

2007.8 No.676

調査 月報

CONTENTS

経済の動き

米国長期金利の先行きをどうみるか	1
団塊ジュニア世代の家計力～小粒・堅実路線で消費へのインパクトは限定的～	7

産業界の動き

再び成長する繊維産業	16
----------------------------------	----



SUMITOMO
TRUST

住友信託銀行

米国長期金利の先行きをどうみるか

住宅市場の調整長期化に伴う住宅ローン証券の格下げや米連邦準備制度理事会の成長率見通しの下方修正により、米国長期金利(10年債レート)は再び5%割れとなるなど、5%を挟み金利水準は大きく動いている。しかしながら、企業景況感底打ちで景気は今後上向く、企業の財務状況は健全で信用市場の局所的なリスク拡大に対する耐久力がある、期待インフレ率が2%を大きく上回るなかで金融政策の引締めバイアス続く、ことから、半年先という予測期間における長期金利の適正レンジは5.25%～5.50%と考えられ、緩やかな上昇が予想されよう。

1. ボラティリティ高まる米国長期金利水準

米国長期金利(10年債レート)は、今年3月初めの4.50%から6月中旬の5.23%へと3ヶ月間で70bp(ベースポイント=%ポイント)も上昇した後、ここにきて再び5%割れとなるなど、金利水準の上下の動きが激しくなっている(図1)。

7月以降の金利低下をもたらしたのは、サブプライム(信用度の低い)住宅ローン証券の格下げに伴う投資家のリスク回避的な態度の広がりに加えて、7月18、19日のバーナンキFRB(連邦準備制度理事会)議長による議会証言で、FRBが2007、08年の経済成長見通しを下方修正した影響がある。FRBは半期に一度、成長率とインフレ見通しを議会に公表しているが、7月最新予測によれば、08年の成長率レンジは、前回2月予測の2.75～3.0%から2.5～2.75%に下方修正した(表1)。

図1 FF先物レートと10年債レートの推移

(% (日次データ:06年1月～07年7月20日)

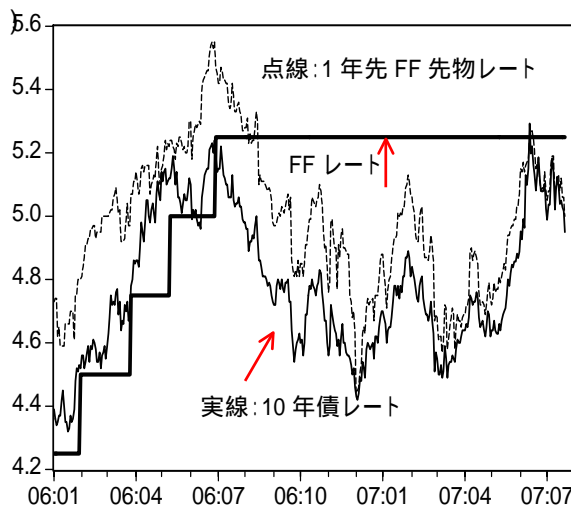


表1 米連邦準備理事会(FRB)の経済見通し

(7月18・19日の議会証言資料より)

	今回7月	前回2月	修正幅
実質GDP成長率			
2007年	2.25%～2.50%	2.50%～3.00%	0.25～0.5
2008年	2.50%～2.75%	2.75%～3.00%	0.25
インフレ率(コアPCEデフレーター前年比)			
2007年	1.75%～2.00%	2.00%～2.25%	0.25
2008年	1.75%～2.00%	2.00%～2.25%	0.25

(資料) 連邦準備制度理事会(FRB)HP 公開データより、住友信託銀行調査部作成

FRBの見通しでは同時に、インフレ率の予想も0.25%ポイント下方修正し、07年と08年のインフレ率は前年比1.75%～2.0%と、FRBが目標とする1%～2%のレンジに収まるとの見方を示している。こうしたことも背景に、6月中旬には5.23%まで上昇した1年先のFF先物レート水準は、再び5.0%水準にまで低下し、1年先までに1回の利下げを織り込むようになってきている（前掲図1参照）。

しかしながら、この1年間の金融政策予想や長期金利は大きく揺れ動いてきたのは図1が示す通りであり、利下げ・長期金利低下という見方がこの先ずっと続くという保証はない。そこで以下では、米国経済の先行き景気局面、これを支える企業部門の財務耐久力、モデルによる金融政策予想と長期金利の適正水準から判断して、この先半年タームでみた長期金利がどう推移するのかを予測してみたい。

2. 見方分かれる米国経済の方向性

今年前半を振り返って明らかとなった米国経済の環境変化は、製造業に顕著な企業部門の景況感底入れと住宅市場の調整長期化という強弱対立する動きである。

ISM指数が示す企業景況感は、今年1～3月期に製造業指数が50前後まで低下するという弱さから脱却し、現在は55前後の水準まで改善してきている（図2）。ISM指数は50が景気拡大・後退の境目を表すため、7月の製造業指数が56、非製造業指数が60.7という現状は、企業セクターの景気サイクルが拡大局面にあることを示している。ISM指数は企業設備投資の先行指標のひとつでもあり、資本財（除く国防・運輸）出荷に3ヶ月先行していることから、製造業の景況感改善はこの先1～2四半期にわたって設備投資の勢いが増すことを示唆している（図2参照）。

一方で、住宅セクターに目を転じると、住宅着工許可件数や都市部の住宅価格の低下には未だ歯止めがかかっておらず、住宅市場の調整が長期化している（図3）。

図2 企業景況感と資本財出荷の推移

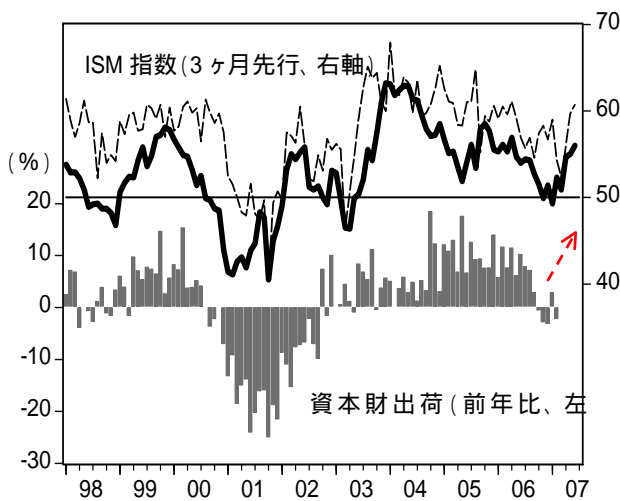
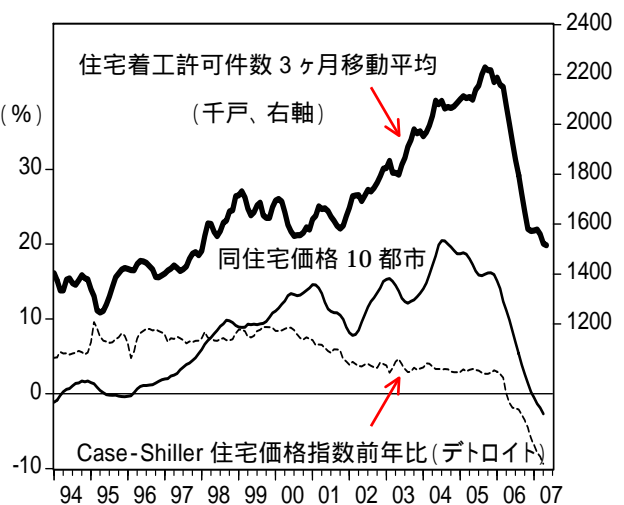


図3 住宅着工許可件数と住宅価格推移



（資料）米国商務省「Survey of Current Business」他より、住友信託銀行調査部作成

年後半の米国経済に対する見方も、製造業部門の回復と住宅市場の調整長期化のどちらをより重視するかで分かれてきた。今年前半を振り返れば、住宅市場の調整が雇用や消費悪化につながった証拠はみられず、米国経済は底固く推移するとの見方が優勢となっている。当部も含めてこうした楽観的な見方の背景には、住宅市場の調整が長引くとしても、今年末（10～12月期）には住宅市場の調整は終了し、ほぼ1%規模で経済全体の成長率を押し上げてきたマイナスの影響がなくなり、設備投資の回復が加って成長ピッチは3%超へと加速する、というものである。

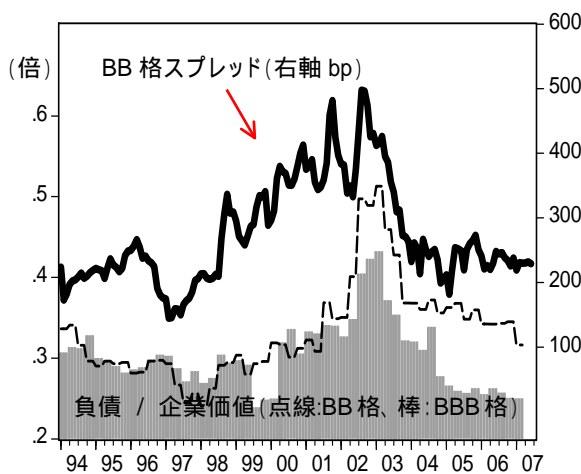
ここにきて、再び長期金利の低下をもたらしているのは、住宅市場の調整長期化に伴うサブプライム（信用力の低い）住宅ローン証券の格下げが信用市場全体に波及するのではないかと、という信用市場でのリスク拡大懸念により国債が買われる質への逃避の動きがある。しかしながら、見ていくように企業の財務環境は過去10数年間で最も健全であることから、住宅ローン関連のリスク拡大がクレジットスプレッド全体の急上昇をもたらし、設備投資の抑制要因になるとは想定しづらい。

