

「国際比較」

ファンの方には申し訳ないが、大相撲にはそれほど興味がない。スポーツニュースで「明日から11月場所です」といわれると、またか、と思ってしまう。年6場所、すなわち90日しか行われていないはずなのだが、一年の半分位開催されているような印象である。そんな自分ではあるが、先場所は琴欧州の活躍で場所が終わるのが早く感じられた。やはり新風が吹き込むというのは良いものである。

その琴欧州の活躍は海外でも報道されたようだが、その中に「日本の伝統である相撲においてモンゴル人とブルガリア人の優勝争いが行われるくらい、日本の国際化も進んだ」といった記述があった。確かに、11月場所の番付をみても、横綱、大関、関脇、小結の8名中4人が海外生まれであるし、一部屋1人という外国人粋が一杯になっているという報道もある。相撲だけでなく、上場企業の経営者が外国人であることも驚きの対象にはならなくなったし、身近なところでは通勤電車のなかでも英語のアナウンスがあることにも慣れてしまっている。一昔前と比べて海外が身近なものとなった感は強い。是非についての議論はあるものの、国際貢献の面でも小泉政権下で一歩踏み出しており、国際的にみてかつての「特異な国」から「普通の国」に向けて緩やかに歩んでいるように思う。

経済的にも、90年代以後のデフレ・景気長期低迷という「特異さ」から回復の兆しがみられ、「普通の国」に戻りつつある印象があるが、確認の意味で日・米・欧の各種指標を比較したのが下の表である。

まず、経済成長力をみてみると、過去5年間の実績(年率)ではあきらかに米欧に比べて低い水準にとどまっております。失われた10年からの回復が遅々として進まなかったことがわかる。ただ、最近の1年でみると欧州を若干上

回る成長ペースであり、また現在の日本の潜在成長率が1%台半ばといわれていることからすると、ほぼ巡航速度まで回復したことになる。

景気の数値よりも回復感の強いのが株式関連指標である。株価と企業業績の比率であるPERは投資家の期待感を示す指標の一つであるが、本稿執筆時点では3極で日本に対する期待感が最も高い状態となっている。また、世界的にみてここ数年の高値であった99年末水準との比較でも、国内株はその8割強の水準まで回復してきており(TOPIX99年末:1722、11/4:1444)、少なくとも2000年以後のパフォーマンスでみると海外株と遜色がない。90年以後で比べるとかなり見劣りするの事実であるが、

このように株や景気を見ると国際標準に復活しつつあるが、一方で金利や財政収支といった面ではまだ「普通の国」とは言い難い。金利については、金融政策を反映する短期金利に顕著であるが、名目値でもインフレ率を控除した実質値でも米欧に比べて大幅に低い水準にとどまっている。また、足下で悪化は止まっているものの財政赤字や政府債務の水準は高水準となっており、ここ10年の金融・財政政策による景気支援の結果が示されている。

従って、金融・財政を「普通の」状態に戻すことが当局にとって次の課題となるわけであり、その問題意識に沿って日銀の「量的金融緩和解除」や財務省の「消費税引き上げ」の議論が行われている。ただ、景気・株の指標で見てもわかるようにまだ「世間並み」に戻った段階である。まだ絶好調という段階には至っていないなかで景気支援政策を解除していくことになるため、慎重に進めることが必要であろう。同時に、人口減少社会に対する不安を和らげる意味でも、「小さな政府」に向けた長期的な道筋を示すことが小泉政権および次期政権には求められている。

	実質GDP成長率		株価(11/4現在)			金利(11/4現在)				財政(名目GDP比)	
	過去5年実績	過去1年実績	PER(1)	1999年末比	1989年末比	長期金利		短期金利		財政収支(2005年)	債務残高(2005年)
						名目	実質(2)	名目	実質(2)		
米国	2.5%	3.6%	15.1	82%	342%	4.7%	2.5%	4.2%	2.1%	-4.1%	66.4%
ユーロ圏	1.8%	1.5%	13.8	76%	268%	3.5%	2.5%	2.3%	1.3%	-3.5%(独) -3.0%(仏)	71.6%(独) 74.2%(仏)
日本	1.2%	1.7%	18.4	84%	50%	1.6%	1.9%	0.1%	0.4%	-6.1%	161.1%

1: PER=株価/12ヶ月先予想業績 2: 実質金利は、名目金利からコア消費者物価上昇率を引いたもの  
出所: DATASTREAM、Bloomberg、財務省HP等各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

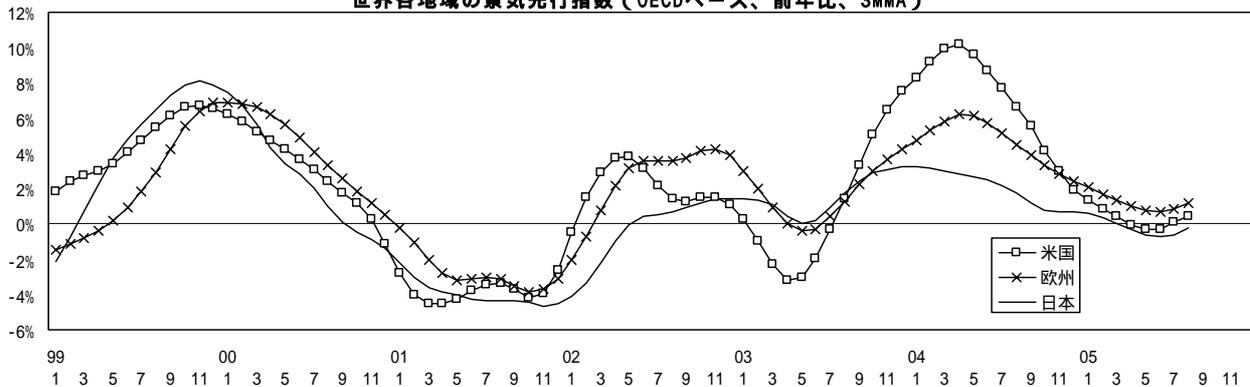
## 概況

		日本 P3		米国 P7		欧州 P11	
		前回	今回	前回	今回	前回	今回
家計	雇用						
	消費						
企業	生産						
	投資						

( )悪化( ): ( )横這: ( )改善( )

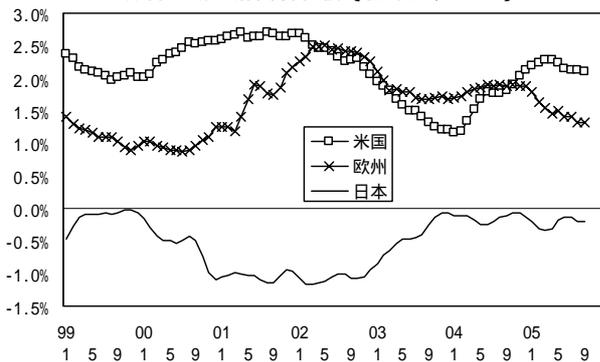
世界経済の動き [ ]景気は先行き緩やかながらも改善へ

世界各地域の景気先行指数 (OECDベース、前年比、3MMA)



世界の物価動向 [ ]米では物価は上昇傾向

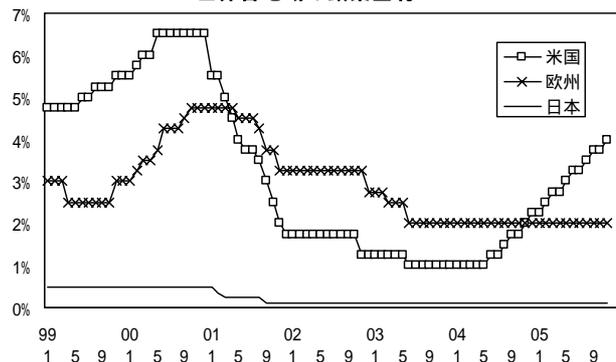
世界各地域の消費者物価 (前年比、3MMA)



(注) 米国：コア(除く食品・エネルギー)、欧州：コア(除く食品・たばこ・エネルギー)、日本：総合(除く生鮮食品・持家の帰属家賃)

