一文が付け加えられた。G7各国それぞれについての景気認識は概ね前回と同じだが、ユーロ圏だけは、前回の「回復の裾野が次第に拡大」から「健全に上昇」へと、ややトーンが強められている。また、今回の声明では新たに、「引き続き価格安定の維持にコミット。これは、世界経済の持続的成長のため金融政策が行いうる最大の貢献」と、金融政策の役割に言及する一節が盛り込まれた。足元の世界同時高成長の背景には、世界的なインフレ率の趨勢的な低下がある。これについては、経済のグローバル化など、さまざまな要因が挙げられているが、筆者は金融政策の理論、制度、技術の進歩が最も大きいのではないかと考えている。声明の一節はこれを再確認したものと考えられ、日銀の利上げ容認などに結びつけるのはやや深読みし過ぎだろう。

### 今後の為替相場の見通し

今回のG7を受け、市場では一時的にせよ円売り安心感が広がる可能性が高く、短期的には120円/ドル台をうかがう展開を予想している。米国では、雇用統計などから景気の堅調さが確認されており、インフレ警戒姿勢は緩めないと見られる。欧州でも利上げ回数が増加観測が根強いのに対し、日本だけは極めて低い金利水準が続くとの見方が有力だ。当面は海外との金利差の絶対水準が引き続き円売り材料として意識され続ける可能性が高い。

しかし、内外金利差の絶対水準が為替相場の主要テーマとなる状況はそろそろ終盤に差し掛かっていると見ている。米欧とも、政策金利は既に中立水準にまで上昇してきており、極めて低い金利水準からの正常化のプロセスは終了している。それでもまだインフレ懸念が残ることにより、今後「引き締め領域」までの利上げを余儀なくされることになれば、今度は次第に利上げ継続が景気減速懸念→先行き利下げ観測に結びつきやすくなる可能性が高い。そもそも、インフレは通貨価値の下落であり、自国通貨が安くなる要因でもある。いずれにしても、インフレ懸念→利上げ観測→通貨高という連想がいつまでも働き続けるとは考えにくい。今年のいずれかの時点で、金利差の絶対水準より、その方向性に市場の注目が集まる展開へのシフトを予想する。年度後半の為替相場はやや円高方向の推移となろう。

### 目先は日銀展望レポートの内容に注目

目先は、4月27日に発表される半年に一度の日銀展望レポートの内容に要注目である。昨年10月に提示された2007年度の消費者物価見通しのレンジは0.4%–0.5%で、中央値が0.5%というものであった。今回、2007年度の中央値は0.2%–0.3%に下方修正される可能性が高い。また、現在0–2%とされている、「物価安定に対する理解」については、下限の0%が「ゼロインフレターゲット」と批判された経緯もあり、改めてどのような考え方が示されるかに注目が集まる。文章全体としては、従来の表現が踏襲される部分が多くなる見込みで、市場の一部で囁かれている早期利上げ観測を後退させる内容となろう。こうした点からも、為替相場は5月以降、いったん円安方向への動きを強める可能性が大きいとみている。(担当：小玉)

主要経済指標レビュー (4/9~4/20)

《日 本》

〇2月機械受注 (4月11日)

2月の機械受注(船舶・電力を除く民需)は前月比5.2%減と2ヶ月ぶりに減少した。前年同月比でも4.2%減と2ヶ月ぶりに前年割れに逆戻りしており、足元で機械受注の増勢は弱まっている。機械受注は設備投資の動きに6~9ヶ月程度先行すると言われることから、2007年度前半の設備投資は増勢が鈍化する可能性が高い。ただ、3月調査の日銀短観では、2007年度設備投資計画が良好な結果となっていた。今後の設備投資は、これまでと比較すれば勢いが鈍るものの、景気回復を背景に企業業績の増益基調が続くと考えられること、デフレ脱却が視野に入りつつある中、企業の期待成長率が上昇する可能性が高いことなどから、増加基調を維持すると予想する。

〇3月マネーサプライ (4月11日)

3月のマネーサプライ(M2+CD)は、前年同月比で1.1%増となった。昨年夏場を底にマネーサプライの伸びは緩やかながらも拡大している。内訳をみると、預金通貨が前年同月比で4ヶ月連続マイナスとなる一方、準通貨の伸びが拡大している。2度の利上げで定期預金金利が上昇していることなどを背景に、資金シフトが生じているようだ。