3. 負債・キャッシュフロー比率にみる企業財務の健全性

信用市場の一部で見られるリスク拡大懸念が、下期景気拡大シナリオの足枷となりうる経路には、企業の資金調達コスト上昇を通じた設備投資抑制が考えられる。これをモニターする指標としては、社債スプレッド（社債レート - 10年債レート）、すなわち長期金利に上乘せすべき資金調達コスト（信用コスト）の上昇がある。

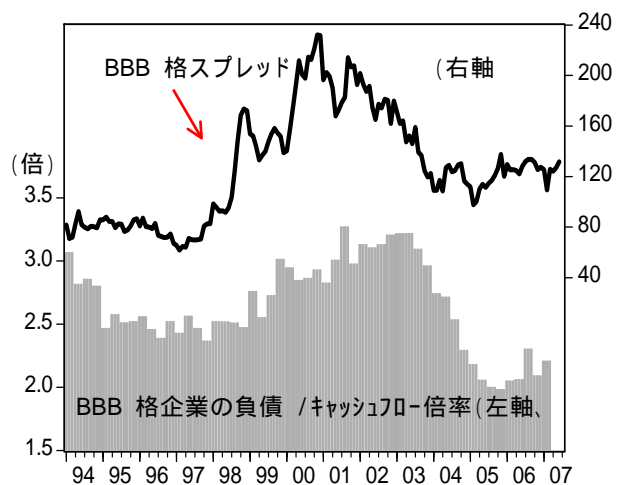
確かにBB格、BBB格といった投資適格債の境目となるグループの社債スプレッドは上昇しているが、過去の水準に比べればその規模は小さい。例えば、BB格のスプレッドは、7月20日時点で260bpまで上昇しているが、300～400bpという水準にあった2000年前後の数年間に比べればなお低い水準にある（図4-1）。

図 4-1 BB 格企業スプレッドと負債・企業価値倍



（資料）SP500 除く金融個社データより住友信託銀行調査部作成

図 4-2 BBB 格企業スプレッドと負債・キャッシュフロー



また、見てきたようにBB格は260bpと6月平均水準から30bpほど上昇しているものの、信用度がその上にあるBBB格のグループのスプレッドは135bp前後と6月から5bp上昇したに過ぎない。さらに、こうした社債スプレッドの上昇がこの先も軽微であると考えられる理由には、ここ数年改善してきた企業財務環境がある。

これを端的に示したのが、企業価値やキャッシュフローからみた低い有利子負債水準にみられる企業部門の健全な財務構造にある。前頁図4-1には有利子負債を企業価値で割った「負債・企業価値倍率」も社債スプレッドと並べて表示し、同じく図4-2は有利子負債を税引前利益に支払利息と減価償却費を加算した利益水準で割った「負債・キャッシュフロー倍率(負債・EBITDA倍率)」を比較している。

図が示すように、有利子負債の規模は将来の企業収益(企業価値)や当期キャッシュフロー水準からみて相当低い水準にある。社債スプレッドが2000年にピークをつけた後、企業は負債圧縮に努めてきた。この結果、財務構造は歴史的に見ても健全な状況にあり、少々のショックに対する財務上の耐久力は十分であると判断できるだろう。むしろ、企業景況感の改善を背景に、設備投資拡大や企業買収増加など攻めに転じることで、企業の財務構造は今後緩やかにバランスシート(負債・資産)が拡大していく局面へと緩やかに移行していくと予測することができるだろう。

4. 先行き期待インフレ率を重視する金融政策

このような景気と信用市場の拡大、すなわち投資・調達の拡大を背景にすると、金利は低下するより上昇していくと見るのが自然である。一方で、金利が低下するとの見方の背景には、インフレ率(コアPCEデフレーター)が5月前年比1.9%まで鈍化し、1~2%といわれるFRBの目標レンジに入ってきたことがある(図5)。

しかしながら、期待インフレ率は2.4%前後となお目標レンジより高い水準にあるなかで、早い段階で利下げに転じると見るのは早計であると当部では考える。

図5 期待インフレ率とPCEコア前年比の推移

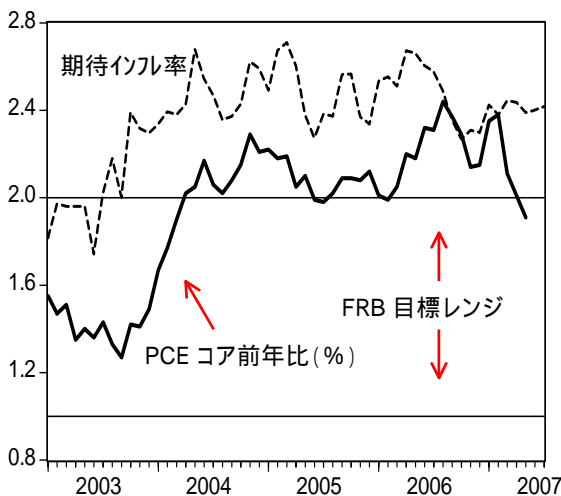
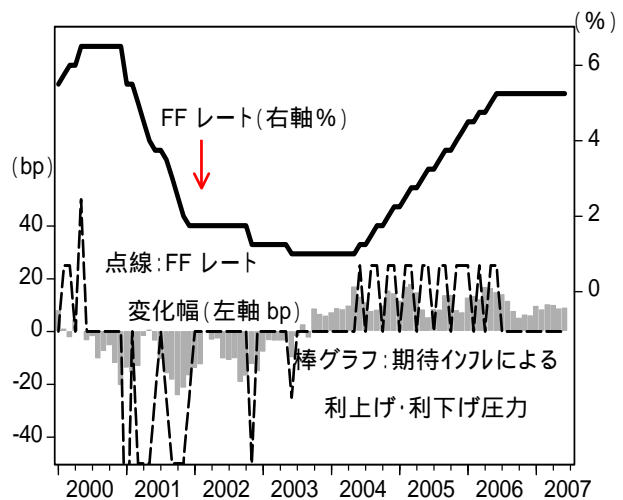


図6 期待インフレ率による利上げ圧力



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」他より、住友信託銀行調査部作成

そのように判断する根拠は、金融政策における期待インフレ率の位置付けにある。

前頁図5は、コア PCE デフレーター前年比と期待インフレ率の推移を比べている。図からは、期待インフレ率とコア PCE がほぼ平行に、しかも期待インフレ率が実際のインフレ率にやや先行して推移していることが読み取れる。市場データから日々観察できる10年期待インフレ率(10年債レート - 10年物価連動債レート)等は、実際のインフレ率を予測する重要な指標といえるだろう。

前頁図6は、10年期待インフレ率の水準を説明変数に、FF レートの政策変化(利上げ・利下げ)を被説明変数とした回帰分析により得られた「利上げ・利下げ理論値」と実際のFF レート政策変化を比べたグラフを示している。この図6からは、期待インフレ率で説明される利上げ・利下げ圧力が2000年以降の政策変化をよく再現しており、足許はまだ引締めバイアスが継続していることが読み取れる。

この2つのグラフが示すように、期待インフレ率は実際のインフレ率のトレンドを予測する指標であり、長期のインフレ安定を目的とする金融政策の重要な目標変数となっている可能性が高いと考えられる。

FRB が金融政策を決定するに当たって長期の期待インフレ率を重視する姿勢は議事録や講演でもたびたび触れられてきた。

先ごろ公表された6月のFOMC(連邦公開市場委員会)議事録では、足許のインフレ環境について、「コアインフレ率が今後数四半期にわたって予想通りに緩やかに低下していくためには、長期的なインフレ期待を現在と同じかもしくは、それよりも低い水準に抑える必要がある」と結論づけている。また、7月10日のバーナンキ議長による講演では、「FRB がFF レートを引き上げることによって、長期的な期待インフレ期待が直接抑制する効果」の可能性について言及している。

こうしたFRBのスタンスを念頭に置けば、実際に利下げに転じるには、少なくとも期待インフレ率が2%近傍まで低下していく必要があるだろう。

5. 長期金利の適正水準はどこか

以上見てきたように、企業景況感底打ちで景気は今後上向く、企業の財務状況は健全で信用市場の局所的なリスク拡大に対する耐久力があるため、景気全体への負の連鎖や更なる質への逃避は回避される、期待インフレ率が2%を大きく上回るなかで金融政策の引締めバイアスは続いていく、ことを念頭に置けば、長期金利の低下は一時的であり、半年先というタームで見た長期金利のトレンドは低下ではなく、むしろ上昇トレンドにあると判断すべきだろう。