世界の政策金利 [ ]米では金利の引き上げが続く

世界各地域の政策金利



(注) 米国：FFレート誘導目標水準、欧州：ECBレポレート、日本：公定歩合

**本レポートは11月7日までに発表されたデータに基づいて作成されております。**

## 要旨:

日本経済は、踊り場脱却を果たしたものの、生産の回復が遅れるなど足下では回復のペースが鈍化している。先行きについては、在庫調整の進展などから生産が伸長すると期待されるほか企業部門の改善の家計への波及が続くことから、年末にかけて底堅い動きを示すものと考えられる。

## 概況

・日本経済は、足下、回復のペースは鈍化している

・生産・輸出の回復は遅れる

・家計部門は消費には弱い動きがみられるが雇用・所得環境の改善は続く

・7 - 9月期GDPはプラス成長だが大きく減速の予想

## 今後の動向

・今後のポイントは輸出、設備投資、個人消費の動向

・輸出の回復は緩やかなものにとどまる

・設備投資は好調な企業業績を背景に堅調に推移

・個人消費は雇用・所得環境を背景に緩やかな回復

・日本経済は、足下回復ペースは鈍化しているが年末にかけて底堅い動きに復帰

日本経済は、内需を中心とした回復傾向は続いているものの、足下、回復のペースは鈍化している。

企業部門をみると、生産に関しては、9月の鉱工業生産が、一般機械、電気機械などが落ち込んだことから前月比+0.2%にとどまり、加えて、在庫、在庫率が上昇するなど回復は遅れている。また、輸出についても、9月の輸出数量指数が2ヶ月連続してプラスとなったが、伸びは鈍化しており、回復は緩やかなものにとどまっている。

家計部門については、個人消費は、9月の家計調査では、サンプルバイアスの影響もあると思われるものの、勤労者世帯の実質消費支出が前年同月比 0.4%となるなど弱い動きがみられるほか、マインド面も9月の消費者態度指数が前月比 2.9ポイントの45.5と急落するなど冴えない展開となっている。

一方、雇用・所得環境は9月の失業率が4.2%と改善しているほか、常用雇用指数、現金給与総額も改善が続くなど堅調に推移している。

こうした中、7 - 9月期実質GDPは、前期の反動減もあり、市場予想(ブルームバーグより)では前期比+0.3%(同年率+1.1%)となり、引き続きプラス成長ではあるものの4 - 6月期の同 +0.8%(同年率 + 3.3%)に対し大幅な減速が見込まれている。

今後のポイントは、輸出 企業の設備投資 個人消費、の動向である。

9月の貿易統計(輸出確報)によると、輸出(数量)は前年同期比+1.3%となり、8月の同 +2.0%に続き2ヶ月続けてのプラスとなった。地域別では、米国向けが同+3.4%と2ヶ月連続してプラスとなったが、EU向けが同 2.7%と9ヶ月連続のマイナス、アジア向けも同 3.1%とマイナス基調が続いている。米国では、10月の非農業部門雇用者が、9月の前月比 0.8万人から同+5.6万人に増加となりハリケーンの被害も軽微と思われるが、景気拡大のペースに鈍化傾向がみられはじめたことから、輸出の回復は緩やかなものにとどまろう。

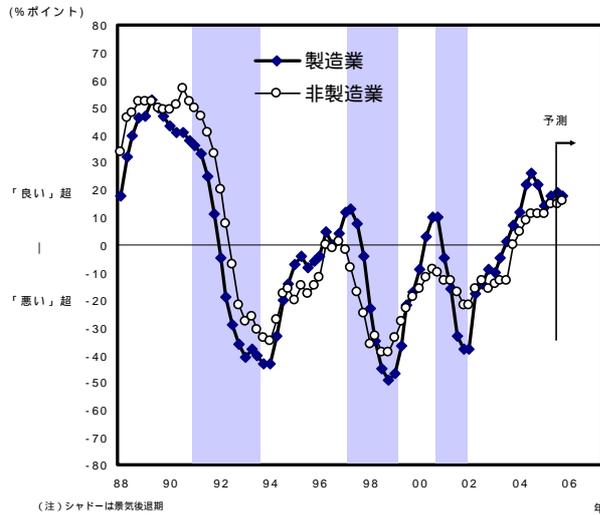
設備投資をみてみると、日銀短観9月調査で、全規模全産業の今年度の設備投資計画が前年度比+6.8%となり、企業の旺盛な設備投資意欲を改めて確認できた。先行指標とされる8月の機械受注(民需除く船舶・電力)も前月比+8.2%であり、7 - 9月期の見通し(+0.9%)もほぼ達成可能と思われ、また、生産についても10月、11月の予測調査では改善が見込まれていることから、先行きは堅調に推移すると考える。

個人消費は、家計調査には弱い動きもみられるが、消費の背景となる雇用・所得環境をみてみると、9月の失業率は4.2%と前月から0.1%低下しており、常用雇用は前年同月比+0.5%の増加、現金給与総額は同+0.8%となり、改善傾向が続いている。企業業績は引き続き好調であり、家計部門への波及は続くこと期待されるため、先行きは緩やかに回復していくと考える。

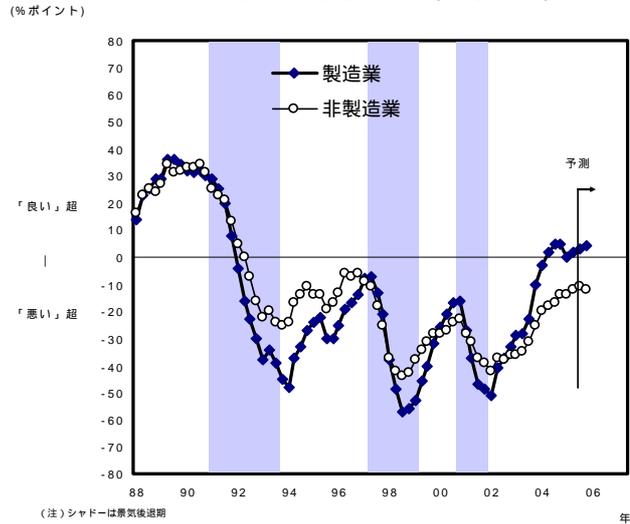
以上のとおり、日本経済は、足下回復ペースは鈍化しているものの、企業部門の回復の家計部門への波及が続いていることから、年末にかけては、底堅い動きを示すものと考えられる。

経済全体の動き【 】 踊り場を脱却し内需中心の回復が続いている

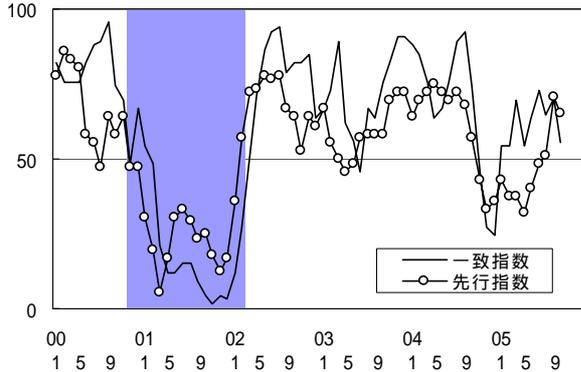
日銀短観 業況判断D I (大企業)



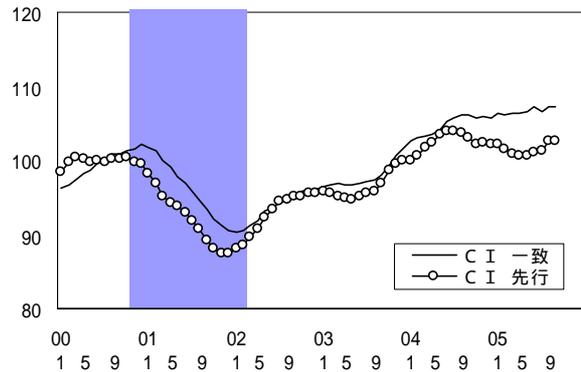
日銀短観 業況判断D I (中小企業)