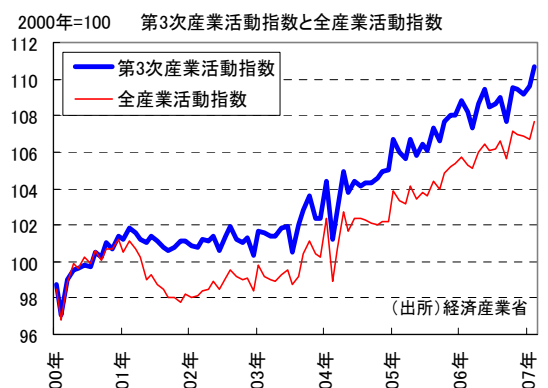
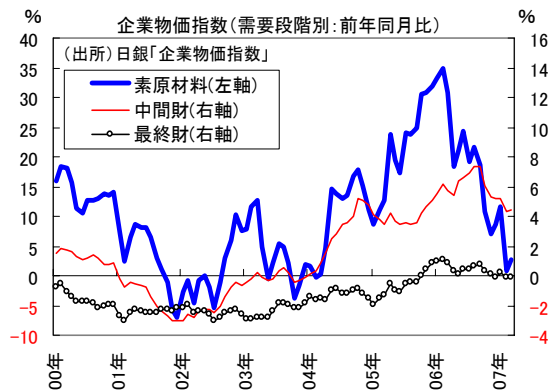
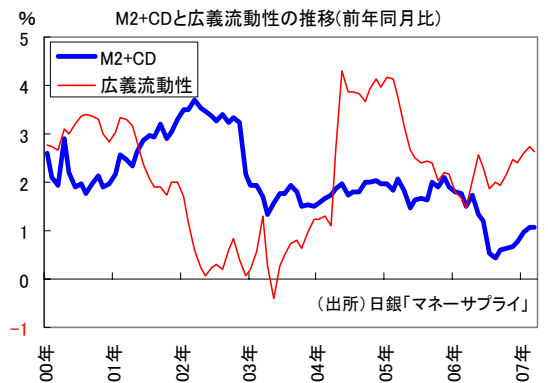
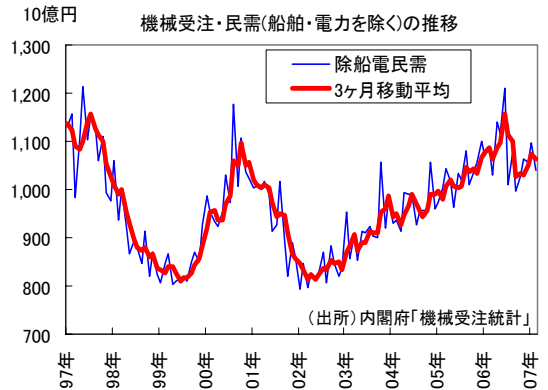
広義流動性の伸びも緩やかながら拡大している。中身をみると、郵便貯金の残高が減少する一方で投資信託の残高が増加しており、リスク資産への資金シフトの動きが活発化している様子もうかがえる。

〇3月企業物価指数 (4月12日)

3月の企業物価指数は前年同月比2.0%上昇と、7ヶ月ぶりにプラス幅が拡大した。鉄鋼や非鉄金属、スクラップ類などの素材価格が上昇したことが一因である。需要段階別の動きをみると、素原材料と中間財の価格は伸び率が拡大したが、最終財価格は2ヶ月連続で前年割れとなった。川上産業における価格上昇分を、川下産業ではなかなか製品価格に転嫁できない様子うかがえる。最終財の内訳である消費財の価格も前年割れが続いており、物価上昇圧力は依然として弱いままのようだ。

〇2月第3次産業活動指数 (4月19日)