では実際にどの程度の水準まで上昇していくと予想すべきか。最後に、長期金利の振る舞いを説明する回帰式を作成し、現時点での適正水準を判断してみたい。

図7 10年債レートモデル理論値と実績

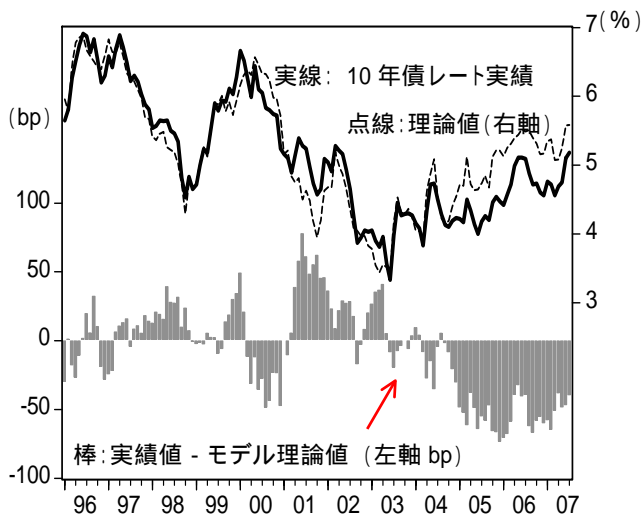
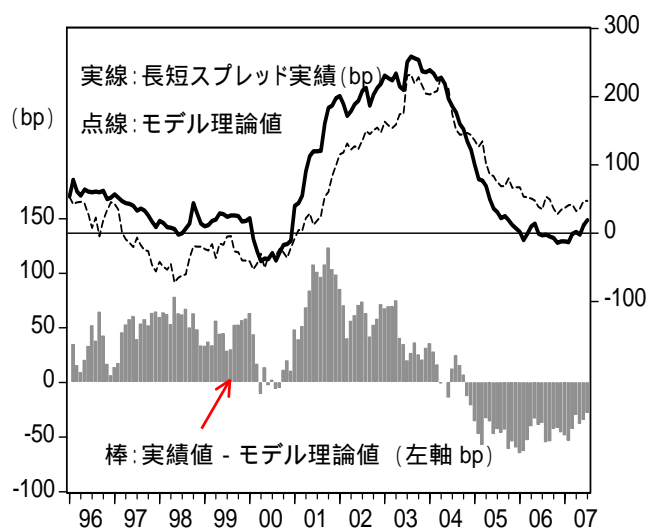


図8 長短(10-2年債)スプレッドのモデル理論値と実績



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」他より、理論値は住友信託銀行調査部作成モデルによる

上の図7と図8は、米国10年債のモデル理論値と実績値の過去推移をみたものである。左の図7は10年債レート水準、右の図8は10年債と2年債レートとの差をとった長短スプレッドのそれぞれ理論値と実績値を比較している。モデルで用いている説明変数は、実質GDP成長率、期待インフレ率、10年債レートの過去のボラティリティ、潜在失業率と失業率の乖離幅となっている。

図が示していることは、第一に、モデルの理論値が示す適正水準は5.5%近傍にあること、第二に理論値と実績値はここ数年大きく乖離してきていること、第三にその乖離をもたらした主たる要因が、10年債と2年債レートの長短格差(期間プレミアム)にあるという点にある。期間の長い債券は期間の短い債券に比べてリスクが高いために、平均的にみれば長短格差はプラスとなるはずとの見方に立てば、図8が示すように、10年債と2年債の長短格差は、今後も理論値に近づく形でプラスになっていくと予想される。モデルの説明変数である、実質成長率や期待インフレ率といったファンダメンタルズや金融政策を反映する2年債レート水準に下方圧力がなければ、理論値に近づく流れが今後も続いていくと考えられるだろう。

こうしたモデルによる評価は、説明要因が限定された思考実験に過ぎない面は確かにあるだろう。しかしながら、上向いていく景気局面となお高い期待インフレ率を背景にした「引締めバイアスを保持した5.25%」というFFレート水準という経済環境、さらに、局所的に見られる質への逃避も健全な企業財務環境から今後解消に向かっていくことを念頭に置けば、半年先の長期金利の適正レンジは、概ね5.25~5.50%にレンジにあると判断できるのではなかろうか。

(木村: kimurato@sumitomotrust.co.jp)

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

団塊ジュニア世代の家計力 ～小粒・堅実路線で消費へのインパクトは限定的～

団塊ジュニア世代(1971～74年生まれ)も30代前半～半ばにさしかかり、家族形成・成長期、住宅取得期といった新たなライフステージを迎えている。最後の大人数世代である同世代には、個人消費の担い手としてかかる期待も大きいようだ。

しかし、彼らの家計を年上世代と対比しながら眺めると、収支の規模は小粒で、消費より貯蓄重視で、住宅取得が早めに進んでいることから大きな負債を抱えている等、日本の消費全体へのインパクトは限定的と思える実態が浮かんでくる。

1. バブル入社世代と比べ小粒な家計

団塊ジュニア世代の家計力を考える手始めとして、総務省「家計調査」を元に、この世代の収入と支出をみてみよう。

団塊ジュニア世代の1ヶ月の収入・支出額は83.8万円である¹。収入の内訳は、給料や利子・配当などの「実収入」が44.6万円、預貯金引出し等(29.0万円)と借金(4.9万円)を合わせた「実収入以外の収入」が33.9万円、前月からの繰入金(5.3万円)となっている(図1)。

彼らより10歳年上の世代(バブル入社世代)が30代前半だった頃と比較すると、実収入が4万円、前月からの繰入金(1.3万円)少なく、逆に、預貯金の引出し等は0.8万円、借金は1.4万円多くなっているが、実収入と繰入金の少なさを補いきれてはいない。

団塊ジュニア世代は10歳上の世代より3.2万円少ない収入(3.5万円少ない可処分所得)で1ヶ月の家計をやりくりしているわけであり、相対的に「小粒、こじんまりした家計」と言える。

2. 貯蓄と借金返済重視の堅実路線

(1) 低い消費性向

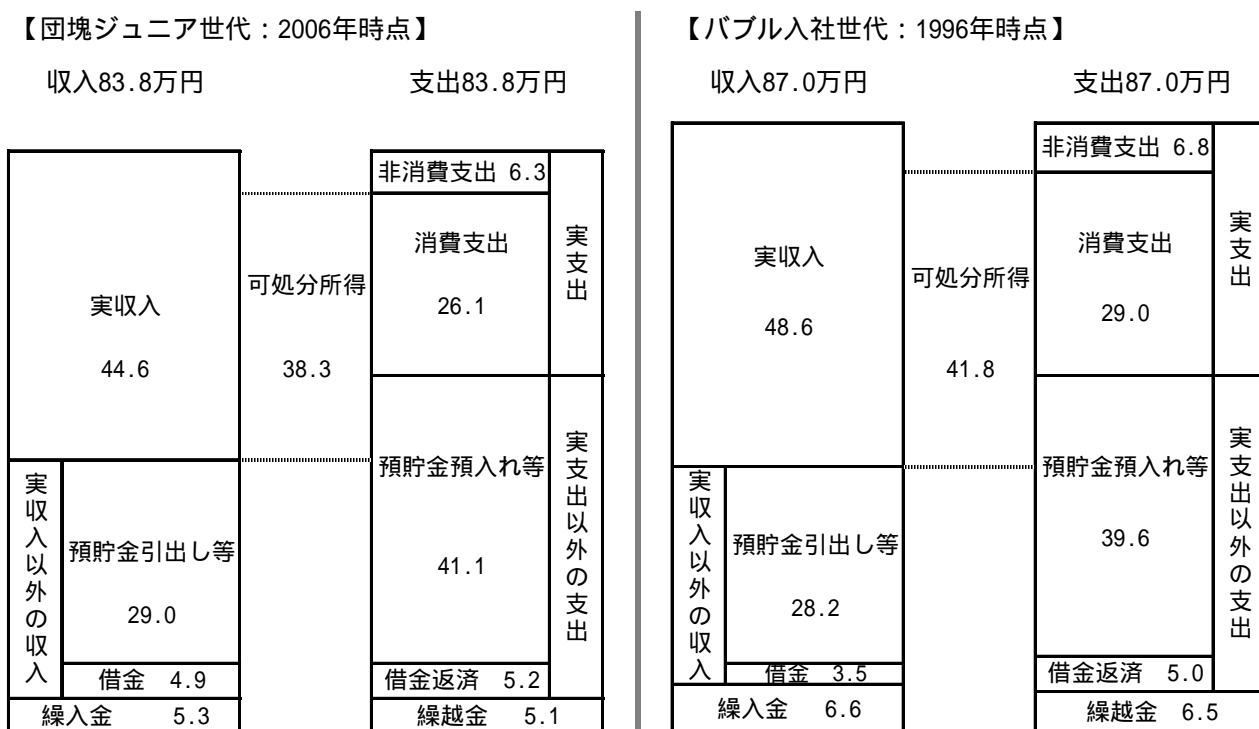
一方、団塊ジュニア家計の支出の内訳は、消費支出(26.1万円)と税金や社会保障負担などの非消費支出(6.3万円)を合わせた「実支出」が32.4万円、預貯金の預入れ(41.1万円)や借金返済(5.2万円)などの「実支出以外の支出」が46.3万円、翌月への繰越金が5.1万円となっている。(図1)

¹ ボーナス支給月を含む12ヶ月の平均金額。

バブル入社世代と比べると、1ヶ月に3万円弱消費を切り詰め、翌月への繰越金が1.4万円少なくなっているが、預貯金の預入れや借金の返済は少ない収入の中から積極的に行っており、バブル入社世代より合計1.7万円多い。

この結果、平均消費性向（消費支出/可処分所得）は、団塊ジュニア世代が68.1%、バブル入社世代が69.4%と、可処分所得が3.5万円も少ない団塊ジュニア世代の方が低くなっている²（裏を返せば、団塊ジュニア世代の貯蓄率はバブル入社世代より高くなっている）

図1 30代前半世帯の1ヶ月の収支（勤労者世帯、2005年価格）（単位：万円）



実収入 勤め先からの給料、家賃収入、社会保障給付金、利子・配当など
 預貯金引出し等 預貯金引出し、保険受取金、有価証券売却、財産売却など
 非消費支出 税金、社会保険料
 預貯金預入れ等 預貯金預入れ、保険掛金、有価証券購入、財産購入など

