

座談会

商社気鋭エコノミストの読む  
二〇〇六年の世界経済と日本の貿易

出席者



今村 卓 (いまむら たかし)  
丸紅(株)  
丸紅経済研究所チーフエコノミスト



荻野 文夫 (おぎの ふみお)  
三菱商事(株)  
国際戦略研究所副所長



奥田 壮一 (おくだ そういち)  
住友商事総合研究所  
情報調査部経済調査グループ長



北井 義久 (きたい よしひさ)  
伊藤忠マネジメントコンサルティング(株)  
伊藤忠ビジネス戦略研究所調査情報部長



平石 隆司 (ひらいし りゅうじ)  
三井物産戦略研究所  
経済・産業分析室主任研究員



(司会)  
吉崎 達彦 (よしざき たつひこ)  
双日総合研究所 副所長



**吉崎** 日本貿易会月報2006年新春特集にあたって、世界経済および日本の貿易など、商社をはじめとする貿易業界を取り巻くビジネス環境について、大手商社のエコノミストに展望願うこととなった。まずは自己紹介をお願いしたい。

**荻野** 経済調査の担当が長く、現在は内外全般の経済環境をみている。

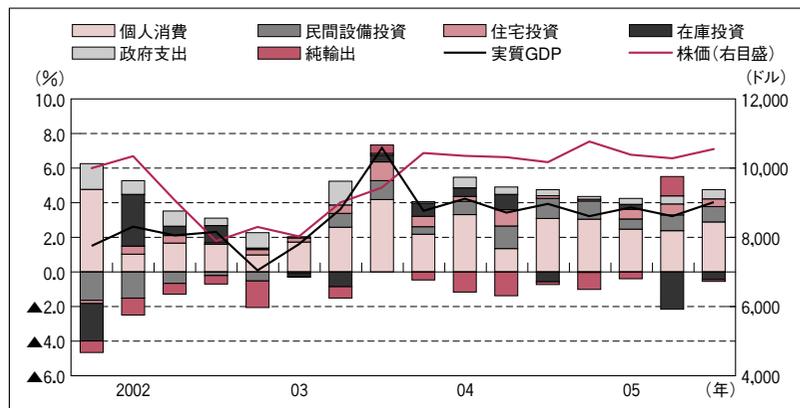
**平石** 入社以来、マクロ経済調査を担当しているが、当初は日本、その後は米国、そして現在は、先進国、BRICsから国際商品市況まで世界経済全般をみている。

**今村** 入社以来、調査部門でマクロ分析を担当し、BRICsなど新興市場に重点を置いて世界経済をみている。

**奥田** 2年前に商社の調査部門に転じたが、それ以前は銀行で、調査部門のほか、財務部門でALM（資産・負債総合管理）運営、マーケット部門でマーケット・エコノミストとして市場に接してきた。

**北井** 同様に3年前まで銀行の調査部門でミクロとマクロを半々でみてきた。現在は、日本および米国の景気見通し等を担当しており、ミクロの情報に基づいたマクロ経済予測を行っていききたい。

**図1 米国の実質GDPの項目別寄与度と株価の推移**



(注) 株価は、NYダウ工業株30種平均  
(出所) GDPは米国商務省資料、株価は“Daw Jones Averages”より作成

**吉崎** 広報、秘書等も担当してきたが、調査部門が最も長い。日本貿易会が先日(12月5日)発表した「わが国貿易収支、経常収支の見通し」(「見通し」<http://www.jftc.or.jp/research/index2.html>)を作成した貿易動向調査委員

会の委員長ということで、本日は司会を務めさせていただきますこととなった。

## 1. 2006年世界経済の展望

### (1) 米国

**吉崎** まずは世界経済を展望していただきたいが、米国と中国の行方がポイントとなるだろう。

**平石** まず、米国経済について2005年を振り返ると、2005年7-9月の実質GDP成長率は前期比年率4.1%と、2003年4-6月期以来10四半期にわたり潜在成長率である3%台半ばを上回る成長が続いている。2005年10-12月の成長率は、同7-9月期に大規模な自動車のインセンティブ販売が行われた反動で自動車販売が一時的ながら大幅に減少したため、3%程度に鈍化するが、2005年通年では3.6%を超える堅調な拡大となった見込みである。年央くらいまでは製造業の在庫調整、秋口にはカトリーナやリタ等のハリケーン、その後の原油価格上昇等の懸念要因があったが、これを克服し、予想を上回る耐久力が示された。

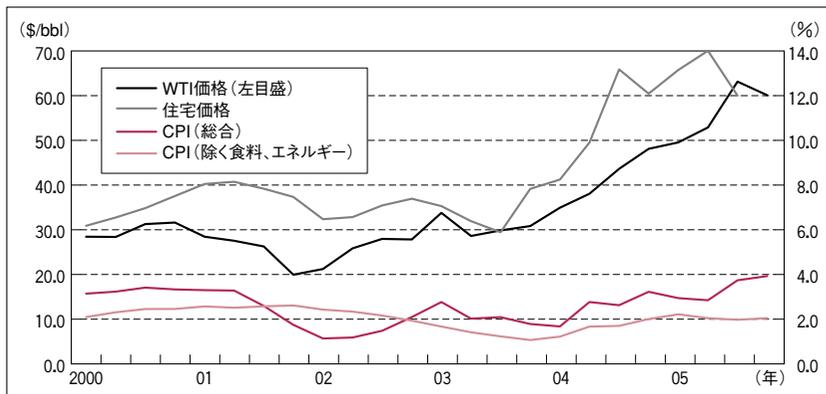
2006年の米国経済を見るうえでのポイントは足下でじり高基調となっている物価と、バブル懸念があると言われる住宅ブームの先行きだろう。

まず物価であるが、原油等エネルギー価格の上昇を背景に、消費者物価上昇率は、前年同期

比で4%台まで高まっている。ただし、労働生産性が堅調に伸び、ユニットレバークスト(生産1単位当たりの労働コスト)が抑制されているため、コアCPI(エネルギー・食品を除く消費者物価)は前年同期比で2%強の安定を続けている。2006年は、労働生産性の高い伸びが続くこと、原油価格も高水準ながら横ばいでの推移が予想され、限界的には物価に対する上昇圧力が剥落することから、消費者物価上昇率は前年比3%弱と、2005年の同3.5%から伸び率が鈍化すると予想する。