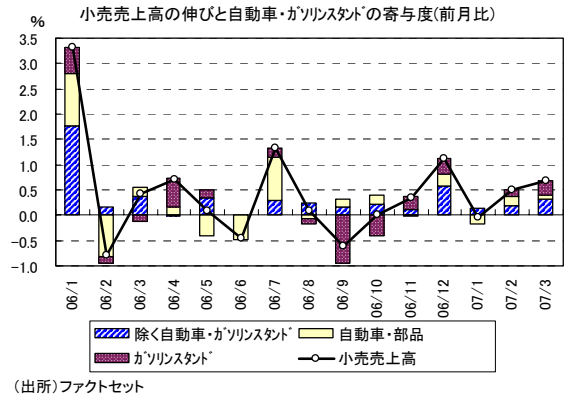
2月の第3次産業活動指数は前月比1.0%増と、市場の事前予測(同0.5%減)を大きく上回った。年間補正によって2006年1月以降のデータが修正された結果、前月1月分が同1.6%増から同0.4%増に大きく下方修正されたことが一因だが、下方修正分を加味しても市場予想より強めの結果だった。同指数は2ヶ月連続の増加となっており、年明け以降の非製造業の活動は堅調だ。業種別にみると、小売業が2ヶ月連続の増加となった。他の統計でも示されていたように、年明け以降の個人消費は底堅く推移している。



《米 国》

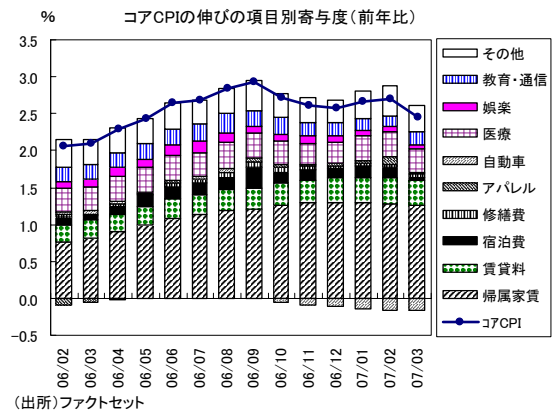
○3月小売売上高 (4月16日)

3月の米小売売上高は前月比0.7%増となり、2月分も同0.5%増へ上方修正された。好調だった年末商戦の後、1月は横ばいにとどまったものの、その後は2ヶ月連続で堅調な結果となった。価格上昇を反映したガソリン売上げが全体を押し上げ、自動車も2ヶ月連続で増加したが、振れの大きい自動車とガソリンを除いたベースで見ても、同0.4%増と堅調な伸びとなった。天候が寒波から一転して温暖となったことで、春物衣料や飲食店が好調だったほか、4月のイースター休暇が昨年より1週間ほど早まったことも影響した模様だ。住宅市場の減速で資産効果が弱まっているのは確かだが、良好な雇用・所得環境などから、今後も個人消費は堅調に推移しよう。サブプライムローン問題についても、消費の拡大ペースを緩やかにとどめる程度で、影響は限定的とみている。



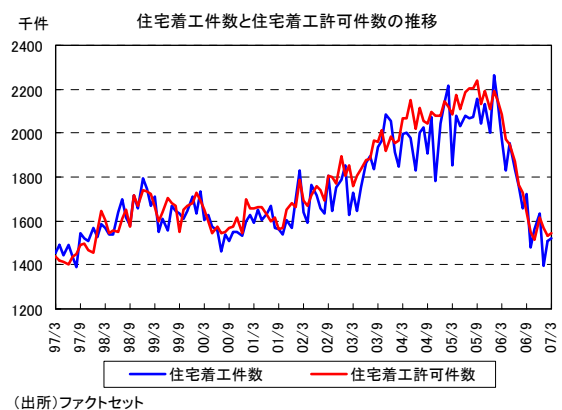
○3月CPI (消費者物価指数) (4月17日)

3月の米CPIは、前月比0.6%、前年比2.8%と、前月よりも高めの伸びとなった。変動の大きいエネルギーおよび食品を除くコアCPIは、前月比0.1%、前年比2.5%と、前月から伸びが鈍化した。コアを押し下げたのは、アパレル、宿泊費、医療であるが、いずれも一時的な振れである可能性が高い。趨勢的にコアの押し上げ要因となっている帰属家賃や賃貸料は、引き続き高止まりしている。今回の結果をもって、FRBがインフレ警戒を緩めることはないだろう。景気拡大ペースが最も鈍化している現在において、この程度の伸びが維持されているのであれば、住宅市場の底打ちと製造業の在庫調整一巡で景気が持ち直すと予想される年後半には、コアCPIは再び上昇圧力を高めると考えられる。金融政策についてはしばらく据え置きが続き、2008年には利上げが再開されるとみている。



