

明治安田生命

2007-2008年度経済見通しについて

～低空飛行を脱し、緩やかな上昇気流に乗る日本経済～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2007年4-6月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2007-2008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：2007年度 2.2%	2008年度 2.3%
名目GDP成長率：2007年度 2.1%	2008年度 2.6%

2. 要 点

- ①足元の日本経済はやや弱めの推移が続いているものの、年度後半以降は徐々に成長ペースが速まると予想する。米国では、今後、住宅市場が次第に持ち直しへ向かうと見ており、年度後半には景気の基調が徐々に強まると考える。これに伴い、日本からの輸出増が見込まれるほか、企業景況感が改善、設備投資も上向くと予想する。
- ②企業部門に明るさが戻ることによって家計部門にも徐々に恩恵が波及しよう。雇用環境の改善で雇用者所得の増加が見込まれるほか、配当所得や利子所得の増加も期待できる。個人消費は少しずつ力強さを増そう。
- ③日銀は、景気や物価情勢の改善度合いに応じ、早めに金利水準の調整を行う方針。無担保コールレートは、2007年度末に1.00%、2008年度末に1.75%に達すると予想する。

〈主要計数表〉

	2006年度 (実績)	2007年度		2008年度	
			2007/5時点		2007/5時点
実質成長率	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.6%
成長率寄与度・内需	1.3%	1.6%	1.8%	1.7%	2.2%
・外需	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
名目成長率	1.4%	2.1%	2.4%	2.6%	3.1%

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									
	2006年度	2007年度	2008年度	2006年度		2007年度				2008年度			
				10-12月	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	2.1%	2.2%	2.3%	1.3%	0.8%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
民間最終消費支出	0.7%	2.0%	2.0%	1.1%	0.8%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
民間住宅投資	0.4%	-2.9%	1.3%	1.7%	-0.8%	-3.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
民間設備投資	8.0%	4.0%	3.9%	2.8%	0.3%	1.2%	0.4%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	0.8%
政府最終消費支出	0.9%	0.6%	0.8%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
公的固定資本形成	-9.6%	-4.8%	-3.9%	3.7%	-1.3%	-2.1%	-2.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-0.8%	-1.0%	-0.5%
財貨・サービスの輸出	8.2%	5.7%	6.6%	0.9%	3.4%	0.9%	0.4%	1.0%	1.5%	1.8%	2.0%	2.0%	1.7%
財貨・サービスの輸入	3.3%	2.5%	4.2%	-0.1%	0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%	1.0%	0.9%
名目GDP	1.4%	2.1%	2.6%	1.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%
GDPデフレーター	-0.7%	-0.1%	0.3%	0.1%	-0.4%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2006年度	2007年度	2008年度	2006年度		2007年度				2008年度			
				10-12月	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	2.1%	2.2%	2.3%	1.3%	0.8%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
民間最終消費支出	0.4%	1.1%	1.1%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
民間住宅投資	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%						
民間設備投資	1.2%	0.6%	0.6%	0.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
政府最終消費支出	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
公的固定資本形成	-0.5%	-0.2%	-0.1%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
純輸出	0.8%	0.6%	0.6%	0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸出	1.2%	0.8%	1.0%	0.1%	0.6%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	-0.5%	-0.3%	-0.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%						

2. 主要指標予測

	→ 予測			→ 予測									
	2006年度	2007年度	2008年度	2006年度		2007年度				2008年度			
				10-12月	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)	4.8%	2.2%	4.0%	6.0%	3.1%	2.4%	2.2%	1.1%	3.3%	4.2%	4.2%	4.0%	3.5%
消費者物価指数(前年比)	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
除く生鮮食品(前年比)	0.1%	0.0%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
国内企業物価指数(前年比)	2.8%	2.0%	2.3%	2.6%	1.9%	2.3%	2.0%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%	2.5%	2.6%
完全失業率(季調済平均)	4.1%	3.7%	3.5%	4.0%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%
無担保コール翌日物(期末値)	0.50%	1.00%	1.75%	0.25%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	1.75%
為替レート(円/ドル: 平均値)	117円	118円	114円	118円	119円	121円	119円	118円	115円	115円	114円	113円	112円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

足元の日本経済はやや弱めの推移が続いているものの、年度後半以降は徐々に成長ペースが速まると予想する。米国経済は、今のところ住宅市場の調整から足踏みが続いているが、もうひとつの懸案事項であった製造業の在庫調整が一巡しつつあることから、年度後半には景気の基調が次第に強まるとみている。これに伴って国内企業の景況感が徐々に改善し、設備投資や輸出が上向くと予想する。

企業部門に明るさが広がることによって家計部門にも恩恵が及び、個人消費も少しずつ力強さを増してこよう。団塊世代の退職などによって一人当たり賃金はなかなか伸びない状況が続くと考えるが、企業の雇用不足感が高まっているため、雇用環境の改善が続く可能性が高く、雇用者所得は増加基調を持続すると予想する。企業の株主に対する収益還元姿勢の高まりなどから配当所得の増加が見込まれるほか、日銀の利上げに伴って利子所得の増加が期待されることも個人消費にとってプラス材料だ。

日銀は、目先のコア CPI 上昇率がたとえゼロ近傍で推移したとしても、景気回復を背景に先行きの物価上昇が見込まれるとの予想のもと、段階的に追加利上げを行う見通しだ。2008 年度末のコールレートは 1.75% に達すると考える。

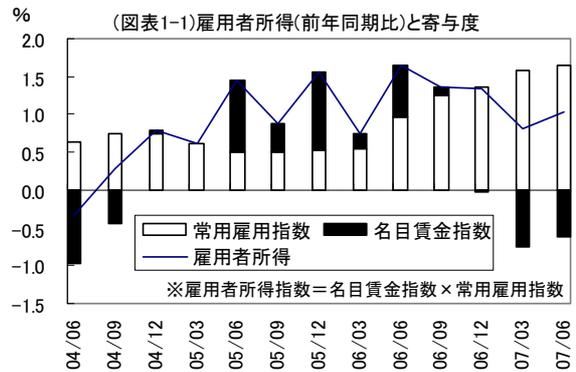
なお、5 月に発表した経済見通しでは、2009 年 4 月の消費税率引き上げ（5%→7%）を前提としていたが、7 月末に実施された参議院選挙の結果を受け、今回の経済見通しでは、予測期間中、消費税率は据え置きへと前提を変更した。

（1）各種所得の増加で個人消費は底堅く推移

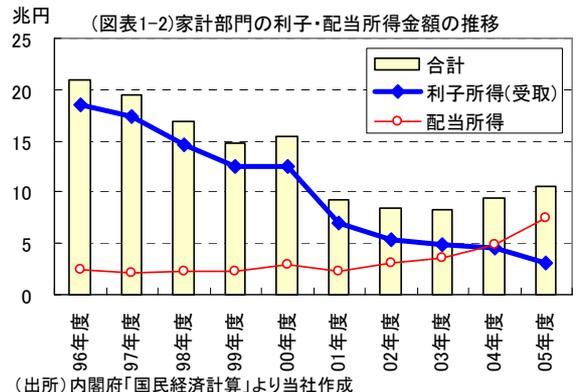
4-6 月期の実質消費総合指数は前期比 0.3% 増となり、3 四半期連続で前期の水準を上回った。天候が不順だったことや、1-3 月期が同 0.9% 増と高い伸びだったことを考えれば、足元の個人消費は底堅く推移していると言える。

こうした背景にあるのが雇用者所得の増加である。団塊世代の退職や非正社員雇用の増加などから、一人当たり賃金は伸び悩んでいるものの、雇用環境の改善によって賃金を受け取る雇用者総数が増加しているため、マクロでみた雇用者所得は増加基調を持続している。毎月勤労統計から試算した雇用者所得は、ここ数四半期、前年比で 1% 程度の伸びが続いている（図表 1-1）。これは、年間の雇用者所得を約 2.6 兆円押し上げるペースだ。

加えて、配当所得の増加も個人消費の下支え要因となっている。少し古いデータだが、内閣府の国民経済計算によれば、2005 年度に家計が受け取



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」より当社作成



(出所) 内閣府「国民経済計算」より当社作成

った配当所得は約7.4兆円と、2004年度から約2.5兆円も増加した（図表1-2）。低金利の持続などによって利子所得は減少傾向にあるが、2004年度以降は配当所得の増加額が利子所得の減少額を上回っており、両者の合計額は2003年度を底に増加傾向にある。

雇用者所得については今後も増加基調が続く可能性が高い。一人当たり賃金は、団塊世代の退職や非正社員雇用の増加などからなかなか伸びない状況が続くと考えるが、日銀短観の雇用人員判断DIは企業の雇用不足感が高まっている様子を示しており、今後も雇用の改善傾向が続くとみられる。

相対的に賃金水準の高い団塊世代が退職する一方で、賃金水準の低い若年層雇用が増えるため、消費を下押しするとの見方がある。しかし、団塊世代が退職しても、彼らは受け取った退職金とこれまでの貯蓄の取り崩しによってある程度の生活レベルを維持しようとするだろう。また、フリーターなど職が安定しなかった若年層の雇用改善は、これまで羨みがちだった彼らの消費を活発化させる

可能性が高い。雇用者の年齢構成の変化は、必ずしも消費にとってマイナスではないと考える。

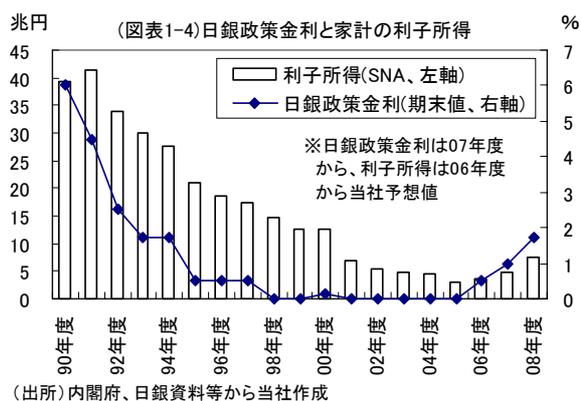
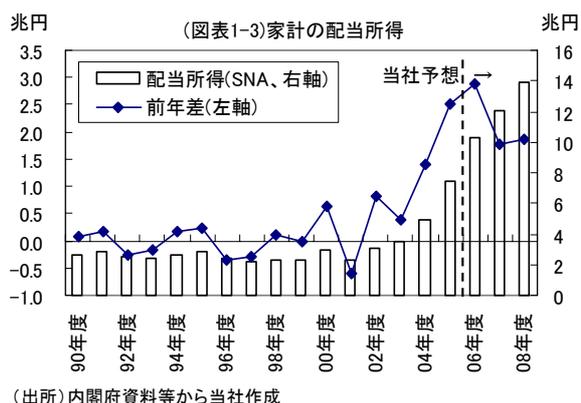
配当所得も増加傾向が続く可能性が高い。2006年度の東証一部・2部の配当総額を、加重平均利回りに時価総額を乗じることによって算出すると、2005年度よりも3割程度増加した計算となる。