次に住宅ブームであるが、住宅着工件数は、年率200万戸台での推移が続き、住宅価格は前年同期比で2ケタの上昇が続いており、2005年の実質GDP成長率は、住宅投資の増加と、資産効果による個人消費の増加を背景に、1%程度押し上げられたと試算する。この背景には、長期金利の低位安定と、堅調な所得の伸び、1990年代に増加した移民の住宅取得等の人口動態要因がある。2006年にはこのうち金利要因に若干変化があるとみている。FRB(米連邦準備銀行)はFF金利を2006年年央までに4.75%へ引き上げると予想しており、長期金利も10年物で見て現在の4%台半ばから5%強程度へ上昇するのではないかとみている。FRB(米連邦準備銀行)はFF金利を2006年年央までに4.75%へ引き上げると予想しており、長期金利も10年物で見て現在の4%台半ばから5%強程度へ上昇するのではないかとみている。FRB(米連邦準備銀行)はFF金利を2006年年央までに4.75%へ引き上げると予想しており、長期金利も10年物で見て現在の4%台半ばから5%強程度へ上昇するのではないかとみている。

図2 原油価格、米国の物価・住宅価格の伸び率の推移



(出所) WTI価格はUS Energy Information Administration (EIA) “Short-Term Energy Outlook”、消費者物価指数はUS Department of Labor Bureau資料、住宅価格はOffice of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) 資料より作成

なる程度の緩やかな調整にとどまり、住宅ブームはソフトランディングに向かうとみている。

2006年の景気を需要項目別に見ると、まず個人消費は、住宅価格上昇による資産効果は縮小するが、2005年11月の雇用統計で非農業部門の雇用者数が20万人以上増加したことに

現れているとおり、雇用と賃金の堅調な伸びが続いている。原油価格は、WTIで見て、2005年と同程度とみており、2005年に実質所得を押し下げたエネルギー価格の上昇による物価押し上げ効果は剥落する。結果として実質所得は底堅い伸びを示し、個人消費は2005年ほどではないにしても堅調に推移するだろう。住宅投資は若干減少するが、企業収益の拡大や、企業のIT投資が堅調であることから設備投資は高い伸びを続けると予想する。また在庫投資は、2005年上期の在庫調整を背景に2005年のGDPを押し下げたが、2006年は企業が積み増しに転じGDPを押し上げるだろう。外需は、輸出が海外景気の堅調な拡大を背景に増加する一方、内需の若干の鈍化により輸入の伸びが鈍化するため、GDPへのマイナスの寄与は小さくなると予想する。結果として、2006年の実質GDP成長率は前年比3%台前半が期待できよう。

**吉崎** リスク要因はどのようにみているか。

**平石** リスク・シナリオを4つ挙げたい。1つは原油価格の高騰による物価上昇の加速、2つめは、インフレ期待の上昇を背景とした長期金利上昇による住宅価格の暴落である。3つめは經常収支赤字の拡大に加え、日欧の景気拡大、HIA（米本国投資法：米国内への資金還流を促進）の終了、年央でのFRBの利上げ打ち止め等からドルの大幅下落につながるおそれがある。4つめは最近急浮上してきた鳥インフルエンザの影響であり、CBO（米議会予算局）は、比較的影響が軽い「マイルドケース」でも1.5%ポイント、影響が重い「最悪ケース」の場合は5.0%ポイント、実質GDPが押し下げられると試算している。

**吉崎** 2月に就任するバーナンキFRB新議長をどのようにみているか。

**平石** 「バーナンキノミクス（バーナンキ次期議長の経済政策）」には3つの特徴がある。まず第1に、インフレ目標導入である。コア個人消

費支出デフレーター（除くエネルギー・食料）で見たインフレ目標を1~2%に明示的に設定し、その達成に向けて金融政策を運営するというものである。ただし、市場の一部にあるようなバーナンキ次期議長を「インフレハト派（インフレに対して寛容）」とみるのは誤りであると強調したい。米国でも2003年半ばまではデフレ懸念があり、バーナンキ次期議長はその前後に、積極的金融緩和を主張したため、そうした見方が出てきたが、それは当時のインフレ率がインフレ目標の下限にあったためである。現在は目標の上限にあるため、逆に「インフレタカ派（インフレに対して厳格）」にもなりうることに注意が必要だ。

第2の特徴は、中央銀行の透明性を重視しているということである。グリーンズパン現議長の言葉は分かりにくかったが、バーナンキ次期議長は分かりやすい。ただし率直であるのはプラスにもマイナスにも働く可能性はある。

第3に、中央銀行は一般物価の変動だけに気を配っていればよく、株価、住宅価格のみが変動している場合には金融政策を変更する必要はないと考えている。

一方で懸念材料は、いわゆるウォールストリートや企業での現場経験がないこと、そして政府や議会の人脈に欠けることである。グリーンズパン現議長がブラックマンデーという形で就任早々市場のテストを受けたように、2006年の就任早々ひと波乱ある可能性もあり、お手並み拝見という状況である。

**北井** 2004年末に、2005年中に米国の住宅価格が下がると予測していたがはずれた。現地の話では、これは銀行の貸し出し態度によるものである。日本のバブル期と同様、企業向けの貸し出しが伸びない。逆に住宅関係の融資は利ざやも厚く、貸し倒れ率も戦後最低水準であり、銀行は住宅ローンに注力している。一方、借り手側としても、住宅価格が年12~13%上昇し、住宅ローンが年6~7%で借りられれば、何もせずに毎年7%儲かる状況にある。

一方で日本やアジア、中近東の投資家も、当

面1年間くらいは他に投資対象が見当たらないため米国への投資を続けるだろう。ファンダメンタルズからみれば今後も住宅価格が10数%の伸びを維持することには違和感はあるが、金融的側面からみれば後1年は上がり続ける。そうであれば2006年の米国の成長率が3%台半ばまでいくのは当たり前だが、米国が先行き是正しなければならぬ不均衡はさらに大きくなり、世界経済にとって中期的リスク要因となる。