*1996年と2006年の物価の違いを調整するため、消費者物価指数により実質化し、2005年価格に統一。
 (図3、図4も同じ)

(資料) 総務省「家計調査」「消費者物価指数」

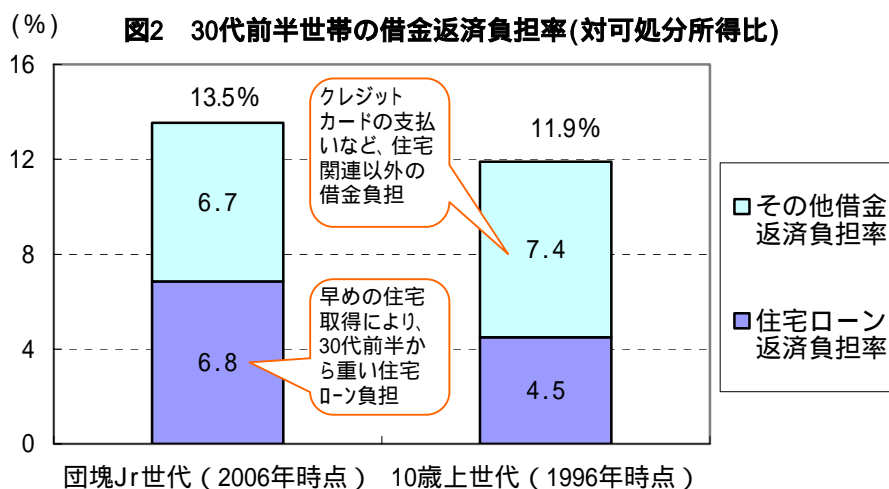
² 団塊ジュニア世代の可処分所得は38.3万円と低いので、もし消費支出が10歳上の世代と同額の29万円だったら、平均消費性向は75.7%（貯蓄率は24.3%）になっているところ。消費を10歳上の世代より少し抑えて27万～28万円にしたとしても、平均消費性向は70～73%（貯蓄率は27～30%）である。団塊ジュニア世代がいかに消費を切り詰めて、貯蓄や借金返済にまわしているかがわかる。

消費謳歌型のバブル入社世代に対し、団塊ジュニア世代の家計行動は、貯蓄の積み増しと借金返済に重きをおいた、保守的で堅実なものとなっている。

(2) 重い住宅ローン返済負担

団塊ジュニア世代の月々の借金返済額は5.2万円、借金返済負担率（借金返済額/可処分所得）は13.5%で、バブル入社世代が30代前半だった時（5.0万円、11.9%）と比べ、金額で2000円、負担率で1.6ポイント大きい。金額的な差は2000円と小さいが、可処分所得が3.5万円少ないため、借金返済の家計圧迫度（負担率）はジュニア世代の方がかなり大きい。

両世代の借金返済負担の中身を見ると、団塊ジュニア世代においては住宅ローン返済負担率が高い（6.8%）のに対し、バブル入社世代ではその他借金返済負担率が高い（7.4%）。早めの住宅取得により若いうちから住宅ローン負担が重い団塊ジュニア世代、カード買いで消費を楽しんだ結果、住宅ローン以外の借金返済負担が重いバブル入社世代という好対照な結果である（図2）。



(資料) 総務省「家計調査」「消費者物価指数」

(3) 負債残高はバブル世代の約3倍

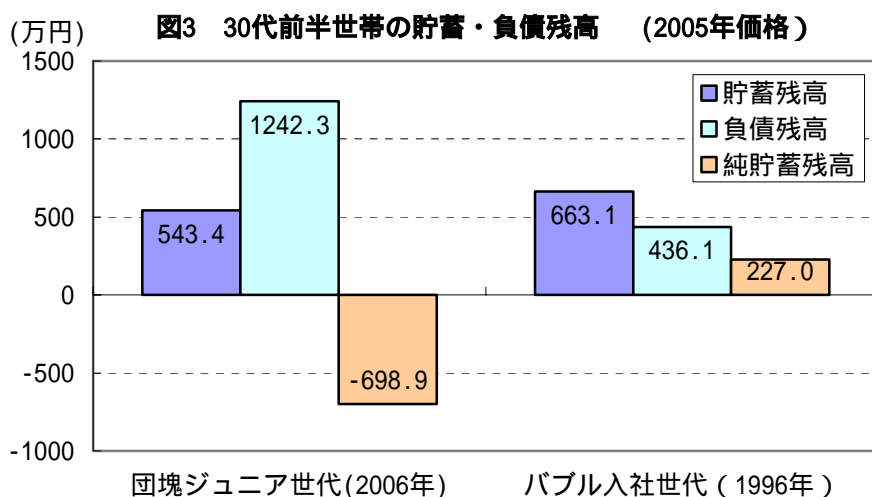
ところで、団塊ジュニア世代の貯蓄と借金（負債）を残高ベースで見ると、貯蓄残高が542万円、負債残高が1242万円で、貯蓄から負債を差引いた純貯蓄残高は大幅なマイナス（699万円）になっている（図3）。

バブル入社世代が30代前半だった頃（貯蓄残高663万円、負債残高436万円、純貯蓄残高227万円）より、貯蓄は120万円少ない一方で、抱える負債は3倍近くに上っ

ているわけである。この主な理由は、団塊ジュニア世代の住宅取得が早めに進んでいることにあると考えられる³。(詳しくは後述)

バブル入社世代の3倍弱にもあたる借金を抱えているのだから、月々の返済額を(5.2万円にとどめず)もっと増やしてもよさそうなものだが、30代前半は生命保険や教育関連の積み立ても充実させておかなければならない時期であることや、現時点の貯蓄残高が決して多いとはいえないことを考えると、預貯金の預け入れ等を削るわけにもいかないのだろう。

「貯蓄・負債の残高状況からして、そうせざるを得ない」とも言えるが、団塊ジュニアの家計運営が、消費をかなり抑制して貯蓄や借金返済に回すという堅実路線であることは間違いない。



(資料) 総務省「家計調査(貯蓄負債編)」、「貯蓄動向調査」他

3. 内向き・おこもり傾向の消費

次に、団塊ジュニア世代の消費の中身をみてみよう。

バブル入社世代の30代前半時点と比較すると、団塊ジュニア世代がお金をかけているのは家具・家事用品(消費支出全体の3.2%)と交通通信(同17.0%、特に通信関連支出が多い)で、被服・履物(同4.7%)やその他消費(カバンなどの身の回り品、理美容用品、交際費など、同18.3%)への支出は控えめである(図4)。

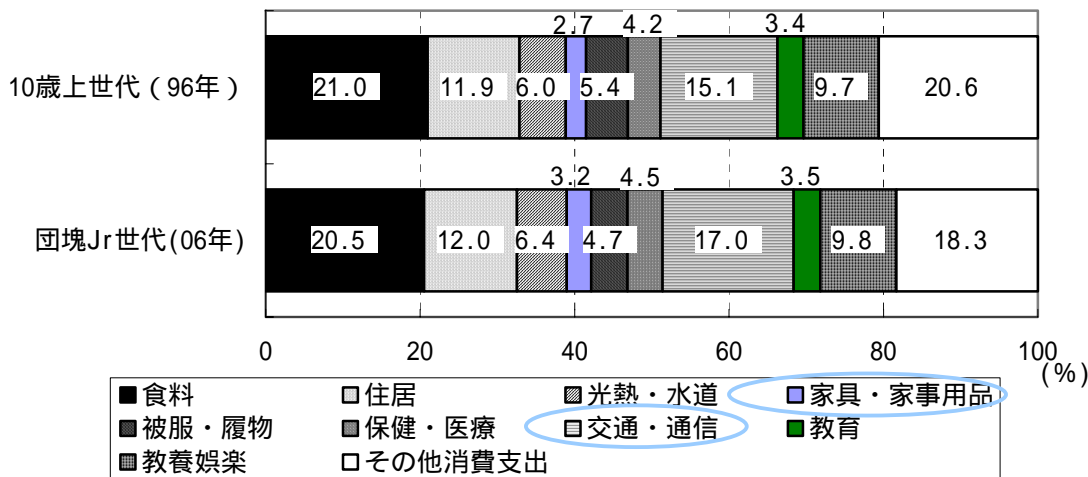
バブル入社世代の消費が、被服・履物や身の回り品にお金をかけて外に出かけていく

³ バブル入社世代の負債残高は、30代前半には436万円だが、30代後半になると一気に増加し1400万円を超える。バブル入社世代は団塊ジュニア世代より、平均的な住宅取得時期が若干遅い(よって住宅ローン借入時期も若干遅い)と考えられる。

「外向き」型であるとするれば、家電や食器など家の中のものをそろえ、通信費を惜しまない団塊ジュニア世代の消費は、どちらかという「内向き」型である。

小さい時から個室を与えられて育ち、自分の空間に対するこだわりが強い団塊ジュニア世代が、居心地のよい家を作り、気の合う友人を呼んでホームシアターで映画見るといった「おこもり消費」を好むのは、ある意味自然な流れかもしれない。

図4 30代前半世帯の消費支出項目別内訳



(資料) 総務省「家計調査」「消費者物価指数」

4. 住宅取得と団塊ジュニアの家計

既に述べたように、団塊ジュニア世代は30代前半にして平均1242万円という多額の負債を抱えているが、これは、同世代の住宅取得が他の世代に比べ早めに(若いうちから)進んでいることと関係している。