2007年度、2008年度についても、景気回復を背景に企業の増益基調が続くと予想されるため、配当所得は増加しよう。当社の見通しどおり、EPSが2007年度に前年比6%、2008年度に同10%程度拡大する場合、加重平均利回りが直近値から変わらないと仮定すると、家計が受け取る配当所得は2007年度に約1.8兆円、2008年度に約1.9兆円前年から増加する（図表1-3）。企業が株主への利益還元を進めていること、家計がリスク資産への選好を強めていることなどを踏まえれば、この金額を上回る可能性もある。配当所得が個人消費を支える構図は当面続きそうだ。

加えて、今後は家計が受け取る利子所得が増加に転じよう。2006年3月に量的緩和政策が解除され、その後2度に渡って利上げが実施されたが、その結果、銀行の普通預金金利は、2006年7月の0.001%から足元では0.196%へ上昇している（日銀「預金種類別店頭表示金利の平均年利率等」より）。日銀は今後も経済・物価情勢の改善度合いに応じたペースで金利水準の調整を行うことを示しており、それに伴って預金金利の上昇が見込まれる。

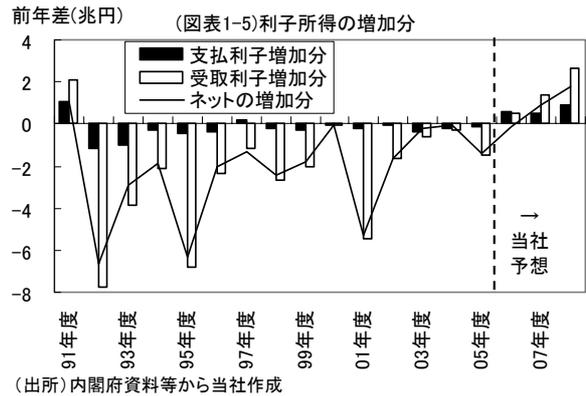
それでは、家計が受け取る利子所得はどの程度増加するのだろうか。当社では、景気回復を背景に緩やかながらも物価が上昇基調をたどると予想しており、無担保コールレートが2007年度末に1.00%、2008年度末に1.75%まで引き上げられると考えている（詳細後述）。無担保コールレートがこの水準まで上昇する場合、2007年度、2008年度の預金残高が2006年度から変わらないと仮定すると、家計の受け取る利子所得は前年よりも2007年度に約1.4兆円、2008年度に約2.6兆円増加する（図表1-4）。

一方で金利上昇は家計の支払利子負担も増加させる。政策金利が当社の見通しどおり推移する場



合、今後2年間借入残高が不変と仮定すると、家計の支払利子は前年よりも2007年度で約0.5兆円、2008年度で約0.9兆円増加することとなる。受取利子分の増加額から支払利子分の増加額を引いたネットの利子所得増加分は、2007年度が約0.9兆円、2008年度が約1.8兆円だ（図表1-5）。

2007年度は税源移譲や定率減税の廃止などで1.2兆円ほど家計負担が増加する見込みだが、雇用者所得の増加が期待できるほか、配当所得や利子所得の増加も見込めることから、個人消費は底堅く推移すると予想する。もっとも、金利上昇は住宅投資や設備投資などの下押し材料にもなりうることから、経済全体ではマイナスの効果が上回る可能性が高い。仮に長期金利が1%上昇した場合、実質GDP成長率は1年間で0.5%ほど低下すると推計される。

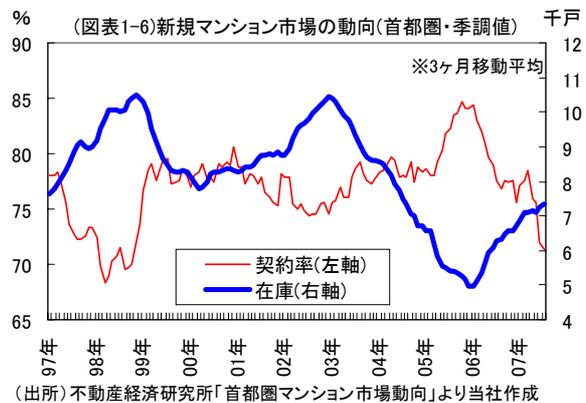


(2) 住宅投資は緩やかながらも増加基調を継続

住宅投資は、地価が底打ちしつつあること、団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期に突入してきていること、住宅ストックの老朽化で建替え需要が見込まれることなどから、増加基調が続くと予想する。

ただ、足元では、ここ数年住宅市場を牽引してきた貸家や分譲住宅に下押し材料が散見される。貸家については、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、これまで採算性を押し上げる要因となってきた材料が徐々に剥げ落ちてきている。

また、分譲住宅に関しては、マンション契約率の低下が示すとおり、これまでに比べると市場の勢いが落ちてきており、マンション在庫が増加傾向にある（図表1-6）。今後も住宅投資は増加基調を継続するとみるが、好・悪材料が綱引きする中で緩やかな増加にとどまると予想する。

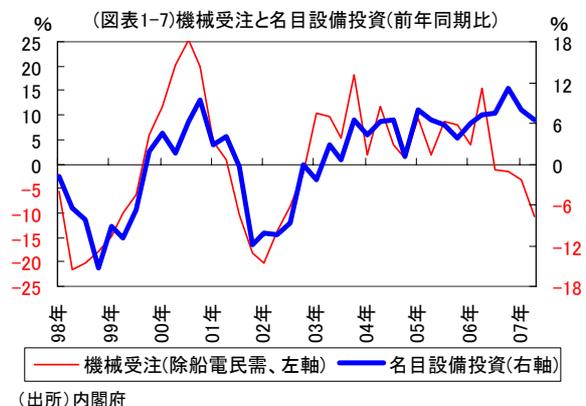


(3) 設備投資の増勢は幾分鈍化

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、昨年夏場をピークに減少傾向をたどっている（図表1-7）。同受注は設備投資の動きに半年程度先行するといわれていることから、昨年後半あたりは、設備投資の増勢が今年の初め頃から弱まるとの見方が多かった。

しかしながら、GDPベースの設備投資の動きを見ると、4-6月期は前期比1.2%増と6四半期連続で増加したほか、前年比でも高い伸びが続いており、今のところ勢いが弱まっている様子は見られない。

両者の動きにズレが生じている要因としてまず考えられるのは、カバレッジの違いである。機械



受注統計で最も注目されるのは、振れの大きい船舶・電力を除く民需のデータだが、GDPの設備投資には当然ながら船舶・電力分も含まれる。

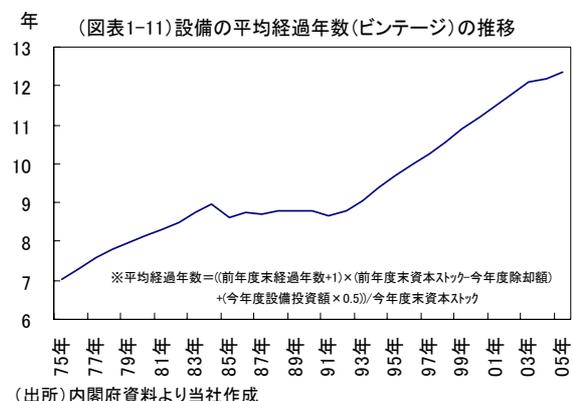
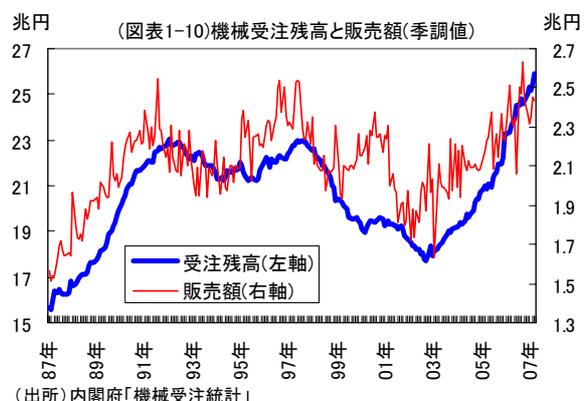
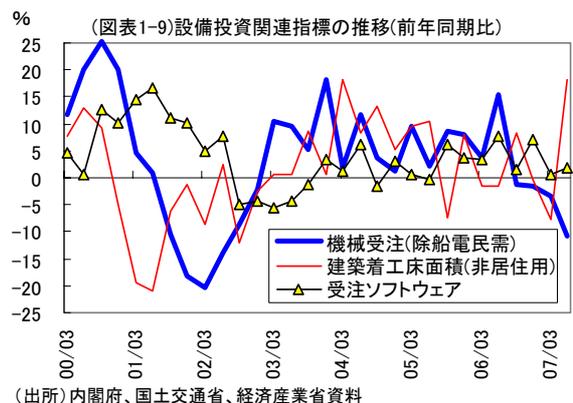
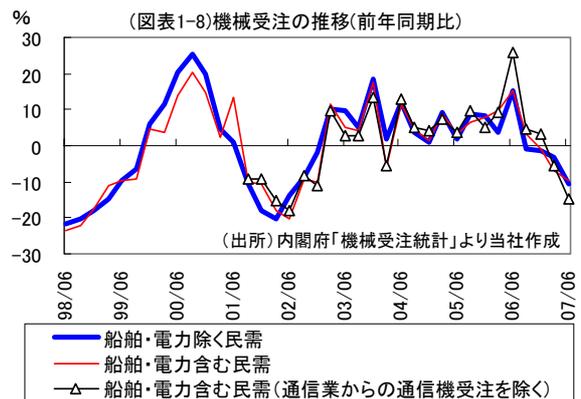
また、GDPの設備投資には計上されない携帯電話を含む「通信業からの通信機受注」が乖離の要因となっている可能性もある。通信業からの携帯電話の受注は、その大半が個人ユーザーによって消費される可能性が高く、本来は個人消費に計上すべき財である。これが機械受注統計に計上されているのは、受注側としては個人向けなのか法人向けなのか区別がつかないためだ。しかし、当社で計算したところ、図表1-8のとおり、これらの影響は軽微であることが確認できる。