**今村** 先週（12月初め）、ニューヨーク、ワシントンで話を聞いてきたが、住宅ブームの持続性が現地の最大の関心事である。住宅価格にバブルが発生しているとの見方も多く、かなり厳しいところまできている。住宅取得可能指数も、91年程度の水準まで悪化している。また住宅ローンの質が落ち、かつて日本で問題になったゆとりローン等と同様、元本の返済を数年免除する融資が相当な割合になってきている。また、アンケート調査からも、もう買いどきは過ぎたとの見方が強まっている。

実際にバブルは生じているのか。注意すべきは、かつての日本と違い、人口増加という実需があることである。さらに金利、景気動向を踏まえて合理的な住宅価格を計算すると、足元では数%程度の上昇が適切という見方が多い。現実の上昇率は10数%であり、バブルは、その差の10%程度になる。市場では、2006年に、住宅価格が横ばいから若干下落することで、この小さなバブルが消えていき、将来に大きなひずみは残らないとの見方が有力である。消費には多少のマイナスの影響が生じるが、雇用、所得の拡大でカバーされ、最終的には3.5%程度の成長は可能とみられている。

**平石** 米国の住宅価格の上昇は、80年代後半の日本のバブルと異なり、ファンダメンタルズで説明できる部分も大きい。先日発表された米国の州別GDP成長率の伸びが高い地域と、住宅価格の上昇率が高い地域とは見事に一致している。住宅価格の上昇率が高いカリフォルニアなどの西岸、南西部、南東部、ニューヨーク等は、

移民効果等で人口の伸びが高いことや、成長産業である金融、保険、不動産、情報産業等を抱えていることから付加価値の伸びも高く、日本のバブルとは違い、マクロ経済がついてきている。

**奥田** 基本的な見方として、米国経済は底堅く、2006年も3%台半ばの成長率とみている。ただし、ミクロ面においては、GMに象徴されるようなレガシーコスト（退職者の年金・医療保険等の負担）の問題が深刻化しており、GMのような老舗企業だけではなく、ウォルマートなど新興企業においてもレガシーコストに蝕まれ、収益向上の障害となっている。その証として老舗製造業の平均株価であるニューヨークダウは、S&P500やナスダック指数に比べて出遅れており、2005年に入っても最高値を更新できていない。クレジットデリバティブマーケットが最近発達してきたが、GM問題が2006年にハードランディングするとなれば、株式市場だけでなく、クレジットデリバティブマーケットを通じて金融市場に混乱が生じ、米国経済の下振れにつながってくるだろう。

ブッシュ政権は、オーナーシップ社会、つまり国民1人1人が所有権者として経済的に自立し、自己の責任と裁量に基づいて行動する社会への改革を進めようとしているが、医療保険料引き下げなど社会保障改革がうまくいっていないことから家計の不満が高まり、支持率の低下をもたらしている。需要面から積み上げていくと米国経済が底堅い拡大を続けるとの見方ができるが、このような構造的にやや弱い部分が2006年にかけてどのようにクローズアップされていくかが注目される。

**荻野** 米国経済の需要が堅調であり、雇用が拡大しているのは、移民、そしてその2世、3世を中心に人口が増えて先進国の中では珍しい拡大する社会であるからだろう。一方、日本は2005年から人口減少社会に入っているかもしれない。米国にはリスクはあるが、強さを持っており、長い目で見れば、リスクは必ず克服される

と考える。

## (2) 新興市場

### ①中国

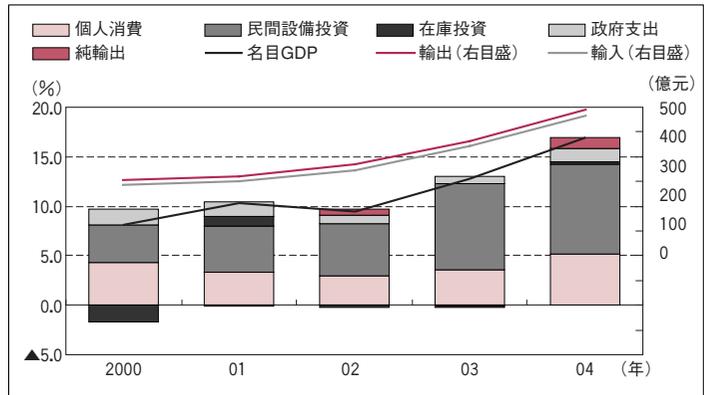
**吉崎** 2006年の世界経済は、米国の消費と、BRICsの生産がもつかどうかにかかっている。新興市場の中で、まずは中国について伺いたい。

**今村** 中国の2005年最大の話題は、ついに人民元が切り上げられたことだった。ただ実際の切り上げ幅は2005年末までで2%半ばにとどまった。外貨準備の積み上げ、国際収支の黒字拡大のペースからみると調整は小さかった。経済は9%台半ばの成長であるが、輸出・投資主導であったため、経常黒字と外貨準備を膨らませ、ますます人民元上昇への圧力を強めるという袋小路の展開になった。

2006年は個人消費へのシフトが課題だが、足元では変化の兆しも見え始めている。これまで中国は、成長最優先であったが、所得格差の拡大や環境問題などさまざまな矛盾が出てきたため、現政権は「和谐社会」と称してゆがみの是正を最優先とする政策への転換を進めている。その効果が早くも表れ、農家の所得が都市部を上回る伸び率を示し、個人消費が全国的に伸び始めている。自動車販売を見ても、2004年までは富裕層が高級車を買う動きが中心だったが、最近では中所得層による小型車の購入が増えるなど、実需へのシフトが起きている。一時は高水準だった素材等の在庫調整も進んでいる。2006年はもう少し減速して8%台半ばくらいの成長率に落ち着き、その中で雇用も十分に確保され、社会も安定に向かうだろう。

残った問題は、人民元のさらなる改革と金融市場の開放である。人民元改革がここまで遅れたのも、金融改革という優先順位の高い課題があったためである。その金融改革のタイムリミット、すなわち国内金融市場の海外金融機関への開放は2006年末に迫っている。中国政府は、