(1) 高い団塊ジュニアの住宅取得能力

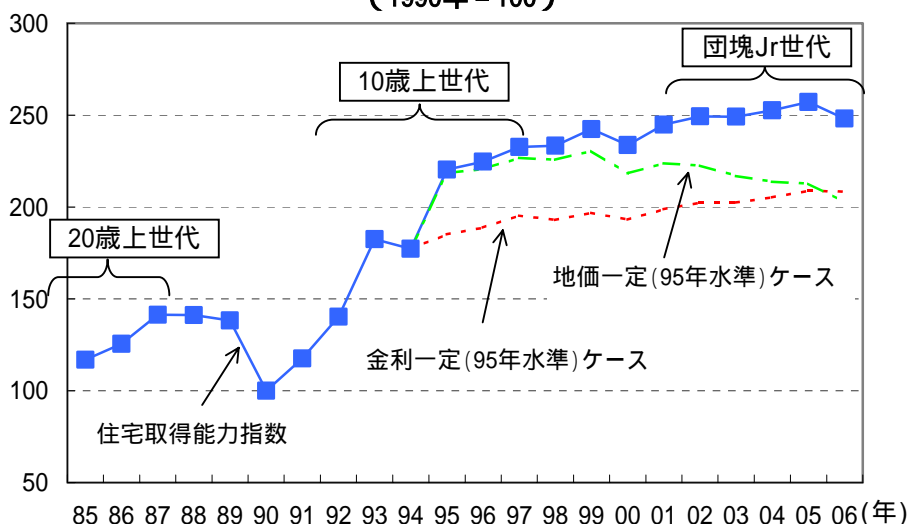
住宅取得が進むかどうかは、購入者の経済力や金利、地価、建築コストなど様々な要素に左右される。そこで、これらの要素を盛り込んで「住宅取得能力指数」⁴を試算したところ、団塊ジュニア世代の足下30代前半時点(2001~06年)における同指数は

⁴ 購入者の所得、住宅ローン金利、市街地価格指数、建設工事費デフレーター各データを元に、住宅購入者は住宅価格の80%を借入で調達する(20%は自己資金で賄う)、年収の25%を住宅ローン元利金の支払に充てる、返済期間は30年とするという仮定で、取得可能な実質住宅価格を算出し、これを1990年=100として指数化したもの。指数が高いほど住宅を購入する能力が高い(高額な住宅を購入できる)ことを意味する。

250前後、10歳年上世代の30代前半時点(1991～97年前後)の同指数は120～230、20歳年上世代の30代前半時点(1981～87年前後)の同指数は120～140であった(図5)

団塊ジュニア世代の30代前半時点は、10歳上、20歳上の世代の30代前半時点に比べ、住宅取得が進みやすい状況にあったといえる。

図5 30歳代前半世帯の住宅取得能力指数の推移 (1990年 = 100)



(資料) 総務省「家計調査年報」、日本不動産研究所「市街地価格指数」ほか

(2) 住宅取得に絶好の外部環境揃う

団塊ジュニア世代の住宅取得能力が高くなっているのはなぜだろう。

この世代は、年上の世代と比べ特に高い経済力を有しているわけではない。30代前半時点の年収を比べると、10歳年上世代(1991～97年前後)はピーク時には600万円を超えていたが、団塊ジュニア世代(2001～06年時点)は550万円前後に留まるし、貯蓄を保有していない世帯の比率も、10歳年上世代が30代だった頃は10%前後だったが、団塊ジュニア世代では20%～30%弱と格段に高い。

他方、金利、地価、優遇税制による親からの資金援助という住宅取得にとって重要な意味を持つ3つの外的条件(外部環境)については、団塊ジュニア世代は年上世代よりかなり恵まれている(表1)。

の親からの資金援助は、金利や地価と違って、ジュニア世代が実際に受け取った金額の推移を把握することはできないが、優遇税制実施年の2003年から住宅取得資金贈与額が急増している(図6)ことから、ジュニア世代の住宅取得能力指数を押し上げる

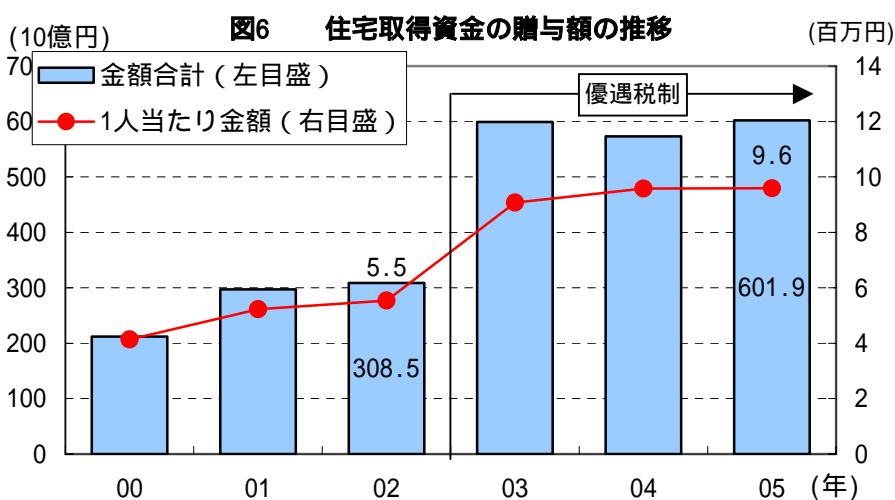
効果があったとみてよいだろう。団塊ジュニア世代の親は、団塊世代より少し上の世代である場合も多く、03～06年時点で既に退職金を手にしてある程度経済的余裕があり、同制度を利用して子供世代の住宅取得を支援した人も多かったと推測される。

もし、金利や地価が下落せず95年の水準に留まっていたり、親からの資金援助が年上世代並みだったとしたら、団塊ジュニア世代と10歳年上世代の住宅取得能力に大差はなかったと考えられ(図5の赤点線 - - - - と緑破線 - - - - 部分) 団塊ジュニアの相対的に高い住宅取得能力は、もっぱら外部環境により実現したものと見えそう。

表1 団塊ジュニア世代の住宅取得促進要因

項目	ここ数年の動き	変動がなかったら	今後の見通し
低金利の持続	住宅ローン金利は94年～95年にかけて4%から2.625%へと大きく低下し、団塊ジュニアの住宅取得時期と重なる01年～05年には2.375%という低水準が持続。	金利が下落せず95年水準に留まっていた場合 団塊ジュニアの住宅取得能力指数は200前後で10歳上世代の同指数は170～200。 < 図5の赤点線 >	緩やかながら上昇傾向 住宅取得にはマイナス
地価下落	市街地価格指数(全国住宅地)は、91年の125.9をピークに下落が続いており、06年には73.9とピーク時より4割以上低い水準になっている。	地価が95年水準に留まっていた場合 団塊ジュニアの住宅取得能力指数は220～230で10歳上世代の同指数は230前後。 < 図5の緑破線 >	都心部を中心に上昇 住宅取得にはマイナス
優遇税制 親からの資金援助拡大	2003年の税制改正で「相続時精算課税制度」が創設(期間限定で住宅取得資金贈与時の特例も設定)され、親から子への住宅資金贈与が加速。1人当り住宅資金贈与額は550万円 1000万円弱に急増。 < 図6 >	「相続時精算課税制度」の創設がなければ、住宅資金贈与額がこれほど急増することはなかった。	「相続時精算課税制度」の住宅取得時特例は2007年末が期限 住宅取得にはマイナス

(資料) 各種資料より当部作成



(資料) 国税庁「国税庁統計年報」

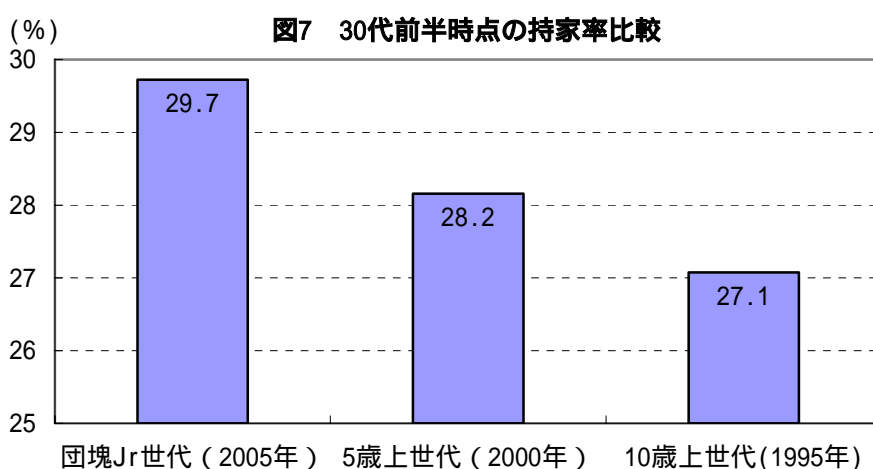
(3) 30代前半で3割が住宅所有

こうした高い住宅取得能力 言い換えれば、恵まれた住宅取得環境 を活かして、団

塊ジュニア世代は年上世代よりも早めに住宅購入を進めている。

30代前半時点の持ち家率は29.7%と、5歳年上世代に比べ1.5ポイント、10歳年上のバブル入社世代に比べ2.6ポイント高くなっている（図7）。

たとえ親からの支援があったとしても全額自己資金でまかなえる人は少なく、住宅取得のほとんどはローンの利用を伴う。団塊ジュニア世代が年上世代より若いうちから借金過多に陥った主因もここにあるとみられる。すなわち、住宅取得能力が高かったために若いうちから住宅取得が進み、従って若いうちから住宅ローンを借入れ、30代前半で1200万円超の負債を抱えることになったわけである。