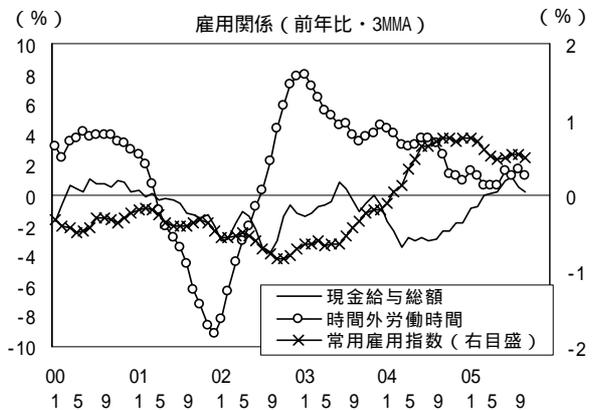
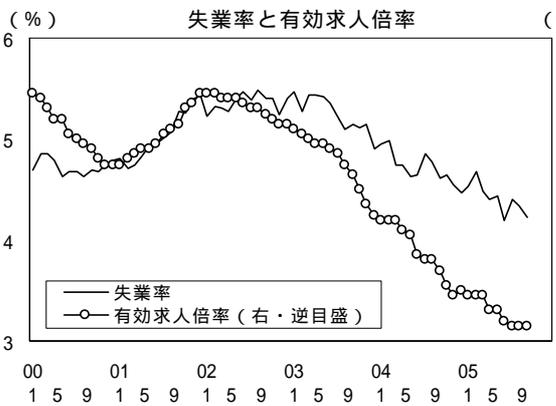
景気動向指数 (D I) (3MMA)



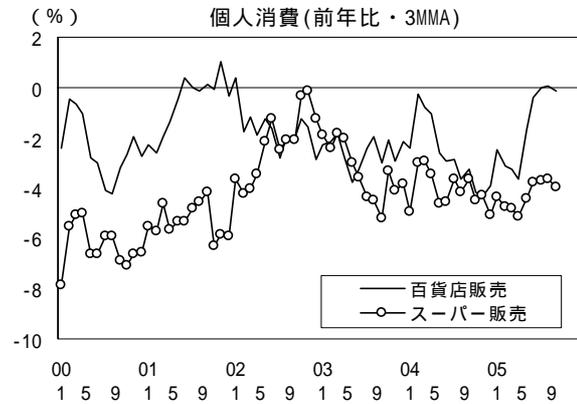
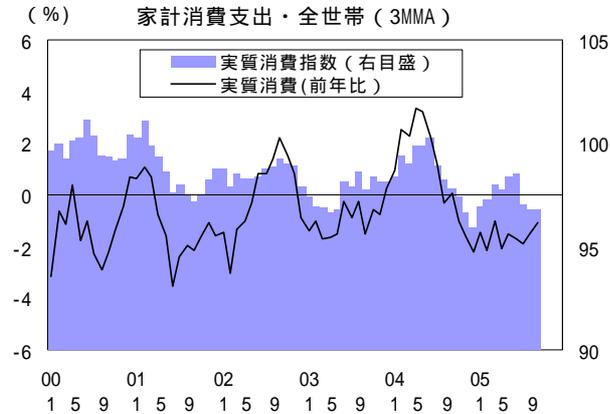
景気動向指数 (C I) (3MMA)



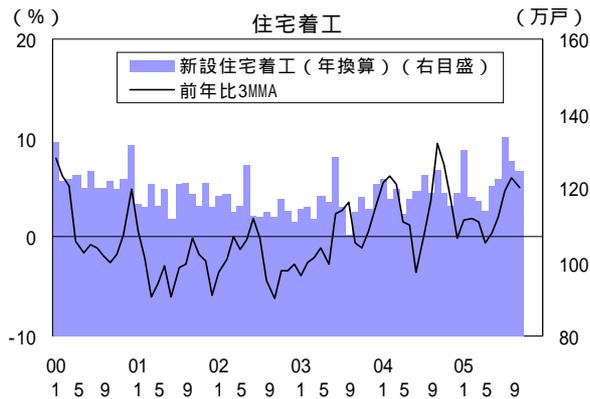
雇用の動き【 】 改善傾向



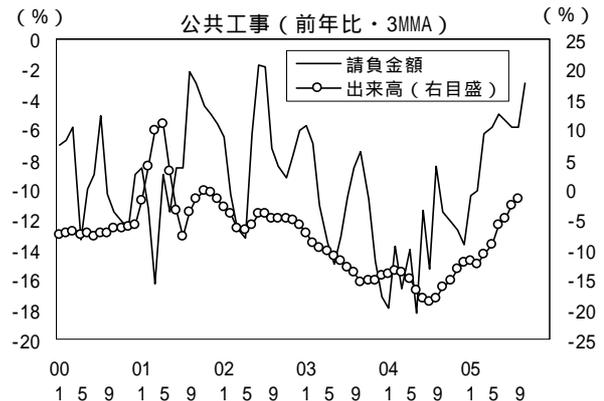
### 個人消費の動向【 】回復は続くもペースはダウン



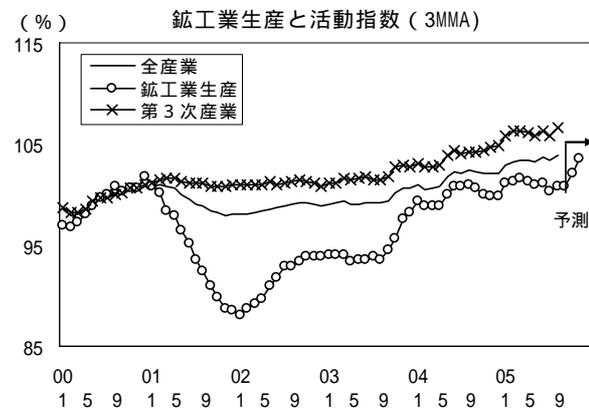
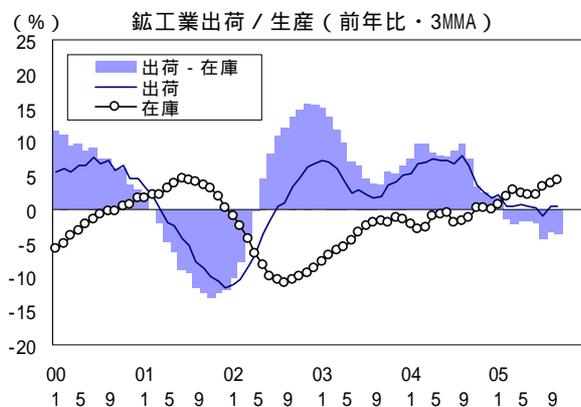
### 住宅投資の動向【 】持ち直し



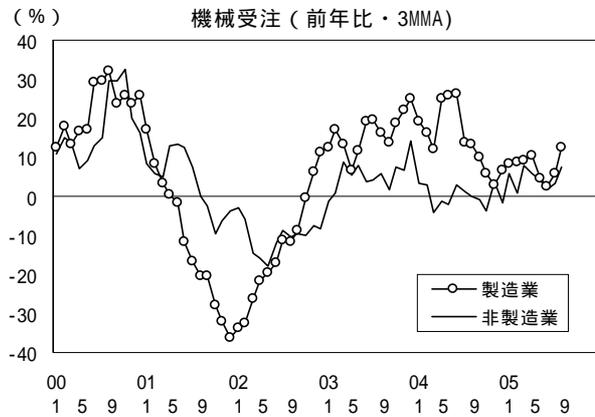
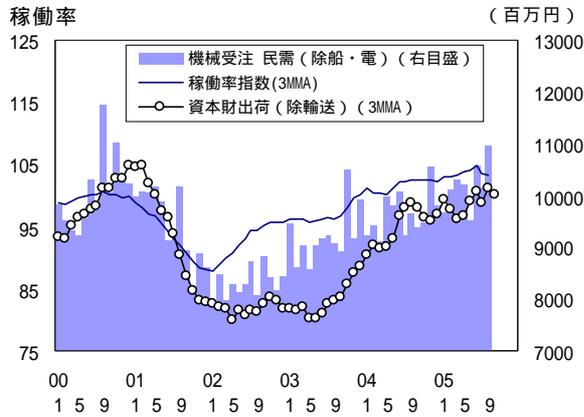
### 政府部門(公共工事)の動向【 】回復