図3 中国の名目GDPの項目別寄与度と貿易額の推移



(出所) 中国国家统计局“China Statistical Yearbook 2005”より作成

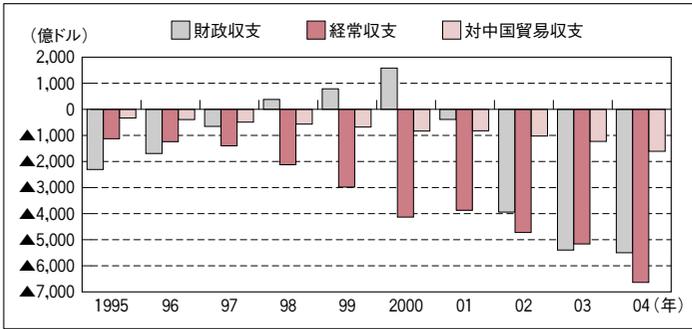
他の産業と同様、四大銀行に外資を導入し、外資の力で改革を進めていくことで折り合いをつけるのではないかと。

人民元については、毎年、2,000億ドルものペースで外貨準備が増えていることから生じる強い切り上げ圧力がある。投機的資金は若干減ってきているが、輸出・投資主導の経済であるかぎり、次々に立ち上がる設備を稼動するためには輸出するしかない。そうなれば人民元の上昇圧力はさらに強まる。一方、政治的な切り上げ圧力は微妙になりつつある。2005年夏までは米国が中国に強く人民元切り上げを求めた。最近では米国の姿勢が徐々に変化し、米中が協力して、お互いに最大限の成果を引き出そうとする関係に変わりつつある。中国政府は、ボーイングの旅客機を大量に発注するなどして、切り上げ圧力をかわそうとしている。国際収支面から見れば2~3割の切り上げが必要だろうが、このような対策をとりつつ、年初か旧正月のあたりで2~3%の小幅な切り上げを行った後、しばらく様子を見ることになるのではないかと。

**吉崎** 米中間には、議会はさておき少なくとも政府間には「ニギリ」ができています。ブッシュ大統領が苦しいときに助け舟として切り上げカードが出される可能性がある。

**平石** 米中政府間では「ニギリ」ができていますというが、ブッシュ大統領がレ임ダック化し

図4 米国の財政収支、貿易収支、対中貿易収支の推移



(出所) 米国統計局資料より作成

かかっており、議会への影響力が弱まっているときに、それを過大評価することはできないのではないかと。米国は2006年11月に中間選挙を控えているが、議会の対中強硬姿勢の強まり等の影響をどのようにみているか。

**今村** 経済面では米中関係は、実は日中関係に似ている。日系企業が中国で現地生産を行っているように、中国からの輸入の大半は米国企業が中国で生産した逆輸入であるため、米国企業としては騒いでほしくないという声もある。中間選挙でも、中国問題が取り上げられる可能性は低い。米国経済における中国の影響は、個別の問題では大きなものもあるが、総合的に見ると必ずしも大きくない。

**平石** 中国の対米黒字の動向はどうか。議会では選挙の争点として注目されている。

**今村** 対米黒字は拡大が続くだろう。中国は生産加工基地であり、周辺のアジアから部品等が持ち込まれて最終的に加工され、米国に輸出される。つまり、対アジアの赤字が中国に付け代わっただけである。米国の輸入増加が続くかぎり、中国の対米黒字（米国の対中赤字）は拡大し続ける。

選挙の論点としては、対中赤字と雇用問題が結びつくかどうかである。今のところ、影響があるのは米国南部の繊維産業の労働者くらいであり、国を挙げての争点とはなりにくいだろう。

**荻野** 2006年の米国経済においては、大統領のレイムダック化、イラクからの撤退問題など政治的リスクは意外と無視できないかもしれない。

②BRICs

**吉崎** 中国以外のBRICsの動向はどうか。

**今村** BRICsがこれほど浸透する言葉になるとは思っていなかった。中国と併せて、アジアにおいて注目すべき動きはインドの動向である。日本のインドへの関心も、2005年になって急に強くなった。2005年春の中国での反日運動等もあり、インドを中国の代替地として期待する声が大きくなってきたことに加え、日本の個人投資家がインド株投信を積極的に購入したことが効いている。

実際、インド経済は好調である。かつてはサービス産業に成長を依存し、天候に左右される農業で景気の循環が生じてしまう脆弱な経済構造であったが、この1年で製造業がかなり伸びてきた。潜在成長率はこれまで4~5%だったが、最近では6~7%と安定的となってきたようだ。インフラ不足など構造問題はまだまだ多いが、まだ1人当たりGDPが600ドル程度にすぎないため、現在のインフラの下で、しばらくは6~7%成長が可能である。

ITサービスに続く有望産業も生まれつつある。ITサービスは、インドが大量に抱える優秀な技術者を、先進国よりも非常に安いコストで使うことで高成長を続けてきた。最近では、このITサービスのビジネスモデルを医薬品メーカーが、ジェネリック薬（新薬の特許切れ後に同成分で製造される後発医薬品）の製造に適用し、インドでの医薬品の生産・輸出を急速に伸ばしている。このような動きは医薬品だけでなく、今後、他の分野でも出てくる可能性がある。インドにおける最大の問題はカースト制度だが、ITや医薬品の分野ではカースト制度が風化し、能力次第となっていると言う。

**平石** インドで伸びているのはどのような製造業か。

**今村** 内需向けの産業である。日本企業がインド市場にあまり進出していないのは、製造業の基盤が弱く、輸出基地としては使えなかったからだが、これは今後も大きな変化はないだろう。けれども、内需には変化が起きている。ITサービスを中心に経済の基盤が整備され、人口10億人のうちの3~4割は耐久消費財を購入できる中間所得層以上になりつつある。この拡大する市場を取り込もうと、家電、自動車産業の大進出が始まっている。自動車は、小型車を中心に日系メーカーも売れているが、家電は、ASEAN市場で日系メーカーに出遅れた韓国メーカーが逆に席巻している。このように、内需主導の経済発展は、グローバル・インバランスの拡大が懸念される中で、世界を安定させる一定の役割を果たすかもしれない。

**荻野** インドは「眠れる巨象」と言われてきた。これまで、工業化を志向して発展してきた途上国は輸出志向が強く、国際競争力をつけて、世界の市場で戦える産業を持ち、先進国へと脱皮してきた。ところがインドの場合には、外資を導入しながらも輸入代替型で発展しようとしてきている。このインドが現代的な工業国家へ脱皮できるかどうかは注目点である。