(資料) 総務省「国勢調査」

5. 消費へのインパクトは限定的

以上みてきたように、団塊ジュニア世代の家計は、規模的には小粒で、消費よりは貯蓄や借金返済を重視した堅実路線で、早めの住宅取得により多額の負債を保有しており、消費については内向きな内容などの特徴を持つ。いくら人数が多いとはいえ、現状をみる限り、団塊ジュニアが個人消費の牽引役となるような家計力を持っているとは言いにくい。

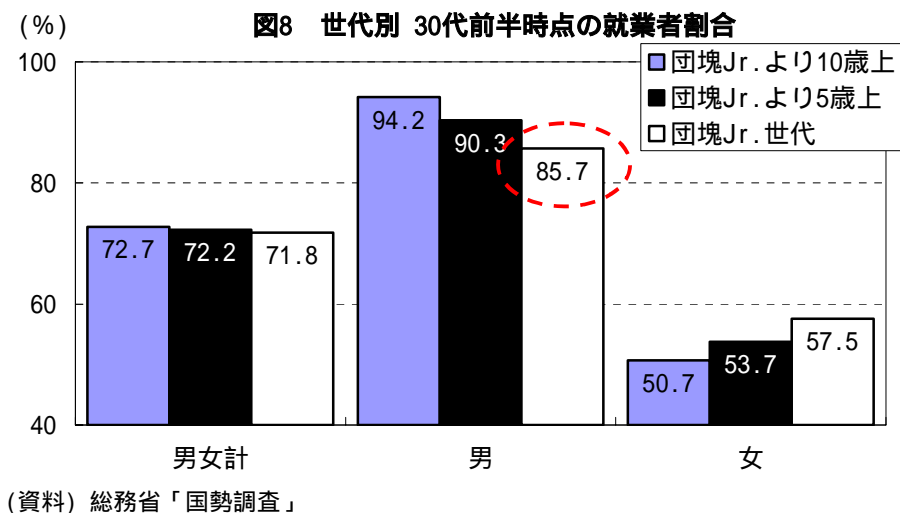
では今後はどうか。住宅取得が早めに進んでいるとはいえ、持家率はまだ3割程度なので、引き続き数年は住宅購入が進み⁵、現在でも1200万円を超えている平均負債残高は更に膨らむと思われる。

また、これは団塊ジュニア世代に限ったことではないが、景気の回復が賃金上昇に結

⁵ P7 (表1)に示したように、今後、金利・地価・優遇税制は住宅取得にとってはマイナスの方向に動くと思われるので、駆け込み購入に踏み切る人が出てくることも考えられる。

びつきにくい今の日本では、所得が急増する見込みは小さい。

更に、団塊ジュニア男性の30代前半時点における就業者比率が85.7%と、年上世代に比べかなり低くなっている⁶こと(図8)も気がかりだ。団塊ジュニア男性の15%弱が30代前半時点で働いていないわけであり、30歳を超えた無職者やフリーターの正社員への転換が容易ではないという現実を考えると、団塊ジュニア世代の今後の経済力を見通す上ではネガティブ要素である。



こうしてみると、団塊ジュニア世代の家計は、今後も小粒・堅実路線を踏襲すると考えるのが妥当だろう。あるいは、これまで以上に借金返済に重心がかかった(平均消費性向は低下)超緊縮家計に陥る可能性も否定できない。

少なくとも今後数年は、団塊ジュニア世代が住宅市場やその関連市場など特定の分野を刺激することはあっても、その家計力によって日本の消費全体に大きなインパクトを与えることはないのではないか。

(青木：aokimi@sumitomotrust.co.jp)

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

⁶ 男女合計で見ると、団塊ジュニア世代と年上世代の就業者比率に大きな差は見られないが、これは、晩婚化・非婚化の進展や出産年齢の上昇で女性の就業者比率が年々アップしていることが、男性の就業者比率の低下を打ち消しているため。

再び成長する繊維産業

合繊各社の2007年3期決算は好調なものとなった。成熟産業と言われて久しい繊維業界であるが、高付加価値繊維事業、非繊維事業に軸足を移しつつ、その収益は着実に拡大していること、国内生産が縮小している汎用繊維についても、世界的には需要拡大が見込まれ、新興国では追随できない新素材の開発や高度な加工技術で収益源を見出しうること - から、新たな成長軌道を描きつつある。繊維業界がリストラと技術力で復活する現状と今後について概観した。

1. 繊維市場の状況

(1) 2006年の繊維生産状況

日本化学繊維協会の推定によると、2006年の世界における繊維の生産量は2005年を2.9%上回る6,392万ト。全体の60%弱を占める化学繊維が3.9%増の3,738万トと全体を牽引した(表1)

主要な化学繊維について地域別で見ると、日本における化学繊維の生産高は前年比3.0%減の99.1万ト。世界の生産量の過半数を占める中国において、12.0%増の19,317万ト。成長著しいインドでは14.7%増の2,459万トとなり、韓国・台湾に代わって生産地として存在感を増してきている。その結果、日本のシェアは2.6%にまで低下した(表2)

(2) 日本における需給状況

主要合繊4品種で見ると、内需の減少とともに国内生産量も減少している。2000年から2005年にかけて、生産・内需は平均で28.6%、35.0%減少。特にセーターや毛布などの衣料・インテリア用に使われるアクリル繊維の内需は76.7%減少し、生産の92.9%が輸出される状況になっている(表3)

内需の内訳を見てみると、産業資材向けは堅調に推移しているものの、衣料用ならびに家庭・インテリア向けで減少傾向が続いている。これは衣料・インテリア製品の生産が中国など海外に移転していることを反映している。

表1 世界の主要繊維の生産

	全繊維	化学繊維			綿	羊毛	絹
		合繊	セルロース				
2000	48,896	28,289	26,062	2,227	19,173	1,338	96
2001	51,033	28,166	26,084	2,082	21,480	1,293	95
2002	50,726	30,038	27,913	2,125	19,323	1,268	97
2003	53,735	31,687	29,390	2,297	20,720	1,227	102
2004	61,730	34,104	31,629	2,475	26,290	1,221	115
2005	62,106	36,075	33,474	2,601	24,670	1,228	133
2006	63,921	37,484	34,622	2,862	25,100	1,205	133
06/05(%)	2.9	3.9	3.4	10.0	1.7	-1.9	0.1
構成比(%)	100.0	58.6	54.2	4.5	39.3	1.9	0.2

(注)綿、羊毛は季節年度

(資料)日本化学繊維協会推定

表2 主要国・地域の化学繊維生産（2006年）

地域	ポリエステル		ナイロン S+F	アクリル S	合 織 計	セルロース 計	化 織 計	構成比 (%)
	ファイバメント	ステーブル						
日 本	270 -4.2	213 -0.2	123 -0.7	243 -7.1	925 -3.1	66 -0.9	991 -3.0	2.6
韓 国	735 -15.1	515 -1.4	165 -5.7	48 -49.2	1,513 -11.4	6 0.2	1,519 -11.4	4.1
台 湾	1,185 -7.1	613 -16.3	415 -0.3	149 6.9	2,383 -7.8	132 15.6	2,516 -6.8	6.7
中 国	9,913 11.3	6,133 11.4	852 18.3	839 7.1	17,882 11.3	1,435 20.3	19,317 12.0	51.5
ASEAN	1,256 -1.3	906 -5.0	129 6.2	81 4.2	2,382 -2.2	330 2.2	2,712 -1.7	7.2
イ ン ド	1,207 16.1	752 22.3	89 6.8	102 -8.3	2,150 16.3	310 4.8	2,459 14.7	6.6
米 国	407 -10.0	846 -7.7	1,023 -5.5	4 -93.8	2,394 -8.9	27 -42.3	2,421 -9.5	6.5
西 欧	617 -9.5	538 -0.6	544 -1.3	735 -0.2	2,487 -3.0	449 5.7	2,937 -1.7	7.8
世界計	16,227 5.1	11,511 4.2	3,901 1.0	2,514 -4.8	34,622 3.4	2,862 10.0	37,484 3.9	100.0

(注)1. 上段は生産量、下段は前年比(%)
 2. 推定を含む
 3. オレフィン繊維、アセテートトウを含まない
 (資料)日本化学繊維協会推定

表3 主要合織4品種の需給

	年	(単位: トン, %)					
		生産	輸出	輸入	内需	輸出比率	輸入比率
ナイロンF	2000	175,928	33,597	10,319	152,650	19.1	6.8
	01	162,488	35,634	9,391	136,245	21.9	6.9
	02	125,935	30,488	24,007	119,454	24.2	20.1
	03	120,757	20,713	23,822	123,866	17.2	19.2
	04	120,737	27,795	26,067	119,009	23.0	21.9
	05	117,929	24,352	24,601	118,178	20.6	20.8
	06	117,533	24,179	27,243	120,597	20.6	22.6
ポリエステルF	2000	382,556	49,450	66,594	399,700	12.9	16.7
	01	364,000	44,727	68,785	388,058	12.3	17.7
	02	323,057	46,429	75,037	351,665	14.4	21.3
	03	295,421	43,558	93,550	345,413	14.7	27.1
	04	297,985	41,926	96,759	352,818	14.1	27.4
	05	281,788	40,474	91,164	332,478	14.4	27.4
	06	269,919	38,785	93,623	324,757	14.4	28.8
ポリエステルS	2000	282,039	60,961	14,220	235,298	21.6	6.0
	01	263,614	57,093	9,561	216,082	21.7	4.4
	02	240,685	59,828	6,314	187,171	24.9	3.4
	03	232,930	56,125	11,308	188,113	24.1	6.0
	04	221,456	51,865	9,097	178,688	23.4	5.1
	05	213,893	45,356	10,782	179,319	21.2	6.0
	06	213,343	46,753	13,697	180,287	21.9	7.6
アクリルS	2000	377,246	295,373	95	81,968	78.3	0.1
	01	364,715	315,020	198	49,893	86.4	0.4
	02	357,949	321,700	261	36,510	89.9	0.7
	03	298,391	270,956	324	27,759	90.8	1.2
	04	267,051	243,538	845	24,358	91.2	3.5
	05	261,367	242,939	501	18,929	92.9	2.6
	06	242,913	238,023	790	5,680	98.0	13.9