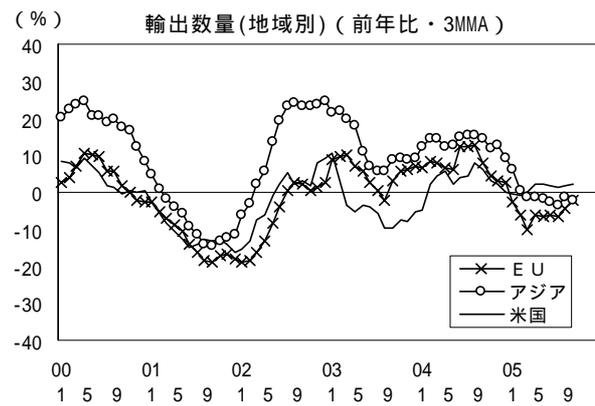
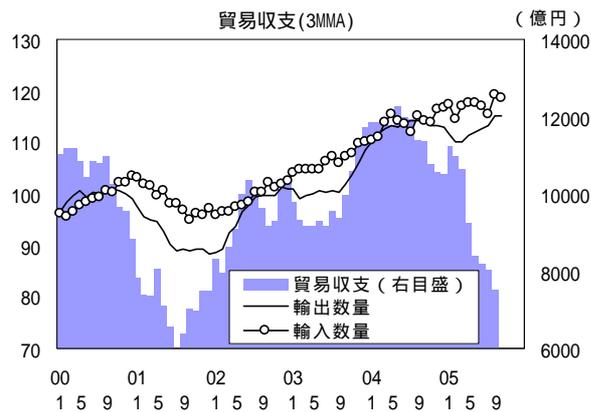
### 鉱工業生産の動向【 】先行き改善の見通し



### 設備投資の動向【 】 堅調に推移

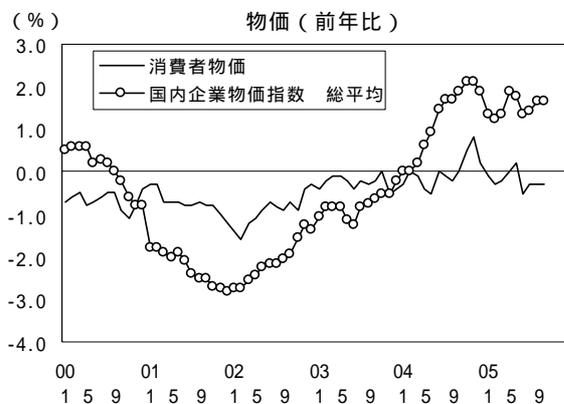


### 輸出入の動き【 】 回復の兆し

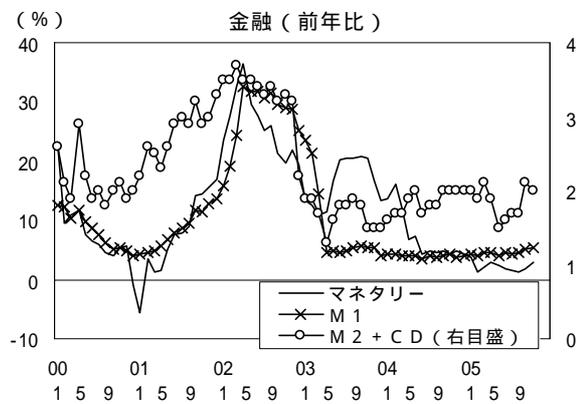


(注)EUについては2004年5月以降は25カ国へのデータ

### 物価動向【 】 消費者物価下落は公共料金の影響



### 金融の動き【 】 低迷が続く



## 要旨:

米国経済は、懸念されたハリケーンによる影響が予想されたよりも軽微にとどまるなか、05年7 - 9月期の実質GDPが前期比年率 + 3.8%の伸びを示すなど堅調に推移している。先行きについては、エネルギー価格が高止まりするなか、年末にかけて拡大のペースは鈍化しよう。

## 概況

・ハリケーンによる影響は予想よりも軽微で米国経済は堅調に推移している

・07年7 - 9月期実質GDPは前期比年率 + 3.8%と堅調な伸びを遂げる

・グリーンスパンFRB議長の後任はバーナンキCEA委員長

・11月1日のFOMCでは政策金利を0.25%引き上げ

## 今後の動向

・今後のポイントは個人消費、設備投資、物価、の動向

・個人消費は伸びが鈍化

・設備投資は緩やかながらも減速

・物価は騰勢が強まる

・米国経済は年末にかけて拡大ペースは鈍化。ただし、来年以降は安定的な成長に復帰

・FOMCでは政策金利は引き続き引き上げへ

ハリケーン・カトリーナによる災害の影響が懸念されていた米国経済であるが、影響は当初の想定よりも軽微で堅調に推移している。

05年7 - 9月期の実質GDPは、前期比年率 + 3.8%と前期の同 + 3.3%から伸びを高め堅調な成長を遂げた。需要項目別の内訳をみても、個人消費が自動車販売が好調であったことなどから同 + 3.9%と伸びを高めたほか、住宅投資が同 + 4.8%、設備投資が同 + 6.2%と前期からは減速したものの底堅い伸びを示した。外需は同 + 0.1% (寄与度) とほぼ横ばいにとどまった。その結果、内需の寄与度は同 + 3.7%と前期の同 + 2.2%から拡大し、ハリケーンの影響を感じさせない堅調な成長を遂げたといえる。一方、GDPデフレーターはエネルギー価格の高騰などから同 + 3.1%と前期の同 + 2.6%から伸びを高め、個人消費デフレーターも同 + 3.7%と高い伸びとなった。

なお、06年1月で任期が満了するグリーンスパンFRB議長の後任としてバーナンキCEA委員長が指名された。バーナンキ氏は著名な学者でインフレターゲット導入の積極論者として知られているが、指名発表時に「グリーンスパン議長時代に確立した金融政策の方針と戦略を引き継ぐ」と明言しているため、FRBの運営方針に大きな変化はないものと思われる。このような環境下、11月1日に開催されたFOMCでは政策金利は0.25%引き上げられ4.0%となった。

今後のポイントは 個人消費の動向 設備投資の動向 物価の動向である。

個人消費は、自動車の販売促進効果もあり、堅調な動きが続いている。先行きについては、消費を牽引していた自動車の販売促進策が9月末で終了したこと 10月の消費者信頼感指数がガソリン価格の高騰などから2ヶ月連続して低下するなどマインドが弱含んでいること 10月の雇用統計で非農業部門雇用者増加数が + 5.6万人と緩やかな伸びにとどまるなど雇用改善のペースが鈍化したこと、などから伸びは鈍化しよう。

設備投資については、底堅い動きが続いている。先行きについて先行指標の動きをみると、9月の資本財受注 (除軍需・航空機) が前月比 1.5%と減少しているほか10月のISM製造業新規受注指数も61.7と低下しているため、緩やかながらも減速しよう。ただし、災害に対する復興需要も期待できることなどから腰折れまでは想定しにくい。