**平石** 通常は、自国市場が小さいため輸入代替型の発展は成功しないが、インドの場合には、巨大な国内市場を持っているため、成り立ってしまうのだろう。

**今村** インドの中間層といっても年収は20数万円以上という低さであり、購入できる耐久

消費財にも限りがある。それでも徐々に大企業に勤めるサラリーマンが増え、3年ローンで軽自動車を買えるような人たちが増えてきた。

なお、このような力強いインド経済の発展の中で、当面の株式市場の動向には注意が必要だろう。株価は経済成長をすべて織り込んだ水準よりもさらに高い水準に達しているからである。

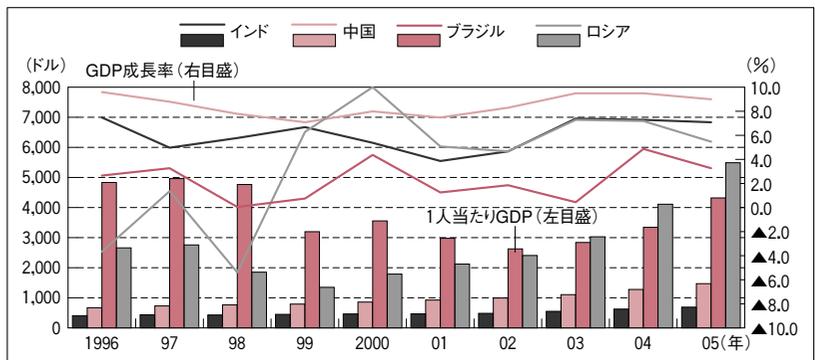
**北井** 中国も人口増加率が2%台から1%台へ下落したところから成長が始まったが、インドでもこの10年くらいで同様に下落してきたため、90年代の初めに導入した市場開放政策が効き始めてきている。

**平石** 新古典派の成長理論どおりのことが生じている。海外からの直接投資の活発化等を背景に設備投資が拡大する一方で、人口増加率が低下したことにより、資本の深化が加速し、1人当たりGDPが成長軌道に乗ってきたということだろう。

**今村** 確かに都市部でも子供は2人くらいになり、人口増加率は抑えられてきている。

インドの課題はインフラ整備である。中国よりもはるかに劣悪な状態であり、バンガロールのように、都市の容量を進出企業数をはるかに超えてしまった例もある。インフラのグランドデザインが不十分であり、政府の積極的な取り

**図5 BRICsのGDP成長率と1人当たりGDPの推移**



(注) 2005年はIMF見直し  
(出所) IMF "World Economic Outlook September 2005"より作成

組みが求められている。

**吉崎** ブラジル、ロシアはどうか。

**今村** ロシアは産油国となったため、原油価格が高止まりを続けるかぎりには安定的な成長を続ける。その石油収入をまずは債務の返済に充て、さらに安定的に資金を活用し、国力の増大につなげていくという構図は2006年も変わらないだろう。

中南米、特にブラジルは、高金利が投資に影響を及ぼし、足元が厳しくなっているため、2005年の成長は2%台にとどまる。けれども、一次産品価格が上昇する中で、輸出主導に切り替えて発展してきた製造業の拠点を生かしながら、米州大陸における中国の位置付けとして、2006年は3~4%程度の成長が見込める。

このように、新興市場国は、世界経済が米国主導で安定的に拡大していくとすれば、2006年もおおむね、2005年に続き、大きな波乱のない穏やかな拡大を続けるだろう。

**吉崎** 新興市場国への資金の流れをどのようにみているか。

**今村** 新興市場国は、インドを例外として、中国もロシアも中東産油国も、その大部分が輸出主導の経済発展を続けてきた。このため、新興市場国は経常収支が黒字になり、外貨が流入す

る。当然、新興市場国は、その外貨を海外で運用するわけだが、これまでは、資金の大部分を米財務証券などドル資産に振り向けてきた。当面はドルの代替資産が見当たらない以上、中期的には、米国に資金が流れるグローバル・インバランスの基本的構図に変化はないだろう。

## 2. 2006年日本の通商関係の展望

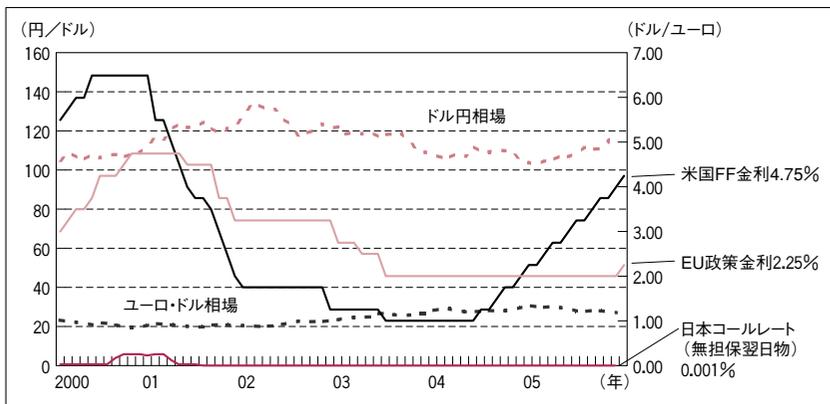
### (1) 資源価格と為替

**吉崎** 中国、インドが続々とテイクオフしていく中で、グローバル・インバランス、資源価格高騰等が起きている。

**奥田** 世界経済は、米国を中心に高成長から安定成長へと幾分減速してきているが、安定した成長は2006年も続き、BRICsの台頭がさらに需給の逼迫をもたらし構図も残るだろう。また、ファンド等の投機的資金が2005年に予想以上に商品市況高騰をもたらしたが、米連銀に続き、12月1日には欧州中銀も約5年ぶりの利上げに踏み切るなど、主要国で低金利政策の正常化に向けた動きが見られるが、日本では引き続きゼロ金利政策が維持される見通しで、世界的な過剰流動性が十分に吸収されるわけではなく、ヘッジファンドなど投機的資金が商品市場に流れ込む図式は残り続ける。

2006年も需給の逼迫とファンド資金の流入により高値を維持するだろうが、問題はこれらの持続性である。最近、米国の年金資金は、オルタナティブ投資の一環として従来の証券化商品に加え、ヘッジファンド等を通じて商品市場にも資金を振り向け、市場の拡大と市況高止まりをもたらしている。投機的な資金に加え、こうした年金マネーの流入が持続するようだと、商品