(注)1. 内需 = 生産 - 輸出 + 輸入
 2. 輸出比率 = 輸出 / 生産, 輸入比率 = 輸入 / 内需
 (資料) 経済産業省「繊維・生活用品統計年報」, 財務省

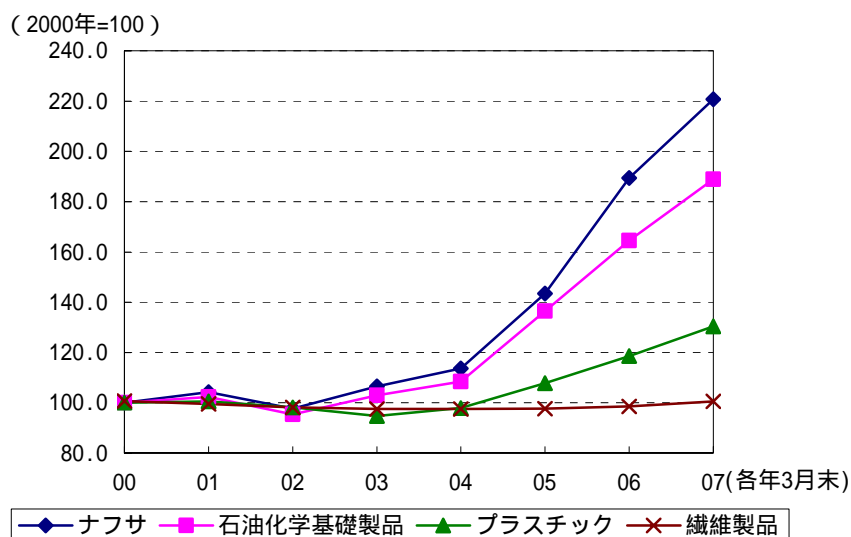
(3) 原材料・製品価格の動向

原材料価格は上昇基調を続ける一方で、繊維価格は軟調な展開が続いている。ナフサ、石油化学基礎製品は2004年度に入ってから価格上昇ピッチを強め、基礎原料を一部同じとするプラスチック製品も原料ほどではないが上昇を続けている。一方で繊維価格はようやく2000年度の水準に戻ってきた。

化学繊維は中国の生産比率が50%を超え、日本を除くアジア全体で75%を越える状況となっている。中国等での生産量拡大見通しが強いことが製品価格上昇を押し上げる要因となっていると思われる。

一方で、原材料価格はナフサの高騰などを受けて、川上から順次、価格転嫁が進められており、中国等の経済成長が続く中でプラスチックメーカーなどが基礎原料への需要を強めていることも、価格上昇の要因となっていると考えられる。

図1 国内企業物価指数



(資料)日本銀行「企業物価指数」

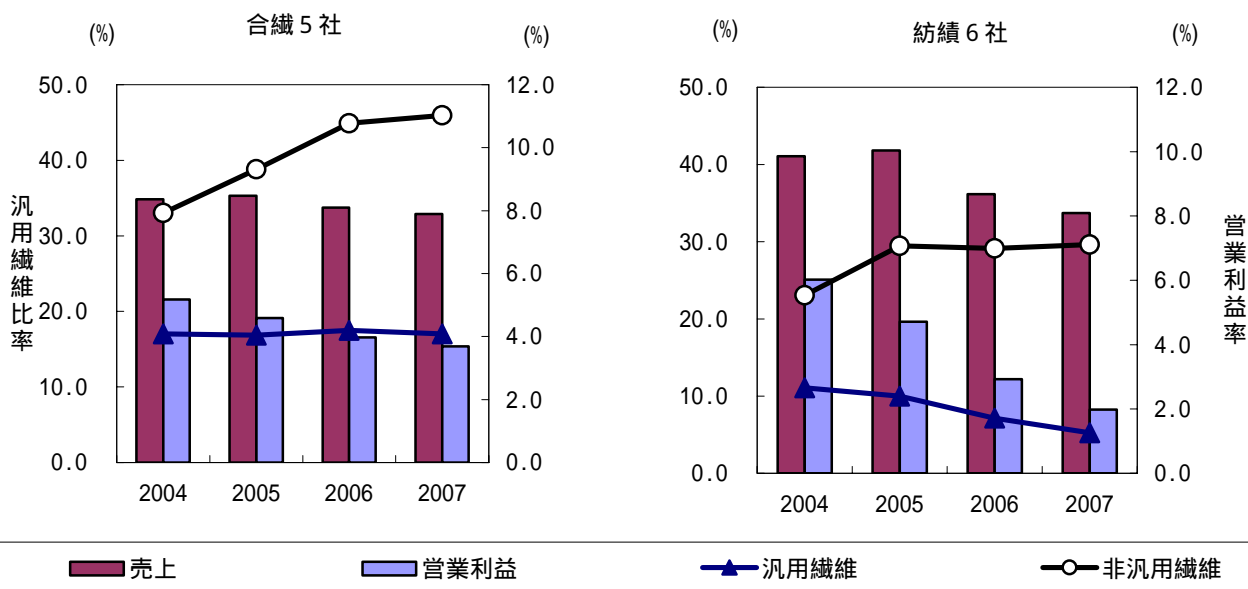
2. 合繊・紡績各社の業績

日本国内での汎用繊維市場が縮小する中で、繊維各社は非繊維事業、高付加価値繊維事業に軸足を移している。合繊主要5社の汎用繊維事業の占める割合は2007年3月期で、売上高で約32.8%、営業利益で15.4%まで縮小しており、紡績主要6社ではそれぞれ33.7%、8.3%となっている。収益性の観点では合繊主要5社では非汎用繊維の営業利益率が着実に上昇している。紡績主要6社では汎用繊維の営業利益率の低下傾向が続いている。

大手合繊各社は、炭素繊維やアラミド繊維などの高機能繊維、薄型テレビ向けフィルムなど市場寡占度の高い製品の売上を伸ばし、好調な決算の要因とした一方で、汎用繊維事業は製品の絞込みや海外生産比率を高めるなど、一定の事業基盤を維持している。

紡績各社も非繊維事業の好調で増収増益基調もしくは業績の改善基調を維持している。個別企業は建材事業などから不動産事業まで、それぞれに事業多角化を進めており、合繊各社に比べても非繊維事業の拡大の流れは顕著である。汎用繊維事業は価格転嫁や高付加価値化へのシフトを進めるが、依然として縮小傾向は継続している。

図2 汎用繊維の占める割合と汎用・非汎用繊維の営業利益率



(資料) 各社決算短信より当社調査部作成

合繊5社：東洋紡(3101)/帝人(3401)/東レ(3402)/三菱レイヨン(3404)/クラレ(3405)

紡績6社：富士紡HD(3104)/日清紡(3105)/クラボウ(3106)/ダイワボウ(3107)/シキボウ(3109)/日東紡(3110)

3. 高機能繊維

国内の合繊・紡績各社の軸足は高機能繊維、非繊維事業に移っていることを2.で述べたが、ここでは最近、航空機向けなどが堅調で脚光を浴びている炭素繊維について取り上げる。(表4は日本化学繊維協会がまとめた主要な高機能・高性能繊維の一覧である。)

炭素繊維とは、アクリル繊維やピッチ(石油、石炭、コールタールなどの副生成物)を原料に高温で炭化して作った繊維で、前者がPAN系炭素繊維、後者がピッチ系炭素繊維に分類され、生産量および使用量が大きいのはPAN系炭素繊維である。

PAN系は高強度・高弾性率の性質をもち、熱硬化性樹脂等と組み合わせ、軽くて高強度の部材として航空機向けやスポーツ用途、プラスチックの補強材等として使用される。一方ピッチ系は焼成の条件や原料に含まれる硫黄の量など、製法の諸条件で様々な強度、弾性の繊維を作り出すことができる。一般的にPAN系に比べて強度が劣るため、

主にコンクリート補強材、断熱材などに使用される。

経済産業省「窯業・建材統計月報」によると、2006年の炭素繊維の出荷量は8,093トン（前年度比ほぼ横ばい）、出荷金額は約410億円（12.4%増）となっている。生産はフル稼働の状態が続いており、出荷量が横ばいの中での出荷金額の上昇が需給逼迫を表している。

各社は海外も含めて設備投資を活発に行っているものの、需給バランスもタイトな状況が続くと想定されている。今年以降、新設備が稼働し始めることで生産ピッチは再び増加基調となるものと思われる。釣りざおやゴルフクラブなどのスポーツ用途の伸びは限定的と思われるが、航空機用途や産業用途の伸びは今後も大いに期待できる。特に産業用途で、成型コストなどが低下することで、自動車のボディや家電などの筐体、各種タンクなどで幅広い需要が発生すると考える。