GDPの設備投資には、機械受注統計で調査が行われている機械投資だけでなく、工場などの建設投資やソフトウェア投資なども計上されており、これらが設備投資の堅調な伸びの要因となっている可能性も考えられる。しかし、建設投資の推移を表す建築着工床面積（非居住用）の伸びは、4-6月期に急増したものの、それまでは鈍化傾向をたどってきた。このため、建設投資が設備投資を牽引してきたとは考えにくい（図表1-9）。また、受注ソフトウェア投資は増加基調を維持しているものの、その伸びは小幅である。設備投資全体に占めるソフトウェア投資は1割程度であり、その押し上げ効果は大きくない。

当社が最も有力と考えるのは、機械受注残高が積み上がっていることが影響している可能性だ。

機械受注残高は2003年春を底に増加傾向が続いており、足元では調査開始以来、最高水準まで膨れ上がっている（図表1-10）。残高が増えた背景には、バブル崩壊以降、機械製造業者が設備圧縮に取り組んできたこと、設備の老朽化が進んできたことなどによって（図表1-11）、増加する機械受注量に供給能力が追いつかなくなったことが影響していると考えられる。

新規受注が減っても、残高が高水準で推移している間はまだ販売されていない機械が残っているということであり、設備投資の伸びが持続する要因となるはずだ。実際、足元の機械販売額も高水準で推移している。



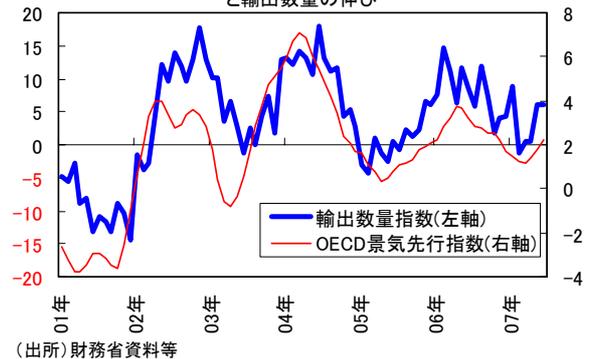
こうした中、内閣府が発表した7-9月期の機械受注見通しは前期比3.7%増と3四半期ぶりにプラス転換するとの見方が示された。もともと精度が低い点を割り引いてみる必要があるが、受注残高が高水準で推移する現状で新規受注額が持ち直せば、今後も設備投資の増加基調が続く可能性が高まる。足元では米国のISM指数が持ち直すなど、明るい材料も見え始めている。設備稼働率が高水準で推移する中、生産能力は低水準にとどまっており、需要が少しでも回復に向かえば設備逼迫感が高まりやすい状況にある。日銀短観の設備投資計画で示されていたように、設備投資の増勢は昨年度に比べれば鈍化するとみるが、引き続き堅調に推移する可能性が高まってきたと考える。

(4) 輸出は2007年度後半以降持ち直し

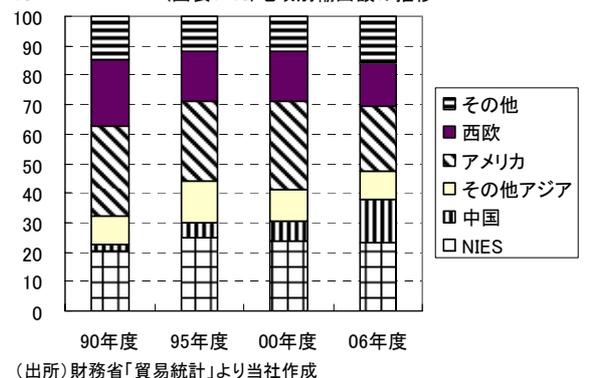
このところ、増勢が弱まっていた輸出数量指数の動きに明るい兆しが見られる。依然として米国向け輸出は前年割れが続いているが、6月の貿易統計ではマイナス幅が縮小する姿が示された。加えて、同指数の動きに先行する傾向のあるOECD景気先行指数も緩やかながら上昇基調に転じている(図表1-12)。EU向け輸出や中国をはじめとしたアジア向け輸出も引き続き堅調に推移しており、今後輸出の増勢は徐々に強まる可能性が高い。

輸出相手先の占率が徐々に変化している点も注目だ。図表1-13をみると、米国向け輸出のウェイトが低下する一方で、中国をはじめとしたアジア向け輸出の重要度が増している。加えて、ロシアや中東などのその他地域への輸出ウェイトも拡大している。年初に米国向け輸出数量が減少したが、輸出全体で見れば増加基調を持続できたのは、輸出先としての米国の地位が低下していることが一因となっている。米国以外の貿易相手国の景気は、今後も堅調に推移すると予想されること、年度後半には米国景気の持ち直しが見込まれることから、

前年同月比(%) (図表1-12)OECD景気先行指数 前年同月比(%) と輸出数量の伸び



(図表1-13)地域別輸出額の推移



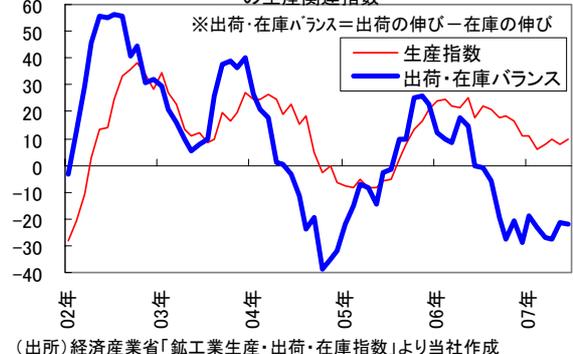
輸出は増加基調を持続しよう。

(5) 生産の増勢も年度後半以降に速まる見込み

4-6月期の鉱工業生産指数は前期比0.2%増と小幅の伸びにとどまった。前年比も徐々にプラス幅が縮小しており、足元で生産の増勢は弱まっている。国内景気の回復ペースが鈍化しているほか、米国向け輸出の増勢が弱まったことなどが背景と考える。

電子部品・デバイス工業の在庫調整も一因だ。同部門の在庫は、引き続き高水準で推移しており、生産に先行する出荷・在庫バランスは底ばい状態を脱していない(図表1-14)。ただ、在庫が高水準にありながら、同部門の生産は増加基調を持続

前年同月比(%) (図表1-14)電子部品・デバイス工業の生産関連指数



しており、需要に応じて意図的に在庫が積み上げられている側面もあるようだ。ゲーム機等の出荷が好調であること、今後は2008年の北京オリンピックを前に薄型TV等の買換え需要も期待されることから、過度な懸念は不要と考える。

加えて、鉱工業全体で見ると足元の在庫水準は低下しているほか（図表1-15）、国内生産に先行する傾向のある米国ISM指数が持ち直しつつあるなど、明るい材料が見え始めている。今後は生産の鈍化傾向に徐々に歯止めがかかり、上向き方向へ転じてくると予想する。

（6）コアCPI上昇率は小幅ながらプラス基調へ

消費者物価の基調を表す、エネルギー価格など振れの激しい項目や、たばこなど一時的な要因で変動しやすい項目を除いた「その他」部分の上昇率は、この1年でほとんど変わっていない（図表1-16）。消費者物価の基調は依然として弱いままだ。

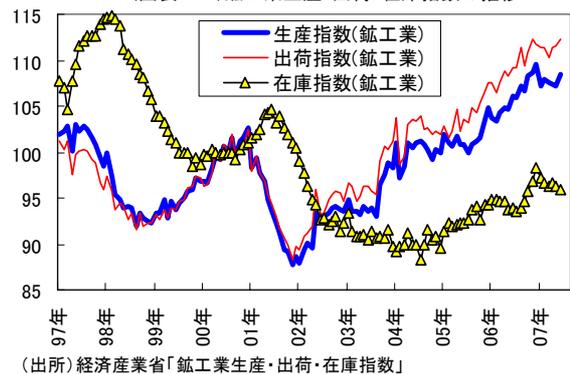
ただ、企業向けサービス価格が前年比でプラスに転じたり、地価が上昇したりと明るい材料も散見される。2008年度にかけての国内景気は、2%弱と見られる潜在成長率を上回るペースで回復すると予想されることから、需給ギャップは次第に縮小しよう。コアCPI上昇率は、エネルギー価格による前年比での下押し圧力が最も高くなる時期を迎えることから、目先は一旦マイナス幅を拡大する可能性があるものの、年末あたりにプラス転換した後は緩やかながらも上昇基調をたどると予想する（図表1-17）。

（7）利上げペースは徐々に速まる見込み

現在の経済・物価情勢は、日銀が想定するシナリオに概ね沿った形で進んでいるとみられる。日銀のシナリオは利上げ実施が前提となっていることから、今後は景気回復に歩調を合わせる形で段階的に利上げが実施される可能性が高い。

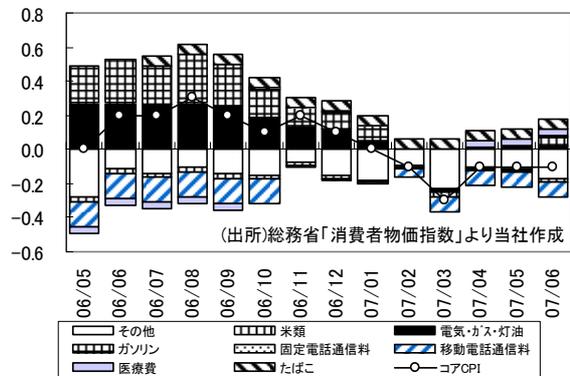
2007年度後半には、米国景気の持ち直しが予想されるほか、国内の雇用不足感の高まりが、緩やかながらも個人所得・消費の改善に反映され、景気の回復テンポが次第に速まると予想する。コアCPI上昇率もプラス転換が実現し、緩やかながらも上昇基調をたどると見込まれる。このため、年明け以降と予想される第4次利上げ後の利上げペースは四半期に1度に速まるとみている。無担保コールレートは、2007年度末に1.00%、2008年度末に1.75%まで引上げられると予想する。