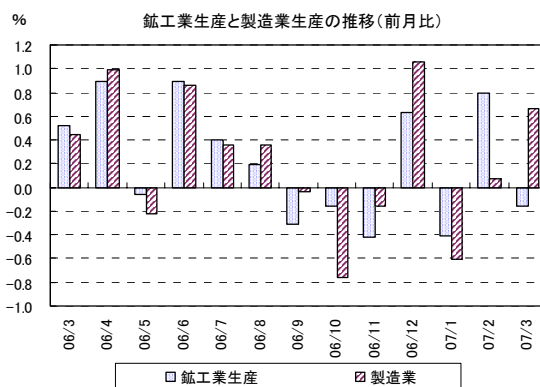
○3月住宅着工件数 (4月17日)

3月の米住宅着工件数は、前月比0.8%増の年率151.8万件となり、2月の同7.6%増(下方修正後)から2ヶ月連続の増加となった。住宅着工許可件数も3ヶ月振りに増加しており、3月は温暖な天候が建設活動を活発化させた可能性も考えられる。ただし、一戸建ての増加に対して集合住宅は減少、地域別に見ると増加したのは中西部のみで他の3地域は減少というように、内容はまちまちだ。住宅市場は最悪期からは脱しつつあるとみられるが、販売在庫は依然高水準で残っており、サブプライムローン問題は経済全体への影響は限定的ながら、住宅市場の回復を遅らせる要因にはなるとみている。住宅価格の割高感が薄れるとともに販売が上向き、在庫削減が進んで着工件数が明確に回復するのは年後半となろう。



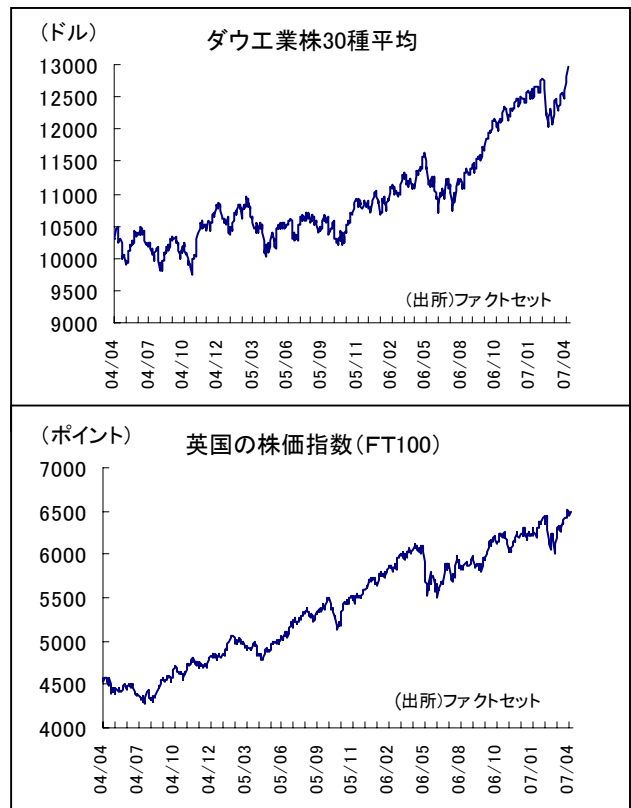
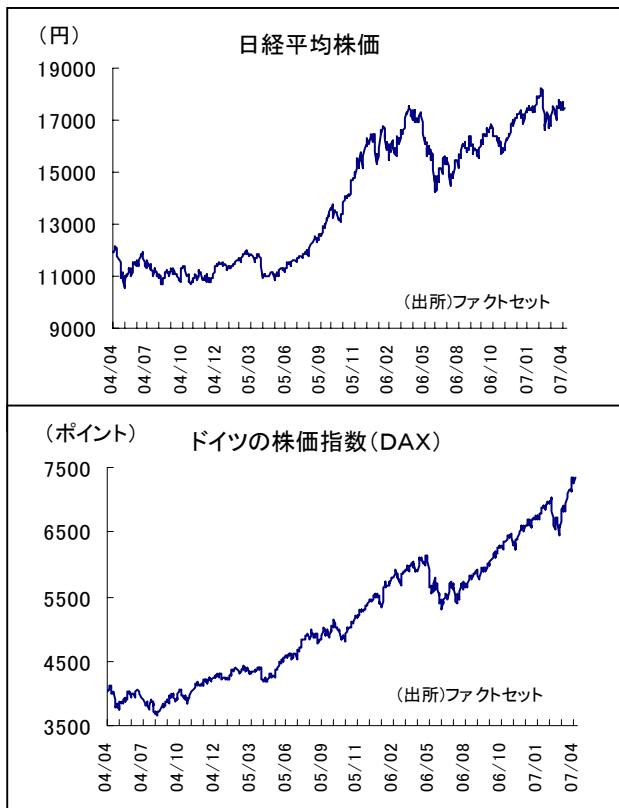
**○3月鉱工業生産指数（4月17日）**