図6 日米欧の公定歩合と対ドル為替相場の推移



(注) ドル円相場は東京外国為替市場、ユーロ・ドル相場はNY市場  
(出所) 日本銀行およびFRB資料より作成

市場は引き続き良好な状況が続くだろう。

原油価格は、中国などBRICsの台頭で、長い目で見て需要が伸びていく一方で、供給体制が短期的に追いつかず、予想以上の価格上昇につながっている。ここにきて、需要拡大を牽引した中国でも国内でようやく重質油の精製設備が整えられはじめ、軽質油に偏重した購入もなくなってきたが、世界的には生産、精製、運搬の3点におけるボトルネック問題が十分に克服されたわけではないため、2006年も50ドルを上回る価格が維持されるとみている。

**吉崎** 為替はどうか。

**奥田** 主要国で低金利政策の正常化が進められている中で、日本だけが、2006年年末までに量的緩和政策を解除してもゼロ金利政策は維持される公算が高い。コアインフレ率が上昇して実質金利が低下することもあり、円は引き続きファンディング通貨としての位置付けが変わらず、対ドル、対ユーロで強くなる可能性は低いだろう。

リスクとしては、予想以上に米国の住宅価格が下落し、景気減速感が強まってくると再び「双子の赤字」問題に焦点が当たりやすくなり、ドル安に拍車がかかるシナリオも考えられる。また米大統領2期目の中間選挙の年には、為替相場は値幅の拡大を伴って非常に変動しやすいことにも注意が必要だろう。2006年は前半ドル高・後半ドル安で推移し、ドル円で130～105円、ユーロ・ドルで1.1～1.25ドルくらいのレンジを予想している。

**吉崎** 株価はどうか。

**奥田** 先ほど、ニューヨークダウが上がりにくい背景として、原油価格高騰によるコスト高だけでなく、レガシーコストがあるとお話ししたが、構造的に企業収益が増えにくい状況にある。

このため、米国の株価が世界を牽引するというよりもむしろ、これまであまり資金が振り向けられず、割安に放置されてきた日本株等に資

金が流入する可能性はある。潜在成長率並みで景気拡大が続くかぎり、米国の投資家はまだリスクを許容できる懐の深さを持ち続けるとみられ、新興国市場向けなど米国発の国際分散投資活発化が期待できる。

欧州は構造的に内需が増えにくいいため、2006年の経済成長率は2%という見方が大半だが、下振れリスクを抱えている。オイルマネーなど海外からの資金は株式市場よりむしろ不動産市場へ向かいやすい。

日本では脱デフレを織り込んで、日経平均株価が上昇しているが、15,000円台を回復した意味は大きい。バブル崩壊後の1992年から2004年の13年間に企業と金融機関のバブル処理に要した損失額はおよそ200兆円に上るが、2003年4月に7,600円でボトムを付けてから、15,000円まで上昇したことによる株価時価総額の増加分、十分に取り戻したことになる。

**今村** 資金の流れについては、オイルマネーは中国の経常黒字をはるかに上回る額となり、米財務省証券に流入している。石油危機のときには、これが欧米の銀行に預けられた後、中南米へ向かった。オイルマネーを持っている国も現在は自制した使い方をしており、今後の投資先に大きな変化はないと思われる。資金のシフト先として話題になりがちなユーロも、フランスのEU憲法批准の失敗等もあり、中東での信認はあまり高くない。そうなると流動性があって今後も安定的に伸びる経済はやはり米国ということになり、米国へ資金が流入する。ただ、中東の資金量が大きいために、わずかなポートフォリオの変更でも、資金を受け入れる市場には変化が起こりうる。その意味で今後の動きには注目したい。

**荻野** 脱デフレという観点からは、冷戦後、BRICsの台頭等で、労働力が過剰となり、加工・組立工程の付加価値、つまり労働コストのグローバル競争が始まったが、この構図は依然として変わらない。一方で、絶対的に希少である資源の価格は20年間低位に押さえ込まれ、川

上の開発も進まなかった。労働コストが付加価値の源泉である工業製品と、希少な資源との相対的な価格の見直しが進んでいる。これが、現在の資源・エネルギー価格の高値の基本的背景となっている。

## (2) 日本を取り巻く通商関係

**吉崎** WTO香港閣僚会議が12月13日から、初の東アジアサミットが12月14日から始まる予定である。

**荻野** 世界貿易の動向について3つの問題提起を挙げたい。

2005年は世界同時好況であり、2006年も大きく崩れずに好調が続き、世界の貿易も順調に拡大するだろう。原油、資源価格の高騰している中で経済、貿易が順調に拡大している。第1次、第2次石油危機後、世界中がスタグフレーションに悩まされたことに比べれば様変わりである。グローバル化の進展が世界経済の安定性を高めている。地域経済の緊密化は2006年も続くだろうが、2006年には資源価格が高騰する中で世界経済の安定性が、あらためて問われるであろう。

2つめはこのような世界貿易・世界経済の順調な拡大、またグローバル化を支えてきたマルチの枠組みであるWTOである。当初、ドーハ開発アジェンダの交渉期限は2004年末であったがこれが延長され、その後も議論は迷走していた。しかし2005年9月に就任したラミー事務局長は積極的、戦略的に取り組んできており、今回（香港閣僚会議）決裂することはないだろう。2006年末の交渉終結の大枠合意を期待したい。大枠合意に至れば、2006年は具体的な交渉がさまざまな分野で進んでいくこととなる。

注目されている農業・開発問題のほか、サービス貿易の障壁撤廃、アンチダンピング措置など日本にとっては関心事項は多い。日本は譲るべきところは譲り、攻めるべきところは攻め、謙虚に、自信を持って、堂々と交渉にあたっていただきたい。

日本ではウルグアイ・ラウンドのときに、6

兆円を超える農業対策予算が計上されたが効果はなかった。2006年は、競争力のある農業を支援・育成するための政策を考えていかなければならない。

昨日（12月11日）、149番目の加盟国としてサウジアラビアがWTOに正式加盟した。次に注目されるロシアについては2006年のG8までに交渉をまとめようとしている。WTOに加盟することによって企業は、課税面をはじめとして国際的なルールの下でビジネスができることになる。サウジアラビアでは例えば、小売・卸売分野が開放され、外資、メジャーの期待も大きい。われわれ商社としてもビジネスチャンスである。