2000年=100 (図表1-15) 鉱工業生産・出荷・在庫指数の推移



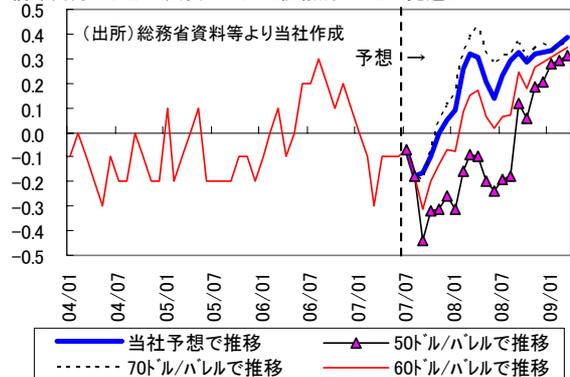
(出所) 経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」

(図表1-16) 全国コアCPIの推移(前年同月比寄与度)



(出所) 総務省「消費者物価指数」より当社作成

前年同月比(%) (図表1-17) WTI価格別コアCPI見通し



(出所) 総務省資料等より当社作成

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

米国経済は、住宅市場の回復が遅れているものの、もうひとつの懸案だった製造業の在庫調整が一巡しつつあることから、全体としては回復ペースが徐々に速まる展開を予想する。

住宅投資は最悪期からは脱しつつあるが、依然高水準な販売在庫を抱え、当面は弱含みの推移が続くと予想する。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も進むと考えられることから、2008年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、足元で減速傾向にあるが、主因のガソリン高は一時的と考えられ、ドライブシーズンの終了に伴って秋口からは価格が落ち着いてくると予想される。住宅からの資産効果は弱まっているものの、良好な雇用・所得環境にも支えられ、今後は堅調さを取り戻そう。

設備投資は、先行する資本財受注や景況感指数に持ち直しの動きが見られる。力強い世界景気にも支えられ、企業の増益基調は続くと考えられるため、今後も底堅く推移するとみている。懸案だった製造業の在庫調整も一巡しつつある。

コアインフレ率は落ち着いているが、FRBはインフレ警戒姿勢を緩めず、金融政策は当面据え置きが続こう。次の一手は、経済成長が潜在成長率を上回る2008年に入ってからの利上げとみる。政策が中立から引き締め領域に入ってくること、2008年後半には成長率はやや鈍化に向かう展開となろう。

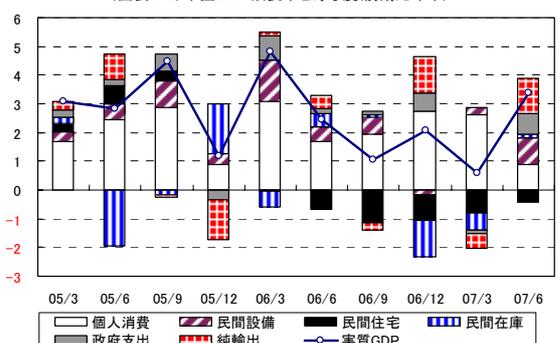
(図表2-1) 米国実質GDP

前期比年率	暦年ベース			2006年				2007年				2008年			
	2006年	2007年	2008年	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12			
実質GDP	2.9%	2.0%	3.1%	2.1%	0.6%	3.4%	2.7%	2.8%	3.1%	3.3%	3.4%	2.8%			
個人消費支出	3.1%	2.9%	2.9%	3.9%	3.7%	1.3%	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%	3.3%	2.8%			
民間住宅投資	-4.6%	-13.7%	-1.4%	-17.2%	-16.3%	-9.2%	-7.6%	-3.2%	0.0%	1.5%	3.4%	2.2%			
民間設備投資	6.6%	3.5%	5.6%	-1.4%	2.1%	8.1%	3.2%	6.6%	5.6%	5.7%	5.8%	4.8%			
民間在庫(寄与度)	0.1%	-0.3%	0.1%	-1.3%	-0.6%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	-0.1%			
純輸出(寄与度)	-0.1%	0.3%	0.0%	1.3%	-0.5%	1.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.0%			
輸出	8.4%	6.3%	6.4%	14.3%	1.1%	6.4%	6.0%	6.2%	6.4%	6.5%	6.6%	6.3%			
輸入	5.9%	2.3%	4.4%	1.6%	3.9%	-2.6%	4.0%	4.6%	5.0%	5.4%	5.7%	4.5%			
政府支出	1.8%	1.7%	1.4%	3.5%	-0.5%	4.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%			
内需(寄与度)	3.1%	1.7%	3.0%	1.0%	1.4%	2.2%	2.2%	2.8%	3.1%	3.4%	3.6%	2.8%			
最終需要(寄与度)	3.0%	2.0%	2.9%	2.3%	2.0%	2.1%	2.0%	2.9%	3.0%	3.2%	3.3%	2.9%			

(1) 景気は緩やかな拡大に向かいつつある

4-6月期の実質GDP成長率(速報値)は前期比年率で3.4%増と、1-3月期の同0.6%増から大幅に加速した(図表2-2)。個人消費はガソリン価格上昇の影響などで減速したものの、内需のもう一方の柱である設備投資が大きく伸びた。住宅投資は引き続き低迷しているものの、マイナス幅は縮小してきている。海外景気の拡大を受けて輸出は堅調な伸びを確保。在庫投資は2期連続の減少から小幅プラスに転じ、在庫調整が一巡

(図表2-2) 米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)



(出所)ファクトセット

しつつある様子を示した。景気の基調を見る上で重要な国内最終需要は、1-3月期の同1.7%から同1.9%へと緩やかな回復にとどまっており、全体の伸びほど強くはない。ただし、今回の個人消費の減速は一時的と考えられ、設備投資の持ち直し、住宅投資のマイナス幅縮小など、全体として景気は緩やかな拡大に向かいつつあるとみている。

(2) 住宅市場の回復は2008年にずれ込む

住宅市場はいまだ減速基調を脱していない。サブプライムローン（信用度の低い人向けの住宅ローン）問題を受けた貸出基準厳格化や物件差し押えなどの影響が回復の遅れに繋がっている。住宅関連業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数は、一時は反転上昇していたが、サブプライム問題がクローズアップされた3月以降は再び低下に転じている。

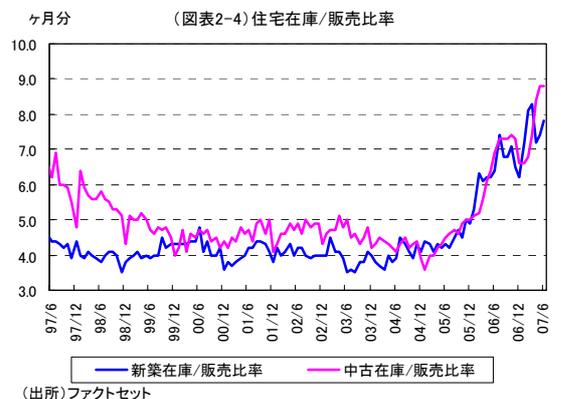
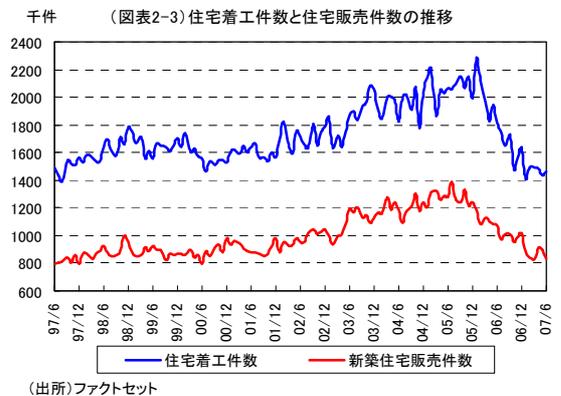
ただ、住宅着工件数や新築・中古住宅販売件数を見る限り、その減速ペースは徐々に和らいできている（図表2-3）。住宅市場の調整は、最悪期からは脱しつつあるとみているが、販売件数に対する在庫比率が、新築・中古とも依然として過去平均の4-5ヶ月分に比べて高水準であることから（図表2-4）、当面は弱含みの推移が続くと予想する。特に中古住宅の在庫が積み上がっているのは、このところサブプライム層からの差し押え物件が増えているほか、ローン返済に困って自ら物件を売却するケースもあり、それらが競売などを通して中古住宅市場に出回っているためだ。

住宅ローンの大半を占めるプライム層は健全であり、人口増加や良好な雇用・所得環境から住宅の実需は底堅い。販売価格が低下してきたことで、所得から見た割高感が薄れるとともに在庫削減も進むと考えられることから、2008年には底打ちから回復に向かうとみている。

(3) 足元のサブプライム問題は二次的な金融問題

7月半ば以降、米国金融市場では、サブプライムローン問題に端を発する信用不安がリスク資産回避の動きに結びつき、株価下落と金利低下を招いている。ただし、この市場の反応は行き過ぎと考える。サブプライム層の延滞増加が住宅市場の回復の遅れにつながっていることは、既に今年2月の時点から分かっていたことだが、足元で起こっているのは二次的な金融問題である。世界中に数千とあるヘッジファンドの中で、証券化商品への投資でハイリターンを求め、リスクを軽視したごく一部のファンドが淘汰されるのは、ある意味、自然な流れといえる。

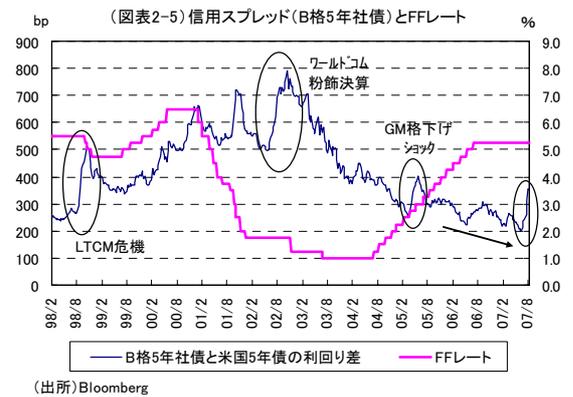
市場は個別企業のネガティブなニュースに過敏に反応し、疑心暗鬼になっているようだが、大手商業銀行などのサブプライム絡みの損失は、他の分野の収益で十分カバーされている。バーナンキFRB議長は先日の議会証言の場で、サブプライム問題で金融機関に500-1,000億ドルの損失が発生しかねないと発言しているが、この数字自体は驚くレベルではない。大雑把ではあるが、（全米住宅ローンの残高約10兆ドル）×（うちサブプライムローンの割合約1割）×（サブプライムロー