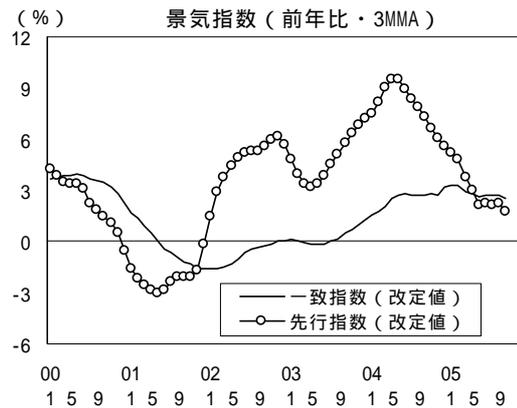
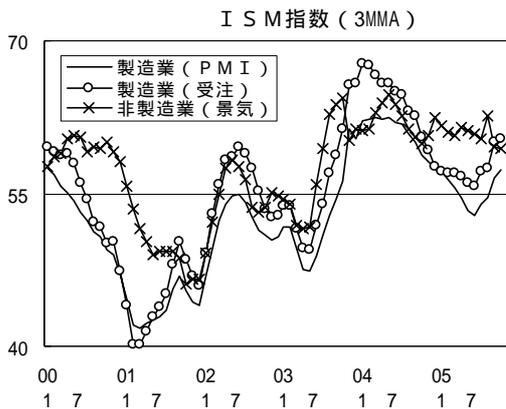
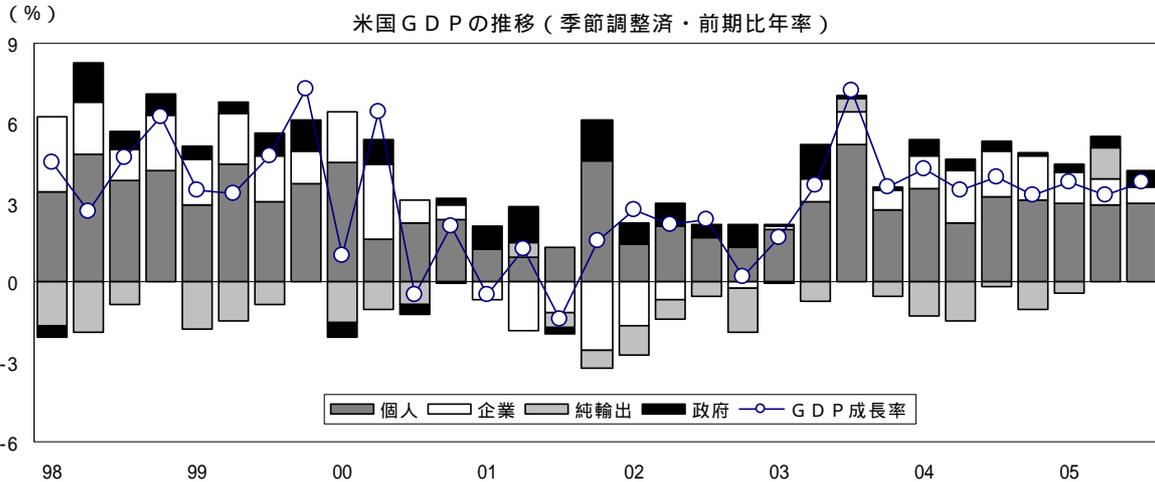
物価については、9月の消費者物価指数が原油高に伴うエネルギー価格の上昇などから前月比 + 1.2%と高い伸びを示した。ただし、食料・エネルギーを除くコア部分は同 + 0.1%と落ち着いた動きとなっている。個人消費 (PCE) 物価指数も9月には同 + 0.9% (コア指数同 + 0.1%) となるなど騰勢を強めている。先行きについては、ISM価格指数やコンファレンスボードの期待インフレ率の上昇に示されているようにエネルギー価格の上昇に加え、復興需要に伴い需給の逼迫も予想されるため騰勢が強まることが予想される。

以上のとおり、米国経済は、ハリケーンによる影響は軽微であったもののエネルギー価格の高騰などから消費が減速、年末にかけて拡大ペースは鈍化しよう。ただし、復興需要も期待できることから来年以降は内需を中心とした安定的な成長に復帰しよう。金融政策については、物価の騰勢が強まることが予想されるため、12月13日に開催予定の次回FOMCでも政策金利は引き上げられよう。

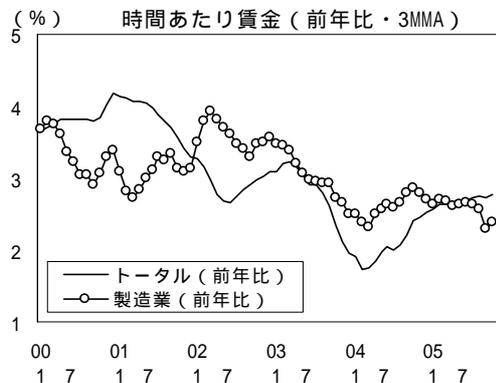
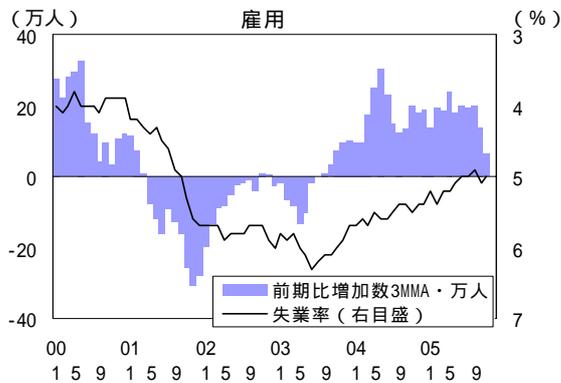
## 米国経済指標グラフ

投資企画部 経済情報室

経済全体の動き【 】内需中心に堅調な回復が続く



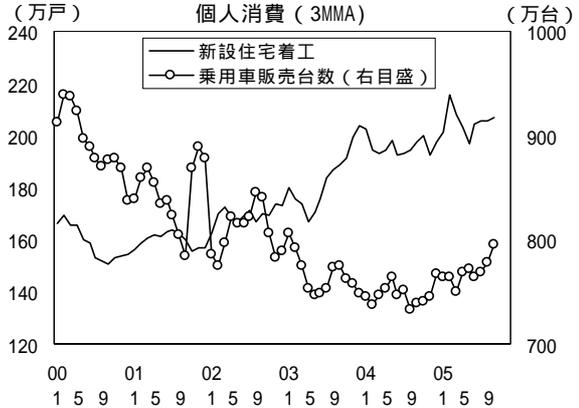
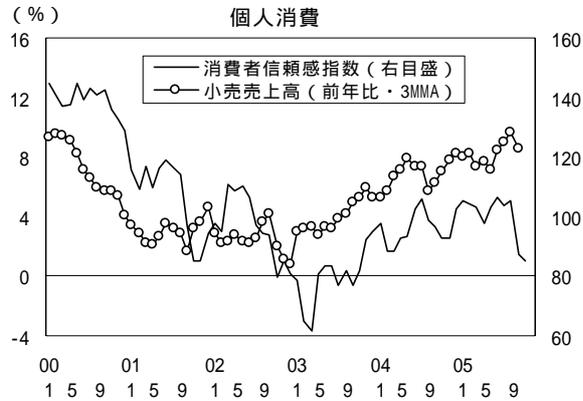
雇用の動き【 】回復はややペースダウン