3月の米鉱工業生産指数は前月比0.2%減となり、ここ数ヶ月は一進一退の状況が続いている。ただしこれは、2月の寒波から3月は温暖となったことで、電力など公益事業が反動減となったことが大きい。製造業生産で見れば、0.7%増と2ヶ月連続の増加であり、3月はコンピュータ・電子部品を中心にあらゆる品目で増加している。設備稼働率は81.6%から81.4%へと小幅低下したが、これも製造業で見れば79.7%から80.1%へと、再びITバブル期以来の80%台に上昇している。製造業では自動車業界を中心に在庫調整が行われてきたが、その自動車の生産も2ヶ月連続で増加している。少しずつではあるが在庫調整には進展が見られ、年後半には調整の一巡が確認できるだろう。

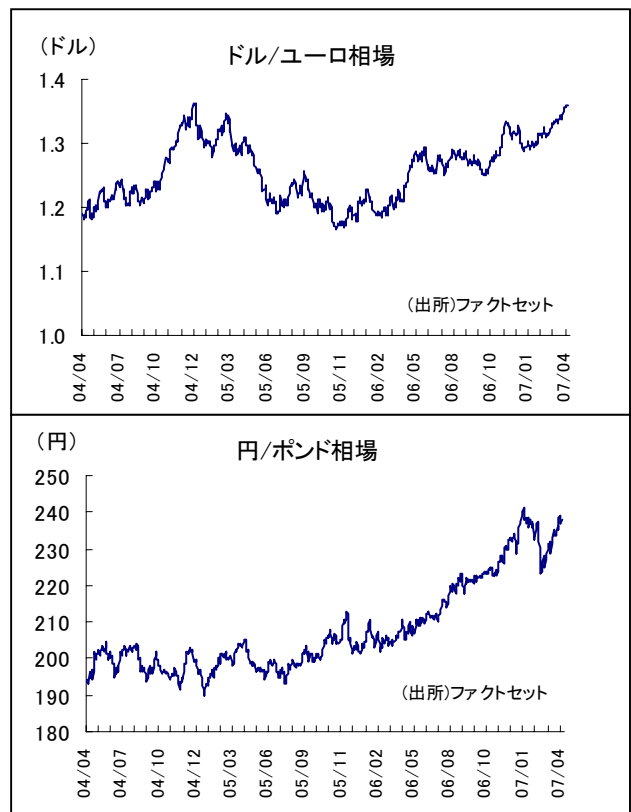
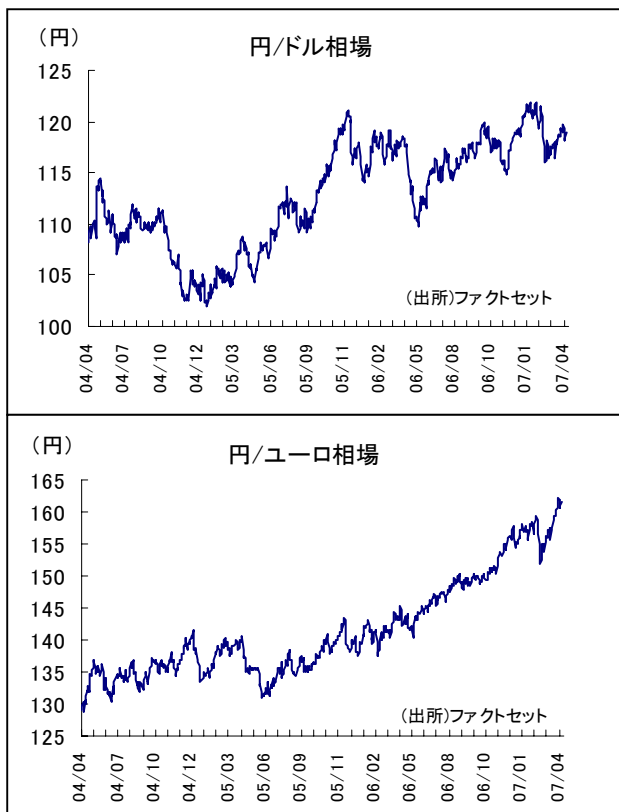