ンの延滞率 1 割強) =1,000 億ドル程度という計算ができる。延滞分がすべて貸倒れになるわけではないので、損失は最大でも全米住宅ローン全体の 1%以内に収まるということだ。

損失は米国だけにとどまらず、グローバルに波及するといった懸念も浮上しているが、裏を返せば証券化を通じてリスクが分散されている証拠とポジティブに捉えることもできる。したがって、1998 年の LTCM 危機時のようなシステミックリスクに発展する可能性は低いだろう。信用スプレッドが拡大していることも、これまでリスクプレミアムが過度に縮小していたことに対するリスク再評価の動きともいえる (図表 2-5)。

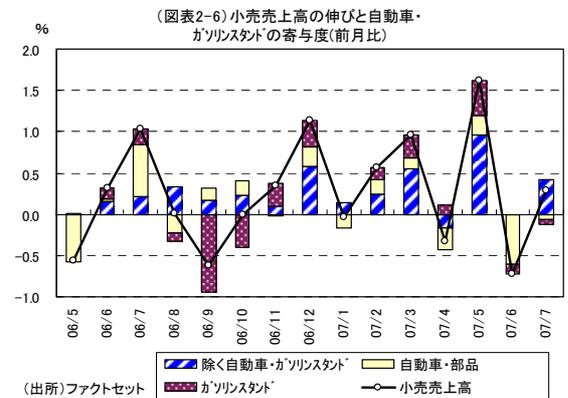
サブプライム層の延滞率は 2007 年 1-3 月期で 13.77%まで上昇しているが、プライム層の延滞率は 2.58%と低位で、住宅ローン全体での延滞率は 4.84%と、過去とほぼ同水準での推移となっている。今後もサブプライムの延滞や差し押えは増加するとみられるが、前述の通り米国の住宅ローン残高全体に占めるサブプライムの割合は約 1 割と小さい。サブプライム層への貸出基準は厳格化されているものの、健全なプライム層まで借入制約を受けているわけではない。したがって、今後も住宅ローン全体で焦げ付きが急増するような深刻な事態は想定しにくい。個人消費全体に占めるサブプライム層の割合も小さく、米国経済全体への影響は限定的とみている。市場が落ち着きを取り戻すにはしばらく時間がかかるかもしれないが、いずれファンダメンタルズの底堅さに注目が戻り、株価、金利とも上昇に転じよう。



(4) 個人消費は堅調さを取り戻す

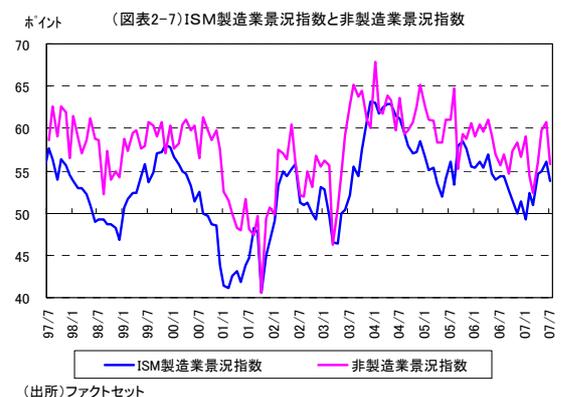
4-6 月期の個人消費の減速は、ガソリンや食品価格の上昇による影響が大きい (図表 2-6)。また、住宅市場の回復の遅れから、家具や建材、家電が減少。自動車販売台数もここ数年のトレンドであった年率 1,700 万台を下回って推移している。

もっとも、下押しの主因となっているガソリン高は一時的と考えられ、ドライブシーズンの終了に伴って秋口からは価格が落ち着いてくると予想される。住宅からの資産効果が弱まっているものの、良好な雇用・所得環境などに支えられ、個人消費は再び堅調さを取り戻そう。ただし、家計の債務返済負担の増加は、消費の拡大ペースを緩やかなものにとどめよう。



(5) 力強い世界景気も設備投資を下支え

民間設備投資の先行指標である非防衛資本財新規受注 (除く航空機) は、昨年後半以降、伸びが鈍化していたが、足元では持ち直しの動きが見られる。ISM 製造業指数も、年末年始には一時景気拡大と縮小の境目である 50 ポイントを下回り、景気の先行きが懸念された



時期もあったが、ここに来て非製造業指数ともども、55ポイント前後まで水準を切り上げ、景気拡大方向を示している（図表2-7）。

景気に対する先行き不透明感から、企業は一時設備投資に対して慎重な姿勢を示していたが、力強い世界景気にも支えられ、再び設備投資意欲を高めている。設備稼働率はITバブル期以来の80%を上回る高水準で推移しており、依然逼迫気味だ。企業の増益基調も続くと考えられ、設備投資は今後も底堅く推移するとみている。昨年後半から続いてきた製造業の在庫調整も、出荷・在庫バランス（出荷の前年比－在庫の前年比）が改善するなど、自動車業界を中心に進展が見られる。

（6）金融政策はしばらく据え置きの後、2008年に利上げへ

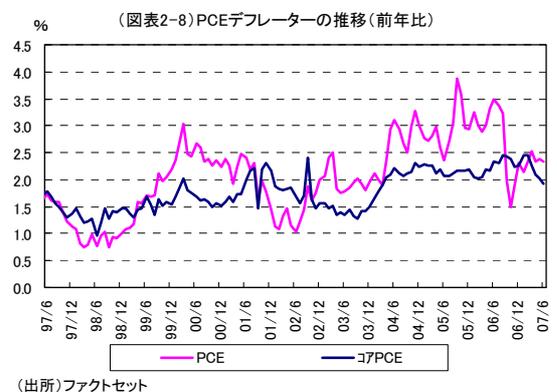
サブプライムとは関係のない分野まで信用不安が広がり、市場では来年半ばまでに2回以上の利下げを織り込んでいる。この先、場合によっては緊急利下げという可能性もないとは言い切れないが、今のところ实体经济にまで深刻な影響が及ぶ可能性は小さいとみられることから、FRB（米連邦準備制度理事会）が利下げに踏み切る必要性は低いと考える。金融市場だけの問題であれば、利下げではなく、引き続きオペを通じた流動性の供給での対応となろう。实体经济にとって不要な利下げを実施すれば、景気過熱とインフレ高進のリスクが高まることになり、逆に後々余計な利上げが必要になってしまう。FRBは従来から、利上げによって景気が減速するよりも、利下げによって景気が過熱する方が、結果的に経済的コストが大きくなるという認識を持っている。

8月7日のFOMC（米連邦公開市場委員会）声明文では、「最近の金融市場がボラタイルで、信用状況がタイト化している」点が新たに指摘された。FRBも金融市場の動きを注視しており、いざとなれば対応できる準備があるという意思表示と受け止められる。ただし一方で、景気が緩やかに拡大するという見通し自体は変えていない。

インフレに関しては、「コアインフレ指標はここ数ヶ月で緩やかに改善してきた」「しかしながら、インフレ圧力の持続的な鈍化はまだ納得できる形で示されていない」「さらに、資源利用度が高水準にあることがインフレ圧力を持続させる可能性がある」という表現が前回からそのまま残された。FRBが注視しているコアPCEデフレーターは、前年比1-2%というFRBの想定レンジ内に収まっているものの（図表2-8）、その鈍化の持続性についてFRBは未だに確信を持っていない。引き続き、低水準の失業率や高水準の設備稼働率を潜在的なインフレ圧力とみているようだ。

先行きの政策スタンスについては、サブプライム問題を意識し、「成長に対する下振れリスクがいくらか増加した」としているが、引き続き「最大の政策面の懸念はインフレが予想どおりに鈍化しないリスクだ」と、インフレ警戒を緩めない姿勢を示した。

FRBは、最近のサブプライム問題と金融市場の動きを注視する姿勢を見せながらも、景気やインフレに対する見方は変えていない。エネルギー価格などの上昇が、コア部分に波及したり、長期的なインフレ期待を上昇させたりする可能性があることや、今後景気が持ち直しに向かうと予想されることから、金融政策は当面据え置きが続こう。次の一手は、経済成長が潜在成長率を上回る2008年に入ってからの利上げとみている。政策が中立から引き締め領域に入ってくることで、2008年後半には成長率はやや鈍化に向かう展開となろう。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は、企業部門を中心にここまで好調に推移してきたが、今後は利上げの累積的効果やユーロ高、原油高、これまでの米国景気鈍化の影響がラグをおいて表れることなどから、2008年にかけては勢いが幾分弱まると予想する。

個人消費は、ドイツやフランスで伸びが弱まりつつある。一人当たり賃金の伸びはこの先も緩やかにとどまる可能性が高いが、失業率の改善を背景に、2008年には伸びがやや高まるとみる。

設備投資は、企業の好業績を背景に堅調に推移している。しかし今後は、ユーロ高やこれまでの米国景気鈍化を受けて外需の増勢が弱まることや、利上げの累積的効果から、拡大ペースはやや鈍化しよう。

ECB（欧州中央銀行）は、あと2回の利上げで政策金利を4.5%とした後、これまでの利上げの効果を見極めるべく、2008年中は様子見姿勢を続けると予想する。

（図表3-1）欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP（前期比、07/6期は合計のみ実績）

(前期比)	暦年ベース			2006年				2007年				2008年				
	2006年	2007年	2008年	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12	08/3	08/6	08/9	08/12
ユーロ圏GDP	2.9%	2.6%	2.3%	0.9%	0.7%	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%
家計消費	1.8%	1.3%	2.1%	0.4%	0.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
政府消費	2.0%	1.8%	1.4%	0.4%	0.8%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
固定投資	5.1%	5.5%	2.6%	1.5%	2.4%	0.5%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
純輸出(寄与度)	0.3%	0.0%	0.2%	0.8%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%

英国実質GDP（前期比）

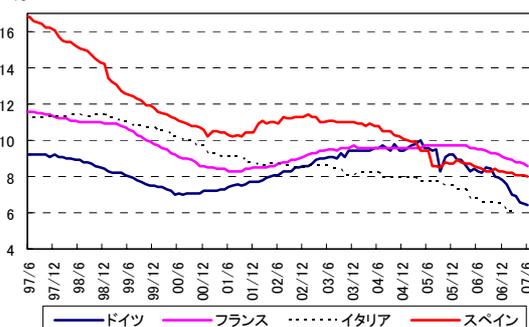
(前期比)	暦年ベース			2006年			2007年			2008年		
	2006年	2007年	2008年	06/12	07/3	07/6	07/9	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12
英国GDP	2.8%	2.8%	2.4%	0.8%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%