3つめは地域の枠組みである。2005年には大きな動きがあり、4月には日墨FTAが発効し、さらに日マレーシアEPA（経済連携協定）が明日（12月13日）の両首脳会談の際に正式に締結される予定である。2005年は大きな動きがみられ、4月には日墨FTAが発効した。9月にはタイとも大筋合意に達しており、2004年11月に大筋合意しているフィリピンとのEPA締結とともに2006年中の正式な締結を期待したい。このほか2005年中にはインドネシア、チリとの交渉開始についての合意のほか、インド、豪州、スイスとは共同研究が開始されるなどさまざまな動きがあった。今後は日本の国益を総合的に判断して、優先順位を付け、どのようにFTA・EPAのネットワークを構築していくかを考えながら進めていかなければならない。

一方韓国とは、残念ながら交渉は全く進まなかった。両国の産業構造、地理的接近性等から考えると、日韓FTAは両国の経済の活性化、競争力の強化への効果は大きい。2006年はぜひとも具体的な交渉を再開してほしい。

## (3) 日本の経済と貿易

**吉崎** 日本経済について伺いたい。

**北井** 2004年末時点におけるさまざまなシンクタンクによる2005年度経済見通しの平均は1.1%程度であったが、現在は2.6%と、1%以上、

上振れしている。最も大きな要因は設備投資伸び率の上方修正で、2004年末時点の見通しは2%程度だったが、現在は7%程度である。企業収益が回復したことから、期待どおり製造業、大企業中心に設備投資が大幅に増加した。けれども、毎年続けている企業へのヒアリングでは、2004年末の方が現在より設備投資を増やすという話が多かった。2006年は電気機械、自動車を中心にあまり伸びないとの話が多いことから、多少伸び率は鈍化する。電気機械は半導体を中心に設備過剰状態で、需給ギャップが拡大し、半導体価格が下がっており、また自動車も国内工場の能力増強投資が一巡した。また非製造業においても、電力の設備投資は、2005年に10数年ぶりに増加したが、2006年は伸びが一服する。また流通も店舗が過剰状態にある。このようにキャッシュフローは依然として潤沢だが、急増後の反動で設備投資伸び率は、2006年において鈍化する可能性が高い。

結局2006年は、設備投資の伸びが鈍化、個人消費伸び率が2005年並みとすれば、2005年と比べてGDPの伸びは若干減速し、2%程度とみている。

**吉崎** 日本の貿易についてはどうか。

**北井** 2002年から2004年の3年間は、輸出入とも数量ベースの伸びが大きく6~7%程度であったが、2004年後半から2005年にかけては巡行速

度に落ち着くため伸び率は3~4%程度となり、2006年にかけてもこのような状況が続く。

輸出については、世界貿易が6~7%程度伸びていれば、もう少し伸びてもよいはずだが、部品等の現地調達拡大で日本からの輸出は伸びにくい構造になりつつある。輸入も、繊維、家電等を中心として輸入浸透度が高まり、伸び率は2005年から2006年にかけて徐々に鈍化しつつある。つまりかつてほどには、輸出入は景気に左右されなくなっている。

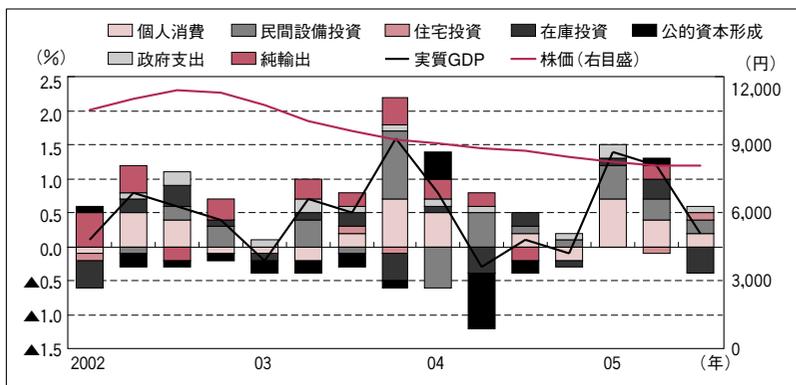
**吉崎** リスク・シナリオをどのように考えているか。

**北井** リスク要因、特に上振れ要因としては、個人消費の本格回復を期待したい。その背景としては第1に、労働需給が逼迫してきており、ベース賃金が予想以上に高まる可能性がある。例えば、これまでも建設労働者が集まりにくくなっていたが、とうとう大工が集められず、建設が先送りされるケースが出始めているとのことである。また、流通業界においてもパートが集めにくい状況が次第に鮮明になってきた。大工や主婦はまだ過去の厳しい時期の経験が残っているので、やや<sup>ひっばく</sup>低めの賃金を許容しているが、さらに労働需給が逼迫してくると、10%前後で日当、時給が上昇してくる可能性があり、上がり始めるとベースは速いだろう。企業は急増してきた収益を、2004年、2005年は設備投資に向

けたが、2006年には賃金の上昇に向けてもおおかしくない。日本経団連もベアに前向きの姿勢を見せ始めている。

第2の背景は、株価と並び、東京およびその近郊を中心に地価が上がっていることである。デベロッパーやブレイブ業者の話では、前年比30~40%上昇し、需給は売り手優位

**図7 日本の実質GDPの項目別寄与度と株価の推移**



(注) 株価は、日経平均株価  
(出所) GDPは内閣府資料、株価は日本経済新聞資料より作成

となっている。都心の地価は底を打ち、今後は上がっていくため、現在の売買価格は相場の3~4割増が当然と考えられている。その結果、土地取引が細り、デベロッパーは土地の仕入れができずに苦勞している。株価も2005年7月以降、上昇を続けており、ここ半年で資産価格に対する人々の見方は急速に変わった。

これは、日銀の量的緩和政策が成果を發揮しはじめたと考えてよいのではないか。結果的に保有資産に含み益を抱える個人が増え、高級品の売れ行きが好転している。例えば、百貨店では50~100万円の高級時計、宝飾品がかなり売れているとのことである。また地方都市でも同様の状況があるらしい。10年以上続いた資産デフレで抑えられていた高級品需要が顕在化しつつあると考えられる。