## 日米欧マーケットの動向①

### ▽各国の株価動向

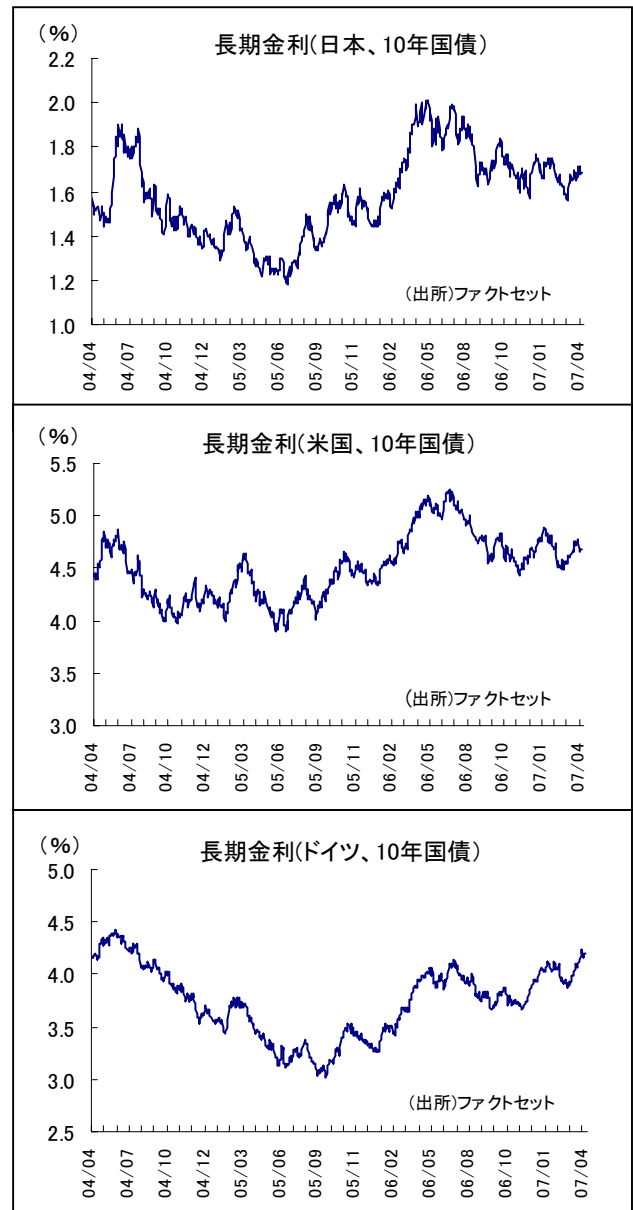
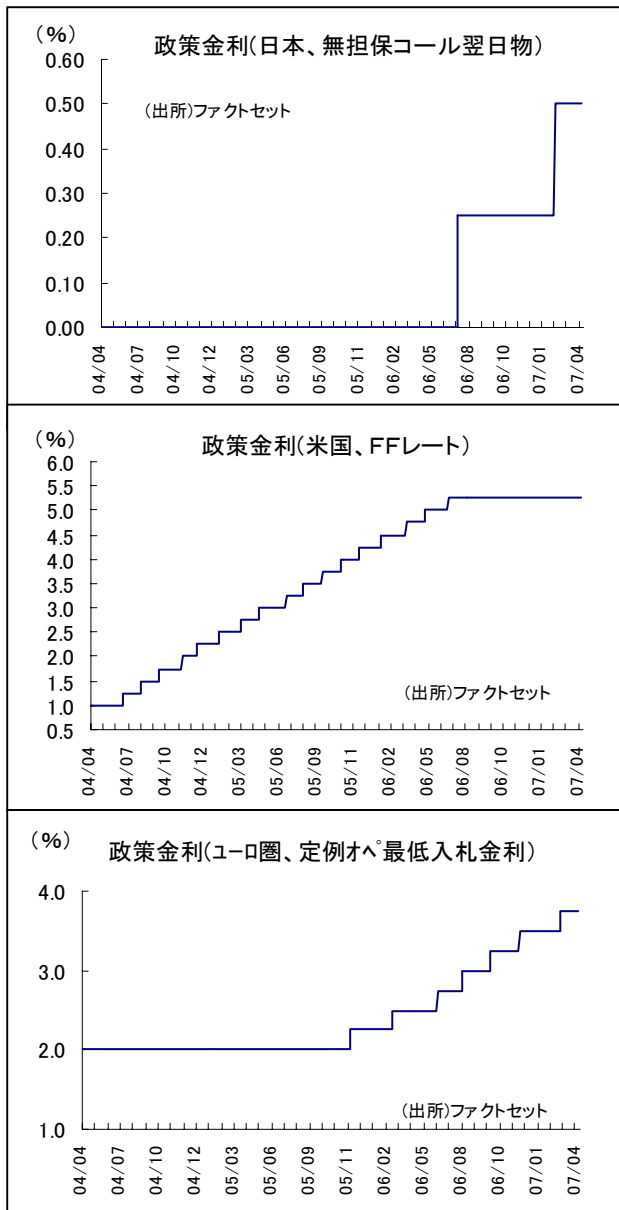