（1）ここまで好調だったユーロ圏景気は勢いが幾分弱まる

ユーロ圏経済は、企業部門を中心にここまで好調に推移してきたが、4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率（速報値）は前期比0.3%の伸びにとどまり、1-3月期の同0.7%から鈍化した。需要項目別の内訳は9月4日の発表となるが、前期にドイツのVAT引き上げの影響で落ち込んでいた個人消費が反発した一方で、建設投資の減速が大きかったと予想される。

個人消費については、今年1月のドイツのVAT（付加価値税）引き上げに伴う直前の駆け込み需要と、その後の反動減があった後、足元ではドイツやフランスで伸びが鈍化しており、ユーロ圏全体でも盛り上がり欠けた状況だ。上昇基調が続いてきたユーロ圏の消費者信頼感指数も、ここ3ヶ月はほぼ横ばいにとどまっている。最近の消費の伸びが鈍いのは原油高の影響と考えられるが、より根本的な要因として、企業部門が好調な割には賃金の伸びが鈍いことがあげられる。これには、ドイツやオランダをはじめとするパート化の流れや、中東欧の低賃金労働力の積極活用といった構造的な要因が考えられる。一人当たり賃金の伸びはこの先も緩やかにとどまる可能性が高いが、

（図表3-2）ユーロ圏主要国失業率の推移(EU統一基準)



(出所)ファクトセット

一方で、製造業の労働力不足感の持続的な高まりなどから、失業率は各国ともに改善傾向が続いている（図表 3-2）。好調な企業業績を背景とした雇用環境の改善によって、徐々にではあるが企業部門から家計部門への所得分配が進むと期待できることから、2008 年には個人消費の伸びがやや高まると予想する。

設備投資は、企業の好業績を背景に堅調に推移している。ただ、先行指標であるユーロ圏製造業受注は、昨年後半から伸びがやや鈍化している（図表 3-3）。ユーロ圏製造業 PMI も、水準は依然として高いものの、昨年半ばのピークからは低下傾向にある。特にこれまで牽引役だったドイツの鈍化が顕著だ。今後は、ユーロ高や米国景気鈍化の影響がラグをおいて表れると予想されることや、これまでの利上げの影響から、設備投資の拡大ペースはやや鈍化しよう。

もっとも、域内貿易のウェイトが大きいことや、新興国向け輸出が堅調に推移することで、ユーロ高や米国景気鈍化の景気へのインパクトは年々低くなってきているのが実態だ。また、2006 年以降の設備投資が強かった背景として、IT バブル崩壊以降に資本ストックの積み増しを抑制してきた点があげられる。この結果、生産能力が低下、2006 年に入る頃からドイツを中心に設備稼働率が急上昇し（図表 3-4）、輸出や内需に対する資本ストックの不足感につながったとみられる。設備稼働率は IT バブル期を超える高水準で、なおも上昇基調にある。設備が逼迫している状況は簡単には解消しないと考えられるため、設備投資は鈍化しながらも前年比 2% 台の伸びは確保するとみる。

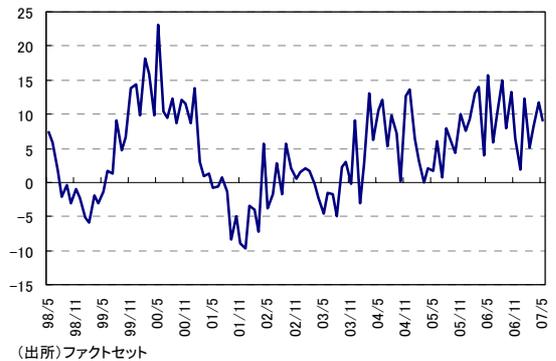
（2）ECB の利上げはあと 2 回でしばらく様子見

ユーロ圏 CPI（コアベース）は、昨年来、潜在成長率を上回る景気拡大や雇用回復、設備稼働率の上昇が続いてきたこともあって、少しずつ伸びが高まってきた。ドイツの VAT 引上げの影響も 1-3 月に CPI 全体を 0.3%ポイント程度押し上げたとみられる。しかしここ数ヶ月は、総合、コアともに ECB（欧州中央銀行）が参照値とする 2.0%を若干下回る水準で、落ち着いた動きとなっている（図表 3-5）。

一方、ユーロ圏マネーサプライ（M3）の伸びは、再び前年比 11%に達している（図表 3-6）。民間部門貸出額の伸びも、利上げの影響などから昨年秋口以降緩やかに鈍化してきたが、足元では再び高まりつつある。住宅向け貸出の伸びは鈍化傾向にあるものの、企業向け貸出の伸びが高まっている状況だ。

ECB はこうしたマネーと信用の力強い伸びに強い懸念を示している。また、高水準の設備稼働率や、賃金の伸びが高まる可能性にも警戒感を示しており、これらを考慮すると、インフレには引き

（図表3-3）ユーロ圏製造業受注（前年比）



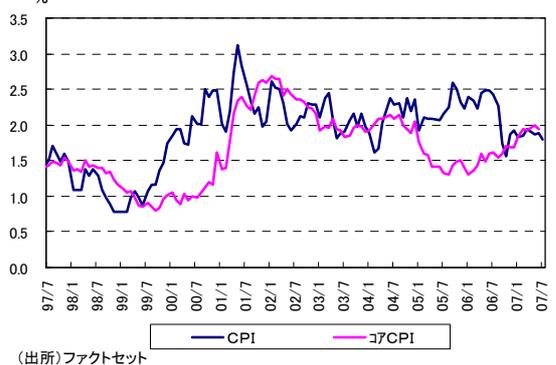
（出所）ファクトセット

（図表3-4）ユーロ圏設備稼働率（製造業）と鉱工業生産（製造業：前年同期比）の推移（四半期ベース）



（出所）ファクトセット

（図表3-5）ユーロ圏CPIとコアCPI（前年比）の推移



（出所）ファクトセット

続き上振れリスクがあるとしている。トリシェ総裁が「強い警戒 (strong vigilance)」というキーワードで示唆していることから、9月の利上げは既に確実な情勢だが、ECBはさらにあと1回追加利上げを実施し、政策金利を4.5%まで引き上げるとみている。その後は、インフレと景気の動向を注視しながら、これまでの利上げの効果を見極めるべく、様子見姿勢に入ると予想する。

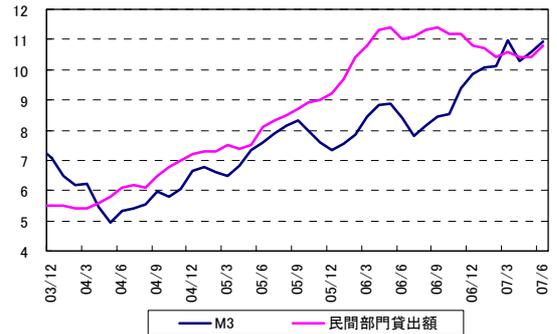
(3) 英国景気には引き締め効果が表れ始める

英国は依然堅調な景気拡大が続いている。4-6月期実質GDP成長率は前期比0.8%となった。需要項目別の内訳の発表はまだだが、引き続き個人消費が牽引役だった模様だ。住宅価格の上昇が続いてきたことが、資産効果を通じて消費拡大の一因になっている(図表3-7)。ただし、住宅価格の伸びにはピークアウトの兆しも見え始めている。住宅購入引き合いDIは低下、モーゲージ申請件数も減少傾向にある。今後は利上げの累積的效果によって住宅価格がさらに沈静化し、資産効果が弱まることで、個人消費の勢いは鈍ると予想する。製造業の生産活動も、堅調だった昨年と比べ、勢いが弱まっている(図表3-8)。主要な貿易相手であるユーロ圏の景気鈍化やポンド高の影響も考えられることから、この先景気拡大ペースは幾分鈍化しよう。

ただし、金融業やサービス業のウェイトが大きい英国では、外需の影響が景気を押し下げる度合いは日本などに比べれば小さい。今後も金融・サービス業が経済の中心的存在となり、それらの業種を主体とした良好な雇用・所得環境が、個人消費の下支えとなろう。

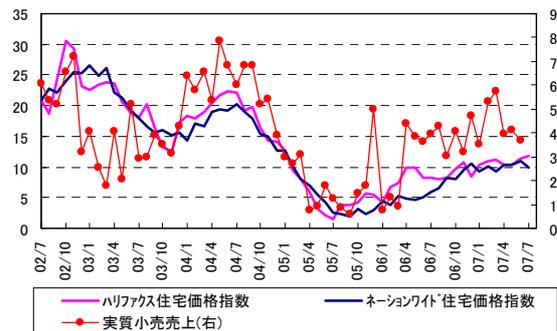
6月のCPIは前年比2.4%となり、インフレ目標値である2%の上下1%以内という誘導範囲に収まっている。コアに至っては、目標ではないものの同2.0%と、より落ち着いた水準にある。BOE(イングランド銀行)は7月に利上げを行い、政策金利を5.75%とした。8月8日のインフレーション・レポートにおいて、BOEはCPIが2008年終盤によく2%の目標近辺まで鈍化すると予測しており、5月時点の同レポートから、原油価格の上昇と余剰生産能力の縮小を理由に上方修正されている。この予測自体、今後6.0%までの利上げが実施されるという市場の見方を前提としている点には注目が必要だ。政策金利が現行の5.75%で据え置かれた場合は、CPIは2008年も2%を上回り続けるという予想で、インフレ見通しに対するリスクは、なおもアップサイドにあるとしている。このインフレーション・レポートから判断する限り、政策金利は、インフレ圧力抑制のための予防的な意味合いで年内にあと1回、6.0%まで引き上げられる可能性が高いが、その後は景気と物価に対する引き締め効果を見極めるために、しばらく様子見姿勢が続くとみている。

％ (図表3-6) ユーロ圏M3と民間部門貸出額の伸び(前年比)



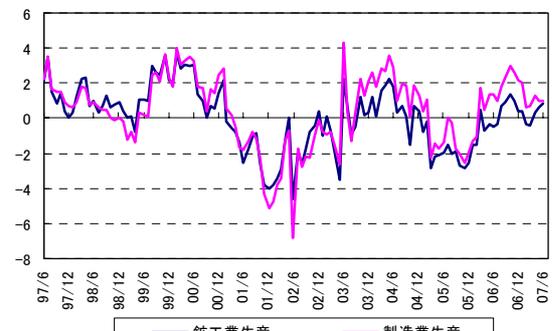
(出所)ファクトセット

％ (図表3-7) 英住宅価格指数(前年比)と実質小売売上(前年比)