このように想定よりも個人消費が強くなり、3%前後の成長率が達成されるかもしれない。

**吉崎** つまり、かつて日銀が述べていた「ダム論」ということだろう。川上の企業部門に貯まっていた水が、2005年に川下へ流れれば、2006年は家計の出番ということになる。

けれども、株高、円安が同時に進むのは、低金利に対する一種のシグナル、つまりバブルなのではないか。

**北井** バブルではないかという感触もあるため、金利は上げた方がよいと思うが、米国の住宅ブームと違って、日本人は借金をして株や土地を買っているわけではないため実際にはバブルではないと思う。土地・株の購入も、手持ち資金、もしくは売買して得たキャピタルゲインの範囲内のケースがまだほとんどである。また、現時点ではスーパーやコンビニの話は暗い。既存店で売れていない。バブル的な要因から一部の高級品が売れるようになったとしても、やはりベースの賃金が上がってこなければ本格的に消費は回復しない。97年に消費税が5%引き上げられた駆け込み需要で購入された乗用車の買い替え需要が数十万台あるはずだが、2005年には出てきていない。繰り返しになるが収益拡大

が雇用・賃金増加に結びついてはじめて個人消費の回復が始まる。2006年がその時期になる可能性はそこそこ高い。

### 3. 2006年を展望するキーワード

**吉崎** 最後に、2006年のキーワードを挙げていただきたい。

**荻野** 1つは設備投資だろう。意外と徐々に出てくるのではないか。企業収益がこれだけ好調であり、経済環境が大きく変化する中では、目立つものがなくても、徐々に出てきて、1年経ってみたら、やはり設備投資は強かったということになるのではないか。もう1つは、日本企業の強さである。資源、エネルギー価格が高くなっている中で、これらを最も効率的に使用する技術、ノウハウを持っているのは日本企業である。日本の製造業には底力もあり、長期的には人口等難しい問題もあるが、少なくとも中期的には日本経済はチャンスを迎えている。

2006年は、気づいたら設備投資も出ており、輸出も順調に伸びているという年であってほしい。

**平石** 商社ということで、貿易に関するキーワードを挙げたい。日本は世界史でもまれなダイナミックな「未成熟な債権国」の立場を築きつつある。「国際収支の発展段階説」によれば、

図8 国際収支の発展段階

発展段階	経常収支		貿易・サービス収支		所得収支		資本収支	
	赤字←	→黒字	赤字←	→黒字	赤字←	→黒字	赤字←	→黒字
I 未成熟な債務国	赤字		赤字		赤字		赤字	
II 成熟した債務国		黒字	赤字		赤字		赤字	
III 債務返済国		黒字		黒字	赤字		赤字	
IV 未成熟な債権国		黒字		黒字		黒字	赤字	
V 成熟した債権国		黒字		黒字		黒字		黒字
VI 債権取り崩し国		黒字		黒字		黒字		赤字

(出所) 内閣府資料

通常、日本のような成熟した先進国は、貿易収支が赤字化するとともに所得収支の黒字が拡大する、いわゆる「成熟した債権国」化する。90年代にも、そうした説が勢いを増し、日本の貿易・経常収支の赤字化も近いとの議論が台頭した。しかし、日本は企業のダイナミックな変革を背景にそうした見方を覆し、日本貿易会の「見通し」にもあるとおり、2005年度、2006年度と貿易収支および所得収支の黒字がともに増えると予想されている。

これは、85年のプラザ合意以降、日本企業が20年かかって、国内では熟練労働集約的、技術集約的な高付加価値な資本財・部品そして消費財を生産、輸出し、一方でアジアの豊富で安価な労働力を有効に活用し、日本の内需向け、また欧米への輸出向けとして生産する、アジア大での最適な国際分業体制を築き上げつつある結果である。それとの対比ということで、本日言及の少なかった欧州において中心国であるドイツの苦境の背景には、89年にベルリンの壁が崩壊してから、中東欧という安い労働力が提供される後背地ができたが、いまだ彼我の間でどのような分業体制が最適であるかについて迷いがあり、苦吟しているのではないか。

2006年は、国際収支統計から読み取れる、日本の製造業の新たなテイクオフに注目したい。

**今村** この10年間のデフレ、長期低迷を受けて、現在の日本の企業、個人の、日本経済への期待値が相当下がっている。賃金、地価が著しく下がった後、少し上向いただけでバブルを懸念するのはおかしい。金利はしばらく放っておいてもよい。円安や資産価格の上昇も、量的緩和政策に期待されたポートフォリオ・リバランス効果がようやく顕在化し始めた結果だろう。利上げを考えるのは、物価上昇率が1%程度まで上昇してからでよい。現在の金融政策を続ければ、2005年の実質金利はおそらくマイナスとなり、円安圧力も強まる。それは設備投資と輸出

に効いてくるだろう。3%程度の成長も可能となるし、デフレも根絶される。このような展開を期待する。

**奥田** 経済・通商政策を展望するうえでポスト小泉に注目しなければならない。小泉政権下では、主要行の不良債権比率半減など金融改革が最も進んだが、人口減少社会の到来に備えた税体系や社会保障制度の改革が遅れているほか、外交姿勢や農業問題等が通商政策の障害になってきた。行財政改革も途上にあるなど積み残された政策課題はまだ多く、ポスト小泉に多大な負荷がかかるだろう。

**北井** 2006年のキーワードは「ちょっとした贅沢」である。ようやく個人消費が伸びてきたが、やはり伸び率が3%くらいにならないと現場としては元気が出ない。商社としてはやはりそのチャンスをとらえなければならない。1億2,000万人の市場の中で、贅沢品や高機能品など、売り上げを伸ばすことができる分野はあり、また地方にも消費の強い部分はある。商社はもちろん海外のビジネスを扱うが、国内に目を転じて、独自の視点でとっかかりを作るべく努力していくべきである。

**吉崎** 現場の意見に基づく話が多く、内容の濃い座談会となった。2005年は日本経済の長期低迷からのリセット・ボタンが押された年である。現在の日本経済は、財政問題もあり、またゼロ金利が長く続いている。また長期低迷の爪痕は、マンションの強度偽装問題や、東京証券取引所のシステム不具合等にも出てきている。リセットすれば気分は新しくなって調子もよくなるが、これから具体的にどのような手順で、「平常への回帰」を進めていくべきかを議論していかなければならないだろう。

(12月12日 日本貿易会会議室にて開催) 