表4 主要な高機能・高性能繊維の性能

性能	繊維	パラ系 アラミド繊維	メタ系 アラミド繊維	PAN系 炭素繊維	ピッチ系 炭素繊維	超高強度PE 繊維	ポリアリレート 繊維
強度 (kg/mm ²)		240～350	50～85	200～720	100～350	220～480	290～410
伸度 (%)		1.5～4.5	22～38	0.5～2.4	0.5～2.0	3.0～6.0	2.5～4.5
(kg/mm ²)		5,570～14,700	700～1,800	23,000～70,000	33,500～84,000	7,000～17,500	5,000～12,000
密度 (g/cm ³)		1.39～1.45	1.38	1.74～1.97	1.40～2.18	0.97～0.98	1.35～1.41
融点, 分解温		480～570	400～430	2,000～3,500*	2,000～3,500*	140～155	400以上
耐熱性 (長時間安定性)		強度保持率： 200 × 1000 Hr 59～75%	強度保持率： 200 × 1000 Hr 85～90% 250 × 1000 Hr 70～80% 260 × 1000 Hr 65%		高熱伝導性 低熱膨張性	80 強度保持率 78%	強度保持率： 200 × 50 Hr 97% 200 × 100 Hr 89%
耐薬品性		濃硫酸, 濃硝酸, 濃塩酸除き良好	濃硫酸, 濃硝酸, 濃塩酸, 50%NaOH除き良好	耐薬品性良好	耐薬品性良好	耐薬品性良好	優れた耐酸性 耐溶剤性良好
難燃性		LOI値：25～29 400～426 で炭化, 発火点650	LOI値：29～32				LOI値：28
電氣的性質		絶縁性 電気抵抗： 5×10 ¹⁴ /cm	絶縁性	導電性	導電性	絶縁性	絶縁性
特徴		高強度, 高弾性率, 耐熱性, 難燃性, 耐衝撃性	耐熱性, 難燃性	高強度, 高弾性率, 難燃性, 耐熱性	耐熱性, 難燃性, 高弾性率	高強度, 高弾性率, 低比重, 耐摩耗性, 耐衝撃性, 耐薬品性, 耐候性	高強度, 高弾性率, 耐熱性, 耐酸性, 低伸度, 低クリープ性, 低吸湿性, 振動減衰性
主用途		タイヤコード, ベルト, 防弾服, 防護服, アスベスト代替, ロープ, 航空機部材, コンク	フィルター, 電線被覆, 防災服, 防護服, 防弾服, 作業服, 抄紙用フェルト 複写機クリー	スポーツ・レジャー用品, 航空・宇宙部材, 機械部品, X線機器	コンクリート補強材, スポーツ・レジャー用品, アスベスト代替, 機械部品, 航空機材	ロープ, 防護服, スポーツ・レジャー用品, 釣り糸, 漁網	ロープ, 漁網, スポーツ, レジャー用品, 電材, 防護材, 成型品, 機能紙

性能	繊維	PBO繊維	超高強力 PVA繊維	PPS繊維	PEEK繊維	ポリイミド繊維	ふっ素繊維
強度 (kg/mm ²)		580	200~260	54~66	75~84	47	21~414
伸度 (%)		2.5~3.5	5~6	20~35	20~25	30	25~85
(kg/mm ²)		18,000~27,000	3,900~4,100	300~800	880~1,000	411	95~400
密度 (g/cm ³)		1.54~1.56	1.3	1.34~1.36	1.37~1.42	1.41	2.3
融点, 分解温		650	245	285	340~345		327
耐熱性 (長時間安定性)		強度保持率: 200 × 1000 Hr 75~85% 400 × 10 Hr 14~18%	強度保持率: 180 × 1 Hr 90%	170~190 高温連続使用可	強度保持率: 200 × 24 Hr 100% 連続使用温度 240	500 以上で炭化 260 機械的性質不変	260 長時間使用可
耐薬品性		濃硫酸除き耐酸性良好, 耐アルカリ性, 耐有機溶剤性良好	濃硫酸, 濃塩酸: 分解 他の酸, アルカリ: 強度低下なし	酸, アルカリ, 有機溶剤に不溶 (200 以下の溶剤なし)	酸, アルカリに安定	耐酸性, 溶剤に不溶, アルカリ溶液中高温長時間で問題あり	耐薬品性: 抵抗性大
難燃性		LOI値: 68	LOI値: 19	LOI値: 34	LOI値: 33~34	LOI値: 36~38	
電氣的性質		絶縁性		絶縁性			
特徴		高強度, 高弾性率, 耐熱性, 難燃性, 耐衝撃性, 耐摩耗性, 低クリープ性, 低吸湿性	高強度, 高弾性率, 耐候性	耐熱性, 耐薬品性, 絶縁性	耐熱性, 耐薬品性, 耐放射線性	耐熱性, 難燃性 ループ強度, ろ過特性	摩擦係数小, 生体反応性, 撥水性, 耐薬品性
主用途		防弾材, 防護材, ベルト, ロープ, セイルクロス, 各種補強材, 耐熱クッション材	コンクリート補強材, タイヤコード, ベルト, ロープ	フィルター, 抄紙用キャンパス, 電気絶縁材	フィルター, タイヤコード, ベルト	フィルター, 耐熱服, 防災服, 航空・宇宙部材	フィルター, シート材, 自動車部材

(注)*印は焼成処理温度

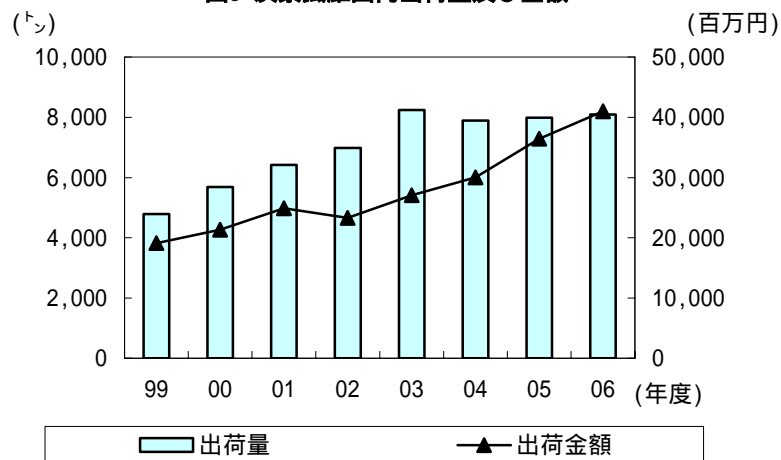
PAN: ポリアクリロニトリル PE: ポリエチレン PVA: ポリビニルアルコール

PPS: ポリフェニレンサルファイド PEEK: ポリエーテルエーテルケトン

PBO: ポリパラフェニレンベンゾビスオキサゾール

(資料) 日本化学繊維協会「繊維ハンドブック」

図3 炭素繊維国内出荷量及び金額



(資料) 経済産業省「窯業・建材統計月報」

4. 今後の見通し

世界全体で汎用繊維を中心とした成長が継続すると考える。先進国での繊維の需要は頭打ちではあるが、中国・インドを中心としたアジア地域の経済成長による需要の増加を見込んでいる。2000年の中国及びインドの1人あたりの繊維消費量はそれぞれ日本の30%弱、15%弱となっており、両国の成長力、人口の大きさ等を考えると、繊維市場全体への波及効果は相当なものと考えられる。

国内の繊維産業は汎用繊維と高付加価値繊維とで異なる動きをしていくだろう。汎用繊維は生産量の減少傾向が止まらない中で、技術力で繊維事業を維持する動きになると考える。アパレル等の製造拠点の海外、特に中国やベトナムなどへの進出で、現地での調達から生産の流れが進んでおり、国内需要の減少で価格面でも苦しい状況は続くと思われる。ただし、各社は紡績から染色、繊維加工の過程において、技術力で付加価値のある製品を作っていくことで収益力を向上できると考える。繊維加工は労働集約的な産業であり、通常労務コストの低い地域での生産が優位な産業であるが、高品質で少量、短時間の加工などは国内に生産拠点を設けた方が需要の変動に対応しやすくなり、価格競争から一線を引くことができるだろう。セーレンが発表した、透けにくい白の衣料用素材などは日本の技術力とマーケティング力の成果であろう。一方で、高付加価値繊維は市場の拡大が続き、各社の収益拡大に寄与すると考える。合繊各社は収益源である産業用繊維や化成品等を中心に研究開発費や設備投資額を増加させている。08/03期の予定額ベースでは、5社合算でそれぞれ1,208億円（前期比7.4%増）、3,477億円（前期比17.6%増）となっている。規模拡大や技術力の向上で生産コスト低減や高付加価値、高機能繊維が生まれる事が望まれる。金属等に代わる素材としての新しい市場の創出や、従来コスト高で使用できなかった領域でも使用可能となることによる市場の拡大が期待される。

原油価格を中心とした原材料価格の高騰と、中国などでの低コストを武器にした過剰生産の可能性は業界全体のリスク要因となろう。しかし、日本の繊維業界は高付加価値品の市場拡大と、汎用品のリストラや高付加価値化を合わせることで、一時的に下振れする事はあっても、堅調な流れは継続されるものと考えられる。

(栗本 : kurimoto@sumitomotrust.co.jp)