(出所)ファクトセット

％ (図表3-8) 英鉱工業生産・製造業生産の推移(前年比)



(出所)ファクトセット

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国経済は年明け以降、再び過熱色を強めている。政府の新たな投資抑制策や、金融引き締め一段の進行が見込まれることから、今後成長率は若干の鈍化を見込むものの、それでも2007年の成長率は11%を超える水準を確保しよう。2008年にかけても、米国景気の回復や、北京オリンピックなどのイベントを控えた投資の活況が見込まれ、引き続き高めの成長を続けると予想する。人民元レートは、年率4—5%程度のペースで引き続き元高方向へ調整されよう。

(1) 年明け以降の景気は再加速

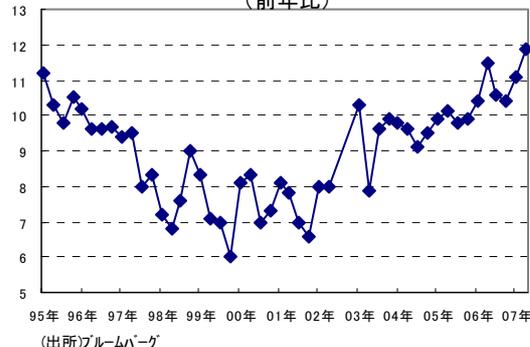
中国の4—6月期の実質GDP成長率は前年同期比11.9%と、10—12月期の同11.1%を上回った。年明け以降、景気が一段と加速している様子が改めて確認された形だ(図表4-2)。政府による一連の投資抑制策は、依然十分な効果を挙げているとは言い難い。

これで、2007年の成長率は、1994年以来の11%台となる可能性が高まった。投資抑制策や金融引き締め政策一段の強化が見込まれることから、今後は成長率の若干の鈍化を見込むが、それでも10%を下回るとは考えにくい。北京オリンピックや上海万博などのイベントを控えていることもあり、2008年までの中国景気は引き続き好調な投資を主軸に強めの推移が続こう。

(図表4-1)中国実質GDP予測

前年比(%)	2005年	2006年	2007年 (予測)	2008年 (予測)
実質GDP	10.4	10.7	11.4	10.5

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)

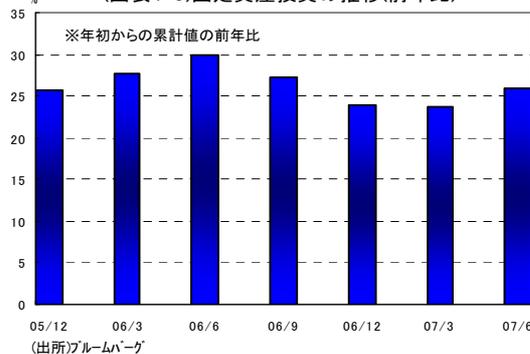


(2) 固定資産投資は緩やかに鈍化へ

1—6月期の全社会固定資産投資は、前年同期比で25.9%増と、1—3月期の同23.7%を上回った(図表4-3)。都市部の固定資産投資は同26.7%増(1—3月期は同25.3%増)、農村部向けは同21.5%増(1—3月期は同16.7%増)と、いずれも年明け以降伸びが高まりつつある。もっとも、1—6月期全社会固定資産投資の伸び率は、前年同期との比較ではまだ3.9%ポイント低く、この点、過熱の一途をたどっているというほどではない。リスクが上ぶれには違いないが、政府が投資抑制策や金融引き締め一段の強化を予定していることもあり、2008年にかけての固定資産投資の伸びは、前年比20%台前半の伸びに徐々に落ち着くと予想する。

産業分野別の1—6月期の伸びは、第一次産業が同37.5%増、第二次産業は同29.0%増、第三次産業は同24.6%増となっている。第一次産業の伸びが大きくなっているのは、農村部の伸び加速と整合性がとれた形である。政府の農村部活性化策が効果を挙げている可能性もあろう。不動産市場との関わりで注目される1—6月期の不動産開発投資額は、前年同期比28.5%増と、1—3月期の同26.9%増を上回った。前年同期との比較では、4.3%ポイントの伸び率拡大で、不動産投資が依然過熱気味に推移している様子を示している。

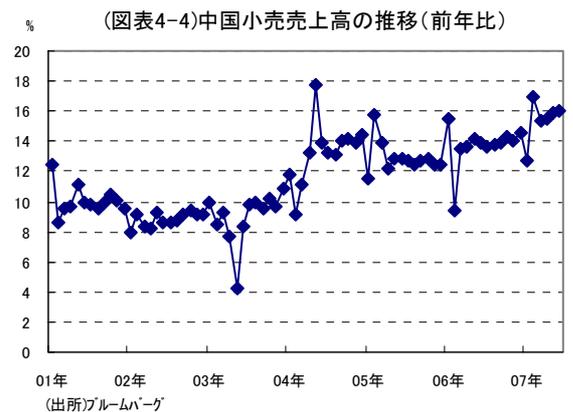
(図表4-3)固定資産投資の推移(前年比)



(3) 着実に伸び高まる個人消費

6 月期の社会消費財小売総額は、前年同期比 16.0% 増となった。昨年以降、徐々に伸びが高まりつつある(図表 4-4)。1-6 月期の都市部住民の 1 人当たり実質可処分所得は同 14.2% の上昇、農村部の実質ベースの平均現金収入は同 13.3% の伸びで、いずれも所得の伸びが下支えとなっている。実額ベースでは前者の 7,052 元に対し、後者は 2,111 元と依然 3 倍以上の開きがあるが、全体的な底上げは進んでいるようだ。

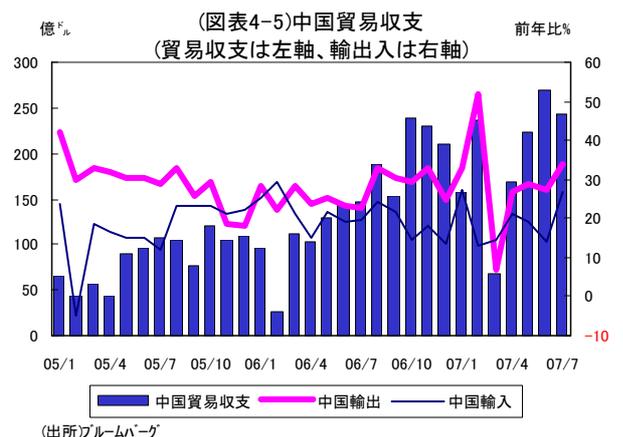
政府は、「農業の振興」、「農村の経済成長」、「農民の所得増と負担減」を目指すとする、いわゆる三農問題の解決を再重点課題と位置付けている。既に、最低賃金水準の引き上げや、税金の減免などの各種の所得改善策を実施しており、効果の一部が現れている可能性もある。格差縮小への道は容易ではないと考えられるが、小売売上高全体では 2008 年にかけても前年比 15% を上回る伸びを続けそうだ。



(4) 政府は輸出抑制策を実施

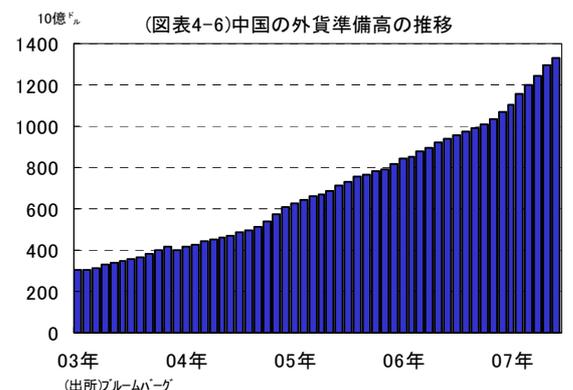
4-6 月期の輸出は前年同期比で 27.4% の伸びとなった。四半期ベースでは、2002 年 7-9 月期以降、まる 5 年にわたって 20% 以上の伸びを続けている。逆に輸入は 3 期連続で前年比 20% を下回っており、結果として、4-6 月期の貿易黒字は前年比で約 1.7 倍の大幅増となった(図表 4-5)。

7 月単月の輸出額、輸入額はいずれも過去最高を記録した。7 月 1 日以降、2,821 品目の輸出製品について、輸出付加価値税の還付率引き下げや還付制度の廃止が実施されているが、今のところ反動減的な動きは見られない。ただ、8 月下旬にはさらなる輸出抑制策の実施が決まっており。今後は伸びがやや鈍る展開が予想される。人民元が緩やかではあれ、着実に上昇を続けてきていることも輸出の抑制要因になるとみられる。



もっとも、これらをもってしても、貿易黒字はその拡大ペースが若干緩和される程度にとどまりそう。貿易黒字の背後にある国内の貯蓄投資バランスの貯蓄超過傾向に大きな変化がないと考えられること、今後政府の景気引き締め政策が浸透すれば、輸入の伸びがさらに鈍化に向かう可能性が高いためだ。外需が GDP の伸びに大きく寄与する構図は変わらないとみている。

黒字の対価として流入した外貨は、政府による外貨強制決済制度を通じて公的外貨準備の増加要因となる反面、国内の金融市場にとっては人民元の過剰流動性の拡大要因となっている。外貨準備は、6 月末には 1 兆 3,326 億ドルに達している(図表 4-6)。一国全体の資金の有効



活用という観点からは好ましい姿ではないが、政府は既に外貨準備の効率的運用を目指す姿勢を明らかにしており、今秋設立予定の外貨準備の運用会社（中国外貨投資公司）に2,000億ドルを拠出することが決まっている。他にも、民間の外貨保有の規制緩和など、順次制度面の改革を進めてくるものと考えられる。

（５）物価先高観は根強い

7月のCPI（消費者物価指数）は前年比5.6%まで上昇（図表4-7）、1997年2月以来、約10年ぶりの高い伸びとなった。1-7月累計では同3.5%の上昇で、政府が目標としている「3%以内」を上回る推移が続いている。内訳は、食品が前年比15.4%、非食品が同0.9%の上昇。食品の中では穀類が同6.0%、油脂が同30.1%、肉類が同45.2%、卵類が同30.6%の上昇となっている。肉類の上昇は、伝染病の蔓延により豚肉価格が急上昇した影響が大きい。エタノール需要の増加により、飼料であるトウモロコシの価格が上昇したことも響いた。食品以外の品目が幅広く上昇する兆しはまだ見えないものの、生活に欠かせない食品価格が急上昇していることもあって、人々の物価先高観は根強い。こうして醸成されたインフレ期待がいずれ現実のインフレ率に反映されるリスクは否定できない。