### ▽外為市場の動向

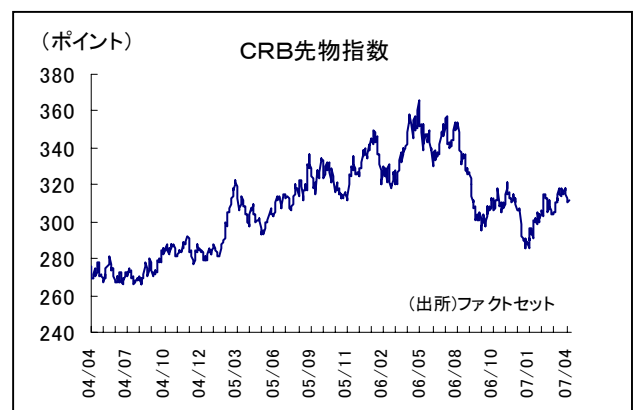
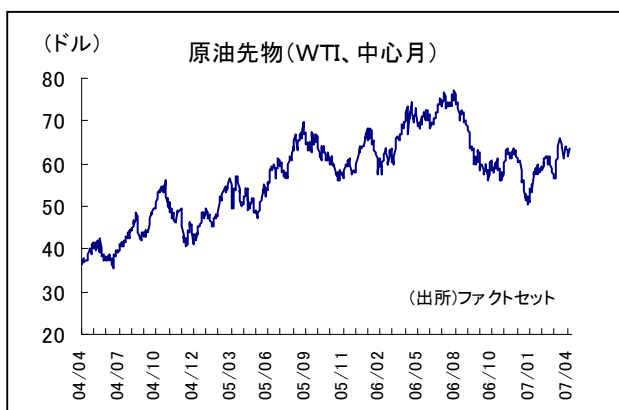


## 日米欧市場の動向②

### ▽各国の金利動向



### ▽商品市況の動向



本レポートは、明治安田生命保険 運用企画部 運用調査 G が情報提供資料として作成したものです。本レポートは、情報提供のみを目的として作成したものであり、保険の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。また、記載されている意見や予測は執筆者の個人的見解に基づくものであり、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。当社では、本レポート中の掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、当社は一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内 2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、高橋俊明、大広泰三、高木清貴