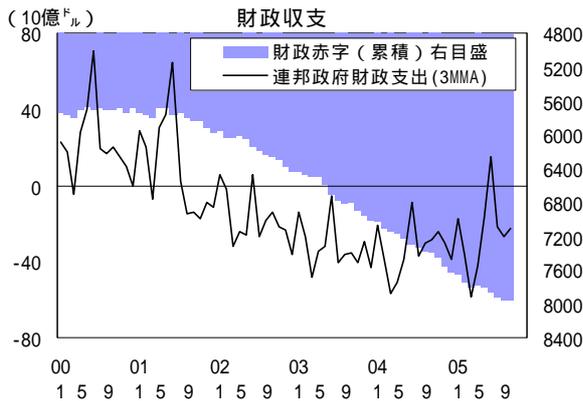
## 米国経済指標グラフ

投資企画部 経済情報室

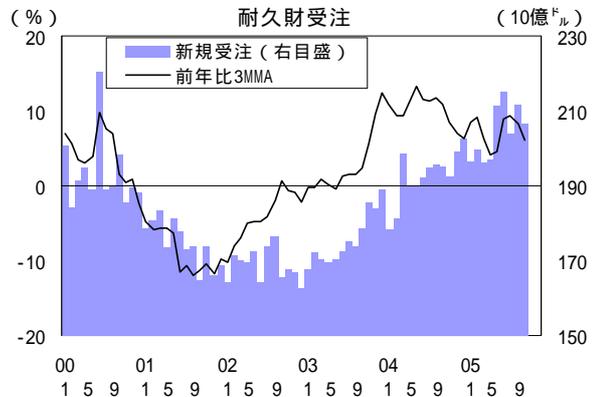
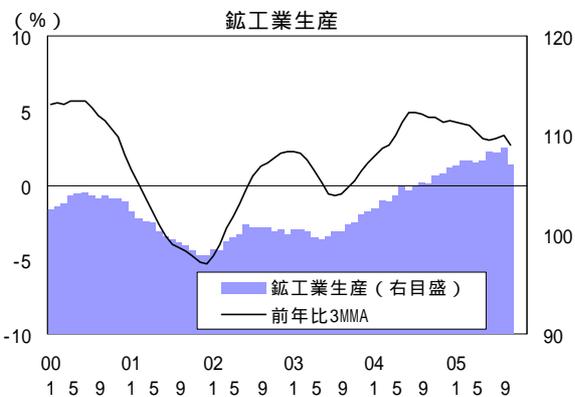
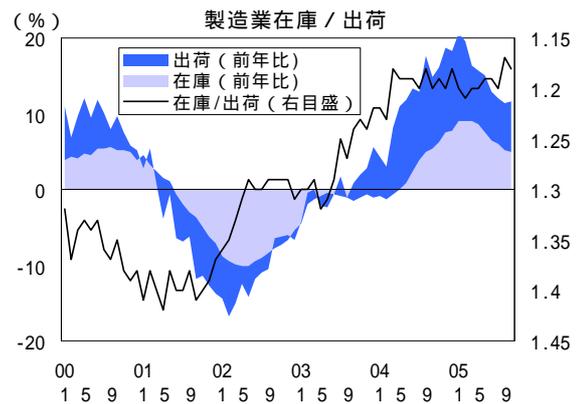
個人消費の動き【 】個人消費は底堅く推移、住宅は高水準維持



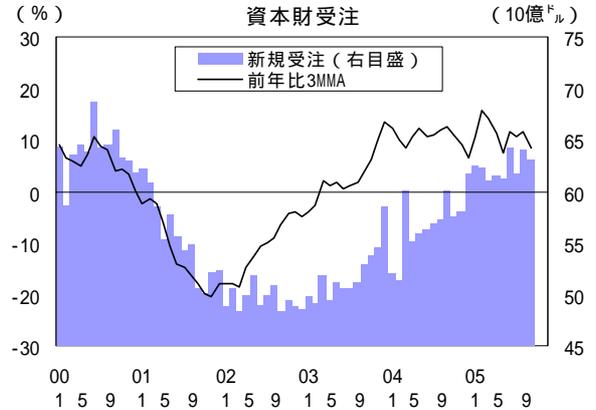
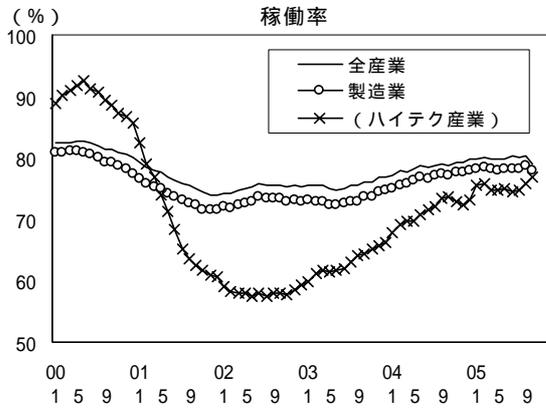
政府支出の動向【 】政府支出は高水準



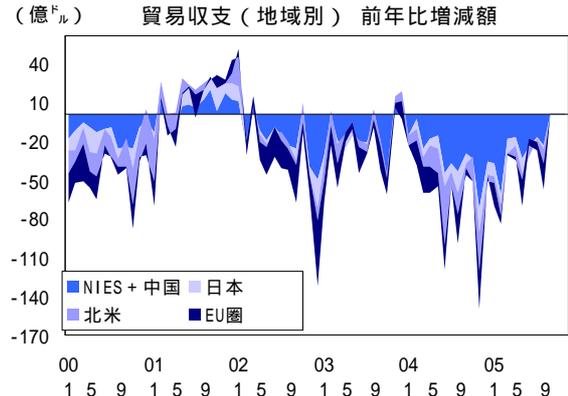
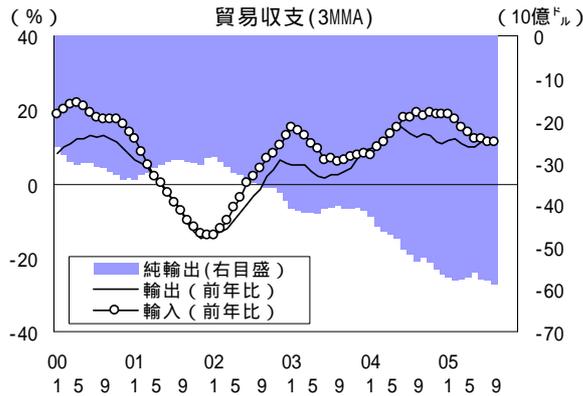
生産の動向【 】緩やかながらも回復



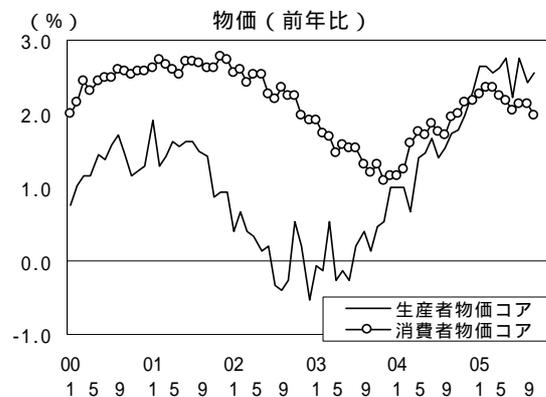
### 設備投資の動向【 】総じて堅調に推移



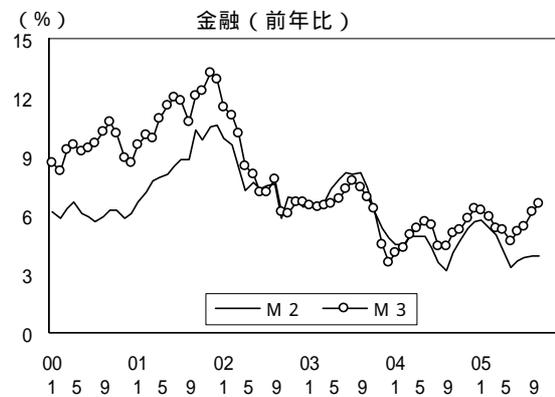
### 輸出入の動き【 】貿易赤字は高水準



### 物価動向【 】上昇傾向



### 金融の動き【 】再び上昇傾向



## 要旨:

ユーロ圏経済は、実体経済にはやや足踏み感がみられるものの、景況感については、企業部門に加えて家計部門に関する改善傾向がみられる。一方、英国経済は、個人消費の伸び悩みに加え製造業が低迷するなど減速傾向が続いている。

## 概況

- ・ユーロ圏経済は企業・家計とも景況感には改善傾向がみられる
- ・ユーロ圏全体の景況感や全体指数も個別指数も改善
- ・国別では独が改善、仏は一進一退
- ・実体経済は回復に足踏み感
- ・ECBは金利据え置き

- ・英国経済は景気の減速が続く

## 今後の動向

- ・ユーロ圏の今後のポイントは輸出、物価の動向
- ・輸出は緩やかな伸びが続く
- ・物価についてはHCPIは高い伸びが続くがコアは落ち着いた動き
- ・ECBはインフレ警戒スタンスだが次回の政策決定会合では金利据え置きの見込み
- ・英国のポイントは個人消費の動向
- ・個人消費は緩やかながらも回復へ
- ・BOEは当面様子見姿勢

ユーロ圏経済は、実体経済には足踏み感がみられるが、景況感には、企業部門に加えて家計部門に関する改善傾向がみられはじめた。

ユーロ圏の10月の景況感指数は、5ヶ月連続の改善で100.5となり、05年1月以来の100台となった。個別指数をみても、製造業景況感や建設業信頼感などの企業部門に加えて、消費者信頼感や小売業信頼感などの家計関連の指数も改善している。また、国別に見ると、独では全般的に改善傾向が続いているが、仏では消費信頼感指数が悪化したことから景況感指数が再び悪化するなど一進一退の動きとなっている。一方、実体経済に関しては、ユーロ圏の8月の鉱工業生産は、仏や伊で増加したことから前月比+0.8%と増加したが、独では同1.7%と減少に転じた。個人消費については、独では9月の小売売上が同1.2%と再び減少に転じたほか、仏でも前月の反動もあり同+0.6%と伸びが低下するなど回復に足踏み感がみられる。このようななか、ECBは11月3日に開催された政策委員会で政策金利の据え置きを決定した。