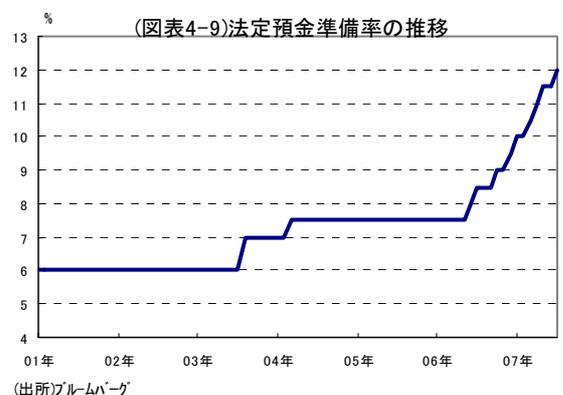
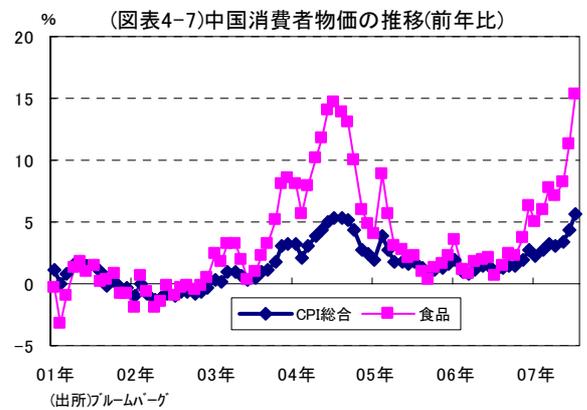
7月のマネーサプライ（M2）は前年比18.5%増で、1年ぶりに伸びが18%台まで加速するなど、過剰流動性がインフレ顕在化に繋がるリスクも払拭されていない（図表4-8）。6月CPIの発表直後に人民銀行は今年3度目の利上げを発表したが、2007年はもはや政府目標であるCPI前年比3%以内の実現は難しくなりつつある。景気も過熱気味に推移していることから、今後政府当局は引き締め政策を一段と強化してくるものとみられる。

（６）政府は多様な金融引き締め策を打ち出す

既に金融当局は多様な金融引き締め策を打ち出している。

金利については、直近では7月21日に1年物の貸出基準金利と預金基準金利が0.27%引き上げられた。預金基準金利は3.06%から3.33%に、貸出基準金利は6.57%から6.84%にそれぞれ上昇した。今年に入ってから3回目、昨年からの通算では5回目の利上げとなる。

法定預金準備率は、今年に入ってから8月（15日）まで、既に6度にわたって0.5%ずつ引き上げられ、足元では12.0%に達している（図表4-9）。昨年からの通算では計9回行われ、累計の引き上げ幅は



4.5%に達したことになる。

当局にとって、利上げと法定預金準備率の引き上げでは、後者が比較的行いやすい手法と言われる。利上げは、短期的にはさらなる外資の流入を招くため、当局は元売り介入を行う必要があり、それがさらなる過剰流動性の拡大につながりかねないというジレンマがあるためだ。当社は、法定預金準備率の引き上げは当面1ヶ月に1回程度のペースで実施、利上げは年末までにあと2回程度実施されると予想している。

また、前述の外貨準備の海外運用会社を設立するにあたっては、1兆5,500億元の特別国債を発行する計画となっている。これを元手に人民銀行から2,000億ドルの外貨準備を購入し、新会社の資本金にあてるという計画だ。法定預金準備率の0.5%の引き上げで1,500億ドルの資金吸収効果があることから、この特別国債は預金準備率を10回上げるのにはほぼ等しい金融引き締め効果があると言われている。運用会社は設立後も自ら人民元建債券を発行するとのことで、当局としては新たな引き締め手段を得たことになる。

8月15日からは、銀行などへの預金の利息にかかる税率が現行の20%から5%に大幅に引き下げられた。過熱気味の株式、不動産市場から銀行預金への資金シフトを促す狙いがある。消費者にとっては減税となること、銀行の信用創造能力が増大することから、さらなる景気の過熱に繋がると懸念する向きもあるが、投資主導経済から消費主導経済への転換は政府の目標でもあり、政府当局としては一石二鳥を狙う意図もあるようだ。

(7) 人民元は引き続き漸進的な調整

人民元は、2005年7月の切り上げ後、今年7月までの2年間で約7%上昇した(図表4-10)。中国の通貨制度は、建前上は既に変動相場制だが、日々の値動きは依然、通貨当局の厳しい管理下に置かれている。今年5月には、元の1日の対ドル変動許容幅を0.3%から0.5%に拡大したが、まだ変動幅が0.3%を超えた日はない。元高圧力を吸収するための市場介入の規模は、多い月で500億ドル以上に上るとのことで、海外、とりわけ多額の対中貿易赤字を抱える米国からの不満が強い。

米国からの柔軟化要求もさることながら、人民元売り介入がマネーサプライの増加を通じてインフレ圧力になっていることがより悩ましい問題だ。また、資本市場の自由化と金融政策の独立性を両立させる必要性を踏まえると、いずれにしても為替相場のさらなる柔軟化が不可避となる(いわゆるマンデルのトリレンマ)。したがって、中長期的に為替相場の一層の柔軟化を進めるのは中国政府にとっても既定路線と考えられる。一方で、脆弱な国有企業と金融システム、国内輸出企業への悪影響を最小限にとどめる必要もあることから、2008年にかけても引き続き年率4-5%の緩やかなペースで元高方向への調整を進めていくことになりそうだ。



5. 原油相場見通し

(1) WTI は最高値を更新

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1日に1バレル78.77ドルをつけ、昨年7月中旬に記録したこれまでの最高値である78.40ドル/バレルを更新した(図表5-1)。米国ではドライブシーズンの最中にもかかわらず、製油所の稼働率が低水準にとどまったことなどから、ガソリン在庫が過去5年間で最も低いレベルまで低下し、WTI 価格を押し上げた。

加えて、投機資金が流入したことも価格上昇に拍車をかけた模様だ。投機筋のロング(買い)ポジションは足元で過去最高水準まで積みあがっており、ネットポジションも WTI 価格が急騰した昨年水準を上回って買い超の方向に振れている。

(2) 今後は徐々に落ち着きを取り戻すと予想

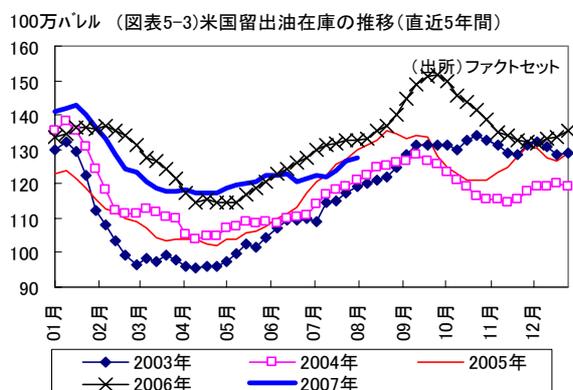
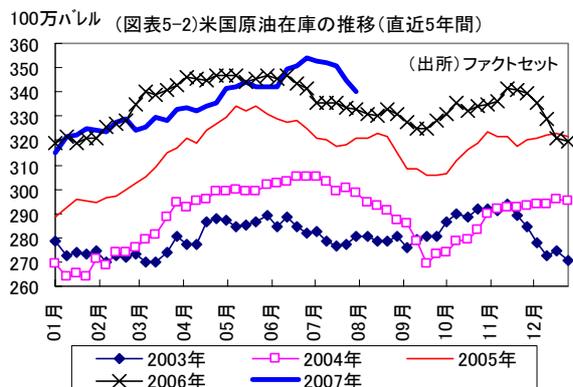
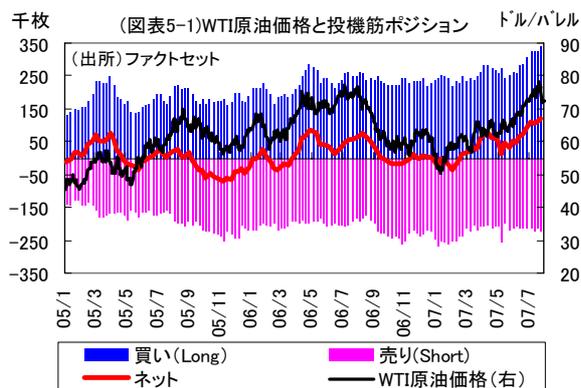
しかし、WTI価格は昨年同様、9月のレイバーデーを過ぎれば徐々に落ち着きを取り戻すと予想する。米国では、ドライブシーズンが終わって寒さが本格化するまでは原油の不需要期となるためだ。低水準で推移していた製油所の稼働率がここにきて持ち直しているほか、ガソリンや留出油などの石油製品のもととなる原油在庫が過去5年間で最も高水準にあることもWTI価格を抑制する要因となろう(図表5-2)。

今後、市場の注目は冬場に需要が高まるヒーティングオイルを含む留出油在庫へと移ってこよう。足元の留出油在庫は、高水準で推移していた昨年には及ばないが、過去5年間の平均に近い水準で推移している(図表5-3)。原油在庫が膨らんでいるほか、製油所の稼働率が持ち直してきていることから、今後は留出油在庫の積み増しが進み、市場の過熱感を和らげよう。

(3) 但し、需給逼迫懸念は払拭されず下値も限定的

ただ、WTI 価格の下落幅は限られたものととどまる可能性が高い。中国やインドをはじめとして世界的に原油需要が増えていること、イランの核開発問題やナイジェリアの政情不安といった地政学リスクがくすぶり続けていること、ハリケーンが到来すれば製油所にダメージを与える可能性があること、OPEC は原油生産量を昨年11月に120万バレル、今年2月に50万バレル減産するとしているため、2006年度よりも需給逼迫懸念が高まりやすい状況にあること、などが要因だ。

今後、原油価格は徐々に落ち着きを取り戻すと予想するものの、高値圏での推移は避けられないと考える。WTI 価格(年平均)は、2007年に1バレル65ドル、2008年に67ドルを予想する。



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。

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。