英国経済では、住宅価格には下げ止りの兆しがみられるものの雇用情勢に改善がみられないなか、9月の小売売上が前月比+0.3%と小幅の伸びにとどまったほか、8月の鉱工業生産が前月比0.9%と3ヶ月連続で減少するなど、景気の減速は続いている。

ユーロ圏経済の今後ポイントは 輸出の動向 物価の動向である。

ユーロ圏の輸出は、海外需要の回復、ユーロ安などから増加基調にある。先行きについては、ペースの鈍化は予想されるものの米国経済の回復が続くなど世界経済の回復傾向が続いていること、ユーロの反転は見込みにくいことなどから、輸出の緩やかな伸びは続く。

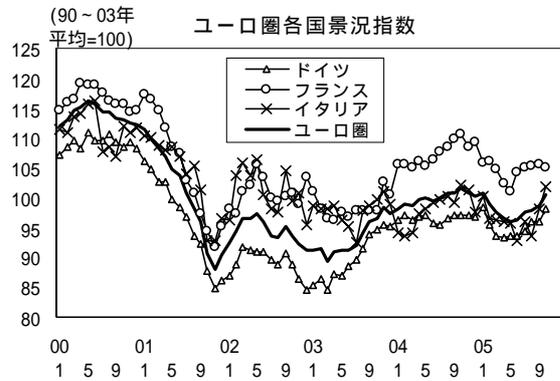
物価については原油価格の高騰などから10月のユーロ圏HCPI(速報)は前年同月比+2.5%と前月に続き高い伸びを示した。詳細は未発表であるが、発表されている指標から判断する限りコア部分は落ち着いた動きと思われる。なお、11月3日の政策決定会合での声明文は、原油価格の高騰に加え通貨供給量(M3)の伸びを懸念するなど物価上昇に対する警戒感強いものの基調的には10月と比べ大きな変化はないと判断されるため、ECBの政策スタンスはインフレ警戒的で将来的な利上げの可能性は高いものの、次回(12月)の政策決定会合での利上げの可能性は低いものと思われる。

英国経済の今後のポイントは個人消費の動向である。

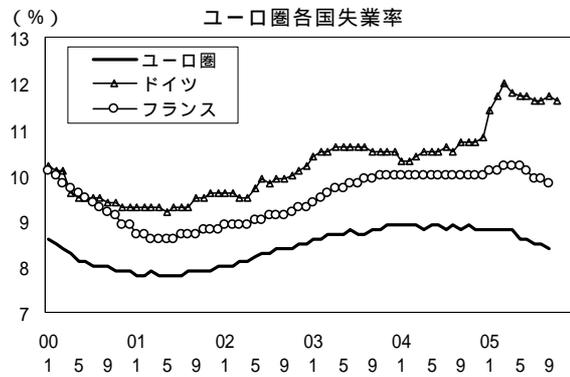
個人消費は雇用情勢に改善がみられないなか冴えない展開となっている。先行きは、住宅価格に下げ止りの兆しがみられること、利下げの効果が期待できること、などから緩やかながらも回復に向かう。なお、景気の減速は続いているものの、物価は上昇を続けていること、個人消費が緩やかながらも改善に向うことが期待されることなどから、BOEが近いうちに利下げをおこなう可能性は低いものと思われる。

## ユーロ圏の景気状況

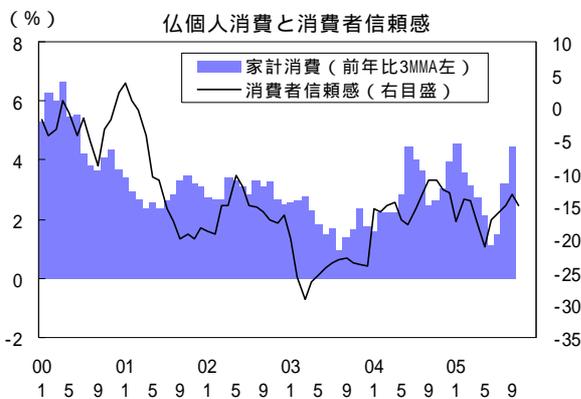
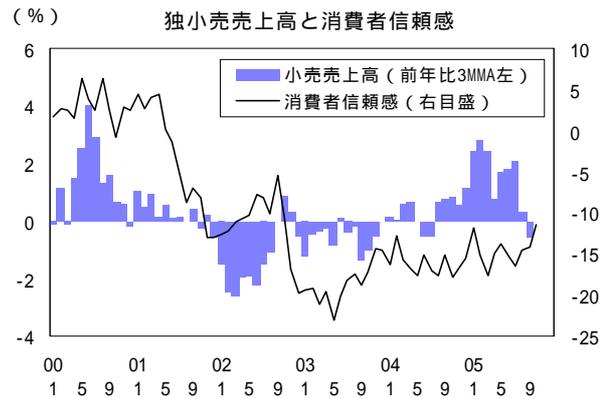
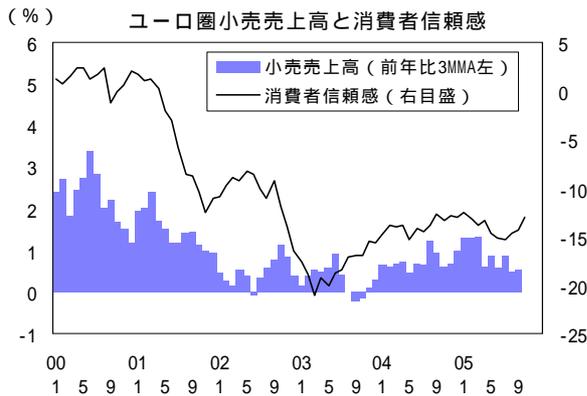
景況感【 】緩やかながらも改善



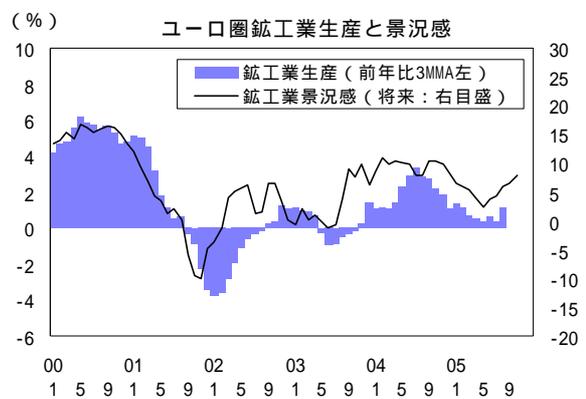
雇用の動き【 】底打ちの兆し

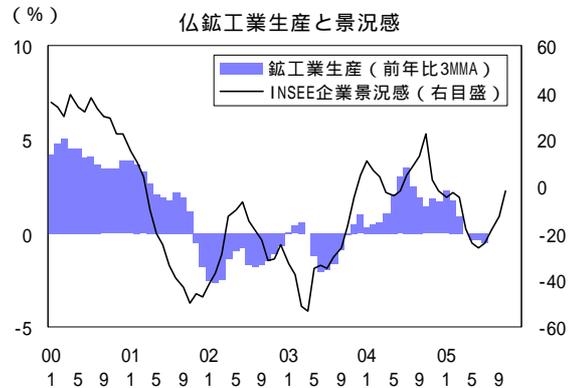
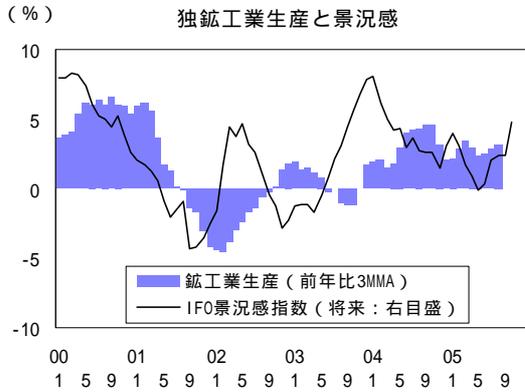


消費の動き【 】マインドは改善するも実体面は低迷

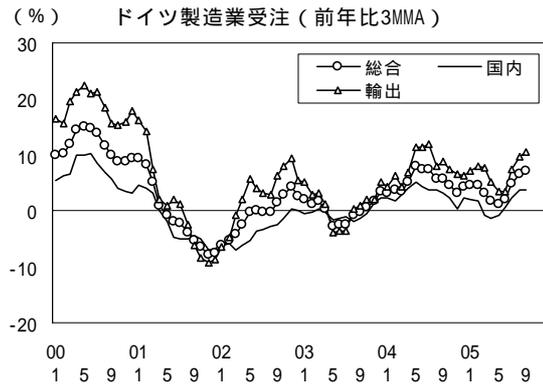
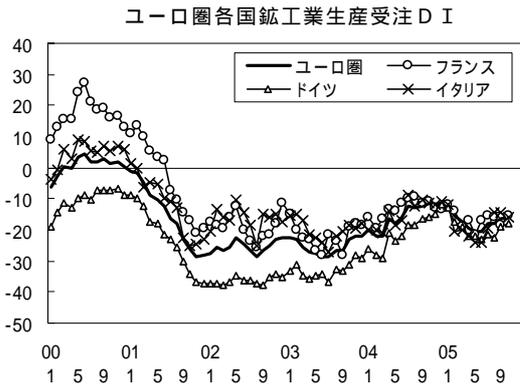


生産の動き【 】景況感は改善、生産は足踏み

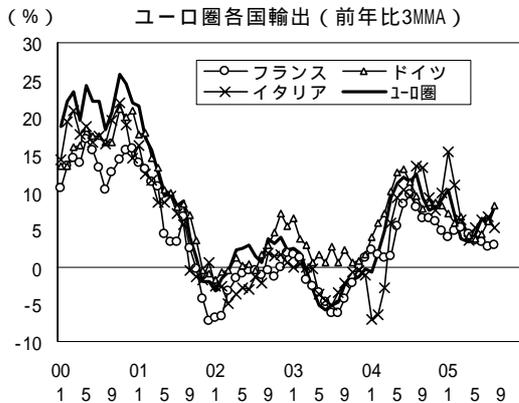




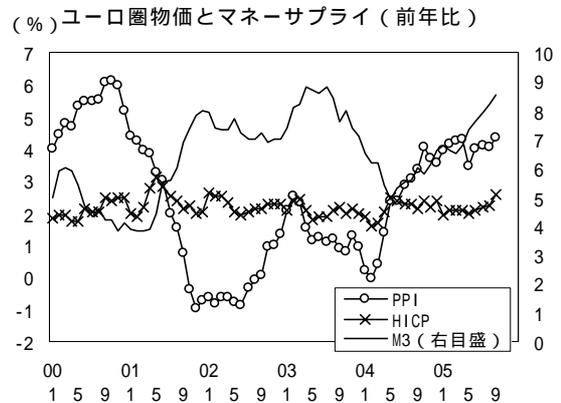
### 設備投資の動き【 】下げ止りの兆し



### 輸出【 】下げ止りから回復へ

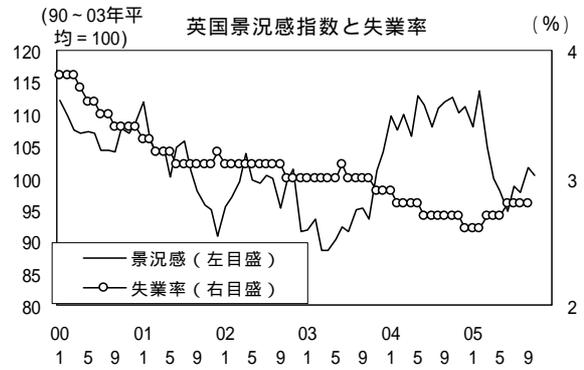
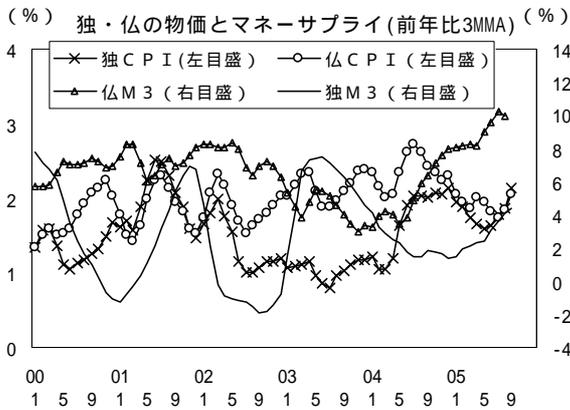


### 物価と金融【 】上昇傾向

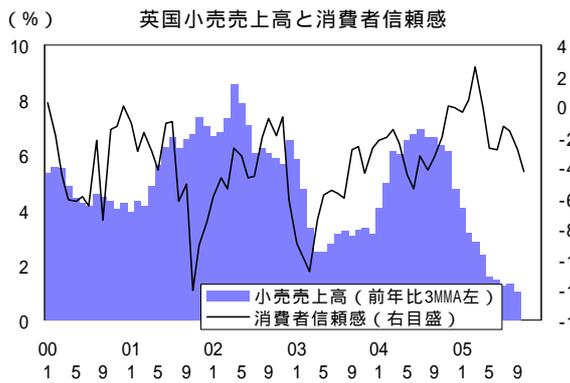


## 英国の景気状況

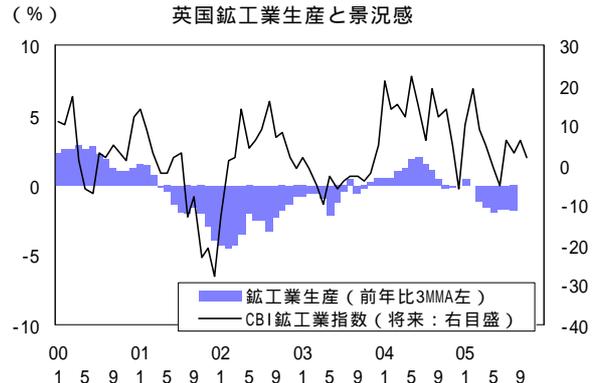
景況感と雇用【 】景況感は底打ちから回復へ



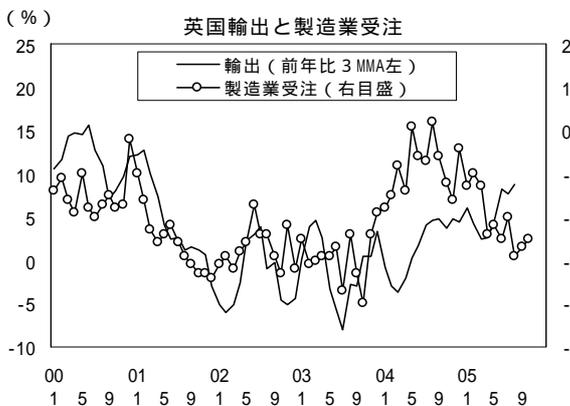
消費の動き【 】小売売上は減速



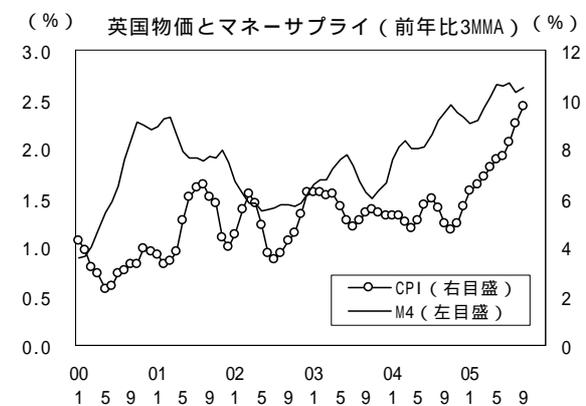
生産の動き【 】総じて低迷



設備投資と輸出【 】輸出は改善傾向、設備投資は鈍化



物価と金融【 】物価は上昇傾向



## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）